

# 投資環境の見通し

## 今月の注目点

### 資本フローに変化の兆候？

#### 目立った債券への資金流入

2019年に入ってから、長期金利のレンジが下方シフトする一方で、株価は2018年10-12月期の大幅下落から一転、反発する展開となっている。

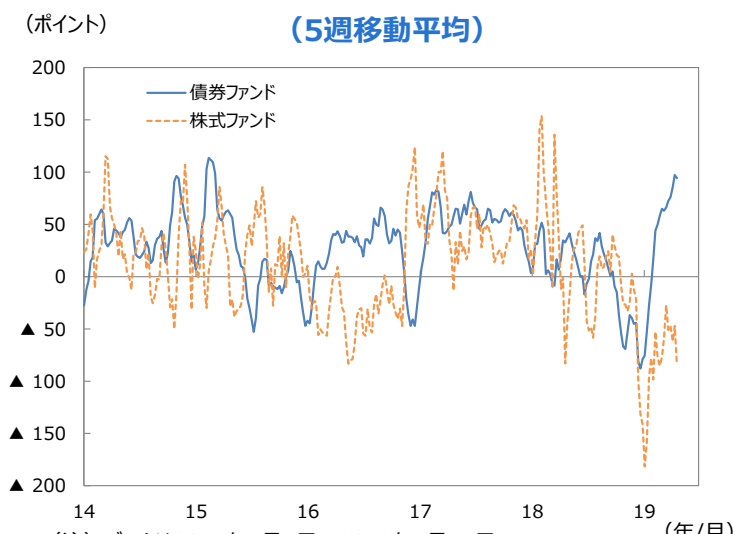
この間の資本フローの特徴をみると、「利回り追求」が再開、債券への資金流入が目立った。投信経由の資金フローを集計するEPFRグローバルのデータでは、先進国、新興国共に2019年初より、債券ファンド、特に投資適格の米社債や新興国の発行する米ドル建て債への資金流入が続く一方、株式ファンドに関してはプラスになる週はあるものの、5週移動平均でみるとネットではマイナス傾向が続いている。

米国で利上げ終了の可能性が高まっただけでなく、欧州中央銀行（ECB）がフォワードガイダンスを修正して利上げ開始を遅らせる方針を示唆、世界最大の貯蓄地域であるユーロ圏のマイナス金利が長引く見通しとなった。このため、欧州から米国、日本の債券市場への債券経由での資本フローが堅調になっていると考えられる。

データ範囲が異なるため、単純比較は難しいが、例えば米財務省が発表している国際資本移動統計により米国への資金フローをみると、2018年10-12月はグローバルなリスクオフの中で株式（▲461億米ドル）、債券（▲554億米ドル）ともにマイナス（流出＝海外投資家による売り越し）となっていた。対して2019年1-2月の合計を見ると、株式はなお流出（▲419億米ドル）だが債券は大幅流入（647億米ドル）に転じた。内訳をみると財務省証券（79億米ドル）よりも、機関債（455億米ドル）、社債（113億米ドル）への資金流入が目立つ。地域別には1月はアジア（おそらく通貨の安定を受けた外貨準備の流入）が目立ったが、2月に入り、欧州からの資金流入が中心となった。

景気に関する不透明感が残り、株式への資金流入がなお弱い中で米国を中心に株価が反発したのは①企業の自社株買いと、②長期金利低下がデリバティブ経由の裁定などを通じて株価を押し上げる効果があったためと推測される。

先進国・地域への資本流出入  
(5週移動平均)



(注) データは2014年1月1日～2019年4月17日。  
(出所) EPFRグローバルのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

海外投資家による対米投資 (10億米ドル)

	合計	債券	財務省証券	機関債	社債	株式
2016年	58	65	▲ 326	266	125	▲ 7
2017年	405	287	20	135	131	119
2018年	154	284	2	230	52	▲ 130
2016年 1-3期	54	83	▲ 13	54	43	▲ 29
4-6期	▲ 31	▲ 12	▲ 121	80	28	▲ 19
7-9期	38	8	▲ 110	81	37	29
10-12期	▲ 3	▲ 15	▲ 82	50	17	12
2017年 1-3期	91	48	4	24	20	43
4-6期	135	124	44	44	37	11
7-9期	104	95	30	28	37	9
10-12期	76	19	▲ 57	39	38	57
2018年 1-3期	141	129	47	60	23	12
4-6期	▲ 3	45	▲ 27	55	17	▲ 48
7-9期	117	165	71	69	25	▲ 48
10-12期	▲ 102	▲ 55	▲ 89	46	▲ 13	▲ 46
2019年 1-3期	23	65	8	45	11	▲ 42

(注) データは2016年1-3月期～2019年1-3月期、2016年～2018年、2019年1-3月期は1月、2月の合計。

(出所) 米財務省のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
将来予告なく変更される場合があります。

今月の注目点

# 資本フローに変化の兆候？

## 足下で変化の兆し？

4月に入って資本フローのパターンをみると、明確に転換したとまではいえないものの、変化の兆候も見られ始めている。先に言及したEPFRグローバルのデータでは、新興国株式に関して、4月の第2、第3週のフローがプラスに転換した他、新興国債券でも米ドル建てではなく、各国通貨建て債券のファンドへの資金フローがプラスになってきた。

また日本の対内対外証券投資統計では、海外投資家による対日株式投資が3月最終週（24日～30日）～4月の第3週（14～20日）にかけて4週連続でプラス転換する一方、海外投資家の円債投資は4月第3週に4週間ぶりにマイナス（売り越し）となった。

## 鍵握る景気の動向

こうした（特に米ドル建ての）債券から株式や新興国通貨債など、ややリスクの高い資産への資金シフトが本格化するかどうか、4-6月の資産市場の大きな注目点であるが、いうまでもなくその鍵を握るのは景気動向である。

3-4月の景気データを見ると、米国では消費がしっかりし、中国も政策効果が顕在化し始めた。一方、調整が続く製造業（特にIT、自動車、資本財）の比率の高い日本、欧州などのデータはなお冴えず、製造業vs.サービス業、米中vs.日欧という二面性の強い状態が続いている。弊社でも米中の成長見通しを上方修正、日欧は下方修正した。

製造業の調整は米国にも一定の影響を与えている面があり、当面は統計データをにらんで楽観・悲観の間で市場の心理が変化する局面もありうる。ただ、①中国政府は建国70周年を迎える年後半に向けて景気回復を維持する可能性が高い、②インフレ安定を背景に先進国の金融政策は緩和気味で運営される、③米国のGDPの7割を占める消費の安定、などを考えると、米中が安定を維持する中で、製造業の調整が和らぎ、日欧が持ち直すパターンになる可能性が高い。このシナリオが正しいとすれば、揺り戻しを挟みながらも資金フローのリスク資産シフトが続くことになりそう。

## 製造業PMI

(ポイント)

	グローバル	先進国			新興国						
		米国	ユーロ圏	日本	中国	ブラジル	ロシア	インド			
2017年	1-3月期	52.8	54.0	54.2	55.6	52.8	51.2	51.3	46.8	53.2	51.2
	4-6月期	52.5	54.0	52.5	57.0	52.7	50.7	50.1	50.9	51.2	51.7
	7-9月期	53.0	54.2	53.1	57.4	52.4	51.3	51.2	50.6	52.1	50.1
	10-12月期	53.9	55.7	54.5	59.7	53.5	51.6	51.1	52.4	51.5	52.5
2018年	1-3月期	53.8	55.6	55.5	58.3	54.0	51.7	51.4	52.6	51.0	51.8
	4-6月期	53.1	54.7	56.1	55.5	53.2	51.2	51.1	50.9	50.2	52.0
	7-9月期	52.4	53.8	55.2	54.3	52.4	50.7	50.5	50.8	49.0	52.1
	10-12月期	51.8	52.8	54.9	51.7	52.6	50.5	50.0	52.1	51.9	53.4
2019年	1月	50.8	51.8	54.9	50.5	50.3	49.5	48.3	52.7	50.9	53.9
	2月	50.6	50.4	53.0	49.3	48.9	50.6	49.9	53.4	50.1	54.3
	3月	50.6	50.0	52.4	47.5	49.2	51.0	50.8	52.8	52.8	52.6

## 非製造業PMI

(ポイント)

	グローバル	先進国			新興国						
		米国	ユーロ圏	日本	中国	ブラジル	ロシア	インド			
2017年	1-3月期	53.6	54.1	54.1	55.1	52.0	52.1	52.6	46.4	56.8	50.2
	4-6月期	53.8	54.3	53.6	56.0	52.8	52.2	52.0	49.0	56.0	51.8
	7-9月期	53.8	54.6	55.3	55.3	51.5	51.4	51.6	49.5	54.0	48.0
	10-12月期	53.9	54.5	54.5	55.9	51.9	52.0	52.3	47.7	56.0	50.4
2018年	1-3月期	54.1	54.3	54.4	56.4	51.5	53.3	53.7	51.0	55.1	49.9
	4-6月期	54.2	54.8	56.0	54.6	51.6	52.6	53.2	48.8	54.0	51.2
	7-9月期	53.5	53.9	54.8	54.4	51.0	52.2	52.5	47.9	53.6	52.2
	10-12月期	53.4	53.5	54.6	52.8	51.9	53.1	52.8	51.2	55.6	53.0
2019年	1月	52.6	52.5	54.2	51.2	51.6	52.9	53.6	52.0	54.9	52.2
	2月	53.3	53.7	56.0	52.8	52.3	52.1	51.1	52.2	55.3	52.5
	3月	53.7	53.7	55.3	53.3	52.0	53.6	54.4	52.7	54.4	52.0

(出所) IHS Markit, Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

# 世界経済・国際金融情勢

## 注目すべきリスクファクター

予想外の市場変動につながる要素として以下の3点に注目したい。

第1に中国の政策運営と効果である。1-3月に前年比4.4%増の伸びにとどまったインフラ投資がどの程度加速してくるか、増値税引き下げをうけ、4月以降の輸入の伸び、自動車消費促進策の効果などが重要だろう。中国の景気回復が建設支出などの増加による素材生産・輸入の増加といった「オールドエコノミー」中心に起こるのか、IT関連を含む耐久財や資本財など「ニューエコノミー」の需要も回復してくるか、ハイテク製造業の比率の高い日独経済・株式市場にとって重要だろう。また、1-3月の景気上振れを受けて、金融政策運営をどの程度中立方向に戻すかも注目される。

第2は米中通商交渉の動向と、英国の欧州連合（EU）離脱（Brexit）など欧州政治情勢である。米中交渉は継続しており、4月最終週に北京、5月8日からはワシントンで閣僚級の協議が実施される予定と伝えられる。中国は景気、トランプ政権は政治的インパクトをにらんで成果を上げたいはずで、メインシナ

リオは決裂回避・関税は現状維持だが、上下両方向にリスクがある。

Brexitは最長10月末まで延長されたが、地方選挙（5月2日）後の英政局と、英国の欧州議会選挙（5月23～26日）参加の有無により早期（6月1日）のEU離脱の可能性もある。合意なし離脱のリスクはなお低い、引き続き重要な不透明要因といえる。

第3は原油、その他の商品市況の動向である。トランプ政権はイラン産原油の禁輸措置強化を決定したが、イランの1日当たり輸出量は2019年3月時点で130万バレル前後にとどまる一方、サウジアラビアなどの増産余力は日量200万バレル程度あり、供給不安は避けられるとみられるが、一応の注目材料といえる。一方、銅、鉄鉱石、アルミなど原油以外の主要商品は世界経済の底割れが回避されつつあるとすれば、市況の大幅下落は避けられるはずであり、安定が続くかが注目される（換言すれば市況の下振れは早期警戒指標）。

（吉川チーフマクロストラテジスト）

## 当面の重要日程と政治リスク

2019年 海外			2019年 日本		
4月	10日	ユーロ ECB政策理事会	4月	1日	新元号発表
	11日	インド 下院総選挙		7、21日	統一地方選挙
	11-12日	-- G20財務相・中銀総裁会議(ワシントン)		15-16日	日米TAG交渉
	12-14日	-- 国際通貨基金(IMF)世銀総会(ワシントン)		19日	金融システムレポート(日銀)
	17日	インドネシア 大統領選挙		24-25日	金融政策決定会合(基本的見解)
	28日	スペイン 総選挙		30日	天皇陛下退位
	30-1日	米国 FOMC			
	中旬	米国 為替報告			
	下旬	中国 第二回一帯一路国際協力ハイレベルフォーラム			
	月内	-- IMF World Economic Outlookの公表			
	月内	中国 パキスタン首相中国訪問			
5月	1日	中国 労働節	5月	1日	新天皇陛下即位、改元
	2日	英国 地方選挙		26-28日	トランプ大統領訪日予定
	7-8日	-- WTO一般理事会			
	8日	南ア 国民議会選挙(月内に大統領選出)			
	13日	フィリピン 全国統一選挙			
	13-15日	ユーロ 欧州経済会議			
	17日	ユーロ EU経済財務相理事会(ECOFIN)			
	17-18日	-- APEC貿易担当相会合(バルバライノ)			
	18日	豪 総選挙			
	22-23日	-- OECD閣僚会議			
	23-26日	欧州 欧州議会選挙			
6月	4-5日	米国 Fed Listesn Event	6月	8-9日	G20財務相・中銀総裁会議(福岡)
	6日	ユーロ ECB政策理事会		19-20日	金融政策決定会合
	7日	中国 端午節		28-29日	G20首脳会議(大阪)
	9日	メキシコ 地方選挙		月内	通常国会会期末
	14日	ユーロ EU経済財務相理事会(ECOFIN)			
	18-19日	米国 FOMC(SEP)			
	20-21日	ユーロ EUサミット			
	22-23日	-- ASEAN首脳会議(バンコク)			
	25-26日	-- OPEC定時総会			
	27日	ユーロ ECB一般理事会			
	月内	-- 世銀世界経済見直し発表			
7月	25日	ユーロ ECB理事会	7月	29-30日	金融政策決定会合
	月内	パウエルFRB議長の半期議会報告		月内	参院選(21日)
	月内	-- IMF World Economic Outlookの公表			

(出所) 各種報道、資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

# 主要国・地域経済の見通し

## 米国：FRBの利上げは一旦終了

在庫調整が4-6月にずれ込む中、製造業生産は停滞気味。4月の非製造業PMIが下落するなど一部サービス業にも波及しており、しばらく統計は強弱がミックスしよう。ただ、失業保険請求の動きから判断して雇用は安定、3月の小売売上高は予想を上回った。金利低下を受けて住宅販売も持ち直しがみられ、2019年の成長見通しを2.3%から2.4%に上方修正した。低インフレの下、米連邦準備制度理事会（FRB）は現行の政策金利を継続しよう。

## 中国：2019年の見通しを上方修正

1-3月の実質GDPは前年比6.4%増と、予想（6.3%増）を上回った。①政府の景気支援、②米中協議進展への期待に加え、③3月の鉱工業生産が特殊要因で急加速したためだ。今後、生産は反動減もありうるが、インフラ投資は1-3月の前年比4.4%増から徐々に伸びが加速していく見通しである。財政政策の効果により、2019年後半の景気は持ち直し傾向となろう。2019年の成長率見通しを6.3%から6.5%に上方修正した。

## ユーロ圏：利上げは2020年半ば以降

ユーロ圏では輸出減少やBrexitを巡る不透明感が重荷になり、製造業の調整は4-6月にずれ込むできた。財政拡張を背景に建設、消費が底堅いため、景気底割れは避けられようが、成長率は1-3月に1%程度、その後1%台前半に緩やかに戻る展開。ECBは4月の理事会後の声明でマイナス金利長期化の可能性を示唆、6月の理事会でフォワードガイダンスを再修正する可能性。利上げ開始は2020年後半以降となる見通し。

## 日本：製造業主導の減速が継続

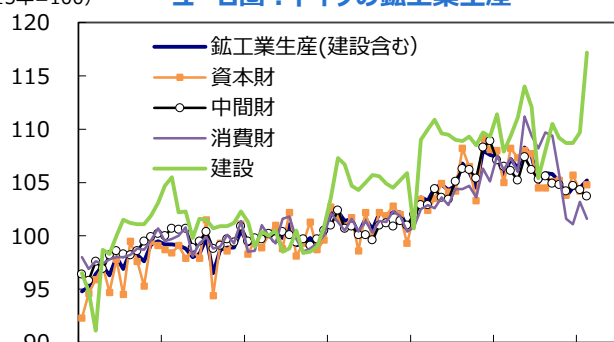
海外景気・ITサイクルの調整を背景に輸出・生産は停滞。1-3月の資本財出荷の動きから判断して、一部設備投資を先送りする動きも出ている模様。2019年度の成長見通しを0.5%から0.3%に下方修正した。ただ、雇用・消費は安定、サービス業は堅調であり、底割れは見込まない。日銀は4月の決定会合でフォワードガイダンスを修正したが、基本的には現状の緩和を粘り強く継続。消費増税を巡る論議が注目される。

(%ポイント) 米国：景況感（製造業・非製造業）



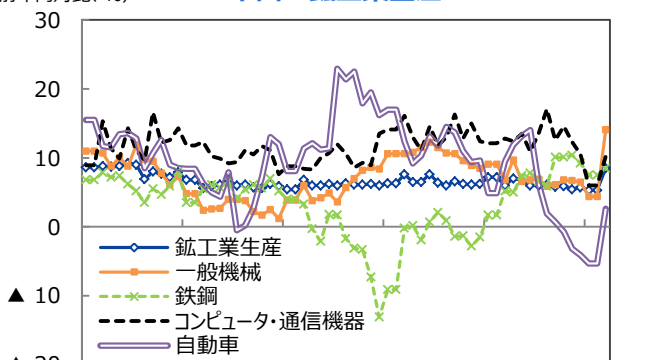
98 00 02 04 06 08 10 12 14 16 18 (年)  
 (注) データは1998年1月～2019年3月。  
 (出所) ISMのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

(2015年=100) ユーロ圏：ドイツの鉱工業生産



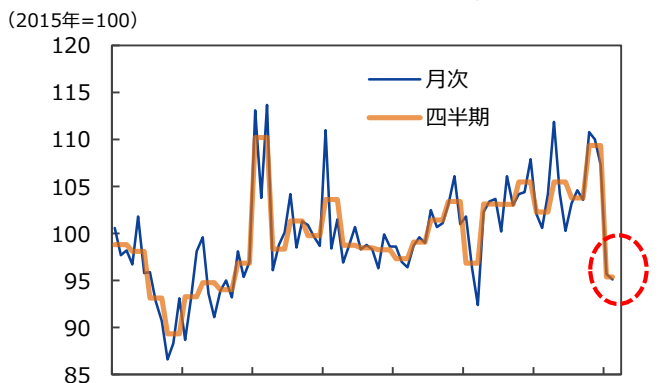
13 14 15 16 17 18 19 (年)  
 (注) データは2013年1月～2019年2月。  
 (出所) Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

(前年同月比、%) 中国：鉱工業生産



14 15 16 17 18 19 (年)  
 (注) データは2014年1月～2019年3月。  
 (出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

日本：資本財出荷・国内（除く輸送機械、季節調整値）



12 13 14 15 16 17 18 19 (年)  
 (注) データは2012年1月～2019年2月。  
 (出所) 経済産業省のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

# マーケット動向の見通し（1年程度）

## 主要資産の投資魅力度判断

19年5月度	株式≧債券	外株>国内株	円債≧ヘッジ外債	ユーロ≧米ドル≧円	先進国≧新興国	現預金≧債券
19年4月度	株式≧債券	外株>国内株	円債≧ヘッジ外債	ユーロ≧米ドル≧円	先進国≧新興国	現預金≧債券

資産		上段が今月、下段が先月			コメント	
		弱気	中立	強気		
株式	日本				・レンジ相場を予想。主要国における景気配慮型の財政・金融政策への転換、海外投資家による保有削減が進んでいること、低いバリュエーションなどが下値をサポートする要因となる一方、内外の景気減速（特に製造業関係）懸念、企業業績および海外政治情勢の先行きに対する警戒感が相場の上値を抑える要因。	
	米国				・景気悪化懸念が和らぎ始めた中、業績下方修正の一巡を探る展開だが、上方修正に回帰するかどうかは、中国など海外情勢も含めてグローバルな景気回復動向に依存する部分が大。FRBのハト派化を受けてバリュエーション的にはすでにレンジの上限近くとなっているため、上昇するとしても緩やかになる可能性が高い。	
	欧州				・マクロ経済の減速を受けた業績下方修正の途上。ECBの金融政策のハト派化はプラス材料だが、米保護主義をうけた企業心理の悪化、独仏やBrexit交渉など政治的不透明要因が上値を抑えらるため、レンジでの推移が予想される。中国景気を持ち直しをうけ景気データに下げ止まりの兆候が出てくるか注目。	
	豪州				・政府によるインフラ投資増が景気をサポートすると期待されるが、5月の総選挙で大企業への課税強化を掲げる労働党に政権が交代し、株価の抑制要因となる可能性。RBAが中立姿勢への転換したことは下支え要因だが、既にバリュエーション的に割高で頭は重い。中国景気を持ち直す中で、商品市況の動向に注目したい。	
	アジア	先進国 (HK, SG)				・香港は中国政府の景気対策により中国経済が持ち直す中、業績見通しが改善し始めている上、米国株に対する割安修正も続くこととみられ、株価堅調が続く見通し。シンガポールは主力の銀行株を中心に業績見通しの改善が続いている。アジアの中で相対的な割安感も株価にプラス材料。
		新興国				・2019年に入ってから反発で割安感は縮小したが、中国景気対策、米中関係改善期待、米利上げ観測後退を背景としたリスク・オン、業績の下方修正幅が縮小傾向となり業績見通しに明るさが増してきたことから中期的に株価は上昇基調を継続することを期待。
	新興国					・米中問題に関する楽観論、米利上げ終了、中国の景気対策などの好材料は既にある程度株価に織り込まれた可能性。しかし、中期的には中国経済等の下げ止まり、業績下方修正終了など緩やかな上昇を想定。米金利先高観の後退により新興国通貨が安定、一部諸国に利下げ期待が浮上したことはプラス。
リート	日本				・足下で利益確定的な売りが見られるが、堅調な不動産市況、低金利の下での4%台の分配金利回り（年3%の分配金成長）、不透明な外部環境に対するディフェンシブ性などが魅力。リートの経営努力（鑑定価格超での資産売却）もあって割高感も出ず、緩やかに水準を切り上げることが見込まれる。	
	アジア				・欧米では循環的に賃料鈍化局面にあり上値が重いが、アジア・オセアニアについては、オフィスなどの市況（不動産サイクル）が改善途上にあること、主要国で長期金利の低位安定が続く見通しであることに加えて、独自要因（アセットリサイクルや自社株買い等）で成長期待が続く銘柄もあり、相対的に高く評価できる。	
債券	日本				・欧米中銀がハト派する中日本では（コア）インフレ率は0%近辺まで鈍化する見通しで、日銀に対する追加緩和期待がくすぶる。海外からの資金流入もあり、10年国債利回りは当面マイナス圏で推移することも考えられるが、年後半にかけ海外金利が緩やかに上昇してくればゼロから小幅プラス圏に戻る可能性がある。	
	米国				・米景気は2019年1-3月に減速したが年央〜年後半にやや持ち直す見通し。当面、市場が織り込んできた利下げ期待が和らぐにつれ長期金利もやや上昇。ただインフレの安定の下FRBは3月のFOMCで2019年中の利上げ見送り方針を示しており、金利上昇にも限度がある。結果、長期金利はレンジ推移とらう。	
	欧州				・製造業の下振れリスクが残る中、長期金利は当面低水準で推移した後、景気が下げ止まるにつれ、金利も徐々に底入れしてゆく転換が見込まれる。ただインフレ安定の下、ECBは6月の理事会でフォワードガイダンスを再修正、利上げは2020年後半以降にずれ込む見通しであり、金利上昇余地は限定的とみられる。	
	豪州				・RBAは景気回復が緩やかにインフレにつながるケースをメインシナリオとしつつ、世界景気の下振れ等ダウンサイドリスクが増したとして2月の金融政策決定会合で従来の利上げバイアスから、中立スタンスに転換。政策金利は2020年末まで据え置かれる見通しとなった。長期金利は米国と連動する展開。	
	新興国				・新興国全体としてみるとインフレが安定、実質金利の水準は魅力的。FRBの利上げが一巡する見通しとなったことから、新興国通貨が下げ止まり傾向となり、新興国債券への資金フローは回復傾向。中国景気や米中対立を巡る不透明感が小康状態になれば、資金流入傾向が継続しう。	
クレジット	投資適格				・モデル上は割高な領域にあることや、業績下押し懸念材料。しかし、新規発行が鈍化傾向にあることに加え、主要中銀によりハト派的な姿勢・金融政策が維持される中で、リスク資産のポテリテリ低下や内外投資家資金の流入（良好な需給環境）が続くとみられ、緩やかなスプレッド縮小を見込む。	
	ハイ・イールド				・モデル対比で割高化が進んでいることや減益懸念がリスク要因。原油価格（年初来スプレッド縮小要因となってきたが）の影響を受けやすい面も注意すべき点。但し、デフォルト率は低い状態が続く見通しである上、主要中銀の緩和的金融政策の下で資金流入が続くとみられ、スプレッドは安定推移を見込む。	
通貨	米ドル				・日米金利差や市場がリスク選好が改善していることはドル上昇要因だが、FRBの利上げが打ち止めとなる一方で日銀の緩和余地は小さいこと、日米貿易交渉への警戒などがドルの上値を抑制し、レンジでの推移とらう。米中交渉は結果次第でドル高、ドル安両方向、米景気減速（FRBの利下げ観測）がドル安リスク。	
	ユーロ				・景気の停滞が続く中、ECBは6月の理事会でフォワードガイダンスを再修正、利上げ開始を遅らせるとみられ、当面ユーロは頭が重い。但し、FRBも利上げを終了したとみられ、①Brexit・欧州議会選挙など政治イベントを通過、②ユーロ圏経済が下げ止まれば、ユーロは徐々に持ち直しに向かうとみい。	
	豪ドル				・RBAの政策金利据え置きが長期化する見通しの下、当面豪ドルは0.7-0.75米ドルのレンジの下限に近い水準で推移する展開。但し米国でも金利先高観が後退、更なる下落リスクは限定的。2019年後半にかけ中国経済が下げ止まるにつれ豪ドルもレンジの中で緩やかに持ち直そう。米中対立と住宅市場の動向がリスク。	

(注) 2019年4月16日現在。(出所) 各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

# マーケット動向の見通し（着地・レンジ）

## 主要資産の市場見通し

	2019/4-2019/6見通し			2019/7-2019/9見通し			2019/10-2019/12見通し			2020/1-2020/3見通し			2020/4-2020/6見通し		
	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地
<b>国内株式</b>															
TOPIX	1,430	1,770	1,600	1,430	1,770	1,600	1,450	1,790	1,620	1,450	1,790	1,620	1,470	1,810	1,640
日経平均株価	19,000	23,500	21,300	19,000	23,500	21,300	19,500	24,000	21,500	19,500	24,000	21,500	20,000	24,500	22,000
TOPIX（配当込）	2,164	2,676	2,420	2,177	2,688	2,433	2,219	2,731	2,475	2,232	2,743	2,487	2,274	2,786	2,530
東証小型株指数	2,650	3,280	2,970	2,650	3,280	2,970	2,690	3,310	3,010	2,690	3,310	3,010	2,720	3,340	3,040
<b>国内債券</b>															
10年国債金利	▲0.15	0.05	0.00	▲0.10	0.10	0.00	▲0.10	0.15	0.00	▲0.10	0.15	0.00	▲0.10	0.15	0.00
NOMURA-BPI（総合）	385	392	387	384	391	387	382	391	387	382	391	388	383	392	388
<b>外国株式</b>															
S&P500	2,550	3,050	2,850	2,600	3,100	2,900	2,650	3,150	2,950	2,650	3,150	2,950	2,700	3,200	3,000
NY DOW	22,900	27,400	25,600	23,400	27,900	26,100	23,800	28,300	26,500	23,800	28,300	26,500	24,300	28,800	27,000
NASDAQ	7,000	8,400	7,830	7,100	8,500	7,960	7,300	8,700	8,100	7,300	8,700	8,100	7,400	8,800	8,240
EURO Stoxx	340	400	370	345	405	375	355	415	385	355	415	385	360	420	390
FT100	6,700	7,900	7,300	6,800	8,000	7,400	7,000	8,200	7,600	7,000	8,200	7,600	7,100	8,300	7,700
MSCI Emerging (Gross US\$)	2,250	2,600	2,400	2,300	2,550	2,450	2,350	2,600	2,500	2,350	2,650	2,550	2,400	2,700	2,600
MSCI AC Asia ex Japan (Gross US\$)	1,400	1,600	1,500	1,450	1,650	1,550	1,500	1,700	1,600	1,525	1,725	1,625	1,550	1,750	1,650
MSCI（¥）	2,210	3,039	2,662	2,265	3,100	2,721	2,333	3,176	2,802	2,349	3,192	2,836	2,403	3,253	2,904
<b>外国債券</b>															
米国10年金利	2.20	2.80	2.70	2.30	2.90	2.80	2.40	3.00	2.80	2.40	3.00	2.80	2.40	3.00	2.80
独10年金利	▲0.20	0.40	0.10	▲0.10	0.50	0.20	0.00	0.60	0.30	0.10	0.70	0.40	0.10	0.70	0.40
英国10年金利	0.90	1.50	1.20	1.00	1.60	1.30	1.10	1.70	1.40	1.20	1.80	1.50	1.20	1.80	1.50
米国30年金利	2.80	3.20	3.00	2.80	3.30	3.00	2.80	3.30	3.00	2.80	3.30	3.00	2.80	3.30	3.00
FTSE-WGBI(¥)	408	494	451	408	494	451	408	494	454	409	494	459	412	496	464
FTSE-WGBI(¥Hedge)	381	396	387	379	394	386	378	392	385	377	391	384	378	392	385
<b>為替</b>															
ドル/円	100.00	115.00	110.00	100.00	115.00	110.00	100.00	115.00	110.00	100.00	115.00	110.00	100.00	115.00	110.00
ユーロ/ドル	1.10	1.20	1.13	1.10	1.20	1.13	1.10	1.20	1.14	1.10	1.20	1.15	1.10	1.20	1.16
ユーロ/円	115.00	135.00	124.00	115.00	135.00	124.00	115.00	135.00	125.00	115.00	135.00	127.00	115.00	135.00	128.00
ポンド/円	135.00	155.00	144.00	135.00	155.00	144.00	135.00	155.00	146.00	140.00	160.00	148.00	140.00	160.00	149.00
豪ドル/円	75.00	90.00	79.00	75.00	90.00	79.00	75.00	90.00	80.00	75.00	90.00	81.00	75.00	90.00	81.00
<b>短期金利</b>															
CALL	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05
<b>政策金利</b>															
米FFレート	2.25	2.50	2.50	2.25	2.50	2.50	2.25	2.50	2.50	2.25	2.50	2.50	2.25	2.50	2.50
ユーロレボレート	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

（注）2019年4月16日現在。（出所）各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

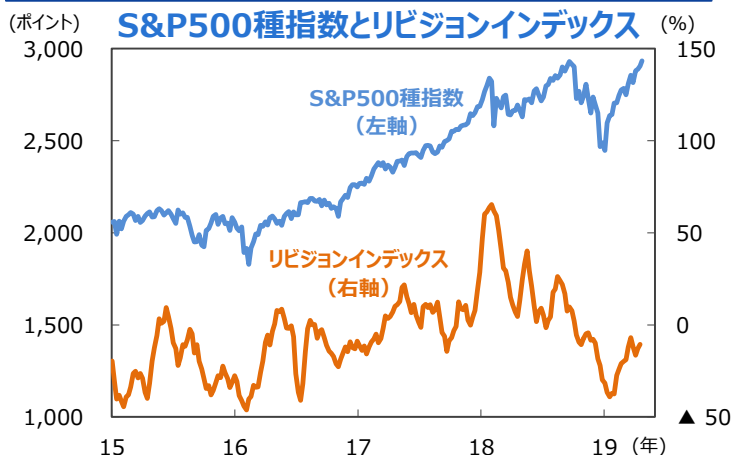
この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

# 海外市場（米国）（1）

## <株式市場>

### 企業業績成長見通しの悪化は一服、今後は回復のタイミングを探る展開

- 足元は、業績の下方修正のいったんの底入れを探る展開となろう。業績のリビジョンは最悪期を脱した。ただし、業績が上方修正へと回帰するかどうかは依然不透明と考えられる。中国の政策対応の波及やグローバル景気の回復を待つ段階と思われる。ハト派的な金融政策スタンスに対する期待は引き続き株価の下支え要因となろう。
- バリュエーションは、金融政策の変化を反映して、現状ではレンジの上限に近いと判断される。



(注) データは2015年1月1日～2019年4月23日（リビジョンインデックスは4月18日）。週次。リビジョンインデックス：当期利益のコンセンサス予想をベースに、（上方修正銘柄－下方修正銘柄）÷（上方修正銘柄＋下方修正銘柄）で計算。4週移動平均。当期利益はI/B/E/S予想。

(出所) Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## S&P500採用企業の1株当たり予想利益

(前年同期比、前年比、%)

セクター\年月期	2019				2020 1-3月 (予想)	2019 (予想)	2020 (予想)
	1-3月 (予想)	4-6月 (予想)	7-9月 (予想)	10-12月 (予想)			
<b>S&amp;P500全体</b>	▲ 1.3	2.2	2.3	8.8	13.9	3.0	12.0
一般消費財	▲ 2.9	5.0	10.1	12.7	16.6	6.7	13.6
生活必需品	▲ 0.7	▲ 0.3	1.8	3.5	6.2	0.9	7.0
エネルギー	▲ 27.5	0.6	▲ 9.4	▲ 4.6	89.9	▲ 7.9	28.9
金融	6.3	6.2	6.9	18.8	8.5	8.9	8.9
ヘルスケア	5.1	3.4	4.2	9.5	10.4	5.6	10.1
資本財・サービス	3.5	3.5	9.1	12.4	13.4	6.6	12.6
素材	▲ 15.6	▲ 16.9	▲ 12.9	▲ 7.4	9.3	▲ 13.3	11.9
不動産	3.0	2.3	3.8	6.2	6.2	3.8	6.6
情報技術	▲ 6.1	▲ 6.4	▲ 3.7	7.3	16.4	▲ 1.8	14.3
電気通信	▲ 4.6	16.6	1.3	3.1	9.2	3.1	11.6
公益事業	▲ 0.5	3.1	3.7	16.4	3.8	4.4	6.1

(注) データは2019年1-3月期～2020年1-3月期、2019年～2020年。予想はI/B/E/S（2019年4月23日発表）。

(出所) リフィニティブのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## <債券市場>

### 長期金利はやや上昇の後、レンジ内で推移。投資適格社債はスプレッドの緩やかな縮小、ハイ・イールド債はスプレッドの安定推移を予想

- 国債：当面は、景気の持ち直しとともに、現在市場で織り込まれている利下げ観測が剥落していくことで10年金利の水準がやや上昇する見通し。懸念材料である米中貿易交渉についても、トランプ大統領の最近のトーンから関税強化は見送られる公算が高いと考えられる。
- 投資適格社債：主要中銀がハト派的な金融スタンスへシフトする中、リスク資産のボラティリティが低下するトレンドが維持されていることが追い風になっている。加えて、需給環境（発行額の縮小、内外投資家からの資金流入）が好転しており、スプレッドは緩やかに縮小しよう。
- ハイ・イールド社債：主要中銀がハト派的な金融スタンスへシフトする中、リスク資産のボラティリティが低下するトレンドが維持されていることが追い風になっている。加えて、原油価格の上昇を背景に、ハイ・イールド社債のスプレッドは4月以降、急速にタイト化が進んでいる。緩和的な金融政策が維持されており、需給環境の悪化は想定しづらく、スプレッドは安定した推移が続くと予想される。

## 国債、社債利回りの推移



(注1) データは2008年1月2日～2019年4月23日。

(注2) 投資適格社債：ICE BofAML US Corp Master Index、ハイ・イールド社債：ICE BofAML US High Yield Index。

(出所) ICE Data Indices,LLC、Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

# 海外市場（米国）（2）

## ＜株式市場の注目点＞

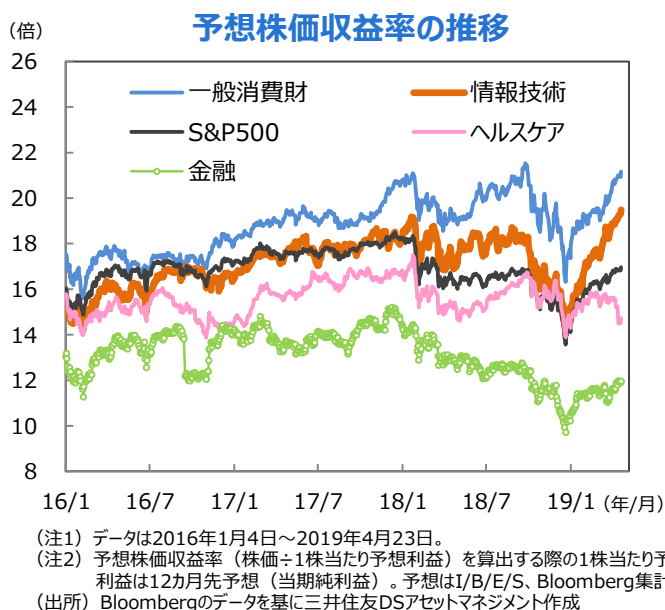
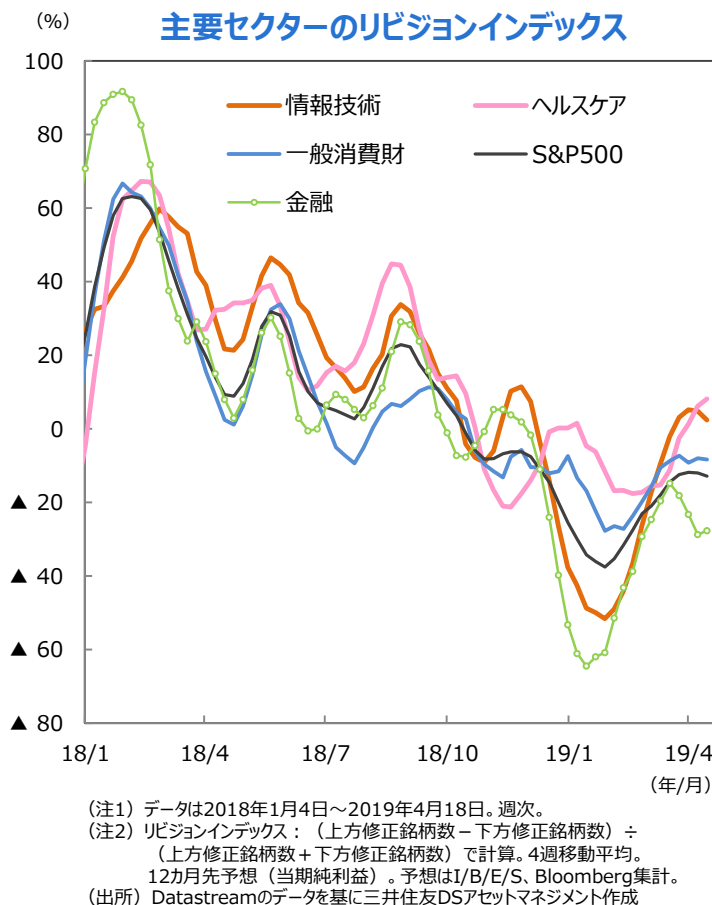
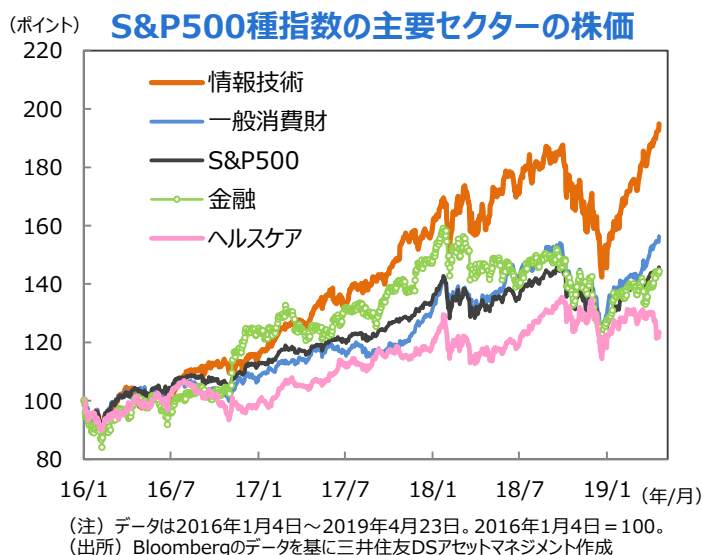
### 業績モメンタムの上昇が続く米国株式市場

#### ○S&P500種指数に割高感はない

• 予想株価収益率を見ると、S&P500種指数は16.8倍と2016年以降の平均値（16.8倍）と同じ（4月18日）。ここまでの好調さをけん引した「情報技術」は19.0倍と平均+1標準偏差の18.2倍を上回っている。一方、時価総額比率上位の「金融」は11.6倍（平均値13.1倍）と過去の水準に比べて割高感はなく、水準訂正（上昇）の余地があると考えられる。

#### ○業績の回復期待が引き続き株価をけん引しよう

• 米国株式市場は、業績の回復期待が株価をけん引すると思われる。今後、主要企業の1-3月期決算の発表が本格化する。業績予想の勢い（モメンタム）を見るリビジョンインデックスは、1月を底に上昇傾向にある。特に「情報技術」や「一般消費財」は堅調で、株価上昇の裏付けとなっている。「ヘルスケア」も戻りに勢いがある。「金融」は、長短金利が一時逆転したことが嫌気され、足元でモメンタムが悪化している。しかし、金融政策の緩和方向への転換は住宅や建設投資などを刺激することで景気をサポートすると期待され、年後半に向け業績の改善が期待される。また、中国の金融業界の対外開放が進み始めたことも、米金融業界にプラスに作用する可能性があり、注目されよう。



この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
将来予告なく変更される場合があります。



# 海外市場 (欧州)

## <株式市場>

### 中国景気の動向・各国の政局の不透明感から上値は抑えられよう

- 足元では、マクロ指標も外需・内需ともに軟調な動きが継続。ただ、業績は下方修正の動きによりやく歯止めがかかってきた。金融緩和局面の終了の後ずれば株価の下支え要因となろう。
- 米中貿易摩擦、Brexit、イタリア問題など、バリュエーション拡大を妨げる要因が多く、レンジ内での推移が続こう。上振れリスクは米国通商政策の不透明感の後退や中国景気の急拡大。下振れリスクはグローバル景気や信用市場の悪化、新興国景気の急減速などが想定される。

## <債券市場>

### 低水準での推移ながら緩やかな上昇を予想

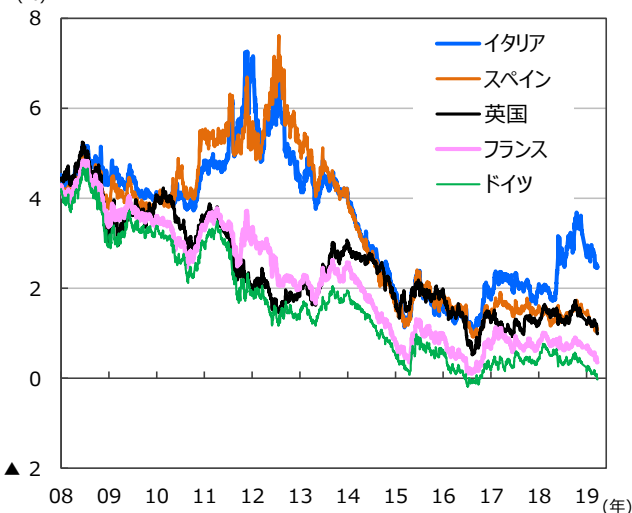
- ユーロ圏の景気は、非製造業（サービスセクター）に回復の兆しが見られるものの、製造業は依然として弱い状況が続いていることから、当面は先行き懸念が残る。ただ、今後は景気やコアインフレ率が緩やかに持ち直していくことで長期金利は徐々に底入れしていく見通し。
- ただし、景気・インフレ率の回復ペースが緩やかに留まることや、ECBの慎重なスタンス維持が見込まれる中で、長期金利の上昇余地も限定的となる見通し。

(ポイント) **ストックス欧州600と1株当たり予想利益** (ユーロ)



(注1) データは2014年1月2日～2019年4月23日。  
 (注2) 1株当たり予想利益は12カ月先予想 (Bloomberg集計)。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

(%) **欧州主要国の10年国債利回りの推移**



(注) データは2008年1月2日～2019年4月23日。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

(ポイント) **ストックス欧州600とリビジョンインデックス** (%)



(注) データは2015年1月1日～2019年4月23日 (リビジョンインデックスは4月18日)。  
 週次。リビジョンインデックス：当期利益のコンセンサス予想をベースに、(上方修正銘柄数 - 下方修正銘柄数) ÷ (上方修正銘柄数 + 下方修正銘柄数) で計算。  
 4週移動平均。当期利益はI/B/E/S予想。  
 (出所) Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

**ストックス欧州600の1株当たり予想利益**

(前年同期比、前年比、%)

年 セクター\月期	2019				2020	2018	2019
	1-3月 (予想)	4-6月 (予想)	7-9月 (予想)	10-12月 (予想)	1-3月 (予想)	(実績)	(予想)
ストックス欧州600 全体	▲ 4.2	3.8	0.7	10.0	23.7	6.5	5.4
素材	▲ 28.8	▲ 20.2	▲ 17.8	10.5	21.6	5.3	0.4
一般消費サービス	▲ 8.4	3.9	3.8	4.5	16.2	1.0	5.9
生活必需品	19.3	8.8	18.1	1.8	7.2	5.3	8.6
エネルギー	2.2	5.0	▲ 9.4	12.9	34.1	40.5	1.5
金融	▲ 8.5	▲ 2.7	▲ 2.5	17.9	12.6	7.6	5.3
ヘルスケア	8.3	8.6	5.4	0.0	9.4	4.6	3.8
資本財/サービス	13.2	12.9	26.1	9.0	54.0	2.7	8.7
情報技術	7.2	10.0	2.8	24.4	22.8	6.4	10.7
電気通信	▲ 9.0	5.5	▲ 9.5	38.4	▲ 6.4	▲ 12.6	2.9
公益事業	▲ 17.1	70.3	7.0	▲ 21.3	7.2	▲ 2.0	8.5

(注1) データは2018、2019年、2019年1-3月期～2020年1-3月期。  
 (注2) 色付きセルは2019年1-3月期以降、2019年の2桁増益セクターを示す。  
 (注3) 予想はI/B/E/S (2019年4月23日発表)。  
 (出所) リフィニティブのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

# 海外市場（アジア）（1）

## <アジア株式市場>

**業績見通しの改善が継続。中期的に株価は上昇基調を継続**

- 香港は、中国政府による景気対策の恩恵もあり、中国経済の先行き見通し及び香港上場銘柄の業績見通しが改善。香港銘柄は、1株当たり予想利益の下方修正がおおむね一巡した。足元では、上方修正銘柄数が下方修正銘柄数を上回る状況となってきた。シンガポールは予想株価収益率の水準から、アジア域内において相対的に割安度が高い。主力の銀行株も貸出及び利ザヤの拡大を背景に業績見通しの改善下継続している。また、電子製品の受託製造などハイテク関連銘柄の業績見通しも改善しており、今後は株価上昇が期待される。
- アジア株式市場は、中国の景気対策、米中関係の改善期待、米利上げ観測の後退などを受けて、投資環境の好転が継続している。さらに、19年のアジア各国の業績見通しにも改善の兆しがうかがえる。アジアの金融環境も緩和の方向に動いており、株式市場の持ち直しの持続が期待される。

## <中国株式市場>

**業績見通しの改善が継続。株価は上昇基調を継続**

### ○財政政策はみかけより景気支援型

- 中国政府は全国人民代表大会（全人代）で19年の財政赤字の目標をGDP比▲2.8%に設定した。これは、18年の同▲2.6%から▲0.2%ポイントの拡大にとどまるものの、歳出予算額は18年の歳出実績額比+6.0%に設定されており、高い伸びとなっている。全人代で承認される財政赤字には特別基金や過去の剰余金などによる歳入も含まれており、これら特殊要因を除くと、19年の実質上の財政赤字対GDP比率は▲4.3%へ拡大する内容となっている。財政政策は見かけより景気支援型といえる。

### ○政策期待から底堅く推移しよう

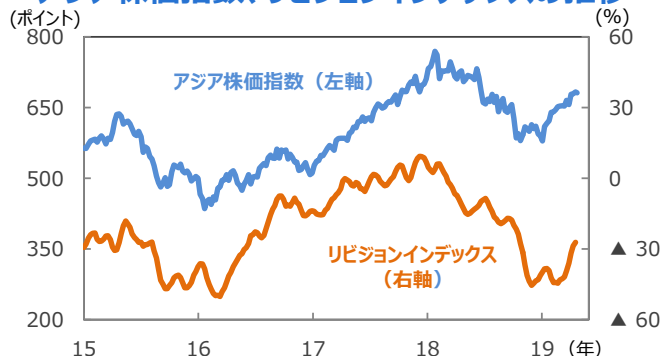
- 米中貿易協議の帰趨は引き続きリスク要因だが、米中双方とも決着に向けた妥協余地を探っている模様であり、リスクの度合いは低下したと思われる。また、企業業績は下方修正が続いているものの、3カ月移動平均の前月比でみた修正率は19年1月を底に軽微になってきていることから最悪期を脱したとみられ、今後の回復が期待される。

（ポイント） **アジア株価指数、予想株価収益率の推移**



（注1）データは2006年1月2日～2019年4月23日。  
 （注2）アジア株価指数（MSCI AC アジア（除く日本））は米ドルベース。予想株価収益率＝株価÷1株当たり予想利益。1株当たり予想利益は12カ月先予想（Bloomberg集計）。予想株価収益率の平均値の計算期間は2006年1月2日～2019年3月29日。アジア株価指数、1株当たり予想利益は2006年1月2日＝100。  
 （出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### アジア株価指数、リビジョンインデックスの推移



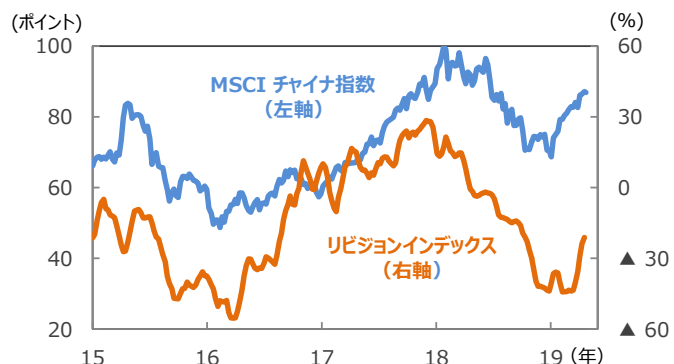
（注）データは2015年1月1日～2019年4月23日（リビジョンインデックスは4月18日）。週次。  
 リビジョンインデックス：当期利益のコンセンサス予想をベースに、（上方修正銘柄数－下方修正銘柄数）÷（上方修正銘柄数＋下方修正銘柄数）で計算。4週移動平均。当期利益はI/B/E/S予想。  
 （出所）Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

**MSCIチャイナ指数、予想株価収益率などの推移**



（注1）データは2016年1月1日～2019年4月23日。  
 （注2）予想株価収益率＝株価÷1株当たり予想利益。1株当たり予想利益は12カ月先予想ベース（予想はBloomberg集計）。  
 （出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### MSCIチャイナ指数、リビジョンインデックスの推移



（注）データは2015年1月1日～2019年4月23日（リビジョンインデックスは4月18日）。週次。  
 リビジョンインデックス：当期利益のコンセンサス予想をベースに、（上方修正銘柄数－下方修正銘柄数）÷（上方修正銘柄数＋下方修正銘柄数）で計算。4週移動平均。当期利益はI/B/E/S予想。  
 （出所）Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

# 海外市場（アジア）（2）

## ＜インド株式市場＞

### 好決算、総選挙での与党勝利観測が押し上げ要因

#### ○再び最高値を更新～良好な決算や総選挙での与党勝利観測などを背景に海外資金が流入

- インド株式市場は、SENSEXが4月16日に過去最高値を再び更新するなど、堅調な展開が続いている。米国などの海外株式が総じて上昇したことに加え、大手IT企業の良好な決算や11日から投票が始まった総選挙（最終結果発表は5月23日）での与党勝利の観測などが背景。4月の海外投資家の買い越し額が15日までで約7億米ドルとなるなど、海外からの資金流入が継続し、相場を押し上げている。また、インド気象庁が今年のモンスーン（6月～9月）の降雨量が平年並みとなるとの見通しを示し、農産物の生産が順調に進むとの観測が広がったことも相場の支援材料になった。

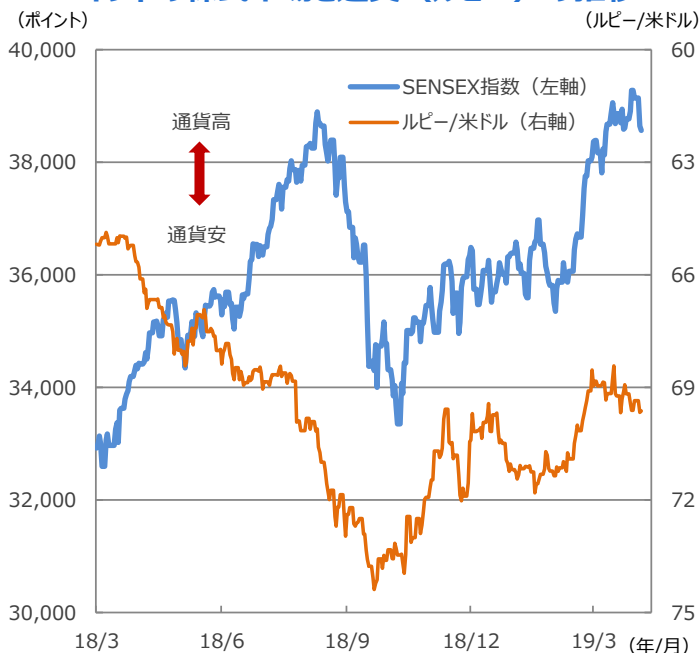
#### ○インド準備銀行総裁は12日の講演で景気重視姿勢を示唆

- RBIのダス総裁は12日に行った講演の中で、新興国経済全般に関することとしながらも、金融政策は实体经济、貨幣、金融の安定に資するものでなければならないとの見解を示した。この講演に加え、足元で景気減速が顕在化していることや3月の消費者物価が前年同月比+2.9%とRBIのインフレ目標（+4±2%）の中央値を下回ったことから、市場では早ければ次回（6月6日）の金融政策決定会合で追加利下げが実施されるとの観測も出ている。

#### ○選挙情勢に引き続き注目

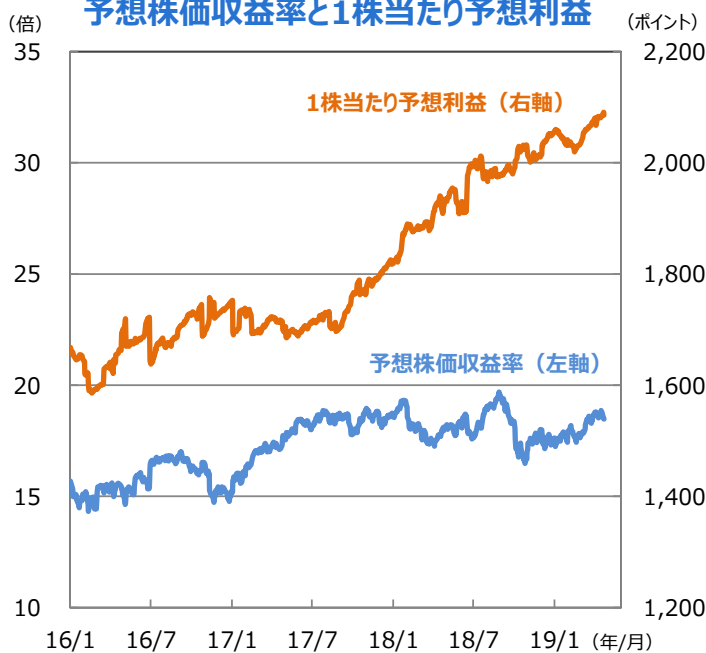
- 今後は、4月11日から投票が始まったインドの総選挙が、相場の材料として引き続き注目されよう。株式市場を巡る投資環境は基本的に良好とみられるが、株価上昇に伴いバリュエーション面では割安感が乏しいことから、悪材料に反応しやすい点には注意が必要と思われる。

インドの株式市場と通貨（ルピー）の推移



(注1) データは2018年3月19日～2019年4月23日。  
 (注2) ルピー/米ドルは逆目盛。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

S&P BSE SENSEX指数の  
 予想株価収益率と1株当たり予想利益



(注1) データは2016年1月1日～2019年4月23日。  
 (注2) 予想株価収益率 = 株価 ÷ 1株当たり予想利益。1株当たり予想利益は12カ月先予想ベース（予想はBloomberg集計）。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
 将来予告なく変更される場合があります。

# 日本市場 (1)

## <株式市場>

### レンジ相場を予想

- 日本株式市場は、レンジでの推移が予想される。主要国における景気配慮型の財政・金融政策への転換は相場を支える材料となる一方、内外の景気減速懸念、企業業績及び海外政治情勢の先行きに対する警戒感が相場の上値を抑える要因となろう。
- 大企業・製造業の業況が大幅に悪化している中、期初に発表される2019年度会社計画は保守的な内容となる見通し。このため、業績モメンタムの改善時期とその持続性が注目されよう。主要国の製造業景況感、米中通商交渉の進展および欧州政治情勢なども注視する必要がある。
- 上振れリスク・・・主要国における政策効果などにより世界景気が再び加速し業績のモメンタムが改善する、あるいは、消費増税延期による内需減速懸念の後退などが具体化すれば、2018年1月の高値を試すことが予想される。
- 下振れリスク・・・米中の対立激化、中国・欧州における信用不安増大、中東情勢の緊迫化などによって、世界景気の底割れ懸念が高まる場合、2018年12月の安値水準を割る展開が予想される。

## <債券市場>

### 長期金利はマイナス圏で推移後、年後半は0%程度へ上昇

- 輸出・生産が下振れており、設備投資にも一部先送りの兆候が見られる。1-3月期の実質GDP成長率は再度マイナス成長となる可能性が高い。しかし、労働市場が引き続き堅調で、人手不足対応投資などの下支えもあり、後退は回避され、潜在成長率近辺の成長となろう。成長の鈍化で需給ギャップの縮小も限定的なため、コア消費者物価の上昇率は前年比+1%を下回る状況が継続しよう。
- 米欧中央銀行の金融政策がハト派化し、物価の伸びがゼロ近傍へ低下、景気の下振れ懸念が増大する中、日銀への追加緩和期待が熾りやすい。海外からの資金流入もあり、10年国債利回りは当面マイナス圏で推移することも考えられる。ただ、中国景気の底割れリスクが低下したことや、超低金利の長期化の副作用等を考慮すると、日銀は金利を据え置くと予想される。
- 年後半にかけては世界景気が持ち直し、海外金利が緩やかに上昇してくれば、日本の長期金利も上昇圧力を受け、ゼロから小幅プラス圏に戻る可能性がある。

日経平均株価とNYダウ平均株価、  
円/米ドルレートの推移



(注) データは2018年1月4日～2019年4月23日。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

10年国債利回りの推移



(注) データは2008年1月2日～2019年4月23日。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
将来予告なく変更される場合があります。

# 日本市場 (2)

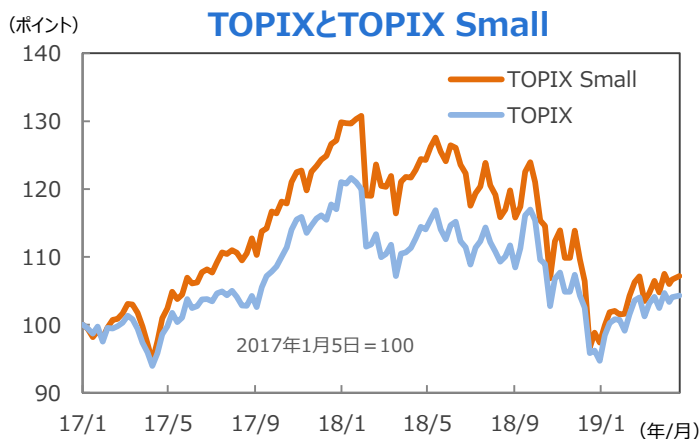
## <株式市場の注目点> 戻り基調が継続する日本株式市場

### ○予想株価収益率に割高感はない～主な上昇要因は外部環境の好転

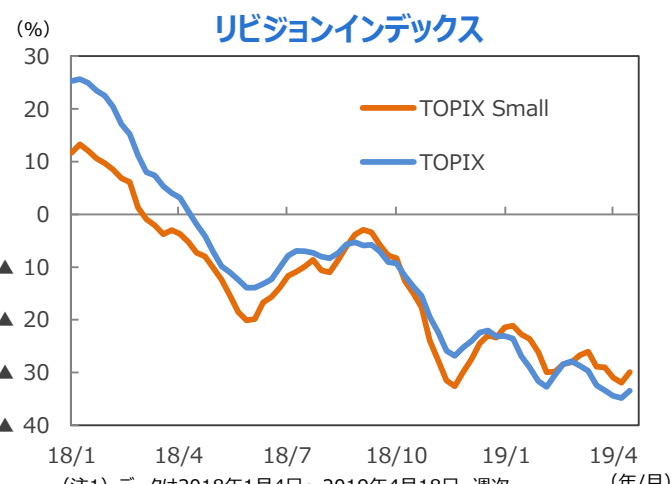
- 日本株式市場は、日経平均株価が約4カ月ぶりに2万2,000円台を回復するなど堅調に推移している。昨年12月25日の安値から4月23日までの上昇率は日経平均株価が+16.2%、東証株価指数（TOPIX）が同+14.7%、TOPIX Smallが同+16.9%と、2桁の上昇となり堅調。
- ここまでの株価上昇は主に、米国株式市場の上昇や中国景気に対する懸念の後退など、外部環境の好転によってもたらされている。足元（4月23日）の予想株価収益率はTOPIXが12.5倍、日経平均株価が15.2倍、TOPIX Smallが14.0倍といずれも割高感はない。

## ○「電気機器」の業績モメンタム改善方向、他セクターへ広がるかに注目

- 今後の日本株式市場は、外部環境の好転が継続することと日本企業の業績見通しに明るさが見えることがカギとなろう。外部環境は、依然としてトランプ大統領の貿易交渉が懸念材料だが、米中景況感には明るさが見え始めるなど、好悪材料が交錯する可能性がある。
- 一方、日本企業の業績見通しは引き続き厳しいものになると思われるが、足元では底打ちの兆しも見え始めた。業績予想の勢い（モメンタム）を見るリビジョンインデックスを見ると、TOPIX、TOPIX Smallともに4月上旬に上昇に転じた。また、主要業種で見ると、「電気機器」が改善傾向を強めている。「輸送用機器」は下落傾向に歯止めがかかりつつある。「情報・通信」は下落のスピードが鈍化している。4月下旬以降に発表される、3月期決算企業の19年度の業績見通しで主要セクターの業績に改善傾向が確認できるかが注目される。



(注) データは2017年1月5日～2019年4月23日。週次。  
(出所) QUICKのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



(注1) データは2018年1月4日～2019年4月18日。週次。  
(注2) リビジョンインデックス：(上方修正銘柄数 - 下方修正銘柄数) ÷ (上方修正銘柄数 + 下方修正銘柄数) で計算。4週移動平均。12カ月先予想（当期純利益）。予想は1/B/E/S。下図も同様。  
(出所) Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

東証1部 当期純利益の伸び率 (%)				
業種名	2017年度 (実績)	2018年度 (予想)	2019年度 (予想)	2020年度 (予想)
全産業 (除く金融)	24.7	▲ 0.7	7.5	3.1
製造業	32.6	▲ 4.4	8.5	9.0
非製造業	15.8	4.2	6.4	▲ 4.0

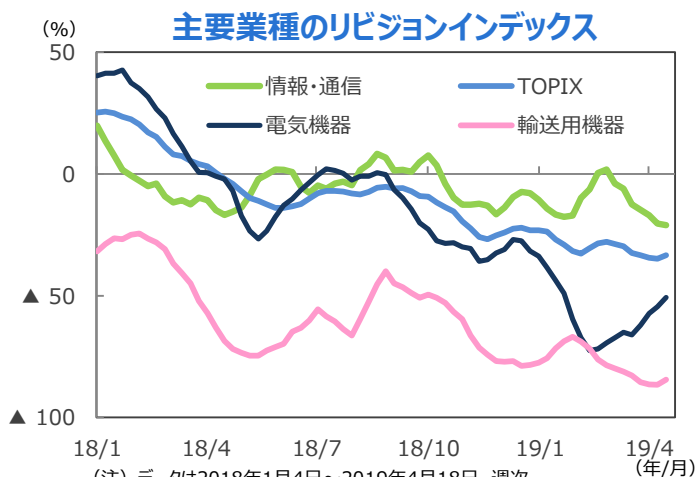
  

TOPIX500 (%)				
業種名	2017年度 (実績)	2018年度 (予想)	2019年度 (予想)	2020年度 (予想)
全産業 (除く金融)	27.0	▲ 2.0	7.0	3.0
製造業	36.5	▲ 6.3	7.9	9.0
非製造業	16.4	3.6	6.1	▲ 4.5

TOPIX Small 500 (%)				
業種名	2017年度 (実績)	2018年度 (予想)	2019年度 (予想)	2020年度 (予想)
全産業 (除く金融)	▲ 2.8	25.1	12.9	6.9
製造業	▲ 9.3	34.1	15.4	9.5
非製造業	5.2	15.6	10.0	3.6

(注) 2019年4月18日現在。  
(出所) QUICKのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



(注) データは2018年1月4日～2019年4月18日。週次。  
(出所) Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
将来予告なく変更される場合があります。

# 通貨

## <円/米ドルレート>

- 日米金利差や株価の上昇など投資家のリスク選好度が改善していることはドルの上昇要因であるが、米国で利上げが打ち止めとなり、FRBの政策スタンスがハト派化していることが上値を抑える要因となろう。

## <円/ユーロレート>

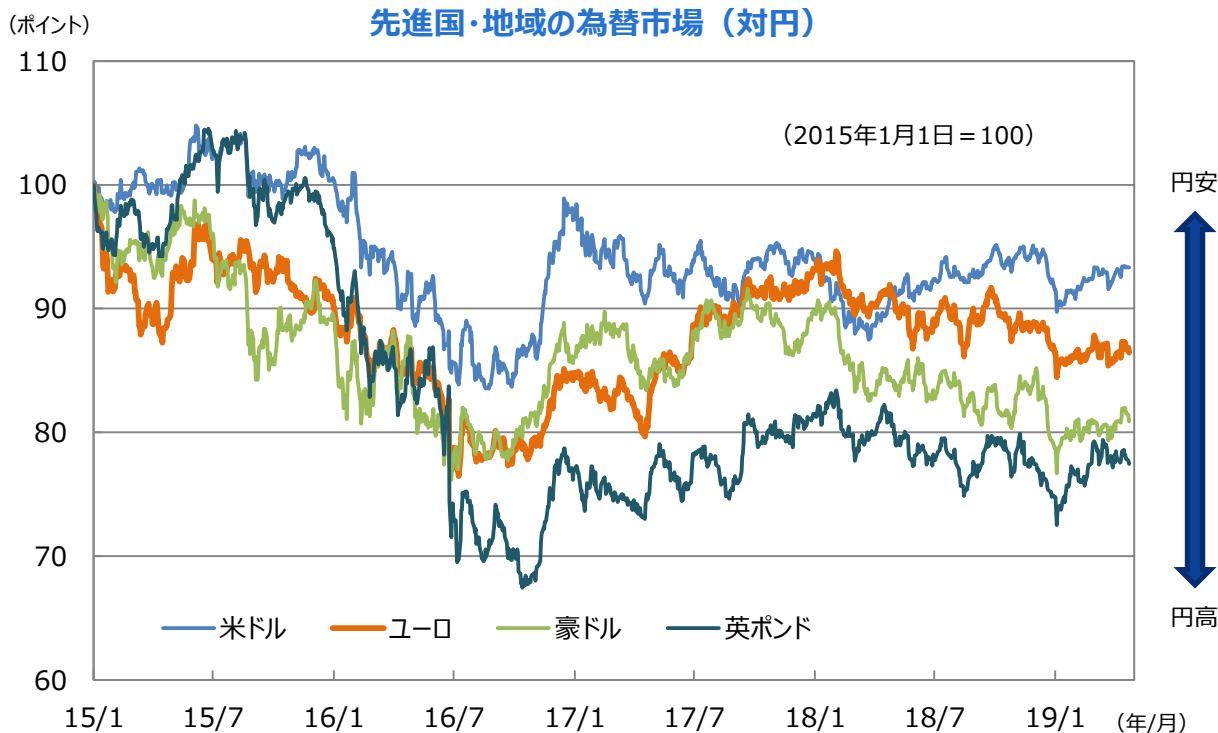
- ユーロ圏の景気やコアインフレが緩やかに持ち直していくことで、長期的にはユーロが水準を切り上げていく見通しながら、当面は貿易摩擦懸念やドイツを中心とする製造業の弱さなど不透明要因が重石となることや、ECBのハト派的な姿勢を背景に、当面はユーロの上値が抑制される見通し。

## <円/英ポンドレート>

- 英国では、景気は底堅い推移が続く見通し。インフレ率も前年同月比で+2%を超える水準で推移することが見込まれる中、緩やかなペースでの利上げ政策が継続する見通し。相場は底堅く推移すると予想される。Brexit交渉に関する不透明感が続き、今後ともかく乱要因になる可能性が残る。最終的にはEUとの間で新しい貿易関係の大枠での合意が達成され、合意なき離脱は避けられると想定。

## <円/豪ドルレート>

- 豪ドルの対円相場は4月に入り上昇に転じた。良好な中国経済指標などが背景。豪州の最大の貿易相手国である中国における経済指標の持ち直しは、中国政府による景気対策の効果が出始めた可能性を示唆している。5月18日の総選挙で、与党・保守連合（自由党と国民党）の支持率が野党・労働党を下回っていることから政権交代の可能性もある。しかし、労働党も減税などを実施するとしていることから、政権交代の有無にかかわらず、積極的な財政政策がとられると期待され、これが豪ドル相場の支援材料となろう。



(注) データ期間は2015年1月1日～2019年4月23日。  
(出所) Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。  
上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。  
将来予告なく変更される場合があります。

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

### ○登録の意義について

金融商品取引法第66条の27に基づき信用格付業を行う法人として登録を行った信用格付業者は、同法に基づき、概要以下の規制に服するとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

#### 1. 誠実義務

#### 2. 業務管理体制の整備義務

専門的知識・技能を有する者の配置等、業務の品質を管理するための措置、投資者と自己又は格付関係者の利益相反を防止する措置、その他業務の執行の適正を確保するための措置

#### 3. 名義貸しの禁止

自己の名義をもって、他人に信用格付業を行わせることの禁止

#### 4. 禁止行為

①信用格付業者又はその役員・使用人と密接な関係を有する格付関係者が利害を有する事項を対象として信用格付を提供すること

②信用格付に重要な影響を及ぼす事項について助言を与えている格付関係者の信用格付を提供すること

③その他投資者の保護に欠け、又は信用格付業の信用を失墜させること

#### 5. 格付方針等の作成、公表、及び遵守の義務

#### 6. 業務に関する帳簿書類の作成・保存義務

#### 7. 事業報告書の提出義務

#### 8. 説明書類の縦覧義務

業務の状況に関する事項を記載した説明書類の公衆縦覧等情報開示義務

### ○格付会社グループの呼称等について

①格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社 金融庁長官（格付）第2号

②格付会社グループの呼称：S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社 金融庁長官（格付）第5号

③格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社

金融庁長官（格付）第7号

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

①ムーディーズの場合

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ ([https://www.moodys.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx)) の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

②S&Pの場合

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ

([http://www.standardandpoors.com/ja\\_JP/web/guest/home](http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home)) の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」

([http://www.standardandpoors.com/ja\\_JP/web/guest/regulatory/unregistered](http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/regulatory/unregistered)) に掲載されております。

③フィッチの場合

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ

(<https://www.fitchratings.com/site/japan/regulatory>) の「規制関連」セクションにある「格付付与方針等」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

1. 信用格付の前提

信用格付を行うための十分な質及び量の信頼しうる情報が入手できていることが前提となります。但し、格付業者は監査又は独自の検証を行うものではなく、利用した情報の正確性、有効性を保証することはできません。信用評価の基礎となるものは、債務不履行の蓋然性、債務の支払の優先順位、債務不履行時の回収見込額、信用力の安定性等です。

2. 信用格付の意義

信用格付とは事業体の債務不履行の蓋然性及び債務不履行が発生した場合の財産的損失に関する現時点での意見です。信用評価の結果として表示される記号等は、概ねAAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、Dであり、BBB以上の格付は、債務を履行する能力が高いものとされるのに対し、BB以下の格付けは、債務を履行する能力が比較的低く、投機的要素が強いとされます。

短期債務の信用格付については、概ねA-1、A-2、A-3、B、C、Dであり、B以下の格付は、投機的要素が強いとされます。

3. 信用格付の限界

信用評価の対象には、市場流動性リスク、市場価値リスク、価格変動リスクなど、信用リスク以外のリスクに関する事項は含まれません。また、信用格付は、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。



# <重要な注意事項>

## 【投資顧問契約及び投資一任契約についてのご注意】

### ●リスクについて

投資一任契約に基づき投資する又は投資顧問契約に基づき助言を行う金融商品・金融派生商品は、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により損失が生じるおそれがあります。

投資する有価証券等の価格変動リスク又は発行体等の信用リスク、金利や金融市場の変動リスク、十分な流動性の下で取引を行うことができない流動性リスク等（外貨建て資産に投資する場合は為替変動リスク等）があります。これにより運用収益が変動しますので、当初投資元本を割り込むことがあります。

受託資産の運用に関して信用取引または先物・オプション取引（以下デリバティブ取引等）を利用する場合、デリバティブ取引等の額は委託証拠金その他の保証金（以下委託証拠金等）の額を上回る可能性があり、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により委託証拠金等を上回る損失が発生する可能性があります。

委託証拠金等の額や計算方法は多様な取引の態様や取引相手に応じて異なるため、デリバティブ取引等の額の当該委託証拠金等に対する比率を表示することはできません。

### ●手数料等について

#### 1. 投資顧問報酬

投資顧問契約又は投資一任契約に係る報酬として、契約資産額（投資顧問報酬の計算に使用する基準額）に対してあらかじめ定められた料率\*を乗じた金額を上限とした固定報酬をご負担いただきます。

\*上記料率は、お客さまとの契約内容及び運用状況等により異なりますので、あらかじめ記載することができません。契約資産額・計算方法の詳細は、お客様との協議により別途定めます。また、契約内容によっては上記固定報酬に加え成功報酬をご負担いただく場合もあります。

#### 2. その他の手数料等

上記投資顧問報酬のほか、以下の手数料等が発生します。

(1) 受託資産でご負担いただく金融商品等の売買手数料等

(2) 投資一任契約に基づき投資信託を組み入れる場合、受託資産でご負担いただくものとして信託財産留保額等、並びに信託財産から控除されるものとして信託報酬及び信託事務の諸費用\*等

(3) 投資一任契約に基づき外国籍投資信託を組み入れる場合、信託財産から控除されるものとして外国運用会社に対する運用報酬・成功報酬、投資信託管理・保管会社に対する管理・保管手数料、トラスティ報酬、監査費用及びその他投資信託運営費用等

※投資一任契約資産に投資信託を組み入れる場合、若しくは組み入れることを前提とする投資信託の場合の諸費用には、投資信託の監査費用を含みます。

これらの手数料等は、取引内容等により金額が決定し、その発生若しくは請求の都度費用として認識されるため、又は運用状況等により変動するため、その上限額及び計算方法を記載することができません。

#### 3. その他

上記投資顧問報酬及びその他の手数料等の合計額、その上限額及び計算方法等は、上記同様の理由により、あらかじめ表示することはできません。

《ご注意》 上記のリスクや手数料等は、契約内容及び運用状況等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面によりご確認ください。

## 【投資信託商品についてのご注意（リスク、費用）】

### ●投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、投資信託に組み入れられる有価証券の値動き等（外貨建資産には為替変動もあります。）の影響により上下します。基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。運用の結果として投資信託に生じた利益および損失は、すべて受益者に帰属します。したがって、投資信託は預貯金とは異なり、投資元本が保証されているものではなく、一定の投資成果を保証するものでもありません。

### ●投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

◆直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.78%（税込）

・・・換金（解約）手数料 上限1.08%（税込）

・・・信託財産留保額 上限2.25%

◆投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限年 3.834%（税込）

◆その他費用・・・監査費用、有価証券の売買時の手数料、デリバティブ取引等に要する費用（それらにかかる消費税等相当額を含みます。）、および外国における資産の保管等に要する費用等が信託財産から支払われます。また、投資信託によっては成功報酬が定められており当該成功報酬が信託財産から支払われます。投資信託証券を組み入れる場合には、お客さまが間接的に支払う費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの費用等に関しましては、その時々取引内容等により金額が決定し、運用の状況により変化するため、あらかじめその上限額、計算方法を具体的には記載できません。

※なお、お客さまにご負担いただく上記費用等の合計額、その上限額および計算方法等は、お客さまの保有期間に応じて異なる等の理由によりあらかじめ具体的に記載することはできません。

### 【ご注意】

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三井住友DSアセットマネジメントが運用するすべての投資信託における、それぞれの費用の最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等を必ず事前にご覧ください。

投資信託は、預貯金や保険契約と異なり、預金保険・貯金保険・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また登録金融機関でご購入の場合、投資者保護基金の支払対象とはなりません。

投資信託は、クローズド期間、国内外の休祭日の取扱い等により、換金等ができないことがありますのでご注意ください。

[2019年2月28日現在]

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者関東財務局長（金商）第399号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会、  
一般社団法人日本投資顧問業協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

作成基準日：2019年4月23日



三井住友DSアセットマネジメント