
マーケット・インサイト

2020年1月



マーケット・インサイト

▶ Chapter 1 トピックス

1-1 トピックス 3

米中貿易摩擦
世界の株式市場
米国金融政策
米国ハイイールド（HY）債市場
米国の政治情勢
外国為替市場

▶ Chapter 2 経済動向

2-1 経済の概況 10

2-2 各国経済動向 13

米国 日本 ユーロ圏 中国
オーストラリア ブラジル インド

▶ Chapter 3 市場動向

3-1 市場動向の概況 29

3-2 マーケット・オーバービュー 30

3-3 市場動向 31

株式 REIT 債券 外国為替

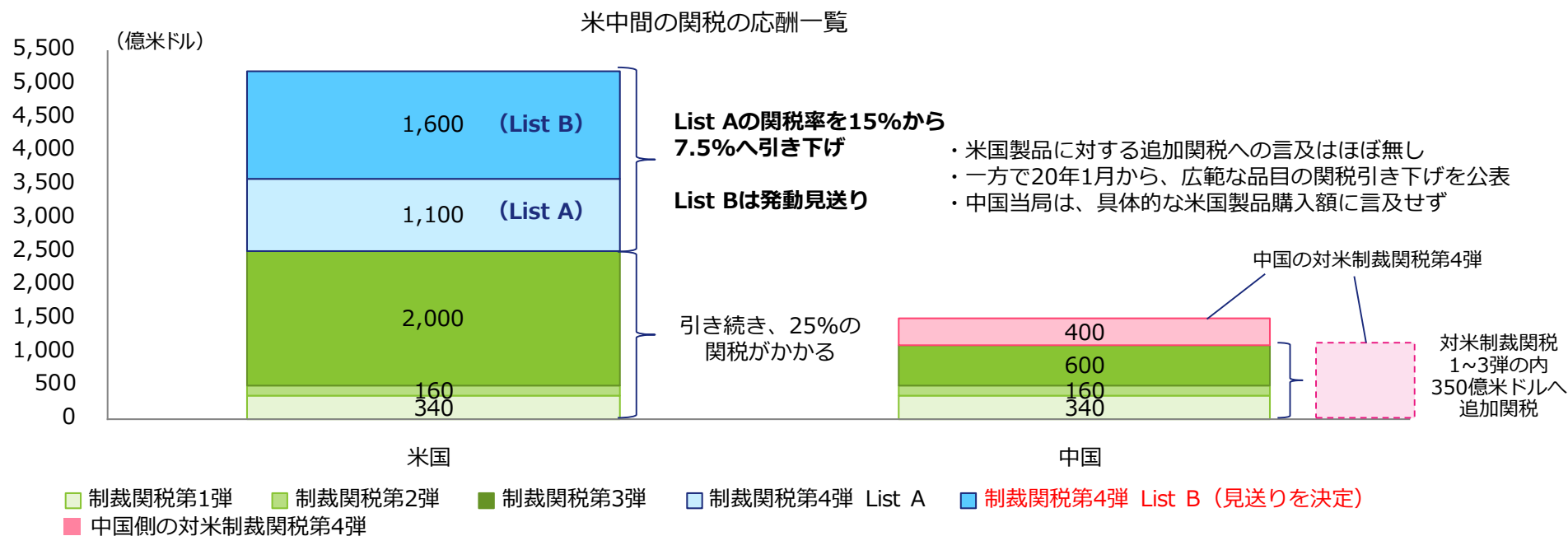
▶ Chapter 4 付属資料

4-1 チャート集 42

主要国・地域の金融政策 前月のまとめ
株式市場 REIT市場 世界の金利マップ
債券利回りの推移（長期） 債券市場
外国為替市場 商品市場 その他

▶ Chapter 1
トピックス

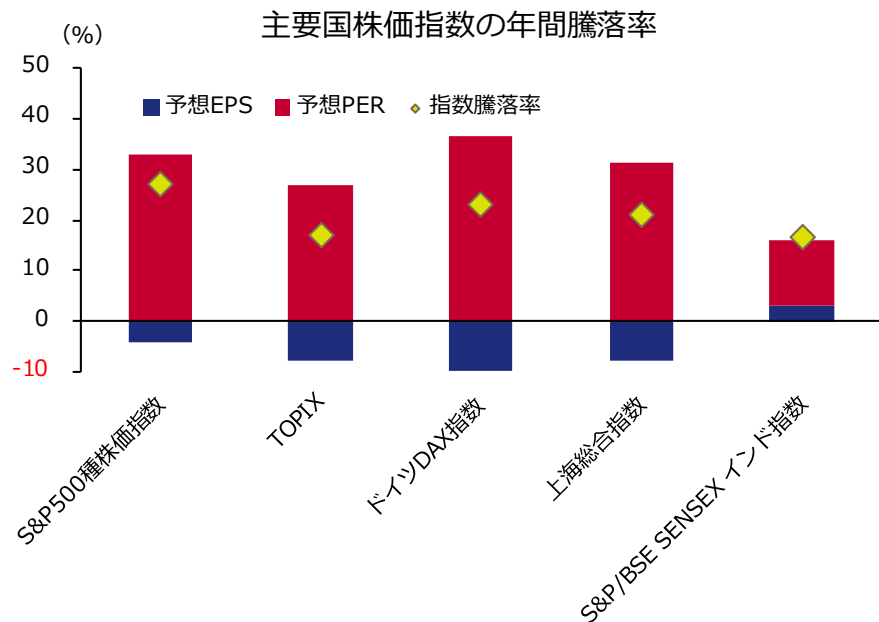
米中通商協議は第1段階の合意に到達と発表したが、先行きの不透明感が残る



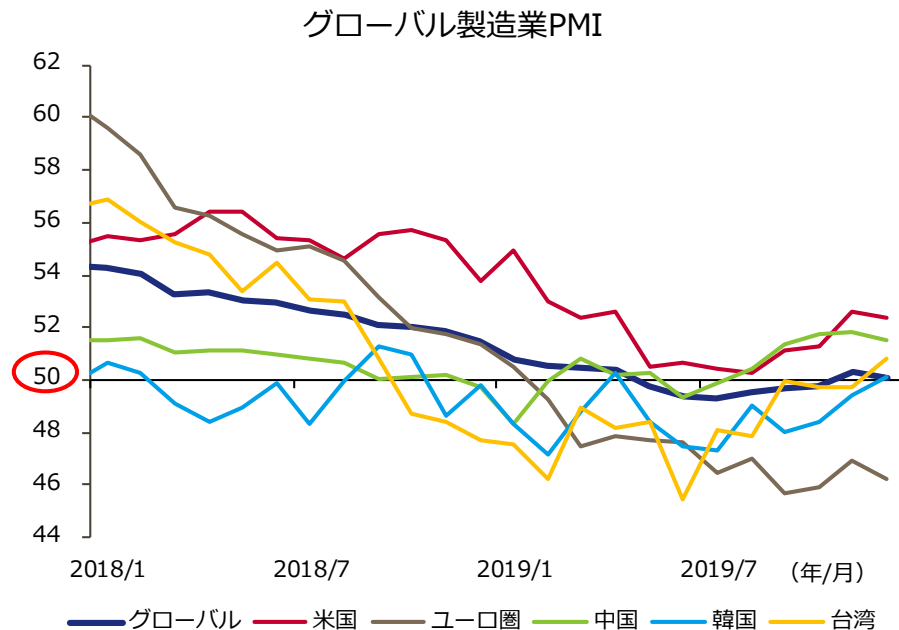
出所：各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成

- 12月13日に米中両政府は貿易交渉にて第1段階の合意に達したと発表しました。米国側の発表によると、中国側は知的財産権や技術移転の強要、為替などの分野での構造改革と今後数年間で米国製品を大量購入することを約束したとしています。この見返りとして、米国は12月15日から予定していた1,600億ドル相当の中国製品への追加関税発動を見送り、9月から発動していた1,100億米ドル相当への関税率を15%から7.5%へ引き下げることを表明しました。
- ただし、今回の通商合意内容は、米国側が重要視する中国の産業補助金などは入っておらず、懸案事項が実質的に先送りされた状況にあります。こうした中、トランプ米大統領が第2段階の合意に向けた交渉を始めると表明しており、先行きの不透明感は依然として強いということは留意しておく必要があると考えます。

一段の株価上昇には業績改善が必要なフェーズに



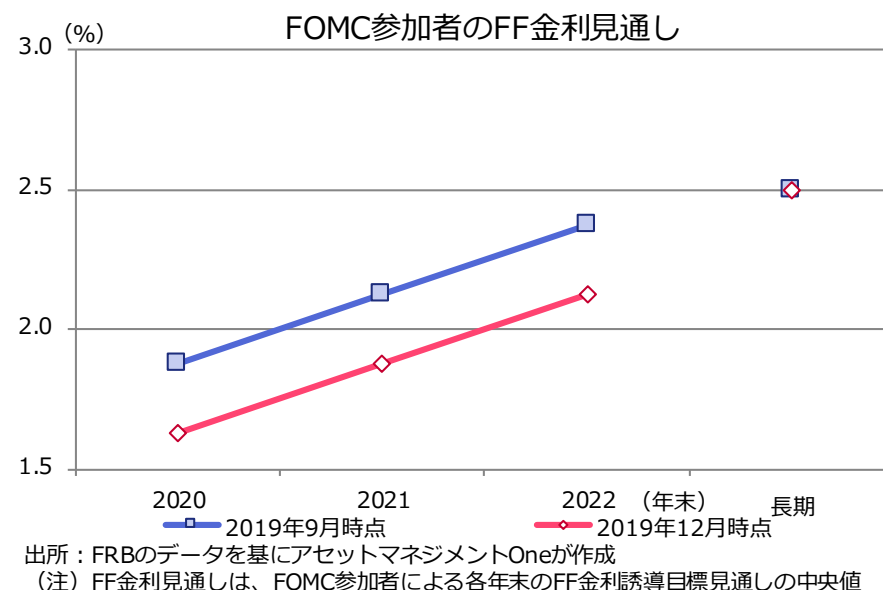
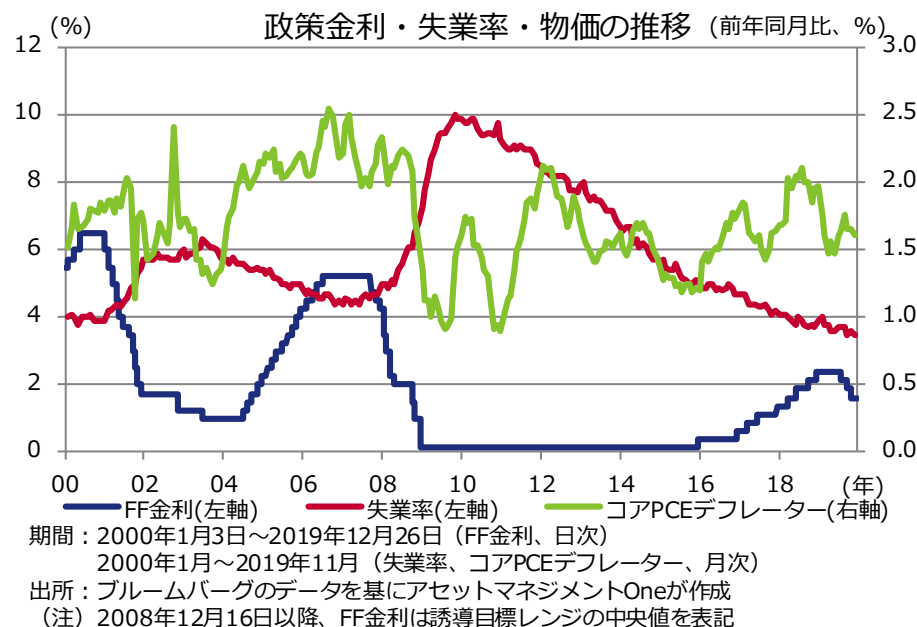
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 指数騰落率は2019年1月4日から同年12月30日までの騰落率
 予想EPS：向こう12カ月一株当たり利益、予想PER：向こう12カ月予想株価収益率



期間：2018年1月～2019年12月（月次）
 出所：マークイットのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

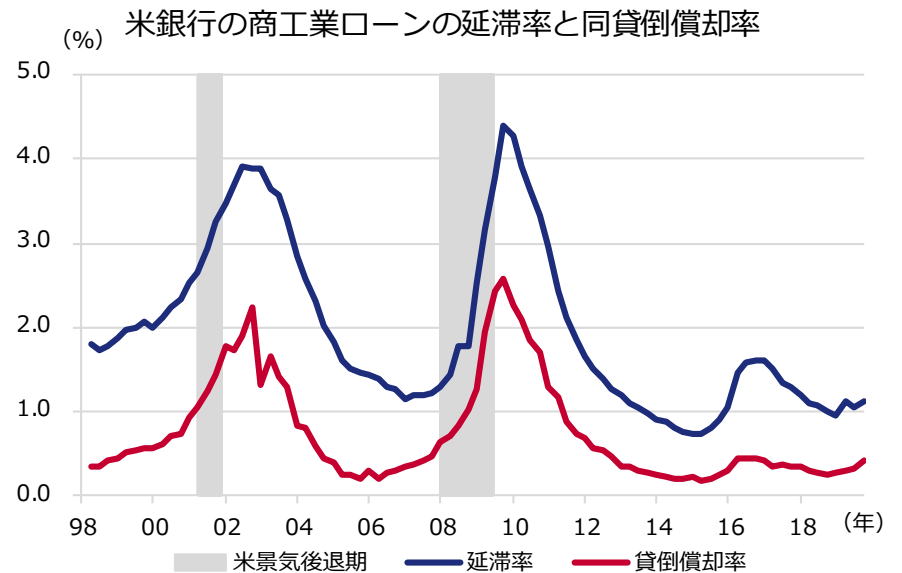
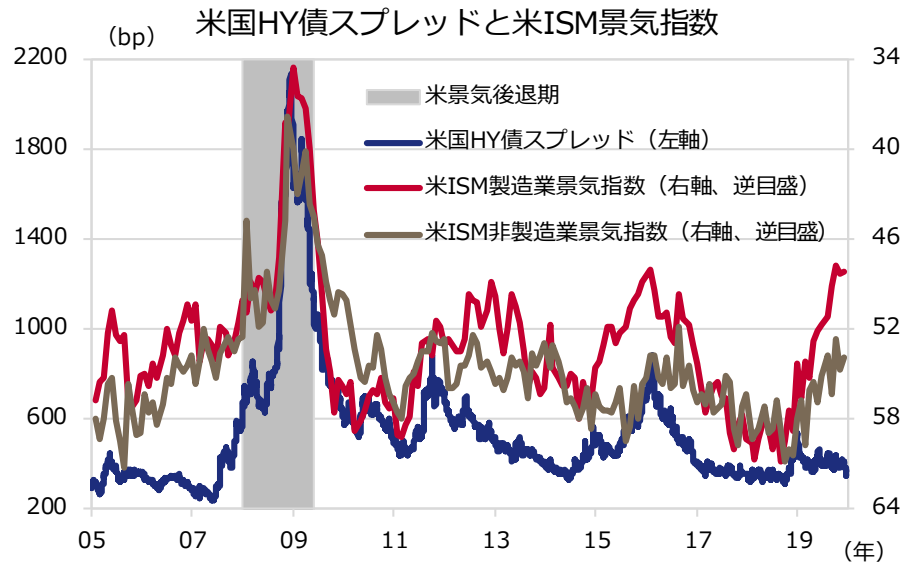
- 主要国の株式市場は2019年、米国を筆頭に多くの国で二桁の上昇率を記録するなど、大幅に上昇しました。株価指数の年間騰落率を利益（EPS）と株価収益率（PER）に分解すると（いずれも予想ベース）、株価上昇はPERの拡大によってもたらされ、利益は多くの国でマイナス寄与となりました。米欧中銀のハト派化がPERの拡大につながったと考えられます。
- 米欧中銀が様子見姿勢に転じる中、一段の株価上昇には、EPSの拡大、すなわち世界景気の回復や業績改善が必要なフェーズに入っていると思われます。グローバル製造業PMIは横ばい圏で推移していますが、ユーロ圏の低迷が継続の一方、韓国や台湾で改善モメンタムが強まっているようにも見えます。当面、半導体関連の回復が製造業のけん引役として期待されます。

2020年は政策金利の据え置きが見込まれる



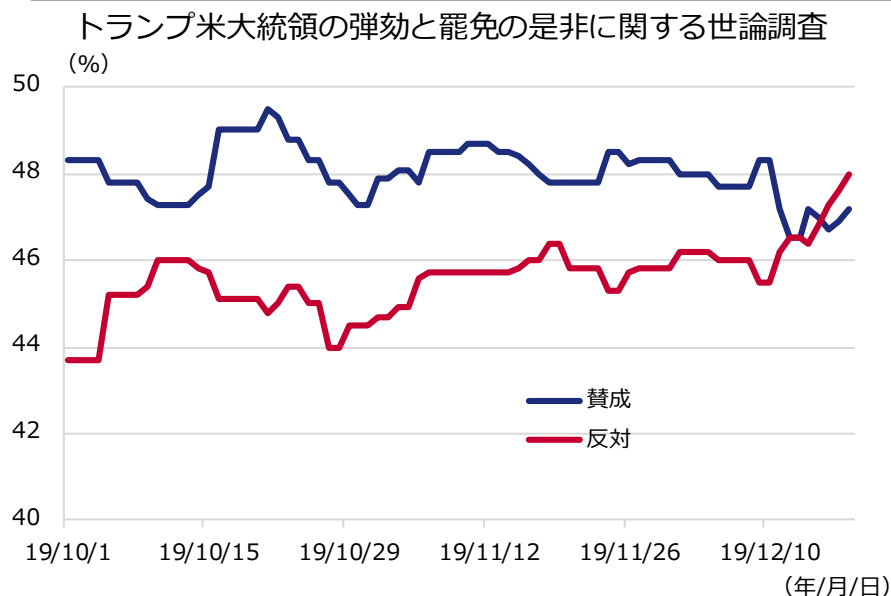
- 米連邦準備理事会（FRB）は、2019年12月の米公開市場委員会（FOMC）で政策金利（FF金利）の誘導目標レンジを1.50～1.75%とし、前回会合からの据え置きを決定しました。FRBは声明文で、現在の金融政策スタンスが、経済活動の持続的拡大、力強い労働市場環境、2%の目標に近いインフレ率を下支えするのに適切であると判断したとしています。
- FOMC参加者のFF金利見通しをみると、見通しの中央値は2020年末に1.625%、2021年末に1.875%となっており、2020年内は政策金利を据え置くことを示唆しています。
- 米国経済の先行きを展望すると、貿易紛争の負の影響で製造業の生産活動は抑制されますが、金融財政政策の効果が顕在化するため成長の減速は緩やかにとどまるとみられます。こうしたことから、インフレ圧力は弱いものととどまると見込まれるため、FRBは2020年内は政策金利を据え置くものとみています。

一部の米景況感指標との比較では加熱感も



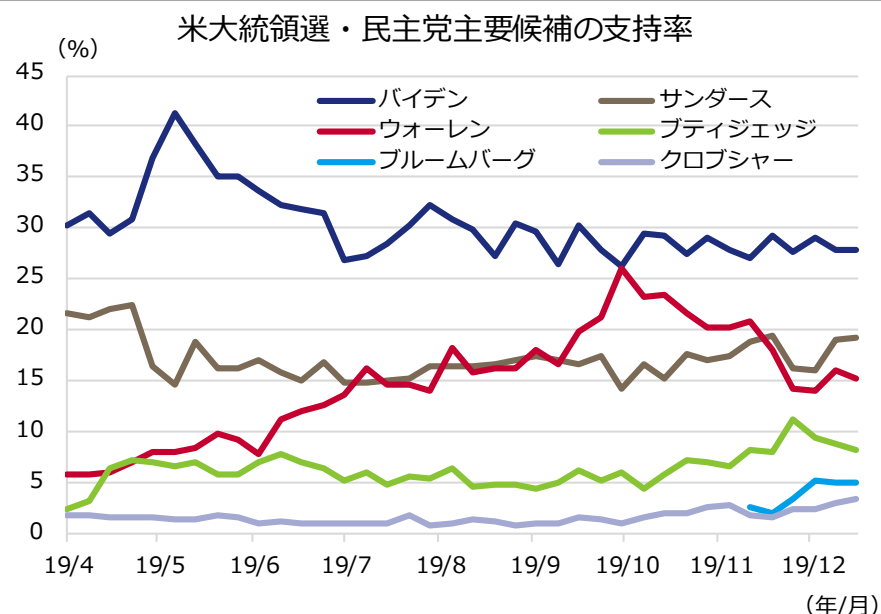
- 米中通商協議が「第1段階の合意」に達した以降も、米主要株価指数が過去最高値を更新するなどリスク選好の動きが継続する中、米国HY債スプレッドの縮小傾向が続いていました。米国HY債市場が堅調にある背景として、世界的な流動性供給の増加に伴うリスク選好の動きに加え、米連邦準備理事会（FRB）が当面政策金利を据え置く姿勢を明確にし、利回り追求の動きが加速している可能性や、原油価格の上昇などが挙げられます。もっとも、米国の企業景況感を表す指標と米国HY債スプレッドは近年総じて連動する傾向がみられていましたが、足元では両者に乖離がみられている点を踏まえると、米国HY債市場の加熱感が示唆されている可能性があります。
- こうした中、米銀行の商工業ローンの延滞率や同貸倒償却率は、直近では前期比上昇するなど、米国の信用循環に対する不透明感がくすぶることから、一定の警戒感を持つ必要がありそうです。

弾劾裁判は、大統領選挙に向けたトランプ大統領陣営への影響は限定的か



期間：2019年10月1日～2019年12月18日（日次）

出所：Real Clear Politicsのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2019年4月7日～2019年12月22日（週次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 米議会下院が、ウクライナ疑惑を巡る「権力乱用」と「議会妨害」でトランプ大統領を弾劾訴追したことを受けて、議会上院では、1月にも弾劾裁判が始まるもようです。上院議席100のうち、与党・共和党53、野党・民主党47で共和党が多数派を占める中、出席議員の3分の2以上の賛成という罷免条件を満たすことは難しく、トランプ大統領が罷免される可能性は低いと思われます。弾劾と罷免の是非に関する世論調査において、反対が賛成を上回っている状況も鑑みれば、大統領選挙に向け、弾劾裁判はトランプ大統領陣営に対して大きなダメージとならない可能性があります。
- こうした中、弾劾裁判の進め方を巡っては、民主党は現旧の政権当局者の証人召喚を求めるなど、早期決着を図りたい共和党をけん制しています。もっとも民主党にとっても、大統領選挙に向けた指名候補争いの混戦が予想されるうえ、候補者には現職の上院議員らも含まれていることから、弾劾裁判の長期化は彼らの選挙活動に影響を及ぼしかねません。2月から順次各州で予定されている党員集会や予備選を前に、弾劾プロセスを巡る民主党と共和党の対立の帰趨が注目されます。

低ボラティリティ環境は長期化か



2020年の市場を巡る主な材料

米中貿易紛争

少なくとも現在以上に対立が深刻化しない場合、新興国通貨やユーロを下支えか

世界景気動向

製造業が持ち直すとみられる中、2019年の景気悪化が目立った新興国の通貨やユーロに恩恵か

金融政策

米欧中銀は金融政策の戦略見直しもあって、様子見姿勢継続、低ボラティリティ長期化か

米大統領選

トランプ2期目続投なら、現状と変わらないが増税を掲げる民主党候補が勝利の場合は米国景気悪化懸念が急速に強まるリスク

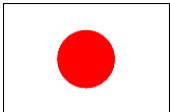
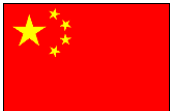
地政学リスク

イラン、北朝鮮など中国以外の地政学リスクが高まる方向の中、円急騰の可能性も？

出所：アセットマネジメントOneが作成

- 2019年の米ドルは、米中対立の激化などにもかかわらず、対円で歴史的に狭い範囲内で推移したことが一部で注目されました。米ドル指数も、年間を通じて総じて方向感に乏しい展開となり、足元ではボラティリティの低さも目立ちつつあります。
- 2020年については、引き続き米中対立を巡る動向が注視されます。ただし、米欧中銀が低インフレを受けて金融政策の戦略見直しを進めていることもあり様子見姿勢を継続するとみられる中、低ボラティリティ環境が長期化する可能性が高いように思われます。
- 11月に予定される米大統領選も市場全般に大きな影響を与える可能性があります。トランプ氏続投が決まれば、現状と大きく変わらないとみられますが、企業向け増税などを掲げる民主党候補が勝利する場合、米国景気悪化懸念が急速に強まるなどで、米ドル動向にも影響を与える可能性には留意が必要です。

▶ Chapter 2
経済動向

国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 緩やかに減速	当面政策金利据え置き	米国経済は貿易紛争の影響などを背景に、成長減速は続くものの、金融財政政策によって、減速は緩やかなものにとどまるとみています。また、物価上昇率は景気減速や制裁関税などの影響を考慮すると、前年比2%程度の推移が見込まれます。このような中、米連邦準備理事会（FRB）は、現在の政策金利を据え置くとみえています。	▶ 通商政策の行方 ▶ トランプ大統領弾劾の可能性
 日本	 景気の腰折れは回避へ	現状維持も、緩和措置の検討は排除せず	良好な雇用環境の継続や、人手不足を背景とした効率化投資需要などが下支えとなり、国内景気は腰折れを回避する見込みです。ただし、保護主義的な通商政策の世界的な広がりを背景とした輸出の鈍化、消費税引き上げの影響などには留意する必要があります。	▶ 企業や消費マインドの落ち込み ▶ 輸出の更なる鈍化
 ユーロ圏	 低迷が続く	金融緩和継続	欧州経済は、英国の欧州連合（EU）離脱後の英EU間の通商交渉への懸念やEUの新車に対する環境規制などの影響から、低迷が続く見通しです。また、消費者物価は前年比+1%程度にとどまっています。こうした中、欧州中央銀行（ECB）現状の金融緩和を当面継続するとみられます。	▶ 欧米の貿易摩擦激化 ▶ 欧州各国の政治動向
 中国	 緩やかに減速	景気減速に配慮し、緩和的な姿勢へ修正	中国経済は、米中貿易紛争を背景とした企業景況感の悪化および投資、生産の鈍化の影響を受け、今後減速基調をたどると見込みます。ただし、当局の財政面での下支え、金融リスク抑制と実体経済への資金供給のバランスへの配慮から、底割れは回避すると想定されます。	▶ 各業界への規制強化により市場が混乱 ▶ 米中関係悪化

経済の概況 – 主要国・地域のGDP成長率見通し

(前年比、%)

(年)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (予測値)	2020 (予測値)
全世界計	3.5	3.6	3.5	3.4	3.8	3.6	3.0 (↓ 0.2)	3.4 (↓ 0.1)
先進国計	1.4	2.1	2.3	1.7	2.5	2.3	1.7 (↓ 0.2)	1.7 (→ 0.0)
米国	1.8	2.5	2.9	1.6	2.4	2.9	2.4 (↓ 0.2)	2.1 (↑ 0.2)
日本	2.0	0.4	1.2	0.6	1.9	0.8	0.9 (→ 0.0)	0.5 (↑ 0.1)
ユーロ圏	▲ 0.3	1.4	2.1	1.9	2.5	1.9	1.2 (↓ 0.1)	1.4 (↓ 0.2)
オーストラリア	2.1	2.6	2.5	2.8	2.4	2.7	1.7 (—)	2.3 (—)
新興国計	5.1	4.7	4.3	4.6	4.8	4.5	3.9 (↓ 0.2)	4.6 (↓ 0.1)
中国	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.1 (↓ 0.1)	5.8 (↓ 0.2)
インド	6.4	7.4	8.0	8.2	7.2	6.8	6.1 (↓ 0.9)	7.0 (↓ 0.2)
ブラジル	3.0	0.5	▲ 3.6	▲ 3.3	1.1	1.1	0.9 (↑ 0.1)	2.0 (↓ 0.4)
ロシア	1.8	0.7	▲ 2.3	0.3	1.6	2.3	1.1 (↓ 0.1)	1.9 (→ 0.0)
ASEAN5※	5.1	4.6	4.9	5.0	5.3	5.2	4.8 (↓ 0.2)	4.9 (↓ 0.2)

出所：IMF「World Economic Outlook Database, 2019.10」、「World Economic Outlook Update, 2019.7」、データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※ASEAN5：インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

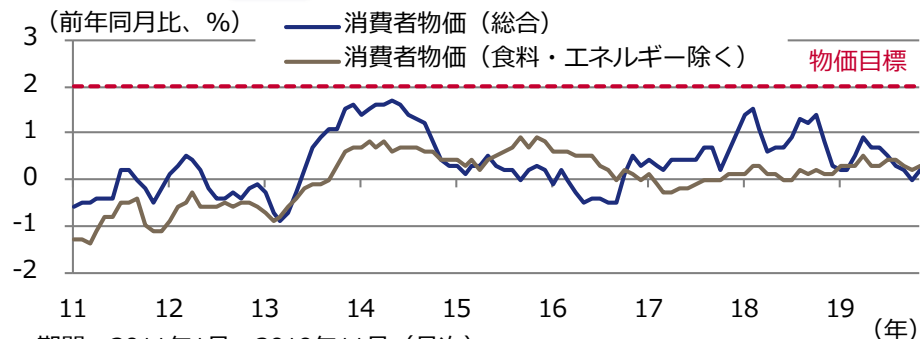
(注) 2019年以降は予測値。ただし、2018年以前も一部予測値のデータを含む場合がある

() 内は前回時点の見通しからの変化幅。インドのGDP成長率は会計年度(4月～翌年3月)ベース

オーストラリアの数値は他の地域・国と比較時点が異なるため、前回時点の見通しからの変化幅は非表示

経済の概況 – 各国のインフレ率の動向

 日本のインフレ率の推移

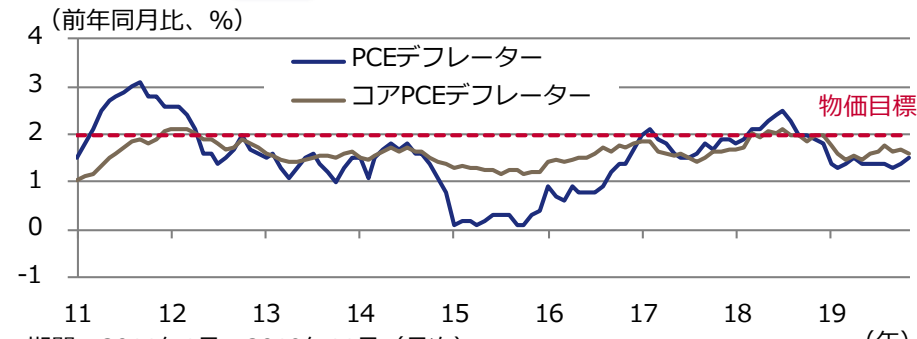


期間：2011年1月～2019年11月（月次）

出所：総務省、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）グラフは消費税率引き上げ及び幼児教育・保育無償化の影響を除いたベース

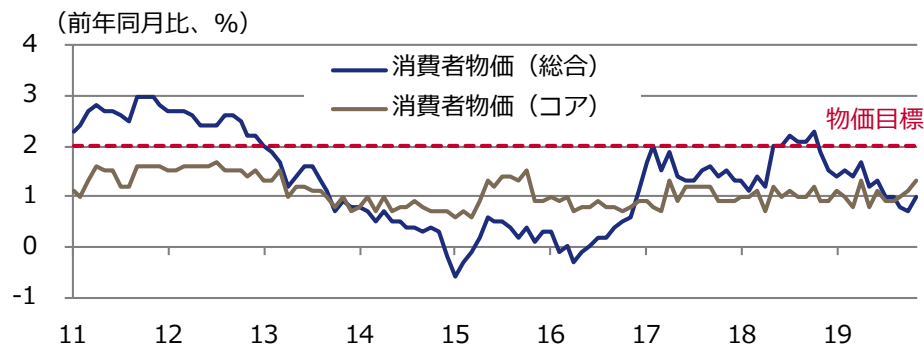
 米国のインフレ率の推移



期間：2011年1月～2019年11月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

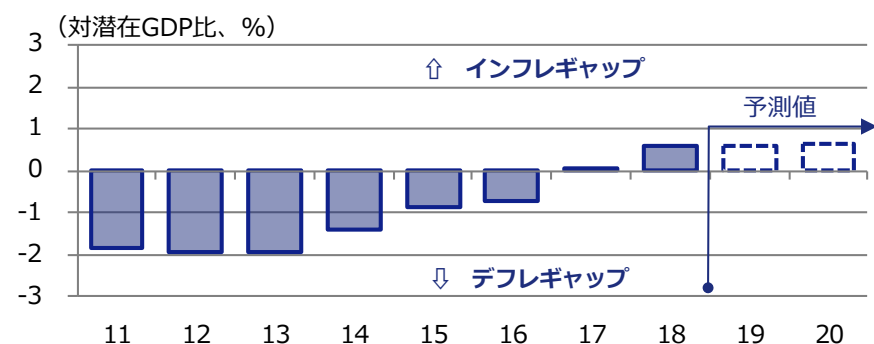
 ユーロ圏のインフレ率の推移



期間：2011年1月～2019年11月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

先進国の需給ギャップ



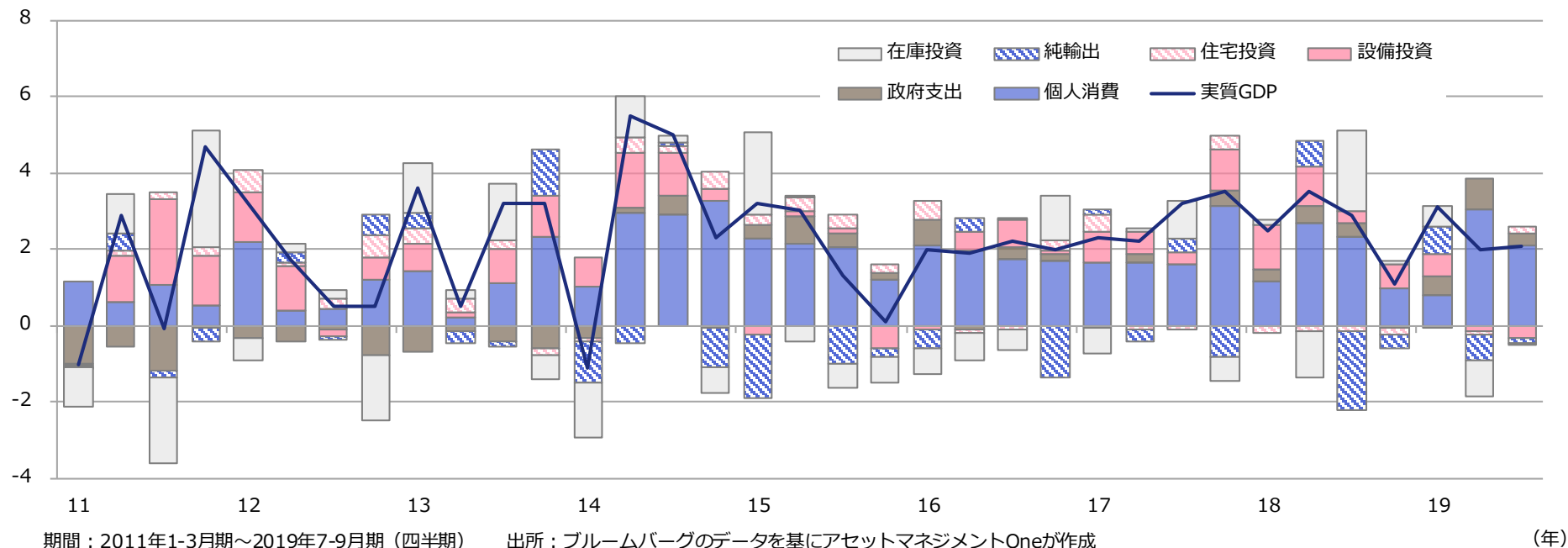
期間：2011年～2020年（年次、2019年以降はIMFの予測値）

出所：IMF、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

金融財政政策の効果で、成長減速は緩やかにとどまる可能性

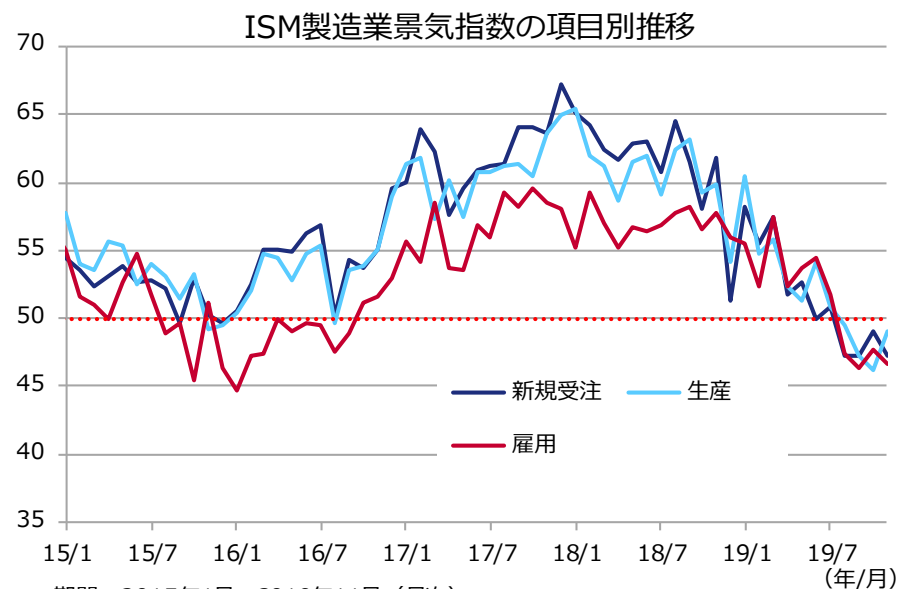
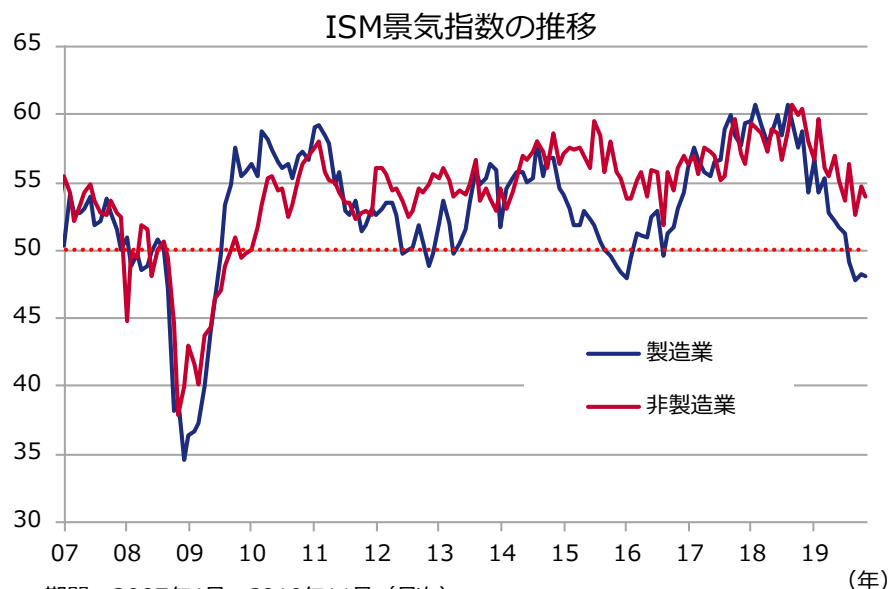
(前期比年率、%)

実質GDP成長率と寄与度の推移



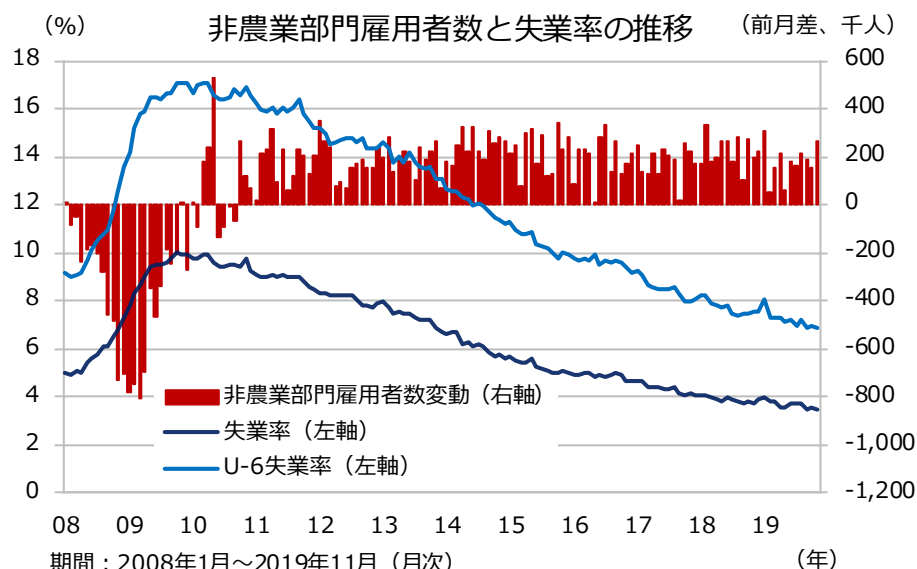
- 7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.1%と、4-6月期の同+2.0%とほぼ同程度となりました。良好な雇用環境を背景に、個人消費が堅調に推移したほか、住宅投資も回復に転じました。一方、民間設備投資の減少などが成長率の押し下げ要因となりました。米中貿易紛争の先行き不透明感が下押しとなりましたが、2019年は2%前後の成長が続いています。
- 米国経済の先行きを展望しますと、2018年以降の貿易紛争の負の影響で製造業の生産活動は抑制されますが、2020年に金融財政政策の効果が発現化するため成長の減速は緩やかにとどまるとみられます。

ISM製造業景気指数は4ヶ月連続の50割れも、底入れに向かう可能性も



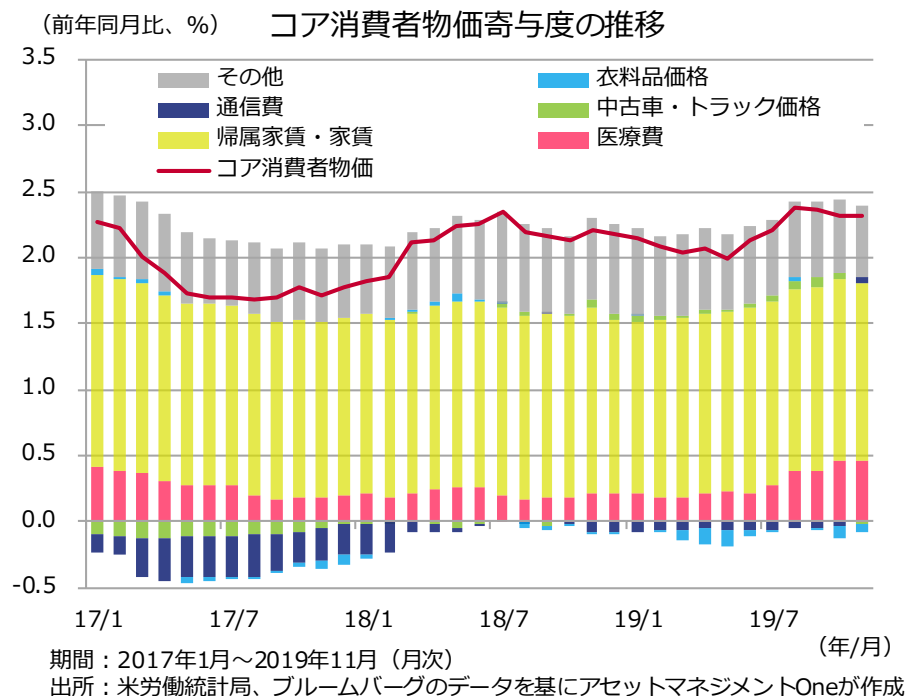
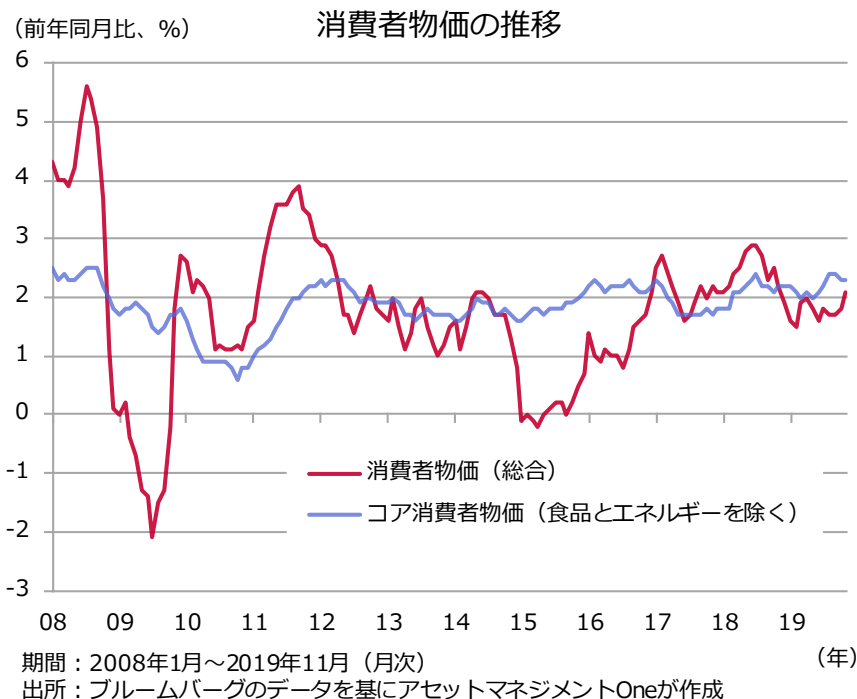
- 11月のISM製造業景気指数は48.1、非製造業景気指数については53.9と、それぞれ10月の48.3、54.7からやや低下しました。
- ISM製造業景気指数の内訳をみると、総合指数を構成する5項目（新規受注指数、生産指数、雇用指数、入荷遅延指数、製造業在庫指数）のうち、新規受注指数、雇用指数、製造業在庫指数が前月から低下した一方、生産指数、入荷遅延指数は前月から上昇しました。
- ISM製造業景気指数は4ヶ月連続の50割れとなりました。背景には米中の通商問題を巡る先行きの不透明感があるとみられます。一方で、マークイット社や地区連銀が公表する景況感指数などでは一部改善もみられることから、底入れに向かう可能性もうかがえます。

米労働市場の拡大が米経済の成長を支える



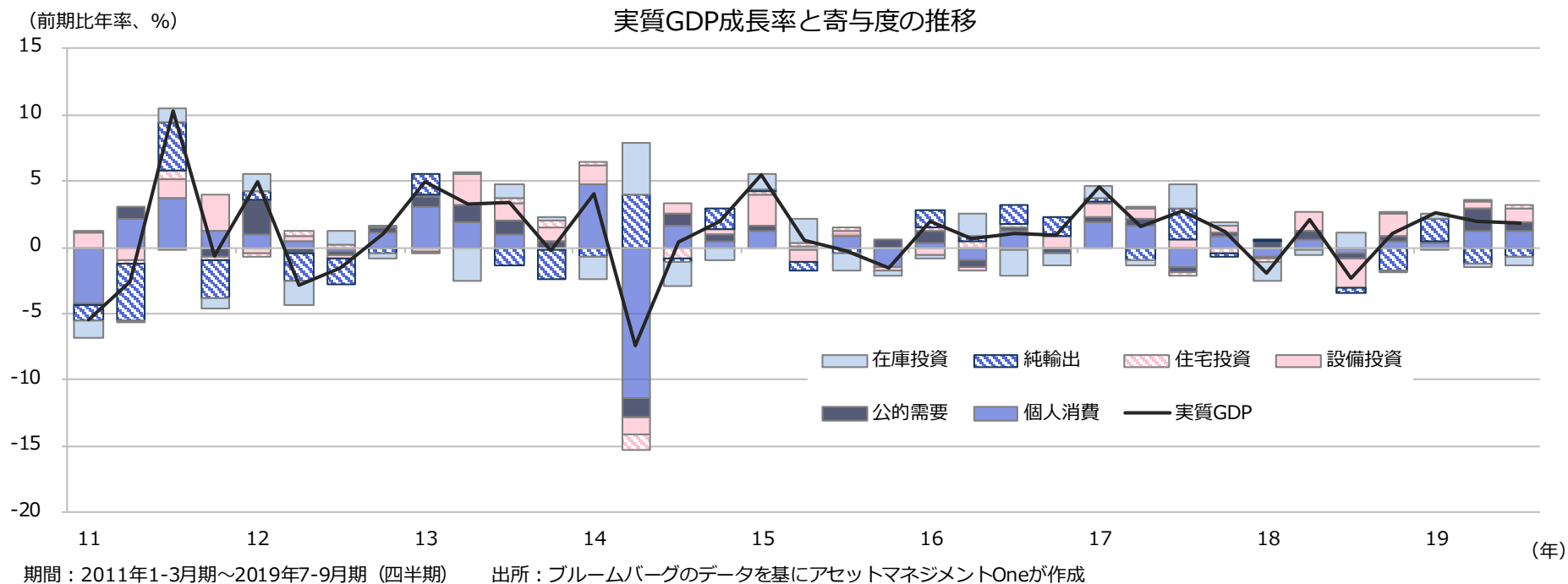
- 11月の非農業部門雇用者増減数は前月差+26.6万人と、10月の同+15.6万人から増加しました。大手自動車メーカーのストライキが終了したことにより製造業の雇用者数が大幅に増加したほか、教育・ヘルスケア業の増加幅が前月から拡大しました。前月から雇用者数が減少した業種も若干みられたものの、ヘッドラインへのマイナス寄与は限定的でした。
- 11月の失業率は3.5%、経済的理由によるパートタイマーなどを含んだ「U-6失業率」は6.9%と、それぞれ10月の3.6%、7.0%から共に低下しました。
- 失業保険新規申請件数の低水準での推移なども踏まえると、米労働市場はややひっ迫しているとみられます。平均時間給上昇率(前年同月比)が足元若干の鈍化基調にあるため、失業率には一段の低下余地があるとみられます。

物価の先行きをみる上で、景気減速や米中通商協議の動向が注目される



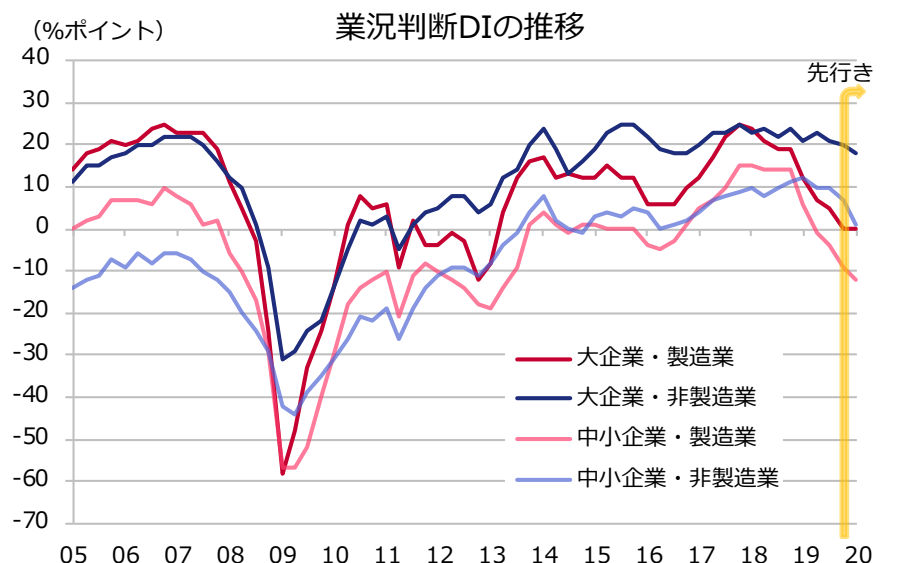
- 11月の消費者物価(総合)上昇率は前年同月比+2.1%と10月の同+1.8%から加速した一方で、コア消費者物価上昇率は同+2.3%と、10月と同程度の上昇を維持しました。また、前月比でみたコア消費者物価上昇率も11月は+0.2%と、10月とほぼ同ペースでの上昇となりました。
- コア消費者物価上昇率(前年同月比)の内訳をみると、中古車・トラック価格がマイナス寄与に転じる一方で、通信費のプラス寄与が下支えし、全体では前月とほぼ同程度となりました。今後については、景気減速が見込まれる中、コア消費者物価上昇率は2%台での安定推移が続くとみられます。一方、米中通商協議の動向は物価の変動要因となるため、今後も注視が必要と考えます。

7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.8%（改定値）



- 7-9月期の実質GDP（改定値）は、前期比年率で+1.8%と速報値（同+0.2%）から大きく上方修正されました。修正の内訳をみると、設備投資が大幅に上方修正されました。
- 項目別に寄与度をみると、個人消費と設備投資がプラスに寄与しました。一方で、在庫投資はマイナスに寄与しました。ただし、駆け込み需要や企業の在庫調整などの影響があり、在庫投資による成長率の押し下げ分は割り引いてみる必要があると考えます。
- こうした中、国内景気については、①人手不足に対応した企業の合理化・省力化投資意欲が根強いことや、②消費税率の引き上げに対応した大型の経済対策などにより、景気の腰折れは回避されると見込みます。ただし、米中対立を背景とした世界景気の不透明感が企業活動に影響を与える可能性には、引き続き注意が必要と考えます。

製造業、非製造業の企業景況感の悪化は継続



期間：2005年3月調査～2019年12月調査（四半期）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成（年）

（注1）業況判断DIは「良い」と回答した企業の割合から「悪い」と回答した企業の割合を引いたもの

（注2）2018年3月以降は、調査対象企業見直し後の新ベース

日銀短観 設備投資額（全規模・全産業）

	2018年度	2019年度(計画)	
	実績	2019年9月調査	2019年12月調査
ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額【前年度比、%】	5.1	5.3	5.0
ソフトウェア投資額	4.3	12.8	10.1
研究開発投資額	2.7	3.3	2.7

注：除く土地投資額

出所：日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 日銀短観12月調査では、製造業、非製造業ともに企業景況感を問う業況判断DIの悪化が示されました。大企業・製造業において、足元を示す「最近」は0（変化幅▲5）、「先行き」は0となりました。大企業・非製造業の「最近」は+20（同▲1）、「先行き」は+18となりました。
- 設備投資（ソフトウェア・研究開発を含む）の2019年の12月調査では、前年度比+5.0%（全規模・全産業ベース）と9月調査から下方修正されましたが、米中貿易摩擦や消費増税など事業環境の不透明な中では、設備投資意欲は底堅いと判断されます。
- 米中貿易摩擦や消費増税による需要減が長期化する可能性など依然としてリスク要因があります。しかし、政府の経済対策が景気を下支えする中、世界経済が底入れに向かうことで、国内景気の腰折れは回避され则认为ます。

11月の景気判断DIは、現状と先行きがともに改善

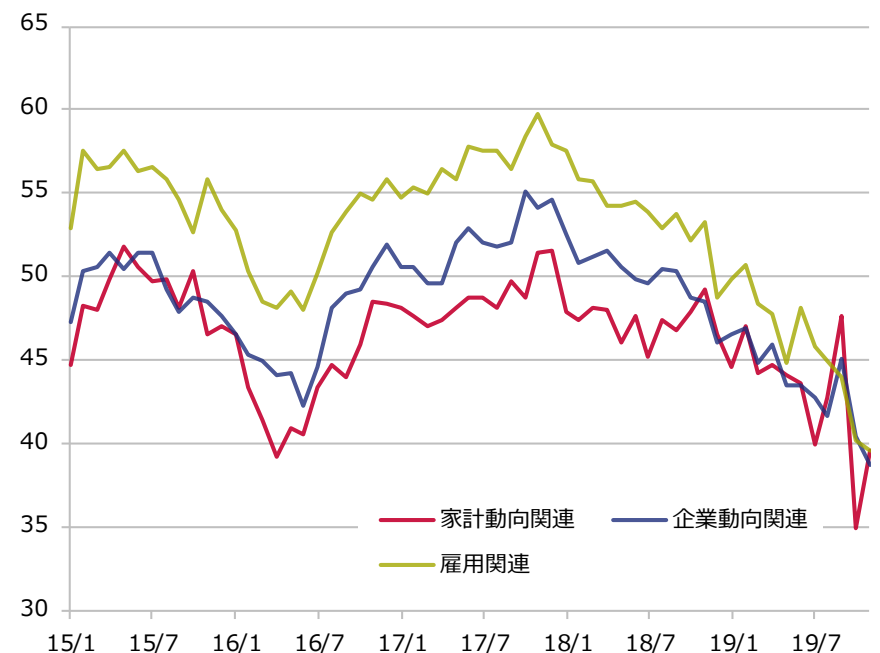
景気ウォッチャー判断DI（季節調整値）の推移



期間：2005年1月～2019年11月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

現状判断DI（季節調整値）の推移

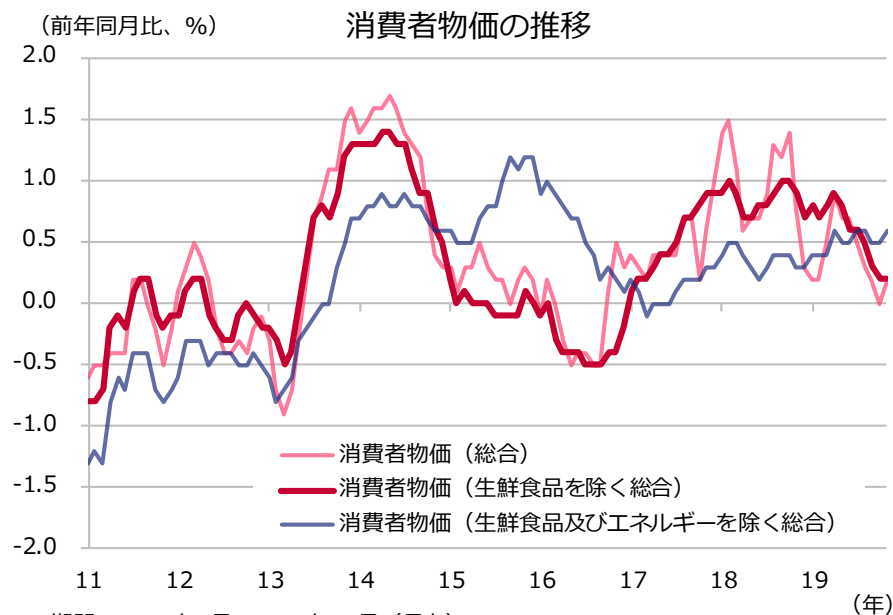


期間：2015年1月～2019年11月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 11月の景気ウォッチャー判断DIの現状は39.4と前月差+2.7ポイントの回復となりました。内訳を見ますと、家計動向関連が同+4.6ポイントと大きく回復しました。また、先行きも同+2.0ポイントと改善しました。
- コメントを見ますと、現状についてはキャッシュレス決済の利用客の増加や、駆け込み需要の反動の落ち着きなどに関するものがみられました。
- 内閣府は、現状についての景気ウォッチャーの見方を「このところ回復に弱い動きがみられる」とまとめ、前月から据え置きました。

消費者物価（生鮮食品を除く総合）の伸び鈍化に歯止め



期間：2011年1月～2019年11月（月次）

出所：総務省、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）消費税率引き上げ及び幼児教育・保育無償化の影響を除いたベース

日銀政策委員の大勢見通し（2019年10月）

	実質GDP	消費者物価指数 （除く生鮮食品）
2019年度	+0.6～+0.7 <+0.6>	+0.4～+0.6 <+0.5>
7月時点の見通し	+0.6～+0.9 <+0.7>	+0.6～+0.9 <+0.8>
2020年度	+0.6～+0.9 <+0.7>	+0.7～+1.1 <+1.0>
7月時点の見通し	+0.8～+1.0 <+0.9>	+1.0～+1.3 <+1.2>
2021年度	+0.9～+1.2 <+1.0>	+1.2～+1.7 <+1.5>
7月時点の見通し	+0.9～+1.2 <+1.1>	+1.3～+1.7 <+1.6>

出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

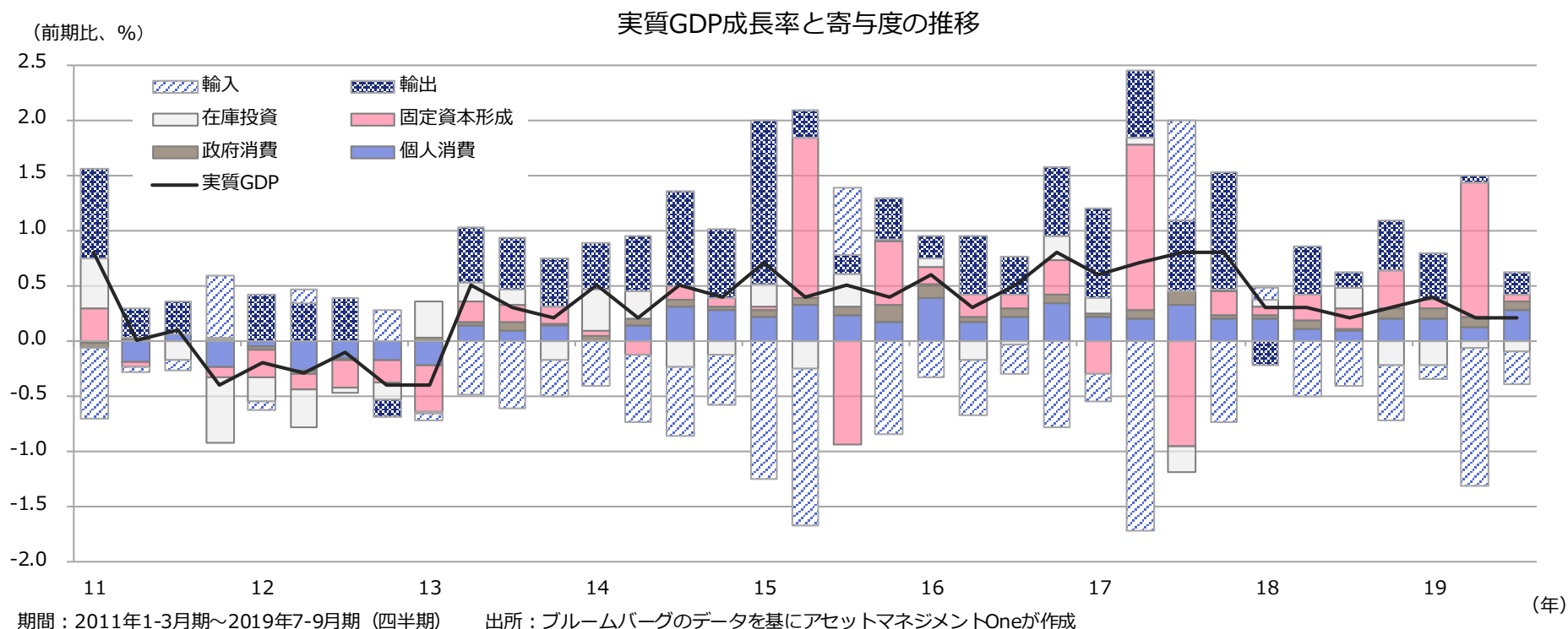
※データは対前年度比、%。なお、< > 内は政策委員見通しの中央値。

※「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除き、幅で示したものの。その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

※2019年度、2020年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）は、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケースを記載。

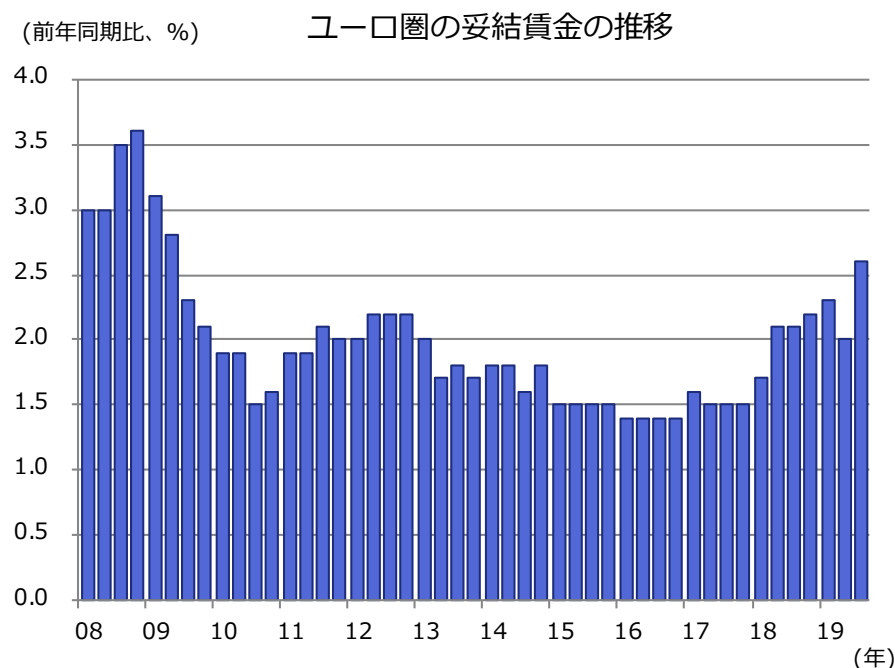
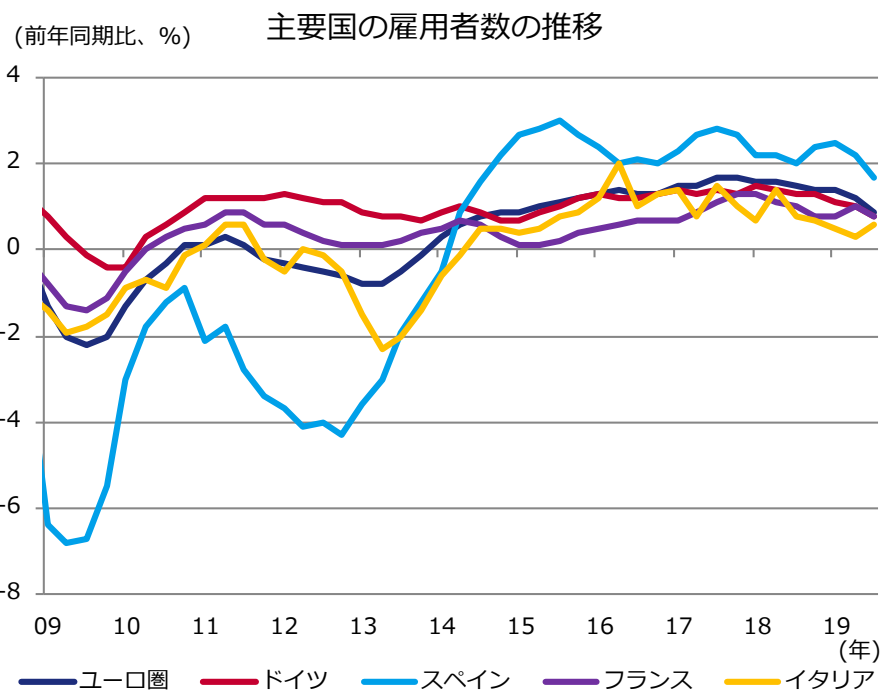
- 11月の全国消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、前年同月比+0.5%（10月同+0.4%）となりました。消費税率引き上げ及び幼児教育・保育無償化分の影響を除くと、同+0.2%となり前月から同じ伸びとなりました。
- 日銀は、12月18～19日の金融政策決定会合で、金融政策の現状維持を決定しました。なお、政策金利のフォワードガイダンスでは、「日本銀行は、政策金利については、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれるおそれに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」としています。
- 総裁記者会見において、1月の展望レポートでは、政府が閣議決定した26兆円規模の経済対策について、より詳細な情報を踏まえたうえで、先行きの経済・物価に対する影響を織り込んでいく方向性が示唆されました。

景気の低迷は長引く見込み



- ユーロ圏の7-9月期実質GDP成長率は前期比+0.2%と、前期から横ばいで推移しました。項目別にみると、個人消費の寄与が拡大し、成長を下支えしたほか、固定資本形成や政府消費も底堅く推移しました。
- 今後のユーロ圏経済は、英国の欧州連合（EU）離脱後の英EU間の通商交渉への懸念やEUの新車に対する環境規制などの影響から、輸出や設備投資などが伸び悩む可能性があります。雇用・所得環境にも頭打ち感が一部みられる状況のなか、景気の低迷は長引くと思われます。

雇用者数の伸びが鈍化傾向にあるなか、今後の賃金上昇率の動向が注目される



- ユーロ圏の雇用者数は前年比でプラスの伸びを維持しているものの、鈍化傾向にあります。国別にみると、ドイツの伸びが緩やかに鈍化していることに加え、これまで前年比+2%の伸びを維持してきたスペインでも足元伸び率の低下がみられます。
- 雇用者数の伸びが鈍化傾向にある一方で、一部の賃金統計は足元加速を示しています。今後の物価動向をみる上でも、賃金上昇率の動向が注目されます。

当面は9月に決定した金融緩和の効果を見極めることに



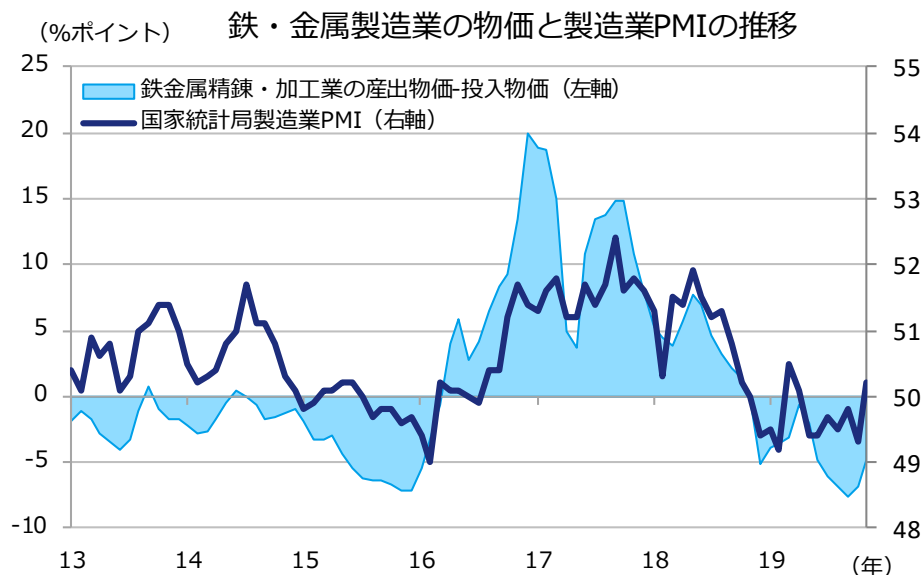
ECBスタッフによる経済見通し

	予想時点	20年	21年	22年
実質GDP (前年比、%)	19年12月	1.1	1.4	1.4
	19年9月	1.2	1.4	---
消費者物価 (前年比、%)	19年12月	1.1	1.4	1.6
	19年9月	1.0	1.5	---
消費者物価（コア） (前年比、%)	19年12月	1.3	1.4	1.6
	19年9月	1.2	1.5	---

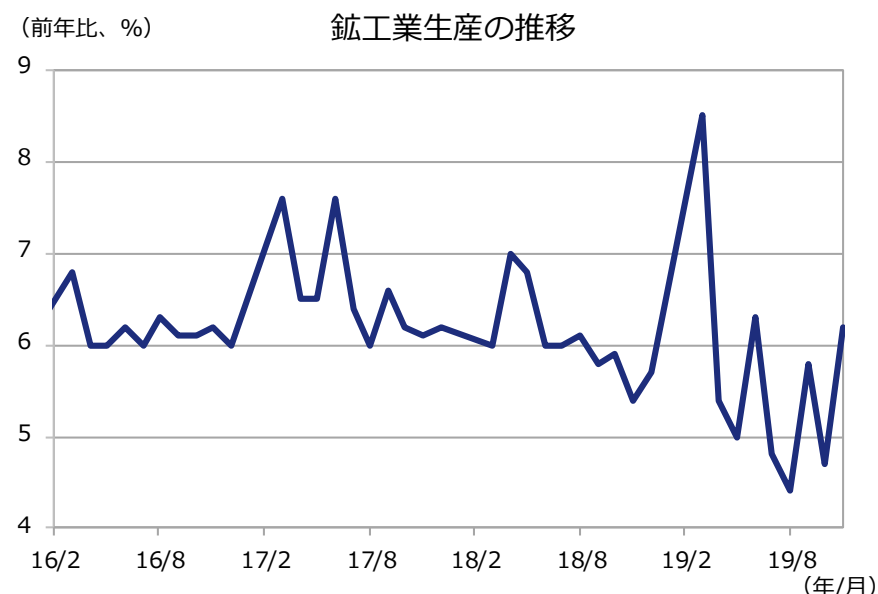
出所：欧州中央銀行のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 欧州中央銀行（ECB）は12月の理事会で、金融政策の維持を決定しました。また、政策金利の先行き指針（フォワードガイダンス）について、期限を定めず、インフレ見通しが2%弱の水準に確実に収束するまで現行水準かそれより低い水準を維持するとし、前回会合から変更はありませんでした。
- ユーロ圏のインフレ率は総合、コアともに前年比1%程度にとどまるなど、低水準での推移が続いています。また、12月時点のECBのスタッフ経済見通しでは、2022年においてもインフレ目標を下回る水準にとどまるとみられています。こうしたなか、ECBのラガルド総裁は金融政策の戦略見直しの意向を示しており、当面は9月に決定した金融緩和の効果を見極めることになると思われます。

中国製造業PMIは11月に大きく改善。一方、生産は見かけほど改善していない



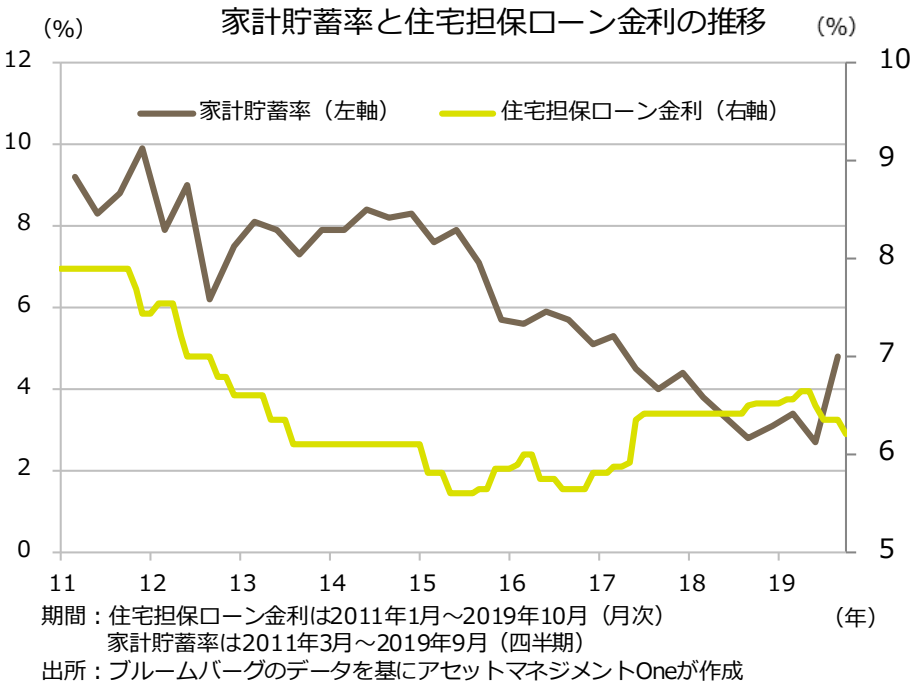
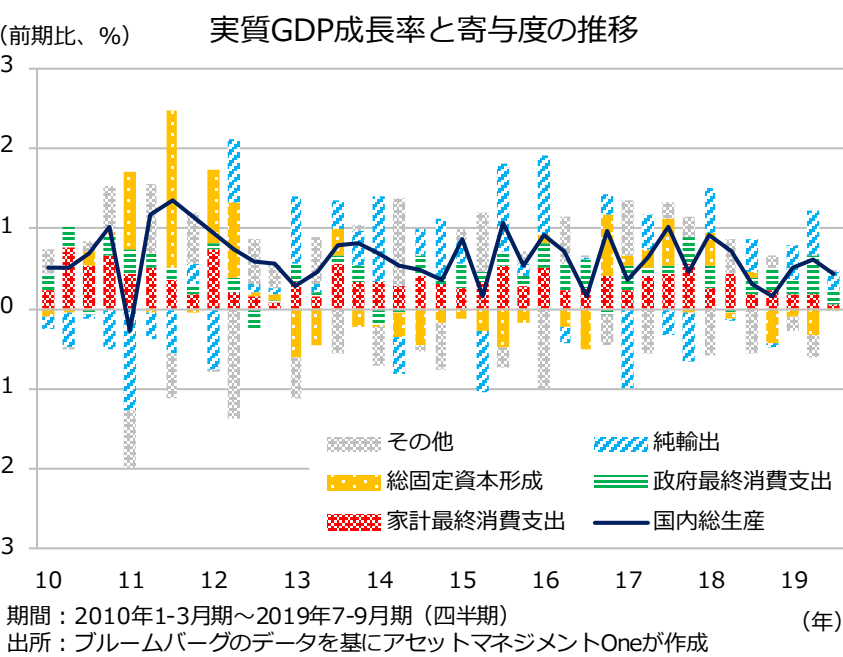
期間：2013年1月～2019年11月（月次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2016年2月～2019年11月（月次）
注：毎年1～2月のデータは未公表のため2月のデータは年初来累計値を使用
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

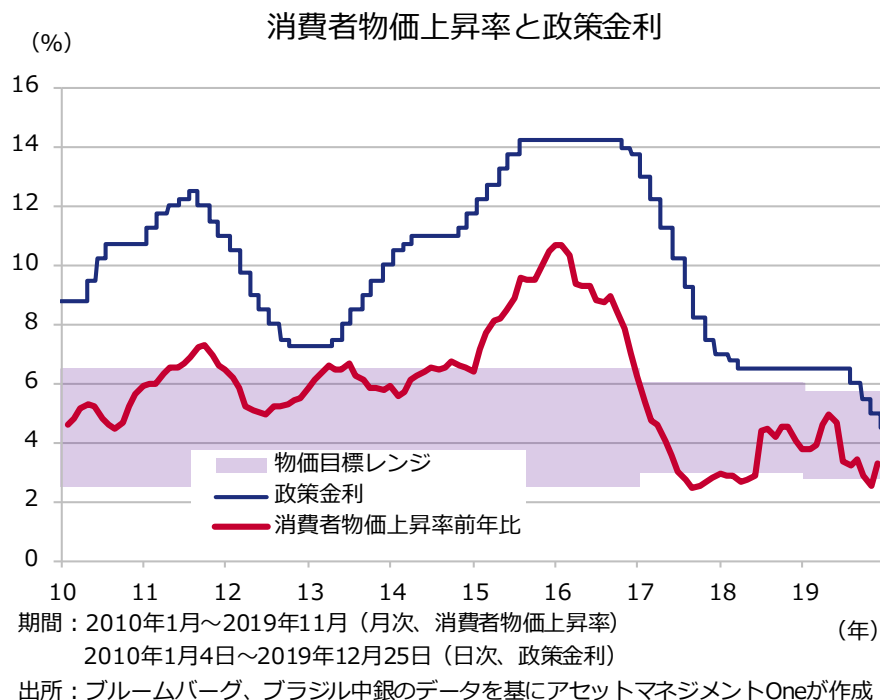
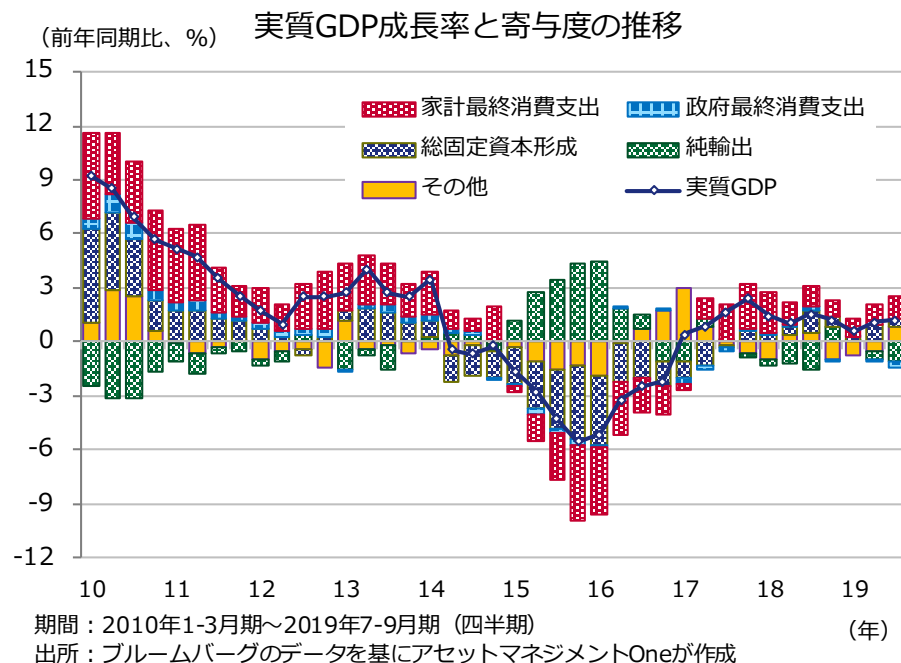
- 中国国家统计局が公表する製造業PMIは11月に大きく改善し、7カ月ぶりに50を上回りました。統計局版の製造業PMIは川上の国有企業の多くが調査対象となっておりとされ、鉄金属精錬・加工業の産出物価上昇率と投入物価上昇率の差に連動する傾向が見られます。産出物価が下げ止まる中、投入物価が下落し、収益性が改善したことは、PMIを押し上げた1つの要因と考えられます。
- 11月分の鉱工業生産は前年比+6.2%（10月は同+4.7%）へ改善しました。ただし、10月に国慶節で生産が後ずれしたことや、2018年11月に生産が大幅に落ち込んだことなどを考慮すると、生産は見かけほど回復していない状況と言えます。
- 中国当局は12月に2020年の経済政策方針を話し合う中央経済工作会议を開催しました。具体的な内容は公表されていないものの、声明から判断するに、2020年の経済政策は適度な景気下支えに留まると考えられます。こうした中、生産や投資の大幅な持ち直しは見込みづらく、中国経済は今後も緩やかな減速を続けると考えます。

7-9月期の実質GDP成長率は民間需要の弱さから低い伸びに



- オーストラリアの7-9月期実質GDP成長率は、前期比+0.4%と4-6月期から鈍化し、低い伸びとなりました。内訳を見ますと、家計最終消費が伸び悩んだほか、総固定資本形成がマイナス幅を縮小させたものの、公共投資がそのけん引役であり、民間住宅投資は引き続きマイナスとなるなど、民間需要の弱さが目立ちました。
- 7-9月期には所得税減税分の還付が始まりました。また、オーストラリア準備銀行（RBA）の利下げを背景に住宅ローン金利が低下したものの、家計は消費に慎重で、結果的に貯蓄率が上昇しました。
- RBAのロウ総裁は、この貯蓄率上昇と消費の弱さについて、意外だとしたうえで、いずれ消費に回るとの見方を示しています。一方、足元での消費者センチメントは引き続き弱い状況となっており、家計消費の動向に注目が集まります。

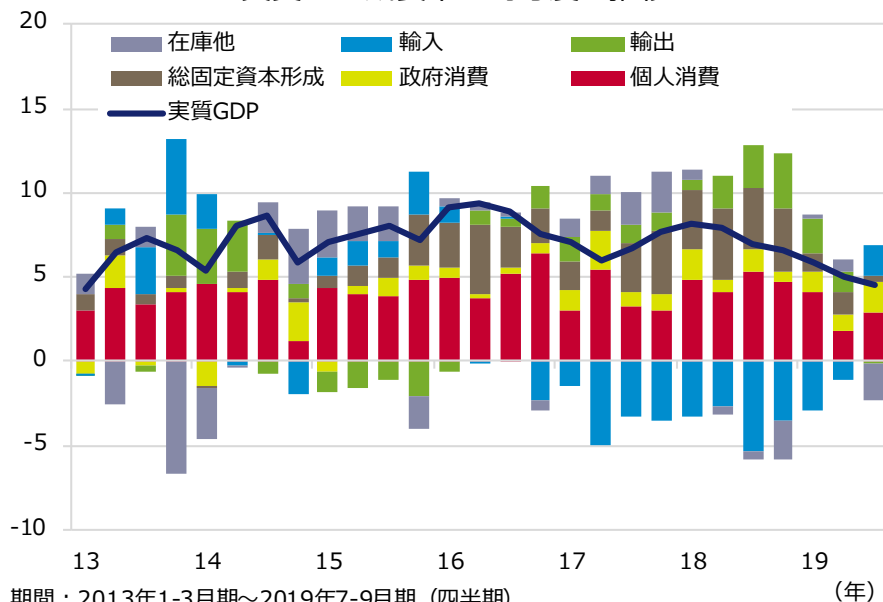
ブラジル中銀の金融緩和などを背景にブラジル景気は緩やかな回復継続の見込み



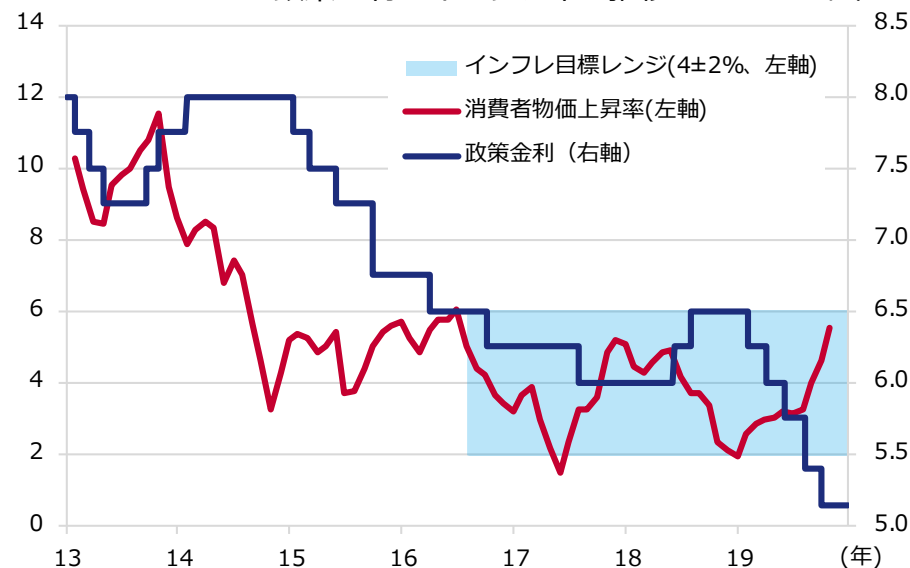
- ブラジルの2019年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+1.2%と、4-6月期の同+1.1%からやや加速し、堅調な推移となりました。家計消費が堅調に推移したことに加え、総固定資本形成もプラス寄与となりました。一方、家計消費の増加を受けた輸入の増加などが成長の下押し要因となりました。
- ブラジル中央銀行は2019年12月の通貨政策委員会（Copom）で政策金利（Selic金利）を5.00%から4.50%に引き下げることを決定しました。インフレ率が低水準で推移していることが利下げの背景と考えられます。
- インフレ率の安定推移や中銀の金融緩和継続などを背景に、ブラジル景気は今後も緩やかな回復を継続するものとみられます。

インド中銀は12月会合で政策金利を据え置きも、金融緩和姿勢は継続する見込み

(前年同期比、%) 実質GDP成長率と寄与度の推移

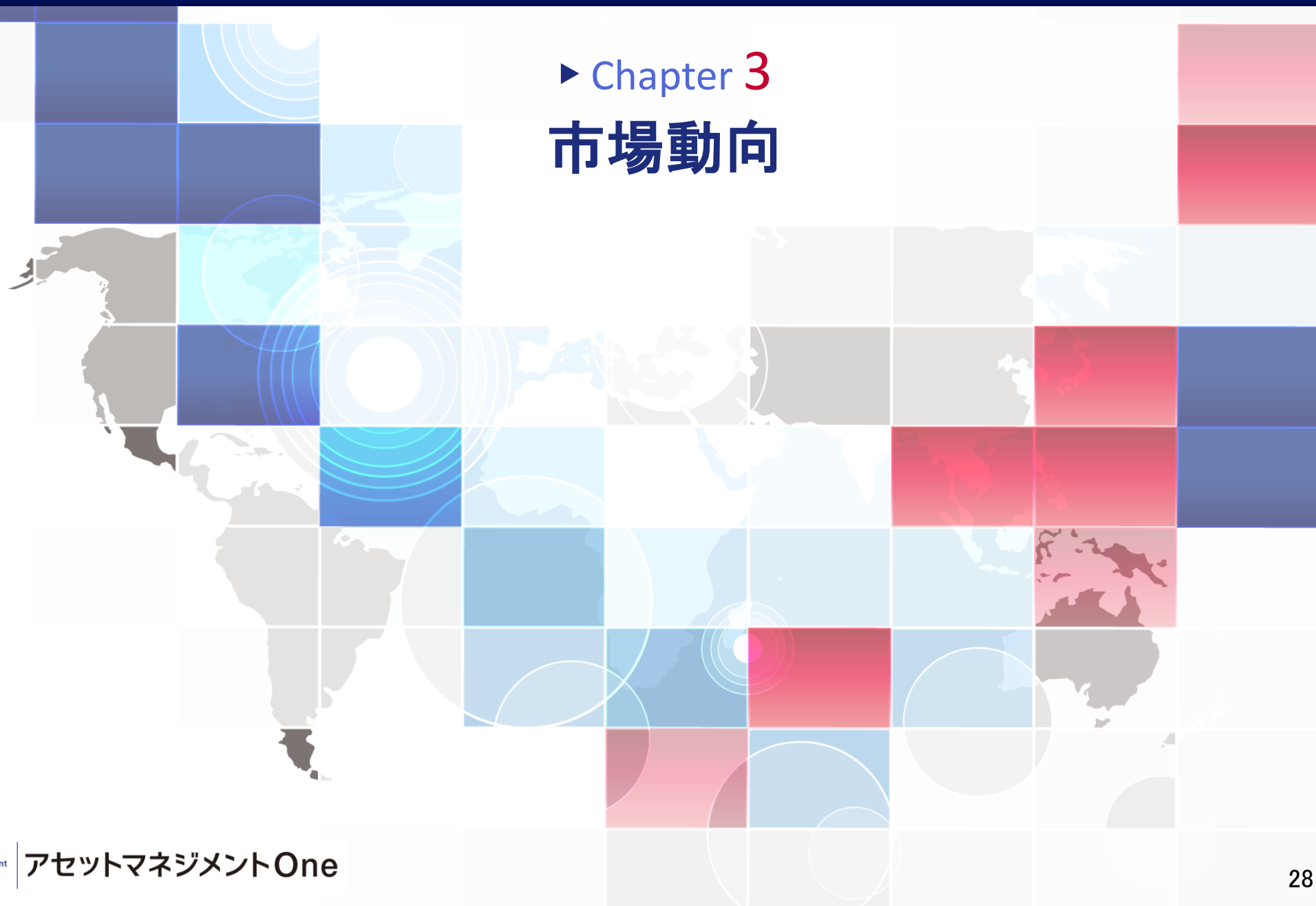


(前年同月比、%) 政策金利とインフレ率の推移



- インドの7-9月期実質GDP成長率は前年同期比+4.5%と、4-6月期の同+5.0%から一段と鈍化し、6年半ぶりの低水準となりました。輸出などがマイナス寄与となったほか、総固定資本形成の伸びも鈍化しました。一方、個人消費が比較的底堅く推移したほか、政府消費の増加が成長率を下支えしました。
- インド準備銀行（以下、インド中銀）は12月の金融政策委員会で政策金利を5.15%で据え置きました。足元加速傾向にあるインフレ率への警戒などが背景と考えられます。しかし、インドの景気減速がみられる中で、インド中銀は引き続き金融緩和姿勢を継続するとみられます。

▶ Chapter 3
市場動向



市場動向の概況

✓ 当面の相場想定

ダウ・ジョーンズ
工業株価平均

各国中銀のハト派的な姿勢が支えとなる中、米中交渉の行方や世界景気の底入れを確認できるかなどを注視する展開となる見込みです。1月は、米企業決算発表が中旬から本格化するほか、中東や北朝鮮を巡る情勢にも留意が必要です。

日経平均株価

良好とみられる国内株式需給や欧米金利低下一服に伴う為替の安定が支えになる見込みです。株価が景気のV字型回復を織り込んできたとみられる中、世界景気動向も注視されます。地政学リスクに伴う為替動向にも留意が必要です。

米国10年国債利回り

米インフレ圧力が抑制される中、世界景気の減速懸念や中東情勢の緊迫化などが金利の低下要因と考えられます。一方で、米国の景気後退局面入りは回避されるとみられることから、米長期金利はレンジ内での推移を予想します。

日本10年国債利回り

日銀は物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれるおそれが高まる場合には、躊躇なく、追加金融緩和措置を講じる姿勢を示しており、金利は低位での推移を見込みます。

米ドル/円

米国の景気後退局面入りは回避されるとみられることなどが米ドルの上昇要因と考えられます。一方で、リスク回避姿勢が強まる可能性などを鑑みれば、米ドルは対円ではもみ合い推移を見込みます。

✓ 相場見通し(今後1カ月)

	ダウ・ジョーンズ 工業株価平均	日経平均株価	米国10年国債利回り	日本10年国債利回り	米ドル/円
予想レンジ	27,500～29,000米ドル	22,500～24,000円	1.6～2.0%	-0.1～0.0%	105～110円

マーケット・オーバービュー

		12月 末値	騰落率（％、債券は変化幅）			
			1ヵ月	3ヵ月	1年	3年
株 式	ダウ・ジョーンズ工業 株価平均	28,538	+1.74	+6.02	+22.34	+44.41
	ドイツDAX指数	13,249	+0.10	+6.61	+25.48	+15.40
	日経平均株価	23,656	+1.56	+8.74	+18.20	+23.76
	MSC I エマージング マーケットインデックス	1,114	+7.17	+11.35	+15.42	+29.27
R E I T	米国REIT（配当込み）	21,352	+0.61	+0.13	+28.66	+34.17
	国内REIT	2,145	▲3.34	▲1.46	+20.94	+15.61
	国内REIT（配当込み）	4,450	▲2.92	▲0.61	+25.58	+30.05
	豪州REIT（配当込み）	907	▲4.31	▲0.96	+19.70	+35.09
債 券 利 回 り	米国（10年）	1.92 %	+0.14	+0.25	▲0.77	▲0.53
	米国ハイイールド債券	6.02 %	▲0.34	▲0.31	▲1.96	▲0.38
	日本（10年）	-0.01 %	+0.06	+0.20	▲0.01	▲0.06
	ドイツ（10年）	-0.19 %	+0.18	+0.39	▲0.43	▲0.39

		12月 末値	騰落率（％）			
			1ヵ月	3ヵ月	1年	3年
為 替 （対米 ドル）	ユーロ	1.12	+1.77	+2.88	▲2.22	+6.60
	英ポンド	1.33	+2.54	+7.83	+3.88	+7.27
	豪ドル	0.70	+3.74	+3.97	▲0.45	▲2.49
	ブラジルリアル	4.02	+5.42	+3.41	▲3.44	▲19.03
	人民元	6.96	+1.00	+2.66	▲1.22	▲0.19
	インドルピー	71.23	+0.74	▲0.82	▲2.34	▲4.59
為 替 （対円）	米ドル	108.61	▲0.80	+0.49	▲0.99	▲7.17
	ユーロ	121.69	+0.89	+3.31	▲3.18	▲1.07
	英ポンド	144.13	+1.84	+8.48	+2.98	▲0.03
	豪ドル	76.19	+2.87	+4.43	▲1.45	▲9.47
	ブラジルリアル	26.99	+4.45	+3.83	▲4.42	▲24.96
	人民元	15.60	+0.23	+3.21	▲2.07	▲7.33
	インドルピー	1.52	▲0.28	▲0.20	▲3.11	▲11.63

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）株式およびREITの前月末値は小数点以下切り捨てて表示。

（注）国内REIT：東証REIT指数、米国REIT：FTSE NAREIT オール・エクイティ・REIT・インデックス、豪州REIT：S&P 豪州 REIT インデックス。全て現地通貨ベース。

米国ハイイールド債券はICE BofAML・US・キャッシュ・ペイ・ハイイールド・インデックスを使用

米国株式

■ 前月の相場動向

- 12月の『米国株式市場（ダウ・ジョーンズ工業株価平均）』は上昇しました。
- 上旬は、米中通商協議を巡る懸念などから下落して始まりましたが、堅調な米雇用統計を受けて上昇に転じました。中旬は、米国が対中追加関税発動を見送ったことなどが好感され、上昇しました。下旬も、米中合意文書への署名が近く行われるとの見方からリスク選好が改善し、上昇しました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均



■ 今後の見通し

上昇 要因	・各国中銀のハト派姿勢 ・米国景気の緩やかな拡大
下落 要因	・貿易紛争への懸念 ・米政治情勢の不透明感 ・中東情勢の緊迫化

米中交渉の行方や地政学リスクを注視

各国中銀のハト派的な姿勢が支えとなる中、米中交渉の行方や世界景気の底入れを確認できるかなどを注視する展開となる見込みです。トランプ米大統領は1月中旬に米中合意文書への署名を行う可能性を示唆しています。中東や北朝鮮を巡る情勢にも留意が必要です。米国がイランの司令官を空爆により殺害したことを受けて、米・イランの対立が深まりつつあります。また、1月は、中旬から発表が本格化する米企業決算や米上院の弾劾審議も注目されます。

■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：27,500～29,000米ドル

国内株式

■ 前月の相場動向

- 12月の『国内株式市場（日経平均株価）』は上昇しました。
- 上旬は、米中通商協議を巡る懸念や円が対米ドルで強含んだことなどから、横ばい圏で推移しました。中旬は、米国が対中追加関税発動を見送ったことなどが好感され、上昇しました。日経平均株価は年初来高値を更新しました。下旬は、円が強含む中、利益確定売りが優勢となり、上昇幅を縮小しました。

日経平均株価



■ 今後の見通し

上昇 要因	・良好な国内株式需給 ・欧米金利低下一服に伴う為替の安定
下落 要因	・貿易紛争への懸念 ・消費税増税の経済への影響を巡る懸念 ・中東情勢の緊迫化

世界景気の底入れを確認できるか注視

良好とみられる国内株式需給や欧米金利低下一服に伴う為替の安定が支えになる見込みです。株価が景気のV字型回復を織り込んできたとみられる中、世界景気動向も注視されます。また、米中交渉の行方に加え、悪化しつつある中東や北朝鮮情勢も注視されます。米・イランの対立が軍事面などで一段と激化する場合、リスク回避の円買いが強まる可能性もあると思われます。原油価格の上昇も原油輸入国の日本経済にとってはマイナス要因になるとみられます。

■ 1カ月の予想レンジ

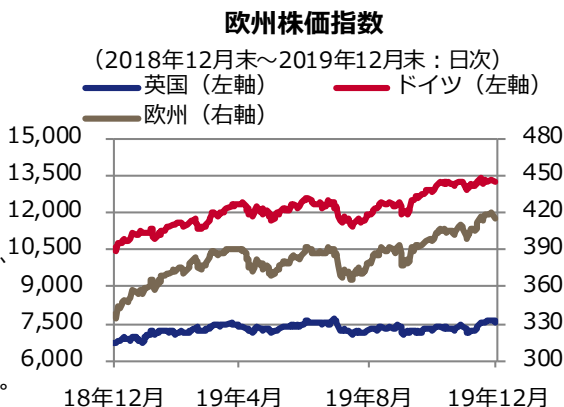
日経平均株価：22,500～24,000円

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

欧州株式

■ 前月の相場動向

- 12月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は上昇しました。
- 上旬は、米中通商協議を巡る懸念から一時下落するなど、上値重く推移しました。中旬は、米国が対中追加関税発動を見送ったことが好感され大きく上昇する場面もありましたが、ユーロ圏製造業景況感の悪化から上昇幅を縮小しました。下旬は、リスク選好が改善する中、ほぼ横ばいながらも年初来高値圏で推移しました。



※英国：FTSE100指数、ドイツ：DAX指数、
欧州：ストックス・ヨーロッパ600指数を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	- 各国中銀のハト派姿勢 - ドイツなどによる財政拡張への期待
下落 要因	- 貿易紛争への懸念 - 欧州の政治情勢を巡る不透明感 - 中東情勢の緊迫化

世界景気の底入れを確認できるか注視

各国中銀のハト派的な姿勢が支えとなる中、米中交渉の行方や世界景気の底入れを確認できるかなどを注視する展開となる見込みです。ユーロ圏では特にドイツ製造業の動向が注目されます。なお、米国の対欧姿勢も注視されます。米政権はフランスのデジタル課税に対して、仏製品に報復関税を課す方針を表明しています。仏同様にデジタル課税を導入したイタリアに対しても何らかの報復が検討される可能性があります。

■ 1カ月の予想レンジ

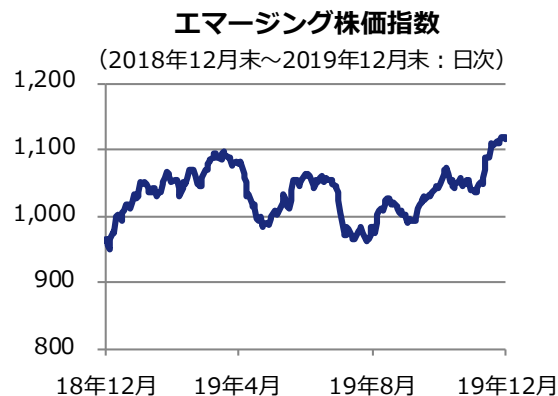
ドイツDAX指数：12,500～13,500

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

エマージング株式

■ 前月の相場動向

- 12月の『エマージング株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、米中通商協議を巡る懸念などから下落して始まりましたが、堅調な米雇用統計に伴う米国株高を受け、上昇に転じました。中旬は、米国が対中追加関税発動を見送ったことなどが好感され、上昇しました。下旬も、米中合意文書への署名が近く行われるとの見方から、リスク選好が改善し、上昇しました。



※MSCIエマージング・マーケット・インデックスを使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	- 中国やインド当局による景気下支え - 構造改革などを通じた中長期的に持続可能な成長余地の拡大 - 各国中銀のハト派姿勢
下落 要因	- 貿易紛争への懸念 - 新興国の政治情勢を巡る不透明感 - 中東情勢の緊迫化

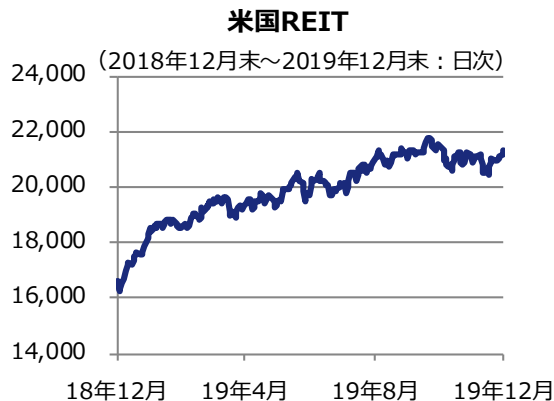
世界景気の底入れを確認できるか注視

各国中銀のハト派的な姿勢が支えとなる中、米中交渉の行方や世界景気の底入れを確認できるかなどを注視する展開となる見込みです。トランプ米大統領は、1月中に米中合意文書への署名を行う可能性を示唆しています。昨年末にかけての株高はリスク選好の改善が大きな要因だったとみられる中、中東や北朝鮮を巡る情勢にも留意が必要です。

米国REIT

■ 前月の相場動向

- 12月の『米国REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、米中通商協議を巡る懸念などから米長期金利が低下する場面では横ばい圏で推移しましたが、堅調な米雇用統計を受けて米長期金利が上昇に転じると、弱含みました。中旬は、米国の対中追加関税発動見送りに伴い米長期金利が一段と上昇したことを受けて、下落しました。下旬は、米長期金利の上昇一服から上昇に転じました。



※FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス（配当込み）を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	- 相対的に高い分配金利回り - 不動産ファンダメンタルズの改善 - 各国中銀のハト派姿勢
下落 要因	- 高値警戒感 - 米長期金利が上昇する可能性

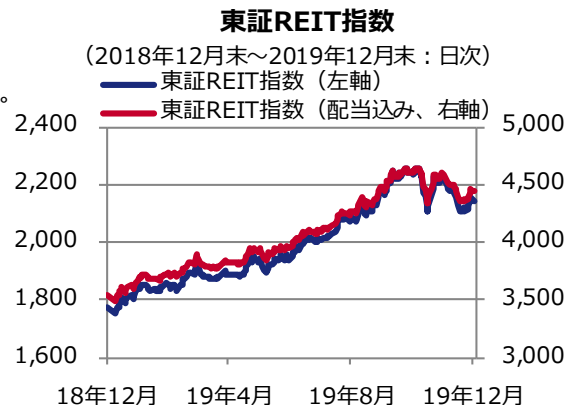
各国中銀のハト派姿勢が支えに

各国中銀のハト派姿勢が継続し、米長期金利も当面低位で推移すると予想される中、相対的に高い分配金利回りが魅力となり、米国REITは引き続き底堅い推移が予想されます。世界景気の回復期待が強まる場合に米長期金利が上昇する可能性には留意が必要ですが、米大統領選や金融政策運営の見直しを控える中、米連邦準備理事会（FRB）が利上げを検討する可能性は低いと思われます。

J-REIT

■ 前月の相場動向

- 12月の『J-REIT市場（東証REIT指数（配当込み））』は下落しました。
- 上旬は、国内長期金利の上昇が続いたことが嫌気され下落した後、堅調な米雇用統計を受けて米長期金利が上昇すると、一段と弱含みました。中旬は、米国の対中追加関税発動見送りに伴い国内株高となる中、下落しました。下旬は、国内長期金利の上昇が一服し、横ばい圏で推移する中、下落幅を縮小しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	- 相対的に高い分配金利回り - 良好な不動産ファンダメンタルズ - 各国中銀のハト派姿勢
下落 要因	- 高値警戒感 - 内外長期金利が上昇する可能性

底堅い推移を予想

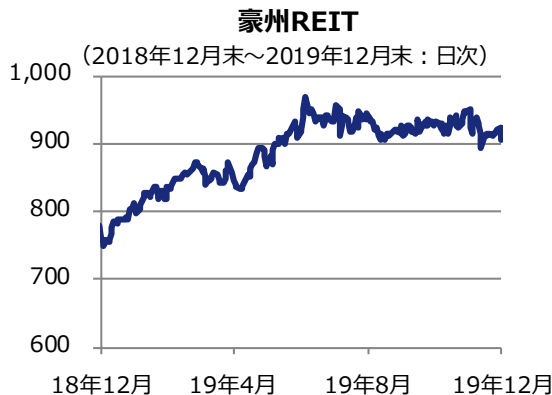
各国中銀がハト派姿勢を維持する中、相対的な分配金利回りの高さからJ-REITは底堅く推移すると予想します。ただし、世界景気の回復期待が強まる場合などに内外長期金利が上昇に転じる可能性には留意が必要です。堅調な国内不動産市況は引き続き相場を支えるとみられます。東京都心5区のオフィスについて直近2019年11月の空室率は3カ月連続で低下し、過去最低を一段と更新するとともに、平均賃料も71カ月連続で上昇しました。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

豪州REIT

■ 前月の相場動向

- 12月の『豪州REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、オーストラリア準備銀行（RBA）の声明文を受け、利下げ観測が後退したことから、大きく下落しました。中旬は、米国が対中追加関税発動を見送る中、長期金利が上昇し、豪州REIT市場は一段と下落しました。その後、値を戻す場面もありましたが、失業率の改善やコモディティ価格の上昇などから長期金利の上昇が続き、豪州REITは軟調な推移となりました。



※S&P豪州REITインデックス（配当込み）を使用

■ 今後の見通し

上昇
要因

- 豪州景気の緩やかな回復期待
- 相対的に高い配当利回り
- RBAの利下げ観測

下落
要因

- リスク回避姿勢が強まる可能性
- 長期金利が上昇する可能性

底堅い推移を見込む

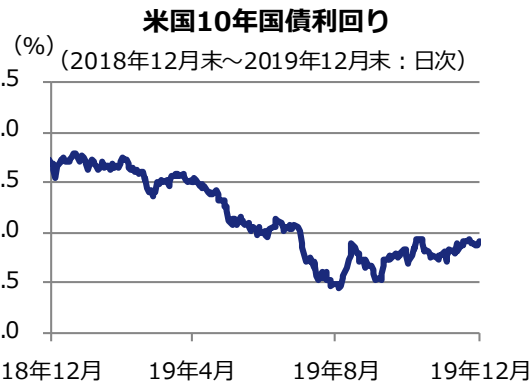
短期的には、米国の政治情勢を巡る不透明感などに伴いリスク回避の動きが強まる可能性には留意が必要と考えます。しかし、豪州景気の緩やかな回復期待、相対的に高い配当利回り水準などから、底堅い推移を見込みます。なお、RBAは2020年2月の会合で四半期経済見通しの再評価を行うとしており、その動向が注目されます。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米国債券

■ 前月の相場動向

- 12月の『米国債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、米中通商協議の合意先送りが警戒され、3日に金利は大幅低下したものの、その後は、米中協議の進展期待や、良好な米雇用統計の結果などを受けて、上昇しました。中旬は、米国の対中追加関税の発動が見送られたことなどから、リスク選好の動きが継続する中、上昇しました。下旬は、もみ合いでした。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	- 米国景気の緩やかな拡大 - 過度な安全資産需要の後退
金利の低下要因	- 抑制された米インフレ圧力 - 米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念 - 中東情勢の緊迫化 - 米政治情勢を巡る不透明感

金利はレンジ内での推移を予想

米インフレ圧力が抑制される中、米中貿易摩擦などに伴う世界景気の減速懸念や、中東情勢の緊迫化などが金利の低下要因と考えます。一方で、米労働市場は堅調で、また個人消費は底堅いとみられる中、米景気後退局面入りは回避されると考えられることから、金利はレンジ内での推移を予想します。なおFRBは、2019年12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で政策金利の据え置きを決め、2020年内は政策金利を据え置く方針を示唆しました。

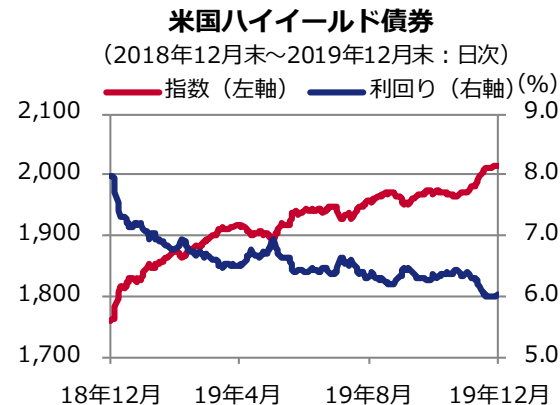
■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：1.6～2.0%

米国ハイイールド債券

■ 前月の相場動向

- 12月の『米国ハイイールド債券市場』は上昇しました。
- 上旬は、良好な米雇用統計の結果を受けて米経済の減速懸念が和らいだことや、米中通商協議の進展期待などから、上昇しました。中旬は、米国の対中追加関税の発動が見送られる中、米主要株価指数が最高値を更新するなどリスク選好の動きや、原油価格の上昇などを背景に、上昇基調でした。下旬も、米株価が高値圏で推移する中、上昇しました。



※ICE BofAML・US・キャッシュ・ペイ・ハイイールド・インデックスを使用

■ 今後の見通し

価格の上昇要因	- 米国景気の緩やかな拡大 - 相対的に高い利回り水準
価格の下落要因	- 米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念 - 欧米の政治情勢を巡る不透明感

底堅い推移を予想

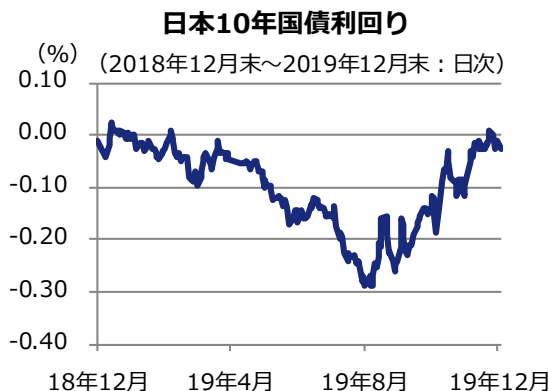
相対的に高い利回りを求める投資家需要が一定程度見込まれることから、米国ハイイールド債券市場は底堅く推移すると予想します。一方で、米中貿易摩擦を巡る先行き不透明感や世界景気の減速懸念の高まりなどに伴い、リスク回避姿勢が強まる可能性などには留意が必要です。また、昨年12月に堅調に推移した原油価格の動向も注視されます。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

国内債券

■ 前月の相場動向

- 12月の『国内債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、国内債券需給の緩みが意識されたことや、米長期金利の上昇などを受けて、金利は上昇しました。中旬は、小動き推移した後は、海外金利の上昇や、国内債券需給の緩みが意識されたことなどを背景に上昇し、約9カ月ぶりに金利は、プラス圏となりました。下旬は、米長期金利の低下などを受けて、上昇幅は一部縮小しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因

- 日銀の過度な金利低下への牽制姿勢
- 日銀の追加緩和観測の後退

金利の低下要因

- リスク回避姿勢が強まる可能性
- 日銀の金融緩和の継続

金利は低位での推移を見込む

日銀は「先行き、物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれるおそれが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」としています。また日銀は、政策金利のフォワードガイダンス（先行き指針）において、将来の利下げの可能性を示唆していることから、金利は低位での推移を予想します。なお日銀の黒田総裁は、2019年12月の金融政策決定会合後の会見で、引き続き緩和方向を意識した政策運営が適当との認識を示しました。

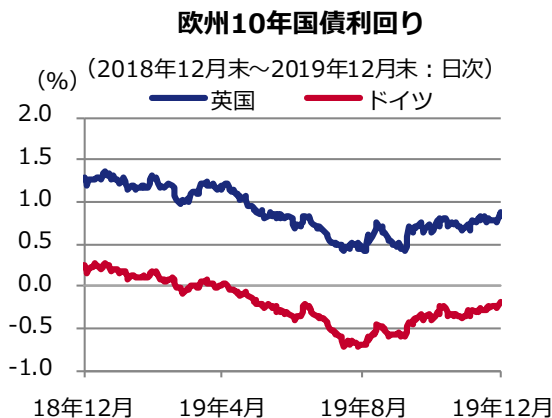
■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：-0.1～0.0%

欧州債券

■ 前月の相場動向

- 12月の『欧州債券市場（ドイツ10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、ドイツの財政出動期待や、米中対立の激化懸念が交錯する中、金利はもみ合いでした。中旬から下旬にかけては、米中摩擦の緩和や、スウェーデン中央銀行のマイナス金利解除を受けて、欧州中央銀行（ECB）のマイナス金利深掘り観測が後退したことなどから、上昇しました。下旬は、横ばい圏で推移した後、月末に上昇しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因

- ドイツなどによる財政拡張への期待
- 中国当局による景気下支え

金利の低下要因

- 欧州の景気減速懸念
- ECBの金融緩和の長期化観測
- 中東情勢の緊迫化
- 欧州政治情勢を巡る不透明感

金利は低位での推移を見込む

ドイツなどによる財政拡張への期待が金利の上昇要因とみられます。一方で、欧州の景気減速懸念や、ECBの金融緩和の長期化観測などが金利の低下要因と考えられることから、金利は低位での推移が見込まれます。ECBは当面、2019年9月の理事会で決定した包括的な追加金融緩和策の効果を見極めていくものとみられます。なおラガルドECB総裁は、2019年12月の理事会後の会見で、2020年1月から、政策の総点検を開始し、同年末までに結論を得る意向を示しました。

■ 1カ月の予想レンジ

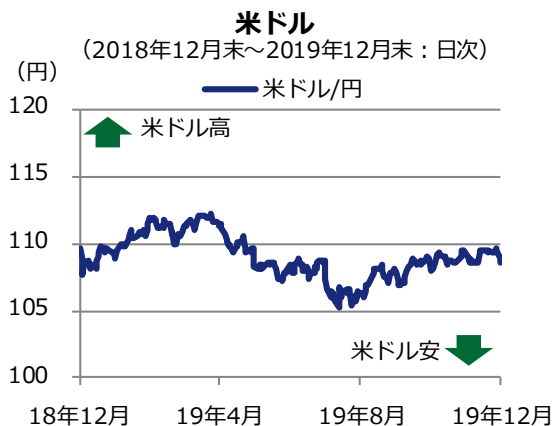
ドイツ10年国債利回り：-0.4～-0.2%

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米ドル

■ 前月の相場動向

- 12月の米ドルは、対円で下落しました。
- 上旬は、米企業景況感指標が悪化したことや、米中通商協議を巡る不透明感などを背景に下落した後は、小動きでした。中旬は、米国の対中追加関税の発動が見送られたことや、英国の合意なき欧州連合（EU）離脱を巡る懸念が後退したことなどから、リスク回避姿勢が和らぐと、円安・米ドル高が進みました。もっとも下旬は、下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	- 米国景気の緩やかな拡大 - 日銀の金融緩和の継続
下落要因	- リスク回避姿勢が強まる可能性 - 米中通商協議を巡る不透明感 - 米国の政治情勢を巡る不透明感

もみ合いの展開を予想

米個人消費は底堅いとみられる中、米国の景気後退局面入りは回避されると考えられることや、日銀の金融緩和の継続などが米ドルの上昇要因になると考えられます。一方で、リスク回避の動きが強まる可能性などを鑑みれば、対円ではもみ合い推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対円)



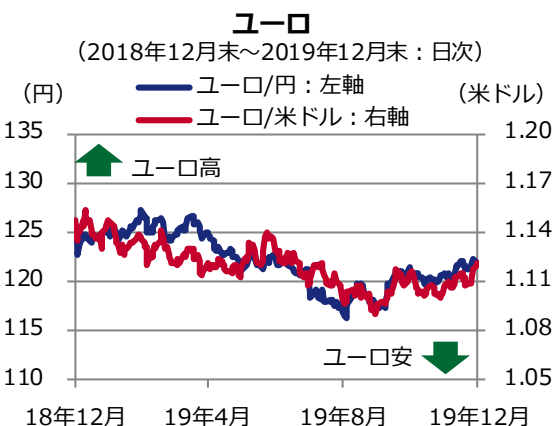
■ 1カ月の予想レンジ

米ドル/円：105～110円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 12月のユーロは、対米ドルで上昇しました。
- 上旬は、ドイツの財政出動期待や、同国の景況感指標の改善などを受けて、上昇しました。中旬は、ECBのラガルド総裁が、ユーロ圏の景気や物価に関して幾分前向きな認識を示したことや、英総選挙での保守党勝利を受けて合意なきEU離脱が回避されるとの見方などを背景に、上昇する場面がみられました。下旬は、米中通商協議の進展期待が高まる中、上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	- ドイツなどによる財政拡張への期待 - 中国当局による景気下支え
下落要因	- 欧州景気の減速懸念 - ECBの金融緩和の長期化観測 - 欧州政治情勢を巡る不透明感

上値の重い展開か

ドイツなどによる財政拡張への期待や、中国当局による景気下支え姿勢などがユーロの上昇要因とみられます。一方で、米中通商協議の行方が注視される中、欧州景気の減速懸念や、ECBの金融緩和の長期化観測、英国のEU離脱問題を巡る不透明感などを鑑みれば、ユーロは対米ドルで、上値の重い展開を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対米ドル)



■ 1カ月の予想レンジ

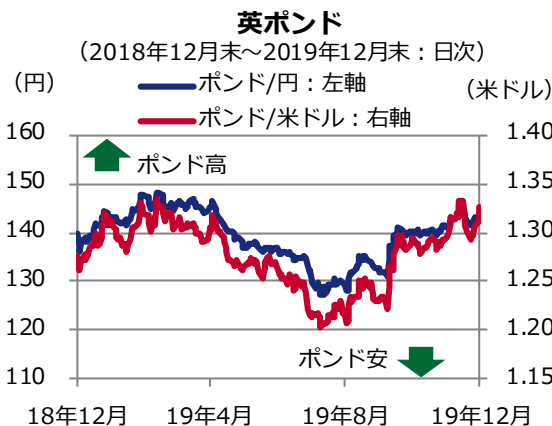
ユーロ/米ドル：1.09～1.13米ドル

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

英ポンド

■ 前月の相場動向

- 12月の英ポンドは、対米ドルで上昇しました。
- 上旬は、英総選挙を控え、与党・保守党が優勢を維持する中、上昇しました。中旬は、総選挙で保守党が圧勝し、一段と上昇しました。その後、ジョンソン政権が、離脱後の移行期間を2020年末から延長しないことを法制化すると報じられると、EUとの通商交渉を巡る不透明感が意識され、下落しました。もっとも下旬は、ユーロ高もあって、上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 合意なきEU離脱の懸念後退
下落 要因	・ EUとの通商交渉を巡る不透明感 ・ 英景気の減速懸念

上値の重い展開か

英国では、総選挙での保守党勝利を受け、2020年1月末にEU離脱が実現する公算が大きいとみられます。その後は、激変緩和措置として設けられた移行期間に入ります。もっともジョンソン政権は、移行期間を延長せず、2020年末で終了させる方針を示しており、時間的な制約から、EUとの通商交渉がまとまらないとの懸念が強まっています。こうした中、英ポンドは、上値の重い展開を予想します。

今後1カ月の見通し

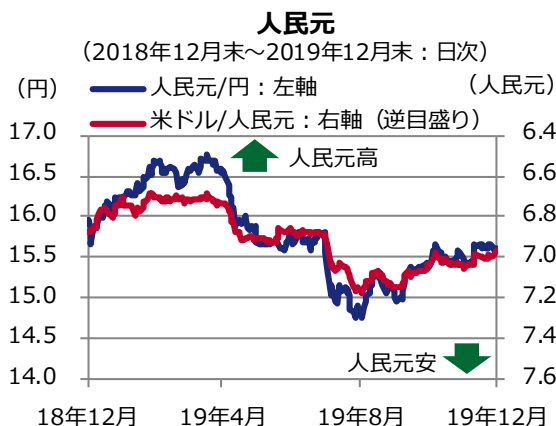
(対米ドル)



人民元

■ 前月の相場動向

- 12月の人民元は、対米ドルで上昇しました。
- 上旬は、米中通商協議を巡る報道に振られ、もみ合い推移となりました。中旬に、米国が対中追加関税発動を見送ると、人民元は大幅に上昇しました。ただし、その後は、通商合意を巡る両国の主張に相違がみられたことや、合意書署名に向けた先行き不透明感が意識され、上げ幅を縮めました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 中国人民銀行の人民元安定化姿勢 ・ 中国の資本規制継続
下落 要因	・ 米中貿易摩擦の激化 ・ 中国景気の減速

ボックス圏での推移を見込む

中国人民銀行の人民元安定化姿勢が強まる可能性や、中国当局による資本規制の継続が人民元を下支えするとみられます。一方、中国経済への下押し圧力や、米中関係の中期的な不透明感など上値を抑える要因も大きく、人民元は対米ドルでボックス圏での推移を見込みます。なお、米中の第1段階の合意内容には、為替に関する項目があるとされ、その内容に注目しています。

今後1カ月の見通し

(対米ドル)

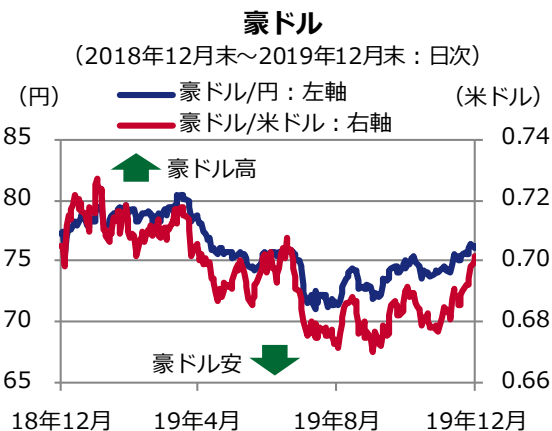


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

豪ドル

■ 前月の相場動向

- 12月の豪ドルは、対米ドルで上昇しました。
- 上旬は、RBA会合の声明文を受け、早期の利下げ観測が後退し、豪ドルは上昇しました。中旬には、米国の対中追加関税発動見送りに伴い、一時的に大きく上昇したものの、今後の交渉難航が意識され上げ幅を縮めました。その後は、失業率の改善を背景にRBAの利下げ観測が後退し、長期金利が上昇したことを受け、豪ドルは上昇基調となり、約5カ月ぶりの高値水準に達しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 豪州景気の緩やかな回復見通し
下落 要因	・ RBAの利下げ観測 ・ 米中貿易摩擦の激化 ・ 鉄鉱石価格の下落

上値の重い推移を見込む

豪州景気の緩やかな回復見通しは豪ドルを下支えすると考えますが、引き続き根強いRBAの利下げ観測、中国経済の減速が豪ドルの下落要因となり、豪ドルは当面上値の重い推移を見込みます。また、2019年7～8月の高値から大きく下落している鉄鉱石価格の動向には注視が必要と考えます。なお、RBAは2020年2月の会合で四半期経済見通しの再評価を行うとしており、その動向が注目されます。

今後1カ月の見通し

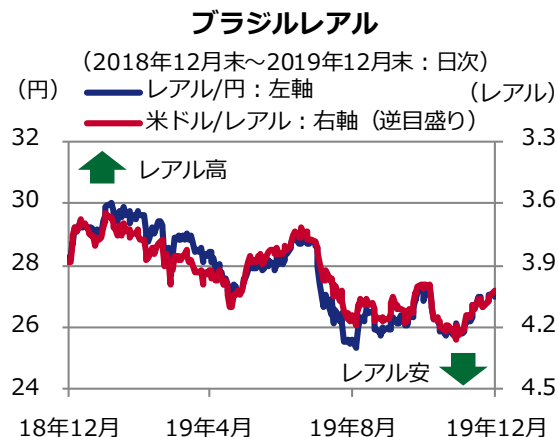
(対米ドル)



ブラジルレアル

■ 前月の相場動向

- 12月のブラジルレアル（以下、レアル）は、対米ドルで上昇しました。
- 上旬から中旬にかけて、米中間での部分的な通商合意が実現されるとの期待やFOMCの結果を受けた米ドル安を背景に、レアルは上昇しました。その後、下旬は、一時下落する場面がみられたものの、ブラジルの格付けが引き上げられる可能性が報じられたことなどをを受け、レアルは上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ ブラジルの景気回復期待 ・ 構造改革の進展期待
下落 要因	・ 国内の政治情勢を巡る不透明感 ・ 鉄鉱石価格の下落 ・ 中南米地域における地政学リスクの上昇

上値の重い展開を見込む

堅調な個人消費の下支えによるブラジルの景気回復期待や、税制改革や国営企業の民営化など構造改革の進展がレアルの上昇要因になるとみられます。一方で、主要政党での選挙資金の不正疑惑浮上による政治的混乱懸念や、中国の景気減速などに伴う鉄鉱石価格の下落などはレアルの下落要因になるとみられます。こうした要因を踏まえると、レアルは上値の重い展開を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対米ドル)

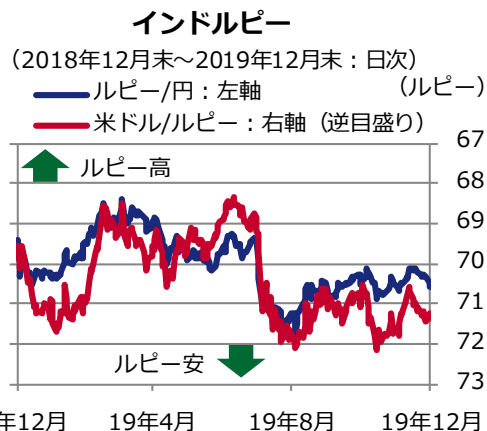


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

インドルピー

■ 前月の相場動向

- 12月のインドルピー（以下、ルピー）は、対米ドルで上昇しました。（円）
- 上旬から中旬にかけては、米国が対中追加関税発動を見送り、市場のリスク選好の改善からルピーが上昇する展開となりました。しかし、中旬以降は、イスラム教徒以外の不法移民に国籍を与える国籍法改正に対する抗議デモの拡大などから、上昇幅を縮小する展開となりました。なお、インド中銀は12月上旬の会合で利下げを見送りました。



■ 今後の見通し

上昇
要因

- モディ政権の成長重視の政策
- 法人税引き下げを受けた海外資金の流入への期待

下落
要因

- 国籍法改正をめぐる混乱
- 金融セクターの不良債権問題への懸念
- 中東情勢の緊迫化による原油価格上昇

やや弱含みでの推移を見込む

モディ政権の成長重視の政策や、法人税減税を受けた海外資金の流入期待は、ルピーの下支え要因になると思われます。一方で、国籍法改正をめぐる混乱やインドの金融セクターの不良債権問題などに加えて、インドは原油純輸入国であるため原油価格の上昇にも留意が必要です。こうした中、ルピーは、当面やや弱含みでの推移を見込みます。

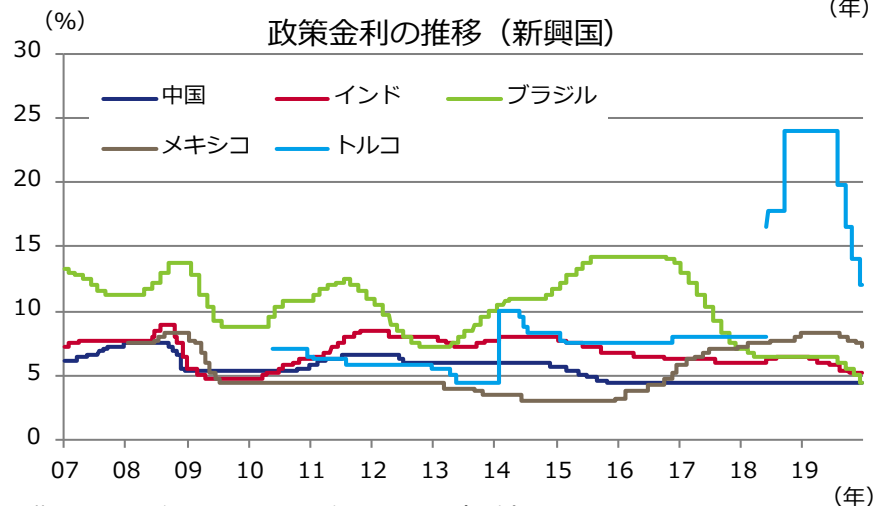
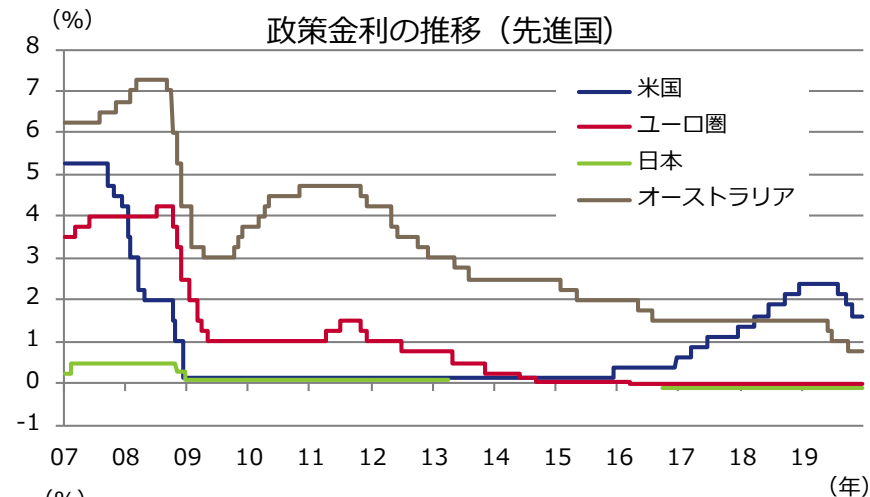
今後1カ月の見通し

(対米ドル)

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

▶ Chapter 4
付属資料

チャート集 – 主要国・地域の金融政策



期間：2007年1月4日～2019年12月27日（日次）

ただし、メキシコは2008年1月18日～、トルコは2010年5月20日～

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

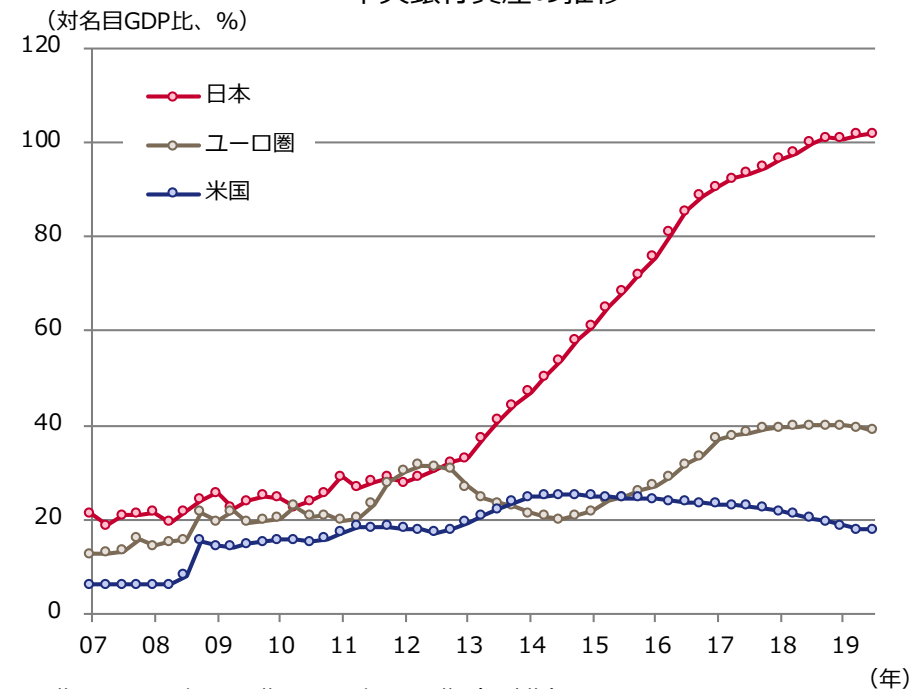
（注）米国は2008年12月16日以降、誘導目標レンジの中央値を表記

日本は2013年4月4日から2016年9月20日までは操作目標がマネタ

リーベースのため記載なし

トルコは2018年6月1日より金融政策枠組み変更により、水準が移行

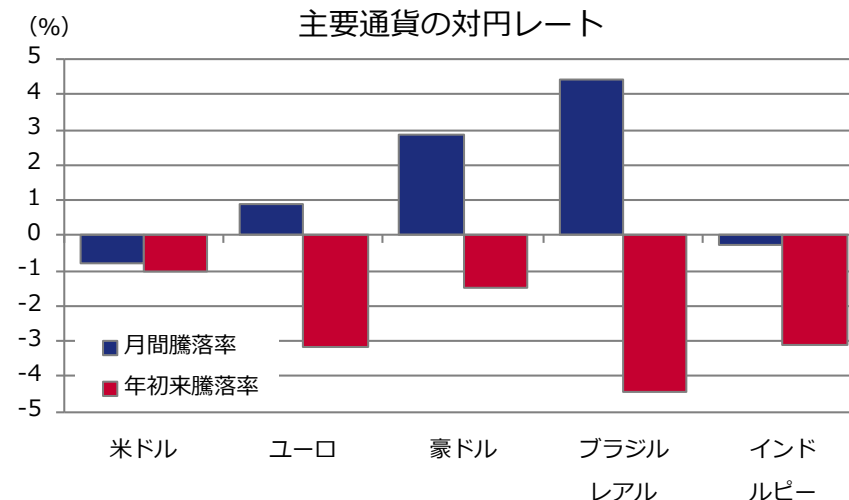
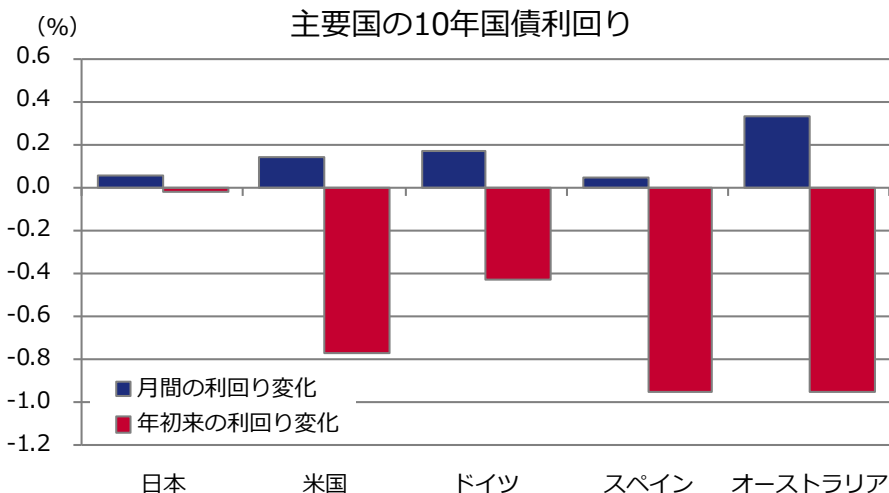
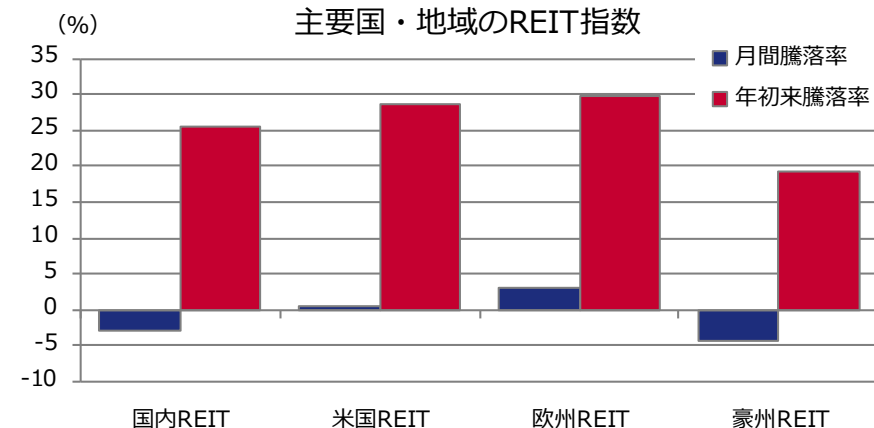
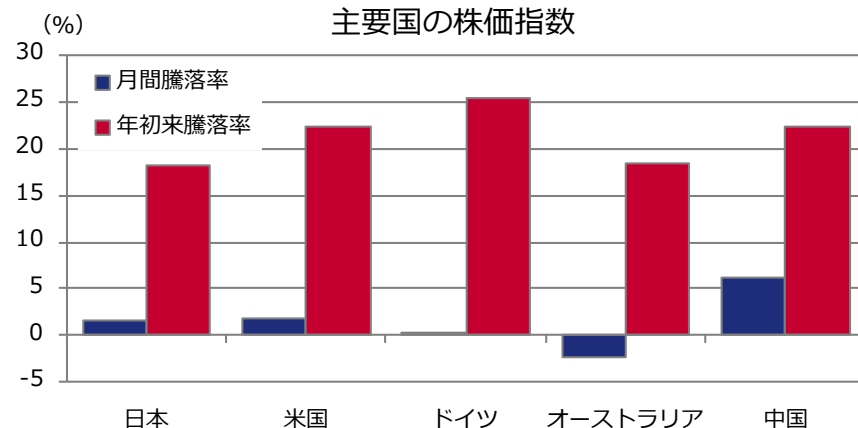
中央銀行資産の推移



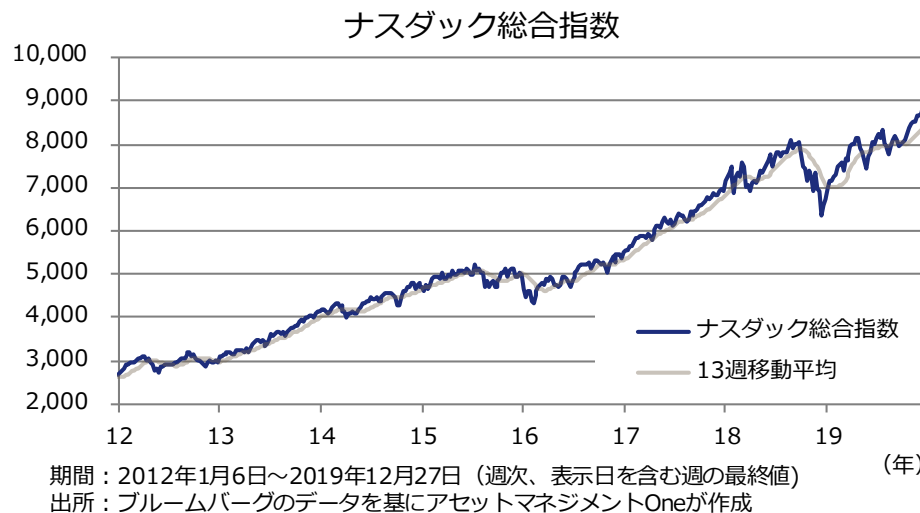
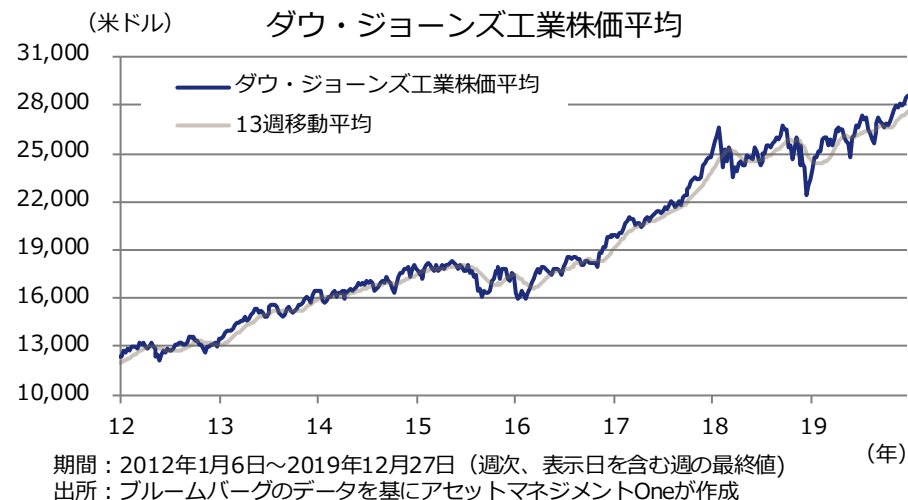
期間：2007年1-3月期～2019年7-9月期（四半期）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

チャート集 – 前月のまとめ



チャート集 – 株式市場（先進国）



チャート集 – 株式市場（新興国）

上海総合指数



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（年）

S&P/BSE SENSEX インド指数



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（年）

ブラジル ボベスパ指数



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（年）

ロシア RTS指数（米ドル建て）



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（年）

チャート集 – REIT市場

国内REIT



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）使用しているREITの指数についてはマーケット・オーバービューの（注）を参照。

米国REIT



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）使用しているREITの指数についてはマーケット・オーバービューの（注）を参照。
現地通貨ベース。トータルリターン

欧州REIT



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）FTSE EPRA/NAREIT ヨーロッパ先進国インデックスを使用。

現地通貨ベース。トータルリターン

豪州REIT



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）使用しているREITの指数についてはマーケット・オーバービューの（注）を参照。

現地通貨ベース。トータルリターン

各国の国債利回り

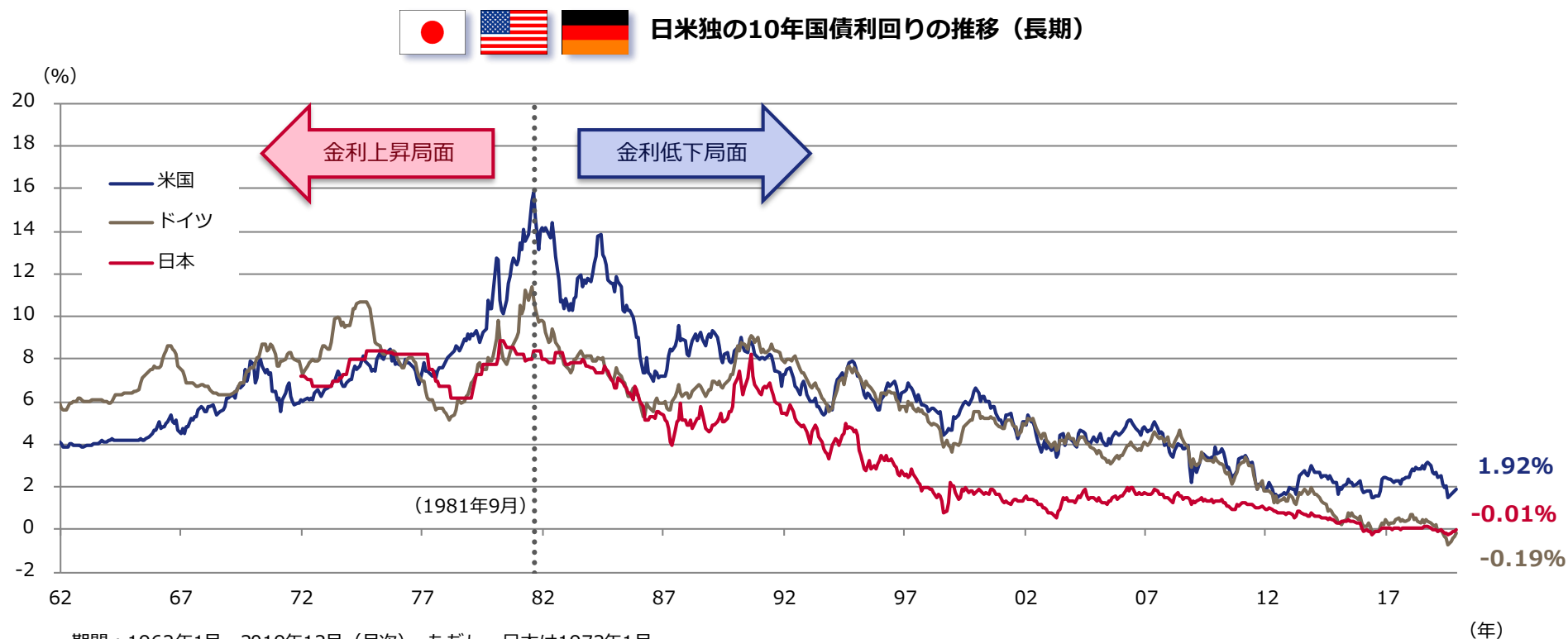
(%)

	1年	2年	3年	5年	7年	10年	30年
スイス	-0.73	-0.74	-0.73	-0.65	-0.61	-0.52	-0.18
ドイツ	-0.64	-0.63	-0.62	-0.53	-0.45	-0.26	0.28
オランダ		-0.60	-0.60	-0.46	-0.33	-0.11	0.28
日本	-0.11	-0.12	-0.11	-0.10	-0.09	0.00	0.44
フランス	-0.59	-0.60	-0.55	-0.35	-0.21	0.05	0.85
スペイン	-0.46	-0.40	-0.38	-0.11	0.13	0.41	1.27
イタリア	-0.19	-0.07	0.20	0.65	0.91	1.37	2.43
英国	0.62	0.57	0.51	0.57	0.57	0.76	1.26
オーストラリア	0.91	0.91	0.88	0.96	1.10	1.31	1.92
カナダ	1.74	1.67	1.66	1.63	1.63	1.60	1.66
米国	1.49	1.58	1.60	1.68	1.80	1.88	2.32

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

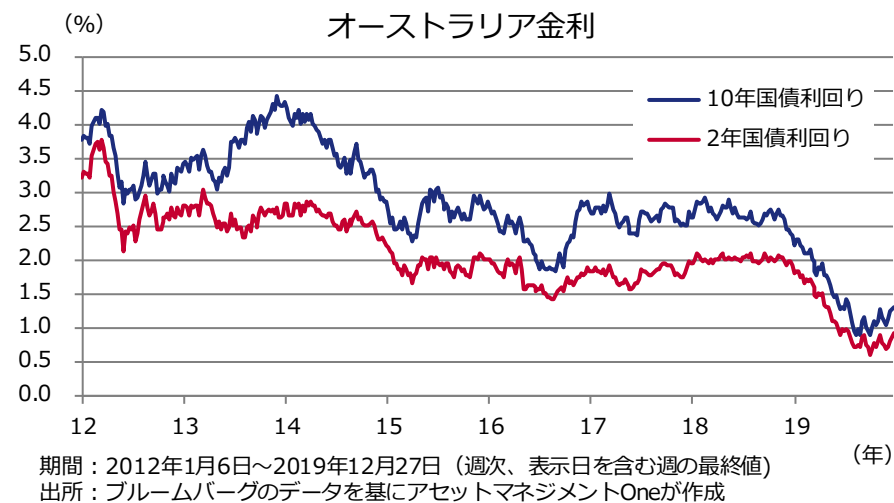
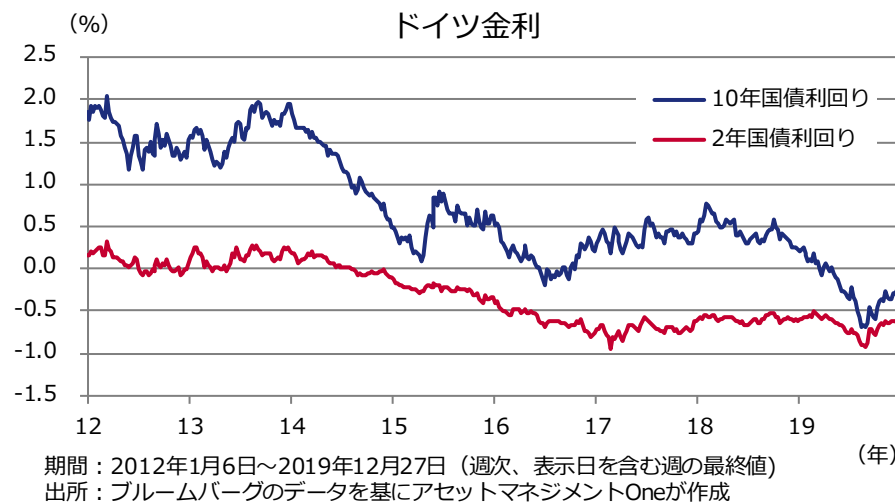
(注) 2019年12月27日時点。国名が網掛けのものはマイナス金利政策実施国

チャート集 – 債券利回りの推移（長期）

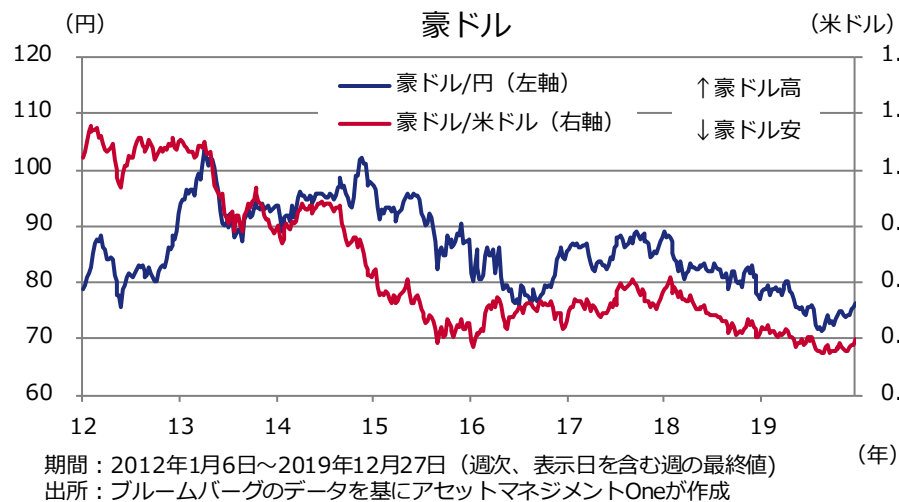
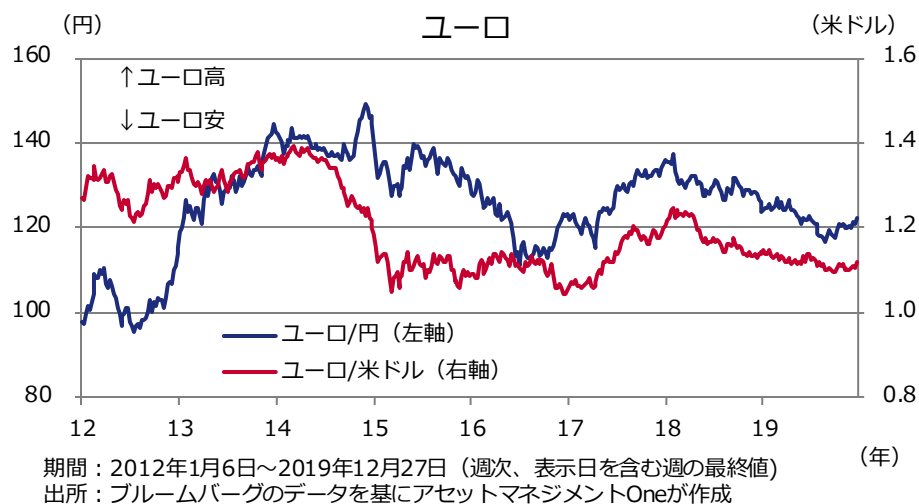


期間：1962年1月～2019年12月（月次） ただし、日本は1972年1月～
出所：ブルームバーグ、データストリーム社のデータを基にアセットマネジメントOneが作成
（注）1987年9月以前の日本の10年国債利回りは10年国債入札の平均利回りを使用

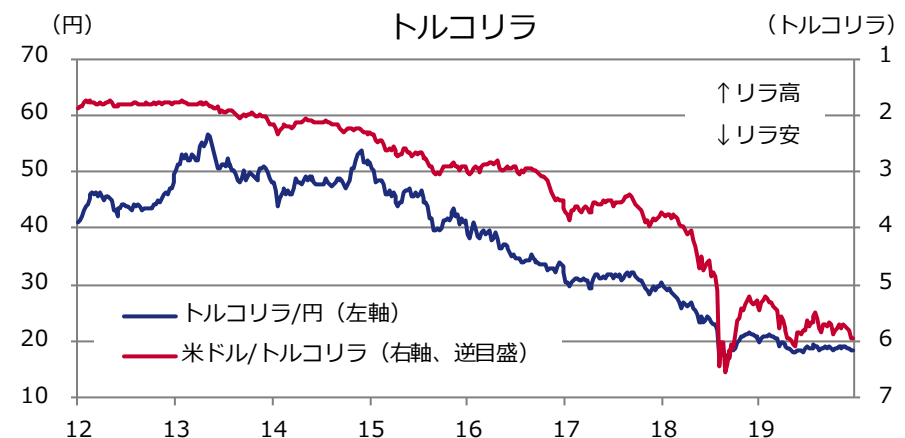
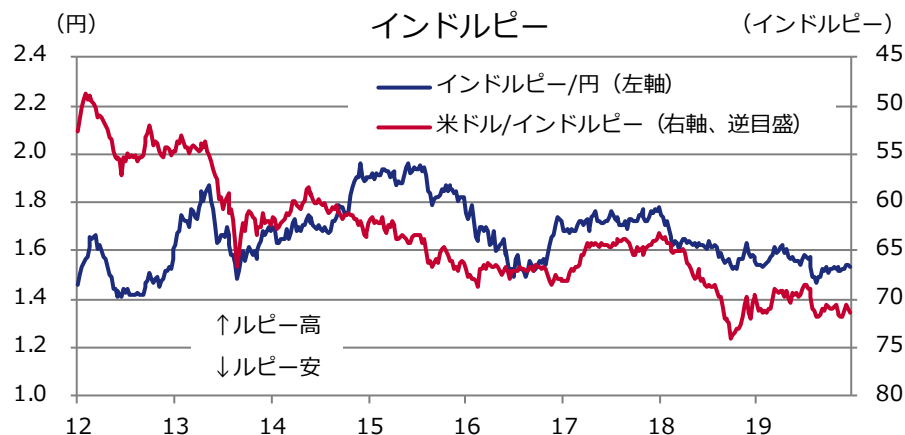
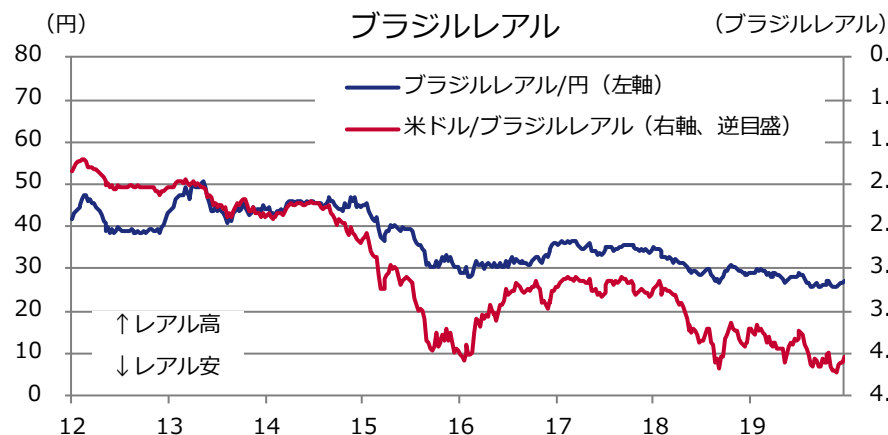
チャート集 – 債券市場



チャート集 – 外国為替市場 ①

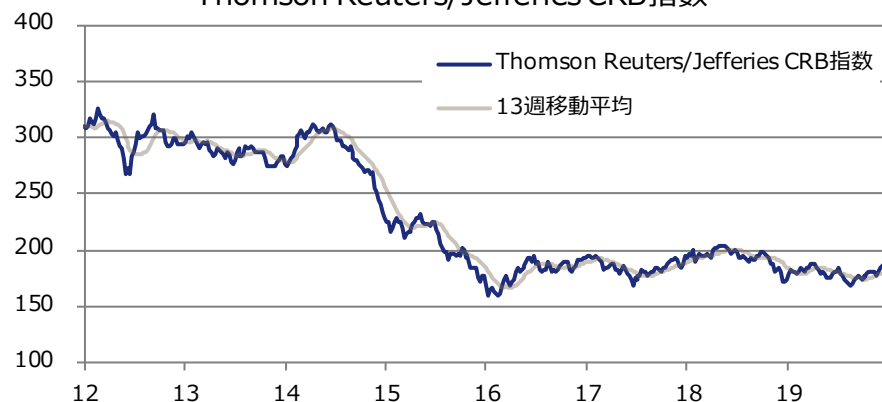


チャート集 – 外国為替市場 ②



チャート集 – 商品市場

Thomson Reuters/Jefferies CRB指数



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（年）

WTI原油先物（NYMEX、期近）



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（年）

（米ドル/トロイオンス） 金先物（COMEX、期近）



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（年）

（米ドル/ポンド） 銅先物（COMEX、期近）



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（年）

チャート集 - その他

VIX指数



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 （注）米S&P500種指数を対象とするオプション価格などから算出。市場心理を表す

日経平均ボラティリティー・インデックス



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 （注）日経平均を対象とするオプションを基に算出。市場心理を表す

(bp) 米国CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 （注）CDX（5年、投資適格）を使用。bp：ベースポイント（1bp=0.01%）

(bp) 日本CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）



期間：2012年1月6日～2019年12月27日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 （注）iTraxx（5年、投資適格）を使用。bp：ベースポイント（1bp=0.01%）

当資料で使用している指数について

- 「日経平均株価」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体および「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。
- 東証株価指数（TOPIX）および東証REIT指数は、株式会社東京証券取引所（株東京証券取引所）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利は、（株）東京証券取引所が有しています。
- MSCIエマージング・マーケット・インデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- ICE Data Indices, LLC（「ICE Data」）、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、明示又は黙示のいずれかを問わず、インデックス、インデックス・データ、及びそれらに含まれ、関連し、又は派生する一切のデータを含めて、商品性又は特定の目的若しくは使用への適合性の保証を含む一切の表明及び保証を否認します。ICE Data、その関係会社又はそれらの第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データ若しくはそれらの構成要素の適切性、正確性、適時性又は完全性について、なんら損害賠償又は責任を負わず、インデックス、インデックス・データ及びそれらの全ての構成要素は、現状有姿において提供されるものであり、自らの責任において使用いただくものです。ICE Data、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、アセットマネジメントOne（株）又はその製品若しくはサービスを後援、推薦又は推奨するものではありません。
- FTSE100指数の著作権はFTSE International Limited（以下、「FTSE」といいます。）が所有します。FTSE、London Stock Exchange PLC（以下、「Exchange」といいます。）またはThe Financial Times Limited（以下、「FT」といいます。）のいずれも、当該指数を用いることによって得られる結果に関して、または特定の時間、日付またはその他の方法で公表される当該指数の数値に関して、明示的または黙示的に担保するものではありません。指数はFTSEによって編集、計算されます。FTSE、ExchangeまたはFTのいずれも、指数のいかなる誤りについて何人に対しても（過失あるいはその他の）責任を負わず、当該いかなる誤りについて何人に対しても通知する義務を負いません。
- “FTSE”及び“FTSE®”は、London Stock Exchange Groupの商標であり、ライセンスに基いてFTSEが使用しています。FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス（以下「本指数」）は、FTSEの商標であり、本指数の算出、指数値の公表、利用など、本指数に関するあらゆる権利はFTSE 又はその関連パートナー会社に与えられています。FTSEは、本指数値及びそこに含まれるデータの正確性、完全性について、明示的、黙示的を問わず保証するものではありません。また、算出又は公表の誤謬、遅延または中断に対し、一切責任を負いません。
- “FTSE”及び“FTSE®”は、ロンドン証券取引所（London Stock Exchange Plc）並びにフィナンシャル・タイムズ社（The Financial Times Limited）の商標であり、ライセンスに基いてFTSEが使用しています。FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス（以下、本指数）は、FTSEの商標であり、本指数の算出、指数値の公表、利用など、本指数に関するあらゆる権利はFTSE 又はその関連パートナー会社に与えられています。FTSEは、本指数値及びそこに含まれるデータの正確性、完全性について、明示的、黙示的を問わず保証するものではありません。また、算出又は公表の誤謬、遅延または中断に対し、一切責任を負いません。
- ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P 500種株価指数、S&P豪州REITインデックスは、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- ドイツDAX指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はDeutsche Börseに帰属します。
- ストックス・ヨーロッパ600指数及びユーロ・ストックス指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はストックス・リミテッド社に帰属します。
- 上海総合指数は上海証券取引所が公表する指数です。
- ナスダック総合指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はNasdaq Stock Market, Inc.に帰属します。
- ブラジル ボベスパ指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はサンパウロ証券取引所（BM&FBovespa）に帰属します。
- Thomson Reuters/Jefferies CRB指数の著作権、知的所有権その他一切の権利は、Thomson Reuters及びJefferiesFinancial Products.LLCに帰属します。
- VIX指数はシカゴ・オプション取引所が算出する指数です。
- ISM製造業景気指数、ISM非製造業景気指数は全米供給管理協会が発表する指数です。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 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。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。