



受賞についての詳細は19ページをご覧ください。

# 投資環境の見通し

## 今月の注目点

# 2020～2021年の世界経済

### 製造業の景況感に下げ止まりの兆候

世界経済を企業の景況感という観点からみると、米中対立を背景に製造業が悪化を続ける一方で、堅調な雇用・消費などを背景にサービス業（非製造業）が下支えとなるというパターンが続いてきた。しかし、ここにきて変化の兆候が見られ始めている。

主要21カ国に関して集計した製造業購買担当者景況指数（PMI）は、なお景気拡大・縮小の境目である50を下回ってはいるが、2019年7月を底に8～10月にかけて上昇した。11月分についてはまだデータが揃っていないが、主要先進国（米国・ユーロ圏・日本）については回復傾向が続いている。

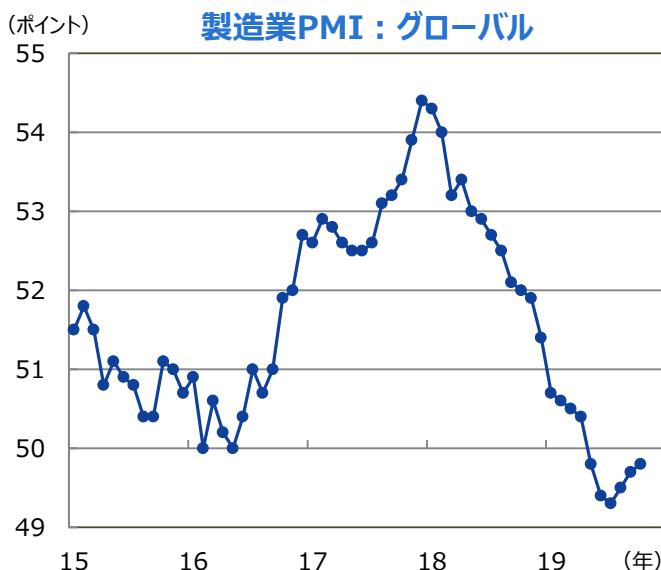
指標によりまだ強弱（揺り戻しの動きも含めて）はあるため、どの程度の回復につながるかは今後のデータを見て判断する必要はある。しかし、製造業（貿易・生産）の落ち込みに歯止めがかかり始めた可能性が高い。

一方、主要国の雇用やサービス業の景況感はやや鈍化する動きがみられる。製造業の調整の影響が遅れて出てきたためとみられるが、落ち込みは大きくない。そのため、雇用・所得・消費の循環が不調になるリスクは小さい。

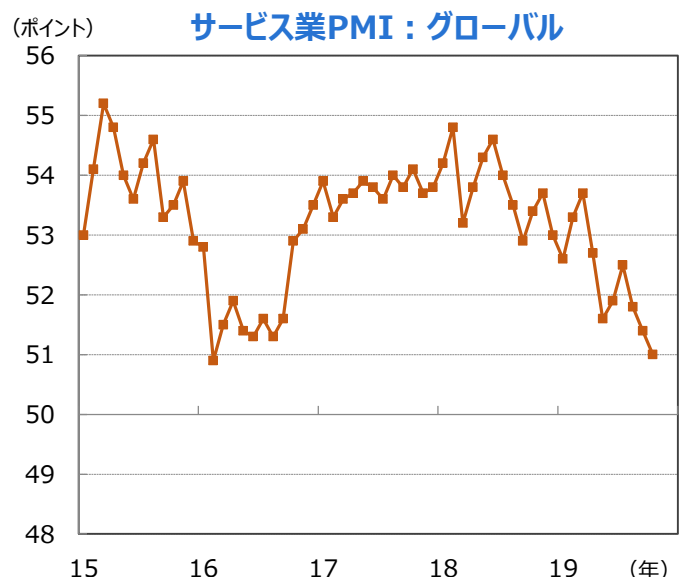
### 世界経済は緩やかな回復軌道に

サービス業が堅調を維持する中で製造業が底入れし始めたことから（米中交渉が再度大きくこじれて新たなマイナスのショックを受けることがなければ）世界の景気は底割れを回避し、2020年1-3月期前後から持ち直す可能性が高まってきた。世界経済の実質GDP成長率でみると、2019年の+2.9%の後、2020年が+3.2%、2021年が+3.4%と緩やかながら回復していくと予想する。

回復の主な背景は3つある。第一に、上で述べた指標の変化が示す製造業の循環的底入れである。IT関連の耐久消費財や関連部品、資本財（設備投資関連）は約1年半続いた調整が終わり、



（注）データは2015年1月～2019年10月。  
（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



（注）データは2015年1月～2019年10月。  
（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。

今月の注目点

# 2020～2021年の世界経済

新たな買い替えや更新の時期に入り始めた可能性がある。

第二に、新興国の金融緩和の効果である。米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）など先進国の中央銀行による緩和強化を受けて新興国通貨の為替レートが比較的安定しているため、主要新興国の多くが政策金利の引き下げに動くことが可能になっている。実質金利の低下は時間と共に新興国経済のサポート要因となり始めるだろう。

第三に、低インフレの下で主要国の企業がコストをコントロールしたり、過剰在庫を回避するなど、慎重な経営を継続している結果、企業の利益率が比較的高いレベルで安定して（振れが小さくなって）いることも、景気のダウンサイドリスクを小さくする要因となっている。

但し、世界第二位の経済規模となった中国は、経済のサービス化を受けて成長率が徐々に鈍化する局面にある。また、いわゆるデジタル・ディスラプションが進行する中、例えばシェアリングの広がりを受けて自動車の需要が従来ほど増えないことなども予想される。このため、回復といっても、マクロの成長率は2010年代と比較して緩やかになる可能性が

高い。民間経済のもつ成長のモメンタムが緩やかなものに止まる中、①政治、②気候変動（自然災害を含む）、③人口や技術などを背景にする構造変化などが、景況感や資産価格に与える影響が目立ちやすい環境となるだろう。

## 低金利が続く

緩やかな成長と低インフレの下、FRB、日銀は追加的な緩和には至らないとしても当面は現行の低金利政策を維持しよう。ECBは低インフレに対応するため、来年3月頃にマイナス金利の深堀りを実施すると予想する。

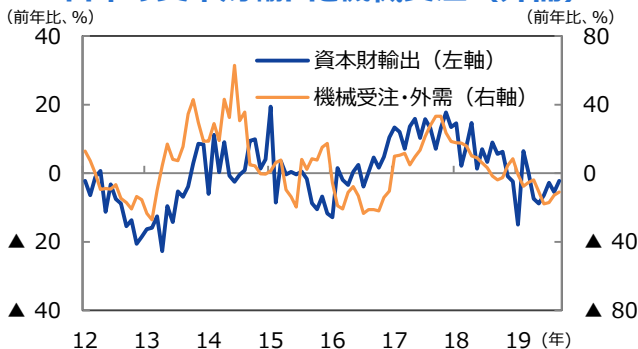
長期的な観点からみれば世界的に経済政策の軸がインフラ整備など財政政策に移り始めたことや、企業にとってコスト増となる様々なトレンド（環境問題対応、グローバリゼーションの巻き戻し等）が視野に入っており、2020～21年はインフレや長期金利が底打ちに向かう転換期だろう。しかし、過去の長期変動を参考にすると、転換期の最初の数年間の動きは鈍く、長期金利はまだ低レンジに止まるとみられる。緩やかな成長と低金利が続く中、構造変化の方向と影響を先取りすることが、資産運用の重要なポイントになりそうだ。

## 先進国・新興国別にみた実質GDP成長率見通し

国・地域	年	2018 (実績)	2019 (予想)	2020 (予想)	2021 (予想)
世界		3.6	2.9	3.2	3.4
先進国		2.3 (0.9)	1.7 (0.7)	1.5 (0.6)	1.5 (0.6)
新興国		4.5 (2.7)	3.7 (2.2)	4.4 (2.7)	4.6 (2.8)

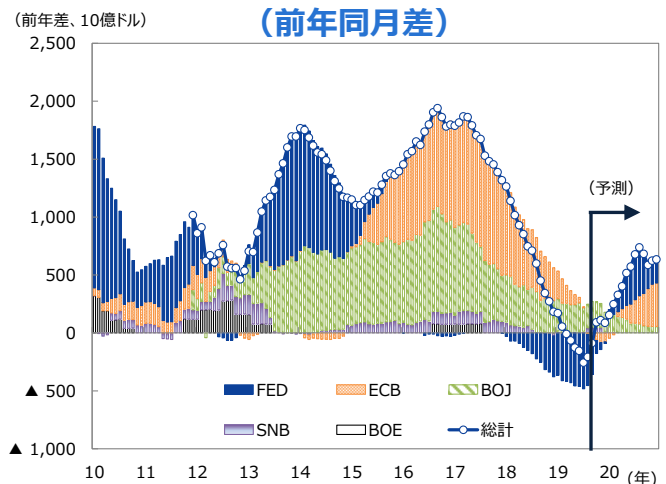
(注1) 2019年11月15日時点予想。  
 (注2) ( ) 内の数字は世界成長率に対する寄与度。データは2018年～2021年。  
 2019年以降は三井住友DSアセットマネジメント予想。  
 (出所) IMF、各国・地域データを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 日本の資本財輸出と機械受注（外需）



(注) データは2012年1月～2019年9月。機械受注・外需は後方3か月移動平均。  
 (出所) 財務省、内閣府のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 主要先進国の中銀の資産規模の変化



(注1) データは2010年1月～2020年12月。FRB：米連邦準備制度理事会、ECB：欧州中央銀行、BOJ：日本銀行、SNB：スイス国立銀行、BOE：イングランド銀行。  
 (注2) 2019年11月以降の中銀バランスシートは三井住友DSアセットマネジメントの予測。前提は以下。  
 FRB：バランスシートを年率2,000億ドル規模で拡大。  
 ECB：2019年11月から月額200億ユーロ、2020年3月から月額300億ユーロの量的緩和（QE）実施。  
 日銀：2020年後半の長期国債前年差を5～6兆円台で維持。  
 (出所) Bloomberg、各国中銀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

## 当面注意すべき3つの不確定要素

2019年末～2020年初にかけて市場の変動要因となりうる不確定要素として3点注目したい。

第一はやはり米中の部分合意の成否・内容だ。チリでのアジア太平洋経済協力（APEC）首脳会議が中止となり期限が後ずれしたこともあり、合意の条件を巡る米中のかけひきが長引いた。加えて香港人権・民主主義法案が圧倒的多数で米議会を通過、トランプ大統領が11月27日に署名したことで、通商問題と香港問題の関連も注目点となった。

米中は共に部分合意によって、当面政治・経済両面のリスクを避けようとしているとみられ、香港問題と通商交渉は別扱いとなり、「部分合意（ないし交渉進展）により、12月15日の追加関税は回避」というのがメインケースである。これに対し、9月に実施済みの関税を撤廃するポジティブケースと、交渉不調で追加関税が実施されてしまうネガティブケースがありうるが、世界GDPへの影響でみて、メインケースと比べそれぞれ0.2%程度の上振れ・下振れリスクになる。

第二に株価の変動性を示すいわゆる恐怖指数（VIX）の先物市場において投機家のショートポジション（変動性の低下が続くと予想したポジション）が拡大していることなどを理由に、米国株式市場に過熱の兆候を指摘する声がある。今回はインフレ安定の下、FRBが緩和的なスタンスのため、2018年2～4月のような荒い動きは予想しにくい。景気下振れリスクが高まる場合など、一時的にリスクオフの動きが目立つ展開になることはありえる。

第三に米大統領選挙を巡る情勢である。民主党では複数の有力候補者がいるが、エリザベス・ウォーレン候補など左派・反市場色の強い候補者の支持率の動向には一応の注意が必要だろう。

これら以外では英国の総選挙と欧州連合（EU）からの離脱（Brexit）についても不透明な要素はある。ただ、世論調査から判断して保守党主導の展開が予想される。ドイツ政局（連立政権の行方）も一応注意したい。中東情勢も警戒材料だが、世界経済の減速の中、原油需給は比較的緩いため、原油価格はレンジ推移を想定している。

（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		
12月 上旬	中国	中央経済工作会議（北京）	12月 9日	臨時国会閉会	
5日	ユーロ	EU経済・財務相理事会	18-19日	金融政策決定会合	
5-6日	--	OPEC総会（オーストリア）	月内	2020年度税制大綱	
10-11日	米国	FOMC（経済見直し）	下旬	2020年度当初予算案	
12日	英国	総選挙			
12日	ユーロ	ECB理事会			
12-13日	ユーロ	EUサミット			
15日	米国	対中関税発動？（555品目、1,560億ドル相当）			
2020年 海外			2020年 日本		
1月 上旬	米国	第116議会第2会期開会	1月 20-21日	金融政策決定会合（展望レポート）	
1日	ユーロ	クワアチアがEU議長国に就任	月内	通常国会召集	
23日	ユーロ	ECB理事会			
21-24日	--	世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）			
24-30日	中国	春節休暇			
26日	ベルギー	国会議員選挙			
28-29日	米国	FOMC			
31日	英国	EU離脱期限			
月内	--	IMF World Economic Outlookの公表			
下旬～2月	米国	大統領一般教書演説			
2月 月内	米国	FRB議長半期議会証言			
月内	米国	大統領予算教書提出			
3月 12日	ユーロ	ECB理事会	3月 18-19日	金融政策決定会合	
17-18日	米国	FOMC（経済見直し）	25日	原田日銀審議委員の任期	
月内	中国	全人代	下旬	2020年度当初予算成立	

（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

※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

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：景気は下げ止まり～持ち直しへ

景況感に関するデータはなおバラツキがみられ一本調子の回復とは言えない。しかし、製造業関連データの一部に反発がみられることは貿易・製造業生産が下げ止まりつつあることを示唆している。また、10月の非製造業ISM指数のリバウンド、失業保険請求件数の安定等から、雇用・消費など内需はなお底堅い。グローバルに需要のけん引役が不在のため力強さには欠けるが、2020年前半にかけて米景気は上向き傾向とみられる。

## 中国：金融緩和・元安がクッション

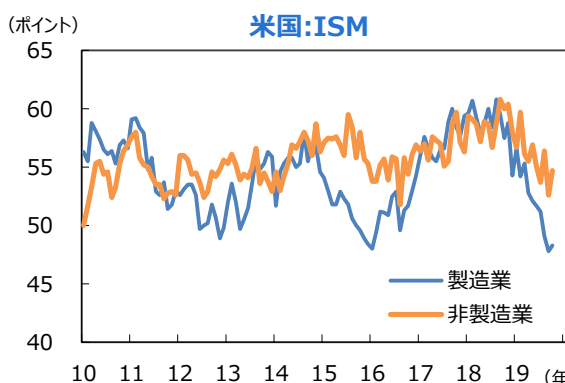
生産者物価の前年比マイナス傾向には前年の反動も大きい。民間景気の停滞が一因だろう。それに対して、政府が緩やかな財政刺激を実施すると共に、人民銀行が金融緩和を進めている。金融緩和と緩やかな元安が景気のクッションとなると期待される。経常収支黒字の再拡大により人民元急落のリスクは小さいこと、消費者物価上昇も豚肉など食品に限定されていること等から、為替とインフレは金融緩和の障害にはならないだろう。

## ユーロ圏：コアインフレ率は低調

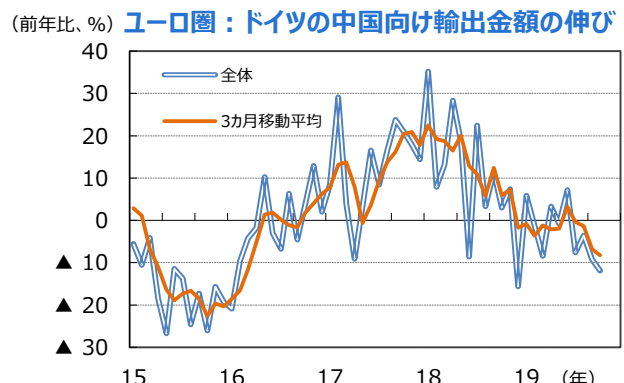
企業景況感には下げ止まりの兆候もあるが、ドイツの中国向け輸出が自動車を中心に減少しており、製造業輸出・受注は減少基調。製造業では雇用の見通しも悪化しており、非製造業の安定を考慮しても、ユーロ圏の雇用の伸びは鈍化しよう。11月のユーロ圏のコアインフレ率（前年比）は1.3%とやや反発したがなお低水準。ECBはラガルド新総裁の下、政策の枠組み検討を行うが、低インフレの下、2020年前半に追加緩和を実施しよう。

## 日本：11月指標のリバウンドに注目

10月の鉱工業生産と小売販売は予想よりも下振れた。但し、10月の指標の悪化は台風の影響もあったと見られ、景気の基調を見る上で、11月の指標がどの程度リバウンドするかが重要。ただ、10月の雇用データ（就業者や新規求人）は堅調で、11月の消費者態度指数も上昇、消費税引き上げ後消費が急速に悪化している様子は窺えない。また、追加経済対策の財政支出は一部報道では10兆円超となる見込み。

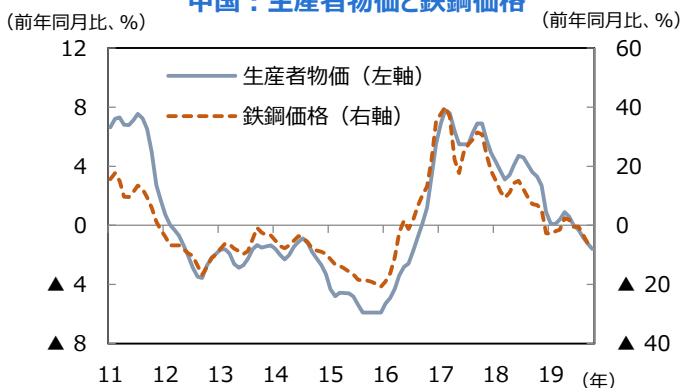


(注) データは2010年1月～2019年10月。ISM：米国供給管理協会。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



(注) データは2015年1月～2019年10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

## 中国：生産者物価と鉄鋼価格



(注) データは2011年1月～2019年10月。  
(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

## 日本：追加経済対策を巡るスケジュール

年・月・日	イベント
2019	12 月上旬 経済対策取りまとめ
	9日 臨時国会閉会
	GDP二次速報 (7-9月期)
	13日 日銀短観 (12月)
2020	1 月内 通常国会召集
	19年度補正予算成立?
2020	2 17日 GDP一次速報 (10-12月期)
	3 9日 GDP二次速報 (10-12月期)
	下旬 20年度当初予算成立

(出所) 各種報道を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

- ・ 経済対策の規模、内容を取りまとめる
- ・ 経済対策は2段階になる可能性が高い
- ・ 対策効果の発現は20年春頃になる見込み

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12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11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			・米中対立を巡る過度な懸念が後退、緩やかな景気・業績底打ちへの期待は続いているが、バリュエーションが既に持ち直している。来期業績の回復が緩やかなもの止まる中、株価は当面高値圏もみ合いと予想。レンジは変更せず着地のみ小幅引き上げ。但し上振れリスクは上昇したと判断。米中交渉が引き続き重要。	
	米国			・米中の追加関税の影響などから景気のボトムは後ずれしたが、部分合意の可能性や景気データの下げ止まりなどから更なる悪化のリスクは低下したことを反映し、レンジを小幅上方修正。緩やかとはいえ企業業績の回復局面に入っていくこと、FRBの低金利維持、等を背景に緩やかな上昇が見込まれる。	
	欧州			・マクロ指標はまだ軟調なものが多く、一部指標に改善の兆候も見られる。米中交渉次第とはいえ、更なる景気低迷リスクが低下したとみられることからレンジを小幅上方修正。ECBの利下げ、量的緩和再開を含め先進国の金融緩和もあり、緩やかな上昇が見込む。財政政策を巡る議論には引き続き注目。	
	豪州			・個人消費の鈍化が景気減速につながる中、バリュエーションも割高でマイナス材料には脆弱。RBAの追加利下げはサポート要因だが、継続すれば銀行の利ザヤ縮減が株式市場全体にとっての懸念材料になる。米中対立、中国経済、鉄鉱石価格などの国際環境に加え、減税効果（特に消費）に注目したい。	
	アジア	先進国 (HK, SG)			・当面横這い推移の予想だがグローバル景気やITセクターの下げ止まりを受け業績下方修正は一巡したとみられ、レンジ・着地をやや上方修正。香港はデモ問題に関する不安がありアウトパフォームは期待薄。シンガポールは銀行の利ザヤ縮小に要注意だが、業績予想の下方修正が軽微で割安感もあり相対的にポジティブ。
		新興国			・米中部分合意の可能性はポジティブだが、グローバル景気の底打ちを確認したいところ。但し、米長期金利水準対比で割安感がある。当面はレンジ圏の動きとしても、2020年にかけて世界景気が安定してくれば成長性への期待から徐々に持ち直しが期待される。米中交渉、各国の政治情勢のフォローが重要。
	新興国			・米中協議に進展はあるが、最終合意に向けては不透明感が残る。部分合意の成否、その後の進展を注視したい。ただ、FRBの低金利維持の下、新興国通貨が安定、金融緩和は続く。緩やかな景気回復が期待される中、株価は当面横這い推移後、中期的に緩やかに上昇。各国の政治情勢のフォローが重要。	
リート	日本			・長期金利が世界的にリバンドする中、リートも短期的に大きな調整が入ったが、増資による物件取得の効果（外部成長効果）も含め、分配成長が継続するとの見方には変化はなく、着地見通しを引き上げ。	
	アジア			・長期金利がリバンドする中調整含みとなった。先行きは景気減速を受け不動産市況は鈍化が見込まれるが、リートはデフィエンシブ性が評価され、底堅い推移となる。アジアでは、デモ継続を受け香港景気が悪化、アジア経済全体としても不透明感があり、配当成長は鈍化方向だが、トータルリターンはなお魅力的。	
債券	日本			・景気の下振れリスクが高まらない限り日銀は利下げを見送ろう。米中部分合意の可能性が浮上、一段と景気が悪化するリスクがやや低下していることを考慮、着地・レンジを小幅上方修正。ただ、景気の持ち直しは緩慢、日銀の足元の緩和政策は長期化する見通しの下、長期金利はマイナス圏での推移を継続。	
	米国			・米中関係は中期的に不透明感があるものの、短期的にはエスカレートに歯止めがかかる可能性があり、景気は緩慢ながら持ち直していく見通し。FRBは追加利下げは当面見送る姿勢だが、政策金利を低水準で据え置き見通し。金利は低レンジでの動向が続いた後、景気持ち直しと共に、緩やかにレンジを切り上げる見通し。	
	欧州			・景気は回復が期待されるとはいえず、そのペースは緩慢なものに止まる見通し。ECBは量的緩和を含む緩和策を継続、来年前半までに追加緩和が見込まれる。金利は低位での推移が続くが、景気の下げ止まり～持ち直しを確認できれば緩やかにレンジを切り上げることはありえよう。財政政策を巡る議論は引き続き留意。	
	豪州			・RBAは10月に3回目の利下げを実施後、その効果を見極めるため年内は現状を維持するとみられる。先行きは減税の消費への刺激効果が注目されるが、雇用や賃金、インフレ率の動きが鈍いことから、2020年前半にRBAは追加緩和を検討する可能性がある。大きな構図として長期金利は米国と連動。	
	新興国			・米中対立の緩和への期待感によりスプレッドが縮小した後、香港情勢の悪化などもあってやや神経質な展開となった。FRBが低金利政策を維持、ECBの再利下げの余地が残るなど主要国の多くが金融緩和を継続する中、利下げ余地が残る新興国も少なくなく、長期金利は低水準で推移しよう。	
クレジット	投資適格			・米中対立懸念の後退と発行減少による良好な需給関係を背景に、国債とのスプレッド縮小が継続しよう。米中の通商対立、ボタリティの上昇、財務イベント（M&Aなど）に警戒を要するが、主要中銀の金融緩和政策が続く中で、利回り追求型の資金の流入が相場を支えよう。	
	ハイ・イールド			・米中対立懸念の後退で一旦スプレッドが縮小したがその後はレンジ推移。銘柄の選別化がみられ、エネルギーセクターや低格付け債はアンダーパフォーム。全体として更なるスプレッド縮小は期待し難いとしても、利回り追求の資金流入があるため大幅な拡大のリスクは限定的。通商対立、市場のボタリティ上昇に注意。	
通貨	米ドル			・日米金利差は米ドル高円安要因だが、米中協議や米大統領選などの政治的不透明感やFRBの慎重な姿勢（金融緩和維持方針）が米ドルの上値を限定するとみられるため、レンジ内の推移が続く見通し。	
	ユーロ			・ユーロは長期的な観点からみて底値圏にあるとみられる他、Brexitについては合意なき離脱のリスクがやや緩和した。しかし、輸出不振によるユーロ圏景気の低迷、ECB金融緩和強化の可能性（2020年前半に再利下げを予想）、イタリアなどユーロ加盟国の政局などがユーロの上値を抑えるため、レンジ内の推移が続く。	
	豪ドル			・豪、米の長期金利は足元でともに上昇したが、物価動向を加味した実質ベースでの金利差は▲0.2%ポイント程度で前月からほぼ変わらず。実際の為替レートも月間平均では9月、10月とも0.68で横ばいだった。市場の緩和観測落ち着きを勘案し、レンジを小幅上方修正（0.65-0.70→0.66-0.72）。	

（注）2019年11月20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

	2019/10-2019/12見通し			2020/1-2020/3見通し			2020/4-2020/6見通し			2020/7-2020/9見通し			2020/10-2020/12見通し			2021/1-2021/3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	下限	上限	着地
<b>国内株式</b>																		
TOPIX	1,580	1,790	1,730	1,550	1,820	1,730	1,580	1,830	1,740	1,580	1,830	1,740	1,590	1,840	1,750	1,590	1,840	1,750
日経平均株価	21,500	24,000	23,500	21,000	24,200	23,500	21,200	24,500	23,700	21,200	24,500	23,700	21,500	24,700	23,900	21,500	24,700	23,900
TOPIX（配当込）	2,418	2,738	2,647	2,385	2,796	2,659	2,443	2,824	2,687	2,456	2,836	2,699	2,483	2,864	2,727	2,496	2,877	2,740
東証小型株指数	2,900	3,270	3,200	2,830	3,330	3,200	2,900	3,350	3,220	2,900	3,350	3,220	2,920	3,370	3,240	2,920	3,370	3,240
<b>国内債券</b>																		
10年国債金利	▲0.25	0.00	▲0.15	▲0.20	0.00	▲0.10	▲0.20	0.00	▲0.10	▲0.20	0.00	▲0.10	▲0.20	0.00	▲0.10	▲0.20	0.00	▲0.10
NOMURA-BPI（総合）	388	397	393	388	395	392	388	396	392	389	396	392	389	396	393	389	397	393
<b>外国株式</b>																		
S&P500	2,900	3,200	3,000	2,900	3,300	3,050	2,900	3,350	3,100	2,950	3,400	3,150	3,000	3,450	3,200	3,050	3,500	3,250
NY DOW	25,800	28,400	26,700	25,800	29,300	27,100	25,800	29,800	27,500	26,200	30,200	28,000	26,700	30,700	28,400	27,100	31,100	28,900
NASDAQ	7,900	8,800	8,210	7,900	9,000	8,350	7,900	9,200	8,480	8,100	9,300	8,620	8,200	9,400	8,760	8,300	9,600	8,900
EURO Stoxx	370	420	390	370	430	390	370	430	400	370	440	400	380	440	410	380	450	410
FT100	6,700	7,600	7,100	6,700	7,800	7,200	6,700	7,900	7,300	6,800	8,000	7,400	6,900	8,100	7,500	7,000	8,200	7,600
MSCI（¥）	2,454	3,180	2,762	2,470	3,285	2,830	2,487	3,331	2,903	2,528	3,407	2,972	2,596	3,453	3,046	2,638	3,530	3,090
MSCI Emerging（Gross US\$）	2,250	2,550	2,400	2,250	2,600	2,400	2,300	2,650	2,450	2,350	2,700	2,500	2,350	2,700	2,550	2,350	2,750	2,600
MSCI AC APAC ex Japan（Gross US\$）	1,300	1,500	1,400	1,300	1,500	1,400	1,350	1,550	1,450	1,350	1,550	1,450	1,350	1,550	1,450	1,350	1,550	1,450
MSCI AC Asia ex Japan（Gross US\$）	1,350	1,550	1,450	1,350	1,550	1,450	1,400	1,600	1,500	1,400	1,600	1,500	1,400	1,600	1,500	1,400	1,600	1,500
<b>外国債券</b>																		
米国10年金利	1.50	2.10	1.80	1.60	2.20	1.90	1.60	2.20	1.90	1.70	2.30	2.00	1.70	2.30	2.00	1.70	2.30	2.00
独10年金利	▲0.60	0.00	▲0.30	▲0.50	0.10	▲0.20	▲0.50	0.10	▲0.20	▲0.40	0.20	▲0.10	▲0.40	0.20	▲0.10	▲0.40	0.20	▲0.10
英国10年金利	0.50	1.10	0.80	0.60	1.20	0.90	0.60	1.20	0.90	0.70	1.30	1.00	0.70	1.30	1.00	0.70	1.30	1.00
米国30年金利	2.00	2.60	2.30	2.10	2.70	2.40	2.10	2.70	2.40	2.20	2.80	2.50	2.20	2.80	2.50	2.20	2.80	2.50
FTSE-WGBI（¥）	420	513	464	419	510	466	420	512	468	419	509	470	421	511	472	422	512	473
FTSE-WGBI（¥Hedge）	398	416	407	395	412	404	396	412	404	393	409	401	394	409	402	394	409	402
<b>為替</b>																		
ドル/円	100.00	115.00	108.00	100.00	115.00	109.00	100.00	115.00	109.00	100.00	115.00	110.00	100.00	115.00	110.00	100.00	115.00	110.00
ユーロ/ドル	1.05	1.15	1.10	1.05	1.15	1.10	1.05	1.15	1.10	1.05	1.15	1.10	1.05	1.15	1.10	1.05	1.15	1.10
ユーロ/円	110.00	130.00	119.00	110.00	130.00	120.00	110.00	130.00	120.00	110.00	130.00	121.00	110.00	130.00	121.00	110.00	130.00	121.00
ポンド/円	130.00	150.00	139.00	130.00	150.00	141.00	130.00	150.00	141.00	130.00	150.00	142.00	130.00	150.00	142.00	130.00	150.00	142.00
豪ドル/円	65.00	80.00	74.00	65.00	80.00	75.00	65.00	80.00	75.00	65.00	80.00	76.00	65.00	80.00	76.00	65.00	80.00	76.00
<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	▲0.10	0.00	▲0.05
<b>政策金利</b>																		
米FFレート	1.50	1.75	1.75	1.50	1.75	1.75	1.50	1.75	1.75	1.50	1.75	1.75	1.50	1.75	1.75	1.50	1.75	1.75
ユーロレボレート	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00

（注）2019年11月20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)

## <株式市場>

### 緩やかな上昇を見込む

- 米国株式市場は、米中交渉で部分合意の可能性が高まったことに加え、一部指標に改善の兆しが見られるなど、更なる景気悪化のリスクは低下した。FRBの低金利政策の維持もあり、米国株式市場は緩やかな上昇が見込まれる。
- 2020年までの業績を見通すと、19年10-12月期が利益成長の大底となりそう。19年は2桁増益となるセクターはないが、20年は11セクターのうち6セクターが2桁の増益となる見通しで、企業業績は次第に回復傾向が強まると期待される。
- 株価とEPSの成長率を見ると、株価は約半年程度、業績に先行してボトムを形成している。16年は1-3月期が利益成長のボトムとなり、17年以降の利益拡大とともに株式市場は大幅な上昇となった。19年は10-12月期が業績のボトムとなる見通しで、株式市場が持続的に上昇するためにも、さらなる利益成長が期待できるかが重要となる。

## <債券市場>

### レンジ相場の後、緩やかに水準を切り上げよう

- 国債：米中対立は、短期的に激化に歯止めがかかると見られ、景気は緩慢ながら持ち直していこう。FRBは政策金利を低水準で据え置き見通し。長期金利は低レンジでの推移が続いた後、景気持ち直しと共に、緩やかにレンジを切り上げる見通し。
- 投資適格社債：米中対立懸念の後退と発行の減少による良好な需給関係を背景に、国債とのスプレッドの縮小が継続しよう。米中の対立やボラティリティの上昇、M&Aなどの財務イベントに警戒を要するが、主要中銀の金融緩和政策が続く中で、利回り追求型の資金の流入が相場を支えよう。
- ハイ・イールド社債：米中対立懸念の後退で一旦スプレッドが縮小したが、その後はレンジでの推移が続いている。全体として更なるスプレッドの縮小は期待し難いが、利回り追求の資金流入があるため、スプレッドが大幅に拡大するリスクは限定的と考えられる。

### 業種別利益成長率予想

(前年同期比、前年比、%)

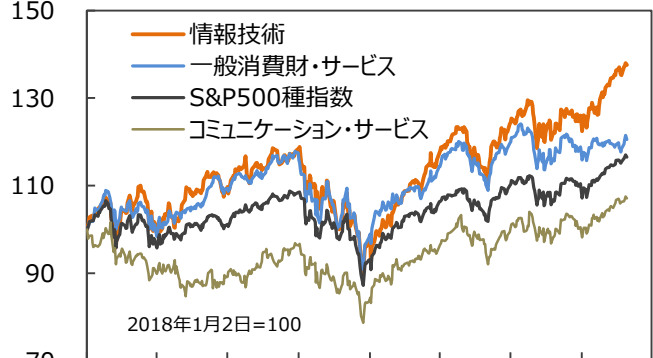
セクター\年/月期	2019			2019 (予想)	2020 (予想)
	4-6月 (実績)	7-9月 (予想)	10-12月 (予想)		
<b>S&amp;P500全体</b>	3.2	▲ 0.4	▲ 0.1	1.1	9.9
一般消費財	2.7	1.8	▲ 12.0	▲ 0.2	13.1
生活必需品	1.7	3.6	0.6	1.8	6.1
エネルギー	▲ 8.8	▲ 37.8	▲ 33.9	▲ 27.7	22.3
金融	10.0	2.3	12.4	8.2	5.0
ヘルスケア	10.3	8.8	6.1	9.1	8.9
資本財・サービス	▲ 9.5	3.6	▲ 4.7	▲ 1.6	15.1
素材	▲ 12.7	▲ 11.0	▲ 7.7	▲ 9.2	14.7
不動産	3.1	5.6	3.8	4.4	6.7
情報技術	▲ 2.2	▲ 1.8	0.4	▲ 1.1	10.3
コミュニケーション・サービス	17.6	▲ 1.5	1.5	1.4	11.6
公益事業	1.1	6.7	14.7	4.7	4.8

(注) データは2019年4-6月期～2019年10-12月期、2019～20年。前年同期比、前年比。▲は2桁増益予想を示す。予想はリフィニティブI/B/E/S。

(出所) 2019年11月29日付リフィニティブの資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### S&P500種指数と主要セクター

(ポイント)



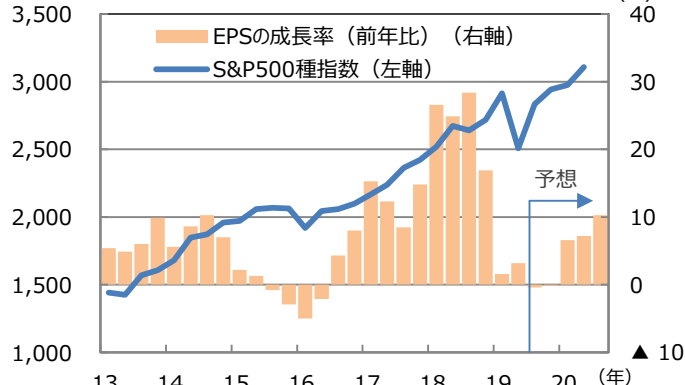
18/1 18/4 18/7 18/10 19/1 19/4 19/7 19/10 (年/月)

(注) データは2018年1月2日～2019年11月29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

### S&P500種指数とEPSの成長率

(ポイント)

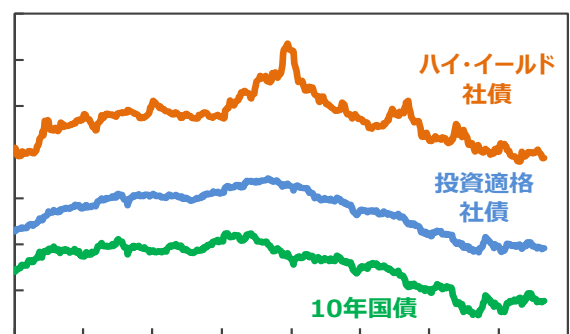


(注) データは2013年3月～2020年9月。四半期ベース。S&P500種指数は2019年11月29日。1株当たり利益 (EPS) の2019年9月以降はリフィニティブI/B/E/S予想。S&P500種指数は2四半期先行。

(出所) リフィニティブ、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

### 国債、社債利回りの推移

(%)



18/1 18/4 18/7 18/10 19/1 19/4 19/7 19/10 (年/月)

(注) データは2018年1月1日～2019年11月29日。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（ユーロ圏）

## <株式市場>

### 緩やかな上昇を見込む

- 欧州（ユーロ圏）のマクロ指標はまだ軟調なものが多いが、一部指標に改善の兆候も見られ始めた。欧州経済もある程度は米中交渉次第の面は拭えないものの、更なる景気低迷のリスクは低下したとみられることから、株価の想定レンジを小幅に上方修正した。ECBの利下げ・量的緩和再開を含め、先進諸国・地域の金融緩和政策の継続もあり、欧州株式市場は緩やかに上昇すると見込む。
- 今後はドイツ景気の回復ペースや自動車などの持ち直しが重要だ。ドイツは輸出比率が約5割を占め世界の貿易動向に左右されやすい。最大の貿易相手国である中国の輸入や英国Brexitの展開がカギを握る。10月の製造業景況感の安定化の兆しがあるが、総じてみると、自動車などの持ち直しペースは弱い。こうした点からも欧州株式市場が持続的に堅調となるには時間がかかりそうだ。

## <債券市場>

### 長期金利は低位で推移

- 景気は回復が期待されるとはいえ、そのペースは緩やかなものに止まる見通し。ECBは量的緩和を含む緩和策を継続、来年前半までに追加緩和が見込まれる。長期金利は低位での推移が続くが、その後は景気の底入れ～持ち直しが確認できれば、緩やかにレンジを切り上げる見通し。財政政策を巡る議論は引き続き留意。
- 金融政策については、19年9月の包括的な金融緩和（利下げや量的緩和（QE）再開等）の効果を見極める時間帯にある。しかし、ユーロ圏経済を巡ってはBrexitなど不確実性が続く中で、景気の低調や低インフレを考慮する必要がある。ECBは20年半ばまでに追加緩和（利下げ、QEペースの拡大）が必要になると見られる。

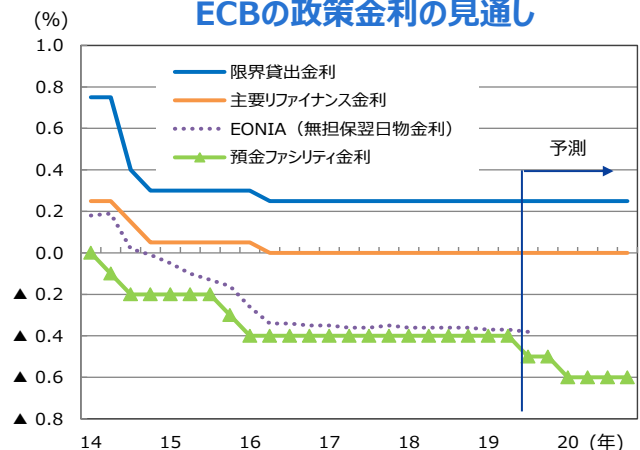
### PERの倍率で試算したストックス欧州600



(注) データは2014年1月2日～2019年11月29日。株価収益率（PER）の倍率（12倍～16倍）に1株当たり予想利益をかけてストックス欧州600の水準を試算。1株当たり予想利益は12カ月先予想（リフィニティブI/B/E/S予想）。

(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

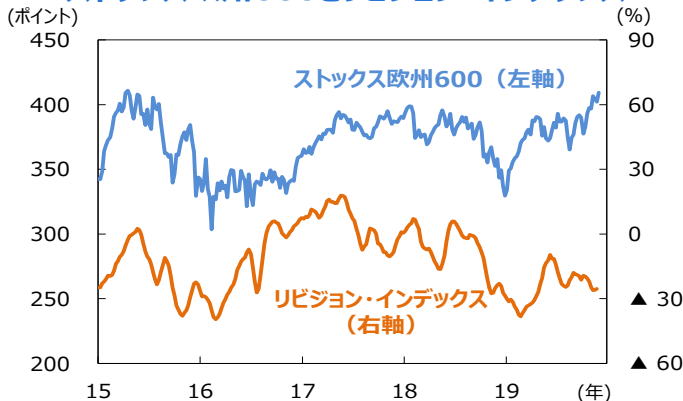
### ECBの政策金利の見通し



(注) データは2014年1-3月期～2020年10-12月期。2019年10-12月期以降は三井住友DSアセットマネジメント予測。

(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

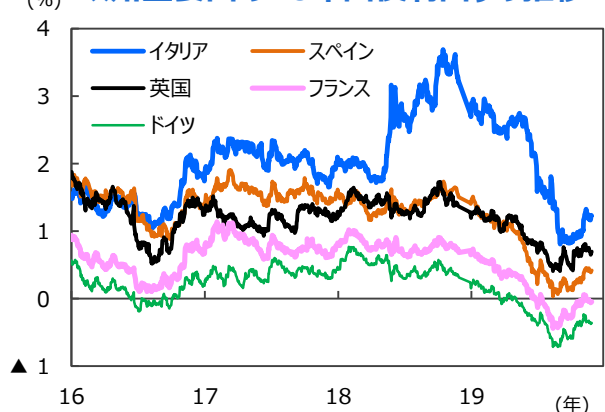
### ストックス欧州600とリビジョン・インデックス



(注) データは2015年1月1日～2019年11月29日（リビジョン・インデックスは11月21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

### 欧州主要国の10年国債利回りの推移



(注) データは2016年1月1日～2019年11月29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。



# 海外市場（アジア）（1）

## ＜アジア株式市場＞

### 世界景気の安定から徐々に持ち直そう

・アジア株価指数（MSCI AC アジア（除く日本））の11月29日時点の12カ月先予想PERは13.2倍と、2006年以降の平均（12.3倍）から見ると割安感はない。但し、米長期金利水準対比で見ると割安感があるほか、2020年に向け世界景気が安定してくれば成長性への期待が高まると考えられ、徐々に持ち直そう。

### ○中国の弱い統計や香港のデモ激化から株価調整

・アジア株価指数は、米中貿易摩擦のグローバル及びアジア経済への影響から上値の重い展開だったが、8月以降、値を戻しつつある。なかでも台湾市場がけん引役で、韓国も8月まで下押し圧力となっていたが、9月以降は急速に値を戻した。

・アジア株価指数は11月上旬で一旦頭打ちとなった。これまで進展が期待された米中貿易交渉の部分合意にやや不透明感が増してきたことや、株価上昇のスピード調整などが背景と考えられる。加えて、中国

の弱い経済指標や香港でのデモ激化への懸念が株価の下押し圧力となった。

### ○予想利益は概ね好調～香港の悪化傾向が続く

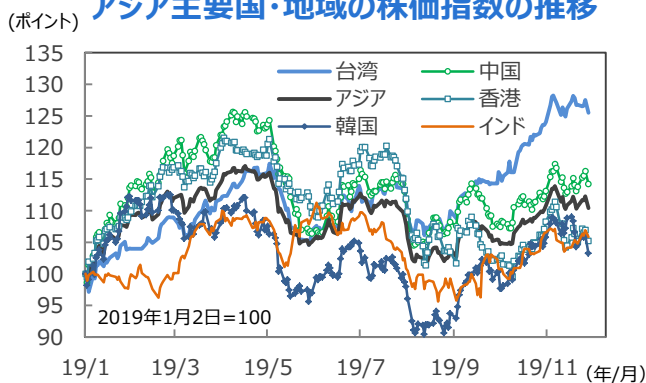
・業績も回復傾向となっている。中国、台湾が堅調に推移する一方、韓国、インドは9月以降業績予想が底打ちした。主要セクターを見ると、「情報技術」の業績見通しが9月を底に改善する方向にあり、引き続きけん引役として期待される。

・悪化傾向が続いているのは香港。香港の主要セクターは「金融」と「不動産」だが、アジア株価指数ベースで見るとどちらの業績も足元では堅調。ただ、香港デモは一段と過激化する方向にあり、これらセクターへの影響が懸念される。

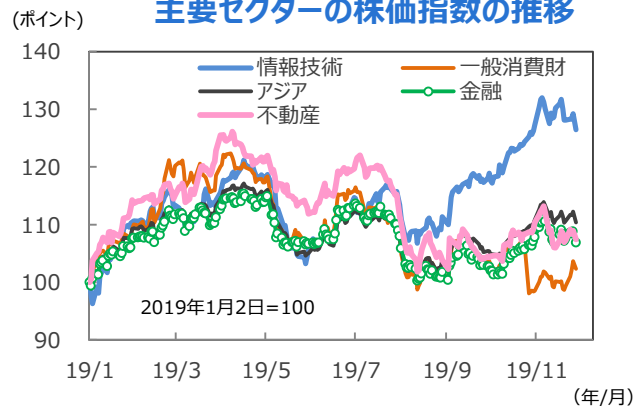
### ○米中交渉の進展などが待たれる

・グローバル景気の回復に対する期待が高まる中、アジアでも「情報技術」の業績、株価が堅調に推移するなど、プラスの影響が確認される。株価上昇のための下地は整いつつあると思われ、今後は、米中の部分合意の妥結、香港デモの収束などによって、センチメントの改善を待つ必要があろう。

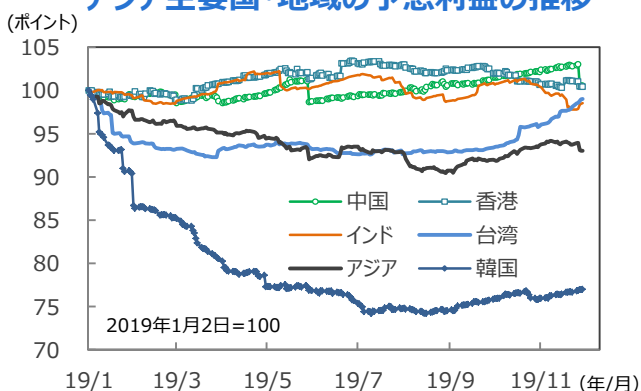
## アジア主要国・地域の株価指数の推移



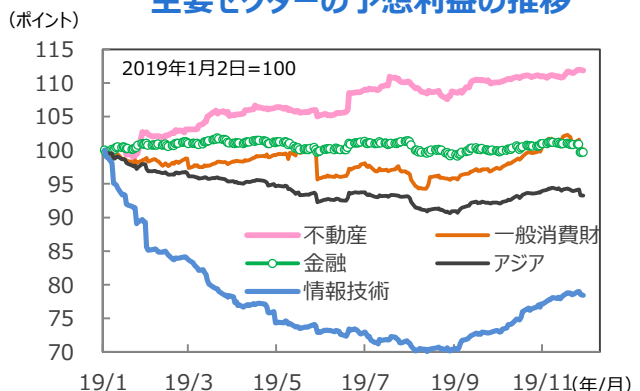
## 主要セクターの株価指数の推移



## アジア主要国・地域の予想利益の推移



## 主要セクターの予想利益の推移



（注）データは2019年1月2日～2019年11月29日。国・地域の株価指数はMSCIベース、アジアはMSCI AC アジア（除く日本）、米ドルベース。予想利益は12カ月先ベースでリフィニティブI/B/E/S予想。  
（出所）FactSet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>

### リスク選好姿勢が強まり、最高値更新が続く

#### ○SENSEXは最高値更新が続く

- インド株式市場は、SENSEX指数が11月26日に史上最高値を更新した。米中通商協議が進展するとの期待から投資家のリスク選好姿勢が強まった。
- インド政府が9月20日に大型法人減税を発表して以降、インド株式市場には海外からの資金流入が続いている。足元の海外投資家は4週連続で買い越しとなり、法人減税発表のあった9月20日以降の累計の買い越し額は、63億ドル（約6,800億円）を超える規模となっている。

#### ○7-9月期の実質GDP成長率は減速

- 29日にインド統計局が発表した7-9月期（第3四半期）の実質GDP成長率は前年同期比+4.5%と、市場予想（Bloomberg集計）と一致したが、前四半期の同+5%から減速した。米中協議の進展期待の高まりで、投資家のリスク選好姿勢が高まっているが、今後は政府の景気対策などを見極める展開となりそうだ。

## <豪州株式市場>

### 米中協議進展、金融緩和期待が相場を下支え

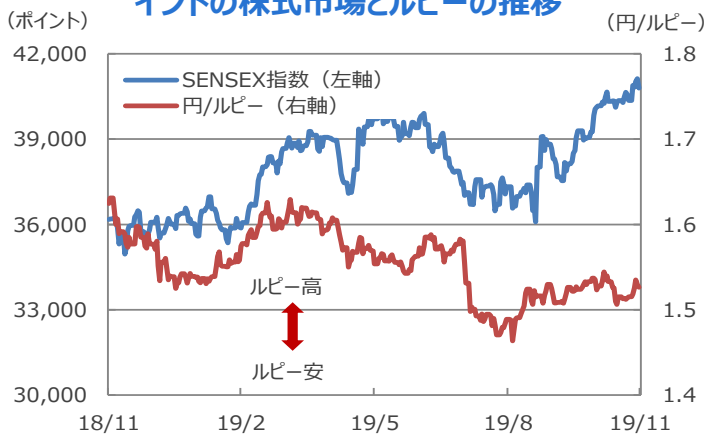
- ASX200指数の12カ月先予想PERは11月29日時点で17.7倍まで上昇してきた。2006年以降の平均（14.2倍）を上回り、アジア・オセアニア地域の中でも相対的に割高な状況がやや加速しており、マイナス材料には脆弱な状態。個人消費の鈍化が景気減速につながる中、豪州準備銀行（RBA）の追加利下げはサポート要因だが、継続すれば銀行の利ザヤ縮減が株式市場全体にとっての懸念材料にもなりうる。引き続き米中対立、中国経済、鉄鉱石価格などの国際環境に加え、減税効果（特に消費）に注目したい。

## <豪州債券市場>

### 長期金利は米国に連動する展開が継続

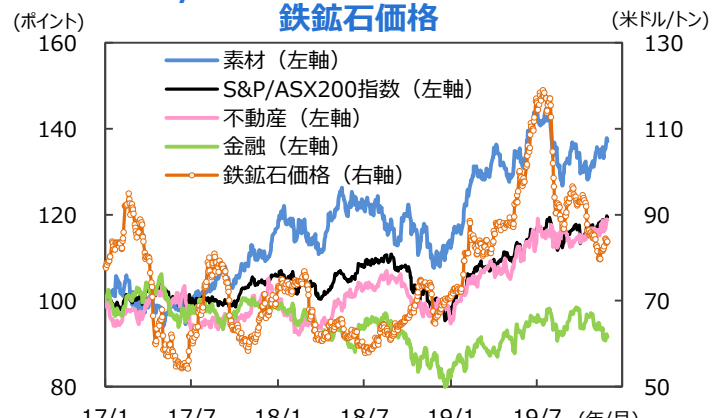
- RBAは11月の金融政策決定会合において、政策金利を0.75%で据え置いた。今後、RBAは消費動向を確認しつつ、20年1~3月にもう一段の利下げを行い、その後は緩やかな景気回復の実現を確認していく見込み。長期金利は引き続き米国と連動する展開が継続しよう。

インドの株式市場とルピーの推移



(注) データは2018年11月29日～2019年11月29日。(年/月)  
(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/ASX200指数、主要セクターと鉄鉱石価格



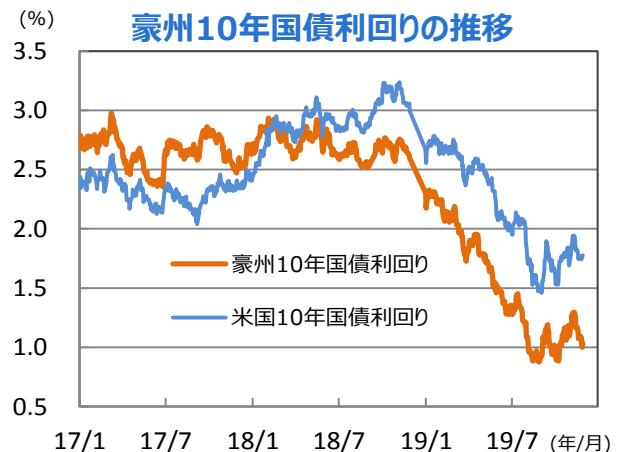
(注1) データは2017年1月3日～2019年11月29日。  
(注2) S&P/ASX200指数、主要セクターは2017年1月3日=100。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## インド市場の推移

インド市場	基準日	騰落率または変化幅 (%)			
	11月29日	1週間	1カ月	6カ月	1年
為替レート					
円/ルピー (円)	1.53	0.7	▲0.7	▲2.7	▲6.1
ルピー/米ドル (ルピー)	71.74	0.0	1.3	2.7	2.7
金利 (%)					
政策金利	5.15	0.00	0.00	▲0.85	▲1.35
10年国債利回り	6.47	▲0.03	▲0.05	▲0.66	▲1.14
株式指数 (ポイント)					
SENSEX	40,793	1.1	2.4	3.3	12.8
NIFTY中型株100	17,222	2.1	4.5	▲3.6	▲1.0

(注) データは2019年11月29日基準。  
(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

## 豪州10年国債利回りの推移



(注) データは2017年1月2日～2019年11月29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（1）

## <株式市場>

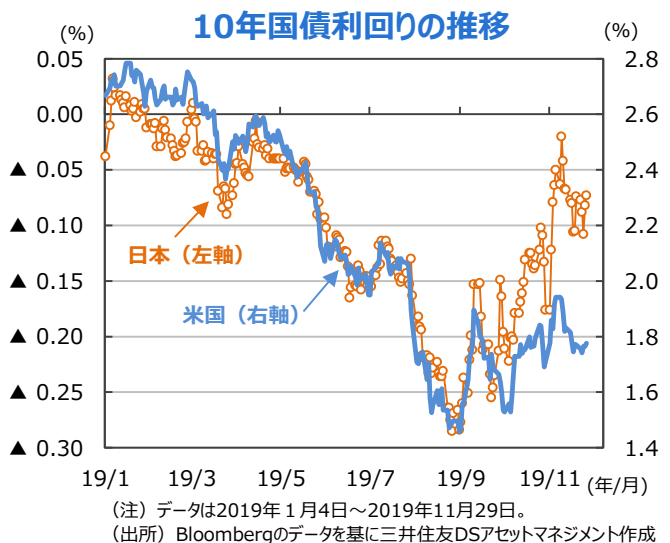
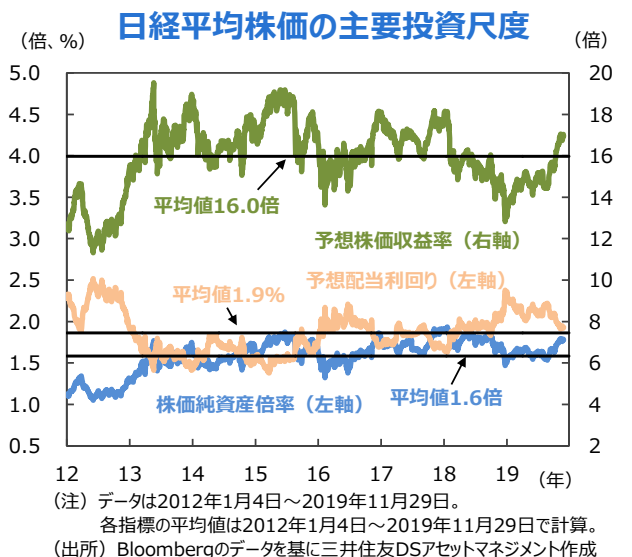
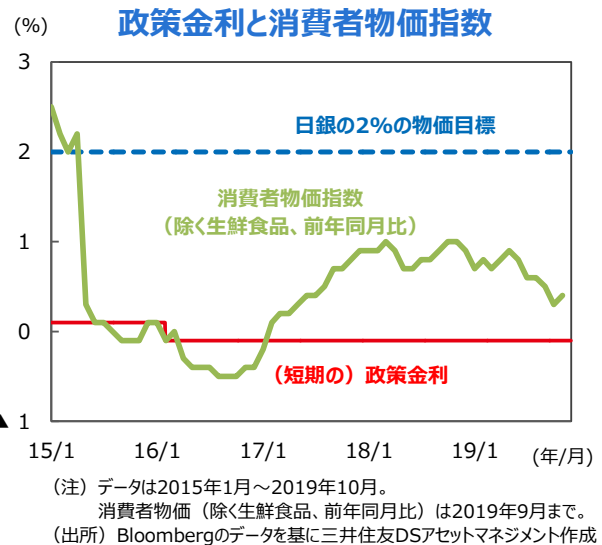
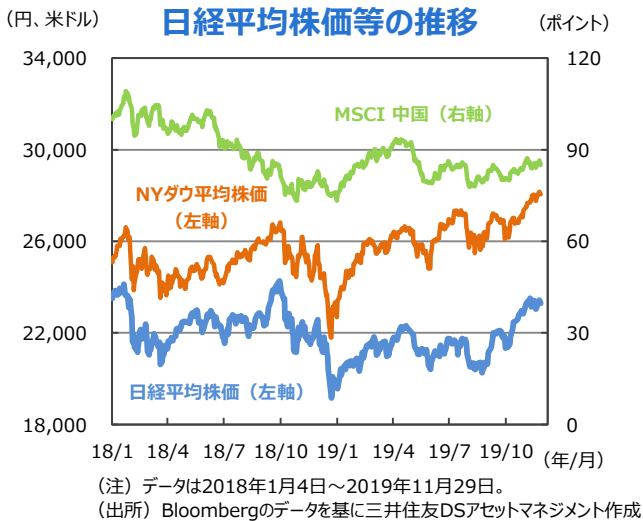
### 高値圏でもみ合おう

- 短中期の景気サイクル及び企業業績の底打ち、米中貿易協議の先行きに対する過度な懸念の後退などが、日本株式市場の支援材料だが、バリエーションは既に持ち直しつつある。2020年度の業績については緩やかな回復に止まると想定（20年度のEPS成長率は+5%程度）。もう一段の株価上昇には、EPSの力強い回復などが必要と考えられる。
- 今後は、底打ち後の短中期景気サイクル、企業業績の回復の強さを見極める動きとなろう。米中対立を巡る緊張は和らぐものの、対立の長期化は景気及び企業業績の下押し圧力として作用しよう。このため、企業業績の力強い回復は見込んでいない。消費増税及び五輪開催後の内需の先行きに対する懸念が残ることも株価の上値を抑える要因として想定しておく必要がある。

## <債券市場>

### 長期金利はマイナス圏での推移が継続

- 米中協議は部分合意に向かっており、一段と景気が悪化するリスクは低下した。但し、構造問題を含む根本的な対立構造は残るため、米国大統領選後の展開は不透明。世界景気は底打ちを見込むが、景気の回復は力強さに欠けよう。
- 日銀は足元の緩和政策を長期化しよう。景気の下振れリスクが高まらない限りは利下げを見送ろう。イールドカーブのフラット化へのけん制が続いており、過度な金利低下には、オペの調整で対応すると見られるが、国債買入れ金額の減額余地は減少している。



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>

もう一段の株価上昇には「回復」に対する確信が必要

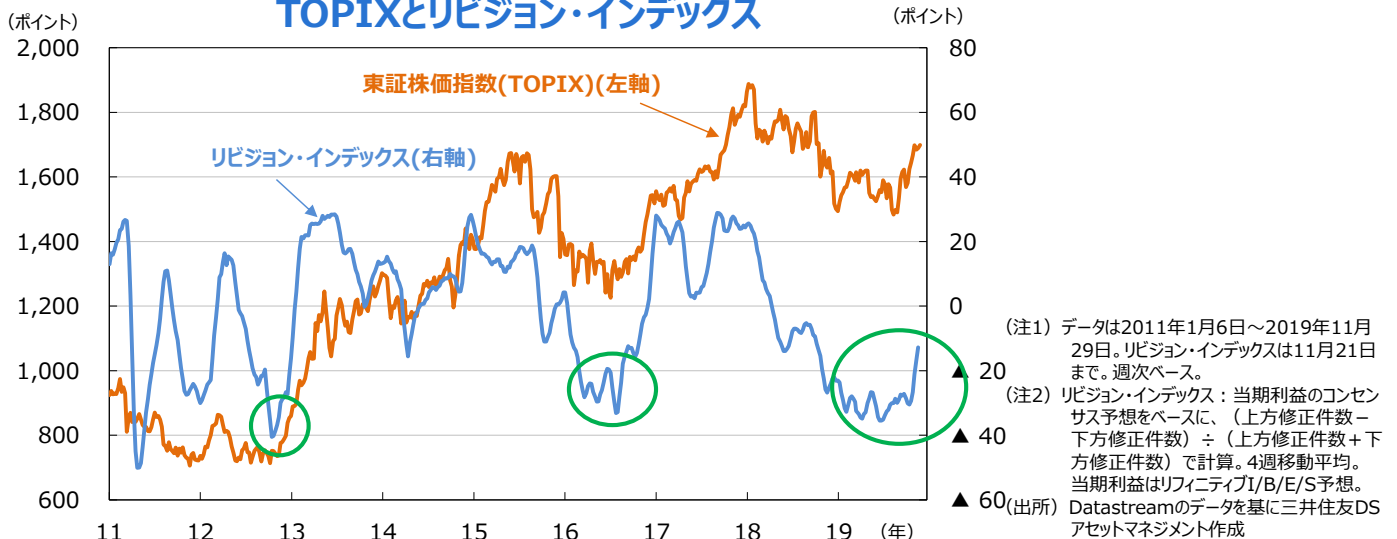
○けん引役は「電気機器」～業績改善期待が下支え

- 年初から11月21日までの株価上昇率は、TOPIX（東証株価指数）が+13%だが、21日現在の時価総額ウェイトで14%を占める「電気機器」が+27%、同9%のウェイトの「情報・通信」も+23%と大きく上昇した。また、同2%のウェイトの「精密機器」は同+41%の上昇を記録した。特に「電気機器」は、リビジョン・インデックスから確認されるように、12カ月先予想でみる利益成長見通しが上方修正される傾向が強まるなど、業績の改善期待が株価を支えていると考えられる。「精密機器」も半導体サイクルが改善し始めた9月以降、リビジョン・インデックスが上向き始めている。

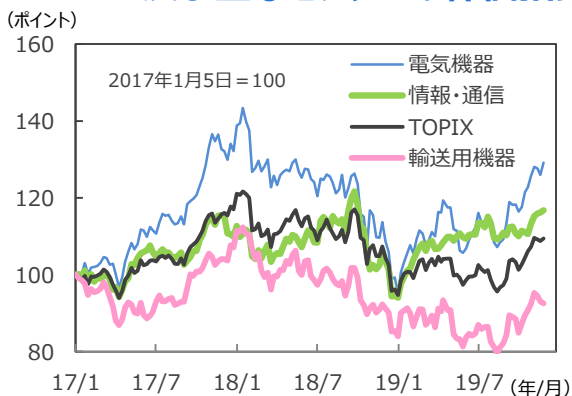
○世界経済の回復期待の高まりが株価を支えよう

- 引き続き米中通商協議の行方が注目点。第1フェーズの合意が遅れる可能性が指摘される中、市場はいずれ妥結すると楽観的に見ている分、変動性が高まることも考えられる。こうした中でも、世界経済の回復期待は強まっており、減少傾向にあったIT関連の受注・生産の落ち込みペースが緩やかになるなど、徐々に景気回復に向けた動きが見られる点が明るい材料と言える。
- ただ、日本株式市場は企業業績の底打ちや米中の対立を巡る過度な懸念の後退を一旦織り込んでおり、次第に上値は重くなる可能性がある。もう一段の株価上昇には、世界経済と業績の「回復」に対する確信度の高まりが必要と考えられる。例えば、今底値圏にある「輸送用機器」のリビジョン・インデックスが上向き始めれば、1つのシグナルになるろう。

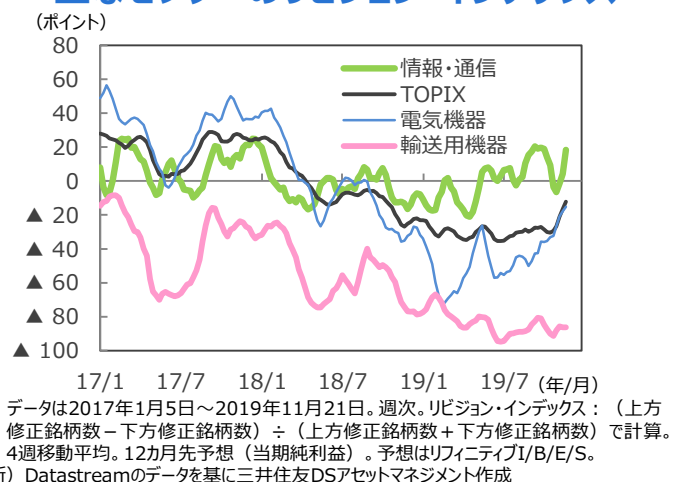
## TOPIXとリビジョン・インデックス



## TOPIX及び主なセクターの株価指数



## 主なセクターのリビジョン・インデックス



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>

- 日米金利差は米ドル高円安要因だが、米中協議や米大統領選などの政治的不透明感やFRBの慎重な姿勢（金融緩和維持方針）が米ドルの上値を限定するとみられるため、102.50～110円を想定。但し、大幅な円高は予想せず。

## <円/ユーロレート>

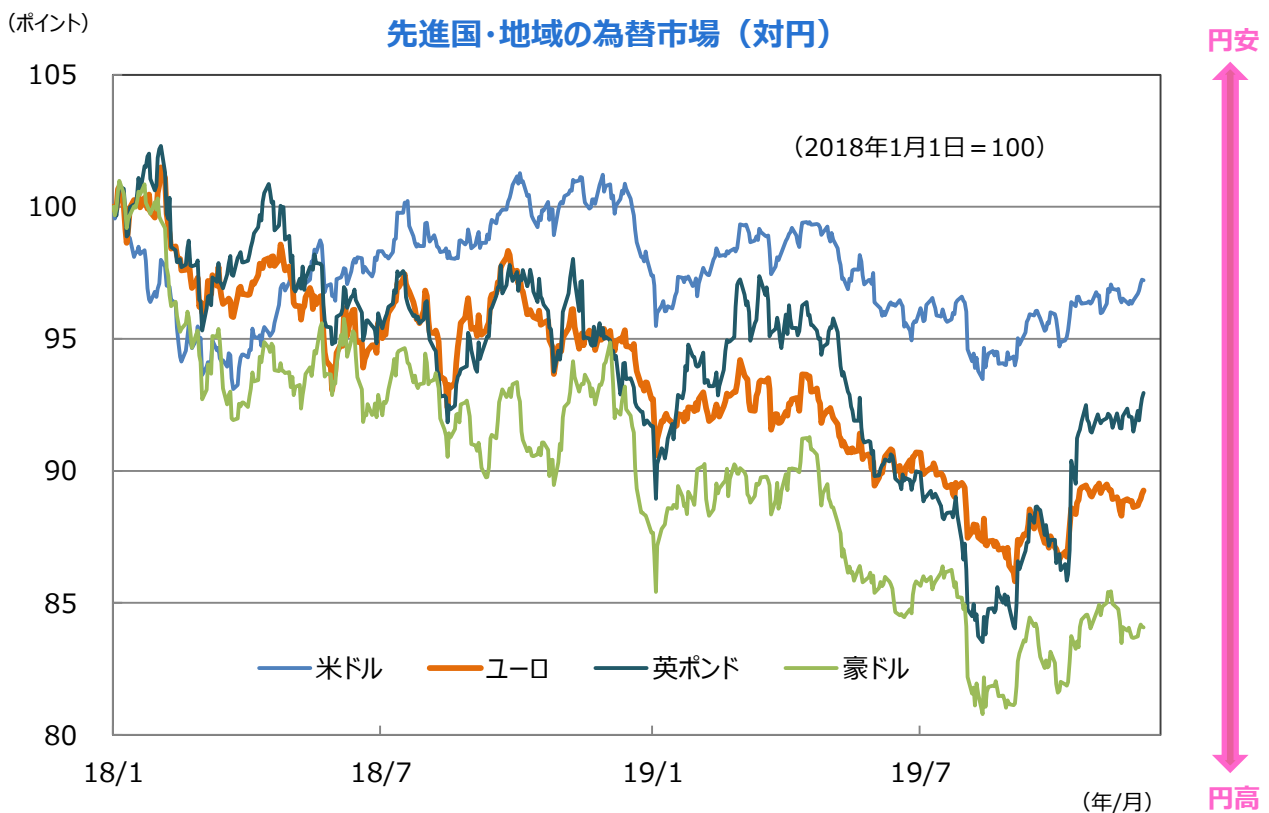
- ユーロは長期的な観点からみて底値圏にあるとみられる他、Brexitについては合意なき離脱のリスクがやや緩和した。しかし、輸出不振によるユーロ圏景気の低迷、ECB金融緩和強化の可能性（2020年前半に再利下げを予想）、イタリアなどユーロ加盟国の政局などがユーロの上値を抑えるため、110～130円のレンジ内の推移を想定。

## <円/英ポンドレート>

- 英国では、景気の底堅い推移が英ポンドの下支え。英国では、総選挙やEU離脱交渉に不透明感が残る。総選挙では保守党の勝利を想定、ハードBrexitの可能性が後退していることや英景気の底堅さが英ポンドのサポート要因となろう。130～150円のレンジでの推移が予想されるが、EU離脱交渉の進展とともに英ポンドが上昇する可能性が高まりつつある。

## <円/豪ドルレート>

- 豪、米の長期金利は足元でともに上昇したが、物価動向を加味した実質ベースでの金利差は▲0.2%ポイント程度で前月からほぼ変わらず。実際の為替レートも月間平均では9月、10月とも0.68で横ばいだった。市場の緩和観測落ち着きを勘案し、0.66～0.72米ドル、65～80円のレンジを想定。



(注) データは2018年1月1日～2019年11月29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。

# 今月のトピック

## 米大統領選挙と『ウクライナ疑惑』

来年の米大統領選挙まで1年となる中、トランプ大統領に対する議会の弾劾調査が始まりました。焦点はウクライナに対し、軍事支援と引き換えに不当にバイデン氏の調査を要請したとされる、『ウクライナ疑惑』です。野党・民主党は、『ウクライナ疑惑』等の公聴会を通じてトランプ大統領に対する批判票を集めて政権奪還を目指す方針です。トランプ大統領は疑惑を否定し、好調な経済や雇用を背景に再選を狙っています。

### 『ウクライナ疑惑』はトランプ大統領が権力を乱用した疑い

『ウクライナ疑惑』とは、トランプ大統領が7月のウクライナの大統領との電話会談で、軍事支援と引き換えに、民主党の大統領選・有力候補であるバイデン前副大統領をめぐるスキャンダルの調査を要請した疑惑のことです。外国勢力に選挙支援を求めた米選挙資金法の違反や、安全保障問題を自らの政治利益のために利用した職権乱用の疑いがもたれています。

バイデン氏をめぐるスキャンダルとは、バイデン氏がオバマ前大統領の副大統領時に、息子が役員を務めるウクライナのカス会社について捜査していた検事総長の解任を要求したとされることです。トランプ氏はバイデン親子がウクライナで不正に利益を得た疑いがあると主張しており、バイデン氏は否定しています。

### 民主党は弾劾調査で追及、トランプ大統領は徹底抗戦の構え

民主党はトランプ大統領が政治目的で権力を乱用したとして、『ウクライナ疑惑』をめぐる弾劾訴追に踏み切りたい考えです。弾劾調査を通じて、トランプ大統領への追及を強め、大統領に批判的な有権者の支持を集めて政権交代の実現を目指す方針です。

これに対しトランプ大統領と与党・共和党は、来年の大統領選挙も見据えて徹底抗戦する構えで、両者の駆け引きが激しくなっています。

### 議会での弾劾調査の行方が注目される

民主党が過半数を握る米下院は13日から、『ウクライナ疑惑』に関する公聴会を開始しました。これまで非公開の場で疑惑を証言してきた政府高官らが多数登場し、弾劾調査は重大な局面を迎えています。ただ、上院は共和党が多数を占めているため弾劾手続きによりトランプ大統領が罷免される可能性は小さいとみられます。

トランプ大統領は好調な景気や雇用情勢を背景に世論調査で40%台前半と安定した支持率を保っています。来年の大統領選挙まで残り1年となる中、『ウクライナ疑惑』の弾劾調査の行方や、民主党で誰が候補者に選ばれるかが今後の選挙戦を左右することになりそうです。

# The Topic of This Month

## U.S. presidential election and the Ukraine scandal

One year before the U.S. presidential election, Congress began an impeachment investigation into President Trump. The focus is on the Ukraine allegations that Ukraine has been unduly asked to investigate Mr. Biden in exchange for military assistance. The opposition Democratic Party will seek to regain more support by obtaining criticism to President Trump through public hearings in the impeachment investigation. President Trump denies the allegations and aims for re-selection against a backdrop of strong economies and jobs.

### "The Ukraine scandal", suspicion on abusing President Trump's power.

"The Ukraine scandal" refers to a suspicion in which President Trump asked in a telephone meeting with the Ukrainian president in July to investigate a scandal surrounding former Vice President Biden, who is a leading candidate for the Democratic Party presidential election, in exchange for military support. There are allegations of violations of the U.S. campaign finance law, which prohibits calling on foreign powers to support the election, and abuse of authority to use security issues for their own political interest.

The scandal surrounding Mr. Biden is that Mr. Biden, at the time of the former Vice President, asked for the dismissal of the prosecutor-general who was investigating Ukrainian gas companies where his son served as an executive. Mr. Trump has denied the allegations and claimed that Biden and his son have made improper profits in Ukraine.

### Democratic Party pursues an impeachment investigation, President Trump prepares for a thorough fight

The Democratic Party intends to embark on an impeachment charge against the Ukraine allegations of abuse of power by President Trump for political purposes. Through these investigations, Democratic Party will strengthen their pursuit of President Trump and seek to bring about a change of government by attracting the support of the President's critical voters. On the other hand, President Trump and the ruling Republican Party is trying to fight thoroughly in anticipation of the presidential election next year. The two parties are becoming increasingly conflicting with tactics.

### Attention should be paid to the conduct of inquiries on impeachment at the Congress.

The House of Representatives, which is majority owned by the Democratic Party, started public hearings on Ukraine scandal on September 13. A number of senior government officials, who had testified on the allegations in undisclosed manner, testified openly. The impeachment investigation is now in the important phase. However, since the Republican Party is the majority of the Senate, it is unlikely that President Trump will be dismissed through an impeachment process.

President Trump has maintained a stable approval rating in the range of middle of lower 40% based on a public opinion survey, due to the favorable economy and the employment situation. In the next year's presidential election, the course of the impeachment investigation of the Ukraine scandal and who the Democratic Party nominates for the candidate are likely to influence.

## 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います。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います。

### ○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下さい。

## 【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3.85%（税込）

・・・換金（解約）手数料 上限1.10%（税込）

・・・信託財産留保額 上限1.80%

#### ◆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3.905%（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、計算方法等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10月31日現在〕

### 「R&I顧客満足大賞」について

「R&I顧客満足大賞2019（総合、「年金情報」「ファンド情報」調査）」は、R&Iが年金基金と投信販売会社それぞれに対して実施したアンケートに基づく参考情報（ただし、その正確性及び完全性につきR&Iが保証するものではありません）の提供を目的としており、特定商品の購入、売却、保有を推奨、又は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。アンケートの集計方式については、2019年6月3日付「年金情報」、もしくは2019年5月27日付「ファンド情報」掲載の当賞に関する記事を参照ください。当賞は、信用格付業ではなく、金融商品取引業等に関する内閣府令第299条第1項第28号に規定されるその他業務（信用格付業以外の業務であり、かつ、関連業務以外の業務）です。当該業務に関しては、信用格付行為に不当な影響を及ぼさないための措置が法令上要請されています。当賞に関する著作権等の知的財産権その他一切の権利はR&Iに帰属しており、無断複製・転載等を禁じます。

- 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11月29日