

投資環境の見通し

今月の注目点

米中対立再燃と世界経済・金融市場

2019年の成長見通しを下方修正

5月に入って米中対立が激化したことを受け、2019年に関する世界経済の成長見通しを3.4%から3.3%に引き下げた。米中による追加関税引き上げによって両国間の貿易が縮小する直接的な影響もあるが、重要だと考えられるのは、先行き不透明感が高まるため、企業行動が慎重になる（設備投資の先送りなど）状況が続いてしまうマイナスの効果である。

米中が今回行った追加関税引き上げが、価格上昇を通じて米中間の貿易を抑制する効果は、中国について0.2～0.3%、米国では0.1%程度の成長率押し下げ要因に止まり、米中以外ではNIEsに0.1%程度の影響が見込まれるが、それ以外は限定的とみられる（OECDの付加価値ベース貿易統計を使用して三井住友DSアセットマネジメント試算）。

しかし、実際の悪影響はもう少し大きくなる可能性が高い。今回のように先行きが非常に不透明な状態になると、製造業関係を中心に企業心理が悪化する（実際、米国の5月分のPMIが製造業、非製造業ともに顕著に低下）。これが長引けば設備投資や雇用に影響が波及してこよう。試みに国際産業連関表を使って、企業が設備投資計画の実施を遅らせ、設備投資（固定投資のうち建設投資を除いた部分）が1%減少する影響を計算すると、追加的に（貿易抑制による直接効果に加えて）中国やドイツの成長率を0.2%程度、日米について0.1%程度、世界全体でも0.1～0.2%成長下押し要因になる。

米中貿易対立による各国・地域の鉱工業生産・実質GDPに対する影響

制裁関税による貿易数量減少効果

	追加関税シナリオ(B) = 米国による対中輸入2,000億ドルに対する25%の関税 + 中国の報復関税	
	製造業への影響 (%)	GDPへの影響 (%)
オーストラリア	▲ 0.09	▲ 0.05
ドイツ	▲ 0.06	▲ 0.03
日本	▲ 0.09	▲ 0.03
韓国	▲ 0.27	▲ 0.12
米国	▲ 0.57	▲ 0.13
中国	▲ 1.02	▲ 0.47
インド	▲ 0.03	▲ 0.01
インドネシア	▲ 0.04	▲ 0.03
マレーシア	▲ 0.26	▲ 0.12
フィリピン	▲ 0.15	▲ 0.07
シンガポール	▲ 0.23	▲ 0.11
台湾	▲ 0.48	▲ 0.25
タイ	▲ 0.14	▲ 0.08
ベトナム	▲ 0.10	▲ 0.06
世界計	▲ 0.43	▲ 0.12

ファーウェイショック

	ファーウェイショック = ファーウェイの売上の3割相当の産出減を想定	
	製造業への影響 (%)	GDPへの影響 (%)
	▲ 0.02	▲ 0.01
	▲ 0.02	▲ 0.01
	▲ 0.04	▲ 0.02
	▲ 0.19	▲ 0.09
	▲ 0.01	▲ 0.00
	▲ 0.42	▲ 0.18
	▲ 0.01	▲ 0.00
	▲ 0.01	▲ 0.01
	▲ 0.20	▲ 0.08
	▲ 0.13	▲ 0.05
	▲ 0.17	▲ 0.08
	▲ 0.38	▲ 0.21
	▲ 0.09	▲ 0.05
	▲ 0.04	▲ 0.02
	▲ 0.15	▲ 0.03

設備投資先送り効果

	投資抑制シナリオ = 固定資本投資（除く建設）が各国で一律▲1%減少と想定	
	製造業への影響 (%)	GDPへの影響 (%)
	▲ 0.16	▲ 0.10
	▲ 0.32	▲ 0.17
	▲ 0.29	▲ 0.16
	▲ 0.33	▲ 0.21
	▲ 0.21	▲ 0.12
	▲ 0.34	▲ 0.21
	▲ 0.24	▲ 0.12
	▲ 0.18	▲ 0.12
	▲ 0.27	▲ 0.19
	▲ 0.19	▲ 0.13
	▲ 0.30	▲ 0.21
	▲ 0.33	▲ 0.20
	▲ 0.26	▲ 0.15
	▲ 0.16	▲ 0.09
	▲ 0.26	▲ 0.14

中国の消費抑制効果

	消費抑制シナリオ = 中国の消費が▲0.5%減少と想定	
	製造業への影響 (%)	GDPへの影響 (%)
	▲ 0.01	▲ 0.01
	▲ 0.01	▲ 0.00
	▲ 0.01	▲ 0.00
	▲ 0.02	▲ 0.01
	▲ 0.00	▲ 0.00
	▲ 0.10	▲ 0.16
	▲ 0.00	▲ 0.00
	▲ 0.01	▲ 0.01
	▲ 0.02	▲ 0.01
	▲ 0.01	▲ 0.01
	▲ 0.02	▲ 0.01
	▲ 0.03	▲ 0.02
	▲ 0.02	▲ 0.01
	▲ 0.02	▲ 0.01
	▲ 0.04	▲ 0.02

追加関税+間接効果

	追加関税(B) + ファーウェイショック + 投資抑制 + 消費抑制	
	製造業への影響 (%)	GDPへの影響 (%)
	▲ 0.29	▲ 0.17
	▲ 0.40	▲ 0.21
	▲ 0.43	▲ 0.21
	▲ 0.82	▲ 0.43
	▲ 0.80	▲ 0.26
	▲ 1.88	▲ 1.03
	▲ 0.27	▲ 0.13
	▲ 0.24	▲ 0.16
	▲ 0.76	▲ 0.40
	▲ 0.48	▲ 0.26
	▲ 0.72	▲ 0.41
	▲ 1.22	▲ 0.68
	▲ 0.50	▲ 0.29
	▲ 0.31	▲ 0.19
	▲ 0.89	▲ 0.31

(注1) 波及効果はWorld Input-Output Database (2014年版) を基に三井住友DSアセットマネジメント試算。関税に対する輸出数量の弾性値を1と仮定。
(出所) World Input-Output Database、IMF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

米中对立再燃と世界経済・金融市場

2020年は回復に向かう可能性

一方、2020年については、3.6%と成長率がやや回復すると予想している。先行きの不透明感が強いことを重々承知しつつ、こうしたケースをメインシナリオとする理由は3点ある。まず、米中对立の解決は容易ではないとしても一旦エスカレーションが止まる可能性はある。

中国は景気が更に悪化すれば、雇用に影響が出始めるリスクがある。米国経済は相対的に安定しているが、新たに課税手続きに入った対中輸入（約3,000億ドル）では、消費財が4割以上を占めるとみられ、高関税をかければ物価が上がって消費を抑制、大統領選挙が実施される2020年前半に景気が失速するリスクがある。トランプ大統領としてもそうしたリスクは避ける努力をするだろう。

米中对立のエスカレーションに一応の歯止めがかかった場合、主要国の金融政策がハト派化したことによる世界的低金利に加え、多くの国で財政が拡張（景気刺激）的に運営され始めていることの効果がでてくるだろう。

また、昨年半ばから世界的に下降局面にある自動車やIT関連の受注・生産も足元で悪化のペースは鈍ってきた。製造業の循環的な底打ちも2020年の景気持ち直し要因となることが期待される。

リスク・オフの後の転換点を探る

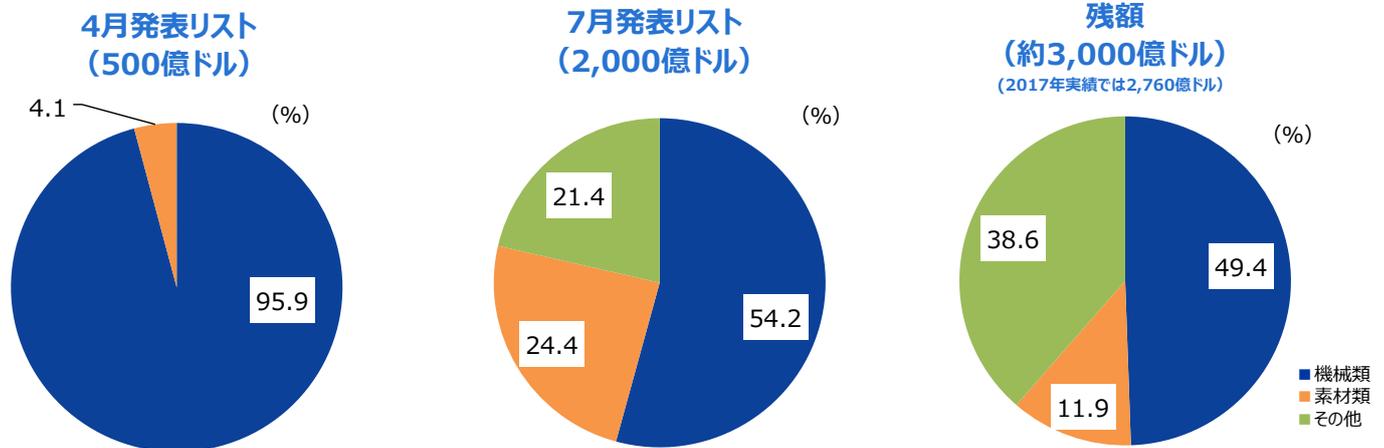
但し、当面の情勢は高度に不確定な要素が多い（関税を巡る動きの帰結、戦略分野における米国の「中国締め出し政策」の展開と効果、中国の世論・通貨政策、米経済のモメンタム、など）。このため、減速から回復に向かう過程はかなりの曲折が予想される。

交渉が不調に終わって以降、5月末にかけて、米中共に対話を打ち切っていないが、ファーウェイへの規制強化など対立は高まる方向が続いている。企業心理への悪影響が顕在化、金融市場でも、米長期金利が2.2%台をつける一方、商品価格が低下、ハイ・イールド債を中心に米社債や新興国債（特に米ドル建て債）のスプレッド（米国債との利回り格差）が拡大するなど、「安全資産への逃避」の動きが広がる兆候がある。市場が不安定化して、米中両国の政府に歩み寄りを促す、という可能性も否定できない。当面ダウンサイドを意識しつつ、年後半に向けて転換点を探ることになりそうだ。

5月末の時点では報道等を見る限り、米中交渉は活発化していないが、当面の想定としては、6月に入ってコンタクトが再開、6月末の主要20カ国・地域（G20）サミット（大阪）でおそらく米中首脳会談が行われよう。3,000億ドル分に対する新規の関税が延期されるか、部分的（10%程度か）に開始されてしまうかは微妙だが、夏場にかけて交渉が継続すると予想する。

※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。

関税対象の品目別比率



(出所) USTR、UN comtrade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

米中交渉が最大の不確定要因

米中貿易交渉は関係者からは前向きなコメントが続いたが、5月5日にトランプ大統領が交渉の遅れを理由に中国からの輸入2,000億ドル分に関する追加関税引き上げ（10%→25%）を表明、一転して対立が高まる方向となった。補助金や技術移転、知的財産保護などに関し法改正を求めるなど、米国が中国の内政分野に踏み込んだ要求をしたことに対し、中国政府・共産党（一部）が反発、習近平主席もそれを無視できないと判断した可能性が伺われる。

日程的には6月1日の中国側の報復措置（対米輸入600億ドル分に関する関税引き上げ）発効、6月4日の天安門事件30周年、6月28～29日のG20大阪サミット（米中首脳会談の可能性）、米国側の対中輸入3,000億ドル分に対する新たな関税に関する手続き（公聴会後の意見聴取期限が6月24日となっており、数週間の事務処理を経て早ければ7月中旬）などが重要だろう。6-7月上旬の展開によってその後のシナリオが変わる状況といえる。

先にも述べたようにメインシナリオは米中首脳会談実施、関税は現状維持（ないし小幅の引き上げ）としつつ交渉が継続するケースだが、米中共に歩み寄りの兆候がみられない場合は（G20大阪サミットで米中首脳会談が開催されないケースも含めて）、2020年に向けて景気の停滞が継続するシナリオに切り替える必要が出て来よう。

関連して、①主要国（特に米中）の企業や消費者心理のデータにどの程度影響してくるか、②海外の長期金利の低下や、人民元の軟化が、円高の進行につながらないか、などを注視したい。

米中交渉以外では、①米国とイランの対立を軸とする中東情勢、②わが国の参院選挙を巡る情勢（衆参同一選挙の有無、消費税引き上げに関する決定など）、③ECBの金融政策や次期総裁人事などが市場に影響する可能性がある。日米、米欧の貿易交渉、英国保守党党首選と英国の欧州連合からの離脱（Brexit）も重要だが、市場に影響するのはやや先だろう。

（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		
5月	18日	豪	総選挙			
	23日	インド	総選挙			
	22-23日	--	OECD閣僚会議			
	23-26日	欧州	欧州議会選挙			
6月	1日	中国	対米関税引き上げ実施（600億ドル分）	6月	8-9日	G20財務相・中銀総裁会議（福岡）
	4日	中国	天安門事件30周年		19-20日	金融政策決定会合
	4-5日	米国	金融政策のフレームワーク検討会議（シカゴ連銀）		26日	通常国会閉会
	6日	ユーロ	ECB政策理事会		28-29日	G20首脳会議（大阪）。米中首脳会談？
	9日	メキシコ	地方選挙			
	14日	ユーロ	EU経済財務相理事会（ECOFIN）			
	17日	米国	対中輸入関税3,000億ドル分の公聴会			
	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）			
	24日	米国	公聴会後の意見公募締切			
	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	1日	ユーロ	フィンランドがEU議長国に就任	7月	29-30日	金融政策決定会合
	25日	ユーロ	ECB理事会		月内	参院選（21日？）
	上～中旬	米国	対中輸入関税3,000億ドル分の手続き完了			
	月内	米国	パウエルFRB議長の半期議会報告			
	月内	--	IMF World Economic Outlookの公表			
8月	下旬	米国	ジャクソンホール・シンポジウム			

（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：企業心理の慎重化を警戒

雇用は安定、生産調整による設備投資の悪化も2016年ほど深刻ではない。今のところ海外景気悪化の中でも、米景気の減速は限定的で連邦準備制度理事会（FRB）の政策金利も横ばいを予想。但し、今後は米中関係悪化による直接的影響は軽微だが先行き不透明感の高まりや金融市場の動揺を受けて、企業が雇用・設備投資の抑制を始めると、米景気も下振れするリスクはある。関税そのものより、企業行動の変化が焦点だろう。

中国：2019年の見通しを下方修正

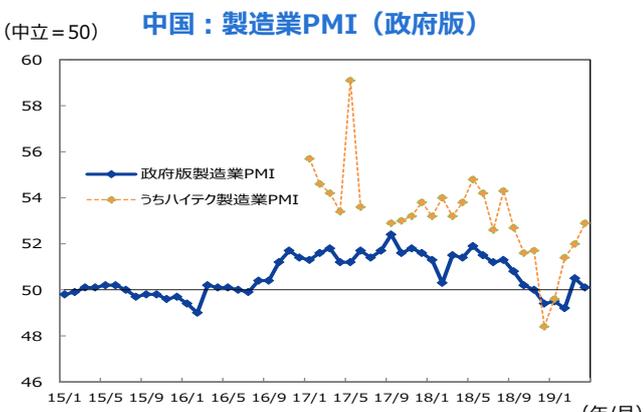
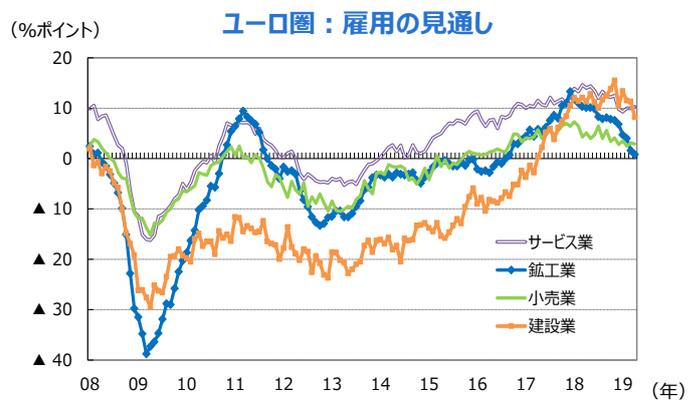
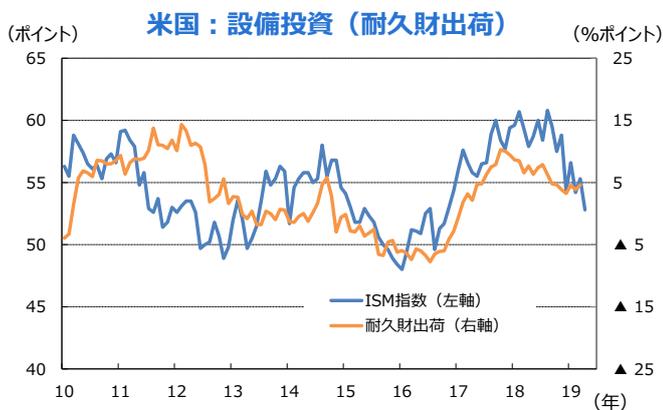
4月の指標悪化は4月1日の増値税引き下げ前後の変動だったが、問題は5月以降。米中摩擦激化を受けPMIなどは再度悪化しよう。成長率は7-9月期にかけて鈍化した後、財政刺激（2019年度予算で歳出は前年比6%増）の効果で持ち直すだろうが、2019年の成長率見通しを6.5%から6.2%に修正した。中国政府は人民元の安定を維持すると予想するが、1ドル＝7人民元に接近する中、当局の姿勢に注目したい。

ユーロ圏：利上げは2021年後半以降

米中貿易対立が再燃する中、製造業では雇用の見通しも悪化。サービス業や建設業はまだ堅調だが、先行き不透明な状況が長期化すれば影響が出る可能性もある。コアインフレ率が4月に加速したのは特殊要因によるもので、3・4月を均せば安定している。保護主義の高まりを背景に欧州中央銀行（ECB）はフォワードガイダンスを更に修正するとみられ、政策金利に関する予想を2020年末まで据え置き（利上げは2021年以降）に修正した。

日本：製造業主導の減速が継続

外需・製造業が低迷する一方、消費や財政政策がサポートする構図。1-3月の成長率上振れは輸入減が主因であり見かけほど強くない。4-6月以降、内需が景気の下支えとなるが、米中対立を受けて2019年後半の輸出、設備投資の回復は遅れる見通し。1-3月のGDPが上振れる一方、年後半の成長率を下方修正した結果、2019、2020年度の成長見通しは当面据え置いている。参院選と消費税を巡る議論に注意。



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6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

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	弱	中	強	・米中協議をにらみ不安定な展開を予想。先行き不透明な中、企業行動の慎重化が見込まれ、業績底入れ時期が遅れる可能性。但し、年後半に向けて業績のモメンタムは徐々に改善するとの見方は維持。景気支えのための財政出動も支え要因となることが期待され、株式相場は年後半持ち直し展開を期待。	
	米国	弱	中	強	・足元の企業業績は力強さに欠けており、貿易摩擦のマイナスのインパクトが今後徐々に予想に反映される見込み。消費財を中心とする追加的な関税への懸念も上値を抑える要因。但し、一方でハト派的な金融政策が株価の下支え要因となることが期待される。下方リスクを意識しつつもレンジ推移を予想する。	
	欧州	弱	中	強	・マクロ指標は内需・外需共に軟調。ECBの金融政策のハト派化はプラスチック材料だが、米保護主義をうけた企業心理悪化、Brexit交渉など政治的不透明要因が上値を抑え、レンジでの推移が予想される。米中交渉、Brexitに加え、ナショナリズムなどが下方リスク。アップサイドとしては中国マクロの下げ止まりに留意したい。	
	豪州	弱	中	強	・政府によるインフラ投資増による景気支え、総選挙で予想に反し与党保守党が勝利したこと、RBAが利下げに動く見通しであること、などがプラス材料。但し、バリュエーション的には相対的に割高、4大銀行など主要銘柄の業績上振れ余地も小さく、上昇余地は限定的。米中対立、中国経済は引き続き注目材料。	
	アジア	先進国 (HK, SG)	弱	中	強	・香港はEPS予想の下方修正が再び加速。米中摩擦再燃が背景にある模様。但し、足元のバリュエーション低下（デスカウント）は行き過ぎで、割安感がある。シンガポールは、アジアの中で割安感がある上、主力の銀行株の貸出し・利ざや拡大を背景に業績見通しの改善が続いており相対的にポジティブ評価。
		新興国	弱	中	強	・米中対立の激化を受けた不透明感の高まりをうけて資金流出がみられた。米中対立帰趨がある程度明らかになるまで、下値固めの展開とみられる。但し、中期的には中国を含め各国の景気対策、先進国の低金利、業績下方修正一巡、地域経済への成長性への期待などが株価を上昇基調に復することが期待される。
	新興国	弱	中	強	・米国の追加関税の実施を受けて、短期的には不透明感が高まり、資金流出がみられた。先進国の金利低下はサポート材料だが、米中対立の世界経済・企業業績への影響が明らかになるまで下値固めの展開。中期的には中国の景気対策、先進国の低金利持続、業績下方修正終了などから緩やかな上昇を予想。	
リート	日本	弱	中	強	・足元で急上昇後の調整もみられたが、堅調な不動産市況、低金利の下での4%台の分配金利回り（3%の分配金成長）、不透明な外部環境に対するデフエンス性などの魅力は継続。リーターの経営努力（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との見方を維持。	
	アジア	弱	中	強	・米国中心に金利の低位安定が続く見通しとなっていることはプラス環境。欧米は循環的に賃料鈍化局面で上値が限定されるが、アジア・オセアニアについては、低金利の下での業績安定性やデフエンス性が評価されやすいこと、独自要因で成長継続が見込まれる銘柄があること、等から相対的に堅調な推移を見込む。	
債券	日本	弱	中	強	・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あることに加え、米中貿易摩擦長期化により年後半の景気見通しが従来想定よりも下振れてきており、当面マイナス圏で推移が継続する見通し。米中対立が小康状態となってくれば海外金利と共にゼロ〜小幅プラスに戻る可能性があらう。	
	米国	弱	中	強	・米中対立は景気抑制、質への逃避につながり、金利は当面低位で推移。通商協議の先行きは不透明だが、最終的には3,000億ドルへの関税課税は回避されると想定。金利は低位で推移後、緩やかにレンジ切り上げ。ただ、インフレ安定下FRBは慎重な姿勢を続ける見込みで金利上昇幅は抑制されよう。	
	欧州	弱	中	強	・米中対立激化、製造業の景況低迷を受けて長期金利は当面低位での推移が続く。景気が下げ止まるにつれ、金利も徐々に底入れしてゆく展開を見込むが、成長率の回復が緩やかな中、ECBはハト派化する方向であり利上げは2021年以降にずれ込む見通しとなっており、金利上昇余地は限定的となろう。	
	豪州	弱	中	強	・5月21日のRBA総裁の講演内容から判断して、RBAは0.5%程度の利下げを実施する可能性が高まった。賃金伸び悩みがインフレ・個人消費の下振れリスクになる中で、米中問題が悪化したことが背景とみられる。長期金利は米国と連動する展開。	
	新興国	弱	中	強	・米中対立激化を受けた安全資産への資金シフトにより米債とのスプレッドは拡大傾向が見込まれる。しかし、FRBがハト派化し先進国の長期金利が低下していること、インフレ安定のもと一部諸国は利下げに動いていること、等から資金流出は緩やかとみられ、長期金利の水準については低水準での推移が予想される。	
クレジット	投資適格	弱	中	強	・米中貿易摩擦の深刻化をうけた業績への警戒感や、M&A関連の大型発行による供給増をうけたスプレッドは小幅拡大した。しかし、モデル上はフェアバリュに戻ったこと、主要中銀のハト派シフトをうけた長期金利低下等から、更なる調整のリスクは限定的。海外からの資金フローが回復してくれば需給にプラス材料となる。	
	ハイ・イールド	弱	中	強	・米中摩擦が深刻化し、金融・エネルギー・テクノロジーセクターを中心にスプレッドが拡大し、モデル対比ではやや割高〜フェアバリュ。主要中銀のハト派化と長期金利低下を考えると、スプレッドの更なる大幅拡大は見込みにくい。米中対立による減益、商品市況下落、株式市場のボラティリティ上昇などがダウンサイドリスク。	
通貨	米ドル	弱	中	強	・日米金利差はドル高円安要因だが、米中対立の再燃を受けたリスク傾向や、FRBの様子見姿勢、日銀の緩和余地は小さいこと、等がドルの上値を抑制し、レンジでの推移となろう。米中対立（人民元の動きを含む）、雇用を中心に米国の国内部門の安定が続くが、2点が当面の焦点。	
	ユーロ	弱	中	強	・ユーロは底値圏にあるとみられ、中期的にはユーロ回復に向かうとみられるが、当面はユーロ圏景気の低迷継続に加え、通商懸念が再び高まっており、ECBによる利上げ開始は更に遅れる見通し（2019、2020年は利上げなしの公算大）となってきたことから、ユーロの上値が重い展開となる見通し。	
	豪ドル	弱	中	強	・米中対立の激化とRBAの利下げ検討を受けて豪ドル安方向にレンジがシフト。米国で金利先安観が続いていることや、総選挙で保守党が勝利したことがサポート材料となるため、0.68米ドルが当面の目途とみられるが、米中対立や雇用動向によって下振れリスクも残るためレンジとしては0.66-0.71米ドルを想定。	

（注）2019年5月24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
国内株式															
TOPIX	1,430	1,700	1,550	1,430	1,700	1,550	1,450	1,720	1,570	1,450	1,730	1,580	1,470	1,750	1,600
日経平均株価	19,000	22,500	21,000	19,000	22,500	21,000	19,500	23,000	21,300	19,500	23,200	21,400	20,000	23,500	21,500
TOPIX（配当込）	2,164	2,571	2,345	2,177	2,583	2,357	2,219	2,625	2,400	2,232	2,653	2,427	2,274	2,695	2,470
東証小型株指数	2,650	3,150	2,850	2,650	3,150	2,850	2,680	3,180	2,880	2,680	3,200	2,900	2,700	3,220	2,920
国内債券															
10年国債金利	▲0.15	0.05	▲0.05	▲0.15	0.05	▲0.05	▲0.15	0.05	▲0.05	▲0.15	0.10	0.00	▲0.10	0.10	0.00
NOMURA-BPI（総合）	385	392	388	385	392	389	385	393	389	384	393	388	384	391	388
外国株式															
S&P500	2,525	3,025	2,825	2,575	3,075	2,875	2,600	3,100	2,900	2,650	3,150	2,950	2,700	3,200	3,000
NY DOW	22,500	27,000	25,200	23,000	27,400	25,600	23,200	27,600	25,900	23,600	28,100	26,300	24,100	28,500	26,800
NASDAQ	6,900	8,300	7,710	7,000	8,400	7,850	7,100	8,500	7,910	7,200	8,600	8,050	7,400	8,700	8,190
EURO Stoxx	330	390	370	330	390	370	340	410	380	340	420	380	350	420	390
FT100	6,500	7,700	7,300	6,500	7,700	7,300	6,600	8,200	7,400	6,700	8,300	7,500	6,900	8,300	7,700
MSCI（¥）	2,171	2,993	2,649	2,212	3,038	2,693	2,267	3,131	2,760	2,309	3,208	2,822	2,377	3,253	2,904
MSCI Emerging（Gross US\$）	2,150	2,500	2,300	2,150	2,550	2,350	2,200	2,600	2,400	2,250	2,650	2,450	2,300	2,700	2,500
MSCI AC APAC ex Japan（Gross US\$）	1,250	1,450	1,350	1,300	1,500	1,400	1,300	1,500	1,400	1,350	1,550	1,450	1,350	1,550	1,450
MSCI AC Asia ex Japan（Gross US\$）	1,300	1,500	1,400	1,400	1,600	1,500	1,400	1,600	1,500	1,450	1,650	1,550	1,450	1,650	1,550
外国債券															
米国10年金利	2.00	2.60	2.40	2.20	2.80	2.60	2.40	3.00	2.70	2.40	3.00	2.70	2.40	3.00	2.70
独国10年金利	▲0.30	0.30	▲0.10	▲0.20	0.40	0.10	0.00	0.60	0.20	0.10	0.70	0.30	0.10	0.70	0.30
英国10年金利	0.80	1.40	1.00	0.90	1.50	1.20	1.10	1.70	1.30	1.20	1.80	1.40	1.20	1.80	1.40
米国30年金利	2.70	3.10	2.80	2.70	3.20	2.90	2.70	3.20	2.90	2.70	3.20	2.90	2.70	3.20	2.90
FTSE-WGBI（¥）	412	499	459	411	498	455	409	494	457	410	495	463	413	498	467
FTSE-WGBI（¥Hedge）	385	400	394	382	397	389	379	393	388	379	393	387	380	393	388
為替															
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	70.00	85.00	75.00	70.00	85.00	75.00	70.00	85.00	76.00	70.00	85.00	77.00	70.00	85.00	78.00
短期金利															
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
政策金利															
米FFレートの	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
ユーロレポレートの	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5月21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>

追加的な関税など貿易摩擦の深刻化懸念が上値を抑える展開を想定

- S&P500種指数の12カ月先予想株価収益率（PER）は15.9倍（5月29日）。当面予想PERは15～17倍程度のレンジでの推移を想定する。
- 企業業績の先行きを判断するリビジョンインデックスは、最悪期を脱し、改善傾向を強めており、業績の下方修正はいったん底入れしたと言えよう。しかし、米中貿易摩擦の生産へのマイナスインパクトは今後徐々に業績予想に反映される可能性があり、業績の上方修正が継続するかは依然不透明と考えられる。
- 目先は消費財を中心とする追加的な関税など貿易摩擦の深刻化懸念が上値を抑える展開を想定する。ハト派的な金融政策スタンスに対する期待は株価の下支え要因となろう。

<債券市場>

長期金利は低位で推移した後、緩やかに水準を切り上げ

- 国債：米中通商懸念が重石となって景気の持ち直し感が出てこない展開が想定され、質への逃避の動きも出やすく、長期金利は低位での推移が続こう。最終的に3,000億米ドルの追加関税は回避されると想定しており、年後半、長期金利は緩やかに水準を切り上げると予想される。
- 投資適格社債：M&A関連の大型新発社債の発行が一巡し、今後は需給面での改善が期待される。FRBがハト派的な金融スタンスを維持する中では、社債と国債のスプレッドの大幅な拡大は見込みにくく、堅調な推移が続こう。
- ハイ・イールド社債：金融・エネルギーなどを中心にスプレッドが拡大したが、緩和的な金融スタンスが維持されている中では、スプレッドの大幅な拡大は見込みにくい。今後は、米中貿易摩擦の深刻化による企業業績の下振れや商品価格の下落等が懸念材料だが、当面はレンジ圏での推移を見込む。

S&P500種指数とリビジョンインデックス



(注) データは2016年1月7日～2019年5月29日（リビジョンインデックスは5月23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、（上方修正件数－下方修正件数）÷（上方修正件数＋下方修正件数）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

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	時価総額比 (%)	2019				2020	2019	2020
		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)		
S&P500全体	100.0	1.5	0.9	1.7	8.0	11.4	3.0	11.7
一般消費財	10.2	8.1	1.2	7.9	10.5	8.4	6.9	12.3
生活必需品	7.4	0.6	▲1.2	1.8	3.4	6.4	1.2	6.8
エネルギー	5.0	▲26.1	0.3	▲7.5	▲3.1	78.4	▲8.5	30.7
金融	13.2	8.0	6.1	7.1	18.8	7.1	9.3	8.6
ヘルスケア	14.1	10.3	2.8	3.3	8.8	6.0	6.1	9.5
資本財・サービス	9.3	6.9	▲0.1	6.8	10.2	10.6	5.9	12.9
素材	2.6	▲13.4	▲18.4	▲13.3	▲6.5	4.8	▲12.9	10.8
不動産	3.1	6.3	1.2	3.5	6.3	3.1	4.3	6.0
情報技術	21.1	▲1.6	▲7.9	▲4.7	5.5	11.3	▲1.9	13.9
電気通信	10.5	▲9.9	16.3	0.9	3.4	18.5	2.2	12.4
公益事業	3.4	▲0.5	1.8	3.9	16.0	4.6	4.2	6.1

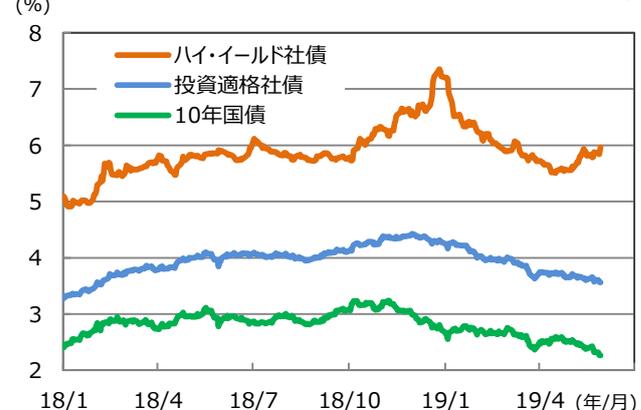
(注1) データは2019～2020年、2019年1-3月期～2020年1-3月期。

(注2) 色付きセルは2019年4-6月期以降、2020年の2桁増益セクターを示す。

(注3) 予想はI/B/E/S（2019年5月29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

国債、社債利回りの推移



(注) データは上図が2008年1月2日～2019年5月29日、下図が2018年1月1日～2019年5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（米国）（2）

<株式市場の注目点>

米中貿易摩擦の影響を受ける米国株式市場

○米中貿易摩擦再燃から調整基調～年初来高値から概ね3～4%の調整

米中貿易摩擦の再燃を受けて、株式市場は調整基調にある。年初来高値から5月29日までの下落率はS&P500種指数が▲5.5%、ナスダック総合指数が▲7.6%、NYダウ指数が▲5.7%となった。主要セクターの年初来高値からの下落率は、「ヘルスケア」が▲6.0%、「情報技術」が▲8.1%、「金融」が▲5.7%、「電気通信」が▲6.4%、「一般消費財」が▲7.4%となった。

○米中貿易摩擦再燃から調整基調～「電気通信」のリビジョンは大幅悪化。「情報技術」のリビジョンは堅調

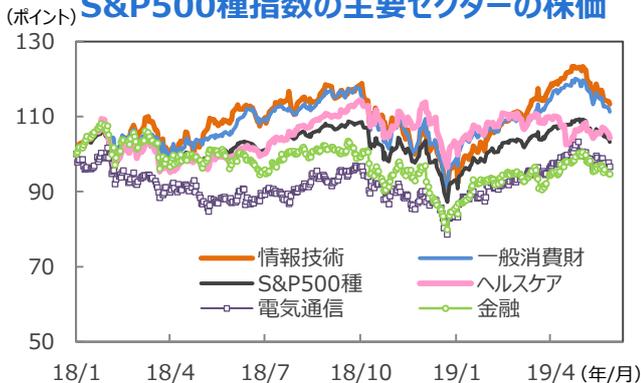
米中貿易摩擦の再燃から、米国株式市場は、調整基調で推移している。こうした中、業績の先行きを見るリビジョンインデックスの変化を4月8日から5月23日の主要5セクターで見ると、「情報技術」が+4.8→+17.3、「ヘルスケア」が+6.1→+28.2、「金融」が▲28.8→+18.8、「一般消費財」が▲8.0→+10.7と大幅に改善している。

- 一方、「電気通信」は+1.2→▲8.1と悪化した。「電気通信」は知的財産権など米中貿易摩擦再燃の影響を強く受けていると思われる。
- 足元では堅調に推移しているリビジョンインデックスだが、米中貿易摩擦による生産への波及効果を考えると、「情報技術」も含め収益見通しの上方修正が続くのか、慎重に見極める必要がある。

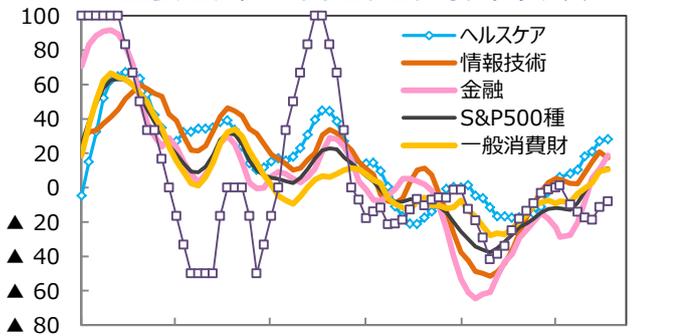
○当面はサービス等内需企業に注目

- 米中貿易摩擦の影響は今後多くのセクターに広がることが懸念される。中国からの輸入2,000億米ドルへの追加関税が25%に引き上がるが、投資の抑制なども含めると、米国の製造業の生産に与える波及効果は、鉱工業生産全体で▲0.80%と試算され、その影響は決して小さくない。中でもコンピュータ・電子製品・光学製品製造業、ゴム・プラスチック製造業、自動車製造業等には大きな影響が出ると考えられる。米中貿易摩擦に一定の目途が立つまでは、中国との貿易率が低く、米国内の需要に収益が支えられているサービス等の内需企業に注目する必要がある。

S&P500種指数の主要セクターの株価



主要セクターのリビジョンインデックス



米中貿易摩擦による生産への波及効果

主な製造業	生産への影響 (%)	
	米国	中国
コンピュータ・電子製品・光学製品製造業	▲1.68	▲5.98
ゴム・プラスチック製造業	▲1.19	▲1.98
自動車製造業	▲1.12	▲1.43
電気機械・一般機械製造業	▲1.07	▲2.15
織物・衣服・皮革製造業	▲0.94	▲1.05
材木・木製品製造業	▲0.90	▲1.22
コークス・石油製品製造業	▲0.69	▲1.07
一次金属・金属製品製造業	▲0.61	▲1.61
化学・医薬品製造業	▲0.53	▲1.30
その他製造業(家具・宝飾・スポーツ用品等)	▲0.27	▲2.55
製造業生産	▲0.80	▲1.89

(注1) 追加関税引き上げ、ファーウェイショック、投資抑制、中国の消費抑制を考慮。追加関税引き上げ：米国による中国からの輸入2,000億米ドルに対する25%関税+中国の報復関税、ファーウェイショック：売り上げの3割相当の産出減を想定、投資抑制：固定資本投資(除く建設)が一律1%減少と想定、消費抑制：中国の消費が0.5%減少と想定。

(注2) 波及効果は、OECDのInter-Country Input-Output (ICIO) tablesを基に三井住友DSアセットマネジメント試算。関税に対する弾性値を1と仮定して試算。

■ は波及効果の大きい上位3製造業。
(出所) OECD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（欧州）

<株式市場>

米中貿易摩擦による業績へのマイナスインパクトから下値が意識される展開

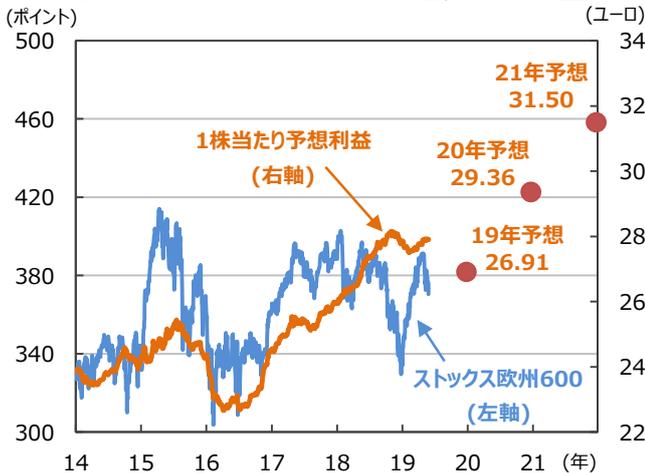
- ストックス欧州600指数の12カ月先予想PERは13.8倍（5月27日）。今後は13-15倍程度のレンジでの推移を想定する。米中貿易摩擦によるマイナスのインパクトは今後徐々に業績予想に反映される見込みで、下方リスクを意識した展開となろう。
- 足元の経済指標は内外需とも軟調な動きが継続している。米中貿易摩擦に加え、Brexit、イタリア問題など、バリュエーションの拡大を妨げる要因も多い。上振れリスクは米国通商政策の不透明感の後退や中国景気の急拡大。下振れリスクはハードBrexit、その他ナショナリズム標榜勢力の台頭によるEU危機、米中交渉の決裂などが想定される。

<債券市場>

低位で推移した後、緩やかに水準を切り上げ

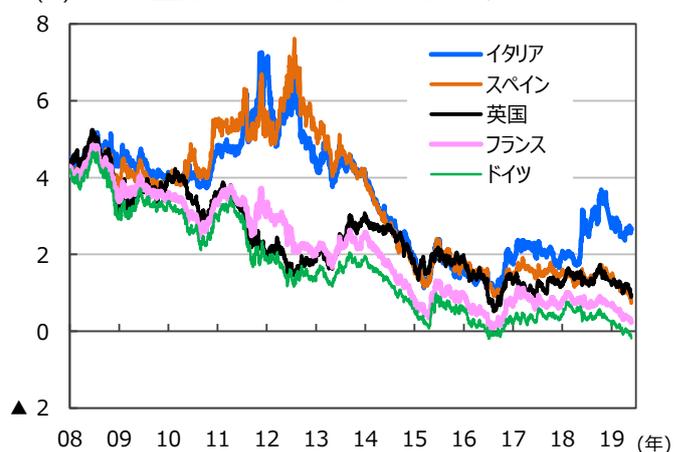
- ユーロ圏の景気は、年後半にかけて持ち直していく見通しながら、米中通商懸念は企業センチメントの悪化などを通じてユーロ圏へもマイナス要因となろう。製造業の低迷も継続しており、当面、長期金利は低位で推移する見通し。
- 年後半の景気回復もそのペースは緩やかなものにとどまることやECBの緩和的なスタンスが維持される見込みであることなどから、長期金利の上昇幅は限定的なものになる見通し。

ストックス欧州600と1株当たり予想利益



(注1) データは2014年1月2日～2019年5月29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5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

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5月29日（リビジョンインデックスは5月23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 (実績)	2019 (予想)
	1-3月 (予想・実績)	4-6月 (予想)	7-9月 (予想)	10-12月 (予想)	1-3月 (予想)		
ストックス欧州600 全体	▲ 2.4	3.1	1.5	7.2	18.4	6.5	4.7
素材	▲ 26.9	▲ 22.5	▲ 21.5	▲ 32.5	▲ 3.2	5.3	▲ 0.5
一般消費サービス	▲ 12.6	2.0	2.4	3.3	6.9	1.0	3.9
生活必需品	17.6	6.4	18.3	17.1	0.2	5.3	8.2
エネルギー	1.0	7.6	▲ 6.3	17.8	36.1	40.5	2.2
金融	▲ 5.1	▲ 2.7	▲ 1.5	21.0	6.6	7.6	4.8
ヘルスクア	15.0	8.3	1.7	0.1	4.8	4.6	2.8
資本財/サービス	9.9	9.8	25.7	14.3	51.8	2.7	8.3
情報技術	0.1	7.1	2.2	26.1	35.5	6.4	8.7
電気通信	▲ 6.4	▲ 7.6	24.1	36.1	77.7	▲ 12.6	4.9
公益事業	▲ 3.5	83.4	7.6	▲ 24.4	▲ 9.7	▲ 2.0	7.3

(注1) データは2018～2019年、2018年10-12月期～2020年1-3月期。
 (注2) 色付きは2019年4-6月期以降の2桁増益セクターを示す。
 (注3) 予想はI/B/E/S（2019年5月28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>

シンガポールで銀行株の業績見通し改善が継続

- 香港は、足元で1株当たり予想利益の下方修正のペースが再び加速している。米中貿易摩擦の再燃が背景にあると考えられる。ハンセン指数の12カ月先予想PERは5月29日時点で10.8倍と、米国S&P株価指数の同16.7倍より約35%のディスカウントとなっている。2010年以降の平均ディスカウントが26%であることから、足元の香港株のバリュエーションはややディスカウントが行き過ぎていると考えられる。
- シンガポールは、予想PERの水準（5月29日12.4倍、ストレートタイムズ指数）から、アジア域内において相対的に割安度が高い状況に変化はない。株式市場の時価総額の約4～5割を3大銀行が占めており、銀行株の業績の影響を受けやすい。3大銀行は貸出の伸び及び利ザヤの拡大など、業績見通しの改善が継続しており株価を支えると考えられる。

<中国株式市場>

米中協議が完全な交渉決裂に至らなければ、株式市場は徐々に落ち着きを取り戻そう

○財政対応強化で景気失速は回避へ

- 中国株式市場は米中貿易摩擦の再燃から調整を余儀なくされた。中国の景況感は5月以降、明確に悪化すると考えられる。こうした景気の下押し圧力に対し、中国政府は即効性の高いインフラ投資を中心に政策対応を強化し、景気失速を回避させるとみられる。政府は今年の歳出予算を大きめに計上しており、財政拡大余地がある。

○米中通商交渉の行方に注目

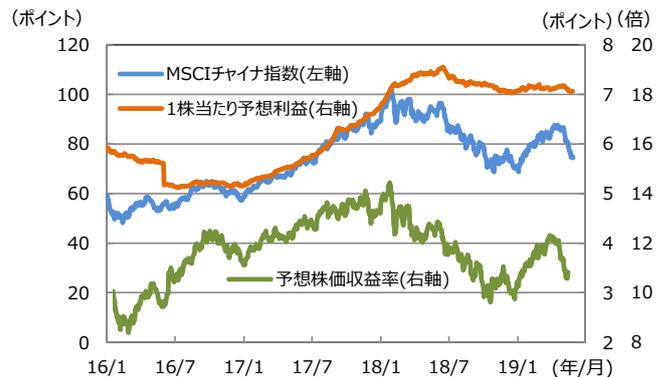
- グローバル景気に大きな影響を及ぼす米中通商交渉の行方が引き続き最大の注目材料となろう。今後両国が歩み寄り、米中首脳会談の実現など米中協議が進展することが期待される。ただ、交渉の帰趨に関わらず、中国政府の政策対応で景気の失速は回避される見込みだ。完全な交渉決裂に至らなければ、株式市場は徐々に落ち着きを取り戻すと思われる。

アジア株価指数、予想株価収益率の推移



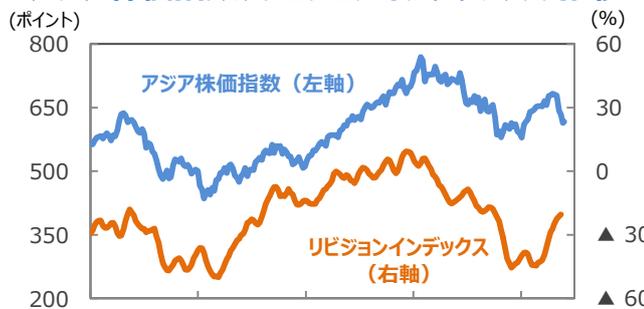
(注1) データは2006年1月2日～2019年5月29日。
 (注2) アジア株価指数 (MSCI AC アジア (除く日本)) は米ドルベース。予想株価収益率 = 株価 ÷ 1株当たり予想利益。1株当たり予想利益は12カ月先予想 (Bloomberg集計)。予想株価収益率の平均値の計算期間は2006年1月2日～2019年4月30日。アジア株価指数、1株当たり予想利益は2006年1月2日 = 100。
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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5月29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

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5月29日 (リビジョンインデックスは5月23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1/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、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5月29日 (リビジョンインデックスは5月23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1/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＞

インド総選挙～与党が圧勝。モディ政権は2期目へ、株式市場は堅調を維持

○**インド人民党が圧勝～過半数を超え、前回は上回る勢い**

・23日に開票が行われたインドの総選挙は、モディ首相率いるインド人民党（BJP）が過半数の議席を獲得し、事前予想を上回る勝利となった。選挙管理委員会によれば、下院の定数545議席のうち517議席が確定した時点で、BJPは293議席を獲得し、過半数を超えている。更に10議席の優勢が見込まれており、合計で300議席を超え、前回選挙を上回る圧勝となる勢い。

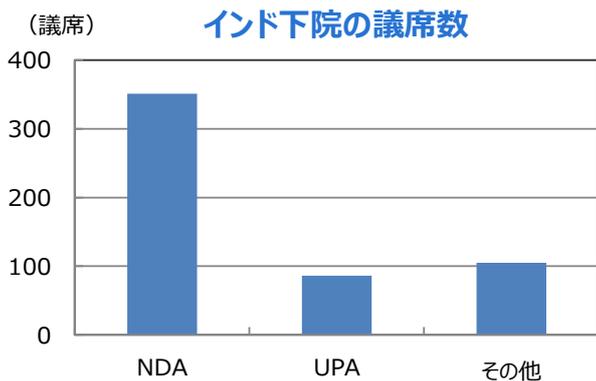
○**高い経済成長などが背景～モディ政権は2期目へ**

・BJPが勝利した背景として、第一に、モディ首相が約7%という高い経済成長を達成したことが挙げられよう。

・また、軍事的緊張関係が続くパキスタンとの紛争で、強気の姿勢をアピールしたことも国民の支持につながったとみられる。モディ首相は23日夜、支持者を前に勝利宣言を行い、「国民のために全力を尽くす」と述べ、首相続投へ意欲を示した。モディ首相は2期目の選挙公約で、160兆円相当のインフラ投資や農業の底上げを柱に据え、一段の経済成長を目指すとしている。

○**モディ政権継続による経済成長期待から株式市場は堅調を維持**

・インド株式市場では、与党連合が過半数を獲得するとの民間出口調査を受けて、20日に主要株価指数のSENSEXが過去最高値を更新するなど、株価が急反発した。これまで高額紙幣廃止や物品サービス税導入など経済改革を推進してきたモディ政権が続くことで、株式市場は買い安心感が強まり、経済成長期待から今後も堅調に推移すると期待される。



(注) データはインド時間24日8時30分時点。
NDAはBJPを中心とする与党連合、UPAは国民会議派を中心とする野党連合。議席数は優勢を含む。
(出所) 選挙管理委員会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5月29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 (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

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5月29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

大型株と中型株の推移



(注1) データは2010年1月4日～2019年5月29日。
(注2) 大型株：ニフティ50、中型株：ニフティ中型株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

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>

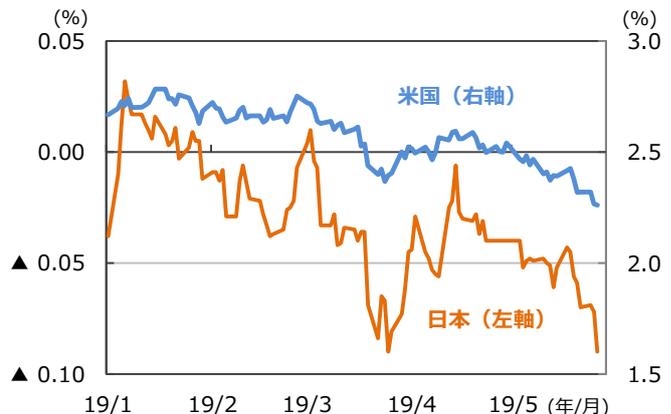
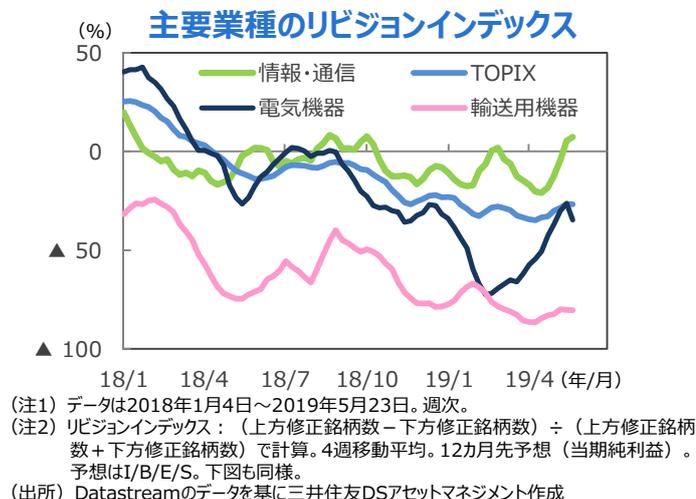
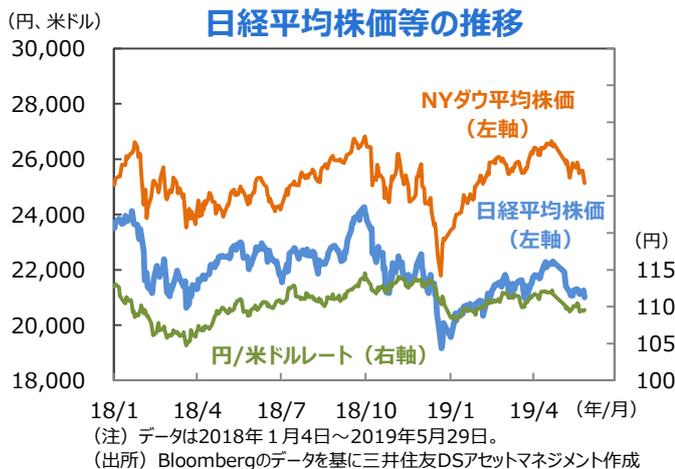
米中協議を睨み、不安定な展開を予想するが、年度後半に向けて持ち直す

- 日本株式市場は、米中協議を睨み、不安定な展開になると予想する。米中貿易摩擦の激化や協議難航を受け、企業業績が底入れし、回復へ向かう時期は遅れよう。ただし、年度後半に向けて業績のモメンタムが改善に向かうとの見方は継続。加えて、景気下支えを目的とする政策出動への期待が相場を下支えすると想定。株式市場は年度後半に向けて持ち直す展開を予想する。
- 上振れリスク：貿易協議などを巡る米中間の緊張の緩和、政策効果による景気及び企業業績のモメンタムの著しい改善、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：米中对立が深刻化し、更なる制裁関税の発動や個別企業への制裁などによって、景気及び企業業績の先行きへの懸念が高まる場合、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の推移を継続

- 日本の物価は、4月の東京都区部コアCPI（生鮮食品を除く）が前年比 + 1.3%（3月同 + 1.1%）と上振れた。食料品などで年度初めの値上げが見られた。ただ、単月の振れの大きな宿泊料、外国パック旅行による押し上げも大きく、この点は割り引いて見る必要がある。
- 日本の物価（コア）上昇率は0%近辺まで鈍化する見通しであり、日銀への追加緩和期待が熾りやすい状況が続く。消費増税による国内景気への影響を見定めるため、少なくとも日銀は2020年春頃まで現在の低金利を維持しよう。
- 米中貿易摩擦が長期化する中で、グローバル景気の底打ち時期も後ずれしよう。米中協議合意後は、グローバルに景況感が回復する中で、長期金利も上昇圧力を受ける見通し。



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＞米中貿易摩擦の影響～米中協議の山場は7月以降

○コンピュータや電気機械にはより大きなマイナスの影響～日本の製造業全体への影響は▲0.43%

- 米中貿易摩擦による世界生産への影響は大きなものとなる。ここでは製造業の生産への波及効果を、①追加関税引き上げ、②中国通信機器最大手のファーウェイに対する制裁、③世界の投資抑制、④中国の消費抑制、を条件に試算した。結果は、世界全体で▲0.9%生産が抑制される、となった（①▲0.4%、②▲0.2%、③▲0.3%、④▲0.04%）。世界生産の過去10年間の平均成長率が+6.5%なので、成長の大きな阻害要因と言える。
- 日本は米中に比べて影響は限定的だが、コンピュータ・電子製品・光学製品製造業や電気機械・一般機械製造業の生産には相対的に大きなマイナス要因となる。

○4-6期決算、年度下期の業績見通しに注目

- 米中貿易摩擦のマイナスの影響が、売上高・利益の実績・予想にどの程度織り込まれているかが注目される。

る。7月以降発表される4-6月期決算と年度下期の業績見通しを確認する必要がある。

○米中協議の山場は7月以降

- 6月は28-29日に開催される主要20カ国・地域（G20）サミットが注目される。G20で米中首脳会談が開催されても両国が合意に至る可能性は少ないと思われる。ただし、協議継続の確認を行うことで、両国の対話姿勢が維持されるだけでも市場には安心感が広がる可能性がある。
- 米中協議の山場は7月以降と思われる。米国では7月の中旬から中旬にかけて、中国からの輸入3,000億米ドル分の追加関税手続きが完了すると見られる。これが発動されれば、大統領選挙が実施される来年前半に米景気が失速するリスクがあり、トランプ大統領もその前に一応の決着をつける必要がある。
- 一方、中国は雇用環境が悪化するようなことがあれば、強硬な対米方針を変更せざるをえなくなる可能性がある。中国側も10月1日に国慶節を控え、米国と何らかの合意を目指すと考えられる。合意が形成されれば市場には大きなプラス要因になると期待されよう。

米中貿易摩擦による製造業への波及効果

主な製造業	生産への影響度 (%)			
	日本	米国	中国	全世界
コンピュータ・電子製品・光学製品製造業	▲1.01	▲1.68	▲5.98	▲3.11
電気機械・一般機械製造業	▲0.71	▲1.07	▲2.15	▲1.28
その他輸送機械製造業	▲0.67	▲0.64	▲0.87	▲0.65
一次金属・金属製品製造業	▲0.45	▲0.61	▲1.61	▲0.91
自動車製造業	▲0.42	▲1.12	▲1.43	▲0.76
ゴム・プラスチック製造業	▲0.36	▲1.19	▲1.98	▲0.98
その他製造業（家具・宝飾・スポーツ用品等）	▲0.36	▲0.27	▲2.55	▲0.87
化学・医薬品製造業	▲0.30	▲0.53	▲1.30	▲0.60
その他非金属鉱物製品製造業	▲0.27	▲0.64	▲0.73	▲0.43
紙製品製造業・印刷業	▲0.26	▲0.47	▲1.40	▲0.53
繊維・衣服・皮革製造業	▲0.21	▲0.94	▲1.05	▲0.57
コークス・石油製品製造業	▲0.16	▲0.69	▲1.07	▲0.42
材木・木製品製造業	▲0.15	▲0.90	▲1.22	▲0.65
製造業生産	▲0.43	▲0.80	▲1.89	▲0.89

(注1) 追加関税引き上げ、ファーウェイショック、投資抑制、中国の消費抑制を考慮した。追加関税引き上げ：米国による中国からの輸入2,000億米ドルに対する25%関税 + 中国の報復関税、ファーウェイショック：売り上げの3割相当の産出減を想定、投資抑制：固定資本投資（除く建設）が一律1%減少と想定、消費抑制：中国の消費が0.5%減少と想定。

(注2) 波及効果は、OECDのInter-Country Input-Output (ICIO) tablesを基に三井住友DSアセットマネジメント試算。関税に対する弾性値を1と仮定して試算。

▲は波及効果の大きい上位3製造業。

(出所) OECDのデータを基に三井住友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。

5月以降7月までの米中協議の流れ

年・月・日	米国	中国
2019年5月5日	大統領が2,000億米ドル分の中国からの輸入に関わる追加関税引き上げを示唆	
2019年5月9～10日	米中間級協議	
2019年5月10日	上記2,000億米ドル分の追加関税引き上げ、中国製品3,000億米ドルへの追加関税の検討を指示	報復措置を示唆
2019年5月13日	上記3,000億米ドル分に関する最大25%の追加関税の手続き開始	600億米ドル分の米国からの輸入に関わる追加関税引き上げ（最大25%）発表
2019年6月1日		600億米ドル分追加関税引き上げ実施
2019年6月17日	上記3,000億米ドル分に関する公聴会	
2019年6月24日	公聴会後の公意見締め切り	
2019年6月28～29日	大阪G20で米中首脳会談?	
2019年7月上旬～中旬	3,000億米ドル分関連の手続き完了	

(出所) 各種報道から三井住友DSアセットマネジメント作成

当期純利益の伸び率

業種名	当期純利益の伸び率 (%)			
	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)	24.9	▲4.8	6.9	8.7
製造業	23.9	▲10.0	4.1	16.1
非製造業	26.0	1.2	9.8	1.5
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)	29.3	▲6.6	4.9	8.8
製造業	29.7	▲12.2	0.5	16.8
非製造業	28.8	▲0.1	9.5	1.3
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)	▲2.9	12.7	21.4	10.7
製造業	▲9.1	12.1	29.7	14.9
非製造業	5.1	13.4	12.3	5.3

(注) 2019年5月27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

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>

- 日米金利差はドル高・円安要因であるが、米中通商懸念やFRBの様子見姿勢が続くことから、上値も抑制されるため、100-115円のレンジ内での推移が続く見通し。

<円/ユーロレート>

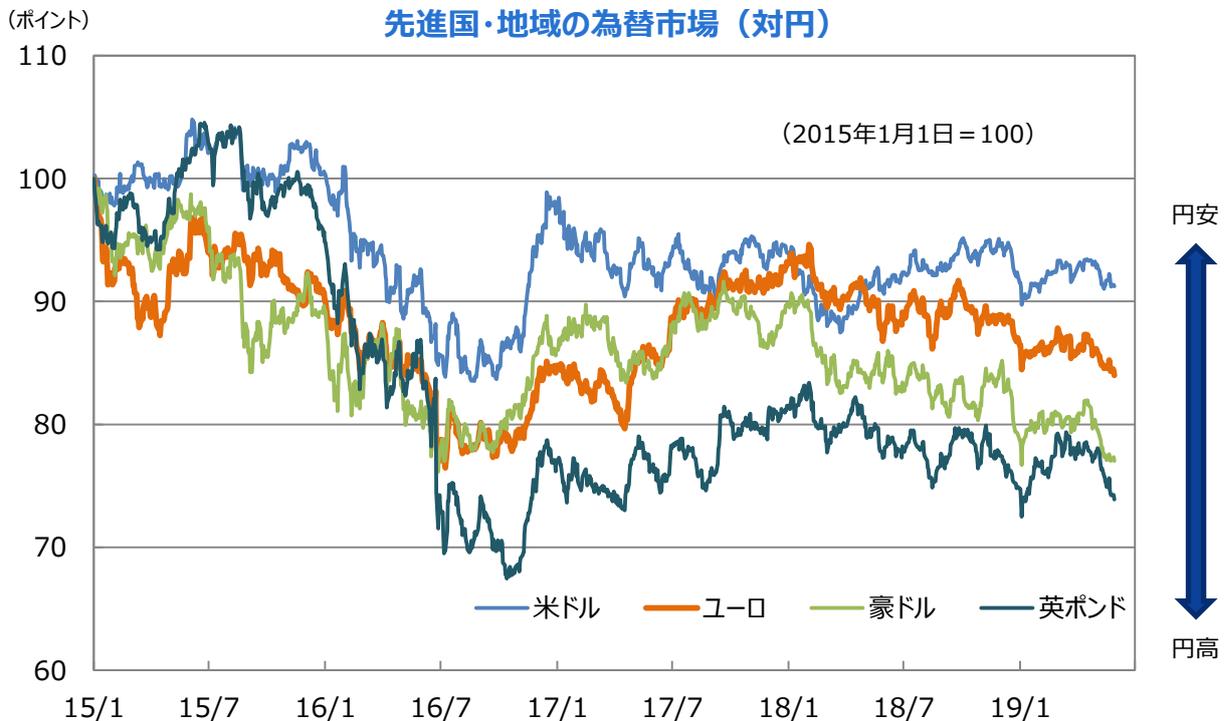
- 長期的にはユーロ圏の景気やコアインフレが緩やかに持ち直していくことがユーロのサポート要因となっている見通し。当面は、通商懸念やユーロ圏景気の低迷が継続していることがユーロに対する重石となろう。ECBも景気に配慮した緩和的な姿勢を続ける見通しから、ユーロの上値が重い展開が継続する見通し。

<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%前後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であることから、相場は底堅い推移を予想。ただし、Brexit交渉は一段と不透明さを増している。最終的に合意なき離脱は回避されると想定するが、依然として解決の目途が立たない状況が続いており、引き続きかく乱要因となろう。

<円/豪ドルレート>

- 米中通商対立の激化と豪州準備銀行（RBA）の利下げ検討を受けて、豪ドル安方向にレンジがシフトした。米国で金利先安観が続いていることや、総選挙で保守党が勝利したことがサポート材料となるため、0.68米ドル（円は75円程度）が当面の目途とみられるが、米中对立や雇用動向によって下振れリスクも残るため、レンジとしては0.66-0.71米ドル（70-85円）を想定する。



(注) データ期間は2015年1月1日～2019年5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。

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) 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) 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) 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3.78%（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5月29日



三井住友DSアセットマネジメント