

Asia
Research
Center

Market Monthly

2020年6月

アジア・マーケット・マンスリー

2020年5月 マーケットの振り返り

※当資料は「アジアリサーチセンター」のレポートを基に作成しています。

【株式】まちまち、【通貨】まちまち、【債券利回り】低下基調

【株式市場】

アセアン堅調、中華圏弱含み

5月のアジア株式市場は、まちまちの動きとなった。世界各国で新型コロナに関連する制限緩和の動きが見られ、**経済再開期待から市場心理は総じて好転した**。特に高値から下落率の大きかった**アセアン市場には見直し買い**が入った。一方、月後半、米中対立再燃が強く意識され、**中華圏市場は弱含む展開**となった。

アセアンの中でも、新型コロナがほぼ抑制され、早期の経済回復が期待される**ベトナムが前月に続いてトップパフォーマー**となった。資源価格の反転を好感したオーストラリア、通貨安による業績期待から韓国も堅調だった。一方、中国共産党の「香港国家安全法」発表で米中の緊張が高まる中、国際金融センターとしての地位が損なわれるとの見方から**香港が急落した**。

【通貨（対米ドル）】

アジア通貨はまちまちの動き

5月の主要アジア通貨はまちまちの動きとなった。新規感染者数の抑制、**経済活動の再開見通しから豪ドル、タイバーツが上昇した**。インドネシアルピアも中銀による介入期待から上昇した。一方、**金融緩和期待から韓国ウォン、米中対立懸念から中国人民元が弱含み**、周辺アジア通貨へ波及した。

【債券（国債）市場】

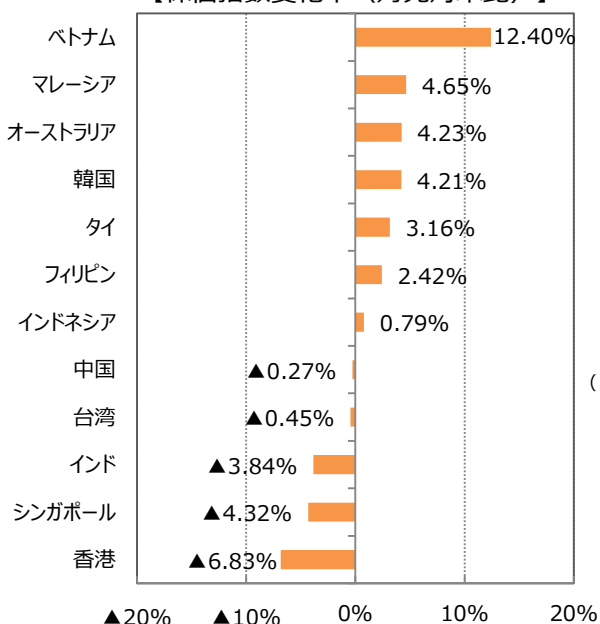
国債利回りは総じて低下

5月は多くのアジアで**国債利回りが低下した**。量的緩和への移行観測も含めて一段の**金融緩和期待が進んだ**ためだ。一方、**中国では、景気持ち直しを受けて国債利回りは上昇した**。

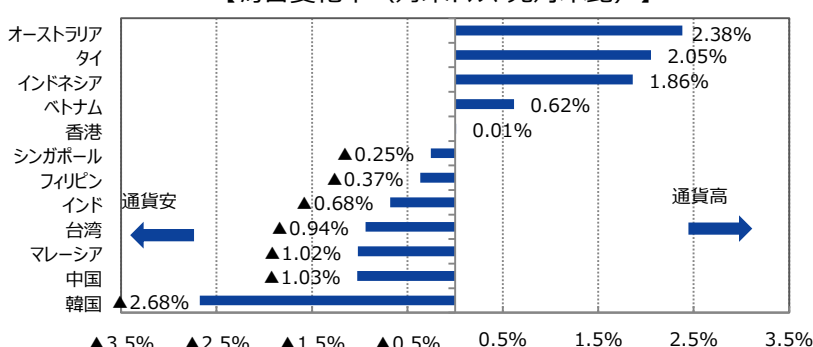
アジア：マーケット動向

2020年5月29日時点

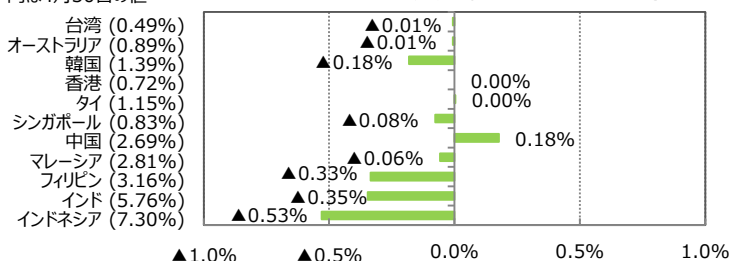
【株価指数変化率（対先月末比）】



【為替変化率（対米ドル、先月末比）】



【10年国債利回り及び変化幅（対先月末比）】



(注1) 2020年5月29日を基準に、先月末比は2020年4月30日からの騰落率。

(注2) 各国の株価指数の名称はP17参照ページに記載。(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重要な注意事項を記載しております。必ずご確認ください。

上記は当資料作成基準日現在のものであり、将来の成果およ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。



三井住友DSアセットマネジメント

アジア各国・地域のコロナ感染状況（１）

【日韓豪および中華圏】

新型コロナの発生源となった中国では、5月に地方都市で感染が散見されたが、地方政府が迅速に当該地域の封鎖措置を講ずるなどして感染拡大を抑え込み、生活は正常化に近づいている。香港など其他中華圏でも感染は引き続き抑制されており、防疫措置を徐々に緩和し始めた。韓国では5月に感染者増加が見られたものの、クラスター特定の上、適切な対応策を講じており、再拡大のリスクは小さいようだ。日本でも非常事態宣言下での感染防止策が効果をあげ、感染抑制が明確になっている。

アジアの新型コロナ新規感染者数と関連指標（１）

	日本	韓国	中国 (有症状)	中国 (無症状)	香港	マカオ	台湾	オーストラリア
5月18日	31	13	6	17	-	-	-	9
5月19日	27	32	5	16	-	-	-	8
5月20日	39	12	2	31	-	-	-	11
5月21日	38	20	4	35	8	-	1	5
5月22日	25	23	-	28	2	-	-	11
5月23日	26	25	3	36	-	-	-	16
5月24日	42	16	11	40	-	-	-	3
5月25日	21	19	7	29	-	-	-	4
5月26日	30	40	1	28	-	-	-	15
5月27日	35	79	2	23	1	-	-	6
5月28日	63	58	-	5	-	-	-	18
5月29日	74	39	4	4	13	-	1	16
5月30日	45	27	2	3	3	-	-	12
5月31日	36	35	16	16	2	-	-	10
感染者累計 (1月31日)	14	11	11,790	NA	13	7	10	9
感染者累計 (2月29日)	947	3,526	79,824	NA	95	10	39	25
感染者累計 (3月31日)	2,945	9,887	81,554	1,367	714	41	322	4,561
感染者累計 (4月30日)	15,019	10,774	82,874	981	1,037	45	429	6,754
感染者累計 (5月31日)	17,627	11,503	83,017	397	1,084	45	442	7,195
死者累計	910	271	4,634	NA	4	-	7	103
回復者累計	15,113	10,422	78,307	NA	1,037	45	423	6,615
感染者累計 の実態	1,604	810	76	NA	43	-	12	477

(注) 1. 感染者累計の実態＝感染者累計－死者累計－回復者累計。

2. 中国では無症状患者の数値が3月31日以降発表されているが、発症した患者と経過観察の14日間を超えても陰性であった患者が差し引かれて計算されるため、無症状患者累計が減少することがある。

(出所) WINDのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

アジア各国・地域のコロナ感染状況（2）

【アセアン・インド】

タイ、ベトナムは新規感染者数の抑制にほぼ成功した。シンガポールでは周辺国からの外国人出稼ぎ労働者の感染が大半で、クラスターが明確だ。マレーシアでは5月下旬に外国人出稼ぎ労働者（不法入国者を含む）中心に建設現場での感染がみられ、再拡大のリスクに留意したい。フィリピン、インドネシア、インドは感染抑制に至っていないため、各国政府は防疫措置と経済再開の板挟みに直面している。インドは感染拡大地域の封鎖を6月30日まで延長する一方、感染抑制地域の経済活動を徐々に再開する方針だ。

アジアの新型コロナ新規感染者数と関連指標（2）

	フィリピン	タイ	マレーシア	シンガポール	インドネシア	ベトナム	インド
5月18日	205	3	47	305	490	4	4,630
5月19日	224	2	37	451	486	-	6,147
5月20日	279	1	31	570	693	-	5,553
5月21日	213	3	50	448	973	-	6,198
5月22日	163	-	78	614	634	-	6,568
5月23日	180	3	48	642	949	-	6,629
5月24日	258	-	60	548	526	1	7,113
5月25日	284	2	172	344	479	1	6,414
5月26日	350	3	187	383	415	1	5,843
5月27日	380	9	15	533	686	-	7,293
5月28日	539	11	10	373	687	-	7,301
5月29日	1,046	11	103	611	678	-	8,104
5月30日	590	1	30	506	557	1	8,336
5月31日	862	4	57	518	700	-	8,795
感染者累計 (1月31日)	1	14	8	13	-	5	1
感染者累計 (2月29日)	3	42	25	102	-	16	3
感染者累計 (3月31日)	2,084	1,651	2,766	926	1,528	212	1,635
感染者累計 (4月30日)	8,488	2,954	6,002	16,169	10,118	270	34,866
感染者累計 (5月31日)	18,086	3,081	7,819	34,884	26,473	328	190,622
死者累計	957	57	115	23	1,613	-	5,408
回復者累計	3,909	2,963	6,353	21,699	7,308	279	91,855
感染者累計 の実態	13,220	61	1,351	13,162	17,552	49	93,359

（注）感染者累計の実態＝感染者累計－死者累計－回復者累計。

（出所）WINDのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

量的緩和に向かうアジア

財政赤字が急拡大

フィリピン、インドネシア、インドでは新型コロナウイルス感染を抑制できず封鎖措置が続くため、経済活動の停滞が長期化している。景気悪化の程度は深刻で、各国政府は財政政策の規模を拡大することで、景気を下支えしようとしている。財政赤字が急拡大する中、国債発行の増額など、財政赤字のファイナンス額も拡大する方向にある。

中央銀行が財政政策サポートを積極化

インドネシアでは法改正を経て、2003年から続けてきた厳しい財政規律を緩和した。この結果、財政赤字が急拡大する見通しで、中央銀行はファイナンス支援のため国債を積極的に購入している。さらに中央銀行は外国人投資家の国債売却による金利上昇圧力を緩和するために国債を購入すると同時にルピア買い介入を実施している。

量的緩和で国債利回りには低下圧力、通貨には下落圧力

中央銀行の貸借対照表を見ると、主な資産は外貨準備高であるが、中央銀行が財政赤字のファイナンスに積極的に関与するようになると、国債購入や政府への融資が拡大することになる。この拡大にあわせてベースマネーが増加すれば、いわゆる量的緩和となる。銀行システムの安定を背景に信用乗数が一定であれば、ベースマネーの増加にあわせて、マネーサプライも拡大し、景気支援につながる。しかし、量的緩和は通貨の流通量増加を意味するため自国通貨を下落させる効果を伴いやすい。韓国とタイの中央銀行は伝統的な利下げから量的緩和に移行することを示唆している。輸出主導型の経済構造を有する両国では量的緩和による通貨安を通じて輸出競争力の向上を狙っているように見える。量的緩和が各国で導入され、フィリピンペソ、インドネシアルピア、インドルピーが下落することになれば、アジア通貨全般に下落圧力が高まりやすくなる点には留意が必要だ。

量的緩和のイメージ図

外貨準備高	800	ベースマネー	600
国債購入	0	借入	300
政府への融資	200	資本金	100
総資産	1,000	総負債・資本	1,000
外貨準備高	800	ベースマネー	800
国債購入	100	借入	300
政府への融資	300	資本金	100
総資産	1,200	総負債・資本	1,200

(注) ベースマネー＝現金通貨＋預金準備

(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



中国 <金融市場動向>



(注) データ2018年5月31日～2020年5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

景気持ち直しを睨み、株式、人民元に底堅さ、金利はもみ合いの動き

【株式市場】

米中対立懸念も、早期の業績回復が相場を牽引

4月以降、前例のない世界的な金融緩和の中、新型コロナウイルス収束後の楽観シナリオが勢いを増している。しかし感染第二波のリスクに、米中対立の激化がリスク要因として再浮上している。米中関係については、香港問題から通商問題に発展する可能性もあり、両国の報復合戦が続けば市場心理の悪化をもたらすだろう。一方、中国の国内経済に目を転じると、他国と比較して良好な状況にある。ウイルス封じ込めについてはほぼ成功を収め、生産活動も正常化に向かっている。金融・財政にわたる景気刺激策の効果もあって、経済は他国に先駆けて持ち直す可能性が高い。企業業績予想は暫くの間、引き下げ方向が続こうが、年前半の大幅な業績悪化はほぼ織り込み済みとみられる。焦点となる業績の立ち直り・正常化のタイミングは他国より早く訪れそうで、中国市場の魅力度は高いと考える。但し、グローバル市場のリスクオン局面が続き、出遅れ市場に投資資金が流入する状況においては、他市場と比較して出遅れる可能性は否定できない。

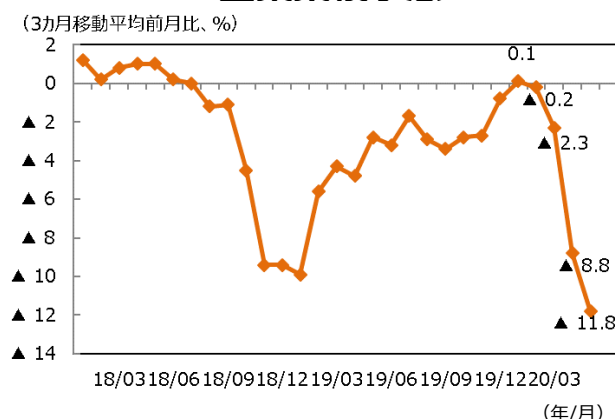
【為替・債券（国債）市場】

景気底入りで人民元堅調、金融緩和期待も持続

5月のPMI（製造業・非製造業）の50超えが示すように、景気は持ち直しに向かっている。中国政府は元安政策を志向しておらず、米ドル安定を前提に人民元は底堅く推移すると予想する。

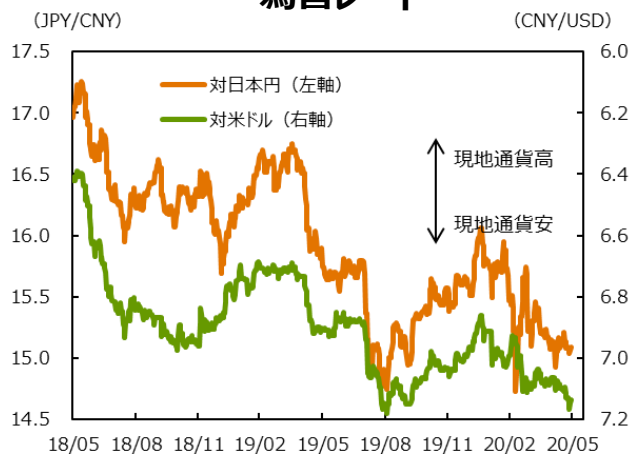
5月22～28日に開催された全人代では金融政策として、預金準備率と金利の引き下げを明言した。このため、人民銀行は必要に応じてリバースレポレートやMLF（中期貸出制度）金利を引き下げること、LPR（ローンプライム金利）の低下を促すだろう。金利体系が全体的に低下するとの観測が継続する一方、景気持ち直しの見通しが強まっていることから、国債利回りはもみあいでも推移しそうだ。

企業業績予想



(注) データは2018年1月～2020年5月。
(出所) IBESのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

為替レート



(注1) データ2018年5月31日～2020年5月29日。
(注2) 対米ドルは逆目盛。
(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





中国 <全人代>

全人代の政府目標値

(%)

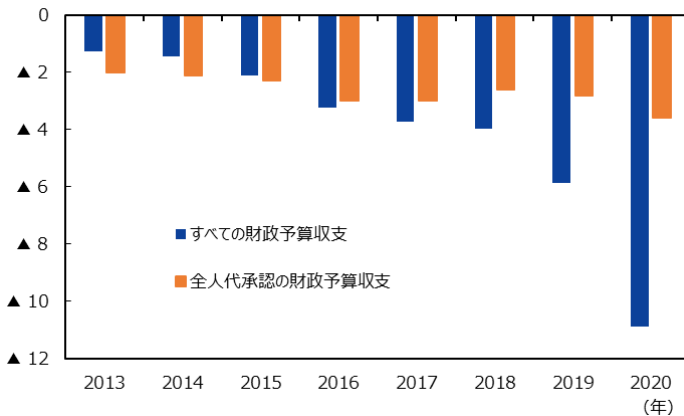
	2019		2020
	目標	実績	目標
実質GDP	6.0~6.5	6.1	-
都市部新規就業者数（100万人）	11.0	13.5	9.0
都市部失業率	5.5	5.2	6.0
消費者物価	3.0	2.9	3.5
M2	-	8.7	-
社会融資総量	-	10.7	-
財政赤字（GDP比）	2.8	2.8	3.6以上

（注）数値のみの場合、その数値の前後を意味する。2020年のM2、社会融資総量残高の伸びは2019年を上回るように規定。

（出所）全人代の情報を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

財政予算収支

(GDP比、%)



（注）4つの財政勘定の単純合計。一部は重複カウントされている。

（出所）WIND、全人代のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

香港問題を巡る米中政府の応酬

5月22日	中国政府が、全人代に香港への国家安全法の導入を提案
5月22日	全人代で、李克強首相が米中協議の第一段階の合意履行を表明
5月27日	ポンペオ国務長官が香港の自治が失われたと米国議会議に報告
5月28日	全人代が政府提案の「国家安全法」を採択
5月29日	トランプ大統領が、香港問題に関して中国・香港政府に対する制裁の意思を表明
6月1日	中国外交部が、米中協議の第一段階の合意を維持する意向を改めて表明
6月1日	メディアが、中国国有企業2社が米国農産物輸入を保留したと報道

（出所）各種メディアの情報を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

大型の景気対策を発表

成長率目標を公表せず

5月22日から28日にかけて全人代が開催された。初日の政府活動報告において李克強首相が各種経済指標の政府目標値に言及したが、成長率目標は公表しなかった。一方、雇用安定を最優先課題とする政府は、一定の成長率確保の必要性を認識している。財政赤字額とGDP比から計算すると、政府は名目GDP成長率を+5.4%と想定している。GDPデフレーターを2019年の+1.6%に近い+1.5%程度と想定すれば、実質GDP成長率は+3.9%と試算される。**政府内部では成長率目標を+3~4%程度に設定したと推察**できる。

財政赤字は急拡大

政府は2020年の財政赤字の目標値（GDP比）を、2019年の2.8%前後に対して3.6%以上と設定した。財政赤字規模の拡大のみならず、「以上」という単語に財政政策の積極性が表現されている。中国には4つの財政勘定があるが、その予算収支を単純合計して財政赤字のGDP比を計算すると、2019年の5.9%から2020年には10.9%へ急拡大する。一部は重複カウントされており、実態より赤字が大きめになっていることに留意すべきだが、拡大ペースの速さに注目したい。

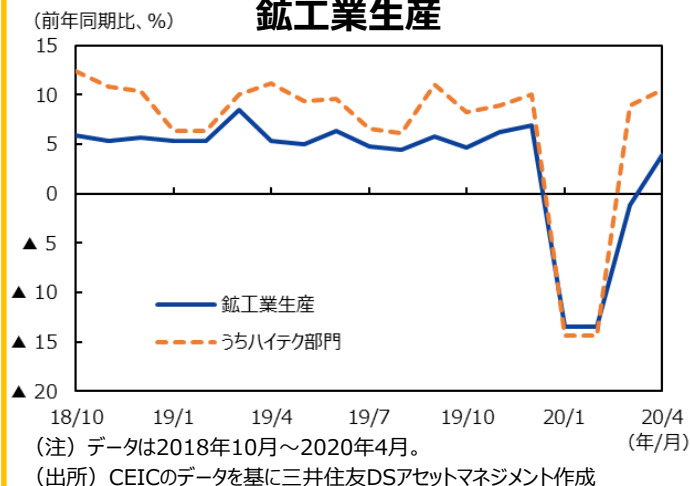
米中関係の悪化が景気下振れリスク

全人代は、香港に国家安全法を導入する政府の提案を採択した。9月6日に予定されている香港の立法会（国会に相当）の選挙を前に、民主化を要求するデモ隊を法的に鎮圧する必要性を党指導部は感じたのであろう。全人代での提案は国民に対して政府の意思を明確にする意図があり、この問題に対しては国際世論から非難を浴びても党指導部は一步も引かない強い姿勢を示すだろう。米政府が今後、様々な制裁を課してくる過程で、米中の対話が一時的にせよこじれてしまうリスクが浮上している。米中関係が悪化すれば、資本流出ペースの加速などを通じて、中国景気の下振れリスクが高まることになろう。

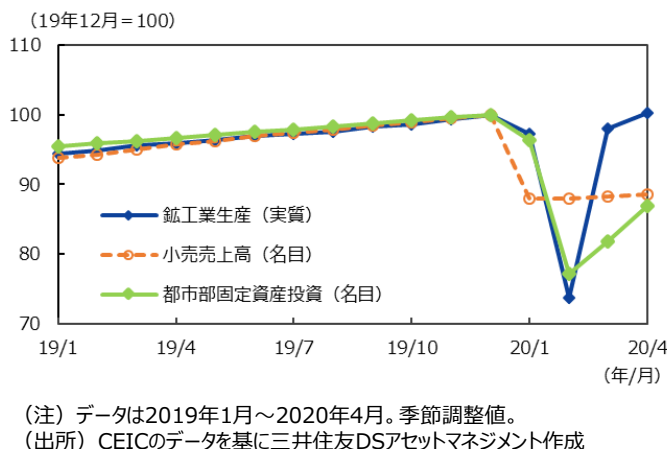


中国 <マクロ経済動向>

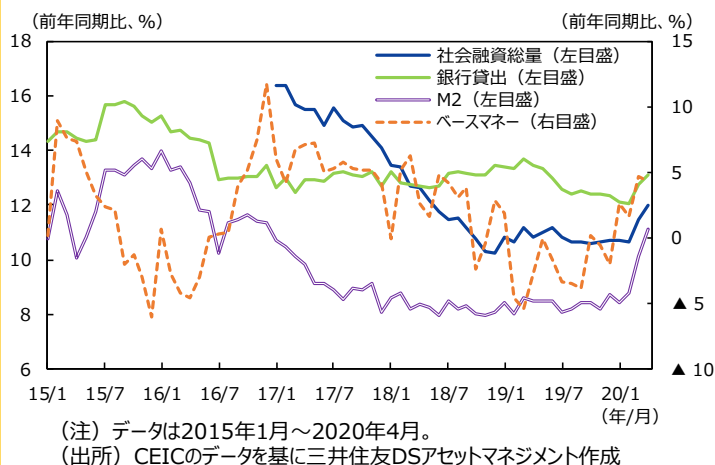
鉱工業生産



鉱工業生産と小売売上高



マネーデータ



景気は持ち直しへ

生産統計でもハイテクの強さを確認

4月の鉱工業生産は前年同月比+3.9%と、市場予想の同+1.5%を上回り、3月の前年同期比▲1.1%から**プラスへ転換**した。このうちハイテク産業は3月の+8.9%から4月には+10.5%へ加速した。生産データでも**ハイテク産業の強さを確認**できる。

強い生産と弱い消費

鉱工業生産、小売売上高、固定資産投資の季節調整値を2019年12月を100としてそれぞれ指数化すると、4月数値は小売売上高が88.6にとどまったのに対して、鉱工業生産は100.2へ持ち直した。新型コロナウイルス感染封じ込めの各種制限が緩和され、物流が正常化に向かう過程で、**生産活動が急速に持ち直した**。消費活動は依然として弱いものの、**自動車と携帯電話の消費需要は急速に戻っている**。外出抑制期間に蓄積していた需要が顕在化していることに加え、販促キャンペーンも後押ししたようだ。携帯電話では5Gサービス開始による乗り換え需要もあるだろう。投資については4月数値は86.9にとどまったが、明確に上向いている。全人代で政府が大型の景気対策を発表しており、**インフラ投資がけん引する形で投資も回復**するだろう。ウイルス拡大前の2019年12月の水準に戻るタイミングは投資が消費より先行するだろう。

マネー統計は持ち直し

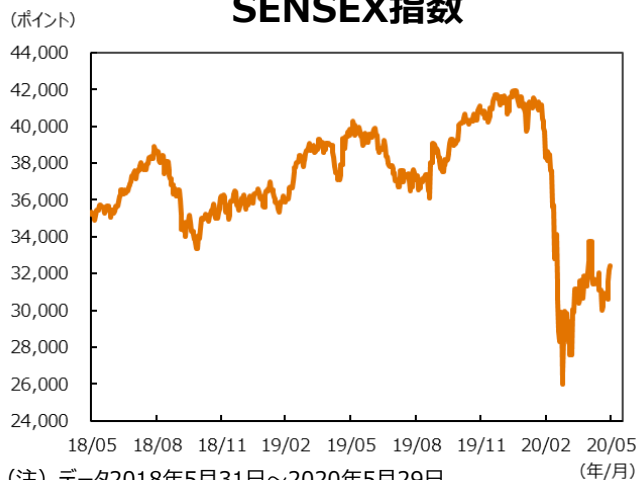
4月のマネー統計は回復基調を維持した。銀行が新規融資額を拡大したことで銀行融資残高の伸びが加速し、**マネーサプライ(M2)が急伸**した。広義流動性を示す社会融資総量残高の伸びも加速した。**ベースマネーの伸びが加速**していることに加え、預金準備率の引き下げが**信用乗数を引き上げ**しているためだ。一方、**米中関係が悪化することで資本流出ペースが加速すれば、ベースマネーの持ち直しが妨げられることで金融緩和の効果が低減し、景気の下振れリスク**になることに留意したい。





インド <金融市場動向>

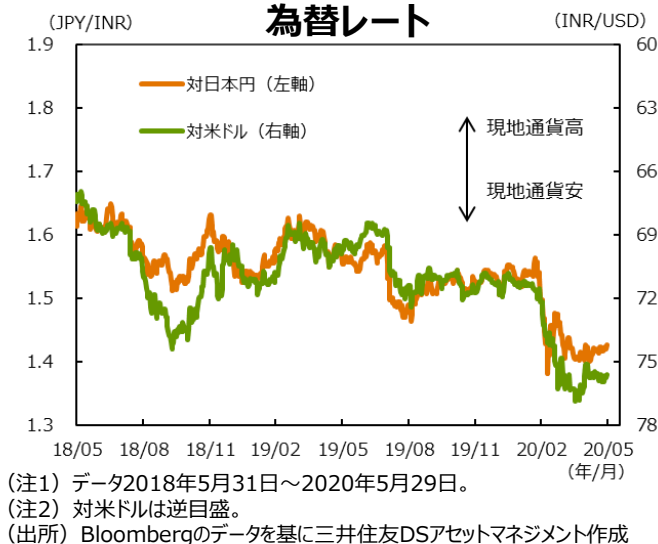
SENSEX指数



10年国債利回り



為替レート



金利低下基調続くが、株価は不安定な動き、通貨安に留意

【株式市場】

経済見通し悪化、不安定な展開

新型コロナの感染拡大が収まらない中、暫くは不安定な相場展開となりそうだ。企業業績の下方修正が顕著になるなど、新型コロナが経済活動に及ぼすマイナス影響が深刻化している。さらに財政悪化観測が高まる中、投資家のリスク回避姿勢が強まれば、経常赤字国ゆえ資本逃避のリスクも懸念される。一方、高値からの下落幅は大きく、バリュエーション面での割高感はほぼ解消している。底値買いを狙う中長期投資家が下値を支えよう。

【債券（国債）市場】

量的緩和への移行観測で利回りに低下余地

新型コロナの感染拡大が収まらない中、景気悪化に歯止めをかけるには、財政赤字の拡大を伴う大型の景気対策が必要となる。国債増発による利回り上昇を抑制するために、準備銀行は国債の購入増額などを通じて、財政政策を支援するだろう。準備銀行によるルピー建て国債の購入はベースマネーの拡大によって対応可能であり、国債利回りは更に低下すると予想する。

【為替市場】

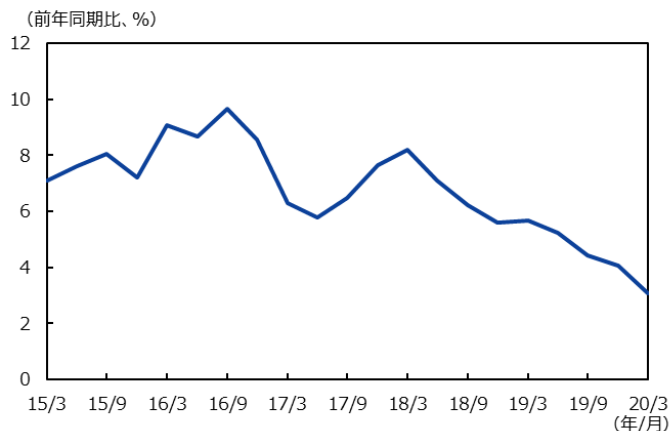
量的緩和はルピー下落リスクを高める

景気支援を目的に財政政策が拡大に向かう一方、景気減速で歳入は下振れる見通しだ。2020/21年度の財政赤字は、予算案で提示したGDP比3.5%の水準を超えることになりそうだ。財政収支の悪化は国債の信用力低下、格下げ懸念につながり、中長期的なルピー安圧力となる。さらに量的緩和への移行観測が浮上していることもルピーの下落圧力となりそうだ。

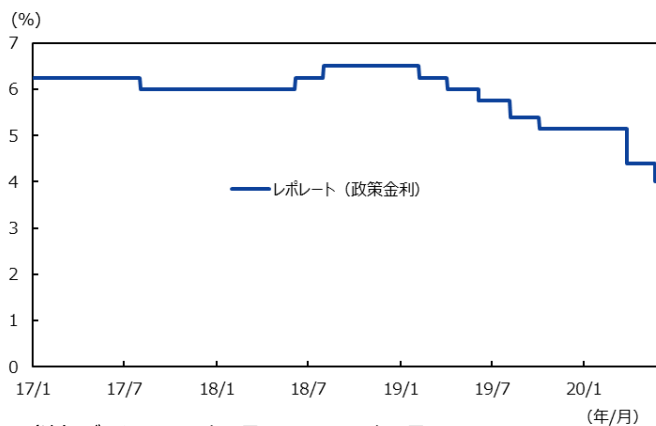


インド <マクロ経済動向・政策>

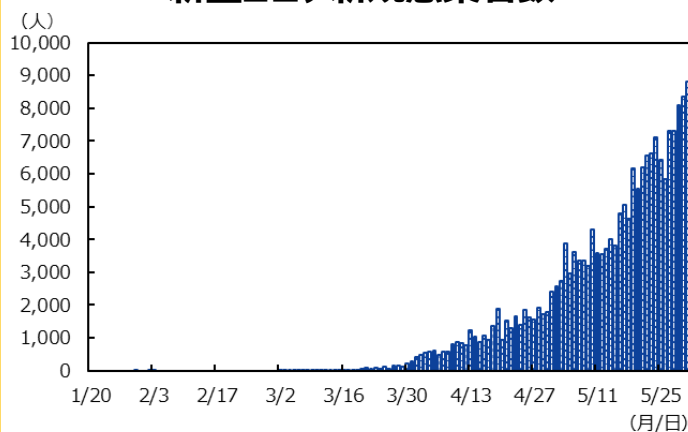
インド実質GDP成長率



インド政策金利の推移



新型コロナ新規感染者数



景気はさらに悪化へ

4-6月期の成長率は2桁減が必至

1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+3.1%と、2019年10-12月期の同+4.1%から鈍化した。3月25日に始まった封鎖措置の影響が出たためだ。モディ政権は、感染抑制地域では段階的に経済活動の再開を目指しているが、感染拡大が続く地域では封鎖措置を6月30日まで延長する。封鎖措置の景気抑制効果は4-6月期に本格化するため、同期の成長率は2桁減となることが避けられないだろう。

量的緩和の環境が整う

インド準備銀行は5月22日、定例の金融政策決定会合（発表日6月5日）を待たずに、政策金利のレポレートを4.40%から4.00%へ引き下げた。6人の政策委員全員が金融緩和姿勢の継続に賛成票を投じた。準備銀行は景気下振れリスクを警戒し、追加利下げに前向きな姿勢を示している。

新型コロナの新規感染者数は5月末時点で約9,000人と拡大が続いており、一部地域で経済活動が再開されるにしても、ウイルス感染への警戒からサービス産業の回復は期待しづらい。4-6月期の実質GDP成長率は2桁減へ落ち込む可能性が高くなっている。景気悪化は歳入の落ち込みをもたらす、景気下支えのための歳出拡大を迫ることから、財政赤字は急拡大する見通しだ。財政責任予算管理法は、非常事態によって当該四半期の成長率が過去4四半期平均対比3%ポイントを超えて減速する場合、準備銀行は例外的に国債を直接引き受けることができると規定している。準備銀行はこの例外規定を適用せずとも流通市場で国債を積極的に購入することは可能だ。いずれにせよ量的緩和に向かう環境が整いつつある。



香港

ピックアップマーケット

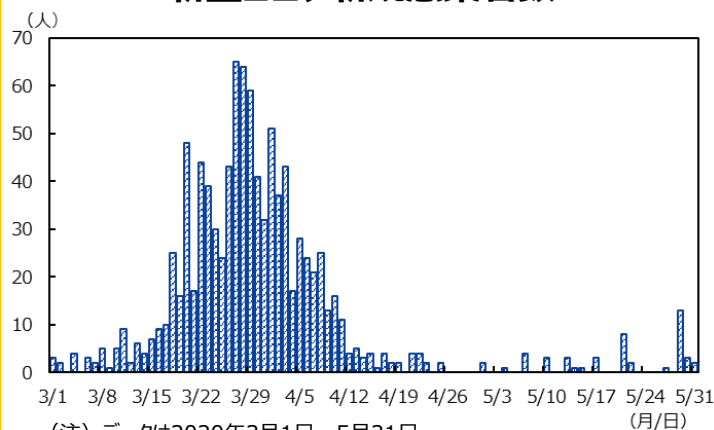
ハンセン指数



(注) データ2018年5月31日～2020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

新型コロナ新規感染者数



(注) データは2020年3月1日～5月31日。

(出所) WINDのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

予想される制裁の内容

No.	制裁方法	影響	発動の可能性
1	中国・香港の政府高官への制裁（渡米禁止・米ドル建て資産凍結など）	香港市民が香港政府に所属することを嫌がることで香港政府が更に中国寄り	すでにトランプ大統領が言及
2	香港の地場輸出にも、米国が制裁関税	米国向け輸出に占める地場輸出は1%と低いため、追加的な下押し圧力は限定的	すでにトランプ大統領が言及
3	香港のパスポートを中国と同列扱い	香港市民の旅行の利便性が低下	中くらい
4	船、飛行機の所属を中国とみなす	香港の運輸業界の利便性が低下	中くらい
5	経済貿易代表部のような準外交機関の米国駐在を禁止	相互の貿易交渉の利便性が低下	中くらい
6	米国政府は香港政府と相互条約を直接締結しない	双方の金融監督機関の直接交流が遮断されることで相互の協力による利便	中くらい
7	SWIFT遮断などを通じて香港ドルと米ドルの自由な両替を禁止	香港金融システムが壊滅的な打撃を受ける	低い

(出所) 三井住友DSアセットマネジメント作成

米中対立に翻弄され不透明感高まる

【株式市場】

香港リスクの高まりで、当面は慎重姿勢

米中対立が激化する中、香港が交渉の取引カードになりつつあり、市場心理が悪化している。国際金融センターとしての香港の位置づけが損なわれるようなことがあると、不動産価格下落、株価下落につながるだろう。抗議デモの再開により社会不安が高まると、経済回復時期も遅れる。当面は慎重に構えたい。一方、ニューヨーク市場上場の中国企業が香港上場を目指す事例が増えている。香港市場の中国化がさらに進むことは間違いなさそうだ。

【社会情勢】

新型コロナはほぼ収束へ

新型コロナの感染状況は抑制されている。5月29日の新規感染者数は13人に増加したが、多くは海外入国者の輸入症例によるものでクラスターは明確だ。防疫措置は徐々に緩和され、経済活動は再開に向かっている。経済規模をコロナ感染前に戻すためには中国人観光客の流入が必要とみられ、次の注目点は入境制限の緩和となる。

中国の国家安全法の適用で米国が制裁へ

中国の香港国家安全法導入に対して、米国政府は香港に制裁を課し中国政府の翻意を促そうとしている。トランプ大統領が5月29日に言及した香港への制裁内容は、香港政府高官への制裁、香港地場輸出への高関税賦課などにとどまり、具体的な制裁内容や期限は明示しなかった。その他の制裁については今後米国政府内で検討される見込みだ。米国大統領選終了までは、厳しい制裁は困難との見方もあるが、金融市場への影響が大きい両国政府の応酬は予想が難しい。中国共産党側からは人民日報の記事を通じて、内政干渉を許さないという一般的な非難にとどまっている。中国政府としては、当面、米国政府の出方を静観する立場のようだ。

新型コロナの収束に伴い抗議デモの再開が予想される中、国家安全法の制定がデモの規模に及ぼす影響を注視したい。

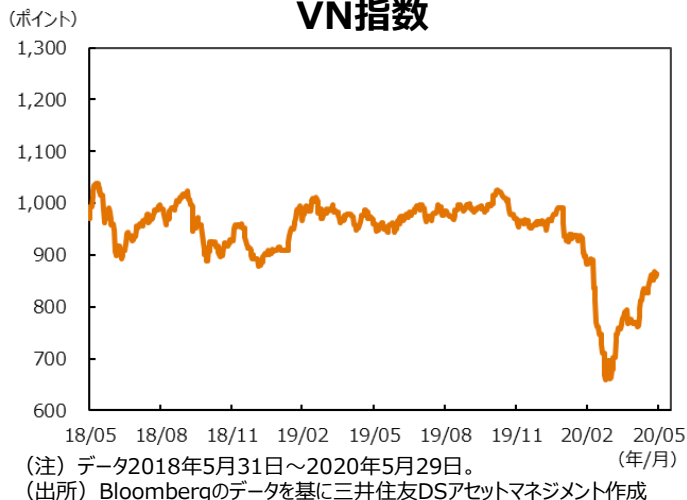




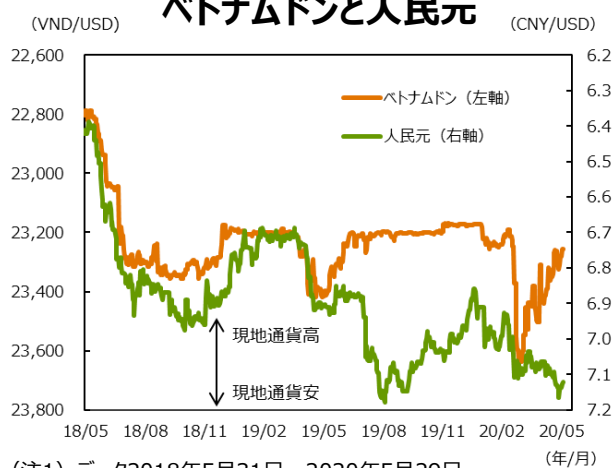
ベトナム

ピックアップマーケット

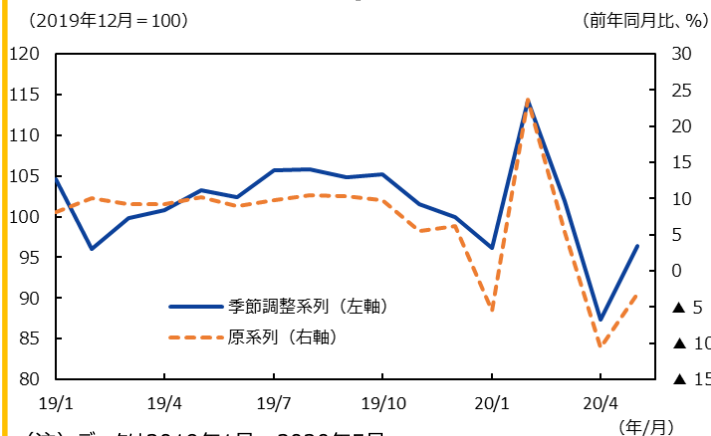
VN指数



ベトナムドンと人民元



鉱工業生産

新型コロナはほぼ収束、
中長期ファンダメンタルズは優位

【株式市場】

ファンダメンタルズ良好、中期的株価上昇を予想

4月、5月と株価は大きく反発しているため、グローバル市場がリスクオフ局面に転じた場合、利食い売りに押される可能性はあるが、中期的な株価上昇余地は大きいと予想する。新型コロナ感染者数は抑制されており、経済活動は正常化に向かいつつある。米中対立激化の中、漁夫の利を得て対米輸出を伸ばす可能性も含め、輸出中心に相対的に高い経済成長が続く見通しだ。中期ファンダメンタルズは良好で、株価バリュエーションにも割高感はない。

【為替動向】

ドン安リスクは限定的

ベトナムドンの対米ドルレートは4月以降、上昇傾向にある。経常収支黒字、堅調な直接投資の流入など、良好なファンダメンタルズに加えて、原油市況の下落を受けて消費者物価上昇率が鈍化傾向にあるためだ。米中関係の緊張は生産拠点としてのベトナムの相対的な魅力を高める。ベトナムへの直接投資を一段と促す要因となり、中長期的なドンの安定に寄与するだろう。

【マクロ経済動向】

新型コロナ収束で国内の経済活動は再開へ

ベトナム政府は新型コロナ感染者数を低水準に抑え込み、4月23日には封鎖措置を解除した。経済活動の再開により、5月の鉱工業生産は前年同月比▲3.1%と、4月の同▲10.5%からマイナス幅が大幅に縮小した。季節調整済み系列で見ても、封鎖措置が行われた4月を底に生産は戻っている。

ベトナム国家銀行は5月13日に0.5%ポイントの利下げを行った。原油市況が現状水準で安定すれば、消費者物価上昇率は鈍化傾向を辿るとみられ、7-9月期も景気支援のための追加利下げが行われると予想する。



インドネシアピックアップマーケット

ジャカルタ総合指数



財政赤字拡大、量的緩和への移行から資本逃避のリスク

【株式市場】

経済見通し悪化、資本逃避の抑制が鍵

一次産品価格の低迷、企業業績の悪化、国際収支面での脆弱性が、株式市場の見通しを暗くしている。新型コロナの感染拡大が続き、経済活動へのマイナス影響が避けられない中、政策余地は限定的だ。追加利下げには通貨安が制約となり、一段の財政拡大はソブリンリスクの上昇を通じて資本逃避を招くリスクがある。バリュエーションは割安圏にあるが、当面は底値を探る動きが続きそうだ。

為替レート



(注1) データ2018年5月31日～2020年5月29日。
(注2) 対米ドルは逆目盛。
(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

【政策動向】

利下げを見送り

中銀は5月19日の決定会合で市場予想に反して政策金利を4.50%で据え置いた。中銀は通貨安を招きかねない利下げに慎重になっている。一方、政府が財政規律を緩和する方針を決定してから、財政赤字は急拡大する見込みである。財務省は3月31日時点で2020年の財政赤字のGDP比が5.1%へ拡大すると予想していたが、5月18日に同予想値を6.3%に引き上げた。景気下振れによる歳入落ち込みを考慮すると、最終的に財政赤字は更に拡大する見込みだ。中銀は必要があれば、ルピアだけでなく国債も買い支える意思を明確にしており、最終的に量的緩和に移行する可能性が高まっている。

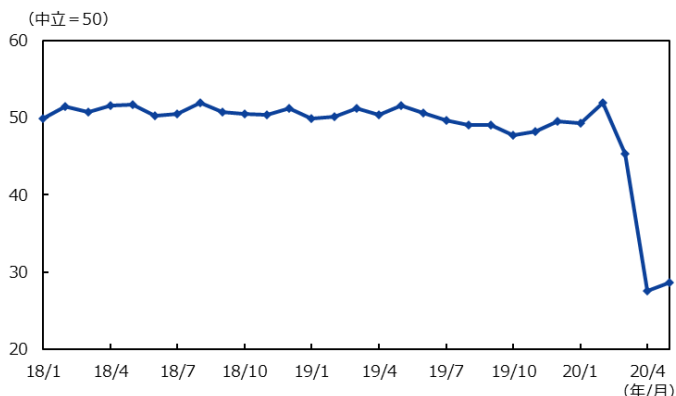
足元のリスクオン局面を映しルピアが反発しているが、財政赤字拡大、量的緩和への移行を考慮すると、ルピア反落のリスクに留意すべきだろう。

【マクロ経済動向】

製造業PMIは低迷

5月の製造業PMIは28.6と、4月の27.5からほぼ横ばいで低迷している。ジョコ政権は4月24日から国内の移動制限を厳しくしており、4-6月期の実質GDP成長率はマイナスに落ち込む見込みだ。

製造業PMI

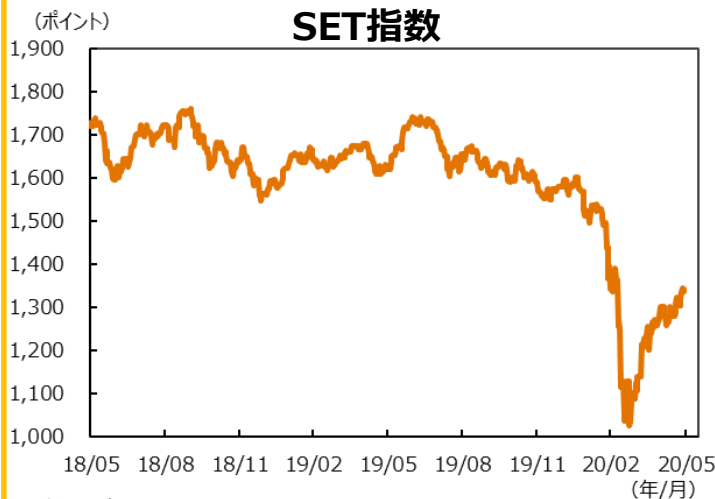


(注) データは2018年1月～2020年5月。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



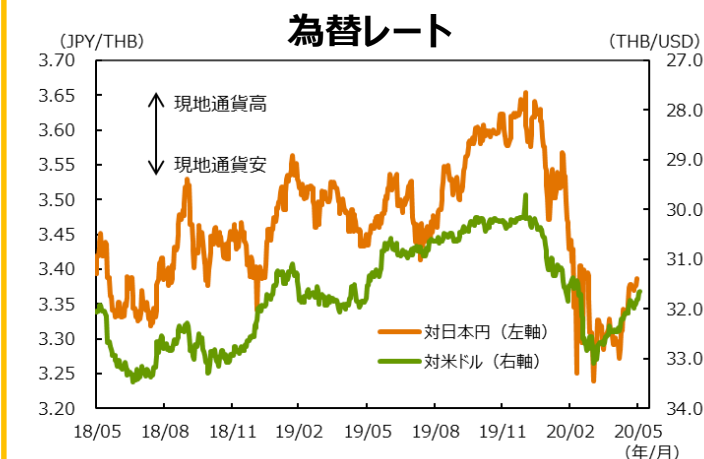


タイピックアップマーケット



(注) データ2018年5月31日～2020年5月29日。

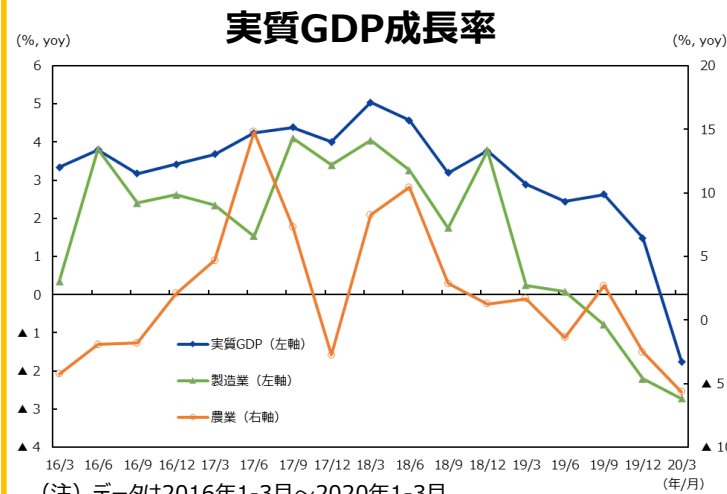
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



(注1) データ2018年5月31日～2020年5月29日。

(注2) 対米ドルは逆目盛。

(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



(注) データは2016年1-3月～2020年1-3月。

(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

観光業の回復には時間要するが、最悪期は通過、見直し買いも

【株式市場】

新型コロナは収束方向、出遅れを取り戻す動き

新型コロナ収束に伴う各種制限の緩和で**経済は正常化**に向かいつつある。観光業の本格回復にはまだ時間がかかりそうだが、市場は**入境規制緩和の時期に注目**している。**タイバーツ安による輸出企業の業績回復期待**も高まる方向にある。資本逃避リスクが小さい安心感に加え、バリュエーションに割高感はなく、**出遅れを取り戻す動きが暫く続く**と予想する。

【為替・国債利回り動向】

バーツには依然下落リスク

タイバーツの対米ドルレートは5月も反発した。**新型コロナの新規感染者数が明確に減少し、経済活動が徐々に再開**していることが安心感につながった。しかし**経常収支悪化を主因にバーツには依然下落リスク**がある。2019年の旅行収支黒字はGDP比8%（旅行受取はGDP比11%）と大きく、**観光客数の減少は経常収支悪化につながる**。4月の経常収支は赤字に転落した。

5月20日にタイ中銀は0.25%ポイントの利下げを実施、政策金利は過去最低の0.50%まで低下した。中銀総裁は伝統的な利下げよりもむしろ債券等の買い入れ拡大策に転換することを示唆した。量的緩和への移行期待は、**バーツの下落要因**となる一方、**国債利回りの低下要因**になる。

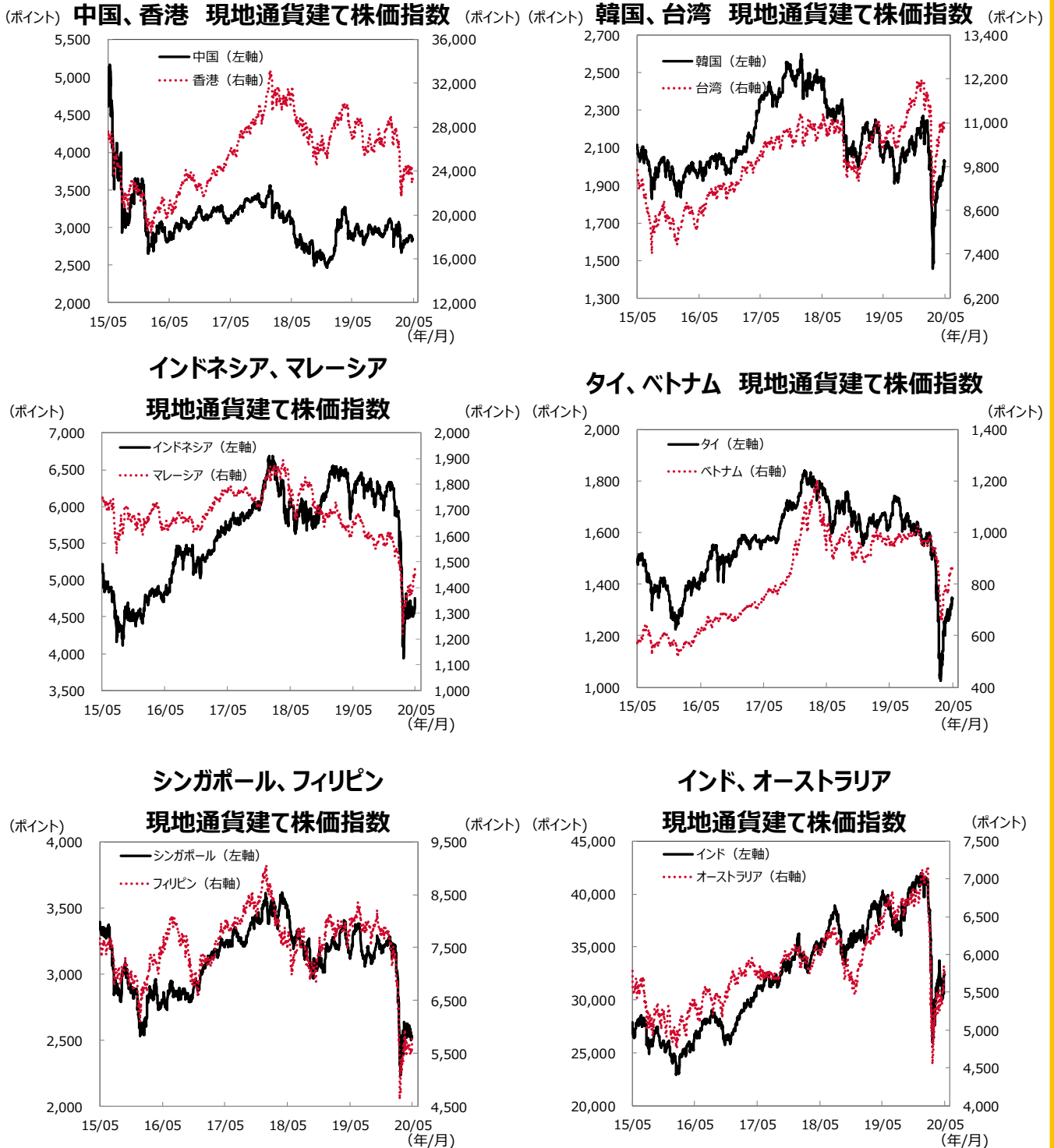
【マクロ経済動向】

景気は急速に悪化

1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比▲1.8%とマイナス転換した。国家社会開発庁は2020年の成長率見通しを+1.5～2.5%から▲5～6%へ下方修正した。同庁はタイへの観光客数が2019年の3,980万人から2020年には1,270万人へ減少すると予想している。タイ経済は観光業への依存度が高い。防疫措置の一環としての入国規制がいつ緩和されるか、注目される。



主要アジア各国・地域株価指数推移



(注1) データは2015年5月31日～2020年5月29日。

(注2) 各国の株価指数の名称はP17の参照ページに記載。

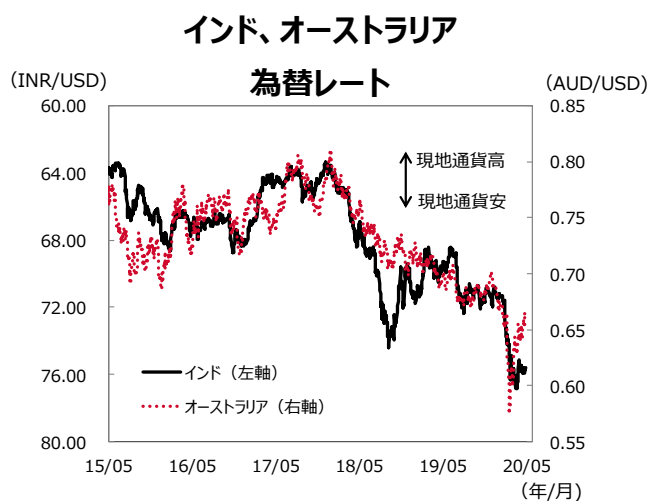
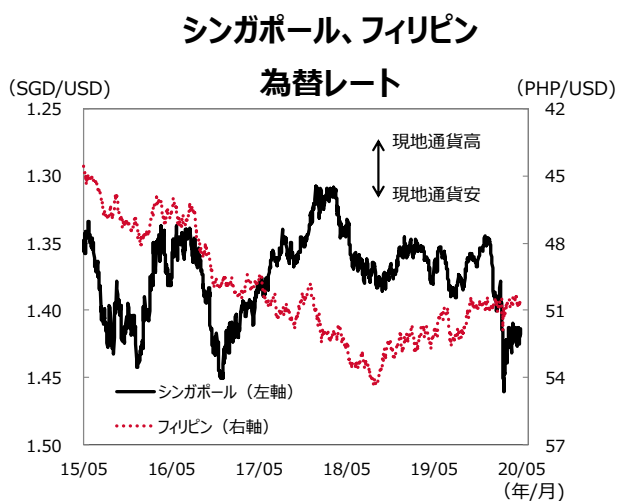
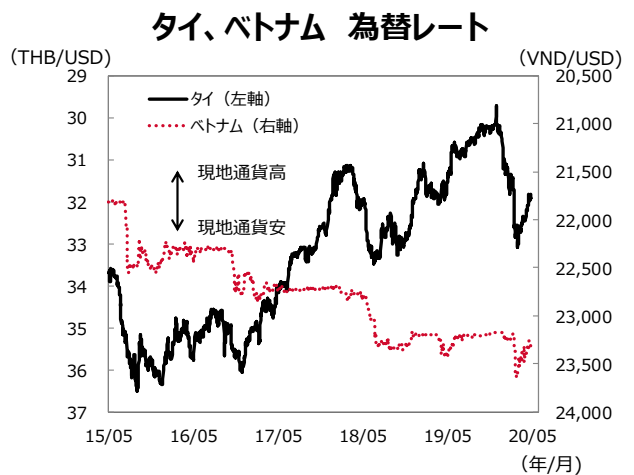
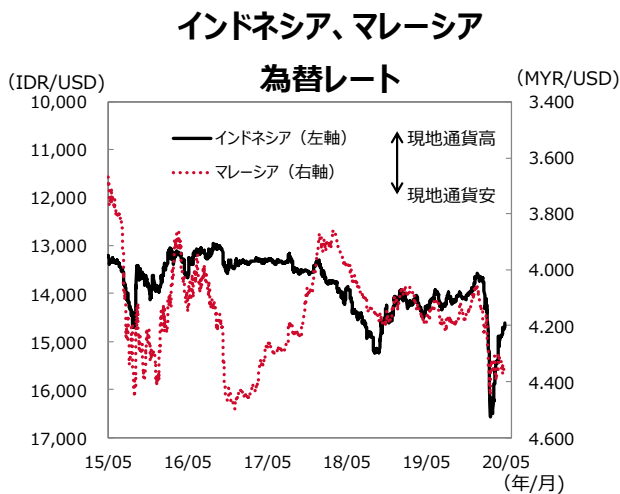
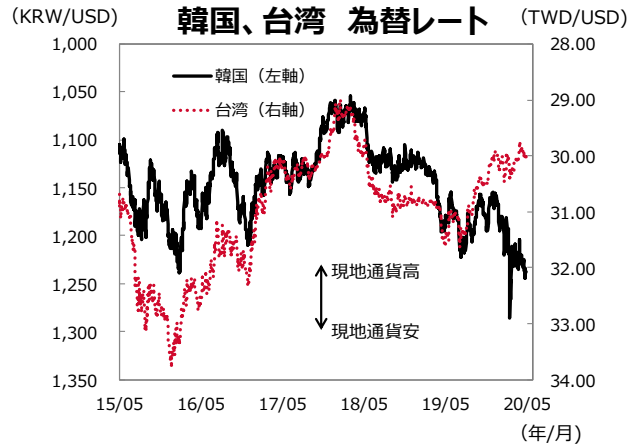
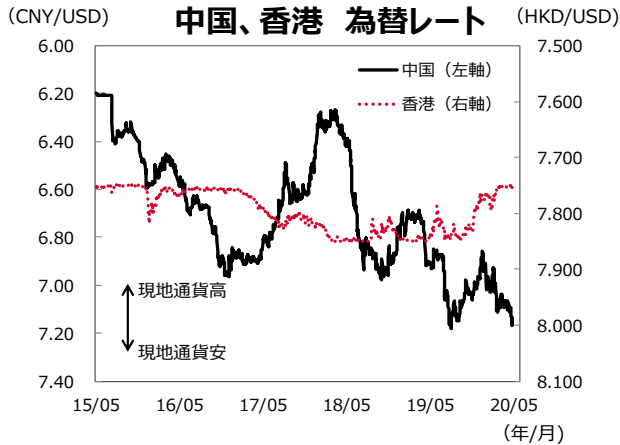
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

主要アジア各国・地域10年国債利回り推移



(注1) データは2015年5月31日～2020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

主要アジア各国・地域為替レート（対米ドル）



(注1) データは2015年5月31日～2020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

参照

■ P1、P14各国の株価指数の名称は下記の通り。

- 中国：上海総合指数、● 香港：ハンセン指数、● 韓国：韓国総合株価指数
- 台湾：台湾加権指数、● インドネシア：ジャカルタ総合指数、
- マレーシア：クアラルンプール総合指数、● タイ：SET指数、● ベトナム：ベトナムVN指数
- シンガポール：シンガポールST指数、● フィリピン：フィリピン総合指数、
- インド：SENSEX指数、● オーストラリア：ASX200指数

無登録格付に関する説明書

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

○登録の意義について

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

1. 誠実義務
2. 業務管理体制の整備義務

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

3. 名義貸しの禁止

自己の名義をもって、他人に信用格付業を行わせることの禁止

4. 禁止行為

- ①信用格付業者又はその役員・使用人と密接な関係を有する格付関係者が利害を有する事項を対象として信用格付を提供すること
- ②信用格付に重要な影響を及ぼす事項について助言を与えている格付関係者の信用格付を提供すること
- ③その他投資者の保護に欠け、又は信用格付業の信用を失墜させること

5. 格付方針等の作成、公表、及び遵守の義務

6. 業務に関する帳簿書類の作成・保存義務

7. 事業報告書の提出義務

8. 説明書類の縦覧義務

業務の状況に関する事項を記載した説明書類の公衆縦覧等情報開示義務

○格付会社グループの呼称等について

- ①格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社 金融庁長官（格付）第2号

- ②格付会社グループの呼称：S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社
金融庁長官（格付）第5号

- ③格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）
グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社
金融庁長官（格付）第7号

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

①ムーディーズの場合

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ

(https://www.moody's.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」に掲載されています。

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) に掲載されています。

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」に掲載されています。

○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1.75%

- ◆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12月30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