



投資環境の見通し

今月の注目点

地政学リスク・景気・マネーフロー

急速に高まった中東の地政学リスク

2019年末～2020年初にかけて、米中の通商問題に関する第一段階合意の日程具体化、中国の預金準備率引き下げなどを受けて一時株価が上昇したものの、米国－イランの対立が激化したことから中東の地政学リスクが高まり、安全資産へ資金が回帰するなど、振れの大きい展開となっている。

2019年後半に入って、イラクにおける双方（米軍、親イラン派武装勢力）の拠点に対する攻撃が増加傾向にあったが、在イラク米大使館に対するデモ隊の襲撃（12月31日）、イラン革命防衛隊のソレイマニ司令官殺害（1月3日）、それに対するイランの報復（イラク駐留米軍基地への攻撃、1月8日）という形で緊張がエスカレートした。

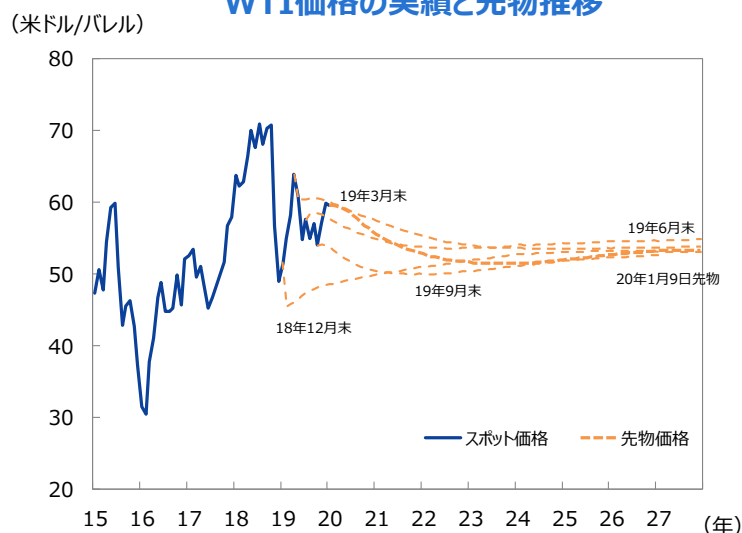
当面は、①イラク及び周辺国の原油生産・輸送能力への影響、②ホルムズ海峡経由の海上輸送への影響、③人的損害の有無・程度、等を焦点として、双方の対応を注視する必要がある。

但し、米トランプ政権は今年11月の大統領選挙

を意識しながら対応している。対イラン強硬姿勢は、支持基盤固めとして意味があろうが、大規模な軍事衝突は政治的にも、経済的にもリスクが大きい。イランも一連の経済制裁による経済の停滞、米国との軍事力格差、更なる国際的孤立回避の必要性、などを考えると、国内世論を意識して一定の対抗措置を講じた後、事態をコントロールする方向に向かう公算が大きいだろう。

今回の事態の背景では米国・イラン共に、双方の動きについて予想しきれなかった部分があったとみられるほか、親イラン派武装勢力の行動など、予想が難しい要素もあり、今後も追加的な衝突が発生する可能性は残る。しかし、上で述べた双方の事情を考えると、原油供給への影響があるとしても、生産余力・備蓄で吸収可能な範囲にとどまるとの想定がメインケースだろう。グローバルな景気減速下、原油・天然ガス需要が鈍化していることもあり、原油価格上昇は極端なものにならないと予想しつつ、事態を見守りたい。

WTI価格の実績と先物推移



(注) データは2015年1月～2027年12月。2020年1月9日までは実績値。
(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。

今月の注目点

地政学リスク・景気・マネーフロー

バラツキの大きいグローバル景気

世界景気に目を転ずると、まず米中部分合意の影響だが、関税の引き下げが小幅（9月1日実施分についてのみ、15%から7.5%に引き下げ）であったため、貿易促進効果は小さい。企業マインドの改善を通じた設備投資の持ち直しが今後の注目点となるが、当面は景気押し上げ要因というよりも、米中対立の更なる激化による下振れリスクが低下した点が重要といえる。

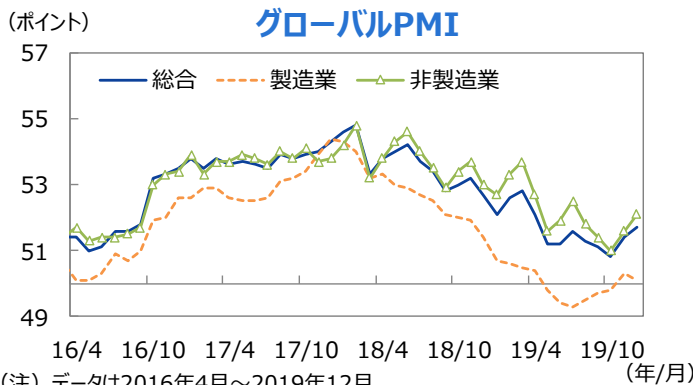
但し、グローバルPMI（主要21カ国・地域の購買担当者景況指数を加重平均したもの）をみると、製造業指数が、拡大・縮小の分岐点である50を小幅ながら上回り始めているほか、インフレ期待、銅価格なども、グローバルなデフレリスクが和らぎ始めたことを示している。IT関連の需要・生産の持ち直しや中国経済の安定化が背景にあるとみられる。

特徴的なのは先進国・新興国共に国によって景況感にはかなり差があることだ。業種別ではIT関連が明確に回復する一方で、自動車、金属などは動きが鈍く、バラツキを包含した緩慢な回復といえよう。

このため、景気データは強弱が交錯するが、全体としては下振れリスクは低下、方向としては持ち直しに向かっている。

注目されるマネーフローの変化

こうした状況下でマネーフローがどう変化するかは重要なテーマである。投信を通じた資金フローを集計しているEPFRグローバルの週次データを積み上げたデータによると、昨年2019年は債券ファンドへの資金流入が一貫して続き、年間では4,776億米ドルのプラスとなる一方、株式ファンドについては1,772億米ドルの流出となった。債券・株式ファンドに関する資金フローの大規模な乖離は初めてではないが、頻繁に起きるものではなく、最終投資家の資金が相当規模で安全資産に滞留していることを示している。低インフレ・金融緩和が続く中、中東の地政学リスクと原油価格が世界景気に変調をきたさない範囲内に止まり、緩やかながら世界景気の持ち直し傾向が定着してきた場合、株式や新興国証券に資金が分散される余地が蓄積されていると考えられる。

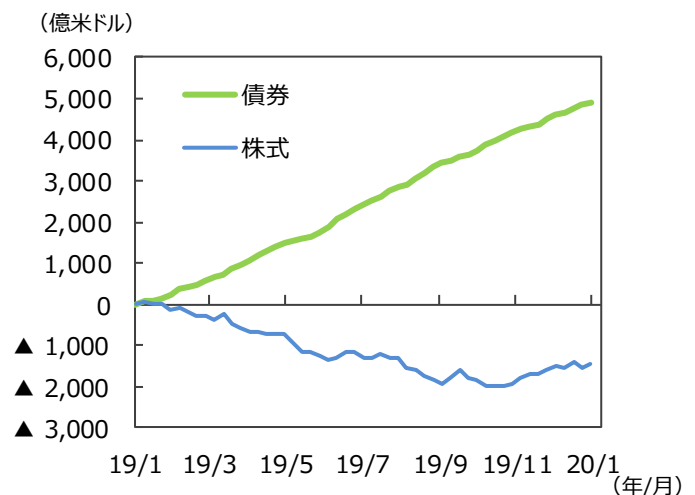


(注) データは2016年4月～2019年12月。
(出所) IHS Markit, Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



(注1) データは2013年1月1日～2020年1月8日。
(注2) インフレ期待はインフレ連動債市場（10年）のブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）を使用。
(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

投資信託の資金フロー



(注) データは2019年1月2日～2020年1月1日。週次ベース。
2019年1月からの累計。
(出所) EPFRグローバルのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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

米中通商対立から地政学リスクへ

トランプ大統領は米中通商問題に関する部分合意について1月15日に調印すると表明した（12月31日のツイート）。詳細な内容など予断をもちずフォローするべきだが、第一段階の合意は調印・発効する可能性が高まった。履行状況の検証などを巡って対立再燃のリスクは残るほか、トランプ大統領は第二段階合意に向けて訪中する意向を示しており、産業政策など対立が鮮明な分野の交渉は難航するとみられるが、本格化は大統領選後となる可能性も小さくない。当面は現状からエスカレートするリスクは低下したとみられる。

そうした中、冒頭でも議論したように、地政学リスクが浮上している。米エネルギー省の集計（2019年1-11月）によると、イラクの原油生産は日量465万バレルとなっている。サウジアラビア（990万バレルを生産中）が200万バレル程度の余剰能力を持つが、イラク国内での衝突とそれによる生産設備へのダメージが拡大した場合は原油価格上昇につながる可能性はある。10～20%程度の価格上昇であれ

ば先進国経済の成長への影響は0.1～0.2%と推定されるが、それ以上になると金融市場のシナリオ変更につながる。また、衝突が続いて米軍の人的損害が大きくなった場合は、消費者心理の低下、米景気減速、米連邦準備制度理事会（FRB）の追加緩和などの期待が高まりドル安傾向となる可能性がある。膠着・対立傾向にある米朝問題も無視はできない。

欧州の政治リスクはイタリアの政局、貿易協定を巡る英国と欧州連合（EU）の交渉などが重要だが、これらに加えて米国との通商問題が自動車などに拡大する可能性について一応留意しておくべきだろう。

米大統領の弾劾については上院で否決される方向となる中、米政局では、民主党候補の予備選に向け、左派候補の支持率が注目材料と見られる。

経済面では回復が緩慢なため、特殊要因などでデータが一時的に下振れ、市場変動要因となる場合があるが、トレンドは回復方向とみておきたい。

（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

2020年 海外				2020年 日本			
1月	1日	ユーロ	クロアチアがEU議長国に就任	1月	1日		日米貿易協定発効
	上旬	米国	第116議会第2会期開会		20日		通常国会召集
	15日	--	米中通商協議の第一段階の合意文書署名予定		20-21日		金融政策決定会合（展望レポート）
	21-24日	--	世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）				
	23日	ユーロ	欧州中央銀行（ECB）理事会				
	24-30日	中国	春節休暇				
	26日	ペルー	国会議員選挙				
	28-29日	米国	米連邦公開市場委員会（FOMC）				
	31日	英国	EU離脱（Brexit）期限				
	下旬	米国	大統領 一般教書演説				
	月内	--	IMF World Economic Outlookの公表				
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	3日	米国	スーパー・チューズデー	3月	18-19日		金融政策決定会合
	5日	中国	全人代開幕		25日		原田日銀審議委員の任期
	5日	--	石油輸出国機構（OPEC）総会		下旬		2020年度当初予算成立
	12日	ユーロ	ECB理事会				
	17-18日	米国	FOMC（経済見通し）				
	26-27日	ユーロ	EU首脳会談				

（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：生産の底打ち見通しを維持

2019年12月のISM製造業景況感指数は48.1から47.2と予想に反し悪化。(12月に予定されていた)関税引き上げ前の駆け込み生産の反動、自動車やボーイング(航空機)の生産調整などが影響した模様だが、在庫、納入時間などのデータからみて過剰在庫はほぼ解消されており、生産活動は底打ち方向と判断している。但し、需要の回復は緩慢とみられるため、当面データは強弱が交錯する可能性があるだろう。

中国：軟着陸に向けた動き

2019年12月の製造業PMIは50.2と2か月連続で50超え。米中協議の第一段階合意も一因だろう。鉄鋼価格も回復、生産者段階のデフレ傾向に歯止め。但し、12月の景況改善は春節休暇前の季節変動という面もある他、政府も財政刺激は下支えの範囲で運用しており、景気の動きは緩やかなものに止まろう。景気対策は金融緩和に軸足を移しており、人民銀行は1月1日に預金準備率の50ベースポイント(bp)引き下げを発表した。

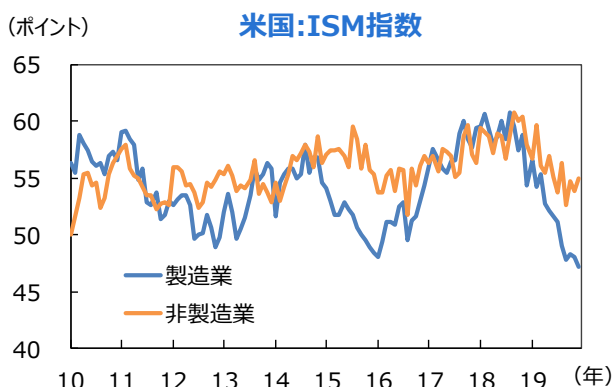
個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

ユーロ圏：コアインフレ率は低調

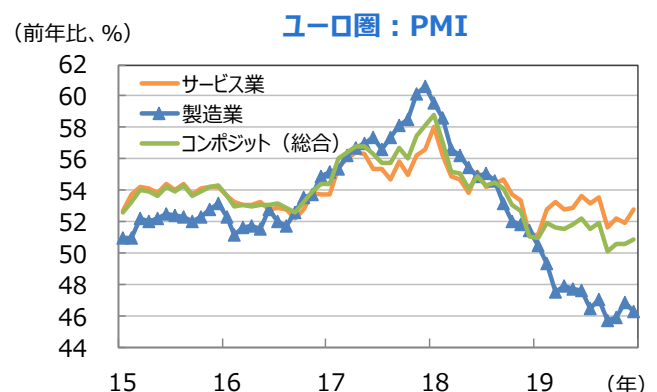
12月のユーロ圏のコンポジットPMIは50.9と前月(50.6)を上回った。米中対立緩和や合意なきBrexit回避を背景に先行きの見通しが改善した。但し、なおリスク要因(米欧対立、中東情勢、イタリア政治など)も残っており、欧州景気は当面力強さを欠く。ラガルドECB新総裁が金融政策の枠組みレビューを1年かけて実施する方針を表明したため、ECBの追加利下げに関する予想を2020年前半から2020年後半に修正した。

日本：生産下げ止まりの兆候

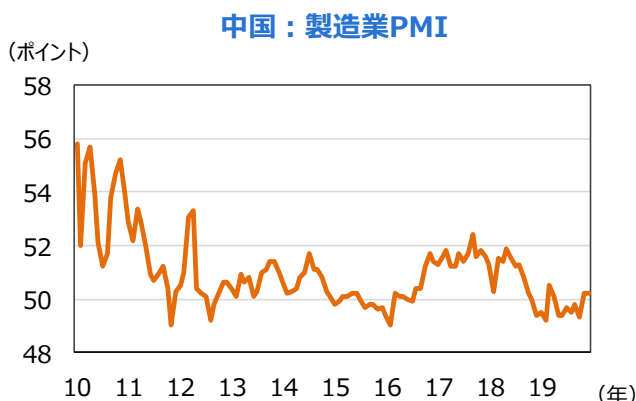
11月の小売販売(前月比4.5%増)は10月の減少(同14.2%減)からの戻りとして力不足。鉱工業生産は11月(同0.9%減)もマイナスが続く、景気の足取りは重い。但し、生産予測調査によれば企業の生産見通しは強気である(12月：前月比2.8%増、1月：同2.5%増)。アジアの旧正月の影響もあろうが、生産下げ止まりの兆候とみたい。就業者の増加が続くなど雇用も底堅く、景気腰折れのリスクは限定的だろう。



(注) データは2010年1月～2019年12月。ISM：米国供給管理協会。
(出所) ISMのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



(注) データは2015年1月～2019年12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



(注) データは2010年1月～2019年12月。
(出所) 国家統計局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) 2015年=100。季節調整値。
(出所) 経済産業省のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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

マーケット動向の見通し（1年程度）

主要資産の投資魅力度判断

20年1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

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			・2019年秋以降の反発によって、割安圏にあったバリュエーションの水準訂正は進んだが過熱感は見られない。景気サイクルが持ち直す局面にあること、米中貿易問題の先行きに対する過度な懸念の後退、大型経済対策による景気下支え期待が支援材料。業績回復期待の高まりを背景に、堅調な相場展開を予想。	
	米国			・米中部分合意、景気持ち直しをうけて、企業業績が回復局面に転ずることが期待される。また、FRBの緩和的政策長期化、欧州からの資金流入などにより長期金利が低レンジで推移する中、一部の資金は債券から株式に回帰しよう。但し、景気・業績回復は力強さは欠けるとみられるため、緩やかな相場上昇を予想する。	
	欧州			・マクロ指標は強弱ミックスであるが、一部指標に下げ止まりの兆候が見られる。景気下振れ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。米中部分合意に向かい、総選挙をうけた英政局の安定、ECBの緩和維持などから緩やかな上昇を見込む。財政政策を巡る議論には引き続き注目。	
	豪州			・米中部分合意はプラス材料。但し、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の領域。豪州準備銀行の追加利下げはサポート要因だが、銀行の利下げ縮減が株式市場にとっての懸念材料になる面もあり、環太平洋の他市場と比較で慎重な見方を維持したい。減税を受けた消費の持ち直しが注目材料。	
	アジア	先進国 (HK, SG)			・米中部分合意、グローバル景気底打ち期待、IT部門の在庫調整一巡を受け、業績下方修正の流れは収束、大局的には回復局面に向かうと判断。香港はデモ問題が重荷だが業績は下げ止まり。シンガポールは銀行の利下げ縮減に要注意だが、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			・グローバル景気の底打ち期待、情報技術セクターの在庫調整一巡などもあり、12カ月先の予想EPSの下方修正は収束した模様。米長期金利水準対比で割安感がある。米中部分合意が無事、調印・発効に向かえば2020年1-3月から株価は回復局面に向かう。各国通貨の対ドルレート、中国景気の動向などが注目点。
	新興国				・米中部分合意により不透明はある程度解消。調印内容とその後の進展に注目。米金利が低水準にとどまる中、新興国は通貨の安定が見込まれ、金融緩和を継続しよう。中国経済は引き続き重要だが、下振れには政策対応を期待。株価は当面反発後、横這いから緩やかな上昇へ。各国の政治情勢のフォローが重要。
リート	日本			・海外金利がバウンド、日本の長期金利も0%近辺に戻り、リートに影響している。しかし、リートのファンダメンタルズは堅調で、国内投資家の押し買いも見込まれ、下値は限定的だろう。内部・外部両面での成長効果、借換による財務効果による堅調な分配金成長のもとで魅力は高く、目標価格を維持。	
	アジア			・景気・不動産市況は鈍化方向だが、FRBが低金利を維持する中、デフエシブ性の魅力は継続。香港ではデモによる景気悪化で配当成長が鈍化。シンガポールは貿易摩擦の影響を受けているが、積極的物件取得で成長を補完。豪州では金融緩和期待がある。アジア・オセアニアリートのトータルリターンは7-8%で安定的。	
債券	日本			・景気の下振れリスクが高まらない限り日銀は追加利下げを見送ろう。米中部分合意を受け、景気悪化リスクが低下したことを考慮、着地・レンジを小幅上方修正。ただ、景気持ち直しは緩慢、インフレ率も高まらない中、日銀の緩和策政策は長期化しよう。長期金利の戻りには限度があり、概ねマイナス圏での推移を想定する。	
	米国			・米中部分合意や景気持ち直し期待は長期金利の上昇要因だが、①政治経済の先行きに不透明感がある程度残存、②FRBが低金利政策を維持する姿勢、③インフレ率がなお低レンジ、等が長期金利の上昇を抑えよう。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。	
	欧州			・ラガルド新総裁は政策レビューを2020年初から1年かけて実施するとしており、ECBは前半、現状の政策を維持する公算が高い。しかし、景気は底入れするとしても回復は緩慢でインフレ率も停滞するとみられ、年後半に追加緩和を予想する。金利は低位で推移後、景気の下げ止まりと共に緩やかにレンジを切り上げると予想。	
	豪州			・RBAは10月に3回目利下げを実施後、その効果を見極めるため、年内は現状の金融政策を維持するとみられる。先行きは減税の消費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ろう。大きな構図として長期金利は米国と連動。	
	新興国				・2019年秋以降香港情勢の悪化などを受けて一時神経質な展開もみられたが、米中部分合意を受け、スプレッドは縮小傾向となっている。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			・米中部分合意、景気下振れ懸念の後退を受けスプレッドは縮小。FRBの銀行融資態度調査に基づくモデルではフェアバリュエーション対比で割高だが、発行減が見込まれる一方、低金利の下で利回り追求型の資金流入が続くため、需給主導の緩やかなスプレッド縮小傾向が予想される。通商問題や財務イベントには一応注意。	
	ハイ・イールド			・米中部分合意によりセンチメントが大幅に改善、アンダーパフォームが目立ったエネルギー・セクターや低格付セグメントを中心にスプレッドが縮小。主要中銀がハト派的姿勢を維持する中、利回り追求の資金流入があるため、需給主導の緩やかなスプレッド縮小傾向を予想。通商問題や市場のボラティリティ上昇に注意。	
通貨	米ドル			・日米金利差、日本の国際収支の構造変化などはドル高円安要因だが、FRBの慎重な姿勢（低金利維持）、米大統領選などの政治的不透明感がドルの上値を限定するとみられるため、レンジ内での推移が続く見通し。米中部分合意が円滑に調印されるか、米中に加え米欧の通商関係に注意。	
	ユーロ			・ユーロは長期的には底値圏とみられる他、ユーロ圏景気は下げ止まり傾向。ただ、米国と比べ景気のモメンタムは緩やかなこと、ECBの追加緩和の可能性、イタリアの政局等がユーロの上値を抑え、レンジ内での推移が続く。英政局の不透明感も低下したが、移行期間中のEUと英国の交渉など課題が残る。	
	豪ドル			・RBAが12月会合で金利を据え置いたことや、米中部分合意が短期的にサポート材料。先行きはRBAの追加利下げ観測が豪ドル安要因だが、米・豪長期金利がほぼ連動していること、減税が景気を支えと期待されること、經常収支改善などを考慮すると、現状のレンジ観については当面変更の必要はないだろう。	

(注) 2019年12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

	2019/10-2019/12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
国内株式																		
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
国内債券																		
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
外国株式																		
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
外国債券																		
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
為替																		
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
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	▲0.10	0.00	▲0.05
政策金利																		
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12月18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。

米国・イラン情勢と日米株式市場

終息する可能性が高まるが今後の期待形成に影響が残る

○大きく調整した日本の株式市場

・米イランの対立をうけ、8日の日経平均は、ザラ場で2万3,000円を割り込み、370.96円安の2万3,204.76円で引けた。米ドル/円レートが一時107円台まで円高・米ドル安となり、WTI原油先物価格も1バレル65ドル台まで達し、金価格も急騰した。米国株式市場はひとまず落ち着いた動きとなった。イランのザリフ外相が「相応の措置を完了した」とし、トランプ大統領の声明も戦争を回避することを示唆するなど、緊張はいったん緩和する可能性が見られた。

○市場の復元は可能

・今回は過去の紛争時、(1) 湾岸戦争、(2) 米同時多発テロ、(3) イラク戦争、の主な指標の動きをまとめた。

(1) 湾岸戦争

・湾岸戦争は、1990年8月にイラク軍がクウェートへの侵攻を開始したことに端を発する。米英を中心とする多国籍軍が1991年1月17日にイラクへの攻撃を開

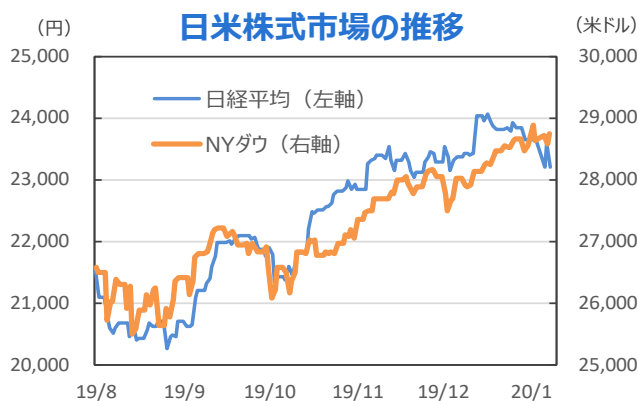
始した。日米株式市場は90年の後半は総じて値の重い展開となった。

・イラクへの攻撃開始後、NYダウは5日後に底を付け、反騰に向かった。日経平均も6日後に底を付け、直ちに上昇に転じた。米ドル/円レートは円高・米ドル安が進行するが、25日目に円高はピークとなり、その後は円安・米ドル高となった。一方、原油、金は下落に転じ、原油は36日後、金は98日後に底を付けた。

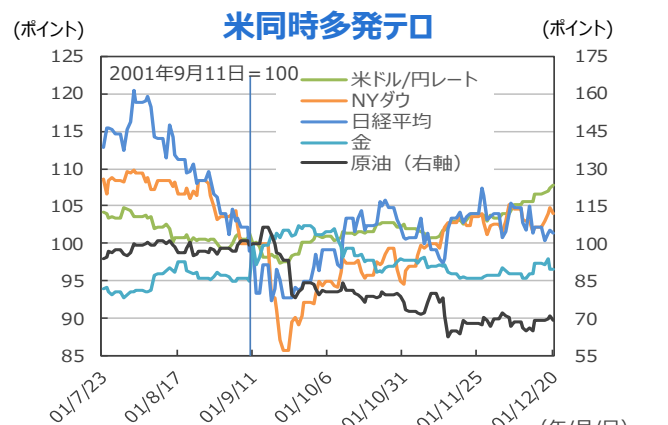
(2) 米同時多発テロ

・米同時多発テロは、2001年9月11日に発生した。米国株式市場は大きな下落となったが、NYダウは10日後に底を付けた。日経平均は6日後に底を付け、米ドル/円レートは9日後に円高がピークとなった。原油は65日後、金は91日後に底を付けた。

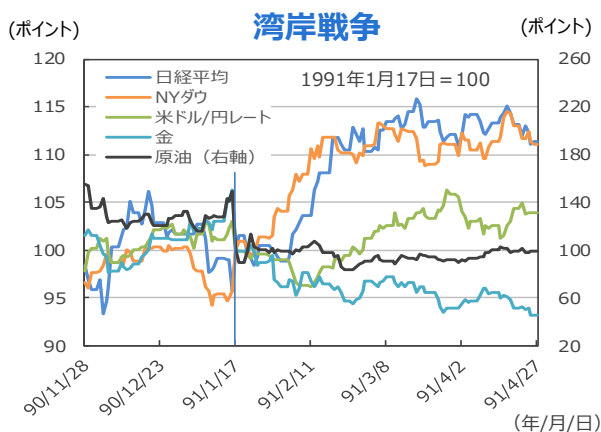
・米国株式市場はひとまず落ち着いた動きとなった。イランのザリフ外相が「相応の措置を完了した」とし、トランプ大統領の声明も戦争を回避することを示唆するなど、緊張はいったん緩和する可能性が見られたことが背景。



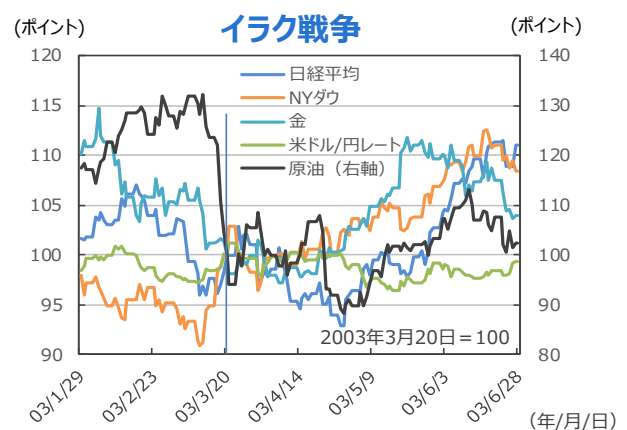
(注) データは2019年8月1日～2020年1月8日。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



(注) データは2001年7月23日～2001年12月20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) データは1990年11月28日～1991年4月27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) データは2003年1月29日～2003年6月28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。

米国・イラン情勢と日米株式市場

(3) イラク戦争

- イラク戦争は、2003年3月20日に米英軍がイラクへの軍事作戦を展開し、4月9日に首都バグダッドを制圧した紛争。イラク戦争では、最も早く底を形成したのはNYダウで11日後だった。NYダウは、一つの目安としてみた50日後には、発生時の水準を上回っていた。日経平均の底は39日後と底打ちが遅れた。米ドル/円レートが約2カ月間、円高・米ドル安の基調が続いたことなどが影響したと思われる。米ドル/円レートは57日後に底を形成し、緩やかな円安・ドル高に転じた。日経平均も、50日後にはほぼ発生時点の株価水準を回復し、100日後には発生時の水準を上回っており、堅調に推移した。一方、原油は軟調な推移で40日後に底を形成し、その後2カ月ほど堅調に推移した。また、金は19日後に底を形成した後、やはり2カ月ほど堅調に推移した。
- 今回取り上げた地政学リスクのケースでは、紛争が数カ月でいったん終息している。市場が堅調さを取り戻すまでの期間には幅があるが、復元可能な程度のリスクだったと思われる。日米株式市場は比較的早期に切り返していること、米ドル/円レートは、いったん円高・米ドル安に傾いた後、時間はかかる局面はあるも

の、円安・米ドル高となる傾向があること、などが確認された。イラク戦争では原油、金が上昇しており、原油生産への影響が懸念される場合は商品価格が上昇することも確認できた。

○地政学リスクを常に意識する地合いとなろう

- 米国、イランともに戦争を望んでいないと述べており、全面的な軍事衝突となるリスクはある程度抑制されたと思われる。過去の例からは、日米株式市場への影響は限定的と考えられ、今後、景気回復の見通しが揺るがなければ、堅調に推移すると期待される。しかし、原油価格が上昇する可能性はあり、今後の原油生産や輸出入動向への影響を通じて、景気・企業業績への影響を意識しておく必要がありそうだ。
- 米国とイランの対立がある程度抑制されたものになるとしても、米国のイランへの経済制裁は強化・継続される見通しで、イランは核施設の再稼働を進めるとみられ、両国の緊張状態は続くと考えられる。
- また、米中の貿易摩擦も両国の緊張を高めたうえ、今後も続く見通しにある。米国を中心とした地政学的な緊張を意識する地合いが常態化すると思われる。

主な地政学リスクと主要指標の動き

年/月/日	日経平均	NYダウ	米ドル/円 レート	原油	金	＜参考＞	
湾岸戦争						原油	金
発生日 1991/1/17	23,446.81	2,623.51	132.88	21.44	379.00	ピーク	ピーク
ボトム(水準)	23,050.10	2,603.22	127.72	17.91	353.25	24.18	381
ボトム(日付)	91/1/23	91/1/22	91/2/11	91/2/22	91/4/25	91/1/22	91/1/22
発生日からの日数	6日	5日	25日	36日	98日	5日	5日
50日前 1990/11/28	23,053.88	2,535.15	129.85	33.28	385.00		
50日後 1991/3/8	26,607.52	2,955.20	136.25	19.31	368.50		
100日後 1991/4/27	26,123.68	2,912.38	138.13	21.28	353.25		
米同時多発テロ						原油	金
発生日 2001/9/11	10,292.95	9,605.51	119.42	27.77	286.25	ピーク	ピーク
ボトム(水準)	9,504.41	8,235.81	116.38	17.45	272.80	29.53	293.25
ボトム(日付)	01/9/17	01/9/21	01/9/20	01/11/15	01/12/11	01/9/14	01/9/26
発生日からの日数	6日	10日	9日	65日	91日	3日	15日
50日前 2001/7/23	11,609.63	10,424.42	124.40	26.12	268.85		
50日後 2001/10/31	10,366.34	9,075.14	122.42	21.18	279.65		
100日後 2001/12/20	10,434.52	9,985.18	128.66	19.28	276.25		
イラク戦争						原油	金
発生日 2003/3/20	8,195.05	8,286.60	120.32	28.61	332.25	ピーク	ピーク
ボトム(水準)	7,607.88	7,992.13	116.08	25.24	322.75	32.36	371.55
ボトム(日付)	03/4/28	03/3/31	03/5/16	03/4/29	03/4/8	03/6/11	03/5/21
発生日からの日数	39日	11日	57日	40日	19日	83日	62日
50日前 2003/1/29	8,331.08	8,110.71	118.36	33.63	365.95		
50日後 2003/5/9	8,152.16	8,604.60	117.40	27.72	348.55		
100日後 2003/6/28	9,104.06	8,989.05	119.61	29.27	345.25		

(注) 日経平均は円、NYダウは米ドル、原油はWTI原油先物価格で米ドル/1バレル、金価格は米ドル/1トロイオンス。
(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 (米国)

<株式市場>

引き続き緩やかな上昇トレンドが続く公算

- 米国株式市場は、追加関税直前の米中合意報道を受け大きく上昇した。米景気は一部指標に改善の兆しがみられるなど、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。FRBの低金利政策が維持されることがプラス材料。短期的は材料出尽くしで、上値が重くなる可能性はあるが、企業業績が回復局面に入ってくると期待され、米国株式市場は緩やかな上昇トレンドが続く見通し。
- 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だ。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ろう。

<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：米中通商協議における第一段階の合意が発表されるなど、協議進展への期待や景気の持ち直し観測は長期金利の押し上げ要因。一方で、米中協議に引き続き不透明感が残ることや、FRBが慎重な姿勢を続けていることから、長期金利の上昇もある程度抑制され、レンジ相場となろう。景気の持ち直しが進むにつれて、長期金利は緩やかに水準を切り上げていく展開を想定する。
- 投資適格社債：米中協議の第一段階の合意報道を受けてセンチメントは改善。主要中銀の金融スタンスがハト派的なスタンスを転換しなければ、利回り追求の動きが続き、国債とのスプレッドの縮小が継続しよう。
- ハイ・イールド社債：米中協議の第一段階合意を受け、エネルギーセクターを中心に急激に国債とのスプレッドが縮小。主要中銀の金融スタンスに変更がなければ、スプレッドは緩やかな縮小が続こう。

業種別利益成長率予想

(前年同期比、前年比、%)

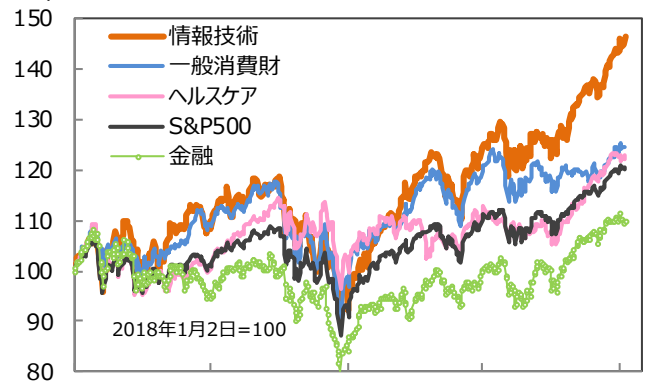
セクター\年月期	2020				2019 (予想)	2020 (予想)
	1-3月 (予想)	4-6月 (予想)	7-9月 (予想)	10-12月 (予想)		
S&P500全体	6.1	7.2	10.1	14.4	1.0	9.8
一般消費財	3.5	10.1	11.9	24.4	▲0.2	12.7
生活必需品	4.4	5.0	5.9	8.1	1.8	6.0
エネルギー	27.6	9.6	29.6	22.0	▲28.1	22.9
金融	2.4	0.9	9.7	12.2	8.3	5.2
ヘルスケア	6.8	4.0	7.1	12.6	9.1	8.7
資本財・サービス	▲0.9	21.2	9.6	19.4	▲2.0	14.0
素材	6.9	10.9	15.3	22.0	▲9.5	13.8
不動産	4.3	7.0	4.8	10.4	4.5	6.5
情報技術	3.0	7.7	10.3	15.4	▲1.1	10.3
コミュニケーション・サービス	16.2	8.5	12.6	9.4	1.4	11.8
公益事業	3.1	5.8	1.9	9.7	4.7	4.6

(注) データは2020年1-3月期～2020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) 2020年1月8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

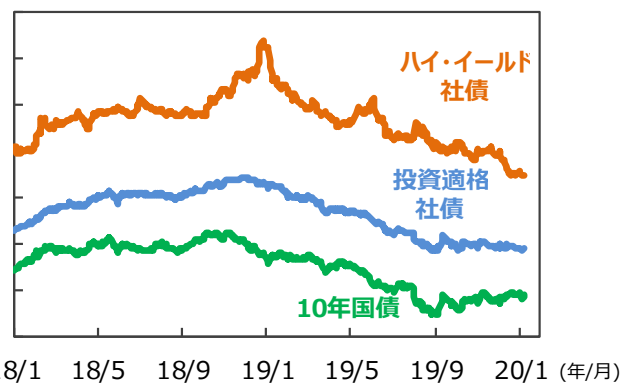
(ポイント)



(注) データは2018年1月2日～2020年1月8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

国債、社債利回りの推移

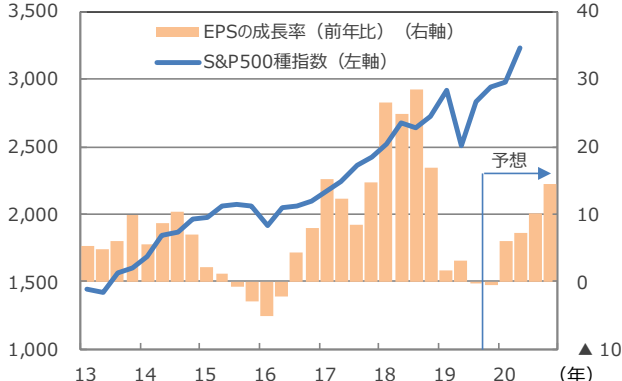
(%)



(注) データは2018年1月1日～2020年1月8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

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12月。四半期ベース。S&P500種指数は2020年1月8日。1株当たり利益 (EPS) の2019年12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

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

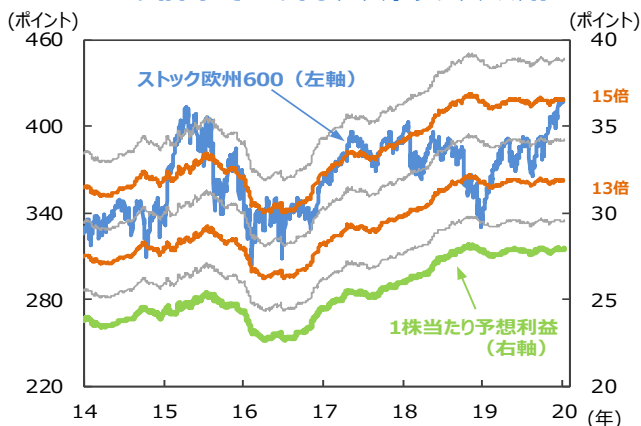
- 12カ月先予想PERは14.9倍（12月18日現在）。米中貿易交渉が第一段階の合意に達したことや、英国の総選挙で与党保守党が勝利したことでBrexitに道筋がつき始めるなど、2大政治リスクに方向感が示されたことで、投資家心理の改善が続こう。今後は、予想PERで13倍～15倍程度のレンジを想定する。当面は15倍を試す展開となろう。
- 欧州（ユーロ圏）のマクロ指標はまだ軟調なものが多いが、一部指標に改善の兆候も見られ始めた。更なる景気低迷のリスクは低下したとみられる。ECBの利下げ・量的緩和再開を含め、先進諸国・地域の金融緩和政策の継続も株価をサポートしよう。

<債券市場>

長期金利は低位で推移

- 景気は緩やかながらも来年初めにかけて底入れが見込まれる。一方で景気の先行き不安やインフレ圧力の弱さからECBは量的緩和（QE）を含む金融緩和政策を継続すると見込まれることから、長期金利はレンジでの推移が続く見通し。その後は、景気の持ち直しとともに緩やかに水準を切り上げよう。
- 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。

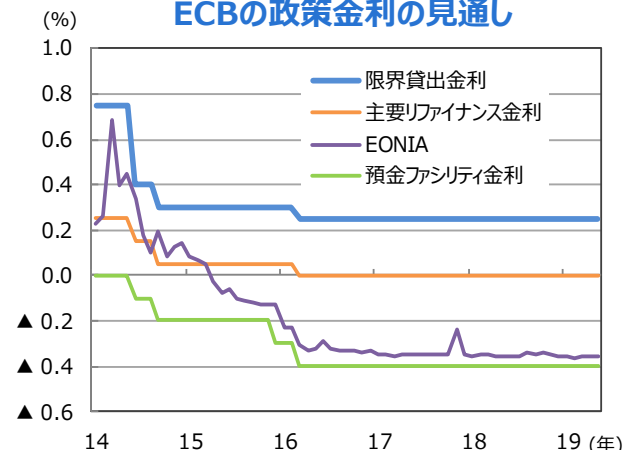
PERの倍率で試算したストックス欧州600



(注) データは2014年1月2日～2020年1月8日。株価収益率（PER）の倍数（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

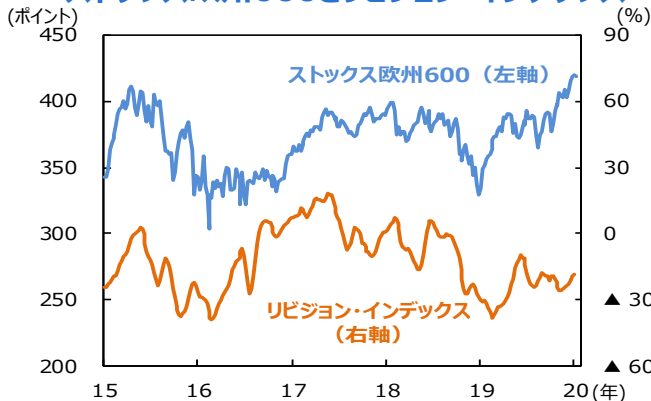
ECBの政策金利の見通し



(注) データは2014年1月～2019年12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

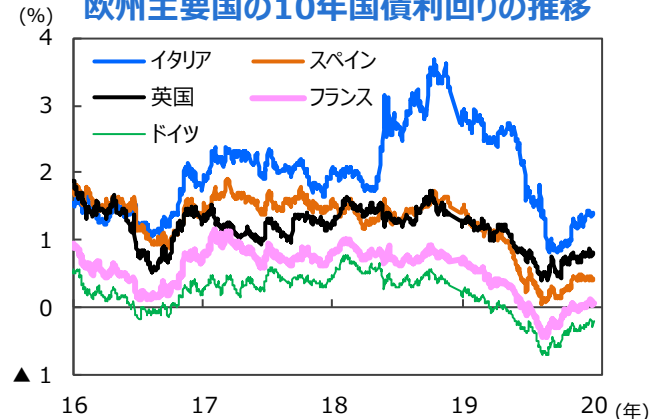
ストックス欧州600とリビジョン・インデックス



(注) データは2015年1月1日～2020年1月8日（リビジョン・インデックスは1月2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～2020年1月8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＞

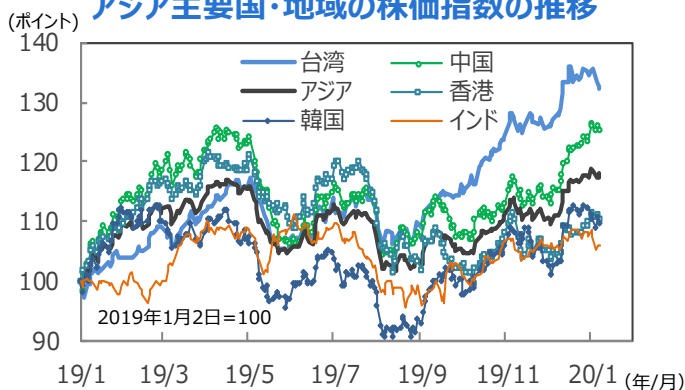
中国市場～徐々に持ち直すと期待

- 米中部分合意はポジティブだが、中長期的にはグローバル景気の底打ちを確認する必要がある。但し、足元では、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。
- 香港デモの影響は引き続き注視する必要がある。香港市場に対するグローバル投資家の不安感の拡大は、中国（本土）株式市場にも影響を与えるだけに、慎重なスタンスが求められる。
- 企業業績予想の勢いを判断するリビジョン・インデックスは、10月以降緩やかながら改善基調を維持している。中国景気に明確な底打ち感が見えないものの、企業業績が回復する兆しとなるかが注目される。

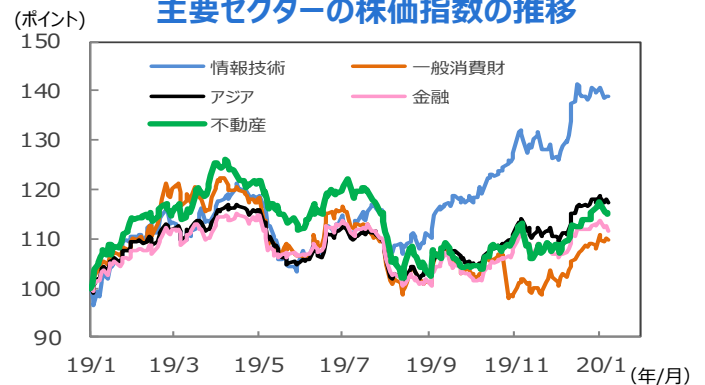
アジア市場～堅調な推移を予想

- グローバル景気の循環的な回復期待、情報技術セクターの在庫調整一巡などもあって、12カ月先の予想EPSのリビジョン・インデックスはこれまでの下方修正が一巡している模様だ。
- アジア株価指数（MSCI AC アジア（除く日本））の12月23日時点の12カ月先予想PERは13.7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割安感があるほか、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引き続き堅調に推移すると考えられる。米中が部分合意に達したことで、景気の回復期待が高まろう。
- 主要セクターの利益水準はアジア全体で見ても2019年年初の水準に戻ったわけではなく、足元の株価水準は期待が先行していると考えられる。アジアの株式市場が更に上昇するためには、期待が実現して企業利益が大きく改善することが必要となりそうだ。

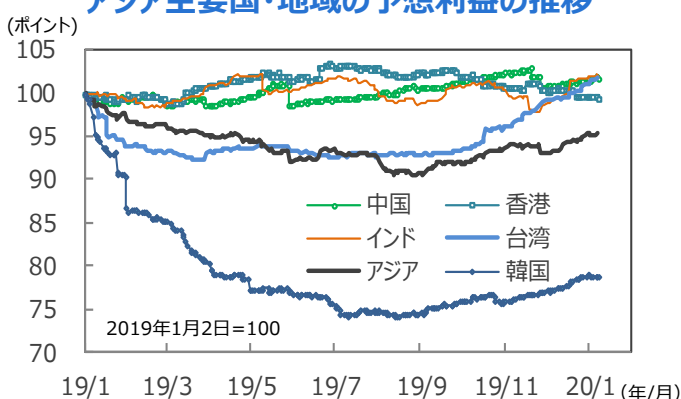
アジア主要国・地域の株価指数の推移



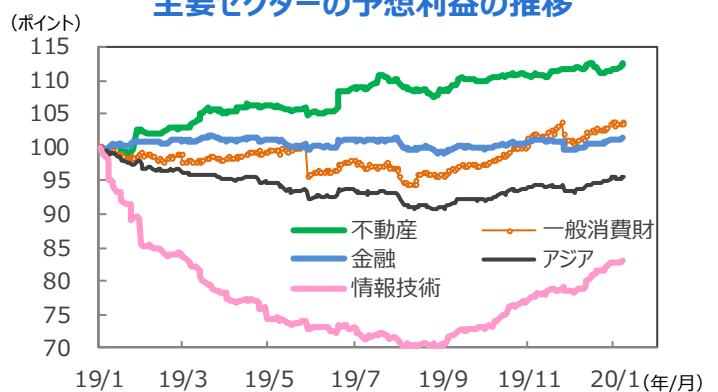
主要セクターの株価指数の推移



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～2020年1月8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>

高値圏でもみ合いを予想

○今年の景気回復は緩やか～利下げ余地は縮小

- ・インド経済は減速傾向が強まった。ノンバンクの資金繰り悪化を契機に投資減少や民間消費の伸び悩みから、実質GDP成長率は、18年の6.8%から4.9%に減速したとみられる。20年は5.9%程度の成長に回復すると見込まれるが、ペースは緩やかとなろう。
- ・インド準備銀行（RBI）は、景気支援のために19年2月以降5会合連続の利下げを進めた。今年も金融緩和を継続するものの、インフレ率の上昇などから利下げ余地は小さくなりそうだ。

○2020年の株式市場は高値圏もみ合いを予想

- ・中長期の成長市場との位置づけは変わらないが、20年のインド株式市場は高値圏でもみ合う展開を予想する。緩慢な景気回復に加え、米中通商協議の第二段階の進展が容易でないこと、中東情勢悪化に伴う原油高、株価バリュエーションに割安感が乏しいことなどが背景。一方で、緩和的な金融政策の継続や、政府の追加景気刺激策への期待もあり、海外投資家からの資金流入が続いていることが相場のサポート要因となろう。

<豪州株式市場>

横ばいの展開か

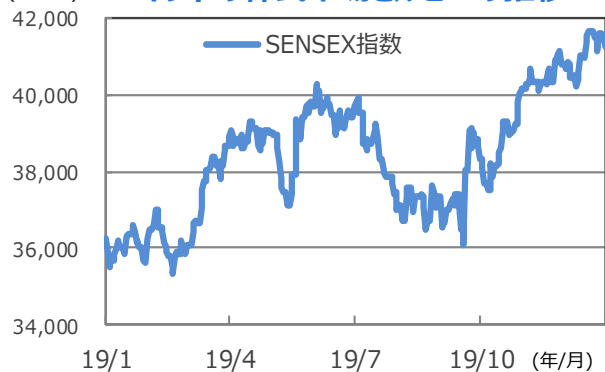
- ・S&P/ASX200の12カ月先予想PERは12月18日時点で16.4倍。個人消費の鈍化が景気減速につながる中、バリュエーションも割高でマイナス材料には脆弱。RBAの追加利下げはサポート要因だが、継続すれば銀行の利ザヤ縮減が株式市場全体にとっての懸念材料になりうる。米中対立、中国経済、鉄鉱石価格などの国際環境に加え、減税効果（特に消費）に注目したい。

<豪州債券市場>

長期金利は米国に連動する展開が継続

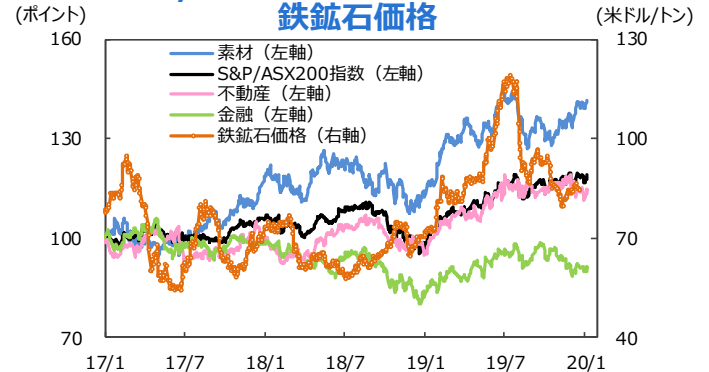
- ・RBAは11月の金融政策決定会合において、政策金利を0.75%で据え置いた。今後、RBAは消費動向を確認しつつ、20年1～3月にもう一段の利下げを行い、その後は緩やかな景気回復の実現を確認していく見込み。長期金利は引き続き米国と連動する展開が継続しよう。

インドの株式市場とルピーの推移



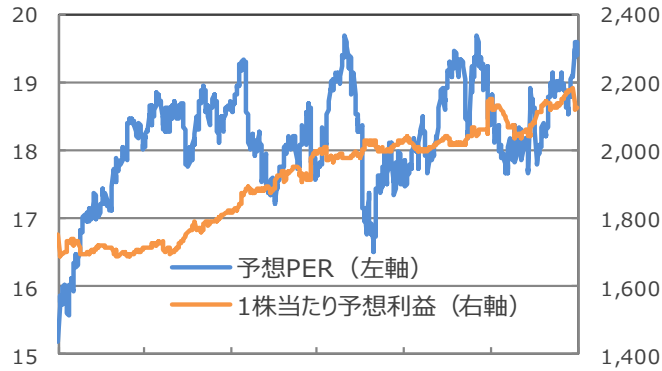
(注) データは2019年1月1日～2020年1月8日。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

S&P/ASX200指数、主要セクターと鉄鉱石価格



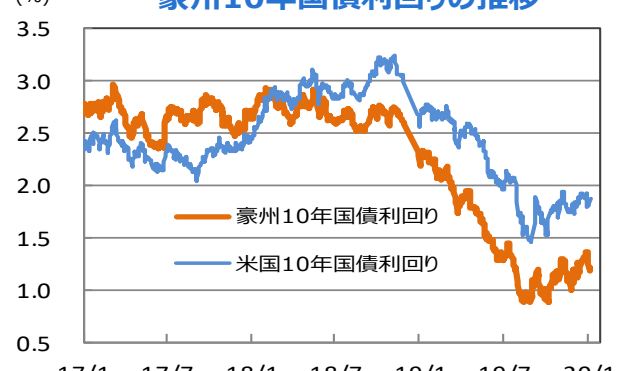
(注1) データは2017年1月3日～2020年1月8日。
(注2) S&P/ASX200指数、主要セクターは2017年1月3日=100。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

インド市場の推移



(注) データは2017年1月1日～2020年1月8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

豪州10年国債利回りの推移



(注) データは2017年1月2日～2020年1月8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>

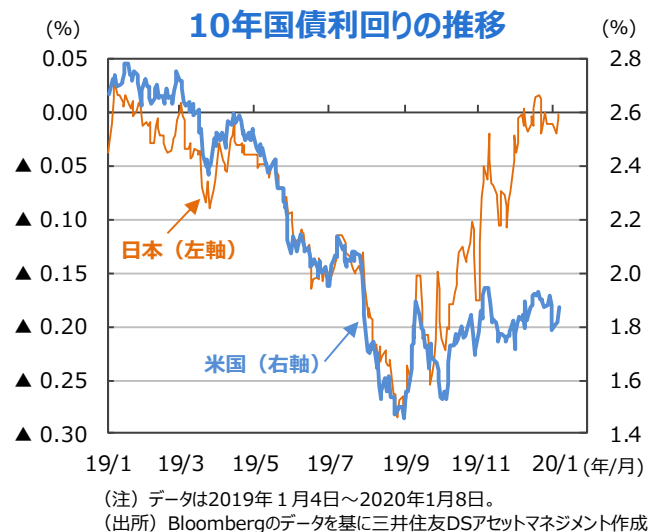
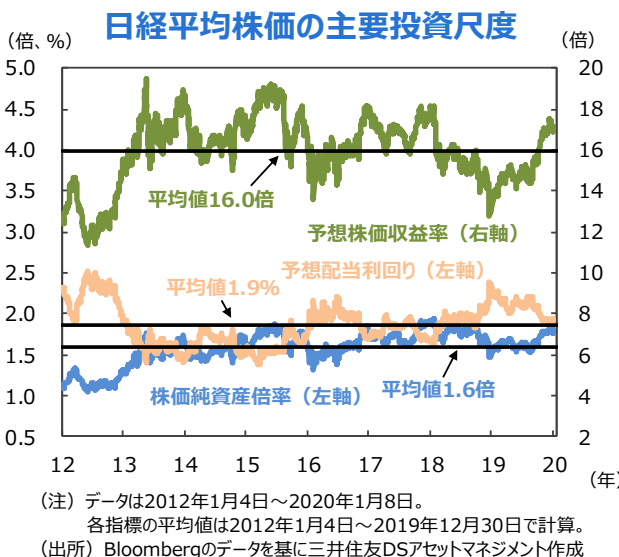
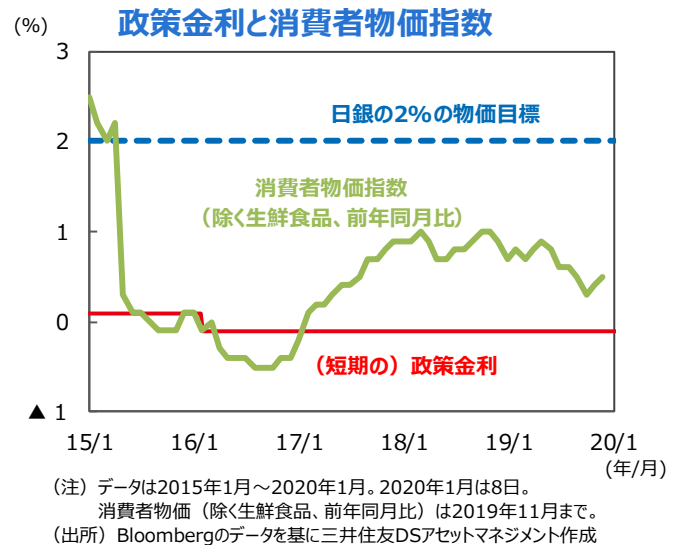
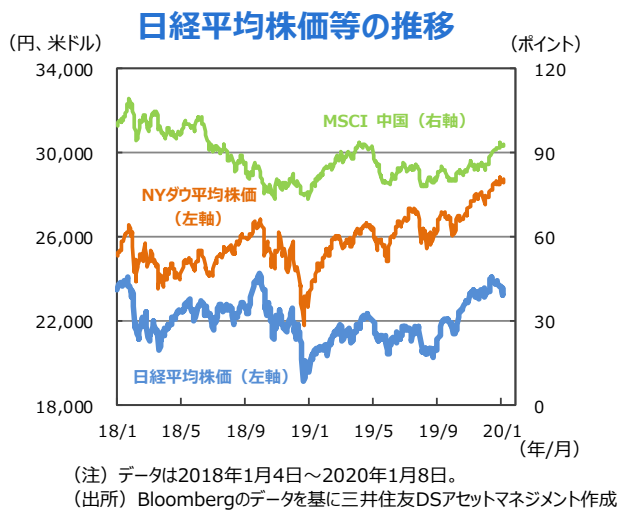
ファンダメンタルズの回復を背景に、年前半は堅調な展開

- 昨年秋以降の株価反発によって、割安圏にあったバリュエーションの水準訂正は進んだものの、過熱感は見られない。
- 来年度の企業業績は、市場予想を上回る増益を予想する。力強い業績の回復期待を織り込む形で、株式市場は堅調な展開が続くと予想する。

<債券市場>

長期金利はマイナス圏での推移が継続

- 米中協議は第一段階の合意に達し、追加的な関税の賦課による世界景気への下振れリスクは大きく低下した。世界景気が底打ちに向かう確度が高まるものの、力強さを欠くとの見通しは変わらず。
- 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、減額余地は減少している。また、日本の物価（コア）上昇率は低位の伸びが継続。物価目標の達成は見込み難い状況が続く。



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>

グローバルPMIとリビジョン・インデックスに注目。小型株の業績見通しの改善が進む

○PMIと日経平均～0を上回り堅調持続

・グローバルPMIは3カ月前差で0を上回ってきた。0を上回った2017年に株価は大きく上昇した。主要国の財政・金融政策の効果で、景気・企業業績のモメンタムが改善する方向にあり、株価水準の修正が進むと期待される。

○明るさ増す業績見通し～リビジョン・インデックスはいよいよプラス圏へ向かう

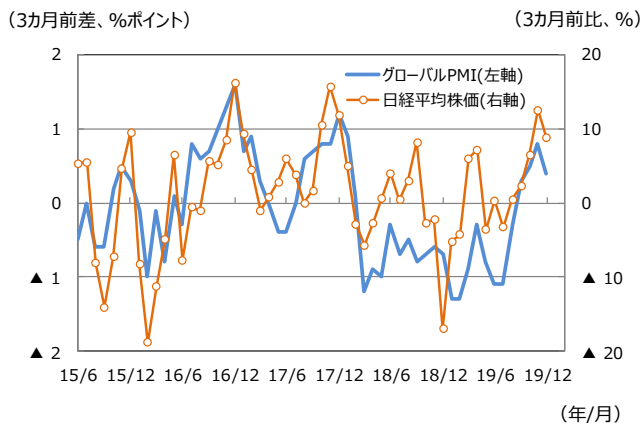
・業績見通しの改善度合いを示すリビジョン・インデックスが大きく上昇している点が注目される。2011年以降でリビジョン・インデックスが底打ちし、ゼロを上回る

期間が1年程度に及ぶ局面は3回ある。底打ちからゼロを上回る局面で株価は堅調さを維持する傾向が確認される。

○魅力的な小型株の業績見通し

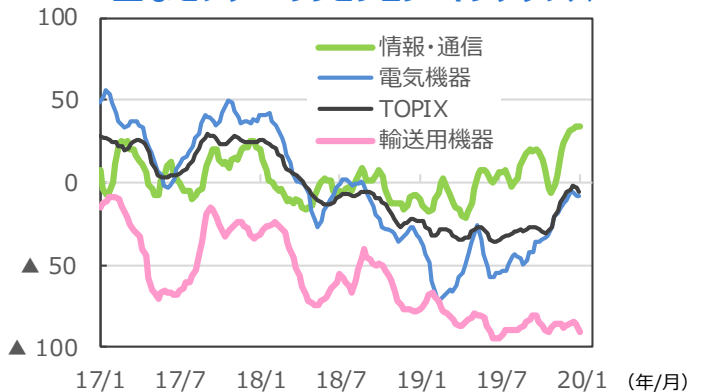
・日本株式市場は、9月以降値を戻しつつあるが、大型株に比べ、小型株の堅調さが目立つ。その背景には、小型株の業績改善がある。大型株（TOPIX 500）の業績見通しは12月に入りやっと底打ちの兆しが見え始めたが、小型株（TOPIX Small 500）は大きく改善している。今後世界経済の回復が期待され、大型株の業績も堅調さを取り戻すと期待される中、小型株の業績は相対的に高い成長を維持すると考えられ、小型株を下支えすると思われる。

グローバルPMIと日経平均株価



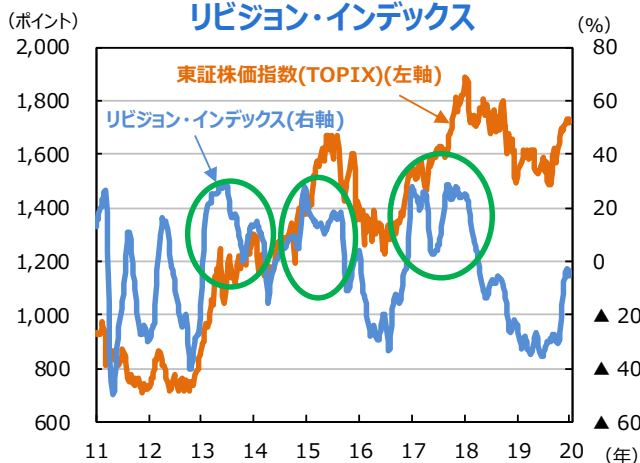
(注) データは2015年6月～2019年12月。月次。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

主要セクターのリビジョン・インデックス



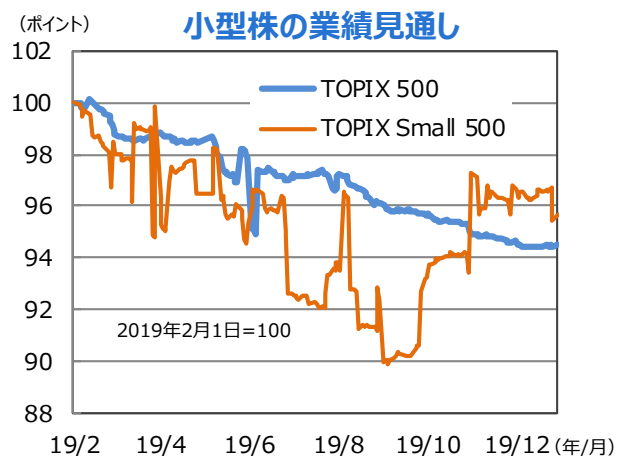
(注) データは2017年1月5日～2020年1月2日。週次。
リビジョン・インデックス：(上方修正銘柄数 - 下方修正銘柄数) ÷ (上方修正銘柄数 + 下方修正銘柄数) で計算。4週移動平均。12カ月先予想（当期純利益）。予想はリフィニティブI/B/E/S。
(出所) Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

リビジョン・インデックス



(注1) データは2011年1月6日～2020年1月8日。週次。リビジョン・インデックスは1月2日。
(注2) リビジョン・インデックス：(上方修正銘柄数 - 下方修正銘柄数) ÷ (上方修正銘柄数 + 下方修正銘柄数) で計算。4週移動平均。12カ月先予想（当期純利益）。予想はリフィニティブI/B/E/S。
(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

小型株の業績見通し



(注) データは2019年2月1日～2020年1月7日。12カ月先1株当たり予想利益（Bloomberg集計）。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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

通貨

<円/米ドルレート>

- 日米長期金利差、日本の国際収支の構造変化などは、米ドル高・円安要因だが、FRBの慎重な姿勢（低金利維持）や米大統領選などの政治的不透明感が米ドルの上値を限定するとみられるため、レンジ内での推移が続く見通し。米中部分合意が円滑に調印されるか、米中に加え、米欧の通商関係に注意。

<円/ユーロレート>

- ユーロは長期的には底値圏とみられる他、ユーロ圏景気は下げ止まり傾向となりつつある。ただ、米国と比べて景気のパフォーマンスが緩やかなこと、ECBに追加緩和の可能性があること、イタリアに政局不安があること等がユーロの上値を抑え、レンジ内での推移が続く。英国政局の不透明感は低下したが、移行期間中のEUと英国の交渉など課題が残る。

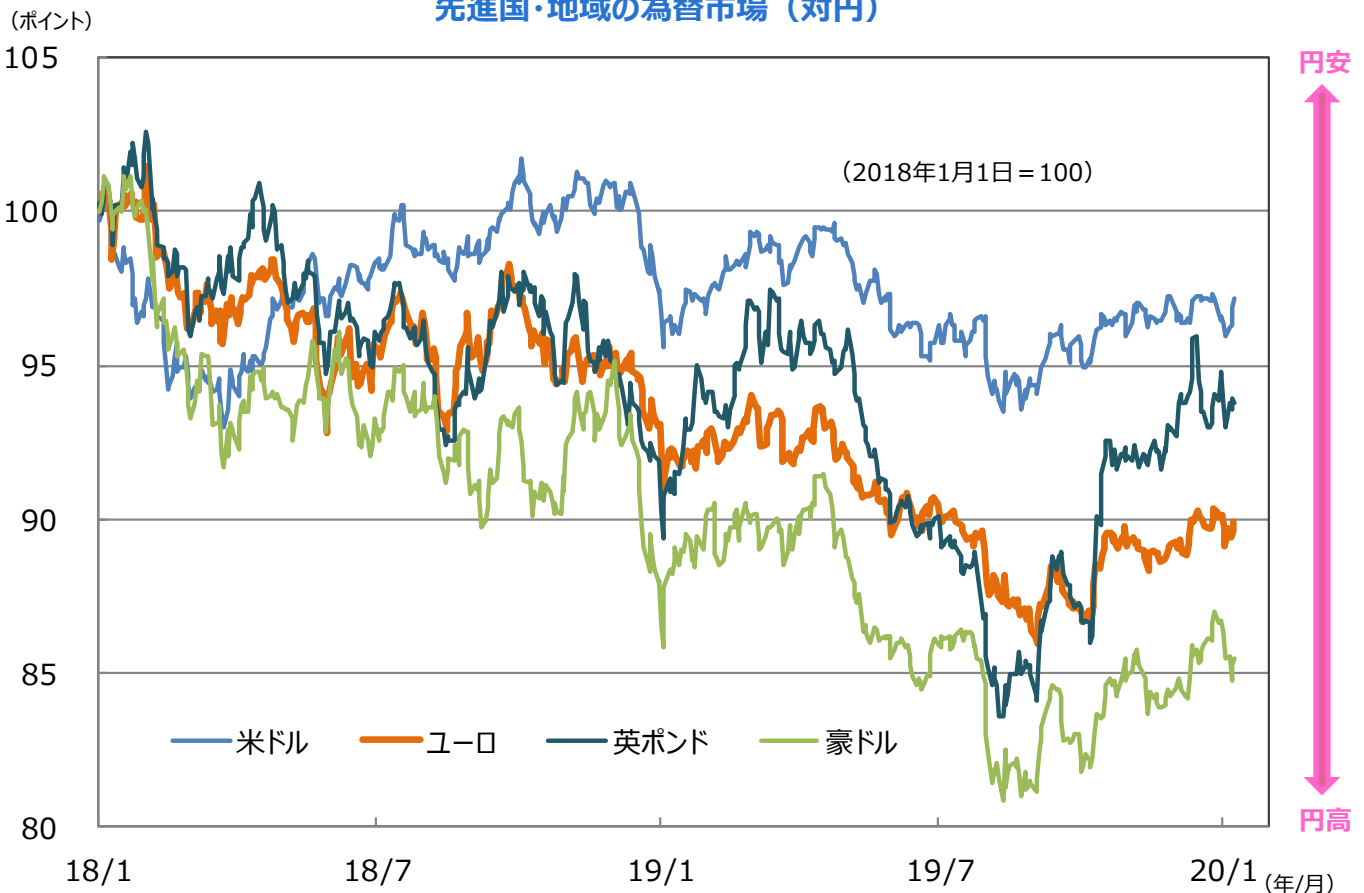
<円/英ポンドレート>

- 英国では、総選挙で保守党が勝利したことでEU離脱に絡む不透明感が後退、短期的には足元で英ポンド上昇に一巡感が見られるものの、底堅い推移が続く見通し。

<円/豪ドルレート>

- RBAが12月会合で金利を据え置いたことや、米中部分合意が短期的にサポート材料。先行きはRBAの追加利下げ観測が豪ドル安要因だが、米・豪長期金利がほぼ連動していること、減税が景気を支えると期待されること、経常収支改善などを考慮すると、現状のレンジ観については当面変更の必要はないだろう。

先進国・地域の為替市場（対円）



(注) データは2018年1月1日～2020年1月9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

『日銀短観』、大企業製造業DIがゼロに

『日銀短観』とは、日本銀行が金融政策運営の参考にするため、3か月ごとに約1万社の企業に行う経済調査のことです。『日銀短観』では、企業の景況感に加え、売上高、収益、設備投資の計画などが公表され、中でも大企業・製造業の景況感を示す業況判断指数（DI）が代表的な指標として注目されます。12月13日に発表された19年12月の『日銀短観』では、大企業・製造業DIが4期連続悪化のゼロとなりました。

大企業・製造業の景況感はゼロに悪化

19年12月の『日銀短観』は、大企業・製造業の景況感を示す業況判断DIがゼロと、市場予想の3を下回り、前回19年9月調査の5から5ポイント悪化しました。悪化は4期連続で、13年3月調査（マイナス8）以来の低水準となりました。米中貿易摩擦や海外景気の減速が製造業の景況感悪化の背景です。ただし、3か月後の先行き同DIはゼロと、横ばいが見込まれています。大企業・非製造業の業況判断DIは20と、市場予想の16を上回り、前回調査から1ポイント悪化にとどまりました。非製造業の悪化は2期連続ですが、消費増税の影響は比較的軽微とみられ、好調な内需を背景に高めの水準を維持しています。先行きの同DIは、2ポイント悪化の18が見込まれています。

設備投資計画は底堅い

19年度想定為替レートは、1ドル = 107.83円

19年度の設備投資計画は、全規模・全産業ベースで前年度比 + 3.3%と、前回から + 0.8% 上方修正されました。また、ソフトウェア投資は19年度計画が同 + 10.1%と、積極的な省人化投資を反映しているとみられます。

大企業・製造業の19年度の想定為替レートは、1ドル = 107.83円と、前回調査の108.68円からやや円高水準となりました。

次回の金融政策決定会合は現状維持の見込み

12月の『日銀短観』では、大企業の業況判断DIは、外需の弱さが重石となり、製造業の落ち込みが大きかった一方で、消費増税による悪影響は限定的で非製造業は底堅さを示しました。前回消費増税後の14年6月調査と比較すると、同DIの変化は、前回は製造業・非製造業ともに▲5ポイントであったのに対し、今回は製造業が同じ悪化幅ですが、非製造業は政府の消費増税対策もあり、わずかな悪化にとどまりました。また、設備投資計画も引き続き底堅いことが示されました。12月の『日銀短観』は、概ね日銀の景気見通しに沿った内容とみられるため、次回の金融政策決定会合では現状維持が見込まれます。

The Topic of This Month

BOJ Tankan; Japan manufacturer sentiment dims in December

The Tankan is a statistical survey conducted every three months by the Bank of Japan (BOJ), which includes not only business trends of enterprises but plans for revenues, income, capital investments and employment. The bank collects data from approximately 10,000 enterprises in Japan, thereby contributing to the appropriate implementation of monetary policy. The headline diffusion index (DI) for business sentiment among large manufacturers is closely watched above all others. The latest Tankan, published on 13th of December, showed that the DI of business conditions among large manufacturers fell to zero, which is 4th quarter of consecutive deterioration.

Japan business sentiment showing weaker sentiment

According to the Tankan for December, the DI of business conditions among large manufacturers fell to 0 from 5 for September, falling below even the market consensus of 3. It declined for the fourth consecutive quarter, marking the lowest reading since March 2013 (-8), which seems to reflect the US-China trade disputes and the global slowdown. However, the DI over the next three months is expected to remain flat at zero.

On the other hand, sentiment among large non-manufacturers slid to 20 from 21, topping the market consensus of 16. While the index declined for the second consecutive quarter, it still maintains a high level with strong domestic demands and only a minor impact of the consumption tax hike. The DI for the forecast of business conditions is 18, down from 20.

Solid capital investment plans; Assumed exchange rate for the FY2019 at JPY107.83 per USD

Capital investments across industries and corporate sizes are set to increase 3.3% in this fiscal year. In the previous survey, it was expected to grow 2.5%. Growth in software investment by 10.1% was noteworthy. This seems to reflect the need for labor-saving investment amid labor shortages in Japan.

As for the assumed exchange rate of large manufacturers is set as JPY107.83 to the USD for the fiscal year 2019, which indicates the modest yen appreciation from the previous survey, which was 108.68.

The BOJ is expected to maintain the current monetary policy

While the latest Tankan showed that the weakness in external demands weighed on the DI for business sentiment among large companies, hurting manufacturers in particular, it also showed an underlying strength in non-manufacturers with a limited impact of the consumption tax hike.

When we compare these data with those in June 2014 when the consumption tax rate was raised from 5% to 8%, the DI among manufacturers declined by the same magnitude (5 vs. 5) but the magnitude of the decline of the one among non-manufacturers was much smaller (4 vs. 1) with strong capital investments.

We believe the BOJ will maintain the monetary policy at the next monetary policy meeting as the survey result appears to be conforming to its outlook.

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ください。

【投資信託商品についてのご注意（リスク、費用）】

●投資信託に係るリスクについて

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

●投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

◆直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.85%（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：2020年1月9日