



受賞についての詳細は19ページをご覧ください。

# 投資環境の見通し

## 今月の注目点

# 米中部分合意の可能性と世界経済

### フェーズ1の合意とその後の展望

米中は10月10-11日の閣僚級協議で大筋で折り合ったことから、10月15日に予定されていた米国による追加の関税引き上げは見送った上で、11月上旬にかけ合意文書の詰めを行うと発表した。

(必要によっては追加の交渉を実施する可能性)。また、米中交渉に直接関連するわけではないが、中国では第19期中央委員会第4回全体会議(四中全会)が10月28~31日に開催された。

11月中旬にかけての交渉、その先、いずれについても、不透明感が残る。トランプ大統領は今回は「フェーズ1」の合意であり、構造問題に関する交渉(フェーズ2、必要に応じフェーズ3)が続くとしている。構造問題の交渉では双方譲れない部分があるだけに、既に実施された追加関税が短期間に撤廃される可能性は小さいだろう。今後の展開としてはなお、①部分的合意による追加関税延期、②予定された追加関税を実施した後、こう着状態に移行、③エスカレーション、の3つを考えておく必要がある。

る。しかし、中国とすれば、包括合意ではなくても、段階的・部分的交渉プロセスを受け入れれば、来年の米大統領選に向け、ある程度「時間を買う」ことができるメリットがある。一方、トランプ政権も中国が農産物の購入拡大など、選挙向けに実績をアピールすることができる。さらに、米経済も代表的景気指標である全米供給管理協会(ISM)製造業指数の低下が目立つなど、万全ではない点も考慮に入れる必要がある。

これらを考えると、メインシナリオとしては合意文書がまとまり、11月に開催が見込まれる米中首脳会談で署名のはこびになると想定される。この場合、12月15日の追加関税の賦課も延期され、追加関税の応酬を通じて、マイナスの影響がさらに拡大する事態は当面回避されよう。

### 世界経済の底打ちを模索

現在までの米中の制裁関税による貿易縮小や企業心理の悪化・設備投資の抑制を通じたダメージは、世界経済の成長率を▲0.5~▲0.6%程度

## 米中对立と米国景気の動向によるシナリオ整理

	米国経済	成長鈍化の範囲内 (90%) 企業心理は一進一退へ 雇用増は鈍化するも解雇増に至らず 設備投資は横ばい程度 政府閉鎖回避	リセッション・リスク (10%) 企業心理は下振れ継続 解雇(新規失業保険請求)増 設備投資はマイナス圏に 政府閉鎖がトリガーとなる可能性
米中交渉			
部分合意 (80%) 12月関税引き上げも延期 企業心理は小幅改善		景気：現状想定 年末に底打ち FOMCメンバー：意見の相違継続 10月利下げ後様子見 (3回) <b>約7割=メインシナリオ</b>	景気：現状想定比下振れ 底打ち後ずれ FOMCメンバー：意見の相違解消 5~6回以上の本格利下げ <b>約1割=テールリスク</b>
部分合意前に再不安定化 (20%) 12月関税引き上げ実施 企業心理は底這いないし悪化継続		景気：現状想定比下振れ 底打ち後ずれ FOMCメンバー：意見の相違縮小 10、12月利下げ (4回) <b>約2割=リスクシナリオ</b>	

(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。

今月の注目点

# 米中部分合意の可能性と世界経済

抑制しているとみられる。米中間で部分合意が成立したとしても、2019年に関しては影響が残り、世界経済の実質GDP成長率は前年比+3.0%程度に減速する見込みである。

しかし、米中対立の激化に歯止めがかかる場合、2020年には緩やかながら持ち直しに向かうと予想される。その理由は以下のように整理できる。

第一に、今回の世界景気の減速は、中国のデレバレッジの影響が出始めていたところに米中対立という「政治ショック」が加わったことで起こっている。しかし、もともと主要国・地域の民間部門では、企業の利益率が高く、労働市場も堅調な状況にあった。このため、消費など国内需要はショックに対して抵抗力を示しており、製造業と比較してサービス業が安定する傾向が鮮明となっている。

第二に、主要国・地域が同時的に金融政策を緩和方向に修正したことで、長期金利のレンジがグローバルで更に下方ヘシフトしたことである。先進国の長期金利低下は、株価などの資産価格や住宅投資を支えるとみられる。また、先進国の金利が低下したことにより、対ドルでの新興国通貨の下落は

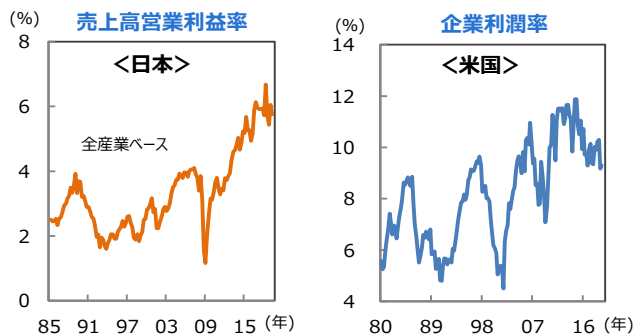
限定的なものに止まった。新興国も相次いで利下げを実施している。

第三に、緩やかながら多くの国・地域で財政政策がサポート要因となろう。半期ごとに発表されるIMFの財政報告（最新版は2019年10月）により景気循環調整後のプライマリーバランス（景気による税収増減の影響を取り除き、利払いを除いた収支）をみると、先進・新興国共に財政赤字が2019年は拡大する見通しである。

第四に、在庫削減や投資先送りによる製造業の生産調整は永遠に続くわけではない。例えば、IT関連の受注・生産についてはなお減少基調とはいえ、落ち込みのペースは緩やかになり始めている。減速局面に入ってすでに1年程度が経過したことで下げ止まる水準に近づいている可能性を示唆している。製造業生産が循環的に底入れしてくれば2020年の景気持ち直しの一因になると期待される。

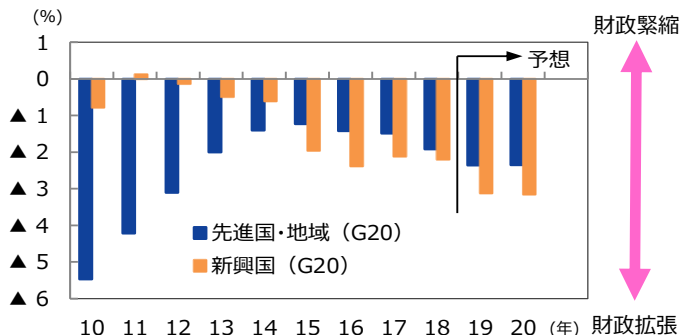
以上から、2020年の世界経済（実質GDP成長率）は前年比+3.3%と潜在成長率（同+3.2%）を小幅ながら上回るペースに持ち直すと思われる。

## 日米の企業利益の推移



(注) データは1985年1-3月期～2019年4-6月期。  
 (注1) データは1980年1-3月期～2019年4-6月期。  
 (出所) 財務省のデータより三井住友DSアセットマネジメント作成  
 (注2) 企業利益率：企業利益と非金融法人企業の付加価値との比率  
 (出所) 米商務省のデータより三井住友DSアセットマネジメント作成

## 景気循環調整済プライマリーバランス (GDP比)



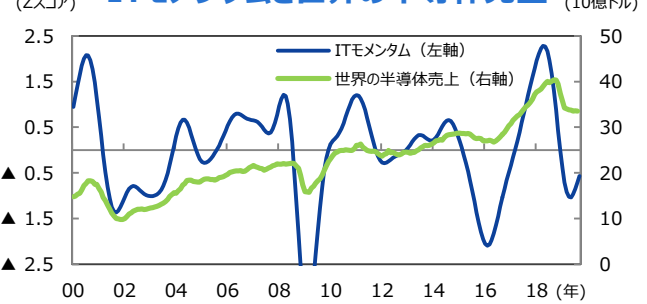
(注) データは2010年～2020年。2019年以降はIMF予想。  
 (出所) IMFのデータより三井住友DSアセットマネジメント作成

## 1960年代からの米国10年国債利回りの推移



(注) データは1965年1月末～2019年10月末。2019年10月は28日現在。  
 (出所) Bloombergのデータより三井住友DSアセットマネジメント作成

## ITモメンタムと世界の半導体売上



(注) データは2000年1月～2019年9月。半導体は2019年8月まで。  
 (出所) 各種データより三井住友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

## 政治リスク：前月までと類似の構図

政治リスクは前月までと類似の構図である。10月の米中閣僚協議を経て、米中対立が激化するリスクはやや後退したが、11月に開催が見込まれる米中首脳会合に向け、予定通り第1フェーズの合意に至るのか、市場は注視し続けることになる。

英国では、総選挙を12月12日に前倒しで行う法案を可決し、ブレグジットの是非を国民の審判に仰ぐこととなった。引き続き英国の政局が不透明（選挙結果、国民投票の有無）である上に、EUから離脱しても、移行期間後の状況が不確定である。市場全体を動揺させるリスクは低下したが、引き続きユーロ圏の企業心理の重石になる。

香港問題を巡る米議会の批判については、米中政府共に通商問題とは切り離す方針とみられるが、情勢が悪化した場合、中国側の対応によっては、西側諸国との対立が高まるリスクはある。

原油価格は世界経済の減速の中、需給は比較的緩いが、中東情勢については油断はできない。

## 経済リスク：3つの注目点

グローバル景気は2019年末前後に底打ちする展開をメインシナリオにしているが、以下の3つのリスクに留意したい。

第一に自動車関連の販売生産の回復の鈍さである。IT関連の回復を自動車関連の停滞がオフセットしてしまうことがないか、一応の注意が必要である。

第二に米雇用である。米国の消費者信頼感や失業保険請求件数などに大きな変化はない。しかし、ISMなど一部の企業景況感指数で雇用見通しが低下している。一時的な統計の振れかどうか、実際の雇用データでチェックしたい。

第三に米国を中心とする企業金融の動きである。低格付けのレバレッジド・ローンの価格が低下している。社債市場全体でみると大きな変動はないがフォローしておく必要はあろう。

逆にアップサイドは、IT関係の生産底打ちと欧州の財政政策に引き続き注目しておきたい。

(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

2019年 海外			2019年 日本		
11月 1日	ユーロ	次期欧州委員会委員長就任予定			
1日	--	RCEPサミット (バンコク)			
10日	スペイン	総選挙			
10日	ルーマニア	大統領選挙			
13日	米国	自動車関税の判断期限			
13-14日	--	BRICS首脳会議 (ブラジル)			
18日	米国	ファーウェイに関する取引猶予措置の期限			
12月 11月上旬	中国	中央経済工作会議 (北京)	12月 18-19日	金融政策決定会合	
5-6日	--	OPEC総会 (オーストリア)	下旬	2020年度当初予算案	
10-11日	米国	FOMC (SEP)			
12日	ユーロ	ECB理事会			
12-13日	ユーロ	EUサミット			
15日	米国	対中関税発動? (555品目、1560億ドル相当)			
月内	中国	中央経済工作会議			
月内	--	OPEC総会			
2020年 海外			2020年 日本		
1月 23日	ユーロ	ECB理事会	1月 20-21日	金融政策決定会合 (展望レポート)	
24-30日	中国	春節休暇	月内	通常国会召集	
28-29日	米国	FOMC			
月内	--	IMF World Economic Outlookの公表			
月内	--	世界経済フォーラム年次総会(ダボス会議)			
下旬	米国	大統領 一般教書演説			
2月 月内	米国	FRB議長半期議会証言			
月内	米国	大統領予算教書提出			
3月 12日	ユーロ	ECB理事会	3月 18-19日	金融政策決定会合	
17-18日	米国	FOMC (SEP)	25日	原田日銀審議委員の任期	
月内	中国	全人代	下旬	2020年度当初予算成立	

(出所) 各種報道、資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

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



# 主要国・地域経済の見通し

## 米国：雇用情勢に注目

製造業の調整が、内需にどの程度波及するかを見る上で、全米供給管理協会（ISM）の非製造業（サービス業）景況感指数の動向と雇用情勢が焦点となろう。消費など需要側のデータが安定していること、新規失業保険請求件数が低位で推移していること、等から、企業は新規雇用を抑制しつつも、既存の雇用の削減には動いていない模様だ。景気は減速しつつも後退局面入りする可能性は低いとみられるが、ここ数カ月の雇用情勢に注目する必要がある。

## 中国：当面財政出動は緩やか

7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.0%と前期（同+6.2%）から鈍化した。米中が部分合意に向かっても先行き不透明感は強く、中国企業は投資に慎重な姿勢を維持するため、当面景気は鈍化傾向が続こう。生産者物価の前年割れ傾向等から判断して財政支出は緩やかに止めている模様。当面は緩やかな元安と金融緩和で下振れ圧力を吸収し、雇用悪化の兆候が出てきた際に財政出動を強める戦略とみられる。

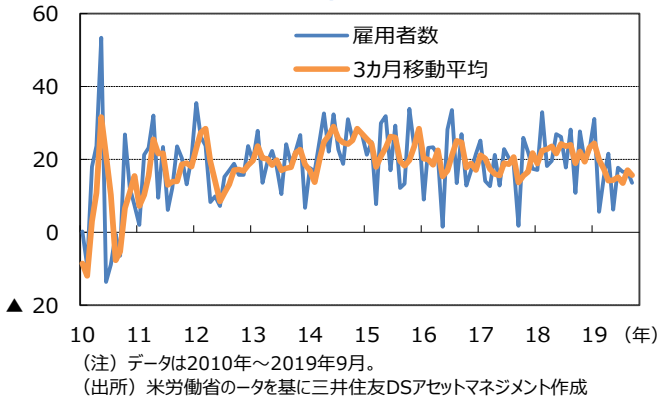
## ユーロ圏：製造業vs.サービス業

10月のユーロ圏のPMIは製造業が45.7と大幅な50割れが続く一方、サービス業は51.8と前月（51.6）から小幅上昇、コンポジット指数は50.2と何とか景気拡大を示す50より上の領域に留まった。ただ、サービス業も夏場以降景況感は低下、景気の勢いが鈍化しており、原油安と合わせて、インフレ率は低位で推移しよう。ECBは10月の理事会で政策変更を見送ったがラガルド新総裁の下、2020年前半までに追加緩和を行おう。

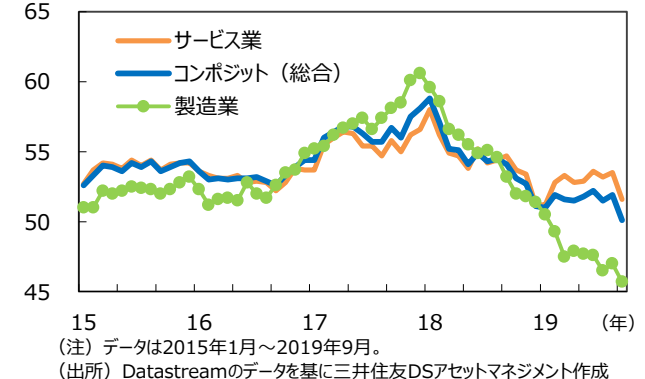
## 日本：追加の景気対策を想定

実質GDP成長率は、19年度を前年度比+0.7%、20年度を同+0.5%へ、それぞれ0.1%ポイント上方修正した。米国の対中追加関税が回避される見通しとなったことなどを受け、19年度内の輸出の見通しをやや引き上げた。設備投資も日銀短観（9月調査）をみると、大幅な下方修正は避けられている。ただ、全体としては不透明な外部環境と消費増税が重石となり、景気は暫く停滞しよう。12月初に政府は追加経済対策を講じると想定される。

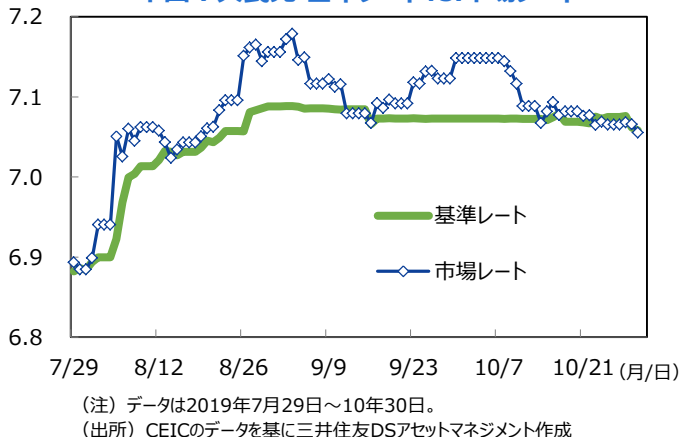
(前月比、万人) **米国：非農業部門雇用者数の増減**



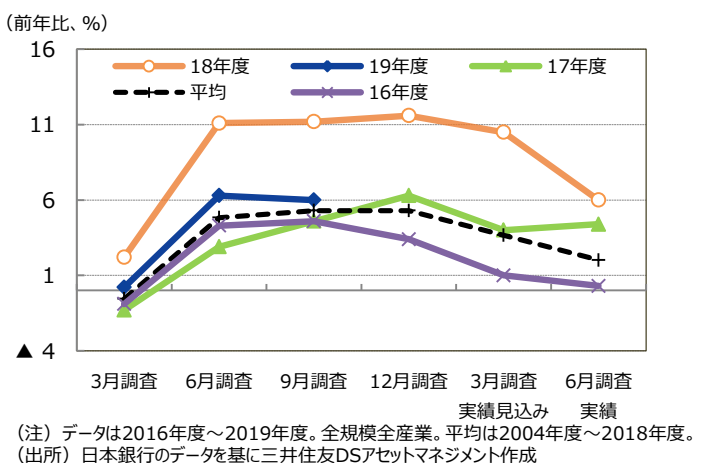
(%ポイント) **ユーロ圏：PMI**



(元/米ドル) **中国：人民元 基準レートvs.市場レート**



**日本：設備投資計画（含むソフトウェア、除く土地・研究開発）**



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11月度	株式≧債券	外株≧国内株	円債≧ヘッジ外債	ユーロ≧米ドル≧円	先進国≧新興国	現預金≧債券
19年10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	弱気	中立	強気	・日本株式市場は、業績見通しの不透明感が残るものの、10月の米中間協議を経て事態の部分的収拾が視野に入ってきた。主要国の財政金融政策によるサポートがあり、製造業が循環的に底入れすれば、業績の底打ち期待が浮上し、株式相場の持ち直しが期待される。米中交渉は引き続き重要ファクター。	
	米国	弱気	中立	強気	・米国株式市場は、足元の企業業績は力強さに欠け、貿易摩擦のマイナスの影響が徐々に反映される見込み。ただ、中国への追加関税実施が延期されるなど、景気や業績に対するマイナス材料は薄れる方向で、回復局面入りが見えつつある。FRBの利下げ追加も株価下支え要因となろう。緩やかながら相場上昇を予想する。	
	欧州	弱気	中立	強気	・景気減速や政治的不透明感が上値を抑制。但し、ECBの利下げ・量的緩和再開を含め、先進国の金融緩和が下支え要因。財政刺激は緩やかなもの止まりつつ、ドイツなどでの議論に注目。米中交渉（上昇・下落両要因）、中国マクロ底打ち（上昇要因）、欧州ナショナリズム（下落要因）などがリスクファクター。	
	豪州	弱気	中立	強気	・個人消費の鈍化が景気減速につながる中、バリ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つての懸念材料に変わり。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。	
	アジア	先進国 (HK, SG)	弱気	中立	強気	・2019年業績見通しへの懸念が一巡するまではレンジ推移。香港は収益見直しは下方修正継続。子母問題に関する投資家の不安もありアウトパフォーマンスは期待薄。シンガポールは米利下げが銀行の利ザヤ縮小につながるものの、業績予想の下方修正が相対的に軽微、割安感もあり相対的にポジティブ評価。
		新興国	弱気	中立	強気	・米中部分合意の可能性はポジティブだが、グローバル景気の底打ちを確認したいところ。年内は業績下方修正が継続、株価も横這い基調。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徐々に持ち直し。米中交渉は上昇・下落両面でリスク要因。
リート	日本	弱気	中立	強気	・利回り追求型資金流入が続いている。増資による物件取得が市場で評価されており、分配金成長率が4-5%に高まるメインシナリオに対し、外部成長効果を含めたアップサイドシナリオの可能性が出てきた。FTSEグローバル指数にリートが採用され海外投資家の注目が高まることもあり、堅調な推移を見込む。	
	アジア	弱気	中立	強気	・低金利は世界のリート市場にとって好材料。景気減速をうけ不動産市場は鈍化が見込まれるが、リートはデフレーション性が評価され、底堅い推移。アジアリートは米中対立や香港情勢の影響はあるが、シンガポールリートの増資による物件取得、香港の競争力を有する銘柄の決算などを材料に堅調な推移を見込む。	
債券	日本	弱気	中立	強気	・米中対立はやや懸念が後退したが不透明感が残る。インフレ鈍化傾向。日銀は現行の政策金利水準を維持するとみられるが、10月の会合でフォワードガイダンスを修正、海外情勢次第でその余地は残る。海外からの資金流入もあり、長期金利はマイナス圏での推移を予想。	
	米国	弱気	中立	強気	・予定関税の猶予など当面の米中対立激化リスクが後退したが、米中通過問題による不透明感はまだ、企業は景気に警戒的な姿勢を続けよう。FRBは7、9月を含め今年3回の利下げを10月に実施。米中対立の緩和が金利レンジを押し上げるとも緩やかであり、大局的には長期金利は低位での推移が続く。	
	欧州	弱気	中立	強気	・景気低迷が継続する中、ECBは9月に利下げを実施し、11月より量的緩和を再開。来年前半までに追加緩和が見込まれるなど金融緩和策が継続する見込み。通商摩擦やBrexitに関する懸念の強弱により金利の変動レンジが若干上下しようが、金利は低位での推移が続くと予想する。財政政策を巡る議論は引き続き留意。	
	豪州	弱気	中立	強気	・RBAは10月に3回目の利下げを実施。①米中対立長期化、②2019年4-6月期の成長率（前年比1.4%）、③FRBの利下げ追加見直し、などが背景だろう。RBAは年内は現状維持後、2020年に追加緩和を検討しよう。減税の消費刺激効果が注目されるが、大きな構図として長期金利は米国と連動。	
	新興国	弱気	中立	強気	・米中対立やFRBによる利下げ余地などに関する見方によってややスプレッドがやや拡大する局面もあったが、米長期金利もレンジでの変動となる中、米中交渉再開の期待感などから再び縮小する展開となった。主要国の多くがインフレ安定を背景に利下げに動いており、長期金利は低水準で推移しよう。	
クレジット	投資適格	弱気	中立	強気	・追加関税の猶予など米中対立への懸念がやや後退したことをうけスプレッド縮小が継続。モラル評価ではフェアリーバリューに近い水準まで縮小したことを考えると先行きはレンジ圏での推移を予想。通商対立・市場のボラティリティ上昇に警戒を要するが、主要中銀の緩和下で、利回り追求型の資金流入がマーケットを支えよう。	
	ハイ・イールド	弱気	中立	強気	・基本的な構図は投資適格債市場と同様。米中対立への懸念が一旦後退したこと好感され、スプレッド縮小が継続。水準的に更なるスプレッド縮小は期待し難いとしても、利回り追求の資金流入が期待され、大幅拡大も見込みにくい想定。通商摩擦、市場のボラティリティ上昇のほか、景気下振れに注意したい。	
通貨	米ドル	弱気	中立	強気	・日米金利差や日本の国際収支の構造変化を考えると、米国が景気後退に陥らなければ大幅なドル安・円高の可能性は低い。一方でFRBの金融緩和強化と米長期金利のレンジの下方シフトがドルの上値を限定するとみられるため、102.5~110.0円の想定を維持。米通商政策は引き続き要警戒ファクター。	
	ユーロ	弱気	中立	強気	・ユーロは長期的な観点からみて底値圏にあるとみられるものの、輸出不振によるユーロ圏景気の低迷・ECB金融緩和強化の可能性（2020前半に再利下げを予想）・政治的不透明要因（イタリヤやBrexit）などがユーロの上値を抑えるため、レンジ内の推移が続く見通し。	
	豪ドル	弱気	中立	強気	・RBAは不透明な外部環境や4-6月期のGDPデータを受け、10月に今年3回目の利下げを実施。年内は現状を維持した後、2020前半に追加緩和が見込まれる。ただ、FRBも利下げに動いており、米中問題の激化が回避される方向ならば、豪ドルがさらに下落する理由もなく、0.65-0.70のレンジ見直しを維持。	

(注) 2019年10月31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		
	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地
<b>国内株式</b>															
TOPIX	1,520	1,790	1,700	1,550	1,820	1,720	1,580	1,830	1,730	1,580	1,830	1,730	1,590	1,840	1,740
日経平均株価	20,800	24,000	23,000	21,000	24,200	23,500	21,200	24,500	23,700	21,200	24,500	23,700	21,500	24,700	23,900
TOPIX（配当込）	2,327	2,738	2,601	2,385	2,796	2,644	2,443	2,824	2,672	2,456	2,836	2,684	2,483	2,864	2,712
東証小型株指数	2,780	3,270	3,110	2,830	3,330	3,140	2,890	3,350	3,160	2,890	3,350	3,160	2,910	3,370	3,180
<b>国内債券</b>															
10年国債金利	▲0.30	▲0.10	▲0.20	▲0.25	▲0.10	▲0.20	▲0.25	▲0.05	▲0.15	▲0.25	▲0.05	▲0.15	▲0.25	▲0.05	▲0.15
NOMURA-BPI（総合）	391	398	394	391	397	395	389	397	393	390	397	393	390	397	394
<b>外国株式</b>															
S&P500	2,800	3,200	3,000	2,850	3,250	3,050	2,850	3,300	3,100	2,900	3,350	3,150	2,950	3,400	3,200
NY DOW	25,000	28,600	26,800	25,500	29,100	27,300	25,500	29,500	27,700	25,900	30,000	28,200	26,400	30,400	28,600
NASDAQ	7,600	8,700	8,140	7,700	8,800	8,280	7,700	9,000	8,410	7,900	9,100	8,550	8,000	9,200	8,680
EURO Stoxx	360	420	390	360	420	390	360	430	400	370	430	400	370	440	410
FT100	6,800	7,900	7,300	6,800	8,000	7,400	6,800	8,100	7,500	6,900	8,100	7,600	7,000	8,200	7,700
MSCI（¥）	2,377	3,180	2,737	2,418	3,225	2,781	2,435	3,302	2,852	2,503	3,347	2,896	2,545	3,424	2,968
MSCI Emerging（Gross US\$）	2,200	2,550	2,350	2,200	2,600	2,350	2,250	2,650	2,400	2,250	2,650	2,400	2,250	2,650	2,400
MSCI AC APAC ex Japan（Gross US\$）	1,250	1,450	1,350	1,250	1,450	1,350	1,300	1,500	1,400	1,300	1,500	1,400	1,300	1,500	1,400
MSCI AC Asia 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
<b>外国債券</b>															
米国10年金利	1.50	2.10	1.80	1.50	2.10	1.80	1.50	2.10	1.80	1.50	2.10	1.80	1.50	2.10	1.80
独10年金利	▲0.70	▲0.10	▲0.50	▲0.70	▲0.10	▲0.50	▲0.70	▲0.10	▲0.50	▲0.70	▲0.10	▲0.50	▲0.70	▲0.10	▲0.50
英国10年金利	0.40	1.00	0.70	0.40	1.00	0.70	0.40	1.00	0.70	0.40	1.00	0.70	0.40	1.00	0.70
米国30年金利	2.00	2.60	2.30	2.00	2.60	2.30	2.00	2.60	2.30	2.00	2.60	2.30	2.00	2.60	2.30
FTSE-WGBI（¥）	420	513	462	421	514	463	423	515	464	424	516	466	426	518	467
FTSE-WGBI（¥Hedge）	398	417	409	399	416	409	399	416	409	399	416	409	400	415	409
<b>為替</b>															
ドル/円	100.00	115.00	107.00	100.00	115.00	107.00	100.00	115.00	107.00	100.00	115.00	107.00	100.00	115.00	107.00
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
ユーロ/円	110.00	130.00	118.00	110.00	130.00	118.00	110.00	130.00	118.00	110.00	130.00	118.00	110.00	130.00	118.00
ポンド/円	125.00	145.00	134.00	125.00	145.00	134.00	125.00	145.00	134.00	125.00	145.00	134.00	125.00	145.00	134.00
豪ドル/円	65.00	80.00	74.00	65.00	80.00	74.00	65.00	80.00	74.00	65.00	80.00	74.00	65.00	80.00	74.00
<b>短期金利</b>															
CALL	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05
<b>政策金利</b>															
米FFレート	1.50	1.75	1.75	1.50	1.75	1.75	1.50	1.75	1.75	1.50	1.75	1.75	1.50	1.75	1.75
ユーロレート	▲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

（注）2019年10月31日現在。（出所）各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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



# 海外市場 (米国)

## <株式市場>

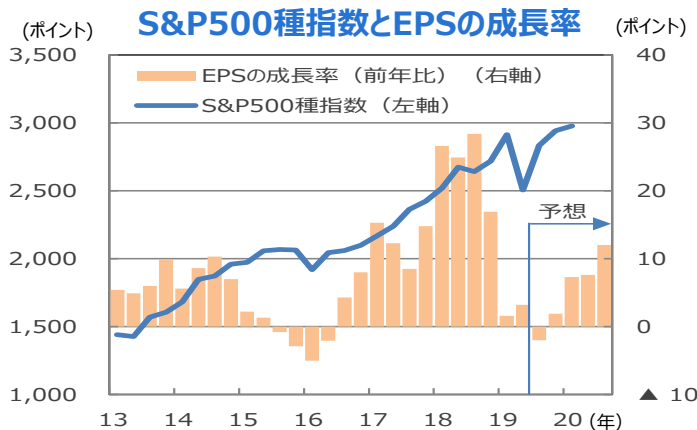
### 景気、業績は回復局面入り近づきつつあり、緩やかな上昇を見込む

- 米国株式市場は、10月の米中閣僚協議を経て追加関税が延期されるなど、景気や業績に対するマイナス材料は薄れる方向にあり、回復局面入り近づきつつあると考えられる。FRBの利下げ追加も株価の下支え要因となろう。緩やかながら相場上昇を予想する。
- S&P500種採用企業の2019年7-9月期決算は前年同期比▲2.0%（リフィニティブ集計10月28日付）となる見通し。前年同期比でマイナス成長となるのは2016年4-6月期以来。2020年まで見通すと、今7-9月期が利益成長の大底となりそうだ。2019年は2桁増益となるセクターはないが、2020年は11セクターのうち6セクターが2桁の増益となる見通しで、企業業績は次第に回復傾向が強まると期待される。業績に対する信頼が強まることで、米国株式市場は引き続き堅調な推移が期待される。

## <債券市場>

### 長期金利は低位で推移

- 国債：追加関税の猶予など当面の米中対立激化リスクは後退したが、通商問題による不透明感が残る。FRBは7、9月に続き、10月に今年3回目の利下げを実施した。米中対立の緩和が金利レンジを押し上げるとしても緩やかであり、大局的には長期金利は低位での推移が続こう。
- 投資適格社債：米中対立への懸念がやや後退したことをうけ、スプレッドの縮小が継続。米中の通商対立・市場のボラティリティ上昇に警戒を要するが、主要中銀の緩和下で、利回り追求型の資金流入を相場を支えよう。
- ハイ・イールド社債：米中対立への懸念が後退し、スプレッドの縮小が継続。水準的に更なるスプレッド縮小は難しいとしても、利回り追求の資金流入が期待されることから、大幅に拡大することも想定しにくい。米中通商摩擦、市場のボラティリティ上昇のほか、景気下振れがリスク要因。



(注) データは2013年3月～2020年9月。四半期ベース。S&P500種指数は2019年10月28日。1株当たり利益（EPS）の2019年9月以降はリフィニティブ/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



(注) データは2018年1月2日～2019年10月30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

## 業種別利益成長率予想

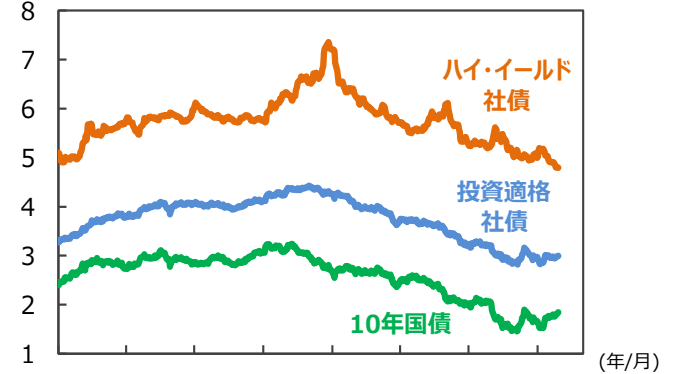
(前年同期比、前年比、%)

セクター\年月期	2019			2019 (予想)	2020 (予想)
	4-6月 (実績)	7-9月 (予想)	10-12月 (予想)		
S&P500全体	3.2	▲2.0	1.9	1.3	10.5
一般消費財	2.7	▲0.4	▲3.0	1.5	12.4
生活必需品	1.7	1.8	1.8	1.6	6.5
エネルギー	▲8.8	▲38.8	▲32.0	▲26.0	25.3
金融	10.0	2.7	14.4	8.6	4.9
ヘルスケア	10.3	4.6	6.8	8.5	9.3
資本財・サービス	▲9.5	1.7	▲2.4	▲1.2	15.2
素材	▲12.7	▲11.8	▲3.0	▲8.4	15.7
不動産	3.1	4.7	4.7	4.6	6.4
情報技術	▲2.2	▲4.6	1.0	▲1.7	11.5
コミュニケーション・サービス	17.6	0.1	3.0	2.0	12.7
公益事業	1.1	3.6	17.3	4.3	5.2

(注) データは2019年1-3月期～2020年7-9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/E/S。

(出所) 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

## 国債、社債利回りの推移



(注) データは2018年1月1日～2019年10月30日。投資適格社債：ICE BofAML US Corp Master Index、ハイ・イールド社債：ICE BofAML US High Yield Index。  
(出所) ICE Data Indices, LLC、Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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

# 海外市場（ユーロ圏）

## <株式市場>

### 緩やかな上昇を見込む

- 欧州株式市場は、足元では景気減速や政治的不透明感から引き続き上値の重い展開が想定される。但し、貿易摩擦のマイナスの影響が徐々に剥落し、グローバル・欧州景気が回復に向かうと期待されることに加え、ECBの利下げ・量的緩和再開の再開や先進国の金融緩和政策を背景に、欧州株式市場は緩やかな上昇が見込まれる。
- 財政政策による景気刺激は緩やかな効果に止まろうが、財政拡大に慎重なスタンスであるドイツなどでの議論に注目したい。米中交渉（上昇下落両サイド）、中国マクロ底打ち（上昇サイド）欧州ナショナリズム（下落サイド）などがリスクファクター。

## <債券市場>

### 長期金利は低位で推移

- ユーロ圏の景気低迷が継続する中、ECBは9月に利下げを実施し、11月より量的緩和を再開する。来年前半までに追加緩和が見込まれるなど、金融緩和策が継続する見込み。通商摩擦やBrexitに関する懸念の強弱により長期金利の変動レンジが若干上下しようが、長期金利は低位での推移が続くと予想する。財政政策を巡る議論は引き続き留意。
- 英国では、総選挙を12月12日に開催される見通しだ。Brexitの是非を再び国民の審判を仰ぐこととなった。この選挙で保守党が勝利し、過半数を獲得すれば、ジョンソン首相はEUとの間でとりつけた合意に基づいて議会での手続きを進め、来年1月までにEUを離脱することになる。逆に野党が勝利した場合は、EUとの再交渉や離脱を問う2回目の国民投票等を主張しているため、先行きは再び不透明となりそうだ。

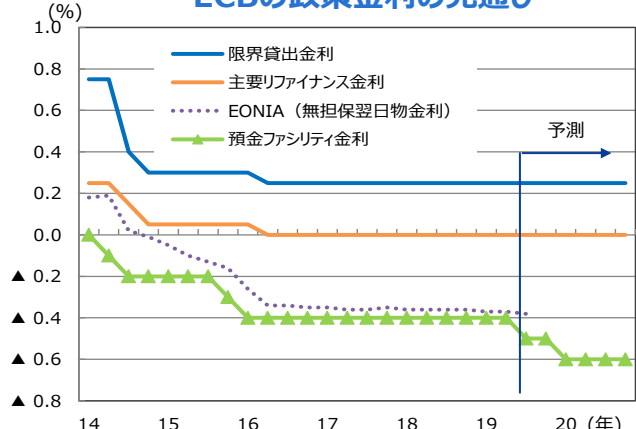
### PERの倍率で試算したストックス欧州600



(注) データは2014年1月2日～2019年10月30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（I/B/E/S予想）。

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

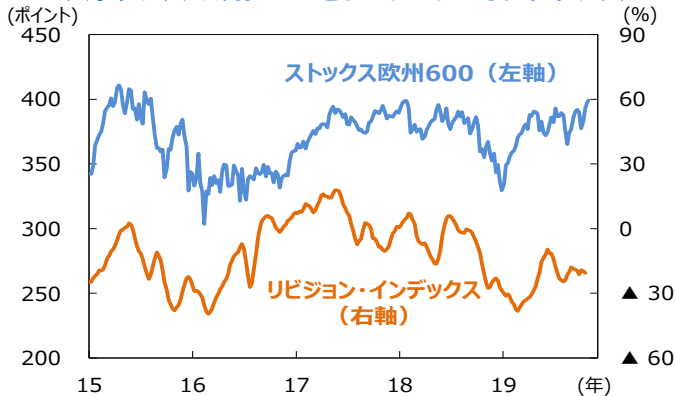
### ECBの政策金利の見通し



(注) データは2014年1-3月期～2020年10-12月期。2019年7-9月期以降は三井住友DSアセットマネジメント予測。

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

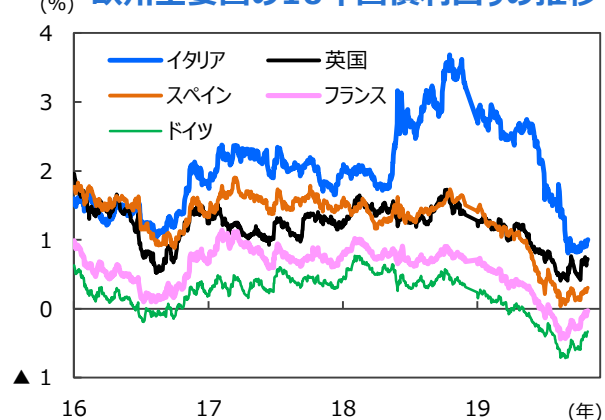
### ストックス欧州600とリビジョン・インデックス



(注) データは2015年1月1日～2019年10月28日（リビジョンインデックスは10月17日）。週次。リビジョンインデックス：当期利益のコンセンサス予想をベースに、（上方修正銘柄数 - 下方修正銘柄数）÷（上方修正銘柄数 + 下方修正銘柄数）で計算。4週移動平均。当期利益はI/B/E/S予想。

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

### 欧州主要国の10年国債利回りの推移



(注) データは2016年1月1日～2019年10月30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＞

### グローバルやアジアの景況感回復に期待

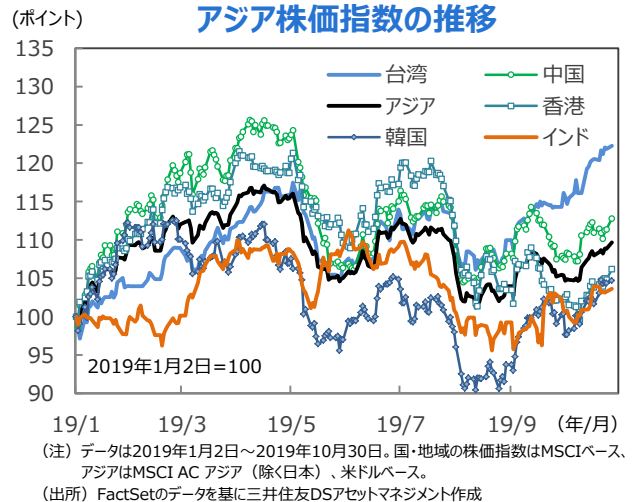
- 2019年の業績見通しへの懸念が一巡するまではレンジでの推移が続こう。香港の収益見通しは下方修正が継続している。デモ問題に関する投資家の不安もあり、アウトパフォーマンスは期待しづらい。シンガポールは米利下げが銀行の利ザヤ縮小につながるものの、業績予想の下方修正が相対的に軽微、割安感もあり相対的にポジティブな評価を継続。
- 米中部分合意の可能性が高まっている点はポジティブだが、グローバル景気の底打ちを確認したいところ。企業業績の勢いを判断するリビジョン・インデックスを見ると、足元でプラス（上方修正が下方修正を上回る）に転じてきた。米長期金利水準対比でも割安感があるほか、2020年に向け世界景気が安定してくれば成長性への期待から徐々に持ち直し。ただし、米中交渉は上昇・下落両面のリスク要因。

- セクターでは「情報技術」が堅調で、10月25日に年初来高値を更新した（週次）。「情報技術」は米国を中心にグローバルでも堅調な推移が続いている。8月までのアジアの半導体売り上げは引き続き伸びは鈍いものの、グローバル景気の底入れが近いとの期待が強まりつつあることが背景と考えられる。
- 今後は、11月に開催が見込まれる米中首脳会談に注目する必要がある。11月に米中間で「第一段階の合意」に達しても、根本的な対立は残り、実施済みの追加関税が巻き戻される可能性は低いと考えられる。それでも、新たな追加関税の発動が見送られれば、これまでの追加関税の影響だけで済み、その悪影響は10-12月期をピークに次第に低下すると予想される。
- 11月に開催が見込まれる米中首脳会談以降の注目点は、景気や業績、金融政策などに回帰すると思われる。グローバルやアジアの景況感に改善の兆しが確認されれば、アジア株式市場の回復基調が強まると期待される。

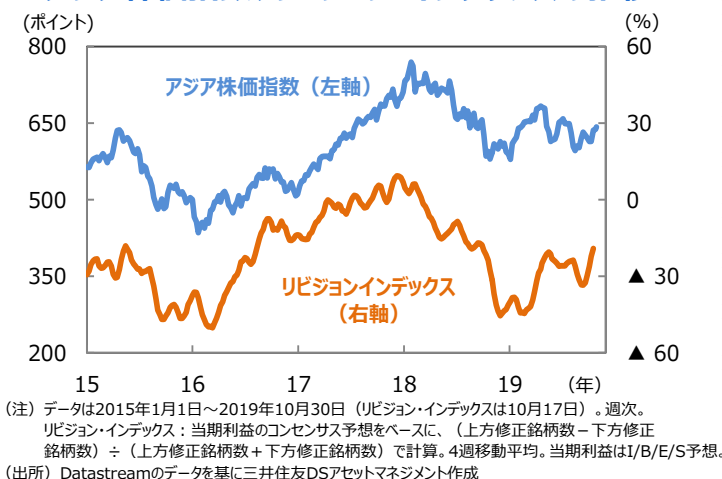
### アジア株価指数、予想株価収益率の推移



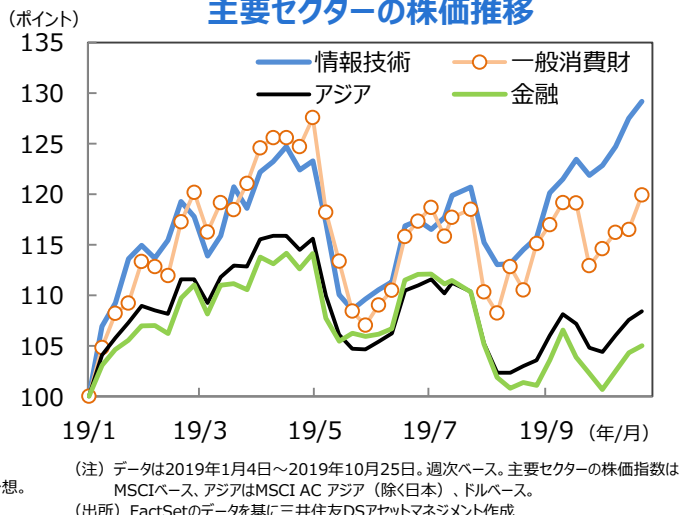
### アジア株価指数の推移



### アジア株価指数、リビジョン・インデックスの推移



### 主要セクターの株価推移



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>

### 景気底入れ観測で堅調

#### ○企業業績は堅調な見通し

7-9月期の決算発表が本格化するなか、インド政府が9月に発表した法人税減税の効果で、多くの企業の利益が伸びている。日用品のヒンドゥスタン・ユニリーバなど一部の企業は予想を上回る業績発表が好感された。ブルームバーグの市場コンセンサスによれば、インド企業の19年のEPS（1株当たり予想利益）は前年比29%の増益、20年は同20%の増益が予想されている（対象はMSCI採用銘柄）。

#### ○景気底入れ観測で底堅く推移

米国が中国との貿易協定で部分合意に達するなど米中交渉の進展期待や、英国の合意なきEU離脱が回避される見通しが高まるなか、投資家のリスク選好が強まり、足元は世界的に株式が上昇地合いにある。加えて、インドでは追加の利下げや景気刺激策により、年度後半の景気底入れが見込まれることから、株式市場は底堅く推移すると期待される。

※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。

## <豪州株式市場>

### 米中協議進展、金融緩和期待が相場を下支え

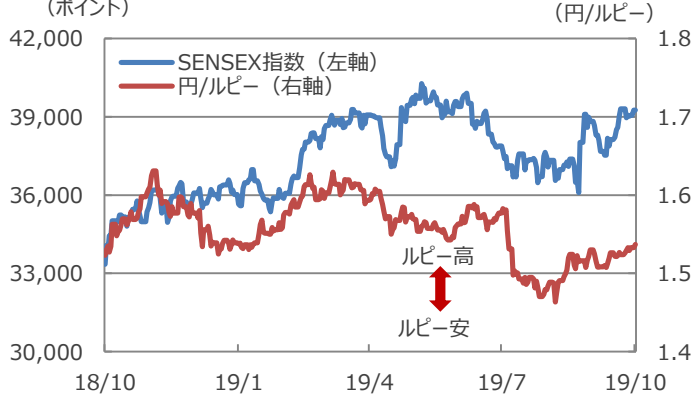
ASX200指数の12カ月先予想PERは10月28日時点で17.1倍まで上昇してきた。相対的に割高な状況がやや加速しており、マイナス材料には脆弱な状態。個人消費の鈍化が景気減速につながる中、豪州準備銀行（RBA）の追加利下げはサポート要因だが、継続すれば銀行の利ザヤ縮減が株式市場全体にとつての懸念材料にもなりうる。今後は、米中对立、中国経済、鉄鉱石価格などの国際環境に加え、減税効果（特に消費）に注目したい。

## <豪州債券市場>

### 長期金利は米国に連動する展開が継続

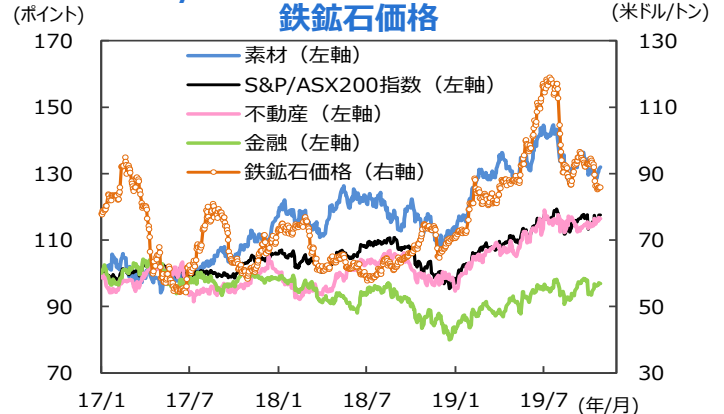
RBAは10月に3回目の利下げを実施した。これは、①米中对立の長期化、②2019年4-6月期の成長率（前年比+1.4%）、③FRBの利下げ追加見通しなどが背景だろう。RBAは年内は現状政策を維持すると思われるがその後、20年に追加緩和を検討しよう。減税の消費刺激効果が注目されるが、大きな構図として長期金利は米国との連動が続く見通し。

### インドの株式市場とルピーの推移



(注) データは2018年10月28日～2019年10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

### S&P/ASX200指数、主要セクターと鉄鉱石価格



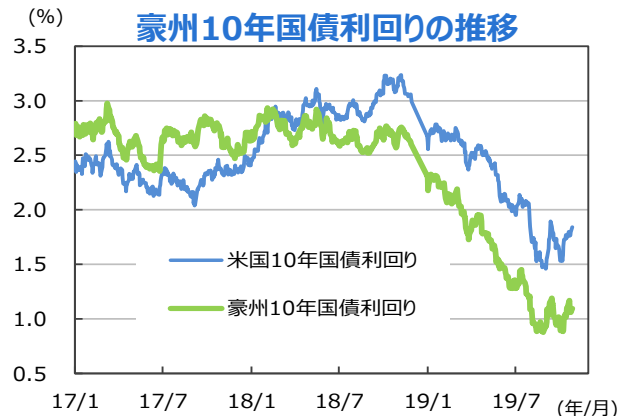
(注1) データは2017年1月3日～2019年10月30日。  
(注2) S&P/ASX200指数、主要セクターは2017年1月3日=100。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### インド市場の推移

インド市場	基準日	騰落率または変化幅 (%)				
	10月28日	1週間	1か月	6か月	1年	
為替レート						
円/ルピー (円)	1.54	0.7	0.5	▲3.5	0.9	
ルピー/米ドル (ルピー)	70.89	▲0.4	0.5	1.2	▲3.5	
金利 (%)						
政策金利	5.15	0.00	▲0.25	▲0.85	▲1.35	
10年国債利回り	6.50	▲0.02	▲0.23	▲0.91	▲1.38	
株式指数 (ポイント)						
SENSEX	39,250	▲0.1	1.1	0.5	17.7	
NIFTY中型株100	16,272	0.4	0.0	▲8.2	0.1	

(注) データは2019年10月28日基準。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 豪州10年国債利回りの推移



(注) データは2017年1月2日～2019年10月30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>

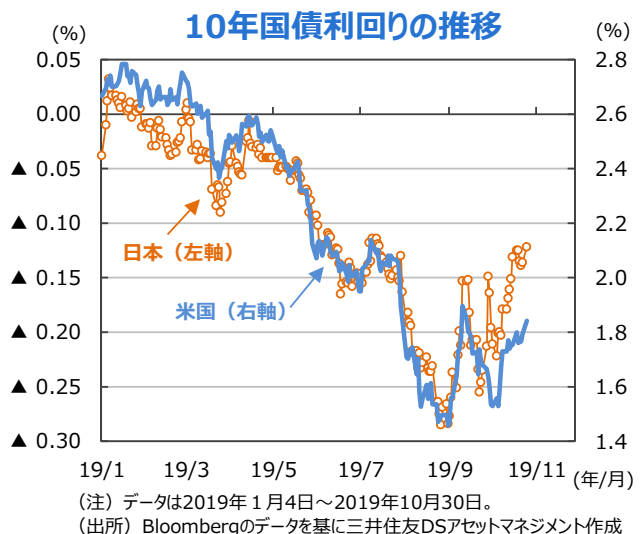
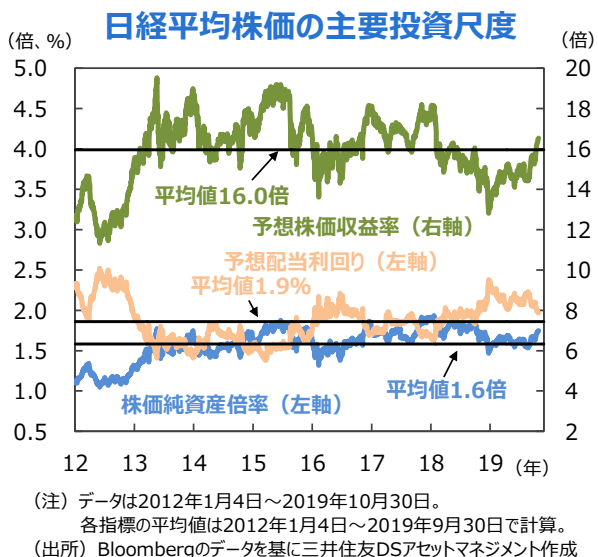
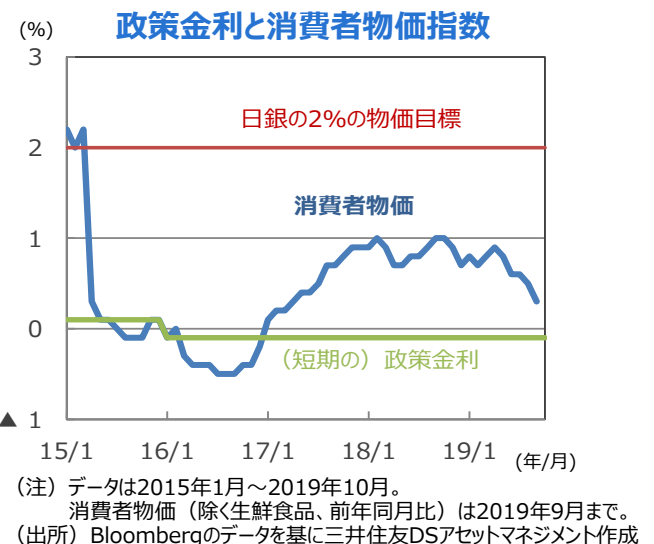
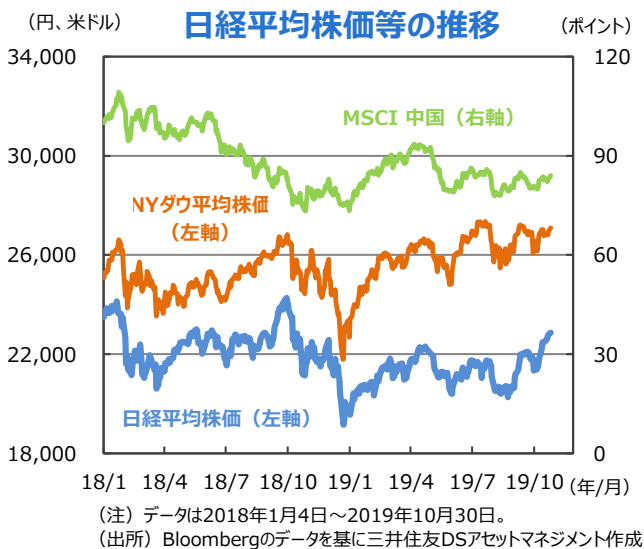
### 景気サイクル、企業業績の底打ちを見据え、上昇を想定

- 日本株式市場は、2019年末もしくは来年年初にかけて、景気及び企業業績の底入れ、その後の回復を織り込む形で上昇すると予想する。米中対立が一層激化する懸念も一旦後退したことも支援材料となろう。7-9月期決算発表での企業業績の下方修正による株価下落リスクは限定的と考える。
- 20年春以降は、緩やかな上昇になると予想する。景気及び業績が持ち直す動きは続くものの、米中対立が長期化することによる景気への下押し圧力は続くことに加え、東京五輪後の国内景気に対する警戒感も高まろう。1株当たり予想利益についても現時点では力強い回復というよりは、むしろ緩やかに持ち直すとしている。

## <債券市場>

### 長期金利はマイナス圏での推移が継続

- 日銀は10月31日、金融政策の現状維持を決定した。フォワードガイダンス（先行きの指針）については、20年春頃までとしてきた時間軸を削除し、「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれるおそれに注意が必要な間、現在の長短金利の水準またはそれを下回る水準で推移することを想定」に変更した。
- 日銀は成長率と物価の見通しを引き下げたが、内外景気にやや明るさが見え始め、株高・円安基調にあることから、マイナス金利の深掘りを軸とする追加緩和策は温存したと考えられる。現行の政策金利水準の維持がメインシナリオだが、新たなフォワードガイダンスの下で、海外情勢次第でマイナス金利深掘りの可能性は残している。海外からの資金流入もあり、長期金利はマイナス圏での推移が継続する見通し。



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)

## 日本企業の業績見通し

(%)

### <株式市場の注目点>

#### 製造業の2ケタの増益が株式市場を下支え

##### ○ 19年度は非製造業が堅調～世界経済悪化で製造業は減益

・2019年度通期の経常利益の前年度比は、東証1部ベースで▲2.1%の減益となる見通し。製造業は▲4.3%の減益だが、非製造業が+3.7%の増益見通し。今期は減額修正となる見通しだ。世界経済が米中の貿易摩擦を受けた追加関税の発動による悪影響などから減速しており、また、4-6月期に比べて円高・ドル安が進んだことなどが要因。

##### ○ 世界経済は緩やかに回復～追加関税の悪影響は次第に消失

・世界経済は、2019年10-12月期、2020年1-3月期以降、緩やかに回復すると期待される。米中交渉の不透明感が完全に払しょくされたわけではないが、米中の貿易交渉に一定の目途が立つこと、さらなる追加関税の発動が見送られることで、これまでの追加関税の悪影響が次第に消失すると考えられるため。グローバルな景況感が改善するなど、景気を持ち直しが確認されれば、日本の企業業績も減額修正を乗り越え、増益基調へ回復すると期待される。

##### ○ 20年度は製造業の2ケタ増益が株式市場を下支え

・世界経済の回復を背景に、2020年度の経常利益は+8.5%と増益への転換が予想される。けん引役は製造業で+12.3%と2ケタの増益となる見通しで、株式市場を支えられらる。

	売上高		経常利益		税引後利益		
	前年度比	19年度	20年度	19年度	20年度	19年度	20年度
東証1部 (除く金融)		0.5	2.2	▲2.1	8.5	▲2.0	8.8
製造業		0.4	2.3	▲4.3	12.3	▲4.8	13.7
素材		1.3	1.5	▲7.1	10.0	▲7.4	11.5
繊維製品		1.4	3.0	8.5	10.1	2.1	24.7
パルプ・紙		2.7	1.6	16.0	9.7	150.3	9.6
化学		1.0	3.7	▲3.5	8.0	▲3.9	8.9
石油・石炭製品		5.1	▲2.3	▲18.8	21.6	▲15.8	21.9
ゴム製品		▲0.5	1.8	▲2.3	6.1	3.1	1.6
ガラス・土石製品		1.5	2.6	▲6.4	11.3	▲13.4	13.2
鉄鋼		0.5	▲0.7	▲34.2	11.9	▲47.7	13.8
非鉄金属		▲2.8	2.2	▲11.2	13.7	▲4.0	20.1
金属製品		1.1	1.6	6.1	7.1	33.8	14.8
加工組立		▲1.0	2.7	▲2.3	11.0	▲2.3	12.4
機械		▲0.4	2.6	▲8.3	9.8	▲7.0	10.8
電気機器		▲1.3	3.1	▲7.4	14.3	▲11.1	15.8
輸送用機器		▲1.1	2.4	4.3	8.5	7.3	10.2
精密機器		0.9	3.9	7.2	11.5	9.6	11.2
その他製造		4.7	2.4	▲6.5	22.1	▲9.7	23.3
食料品		1.8	2.4	▲7.1	13.7	▲10.9	16.7
医薬品		13.1	2.2	▲13.1	39.2	▲26.3	45.7
その他製品		1.9	2.8	8.5	12.5	45.0	1.4
非製造業		1.0	2.1	3.7	0.4	5.8	▲2.2
水産・農林業		0.4	2.3	0.2	9.2	4.3	10.1
鉱業		▲1.6	26.3	▲18.1	36.5	▲9.2	59.3
建設業		2.8	2.5	2.8	2.9	0.2	2.4
電気・ガス業		0.7	▲0.5	15.3	▲9.2	53.7	▲30.7
陸運業		2.7	2.4	▲0.2	5.6	4.1	5.2
海運業		▲6.6	0.9	黒転	37.0	黒転	17.0
空運業		3.5	6.4	1.8	10.9	▲14.8	10.8
倉庫・運輸関連業		1.2	3.0	▲5.2	8.8	▲0.4	9.0
情報・通信業		2.4	1.6	5.9	▲9.1	1.8	▲11.0
卸売業		2.3	1.7	2.3	2.9	▲0.2	2.5
小売業		3.6	1.8	7.2	6.7	6.8	9.0
不動産業		6.7	3.2	2.3	6.9	10.5	6.0
サービス業		▲9.1	3.8	▲4.5	6.4	▲6.6	6.8

(注) 2019年10月28日現在。データは2019～2020年度。

東証1部ベース。予想はQUICKコンセンサス。

(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

# 通貨

## <円/米ドルレート>

- 日米金利差や日本の国際収支の構造変化を考えると、米国が景気後退に陥らなければ大幅ドル安円高の可能性は低い。一方でFRBの金融緩和強化と米長期金利のレンジの下方シフトがドルの上値を限定するとみられるため、102.5-110.0円の想定を維持。米通商政策は引き続き要警戒ファクター。

## <円/ユーロレート>

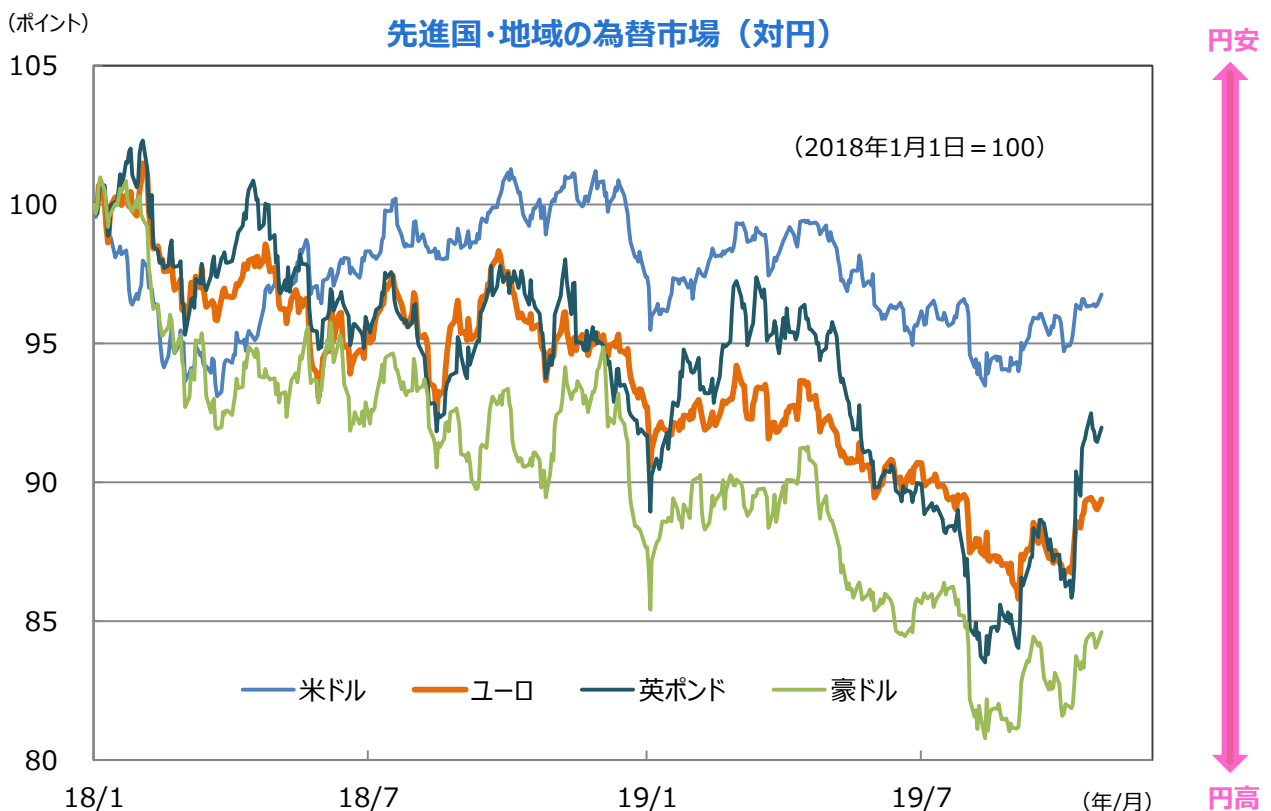
- ユーロは長期的な観点からみて底値圏にあるとみられるものの、輸出不振によるユーロ圏景気の低迷・ECB金融緩和強化の可能性（2020年前半に再利下げを予想）・政治的不透明要因（イタリアやBrexit）などがユーロの上値を抑えるため、レンジ内の推移が続く見通し。

## <円/英ポンドレート>

- 英国では、景気の底堅い推移が英ポンドの下支え要因となる見通し。一方、Brexitについては、離脱延期法の成立で10月末の合意なき離脱のリスクは低下している。ただ、11月以降に総選挙の可能性があるので、Brexitを巡り引き続き不透明な状態が続くことから、英ポンドの重石となる。

## <円/豪ドルレート>

- RBAは不透明な外部環境や4-6月期の実質GDPを受け、10月に今年3回目の利下げを実施した。年内は現状を維持した後、2020年前半に追加緩和が見込まれる。ただ、FRBも利下げに動いており、米中問題の激化が回避される方向ならば、豪ドルがさらに下落する理由もなく、1豪ドル0.65~0.70米ドル、1豪ドル65~80円のレンジ見通しを維持する。



(注) データは2018年1月1日~2019年10月30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

## ECBラガルド新総裁は「何でもやる」のか？

11月、欧州中央銀行（ECB）の新総裁にフランスのクリスティーヌ・ラガルド氏が就任します。ラガルド氏は2011年から国際通貨基金（IMF）専務理事として活躍してきた人物です。「ユーロを守るために何でもやる」との発言で知られるマリオ・ドラギ総裁の8年の任期が終了し、マイナス金利の深堀りや量的緩和のパッケージを託されたラガルド新総裁の動向が注目されます。

### 「何でもやる」ドラギ総裁が退任、IMFのラガルド氏が次期総裁

11月、初の女性ECB総裁に、フランス出身のクリスティーヌ・ラガルド氏が就任します。ラガルド氏はフランスの対外貿易担当相や農業・漁業相を歴任した後、2011年からはIMFの専務理事として活躍してきました。

退任するドラギECB総裁は、マイナス金利導入に至る積極的な利下げや量的金融緩和を行い、欧州債務危機への対応に取り組み、ギリシャやイタリアなど南欧諸国の金融危機を収めるなどの成果をあげました。緩和策を示唆しては市場を安心させるなど、その手腕は「マリオ・マジック」と評されました。欧州経済は徐々に回復に向かい、ECBは2018年12月に量的緩和策を終了し、非伝統的な金融政策から正常モードに戻りつつありました。

### ECBは9月に金融緩和を再開。緩和政策は長期化の見込み

しかし、米中貿易摩擦や英国の欧州連合（EU）離脱問題などから欧州経済は再び低迷し、およそ9カ月で再び金融緩和へ舵を切ることとなりました。

9月に入りECBはマイナス金利の深堀りや量的緩和のパッケージを決定、金融緩和を再開しました。見通しの不確実性が高まっていることなどから、金融緩和は長期化する見込みです。

### 当面はドラギ路線を踏襲しながら、財政政策の拡充を模索か

ユーロ圏の景気は不確実性の下で弱さが目立っており、この状況は年後半も続く見られています。ラガルド次期総裁は、下向きのリスクが高いユーロ圏景気と、目標の2%を大幅に下回る物価上昇率を回復させるべく、現行の大胆な金融緩和姿勢が当面必要との見解に同意すると述べています。

一方で、これまでの政策の副作用に注視する必要があると述べており、副作用や効果の点検、見直しなどを進めていくとしています。また、過度の金融政策依存を避けるため財政政策の重要性を指摘しており、今後、欧州各国に財政出動を求めると見られています。IMF専務理事の職などで培った、ラガルド次期総裁の政治的な調整能力が発揮されることが期待されます。



# The Topic of This Month

## Will new ECB President Lagarde do everything ?

In November, Christine Lagarde from France becomes the new President of the European Central Bank (ECB). Ms. Lagarde was Managing Director of the International Monetary Fund (IMF) since 2011. After the former ECB President Mario Draghi's eight-year tenure, known for his remarks to "do whatever it takes" to protect the euro, all eyes in the market are on how new president will handle the package of negative interest rates and quantitative easing.

## "Whatever it takes" Draghi leaves, and Lagarde from IMF is the next president

In November, Christine Lagarde becomes the first woman as the new President of the ECB. In 2011, Ms. Lagarde became Managing Director of the International Monetary Fund, after serving as Minister of Commerce, Minister of Agriculture and Fishing and so on in France.

Former President of the ECB, Mr. Draghi, successfully dealt with the European sovereign debt crisis by aggressively cutting interest rates and introducing negative interest rate policy, and implementing quantitative monetary easing. Also, he stabilized the financial crises in Greece, Italy and other Southern European countries. His capability to control the market by implying the policy easing was described as "Mario Magic". The European economy gradually started to recover, and the ECB ended its quantitative easing policy in December 2018 and has been returning to normal mode from unconventional monetary policy.

## The ECB restarted monetary easing in September. Easing policy is expected to be prolonged

However, the European economy was once again started to be stagnant due to the U.S.-China trade friction and business uncertainties caused by risk of no-deal Brexit, and then, in about nine months after, ECB shifted to ease their monetary policy.

In September, the ECB decided the package of deepening the negative interest rate and restart the quantitative easing. Monetary easing is expected to continue for a prolonged period, mainly due to heightened uncertainty about the economic outlook.

## President Lagarde may explore the possibility to expand fiscal policy, while following the Draghi's route for the time being

The euro area economy is noticeably weak with uncertainty caused by US-China friction, and this situation is expected to continue toward the end of the year. The new President Lagarde said she agrees that the current bold monetary easing stance is necessary for the time being in order to restore the euro area economy, which faces a high downside risk, and inflation rates well below the target of 2 percent.

At the same time, she said that it is necessary to closely monitor the side effects of the past policies, and the ECB plans to examine and review its impacts and side effects. Furthermore, she pointed out the importance of fiscal policy in order to avoid excessive reliance on monetary policy, and it is expected that Ms. Lagarde will request European countries fiscal stimulus in the future. Many expect that she will show her political coordination skills cultivated when she was IMF Managing Director and other important positions.

## 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.moodys.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx)) の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

②S&Pの場合

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ

([http://www.standardandpoors.com/ja\\_JP/web/guest/home](http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home)) の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」

([http://www.standardandpoors.com/ja\\_JP/web/guest/regulatory/unregistered](http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/regulatory/unregistered)) に掲載されております。

③フィッチの場合

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ

(<https://www.fitchratings.com/site/japan/regulatory>) の「規制関連」セクションにある「格付付与方針等」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

1. 信用格付の前提

信用格付を行うための十分な質及び量の信頼しうる情報が入手できていることが前提となります。但し、格付業者は監査又は独自の検証を行うものではなく、利用した情報の正確性、有効性を保証することはできません。信用評価の基礎となるものは、債務不履行の蓋然性、債務の支払の優先順位、債務不履行時の回収見込額、信用力の安定性等です。

2. 信用格付の意義

信用格付とは事業体の債務不履行の蓋然性及び債務不履行が発生した場合の財産的損失に関する現時点での意見です。信用評価の結果として表示される記号等は、概ねAAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、Dであり、BBB以上の格付は、債務を履行する能力が高いものとされるのに対し、BB以下の格付けは、債務を履行する能力が比較的低く、投機的要素が強いとされます。

短期債務の信用格付については、概ねA-1、A-2、A-3、B、C、Dであり、B以下の格付は、投機的要素が強いとされます。

3. 信用格付の限界

信用評価の対象には、市場流動性リスク、市場価値リスク、価格変動リスクなど、信用リスク以外のリスクに関する事項は含まれません。また、信用格付は、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。



# ＜重要な注意事項＞

## 【投資顧問契約及び投資一任契約についてのご注意】

### ●リスクについて

投資一任契約に基づき投資する又は投資顧問契約に基づき助言を行う金融商品・金融派生商品は、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により損失が生じるおそれがあります。

投資する有価証券等の価格変動リスク又は発行体等の信用リスク、金利や金融市場の変動リスク、十分な流動性の下で取引を行うことができない流動性リスク等（外貨建て資産に投資する場合は為替変動リスク等）があります。これにより運用収益が変動しますので、当初投資元本を割り込むことがあります。

受託資産の運用に関して信用取引または先物・オプション取引（以下デリバティブ取引等）を利用する場合、デリバティブ取引等の額は委託証拠金その他の保証金（以下委託証拠金等）の額を上回る可能性があり、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により委託証拠金等を上回る損失が発生する可能性があります。

委託証拠金等の額や計算方法は多様な取引の態様や取引相手に応じて異なるため、デリバティブ取引等の額の当該委託証拠金等に対する比率を表示することはできません。

### ●手数料等について

#### 1. 投資顧問報酬

投資顧問契約又は投資一任契約に係る報酬として、契約資産額（投資顧問報酬の計算に使用する基準額）に対してあらかじめ定められた料率\*を乗じた金額を上限とした固定報酬をご負担いただきます。

\*上記料率は、お客さまとの契約内容及び運用状況等により異なりますので、あらかじめ記載することができません。契約資産額・計算方法の詳細は、お客様との協議により別途定めます。また、契約内容によっては上記固定報酬に加え成功報酬をご負担いただく場合もあります。

#### 2. その他の手数料等

上記投資顧問報酬のほか、以下の手数料等が発生します。

(1)受託資産でご負担いただく金融商品等の売買手数料等

(2)投資一任契約に基づき投資信託を組み入れる場合、受託資産でご負担いただくものとして信託財産留保額等、並びに信託財産から控除されるものとして信託報酬及び信託事務の諸費用※等

(3)投資一任契約に基づき外国籍投資信託を組み入れる場合、信託財産から控除されるものとして外国運用会社に対する運用報酬・成功報酬、投資信託管理・保管会社に対する管理・保管手数料、トラスティ報酬、監査費用及びその他投資信託運営費用等

※投資一任契約資産に投資信託を組み入れる場合、若しくは組み入れることを前提とする投資信託の場合の諸費用には、投資信託の監査費用を含みます。

これらの手数料等は、取引内容等により金額が決定し、その発生若しくは請求の都度費用として認識されるため、又は運用状況等により変動するため、その上限額及び計算方法を記載することができません。

#### 3. その他

上記投資顧問報酬及びその他の手数料等の合計額、その上限額及び計算方法等は、上記同様の理由により、あらかじめ表示することはできません。

《ご注意》上記のリスクや手数料等は、契約内容及び運用状況等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面によりご確認ください。

## 【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けます。

#### ◆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、計算方法を具体的に記載できません。

※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8月30日現在〕

※税込の料率は、消費税率10%として計算しています。

## 「R&I顧客満足大賞」について

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

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者関東財務局長（金商）第399号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会、  
一般社団法人日本投資顧問業協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

作成基準日：2019年10月31日