

# 投資環境の見通し

2019年 **4** 月号

マーケットレポート一覧はこちら  
Click here

## 今月の注目点

# 継続する「綱引き」状態

### 製造業の景況悪化継続と政策対応

2019年2～3月の景気データを見ると、株式市場の動揺につながったドイツの製造業PMI（3月分）に象徴されるように、製造業の景況悪化に歯止めがかかったことはまだ確認できていない。製造業の調整は多くの市場参加者が予想していたよりもやや長引く懸念が出てきた。

しかし一方では、主要国で一斉に金融政策の正常化が「停止」されたことに加え、中国が全国人民代表大会（全人代）でやや強めの財政刺激策を打ち出すなど、景気の下振れリスクに対して、政府・中銀が素早く反応している。政策の効果とそれに対する期待を背景に、非製造業（サービス業）の景況感は相対的に堅調を維持している。

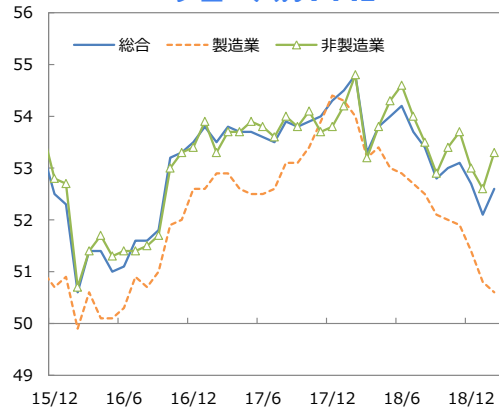
製造業下振れと政策サポート拡大の「綱引き」が製造業vs.非製造業の景況格差の拡大となっ

て表れている。それは、貿易や製造業の影響を受け易い中国やNIEs、日本、ドイツなどの経済データが軟調となる一方、サービス比率の高い米国、英国が相対的に安定するという地域間の違いにもつながっている。

### IT関連中心の在庫・設備投資調整

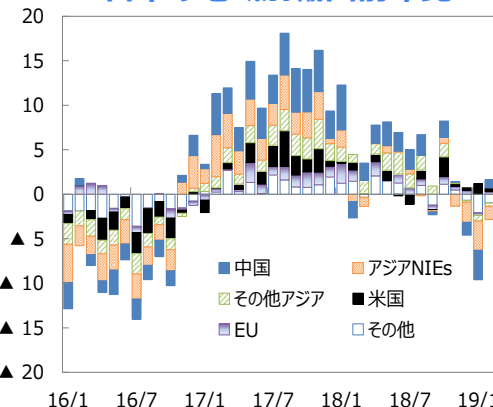
速報性や信頼性に優れる日本の輸出データで世界経済の動向を探ると、まず地域別には、1、2月の日本からの輸出減少（前年同月比で1月は▲8.4%、2月は▲1.2%）の大半（1月は7.2%、2月は0.9%）が中国やNIEsなどアジア向け輸出の落ち込みが寄与している。品目別では、輸出減少の5-6割が半導体製造装置を中心とする一般機械と、半導体・電子部品、電気回路となっている。アジア地域を中心にIT関連で在庫調整が行われると共に、一部設備投資が先送りされていることが今回の製造業の景況悪化の主要な背

グローバルPMI



(注) データは2015年12月～2019年2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

日本の地域別輸出前年比



(注) データは2016年1月～2019年2月。  
(出所) 財務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

# 継続する「綱引き」状態

景となっていると考えられる。

国際産業連関表（2014年表）を使った試算によると「コンピュータ・電子製品・光学製品」の生産が10%減少すると、世界GDPを0.5%押し下げる。これだけで、世界不況をもたらすほどではないにしても、世界経済にとって無視できないマグニチュードのインパクトを与えているとみられる。

## 金融政策正常化は停止

FRBが3月のFOMC後に年内は政策金利を据え置く方針を示唆すると同時に、バランスシート縮小も9月で終了することを決定した。これに先立ちECBもフォワードガイダンスを修正、政策金利の年内据え置きを決めている。利上げバイアスを事実上撤廃、中立に戻した豪州、カナダなどを含め金融政策正常化の動きが事実上一時停止されたといえる。金融政策の正常化で先行してきた米国ですら政策金利は2%台半ばであり、景気が下振れてインフレ率が低下し始めた場合の政策対応の余地が非常に限られている。このため、生産・貿易の下振れリスクが高まったことに対して、敏感に反応したとみられる。

各国がほぼ同時的に金融政策を緩和方向に調整したことから主要通貨の為替レートの安定する中で、長期金利のレンジがグローバルに下方シフトした。

## 中国は強めの財政刺激

中国政府が3月の全人代で示した2019年の財政赤字はGDP比で▲2.8%と前年から0.2%ポイントの拡大にとどまるが、特別基金（主に過去に地方政府が使い残した剰余金）からの繰り入れ金を除くと同4.3%と前年から1%以上拡大している。景気が予想より下振れた場合でも対応できるよう財政の「発動枠」を確保し、ダウンサイドを限定したものといえる。

## 現状「綱引き」状態だが、メインシナリオは年後半にかけて「リスク・オンへの転換」

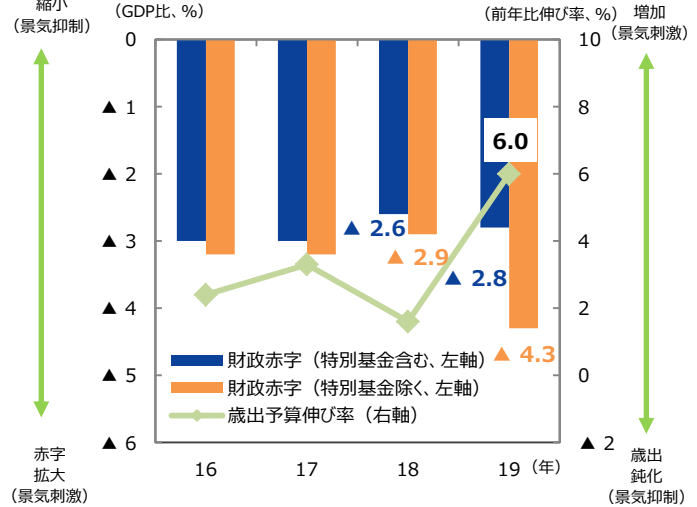
金融市場では世界的な長期金利低下や米国の長短金利の逆転（逆イールド）を景気後退の兆候とみる議論もある。しかし今回は金融当局の緩和方向への政策転換の結果として起こったものであり住宅や建設投資などの刺激を通じて景気サポートにつながってこよう。中国の2月分PMIでは受注指数が3カ月ぶりに50超となっており、インフラ投資が3月以降動き始めつつあることを示唆している。製造業関連のデータからみて世界経済が1-3月に底を打ったとしても4-6月の立ち直りがなお緩やかなものにとどまる可能性が高いことから、市場はしばらく悲観と楽観の間で揺れることになろうが、メインシナリオは引き続き「リスク・オンへの転換」である。

## IT関連生産などが下振れた場合のGDPに対するインパクト

国・地域	コンピュータ・電子製品・光学製品製造業の生産がグローバルに10%減少した場合	
	製造業生産への波及効果 (%)	付加価値ベースの波及効果
オーストラリア	▲ 0.45	▲ 0.18
ブラジル	▲ 0.51	▲ 0.15
中国	▲ 2.77	▲ 1.28
ドイツ	▲ 0.83	▲ 0.38
フランス	▲ 0.65	▲ 0.18
英国	▲ 0.82	▲ 0.19
インドネシア	▲ 0.81	▲ 0.29
インド	▲ 0.44	▲ 0.15
イタリア	▲ 0.53	▲ 0.18
日本	▲ 2.18	▲ 0.65
韓国	▲ 4.71	▲ 2.20
台湾	▲ 8.20	▲ 3.88
米国	▲ 0.90	▲ 0.27
ユーロ圏合計	▲ 0.73	▲ 0.25
<b>全世界合計</b>	<b>▲ 1.96</b>	<b>▲ 0.53</b>

(出所) 国際産業連関表（2014年）を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 中国の景気対策～政府予算



(注) データは2016年～2019年。歳出予算伸び率は前年の実績値に対して計算。  
(出所) 中国財政部のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 注目すべきリスクファクター

4-6月期の不透明要因・注目材料として、政治面では米中通商交渉の動向とBrexitなど欧州情勢が引き続き市場の変動要因となりえる。

米中交渉は、中国の輸入拡大、中国の知的財産保護などで進展したものの、合意履行に関する検証の枠組みや産業政策を巡る議論が続き、米中首脳会談は5-6月にずれ込む公算が高まった。中国は更なる景気悪化は避けたいはずであり、トランプ政権も米朝交渉が停滞する中成果を上げたいはずで、メインシナリオは決裂回避・関税は現状維持。ただ、関税を巡りアップサイド（引き下げの道筋がついた場合）、ダウンサイド（決裂・再引き上げ）両側のリスクが残る。Brexitは3月21日のEUサミットで当面の期限が4月12日に延期されたが、総選挙の可能性が浮上するなど英政治情勢はより流動的となった。合意なし離脱のリスクはなお低い、ユーロ圏経済への影響が大きいだけに引き続き重要な不透明要因といえる。

経済面では製造業下振れと、政策効果・サービス業の堅調維持という綱引きの行方を見る上で2つの指標に注目したい。

1つは原油、銅、鉄鉱石、アルミなど主要商品の市況である。中国の財政政策や主要国の金融引き締め停止によりを含めた世界経済の底割れが回避されつつあるとすれば、商品市況の大幅下落は避けられるはず。商品市況の下振れは重要な早期警戒指標となる。

もう1つは製造業の調整が雇用悪化を通じてサービス業に波及するリスクを判断する上で、米国の失業保険請求件数が重要だろう。米国における人員整理が低水準で安定していれば、消費を中心に米国のサービスセクターが世界の安定化要因となることが期待される。

日本をみる上では、円ドルレートが重要になってくるかもしれない。海外で長期金利が低下する中で、金利低下余地は日本が最も小さい。日本の場合、金利の絶対水準が非常に低いため、大幅円高のリスクはなお限られるが、円高の可能性には注意したい。

(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		
4月	10日	ユーロ	ECB理事会	4月	1日	新元号発表
	11-12日	--	G20財務相・中銀総裁会議（ワシントン）		19日	金融システムレポート（日銀）
	12-14日	--	国際通貨基金（IMF）世銀総会（ワシントン）		7月 21日	統一地方選挙
	17日	インドネシア	大統領選挙		24-25日	金融政策決定会合（基本的見解）
	30-1日	米国	FOMC		30日	天皇陛下退位
	中旬	米国	為替報告			
	月内	--	IMF World Economic Outlookの公表			
	月内	--	石油輸出国機構（OPEC）総会			
	月内	中国	第二回一帯一路			
	4月～5月	インド	総選挙			
5月	2日	英国	地方選挙	5月	1日	新天皇陛下即位、改元
	13日	フィリピン	全国統一選挙		26-28日	トランプ米大統領訪日予定
	18日	豪州	総選挙			
	23-26日	欧州	欧州議会選挙			
6月	6日	ユーロ	ECB理事会	6月	8-9日	G20財務相・中銀総裁会議（福岡）
	9日	メキシコ	地方選挙		19-20日	金融政策決定会合
	18-19日	米国	FOMC（経済見通し発表）		28-29日	G20首脳会議（大阪）
	20-21日	ユーロ	EUサミット		月内	通常国会会期末
	22-23日	--	東南アジア諸国連合（ASEAN）首脳会議（バンコク）			
7月	25日	ユーロ	ECB理事会	7月	29-30日	金融政策決定会合
	月内	米国	パウエルFRB議長の半期議会報告		月内	参議院選挙（21日）
	月内	--	IMF World Economic Outlookの公表			

(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

## 米国：FRBの利上げは一旦終了

月次統計は強弱が見られるが、生産サイドの調整は継続中。中国景気の下げ止まり、製造業の調整がどの程度非製造業に波及するかに注目したい。年末年始の消費データや2月度の雇用データが下振れしたが、雇用は基調的に増加している。3月のFOMCの結果からは、FRBの利上げは一旦終了したとみられる。

## 中国：景況感悪化一服に期待

2月にかけて中国のPMIは低下を続けたが、季節性による部分も大きい。圧延鋼価格の下げ止まりなどから、生産者物価ベースのデフレ（前年比マイナス）は避けられる可能性も出てきていること、インフラ投資が動き始めている可能性などから、3月以降景況感は下げ止まりに向かうと見る。固定資産投資の伸び率に3月以降下げ止まり感が出てくるか、3月分マネー関連指標（特に中小企業金融関連部分）に注目したい。

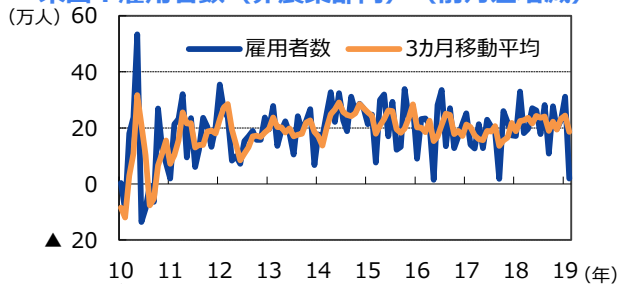
## ユーロ圏：利上げは2020年半ば以降

輸出落ち込みや、Brexitを巡る不透明感が重荷になり、製造業の調整は一部4-6月にずれ込む見通し。但し、財政拡張を背景にサービス、建設、消費は底堅い。成長率は1-3月は1%程度にとどまるとみられるが、年後半には1%台半ばに戻って来よう。ECBは3月理事会で政策金利を少なくとも19年末まで据え置き、9月よりTLTRO第三弾（的を絞った長期オペ）の開始を決定、利上げ開始は2020年半ば以降となる見通しとなった。

## 日本：ソフトパッチ

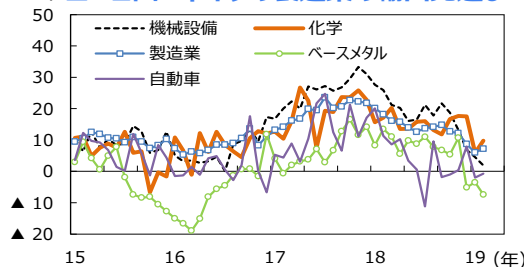
輸出数量など貿易のモメンタム（3カ月前比の変化率など）は日本経済はソフトパッチ（ないしミニリセッション）の可能性を示唆。設備投資にも慎重さがみられ、今後発表される設備投資計画調査が注目されるが、極端な悲観にはなっていない模様であり、国内消費やインバウンド消費も2月データからみて底堅く推移している。参院選や消費増税をにらんで早期に景気対策が追加される可能性もあり、底割れは見込まない。

### 米国：雇用者数（非農業部門）（前月差増減）



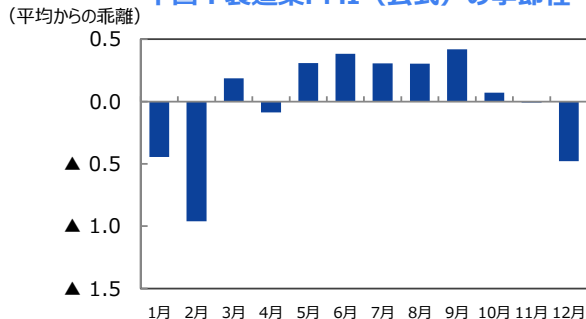
（注）データは2010年1月～2019年2月。非農業部門。  
（出所）米労働省のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### ユーロ圏：ドイツの製造業の輸出見通し



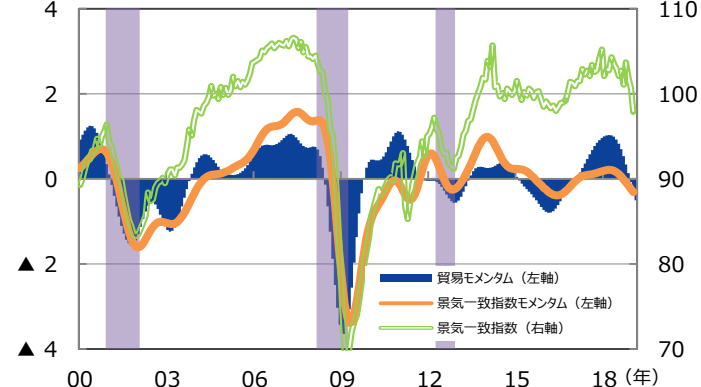
（注）データは2015年1月～2019年2月。  
（出所）Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 中国：製造業PMI（公式）の季節性



（注）各年の平均値からの各月の乖離率（2014年～2018年平均値）。  
（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

### 日本：貿易モメンタムと景気局面



（注1）データは2000年1月～2019年1月。貿易モメンタムは2月。貿易モメンタムは主要国の貿易に係る経済指標から循環成分＝モメンタムを当社で統計的に抽出したもの。  
（注2）一致指数モメンタムは景気一致指数から循環成分を当社で統計的に抽出したもの。いずれもプラスは拡大方向のモメンタムの強さ、マイナスは縮小方向のモメンタムの強さを示す。網掛けは景気後退局面。  
（出所）各種データを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

# 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4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3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				・ 財政出動や主要国の金融政策正常化の一旦停止により、世界景気の底割れは回避されよう。株価は金利先高感後退や海外市場回復を受け、短期的にレンジの上方を試すこともあり一方、中国などの減速の業績への影響や米中関係への警戒感が反落要因となるなど、幅広いレンジで値動きの荒い展開を予想。	
	米国				・ 米中通商交渉に関するポジティブなニュースフローなどを受けて株価は回復してきたが、先行きについては、景気減速・ドル高・関税などを背景とする不確実性が残る。企業業績の下方修正の最悪期は過ぎつつあり、今後は回復のタイミングを探る展開。FRBのハト派的な政策への期待感はやや低下。	
	欧州				・ ECBのハト派的政策はサポート材料だが、景気の鈍化が続く中、企業収益は下方修正の途上にある。米保護主義、域内各国の政治的不透明感などを考えると、当面の上値が重い展開が予想される。景気モメンタムの回復は中国など外部要因に依存する部分も大きいと、下げ止まりの兆候が出てくるか注目される。	
	豪州				・ 政府支出や民間投資の景気サポートが期待されるものの、住宅価格下落、総選挙、規制強化の影響などがリスク要因。環太平洋地域では割高感があり、主力内需銘柄を中心に株価上値は重い。一方RBAが中立姿勢に転じ長期金利が上昇していくことが下値を限定しよう。対中関係、鉄鉱石価格などを注視したい。	
	アジア	先進国 (HK, SG)				・ 香港は足元の好材料はほぼ織り込み済みだが、中国政府の景気対策により景気底割れ懸念が後退、米国株に対する割安修正も続くみられ、中期的には上昇基調。シンガポールは主力の銀行株を中心に業績下方修正が一巡、先行きに業績改善余地。アジアの中で相対的な割安感が拡大しており、評価引き上げ。
		新興国				・ 1月以降の急反発で対米国を含めて割安感は縮小した。しかし、中国景気対策、米中関係改善期待、米利上げ観測後退を背景としたリスク・オン、業績の下方修正幅が縮小傾向となり業績見通しに明るさが増してきたことから中期的に株価は上昇基調を継続することを期待。
新興国					・ 米中問題に関する楽観論、米利上げ期待の後退などの好材料は株価に織り込まれ、短期的には反発後の調整の可能性。しかし、中期的には中国経済等の下げ止まり、業績下方修正終了などが緩やかな上昇を想定。米金利先高観の後退により新興国通貨が安定、一部諸国に利下げ期待が浮上したことはプラス。	
リート	日本				・ 堅調な不動産市況を背景に4%台の分配金利回り、年間3%の分配金成長が見込まれ、ディフェンシブ性、スプレッドの魅力が継続。2019年1-3月の増資も内容がよく評価された。働き方の変化がオフィス需要につながっている可能性。期末の利益確定売りなどの圧力が緩和するにつれ下値を切り上げる展開が見込まれる。	
	アジア				・ 欧米はマクロ景気減速もあり上値が重いと見られるが、アジア・オセアニアリートは中国景気を注視する必要があるものの、不動産サイクルが改善途上にあること、米長期金利の先高観が弱まったこと、独自要因で成長期待が続く銘柄があること、などから相対的に高く評価できる。	
債券	日本				・ 低金利の副作用は大きい長短金利目標や許容変動幅は現状維持となろうが、景気・インフレが減速する中、市場はフォワードガイダンス強化などを警戒。日銀がオペを減額しても需給ひっ迫が続くとみられるため、10年債利回りの着地予想を引き下げ（4-6月：0.05%→0.00%、7-9月以降：0.10%→0.05%）。	
	米国				・ 米景気は当面、減速傾向となった後、年後半にやや持ち直す見通しだが、当面は下振れリスクが意識されやすい。インフレも抑制された環境が続くとみられる。	
	欧州				・ 3月のFOMCでFRBは2019年中の利上げを見送る方針を示唆。但し米経済が大きに崩れる懸念も限定的で、長期金利はレンジ内の推移を予想。	
	豪州				・ 景気は当面弱含みだが、年後半に緩やかに持ち直そう。ECBはインフレの緩やかな上昇を予想し、金融政策正常化方針を維持するも、3月の理事会で少なくとも2019年末までの政策金利据え置きを決定、利上げ開始は2020年後半にずれ込む見通し。長期金利は低位で推移後、中期的には徐々に水準を切り上げ。	
	新興国				・ RBAは景気回復が緩やかにインフレにつながるケースをメインシナリオしつつ、世界景気の下振れ等ダウンサイドリスクが増したとして2月の金融政策決定会合で従来の利上げバイパスから、中立スタンスに転換。政策金利は2020年末まで据え置かれる見通しとなった。長期金利は米国と連動する展開。	
クレジット	投資適格				・ 年初来のスプレッド縮小により割高化が進行していることに加え、業績下押しが懸念材料だが、一方でFRBの政策転換による金利先高観の後退を受けてETFを中心にファンダフローが改善しており、スプレッドはもみあいを予想。	
	ハイ・イールド				・ 年初来のスプレッド縮小によりモデル上は割高化していることに加え、景気減速・ドル高・関税などを受けた減益懸念をうけ、スプレッドの方向性は小幅拡大を予想。ただ、金利先高観の後退がフローをサポートするとみられる他、デフォルト率も向こう1年程度2%で安定する見通しであることがプラス材料。	
通貨	米ドル				・ 日米実質金利差は引き続きドルの支援材料。しかし、米中対立や日米貿易交渉（TAG）への警戒感がドルの上値を抑制、米景気減速やFRBの利上げ打ち止め、日銀の緩和余地が限られることなどが重石になることから、レンジでの推移が予想される。	
	ユーロ				・ ECBが年内の利上げを見送ったことに加え、Brexitなど政治リスクもあってユーロは当面頭が重い。但し、米金利先高観も後退していること、ユーロ圏経済の悪化に歯止めがかかる兆候があることに加え、2020年後半にずれ込むとはいえECBは金融政策を正常化する方針であり、中期的にはユーロは徐々に持ち直す方向だろう。	
	豪ドル				・ RBAが中立姿勢に転じ政策金利据え置きが長期化する見通しのため当面豪ドルは頭の重い展開。但し、米国でも金利先高観が後退しており、更なる下落リスクは限定的とみられる。2019年央～後半にかけて中国を含めグローバル経済が下げ止まるにつれ豪ドルも持ち直しに向かう。米中対立と住宅市場の動向がリスク要因。	

（注）2019年3月22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

## 主要資産の市場見通し

	2019/1-2019/3見通し			2019/4-2019/6見通し			2019/7-2019/9見通し			2019/10-2019/12見通し			2020/1-2020/3見通し		
	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	1,550	1,670	1,600	1,430	1,770	1,600	1,430	1,770	1,600	1,450	1,790	1,620	1,450	1,790	1,620
日経平均株価	20,900	22,300	21,300	19,000	23,500	21,300	19,000	23,500	21,300	19,500	24,000	21,500	19,500	24,000	21,500
TOPIX (配当込)	2,318	2,496	2,392	2,151	2,657	2,404	2,162	2,668	2,415	2,203	2,709	2,456	2,215	2,721	2,468
東証小型株指数	2,850	3,100	2,970	2,650	3,280	2,970	2,650	3,280	2,970	2,690	3,310	3,010	2,690	3,310	3,010
<b>国内債券</b>															
10年国債金利	▲0.15	0.05	▲0.05	▲0.15	0.05	0.00	▲0.15	0.20	0.05	▲0.15	0.20	0.05	▲0.15	0.20	0.05
NOMURA-BPI (総合)	384	391	388	384	392	386	379	392	385	380	392	385	380	393	386
<b>外国株式</b>															
S&P500	2,500	3,000	2,800	2,550	3,050	2,850	2,600	3,100	2,900	2,650	3,150	2,950	2,650	3,150	2,950
NY DOW	22,700	27,200	25,400	23,100	27,700	25,800	23,600	28,100	26,300	24,000	28,600	26,700	24,000	28,600	26,700
NASDAQ	6,800	8,200	7,630	6,900	8,300	7,760	7,100	8,400	7,900	7,200	8,600	8,040	7,200	8,600	8,040
EURO Stoxx	340	400	370	340	400	370	345	405	375	355	415	385	355	415	385
FT100	6,600	7,800	7,200	6,600	7,800	7,200	6,700	7,900	7,300	6,900	8,100	7,500	6,900	8,100	7,500
MSCI Emerging (Gross US\$)	2,300	2,450	2,350	2,250	2,500	2,400	2,300	2,550	2,450	2,350	2,600	2,500	2,350	2,650	2,550
MSCI AC Asia ex Japan(Gross US\$)	1,350	1,550	1,425	1,400	1,600	1,500	1,425	1,625	1,525	1,450	1,650	1,550	1,475	1,675	1,575
MSCI (¥)	2,255	2,923	2,585	2,194	3,012	2,612	2,247	3,070	2,677	2,312	3,144	2,732	2,327	3,159	2,755
<b>外国債券</b>															
米国10年金利	2.20	2.80	2.40	2.20	2.80	2.70	2.50	3.10	2.90	2.70	3.20	3.00	2.70	3.20	3.00
独10年金利	▲0.20	0.30	0.00	▲0.20	0.40	0.20	0.00	0.60	0.30	0.20	0.70	0.50	0.30	0.80	0.60
英国10年金利	0.80	1.40	1.00	0.80	1.60	1.40	1.20	2.00	1.70	1.30	2.10	1.80	1.40	2.20	1.90
米国30年金利	2.80	3.20	2.90	2.80	3.20	3.00	2.80	3.30	3.00	2.80	3.30	3.00	2.80	3.30	3.00
FTSE-WGBI(¥)	424	477	449	407	490	444	404	488	446	405	485	443	406	486	447
FTSE-WGBI(¥Hedge)	382	395	391	382	395	386	378	392	385	378	389	382	377	388	382
<b>為替</b>															
ドル/円	105.00	115.00	109.00	100.00	115.00	108.00	100.00	115.00	108.00	100.00	115.00	107.00	100.00	115.00	107.00
ユーロ/ドル	1.10	1.16	1.14	1.10	1.20	1.15	1.10	1.25	1.16	1.10	1.25	1.17	1.10	1.25	1.18
ユーロ/円	120.00	130.00	124.00	115.00	135.00	124.00	115.00	135.00	125.00	115.00	135.00	125.00	115.00	135.00	126.00
ポンド/円	135.00	155.00	140.00	135.00	155.00	142.00	135.00	155.00	144.00	135.00	155.00	146.00	140.00	160.00	148.00
豪ドル/円	70.00	85.00	78.00	70.00	85.00	78.00	75.00	90.00	79.00	75.00	90.00	79.00	75.00	90.00	80.00
<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	2.25	2.50	2.50	2.25	2.50	2.50	2.25	2.50	2.50	2.25	2.50	2.50	2.25	2.50	2.50
ユーロレレート	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

(注) 2019年3月26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

## <株式市場>

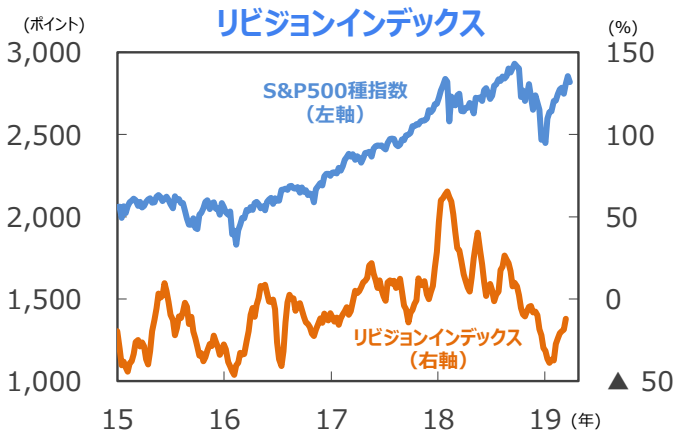
### 企業業績成長見通しの悪化は一服、今後は回復のタイミングを探る展開

- 米国の企業業績見通しは、関税の影響の顕在化と政策効果の一巡から下押し圧力が継続していた。しかし、世界景気に対する過度な警戒感が後退したことなどから、業績見通しへの下押し圧力が一旦終了した。業績のリビジョンは最悪期を脱しつつあり、今後は業績回復のタイミングを探る展開となろう。
- 景気や市場に対する見通しの下振れに反応した米中の政策スタンスにも一定の変化が現われたものの、引き続き予断を許さない状況が続こう。中国製品の関税引き上げは引き続き協議中であり、米中首脳会談も4月（あるいは5月）に開催されると報道されているが現時点では未定である。IT分野や知財に関する対中圧力は引き続き強まる方向に変化はない。

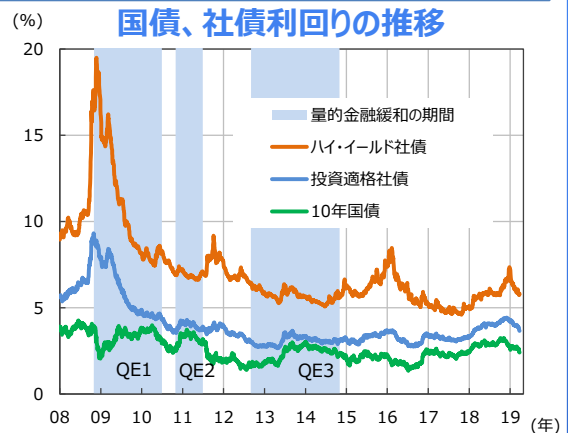
## <債券市場>

### 長期金利はレンジ内での推移を予想

- 国債：米景気は、減速傾向で推移した後、年後半にかけて持ち直していく見通し。当面は景気の下振れリスクが金利の下押し要因として意識されやすい展開となろう。市場ベースの期待インフレは足元でやや回復しているものの、インフレは抑制された環境が続くとみられる。FRBのスタンスは慎重化しており、年内は利上げを行わないと予想。長期金利はレンジ内の推移が続く見通し。
- 投資適格社債：年初来のスプレッド縮小により割高化が進行していることに加え、業績下押しが懸念材料だが、一方でFRBの政策転換による金利先高観の後退を受けてETFを中心にファンドフローが改善しており、スプレッドはもみあいを予想する。
- ハイ・イールド社債：年初来のスプレッド縮小は一旦終了したと思われる。今後は、景気の減速、米ドル高、関税引き上げなどを背景とした減益懸念を受け、スプレッドの方向性は小幅拡大を予想。ただ、金利先高感の後退が資金フローをサポートするとみられるほか、デフォルト率も向こう1年程度は2%台と安定する見通しであることがプラス材料となろう。



(注) データは2015年1月1日～2019年3月26日（リビジョンインデックスは3月14日）。週次。  
 リビジョンインデックス：当期利益のコンセンサス予想をベースに、（上方修正件数－下方修正件数）÷（上方修正件数＋下方修正件数）で計算。4週移動平均。当期利益はI/B/E/S予想。  
 (出所) Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



(注1) データ期間は2008年1月2日～2019年3月26日。  
 (注2) 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採用企業の1株当たり予想利益

(前年同期比、前年比、%)

セクター\年/月期	2018		2019			2018 (予想)	2019 (予想)
	10-12月 (実績・予想)	1-3月 (予想)	4-6月 (予想)	7-9月 (予想)	10-12月 (予想)		
<b>S&amp;P500全体</b>	16.9	▲ 1.8	3.0	2.7	8.9	24.1	3.4
一般消費財	18.0	▲ 3.4	5.7	9.7	13.1	21.6	6.9
生活必需品	4.6	▲ 1.7	1.1	2.9	5.1	10.6	2.0
エネルギー	81.4	▲ 18.2	▲ 8.5	▲ 15.2	▲ 9.6	96.9	▲ 10.4
金融	15.6	3.3	7.2	7.7	20.3	29.0	9.0
ヘルスケア	13.3	4.5	3.0	4.8	9.6	16.3	5.5
資本財・サービス	27.1	3.5	7.9	10.5	11.7	23.1	8.1
素材	6.1	▲ 13.9	▲ 5.1	0.1	4.9	25.5	▲ 2.0
不動産	6.2	2.4	2.8	4.1	6.1	4.7	3.9
情報技術	10.3	▲ 6.3	▲ 5.8	▲ 3.5	6.1	24.1	▲ 2.0
電気通信	26.4	▲ 0.3	17.8	1.3	2.7	25.7	3.3
公益事業	▲ 10.4	▲ 1.8	1.6	3.9	17.8	7.3	4.4

(注) データは2018年10-12月期～2019年10-12月期、2017年～2019年。予想はI/B/E/S（2019年3月26日発表）。  
 (出所) リフィニティブのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## ＜株式市場の注目点＞

### 大きく反発してきた米国株式市場をどう考えるか

#### ○割安感には欠けるS&P500種指数～底値からの戻りは+19.1%

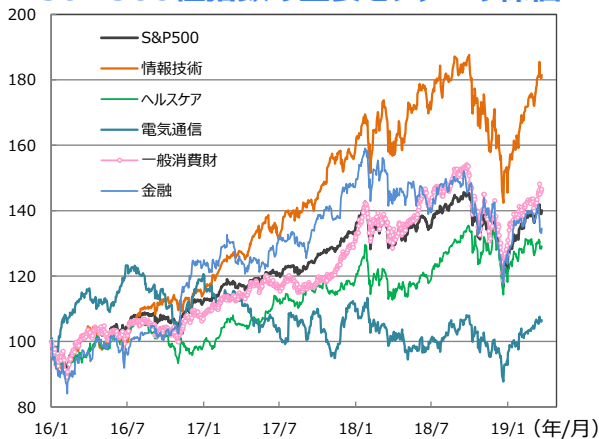
・米国株式市場は、昨年12月を底値に反発に転じ、総じて堅調に推移している。FRBの金融政策がハト派的なものに転じたことや米中貿易協議が進展するとの期待が高まったことなどが背景。しかし、3月22日の米国株式市場は大きく調整した。20日のFOMCでGDP成長率の見通しが引き下げられたことや、21日の欧州経済指標が大きく下振れた他、米10年国債利回りが米財務省証券（TB）3カ月物利回りを下回ったことなどを受けて、景気減速懸念が強まったことなどが背景だ。

・予想株価収益率も大きく上昇し、S&P500種指数は一時16.6倍と、割高を判断する一つの尺度としての平均+1標準偏差（16.5倍）を上回った。足元では16.3倍と依然として、割安感に欠けている。

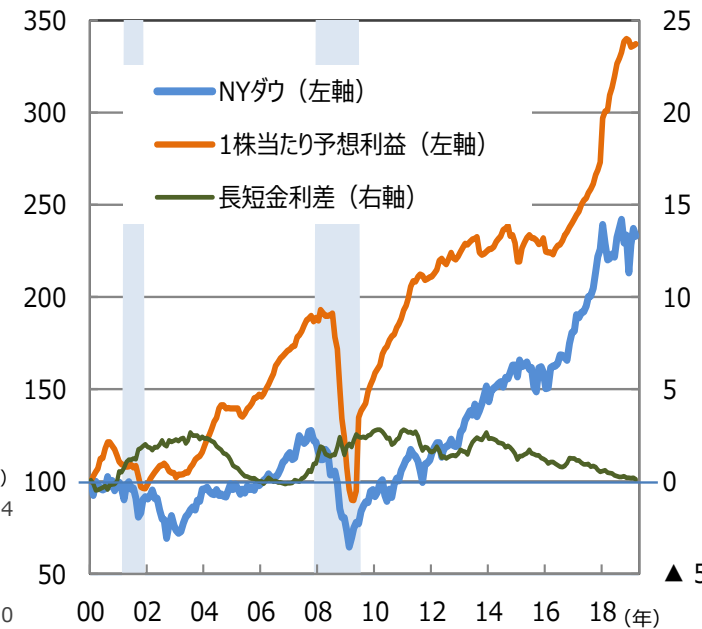
#### ○長短金利差と業績を意識した展開が続こう

・米国株式市場は、米中貿易摩擦の長期化などから景気が後退局面入りするのではないかと懸念を背景に、上値の重い展開となりそうだ。景気の先行きを判断するうえで、長短金利差も引き続き意識されると思われる。2000年以降の景気後退局面では先に長短金利が逆転したが、その後、業績見通しが悪化している。長短金利差と同時に業績見通しが持ち直すことができるかに注目する必要がある。

（ポイント） S&P500種指数の主要セクターの株価



（ポイント） S&P500種指数と長短金利差



#### （ポイント） 予想株価収益率の推移





## ＜株式市場＞

企業業績は下方修正が継続。中国景気の動向・各国の政局の不透明感等から上値は重い

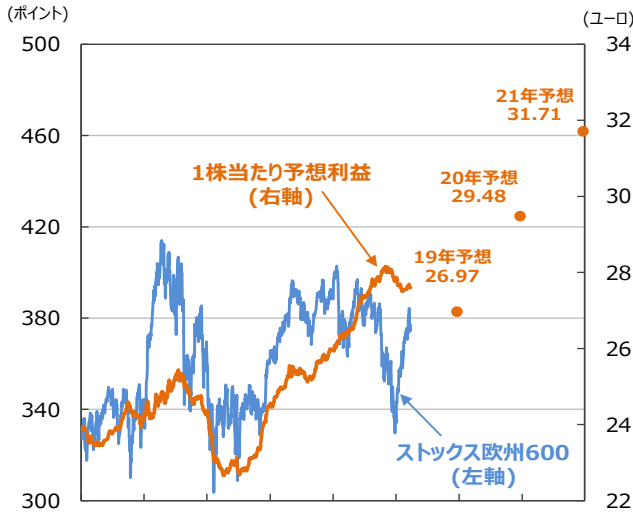
- 企業業績見通しはピークアウトが顕在化しており、まだ、下方修正が継続している。欧州・中国の経済見通しも下方修正が続いており、回復にはなお時間を要そう。米国の保護主義政策、域内各国の政治的不透明感などを考えると、欧州株式市場は当面上値の重い展開が予想される。引き続き、中国景気や米中対立の展開などの外的要因と英国のEU離脱（Brexit）などに左右されやすい状況が続こう。

## ＜債券市場＞

レンジ内での推移が継続。中期的には緩やかにレンジを切り上げていく見通し

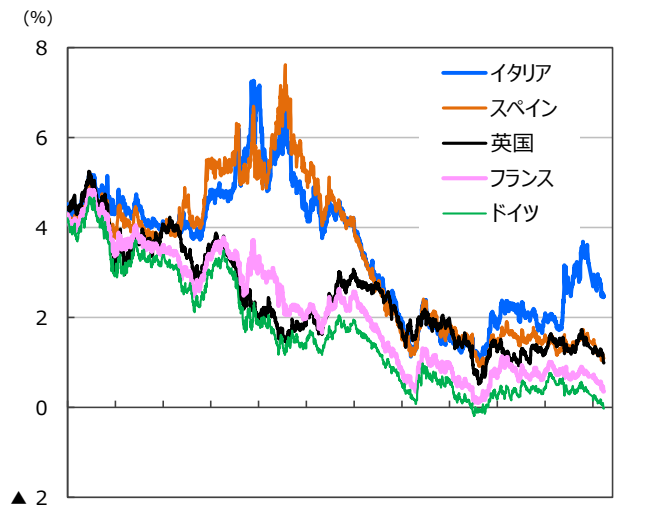
- ユーロ圏の景気は、当面製造業を中心に調整が続いた後、年後半にかけて緩やかに持ち直していく見通し。インフレ率は需給ギャップの縮小とともに緩やかなペースで上昇していく見通し。ECBは少なくとも2019年末まで据え置きとのフォワードガイダンスやTLTRO3を発表し、長期的には金融政策の正常化方針を維持するも、当面は慎重なかじ取り続く見通し。景気の減速懸念が根強いことから長期金利は低位での推移が続き、中長期的には徐々に水準を切り上げていくと予想する。

### ストックス欧州600と1株当たり利益の推移



(注1) データは2014年1月2日～2019年3月29日。  
 (注2) 1株当たり予想利益は12カ月先予想（Bloomberg集計）。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 欧州主要国の10年国債利回りの推移



(注) データは2008年1月2日～2019年3月26日。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### ストックス欧州600の1株当たり予想利益（前年同期比、前年比、%）

年 セクター\月期	2018		2019				2017 (実績)	2018 (予想)
	7-9月 (実績)	10-12月 (予想)	1-3月 (予想)	4-6月 (予想)	7-9月 (予想)	10-12月 (予想)		
ストックス欧州600 全体	14.4	1.8	▲ 1.4	4.5	2.8	12.2	16.9	6.9
素材	10.2	▲ 1.5	▲ 26.5	▲ 19.1	▲ 11.0	11.1	34.1	5.9
一般消費サービス	12.3	▲ 13.6	▲ 0.6	8.6	5.5	4.1	19.8	1.1
生活必需品	▲ 9.2	4.5	12.2	10.0	15.2	12.4	6.3	5.7
エネルギー	54.6	21.1	9.2	4.4	▲ 9.4	12.3	46.6	42.0
金融	30.9	1.9	▲ 3.8	▲ 1.3	▲ 1.0	24.6	24.6	8.2
ヘルスケア	▲ 0.9	10.1	5.1	6.6	6.1	5.0	▲ 0.2	4.5
資本財/サービス	▲ 4.7	▲ 6.5	14.9	14.2	28.8	7.4	10.4	2.7
情報技術	25.9	▲ 4.8	2.9	12.7	5.8	25.3	18.0	6.0
電気通信	▲ 32.9	▲ 15.9	▲ 12.3	3.8	65.4	▲ 15.3	15.3	▲ 12.1
公益事業	▲ 10.6	20.4	▲ 14.1	70.8	▲ 1.9	▲ 25.5	▲ 2.0	2.0

(注1) データは2017、2018年、2018年7-9月期～2019年10-12月期。  
 (注2) 色付きセルは2018年10-12月期以降、2018年の2桁増益セクターを示す。  
 (注3) 予想はI/B/E/S（2019年3月19日発表）。  
 (出所) リフィニティブのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## ＜株式市場＞

### 業績底打ち期待が強まっており、中期的に株価は上昇基調を継続

- 香港は足元の好材料はほぼ織り込み済みだが、中国政府の景気対策により景気底割れ懸念が後退、米国株に対する割安修正も続くと考えられ、中期的には上昇基調にあると考えられる。シンガポールは主力の銀行株を中心に業績下方修正が一巡し、業績改善の余地が生まれよう。アジアの中で相対的な割安感も拡大しており、今後は株価上昇が期待される。
- アジア株式市場は、年初からの株価回復により割安感は概ね解消した。一方、中国の景気対策、米中関係の改善期待、米利上げ観測の後退などを受けて、投資環境の好転が継続している。さらに、2019年のアジア各国の業績見通しにも改善の兆しがうかがえる。上方修正企業数と下方修正企業数を比較したネットの修正幅が足元で▲26%と、1月の同▲40%超から改善しているためだ。米国の金融政策の変更で利上げ継続の可能性が低くなり、アジア通貨は米ドルに対して持ち直すと考えられる。アジアの金融環境も緩和の方向に動いており、株式市場の持ち直しの持続が期待される。

## ＜債券市場＞

### 狭いレンジでの推移が続こう

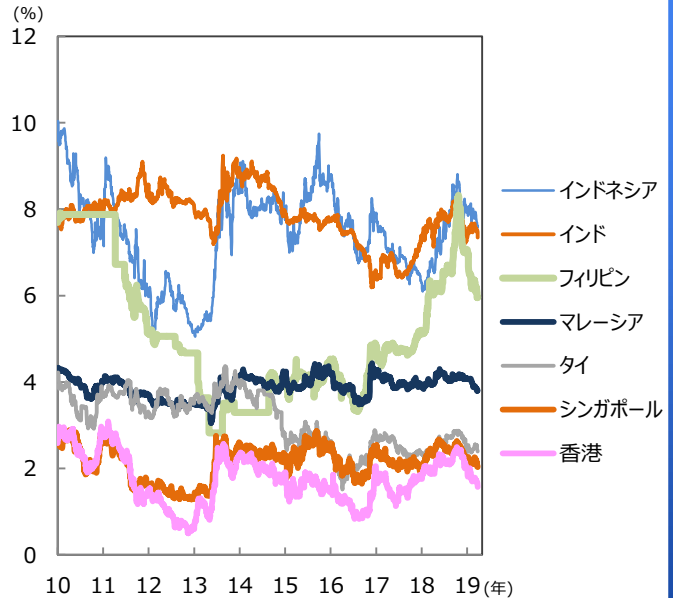
- インド…追加利下げ観測がある程度市場に織り込まれているため、長期金利の低下余地は限られ、狭いレンジでの推移となろう。一方、パキスタンのカーン首相が3月22日にインドのモディ首相から融和的なメッセージを受け取ったとの情報が正しければ、インドとパキスタンの緊張は緩和の方向に向かうと期待される。そのため、長期金利の上昇余地も限定的と思われる。
- インドネシア…長期金利は引き続きボックス圏での推移となろう。インドネシア中銀は3月21日の金融政策決定会合で市場予想通り政策金利を6.00%で据え置いた。同時に中銀はMIR（預貸比率に似た指標）を80%～92%から84%～94%に7月1日から引き上げることを決定した。融資拡大で景気を下支えする意向を思われる。年末に向けて米ドル安を前提とすれば、インドネシアルピーの対米ドルレートには上昇余地があり、中銀は年内に利下げに踏み切る可能性がある。こうした点を踏まえると長期金利には低下余地があろう。

### MSCI AC アジア（除く日本）の推移



(注1) データは2006年1月2日～2019年3月26日。  
 (注2) アジア株価指数 (MSCI AC アジア (除く日本)) は米ドルベース。  
 予想株価収益率 = 株価 ÷ 1株当たり予想利益。1株当たり予想利益は12か月先予想 (Bloomberg集計)。予想株価収益率の平均値の計算期間は2006年1月2日～2019年2月28日。アジア株価指数、1株当たり予想利益は2006年1月2日 = 100。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### アジア主要国・地域の10年国債利回り



(注) データは2010年1月1日～2019年3月26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

## <株式市場の注目点> インド株式市場

### ○足元の株式市場は堅調～総選挙での与党勝利を期待

・インド株式市場は、代表的な株式指数のSENSEXが約6カ月ぶりの高値水準をつけるなど、パキスタンとの軍事対立をよそに、堅調な展開となっている。5年に1度の総選挙（下院選）の投票日が決まり、選挙への関心が高まる中、世論調査でモディ首相率いる与党のインド人民党（BJP）が勝利し、モディ政権が2期目に入るとの見方が強まったことが好感された。モディ首相の続投により構造改革が進展するとの期待から、海外投資家からの資金流入が加速し、相場を押し上げている。グローバルナリスクオン（選好）が継続し、新興国への資金流入が増えていることやインドルピー高も追い風になった。

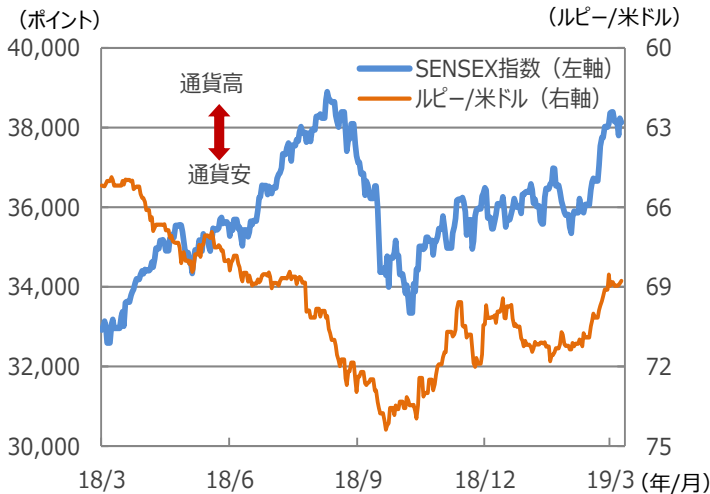
### ○外国人が大幅買い越し～インドルピーは7カ月ぶりの水準に上昇

・海外からのインド株式市場への資金フローをみると、2月の後半から4週連続で外国人の買い越しが続いている。総選挙で与党連合が勝利するとの見方が高まる中、特に、3月11日～15日の週は資金流入が加速した。株式市場への資金流入を背景にインドルピーも対米ドルで約7カ月ぶりの水準に上昇した。

### ○選挙情勢が注目される中、株式市場は堅調な地合いが続くと期待される

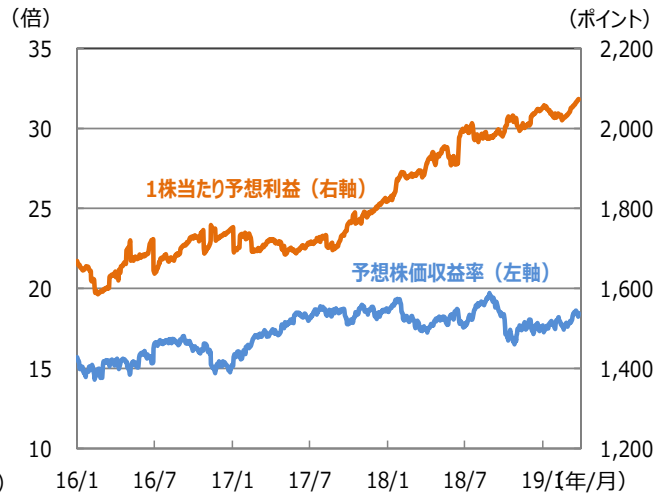
・インドの総選挙は、各選挙区で投票日が異なり、4月11日から5月19日の間に7回に分けて実施され、5月23日に一斉開票される日程。このため当面は世論調査などの選挙情勢が株式相場の材料として注目されよう。ただ、インド経済が高成長を続けるとみられることや、海外からインド市場へ資金が流入していることから、株式市場は堅調な地合いが続くと期待される。

## インドの株式市場と通貨（ルピー）の推移



(注1) データは2018年3月19日～2019年3月26日。  
 (注2) ルピー/米ドルは逆目盛。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## S&P BSE SENSEX指数の 予想株価収益率と1株当たり予想利益



(注1) データは2016年1月1日～2019年3月26日。  
 (注2) 予想株価収益率 = 株価 ÷ 1株当たり予想利益。1株当たり予想利益は12カ月先予想ベース（予想はBloomberg集計）。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## <株式市場の注目点> 中国株式市場

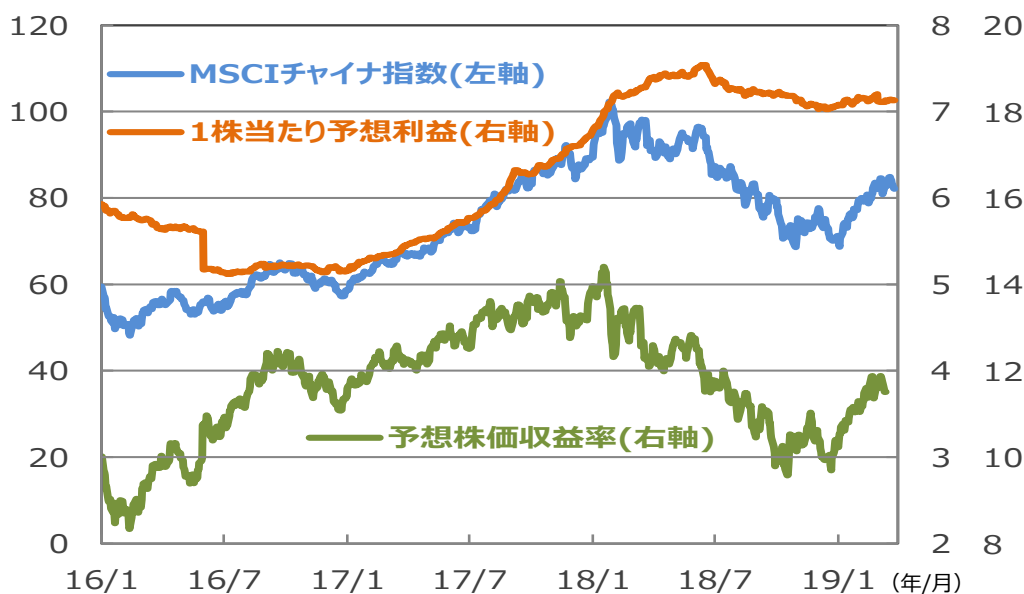
### ○全人代では経済成長の質向上を目指す

李克強首相は3月の全国人民代表大会（全人代）で政府活動報告を行い、2019年の経済成長率目標を6.0～6.5%に設定し、2018年の6.5%前後から引き下げた。李首相は、成長率の引き下げは、質の高い経済発展を目指す政府の方針を反映していると述べ、産業の高度化を通じて経済成長の質向上を志向していることを示した。また、政府は、より積極的な財政政策の方針と、金融政策については「穏健」とする方針を確認し、景気を下振れさせない意図を明らかにした。

### ○当面は一進一退の展開、中長期的には上昇を期待

株式市場は、急激な相場上昇後でもあり、短期的には現状水準での一進一退の展開が予想される。ただし、中国政府による景気刺激策により、年後半から景気は緩やかに持ち直すとみられる。また、全人代で打ち出された経済運営方針は、構造的問題解消のためのデレバレッジ方針を維持しつつ、EV化など環境対応、5G、AI、IoTの推進など産業の高度化を同時並行で進める政策。持続的な経済成長実現には整合的と考えられ、中長期的な株式市場の上昇につながると期待される。米MSCIが2月28日に、「新興国株指数」における中国本土A株の組み入れ比率の引き上げ予定を発表したことも相場を支えよう。

(ポイント) **MSCIチャイナ指数、予想株価収益率などの推移** (ポイント) (倍)



(注1) データは2016年1月1日～2019年3月26日。

(注2) 予想株価収益率 = 株価 ÷ 1株当たり予想利益。1株当たり予想利益は12カ月先予想ベース（予想はBloomberg集計）。

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

## <株式市場>

### 幅広いレンジ内で、引き続き値動きの荒い展開を予想

- 日本株式市場は、幅広いレンジの中で、引き続き値動きの荒い展開が予想される。FRBによる利上げ懸念の後退や海外株式市場の反騰が好感され、短期的には、レンジの上方水準まで持ち直す可能性はある。但し、世界景気および企業業績の先行きや覇権を巡る米中対立問題の行方などに対する警戒感は根強く、これらの材料が相場の波乱要因となろう。
- 2018年度の経常利益（予想）について、弊社は前年度比+6.7%（除く金融）（昨年12月時点予想比▲3.9%ポイント）となる見通し。続く19年度は同+6.9%（同▲1.2%ポイント）の見通し。引き続き増益を予想する。
- 下振れリスクとしては、米中対立の激化、中国・欧州における信用不安の増大、中東情勢の緊迫化などが想定されよう。

## <債券市場>

### 長短金利操作目標の維持を想定

- 低金利の副作用が大きいため、長短金利目標や許容変動幅は現状維持となろう。ただ、景気が減速し、物価上昇率が徐々に鈍化する見通しの中、市場はフォワードガイダンスの強化などを警戒しよう。日銀がオペを減額しても需給のひっ迫した状態が続くとみられるため、10年債利回りの着地予想を引き下げた（4-6月期の着地見通し：0.05%⇒0.00%、7-9月期の着地見通し：0.10%⇒0.05%）。

日経平均株価とNYダウ平均株価、  
円/米ドルレートの推移



(注) データは2018年1月4日～2019年3月26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

10年国債利回りの推移



(注) データは2008年1月2日～2019年3月26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

## <株式市場の注目点①> 足元のリビジョンインデックスと2019年度の当社業績見通し

### ○一時▲30%を割り込んだリビジョンインデックス

業績予想の勢いを判断する際に用いるリビジョンインデックスは、足元で▲30%を割り込んだ。2012年以降、リビジョンインデックスは約▲30%程度まで悪化した後に反転し、株価も上昇する傾向がある。現在のリビジョンインデックスは業績の下方修正をある程度織り込んだ水準と言えそうだ。

### ○2018年度の経常利益は前年比+6.7% (5年連続の過去最高益更新)

- 2018年度の経常利益は前年度比+6.7%と予想する。
- 増益寄与の大きいセクターは、通信（ソフトバンクの投資評価益）、商社（資源価格の上昇）など。

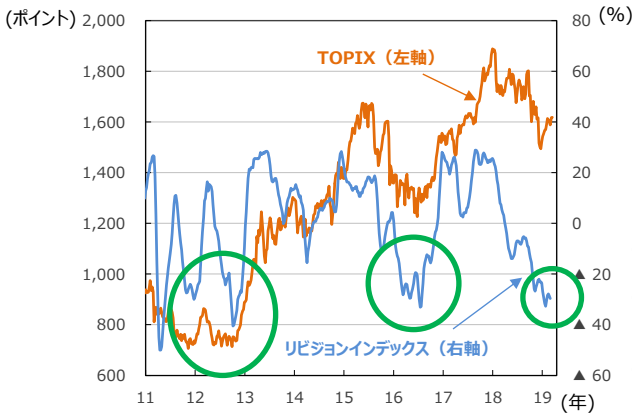
減益寄与の大きいセクターは、産業用電機機器（日立の特損計上、東芝の半導体メモリ悪化）、自動車（日産の不振、SUBARUのリコール）など。

### ○2019年度は6年連続の過去最高益更新を予想

- 2019年度の経常利益は同+6.9%と予想する。1桁の増益だが、6年連続の過去最高益更新を予想する。2018年12月時点の予想から▲2.0兆円の減額修正。
- 増益寄与の大きいセクターは産業用電機機器（構造改革費用の減少）、自動車（リコール費用の減少）など。
- 減益寄与の大きいセクターは民生用電子機器、半導体製造装置（メモリ関連投資の大幅減）、工作・ベアリング（FA需要の減少）など。

※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。

## 東証株価指数 (TOPIX) とリビジョンインデックス



(注1) データは2011年1月6日～2019年3月26日。リビジョンインデックスは3月14日まで。週次。  
 (注2) 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、  
 $(\text{上方修正件数} - \text{下方修正件数}) \div (\text{上方修正件数} + \text{下方修正件数})$  で計算。  
 4週移動平均。当期利益はI/B/E/S予想。  
 (出所) Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 日本企業の業績見通し

(10億円)

	決算期 (年度)	売上高	前年比	営業利益	前年比	経常利益	前年比	税引き利益	前年比
合計 (除く金融)	2016	389,572	▲ 3.8%	29,955	4.9%	31,076	6.6%	20,082	17.3%
	2017	425,992	9.3%	34,673	15.8%	36,597	17.8%	27,118	35.0%
	2018 (予)	448,509	5.3%	37,069	6.9%	39,062	6.7%	27,386	1.0%
	2019 (予)	457,811	2.1%	38,362	3.5%	41,767	6.9%	27,532	0.5%
製造業	2016	236,552	▲ 4.2%	17,741	1.9%	18,342	2.6%	11,291	2.5%
	2017	259,694	9.8%	20,782	17.1%	22,251	21.3%	17,050	51.0%
	2018 (予)	268,779	3.5%	21,589	3.9%	22,429	0.8%	16,473	▲ 3.4%
	2019 (予)	273,417	1.7%	22,994	6.5%	24,298	8.3%	16,353	▲ 0.7%
非製造業	2016	153,020	▲ 3.1%	12,214	9.7%	12,733	12.8%	8,791	44.1%
	2017	166,298	8.7%	13,891	13.7%	14,346	12.7%	10,068	14.5%
	2018 (予)	179,730	8.1%	15,480	11.4%	16,633	15.9%	10,914	8.4%
	2019 (予)	184,394	2.6%	15,368	▲ 0.7%	17,469	5.0%	11,179	2.4%

(注1) データは2016年度～2019年度。2018年度以降は三井住友DSアセットマネジメント予想。  
 (注2) 対象は三井住友DSアセットマネジメントの調査ユニバース（合計227銘柄、製造業132銘柄、非製造業95銘柄、除く金融）。  
 (注3) 2019年1-3月期以降の前提条件：円/米ドルレートは110円、円/ユーロレートは125円、原油価格（WTI）は53米ドル/バレル。  
 (出所) 各社データを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## <株式市場の注目点②> 底堅い小型株の利益成長予想

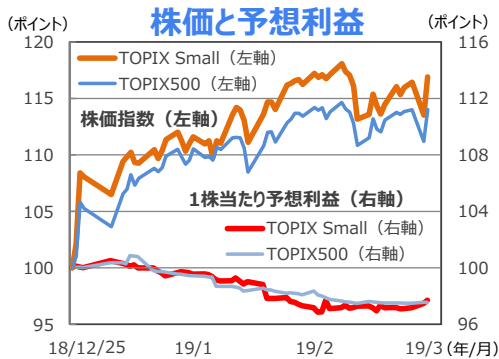
### ○底堅い小型株の利益成長予想～安定した非製造業の成長が支え

・世界景気の腰折れは回避されると予想されるが、それを確認するまで業績に対する不透明感が薫ろう。ただ、こうした展開の中でも、小型株（TOPIX Small）の当期純利益は堅調に推移すると予想される。製造業の伸びの高さに加えて、底堅く推移する内需を背景に非製造業セクターの安定した成長が見込めるため。足元で、小型株の1株当たり予想利益が大型・中型株（TOPIX500）よりも先に緩やかながら上昇に転じ始めた点が注目される。大

型・中型株に比べて、小型株が外需のウエイトが低く、内需が底堅く推移しているためと考えられる。

### ○中長期的な視点が重要に

・指数別に業種分布を見ると、小型株はTOPIXや大型・中型株に比べて「情報技術」のウエイトが相対的に高い点の特徴。「情報技術」は、モノのインターネット（IoT）や人工知能（AI）、フィンテック、自動運転などの技術が含まれている。同分野は日本企業が持続的に発展するための中核技術であり、中長期的に成長が期待される重要分野。こうした分野に強みを発揮する小型株も多く、中長期的な視点も重要と考えられる。



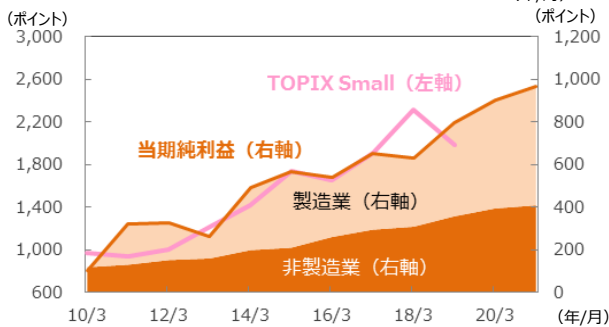
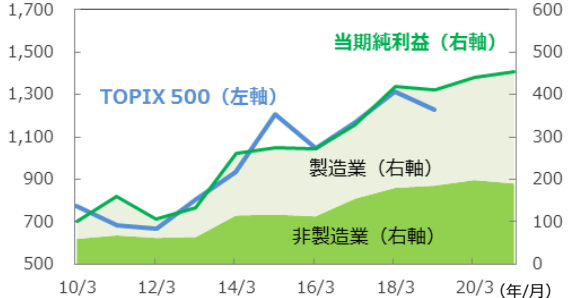
(注) データは2018年12月25日～2019年3月26日。1株当たり予想利益は12カ月先予想（予想はBloomberg集計）。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 指数別にみた業種分布(時価総額ウエイト)

名称	TOPIX (%)	TOPIX 500 (%)	TOPIX SMALL (%)
資本財・サービス	22.9	22.3	28.0
一般消費財・サービス	17.5	17.1	20.8
金融	10.8	11.3	6.2
情報技術	10.3	9.8	14.2
生活必需品	9.4	9.5	9.3
ヘルスケア	8.4	8.7	5.3
コミュニケーション・サービス	8.2	8.7	3.4
素材	6.5	6.2	9.0
不動産	3.1	3.3	1.9
公益事業	2.0	2.1	0.8
エネルギー	1.0	1.0	0.9

(注1) データは2019年3月26日時点。  
(注2) は各指数内で2桁のウエイトを占める業種。  
(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

## TOPIX500とTOPIX Small



(注) データは2010年3月～2021年3月。TOPIX500、TOPIX Smallは各年3月末値。2019年3月末は26日現在。当期純利益は2010年3月 = 100。2019年3月以降はQUICKコンセンサス予想。  
(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

## 主要セクターの当期純利益

年度	TOPIX500				TOPIX Small 500			
	2017 (実績)	2018 (予想)	2019 (予想)	2020 (予想)	2017 (実績)	2018 (予想)	2019 (予想)	2020 (予想)
全産業合計	27.1	▲ 1.7	7.2	3.3	▲ 3.1	26.4	13.4	7.2
製造業	36.5	▲ 5.3	7.3	9.4	▲ 9.7	36.6	16.0	9.9
化学	21.8	1.5	3.2	7.2	4.2	6.6	10.9	13.0
機械	33.3	12.3	5.9	7.5	25.8	1.1	6.5	10.2
電気機器	49.3	14.0	1.8	11.3	▲ 322.9	▲ 175.7	44.7	18.2
輸送用機器	39.0	▲ 21.4	13.9	6.6	25.0	▲ 7.6	33.9	10.8
非製造業	16.4	2.9	7.2	▲ 4.1	4.8	15.8	10.3	3.8
建設業	18.8	▲ 9.8	14.1	2.0	▲ 12.3	10.8	12.1	▲ 1.0
陸運業	1.4	6.7	6.0	5.0	11.4	14.5	6.8	6.5
情報・通信業	▲ 3.8	5.1	1.3	▲ 15.7	2.7	4.7	12.7	5.9
卸売業	29.9	12.8	3.6	3.3	27.4	5.7	10.1	▲ 8.1
小売業	▲ 6.1	1.4	17.2	11.2	4.5	2.9	7.3	6.8
不動産業	10.2	▲ 1.5	7.6	7.2	19.4	12.2	8.2	10.2
サービス業	110.9	3.6	4.3	10.6	3.8	24.5	13.2	10.8

(注1) データは2019年3月14日時点。東証1部3月期決算企業ベース。▲は2019年度以降で2桁以上の増益を示す。予想はQUICKコンセンサスベース。  
(注2) TOPIX Small500はTOPIX SmallのうちTOPIX1000に含まれる銘柄群。  
(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

## <円/米ドルレート>

- 日米実質金利差は引き続きドルの支援材料。しかし、米中対立や日米貿易交渉（TAG）への警戒感がドルの上値を抑制、米景気減速やFRBの利上げ打ち止め、日銀の緩和余地が限られることなどが重石になることから、レンジでの推移が予想される。

## <円/ユーロレート>

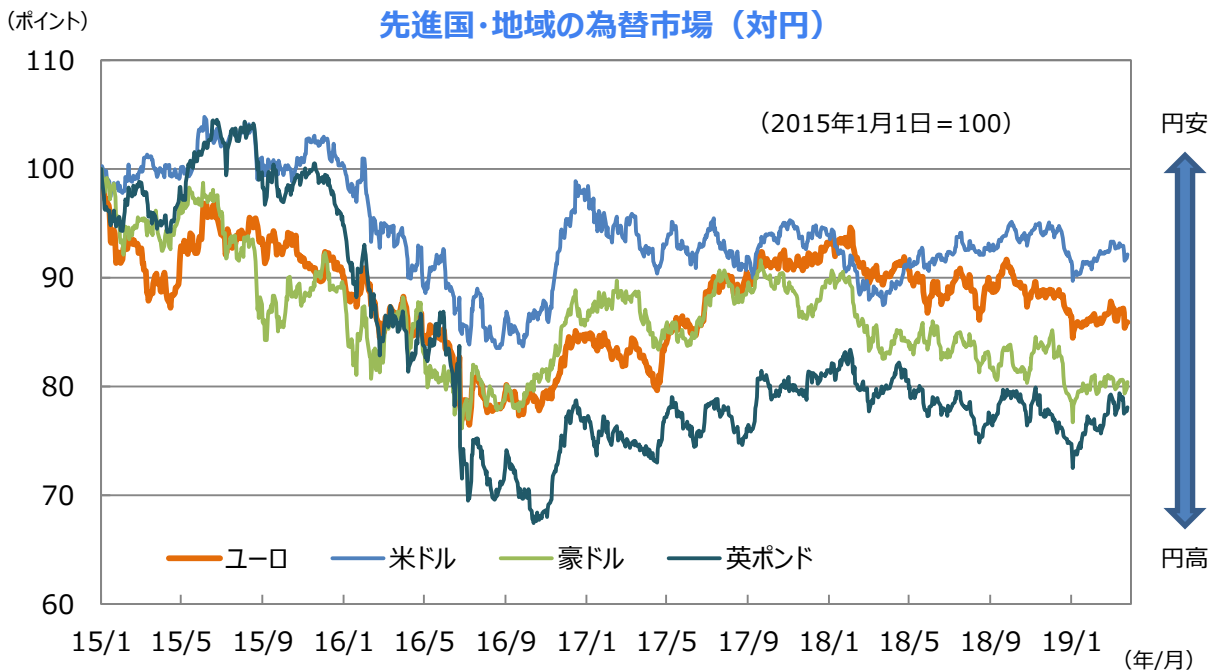
- ECBが年内の利上げを見送ったことに加え、Brexitなど政治リスクもあってユーロは当面頭が重い展開となる。但し、米金利先高観も後退していること、ユーロ圏経済の悪化に歯止めがかかる兆候があることに加え、2020年後半にずれ込むとはいえECBは金融政策を正常化する方針であり、中期的にユーロは徐々に持ち直す方向と考えられる。

## <円/英ポンドレート>

- 英国では、景気は底堅い推移が続く見通し。インフレ率も前年同月比で+2%を超える水準で推移することが見込まれる中、緩やかなペースでの利上げ政策が継続する見通し。相場は底堅く推移すると予想される。Brexit交渉に関しての不透明感が続き、今後もかく乱要因になる可能性が残る。最終的にはEUとの間で新しい貿易関係の大枠での合意が達成され、合意なき離脱は避けられると想定。

## <円/豪ドルレート>

- RBAが中立姿勢に転じ、政策金利の据え置きが長期化する見通しのため、当面、豪ドルは頭の重い展開が続く見通し。但し、米国でも金利先高観が後退しており、更なる下落リスクは限定的とみられる。2019年央～後半にかけて、中国を含めグローバル経済が下げ止まるにつれ、豪ドルも持ち直しに向かう。米中対立と住宅市場の動向が引き続きリスク要因と考えられる。



(注) データ期間は2015年1月1日～2019年3月26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



## 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下さい。

## 【投資信託商品についてのご注意（リスク、費用）】

### ●投資信託に係るリスクについて

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

### ●投資信託に係る費用について

**ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。**

- ◆直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 **上限3.78%（税込）**  
・・・換金（解約）手数料 **上限1.08%（税込）**  
・・・信託財産留保額 **上限2.25%**

- ◆投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 **上限年 3.834%（税込）**

- ◆その他費用・・・監査費用、有価証券の売買時の手数料、デリバティブ取引等に要する費用（それらにかかる消費税等相当額を含みます。）、および外国における資産の保管等に要する費用等が信託財産から支払われます。また、投資信託によっては成功報酬が定められており当該成功報酬が信託財産から支払われます。投資信託証券を組み入れる場合には、お客さまが間接的に支払う費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの費用等に関しましては、その時々取引内容等により金額が決定し、運用の状況により変化するため、あらかじめその上限額、計算方法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2月28日現在]

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

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

作成基準日：2019年3月26日

