



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

米中対立再燃を受けたシナリオ再検討

米中対立が再びエスカレート

米中通商対立の根本的な解決は容易でないことはもともと明白だったが、大阪G20サミット以降、互いに限定的ディールに絞って交渉し、大枠は一旦凍結する局面に入ったのではないかとみられた。しかし、8月に入り米トランプ政権が対中制裁関税追加方針に転換（8月1日）、両国が報復を応酬（8月23日）するなど想定以上にエスカレートすることになった。

支持率回復を求めて農業などで短期的成果を求めた米国と、交渉時間をかける姿勢の中国との間でズレが発生したものとみられる。トランプ大統領は圧力によって妥協を引き出せると予想したが、国民に対する権威維持を重視する習近平政権は逆に態度を硬化させた。習近平政権側は大統領選挙を前にしたトランプ政権の焦燥を過小評価していたのではないかと推測される。

報復の応酬直後にトランプ大統領が交渉再開を表明したことが示すように、米中共に交渉のチャンネルを閉じてはいない。

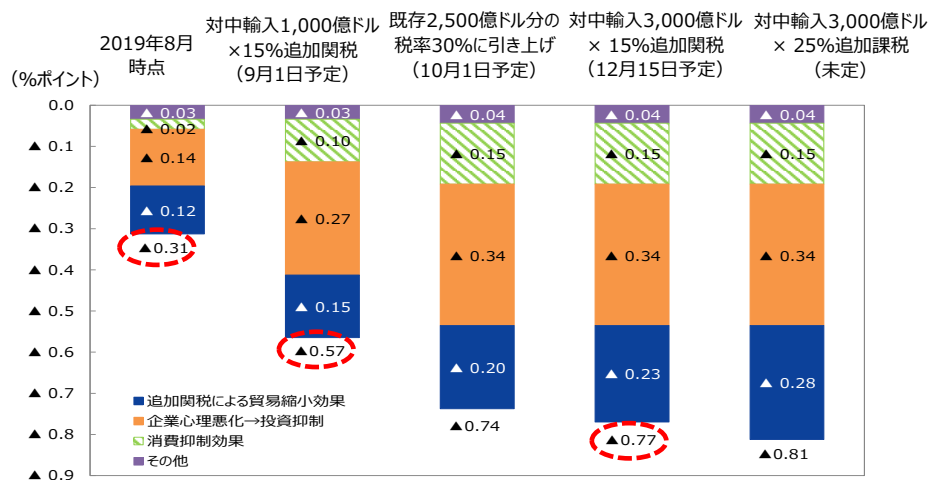
データが明らかに示す通り、通商対立が経済・金融に一定のストレスを与え始めており、状況によっては事態を管理する必要性を双方とも感じているのだろう。しかし、今回のように事態がこじれ、特に中国側が交渉相手としてのトランプ大統領に対し、不信感を強めたことは容易に推測がつく。双方にとって妥協に向けた政治的ハードルは高まっている。

世界経済の成長見通しを下方修正

このままだと、米国側の対中制裁関税は9月1日（新規の約1,000億米ドル相当に15%）、10月1日（既の実施済み2,500億米ドル相当の税率を30%に引き上げ）、12月15日（新規分1,500-2,000億米ドルに15%）の三段階で追加される。中国側の報復分も9月1日、12月15日に発効する。

今後は、①12月より以前に、追加関税の賦課が停止・延期される、②9月1日を皮切りに年内に予定される関税は実施されるが、双方とも交渉のチャンネルは閉ざさず、更なるエスカレーションは回避する、③交渉が事実上決裂し、双方が更なる措置を迫

ケース別にみた世界経済成長率への影響



(注) OECDの国際産業連関表を使用した試算。試算の前提については三井住友DSアセットマネジメント「2019-20年の経済・金融市場の見通し」2019年7月号の16ページ参照。
その他：米国の特定企業向け輸出規制、対メキシコ関税、対日・対応自動車関税（貿易数量を通じた直接効果）。

(出所) OECD、各国生産データのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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

今月の注目点

米中対立再燃を受けたシナリオ再検討

加する、という3つのケースが考えられる。上で述べたように妥協のハードルは高い一方、更なる激化は危険なため、②のケース（既定の措置は実施するが一層の激化は回避）をメインシナリオとしたい。

世界経済への影響だが6月末までに米中が実施した政策により、世界GDPは既に0.3~0.4%程度の悪影響を受けていたと推定される。今回、ケース②を前提とすると、マイナスの影響は0.7~0.8%程度に（更に0.4%ポイント程度）拡大する。主要国の金融緩和策や中国の財政措置を考慮しても、世界経済を0.2~0.3%押し下げる。これらを考慮し、世界経済の成長率を2019年（3.2%→3.1%）、2020年（3.5%→3.4%）共に0.1%ポイントずつ下方修正した。また、主要国の製造業企業の景況感底入れのタイミングは来年初に後ずれするとみている。

今後の焦点は米国の雇用・消費

但し、こうした中でも世界経済は一定の粘り腰を示すとみられる。理由は二つある。

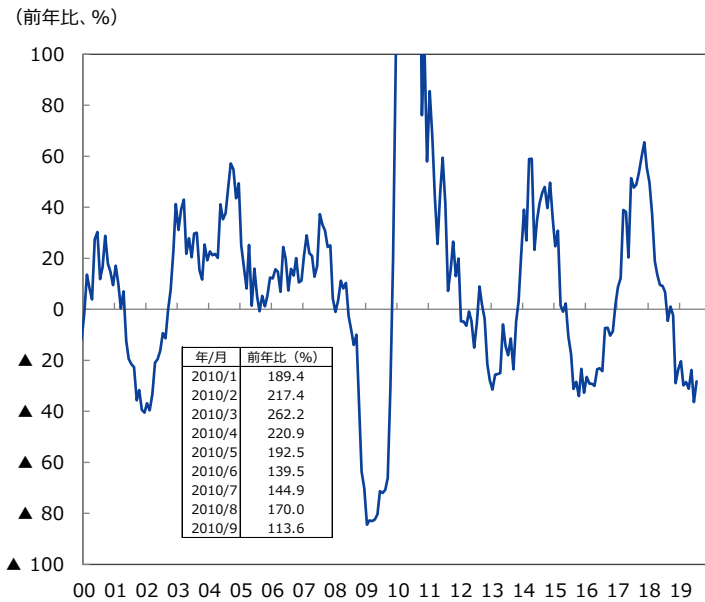
第一は、米中通商対立が激化し始めて1年半が

経過し、企業の設備投資は既に下方修正が進み、更なる落ち込み余地が限定的になっているとみられることである。例えば、日本の工作機械に対する海外からの受注（前年比）は既にドットコムバブル崩壊直後に近い下落率となっている。

第二に、株式に求められるリスクプレミアム、無リスク金利、期待インフレに一定の前提をおき、米株価（S&P500指数）が反映している米国の成長率を試算すると、今回の米中対立のエスカレーション後では、1%台前半まで低下した。長期金利の低下がクッションとなり、株価の極端な下落はこれまで避けられているが、米株式市場はかなり悪材料を織り込んでいると考えられる。

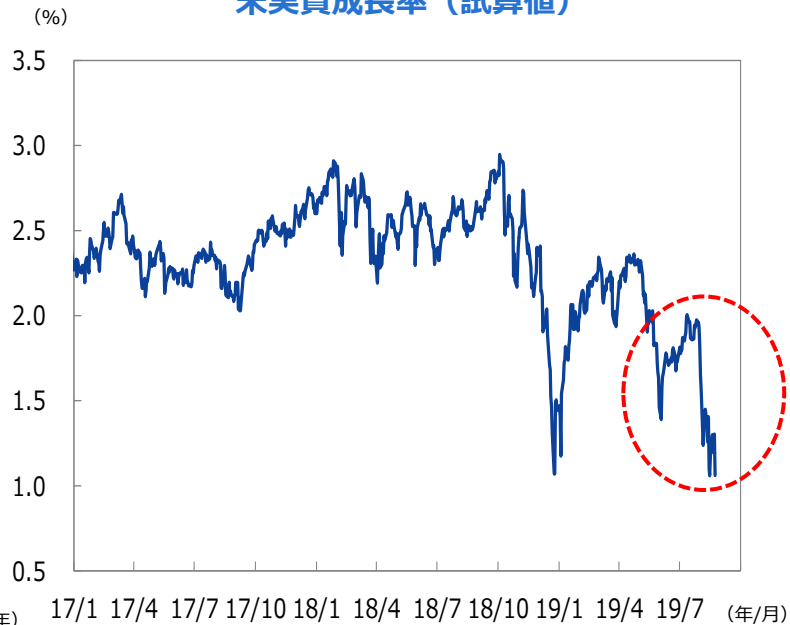
今後の注目点は、米国の雇用・消費の耐久力である。通商摩擦による製造業の景況感悪化に対し米国のサービス業の雇用が抵抗力を示し、世界経済の約2割に達する米消費が崩れなければ、世界経済の底割れは回避できるとみられる。米国の失業保険請求件数や非製造業の景況感に関する指標が注目される。

日本のメーカーによる工作機械受注（外需）



(注) データは2000年1月~2019年7月。
(出所) 一般社団法人日本工作機械工業会のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

S&P500種指数が織り込んでいる米実質成長率（試算値）



(注1) 期待実質成長率は割引配当モデルに基づき、以下の想定により試算。前提とする数値により試算値も変わるため、参考値として幅をもった解釈が必要。(試算の前提)
株式リスクプレミアム：7.5%、リスクフリー金利：10年債利回り、長期期待インフレ：1.8%。
(注2) データは2017年1月1日~2019年8月23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。

世界経済・国際金融情勢

リスクファクター

米中対立を巡る情勢が当面最大の不透明要因だが、9-10月は他にもダウンサイドリスクとなる政治的ファクターがある。

英国の欧州連合（EU）離脱（Brexit）期限を10月31日に控えて、Brexitは山場となる。英国のジョンソン新首相は離脱条約の再修正を求め、交渉不調の場合は離脱を強行する方針。引き続き①10月末に「合意なき離脱」、②首相に対する不信任案が提出され与党保守党の一部が造反し可決・総選挙、③ジョンソン氏が路線を修正し小幅修正で合意、の3ケースが考えられるが、ジョンソン首相は議会閉会やその他の手段によって反対派の動きを阻止しようとしている。メインケースでは合意なき離脱は回避されるとみているが、流動的な状態といえる。合意なき離脱の場合、ユーロ圏経済に0.2～0.4%、世界経済にも0.1～0.2%程度の影響を与える。通常であれば世界経済は耐えられる規模だが、米中対立の激化が続いていた場合、減速感が強まる。

香港問題の影響は、基本的には香港経済の減速である。ただ、確率は低い中国と西側諸国が対立し、中国を巡る貿易・投資フローに影響するリスクもゼロではない。イラン情勢、イタリア政局も要注意である。

世界経済・金融のアップサイド（株式などリスク資産の上昇）につながる要因としては二点注目しておきたい。第一は、主要国の財政政策である。GDP比2%近い財政黒字を出しているドイツだがテクニカルリセッション（2四半期連続のマイナス成長）のリスクもあり、現連立与党の下でも減税などを検討する可能性が出てきた。主要国での超長期債の発行の検討、わが国の景気対策など、主要国長期債の利回りがゼロ近傍・マイナス圏となる中で財政政策が変化する兆候が増えてきている。もう一つは、IT関連の耐久財消費・投資などは昨年半ばから調整し始めすでに1年以上経過し、底打ちし始めてもおかしくはない。米中対立が少なくとも膠着してきた時、生産・受注の動きが意外と底堅い、という展開になる可能性もあるだろう。

（吉川チーフマクロストラテジスト）

当面の重要日程と政治リスク

2019年 海外			2019年 日本		
9月 1日	米国	対中関税発動（3243品目、1114億ドル相当）	9月 18-19日	金融政策決定会合	
1日	ドイツ	ブランデンブルク、ザクセン州議会選挙	中旬	内閣改造	
4-6日	--	東方経済フォーラム（ロシア）	月内	日米貿易交渉の大筋合意目指す	
11-12日	中国	一帯一路サミット（香港）			
12日	ユーロ	ECB理事会			
16日	--	RCEP閣僚会議（バンコク）			
17-18日	米国	FOMC（SEP）			
17-30日	--	国連総会（ニューヨーク）			
21-25日	英国	労働党大会			
29-2日	英国	保守党大会			
30日	米国	2020年度予算成立期限			
下旬	フランス	2020年政府予算案発表			
10月 1-7日	中国	国慶節	10月 1日	消費税率引き上げ（8→10%）	
10日	ユーロ	EU経済財務相理事会	22日	即位の礼	
11日	--	RCEP閣僚会議（バンコク）	30-31日	金融政策決定会合（展望レポート）	
17-18日	ユーロ	EUサミット	月内	臨時国会召集予定	
24日	ユーロ	ECB理事会			
27日	ドイツ	チューリンゲン州議会選挙			
27日	アルゼンチン	大統領・国会議員選挙			
29-30日	米国	FOMC			
31日	英国	EUが承認したBrexit延期の期限			
31日	ユーロ	ドラギECB総裁任期満了			
31日	--	ASEANサミット（バンコク）			
中旬?	米国	半期為替報告			
月内	--	IMF世銀総会			
月内	--	IMF World Economic Outlookの公表			
月内	インド	マハラシュトラ州下院選挙			
11月 1日	ユーロ	次期欧州委員会委員長就任予定			
13日	米国	自動車関税の判断期限			
14-17日	--	APEC首脳会議			
12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	
10-11日	米国	FOMC（SEP）			
12日	ユーロ	ECB理事会			
15日	米国	対中関税発動（555品目、1560億ドル相当）			

（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：FRBは追加緩和へ

米中対立再燃の影響は、企業行動や株式市場が既にある程度調整していることから、成長率を0.1%押し下げ、消費者物価を0.1%程度上振れさせる程度だろう。但し、雇用・消費にどの程度波及するか不透明な部分はある。金融環境のタイト化を防ぎ、下振れリスクを顕在化させないため、米連邦準備制度理事会（FRB）は緩和措置を追加するしかない。年内の利下げ回数について従来予想の2回から、4回（7月、9月、10月及び12月）に修正した。

中国：企業センチメントは改善しにくい

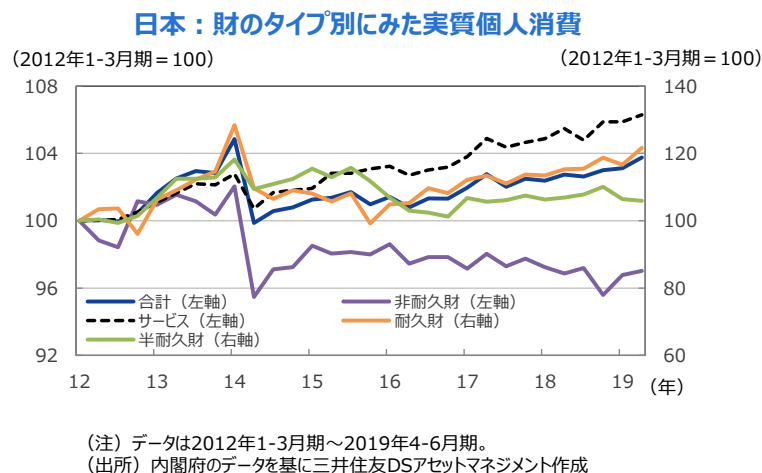
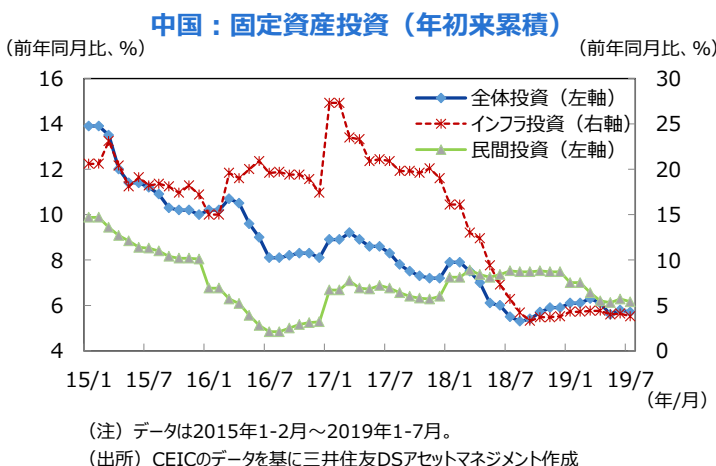
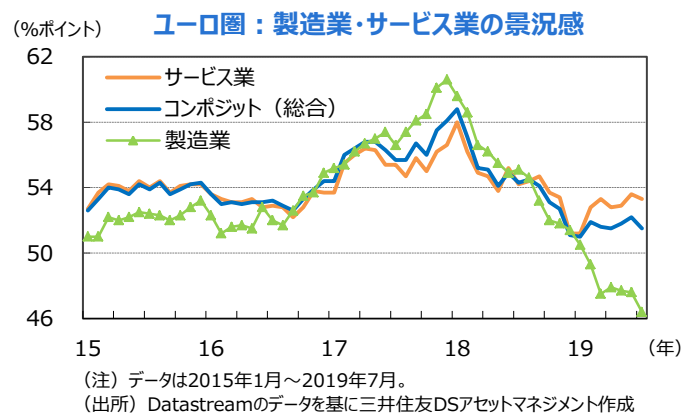
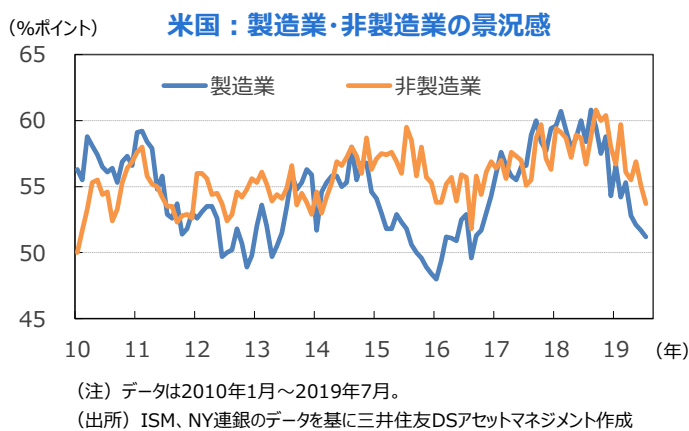
7月の指標下振れは6月の反動。しかし、米政府に対する不信感は強く、米中交渉で多少の前進があっても企業は懐疑的で、民間投資の減速は続く。財政政策の下支えにより底割れは回避されるが、インフラ投資の伸びも緩やかに止まろう。2019年10-12月期（前年比6.2%→6.1%）、2020年通年（6.2%→6.0%）の成長見通しを下方修正。資本流出を警戒し、人民元安政策はとらないとの見方を維持。

ユーロ圏：量的緩和再開の可能性

7月の購買担当者景気指数（PMI）は51.5と3か月ぶりに低下した。サービス業は安定する一方、製造業PMIが46.4と前月比1.2ポイントも低下、貿易やBrexitに関する不透明感が強く、製造業企業の心理が悪化している。6月のコアインフレ率は、前月比+1.1%と5月（同+0.8%）からは改善したものの、不規則変動を均せば+1%前後に止まっている。欧州中央銀行（ECB）はフォワードガイダンスを修正した上、9月から12月に利下げを行うと共に、量的緩和再開を発表する可能性が高い。

日本：増税前後の消費の動向に注目

輸出環境は厳しく、鉱工業生産は一進一退だが、設備や雇用の過剰感は限定的に止まっている。参院選の結果はほぼ予想通りで、経済への影響は小さい。今後、コアインフレ率はゼロ近傍に低下する見込みだが、マイナス金利の副作用への懸念が強く、日銀が追加措置を考へるとしてもフォワードガイダンス修正が軸と考えられる。米金融政策と円ドルレートの動向、及び消費税引き上げ前後の消費動向を受けた景気対策の議論が注目点となる。



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9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8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			・米中対立が再激化し、景気及び企業業績に対する下押し圧力が強まったとみられ、当面、下値リスクをあらたな不安定な展開を予想。主要国の景気配慮型の政策発動により景気底割れは回避されるとみられ、企業業績の底入れが期待される2020年1-3月以降、持ち直す想定。	
	米国			・足下の企業業績は力強さに欠けており、貿易摩擦のマイナスのインパクトが今後徐々に予想に反映される途上にあるとみられる。FRBの早期利下げは下支えになるが、追加関税の影響で景気のボトムは後ずれするとみられることもあり、当面リスクを意識しつつレンジ推移を想定。	
	欧州			・ECBの金融緩和はプラスになるが、米中対立再燃を受けてグローバル景気のボトムが遅れる見通しになっている上、Brexitなどの政局要因もバリエーション拡大を妨げるため、レンジで頭の重い展開。米中交渉、Brexitなどが下方リスク。アップサイドは中国マクロの下げ止まり。	
	豪州			・減税などの程度家計需要を支えるか評価が必要。バリエーションが割高でマイナス材料には脆弱。RBAの追加利下げ観測はサポート要因だが、将来的に利下げ打ち止め感が出て長期金利が反発すればバリエーションを侵食するリスク。米中対立、中国経済、鉄鉱石価格が注目材料。	
	アジア	先進国 (HK, SG)			・香港は収益見通しは下方修正済み。米中対立やデモ問題に関する国際投資家の不安感もあり、アジアでのアウトパフォームは期待薄。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懸念があるが、業績予想の下方修正が相対的に軽微で、割安であるため相対的にポジティブ評価。
		新興国			・米中対立の再燃により、グローバル景気の底打ち時期は後ずれし、年内は業績の下方修正が継続するとみられ、短期的には横ばい基調。但し、米長期金利水準からみれば割安感が拡大しており、2020年にかけて世界景気が底入れすれば地域の成長性への期待もあり徐々に持ち直す。
	新興国				・米中対立の再燃により、短期的には不透明感が高まった。しかし、FRBが追加緩和に動く見通しとなったことで、どこかでリスクオンに転ずる可能性はある。米金利低下で対新興国通貨の下落が緩やかなことは一定の安心材料。中期的には業績下方修正終了などから緩やかな上昇を予想。
リート	日本			・低位な長期金利、堅調な不動産市況、リートの自助努力、3%の分配金成長、3.7%の分配金利回りなどを背景に資金流入が継続。資金調達環境の改善をうけた物件取得により分配金成長率が4-5%に高まり、指数の上昇余地が拡大するとみられ、堅調な推移を見込む。	
	アジア			・世界的低金利はリート市場にプラスで循環的に賃料が鈍化局面にある米国などを含めてデフインシブ性が評価されやすい。アジアリートは米中対立や香港情勢の影響はあるが、商業施設等の賃貸収益は安定性が高く、競争力を有する銘柄が堅調に推移することが期待される。	
債券	日本			・米中対立の再燃がグローバル景気への下押し圧力となる。欧米中銀が利下げに転ずる中、海外金利の低水準が続く、高い連動性を保つ円金利も抑制。インフレ率は鈍化、円高懸念もある中、日銀はフォワードガイダンスを長期化しよう。長期金利はマイナス圏での推移が継続と予想。	
	米国			・対中追加関税による先行き懸念が継続、FRBは緩和を継続、追加利下げ（9、10、12月）が行われる見通し。金利は当面低位で推移。	
	欧州			・景気は低迷が継続、通商摩擦やBrexitを巡る懸念も企業心理悪化を通じてマイナス要因となる。ECBは9月に利下げの量的緩和再開のアナウンスを行う見込みで、金利は低位での推移が続く。	
	豪州			・ロウRBA総裁は8月9日の議会証言で豪州経済が転換点に差し掛かっている可能性に言及、米中摩擦が長期化する中でFRBも利下げを追加する公算が高いため、RBAは6、7月に続き11月に3回目の利下げを行う公算が高まった。長期金利は米国と連動する展開。	
	新興国			・米中対立の再燃を受けた安全資産シフトにより米債とのスプレッドはやや拡大した。しかし、FRBが利下げを追加する見通しが高まったことを受けて米長期金利が大きく低下したため、資金流出は小幅に止まっている。一部諸国は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			・米中対立再燃を受けスプレッドは拡大。現状はほぼフェアバリュー。通商対立や世界経済の下振れ懸念、金融市場のボラティリティ上昇には警戒を要するが、主要中銀のハト派化、長期金利低下を受けた利回り追求の動きが社債市場への資金流入を支えるため、スプレッドは横ばいから小幅タイト化を見込む。	
	ハイ・イールド			・8月初の米中対立（とその影響への懸念）、香港の政治情勢の流動化などを受けスプレッドは急拡大した。先行きは、投資適格債と同様利回り追求の資金流入が期待されるため一段のスプレッド拡大は予想されないが、通商摩擦、世界経済下振れ懸念、株式債券市場のボラティリティ上昇には注意したい。	
通貨	米ドル			・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高の可能性は低い。但しFRBの金融緩和への期待を受けた米長期金利の大幅低下を受けて、レンジは円高ドル安方向にシフト（102.50-110.00円を想定）。日米貿易交渉には一応注意。	
	ユーロ			・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、ユーロ圏景気の低迷を背景にECBが9月に追加緩和を行う見通しであること、イタリアやBrexitなど政治的なリスクが高まっていること、通商摩擦の継続、などから当面はレンジ内で頭の重い展開が見込まれる。	
	豪ドル			・6、7月に続く追加緩和はデータ次第という面もあるが、米中摩擦長期化、米利下げ等の外部環境を考えると、RBAは11月に今年3回目の利下げを行う公算が大きい。米金利も低下しているため、豪ドルの大幅下落は見込まないが、当面の予想レンジを0.67-0.73から0.65-0.70へ小幅下方修正。	

(注) 2019年8月27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

	2019/7-2019/9見通し			2019/10-2019/12見通し			2020/1-2020/3見通し			2020/4-2020/6見通し			2020/7-2020/9見通し		
	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地
国内株式															
TOPIX	1,410	1,630	1,520	1,410	1,700	1,550	1,460	1,730	1,610	1,470	1,740	1,620	1,470	1,740	1,620
日経平均株価	19,000	22,300	20,800	19,000	22,700	21,300	19,800	23,200	22,000	20,000	23,400	22,200	20,000	23,400	22,200
TOPIX（配当込）	2,138	2,470	2,304	2,150	2,588	2,361	2,238	2,645	2,464	2,265	2,672	2,491	2,277	2,684	2,503
東証小型株指数	2,590	2,990	2,790	2,590	3,120	2,850	2,680	3,180	2,960	2,700	3,200	2,980	2,700	3,200	2,980
国内債券															
10年国債金利	▲0.35	▲0.15	▲0.25	▲0.35	▲0.15	▲0.25	▲0.35	▲0.10	▲0.20	▲0.30	▲0.10	▲0.20	▲0.30	▲0.10	▲0.20
NOMURA-BPI（総合）	393	401	397	394	401	397	392	401	396	392	399	396	392	399	396
外国株式															
S&P500	2,625	3,050	2,875	2,650	3,075	2,900	2,700	3,100	2,950	2,700	3,150	3,000	2,750	3,200	3,050
NY DOW	23,300	27,100	25,500	23,500	27,300	25,800	24,000	27,500	26,200	24,000	28,000	26,600	24,400	28,400	27,100
NASDAQ	7,200	8,300	7,870	7,300	8,400	7,940	7,400	8,500	8,070	7,400	8,600	8,210	7,500	8,800	8,350
EURO Stoxx	330	380	360	340	390	370	350	400	370	350	410	380	360	410	380
FT100	6,600	7,700	7,200	6,800	7,900	7,400	6,900	8,100	7,500	7,000	8,200	7,600	7,100	8,300	7,700
MSCI（¥）	2,197	2,873	2,550	2,252	2,934	2,616	2,319	2,995	2,667	2,336	3,069	2,739	2,403	3,114	2,782
MSCI Emerging（Gross US\$）	2,150	2,550	2,350	2,200	2,600	2,400	2,250	2,650	2,450	2,300	2,700	2,500	2,350	2,700	2,500
MSCI AC APAC ex Japan（Gross US\$）	1,200	1,400	1,350	1,300	1,500	1,400	1,350	1,550	1,450	1,350	1,550	1,450	1,400	1,600	1,500
MSCI AC Asia ex Japan（Gross US\$）	1,300	1,500	1,450	1,400	1,600	1,500	1,450	1,650	1,550	1,450	1,650	1,550	1,500	1,700	1,600
外国債券															
米国10年金利	1.20	1.80	1.40	1.20	1.80	1.40	1.20	1.80	1.40	1.20	1.80	1.40	1.20	1.80	1.40
独10年金利	▲0.80	▲0.20	▲0.60	▲0.80	▲0.20	▲0.60	▲0.80	▲0.20	▲0.60	▲0.80	▲0.20	▲0.60	▲0.80	▲0.20	▲0.60
英国10年金利	0.10	0.70	0.40	0.10	0.70	0.40	0.10	0.70	0.40	0.10	0.70	0.40	0.10	0.70	0.40
米国30年金利	1.70	2.40	1.90	1.70	2.40	1.90	1.70	2.40	1.90	1.70	2.40	1.90	1.70	2.40	1.90
FTSE-WGBI（¥）	408	490	450	409	491	453	411	492	456	412	493	458	414	494	459
FTSE-WGBI（¥Hedge）	402	421	415	402	420	415	403	420	414	403	420	414	403	419	414
為替															
ドル/円	100.00	110.00	105.00	100.00	110.00	105.00	100.00	110.00	105.00	100.00	110.00	105.00	100.00	110.00	105.00
ユーロ/ドル	1.10	1.20	1.13	1.10	1.20	1.14	1.10	1.20	1.15	1.10	1.20	1.15	1.10	1.20	1.15
ユーロ/円	110.00	130.00	119.00	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	120.00	140.00	130.00	120.00	140.00	130.00	125.00	145.00	130.00	125.00	145.00	130.00	130.00	150.00	130.00
豪ドル/円	65.00	80.00	71.00	65.00	80.00	70.00	65.00	80.00	70.00	65.00	80.00	70.00	65.00	80.00	70.00
短期金利															
CALL	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05
政策金利															
米FFレート	1.75	2.00	2.00	1.25	1.50	1.50	1.25	1.50	1.50	1.25	1.50	1.50	1.25	1.50	1.50
ユーロレポレート	▲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8月27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>

予想PERで15~17倍程度のレンジで推移

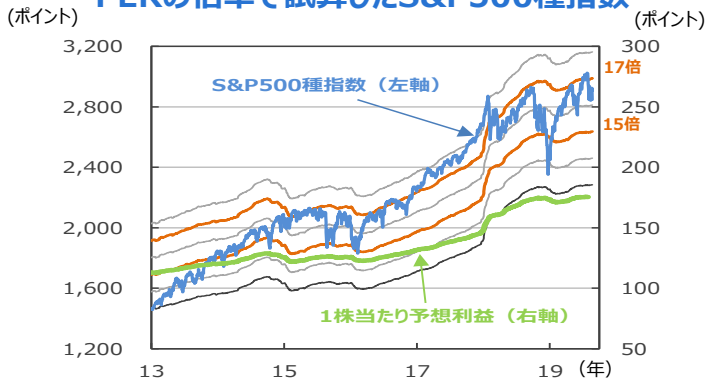
- S&P500種指数の予想PERは16.3倍（8月26日）。PERは17倍が壁となっており、これを上回るためには業績の大幅改善などが必要となる。今後も予想PERは15~17倍程度の高位のレンジで推移すると予想する。一方、金融政策に対しては緩和期待が根強く、株価を支えよう。
- 8月23日に、米中ともに追加関税の引き上げを発表した。米国による中国への追加関税による世界経済へのマイナスの影響とセンチメントの悪化から、企業による投資は更に先送りされよう。また、世界経済は不況感が強まると見られる3%成長へ既に接近している。主要国・地域による金融・財政政策の積極化から、世界経済の成長は維持されると思われ、世界経済が底打ちするタイミングが更に先に延びることは避けられない。成長加速が望ましい景気敏感株にとっては逆風が続くと見られる。こうした中、株式の中でも景気変動の影響が低く、配当を増加させることが可能な企業などが注目されよう。

<債券市場>

長期金利は低位での推移が続こう

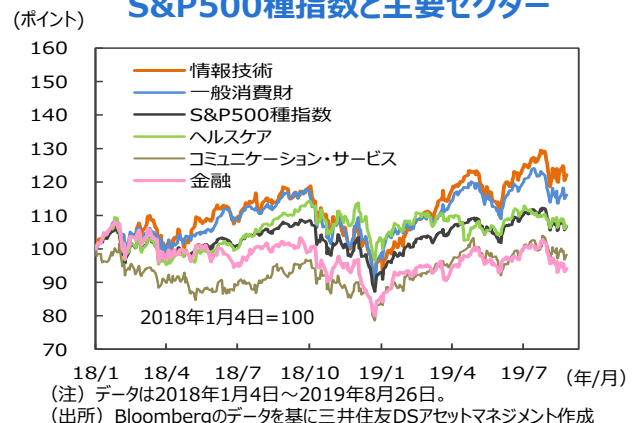
- 国債：対中追加関税による不透明感や景気の先行き懸念が継続する中、FRBは9月、10月、12月に追加利下げを行う見通し。当面長期金利は低位での推移が続くと予想される。
- 投資適格社債：米中貿易懸念が再度台頭し、国債とのスプレッドが一時拡大する場面もあったが、利回り追求の動きから引き続きスプレッドの縮小が見込まれる。リスクは株式・債券市場の急激なボラティリティの上昇や米中貿易摩擦の更なる深刻化。
- ハイ・イールド社債：米中貿易摩擦再燃から世界経済の減速懸念が高まり、香港でのデモ激化による世界株安の影響を受けて、ハイ・イールド社債の国債とのスプレッドが8月に急拡大した。その一方で、主要中銀がハト派的なスタンス、金融緩和へとシフトする中では、利回り追求の動きが続くと思われ、ハイ・イールド債のスプレッドのさらなる拡大へつながる可能性は低いと予想する。

PERの倍率で試算したS&P500種指数

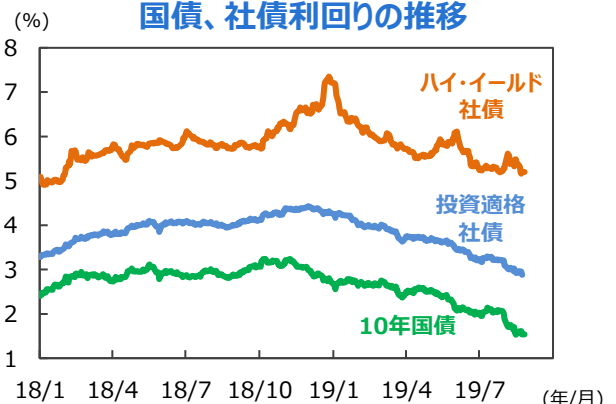


(注) データは2013年1月2日~2019年8月26日。1株当たり予想利益は12カ月先予想 (1/B/E/S予想)。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

S&P500種指数と主要セクター



国債、社債利回りの推移



(注) データは2018年1月1日~2019年8月26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

8月23日に発表された米国の中国への追加関税

第4弾-1	1,100億米ドルへの追加関税 10%⇒15%へ
9月1日	
第1~3弾	2,500億米ドルへの追加関税 25%⇒30%へ
10月1日	
第4弾-2	1,600億米ドルへの追加関税 10%⇒15%へ
12月15日	

(出所) 各種報道を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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>

再び頭の重い展開を想定

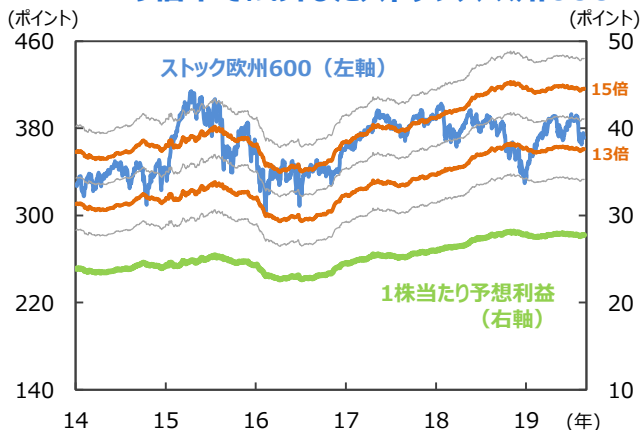
- 8月14日に、米国と英国で一時長短金利が逆転する現象が起こり景気後退懸念が広がったことから、欧州株式市場は調整を余儀なくされた。ドイツの4-6月期実質GDP成長率がマイナス成長となるなど、ユーロ圏の景気見通しが引き続き弱いほか、中国の生産統計が弱含んだことも拍車をかけた。欧州株式市場の12カ月先予想PERは13.4倍（8月26日）と2019年1月以降、概ね13～14倍台での推移が続いている。
- 今後も13～14倍程度のレンジでの推移を想定する。2020年の1株当たり予想利益は28.6ポイント程度と足元でも下振れ傾向が続いており、企業業績は景気後退リスクを織り込む途上にあると考えられる。ただ、緩和的な金融政策が引き続き株価の下支え要因となることから、大きく値を崩す可能性も限られよう。

<債券市場>

長期金利は低位での推移が続こう

- ECBは7月25日の理事会で、政策金利を据え置いた。フォワードガイダンス（先行きの金融政策の指針）において、「少なくとも2020年前半まで政策金利は現状か、“より低い水準”を予想する」と明言し、利下げを示唆した。加えて、18年12月に打ち切った量的緩和策の資産購入プログラム（QE）を再開する可能性についても触れた。
- 景気、物価が弱い上、FRBが利下げに転換し、また、為替の面からも、ECBが追随する必要性が高まっている。2019年9月に0.2%の利下げと債券購入の再開を決定（実施は2020年初）すると予想する。
- 主要中央銀行が金融緩和策を進める中、長期金利は当面、低位での推移が続こう。

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8月26日。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

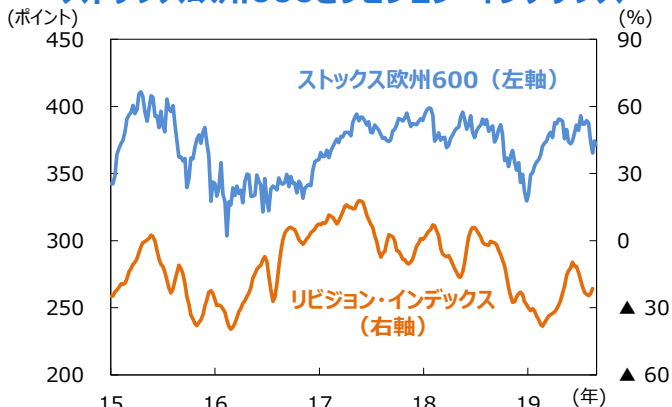
ストックス欧州600と1株当たり予想利益



(注) データは2014年1月2日～2019年8月26日。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

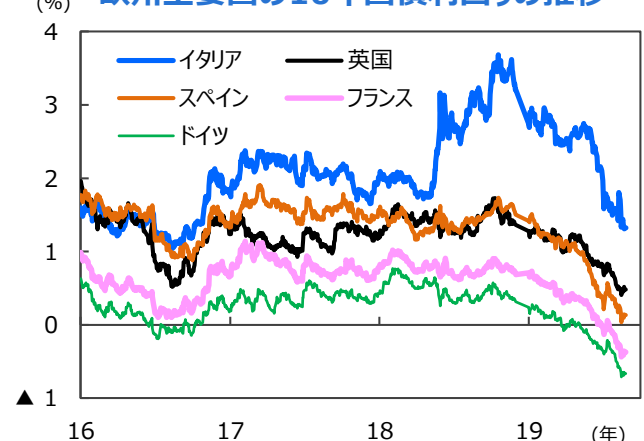
ストックス欧州600とリビジョン・インデックス



(注) データは2015年1月1日～2019年8月26日（リビジョン・インデックスは8月15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8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

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＞

短期的には横ばいだが、年末に向けて緩やかな上昇を予想

- 香港は、米中対立の不透明感に加え、香港デモが市場のセンチメントを下押ししている。また、予想EPSコンセンサスも下方修正が継続している。12カ月先予想株価収益率（PER）は8月26日時点で9.9倍と、2010年以降の平均値（10.9倍）に対してディスカウントが拡大する方向にある。ただ、香港デモの収束に目途が立たず、香港市場に対するグローバル投資家の不安感は引き続き拡大している。
- シンガポールは、足元の予想PERが11.8倍とアジア域内において相対的に割安度が高い状況が続いている。株式市場の時価総額の約4-5割を占める3大銀行は、米国で利下げが実施されれば、利ザヤの縮小等から業績見通しにマイナスの影響を及ぼすリスクがある。ただ、シンガポールは全般的に業績が安定しており、下方修正は相対的に軽微と予想される。

予想PERは過去平均に近い

○予想PERは2006年以降の平均値と同水準

- 8月に入りアジア株式市場は下落基調となった。米中貿易摩擦の再燃が背景。米中を中心に世界経済の先行き不透明感が、アジアの株式市場にもマイナスの影響を与えている。アジア株価指数の12カ月先予想株価収益率は8月26日現在で12.3倍と、2006年以降の平均である12.3倍と同水準となった。「金融」や「素材」といったセクターが相対的に調整幅を拡大する中、市場全体が下振れた。

○半導体サイクルの底入れに期待

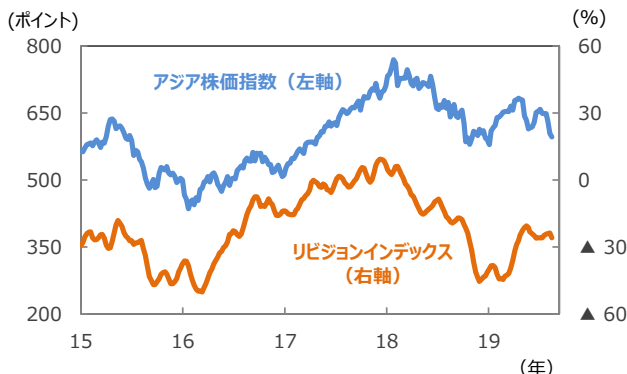
- 今後は時価総額の約13%を占め、国別では中国が約66%を占める「一般消費財」の改善が待たれる。中国では小売売上高の伸び率が鈍化しており、消費に力強さが不足している。ただ、中国は所得減税など内需を刺激する景気対策等を行っている。年後半にかけて中国の景気が回復し、「一般消費財」の業績と株価が改善すれば、アジア株式市場も堅調さを取り戻すと期待される。

アジア株価指数、予想株価収益率の推移



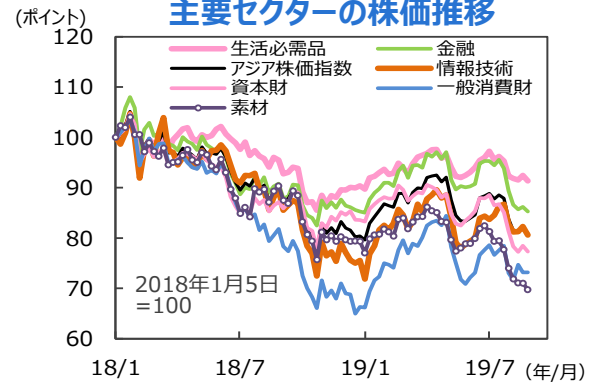
(注1) データは2006年1月2日～2019年8月26日。
 (注2) アジア株価指数 (MSCI AC アジア (除く日本)) は米ドルベース。予想株価収益率 = 株価 ÷ 1株当たり予想利益。1株当たり予想利益は12カ月先予想 (Bloomberg集計)。予想株価収益率の平均値の計算期間は2006年1月2日～2019年7月31日。アジア株価指数、1株当たり予想利益は2006年1月2日 = 100。
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

アジア株価指数、リビジョン・インデックスの推移



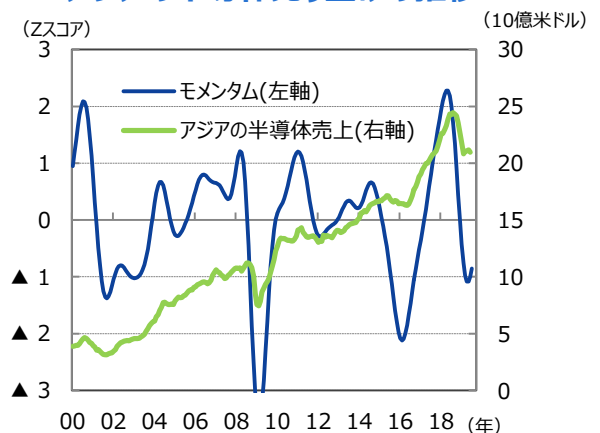
(注) データは2015年1月1日～2019年8月26日 (リビジョン・インデックスは8月15日)。週次。リビジョン・インデックス: 当期利益のコンセンサス予想をベースに、(上方修正銘柄数 - 下方修正銘柄数) ÷ (上方修正銘柄数 + 下方修正銘柄数) で計算。4週移動平均。当期利益は1/B/E/S予想。
 (出所) Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

主要セクターの株価推移



(注) データは2018年1月5日～2019年8月26日。週次。
 (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

アジアの半導体売り上げの推移



(注) Zスコアは平均ゼロ、標準偏差1となるようにデータを処理したもの。データは2000年1月～2019年7月。アジアの半導体売上は2019年6月まで。モメンタムは各種経済指標等から弊社試算。
 (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

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>

追加景気支援策に注目

○インド政府が景気支援策を打ち出す

・インド政府は8月23日、7月に予算案に盛り込んでいた外国人投資家に対する追加課税案の撤回のほか、国営銀行への資本注入、住宅金融への追加の流動性供給、自動車購入促進策、などの景気支援策を発表した。減速している景気を持ち上げるため、金融、住宅、自動車などセクターごとに的確な絞った対策を打ち出した。また、インド財務相は、さらに追加の景気対策を月内に発表することを明らかにした。

○政府の追加景気支援策に注目

・インド株式市場は7月以降軟調に推移していたが、一方で株価バリュエーションの割高感は相当程度払しょくされたと考えられる。また、これまで外国人の売りを誘引した外国人投資家に対する追加課税案の撤回や、政府の景気支援策が打ち出されたことで、株式の需給も改善することが期待される。世界的なリスク回避の動きのなかでも、更なる追加景気対策による年度後半の景気持ち直しへの期待から株式市場は底堅く推移すると見られる。

<豪州株式市場>

主力内需銘柄を中心に次第に上値の重い展開

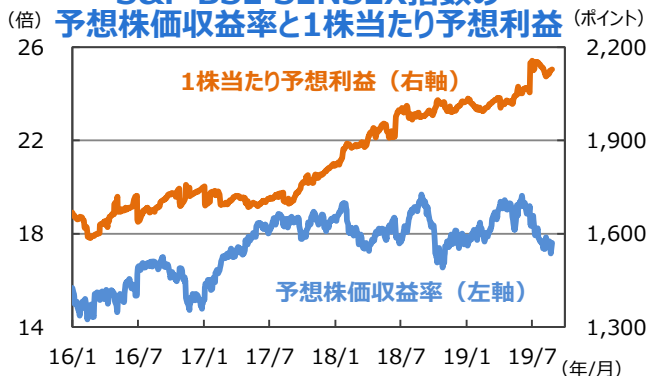
・S&P/ASX200は足元調整基調となった。中国のインフラ投資の活発化を背景とした鉄鉱石価格の上昇にけん引され、堅調に推移していた「素材」セクターが調整に転じたことも一因。S&P/ASX200の12カ月先予想PERは16.0倍（8月26日）と、2009年以降の平均14.2倍を上回る水準。バリュエーションは環太平洋株式市場において相対的な割安感はない。6月、7月と利下げが行われたものの、追加利下げ観測が継続している。利下げ打ち止めとなった場合、再び長期金利が上昇すると思われ、バリュエーションに対して下押し圧力が徐々に高まる。

<豪州債券市場>

11月に3回目の利下げを行う公算が高まる。長期金利は米国に連動する展開が継続

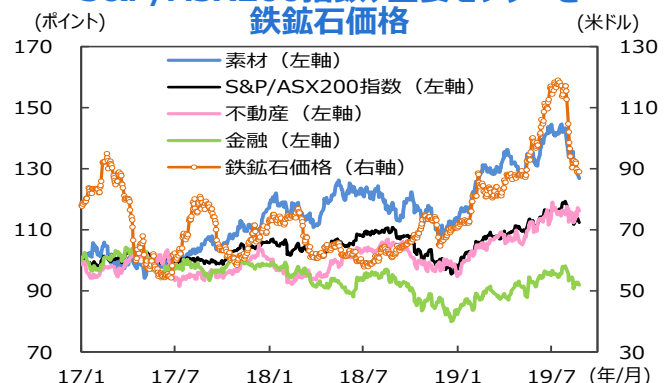
・ロウ豪州準備銀行（RBA）総裁は8月9日の議会証言で、豪州経済が転換点に差し掛かっている可能性に言及、米中摩擦が長期化する中で、FRBも利下げを追加する公算が高いため、RBAは6月、7月に続き、11月に3回目の利下げを行う公算が高まった。長期金利は米国と連動する展開が継続しよう。

S&P BSE SENSEX指数の



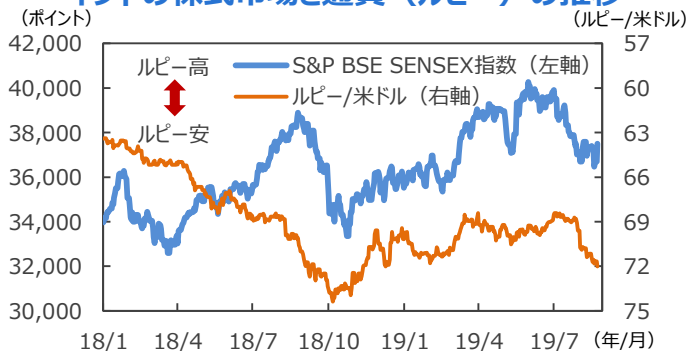
（注1）データは2016年1月1日～2019年8月26日。
（注2）予想株価収益率=株価÷1株当たり予想利益。1株当たり予想利益は12カ月先予想ベース（Bloomberg集計）。
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

S&P/ASX200指数、主要セクターと鉄鉱石価格



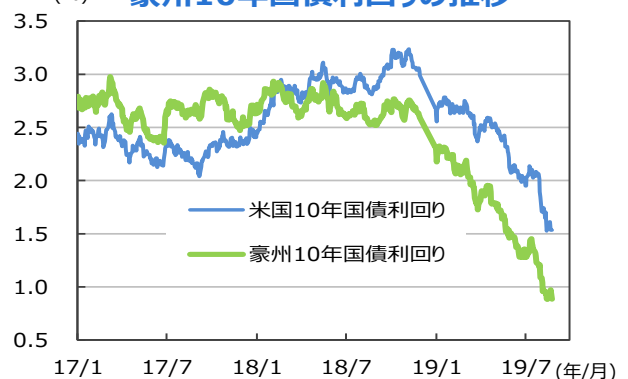
（注1）データは2017年1月3日～2019年8月26日。
（注2）S&P/ASX200指数、主要セクターは2017年1月3日=100。
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

インドの株式市場と通貨（ルピー）の推移



（注1）データは2018年1月4日～2019年8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

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8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

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>

景気及び企業業績の先行き懸念が増大。下値リスクをはらんだ不安定な展開

- 日本株式市場は、米中貿易摩擦が再び激化したことによって、景気及び企業業績に対する下押し圧力が強まったと想定される。当面は下値リスクをはらんだ不安定な展開が予想される。景気サイクル及び企業業績の底打ちの時期は、今年の秋ごろと想定していたが、来年1-3月に後ずれするとの見直しに変更した。
- ただし、主要国における景気配慮型の政策発動によって、景気サイクルの底打ちが予想される来年1-3月以降、株式市場は業績の回復期待も高まりつつ持ち直すと予想する。もっとも、貿易協議を巡る米中間の緊張が再び高まるリスクは残るため、景気および企業業績の回復ペースが緩慢となる可能性には留意する必要がある。

<債券市場>

長期金利はマイナス圏での推移が継続

- 米政権の対中追加関税方針を受けて、米中貿易摩擦が再度悪化の方向へ向かい始めた。着地が見えない中で、グローバル景気への強い下押し圧力が継続しよう。米欧中央銀行が利下げに転じる中で、海外金利の低水準での推移が続き、高い連動性を保っている円金利も抑制された動きとなろう。
- 日本の物価（コア）の上昇率は鈍化する見通しであり、円高リスクも警戒される中で、日銀への追加緩和期待が燦る状態が続こう。日銀は、当面、現在の低金利を維持すると考えられる。

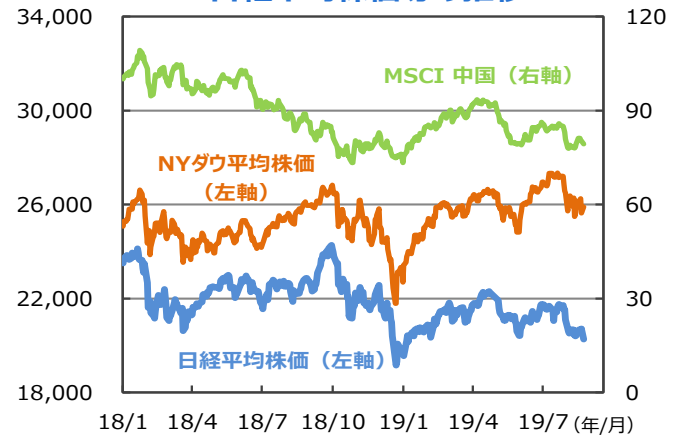
(円) PERの倍率で試算した日経平均株価



(注) データは2010年1月4日～2019年8月26日。株価収益率（PER）の倍率（12倍～18倍）に1株当たり予想利益をかけて日経平均株価の水準を試算。1株当たり予想利益は12カ月先予想ベース（Bloomberg集計）。

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

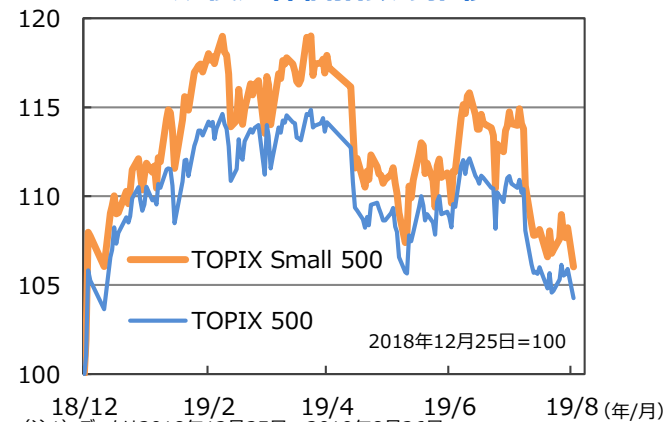
(円、米ドル) 日経平均株価等の推移 (ポイント)



(注) データは2018年1月4日～2019年8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

(ポイント) 規模別株価指数の推移

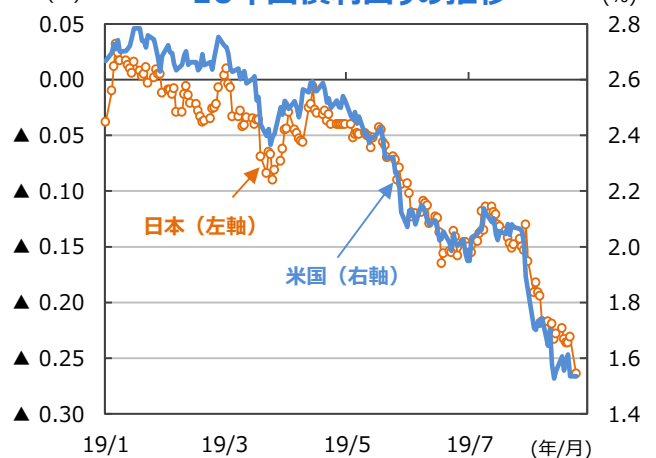


(注1) データは2018年12月25日～2019年8月26日。

(注2) TOPIX500は時価総額及び流動性の高い1,000銘柄（TOPIX1000）のうち上位500銘柄で構成された指数（大型株及び中型株）。TOPIX Small 500は同下位500銘柄で構成された指数（小型株）。

(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2019年1月4日～2019年8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

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＞

業績底入れのタイミングは20年第1四半期頃か

○年初の株価水準に戻る

日本株式市場は、調整基調が続いている。米中貿易摩擦の影響で日本企業の業績が悪化傾向にあり、これが投資家のセンチメントを悪化させていることなどが背景と考えられる。東証株価指数（TOPIX）は8月13日以降、終値ベースで1,500ポイントを割り込み、予想株価収益率（予想PER）が11倍台をつけるなど、年初の水準にほぼ戻った状態。

○業績底入れは20年第1四半期頃か

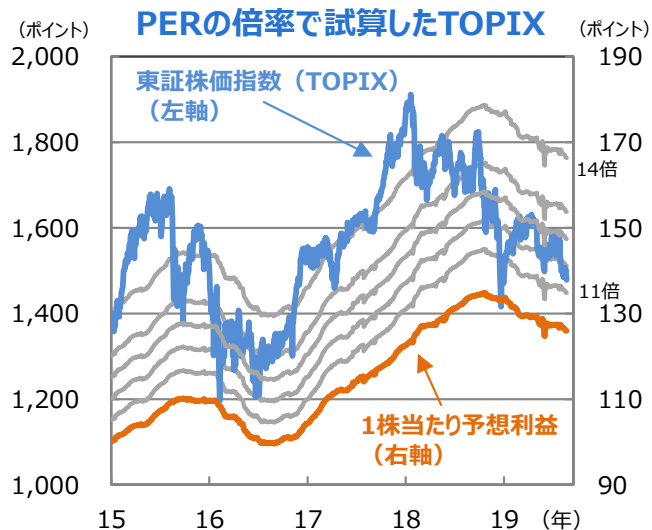
今後は、日本の企業業績の悪化がいつ底入れするかが重要なポイントとなろう。業績の見通しに対して、米国、中国、欧州、日本の景況感の見通しなどを用い、マクロ面から試算した。

その結果、米国から中国への追加関税が発動されなければ2020年2月頃、発動されれば4月頃と予想される。地域別では中国の景況感の改善には時間がかかる見通しだが、米国と欧州の景況感の改善が期待される。

○年初にかけて株式市場は徐々に回復すると期待

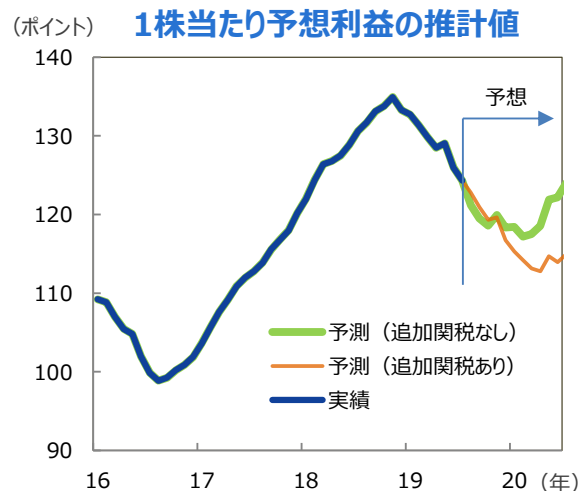
この業績見通し等を前提に、今後の株価の見通しを考えてみよう。まず、バリュエーションだが、予想株価収益率は11倍台となっており、業績の悪化を相当程度織り込んでいと考えられる。

次に、株価と業績の関係を見ると、業績の回復に先行して株価が上昇する傾向が確認できる。日本も緩やかだが景況感の改善が期待できそうだ。株価はこうした動きを事前に織り込むと考えられることから、来年年初にかけて日本の株式市場は徐々に回復すると期待される。



(注) データは2015年1月5日～2019年8月20日。株価収益率（PER）の倍数（11倍～14倍）に1株当たり予想利益をかけてTOPIXの水準を試算。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



(注) データは2016年1月～2020年6月。2019年8月以降は各種経済指標等から弊社試算。追加関税ありは中国からの輸入品3,000億ドルに対して10%の追加関税をかけた場合。1株当たり予想利益は12カ月先予想（Bloomberg集計）。

(出所) Bloomberg、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

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なドル安・円高の可能性は低い。但し、FRBの金融緩和への期待を受けた米長期金利の大幅低下を受けて、レンジは円高ドル安方向にシフト（102.50-110.00円を想定）。

<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、ユーロ圏景気の低迷を背景にECBが9月に追加緩和を行う見通しであること、イタリアやBrexitなど政治的なリスクが高まっていること、通商摩擦の継続、などから、当面はレンジ内で上値の重い展開が予想される。

<円/英ポンドレート>

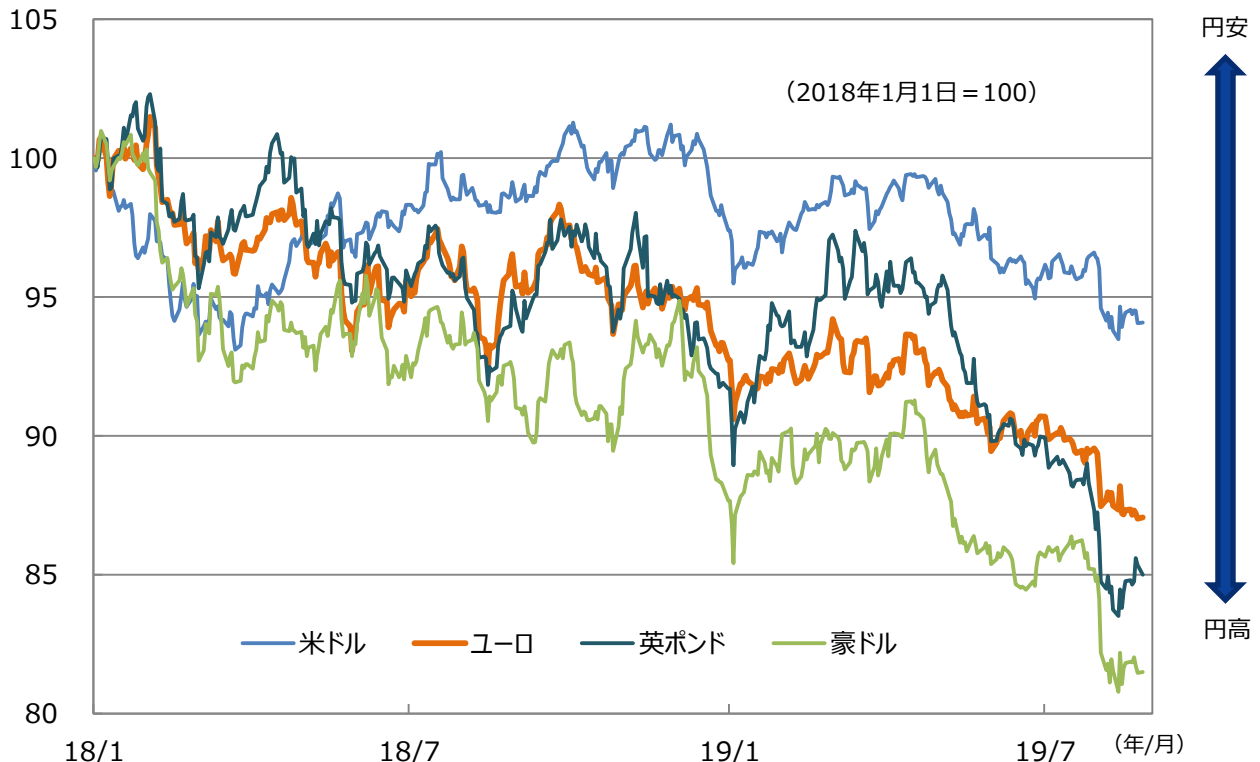
- 英国では、景気は底堅い推移が続く見通し。インフレ率も前年同月比で+2%前後で推移することが見込まれる中、緩やかなペースでの利上げ政策が継続する見通しであることから、英ポンドは底堅い推移を予想。ただし、Brexit交渉は一段と不透明さを増している。最終的に合意なき離脱は回避されると想定するが、依然として解決の目途が立たない状況が続いており、引き続き、英ポンドのかく乱要因となろう。

<円/豪ドルレート>

- 6月、7月に続く追加緩和はデータ次第という面もあるが、米中摩擦長期化、米利下げ等の外部環境を考えると、RBAは11月に今年3回目の利下げを行う公算が大きい。米金利も低下しているため、豪ドルの大幅下落は見込まないが、当面の予想レンジは0.65-0.70、対円では65円～80円を想定。

(ポイント)

先進国・地域の為替市場（対円）



(注) データは2018年1月1日～2019年8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

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。

今月のキーワード

下値余地を探る『人民元』

26日の上海外国為替市場で、『人民元』の対米ドル相場が1ドル=7.1元台に下落し、約11年半ぶりの安値をつけました。23日に中国が米国への報復関税を発表したことを受けて、米政権が対中追加関税をさらに引き上げると表明したため、米中対立の激化による中国景気の下振れ懸念から元売り圧力が強まりました。8月5日に1ドル=7元の壁を突破して以降、『人民元』は下値余地を探る展開となっています。

『人民元』は約11年半ぶりの安値水準

週明け26日の中国本土市場の『人民元』は約11年半ぶりに1ドル=7.1元半ばに下落しました。米中対立の一段の激化を受けて、元売り圧力が強まりました。23日に中国が発表した対米報復関税に対し、米政権が第1～3弾の追加関税の税率を25%から30%へ、第4弾の税率を10%から15%へ引き上げると発表することが背景です。

トランプ米大統領が8月1日に対中追加関税の第4弾発動を表明したことを受けて、『人民元』は5日、1ドル=7元を超えて下落しました。米国は中国を為替操作国に指定し、5日以降、7元超えの水準が続いています。それまで市場では中国当局にとって1ドル=7元は防衛ラインという認識があったことから、中国が景気下支えのため元安を容認したとの見方が強まり、『人民元』は対米ドルで下値余地を探る展開となっています。

中国は本格的な元安政策はとらない見込み

一方、中国人民銀行は元安政策を採用しない方針を繰り返し主張しています。実際、『人民元』の対米ドル基準レートを市場実勢に近づけながらも、実勢よりやや元高水準に設定しています。米国が中国を為替操作国に指定したこともあり、中国は本格的な元安政策はとらないと思われます。

中国当局は2015年8月に『人民元』の切り下げを行った「人民元ショック」の際、元急落を招いたことで資本流出ペースが加速し、マクロ経済の安定運営が難しくなった苦い経験をしているため、『人民元』の急落を警戒しているとみられます。

中国当局は難しい舵取りへ

中国人民銀行は27日、『人民元』取引の目安となる対米ドル基準レートを7.081元に設定しました。前日の市場の引け値7.15元程度に比べ元高水準とし、通貨防衛の意思を示しました。『人民元』の先安観が強まりすぎれば、中国の企業や個人が資本を海外に移す資本流出の動きが懸念されるため、急速な元安には歯止めをかけると考えられます。中国当局は景気下支えのため極めて緩やかな元安を容認しつつ、資本流出を招きかねない急速な元安は阻止するという難しい対応を迫られるとみられます。

The Key Word of This Month

“Chinese Yuan”, testing its bottom

On August 26, the onshore Chinese Yuan's exchange rate against the U.S. dollar fell to the level of 7.1 Yuan, the lowest of about 11 and a half years. The decline of the exchange rate was caused by the intensification of the Sino-US trade friction as the US and the Chinese Government have announced their intention to raise the additional tariffs against each other.

Chinese Yuan hit the low for about 11 and a half years

On August 26, the onshore Chinese Yuan fell to \$1 = 7.1 Yuan for the first time in about 11 and a half years. As the Sino-US trade friction intensified further, downward pressure on the Yuan escalated. Background was that the U.S. Government raised the first to third rounds of additional tariffs from 25% to 30% and that of fourth from 10% to 15% in response to a Chinese anti-US retaliation tariff hike announced on August 23.

Before falling to 7.1, the Yuan broke the \$1 = 7 Yuan line on August 5 as US President Trump announced the fourth imposition of tariffs on China on August 1. After declining below 7 Yuan, the US has recognized China as an exchange-rate manipulator. Since then, the Yuan has been traded above 7. In the past, investors considered \$1=7 Yuan was the defense line for the Chinese authorities. Therefore, the recent decline of Yuan is seen as China changed its stance and accepts Yuan's depreciation to support its economy. Since then, the Yuan has been testing bottom against the U.S. dollar.

China will not adopt a full-fledged policy of depreciating the Yuan

Meanwhile, the People's Bank of China (PBOC) has repeatedly advocated that it would not adopt the Yuan depreciation policy. In fact, it has set the reference rate of US/Yuan exchange rate at somewhat higher levels than the closing market price of previous days. As US has recognized China as an exchange rate manipulator, it is unlikely that China will let the Yuan fall freely in order to avoid the accusation from US.

Another reason for the Chinese authorities to be cautious about a sharp decline in the Yuan is its experience of sharp fall of the Yuan in 2015 when the currency was devalued (Yuan Crisis). The Chinese authorities experienced a difficult time as a sharp decline in the Yuan caused the capital outflows and made it difficult to manage the macro-economy in a stable manner.

Chinese authorities are facing difficult challenges

On August 27, the PBOC set the reference US/Yuan exchange rate at 7.081 Yuan with the intention to defend the currency by quoting higher level of Yuan than the closing price of the previous day (7.15 Yuan). If the prospect of the Yuan depreciation becomes too high, the chance of capital outflows will become higher. PBOC is likely to contain the sharp decline of Yuan. At the same time, the Chinese authorities are expected to accept a very moderate depreciation of the Yuan in order to support the economy. PBOC is facing difficult challenges as it needs to let moderate depreciation while containing sharp depreciation of the Yuan (which may cause capital flight), at the same time.

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) の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

②S&Pの場合

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ (http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home) の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」 (http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/regulatory/unregistered) に掲載されております。

③フィッチの場合

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ (<https://www.fitchratings.com/site/japan/regulatory>) の「規制関連」セクションにある「格付付与方針等」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

1. 信用格付の前提

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

2. 信用格付の意義

信用格付とは事業体の債務不履行の蓋然性及び債務不履行が発生した場合の財産的損失に関する現時点での意見です。信用評価の結果として表示される記号等は、概ねAAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、Dであり、BBB以上の格付は、債務を履行する能力が高いものとされるのに対し、BB以下の格付けは、債務を履行する能力が比較的低く、投機的要素が強いとされます。短期債務の信用格付については、概ねA-1、A-2、A-3、B、C、Dであり、B以下の格付は、投機的要素が強いとされます。

3. 信用格付の限界

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

<重要な注意事項>

【投資顧問契約及び投資一任契約についてのご注意】

●リスクについて

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

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

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

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

●手数料等について

1. 投資顧問報酬

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

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

2. その他の手数料等

上記投資顧問報酬のほか、以下の手数料等が発生します。

(1)受託資産でご負担いただく金融商品等の売買手数料等

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

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

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

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

3. その他

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

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

【投資信託商品についてのご注意（リスク、費用）】

●投資信託に係るリスクについて

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

●投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

◆直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 **上限3.78%（税込）**

・・・換金（解約）手数料 **上限1.08%（税込）**

・・・信託財産留保額 **上限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 3.834%（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。

※上記の費用のうち、税込の料率は基準日現在の消費税率（8%）の場合であり、10%となった場合には変更となります。

【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、国内外の休業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5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：2019年8月27日