

軟着陸を模索する世界経済

～不安定な市場からのフィードバックループを断ち切れるか

- ▶ 2019年の米トランプ政権の政策課題
- ▶ 欧州情勢の不透明感は長期化へ
- ▶ 平成の日本経済を振り返る
- ▶ 減速色を強める中国経済

SMBC Retail

グローバルマーケットビュー

Global Market View



ご挨拶

平素は格別のお引き立てを賜り、厚く御礼申し上げます。

さて、2018年を振り返りますと、中間選挙に向けて米トランプ政権の強硬姿勢が目立った1年でした。特に貿易戦争では、報復の連鎖リスクが同盟国にまで及び、自由貿易や安全保障といった戦後国際秩序を揺るがしかねない状況に至りました。

このような情勢下、保護貿易への警戒感や不安定な金融市場の動きは緩やかな景気減速の形で世界経済に影響を及ぼし始めました。しかし、世界経済の成長基盤の強固さは健在で、政治情勢の悪化等のリスク要因をカバーして景気減速の表面化を抑える底堅さをみせています。

2019年は、民主党が下院で過半数を占める議会との難しい舵取りを迫られるトランプ大統領がどこまで「米国第一主義」を貫けるのか、貿易戦争はこのまま終息に向かうのか、利上げ局面は終了するのか等、米国の政策に大きな関心が集まります。

国内経済では、引き続き米国の追加関税の動きや世界経済の景気減速に注視する必要があります。一方で、改元を控えて、新時代の幕開けへの期待が高まっているのも確かです。2020年東京オリンピック・パラリンピックに加え、2025年大阪・関西万博の開催が決定したことも機運の高まりの追い風となっています。

また、個人の人生設計においては、国民に浸透してきた「人生100年時代」に向けて、健康寿命および資産寿命をのばし、当面継続が予想される低金利政策の下で、いかに資産を「守る」運用を行うかは、ますます重要なテーマとなっていくことでしょう。

本資料が今後の資産運用をお考えになる際のご参考になれば幸いです。

今後とも、引き続きSMBCグループをご愛顧賜りますよう、よろしくお願いいたします。

2019年1月吉日
株式会社 三井住友銀行
コンサルティング業務部長 加藤 聡彦

SMBC Retail Global Market View制作委員会

三井住友銀行 SMBC日興証券 SMBC信託銀行 プレスティア

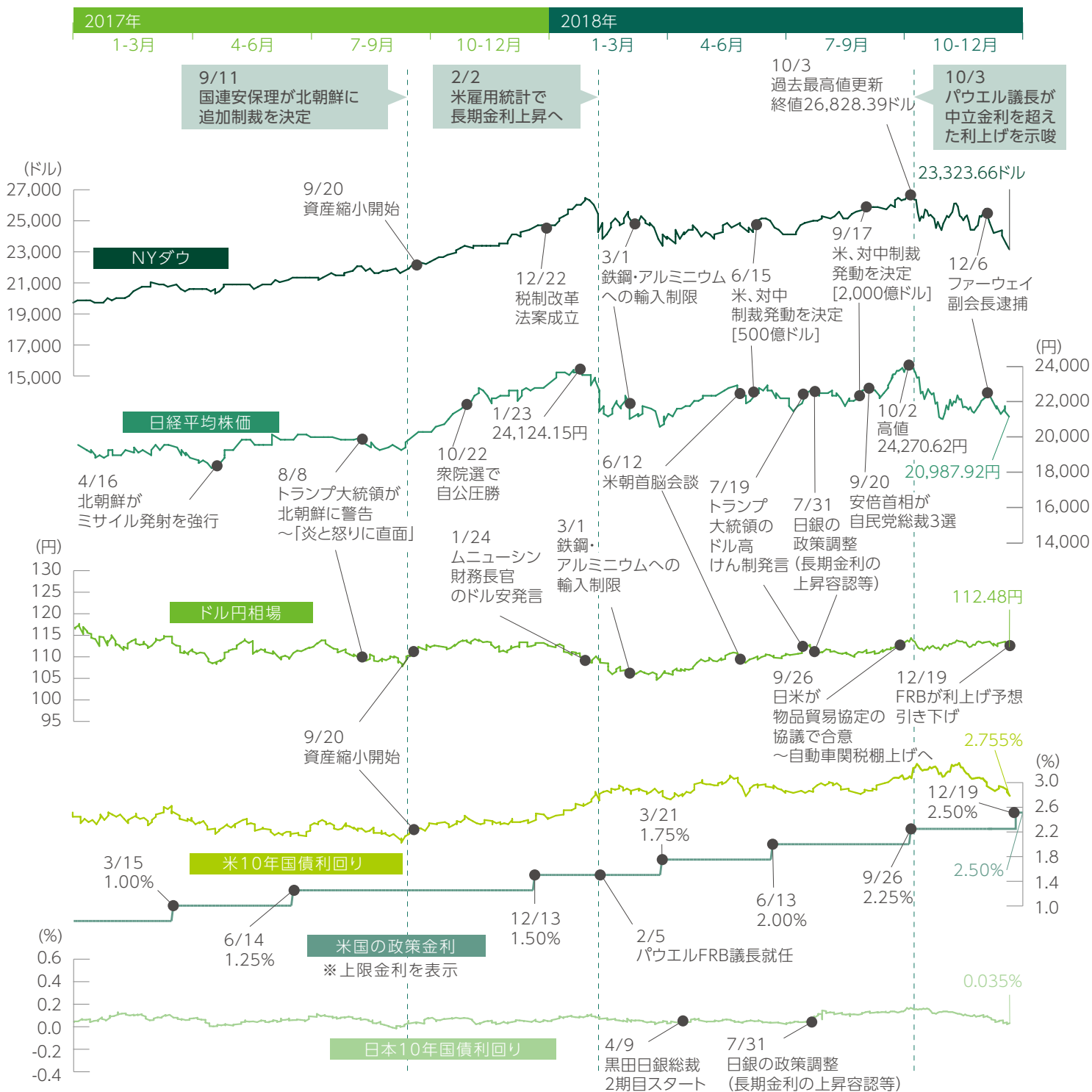
三井住友アセットマネジメント 日本総合研究所

CONTENTS

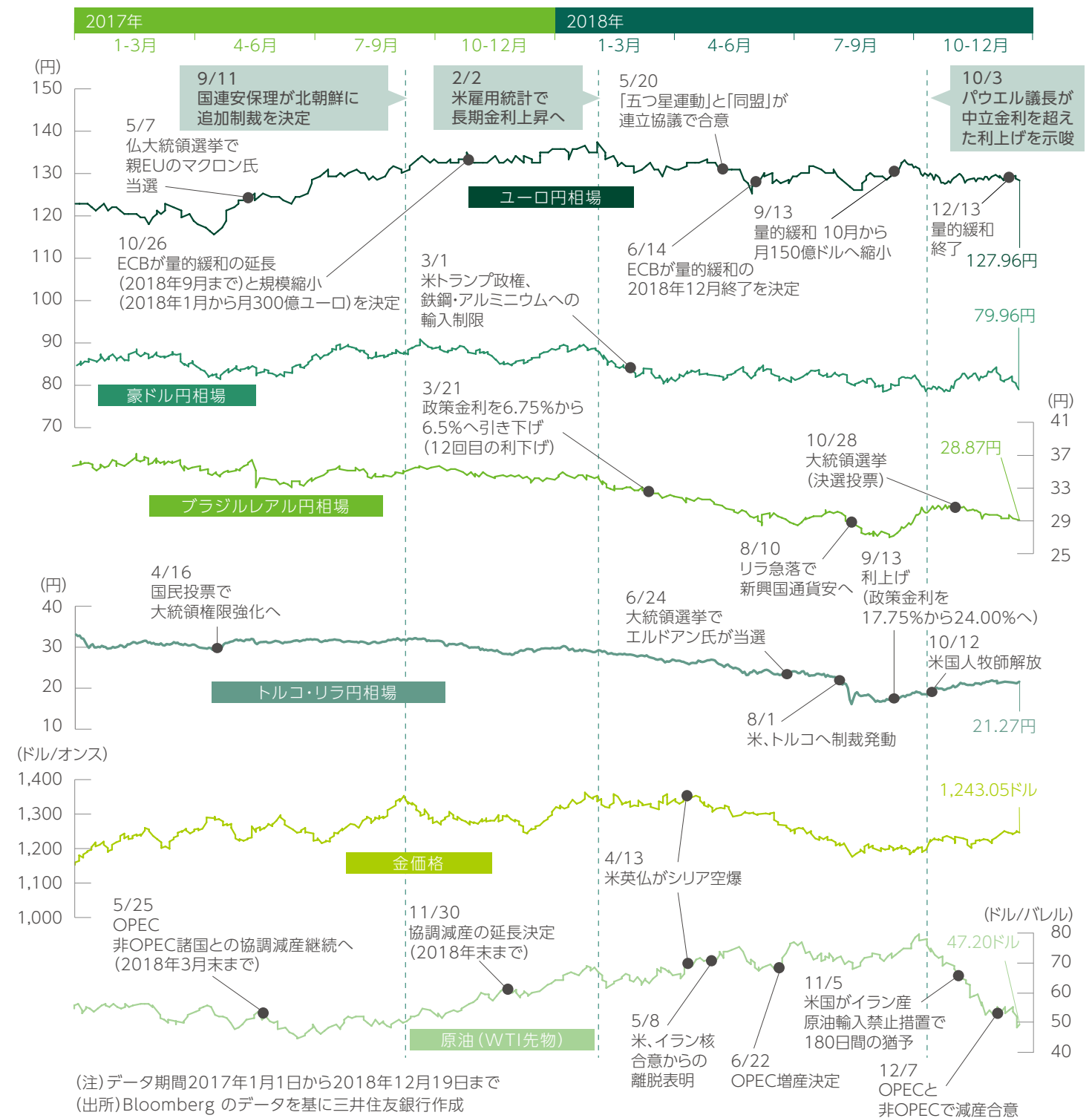
ご挨拶	01	はじめに
目次	02	
マーケットを動かしたイベント	03~04	経済環境
世界のマーケット動向および注目材料	05~06	
1 2019年の米トランプ政権の政策課題	07~08	主要トピックス
2 欧州情勢の不透明感は長期化へ	09~10	
3 平成の日本経済を振り返る	11~12	
4 減速色を強める中国経済	13~14	
新時代へのインフラ投資コラム		新時代へのインフラ投資
訪日外国人拡大に向けた環境整備	15~18	
必要性が高まる社会インフラ再整備	19~20	
制度改定が加速させる遠隔診療	21~22	
世界経済の現状	23~24	経済環境
米国経済	25~26	
日本経済	27~28	
欧州経済・豪州経済	29~30	
ドル円相場	31~32	マーケット動向
ユーロ円相場	33	
豪ドル円相場	34	
ブラジル レアル円相場	35	
トルコ リラ円相場	36	
為替コラム レパトリ減税にともなうドル高の持続性	37~38	
米国株式市場	39~40	
日本株式市場	41~42	
経済・マーケット見通し	43	
相場予想表	44	
2019年の重要スケジュール	45	
株式コラム 相場格言	46	
2019年度税制改正大綱のポイント	47~48	税制改正
長期分散投資で「守る」運用 各種データ	49~56	運用
ご留意いただきたい点	57~58	注意事項

世界経済の減速に身構える金融市場

- 米長期金利の上昇と米中貿易戦争懸念をきっかけとした世界的な株価の調整局面は長期化しました。米FRB（連邦準備理事会）の早期利上げ終了観測や米中貿易戦争の「休戦」観測等が浮上しましたが、市場心理の改善は遅れています。NYダウ、日経平均ともに昨年の騰落率はマイナスとなりました（12月19日時点）。日経平均の年間騰落率がマイナスになるのは2011年から7年ぶりです。
- 米FRBは昨年4回の利上げを行い、政策金利を2.25-2.50%に引き上げました。一方で、米10年国債利回りは株安と連動して低下に転じました。日本の10年国債利回りは日銀の緩和長期化観測の下で、0.0-0.1%の極めて低い水準での推移となりました。



- 為替市場では株価下落にもかかわらず、リスク回避的な動きはあまり表面化しませんでした。ドル円はおおむね昨年6月来の110-114円のレンジ相場となりました。ユーロ円は英EU離脱やイタリア財政問題等が重石になりましたが、底堅い推移が続きました。
- 豪ドル円は米中貿易戦争への連想から下落基調が続き、一時80円を割り込む場面もありました。ブラジルレアル円は昨年8月の安値26円台から30円台を回復しましたが、年金等経済改革の難しさが意識されて再び30円割れで推移しています。トルコリラ円は対米関係の改善期待から持ち直しの動きが続き、昨年8月の最安値15円台から20円台へ上昇しました。
- 原油相場はイラン制裁を巡って上昇が続きましたが、イラン産原油の輸入禁止の先送りや世界経済の減速観測等を背景に急激に低下しました。



軟着陸を模索する世界経済 ～不安定な市場からのフィードバックループを断ち切れるか

景気 見通し

陰しさを増す軟着陸への軌道

- 世界経済は2018年前半までの高すぎた成長ペースから、持続可能な潜在成長ペースに軟着陸すると予想します。米FRBの柔軟な政策対応や日中欧での財政拡張等も軟着陸を促すとみられます。
- 2018年後半からの減速傾向は、エスカレートした米中貿易戦争、不透明感が増す欧州情勢、金融市場の不安定な動き等が影響したとみられますが、日米欧では実体経済面での不均衡(歪み)は見当たらず、減速の動きが景気後退につながるリスクは低いと判断しています。
- 貿易戦争については、①景気の観点から米中双方に休戦に持ち込みたい誘因があること、②米国と同盟的な関係にある日欧への波及は限られるとみられることから、世界経済が逆行する事態には進展しないと、引き続き予想します。
- 英EU離脱等の欧州情勢については、不測の事態にともなう世界経済や金融市場への影響の大きさに照らして、当局からの支援の可能性も含めて、当事者は慎重かつ賢明に行動すると予想します。
- とはいえ、内外諸情勢のリスク次第では、金融市場の不安定な動きが継続し、これが企業や家計の支出行動に影響を与えることも懸念されます。景気減速の動きが加速するリスクにも留意が必要な局面とみられます。

楽観と悲観の間で大きく揺れる金融市場

- 世界経済の底堅さに注目が集まり、株式等のリスク性資産を選好する動きが戻ると予想します。
- ただし、内外の政治経済情勢に不透明感が残る間は、市場心理は先行き楽観と悲観の間で揺れ動きやすく、金融市場の変動性(ボラティリティ)が高止まる可能性があります。また米国の短期金利上昇で安全資産の収益率が相対的に上昇したことも、投資家のリスク性資産への選好姿勢を慎重化させて相場の変動性を高める要因になっているとみられます。
- 米利上げ終了が間近に迫る局面では、米国に一極集中したマネーの流れが変化する可能性があります。投資トレンドがはっきりするには時間を要するとみられます。世界経済が軟着陸に成功すれば、アジアを中心に新興国の資産等の出遅れ感のあるリスク性資産が関心を集める可能性もありそうです。

マーケット 動向

リスク要因

リスク要因が表面化する場合は、世界経済の減速圧力の増大、金融市場の不安定化につながる可能性があります。株式市場の一段の調整、新興国関連資産からのマネーの流出が懸念されます。なお、日本経済については、下記の4つのリスクに加えて、円高進行リスクも考慮する必要がありますとみられます。

- ①米トランプ政権の政策運営(保護貿易主義と対外強硬路線)
- ②欧州政治情勢(英EU離脱とイタリア財政問題、欧州政治の右傾化)
- ③中東情勢の悪化と原油価格の動向
- ④中国等の新興国の政治経済情勢

TOPICS

市場の注目材料

- 1 2019年の米トランプ政権の政策課題
- 2 欧州情勢の不透明感は長期化へ
- 3 平成の日本経済を振り返る
- 4 減速色を強める中国経済

※市場の注目材料は7ページ以降の「主要トピックス」をご参照ください。

インフラ投資や通商政策等が焦点に

- 2017年1月の大統領就任以降、トランプ氏は選挙公約に掲げた政策等を次々と達成してきました。2017年12月に成立した税制改革法案は、米国経済の昨年の高成長を後押ししました。
- 一方、インフラ投資やメキシコとの国境の壁建設については、政策の進展がほとんどみられませんでした。また通商政策では中国を中心に追加関税の発動を行ったものの、貿易赤字の縮小や不公正な貿易慣行の是正で、目立った成果を上げるには至っていません。
- 2019年は、成し遂げていない政策課題で成果を上げることがテーマになるとみられます。ただし、2018年11月の中間選挙では、与党共和党は上院で過半数を維持したものの、下院では過半数を失ったことで、議会での民主党の協力を得ながら、政策を進めていく必要があります。

トランプ大統領が掲げたおもな政策の達成状況

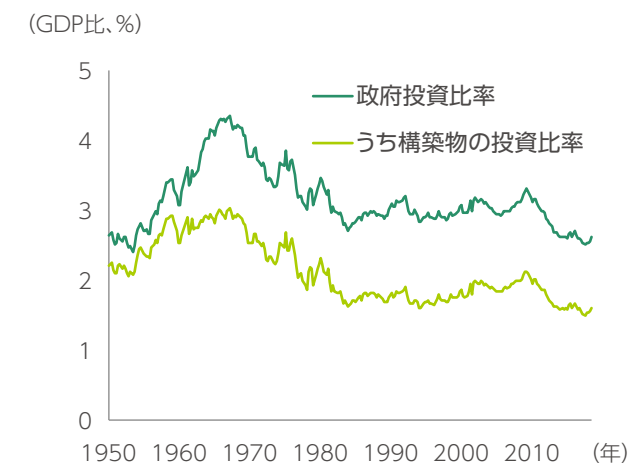
経済政策	税制改革(法人税減税、所得税減税等)	○
	インフラ投資	×
	規制緩和	○
為替政策	中国を為替操作国に認定	×
通商政策	TPP(環太平洋経済連携協定)からの撤退	○
	NAFTA(北米自由貿易協定)の見直し	○
	貿易赤字や不公正な貿易慣行の是正	
	鉄鋼・アルミへの追加関税発動	△
エネルギー政策	中国への追加関税発動	
	エネルギー開発の支援	○
	環境規制の緩和(パイプラインの施設等)	○
社会保障	パリ協定(地球温暖化対策)からの離脱	○
	オバマケア(医療保険制度改革法)廃止	△
移民政策	医薬品価格の引き下げ	×
	国境の壁建設	×
外交	入国制限	○
	イラン核合意からの離脱	○
	ロシアとの関係改善	×
	北朝鮮の非核化	△

(注1) 大統領選挙時の公約の他、一般教書等で示したものを一部追加
 (注2) ○は目標をほぼ達成したもの、△は目標達成が部分的に終わっているもの、×は目標がほとんど達成していないもの
 (出所) 各種資料を基に三井住友銀行作成

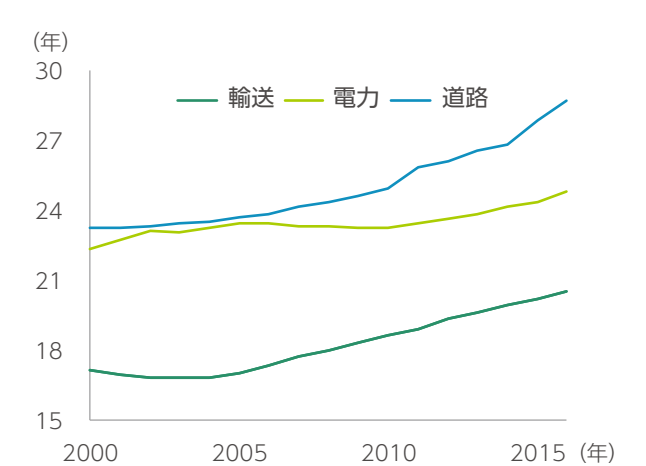
インフラ投資で生産性上昇へ、米中貿易戦争には不透明感

- 近年、政府投資はGDP比で減少傾向にあり、このため道路等のインフラ設備の老朽化が進んでいます。民間の経済活動を支援し、米国経済全体の生産性を引き上げるために、質の高いインフラ整備が急務となっています。2018年2月の予算教書では、今後10年間で官民合わせて1.5兆ドル規模のインフラ投資計画が発表されています。
- 米中貿易戦争は一時休戦となり、今後、貿易協議の進展が期待されます。一段の対立激化が回避されても、貿易戦争での覇権争いの側面を考えると、対立が長期化する可能性があります。

政府投資の推移

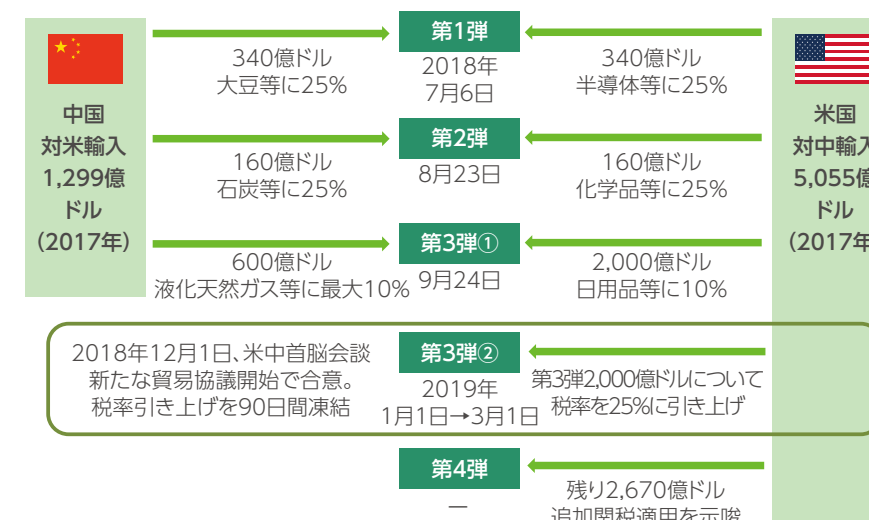


平均経過年数



(注1) 政府投資は連邦政府と州・地方政府の投資額の合計、ただし国防関連を除く
 (注2) データ期間 左図:1950年1-3月期～2018年7-9月期 右図:2000年～2017年
 (出所) 米商務省の資料を基に三井住友銀行作成

エスカレートしてきた米中貿易戦争



(出所) 各種資料を基に三井住友銀行作成

追加関税が実質GDPに与える影響



(注) 第4弾は25%の追加関税による試算
 (出所) OECD(経済協力開発機構)の試算を基に三井住友アセットマネジメント作成

リスクが実現すれば市場は不安定化

- 英EU離脱の英議会での承認は波乱含みの展開が予想されます。議会否決やメイ政権の崩壊で合意なし離脱リスクが高まった場合、金融市場が不安定化するリスクが予想されます。不測の事態にともなう世界経済や金融市場への影響は大きく、当事者は慎重かつ賢明に行動すると予想します。
- イタリアの予算問題については、EU（欧州連合）による過剰財政赤字是正手続の発動が見送られる公算です。イタリア政府は2019年度予算での財政赤字幅を許容範囲ぎりぎりの2.04%に縮小しました。ただし、年金受給開始年齢の引き下げや最低所得保証等のバラマキ色の強い政策の大枠は維持されており、イタリアの財政に対する一定の警戒感は続くとみられます。

市場が嫌うリスクシナリオ

英EU離脱	合意なし離脱となれば、物流や人の移動等が混乱し、 実体経済面で英国、欧州ともに大きな影響
	金融取引面で混乱リスクが表面化すれば、 世界の金融市場が不安定化
	英国債が急落すれば、予想される英ポンド安に連れて、 英国からマネーが逆流 。世界の金融市場への影響は大きい
イタリア財政問題	イタリア国債の利回りが急上昇（国債価格が急落） し、イタリアの銀行問題に発展。欧州域内の銀行不安に連鎖すれば、世界の金融市場が不安定に
	欧州での反EU勢力が勢いづき、欧州議会選挙に影響。 欧州の政治的な右傾化に拍車 がかかり、市場心理が悪化

(出所)各種資料に基づき三井住友銀行作成

予想される政治スケジュール

2019年1月	3月	4月	5月	7月	10月
	EU 首脳会議 (21-22日)		欧州議会選挙 (23-26日)		ドラギECB総裁 任期(31日) ユンケル欧州 委員長任期(31日)
英EU離脱協議 [反対派は、移行期間の延長許可やアイルランド国境問題等に反対]					
英議会とEU議会 での承認	離脱 (29日)	移行期間へ(2020年末まで、さらに2年間の延長も許可)			
	否決なら合意なし離脱へ。ただし、交渉期間の延長や離脱時期の先送り等の可能性あり				

(出所)各種資料を基に三井住友銀行作成

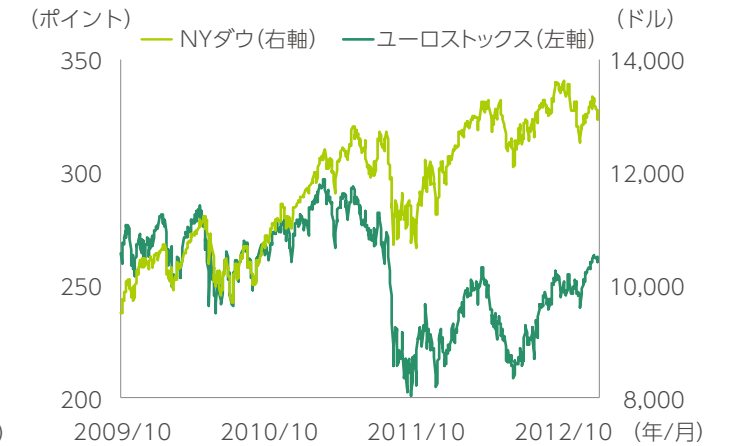
ギリシャ危機での市場の動き

- ギリシャ危機では、ユーロからの離脱が懸念され、ギリシャの国債利回りが大きく上昇しました。
- 振り返りますと、公的支援への期待感がグローバルな金融市場を支えたとみられます。欧州の株価は下落を免れて横ばいでの推移となり、米国の株価は欧州情勢から離れて上昇傾向をたどっています。
- イタリアは危機時のギリシャとくらべて、経済ファンダメンタルズ(基礎的な条件)はかなり良く、ただちにギリシャ危機の再来にはつながらないとみられます。

ギリシャ国債利回り(10年)



欧米の株価

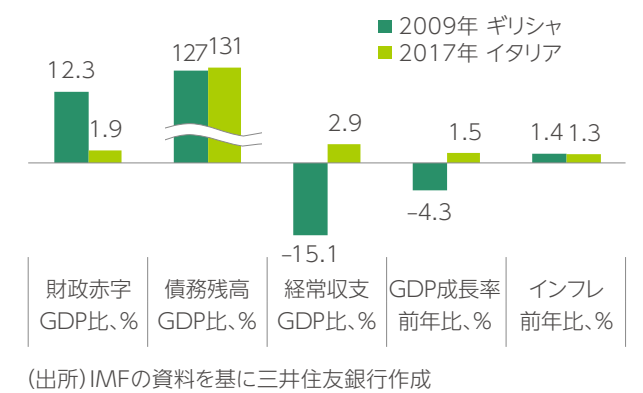


(注)左図、右図ともにデータ期間2009年10月1日～2012年12月31日
(出所)各種資料、Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

ギリシャ支援を巡るおもなイベント

① 2009年10月	ギリシャの政権交代で財政赤字隠しが発覚
② 2010年5月	EUとIMFが緊急支援策を発表 (3年間総額1,100億ユーロ)
③ 2012年3月	EUとIMFが追加支援決定 (1,300億ユーロ)
④ 2012年7月	ドラギECB総裁が支援措置に言及

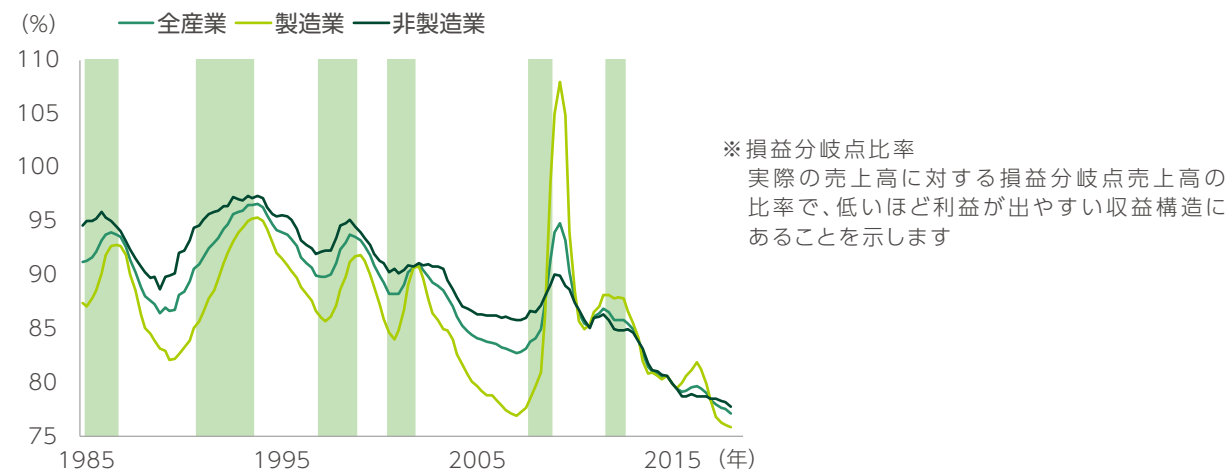
ギリシャとイタリアの比較



リストラ完了で企業の「稼ぐ力」が回復

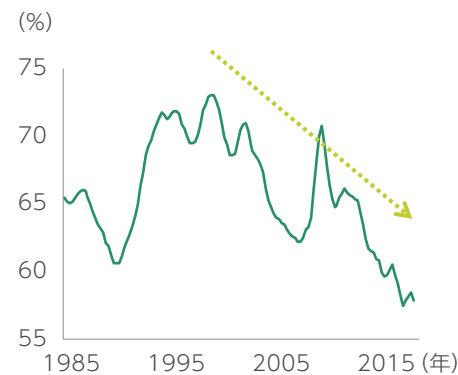
- 1989年1月に始まった平成の時代は、日本経済の観点からは、バブル期の負の遺産に整理をつけ、身軽になって新しい時代への備えを進めた時期と位置付けられます。
- バブル期の事業拡張によって、民間企業では雇用、資本設備、債務のいずれもが過大となり、この「三つの過剰」の解消に向けて、事業のリストラ（再構築）が進みました。
- 2000年代に入ると、損益分岐点比率が顕著に低下し、企業の「稼ぐ力」が高まっていきました。2008年のリーマン・ショックによる遠回りはありましたが、足元では製造業、非製造業ともに損益分岐点比率は1985年以降で、最も低い水準に到達しました。

損益分岐点比率

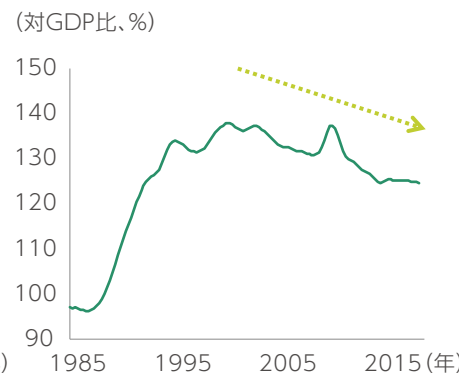


(注1) 金融業と保険業を除いた全産業ベース (注2) 4期移動平均 (注3) 網掛けは景気後退局面 (注4) データ期間1985年1-3月期～2018年4-6月期
(出所) 財務省の資料を基に三井住友銀行作成

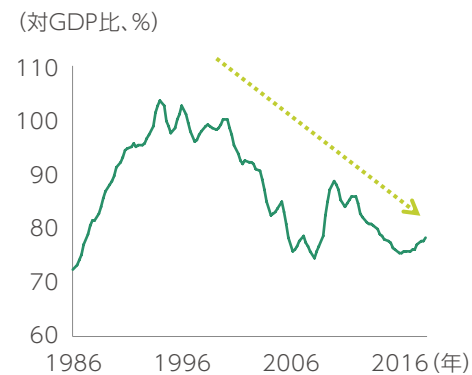
労働分配率



実質資本ストック比率



債務比率

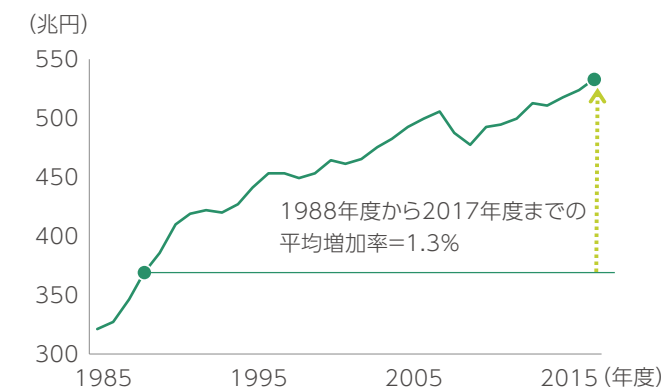


(注1) 労働分配率、債務比率は金融業と保険業を除いた全産業ベース (注2) いずれも4期移動平均 (注3) データ期間1985年1-3月期～2018年4-6月期
(出所) 財務省、内閣府の資料を基に三井住友銀行作成

低迷する資産価格の回復を低金利が後押し

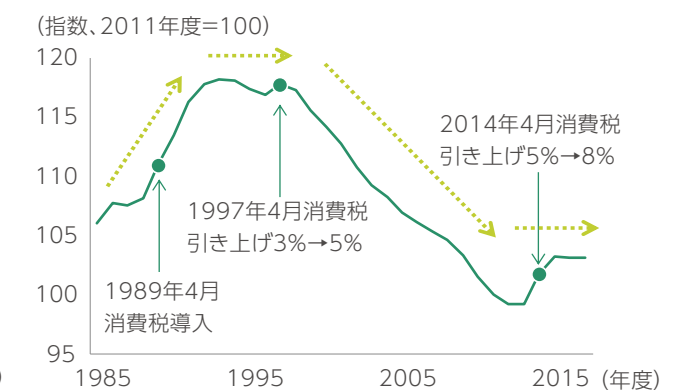
- 平成の日本経済は、低成長と物価下落に見舞われました。成長ペースは1.3%となり、それまでの3%成長から大きく低下しました。この背景としては、事業リストラの進展や不良債権の処理による影響に加えて、人口減少社会の到来等が指摘されます。
- 名目ベースの経済成長に大きく影響を受ける資産価格では低迷が続いています。バブル期のピーク対比で、六大都市の商業地の地価は約2割の水準、株価はほぼ半分の水準にとどまっています。
- 低成長と物価下落を反映し、金利は長短ともに極めて低い水準での推移が続いています。日銀がデフレ脱却に向けて強力な緩和政策を続けると予想されるため、金利のゼロ%近辺での推移は長期化するとみられます。こうした低金利は資産価格の回復を後押しするとみられます。

実質GDP(2011年価格)

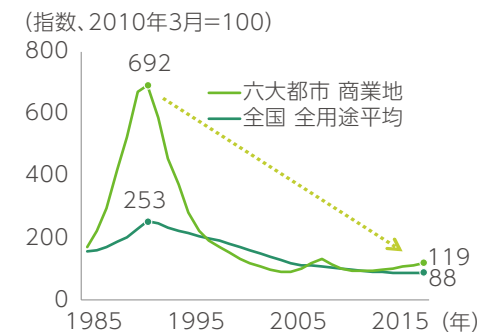


(注) 左図、右図ともにデータ期間1985年度～2017年度
(出所) 内閣府資料より三井住友銀行作成

GDPデフレーター(経済全体の物価上昇率)



地価(市街地価格指数)



(注1) 六大都市は東京区部、横浜、名古屋、京都、大阪、神戸 (注2) 全用途平均は商業地、住宅地、工業地の平均 (注3) 日経平均の最高値と最安値は終値 (注4) 長期金利は国債指標銘柄利回り (注5) 日銀政策金利はコール(無担保翌日物)誘導目標金利、ただし2013年4月から2015年12月はゼロ、2016年1月からはマイナス0.1% (注6) グラフデータで地価は各年の3月末、日経平均と金利は月末 (注7) データ期間1985年1月～2018年11月
(出所) 日本不動産研究所の資料、Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

日経平均株価



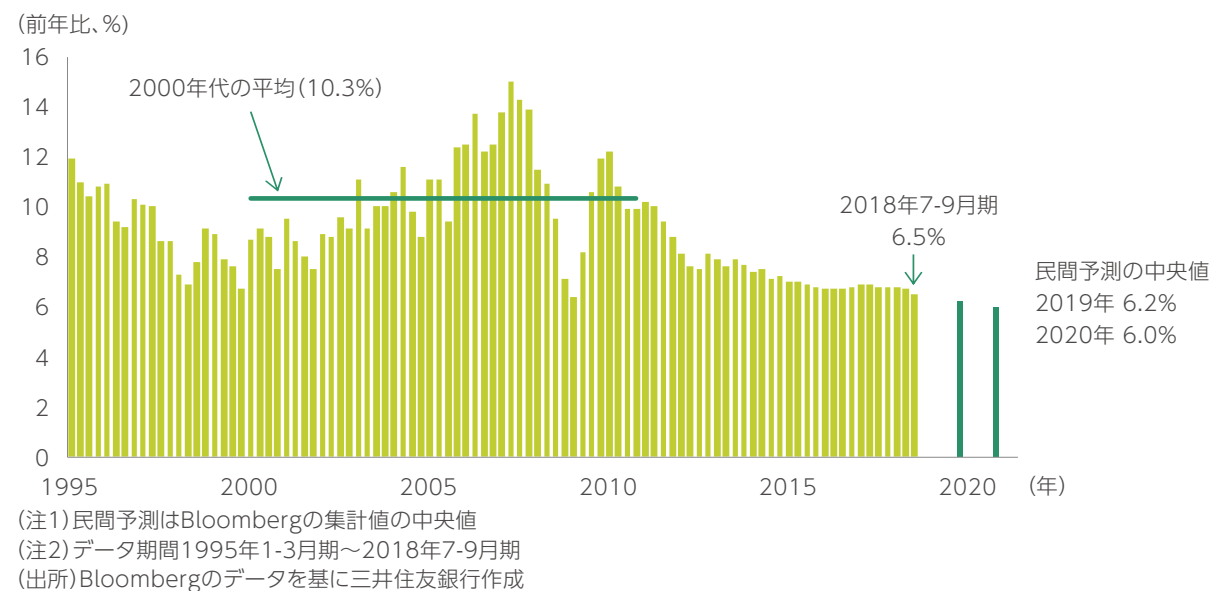
金利



市場の景気見通しは慎重化

- 不採算部門の整理等の構造改革の進展を受けて、中国経済は緩やかに減速しています。今後、米国の追加関税による影響が表面化し、景気は減速色を強める可能性があります。
- 予想される景気減速に対して、インフラ投資の拡大、所得税減税、銀行貸出を促す預金準備率引き下げ等の景気対策が発表され、景気の底割れは回避する見通しです。しかし、GDP成長率は足元の6.5%から2020年にかけて6%程度へ低下ペースを速めていくとの慎重な見方が増えています。
- こうした状況下、株価（上海総合指数）は下落傾向をたどりましたが、昨年1月の高値からの下落率は一時30%を超え、市場の見方はやや弱気に傾きすぎているとみられます。

実質GDP成長率



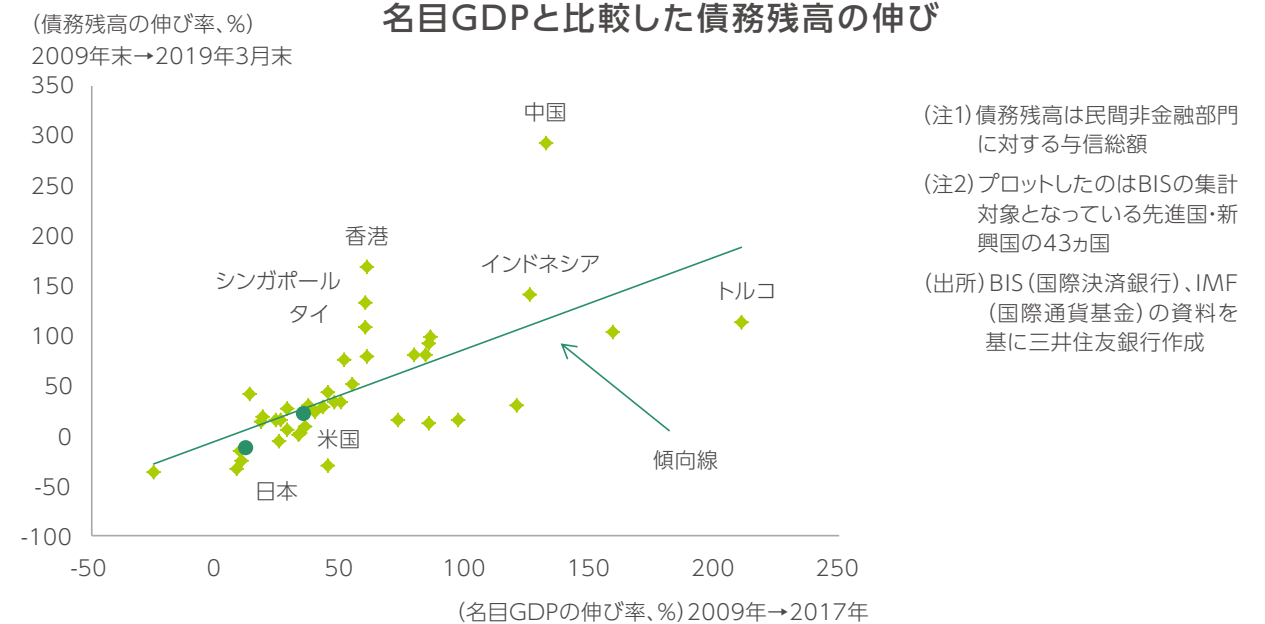
株価(上海総合指数)



債務膨張がリスク要因

- 中国の民間企業債務の拡大は、他の先進国・新興国とくらべて突出した大きさと、中国経済の中長期的な弱点です。
- 国有企業を中心に一部の企業は非効率的な事業拡張を進めてきたため、拙速な債務圧縮が進めば、多くの企業が経営悪化に陥る恐れが指摘されます。債務問題では借り手と貸し手が表裏一体の関係にあり、借り手の問題が貸し手である銀行の経営問題につながるリスクがあります。
- また中国と米国の金利差はかつてないほどに縮小し、マネーが米国に流出しやすい状況にあります。当局が投機的な資本移動を厳格に管理しているとはいえ、今後の人民元相場の動向にも注意が必要があるとみられます。

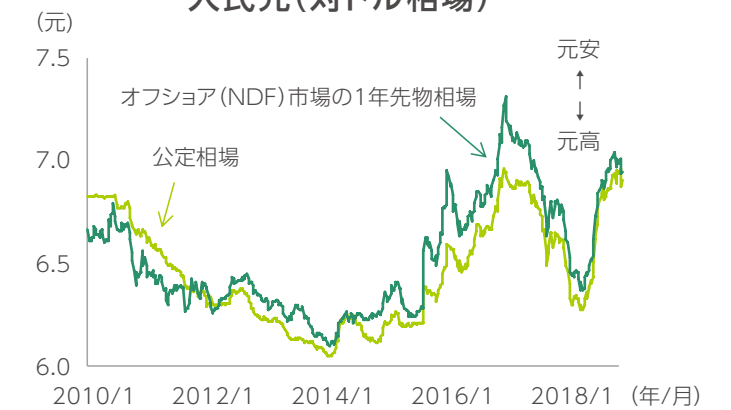
名目GDPと比較した債務残高の伸び



中国と米国の金利差



人民元(対ドル相場)



訪日外国人拡大 に向けた環境整備

最近、外国人旅行者が増えていることはみなさまも実感されていることと思います。このようなインバウンド需要をこれからの日本の成長力として育てていくために必要なインフラについて、「消費額拡大」、「リピーター拡大」の2つの観点からご紹介します。

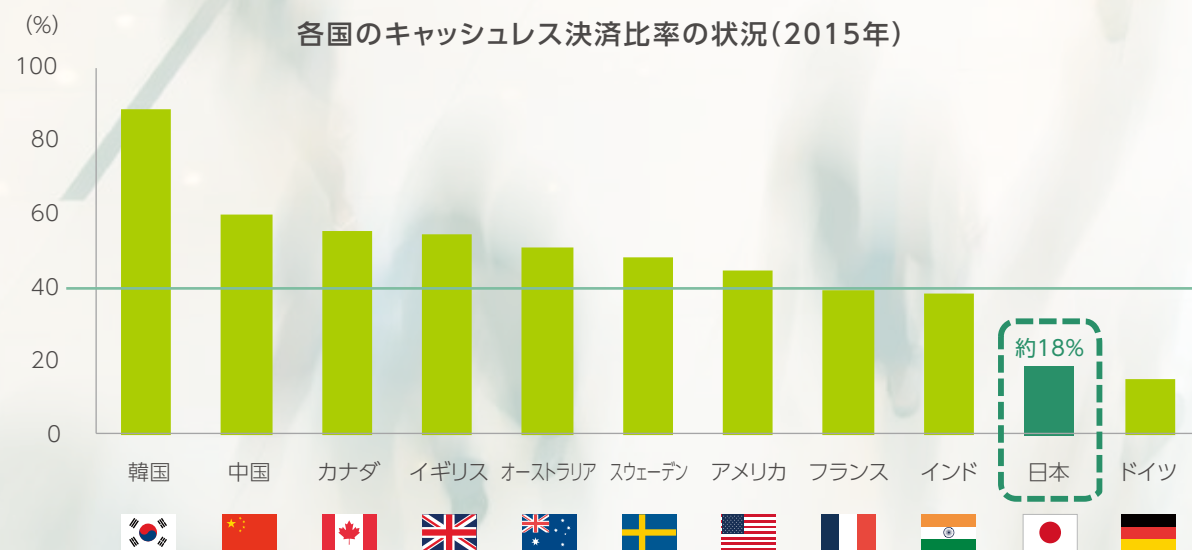
「消費額拡大」のポイントは「キャッシュレス」

2025年まで外国人を呼び込むイベントが目白押し

日本では、2019年ラグビーワールドカップ、2020年東京オリンピック・パラリンピック、そして2018年11月に開催が決定した2025年大阪・関西万博と、国際的なイベントが控えています。こうしたイベントの開催期間中、海外から観光客が数多く来日することが予想されますが、現金決済に不慣れな訪日外国人が増えることが想定されます。

海外とくらべて低い日本のキャッシュレス決済比率

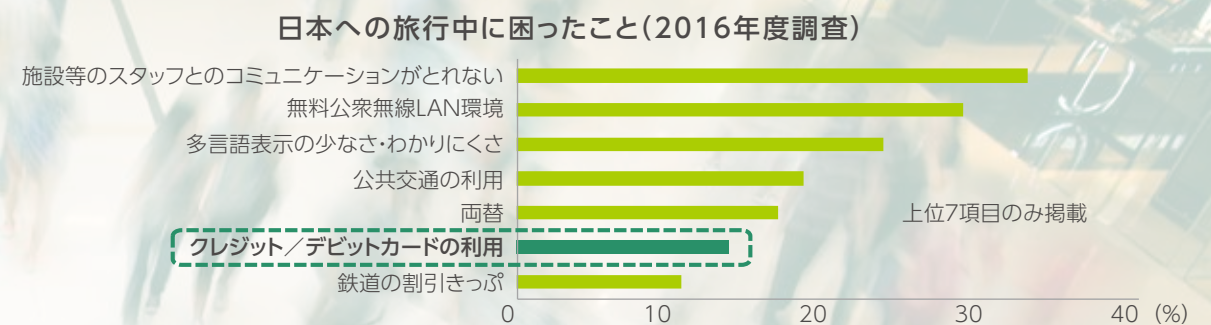
日本は治安の良さ等から現金離れが進まず、キャッシュレス決済比率は2割程度と、海外各国と比較してまだ低い水準にあります。政府は「2025年までにキャッシュレス決済比率40%」を目標に掲げ、2018年4月に「キャッシュレス・ビジョン」を策定。キャッシュレス決済拡大のためのインフラ整備の計画を前倒して進めています。



(注) 世界銀行「Household final consumption expenditure (2015年)」およびBIS「Redbook Statistics (2015年)」の非現金手段による年金決済金額から算出。中国はBetter Than Cash Allianceのレポートより参考値として記載
(出所) 経済産業省「キャッシュレス・ビジョン」(2018年4月)を基にしたSMBC日興証券のレポートより、三井住友銀行作成

キャッシュレス化の遅れは消費の機会損失を生む

訪日外国人を対象に行ったアンケート調査によると、「旅行中に困ったこと」として「クレジット/デビットカードの利用」は18項目中6位と上位に挙げられており、「Card NG」は相応のストレスとなっていることが推測されます。また、別のアンケート調査では「日本で外貨両替やクレジットカード・キャッシュカード利用可能の場所が、今より多かったら」との問いに、「もっと多くのお金を使ったと思う」「おそらくもっと多くのお金を使った」という回答が全体の7割程度を占めています。日本の現金中心の決済システムが消費の機会損失を招いていることがうかがえます。



(注) 母数は回収件数5,332件。調査期間は2016年8～10月、訪日外国人利用の多い空港・港湾等で回答収集。複数回答
(出所) 観光庁「訪日外国人旅行者の国内における受入環境整備に関するアンケート」結果(2017年2月)を基にしたSMBC日興証券のレポートより、三井住友銀行作成

日本で外貨両替やクレジットカード・キャッシュカード利用可能の場所が、今より多かったら

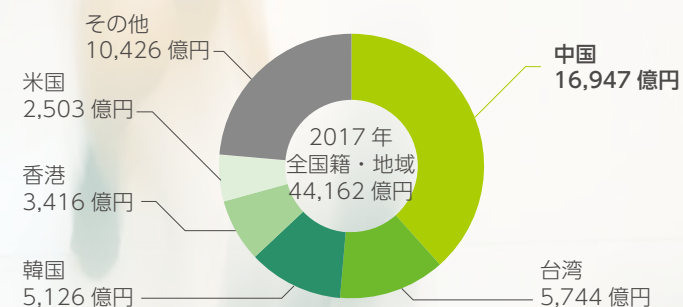
回答者→	全体	アジア全体						欧米豪 全体
			韓国	中国	台湾	香港	タイ	
サンプル数	2,545	2,241	311	358	380	388	310	304
もっと多くのお金を使ったと思う	31%	32%	20%	39%	38%	27%	42%	20%
おそらくもっと多くのお金を使った	37%	38%	32%	47%	29%	39%	44%	27%
お金を使う額は変わらないと思う	28%	25%	43%	11%	29%	30%	12%	45%
分からない	5%	4%	5%	3%	4%	4%	2%	9%

(注) 調査期間は2016年6月23日から7月8日、回答は一つ 出所: (株)日本政策投資銀行・(公財)日本交通公社「アジア・欧米豪訪日外国人旅行者の意向調査」(2016年10月)を基にしたSMBC日興証券のレポートより、三井住友銀行作成

親しまれているキャッシュレス・ツールへの対応が求められる

たとえば、訪日客全体の旅行消費額の約4割を占める中国ではスマートフォンを使ったモバイル決済が広く浸透しています。屋台のような小規模店舗にまで利用の裾野が広がっており、QRコードを利用したモバイル決済が生活に欠かせないツールとなっています。訪日中国人の日本での消費額を増やすには、中国社会で親しまれているキャッシュレス・ツールへの対応が求められています。

国籍・地域別の訪日外国人旅行消費額(2017年)



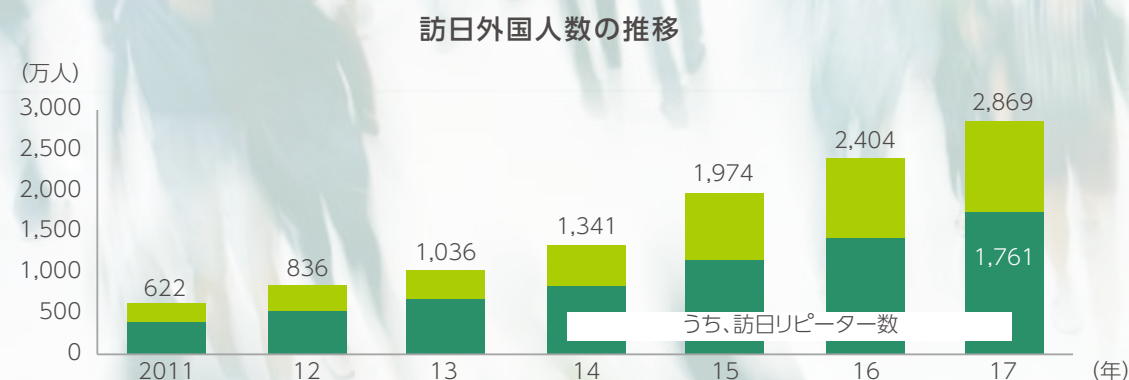
(出所) 観光庁「訪日外国人の消費動向」(2018年3月)を基にしたSMBC日興証券のレポートより、三井住友銀行作成



「リピーター拡大」のポイントは「コト消費」

外国人観光客の約6割は訪日2回以上

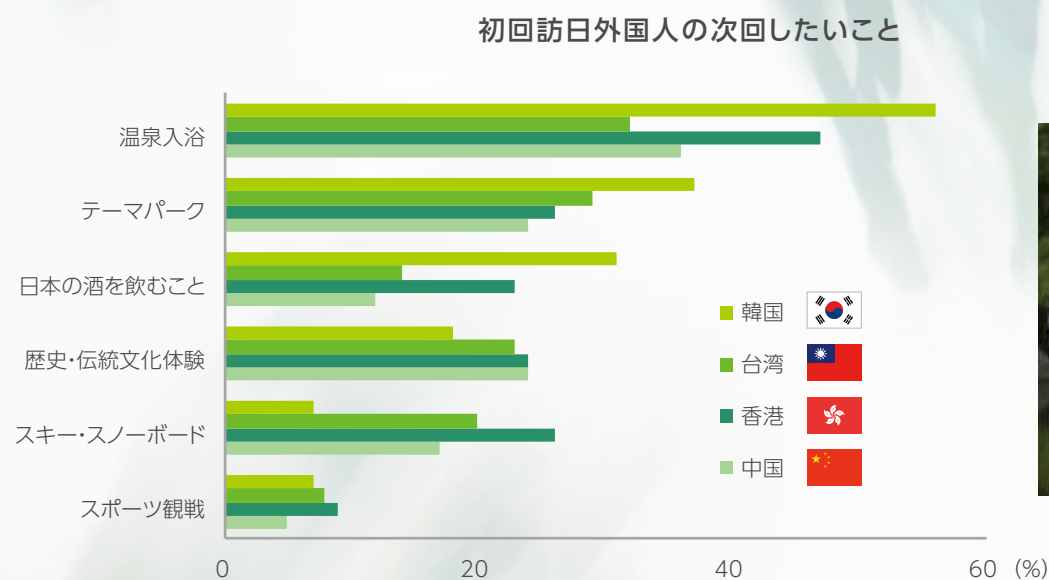
暦年ベースで見た訪日外国人数は2017年に過去最高の2,869万人となりましたが、その約6割に相当する1,761万人を訪日回数2回以上のリピーターが占めていました。そのうち、7割超の観光・レジャー目的のリピーターを国籍別にみると、韓国(30%)、台湾(25%)、中国(18%)、香港(13%)と東アジア近隣4ヵ国・地域が大きな割合を占めています。



(出所)観光庁「平成29年訪日外国人消費動向調査」を基にしたSMBC日興証券のレポートより、三井住友銀行作成

次回の訪日でしたいことは「日本体験」

東アジア近隣4ヵ国・地域からの初訪日外国人に、「次回の訪日でしたいこと」を尋ねたところ、国・地域ごとに微妙な違いはあるものの、「温泉入浴」、「テーマパーク」、「日本の酒を飲むこと」等が上位にランキングされました。観光地巡りや日本製品の購入だけでは飽き足らず、このような「日本体験」ができる「コト消費」に期待を寄せていることがうかがえます。こうした嗜好やニーズを取り込み、訪日リピーターを拡大するには、外国人が気軽に体験できる施設や受入態勢の拡充、海外に向けた積極的なPR等が必要となります。



(出所)観光庁「平成29年訪日外国人消費動向調査」を基にしたSMBC日興証券のレポートより、三井住友銀行作成



参考 2020年東京五輪、2025年大阪・関西万博の経済効果

2020年東京五輪の経済効果試算

東京五輪開催決定時点での試算では、準備期から開催時までの約7年間に、需要創出額で4～7兆円、生産誘発額で7～12兆円の景気浮揚効果が期待され、40～70万人分の雇用創出効果が見込まれています。生産誘発額はGDPの2%に相当するとも見通しされています。

	需要増加額	生産誘発額	雇用誘発数
I. 五輪準備期	33,520～60,520億円	58,980～108,980億円	33.9～61.7万人
①大会施設整備にかかる建設需要	4,600億円	8,800億円	5.3万人
②観光客増を見越した宿泊施設・飲食店の改装・増築需要、東京再開発にともなう建設需要(民間)	22,000～49,000億円	40,000～90,000億円	22.6～50.4万人
③東京再開発による建設需要(公共投資)	(注1)	—	—
④五輪関連グッズの売上	(注2)	—	—
⑤五輪開催を契機とした耐久財の買い替え	120億円	180億円	0.1万人
⑥東京の知名度向上による海外観光客の増加	6,800億円	10,000億円	5.9万人
II. 五輪開催時	5,800億円	8,800億円	5.8万人
①大会運営にかかる諸支出	3,100億円	4,700億円	3.5万人
②観戦客による宿泊・飲食・関連グッズ・みやげ物等の消費支出	2,700億円	4,100億円	2.3万人
I + II	39,320～66,320億円	67,780～117,780億円	39.7～67.5万人

(注1) 可能な限り既存予算の組み換え等により費用を捻出すべきとの立場から、ここでは追加の国債発行による財政出動は行われないという想定のもとで試算を行った。

(注2) 大会期間中の売上との区別が困難だったため、ここでは需要増加額の試算は行わなかった。

(出所)日本総合研究所のレポートより、三井住友銀行作成

2025年大阪・関西万博の経済効果試算

2018年11月に開催が決定した大阪・関西万博ですが、大阪の中心地からほど近い人工島である夢洲(ゆめしま)において、2025年の万博開催と、万博前のカジノを含む統合型リゾート(以下、IR(Integrated Resort))開業が計画されています。

万博・IRの経済効果は、①2024年までがIR開業前で2,600億円/年・IR開業後で9,500億円/年、②2025年が2.6兆円、③2026年以降が1.1～1.3兆円/年と試算されています。

		～2024年(第1期地域と第2期地域の同時開発期)	2025年(第2期工事の最終年)	2026年(第3期工事期)	2027年～(開発完了)
経済効果 建設による	IR	7,600億円	—	—	—
	万博	3,450億円	550億円	—	—
	ポスト万博	4,650億円	750億円	1,600億円	—
	合計	15,700億円	1,300億円	1,600億円	—
	年率換算(注1)	2,600億円/年	1,300億円/年	1,600億円/年	—
経済効果 運営による	IR	6,900億円/年	6,900億円/年	6,900億円/年	6,900億円/年
	万博	—	15,000億円/年	—	—
	ポスト万博	—	2,900億円/年	4,100億円/年	4,100億円/年
	合計	6,900億円/年	24,800億円/年	11,000億円/年	11,000億円/年
経済効果の合計		IR開業前が2,600億円/年、IR開業後が9,500億円/年	26,100億円/年	12,600億円/年	11,000億円/年

(注1) 第1期工事を2018年から6年、第2期工事を2018年から7年、第3期工事を2026年の1年間で完了する前提

(注2) 2024年までは第1期開業ゾーンと万博が行われる第2期開業ゾーンの工事は並行して行われるため、建設による効果は第1期と第2期の合算となる。

(出所)政府・夢洲まちづくり構想検討会資料を基にした日本総合研究所のレポートより、三井住友銀行作成

必要性が高まる 社会インフラ再整備

昨年は異常気象の影響もあり、地震だけでなく、台風や豪雨等の自然災害への懸念も強まった年だったといえます。これらの自然災害から私たちを守り、日々の生活や経済活動を支えているのが社会インフラですが、近年、施設の老朽化が進んでいます。

加速度的に進む社会インフラの老朽化

最近では、道路橋、トンネル、河川、下水道、港湾といった施設の老朽化による事故の危険性やライフラインとしての機能の脆弱さが指摘されています。今後、建設後50年以上経過する施設の割合が加速度的に高くなると見込まれています。施設の老朽化の状況は、建設年度で一律に決まるのではなく、立地環境や維持管理の状況等によって異なりますが、ここでは便宜的に建設後50年以上経過する割合の推移を施設ごとにご紹介します。

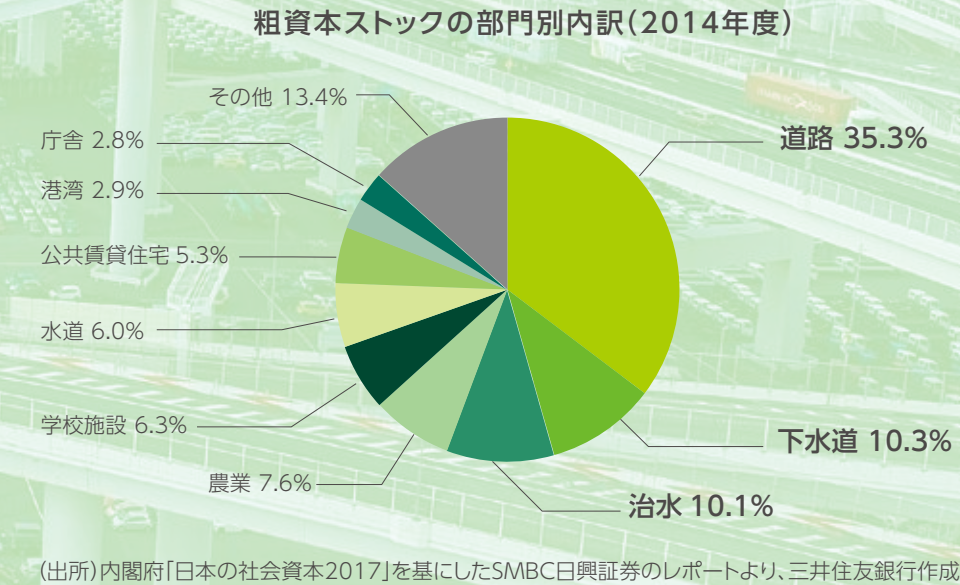
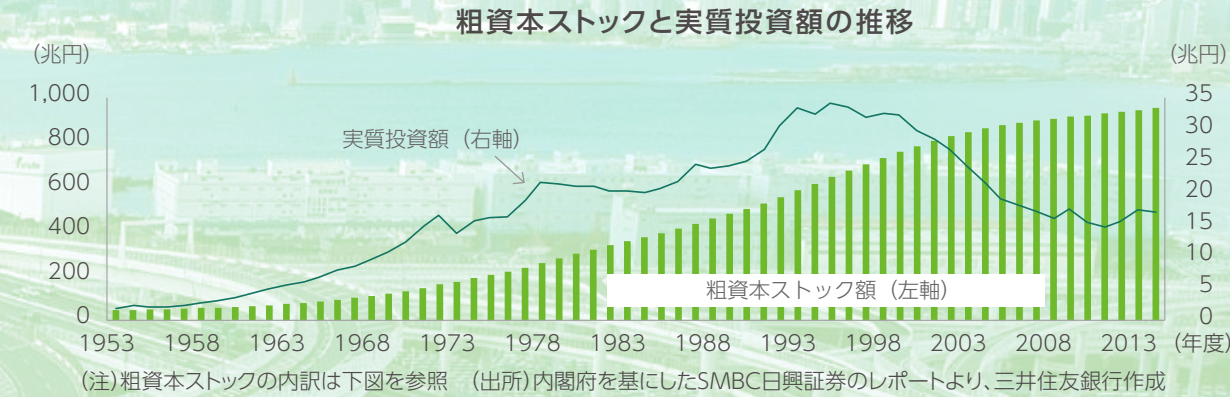
建設後50年以上経過する社会資本の割合

	2013年3月	2023年3月	2033年3月
 道路橋 [約40万橋*1(橋長2m以上の橋約70万のうち)]	約18%	約43%	約67%
 トンネル [約1万本*1]	約20%	約34%	約50%
 河川管理施設(水門等) [約1万施設*2]	約25%	約43%	約64%
 下水道管きよ [総延長:約45万km]	約2%	約9%	約24%
 港湾岸壁 [約5千施設*1(水深-4.5m以深)]	約8%	約32%	約58%

(※1) 建設年度不明の施設については、割合の算出にあたり除いている
(※2) 国管理の施設のみ
(出所) 国土交通省ホームページより、三井住友銀行作成
*2023年以降は予測値

原因は社会インフラの投資加速とその後の減速

老朽化が進んだ理由としては、高度経済成長期に社会インフラの拡大を加速したものの、1990年代のバブル経済の崩壊を受け、社会インフラに対する実質投資額が減速したことが挙げられます。投資額から経過年数を考慮した社会インフラの価値(粗資本ストック)はバブル経済崩壊以降は伸びが緩やかになったとはいえ、増え続けているのにもかかわらず、そのメンテナンスには十分手が回っていないことがうかがえます。粗資本ストック全体では道路が約3分の1を占め、下水道と治水を含めると過半数を超えますが、これらは高度経済成長期に投資が集中したものです。



日本の技術力と戦略的な再整備に期待

現在、社会インフラの整備が進まない第1の理由は、財政的な問題にあるといえます。少子高齢化の進行で社会保障費が年々拡大していること等から、公共投資の拡大は難しい状況にあります。また、高度経済成長期に社会インフラの整備を第一線で牽引した世代の退職等により、土木関係について専門知識を持つ人材が不足している点も指摘されているようです。しかし、日本は耐震・免震において、世界に誇る多くの技術を有しています。社会インフラにおいても蓄積された技術力を基に、一斉に老朽化する社会インフラを財政規律を維持しながら戦略的に維持管理・更新することが求められています。

制度改定が加速させる 遠隔診療

2018年度の診療報酬改定において、オンライン診療料が新設され、正式に保険適用となりました。オンライン診療とは、スマートフォン等の情報通信機器のビデオ通話機能等を通じて、医師と患者がリアルタイムでの画像を介して行う診療のことで、遠隔診療とも呼ばれています。この制度改定により、私たちの診療や医療ビジネスがどのように変わっていくのか、ご紹介します。

遠隔診療の普及拡大に一步前進

遠隔診療については、従来は診療報酬が規定されていなかったため、医療機関は「電話等再診」と呼ばれる枠組みを利用して診療を行っていましたが、システムの構築・保守等の運営コストを考慮すると、医療機関側が積極的に導入する動機に乏しく、本格的な普及拡大を妨げる一因となっていました。

今回のオンライン診療料新設には、政府の掲げる成長戦略の後押しがあり、政府は医療分野においてもICT（情報通信技術）を活用した医療の効率化を推進しています。

遠隔診療は、離島等の医療体制の充実が困難な地域に暮らす住民へのサポートが改善されやすくなることはもちろん、医療費の高騰や医師・病床不足、在宅ケア等への対応策になり得ると考えられており、高齢化が進む日本社会の中で、次世代の医療制度を支える診療方式として期待されています。

遠隔診療のメリットと今後の課題

患者

メリット

- ✓ 病院に並ぶ必要がなく、通院の時間や手間を削減できる
- ✓ 病状に異変があった場合にすぐに担当医に伝えられる
- ✓ 医師が不足している地域であっても、受診が容易になる
- ✓ 慢性疾患の症状でも、定期的・継続的な診察を受けやすい
- ✓ 院内処方の場合、薬も直接自宅に届けてもらえる

医療機関

- ✓ 治療の継続率が改善するため、病状の根治を目指す
- ✓ 遠方への往診が削減でき、診察の効率化が図れる

今後の課題

- ✓ 遠隔診療に対する医療機関への評価を拡充する
- ✓ 医療の質を検証しつつ、安全性の向上を図る
- ✓ ルールの明確化やシステムの標準化を推進
- ✓ 院外処方の場合の規制の緩和

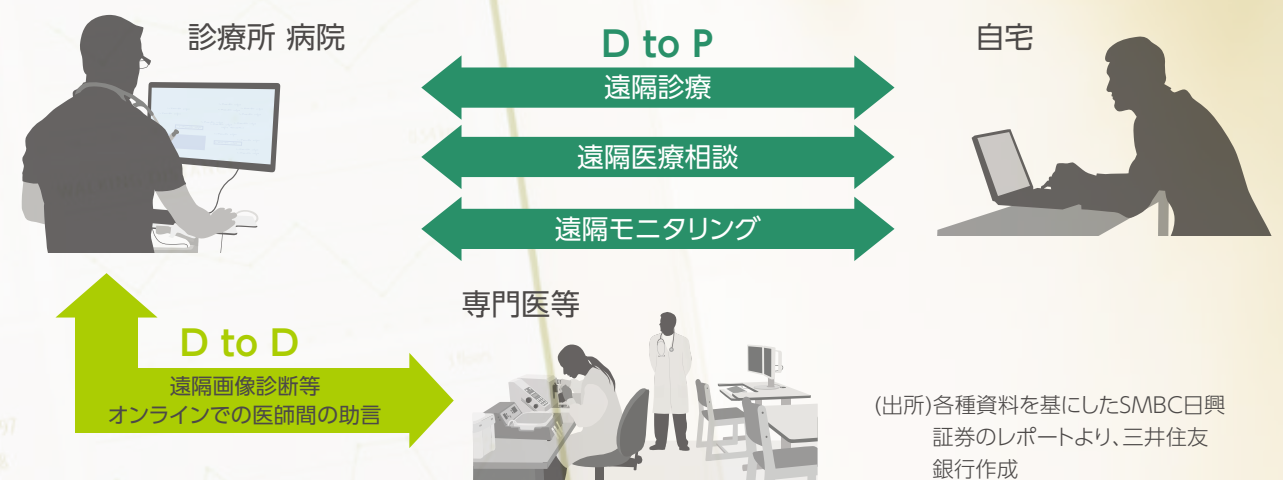
(出所) 各種資料等を基にしたSMBC日興証券のレポートより、三井住友銀行作成

遠隔診療は新たな「D to P」領域

遠隔診療は、大枠としての「遠隔医療」の1つに位置付けられます。「遠隔医療」は、大別すると「医師と医師（D to D、Doctor to Doctor）」、および「医師と患者（D to P、Doctor to Patient）」との間の領域に分けられます。D to Dは診療所等の担当医師（主治医）が特定機能病院等の専門医に診断についての助言を求めるものであり、代表例として「遠隔画像診断」や「遠隔病理診断」等が挙げられます。

一方で、D to Pは医師が在宅や介護施設等で療養する患者に対して、ビデオチャット等を介して診療する「遠隔診療」や、服薬等健康管理の指導を行う「遠隔健康管理」等が該当します。

広義の遠隔医療のイメージ

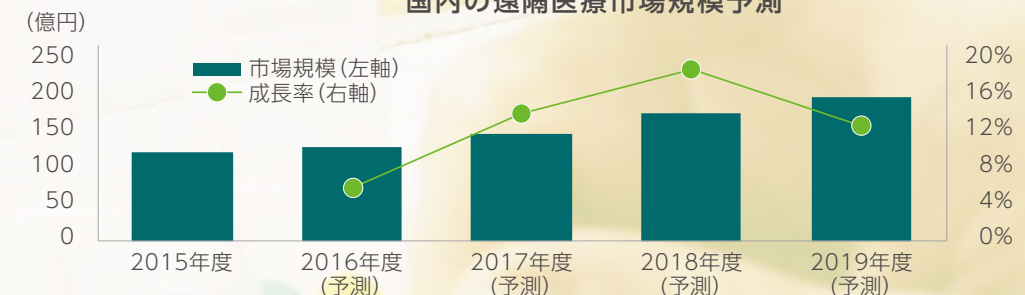


成長が見込まれる遠隔診療市場

日本の遠隔医療市場は「遠隔画像診断」等D to Dの領域を中心に成長が続いてきました。調査結果によると、2015年度の遠隔医療市場規模は約122億円であり、2019年度には約200億円の市場にまで拡大すると見込まれています。この調査は診療報酬改定決定前に実施されたものであるため、今回の決定で更なる市場拡大も考えられます。

市場の成長余地が大きい中、今後の市場拡大の推進役は、遠隔診療等のD to P領域に移っていくものと推定されます。遠隔画像診断市場は今後も安定的な推移が見込まれるものの、すでに成熟期へ移行しつつあります。一方で、遠隔診療市場については、企業の新規参入が相次ぐ中で、制度の整備等が着々と進んでおり、成長ポテンシャルは高いものと考えられます。

国内の遠隔医療市場規模予測

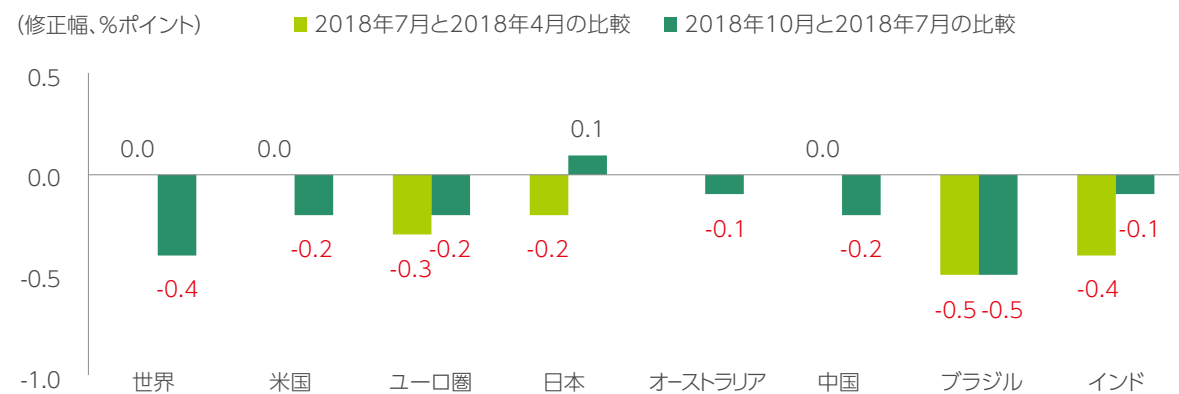


(注) 事業者売上高ベース。市場規模は①遠隔画像診断市場、②遠隔病理診断市場、③遠隔診療市場、④遠隔健康管理市場の4市場合計値にて算出。2016年度以降は予測値
(出所) (株) 矢野経済研究所「遠隔医療市場に関する調査(2017年)」(2017年9月14日発表)を基にしたSMBC日興証券のレポートより、三井住友銀行作成

潜在成長ペースへの軟着陸へ

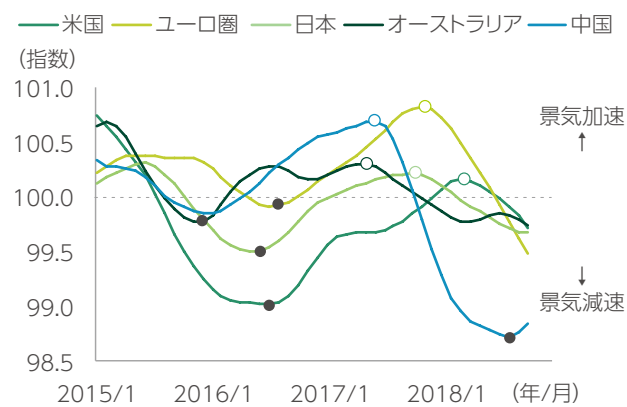
- 保護貿易への警戒感や金融市場の不安定な動き等が世界経済に悪影響を及ぼし始めました。昨年10月にIMF(国際通貨基金)は見通しを下方修正しましたが、同様に、先行き慎重な見方が増えています。
- もっとも、現在の景気減速は昨年前半までの高すぎた成長ペースから、持続可能な潜在成長ペースに軟着陸する過程と位置付けることが可能です。景気減速色が強まる局面では、各国での政策対応が期待可能なこともあり、景気後退につながる動きは加速しないと予想します。
- 考えられるリスクとしては、①一時休戦状態にある米中貿易戦争がさらにエスカレートするリスク、②英EU離脱やイタリア財政問題に関連して金融市場が不安定化するリスク、③中東情勢が複雑化するなかで原油相場が急騰するリスク、④新興国市場の不安定な動きが先進国市場に波及するリスク等が挙げられます。

IMFの世界経済見通しの修正状況



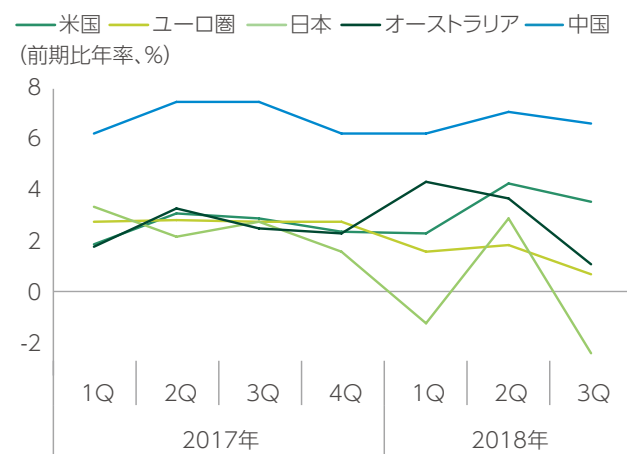
(注) 2018年と2019年の成長率予想の修正幅の合計。ただし、オーストラリアについては2018年10月と2018年4月との修正幅のみを図示
(出所) IMF(国際通貨基金)の資料を基に三井住友銀行作成

OECD景気先行指数



(注1) グラフ内の○は循環局面のピーク、●はボトム
(注2) データ期間2015年1月～2018年10月
(出所) OECD(経済協力開発機構)の資料を基に三井住友銀行作成

実質GDP成長率



(注2) データ期間2017年1-3月期～2018年7-9月期
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成
*Qは四半期

主要国の経済見通し

	実質GDP成長率(単位:%)					消費者物価上昇率(単位:%)				
	三井住友アセットマネジメント予測			市場コンセンサス		三井住友アセットマネジメント予測			市場コンセンサス	
	2018年 実績	2019年 予測	2020年 予測	2019年 予測	2020年 予測	2018年 実績	2019年 予測	2020年 予測	2019年 予測	2020年 予測
世界経済	3.8	3.7↓	3.6							
米国	2.9	2.6↑	1.9	2.6	1.9	1.9	1.8↓	2.0	2.0	2.1
ユーロ圏	1.9	1.5↓	1.5	1.6	1.5	1.7	1.6↓	1.6	1.7	1.7
日本	0.8	1.1↓	0.5	1.0	0.5	0.8	0.5↓	0.4	1.1	1.5
オーストラリア	3.0	2.6↓	2.8	2.8	2.7	1.9	2.2-	2.4	2.2	2.3
中国	6.6	6.3↓	6.1	6.2	6.0	2.1	2.2↑	2.0	2.3	2.3

(注1) 矢印は前回予測(2018年10月号)との比較で、↑は上方修正、-は変更なし、↓は下方修正を示す
(注2) 市場コンセンサスは12月17日時点での各社予想をBloombergが集計したもの
(注3) 米国と日本の消費者物価上昇率はコア(米国は除く食品・エネルギー、日本は除く生鮮食品)
(出所) 三井住友アセットマネジメント、Bloombergのデータを基に三井住友銀行が作成

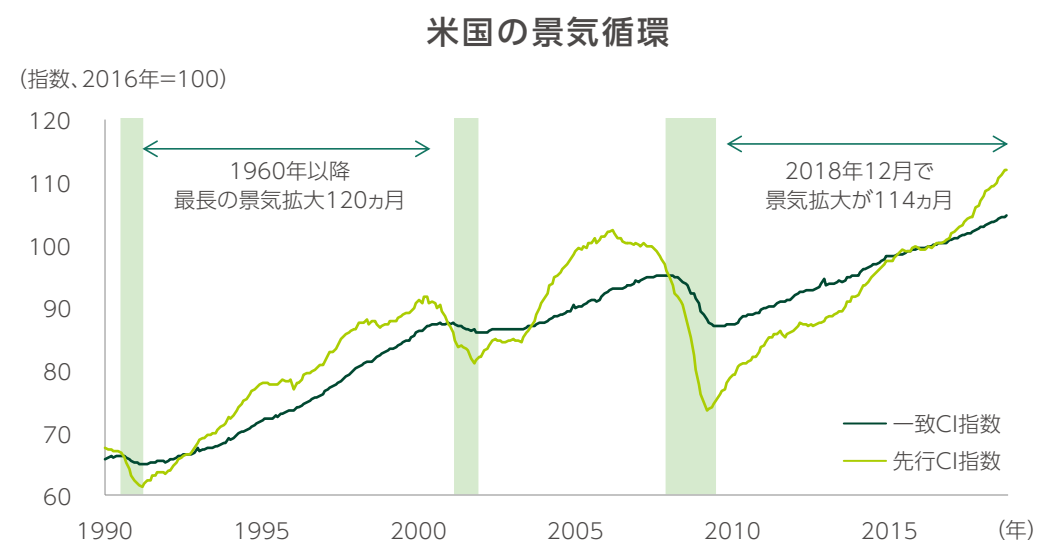
金融政策の見通し

	量的緩和	政策金利	市場予想(コンセンサス)
FRB (米連邦準備理事会)	資産規模の縮小を2017年9月から開始済み	2019年にあと2回の利上げで打ち止めを予想	2019年は1回程度の利上げで打ち止めへ
ECB (欧州中央銀行)	2018年12月で終了	2019年10月以降に利上げ	2019年10月以降の利上げが予想されるが先送りリスクを織り込みやすい状況
BOJ (日銀)	2018年7月に緩和長期化に備える政策調整を実施	2019年の利上げは困難	2020年の利上げにも不確実性が高い
RBA (豪準備銀行)	実施せず	2019年末までに利上げ	2019年中の利上げは困難。利下げ織り込みも

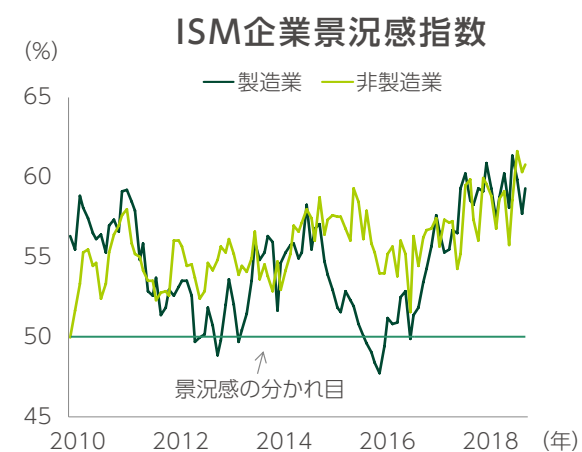
(出所) 三井住友アセットマネジメントの予測を基に三井住友銀行作成

良好な企業景況感を背景に景気拡大は継続へ

- 景気全体の動きをみた景気CI指数は先行系列、一致系列ともに上昇基調をたどっています。企業の景況感は製造業、非製造業ともに高く、2019年も引き続き、活発な経済活動が続く見通しです。
- 利上げによる経済活動への影響はまちまちです。住宅部門では減速の動きがみられますが、一方で自動車部門では伸びは止まっていますが、高水準の販売が続いています。
- 今後、財政政策によるGDP押し上げ効果が減少し、成長ペースの鈍化は免れませんが、昨年の3%近い高成長ペースから、持続可能な潜在成長ペースとなる2-2.25%程度の成長ペースへ軟着陸するプロセスをたどるとみています。

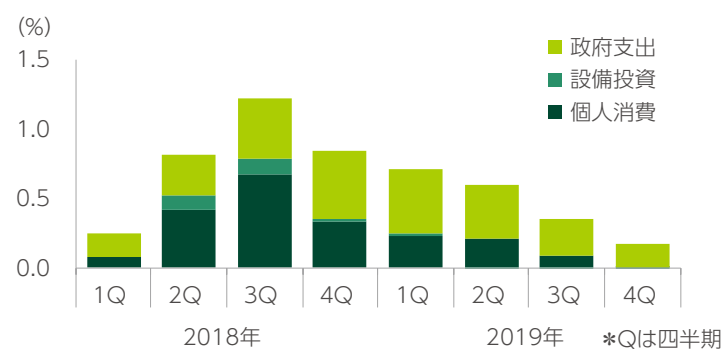


(注1) 網掛けは景気後退局面
(注2) データ期間1990年1月～2018年10月
(出所) Conference Board, Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



(注) データ期間2010年1月～2018年11月
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

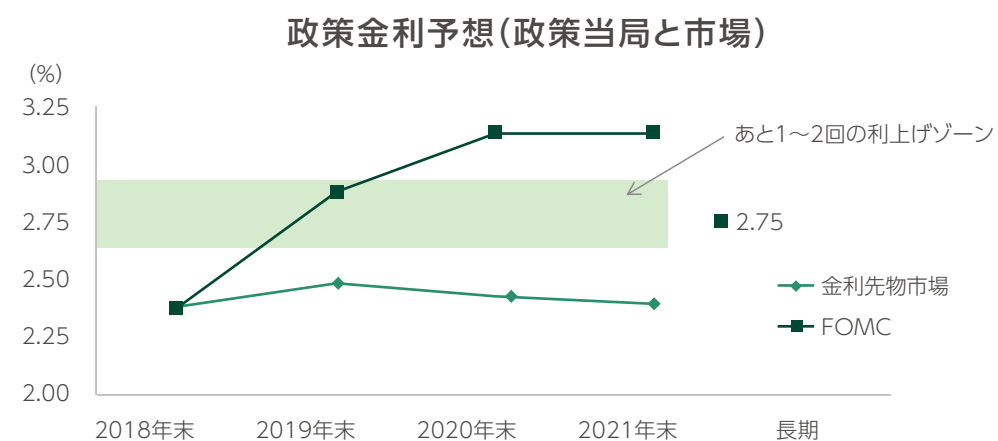
財政政策(減税+歳出増)のGDP押し上げ効果



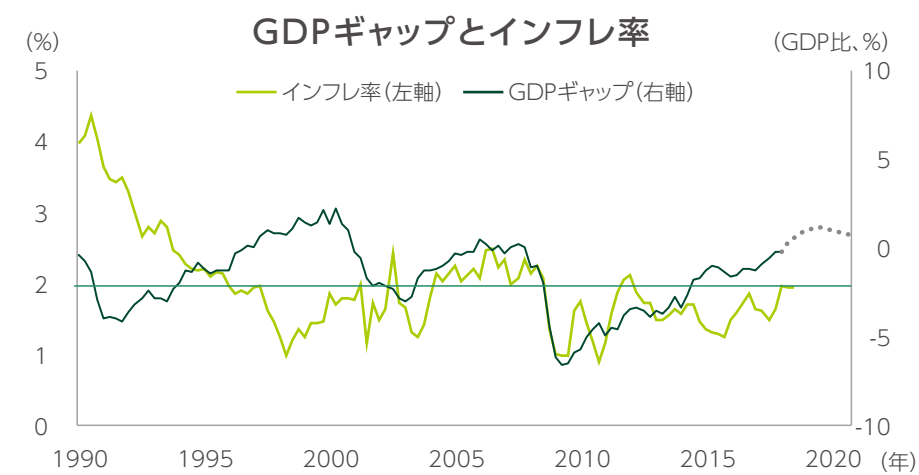
(注1) 前期比年率の実質GDPの押し上げ効果で、三井住友アセットマネジメントが推計したもの
(注2) データ期間2018年1-3月期～2019年10-12月期
(出所) 米商務省のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

2019年で利上げ局面は終了へ

- 米FRB(連邦準備理事会)は段階的な利上げを進めてきましたが、政策金利の水準は景気や物価に対して刺激的にも抑制的にもはたらない中立金利に近づき、利上げ終了のタイミングが市場の大きな関心事です。
- 直近のFRBの予想は2019年に2回、2020年に1回の利上げがあるというものですが、市場の予想はかなり慎重で、利上げ終了に近いことを織り込んでいます。
- 利上げ終了のタイミングは景気や物価次第ですが、今後の成長ペースの鈍化と、景気拡大にもかかわらずインフレが進みにくい状況にあることを考えますと、あと2回の利上げで利上げ局面が終了する可能性があるかと予想します。



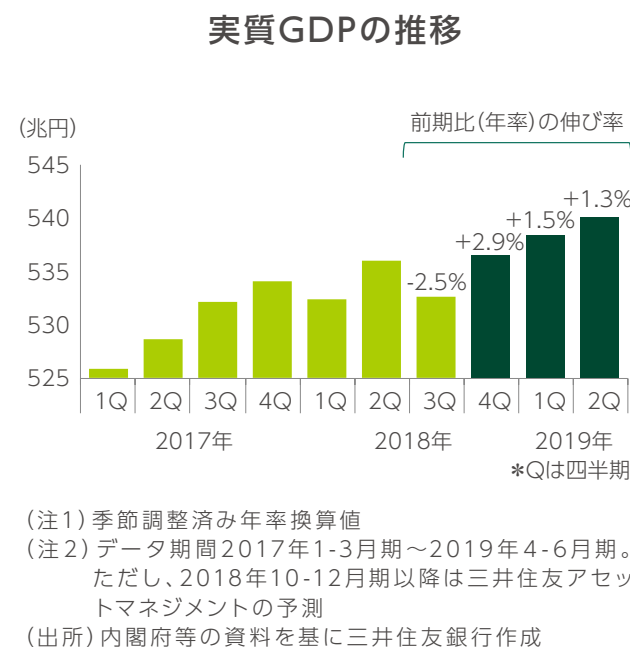
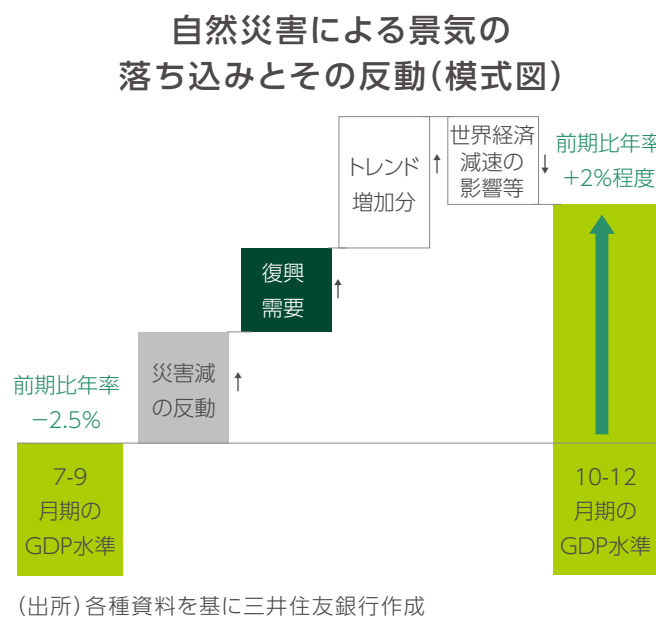
(注) FOMC予想は2018年12月のSEPのドットチャートの中央値、市場はOISレート
(出所) FRB, Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



(注1) インフレ率は消費支出デフレーター(除く食品・エネルギー)の前年上昇率
(注2) データ期間1990年1-3月期～2020年10-12月期。ただし、2018年4-6月期以降はCBO予測
(出所) CBO(米議会予算局)、Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

マイナス成長から持ち直しへ

- 昨年7-9月期のGDP成長率は、豪雨や地震等の自然災害の影響でマイナスとなりましたが、10-12月期については、災害の影響の反動や復旧・復興活動等を背景に2%程度のプラス成長となる見込みです。
- 今後、災害復旧・復興の本格化や防災・減災、国土強靱化に向けたインフラ投資等の財政出動が見込まれることもあり、2019年は1%程度の成長ペースが続く見通しです。
- ただし、世界経済の減速に加えて、米中貿易戦争等の世界情勢の行方次第では、企業の設備投資や輸出が伸び悩むリスクがあり、引き続き、海外の政治経済情勢からの影響には注意を要するとみられます。



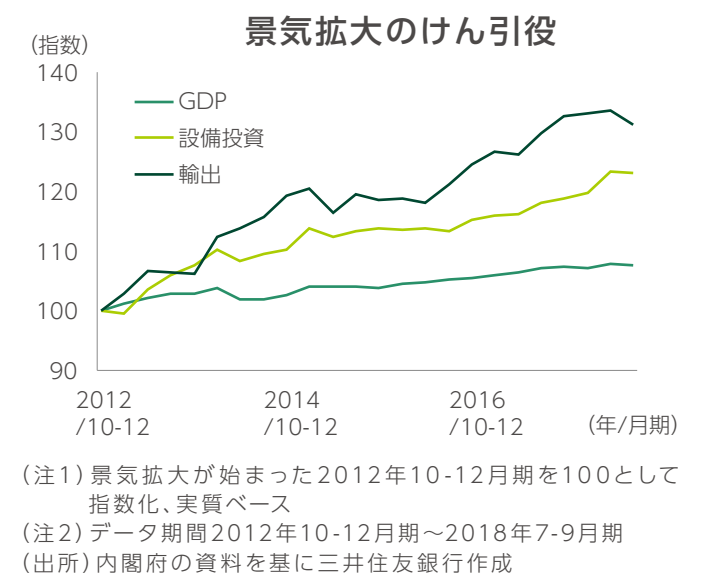
設備投資が景気拡大をリード

- 2019年入り後も景気の拡大が続けば、現在の景気拡大局面は2002年からの「いざなぎ景気」を抜いて、戦後最長になる見通しです。
- これまでの景気拡大のけん引役は米国やアジアへの輸出伸長ですが、今後は、輸出に次いで好調さが続いてきた企業の設備投資に代わる可能性があります。設備投資の好調さはITハイテク技術等の技術革新への対応、訪日外国人旅行者の急増にともなうインバウンド需要の拡大、オリンピックや都市開発等の建設ブーム等が支えていくとみられます。
- 物価は上がりにくい状況が続く見通しです。人手不足を背景に賃金は緩やかな上昇傾向がありますが、消費者物価への波及度合いは低いままです。原油高効果の一巡が予想され、消費者物価は再び弱含み方向で推移する見通しです。2%のインフレ目標を掲げる日銀としては、緩和解除に踏み切りにくい状況が続きます。

戦後最長の景気拡大へ

名 称	時 期	景気拡大期間
1 いざなぎ景気	2002年2月～	73ヵ月
2 現在	2012年12月～	2018年12月で73ヵ月
3 いざなぎ景気	1965年11月～	57ヵ月
4 バブル景気	1986年12月～	51ヵ月

(出所) 内閣府の資料を基に三井住友銀行作成

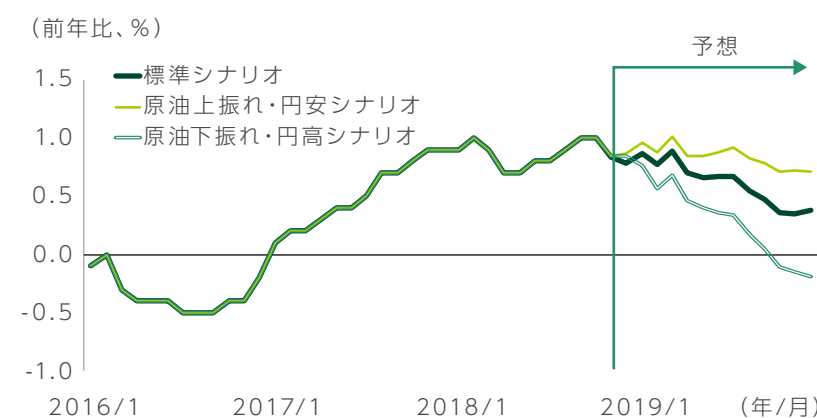


今後の財政出動のイメージ

予算名	内容	規模	2018年10月	2019年1月	4月	10月
18年度第1次補正予算	①西日本豪雨や台風、北海道地震からの復旧・復興費 ②小中学校へのエアコン設置 ③通学路ブロック塀の安全対策等	約1兆円	決定	執行		
18年度第2次補正予算	①防災・減災、国土強靱化のためのインフラ整備(3年間で3兆円台半ば) ②農林水産分野でのTPP対策費	約1.3兆円		決定	執行	
19年度当初予算	消費増税に備えた景気対策、プレミアム商品券、キャッシュレス決済へのポイント還元、自動車・住宅の購入支援	約2.3兆円			決定	執行

(出所) 各種報道等を基に三井住友アセットマネジメント作成

消費者物価指数(除く生鮮食品)の先行きシミュレーション



標準シナリオ

	足元	18年末	19年末
WTI(ドル)	60	65	65
ドル円(円)	110	110	110

原油上振れ・円安シナリオ

	足元	18年末	19年末
WTI(ドル)	60	70	80
ドル円(円)	110	115	120

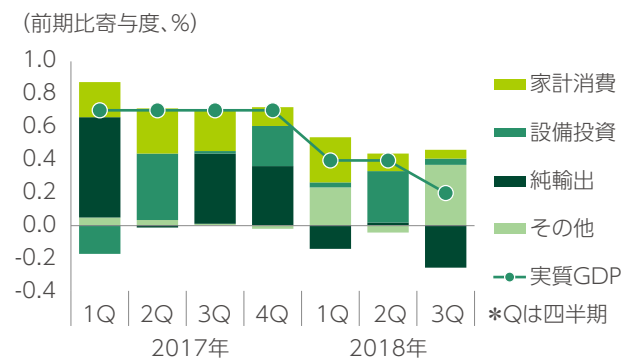
原油下振れ・円高シナリオ

	足元	18年末	19年末
WTI(ドル)	60	50	50
ドル円(円)	110	105	100

財政拡大が景気下支え

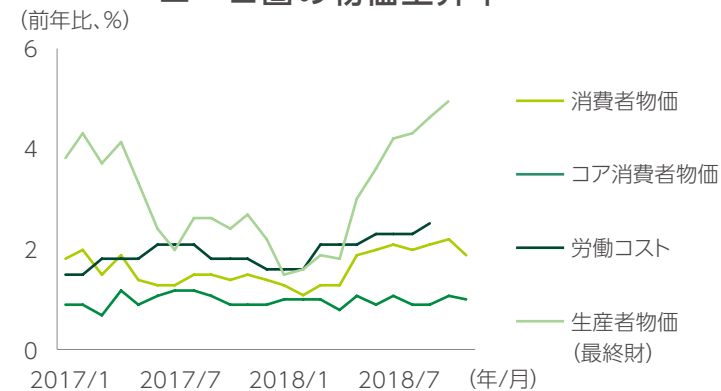
- ユーロ圏では、輸出伸び悩みに連れて景気は減速傾向をたどっています。加えて、底堅く推移してきた消費や設備投資にも陰りがみえます。こうした背景にはドイツの排ガス規制強化による自動車産業での生産停滞の影響が大きいとみられますが、英EU離脱やイタリア財政問題の不透明感が家計や企業の支出行動に影響を与えている可能性があります。
- 今後、政治情勢の不透明感が長期化する場合、景気下振れリスクが強まる懸念がありますが、ECB(欧州中央銀行)の緩和的な金融政策や各国での拡張的な財政支出が景気を下支えするとみられます。
- 物価面では落ち着いた推移が続きました。生産者物価や賃金の動向は消費者物価にあまり影響を与えておらず、食品とエネルギーを除いたコアの消費者物価は前年比1%前後の低水準での推移となりました。ECBは慎重な緩和解除姿勢を続けるとみられます。

ユーロ圏の実質GDP成長率の内訳



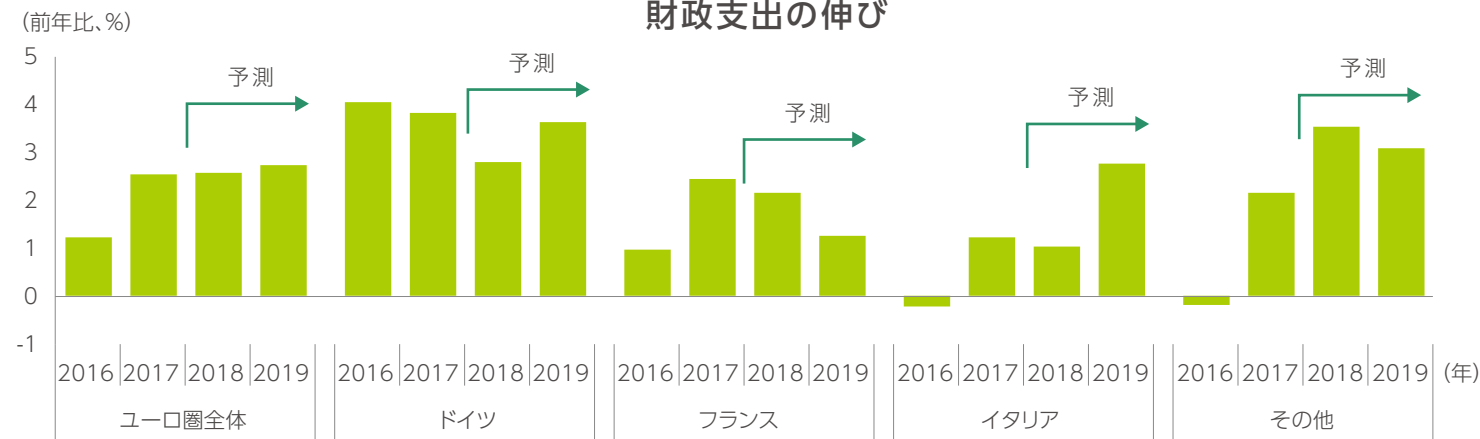
(注) データ期間2017年1-3月期～2018年7-9月期
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

ユーロ圏の物価上昇率



(注1) 消費者物価はHICP。コアは食品とエネルギーを除いた総合。
労働コストは四半期データ
(注2) データ期間2017年1月～2018年11月
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

財政支出の伸び

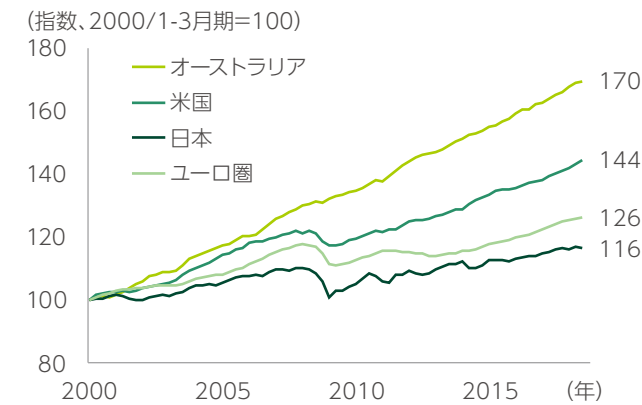


(注1) その他はドイツ、フランス、イタリア以外のユーロ圏の16カ国
(注2) 2018年、2019年はIMFの予測
(出所) IMF(国際通貨基金)の資料を基に三井住友銀行作成

際立つ経済ファンダメンタルズの良好さ

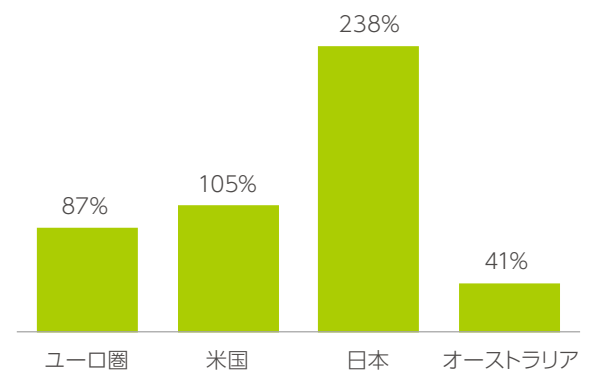
- 各国と比較して、持続的な経済成長ペースや財政面の健全性という観点からは、オーストラリア経済の堅調さは際立ちます。とりわけ、2008年のリーマン・ショック時にも景気への影響が限定的だったことは特筆されます。
- 景気と物価の面からみた政策金利の適正水準は実際の政策金利を大きく上回っています。足元のオーストラリア経済は下振れリスクのある中国経済からの連想で先行き慎重な見方が優勢ですが、景気の拡大基調が続くなかで、RBA(豪準備銀行)の利上げが視野に入る可能性が高いとみられます。

実質GDPの比較(豪、米、日、欧)



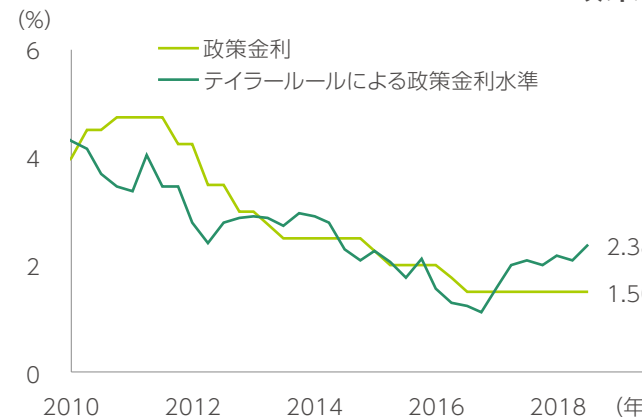
(注) データ期間2000年1-3月期～2018年7-9月期
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

政府債務残高(2017年、対GDP比)



(注) 政府債務はグロス
(出所) IMF(国際通貨基金)の資料を基に三井住友銀行作成

政策金利の推計値

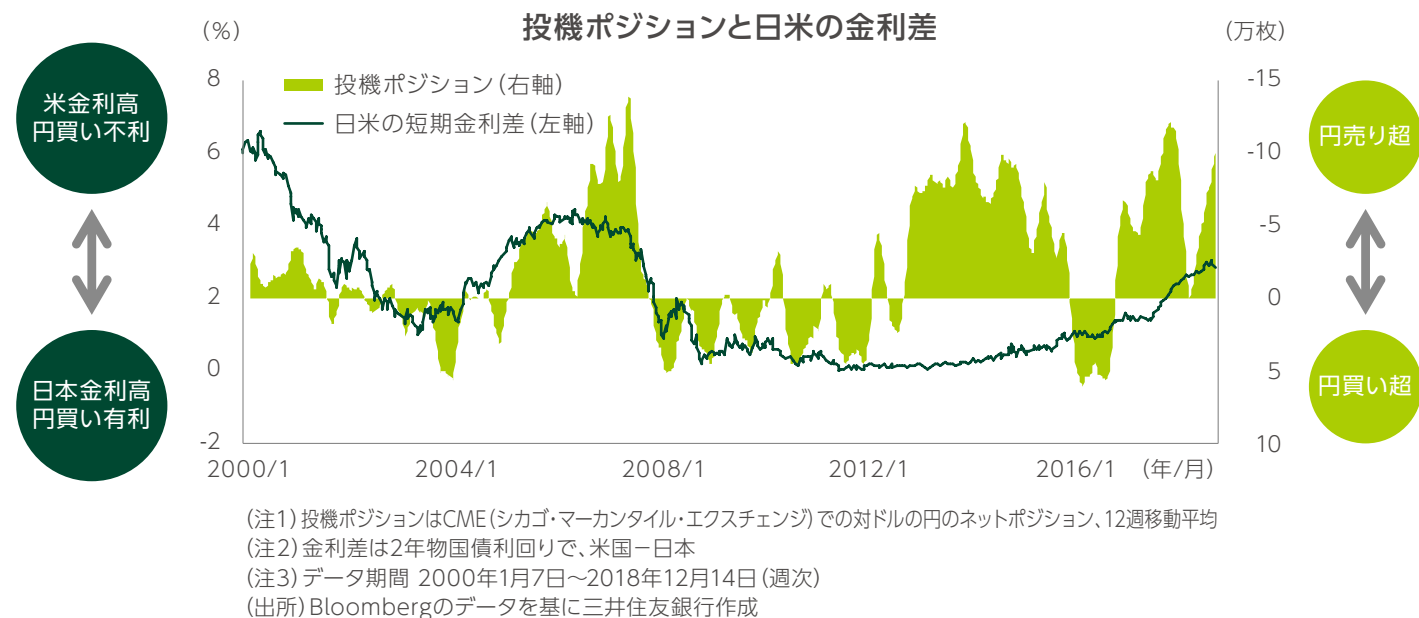
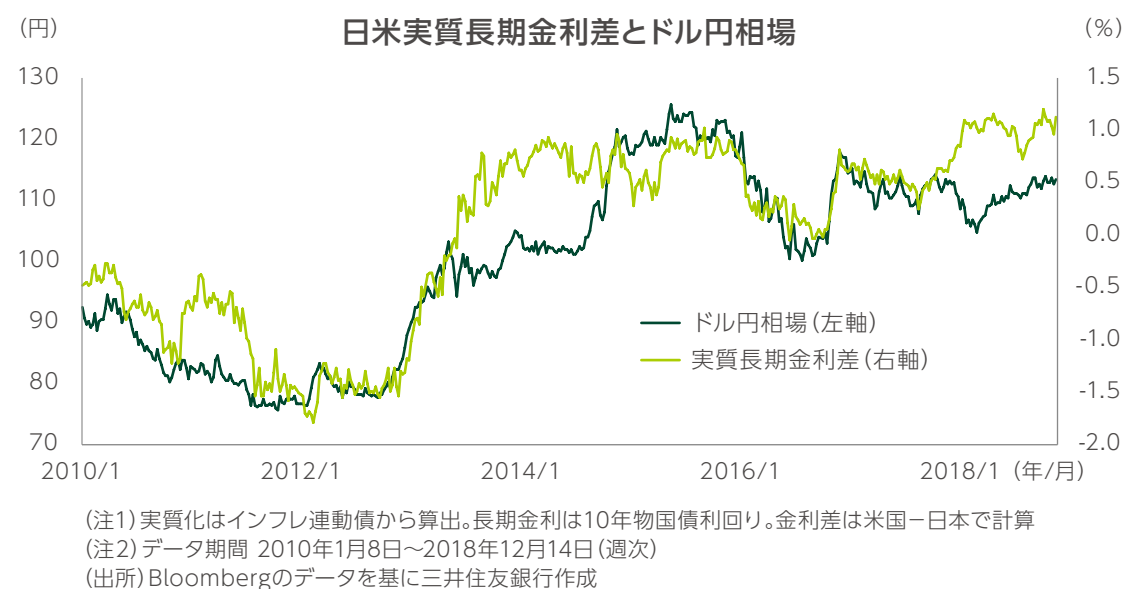


(注) データ期間2010年1-3月期～2018年7-9月期
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

※テイラールール
政策金利=均衡実質金利+インフレ率
+0.5×(インフレ率-インフレ目標)
+1.0×(NAIRU-失業率)
均衡実質金利=1%、インフレ目標=2.5%、NAIRU=5.0%
インフレ率は加重中央値の前年比とトリム平均の前年比の平均
NAIRUはインフレを加速させない失業率

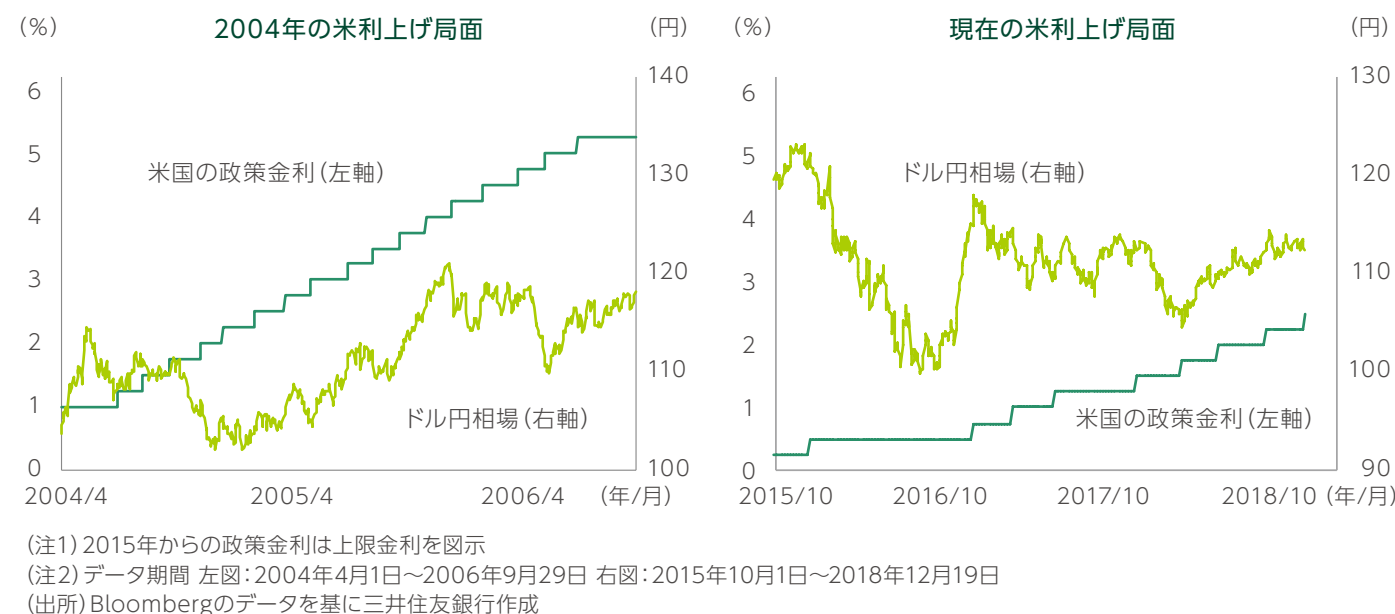
金利差がドル円相場を下支え

- 中長期的なドル円相場のトレンドは、日米の実質長期金利差が大きな影響を与えているとみられます。これは、より高い金利を求めてマネーが移動するとともに、物価上昇による通貨の目減り分も調整されるとの考え方に基づいています。
- 日銀が現行の緩和政策を続けるとみられるため、足元のドル円相場と金利差のかい離がドル円相場に円安圧力としてはたらくとみられます。
- 日米間では短期の金利差（名目ベース）が2%を超えており、ドル保有者が円を買う場合にはマイナスの金利キャリーが生まれます。このため、投機筋が持続的に円買いを仕掛けにくい状況になっています。



日銀が緩和解除封印なら円高転換はない見込み

- 米利上げの早期終了が視野に入った場合、ドル高基調に変化が生じる可能性があります。ただし、基調の変化は利上げが視野に入る欧州通貨等の対ドル相場が中心となり、日銀の緩和政策の長期化が予想される日本円への影響は限定的と予想します。
- 2004年からの利上げの最終段階で円安・ドル高基調が中断し、円高に振れる場面があった理由は、日銀が2006年にゼロ金利解除等の引き締め策に転じたことが考えられます。
- 日米物品協定（TAG）の交渉が円高連想を生むとの警戒感もありますが、米国の重点は日本の輸入拡大や日本の自動車メーカーによる米国生産の拡大等にあるとみられます。
- 為替条項への懸念も、新NAFTA（USMCA）でも現在のルールを再確認する一般的な取り決めにとどまっており、円高誘導を狙ったものが取り決められる可能性は低いとみられます。



日米共同声明 (2018年9月26日)	USMCA(米国・メキシコ・カナダ協定)の為替条項 (2018年9月30日合意)
●日米物品貿易協定(TAG)の交渉を開始 ●協議中は共同声明の精神に反する行動を取らないと確認 ●不公正な貿易慣行に対処するため、日米欧で協力	●米国、メキシコ、カナダの3カ国は以下に努める 市場に基づく為替レートの達成と維持 為替介入を含む競争的な通貨切り下げの自制 経済の基礎的条件を強化にし、マクロ経済と為替レートの安定条件を強化する ●介入実施の場合、相手国に通知し、必要に応じ協議を行う ●通貨安の疑いがあると判断した場合、協議を行い60日以内に解決策を見出す ●解決に至らない場合はIMFに調査を依頼する

（出所）日経新聞報道等より三井住友銀行作成

ECB利上げ先送りリスクで上値の重い展開

- 足元のユーロ安の動きはECB利上げ観測の後退を反映したものとみられます。今後、ユーロ圏の景気減速傾向に歯止めがかかり、英国やイタリアの政治的な不透明感が薄らいでくれば、市場の関心はECBの利上げに戻るとみられます。
- FRB利上げ終了観測と対照的に、ECB利上げが視野に入ることが、ユーロ相場の上昇圧力になると予想しますが、当面、利上げ先送りリスクが意識されてユーロ円相場の上値を抑えるとみられます。
- ただし、ユーロ相場の長期の方向性を決める米独の長期金利差は1ユーロ=1ドル割れのユーロ安を示唆しています。欧州の政治的なリスクが警戒された場合には、金利差からのユーロ安圧力を受けやすくなるとみられます。



(注1) 主要リファイナンス金利のOISレートから求めたもの
(注2) データ期間2018年10月1日～2018年12月19日
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



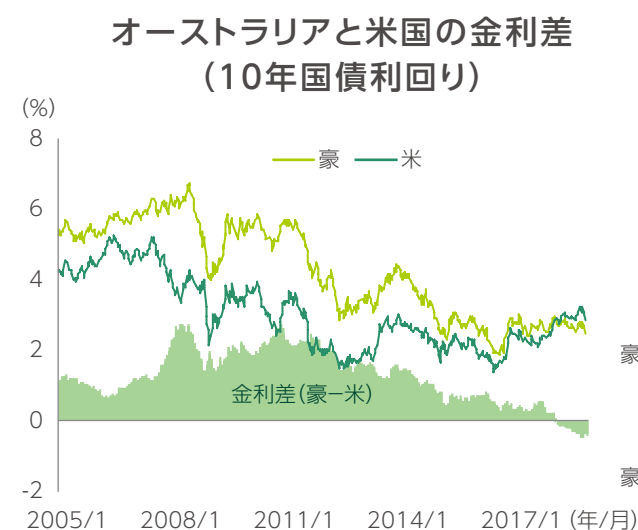
(注1) 金利差は米ドイツ、10年国債利回り、逆目盛
(注2) データ期間2005年1月7日～2018年12月14日 (週次)
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



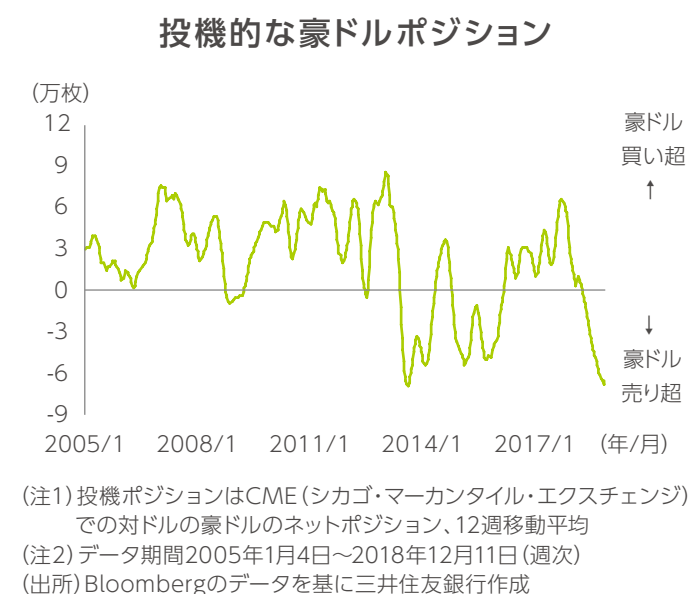
(注) データ期間2005年1月7日～2018年12月14日 (週次)
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

利上げを待つ豪ドル相場

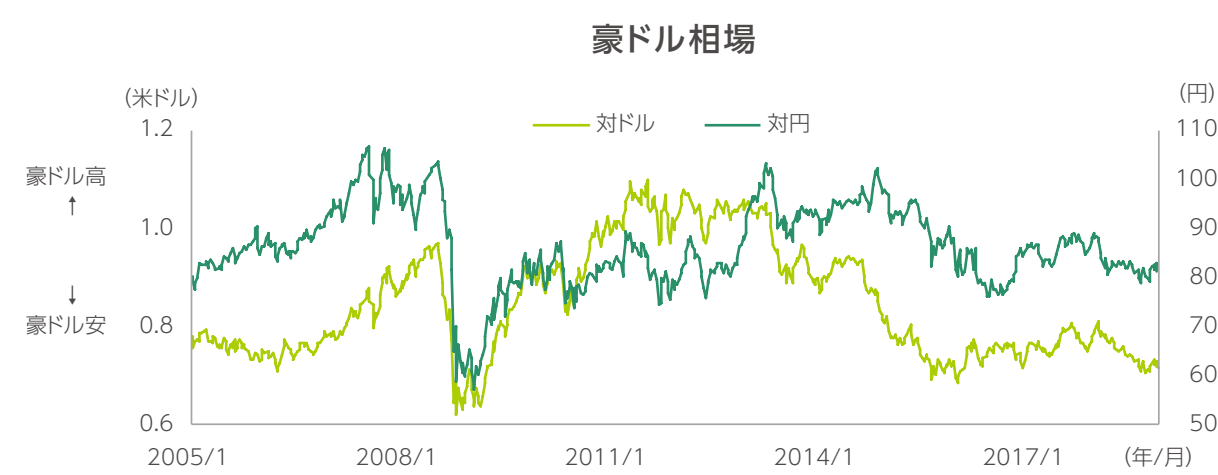
- 米国の長期金利の上昇でオーストラリアと米国の金利差は逆転し、金利差の観点から豪ドルの安値圏での推移が続く状況となっています。
- 豪ドルの投機的とみられるポジションは大幅な売り超となっており、市場では豪ドルの先安観が優勢なことがうかがわれます。
- しかしながら、米中貿易戦争の一段の悪化回避等、海外情勢の変化にともなって豪ドル先安観が変化する可能性があります。売りポジションの圧縮・精算は豪ドル相場を押し上げるとみられ、割安となっている豪ドル水準の調整が進むと予想されます。また、RBA利上げ観測につれて、豪ドル相場には上昇圧力が強まるとみられます。



(注) データ期間2005年1月7日～2018年12月14日 (週次)
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



(注1) 投機ポジションはCME (シカゴ・マーカンタイル・エクスチェンジ)での対ドルの豪ドルのネットポジション、12週移動平均
(注2) データ期間2005年1月4日～2018年12月11日 (週次)
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



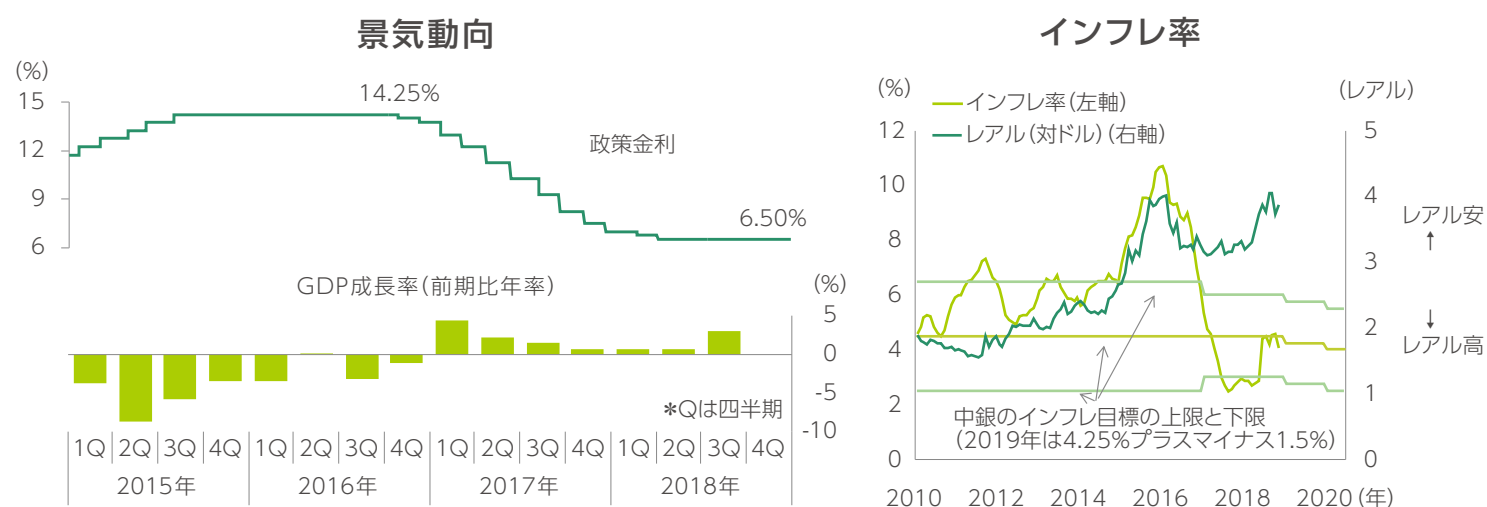
(注) データ期間2005年1月4日～2018年12月14日 (週次)
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

新大統領への政策期待が相場を下支え

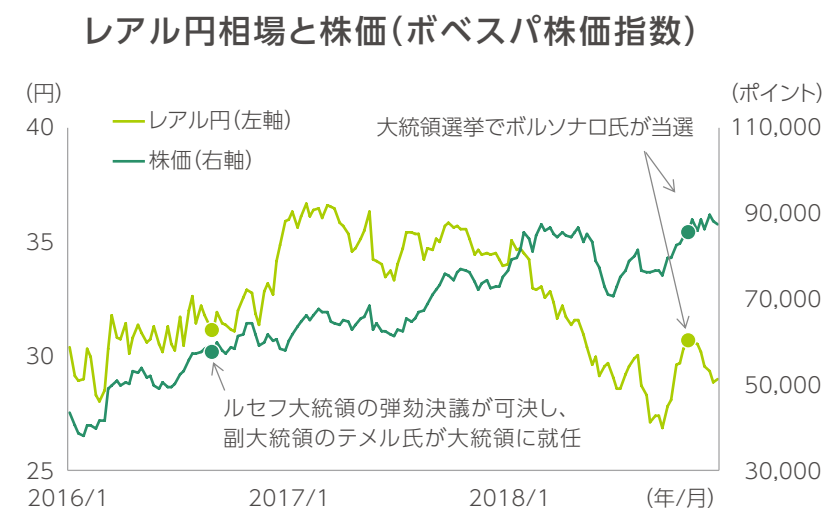
○政治の安定、金融緩和、インフレ率の低下を背景に、景気の局面は停滞から拡大へ変わりつつあります。通貨安の進行にもかかわらず、インフレ率が中央銀行の目標値に低下してきたことで、海外投資家のブラジルへの投資姿勢には変化がみられます。

○1月に就任したボルソナロ新大統領は、自由主義的な考え方を持つとして海外投資家から評価の高いゲジス氏を経済政策の司令塔となる経済相に迎え、財政均衡化の鍵を握る年金改革や国営企業の民営化等を推進するとみられます。

○レアル相場は、回復に向かい始めた景気動向と新大統領の政策運営への期待感が下支えすると予想します。景気拡大が続けば、ブラジル中銀の利上げが視野に入りやすいことも、プラス材料です。ただし、米欧等の海外情勢の不透明感は、相場の上値を抑える材料になりそうです。



（注）データ期間2015年1-3月期～2018年7-9月期。
ただし、政策金利は2018年11月まで月次で図示
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



ボルソナロ大統領のおもな経済政策

経 済	- 中央銀行の独立性維持 - 低所得者層を中心に大幅減税 - 低所得世帯への補助金の拡充
財 政	- 基礎的財政収支を2019年に均衡化させ2020年に黒字を目指す - 国営企業の民営化 - 付加価値税の導入等
年 金	公務員への支給開始年齢の引き上げ等
行 政	- 省庁半減 - 税制の簡素化

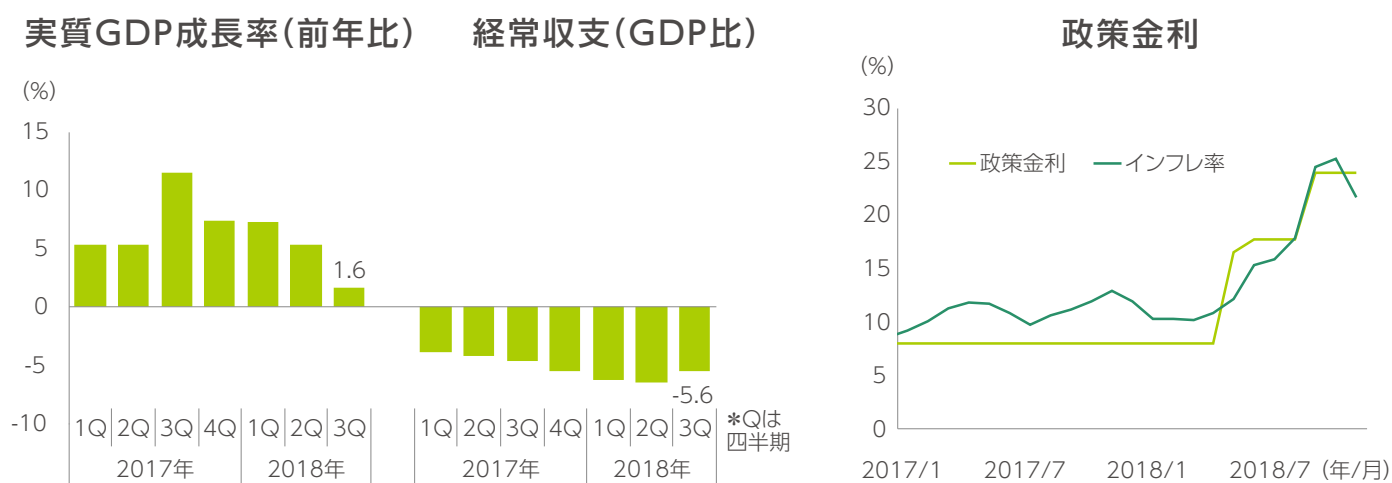
（出所）各種資料を基に三井住友銀行作成

景気回復の足取りの重さがリラ円相場の重石に

○対米関係の悪化とインフレ急上昇を背景にリラ円相場は急落しました。足元では、通貨防衛のための政策金利の大幅な引き上げや対米関係の改善等で、リラ円相場の下落には歯止めがかかりましたが、依然、大幅なリラ安水準での推移が続いています。

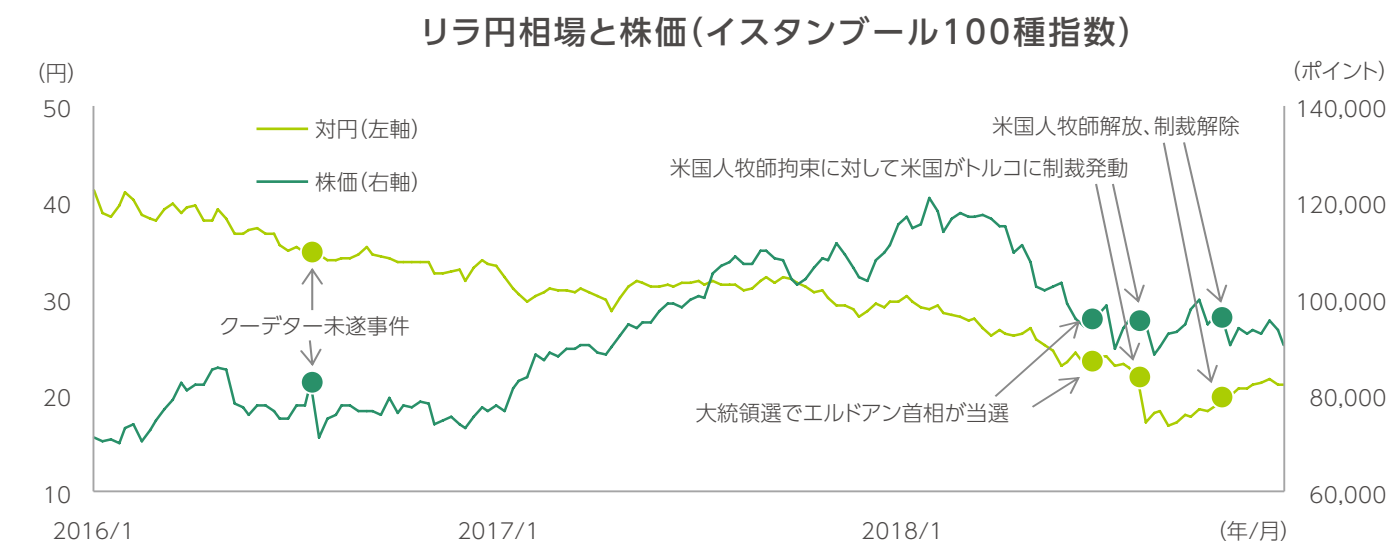
○一方、2018年7-9月期のGDP成長率は前年比1.6%に急低下する等、政策金利の引き上げで景気悪化の兆しが出ています。当面、高金利が景気を悪化させるリスクが高く、これがリラ相場の重石になると予想されます。

○経常収支の赤字は国内資金の海外マネーによるファイナンスの必要性を意味しており、強権的といわれるエルドアン・トルコ大統領の政治姿勢に海外投資家が警戒感を強める場面では、リラ相場が不安定化するリスクがありそうです。



（注）データ期間2017年1-3月期～2018年7-9月期
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

（注1）政策金利は1週間物レポレートで月末値
（注2）データ期間2017年1月～2018年11月
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



（注1）データ期間2016年1月1日～2018年12月14日（週次）
（出所）Bloombergのデータ、各種資料を基に三井住友銀行作成

レパトリ減税にともなう ドル高の持続性

2017年末に導入されたトランプ米政権による税制改革の目玉となる「レパトリ減税」は、米国の多国籍企業が海外に留保している利益や配当金等を本国へ還流（レパトリエーション＝レパトリ）すれば、35%の法人税に対して15.5%（現金）、8.0%（非流動性資産）の優遇措置が受けられるというものです。

米商務省によれば、2018年1-3月期に2,949億ドル、4-6月期に1,695億ドルと上半期だけで4,644億ドルの資金が米国に戻りました。ここ数年間は基調的には四半期ごとに1,000億ドル前後だったことを踏まえると、本国送還への強力な動機づけとなったことがうかがえます（図表1）。

「レパトリ減税」に応じて、米企業では自社株買いや新規投資の動きが出ました。たとえば、米アップル社は向こう5年間で300億ドルを投資し、2万人の新たな雇用を創出すると発表しました。国内に新社屋を建てるほかデータセンターを増設、従業員への賞与としてストックオプションが支給されたとの報道もありました。こうした動きが他企業にも広がれば税収増だけでなく、設備投資や研究開発の増勢や雇用の拡大も期待されます。

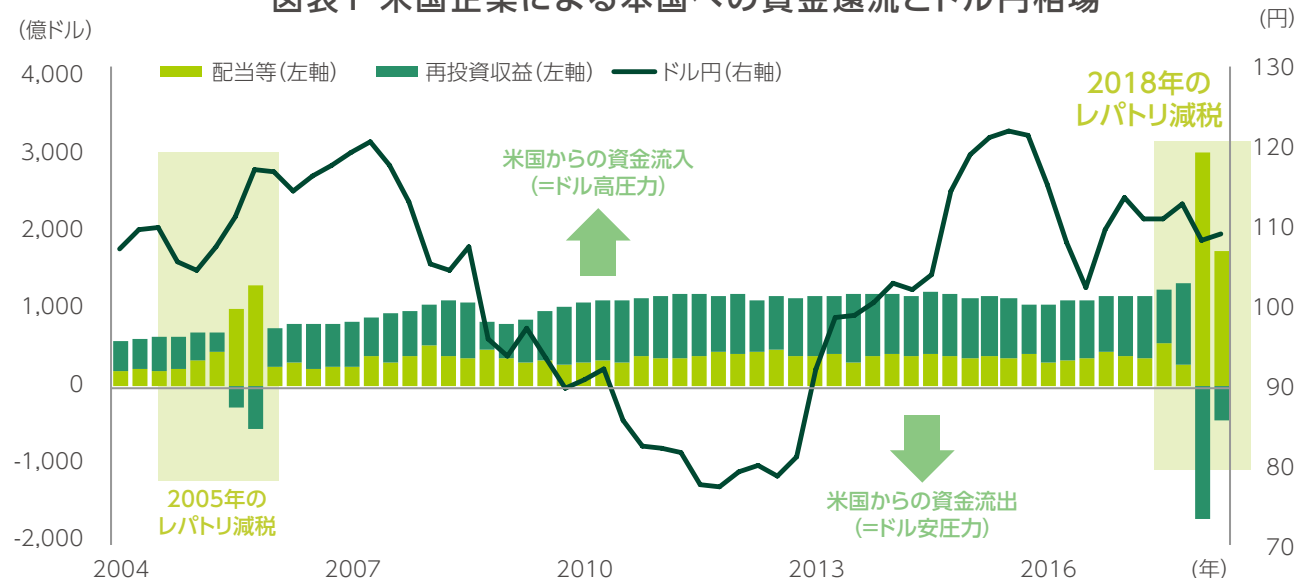
実は、「レパトリ減税」は今回が初めてではなく、ジョージ・W・ブッシュ政権のもと2004年に成立、2005年に実施された「本国投資法（Homeland Investment Act）」でも海外留保利益の還流に対する税率が5.25%まで引き下げられました。その結果、843社の米企業が利用し

約3,600億ドルを超える資金還流を促しました。1ドル＝115円で換算すれば、40兆円を超える資金還流が起こったことになります。

実際、2005年の為替市場はドル高基調が強まり、101円台から121円台まで20円ほどドル高・円安が進行しました。このときの「レパトリ減税」は、①1年間の時限立法であったため、駆け込み需要が発生しやすかった、②前年の2004年にドル安・円高相場が進みその反動が出やすくなっていたことで、資金還流にともなうドル高を誘発しやすかった、ことも要因となった可能性があります。しかしこの間のドル高はレパトリ減税がドル高につながるという市場期待によって助長されたとの側面もあり、どの程度の影響があったかについては、はっきりしていません。

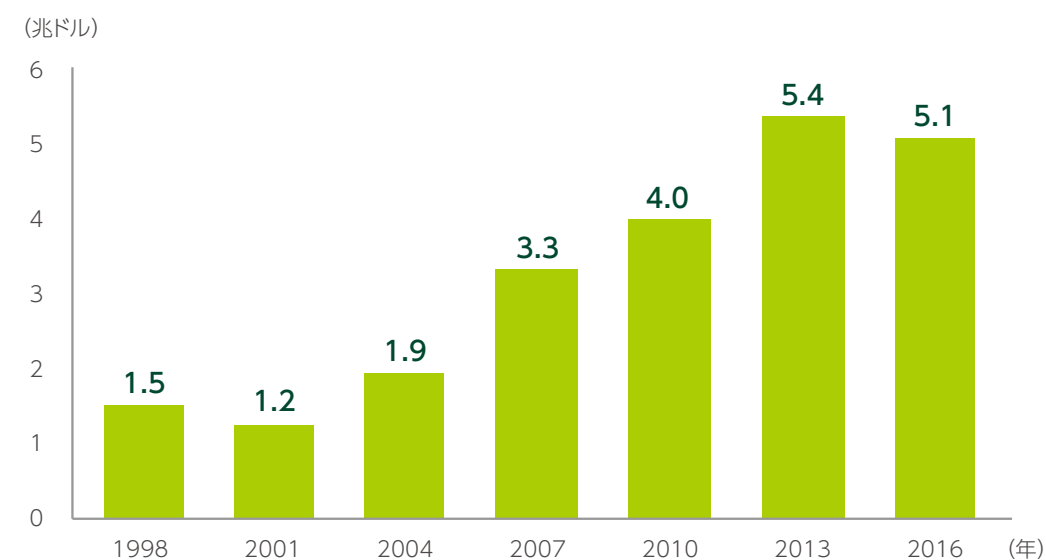
今回のレパトリ減税は恒久化されているため、本国への資金送還を急ぐ必要がありません。また、外国為替市場での1日の取引高は約5兆ドルと、2004年当時（約2兆ドル）とくらべれば市場規模は格段に大きくなっています（図表2）。企業がドル建てで現金や資産を保有しているケースが多い可能性も踏まえると、レパトリでドル高が続くかどうか不確実性をともなうことになります。2018年が年初からドル高・円安基調であったことを鑑みれば、相場の潮目が2019年にはドル安・円高に変わるシナリオも想定しておくべきかもしれません。

図表1 米国企業による本国への資金還流とドル円相場



(注1)ドル円は四半期末値
(注2)データ期間2004年1-3月期～2018年7-9月期
(出所)米商務省、Bloombergのデータを基にSMBC信託銀行作成

図表2 グローバル市場における1日平均の為替取引高



(出所) BIS (国際決済銀行) のデータを基にSMBC信託銀行作成

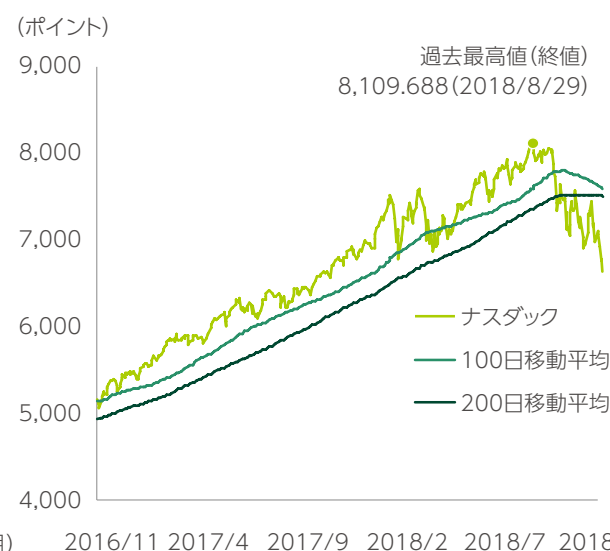
調整局面が長期化

- NYダウは昨年10月に過去最高値を更新しましたが、その後、米長期金利の上昇と米中貿易戦争による企業収益の下振れ懸念が浮上し、調整局面に突入しました。
- とりわけ、ナスダック総合指数での調整は拡大しています。これはITハイテク関連銘柄での高い成長期待に修正が入ったためとみられます。WSTS(世界半導体売上統計)の予測では2019年の世界半導体売上高は前年比2.6%増にとどまる見通しです。
- ただし、次世代移動通信システム(5G)の運用開始や自動車の自動運転の本格化等が見込まれ、半導体の需要には重層的な広がりが期待でき、半導体不況が到来する可能性は低いとみられます。

NYダウ(ダウ工業株30種平均)

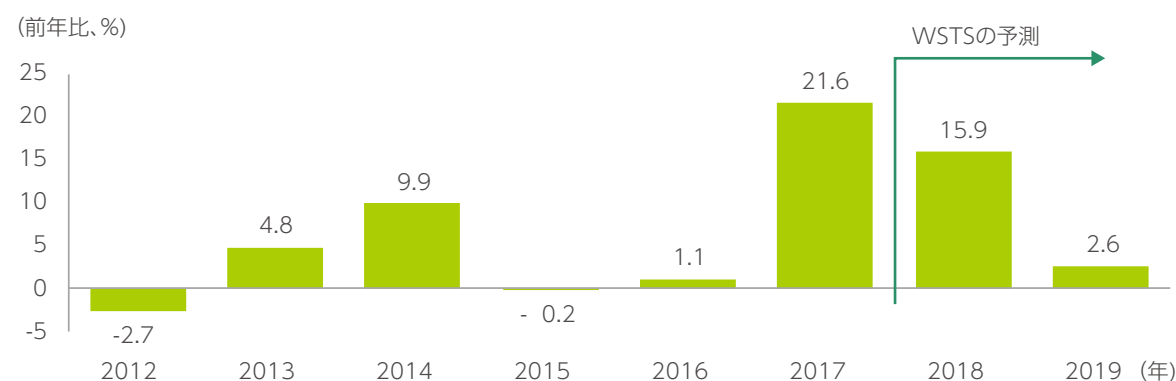


ナスダック総合指数



(注)左図、右図ともにデータ期間2016年11月1日~2018年12月19日
(出所)Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

世界半導体売上高

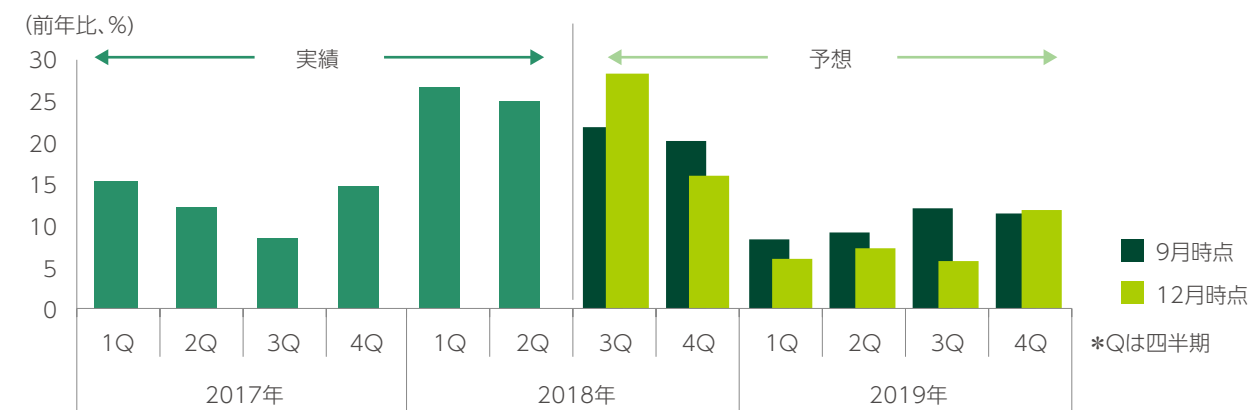


(出所)WSTS(世界半導体市場統計)2018年秋季予測の資料を基に三井住友銀行作成

企業収益の拡大に沿った株高基調へ

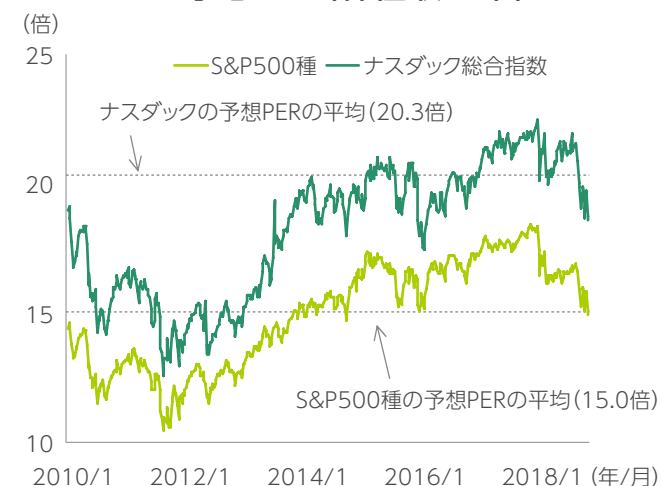
- 2019年は前年比5~10%の増益が見込まれ、企業収益の拡大が株高基調を支えると予想されます。増益率が昨年9月対比で下方修正されたことが、昨年10月からの株価の調整につながった可能性があります。下方修正幅が比較的小さかったことから大幅な株価下落を裏付けることは難しいとみられます。
- 予想PER(企業収益率)は概ね過去平均の水準に低下し、足元の株価水準は割高でも割安でもない状態と考えています。長期金利は株価調整前の水準を下回って低下し、長期金利の上昇で警戒された株式の相対的な割高感は解消されたとみています。
- ただし、2019年もトランプ政権の政策運営をはじめとして、グローバルに政治情勢への不透明感が強く、これが相場のボラティリティの上昇(変動性の高い状況)につながるリスクには警戒が必要とみられます。

企業収益見通し



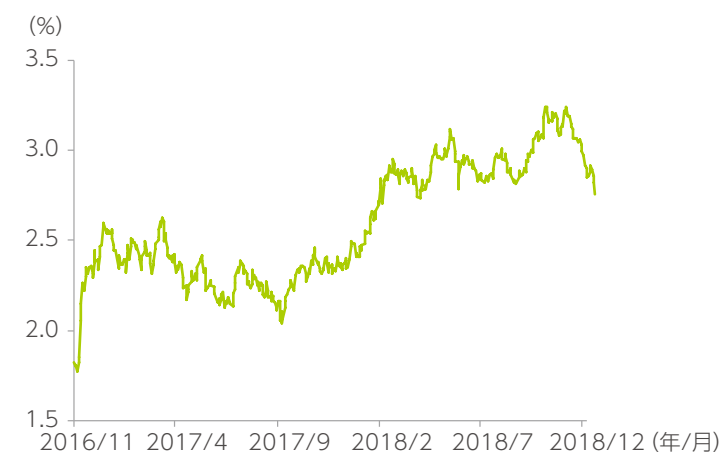
(注)9月13日時点と12月14日時点の比較
(出所)トムソン・ロイター社の資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

予想PER(株価収益率)



(注1) 予想PERの平均は2002年1月4日~2018年11月30日(週次)
(注2) データ期間2010年1月1日~2018年12月13日(週次)
(出所)Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

米10年国債利回り



(注) データ期間2016年11月1日~2018年12月19日
(出所)Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

割安感が目立つ日本株

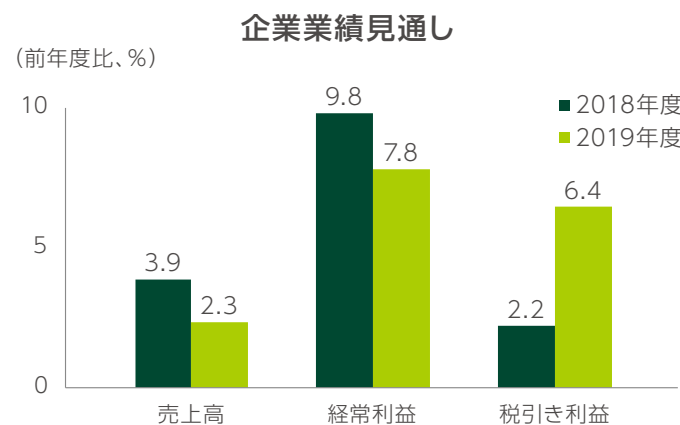
○株価の割高割安を図る尺度となるPER（株価収益率）からは、日本株の割安感が目立ちます。割安に放置されているのは、①海外の政治経済情勢の不透明感を受けて、投資姿勢が慎重化している、②企業収益の下振れリスクに警戒的になっているためとみられます。

○企業収益については、2019年度は経常利益で7.8%、税引き後利益で6.4%の増益が予想されます。日本企業の「稼ぐ力」に投資家の関心が集まれば、日本株への見直し買いが期待できそうです。

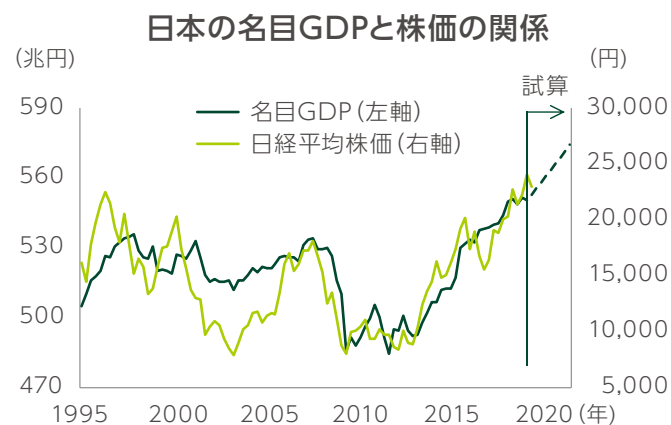
○また、名目GDPと株価は概ね連動して動いており、中長期的な名目成長の拡大にともなって株価の上昇基調が予想されます。



（注）データ期間2005年7月1日～2018年12月14日（週次）
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



（注1）金融を除く時価総額の大きい250銘柄。ただし売上高は卸売も除いたもの
（注2）2018年度と2019年度は12月時点でのSMBC日興証券の予想
（出所）SMBC日興証券の資料を基に三井住友銀行作成

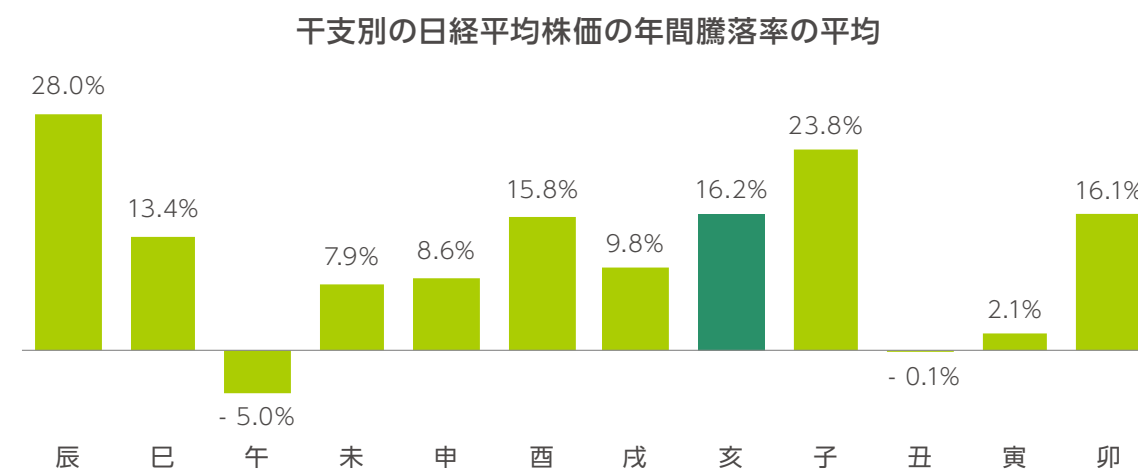


（注）データ期間1995年1-3月期～2018年7-9月期。
2018年10-12月期以降は年率1.9%で延長試算
（出所）内閣府の資料、Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

干支と相場の格言～2020年にかけて日本株式市場に期待

○株式市場には古くから、「辰巳（たつみ）天井、午（うま）尻下がり、未（ひつじ）辛抱、申酉（さるとり）騒ぐ、戌（いぬ）笑い、亥（い）固まる、子（ね）は繁栄、丑（うし）つまずき、寅（とら）千里を走り、卯（うさぎ）跳ねる」という相場格言があります。

○干支別の日経平均株価の年間騰落率の平均をみると、2018年の干支である「戌」から2020年の干支である「子」にかけて、いずれもプラスとなっています。また2020年は東京でオリンピックが開催される年でもあり、一般的にはオリンピック特需が日本経済を下支えすると考えられるため、2020年にかけて日本株式の堅調な推移が期待されます。



（注）1950年から2017年までの騰落率を基に算出
（出所）Bloombergのデータを基に三井アセットマネジメント作成

日本の政治等の日程		
2019年	4月	天皇陛下退位、皇太子さま即位でゴールデンウィーク（GW）は4月27日からの10連休に
	5月	
	6月	G20首脳会議（大阪）
	7月	参議院選挙
	9月	ラグビーワールドカップ（～11月）
2020年	10月	消費税率10%へ引き上げ 即位の礼
	7～8月	東京オリンピック・パラリンピック
2021年	9月	安倍首相の自民党総裁任期の満了
2025年	5月	大阪・関西万博開幕（～11月）
2020年代半ば		統合型リゾート（IR）施設の開業（全国3ヵ所）
2027年		リニア中央新幹線開業予定

（出所）各種報道資料を基に三井住友銀行作成



経済

世界経済

- 減速傾向が続くが、持続可能な潜在成長ペースへ軟着陸
- 米中貿易戦争では一段のエスカレートは回避される見通し
- ただし、金融市場の不安定な動きが企業や家計の支出行動に影響を与えるリスクに留意

金融政策

- 米国：今年2回の利上げで打ち止めを予想するが、早期利上げ終了が意識されやすい状況が続く
- ユーロ圏：10月以降の利上げを予想するが、利上げ先送りリスクがある
- 日本：10月の消費税引き上げ後の景気物価動向に見極めがつくまで利上げは先送り

株式

- 内外の政治経済情勢の不透明感が金融市場の変動性を高める
- 不透明感の後退にともなって株式等のリスク性資産を選好する動きが再開
- 割安感の解消と景気拡大ペースに見合った株価の上昇が期待可能

債券

- 株価の変動性の高さと米短期金利の上昇で、安全資産である国債の相対的な魅力度が上昇
- 慎重な金融政策スタンスとグローバルな金余りが重なり、投資家の債券選好姿勢が継続し、長期金利の上昇は限定的
- ハイイールド債への慎重な投資姿勢は徐々に和らぐ

物価動向

- 先進国を中心に物価の安定基調が継続
- 追加関税による物価への上昇圧力は限定的
- 新興国でも総じて落ち着いた物価推移に
- 原油価格は地政学的リスクの影響を受けるが大きな上昇とはならず、期待インフレ率も高まらない

リスク要因

- 米トランプ政権の政策運営（保護貿易主義と対外強硬路線）
- 欧州政治情勢（英EU離脱や欧州政治の右傾化等）
- 中東情勢の悪化と原油価格の動向
- 中国等の新興国の政治経済情勢

為替

- 金利差はドル高を示唆。市場変動リスクが高まる場面ではリスク回避のドル買いも
- 米利上げ終了が視野に入っても、大規模緩和が続く日本で円高基調に転じるリスクは低い
- 米利上げ終了は新興国通貨には追い風だが、ファンダメンタルズに注目した選別的な新興国通貨への投資姿勢は続く

リート

- 不動産市況は総じて良好
- 利上げが続いた米国では、リーートの相対的な魅力度が低下
- 低金利が続く日本では、株売りの受け皿となり、相対的な魅力度が上昇。インバウンド需要やオリンピック関連投資も追い風

相場予想表

株価	単位	過去1年間		2018年 12月19日	2019年 3月末	2019年 6月末	2019年 9月末	2019年 12月末
		最高値	最低値	現値	中央値	中央値	中央値	中央値
日経平均	円	24,270.62	20,617.86	20,987.92	21,800	21,800	21,800	22,000
NYダウ	ドル	26,828.39	23,323.66	23,323.66	25,500	25,500	25,700	26,000
ユーロ・ストックス	ポイント	404.86	330.97	334.43	350	355	355	360

長期金利	単位	過去1年間		2018年 12月19日	2019年 3月末	2019年 6月末	2019年 9月末	2019年 12月末
		最高値	最低値	現値	中央値	中央値	中央値	中央値
日本国債(10年)	%	0.161	0.024	0.035	0.10	0.10	0.10	0.10
米国国債(10年)	%	3.238	2.406	2.756	2.90	3.00	3.00	3.00
ドイツ国債(10年)	%	0.767	0.232	0.239	0.40	0.50	0.60	0.70

為替	単位	過去1年間		2018年 12月19日	2019年 3月末	2019年 6月末	2019年 9月末	2019年 12月末
		最高値	最低値	現値	中央値	中央値	中央値	中央値
ドル円	円	114.53	104.74	112.48	112	112	110	110
ユーロ円	円	137.25	125.51	127.96	127	128	127	128
豪ドル円	円	88.92	78.87	79.96	85	85	85	85
レアル円*	円	35.01	26.60	28.87	29	31	31	32

政策金利	単位	過去1年間		2018年 12月19日	2019年 3月末	2019年 6月末	2019年 9月末	2019年 12月末
		最高値	最低値	現値	中央値	中央値	中央値	中央値
日銀 (10年国債ターゲット)*	%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
FRB (FFターゲット金利)	%	2.50	1.50	2.50	2.50	2.75	3.00	3.00
ECB (ユーロレボ)	%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25
豪州中銀 (Cashターゲット金利)*	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
ブラジル中銀 (Selicターゲット金利)*	%	7.00	6.50	6.50	6.50	7.00	7.25	7.50

商品	単位	過去1年間		2018年 12月19日	2019年 3月末	2019年 6月末	2019年 9月末	2019年 12月末
		最高値	最低値	現値	中央値	中央値	中央値	中央値
原油(WTI)	ドル	76.41	46.24	47.20	60	60	60	60

(注1) ※がついた数値は参考値です
(注2) 原油価格(WTI)は、三井住友アセットマネジメントの経済見通し策定の際の前提値を掲載しています
(出所)三井住友アセットマネジメント

(出所)三井住友アセットマネジメントの資料を基に三井住友銀行作成

2019年の重要スケジュール

1月	日本	海外
	7日 昭和天皇死去30年の式典祭 米国との物品貿易協定 (TAG) の協議開始 28日 通常国会召集[観測] 月内 日露首脳会談 (安倍首相のロシア訪問)	1日 ボルソナロ・ブラジル大統領の就任 22-25日 ダボス会議 (世界経済フォーラム年次総会) 21日まで 英議会で英EU離脱協定の採択 月内 米、一般教書演説 1-2月 米朝首脳会談[観測]
2月	日本	海外
	24日 辺野古移設賛否を問う沖縄県民投票	月内 パウエルFRB議長議会証言 月内 米、予算教書
3月	日本	海外
		1日 米中貿易協定の期限 (決裂なら米国は2,000億ドルの 対中制裁の追加関税率を10%から25%へ引き上げ) 21-22日 欧州首脳会議 29日 英がEUから離脱予定 月内 中国全人代 (全国人民代表大会) 月内 米、債務上限引き上げ期限
4月	日本	海外
	7、21日 統一地方選挙 27日～ GWが5/6まで10連休に 30日 天皇陛下退位の儀式	月内 米財務省の為替報告書の公表 月内 IMF世界経済見通しの発表
5月	日本	海外
	1日 皇太子さま即位・改元 3日 イラン産原油の禁輸制裁の猶予期限	23-26日 欧州議会選挙 5月まで インド下院選挙
6月	日本	海外
	8-9日 G20財務相・中央銀行総裁会議 (福岡) 28-29日 G20首脳会議 (大阪) 月内 トランプ米大統領来日 [5月の観測もある]	
7月	日本	海外
	21日 参議院選挙 [観測]	月内 G7首脳会議 (フランス) 月内 パウエルFRB議長議会証言
8月	日本	海外
	28-30日 アフリカ開発会議 (横浜)	下旬 米カンザスシティ連銀主催の経済シンポジウム (ジャクソンホール会合)
9月	日本	海外
	20日 ラグビー・ワールドカップ (～11月2日)	
10月	日本	海外
	1日 消費税率10%に引き上げ 22日 即位の礼 10月以降 憲法改正の国会発議 [観測]	31日 ドラギ ECB総裁の任期満了 31日 ユンケル欧州委員長の任期満了 月内 米財務省の為替報告書の公表 月内 IMF世界経済見通しの発表
11月	日本	海外
		11月まで オーストラリア上下院選挙 [5月実施の観測あり]
12月	日本	海外
	下旬 2020年度予算案・税制改正大綱の決定	

金融政策決定会合の日程

日銀 1/22-23※ 3/14-15 4/24-25※ 6/19-20 7/29-30※ 9/18-19 10/30-31※ 12/18-19
FRB 1/29-30 3/19-20※ 4/30-5/1 6/18-19※ 7/30-31 9/17-18※ 10/29-30 12/10-11※
ECB 1/24 3/7※ 4/10 6/6※ 7/25 9/12※ 10/24 12/12※

※は、日銀は展望レポート、FRBは景気・物価・政策金利見通し、ECBはスタッフ経済見通しの発表がある会合を示す

(出所) 各種資料を基に三井住友銀行作成

株式 コラム SMBC日興証券

相場格言

『思い入れ違い時は、早手仕舞い、
行き付けを見るべし』

『弱気の理、世にあらわれ出れば
皆弱気、何時にても買いの種蒔け』

『辰巳天井、午尻下がり、未辛抱、
申酉騒ぐ、戌笑い、亥固まる、子は繁栄、
丑つまずき、寅千里を走り、卯跳ねる』

2018年も波乱の1年となりました。

良好な経済のさらなる伸長に対する期待を背景に堅調に始まった株式市場でしたが、米金利上昇をきっかけに、ヘッジファンド等のプログラム売りに押される形で、高値から14%も下落。企業決算発表での好調な企業業績に支えられ、株価は回復しましたが、その後も米中通商協議の動向に一喜一憂される展開が継続。米中間選挙に向けては日経平均は年初来高値を更新するも、米中通商協議の激化を背景とした企業業績に慎重な見方が増える中で、株価は年末にかけて調整色を強めています。

特に、秋口以降は、本邦企業の中間決算発表に併せて通期の業績の上方修正が期待されていたにもかかわらず、結果として通期の会社営業利益を修正した408社のうち、下方修正した企業数は227社と55.6%の企業が先行きのスローダウンを見込んでいるという結果になりました。

『思い入れ違い時は、早手仕舞い、行き付けを見るべし』という相場格言は、予想が大きく外れたならば、早々にいったん手仕舞ったうえで、動向を見極めることが重要であるということを指しています。

まさに、年明けはそういうタイミングなのかもしれません。もちろん相場ですから、大きく下がった時は買い戻され、上がってくれば、売りに押されるということを繰り返すことが考えられます。おおよそ、2018年2月に見られた株価の急落も、2月月初に始まり、3月26日に底打ちしており、約50日間の調整でした。こうした短期的な調整は、米中通商交渉や英国のEU離脱交渉等を材料に、今後も出現する可能性は高いと考えられますが、現時点において金融システムを揺るがすような大規模な株価調整につながる材料は見当たりません。

大切なことは、相場がこう着状態に陥り、先行き不安等に押されるような局面になっても、同様に冷静に企業の業績の先行きと相場の方向性を見つめることであると考えます。

『弱気の理、世にあらわれ出れば皆弱気、何時にても買いの種蒔け』

市場が弱気ムードに陥るときでも、各企業は地道に努力をしている訳ですから、今後の成長を見極めることができれば、安く投資を実現することも可能です。まさに『…何時にても買いの種蒔け』ですので、2019年に向けてしっかりと種蒔きの準備をしておくことが重要になるのかもしれません。

『辰巳天井、午尻下がり、未辛抱、申酉騒ぐ、戌笑い、亥固まる、子は繁栄、丑つまずき、寅千里を走り、卯跳ねる』

来年は、「亥」。じっと見つめて判断し、次の行動に移すには絶好の時なのかもしれません。

はじめに

経済環境

主要トピックス

新時代への
インフラ投資

経済環境

マーケット動向

改正制

運守用

事項意

2019年度税制改正大綱のポイント

お客さまの資産や所得に関係の深い改正を中心に解説しています。

税理士法人 山田＆パートナーズの資料を基に三井住友銀行作成

資産課税

個人事業者の事業用資産に係る納税猶予制度の創設

■改正の概要

個人事業者の事業承継税制が10年間の時限措置として新たに創設されます。

認定相続人・受贈者が、青色申告の承認を受けていた個人事業者から、相続等または贈与によりその個人事業者の事業の用に供されていた「特定事業用資産」を取得し、事業を継続していく場合には、その取得した特定事業用資産の課税価格に対応する相続税または贈与税の全額について、その納税が猶予されます。

■改正のポイント

- ・2019年1月1日から2028年12月31日までの時限措置です。
- ・非上場株式等に係る納税猶予制度の特例に準じた制度です。
- ・相続のみならず生前贈与にも適用が可能であり、税額の猶予割合はともに100%とされます。
- ・宅地以外にも、事業用の建物および一定の減価償却資産が制度の対象となります。
- ・相続税の納税猶予制度は、現行措置（特定事業用宅地等の小規模宅地等の特例）との選択適用となります。
- ・認定受贈者が贈与者の推定相続人以外の方であっても、相続時精算課税制度の適用が可能となります。

■相続税の納税猶予制度の概要

項目	内容
納税猶予対象資産（特定事業用資産）	被相続人の事業（ 不動産貸付事業等を除く ）の用に供されていた次の資産 ①土地（面積400㎡までの部分に限る） ②建物（床面積800㎡までの部分に限る） ③建物以外の一定の減価償却資産（※1）で、青色申告書に添付される貸借対照表に計上されているもの
納税猶予額	①担保提供を条件に、特定事業用資産の課税価格（※2）に対応する相続税の 全額 を猶予 ②猶予税額の計算方法は非上場株式等についての相続税の納税猶予制度の特例と同様
被相続人の要件	相続開始前に青色申告の承認を受けていること
相続人の要件	①認定相続人（承継計画に記載された後継者であって、経営承継円滑化法の認定を受けた人）であること ②相続開始後に青色申告の承認を受けていること
承継計画の提出	2019年4月1日から2024年3月31日までの間に 都道府県に対して承継計画（※3）の提出が必要
猶予税額の納付	①特定事業用資産に係る事業を廃止した場合等には、猶予税額の全額を納付（※4） ②特定事業用資産の譲渡等をした場合には、譲渡等をした部分に対応する猶予税額を納付（※4）
猶予税額の免除	①認定相続人が死亡の時まで特定事業用資産を保有し、事業を継続した場合等は 全額 を免除 ②経営環境の変化を示す一定の要件を満たす場合において、特定事業用資産の一括譲渡等を行うときは 一部 を免除
特定事業用資産の現物出資	相続税の申告期限から5年経過後に特定事業用資産を現物出資し、会社を設立した場合において、認定相続人がその会社の株式等を保有していることその他一定の要件を満たすときは、納税猶予を 継続
継続届出書の提出	税務署長に対し相続税の 申告期限から3年ごとに 継続届出書の提出が必要
小規模宅地等の特例の適用	特定事業用宅地等に係る小規模宅地等の特例との併用は 不可

- （※1）固定資産税の課税対象となっているもの、または営業用として自動車税もしくは軽自動車税の課税対象となっているもの、その他これらに準ずるものに限る。
- （※2）被相続人に債務がある場合には特定事業用資産の価額からその債務の額（明らかに事業用でない債務の額を除く）を控除した額を猶予税額の計算の基礎とする。
- （※3）認定経営革新等支援機関の指導および助言を受けて作成された特定事業用資産の承継前後の経営見通し等が記載された計画をいう。
- （※4）猶予税額の全部または一部を納付する場合には、その納付税額について法定申告期限からの利子税を併せて納付 原則：年3.6%（利子税の特例を適用した場合には2019年は0.7%となる）。

©2018 Yamada & Partners All rights reserved. 内容につきましては、「平成31年度税制改正大綱」（2018年12月14日与党公表）に基づき、情報の定される場合もありますのでご注意ください。

民法改正にともなう所要の処置

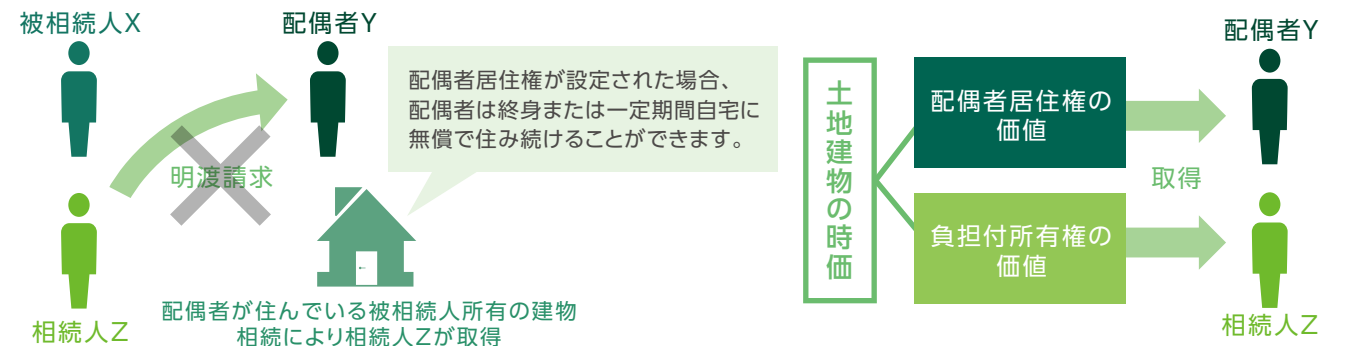
配偶者居住権に関する税務上の取扱

■改正の概要

「民法および家事事件手続法の一部を改正する法律」（2018年7月公布）において、配偶者居住権が創設されたことにともない、相続税等における配偶者居住権の評価方法等の取扱が定められます。

■配偶者居住権とは

- ・配偶者居住権とは、配偶者が相続開始時に居住していた被相続人所有の建物について、終身または一定の期間、無償で使用し続ける権利のことをいいます。
- ・配偶者居住権は、①遺産分割協議、②遺贈（死因贈与を含む）、③家庭裁判所の審判にいずれかの方法により取得することができます。
- ・配偶者居住権を第三者に譲渡することは認められません。
- ・配偶者居住権は配偶者の死亡により消滅します。
- ・配偶者短期居住権（相続開始時から少なくとも6ヵ月間は自宅に無償で住み続ける権利）も創設されました。



所得課税

空き家に係る譲渡所得の特別控除の拡充・延長

■改正の概要

被相続人が老人ホーム等に入所したことにより、被相続人の居住用不動産が相続開始直前において空き家となっていた場合、改正前では居住要件に抵触し、空き家に係る譲渡所得の3,000万円特別控除の特例は適用できませんでしたが、改正案では**以下の追加要件その他一定の要件を満たす**場合に限り、相続開始直前において被相続人の居住の用に供されていたものとして、同特例の適用が可能となります。

適用要件		内容
居住用家屋	居住要件 (対象追加)	次の①および②の要件その他一定の要件を満たす場合も、被相続人の居住の用に供されていたものとする ①被相続人について ・介護保険法に規定する要介護認定等を受けていること ・相続開始直前まで老人ホーム等に入所していたこと ②被相続人の居住用家屋について、 被相続人が老人ホーム等に入所した時から相続開始直前まで 、 ・ 被相続人による一定の使用 がなされていること ・事業の用、貸付けの用、被相続人以外の人の居住の用に供されていたことがないこと

【参考】空き家に係る譲渡所得の3,000万円特別控除の特例の適用要件（既存の要件）

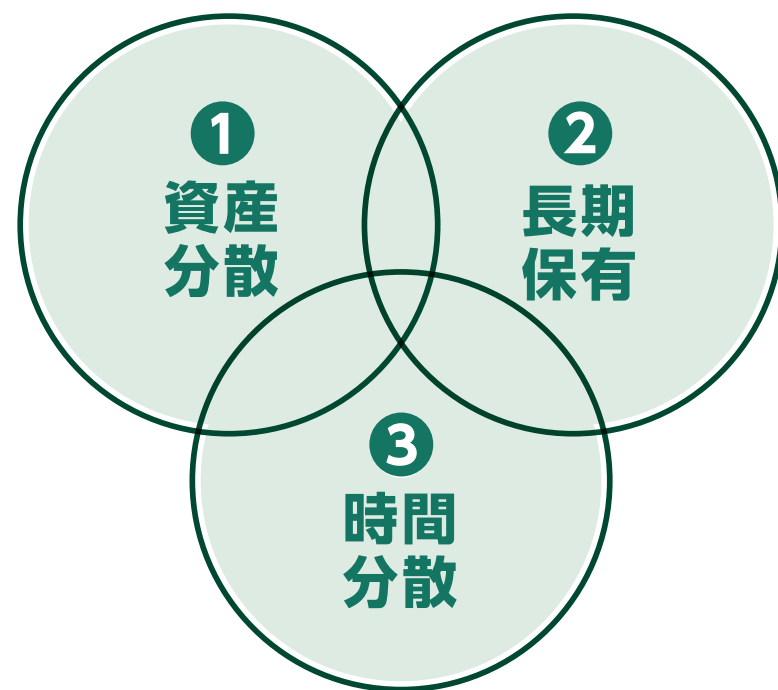
適用要件		内容
居住用家屋	居住要件	① 相続開始直前において被相続人の居住の用に供されていたこと ②相続開始直前において被相続人以外に居住していた人がいないこと
	家屋	1981年5月31日以前に建築された家屋（区分所有建物を除く）であること
譲渡の内容	対象となる譲渡	・被相続人の居住用家屋の譲渡または被相続人の居住用家屋およびその敷地等の譲渡であること ※居住用家屋は①および②の要件、居住用家屋の敷地等は①の要件を満たすものに限る ①相続の時から譲渡の時まで事業の用、貸付けの用または居住の用に供されていたことがないこと ②譲渡の時に一定の耐震基準を満たすものであること ・被相続人の居住用家屋を除却した後におけるその敷地等の譲渡であること ※居住用家屋は相続発生時から除却時まで、居住用家屋の敷地等は相続発生時から譲渡時まで、事業の用、貸付けの用または居住の用に供されていたことがないものに限る
	譲渡時期	相続時から相続開始日以後3年を経過する日の属する年の12月31日までの譲渡であること
	譲渡金額制限	譲渡価額が1億円以下であること （相続人所有の家屋・土地等が、被相続人の家屋と一体で被相続人の居住の用に供されていた場合には、相続人所有部分の譲渡額との合計が1億円以下であること）

提供を目的として、一般的な概要をまとめたものです。そのため、今後国会に提出される予定の法案等において本資料に記載した内容とは異なる内容が制

「守る」運用とは？

「守る」運用とは、①**資産分散**によるリスクの分散、②**長期保有**による**安定成長**、③**時間分散**による**効率的な運用**の3つの運用方法を、環境の変化やお客さまご自身のお考え等をおうかがいしながら、お客さまの資産を安定的に守り育てていく資産運用のことをいいます。

三井住友銀行では、マーケット動向や経済の環境変化等をご説明しながら、お客さまのライフステージやニーズの変化にあわせて、この3つの資産運用をご提案いたします。



環境の変化

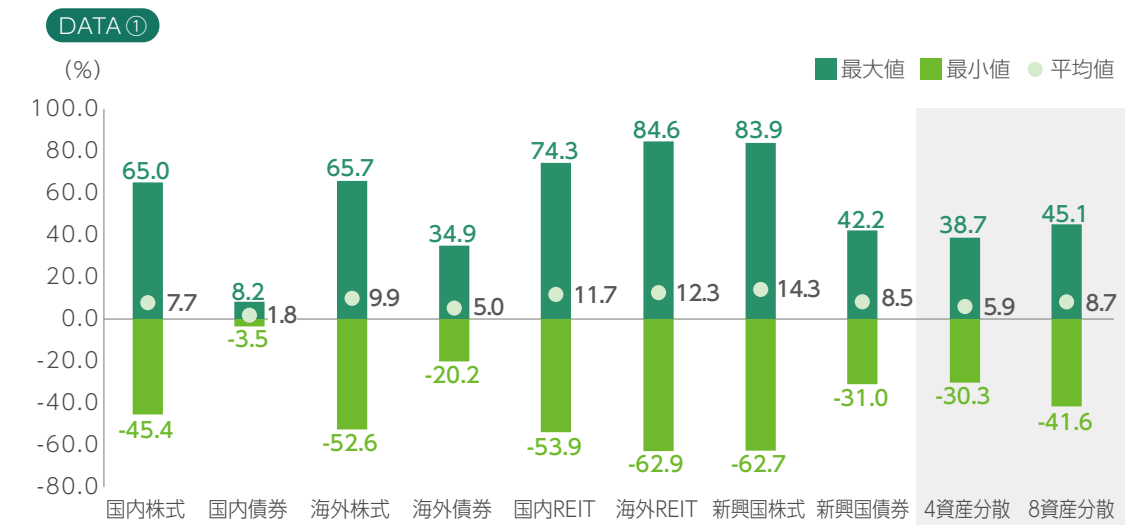
低金利
物価上昇
長寿社会
低成長

ライフプランの変化

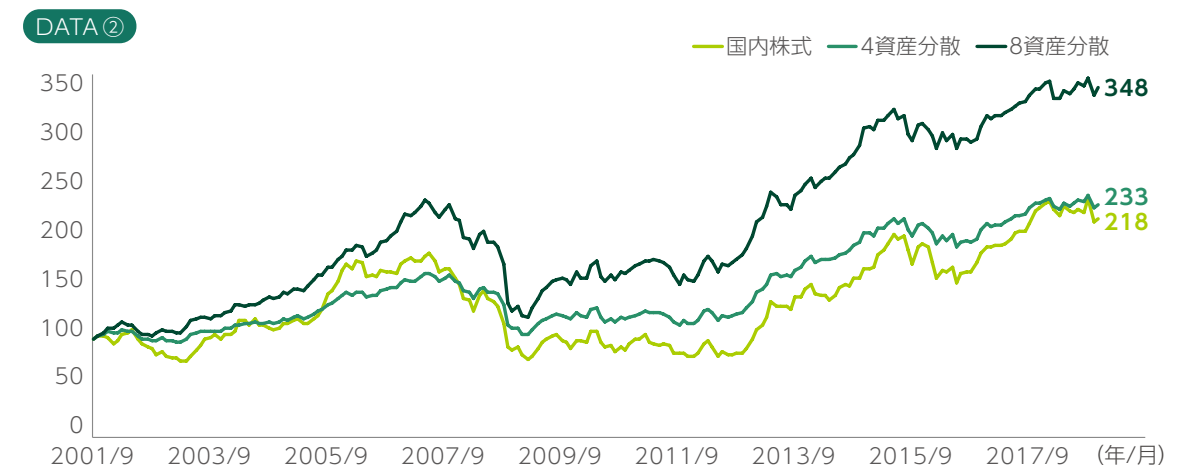
結婚
退職
子どもの独立
介護
相続

① 資産分散 さまざまな資産への分散投資により リスクの軽減が期待できます

各資産クラスと分散投資(4資産、8資産)に
1年間投資した場合の収益率の最大値・最小値・平均値
2001年10月～2018年11月(単位%、年率)



国内株式と分散投資(4資産、8資産)の実績
2001年10月～2018年11月



※2001年9月末を100としています
※費用・税金等は一切考慮していません
※利息・配当等は再投資したものと計算しています

(DATA①②出所) Copyright ©2018 Ibbotson Associates Japan, Inc. 国内株式:配当込みTOPIX、海外株式:MSCIコクサイ(グロス、円ベース)、新興国株式:MSCIエマージング(グロス、円ベース) 国内債券:野村BPI総合、海外債券:FTSE世界国債(除く日本、円ベース)、新興国債券:JPモルガン EMBI Global (円ベース)、国内REIT:配当込み東証REIT指数、海外REIT:S&P先進国REIT(除く日本、円ベース)
4資産分散ポートフォリオ:国内株式、海外株式、国内債券、海外債券の4資産に均等割合で投資したポートフォリオ、毎月末リバランス 8資産分散ポートフォリオ:国内株式、海外株式、国内債券、海外債券、新興国株式、新興国債券、国内REIT、海外REITの8資産に均等割合で投資したポートフォリオ、毎月末リバランス

2

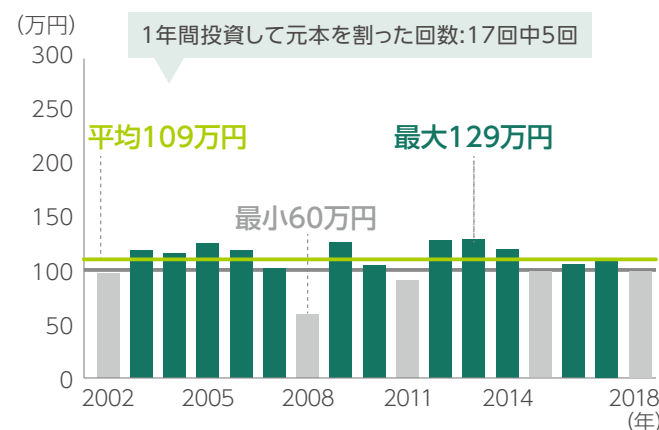
長期
保有

運用期間が長いほど、投資元本の
100万円を下回る回数が減っており、
投資資産の成長が期待できます

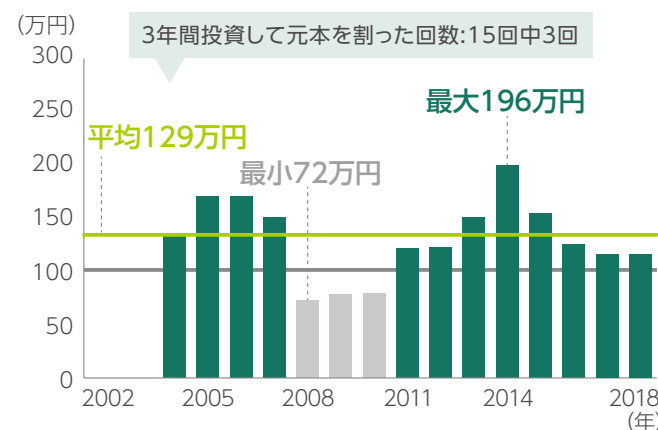
8資産分散ポートフォリオの長期投資の効果

DATA①

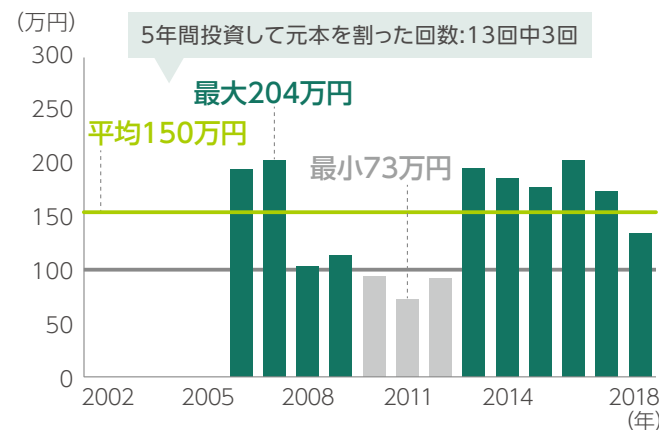
100万円を1年間運用した結果



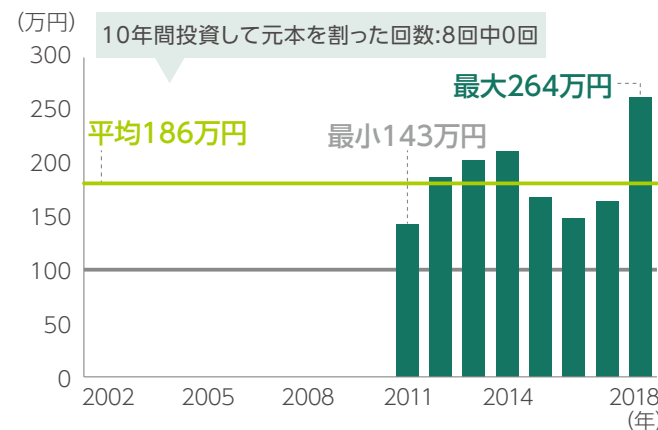
100万円を3年間運用した結果



100万円を5年間運用した結果



100万円を10年間運用した結果



※費用・税金等は一切考慮していません
利息・配当等は再投資したものと計算しています
※2018年は11月末までのデータを使用しています

分散投資をすることで
安定的なリターンが期待できます

各資産クラス(8資産+定期預金)と8資産分散投資の年次リターン順位表

2009年～2018年

DATA②

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (年)	
第1位	新興国株式 83.9%	国内REIT 34.1%	新興国債券 2.9%	国内REIT 41.0%	海外株式 54.8%	海外REIT 41.8%	国内株式 12.1%	国内REIT 9.9%	新興国株式 33.0%	国内REIT 13.2%	毎年1位の資産 に投資できた場合 約14.6倍
第2位	海外REIT 39.6%	海外REIT 5.8%	国内債券 1.9%	海外REIT 38.7%	国内株式 54.4%	国内REIT 29.7%	海外REIT 2.1%	新興国株式 8.2%	国内株式 22.2%	海外REIT 1.6%	
第3位	海外株式 37.7%	新興国株式 3.8%	海外債券 0.2%	新興国株式 33.3%	国内REIT 41.1%	海外株式 21.4%	新興国債券 1.6%	新興国債券 6.8%	海外株式 18.7%	海外株式 0.7%	
第4位	新興国債券 31.6%	8資産分散 3.6%	定期預金 0.1%	新興国債券 33.2%	8資産分散 28.8%	新興国債券 20.4%	国内債券 1.1%	海外株式 5.4%	8資産分散 9.9%	国内債券 0.2%	8資産 ・国内株式 ・海外株式 ・国内債券 ・海外債券 ・新興国株式 ・新興国債券 ・国内REIT ・海外REIT に均等に分散投資 した場合 約2.6倍
第5位	8資産分散 26.1%	国内債券 2.4%	海外REIT -2.0%	海外株式 31.9%	海外REIT 24.3%	8資産分散 19.3%	定期預金 0.1%	8資産分散 4.7%	海外REIT 5.7%	定期預金 0.0%	
第6位	国内株式 7.6%	国内株式 1.0%	8資産分散 -8.4%	8資産分散 27.6%	海外債券 22.7%	海外債券 16.4%	8資産分散 -0.8%	海外REIT 3.1%	新興国債券 5.6%	8資産分散 -1.2%	
第7位	海外債券 7.4%	定期預金 0.1%	海外株式 -8.9%	国内株式 20.9%	新興国株式 18.8%	新興国株式 12.0%	海外株式 -0.9%	国内債券 3.0%	海外債券 4.7%	海外債券 -3.0%	毎年10位の資産 に投資してしまった 場合 約0.5倍(5割減)
第8位	国内REIT 6.2%	新興国債券 -2.4%	国内株式 -17.0%	海外債券 20.4%	新興国債券 13.6%	国内株式 10.3%	海外債券 -4.5%	国内株式 0.3%	国内債券 0.2%	新興国債券 -5.2%	
第9位	国内債券 1.4%	海外株式 -2.4%	国内REIT -22.2%	国内債券 1.9%	国内債券 2.0%	国内債券 4.2%	国内REIT -4.8%	定期預金 0.0%	定期預金 0.0%	国内株式 -6.4%	
第10位	定期預金 0.2%	海外債券 -12.7%	新興国株式 -22.4%	定期預金 0.1%	定期預金 0.1%	定期預金 0.1%	新興国株式 -14.3%	海外債券 -3.0%	国内REIT -6.8%	新興国株式 -11.3%	

※運用関連コスト・税金等は一切考慮していません
利息・配当等は再投資したものと計算しています
※2018年については定期預金は10月末まで、その他の8資産および8資産分散のリターンは11月末までのデータを使用しています

(DATA①②出所) Copyright ©2018 Ibbotson Associates Japan, Inc. 国内株式：配当込みTOPIX、海外株式：MSCIコクサイ(グロス、新興国債券：JPモルガン EMBI Global (円ベース)、国内REIT：配当込み東証REIT指数、海外REIT：S&P先進国REIT (除く日本、8資産分散ポートフォリオ：国内株式、海外株式、国内債券、海外債券、新興国株式、新興国債券、国内REIT、海外REITの8資産に

円ベース)、新興国株式：MSCIエマージング(グロス、円ベース)、国内債券：野村BPI総合、海外債券：FTSE世界国債(除く日本、円ベース)、定期預金：銀行定期預金(1年物)均等割合で投資したポートフォリオ、毎月末リバランス

はじめに

経済環境
マクロ

主要トピックス

インフラ投資
新時代への

経済環境
マクロ

マーケット動向

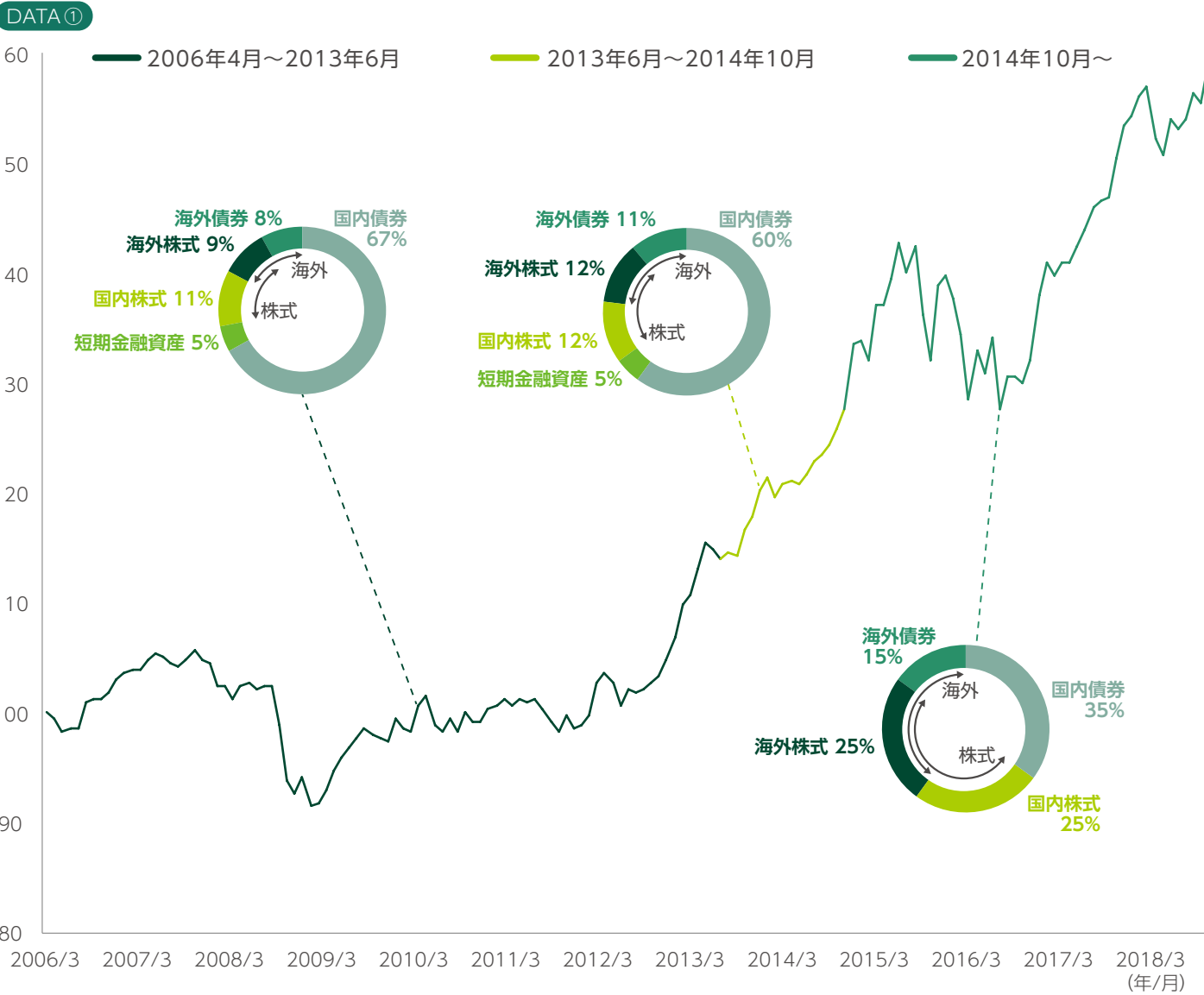
改正制

運守用

事項意

一度決めた資産配分も、
変化に応じて計画的に見直していくことが、
資産を守り育てていく上で有効です

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の
基本ポートフォリオのウェイトとパフォーマンスの推移
2006年4月～2018年11月



※2006年3月末を100としています
※費用・税金等は一切考慮していません
利息・配当等は再投資したものと計算しています

(DATA①出所) Copyright ©2018 Ibbotson Associates Japan, Inc.
国内株式:配当込みTOPIX、海外株式:MSCIコクサイ(グロス、円ベース)、国内債券:野村BPI総合、
海外債券:FTSE世界国債(除く日本、円ベース)、短期金融資産:有担保コール翌日物、毎月末日バランス

複数の国の通貨を組み合わせ、
分散投資をすることもできます

DATA ② おもな先進国通貨の年次リターン(対円) 順位表 (年)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
第1位	豪ドル 32.5%	豪ドル -0.7%	香港ドル -5.0%	ノルウェー クローネ 20.5%	デンマーク クローネ 27.1%	米ドル 14.1%	香港ドル 0.4%	カナダ ドル 0.4%	ユーロ 10.0%	米ドル 0.8%
第2位	ニュージーランド ドル 27.9%	スイス フラン -3.4%	豪ドル -5.1%	シンガポール ドル 19.3%	ユーロ 27.0%	香港ドル 14.1%	米ドル 0.3%	ノルウェー クローネ -0.3%	デンマーク クローネ 9.8%	香港ドル 0.7%
第3位	ノルウェー クローネ 24.5%	シンガポール ドル -4.5%	米ドル -5.1%	ニュージーランド ドル 18.8%	スイス フラン 25.1%	シンガポール ドル 8.7%	スイス フラン -0.4%	ニュージーランド ドル -1.2%	スウェーデン クローネ 7.2%	スイス フラン -1.7%
第4位	カナダ ドル 20.9%	ニュージーランド ドル -6.5%	ニュージーランド ドル -5.3%	スウェーデン クローネ 18.4%	英ポンド 23.9%	ニュージーランド ドル 8.3%	英ポンド -5.2%	米ドル -3.0%	英ポンド 5.7%	シンガポール ドル -1.8%
第5位	英ポンド 15.3%	スウェーデン クローネ -7.5%	スイス フラン -5.4%	英ポンド 17.5%	スウェーデン クローネ 23.1%	英ポンド 7.4%	シンガポール ドル -6.3%	香港ドル -3.1%	シンガポール ドル 4.4%	ニュージーランド ドル -2.6%
第6位	スウェーデン クローネ 13.7%	カナダ ドル -8.1%	英ポンド -5.8%	カナダ ドル 14.9%	米ドル 21.6%	カナダ ドル 4.6%	スウェーデン クローネ -6.8%	豪ドル -3.5%	豪ドル 4.3%	ノルウェー クローネ -4.2%
第7位	デンマーク クローネ 6.0%	米ドル -12.9%	シンガポール ドル -6.3%	スイス フラン 14.8%	香港ドル 21.5%	豪ドル 4.3%	ユーロ -9.9%	スイス フラン -4.5%	カナダ ドル 3.4%	英ポンド -4.9%
第8位	ユーロ 6.0%	香港ドル -13.1%	スウェーデン クローネ -7.0%	ユーロ 14.1%	ニュージーランド ドル 21.3%	スイス フラン 2.1%	デンマーク クローネ -10.1%	シンガポール ドル -4.8%	ノルウェー クローネ 1.6%	ユーロ -5.0%
第9位	スイス フラン 5.7%	ノルウェー クローネ -13.4%	カナダ ドル -7.4%	豪ドル 13.8%	シンガポール ドル 17.6%	デンマーク クローネ 0.4%	豪ドル -10.8%	デンマーク クローネ -5.5%	スイス フラン 0.7%	カナダ ドル -5.0%
第10位	シンガポール ドル 5.4%	英ポンド -15.5%	ノルウェー クローネ -7.6%	デンマーク クローネ 13.7%	カナダ ドル 13.9%	ユーロ 0.2%	ニュージーランド ドル -12.1%	ユーロ -5.9%	ニュージーランド ドル -1.5%	デンマーク クローネ -5.2%
第11位	米ドル 2.7%	ユーロ -18.5%	デンマーク クローネ -8.0%	香港ドル 12.6%	ノルウェー クローネ 11.5%	スウェーデン クローネ -6.4%	ノルウェー クローネ -15.0%	スウェーデン クローネ -10.0%	米ドル -3.4%	豪ドル -5.9%
第12位	香港ドル 2.6%	デンマーク クローネ -18.7%	ユーロ -8.2%	米ドル 12.4%	豪ドル 4.8%	ノルウェー クローネ -7.7%	カナダ ドル -16.3%	英ポンド -18.7%	香港ドル -4.2%	スウェーデン クローネ -9.3%

※2018年は11月末までのデータを使用しています

DATA ③ おもな新興国通貨の年次リターン(対円) 順位表 (年)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
第1位	ブラジル レアル 37.4%	南アフリカ ランド -3.0%	人民元 -0.7%	メキシコ ペソ 20.8%	人民元 25.1%	タイ バーツ 13.9%	人民元 -4.1%	ブラジル レアル 17.9%	南アフリカ ランド 6.7%	タイ バーツ -0.1%
第2位	南アフリカ ランド 28.9%	タイ バーツ -3.6%	タイ バーツ -9.4%	トルコ リラ 18.9%	メキシコ ペソ 20.5%	人民元 11.3%	タイ バーツ -8.3%	南アフリカ ランド 9.9%	タイ バーツ 6.1%	メキシコ ペソ -3.1%
第3位	メキシコ ペソ 8.9%	メキシコ ペソ -7.8%	ブラジル レアル -15.6%	タイ バーツ 15.9%	タイ バーツ 13.2%	トルコ リラ 4.8%	メキシコ ペソ -14.4%	タイ バーツ -2.6%	人民元 3.1%	人民元 -5.5%
第4位	タイ バーツ 7.1%	ブラジル レアル -8.5%	メキシコ ペソ -16.2%	人民元 13.5%	ブラジル レアル 5.5%	南アフリカ ランド 3.3%	トルコ リラ -19.6%	人民元 -9.4%	メキシコ ペソ 1.7%	南アフリカ ランド -10.0%
第5位	トルコ リラ 5.7%	人民元 -9.7%	南アフリカ ランド -22.3%	南アフリカ ランド 6.9%	トルコ リラ 1.0%	メキシコ ペソ 1.4%	南アフリカ ランド -25.1%	メキシコ ペソ -18.7%	ブラジル レアル -5.2%	ブラジル レアル -13.7%
第6位	人民元 2.6%	トルコ リラ -15.1%	トルコ リラ -22.7%	ブラジル レアル 2.4%	南アフリカ ランド -1.5%	ブラジル レアル 1.2%	ブラジル レアル -32.6%	トルコ リラ -19.5%	トルコ リラ -10.4%	トルコ リラ -27.2%

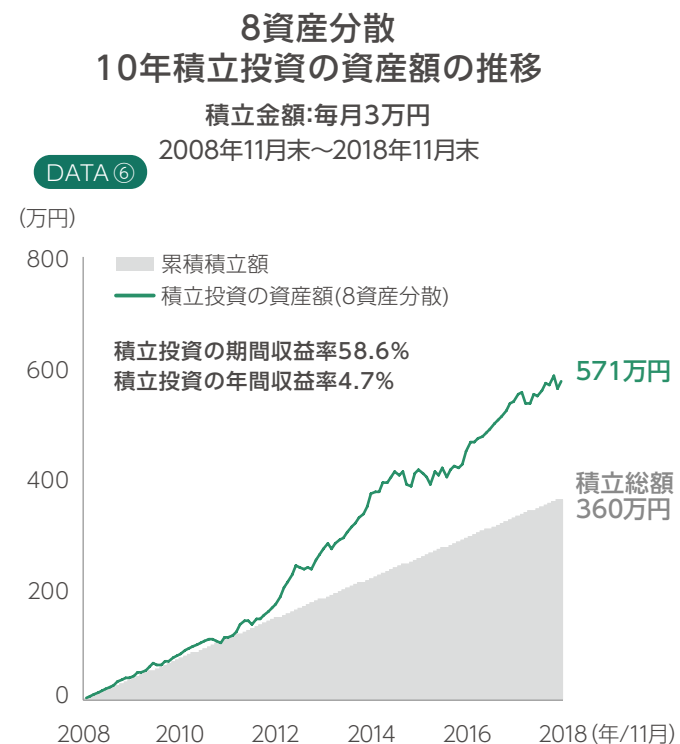
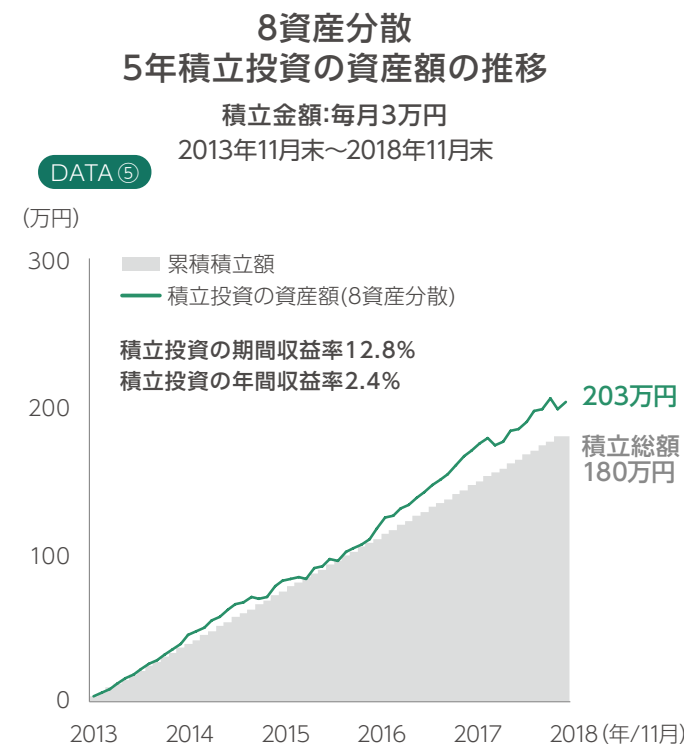
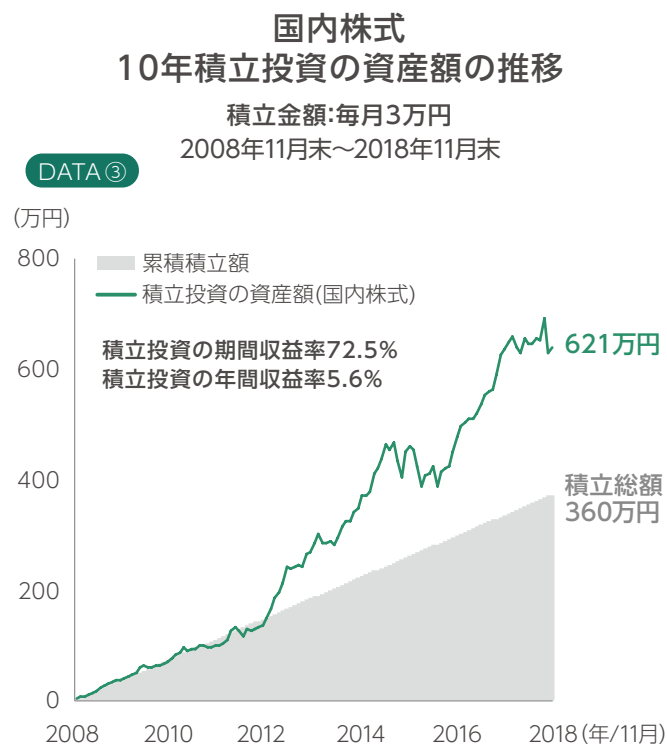
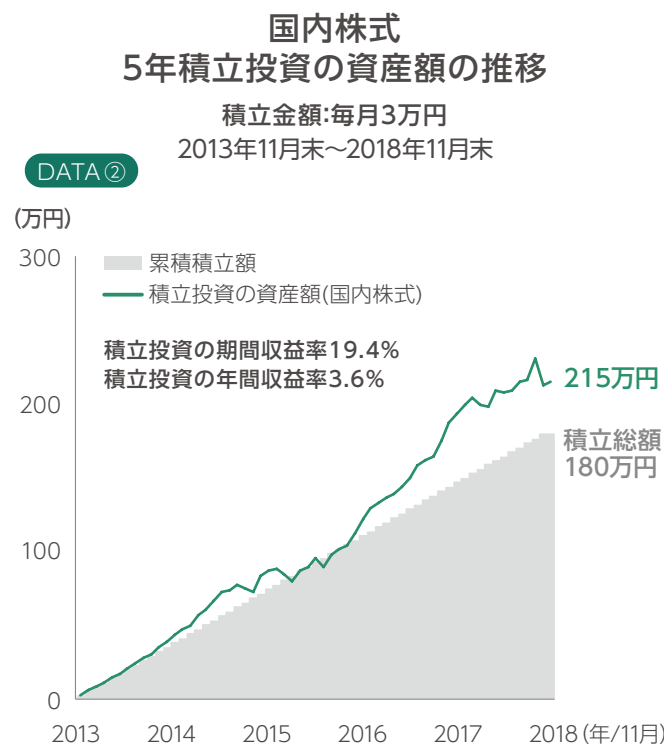
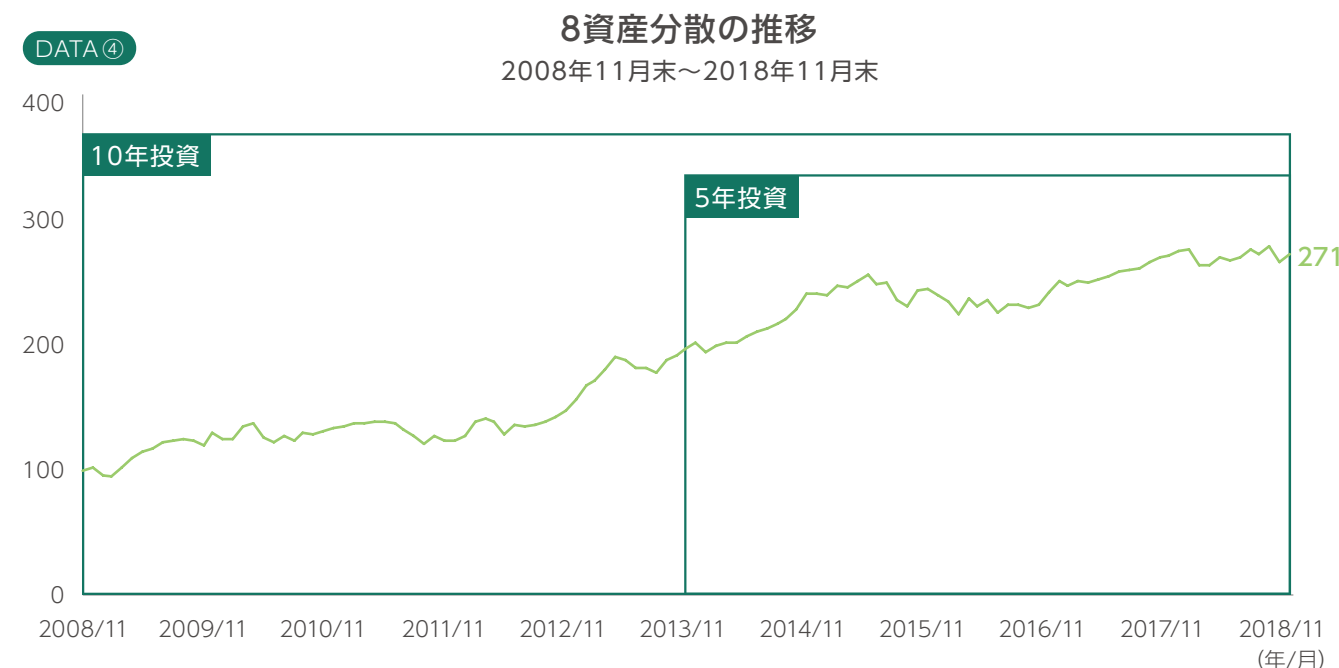
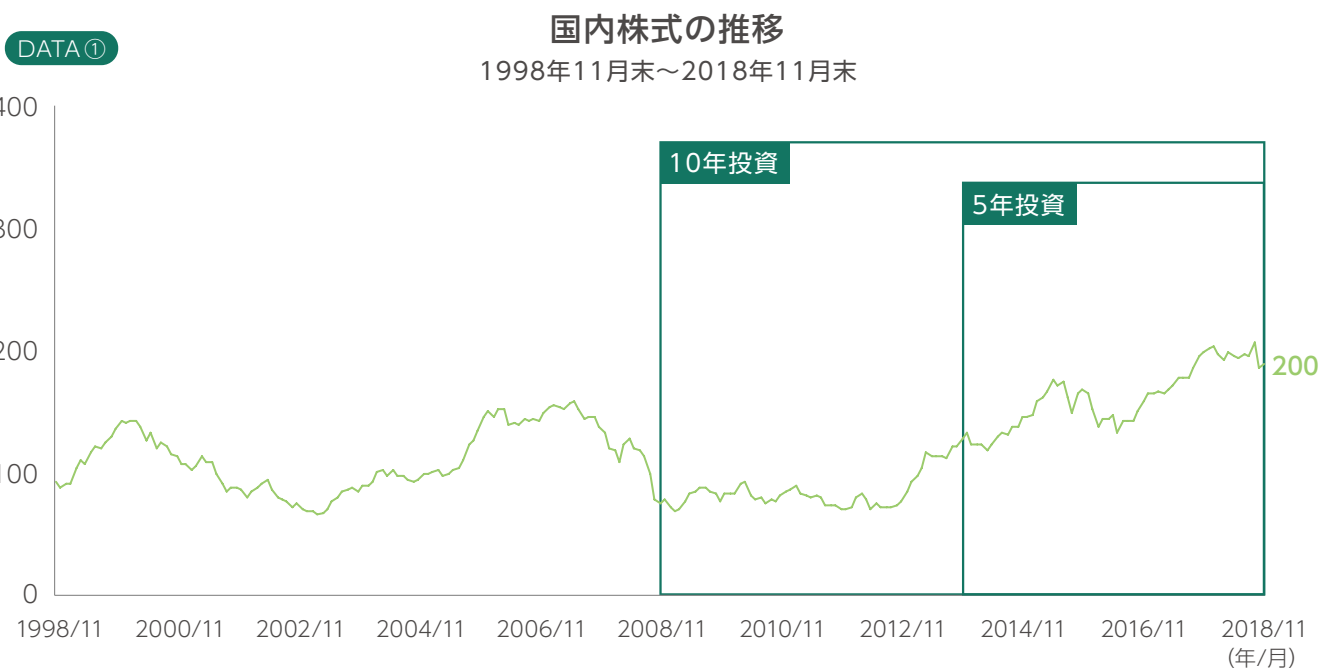
※2018年は11月末までのデータを使用しています

(DATA②③出所) Copyright ©2018 Ibbotson Associates Japan, Inc.
WM/Reutersロンドンよりイボットソン・アソシエイツ・ジャパン作成。数字は各年末値を比較したリターン

3

時間分散

積立による時間分散を加えた、長期・積立・分散投資により、平準化した運用が期待できます



※上記DATA①～⑥は、運用関連コスト・税金等は一切考慮していません
利息・配当等は再投資したものと計算しています

(DATA①②③出所) Copyright ©2018 Ibbotson Associates Japan, Inc. 国内株式:東証一部時価総額加重平均収益率

(DATA④⑤⑥出所) Copyright ©2018 Ibbotson Associates Japan, Inc. 国内株式:配当込みTOPIX、海外株式:MSCIコクサイ (グロス、円ベース)、新興国株式:MSCIエマージング(グロス、円ベース) 国内債券:野村BPI総合、海外債券:FTSE世界国債(除く日本、円ベース)、新興国債券:JPモルガン EMBI Global(円ベース)、国内REIT:配当込み東証REIT指数、海外REIT:S&P先進国REIT(除く日本、円ベース) 8資産分散ポートフォリオ:国内株式、海外株式、国内債券、海外債券、新興国株式、新興国債券、国内REIT、海外REITの8資産に均等割合で投資したポートフォリオ、毎月末リバランス

ベース)、新興国株式:MSCIエマージング(グロス、円ベース) 国内債券:野村BPI総合、海外債券:FTSE世界国債(除く日本、円ベース)、新興国債券:JPモルガン EMBI Global(円ベース)、国内REIT:配当込み東証REIT指数、海外REIT:S&P先進国REIT(除く日本、円ベース) 8資産分散ポートフォリオ:国内株式、海外株式、国内債券、海外債券、新興国株式、新興国債券、国内REIT、海外REITの8資産に均等割合で投資したポートフォリオ、毎月末リバランス

将来予告なく変更される場合があります。この資料の最終ページに重要な注意事項を記載しています。必ずご確認ください。

はじめに

経済環境

主要トピックス

新時代へのインフラ投資

経済環境

マーケット動向

改正制

運用

事項

【本資料の作成】

- 本資料は、三井住友アセットマネジメントが作成するマーケット情報、SMBC日興証券およびSMBC信託銀行（プレスティア）、日本総合研究所の作成協力に基づき、三井住友銀行が作成しています。
- 本資料に示すマーケット情報に関する意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三井住友アセットマネジメントの見解であり、三井住友銀行またはSMBC日興証券、SMBC信託銀行（プレスティア）、日本総合研究所、他関連会社の見解と異なる場合があります。

【重要な注意事項】

- ・本資料は、情報提供を目的として作成したものであり、特定の証券その他の投資対象の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- ・本資料の内容は作成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。
- ・本資料は、三井住友銀行（以下「当行」といいます）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。また、情報が不完全または要約されている場合があります。
- ・本資料のデータ・分析等は過去の実績値、概算値、あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかるデータ・分析等は予告なしに変更することがありますので、あらかじめご了承くださいませよう願いたします。
- ・本資料は、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではなく、本資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客さまの判断と責任において使用されるものであり、本資料にある情報の使用による結果について、当行および当行の関連会社が責任を負うものではありません。
- ・本資料は、本資料を受領される特定のお客さまの財務状況、ニーズまたは投資目的を考慮して作成されているものではありません。本資料は、お客さまに対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。
- ・投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書、各商品の説明書等を必ずご覧いただき、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。
- ・本資料は、当行または当行の関連会社から配布しています。本資料に含まれる情報は、本資料を受領されるお客さま限りでご使用ください。本資料は当行または当行の関連会社の著作物です。本資料のいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送を行わないようお願いいたします。
- ・本資料に記載しているインデックス等の知的所有権その他の一切の権利は、その発行者・許諾者に帰属します。
- ・本資料に掲載されている写真・画像がある場合、写真・画像はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

【リスク性商品について】

- ・本資料は具体的な商品をご説明するものではないため詳細を記載しておりませんが、元本保証のないリスク性商品のご購入やご売却、保有にあたっては、手数料等をご負担いただきます。
- ・リスク性商品には、各種相場環境等の変動により、投資した資産の価値が投資元本を割り込む等のリスクがあります。
- ・リスク性商品を中途解約する場合は、ご購入時の条件が適用されず不利益となる場合があります。
- ・くわしくは、各商品の説明書等を必ずご覧ください。

SMBC Retail Global Market View制作委員会

【監修・作成】

三井住友銀行
登録金融機関 関東財務局長（登金）第54号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

【47～48ページの税務監修】

税理士法人 山田&パートナーズ

【マーケット情報の提供】

三井住友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

【作成協力】

SMBC日興証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2251号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

株式会社SMBC信託銀行
登録金融機関 関東財務局長（登金）第653号
加入協会：日本証券業協会、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

株式会社日本総合研究所



SMBCグループ

三井住友銀行

SMBC日興証券

PRESTIA
SMBC信託銀行

三井住友アセットマネジメント

日本総合研究所