

# 政策転換の先にある分岐点 ～世界経済は軟着陸に成功するか

- ▶ 政策転換へ
- ▶ ドル円相場の長期的なトレンド
- ▶ 中国経済の急減速と世界経済への影響

SMBC Retail  
グローバルマーケットビュー

# Global Market View



# 期待先行相場の後に試される世界経済の強さ

ベアマーケットラリーとは弱気相場での一時的な株価の上昇のことですが、年初来の世界の株式市場の急回復はこのベアマーケットラリーに過ぎないとの見方が一部にあります。

2018年10月以降の相場急落は、世界経済が高成長から安定成長へ軟着陸に向かう微妙な局面で、米国の利上げ継続路線や米中貿易戦争への警戒感等が市場心理を不安定化させたことに原因があるとみています。このため、その後の主要国中央銀行の政策転換や米中貿易協議に対する期待感が浮上したことで、市場心理が安定化し相場は急回復しました。

しかし、相場の大きなトレンドは安定成長への軟着陸が成功するかどうかに左右されます。悲観派のキャンプでは、トランプ減税効果のはく落、半導体サイクルの悪化、保護主義的な貿易政策や地政学リスクに関連した不透明感を考えると、政策対応によって景気減速の大きな流れを食い止めることは難しいとみています。

他方、楽観派のキャンプでは、そもそも世界経済には景気後退に結びつく不均衡はみられないとします。実物経済面での在庫投資や設備投資に過剰感はなく、金融面での金詰り的な様相もみられません。半導体サイクルの低迷が長期化する恐れも少なく、世界経済は安定成長に軟着陸するとみています。

速報性が高く、景気先行性があるといわれる企業景況感指数等の各種サーベイデータには、景気の底打ちをうかがわせるものがいくつかみられます。この点からは楽観派のキャンプが優勢ですが、一致性のある指標も含めて、世界経済の持ち直しをはっきりと確認するにはもう少し時間を要する見込みです。

前回の本資料では「軟着陸を模索する世界経済」がテーマとなりましたが、今回は軟着陸の模索が続く大事な場面で世界経済は「分岐点」に差し掛かっている可能性があります。今後、相場を左右する政治情勢には不透明感が残り、悲観派が示すシナリオをたどるリスクを排除できませんが、金融政策の転換や貿易協議の進展等の効果もあいまって、安定成長への軟着陸に成功する可能性の方が高いとみています。こうした状況下、長期的な観点から投資環境を注視していくことが求められると考えています。

2019年4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DSアセットマネジメント    日本総合研究所

# CONTENTS

巻頭言	01	はじめに
目次	02	
世界のマーケット動向および注目材料	03~04	経済環境
1 政策転換へ	05~06	主要トピックス
2 ドル円相場の長期的なトレンド	07~08	
3 中国経済の急減速と世界経済への影響	09~10	
[コラム] 新制度がもたらす変化		もたらす変化
働き方改革の推進	11~12	
消費増税対策	13~14	
外国人の就労拡大	15~16	
世界経済の現状	17~18	経済環境
米国経済	19~20	
日本経済	21~22	
欧州経済	23	
豪州経済	24	
マーケットを動かしたイベント	25~26	マーケット動向
ドル円相場	27~28	
ユーロ円相場	29	
豪ドル円相場	30	
ブラジル レアル円相場	31	
トルコ リラ円相場	32	
米国株式市場	33~34	
日本株式市場	35~36	
[為替コラム] 為替市場で警戒される「フラッシュクラッシュ」	37	
[株式コラム] 相場格言	38	
相場予想表	39	
2019年の重要スケジュール	40	
長期分散投資で「守る」運用 各種データ	41~48	運守る
ご留意いただきたい点	49	事項注

## 政策転換の先にある分岐点 ～世界経済は軟着陸に成功するか

### 景気見通し

#### 停滞から持ち直しへ

- 米中貿易戦争を巡る不透明感、半導体サイクルの悪化、中国経済の急減速を背景に、昨年秋以降、世界経済は停滞気味の推移となりました。
- しかしながら、各国での景気配慮型の政策運営への転換、米中貿易協議の合意観測、半導体サイクルの調整進展を受けて、年半ばにかけて世界経済は持ち直しの動きを強めていくと予想します。
- 米国株をはじめ各種リスク性資産の市況が急速に回復したことや、足元では景気先行性のあるサーベイ指標に改善の動きがみられることは、見通しの確度を高めるものと考えられます。
- 米中貿易戦争では一段のエスカレートがない「休戦」を前提としていますが、段階的であれば双方で追加関税の撤廃にまで踏み込めば、世界経済の上振れにつながると期待できます。
- 一方、米中貿易協議の行方には不透明感があり、各国での政策転換の景気刺激効果についても過大視することはできません。また、日欧への自動車関税等の米保護主義政策の広がり、英EU離脱等の欧州政治情勢の不透明感、政策頼みとなった中国経済の行方を巡り、世界経済が失速するリスクが残ります。

#### 景気トレンドに収束へ

- 政策期待で急回復した相場は、景気トレンドに即した動きに収束していくとみられます。景気の急回復は難しいため、株価の上昇ペースは緩やかなものにとどまる見通しです。
- また、米国に一極集中していたマネーは資源国・新興国等に拡散する動きが始まっていますが、米利上げ終了でこうした動きは持続するとみられます。
- 一方、政策対応への警戒感が膨らむ場面では市場心理が不安定化することも想定され、市場のボラティリティ(変動性)の大きさは残るとみられます。
- 米国株では、グローバルにみた米国企業の相対的な優位性やハイテク銘柄への成長期待が株価を押し上げるとみられます。日本株では、企業収益の下方修正の一巡や中国経済の持ち直しが相場を左右するとみられます。
- ドル円やユーロ円はレンジ相場を予想します。内外の絶対的な金利差が円安への支えとなる一方、米利下げ観測や政治関連のリスクは円高要因となりそうです。豪ドル円は安値圏にあり、利下げ観測が後退してくれば水準調整が期待できます。

### 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。株式市場の調整、新興国関連資産からのリスクマネーの流出等が懸念されます。

- ①米トランプ政権の政策運営(保護貿易政策、議会運営、対外強硬路線等)
- ②欧州政治情勢(英EU離脱、イタリア財政問題、欧州政治の右傾化等)
- ③中国の政治経済情勢(国営企業の債務問題等)
- ④中東情勢の悪化と原油価格の高騰(イラン、シリア情勢等)

# TOPICS

## 市場の注目材料

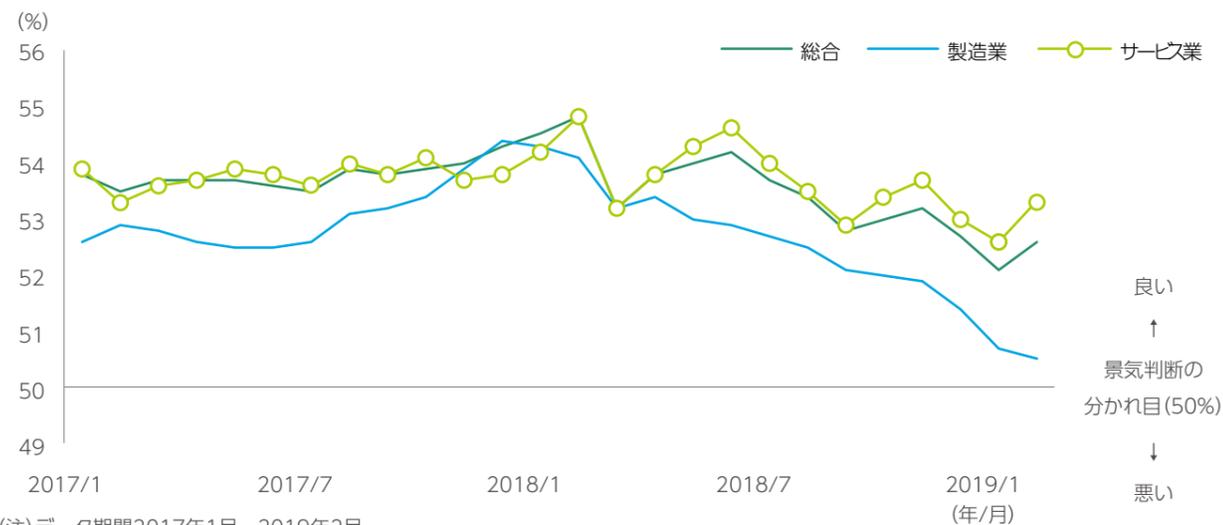
- 1 政策転換へ
- 2 ドル円相場の長期的なトレンド
- 3 中国経済の急減速と世界経済への影響

※市場の注目材料は5ページ以降の「主要トピックス」をご参照ください。

## 昨年秋以降の世界的な景気減速

- 昨年秋以降、世界全体の企業景況感は製造業で顕著に低下傾向が続き、その影響がサービス業に波及する兆しもみられました。こうした状況を受けて、市場では景気後退リスクへの警戒感が強まりました。
- 予想外に大きな景気減速となったのは、欧州や日本での一時的な要因に加えて、米中貿易戦争等の政治情勢の悪化、半導体サイクルの悪化、中国経済の急減速等の景気減速要因が一時期に集中したためとみられます。
- しかしながら、ほとんどの要因で状況は改善しており、景気持ち直しへの環境が整いつつあるとみられます。

グローバルPMI(世界全体の企業景況感指数)



(注)データ期間2017年1月～2019年2月

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

景気減速要因の集中

	景気減速要因	現 状
一時的要因	欧州:自動車排ガス規制やフランスの「黄色いベスト」運動デモ	解消
	日本:異常気象・地震	解消
政治情勢	米中貿易戦争	合意観測浮上
	米政府機関の閉鎖	解消
	予算問題を巡るイタリアとEUの対立	解消(先送り)
	英国の合意なしEU離脱への警戒感	後退
半導体サイクル	データセンター建設ラッシュを巡り新型iPhoneの不振等による売上急減	最悪期脱出
中国経済	急減速	減速に歯止め

(出所)各種資料を基に三井住友銀行作成

## 政策転換が安定成長への軟着陸を後押し

- さらに、米欧中の当局がいっせいに景気配慮型の政策転換を行ったことも見過ごせません。
- 米FRB(連邦準備理事会)は、利上げ中断とともにバランスシート(保有資産)の縮小を9月に終了することを表明しました。ECB(欧州中央銀行)は今年秋にも予想された利上げを先送りしました。
- 中国では預金準備率が引き下げられ、今後、政策金利の引き下げも予想されます。また、減税やインフラ投資を促す措置が発表され、財政運営は中立から拡大に転じる見通しです。
- 政策転換を受けて、グローバルに株式、低格付けのハイイールド債券、REIT、新興国通貨等の市況はV字型に持ち直しました。期待先行の相場展開ながら、リスク性資産へのマネー流入は今後の世界経済の安定成長への軟着陸を後押しするとみられます。

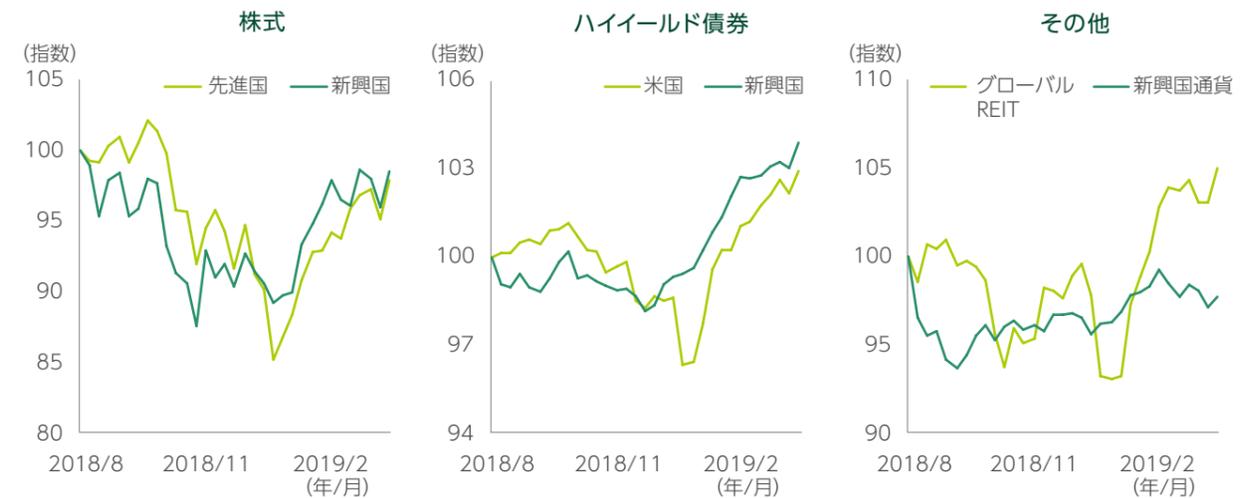
政策転換へ

	米 国			ユーロ圏			中 国		
	金融政策		財政政策	金融政策		財政政策	金融政策		財政政策
	金利	バランスシート		金利	バランスシート		金利	流動性供給	
2018年	利上げ	縮小	拡張	据え置き	新規の資産購入終了	抑制	据え置き	中立	中立
2019年予測	利上げ停止	縮小終了	減税効果のはく落	利上げ先送り	資産規模維持	拡大	利下げ、預金準備率引き下げ	拡大	拡大

(注)色塗りは政策転換が起きたところ、または市場の見通しに変化したところ

(出所)各種資料を基に三井住友銀行作成

各種リスク性資産の市況



(注1)株式はMSCI、ハイイールド債券はBloomberg Barclays、グローバルREITはS&P、新興国通貨はJPモルガンの指数

(注2)いずれも2018年8月3日を100として指数化

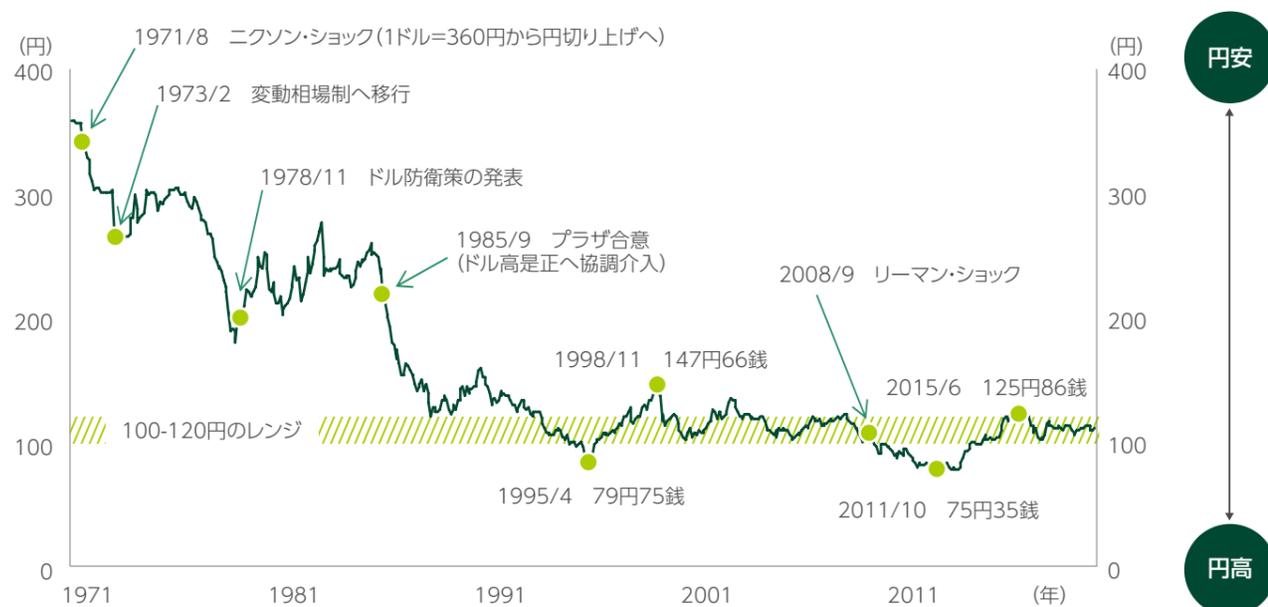
(注3)データ期間2018年8月3日～2019年3月15日(週次)

(出所)Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

## 円高トレンドの終了と変動幅の縮小

- ドル円相場は、1973年2月に変動相場制に移行した後、1995年の79円台まで長期的な円高トレンドをたどりました。
- その後は、日本の金融危機のさなかでの円安局面（～1998年）、リーマン・ショック後のマネー収縮下での円高局面（～2011年）がありましたが、おおむね100-120円を中心としたレンジ相場で推移してきました。
- 1991年以降、ドル円相場の変動は縮小しました。直近3年間では、相場のばらつきを示す標準偏差は4円と極めて小さく、相場が平均値を中心とした狭いレンジで動く状況となっています。

ドル円相場の長期推移



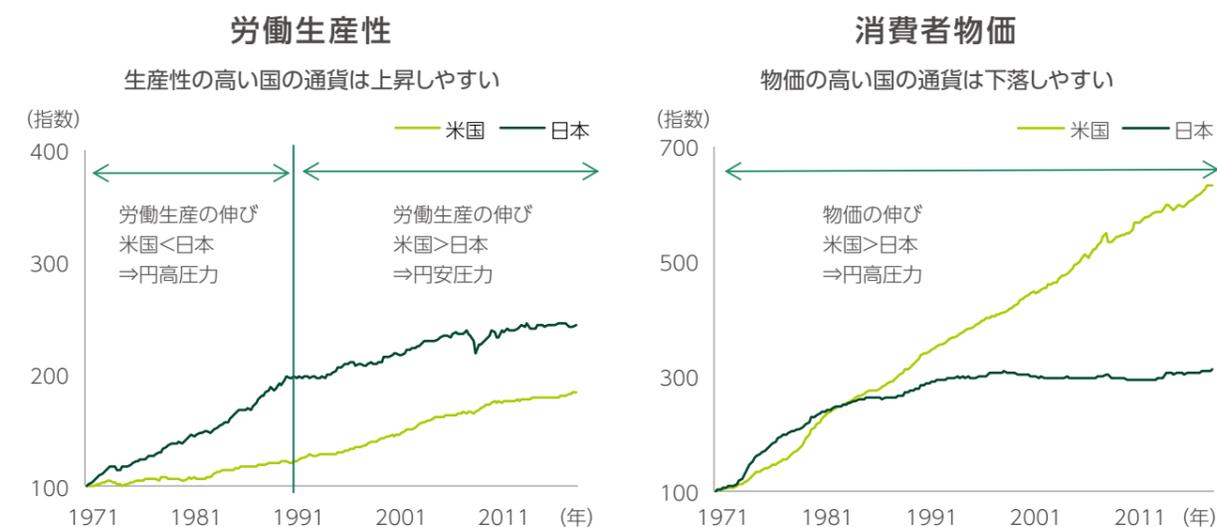
	1971年-1980年	1981年-1990年	1991年-2000年	2001年-2010年	2011年-2019年	直近3年間
平均	273円	191円	115円	110円	102円	110円
標準偏差	43円	49円	14円	12円	15円	4円
高値	358円	277円	145円	135円	124円	117円
安値	180円	121円	84円	80円	76円	101円
値幅	178円	156円	60円	54円	48円	16円

(注1) グラフの高値安値は取引時間中のもので、下表の高値安値とは異なる入。ただし2019年は2月まで (注3) 直近3年間は2016年3月～2019年2月 (注4) 値幅は高値から安値を引いたもの (注5) データ期間1971年1月～2019年2月 (出所) Bloombergのデータ、各種資料を基に三井住友銀行作成

(注2) 下表は月末値を基に計算したもので、小数点第1位四捨五入 (注3) 直近3年間は2016年3月～2019年2月 (注4) 値幅は高値から安値を引いたもの (注5) データ期間1971年1月～2019年2月 (出所) Bloombergのデータ、各種資料を基に三井住友銀行作成

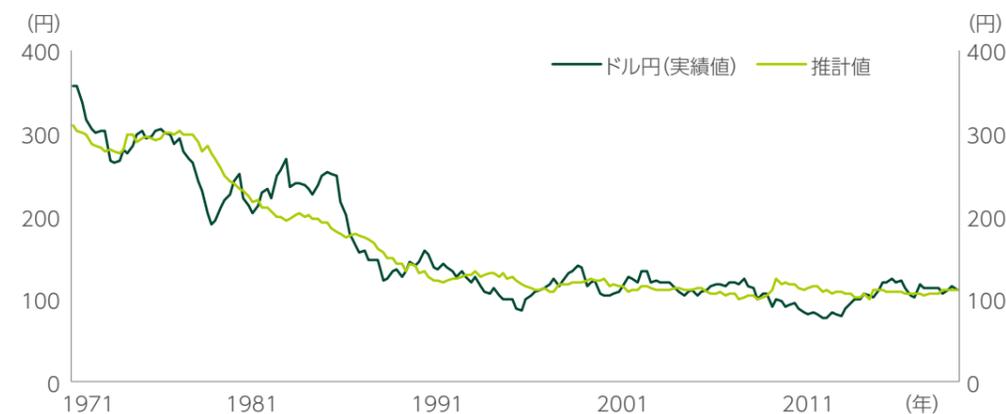
## 生産性、物価、政府債務残高に注目

- ドル円相場の長期トレンドは、日米の労働生産性と消費者物価という経済ファンダメンタルズの影響を大きく受けているとみています。1990年代以降は、労働生産性に由来する円安圧力と、物価に由来する円高圧力がほぼ均衡したことでレンジ相場になったとみられます。
- 今後、日本の労働生産性が改善すれば円安圧力は低下すると予想されます。一方で日本のデフレが終われば、物価からもたらされる円高圧力は低下するとみられ、長期的には相反する相場への圧力が作用してドル円相場に大きなトレンドは出にくいと考えられます。
- ただし、日本の少子・高齢化の進行とともに膨張を続ける政府債務の問題に市場の関心が集まってくれば、新興国通貨と同様に、通貨安をもたらす要因として意識される可能性もありそうです。



(注1) 労働生産性、消費者物価ともに1971年1-3月期を100とした指数  
(注2) データ期間1971年1-3月期～2018年10-12月期(一部OECDの推計値を含む)  
(出所) OECDのデータを基に三井住友銀行作成

労働生産性と消費者物価によるドル円レートの推計値

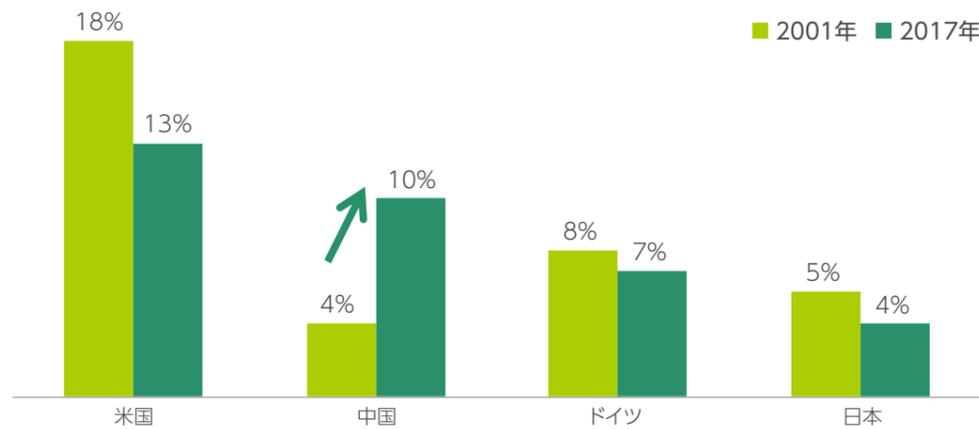


(注1) 日米の消費者物価指数と労働生産性指数を用いて回帰分析を行ったもの  
(注2) データ期間1971年1-3月期～2018年10-12月期(一部OECDの推計値を含む)  
(出所) OECDとBloombergのデータを基に三井住友銀行作成

## 世界経済に組み込まれてきた中国経済

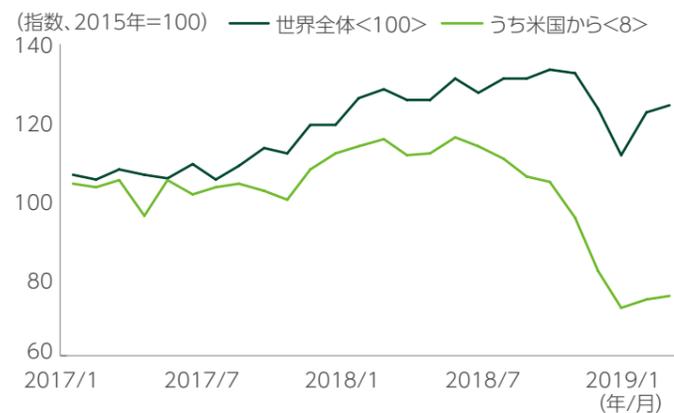
- 中国は2001年のWTO(世界貿易機関)加盟以降、世界経済と貿易面での結びつきを急速に強めています。世界輸入に占める比率の急上昇は、中国が世界の生産拠点であると同時に、米国に次ぐ巨大な市場として、世界経済に大きな影響力を持つようになったことを示しています。
- このため、昨年秋以降、中国の輸入が急減速したことで、世界経済には大きな減速圧力がかかったとみられます。
- 国・地域別では、電気機器等で水平分業が進んだ東アジア、オーストラリアやブラジル等の一次産品輸出国への影響度合いが大きくなるとみられています。

世界輸入に占める比率

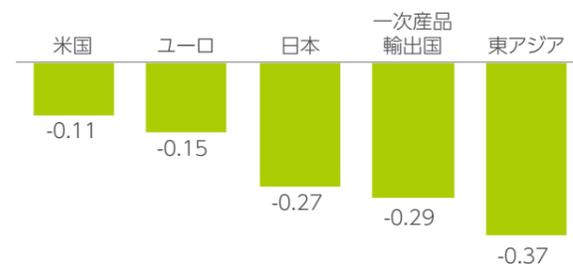


(出所) IMF DOTSから経済産業省が作成した資料を基に三井住友銀行作成

中国の輸入金額の推移



中国減速の影響度合い(GDP比、%)



(注) OECDによる試算で、中国のGDP成長率が2年間で2%ポイントの下振れとなった場合の各国・各地域のGDP成長率への影響をみたもの  
(出所) OECD資料を基に三井住友銀行作成

## 財政金融政策の動員で景気は持ち直しへ

- 中国経済が急減速した背景には、①半導体サイクルの悪化、②米国による追加関税の影響、③構造改革に軸足を置いた政策運営等があるとみられます。
- 半導体サイクルの回復にはなお時間を要するとみられますが、米中貿易協議の進展や当局による景気対策によって、景気は持ち直すと予想されます。
- 3月の全人代(全国人民代表大会)では、GDP比で2%超の企業減税や公共投資促進に向けた地方政府のインフラ債券の発行拡大等が表明されました。
- 足元の固定資産投資や信用総量等の経済指標には景気底打ちの兆しがみられます。

2019年の主な景気刺激策

項目	主な対策
金融	預金準備率の引き下げ
	市中銀行向け貸出金利の引き下げ
減税	個人所得減税
	企業減税(2兆元規模・GDP比2%超)
	増値税(付加価値税)引き下げ
	公的年金保険料の企業負担の引き下げ
	中小企業減税
消費	農村部での自動車や家電製品の購入補助
公共投資	地方政府のインフラ債券の発行拡大
	鉄道建設等のインフラ投資拡大

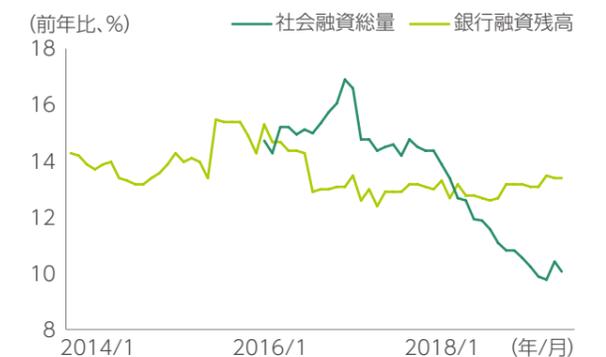
(出所) 各種資料を基に三井住友銀行作成

固定資産投資



(注) データ期間2014年1月~2019年2月  
(出所) 国家統計局の資料を基に日本総研作成

信用総量



(注) データ期間2014年1月~2019年2月  
(出所) 中国人民銀行の資料を基に日本総研作成

# 働き方改革の推進

2019年4月1日より、働き方改革関連法が施行されました。働き方改革は、働く方の視点に立って労働制度を抜本的に見直すことで、制度のみならず、企業文化や風土も変えようとするものです。各企業では、同関連法施行に先立って、さまざまな対応を進めています。

## 働き方改革関連法施行で働き方に変化

施行:2019年4月1日～  
※中小企業は、2020年4月1日～

### 1 時間外労働の上限規制導入

時間外労働の上限について、月45時間、年360時間を原則とし、臨時的な特別な事情がある場合でも年720時間、単月100時間未満(休日労働含む)、複数月平均80時間(休日労働含む)を限度に設定する必要があります。

(出所)厚生労働省の資料を基にしたSMBC日興証券のレポートより三井住友銀行作成

施行:2019年4月1日～

### 2 年次有給休暇の確実な取得

使用者は、10日以上有給休暇が付与されるすべての労働者に対し、毎年5日、時季を指定して有給休暇を与える必要がある。

施行:2019年4月1日～  
※中小企業は、2021年4月1日～

### 3 正規・非正規雇用労働者間の不合理な待遇差の禁止

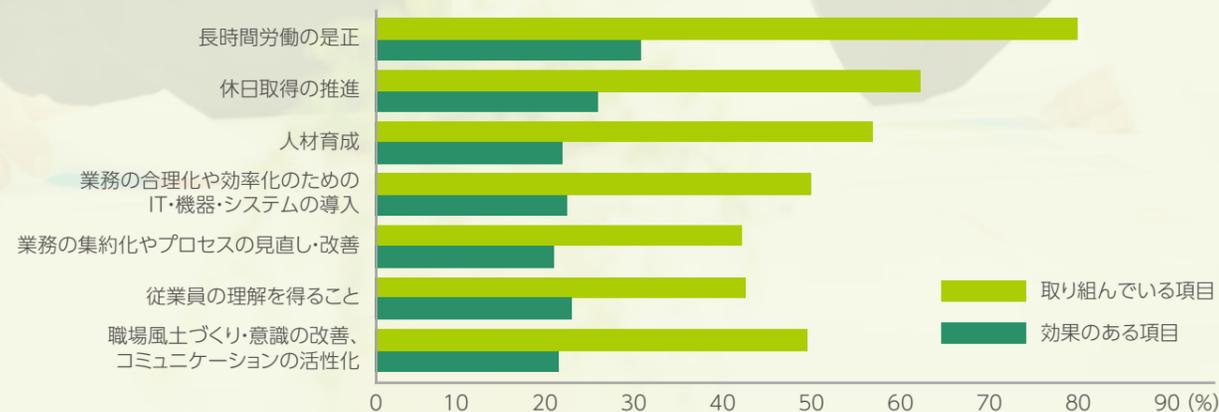
同一企業内において、正規雇用労働者と非正規雇用労働者(パートタイム労働者、有期雇用労働者、派遣労働者)の間で、基本給や賞与等の個々の待遇ごとに不合理な待遇差を禁止。

## 企業は長時間労働の是正に注力

調査によると、企業の6割以上が働き方改革の取組に前向きで、企業は「従業員のモチベーション向上」「人材の定着」「生産性向上」「従業員の心身の健康(健康経営)」等を重視しているようです。

企業が具体的に取り組んでいる項目では、「長時間労働の是正」が約8割を占めています。帰宅ラッシュより早い時間に電車に乗った際、いつもより混んでいると感じた方もいらっしゃるのではないのでしょうか。こういった現象も働き方改革の取組の表れであるといえます。

企業が取り組む、効果があるとする主な項目



※母数は、働き方改革の取組状況について「取り組んでいる」と回答した企業3,723社。回答は複数回答  
(出所)帝国データバンク「働き方改革に対する企業の意識調査」(2018年9月14日発行)からの抜粋に基づくSMBC日興証券のレポートより三井住友銀行作成

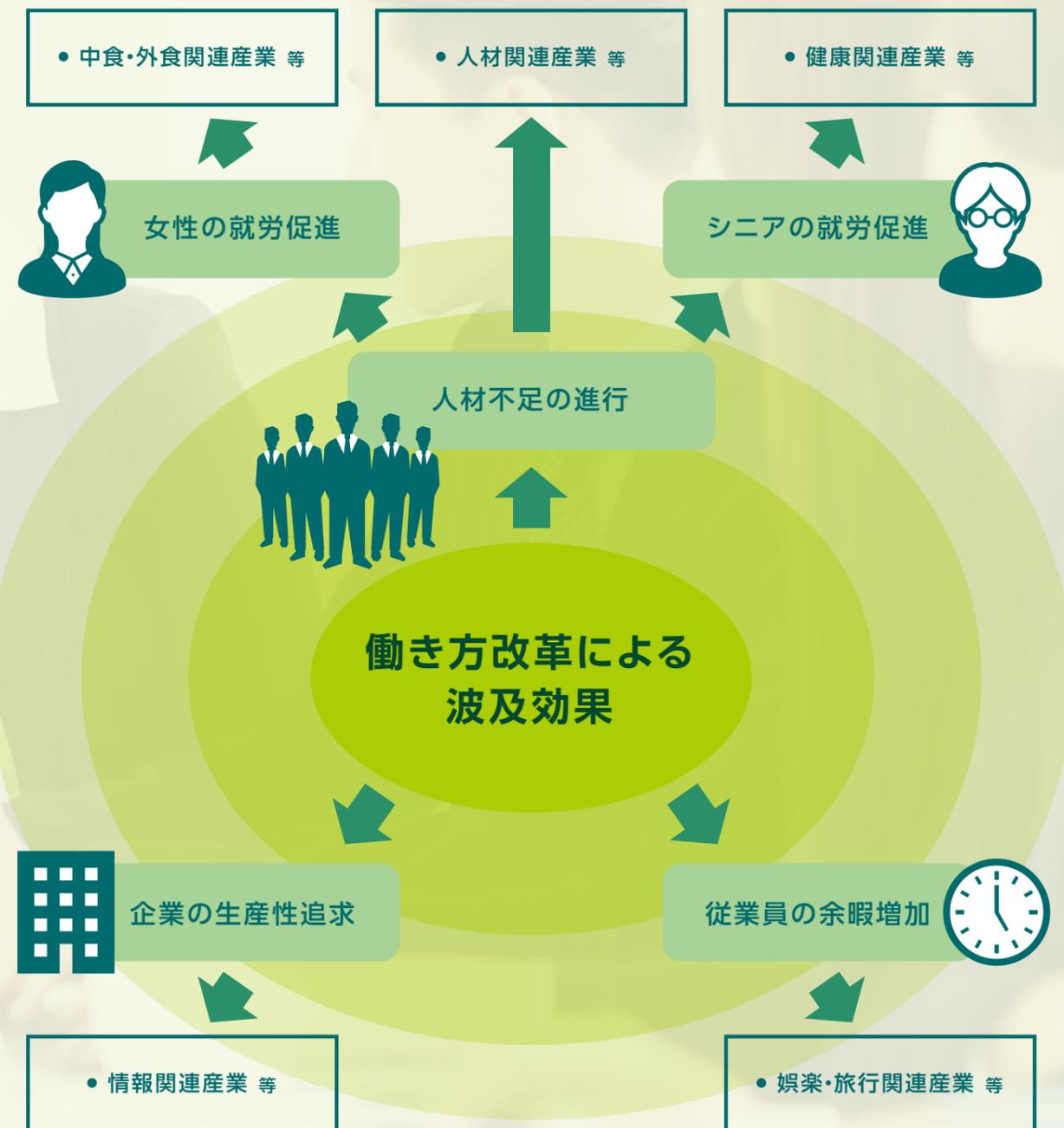
## 改革進展で関連する産業の事業機会が拡大へ

では、働き方改革の進展によって、社会や経済にはどのような変化が予想されるのでしょうか。まず、人手不足はより一層顕著になり、人材関連産業の事業機会が拡大するものと考えられます。人材獲得のために、福利厚生代行サービスを利用する動きが広がっているほか、社員研修に対するニーズも高まっています。さらには、女性の社会進出により、中食・外食需要が拡大するものと予想されます。

一方、企業は、生産性向上に向けて、新たなシステム等を導入するため、情報関連産業にとっては事業拡大の機会となります。

また、退社後の時間活用や休日取得の増加で、余暇を楽しむ機会が増えるため、娯楽・旅行関連産業にも好影響が期待されます。

働き方改革による波及効果のイメージ



(注) 上記図表はイメージ図であり、将来の成果および確実性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。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。

# 消費増税対策

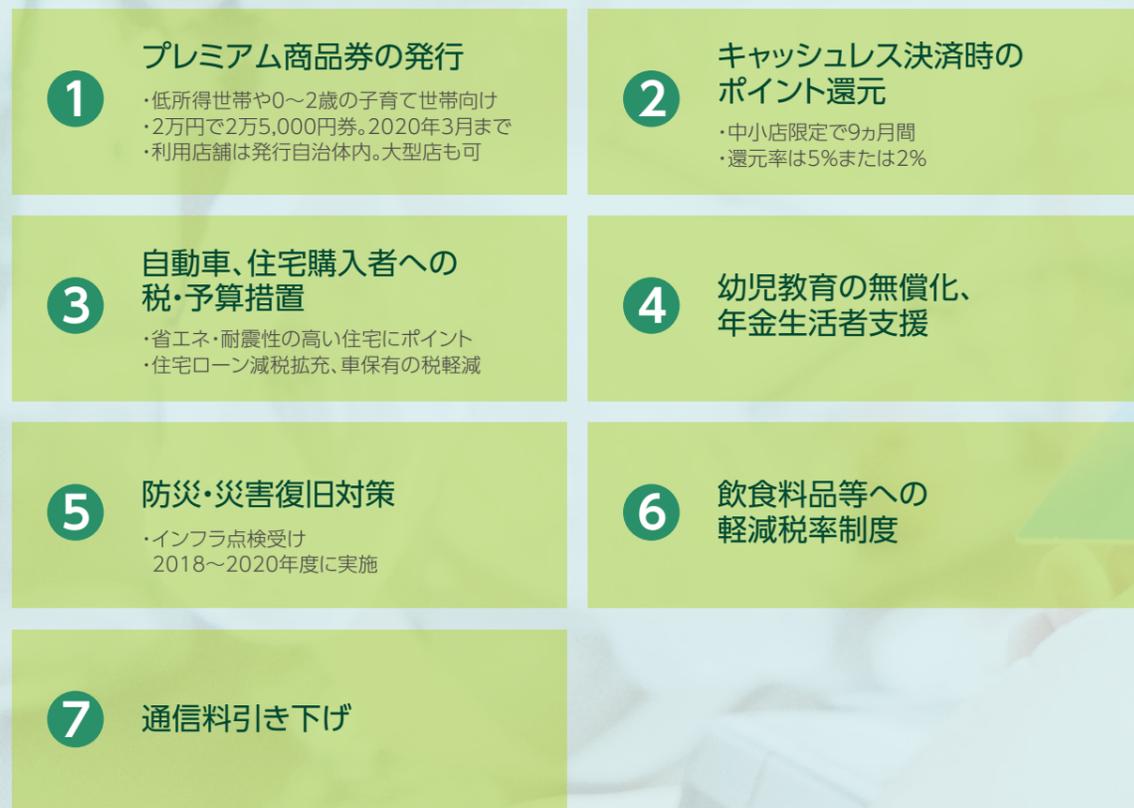
2019年10月に実施される税率10%への消費税引き上げまであと半年となりましたが、政府は、消費増税による景気減速や低所得世帯・子育て世帯の負担増を軽減するため、さまざまな対策を打ち出しています。

## プレミアム商品券、キャッシュレス決済で有利な消費

消費増税対策のうち、プレミアム商品券は、住民税非課税の世帯と2歳以下の子どもがいる家庭を対象に、1枚当たり400円を払うと25%分を上乗せされた額面500円の商品券を購入できるというものです。10枚セットの4,000円(額面5,000円)から購入可能で、上限は1人あたり20,000円(額面25,000円)、利用できるのは2020年3月までの半年間となっています。

また、キャッシュレス決済時のポイント還元は、中小・小規模の店舗においてキャッシュレス決済で支払を行った場合、個別店舗では5%、フランチャイズチェーン加盟店等では2%が消費者に還元されるというもので、消費税引き上げ後9ヵ月間の期間限定となっています。

主な消費増税対策(検討中の内容含む)



(出所) 各種報道を基にしたSMBC日興証券のレポートより三井住友銀行作成

## 増税以降もキャッシュレス決済は進展

消費増税対策が社会や経済に与える影響については、プレミアム商品券発行により、低所得世帯や子育て世帯の増税負担が軽減され、ディスカウントストア、ドラッグストア、100円ショップ等での商品券利用が進むものと考えられます。

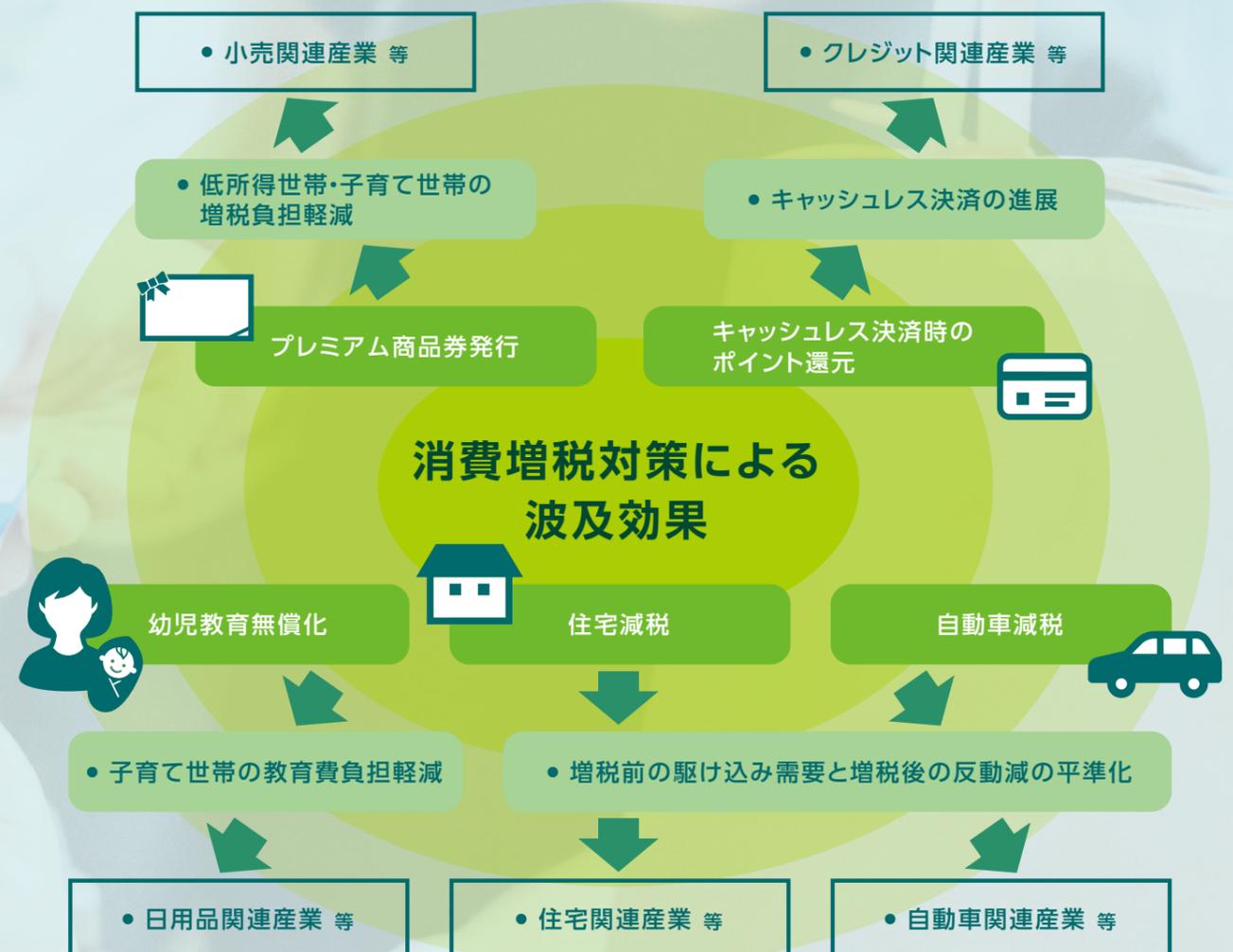
また、キャッシュレス決済時のポイント還元については、中小・小規模事業者の決済端末導入や決済手数料に対する補助もあることから、システムベンダーや端末メーカー、カード会社を含めたクレジット関連産業にとって、市場の裾野拡大の機会になるものと考えられます。

キャッシュレス決済については、消費増税対策としてのみならず、今後の海外からのインバウンド需要獲得、小売店でも深刻化している人手不足解消を踏まえ、政府は2025年までにキャッシュレス決済比率を現在の2倍の4割程度に引き上げることを目標に掲げており、一層の進展が期待されます。

## 幼児教育無償化や住宅・自動車減税にも期待

また、幼児教育無償化により、子育て世帯に余裕が生まれ、日用品をはじめとする他の消費に向かうことや、住宅・自動車減税により、これまでの増税前の駆け込み需要と増税後の反動減が平準化され、増税後の景気落ち込みが緩和される等の効果も期待されます。

消費増税対策による波及効果のイメージ



(注) 上記図表はイメージ図であり、将来の成果および確実性を示唆あるいは保証するものではありません。

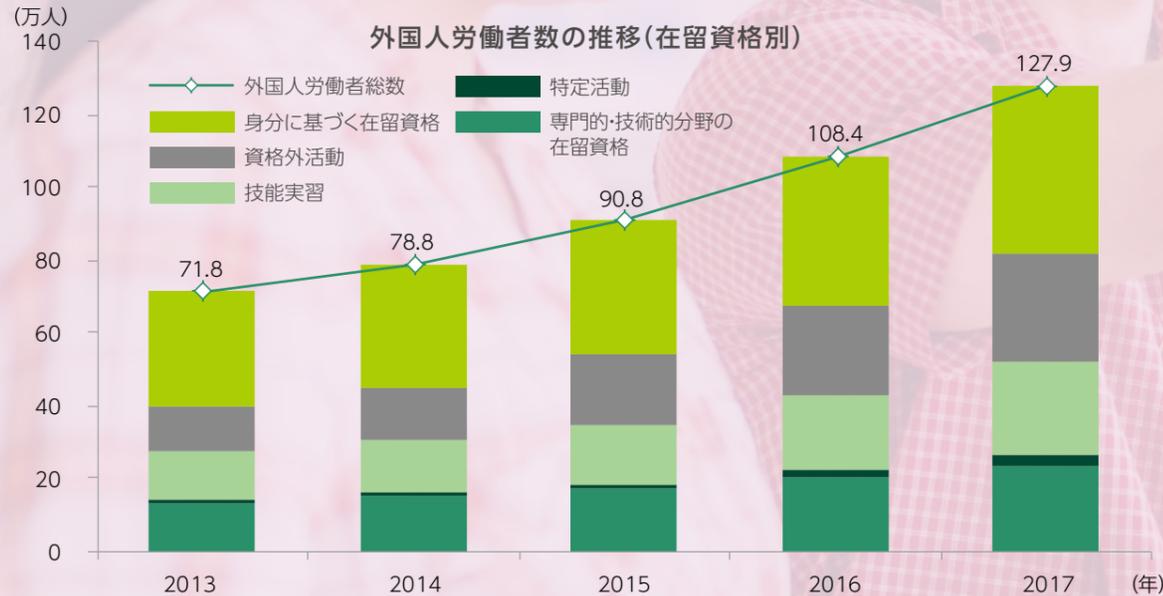
将来予告なく変更される場合があります。この資料の最終ページに重要な注意事項を記載しています。必ずご確認ください。

# 外国人の就労拡大

2018年12月に成立した改正出入国管理法により、新たな制度の下、外国人労働者の受け入れが可能となり、慢性的な人手不足で悩む各産業から、人手不足解消への一助となると期待が寄せられています。

## 単純労働の受け入れが困難だった従来の制度

外国人労働者数は着実に増加しているものの、これまで、高度な知識を持つ人材あるいは技能実習生、留学生等に在留資格が限られていました。従来の制度では、人数の面で最も人手不足が深刻な単純労働の受け皿となる在留資格が限られており、技能実習生の一部で長時間労働や賃金不払いの問題も指摘される等、制度の見直しが検討されていました。



※「身分に基づく在留資格」は永住者・日系人等、「資格外活動」は留学生のアルバイト等、「特定活動」は法務大臣が個々の外国人について特に指定する活動を行うもの、「技術実習」は技能移転を通じた開発途上国への国際協力等、「専門的・技術的分野の在留資格」は就労目的(経営者、技術者、研究者等)で在留が認められているもの(出所)厚生労働省「外国人雇用状況」の届出状況(平成29年10月末現在)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

## 在留資格拡大で雇用を希望する企業は半数以上

外国人労働者の雇用に対する企業のニーズについては、「外国人雇用に関するアンケート調査」結果によると、在留資格が拡大した場合、「雇用したい」と回答した企業は55.3%と半数を超えています。

外国人雇用意向



※全企業9,642社  
(出所)東京商工リサーチ「外国人雇用に関するアンケート調査」(2018年12月25日公開)より三井住友銀行作成

## 一定の技能を持つ外国人の就労が可能に

改正出入国管理法は、一定の技能を持つ外国人や技能実習終了後の希望者に新たな就労資格を与えるもので、これまで認められていなかった単純労働に門戸を開くものです。具体的には、在留資格「特定技能」を「1号」(一定の技能)、「2号」(熟練技能)の2段階で新設し、将来的に特定産業分野14業種での受け入れを想定しています。受け入れる人数は、「1号」(一定の技能)について、5年間で最大34万5,150人を目安にしています。



## 中長期的には人手不足緩和による産業活性化に期待

改正出入国管理法が社会や経済に与える影響については、中長期的には、改正法のねらいである想定された14業種での人手不足緩和による産業活性化にあります。今後とも、外国人材の協力を得て、少子高齢化による経済低迷からの脱却を図ろうとする動きは加速するものとみられます。短期的には、人材サービス(製造業派遣、技術者派遣)、日本語学校、社宅・寮等の外国人就労関連ビジネスへのニーズが高まると予想されます。

## 景気減速の表面化

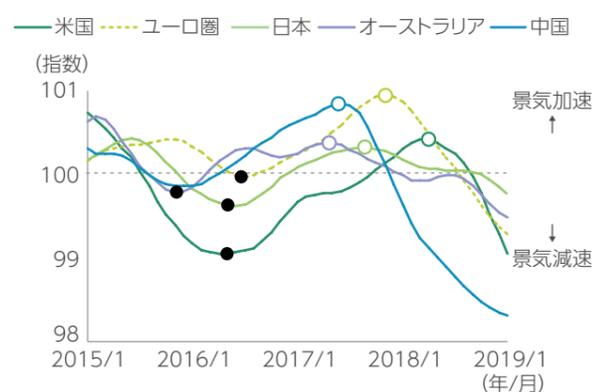
- 昨年秋以降の世界経済の急減速や、米中貿易戦争等の政治的な不透明感を受けて、IMFは世界経済見通しを大きく下方修正しました。
- OECD景気先行指数は主要国で景気減速が続くことを示唆しており、当面、世界経済は停滞気味の推移が続く可能性があります。
- ただし、主要国の成長率は総じて底堅く推移しており、景気拡大に向けた好循環は途切れていないとみられます。

IMFの世界経済見通し前対比の予測の修正状況



(注) 前回予測からの修正幅で、予測時点から2年分の成長率予測の修正幅の合計。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图示  
(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～2019年1月  
(出所) OECD (経済協力開発機構)のデータを基に三井住友銀行作成

米欧日の実質GDP成長率 (前期比年率、%)



(注) データ期間2018年1-3月期～2018年10-12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

- 2018-2019年の成長率は各国ともに下方修正を余儀なくされますが、2020年については、足元で先行性のある景況感指数に下げ止まりの動きが出たことや、主要国でいっせいに景気配慮型の政策転換があったことを考慮しますと、前回予想とほぼ同程度の成長率を予想します。
- 2019年前半の世界経済は安定成長への軟着陸を模索するプロセスが続くものの、後半以降は回復プロセスをたどる可能性が高いとみています。
- 米FRBではバランスシート縮小と利上げはともに終了する可能性が高いとみられますが、ユーロ圏では来年半ばにかけて利上げ等の金融政策の正常化プロセスが再開すると予想します。
- 日銀は量的緩和の副作用を考慮しながらも、現在の6兆円規模のETF購入や長短金利の誘導目標の据え置きを長期にわたり継続すると予想します。RBA (豪準備銀行)の次の一手は利上げと予想しますが、利上げについては2020年も難しい状況となってきました。

主要国の経済見通し

	実質GDP成長率 (単位: %)			市場コンセンサス		消費者物価上昇率 (単位: %)			市場コンセンサス	
	2018年予測	2019年予測	2020年予測	2019年	2020年	2018年予測	2019年予測	2020年予測	2019年	2020年
世界経済	3.7↓	3.5↓	3.6-							
米国	2.8↓	2.3↓	2.0↑	2.4	1.9	1.9-	1.9↑	2.0-	1.9	2.1
ユーロ圏	1.8↓	1.1↓	1.4↓	1.2	1.4	1.8↑	1.4↓	1.6-	1.4	1.5
日本	0.8-	0.4↓	0.6↑	0.7	0.5	0.8-	0.3↓	0.1↓	0.7	0.9
オーストラリア	2.8↓	2.2↓	2.5↓	2.5	2.7	1.9-	1.9↓	2.2↓	2.0	2.3
中国	6.6-	6.3-	6.1-	6.2	6.0	2.1-	1.8↓	1.8↓	2.1	2.3

(注1) 予測は三井住友DSアセットマネジメント、矢印は前回予測(2019年1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) 市場は3月20日時点での各社予想をBloombergが集計した各社予想の中央値  
(注3) 米国と日本の消費者物価上昇率はコア(米国は消費デフレーターを除く食品・エネルギー、日本は除く生鮮食品)  
(出所) 三井住友DSアセットマネジメント、Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

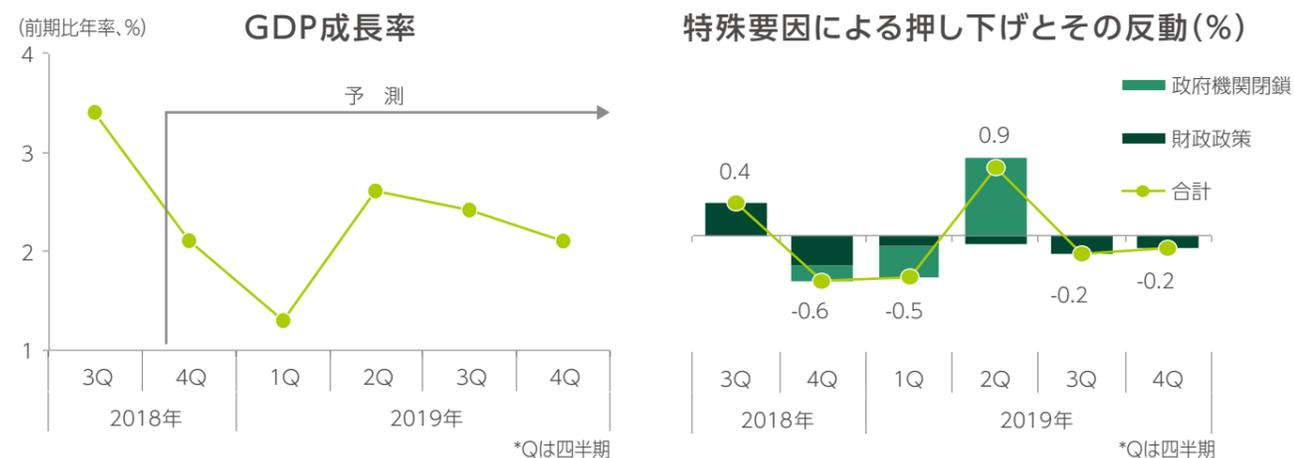
金融政策の見通し

	バランスシート政策	金利政策	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2019年9月に停止(早期終了)	・据え置き(利上げ終了)	・利上げなし、利下げの可能性も
ECB (欧州中央銀行)	・再投資で資産規模を維持	・2020年半ばに利上げ	・2020年前半に利上げ
BOJ (日銀)	・国債購入量は減少 ・年6兆円規模のETF購入を継続	・長短金利ともに金利調整は2021年以降	・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	・利下げの可能性は低い ・2020年の利上げも困難	・年内に利下げへ

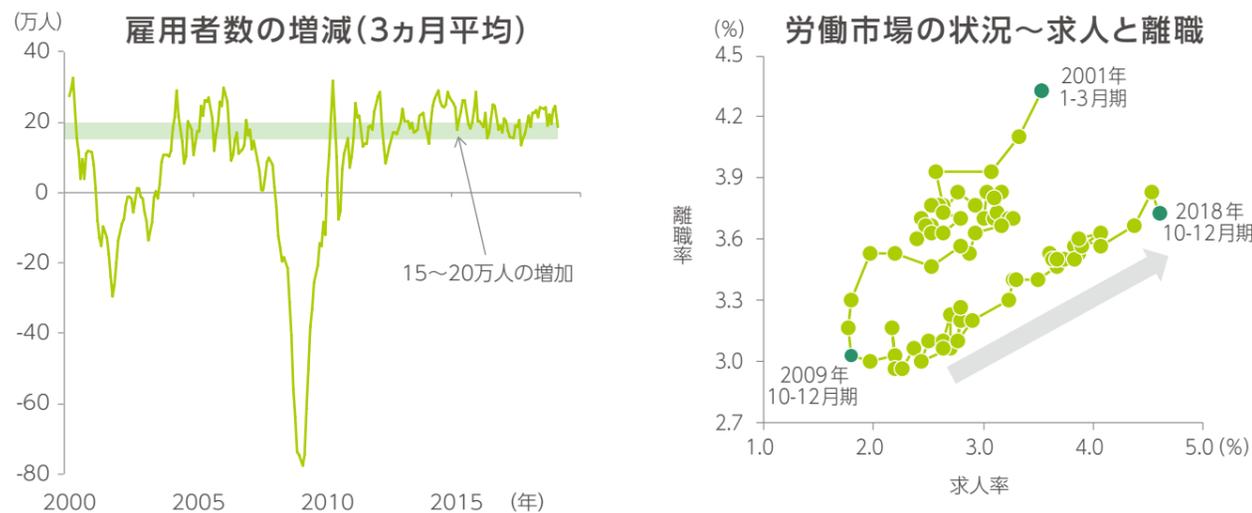
(出所) 三井住友DSアセットマネジメントの予測、Bloombergの集計値を基に三井住友銀行作成

## 安定成長への軟着陸を支える雇用の好調さ

- 1月以降発表された経済指標にはやや弱めのものが目立ち、景気は足元で減速傾向をたどっているとみられます。ただし、こうした景気減速の主因は政府機関の一部閉鎖(今年1月25日まで過去最長の35日間)や、トランプ減税による景気押し上げ効果のはく落にあるとみられます。
- 米中貿易戦争による影響や、欧州等の海外経済からの影響は比較的小さいと考えています。
- 今後の安定成長への軟着陸の鍵を握っているのは雇用情勢です。雇用者数は月々の振れはありますが、高めの増加基調が続いています。労働市場では離職率が上昇していますが、これはより良い職場を求めて労働者の移動が活発化している証とみられます。求人率とともに離職率の上昇も進行していることは、労働市場が良好な状態にあることを示しています。



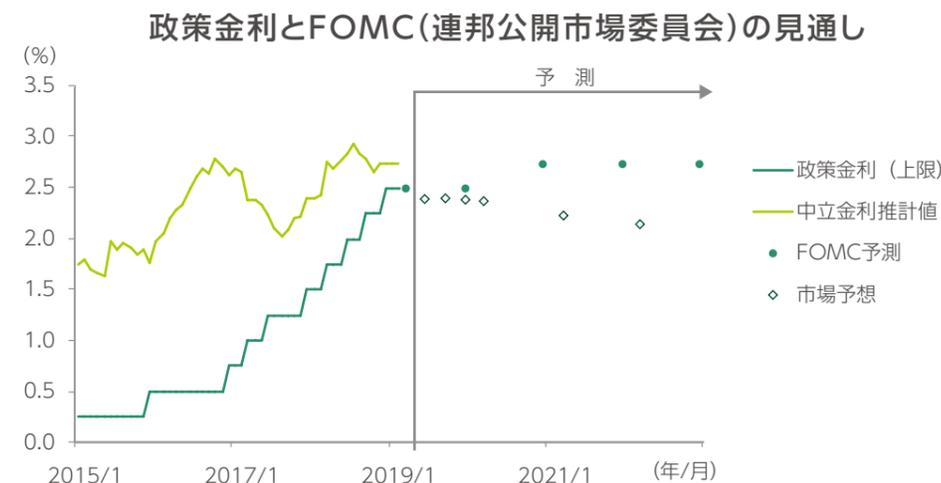
(注1) 予測は三井住友DSアセットマネジメント (注2) 特殊要因は前期比年率の実質GDPに与える影響を試算したもの  
(注3) データ期間2018年7-9月期~2019年10-12月期  
(出所) 三井住友DSアセットマネジメントの資料等を基に三井住友銀行作成



(注1) 雇用者数は非農業部門 (注2) データ期間2001年1-3月期~2018年10-12月期  
(注3) データ期間2000年1月~2019年2月 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

## 米FRBは利上げ中断を示唆

- 米FRB(連邦準備理事会)は、政策金利が景気や物価に対して中立的な金利水準に近づいたことから、利上げ中断を示唆しました。もっとも、景気の見方も引き下げられており、インフレが落ち着いた状態が続く場合、利上げの打ち止めとなる可能性があります。
- 一方、市場は利下げの可能性を織り込み始める展開となりました。このため、長期金利には低下圧力が強まり、3%を超えていた10年国債利回りは2%台半ばへ低下しています。
- 長期的にみまると、1990年以降、米国の長期金利は低下トレンドをたどっています。今後、インフレなき安定成長の下で世界的な金余り等を背景とした金利低下となるのか、あるいは景気悪化による金利低下となるのか、注目されます。



(注1) 中立金利はFRBの試算による自然利率にその時点での消費デフレーター(除く食品・エネルギー)の前年比伸び率を足したもの  
(注2) FOMC予測は2019年3月時点。最右端は長期見通し  
(注3) データ期間2015年1月~2021年12月。2019年3月以降は予測値  
(出所) FRBの資料、Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



(注1) 色塗りは景気後退局面 (注2) データ期間1990年1月~2019年2月  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

## 景気停滞から持ち直しへ

- 中国経済の急減速と半導体サイクル悪化の影響が重くのしかかり、緩やかな景気拡大基調に変調が現れてきました。景気動向指数は昨年10月をピークに低下幅が大きくなり、内閣府は景気動向指数の局面認識を「下方への局面変化」に修正しました。
- 過去の局面変化が指摘された時期をみると、景気後退につながらなかったケースもあり、今回もそのパターンをたどる可能性が高いとみています。この理由としては、①海外経済情勢や半導体サイクルの好転、②消費増税前の駆け込み需要、③政府の景気対策を想定しています。
- なお、過去の局面変化の時期をみると、政府・日銀が協調するかたちで景気対策が講じられてきました。日銀には追加金融緩和の余地は乏しいとみられますが、何らかの対応が求められる可能性があります。

景気動向指数で「下方への局面変化」が指摘された時期と当時の状況



(注1) 色塗りは景気後退局面 (注2) 景気動向指数はCI一致指数 (注3) データ期間2011年1月～2019年2月  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

「下方への局面変化」の時期	2011年3月	2012年9月	2014年8月	2019年1月
景気の判定	景気後退せず	景気後退局面入り	景気後退せず	
財政政策 (政府)	10月 「円高への総合的対応策」 国費:2兆円 事業費:23.6兆円	11月 「日本再生加速プログラム」 国費:1.3兆円 事業費:2.0兆円  2013年1月 「日本再生に向けた緊急経済対策」 国費:10.3兆円 事業費:20.2兆円	12月 「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」 国費:3.5兆円 事業費:未発表	2018年12月 「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」 事業費 7兆円程度  1月 消費増税対策 ポイント還元、プレミアム付き商品券等 合計約5兆円
為替政策 (財務省)	3～11月 円売り介入 合計約14兆円	なし	なし	?
金融政策 (日銀)	3月 資産買入等の基金 +5兆円 8月 資産買入等の基金 +10兆円	9月 資産買入等の基金 +10兆円 10月 資産買入等の基金 +11兆円	10月 量的質的緩和の拡大 長期国債購入 年80兆円 ETF購入 年3兆円、等	?

(出所) 各種資料を基に三井住友銀行作成

## 深刻な人手不足

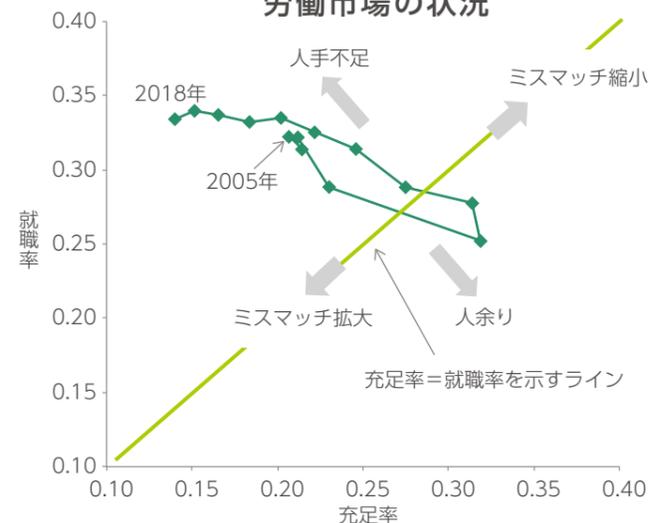
- 日本経済はバブル期並みの深刻な人手不足に直面しています。人手不足の主たる理由は人口減少や高齢化という人口動態の変化にあります。同時にミスマッチの拡大といわれる求人側と求職側で雇用条件が合わなくなっている状況も関係しています。
- ミスマッチの拡大は、その背景にサービス化やIT化といった産業構造の変化等が指摘され、人口動態と同様に恒常的に労働市場に影響を及ぼすとみられます。
- 人手不足を理由とした企業倒産は近年、増加傾向にあります。賃金上昇が人手不足解消の答えになるとは限りません。長い目で見て、人手不足は日本経済の大きなリスクとなっています。

雇用人員判断DIの推移



(注1) 全規模・全産業 (注2) データ期間1980年1-3月期～2018年10-12月期  
(出所) 日銀の資料を基に三井住友銀行作成

労働市場の状況



(注1) 就職率は、「就職件数」を「新規求職申込件数」で割ったもの  
(注2) 充足率は、「就職件数」を「新規求人数」で割ったもの  
(注3) データ期間2005年～2018年  
(出所) 厚生労働省の資料を基に三井住友銀行作成

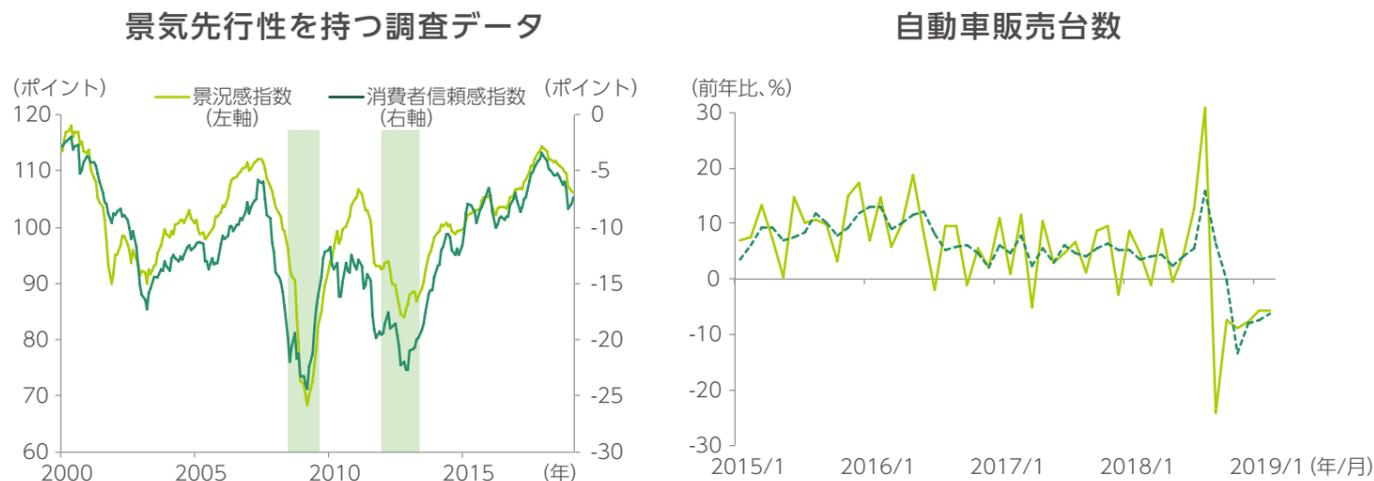
人手不足倒産



(注1) 人手不足を理由とした倒産件数とその倒産件数全体に占める比率  
(注2) データ期間2013年～2018年  
(出所) 帝国データバンクの資料に基づき三井住友銀行作成

## 下振れリスク含みの展開へ

- ユーロ圏経済は昨年半ば以降、急減速しました。この背景としては、中国経済の減速という海外要因に加えて、自動車排ガス規制の強化、フランス「黄色いベスト」運動のデモ、英EU離脱を巡る警戒感等の域内要因が指摘されています。
- とりわけ、自動車産業では昨年9月の新しい排ガス規制の適用を前にした駆け込み的な需要の反動減から立ち直る兆しがみられず、不振が続いています。
- こうした状況下、景況感指数や消費者信頼感指数はいずれも急低下しています。これらの指数は過去、景気への高い先行性を示しており、ECB(欧州中央銀行)が今年の成長率見通しを大幅に引き下げる事態につながりました。政治情勢への不透明感が残ることもマイナス要因となり、景気は下振れリスク含みの停滞状況が続くと予想されます。



(注1) 色塗りは景気後退局面  
 (注2) データ期間2000年1月～2019年2月  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

(注1) 点線は3ヵ月移動平均  
 (注2) データ期間2015年1月～2019年2月  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

### ECBの経済・物価予測

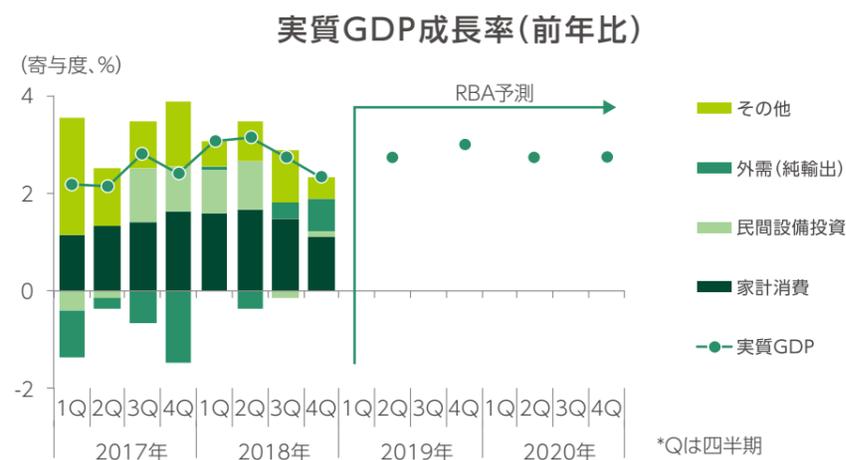
(単位: 前年比、%)

		2018年	2019年	2020年	2021年
GDP	最新	1.9	1.1	1.6	1.5
	前回	1.9	1.7	1.7	1.5
インフレ	最新	1.7	1.2	1.5	1.6
	前回	1.8	1.6	1.7	1.8

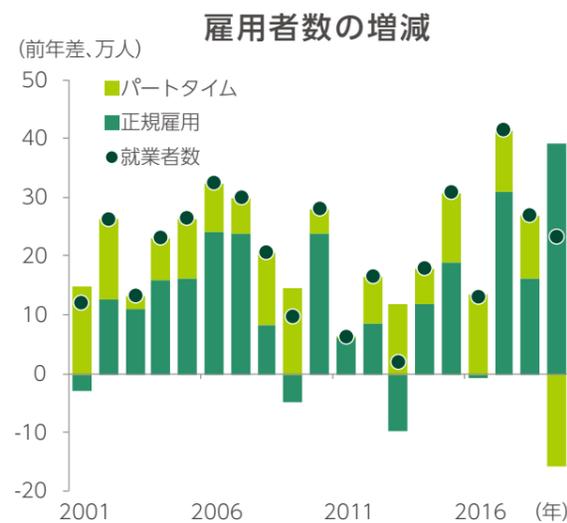
(注1) 最新は2019年3月、前回は2018年12月時点のもの  
 (注2) インフレはHICP(EU基準消費者物価指数)総合  
 (出所) ECBの資料を基に三井住友銀行作成

## 雇用拡大が景気を下支え

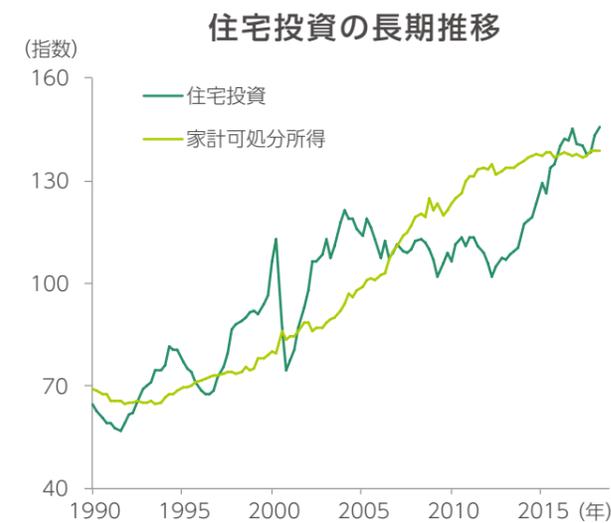
- オーストラリアでは住宅市場での調整が続く、景気は緩やかな減速傾向をたどっています。GDP成長率の内訳をみますと、これまで成長の足かせとなっていた外需は豪ドル安と商品市況の回復を背景に成長を押し上げる方向にはたらし始めています。
- 先行きについては、雇用の堅調さが景気を下支えする状況が予想されます。このため、RBA(豪準備銀行)は潜在成長ペースにほぼ等しい3%程度の成長率が続くとも予想しています。
- 住宅投資は家計の可処分所得の増加に見合ったペースで拡大していることから、住宅市場の調整が深刻化するリスクは低いと判断しています。



(注) データ期間2017年1-3月期～2020年10-12月期。2019年1-3月期以降はRBAの予測値  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



(注1) 2019年は1月と2月の合計値を年率換算したもの  
 (注2) データ期間2001年1-3月期～2019年1-3月期  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

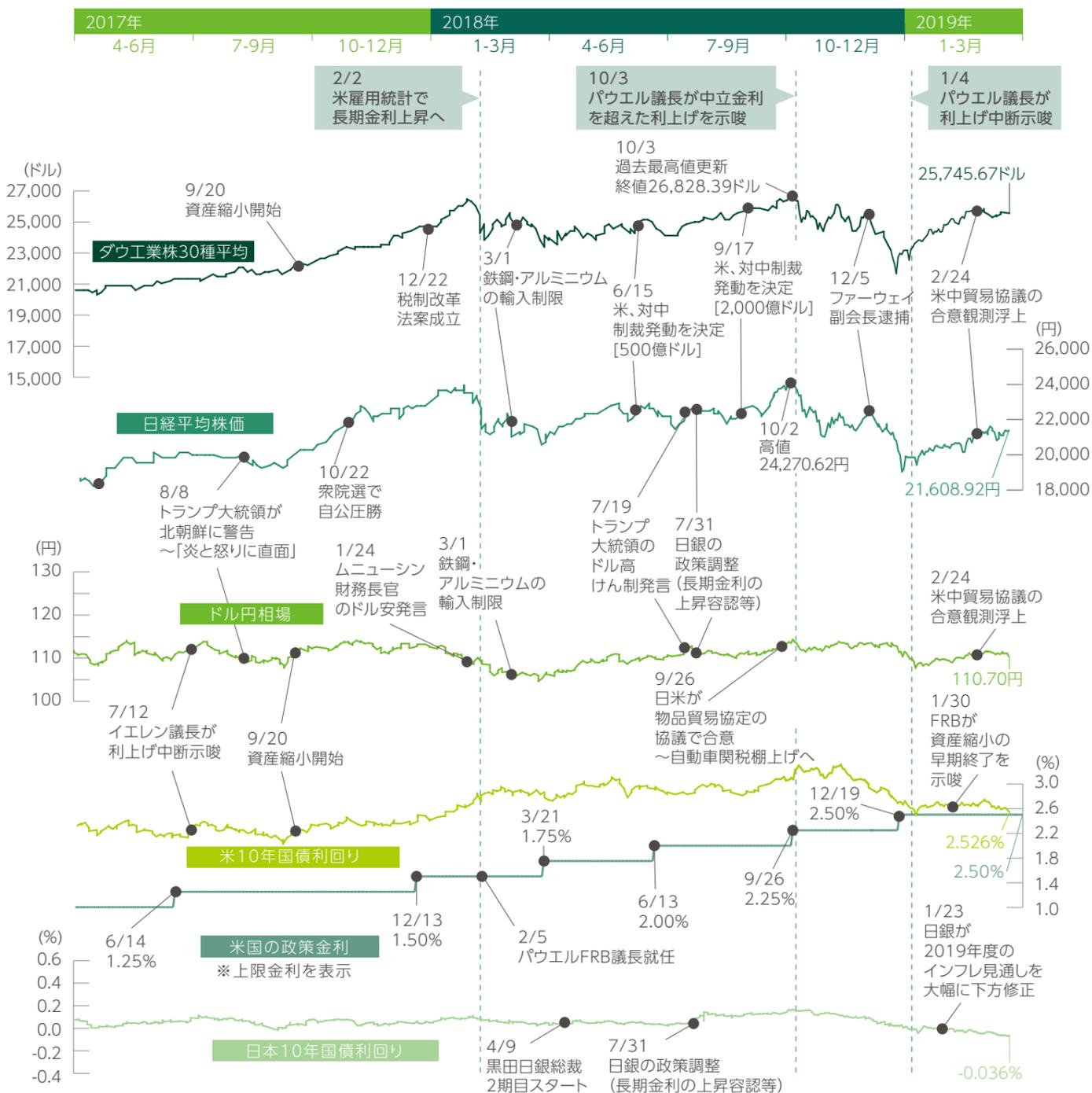


(注1) 期間中の平均を100として指数化、実質ベース  
 (注2) データ期間1990年1-3月期～2018年4-6月期  
 (出所) RBAのデータを基に三井住友銀行作成

## 政策期待から市場心理が安定化、市況回復へ

○各国での金融政策の景気配慮型（ハト派）への転換、米中貿易協議の合意期待等を背景に、世界主要国の株価は持ち直しました。世界経済がインフレなき緩やかな景気拡大基調に戻るとの見方が再び優勢となりました。同時に米利上げ終了観測が長期金利の低下を促したことで、株式のみならずリート、ハイイールド債券（低格付け債券）、新興国資産等のリスク性資産に全般的にマネーが流れ込む動きがみられました。

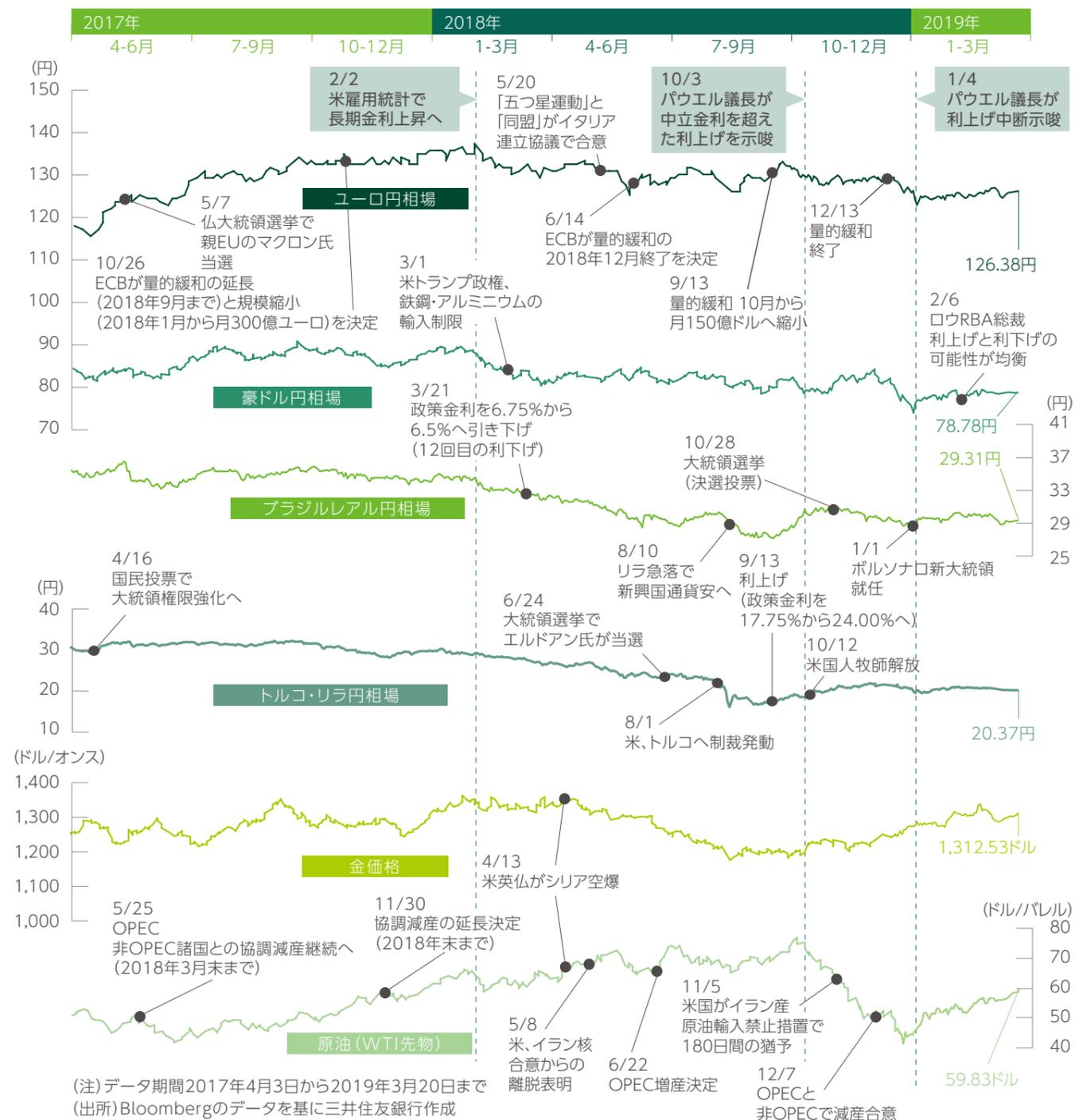
○NYダウはV字型の回復で、昨年10月の過去最高値をうかがう動きとなりました。日経平均にはやや出遅れ感がありますが、21,000円台を回復し、底堅い推移となりました。



○為替市場では、昨年10月以降のリスク回避局面での円買いや新興国通貨売りが巻き戻されました。ドル円は年初に104円台に急落する場面がありましたが、その後110円台を回復し、安定的な推移となりました。

○ユーロ円や豪ドル円は安値圏での推移が続きました。米FRB（連邦準備理事会）に遅れてECB（欧州中央銀行）やRBA（豪準備銀行）もハト派転換したことで、ユーロや豪ドルの対ドルでの優位性は薄れました。一方、米長期金利の低下や中国経済の回復期待を背景に、新興国通貨は底堅く推移しました。

○原油相場は長期的な需給均衡観測を背景に、概ね50ドル台半ばで落ち着いた推移となりました。



はじめに

経済環境

主要トピックス

もたらす変化

経済環境

マーケット動向

連守用

事項意

## 大きな方向感が出にくい展開

- 年初からのドル円相場は米国株価の上昇に代表されるリスクオン相場のなかで、円安方向に戻す動きが続きました。ただし、この円安は米国の長期金利との連動性は薄く、その意味で昨年秋以降のリスク回避の円買いが巻き戻された範囲内とみられます。
- 今後については、日米間の絶対的な金利差が円安圧力として恒常的にはたらくとみられますが、米FRBの金融政策や日米貿易協議の行方次第では、円安・円高いずれの方向も想定されます。
- 米国経済の景気の強さとインフレ安定という状況を想定すれば、円安機会をうかがう展開になるとみられます。一方で、利下げやリスクオフのイベントが視野に入る場合には、円高に振れる可能性もありそうです。

長期金利との関係



(注) データ期間2018年7月1日～2019年3月20日(日次)  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

株価との関係

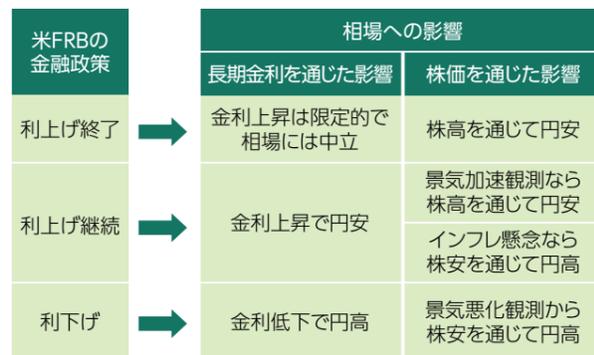


中期見通しに影響を与える要因

①絶対的な金利差	円安
②米FRBの金融政策の方向性	右図参照
③日米貿易協議	次頁参照
④米債務問題や地政学上のイベントリスク	円高

(注) 為替への影響は予想される圧力  
(出所) 各種資料を基に三井住友銀行作成

米FRBの金融政策がドル円レートに与える影響



(出所) 各種資料を基に三井住友銀行作成

## 日米貿易協議のスタート

- 米中貿易協議が一段落すれば、米トランプ政権の関心は日欧との貿易協議に移るとみられます。
- 日本との間では、通商拡大法232条に基づく自動車・同部品への輸入制限措置の有無、日米物品貿易協定(TAG)の協議の行方が焦点となります。
- 日本の対米貿易黒字(6.5兆円)は輸送用機器(5.3兆円)に集中しています。自動車の関税率が現在の2.5%から最大25%程度へ引き上げになれば、日本を取り巻く環境は激変するとみられます。
- 昨年9月の日米首脳会談では、貿易協議中は共同声明の精神に反する行動をとらないことが合意されましたが、トランプ政権からの圧力が強まれば、市場では円高連想が生まれやすいことに注意が必要とみられます。

### ●通商拡大法232条に基づく自動車・同部品への輸入制限(追加関税最大25%程度)

自動車製造業は、米国の技術革新において重要な源泉となってきた。米国商務省による調査は、国内自動車・部品生産の衰退が米国経済を弱体化させる脅威となるかどうかを検討するものであり、調査には、次の分野における研究・開発およびスキルを持つ労働者の潜在的衰退が含まれる。

- コネクテッド・ビークル・システム、自動運転、燃料電池、電気モーターおよび電池、先進的製造プロセス、その他の最先端技術

### ●米USTR(通商代表部)が対日交渉で掲げた主な要求事項

- ・米国製品の輸入拡大(自動車・同部品、農産物、医薬品等の輸入)
- ・非関税障壁の撤廃要求(通信、金融等で米国企業の市場参入を阻害する制度を廃止)
- ・為替操作の禁止(為替介入、場合によっては日銀の金融政策が対象に)



(出所) 各種資料を基に三井住友銀行作成

### ●今後のスケジュール



(出所) 各種資料を基に三井住友銀行作成

対米貿易収支(2018年)

(単位:兆円)

	輸出	輸入	貿易収支
総額	15.5	9.0	6.5
食料品	0.1	1.5	-1.4
原料品	0.1	0.5	-0.4
鉱物性燃料	0.1	1.1	-1.0
化学製品	1.0	1.4	-0.4
原料別製品	1.0	0.4	0.6
一般機械	3.5	1.4	2.0
電気機器	2.1	1.1	1.0
輸送用機器	6.0	0.7	5.3
その他	1.6	0.9	0.7

(出所) 財務省の資料を基に三井住友銀行作成

## ECBのハト派転換で先安観が台頭

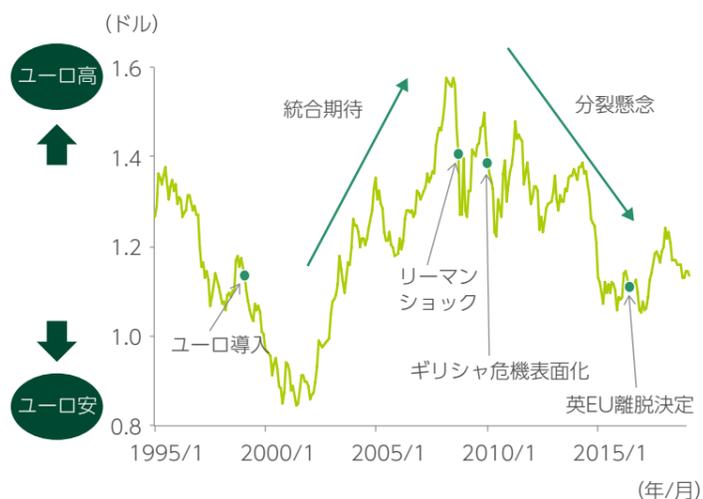
- 3月、ECB（欧州中央銀行）は景気配慮型（ハト派）の政策スタンスに転換。市場予想より早めにECBが行動を起こしたことで、ユーロ相場の先安観が強まりました。
- ドイツの10年国債利回りは再びマイナス圏をうかがう低下傾向をみせ、ユーロ円相場への下落圧力となっています。一方、ECBが発表した銀行への資金供給措置はイタリア等周縁国の国債利回りの低下を通じて域内経済の安定度を高めたとみられ、金利面からの一段のユーロ安リスクは低いとみられます。
- 長期的にはユーロは統合期待と分裂懸念を背景に大きなトレンドを形成しています。今後、英EU離脱問題、イタリア財政問題、欧州議会選挙後の欧州政治情勢の右傾化等に関連して、ユーロの分裂懸念が浮上するリスクには注意が必要とみられます。

ECBの政策変更

	従来	3月に決定した方針
政策金利	「少なくとも19年の夏まで」据え置き	「少なくとも19年末まで」据え置き
量的緩和	資産規模維持 (昨年12月に新規購入終了)	資産規模維持
銀行への資金供給	2016-2017年に実施(TLTRO2)	9月に再開(TLTRO3)

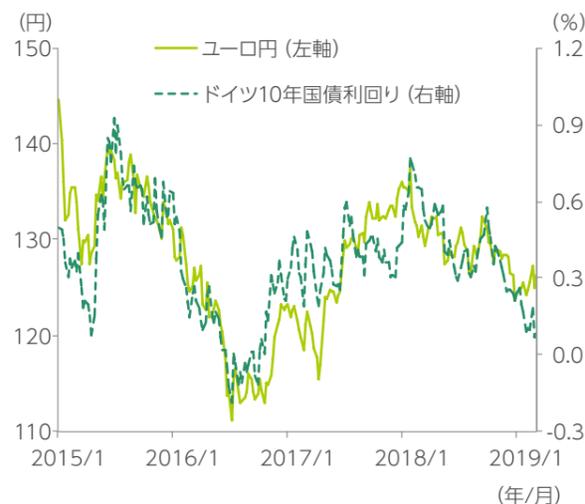
(注) TLTROは貸出条件付き長期資金供給オペ  
(出所) ECBの資料を基に三井住友銀行作成

ユーロの対ドル相場



(注1) ユーロ導入前はBloombergの算出した理論値  
(注2) データ期間1995年1月~2019年2月(月末値)  
(出所) 各種資料、Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

ユーロ円相場

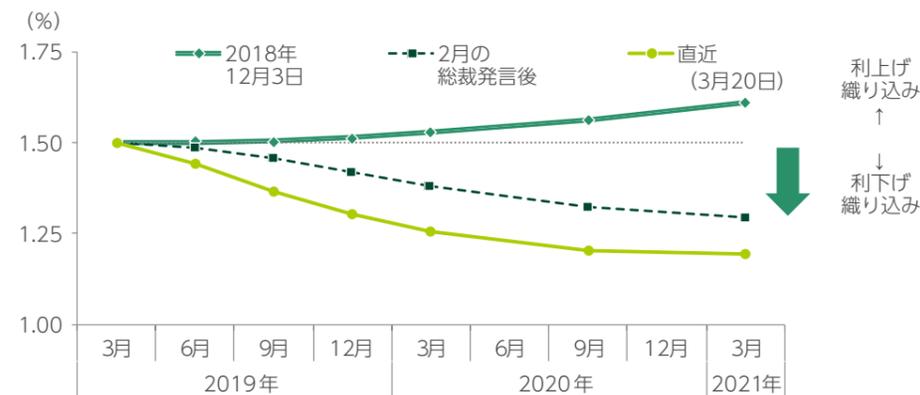


(注) データ期間2015年1月2日~2019年3月15日(週次)  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

## 弱気相場に

- RBA（豪準備銀行）は利上げ機会をうかがう政策スタンスから、長期にわたって政策金利を据え置くスタンスに政策を転換しました。
- 政策転換を受けて市場では次の一手は利下げとの織り込みが強まりましたが、RBAの比較的強気の景気見通しに照らしますと、利下げに至る可能性は低いとみられます。
- 利下げ観測の修正は豪ドルの買い戻しを促すとみられますが、利上げが視野に入らない限り、豪ドルの趨勢的な上昇は難しいとみられます。ただし、長期的には豪ドル相場は商品市況との連動性が高いこと、近年は中国株価との連動性が高いことも踏まえると、安値圏で推移する豪ドル相場に水準調整が起きる可能性はありそうです。

金融市場での政策金利予想



ロウRBA(豪準備銀行)総裁の発言(2/7)  
「ここ1年間は、次の金利の動きは下に向かうよりも上に向かう可能性が高かったが、現時点ではその可能性はより均衡しているもようだ」  
「失業率の上昇が持続し、インフレ率が目標に近づかない場合、ある時点で利下げが適切になる可能性がある」

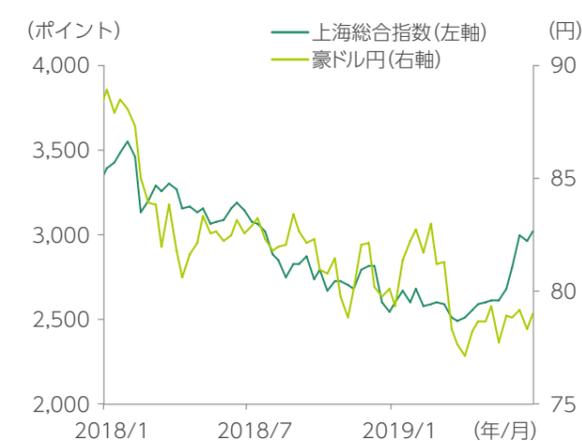
(出所) 各種資料、Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

豪ドルの対ドル相場



(注) データ期間2000年1月~2019年2月(月末値)  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

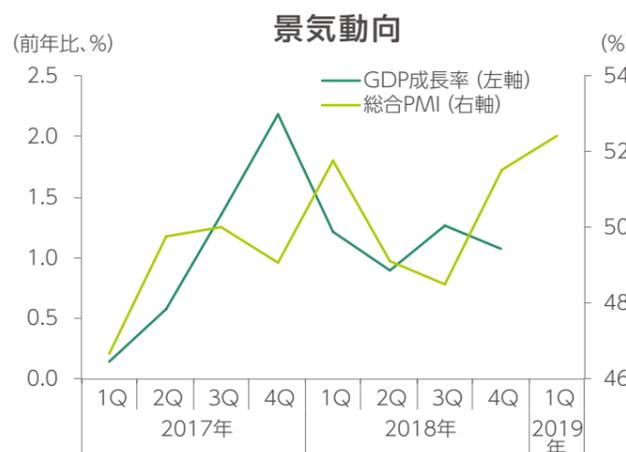
豪ドル円相場



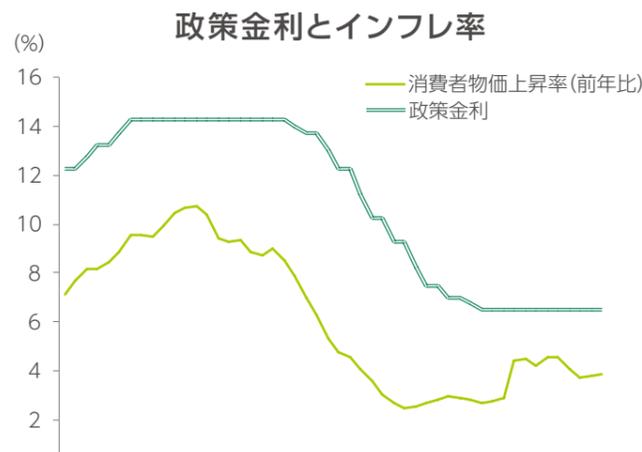
(注) データ期間2018年1月5日~2019年3月15日(週次)  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

## 年金改革の成否が相場を左右

- 通貨安定と金融緩和の効果が現れ始め、景気は持ち直し傾向にあります。景気先行性の高いPMI(企業景況感指数)の上昇は、景気回復の勢いが増してきたことを示唆しています。
- 今年1月に大統領に就任したボルソナロ氏は財政と経済構造の改革を推進中ですが、市場は年金制度の改革に注目しています。政府は10年間で約1兆レアル(対GDP比で約15%)の歳出削減を目指すとしており、実現すれば経済成長の上振れにつながる見通しです。
- 年金改革の規模は今後の議会審議で縮小する恐れがあります。ただし、一定の改革には成功するとみられ、相場が大きく崩れるリスクは低いとみられます。一方、景気回復への期待感から利上げが視野に入ってくれば、レアル円相場の押し上げにつながるとみられます。



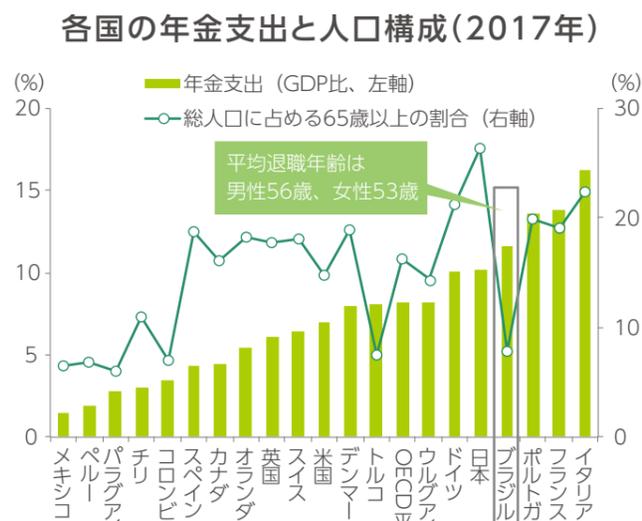
(注1) 総合PMIは期間平均値  
(注2) データ期間2017年1-3月期~2019年1-3月期。  
ただし2019年1-3月期のPMIは1月と2月の平均  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



(注) データ期間2015年1月~2019年2月  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



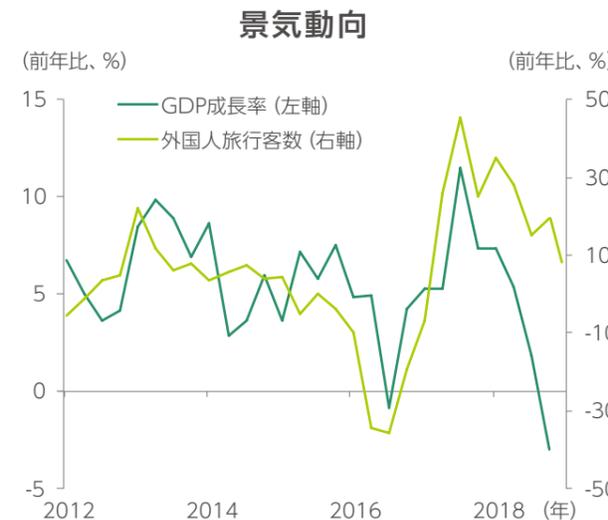
(注) データ期間2016年1月8日~2019年3月15日(週次)  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



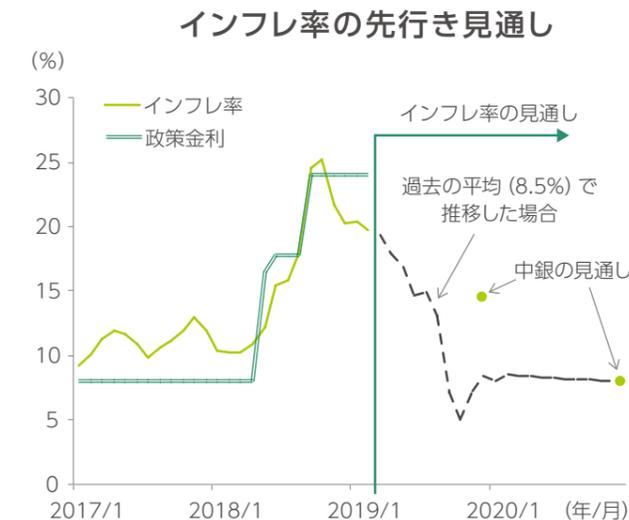
(出所) OECDの資料を基にSMBC日興証券作成

## 景気・物価見通しの好転が追い風に

- 大幅利上げと対米関係の改善がリラ安進行の歯止めになりましたが、景気の悪化傾向がリラ相場の持ち直しを遅らせています。2018年10-12月期のGDP成長率は前年比▲3.0%で、9年ぶりの大幅な落ち込みとなりました。
- 先行きの経済情勢は好転する可能性があります。外国資本の流入のバロメーターともいえる外国人旅行者数は、政情が不安定化した2016年の落ち込みから順調に回復しています。インフレについては、当局の価格安定策もあって物価上昇には歯止めがかかりました。前年比のベース効果からインフレ率は今年の夏場頃から低下する見込みで、中央銀行による金融緩和の可能性が浮上します。
- 景気持ち直しははっきりしてくれば、リラ円相場には上昇圧力がかかるとみられます。なお、政治的なリスク要因としては、シリア情勢やロシアからの武器購入等を巡り米国との関係が再び悪化する恐れが指摘されています。



(注) データ期間2012年1-3月期~2018年10-12月期  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



(注1) 過去の平均は2010年1月から2017年12月  
(注2) データ期間2017年1月~2020年6月。  
2019年3月以降は試算値  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

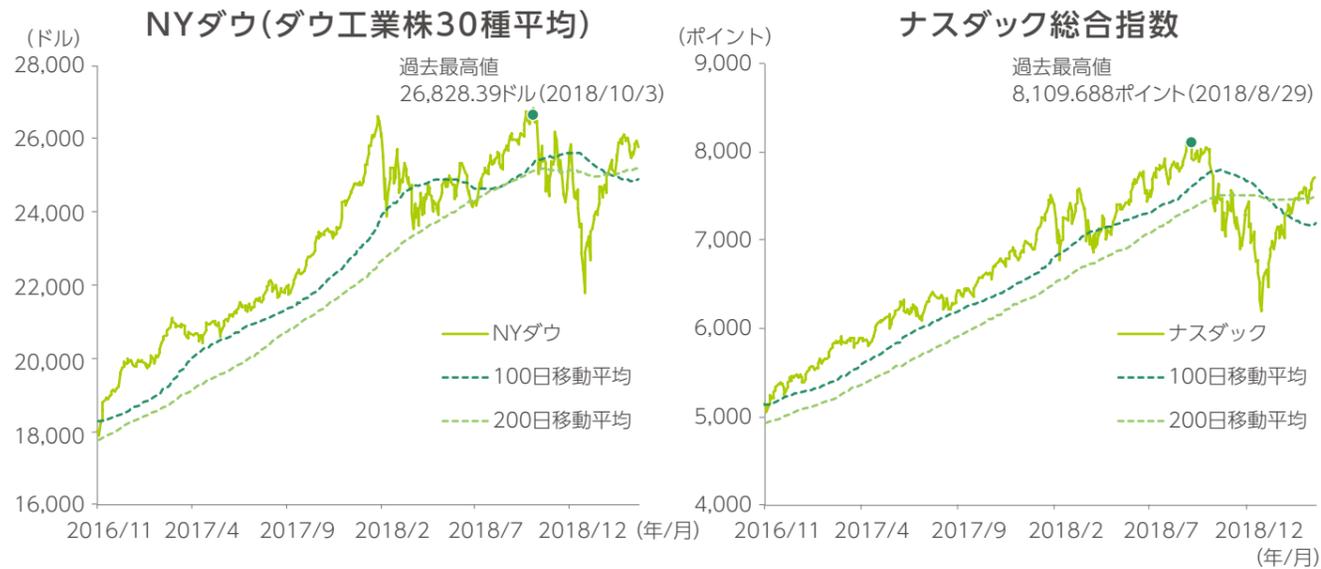


(注) データ期間2016年1月8日~2019年3月15日(週次)  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

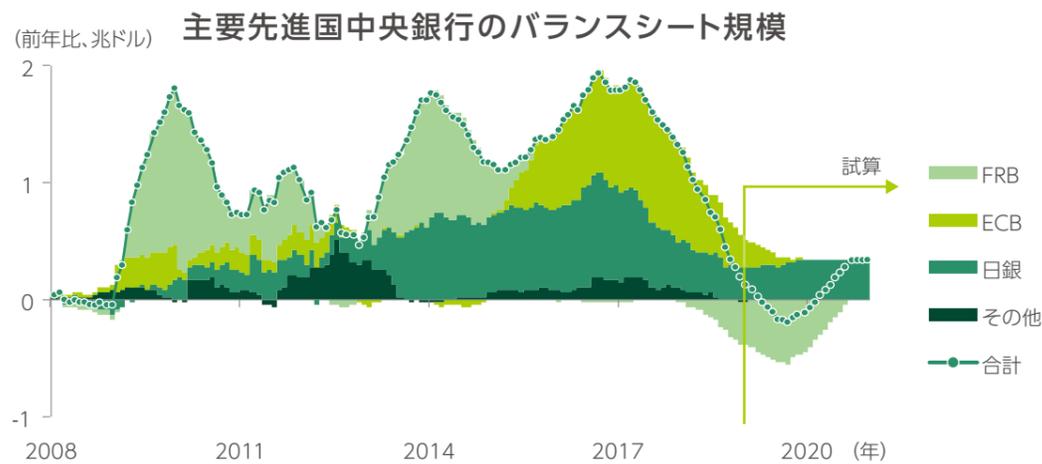
はじめに  
経済環境  
主要トピックス  
もたらす変化  
経済環境  
マーケット動向  
運守る  
事項

## V字型の急回復

- 米国株価は昨年の急落分の大半を取り戻す展開となりました。NYダウ、ナスダックともに200日移動平均線を上回る推移となり、チャート上は長期的な上昇トレンドへの回帰がうかがわれます。
- 株価反発の背景としては、①米FRBをはじめ各国中央銀行がいっせいに景気配慮型の政策運営に転換した、②米中貿易協議が合意に至る可能性が高まった、③ITハイテク銘柄への悲観的な見通しが修正された、等が指摘されています。
- とりわけ、米FRBが利上げ終了に加えて、バランスシート縮小の早期終了を示唆したことで、市場ではリスク資産にマネーを振り向ける動きが戻りました。FRBの政策転換で、主要国の中央銀行全体のバランスシートの規模の縮小にも歯止めがかかる見通しです。



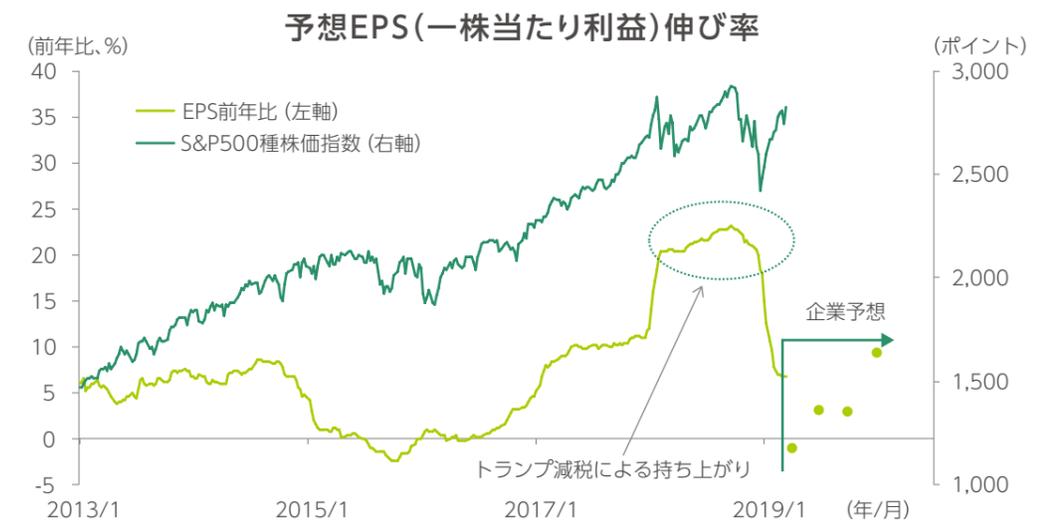
(注)左図、右図ともにデータ期間2016年11月1日～2019年3月20日  
(出所)Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成



(注1)その他は英中銀とスイス中銀 (注2)試算の前提は、FRBは2019年10月以降はバランスシート縮小終了、その他は現状程度の規模維持  
(注3)データ期間2008年1月～2020年12月。2019年1月以降は試算値  
(出所)各国中銀、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

## 期待先行相場から業績相場へ

- 政策への期待感で急反発した相場局面は終わりを迎え、今後、株価は景気や企業収益の実態に見合った緩やかな上昇ペースをたどる見通しです。
- 当面の企業収益の拡大ペースは、法人減税の効果で大きく持ち上がった昨年の反動が出て大きく鈍化する見通しです。しかし、その効果が剥落する10-12月期以降は、前年比で10%前後の増益ペースが予想され、株価の上昇ペースに一定のプラス効果を及ぼすとみられます。
- 長期的には、企業利益率はかなり高い水準にあります。安定成長への軟着陸に加え、こうした企業の「稼ぐ力」の高さを考慮しますと、まだ息の長い株価上昇トレンドが続く可能性が高いと予想します。



(注1)EPS伸び率はS&P500ベースの予想PERから求めたもの (注2)●印はRefinitivによる四半期ベースの予想EPS伸び率  
(注3)データ期間2013年1月4日～2019年3月15日(週次)。企業予想は2019年10-12月期まで  
(出所)BloombergのデータとRefinitivの資料を基に三井住友銀行作成



(注1)色塗りは景気後退局面 (注2)企業利益は非金融法人企業の税引き後で在庫評価と資本減耗調整したもの、利益率は非金融法人企業の付加価値との比率 (注3)データ期間1980年1-3月期～2018年7-9月期  
(出所)米商務省のデータを基に三井住友銀行作成

## 出遅れ感が目立つ日本株

- 欧米株価と比べて日本株の戻りの弱さが目立ちます。この背景には、企業収益に慎重な見通しが優勢となっていることがあります。年後半に一株当たり利益が10%程度に回復しても、昨年10月に付けた高値(24,270円)を上回るのは難しくなってきた可能性があります。
- しかし、中国向けの輸出低迷や半導体関連産業の需要の落ち込みに対して、市場はやや過剰に反応しているとみられ、情勢変化に応じて先行き見通しが好転する可能性があります。
- 需給面では、自社株買いを活発化させている事業法人や、年6兆円規模のETF購入を継続する日銀が買い手としての存在感を高めています。一方で、外国人投資家は昨年来、継続して売り手に回りました。売り過ぎとの判断がはたらけば、外国人投資家の日本株への投資スタンスには変化が期待できるとみられます。

予想EPS(一株当たり利益)の伸び率



日経平均株価の想定される上下限



(注1)EPSはBloomberg算出の予想PERから逆算したもの  
 (注2)予想PERの試算の前提 上限:2011年以降の平均値、下限:同平均値の1マイナス標準偏差(足元の14.7倍から低下)  
 (注3)データ期間 左図:2018年1月5日~2019年3月15日(週次) 右図:2015年1月2日~2019年3月15日(週次)  
 (出所)Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

外国人投資家の日本株への投資動向

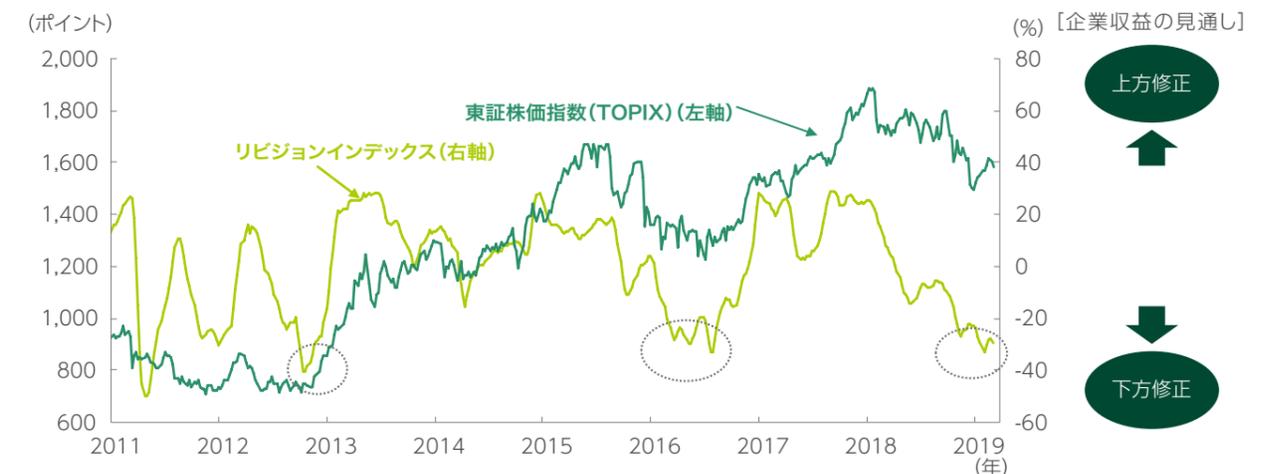


(注1)事業法人と外国人は買い越しから売り越しを引いたネット (注2)2013年1月4日からの累計  
 (注3)データ期間2013年1月4日~2019年3月15日(週次)  
 (出所)Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

## 企業収益面では、悪材料をかなり織り込んだ状況

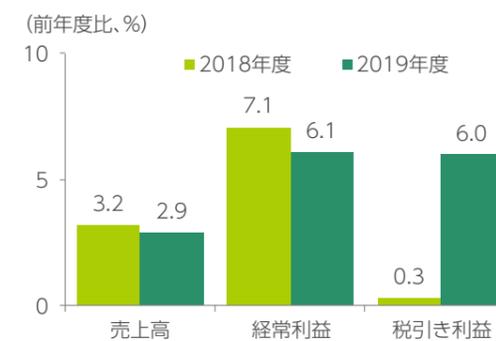
- 企業収益の下方修正が続き、リビジョンインデックスは低下傾向をたどっています。直近は、マイナス30%に近い水準に低下し、悪材料が株価にかなり織り込まれた状況です。歴史的には、現在のリビジョンインデックスは反転してもおかしくない水準にあり、今後、上方修正の割合が増えてくれば株価にはプラスの影響を与えるとみられます。
- 2018年度の企業収益は下方修正されましたが、経常利益でなお7%程度を確保する見通しです(税引き後利益の落ち込みはトランプ減税の効果があった2017年度の反動減が主因です)。2019年度については、経常利益、税引き後利益ともに6%程度を確保する見通しで、株価の緩やかな上昇を支えるとみられます。
- ただし、為替相場が企業の想定レートを超えて大幅に円高に振れた場合には、企業収益の下方修正への警戒感が強まる可能性があります。

リビジョンインデックスは相場反転を示唆



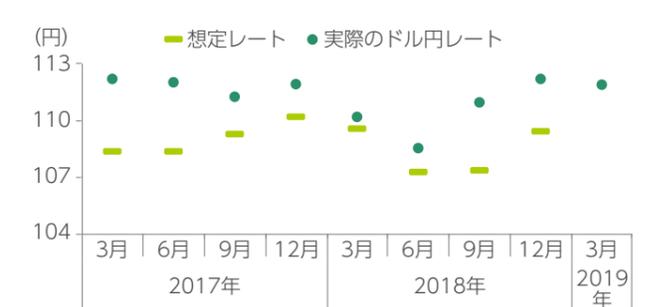
(注1)データは2011年1月6日~2019年3月11日(週次)。ただしリビジョンインデックスは2019年3月7日まで  
 (注2)リビジョンインデックスは当期利益のコンセンサス予想をベースに、(上方修正件数-下方修正件数)÷(上方修正件数+下方修正件数)で計算。4週移動平均。当期利益はI/B/E/S予想  
 (出所)Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

企業収益の見通し



(注1)金融を除く227銘柄。売上高は卸売も除く  
 (注2)2019年3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

企業収益計画上の想定レート



(注1)想定レートは日銀「短観」での大企業製造業のもの  
 (注2)実際のドル円レートは過去6カ月の月末ベースの平均値。  
 ただし2019年3月は2019年2月の値  
 (注3)データ期間2017年3月~2019年3月  
 (出所)日銀の資料、Bloombergのデータを基に三井住友銀行作成

はじめに  
 マクロ  
 経済環境  
 主要トピックス  
 もたらす変化  
 マクロ  
 経済環境  
 マーケット動向  
 運守る  
 事項

# 為替 コラム

SMBC信託銀行  
PRESTIA

## 為替市場で警戒される「フラッシュクラッシュ」

「フラッシュクラッシュ」という言葉をご存じでしょうか。一般的に、為替レートや株価が瞬間的に普段と比べて大きく動くことを指します。最近では、今年1月3日にドル円相場で起きた値動きが印象的でした。Bloombergによると、15分程の時間でドル円が108円80銭近辺から104円90銭近辺まで急落した後、106円80銭近辺まで

値を戻す大きな値動きとなりました。また、今年2月11日にも日本時間早朝に、ドルスイスフランやスイスフラン円が同じように急激な値動きを見せました。いずれも日本の祝日の早朝だったことが特徴です。

フラッシュクラッシュについて、RBA（豪準備銀行）が今年2月上旬に公表した「Statement on Monetary Policy」で分析しています。日本とオーストラリアは時差があまりないことから、彼らにとっても関心が高い出来事のようなようです。RBAの分析では、為替市場のフラッシュクラッシュの背景は3点あります。すなわち、(1)日本の個人投資家のポジション動向、(2)ロンドン時間の深夜、ニューヨーク時間の夜が日本時間の早朝にあたり、市場参加者が普段より少ないこと、(3)アルゴリズム取引が関係しているということ、です。

(1)については、日米の短期金利差が拡大するなかで、日本の個人投資家が相対的な高金利獲得を狙ったキャリートレードに回帰すると同時に、想定外の値動きに備えた取引予約を入れていることを指摘しています。(2)については、特に日本が祝日の場合、市場参加者が一層少なくなり、普段よりも少ない取引量で為替レートが動いてしまう点を挙げています。まとめますと、市場参加者が少ない時間帯に、日本の個人投資家による取引予約のオーダーが狙われ、アルゴリズム取引の動向にともなって急な値動きが起こっているという結論です。

これからも、折に触れフラッシュクラッシュは起こりそうです。近いところで、今年は10連休となる日本のゴールデンウィークが警戒されています。また連休の間には、為替市場で注目を集めるイベントが多く予定されています(右表)。日本の個人投資家にとって、今年の長いゴールデンウィークは為替レート

### 日本のゴールデンウィーク中に予定されている主な市場イベント

4月29日	米国	3月PCEデフレーター(総合・コア)
4月30日	中国	4月国家統計局PMI(製造業・非製造業)
	ユーロ圏	2019年1-3月期GDP(速報値)
	ドイツ	4月消費者物価指数
4月30日 -5月1日	米国	4月消費者信頼感指数
	米国	FOMC(連邦公開市場委員会) -結果公表と議長記者会見は5月1日 (日本時間5月2日早朝)
5月1日	米国	4月ISM製造業景況感指数
5月2日	英国	英金融政策委員会(MPC)
5月3日	ユーロ圏	4月消費者物価指数(速報値)
	米国	4月雇用統計
	米国	4月ISM非製造業景況感指数

(出所)各種資料に基づきSMBC信託銀行作成

# 株式 コラム

SMBC日興証券

## 相場格言

『需給はあらゆる材料に優先する』

『海中に飛び入る心持で買い、火中に飛び込む思いで売るべし。怖いところを売買すべし』

4月末から日本の株式市場は10連休に入りますが、この間、海外市場は稼働状態にあります。特にFOMCや米ハイテク企業等の第1四半期の決算発表等が予定され、さらにトランプ大統領の来日を5月下旬に控えて日米間の通商協議も佳境にあると予測されることから、ふとしたことで外国為替相場にも影響を与えかねません。

こうした長い連休を控え、日本株を保有しつつ、世界の株式市場が荒れるような場合には、売却のタイミングを逃すリスクがあるとの考えもあり、なかなか中長期のスタンスでの買いが入りにくいのも事実のようです。

株式市場は結果として買う人が相対的に多ければ株価が上がり、売却する人が相対的に多ければ株価が下がるという仕組みにあります。『需給はあらゆる材料に優先する』と昔から相場の格言として言われているように、売却したい人が多ければ、株式相場は上値が重く、ともすれば値を切り下げることになります。4月末～5月の10連休までは、需給面での要因にはなかなか勝てない上値の重い展開になる可能性を考えておくべきでしょう。

一方で、このような環境下で株価が値を切り下げよう場面では、ヒヤッとされることもあるかもしれません。以前にもご紹介した『相場は懐疑の壁をよじ登る』と同様に活用される格言で、『海中に飛び入る心持で買い、火中に飛び込む思いで売るべし。怖いところを売買すべし』というものがあります。

まさに、相場というものは「ここで買っていいのかな?」と思う時に買って、「ここで売るべきかな?」と迷うくらいの時に売却するものだということを指し示しています。昔の賢人達の知恵にしたがい、買ってもなかなか直ぐには上がらない相場だからこそ、4月末からの10連休までに、少しでも買って仕込んでおくことが必要なのかもしれません。トランプ大統領が来日する5月下旬頃に日米の通商交渉に一応の目途が立てば、株価が安心感から弾みをつけている可能性もあるとみえています。

# 相場予想表

株価	単位	過去1年間		2019年 3月20日	2019年 6月末	2019年 9月末	2019年 12月末	2020年 3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	19,155.74	21,608.92	21,300	21,300	21,500	21,500
NYダウ	ドル	26,828.39	21,792.20	25,745.67	25,800	26,300	26,700	26,700
ユーロ・ストックス	ポイント	397.58	321.36	369.81	370	375	385	385

長期金利	単位	過去1年間		2019年 3月20日	2019年 6月末	2019年 9月末	2019年 12月末	2020年 3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	▲0.042	▲0.036	0.00	0.05	0.05	0.05
米国国債(10年)	%	3.238	2.527	2.527	2.90	3.00	3.00	3.00
ドイツ国債(10年)	%	0.645	0.055	0.084	0.30	0.50	0.60	0.70

為替	単位	過去1年間		2019年 3月20日	2019年 6月末	2019年 9月末	2019年 12月末	2020年 3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	110.70	108	108	107	107
ユーロ円	円	133.11	122.67	126.38	124	125	125	126
豪ドル円	円	84.48	75.43	78.78	78	79	79	80
リアル円*	円	32.40	26.60	29.31	30	30	31	31

政策金利	単位	過去1年間		2019年 3月20日	2019年 6月末	2019年 9月末	2019年 12月末	2020年 3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	1.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
ECB (ユーロレボ)	%	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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)*	%	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	7.00

商品	単位	過去1年間		2019年 3月20日	2019年 6月末	2019年 9月末	2019年 12月末	2020年 3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	42.53	59.83	55	55	55	55

(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DS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DSアセットマネジメント

# 2019年の重要スケジュール

4月	日本	海外
1日	新元号発表	上旬 IMF世界経済見通しの発表
7,21日	統一地方選挙	11-12日 G20財務相・中央銀行総裁会議
27日~	GWが5/6まで10連休に	12-14日 世銀IMF春季会合
30日	天皇陛下退位の儀式	17日 インドネシア大統領・議会選挙
4~5月	日米通商交渉の開始【観測】	17日 OPEC特別総会
		28日 スペイン総選挙
		月内 米財務省の為替報告書の公表

5月	日本	海外
1日	皇太子さま即位・改元	18日まで オーストラリア議会選挙
3日	イラン産原油の禁輸制裁の猶予期限	23日 インド下院選挙の開票
26-28日	トランプ米大統領来日	23-26日 欧州議会選挙
		半ばごろ 米国が自動車・同部品への追加関税決定のめど

6月	日本	海外
8-9日	G20財務相・中央銀行総裁会議(福岡)	20-21日 欧州首脳会議
26日	通常国会会期末	22-23日 ASEAN首脳会議(バンコク)
28-29日	G20首脳会議(大阪)	6~7月 ブラジル議会で年金改革法案の採決

7月	日本	海外
21日	参議院選挙【観測】	月内 IMF世界経済見通し(改訂版)の発表
		月内 パウエルFRB議長議会証言
		7~8月 米、債務上限引き上げ期限

8月	日本	海外
28-30日	アフリカ開発会議(横浜)	24-26日 G7首脳会議(フランス)
		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	31日 ドラギECB総裁の任期満了
22日	即位の礼	31日 ユンケル欧州委員長の任期満了
10月以降	憲法改正の国会発議【観測】	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

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	4/24-25*	6/19-20	7/29-30*	9/18-19	10/30-31*	12/18-19
FRB	4/30-5/1	6/18-19*	7/30-31	9/17-18*	10/29-30	12/10-11*
ECB	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

はじめに

経済環境

主要トピックス

もたらす変化

経済環境

マーケット動向

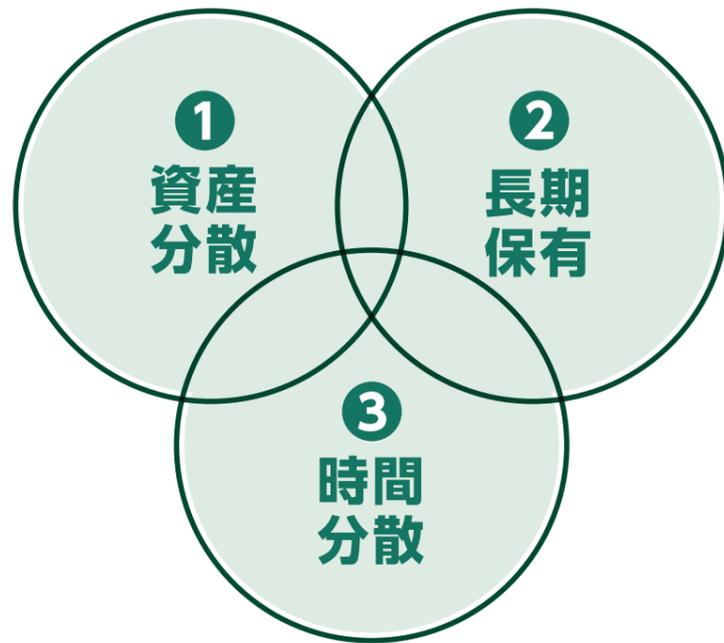
運守用

事項

# 「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**

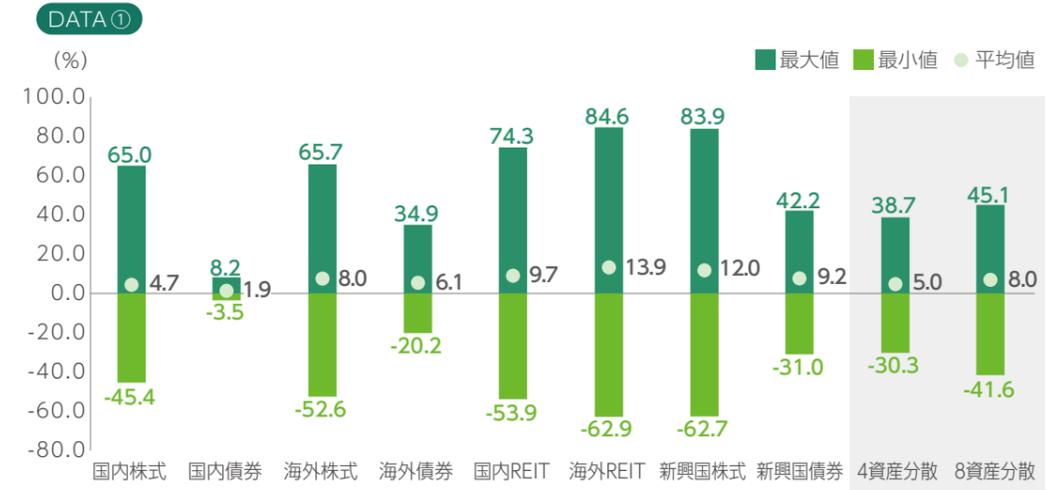
- 低金利
- 物価上昇
- 長寿社会
- 低成長

**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 2000年1月～2019年2月(単位%、年率)



国内株式と分散投資(4資産、8資産)の実績 2000年1月～2019年2月



(DATA①②出所) Copyright ©2019 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: 2001年9月以前はイボットソン・アソシエイト・ジャパン国内REITポートフォリオ、2001年10月以降は配当込み東証REIT指数  
 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

はじめに  
 経済環境  
 主要トピックス  
 新制度がもたらす変化  
 マクロ  
 経済環境  
 マーケット動向  
 運用  
 注意事項

2

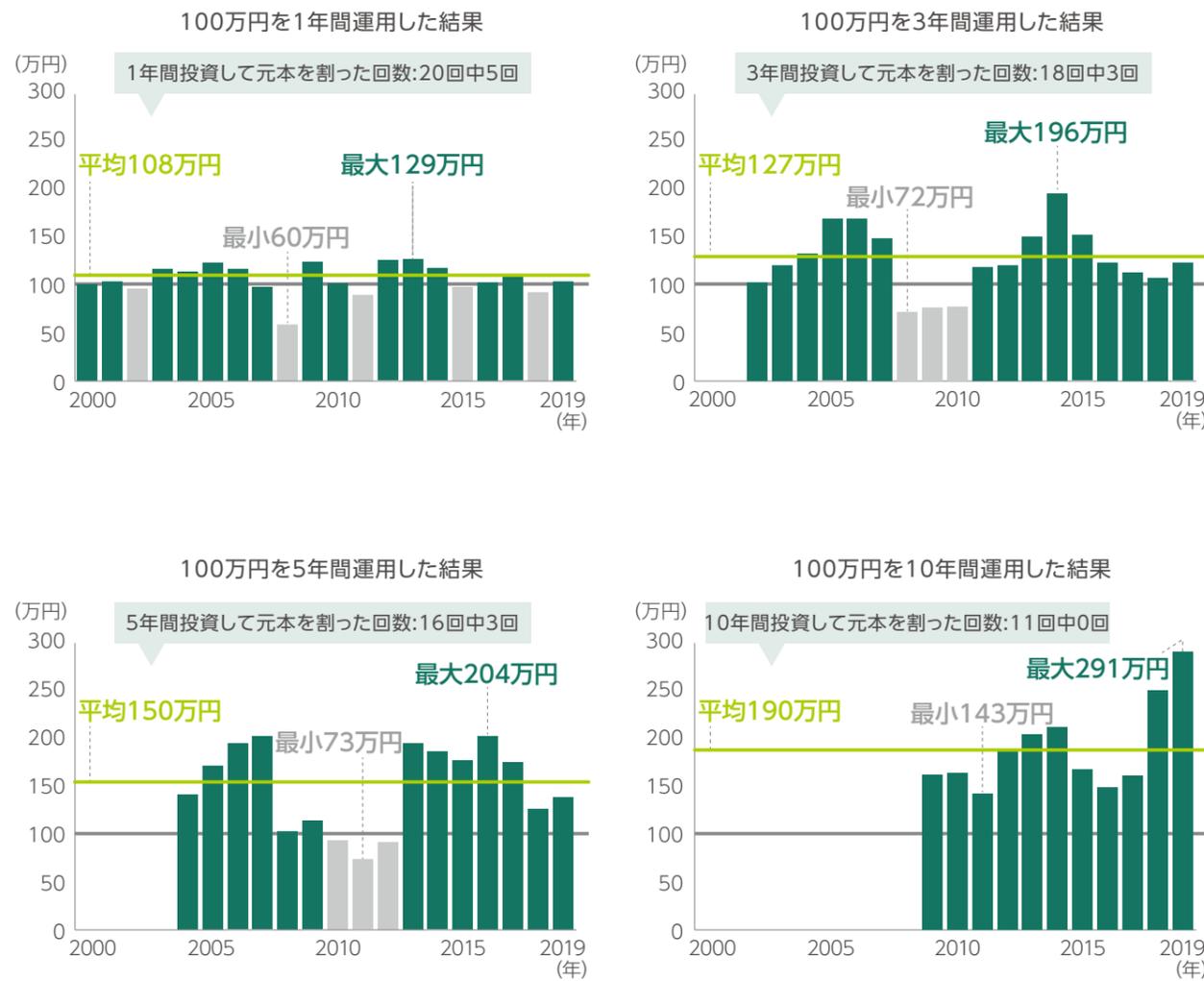
長期保有

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

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

8資産分散ポートフォリオの長期投資の効果

DATA①



※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  
※2019年は2月末までのデータを使用しています

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  
2010年~2019年

DATA②

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019(年)	
第1位	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 11.1%	海外REIT 13.5%	毎年1位の資産に投資できた場合 約8.8倍
第2位	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%	国内債券 1.0%	海外株式 13.2%	
第3位	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%	定期預金 0.0%	新興国株式 10.6%	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2.1倍
第4位	8資産分散 3.6%	定期預金 0.0%	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%	海外債券 -4.5%	国内株式 7.6%	
第5位	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 0.0%	8資産分散 4.7%	海外REIT 5.7%	8資産分散 -6.3%	8資産分散 7.4%	
第6位	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%	新興国債券 -7.1%	新興国債券 6.6%	
第7位	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REIT -8.3%	国内REIT 5.2%	
第8位	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%	海外株式 -10.2%	海外債券 2.2%	
第9位	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 -16.0%	国内債券 0.6%	
第10位	海外債券 -12.7%	新興国株式 -22.4%	定期預金 0.0%	定期預金 0.0%	定期預金 0.0%	新興国株式 -14.3%	海外債券 -3.0%	国内REIT -6.8%	新興国株式 -16.5%	定期預金 0.0%	毎年10位の資産に投資してしまった場合 約0.4倍(6割減)

※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  
※2019年については2月末までのデータを使用しています

(DATA①②出所) Copyright ©2019 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: 2001年9月以前はイボットソン・アソシエイツ・ジャパン国内REIT 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)、ITポートフォリオ、2001年10月以降は配当込み東証REIT指数、海外REIT: S&P先進国REIT(除く日本、円ベース)、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

主要トピックス

もたらす変化

経済環境

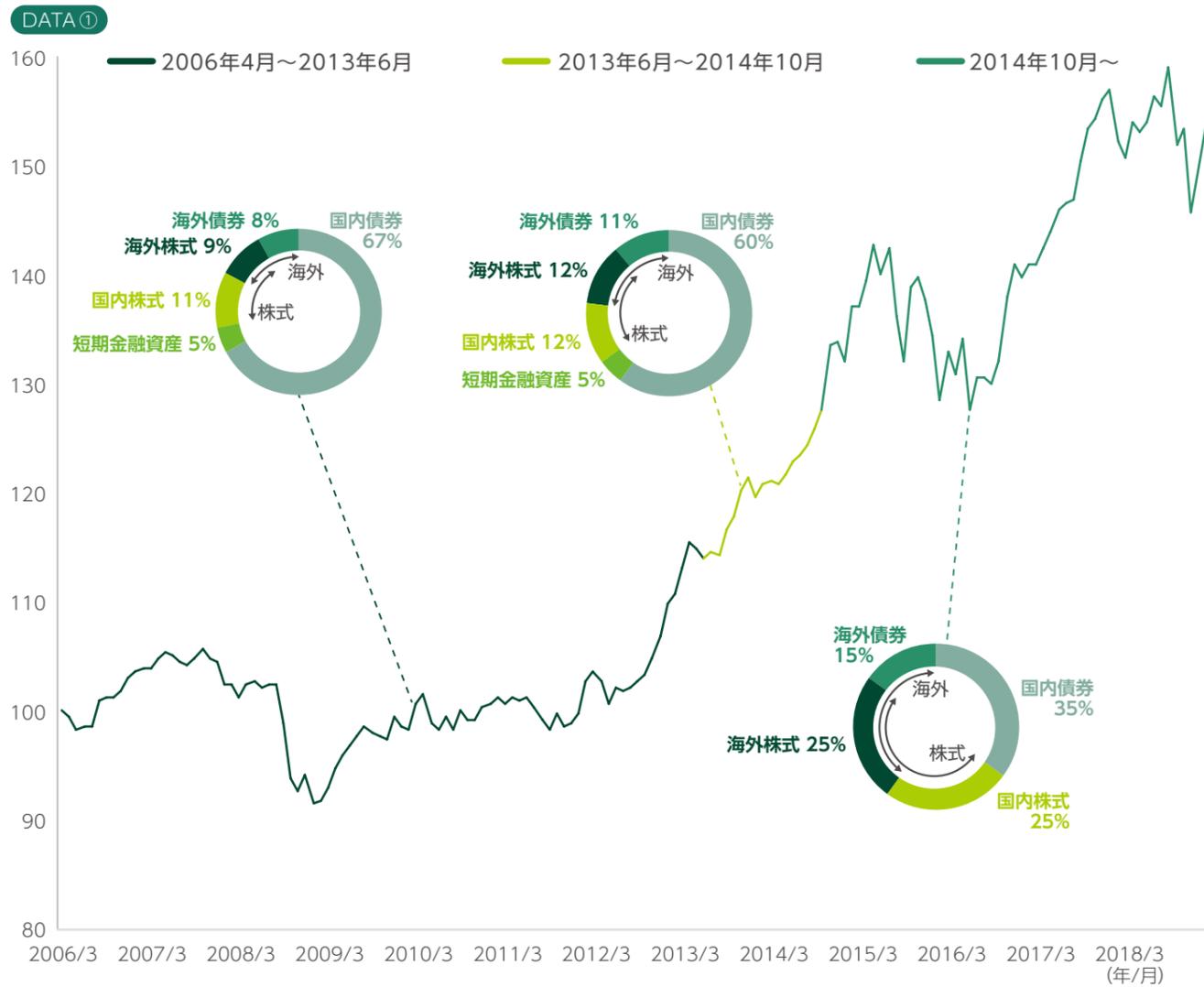
マーケット動向

運守る

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～2019年2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 ©2019 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

DATA② おもな先進国通貨の年次リターン(対円)順位表 (年)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
第1位	豪ドル -0.7%	香港ドル -5.0%	ノルウェークロネ 20.5%	デンマーククロネ 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 -2.6%	英ポンド 6.0%
第2位	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%	ノルウェークロネ -0.3%	デンマーククロネ 9.8%	香港ドル -2.8%	カナダドル 5.2%
第3位	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%	スウェーデンクロネ 7.2%	スイスフラン -3.7%	ニュージーランドドル 3.1%
第4位	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 -4.5%	ノルウェークロネ 2.8%
第5位	スウェーデンクロネ -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%	ユーロ -7.3%	豪ドル 2.5%
第6位	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%	スウェーデンクロネ -6.8%	豪ドル -3.5%	豪ドル 4.3%	デンマーククロネ -7.5%	シンガポールドル 2.3%
第7位	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%	ノルウェークロネ -8.0%	米ドル 1.5%
第8位	香港ドル -13.1%	スウェーデンクロネ -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%	デンマーククロネ -10.1%	シンガポールドル -4.8%	ノルウェークロネ 1.6%	ニュージーランドドル -8.2%	香港ドル 1.2%
第9位	ノルウェークロネ -13.4%	カナダドル -7.4%	豪ドル 13.8%	シンガポールドル 17.6%	デンマーククロネ 0.4%	豪ドル -10.8%	デンマーククロネ -5.5%	スイスフラン 0.7%	英ポンド -8.3%	デンマーククロネ 1.1%
第10位	英ポンド -15.5%	ノルウェークロネ -7.6%	デンマーククロネ 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%	スウェーデンクロネ -10.1%	ユーロ 1.1%
第11位	ユーロ -18.5%	デンマーククロネ -8.0%	香港ドル 12.6%	ノルウェークロネ 11.5%	スウェーデンクロネ -6.4%	ノルウェークロネ -15.0%	スウェーデンクロネ -10.0%	米ドル -3.4%	カナダドル -10.7%	スイスフラン 0.4%
第12位	デンマーククロネ -18.7%	ユーロ -8.2%	米ドル 12.4%	豪ドル 4.8%	ノルウェークロネ -7.7%	カナダドル -16.3%	英ポンド -18.7%	香港ドル -4.2%	豪ドル -12.3%	スウェーデンクロネ -2.5%

※2019年は2月末までのデータを使用しています

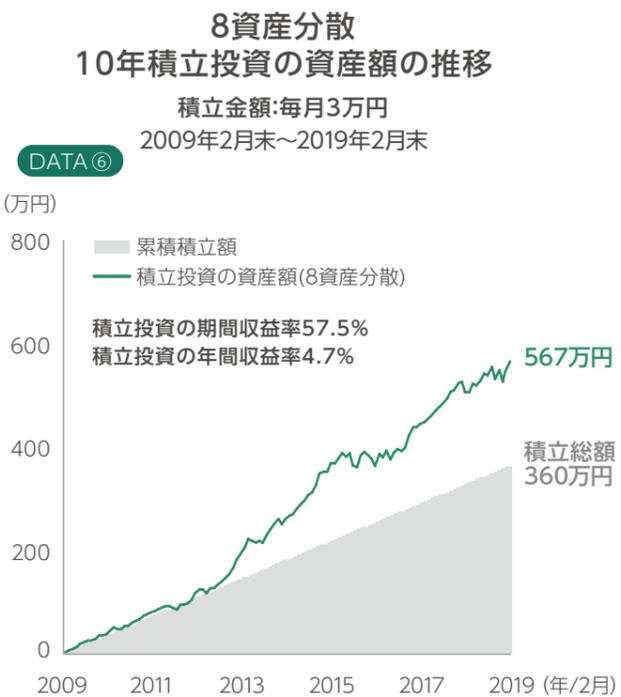
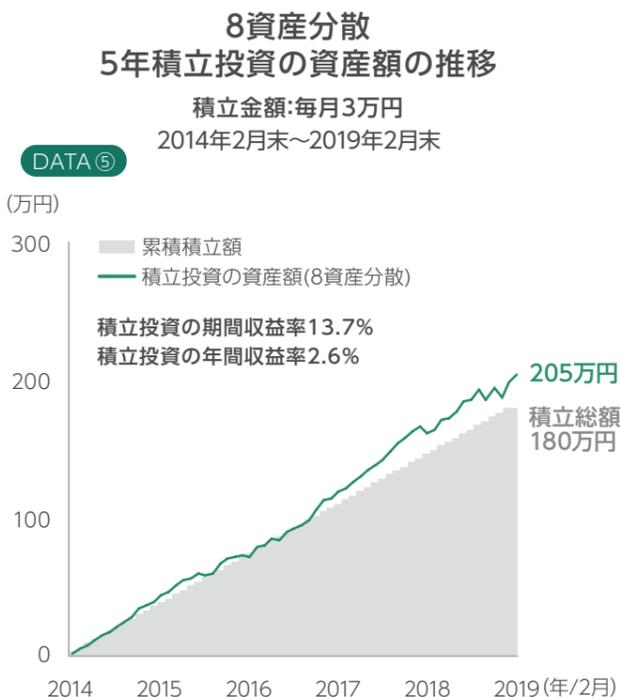
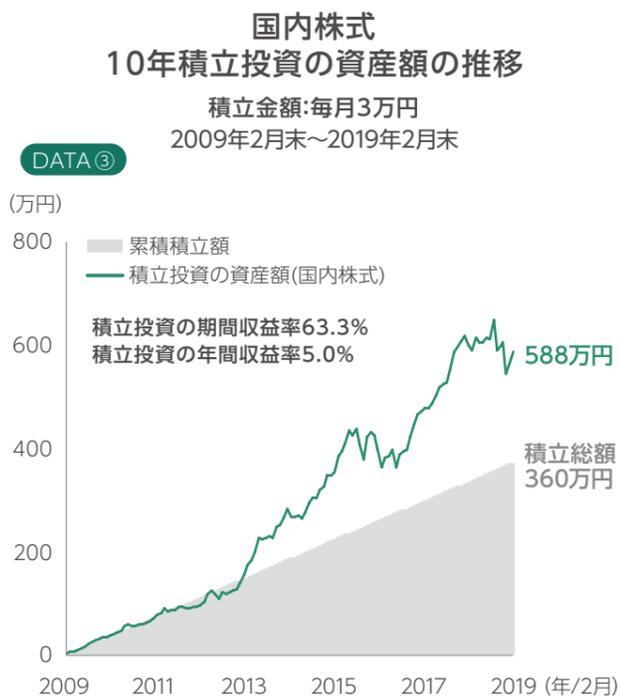
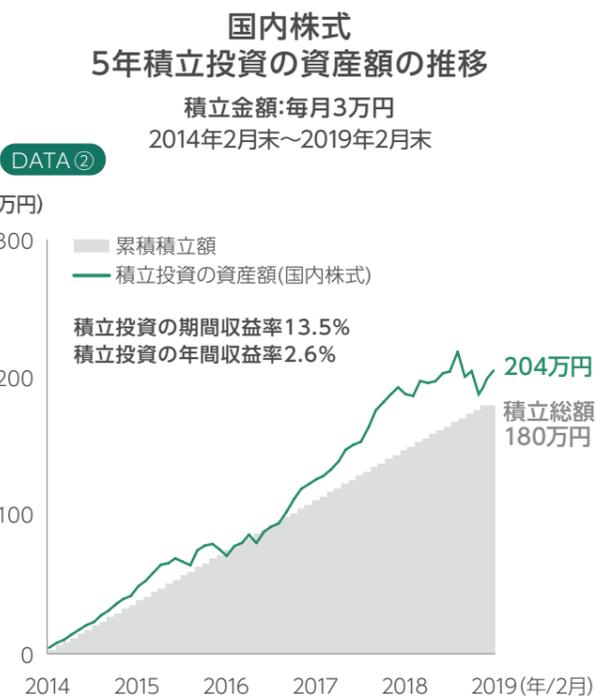
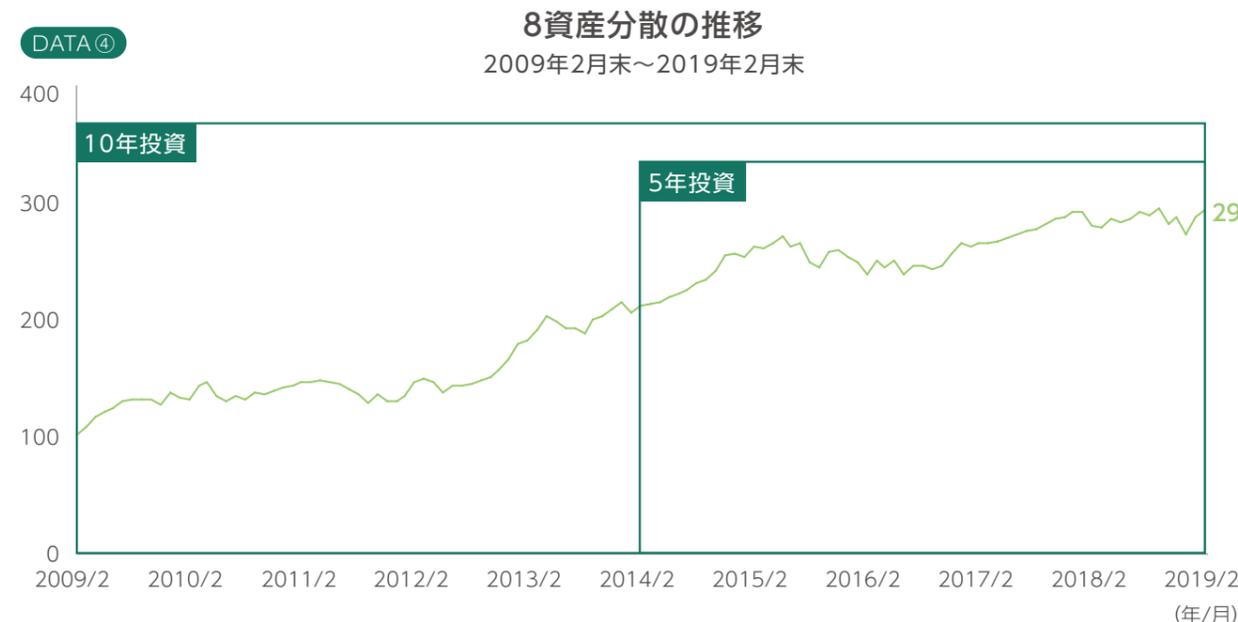
DATA③ おもな新興国通貨の年次リターン(対円)順位表 (年)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
第1位	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 -2.5%	ブラジルレアル 4.9%
第2位	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 -3.2%	タイバーツ 4.8%
第3位	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 -7.6%	人民元 4.2%
第4位	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 -16.2%	南アフリカランド 3.8%
第5位	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 -16.6%	メキシコペソ 3.7%
第6位	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 -30.6%	トルコリラ 1.2%

※2019年は2月末までのデータを使用しています

(DATA②③出所) Copyright ©2019 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 ©2019 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 ©2019 Ibbotson Associates Japan, Inc. 国内株式:配当込みTOPIX、海外株式:MSCIコクサイ ( gross、円  
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

ベース)、新興国株式:MSCIエマージング (gross、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  
円ベース)  
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

はじめに  
経済環境  
主要トピックス  
新制度が  
もたらす変化  
経済環境

マーケット動向

運守用

事項意

## 【本資料の作成】

- 本資料は、三井住友DS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DS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

## 【マーケット情報の提供】

**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

本資料の作成基準日は、資料内に特に断りのない限り、2019年3月20日です。



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DSアセットマネジメント

日本総合研究所