

# 投資環境の見通し

## 今月の注目点

## リフレ政策の行方

### 当面は歴史的低金利がサポート

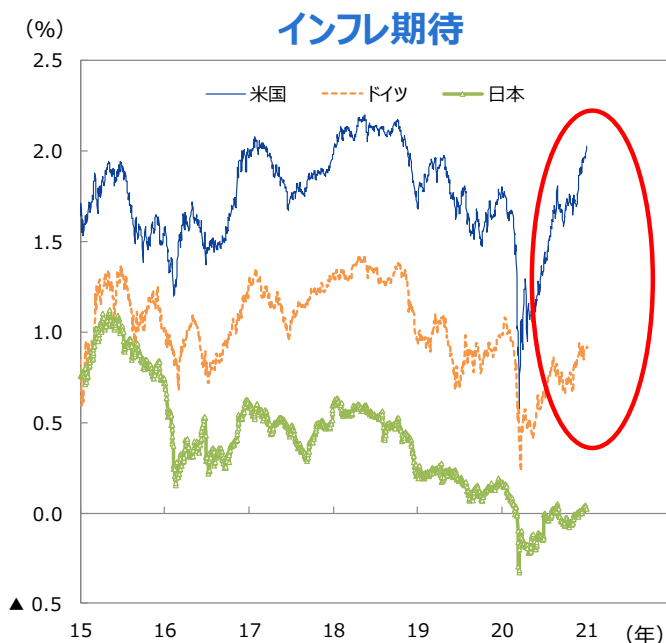
金融市場では2020年11月以降、ドル安傾向が続いており、12月もドル安基調が継続する中で、新興国の通貨や株価が堅調となる展開となった。先進国においても、ペースこそ鈍化したが見直しや社債のスプレッド縮小は継続しており、全体としては広がりをもったリスク・オン傾向が続いてきた。

好調な市場の状況とは裏腹に世界景気については短期的にはリスクは高まっている。製造業の回復は継続しているものの、先進国で感染再拡大を受けて規制が強化されており、非製造業に影響し始めている。個人情報管理によって感染の抑制に成功しているとみられる中国は別として、20年末～21年初にかけては主要先進国では、雇用や消費を中心に下振れを示すデータが増える見通しである。

このため、金融市場でも一時的にリスクテイクを抑える動きにつながる可能性はあるが、当面、大規模なリスク・オフにつながる可能性は低い。

中国景気の堅調、製造業の回復、ワクチン普及効果への期待、米コロナ対策第4弾（財政刺激）など成長を支える要素も重要だが、金融市場の観点から見ると、中央銀行の大規模な量的緩和によって欧米の実質長期金利が歴史的な低水準に抑えられていることが大きい。10年債利回りからインフレ期待（インフレ連動債市場におけるブレークイーブンインフレ率）を引くと、21年初時点で、米国が▲1.1%前後、ユーロ圏では▲1.5%近辺で推移しており、社債、株式、新興国通貨などリスク資産への資金フローを強力にサポートしている。

上で述べたように米日欧の主要先進国では、1-3月に関してはコロナ感染再拡大で一時的とはいえ低成長（国によってはマイナス成長）となる見込みであり、財政・金融からの景気対策縮小を議論することは難しいだろう。今後3～6カ月は現状のリフレ的な政策の組み合わせが大きく変化する可能性は低いとみられる。



(注) データは2015年1月1日～2021年1月5日。(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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

今月の注目点

# リフレ政策の行方

## キーワードは「緩和的金融環境の維持」

先行きは、4-6月以降ワクチンの普及に伴って主要国のサービス消費が回復、成長が持ち直し始める場合、FRB、ECBの資産買入れ政策に関する中央銀行と金融市場の対話が重要性を増そう。

FRBの11月のFOMC議事録やECBの12月の理事会声明をみると、両中銀共に政策金利は今後2~3年ゼロ近辺に据え置く一方、コロナ危機への緊急対応として急拡大させた債券購入プログラムについては経済・金融の正常化を確認しつつ、可能であれば規模を調整し始める方針を示唆している。

FRB、ECBの債券購入規模がピークアウトしていく過程では、長期金利のレンジが上方にシフトする可能性が高く、そのペースは経済正常化の度合いや財政政策によっても変わろう。しかし、大枠でFRB、ECBは「緩和的金融環境の維持」をキーワードとしつつ、長期金利が上昇するとしても、緩やかにとどめるよう政策（コミュニケーションや債券購入額・満期構成）を調整するはずで、財政拡張・実質低金利というリフレ的な組み合わせが維持される公算が大きい。

背景は2つある。第1に、経済が正常化に向かっても、デジタルトランスフォーメーション（DX）などに

よって、利便性が高まった分野にシフトした需要が完全に元に戻るわけでない。また、労働集約的産業から資本集約的産業に構造が変化する中で、雇用回復や失業率低下には時間を要しよう。

第2にFRBもECBも新興国からの資金流出を招いた13年の「テーパー・タントラム」を回避する必要があると考えている可能性が高いことが指摘できる。

マネーフローとしては、実質金利が低レンジで推移する（上昇するとしても緩やかにとどまる）中、利回り重視の傾向が続くだろうが、拡張的財政政策、製造業の循環的回復、などから新興国を含めて資金シフトの範囲が拡大する傾向が見込まれる。

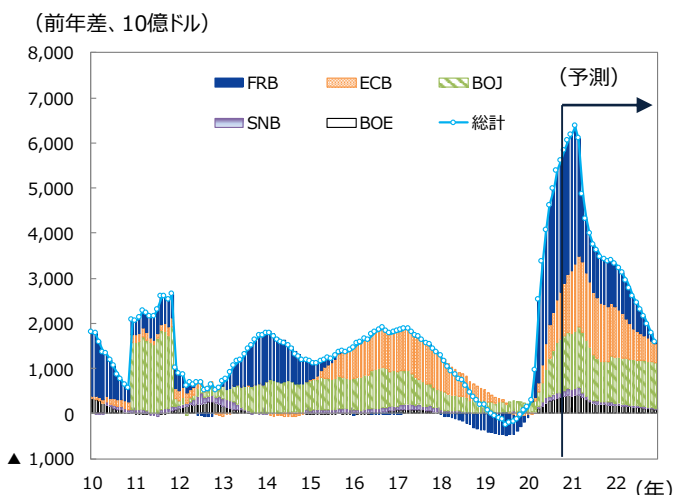
## リスクファクター

米議会は、1月5日のジョージア州上院決選投票で民主党が勝利する可能性が高まった。上院も民主多数の場合、増税と財政支出規模拡大の思惑から、長期金利が0.2%前後上昇し、リスクオフ的な動きになる可能性がある。徐々に景気上振れが意識され、FRBが長期金利の急上昇を抑制するため、金融市場は落ち着きを取り戻そう。

このほか、コロナウイルスやワクチンの状況、中東情勢と原油価格、想定を上回る消費のリバウンドなどに注意したい。（吉川チーフマクロストラテジスト）

(注) FRB：米連邦準備制度理事会、ECB：欧州中央銀行、FOMC：米連邦公開市場委員会、EU：欧州連合、FTA：自由貿易協定。

## 主要先進國中銀の証券保有残高の変化

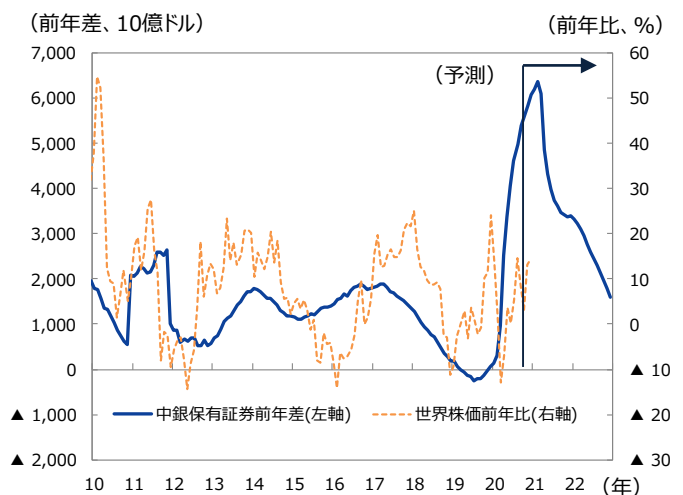


(注1) データは2010年1月～2022年12月。FRB：米連邦準備制度理事会、ECB：欧州中央銀行、BOJ：日本銀行、SNB：スイス国立銀行、BOE：イングランド銀行。

(注2) 2020年12月以降の中銀バランスシートの想定は、FRB：2022年1月よりテーパーリング、ECB：従来APP継続、PEPPは2022年3月まで、BOJ・SNB・BOEは足元の増加ペースをそのまま延長した。

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

## 中銀保有証券変化と世界株価



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

# 世界経済・国際金融情勢

## 主要国経済の動向と金融政策の見通し

	景気のイメージ	金融政策（今後1年程度）
米国	感染再拡大により足元は景気が減速しており、2021年の成長予想を+5.0%に小幅下方修正。但し9,000億ドル規模の追加財政刺激策（コロナ対策第4弾）が下支え。4-6月以降ワクチン効果で回復軌道に戻ろう。	<p><b>経済の正常化をにらむ展開</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>12月の公開市場委員会でフォワードガイダンスを変更したが、買入れ対象債券の満期構成については現状維持。議事録等から判断して緩和強化は一巡、経済正常化の進展をみながらどの程度緩和を維持するかを検討する局面に移行しつつある。</li> </ul>
日本	統計改訂、設備投資持ち直し、景気対策などを考慮し、見通しを若干上方修正、20年度は▲5.2%、21年度は+4.3%成長を予想。追加経済対策の成長率押し上げ効果は、20年度+0.2%、21年度+0.7%、22年度▲0.3%程度と想定。コア物価の基調はゼロ近辺と予想。	<p><b>企業金融支援を延長</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日銀は12月の金融政策決定会合で、企業金融支援のための「特別プログラム」を6カ月延長した。</li> <li>同じく12月会合で長短金利操作付き量的・質的金融緩和の枠組を維持しつつ持続性を高めるため、施策の総点検を行うと発表。ETFの買入れ量・タイミングの柔軟性拡大などを検討する見通し。</li> </ul>
ユーロ圏	20年は▲7.2%となった後、21年+5.8%成長と予想。感染拡大で20年10-12月はマイナス成長、21年1-3月もプラス成長に戻るとしても小幅。但し、復興基金と英国とのFTAの交渉が決着、政治リスクは低下、ワクチン効果と財政支出で <b>21年半ば以降は堅調になってくると</b> 予想。コアインフレは1%を下回る状況が継続。	<p><b>緩和的金融環境を維持</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ECBIは12月の理事会で物価の下振れリスクに対応するため、債券購入枠を5,000億ユーロ拡大、期間も22年3月に延長。長期資金供給（TLTRO）も延長した。先行きは<b>緩和的金融環境の維持を主眼に</b>、政策を調整する見込み。</li> <li>戦略再検証の結果にも注目しておきたい。</li> </ul>
中国	20年は2.2%成長にとどまるが、21年は消費回復から+8.9%と加速する見込み。ハイテク生産増加に加え、消費も回復、雇用は安定している。習近平政権は景気が正常化してきたと判断、21年の景気対策は過度な景気支援からの正常化を見込む。社債デフォルトに対しては潤沢な流動性供給で対応。ドル安基調の下、人民元に上昇余地。	<p><b>金融政策は微調整モードに転換</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>7月末の中央政治局会議で景気対策の重点は緊急対応から中長期の安定にシフト、金融政策は微調整モードに移行。<b>銀行間金利、最優遇貸出金利（LPR）は据え置きの見通し。</b></li> <li>一部の<b>社債デフォルトに対しては銀行市場への資金供給を潤沢にすることによって対応。</b></li> <li>元高に対する人民銀行の姿勢に注目。</li> </ul>

(注) 太字は注目点を示す。ECB = 欧州中央銀行。  
 (出所) 各種報道等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 当面の重要日程と政治リスク

2021年 海外			2021年 日本	
1月	1日	EU	EUが復興基金に関する債券発行可能に	1月 20-21日 金融政策決定会合（展望レポート）  月内 通常国会召集  3月 18-19日 金融政策決定会合 31日 桜井日銀審議委員の任期満了
	5日	米国	上院決選投票（ジョージア州）	
	6日	米国	選挙人投票結果	
	20日	米国	大統領・副大統領就任式	
	21日	EU	ECB理事会	
	26-27日	米国	FOMC	
	28日	米国	10-12月期GDP	
	29日	ドイツ	10-12月期GDP	
	月内		IMF世界経済見通し	
2月	11-17日	中国	旧正月休暇	
	下旬	米国	次期大統領施政方針演説	
3月	5日	中国	第13期全国人民代表大会第4回全体会議開会	
	12日	EU	ECB理事会	
	16-17日	米国	FOMC（経済見通し）	

(出所) 各種報道、資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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

# メインシナリオとリスク

## 各種リスクファクターに関するメインの想定（メインシナリオ）とリスク

リスク項目	ポイント
新型コロナウイルスのリスク（1） 主要国景気の影響	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 感染拡大により一時的鈍化はあるが趨勢としては回復継続。</li> <li>■ リスク： 感染再拡大が大規模化、移動制限強化でサービス消費が大幅減少。</li> </ul>
新型コロナウイルスのリスク（2） ワクチン・治療薬の開発	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 2021年前半にかけ普及が始まり、経済活動の再開に部分的に寄与。</li> <li>■ リスク： 2021年前半に広く普及（アップサイド）、副反応の発現、開発遅れ・抗体の早期減少（ダウンサイド）。</li> </ul>
バイデン大統領の政策運営	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 税制・規制変更は緩やか。インフラ投資増について共和党も部分的に協力。</li> <li>■ リスク： 想定より左派的閣僚人事、規制強化策を打ち出す。共和党の対立が鮮明に。</li> </ul>
金融市場の不安定性	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 先行きの不透明性への警戒と低金利の綱引きの下で段階的にレンジが変化。</li> <li>■ リスク： 過剰な楽観（景気・低金利持続）や失望により金融市場が大幅に変動。</li> </ul>
財政政策と長期金利	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 財政拡張が継続するが中銀の資金供給により<b>低金利持続</b>。</li> <li>■ リスク： インフレの加速、想定を超える財政拡張、FRBの姿勢転換等で<b>長期金利上昇</b>。</li> </ul>
原油価格	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 過剰供給を回避、世界景気の持ち直しもあり、下げ止まり傾向を継続。</li> <li>■ リスク： <b>協調体制の不調</b>などから供給過剰が再燃、原油価格大幅下振れ。</li> </ul>
新興国経済・金融	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： 先進国の長短金利の低位安定の下、<b>資金流入が回復（危機は回避）</b>。</li> <li>■ リスク： 資金流出・通貨下落が加速、<b>多くの新興国で金融環境が悪化</b>。</li> </ul>
失業や設備投資停滞の長期化	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： ワクチン開発（経済再開期待）、政策効果により<b>雇用・投資は基調としては回復</b>。</li> <li>■ リスク： 企業の期待成長率低下などから、<b>失業や設備投資問題の低迷が長期化</b>。</li> </ul>
供給ショック（特に穀物等食糧関係）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： <b>局地的なものに止まり</b>、市況変動はマクロ経済の攪乱要因にならず。</li> <li>■ リスク： 供給不足による<b>市況上昇がマクロ経済・金融市場の攪乱要因</b>となる。</li> </ul>
北東アジア・中東などの地政学リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ メイン： マドルスルー。</li> <li>■ リスク： エスカレーション。</li> </ul>

（注）太字は注目点を示す。FRB＝米連邦準備制度理事会。

（出所）各種報道、資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成



# マーケット動向の見通し（1年程度）

## 主要資産の投資魅力度判断

		21年 1月度	株式≧債券	外株≧国内株	円債≧ヘッジ外債	ユーロ≧米ドル≧円	先進国≧新興国	現預金≧債券	
		20年12月度	株式≧債券	外株≧国内株	円債≧ヘッジ外債	ユーロ≧米ドル≧円	先進国≧新興国	現預金≧債券	
		上段が今月、下段が先月							
資産		弱気	中立	強気	コメント				
株式	日本				・当面、コロナ感染拡大が重荷になる場面はあるが、財政金融の強力な政策対応にワクチンによる正常化期待がサポート要因に加わり、上昇基調は続く予想。企業業績は2021年度は過去最高益に届かないが、2022年度には非製造業の回復も加わり、最高益を更新すると予想。				
	米国				・米国株は低金利など政策サポートが下支えとなる中、ワクチンへの期待が加わっている。マクロ経済が緩やかながら改善を続けられ、上昇基調が続くとみられる。回復を先んじて織り込むパターンであるため、ベースは徐々に緩やかになってくるとみられるが、好材料を支えに底堅く推移すると予想。				
	欧州				・財政・金融政策への期待、中国景気堅調などから上昇基調が見込まれるが、バリュエーション面で米国対比での出遅れを取り戻したことから今後の上昇は緩やかになる。日本やアジア新興国対比での優位性が薄れていることなどから、やや出遅れる展開となる可能性。				
	豪州				・環太平洋の他市場と比べ割高との評価だが、ウイクトリア州で新規感染者が低位安定、経済活動再開が期待される。豪州中銀が量的緩和を導入するなど政策サポートもあり景気は緩やかながら回復方向。鉄鉱石や銅の市況の回復など鉱山は堅調な見通し。豪中関係に引き続き注意。				
	アジア	先進国 (HK, SG)				・業績見通しは安定化から上方修正に向かう傾向。香港は中国の景気対策や企業部門の活動拡大などがプラス材料で中国株の相対的魅力度が拡大。シンガポールは感染拡大一巡（景気回復期待）や割安感が評価できるが、銀行の利ザヤ縮小に注意が必要。			
		新興国				・業績見通しは上方修正基調へ転換。世界的な低金利、緩やかな景気底打ち期待、ワクチン開発進展などがサポート材料。中国経済の回復、ハイテク企業の業績好調、感染の収束などから新興国の中でもアジアのファンダメンタルズは良好。			
	新興国				・ワクチン開発進展で見通しは改善。米選挙の不透明感も解消した。世界的な低金利と景気底打ち期待のもと通貨安懸念も縮小。アジアが先行するが、ワクチンが普及すれば出遅れ感のあるノンアジアがキャッチアップする可能性。但しノンアジアに関しては財政赤字などによる選別を意識する必要。				
リート	日本				・不動産市況悪化のボトムが見えないが、各社がコスト削減や物件入替など多様な努力で分配金安定を図っており足元は狭いレンジ推移。ワクチン普及で経済正常化期待が浮上り市場の要求利回りが低下すれば、イールドハンティング需要が顕在化しよ。海外投資家、国内金融機関に注目。				
	アジア				・世界的な財政積極化で長期金利は高だが、景気底入れでアジアは配当成長を見込む。シンガポールは感染対策に加え、物件取得に注目。豪州は金融緩和・景気対策がサポート材料。セクターでは物流が選考されるが、経済正常化をにらみ、先行きは商業施設、ホテルの動向に注目したい。				
債券	日本				・日銀は2021年3月にかけ政策の総点検を行うと発表。資産購入の柔軟性を広げる措置等が検討されるとみられるが、低インフレの下、緩和政策の大枠は変わらない。追加経済対策の債券発行への影響が注目されるが、日銀の購入の下で国債需給は安定、長期金利は低位での推移が継続。				
	米国				・財政政策の景気サポートが見込まれるが、感染再拡大やFRBの緩和継続をうけ、米長期金利は当面はレンジ内での推移。2021年後半にかけ、ワクチン普及に伴う景気回復を背景に緩やかにレンジ切り上げ。21年1月5日のジョージア州上院決選投票に要注意。				
	欧州				・景気回復や財政拡大が見込まれるが、低インフレ、ECBの金融緩和が続くことが抑制要因となり、当面は低レンジ推移。先行きはワクチン普及や景気回復期待から緩やかに水準切り上げ。EU復興基金、ワクチン効果を考えると引き続き周辺国が選好されやすい。				
	豪州				・RBAは2021年11月3日の決定会で政策金利、3年債利回りの目標を0.15%に引き下げに加え量的緩和の枠組みを導入、12月は変更なし。2021年については現在の枠組みを継続して見通し。市場のリスク許容度により水準観は変化するが、大枠では長期金利は米国に連動。				
	新興国				・市場のリスク許容度によって影響される状況は続くが、①インフレ安定で実質利回りの魅力が残る国がある、②米金融緩和と効果の浸透、③ワクチン開発進展をうけたコロナ感染による景気悪化懸念の緩和などから、国・地域による選別を残しつつ、資金流入は回復傾向。				
外債	投資適格				・米大統領選関連の不透明感低下とワクチンへの期待などからスプレッドは既にタイト化しているが、MMFなど待機資金がなお高水準であること、低金利環境の継続を見越した利回り追及型の資金流入が続くため、スプレッドは想定レンジの下限近くで推移しよ。				
	ハイ・イールド				・バリュエーション的には高い。しかし、ワクチンへの期待、利回り追求型資金の流入から、スプレッドはレンジ下限近くで推移しよ。財務リスクは警戒材料だが必要に応じてFRBのバックストップが再構築される可能性もあり金融市場全体への波及は限定されよ。原油価格の動きに留意したい。				
通貨	米ドル				・米実質金利が低下しているため、実効ベースでは緩やかなドル安傾向。円/米ドルレートはレンジを下限を95円に修正。2021年初に一時的に100円割れの可能性もあるが、ワクチン等により米景気の回復が見込まれること、日本の経常黒字縮小、等から100円超えの円高が定着するリスクは小さい。				
	ユーロ				・感染再拡大、ECBの追加緩和などが短期的には上値を抑える要因となるが、今後半年から1年では、①米実質金利が歴史的な低水準にあること、②ワクチン効果による市場心理改善、③復興基金の効果、等からユーロは徐々にレンジを切り上げよ。				
	豪ドル				・対米ドルレートは米豪金利差から見たフェアバリュエーションに近いが、豪州経済の改善、RBAが豪ドル高への許容度を高めているとみられること、商品市況・人民元の堅調などが豪ドルのサポート材料。予想レンジを0.70~0.78米ドルに上方修正。但し、豪中関係の悪化がダウンサイドリスク。				

(注) 2020年12月25日現在。(出所) 各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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

# マーケット動向の見通し（着地・レンジ）

## 主要資産の市場見通し

	2020/10-2020/12見通し			2021/1-2021/3見通し			2021/4-2021/6見通し			2021/7-2021/9見通し			2021/10-2021/12見通し			2022/1-2022/3見通し		
	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地	下限	上限	着地
<b>国内株式</b>																		
TOPIX	1,650	1,950	1,800	1,650	2,050	1,850	1,780	2,080	1,930	1,860	2,160	2,010	1,840	2,180	2,040	1,840	2,180	2,040
日経平均株価	24,500	28,900	26,700	24,500	30,400	27,400	26,400	30,800	28,600	27,600	32,000	29,800	27,300	32,300	30,200	27,300	32,300	30,200
TOPIX（配当込）	2,588	3,056	2,822	2,601	3,225	2,913	2,817	3,285	3,051	2,955	3,423	3,189	2,937	3,468	3,249	2,937	3,468	3,249
東証小型株指数	2,970	3,500	3,230	2,970	3,650	3,310	3,180	3,700	3,430	3,300	3,820	3,540	3,270	3,860	3,600	3,270	3,860	3,600
<b>国内債券</b>																		
10年国債金利	▲0.15	0.15	0.00	▲0.05	0.15	0.00	▲0.05	0.15	0.05	▲0.05	0.15	0.05	▲0.05	0.15	0.05	▲0.05	0.15	0.05
NOMURA-BPI（総合）	383	394	389	384	391	389	384	391	388	384	392	388	385	392	388	385	392	389
<b>外国株式</b>																		
S&P500	3,100	3,800	3,600	3,300	4,000	3,800	3,400	4,100	3,900	3,450	4,150	3,950	3,500	4,200	4,000	3,500	4,200	4,000
NY DOW	25,000	30,700	29,000	26,600	32,300	30,700	27,400	33,100	31,500	27,800	33,500	31,900	28,200	33,900	32,300	28,200	33,900	32,300
NASDAQ	10,600	13,000	12,310	11,300	13,700	13,000	11,600	14,000	13,340	11,800	14,200	13,510	12,000	14,400	13,680	12,000	14,400	13,680
EURO Stoxx	340	410	390	360	430	410	360	430	410	370	440	420	370	440	420	370	440	420
FT100	5,600	6,800	6,500	6,000	7,100	6,800	6,000	7,100	6,800	6,100	7,300	7,000	6,100	7,300	7,000	6,100	7,300	7,000
MSCI（¥）	2,578	3,583	3,210	2,755	3,940	3,440	2,820	4,015	3,532	2,893	4,098	3,653	2,984	4,204	3,728	2,984	4,204	3,759
MSCI Emerging（Gross US\$）	2,850	3,200	3,100	2,900	3,450	3,200	2,950	3,550	3,350	3,050	3,550	3,350	3,100	3,700	3,450	3,100	3,700	3,450
MSCI AC APAC ex Japan（Gross US\$）	1,650	1,850	1,750	1,800	2,000	1,900	1,850	2,050	1,950	1,950	2,150	2,050	2,000	2,200	2,100	2,000	2,200	2,100
MSCI AC Asia ex Japan（Gross US\$）	1,800	2,000	1,900	1,950	2,150	2,050	2,000	2,200	2,100	2,100	2,300	2,200	2,200	2,400	2,300	2,200	2,400	2,300
<b>外国債券</b>																		
米国10年金利	0.60	1.10	0.90	0.60	1.40	1.00	0.60	1.40	1.00	0.70	1.50	1.10	0.80	1.60	1.20	0.90	1.70	1.30
独10年金利	▲0.70	▲0.30	▲0.50	▲0.70	0.00	▲0.40	▲0.70	0.00	▲0.40	▲0.70	0.00	▲0.40	▲0.60	0.10	▲0.30	▲0.50	0.20	▲0.20
英国10年金利	0.10	0.50	0.30	0.10	0.80	0.40	0.10	0.80	0.40	0.20	0.90	0.50	0.30	1.00	0.60	0.40	1.20	0.70
米国30年金利	1.20	1.90	1.60	1.20	2.20	1.70	1.20	2.20	1.70	1.30	2.30	1.80	1.40	2.30	1.90	1.50	2.40	2.00
FTSE-WGBI（¥）	455	539	497	445	561	501	447	562	506	446	560	512	457	569	513	455	565	515
FTSE-WGBI（¥Hedge）	421	438	428	411	438	426	413	438	426	412	437	426	411	434	423	409	431	421
<b>為替</b>																		
ドル/円	95.00	110.00	104.00	95.00	115.00	105.00	95.00	115.00	105.00	95.00	115.00	106.00	95.00	115.00	107.00	95.00	115.00	108.00
ユーロ/ドル	1.18	1.25	1.22	1.18	1.28	1.23	1.20	1.30	1.25	1.20	1.30	1.25	1.20	1.30	1.25	1.20	1.30	1.25
ユーロ/円	120.00	135.00	127.00	120.00	140.00	129.00	120.00	140.00	131.00	120.00	140.00	133.00	125.00	145.00	134.00	125.00	145.00	135.00
ポンド/円	135.00	145.00	142.00	135.00	155.00	144.00	135.00	155.00	146.00	140.00	160.00	148.00	140.00	160.00	149.00	140.00	160.00	150.00
豪ドル/円	70.00	85.00	78.00	65.00	85.00	79.00	65.00	85.00	80.00	65.00	85.00	81.00	65.00	85.00	82.00	65.00	85.00	83.00
<b>短期金利</b>																		
CALL	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05	▲0.10	0.00	▲0.05
<b>政策金利</b>																		
米FFレート	0.00	0.25	0.25	0.00	0.25	0.25	0.00	0.25	0.25	0.00	0.25	0.25	0.00	0.25	0.25	0.00	0.25	0.25
ユーロレポレート	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00

（注）2020年12月18日現在。（出所）各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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

# 海外市場（米国）

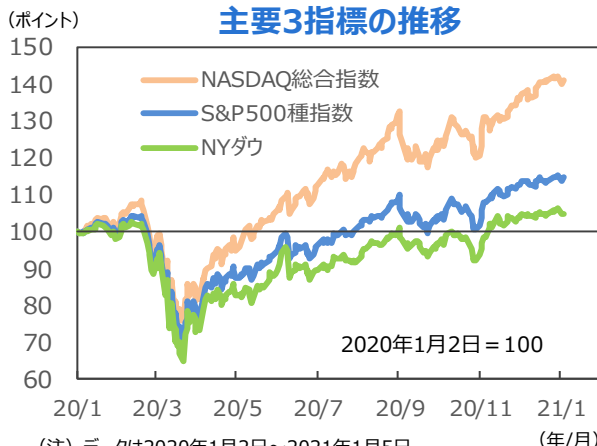
## <株式市場> 上昇基調を継続、ペースは年央以降徐々に緩やか

- 米国株式市場は低金利など政策サポートが下支えとなる中、新型コロナウイルス・ワクチンへの期待が加わっている。マクロ経済が緩やかながら改善を続けられ、上昇基調が続こう。景気・業績の回復を先んじて織り込むパターンであるため、年後半以降、上昇ペースは徐々に緩やかになるとみられるが、好材料を支えに底堅く推移すると予想する。
- 一時的には利食い売りを伴う下落リスクには注意が必要だ。1-3月はこれまでの上昇の反動もあり、短期的に調整リスクがある。ただし、グローバルベースで景気拡大局面にあり、ファンダメンタルズ要因が株価を支える見通しで、上昇基調が継続すると想定する。
- コロナの感染再拡大が懸念されるが、コロナ対策への期待は一段と高まり、流動性も潤沢な環境が年内は続こう。引き続きニューノーマル化の下で、新しい産業や企業がけん引し、また、景気回復を背景にオールドエコノミーの新陳代謝も着実に進むと期待される。環境の変化に適応しながら収益力を高める企業が注目されよう。

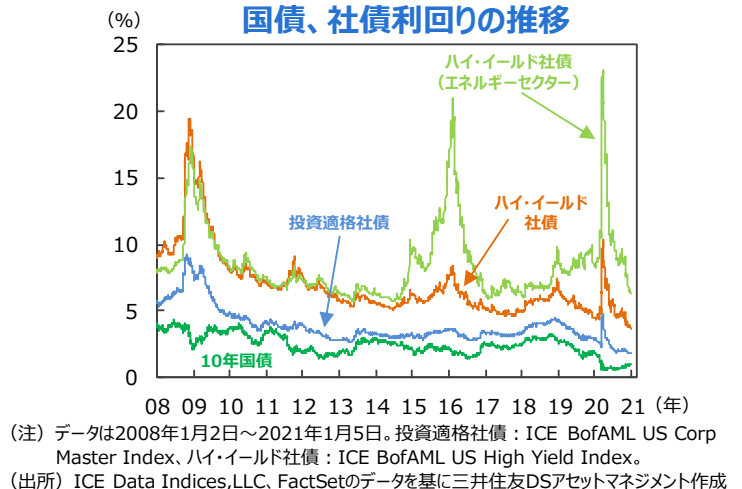
## <債券市場> 長期金利は低位で推移後、緩やかに水準を切り上げよう

- 国債：ワクチン開発の進展や財政拡大が長期金利の上昇圧力となる一方、足元の新型コロナ感染拡大に伴う影響が懸念されることやFRBの金融緩和政策により長期金利が抑制され、レンジ内での推移が続こう。その後、ワクチンによる効果などから景気が回復するとともに長期金利は緩やかに水準を切り上げよう。
- 投資適格社債：現在のバリュエーションには過熱感がある。また、社債に関するFRBの信用緩和策は昨年終了。しかし、MMFに流入した待機資金が高水準にあることや、低金利環境の長期化を見越した投資家の需要から、レンジ内でのみみ合いを予想する。
- ハイ・イールド社債：現在のバリュエーションには過熱感がある。投資適格社債同様、レンジ内でのみみ合いを予想する。財務の健全性・耐久力に劣る投資適格未満の企業には不透明感が残るが、必要に応じてFRBの安全策（バックストップ）が再構築される可能性も残っており、金融市場全体への波及は限定的と想定する。

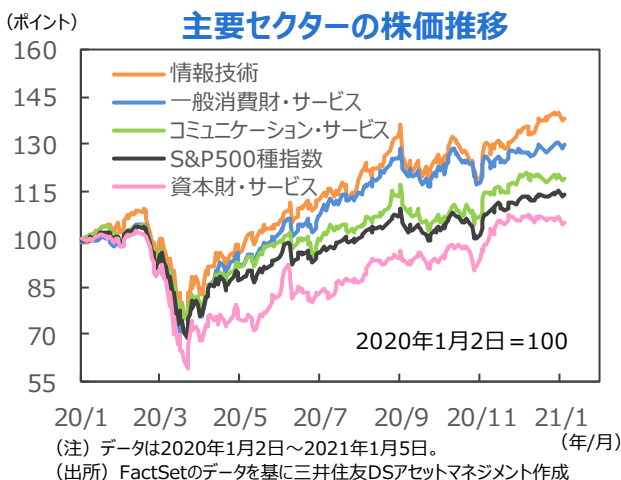
主要3指標の推移



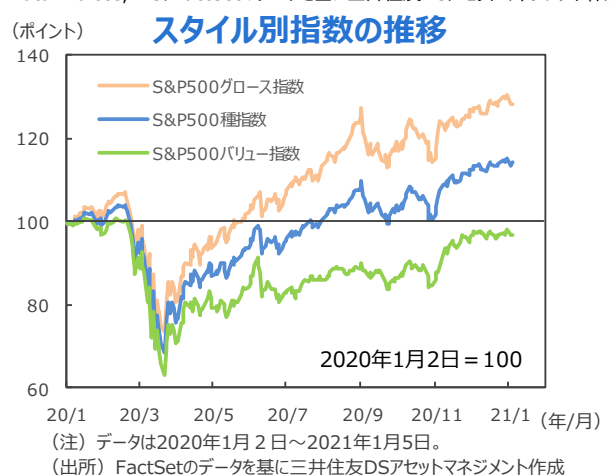
国債、社債利回りの推移



主要セクターの株価推移



スタイル別指数の推移



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



# 海外市場（ユーロ圏）

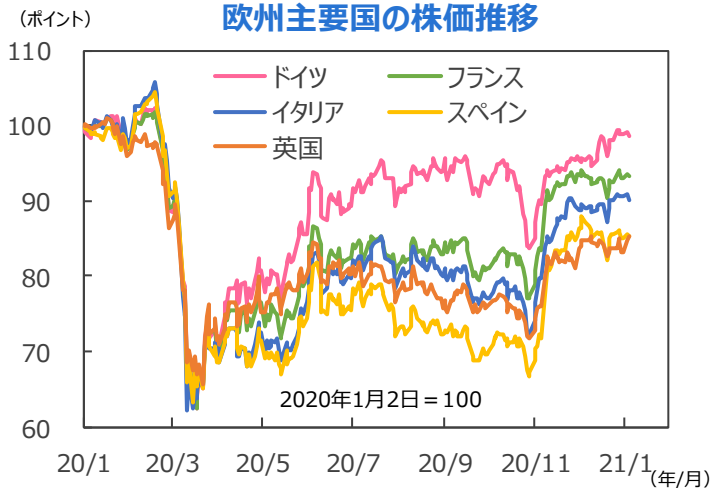
## ＜株式市場＞米国対比で若干出遅れるも上昇維持

- 欧州株式市場は、財政・金融政策への期待や堅調な中国景気の影響などから総じて上昇基調が見込まれる。ただ、バリュエーション面で米国対比での出遅れを取り戻したことから、今後の上昇は緩やかなものになろう。日本やアジア新興国対比での優位性も薄れていることなどから、米国株式市場に対してやや出遅れる展開となる可能性がある。
- 財政によって景気を下支えする見通し。EUレベルでは21年以降も財政ルール適用の見送りが示唆されている。EUの復興基金（7,500億ユーロの投資計画）の設立によって、21年後半以降、欧州全体の投資拡大が見込まれ、欧州株式市場を支えよう。
- ワクチンの想定については、ある程度有効なワクチンが徐々に導入されるが、普及率が大きく上昇するには時間がかかり、経済活動を大きく押し上げるのは21年末以降と想定する。

## ＜債券市場＞長期金利は低位で推移後、緩やかに水準を切り上げよう

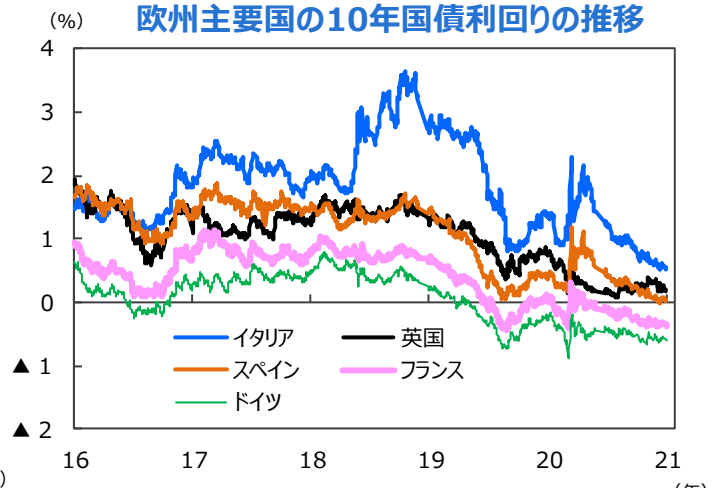
- 引き続き財政の拡大が見込まれる一方で、低インフレ環境やECBによる金融緩和政策が長期金利を抑制しよう。政治的な安定も債券市場の安定要因としてポジティブに影響、長期金利は低位のレンジで推移しよう。その後、ワクチンの効果への期待から緩やかに水準を切り上げる見通し。大規模QEやEU復興基金による投資拡大への期待などから周辺国は引き続き選好されやすい展開を予想する。
- 金融政策については、ECBは12月の理事会で、TLTRO（的を絞った長期リファイナンスオペ）とPEPP（パンデミック緊急資産購入プログラム）の規模拡大・期間延長を決定した。22年にかけて緩和的な金融政策が継続される見通し。

欧州主要国の株価推移



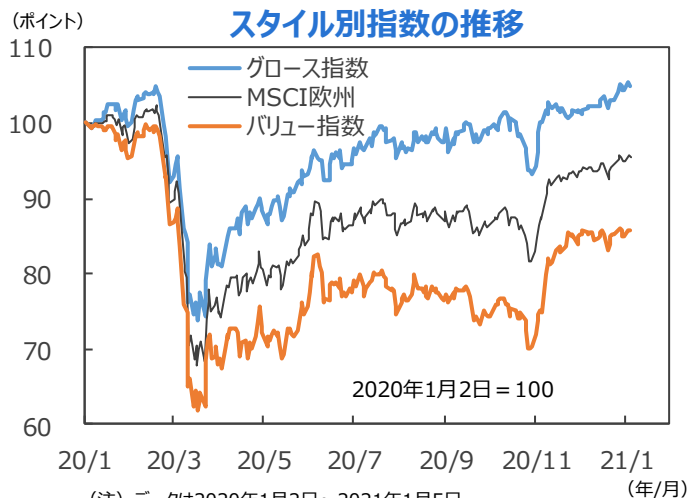
(注) データは2020年1月2日～2021年1月5日。  
(出所) FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

欧州主要国の10年国債利回りの推移



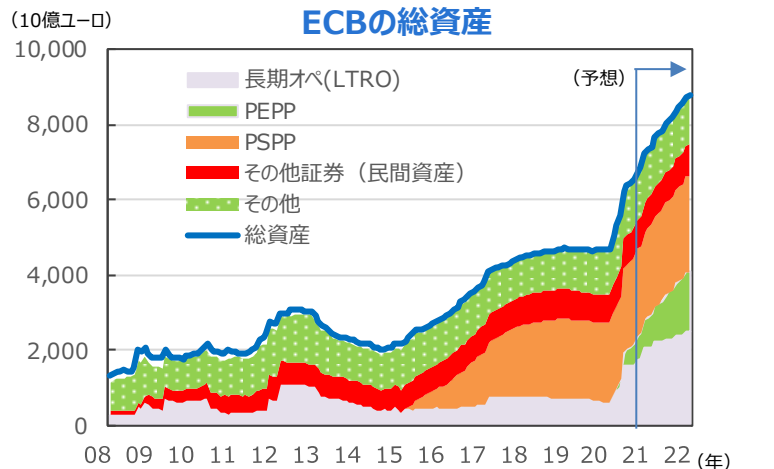
(注) データは2016年1月1日～2021年1月5日。  
(出所) FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

スタイル別指数の推移



(注) データは2020年1月2日～2021年1月5日。  
(出所) FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

ECBの総資産



(注) データは2008年1月～2022年1月。2020年12月以降は弊社試算。長期オペ（LTRO）は貸出条件付き流動性供給オペ（TLTRO）を含む。公的部門証券買入プログラム（PSPP）はコロナ前からの公的資産購入。その他証券（民間試算）はカバードボンドや社債を含む。PEPPはパンデミック緊急購入プログラム。  
(出所) ECB、Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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



# 海外市場 (アジア)

## <中国市場>

### ○上昇相場途中の踊り場、構造的成長企業に妙味

- 中国株式市場は、足元、ネット企業中心に独占禁止行為の取り締まりが強化されたり、米国が中国企業を対象に商取引や投資を制限するニュース等が続き、上値が重くなっている。しかし、現在は中長期の上昇相場の過程にある踊り場と捉えられる。
- 企業業績は前年比で増益に転じており、企業業績予想も5カ月連続で上方修正が続いている。今後も業績成長が続く可能性は高く、株価上昇の原動力となろう。米中関係の方向性は予想しづらいが、米中貿易摩擦についてはトランプ政権時より緩和に向かう可能性が高そうだ。個別銘柄選択では、各種規制強化が及ぼす影響を十分注視する必要があるが、Eコマース、教育、プレミアム化が進む生活必需品、再生可能エネルギー・EV関連など、構造的に成長を期待できるセクターが中長期的に相場を牽引する動きに大きな変化はないと予想する。

## <香港市場>

### ○ネット大手向けの規制強化で当面の上値は重い

- 香港に上場する中国企業の業績見通しは総じて明るい。しかし、中国政府の規制強化の影響を受けるネット大手企業の不安定な株価が、ハンセン指数の当面の上値を重くしよう。2021年には指数構成の見直しが予定される他、中国企業の香港への上場ラッシュも続く見通しで、ITサービスセクター等を中心に、指数に占める中国ニューエコノミー企業の構成比率はさらに高まる方向にある。指数の成長特性が強まるなど、中長期的なプラス影響が期待される。

## <インド市場>

### ○景気持ち直しの動きが強まり、高値推移

- 新型コロナの感染下において、政府が経済活動の再開を優先した結果、景気持ち直しの動きが顕著となった。業績予想も上方修正の勢いが強まっている。追加利下げの観測は後退したが、量的緩和への移行観測は残る。銀行の不良債権問題、財政赤字拡大に伴うソプリリスクの高まり、割高な株価バリュエーションなど、不安要素も多いが、世界的にリスク・オン環境が続く中では、暫く高値で推移する可能性が高いと思われる。

## <ベトナム市場>

### ○企業業績の持ち直し、株価は上昇傾向

- ベトナムは、優良な経済ファンダメンタルズがさらに改善しており、今後も株価の上昇傾向が続こう。コロナ感染の再拡大は見られず、他のアセアン市場と比較して経済の好調、政局の安定は際立っている。企業業績も持ち直している。米中対立の長期化も予想される中、中国に替わる輸出拠点としての役割も高まる。21年も輸出中心に高い経済成長が続く見通しで、VN指数が3年ぶりに最高値(1,211ポイント)更新を目指す展開が期待される。

## <インドネシア市場>

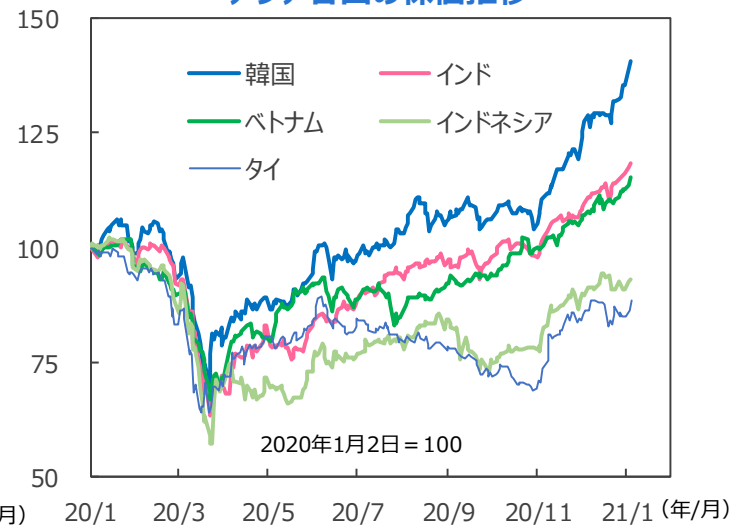
### ○利下げ観測とともに業績期待が高まり見直し改善

- 経済ファンダメンタルズは相対的に劣るが、活動の再開を優先する政府方針の下、経済は徐々に持ち直している。業績予想も上方修正が増えている。金融政策の制約条件となるルピアが堅調で、追加利下げ観測も高まるなど、投資環境は改善方向にある。中長期的には雇用創出オムニバス法の成立も投資環境の改善に寄与すると期待される。

中国、香港、台湾の株価推移



アジア各国の株価推移



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

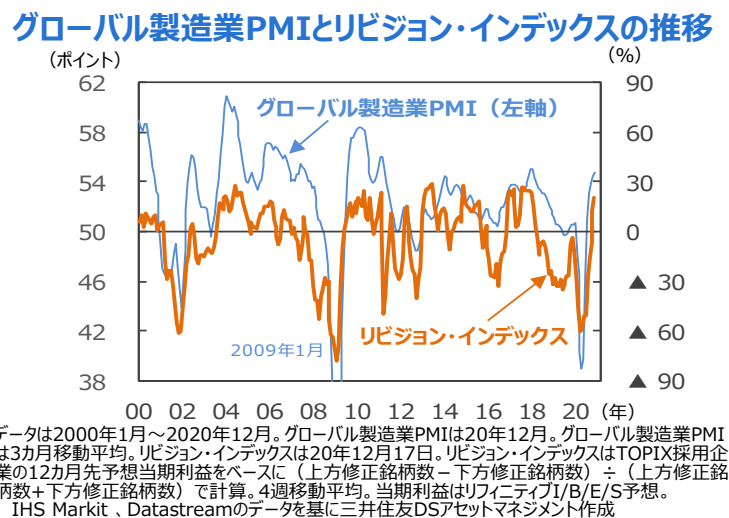
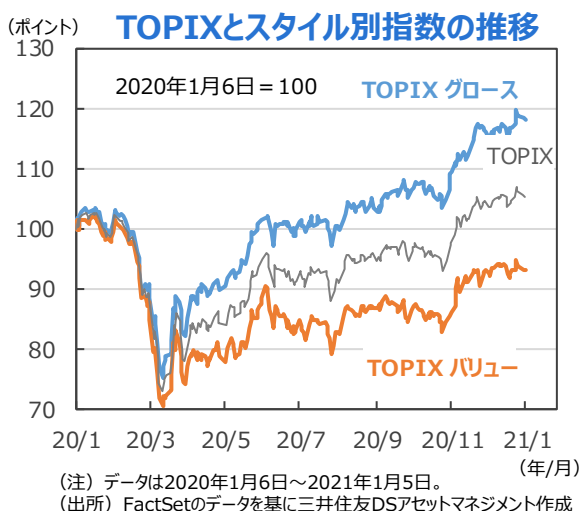
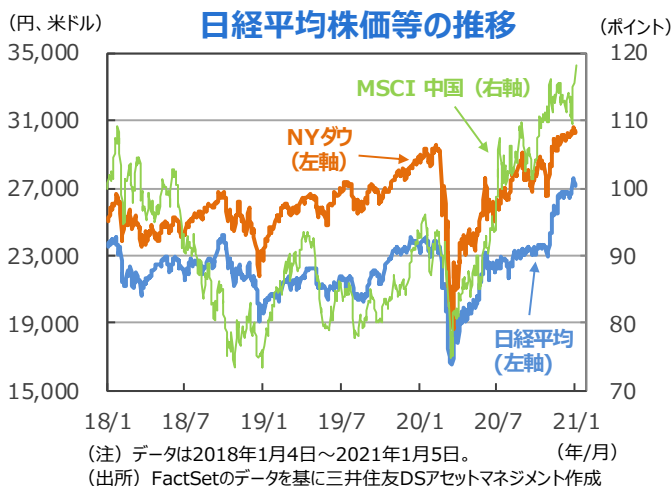
# 日本市場

## <株式市場> 上値を試す展開

- 日本株式市場は、20年11月以降大きく上昇し、ハイテク株主導で上昇していた世界の株式市場からの出遅れを埋める展開となった。米大統領選挙で民主党バイデン氏の勝利が強まったこと、新型コロナウイルス・ワクチンの実用性の可能性が高まったことなどが背景。年末29日に日経平均株価は1990年以来となる2万7,000円台をつけた。
- 金融・財政面で景気配慮型の政策対応が続く中、景気及び業績はワクチン普及効果なども加わり、引き続き回復を辿ろう。コロナ感染の拡大が重石となる場面はあるものの、株式市場の上昇基調は続く予想する。
- 企業業績は、製造業が先行する形で回復を辿り、21年度に2桁の増益に回復しよう。経常利益の伸び率を20年度▲15%と据え置くものの、21年度は+20%と先月までの+15%より上方修正した（弊社見通し）。ただ、その利益水準は過去最高益となった18年度の水準を約1割下回る。22年度は製造業の回復が持続する中、非製造業の回復が加わることで、過去最高益を更新すると予想する。

## <債券市場> 長期金利は低位での推移が継続

- 長期金利は低位での推移が継続する見通し。
- 国内景気は緩やかに持ち直している。足元はコロナ感染拡大による下振れリスクが高まっているものの、追加経済対策やワクチンの普及により、先行きは景気回復のモメンタムが強まる見通し。
- 日本の物価（コア）上昇率はマイナス圏で推移。先行きの景気が上振れとなっても、低インフレ環境は続く見通し。日銀は資金繰り支援と金融市場の安定維持を目的に緩和的な政策スタンスを継続すると想定される。
- 日銀の国債買い入れの下で、国債需給は安定しており、ボラティリティの低い状況が継続しよう。追加経済対策に伴い、来年度の国債発行計画も注目されるが、長期金利への影響は限定的となる見込み。
- 景気配慮型の財政・金融政策運営が継続されよう。菅首相はアベノミクスの継続を主張している。これまでの政策運営が引き継がれている。菅政権が短命に終わる場合でも、新型コロナ感染が収束するまでは、景気配慮型の政策運営が引き継がれる公算が大きい。



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

# リート市場

## <米国リート>

- 米国リートは、短期的に上向き、中期で横ばいでの推移を想定する。
- 景気は緩やかな回復基調。今後は、ワクチンの開発・浸透、追加の財政政策が景気回復を加速させる可能性がある一方で、新規感染者数の増加とそれを受けた規制措置が景気回復のスピードを押し下げる可能性がある。ミクロの視点では、Eコマースの浸透を受けたファッションブランド企業などの破綻や店舗の閉鎖、都市部賃料の下落が見られる。循環的な影響か構造的な影響を見定めるには時間を要そう。

## <欧州大陸・英国リート>

- 足元の新型コロナウイルスの感染再拡大は、一時的な下落局面を創出する可能性がある。金融・財政政策が下支えする中でも、今後の景気回復は緩慢なものになると予想される。新型コロナウイルスの状況、業績動向を横目に、一進一退の展開が予想される。
- 英国リートも同様に一進一退の展開を予想する。新型コロナの感染が再度拡大しており、雇用環境、消費の回復には時間がかかろう。ワクチンの開発・浸透のニュースを受け景気回復期待が高まるなど、好悪要因の狭間で横ばう展開を想定。

## <シンガポールリート>

- シンガポールリートは、政府の徹底した感染対策のもとで安定した運営が強みで、底堅い推移を想定する。フェーズ3入りで段階的な活動制限の緩和が進み、商業施設やホテルの業況にプラスとなろう。

## <香港リート>

- 香港リートは、外部環境に変化は少なく、引き続きレンジでの推移を想定する。
- 最大手のリテールリートは、配当の相対的な安定を示し、今後中国本土に注力した物件取得が注目されよう。
- また、感染対策、小売り売上高、中国経済の影響に注視する。

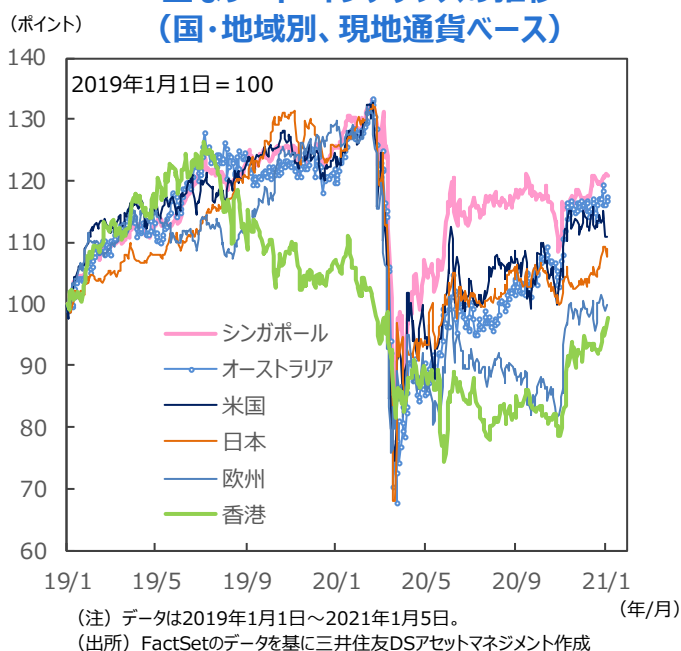
## <豪州リート>

- 豪州リートは、RBAの緩和期待や継続的な財政政策が支えとなり、底堅い推移を予想する。雇用改善、住宅販売支援策、小売売上高の持ち直し等、内需が回復する流れが続いている。
- セクターでは、物流やファンドマネジメント事業が好調な反面、オフィスの見通しは厳しく、セクター間での格差は継続する見通し。

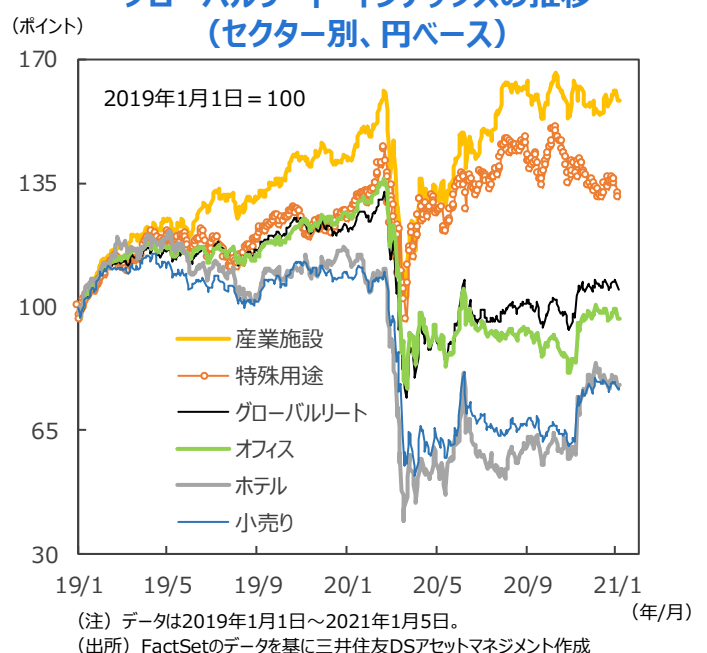
## <日本リート>

- リート各社はコロナ禍による賃貸収益の下押し圧力をフリーキャッシュフローや借入での物件取得、資産入替、合併・買収（M&A）や自己投資口買い（= 自社株買い）などの自助努力がみられており、1口当たり分配金（DPU）の安定化への取り組みが継続されている。こうした取り組みで分配金に対する信認が高まれば、低金利環境の長期化による投資需要を引き付け、3月以降から拡大したままの長期金利とのスプレッドも今後縮小に向かうと見込む。

主なリート・インデックスの推移  
(国・地域別、現地通貨ベース)



グローバルリート・インデックスの推移  
(セクター別、円ベース)



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



# 通貨

## <円/米ドルレート>

- 米実質金利が低下しているため、実効ベースでは緩やかなドル安傾向。円/米ドルレートはレンジの下限を95円に修正。2021年初に一時的に100円割れの可能性もあるが、ワクチン等により米景気の回復が見込まれること、日本の経常黒字縮小、等から100円超えの円高が定着するリスクは小さい。

## <円/ユーロレート>

- 感染再拡大、ECBの追加緩和などが短期的には上値を抑える要因となりうるが、今後半年から1年では、①米実質金利が歴史的低水準にあること、②ワクチン効果による市場心理改善、③復興基金の効果、等からユーロは徐々にレンジを切り上げよう。

## <円/英ポンドレート>

- 昨年末英国とEUとのFTA合意を好感し大幅上昇。投資マインドの改善が英ポンドの支援材料となったが、移行期間終了後の英国は経済的に厳しさを増すことに加え、ロックダウンを余儀なくされており、再び下押し圧力が強まろう。

## <円/豪ドルレート>

- 対豪ドルレートは米豪金利差から見たフェアバリュースに近づいてきたが、豪州経済の改善、RBAが豪ドル高への許容度を高めているとみられること、商品市況・人民元の堅調などが豪ドルのサポート材料。予想レンジを0.70~0.78米ドルに上方修正。但し、豪中関係の悪化がダウンサイドリスク。

## <人民元レート>

- 米ドル安基調の中、12月のPMI（製造業・非製造業）が引き続き50超えと強かったこと、11月の消費者物価上昇率がマイナス圏へ鈍化したこと、などを踏まえると、人民元の対米ドルレートには引き続き上昇余地があると判断する。

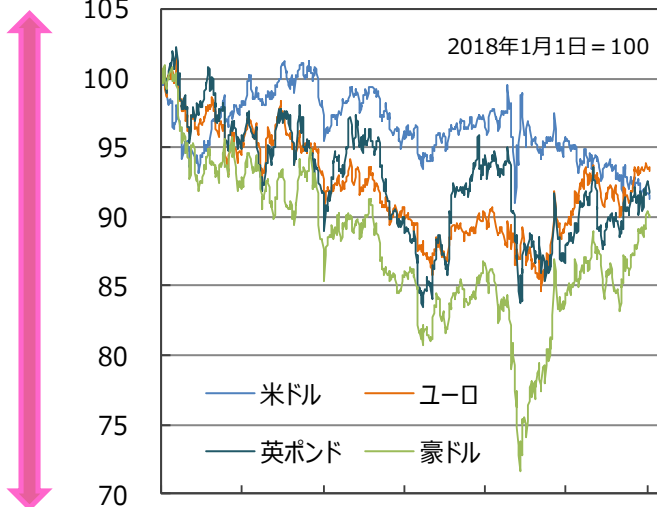
## <ブラジルリアルレート>

- ブラジル中銀が低金利を続ける中でインフレ率がリバウンドしてきたことから、政策金利は実質ベースでマイナスになっている。また、財政刺激策の縮小が先行きの景気回復の鈍化につながる可能性があること、新興国の中では政府債務残高が大きく財政運営に関する市場の警戒感が残っていること、感染再拡大が短期的には世界経済の不透明材料（金融市場がリスク・オフになる要因）であること、などがリアルの上昇を抑制する要因となる。これらを考えると、年央まで一本調子の上昇は予想しにくく、1米ドル5.1~5.2リアルを中心にしたレンジで一進一退となる展開を想定する。

## <メキシコペソレート>

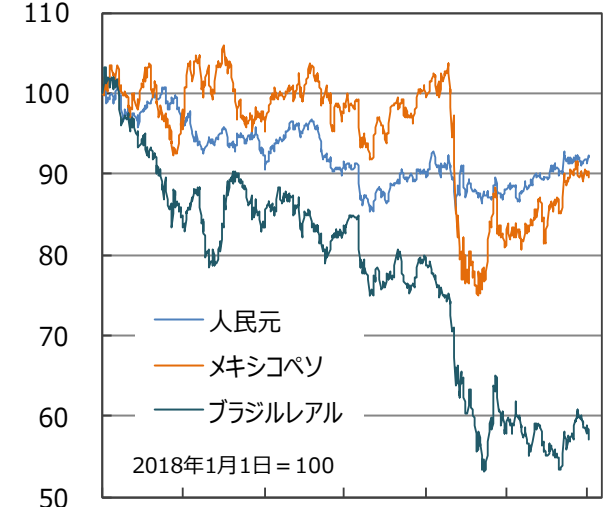
- ペソは市場にリスク選好の動きが広がる中、上昇傾向を辿っている。足元では、世界的に新型コロナウイルスの感染が再び拡大しているため、リスク回避的な動きが強まれば上値は抑制されよう。ただ、世界経済は各国・地域の積極的な金融・財政政策、ワクチンの普及などによって緩やかに回復するとの見通しは維持されている。ペソは市場環境に左右されながらも底堅い推移が見込まれよう。

円安 (ポイント) 先進国・地域の為替市場 (対円)



円高 18/1 18/7 19/1 19/7 20/1 20/7 21/1 (年/月)

(ポイント) 新興国・地域の為替市場 (対円)



18/1 18/7 19/1 19/7 20/1 20/7 21/1 (年/月)

(注) データは2018年1月1日~2021年1月5日。(出所) FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

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

# 今月のトピック

## 2020年を振り返るキーワード：新型『コロナ』ウイルス

2020年は新型『コロナ』ウイルスが世界的に猛威をふるった1年となりました。感染抑制対策のロックダウン（都市封鎖）などにより、各国・地域における経済活動が縮小しました。一方、金融市場は前例を見ないほどの積極的な金融・財政政策などにより、混乱は一時的でその後好調となりました。また、巣ごもり需要やテレワーク（在宅勤務）など新たな経済活動形態へのシフトも『コロナ』によって生じた2020年の特徴と言えます。

### 『コロナ』感染抑制のため各国はロックダウンなどを導入

2019年12月、中国湖北省武漢において原因不明の肺炎患者が複数確認されました。世界保健機構（WHO）は2020年1月14日、この症状を新型『コロナ』ウイルスによるものとし、同月30日には国際的な緊急事態を宣言しました。その後、『コロナ』感染は日本をはじめとしたアジア地域を経て全世界に広がり、3月以降は一部欧米主要国におけるロックダウンが実施されるまでに至りました。累計感染者数は12月21日現在、世界全体で7,500万人を超えています。

ロックダウンなどの経済活動制限の影響などを背景に、国際通貨基金（IMF）は2020年の世界GDP成長率を▲4.4%（2019年+2.8%）と予測しています。実際、感染拡大の影響が大きかったと見られる4-6月期GDPは米国が前期比年率▲31.4%、日本が同▲29.2%、ユーロ圏が同▲39.2%と大きく落ち込む結果となりました。7-9月期にはいずれの国・地域も大きな反動増となりましたが、足元で『コロナ』感染拡大による経済活動制限が再び強化されつつある状況を考慮すると、本格的な復調は2021年以降になると見られます。

### 金融市場は強気な姿勢

一方、金融市場は実体経済と異なる動きを見せました。NYダウ（ダウ工業株30種平均）は2月下旬以降下落に転じました。しかし、3月23日に年初来安値（18,591.93ドル）をつけた後は上昇を継続し、11月24日には史上初となる3万ドル越えとなり、12月21日現在30,216.45ドルに達しています。各国・地域における大規模な金融緩和や財政政策への期待感に加え、『コロナ』ワクチン開発・普及による景気回復期待も、市場を牽引していると思われます。

### ワクチン普及の進展などにより緩やかな景気回復が期待

ロックダウンを受けてテレワーク（在宅勤務）など新しい経済活動の形態が浸透した点も『コロナ』時代の特徴と言えます。いわゆる巣ごもり需要が高まり、以前より拡大傾向にあったEC（イーコマース）の利用も『コロナ』を受けてより増加し、家計消費を支えました。足元で報道されている変異種などリスク要因には引き続き注意を要しますが、米国において大規模な追加経済対策成立が期待されていることもあり、2021年以降の緩やかな景気回復が予想されます。

# The Topic of This Month

## Keyword of last year: New “coronavirus”

The new “coronavirus” wreaked havoc on the world in 2020. While global economic activity shrank due to measures to stem a surge in infection including lockdowns, stock markets showed resilience in the wake of both monetary and fiscal policies on an unprecedented scale despite some turbulence for a while. The virus also promoted a shift of lifestyles. Online shopping took root deeply among people staying at home, while a lot of people started to work from home in 2020.

### Governments imposed lockdowns to contain the “coronavirus” infection

Pneumonia patients of uncertain origin were first discovered in December 2019 in Wuhan, Hubei Province in central China. The World Health Organization (WHO) identified the cause of their symptoms as the new “coronavirus” on 14th of January 2020 and declared an international emergency over the virus on 30th in the same month. The virus has spread across the world since then through other Asian nations including Japan. Major western countries were forced to impose lockdowns in March onwards. The accumulated number of worldwide coronavirus cases reached 75 million as of 21st December 2020.

The International Monetary Fund (IMF) expects the global economy to shrink 4.4% this year after a 2.8% expansion in 2019 given an impact of restrictions on economic activities such as lockdowns. If we focus on the April-June quarter when the pandemic dealt a crushing blow to the global economy, US, Japan’s and the Eurozone’s GDP sank 31.4%, 29.2%, 39.2% per annum respectively from the previous quarter. While each region or nation saw sharp rebounds in the July-September quarter, we cannot expect a full-scale recovery until 2021 or after given the recent tighter restrictions on economic activities following the coronavirus resurgence.

### Investors turned bullish as early as late March

Stock markets behaved differently from the real economy. The Dow Jones Industrial Average plunged in late February, but turned up after hitting year-to-date bottom at USD18,591.93 on 23<sup>rd</sup> of March and continued rising, it is trading at USD30,216.45 as of 21 December after topping the 30000 mark on 24<sup>th</sup> of November. It seems stock prices have been buoyed by expectations of large-scale monetary and fiscal policies as well as those of economic recoveries following coronavirus vaccine breakthroughs.

### Moderate economic recoveries are likely with a rollout of vaccine programs

The coronavirus also played a role to spread new lifestyles such as teleworking. The shift to e-commerce accelerated following shelter-at-home policies, boosting household consumption. While we have to keep an eye on risk factors such as a coronavirus variant that has been reported in recent months, economies are likely to recover moderately from 2021 onwards given expectations for additional large-scale stimulus packages in the US.



## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

### ○登録の意義について

金融商品取引法第66条の27に基づき信用格付業を行う法人として登録を行った信用格付業者は、同法に基づき、概要以下の規制に服するとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

#### 1. 誠実義務

#### 2. 業務管理体制の整備義務

専門的知識・技能を有する者の配置等、業務の品質を管理するための措置、投資者と自己又は格付関係者の利益相反を防止する措置、その他業務の執行の適正を確保するための措置

#### 3. 名義貸しの禁止

自己の名義をもって、他人に信用格付業を行わせることの禁止

#### 4. 禁止行為

①信用格付業者又はその役員・使用人と密接な関係を有する格付関係者が利害を有する事項を対象として信用格付を提供すること

②信用格付に重要な影響を及ぼす事項について助言を与えている格付関係者の信用格付を提供すること

③その他投資者の保護に欠け、又は信用格付業の信用を失墜させること

#### 5. 格付方針等の作成、公表、及び遵守の義務

#### 6. 業務に関する帳簿書類の作成・保存義務

#### 7. 事業報告書の提出義務

#### 8. 説明書類の縦覧義務

業務の状況に関する事項を記載した説明書類の公衆縦覧等情報開示義務

### ○格付会社グループの呼称等について

①格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社 金融庁長官（格付）第2号

②格付会社グループの呼称：S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社 金融庁長官（格付）第5号

③格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社

金融庁長官（格付）第7号

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

①ムーディーズの場合

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ ([https://www.moodys.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx)) の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

②S&Pの場合

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

③フィッチの場合

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

○信用格付の前提、意義及び限界について

1. 信用格付の前提

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

2. 信用格付の意義

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

3. 信用格付の限界

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

# <重要な注意事項>

## 【投資顧問契約及び投資一任契約についてのご注意】

### ●リスクについて

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

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

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

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

### ●手数料等について

#### 1. 投資顧問報酬

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

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

#### 2. その他の手数料等

上記投資顧問報酬のほか、以下の手数料等が発生します。

(1) 受託資産でご負担いただく金融商品等の売買手数料等

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

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

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

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

#### 3. その他

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

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



## 【投資信託商品についてのご注意（リスク、費用）】

### ●投資信託に係るリスクについて

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

### ●投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

#### ◆直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.85%（税込）

・・・換金（解約）手数料 上限1.10%（税込）

・・・信託財産留保額 上限1.25%

#### ◆投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限年3.905%（税込）

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

※なお、お客さまにご負担いただく上記費用等の合計額、その上限額および計算方法等は、お客さまの保有期間に応じて異なる等の理由によりあらかじめ具体的に記載することはできません。

### 【ご注意】

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三井住友DSアセットマネジメントが運用するすべての投資信託における、それぞれの費用の最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等を必ず事前にご覧ください。

投資信託は、預貯金や保険契約と異なり、預金保険・貯金保険・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また登録金融機関でご購入の場合、投資者保護基金の支払対象とはなりません。

投資信託は、クローズド期間、国内外の休祭日の取扱い等により、換金等ができないことがありますのでご注意ください。

〔2020年5月29日現在〕

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

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

作成基準日：2021年1月5日