

※当資料は「アジアリサーチセンター」のレポートを基に作成しています。

## 2020年のアジア政治・経済イベント、および市場見通し

## 2020年のアジア政治・経済イベント

2020年	国・地域	イベント
1月11日	台湾	総統（大統領）選挙、立法院（国会）選挙
2月1日	インド	2020/21年度予算案発表
3月5日	中国	全人代開幕
4月15日	韓国	総選挙
4月	中国	習近平国家主席、国賓で来日予定
9月	香港	立法会（国会）選挙
未定	中国	米国と第二段階の協議
未定	中国	共産党五中全会（第14次5か年計画）
11月3日	（米国）	大統領選挙

(出所) 各種報道を基に三井住友DSアセットマネジメント作成



## 注目材料

## 2020年の注目材料・株式市場見通し

- **米中協議の第二段階**：米中政府は貿易協議の第一段階の署名後、第二段階の協議を始める見通し。第二段階での合意のハードルは両政府にとって高く、協議過程で再び緊張が高まる局面も。
- **中国の経済成長見通し**：中国共産党は年後半（おそらく10～12月期）に五中全会を開催し、第14次5か年計画を採択する見込み。経済成長が減速する中、同計画から実質GDP成長率目標がなくなるという見方も。
- **インドの景気対策**：インド政府は2020/21年度予算案で景気対策を盛り込むとみられるが、同時に中期的な財政再建見通しに注目。
- **各国・地域選挙**：香港デモの追い風を受け、台湾では現職の蔡英文総統、与党の民進党が再び勝利する公算大。韓国では少数与党「共に民主党」の議席数が更に減少すれば、国会運営が一段と難しくなる可能性も。

## 株式市場

- **企業業績見通し**：2020年前半に予想される循環的な世界経済の回復を受けて、企業業績見通しも改善に向かう可能性大。
- **株価バリュエーション**：株式市場は2019年に好材料を先取りして上昇しており、バリュエーションは中立要因。業績成長並みの着実な株価上昇を予想。
- **リスク要因**：2019年同様、米中協議の先行きに対する市場心理の変化が相場動向に強く反映される展開。第二段階の合意が容易でないことを考慮すると、交渉が難航する局面では相場の下振れ要因となりうる。また中東情勢の緊迫化など地政学上のリスクにも注意が必要。

## 2019年12月 マーケットの振り返り

### 【株式】北東アジア中心に上昇、【通貨】上昇、【債券利回り】総じて低下

#### 【株式市場】

##### 米中合意を受けて北東アジア中心に上昇

12月のアジア株式市場は北東アジア中心に上昇した。**米中貿易協議における第一段階の合意を先取りする形で月半ばにかけて市場心理が改善、英国選挙の与党勝利も世界経済の先行き不透明感払しょくにつながった。**市場参加者の多くが休みに入る月後半も薄商いの中、高値を維持した。

米中合意を受けて中華圏市場の上昇が目立った。香港では暴力的なデモが沈静化に向かい、見直し買いが入った。5G、半導体などITセクターの良好な需要見通しを受けて台湾、韓国の上昇幅も大きくなった。一方、アセアン市場は相対的に劣後した。インフレ懸念が高まりつつあるベトナムが利食い売りに押され、バーツ高による業績悪化が懸念されるタイも下落した。

#### 【通貨（対米ドル）】

##### アジア通貨は上昇

12月は多くのアジア通貨が米ドルに対して上昇した。米ドルが全般に弱含んだことに加え、12月13日に**米中政府が貿易協議の第一段階で合意**したことがアジア通貨の支援材料となった。資源輸出を通じて中国経済と密接な関係にある豪ドルの上昇が目立つ一方、財政規律に不安のあるインドルピーが下落した。

#### 【債券（国債）市場】

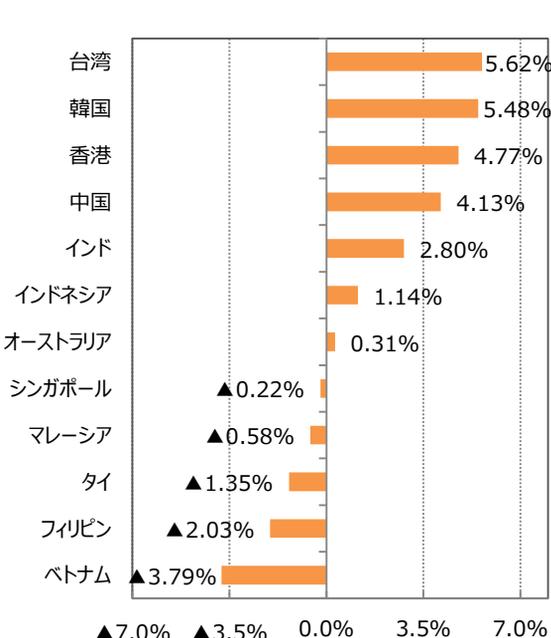
##### 利回りは総じて低下

12月のアジアの国債利回りは総じて低下した。多くのアジア通貨が強含んだことから、**輸入面からインフレ圧力が緩和**されたためとみられる。一方、追加利下げ期待が後退したインド、インドネシアの国債利回りは前月比、若干上昇した。

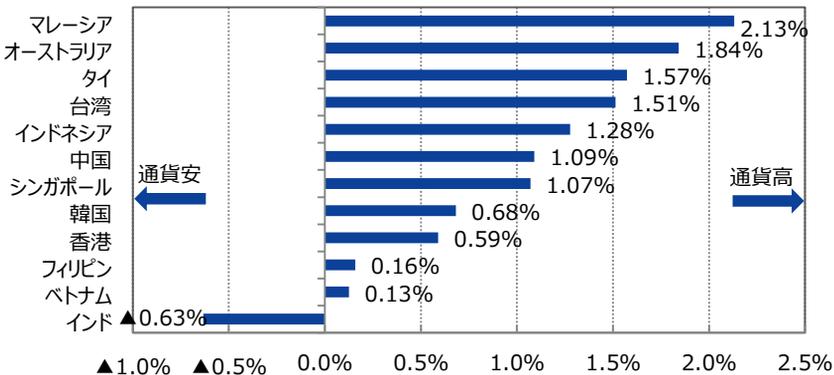
## アジア：マーケット動向

2019年12月31日時点

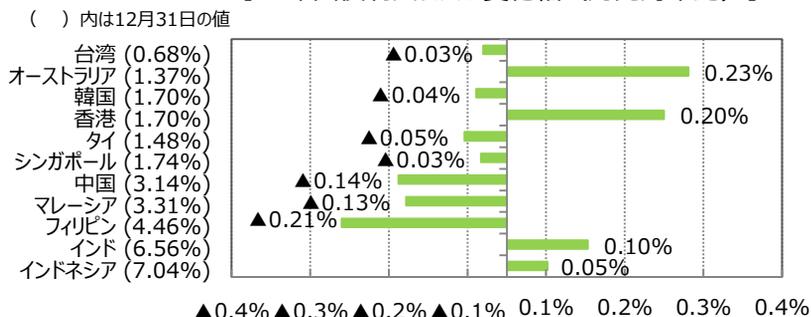
【株価指数変化率（対先月末比）】



【為替変化率（対米ドル、先月末比）】



【10年国債利回り及び変化幅（対先月末比）】



(注1) 2019年12月31日を基準に、先月末比は2019年11月30日からの騰落率。  
 (注2) 各国の株価指数の名称はP15の参照ページに記載。  
 (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





# 中国 <金融市場動向>

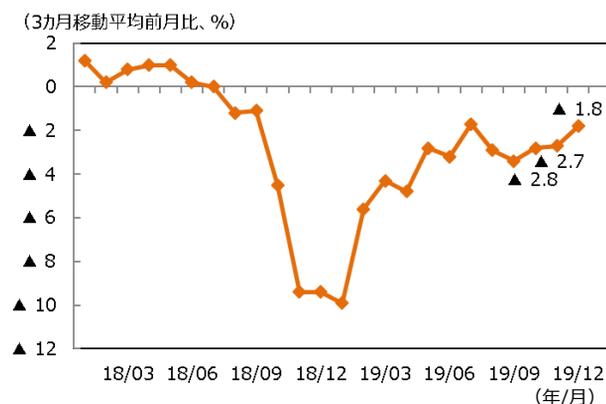
## 上海総合指数



(注) データ2018年1月1日～2019年12月31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

## 企業業績予想



(注) データは2018年1月～2019年12月。

(出所) IBESのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 為替レート



(注1) データは2018年1月1日～2019年12月31日。

(注2) 対米ドルは逆目盛。

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

## 人民元強含み、金利低下、株価は底堅い動き

### 【株式市場】

#### 第一段階の米中合意でリスク後退、堅調な展開

米中協議が第一段階の合意に至ったことで、当面のリスクはいったん後退し、企業業績見通しなどファンダメンタルズに注目が集まりそうだ。中国マクロ景気は減速方向にあるものの政策支援を受けつつ**緩やかな成長が続く見通しで、2020年の企業業績は前年比+11%程度の成長が予想**されている。企業業績予想の下方修正もほぼ一巡しつつあり（左中段グラフ）、バリュエーションに割高感もないことから、**堅調な相場展開**が予想される。リスクは引き続き**米中貿易協議を巡る対立の再燃**にある。交渉の第二段階では課題が山積しており、最終決着は容易ではない。米中首脳からの発言が市場心理に影響を及ぼす展開は2020年も続きそうだ。

安定成長に移行する局面では、**消費の高度化など構造的な成長要因を有する企業に注目**したい。教育関連セクター、保険セクターなどの潜在需要はまだまだ大きそうだ。また、5G通信の勃興で業績成長期待が高まるIT関連セクターの投資妙味も高そうだ。

### 【為替・債券（国債）市場】

#### 人民元は上昇、米ドル動向に注意

人民元の対米ドルレートは上昇した。人民元の上昇要因としては、**米中協議の第一段階の合意への期待、国際収支の改善**（経常収支黒字の拡大、国債市場への資金流入期待）を指摘できる。一方、下落要因には、**米ドルの上昇**がある。米国の利下げ観測後退で米ドルが上昇する場合には、人民元にもマイナス影響が及ぶので注意が必要だ。

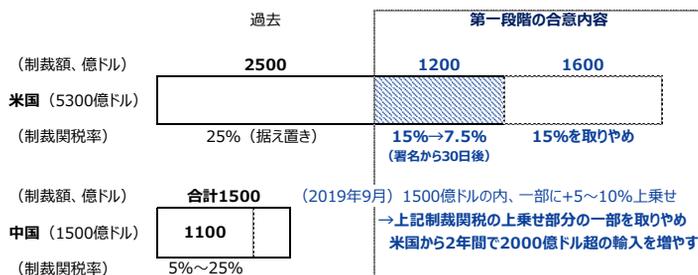
10年国債利回りは10月下旬にピークアウトしたようだ。12月の中央経済工作会议では、景気テコ入れを目的とする**資金調達コストの引き下げ方針**が打ち出され、金利低下の方向が改めて確認された。一方、米中協議の部分合意は景気下振れ観測の後退につながるため、利回り低下の抑制要因となる。





# 中国 <政治・外交関係>

## 米中の制裁関税の推移



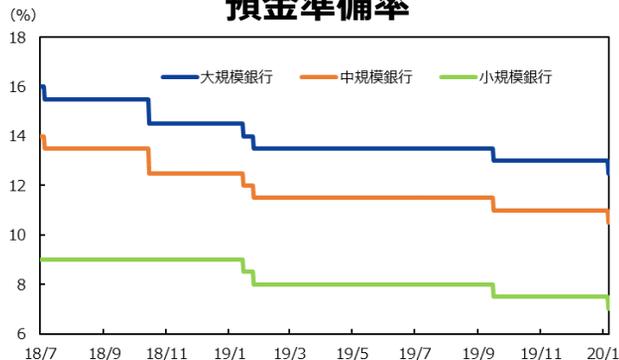
(出所) 米政府、中国政府など各種資料から三井住友DSアセットマネジメント作成

## 成長率と雇用データの関係



(注) データは2001年1-3月~2019年7-9月。  
(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 預金準備率



(注1) 大規模：5大銀行+郵政貯蓄銀行、  
中規模：招商銀行など全国または市レベルの14銀行、  
小規模：県レベル以下の銀行または地方の信用組合など  
(注2) データは2018年7月1日~2020年1月6日。  
(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 1月半ばに第一段階の署名式へ

米中両政府は12月13日に、貿易協議の第一段階で合意に至った。トランプ大統領のツイッターによると、**両政府の署名式は1月15日にホワイトハウスで行うことになりそうだ**。署名式後は、第二段階の協議の開始時期及びその進捗度合いに市場の関心が集まるだろう。もともと包括的な協議内容を複数回に分割したことを想起すれば、**第二段階でのハードルは第一段階と比べると両政府にとって高くなるはずだ**。トランプ大統領は、第一段階の署名後、直ちに第二段階の交渉を始める意向を示したが、中国側は米中間の緊張が高まるリスクを警戒しているように思われる。今後、米国政府は追加的な制裁関税を課さない一方、第二段階のハードルは高いため、**これ以上の制裁関税の緩和もなさそう**だ。しばらくは膠着状態が続くものとみられる。

## 中央経済工作会議を実施

共産党・政府は12月10~12日、中央経済工作会議を開催した。経済政策では「安定」を最優先に掲げた。さらに中国経済には、**構造的・体制的・循環的な問題が同時に発生しており、下押し圧力が高まっているとの認識**を示した。2010年以降、中国の成長率は緩やかに鈍化しているが、2020年も供給側改革など様々な構造改革を続ける公算が大きい。党・政府は無理に成長率を加速させる意図を持っていないようで、**労働市場が安定している限り、ある程度の成長率鈍化を容認する見通し**だ。

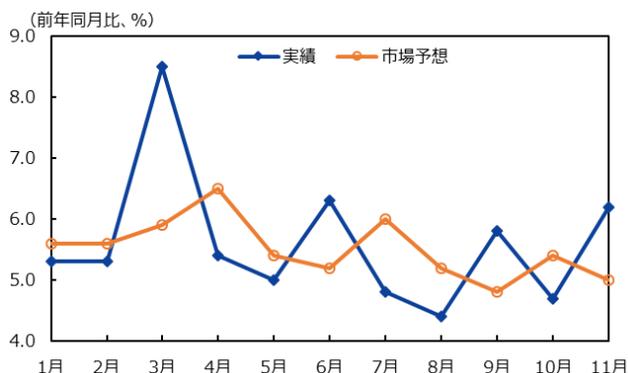
政策スタンスでは、2018年同様、「積極的な財政政策・穏健な金融政策」を掲げた。しかし、財政政策については、質と効率に言及しており、**大規模な歳出拡大や減税には消極的**と解釈できる。金融政策については、資金調達コストの引き下げと柔軟性に言及している。**基本シナリオの下では各種金利および預金準備率の引き下げ**で対応し、**予想外の景気下振れに対しては金融緩和を進める方針**と解釈できる。実際、人民銀行は1月1日、**預金準備率を1月6日から0.5%ポイント引き下げ**ると発表した。





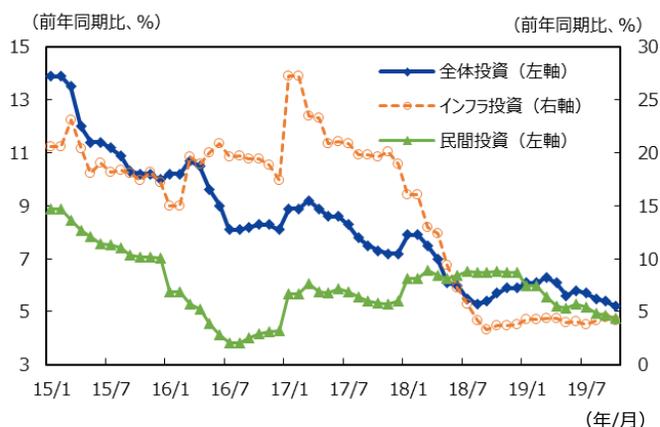
## 中国 <マクロ経済動向>

### 鉱工業生産



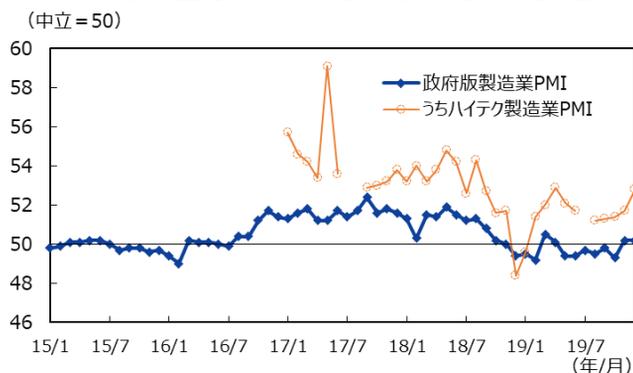
(注) データは2019年1-2月から11月。1-2月は平均値なので同じ数値を入力。  
(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 都市部固定資産投資



(注) データは2015年1-2月～2019年1-11月。年初来累積。  
(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 製造業PMI (政府版) の推移



(注) データは2015年1月～2019年12月。ハイテクは2017年7～8月、2019年7月は欠損値。  
(出所) CEIC、中国国家统计局のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 景気は一時的に上振れ

#### 鉱工業生産は上振れ

11月の鉱工業生産は前年同月比+6.2%と、市場予想の同+5.0%を上回り、10月の同+4.7%から加速した。米中協議への楽観的な見通しが上振れの主因とみられる。同様に**12月の鉱工業生産も底堅い数値**となりそうだ。しかし1月下旬の**春節休暇によって経済活動のモメンタムは急低下**を余儀なくされる。また、米中協議の第二段階が、2020年1-3月期に始まるとすれば、**景気センチメントは再び悪化するおそれ**がある。第二段階は両政府にとってハードルが高く、対決姿勢になりやすいからだ。

#### インフラ投資が鈍化

1-11月の都市部固定資産投資は、前年同期比+5.2%と市場予想通りとなり、1-10月の同+5.2%から横ばいだった。民間投資の伸びはやや加速したものの、インフラ投資の伸びは鈍化したため、双方が相殺する形になった。中央政府は2020年の地方专项債を1兆元、前倒しで発行することを認めており、2020年の発行額は2019年の2.15兆元を超えるだろう。しかし、中央経済工作会議で表明された財政スタンスを考慮すると、**大規模な財政政策はとられない公算**が大きく、**インフラ投資の伸びは2020年に加速するにしても一桁台後半にとどまりそうだ**。

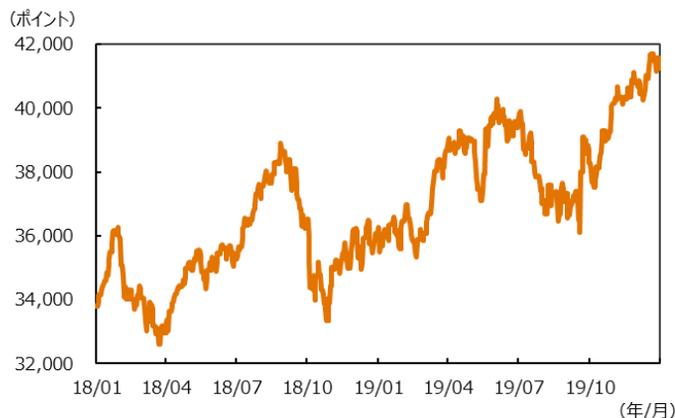
#### 製造業PMIは引き続き50超え

12月の製造業PMI (政府版) は50.2と、市場予想の50.1をやや上回り、**2カ月連続で50超え**となった。米中協議の第一段階が12月13日に合意に至ったことで米中間の緊張が緩和したことが景気センチメント改善の主因である。更に、1月24日に始まる春節休暇を控え、消費財の生産が前倒しで行われたことも製造業PMI50超えに貢献した。しかし**第二段階での合意が難しいこと、前倒しの反動が出てくること**を想起すれば、1月または2月の製造業PMIは再び50割れになりそうだ。



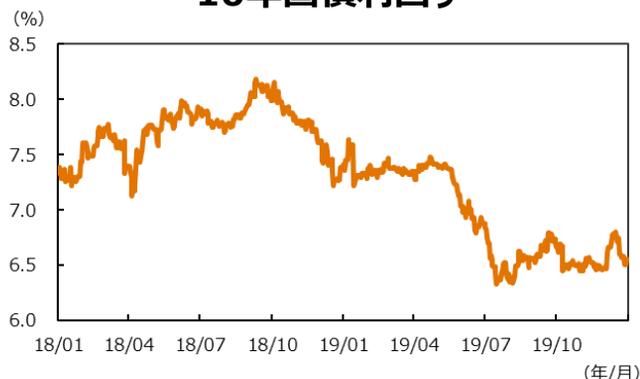
# インド <金融市場動向>

## SENSEX指数



(注) データは2018年1月1日～2019年12月31日。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 10年国債利回り



(注) データは2018年1月1日～2019年12月31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

## 為替レート



(注1) データは2018年1月1日～2019年12月31日。  
(注2) 対米ドルは逆目盛。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 政策発動期待は続くが、中長期的な金利高、通貨安に留意

### 【株式市場】

#### 政策発動期待が続く中、高値波乱の可能性も

マクロ景気が減速する中、株価は高値を維持している。緩和基調にある金融政策に加え、2月の予算案発表を控え、引き続き政策発動期待が相場の下支え要因となろう。一方、株価バリュエーションに割安感は乏しく、上値余地も狭まりつつある。中長期の成長市場との位置づけは変わらないが、期待インフレ率が高まる中、景気の減速、企業業績の悪化度合いが想定を上回るようなことがあると、高値波乱の展開も予想される。

### 【債券（国債）市場】

#### 利下げ期待が後退

準備銀行は期待インフレ率の上昇リスクなどに言及し、12月5日の金融決定会合において追加利下げを見送った。当面の利下げ期待が後退している。準備銀行としては景気テコ入れの必要性を認める一方、消費者物価上昇率の加速に歯止めがかからない限り、追加利下げに動きにくい状況が続くそうだ。中長期の財政規律への懸念も踏まえると、国債利回りは低下よりは上昇圧力が強まりそうだ。

### 【為替市場】

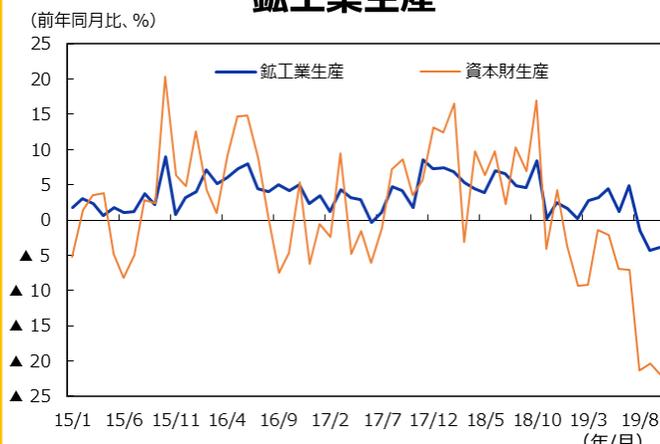
#### 中長期的なルピー下落リスクに留意

格付け会社によるインド国債の格下げリスクが高まっている。インドの税収では法人税の割合が約3割と大きく、法人税率の引き下げは徴税能力の低下につながるためだ。インドのソブリン格付けは現在BBB-（S&P、安定的）と、投資適格級では最低ラインにある。1ノッチ格下げになれば、投資適格ではなくなり、年金基金などが売却に動けばルピー安圧力となる。景気持ち直し期待が高まればルピーの上昇要因となろうが、国債需給悪化による中長期的なルピー安リスクに留意したい。



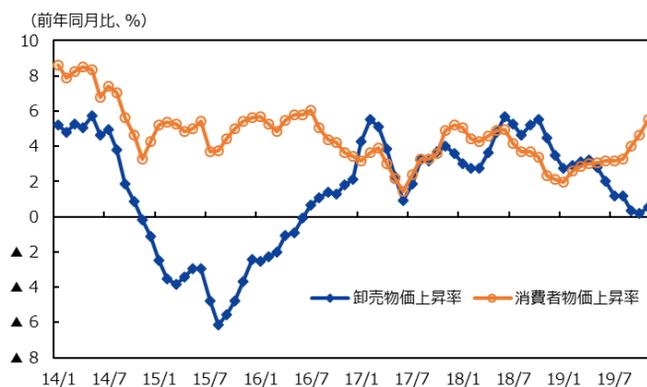
# インド <マクロ経済動向・政策>

## 鉱工業生産



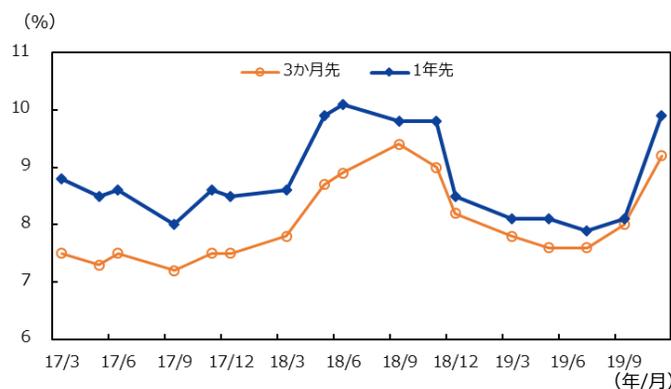
(注) データは2015年1月～2019年10月。  
(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## インフレ率



(注2) データは2014年1月～2019年11月。  
(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 期待インフレ率サーベイ



(注1) サーベイは3、5、7、9、12月に行われる。直近は2019年11月のサーベイ。  
(注2) データは2017年3月～2019年11月。  
(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## デフレ色強まり景気は下振れ方向

### 投資は依然弱い

10月の鉱工業生産は前年同月比▲3.8%と3カ月連続でマイナスの伸びとなった。そのうち資本財生産は同▲21.9%と、3カ月連続で▲20%近辺の大幅な落ち込みとなった。資本財生産が投資の代理変数であることを考慮すると、**10-12月期も投資は依然として低迷**する可能性がある。

### 消費者物価は加速・卸売物価は低位安定

11月の消費者物価上昇率は、前年同月比+5.5%と、10月の同+4.6%から加速、ターゲット(4±2%)の中央値を超えた。内訳を見ると、玉葱など食料品価格の上昇が主因である。一方、11月の卸売物価上昇率は前年同月比+0.6%と、10月の同+0.2%から加速したものの、低位で安定している。

19年春先から、消費者物価上昇率(加速)と卸売物価上昇率(減速)は反対方向を向いている(左中段グラフ)。**準備銀行は需給ギャップについてネガティブ(デフレ的)と判断**しており、今後の景気の方角性を占う上では鈍化傾向にあった卸売物価上昇率がより重要となる。**デフレは価格面から企業業績の下振れ要因**となり、またデフレ警戒から借り手の返済ペースが加速すると、資金循環が滞り、**実体経済の下押し圧力**となりうる。

### 追加利下げは先送り

インド準備銀行は、12月5日に利下げを見送った際に、主な理由として2点を指摘した。一つは消費者物価上昇率の加速に伴う期待インフレ率の上昇リスクである。もう一つは2020/21年度の政府予算案で景気対策が盛り込まれる可能性である。これら2点を考慮すると、**次の追加利下げは4月上旬の金融政策決定会合まで先送り**される可能性が高そうだ。



# 香港

## ピックアップマーケット

### ハンセン指数



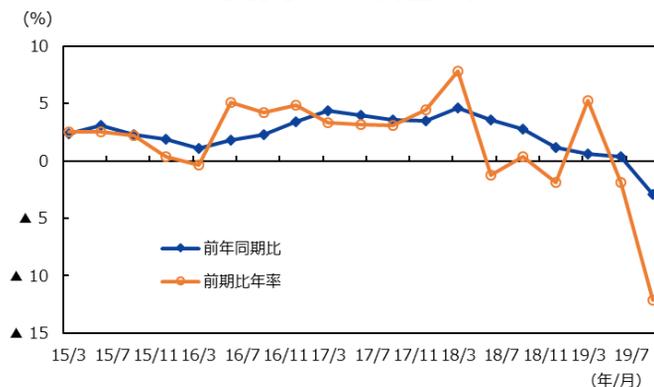
(注) データは2018年1月1日～2019年12月31日。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 香港逃亡犯罪人条例改正を巡る問題

デモ隊の5大要求	政府の対応
① 条例改正案の立法会からの撤回	10/23に撤回
② 6/12のデモを暴動とする政府見解の撤回	暴動とは解釈していない
③ デモ隊の逮捕・起訴の手続き中止	逮捕・起訴の手続き中止は法治に反する
④ 警察暴力の責任追及のため独立調査委員会を設置	既存の独立監察警察苦情処理委員会に対応する
⑤ キャリー・ラム行政長官の即時辞任と普通選挙の実現	いずれも否定

(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

### 実質GDP成長率



(注) データは2015年1-3月～2019年7-9月。  
(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 抗議デモの規模縮小、最悪期脱するも火種は燻る

#### 【株式市場】

#### いったんは相場底打ち

11月の区議会議員選挙における民主派の圧勝を経て、**暴力的な抗議デモの規模は縮小、相場も落ち着き**を取り戻している。いったんは香港に収益基盤を有する企業の株価が反発に向かおうが、持続性はなさそうだ。民主化を要求する香港市民（デモ隊）と香港・中国政府のスタンスの隔たりは依然大きく、**リスクは解消されないため、相場の本格反騰も期待しづらい**ためだ。

#### 【社会情勢】

#### 暴力的な抗議デモの最悪期は過ぎた模様

11月下旬に、警察が香港理工大学を包囲した際に、1000人を超えるデモ隊を逮捕した。その中に、「勇武派」と称される暴力的なデモ隊の指導的なメンバーが多数いたとされる。11月19日に警務処長（警察トップ）に就任した鄧炳強（クリス・タン）氏はデモ隊に対するタカ派的な姿勢で知られ、12月6日の北京出張の際に、中国共産党の支持をとりつけたとみられる。今後も節目の時期に暴力的なデモが行われるだろうが、警察は早期の取り締まりを強化しており、**2019年後半のような大規模な社会混乱には陥らない**だろう。

#### 景気は年前半に底打ちへ

2019年7-9月期以降、デモによる社会混乱が拡大したことで、7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比▲2.9%まで落ち込んだ（季節調整済み前期比年率では▲12.1%）。香港政府は2019年の成長率見通しを▲1.3%と、2009年以來のマイナスを予想している。2020年前半にはデモの規模が縮小するとみられ、**景気は底打ち**するだろう。しかし、中国の成長率は2020年も鈍化する見通しであることから、**景気持ち直しのペースは非常に緩やかなものにとどまり、年間でのプラス成長への転換は厳しそう**だ。





# ベトナム ピックアップマーケット

## VN指数



(注) データは2018年1月1日～2019年12月31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

## ベトナムドンと人民元



(注1) データは2018年1月1日～2019年12月31日。  
(注2) 逆目盛。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 消費者物価上昇率



(注) データは2016年1月～2019年12月。  
(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 安定成長見通しで海外資金の流入 継続を見込む

### 【株式市場】

#### 良好なファンダメンタルズは変わらず上昇を見込む

2019年を通してVN指数はほぼ950から1000ポイントのボックス圏で推移した。足元でインフレ懸念が高まり市場心理が悪化しているが、中長期的なファンダメンタルズに悪影響を及ぼすものではなさそうだ。米中貿易摩擦の中、輸出が着実に伸びている。株価バリュエーションに割高感はなく、下値を切り上げていく展開を予想する。MSCI指数における新興国市場への格上げ観測もプラスに働こう。

### 【為替動向】

#### ドンの安定性が高まる

従来、中国人民幣元との相関が高かったベトナムドンだが、8月以降の人民幣元安に追随することなく、安定的に推移している。低インフレ、経常収支黒字などベトナムドンが評価される要因が多く、ベトナムへの資金流入が継続している。人民幣元の動向には注意が必要だが、**経常収支黒字、インフレ率の中期安定、比較的高い経済成長率など、ベトナムの良好なファンダメンタルズがドンの安定性に寄与する動きが続くと予想する。**

### 【マクロ経済動向】

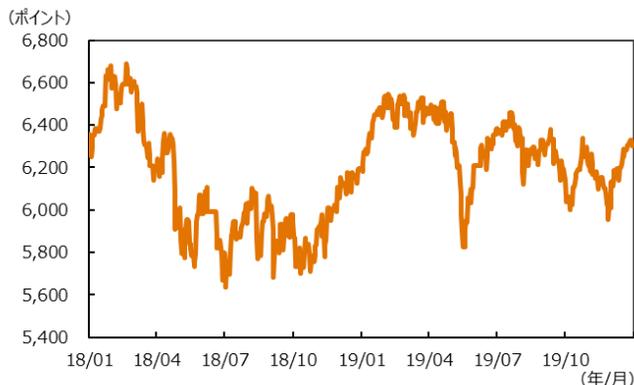
#### 豚肉価格上昇で短期的にはインフレ率が加速

10-12月の実質GDP成長率は前年同期比+7.0%と、7-9月期の同+7.5%から鈍化したものの、年間では+7.0%と政府目標の+6.8%を上回った。一方、12月の消費者物価は前年同月比+5.2%へ加速し、2019年では初めて政府目標の4%を上回った。現地メディア報道によると、ASF（アフリカ豚コレラ）の蔓延で豚肉価格が高騰したためである。1月下旬のテト（春節）を迎えるにあたり、**短期的には期待インフレ率上昇に対する警戒が必要だ。**仮に期待インフレ率が上昇すれば、一時的に景気に抑制的な圧力がかかる可能性がある。



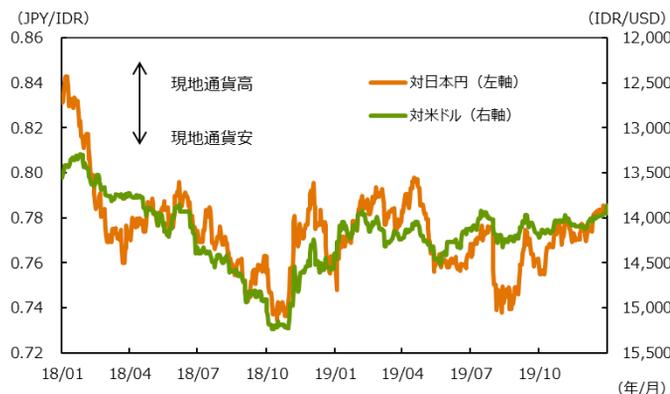
# インドネシア **ピックアップマーケット**

## ジャカルタ総合指数



(注) データは2018年1月1日～2019年12月31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

## 為替レート



(注1) データは2018年1月1日～2019年12月31日。  
(注2) 対米ドルは逆目盛。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 2020年度政府予算

	2018			2019		2020	2019		2020
	予算	実績	1-11月	予算	1-11月	予算	前年比	前年比	(%)
歳入	1,895	1,944	1,663	2,165	1,677	2,222	0.9	2.6	
税収	1,618	1,519	1,302	1,786	1,312	1,862	0.8	4.2	
その他	277	425	361	379	365	360	0.9	-5.0	
歳出	2,221	2,213	1,943	2,461	2,046	2,529	5.3	2.7	
中央政府	1,454	1,455	1,226	1,634	1,293	1,670	5.5	2.2	
経常主支出	1,251	1,271	1,098	1,445	1,174	1,483	6.9	2.6	
利払い費	239	258	251	276	268	295	6.6	7.0	
補助金	156	217	183	224	178	200	-2.7	-11.0	
その他	856	796	664	945	728	988	9.7	4.6	
資本支出	204	184	128	189	120	187	-6.8	-1.3	
地方への交付金	766	758	501	827	531	859	5.9	3.9	
財政収支	-326	-269	-280	-296	-369	-307			-1.8
(GDP比、%)	-2.2	-1.8	NA	-1.9	NA				

(注) 2019年の前年比は1-11月の実績同士。2020年の前年比は予算同士。  
(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 足元で業績は悪化方向だが、春先には景気底打ちを予想

### 【株式市場】

### 景気底打ちによる市場心理改善に期待

政府は財政健全化を優先しており、財政政策期待は後退し、金融緩和も打ち止めという見方が強まっている。業績見通しはまだ悪化方向にあり、短期的に株価を押し上げる材料は乏しくなっているように見える。一方、**2020年の春先あたりに景気底打ちの可能性も見え始めた**。財政健全化による中長期的な通貨安定・インフレ抑制効果もあり、市場心理の改善が期待される。

### 【為替・国債利回り動向】

### 景気持ち直しを予想

中銀は12月19日の金融政策決定会合で市場予想通り政策金利を5.00%で据え置いた。政府・中銀は、2019年に景気が低迷した要因として、長期間にわたる経済政策の不透明性があったと指摘している。確かに4月17日に大統領選挙・国会選挙が行われた後、第二期ジョコウィ政権の閣僚が発表されたのは10月23日であり、この間、特に自動車などの高額消費には様子見姿勢が広がった。**繰り延べになっていた消費需要は2020年に顕在化する**可能性がある。

2020年度予算では燃料費を中心に補助金が引き続き削減されているが、ジャカルタなど大都市のガソリンスタンドでは補助金付きのガソリンをみかけなくなっており、大都市の居住者はオクタン価が高い補助金なしのガソリン使用に慣れ始めているようだ。**原油価格上昇に対する耐性は強まりつつある**。

### 財政規律が国債市況を下支え

スリ・ムルヤニ財務相は財政規律を基本方針に掲げている。景気持ち直し期待は国債利回りの上昇要因となるが、**財政規律が国債市況を下支え**するだろう。政府は2021年から2023年にかけて法人税率を25%から20%へ徐々に引き下げる方針を決定している。財政への影響は2021年度の予算案（毎年8月に発表）で明らかになる。





# タイ — ピックアップマーケット

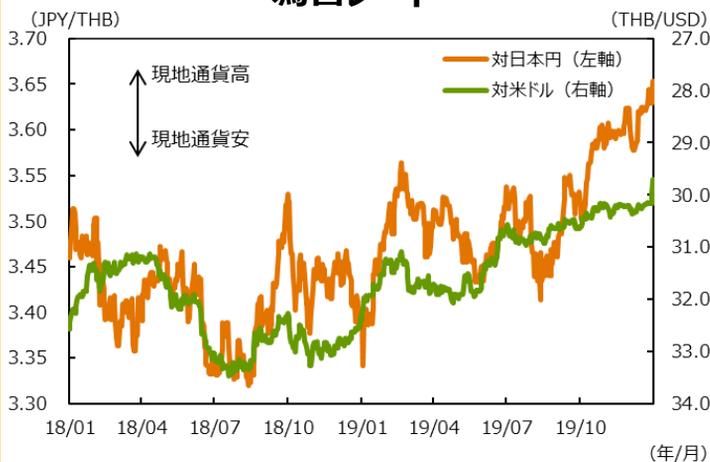
## SET指数



(注) データは2018年1月1日～2019年12月31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

## 為替レート

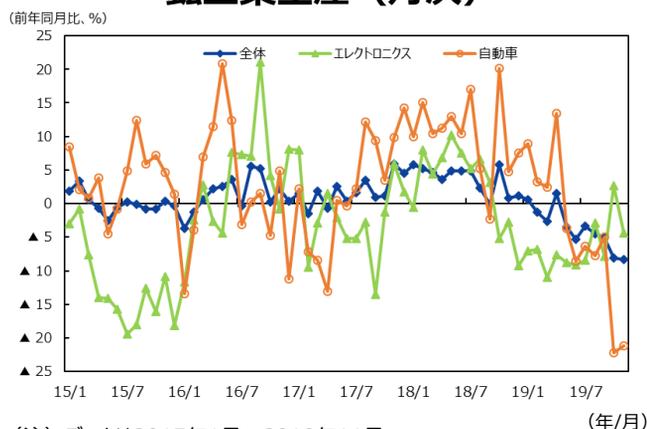


(注1) データは2018年1月1日～2019年12月31日。

(注2) 対米ドルは逆目盛。

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

## 鉱工業生産 (月次)



(注) データは2015年1月～2019年11月。

(出所) CEICのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## パーツ高が続き、業績回復は遅れる見通し

### 【株式市場】

#### 業績不安、割高な株価バリュエーション

パーツの高止まり、企業業績見通しの悪化が続き、相場は低迷してる。金利水準は既に低く、追加利下げがあってもその効果は限定的だろう。経常黒字が盤石なため、輸出企業業績にマイナス影響を及ぼすタイパーツ高は修正されにくい。株価下落後もバリュエーションの割高感は修正されておらず、他市場と比較して投資魅力度は劣る。

### 【為替動向】

#### パーツ高圧力が続く

12月のタイパーツ対米ドルレートはおおむね30前後で推移したが、下旬には29台へ上昇した。パーツ高の背景には、**経常収支黒字とインフレ率の低位安定に対する高い評価**がある。中国からタイへの生産ライン移管など中長期的な動きも踏まえると、**パーツ高圧力が続きそう**だ。中銀はパーツ高抑制のための利下げを行わない意思を明確にしつつ、パーツ高への懸念を表明しており、何らかの追加対策が打たれるだろう。市場メカニズムに反する規制が導入されるようなことがあると、金融資産への悪影響も懸念され留意が必要だ。

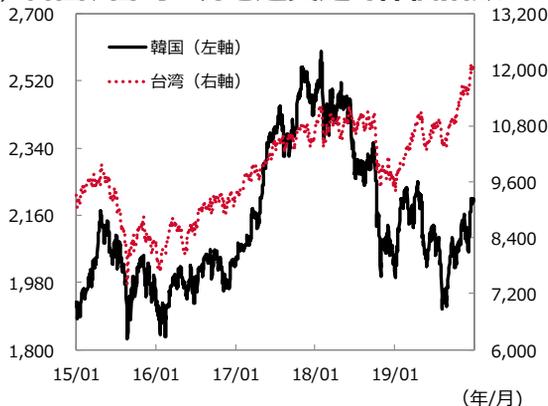
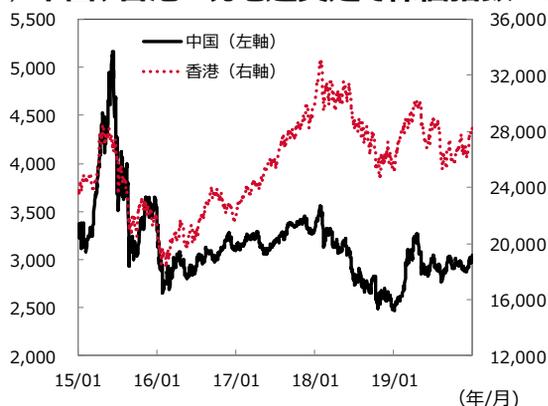
### 【マクロ経済動向】

#### 景気下振れ圧力が続く

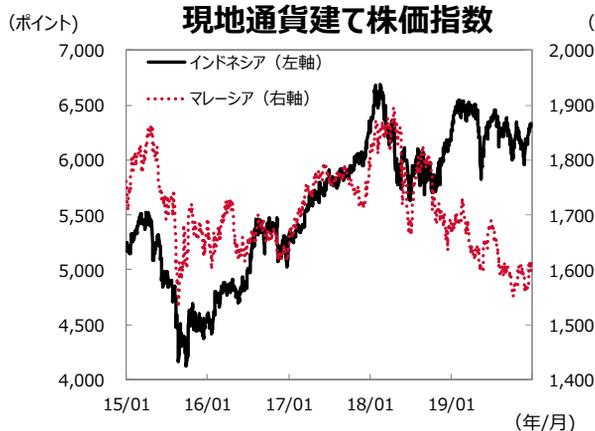
タイへの観光客数は11月に前年同月比+5.9%と、10月の同+12.5%から鈍化した。2018年7月のプーケット島のボート事故によるベース効果が薄れ始めた可能性がある。自動車産業を中心に製造業のサイクルは下向きにあり、**全体としては景気下振れ圧力が続いている**。特に基幹産業である自動車に関しては、シェアリングサービスの普及に伴う**自動車需要の構造的低迷**も指摘されている。パーツ高の影響もあり、製造業が底入れするにしても2020年の持ち直しペースは緩やかなものにとまりそう

# 主要アジア各国・地域株価指数推移

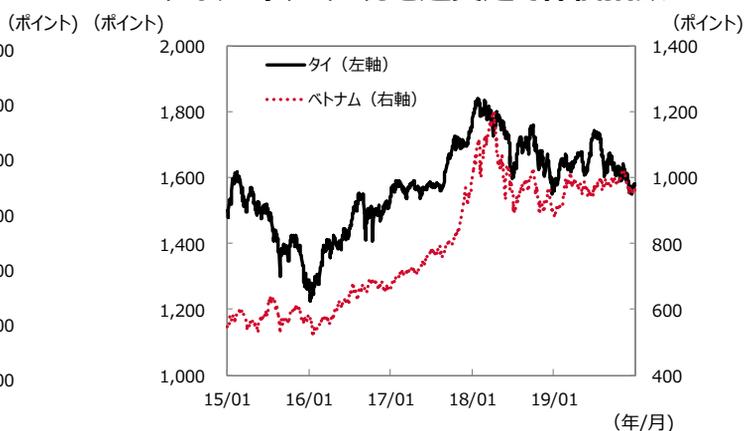
(ポイント) **中国、香港 現地通貨建て株価指数** (ポイント) (ポイント) **韓国、台湾 現地通貨建て株価指数** (ポイント)



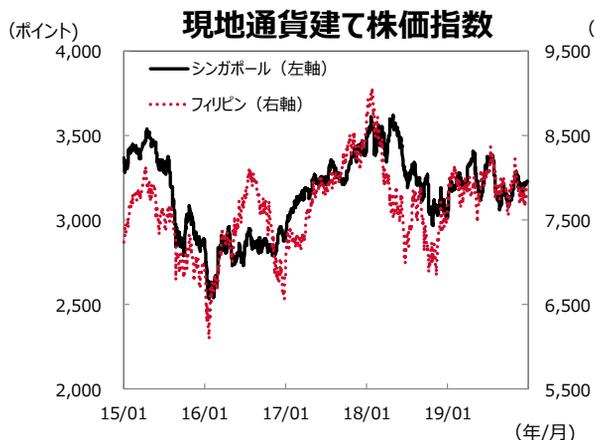
## インドネシア、マレーシア



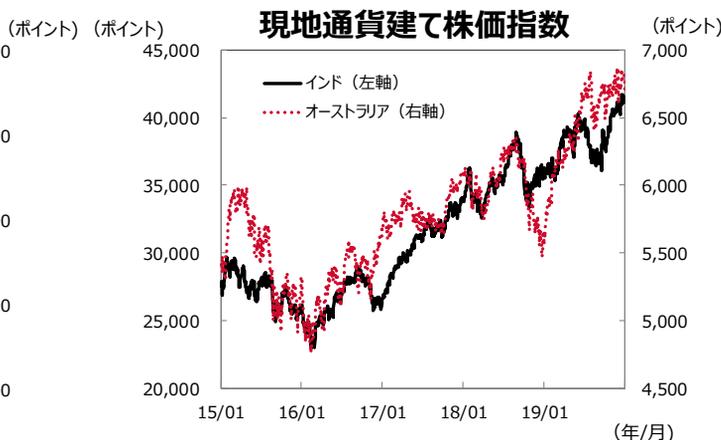
## タイ、ベトナム 現地通貨建て株価指数



## シンガポール、フィリピン

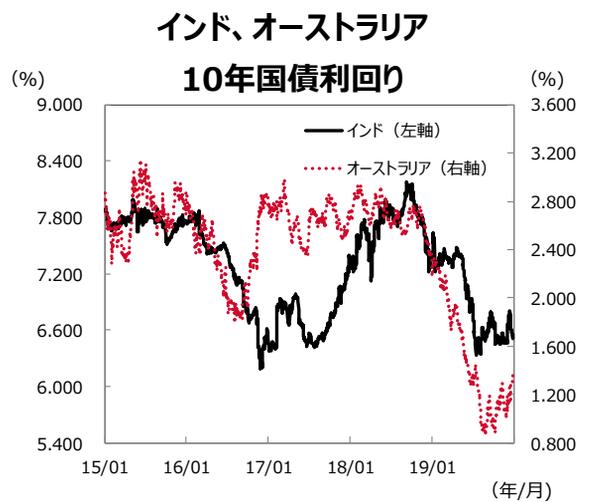
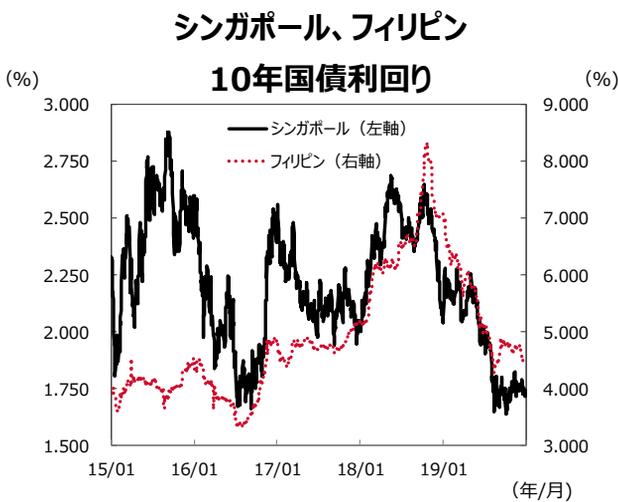
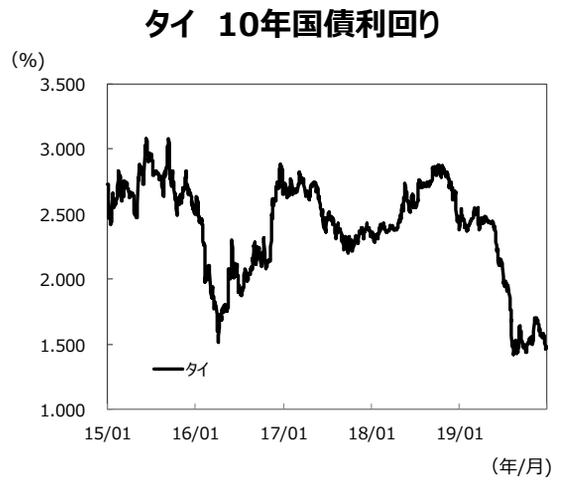
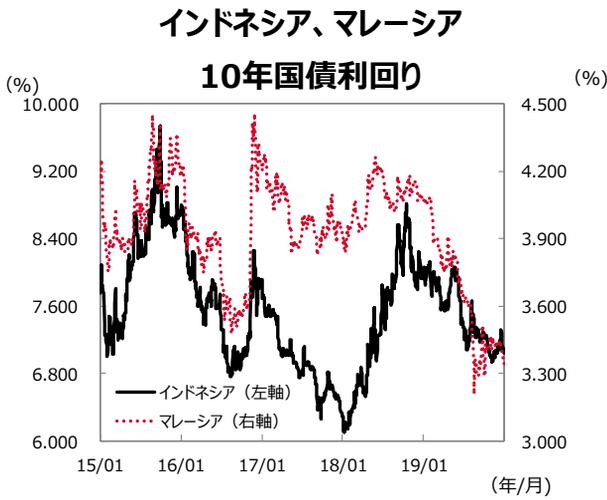
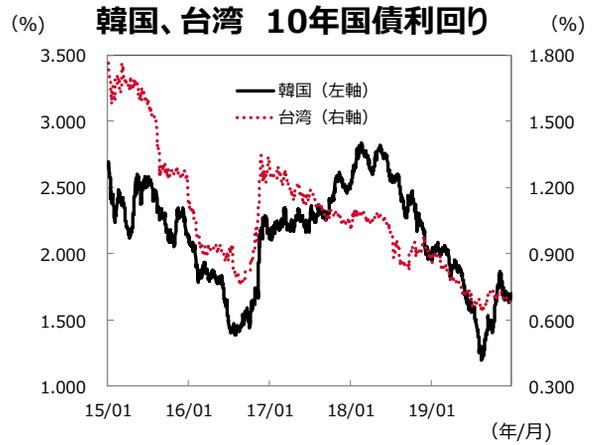
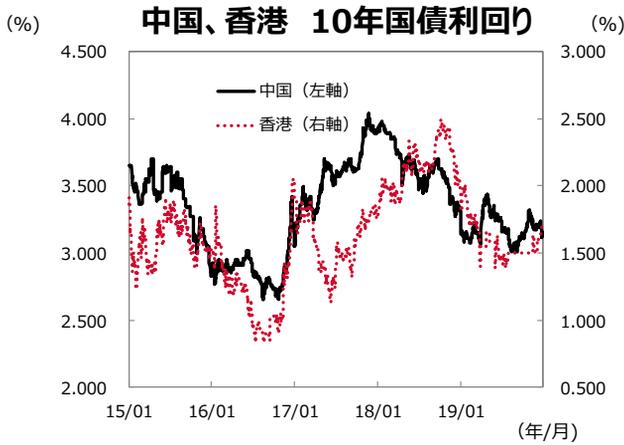


## インド、オーストラリア



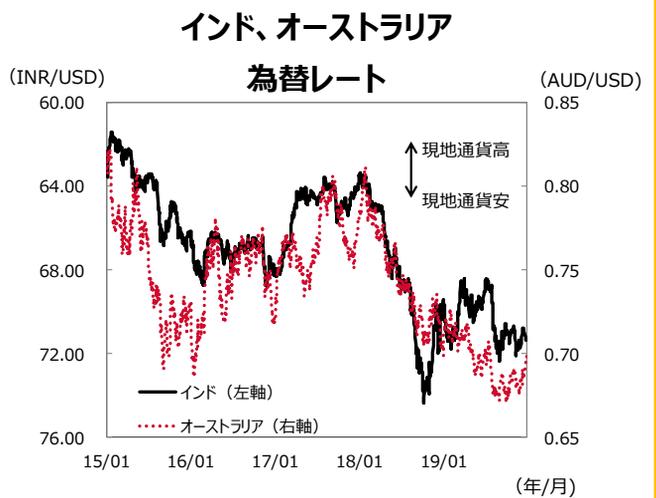
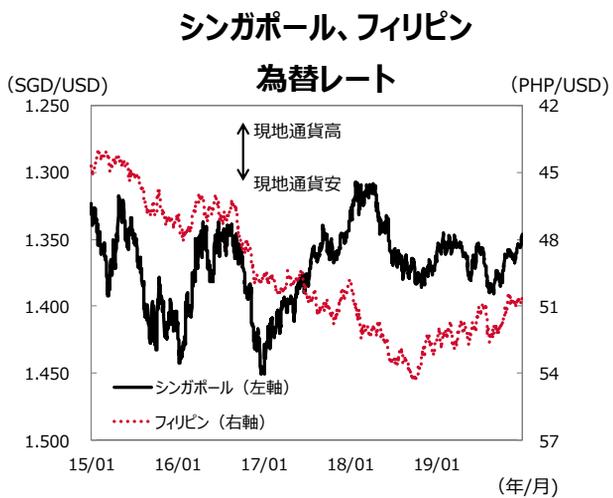
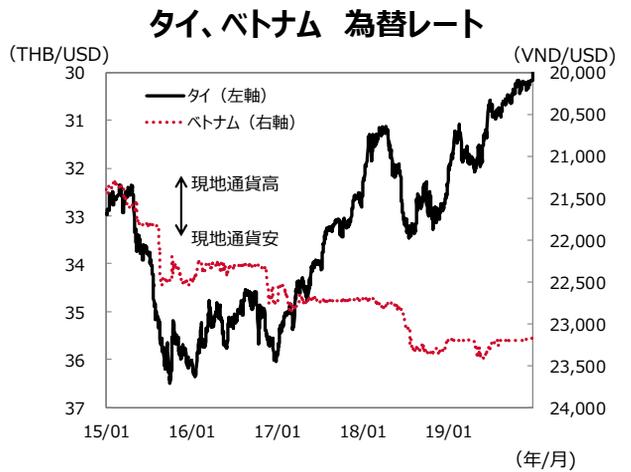
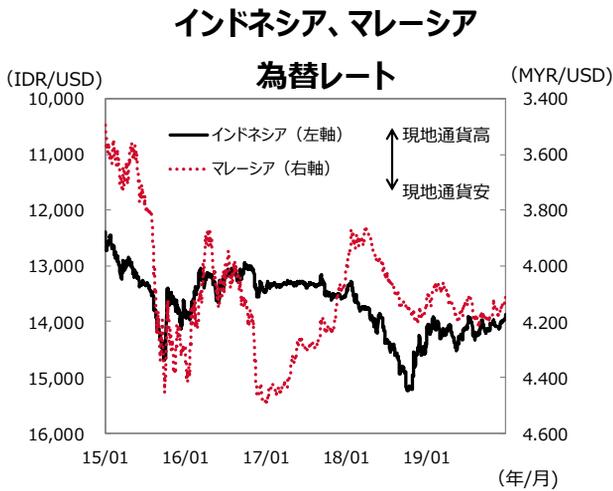
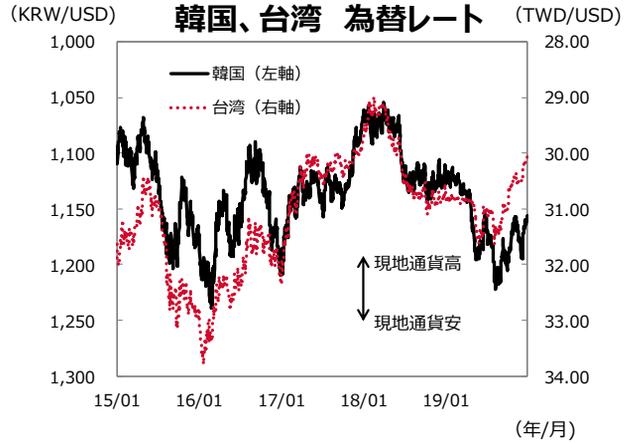
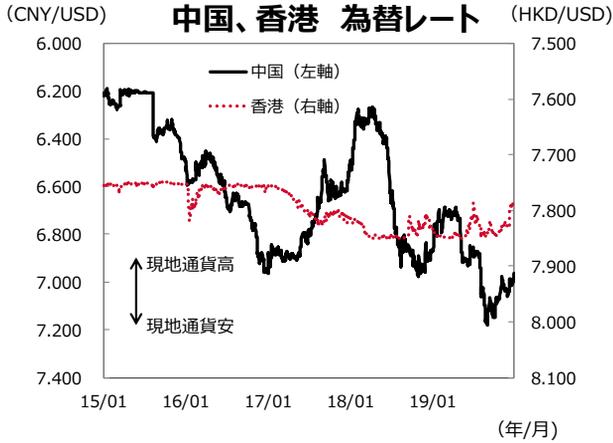
(注1) データ期間は2015年1月1日～2019年12月31日。  
 (注2) 各国の株価指数の名称はP13の参照ページに記載。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

# 主要アジア各国・地域10年国債利回り推移



(注) データ期間は2015年1月1日～2019年12月31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

# 主要アジア各国・地域為替レート (対米ドル)



(注) データ期間は2015年1月1日～2019年12月31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

## 参照

- P2、P12各国の株価指数の名称は下記の通り。
  - 中国：上海総合指数、●香港：ハンセン指数、●韓国：韓国総合株価指数
  - 台湾：台湾加権指数、●インドネシア：ジャカルタ総合指数、
  - マレーシア：クアラルンプール総合指数、●タイ：SET指数、●ベトナム：ベトナムVN指数
  - シンガポール：シンガポールST指数、●フィリピン：フィリピン総合指数、
  - インド：SENSEX指数、●オーストラリア：ASX200指数

### 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」に掲載されています。

### 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)) に掲載されています。

### 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」に掲載されています。

## ○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た料率\*を乗じた金額を上限とした固定報酬をご負担いただきます。

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

##### 2. その他の手数料等

上記投資顧問報酬のほか、以下の手数料等が発生します。

(1)受託資産でご負担いただく金融商品等の売買手数料等

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

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

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

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

##### 3. その他

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

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

## 【投資信託商品についてのご注意（リスク、費用）】

### ●投資信託に係るリスクについて

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

### ●投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

- ◆直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.85%（税込）  
 ……換金（解約）手数料 上限1.10%（税込）  
 ……信託財産留保額 上限1.80%

- ◆投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限年 3.905%（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、計算方法を具体的には記載できません。

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

### 【ご注意】

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

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

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

[2019年10月31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