

2018年12月号

マンスリー投資情報

CONTENTS

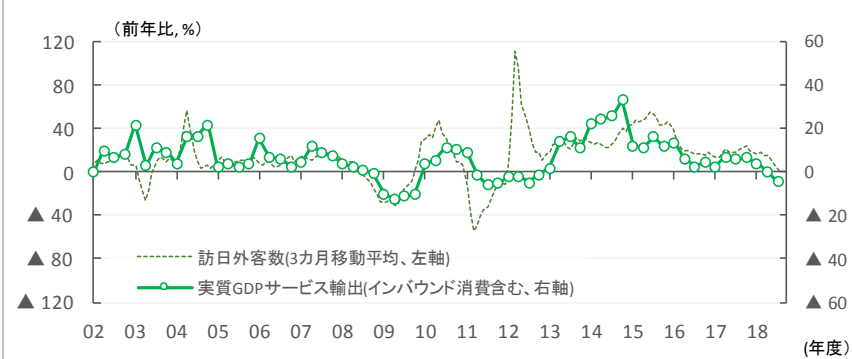
経済動向	P1
市場動向	P5
運用実績	P7
個別資産	P7
T A A	P10
投資環境ポイントと今後の見通し	P11
（ご参考）市場指標の推移	P12

経済動向【11月のレビュー】

日本	概況	自然災害の影響の反動は見られるものの、各種経済指標に停滞感
	実質GDP	7-9月期成長率は前期比年率▲1.2%。2四半期ぶりのマイナス成長。自然災害要因などから個人消費や輸出が低調。
	企業部門	10月鉱工業生産は前月比+2.9%と持ち直し。出荷増・在庫減で在庫率は低下。但し、生産予測調査に基づく経産省試算で11月の生産は減少見通し。
	労働市場	10月失業率は2.4%。労働力人口の増加を背景に小幅上昇。有効求人倍率は1.62倍と前月から低下。雇用環境は引き続き良好だが改善一服を示唆。
	家計部門	10月景気ウォッチャー調査の家計動向関連DIは現状・先行きともに改善。一方、11月消費者態度指数は小幅ながら2カ月連続で悪化。
	住宅市場・建設等	10月住宅着工は年率換算95.0万戸と前月から増加。増減を繰り返しており、均して見れば横這い基調。今後は消費増税前の駆け込み着工に注目。
	物価	10月コア消費者物価は前年比+1.0%。新型コアは同+0.4%。ともに前月と同等の上昇率。エネルギーや食料品（生鮮食品除く）の寄与に頭打ち感。
政府部門・政策動向等		政府は経済財政諮問会議で19年10月からの消費増税対策として、幼児教育無償化や軽減税率導入など9種類の施策を提示。
米国	概況	経済指標は総じて堅調を維持、FRB高官発言を受け、早期利上げ打ち止め観測が強まる
	企業部門	11月ISM製造業指数は59.3と前月から改善。同新規受注指数も改善し、62.1と高水準を維持。
	労働市場	11月PMI雇用指数は製造業が55.3、サービス業は52.8。ともに前月から悪化した。引き続き良好な水準。企業の強い雇用意欲を示唆。
	家計部門	11月ミシガン大学消費者センチメント指数は97.5。2カ月連続で悪化した。引き続き高水準。
	住宅市場・建設等	11月NAHB住宅市場指数は60と前月の68から急低下。住宅ローン金利の上昇や住宅価格の高騰により、住宅関連指標は総じて鈍化傾向。
	物価	10月コア消費者物価は前年比+2.1%、コア個人消費支出デフレーターは同+1.8%。FRBの目標である+2%近辺での安定的な推移が継続。
	政府部門・政策動向等	パウエル議長などが政策金利の中立水準への接近を指摘。市場では早期利上げ打ち止め観測が強まる。通商では米・墨・加首脳がUSMCA協定に署名。

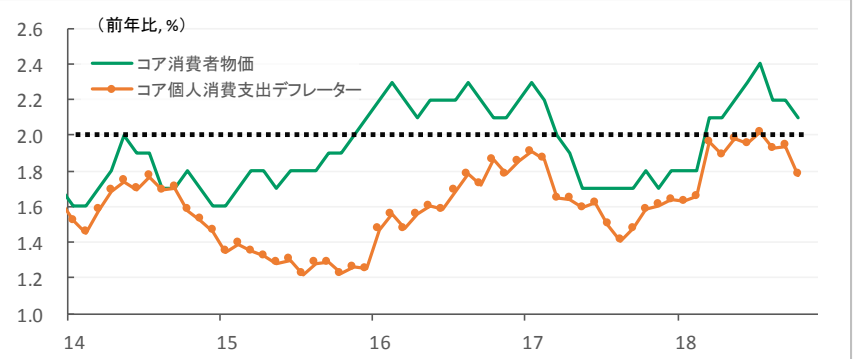
■ 注目指標

【日本：実質GDPサービス輸出と訪日外客数】



7-9月期GDP統計において、インバウンド消費を含むサービス輸出は前年比で減少。自然災害により、北海道や関西圏を中心に訪日外客数が落ち込んだことが低調の背景とみられる。今後は、訪日外客数の持ち直しに連れて、インバウンド消費は緩やかに持ち直す見通し。

【米国：コア消費者物価とコア消費支出デフレーター】



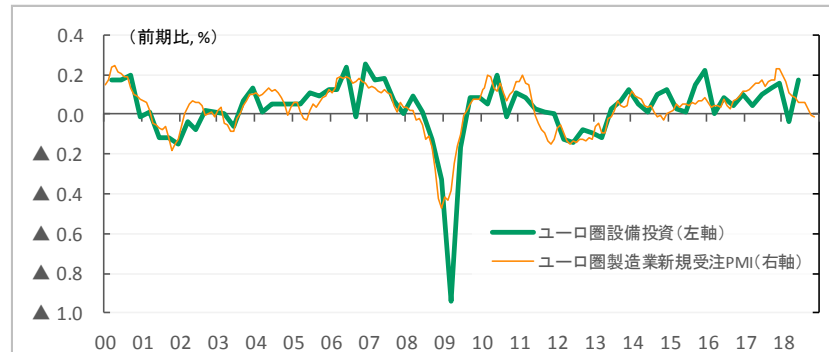
足下の米国物価上昇率はFRBの目標水準である+2%近辺で安定的に推移。今後、景気減速懸念が高まる局面があっても、物価が安定している限りにおいて、FRBは金融政策正常化を進めることが可能。

経済動向【11月のレビュー】

欧州 (ユーロ圏)	概況	製造業や家計動向に引き続き停滞感、英国のEU無秩序離脱やイタリア制裁のリスクは払拭できず
	実質GDP	7-9月期成長率（2次推計）は前期比年率+0.7%と1次推計から若干上方修正。主要国ではドイツ、イタリアがマイナス成長。
	企業部門	11月製造業PMIは51.8。年初からの悪化傾向が続く。同新規受注指数は49.5と前月に続いて分岐点の50割れ。
	労働市場	10月失業率は4カ月連続で8.1%。08年以来の水準が続く。7-9月期雇用者報酬は前年比+4.2%と高い伸び。
	家計部門	11月消費者信頼感指数は▲3.9と2カ月ぶりに悪化。6月以降は分岐点のゼロを下回って推移。
	物価	11月消費者物価は総合が前年比+2.0%、コアは同+1.0%。ともに前月から小幅鈍化。今後は賃金上昇が物価に影響するか注目。
	政府部門・政策動向等	英・EUが離脱協定案で合意したが、12月予定の英議会採決の行方は不透明。イタリア予算案に関し、欧州委員会は制裁手続き入りが正当と判断。
中国	概況	経済指標の緩やかな減速が続く、一部指標には政府刺激策の効果が顕在化する兆し
	企業部門	11月製造業PMIは財新版が2カ月連続で小幅改善する一方、統計局版は分岐点の50.0まで悪化。ともに新規輸出受注指数の50割れは継続。
	家計部門	10月小売売上高は前年比+8.6%と前月から減速。自動車販売軟化などの影響が考えられ、減速が一過性のものか注視。
	住宅市場・建設等	1-10月通算の固定資産投資は鉄道・道路運送業などが寄与し、前年比+5.7%と1-9月の+5.4%から加速。今後の公共事業関連動向を注視。
	物価	10月生産者物価は前年比+3.3%。4カ月連続で鈍化。10月消費者物価は同+2.5%と前月と同等。コア品目に引き続き加速感は見られず。
	政府部門・政策動向等	習主席が民間経済の支援を強調し、税負担軽減や融資資金問題の解決に言及。

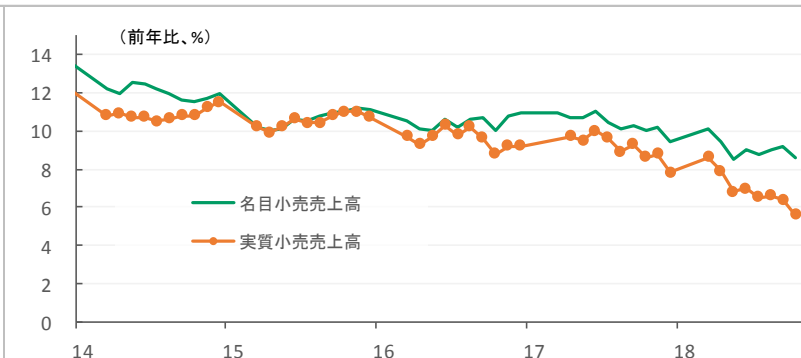
■ 注目指標

【ユーロ圏：製造業PMI新規受注指数と設備投資】



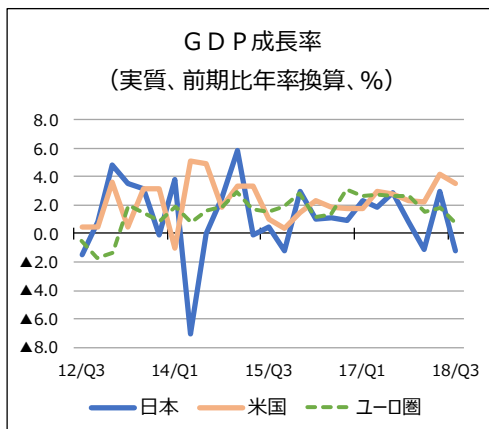
ユーロ圏製造業PMI新規受注指数の悪化傾向が続く。
企業の設備投資は新規受注に連動する傾向があり、今後も受注動向の冷え込みが続けば成長を抑制すると見られ、注意が必要。

【中国：小売売上高】

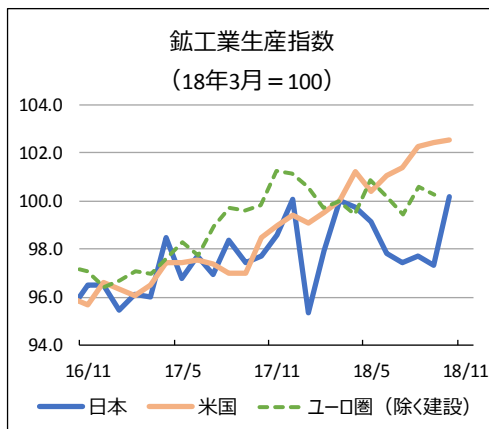


世界有数のオンライン小売売上を記録する「独身の日」における売上高の前年比は、一部企業で高い伸びながらも、鈍化。10月小売売上高は前年比+8.6%と減速。物価の影響を除く実質小売売上高も同+5.6%と減速。今後の家計消費動向を注視。

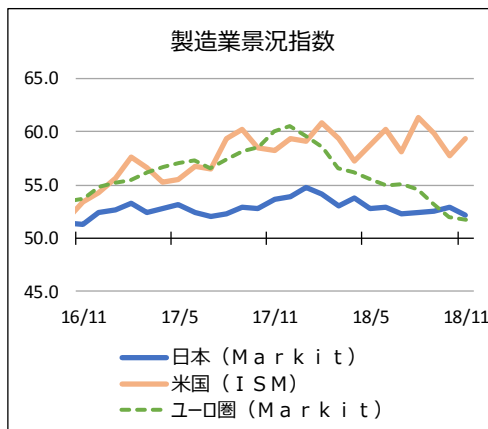
経済動向【主要指標の推移】



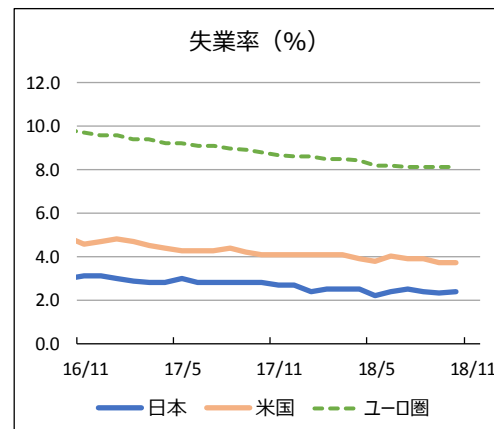
日本の7～9月期成長率は再びマイナスへ（災害が影響）
米国は高水準を維持
ユーロ圏は一段と減速



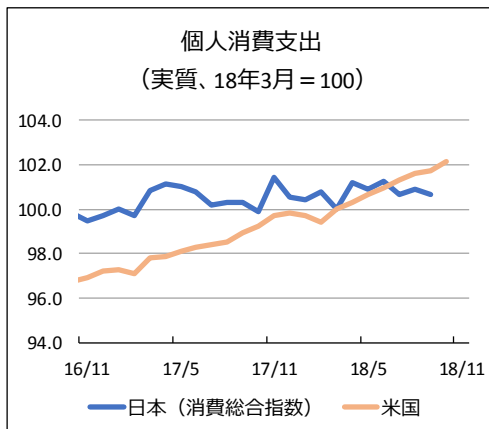
日本の鉱工業生産は災害の影響もあって夏場にかけ減少した後、その反動で増加
米国は増加傾向を維持するも、直近の増加ペースは減速気味
ユーロ圏は一進一退



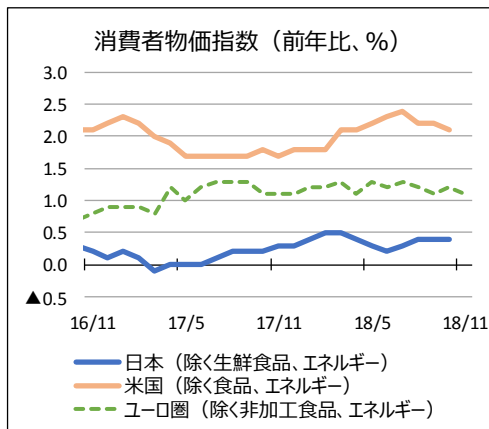
日本の製造業景況指数は7月の底を小幅下回る水準へ
米国は高水準を保ちながら上下
ユーロ圏は引き続き悪化傾向



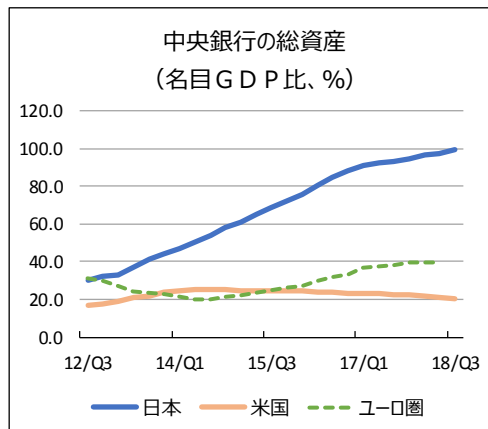
日本の失業率は5月を底に低下一服
米国は5月の底を更新
ユーロ圏は7月以降、横這い



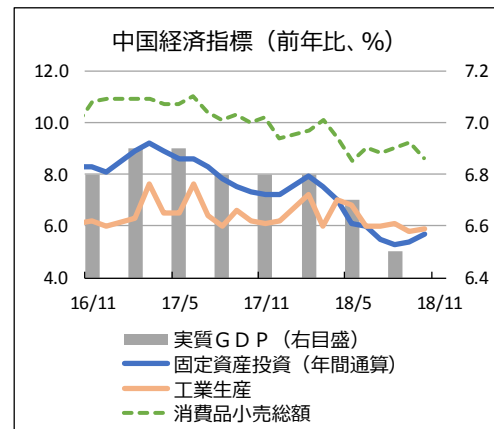
日本の個人消費は一進一退
米国は増加傾向を維持



日本の消費者物価上昇率は小幅再加速の後、横這いへ
米国の加速傾向は7月をピークに反転
ユーロ圏の上昇率は概ね横這い



日銀は資産購入を継続するも購入ペースは鈍化
FRBは保有証券再投資の縮小を昨年10月から開始
ECBは1月から資産購入額を半減（10月以降、更に縮小し、12月を以て終了の方針）



中国の7～9月期成長率は一段と減速
工業生産の増加率は引き続き減速気味だが、そのペースは鈍化
固定資産投資の減速傾向は8月を底に反転
小売売上は5月を底に一時持ち直したが、直近は再び減速

経済動向【りそな景気先行指数】

りそな景気先行指数

10月は5カ月ぶりに分岐点の50を下回り、踊り場局面継続を示唆

※ 景気先行D I が50を上回れば（12種の構成系列のうち7系列以上が改善していれば）景気は拡張局面、50を下回れば後退局面と捉え、景気転換点の判定等に利用

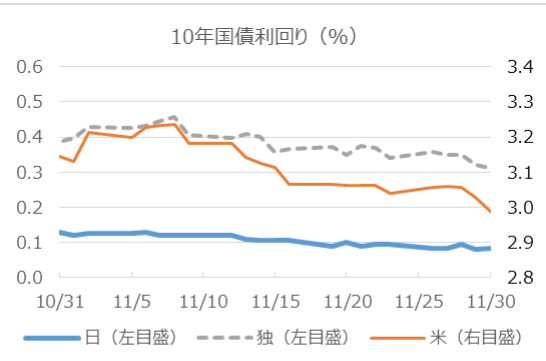
	景気先行 D I	米国							ドイツ	中国		日本	
		ISM 製造業 新規受注指数	NFIB 中小企業 楽観指数	ミシガン大学 消費者センチメント (期待指数)	非国防 資本財受注 (航空機除く) (百万ドル)	新規失業保険 申請件数 (千人)	NAHB 住宅市場指数	商工ローン 貸出基準(%) (大・中規模企業)	Ifo 景況感指数 (期待指数)	製造業PMI (財新)	マネーサプライ (M2) (前年比(%))	中小企業 景況調査 売上見通しD I	実質輸出指数
16/11	79.2	55.4	98.4	85.2	60,642	249	63	1.5	101.8	50.9	11.4	▲ 1.3	104.1
16/12	83.3	59.7	105.8	89.5	60,505	252	69	1.5	101.6	51.9	11.3	2.5	104.8
17/1	75.0	60.1	105.9	90.3	62,227	247	67	1.4	100.9	51.0	10.7	3.5	103.8
17/2	83.3	63.8	105.3	86.5	62,440	244	65	1.4	100.9	51.7	10.4	5.2	109.9
17/3	66.7	62.0	104.7	86.5	62,915	250	71	1.4	102.2	51.2	10.1	4.9	106.8
17/4	58.3	57.1	104.5	87.0	63,524	244	68	▲ 2.8	103.1	50.3	9.8	8.5	106.2
17/5	50.0	60.0	104.5	87.7	63,937	242	69	▲ 2.8	103.4	49.6	9.1	5.0	108.0
17/6	50.0	61.3	103.6	83.8	63,507	245	66	▲ 2.8	103.7	50.4	9.1	7.5	107.4
17/7	75.0	61.0	105.2	80.5	64,240	242	64	▲ 3.9	104.3	51.1	8.9	9.7	108.9
17/8	70.8	61.8	105.3	87.7	64,649	248	67	▲ 3.9	104.3	51.6	8.6	10.6	111.4
17/9	50.0	64.4	103.0	84.4	68,355	260	64	▲ 3.9	104.8	51.0	9.0	7.3	107.0
17/10	66.7	63.5	103.8	90.5	67,070	235	68	▲ 8.5	106.1	51.0	8.9	9.4	108.9
17/11	91.7	63.9	107.5	88.9	65,034	241	69	▲ 8.5	106.7	50.8	9.1	14.0	112.9
17/12	66.7	67.4	104.9	84.3	66,860	240	74	▲ 8.5	105.4	51.5	8.1	3.9	111.2
18/1	66.7	65.4	106.9	86.3	66,070	233	72	▲ 10.0	104.3	51.5	8.6	12.8	113.1
18/2	66.7	64.2	107.6	90.0	67,149	224	71	▲ 10.0	102.9	51.6	8.8	10.8	111.9
18/3	41.7	61.9	104.7	88.8	66,478	228	70	▲ 10.0	101.2	51.0	8.2	11.8	109.7
18/4	41.7	61.2	104.8	88.4	67,838	221	68	▲ 11.3	100.2	51.1	8.3	7.1	115.7
18/5	41.7	63.7	107.8	89.1	68,306	223	70	▲ 11.3	99.5	51.1	8.3	15.2	110.9
18/6	50.0	63.5	107.2	86.3	68,832	225	68	▲ 11.3	99.3	51.0	8.0	10.1	110.2
18/7	54.2	60.2	107.9	87.3	69,863	215	68	▲ 15.9	99.4	50.8	8.5	7.3	110.6
18/8	58.3	65.1	108.8	87.1	69,747	211	67	▲ 15.9	101.3	50.6	8.2	3.3	113.0
18/9	58.3	61.8	107.9	90.5	69,387	207	67	▲ 15.9	102.3	50.0	8.3	7.7	106.7
18/10	41.7	57.4	107.4	89.3	69,356	214	68	▲ 15.9	100.1	50.1	8.0	6.1	113.4
18/11		62.1		88.1			60	▲ 15.9	99.2	50.2		10.8	

※ りそな景気先行指数：景気に対して一般に先行して動くと思われる内外の景気指標のうち、説明力の高さや速報性、投資家の認知度から12の指標を選定
 各々の指標を3カ月前と比較して改善しているか否かを判別、「D I（ディフュージョンインデックス）」は12指標のうち改善している指標の割合を示す
 （例えば 7つの指標が改善していれば、D I = 7÷12 = 58.3）

※ 上表は ■ が3カ月前比改善、■ が悪化、白地は変化なし

市場動向【11月のレビュー】

債券市場 10年国債利回りは日米独とも中旬以降、低下



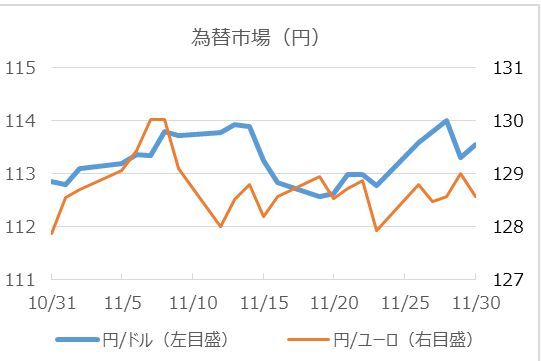
	18年10月末	18年11月末	変化幅
日本	0.130	0.085	▲0.045
米国	3.14	2.99	▲0.16
ドイツ	0.39	0.31	▲0.07

【国内】10年国債利回りはほぼ横這いで推移した後、中旬に低下。株安や米国金利の低下が影響。下旬は株高となり、利回りが小幅上昇する場面もあったが持続せず。政策金利は中立を「僅かに下回る」としたパウエル議長発言などが影響。

【海外】月初の米10年国債利回りは上昇。時間給の伸び加速などが影響。中旬は低下。株安、イラン産原油禁輸の適用除外措置を受けた原油安、ハト派的なF R B 副議長発言、などが影響。その後は株高となったが、政策金利は中立を「僅かに下回る」としたパウエル議長発言（10月は「距離がある」と表現）を受け、月末近くに利回り低下。

独10年国債利回りは米国と概ね同様に推移。

為替市場 円/ドル、円/ユーロとも方向感を欠いて推移



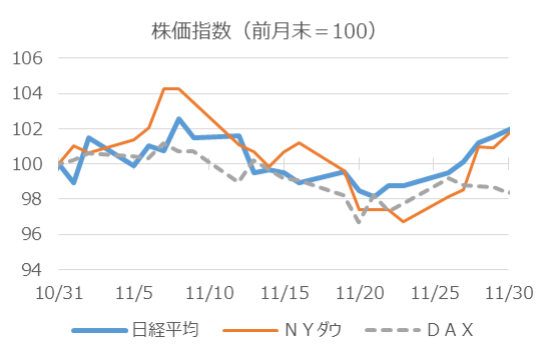
	18年10月末	18年11月末	変動率 (%)
円/ドル	112.86	113.55	0.62
円/ユーロ	127.87	128.57	0.54

※ 変動率はプラスが円安方向

【円/ドル】 上旬は円安傾向。米国における時間給の伸び加速、中間選挙を終えての不透明感後退、などが影響。中旬は反転。株価下落がリスク回避→円買いの連想を呼んだことが影響。下旬は株高となり、再び円安に振れたが、ハト派的なパウエル議長発言を受けて円安一服。

【円/ユーロ】 月初は対ドル、対円ともユーロ高。英・E Uの離脱協定合意観測が影響。その後は反転。欧州委の経済見通し下方修正や伊財政懸念が影響。中旬以降は円/ドル、ドル/ユーロが概ね同方向となり、円/ユーロは方向感を欠いて推移。中旬の円高/ドル安局面では、ハト派的なF R B 副議長発言などを背景にドル/ユーロもユーロ高。下旬の円安/ドル高局面では、ユーロ圏景況感の悪化などを背景にドル/ユーロもユーロ安。

株式市場 日米独とも方向感を欠いて推移



	18年10月末	18年11月末	変動率 (%)
日経平均 (円)	21,920.46	22,351.06	1.96
NYダウ (ドル)	25,115.76	25,538.46	1.68
DAX (ポイント)	11,447.51	11,257.24	▲1.66

【国内】 月初の日経平均はドコモ料金引き下げ、米国の対中貿易合意草案作成報道、要人の否定、などを背景に上下。その後は米国と概ね同様に推移。

【海外】 N Y ダウは上旬に上昇。中間選挙を終えての不透明感後退、民主と協調したインフラ投資期待、などが影響。その後は反落。i P h o n e 販売鈍化報道続出や原油安が影響。月末にかけては反発。米中首脳会談を控えた貿易協議進展期待や、政策金利は中立を「僅かに下回る」としたパウエル議長発言が影響。

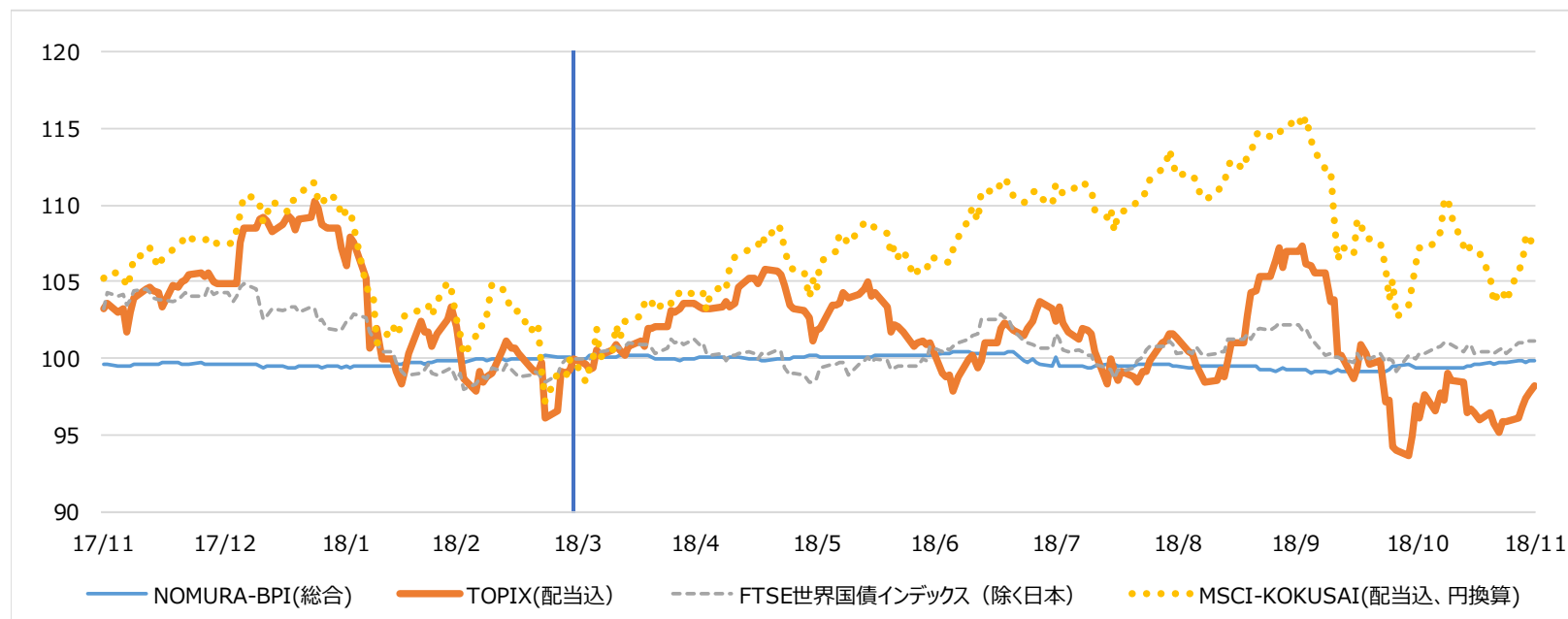
独D A Xは米国と概ね同様に推移。しかし、月末にかけての米国株の上昇には反応薄。独自動車大手と米要人との会談を控え、自動車追加関税への警戒感が浮上したことなどが影響。

11月の主な出来事

- 原油需給、米中間選挙、i P h o n e 生産動向、F R B 正副議長発言、などが市場に影響
- 1日 米中が11月末のG20首脳会議で会談し、貿易摩擦打開に向けて協議を深めることで一致と報道
 - 中国習主席、民間経済の支援を強調、税負担軽減や融資資金問題の解決に言及
 - 2日 米非農業部門雇用者数、市場予想を上回る250千人増、時間あたり賃金は前年比+3.1%に加速
 - トランプ大統領が対中貿易合意の草案作成を指示と報道、G20-国家経済会議委員長は報道を否定
 - 米商務長官、5日再開のイラン産原油禁輸措置に関し、8カ国・地域への適用を一時的に除外と発表
 - 6日 米中間選挙、下院で民主党が勝利、上院は共和党が過半数を維持
 - 12日 アップル部品供給メーカーが大口顧客からの大幅出荷減要請を理由として業績見通しを下方修正
 - トランプ大統領、「原油生産を削減してほしくない」とサウジなどを牽制、原油は「もっと下がるべき」と投稿
 - 13日 英・E U、離脱条件などを定めた協定案に関し、事務レベルで暫定合意（25日の首脳会議で正式合意）
 - 伊政府、E Uが求めていた予算案の修正を拒否（欧州委は21日に制裁手続き入りが正当と判断）
 - 16日 F R B 副議長、世界的な景気減速を示す証拠があるとした上で、政策金利の中立金利への接近を指摘
 - トランプ大統領、対中追加関税に関し、「行わずに済む可能性もある」「中国は合意を求めている」と発言
 - 19日 東京地検、日産ゴーン会長を逮捕、有価証券報告書虚偽記載の疑い
 - アップルが新型i P h o n e の生産発注を削減と報道
 - 22日 サウジ資源相、原油生産量が増加と発言、加えて1月の自国産原油への需要鈍化の可能性を指摘
 - 24日 米年末商戦開始日のネット販売が前年比大幅増加と報道
 - 28日 パウエル議長、政策金利は中立の推計レンジを「僅かに下回る」と発言（前月の「距離がある」から変化）
 - 29日 F O M C 議事要旨、更なる段階的な利上げが経済環境に整合との声明文の文言を見直す必要性に言及

市場動向【ベンチマークの推移】

■ 過去1年のベンチマーク推移【2018年11月末基準：2018年3月末＝100】



■ 変動率

	11月	4月～11月
国内債券：NOMURA-BPI(総合)	0.42%	▲ 0.18%
国内株式：TOPIX(配当込)	1.30%	▲ 1.84%

	11月	4月～11月
外国債券：FTSE世界国債インデックス (除く日本)	1.24%	1.17%
外国株式：MSCI-KOKUSAI(配当込、円換算)	1.88%	8.09%

■ ご参考：為替変動率（同期間、プラスが円安）

円/ドル	0.62%	6.77%
------	-------	-------

円/ユーロ	0.54%	▲ 1.70%
-------	-------	---------

■ 主な市場変動要因

17年12月	FRBの利上げ（政策金利見通しは変わらず）、米税制改革法成立
18年1月	堅調な業績動向、金融政策正常化ペースや米国のドル安志向への思惑
18年2月	米国の利上げペース加速や財政赤字、保護主義策への警戒感
18年3月	米国の輸入制限・利上げ・18年政策金利見通し維持、内閣支持率急落
18年4月	輸入制限を巡る米中の応酬、シリア攻撃、資源高
18年5月	米国のイラン核合意離脱・自動車追加関税検討、伊・スペイン政局懸念

18年6月	貿易戦争懸念の高まり、米欧中の金融政策変更、OPEC減産緩和
18年7月	貿易摩擦激化懸念と米欧対話気運、堅調な決算、日銀副作用配慮策
18年8月	貿易摩擦激化懸念と米中協議再開、米・メキシコ合意、米・トルコの対立
18年9月	米中摩擦激化と米日対話気運、中国内需刺激姿勢、トルコ・米の利上げ
18年10月	堅調な米雇用（金利上昇）、伊財政懸念、米企業の慎重な業績見通し
18年11月	米中間選挙（ねじれ議会）、iPhone生産削減、ハト派的FRB議長発言

運用実績【個別資産／主なアクティブファンド】

■ 国内債券

【公社債口A：満期構成調整】

(%)

	第1四半期 累計	第2四半期 累計	第3四半期			第3四半期 累計	第4四半期 累計	通期 累計
			10月	11月	12月			
基準価格騰落率	0.19	▲ 0.93	0.17	0.28		0.45		▲ 0.29
ベンチマーク収益率	0.20	▲ 0.96	0.17	0.42		0.59		▲ 0.18
超過収益率	▲ 0.01	0.03	▲ 0.00	▲ 0.14		▲ 0.14		▲ 0.12
運用手法	イールドカーブ分析に基づく満期構成調整とクレジット投資によって、安定的な付加価値の獲得を追求。デュレーションのベンチマークからの乖離は抑制。							
ベンチマーク	NOMURA-BPI（総合）							

【11月の投資行動】

超長期ゾーン間で銘柄を入れ替え、円建外債を購入、事業債を一部売却

イールドカーブ戦略では、バリュエーションの変化を受け、超長期ゾーン間での入れ替えや中期ゾーンのウェイト積み増しを実施。

クレジット戦略では、新規に円建外債、RMB S債を組み入れ。円建外債のオーバーウェイト幅は小幅拡大。一方、事業債を一部売却し、事業債のオーバーウェイト幅は縮小。

【公社債口D：金利予測】

(%)

	第1四半期 累計	第2四半期 累計	第3四半期			第3四半期 累計	第4四半期 累計	通期 累計
			10月	11月	12月			
基準価格騰落率	0.19	▲ 1.04	0.17	0.39		0.56		▲ 0.30
ベンチマーク収益率	0.20	▲ 0.96	0.17	0.42		0.59		▲ 0.18
超過収益率	▲ 0.00	▲ 0.08	▲ 0.00	▲ 0.03		▲ 0.03		▲ 0.12
運用手法	市場の構造やプレミアムの状況を評価しながら、金利およびクレジット・スプレッドを予測。予測結果や市場の歪みの大きさによっては、大胆にリスクをとることで高い超過収益の獲得を目指す。							
ベンチマーク	NOMURA-BPI（総合）							

【11月の投資行動】

金利が低下した局面でデュレーションを小幅短期化、円建外債を購入

金利戦略では、デュレーションを月初にベンチマーク対比中立とした後、月中に金利が低下した局面で小幅短期化。

クレジット戦略では、事業債及び円建外債をオーバーウェイトとする方針を継続。また、期中に新規に発行された円建外債を購入。

運用実績【個別資産／主なアクティブファンド】

■ 国内株式

【株式口A：市場型】

(%)

	第1四半期 累計	第2四半期 累計	第3四半期			第3四半期 累計	第4四半期 累計	通期 累計
			10月	11月	12月			
基準価格騰落率	0.76	6.82	▲ 10.00	1.83		▲ 8.36		▲ 1.36
ベンチマーク収益率	1.05	5.86	▲ 9.41	1.30		▲ 8.23		▲ 1.84
超過収益率	▲ 0.29	0.96	▲ 0.59	0.52		▲ 0.12		0.47
運用手法	バリューやグロースといった特定のスタイルにこだわることなく、リサーチ活動を通じて業績や成長性などが株価に十分に織り込まれていない銘柄に投資することで、安定した超過収益の獲得を目指す。							
ベンチマーク	TOPIX (配当込)							

【11月の投資行動】

割安な株価の見直しが期待できる銘柄を組み入れ
景気のピークアウト懸念や貿易摩擦の影響に留意しつつ、ボトムアップ・リサーチを通じて割安な株価の見直しが期待できる銘柄に投資。 個別では、堅調な業績に加え、積極的な株主還元が期待される三井不動産（総合不動産最大手）、海外生産能力の増強、値上げ浸透による業績伸長が見込まれる太平洋セメント（セメント最大手）などを組み入れ。

【株式口F：割安株（バリューアップ）】

(%)

	第1四半期 累計	第2四半期 累計	第3四半期			第3四半期 累計	第4四半期 累計	通期 累計
			10月	11月	12月			
基準価格騰落率	▲ 1.98	0.74	▲ 8.95	1.81		▲ 7.30		▲ 8.46
ベンチマーク収益率	1.05	5.86	▲ 9.41	1.30		▲ 8.23		▲ 1.84
超過収益率	▲ 3.03	▲ 5.12	0.47	0.51		0.94		▲ 6.62
運用手法	様々な理由により割安な状況に置かれた株式の中で、それら割安状況解消が見込める銘柄を、企業との対話を通じて厳選し、高いリターンを獲得を目指す。また、エンゲージメント機能をオーバーレイすることで企業価値向上を図り、付加価値の追加獲得を図る。							
ベンチマーク	TOPIX (配当込)							

【11月の投資行動】

収益性改善への期待が薄れた銘柄を売却
株価が割安に放置された企業と対話を重ね、事業や収益の構造改革を通じて企業価値向上が期待できる銘柄へ投資。 中長期での企業変革に注目するなか、当月は新規組み入れは行わず、一方で収益性改善への期待が遠のいたと判断した銘柄を売却。

【株式口W：グローバル企業】

(%)

	第1四半期 累計	第2四半期 累計	第3四半期			第3四半期 累計	第4四半期 累計	通期 累計
			10月	11月	12月			
基準価格騰落率	1.13	6.55	▲ 10.55	4.81		▲ 6.25		1.02
ベンチマーク収益率	1.05	5.86	▲ 9.41	1.30		▲ 8.23		▲ 1.84
超過収益率	0.08	0.69	▲ 1.14	3.51		1.98		2.85
運用手法	日本国内の経済成長が成熟化する環境においても、高い競争力を背景に事業のグローバル展開を進めることにより持続的な成長が期待できる企業に投資することで、高い超過収益の獲得を目指す。							
ベンチマーク	TOPIX (配当込)							

【11月の投資行動】

グローバルでの成長持続が期待される銘柄に継続投資
自社の強みを認識し、その強みを活かす戦略実行を通じて、グローバルでの競争に勝ち続けると判断した銘柄に継続投資。 競争力の持続的な向上・維持に注目するなか、当月は新規組み入れは行わず、株価変動に伴うウェイト調整のみ実施。

運用実績【個別資産／主なアクティブファンド】

■ 外国債券

【外貨建証券口A：外国債券アクティブ】

(%)

	第1四半期 累計	第2四半期 累計	第3四半期			第3四半期 累計	第4四半期 累計	通期 累計
			10月	11月	12月			
基準価格騰落率	0.33	1.37	▲ 2.40	1.25		▲ 1.18		0.50
ベンチマーク収益率	0.76	1.40	▲ 2.18	1.24		▲ 0.97		1.17
超過収益率	▲ 0.43	▲ 0.03	▲ 0.22	0.01		▲ 0.21		▲ 0.67
運用手法	マクロ経済分析や市場要因分析による市場予測を基礎としたトップダウンアプローチにより、通貨構成、デュレーション、満期構成等を調整し、ベンチマークを上回るリターンを目指す。							
ベンチマーク	FTSE WGBI（除く日本）							

【11月の投資行動】

デュレーションを長期化、ユーロの小幅オーバー、米ドルの小幅アンダーを維持

中立としていたデュレーションを上旬から月末にかけて長期化。米国の中間選挙において民主党が下院で過半数を獲得し、トランプ政権の減税等の政策への期待感が後退したこと等が背景。

通貨配分は、ユーロの小幅オーバーウェイトおよび米ドルの小幅アンダーウェイトを維持。

■ 外国株式

【外貨建証券口F：VISE（外国株式オンツ）】

(%)

	第1四半期 累計	第2四半期 累計	第3四半期			第3四半期 累計	第4四半期 累計	通期 累計
			10月	11月	12月			
基準価格騰落率	6.55	7.76	▲ 7.84	1.47		▲ 6.49		7.37
ベンチマーク収益率	6.65	7.90	▲ 7.81	1.88		▲ 6.07		8.09
超過収益率	▲ 0.10	▲ 0.13	▲ 0.03	▲ 0.42		▲ 0.42		▲ 0.71
運用手法	企業利益の継続性及び割安度に注目したファクター（収益性、安定性、バリュエーション、株主還元）へ投資することにより、ファクタープレミアムの獲得を目指す。							
ベンチマーク	MSCI KOKUSAI（税引前配当込）							

【11月の投資行動】

独自に開発した定量モデルによる銘柄入れ替えを実施

独自に開発した定量モデルを活用し、企業利益の継続性及び割安度に注目したファクター（収益性、安定性、バリュエーション、株主還元）をもとに、投資魅力度のより高い銘柄への入れ替えを実施。

また、地域構成や業種構成、企業規模ファクターは市場比中立とするなどリスクコントロールにも注力。

運用実績【T A A】

■ T A A（戦術的資産配分）

【11月の資産配分方針】

国内：国内株式のニュートラル低め、国内債券の同高めを維持
海外：外国株式のニュートラル高め、外国債券の同低めを維持

中国景気は、貿易摩擦などを背景に引き続き減速気味に推移すると予想される。当局は金融・財政両面で景気を支える姿勢を示しているが、過剰債務の解消が課題となるなかで、大規模な施策に踏み切る可能性は低いと考えられる。景気は大幅な下振れを回避するものの、再加速に転じるには至らないと予想される。

一方、米国では、在庫調整圧力が下押し要因として働く兆候が表れはじめており、18年に入ってから加速した景気は、減速気味の推移に移行していくと予想される。

堅調な雇用動向が続く一方で家計の債務負担などに不均衡は目立っており、大型減税や歳出上限引き上げ（財政支出拡大）の効果も残存すると見られることから、景気は減速しながらも拡大傾向を維持すると予想される。しかし、在庫調整の一巡が視野に入るまでの間は、世界経済の2大エンジンを構成する中国、米国の減速気味の景気動向が株式市場の重石になると考えられる。

株式の資産配分については、内・外合わせて中立としている従前の方針を維持した。11月は月末のG20における米中首脳会談が注視される環境となったが、その行方に対する強い不透明感や、上述のような世界経済動向を考慮した（海外動向に敏感な日本株は、貿易摩擦激化などのリスク要因が顕在化した場合の影響が相対的に大きいと考えられ、国内株式をニュートラル低め、外国株式を同高めとすることで、内・外合わせて中立化／国内債券のニュートラル高め、外国債券の同低めも維持）。

		2017年度				2018年度			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
国内債券	オーバー								
	高低								
	ニュートラル								
国内株式	オーバー								
	高低								
	ニュートラル								
外国債券	オーバー								
	高低								
	ニュートラル								
外国株式	オーバー								
	高低								
	ニュートラル								

投資環境ポイントと今後の見通し

■ 投資環境ポイント

世界経済の成長率は当社の従来予想より鈍化 ⇒ 長期金利の大幅上昇リスクは限定的 ⇒ 景気拡大は長期化し易く

マクロ環境：中期景気循環は拡大継続、短期在庫循環が下押し要因

- ・ 10月のりそな景気先行指数は5カ月ぶりに分岐点の50を下回り、踊り場局面継続を示唆
- ・ 短期在庫循環が下押し要因だが、在庫積み上がり状況などから見て深刻化・長期化のリスクは限定的
- ・ 米国では家計の過剰債務などの不均衡は目立たず、一方、減税・政府支出のサポートは続く
- ・ 中国は大規模な景気刺激策には慎重、人民元安効果が輸出関連指標の改善に繋がるかに注目

金融環境：景気軟化を受けた金融政策姿勢の変化を注視

- ・ F R Bは12月F O M Cで第9次利上げを決める見通しだが、先行きの政策金利予測は下方修正の可能性も
- ・ E C Bは19年夏まで現行政策金利を据え置き方針、日銀はフォワードガイダンスを公表、消費増税の影響を見極めるまで現行金利操作を維持と示唆

マーケット環境：『米国独り勝ち期待』の修正が進行

- ・ 『米国独り勝ち期待』の修正が進行、年度末に向けては中国景気指標、米中貿易摩擦、Brexit などの強弱材料を織り込みながら反騰を窺う
- ・ その後は在庫循環が下押し、19年央をボトムに持ち直す見通し

注目タイムテーブル

12月11日	(英) E U 離脱協定案の議会採決
12月13日	(E U) E C B 理事会
"	(E U) E U 首脳会議 (～14日)
12月18日	(米) F O M C (～19日)
12月19日	(日) 金融政策決定会合 (～20日)
"	(日) ソフトバンク上場
12月30日	(11カ国) 環太平洋経済連携協定 (T P P) 発効
12月内	(中) 中央経済工作会议
1月中・下旬	(日・米) 物品貿易協定 (T A G) 交渉開始
1月21日	(英) E U 離脱の意思決定期限
1月22日	(日) 金融政策決定会合 (～23日)
"	(スイス) 世界経済フォーラム (～25日)
1月24日	(E U) E C B 理事会
1月29日	(米) F O M C (～30日)
1月下旬	(露) 日露首脳会談

■ 今後の見通し（先行き3～6カ月程度）

投資環境		景気は内外とも堅調を維持する見通ししながら、貿易摩擦の激化や欧州政治動向など、リスク要因を孕む
日本	景気動向	潜在成長率（ゼロ％台後半）を上回る＋1％台半ばの比較的高い成長が続く見通し。雇用堅調で個人消費は底堅い推移を予想。企業業績改善と良好な外部環境を背景に、製造業を中心に設備投資の拡大が続く見通し。外需については、貿易摩擦の不透明感はあるものの、増勢を維持する見通し。コア消費者物価上昇率は横這い推移と予想。
	政策動向	金融政策は現行の金融緩和（イールドカーブコントロール）を継続する見通し。
米国	景気動向	平均＋2％台半ば程度の堅調な成長を予想。F R Bの利上げが続く中、住宅・自動車等、金利敏感セクターへの影響を注視。個人消費は株高及び雇用・所得環境の改善で堅調を維持すると予想。設備投資は、企業収益の拡大が続く中、税制改革が追い風となり加速する見込み。インフレ率は緩やかに上昇する見通し。
	政策動向	金融政策は四半期毎の利上げを予想（18年は計4回利上げ、残り1回）。財政政策は、大幅な支出増加に繋がるインフラ投資が実現する可能性は低いと予想。
市場動向		株価は暫く不安定ながら中期的な上昇基調は維持される見通し、米国金利の上昇やドルの上値は限定的
長期金利	日本	超低金利政策の枠組み変更は想定しておらず、10年債利回りは狭いレンジで概ね横這い推移と予想。
	米国	緩やかなインフレ率の上昇を背景に利上げ継続が見込まれるものの、早期打ち止め観測台頭で長期金利の上昇は限定的と予想。
株価	日本	世界景気の拡大を背景に中期的な株価の上昇基調は維持される見通し。中国等海外景気動向を注視。
	米国	グローバルな製造業在庫循環が下降局面に入り、米国経済にも影響が及び始める。19年央までは不安定な動きを想定。
為替	円/ドル	足下はややドル高に振れているが、日米通商協議、中立金利への接近で狭まるF R Bの利上げ余地、購買力平価からの乖離等からドルの上値は限定的と予想。
リスク要因		12月1日の米中首脳会談は制裁関税率引き上げの猶予で合意。但し90日間の暫定措置であり、摩擦激化懸念は燦る。 E Uによる伊制裁動向や英議会のE U 離脱協定案採決（12/11）などを注視。

(ご参考) 市場指標の推移

【月末：水準】

※ 白抜きは四半期末

	17年11月末	17年12月末	18年1月末	18年2月末	18年3月末	18年4月末	18年5月末	18年6月末	18年7月末	18年8月末	18年9月末	18年10月末	18年11月末
日経平均	22,724.96	22,764.94	23,098.29	22,068.24	21,454.30	22,467.87	22,201.82	22,304.51	22,553.72	22,865.15	24,120.04	21,920.46	22,351.06
NYダウ	24,272.35	24,719.22	26,149.39	25,029.20	24,103.11	24,163.15	24,415.84	24,271.41	25,415.19	25,964.82	26,458.31	25,115.76	25,538.46
NASDAQ	6,873.97	6,903.39	7,411.48	7,273.01	7,063.45	7,066.27	7,442.12	7,510.30	7,671.79	8,109.54	8,046.35	7,305.90	7,330.54
DAX	13,023.98	12,917.64	13,189.48	12,435.85	12,096.73	12,612.11	12,604.89	12,306.00	12,805.50	12,364.06	12,246.73	11,447.51	11,257.24
日10年国債	0.04%	0.05%	0.08%	0.05%	0.05%	0.05%	0.03%	0.03%	0.06%	0.11%	0.13%	0.13%	0.09%
米10年国債	2.41%	2.41%	2.71%	2.86%	2.74%	2.95%	2.86%	2.86%	2.96%	2.86%	3.06%	3.14%	2.99%
独10年国債	0.37%	0.43%	0.70%	0.66%	0.50%	0.56%	0.34%	0.30%	0.44%	0.33%	0.47%	0.39%	0.31%
円/ドル	111.91	112.65	109.16	106.71	106.35	109.43	108.65	110.77	111.94	110.89	113.59	112.86	113.55
円/ユーロ	133.43	135.27	135.98	130.14	130.79	132.21	126.82	129.32	130.98	129.01	131.93	127.87	128.57

【月次：変化率(利回りは変化幅)】

	17年12月	18年1月	18年2月	18年3月	18年4月	18年5月	18年6月	18年7月	18年8月	18年9月	18年10月	18年11月	過去1年
日経平均	0.18%	1.46%	▲ 4.46%	▲ 2.78%	4.72%	▲ 1.18%	0.46%	1.12%	1.38%	5.49%	▲ 9.12%	1.96%	▲ 1.65%
NYダウ	1.84%	5.79%	▲ 4.28%	▲ 3.70%	0.25%	1.05%	▲ 0.59%	4.71%	2.16%	1.90%	▲ 5.07%	1.68%	5.22%
NASDAQ	0.43%	7.36%	▲ 1.87%	▲ 2.88%	0.04%	5.32%	0.92%	2.15%	5.71%	▲ 0.78%	▲ 9.20%	0.34%	6.64%
DAX	▲ 0.82%	2.10%	▲ 5.71%	▲ 2.73%	4.26%	▲ 0.06%	▲ 2.37%	4.06%	▲ 3.45%	▲ 0.95%	▲ 6.53%	▲ 1.66%	▲ 13.57%
日10年国債	0.01%	0.04%	▲ 0.04%	0.00%	0.01%	▲ 0.02%	0.00%	0.03%	0.05%	0.02%	0.01%	▲ 0.05%	0.05%
米10年国債	▲ 0.00%	0.30%	0.16%	▲ 0.12%	0.21%	▲ 0.09%	0.00%	0.10%	▲ 0.10%	0.20%	0.08%	▲ 0.16%	0.58%
独10年国債	0.06%	0.27%	▲ 0.04%	▲ 0.16%	0.06%	▲ 0.22%	▲ 0.04%	0.14%	▲ 0.12%	0.14%	▲ 0.09%	▲ 0.07%	▲ 0.05%
円/ドル	0.67%	▲ 3.10%	▲ 2.24%	▲ 0.33%	2.89%	▲ 0.71%	1.95%	1.06%	▲ 0.94%	2.43%	▲ 0.64%	0.62%	1.47%
円/ユーロ	1.38%	0.52%	▲ 4.29%	0.50%	1.08%	▲ 4.07%	1.97%	1.28%	▲ 1.50%	2.26%	▲ 3.08%	0.54%	▲ 3.64%
NOMURA-BPI(総合)	0.07%	▲ 0.17%	0.38%	0.16%	▲ 0.07%	0.23%	0.04%	▲ 0.18%	▲ 0.55%	▲ 0.24%	0.17%	0.42%	0.26%
TOPIX(配当込)	1.57%	1.06%	▲ 3.70%	▲ 2.04%	3.55%	▲ 1.67%	▲ 0.76%	1.30%	▲ 1.00%	5.55%	▲ 9.41%	1.30%	▲ 4.95%
東証REIT指数(配当込)	▲ 0.01%	5.25%	▲ 1.96%	▲ 0.50%	2.55%	0.62%	2.11%	0.52%	▲ 0.32%	1.61%	▲ 1.53%	4.36%	13.19%
FTSE世界国債インデックス(除く日本)	1.01%	▲ 1.84%	▲ 3.74%	1.46%	1.21%	▲ 2.46%	2.07%	0.86%	▲ 1.25%	1.81%	▲ 2.18%	1.24%	▲ 2.04%
FTSE世界国債インデックス(除く日本、円ヘッジ)	▲ 0.22%	▲ 0.96%	▲ 0.23%	1.21%	▲ 0.71%	▲ 0.05%	0.20%	▲ 0.48%	0.06%	▲ 0.77%	▲ 0.31%	0.47%	▲ 1.80%
MSCI-KOKUSAI(配当込、円換算)	2.12%	2.10%	▲ 6.50%	▲ 2.46%	4.19%	0.17%	2.18%	4.50%	0.43%	2.81%	▲ 7.81%	1.88%	2.79%
MSCI-EMF(配当込、円換算)	4.33%	4.98%	▲ 6.74%	▲ 2.16%	2.46%	▲ 4.21%	▲ 2.22%	3.37%	▲ 3.59%	1.93%	▲ 9.29%	4.77%	▲ 7.41%

マンズリー投資情報 2018年12月号

発行：2018年12月

りそな銀行 信託財産運用部

〒135-8581東京都江東区木場1丁目5番65号

深川ギャザリアW2棟

電話 03 (6704) 3560〔直通〕

ホームページアドレス

〔<https://www.resonabank.co.jp/nenkin/index.html>〕

ご注意いただきたいこと（必ずご覧ください）

企業年金制度（厚生年金基金制度、確定給付企業年金制度、非適格退職年金制度など）にかかる年金信託契約等については以下の内容を十分にお読みください。

■ 年金信託契約に関するリスク

- 年金信託契約では、お客さまの信託財産を各種の年金投資基金信託受益権等を通して、または直接に、投資対象である株式、公社債、外貨建て証券、不動産等に投資し、または貸付金として貸し付けるなどして運用します。これら投資対象は価格変動を伴うため、以下のような場合に元本の欠損が生じるおそれがあります。
 - 株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場、その他金融商品市場における株価指数等の指標の変動に伴い、運用対象である有価証券等（投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等も含む。以下同じ。）の価格が変動する場合
 - 有価証券等の発行者や保証会社等、または貸付金や貸付有価証券（現金担保の再運用を含む）の貸出・運用先の業務や財産状況の変化に伴い運用対象である有価証券等の価格が変動する場合
 - 一般信用取引の取引相手となる証券会社の業務や財産の状況に変化が生じた場合
- 為替オーバーレイ運用および一般信用取引では、売り建てた通貨や株式の価格が予想とは反対に変化したときの損失が限定されていません。

■ 年金信託契約のお客さまにご負担いただく費用

お客さまには、信託契約に基づき①および②の費用を、業務委託契約等に基づき③の費用をそれぞれの費用に係る消費税等と共にご負担いただきます。なお、これらの費用は信託財産の中からいただくか、またはお客さまにご請求します。（費用の詳細については弊社にお問い合わせください）

① 信託契約期間中にご負担いただく費用

項目	内容
信託報酬 (信託財産の運用・管理にかかる費用)	信託財産に対して信託報酬率を乗じて計算します。信託報酬率は、お客さまからご提示いただく信託財産の運用指針、信託財産額等に応じて個別に決定するため記載することができません。
投資対象に係る 手数料等	ヘッジファンド、ファンド・オブ・ヘッジファンズ等への投資にあたっては、当該ファンド等の組成費用、信託報酬等がかかる場合があります。また、投資事業有限責任組合や匿名組合等への出資にあたっては、組合等の監査費用、売買手数料、郵送費、振込手数料、弁護士費用等がかかる場合があります。これらの手数料等は種類が多岐に亘り、また運用状況等により異なるため、事前に料率、上限額またはその計算方法の概要等を記載することができません。
信託事務の処理に 要する手数料等	有価証券売買委託手数料、株式分割手数料、名義書換手数料、外国証券の取得管理費用、有価証券保管手数料、信託財産留保金その他費用が発生しますが、これらは信託財産の運用状況、保管状況等により異なるため、事前に料率、上限額またはその計算方法の概要等を記載することができません。

② 信託契約解除時にご負担いただく費用

早期解除 手数料	契約締結の日から最長5年以内（契約種別により異なります）に契約の解除の申し出があった場合には、契約解除日における信託財産に対して、6.0%を上限とする料率を乗じて計算する早期解除手数料をご負担いただきます。
-------------	---

ご注意いただきたいこと（必ずご覧ください）

③ その他年金制度の運営等に関してご負担いただく費用

弊社がお客さまの年金制度の幹事受託機関として年金制度の管理や資金のとりまとめを担当する場合には、委託を受ける業務の内容に応じて手数料をご負担いただきます。この手数料は委託を受ける業務の内容により異なるため、事前に料率、上限額またはその計算方法の概要等を記載することができません。

■ 年金信託契約に関してご注意いただきたい事項

- 年金信託は、元本及び収益が保証されていない実績配当型の商品であり、損益はすべてお客さま等に帰属します。また、本商品は預金保険の適用は受けません。
- 弊社は正当な事由があるときは、お客さまに対する1ヶ月前の予告により受託者の任を辞することができます。また、信託目的の達成または信託事務の遂行が著しく困難になった場合には、お客さまへの通知により信託契約は終了します。
- 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等ならびにオプション等一部の派生商品については権利行使期間に制限があります。また、貸株取引の対象株式は議決権行使に制限を受ける場合があります。
- 投資事業有限責任組合や匿名組合等に出資する場合、出資持分の譲渡や担保差入れは当該組合等の運営者（無限責任組合員等）の事前の同意を要する等の制約を受けることがあります。
- ファンド・オブ・ヘッジファンズ等は解約通知をいただいてから資金化までに6ヶ月程度を要することがあります。

- 為替オーバーレイ運用および国内株式ならびに外国株式のエンハンスド・アクティブ運用では、為替オーバーレイの対象資産残高、および国内株式ならびに外国株式の投資元本を上回る取引を行うことがあります。

商号等：株式会社りそな銀行

- 本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて、作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- 本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。