

2019年1月号

マンスリー投資情報

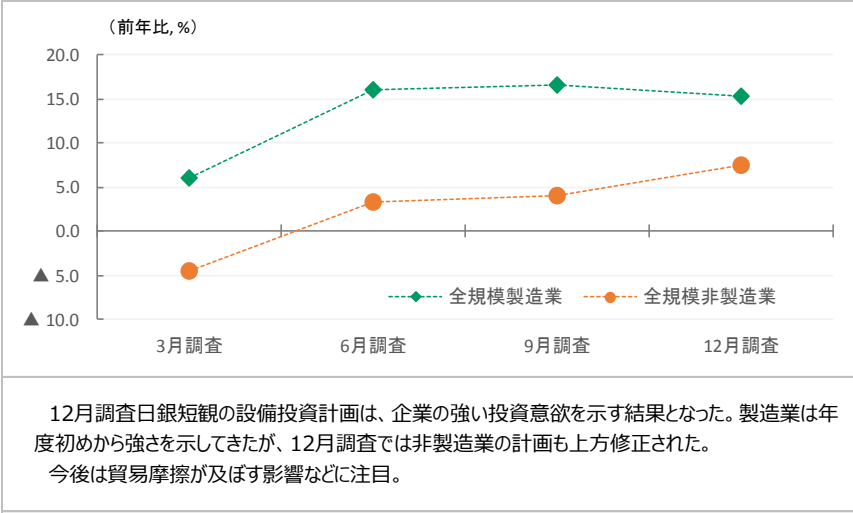
CONTENTS

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

日本	概況	各種経済指標の停滞が続く、先行きに関しては外需に注目
	実質GDP	7～9月期成長率の2次速報は前期比年率▲2.5%。1次速報の▲1.2%から大幅下方修正。自然災害要因などを背景に設備投資が下振れ。
	企業部門	11月鉱工業生産は汎用・業務用機械の減少などが影響し、前月比▲1.1%。減少は2カ月ぶり。11月工作機械受注は前年比▲17.0%と大幅減。
	労働市場	11月失業率は2.5%。2カ月連続の小幅上昇。11月有効求人倍率は1.63倍。小幅ながら2カ月ぶりに改善。
	家計部門	11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。天候要因もあり、季節商材売上は低調も、サービス消費は好調を示唆。
	住宅市場・建設等	11月住宅着工戸数は年率換算95.7万件。前月比+0.8%ながら横這い基調の範囲内の動き。今後は消費増税前の駆け込み着工に注目。
	物価	11月コア消費者物価は前年比+0.9%。新型コアは同+0.3%。ともに上昇率は小幅鈍化。今後は携帯電話通信料金引き下げなどの影響を注視。
米国	政府部門・政策動向等	出入国管理法改正案成立。政府は19年度予算案（消費増税対策に約2兆円）と税制改正大綱（車と住宅の減税措置を拡充）を閣議決定。
	概況	製造業に減速の兆候、トランプ政権は制裁関税率引き上げ猶予で対中交渉に臨む、FRBは利上げを決定
	企業部門	12月ISM製造業指数は54.1。11月の59.3から大幅悪化。同新規受注指数も11月の62.1から51.1へ急低下。製造業の減速を示唆。
	労働市場	12月非農業部門雇用者数は前月比+31.2万人。18年2月以来の増加幅。平均時給は前年比+3.2%。10月以降、3%超の堅調な伸びが続く。
	家計部門	12月ミシガン大学消費者センチメント指数は98.3。3カ月ぶりの改善。17年10月に100を超えた後、高水準を維持しながら一進一退。
	住宅市場・建設等	12月NAHB住宅市場指数は大幅悪化。15年5月以来の水準となる56。11月中古住宅販売件数は前月比+1.9%。9月を底に減少一服。
	物価	11月コア消費者物価は前年比+2.2%。コア個人消費支出デフレーターは同+1.9%。FRBの目標である+2%近辺での推移が続く。
	政府部門・政策動向等	対中関税率引き上げを猶予。FRBが利上げを決定（バランスシート縮小を継続、政策金利見直しは下方シフト）。予算失効で政府機関一部閉鎖。

■ 注目指標

【日本：日銀短観 設備投資計画】



【米国：ISM製造業 新規受注指数】

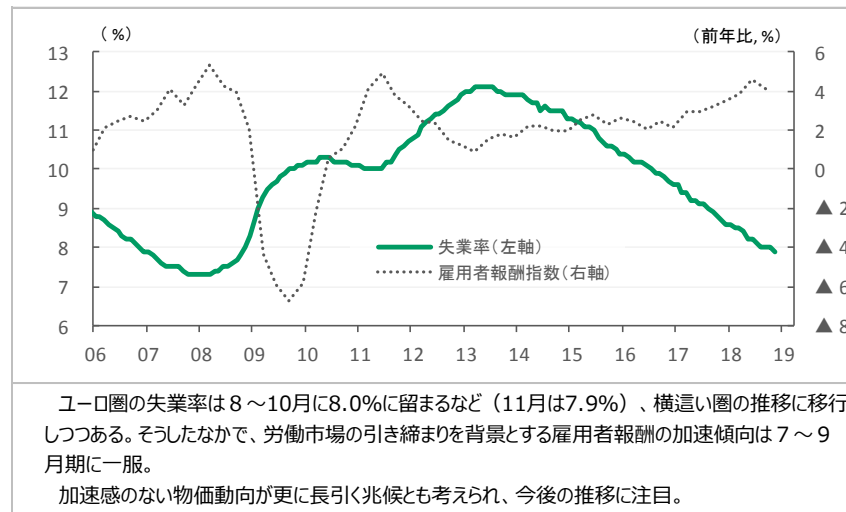


経済動向【12月のレビュー】

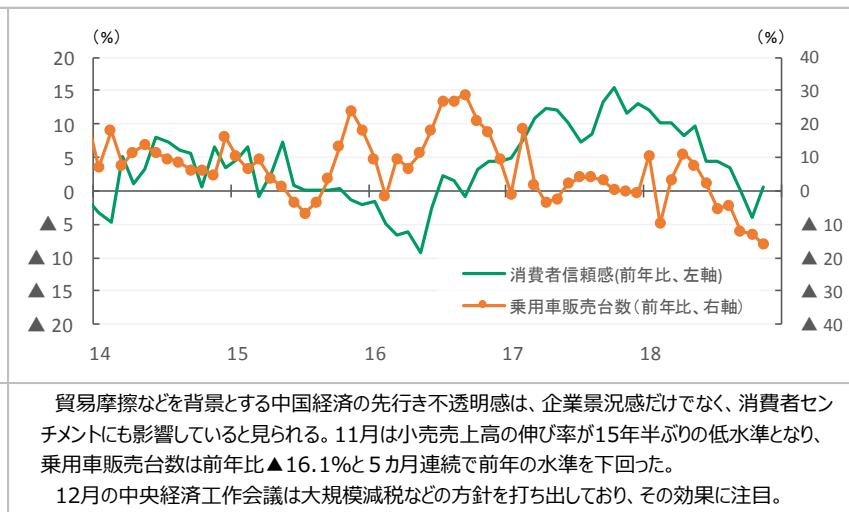
欧州 (ユーロ圏)	概況	製造業・家計に停滞感、E C Bは資産購入を終了
	実質GDP	7～9月期成長率の3次推計は前期比年率+0.6%。在庫投資がプラスに寄与。輸出は減速。2次推計の+0.7%からは若干下方修正。
	企業部門	12月製造業PMIは51.4。年初からの悪化傾向が続く。同新規受注指数の悪化も続き、12月は48.8。3カ月連続で分岐点の50割れ。
	労働市場	7～9月期雇用者報酬は前年比+4.1%。増加率は4～6月期の+4.6%から減速（減速は16年10～12月期以来）。
	家計部門	12月消費者信頼感指数は▲6.2に悪化。6月に分岐点のゼロを下回って以来、マイナス幅を広げながら推移。今後の消費動向を注視。
	物価	12月消費者物価は総合が前年比+1.6%。11月の+1.9%から鈍化。コアは11月と同等の同+1.0%。
	政府部門・政策動向等	E C Bは資産購入終了を決定（6月の方針を確定）。英議会のE U離脱案採決は先送り。与党のメイ党首信任投票では3割超が信任せず。
中国	概況	経済指標の減速感が広範に強まる
	企業部門	12月製造業PMIは財新版、統計局版ともに悪化し、分岐点の50割れ（財新版49.7、統計局版49.4）。貿易摩擦の影響などが顕在化。
	家計部門	11月小売売上高は前年比+8.1%。約15年ぶりの低調な伸び。消費者心理に影響を受けやすい自動車など高額商品の売上動向を注視。
	住宅市場・建設等	1～11月通算の固定資産投資は前年比+5.9%。1～10月通算の+5.7%から加速。インフラ投資の伸びは横這い。
	物価	12月生産者物価は前年比+0.9%。6カ月連続の鈍化。12月消費者物価は同+1.9%。2カ月連続鈍化。内需刺激策の影響は未だ表れず。
	政府部門・政策動向等	中央経済工作会议は「金融政策は引き締めと緩和を適度にする」「財政政策は力を強め、効率を上げる」とし、大規模減税や地方債拡大を明示。

■ 注目指標

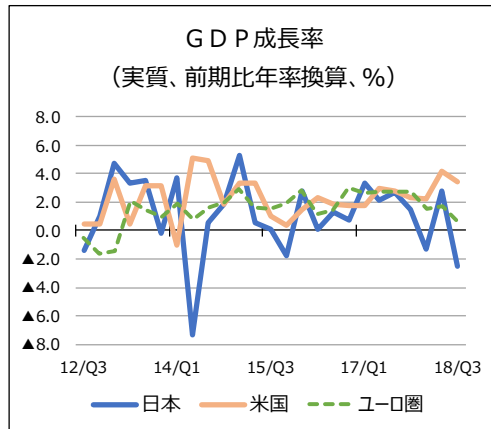
【ユーロ圏：失業率と雇用者報酬】



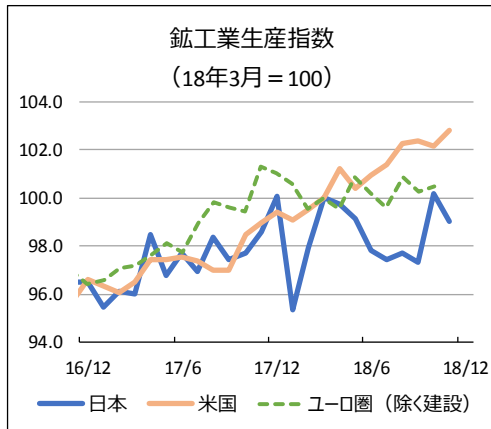
【中国：乗用車販売台数と消費者信頼感】



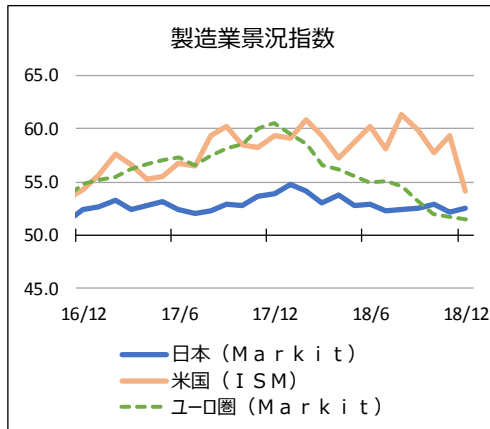
経済動向【主要指標の推移】



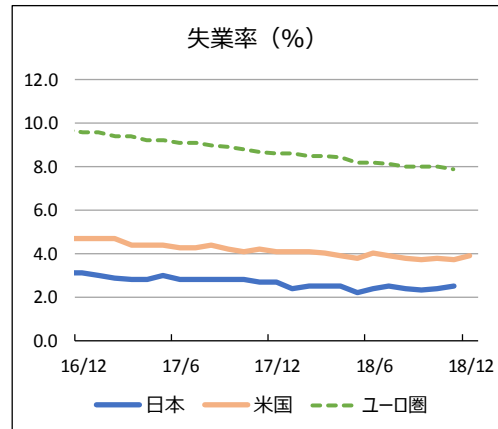
日本の7～9月期成長率は再びマイナスへ（災害が影響）
米国は高水準を維持
ユーロ圏は一段と減速



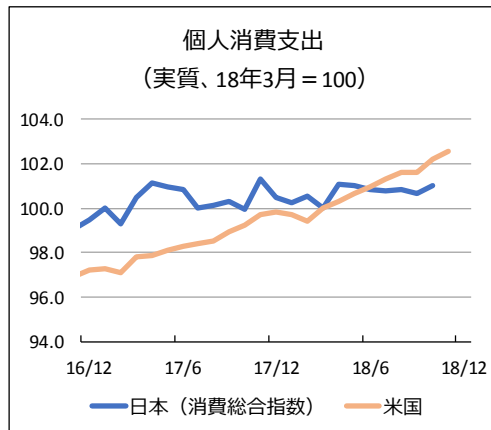
日本の鉱工業生産は災害の影響もあって夏場にかけ減少した後、その反動で増加
米国は増加傾向を維持するも、そのペースには減速の兆候
ユーロ圏は一進一退



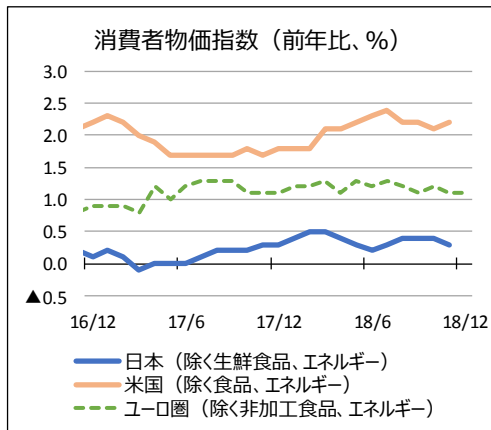
日本の製造業景況指数は7月までの悪化の後、底這い
米国は12月に大幅悪化
ユーロ圏は引き続き悪化傾向



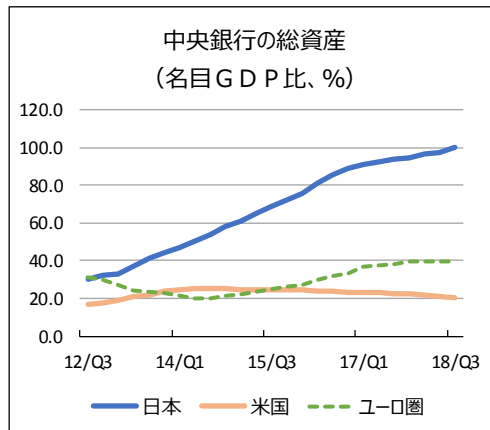
日本の失業率は5月を底に低下一服
米国は9月を底に低下一服
ユーロ圏は8月以降、横這いとなった後、11月に小幅低下



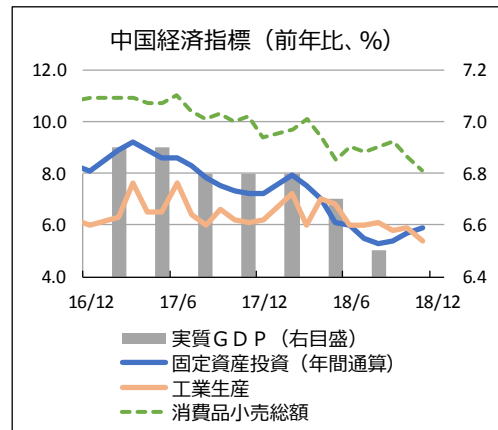
日本の個人消費は一進一退
米国は増加傾向を維持



日本の消費者物価上昇率の7月以降の再加速は持続せず
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継続
ECBは12月を以て資産購入を終了



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
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、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

りそな景気先行指数は米国が弱い海外に鞘寄せして悪化、分岐点の50を下回り、世界経済の踊り場継続を示唆

※ 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	
		I S M 製造業 新規受注指数	N F I B 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)	N A H B 住宅市場指数	商工ローン 貸出基準(%) (大・中規模企業)	I f o 景況感指数 (期待指数)	製造業 P M I (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
16/12	83.3	59.7	105.8	89.5	60,505	252	69	1.5	101.5	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	100.8	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	103.0	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	103.8	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	104.2	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	105.3	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	100.1	51.1	8.3	7.1	115.7
18/5	41.7	63.7	107.8	89.1	68,306	223	70	▲ 11.3	99.6	51.1	8.3	15.2	110.9
18/6	50.0	63.5	107.2	86.3	68,832	225	68	▲ 11.3	99.4	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	69,346	207	67	▲ 15.9	102.3	50.0	8.3	7.7	106.7
18/10	41.7	57.4	107.4	89.3	69,691	214	68	▲ 15.9	100.2	50.1	8.0	6.1	113.5
18/11	20.8	62.1	104.8	88.1	69,288	227	60	▲ 15.9	99.3	50.2	8.0	10.8	110.1
18/12		51.1	104.4	87.0			56	▲ 15.9	97.3	49.7		7.8	

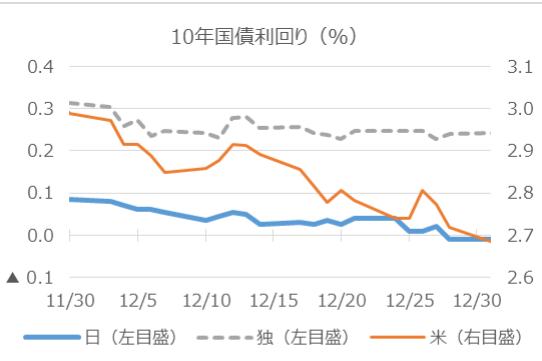
※ りそな景気先行指数：景気に対して一般に先行して動くと言われる内外の景気指標のうち、説明力の高さや速報性、投資家の認知度から12の指標を選定
 各々の指標を3か月前と比較して改善しているか否かを判別、「D I（ディフュージョンインデックス）」は12指標のうち改善している指標の割合を示す
 （例えば 7つの指標が改善していれば、D I = 7 ÷ 12 = 58.3）

※ 上表は ■ が3か月前比改善、■ が悪化、白地は変化なし

市場動向【12月のレビュー】

債券市場

10年国債利回りは日米独とも低下



【国内】10年国債利回りは前半に低下。株安や米国金利低下が影響。その後は持高調整などで低下一服。しかし、その間も株安と米国金利低下は進み、月末近くに利回りは再び低下。前月と同水準を維持した1月日銀国債買いオペ方針も影響し、17年9月以来のマイナス圏へ。

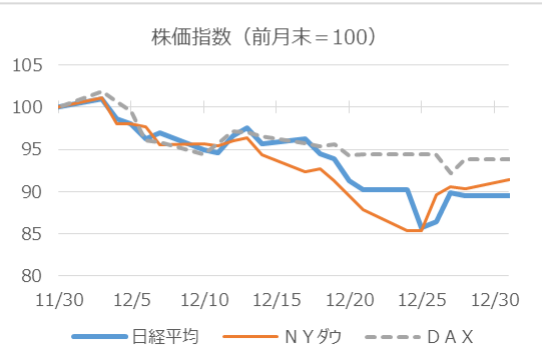
【海外】米10年国債利回りは概ね月間を通して低下傾向。大幅株安が影響。月央近くには「中国製造2025」見直し報道などで反転する場面もあったが持続せず。また月末近くに至って株価は反発したが、場中に大きく上下するなど依然不安定。利回り低下傾向は変わらず。

独10年国債利回りは月央にかけ米国と同様に推移。その後は米国金利の低下が続く一方で概ね横這い。欧州委の伊修正予算承認などが影響。

	18年11月末	18年12月末	変化幅
日本	0.085	▲0.010	▲0.095
米国	2.99	2.68	▲0.30
ドイツ	0.31	0.24	▲0.07

株式市場

日米独とも下落



【国内】日経平均は概ね米国と同様に推移。大幅安の後、月末にかけて反発。

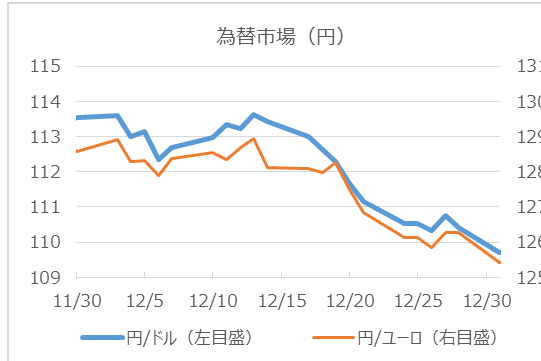
【海外】NYダウは対中制裁強化猶予で月初に上げた後、大幅に下落。11年ぶりの2年・5年債利回り逆転（景気後退を示唆）、対中協議不調懸念、ファーウェイ副会長逮捕、さほどハト派的ではないと解釈されたFOMC、政府機関閉鎖、などが影響。月央近くには「中国製造2025」見直し報道などで反発する場面もあったが持続せず。月末にかけては大幅下落後の買い戻しで反発。好調なクリスマス商戦や米中首脳電話協議（進展を強調）も影響。

独DAXは米国と概ね同様に推移（米国はクリスマスを含んで大幅に上下したが、その間は独市場休場で連動せず）。

	18年11月末	18年12月末	変動率 (%)
日経平均 (円)	22,351.06	20,014.77	▲10.45
NYダウ (ドル)	25,538.46	23,327.46	▲8.66
DAX (ポイント)	11,257.24	10,558.96	▲6.20

為替市場

円/ドル、円/ユーロとも円高が進行



【円/ドル】月初は米中貿易協議不調懸念やファーウェイ副会長逮捕を背景に株価が下落。米国金利低下とリスク回避的な円買いで円高へ。その後は「中国製造2025」見直し報道などで一時反転。月央以降は、さほどハト派的ではないと解釈されたFOMCや政府機関閉鎖を背景に株価が一段と不安定化。米国金利低下とリスク回避的な円買いによる円高が加速。

【円/ユーロ】ドル/ユーロは月央以降、幾分かユーロ高へ。欧州委の伊修正予算承認などが影響。しかし、米国金利の低下、ユーロ圏経済見通しの悪化（ドラギ総裁はリスクが「下方に傾きつつある」と指摘）、などの要因が交錯するなかで、値動きは限定的。円/ユーロはドル/ユーロとの対比で変動幅が大きい円/ドルと概ね同様に推移。

	18年11月末	18年12月末	変動率 (%)
円/ドル	113.55	109.72	▲3.38
円/ユーロ	128.57	125.42	▲2.45

※ 変動率はプラスが円安方向

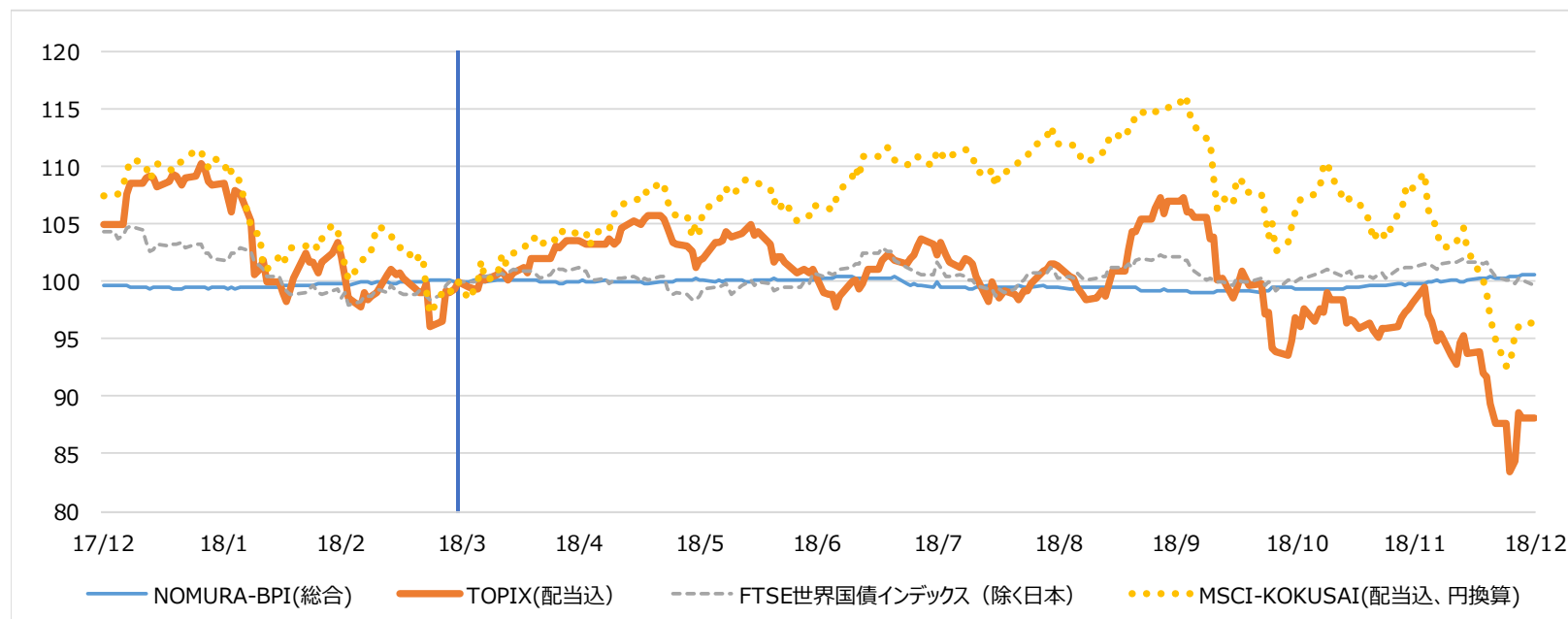
12月の主な出来事

米中通商協議動向、景気悪化懸念、FRB利上げ打ち止め時期への思惑、などが市場に影響

- 1日 米中首脳会談、2千億ドルの中国製品に対する1月からの関税率引き上げを90日間猶予
- 4日 トランプ大統領、対中交渉が成立しないなら「大規模な関税を課す」、「私はタリマン（関税男）」と投稿
- 5日 カナダ司法省、ファーウェイ（中国通信機器最大手）副会長を1日に逮捕と発表、米国が拘束を要請
- 7日 OPEC・非加盟産油国会合、1月からの日量120万バレルの減産で合意
- 12日 英保守党、信任投票でメイ首相を党首として信任、3割超の議員は信任せず
 - “ 中国がハイテク育成策「中国製造2025」の見直しを検討と報道（国有企業は米国産大豆を大量調達）
- 13日 ECB理事会、従前方針通り資産購入終了を決定、総裁は景気リスクが「下方に傾きつつある」と指摘
- 14日 中国小売売上、鉱工業生産、市場予想に届かず減速
- 17日 NY連銀製造業指数、NAHB住宅市場指数、市場予想に届かず大幅に悪化
- 19日 欧州委員会、財政赤字を削減した伊修正予算案を承認、制裁手続き開始を見送り
 - “ FOMC、0.25%の利上げを決定、声明文は「（政策金利）誘導レンジの更なる段階的な引き上げ」が経済環境に整合との見方を「若干の更なる段階的な」に修正、参加者の利上げ見通しは下方シフト
- 20日 米マティス国防長官、辞任を表明
- 21日 ナバロ米大統領補佐官が対中協議の合意は「険しい」との認識を示したと報道
 - “ トランプ大統領がパウエル議長解任を議論と報道
- 22日 米連邦政府予算失効、政府機関一部閉鎖へ
- 26日 マスターカード、米クリスマス商戦期間の小売売上が過去6年で最高の伸びと発表
- 29日 米中首脳が電話協議、トランプ大統領は「とてもよい協議」「大きく進展しつつある」と投稿

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12月末基準：2018年3月末＝100】



■ 変動率

	12月	4月～12月
国内債券：NOMURA-BPI(総合)	0.76%	0.58%
国内株式：TOPIX(配当込)	▲ 10.21%	▲ 11.86%

	12月	4月～12月
外国債券：FTSE世界国債インデックス(除く日本)	▲ 1.53%	▲ 0.38%
外国株式：MSCI-KOKUSAI(配当込、円換算)	▲ 10.77%	▲ 3.55%

■ ご参考：為替変動率（同期間、プラスが円安）

円/ドル	▲ 3.38%	3.16%
------	---------	-------

円/ユーロ	▲ 2.45%	▲ 4.11%
-------	---------	---------

■ 主な市場変動要因

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
18年12月	米中協議不調懸念、経済指標悪化、さほどハト派的ではなかったFOMC

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	0.71	1.16		0.41
ベンチマーク収益率	0.20	▲ 0.96	0.17	0.42	0.76	1.36		0.58
超過収益率	▲ 0.01	0.03	▲ 0.00	▲ 0.14	▲ 0.05	▲ 0.20		▲ 0.17
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）							

【12月の投資行動】

中長期から超長期ゾーンへ入れ替え
デュレーションのベンチマークからの乖離を抑制しつつ、バリュエーションの変化を受けて、主に中長期から超長期ゾーンへの入れ替えを実施。 種類別では、事業債及び円建外債のオーバーウェイト幅を維持。

【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	0.71	1.28		0.41
ベンチマーク収益率	0.20	▲ 0.96	0.17	0.42	0.76	1.36		0.58
超過収益率	▲ 0.00	▲ 0.08	▲ 0.00	▲ 0.03	▲ 0.05	▲ 0.08		▲ 0.17
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）							

【12月の投資行動】

小幅短めのデュレーションをニュートラルへ
月初はデュレーションをベンチマーク対比で小幅短めとするポジションを継続。その後、月中の金利が低下した局面において、ニュートラルポジションに変更。 種類別では、事業債及び円建外債をベンチマーク対比でオーバーウェイトとする方針を継続。

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	▲ 9.59	▲ 17.15		▲ 10.83
ベンチマーク収益率	1.05	5.86	▲ 9.41	1.30	▲ 10.21	▲ 17.60		▲ 11.86
超過収益率	▲ 0.29	0.96	▲ 0.59	0.52	0.62	0.45		1.03
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)							

【12月の投資行動】

割安な株価の見直しが期待される銘柄を組み入れ
<p>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。</p> <p>個別では、原油価格低下が嫌気されているものの、受注・財務力の強さが評価できる日揮（プラント工事大手）、消費増税を控え、高い競争力への評価見直しが期待されるコスモス薬品（ドラッグストア）などを組み入れ。</p>

【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	▲ 8.33	▲ 15.02		▲ 16.08
ベンチマーク収益率	1.05	5.86	▲ 9.41	1.30	▲ 10.21	▲ 17.60		▲ 11.86
超過収益率	▲ 3.03	▲ 5.12	0.47	0.51	1.88	2.59		▲ 4.22
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)							

【12月の投資行動】

割安理由の払拭が期待できる銘柄に継続投資
<p>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業績改善が期待できる銘柄へ継続投資。</p> <p>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、株価変動に伴うウェイト調整のみ実施。</p>

【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	▲ 12.16	▲ 17.65		▲ 11.26
ベンチマーク収益率	1.05	5.86	▲ 9.41	1.30	▲ 10.21	▲ 17.60		▲ 11.86
超過収益率	0.08	0.69	▲ 1.14	3.51	▲ 1.94	▲ 0.04		0.60
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)							

【12月の投資行動】

業績成長の加速が見込まれる銘柄を買い増し
<p>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投資。</p> <p>個別では、海外事業の積極展開に加え、国内でのキャッシュレス化進展で業績成長の加速が期待できるN T Tデータ（システム構築専門最大手）をウェイトアップ。</p>

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	▲ 1.46	▲ 2.63		▲ 0.97
ベンチマーク収益率	0.76	1.40	▲ 2.18	1.24	▲ 1.53	▲ 2.49		▲ 0.38
超過収益率	▲ 0.43	▲ 0.03	▲ 0.22	0.01	0.07	▲ 0.14		▲ 0.59
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）							

【12月の投資行動】

デュレーションを中立近辺に短期化、通貨配分は米ドルをアンダーウェイトへ
堅調な経済指標等を背景として、月中旬にデュレーションをやや長めから中立近辺に短期化。 通貨配分は、FOMCで政策金利見通しが引き下げられたこと等を背景に、下旬に米ドルをアンダーウェイトとし、ユーロおよびメキシコペソを小幅オーバーウェイトへ。

■ 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	▲ 10.95	▲ 16.73		▲ 4.38
ベンチマーク収益率	6.65	7.90	▲ 7.81	1.88	▲ 10.77	▲ 16.19		▲ 3.55
超過収益率	▲ 0.10	▲ 0.13	▲ 0.03	▲ 0.42	▲ 0.18	▲ 0.54		▲ 0.83
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）							

【12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）

【12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	
<p>株価は内外とも大幅に下落したが、下方への行き過ぎ感が強まっており、日本株や米国株のバリュエーションも割安圏と判断される水準まで低下していることから、更に大きく下振れするリスクは限定的と判断。</p> <p>一方、在庫調整圧力が世界経済の下押し要因として働き、引き続き通商交渉などへの不透明感も強い環境の下で、株価が直ちに持続的な上昇に転じる可能性も低いと判断。更なる下振れリスクは限定的ながら、当面の間は不安定な株価動向が続くと見られることから、株式を内・外合わせて中立としている従前の資産配分方針を維持（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）。</p> <p>先行きの株式市場見通しは以下の通り。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・内・外株とも下方への行き過ぎ感が強まっており、バリュエーションも割安圏と判断される水準まで低下していることから、更に大きく下振れするリスクは限定的と判断。 ・緩和策を修正するF R Bの姿勢が株安の一因となっているが、政策金利は既にF O M C参加者が中立的と想定するレンジに接近しており、そう遠くない時期に利上げ休止の議論が活発化すると予想。そうしたなかで、F R Bの姿勢が一段の株安に繋がる可能性は低いと判断。 ・また、景気悪化懸念も株安の一因となっているが、米国景気の拡大は更に長引き、中国に関しても景気が大幅に下振れするには至らないと予想。 ・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ており、景気は18年前半の高成長から減速すると予想。しかし、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総じて堅調を維持すると予想。19年央辺りに想定される在庫調整の一巡を経て、景気拡大は更に長引くと予想。 ・一方、中国に関しては、貿易摩擦などを背景とする景気減速が続くと予想。しかし、当局は金融・財政両面で景気を支える姿勢を明確にしている。過剰債務の解消が課題となるなかで、当局が大規模な施策に踏み切る可能性は低いものの、景気が大幅に下振れするには至らないと予想。 ・株価の更なる下振れリスクは限定的ながら、在庫調整が一巡するまでは安定感を欠くと予想。しかし、F R Bの利上げ休止、米国景気の拡大持続、中国景気的大幅下振れ回避、などが視野に入るに連れ、株価は下値を切り上げていくと予想。 	

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

投資環境ポイントと今後の見通し

■ 投資環境ポイント

年央辺りに想定される短期景気循環底入れ＋F R Bの利上げペース鈍化で先行きの市場は反転へ	
マクロ環境	短期在庫循環は調整局面ながら、世界景気の拡大局面は継続 ・ 12月までの先行指数は米国が弱い海外に鞘寄せして悪化、分岐点の50を下回り、世界経済の踊り場継続を示唆 ・ 短期在庫循環が下押し要因だが、年央辺りには底入れの公算 ・ 米国の需給ギャップは小幅プラスに転換したに過ぎず、「成長の天井」まで余地を残す、家計の過剰債務などの不均衡も目立たず ・ 中国は大規模な刺激策には慎重だが、12月の中央経済工作会議は景気下支えの姿勢を鮮明にした方針を決定
金融環境	F R Bは慎重に利上げを進めソフトランディングを目指す ・ 株価下落が続く環境の下で、パウエル議長は年初に「政策姿勢を大幅に変更する用意」を強調 ・ E C Bは12月を以って資産購入を終了、政策金利は19年夏場まで据え置く方針 ・ 日銀は消費増税等を踏まえ、現在の長短金利水準を維持する方針、金利操作の下で国債購入80兆円の目処は既に形骸化
マーケット環境	世界株価は極端な売られ過ぎ状態に ・ 年末要因も重なり世界株価は極端な売られ過ぎ状態に、日本や米国の株式バリュエーションは割安圏と判断される水準へ

注目タイムテーブル	
1月15日	(英) E U 離脱協定案の議会採決
1月21日	(露) 日露首脳会談
"	(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)
"	(スィス) 世界経済フォーラム(～25日)
1月23日	(日) 日銀「経済・物価情勢の展望」
1月24日	(E U) E C B 理事会
1月28日(未定)	(日) 通常国会召集
1月29日	(米) F O M C(～30日)
"	(米) 大統領一般教書演説
1月下旬	(日・米) 物品貿易協定交渉開始(先送りの公算)
2月1日	(日・E U) 経済連携協定(E P A) 発効
2月7日	(英) 金融政策委員会結果公表
3月1日	(米) 対中制裁関税率引き上げの猶予期限

■ 今後の見通し(先行き3～6カ月程度)

投資環境		景気は内外とも拡大傾向を維持する見通しながら、貿易摩擦などのリスク要因を孕む
日本	景気動向	潜在成長率(ゼロ%台後半)並みの成長が続くと予想。中国景気の減速、民生用電子部品の需要減を受け、外需は低迷が続く見通し。国内では、人手不足を受けた省力化投資等の設備投資が支えとなる見込み。一方、可処分所得の伸び悩みや内外景気の先行き不透明感から、消費は伸び悩む見通し。賃金や期待インフレ率の伸びは限定的と見られ、コア消費者物価上昇率は横這い推移と予想。
	政策動向	金融政策に関しては、日銀が現行の金融緩和(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%台半ば程度の成長を予想。年末にかけて長期金利の低下が進んでおり、停滞が続く住宅市場の持ち直しに繋がるか注視。個人消費は雇用堅調から下振れリスクは限定的ながら、株価調整によるマインド悪化には注意。生産・投資手控えの兆候が表れるなかで、対中通商交渉動向が焦点に。
	政策動向	金融政策に関しては、19年中に2回の利上げを予想。但し、景気指標が大幅に悪化する場合は、利上げの一時停止等、政策の柔軟化が見込まれる。
市場動向		製造業在庫循環の下押し圧力が市場に影響、年央にかけての株価は不安定、長期金利の上昇は限定的、円/ドルは円高含み
長期金利	日本	金融政策の枠組み変更は想定しておらず、金利の変動幅は限定的。年央にかけて見込まれる製造業在庫循環の下押し圧力を受け、金利は低位安定推移と予想。
	米国	F R Bの利上げペース鈍化観測や、年央にかけて見込まれる製造業在庫循環の下押し圧力を背景に、10年債利回りは3%弱の水準で推移すると予想。
株価	日本	世界景気の踊り場局面継続や、通商交渉等の不透明感を背景に、年央にかけて不安定な株価推移となる見通し。
	米国	世界的な製造業在庫調整が米国にも及び始めており、年央までは不安定な株価動向を想定。
為替	円/ドル	F R Bの利上げペース鈍化観測や、不安定な推移が見込まれる株価動向を背景に、年央にかけては円高含みで推移する見通し。
リスク要因		貿易摩擦、英「無秩序離脱」、主要中銀と市場の対話の失敗、などのリスク要因を注視。 英議会はE U 離脱協定案を1月15日に採決予定。米国の対中関税率引き上げ猶予は3月1日期限。世界の金融環境は19年中に量的緩和から量的引き締めへ。

(ご参考) 市場指標の推移

【月末：水準】

※ 白抜きは四半期末

	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	18年12月末
日経平均	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	20,014.77
NYダウ	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	23,327.46
NASDAQ	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	6,635.28
DAX	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	10,558.96
日10年国債	0.05%	0.08%	0.05%	0.05%	0.05%	0.03%	0.03%	0.06%	0.11%	0.13%	0.13%	0.09%	▲ 0.01%
米10年国債	2.41%	2.71%	2.86%	2.74%	2.95%	2.86%	2.86%	2.96%	2.86%	3.06%	3.14%	2.99%	2.68%
独10年国債	0.43%	0.70%	0.66%	0.50%	0.56%	0.34%	0.30%	0.44%	0.33%	0.47%	0.39%	0.31%	0.24%
円/ドル	112.65	109.16	106.71	106.35	109.43	108.65	110.77	111.94	110.89	113.59	112.86	113.55	109.72
円/ユーロ	135.27	135.98	130.14	130.79	132.21	126.82	129.32	130.98	129.01	131.93	127.87	128.57	125.42

【月次：変化率(利回りは変化幅)】

	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	18年12月	過去1年
日経平均	1.46%	▲ 4.46%	▲ 2.78%	4.72%	▲ 1.18%	0.46%	1.12%	1.38%	5.49%	▲ 9.12%	1.96%	▲ 10.45%	▲ 12.08%
NYダウ	5.79%	▲ 4.28%	▲ 3.70%	0.25%	1.05%	▲ 0.59%	4.71%	2.16%	1.90%	▲ 5.07%	1.68%	▲ 8.66%	▲ 5.63%
NASDAQ	7.36%	▲ 1.87%	▲ 2.88%	0.04%	5.32%	0.92%	2.15%	5.71%	▲ 0.78%	▲ 9.20%	0.34%	▲ 9.48%	▲ 3.88%
DAX	2.10%	▲ 5.71%	▲ 2.73%	4.26%	▲ 0.06%	▲ 2.37%	4.06%	▲ 3.45%	▲ 0.95%	▲ 6.53%	▲ 1.66%	▲ 6.20%	▲ 18.26%
日10年国債	0.04%	▲ 0.04%	0.00%	0.01%	▲ 0.02%	0.00%	0.03%	0.05%	0.02%	0.01%	▲ 0.05%	▲ 0.10%	▲ 0.06%
米10年国債	0.30%	0.16%	▲ 0.12%	0.21%	▲ 0.09%	0.00%	0.10%	▲ 0.10%	0.20%	0.08%	▲ 0.16%	▲ 0.30%	0.28%
独10年国債	0.27%	▲ 0.04%	▲ 0.16%	0.06%	▲ 0.22%	▲ 0.04%	0.14%	▲ 0.12%	0.14%	▲ 0.09%	▲ 0.07%	▲ 0.07%	▲ 0.19%
円/ドル	▲ 3.10%	▲ 2.24%	▲ 0.33%	2.89%	▲ 0.71%	1.95%	1.06%	▲ 0.94%	2.43%	▲ 0.64%	0.62%	▲ 3.38%	▲ 2.61%
円/ユーロ	0.52%	▲ 4.29%	0.50%	1.08%	▲ 4.07%	1.97%	1.28%	▲ 1.50%	2.26%	▲ 3.08%	0.54%	▲ 2.45%	▲ 7.28%
NOMURA-BPI(総合)	▲ 0.17%	0.38%	0.16%	▲ 0.07%	0.23%	0.04%	▲ 0.18%	▲ 0.55%	▲ 0.24%	0.17%	0.42%	0.76%	0.95%
TOPIX(配当込)	1.06%	▲ 3.70%	▲ 2.04%	3.55%	▲ 1.67%	▲ 0.76%	1.30%	▲ 1.00%	5.55%	▲ 9.41%	1.30%	▲ 10.21%	▲ 15.97%
東証REIT指数(配当込)	5.25%	▲ 1.96%	▲ 0.50%	2.55%	0.62%	2.11%	0.52%	▲ 0.32%	1.61%	▲ 1.53%	4.36%	▲ 1.85%	11.11%
FTSE世界国債インデックス(除く日本)	▲ 1.84%	▲ 3.74%	1.46%	1.21%	▲ 2.46%	2.07%	0.86%	▲ 1.25%	1.81%	▲ 2.18%	1.24%	▲ 1.53%	▲ 4.50%
FTSE世界国債インデックス(除く日本、円ヘッジ)	▲ 0.96%	▲ 0.23%	1.21%	▲ 0.71%	▲ 0.05%	0.20%	▲ 0.48%	0.06%	▲ 0.77%	▲ 0.31%	0.47%	1.40%	▲ 0.21%
MSCI-KOKUSAI(配当込、円換算)	2.10%	▲ 6.50%	▲ 2.46%	4.19%	0.17%	2.18%	4.50%	0.43%	2.81%	▲ 7.81%	1.88%	▲ 10.77%	▲ 10.19%
MSCI-EMF(配当込、円換算)	4.98%	▲ 6.74%	▲ 2.16%	2.46%	▲ 4.21%	▲ 2.22%	3.37%	▲ 3.59%	1.93%	▲ 9.29%	4.77%	▲ 5.89%	▲ 16.48%

マンスリー投資情報 2019年1月号

発行：2019年1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。