

2019年11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	製造業景況感は引き続き悪化、消費関連指標は消費税率引き上げ前の駆け込み需要発生を示唆
	企業部門	10月製造業PMIは48.4。3カ月連続悪化。16年の悪化局面の底（5月47.7）に接近。分岐点の50割れは6カ月連続。大型台風の被害なども影響。
	労働市場	9月失業率は2.4%（前月2.2）。前月比上昇は3月以来。9月有効求人倍率は1.57倍（前月1.59）。5月以降、低下傾向が続く（ピークは1.63）。
	家計部門	9月小売業販売額は前月比+7.1%。前月の+4.6%に続く大幅増。+7.1は前回消費税率引き上げ前の14年3月（+8.3）以来の増加率。
	住宅市場・建設等	9月住宅着工戸数は前年比▲4.9%。3カ月連続減少。持家は2カ月連続、貸家は13カ月連続減少（9月は▲3.5%と▲16.8%）。
	物価	9月コア消費者物価は前年比+0.3%（前月+0.5）。3、4月の加速の後は鈍化傾向が続く。新型コアは+0.5%。4月以降、+0.5～0.6で横這い。
	政府部門・政策動向等	日銀は政策金利に関し、物価安定目標への勢いが損なわれる惧れに注意が必要な間、「現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移」と表現。
米国	概況	製造業景況感の悪化傾向に一服の気配、中国と「第1段階」の通商合意に到達、FRBは3会合連続で利下げを決定
	実質GDP	7-9月期成長率は前期比年率+1.9%（4-6月期+2.0）。小幅ながら2四半期連続減速。個人消費、設備投資、政府支出などが減速要因。
	企業部門	10月ISM製造業指数は48.3（前月47.8）。3カ月連続の分岐点（50）割れながら、7カ月ぶりに改善。同新規受注指数は49.1。2カ月連続改善。
	労働市場	10月非農業部門雇用者数は前月比+12.8万人。2カ月連続で鈍化した後、GMストライキ要因等の調整後は+17.4万人。前月（+18.0）とほぼ同水準。
	家計部門	10月ミシガン大学消費者態度指数は95.5。大幅に悪化した8月（89.8）の後は2カ月連続改善。15年初めから続くレンジ推移の半ば辺りの水準に持ち直し。
	住宅市場・建設等	10月NAHB住宅市場指数は71（前月68）。6月に一時悪化した後、4カ月連続改善。18年12月の56を底とする改善傾向が持続。
	物価	9月コア消費者物価は前年比+2.4%（前月と同等）。コア個人消費支出デフレーターは同+1.7%（前月+1.8）。ともに前月まで3カ月続いた加速が一服。
	政府部門・政策動向等	中国と「第1段階」の通商合意に到達。FRBは利下げを決める一方、声明から「適正に行動」との文言を削除。また短期資金逼迫対応の短期国債購入を開始。

■ 注目指標

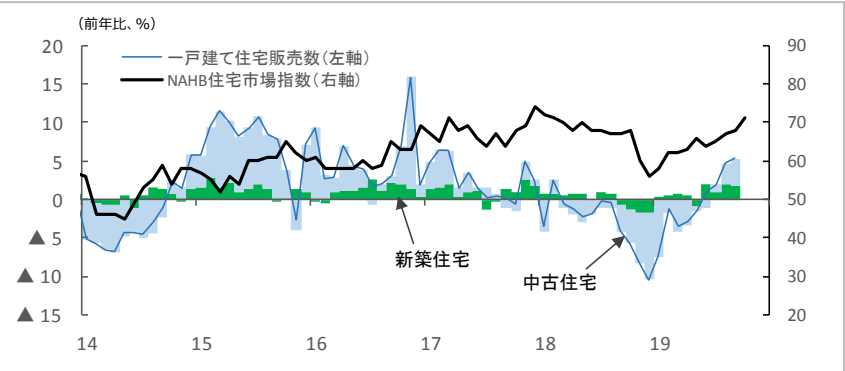
【日本：失業率と有効求人倍率】



労働市場では、有効求人倍率がピークアウトし始めるなか、9月失業率が上昇に転じた。労働市場が緩む方向となった場合、賃金加速による基調的な物価上昇の経路は期待し難くなる。

一方、日銀は政策金利のフォワードガイダンスを「少なくとも2020年春頃まで」との時期から、物価安定目標に向けた勢いに関連づけるものに変更した。金融政策動向を見通す上で、改善の勢いに一服感が出始めた労働市場動向が注目される。

【米国：住宅販売とNAHB住宅市場指数】



住宅市場で金利低下による押し上げが目立ち始めている。7-9月期GDPでは住宅投資が7四半期ぶりにプラス寄与に転じた。また、先行性の高いNAHB住宅市場指数は10月に1年8カ月ぶりの水準まで改善し、住宅販売も回復傾向を示している。

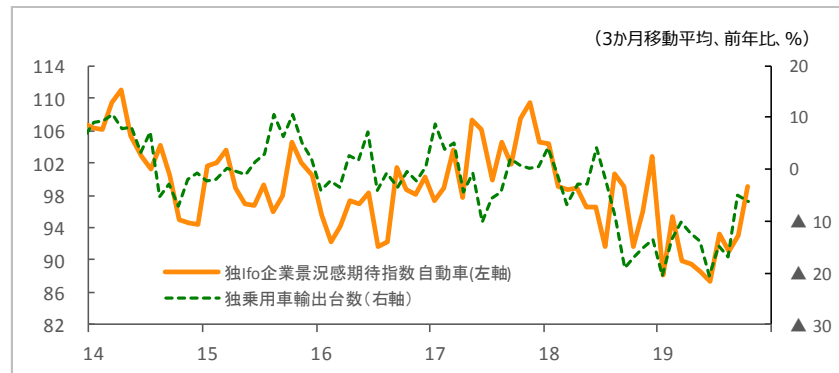
住宅販売は家具や家電の購入に波及するため、個人消費の押し上げ要因ともなる。今後の一段の回復が期待される。

経済動向【10月のレビュー】

欧州 (ユーロ圏)	概況	製造業景況感は引き続き低調な景気動向を示唆、E Uは英離脱期限を延期
	実質GDP	7-9月期成長率は前期比年率+0.8%。前四半期と変わらず。18年7-9月期(+0.8)以来の低成長が続く。
	企業部門	10月ユーロ圏製造業PMIは45.9、同新規受注指数は45.3。ともに2カ月ぶりに改善したが、それぞれ9カ月、13カ月連続で分岐点(50)割れ。
	労働市場	9月失業率は7.5%(前月と同等)。6月に7.5%に低下した後は低下傾向一服(7月の7.6%は14年7月以来の前月比上昇)。
	家計部門	10月消費者信頼感指数は▲7.6。2カ月ぶりに悪化。18年12月以来の低水準。9月小売売上(実質/自動車等除く)は前月比+0.1%。増勢は鈍化気味。
	物価	10月消費者物価は総合が前年比+0.7%(前月+0.8)。18年11月以降、鈍化傾向が持続。コアは同+1.1%。16年以降のレンジ(+0.7~1.3)内。
中国	政府部門・政策動向等	英・E Uが離脱条件修正で合意したが、英議会の承認には至らず。E Uは離脱期限を最長20年1月末まで延期。英は総選挙を12月12日に行う法案を可決。
	概況	経済指標の多くは引き続き低調ながら、一部指標に底入れの気配
	実質GDP	7-9月期成長率は前年比+6.0%(前四半期+6.2)。92年統計開始以降の最低値を更新。19年成長率目標(+6.0~6.5)の下限。
	企業部門	10月製造業PMIの統計局版は49.3。2カ月ぶりに悪化し、2月の底(49.2)に接近。一方、財新版は51.7。4カ月連続改善。17年2月以来の高水準。
	家計部門	9月小売売上は前年比+7.8%(前月+7.5)。3カ月ぶりに加速したが、前半の増勢には届かず(1-6月通算の前年比は+8.4)。
	住宅市場・建設等	1-9月通算の固定資産投資は前年比+5.4%。3カ月連続減速。1-5月通算以降は18年実績(+5.9)を下回って推移。
中国	物価	9月生産者物価は前年比▲1.2%。5カ月連続鈍化。16年7月(▲1.7)来の低下率。消費者物価は+3.0(食品+11.2)。3%台は13年11月以来。
	政府部門・政策動向等	トランプ大統領の「第1段階」の通商合意に到達との発表に対し、中国は「合意」とせず、「実質的な進展」と表現。「合意」事項文書化に向けた対米協議を継続。

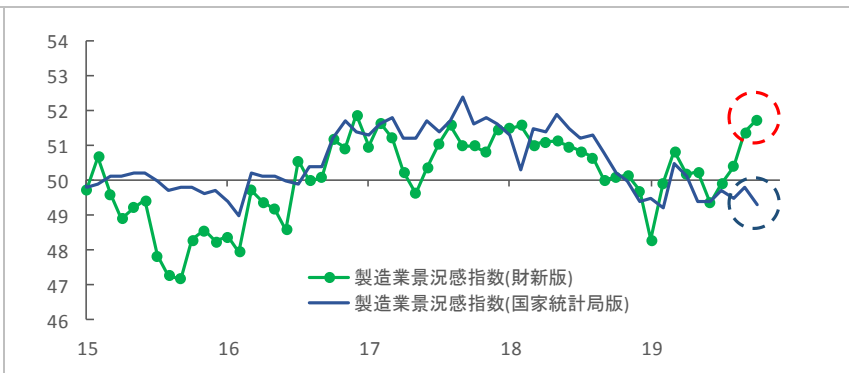
■ 注目指標

【ユーロ圏：ドイツの自動車産業景況感と乗用車輸出台数】



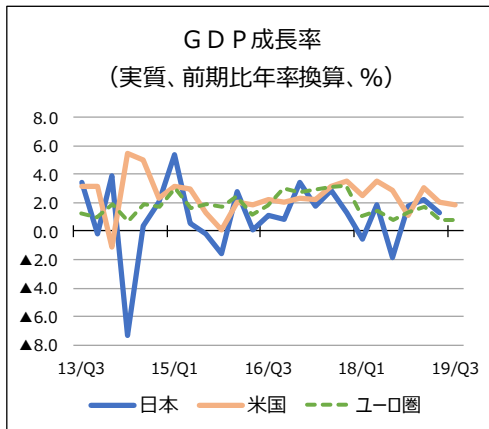
ドイツ自動車産業の景況感や輸出が足下で持ち直す方向にある。これまでは自動車産業の悪化が強く影響し、ドイツ製造業の落ち込みが目立っていた。ドイツの落ち込みがユーロ圏全体の景気下押し圧力となってきたが、足下の自動車産業動向はそうした流れの反転を示唆するものとして注目される。

【中国：製造業景況感指数】

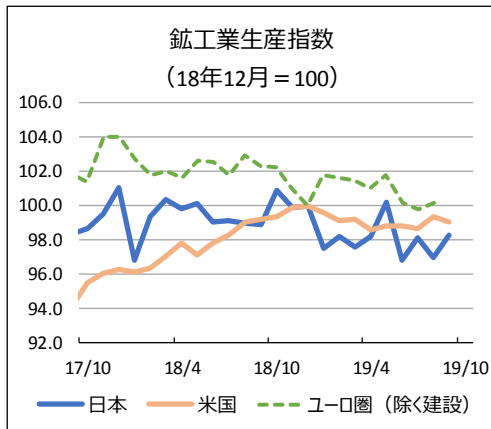


財新版と統計局版のPMIの差異が目立っている。両者の調査対象の相違が影響していると思われる。前者は沿岸部、民間企業、中小企業、などの割合が相対的に高く、後者は国有企業、大企業、重工業、などの割合が高いとされている。地域や業種、企業規模、輸出比率、などによる企業活動の差異が拡大している可能性がある。今後、統計局版が財新版の改善に追随することが期待される。

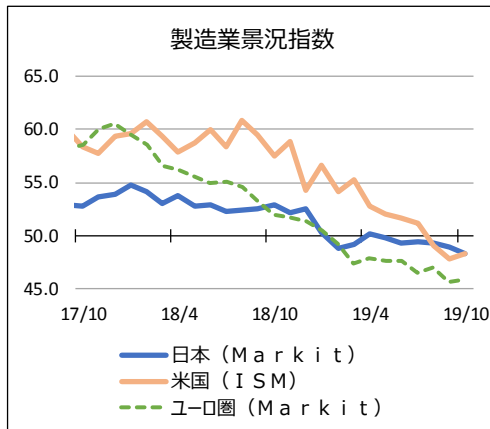
経済動向【主要指標の推移】



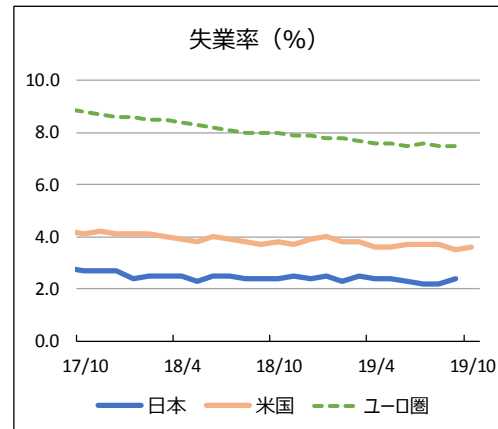
日本の4～6月期成長率は減速
米国の7～9月期は前四半期とほぼ同等
ユーロ圏の7～9月期は前四半期と変わらず



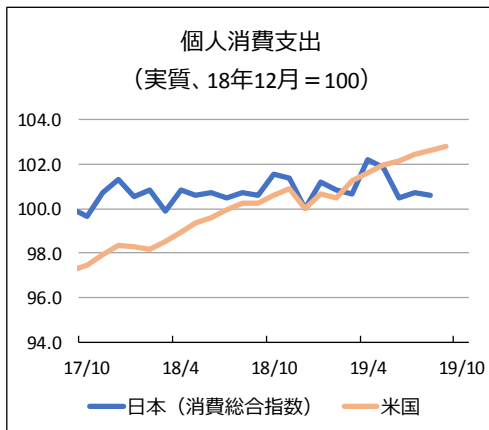
日本の鉱工業生産は横這い圏のレンジの下限近くで推移
米国の年初からの減少傾向は4月を底に一服
ユーロ圏は昨年未近くからの横這い圏のレンジの下限近くで推移



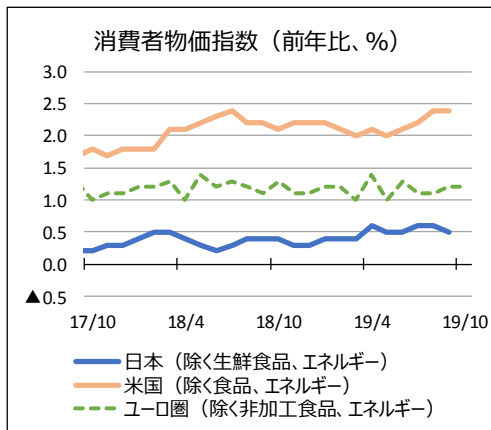
日本の製造業景況指数は10月に2月の底を更新
米国の10月に7カ月ぶりに改善
ユーロ圏は改善する月を交えながらも水準を切り下げながら推移



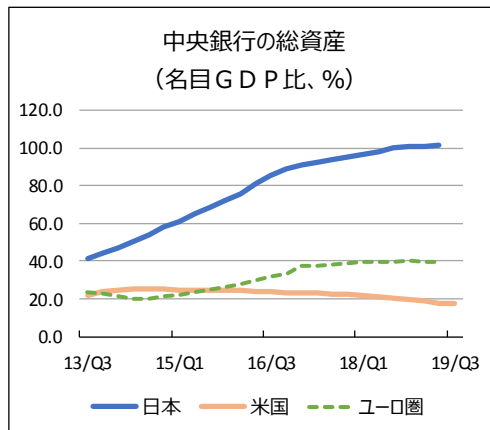
日本の失業率は9月に上昇、上昇は3月以来
米国の10月に上昇、上昇は6月以来
ユーロ圏は6月の低下を最後に低下傾向一服



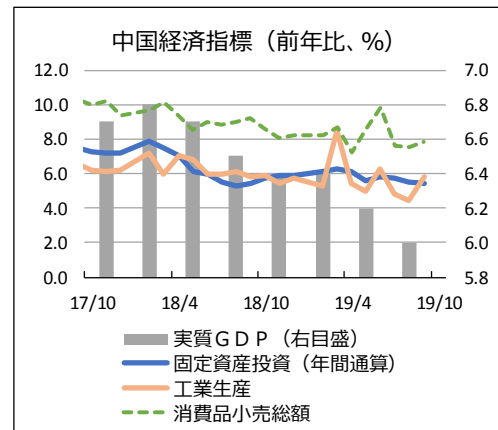
日本の個人消費は一進一退の後、4月に増加したが持続せず
米国の12月以降、増加傾向が頭打ちとなったが、3月以降は復調



日本の消費者物価上昇率は4月以降、水準を小幅切り上げ
米国の上昇率は昨年7月の直近ピークと同等の水準へ
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7月を最後に資産縮小を終了
ECBは昨年12月を最後に資産購入を一旦終了するも、11月から再開へ



中国の7～9月期成長率は減速
工業生産の増加率は3月に急加速したが、持続せず
固定資産投資の増加率は3月をピークに減速気味の推移へ
小売上の増加率は6月に急加速したが、持続せず

経済動向【りそな景気先行指数】

りそな景気先行指数

9月は2カ月連続で分岐点（50）割れ、景気持ち直しを示唆する動きは足踏み

※ 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

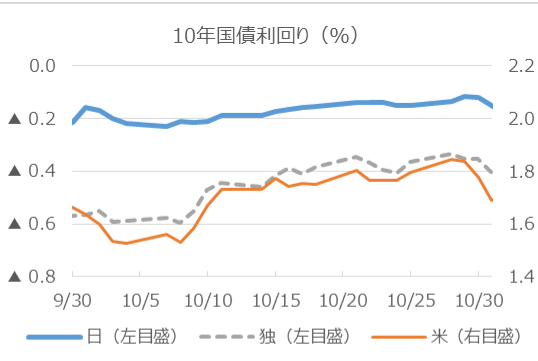
	景気先行 D I	米国							ドイツ	中国		日本	
		I S M 製造業 新規受注指数	N F I B 中小企業 楽観指数	ミシガン大学 消費者センチメント (期待指数)	非国防 資本財受注 (航空機除く) (百万ドル)	新規失業保険 申請件数 (千人)	N A H B 住宅市場指数	商工ローン 貸出基準(%) (大・中規模企業)	I f o 景況感指数 (期待指数)	製造業 P M I (財新)	マネーサプライ (M2) (前年比(%))	中小企業 景況調査 売上見通し D I	実質輸出指数
17/10	70.8	64.1	103.8	90.5	67,140	238	68	▲ 8.5	105.4	51.0	8.9	10.4	108.2
17/11	91.7	63.6	107.5	88.9	65,101	241	69	▲ 8.5	106.6	50.8	9.1	12.9	112.9
17/12	66.7	67.3	104.9	84.3	66,707	242	74	▲ 8.5	105.5	51.5	8.1	3.5	110.8
18/1	66.7	65.2	106.9	86.3	66,237	234	72	▲ 10.0	104.6	51.5	8.6	11.9	113.9
18/2	66.7	64.3	107.6	90.0	67,522	220	71	▲ 10.0	103.3	51.6	8.8	10.8	111.3
18/3	50.0	62.4	104.7	88.8	66,828	223	70	▲ 10.0	101.6	51.0	8.2	11.7	110.5
18/4	41.7	61.7	104.8	88.4	67,882	219	68	▲ 11.3	100.3	51.1	8.3	7.7	114.5
18/5	45.8	62.9	107.8	89.1	68,034	220	70	▲ 11.3	99.7	51.1	8.3	13.6	111.4
18/6	45.8	63.0	107.2	86.3	68,784	222	68	▲ 11.3	99.6	51.0	8.0	9.9	110.5
18/7	50.0	60.8	107.9	87.3	69,973	215	68	▲ 15.9	99.5	50.8	8.5	7.7	110.9
18/8	58.3	64.5	108.8	87.1	69,477	214	67	▲ 15.9	101.0	50.6	8.2	4.0	111.7
18/9	58.3	61.5	107.9	90.5	69,184	213	67	▲ 15.9	101.9	50.0	8.3	9.2	108.4
18/10	25.0	58.0	107.4	89.3	69,904	216	68	▲ 15.9	99.4	50.1	8.0	7.1	112.2
18/11	20.8	61.8	104.8	88.1	69,052	227	60	▲ 15.9	98.7	50.2	8.0	9.7	109.8
18/12	12.5	51.3	104.4	87.0	67,964	222	56	▲ 15.9	97.5	49.7	8.1	7.4	110.8
19/1	16.7	58.2	101.2	79.9	68,935	225	58	2.8	94.2	48.3	8.4	▲ 1.6	107.0
19/2	37.5	55.5	101.7	84.4	69,166	222	62	2.8	94.5	49.9	8.0	▲ 0.1	110.7
19/3	58.3	57.4	101.8	88.8	69,396	214	62	2.8	93.8	50.8	8.6	▲ 0.8	109.5
19/4	66.7	51.7	103.5	87.4	68,629	214	63	▲ 4.2	92.5	50.2	8.5	▲ 4.9	110.9
19/5	58.3	52.7	105.0	93.5	68,794	217	66	▲ 4.2	94.3	50.2	8.5	▲ 7.9	106.1
19/6	50.0	50.0	103.3	89.3	69,431	223	64	▲ 4.2	93.7	49.4	8.5	▲ 6.0	110.5
19/7	58.3	50.8	104.7	90.5	69,435	212	65	▲ 2.8	92.1	49.9	8.1	▲ 4.4	111.6
19/8	41.7	47.2	103.1	79.9	68,901	216	67	▲ 2.8	91.1	50.4	8.2	▲ 13.0	110.7
19/9	33.3	47.3	101.8	83.4	68,495	213	68	▲ 2.8	91.0	51.4	8.4	▲ 9.6	110.9
19/10		49.1		84.2			71	5.4	91.9	51.7		▲ 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【10月のレビュー】

債券市場 10年国債利回りは日米独とも上昇した後、月末に反転



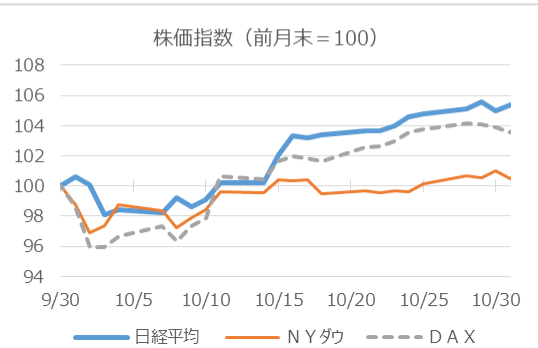
【国内】 月初の10年国債利回りは国債入札不調で上昇した後、米 I S M 指数の悪化などを背景に低下。中旬以降は上昇傾向。11日の「第1弾」合意に至る米中通商交渉動向や合意事項調印を楽観視する下旬の報道が影響。月末は F O M C 後の議長会見がハト派的と解釈され、低下。

【海外】 月初の米10年国債利回りは低下。I S M 指数の悪化や、W T O によるエアバス補助金対抗関税承認が影響。月央にかけては上昇。「第1弾」合意に至る対中通商交渉動向が影響。下旬は合意事項調印を楽観視する報道で上昇した後、反転。F O M C 後のハト派的な議長会見や低調な物価指標が影響。

独10年国債利回りは米国と概ね同様に推移。

	19年9月末	19年10月末	変化幅
日本	▲0.215	▲0.150	0.065
米国	1.66	1.69	0.03
ドイツ	▲0.57	▲0.41	0.16

株式市場 日米独とも月初の急落の後、上昇、月後半のN Y ダウは伸び悩み



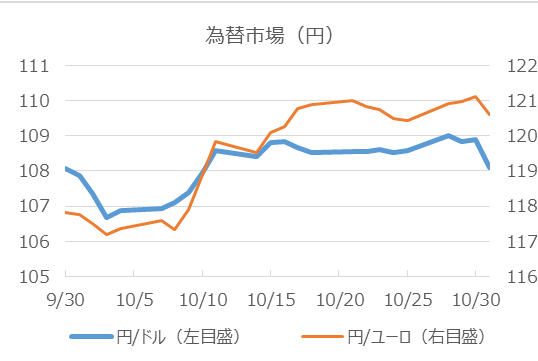
【国内】 月初の日経平均は急落。米 I S M 製造業指数の悪化などが影響。中旬以降は大幅高。11日の「第1弾」合意に至る米中通商交渉動向や合意事項調印を楽観視する下旬の報道が影響。米欧長期金利が上昇し、円高リスクが後退したことも買い要因。

【海外】 月初のN Y ダウは急落。I S M 製造業指数の悪化や、W T O によるエアバス補助金対抗関税承認が影響。月央にかけては上昇。「第1弾」合意に至る対中通商交渉動向が影響。合意履行への不透明感が残るなかで一旦頭打ちとなったが、下旬は合意事項調印を楽観視する報道などで買い優勢。

独 D A X は米国と概ね同様に推移。

	19年9月末	19年10月末	変動率 (%)
日経平均 (円)	21,755.84	22,927.04	5.38
N Y ダウ (ドル)	26,916.83	27,046.23	0.48
D A X (ポイント)	12,428.08	12,866.79	3.53

為替市場 円/ドル、円/ユーロとも円安に振れた後、円安一服



【円/ドル】 月初は米 I S M 指数悪化で円高。その後は11日の部分合意に至る米中通商交渉を背景に円安。合意履行への不透明感が残り一旦円安は一服したが、下旬に入り再び円売り優勢。合意事項調印を楽観視する報道が影響。月末は中国が長期的な米中合意に疑念と伝わり円高。

【円/ユーロ】 ドル/ユーロは下旬近くまでユーロ高傾向。米 I S M 指数悪化、E C B 理事会参加者の多くが量的緩和再開に消極的であったとの報道、英「合意なき離脱」回避を窺わせる報道の続出、などが影響。下旬は方向感なし。

月前半の円は対ドルで売り優勢。一方、ユーロは強く、円/ユーロは円安。その後は対ドルの円安が一服したが、ユーロは下旬近くまで強く、円/ユーロは一段と円安へ。下旬の円/ユーロは方向感なし。

	19年9月末	19年10月末	変動率 (%)
円/ドル	108.08	108.11	0.03
円/ユーロ	117.82	120.61	2.36

※ 変動率はプラスが円安方向

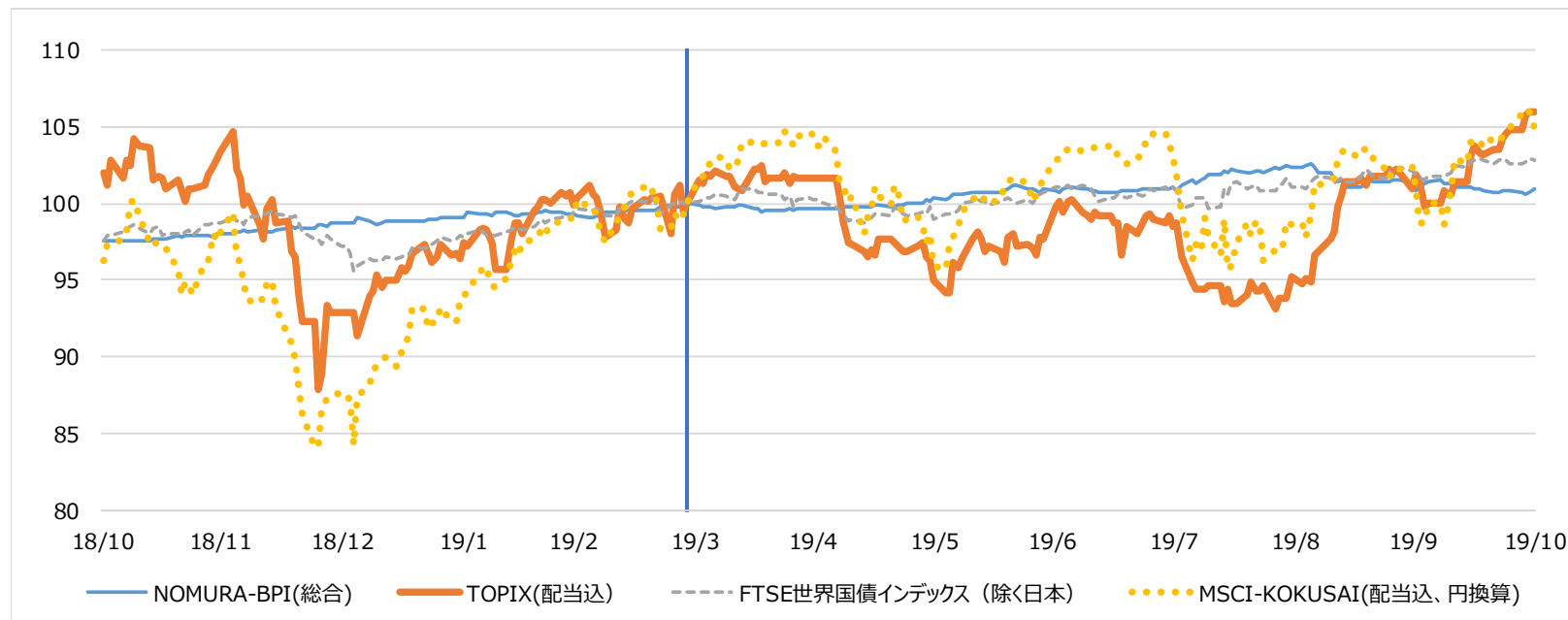
10月の主な出来事

I S M 指数悪化、第1弾米中合意、英 E U 離脱延期、F O M C 声明変更、などが市場に影響

- 1日 米 I S M 製造業指数、予想に反して悪化、09年6月来の低水準（3日の非製造業指数も大幅悪化）
- 2日 W T O、米国によるエアバス補助金対抗の対 E U 関税賦課を承認、米政権は18日に発動と表明
- 7日 米商務省、ウイグル族弾圧を理由として中国監視カメラ大手ハイビジョンなどに禁輸措置を課すと発表
- 11日 F R B、600億ドル/月の短期債購入開始を発表、短期市場逼迫に対応、金融政策変更ではないと強調
- ” トランプ大統領、中国と第1段階の通商合意に達したと発表、中国の米農産品購入、為替相場の透明性向上、金融サービス問題などについて合意、米国は15日に予定していた制裁関税率引き上げを見送り
- 12日 大型台風上陸、各地で大きな被害
- 17日 英政府と欧州委が E U 離脱条件の修正で合意
- 18日 中国7～9月期 G D P 成長率、前年比+6.0%に減速、統計を避れる92年以来で最低の伸び
- 19日 英下院、政府と E U が合意した新たな離脱案の採決を先送り、首相は E U に離脱延期を申請
- 21日 米国家経済会議委員長、12月に予定する対中追加関税を課さない可能性に言及
- 25日 米中政府がいくつかの分野で通商合意事項調印に向けた交渉の最終段階に近づいていると報道
- 28日 E U、10月31日としての英離脱期限を最長で20年1月31日まで延期することで合意
- ” トランプ大統領、対中通商部分合意に関し、調印に向けた調整が「計画より早く進んでいる」と発言
- 29日 英下院、総選挙を12月12日に行う特例法案を可決
- 30日 F O M C、0.25%の利下げを決定、声明文は「景気拡大を維持するために適切に行動」との文言を削除
- 議長は「利上げを検討するなら、物価上昇率は現在の水準をかなり上回る必要がある」と発言
- 31日 日銀決定会合、現在の水準を下回る長短金利操作を視野に入れた表現にフォワードガイダンスを修正

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【2019年10月末基準：2019年3月末＝100】



■ 変動率

	10月	4月～10月
国内債券：NOMURA-BPI(総合)	▲ 0.42%	0.89%
国内株式：TOPIX(配当込)	4.99%	6.00%

	10月	4月～10月
外国債券：FTSE世界国債インデックス (除く日本)	0.80%	2.87%
外国株式：MSCI-KOKUSAI(配当込, 円換算)	2.40%	4.91%

■ ご参考：為替変動率（同期間、プラスが円安）

円/ドル	0.03%	▲ 2.33%
------	-------	---------

円/ユーロ	2.36%	▲ 2.96%
-------	-------	---------

■ 主な市場変動要因

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
19年1月	FRB政策姿勢修正、米中協議進展期待、中国需要減速下の企業決算
19年2月	米中貿易協議進展観測の高まり、米19会計年度予算成立
19年3月	経済見通し悪化、米欧中銀の政策修正、米中早期貿易合意への疑念
19年4月	米中貿易協議が順調との見方、総じて改善方向の米中経済指標

19年5月	米政権の対中・対メキシコ交渉姿勢強化、FRB利下げ観測の高まり
19年6月	FRB早期利下げ観測、米の対メキシコ関税回避、米中協議再開の気運
19年7月	世界的な金融緩和色の強まり（FRBの利下げ）、米中協議長期化懸念
19年8月	米中通商対立激化、香港民主化運動、FRB追加利下げ観測
19年9月	米中交渉進展期待、米欧追加緩和、サウジ攻撃、米大統領弾劾調査
19年10月	米中「第1弾」通商合意、英EU離脱期限延期、FRBの連続利下げ

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	1.14	0.42	▲ 0.45			▲ 0.45		1.11
ベンチマーク収益率	0.91	0.40	▲ 0.42			▲ 0.42		0.89
超過収益率	0.23	0.02	▲ 0.03			▲ 0.03		0.22
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）							

【10月の投資行動】

主に超長期ゾーンから長期ゾーン、及び超長期ゾーン内の入れ替えを実施
バリュエーションの変化を受け、主に超長期ゾーンから長期ゾーン、及び超長期ゾーン内の入れ替えを実施。 非国債は売買を特に行わず、オーバーウェイトを維持。

【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	1.05	0.54	▲ 0.46			▲ 0.46		1.13
ベンチマーク収益率	0.91	0.40	▲ 0.42			▲ 0.42		0.89
超過収益率	0.14	0.14	▲ 0.04			▲ 0.04		0.24
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）							

【10月の投資行動】

長めのデュレーションを維持しながらも、その幅を月末に向けて圧縮
金利戦略では、月を通してベンチマーク対比長めのデュレーションを維持。但し、月末の金融政策決定会合に向け、その幅を圧縮しリスクを抑制。 クレジット戦略では、事業債及び円建外債をベンチマーク対比オーバーウェイトとする戦略を継続。

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	▲ 2.03	3.35	4.46			4.46		5.76
ベンチマーク収益率	▲ 2.35	3.39	4.99			4.99		6.00
超過収益率	0.32	▲ 0.05	▲ 0.54			▲ 0.54		▲ 0.24
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)							

【10月の投資行動】

独自の成長要因を持つ銘柄に投資
米中通商問題の長期化によるグローバル景気への悪化懸念は根強いものの、金融・財政面での景気対策期待もあり、株式相場は変動性の高い、不安定な動きを引き続き予想。 そうしたなか、懸念された消費増税後の住宅受注の落ち込みも限定的で、自動車ガラス向け中間膜の成長回帰が期待される積水化学工業（住宅・化学大手）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	▲ 6.42	3.90	5.31			5.31		2.40
ベンチマーク収益率	▲ 2.35	3.39	4.99			4.99		6.00
超過収益率	▲ 4.07	0.51	0.32			0.32		▲ 3.61
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)							

【10月の投資行動】

収益性改善への期待が高まった銘柄をウェイトアップ
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企業へ継続投資。 個別では、国内外の生産拠点の最適化やキャッシュの有効活用、政策保有株の縮減など収益性改善への取り組み進展が期待できる味の素（調味料大手）などの保有比率を引き上げ。

【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	2.35	3.28	5.29			5.29		11.30
ベンチマーク収益率	▲ 2.35	3.39	4.99			4.99		6.00
超過収益率	4.70	▲ 0.12	0.30			0.30		5.29
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)							

【10月の投資行動】

グローバルでの成長持続が期待される企業に継続投資
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	0.57	1.20	0.85			0.85		2.65
ベンチマーク収益率	0.73	1.32	0.80			0.80		2.87
超過収益率	▲ 0.15	▲ 0.12	0.05			0.05		▲ 0.23
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、デレレーション、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）							

【10月の投資行動】

小幅短めのデレレーションを継続、E U 離脱動向に応じ通貨配分等を調整
小幅短めのデレレーションを継続。英国の E U からの「合意なき離脱」リスクが後退したとの判断を背景に、中立としていたアイルランドをオーバーウェイト化。通貨配分についても合意なき離脱リスクの後退を背景に、ユーロのアンダーウェイト幅を縮小。一方、オーバーウェイトとしていた豪ドルの中立化等を実施。

■ 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	0.52	2.14	3.07			3.07		5.82
ベンチマーク収益率	1.70	0.74	2.40			2.40		4.91
超過収益率	▲ 1.18	1.40	0.67			0.67		0.91
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）							

【10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）

【10月の資産配分方針】

国内：国内株式のニュートラル高め、国内債券の同低めを維持
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

先行きの株式市場は安定感を強めながら堅調に推移すると予想。国内、海外とも株式のニュートラル高めを維持（内外債券はニュートラル低めを維持）。

先行きの市場見通しは以下の通り。

- ・米国では、雇用の増勢は鈍化気味ながら、失業率が上昇傾向に転じるほどの鈍化には至らず。時間給の伸びは良好な水準を維持しており、個人消費は堅調に推移すると予想。
- ・米国の製造業景況感は、在庫調整圧力や米中通商対立を背景に悪化。しかし、世界的な製造業景況感は中国を先導役に底入れの気配を窺わせながら推移。そうした世界の景況感動向は年末～年始にかけての在庫調整一巡を示唆。
- ・米中通商交渉に関しても、「第1弾」合意に至るなど、対立は一旦和らぐ方向。依然として不確実性は拭い切れず、引き続き設備投資などの重石になると見られるが、緩和的な金融環境が下振れ圧力を軽減すると想定。
- ・製造業活動の鈍化が米国景気の下押し要因となってきたが、堅調な消費動向などを背景に、これまでのところ非製造業の景況感は底堅さを保持。そうした段階で製造業の在庫調整一巡、7月以降3会合連続で実施した利下げ（長期金利低下）による支え、などが想定されることから、景気は次第に持ち直すと予想。
- ・加速感を欠く物価動向と通商対立を巡る不確実性の残存を背景に、F R Bは暫くの間、更なる緩和策を排除しない姿勢を維持すると予想。但し、上述のように米国景気は次第に持ち直し、利下げ局面が長引く可能性は低いと判断。
- ・足下の米国長期金利は10月利下げ後のF R Bの政策金利に接近した水準にあり、一段の低下余地は限定的と判断。先行きには景気が持ち直し、F R Bの利下げ局面も一旦収束すると見られることから、長期金利の水準は幾分か切り上がると予想。
- ・株価は9月以降、世界的に上昇しているが、（一旦和らぐ方向ながら）通商対立を巡る不確実性は依然として拭い切れず、市場は再び不安定化する可能性を孕みながら推移すると予想。
- ・しかし、先行きには米国をはじめとして世界経済の持ち直しが明らかとなり、緩和的な金融政策と合わせて市場環境は好転すると予想。そのため、先行きの株式市場は安定感を強めながら堅調に推移すると予想。
- ・先行きにF R Bの利下げ局面収束、米国長期金利の緩やかな上昇、堅調な株価推移（リスク選好の円売り）などが見込まれ、円/ドル相場は次第に円安気味となる見通し。

		2018年度				2019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

緩和的な金融環境と世界経済持ち直しで株価・長期金利は緩やかに上昇

マクロ環境：短期景気循環は年末～年始にかけて持ち直す見通し

- ・ 9月のりそな景気先行指数は2カ月連続で分岐点（50）割れ、景気持ち直しを示唆する動きは足踏み
- ・ しかし、下押し要因となってきた製造業の調整が非製造業に波及する動きは限定的
- ・ 製造業においてもグローバルPMIの悪化傾向は中国を先導役に底入れする気配

金融環境：緩和的な金融環境が不確実性の高まりによる景気の下振れ圧力を軽減

- ・ FRBは10月FOMCで3会合連続の利下げを決定、声明文から「適切に行動」との文言を削除したが、議長は更なる緩和を否定せず
- ・ ECBは9月理事会で包括的緩和策を決定（マイナス金利深掘り、量的緩和再開、長期資金の供給条件緩和など）
- ・ 日銀は10月決定会合でフォワードガイダンスを強化（現在の水準を下回る長短金利操作を視野に）

市場環境：景気・長期金利動向は15年チャイナショック後の展開と類似

- ・ 相違点は景気持ち直しに向けた勢いと金融政策動向

注目タイムテーブル

11月13日	(米) ウクライナを巡る大統領不正公聴会開始
11月18日	(米) 対ファーウェイ禁輸例外措置期限
11月中旬	(米) 自動車追加関税判断
12月6日	(オーストリア) OPEC・非加盟産油国会合
12月9日	(日) 臨時国会会期末
12月10日	(米) FOMC（～11日）
12月12日	(EU) ECB理事会
〃	(EU) EU首脳会議（～13日）
〃	(英) 総選挙
12月15日	(米) 対中制裁関税第4弾全面発動
12月18日	(日) 金融政策決定会合（～19日）
12月19日	(英) 金融政策委員会結果公表
12月下旬	(中) 日中韓首脳会談
12月内	(米) 下院大統領弾劾決議案採決
年内	(未定) 米中「第1弾」通商合意署名

■ 今後の見通し（先行き3～6カ月程度）

投資環境		世界経済が底割れするには至らず、先行きは次第に持ち直し
日本	景気動向	雇用環境の改善や人手不足に伴う効率化・省力化投資を背景に、内需は総じて底堅く推移すると予想。消費増税の影響は警戒されるが、教育無償化、ポイント還元をはじめとする需要対策、今後組成が想定される補正予算、などが支えとなり、内需を大きく下押しするには至らないと予想。そうしたなかで、海外要因が景気を左右すると想定。
	政策動向	日銀は円高リスクの高まり次第で追加緩和を検討するが、緩和策の現実化には至らないと予想。先行きのFRB利下げ局面収束 → 円高リスク後退を想定。
米国	景気動向	米国では製造業景況感が悪化しているが、年末～年始にかけて想定される在庫調整の一巡、「第1弾」通商合意で一旦和らぐ方向の米中対立、などを背景に次第に持ち直す見通し。依然として通商対立を巡る不確実性は拭い切れず、引き続き設備投資などの重石になると見られるが、緩和的な金融環境が下振れ圧力を軽減すると想定。製造業活動の鈍化が米国景気の下押し要因となってきたが、これまでのところ非製造業の景況感は底堅さを保持。そうした段階で製造業の在庫調整一巡、7月以降3会合連続で実施した利下げ（長期金利低下）による支え、などが想定されることから、景気は次第に持ち直す予想。
	政策動向	FRBは暫くの間、更なる緩和策を排除しない姿勢を維持すると予想。しかし、先行きには景気が持ち直し、利下げ局面は長引かない見通し。
市場動向		長期金利は幾分か水準を切り上げ、株価は堅調、円/ドルは円安気味
長期金利	日本	先行きの米国景気持ち直し → FRB利下げ局面収束 → 円高リスク後退を想定。日銀は追加緩和に踏み切らず、長期金利は幾分か水準を切り上げる見通し。
	米国	先行きに景気の持ち直しが明らかとなり、FRBの利下げ局面は一旦収束すると予想。長期金利は幾分か水準を切り上げる見通し。
株価	日本	海外要因が日本の景気や企業業績動向を左右すると見られるなかで、米国と概ね同様に推移する見通し。
	米国	先行きの景気持ち直しを想定。緩和的な金融政策と合わせて市場環境は好転し、株価は安定感を強めながら堅調に推移すると予想。
為替	円/ドル	先行きにFRBの利下げ局面収束、米国長期金利の緩やかな上昇、堅調な株価推移（リスク選好の円売り）、などが見込まれ、次第に円売り優勢となる見通し。
リスク要因		通商対立、金融政策の自由度低下（インフレ・不均衡拡大）、英「合意なき離脱」、地政学リスク（原油急騰）、過剰債務の収縮、など

(ご参考) 市場指標の推移

【月末：水準】

※ 白抜きは四半期末

	18年10月末	18年11月末	18年12月末	19年1月末	19年2月末	19年3月末	19年4月末	19年5月末	19年6月末	19年7月末	19年8月末	19年9月末	19年10月末
日経平均	21,920.46	22,351.06	20,014.77	20,773.49	21,385.16	21,205.81	22,258.73	20,601.19	21,275.92	21,521.53	20,704.37	21,755.84	22,927.04
NYダウ	25,115.76	25,538.46	23,327.46	24,999.67	25,916.00	25,928.68	26,592.91	24,815.04	26,599.96	26,864.27	26,403.28	26,916.83	27,046.23
NASDAQ	7,305.90	7,330.54	6,635.28	7,281.74	7,532.53	7,729.32	8,095.39	7,453.15	8,006.24	8,175.42	7,962.88	7,999.34	8,292.36
DAX	11,447.51	11,257.24	10,558.96	11,173.10	11,515.64	11,526.04	12,344.08	11,726.84	12,398.80	12,189.04	11,939.28	12,428.08	12,866.79
日10年国債	0.13%	0.09%	▲ 0.01%	0.00%	▲ 0.02%	▲ 0.10%	▲ 0.05%	▲ 0.10%	▲ 0.17%	▲ 0.16%	▲ 0.28%	▲ 0.22%	▲ 0.15%
米10年国債	3.14%	2.99%	2.68%	2.63%	2.72%	2.41%	2.50%	2.12%	2.01%	2.01%	1.50%	1.66%	1.69%
独10年国債	0.39%	0.31%	0.24%	0.15%	0.18%	▲ 0.07%	0.01%	▲ 0.20%	▲ 0.33%	▲ 0.44%	▲ 0.70%	▲ 0.57%	▲ 0.41%
円/ドル	112.86	113.55	109.72	108.83	111.32	110.69	111.38	108.58	107.74	108.58	106.15	108.08	108.11
円/ユーロ	127.87	128.57	125.42	124.88	126.76	124.28	124.82	120.99	122.69	120.89	116.89	117.82	120.61

【月次：変化率(利回りは変化幅)】

	18年11月	18年12月	19年1月	19年2月	19年3月	19年4月	19年5月	19年6月	19年7月	19年8月	19年9月	19年10月	過去1年
日経平均	1.96%	▲ 10.45%	3.79%	2.94%	▲ 0.84%	4.97%	▲ 7.45%	3.28%	1.15%	▲ 3.80%	5.08%	5.38%	4.59%
NYダウ	1.68%	▲ 8.66%	7.17%	3.67%	0.05%	2.56%	▲ 6.69%	7.19%	0.99%	▲ 1.72%	1.95%	0.48%	7.69%
NASDAQ	0.34%	▲ 9.48%	9.74%	3.44%	2.61%	4.74%	▲ 7.93%	7.42%	2.11%	▲ 2.60%	0.46%	3.66%	13.50%
DAX	▲ 1.66%	▲ 6.20%	5.82%	3.07%	0.09%	7.10%	▲ 5.00%	5.73%	▲ 1.69%	▲ 2.05%	4.09%	3.53%	12.40%
日10年国債	▲ 0.05%	▲ 0.10%	0.01%	▲ 0.02%	▲ 0.08%	0.05%	▲ 0.05%	▲ 0.07%	0.01%	▲ 0.12%	0.07%	0.07%	▲ 0.28%
米10年国債	▲ 0.16%	▲ 0.30%	▲ 0.05%	0.09%	▲ 0.31%	0.10%	▲ 0.38%	▲ 0.12%	0.01%	▲ 0.52%	0.17%	0.03%	▲ 1.45%
独10年国債	▲ 0.07%	▲ 0.07%	▲ 0.09%	0.03%	▲ 0.25%	0.08%	▲ 0.22%	▲ 0.13%	▲ 0.11%	▲ 0.26%	0.13%	0.16%	▲ 0.79%
円/ドル	0.62%	▲ 3.38%	▲ 0.81%	2.29%	▲ 0.57%	0.62%	▲ 2.51%	▲ 0.77%	0.78%	▲ 2.24%	1.82%	0.03%	▲ 4.21%
円/ユーロ	0.54%	▲ 2.45%	▲ 0.43%	1.51%	▲ 1.95%	0.43%	▲ 3.07%	1.41%	▲ 1.47%	▲ 3.30%	0.80%	2.36%	▲ 5.68%
NOMURA-BPI(総合)	0.42%	0.76%	0.38%	0.22%	0.70%	▲ 0.31%	0.61%	0.61%	0.12%	1.36%	▲ 1.06%	▲ 0.42%	3.41%
TOPIX(配当込)	1.30%	▲ 10.21%	4.92%	2.60%	0.09%	1.65%	▲ 6.52%	2.76%	0.91%	▲ 3.37%	6.04%	4.99%	3.88%
東証REIT指数(配当込)	4.36%	▲ 1.85%	4.66%	0.51%	3.30%	▲ 0.74%	1.75%	1.50%	4.37%	3.78%	4.72%	3.31%	33.70%
FTSE世界国債インデックス(除く日本)	1.24%	▲ 1.53%	0.59%	1.61%	0.63%	0.25%	▲ 1.25%	1.74%	0.33%	0.03%	0.96%	0.80%	5.47%
FTSE世界国債インデックス(除く日本、円ヘッジ)	0.47%	1.40%	0.66%	▲ 0.44%	1.82%	▲ 0.40%	1.66%	1.30%	0.63%	2.79%	▲ 0.69%	▲ 0.67%	8.80%
MSCI-KOKUSAI(配当込、円換算)	1.88%	▲ 10.77%	7.11%	5.71%	0.86%	4.45%	▲ 8.20%	6.07%	1.34%	▲ 4.28%	3.85%	2.40%	8.92%
MSCI-EMF(配当込、円換算)	4.77%	▲ 5.88%	7.89%	2.53%	0.28%	2.76%	▲ 9.56%	5.50%	▲ 0.37%	▲ 6.98%	3.80%	4.26%	7.57%

マンズリー投資情報 2019年11月号

発行：2019年11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。