

INVESTMENT STRATEGY MONTHLY

＜投資戦略マンスリー＞

MITSUBISHI UFJ KOKUSAI ASSET MANAGEMENT

2020年2月



01 世界経済・金融市場見通し
世界経済見通し
金融市場見通し

03 各国経済見通し
日本／米国／欧州
オーストラリア／中国

13 市場見通し
株式／債券／為替
リート／原油

23 市場データ一覧

24 主要金融資産のパフォーマンス

25 主要な政治・経済日程

① 世界経済・金融市場見通し

2020年2月

世界経済

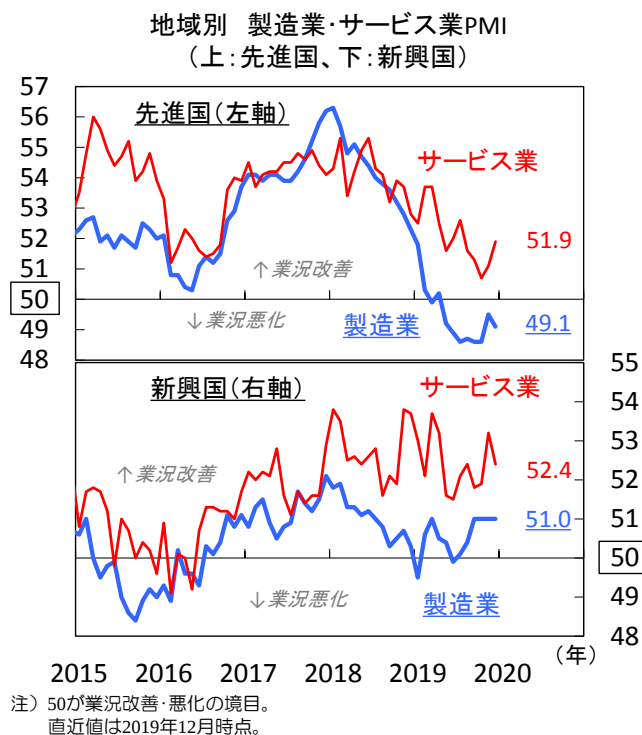
1月公表の中国・欧州景気指標に市場は安堵

昨年来、世界経済の不安要素であった中国やドイツに景気安定化の動きが見られます。中国では昨年12月の生産・消費・投資の伸び率がいずれも市場予想を上回って加速、ドイツでは鉱工業生産の減速感が和らぎつつあります。米中貿易の第1段階合意や中東情勢の緊張緩和などを受け、民間心理面に改善の兆しがみられるなど、2020年の世界経済底固めに向け市場の期待は高まっています。

新型肺炎で中国に逆風、米国の地力頼みへ

ただし、新型肺炎騒動で中国の雲行きが怪しくなった上、昨年来ほぼ一強で世界をけん引してきた米国でも、長引く製造業低迷、雇用改善ペースの鈍化など不安材料が浮上しています。市場が思い描くサービス業安定の間に製造業復調とならず、サービス業が製造業につられて悪化となれば(図1)、景気見通しの修正は不可避です。今後は米景気の持続力も焦点となりそうです。(瀧澤)

【図1】 サービス業安定保つ間に製造業は復調できるか、最大のリスクは製造業とサービス業の共倒れ



出所) マークイットより当社経済調査室作成

金融市場

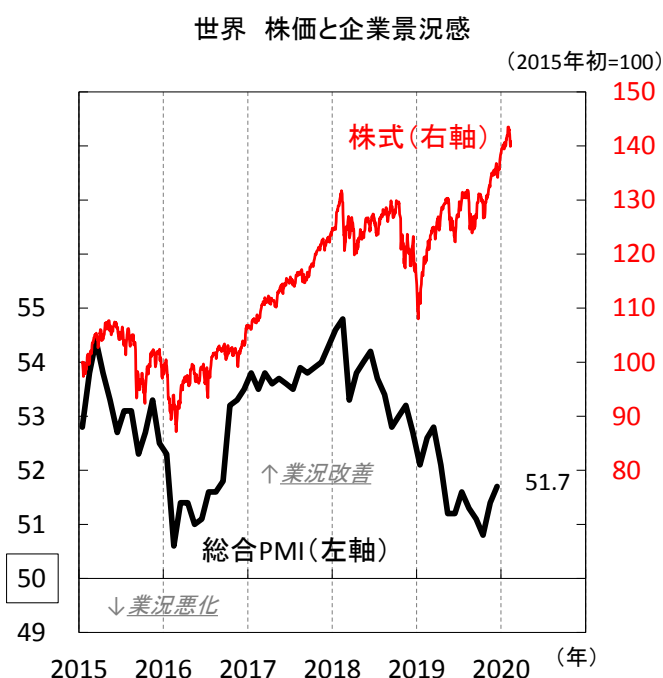
1月は晴れのち雨、新型肺炎で市場に暗雲

2020年の金融市場は、米中の貿易部分合意、米イラン対立激化の不安後退、中国景気安定化の兆しなどが好感され、昨年終盤のリスク選好の流れそのまま開幕を開けました(図2)。ただし、主要株価の史上最高値更新が続く米国を中心にリスク資産の過熱感も意識されるなか、中国で発生した新型肺炎ウイルスの感染拡大の懸念が強まり、1月中旬以降はリスク回避的な流れに転じました。

米国の景気安定と金融緩和策の持続性が鍵に

2019年は、株高が続く一方で景気は減速と、株価と景気の温度差が拡大(図2)、株式市場では過熱感への警戒も根強いと、今後は悪材料に過剰反応する可能性があります。特に昨年来、米中貿易摩擦や中国景気不振が続くなかでもリスク選好が続いた二大要因ともいえる米景気堅調と米金融緩和継続への確信が揺らいだ場合、市場の楽観ムードが一変するリスクに要注意です。(瀧澤)

【図2】 一段と広がる株価と景況感の温度差、株高持続には実体景気堅調との裏付けも必要



注) 世界株式はMSCI ACWI(米ドル)。指数化は当社経済調査室。
総合PMIは製造業とサービス業の合成指数。
直近値は株式が2020年1月28日、総合PMIが2019年12月時点。

出所) MSCI、マークイットより当社経済調査室作成

① 世界経済・金融市場見通し

2020年2月

● 金融市場（6ヵ月後）見通し

注）直近値および見通しは2020年1月28日時点

株式

(単位:ポイント)		直近値	6ヵ月後の見通し
日本	日経平均株価(円)	23,215	23,500-25,500
	TOPIX	1,692	1,660-1,860

(単位:ポイント)		直近値	6ヵ月後の見通し
米国	NYダウ(米ドル)	28,722	28,000-30,000
	S&P500	3,276	3,100-3,300
欧州	ストックス・ヨーロッパ600	417	395-445
	ドイツDAX®指数	13,323	12,900-14,100

債券（10年国債利回り）

(単位:%)		直近値	6ヵ月後の見通し
日本		-0.040	▲0.1-0.1
米国		1.657	1.4-2.0

(単位:%)		直近値	6ヵ月後の見通し
欧州(ドイツ)		-0.341	▲0.5-▲0.1
オーストラリア		0.952	0.8-1.4

為替（対円）

(単位:円)		直近値	6ヵ月後の見通し
米ドル		109.15	102-114
ユーロ		120.30	113-127
オーストラリアドル		73.80	68-82
ニュージーランドドル		71.44	65-79

(単位:円)		直近値	6ヵ月後の見通し
インドルピー		1.5300	1.30-1.70
メキシコペソ		5.829	5.1-6.1
ブラジルレアル		26.023	23-31

リート

(単位:ポイント)		直近値	6ヵ月後の見通し
日本 東証REIT指数		2,188	2,100-2,300

(単位:ポイント)		直近値	6ヵ月後の見通し
米国 S&P米国REIT指数		1,514	1,420-1,580

原油

(単位:米ドル/バレル)		直近値	6ヵ月後の見通し
WTI先物(期近物)		53.48	50-65

注）見通しは当社経済調査室による。

出所）Bloombergより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－日本

2020年2月

日本経済

10-12月期はマイナス成長不可避、
1-3月期は景気を持ち直せるか

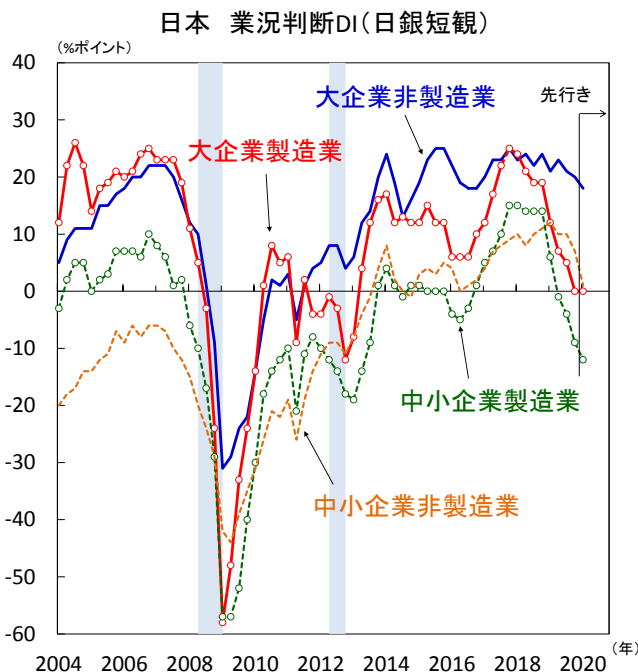
消費増税後の景気は底打ちへ向かうか

日銀短観12月調査では製造業、非製造業ともに景況感は悪化しました（図1）。特に製造業では消費増税後の需要減に加え、台風による生産設備や流通網への影響、米中貿易摩擦の不透明感や外需の低迷等をうけ、約6年半ぶりの低水準となりました。鉱工業生産も大きく低下しており、景気動向指数の一致CIは内閣府の景気の基調判断で4ヵ月連続「悪化」となっています（図2）。

一方、個人消費の指標は消費増税の影響で落ち込んだ後、戻りが鈍い状況です。消費活動指数は11月に反発しているものの、増税前の水準を大きく下回っており、消費者態度指数は前回増税時（2014年4月）よりも低くなっています（図3）。10-12月期の個人消費のマイナスは避けられないとみていますが、当面は消費増税の負の影響が残存しつつも、緩やかに回復するでしょう。但し、足元の消費を下支えしている経済政策のうち、キャッシュレスポイント還元制度は2020年6月に終了予定となっており、政策効果が一部剥落する点は、注意が必要です。

経済政策とインバウンド消費に注目

今月20日に通常国会が召集され、経済対策を含む補正予算案の早期成立が見込まれます。災害復興対策を盛り込んだ大型経済政策の景気押し上げ効果へ期待が集まっていますが、事業規模26兆円に対し、実際にGDPを押し上げる「真水」部分は9兆円程度に止まります（図4）。更に、公共事業を担う建築業界は今夏開催の東京五輪を控えて人手不足が深刻で、建設躯体（くたい）工事業の11月有効求人倍率は11.8倍と高水準になっています（図5）。公共事業の経済効果が現れるまでには相応の時間を要しそうです。また東京五輪に向けては、訪日外国人数の増加も注目です。日韓関係の悪化により韓国からの訪日客は減少している一方、中国からの訪日客の増加が全体を牽引しています。観光政策や各種イベントを控え、訪日客急増と支出増加が期待されますが（図6）、中国での新型コロナウイルスの感染状況によっては、インバウンド消費を押し下げる可能性もありそうです。（三浦）

【図1】製造業、非製造業ともに景況感悪化、
先行きへの不安も強い

注）直近値は2019年12月調査。業況判断は「良い」－「悪い」。
出所）日本銀行より当社経済調査室作成

【図2】景気の基調は弱いも、
生産の先行きは改善の見通し

日本 鉱工業生産、景気動向指数



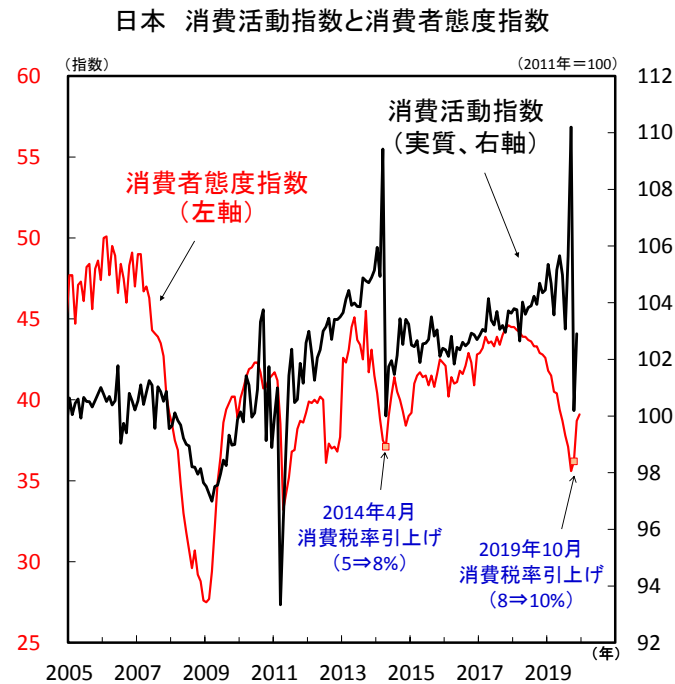
注）直近値は景気動向指数は2019年11月。鉱工業生産は同年11月実績、同年12月、2020年1月は製造工業予測指数の伸びで延長。

出所）内閣府、経済産業省より当社経済調査室作成

② 各国経済見通しー日本

2020年2月

【図3】消費は増税後の落ち込みから反発するも、消費マインドは弱い



注) 直近値は消費者態度指数は2019年12月、消費活動指数は同年11月。消費活動指数は実質ベースで旅行収支調整済み、季節調整値。

出所) 内閣府、日本銀行より当社経済調査室作成

【図4】経済対策の事業規模は26.0兆円、うち真水は9.4兆円

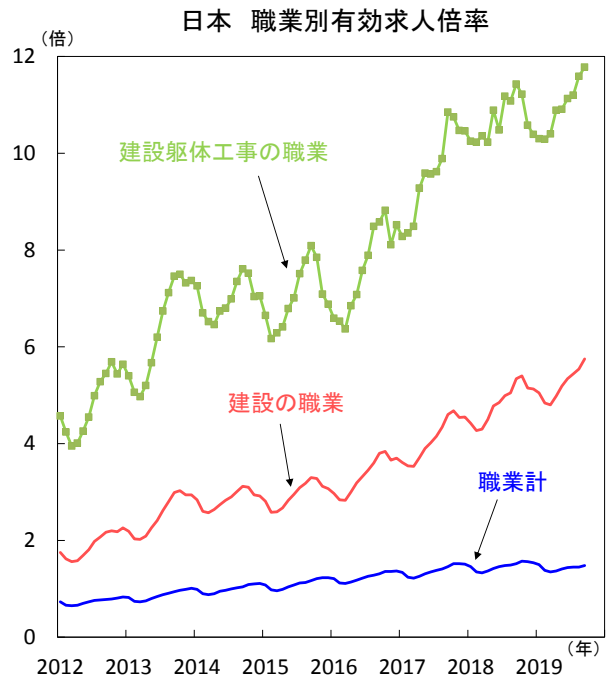
日本「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」

内閣府による実質GDP押し上げ効果の試算は+1.4%程度	
事業規模	26.0兆円
融資、民間支出	12.8兆円
財政支出(国、地方)	13.2兆円
財政投融资	3.8兆円
国・地方の歳出(真水)	9.4兆円
国費	7.6兆円
19年度予算(一般会計)	4.4兆円
予備費	0.1兆円
補正予算	4.3兆円
19年度予算(特別会計)	0.7兆円
20年度予算の臨時・特別の措置	1.8兆円
20年度以降の予算(特別会計)	0.8兆円

注) 財政投融资は2019年度0.7兆円、2020年度2.4兆円。

出所) 財務省より当社経済調査室作成

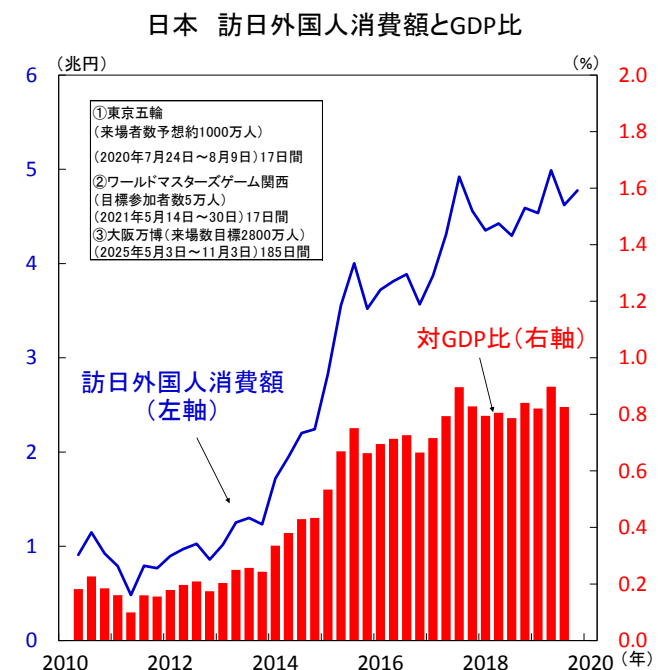
【図5】人手不足が顕著な建設業では有効求人倍率が急上昇



注) 直近値は2019年11月。躯体工事とは、建物の主要な構造体を作る工事。職業別有効求人倍率はパートタイムを含む常用。

出所) 厚生労働省より当社経済調査室作成

【図6】東京五輪に向けて観光政策に注力、インバウンド消費は増加傾向



注) 直近値は対GDP比は2019年7-9月期。訪日外国人消費額は同年10-12月期(1次速報値)。

出所) 観光庁、内閣府、各種資料より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－米国

2020年2月



米国経済

更なる製造業の不調が 政治リスクを煽る可能性に注意

個人消費と金融政策が米景気を支える

個人消費は底堅さを維持しています。12月の年末商戦は好調、12月コア小売売上高は前月比+0.5%と強い伸びとなりました。家計を取り巻く環境は依然として良好で、家計心理は高水準を維持、雇用環境も健全です（図1）。また、企業は人手不足から人員削減に踏み切り難い環境にあり、今後も労働需給が大きく崩れる可能性は低いとみています（図2）。引き締まった労働需給は賃金の伸びを支え、個人消費の勢いを持続させると考えています。

また、金融政策も米景気を支えています。FRB（連邦準備理事会）は昨年の短期金利の急騰を受け、短期国債買い入れ等での流動性供給策を続けており、これが株価の押し上げ等を通じ景気を刺激（図3）。流動性供給策は4-6月期までが目処ではあるものの、物価上昇が緩やかな中（図4）、FRBの緩和姿勢は継続するでしょう。堅調な個人消費と緩和的な金融政策が足元の米景気を支える柱とみており、米国の安定した成長に寄与するとみています。

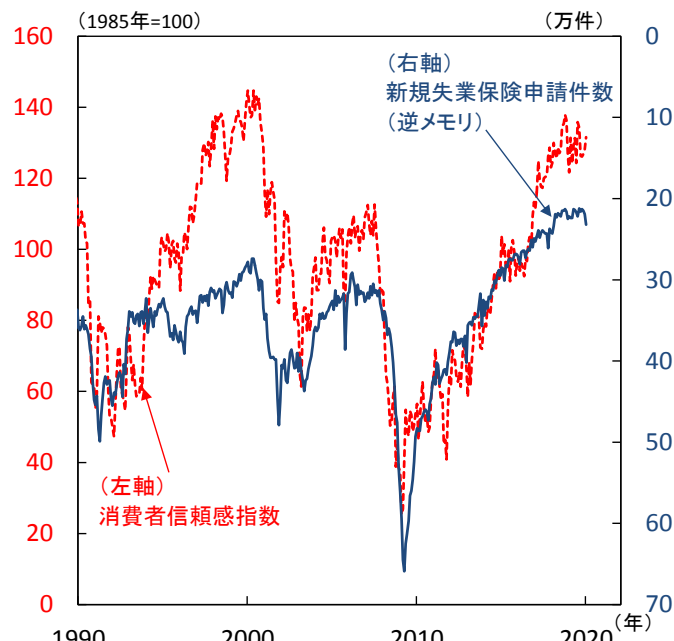
製造業の回復は予想以上に後ずれ

企業部門は、堅調な内需を受け非製造業が底堅い一方、製造業の停滞が長引いています（図5）。米中通商合意などから回復が期待されるも、残りの対中制裁関税の継続や、ボーイング社の航空機(737MAX)の運航・生産停止などが重石となっています。また、ムニューシン米財務長官は、同機の影響が今年の米GDPを▲0.5%下押しするとの見方を示しています。中国やドイツで景気改善の兆しがあるものの、製造業の回復には時間を要する模様です。

このような中、足元で製造業が更に軟化するリスクが高まっています。中国の新型コロナウイルスの影響での外需軟化や、感染拡大懸念によるリスク回避で米ドル高が進む可能性があるためです。これは、製造業労働者が支持基盤の1つであるトランプ大統領には逆風であり、影響が長期化すれば、支持率確保へ向け欧州の輸入自動車関税へ積極的になる可能性や、大統領選にて民主党候補が優勢になる可能性も高まるでしょう。足元では増税などの政策を掲げるサンダース氏が民主党内で台頭（図6）。当選が意識されれば、家計・企業心理が悪化する懸念も高まります。製造業不振が政治リスクを煽り、米景気を鈍化させる可能性には注意が必要とみています。（今井）

【図1】 良好な雇用環境を受け家計心理は高水準を維持

米国 消費者信頼感指数・新規失業保険申請件数



注) 直近値は消費者信頼感指数が2020年1月。新規失業保険申請件数は4週間移動平均で直近値が2020年1月17日。

出所) 米労働省、コンファレンスボードより当社経済調査室作成

【図2】 企業は採用に苦慮する中

人員削減に踏み切り難い環境に



注) 直近値は2019年11月。求人率は求人数÷(雇用者数+求人数)。採用率は採用者数÷(雇用者数+採用者数)。解雇率は解雇者数÷(雇用者数+解雇者数)。

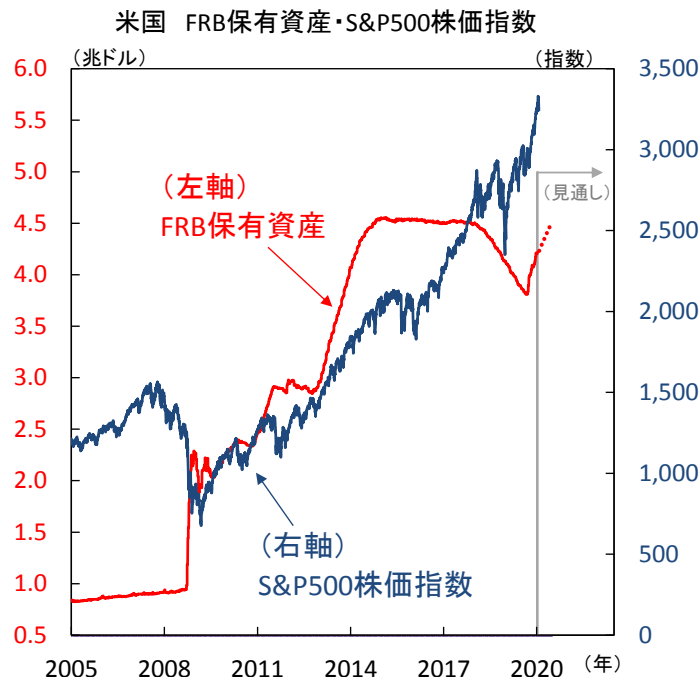
出所) 米労働省より当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－米国

2020年2月

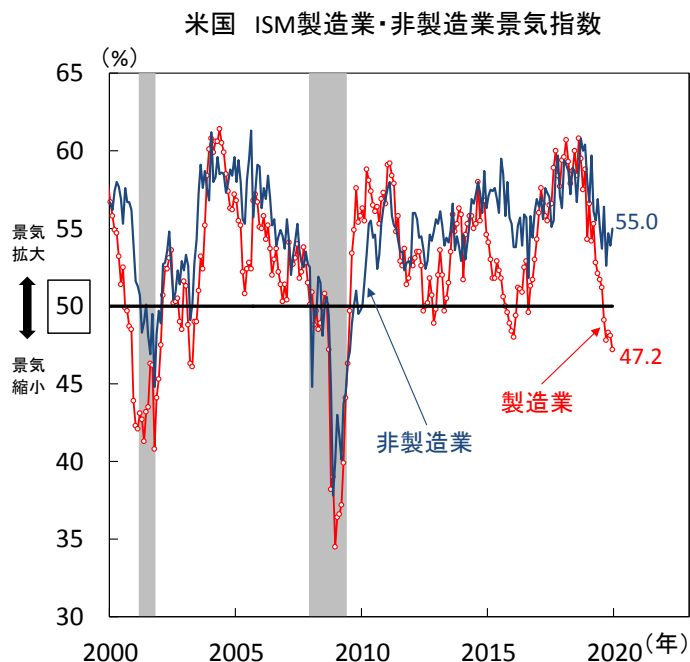
【図3】FRBによる流動性の供給は

株高や金利抑制を通じ景気を刺激する結果に



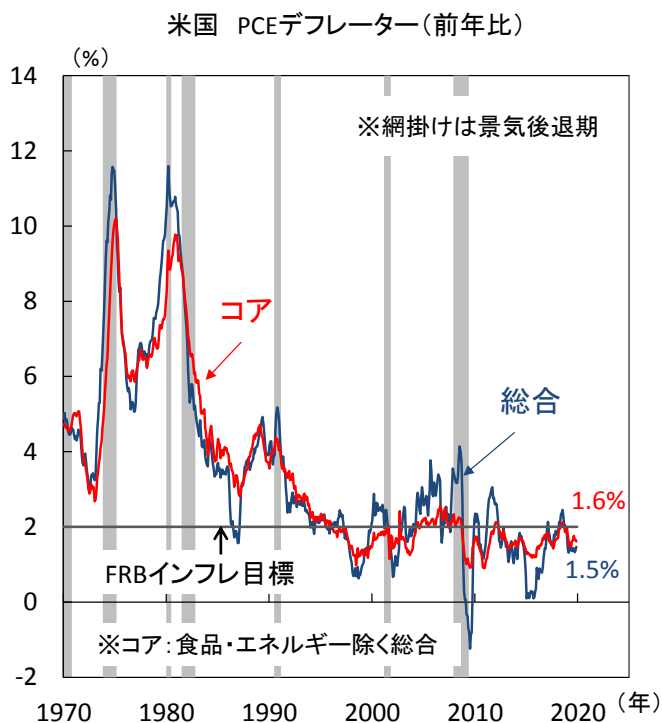
【図5】非製造業は下げ止まりを見せるも

製造業の軟化は続く



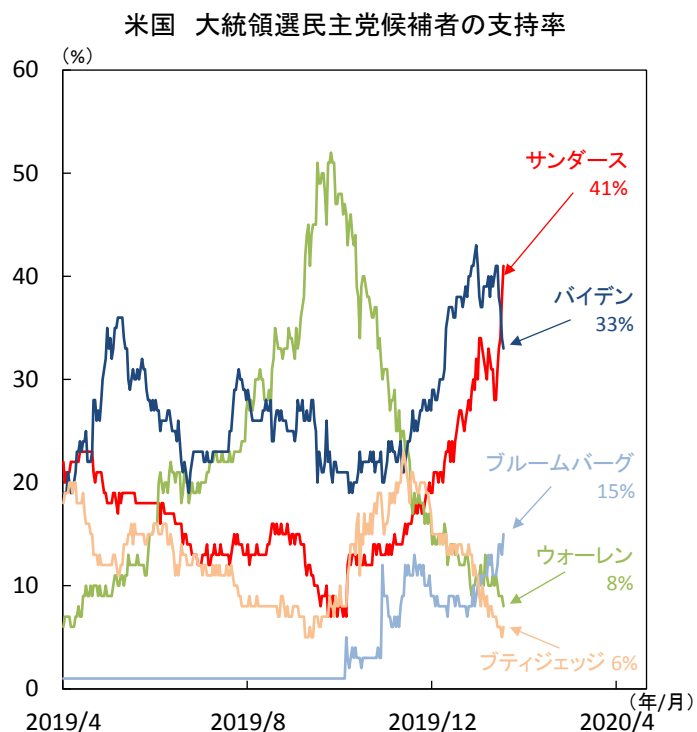
【図4】物価は引き続き伸び悩む

緩和的な金融政策が継続する見込み



【図6】民主党候補は混戦が続く中

サンダース氏が支持率を伸ばす



② 各国経済見通し－欧州

2020年2月

欧州経済

景気の先行き不透明感は根強く残存、
中国発の新型肺炎拡大への懸念も浮上

経済指標の改善は継続も、拭えぬ不透明感

ユーロ圏では、雇用情勢の良好さが保たれ（図1）、個人消費は底堅く拡大（図2）。堅調な内需を支えとした低成長基調が続いています。加えて、米中通商対立や英国のEU（欧州連合）離脱問題を巡る不透明感の後退を受けて、これまでのユーロ圏景気低迷の主因であった外需・製造業不振が好転するとの期待も一段と強まっています。ドイツを中心にユーロ圏の景況感指標は明るさを増し（図3）、域内景気の底打ち観測は一層高まっています。

しかし、足元では対域外輸出や生産活動は依然として弱含みに推移しています（図4）。米・EU通商交渉や英・EUの将来関係交渉、欧州新車への新たなCO₂排出規制適用（2021年）を控える中、主要貿易相手国である中国では新型肺炎の感染拡大に伴う景気下押し懸念も浮上。域内外需・製造業動向に係る不安定さは拭いきれず、マインド指標に追随して、回復が示されるか注視されます。

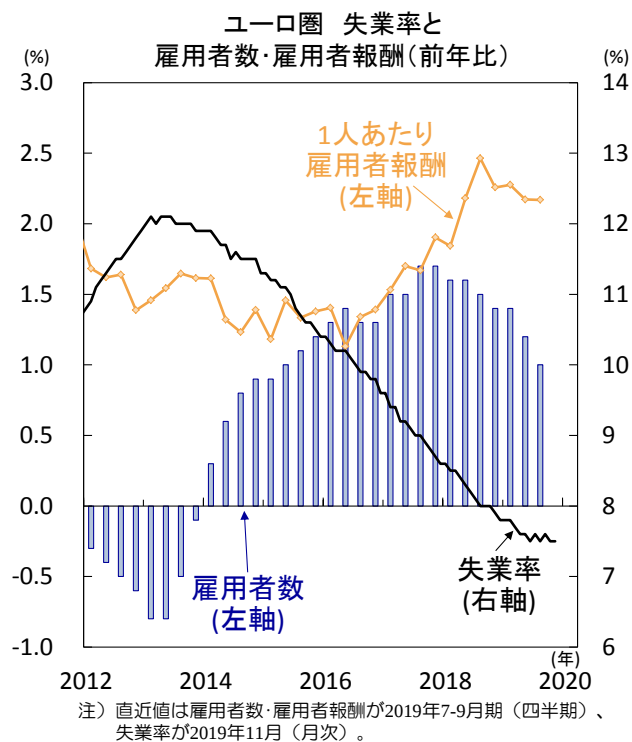
ECBの緩和政策は長期化の様相

こうした中、ECB（欧州中央銀行）は1月政策理事会でフォワード・ガイダンスを含む金融政策の現状維持を決定。域内景気・物価見通しに前向きな見方を示しつつも、製造業部門を中心とした下振れリスクへの根強い懸念をも窺わせました。同時に、金融政策の戦略的見直しに正式に着手し、最終的な結論提示は11-12月として政策変更を急がない姿勢を提示。景気・物価動向の不透明感が続く中、緩和的な政策方針は長期化の様相を呈しています。

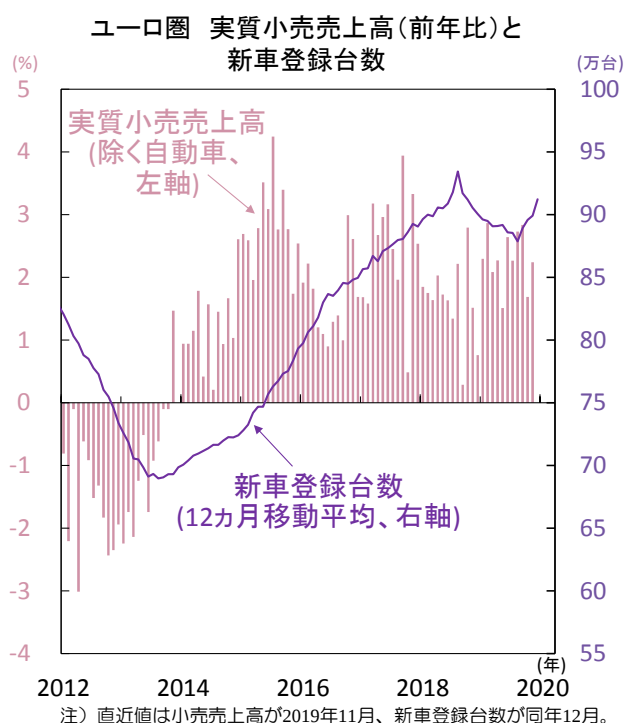
英国にて利下げ期待が急浮上

EU離脱を巡る不透明感を背景に、英国景気は低迷が続き、インフレ率もBOE（英国中央銀行）の物価目標を大きく下振れ（図5）。足元では、BOEによる早期利下げ観測が急速に台頭しています。カーニー総裁は、景気回復は国内景況感の改善度合いに左右されるとの見解を示し、その動向が金融政策に大きく影響しそうです。英国の1月末でのEU離脱決定を受けて、1月のPMI（購買担当者景気指数）は急反発（図6）。しかし、離脱後の移行期間中（2020年末まで）に行われる英・EUの将来関係交渉の進展は依然不透明。景況感改善の持続性への疑念は拭えず、追加利下げ期待も当面続きそうです。（吉永）

【図1】ユーロ圏 雇用情勢は安定的に改善



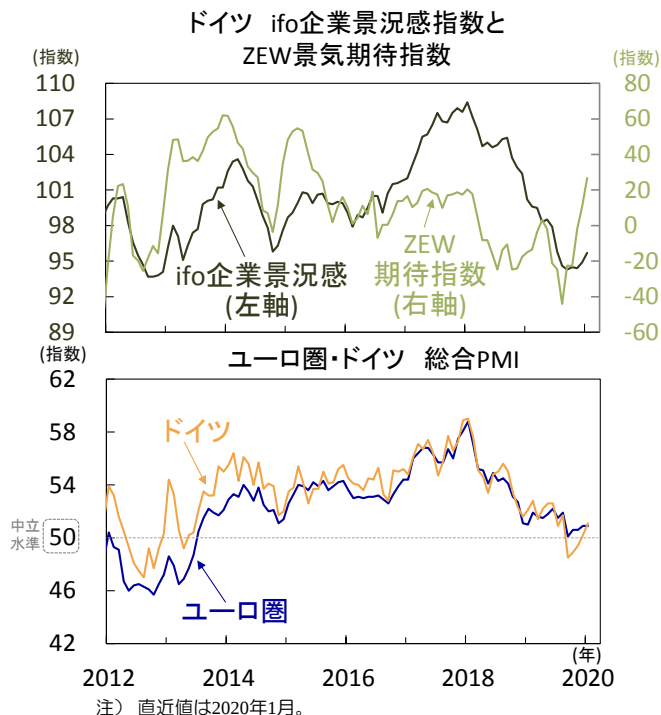
出所) Eurostat（欧州統計局）より当社経済調査室作成

【図2】ユーロ圏 良好な所得環境を支えに、
家計消費は継続的に拡大

出所) Eurostat、ACEAより当社経済調査室作成

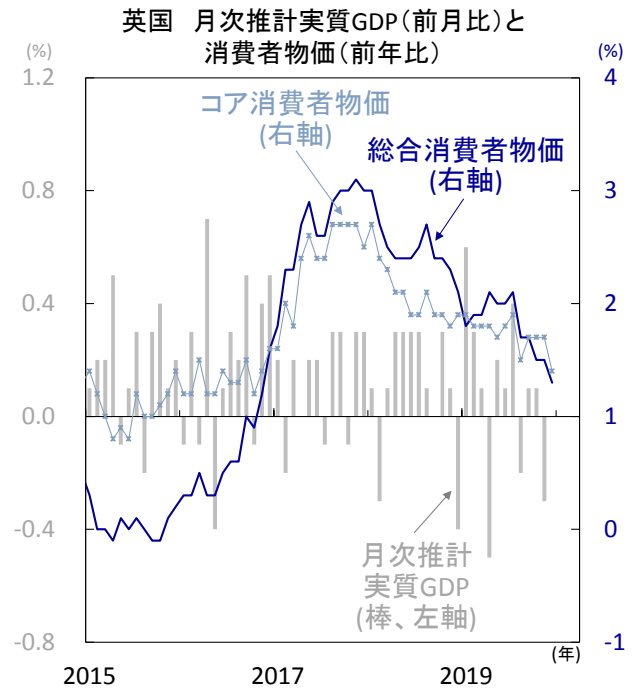
② 各国経済見通し－欧州

2020年2月

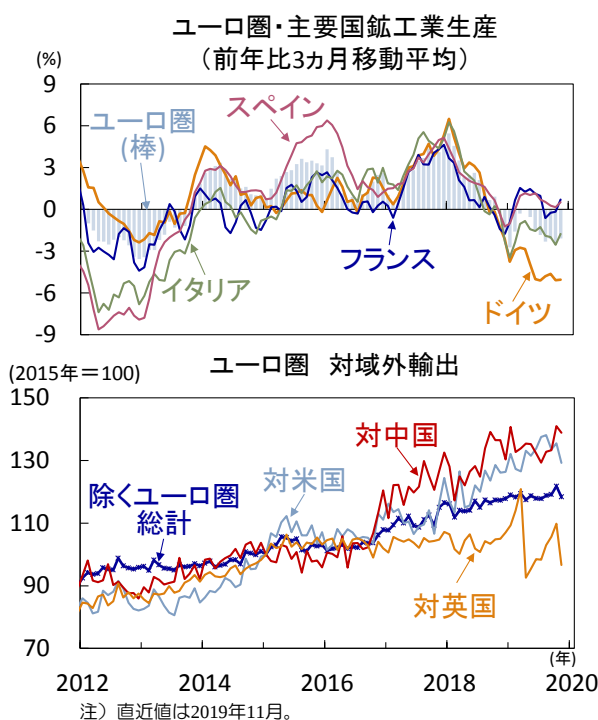
【図3】ユーロ圏 明るさ増す域内景況感、
一段と高まる景気底打ち期待

出所) ifo経済研究所、ZEW、マークイットより当社経済調査室作成

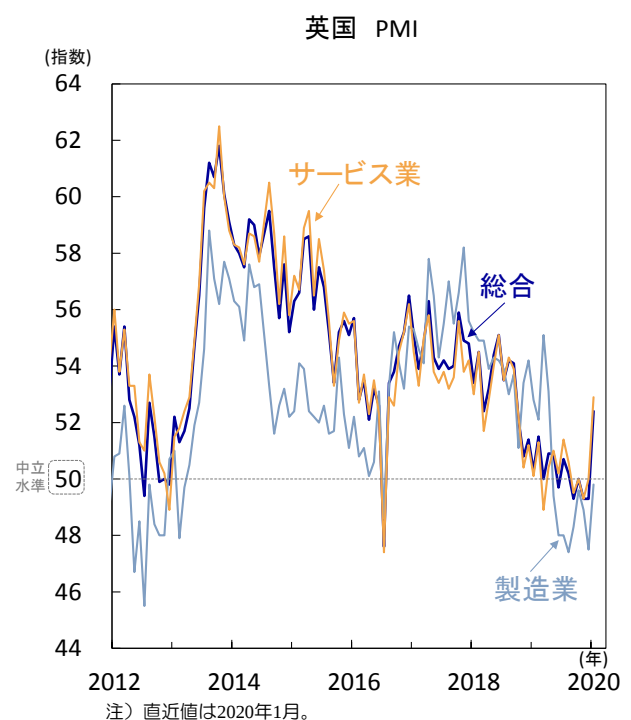
【図5】英国 昨年半ば以降、景気・インフレ低迷が顕著に



出所) ONSより当社経済調査室作成

【図4】ユーロ圏 輸出・生産活動に
早期回復の兆しは未だ窺えず

出所) ECより当社経済調査室作成

【図6】英国 1月末でのEU離脱決定を受けて、
景況感が急反発も持続性に注視

出所) マークイットより当社経済調査室作成

② 各国経済見通しーオーストラリア

2020年2月



オーストラリア(豪)経済

懸念される森林火災の影響

企業・消費者の景況感が低迷

成長率の回復が鈍いなか民間部門の景況感は悪化しており、特に消費者マインドは顕著です(図1)。その上、豪州では記録的な熱波による大規模な森林火災が発生し、被害の大きいニューサウスウェールズ州など複数の州で数百万ヘクタールもの森林が消失しています。農作物被害に加え住宅被害や死傷者もでており、この影響で短期的には成長率が押し下げられ、物価は上昇するとみられます。シドニーなど主要都市では煙害もみられ、消費者心理を一段と悪化させる可能性があります。

こうした深刻な事態を受け、連邦政府は災害復興機関を新たに設置し総額20億豪ドル(GDP比0.1%)の拠出を決定、州政府も復興支援を表明しました。火災の影響で実質成長率は0.3~0.6%pt程度押し下げられると試算されています。中長期的には復興需要により成長率は押し上げられる見込みですが、当面はマイナス面が目立つでしょう。特に観光や農業への悪影響が懸念されます。

12月の失業率は低下、早期利下げ観測は後退

昨年12月の失業率は5.1%と前月から+0.1%pt低下し、9ヵ月ぶりの低水準となりました(図2)。また、昨年10-12月期の消費者物価総合は前年比が上向きました(図3)。インフレ率低下に歯止めがかかりつつある可能性から、早期利下げ観測は後退しています。こうしたなか、連邦政府は財政黒字化よりも復興支援を最優先すると表明、財政による景気下支えが期待されます。また、住宅市場は改善の動きがみられ(図4)、財政主導による復興需要が景気回復を後押しするとみられます。

他方、目先は森林火災による成長率鈍化が見込まれるため、追加緩和への期待も高まっています。雇用統計の改善により早期利下げ観測は後退しましたが、短期市場が織り込む年内の利下げ確率は約8割と依然高水準です(図5)。ただ、世界経済の回復が鮮明となり金融緩和の必要性が薄れば、豪中銀の追加利下げの可能性も低下するでしょう。金融市場では長期金利が底を打ち、株価は最高値圏にあり(図6)、金融・財政政策が景気を下支えするとの期待が継続しています。(向吉)

【図1】大きく悪化する消費者マインド、
所得伸び鈍化や債務負担増が背景

オーストラリア 企業信頼感と消費者信頼感指数

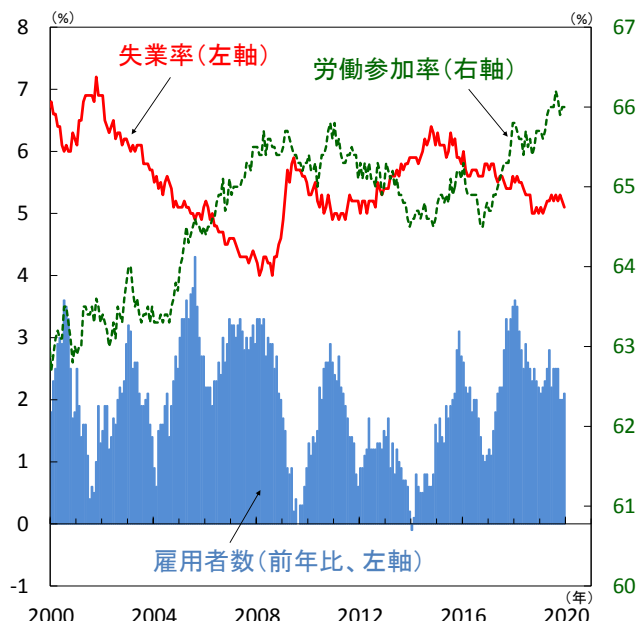


注) 直近値は企業信頼感が2019年12月、消費者信頼感が2020年1月。

出所) NAB、ウェストバック銀行より当社経済調査室作成

【図2】雇用環境は良好、
2019年12月の失業率は9ヵ月ぶりの低水準

オーストラリア 失業率、雇用者数、労働参加率



注) 最近値は2019年12月。労働参加率=労働力人口/生産年齢人口。

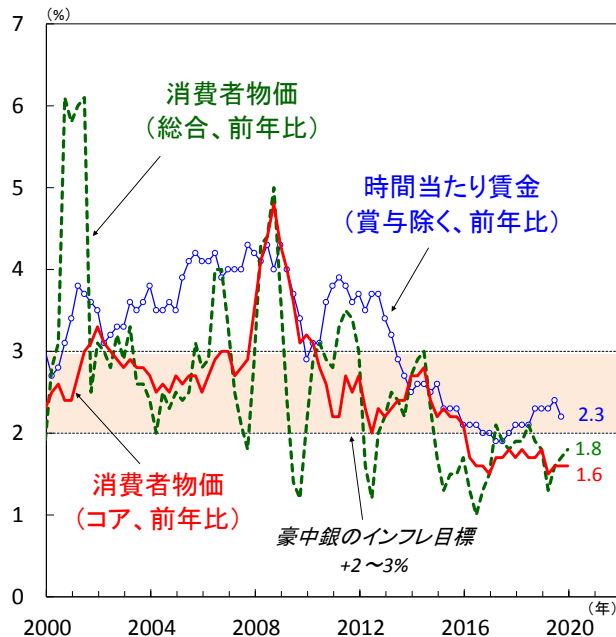
出所) オーストラリア統計局より当社経済調査室作成

② 各国経済見通しーオーストラリア

2020年2月

【図3】消費者物価上昇率は低水準、
賃金の伸び悩みが背景

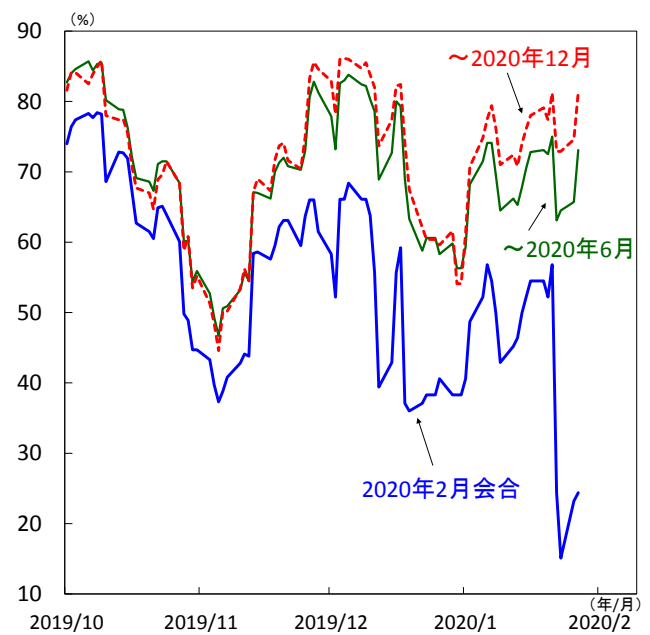
オーストラリア 消費者物価と賃金上昇率



注) 直近値は消費者物価が2019年10-12月期、時間当たり賃金が同年7-9月期。
消費者物価コアはトリム平均値。

出所) オーストラリア統計局、オーストラリア中銀より当社経済調査室作成

【図5】年内の追加利下げを織り込む短期金融市場、
失業率の低下で早期利下げ観測は後退

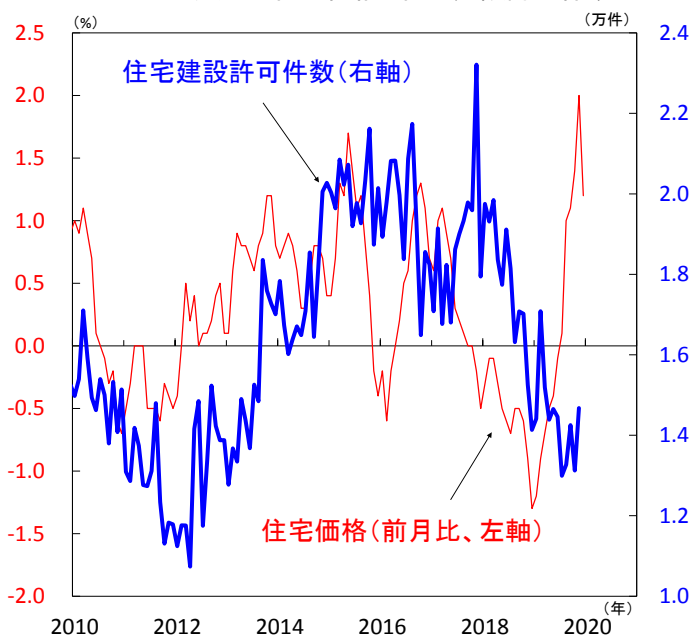
オーストラリア キャッシュレート(政策金利)先物
から計算される豪中銀の利下げ確率(2020年)

注) 2020年1月28日時点。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】住宅価格は6ヵ月連続前月比上昇、
住宅建設許可件数も底入れの動き

オーストラリア 住宅価格と住宅建設許可件数



注) 直近値は住宅建設許可件数が2019年11月、住宅価格が同年12月。

出所) オーストラリア統計局、コアロジックより当社経済調査室作成

【図6】リスク回避姿勢の緩和で長期金利は反発、
金融緩和が見込まれるなか株価は最高値圏で推移

オーストラリア 株価、長期金利、政策金利



注) 直近値は2020年1月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

② 各国経済見通し－中国

2020年2月

中国経済

景気安定化の兆しも楽観は禁物、
2020年は景気軟着陸実現なら御の字か

12月の中国主要指標は景気の安定化を示唆

2019年10-12月期の実質GDPは前年比+6.0%と前期から横ばいも通年+6.1%成長と目標を達成しました（図1）。また月次指標では、鉱工業生産が11月:前年比+6.2%→12月:+6.9%、実質小売売上高が同+4.9%→+6.0%、都市部固定資産投資（名目、年初来）が同+5.2%→+5.4%へとともに加速するなど、景気安定化の兆しを見せました（図2）。

鉱工業生産では、電子・通信機器などハイテク産業の堅調が光ります（図3）。世界的な半導体需要の回復などに加え、1月の米中の第1段階貿易合意で、今後は対米輸出への下押し圧力緩和が見込める点も好材料といえます。

投資面でもハイテク分野は堅調です（図4）。背景には、中国が国際競争力強化に向け官民一体で製造業の高度化を目指していることも挙げられます。ただし、今般の米中摩擦では、国家戦略「中国製造2025」に基づく同分野への補助金政策も火種となったため、同分野の好調が再び米国からの政治圧力を招くリスクは要注意です。

新型肺炎騒動は痛手、景気は当面一進一退か

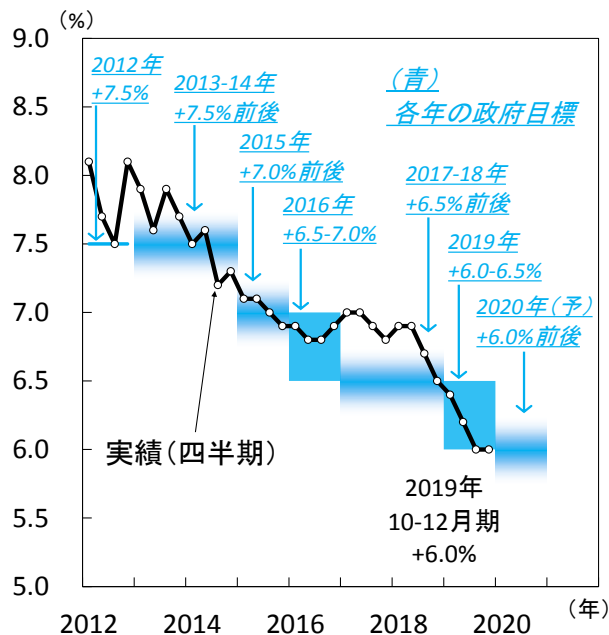
対米摩擦の悪影響を和らげるべく財政・金融緩和を行ってきた中国当局にとって、米中貿易部分合意と中国景気安定化は朗報です。また、こうした動きは、当局に経済構造改革を進める時間的猶予を与えたともいえます。

当局の志向は、景気の短期的な加速ではなく中長期的な安定といえます。そのことは景気減速下でも、全面的な財政・金融緩和を避け、インフラ整備や中小企業の資金繰り支援や税負担軽減、消費安定に向けた個人所得税減税など対象を絞っていた点からもうかがえます（図5）。

ただし、肝心の消費は停滞感が拭えません。品目別で好調なのは日用品など一部で、毎年恒例のネット商戦が活況となるように、家計が不要不急の消費を控えている感もあります（図6）。さらに目先は、新型肺炎騒動が国内レジャーなど春節消費に水を差す懸念があります。足元はやや安堵感も広がった中国景気ですが、春先公表の統計が市場の失望を誘う可能性は要警戒です。（瀧澤）

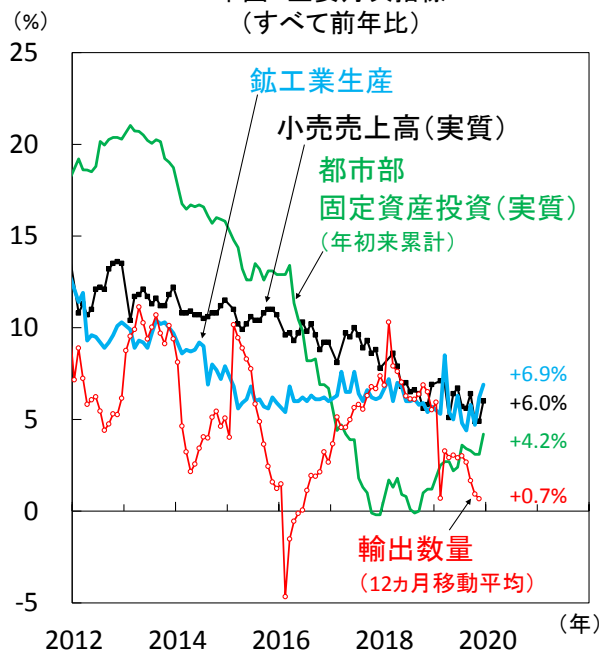
【図1】 2019年通年では6.1%成長と目標達成、
2020年は6%割れでもある程度許容か

中国 実質GDP(前年比)および政府目標



注) 各年の政府目標は全人代（全国人民代表大会）で示された値。
2020年目標は当社経済調査室の予想。

出所) 中国国家统计局、中国国务院より当社経済調査室作成

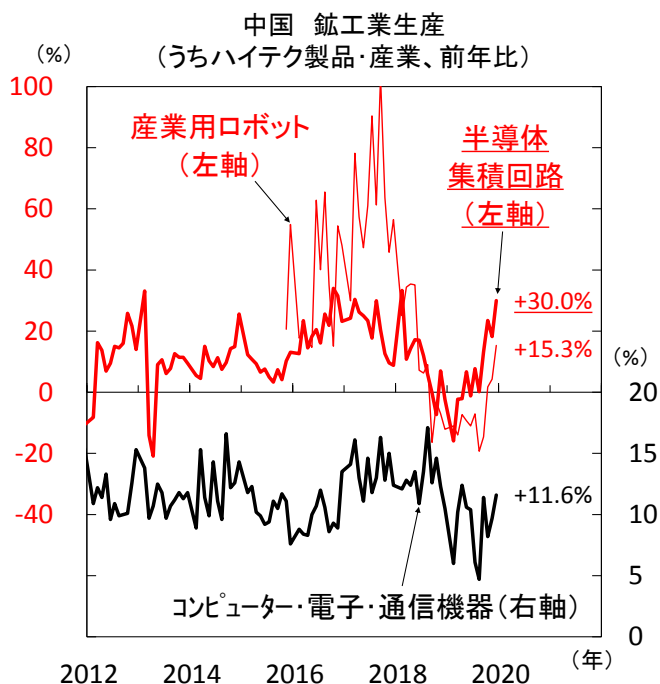
【図2】 対米貿易摩擦による輸出の減速を
消費や投資など底堅い内需が補う構図に中国 主要月次指標
(すべて前年比)

注) 小売売上高は中国国家统计局公表値。都市部固定資産投資は固定資産投資価格指数を用いて当社経済調査室が実質化。
直近値は2019年12月（輸出数量のみ同年11月）時点。

出所) 中国国家统计局、中国海関総署、CEICより当社経済調査室作成

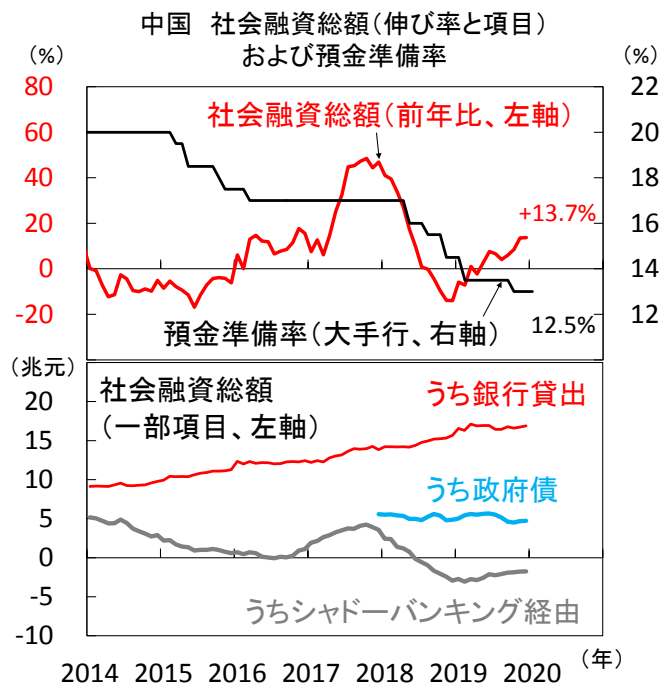
② 各国経済見通し－中国

2020年2月

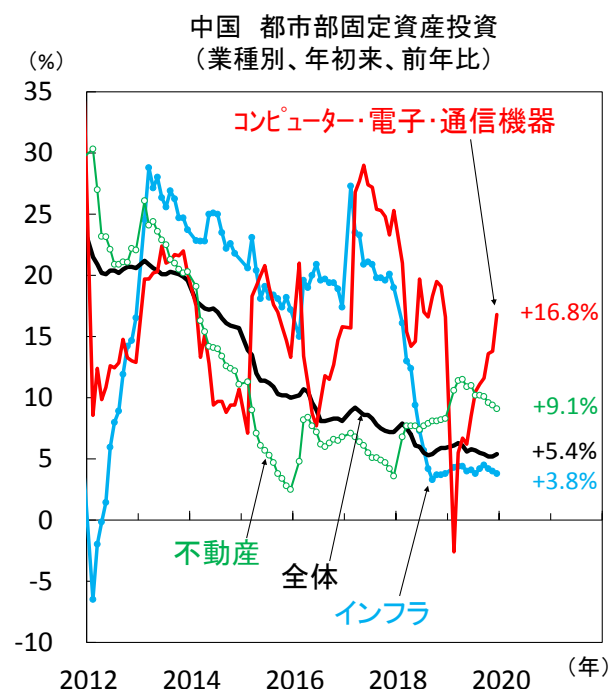
【図3】生産回復の背景にあるハイテク部門の復調、
米中貿易協議の進展で再失速リスクは後退

注) 直近値は2019年12月時点。

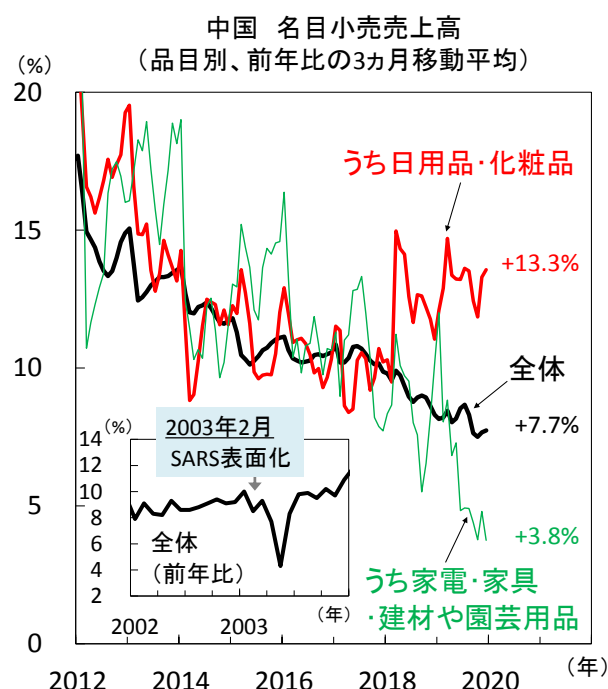
出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図5】全面的な金融緩和には慎重な当局、
デレバレッジ（債務圧縮）方針も緩めず注) 政府債は地方政府特別発行債券を含む。値は2018年1月以降。
シャドーバンキング経由は委託貸出、信託貸出、銀行引受手形の合計。
社会融資総額は12ヵ月移動累計ベース。直近値は2019年12月時点。

出所) 中国人民銀行、CEICより当社経済調査室作成

【図4】投資分野でも顕著なハイテク分野の好調、
一方でインフラは低調、不動産は鈍化の兆し注) インフラは電力除くベース。
直近値は2019年12月時点。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

【図6】個人消費は品目別で温度差残るなど不安定、
新型肺炎騒動が当面の下押し圧力となる懸念も注) SARS（重症急性呼吸器症候群）感染は2002年終盤～2003年夏に拡大。
化粧品・日用品、家電・家具・建材や園芸用品の値は各項目の伸び率を
金額で加重平均して算出。直近値は2019年12月時点。

出所) 中国国家统计局より当社経済調査室作成

③ 市場見通し－株式

2020年2月

世界

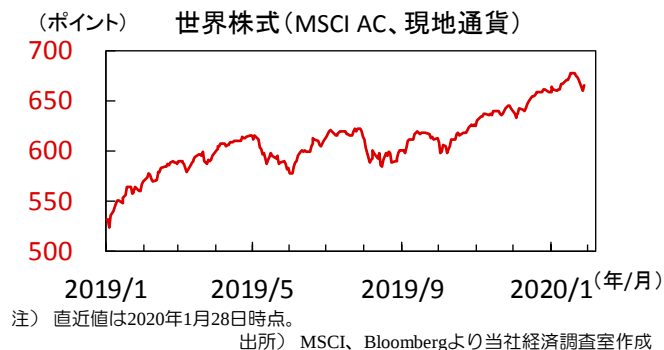
1月は好スタートも新型肺炎で勢いそがれる

1月の株式市場は変動の激しい展開となりました（図1上・下）。序盤は米中の第1段階合意（15日署名）を好感し、米国や中国・韓国など東アジアが全体をけん引しましたが、中旬以降は新型肺炎の感染拡大懸念が広がり、震源地の中国を中心に上値を重くしました。他方、オーストラリアが当初、利下げ期待を追い風に好調となった一方、英国は国内生産・消費の不振が嫌気され軟調でした。

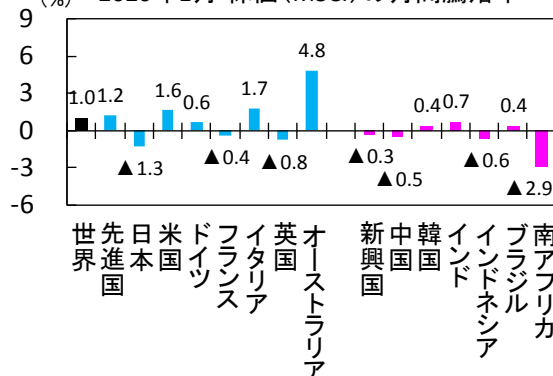
2月に米大統領予備選開始、市場も神経質に

足元の株安は新型肺炎への懸念が契機となった印象ですが、一方で昨年来、世界経済最大の懸念材料であった米中摩擦と中国景気不安への関心が薄れたことで、市場が楽観に傾きすぎていた反動もあるとみえます。世界景気は拡大基調も主要国に力強さはなく、2月からは米大統領選挙候補者争いが本格化し政治面でも騒がしさを増すなか、上値追いの勢いが鈍る展開を予想します。（瀧澤）

【図1】1月は滑り出し好調も新型肺炎騒動が重石に



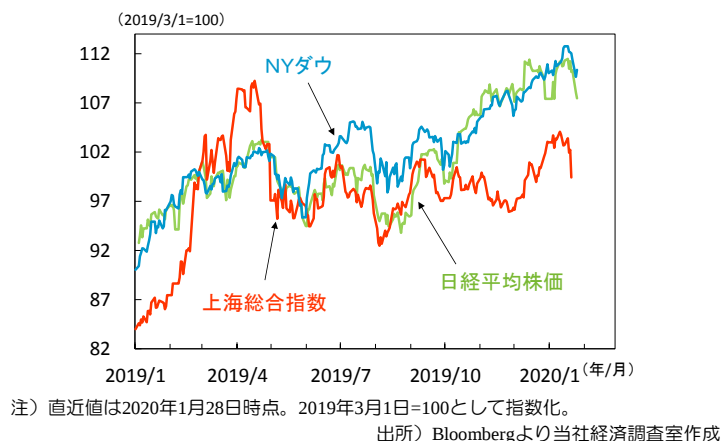
2020年1月 株価 (MSCI) の月間騰落率



【図2】新型肺炎への警戒が世界的に株価を押し下げ



日経平均株価、NYダウ、上海総合指数



日本

株価は海外情勢により乱高下

1月の日経平均株価は前月末比▲1.9%下落しました（28日時点）。年明けは米軍によるイラン革命防衛隊司令官殺害を受け、両国の対立激化への懸念から株価は大幅下落で始まりました。その後、米中の貿易合意署名への期待や米イラン対立への過度な懸念後退から株価は堅調でしたが、月末には中国で発生した新型コロナウイルスの感染拡大への警戒が広がり、日本株は軟調でした。

新型ウイルスの感染状況に注意

今後もしばらくは神経質な展開を予想しています。足元では世界的に新型コロナウイルスの影響が懸念されています。2002年のSARS発生時も、日本株は中国株と同様に下落した後、2003年のウイルス特定及び終息宣言によって回復しました。今回も中国の春節休暇等を経て被害が拡大した場合、日本株を下押しするとみられます。他方、本格化する国内企業決算では来期の増益期待が高まり、株価の下支え要因になるとみえています。（三浦）

③ 市場見通し－株式

2020年2月



米国

史上最高値更新後、ウイルス拡散受け急落

1月のNYダウ株価指数の騰落率は+0.7%（～28日）、序盤は米中通商協議の部分合意が正式署名され楽観ムードが広がりました。社会を変えとも言われる5G（第5世代高速通信）元年の今年、この技術を支える半導体関連銘柄が上昇を主導、NYダウは17日に史上最高値を更新しました。しかし中国武漢発の新型肺炎ウイルスの世界的拡散を受け楽観ムードは一変、相場は急落しました。

バリュエーション改善に期待

当面、この新型肺炎ウイルスの感染状況に市場関係者は一進一退の反応を示すとみています。昨年10-12月期決算が余り芳しくない中、新型肺炎ウイルスの拡散が収束する等、市場の期待を高める材料が株価持ち上げには必要とみています。また、大統領弾劾審議からも目が離せなくなりました。大統領に不利な新事実も証拠として出てきたためです。市場が悪材料として反応する可能性が従来より少し高まったとみて注視しています。（徳岡）



欧州

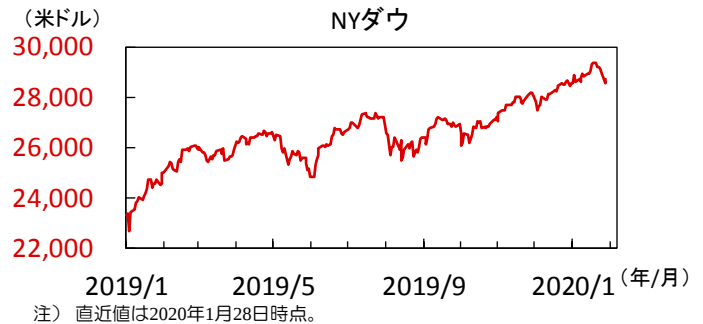
域外動向に振り回され、一喜一憂

1月のストックス・ヨーロッパ600指数は+0.4%（～28日）とやや上昇。年初、米国・イラン関係緊迫化への懸念からリスク回避の動きが強まるも、両国間の緊張緩和や米中の第1段階通商合意署名を受け、域内外需が改善するとの期待から上昇基調を強めました。しかし、主要貿易相手国の中国で新型肺炎の感染が拡大すると、域内景気への先行き懸念が急浮上、大幅に株安が進行しました。

外需動向を見極める神経質な展開が継続か

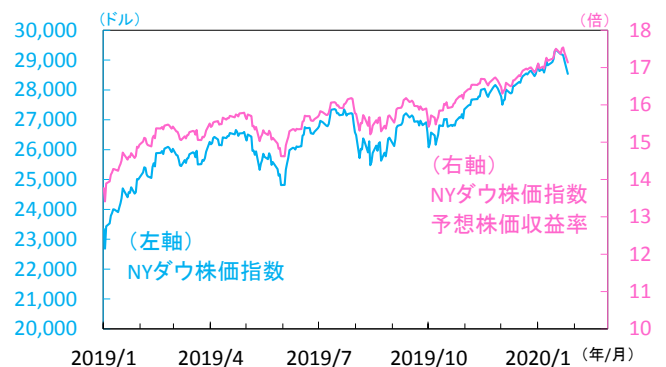
中国にて新型肺炎の感染拡大に収束が見えない中、中国需要への依存度が高い域内鉱工業生産や観光業、高級品消費への悪影響が強く懸念され、同問題を巡る不確実性が引続き相場の重石となりそうです。加えて、米・EU間の通商交渉や英・EU間の将来関係交渉も本格化。ユーロ圏外需を取巻く環境は再度不安定化しつつあり、その動向を見極める神経質な展開が続くそうです。（吉永）

【図3】バリュエーション改善に期待



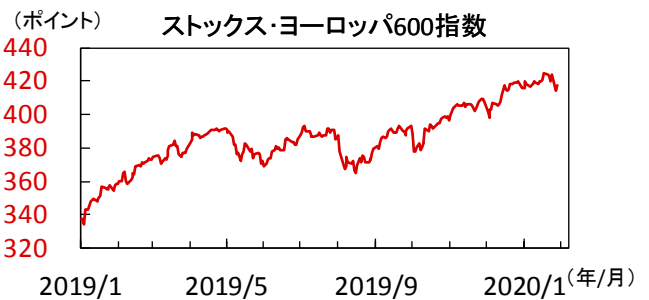
出所）Bloombergより当社経済調査室作成

NYダウ株価指数と予想株価収益率（PER）



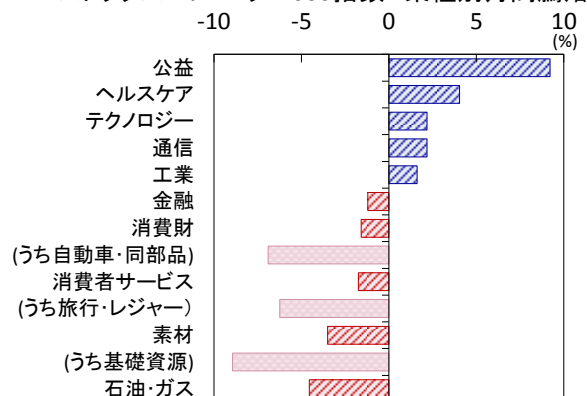
出所）Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】際立つ中国需要に左右されやすい業種の下落



出所）Bloombergより当社経済調査室作成

ストックス・ヨーロッパ600指数 業種別月間騰落率



出所）Refinitivより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－債券

2020年2月

世界

新型肺炎ウイルス拡散受けリスク回避

1月の主要先進国国債利回りは、序盤上昇も下旬にかけ一転して低下、上昇分を失う展開となりました。米中通商問題が一先ず落ち着き、投資家のリスクテイク意欲が高まると、債券売り株買いの動きが加速しました。しかし、新型肺炎ウイルスの感染拡大の報道が広がるにつれ、低格付け社債等クレジットリスクを内包する債券の売り、リスク回避の国債買いが進む展開となりました。

米FRBの流動性供給策の変化に注意

当面、新型肺炎ウイルスの感染拡大に左右される展開が続くとみています。ただし、低金利環境での運用難には変わりなく、米モーゲージ担保債券や投資適格債等、流動性を重視した商品への配分は継続するとみています。一方、米FRB（連邦準備理事会）による短期金融市場への資金供給に変化があれば、ヘッジファンド等が流動性に窮する可能性もあり、彼らの主戦場の一つでもある低格付け社債等の金利上昇には警戒しています。（徳岡）

日本

新型肺炎への警戒感から10年債利回りは低下

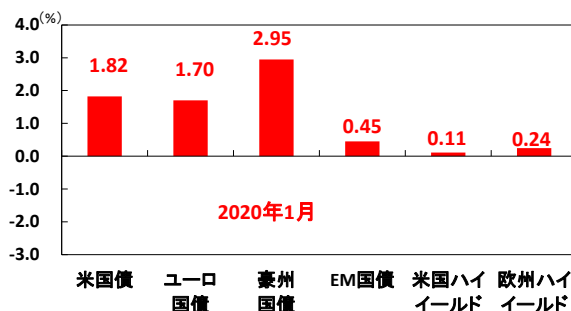
1月の10年債利回りは前月末より0.28%pt低下しました（28日時点）。月前半は、米中貿易問題への懸念後退から、安全資産である国債を売る動きが優勢になり、10年債利回りは0.01%まで上昇しました。後半は新型コロナウイルスの感染拡大への警戒から国債が買われ、長期金利は低下しました。他方、利益確定や持ち高調整の売りもみられ、足元で方向感の乏しい展開となっています。

日銀は金融政策を据え置き

1月20-21日に日銀金融政策決定会合が開催され、市場予想通り金融政策は据え置かれました。展望レポートでは、2019-21年度までの経済見通しを引き上げた一方、物価見通しはすべて引き下げました。イールドカーブコントロールが政策の軸足となっており、黒田総裁は記者会見で、日銀の金融政策の調節の目標は政策金利と10年債金利に移っていると改めて発言しました。10年債利回りは今後もゼロ%近辺を推移するとみています。（三浦）

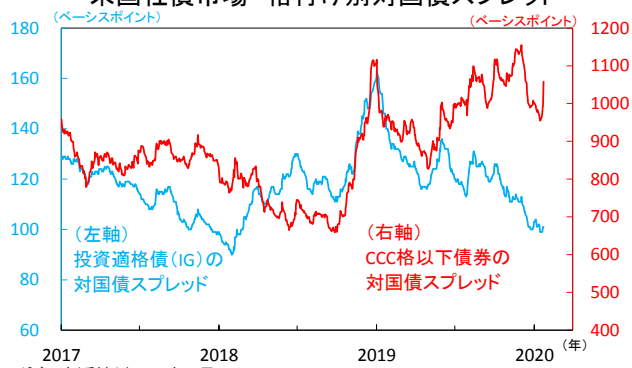
【図1】流動性逼迫はスプレッド急拡大を招く可能性

主要海外債券市場 指数騰落率



注) 上記指数はドル建てEM（新興国）国債のみBloomberg、他はICE BofAML。1月28日までのパフォーマンス。現地通貨建てベース。
出所) ICE Data Indices、Bloombergより当社経済調査室作成

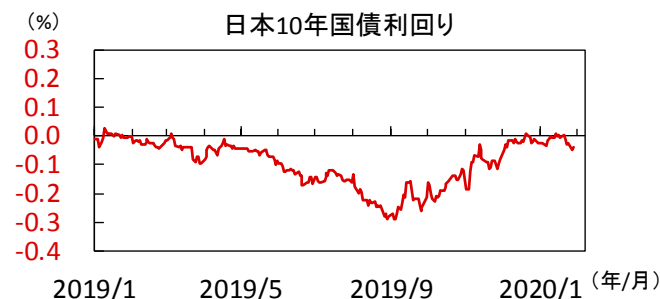
米国社債市場 格付け別対国債スプレッド



注) 直近値は2020年1月24日。
出所) ICE Data Indices、Bloombergより当社経済調査室作成

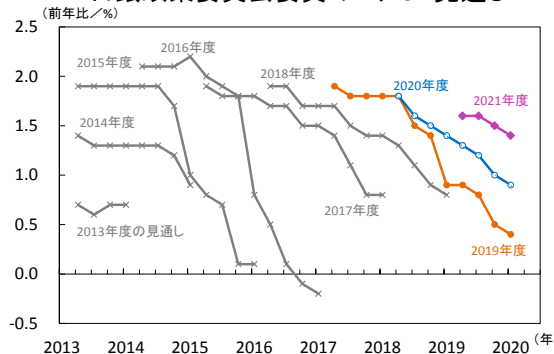
【図2】日銀は物価見通しを下方修正

日本10年国債利回り



注) 直近値は2020年1月28日時点。
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

日銀政策委員会委員のコアCPI見通し



注) コアCPIは生鮮食品除く消費者物価総合。消費税率引き上げ、教育無償化等の影響を除く。
値は各年1,4,7,10月の展望レポートにおける見通しの中央値。

出所) 日本銀行より当社経済調査室作成

③ 市場見通し－債券

2020年2月



米国

米10年国債利回りは1.6%台に帰

1月の米10年国債利回りは、月初こそ2.0%超えを試す場面があるも、その後はほぼ一貫して低下する展開となりました。米中通商合意の署名や景気の底固さ示す経済指標は金利上昇に作用したものの、新型コロナウイルスの感染拡大が世界中に広がるにつれ、投資家はリスク回避姿勢を強め、国債や金を選好する動きを強めました。

10年国債利回りは1.5%を目指す展開を予想

米10年国債利回りは1.5%の方向へ低下するとみています。短期的には、新型コロナウイルスが市場を席巻しリスク回避の国債需要が金利低下圧力になるとみられます。一方中長期的には、依然緩慢な物価上昇圧力が金利上昇圧力を減じる要因とみています。また、FRB（連邦準備理事会）が流動性供給の縮小に動けば、長短金利差は縮小し、同ウイルス拡散状況と共に景気と金利の先行き不透明感を高める恐れもあると注視しています。（徳岡）



欧州

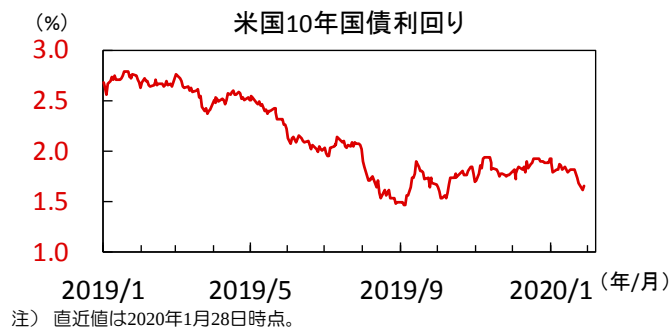
ECBの緩和長期化観測や安全資産需要が再浮上

米中両国が第1段階の通商合意に署名し、リスク選好姿勢の強まりを背景に、ドイツ10年国債利回りは一時▲0.1%台まで上昇。しかし、ECB（欧州中央銀行）が1月政策理事会にて現行の金融緩和政策の変更を急がない姿勢を示唆すると、域内主要国金利は低下基調に反転。加えて、中国における新型コロナウイルスの感染拡大を背景とした安全資産需要の高まりも金利低下に拍車をかけました。

金利上昇材料に欠け、当面低位推移の見込み

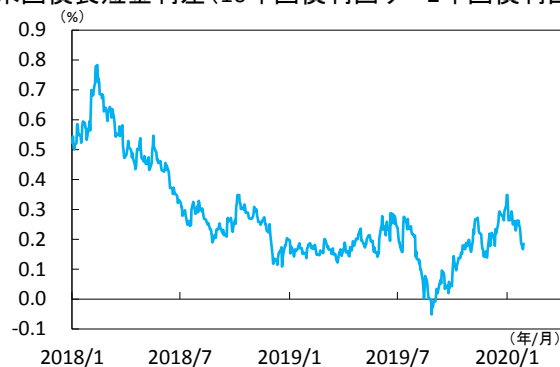
中国で発生した新型コロナウイルスの感染拡大が続く、同問題の収束時期が見通せない中、中国や世界経済への悪影響懸念から安全資産需要による金利抑制は継続しそうです。また、ECBは1月政策理事会にて政策の戦略的見直しに着手も、結論を急がない姿勢を提示。域内景気に底打ちの初期の兆しが窺えるも、先行きは未だ不透明。緩和的な金融政策は長期化の様相を呈し、金利上昇圧力に欠ける展開が当面続く見込みです。（吉永）

【図3】流動性供給策の縮小は長短金利差を減じる



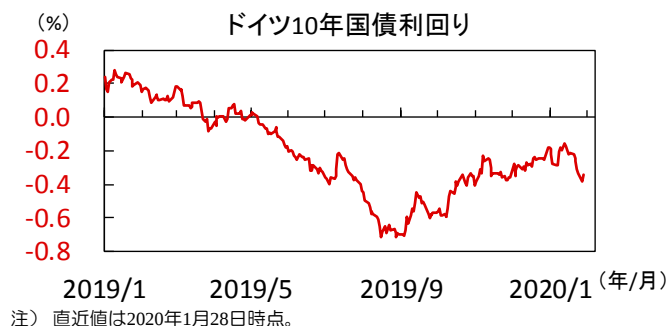
出所) Bloombergより当社経済調査室作成

米国債長短金利差(10年国債利回り－2年国債利回り)

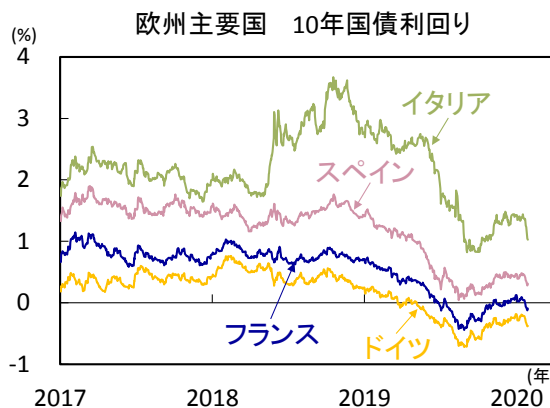


出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図4】安全資産需要から、主要国金利は軒並み急低下



出所) Bloombergより当社経済調査室作成



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－為替

2020年2月

世界

1月は米ドル高、資源国通貨の弱さ目立つ

1月の米ドル指数（対主要10通貨）は反発基調に転じ、昨年12月末比で+1.2%（1月28日時点）となりました（図1上・下）。新興国ではブラジルレアルが軟調。昨年12月に急騰した反動やゲデス同国財務相によるレアル安容認発言などが影響した模様です。また、中東情勢の緊張緩和や新型肺炎による世界経済減速懸念で、原油価格が急落し、産油国中心に資源国通貨の下落も目立ちました。

米政治・金融政策への思惑交錯し不安定化へ

年明けの新興国通貨は通貨別でまだ模様展開ですが、中国景気安定化は全体にとって好材料といえます。また米中摩擦が一旦沈静化、世界的な貿易縮小圧力が和らぐとの期待感も新興国通貨の下支えに寄与すると考えます。一方、米国の大統領選挙や金融政策を巡る不透明感からリスク選好が定着しづらい展開が予想されるなか、通貨高余地も限定的にとどまるとみまます。（瀧澤）

米ドル

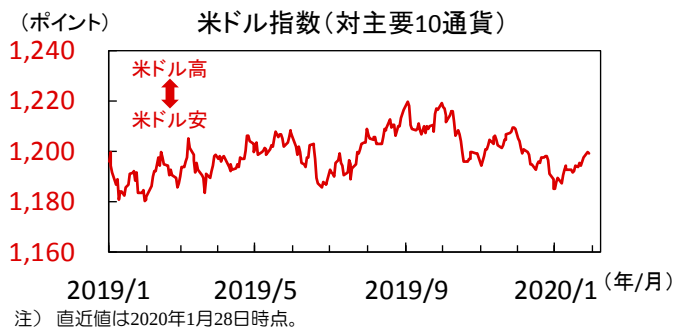
ドルはその高い魅力で選好

1月の名目実効ドル（貿易加重の主要為替レート平均）はほぼ一本調子で上昇、主要国の中でも相対的に景気堅調、かつ高金利、また流動性が高くリスク回避通貨としての信頼性の高さなどを背景に堅調に推移しました。一方、ドル円は昨年5月来の\$1=110円台をつけた後、新型肺炎ウイルスの感染拡大によるリスク回避姿勢の高まりから、一時\$1=108円割れとなる場面もありました。

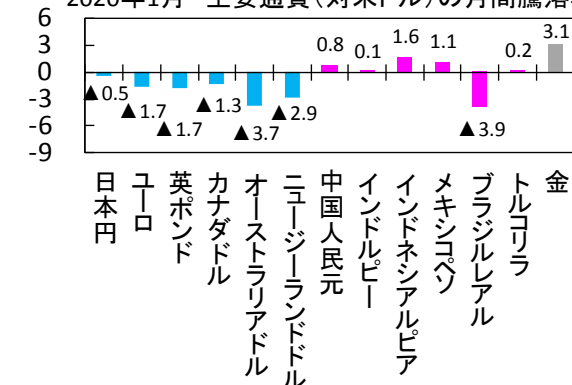
ドル一強相場は健在と予想

ドルの強さは依然健在のようです。ドル円も米ドルの対主要通貨での経済、金利面での強さや高い流動性等を背景に徐々に値を切り上げる（ドル高円安）とみています。新型肺炎ウイルスの感染拡大が収まり、為替市場の変動率（ボラティリティ）が十分低い局面となれば、短期金利差に着目したドル買い円売り圧力が再び高まるとみています。米国が有する相対的な好景気と高金利は、海外資金を呼び込む原動力と言えます。（徳岡）

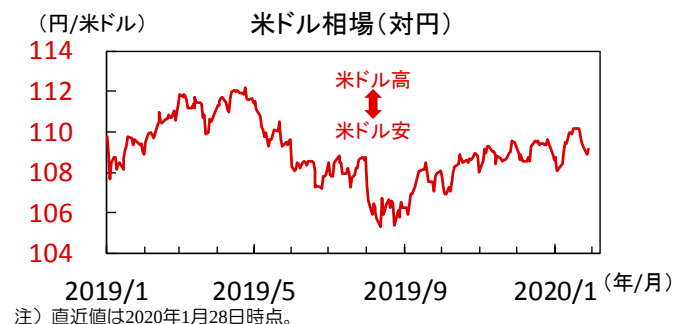
【図1】1月の米ドル指数は反発基調に



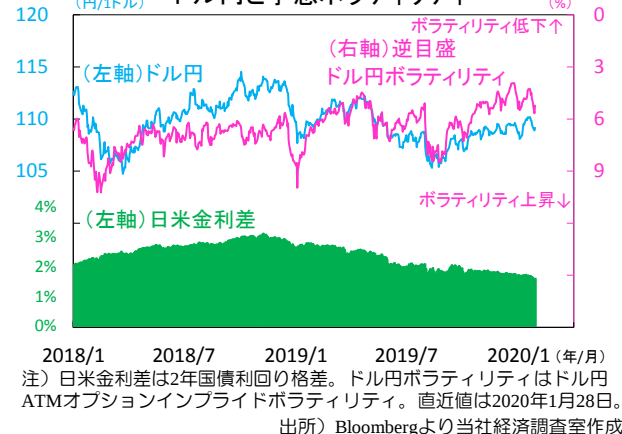
2020年1月 主要通貨（対米ドル）の月間騰落率



【図2】ボラティリティ収束すれば、ドルは更に強く



ドル円と予想ボラティリティ



③ 市場見通しー為替

2020年2月

ユーロ

リスク回避の流れを受けてユーロ安が進行

1月のユーロ・ドルの月間騰落率（～28日）は▲1.7%と下落しました。中国にて発生した新型コロナウイルス感染拡大への懸念から、リスク姿勢が強まり、ドル買いが進行。加えて、ECB（欧州中央銀行）が1月政策理事会より政策の戦略的見直しに着手も、結論を急がない姿勢を提示。早期の政策正常化は見込み難く、当面は緩和政策が継続するとの見方もユーロ安の一因となりました。

反発力に欠けつつも、下値は限定的

中国新型コロナウイルス問題への警戒やECBの金融政策正常化観測の剥落に伴うユーロ売りの動きは一眼。域内経済指標の改善基調は保たれ、景気底打ち期待を支えにユーロの更なる下落余地は限定的に留まりそうです。しかし、新型ウイルス問題に加えて、米・EU間や英・EU間の通商交渉を巡る不透明感は根強く残存。ユーロの力強い反発は見込み難い展開が続きます。（吉永）

オーストラリア(豪)ドル

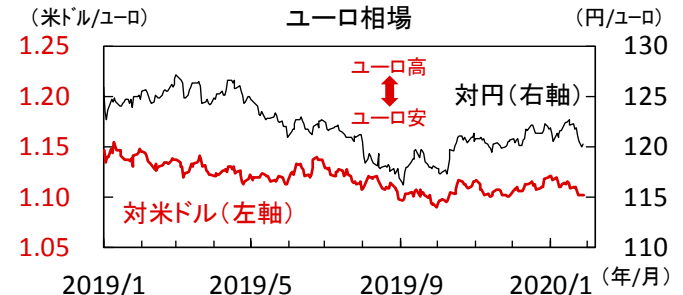
地政学的リスク等から軟調となる展開

1月（～28日）の豪ドルは対円で▲3.2%、対米ドルで▲3.7%となりました。月初は米・イラン対立激化による中東情勢悪化から下落、1月15日の米中貿易協議の第一段階合意署名を好感し反発しましたが、後半は中国の新型肺炎拡大の不安から再び下落基調となりました。昨年12月の失業率が予想外に低下し、豪ドルは早期利下げ観測の後退で上昇するも、上値の重い展開が続きました。

米中对立の緩和により豪ドルは反発

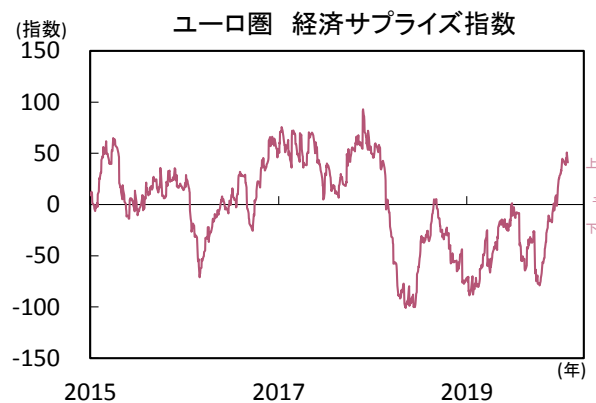
豪ドルは米中貿易摩擦の緩和で反転上昇するも、引き続き世界的なリスクを反映し易いといえます。また、豪中銀の量的金融緩和実施の憶測がくすぶっているため、上値の重い動きとなっています。ただし、世界経済見通しが改善し豪州経済の不透明要因が払拭されれば、量的緩和の可能性は後退するとみられます。また、米中貿易交渉は前進し経常収支の黒字化で需給も改善しているため、豪ドルは底堅い展開が続く見通しです。（向吉）

【図3】ユーロ圏経済指標の改善基調は継続



注) 直近値は2020年1月28日時点。

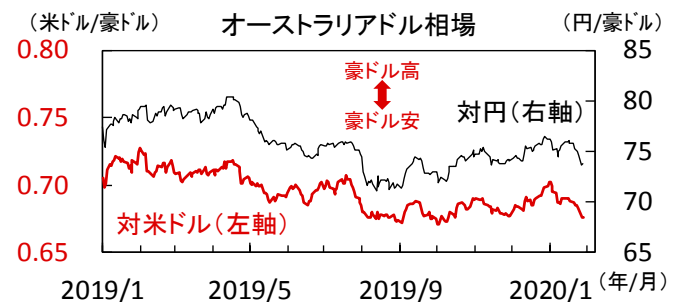
出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は2020年1月28日。

出所) Refinitivより当社経済調査室作成

【図4】リスク選好姿勢の回復で豪ドルは底堅い



注) 直近値は2020年1月28日時点。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は2020年1月28日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

③ 市場見通しー為替

2020年2月



ニュージーランド(NZ)ドル

リスク回避志向が高まり下落基調

1月(～28日)のNZドルは対円で▲2.3%、対米ドルで▲2.9%となりました。月初は米・イランの対立激化を受けて下落基調、後半は中国の新型肺炎拡大を懸念して売られる展開となりました。昨年10-12月期の消費者物価伸び率加速を受けて、利下げ観測が後退しNZドルが強含む局面もありましたが、新型肺炎の感染が広がるにつれて売りが優勢となり、軟調な動きが続きました。

消費者物価の伸び率加速で利下げ観測後退

昨年10-12月期の消費者物価は前年比+1.9%と7-9月の同+1.5%から加速、NZ中銀の目標レンジ(1-3%)の中間点に接近しています。インフレ加速を受けて利下げ観測が後退、短期金融市場が織り込む年内の利下げ確率は1月上旬の約5割から直近4割程度に低下しています。ただし、NZ国債利回りは短期に比べ長期が低下し、フラット化しています。利下げ観測は後退するも、実質金利の低下によりNZドルは上値が重くなっています。(向吉)



インドルピー

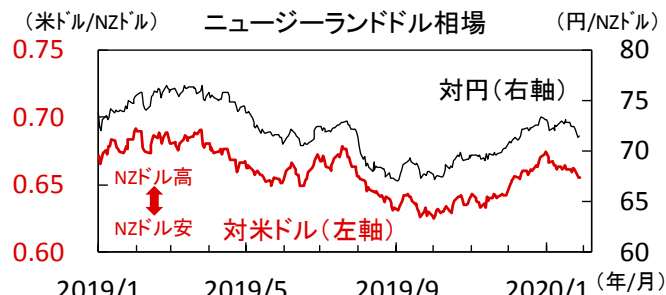
1月のルピーは比較的底堅く推移

ルピーは1月初より28日にかけて対米ドルで+0.1%上昇と底堅く推移。月半ばまでは米中の第一段階通商合意や米財務省による中国の為替操作国認定解除などを好感したりリスク選好の動きにより上昇し、月末にかけては中国発の新型肺炎への懸念に伴って下落しました。月後半の相場下落率はタイや韓国やシンガポールより軽微。中国人来訪者に人気の訪問先であるこれらの国ほどの影響を受けないであろうことが下落幅を抑えたとみられます。

今後も当面、相場は底堅く推移か

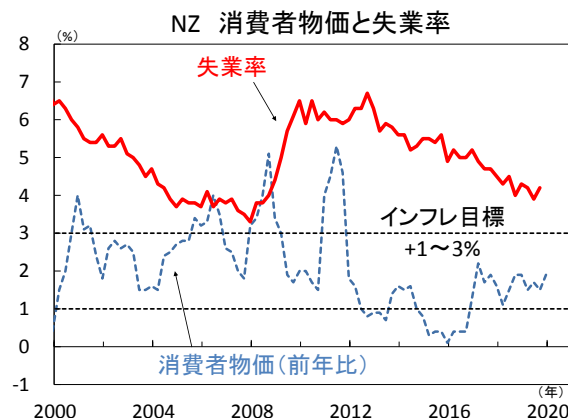
1月初より24日までの外国人買越額は、株式が+22.3億ドル、債券が▲14.4億ドル。債券市場からの流出は財政悪化に伴う国債需給や信用力の悪化懸念によります。足元では新型肺炎懸念等から原油価格が低迷し、同国の交易条件は改善。また、1-3月期には経常収支が季節的に改善します。資本流入局面での当局のドル買い介入はあれどルピーは底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図5】物価上昇率加速で利下げ観測が後退



注) 直近値は2020年1月28日時点。

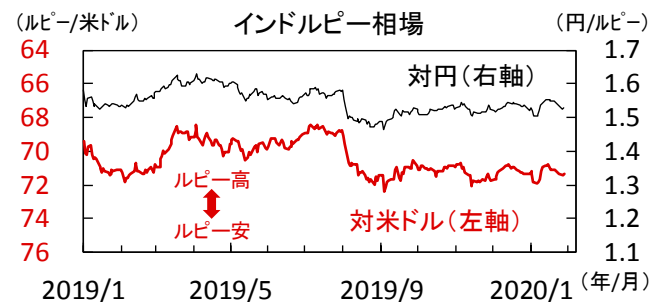
出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 直近値は消費者物価が2019年10-12月期、失業率が同年7-9月期。

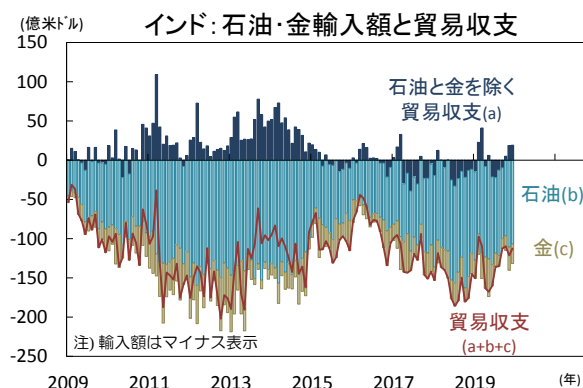
出所) NZ統計局、NZ中銀より当社経済調査室作成

【図6】1月のルピーは対米ドルで+0.1%上昇



注) 直近値は2020年1月28日時点。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



注) 輸入額はマイナス表示

出所) インド商工省、CEICより当社経済調査室作成

③ 市場見通しー為替

2020年2月

メキシコペソ

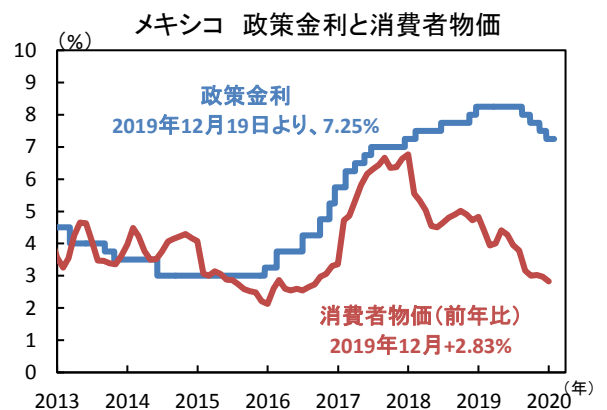
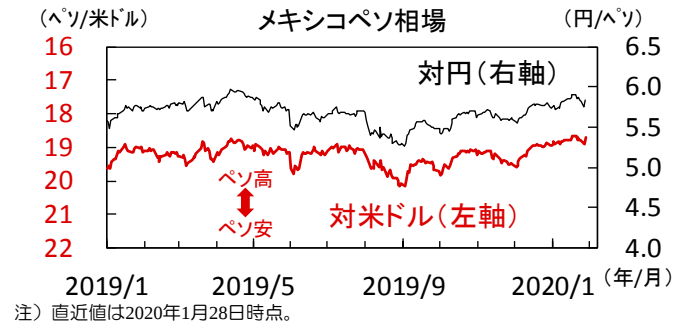
慎重な金融政策運営がペソ高要因に

1月のペソは、対円で1.58%、対ドルで1.08%上昇しました（28日時点）。チリペソやブラジルレアルなど他の中南米通貨が軟調な中、堅調に推移しています。ブラジルの政策金利は4.50%と大幅利下げにより低水準になったのに対し、メキシコの政策金利は7.25%と高水準に止まっていることが、リスク回避局面でも下げづらく、低金利環境下で選好されやすくなっているとみられます。

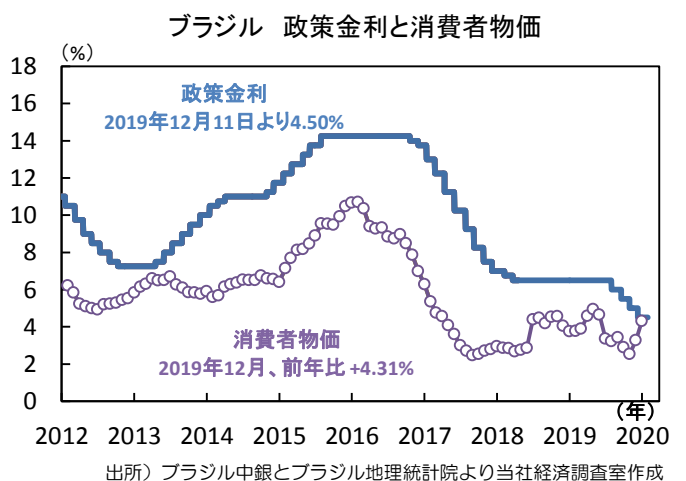
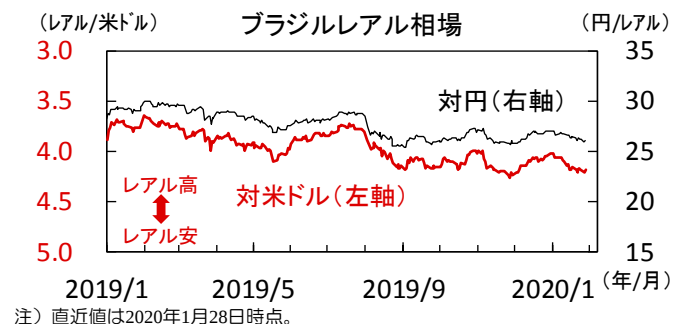
通商摩擦の懸念も後退するなど好材料続く

各国の批准手続きが遅れていた新たな通商協定のUSMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）でしたが、1月16日に米国議会で可決されました。残すカナダも批准に大きな障害はないとみられ、通商摩擦への懸念は後退したとみられます。足元で好材料が続いたこともあり、対米ドルで節目の19ペソを割り込んでペソ高が進みました。下落リスクは低いとみるも、さらなるペソ高には材料難ともみられ、横ばい推移をみています。（永峯）

【図7】対米ドルで節目の19ペソを突破してペソ高



【図8】2月5日の会合での利下げ観測が高まる



軟調な経済指標と米中摩擦の間接的な影響

1月のレアルは、対円で3.56%、対米ドルで4.06%下落しました（28日時点）。12月に反発した中南米通貨でしたが、年明け以降は再び下落に転じました。ブラジルでは、鉱工業生産（前年比▲1.7%、予想▲0.8%）や小売売上高（前年比+2.9%、予想+3.9%）等が軟調だったことが嫌気されました。また大豆輸出など米中貿易摩擦の間接的な恩恵が剥落するとの懸念も売り材料とされました。

財務相からレアル安の容認発言あり

2月5日の金融政策会合では利下げ観測が高まっています。現時点の予想では0.25%利下げが2名、据え置きが2名です（最終的には50名超が見通しを公表予定）。4会合続いた0.50%の大幅利下げは続かないとみられるも、市場の織り込みが十分でない中で利下げはレアル安要因になるとみえています。現状では物価が安定していることもあり、ゲデス財務相がレアル安を容認する姿勢をみせていることから、レアル安に注意が必要です。（永峯）

③ 市場見通しーリポート

2020年2月

日本

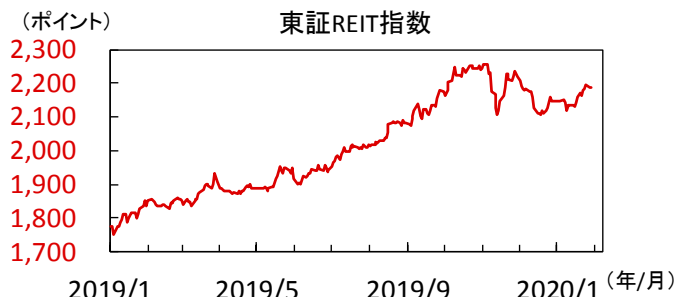
東証REIT指数は再び上昇傾向へ

1月の東証REIT指数は前月末比2.0%上昇しました（28日時点）。米中関係の進展期待や日銀がJ-REITの資産買い入れを継続する方針を示したことから投資家心理が改善し、国内REITは上昇しました。月中、長期金利が上昇し、分配金利回りの相対的な魅力が薄れ、利益確定売りが見られる場面もありましたが、国内REITの先高観の根強さなどから、買いが優勢になりました。

相対的な利回りの高さから高値圏で推移

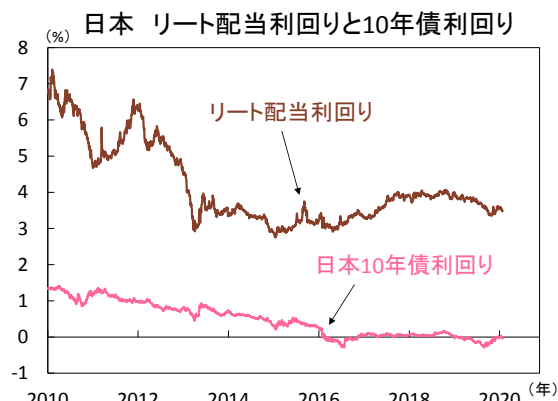
今後も国内REITは底堅く推移するとみまます。日銀は緩和政策維持の姿勢をとっており、長期金利がゼロ%近辺を推移する中で、国内REITの相対的に高いリート配当利回りが意識されそうです。また東京都心5区のオフィスの平均賃料は72ヵ月連続上昇、空室率も低下しており、オフィス市況も変わらず良好です。長期金利の上昇局面などで多少利益確定売りが出たとしても、押し目買いが入ってくることが予想されるでしょう。（三浦）

【図1】リーートの利回りの高さが意識される展開



注）直近値は2020年1月28日時点。

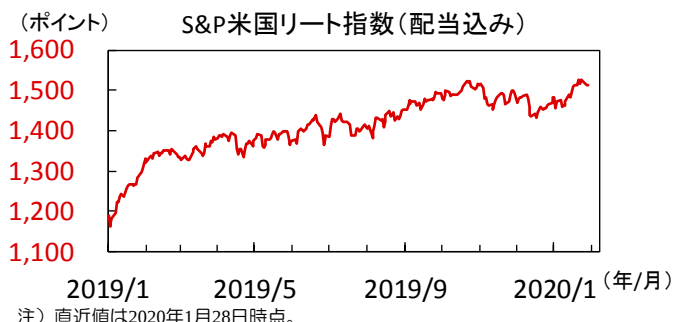
出所）Bloombergより当社経済調査室作成



注）直近値は2020年1月28日。

出所）東京証券取引所より当社経済調査室作成

【図2】住宅、データセンター向けリートに期待



注）直近値は2020年1月28日時点。

出所）Bloombergより当社経済調査室作成

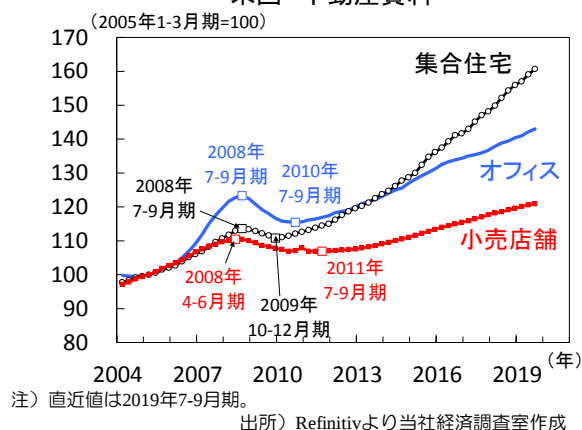
1月は小幅プラス、安全資産として機能

1月のS&P米国リート指数の月間騰落率は2.2+%（～28日）、中旬にかけては米株同様の動きとなりましたが、米長期金利が低下に転じた終盤には下げ渋りました。新型コロナウイルスの感染拡大に伴うリスク回避姿勢が高まる局面では、米国債と同様、（実物資産の裏付けある）安全資産として米株指数をアウトパフォームしました。

住宅、データセンターなどの需要回復に期待

新型コロナウイルスの感染拡大が危惧される中、短期的には引き続き米国リートは相対的に底固く推移するとみまっています。中長期的な米国ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）は、引き続き製造業の活動は抑制される一方、個人消費は堅調を維持する構図が継続、リート市場には追い風とみまっています。また住宅市場の復調、5G（第5世代高速通信）本格稼働に向けたデータセンターへの堅調な需要等もサポート材料とみまっています。（徳岡）

米国 不動産賃料



注）直近値は2019年7-9月期。

出所）Refinitivより当社経済調査室作成

③ 市場見通し－原油

2020年2月

原油

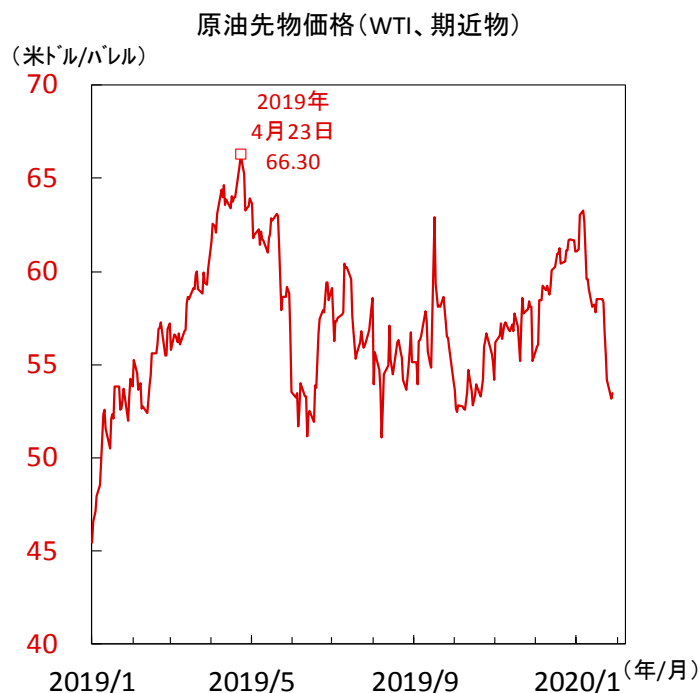
イラン情勢は深刻化せず、原油は大幅下落

1月の原油価格（WTI先物）は19日時点で53.48米ドルと、前月末比で12.41%下落しました（図1）。米国とイランの関係悪化により一時は65米ドルを突破したものの、全面戦争の回避観測や新型肺炎による経済活動の不安感から大幅下落となりました。米原油在庫は4億2,810.6万バレル（前月末比▲179.0万バレル、図2）へ減少し、リグ稼働数は676基（同▲1基、図3）へ減少しました。

景気回復の株高なら原油安は行き過ぎか

OPEC追加減産もあり12月は上昇した原油価格は、足元で反落しています。株高が活発な経済活動への期待を反映した動きであれば、足元の原油安はやや行き過ぎとみられます。3月のOPEC臨時総会で、さらなる減産観測もあり下値は硬いとみています。2月21日はイラン議会選があり、穏健派のロウハニ大統領が支持を引き続き集めるかが焦点です。仮に世論の反米姿勢が確認されれば、地政学リスク再燃、原油高が懸念されます。（永峯）

【図1】1月は一時65米ドルを突破も、その後に急落



注）凡例は2019年以降の高値（終値ベース）。
直近値は2020年1月28日時点。

出所）Bloombergより当社経済調査室作成

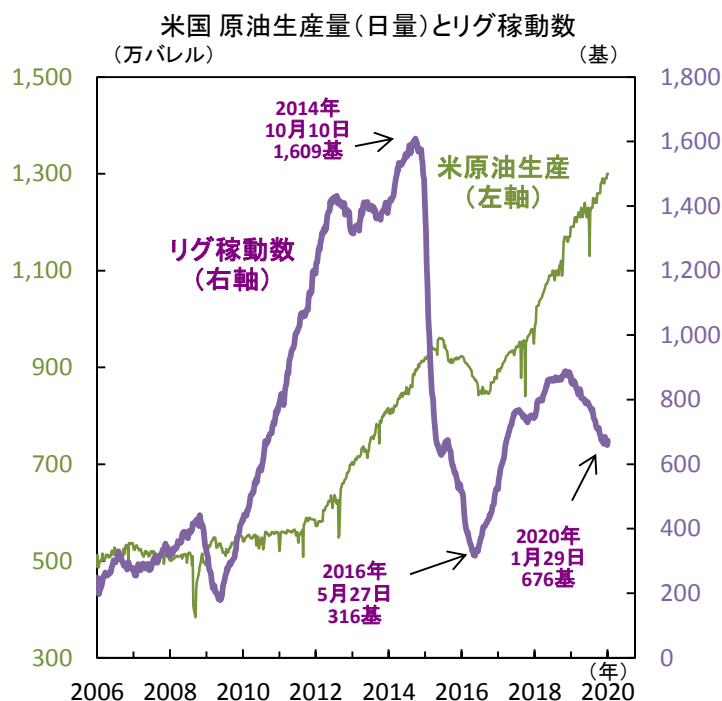
【図2】1月の原油在庫は前月末比▲179.0万バレル



注）直近値は2020年1月17日時点。

出所）米EIA（Energy Information Administration）、Bloomberg
より当社経済調査室作成

【図3】1月のリグ稼働数は前月末比▲1基



注）リグは油田を掘る掘削装置。

出所）米EIA、Bloombergより当社経済調査室作成

④ 市場データ一覧

2020年2月

注) 直近値は2020年1月28日時点

株式	(単位:ポイント)	直近値	12月末	騰落率%
日本	TOPIX	1,692.28	1,721.36	▲ 1.69
	日経平均株価 (円)	23,215.71	23,656.62	▲ 1.86
米国	NYダウ (米ドル)	28,722.85	28,538.44	0.65
	S&P500	3,276.24	3,230.78	1.41
	ナスダック総合指数	9,269.68	8,972.60	3.31
欧州	ストックス・ヨーロッパ600	417.56	415.84	0.41
ドイツ	DAX®指数	13,323.69	13,249.01	0.56
英国	FTSE100指数	7,480.69	7,542.44	▲ 0.82
香港	ハンセン指数	27,949.64	28,189.75	▲ 0.85
	H株指数	10,976.19	11,168.06	▲ 1.72
中国	上海総合指数	2,976.52	3,050.12	▲ 2.41
インド	S&P BSE SENSEX指数	40,966.86	41,253.74	▲ 0.70
ブラジル	ボベスバ指数	116,479.00	115,645.30	0.72
先進国	MSCI WORLD	2,372.52	2,358.47	0.60
新興国	MSCI EM	1,101.72	1,114.66	▲ 1.16
新興アジア	MSCI EM ASIA	563.43	566.11	▲ 0.47

国債利回り	(単位:%)	直近値	12月末	騰落幅%
日本	10年物	▲ 0.040	▲ 0.025	▲ 0.015
米国	10年物	1.657	1.919	▲ 0.262
ドイツ	10年物	▲ 0.341	▲ 0.185	▲ 0.156
英国	10年物	0.552	0.822	▲ 0.270
カナダ	10年物	1.375	1.702	▲ 0.327
オーストラリア	10年物	0.952	1.370	▲ 0.418
ニュージーランド	10年物	1.317	1.654	▲ 0.337
インド	10年物	6.580	6.555	0.025
インドネシア	10年物	6.747	7.063	▲ 0.316
ブラジル	10年物	6.644	6.787	▲ 0.143
メキシコ	10年物	6.756	6.910	▲ 0.154
南アフリカ	10年物	9.092	9.029	0.063
トルコ	10年物	10.220	12.210	▲ 1.990
ロシア	10年物	6.322	6.412	▲ 0.090

リート(配当込み)	(単位:ポイント)	直近値	12月末	騰落率%
日本	東証リート指数	4,540.34	4,450.34	2.02
米国	S&P米国REIT指数	1,514.49	1,481.35	2.24
欧州	S&P欧州REIT指数	1,000.83	1,016.77	▲ 1.57
オーストラリア	S&P豪州REIT指数	962.72	907.59	6.07

為替(対円)	(単位:円)	直近値	12月末	騰落率%
米ドル		109.15	108.61	0.50
ユーロ		120.30	121.77	▲ 1.21
英ポンド		142.18	144.07	▲ 1.31
カナダドル		82.96	83.62	▲ 0.79
オーストラリアドル		73.80	76.23	▲ 3.18
ニュージーランドドル		71.44	73.14	▲ 2.33
中国人民元		15.792	15.585	1.33
インドルピー		1.5300	1.5219	0.53
インドネシアルピア(100ルピア)		0.8000	0.7839	2.05
タイバーツ		3.5425	3.6533	▲ 3.03
マレーシアリンギ		26.669	26.540	0.49
ブラジルリアル		26.023	26.984	▲ 3.56
メキシコペソ		5.829	5.738	1.58
南アフリカランド		7.504	7.753	▲ 3.21
トルコリラ		18.37	18.23	0.74
ロシアルーブル		1.7539	1.7539	0.00

政策金利	(単位:%)	直近値	12月末	騰落幅%
米国	FF目標金利	1.75	1.75	0.00
ユーロ圏	リファイナンスレート	0.00	0.00	0.00
英国	バンクレート	0.75	0.75	0.00
カナダ	オーバーナイト・レート	1.75	1.75	0.00
オーストラリア	キャッシュレート	0.75	0.75	0.00
ニュージーランド	キャッシュレート	1.00	1.00	0.00
中国	1年物貸出基準金利	4.35	4.35	0.00
インド	レポレート	5.15	5.15	0.00
インドネシア	7日物リハース・レボ®金利	5.00	5.00	0.00
ブラジル	SELIC金利誘導目標	4.50	4.50	0.00
メキシコ	オーバーナイト・レート	7.25	7.25	0.00
南アフリカ	レポレート	6.25	6.50	▲ 0.25
トルコ	1週間物レボ®金利	11.25	12.00	▲ 0.75
ロシア	1週間物入札レボ®金利	6.25	6.25	0.00

商品	(単位:ポイント)	直近値	12月末	騰落率%
原油	WTI先物 (米ドル)	53.48	61.06	▲ 12.41
金	COMEX先物 (米ドル)	1,569.80	1,523.10	3.07
工業用金属	ブルームバーグ商品指数	107.44	114.51	▲ 6.17
穀物	ブルームバーグ商品指数	28.66	29.27	▲ 2.08

注) 株式・リートは現地通貨 (MSCIは米ドル) ベース、商品は米ドルベース。FF目標金利はレンジ上限値を表記。原油は1バレル当たり、金は1オンス当たりの価格。
出所) MSCI、S&P、Bloombergより当社経済調査室作成

⑤ 主要金融資産のパフォーマンス

2020年2月

● 主要金融資産の期間別投資収益率（インデックスベース、%）

注）基準日：2020年1月28日

			現地通貨ベース			米ドルベース			円換算ベース			
			1ヵ月	3ヵ月	1年	1ヵ月	3ヵ月	1年	1ヵ月	3ヵ月	1年	2019年
株式	国・地域別	日本	▲ 1.9	3.0	12.4				▲ 1.9	3.0	12.4	▲ 1.3
		海外先進国	1.0	7.2	24.1	0.6	7.1	23.2	0.3	7.3	23.1	1.4
		米国	1.4	8.5	26.6	1.4	8.5	26.6	1.2	8.7	26.4	2.2
		ユーロ圏	▲ 0.8	3.6	20.0	▲ 2.2	2.7	15.5	▲ 2.4	2.9	15.3	▲ 1.3
		新興国	▲ 0.9	6.2	11.8	▲ 1.5	6.1	10.4	▲ 1.7	6.3	10.2	▲ 0.6
	業種別	IT(情報技術)	5.0	14.8	45.5	4.9	14.7	45.1	4.6	14.9	44.9	5.6
		エネルギー	▲ 5.5	▲ 2.6	▲ 4.7	▲ 6.0	▲ 2.7	▲ 5.6	▲ 6.3	▲ 2.5	▲ 5.8	▲ 5.6
		素材	▲ 3.7	1.2	9.9	▲ 4.4	1.1	8.3	▲ 4.6	1.2	8.1	▲ 3.9
		ヘルスケア	0.4	10.4	19.7	0.2	10.5	19.3	▲ 0.1	10.7	19.1	1.0
		金融	▲ 1.4	3.3	11.8	▲ 1.9	3.2	10.8	▲ 2.1	3.4	10.6	▲ 1.3
リート	先進国				2.5	1.0	16.9	2.2	1.2	16.7	2.2	
	日本	2.0	▲ 1.5	24.0				2.0	▲ 1.5	24.0	2.1	
	米国	3.2	0.7	16.8	3.2	0.7	16.8	2.9	0.9	16.6	2.7	
	新興国				▲ 2.4	▲ 1.9	1.6	▲ 2.7	▲ 1.8	1.4	▲ 1.9	
国債	円ヘッジなし	日本	0.5	▲ 0.1	2.1				0.5	▲ 0.1	2.1	0.3
		海外先進国	1.6	1.4	8.6	0.8	1.1	6.6	0.5	1.3	6.4	1.3
		米国	1.5	1.9	8.8	1.5	1.9	8.8	1.3	2.1	8.6	2.2
		ユーロ圏	1.4	0.5	7.8	▲ 0.1	▲ 0.4	3.7	▲ 0.4	▲ 0.2	3.6	0.3
		オーストラリア	2.6	1.2	10.3	▲ 0.8	▲ 0.0	3.9	▲ 1.0	0.1	3.7	▲ 0.6
		新興国(現地通貨)				▲ 0.3	0.9	9.2	▲ 0.6	1.1	9.0	▲ 0.3
		新興国(米ドル)				0.9	2.7	12.2	0.6	2.8	12.0	1.4
	円ヘッジあり	海外先進国							1.3	0.8	5.9	1.6
		新興国(米ドル)							0.7	2.0	9.1	0.8
物価連動国債		先進国				1.3	2.4	8.3	1.1	2.6	8.1	1.8
		新興国				▲ 1.1	▲ 1.6	8.9	▲ 1.4	▲ 1.5	8.7	▲ 1.5
社債	投資適格	先進国				0.9	2.4	11.0	0.6	2.6	10.8	1.4
		日本	0.2	▲ 0.0	0.9				0.2	▲ 0.0	0.9	0.2
		米国	1.6	3.3	14.9	1.6	3.3	14.9	1.3	3.5	14.7	2.3
		欧州	0.6	0.8	6.4	▲ 0.9	▲ 0.1	2.4	▲ 1.0	0.2	2.7	▲ 0.4
		新興国(米ドル)				1.4	2.5	12.5	1.2	2.7	12.3	2.0
	ハイ・イールド	先進国				0.3	2.5	10.2	0.0	2.6	10.0	0.6
		米国	0.1	2.1	10.4	0.1	2.1	10.4	▲ 0.1	2.3	10.2	0.6
		欧州	0.3	2.1	9.8	▲ 1.2	1.3	5.6	▲ 1.3	1.6	6.0	▲ 1.0
		新興国(米ドル)				1.6	3.7	13.0	1.3	3.9	12.8	2.1
転換社債		先進国				2.3	5.2	11.7	2.0	5.4	11.5	2.8
		新興国				0.9	8.8	23.3	0.7	9.0	23.1	1.2
商品	総合				▲ 6.1	▲ 3.6	▲ 2.5	▲ 6.3	▲ 3.4	▲ 2.7	▲ 5.0	
	金				3.5	4.8	19.5	3.3	5.0	19.4	3.7	
	原油				▲ 13.0	▲ 3.3	4.0	▲ 13.2	▲ 3.1	3.8	▲ 11.4	
他	MLP				▲ 3.9	▲ 1.3	▲ 7.2	▲ 4.2	▲ 1.1	▲ 7.4	▲ 2.7	
	バンクローン				0.7	2.8	6.6	0.4	2.9	6.5	1.1	

注）日本株式、日本リート、日本国債、円ヘッジあり海外先進国・新興国国債、日本社債は円ベース指数の期間内騰落率、それ以外は現地通貨建てまたは米ドル建て指数と米ドル円相場の同合計に基づく。算出は当社経済調査室。対象となるインデックスは以下の通り。
 株式 日本: MSCI JAPAN、海外先進国: MSCI KOKUSAI、米国: MSCI USA、ユーロ圏: MSCI EMU、新興国: MSCI EM（全て配当込み）、業種別: MSCI WORLD
 リート 先進国・日本・米国: S&P先進国（または日本・米国）REIT指数、新興国: S&P新興国REIT指数（全て配当込み）
 国債（円ヘッジなし） 日本・米国・ユーロ圏・オーストラリア: FTSE世界国債インデックス（国・地域別）、海外先進国: FTSE世界国債インデックス（除く日本）、新興国（現地通貨建て）: J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified、新興国（米ドル建て）: J.P. Morgan EMBI Global Diversified
 国債（円ヘッジあり） 海外先進国: FTSE世界国債インデックス（除く日本、円ヘッジ・円ベース）、新興国: J.P. Morgan EMBI Global Diversified（円ヘッジベース）
 物価連動国債 先進国: ブルームバーク・バークレイズ世界物価連動国債インデックス、新興国: ブルームバーク・バークレイズ新興国物価連動国債インデックス
 社債（投資適格） 先進国: ICE BofAML Global Corporate Index、日本: ICE BofAML Japan Corporate Index、米国: ICE BofAML US Corporate Index、欧州: Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index、新興国: J.P. Morgan CEMBI Broad High Grade Index
 社債（ハイ・イールド） 先進国: ICE BofAML Global High Yield Index、米国: ICE BofAML US High Yield Index、欧州: Bloomberg Barclays Euro High Yield Total Return Index、新興国: J.P. Morgan CEMBI Broad High Yield Index
 転換社債 先進国: ICE BofAML Developed Markets Global 300 Convertible Index、新興国: ICE BofAML Emerging Markets Global 300 Convertible Index
 商品・金・原油: ブルームバーク商品（または金・原油）指数、MLP: Alerian MLP Total Return Index、バンクローン: S&P/LSTA Leveraged Loan Total Return Index
 出所）MSCI、S&P、ICE Data Indices, LLC、Bloombergより当社経済調査室作成

⑥ 主要な政治・経済日程

2020年2月

● 2020年2月の主要経済指標と政治スケジュール

月	火	水	木	金
2/3	4	5	6	7
(日) 1月 新車販売台数 (米) 1月 自動車販売台数 (米) 12月 建設支出 (米) 1月 ISM製造業景気指数 (米) 民主党党員集会(アイオワ州) (米大統領民主党予備選開始) (中) 1月 製造業PMI(財新) (伯) 1月 製造業PMI	(米) 12月 製造業受注 (米) 大統領一般教書演説 (欧) 12月 生産者物価 (豪) 金融政策決定会合 (伯) 12月 鉱工業生産	(米) 1月 ADP雇用統計 (米) 12月 貿易収支 (米) 1月 ISM非製造業景気指数 (欧) 12月 小売売上高 (伯) 金融政策委員会 (COPOM、～6日)	(米) 10-12月期 労働生産性 (独) 12月 製造業受注 (豪) 12月 貿易収支 (豪) 12月 小売売上高 (印) 金融政策決定	(日) 12月 毎月勤労統計 (日) 12月 家計調査 (日) 12月 景気動向指数(速報) (米) 1月 雇用統計 (米) 12月 消費者信用残高 (独) 12月 鉱工業生産 (仏) 12月 鉱工業生産
10	11	12	13	14
(日) 12月 経常収支 (日) 1月 景気ウォッチャー (伊) 12月 鉱工業生産 (中) 1月 消費者物価 (中) 1月 生産者物価	(米) 1月 NFIB中小企業楽観指数 (米) 12月 雇用動態調査(JOLTS) (米) 民主党予備選挙 (ニューハンプシャー州) (英) 10-12月期 実質GDP(速報) (英) 12月 鉱工業生産 (豪) 1月 NAB企業景況感指数	(米) 1月 月次財政支出 (欧) 12月 鉱工業生産	(日) 1月 国内企業物価 (米) 1月 消費者物価 (英) 1月 RICS住宅価格	(日) 12月 第3次産業活動指数 (米) 1月 輸出入物価 (米) 1月 小売売上高 (米) 1月 鉱工業生産 (米) 2月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(速報) (欧) 10-12月期 実質GDP(2次速報) (独) 10-12月期 実質GDP(速報)
17	18	19	20	21
(日) 10-12月期 実質GDP(速報)	(米) 2月 ニューヨーク連銀 製造業景気指数 (米) 2月 NFIB中小企業楽観指数 (独) 2月 ZEW景況感指数 (英) 12月 失業率(ILO基準) (豪) 金融政策決定会合 議事録(2月4日分)	(日) 12月 機械受注 (日) 1月 貿易統計 (米) 1月 生産者物価 (米) 1月 住宅着工・許可件数 (米) FOMC議事録 (1月28-29日分) (英) 1月 消費者物価 (英) 1月 生産者物価 (豪) 10-12月期 賃金コスト指数	(米) 1月 景気先行指数 (米) 2月 フィラデルフィア連銀 製造業景気指数 (独) 3月 GfK消費者信頼感指数 (豪) 1月 雇用統計	(日) 1月 消費者物価(全国) (日) 12月 全産業活動指数 (米) 2月 製造業PMI(速報) (米) 2月 サービス業PMI(速報) (米) 1月 中古住宅販売件数 (欧) 2月 製造業PMI(速報) (他) イラン議会選挙
23	25	26	27	28
(独) ハンブルグ特別市議会選挙	(日) 1月 企業向け サービス価格指数 (米) 12月 FHFA住宅価格指数 (米) 12月 S&Pコアブティック/ ケース・シャー住宅価格指数 (米) 2月 消費者信頼感指数 (コンファレンス・ボード)	(米) 1月 新築住宅販売件数	(米) 10-12月期 実質GDP (2次速報) (米) 1月 耐久財受注 (米) 1月 中古住宅販売 仮契約指数	(日) 2月 消費者物価(東京都) (日) 1月 労働関連統計 (日) 1月 小売売上高 (日) 1月 鉱工業生産(速報) (米) 1月 個人所得・消費 (米) 2月 シカゴ購買部協会 景気指数 (米) 2月 ミシガン大学 消費者信頼感指数(確報) (欧) 2月 消費者物価(速報) (独) 2月 失業者数 (仏) 10-12月期 実質GDP(確報) (加) 10-12月期 実質GDP (印) 10-12月期 実質GDP
24				29
(独) 2月 ifo景況感指数				(米) 民主党予備選挙 (サウスカロライナ州)

注) (日) 日本、(米) 米国、(欧) ユーロ圏、(独) ドイツ、(仏) フランス、(伊) イタリア、(英) 英国、(豪) オーストラリア、(加) カナダ、
(中) 中国、(印) インド、(伯) ブラジル、を指します。日程および内容は変更される可能性があります。

出所) 各種情報、Bloombergより当社経済調査室作成

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2020年1月29日）
- 本資料は信頼できる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・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

本資料中で使用している指数について

「日経平均株価」に関する著作権、知的財産権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。
TOPIX（東証株価指数）、東証リート指数に関する知的財産権その他一切の権利は東京証券取引所に帰属します。
ドイツ「DAX®」：本指数は、情報提供を目的としており、売買等を推奨するものではありません。
STOXXリミテッドはストックス・ヨーロッパ600指数に連動する金融商品を推奨、発行、宣伝又は推進を行うものではなく、本金融商品等に関し
ていかなる責任も負うものではありません。
FTSE International Limited(“FTSE”)©FTSE. “FTSE®”はロンドン証券取引所グループ会社の登録商標であり、FTSE International Limitedは許可を得
て使用しています。FTSE指数、FTSE格付け、またはその両方におけるすべての権利は、FTSE、そのライセンサー、またはその両方に付与され
ます。FTSEおよびライセンサーは、FTSE指数、FTSE格付け、もしくはその両方、または内在するデータにおける誤りや省略に対して責任を負
わないものとし、FTSEの書面による同意がない限り、FTSEデータの再配布は禁止します。
MSCI ACWI、MSCI WORLD、MSCI KOKUSAI、MSCI EM、MSCI Japan、MSCI USA、MSCI EMU、MSCI EM ASIAに対する著作権およびその他
知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。
FTSE世界国債インデックス、FTSE世界国債インデックス（除く日本）、FTSE世界国債インデックス（除く日本、円ヘッジ・円ベース）のデータ
は、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または
遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。
ICE BofAML Global Corporate Index、ICE BofAML Japan Corporate Index、ICE BofAML US Corporate Index、ICE BofAML Global High Yield Index、
ICE BofAML US High Yield Index、ICE BofAML Developed Markets Global 300 Convertible Index、ICE BofAML Emerging Markets Global 300
Convertible Indexは、ICE Data Indices, LLC、ICE Dataまたはその第三者の財産であり、三菱UFJ国際投信は許諾に基づき使用しています。ICE
Dataおよびその第三者は、使用に関して一切の責任を負いません。
J.P. Morgan EMBI Global Diversified、J.P. Morgan CEMBI Broad High Grade Index、J.P. Morgan CEMBI Broad High Yield Index、J.P. Morgan GBI-EM
Broadの情報は信頼性があると信じるに足る情報源から得られたものですが、J.P.モルガンはその完全性または正確性を保証するものではありません。
同指数は使用許諾を得て使用しています。J.P.モルガンによる書面による事前の承諾なく同指数を複製、使用、頒布することは禁じられて
います。Copyright © 2019 J.P. Morgan Chase & Co. 無断複製・転載を禁じます。
ブルームバーグ（BLOOMBERG）は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー（Bloomberg Finance L.P.）の商標およびサービスマークです。
バークレイズ（BARCLAYS）は、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシー（Barclays Bank Plc）の商標および
サービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブ
ルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス（BLOOMBERG BARCLAYS INDICES）に対する一切の独占的
権利を有しています。
ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity IndexSM）およびブルームバーグ（Bloomberg®）は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・
ピー（Bloomberg Finance L.P.）およびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）のサービスマークであり、三菱UFJ国際投信
による一定の目的での利用のためにライセンスされています。ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity IndexSM）は、ブルームバーグと
UBSセキュリティーズ・エル・エル・シー（UBS Securities LLC）の間の契約に従ってブルームバーグが算出し、配信し、販売するものです。ブ
ルームバーグ、ならびにUBSセキュリティーズ・エル・エル・シーおよびその関係会社（以下「UBS」と総称します。）のいずれも、三菱UF
J国際投信の関係会社ではなく、ブルームバーグおよびUBSは、三菱UFJ国際投信が運用するファンドを承認し、是認し、レビューまたは
推奨するものではありません。ブルームバーグおよびUBSのいずれも、ブルームバーグ商品指数（Bloomberg Commodity IndexSM）に関連するい
かなるデータまたは情報の適時性、正確性または完全性も保証するものではありません。
S&P先進国REIT指数、S&P新興国REIT指数はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス（S&P DJI）の商品であり、これを利用するライセンスが三菱
UFJ国際投信株式会社に付与されています。S&P DJIはS&P先進国REIT指数、S&P新興国REIT指数の誤り、欠落、または中断に対して一切の
責任を負いません。
Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。
VIX指数は、シカゴ・オプション取引所が所有する登録商標です。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404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

INVESTMENT STRATEGY MONTHLY