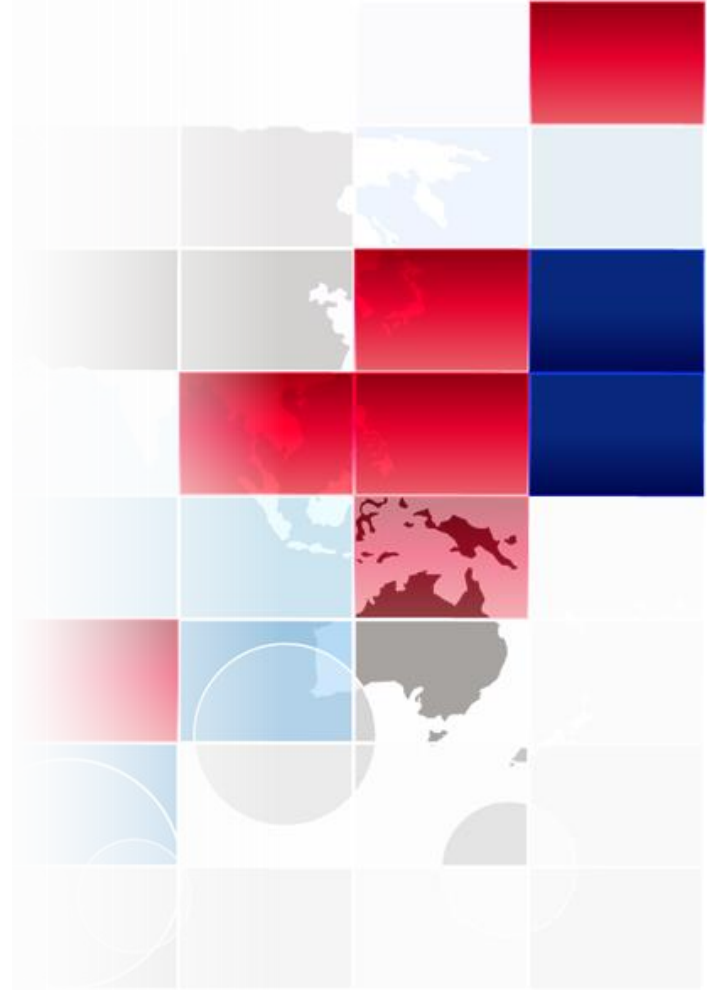

マーケット・インサイト

2024年2月



マーケット・インサイト

▶ Chapter 1 トピックス

1-1 トピックス 3

国内株式市場

日本国債市場

FRBの量的引き締めペースの減速

新興国景気と利下げ

グローバルリスク報告書

▶ Chapter 2 経済動向

2-1 経済の概況 9

2-2 各国経済動向 12

米国

日本

ユーロ圏

中国

オーストラリア

ブラジル

インド

▶ Chapter 3 市場動向

3-1 市場動向の概況 26

3-2 マーケット・オーバービュー 27

3-3 市場動向 29

株式

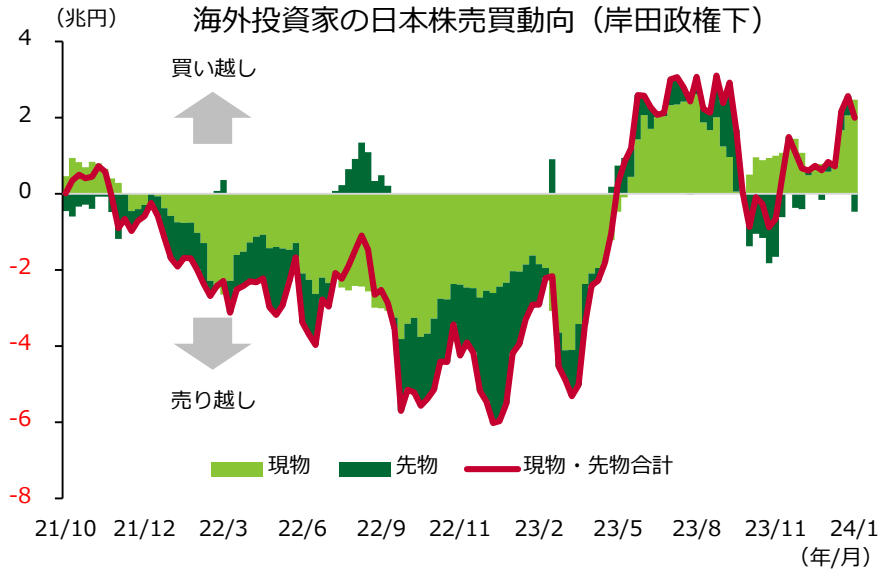
REIT

債券

外国為替

▶ Chapter 1
トピックス

日本株が年初から急騰



(注) 2021年10月4日-8日の週からの累計日本株買い越し額、二市場合計、日経225
マイクロ先物を除く
期間：2021年10月4日-8日の週～2024年1月22日-26日の週（週次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

TOPIXプライム企業の開示状況（2023年12月末時点）

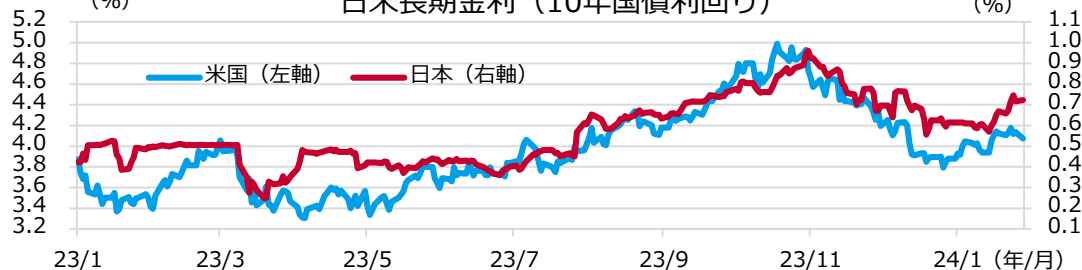
	PBR1倍未満	1倍以上
時価総額 1000億円以上	78%が開示 (取組等を開示 65%、 検討中13%)	46% (取組等を開示 41%、 検討中5%)
250-1000億円	59% (取組等を開示 44%、 検討中15%)	32% (取組等を開示23% 検討中8.5%)
250億円未満	37% (取組等を開示 28%、 検討中9%)	22% (取組等を開示17% 検討中6%)

(注) 「検討中」はコーポレートガバナンス報告書など会社発表資料で「対応を検討中」と開示した企業
出所：東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示状況（2024年1月15日公表）を基にアセットマネジメントOneが作成

- 日本株は年初から大幅に上昇しました。主に海外投資家の買いが株価上昇をけん引したとみられます。1月4週にかけての海外投資家の日本株売買動向をみると、第1次岸田政権発足以降の累計買い越し額は、昨年夏場並みの高水準に達しています。
- 日本株を巡る好材料が複数意識されたこと（デフレ脱却、日本企業の資本効率改善、新NISA開始、金融環境が米欧に比べて緩和的であること）に加え、昨年末にかけての日本株の出遅れ感なども要因とみられています。長期停滞懸念がくすぶる中国の株式市場からの資金シフトの可能性も一部で指摘されています。
- こうした中、東証の資本効率改善要請に関する企業の開示状況が発表されました。昨年12月末時点でTOPIXプライム市場の約49%の企業が要請への対応策を開示しました（検討中を含む）。ただし、開示は時価総額が大きくPBR（株価純資産倍率）が低い企業が中心となっています。今後、より広範に開示が進み、かつ具体策が実行されるかが注目されます。

日銀の金融政策の正常化観測から長期金利は上昇したが、一段の上昇余地は限定的か

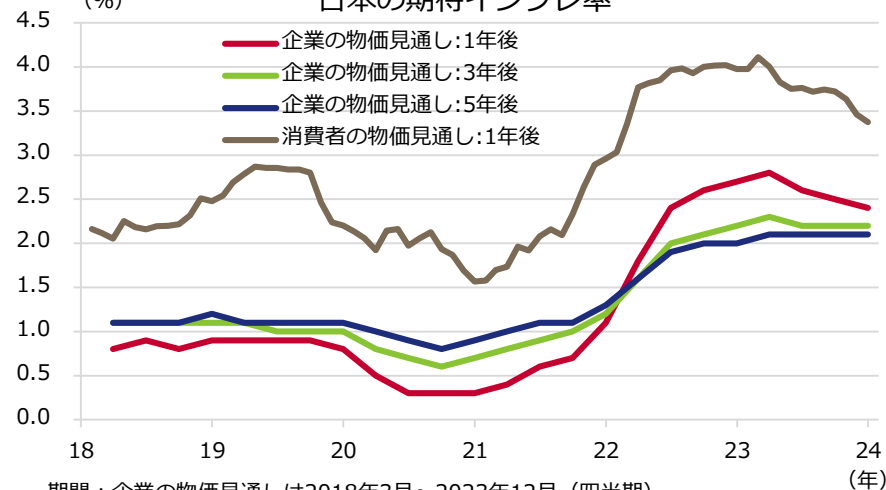
(%) 日米長期金利（10年国債利回り） (%)



(%) 円OISフォワード金利（3カ月先1カ月）



(%) 日本の期待インフレーション

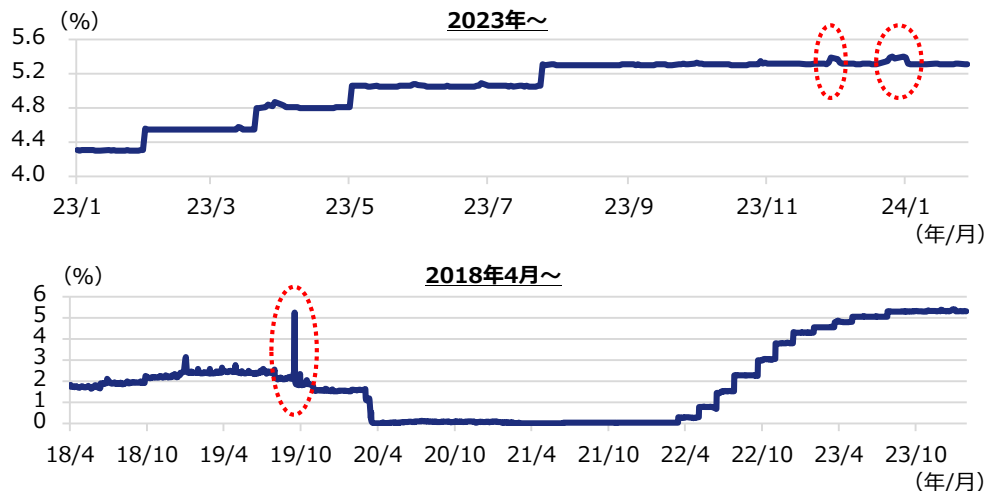


- 日本の長期金利が上昇した背景には、米早期利下げ観測の後退などに伴う米長期金利上昇に加え、日銀の金融政策の正常化観測が強まったことがあります。1月の日銀金融政策決定会合後の植田総裁による会見では、2%の物価安定目標達成へ自信を深めつつある様子がうかがわれました。将来の政策金利予想を映じる翌日物スワップ（OIS）金利は上昇しました。
- 企業や消費者の物価見通しは2%超を維持しているものの、加速はみられません。日銀の植田総裁は、マイナス金利を解除することになったとしても、極めて緩和的な金融環境が当面続くとの見解を示しました。マイナス金利解除後、大幅な連続利上げなどを想定しているわけではないとみられ、日本の長期金利の一段の上昇余地は限られると考えます。

トピックス – FRBの量的引き締めペースの減速

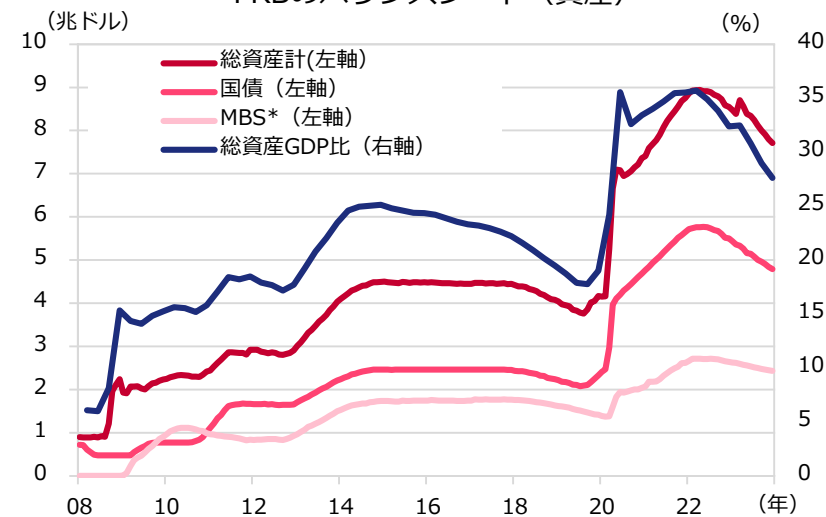
具体的な減速ペースなどは、3月のFOMCで本格的に議論される見通し

SOFR（担保付翌日物調達金利）



期間：上段 2023年1月3日～2024年1月30日（日次）
下段 2018年4月2日～2024年1月30日（日次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

FRBのバランスシート（資産）

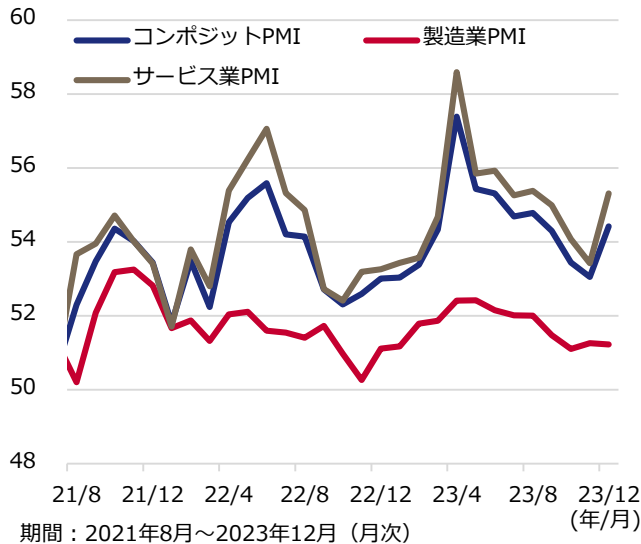


*住宅ローン担保証券
期間：総資産計、国債、MBSは2008年1月～2023年12月（月次）
総資産GDP比は2008年1Q～2023年4Q（四半期）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 1月上旬にダラス連銀のローガン総裁が講演を行いました。ローガン総裁は、11月-12月、12月-1月の月の変わり目にかけて、SOFR（担保付翌日物調達金利）が小幅上昇したことに言及し、もはや流動性が極めて豊富な状態から脱した可能性を指摘しました。前回（2017年10月～2019年7月）のQT（量的引き締め）においては、QT終了後の19年9月に短期金融市場で調達金利が急騰しています。そうした点を踏まえ、ローガン総裁は、翌日物リバースレポの残高が低水準になるのに伴い、QTのペースを減速すべきとの考えを示しました。
- かかる中、1月に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）において、QTの減速を巡る議論の進展に注目が集まりました。会合後の記者会見においてパウエルFRB（米連邦準備理事会）議長は、FRBのバランスシートに関して、次回の3月会合においてQTのペースなどに関する本格的な議論を行う予定であると説明しました。次回会合においてQTの減速の道筋が示されるかが注目されます。

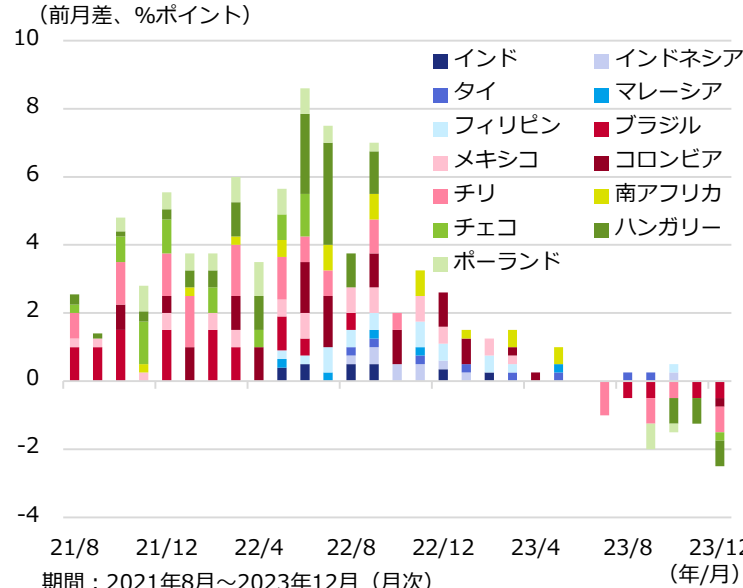
インフレ鈍化や先進国利下げ観測で、新興国の金融緩和は一段と進む見込み

新興国（除く中国）PMI



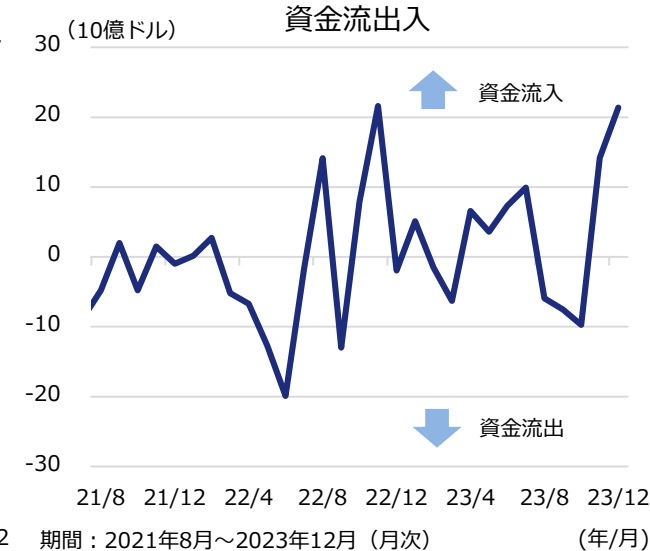
出所：S&P Globalのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

新興国の政策金利変化幅



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

新興国株式（除く中国）への



出所：IIF（国際金融協会）のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- コロナ禍以降の高インフレやその抑制に向けた金融引き締め、FRBの利上げに伴う米ドル高と自国通貨安などが、2023年後半にかけて中国を除く新興国経済の重しとなっていました。しかし、足元ではインフレ鈍化や景気減速を受けて、これまで利上げが積極的に行われてきた中南米や東欧で、利下げが開始しています。
- また、FRBの利下げ観測に伴う米ドル安と、新興国景気の回復期待から、一部新興国の株式市場へ資金が流入しています。今後、先進国の中央銀行が利下げに動くと見込まれる中、新興国で一段のインフレ鈍化が確認されれば、新興國中銀の利下げ余地拡大と景気回復期待が強まる可能性があります。ただし、中国景気動向や、中東情勢、気候要因による原油や食料価格の再加速などのリスクには、依然として注意が必要です。

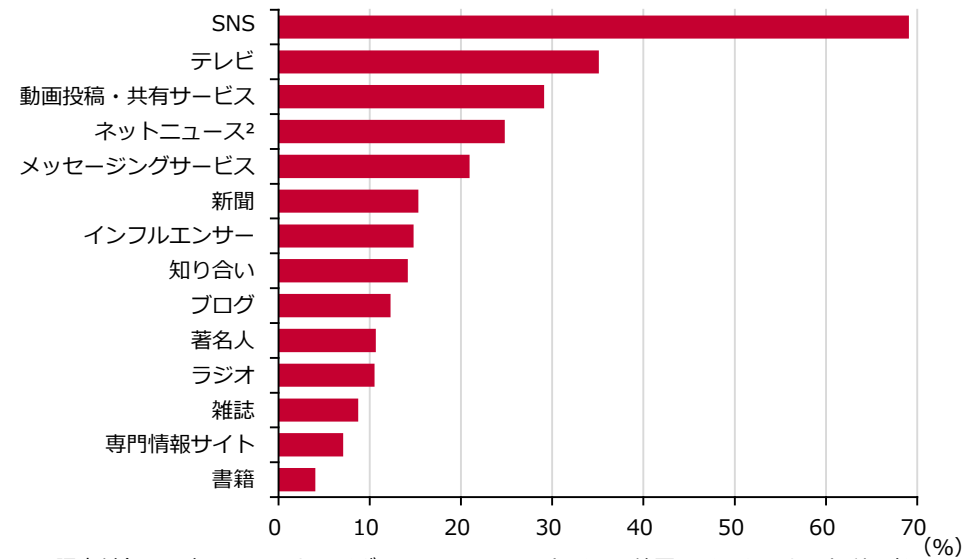
短期のリスクとして「誤報と偽情報」が急浮上

グローバルリスクの重要度ランキング



出所: WEF「グローバルリスク報告書2024」を基にアセットマネジメントOneが作成

総務省調査：偽情報を見かけたメディア・サービス¹



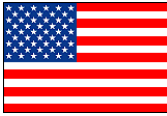

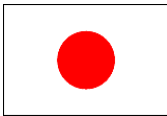



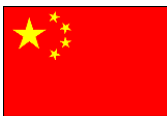

¹調査対象は日本、アメリカ、イギリス、フランス、ドイツ、韓国のインターネット利用者

²ポータルサイトやソーシャルメディアによるニュース配信

出所：総務省「令和3年度 国内外における偽情報に関する意識調査」を基にアセットマネジメントOneが作成

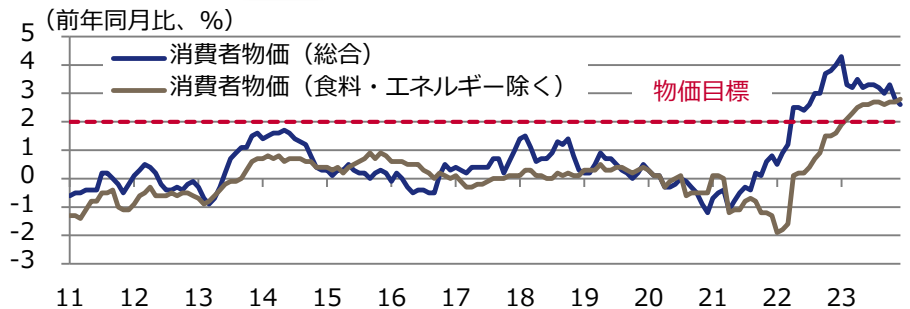
- 1月、世界経済フォーラム（WEF）がスイスのダボスで年次総会（ダボス会議）を開催しました。会議の開催に先立ち、WEFは経済/環境/地政学/社会/技術の主要リスクについて分析した「グローバルリスク報告書2024」を発行しました。
- 同報告書では、有識者などを対象としたアンケートの回答結果を基に、今後の短期・長期のグローバルリスクを集計しました。調査の結果、短期的なリスクとして急浮上したものが「誤報と偽情報」です。日本の総務省の調査によると、偽情報を目にしたメディアとしてSNSが最も多かったものの、従来型メディアにおいても偽情報を見かけたという回答は少なくありません。
- WEFの報告書は、AI（人工知能）が偽情報の爆発的な拡大に寄与している点と、偽情報のまん延が選挙結果に対する不信感を広め民主的プロセスを毀損しうる可能性を指摘しています。今年、多くの地域で重要な選挙が控える中、偽情報をもたらすリスクに警戒が必要です。

▶ Chapter 2
経済動向

国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 緩やかに減速	政策金利を据え置き	FRBの昨年央までの利上げによる景気抑制効果が残るものの、堅調な労働市場を裏付けとする個人消費が支えとなり、米経済は底堅さを維持するとみられます。FRBは当面政策金利を据え置くとみられますが、第2四半期にかけて利下げに転じる見込みです。もっとも、利下げ時期は物価情勢次第であり、引き続き推移を注視する必要があります。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ インフレの再加速
 日本	 懸念材料はあるも再び回復基調へ	早晩、正常化へ	国内経済は、昨年後半に停滞したものの、賃金上昇や企業の根強い設備投資意欲を背景に、個人消費や設備投資を中心として回復基調へ戻ると予想されます。日銀は、2%の物価安定目標の達成に一段と自信を深め、2024年春までにマイナス金利解除などの政策正常化を実施するとみられます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 物価高による経済への影響 ▶ 外需の減速
 ユーロ圏	 景気は軟調	政策金利を据え置き	製造業は底入れの兆しがみられますが、サービス業は軟調な推移が続いています。今後、インフレ鈍化などが経済の下支えになるとみられますが、景気の低迷が長期化する可能性には留意が必要です。ECBは当面政策金利を据え置くとみられます。5月下旬発表の1-3月期の妥結賃金の結果を確認した後、6月に利下げを開始する見込みです。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 景気低迷の長期化 ▶ ドイツ財政の緊縮化
 中国	 景気に底打ちの兆し	金融緩和姿勢を維持	中国経済は、主に製造業がけん引して持ち直しの兆しがみられます。ただし、不動産市況の低迷から、需要の回復は鈍く、当局は今年も景気の安定化を重視する方針です。当局は家計向け支援には消極的であり、消費の回復が遅れることが懸念されます。中国人民銀行は金融緩和に動いており、近くLPR（最優遇貸出金利）の利下げを見込みます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 地方中小銀行発の金融システム不安 ▶ 外需の減速

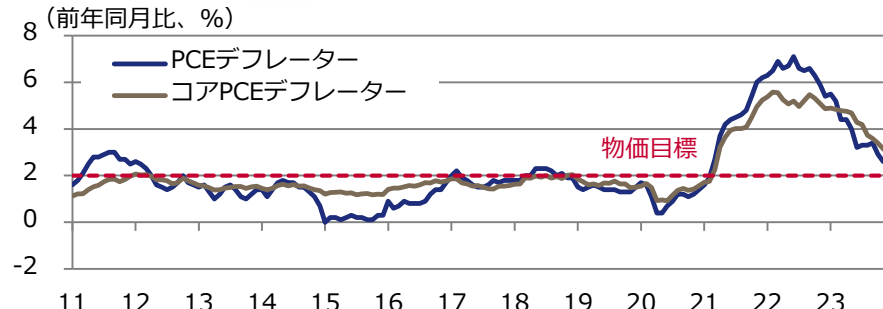
経済の概況 – 各国のインフレ率の動向

● 日本のインフレ率の推移



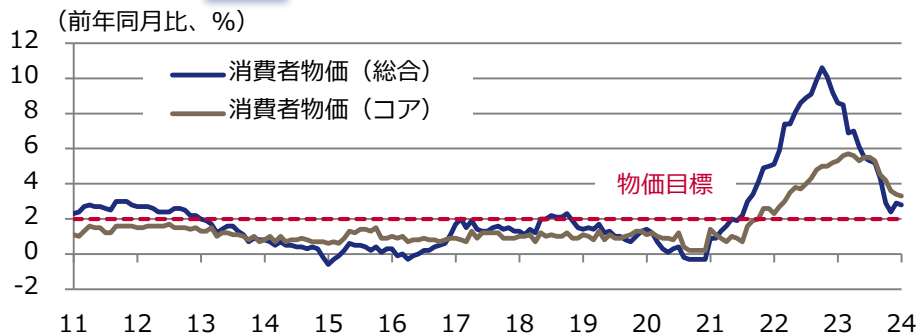
期間：2011年1月～2023年12月（月次）
 出所：総務省、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) グラフは消費税率引き上げ及び幼児教育・保育無償化の影響を除いたベース

🇺🇸 米国のインフレ率の推移



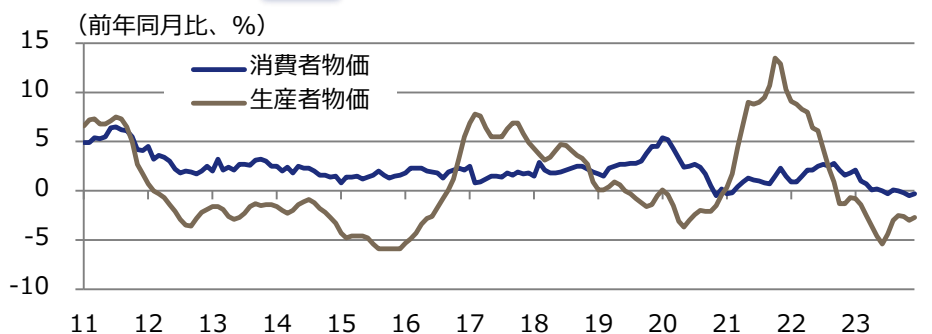
期間：2011年1月～2023年12月（月次）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

🇪🇺 ユーロ圏のインフレ率の推移



期間：2011年1月～2024年1月（月次）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

🇨🇳 中国のインフレ率の推移



期間：2011年1月～2023年12月（月次）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

経済の概況 – 主要国・地域のGDP成長率見通し

(前年比、%)

(年)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (予測値)	2025 (予測値)
全世界計	3.6	2.8	▲ 2.8	6.3	3.5	3.1	3.1 (↑ 0.2)	3.2 (→ 0.0)
先進国計	2.3	1.7	▲ 4.2	5.6	2.6	1.6	1.5 (↑ 0.1)	1.8 (→ 0.0)
米国	2.9	2.3	▲ 2.8	5.9	1.9	2.5	2.1 (↑ 0.6)	1.7 (↓ 0.1)
日本	0.6	▲ 0.4	▲ 4.2	2.2	1.0	1.9	0.9 (↓ 0.1)	0.8 (↑ 0.2)
ユーロ圏	1.8	1.6	▲ 6.1	5.6	3.4	0.5	0.9 (↓ 0.3)	1.7 (↓ 0.1)
オーストラリア	2.8	1.9	▲ 1.8	5.2	3.8	1.8	1.4 (↑ 0.2)	2.1 (↑ 0.1)
新興国計	4.6	3.6	▲ 1.8	6.9	4.1	4.1	4.1 (↑ 0.1)	4.2 (↑ 0.1)
中国	6.8	6.0	2.2	8.5	3.0	5.2	4.6 (↑ 0.4)	4.1 (→ 0.0)
インド	6.5	3.9	▲ 5.8	9.1	7.2	6.7	6.5 (↑ 0.2)	6.5 (↑ 0.2)
ブラジル	1.8	1.2	▲ 3.3	5.0	3.0	3.1	1.7 (↑ 0.2)	1.9 (→ 0.0)
ロシア	2.8	2.2	▲ 2.7	5.6	▲ 1.2	3.0	2.6 (↑ 1.5)	1.1 (↑ 0.1)
ASEAN5 [※]	5.4	4.9	▲ 3.4	4.0	5.5	4.2	4.7 (↑ 0.2)	4.4 (↓ 0.1)

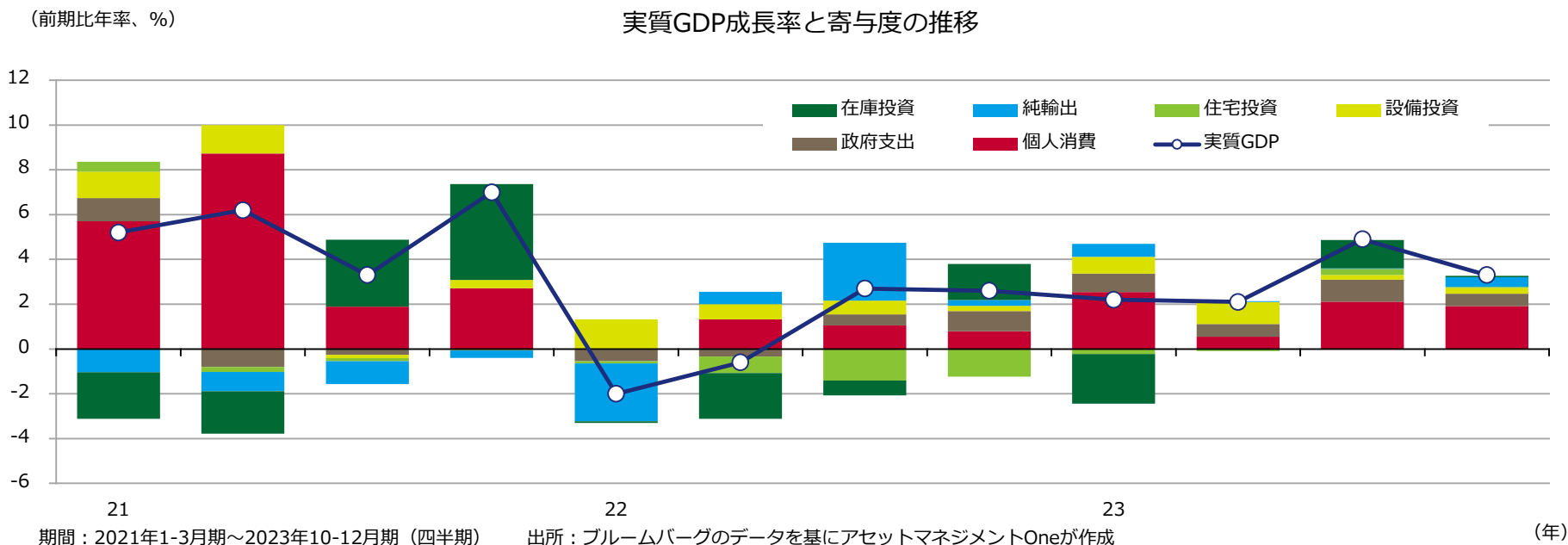
出所：IMF「World Economic Outlook Update, 2024.1」、 「World Economic Outlook Database, 2023.10」、リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※ASEAN5：インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、シンガポール（2017～2020年はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）

(注) 2023年の数値は推計値、2024年以降は予測値。ただし、2023年以前も一部予測値のデータを含む場合がある

() 内は前回時点の見通しからの変化幅。インドのGDP成長率は会計年度（4月～翌年3月）ベース

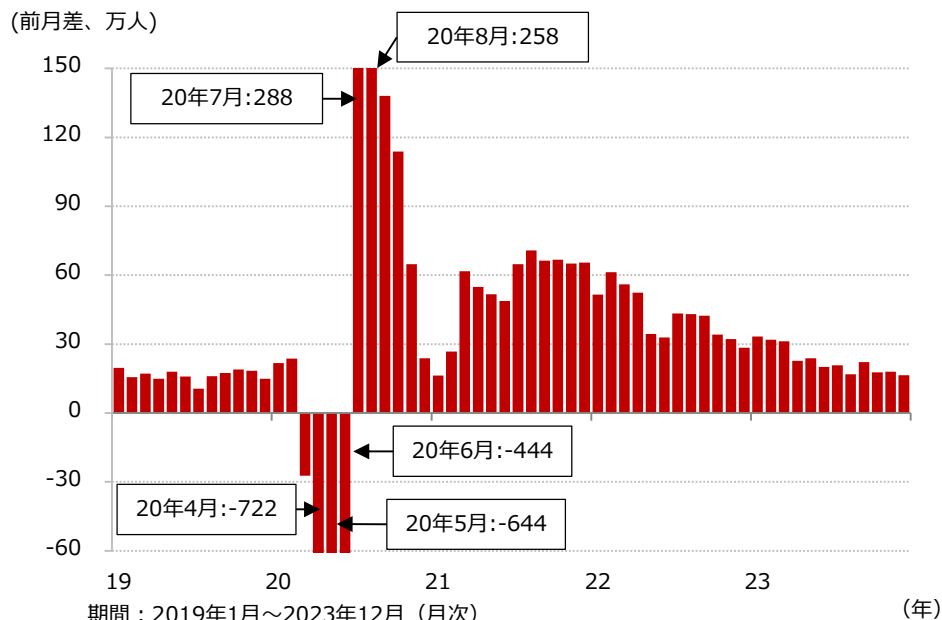
米実質GDP成長率は、10-12月期も高成長継続



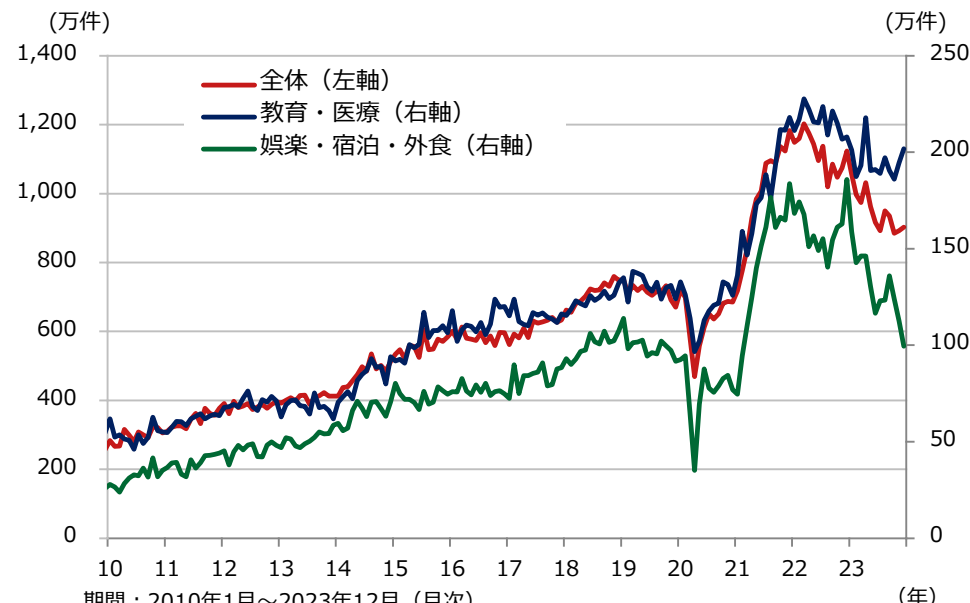
- 米国の2023年10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+3.3%と、7-9月期（同+4.9%）から減速したものの、高成長を維持しました。プラス成長は、これで6四半期連続です。
- 個人消費が財、サービスともに大きく増加し、全体をけん引しました。また、前期に大幅に増加したため反動減が予想されていた在庫投資は、ほぼ横ばいとなりました。一方、設備投資は前期から小幅なプラス成長にとどまりました。機械投資が増加しましたが、昨年上期に設備投資を大きく押し上げた財政支援策の効果が剥落し、構築物投資の伸びが一段と鈍化しました。住宅投資は伸びが縮小したものの、住宅ローン金利が昨秋にピークをつけた後に低下している点を鑑みれば、2024年1-3月期以降に一定程度改善する可能性があります。
- 10-12月期の実質GDPの強さを踏まえれば、米経済は依然堅調と判断されます。労働市場の調整が限定的な中で、個人消費は今後も底堅く推移するとみられ、米景気の減速は緩やかにとどまる見通しです。

労働市場の減速は限定的にとどまるとみられる

非農業部門雇用者数増減の推移（3カ月移動平均）

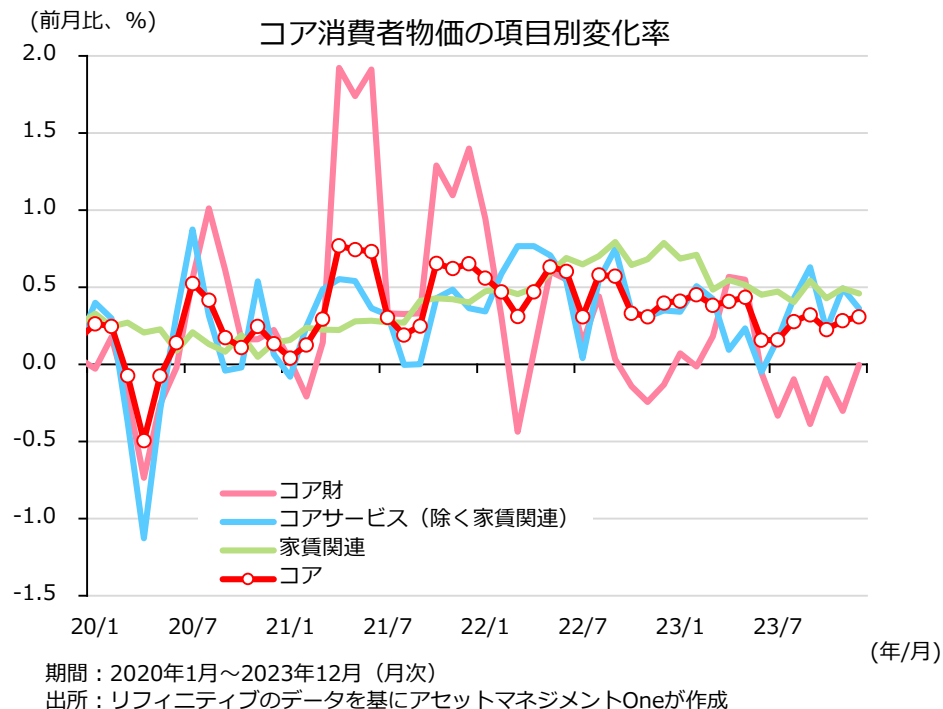
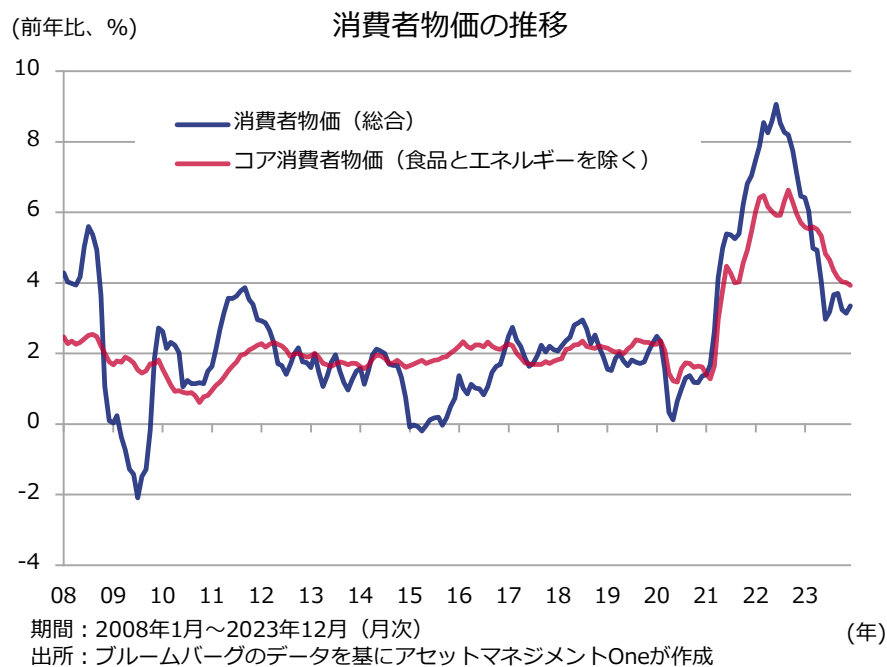


求人件数



- 12月の非農業部門雇用者数は前月差+21.6万人と、11月（同+17.3万人）を上回る伸びとなりました。3カ月移動平均の増加数では、12月は同+16.5万人と11月（同+18.0万人）からやや鈍化したものの、減速は限定的です。さらに、12月の失業率（U-3失業率）は3.7%と11月（3.7%）から変わらず、労働市場の明確な悪化は回避されています。
- 背景には、企業の人手不足が続いていることがあります。JOLTS（雇用動態調査）をみると、特に労働集約型の産業において人手不足が続いているもようで、教育・医療分野などにおける求人件数は依然コロナ禍前を上回る高水準にあります。
- かかる中、労働市場が好転する可能性は低いとみられるものの、減速は限定的にとどまる見通しです。

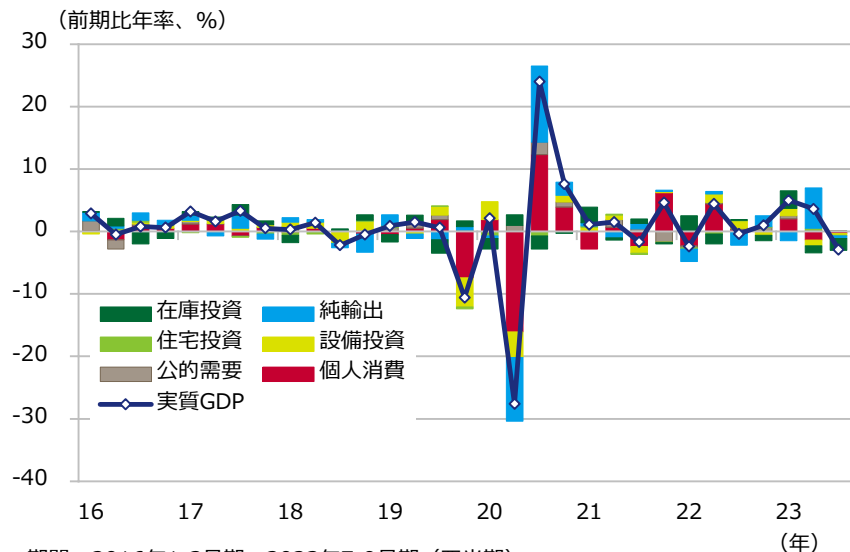
インフレの鈍化傾向が強まる見込み



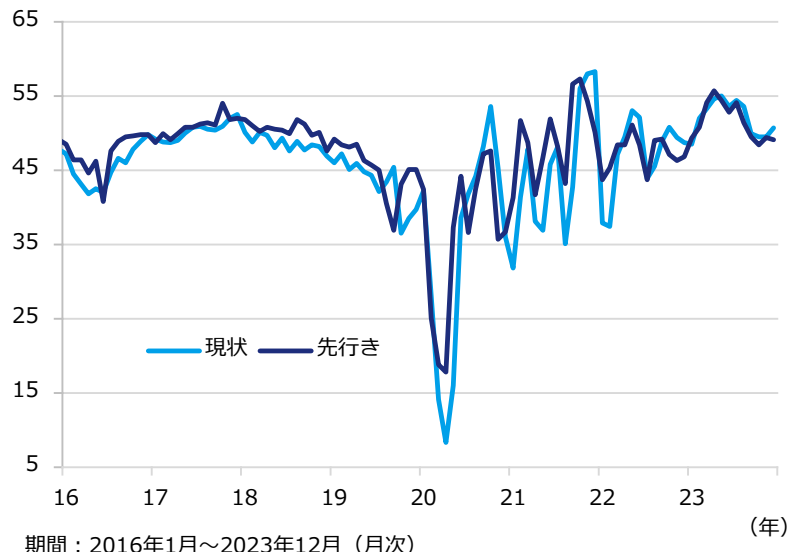
- 12月のCPI（消費者物価指数）の上昇率は前年比+3.4%と、11月（同+3.1%）からやや加速しました。一方、コアCPIは同+3.9%と、11月（同+4.0%）からわずかに減速しました。前月比ベースでは、総合が+0.3%と11月（同+0.1%）から若干ながら伸びが上昇しました。一方、コアCPIは同+0.3%と11月（同+0.3%）から変わらずでした。
- コアCPIの前月比の伸びの内訳をみると、前月低下したコア財価格が横ばいとなる一方で、家賃関連、そして家賃関連を除いたコアサービス価格の伸びが低下しました。FRBによる利上げの累積的な効果が顕在化していく中で、インフレの鈍化傾向が今後より鮮明になっていくと見込まれます。

国内経済は、一時的な停滞を経て、再び回復へ

実質GDP成長率と寄与度の推移

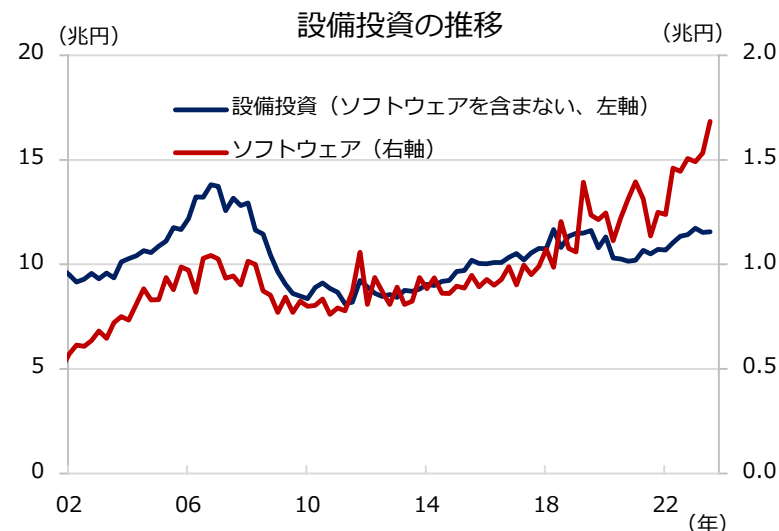
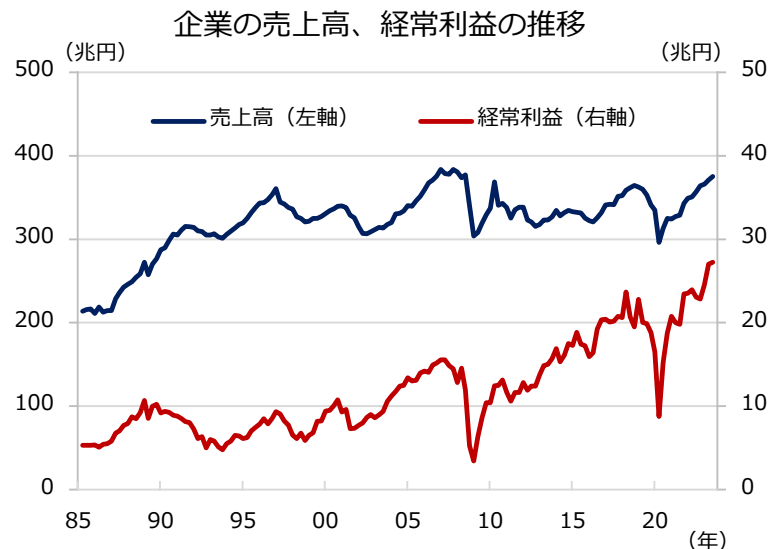


景気ウォッチャー判断DIの推移



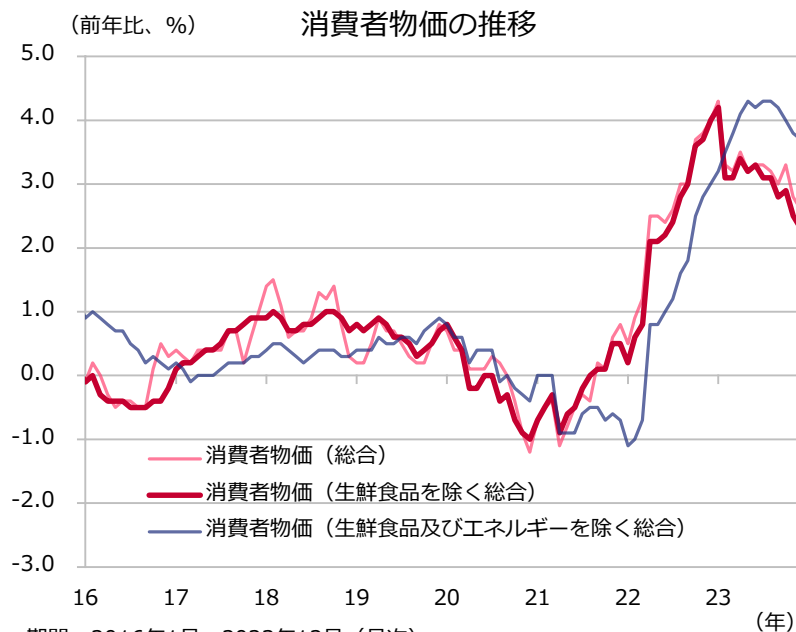
- 2023年7-9月期の実質GDP（速報値）は、前期比年率▲2.9%と4四半期ぶりにマイナス成長となりました。個人消費と設備投資が2四半期連続で減少し、国内経済の停滞が示されました。物価上昇による消費の弱含みや、原材料高等による投資の先送り・人手不足による工期の遅れなどが影響したとみられます。
- 月次統計をみますと、景気持ち直しの兆しを示すものが出てきました。その一つが、景気ウォッチャー調査による経済活動状況を間近に見ている人々の景気判断です。先行き判断は依然慎重ですが、現状判断は11月に下げ止まり、12月に上向きしました。インバウンド売上の増加や年末年始の客足増加、半導体製品の需要増などが背景とみられます。
- 賃金上昇や、政府による所得減税、給付金、価格抑制策などにより、家計の所得環境は改善が期待されます。物価上昇や海外経済の動向には留意が必要ですが、国内経済は回復基調へ戻ると予想されます。

企業収益は増加基調、設備投資はソフトウェア中心に好調



- 法人企業統計調査によれば、2023年7-9月期の売上高、経常利益は増加しました。季節調整値で経常利益は過去最高となり、売上高は過去最高水準に近づきつつあります。製造業では、供給制約の緩和により自動車生産が回復したほか、食料品を中心に価格転嫁が進展したことも寄与したもようです。非製造業では、経済活動の正常化等の恩恵が、運輸業や小売業、サービス業に及んだものとみられます。
- 設備投資は増加傾向にあります。中でも、人手不足を背景に効率化・省力化等を目的としたソフトウェア投資が大きく伸びています。企業収益の改善や根強い設備投資意欲を背景とした設備投資の増加も、国内経済の回復基調を支えるものとみられます。

金融政策は早晚、正常化へ



期間：2016年1月～2023年12月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

日銀政策委員の大勢見通し（2024年1月）

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品 ・エネルギー)
2023年度	+1.6～+1.9 <+1.8>	+2.8～+2.9 <+2.8>	+3.7～+3.9 <+3.8>
2024年度	+1.0～+1.2 <+1.2>	+2.2～+2.5 <+2.4>	+1.6～+2.1 <+1.9>
2025年度	+1.0～+1.2 <+1.0>	+1.6～+1.9 <+1.8>	+1.8～+2.0 <+1.9>

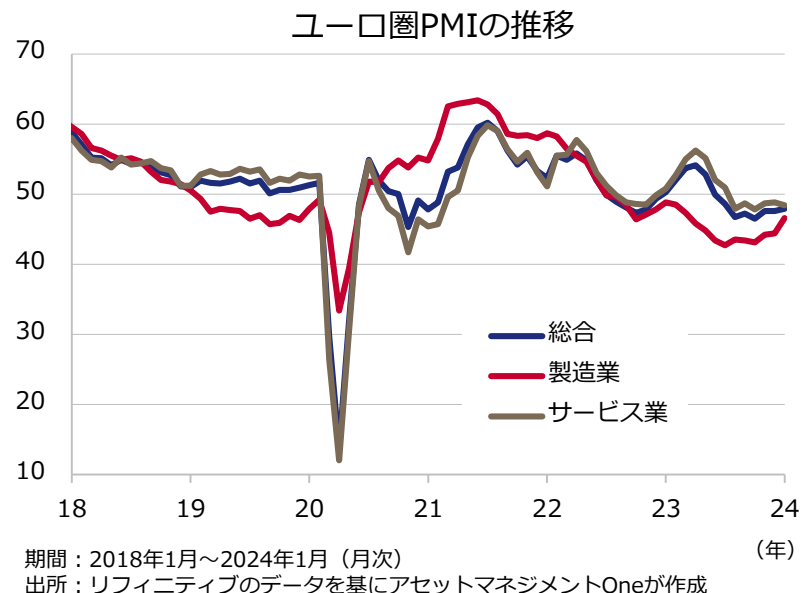
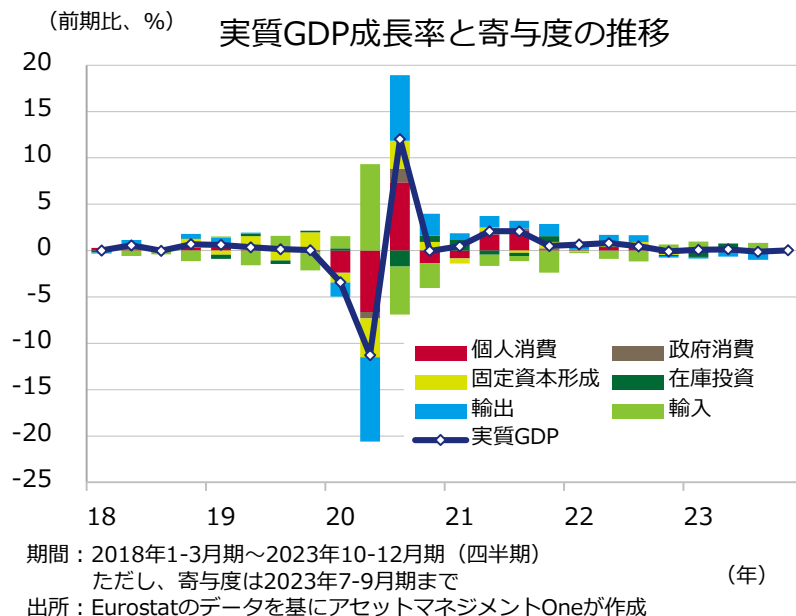
出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

※データは対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値

※「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除き、幅で示したものの。その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

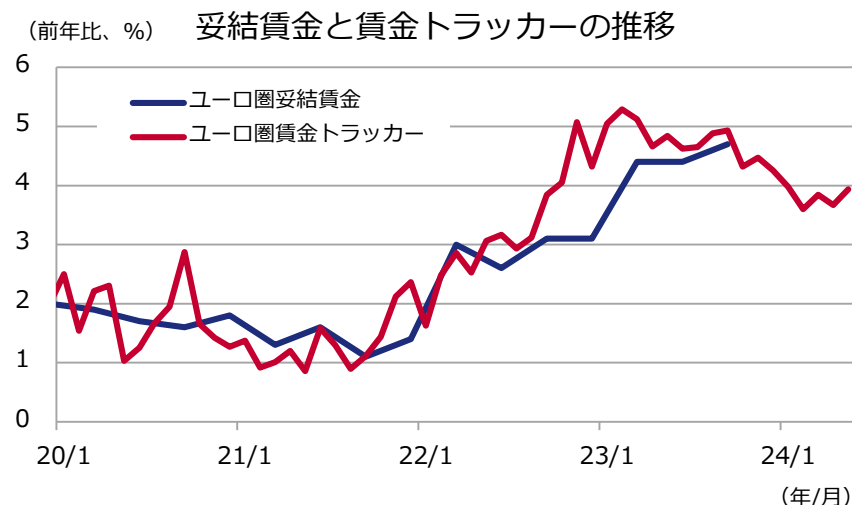
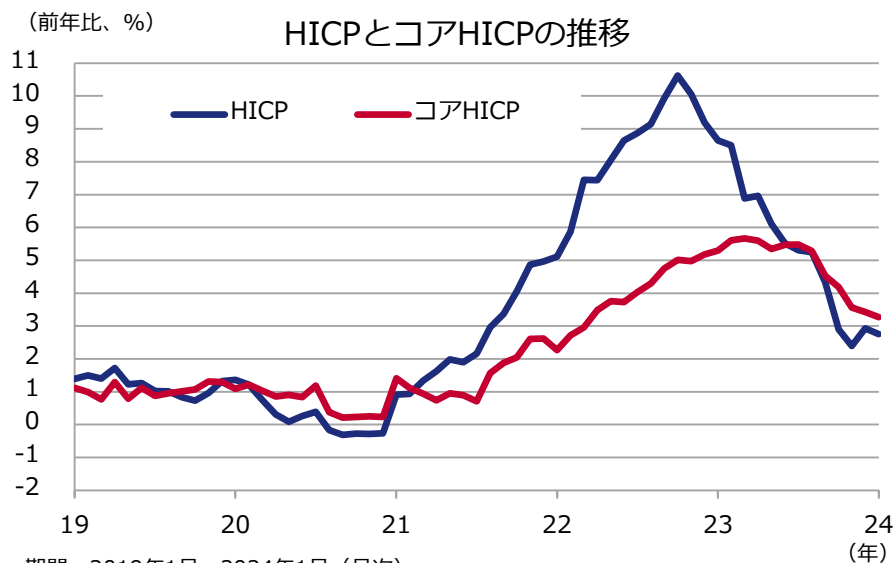
- 12月のコアCPI（生鮮食品を除く総合）は前年比+2.3%と、11月の同+2.5%から鈍化しました。輸入物価の下落や政府による電気代・ガス代の負担軽減策などから財価格は伸びが鈍化した一方で、賃金上昇等を背景にサービス価格は伸びを維持しています。日銀が公表した1月の経済・物価情勢の展望レポートで、コアCPIは、24年度について原油価格の下落等を背景に下方修正されました。一方、政府による経済対策や原油価格変動の直接的な影響を受けない、生鮮食品・エネルギーを除いたベースで物価の基調を確認すると、24年度、25年度ともに2%近傍を維持する見通しが示されました。
- 日銀は、1月22～23日の金融政策決定会合で、現行の金融政策の維持を決定しました。日銀は、「物価見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」としており、物価安定目標の達成が視野に入っているものとみられます。日銀は、2024年の企業の賃上げ方針等を見極め、2024年春までにマイナス金利解除などの政策正常化を実施するとみられます。

23年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比で横ばい



- 23年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比で横ばいとなり、テクニカルリセッション（2四半期連続のマイナス成長）入りが回避されました。需要項目別の内訳は1月末の時点で未公表ですが、固定資本形成がマイナスに寄与した一方、純輸出がプラスに寄与したとみられます。
- 1月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）速報値は、47.9と前月の47.6から上昇しました。製造業は持ち直しつつあるものの、新規受注など受注関連指数は50を引き続き下回っており、経済活動の低迷が示唆されています。データ公表元は、製造業は過去1年間に見られた下降基調が広範囲に緩和し、ユーロ圏経済に明るい兆しがあるとの見方を示しています。
- ユーロ圏では製造業が持ち直しつつあるものの、サービス業は軟調です。ECB（欧州中央銀行）による利上げの影響で企業の設備投資も低調であるとみられます。今後、インフレ鈍化などが経済の下支えになるとみられますが、景気の低迷が長期化する可能性には留意が必要です。

ECBは1月会合で政策金利を据え置き



- ユーロ圏の1月のHICP（消費者物価指数）は、前年比+2.8%と前月の同+2.9%から鈍化しました。また、食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICPは、同+3.3%と前月の同+3.4%から鈍化しました。
- ECBは1月会合で政策金利を据え置き、「現在の政策金利を十分に長い期間維持すれば、2%の中期的な物価目標へ適時に回帰する」とのフォワードガイダンス（先行き指針）を維持しました。ラガルド総裁は、理事会では利下げの議論は時期尚早というのがコンセンサスであったとしました。また、インフレ率が持続的に目標に達すると確信するためには、ディスインフレがさらに進む必要があるとしました。一方、利下げ開始時期について夏以降の可能性が高いとしたダボスでの発言に変更はないと説明しました。
- より直近の動向を把握できる賃金トラッカーは、ピークを付けた兆しがあります。一方、ECBの理事会内部には利下げに対する慎重論も根強く、緩やかな賃上げを裏付ける証拠は年半ばまで入手できないとの見方があります。レーンECBチーフエコノミストも6月会合までに重要なデータが得られると言及しており、5月下旬に発表される24年1-3月期の妥結賃金の結果が注目されます。

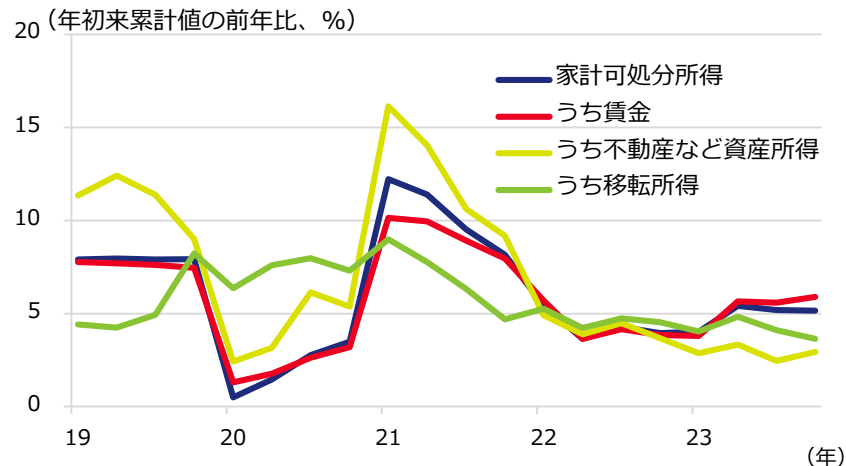
通年では5%の成長目標を達成も、10-12月期の成長ペースは鈍化

実質GDP成長率の推移



期間：2016年1-3月期～2023年10-12月期（四半期）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

都市部家計の可処分所得伸び率の推移



期間：2019年1-3月期～2023年10-12月期（四半期）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 2023年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+5.2%へ加速しました。通年では同+5.2%成長となり、昨年の全人代（全国人民代表大会）で設定された5%の成長目標を上回りました。もっとも、昨年は、経済活動正常化の恩恵や、当局による追加の財政支出に支えられたことを踏まえると、見かけほど強い成長ではなかったと考えられます。
- 前期比の成長率は+1%と、年率換算で約+4.1%へ鈍化しました。10-12月期の経済統計からは、当局の追加財政支出の対象となったインフラ投資が増加した一方、不動産投資の低迷と消費の鈍化が成長率を下押しした可能性が示唆されました。
- 都市部家計の可処分所得は、23年通年で前年比+5.1%となりました。可処分所得は、コロナ禍前には前年比+8%程度の伸び率であったことを鑑みれば、低い伸び率でした。コロナ禍前と比べると、賃金の伸びが鈍化したほか、不動産などの資産所得の伸び鈍化が目立ちます。所得の伸び鈍化や不動産市況の低迷を背景に、家計のセンチメントが悪化し、消費が抑制されている可能性があります。

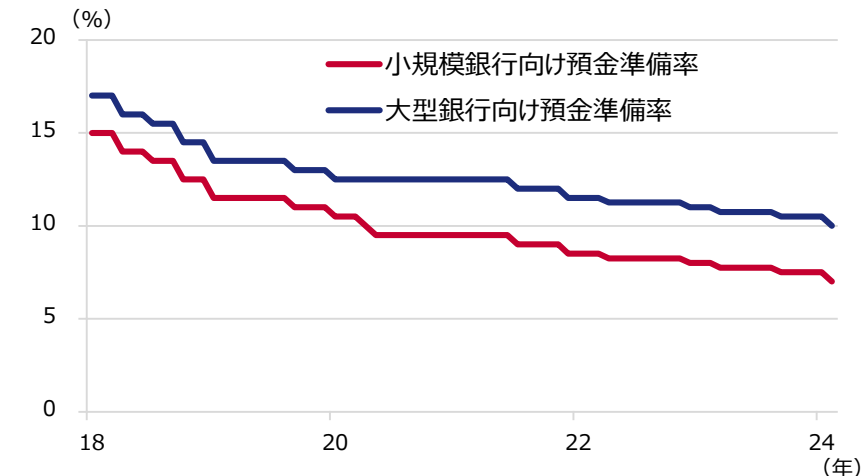
中国のデフレ懸念と金融緩和

GDPデフレーター上昇率の推移



期間：2001年1-3月期～2023年10-12月期（四半期）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

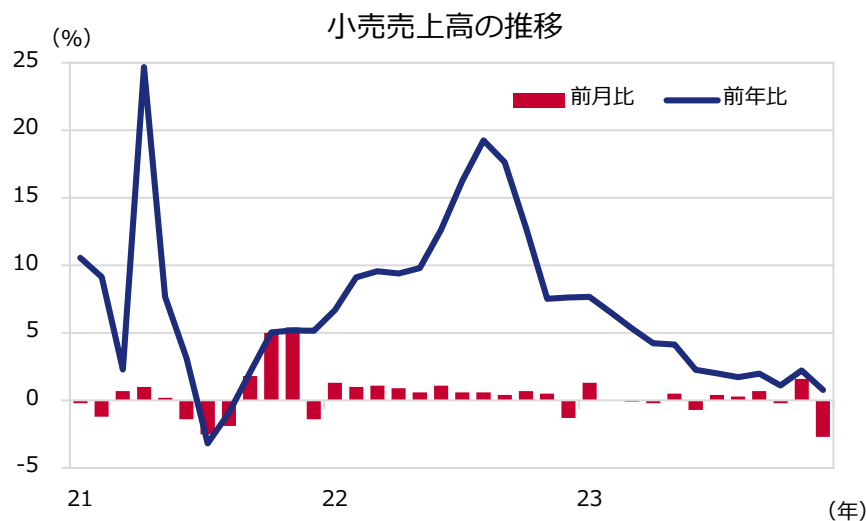
預金準備率の推移



期間：2018年1月～2024年2月（月次）
出所：リフィニティブ、中国人民銀行のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

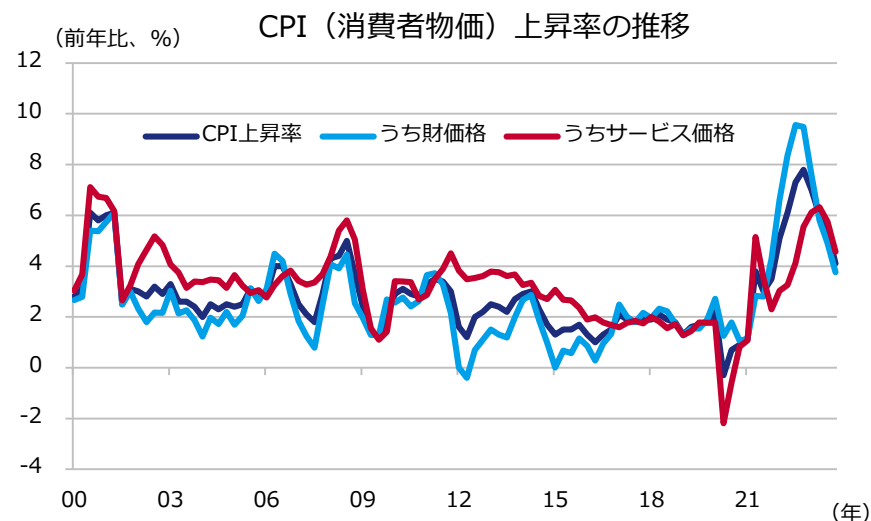
- GDPデフレーターは、23年6月以降前年比下落が続いています。これは、景気の実感に近い名目成長率が実質成長率に比べて低いことを意味します。過去にはリーマンショック後、チャイナショック、2020年のコロナ禍に同指標はマイナスに落ち込みました。
- エネルギーと食品を除くコアCPIは2023年12月に前年比+0.6%と小幅ながらプラス圏の伸びを維持しました。コアCPIでみれば中国経済のデフレ転落は回避されているものの、経済全体では需要不足感が強く、デフレに陥る間際と考えます。
- こうした中、中国人民銀行は2月5日より一部の金融機関を除き、預金準備率を一律で0.5%引き下げることと決定し、金融緩和措置に動きました。これにより1兆元の流動性が解放されるとされ、銀行の資金調達コストが低下します。過去には、銀行の資金調達コストが低下した後、LPR（最優遇貸出金利）の引き下げが行われており、今後はLPRなどの利下げが見込まれます。
- 今回の金融緩和および、現在明らかになっている政策対応のみでは、中国経済の需要不足を補うには不十分と考えます。一段の金融緩和や財政政策の規模を巡っては、3月の全人代において方針が示されることが期待されます。また、現指導部の経済政策方針が示される3中全会（第3回中央委員会全体会議）の開催が遅れており、その動向にも注目が集まります。

豪州では、消費の鈍化が続く。CPIは前期比+0.6%まで減速



期間：2021年1月～2023年12月（月次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

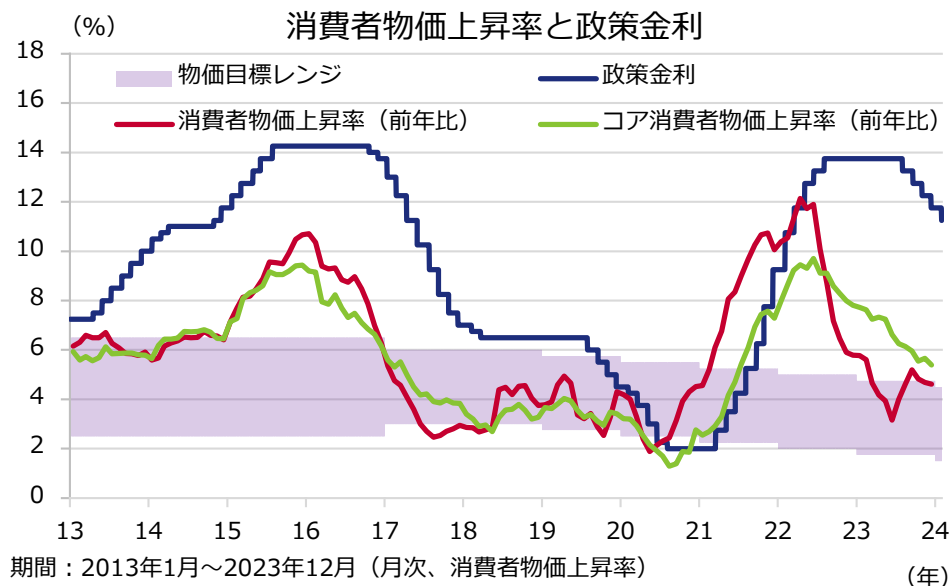


期間：2000年1-3月期～2023年10-12月期（四半期）

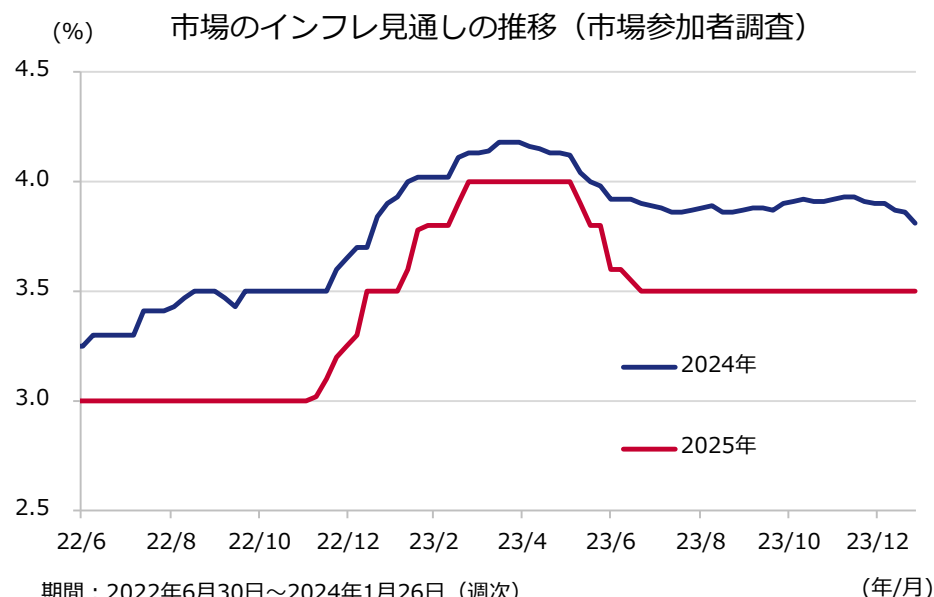
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 2023年12月の小売売上高は前月比▲2.7%と大きく減少しました。前年比では+0.8%と低水準の伸び率でした。11月には、ブラックフライデーセールの影響から小売売上高が増加していましたが、12月の減少はその反動減とみられます。カテゴリー別では、11月のセールで大きく増加していた家具・家電といった耐久消費財の小売店と百貨店が大きく減少しました。
- 2022年以降の高インフレ局面では、豪州の家計はセール時の消費を増やす傾向がみられていました。昨年のブラックフライデーセールでの消費増加と反動減は大きく、家計の節約意識は一段と高まっていたと考えられます。
- 10-12月期のCPI上昇率は、前年比+4.1%とインフレの鈍化が続いています。RBA（豪州準備銀行）の物価目標（前年比+2~3%）を超えて推移しているものの、前期比では+0.6%まで減速しました。
- 10-12月期のCPI上昇率は昨年11月時点のRBAの見通し（同+4.5%）から下振れており、RBAの想定以上のペースでインフレが鈍化しています。こうした中、政策金利先物市場では、RBAの早期利下げ観測が強まり、4-6月期中の利下げ開始が織り込まれています。

中銀は0.5%の利下げを継続する可能性を示唆



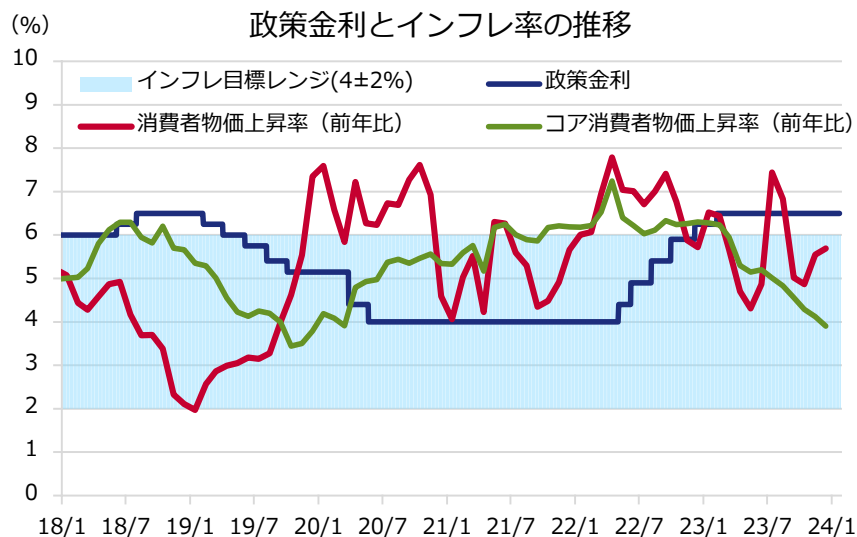
出所：リフィニティブ、ブラジル中銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- ブラジル中銀は1月の会合で政策金利を0.5%引き下げ、11.25%とすることを決定しました。中銀は前回会合から声明文の内容を維持しており、「現在の利下げペースはデフレーションが進む上で必要な引き締め度合いを確保できるペースである」と述べています。
- 12月の拡大消費者物価上昇率は、前年比+4.62% (前月は+4.68%) と小幅に減速し、中銀の物価目標レンジの上限 (2023年は4.75%) を下回りました。中銀の市場参加者調査 (週次) によれば、2024年末のインフレ見通しは前年比+3.8%と、2024年の物価目標上限である4.5%を下回ると予想されています。2024年のブラジル経済成長率は、中銀の利下げにもかかわらず、高金利環境が続いていることや、2023年の農業生産が好調であった反動などから、鈍化する見込みとなっています。

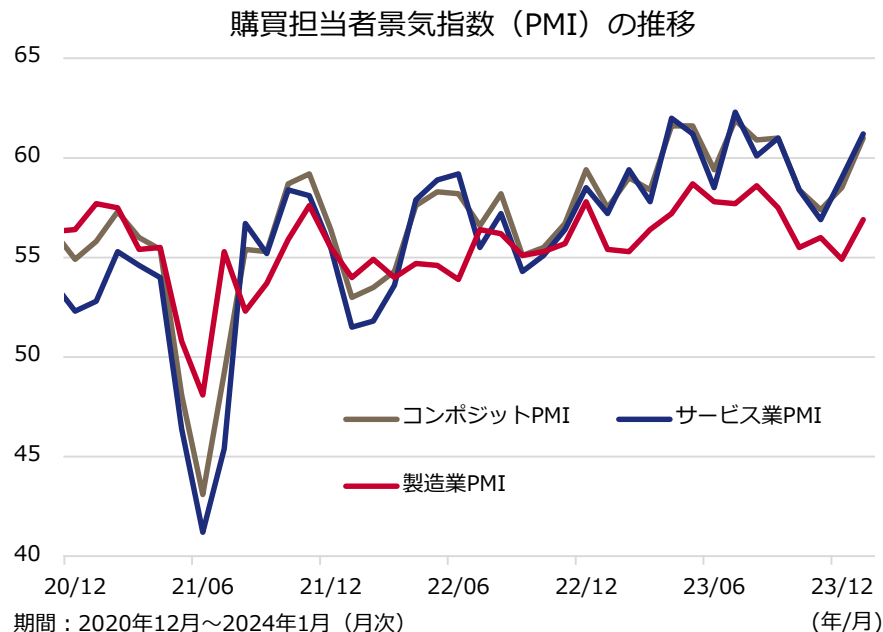
CPI上昇率は天候による食料価格上昇で再度加速へ



期間：2018年1月～2023年12月（月次、消費者物価上昇率）（年/月）

2018年1月1日～2024年1月26日（日次、物価目標レンジ・政策金利）

出所：リフィニティブ、インド中銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2020年12月～2024年1月（月次）

（年/月）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 12月のCPIは前年比+5.69%と、前月（同+5.55%）から加速しました。引き続き、天候要因による収穫量の減少から、野菜価格の高騰が全体を押し上げました。インド中銀のダス総裁は1月に開催されたダボス会議にて、「インフレが目標上限に近い中、金融政策の方向転換をめぐる議論は時期尚早」と述べました。物価はインド中銀の物価目標レンジ（2～6%）内に収まっている中、追加利上げの可能性は低いとみられますが、食料、原油価格の動向次第では、現在の引き締めの政策金利水準が長期化する可能性に留意が必要です。
- 1月のコンポジットPMI速報値は、61.0（前月58.5）と上昇しました。製造業、サービス業ともに内外からの需要増が支えとなっています。国内経済が堅調に推移するとみられる中、2月1日に公表の2024-25年度予算案では、インフラ整備などの資本支出増額や低所得者への現金支給策などが盛り込まれました。

▶ Chapter 3
市場動向

市場動向の概況

✓ 当面の相場想定

ダウ・ジョーンズ
工業株価平均

金融環境の緩和化期待や米景気の軟着陸期待が株価の支えとなる見込みです。ただし、FRBの利下げ開始時期が不透明となる中、米長期金利の上昇が再開する可能性には留意が必要です。

日経平均株価

相対的に堅調な国内景気を背景に良好な企業収益が株価の支えになるとみられます。デフレ脱却や企業の資本効率改善への期待などから、海外投資家の買いが続く可能性があります。ただし、円高進行の可能性には留意が必要です。

米国10年国債利回り

米インフレの鈍化や、米国債需給を巡る懸念の後退などは金利の低下要因と考えられます。一方、米景気の軟着陸期待や、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感などから、金利はレンジ推移を見込みます。

日本10年国債利回り

FRBによる利下げ観測は、金利の低下要因と考えられます。一方、賃金上昇に伴う国内物価上昇圧力や、日銀の金融政策の正常化観測などを鑑みれば、金利は上昇圧力がかかりやすいと見込みます。

ドル/円

日銀の金融政策の正常化観測などはドルの下落要因と考えられます。一方、米景気の軟着陸期待や、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感などを鑑みれば、ドルは対円でレンジ推移を予想します。

✓ 相場見通し(今後1カ月)

	ダウ・ジョーンズ 工業株価平均	日経平均株価	米国10年国債利回り	日本10年国債利回り	ドル/円
予想レンジ	37,500~39,000ドル	35,000~37,000円	3.7~4.1%	0.6~0.9%	143~148円

マーケット・オーバービュー

	1月 末値	騰落率 (%、債券は変化幅)				
		1ヵ月	3ヵ月	1年	3年	
株式	ダウ・ジョーンズ工業 株価平均	38,150	+1.22	+15.42	+11.92	+27.24
	ドイツDAX指数	16,903	+0.91	+14.13	+11.74	+25.84
	日経平均株価	36,286	+8.43	+17.59	+32.79	+31.17
	MSCIエマージング マーケットインデックス	975	▲4.68	+6.62	▲5.40	▲26.61
REIT	米国REIT (配当込み)	22,760	▲4.86	+15.86	▲3.75	+12.43
	国内REIT	1,798	▲0.46	▲0.96	▲1.54	▲2.58
	国内REIT (配当込み)	4,378	▲0.10	+0.15	+2.71	+9.35
	豪州REIT (配当込み)	1,062	+1.22	+25.07	+9.48	+25.65
債券 利回り	米国 (10年)	3.91 %	+0.03	▲1.02	+0.41	+2.85
	米国ハイイールド債券	7.92 %	+0.13	▲1.52	▲0.24	+3.04
	日本 (10年)	0.73 %	+0.11	▲0.22	+0.24	+0.68
	ドイツ (10年)	2.17 %	+0.14	▲0.64	▲0.12	+2.68

	1月 末値	騰落率 (%)				
		1ヵ月	3ヵ月	1年	3年	
為替 (対ドル)	ユーロ	1.08	▲2.00	+2.30	▲0.41	▲10.86
	英ポンド	1.27	▲0.34	+4.40	+2.99	▲7.44
	豪ドル	0.66	▲3.58	+3.65	▲6.90	▲14.08
	ブラジルリアル	4.96	▲2.08	+1.66	+2.43	+10.41
	人民元	7.17	▲0.96	+2.06	▲5.77	▲10.33
	インドルピー	83.04	+0.20	+0.26	▲1.35	▲12.15
為替 (対円)	ドル	146.92	+4.17	▲3.14	+12.94	+40.35
	ユーロ	158.95	+2.07	▲0.91	+12.48	+25.03
	英ポンド	186.42	+3.82	+1.12	+16.30	+29.89
	豪ドル	96.51	+0.47	+0.40	+5.16	+20.59
	ブラジルリアル	29.67	+2.11	▲1.43	+15.70	+54.80
	人民元	20.42	+2.79	▲1.44	+6.02	+25.41
インドルピー	1.76	+3.61	▲3.26	+11.18	+22.80	

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

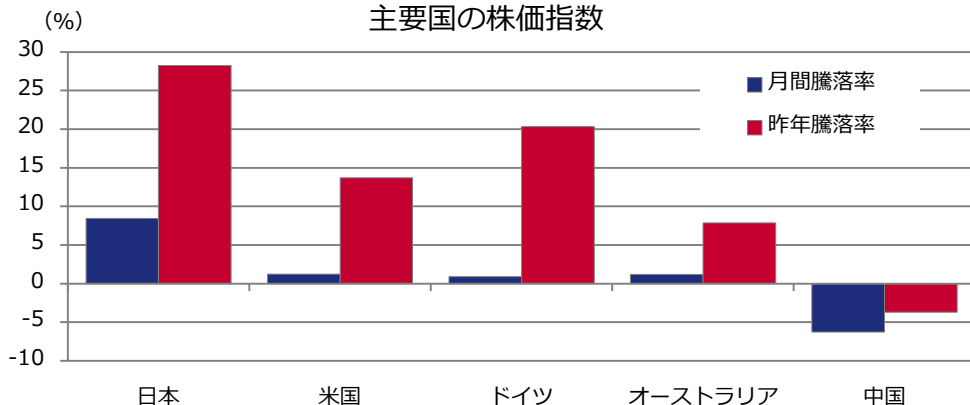
(注) 株式およびREITの前月末値は小数点以下切り捨てで表示。

(注) 国内REIT：東証REIT指数、米国REIT：FTSE NAREIT オール・エクイティ・REIT・インデックス、豪州REIT：S&P 豪州 REIT インデックス。全て現地通貨ベース。

MSCIエマージング・マーケット・インデックスは米ドルベース。米国ハイイールド債券はICE BofA・US・キャッシュ・ベイ・ハイイールド・インデックスを使用。

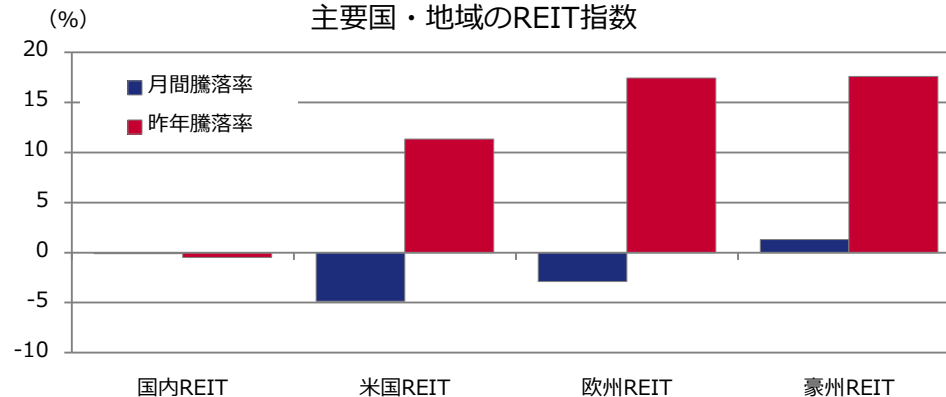
前月のまとめ

主要国の株価指数



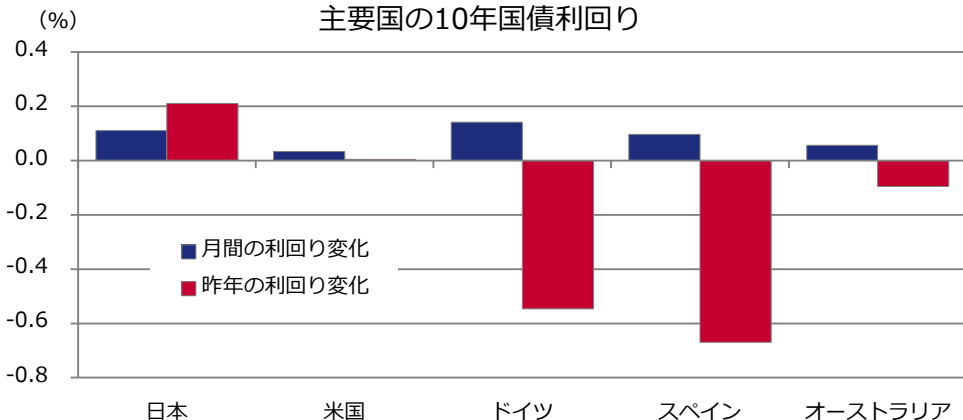
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2024年1月の1ヵ月間、昨年：2022年12月末から2023年12月末の期間
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株価平均
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数
 【中国】上海総合指数

主要国・地域のREIT指数



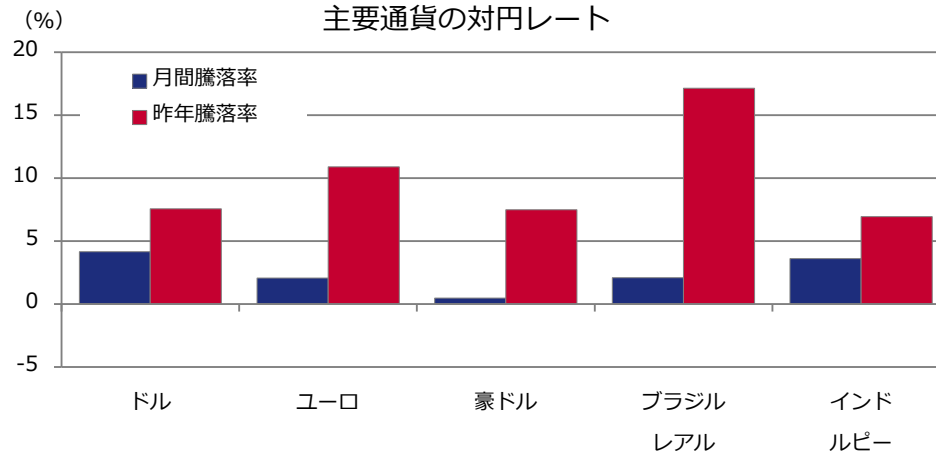
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2024年1月の1ヵ月間、昨年：2022年12月末から2023年12月末の期間
 【国内REIT】東証REIT指数 【米国REIT】FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス
 【欧州REIT】FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス
 【豪州REIT】S&P/ASX200 Aリート指数 すべてトータルリターン

主要国の10年国債利回り



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2024年1月の1ヵ月間、昨年：2022年12月末から2023年12月末の期間

主要通貨の対円レート



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2024年1月の1ヵ月間、昨年：2022年12月末から2023年12月末の期間

米国株式

■ 前月の相場動向

- 1月の『米国株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、FRB（米連邦準備理事会）の早期利下げ観測の後退が相場の重しとなった一方、米半導体大手が生成AI関連の新製品開発を発表したことなどが支えとなり、横ばいでした。中旬は、米長期金利上昇が重しとなったものの、台湾半導体大手の決算などが好感されハイテク株が買われ上昇しました。下旬は、米企業決算発表が本格化する中、米長期金利低下が支えとなり、上昇しました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均
(2023年1月末～2024年1月末：日次)



※ダウ・ジョーンズ工業株価平均を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	・金融環境の緩和化期待 ・米景気の軟着陸期待
下落 要因	・FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感

長期金利の動向を注視

金融環境の緩和化期待や米景気の軟着陸期待が株価の支えとなる見込みです。ただし、FRBの利下げ開始時期が不透明となる中、米長期金利の上昇が再開する可能性には留意が必要です。1月は年初に一時弱含んだものの、ハイテク株が一段と上昇しました。大型ハイテク株への資金集中が続いているとみられ、今後裾野が広がるかが注視されます。FRBは追加利上げを示唆する文言を声明から削除した一方で、利下げにあたってはインフレ安定の持続性を見極めるとしました。引き続きインフレ動向が注視されます。

■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：37,500～39,000ドル

国内株式

■ 前月の相場動向

- 1月の『国内株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、能登半島地震の発生を受けて日銀の金融政策正常化観測が後退し、円安が進んだことなどから、上昇しました。中旬は、海外投資家の買いが続くとともに、米ハイテク株高も好感されて、大幅に上昇しました。下旬は、短期的な過熱感が意識されたことや円安一服から、月間の上昇幅を縮小しました。日銀が金融政策正常化に前向きと受け止められたことも重しとなったもようです。

日経平均株価
(2023年1月末～2024年1月末：日次)



※日経平均株価を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	・良好な企業収益
下落 要因	・日銀の金融政策正常化観測 ・円高進行の可能性

内外長期金利や企業収益の動向を注視

相対的に堅調な国内景気を背景に、良好な企業収益が株価の支えになるとみられます。デフレ脱却や企業の資本効率改善への期待から、海外投資家の買いが続く可能性があります。1月は為替が円安に振れ、株価上昇に寄与しましたが、引き続き内外金融政策を巡る思惑に伴う円高リスクには注意が必要です。日銀は金融政策を据え置いたものの、植田総裁会見やその後発表された「主な意見」は金融政策正常化に近いことをうかがわせる内容でした。

■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：35,000～37,000円

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

欧州株式

■ 前月の相場動向

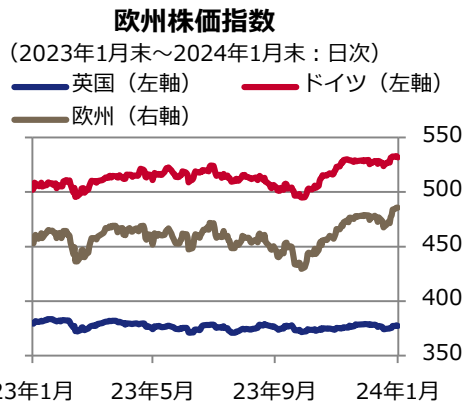
- 1月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は上昇しました。
- 上旬は、ECB（欧州中央銀行）の早期利下げ観測の後退に伴う欧州長期金利上昇などが重しとなり、下落しました。中旬も、一部のECB高官によるタカ派寄りの発言などから欧州長期金利が上昇する中、小幅に下落しました。下旬は、中国の預金準備率引き下げや、ECB理事会で夏以降の利下げ可能性が示唆されたことが好感され、上昇しました。一部の欧州企業決算も好感されました。

■ 今後の見通し

上昇要因	・ ECBの利下げ観測
下落要因	・ これまでの利上げによる景気・企業業績への下押し圧力が強まる可能性

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：16,500～17,500



※英国：FTSE100指数、ドイツ：DAX指数、欧州：ストックス・ヨーロッパ600指数を使用

欧州や中国の景気動向を注視

ECBの利下げ観測やインフレ鈍化を受けて欧州景気が持ち直すとの見方などが支えとなるとみられます。ただし、これまでの利上げから、景気・企業業績への下押し圧力が強まる可能性には留意が必要です。ユーロ圏のインフレ率が鈍化する中、景気の停滞感もあって、ECBは貸金交渉の動向を見極めた後、年央にも利下げを検討するとみられます。なお、欧州企業は中国へのエクスポージャーが大きい企業もあり、中国景気動向も注視されます。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

エマージング株式

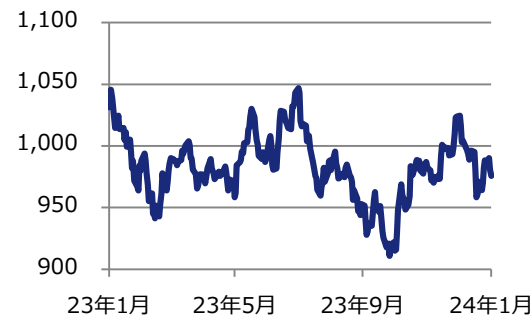
■ 前月の相場動向

- 1月の『エマージング株式市場』は下落しました。
- 上旬は、米長期金利上昇やドル高が嫌気されたことに加え、中国の長期停滞懸念などから中国株の下落に歯止めがかからない中、下落しました。中旬は、中国GDP成長率が前期比で減速したことから景気悪化懸念が強まり、ドル高進行もあって下落しました。下旬は、米長期金利上昇の一服や、中国の預金準備率引き下げ発表、株価支援策への期待などから、月間の下落幅を縮小しました。

■ 今後の見通し

上昇要因	・ 米欧の利下げ期待 ・ 半導体の需要回復期待
下落要因	・ 中国の政策不透明感

エマージング株価指数
(2023年1月末～2024年1月末：日次)



※MSCIエマージング・マーケット・インデックス（米ドル建て）を使用

中国景気や米金利・ドルの動向を注視

米欧の利下げ期待や半導体の需要回復期待が支えになるとみられます。一方、中国景気や政策を巡る不透明感が重しになると考えられます。中国株は1月も下落しました。短期的な景気動向だけでなく、米欧などによる経済安全保障上の観点からの対中規制強化や、中国当局の中期的な政策を巡る不透明感も背景とみられています。当面は3月に開催される全人代（全国人民代表大会）で示される経済政策が注目されます。なお、今年はインドなど主要新興国の多くで選挙が予定されており、動向が注視されます。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆しない保証するものではありません。
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

米国REIT

■ 前月の相場動向

- 1月の『米国REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、FRBの早期利下げ観測後退から米長期金利が上昇に転じたことから、下落しました。中旬は、米長期金利が一段と上昇したことが嫌気され、下落しました。下旬は、米長期金利は低下したものの、FRBが3月の利下げに否定的な認識を示したことや、商業用不動産への貸出が大きい米地銀が赤字決算を発表し、貸倒引当金が急増したことなども嫌気され、一段と下落しました。

■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 金融環境の緩和化期待 米景気の軟着陸期待
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 商業用不動産市場の先行き不透明感 FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感

米国REIT
(2023年1月末～2024年1月末：日次)



※FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス（配当込み）を使用

米長期金利と不動産市場の動向を注視

金融環境の緩和化期待や米景気の軟着陸期待が米国REITの支えとなる見込みです。ただし、FRBの利下げ開始時期が不透明な中、米長期金利の上昇が再開する可能性には留意が必要です。また、商業用不動産市場の動向には引き続き不透明感が残ります。昨年破綻した銀行から一部資産・預金を取得した米地銀は1月末に発表した決算が予想外の赤字となり、減配を発表しました。貸倒引当金も大幅に増加しました。市場で改めて商業用不動産の動向への懸念が強まる可能性があります。

J-REIT

■ 前月の相場動向

- 1月の『J-REIT市場』は下落しました。
- 上旬から中旬にかけては、年初の能登半島地震の発生を受けて日銀の金融政策正常化観測がやや後退したことなどから、上昇しました。下旬は日銀が金融政策の維持を決定したものの、植田総裁会見が金融政策正常化が近いことをうかがわせる内容だったことなどから、下落に転じ、月間で小幅下落となりました。用途別では、住宅関連が堅調だった一方、物流関連が軟調でした。

■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 堅調な国内景気
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の金融政策正常化観測

東証REIT指数

(2023年1月末～2024年1月末：日次)



※東証REIT指数（配当込み）を使用

国内経済活動の回復が支え

底堅い国内景気が引き続き支えになる一方、日銀の金融政策正常化を巡る不透明感が重しになるとみられます。12月の都心5区のオフィス空室率は低下傾向に歯止めがかかり、前月から横ばいにとどまりました。また、平均賃料は2020年7月以来41カ月ぶりに小幅ながら上昇に転じました。今年都心では新築オフィスの大量供給も予定されておらず、オフィス需給の改善が期待されます。日本経済でインフレが続く可能性が高まる中、賃料上昇傾向が定着するかも注視されます。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

豪州REIT

■ 前月の相場動向

- 1月の『豪州REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、FRBの早期利下げ観測が後退する中、豪州長期金利が上昇し、下落しました。その後、11月分的好調な小売売上高から、一部の小売銘柄が買われ、下げ幅を縮めました。中旬は、豪州長期金利の上昇が続き、下落しました。下旬は、上昇基調で推移し、特に月末に豪CPI（消費者物価指数）の鈍化からRBA（豪州準備銀行）の早期利下げ観測が強まり、一段と上昇しました。



※S&P豪州REITインデックス（配当込み）を使用

■ 今後の見通し

上昇要因	・ RBAの早期利下げ観測
下落要因	・ 豪州景気の減速懸念

RBAの早期利下げ観測が支えに

RBAの想定以上のペースでインフレが鈍化しており、RBAが利下げに関する議論を開始する土壌が整い始めたと考えます。RBAの早期利下げへの期待が強まれば、豪州REITの上昇要因になると考えます。ただし、インフレの鈍化の背景には需要の減速もあるとみられ、豪州景気の減速が懸念されます。また、豪州政府は移民の流入ペースを抑える方針を示し、今後、人口増加ペースが鈍化し、経済成長への寄与が縮小する可能性があります。

出所：ブルームバークのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米国債券

■ 前月の相場動向

- 1月の『米国債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、米労働市場の底堅さが意識されたことなどから、金利は上昇しました。中旬は、FRB高官による早期利下げ観測をけん制する発言や、米小売売上高の伸び上振れなどから上昇しました。下旬は、インフレの鈍化や、米国債需給を巡る懸念の後退、リスク回避の動きなどを背景に低下しました。

■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 米景気の軟着陸期待 FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> 米インフレの鈍化 米国債需給を巡る懸念の後退

■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：3.7～4.1%



金利はレンジ推移を見込む

米インフレの鈍化や、米国債需給を巡る懸念の後退などは金利の低下要因と考えられます。一方、米景気の軟着陸期待や、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感などを鑑みれば、金利はレンジ推移を見込みます。FRBは1月のFOMC（米連邦公開市場委員会）の声明文において、追加利上げを示唆する文言を削除しました。もっとも、インフレが持続的に2%に向けて推移しているとの確信が高まるまで、利下げが適切になるとは予想しないとなりました。拙速な利下げは、景気過熱などを通じてインフレ再燃を招く可能性があることから、FRBは景気動向などを注視しつつ利下げ時期を慎重に見極めていくとみられます。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

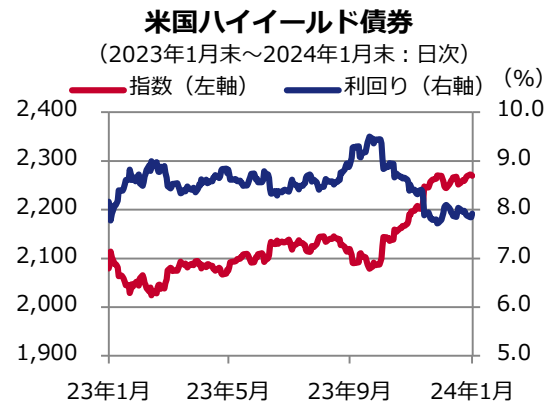
米国ハイイールド債券

■ 前月の相場動向

- 1月の『米国ハイイールド債券市場』はほぼ横ばいでした。
- 上旬は、昨年12月のFOMCの議事要旨を受けて、FRBは利下げに慎重との見方が広がる中、相場は下落しました。中旬は、FRB高官による早期利下げ観測をけん制する発言や、米長期金利上昇が下押し圧力となった一方で、米消費者マインドの改善などに伴うリスク選好の動きもあり、もみ合いでした。下旬は、米経済は底堅いとの見方などから上昇しました。

■ 今後の見通し

価格の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 米景気の軟着陸期待
価格の下落要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感 企業の債務借り換え負担への懸念



※ICE BofA・US・キャッシュ・ペイ・ハイイールド・インデックスを使用

FRBの金融政策や米景気動向などを注視する展開か

米景気の軟着陸期待は米国ハイイールド債券市場を支えると考えられます。金融政策を巡っては、FRBは1月のFOMCの声明文において、追加利上げを示唆する文言を削除しました。もっとも、インフレが持続的に2%に向けて推移しているとの確信が高まるまで、利下げが適切になるとは予想しないとなりました。FRBは、拙速な利下げが景気過熱などを通じてインフレ再燃を招く可能性を警戒しているとみられます。また、米国ハイイールド債券のデフォルト率は緩やかながらも上昇基調にあります。ハイイールド企業の債務借り換え負担への懸念がくすぶります。

国内債券

■ 前月の相場動向

- 1月の『国内債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、能登半島地震を受けて日銀の金融政策の正常化観測が後退する中、金利は低下しました。中旬は、米長期金利の上昇につれた動きや、国債需給の緩みが意識されたことから、上昇しました。下旬は、日銀金融政策決定会合後の植田総裁の会見などを受けて、マイナス金利の解除など金融政策の正常化観測が強まる中、上昇しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 賃金上昇に伴う国内物価上昇圧力 日銀の金融政策の正常化観測
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBによる利下げ観測 日銀の国債買い入れ

金利は上昇圧力がかなりやすい

FRBによる利下げ観測は、金利の低下要因と考えられます。一方、賃金上昇に伴う国内物価上昇圧力や、日銀の金融政策の正常化観測などを鑑みれば、金利は上昇圧力がかなりやすいと見込みます。金融政策を巡っては、日銀は1月の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決めました。植田総裁は会見で、基調的な物価上昇率が2%の物価安定の目標に向けて高まっていくとの見通しが実現する確度は高まっているとの認識を示しました。今年の春闘では、労働組合側からは昨年を上回る賃上げ要求方針が示されましたが、特に賃上げ余力に乏しいとされる中小企業の動向が注目されます。

■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：0.6～0.9%

欧州債券

■ 前月の相場動向

- 1月の『欧州債券市場（ドイツ10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、米長期金利の上昇につれた動きや、ECBは利下げに対して慎重姿勢との見方などから、金利は上昇しました。中旬は、ECBのラガルド総裁など高官が、利下げは慎重に進める必要があるとの認識を示す中、上昇しました。下旬は、ECBの利下げ観測が根強く残る中、米長期金利につれた動きから低下しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> ECBが高金利を維持する可能性
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げに伴うユーロ圏景気への下押し圧力

金利はレンジ内の推移を予想

これまでの利上げなどに伴う景気への下押し圧力などが金利の低下要因と考えられます。一方で、ECBが高金利を維持する可能性などを鑑みれば、金利はレンジ内の推移を予想します。ECBは1月の理事会で政策金利を据え置きました。基調的なインフレ率の低下傾向は続いているとしました。ECBは政策判断において賃金動向を注視しているとみられますが、ラガルド総裁は賃金上昇率はわずかに鈍化しているとの認識を示しました。もっとも利下げについては、理事会の総意として議論は時期尚早としました。市場の一部で春の利下げ観測がくすぶる中、5月に発表されるユーロ圏の1-3月期の協約賃金などが注目されます。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：1.9～2.3%

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

ドル

■ 前月の相場動向

- 1月のドルは、対円で上昇しました。
- 上旬は、能登半島地震を受けて日銀の金融政策の正常化観測が後退する中、米長期金利の上昇もあって、円安・ドル高が進展しました。中旬は、FRB高官の発言が早期利下げ観測をけん制する内容と受け止められたことや、米小売売上高の伸び上振れなどから上昇しました。下旬は、日銀の金融政策決定会合を受けて、マイナス金利政策の解除観測が強まったことや、米長期金利の低下から下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 米景気の軟着陸期待 FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の金融政策の正常化観測

対円でレンジ推移を予想

日銀の金融政策の正常化観測などは、ドルの下落要因と考えられます。1月の金融政策決定会合における「主な意見」では、政策修正の要件は満たされつつあるとの見解がみられました。市場では、3月や4月のマイナス金利政策の解除観測がくすぶります。一方で、米景気の軟着陸期待や、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感などを鑑みれば、ドルは対円でレンジ推移を予想します。

今後1カ月の見通し

(対円)



■ 1カ月の予想レンジ

ドル/円：143～148円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 1月のユーロは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、米経済の底堅さが意識されたことや米長期金利の上昇に伴い、ドル高が進展する中、下落しました。その後、ECBによる早期利下げ観測が後退し下落幅は縮小しました。中旬は、FRB高官の発言を受けて米国の早期利下げ観測が後退し、ドル高圧力が強まると下落しました。下旬は、ECBは理事会で金融政策の現状維持を決めたものの、利下げ観測が根強く残る中、下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> ECBが高金利を維持する可能性
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げに伴うユーロ圏景気への下押し圧力

レンジ推移を見込む

ECBが高金利を維持する可能性は、ユーロの上昇要因と考えられます。ECBのラガルド総裁は1月の理事会後の会見で、賃金上昇率はわずかに鈍化しているとの認識を示しました。もっとも利下げについては、理事会の総意として議論は時期尚早としました。今後、ユーロ圏の協約賃金の動向などが注視されます。一方、これまでの利上げに伴うユーロ圏景気への下押し圧力を鑑みれば、ユーロはレンジ推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



■ 1カ月の予想レンジ

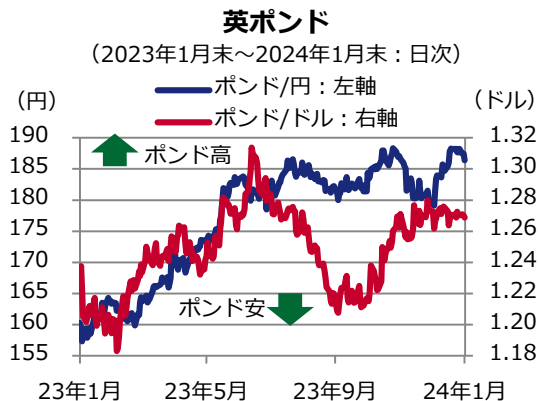
ユーロ/ドル：1.06～1.10ドル

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

英ポンド

■ 前月の相場動向

- 1月の英ポンドは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、米長期金利が上昇したことで下落した後、米景況感悪化などを受けて、上昇しました。中旬は、米長期金利が上昇したことに加え、英賃金上昇率が鈍化したことなどを受けて、下落しました。下旬は、英景況感の改善を受けて上昇した後、堅調な米経済指標の発表などを受けて、下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・FRBの利下げ観測 ・英中銀が高金利を維持する可能性
下落要因	・賃金上昇率の鈍化

堅調な推移を見込む

英賃金上昇率が鈍化していることは、ポンドを押し下げるとみられます。一方、12月の英CPIは加速しており、食品・エネルギーなどを除くコアも5%台を維持しています。そのため、英中銀はインフレ警戒姿勢を維持し、政策金利をしばらく高水準で維持するとみられます。また、英景況感は改善傾向が続いており、英経済には回復の兆しもみられます。かかる中、ポンドは堅調な推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



人民元

■ 前月の相場動向

- 1月の人民元は、対ドルで下落しました。
- 上旬から中旬にかけては、PBOC（中国人民銀行）が金融緩和を控えたことや、軟調な中国経済統計が嫌気されました。このほか、中国株式市場を巡る不透明感もあって、下落しました。下旬は、PBOCによる預金準備率引き下げや中国当局が相次いで不動産政策を緩和したことが好感されました。しかし、中国景気の先行きを巡る不透明感は根強く、下げ幅を縮めるにとどまりました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・中国景気の安定化への期待
下落要因	・地政学リスクの高まり ・PBOCの金融緩和

軟調に推移

中国当局は景気の下支えを続ける方針を示しており、景気の安定化期待が人民元を支える見込みです。一方、米大統領選を控え、米中関係の悪化懸念が人民元の下押し圧力になると見込みます。また、PBOCが金融緩和に積極姿勢を示していることも、人民元を押し下げる要因になります。こうした中、人民元は軟調な推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

豪ドル

■ 前月の相場動向

- 1月の豪ドルは、対米ドルで下落しました。
- 上旬から中旬にかけては、豪雇用統計が下振れるなど豪州景気の減速が示唆されたことや、資源の需要先である中国景気の先行き不透明感などから、豪ドルは下落しました。下旬は、ドル高の一服に伴い上昇する場面もありましたが、月末に公表された豪CPI統計の下振れを受けてRBAの早期利下げ観測が強まり、下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ 中国当局の景気刺激策
下落要因	・ RBAの早期利下げ観測

レンジ推移を見込む

豪州ではインフレ率がRBAの見通し以上のペースで鈍化しており、早期利下げ観測が強まっています。RBAによる早期利下げは豪ドルの下押し圧力になると考えます。一方で、中国がインフラ投資を中心とした景気支援に動く中、資源需要の拡大期待は豪ドルの下支え要因になると考えます。当面はこうした好悪材料が交錯する中、豪ドルはレンジでの推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

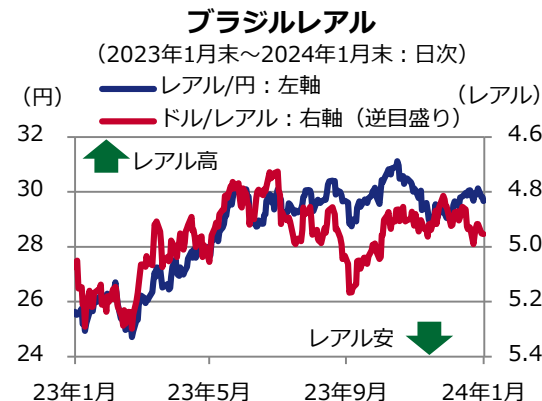
(対米ドル)



ブラジルレアル

■ 前月の相場動向

- 1月のブラジルレアル（以下、レアル）は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、サービス業景況感の低下や、米国の早期利下げ観測の後退などを受けてレアルは下落しました。中旬は鉄鉱石価格の下落が嫌気されてさらに押し下げられました。下旬は、中国景気回復への期待に伴い反発する場面もありました。しかし、ルラ大統領が公表した産業開発計画を受けて財政赤字の拡大懸念が強まったことから、下落幅を拡大しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ FRBの利下げ観測 ・ 中国当局の景気刺激策
下落要因	・ 高金利環境による経済活動の減速 ・ 財政動向を巡る不透明感

レンジ内の推移を見込む

FRBの利下げ観測に伴うドル安や、中国景気回復期待による商品価格の上昇などが、レアルを押し上げる可能性があります。一方で、ブラジル中銀の利下げにもかかわらず、高金利環境が続いていることから、国内の経済活動が減速しており、レアルの重しとなっています。また、国内景気支援に向けた財政出動案が、財政赤字拡大への懸念を強め、レアルを押し下げる可能性に留意が必要です。

今後1カ月の見通し

(対ドル)

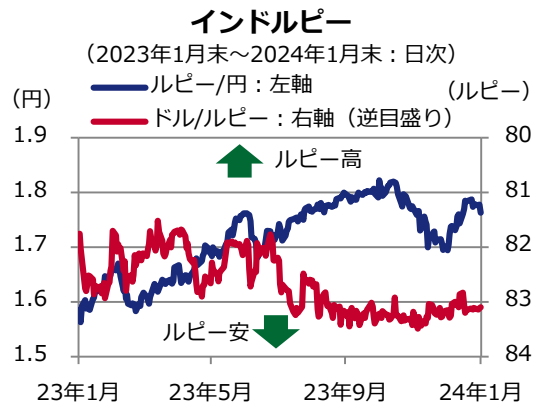


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

インドルピー

■ 前月の相場動向

- 1月のインドルピー（以下、ルピー）は、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、昨年発生したインド財閥の不正会計疑惑が払拭されたことなどから、ルピーは上昇しました。中旬は、FRB高官の利下げ観測をけん制する発言を受けてドルが反発し、下落しました。下旬は、国内企業のドル需要や原油価格の上昇がルピーの重しとなりましたが、インド株への資金流入が続く中、もみ合いで推移しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> ・ 堅調なインド景気 ・ FRBの利下げ観測
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> ・ 原油価格の上昇懸念 ・ 国内企業のドル需要

レンジ推移を見込む

インド国内景気が中国などと比べて堅調に推移するとの期待や、FRBの利下げ観測に伴うドル安が、ルピーを押し上げるとみられます。ただし、地政学リスクに伴う原油価格の上昇や、国内企業のドル需要などが、上値を抑える可能性があります。ルピーは対ドルでの史上最安値近辺で推移していますが、インド中銀のルピー買い介入などから一段の下落は避けられるとみられます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

当資料で使用している指数について

- 「日経平均株価」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体および「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。
- 東証株価指数、東証REIT指数の指数値および東証株価指数、東証REIT指数にかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数、東証REIT指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数、東証REIT指数にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有しています。
- MSCI エマージング・マーケット・インデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利は MSCI Inc. に帰属します。また、MSCI Inc. は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- ICE Data Indices, LLC（「ICE Data」）、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、明示又は黙示のいずれかを問わず、インデックス、インデックス・データ、及びそれらに含まれ、関連し、又は派生する一切のデータを含めて、商品性又は特定の目的若しくは使用への適合性の保証を含む一切の表明及び保証を否認します。ICE Data、その関係会社又はそれらの第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データ若しくはそれらの構成要素の適切性、正確性、適時性又は完全性について、なんら損害賠償又は責任を負わず、インデックス、インデックス・データ及びそれらの全ての構成要素は、現状有姿において提供されるものであり、自らの責任において使用いただくものです。ICE Data、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、アセットマネジメントOne（株）又はその製品若しくはサービスを後援、推薦又は推奨するものではありません。
- FTSE®は、London Stock Exchange Group 企業が所有する商標であり、ライセンスに基づき FTSE International Limited によって使用されています。FTSE のインデックスおよび FTSE の格付けに関する全ての権利は FTSE およびライセンサ各社に帰属します。FTSE およびライセンサ各社は FTSE のインデックスおよび FTSE の格付けまたは基礎データに関する瑕疵または不作為に対して如何なる責任も負いません。また、何人も本媒体に含まれる FTSE のインデックス、格付け、または基礎データに依存することは許されません。書面に基づく FTSE の同意がない限り FTSE のデータを再配信することは許されません。FTSE は本媒体の内容について販売促進や出資、保証することはありません。
- ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P 500 種株価指数、S&P 豪州 REIT インデックスは、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC またはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングス LLC またはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確

に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。

- ドイツ DAX 指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利は Deutsche Börse に帰属します。
- ストックス・ヨーロッパ 600 指数及びユーロ・ストックス指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利は ストックス・リミテッド社に帰属します。
- 上海総合指数は上海証券取引所が公表する指数です。



投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。