
マーケット・インサイト

2023年3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

日銀の新体制
国内株式市場
米国金融政策
米国債市場
グリーン保護主義

▶ 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

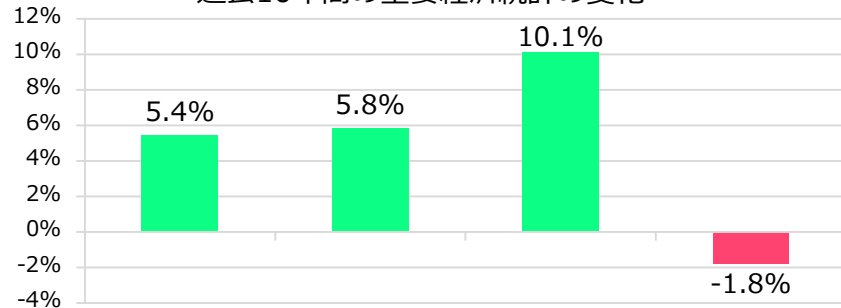
3-3 市場動向 29

株式 REIT 債券 外国為替

▶ Chapter 1 トピックス

植田新総裁下の日銀では、現行の金融緩和策の見直しが焦点に

過去10年間の主要経済統計の変化



実質GDPの増加率 給与所得の増加率 コアCPIの上昇率 失業率の低下幅

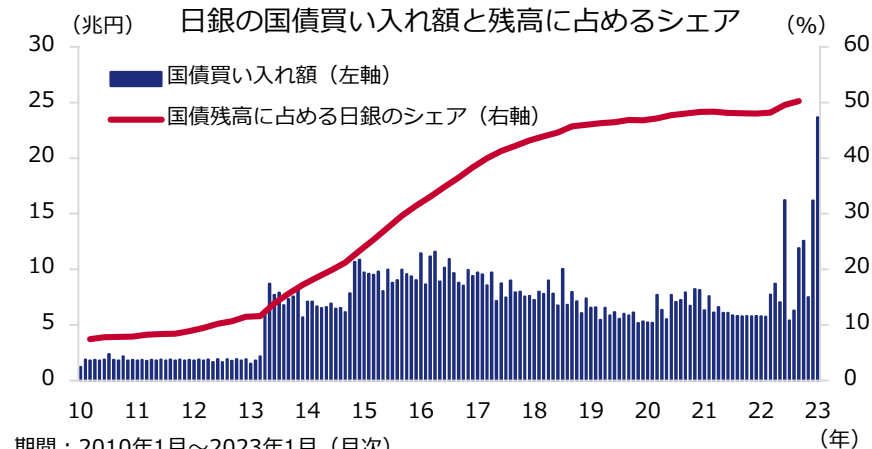
注：実質GDPと給与所得は通年の数値を2012年と2022年で比較した増加率

給与所得は全産業、30人以上の事業所

コアCPIは生鮮食品除く消費者物価指数を2012年12月と2023年1月で比較した上昇率

失業率は2012年12月と2022年12月で比較した低下幅

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



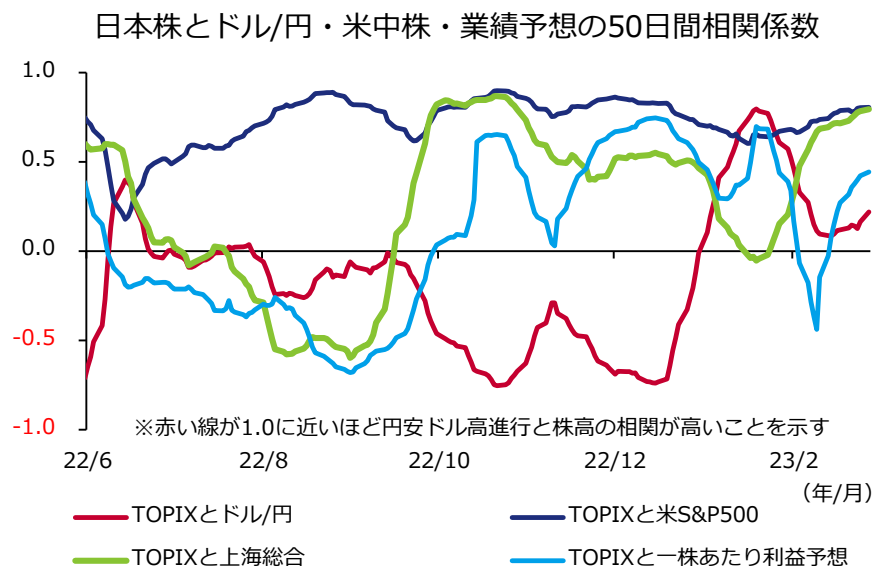
期間：2010年1月～2023年1月（月次）

ただし国債残高に占める日銀のシェアは2010年3月～2022年9月（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

- 政府は、2月14日に日銀新総裁として経済学者で元日銀審議委員の植田和男氏を充てる人事案を国会に提示しました。副総裁には、前金融庁長官の氷見野良三氏と、現日銀理事の内田真一氏が指名されました。学者出身の総裁を、金融行政と、これまでの金融緩和に知見のある両副総裁が支えるというバランスの良い布陣と考えられます。
- 日銀は2%の物価上昇率目標を掲げ、2013年4月に黒田総裁の下で異次元の金融緩和を始めました。この10年間で実質GDPは5.4%増加し、失業率は4.3%から2.5%へ低下しました。しかし、賃上げは進まず、物価上昇率は多くの期間で目標の2%には届きませんでした。一方で、緩和が長期化したことで国債買い入れが膨らみ、債券市場での歪みを引き起こしていると指摘されています。
- 足元ではインフレ率（コアCPI）は4%を超えています。植田氏は所信聴取にて、持続的にインフレ率が2%近辺で推移する環境ではないと指摘し、一時的なインフレ圧力には反応せず、金融緩和を続けるとの姿勢を示しました。今後は経済のファンダメンタルズに沿って金融政策の判断が下される見通しです。ただし、植田氏は金融緩和長期化の副作用にも言及しており、新体制発足後には、金融政策の正常化に向けて、イールドカーブコントロール（YCC）政策を中心に修正が行われる可能性が高まっていると考えます。なお、YCC修正にあたっては、①操作対象年限を10年から短期化する、②10年金利の許容変動幅を拡大する、③YCC政策そのものを撤廃する、など複数の選択肢が想定されます。

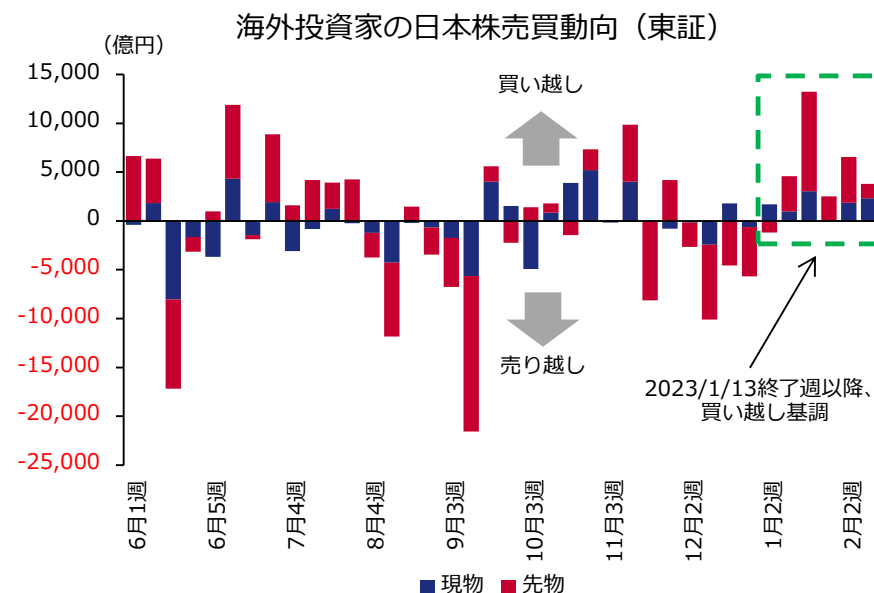
海外投資家の日本株買い越し基調が継続



期間：2022年6月1日～2023年2月27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

（注）一株あたり利益予想は日経平均の向こう12カ月間一株あたり利益（EPS）予想（ブルームバーグ集計）

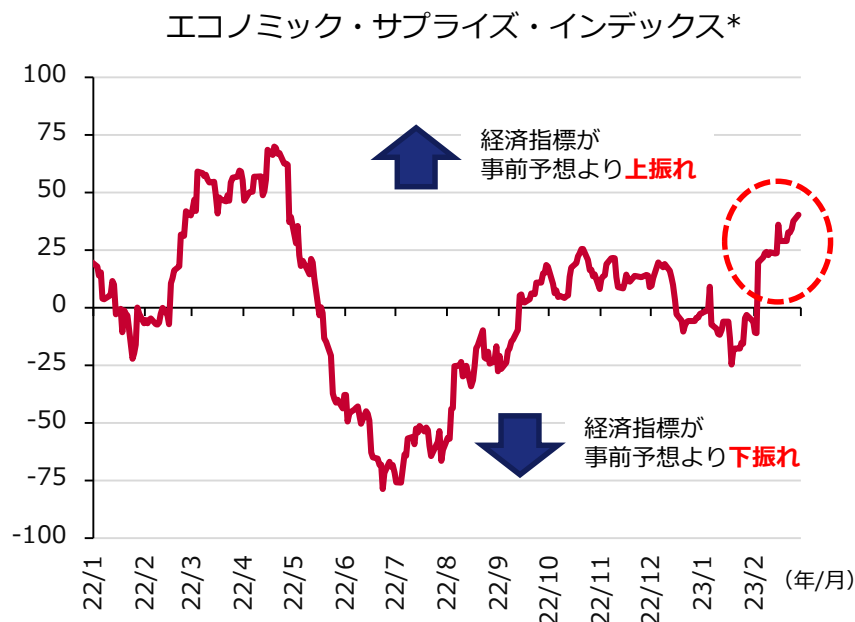


期間：2022年6月3日までの週～2023年2月17日までの週（週次）

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

- 日本株（TOPIX）は足元で、2022年初来のレンジ上限となっている2,000ポイント近辺で推移しています。昨年12月に日銀が長期金利の許容変動幅拡大に踏み切ると、ドル/円レートとTOPIXの相関が急速に高まりましたが（円高と株安が進行）、金融緩和策が維持された1月の金融政策決定会合後は低下に転じました。足元では、米中株価やTOPIX採用銘柄の業績予想との相関が高まっており、国内株式市場で海外株価や業績動向に再び関心が向かっていることがうかがえます。
- 海外投資家の日本株売買動向をみると、1月13日終了週以降、直近の2月17日終了週にかけて、大規模ではないものの6週連続で現物・先物合計で買い越しとなっています。日銀の政策修正を巡る不透明感がひとまず和らいだことなどが要因とみられます。
- 日銀の新体制発足にかけて再びドル/円と日本株の変動が大きくなるリスクは残ります。ただし、次期総裁候補の植田和男氏は金融緩和を継続することが適切との見方を示しており、しばらく日本株は底堅い推移となる可能性があります。

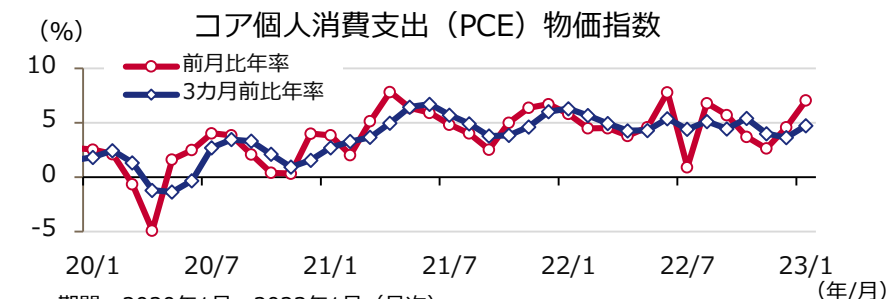
経済指標の上振れを受け、ノーランディングシナリオが浮上



*対象国は米国

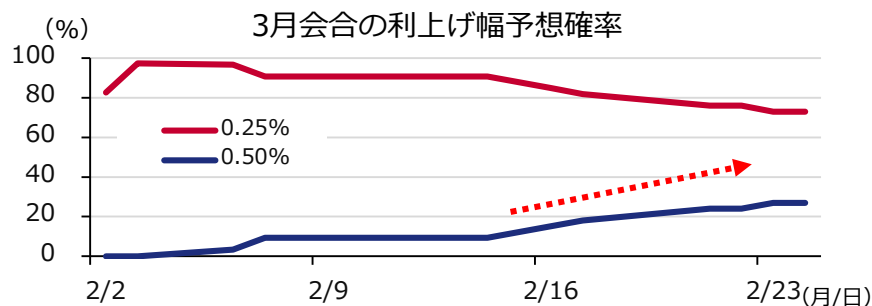
期間：2022年1月1日～2023年2月27日（日次）

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：2020年1月～2023年1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

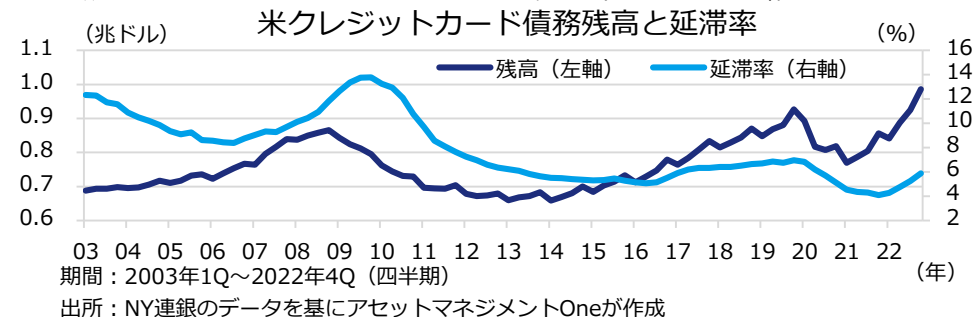
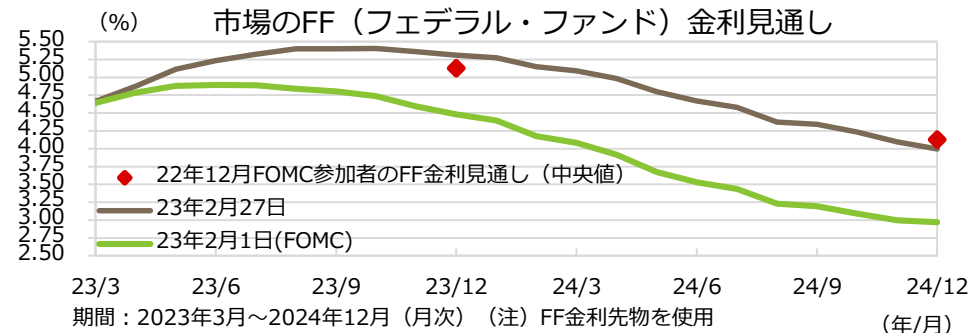
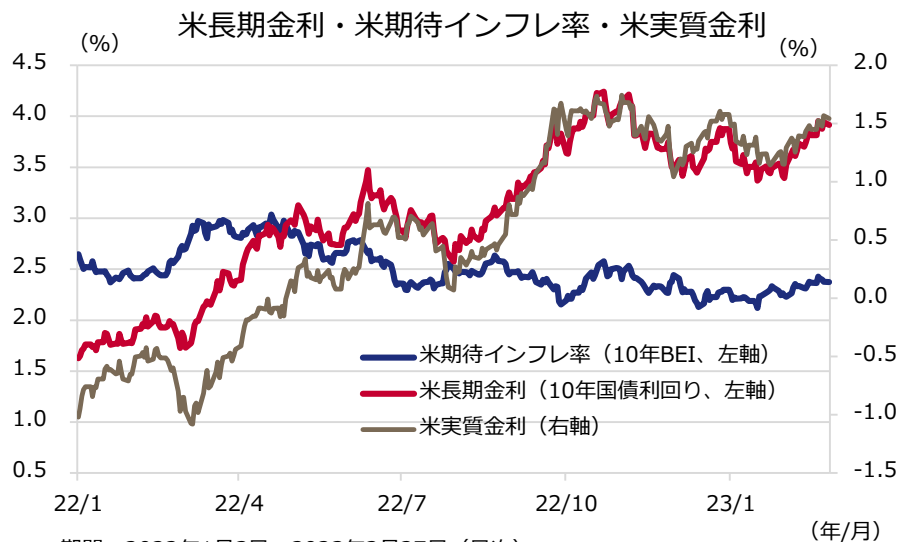


期間：2023年2月2日～24日（日次）

出所：CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）グループのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

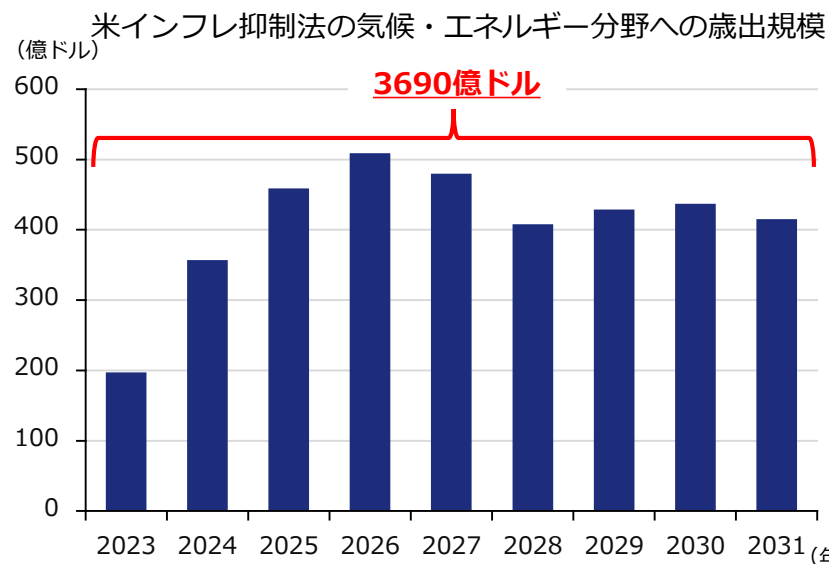
- 2月は雇用統計をはじめ市場の事前予想を上振れる米経済指標の公表が相次いだことから、エコノミック・サプライズ・インデックスが大きく上昇しました。こうした中、米景気が後退せずインフレが高止まりするノーランディングシナリオが台頭しました。更にFRB（米連邦準備理事会）の高官によるタカ派発言やコア個人消費支出（PCE）物価指数が強い伸びとなったこと等を受け、利上げの織り込みが一段と進展しました。足元では、3月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で利上げ幅を0.5%に拡大するとの見方も強まりつつあります。
- 2月に公表された指標が単月限りの上振れである可能性も排除できない中で、現在の利上げ織り込みはやや行き過ぎとみられます。次回のFOMC前に公表される一連の経済指標で、1月の結果が外れ値ではないことを裏付ける強い内容が示されるかが、3月の利上げ幅、更にはターミナルレート（利上げの最終到達点）に影響を及ぼすと考えます。

米長期金利の上昇懸念がくすぶる



- 米長期金利（10年国債利回り）は、堅調な雇用統計や小売売上高の伸び上振れなど米経済の底堅さを示す指標が相次ぎ、上昇圧力が強まりました。FRBの利上げ打ち止め観測は後退し、実質金利は上昇しました。物価指標の伸びも上振れし、米国のデシインフレが進むには時間を要するとの見方が広まる中、期待インフレ率も上昇しました。市場のFF金利見通しは2月のFOMC時点から上方シフトし、利上げの最終到達点は引き上がりました。インフレ抑制に向けたFRBの利上げ長期化観測が強まる中、米長期金利の上昇懸念がくすぶります。
- もっともFRBの金融引き締めが長期化すれば、これまでの累積的な引き締め効果とあいまって、米景気の減速懸念が強まる可能性があります。例えば、米家計においては、クレジットカードの延滞率上昇がみられるなど債務の返済負担増が懸念され、個人消費の底堅さが継続するかは不透明です。消費の落ち込みが顕在化すれば、デシインフレが進捗するとみられます。米長期金利を見極めるうえで、金融引き締め効果が顕在化してくるかが注視されます。

グリーン保護主義の過熱が懸念される



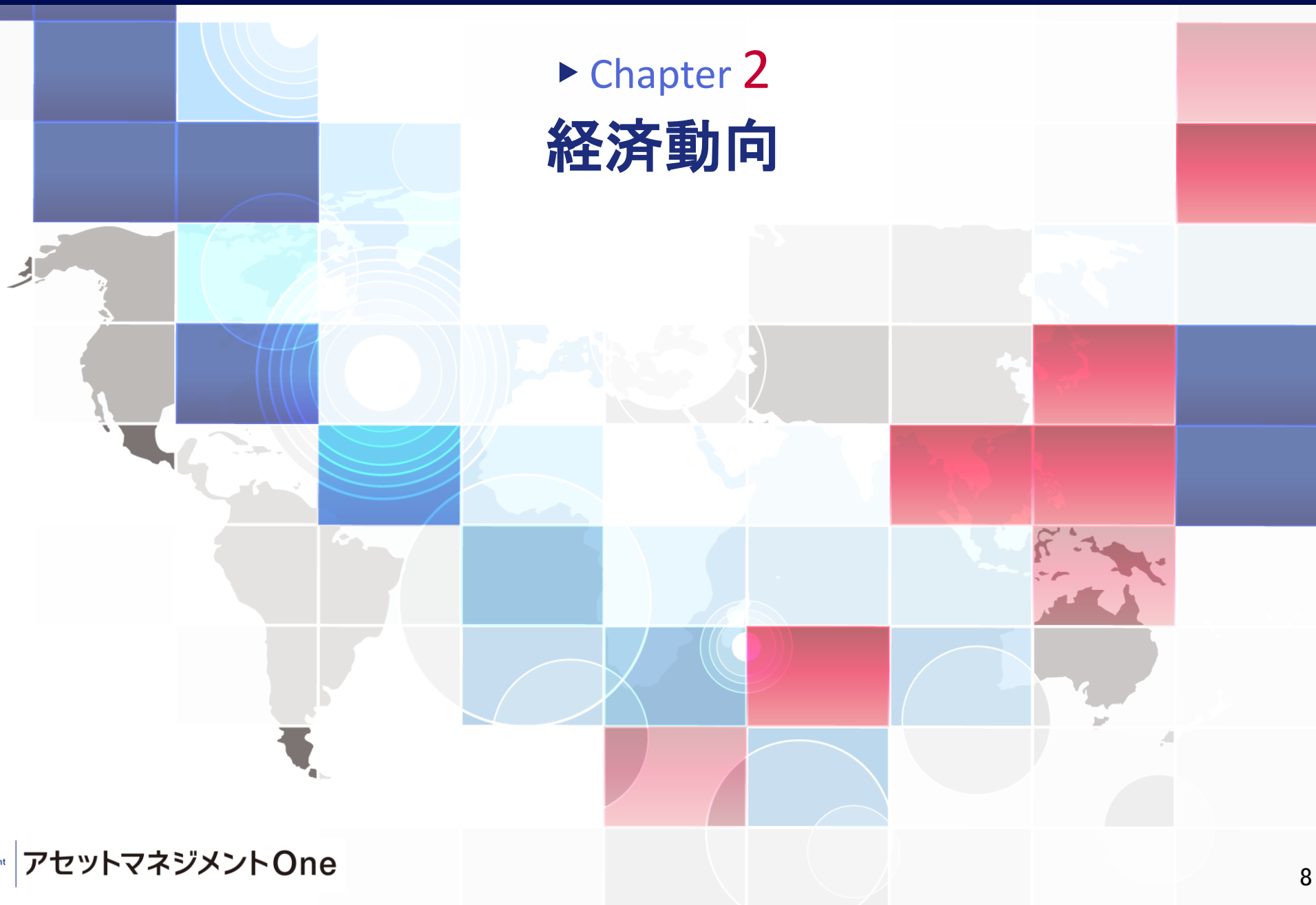
EUのグリーンディール産業計画の4本柱

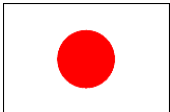
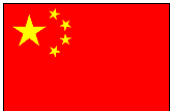
予測可能かつ簡素化された規制環境	脱炭素技術・製品の生産拠点の許認可プロセスを簡素化する法律を制定
資金調達の支援	ネットゼロ産業にEU加盟国が補助金を提供する際の規制を緩和
人材開発	ネットゼロ産業の人材開発を展開するために「ネットゼロ産業アカデミー」を設立
開放的な貿易	脱炭素への移行を支援するため、自由貿易協定を含むパートナーとの協力関係を発展

出所：欧州委員会の資料等を基にアセットマネジメントOneが作成

- 米国で昨夏成立したインフレ抑制法（IRA）を巡り、EU（欧州連合）と米国の溝が深まっています。IRAには、気候・エネルギー分野を対象とする政策パッケージが含まれ、歳出規模は3690億ドルにのぼります。具体的な政策として、北米で生産されたEV（電気自動車）の購入時に税額控除を提供することが盛り込まれています。しかし、EUは、企業が米国へ生産拠点を移すことへの懸念から、IRAはWTO（世界貿易機関）ルールに違反するとし、米国を強く批判してきました。
- こうした中、EUはIRAへの対抗策として「グリーンディール産業計画」を発表しました。同計画は、「予測可能かつ簡素化された規制環境」、「資金調達の支援」、「人材開発」、「開放的な貿易」の4本柱から成ります。これまで原則として禁止してきたEU加盟国のネットゼロ産業に対する補助金を認めるほか、手続きや許認可プロセスを簡素化・迅速化します。
- 今後、各国が補助金競争を続け、脱炭素を口実とした保護主義（グリーン保護主義）が過熱するリスクには警戒が必要と考えます。

▶ Chapter 2
経済動向



国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 徐々に減速	引き締め継続	FRBの一連の利上げの影響が顕在化していくなか、成長率は今後減速していくとみられます。しかし、2月に公表された経済指標では、市場予想を上振れるケースが相次ぎました。目先は、3月に公表される経済指標で米景気の底堅さが引き続き確認されるかが、FRBの利上げの最終到達点及びその水準を維持する期間を予想する上で注目されます。	▶ インフレと利上げの長期化
 日本	 懸念材料はあるも底堅い推移継続	緩和姿勢は維持も金融政策修正へ	海外景気悪化の影響に留意が必要ですが、経済活動正常化が続き、国内景気は設備投資や消費を中心に底堅く推移する見通しです。昨年12月に日銀は長期金利の許容変動幅を拡大しました。今年春の日銀の正副総裁交代に伴い、金融政策の修正に向けた議論が開始されるとみられます。また、物価と賃金上昇の好循環をみる上で春闘も注目されます。	▶ 海外景気の減速 ▶ 日銀の早期の金融引き締め
 ユーロ圏	 成長は停滞	引き締め継続	10-12月期の成長率は、前期比+0.1%となりました。ただし、各国のデータをみると個人消費が低迷しつつあることに加え、今後、ECBの利上げの影響が顕在化していくことを踏まえると、成長は停滞する見込みです。コアHICPは高水準であるため、ECBは今後もインフレ抑制のために利上げを実施していく見込みです。	▶ インフレと利上げの長期化
 中国	 景気は消費主導の回復へ	金融緩和	ウィズコロナへ移行し、経済活動の再開が続いています。春節休暇後に懸念された感染の拡大は確認されず、今後も一段の景気回復が見込まれます。足元では不動産市場に底打ちの兆しも出ています。3月の全人代では、内需の拡大を目指した景気支援が示される公算で、住宅市場のテコ入れ策や消費支援策の内容に注目が集まります。	▶ 不動産市場の調整長期化 ▶ 外需の減速

経済の概況 – 主要国・地域のGDP成長率見通し

(前年比、%)

(年)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (予測値)	2024 (予測値)
全世界計	3.8	3.6	2.8	▲ 3.0	6.2	3.4	2.9 (↑ 0.2)	3.1 (↓ 0.1)
先進国計	2.5	2.3	1.7	▲ 4.4	5.4	2.7	1.2 (↑ 0.1)	1.4 (↓ 0.2)
米国	2.3	2.9	2.3	▲ 3.4	5.9	2.0	1.4 (↑ 0.4)	1.0 (↓ 0.2)
日本	1.7	0.6	▲ 0.4	▲ 4.6	2.1	1.4	1.8 (↑ 0.2)	0.9 (↓ 0.4)
ユーロ圏	2.6	1.8	1.6	▲ 6.1	5.3	3.5	0.7 (↑ 0.2)	1.6 (↓ 0.2)
オーストラリア	2.4	2.8	2.0	▲ 2.1	5.2	3.6	1.6 (↓ 0.3)	1.7 (↓ 0.1)
新興国計	4.8	4.6	3.6	▲ 1.9	6.7	3.9	4.0 (↑ 0.3)	4.2 (↓ 0.1)
中国	6.9	6.8	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2 (↑ 0.8)	4.5 (→ 0.0)
インド	6.8	6.5	3.7	▲ 6.6	8.7	6.8	6.1 (→ 0.0)	6.8 (→ 0.0)
ブラジル	1.3	1.8	1.2	▲ 3.9	5.0	3.1	1.2 (↑ 0.2)	1.5 (↓ 0.4)
ロシア	1.8	2.8	2.2	▲ 2.7	4.7	▲ 2.2	0.3 (↑ 2.6)	2.1 (↑ 0.6)
ASEAN5※	5.5	5.4	4.9	▲ 3.4	3.8	5.2	4.3 (↓ 0.2)	4.7 (↓ 0.2)

出所：IMF「World Economic Outlook Update, 2023.1」、「World Economic Outlook Database, 2022.10」、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）

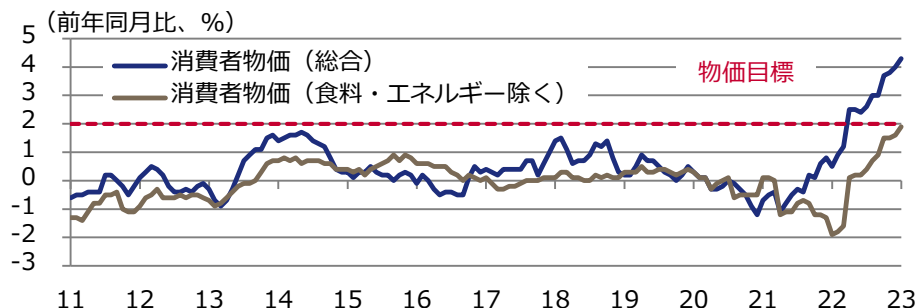
(注) 2022年の数値は推計値、2023年以降は予測値。ただし、2022年以前も一部予測値のデータを含む場合がある

() 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

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



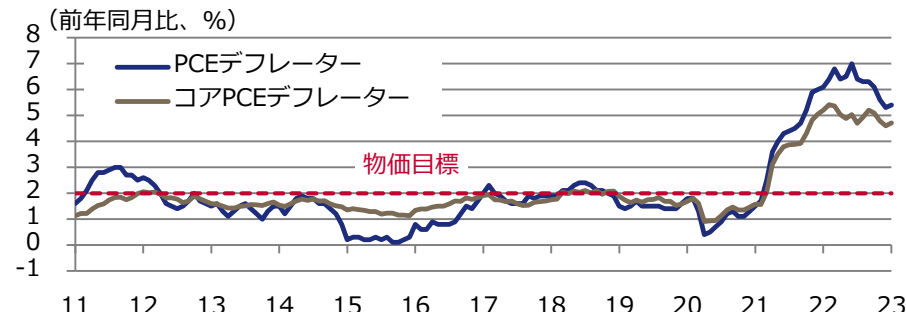
期間：2011年1月～2023年1月（月次）

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



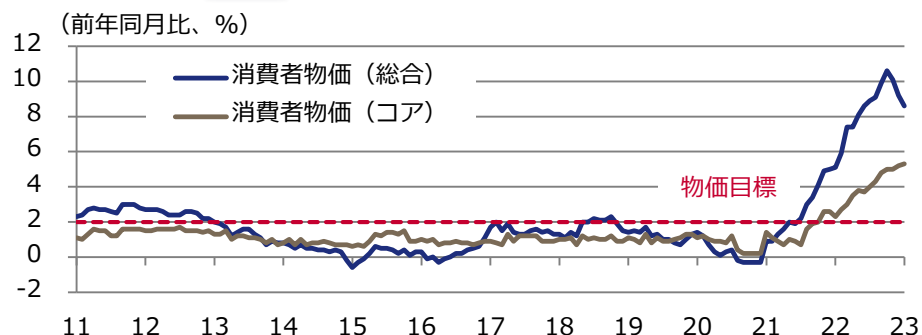
期間：2011年1月～2023年1月（月次）

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

(年)



ユーロ圏のインフレ率の推移



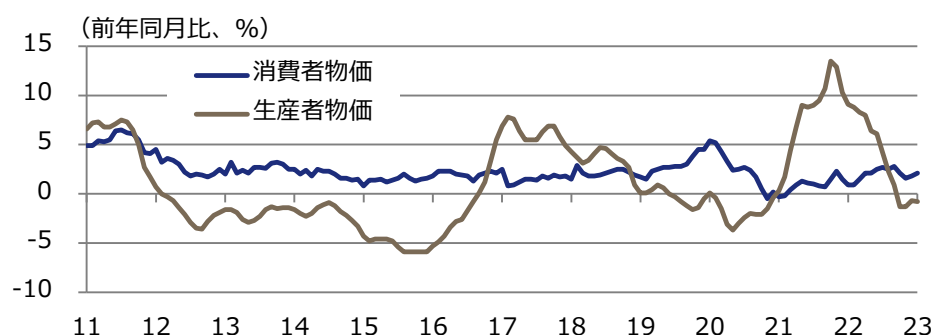
期間：2011年1月～2023年1月（月次）

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

(年)



中国のインフレ率の推移

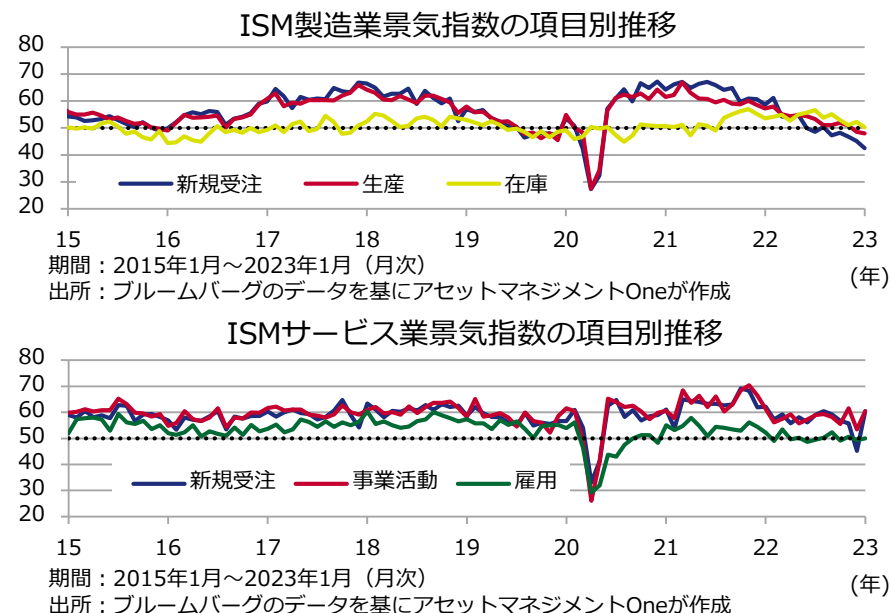
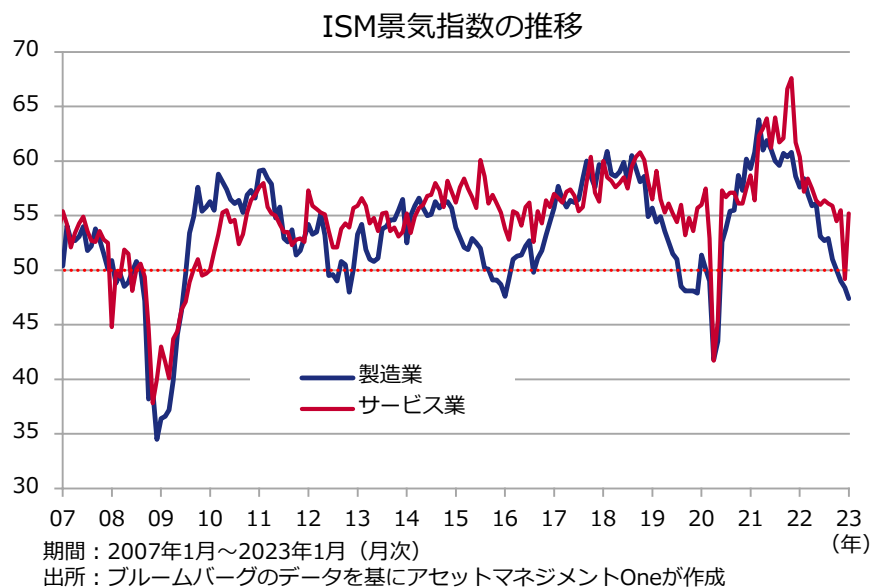


期間：2011年1月～2023年1月（月次）

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

(年)

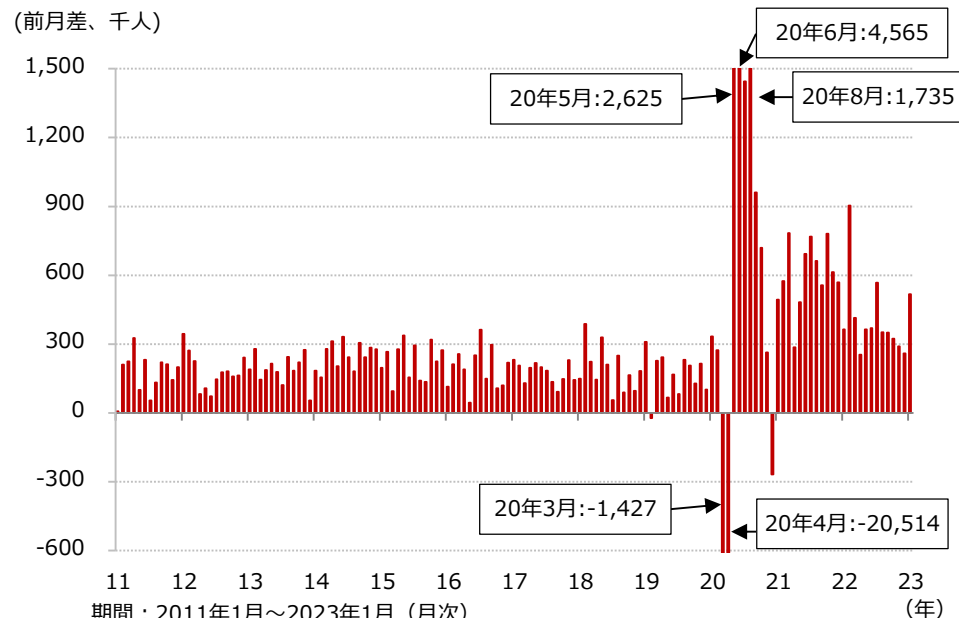
サービス業の景況感が急回復



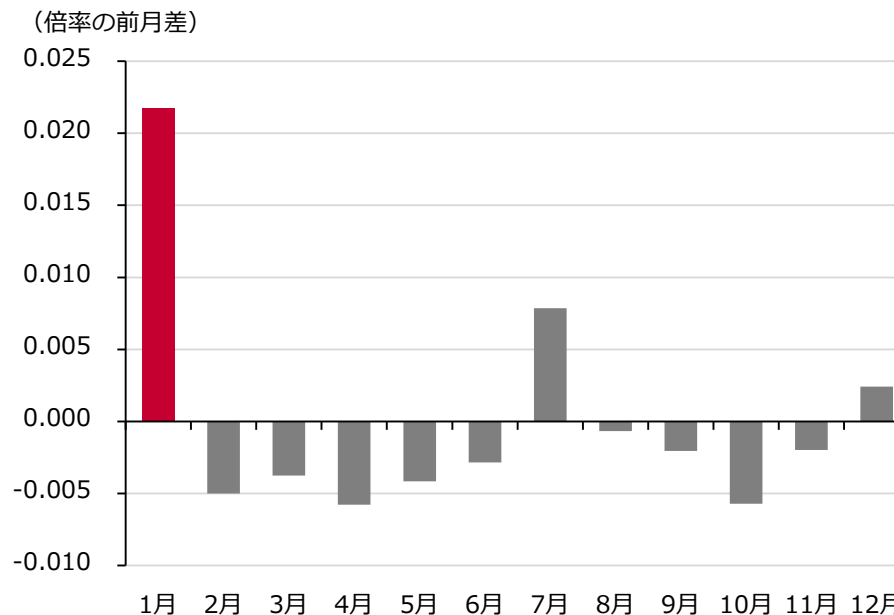
- 1月のISM景気指数は、製造業が47.4と12月（48.4）から一段と低下しました。一方、サービス業は55.2と12月（49.2）から大幅に上昇しました。各指数の構成項目をみると、製造業では新規受注、在庫等の低下が押し下げ要因となりました。対して、サービス業では、新規受注が急上昇したことに加え、事業活動の伸びも全体を押し上げました。
- 1月のサーベイ回答者のコメントでは、製造業において、需要の軟化や新規受注の減速などを指摘するコメントが多く寄せられました。対して、サービス業においては、楽観的な事業見通しを示すコメントが目立ちます。
- 1月のサービス業の景況感は大幅に改善しました。もっともFRBの一連の利上げによる効果が顕在化していくにつれて、サービス業の景況感が再び悪化に転じる可能性には警戒が必要です。

非農業部門雇用者数が大幅に増加

非農業部門雇用者数増減

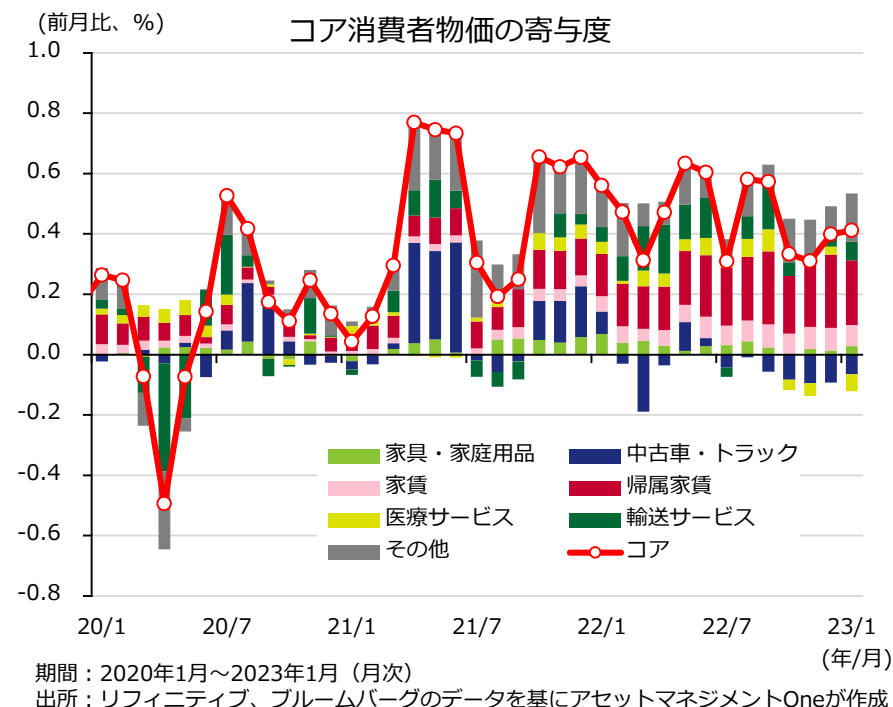
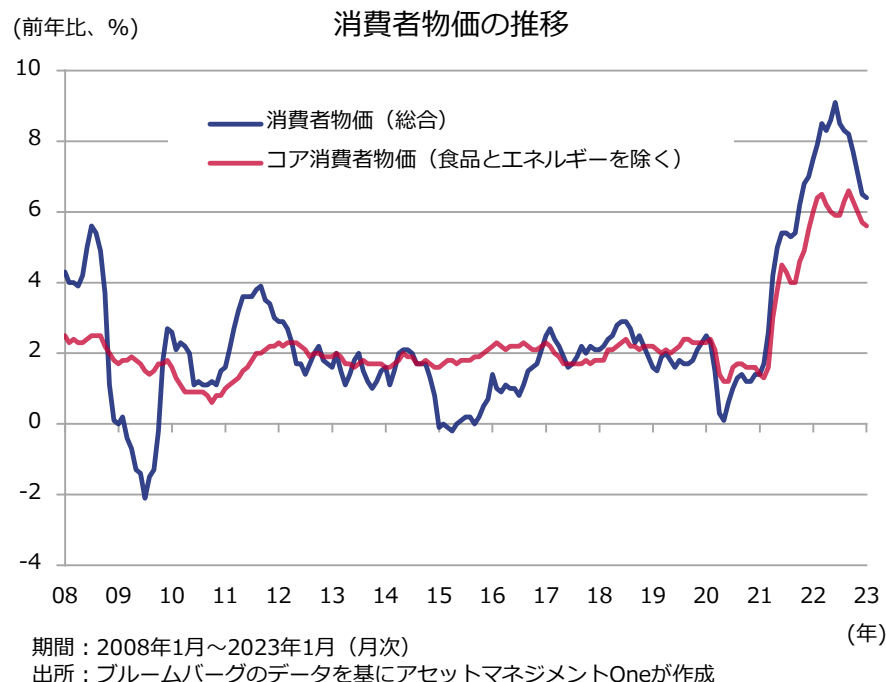


季節調整倍率の前月差*



- 1月の非農業部門雇用者数（NFP）は季節調整値※で前月差+51.7万人と、12月（同+26.0万人）を上回る、大幅な伸びとなりました。（※季節変動の影響を受ける経済指標の原数値から季節変動の影響を取り除いた値）
- NFPの季節調整値を原数値で除した季節調整倍率の前月差を2013年以降で計算すると、1年間の内で1月が最大となります。したがって、1月はその年特有の要因によるブレが大きく出やすく、今回のNFPの大幅増加もその影響を受けている可能性がある点には留意が必要です。
- なお、1月の失業率（U-3失業率）は3.4%と、12月（3.5%）から低下しているほか、経済的理由によるパートタイマーなどを含むU-6失業率も6.6%と低位にあります。

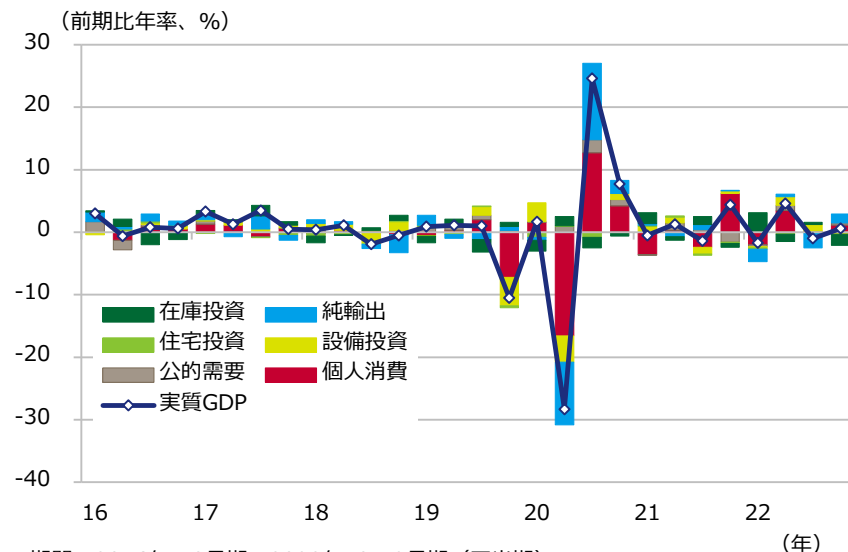
コアCPIの前月比の伸びは鈍化せず



- 1月の消費者物価（総合）上昇率は、前年比+6.4%と12月（同+6.5%）から低下しました。また、コア消費者物価上昇率も同+5.6%と12月（同+5.7%）から低下しました。前月比ベースでは、総合が+0.5%と12月（同+0.1%）から上昇しました。コアは同+0.4%と12月（同+0.4%）から変わらずでした。
- 内訳を見ると、「中古車・トラック」、そして「医療サービス」がコアCPIを押し下げたものの、根強い家賃及び帰属家賃の伸びが全体を押し上げました。家賃や帰属家賃の伸びが今後ピークアウトするとみられる中、インフレ圧力の後退が期待されます。ただし、米労働市場が非常に底堅い中、サービス品目のインフレが長期化する可能性には警戒が必要です。

2022年10-12月期のGDPは2四半期ぶりのプラス成長

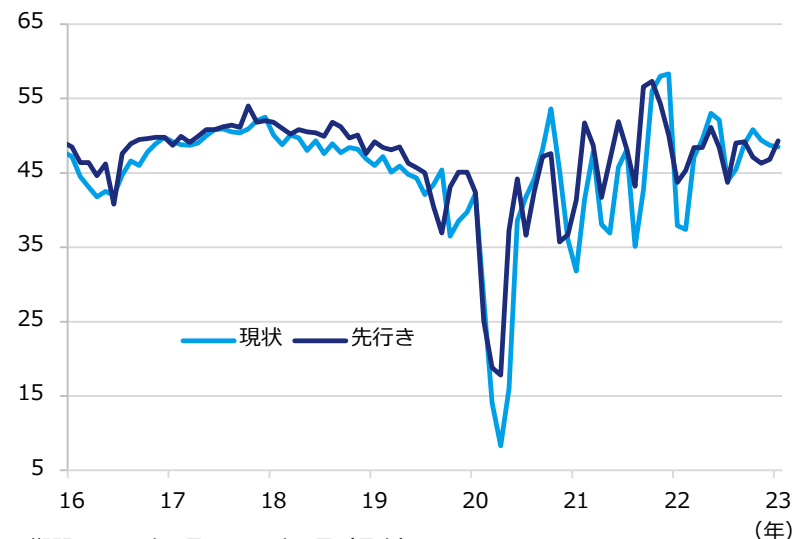
実質GDP成長率と寄与度の推移



期間：2016年1-3月期～2022年10-12月期（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

景気ウォッチャー判断DIの推移

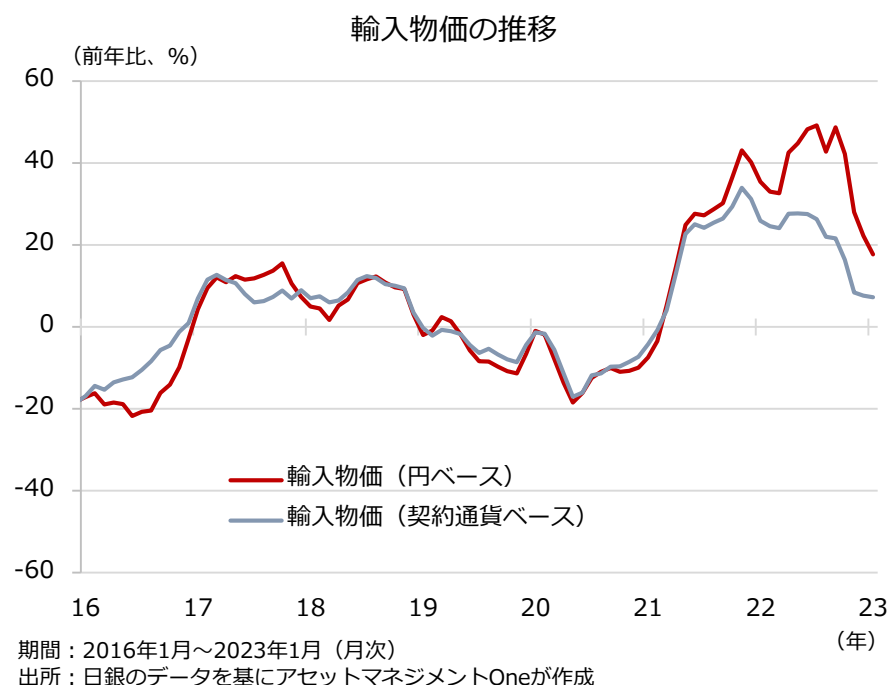
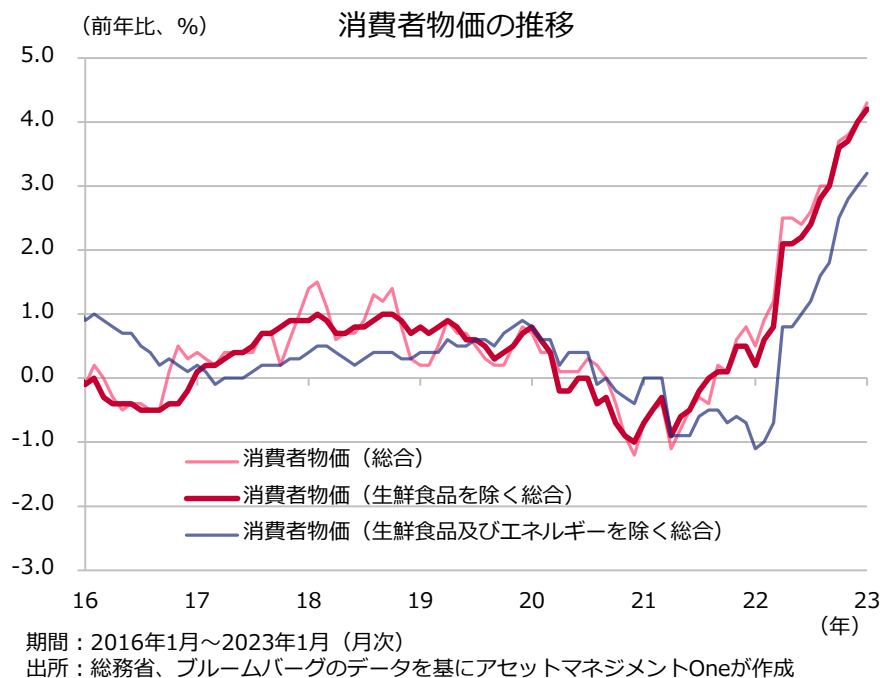


期間：2016年1月～2023年1月（月次）

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

- 2022年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+0.6%と2四半期ぶりにプラスとなりました。政府による旅行支援策などが寄与し、個人消費が増加しました。
- 経済活動状況を間近に見ている人々の景気判断（景気ウォッチャー調査）は、2020年以降、感染拡大の波に沿う形で上下動を繰り返してきたことがわかります。足元では、ウィズコロナへの移行により変動幅が落ち着きつつあり、今後、国内経済は底堅い推移を続けると見込まれます。
- 物価上昇による実質購買力の低下、海外景気減速の影響がリスク要因として挙げられます。現在は政府の光熱費などへの家計負担軽減策が消費の支えとなっています。購買力が維持されるかを見極めるため、春闘での賃金上昇率などが注目されます。

今後、消費者物価の伸び率は鈍化するも、高水準を維持する見通し



- 2023年1月の全国消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合、コアCPI）は前年比+4.2%へ拡大しました。政府による負担軽減策が2月以降の電力・ガス料金の上昇を抑制するほか、輸入原材料価格の伸び率が鈍化していることなどから、コアCPIの伸び率はピークをつけたとみられます。
- ただし、しばらくは食料品を中心に値上げが続く見込みで、消費者物価の伸び率は高止まりする可能性があります。
- 物価上昇に対する生活防衛に加えて、人手不足もあり、賃上げの機運は従来になく高まっています。物価と賃金上昇の好循環に向けて2023年の春闘が注目されます。

新体制後の成長率や物価上昇率などの見通しに注目

日銀の現体制と次期総裁・副総裁候補

役職	現体制	新体制候補者
総裁	黒田東彦氏 (財務省) 2023年4月8日	植田和男氏 (学者・元日銀審 議委員)
副総裁	雨宮正佳氏 (日銀) 2023年3月19日	氷見野良三氏 (前金融庁長官)
副総裁	若田部昌澄氏 (学者) 2023年3月19日	内田真一氏 (現日銀理事)

出所：日銀HP、各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成
注：日付は任期、() 内は出身・前職

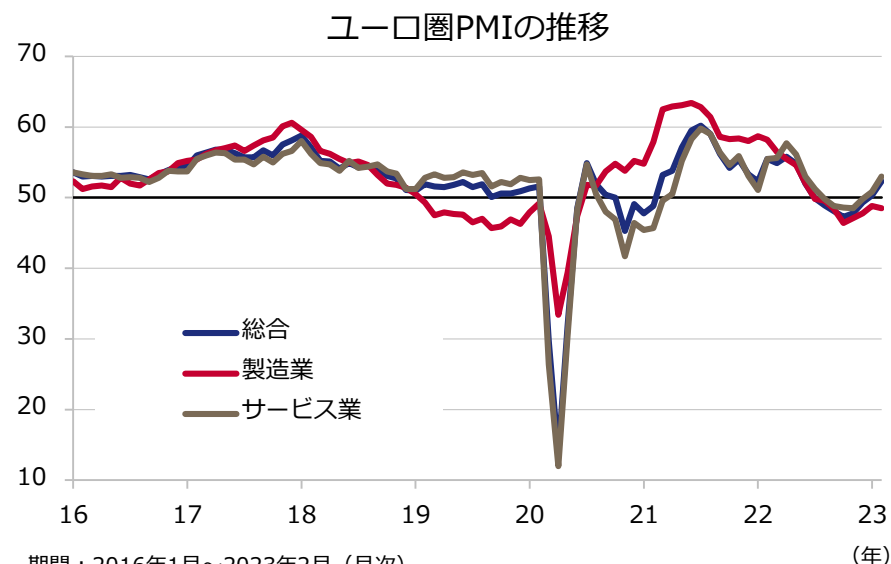
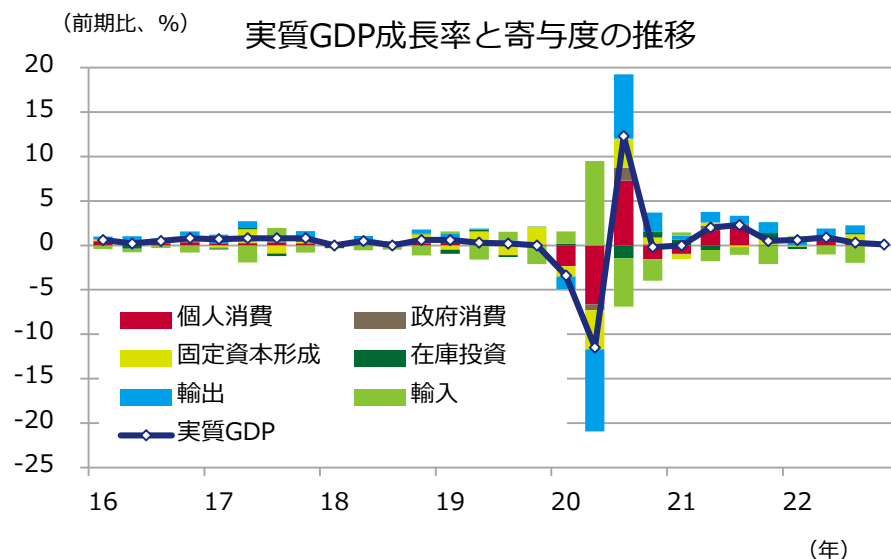
日銀政策委員の大勢見通し（2023年1月）

	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)
2022年度	+1.9~+2.0 <+1.9>	+3.0~+3.0 <+3.0>	+2.1~+2.1 <+2.1>
2023年度	+1.5~+1.9 <+1.7>	+1.6~+1.8 <+1.6>	+1.7~+1.9 <+1.8>
2024年度	+0.9~+1.3 <+1.1>	+1.8~+1.9 <+1.8>	+1.5~+1.8 <+1.6>

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。

- 日銀総裁・副総裁候補が適任かを見極める所信聴取において、植田・総裁候補は、物価上昇率が今後、鈍化する見通しを前提に、「物価目標の2%を持続的に安定的に達成するには、なお時間を要する」と発言しました。
- 日銀は、1月の「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」で、2023年度のコアCPIの見通し（政策委員見通しの中央値）を、物価安定目標の2%を下回る前年度比+1.6%としました。
- 新体制では、四半期毎に発表される日銀政策委員による成長率や物価上昇率などのファンダメンタルズの見通しに基づいて、サブライズを避けつつ、市場と対話しながら金融政策を進めると期待されます。次回の展望レポートは、新総裁・副総裁のもとでの初めての金融政策決定会合（4月27-28日）後に発表されます。

2022年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%

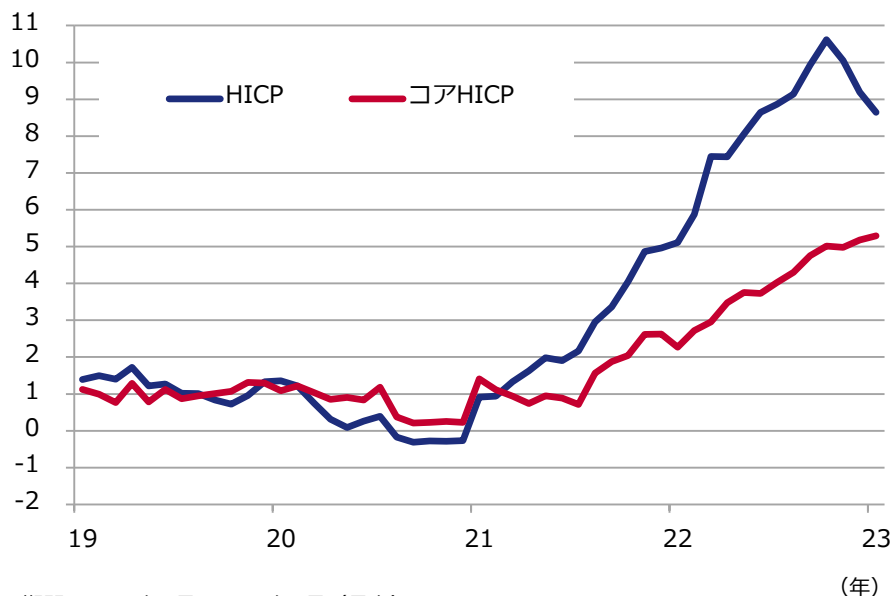


- ユーロ圏の2022年10-12月期実質GDP成長率は、前期比+0.1%となりました。各国のデータをみると個人消費が多くで減少したもようです。一方で、各国による財政政策や税制上の要因で米系企業が拠点置くアイルランドの高成長（同+3.5%）が全体を押し上げました。
- 2月のユーロ圏総合購買担当者景気指数（PMI）速報値は、52.3と前月の50.3から上昇しました。データ公表元であるS&Pグローバルによれば、1-2月平均のPMIは1-3月期の実質GDP前期比成長率が+0.3%弱になると示唆しています。また、景気後退への懸念が薄れ、インフレがピークに達する兆しを見せている中、成長は信頼感の高まりで支えられているとしました。なお、サービスの投入価格は人件費などの上昇を受けて前月から上昇しており、コスト負担が未だ高止まりしていることがうかがえます。ECBも賃金動向を注視している中、今後の推移が注目されます。
- 高インフレによる購買力の低下や利上げの影響を踏まえれば、当面成長は停滞する見込みです。

ECBは3月の会合で0.50%の利上げを行う見込み

(前年比、%)

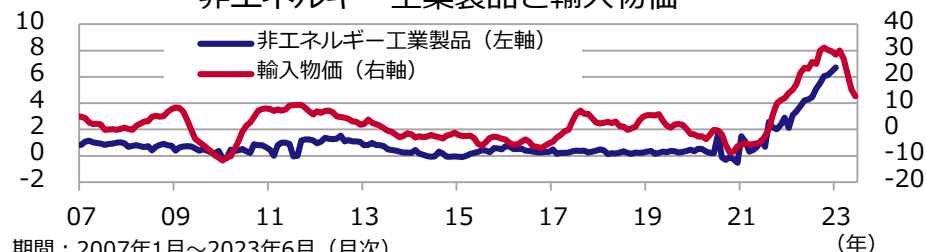
HICPとコアHICPの推移



(前年比、%)

非エネルギー工業製品と輸入物価

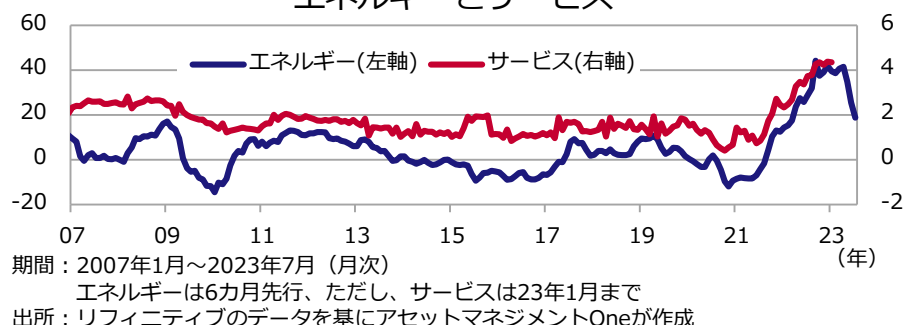
(前年比、%)



(前年比、%)

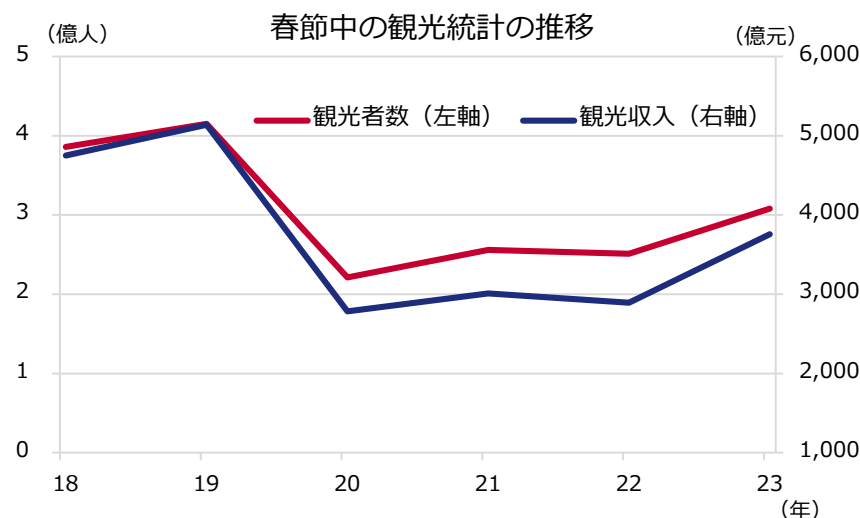
エネルギーとサービス

(前年比、%)



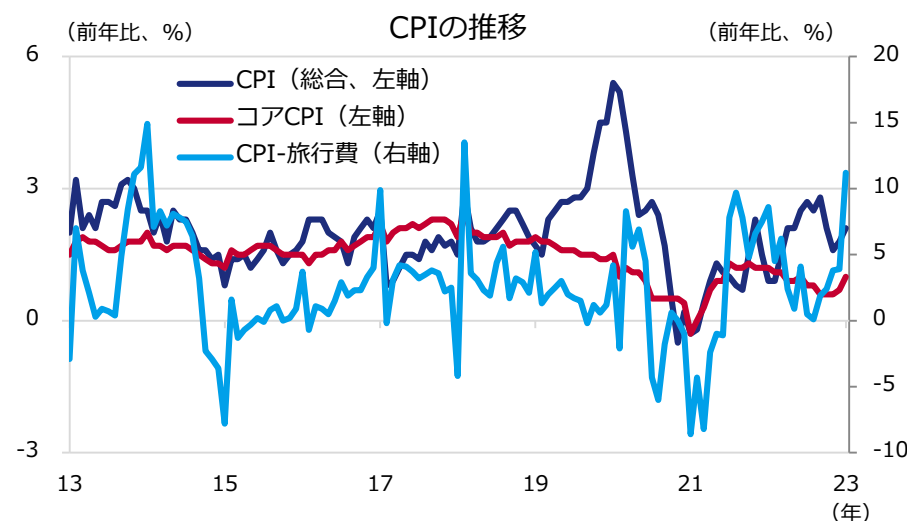
- 1月のHICP（消費者物価指数）は、エネルギーの伸び鈍化などから、前年比+8.6%と前月から伸び率が鈍化しました。ただし、食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICPは同+5.3%と前月から伸びが高まるとともに、ECB（欧州中央銀行）の物価目標である2%を大幅に上回っています。
- 高水準のコアHICPはECBの懸念材料となっており、ECBは3月の会合で0.50%の利上げを行うとみられます。なお、非エネルギー工業製品については、輸入物価の鈍化や供給制約の緩和から、いずれ落ち着くとみられます。サービスについても、従来エネルギーとの相関が高かったことを踏まえると、いずれ落ち着くとみられます。ただし、労働需給のひっ迫などを背景に、今後賃金の高い伸びが長期化する可能性があることに留意が必要です。

ウィズコロナへ移行して初の春節はサービス業の活動が急回復



期間：2018年～2023年（年次）

出所：新華社通信のデータを基にアセットマネジメントOneが作成



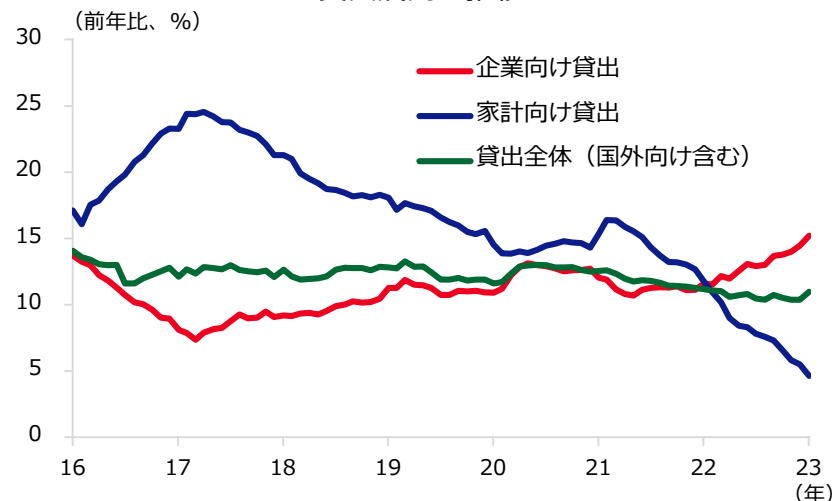
期間：2013年1月～2023年1月（月次）

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

- 2023年の1月は、ウィズコロナ下で初の春節となりました。春節期間中は、観光客数・収入いずれも2019年の水準には戻らなかったものの、前年に比べ急速に回復しており、行動制限がなくなったことで国内旅行を中心にサービス消費が回復したことが示唆されました。
- 1月の国家統計局版PMIは、製造業・非製造業ともに好不況の節目となる50を上回り、景気の回復が進んだとみられます。こうした中、需要の回復から、1月には広範に物価が上昇しました。旅行関連費用が比較的大きく上昇したほか、食品とエネルギーを除いたコアCPI上昇率は前年比+1.0%へ加速しました。
- 春節前には、ウィズコロナへの移行により移動が増加することで、医療設備が脆弱な農村部を中心とした感染拡大が懸念されていましたが、今のところ感染は落ち着いています。春節期間中の統計が示すように、サービス消費には一段の回復余地があるとみられ、今後もサービス消費がけん引する景気の回復が見込まれます。

家計向けの貸出は不動産販売低迷で伸び鈍化。今後の動向に注目

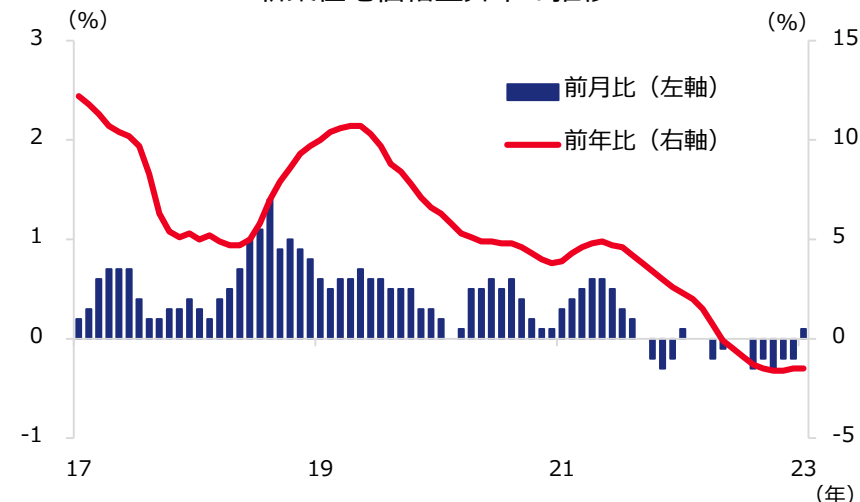
貸出残高の推移



期間：2016年1月～2023年1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

新築住宅価格上昇率の推移



期間：2017年1月～2023年1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

- 1月の信用統計では、人民元建て新規融資が過去最高となりました。1月の数値には春節期間中の資金確保の影響が強くあらわれた面もあるとみられるものの、経済活動の再開に伴う資金需要の回復も一定程度反映されたと考えられます。
- 企業向けの貸出残高は、2022年半ば以降、当局による不動産開発企業向けの資金調達規制緩和を中心とした政策支援の効果で増加しています。一方で、家計向けの残高は前年比で増加しているものの、伸び率の鈍化が続いています。企業の資金需要は回復し始めているものの、住宅ローンを中心とした家計の資金需要は低迷が続いているとみられます。
- 新築住宅価格は、1月に前月比+0.1%と1年ぶりに前月比プラスの伸びとなりました。もっとも、前年比では引き続きマイナスの伸びとなっており、不動産市場の弱さがうかがえました。
- 当局は今年の経済政策において、内需拡大を重要視しています。減税や、消費に大きな影響を与える住宅市場の安定化に向けた政策について、3月に開催予定の全人代での言及に注目が集まります。

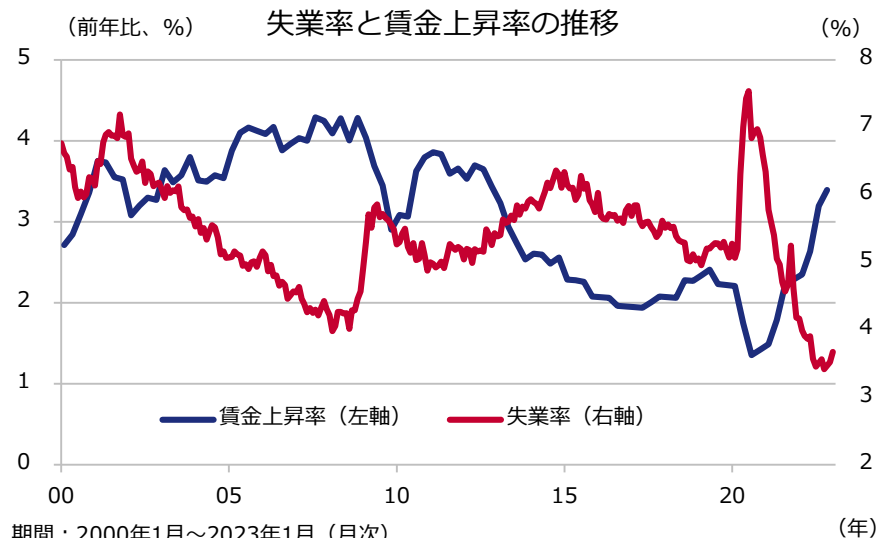
RBAはインフレ予想を上方修正したが、1月の失業率は労働市場の軟化を示唆

RBAの四半期経済見通し

	2023年		2024年		2025年
	6月期	12月期	6月期	12月期	6月期
GDP成長率					
今回	2.25	1.50	1.50	1.50	1.75
前回	2.00	1.50	1.50	1.50	-
インフレ率（トリム平均）					
今回	6.25	4.25	3.25	3.00	3.00
前回	5.50	3.75	3.50	3.25	-
失業率					
今回	3.50	3.75	4.00	4.25	4.50
前回	3.50	3.75	4.00	4.25	-

出所：RBAの資料を基にアセットマネジメントOneが作成

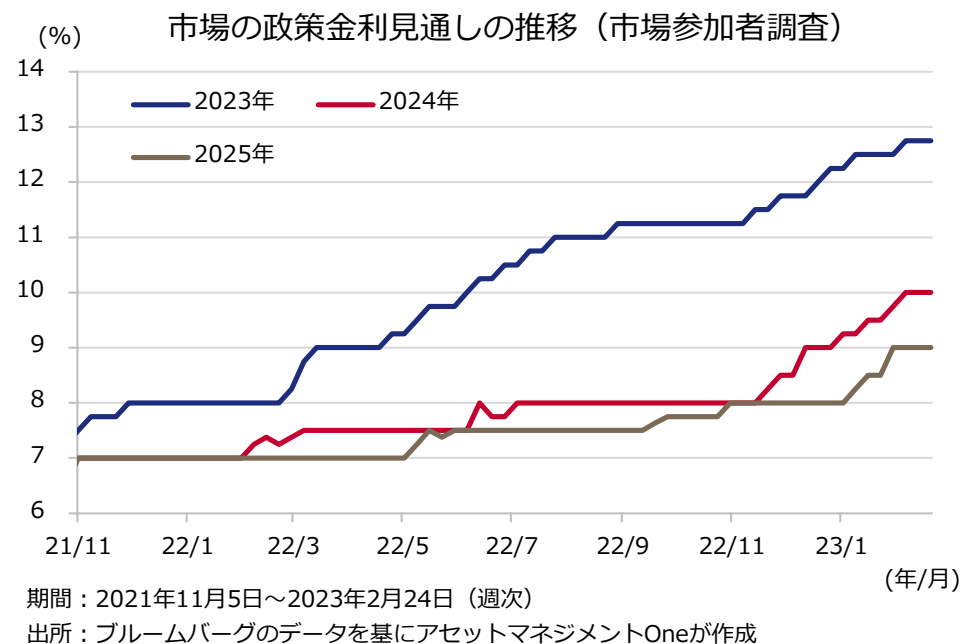
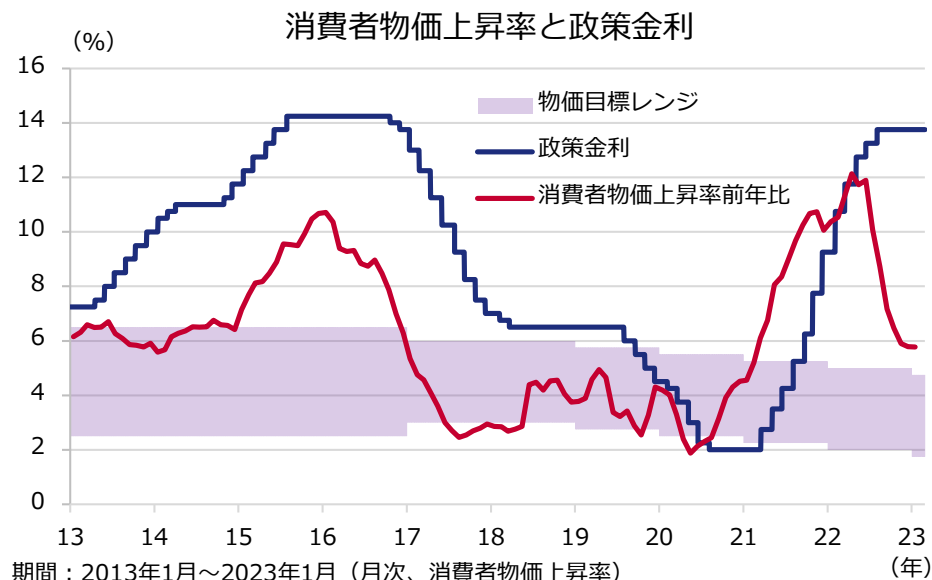
（注）GDP成長率とインフレ率（トリム平均）は前年同期比%、失業率は%。
今回は2023年2月、前回は2022年11月。6月期は4-6月期、12月期は10-12月期を指す。インフレ率（トリム平均）は、変動が大きい品目を一定割合除いて算出される



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

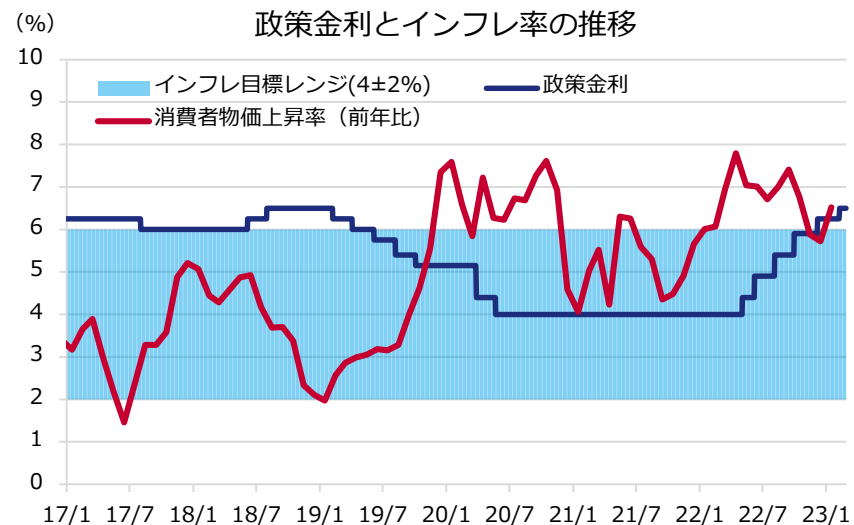
- RBA（豪州準備銀行）は、最新の経済見通しにおいて2023年内のインフレ率（トリム平均）を上方修正しました。同見通しの公表前に行われた2月の理事会では、引き続き0.25%の利上げを行いました。RBAは、声明文にて高インフレが続くことへの懸念から、今後数カ月にわたり利上げを継続するとの方針を示しました。
- 2022年10-12月期の賃金上昇率は前年比+3.4%と、2012年以来の高い伸び率となりました。高い賃金上昇率は、一段のインフレを招く可能性があり、RBAのタカ派化につながったと考えられます。
- もっとも、失業率は2023年1月に前月から上昇し、労働市場のひっ迫が和らぎつつある兆しがうかがえます。また、昨年10-12月期の実質小売売上高は前期比▲0.2%と減少に転じました。今後は、これまでの利上げの効果が出るにつれ、景気の減速感が強まると考えられます。

高金利環境は想定よりも長期間続く可能性

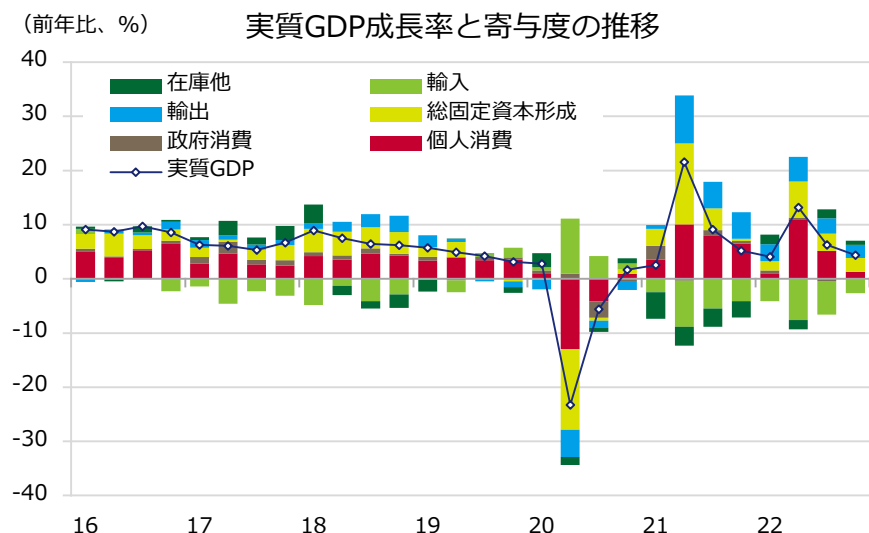


- 1月の拡大消費者物価上昇率は前年比+5.77%（前月は+5.79%）とほぼ横ばいでした。食料品や衣料品の価格の伸びは鈍化したものの、公共交通機関の運賃などが上昇しました。前政権で実施された燃料減税は2月末まで延長されたものの、再延長については言及されておらず、3月以降には燃料価格がインフレを押し上げる可能性があります。
- ブラジル中銀は2023年の物価目標レンジの上限を4.75%としていますが、ルラ大統領は現状の金融政策を批判し、ブラジルの経済成長に向けてインフレ目標を引き上げるべきであると主張しています。これに対し中銀は、2月の会合で政策金利を現在の13.75%に据え置き、声明文ではインフレの抑制を最優先項目とした上で現在の金融政策を維持し、想定よりも長期にわたる金利の据え置きを示唆しました。
- こうした中銀の姿勢に加え、インフレの下げ止まりが見られる中、中銀の市場参加者調査（週次）によると、政策金利は2024年末まで2桁台を維持する見通しとなっています。

CPIは目標上限を再度上回り、利上げ継続の可能性も



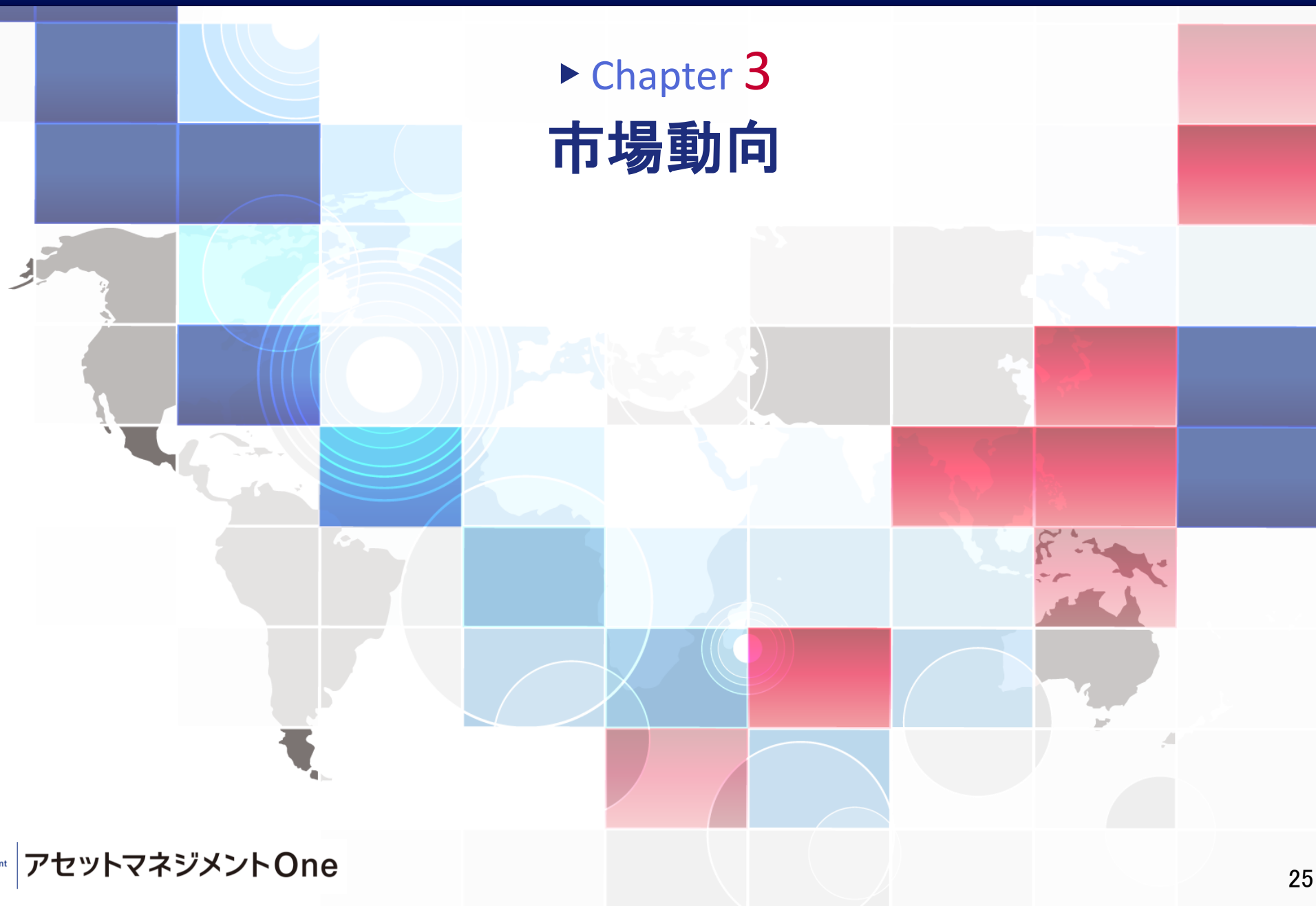
期間：2017年1月1日～2023年2月27日（政策金利、日次）
2017年1月～2023年1月（消費者物価上昇率、月次）
出所：リフィニティブ、インド中銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2016年1-3月期～2022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

- 1月のCPI（消費者物価指数）は前年比+6.52%と前月（+5.72%）から上昇しました。内訳をみると、穀物や乳製品などの食料品価格の上昇が、主な押し上げ要因となりました。インド政府はインフレ抑制に向けて、トウモロコシや燃料の輸入関税引き下げを検討しています。
- インド中銀は、2月8日の会合にて政策金利を0.25%引き上げ、6.5%にすることを決定しました。足元のCPIがインフレ目標レンジ（2%～6%）の上限を上回っていることから、次回4月の会合においても、利上げが継続されるかどうか注目されます。
- 10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比+4.4%となりました。物価上昇や、パンデミック後の回復の一巡などを受けて、個人消費を中心に伸びが鈍化しました。また、業種別に見ると製造業が前期に引き続きマイナス成長となっており、世界景気減速や金融引き締めの影響が現れている可能性があります。

▶ 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

米国景気が後退局面入りを回避するとの見方が支えとなる一方、FRBの利上げ継続観測や、これまでの利上げの影響が景気や企業業績に顕在化する可能性が重しとなる見込みです。

日経平均株価

中国の経済活動再開に伴うインバウンド需要回復など経済活動正常化期待や円安傾向が支えになるとみられます。一方、米欧などの利上げや景気を巡る不透明感、日銀のさらなる金融政策修正を巡る思惑が重しとなる見込みです。

米国10年国債利回り

足元の堅調な米労働指標や、FRBの利上げ長期化観測などが金利上昇要因と考えられます。もっとも、米インフレの鈍化傾向は緩やかながらも進展する可能性や、世界景気を巡る懸念などを鑑みれば米長期金利はレンジ内での推移を見込みます。

日本10年国債利回り

国内物価上昇圧力の高まりや、日銀の新体制発足を控え、金融政策のさらなる修正観測などに伴う金利上昇圧力には留意が必要です。一方、日銀は金利上昇を抑制する姿勢を示していることから、金利は低位での推移を見込みます。

ドル/円

足元の堅調な米労働指標や、インフレ抑制に向けたFRBの利上げが長期化するとの観測がドルの上昇要因と考えられます。もっとも、日銀の金融政策のさらなる修正観測がくすぶる中、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ヵ月)

	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	32,000～34,000ドル	26,500～28,000円	3.6～4.2%	0.40～0.50%	132～140円

マーケット・オーバービュー

		2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	32,656	▲4.19	▲5.59	▲3.65	+28.52
	ドイツDAX指数	15,365	+1.57	+6.72	+6.25	+29.22
	日経平均株価	27,445	+0.43	▲1.87	+3.46	+29.81
	MSC I エマージング マーケットインデックス	964	▲6.54	▲0.85	▲17.70	▲4.13
R E I T	米国REIT（配当込み）	22,245	▲5.93	▲1.60	▲12.17	+10.66
	国内REIT	1,843	+0.90	▲6.44	▲1.82	▲8.64
	国内REIT（配当込み）	4,331	+1.60	▲5.13	+2.07	+2.68
	豪州REIT（配当込み）	966	▲0.36	+3.29	▲6.36	+4.60
債 券 利 回 り	米国（10年）	3.92 %	+0.41	+0.31	+2.10	+2.77
	米国ハイイールド債券	8.63 %	+0.46	+0.04	+2.89	+2.13
	日本（10年）	0.50 %	+0.01	+0.25	+0.32	+0.66
	ドイツ（10年）	2.65 %	+0.37	+0.72	+2.52	+3.26

		2月 末値	騰落率（％）			
			1ヵ月	3ヵ月	1年	3年
為 替 （ 対 ド ル ）	ユーロ	1.06	▲2.64	+1.63	▲5.73	▲4.09
	英ポンド	1.20	▲2.42	▲0.30	▲10.42	▲6.17
	豪ドル	0.67	▲4.62	▲0.87	▲7.35	+3.46
	ブラジルレアル	5.24	▲3.12	▲0.98	▲1.41	▲14.60
	人民元	6.94	▲2.60	+2.26	▲9.03	+0.81
為 替 （ 対 円 ）	インドルピー	82.65	▲1.06	▲1.60	▲8.57	▲12.23
	ドル	136.17	+4.67	▲1.38	+18.41	+26.35
	ユーロ	144.08	+1.95	+0.26	+11.70	+20.96
	英ポンド	163.72	+2.14	▲1.68	+6.09	+18.10
	豪ドル	91.68	▲0.11	▲2.19	+9.79	+30.73
	ブラジルレアル	26.02	+1.50	▲2.23	+16.77	+7.67
	人民元	19.64	+1.99	+0.85	+7.79	+27.05
	インドルピー	1.65	+3.92	▲3.65	+8.16	+9.99

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

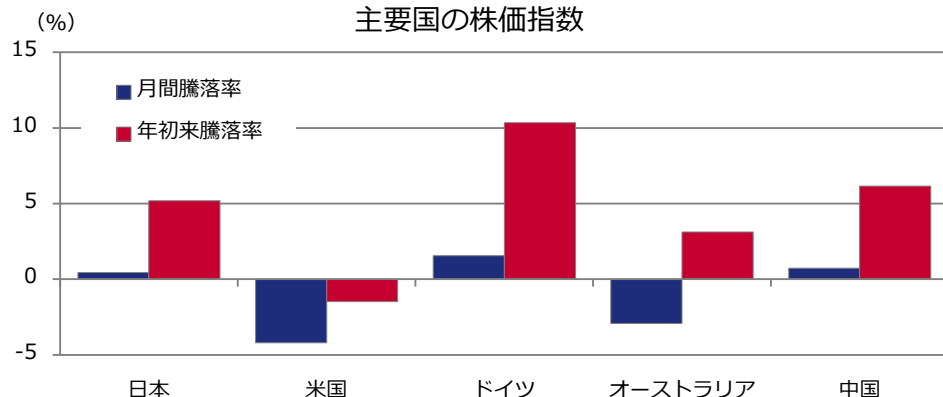
（注）株式およびREITの前月末値は小数点以下切り捨てて表示。

（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。

米国ハイイールド債券は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

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

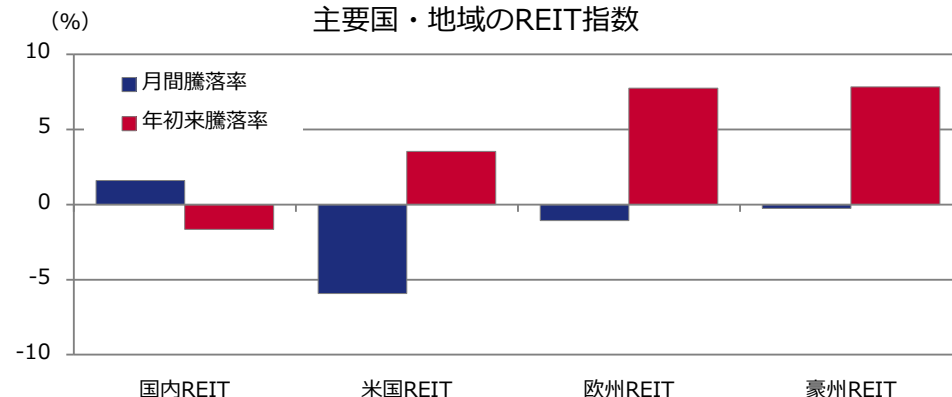
(注) 月間：2023年2月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年2月末の期間

【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

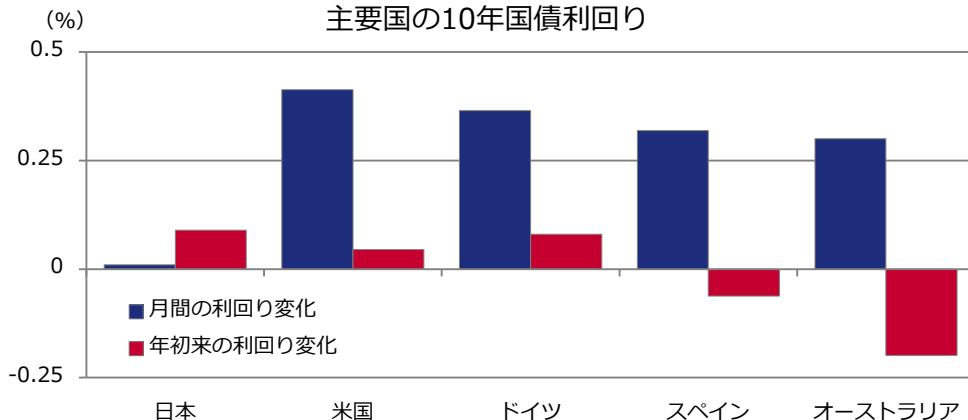
(注) 月間：2023年2月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年2月末の期間

【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

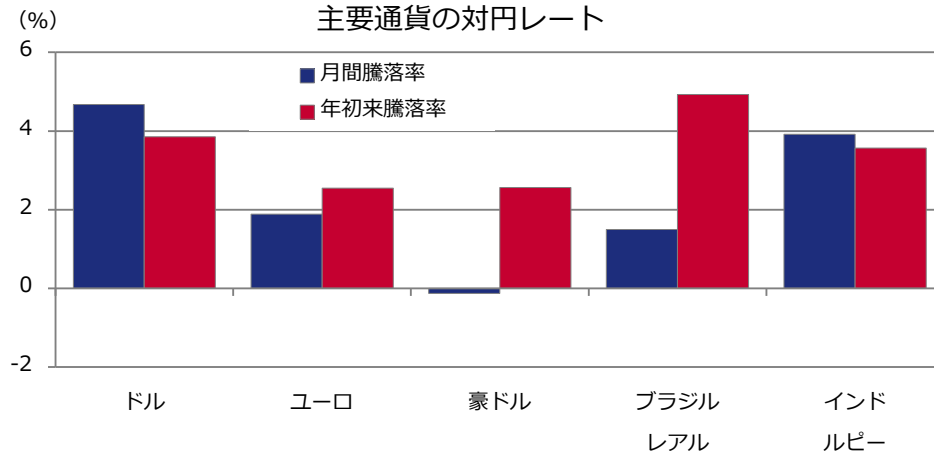
主要国の10年国債利回り



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：2023年2月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年2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

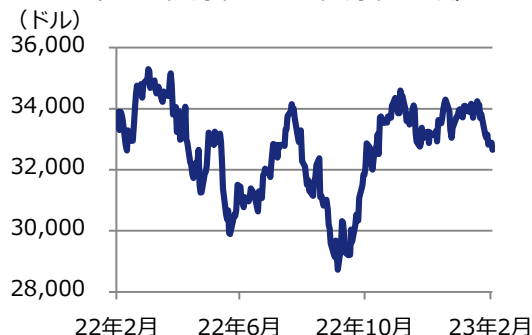
(注) 月間：2023年2月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年2月末の期間

米国株式

■ 前月の相場動向

- 2月の『米国株式市場』は下落しました。
- 上旬は、FRB（米連邦準備理事会）のパウエル議長がインフレ鈍化が始まっているとの認識を示したものの、雇用の大幅増加から利上げ継続観測が強まり、下落しました。中旬も、CPI（消費者物価）の上ぶれや堅調な小売売上高に伴う高インフレ懸念から、下落しました。下旬は、利上げ継続観測から米金利が一段と上昇したことが嫌気され、月末にかけて下落基調が強まりました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均
(2022年2月末～2023年2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	・ 米国景気が深刻な後退局面を回避するとの見方
下落 要因	・ FRBの利上げ継続観測 ・ これまでの利上げが景気・企業業績に及ぼす影響が顕在化する可能性

米景気やインフレ動向を注視

米国景気が後退局面入りを回避するとの見方が支えとなる一方、FRBの利上げ継続観測や、これまでの利上げの影響が景気や企業業績に顕在化する可能性が重しとなる見込みです。パウエルFRB議長は2月初のFOMC（米連邦公開市場委員会）でインフレ鈍化が始まっているとの認識を示しました。しかしながら、その後発表された一連の指標を受け市場ではインフレ鈍化期待が後退しました。年央にかけて利上げを継続するとの見方が強まっているようです。

■ 1カ月の予想レンジ

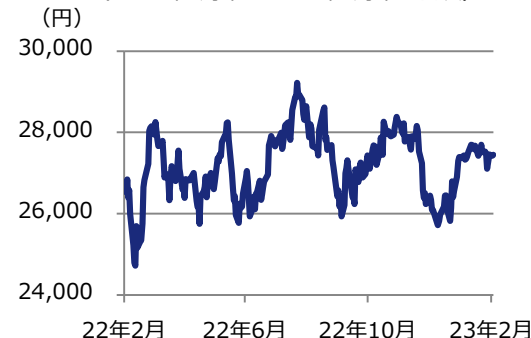
ダウ・ジョーンズ工業株価平均：32,000～34,000ドル

国内株式

■ 前月の相場動向

- 2月の『国内株式市場』は上昇しました。月間を通じて狭いレンジ内の動きとなりました。
- 上旬は、日銀の新総裁を巡る思惑や、米雇用統計を受けて円安が進んだことなどから、上昇しました。中旬は、植田氏を充てる新総裁案が示される中、円安が支えとなる一方、米ハイテク株安につれて小幅に下落しました。下旬は、一時米国株に連れ安しましたが、円安や植田氏が金融緩和維持姿勢を示したことなどが支えとなり、小幅下落にとどまりました。

日経平均株価
(2022年2月末～2023年2月末：日次)



※日経平均株価を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 世界景気が深刻な後退局面を回避するとの見方 ・ インバウンド需要回復に伴う経済活動正常化期待
下落 要因	・ 日銀の金融政策修正を巡る思惑 ・ 世界的な金融引き締めへの警戒感

内外金融政策や海外景気動向を注視

世界景気が深刻な後退局面を回避するとの見方や、中国の経済活動再開に伴うインバウンド需要回復など、経済活動正常化期待が支えになるとみられます。一方、米欧などの利上げや景気を巡る不透明感、日銀のさらなる金融政策修正を巡る思惑が重しとなる見込みです。中国景気を巡っては、3月の全人代で示される経済政策方針が注視されます。インバウンド需要は回復ペースが加速する可能性があります。日銀新総裁候補の植田氏は金融緩和の継続を示唆していますが、新体制移行にかけて政策修正を巡る思惑がくすぶる見込みです。

■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：26,500～28,000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

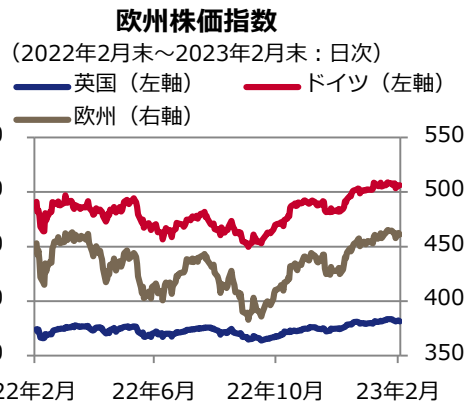
- 2月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は上昇しました。月間を通じて狭いレンジ内の動きとなりました。
- 上旬は、ECB（欧州中央銀行）やFRBが利上げを決定しましたが、利上げ局面は終盤との見方が浮上し、上昇しました。中旬は、一部企業的好決算や中国景気回復期待などから、上昇しました。下旬は、ユーロ圏の景況感改善を受けて利上げ継続観測が強まり、欧州金利が上昇する中、月間の上昇幅を縮小しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 欧州が深刻な景気後退を回避するとの見方
下落 要因	・ ECBの利上げ継続観測 ・ これまでの利上げが景気・企業業績に及ぼす影響が顕在化する可能性 ・ ウクライナ情勢を巡る不透明感

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：14,500～16,000



※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

欧州景気やインフレ動向を注視

欧州景気が後退局面入りを回避するとの見方が支えとなる一方、ECBの利上げ継続観測や、これまでの利上げの影響が景気や企業業績に顕在化する可能性が重しとなる見込みです。ECBは2月の理事会で0.5%の利上げを決定し、3月も0.5%の利上げを行う方針を示しました。それ以降はデータ次第としています。直近2月のインフレ率はフランスで今般局面で最も高い伸びを再び記録するなど、ピークアウトしたかどうか不透明な状況となっています。一方、消費や企業向け融資は鈍化しており、動向が注視されます。

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

- 2月の『エマージング株式市場』は下落しました。
- 上旬は、米中対立への懸念や米雇用統計後のドル高や米金利上昇が嫌気され、下落しました。中旬も、FRBの利上げ継続観測が一段と強まり、下落しました。下旬もドル高や米金利上昇を受けてハイテク株などが軟化し、下落しました。なお、インドでは新興財閥の不正会計疑惑が重しとなりました。中国では経済再開期待が支えとなった一方、翌月に全人代を控え様子見姿勢が強まりました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 中国の経済活動正常化期待
下落 要因	・ FRBの利上げ継続観測

エマージング株価指数
(2022年2月末～2023年2月末：日次)



※MSCIエマージング・マーケット・インデックスを使用

米金利動向や中国の政策を注視

中国の経済活動正常化期待が支えとなる一方、FRBの利上げ継続観測や、それに伴うドル高などが重しとなる見込みです。中国では3月5日から全人代（全国人民代表大会）が開幕します。首相など主要人事が決まるほか、今年の成長率目標も発表されます。高めの成長率が設定され、国内景気重視の姿勢が強まるとの見方もあるようです。2月は米金利が上昇するとともにドル高が進展し、エマージングの資産価格全般の重しとなりました。FRBの利上げ動向に引き続き注意が必要です。

米国REIT

■ 前月の相場動向

- 2月の『米国REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、FOMCでパウエルFRB議長がインフレ鈍化が始まっているとの認識を示したことから一段と上昇しました。その後、雇用の大幅増加から利上げ継続観測が強まり、下落に転じました。中旬も、CPIの上ぶれや堅調な小売売上高に伴い高インフレ懸念が強まり、下落しました。下旬は、FRBの利上げ継続観測から米金利が上昇したことが嫌気され、月末にかけて下落基調が強まりました。

米国REIT
(2022年2月末～2023年2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

■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 米国景気が深刻な後退局面を回避するとの見方
下落 要因	・ FRBの利上げ継続観測 ・ 不動産市場の先行き不透明感

不動産市場や金利動向を注視

米国景気が後退局面入りを回避するとの見方が支えとなる一方、FRBの利上げ継続観測や、これまでの利上げの影響が景気に顕在化する可能性が重しとなる見込みです。2月に発表された米経済指標を受け、市場ではインフレ鈍化期待が後退し、年央にかけて利上げを継続するとの見方が強まっています。年初から低下傾向にあった住宅ローン金利も2月に反転しており、引き続きこれまでの利上げによる不動産市場への影響が注視されます。

J-REIT

■ 前月の相場動向

- 2月の『J-REIT市場』は上昇しました。
- 月中旬にかけては、日銀新総裁を巡る報道に振られつつ、海外金利の上昇に伴う国内金利上昇懸念が重しとなりました。ただし、追加的な悪材料が乏しい中、狭いレンジ圏で推移し、ほぼ横ばいでした。下旬は、日銀新総裁候補の植田氏が金融緩和を維持する姿勢を示したことが好感され、上昇しました。個人からの投資信託を通じた資金流入は引き続き支えとなりました。

東証REIT指数

(2022年2月末～2023年2月末：日次)



※東証REIT指数（配当込み）を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 経済活動正常化期待
下落 要因	・ 日銀の金融政策修正を巡る思惑 ・ 世界的な金融引き締めへの警戒感

日銀のさらなる政策修正の可能性に留意

中国の経済活動再開に伴うインバウンド需要回復など経済活動正常化期待が支えになるとみられます。一方、日銀のさらなる金融政策修正を巡る思惑が重しとなる見込みです。3月は、日本側の入国規制緩和により、中国からのインバウンド需要の回復ペースが加速する可能性があります。日銀新総裁候補の植田氏は金融緩和の継続を示唆していますが、新体制移行にかけて政策修正を巡る思惑がくすぶる見込みです。

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

- 2月の『豪州REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、上昇して始まったものの、強い米雇用統計を受けた米国金利上昇と、RBA（豪州準備銀行）のタカ派化から豪州長期金利が上昇し、豪州REIT市場は下落しました。中旬以降は、豪失業率の上昇や賃金上昇ペースの鈍化などを受けて下げ幅を縮めました。もっとも、一部銘柄の業績見通しの下方修正や長期金利の上昇が嫌気される場面もあり、方向感に乏しい展開でした。



※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 ・ 中国からの国際観光や移民・留学生受け入れの回復

下落要因 ・ RBAの追加利上げ
・ 豪州景気の悪化

もみ合いの展開を見込む

高インフレが続く中、RBAは再び金融引き締めへ積極姿勢を示しており、一段の利上げに動く公算です。今後は、豪州景気の減速が見込まれることもあり、豪州REIT市場には下押し圧力がかかると考えます。一方で、中国経済の再開に伴う観光サービスや移民・留学生の受け入れの一段の活発化などが、豪州REIT市場の下支え要因になると考えられます。もっとも、当面は内外中銀の金融政策をにらみながら、もみ合いの展開を見込みます。

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

米国債券

■ 前月の相場動向

- 2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、堅調な米雇用統計や、米サービス業景気指数の上振れを受けて、FRBの利上げ打ち止め観測が後退し、金利は上昇しました。中旬から下旬は、米物価指標や小売売上高の伸びが上振れし米国のインフレ圧力は根強いとの見方が改めて意識されたこと、米景況感指標の予想以上の改善、米金融引き締め長期化観測などから上昇しました。

■ 今後の見通し

金利の上昇要因	- 足元の堅調な米労働指標 - FRBの利上げ長期化観測
金利の低下要因	- 米インフレの鈍化傾向は続くとの見方 - 世界景気を巡る懸念

■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：3.6～4.2%



金利はレンジ内の推移を見込む

足元の堅調な米労働指標や、米インフレ抑制に向けてFRBの利上げが長期化すると観測などが、金利上昇要因と考えられます。一方で、米インフレの鈍化傾向は緩やかながらも進展する可能性や、世界景気を巡る懸念などを鑑みれば、金利はレンジ内での推移を見込みます。事前予想対比で上振れする経済指標が相次ぐ中、市場では3月のFOMCでFRBは0.50%の利上げに踏み切るとの見方も一部浮上しています。FOMC参加者の政策金利見通しが引き上げられるかどうか注目されます。

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

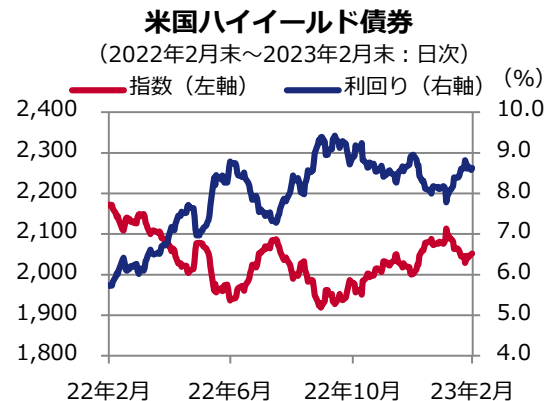
米国ハイイールド債券

■ 前月の相場動向

- 2月の『米国ハイイールド債券市場』は下落しました。
- 上旬は、FOMC後の会見でのパウエルFRB議長の発言がハト派的と捉えられたことなどから相場は上昇しました。その後は、堅調な米雇用統計などを受けて、米利上げ打ち止め観測が後退する中、下落しました。中旬から下旬は、米物価指標の伸びが上振れしたことなどからFRBの利上げ長期化観測が強まったことや、米長期金利上昇を背景に下落した後、月末にかけて下落幅は縮小しました。

■ 今後の見通し

価格の上昇要因	- 相対的に高い利回り水準 - 米経済は深刻な景気後退を回避できるとの見方
価格の下落要因	FRBの利上げ長期化観測



※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

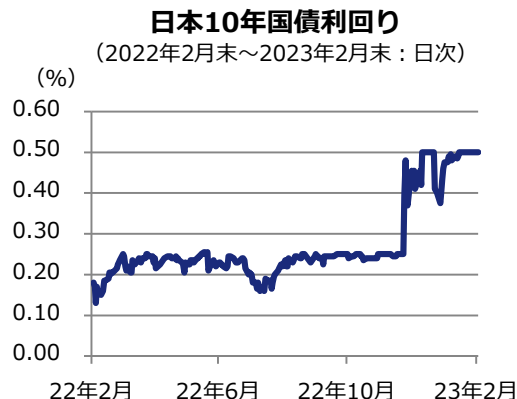
米金融政策や景気動向などを注視

相対的に高い利回り水準や、米経済は深刻な景気後退を回避できるとの見方は米国ハイイールド債券市場を支えると考えられます。一方で、FRBの利上げ長期化観測が相場の下押し要因として考えられます。米インフレ再加速への懸念が高まる中、市場では3月のFOMCでFRBは0.50%の利上げに踏み切るとの見方も一部浮上しています。FOMC参加者の政策金利見通しが引き上げられるかどうか注目されます。金融機関の貸出態度が厳格化する中、米国ハイイールド債券市場ではデフォルトリスクが高まる可能性にも一定の警戒が必要と考えます。

国内債券

■ 前月の相場動向

- 2月の『国内債券市場（10年国債）』はほぼ横ばい（金利はほぼ横ばい）でした。
- 上旬は、金利はもみ合い推移した後、日銀の新体制発足後の金融政策への警戒感などから日銀が変動許容幅の上限とする0.50%に上昇しました。中旬から下旬は、米長期金利は上昇しましたが、日銀の金利上昇を抑制する姿勢や、次期日銀総裁候補の植田氏の所信聴取を受け急な政策修正観測が後退したことなどから、横ばいでした。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	- 国内の物価上昇圧力の高まり - 日銀の金融政策のさらなる修正への思惑
金利の低下要因	- 日銀が金利上昇を抑制する姿勢を示していること - 世界景気を巡る懸念

金利は低位での推移を予想

国内の物価上昇圧力の高まりや、日銀の金融政策のさらなる修正観測などが金利の上昇要因とみられます。もっとも日銀は指値オペ（公開市場操作）などを通じて金利上昇を抑制する姿勢を示していることから、金利は低位での推移を予想します。次期日銀総裁候補の植田氏は所信聴取で、現在の日銀の金融政策は適切としました。2%の物価目標を持続的・安定的に達成するには時間がかかるとの認識を示しました。もっとも、イールドカーブ・コントロール（長短金利操作）に関して市場機能への影響を指摘しました。市場では何らかの修正がいずれ行われるとの見方が根強く残ります。

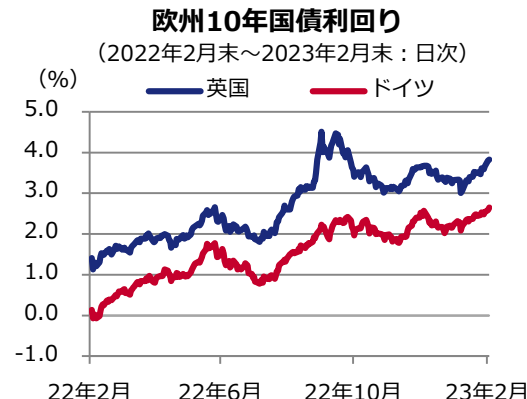
■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：0.40～0.50%

欧州債券

■ 前月の相場動向

- 2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、FRBの利上げペースの縮小や、ECB理事会後に利上げサイクルの終了が近いとの見方が強まったことなどから金利は低下しました。その後、ECB高官から金融引き締め継続を示唆する発言が相次ぎ、上昇しました。中旬は、米金利につれて上昇しました。下旬は、ユーロ圏景況感指標の改善や、ECBの利上げ継続姿勢などを背景に、上昇しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	- ECBの利上げ継続姿勢 - 欧州エネルギー不足への懸念の後退
金利の低下要因	世界景気を巡る懸念

金利はレンジ内の推移を予想

ECBの利上げ継続姿勢や、中国経済正常化への期待やエネルギー不足への懸念後退から、短期的には欧州景気に対する過度な悲観が和らいでいることは、金利の上昇要因とみられます。一方、世界景気を巡る懸念などを鑑みれば、金利はレンジ内の推移を予想します。金融政策を巡っては、ECBは2月の理事会で政策金利を0.50%引き上げました。政策金利を安定したペースで大幅に引き上げ、インフレを中期目標である2%に戻すため、十分制限的な水準に維持する、との方針が示されました。基調的なインフレ圧力に鑑みて、ECBは3月の理事会で0.50%の利上げを決定する見込みです。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：2.5～3.0%

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

- 2月のドルは、対円で上昇しました。
- 上旬は、堅調な米雇用統計や、米サービス業景気指数の予想を上回る改善などから、円安・ドル高が進展しました。中旬は、日銀の金融政策修正観測の後退や、米経済指標の改善、米長期金利の上昇を受けて堅調に推移しました。下旬は、FRBの利上げ長期化観測が強まる一方、次期日銀総裁候補の植田氏が所信聴取で現行の金融政策は適切との認識を示し、日米金融政策の方向性の違いが意識され、上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ FRBの利上げ長期化観測
下落 要因	・ 日銀の金融政策のさらなる修正を巡る思惑

対円でレンジ推移を予想

足元の堅調な米労働指標や、米インフレ抑制に向けてFRBの利上げが長期化すると観測などがドルの上昇要因と考えられます。もっとも、日銀の金融政策のさらなる修正観測はくすぶり、円高圧力が強まる可能性を鑑みれば、ドルは対円でレンジ推移を予想します。次期日銀総裁候補の植田氏は所信聴取で、長短金利操作に関し市場機能への影響を指摘しており、市場では何らかの修正がいずれ行われるとの見方が根強く残ります。

今後1カ月の見通し

(対円)



■ 1カ月の予想レンジ

ドル/円：132～140円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 2月のユーロは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、堅調な米雇用統計を受けて、FRBの利上げ打ち止め観測が後退し、ドル高が進展する中、下落しました。中旬は、欧州委員会による今年のユーロ圏経済成長率の見直し引き上げや、FRBの利上げ長期化観測といった材料が交錯し、もみ合いでした。下旬は、米物価指標の伸びが上振れし、FRBの利上げ長期化観測が強まりドル高が一段と進展する中、下落しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 欧州エネルギー不足への懸念の後退 ・ ECBの利上げ継続姿勢
下落 要因	・ FRBの利上げ長期化観測

レンジ推移を見込む

FRBの利上げが長期化すると観測などが、ユーロの下落要因と考えられます。一方で、中国経済正常化への期待やエネルギー不足への懸念後退から、短期的な欧州景気に対する過度な悲観が和らいでいることが、ユーロの上昇要因とみられます。また、ECBの利上げ継続姿勢も支えとなると考えられます。かかる中、ユーロはレンジ内の推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



■ 1カ月の予想レンジ

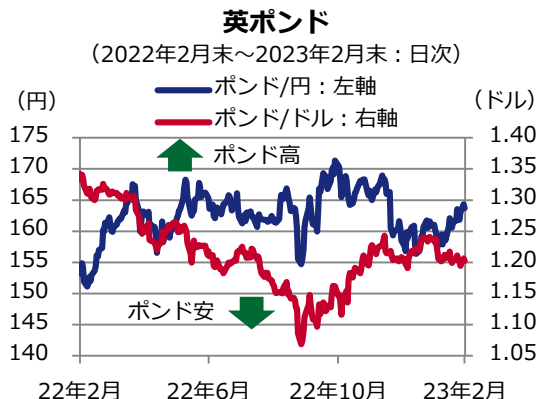
ユーロ/ドル：1.03～1.10ドル

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

- 2月の英ポンドは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、BOE（イングランド銀行）の金融政策委員会を受けて、利上げサイクルのピークが近いと受け止められたことなどにより、下落しました。中旬は、英雇用関連統計を受けて上昇した後、英CPIが市場予想を下回ったことを受けて低下したため、ほぼ横ばいでの推移となりました。下旬は、好悪材料が交錯し、もみ合いでの推移となりました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	- 深刻な景気減速懸念の後退 - スナク政権下での財政健全化期待
下落 要因	- BOEの利上げペース減速観測 - FRBの利上げ長期化観測

上値が重い展開を見込む

英景気が深刻な後退を回避するとの見方は、英ポンドの上昇要因です。BOEは2月会合の声明文において「力強く対応」との文言を削除しており、今後、利上げペースを減速する可能性があります。BOEの利上げサイクルが終了に近づいているとの見方がポンドの重しとなる可能性があることに留意が必要です。また、FRBの利上げ長期化観測は英ポンドを下押しするとみられます。英ポンドは上値が重い展開を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



人民元

■ 前月の相場動向

- 2月の人民元は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、懸念されていた春節後の感染拡大がなく、経済活動の再開進展が意識されたものの、米雇用統計を受けてドルが買われ、人民元は下落しました。中旬以降もドル高が続いたうえ、気球問題やロシアとの関係を巡る米中関係の悪化など地政学的なリスクの高まりが意識され、人民元は下落しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	中国景気の回復期待
下落 要因	- 米中関係の悪化 - 米中金融政策の方向性の違い

レンジでの推移を見込む

経済再開の進展から景気回復への期待が人民元を支える見通しです。3月の全人代においても、景気支援策への言及がなされると見込まれ、中国景気の回復期待が一段と強まる可能性があります。もっとも、米中関係の悪化などが人民元の重荷となり、当面はレンジでの推移を見込みます。FRBの利上げ長期化観測が強まる中、再び米中の金融政策の方向性の違いも注目されます。

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

豪ドル

■ 前月の相場動向

- 2月の豪ドルは、対米ドルで下落しました。
- 上旬は、米雇用統計を受けた米ドル高から下落しましたが、RBAが年内のインフレ見通しを上方修正し、一段の利上げに積極的な姿勢を示したことで下げ幅を縮めました。中旬以降は、RBAのタカ派化や対中石炭輸出の再開観測などを受けて買われる局面があったものの、米ドル高の進展や豪州景気の減速懸念が強まる中、豪ドルは下落しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	- RBAの利上げ継続観測 - 中国景気の回復
下落 要因	豪州景気の減速懸念

レンジ推移を見込む

高インフレの抑制に向けて、RBAは一段の利上げを行うと見込まれます。RBAの利上げ継続は、豪ドルの上昇要因になると考えます。また、中国の資源需要回復も、豪ドルの上昇につながると考えます。もっとも、RBAの金融引き締め姿勢が強まることで、豪州景気の減速懸念が高まる可能性があり、好悪材料が交錯するなか、豪ドルはレンジ推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

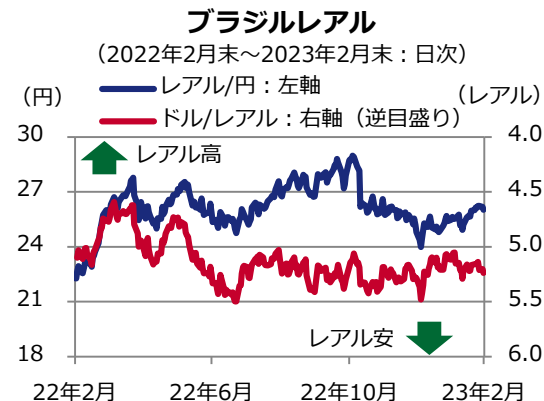
(対米ドル)



ブラジルレアル

■ 前月の相場動向

- 2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、米雇用統計の結果を受けたドル高やルラ大統領による中銀への批判が警戒され、大幅に下落しました。その後良好なサービス業関連指標が好感され、下げ幅を縮めました。中旬は、国家通貨審議会にて、現在の金融政策を変更しない旨が示され上昇しました。下旬は、米物価指標の上振れを受けたドル高から、レアルは下落しました。



※ドル/レアルは2022年3月2日から

■ 今後の見通し

上昇 要因	中国景気の回復
下落 要因	- FRBの利上げ長期化観測 - ルラ政権の政策運営への懸念

内外のリスクに留意

FRBの利上げ長期化観測とそれに伴うドル高は、引き続きレアルを押し下げるとみられます。また国内では、ルラ政権の打ち出す政策による財政への懸念や、大統領の金融政策への批判にみられる中銀の独立性への軽視姿勢などが、レアルを押し下げるとみられます。一方で、中国の景気の回復期待による鉄鉱石価格の上昇は、レアルを支えるとみられます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)

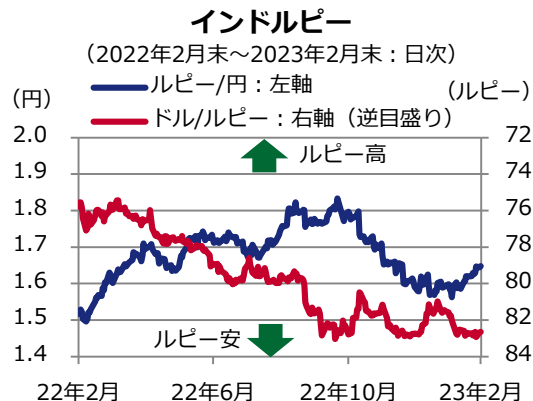


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

インドルピー

■ 前月の相場動向

- 2月のインドルピー（以下、ルピー）は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、インド財閥の不正会計疑惑を受けた株式市場の下落や、米雇用統計の結果を受けたドル高から、ルピーは下落しました。その後インド中銀の利上げを受けて、下落幅を縮めました。中旬から下旬にかけても、ドル高が重しとなりましたが、中銀によるドル売りルピー買い介入が下支えました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	- インド中銀の利上げ継続観測 - インド中銀による為替介入
下落 要因	- FRBの利上げ長期化観測 - 資源価格の上昇懸念

FRBの利上げや資源価格上昇が重しに

インド中銀は2月会合の声明文で、インフレを目標水準へ抑制するために利上げを行う旨を改めて示しました。国内のインフレ率は1月に中銀の目標レンジを上回っており、利上げ継続観測が高まる場合は、ルピーを支えるとみられます。一方で、FRBの利上げ長期化観測に伴うドル高が、ルピーを押し下げるとみられます。また、中国景気の回復期待による資源価格の上昇も、ルピーの重しとな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

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。
- ISM 製造業景気指数、ISM サービス業景気指数は全米供給管理協会が発表する指数です。
- エコノミック・サプライズ・インデックスはシティグループ・グローバル・マーケット・インクが発表する指数です。

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るため、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。