
マーケット・インサイト

2023年4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

米銀破綻問題①

米銀破綻問題②

米金融市場

ユーロ圏銀行部門

人的資本開示

▶ 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

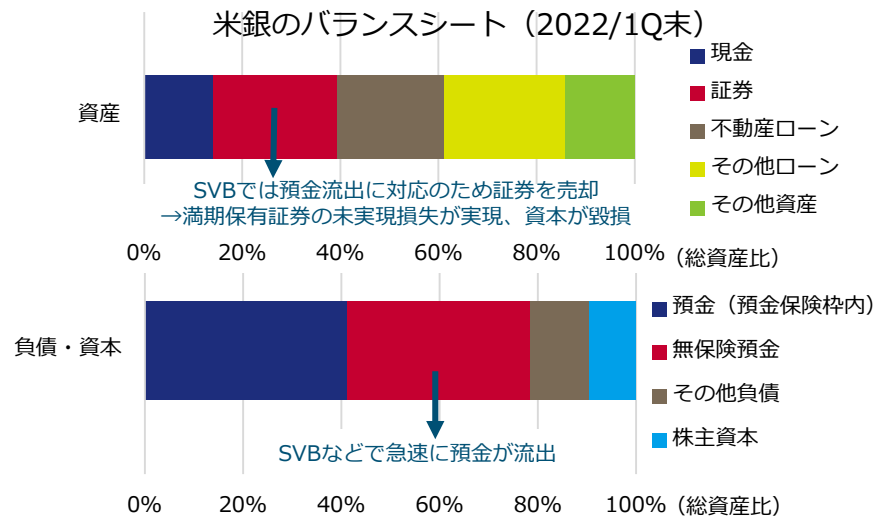
REIT

債券

外国為替

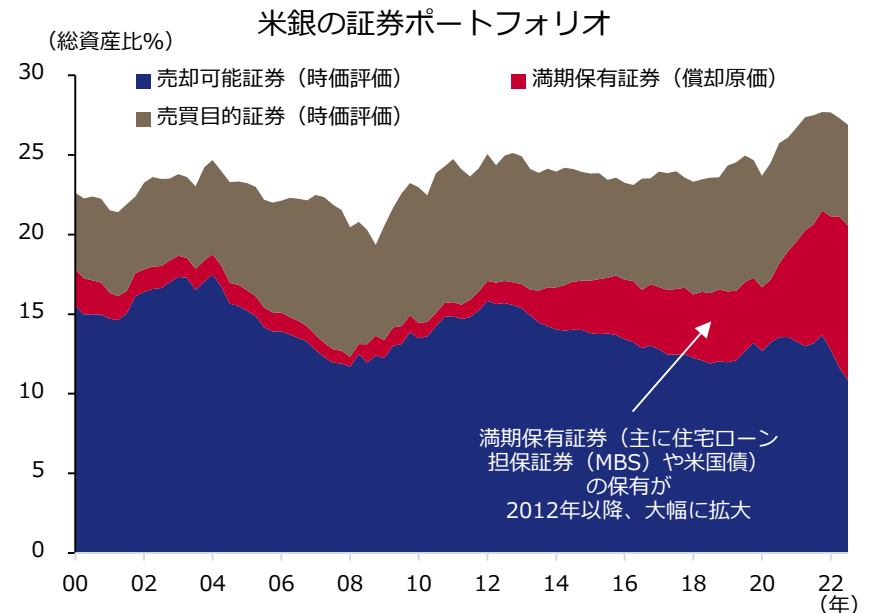
▶ Chapter 1
トピックス

急速な預金流出から米銀が破綻



(注) FDIC (米連邦預金保険公社) 加盟の米預金取扱機関4,844行の2022/1Q末時点の集計値 (※平均値ではない)。無保険預金は、預金保険の保護対象外の預金 (大口預金で1口座あたり25万ドルの上限を超える部分など)。

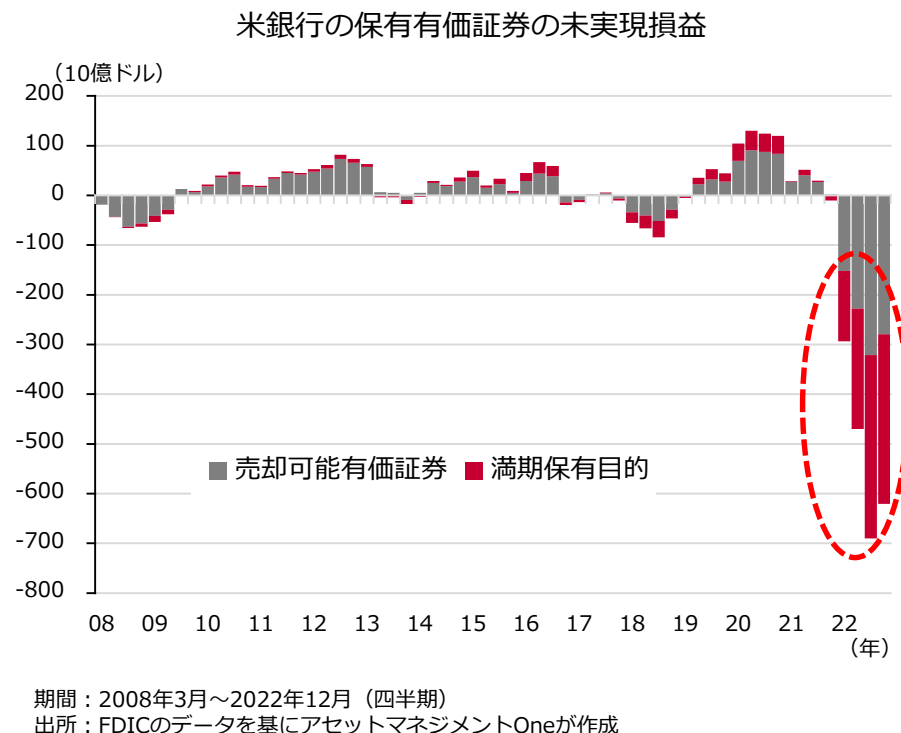
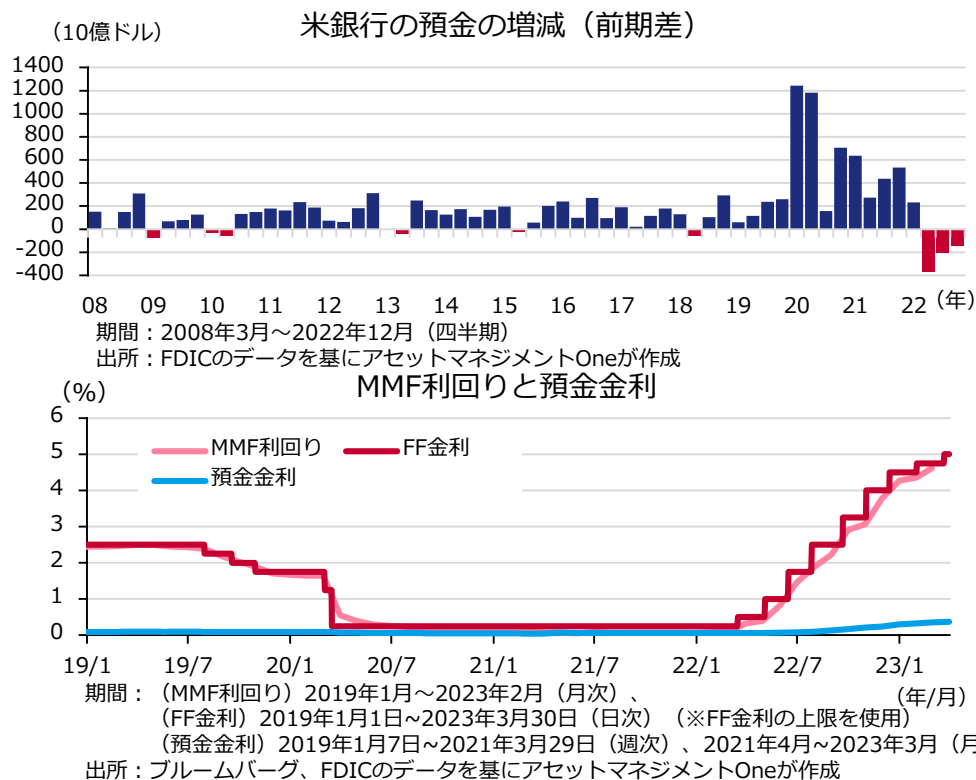
出所: Erica Jiang, Gregor Matvos, Tomasz Piskorski and Amit Seru, "Monetary Tightening and U.S. Bank Fragility in 2023" (2023/3/13) 掲載データよりアセットマネジメントOneが作成



(注) カッコ内はバランスシート (資産サイド) での評価方法 (米国会計基準)
期間: 2000年1Q~2022年3Q (四半期)
出所: ニューヨーク連銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 米国のSVB (シリコンバレー銀行) の破綻は急速な預金流出が引き金となりました。今回は特に、企業など1口座あたり25万ドルの上限を超える大口預金の無保険部分の預金などがかつてないスピードで流出しました。破綻後、米財務省など当局は通常1口座あたり25万ドルが上限の預金保護措置を、破綻した2行については全額対象とする措置を打ち出しました。
- SVBでは、テクノロジー業界の活況やコロナ禍での貯蓄過剰などをを受けてバランスシート上の負債サイド (ベンチャー企業などの預金) が急速に拡大しました。一方で、資産サイドでは長期運用で時価評価されない満期保有証券の保有を急速に拡大させ、総資産の約4割を占めるに至っていました。預金流出に対応のため、SVBは金利上昇から大幅な未実現損失 (含み損) が生じていた満期保有証券 (米国債など) の売却に追い込まれ、損失が実現、資本が毀損しました。金利リスクについて適切なヘッジをせずに、短期負債である預金を長期資産に投資していたことが破綻の主因とみられます。金利リスクの適切な管理については、長らく続いた低金利環境から金利が大幅上昇に転じた現環境で、SVBだけでなく米銀全体が直面している問題だとみられます。

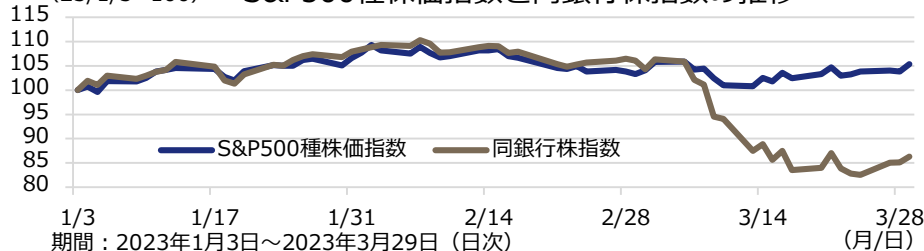
他の米銀もSVBと同様の問題を抱えている可能性



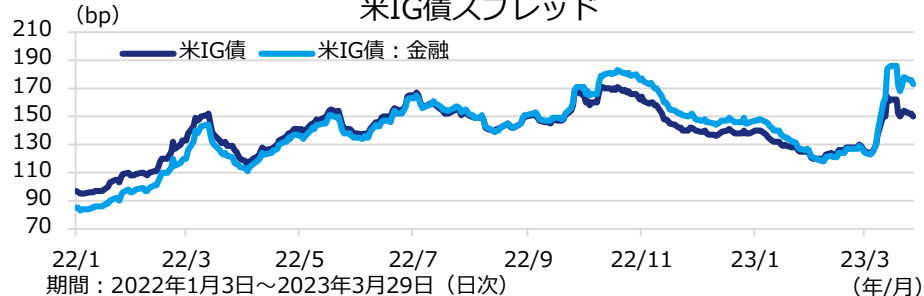
- FDIC（米連邦預金保険公社）によると、米銀行の預金はコロナ禍に米政府の大型経済支援策やFRB（米連邦準備理事会）の量的緩和により急増しましたが、22年半ば以降減少に転じました。背景にあるのは、MMF（マネーマーケットファンド）の利回りと預金金利の格差拡大です。FRBの利上げに伴いMMFの利回りが上昇する中、預金からMMFへ資金がシフトしたとみられます。
- また、2022年以降、米銀行が保有する満期保有目的の証券の未実現損失は大幅に拡大しており、SVBと同様の問題を抱える米銀行が他にも存在するとみられます。かかる中、今回のSVBの破綻をSVB固有の問題とは言い切れず、新たなSVBが現れる懸念は今後もくすぶり続けるとみられます。

銀行問題を巡る不透明感が重しに。景気減速懸念が強まる可能性に留意

(23/1/3=100) S&P500種株価指数と同銀行株指数の推移

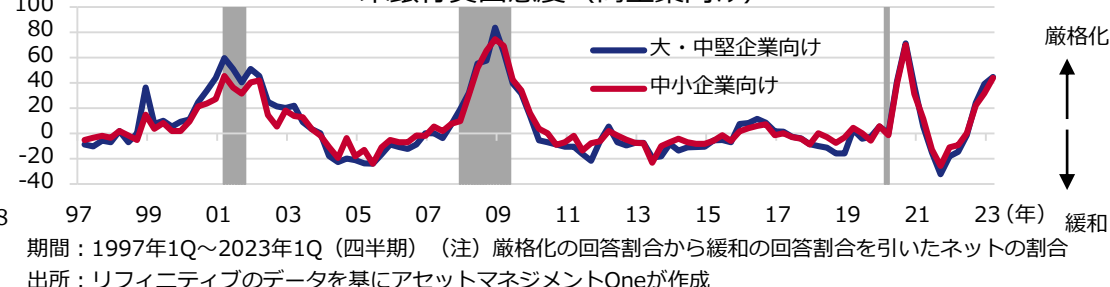


米IG債スプレッド

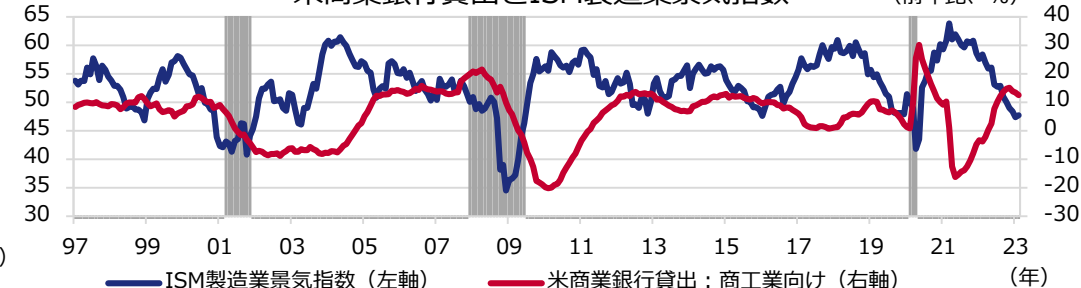


(注) ICE BofA US コーポレート・インデックス、同 US フィナンシャルインデックスを使用
スプレッド：対国債OAS（オプション調整後スプレッド）bp:ベースポイント（1bp=0.01%）

(%) 米銀行貸出態度（商工業向け）

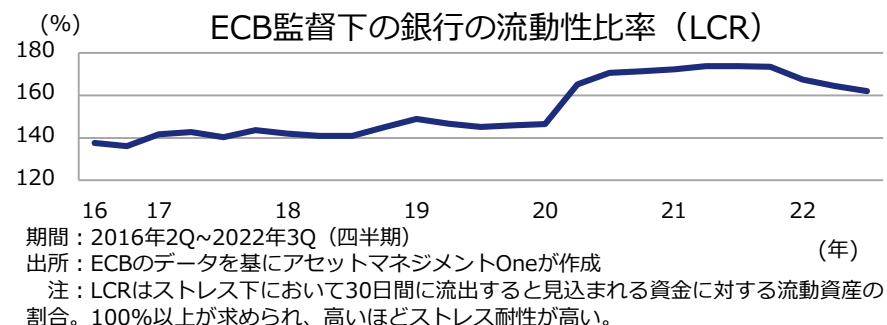
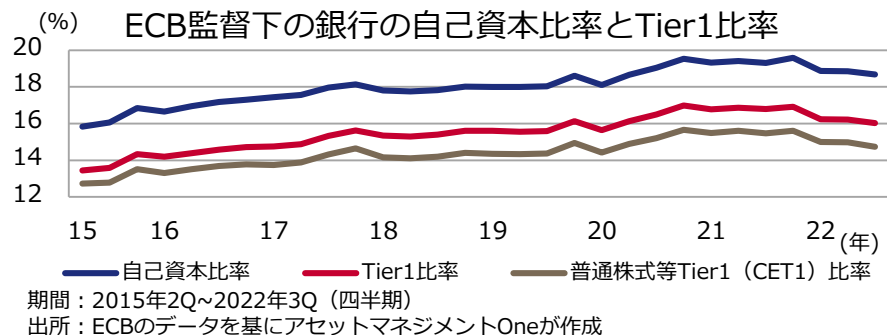
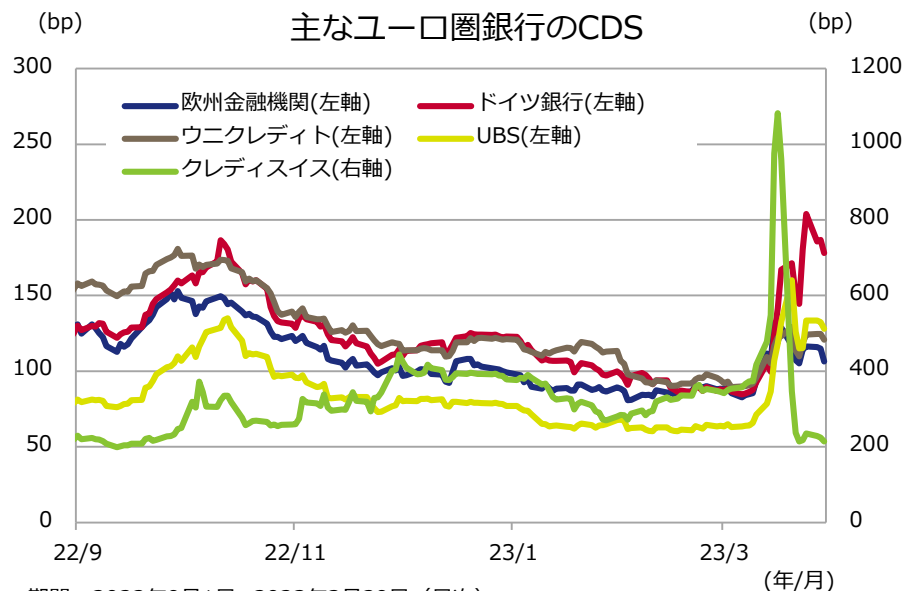


米商業銀行貸出とISM製造業景気指数



- 米金融当局は、破綻した2行の預金全額保護や、金融機関への新たな資金供給策などの対応策を迅速に打ち出し、金融不安が拡大することへの懸念を緩和してきました。もっとも米国株価（S&P500種株価指数）は底堅く推移しているものの、同銀行株指数は大きく下落したままです。米投資適格社債（IG債）をみると、銀行危機を受けて大幅に拡大した金融セクターの対国債スプレッドの戻りは限定的にとどまっています。今回の銀行破綻が個別行の問題に留まらず、他の中小行で急激な預金流出が広がる可能性など銀行問題を巡る不透明感がくすぶります。
- 米銀の貸出態度（商工業）は2022年後半から大幅に厳格化していますが、今般の危機を受けて、銀行が流動性確保などのため信用供与に消極的になれば、一段と厳格化する可能性が考えられます。貸出が減少し企業などへの資金供給が細れば、景気減速感が強まる可能性があり留意が必要です。米金融市場では、今回の銀行危機が景気などへ与える影響を注視する展開が見込まれます。

ユーロ圏銀行のCDSは上昇も、強固な自己資本と流動性を有している



- 米銀SVB破綻などの影響を受けて、欧州ではクレディ・スイスの経営不安が再燃しました。市場では欧州銀行のデフォルト（債務不履行）に備えるCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）は急騰しました。ただし、スイス当局の迅速な介入により、スイス金融最大手UBSがクレディ・スイスを買収したことを受けて、CDSは落ち着きつつあります。
- ECB（欧州中央銀行）監督下の銀行は自己資本を厚くして、金融システムのリスク耐性を高めてきました。22年3Q時点のCET1比率は15%前後と強固な資本を有していることに加え、流動性比率は160%前後と十分な流動性を有していると判断されます。また、ECBは必要に応じて、ユーロ圏の金融システムに流動性支援を提供できると説明しています。欧州債務危機時には銀行システムが大きく揺らぎ、ユーロ圏は深刻な信用収縮に陥りました。足元は当時の状況とは異なり、ECBは動向を注視しつつも利上げを継続する方針のもようです。

企業の人的資本開示の拡充が期待される

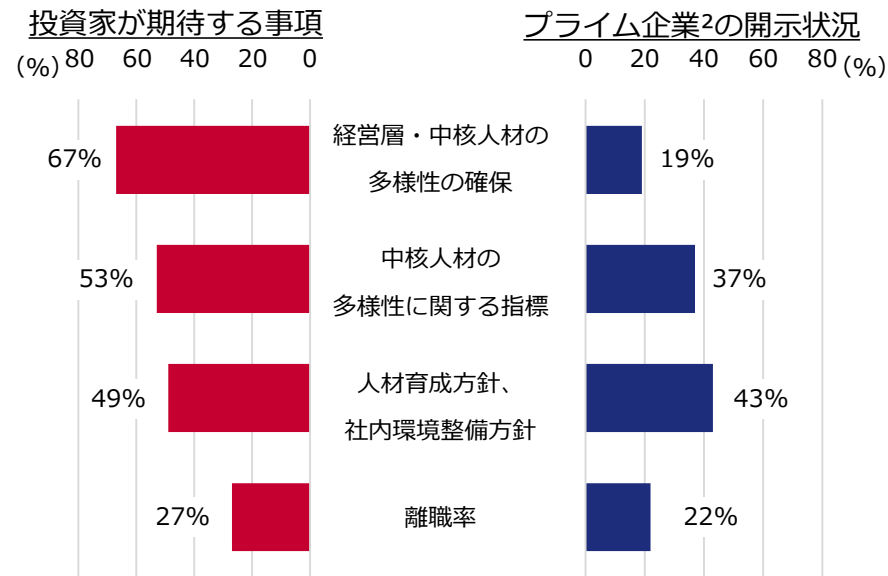
人的資本の主な開示項目

人材育成  ・研修時間 ・研修費用 ・キャリア開発等の定期レビューを受けている従業員の割合	健康・安全  ・労働災害の発生件数・割合、死亡数等 ・医療・ヘルスケアサービスの利用促進
多様性  ・属性別の従業員・経営層比率 ・男女間の給与の差 ・育児休業等の後の復職率・定着率	コンプライアンス・労働慣行  ・深刻な人権問題の件数 ・差別事例の件数・対応措置 ・業務停止件数 ・強制労働に関する説明
流動性  ・離職率	従業員エンゲージメント*  ・従業員エンゲージメントに関する社内調査スコア

*企業が目指す姿や方向性を、従業員が理解・共感し、その達成に向けて自発的に貢献しようという意識を持っていること

出所：内閣官房「人的資本可視化指針」等を基にアセットマネジメントOneが作成

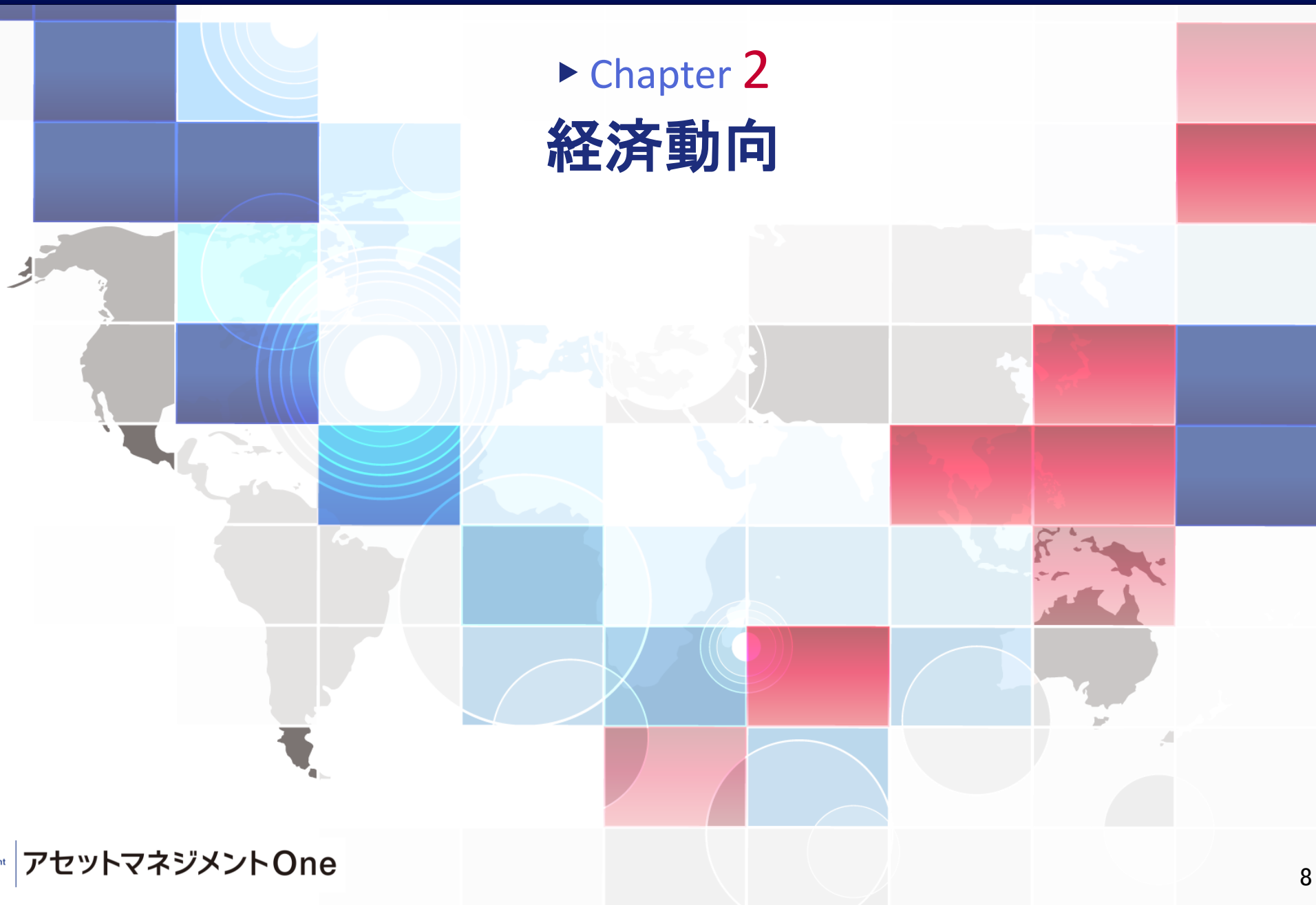
人的資本開示の状況¹

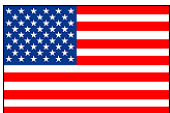
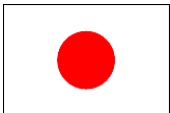
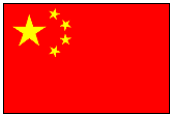


¹調査は2021年7月9日～8月27日にアンケート調査で実施。²調査当時のプライム市場選択企業
出所：内閣官房「人的資本：開示事項・指標参考集」を基にアセットマネジメントOneが作成

- 企業の人材は、能力向上や経験の蓄積を通じて企業の付加価値創造に資する存在であるほか、事業環境の変化や経営戦略の転換にに応じて確保するものであるなど、価値創造の源泉である「資本」としての性質を有します。こうした性質に着目して人材を捉える表現を「人的資本」といいます。
- 金融庁は、有価証券報告書（有報）の発行企業を対象に、2023 年3 月期決算以降の有報からサステナビリティ情報開示を拡充する内閣府令を交付しました。人的資本に関しては、企業は人材の多様性の確保を含む「人材育成方針」と、従業員の安全・健康に関する方針等の「社内環境整備方針」を開示することなどが求められます。
- 現時点では、投資家が求める人的資本開示情報と企業の実際の開示情報との間にかい離がある状況です。今回の有報における開示義務化を契機に企業の人的資本開示の拡充が期待されます。

▶ 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	利上げ停止へ	米銀行システム不安は、米財務省による破綻銀行の預金の全額保護やFRBの流動性供給策などの迅速な対応が功を奏し、直ちに金融危機に至るリスクは後退したとみられます。かかる中、FRBは5月会合で再び利上げを行うとみられますが、今後の経済指標で景気とインフレの鈍化が示唆された際は、利上げを見送る可能性もあります。	▶ 米銀行システム不安 ▶ インフレの長期化
 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。今年の春闘では約30年ぶりの高い賃上げ率の実現する見込みです。新しい日銀正副総裁のもとで、海外景気減速の懸念、賃金上昇を踏まえた、国内景気・物価に対する評価が注目されます。	▶ 海外景気の減速 ▶ 日銀の早期の金融引き締め
 ユーロ圏	 徐々に回復へ	引き締め継続	10-12月期の成長率は、前期比0.0%と横ばいとなりました。ただし、高インフレ下でもサービス業の景況感は堅調で、今後、ユーロ圏経済活動は持ち直していくとみられます。ECBの利上げはインフレの動向や足元の金融システムを巡る動向次第とみられ、金融システムの安定とインフレ抑制をどう両立させるかが注目されます。	▶ インフレの長期化 ▶ 金融システム不安の拡大
 中国	 景気は消費主導の回復へ	緩和的な金融環境を維持	サービス消費が急速に回復している上、低迷が続いていた不動産投資にも底打ちの兆しが出るなど、中国景気は広範に回復しています。全人代にて当局は5%の成長目標を設定し、内需の拡大を最優先事項としました。ただし、当局は過度な景気刺激を避けており、当面はペントアップ需要が一巡した後も、成長率を維持できるかが注目されます。	▶ 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

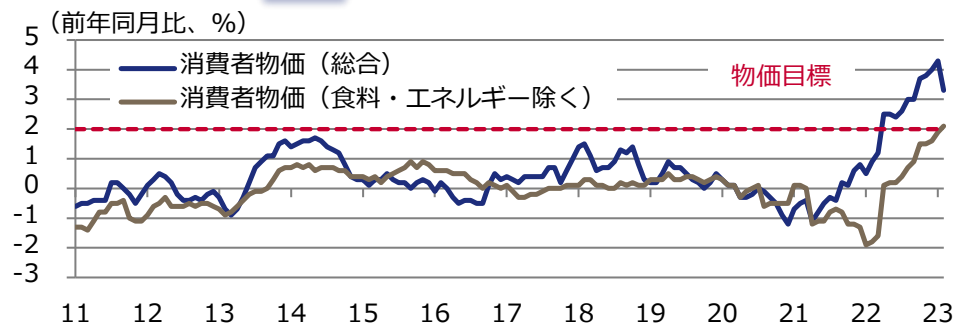
※ASEAN5：インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、シンガポール（2017～2020年はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）

(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

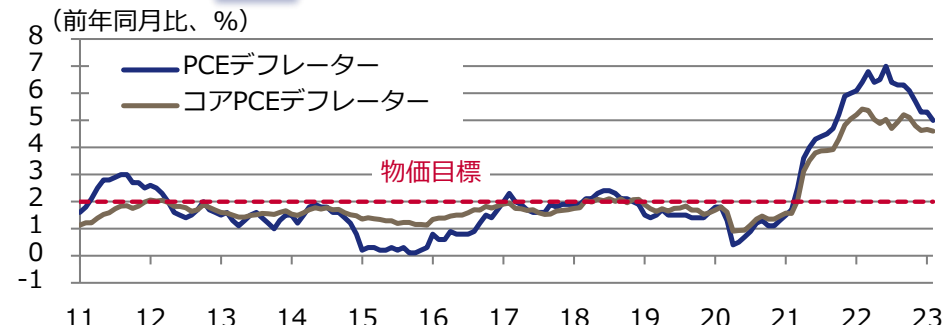


期間：2011年1月～2023年2月（月次）

（年）

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

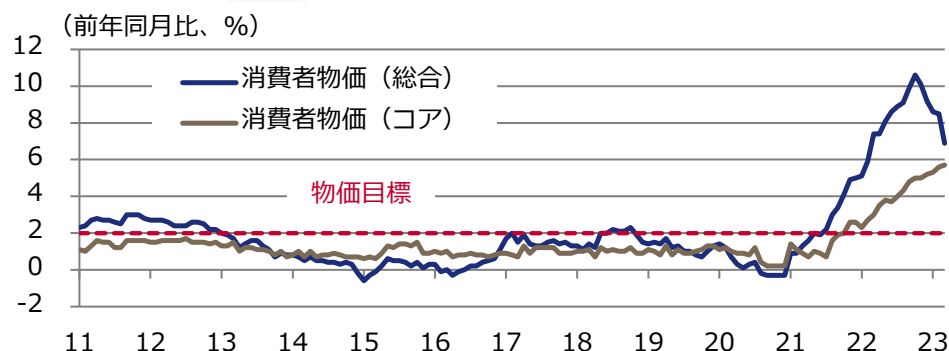


期間：2011年1月～2023年2月（月次）

（年）

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

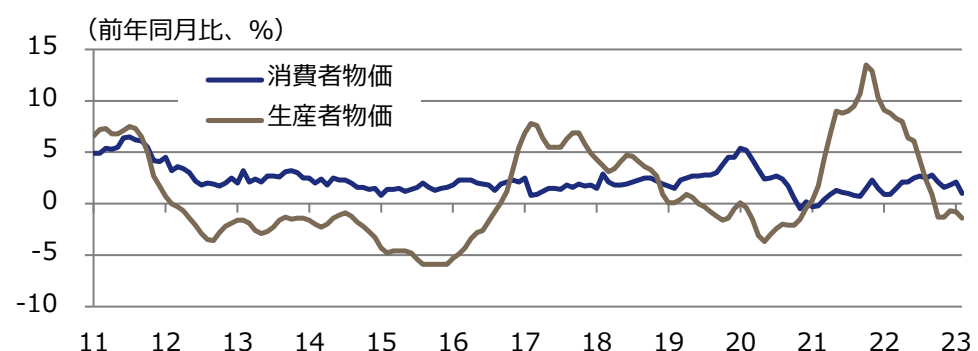


期間：2011年1月～2023年3月（月次）

（年）

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

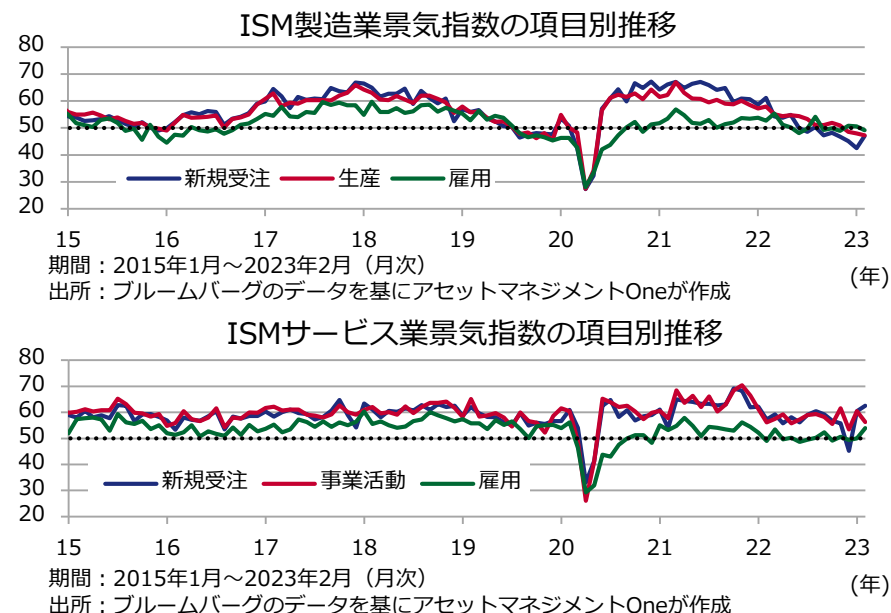
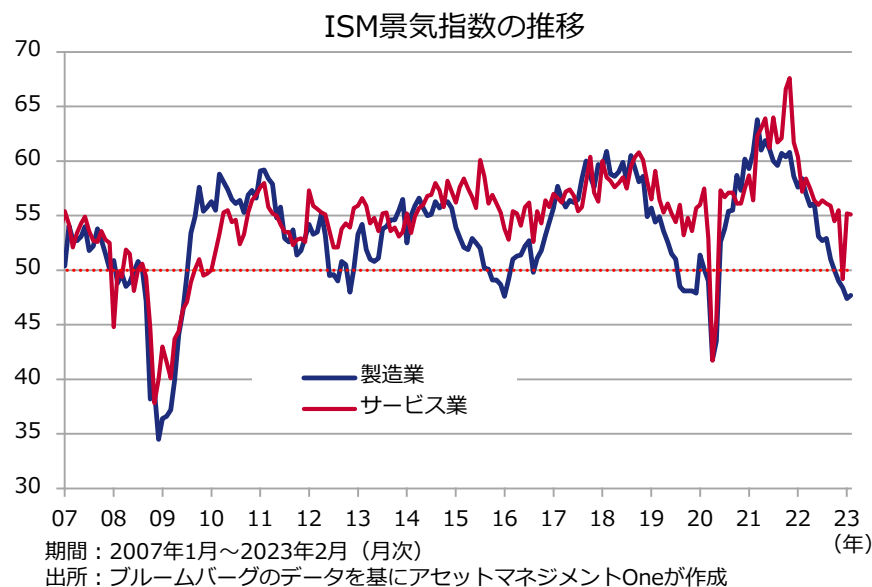


期間：2011年1月～2023年2月（月次）

（年）

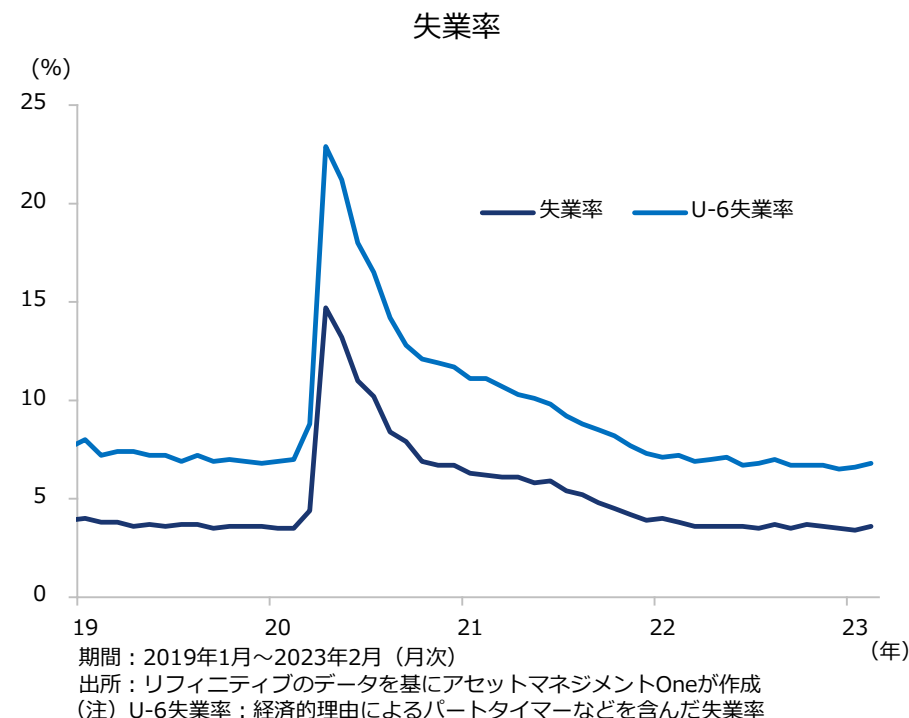
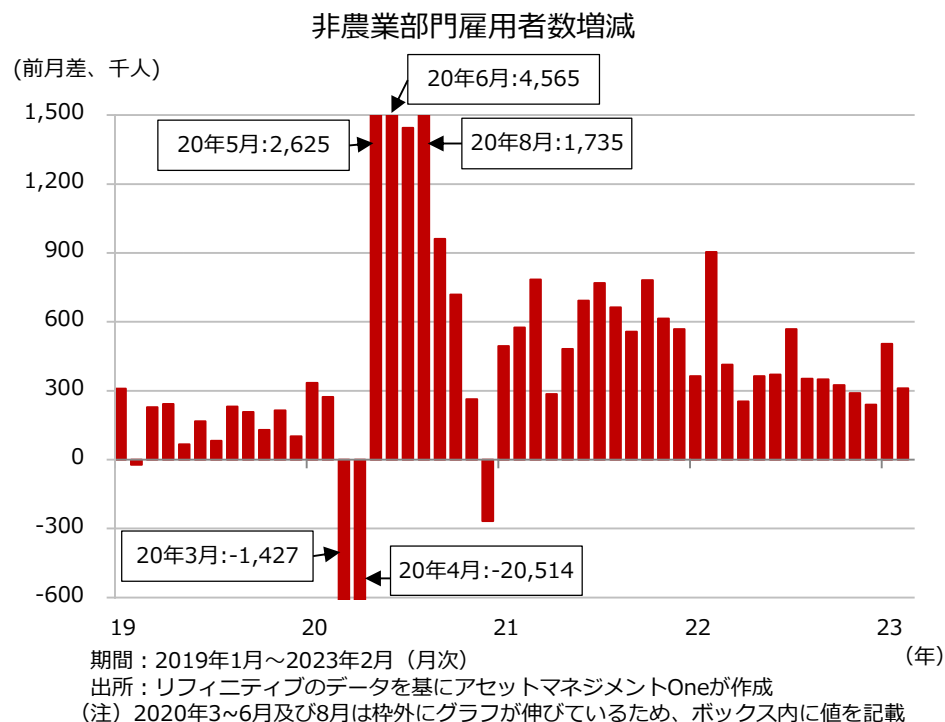
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

製造業、サービス業ともに景況感はほぼ横ばい



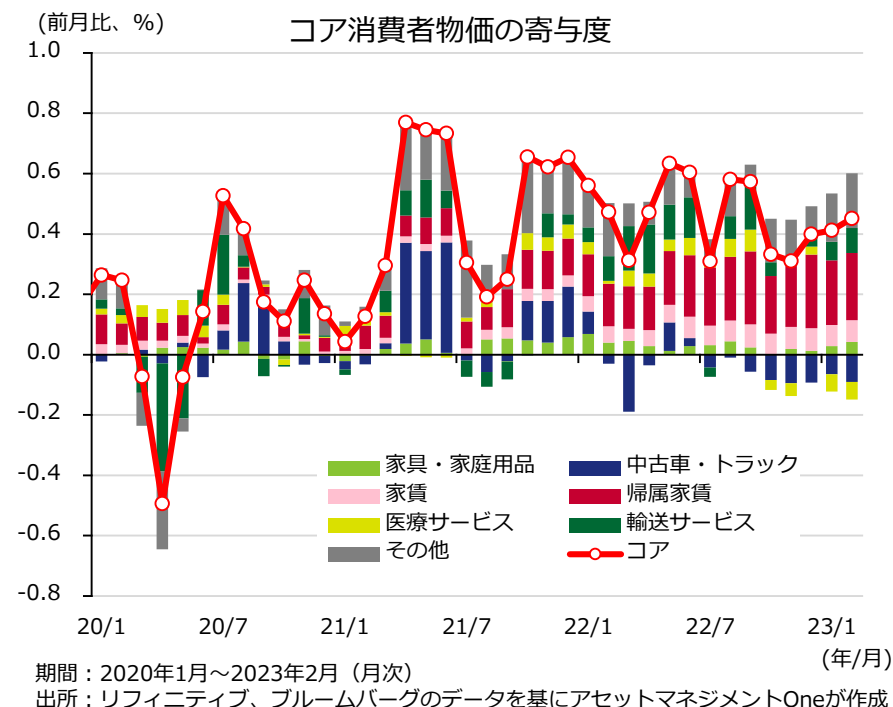
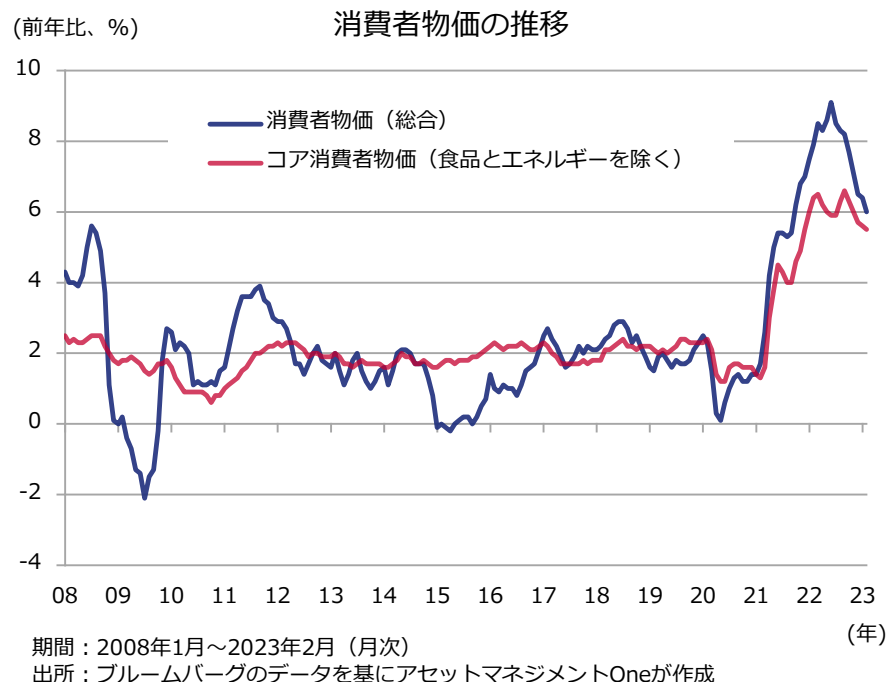
- 2月のISM景気指数は、製造業が47.7と1月（47.4）から上昇、サービス業は55.1と1月（55.2）から低下しました。ただし、いずれの指数も変化幅は小さく、ほぼ横ばいの推移といえます。各指数の構成項目をみると、製造業では新規受注が上昇した一方、それ以外の項目は低下しました。対して、サービス業では、新規受注と雇用が上昇する中、事業活動などは低下しました。
- 2月のサーベイ回答者のコメントでは、製造業において、需要の軟化を指摘するコメントが目立ちつつあるものの、堅調な新規受注に言及するものも依然多く寄せられています。また、サービス業においては、楽観的な事業見通しを示すコメントが目立ちます。
- 2月の景況感は1月からほぼ変わらずでしたが、FRB（米連邦準備理事会）の一連の利上げによる効果が顕在化していくにつれて、悪化へ向かう可能性には警戒が必要です。

非農業部門雇用者数の増加が継続する一方、失業率は上昇



- 2月の非農業部門雇用者数（NFP）は前月差+31.1万人と、1月（同+50.4万人）を下回ったものの、高い伸びを維持しました。
- 一方、2月の失業率（U-3失業率）は3.6%と、1月（3.4%）から上昇しました。また、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6.8%と、1月（6.6%）から上昇しました。
- 失業率は悪化したものの、いずれの指標も水準自体は非常に低く、さらにNFPの大幅な増加が継続していることを踏まえると、米国の労働需給は依然タイトであると判断されます。ただし、2月の失業率の悪化が労働需給の緩和の起点であった可能性もあり、3月分以降のデータにおいて失業率の上昇が一時的な動きではないことが示されるかが注目されます。

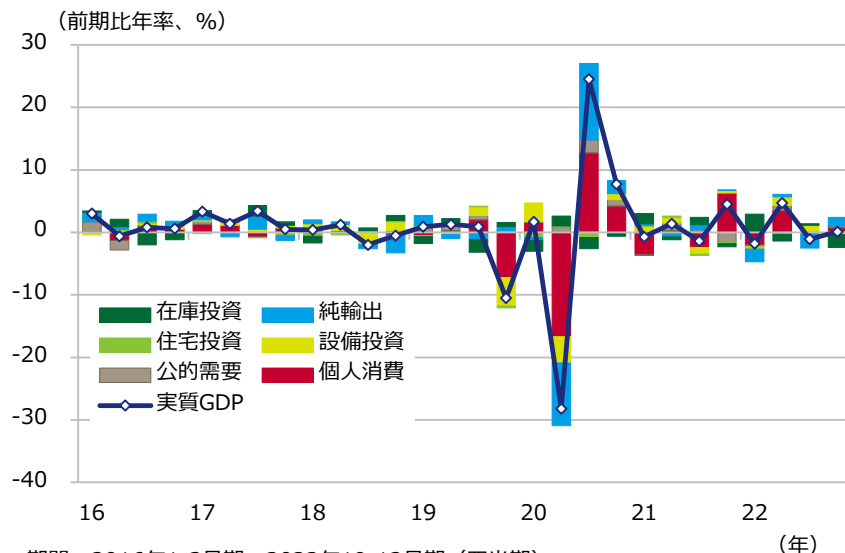
コアCPIの前月比の伸びが上昇



- 2月の消費者物価（総合）上昇率は、前年比+6.0%と1月（同+6.4%）から低下しました。また、コア消費者物価上昇率も同+5.5%と1月（同+5.6%）から低下しました。前月比ベースでは、総合が+0.4%と1月（同+0.5%）から低下したものの、コアは同+0.5%と1月（同+0.4%）からさらに上昇しました。
- 内訳を見ると、中古車・トラックや医療サービスが引き続きコアCPIを押し下げた一方、高水準を維持する家賃及び帰属家賃の伸びがコアCPIの上昇に寄与しました。今後、家賃や帰属家賃の伸びが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。

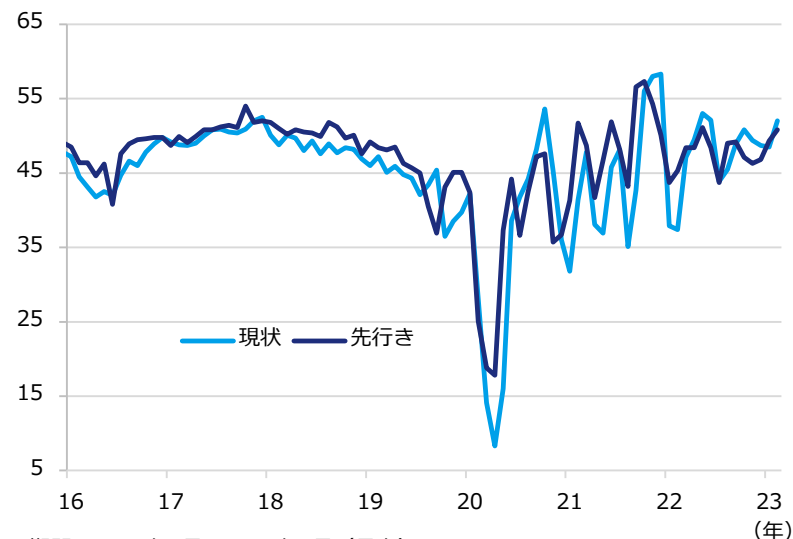
ウィズコロナへの移行で、景況感は改善

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

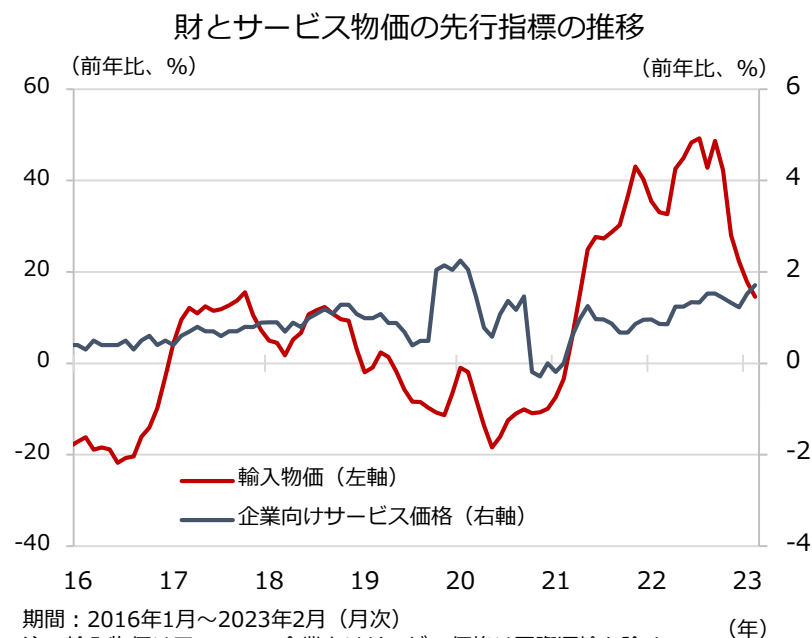
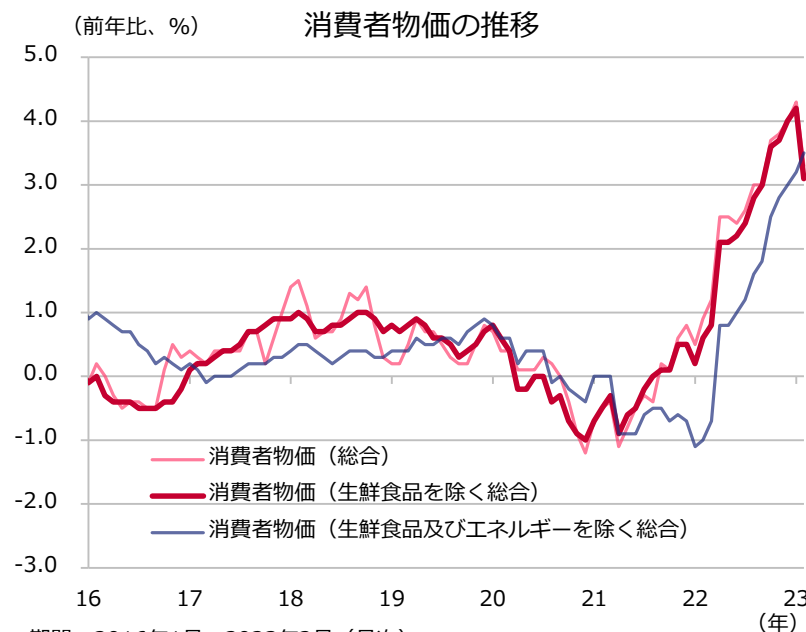
景気ウォッチャー判断DIの推移



期間：2016年1月～2023年2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+0.1%と、マイナス成長であった7-9月期からほぼ横ばいにとどまりました。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が、在庫投資のマイナス寄与などが成長率を押し下げました。
- 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ましたが、2月末頃の調査では現状・先行きともに改善しました。
- ウィズコロナへの移行により、飲食関連やサービス関連で、改善幅が大きくなっています。

今後、サービス物価の上昇に期待



- 2023年2月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、コアCPI）は前年比+3.1%と、1月の同+4.2%から上昇率が縮小しました。政府の電気・都市ガス料金の負担軽減策が始まったことによるものです。
- そうした政策の直接的な影響を受けない消費者物価（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）は同+3.5%と、1月の同+3.2%から上昇率が加速しました。物価の基調は依然として強いと言えます。
- 今後は、政府による物価上昇抑制策に加えて、輸入原材料価格の伸び率が鈍化していることなどから、消費者物価のうち財物価は上昇率が鈍化する見通しです。一方で、賃金上昇を背景にサービス物価の上昇率が消費者物価を下支えし、消費者物価の伸び率は2%近傍を維持すると予想します。

新体制後の日銀の物価上昇率見通しに注目

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、幅で示したものの。

連合集計の賃上げ率の推移



期間：1989年～2023年（年次）

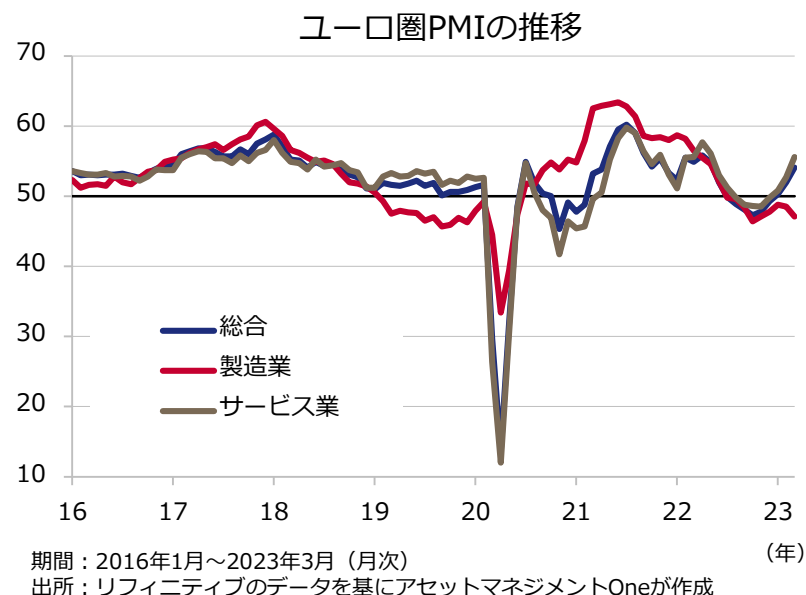
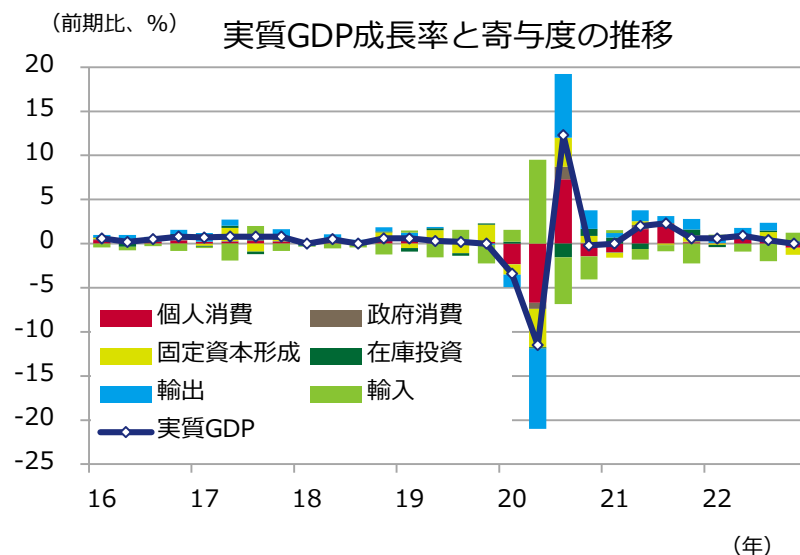
注：1989～2022年は6月末時点の最終集計結果。

2023年は3月23日時点の集計結果。

出所：連合のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

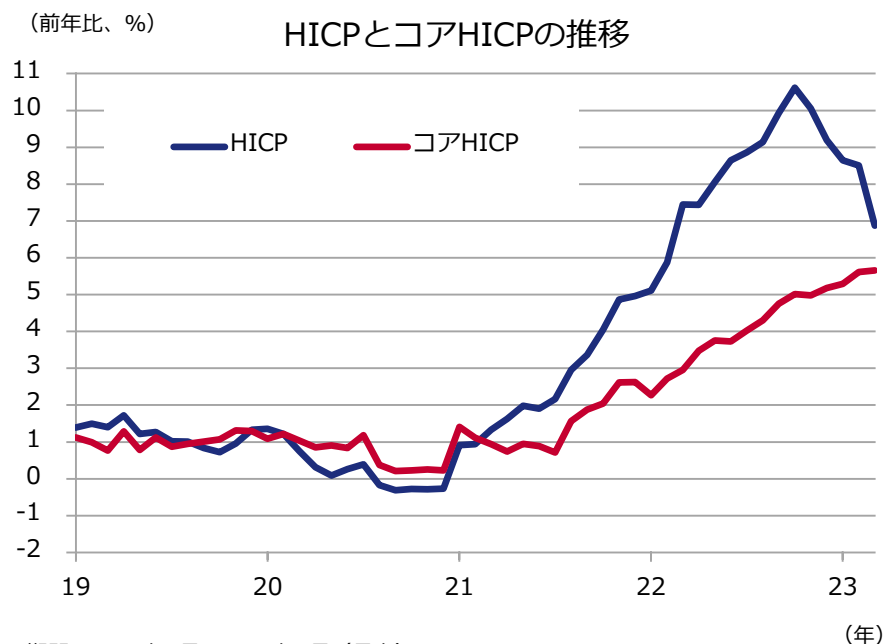
- 日銀は、1月の「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」で、2023年度、2024年度の物価見通しを、物価安定目標の2%を下回る水準としています。
- 3月の金融政策決定会合においては、物価安定目標の実現に向けた一歩として、今春の賃金交渉の重要性を指摘し、「想定以上の賃金上昇率につながる可能性」に言及する向きがありました。実際に、春闘賃上げ率は、連合の3月23日時点の集計によれば定昇相当込みの賃上げで3.76%と、1994年以来の3%超えが視野に入っています。
- 次回の展望レポートは、新総裁・副総裁のもとでの初めての金融政策決定会合（4月27-28日）後に発表されます。輸入原材料価格低下に伴う財物価の伸び率鈍化や、今春の賃上げの結果を踏まえた日銀の物価見通しが注目されます。

2022年10-12月期の実質GDP成長率は横ばい



- ユーロ圏の2022年10-12月期実質GDP成長率は前期比0.0%と横ばいとなりました。個人消費と固定資本形成がマイナスに寄与しましたが、輸入が大幅に減少したことがGDPに対してプラスに寄与しました。
- 3月のユーロ圏総合購買担当者景気指数（PMI）速報値は、市場予想を大きく上回る54.1と前月の52.0から上昇しました。製造業が弱含んだ一方、サービス業は好調でした。データ公表元であるS&Pグローバルは、1-3月平均のPMIは1-3月期の実質GDP前期比成長率でみて+0.3%に相当するとしています。ただし、SVB破綻やクレディ・スويس買収など、最近の金融システム不安の影響を企業はまだ測りきれていない可能性もあります。
- 高インフレ下でもサービス業が堅調であることを踏まえれば、今後、ユーロ圏経済活動は持ち直していくとみられます。ただし、ECBによるこれまでの利上げの影響に加え、今後、銀行が融資に慎重になることで、家計や企業の活動が停滞するリスクには留意が必要です。

ECBは3月の会合で0.50%の利上げ



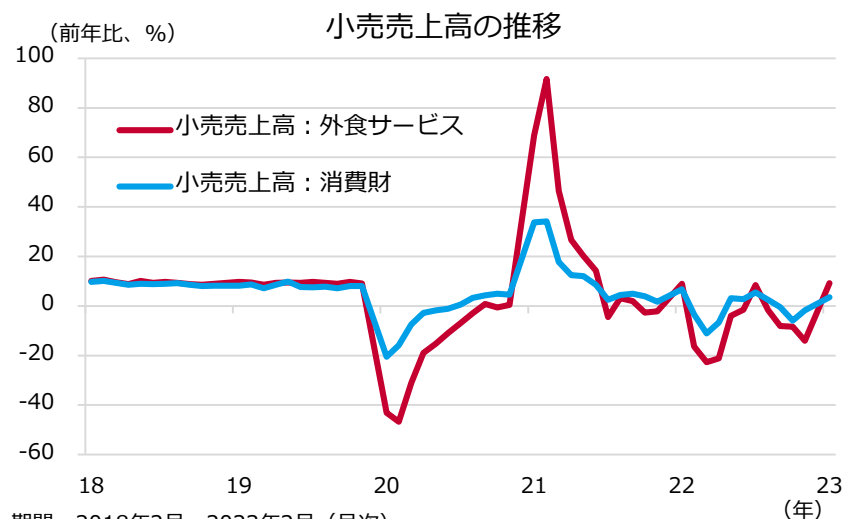
ECBの経済・物価見通し

	予想時点	2023	2024	2025
実質GDP (前年比、%)	23年3月	1.0	1.6	1.6
	22年12月	0.5	1.9	1.8
消費者物価 (前年比、%)	23年3月	5.3	2.9	2.1
	22年12月	6.3	3.4	2.3
エネルギーと食品を除く 消費者物価 (前年比、%)	23年3月	4.6	2.5	2.2
	22年12月	4.2	2.8	2.4

出所：ECBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 3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+6.9%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+5.7%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。
- ECBは、3月会合にて政策金利を0.50%引き上げることを決定しました。先行きの利上げについては、データ次第と述べるにとどめ、今後の動きについては明確な示唆を避けました。ラガルド総裁は、将来の金利の軌道を現時点で決定することは不可能とし、想定する基本シナリオが確認され、それが持続するならば、さらなる行動が必要であると述べています。次回5月会合での利上げはインフレの動向や足元の銀行業界を巡る動向次第とみられ、金融システムの安定とインフレ抑制をどう両立させるかが当面の課題になるとみられます。

サービス消費が急回復。不動産市場でも底打ちの兆し



期間：2018年2月～2023年2月（月次）

ただし、毎年2月は年初来累計値の前年同期比、毎年1月の数値は非公表

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：2018年1月～2023年2月（月次）

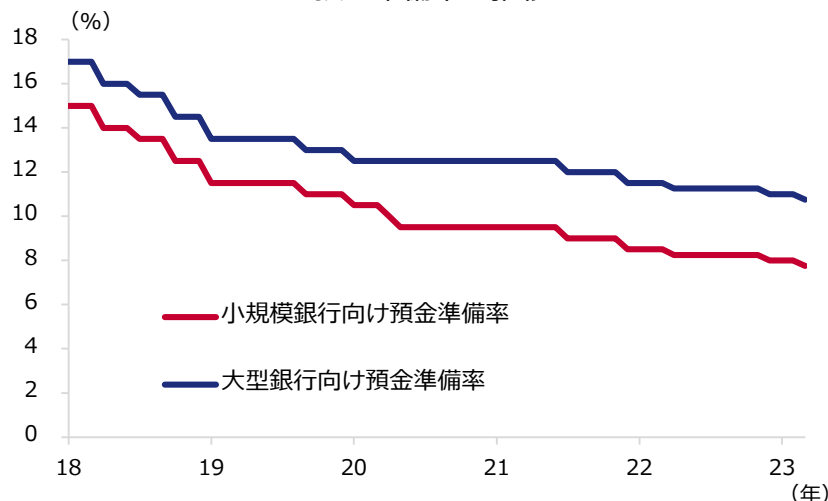
ただし、住宅販売は2018年2月～2023年2月（月次）、毎年1月の数値は非公表、年初来累計値の前年比

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1-2月の中国経済は回復しました。中でも、ゼロコロナ政策下で抑制されていた外食サービス消費が前年比+9.2%と急回復しました。一方で財の消費は、自動車の販売落ち込みが重荷となり、緩やかな回復に留まりました。
- 1-2月には、不動産市場の底打ち感も強まりました。住宅販売は前年比+3.5%と約1年ぶりにプラスの伸びとなりました。また、新築住宅価格上昇率は前月比+0.3%と、2021年半ば以来の伸び率に加速しました。
- 当局は今年の全人代（全国人民代表大会）において、内需の拡大を最重要任務として設定し、サービス消費や新エネルギー車の消費刺激に言及しました。ウィズコロナへの移行と当局による政策支援を受けて、サービス消費は引き続き今年の中国景気の回復をけん引すると考えます。住宅市場については、当局は投機への厳格化スタンスを踏襲し、大きな需要テコ入れ策は期待しづらいものの、住宅市場の安定化方針が掲げられたことを受け、緩やかな回復が続くと考えます。

中国人民銀行は預金準備率を引き下げ、資金需要の増加に対応

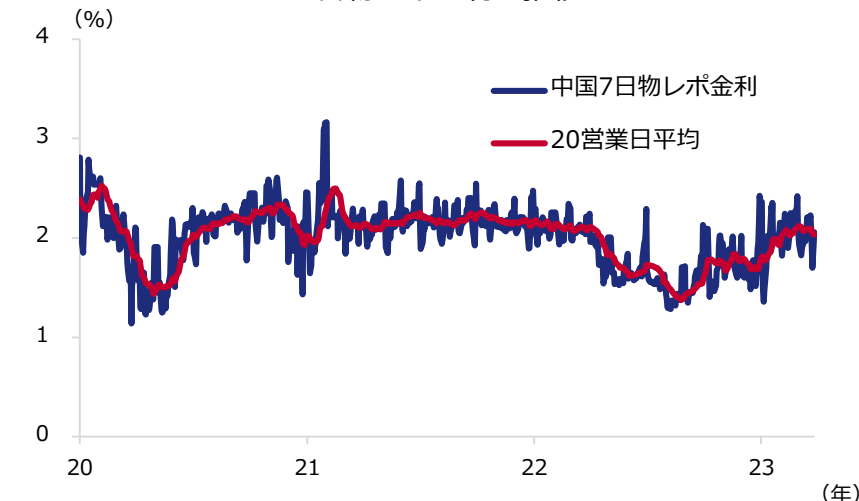
預金準備率の推移



期間：2018年1月～2023年3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

7日物レポ金利の推移

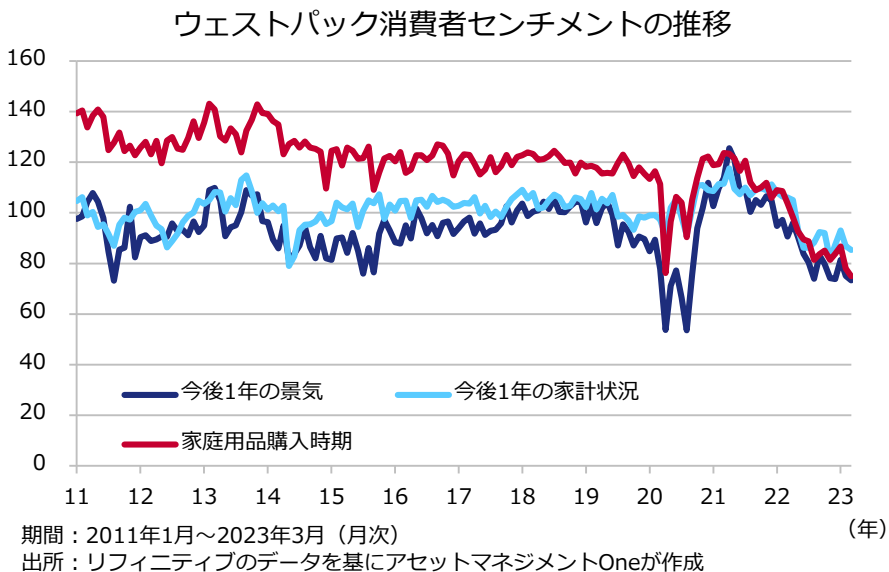
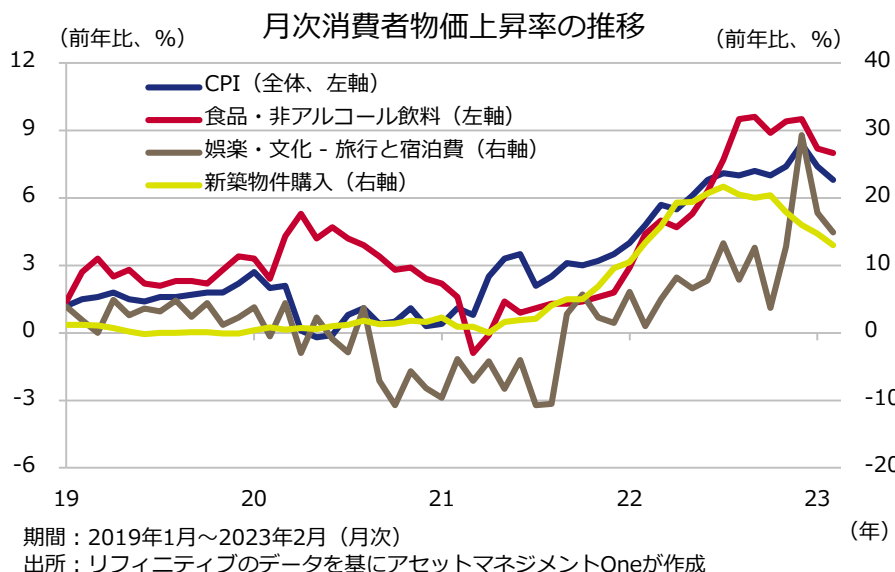


期間：2020年1月1日～2023年3月27日（日次）

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

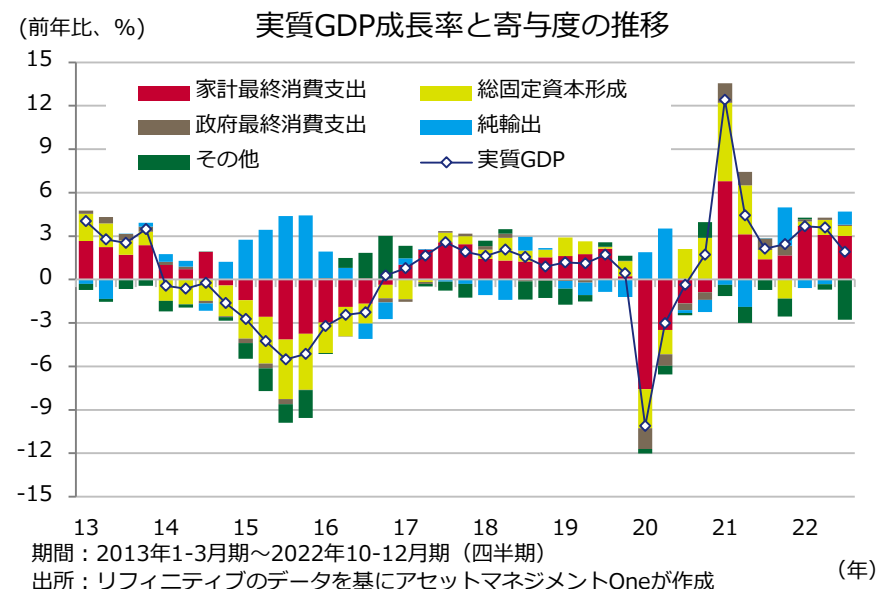
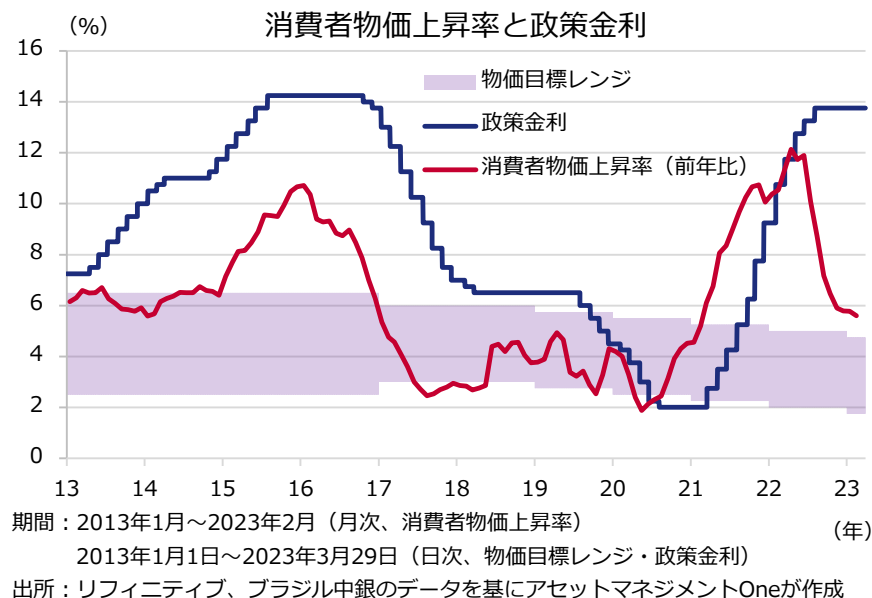
- PBOC（中国人民銀行）は、3月に預金準備率を0.25%引き下げました。同比率が既に5%となっている一部の銀行を除き、すべての銀行に適用されます。これにより、銀行がPBOCに預け入れていた預金準備から資金が解放されることになります。
- 2023年に入ってから、人民元建て新規融資が回復しています。企業向けの貸出が伸びており、ウィズコロナへの移行とともに資金需要が回復しているもようです。資金需要の回復を受け、銀行間市場では流動性がひっ迫していたとみられ、3月半ばにかけて銀行間市場における短期資金調達コストは2022年の上海ロックダウン前の水準まで上昇しました。こうした状況下、PBOCは預金準備率を引き下げ、一段の流動性のひっ迫と銀行部門の資金調達コストの上昇を予防した格好です。
- もっとも、今回の措置だけで大規模な流動性の解放や銀行の資金調達コストの大きな低下が起きるわけではありません。全人代では、金融政策について洪水のような金融緩和は避けるという従来の方針が踏襲されました。当面、PBOCは景気の回復を支えるため、適度な流動性の確保や銀行の資金調達コスト上昇を抑えるといった調整を適宜行い、緩和的な金融環境を維持すると考えます。

豪州のインフレ鈍化が続く。消費者は今後の景気への警戒感を強める



- 豪州の2月のCPI上昇率は前年比+6.8%と、昨年12月をピークに鈍化が続いています。ウェイトの大きな食品価格や新規住宅購入費の伸び鈍化と、昨年12月に急上昇していた旅行・宿泊費の上昇率鈍化が全体を押し下げました。もっとも、CPI上昇率はRBA（豪州準備銀行）の目標レンジ（2～3%）を大きく上回っています。
- ウェストパック銀行が公表する消費者センチメントでは、今後1年の景気と家計状況に対する見通しが低迷しています。高インフレと、RBAの利上げによる住宅ローン支払い増加が主な背景と考えられます。耐久消費財を中心とした家庭用品の購入時期に対するセンチメントは2020年のコロナショック時に付けた水準を下回って低下しており、今後も財消費は鈍化が続くと考えます。
- RBAは利上げの効果が時間差を伴って景気に影響を与えると指摘しています。今後は、これまでの利上げの効果から一段と豪州景気に下押し圧力が掛かる見通しです。

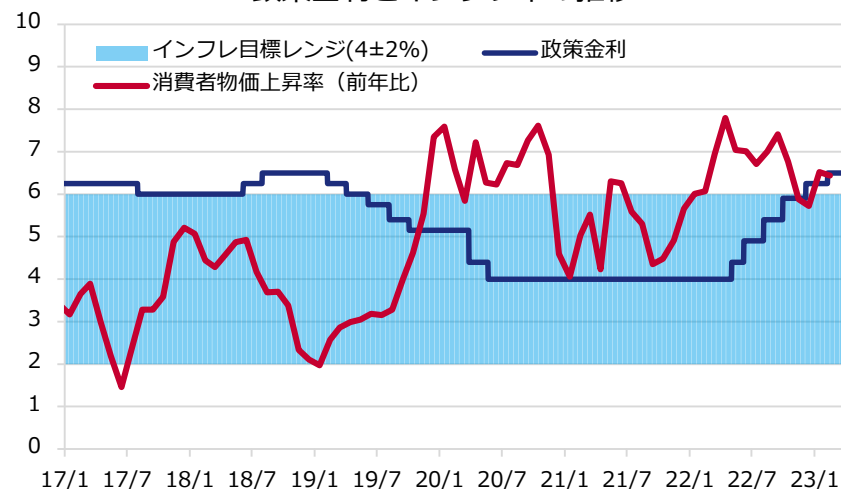
2月のインフレ率は鈍化も、ブラジル中銀は高金利を維持



- 2月の拡大消費者物価上昇率は、食料品価格や家庭用品などを中心に伸び率が縮小し、前年比+5.60%（前月は+5.77%）と減速しました。依然として2023年の物価目標レンジの上限の4.75%を上回る中、物価上昇抑制のために停止していた燃料税の徴収が3月から再開しており、エネルギー価格の上昇が全体を押し上げる可能性に留意が必要です。
- ブラジル中銀は、3月の会合で政策金利を現在の13.75%に据え置きました。ルラ大統領は中銀の金融引き締め政策を批判してきましたが、中銀は政策の変更を行っておらず、政府の意向に追随しない態度を明確にしたといえます。
- 10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比で+1.9%となりました。政府による現金給付策や減税、労働市場の改善などの影響から、家計消費が伸びをけん引しました。業種別では大豆の収穫量の減少から、農業が減速しました。一方で、実質GDP成長率は前期比でみると▲0.2%のマイナス成長となりました。消費も前期比で伸びが鈍化しました。今後は、高金利による消費への悪影響が懸念される一方で、ルラ大統領による低所得者向け現金給付策の拡充や最低賃金引き上げなど消費支援策の効果が期待されます。

コアCPIが高止まりする中、利上げ継続の可能性も

政策金利とインフレ率の推移

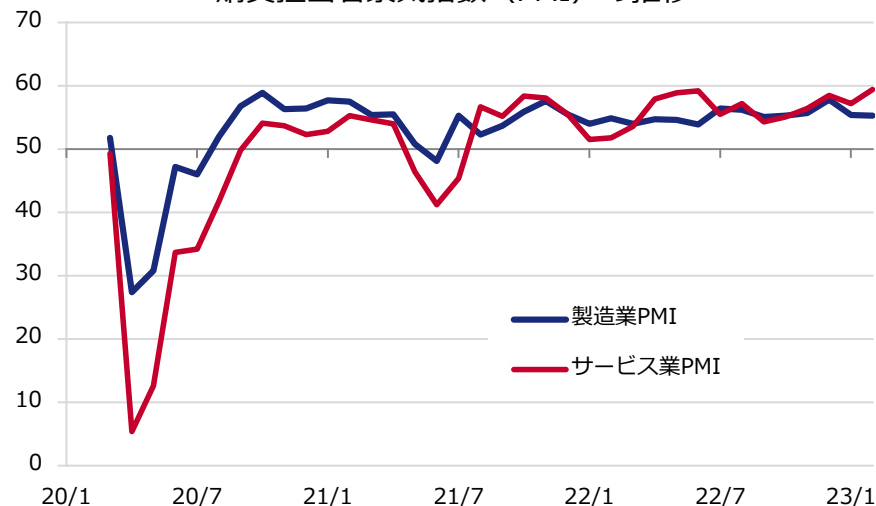


期間：2017年1月～2023年2月（月次、消費者物価上昇率）（年/月）

2017年1月1日～2023年3月28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

購買担当者景気指数（PMI）の推移

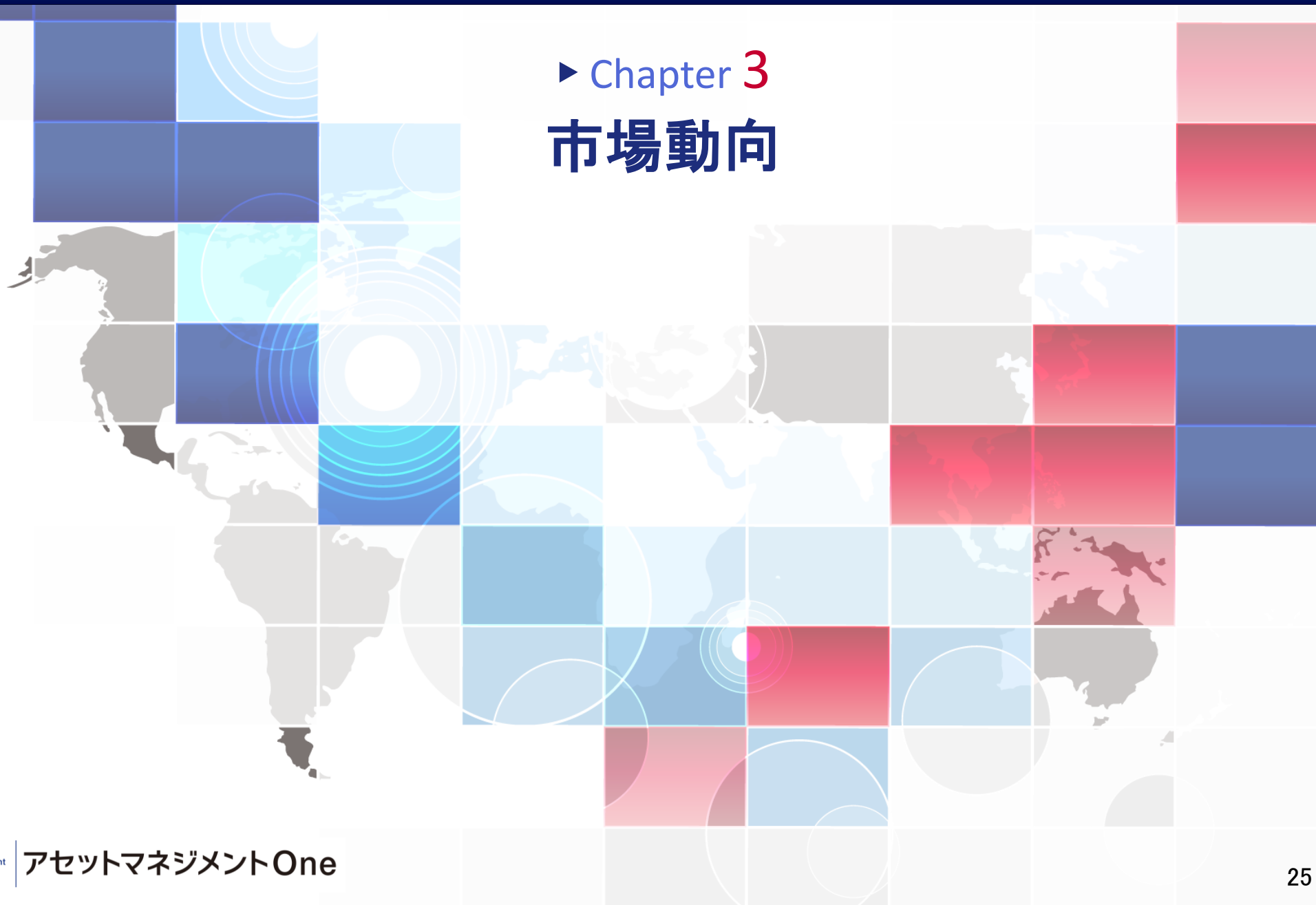


期間：2020年1月～2023年2月（月次）

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

- 2月のCPI（消費者物価指数）は燃料価格などの低下により、前年比+6.44%と前月（同+6.52%）から減速しました。一方で、穀物や乳製品などの食料品価格は、熱波の影響による生産量の減少から前月に引き続き上昇しており、高い気温が続く中、価格が高止まりする可能性に留意が必要です。
- 中銀は2月会合の声明文にて、食料品・エネルギーを除くコアCPIの上昇圧力が強いことを指摘し、改めてインフレを目標値付近に収束させることを示しました。足元のCPIが物価目標レンジ（2%～6%）の上限を上回っており、コアCPIは加速していることを受けて、次回4月の会合においても、利上げが実施されるとみられます。
- 2月のPMI（購買担当者景気指数）は、製造業が55.3（前月55.4）とわずかに低下しました。新規輸出受注の低下から、世界景気減速による外需の減少がうかがえます。サービス業は59.4（前月57.2）と上昇しました。堅調な需要と、仕入価格の低下などコスト圧力の緩和が支えになったとみられます。

▶ 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の利上げ継続を巡る不透明感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。米銀破綻による今後の実体経済への影響も注視されます。

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への期待が支えになるとみられます。一方、米欧などの利上げを巡る不透明感、日銀の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市場や、FRBの金融引き締め姿勢などが金利上昇要因と考えられます。もっとも、米銀行問題に伴う懸念や、米インフレの鈍化傾向が進展する可能性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、日銀新体制発足を控え、日銀の金融政策修正を巡る思惑などに伴う金利上昇圧力には留意が必要です。一方、欧米の金融システム不安や、日銀の国債買い入れなどを鑑みれば、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市場や、FRBの金融引き締め姿勢がドルの上昇要因と考えられます。もっとも、米銀行問題に伴う懸念や、日銀の金融政策修正を巡る思惑などを鑑みれば、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	32,500～34,500ドル	27,000～28,500円	3.3～3.8%	0.20～0.50%	130～135円

マーケット・オーバービュー

		3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	33,274	+1.89	+0.38	▲4.05	+51.82
	ドイツDAX指数	15,628	+1.72	+12.25	+8.42	+57.30
	日経平均株価	28,041	+2.17	+7.46	+0.79	+48.23
	MSC I エマージング マーケットインデックス	990	+2.73	+3.54	▲13.27	+16.70
R E I T	米国REIT（配当込み）	21,858	▲1.74	+1.74	▲19.40	+33.72
	国内REIT	1,785	▲3.12	▲5.72	▲10.85	+11.95
	国内REIT（配当込み）	4,204	▲2.92	▲4.52	▲7.32	+25.75
	豪州REIT（配当込み）	900	▲6.84	+0.22	▲14.03	+49.62
債 券 利 回 り	米国（10年）	3.47 %	▲0.45	▲0.41	+1.13	+2.80
	米国ハイイールド債券	8.49 %	▲0.14	▲0.47	+2.39	▲0.78
	日本（10年）	0.32 %	▲0.18	▲0.09	+0.11	+0.32
	ドイツ（10年）	2.29 %	▲0.36	▲0.28	+1.74	+2.76

		3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	+2.49	+1.25	▲2.06	▲1.74
	英ポンド	1.23	+2.62	+2.10	▲6.10	▲0.67
	豪ドル	0.67	▲0.65	▲1.88	▲10.65	+9.04
	ブラジルレアル	5.06	+3.40	+4.38	▲6.38	+2.79
	人民元	6.87	+0.90	+0.36	▲7.76	+3.03
為 替 （対円）	インドルピー	82.18	+0.60	+0.68	▲7.77	▲7.97
	ドル	132.86	▲2.43	+1.33	+9.17	+23.54
	ユーロ	144.09	+0.07	+2.62	+6.99	+21.45
	英ポンド	163.82	+0.07	+3.38	+2.46	+22.63
	豪ドル	88.77	▲3.15	▲0.67	▲2.53	+34.62
	ブラジルレアル	26.22	+0.73	+5.70	+2.15	+26.89
	人民元	19.30	▲1.54	+0.75	+0.78	+27.04
	インドルピー	1.62	▲1.89	+1.61	+0.91	+13.65

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

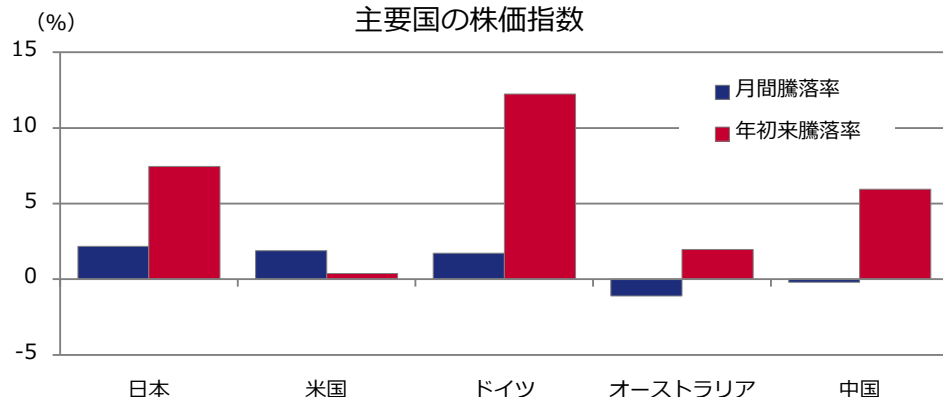
（注）株式およびREITの前月末値は小数点以下切り捨てて表示。

（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

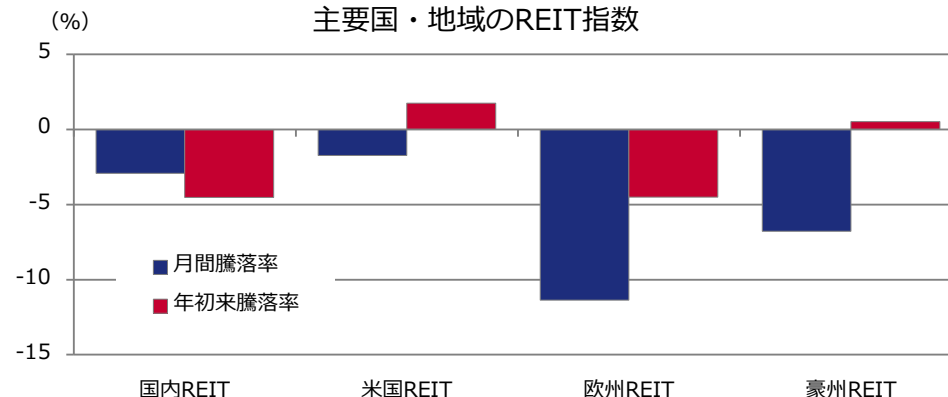
(注) 月間：2023年3月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年3月末の期間

【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

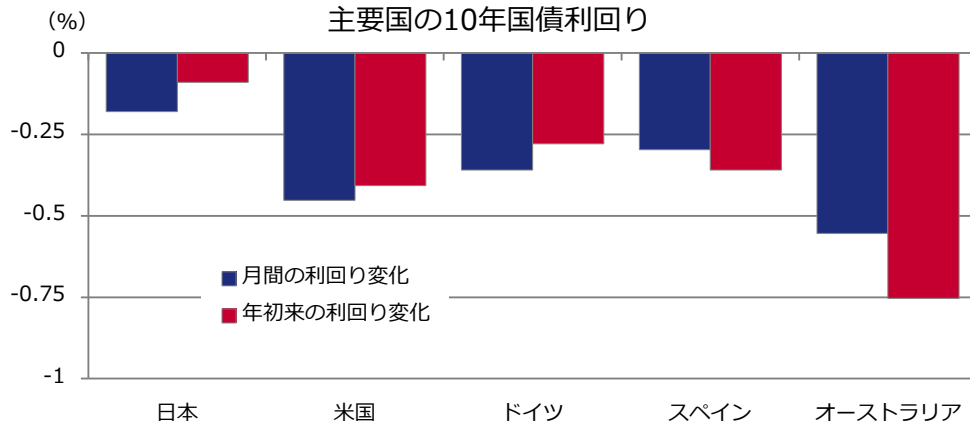
(注) 月間：2023年3月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年3月末の期間

【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

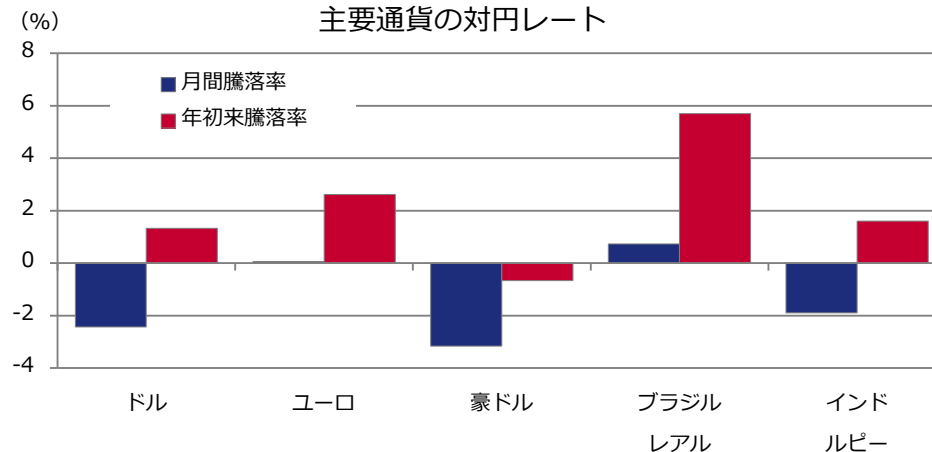
主要国の10年国債利回り



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3月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年3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3月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年3月末の期間

米国株式

■ 前月の相場動向

- 3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）のパウエル議長が利上げ再加速を示唆した後、米銀の破綻からリスク回避の動きが強まり、下落しました。中旬は、米欧金融システム不安がくすぶったものの、金利低下などからハイテク株が買われ、上昇しました。下旬は、イエレン米財務長官発言に振らされる場面はあったものの、金融システム不安が後退に向かい、ハイテク株主導で上昇しました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均
(2022年3月末～2023年3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の利上げ継続を巡る不透明感 ・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の利上げ継続を巡る不透明感や、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。3月の米地銀破綻による金融システム不安は、これまでの利上げの影響が顕在化した形と言えます。今後、中堅・中小銀行による融資が縮小する可能性もあり、当面経済への影響には注意が必要です。一方、市場ではFRBの利上げは近く終了するとの見方が浮上していますが、インフレ動向は依然不透明といえます。

■ 1カ月の予想レンジ

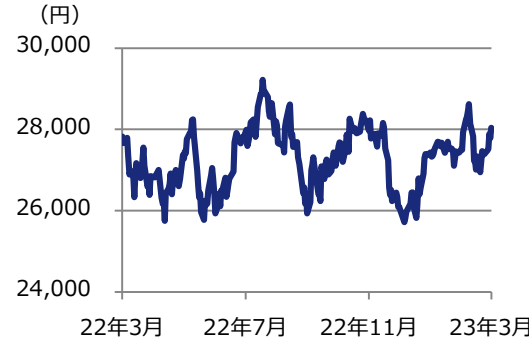
ダウ・ジョーンズ工業株価平均：32,500～34,500ドル

国内株式

■ 前月の相場動向

- 3月の『国内株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、金利先高観を背景に銀行株などが買われ、上昇しました。中旬は、米銀破綻やスイス金融大手の経営不安から金融システム不安が強まったことから、大幅に下落しました。米国金利低下に伴う円高も相場の重しとなりました。下旬は、金融システム不安が和らぐ中、低水準となった米金利や米独半導体大手の決算を好感した米ハイテク株高につれて、上昇しました。

日経平均株価
(2022年3月末～2023年3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 ・米欧などの利上げ継続を巡る不透明感

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金融システムを巡る不透明感、日銀の金融政策修正を巡る思惑が重しとなる見込みです。中国の日本への団体旅行は近く解禁されるとみられ、インバウンド需要の回復が期待されます。植田新総裁のもとで初の金融政策決定会合は4月末に予定されており、政策修正の思惑が再燃する可能性があります。東証は3月末、上場企業に資本効率と株価を意識した経営改革を要請しました。今後の企業側の対応が注目されます。

■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：27,000～28,500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

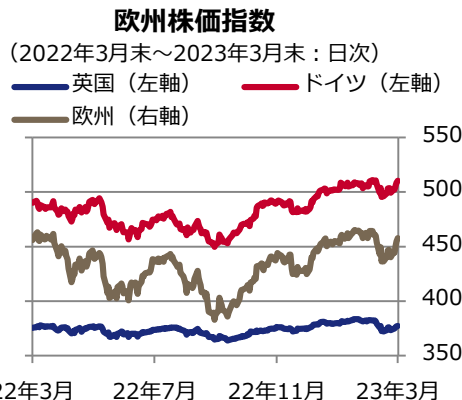
- 3月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は上昇しました。
- 上旬は、金利上昇が重しとなった一方で、中国景気回復期待が支えとなり、上昇しました。中旬は、米銀破綻やスイス金融大手の経営不安から金融システム不安が強まったことから、下落しました。下旬は、独金融大手を巡る不安が一時強まったものの、月末にかけて金融システム不安は後退に向かいました。こうした中、米独半導体大手の決算を好感した米ハイテク株高につれて上昇しました。

■ 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：15,000～16,000



※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（欧州中央銀行）は3月の理事会で、米国やスイスの金融システム不安にもかかわらず、利上げを決定しました。その上で、今後の利上げペースはデータ次第としました。ラガルドECB総裁ら当局者は銀行部門は強固との見方を示しましたが、貸出態度の厳格化などに伴う実体経済への影響が今後注視されます。

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

- 3月の『エマージング株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、FRBの利上げ再加速観測に伴う米金利上昇などが嫌気され、下落しました。中旬は、米欧金融システム不安から世界的にリスク回避の動きが強まったことから、下落しました。下旬は、金融システム不安が後退に向かう中、米独半導体大手決算が好感され、台湾などのハイテク株主導で上昇しました。米金利低下やドル安もエマージング資産全般の支えとなりました。

■ 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の利上げ継続を巡る不透明感



※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の利上げ継続を巡る不透明感などが重しとなる見込みです。3月に開催された全人代（全国人民代表大会）では、今年の成長率目標が5%前後と控えめな水準に設定されました。一方、一部で懸念されていた民間企業への規制強化については配慮が示され、国内景気重視の姿勢が示されました。半導体セクターを巡っては依然不透明感が残りますが、AI向け需要への期待や在庫調整は終盤との見方が支えとなる見込みです。

※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

- 3月の『米国REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、パウエルFRB議長が利上げ再加速を示唆した後、米銀が破綻し、リスク回避の動きが強まったことから、大幅に下落しました。中旬は、米欧金融システム不安がくすぶったものの、小幅に上昇しました。下旬は、イエレン米財務長官の発言やFRBの利上げが嫌気されて一段と下落する場面もありましたが、月末にかけては金融システム不安が和らぎ、下落幅を縮小しました。



※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の利上げ継続を巡る不透明感 ・ 不動産市場の先行き不透明感

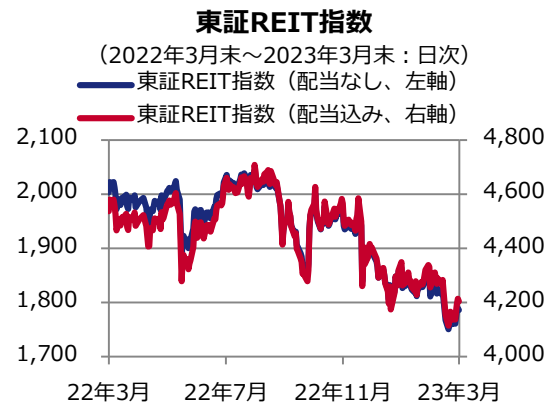
米銀問題による不動産への影響を注視

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の利上げ継続を巡る不透明感や、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。3月の米地銀破綻による金融システム不安は、これまでの利上げの影響が顕在化した形と言えます。今後、中堅・中小銀行による不動産融資が縮小する可能性もあり、当面、不動産セクターへの影響には注意が必要です。一方、市場ではFRBの利上げは近く終了するとの見方が浮上していますが、インフレ動向は依然不透明といえます。

J-REIT

■ 前月の相場動向

- 3月の『J-REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、日銀の金融政策修正への警戒感がくすぶり、下落しました。中旬は、米銀破綻やスイス金融大手の経営不安から金融システム不安が強まったことから、大幅に下落しました。下旬は、総じて金融システム不安が和らいだものの、欧米における商業用不動産の資金調達環境を巡る不透明感などが意識される中、国内株に比べて上昇幅は抑制されました。



※東証REIT指数（配当込み）を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 米欧に比べ堅調な国内景気
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

日銀の金融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、日銀の金融政策修正や米欧の利上げ継続を巡る不透明感などが重しとなる見込みです。また、市場では米欧金融システム不安を受け、商業用不動産を巡り警戒感が高まっているもようです。植田新総裁のもとで初の金融政策決定会合は4月末に予定されており、政策修正の思惑が再燃する可能性があります。

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

- 3月の『豪州REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、RBA（豪州準備銀行）が一段の利上げに慎重姿勢を示したことが好感され上昇する場面もありましたが、米銀行を巡る不安から下落に転じました。中旬は米国に加え、欧州でも金融システム不安が強まり、豪州REIT市場は下落しました。下旬は、米欧の金融システム不安が後退したものの、豪州景気の減速懸念もあり、豪州REIT市場の上げ幅は限定的でした。

豪州REIT
(2022年3月末～2023年3月末：日次)



※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	・世界的な金利上昇の一服
下落要因	・豪州景気の悪化

もみ合いの展開を見込む

RBAはこれまでの利上げの効果が時間差を伴って景気に波及すると指摘しています。今後は消費を中心に豪州景気が一段と減速すると見込まれます。こうした景気の減速が、豪州REIT市場への下押し圧力になると考えます。一方で、米欧の金融システム不安発生を受け、世界的に一段の金利上昇への懸念は後退しており、内外長期金利の上昇一服が豪州REIT市場を支える要因となります。当面は、豪州景気の動向と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

- 3月の『米国債券市場（10年国債）』は上昇（金利は低下）しました。
- 上旬は、米利上げの長期化観測などから金利は上昇した後、米銀破綻を受けたリスク回避の動きから大幅低下しました。中旬は、米銀破綻やスイス金融大手の経営不安で欧米の金融システム不安が広がる中、低下しました。下旬は、欧米金融システムに対する過度な不安の後退や、米インフレ指標の伸び下振れといった材料が交錯し、もみ合いでした。

■ 今後の見通し

金利の上昇要因	- 足元の堅調な米労働市場 - FRBの金融引き締め姿勢
金利の低下要因	- 米銀行問題に伴う懸念 - 米インフレの鈍化傾向は続くとの見方

■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：3.3～3.8%



金利はレンジ内の推移を見込む

足元の堅調な米労働市場や、インフレ抑制に向けたFRBの金融引き締め姿勢が、金利上昇要因と考えられます。一方、米銀行問題を巡る不透明感がくすぶる中、信用環境の引き締めなどに伴う景気下押し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。FRBは3月に0.25%の利上げを決めました。銀行の信用不安に関し、米金融システムは健全で強固としたうえで、経済活動や雇用、インフレに影響を及ぼす可能性に言及しました。今後の利上げについては、幾分追加的な引き締めが適切になるかもしれないと予想しているとしました。

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

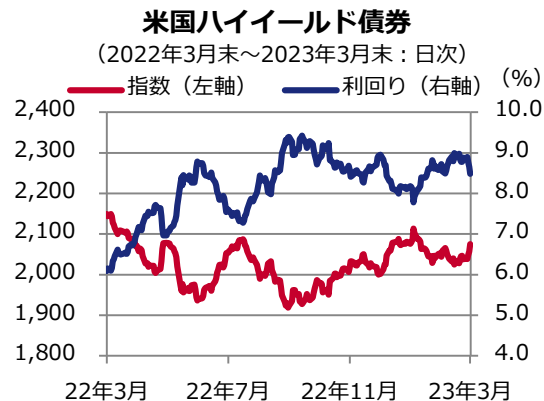
米国ハイイールド債券

■ 前月の相場動向

- 3月の『米国ハイイールド債券市場』は上昇しました。
- 上旬は、米経済の底堅さが意識されたことや、米利上げの長期化観測といった材料が交錯し相場はもみ合い推移した後、米銀破綻を受けたリスク回避の動きから、下落しました。中旬は、米銀の破綻が相次ぐ中、銀行が流動性確保のため貸出に慎重になれば米景気を冷やすとの見方が意識され、下落しました。下旬は、米国の金融システムへの過度な不安が後退する中、上昇しました。

■ 今後の見通し

価格の上昇要因	- 相対的に高い利回り水準 - 米国景気が深刻な後退局面を回避するとの見方
価格の下落要因	- FRBの金融引き締め姿勢 - 米銀行問題に伴う懸念



※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

銀行問題の帰趨や景気動向などを注視

相対的に高い利回り水準や、米国景気が深刻な後退局面を回避するとの見方は、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、FRBは金融引き締め姿勢を維持するとみられることが相場の下押し要因として考えられます。FRBは3月に0.25%の利上げを決めましたが、利上げの最終局面は近いことを示唆しました。もっともパウエル議長は、年内の利下げは想定していないと述べ、市場の一部でみられる利下げ観測をけん制しました。米銀行問題を巡る不透明感がくすぶる中、金融機関の貸出態度が一段と厳格化すれば、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もあり、一定の警戒が必要です。

※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。

国内債券

■ 前月の相場動向

- 3月の『国内債券市場（10年国債）』は上昇（金利は低下）しました。
- 上旬は、日銀が許容変動幅の上限とする0.50%で金利は横ばい推移した後、日銀が金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決めると、低下しました。中旬は、欧米の金融システム不安への警戒感や、欧米長期金利の低下につれた動きから、大幅に低下しました。下旬は、欧米金融システムに対する過度な不安の後退から、低下幅は縮小しました。



■ 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
- 日銀の金融政策修正を巡る思惑

金利の低下要因

- 欧米の金融システム不安がくすぶること
- 日銀の国債買い入れ

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、日銀の金融政策修正を巡る思惑などが金利の上昇要因とみられます。もっとも、欧米の金融システム不安がくすぶることや、日銀の国債買い入れなどを鑑みれば、金利は低位での推移を見込みます。国内物価を巡っては、持家の帰属家賃を除くサービス価格が2%付近まで上昇するなど、基調的な物価指標に上昇圧力が強まっています。植田新総裁の下での4月の日銀金融政策決定会合では、イーールドカーブ・コントロール政策や、物価情勢をめぐる評価などが注目されます。

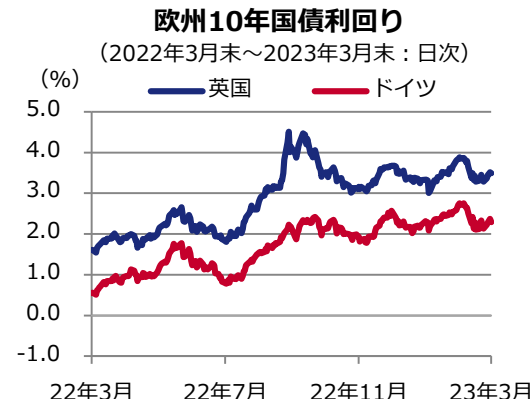
■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：0.20～0.50%

欧州債券

■ 前月の相場動向

- 3月の『欧州債券市場（ドイツ10年国債）』は上昇（金利は低下）しました。
- 上旬は、ECBの利上げ継続観測から金利は上昇した後、米銀破綻を受けたリスク回避姿勢から低下しました。中旬は、米銀破綻やスイス金融大手の経営不安など欧米の金融システム不安が高まる中、低下しました。下旬は、金融システム不安の後退や、ECBの金融引き締め観測、ユーロ圏のインフレ指標の伸び鈍化といった材料が交錯し、もみ合いでした。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因

- ECBの利上げ継続観測
- 供給網の改善やエネルギー不足への懸念後退

金利の低下要因

- 欧州の金融システム不安に伴う景気への懸念

金利はレンジ内の推移を予想

ECBの利上げ継続観測や、供給網の改善などから欧州景気に対する悲観が短期的に和らいでいるとみられることは、金利の上昇要因と考えられます。一方、金融不安がくすぶる中、金融機関の貸出態度の厳格化などを通じて、景気に下押し圧力がかか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。金融政策を巡っては、ECBは3月の理事会で政策金利を0.50%引き上げました。もっとも今後については、データ次第との方針を示しました。基調的なインフレ圧力や、金融システム不安に伴う景気への影響などを考慮しつつ、利上げ幅を見極めるとみられます。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：2.0～2.5%

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

- 3月のドルは、対円で下落しました。
- 上旬は、パウエルFRB議長の議会証言を受けて米利上げペースの加速が意識され円安・ドル高が進展した後は、米銀破綻を受けて米金融システム不安が強まる中、下落しました。中旬は、金融不安に伴う米景気への懸念や、米長期金利の低下を背景に下落しました。下旬は、欧米金融システムに対する過度な不安の後退から、下落幅は縮小しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ FRBの金融引き締め姿勢
下落 要因	・ 米銀行問題に伴う懸念 ・ 日銀の金融政策修正を巡る思惑

対円でレンジ推移を予想

足元の堅調な米労働市場や、インフレ抑制に向けたFRBの金融引き締め姿勢がドルの上昇要因と考えられます。もっとも、米銀行問題を巡る不透明感がくすぶる中、米景気への下押し圧力や、日銀の金融政策修正を巡る思惑に伴い円高圧力が強まる可能性などを鑑みれば、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：130～135円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 3月のユーロは、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、ECBの利上げ継続観測や、米銀破綻を受けた米金利の急低下に伴うドル安圧力を背景に、上昇しました。中旬は、スイス金融大手の経営不安などから一時大幅下落した後、欧州全体に銀行危機が広がるとの懸念が後退すると、上昇しました。下旬は、欧州の金融システムに対する過度な不安の後退や、ドイツの企業景況感の改善、ECBの利上げ継続観測などから上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ ECBの利上げ継続観測 ・ 供給網の改善やエネルギー不足への懸念後退
下落 要因	・ 欧州の金融システム不安に伴う景気への懸念

レンジ推移を見込む

ECBの利上げ継続観測や、供給網の改善などから欧州景気に対する悲観が短期的に和らいでいるとみられることは、ユーロの上昇要因と考えられます。一方、金融不安がくすぶる中、金融機関の貸出態度の厳格化などを通じて、景気に下押し圧力がかかる可能性には留意が必要です。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：1.05～1.10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

- 3月の英ポンドは、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、1月の英GDPが前月比で市場予想以上に増加したことなどにより、上昇しました。中旬は、米銀行の破綻などで、FRBが利上げ継続に慎重になるとの見方が強まり、上昇しました。下旬は、2月の英CPI（消費者物価）が市場予想に反して前月から加速したことや、BOE（イングランド銀行）が利上げを継続するとの見方が強まったことなどから、上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	- BOEの利上げ長期化懸念 - 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	FRBの利上げを巡る不透明感

横ばい圏での推移を見込む

BOEは3月会合にて、より持続的な物価圧力の証拠が示された場合、金融政策のさらなる引き締めが必要になるとしました。2月の英CPIは前月から加速しており、BOEの利上げが長期化するとの見方がポンドを押し上げるとみられます。一方、FRBの利上げを巡る不透明感は英ポンドを下押しするとみられます。英ポンドは横ばい圏での推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



人民元

■ 前月の相場動向

- 3月の人民元は、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、全人代での慎重な成長率目標の設定や、米利上げ期待の高まりから、下落する場面もありましたが、米国の金融システム不安からドル安となり、人民元は上昇しました。中旬以降も、米欧の金融システム不安がくすぶるなか、人民元は国内景気回復期待が強まったことを受け、対ドルで上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	中国景気回復期待
下落 要因	- 米中関係の悪化 - 世界経済の減速懸念

レンジでの推移を見込む

中国景気回復期待が人民元を支える見通しです。全人代では、成長率目標は慎重な水準に設定されましたが、内需の拡大が最優先事項とされ、今年はサービス消費を中心とした景気回復が見込まれます。また、足元で不動産市場に底打ちの兆しが見えていることも、景気回復期待を高め、人民元を支えると考えます。もっとも、米中関係の悪化や、世界経済の減速に伴う外需の落ち込みなどへの懸念がくすぶる点に注意が必要です。

今後1カ月の見通し

(対ドル)

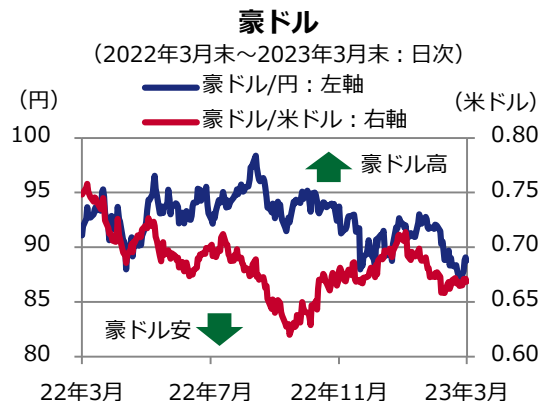


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

豪ドル

■ 前月の相場動向

- 3月の豪ドルは、対米ドルで下落しました。
- 上旬は、RBAが3月の理事会にて一段の利上げに慎重姿勢を示したことを受け、豪州長期金利が低下し、豪ドルは下落しました。中旬は、米欧の金融システム不安が強まり米ドルが一段と下落したため、豪ドルは上昇し、上旬の下げ幅を縮めました。下旬は、米欧の金融システム不安が後退し、世界的にリスク選好が改善するなか、豪ドルは方向感に乏しく推移しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ 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

中国ではウィズコロナへの移行で経済回復が進んでいます。低迷していた不動産投資にも底打ち期待が高まっています。資源の大需要国である中国の景気回復は、資源国通貨である豪ドルの上昇要因となります。一方で、豪州国内では、高インフレと急速な利上げにより、家計が消費を控えるなど、景気の減速が始まっています。こうした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

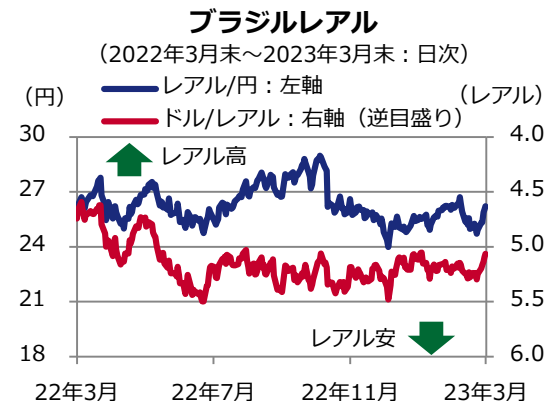
(対米ドル)



ブラジルレアル

■ 前月の相場動向

- 3月のブラジルレアル（以下、レアル）は、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、中国の製造業景況感の改善による資源価格の上昇から、レアルは上昇しました。中旬は、米欧の金融システム不安によるリスク回避姿勢から、下落しました。下旬は、金融システム不安の後退や、政府が公表した、歳出増に上限を設ける新しい財政枠組みが好感されたことから、レアルは上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ 資源価格の上昇
下落要因	・ ルラ政権の政策運営への懸念

内外のリスクに留意

中国の経済活動回復期待などによる資源価格の上昇が、レアルを押し上げるとみられます。一方で、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、レアルの重しとなる可能性があります。新たな財政枠組みは市場で一旦好感されたものの、実現には懐疑的な見方もあり、今後の動向が注目されます。

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

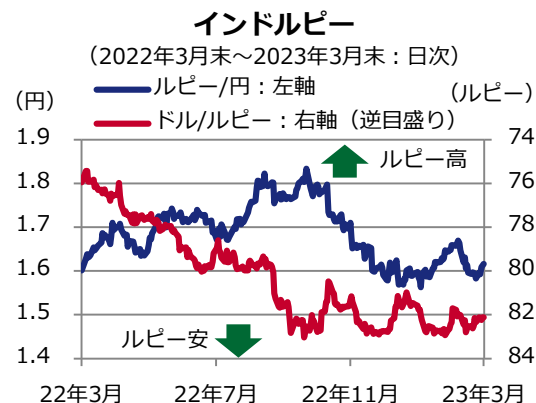
インドルピー

■ 前月の相場動向

- 3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、中国の経済回復期待や、米投資会社によるインド財閥への投資が好感されて、上昇しました。中旬は、米欧を中心とした金融システム不安によるリスク回避姿勢から、ルピーは下落しました。下旬は金融システム不安の後退や、会計年度最終週の輸出企業のドル売りによる資金流入期待から、ルピーは上昇しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	・インド中銀の利上げ継続観測
下落 要因	・貿易赤字の拡大



原油価格動向に留意

インド中銀の目標レンジを上回るインフレ率を受けた利上げ継続観測が、ルピーを押し上げるとみられます。一方で、中国の経済活動回復期待やOPEC（石油輸出国機構）プラスの追加減産に伴う原油価格の上昇は、貿易赤字の拡大要因となり、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 銀行株指数、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・ホールディングズ 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。
- ナスダック総合指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利は Nasdaq Stock Market, Inc. に帰属します。
- ブラジル ボベスパ指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利は サンパウロ証券取引所（BM&FBovespa）に帰属します。
- ウエストパック消費者信頼感指数はウエストパック・メルボルン研究所が発表する指数です。
- 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。

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。