
マーケット・インサイト

2023年9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

米国債券市場

欧州経済

中国の地方政府債務懸念

原油価格動向

性的少数者への差別解消と経済

▶ 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

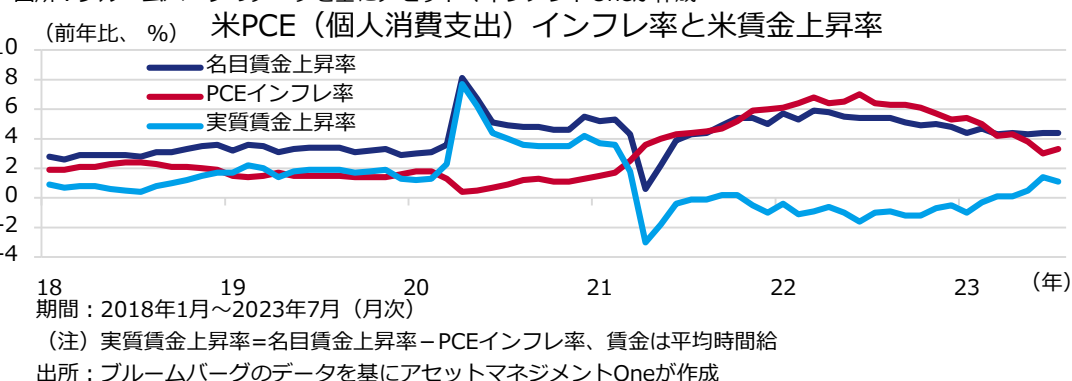
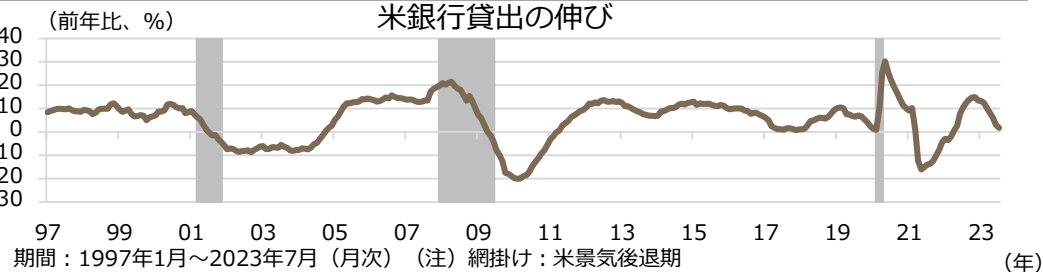
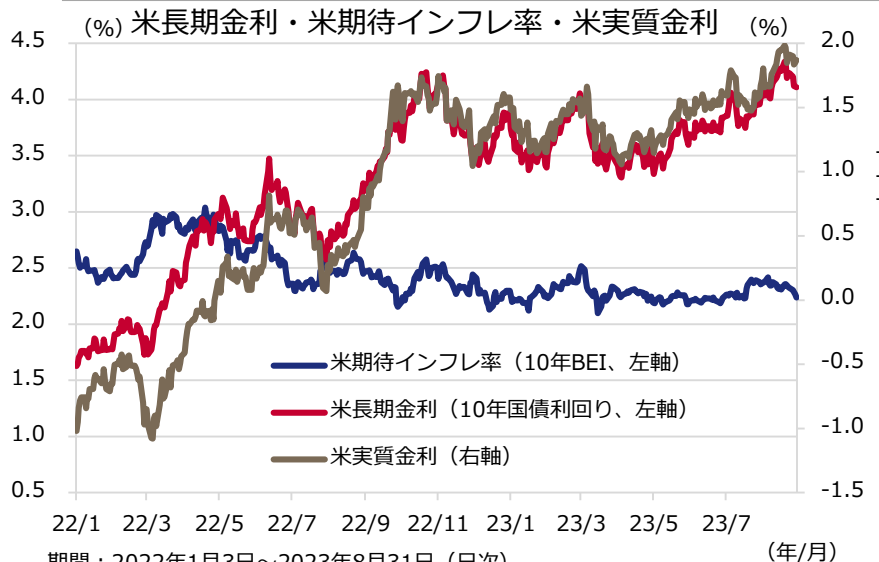
REIT

債券

外国為替

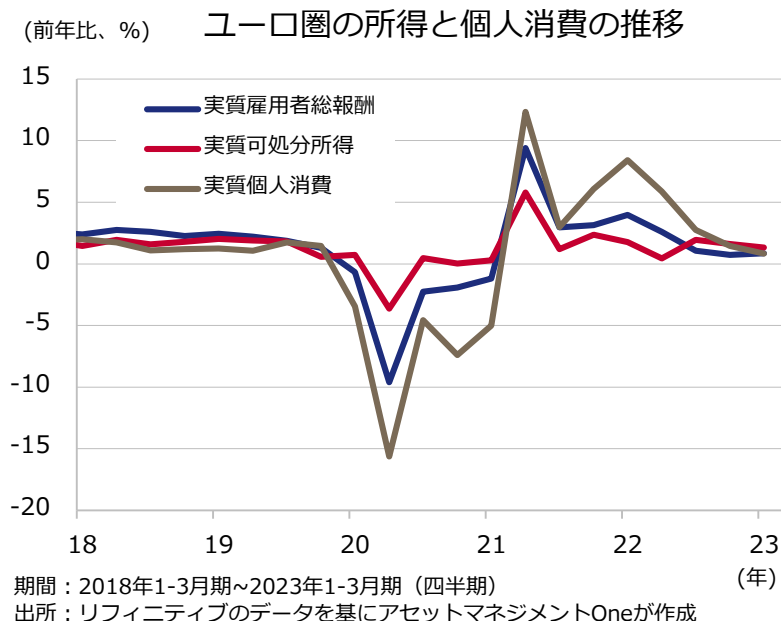
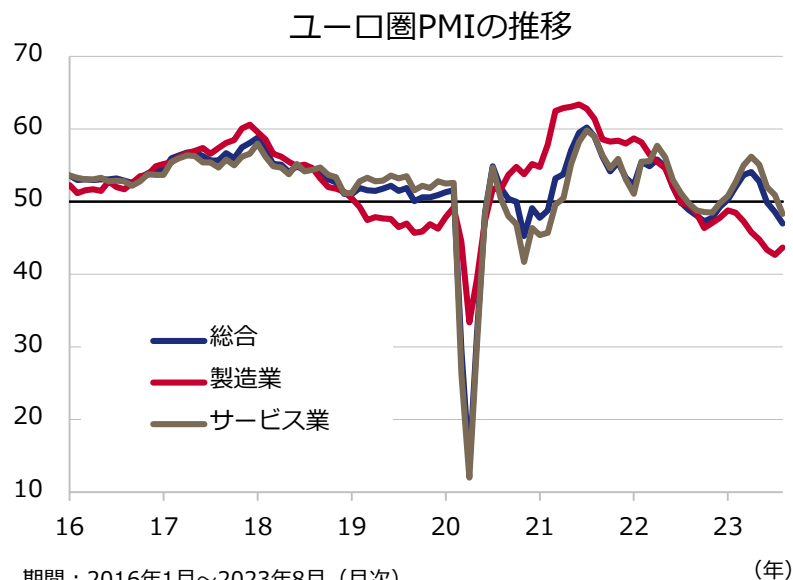
▶ Chapter 1
トピックス

米長期金利は上昇基調が一服



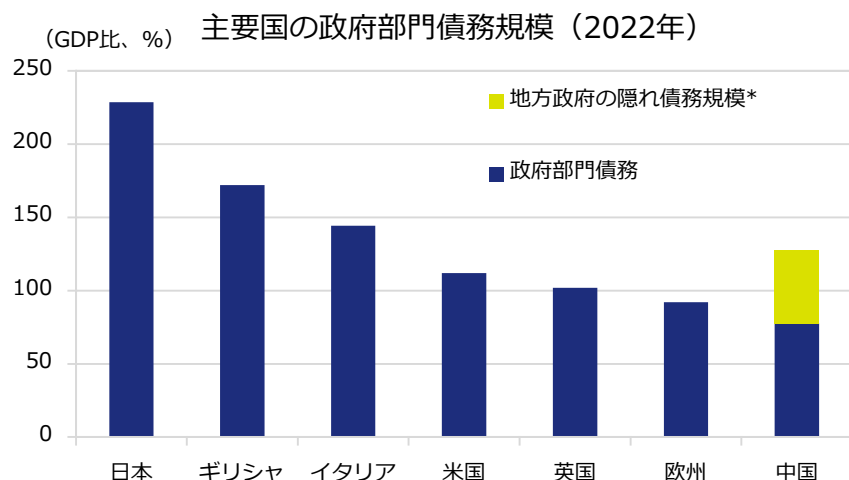
- 米長期金利（10年国債利回り）は、8月に入り上昇基調を強め下旬に一時4.3%超となりました。背景には、①米国債の発行増への懸念や、②FRB（米連邦準備理事会）の金融引き締め長期化観測、③NY連銀が米自然利子率（景気に中立的な金利）は短期的に上昇したとする論考を公表したことなどがあります。その後、ジャクソンホール会議でパウエル議長から自然利子率に関し踏み込んだ発言はなく、自然利子率を巡る過度な懸念が後退する中、米労働市場軟化を示唆する指標などから上昇幅は縮小しました。
- パウエル議長は同会議で現在の金融政策姿勢は引き締めのと評し、貸出や生産の伸び鈍化などを指摘しました。政策効果の時間差を巡る不確実性などを考慮すれば、一段の下押し圧力がかかる可能性も指摘しました。一方、経済が想定したほど冷え込んでいないかもしれないという兆候に注意を払っているとも述べ、経済成長が上振れたり労働需給が緩和しない場合、更なる引き締めを行う可能性を示唆しました。実質賃金の上昇は、家計の実質購買力の拡大につながっているとみられ、動向が注視されます。かかる中、米長期金利は、労働市場の需給緩和の進展度合いなどデータを見極めながらの展開と考えます。

景気後退懸念が強まりつつあるが、実質可処分所得の改善が消費を下支えする見込み

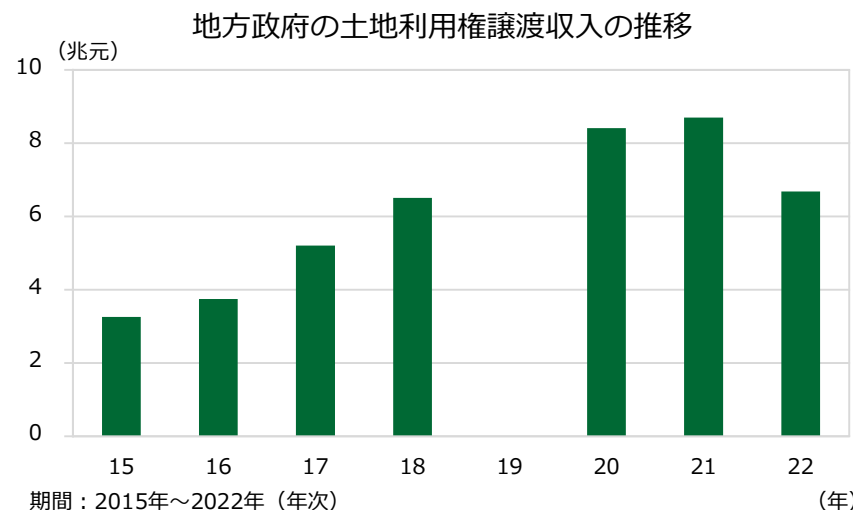


- 8月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）速報値は、47.0と前月の48.6から低下しました。製造業に続き、これまで拡大を維持してきたサービス業も好不況の分かれ目となる50を下回りました。データ公表元は、7-9月期の実質GDP成長率が前期比▲0.2%となる可能性を指摘しています。サービス業が低下した要因には、南欧諸国における異例の猛暑により、旅行需要が期待されたほど上向かなかった可能性があります。また、これまでの利上げ効果の波及や中国景気低迷の影響などもある中、景気後退懸念が強まりつつあるとみられます。
- ただし、労働需給がひっ迫する中、雇用は堅調に推移しています。また、今後、インフレの鈍化による実質可処分所得の改善が個人消費を下支えすることが期待されます。これまでの利上げが融資条件の厳格化などを通じて実体経済に波及しつつありますが、先行きのユーロ圏経済は深い景気後退に至らず、景気停滞にとどまると見込みます。

不動産不況が長期化する中、地方政府の隠れ債務への懸念が強まる



*地方政府の隠れ債務規模は、IMF（国際通貨基金）『Global Financial Stability Report, 2023 April』よりIMFの推定値
注：主要国の政府部門債務規模はBIS（国際決済銀行）の数値を利用
出所：リフィニティブ、IMFのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



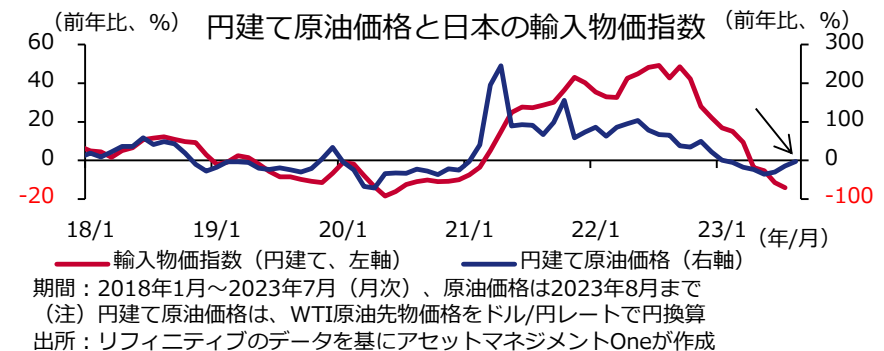
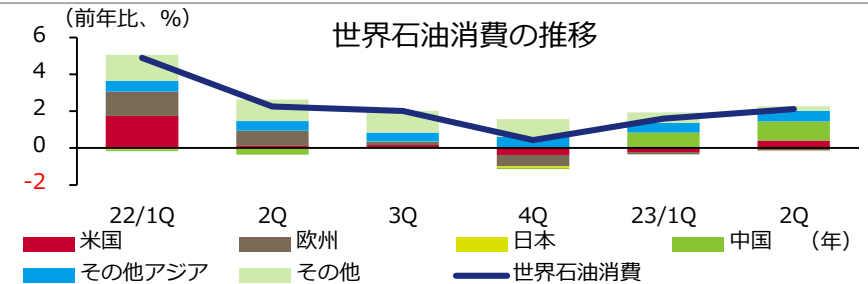
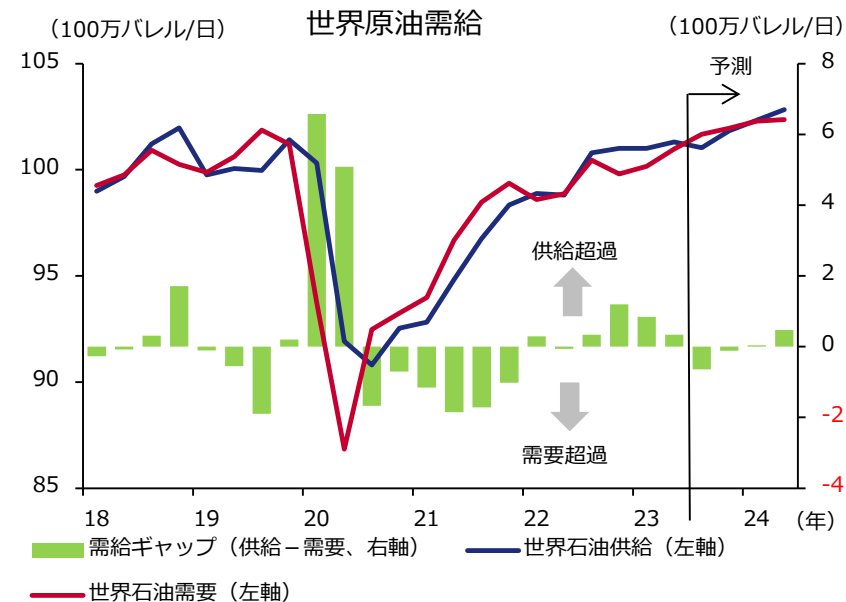
期間：2015年～2022年（年次）

注：2019年の数値は非公開

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

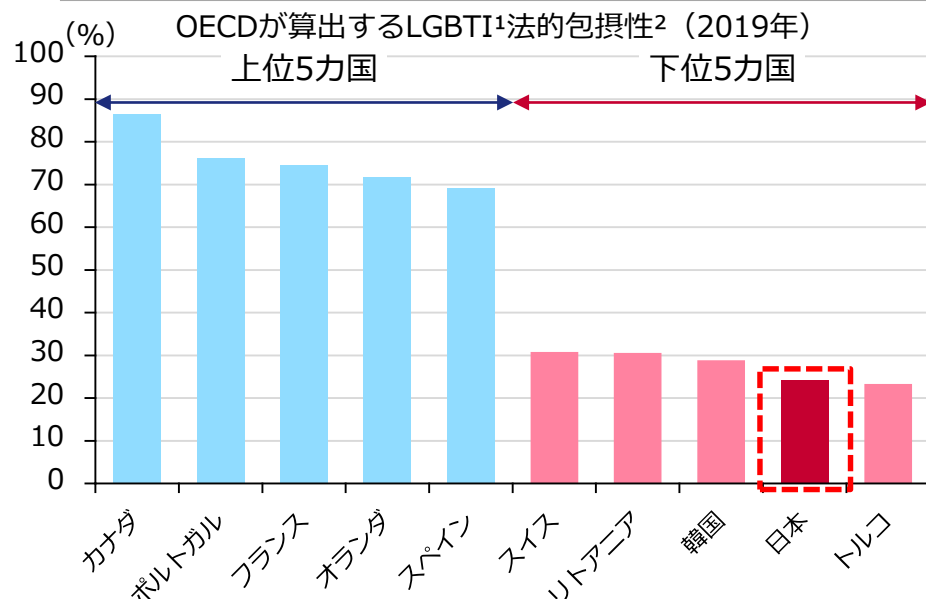
- 中国の地方政府は、LGFV（地方政府融資平台）という傘下の組織を通じて資金調達を行い、インフラ投資や都市開発を行ってきました。LGFVの債務は地方政府のバランスシートから外れるため、政府債務として計上されず、一般に隠れ債務と呼ばれます。
- BIS（国際決済銀行）によれば、中国の一般政府の債務規模はGDP比で約78%と、主要先進国に比べれば小規模です。しかし、IMF（国際通貨基金）の推定によれば中国地方政府の隠れ債務規模は同比約50%とされ、隠れ債務を含めれば中国政府部門の債務規模は同比120%を超えているとみられます。
- 不動産不況が長引く中、地方政府歳入の大きな割合を占める土地利用権譲渡収入が減少しており、地方政府のLGFVへの支援余力は低下しているとみられます。こうした状況下、LGFVの債務不履行（デフォルト）への懸念が強まっています。
- 当局は、地方政府債務リスクの解消を支援すると表明しており、金融リスクの顕在化と信用収縮を回避する方針とみられます。もっとも、すべてのLGFVが救済対象となるかは不透明です。市場で取引されるLGFV債がデフォルトした例はないため、仮にデフォルトとなった場合には市場心理を大きく押し下げる可能性があります。

需給ひっ迫から原油価格は上ぶれしやすい状況に



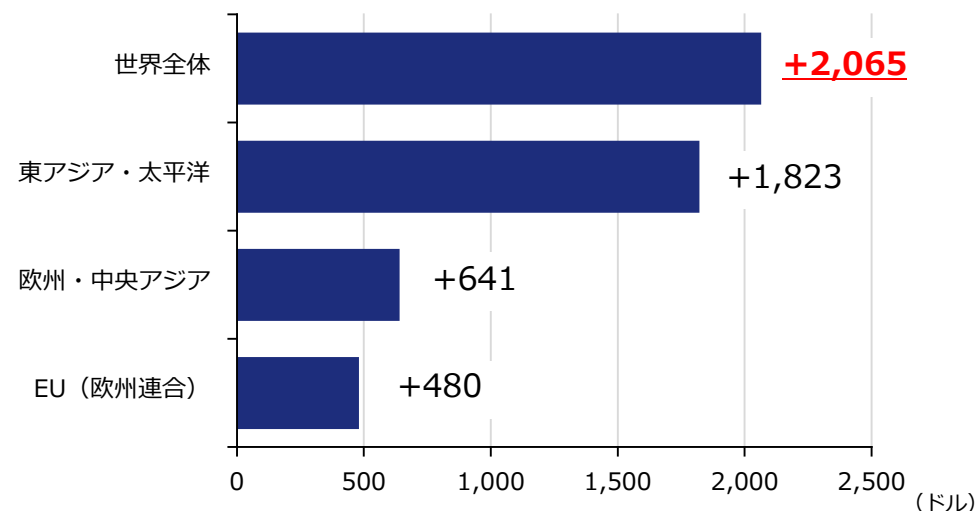
- WTI原油先物価格は8月上旬、1バレル＝84ドル台と約9カ月ぶりの高値に上昇しました。6月下旬の直近安値比で約20%超の大幅上昇となりました。その後、いったん弱含みましたが、8月末には1バレル＝84ドル近辺に再び達しています。背景には、世界原油需給が7-9月期からひっ迫するとの見方があります。昨年秋以降、サウジアラビアやロシアなどOPEC（石油輸出国機構）プラスが減産を続ける中、需要の回復ペースが今年に入り加速していることが要因です。
- 需要面では、中国とその他アジア（インドなど）の回復が目立ちます。中国は景気悪化懸念がくすぶっているものの、ゼロコロナ政策の解除に伴う経済活動再開の影響が優勢となっているようです。また、米国でも4-6月期に需要が前年比で増加に転じたこともあって、原油需給はひっ迫しやすい状況が続くとみられます。
- 日本でも今後、円安と相まって輸入物価の下落が一服し、時間差をもって国内インフレに影響を及ぼす可能性に留意が必要です。

性的少数者に対する差別解消と経済には相関関係が存在



¹1はインターセックス（典型的な男性と女性の身体の定義と一致しない性の特徴を持って生まれた人々）を指す。
²調査対象はハンガリーを除く全てのOECD加盟国35カ国（当時）
 出所：OECD「Over the Rainbow? The Road to LGBTI Inclusion」（2020）を基にアセットマネジメントOneが作成

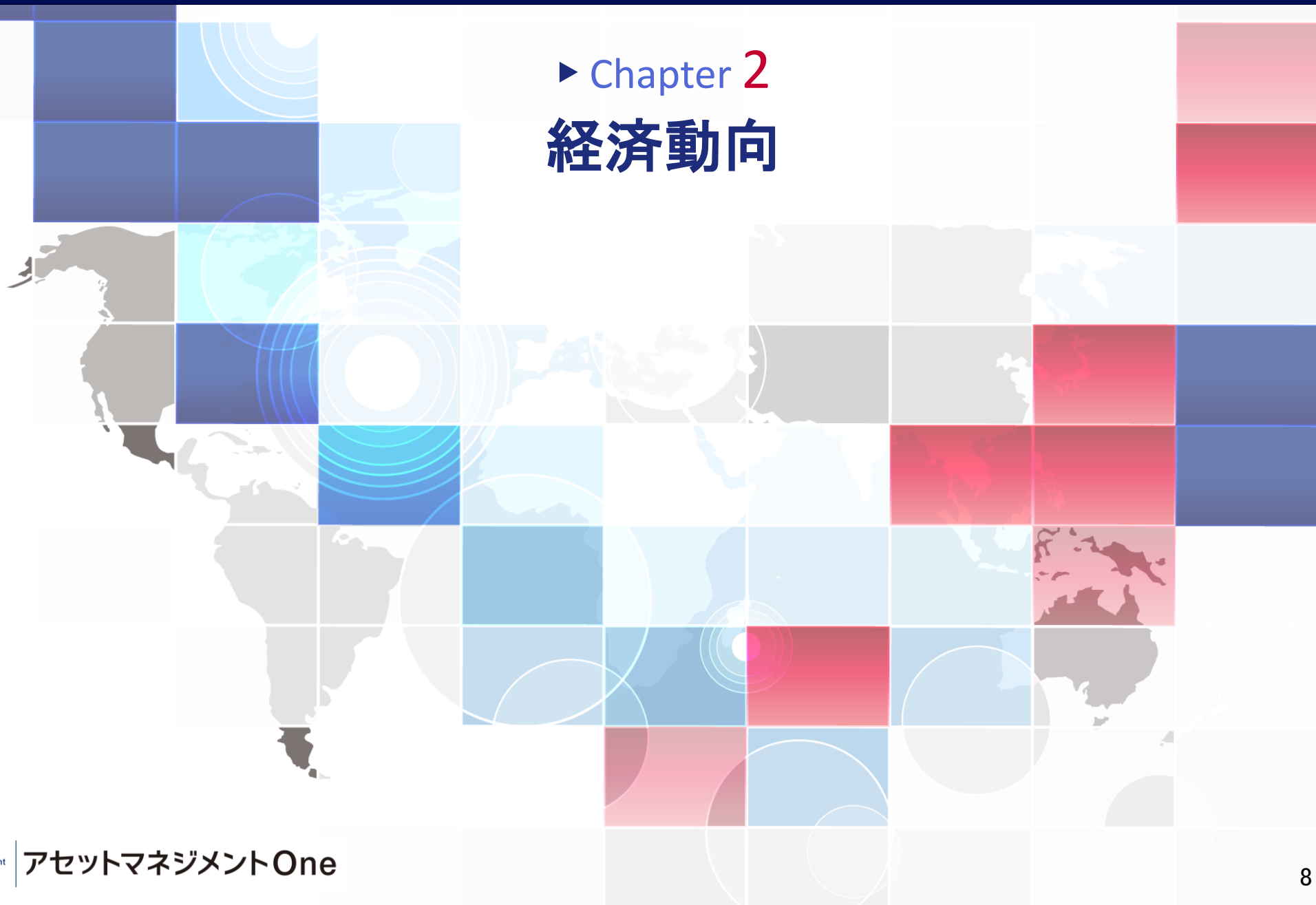
性的少数者¹の法的権利の改善²と1人当たりGDPの相関関係

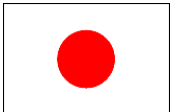
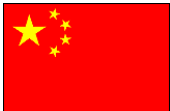


¹本研究ではLGBが対象
²Global Index on Legal Recognition of Homosexual Orientation (GILRHO) が1ポイント上昇した時
 出所：Lee Badgett「The relationship between LGBT inclusion and economic development: Macro-level evidence」（2019）を基にアセットマネジメントOneが作成

- 日本において、性的少数者に対する差別解消を目的とした「LGBT理解増進法」が6月に施行されました。OECD（経済協力開発機構）が算出する、性的少数者に関する法制度の整備度合いを測るLGBTI法的包摂性では、2019年時点で日本はOECD加盟国の中でワースト2位に位置し、改善が期待されます。
- 性的少数者に対する差別解消は、経済に対してもプラスに働く可能性があります。2019年に発表された研究によると、性的少数者の法的権利の改善が、世界の1人当たりGDPと正の相関関係があることが示唆されました。
- 性的少数者に対する差別の解消が進展し、全ての人を包摂する社会へと変化していくことに経済的な合理性がある可能性が期待される中で、一段の理解浸透が望まれます。

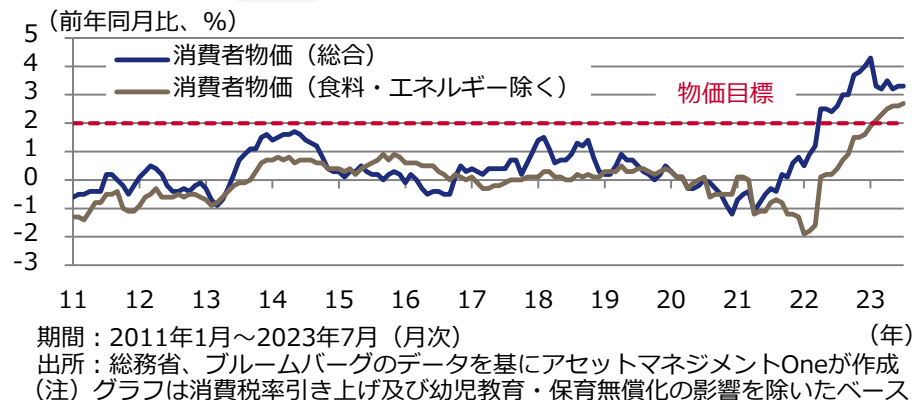
▶ Chapter 2 経済動向



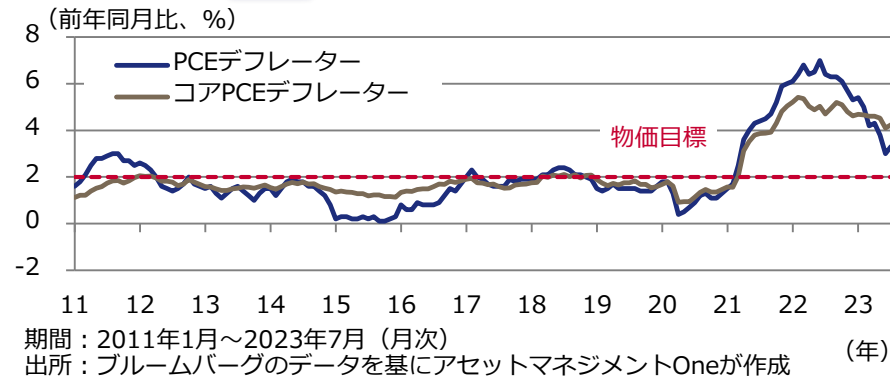
国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 緩やかに減速	利上げ打ち止めへ	米銀行システム不安を巡る信用収縮は限定的で、米景気を大きく停滞させる事態は回避されています。もっとも、FRBによるこれまでの利上げの効果が顕在化することで、米経済は今後緩やかに減速していくとみられます。FRBは今後の会合で政策金利を据え置く見込みですが、金融政策に影響を及ぼす物価・雇用関連指標は引き続き注視されます。	▶ インフレの長期化
 日本	 懸念材料はあるも底堅い推移継続	金融政策を柔軟化し、緩和姿勢継続	国内経済の活動正常化が続き、景気は設備投資や消費を中心に底堅く推移する見通しです。日銀は、7月に長期金利変動の上振れをある程度認める政策柔軟化を決定しました。緩和政策の副作用に配慮しつつ、視野に入り始めた物価安定目標達成へ向け、政策正常化のタイミングを見極めていく方針とみられます。	▶ 海外景気の減速 ▶ 物価高による経済への影響
 ユーロ圏	 景気は軟調	利上げの最終局面へ	堅調な雇用やインフレの鈍化が消費を支えるものの、利上げ効果の波及やサービス業の失速などを踏まえると、23年後半の景気が低迷する可能性に留意が必要です。9月会合での利上げについては、ECB（欧州中央銀行）高官の間でも意見が分かれているようですが、コアHICPは高水準を維持しているため、利上げを実施するとみられます。	▶ インフレの長期化 ▶ サービス業の失速
 中国	 景気は減速	利下げ実施	足元の中国経済は、リオープンによるサービス業の回復が一巡し、不動産投資の不安定化から減速しています。こうした中、地方政府が土地取引に歳入の多くを依存しているため、地方政府と傘下の融資プラットフォームのデフォルト懸念も強まっています。当局の不動産支援策と、地方政府への金融支援の動向に注目が集まります。	▶ 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

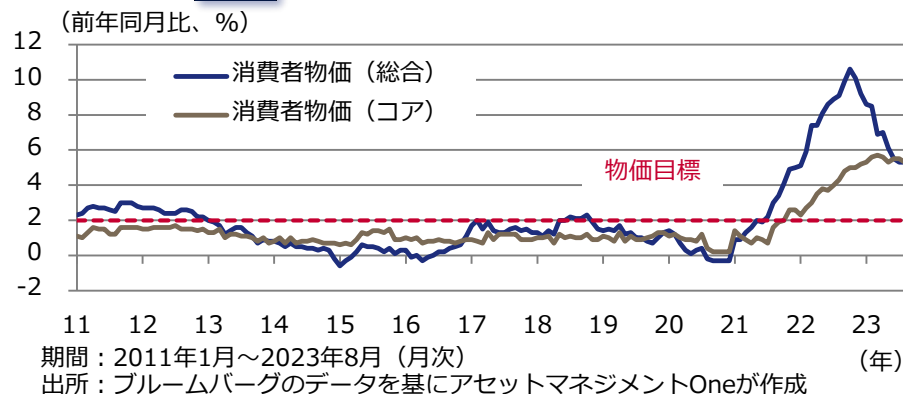
 日本のインフレ率の推移



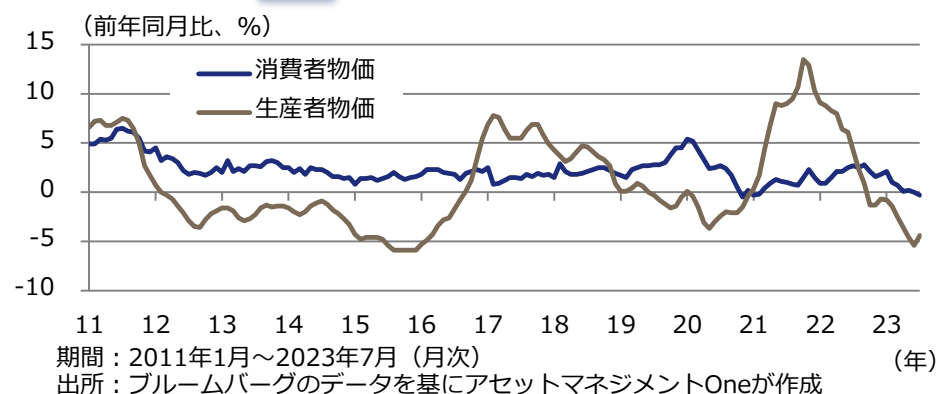
 米国のインフレ率の推移



 ユーロ圏のインフレ率の推移



 中国のインフレ率の推移



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	▲ 2.8	6.3	3.5	3.0 (↑ 0.2)	3.0 (→ 0.0)
先進国計	2.5	2.3	1.7	▲ 4.2	5.4	2.7	1.5 (↑ 0.2)	1.4 (→ 0.0)
米国	2.2	2.9	2.3	▲ 2.8	5.9	2.1	1.8 (↑ 0.2)	1.0 (↓ 0.1)
日本	1.7	0.6	▲ 0.4	▲ 4.3	2.2	1.0	1.4 (↑ 0.1)	1.0 (→ 0.0)
ユーロ圏	2.6	1.8	1.6	▲ 6.1	5.3	3.5	0.9 (↑ 0.1)	1.5 (↑ 0.1)
オーストラリア	2.4	2.8	1.9	▲ 1.8	5.2	3.7	1.6 (→ 0.0)	1.5 (↓ 0.2)
新興国計	4.7	4.7	3.6	▲ 1.8	6.8	4.0	4.0 (↑ 0.1)	4.1 (↓ 0.1)
中国	6.9	6.8	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2 (→ 0.0)	4.5 (→ 0.0)
インド	6.8	6.5	3.9	▲ 5.8	9.1	7.2	6.1 (↑ 0.2)	6.3 (→ 0.0)
ブラジル	1.3	1.8	1.2	▲ 3.3	5.0	2.9	2.1 (↑ 1.2)	1.2 (↓ 0.3)
ロシア	1.8	2.8	2.2	▲ 2.7	5.6	▲ 2.1	1.5 (↑ 0.8)	1.3 (→ 0.0)
ASEAN5※	5.5	5.4	4.9	▲ 3.4	4.0	5.5	4.6 (↑ 0.1)	4.5 (↓ 0.1)

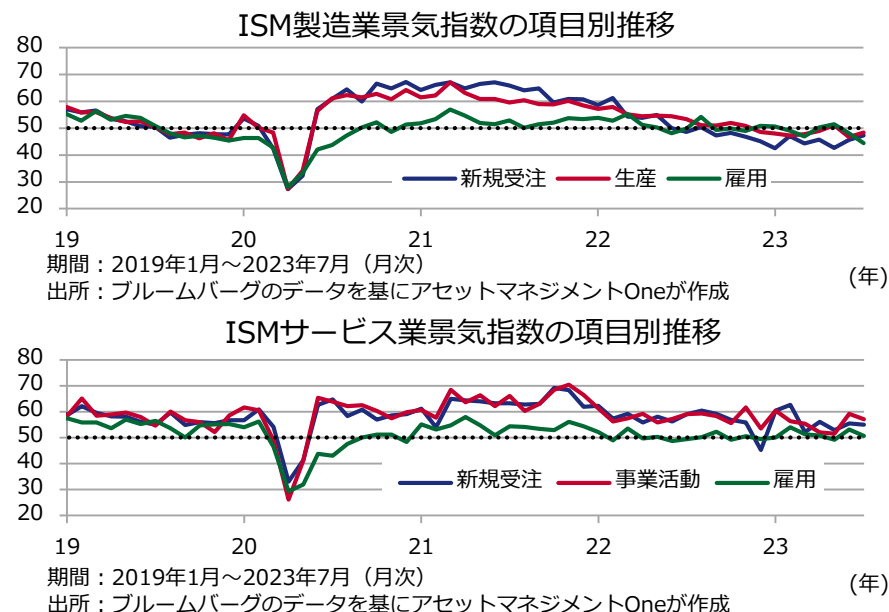
出所：IMF「World Economic Outlook Update, 2023.7」、「World Economic Outlook Database, 2023.4」、リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※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

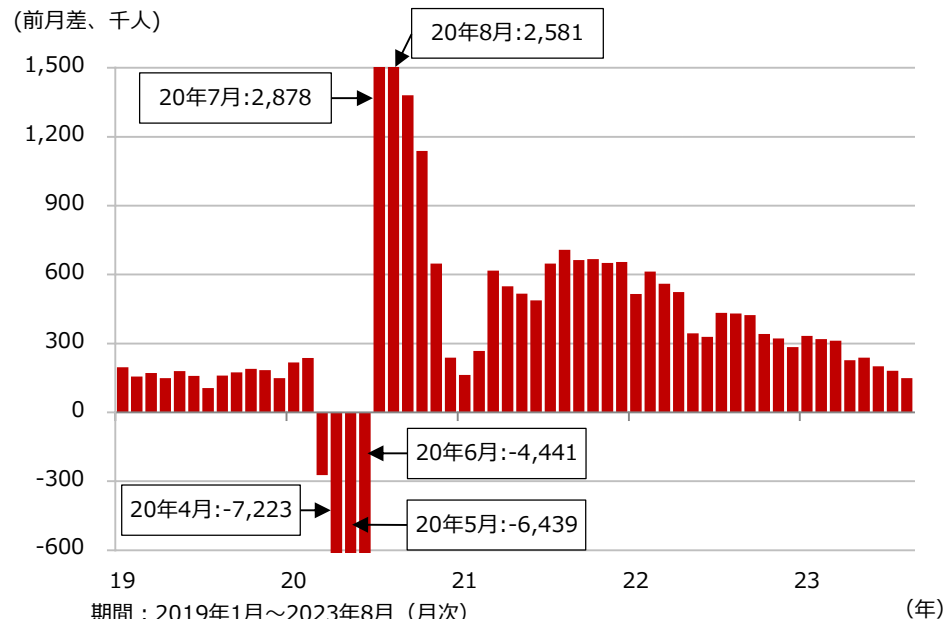
サービス業は悪化し、製造業も小幅な改善にとどまる



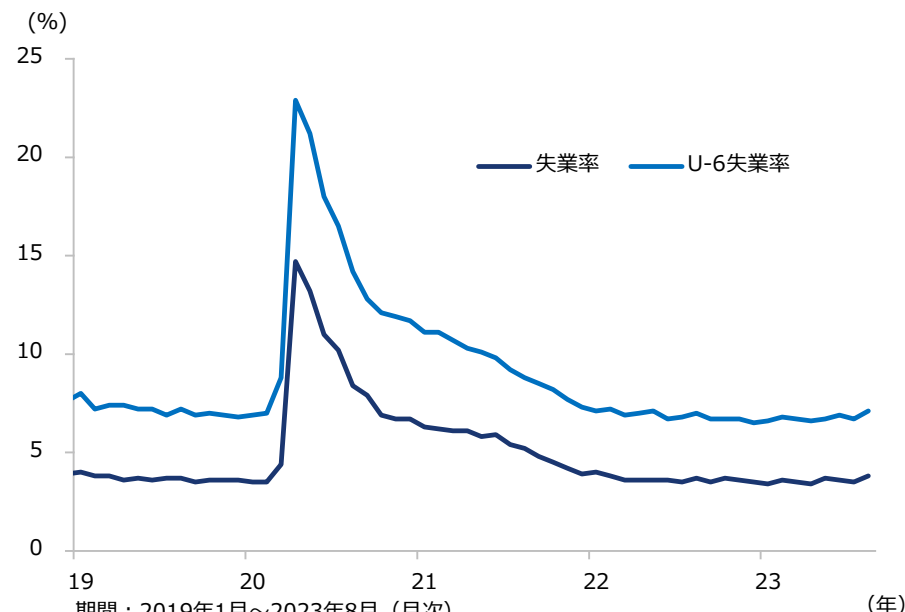
- 7月のISM景気指数は、製造業が46.4と6月（46.0）から若干ながら上昇、サービス業は52.7と6月（53.9）から低下しました。各指数の構成項目をみると、製造業では新規受注、生産が改善したものの、雇用が大きく低下し全体を押し下げました。サービス業では、事業活動と雇用が大きく低下しました。
- 7月のサーベイ回答者のコメントでは、製造業においては事業環境の堅調さに触れるコメントと、需要の悪化を指摘するコメントの両方が混在する結果となっています。一方、サービス業においては、安定した事業環境に言及するコメントが多く寄せられました。なお、製造業・サービス業のいずれにおいても、労働需給のひっ迫を指摘するコメントがみられました。
- 7月の景況感は、サービス業は悪化、製造業も小幅な改善にとどまりました。特に製造業は既に改善/悪化の分かれ目となる50を大きく割り込み、サービス業も50に迫りつつあります。今後、FRB（米連邦準備理事会）によるこれまでの利上げの効果が顕在化することが、景況感の改善を当面抑制する見込みです。

労働市場は緩やかに減速していくとみられる

非農業部門雇用者数増減の推移（3カ月移動平均）

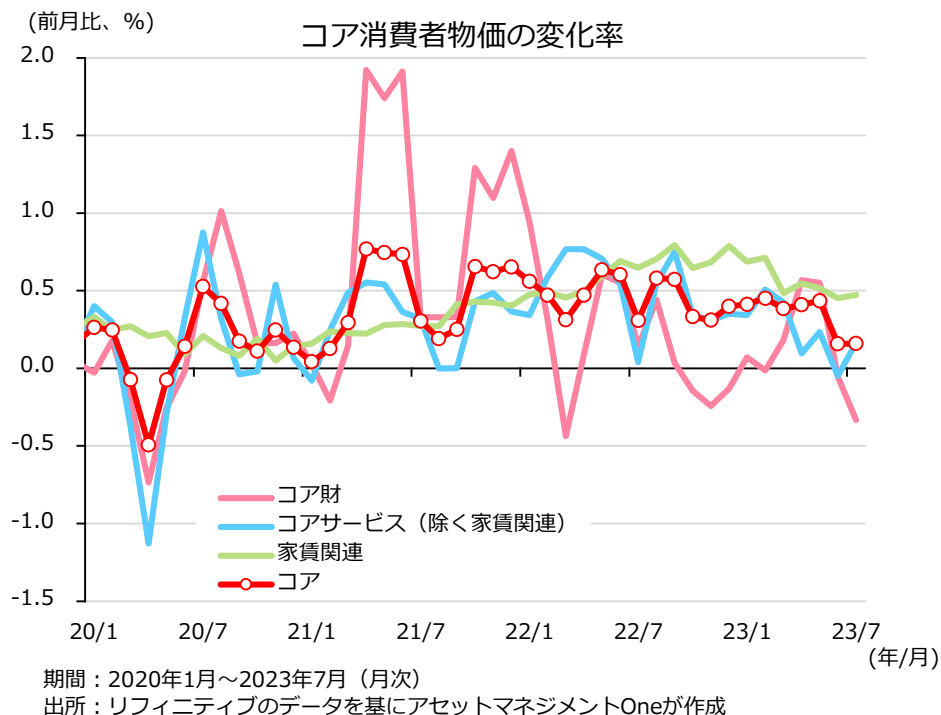
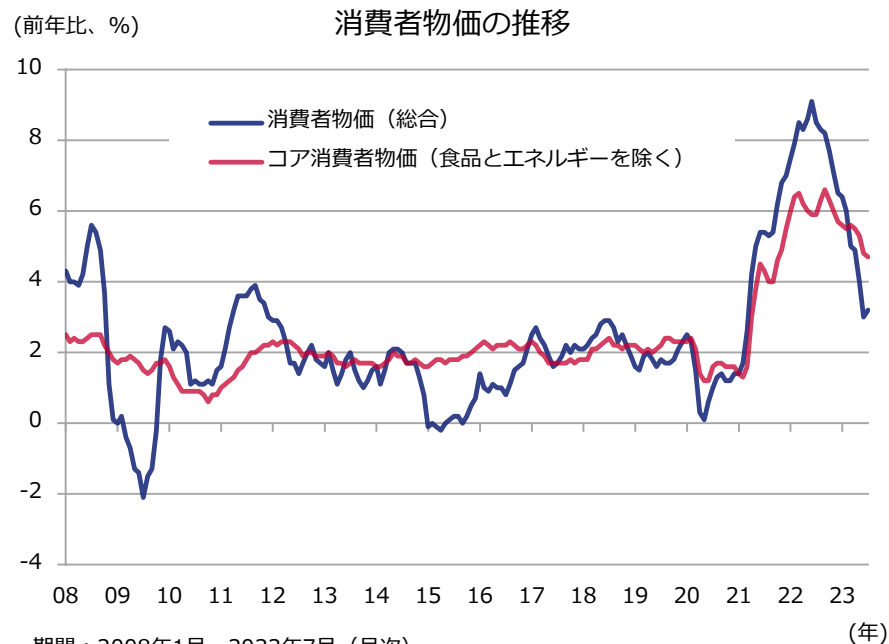


失業率



- 8月の非農業部門雇用者数は前月差+18.7万人と、7月（同+15.7万人）から増加幅が拡大しました。しかし、3カ月移動平均の増加数でみると、6月以降は伸びの鈍化が緩やかに続いています。
- 8月の失業率（U-3失業率）は3.8%と、7月（3.5%）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7.1%と、7月（6.7%）を上回りました。
- 非農業部門雇用者数の伸びは加速したものの、失業率は明確に悪化し、米労働市場は軟化しつつあるといえます。また、民間データが示す求人動向などを踏まえると、今後、労働市場は緩やかに減速していくとみられます。

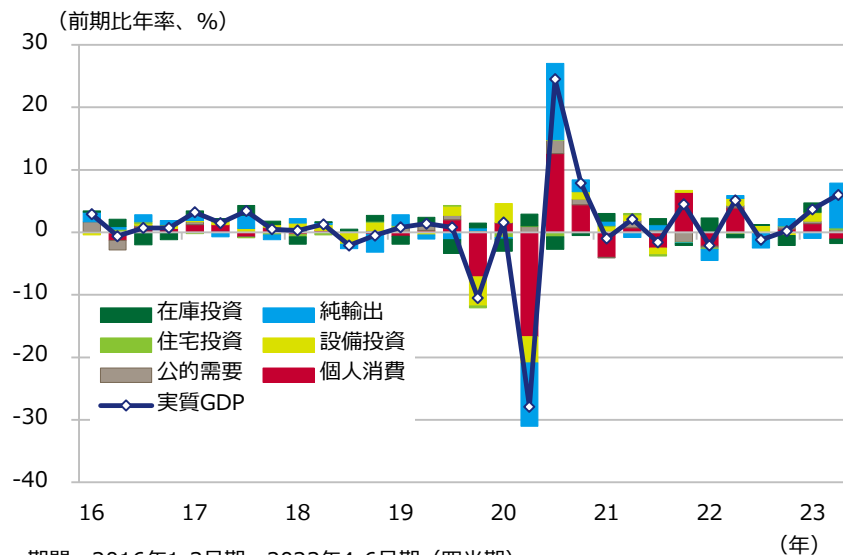
コアCPIは減速へ



- 7月のCPI（消費者物価指数）の上昇率は、前年比+3.2%と6月（同+3.0%）から、小幅な加速にとどまりました。一方、コアCPIは同+4.7%と6月（同+4.8%）から若干ではあるものの、低下しました。前月比ベースでみると、総合は+0.2%（6月：同+0.2%）、コアCPIも同+0.2%（6月：同+0.2%）と、いずれも前月と同等の伸びとなりました。
- コアCPIの前月比の伸びの内訳をみると、中古車・トラックの低下などによりコア財の伸びがマイナスとなりました。また、FRBが注視する家賃関連を除くコアサービスも、昨年と比較して伸びは抑制されています。加えて、家賃・帰属家賃も、緩やかではあるものの減速の途上にあるとみられます。FRBによる利上げの累積的な効果が顕在化しつつあるとみられ、物価の上昇鈍化が今後一段と鮮明になっていくと見込まれます。

日本の実質GDPの水準はコロナ禍前を回復し、今後も底堅く推移

実質GDP成長率と寄与度の推移



期間：2016年1-3月期～2023年4-6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7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

- 2023年4-6月期の実質GDPは、前期比年率+6.0%と3四半期連続でプラス成長となりました。外需（純輸出）が大幅に増加したことがGDPを押し上げました。実質GDPは、コロナ禍前の2019年を約1.5%上回る水準にまで回復しました。
- 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、足元回復が一服しています。物価上昇による実質購買力の低下や海外経済減速の輸出への影響が景気下押し要因として意識されているもようです。
- 家計の購買力については、物価上昇率が高止まる中、賃金の動向が鍵を握っています。その点、春闘の賃上げ率が30年ぶりの高い伸びとなったことなどが消費を下支えするとみられます。海外経済の影響は、ゼロコロナ政策解除後の中国向けの財輸出に期待していたほどの回復は見られない一方で、欧米向け輸出は堅調に推移しています。また、中国は日本向けの団体旅行の解禁を発表しました。中国は、2019年の訪日外国人の約3割を占めており、今後の小売やサービスへの需要増が期待されます。

雇用所得環境が暮らし向き悪化を緩和

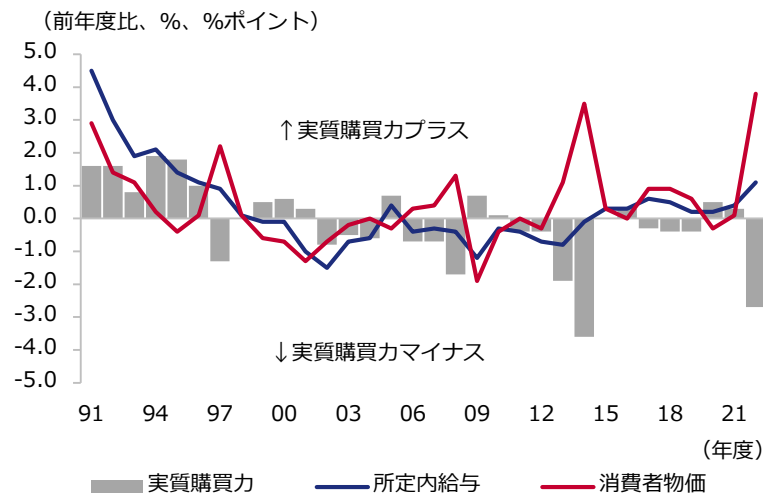
物価見通しと消費者マインド



期間：2005年1月～2023年7月(月次)

出所：内閣府のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

実質購買力



期間：1991年度～2022年度(年次)

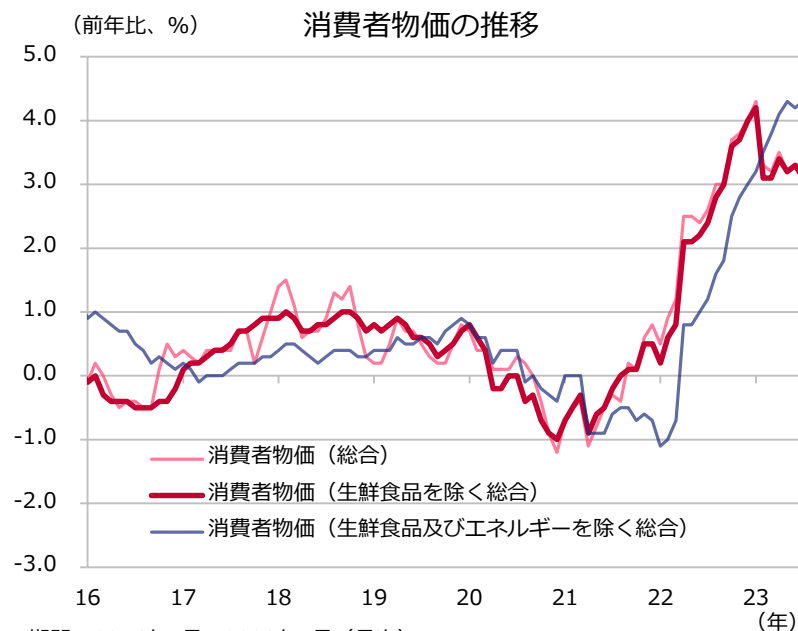
注：消費者物価は持家の帰属家賃を除く総合。

実質購買力＝所定内給与の前年度比－消費者物価の前年度比

出所：総務省、厚生労働省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 内閣府の消費者の意識調査によれば、「暮らし向き」は物価上昇見通しが高まると悪化する傾向がみられてきました。ところが最近では、物価が上昇するとの回答割合が90%超に達しているにもかかわらず、「暮らし向き」は昨年の11月をボトムに改善しています。コロナ禍からの活動正常化期待もあるとみられますが、「雇用環境」や「収入の増え方」に対する見通しが改善しています。今回の物価上昇局面では、収入などの増加期待が、暮らし向きの悪化を食い止めている面もあると思われます。
- 「購買力」を実際の物価と給与との関係で確認してみます。2022年度の消費者物価(持家の帰属家賃を除く総合)は前年度比+3.8%の高い伸びとなった一方、所定内給与は前年度比+1.1%の増加にとどまり、実質購買力は縮小しました。今年の春闘では、賃上げ率は約+3.6%(連合の最終集計)と1993年以来の高水準となり、中でも所定内給与に反映されるベースアップは約+2.1%まで高まりました。消費者物価の先行指標である輸入物価のこれまでの下落により、年度後半に見込まれる消費者物価の伸び鈍化もあり、実質購買力の改善が見込まれます。

CPIの高い伸びが継続する中、日銀は政策正常化のタイミングを見極め



期間：2016年1月～2023年7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（2023年7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	+1.2～+1.5 <+1.3>	+2.4～+2.7 <+2.5>	+3.1～+3.3 <+3.2>
2024年度	+1.0～+1.3 <+1.2>	+1.8～+2.2 <+1.9>	+1.5～+2.0 <+1.7>
2025年度	+1.0～+1.2 <+1.0>	+1.6～+2.0 <+1.6>	+1.8～+2.2 <+1.8>

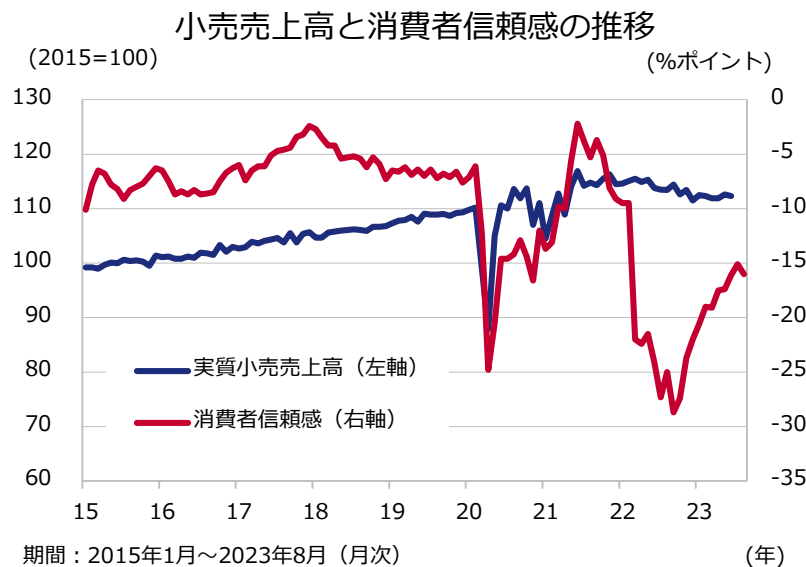
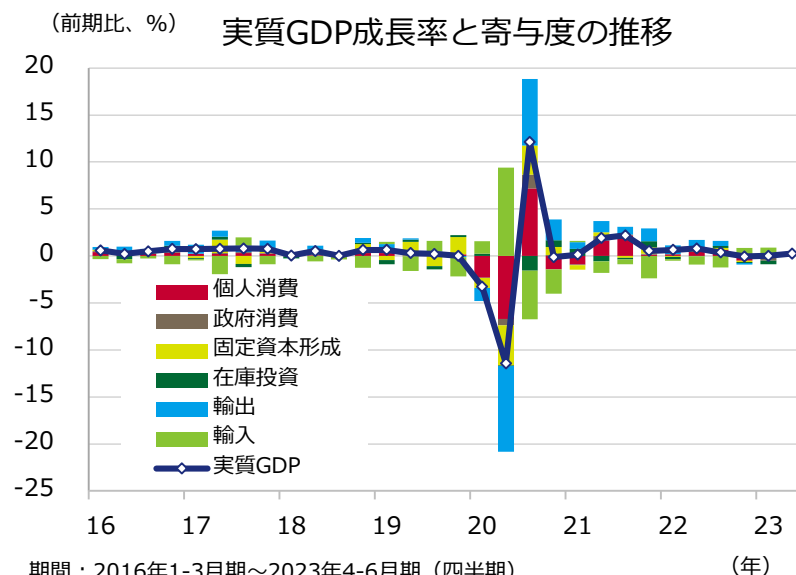
出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

※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。

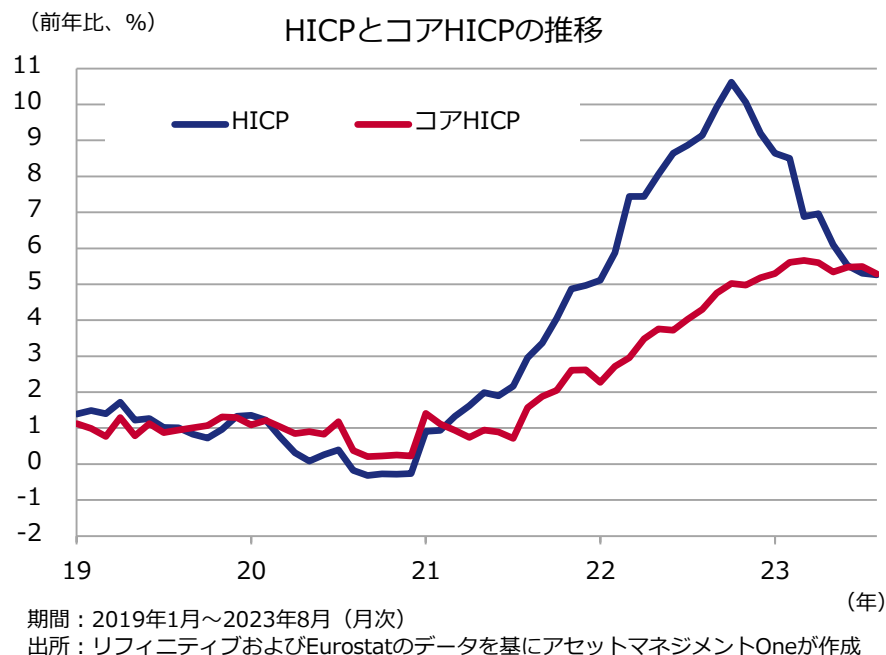
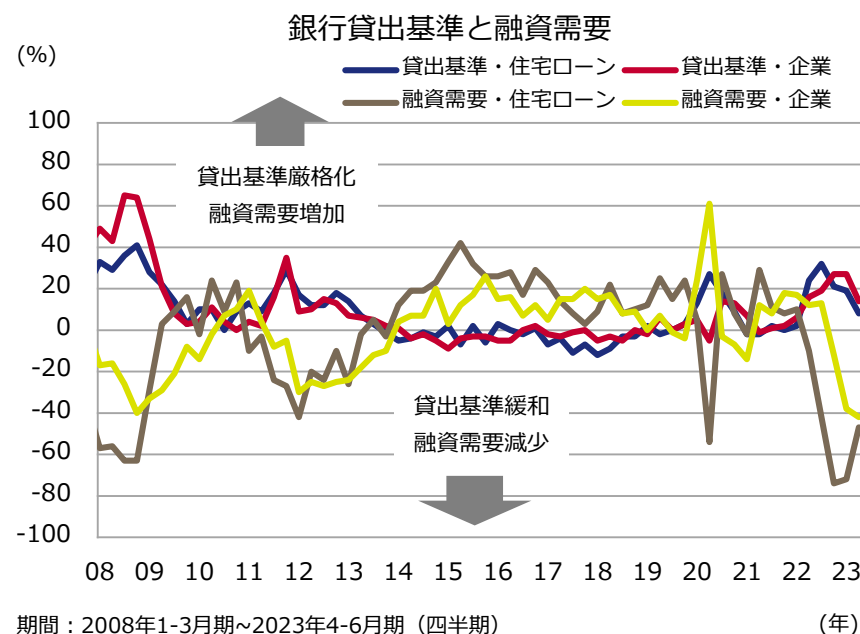
- 日銀は、7月27～28日の金融政策決定会合で、長短金利操作（YCC）の運用柔軟化を決定しました。長期金利の操作目標（10年物国債金利：ゼロ%程度）の上振れを1.0%まで認めた格好です。金利上昇を抑え込む運営を柔軟化することで、国債購入の膨張を回避し債券市場機能に配慮するほか、海外との金利差を背景とした円安圧力を緩和する狙いがあるとみられます。
- 7月のCPIは、生鮮食品を除く総合で前年比+3.1%と高い伸びが続いています。日銀は7月の経済・物価情勢の展望レポートで、2023年度のCPI見通しを前年比+2.5%へ上方修正しましたが、サービス価格の上昇などから見通しの再引き上げは不可避の情勢となりつつあります。
- 日銀は、視野に入り始めた2%の物価安定目標達成へ向け、政策正常化のタイミングについて見極めていくものとみられます。

4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%も、基調的な成長は弱い



- ユーロ圏の2023年4-6月期実質GDP成長率は前期比+0.3%とプラス成長となりました。ただし、同+3.3%と大幅成長となったアイルランドの影響を受けており、ユーロ圏の基調的な成長は弱いとみられます。
- 4-6月期の実質小売売上高は前期比で横ばいとなり、売上減少に歯止めがかかりました。また、消費者信頼感（%ポイント）はロシアのウクライナ侵攻とそれに伴う高インフレによって低下していましたが、昨年秋頃から持ち直しの勢いで推移しています。雇用が堅調であることやインフレ鈍化が消費者マインドの改善につながっているとみられます。
- 利上げ効果の浸透に加え、これまで景気回復のけん引役であったサービス業の勢いが失われていることが懸念されます。今後、インフレ鈍化や堅調な雇用が消費を下支えするとみられますが、23年後半の景気が低迷する可能性が高まっていることに留意が必要です。

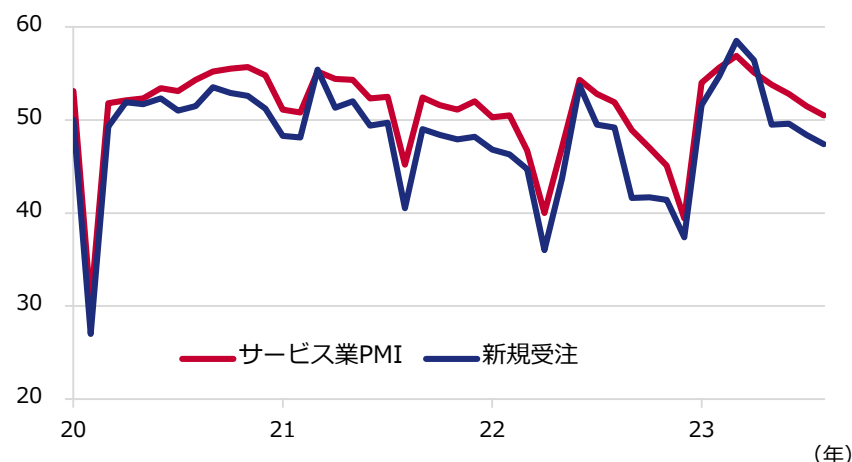
9月会合での利上げについては、ECB高官の間でも意見が分かれる



- 第2四半期の銀行貸出調査では、ユーロ圏の企業向け融資需要が03年の調査開始以来で最低に落ち込みました。貸出基準は、米銀破綻に伴いリスク回避の動きが強まった前期に比べると緩和方向に転じたものの、依然として厳格な水準となりました。ECBが政策判断基準の一つに挙げる金融政策の波及度合いについては、これまでの利上げが融資条件の厳格化などを通じて实体经济に波及しつつあると評価できます。
- 8月のHICP（消費者物価指数）の速報値は、前年比+5.3%と前月と同等の伸びとなりました。一方、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%と前月の+5.5%から鈍化しました。
- 9月会合での利上げについては、ECB高官の間でも意見が分かれており、経済見通しの悪化を理由に利上げを見送るとの見方もあるようです。ただし、ECBが最も懸念しているコアHICPは高水準を維持しているため、利上げを実施するとみられます。

サービス業の回復が一巡。消費者センチメントも低迷

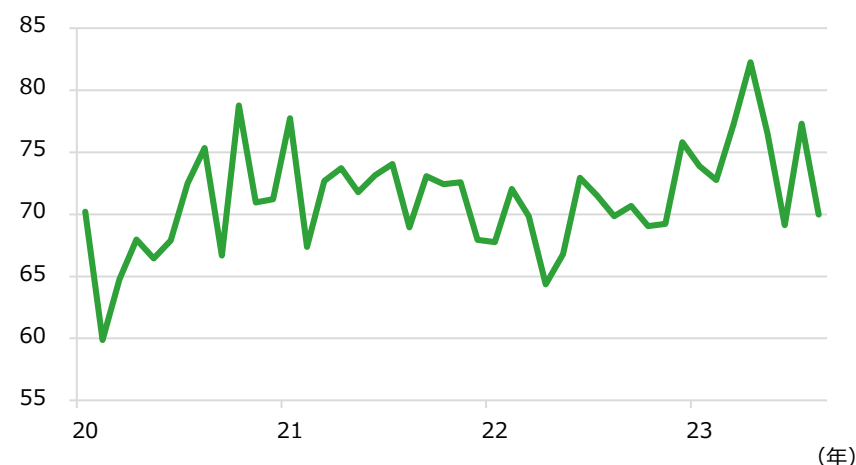
国家統計局版サービス業PMIと新規受注の推移



期間：2020年1月～2023年8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

リフィニティブ/IPSOS消費者センチメントの推移

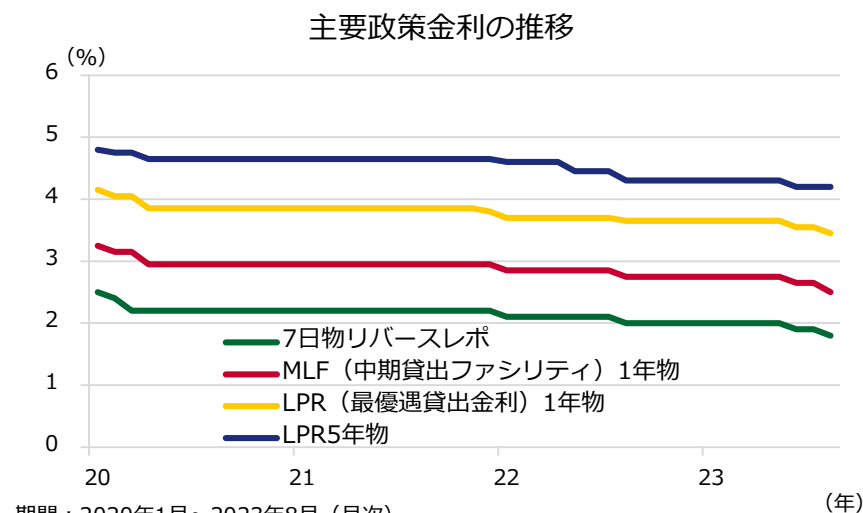
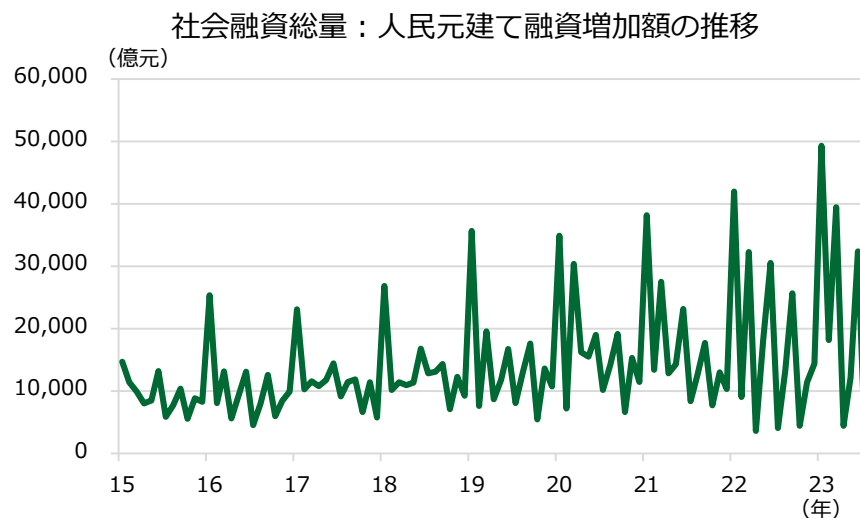


期間：2020年1月～2023年8月（月次）

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

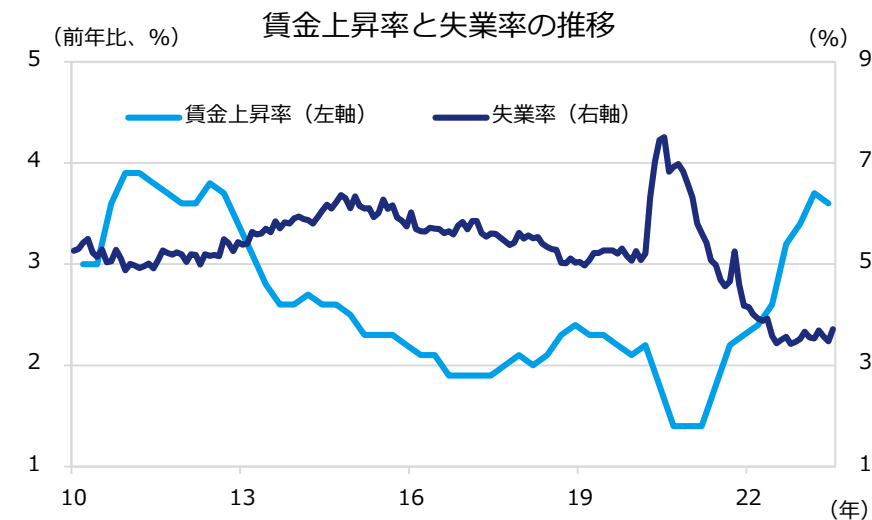
- 国家統計局が公表するサービス業PMIは、50以上の水準を維持しているものの、4月以降は鈍化が続いています。サービス業の新規受注は5月以降50を下回っており、年初来、中国景気を支えてきたサービス業の回復が一巡したとみられます。
- リフィニティブとIPSOSによる調査では、消費者のセンチメントが8月に昨年後半と同水準まで落ち込んだことが示されました。8月の悪化は、悪天候が続いたことも影響したとみられます。長引く不動産不況や民間企業活動の減速から、先行きの不透明感が強まっており、家計は消費を抑制していると考えられます。
- 当局は7月の中央政治局会議において、家電や自動車といった耐久消費財とサービス消費を対象とした消費刺激策の実施を表明しました。しかし、消費者のセンチメントは改善しておらず、消費の安定化に向けては、消費刺激規模の拡大といった一段の政策対応が必要とみられます。

7月の人民元建て融資増加額は急減少。中国人民銀行は利下げを実施



- 7月の人民元建て融資増加額は364億元と前月（約3.2兆元）から大きく減少しました。2006年10月以来の低水準であり、7月には資金需要が急速に落ち込んだもようです。
- PBOC（中国人民銀行）は8月に7日物リバースレポ金利を0.1%、MLF（中期貸出ファシリティ）1年物金利を0.15%、LPR（最優遇貸出金利）1年物を0.1%引き下げました。なお、住宅ローンの参照金利となっているLPR5年物については据え置きました。PBOCは、銀行の中期的な資金調達コストであるMLF1年物を他の金利よりも大きく引き下げており、銀行の利ザヤの縮小に配慮した可能性があります。
- もっとも、資金需要がない中で小幅な利下げによる効果は限定的とみられます。預金準備率や預金金利の低下誘導を含む一段の金融緩和措置が見込まれますが、追加の金融緩和が人民元安につながる可能性には留意すべきと考えます。

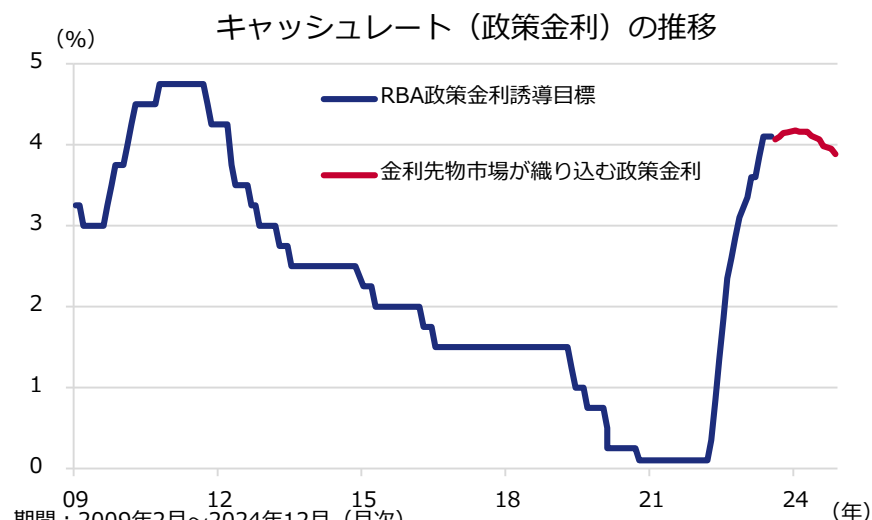
賃金上昇率は鈍く、RBAが当面金利を据え置くとの見方が強まる



期間：2010年1月～2023年7月（月次）

ただし、賃金上昇率は2010年1-3月期～2023年4-6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



期間：2009年2月～2024年12月（月次）

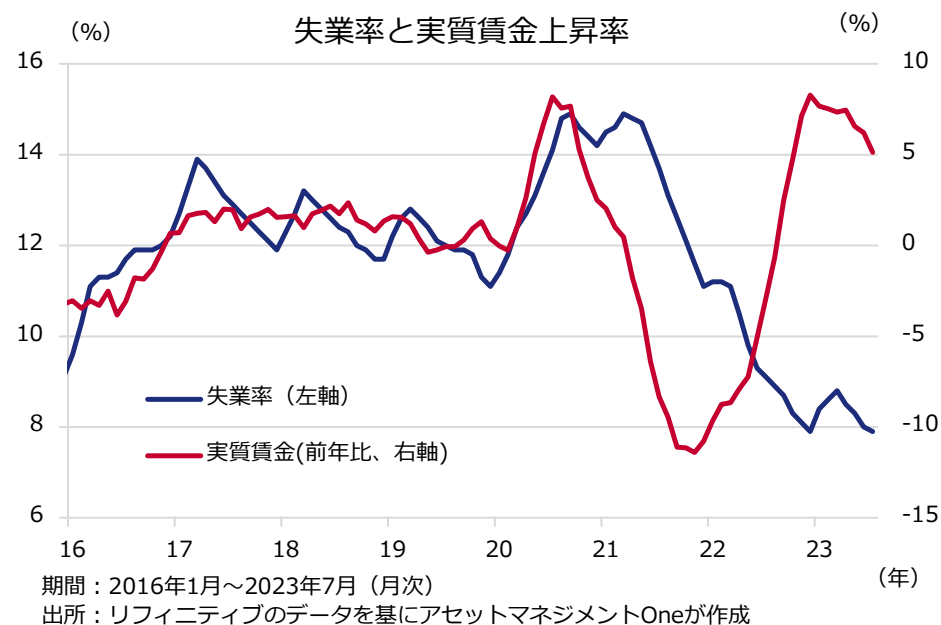
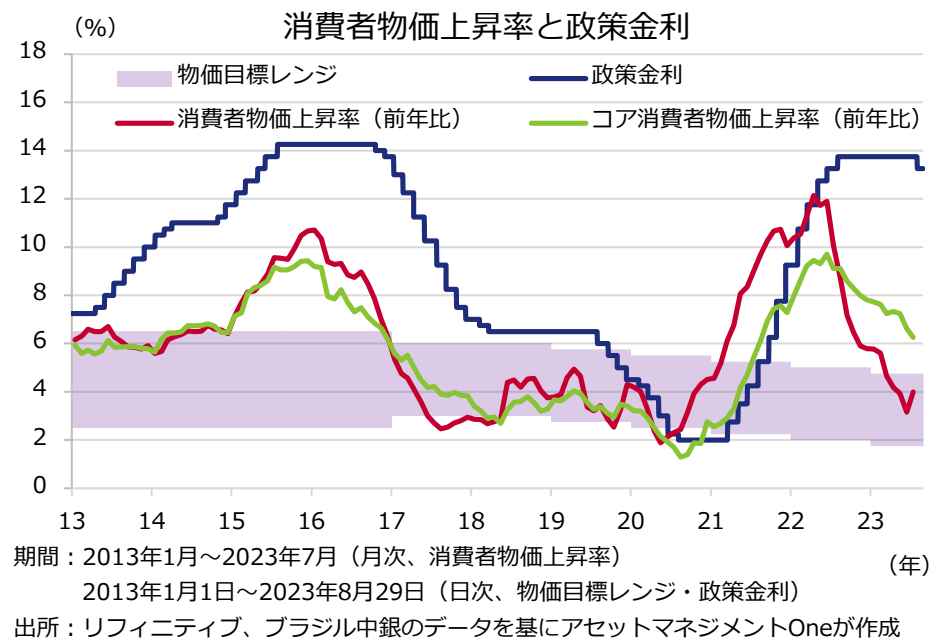
ただし、RBA政策金利誘導目標は2023年8月まで

金利先物市場が織り込む政策金利は2023年9月～2024年12月、2023年8月31日時点

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

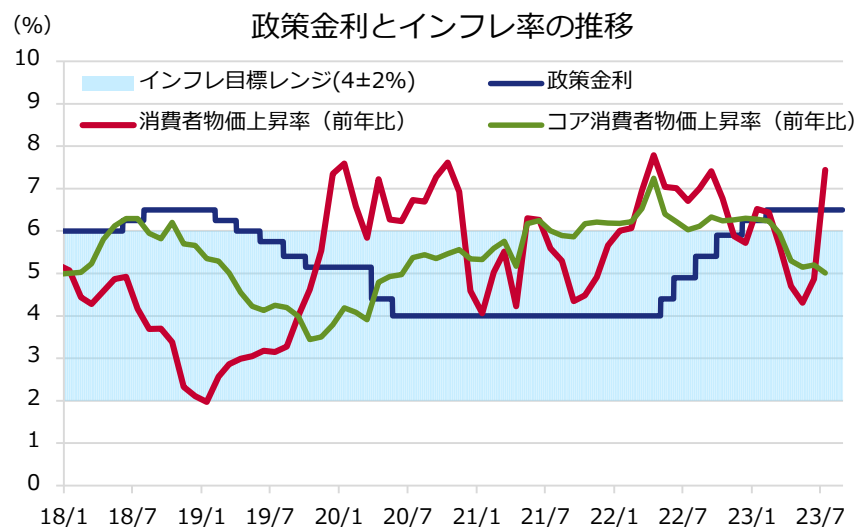
- 失業率は7月に小幅に上昇して3.7%となったものの歴史的には低水準であり、労働需給のひっ迫が続いているとみられます。もっとも、豪州の4-6月期賃金上昇率は前年比+3.6%と前期（同+3.7%）から小幅に鈍化しています。賃金上昇率は前期比でも+0.8%と前期から伸び率は変わりませんでした。
- RBA（豪州準備銀行）は、定期的に行っている企業調査の結果、一部のセクターで人手不足が解消され始めた指摘しており、賃金と物価のスパイラル的な上昇への警戒をやや和らげたとみられます。RBAのロウ総裁は、8月中旬の議会証言において経済次第で更なる金融引き締めが必要になるとの認識を示した一方、金融政策は調整段階に入ったと指摘し、一段の利上げに慎重姿勢を示しました。
- こうした状況下、政策金利先物市場では、当面は政策金利が据え置かれるとの見方が大勢となっています。

中銀は1年ぶりに政策金利を変更、利下げサイクルを開始

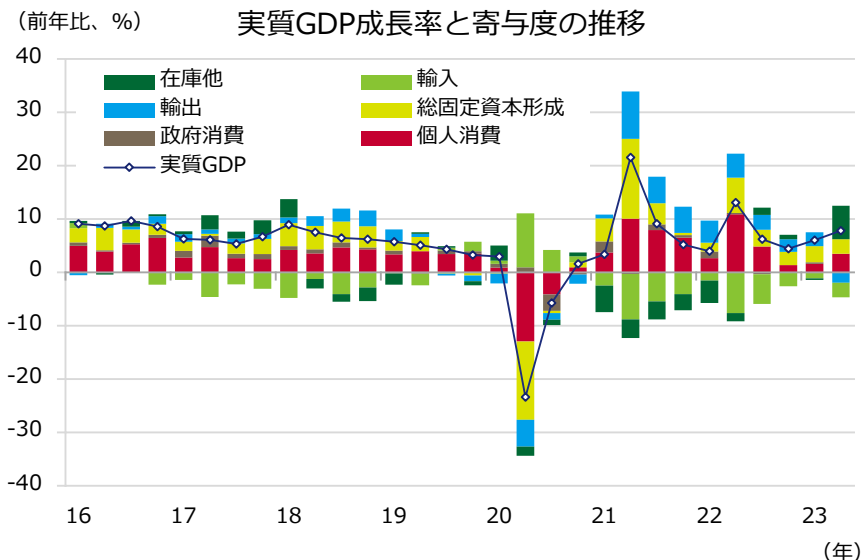


- ブラジル中銀は8月の会合で政策金利を0.5%引き下げ、13.25%とすることを決定しました。背景にはインフレ率が中銀の物価目標レンジ内に収まったことや、これまでの利上げの効果による国内経済の減速が確認されていることがあります。中銀は次回会合について、同規模の利下げを実施する可能性を示唆しています。
- 7月の拡大消費者物価上昇率は、前年比+3.99%（前月は+3.16%）と前月から加速しましたが、中銀の物価目標レンジに収まっており、中銀が再度政策金利を引き上げる可能性は低いと考えます。今回の物価を押し上げた主な要因は、昨年実施された商品流通サービス税の引き下げ効果が一巡したことによる、燃料価格の下落幅縮小となっています。
- 7月の失業率は7.9%となり、足元で再度低下傾向にありますが、実質賃金上昇率はピークアウトしています。失業率の低下は非正規雇用者数の増加の影響が大きく、賃金と物価のスパイラル的上昇は回避されるとみられます。

CPI上昇率は天候要因による食料価格上昇で急加速、一方でコアは減速が続く



期間：2018年1月～2023年7月（月次、消費者物価上昇率）（年/月）
2018年1月1日～2023年8月31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：2016年1-3月期～2023年4-6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

- 7月のCPIは前年比+7.44%と、前月（同+4.87%）からさらに加速しました。天候要因で野菜価格が高騰したことが、今回の物価押し上げの主要因となっています。政府は国内のインフレ抑制に向け、特定の食品に対して輸出規制や関税を課すなどの措置を導入しています。
- インド中銀は8月の会合で政策金利を6.5%で据え置きました。足元の物価は中銀の物価目標レンジ（2%～6%）を上回っていますが、コアCPIの減速や、食料インフレは短期的との見方などから、中銀は政策金利の引き上げを当面見送る可能性が高いとみられます。
- 4-6月期の実質GDP成長率は、個人消費の伸びなどから前年比+7.8%となりました。セクター別の成長率では、金融・不動産や貿易・宿泊・通信など、サービス業がけん引しました。もっとも、7-9月期は急激な食料価格の上昇によって裁量支出が圧迫され、個人消費が減少する可能性に留意が必要です。

▶ 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

バリュエーション（PER、株価収益率）は依然高く、高金利長期化への警戒感がくすぶるものの、FRBの利上げが終了に近づいているとの見方や米景気の軟着陸期待が株価の支えになるとみられます。

日経平均株価

底堅い国内経済活動が引き続き支えになるとみられます。日銀が金融緩和姿勢の維持を示唆し、マイナス金利の引き上げなど金融政策のさらなる正常化には時間を要するとみられる中、円安もあって株価は底堅く推移すると見込みます。

米国10年国債利回り

根強いインフレ圧力や、米景気の軟着陸期待などは金利上昇要因とみられます。一方、これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性などから、米長期金利はレンジ内推移を見込みます。

日本10年国債利回り

国内物価上昇圧力の高まりや、日銀の長短金利操作の運用柔軟化などが金利上昇要因とみられます。もっとも、日銀はマイナス金利など金融緩和姿勢を続けるとみられることなどから、金利は低位での推移を見込みます。

ドル/円

日米金利差が意識されることはドルの上昇要因とみられます。もっとも、これまでの利上げで米景気に下押し圧力がかかる可能性や、日本の金融当局が円安進行への警戒を強め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。

✓ 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	34,000～36,000ドル	31,500～34,000円	3.9～4.4%	0.60～0.70%	143～148円

マーケット・オーバービュー

		8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	34,721	▲2.36	+5.51	+10.19	+22.13
	ドイツDAX指数	15,947	▲3.04	+1.81	+24.25	+23.19
	日経平均株価	32,619	▲1.67	+5.61	+16.12	+40.97
	MSC I エマージング マーケットインデックス	980	▲6.36	+2.27	▲1.39	▲11.00
R E I T	米国REIT（配当込み）	21,813	▲3.33	+3.89	▲7.71	+13.34
	国内REIT	1,892	+0.80	+0.63	▲6.96	+8.28
	国内REIT（配当込み）	4,539	+1.48	+2.03	▲3.08	+21.53
	豪州REIT（配当込み）	986	+2.20	+6.03	+5.84	+24.81
債 券 利 回 り	米国（10年）	4.11 %	+0.15	+0.47	+0.92	+3.40
	米国ハイイールド債券	8.46 %	+0.09	▲0.36	+0.18	+2.65
	日本（10年）	0.64 %	+0.05	+0.21	+0.42	+0.60
	ドイツ（10年）	2.47 %	▲0.03	+0.18	+0.93	+2.86

		8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	▲1.40	+1.44	+7.85	▲9.16
	英ポンド	1.27	▲1.25	+1.87	+9.05	▲5.21
	豪ドル	0.65	▲3.47	▲0.29	▲5.23	▲12.09
	ブラジルレアル	4.96	▲4.63	+2.00	+4.59	+10.85
	人民元	7.26	▲1.60	▲2.09	▲5.09	▲5.67
為 替 （対円）	インドルピー	82.61	▲0.50	+0.06	▲3.72	▲11.09
	ドル	145.54	+2.28	+4.45	+4.74	+37.42
	ユーロ	157.82	+0.87	+5.96	+12.97	+24.85
	英ポンド	184.44	+1.00	+6.38	+14.20	+30.26
	豪ドル	94.38	▲1.23	+4.15	▲0.74	+20.82
	ブラジルレアル	29.37	▲2.42	+5.91	+9.60	+52.33
	人民元	20.05	+0.66	+2.29	▲0.58	+29.66
	インドルピー	1.76	+2.16	+4.35	+1.18	+22.66

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

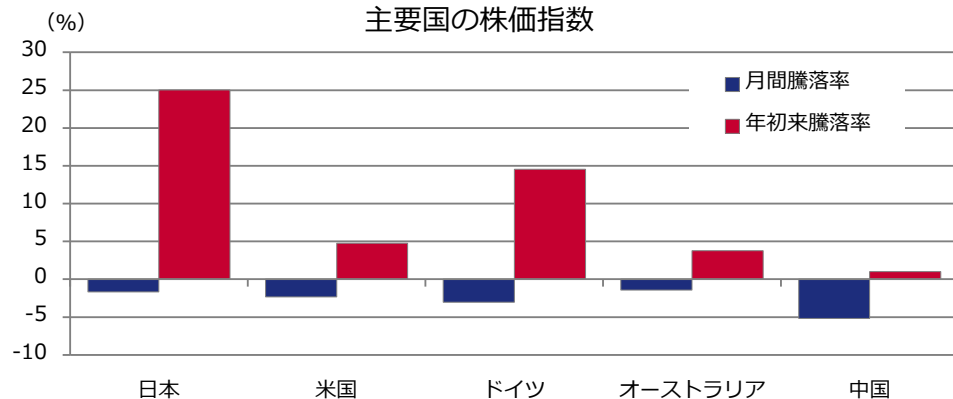
（注）株式およびREITの前月末値は小数点以下切り捨てて表示。

（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

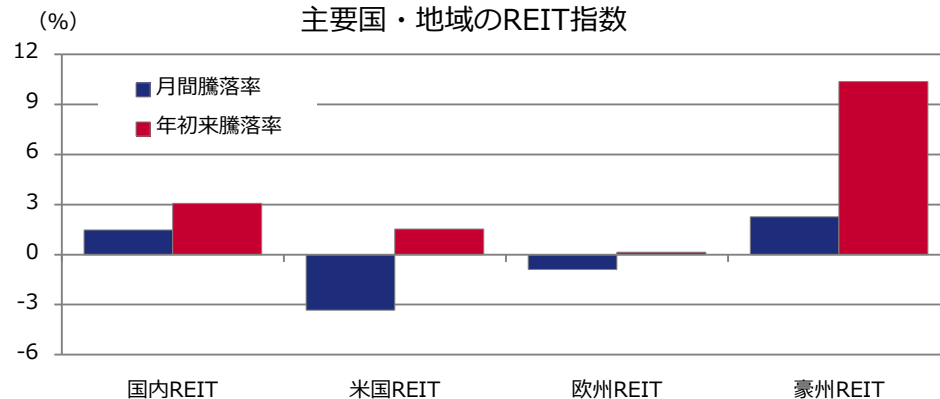
(注) 月間：2023年8月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年8月末の期間

【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株値平均

【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

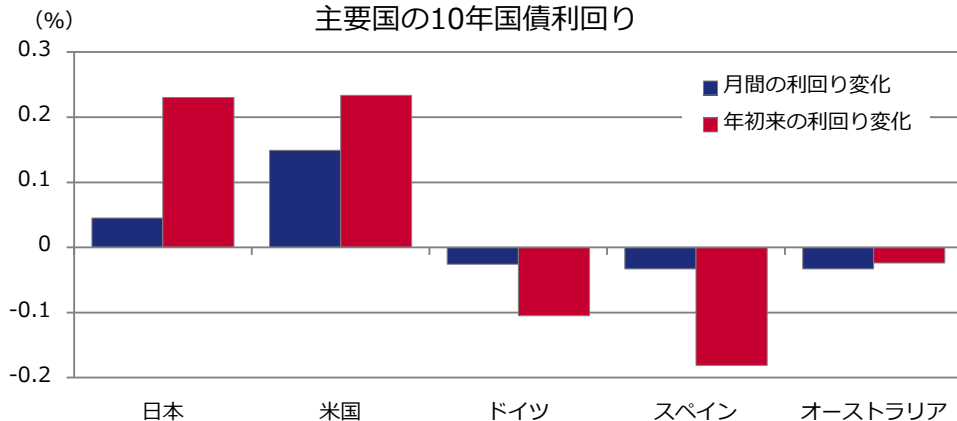
(注) 月間：2023年8月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年8月末の期間

【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

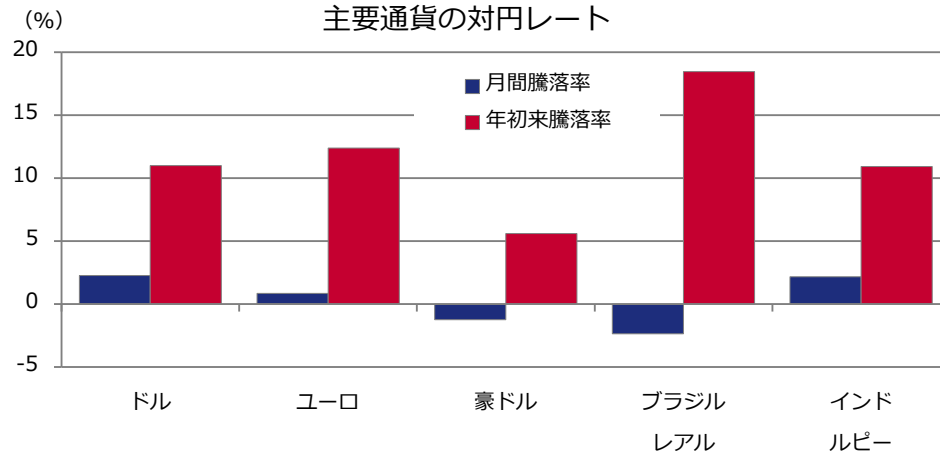
主要国の10年国債利回り



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8月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年8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8月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年8月末の期間

米国株式

■ 前月の相場動向

- 8月の『米国株式市場』は下落しました。
- 上旬は、米国債の格下げからリスク回避の動きが強まるとともに、米長期金利上昇が嫌気され、下落しました。中旬は、堅調な米小売売上高などを受けて米長期金利が一段と上昇する中、下落しました。下旬は、8月の米景況感低下を受けて金利が低下に転じるとともに、FRB（米連邦準備理事会）のパウエル議長講演を無難に通過したこと、月末にかけて月間の下落幅を縮小しました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均
(2022年8月末～2023年8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	- FRBの利上げが終了に近づいているとの見方 - 米景気の軟着陸期待
下落 要因	高金利長期化への警戒感

金融政策や長期金利動向を注視

バリュエーション（PER、株価収益率）は依然高く、高金利長期化への警戒感がくすぶるものの、FRBの利上げが終了に近づいているとの見方や米景気の軟着陸期待が株価の支えになるとみられます。7月のコアCPI（消費者物価）は前月比で低い伸びにとどまるとともに、労働市場も緩やかながら鈍化しつつある中、インフレは鈍化傾向が続くとみられます。FRBは今後利上げを見送る可能性が高く、米長期金利の上昇は一服するとみられ、株価は底堅く推移するとみられます。

■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：34,000～36,000ドル

国内株式

■ 前月の相場動向

- 8月の『国内株式市場（日経平均株価）』は下落しました。一方、TOPIXは小幅に上昇しました。
- 上旬は、米国債格下げを受けて下落した後、リスク回避の動きが和らいだことや中国の日本への団体旅行解禁が伝わったことを受けて、下落幅を縮小しました。中旬は、米国株安や中国景気への懸念に加え、日本の4-6月期GDPを受けて消費など内需への懸念が一部で強まり、下落しました。下旬は、米国株高につれて月間の下落幅を縮小しました。

日経平均株価
(2022年8月末～2023年8月末：日次)



※日経平均株価を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	堅調な国内景気
下落 要因	日銀の長期金利抑制姿勢を巡る思惑

内外金融政策やインバウンド需要を注視

底堅い国内経済活動が引き続き支えになるとみられます。日銀が金融緩和姿勢の維持を示唆し、マイナス金利の引き上げなど金融政策のさらなる正常化には時間を要するとみられる中、円安もあって株価は底堅く推移すると見込みます。日銀は7月に長短金利操作の運用を柔軟化しましたが、長期金利の上昇をどこまで容認するかを巡り、思惑が交錯しています。ただし、年内に金融緩和姿勢を解除するとの見方は少ない中、当面、金利上昇や円高リスクは限定的とみられます。対中関係には不透明感が残るものの、インバウンド需要は更に回復する可能性が高いとみられます。

■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：31,500～34,000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

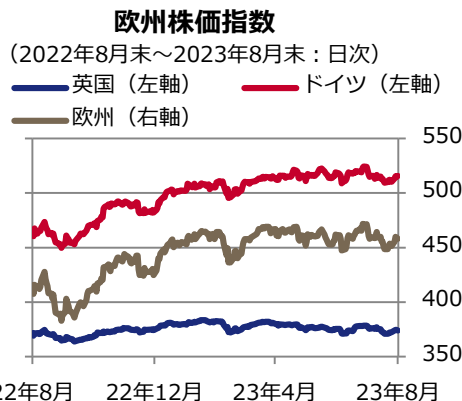
- 8月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は下落しました。
- 上旬は、米国債の格下げからリスク回避の動きが強まるとともに、独半導体大手の低調な売上高見通しなどが嫌気され、下落しました。中旬は、欧州金利上昇や中国景気への懸念から、下落しました。下旬は、8月の米欧景況感低下を受けて金利が低下に転じるとともに、中国当局による政策への期待が一部で強まったことなどから、月末にかけて月間の下落幅を縮小しました。

■ 今後の見通し

上昇要因	- 欧州の消費が持ちこたえるとの見方 - 中国の景気刺激策への期待
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

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：15,500～16,500



※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

景況感は悪化しているものの、依然堅調な労働市場を背景に欧州の消費が持ちこたえるとの見方や、中国の景気刺激策への期待が支えとなるとみられます。一方で、ECB（欧州中央銀行）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。今後、ユーロ圏ではインフレ鈍化が消費の支えになるとみられるものの、景況感は低迷しており、景気の先行きは不透明となっています。

エマージング株式

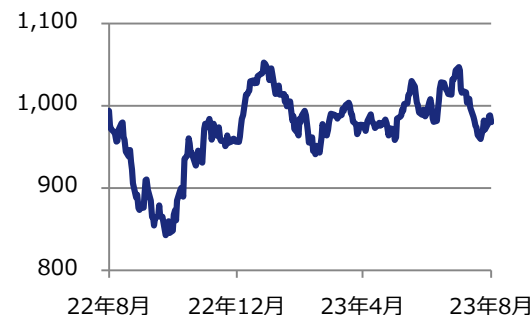
■ 前月の相場動向

- 8月の『エマージング株式市場』は下落しました。
- 上旬から中旬にかけては、米長期金利の上昇やドル高が嫌気されたことに加え、中国景気を巡る懸念から下落しました。韓国や台湾などのハイテク株は米金利上昇に伴う米ハイテク株安につれて下落しました。中国では人民銀行が月央に今年2回目となる利下げを実施したものの、不動産市場を巡る懸念が強まりました。下旬は、米金利上昇一服などを受けて、月間の下落幅を縮小しました。

■ 今後の見通し

上昇要因	中国の景気刺激策への期待
下落要因	米欧による対中規制を巡る懸念

エマージング株価指数
(2022年8月末～2023年8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

中国景気や米中間の対話などを注視

中国の景気刺激策への期待が支えとなる一方、米欧による対中規制強化を巡る懸念などが重しとなる見込みです。中国では不動産市場を中心に景気悪化懸念がくすぶっています。共産党中央政治局は7月に内需拡大を図る方針を示したものの、市場では、利下げなどこれまでの政策対応は不十分だと受け止められているようです。米中対立を巡っては8月、米商務相が北京を訪問し、米中間の貿易・投資問題の解決を探るための作業部会設立などで合意しました。米中ともにこれ以上の対立は避けたいとの意向がうかがえ、今後の展開が注視されます。

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

米国REIT

■ 前月の相場動向

- 8月の『米国REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、米国債や米複数銀行の格下げからリスク回避の動きが強まるとともに、米長期金利上昇が嫌気され、下落しました。中旬は、堅調な米小売売上高などを受けて米長期金利が一段と上昇する中、下落しました。下旬は、8月の米景況感低下を受けて金利が低下に転じるとともに、パウエルFRB議長講演を無難に通過したことから、月末にかけて月間の下落幅を縮小しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	- FRBの利上げが終了に近づいているとの見方 - 米景気の軟着陸期待
下落 要因	- 商業用不動産市場の先行き不透明感 - 高金利長期化への警戒感

米国REIT
(2022年8月末～2023年8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

不動産市場の動向を注視

FRBの利上げが終了に近づいているとの見方や米景気の軟着陸期待が支えとなる一方、商業用不動産市場を巡る先行き不透明感が重しとなる見込みです。複数の格付け会社が8月、高金利環境下において商業用不動産への融資の比率が高いことなどを理由として、複数の米銀の格下げに踏み切りました。住宅市場については持ち直しの兆しがみられるものの、高金利長期化が懸念される中、商業用不動産市場が一段と悪化する可能性は依然警戒されます。

J-REIT

■ 前月の相場動向

- 8月の『J-REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、米国債格下げを受けて下落した後、リスク回避姿勢の後退や、中国の日本への団体旅行解禁が伝わったことを受けて、上昇しました。中旬は、日米長期金利上昇への懸念や、一部オフィスREITの決算が市場期待ほど改善しなかったことなどから、下落しました。下旬は、金利上昇が一服する中、資産入れ替え期待などからオフィス関連REITが買い戻され、上昇に転じました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	- 堅調な国内景気 - インバウンド需要の一段の回復
下落 要因	国内長期金利の動向

東証REIT指数

(2022年8月末～2023年8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

国内経済活動の回復継続などへの期待が支えになるとみられます。ただし、日銀の長短金利操作の運用柔軟化を受けた国内長期金利の動向には留意が必要です。7月の都心5区のオフィス空室率は3カ月ぶりに低下しました。ただし、8月に発表された国内オフィスREITの決算では、オフィス市況が市場の期待ほど改善していないことがうかがえました。中国は8月、日本への団体旅行を解禁しました。日中間の問題に伴うインバウンド需要への影響が一部で懸念されていますが、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

豪州REIT

■ 前月の相場動向

- 8月の『豪州REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、RBA（豪州準備銀行）の政策金利据え置きが好感されたものの、米国債の格下げを受けてリスク回避の動きが強まり下落しました。中旬は豪州長期金利の上昇が嫌気され下落した後、物流施設やデータセンター運営の大手銘柄の決算が好感され、下げ幅を縮めました。下旬も、RBAの追加利上げ観測が後退し、豪州REIT市場は堅調に推移しました。



※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	・ 底堅い豪州景気
下落 要因	・ 金融引き締め長期化

もみ合いの展開を見込む

インフレ率は鈍化が続いているものの、依然としてRBAの目標（2～3%）を超えて推移しています。RBAによる金融引き締めが長期化する場合は、豪州REIT市場に下押し圧力をかけると考えます。また、これまでの利上げによる景気の減速も懸念されます。一方、豪州では移民の増加から、サービス消費と住宅市場が底堅く、これらが豪州REIT市場の下支え要因になると考えられます。当面は内外中銀の動向と豪州景気に左右され、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

- 8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、米国債の増発に伴う需給悪化懸念などから金利は上昇した後は、雇用者数の伸び下振れや、国債需給の悪化懸念が交錯しもみ合いでした。中旬は、米国の根強いインフレ圧力や景気の底堅さが意識されたこと、米金融引き締め長期化観測などから上昇しました。下旬は、米景気の悪化懸念や、米労働需給の緩和を示唆する指標などから低下しました。

■ 今後の見通し

金利の上昇要因	- 根強いインフレ圧力 - 米景気の軟着陸期待
金利の低下要因	これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性

■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：3.9～4.4%



金利は高水準でのレンジ推移を見込む

根強いインフレ圧力や、米景気の軟着陸期待などが、金利上昇要因と考えられます。一方、これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性などを鑑みれば、金利はレンジ内での推移を見込みます。FRBのパウエル議長はジャクソンホール会議で、インフレは依然高すぎると評価しました。労働市場の需給緩和の進展度合いなどが注視されます。また、議長は適切であればさらに利上げを行う用意があり、インフレが目標に向けて持続的に低下していると確信できるまで、政策を引き締める的な水準に維持するつもりだとしました。FRBはインフレ抑制のため、金融引き締め姿勢を当面維持するとみられます。

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

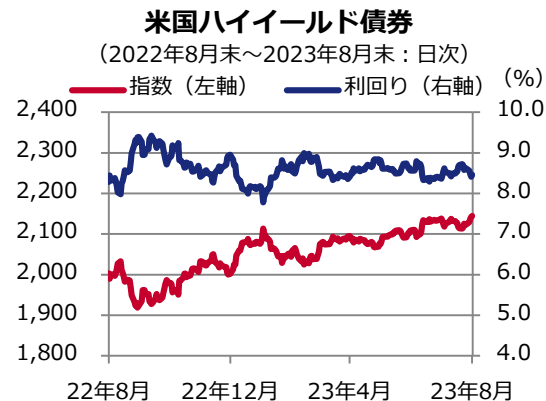
米国ハイイールド債券

■ 前月の相場動向

- 8月の『米国ハイイールド債券市場』は上昇しました。
- 上旬は、米長期金利の上昇から相場は下落した後は、雇用者数の伸び下振れなどからFRBによる利上げ継続への懸念が和らぎ、上昇しもみ合いでした。中旬は、米長期金利が上昇する中、米銀を巡る不透明感が意識されたことや、FRBの金融引き締めの長期化観測、リスク回避の動きなどから、下落しました。下旬は、リスク選好が持ち直す中、上昇しました。

■ 今後の見通し

価格の上昇要因	- FRBの利上げが終了に近づいているとの見方 - 米景気の軟着陸期待
価格の下落要因	- これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性 - 信用環境の引き締め



※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の金融政策や景気動向などを注視

FRBの利上げが終了に近づいているとの見方や、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。一方、これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性には留意が必要です。FRBのパウエル議長はジャクソンホール会議で、金融引き締めが経済活動やインフレに作用する時間差を巡る不確実性を考慮すれば、一段の下押し圧力がかかる可能性を指摘しました。銀行の貸出基準が大幅に厳格化する中、貸出の伸びは鈍化しています。信用環境の引き締めへの懸念も相場の下押し要因として警戒されます。

※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。

国内債券

■ 前月の相場動向

- 8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、米長期金利の上昇や、日銀は金利大幅上昇時には臨時的国債買い入れで上昇をけん制するとの見方、債券需給の引き締め観測といった材料が交錯する中、金利はもみ合いでした。中旬は、米長期金利につれた動きなどから上昇しました。下旬は、米金利上昇は一服したものの、国内債券需給が緩むとの見方などもあり、もみ合いでした。



■ 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
- 長短金利操作の運用柔軟化

金利の低下要因

- 日銀はマイナス金利など金融緩和姿勢を続けるとみられること

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、日銀の長短金利操作（YCC）の運用柔軟化などが金利の上昇要因とみられます。YCCの運用柔軟化を巡っては、8月初旬に日銀は臨時的国債買い入れオペ（公開市場操作）を実施しました。しかし、残存期間が「5年超10年以下」の通知額は7月末実施の臨時国債買い入れオペと同額でした。市場の一部では、日銀の金利上昇けん制姿勢を見定める動きが見られました。金利の先高観がくすぶる点には留意が必要です。もっとも、日銀はマイナス金利など金融緩和姿勢を続けるとみられることなどを鑑みれば、金利は低位での推移を見込みます。

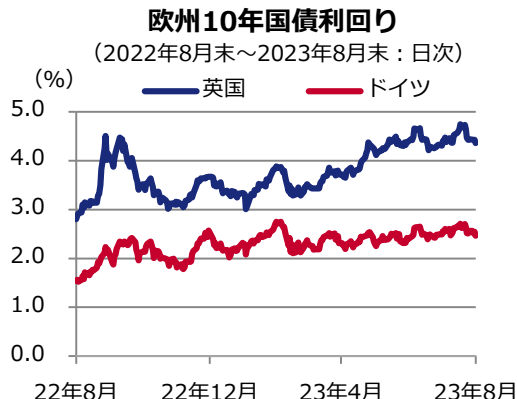
■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：0.60～0.70%

欧州債券

■ 前月の相場動向

- 8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。
- 上旬から中旬は、イタリアの銀行への新課税が嫌気されリスク回避の動きから金利は一時低下しました。その後、米長期金利の上昇や、インフレ抑制のためECBの金融引き締め継続が意識され、上昇しました。下旬は、ユーロ圏PMI（購買担当者景気指数）の悪化や、米長期金利の低下、ユーロ圏のコアインフレ率の伸び鈍化などから、低下しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因

- 基調的なインフレ圧力が根強いこと

金利の低下要因

- これまでの利上げに伴うユーロ圏景気の下押し圧力

金利はレンジ内の推移を予想

ユーロ圏の基調的なインフレ圧力が根強い中、ECBが金融引き締め姿勢を継続する可能性は、金利の上昇要因と考えられます。一方、これまでの利上げを受けて、銀行の貸出基準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のラガルド総裁は、9月の利上げはデータ次第としています。前回7月会合の議事要旨によれば、9月のECBスタッフによる物価見通しでは、インフレ軌道が2%に向けて下方修正される可能性が高く、追加利上げは不要との意見がありました。一方で、一段の金融引き締めを求める意見もあり、決定が注目されます。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：2.3～2.7%

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

- 8月のドルは、対円で上昇しました。
- 上旬は、非農業部門雇用者数の伸び下振れを受けて、円高・ドル安圧力が強まりました。その後は米長期金利が上昇する中、日米金利差の拡大が意識され上昇しました。中旬は、根強い米インフレ圧力を背景に、FRBの金融引き締めが長期化するとの見方から上昇した後は、日本の為替介入への警戒感もあり、小動きでした。下旬は、米景気の悪化懸念や米長期金利の上昇一服などから、上値重く推移しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 日米金利差が意識されること
下落 要因	・ これまでの利上げで米景気に下押し圧力がかかる可能性 ・ 日本の金融当局が円安進行に対して警戒姿勢を強める可能性

対円でレンジ推移を予想

日銀は長短金利操作の運用柔軟化の下で、急速な金利上昇に対してはけん制する姿勢とみられます。FRBはインフレ抑制のため金融引き締め姿勢を当面維持するとみられ、日米金利差が意識されることはドルの上昇要因と考えられます。もっとも、これまでの利上げで米景気に下押し圧力がかかる可能性や、日本の金融当局が急速な円安進行に対して警戒姿勢を強める可能性などを鑑みれば、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

- 8月のユーロは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、非農業部門雇用者数の伸びが下振れし、ドル安圧力が強まりました。その後は、イタリアの銀行への新課税を巡る不透明感がくすぶる中、ユーロは下落しました。中旬は、米経済指標の上振れや、FRBの金融引き締め長期化観測からドル高が進展し、下落しました。下旬は、ユーロ圏の景況感悪化や、ドル高の一服、ECBの追加利上げ観測の後退といった材料が交錯し、もみ合いでした。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ ECBが金融引き締め姿勢を継続する可能性
下落 要因	・ 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

ユーロ圏の基調的なインフレ圧力が根強い中、ECBが金融引き締め姿勢を継続する可能性は、ユーロの上昇要因と考えられます。金融政策を巡っては、ECBのラガルド総裁は、9月の利上げはデータ次第としています。前回7月会合の議事要旨によれば、追加利上げを巡って理事会メンバーの意見は割れている模様です。もっとも、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：1.06～1.10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

- 8月の英ポンドは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、大手格付け会社が米国債を格下げしたことや、BOE（イングランド銀行）が8月会合で利上げ継続を強調しなかったことなどから、下落しました。中旬は、英賃金上昇率が加速したことを受けて上昇しました。下旬は、英PMIが低下したことを受けて、英景気減速懸念が強まったことから、下落しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	- BOEの利上げ観測 - 高い賃金上昇率
下落 要因	- 労働需給の緩和 - 英景気減速懸念の強まり

レンジ推移を見込む

BOEは8月会合で利上げ幅を0.25%に縮小しましたが、英国では賃金上昇率が加速しているため、高インフレが長期化する可能性が高まっています。そのため、BOEの利上げ観測がポンドを押し上げるとみられます。一方、金融引き締めによる実体経済への悪影響などの警戒感も根強く、ポンドの押し下げ要因になっています。かかる中、英ポンドはレンジ推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



人民元

■ 前月の相場動向

- 8月の人民元は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、軟調な製造業景況感や貿易統計から中国景気の低迷が意識され、下落しました。中旬は、不動産開発大手とシャドーバンキングのデフォルト懸念、地方政府の財政難が取り沙汰される中、中国人民銀行が利下げに動き、人民元は下落しました。人民元は一時7.3円を割り込み、年初来安値を更新しました。下旬は、当局が元安けん制を強めたとみられる中、小幅に下げ幅を縮めました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	急速な元安に対する当局のけん制
下落 要因	- 米中金融政策の方向性の違い - 中国景気の長期停滞への懸念

急速な元安は回避も、軟調な推移へ

中国人民銀行が一段の金融緩和に動くとの見方が根強い一方、米国では金融引き締め環境が長期化すると見込まれ、米中で金融政策の方向性が異なることが人民元の下押し要因になると考えます。また、中国景気が長期的な停滞に陥るとの見方も強く、人民元への下押し圧力は強いと考えます。当局は為替レートの安定に言及し、元安けん制に動いているため、急速な元安は避けられる見通しです。

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

- 8月の豪ドルは、対米ドルで下落しました。
- 上旬は、RBAが2会合連続で政策金利を据え置き、一段の利上げの可能性が後退したとの見方が強まり、豪ドルは下落しました。中旬に入ってから、ロウRBA総裁が金融政策は調整段階にあると発言したことや、豪雇用統計の軟化から下落しました。下旬はドル高が一服し、下げ幅を縮めました。豪CPI上昇率の鈍化からRBAの様子見姿勢の継続が意識され、上値は限定的でした。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ RBAがタカ派化する可能性
下落 要因	・ 豪州景気の減速懸念 ・ 中国景気の低迷

軟調な推移を見込む

RBAは、経済動向次第では更なる金融引き締めが必要になると指摘しており、CPI上昇率や賃金上昇率の再加速から利上げが再開される場合には、豪ドルの上昇要因になると考えられます。しかし、これまでの利上げの効果から豪州景気の減速懸念が強まっていること、そして最大の貿易相手国である中国の景気低迷が長期化する可能性が高い点を鑑みれば、豪ドルは軟調に推移する見通しです。

今後1カ月の見通し

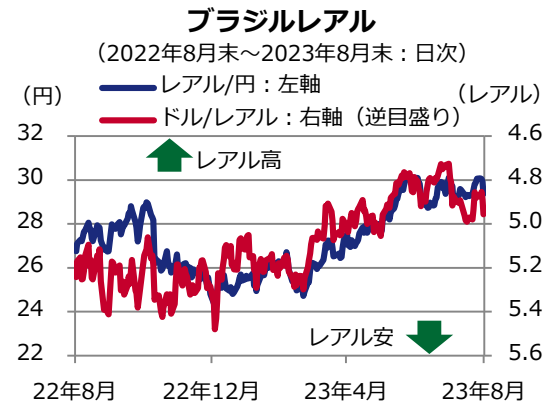
(対米ドル)



ブラジルレアル

■ 前月の相場動向

- 8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、市場予想を上回るブラジル中銀の利下げ幅を受け、レアルは下落しました。中旬は、中国景気への懸念による商品市況の下落から、さらに押し下げられました。下旬は、米長期金利の上昇一服に加え、国内での新しい財政枠組みの承認が好感され下落幅を縮めました。その後、国内の総合物価指数の低下が利下げ継続観測を強め、再度押し下げられました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ ルラ政権の新しい財政枠組みや税制改革の動向
下落 要因	・ 中銀の利下げ

利下げサイクル開始から弱含む

ブラジル中銀が利下げサイクルを開始したことから、レアルは当面弱含むとみられます。一方で、新たな財政枠組みの承認や税制の簡素化を目指した改革など、国内の財政赤字縮小に向けた政府の取り組みは市場でも好感されており、レアルを下支えするとみられます。また、中国景気動向は不透明感があるものの、大規模な景気刺激策が示され、商品市況を押し上げる場合はレアルの上昇につながります。

今後1カ月の見通し

(対ドル)

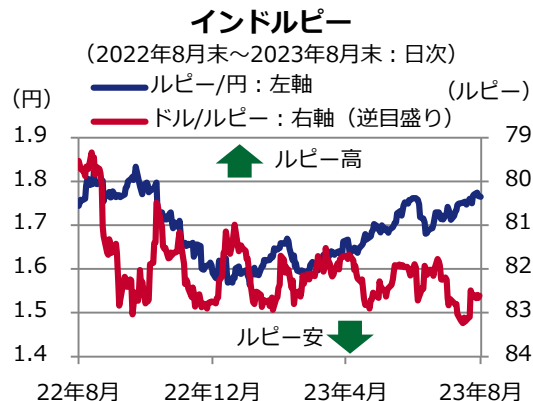


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

インドルピー

■ 前月の相場動向

- 8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、米国債の格下げを受けたリスク回避姿勢から、ルピーは下落しました。中旬は米長期金利の上昇から、ルピーは対ドルの史上最安値水準まで下落しました。インド中銀は為替介入で、ルピーの更なる下落の抑制に努めました。下旬は、米長期金利の上昇一服や原油価格の下落から、ルピーは下落幅を縮めました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 堅調なインド景気 ・ インド中銀による為替介入
下落 要因	・ 原油価格の上昇懸念

レンジ推移を見込む

インド国内景気が中国などと比べ、堅調に推移するとの期待が、海外投資家によるインド株式市場への資金流入を促し、ルピーを下支えするとみられます。また、1ドル=83ルピーまで再度下落する場合は、インド中銀がルピー買い介入を行う可能性があります。一方で、原油価格が一段と上昇する場合は、貿易赤字拡大の懸念がルピーの重しとなるとみられ、レンジ内での推移を見込みます。

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

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。



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。