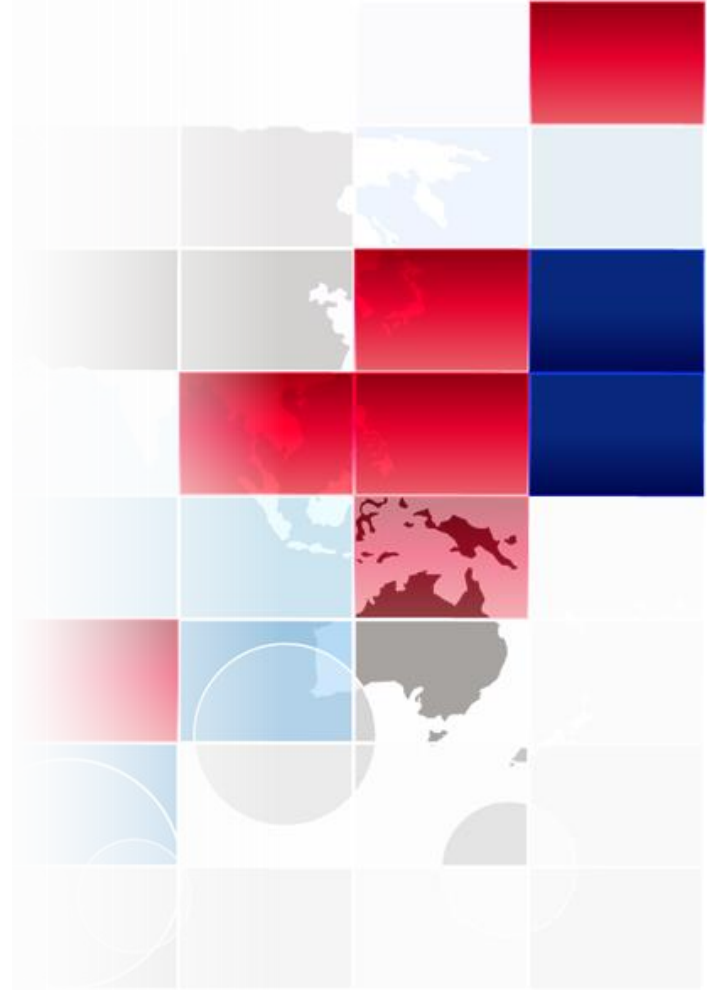

マーケット・インサイト

2024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

日銀の追加利上げ時期

国内株式市場

米国債市場

トランプ再選に伴う欧州のリスク

強制労働

▶ 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

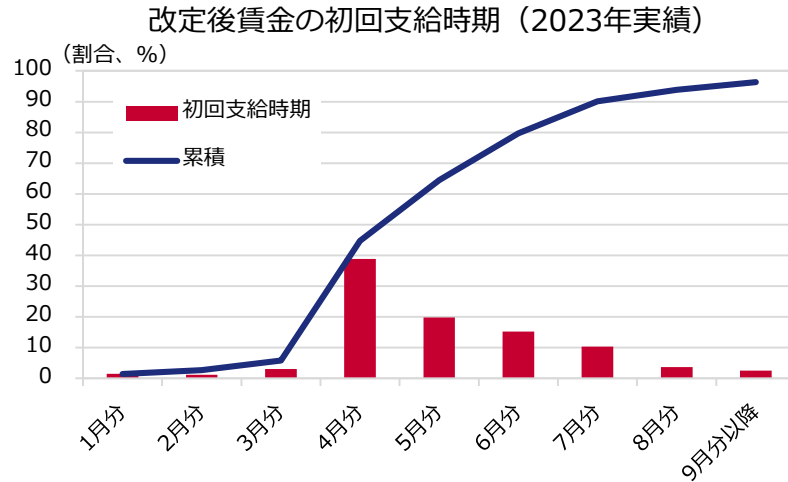
REIT

債券

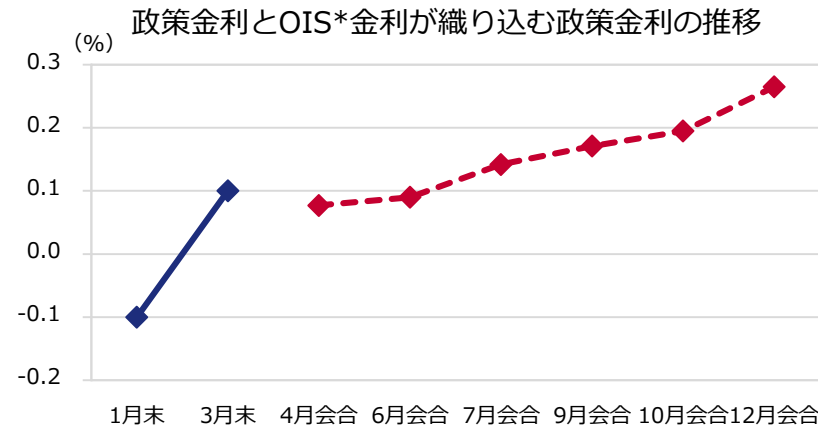
外国為替

▶ Chapter 1
トピックス

大幅賃上げ方針は7月頃には給与に概ね反映へ。年後半の追加利上げを見込む



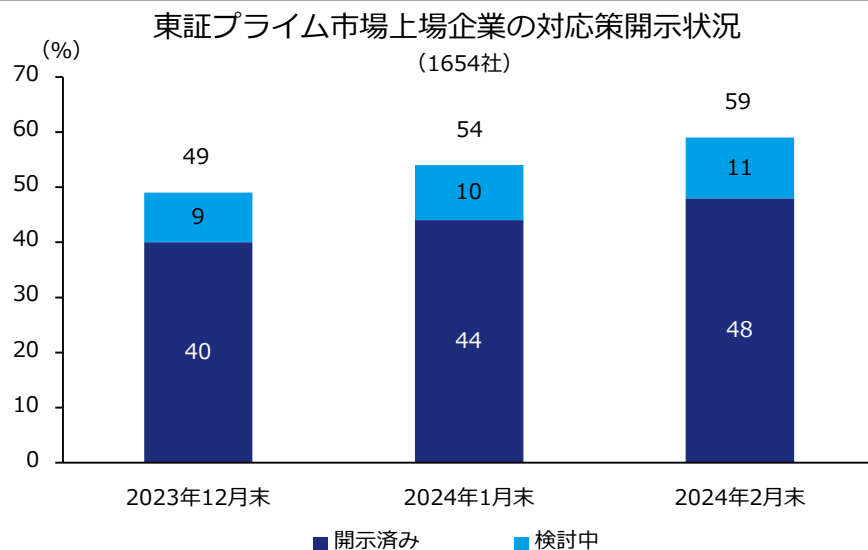
注：各月分は、各月16日から翌月15日まで
不詳の3.7%分を除いているため、累積では100%にならない
出所：厚生労働省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成



*OIS：オーバーナイトインデックススワップ。日銀の金融政策に対する市場の見方を示す指標とされる
注：1月と3月は実績。4月以降は各会合時点でOIS金利が織り込む政策金利
2024年1月の政策金利は日銀当座預金の政策金利残高への付利
3月以降は主たる金融市場調節の対象である無担保コール翌日物の上限
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

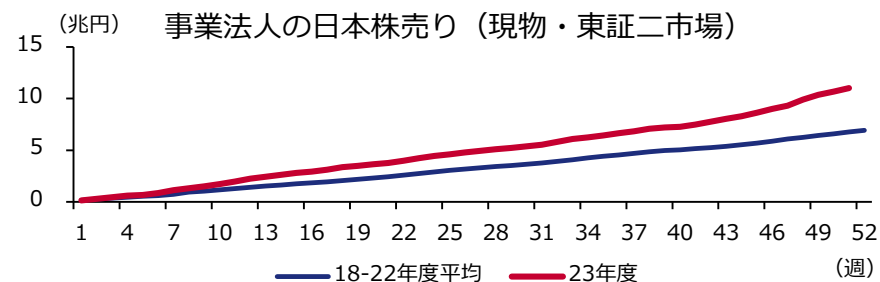
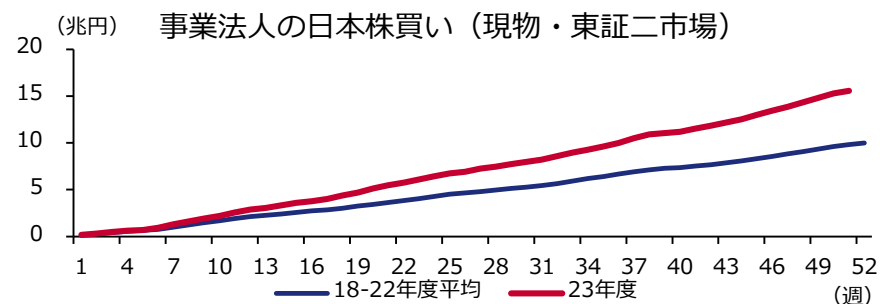
- 今年の春闘は、連合の第2回集計時点では平均賃上げ率が前年比+5.25%と、約30年ぶりの賃上げ水準となった昨年を上回りました。昨年のデータによれば、春闘で決定された賃上げは4月以降給与に反映され始め、7月には全体の90%程度が反映されました。
- 高水準の賃上げを確認し、日銀は3月の金融政策決定会合において、マイナス金利の解除と長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の撤廃を決定しました。もっとも、インフレ率に比べると政策金利は低く、引き続き緩和的な金融環境と言えます。
- インフレ率が2%超で推移しているものの、実質所得の減少が続き、家計消費に弱さが見られている点を踏まえると、日銀は追加利上げを急がないと考えます。海外の経済情勢や、2025年に向けての企業業績、賃金動向の底堅さを確認し、追加利上げは年央以降を見込みます。短期金融市場でも、追加利上げ時期として年後半を見込む向きが多いようです。
- 利上げ時期が前倒しされるリスクとしては、円安の急速な進行や、賃上げによるサービスインフレの急加速などが挙げられます。

日本企業の資本効率改善に向けた動きが進展



注：「検討中」はコーポレートガバナンス報告書など会社発表資料で「対応を検討中」と開示した企業

出所：東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示状況（2024年2月末時点）

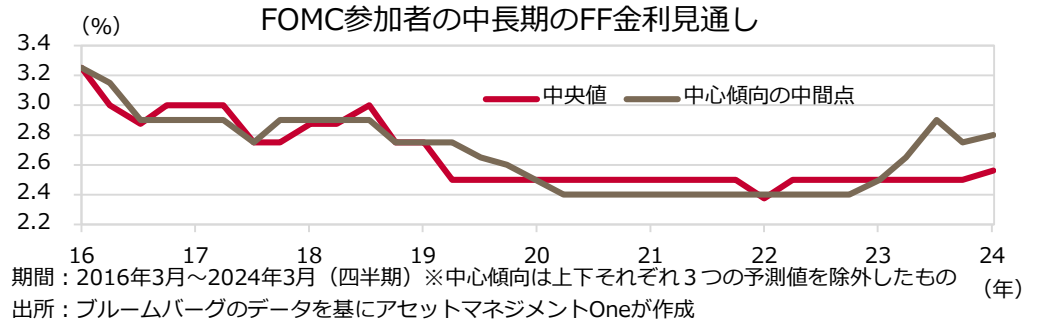
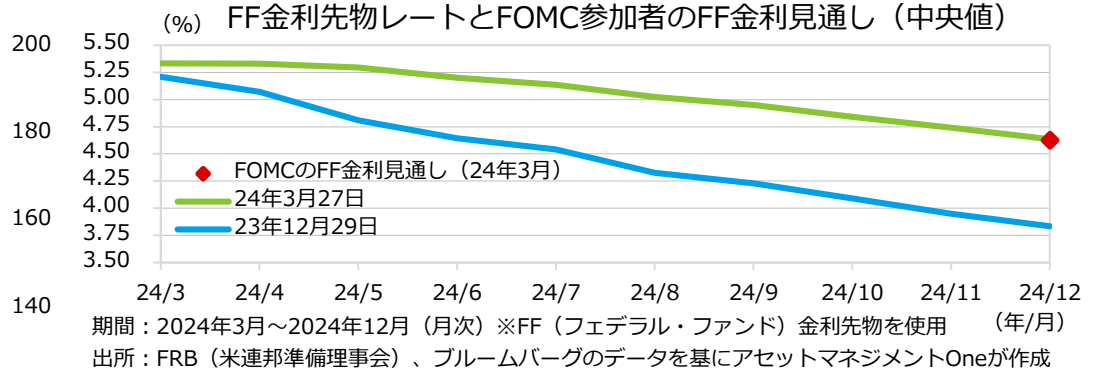
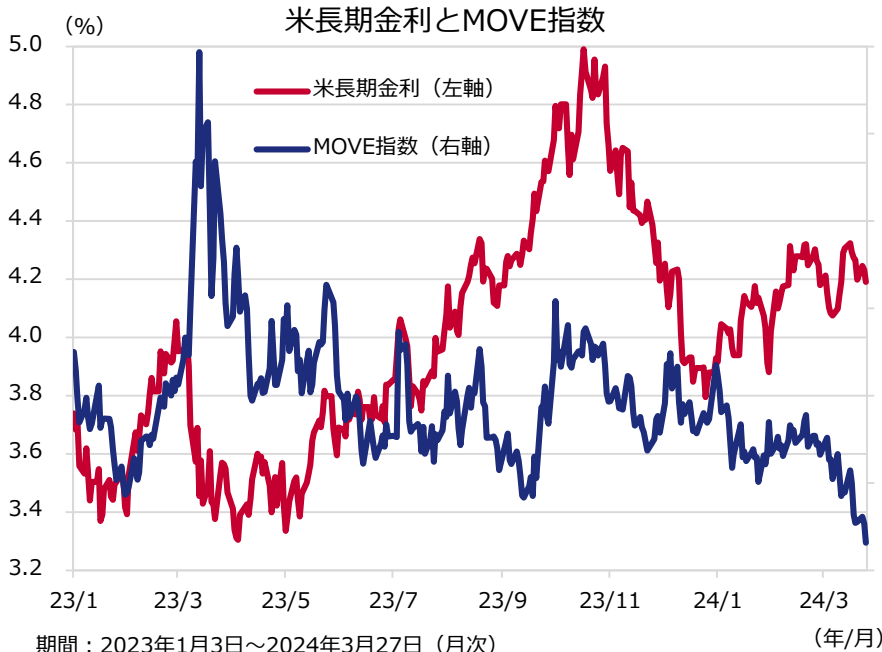


注：各年度4月以降の買いと売り、それぞれの累計金額。2023年度は3月18-22日の週末まで。

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

- 日本株は3月も一段と上昇し、日経平均は4万円台に到達しました。業績改善期待や円安がけん引役となりましたが、企業による資本効率化の進展期待も引き続き支えとなりました。東証の資本効率改善要請に対する企業の開示状況をみると、2月末時点で、東証プライム市場の約59%の企業が要請への対応策を開示しています（検討中を含む）。昨年12月末時点からは約10%ポイント増加し、東証は、時価総額が小さい企業やPBR（株価純資産倍率）が1倍以上の企業でも開示が進展したと指摘しています。
- 企業が資本構成の見直しを進める中、自社株買いや政策保有株（持ち合い株）の売却が進展しています。18-22年度の平均ペースに比べ、23年度は事業法人の買いと売りがいずれもハイペースとなり、自社株買いや政策保有株売却が進んだことがうかがえます（注：事業法人の売買にはこうした目的以外の売買も含まれる）。政策保有株の売却は株価下落要因となり得ますが、売却して得た資金を自社株買いに振り向けることで、資本効率改善などが期待されることもあり、市場は政策保有株売却を好感しています。2月末には金融庁の要請に応じる形で損害保険大手4社が政策保有株の全売却を決め、損保大手の株価が上昇しました。

FRBの年内利下げ見通しが相場の支えも、金利上振れリスクに警戒



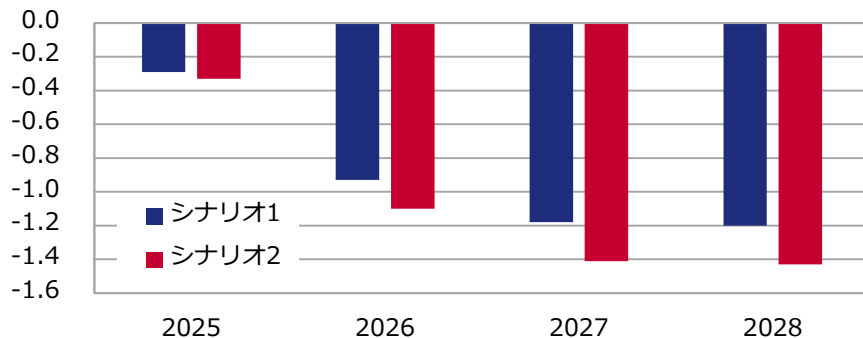
- 米長期金利（10年国債利回り）は3月、米CPI（消費者物価指数）やPPI（生産者物価指数）の伸び上振れなどを受けて、一時上昇しました。しかし、FRB（米連邦準備理事会）がFOMC（米連邦公開市場委員会）で2024年内の利下げ見通しを3回に据え置いたことで上昇圧力は後退しました。政策金利（FF金利）見通しに関し、市場とFOMCの見方は概ね収れんしています。もっとも3月のFOMCでは25年、26年の政策金利見通しは上方修正され、来年以降、利下げが昨年12月時点の想定よりも緩やかになるとの見通しが示されました。インフレ懸念が根強い中、利下げ開始時期が一段と後ずれする可能性や、利下げ回数が減少するとの見方が意識されれば、米国債の変動性（MOVE指数）の高まりを伴い、金利上昇圧力が強まる可能性があります。留意が必要です。
- また、中長期のFF金利見通し（中央値）も2.6%と従来の2.5%からわずかながら引き上げられており、今後の動向が注視されます。なおこの点に関しパウエルFRB議長は、非常に低い水準には戻らないのが直感としつつも、不確実性が非常に高いとしました。

トピックス – トランプ再選に伴う欧州のリスク

関税引き上げによる経済への影響に加え、ガス不足懸念が再発する可能性も

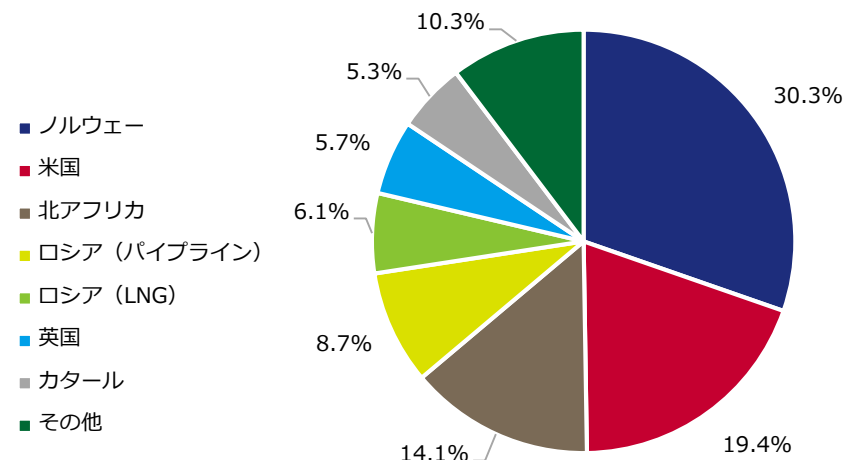
関税引き上げがドイツGDPに与える影響

(ベースラインからの乖離、年率GDP比%)



出所：ドイツ経済研究所の資料を基にアセットマネジメントOneが作成
注：ベースライン：関税引き上げがないシナリオ。シナリオ1：米国が中国を除く貿易相手国の輸入品に10%の関税を課し、中国からの輸入品には60%の関税を課すシナリオ。シナリオ2：シナリオ1に加えて、中国は米国からの輸入品に対する関税を40%引き上げることで報復するシナリオ。

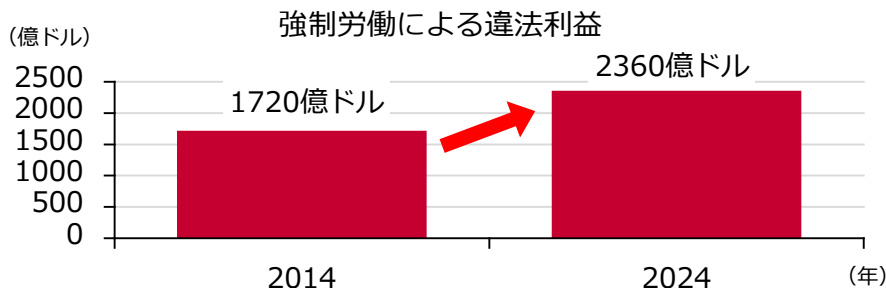
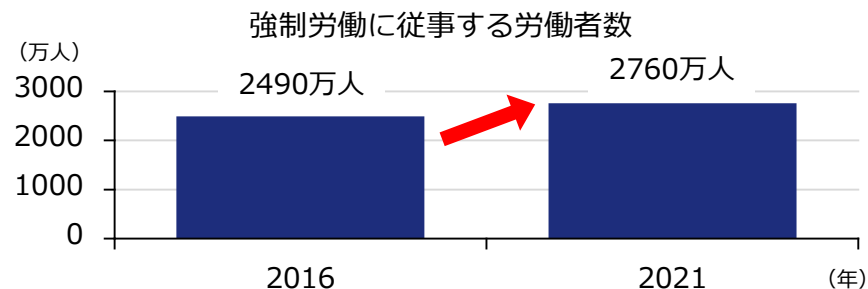
EUへのガス供給国（割合）



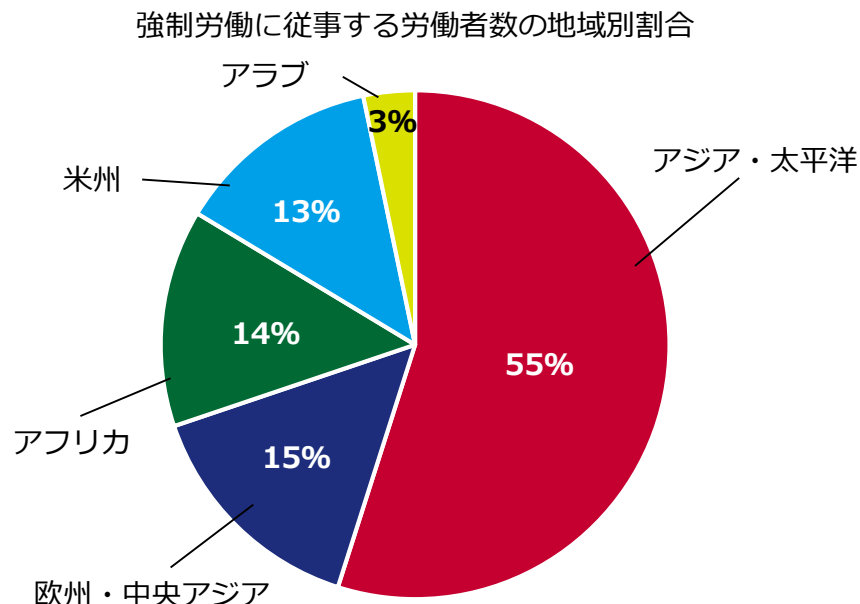
出所：欧州委員会のデータを基にアセットマネジメントOneが作成
注：データは2023年時点

- 米大統領選でトランプ前大統領が再選された場合、EU（欧州連合）の大きな懸念は米国によるウクライナ支援停止とNATO（北大西洋条約機構）脱退と考えられます。米国のNATO脱退は事実上困難とみられますが、ウクライナ支援停止により、EUは軍事費を大幅に増強せざるを得なくなる可能性があります。
- また、トランプ前大統領は、外国製品への関税を一律に引き上げる「普遍的な基本関税」を提唱しています。米国はEUの域外の輸出相手国として最大であるため、EUから米国への輸出減少が懸念されます。ドイツ経済研究所は、関税が導入された場合、輸出の減少とそれに続く民間投資の減少により、ドイツのGDPは28年までに1.2～1.4%程度減少すると試算しています。
- さらに、トランプ前大統領は米テクノロジー企業に対するEUのデジタルサービス税への対抗措置の実施や、気候変動対策を撤回して米国での原油や天然ガスの生産を支援するとみられます。この場合、EUは米国と幅広い領域で対立する公算が大きいとみられます。しかし、EUはロシア産天然ガスからの脱却のために米国から多くの天然ガスを輸入しています。トランプ前大統領は天然ガスをEUとの取引材料として利用する可能性も排除できず、EUでガス不足懸念が再発するリスクがあります。

強制労働の関与した製品を締め出す動きが強まる



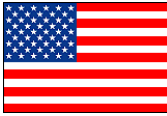

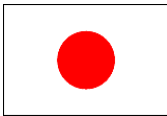



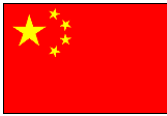

出所：ILO「Profits and poverty: The economics of forced labour」を基にアセットマネジメントOneが作成



出所：ILO「Profits and poverty: The economics of forced labour」を基にアセットマネジメントOneが作成

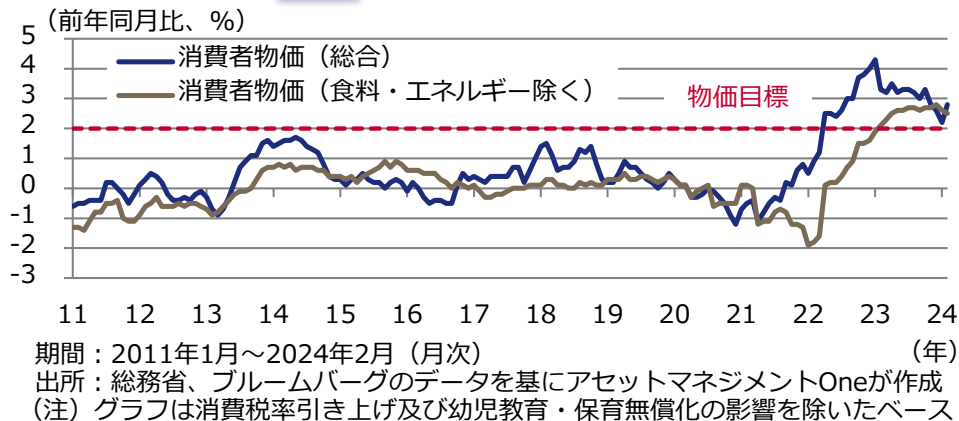
- 強制労働とは、ILO（国際労働機関）によると、「ある者が処罰の脅威の下に強要され、」かつ、「自らの自由意思で申し出たものではない一切の労務」とされます。ILOが今年3月に公表した報告書によると、2021年時点において強制労働に従事する労働者数は2760万人、そして強制労働による違法利益は2024年に2360億ドルに達したと推計されています。強制労働従事者の数を地域別にみると、アジア・太平洋が最も多く、次いで欧州・中央アジア、アフリカ、米州、アラブという順になっています。
- かかる中、3月上旬、EU理事会と欧州議会は、強制労働によって製造された製品の販売を禁止するEU規則について暫定合意に達しました。採掘、収穫、生産、製造などのいずれかの段階において、強制労働が関与した製品が対象です。施行されれば、EU当局は、疑いがある商品について調査を実施し、強制労働の関与を認めた場合、商品のEU市場からの回収と廃棄を命じることが可能となります。強制労働に関与した製品を市場から締め出すこうした動きは今後強まっていくと考えられ、企業はより一層サプライチェーン上の強制労働リスクへの対処が求められることになるとみられます。


▶ Chapter 2
経済動向

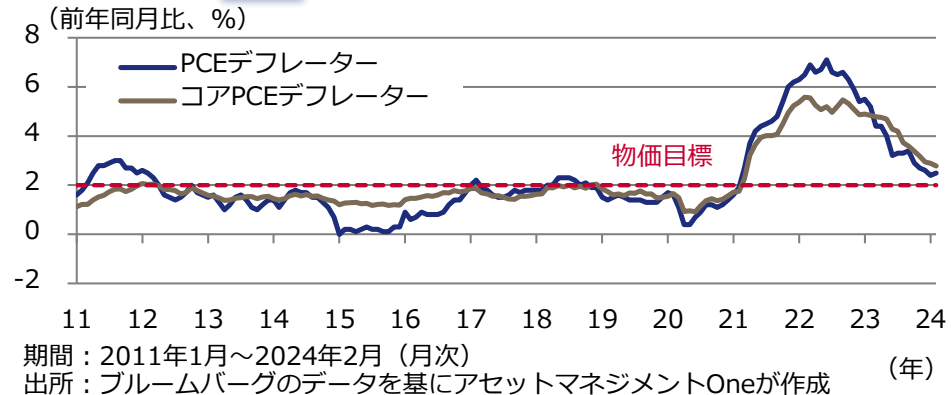
国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 減速しつつも、底堅さを維持	政策金利を据え置き	FRBの昨年央までの利上げによる景気抑制効果が残るものの、堅調な労働市場を裏付けとする個人消費が支えとなり、米経済は底堅さを維持するとみられます。FRBは政策金利を次回会合で据え置くとみられますが、年央にかけて利下げに転じる見込みです。もっとも、その後の利下げペースはインフレの再加速リスクなどを勘案しつつ、決定するとみられます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ インフレの再加速
 日本	 懸念材料はあるも再び回復基調へ	追加利上げは年央以降か	国内経済は、賃金上昇や企業の根強い投資意欲を背景に、個人消費や設備投資を中心として回復基調へ戻ると予想されます。日銀は、3月にマイナス金利政策の解除をはじめ金融政策の正常化を実施しました。追加の利上げは急がず、賃金と物価の好循環定着の確信度を見極め、追加利上げのタイミングを慎重に判断していくものとみられます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 物価高による経済への影響 ▶ 外需の減速
 ユーロ圏	 景気は緩やかに回復へ	利下げを検討へ	景況感を見ると、製造業は低調ですが、サービス業が持ち直しつつあります。今後、インフレの鈍化などによる家計の実質所得の回復が期待され、景気は徐々に回復するとみられます。ECB（欧州中央銀行）は5月下旬発表の1-3月期の妥結賃金の伸び率鈍化を確認した後、6月に利下げを開始する見込みです。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ インフレの長期化 ▶ ドイツ財政の緊縮化
 中国	 景気に底打ちの兆し	金融緩和姿勢を維持	中国経済は、製造業が持ち直しているものの、不動産市況の低迷から総需要は停滞しています。こうした中、当局は財政支出を拡大する方針です。中でも、製造業の設備投資を重要視しており、今年は政策支援から、設備投資が景気をけん引すると見込みます。また、中国人民銀行は、緩和的な金融政策を続ける見込みです。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 地方中小銀行発の金融システム不安 ▶ 外需の減速

経済の概況 – 各国のインフレ率の動向

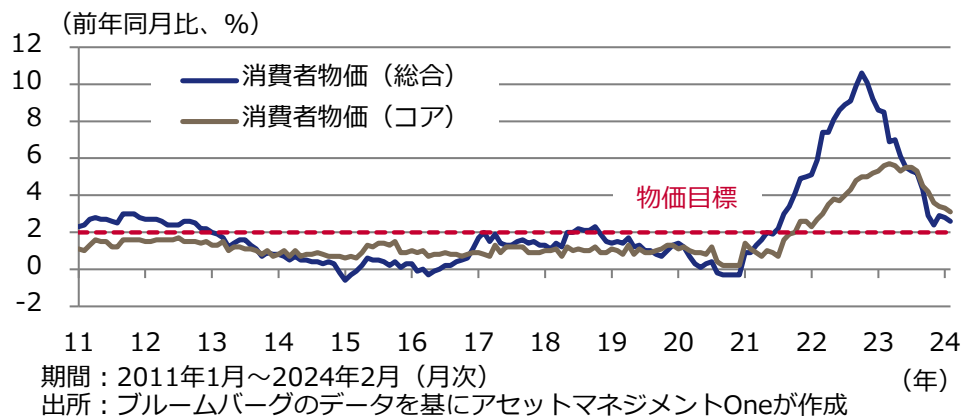
 日本のインフレ率の推移




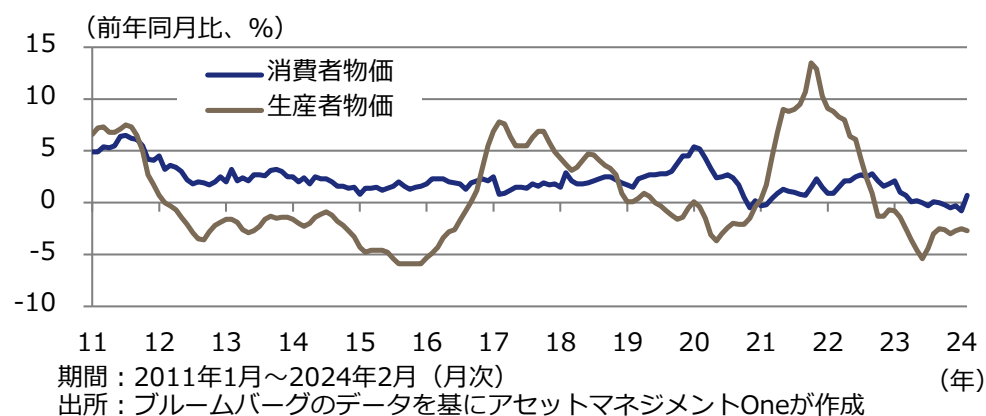
 米国のインフレ率の推移



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

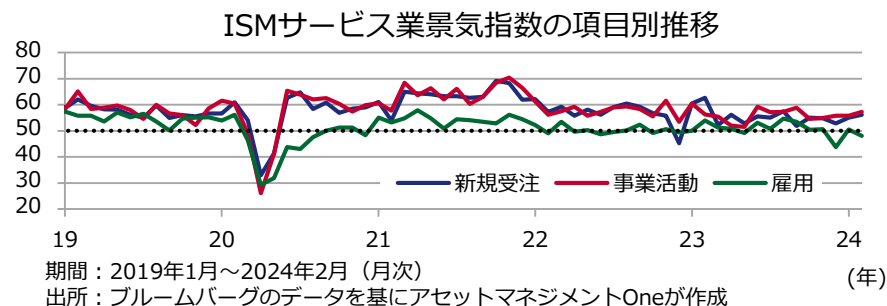
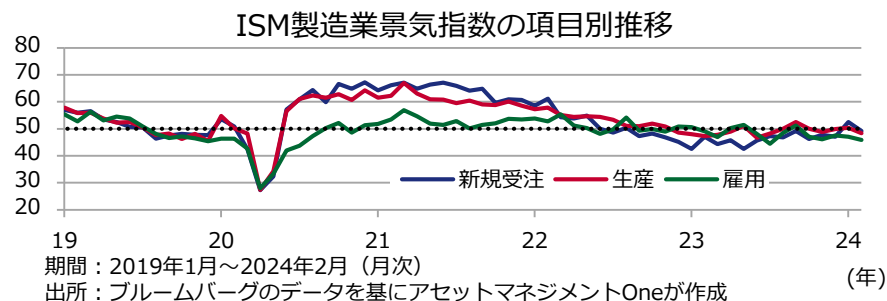
出所：IMF「World Economic Outlook Update, 2024.1」、 「World Economic Outlook Database, 2023.10」、リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

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

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

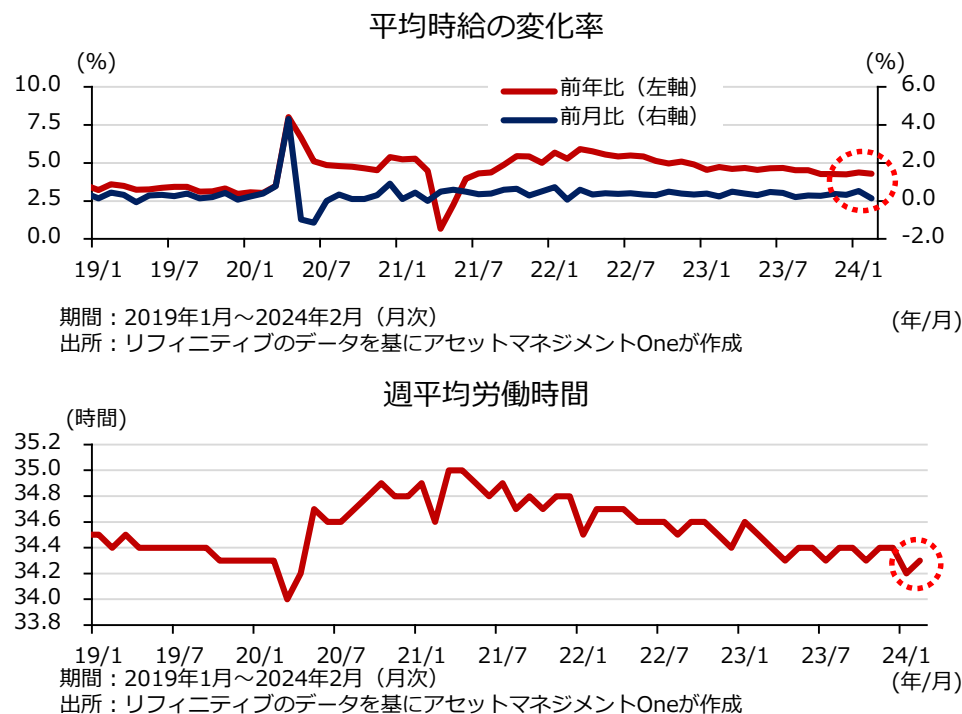
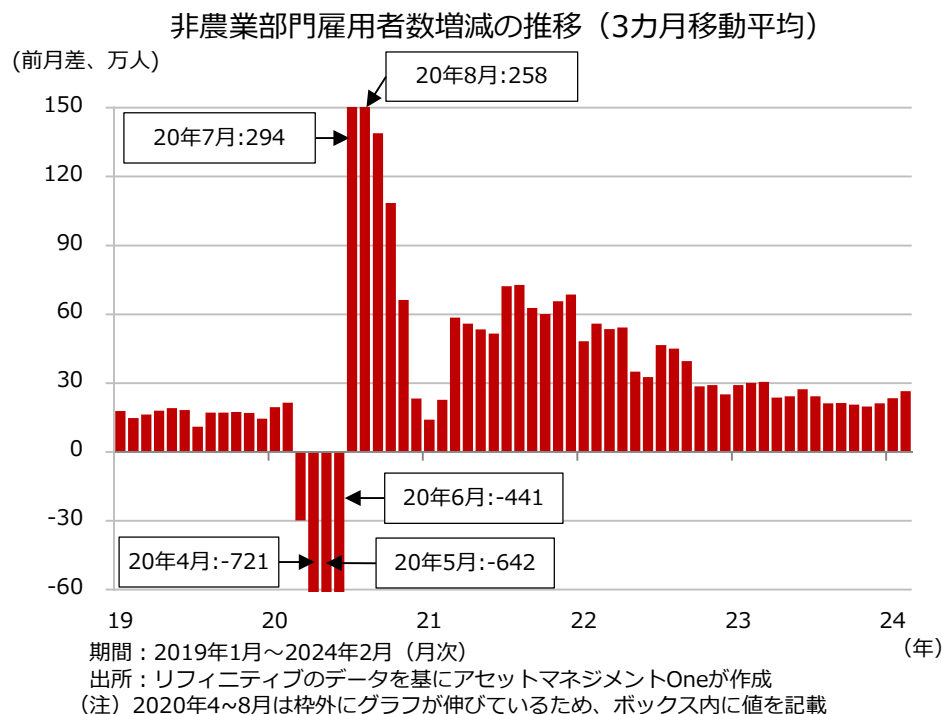
() 内は前回時点の見通しからの変化幅。インドのGDP成長率は会計年度（4月～翌年3月）ベース

景況感は早晩底打ちする見込み



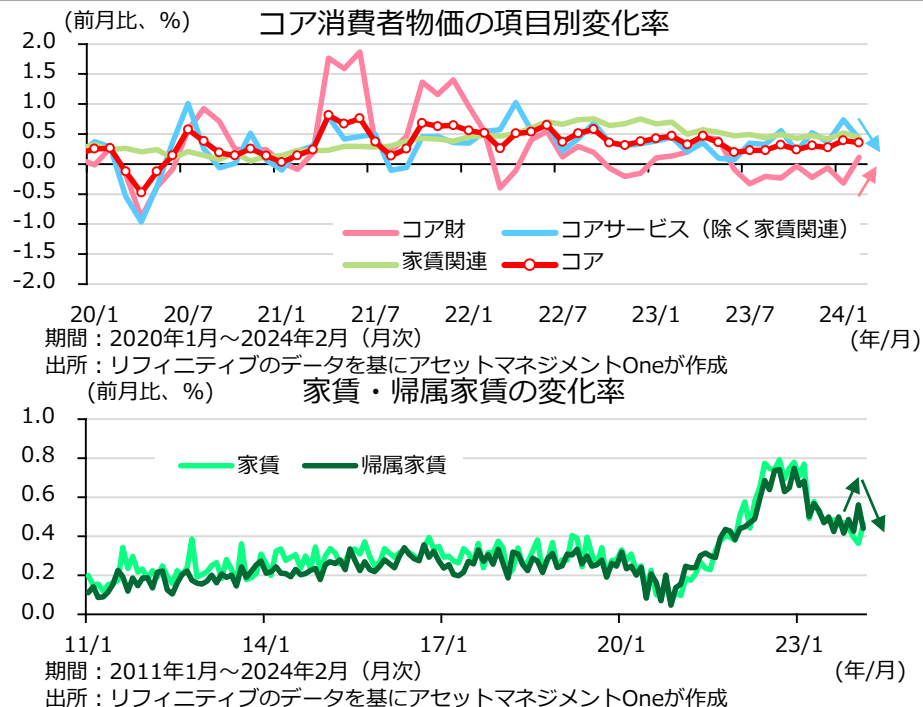
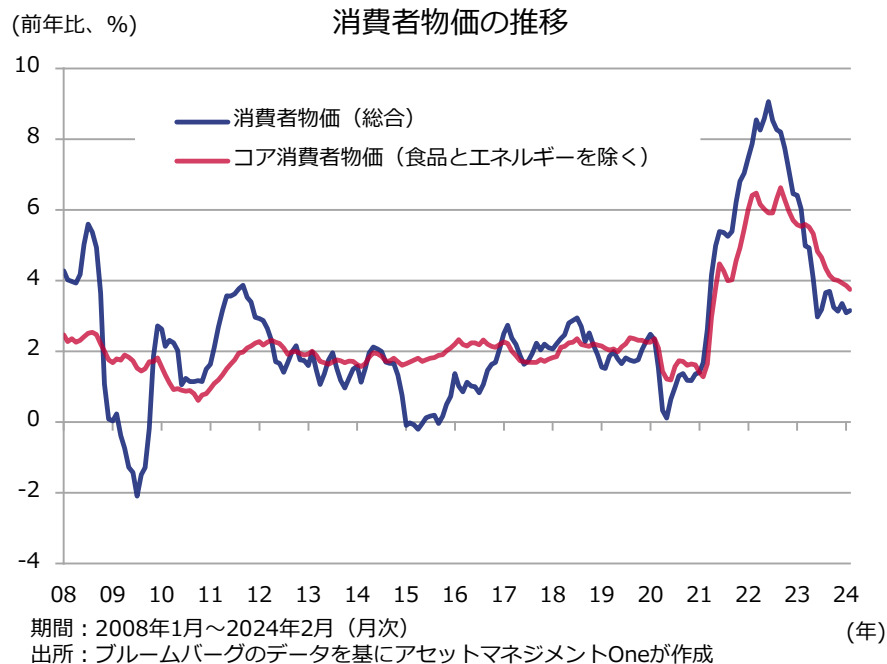
- 2月のISM景気指数は、製造業が47.8と1月（49.1）から悪化しました。構成項目を見ると、新規受注や生産、雇用などが低下し、全体を押し下げました。また、サービス業も52.6と1月（53.4）から低下しました。もっともサービス業では、雇用は悪化したものの、新規受注や事業活動は改善しており、内容は決して悪くありません。
- 2月のサーベイ回答者のコメントでは、製造業において事業環境に関してネガティブな報告よりも前向きな報告が目立ちます。また、サービス業では、多くのセクターが好調な事業環境を報告したほか、インフレ圧力の緩和を指摘するコメントが多数見られました。
- サービス業の新規受注などは改善が継続しているほか、製造業も在庫が低下する中で、今後の生産の持ち直しが期待されます。かかる中、景況感は早晩底打ちする見通しです。

米労働市場は底堅いが、賃金の伸びは緩やかに鈍化の見込み



- 2月の非農業部門雇用者数は前月差+27.5万人と高い伸びを記録しました。同時に大幅だった前月1月の伸びは大きく下方修正されましたが（修正前：同+35.3万人⇒修正後：同+22.9万人）、それでもなお3カ月移動平均の増加数は+26.5万人で高水準にあります。一方、失業率（U-3失業率）は3.9%と1月（3.7%）から上昇しました。
- 1月に加速した平均時給の前月比の伸びは前月比+0.1%と1月（同+0.5%）から減速しました。週平均労働時間を見ると、大きく落ち込んだ1月から2月は増加に転じています。これらを鑑みると、1月の賃金の高い伸びは悪天候などを受けた労働時間の減少による一過性の動きだったと判断され、賃金の伸びは緩やかに鈍化していくと見込まれます。

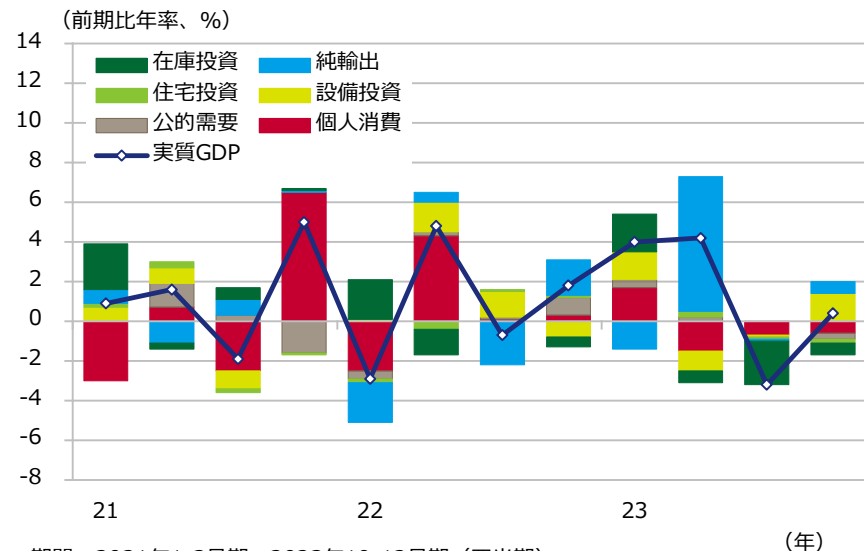
インフレ圧力の根強さを再確認



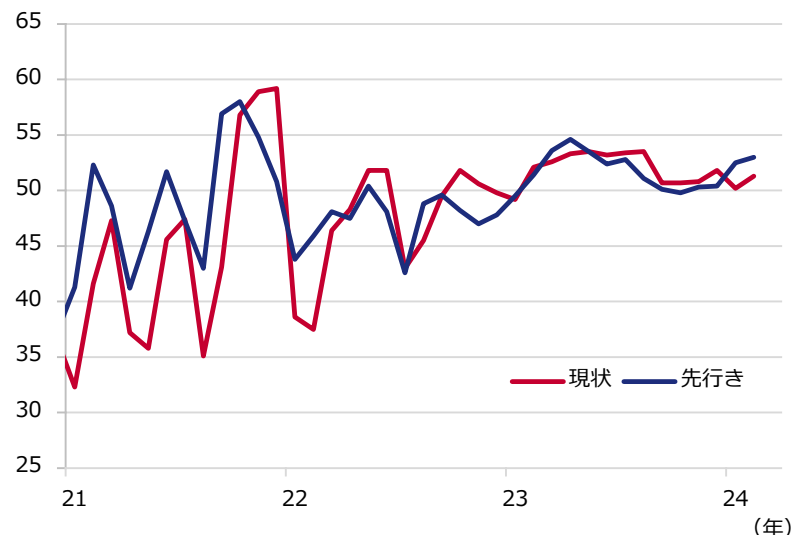
- 2月のCPIの上昇率は前年比+3.2%と、1月（同+3.1%）から上昇しました。一方、コアCPIは同+3.8%と、1月（同+3.9%）から低下しました。前月比ベースでは、総合が+0.4%と1月（同+0.3%）から上昇しました。また、コアCPIは同+0.4%と、1月（同+0.4%）と同程度の高い伸びが続いています。コアCPIの前月比の伸びの内訳を見ると、1月に大きく上昇した家賃関連を除いたコアサービス価格が鈍化しました。一方で、1月にマイナス寄与となったコア財価格ですが、2月は中古車・トラックの価格が上昇に転じる中でプラス寄与となりました。家賃関連では、1月に加速した帰属家賃（持ち家のみなし家賃）が鈍化しました。
- 2月のCPIは、1月に続き米国のインフレ圧力の根強さを改めて示す結果となりました。もっとも、FRBは、インフレが今後鈍化していくという見方を依然堅持しています。仮にインフレ指標が今後も上振れたとしても、将来のインフレ鈍化が見込まれると判断される場合は、利下げを年央にかけて開始する見込みです。

国内経済は2四半期連続のマイナス成長を回避、先行きの景況感は上向き継続

実質GDP成長率と寄与度の推移

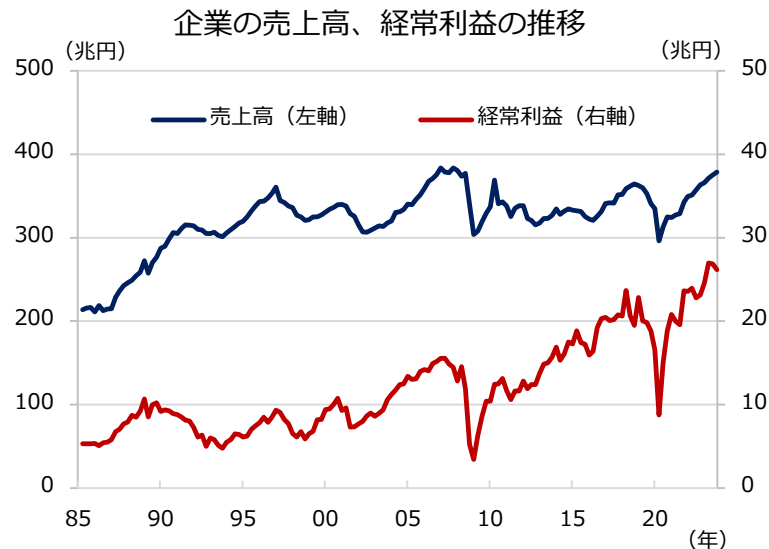


景気ウォッチャー判断DIの推移



- 2023年10-12月期の実質GDP（改定値）は、前期比年率+0.4%と速報値の同▲0.4%から上方修正され、2四半期連続のマイナス成長は回避されました。季節衣料や外食などが減少した実質個人消費の三四半期連続の減少は変わりませんでした。実質設備投資は速報値から上方修正され、三四半期ぶりに増加に転じました。
- 経済活動状況を間近に見ている人々の全国の景気判断（景気ウォッチャー調査）を見ると、現状判断は今年1月に能登半島地震等もあり悪化したあと、持ち直しました。先行き判断は改善が続いています。良好な雇用環境や賃上げに対する期待、インバウンド消費の拡大などが押し上げに寄与しているとみられます。
- 今年の春闘賃上げ率は、連合の集計でバブル期以来の高い伸びが見られています。家計の所得環境改善を背景とした消費の持ち直しや、価格転嫁の進展、需要回復による堅調な企業収益、根強い投資意欲を背景とした設備投資の増加が、国内経済を支えるとみられます。物価上昇や海外経済の動向には留意が必要ですが、国内経済は早晚、回復基調へ戻ると予想します。

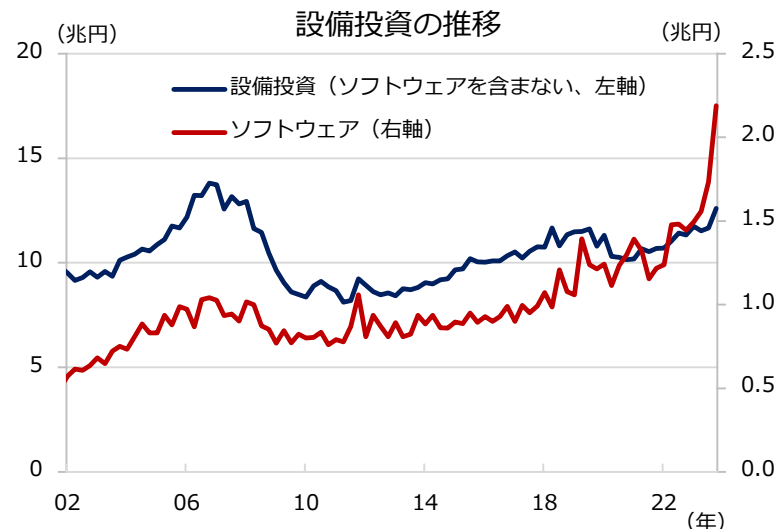
企業収益は過去最高水準、設備投資はソフトウェア中心に好調



期間：1985年4-6月期～2023年10-12月期（四半期）

注：横軸の目盛りは暦年。データは、全規模・全産業、金融業・保険業を除く、季節調整値。

出所：財務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成



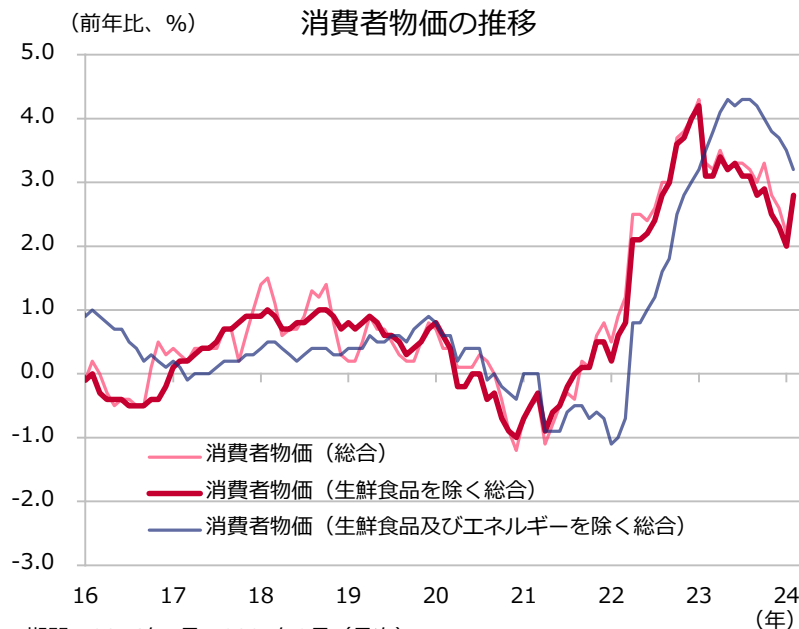
期間：2002年1-3月期～2023年10-12月期（四半期）

注：横軸の目盛りは暦年。データは、全規模・全産業、金融業・保険業を除く、季節調整値。ソフトウェアは全体の設備投資額からソフトウェアを含まない設備投資額を差し引くことで算出。

出所：財務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 法人企業統計調査によれば、2023年10-12月期の売上高、経常利益は、季節調整値で過去最高水準にあります。製造業では、供給制約緩和により自動車生産が回復しましたが、2024年1月以降は自動車工場の稼働停止などの影響が顕在化する点に留意が必要です。非製造業は、食料品を中心に価格転嫁が進展したことや、宿泊・飲食などのサービス業が増加しました。
- 設備投資は増加傾向にあります。中でも、人手不足を背景に効率化・省力化等を目的としたソフトウェア投資が大きく伸びているほか、製造ラインの拡張や新しい生産拠点の整備など生産体制強化のための投資も増えているもようです。企業収益の改善や根強い投資意欲を背景とした設備投資の増加も、国内経済の回復基調を支えると思われます。

日銀はマイナス金利解除を決定。日銀は追加利上げのタイミングを慎重に判断



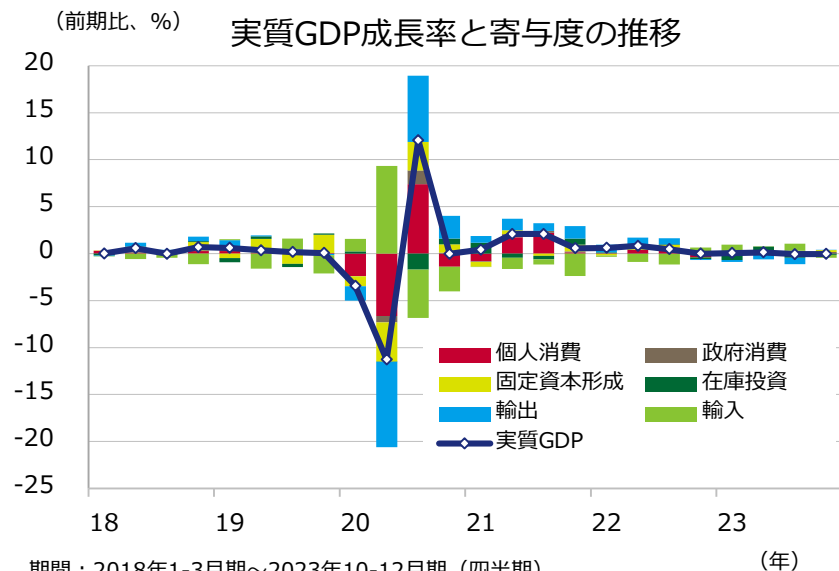
日銀政策委員の大勢見通し (2024年1月)

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

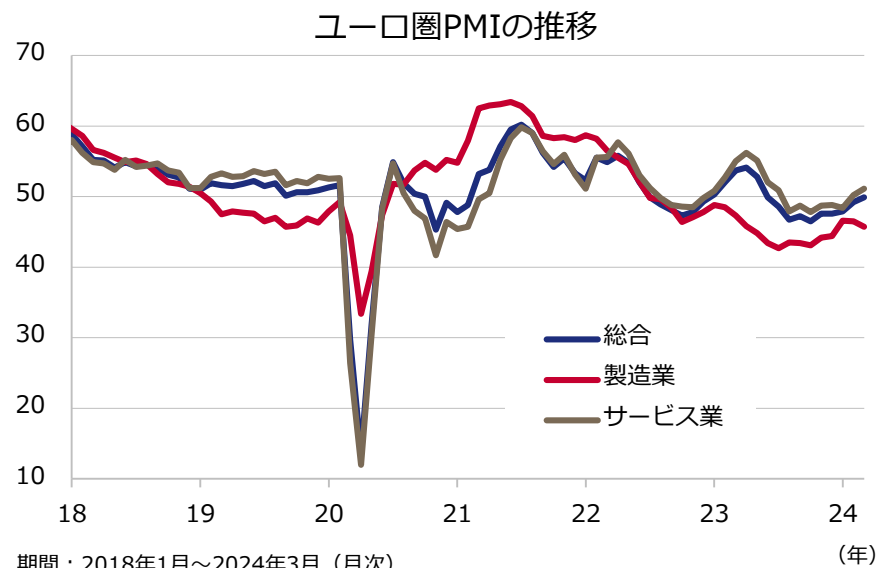
出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成
 ※データは対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値
 ※「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除き、幅で示したものの。その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

- 2月のコアCPI (生鮮食品を除く総合) は前年比+2.8%と、1月の同+2.0%から反発しました。賃金上昇等を背景にサービス価格は伸びを維持しているほか、政府による電気代・ガス代の負担軽減策などの影響が一巡し、上昇率が拡大しました。
- 日銀は、3月18～19日の金融政策決定会合で、2%の「物価安定の目標」の実現を見通せる状況になったとして、マイナス金利政策の解除や、長短金利操作の撤廃、リスク資産の買い入れの終了を決定しました。金融市場調節の対象は、短期金利 (無担保コールレート (オーバーナイト物)) となり、0～0.1%程度での推移を促すとしています。
- 賃金と物価の好循環を確実なものとするため、当面、追加の利上げは急がないとみられます。4月の経済物価情勢の展望レポートにおける物価見通しが注目されます。好調な企業業績、2%程度の物価上昇、高い賃上げ率、底堅い海外経済などで、見通しの確信度を見極め、追加利上げのタイミングを慎重に判断していくものとみられます。

23年10-12月期の実質GDP成長率は、2四半期連続でマイナス成長に



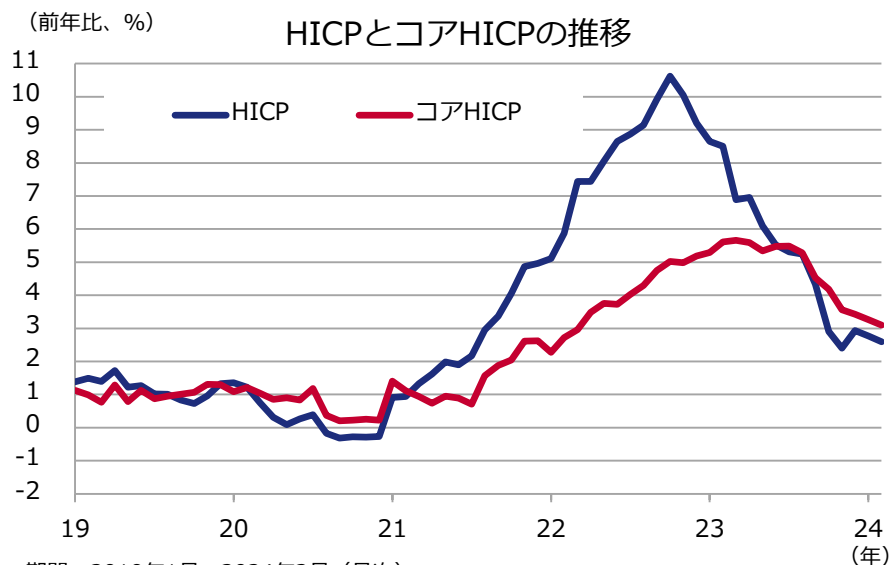
期間：2018年1-3月期～2023年10-12月期（四半期）
出所：Eurostatのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2018年1月～2024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

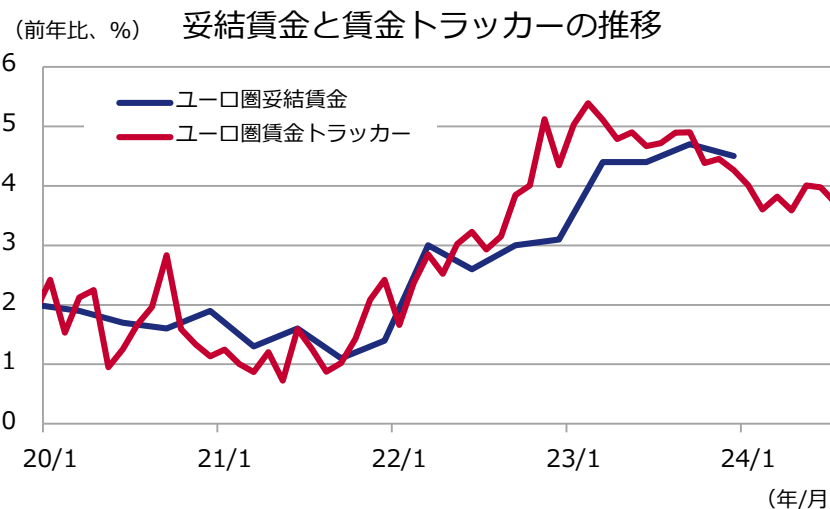
- 23年10-12月期の実質GDP成長率は、2四半期連続でマイナス成長となり、テクニカルリセッション入りとなりました。需要項目別の内訳では、高インフレなどの影響によって個人消費が低調であったことに加え、輸出も外需の低迷などを受けて横ばいと振るいませんでした。
- 3月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）速報値は、49.9と前月の49.2から上昇しました。製造業は低下したものの、サービス業がけん引しました。データ公表元は、製造業が第1四半期に回復するとの期待は諦めるべきだとしつつも、サービスPMIが前月から上昇し2カ月連続で50を上回ったのは明るい材料であるとしています。
- ドイツの製造業は軟調な状況が続いていますが、ユーロ圏各国ではサービス業が持ち直しつつあります。労働市場は堅調な状況が続いており、今後、インフレの鈍化などによる家計の実質所得の回復が期待されます。また、年央に想定されるECBの利下げも経済を下支えするとみられ、ユーロ圏経済は徐々に回復するとみられます。

ラガルド総裁は6月会合までにより多くのデータが得られると踏み込んで発言



期間：2019年1月～2024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

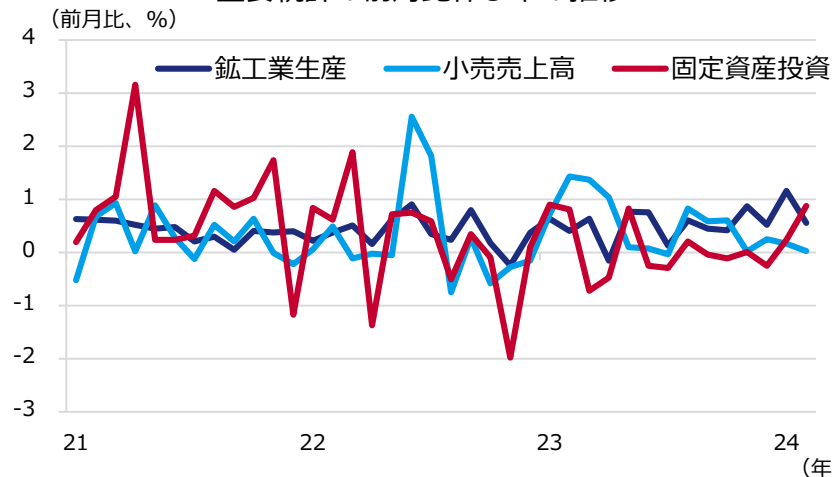


期間：2020年1月～2024年2月（月次）、賃金トラッカーは5か月先行させて表示（24年2月のデータは24年7月に表示）。ユーロ圏妥結賃金は20年1Q～23年4Q（四半期）
出所：リフィニティブ、Indeedのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 2月のHICP（消費者物価指数）は、前年比+2.6%と前月の同+2.8%から鈍化しました。また、食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICPは、同+3.1%と前月の同+3.3%から鈍化しました。
- ECBは3月会合で政策金利を据え置き、現在の政策金利を十分に長い期間維持すれば、2%の中期的な物価目標へ適時に回帰するとのフォワードガイダンス（先行き指針）を維持しました。一方、ラガルド総裁は「制約的なスタンスの縮小について議論し始めた」として、利下げ開始が近づきつつあることを示唆しました。その上で、より多くの証拠やデータが必要であると、「4月会合までにもう少しデータが得られるが、6月会合までにより多くのデータが得られる」と6月の利下げ可能性を示唆しました。
- より直近の動向を把握できる賃金トラッカーは、ピークを付けた兆しがあります。また、タカ派のECB高官も利下げ開始の時期として6月の可能性に言及しています。ECBは5月下旬に発表される24年1-3月期の妥結賃金の伸び率鈍化を確認したうえで、6月会合で利下げを開始するとみられます。

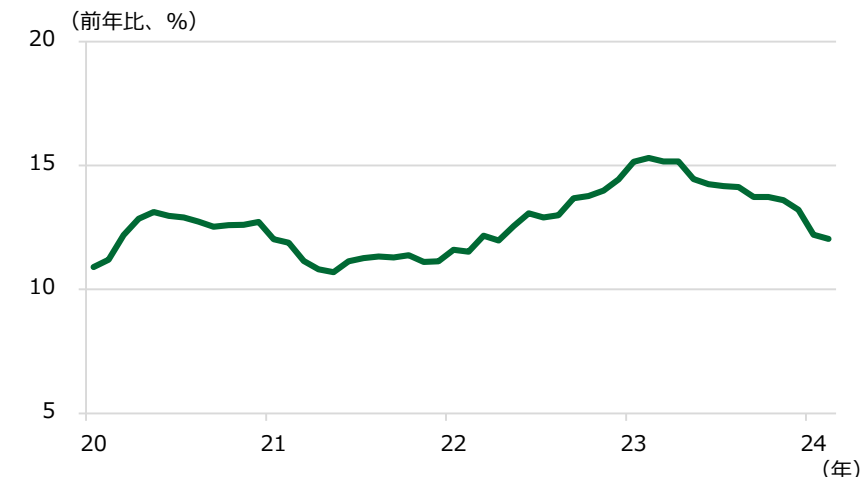
1-2月は生産活動と固定資産投資が活発も、資金需要は低迷

主要統計の前月比伸び率の推移



期間：2021年1月～2024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

非金融企業およびその他向け貸出残高増加率の推移

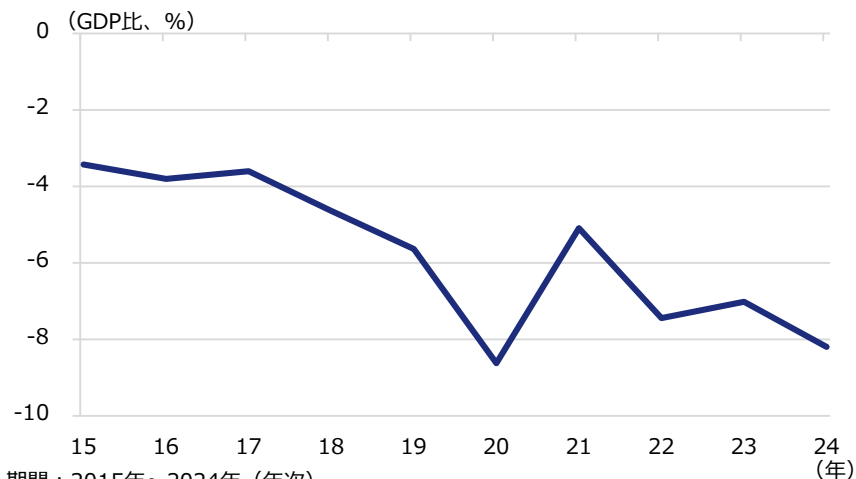


期間：2020年1月～2024年2月（月次）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 年初来の主要統計の前月比伸び率は、鉱工業生産と固定資産投資が高めの水準を維持し、2月までに昨年末から1%超増加しました。一方、小売売上高は冴えず、昨年末から0.2%程度の増加にとどまりました。
- 電気自動車を中心とした新エネルギー車や、スマートフォンの生産増が鉱工業生産をけん引しました。また、当局の政策支援を受けたハイテク製造業の設備投資や、当局のインフラ投資拡大が、固定資産投資を押し上げました。
- 固定資産投資は堅調な伸びを示したものの、融資残高の伸びは一段と鈍化しました。製造業を中心とした企業の資金需要は底堅かったと考えられるものの、家計が住宅の購入を控える中、不動産開発企業も新規投資を抑えたことが融資の弱さにつながった可能性があります。
- PBOC（中国人民銀行）は、全人代（全国人民代表大会）会期中に追加の金融緩和を示唆しており、今後は追加利下げ後の貸出金利の一段の低下と、融資の増加が期待されます。

中国は製造業の設備投資と消費の支援策を公表

広義財政赤字の推移

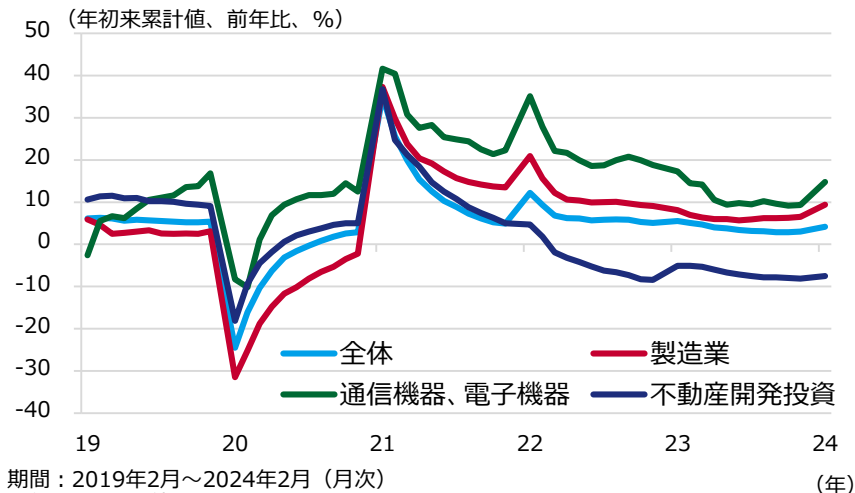


期間：2015年～2024年（年次）

注：2024年のみ予算案を基に計算。広義財政赤字は、一般予算と政府基金の赤字額の合計。

出所：リフィニティブ、国務院の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

主要産業の固定資産投資増加率の推移



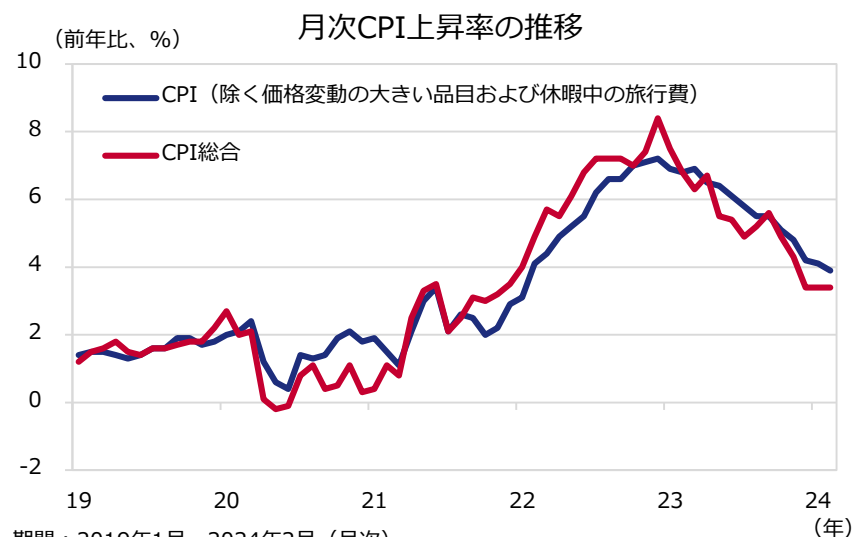
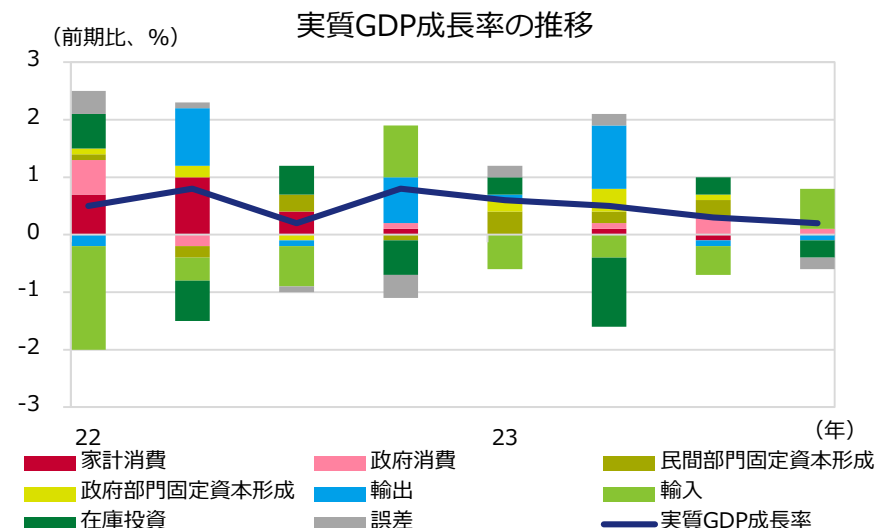
期間：2019年2月～2024年2月（月次）

※毎年1月の数値は非公開

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

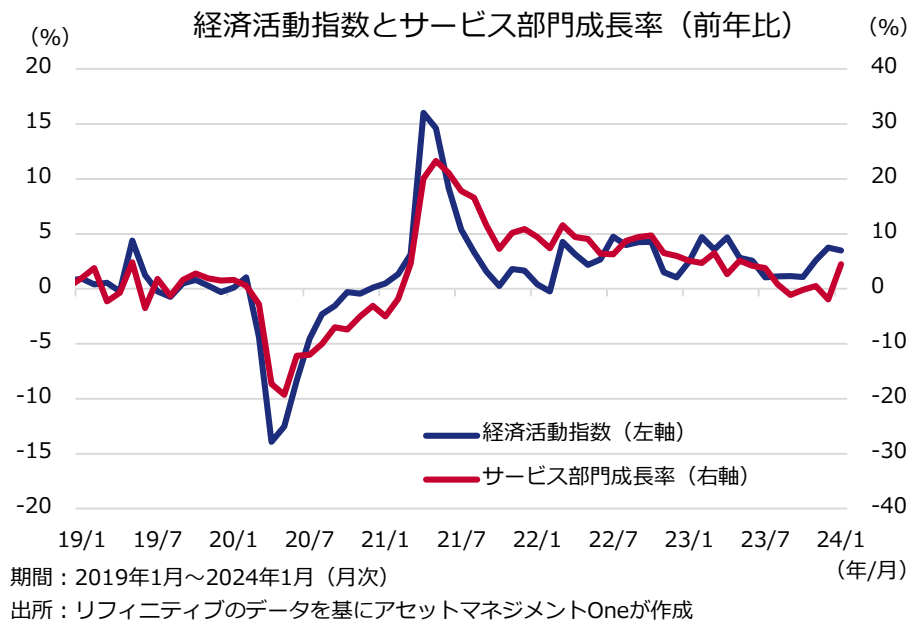
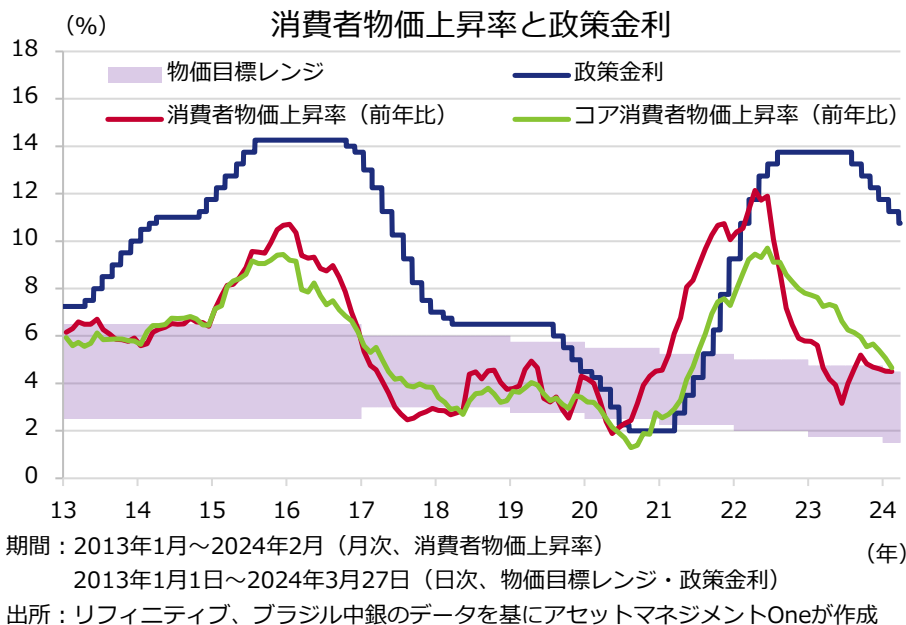
- 今年の全人代で公表された予算案は、一般予算の財政赤字目標が昨年から縮小したものの、特別会計も含めた広義の財政赤字で見れば規模は拡大しました。こうした予算の使途として、当局は、設備投資と消費の支援策を公表しました。
- 設備投資の支援産業は、従来から支援対象となっていたハイテク製造業と、伝統的な製造業まで広範に設定されました。こうした製造業の設備投資は2027年までに2023年比25%増という目標が設定され、中央予算から最大7,000億元の支出が行われることが表明されています。昨年の中国製造業は、政策支援を受けたハイテク製造業や自動車製造業が投資を増やし、設備投資は前年比+6.5%増加しましたが、今年は支援対象が広がり、製造業全般に恩恵が及ぶ可能性があります。
- 消費支援に向けては、家電と自動車を中心とした耐久消費財のアップグレードに向けた支援と、サービス消費支援を行うことが公表されました。家電の販売は、不動産市況の悪化とともに低迷が続いてきたため、当局の支援による販売増加が期待されます。ただし、自動車は、これまでも減税政策を続けてきたことによる需要の先食いの反動が出る懸念もあります。

豪州は金融引き締めの効果から景気の減速が続く。インフレ率も鈍化が続く



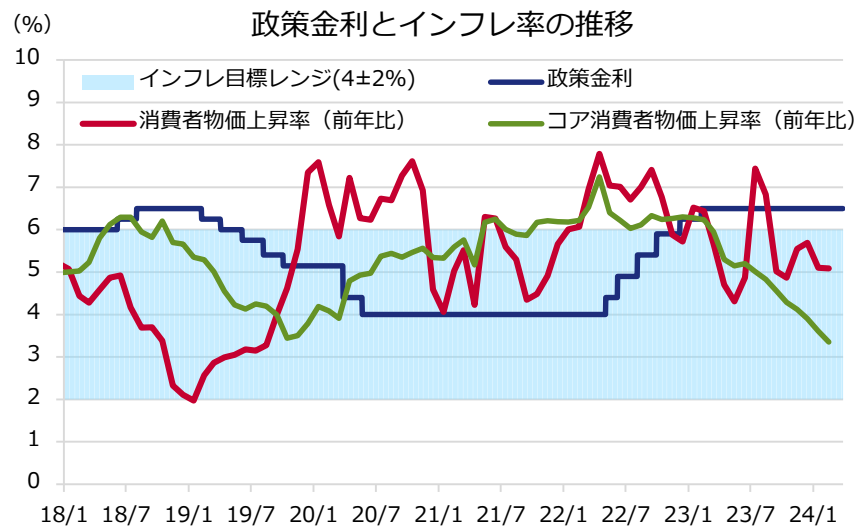
- 豪州では、金融引き締めの影響から景気の減速が続いています。昨年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%と前期から減速しました。小幅なプラス成長でしたが、輸入の減少によって成長率が押し上げられており、住宅投資の減少を受けた民間固定資本形成による寄与の縮小など、内需の減速が示されました。RBA（豪州準備銀行）が2月に公表した最新の経済見通しでは、2024年前半に一段と前年比成長率が鈍化するとの見通しが示され、引き続き高金利環境が需要を抑制すると見込まれます。
- 2月のCPI上昇率は総合が前年比+3.4%、価格変動の大きい品目と休暇中の旅行費を除いた物価の上昇率は同+3.9%となりました。全体では、食品価格や住宅関連費用の高止まりなどが一段の鈍化を妨げているものの、価格変動の大きな品目を除いた基調的なインフレ率は鈍化が続いています。
- RBAは、3月理事会の声明文において、これまで続けてきた追加利上げに関する言及を控えました。インフレ鈍化の継続性を見極めながら、RBAは利下げの議論を始めると考えます。

インフレの減速が緩やかになる中、中銀は利下げ幅の縮小を示唆か

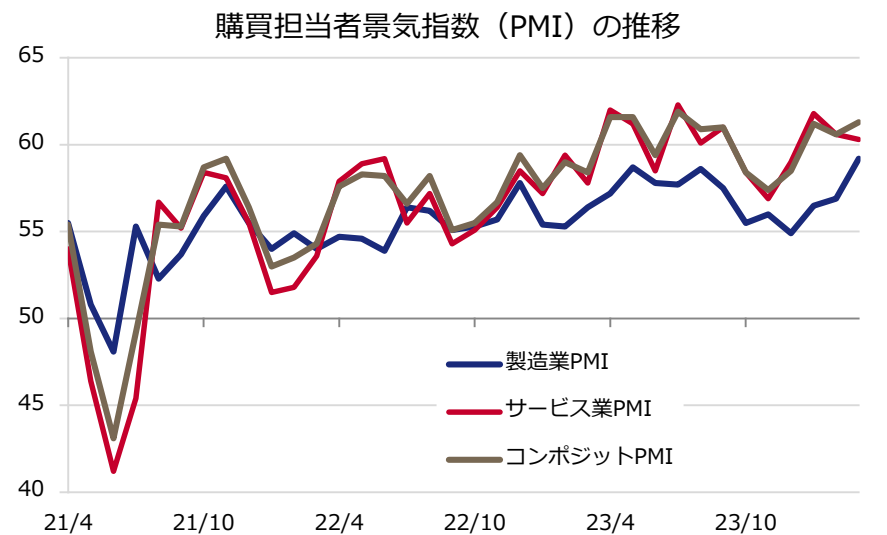


- 2月の拡大消費者物価上昇率は、前年比+4.50%（前月は+4.51%）とほぼ横ばいとなりました。高温や豪雨などの気候要因による食料価格の上昇や、原油価格の上昇など、振れ幅の大きい品目がインフレの減速を緩やかにしています。
- ブラジル中銀は3月の会合で政策金利を0.50%引き下げ、10.75%にすることを決定しました。中銀は声明文で次回5月の会合でも同規模の利下げを行うとしました。その上で、物価が中銀の目標レンジの上限（2024年は4.5%）付近で推移する中、6月会合以降に利下げ幅を縮小する可能性も含めた表現に変更しています。
- これまでの高金利環境の継続が設備投資の手控えなど経済活動の減速につながっているとみられるものの、経済活動指数やサービス部門成長率は市場予想を上回って推移しています。これは堅調な労働市場が背景にあるとみられ、サービス価格もインフレの減速を想定よりも遅らせるリスクが残ることに留意が必要です。

CPIは食品価格が押し上げるが、コアは減速が続く



期間：2018年1月～2024年2月（月次、消費者物価上昇率）（年/月）
2018年1月1日～2024年3月27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：2021年4月～2024年3月（月次）（年/月）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 2月のCPIは前年比+5.09%と、前月（同+5.10%）からほぼ横ばいでした。ウェイトの半分近くを占める食料品価格の伸びがインフレ減速の妨げとなりました。もっとも、コアCPIは前年比+3.35%と、前月（同+3.61%）から減速しており、物価の減速基調は続いているものとみられます。
- 現状の物価はインド中銀の物価目標レンジ（2～6%）内に収まっている中、中銀が4月の会合で追加利上げを行う可能性は低いとみられます。ただし、インド政府は4月より食料や燃料に係る補助金を削減する予定であり、今後同項目を中心にインフレが再加速する可能性があります。食料、原油価格の動向次第では、現在の引き締めの政策金利水準が長期化する可能性に留意が必要です。
- インドの下院総選挙は4月19日から投票が始まり、6月4日に開票予定となっています。足元の世論調査ではモディ首相の支持率は7割を超えており、3月のPMIでも示されている堅調なインド経済はモディ政権の継続を後押しするものとみられます。

▶ 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

米景気の軟着陸期待が株価の支えとなる見込みです。ただし、FRBが市場では年央とみられている利下げ開始時期を一段と遅らせる可能性もあり、留意が必要です。

日経平均株価

比較的堅調な国内景気を背景に、良好な企業収益が株価の支えになるとみられます。ただし、これまでの上昇が急ピッチだったことから、調整リスクには留意が必要です。企業の資本効率改善に向けた動きは引き続き注目されます。

米国10年国債利回り

米景気の軟着陸期待や、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感などは、金利の上昇要因と考えられます。一方、米インフレの鈍化基調などを鑑みれば、金利はレンジ推移を見込みます。

日本10年国債利回り

FRBによる利下げ観測は、金利の低下要因と考えられます。一方、賃金上昇に伴う国内物価上昇圧力や、日銀の金融政策のさらなる正常化観測などを鑑みれば、金利はレンジ推移を見込みます。

ドル/円

米景気の軟着陸期待や、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感などはドルの上昇要因とみられます。一方で、日本の通貨当局による円買い為替介入への警戒感などを鑑みれば、ドルは対円でレンジ推移を予想します。

✓ 相場見通し(今後1カ月)

	ダウ・ジョーンズ 工業株価平均	日経平均株価	米国10年国債利回り	日本10年国債利回り	ドル/円
予想レンジ	39,000~40,500ドル	39,000~41,500円	4.0~4.4%	0.7~0.9%	147~152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	39,807	+2.08	+5.62	+19.63	+20.70
	ドイツDAX指数	18,492	+4.61	+10.39	+18.32	+23.21
	日経平均株価	40,369	+3.07	+20.63	+43.96	+38.35
	MSCI エマージング マーケットインデックス	1,043	+2.18	+1.90	+5.34	▲20.76
REIT	米国REIT (配当込み)	23,611	+1.78	▲1.30	+8.02	+7.59
	国内REIT	1,794	+5.66	▲0.66	+0.52	▲10.83
	国内REIT (配当込み)	4,410	+5.84	+0.62	+4.89	+0.25
	豪州REIT (配当込み)	1,219	+9.59	+16.24	+35.44	+39.05
債券利 回り	米国 (10年)	4.20 %	▲0.05	+0.32	+0.73	+2.46
	米国ハイイールド債券	7.83 %	▲0.16	+0.04	▲0.65	+2.98
	日本 (10年)	0.73 %	+0.02	+0.11	+0.41	+0.61
	ドイツ (10年)	2.30 %	▲0.11	+0.27	+0.01	+2.59

	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	▲0.14	▲2.26	▲0.45	▲8.01
	英ポンド	1.26	▲0.02	▲0.85	+2.32	▲8.42
	豪ドル	0.65	+0.37	▲4.27	▲2.45	▲14.17
	ブラジルレアル	5.02	▲0.86	▲3.25	+0.97	+12.35
	人民元	7.22	▲0.45	▲1.68	▲4.80	▲9.25
為替 (対円)	インドルピー	83.34	▲0.51	▲0.21	▲1.47	▲12.19
	ドル	151.35	+0.91	+7.31	+13.93	+36.70
	ユーロ	163.30	+0.77	+4.87	+13.43	+25.75
	英ポンド	191.03	+0.89	+6.39	+16.67	+25.19
	豪ドル	98.59	+1.16	+2.63	+11.04	+17.23
	ブラジルレアル	30.20	+0.10	+3.93	+15.14	+53.69
	人民元	20.96	+0.44	+5.39	+8.43	+24.03
	インドルピー	1.81	+0.23	+6.58	+12.18	+19.75

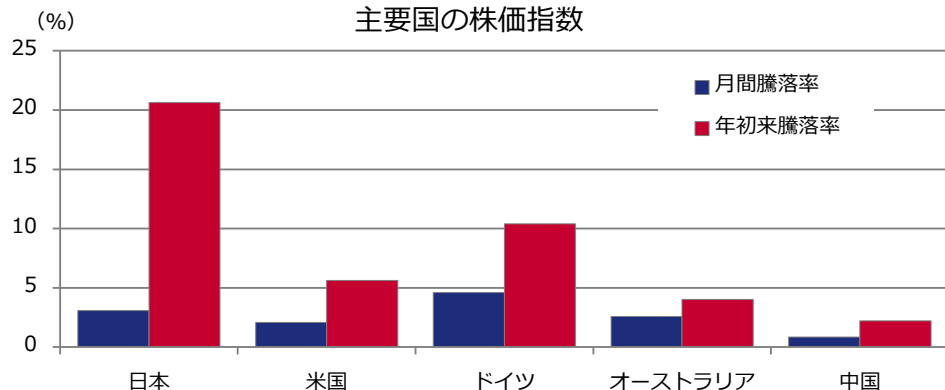
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

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

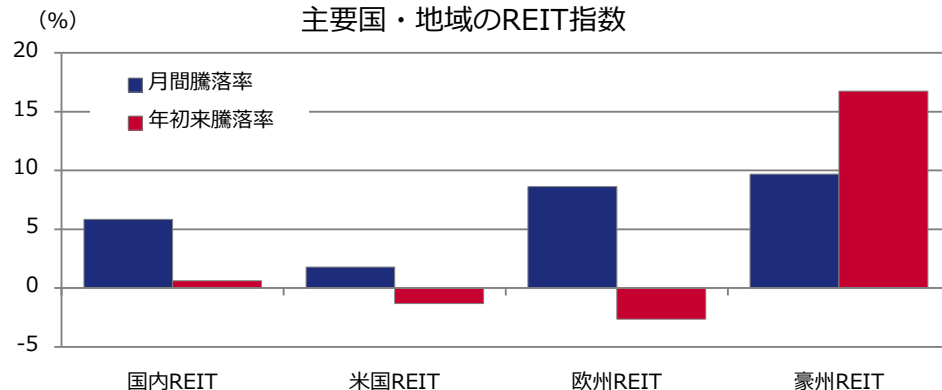
前月のまとめ

主要国の株価指数



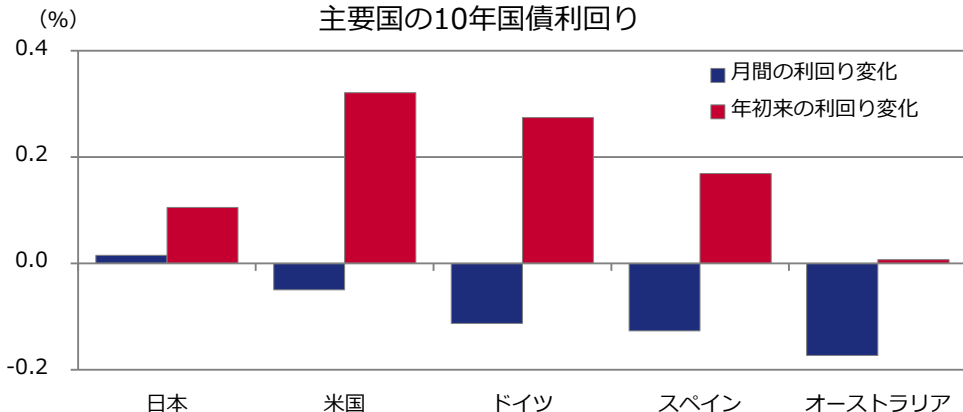
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2024年3月の1ヵ月間、年初来：2023年12月末から2024年3月末の期間
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株価平均
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数
 【中国】上海総合指数

主要国・地域のREIT指数



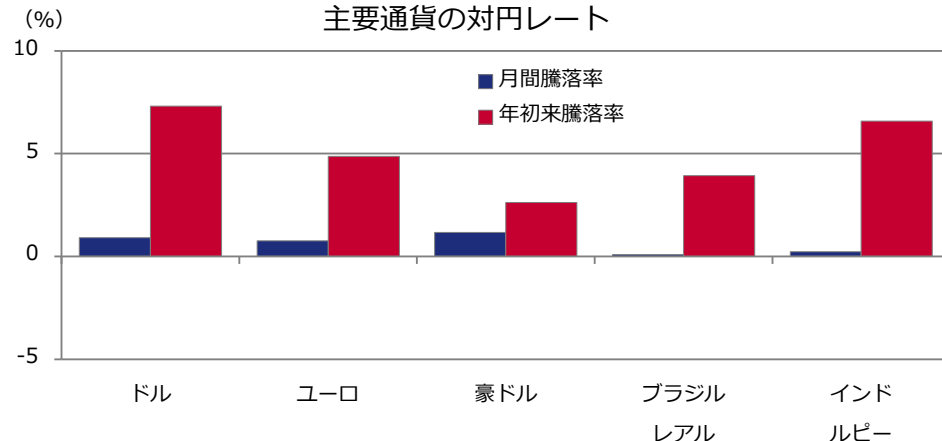
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2024年3月の1ヵ月間、年初来：2023年12月末から2024年3月末の期間
 【国内REIT】東証REIT指数 【米国REIT】FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス
 【欧州REIT】FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス
 【豪州REIT】S&P/ASX200 Aリート指数 すべてトータルリターン

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：2024年3月の1ヵ月間、年初来：2023年12月末から2024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：2024年3月の1ヵ月間、年初来：2023年12月末から2024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、米長期金利低下からハイテク株高となった後、CPI（消費者物価）発表を控え様子見姿勢が強まり、小幅に下落しました。中旬は、CPIが上ぶれたものの、FRB（米連邦準備理事会）がFOMC（米連邦公開市場委員会）で年内3回の利下げ見通しを維持したことなどから上昇しました。下旬は、複数のFRB高官から利下げ開始について慎重姿勢が示されたものの、上昇しました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均
(2023年3月末～2024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	・米景気の軟着陸期待
下落要因	・FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感 ・高値警戒感

FRBの利下げに向けた姿勢を注視

米景気の軟着陸期待が株価の支えとなる見込みです。高値警戒感がくすぶる中、調整リスクには留意が必要です。3月の市場では米景気軟着陸期待が一段と強まり、半導体関連以外に物色対象が広がりました。一方、FRBはFOMCで年内3回の利下げ見通しを維持し、市場では安心感が広がりました。ただし、FOMC主要メンバーのウォラー理事が年内の利下げ回数が減少する可能性を示唆するなど、より慎重になりつつあるようです。

■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：39,000～40,500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、上昇した後、日銀のマイナス金利解除観測から円高が進んだことや、過熱への警戒感から下落に転じました。中旬は、春闘で賃上げ率が強めの結果となり、日銀はマイナス金利解除を決定しました。市場では日銀の決定が予想通りと受け止められる中、急速な円安を受けて、上昇しました。下旬は、配当の権利落ちなどから、月間の上昇幅を縮小しました。

日経平均株価
(2023年3月末～2024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	・良好な企業収益 ・企業の資本効率改善に向けた取り組み
下落要因	・日銀の追加利上げ観測 ・円高に転じる可能性 ・高値警戒感

企業収益や資本効率改善に向けた取り組みを注視

比較的堅調な国内景気を背景に、良好な企業収益が株価の支えになるとみられます。国内株式市場では日銀のマイナス金利解除後の円安進行もあって、リスク選好の改善が続きました。ただし、これまでの上昇が急ピッチだったことから、調整リスクには留意が必要です。日銀が追加利上げを行う可能性は排除できず、為替動向にも注意が必要です。東証集計の企業による資本効率改善に向けた対策開示は進展しており、引き続き自社株買いや政策保有株の削減方針などの動きが注目されます。

■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：39,000～41,500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

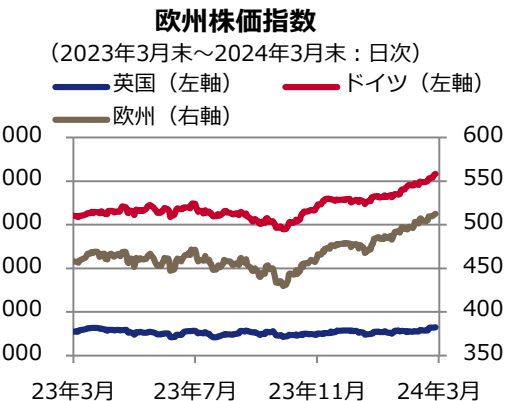
欧州株式

■ 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、ECB（欧州中央銀行）のラガルド総裁が理事会で6月の利下げ可能性を示唆する中、欧州長期金利低下もあって、上昇しました。中旬は、欧州長期金利が上昇に転じたものの、独電力大手の利益見直し上ぶれなどをを受けて上昇しました。下旬は、スイス中銀による予想外の利下げを受けてECBの利下げ観測が強まったことや、ユーロ圏景況感の改善を受けて、上昇しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	・ ECBの利下げ観測
下落 要因	・ これまでの利上げによる景気・企業業績への下押し圧力が重しとなる可能性



※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

利下げ開始や景気回復への期待が支えに

ECBの利下げ観測やインフレ鈍化を受けて欧州景気が持ち直すとの見方などが支えになるとみられます。ただし、これまでの利上げから、景気・企業業績への下押し圧力が重しとなる可能性には留意が必要です。もっとも足元では、欧州の景況感にはサービス業を中心に持ち直しの兆しがみられます。ユーロ圏のインフレ率が鈍化傾向を維持する中、ECBは春の賃金交渉結果を見極めた後、年央にも利下げを検討するとみられます。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：18,000～19,000

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

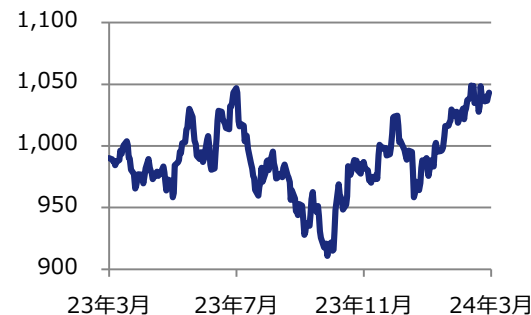
■ 前月の相場動向

- 3月の『エマージング株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、中国の全人代（全国人民代表大会）で成長目標が5%前後に据え置かれるなど景気を支援する姿勢が示されたことや、ドル安が好感され、上昇しました。中旬以降は方向感に乏しい展開で、月末にかけてほぼ横ばいでした。米CPI上ぶれに伴う長期金利上昇やドル高が重しとなりました。中国では不動産開発大手が決算発表を延期する中、不動産市場への懸念がくすぶりました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 米欧の利下げ期待 ・ 半導体の需要回復期待
下落 要因	・ 中国景気を巡る不透明感

エマージング株価指数
(2023年3月末～2024年3月末：日次)



※MSCIエマージング・マーケット・インデックス（米ドル建て）を使用

中国景気動向を注視

米欧の利下げ期待や半導体の需要回復期待が支えになるとみられます。一方、中国景気や政策を巡る不透明感が重しになると考えられます。中国株は2月に反発しましたが、その後上昇は一服しています。3月の全人代では、国内産業の高度化や、設備更新・耐久消費財買い替えを促す方針が示されました。消費刺激の具体策などが待たれます。インドでは4月から地域ごとに順次、総選挙が行われますが、6月4日に一斉開票の予定です。与党が議席を伸ばすかが注目されます。

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

米国REIT

■ 前月の相場動向

- 3月の『米国REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、米長期金利低下を受けてリスク選好が改善し、上昇しました。中旬は、米CPI上ぶれを受けて長期金利が上昇に転じたことから、下落しました。その後、FRBがFOMCで年内3回の利下げ見通しを維持したことが好感され、下落幅を縮小しました。下旬は、米長期金利上昇一服などから上昇しました。セクター別にはオフィスが上昇した一方、データセンターが下落しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	・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 ・FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感

米国REIT
(2023年3月末～2024年3月末：日次)



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

米長期金利と不動産市場の動向を注視

米景気の軟着陸期待が米国REITの支えとなる見込みです。ただし、FRBの利下げ開始時期が不透明となる中、米長期金利の上昇が再開する可能性には留意が必要です。商業用不動産市場の動向には引き続き懸念が残ります。4月に本格化する1-3月期の米企業決算発表で、商業用不動産向けの主な貸し手とされる中小銀行の財務状況などが注目されます。

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

J-REIT

■ 前月の相場動向

- 3月の『J-REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、日銀の金融政策決定会合を控える中、前月に続き安値圏で推移しました。中旬以降は、多くの報道を受けてマイナス金利解除観測が強まる中で、J-REIT市場の相対的な割安感と、悪材料出尽くしへの期待などから、反発しました。実際に日銀がマイナス金利解除を決定した後国内長期金利が上昇しなかったことも支えとなり、J-REITは上昇基調で推移しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	・比較的堅調な国内景気 ・相対的に高い分配金利回り
下落 要因	・国内長期金利上昇の可能性

東証REIT指数

(2023年3月末～2024年3月末：日次)



※東証REIT指数（配当込み）を使用

需給改善が期待される

日銀はマイナス金利解除などとともに、REITの購入停止を決定しました。もっとも、2022年6月を最後に日銀はREITの買い入れを行っておらず、購入停止の影響は小さいとみられます。なお、日銀保有分の売却を巡る議論については、今後時間をかけて行われる見込みです。また、日銀が追加利上げを行う可能性は排除できず、注意が必要です。もっとも、相対的に高い分配金利回りなどを背景にREIT需給の改善が期待されます。

※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。

豪州REIT

■ 前月の相場動向

- 3月の『豪州REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、内需の悪化を示すGDP統計が公表される中で、豪州長期金利の低下が続き、豪州REIT市場は上昇しました。中旬以降は、米欧などで長期金利が上昇に転じた際には、弱含む推移もみられました。ただし、RBA（豪州準備銀行）の金融引き締め姿勢の後退や豪CPIの鈍化を受けた豪州長期金利の低下が好感され、幅広いセクターで上昇しました。

豪州REIT
(2023年3月末～2024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	<ul style="list-style-type: none"> ・ RBAの利下げ期待 ・ 豪州景気の軟着陸
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> ・ 米欧などの長期金利が高止まる可能性

RBAの年内利下げ観測が支えに

豪州の政策金利先物市場では、RBAの年内利下げ開始が織り込まれており、豪州金利の低下期待が豪州REIT市場の上昇要因になると考えます。また、豪州が景気後退を回避し、軟着陸に向かう可能性が高まっていることも、豪州REIT市場を支えると考えます。一方、米国では堅調な景気などを背景に、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感が強まっています。米欧などの長期金利が高止まりする場合は、豪州REIT市場の上値が抑えられ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

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、米企業景況感の悪化や、パウエルFRB議長が年内の利下げ可能性を示唆したこと、米労働市場の過熱感が和らぎつつあるとの見方などから、金利は低下しました。中旬は、物価指標が上振れし上昇した後は、FOMCを受け利下げ観測が強まり上昇幅は縮小しました。下旬は、欧米中銀の利下げ観測や、堅調な米国債需要などから低下しました。



■ 今後の見通し

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

金利はレンジ推移を見込む

米景気の軟着陸期待や、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感などは、金利の上昇要因と考えられます。一方、米インフレの鈍化基調などを鑑みれば、金利はレンジ推移を見込みます。FRBは3月のFOMCで経済・物価見通しを引き上げました。24年のGDP成長率を大幅に引き上げたほか、25年、26年も上方修正しました。物価見通しは24年のコアインフレ率を上方修正しました。政策金利見通しは、年内3回の利下げ見通しを維持しました。もっともインフレ懸念が根強く残る中、インフレが2%目標の達成に向かって確信が得られるまで、FRBは様子見姿勢を続ける可能性がある点には留意が必要です。

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

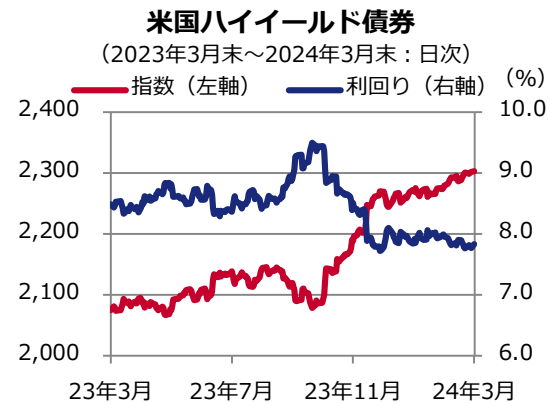
■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り4.0～4.4%

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、FRBのパウエル議長が議会証言で年内の利下げ可能性を改めて示したことや、米景気の軟着陸期待を背景に相場は上昇しました。中旬から下旬は、米物価指標の伸び上振れなどに伴う長期金利の上昇が相場を一時下押しする場面がみられました。その後、FOMCで年内3回の利下げ見通しが維持されたことや、リスク選好の動きから上昇しました。



※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

■ 今後の見通し

価格の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 米景気の軟着陸期待
価格の下落要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感

FRBの金融政策や米景気動向などを注視する展開か

米景気の軟着陸期待は米国ハイイールド債券市場を支えると考えられます。金融政策を巡っては、FRBは3月のFOMCで24年のGDP成長率を大幅に引き上げたほか、25年、26年も上方修正しました。物価見通しは24年のコアインフレ率を上方修正しました。政策金利見通しは、年内3回の利下げ見通しを維持しました。もっともインフレ懸念が根強く残る中、インフレが2%目標の達成に向かって確信が得られるまで、FRBは様子見姿勢を続ける可能性がある点には留意が必要です。高金利が継続する中、米国ハイイールド債券のデフォルト率が緩やかながら上昇しており、動向が注視されます。

国内債券

■ 前月の相場動向

- 3月の『国内債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 月央にかけては、日銀による金融政策の正常化観測や、春闘での賃上げ期待の高まりなどから金利は上昇しました。その後、春闘で賃上げ率が強めの結果となり、日銀はマイナス金利解除などを決めたものの、国債買い入れを継続する方針を示したことや、国債需給の引き締まりが意識されて低下し、もみ合いでした。



■ 今後の見通し

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

金利はレンジ推移を見込む

FRBによる利下げ観測は、金利の低下要因と考えられます。一方、賃金上昇に伴う国内物価上昇圧力や、日銀の金融政策のさらなる正常化観測などを鑑みれば、金利はレンジ推移を見込みます。日銀は3月の金融政策決定会合で、マイナス金利の解除や長短金利操作（YCC）の撤廃など、金融政策の枠組みの見直しを決定しました。もっとも、長期国債の買い入れはこれまでと同程度で継続することや、長期金利が急上昇する場合には、機動的に買い入れ額の増額などで対応する方針が示されました。市場で見方が分かれる追加利上げ時期を見極めるうえで、経済・物価動向が注視されます。

■ 1カ月の予想レンジ

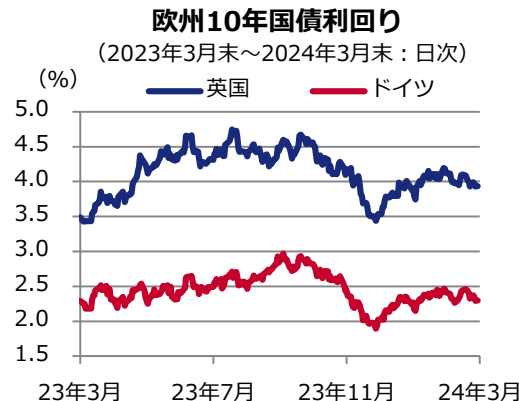
日本10年国債利回り：0.7～0.9%

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、米長期金利の低下につれた動きや、ECBがインフレ見通しを引き下げたこと、ECBの利下げ観測などから金利は低下しました。中旬は、大幅に低下した反動や、米長期金利の上昇などから、ドイツ長期金利は上昇しました。下旬は、スイス中銀が予想外の利下げを行ったことなどから、ECBによる利下げ観測が一段と強まり、低下しました。



■ 今後の見通し

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

金利はレンジ内の推移を予想

これまでの利上げなどに伴う景気への下押し圧力などが金利の低下要因と考えられます。一方で、ECBが高金利を維持する可能性などを鑑みれば、金利はレンジ内の推移を予想します。ECBは3月の理事会で政策金利の据え置きを決めました。声明文では、基調的なインフレの鈍化を認めつつも、賃金上昇率の高まりもあり、国内物価圧力は高いままとされました。今後の政策運営は、データ次第とみられます。市場では年央の利下げ観測がくすぶる中、ユーロ圏の1-3月期の妥結賃金の伸びが鈍化するかなどが注目されます。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：2.1～2.5%

ドル

■ 前月の相場動向

- 3月のドルは、対円で上昇しました。
- 上旬は、米景気の減速懸念や、パウエルFRB議長が議会証言で年内の利下げ可能性を改めて示したこと、日銀による金融政策の正常化観測などから円高・ドル安が進展しました。中旬は、米長期金利の上昇や、日銀が国債買入れを継続する方針を示す中、日本の緩和的な金融環境の継続が改めて意識されたことから、上昇しました。下旬は、日本の通貨当局による円買い為替介入への警戒感がくすぶる中、小動きでした。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 米景気の軟着陸期待 FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の金融政策のさらなる正常化観測 日本の通貨当局による円買い為替介入への警戒感

対円でレンジ推移を予想

比較的堅調な国内景気や、日銀の金融政策のさらなる正常化観測などは円高要因と考えます。また、日本の通貨当局による円買い為替介入への警戒感がくすぶります。もっとも、日銀は長期国債の買入れは継続する方針であり、日本の緩和的な金融環境が意識されるとみられます。また、米景気の軟着陸期待や、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感はドルの上昇要因とみられ、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：147～152円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 3月のユーロは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、ECB理事会では政策金利の据え置きなど決定内容が事前予想に沿ったものとなる中、米長期金利の低下などに伴うドル安の進展を背景に、上昇しました。中旬から下旬は、米PPIなどインフレ指標の伸び上振れなどを背景にドル高が進展したことや、ECB高官の発言を受けた利下げ観測などから下落しました。



■ 今後の見通し

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

レンジ推移を見込む

ECBが高金利を維持する可能性は、ユーロの上昇要因と考えられます。3月のECB理事会での声明文では、基調的なインフレの鈍化を認めつつも、賃金上昇率の高まりもあり、国内物価圧力は高いままとされました。今後の政策運営は、データ次第とみられます。ユーロ圏の1-3月期の妥結賃金の伸びが鈍化するかなどが注目されます。一方、これまでの利上げに伴うユーロ圏景気への下押し圧力を鑑みれば、ユーロはレンジ推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



■ 1カ月の予想レンジ

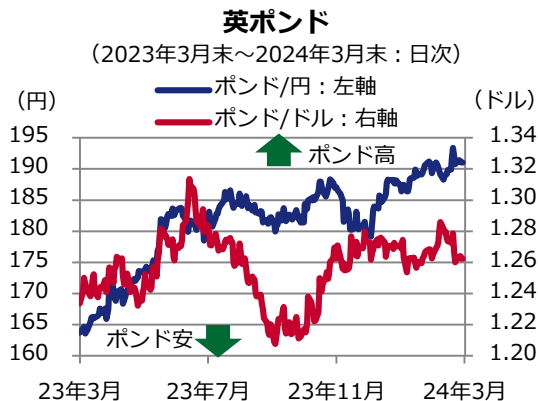
ユーロ/ドル：1.06～1.10ドル

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

英ポンド

■ 前月の相場動向

- 3月の英ポンドは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、軟調な米経済指標などを受けて、FRBの利下げ観測が強まったことなどから、上昇しました。中旬は、英失業率の上昇や英賃金上昇率の鈍化などを受けて、英中銀の利下げ観測が強まったことなどから、下落しました。下旬は、英中銀が政策金利を据え置きましたが、利上げを支持する反対票がなくなったことなどを受けて、利下げ観測が強まったため、下落しました。

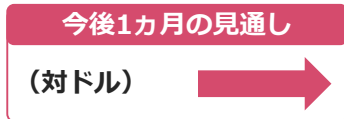


■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 英中銀が高金利を維持する可能性 英景気の回復
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感 英賃金上昇率の鈍化

レンジ圏での推移を見込む

FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感、ポンドを押し下げるとみられます。また、英失業率に上昇の兆しがみられることに加え、英賃金上昇率は鈍化しつつあります。ただし、英サービスインフレは高水準での推移が続いています。こうした中、英中銀が高金利を維持する可能性が残ります。米英中銀の利下げ開始時期を巡り不透明感が強まる中、ポンドはレンジ圏での推移を見込みます。



人民元

■ 前月の相場動向

- 3月の人民元は、対ドルで下落しました。
- 上旬から中旬にかけては、全人代（全国人民代表大会）の会期中に当局が景気刺激策を公表したことが好感され、上昇する場面もありましたが、米利下げ期待の後退から、下落に転じました。下旬は、ドル高が進行する中、PBOC（中国人民銀行）が人民元基準値を元安方向に設定したこともあって、PBOCの金融緩和観測が強まり、元安が続きました。

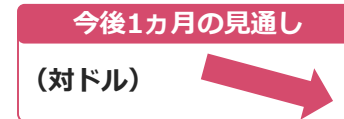


■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 中国景気の安定化への期待 中国人民銀行の元安けん制
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 米中関係の悪化懸念 FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感

弱含みを予想も、当局のけん制に注意

中国当局の景気刺激への期待は人民元の上昇要因になると考えます。しかし、今年は米大統領選を控え、米中関係の悪化懸念が人民元の下押し圧力になると見込まれるほか、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感も、人民元を押し下げる要因になります。当面、人民元は軟調な推移を見込みますが、足元では当局が再び人民元基準値を元高方向に設定するなど元安けん制に動いており、下値は限定的と考えます。



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

豪ドル

■ 前月の相場動向

- 3月の豪ドルは、対米ドルで上昇しました。
- 上旬は、内需の悪化を示す豪GDP統計が公表されたものの、中国当局の景気刺激姿勢を受けた資源価格上昇が好感され、上昇しました。中旬以降は、米物価統計の高止まりからドル高が進むとともに、RBAが理事会声明文において追加利上げに言及せず、ハト派的と受け止められ、豪ドルは下落しました。豪CPIの鈍化も豪ドル安の要因でした。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ 中国当局の景気刺激策
下落要因	・ RBAの利下げ観測

レンジ推移を予想も、下方リスクに注意

豪州では景気の減速とインフレの鈍化が進み、今後はRBAの利下げの議論開始が想定されます。RBAの利下げ観測の高まりが豪ドルの下押し要因と考えます。一方で、中国が景気下支えと不動産業支援に動いており、資源需要の拡大期待が豪ドルの下支え要因になると考えます。こうした要因が交錯する中、当面は豪ドルはレンジでの推移を見込みます。ただし、RBAの利下げが想定よりも前倒しされるリスクなどには注意が必要です。

今後1カ月の見通し

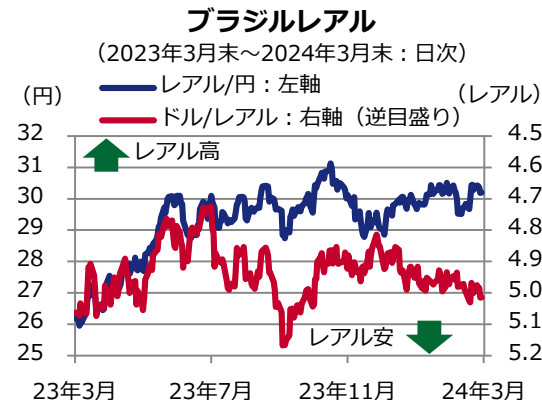
(対米ドル)



ブラジルレアル

■ 前月の相場動向

- 3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、国営石油会社の株価下落が重しとなり、レアルは下落しました。中旬は、米長期金利の上昇が重しとなりましたが、FRBがFOMCで利下げ見通しを維持したことなどから、レアルは上昇しました。下旬は、中国当局の不動産支援表明を受けた鉄鉱石価格の反発が支えたものの、国内労働市場の強さがインフレ減速の妨げとなることが意識され、レアルは下落しました。



■ 今後の見通し

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

レンジ内の推移を見込む

依然として政策金利は高水準であるものの、ブラジルの雇用環境は堅調であり、インフレの高止まりが金融緩和のペースを遅らせ、経済活動の重しとなる可能性がレアルの下落要因になるとみられます。また、財政赤字縮小に向けた取り組みが想定通りに進まない場合は、レアルを押し下げるとみられます。一方で、中国当局の景気支援策による商品価格の上昇などが、レアルの下支えになるとみられます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)

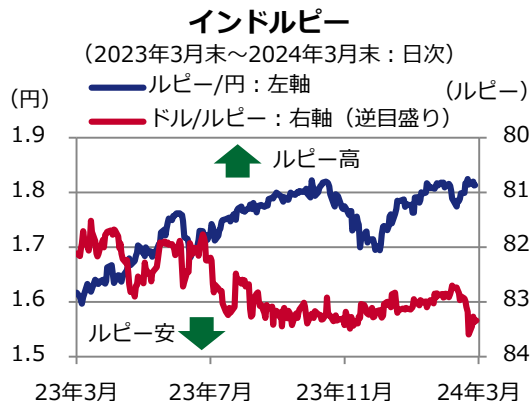


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

インドルピー

■ 前月の相場動向

- 3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、インド株価の上昇や外資系銀行のドル売りなどを受けて、ルピーは上昇しました。中旬は、市場予想よりも強い米CPIを受けた米長期金利の上昇や、国営銀行によるドル買いから、ルピーは下落しました。下旬は、ドルの先高観によるドル需要の強さから、ルピーは押し下げられ、史上最安値を記録しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> ・ 堅調なインド景気 ・ 中銀による為替介入の可能性
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> ・ 国内企業のドル需要

レンジ推移を見込む

インド国内景気が中国などと比べて堅調に推移するとの期待や、総選挙で与党が勝利する見込みなどが、ルピーを押し上げるとみられます。ただし、国内企業のドル需要は根強く、ルピーの上値を抑える可能性があります。これまでインド中銀は大幅なルピー高を避けるべくドル買いに動いていたとみられるものの、史上最安値からのさらなるルピーの下落は回避すべく、ドル売り介入を行う可能性があります。

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

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。
- 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。