
マーケット・インサイト

2019年5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

米金融政策の枠組み再考を巡る論点
IMF 国際金融安定性報告書
外国為替市場
米国株式市場
中国の信用動向
中国景況感

▶ Chapter 2 経済動向

2-1 経済の概況 10

2-2 各国経済動向 13

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 29

3-2 マーケット・オーバービュー 30

3-3 市場動向 31

株式 REIT 債券 外国為替

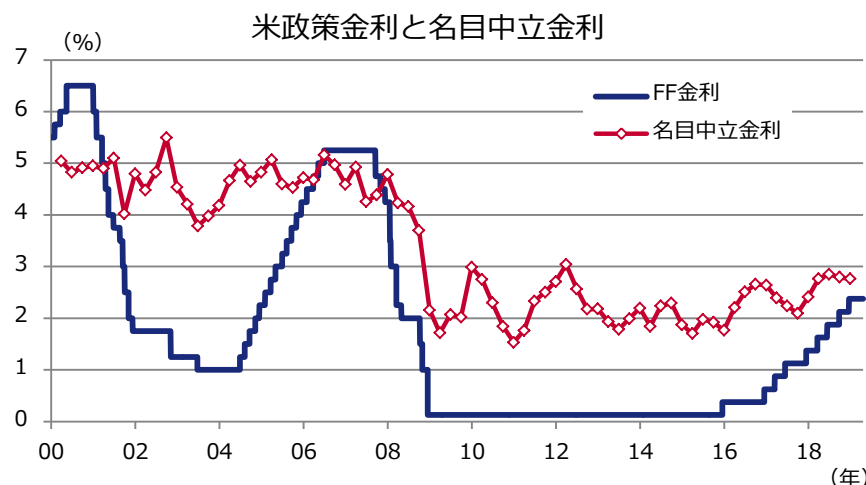
▶ Chapter 4 付属資料

4-1 チャート集 42

主要国・地域の金融政策 前月のまとめ
株式市場 REIT市場 世界の金利マップ
債券利回りの推移（長期） 債券市場
外国為替市場 商品市場 その他

▶ Chapter 1 トピックス

物価目標の運営柔軟化に関する議論に注目



期間：2000年1月3日～2019年4月22日（FF金利、日次）

2000年3月～2018年12月（名目中立金利、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

（注）名目中立金利は、NY連銀公表の自然利子率の推計値にコアPCEデフレーターの前年比を加算して算出



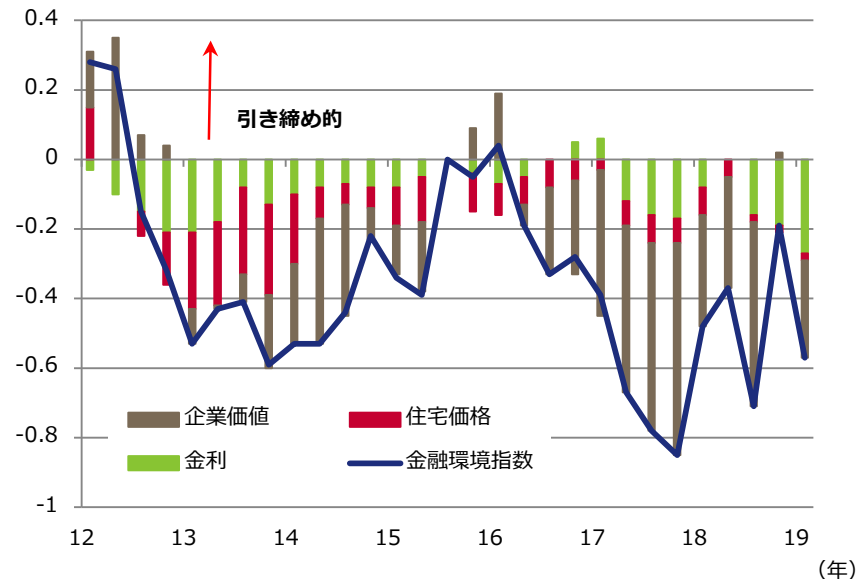
期間：2009年4月～2019年3月（月次）

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

- 米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長は、現在、政策金利（FF金利）は中立水準（景気を過熱させず冷やしもしない金利）の推定値の広いレンジ内にあるとの認識を示し、金融正常化に慎重姿勢を取る理由の一つとして、2%の物価目標を達成できていない点を挙げています。こうした中、シカゴ連銀のエバンス総裁は4月15日の講演で、「過去10年に亘り、実際のインフレ率が目標を恒常的に下回ってきたことが、インフレ期待を2%物価目標と整合的な水準よりも低下させた原因であるように見える」とし、物価目標未達に懸念を示しました。すなわち、中立金利とインフレ期待が低位にある環境下では、金融政策がゼロ金利制約に直面する確率が高まり、低成長とデスインフレ圧力を克服することが難しくなると指摘しています。
- FRBは6月4～5日に金融政策運営などに関する会議をシカゴ連銀で開催予定ですが、そこではゼロ金利制約のリスクが残る経済における代替的な金融政策などに関して討議されるもようです。物価目標の運営柔軟化（物価水準目標や、平均インフレなど）に関する議論が行われる可能性があり、今後のFRBの中長期的な金融政策の方向性を探るうえで、注目されます。

金融市場における脆弱性の積み上がり継続に警戒

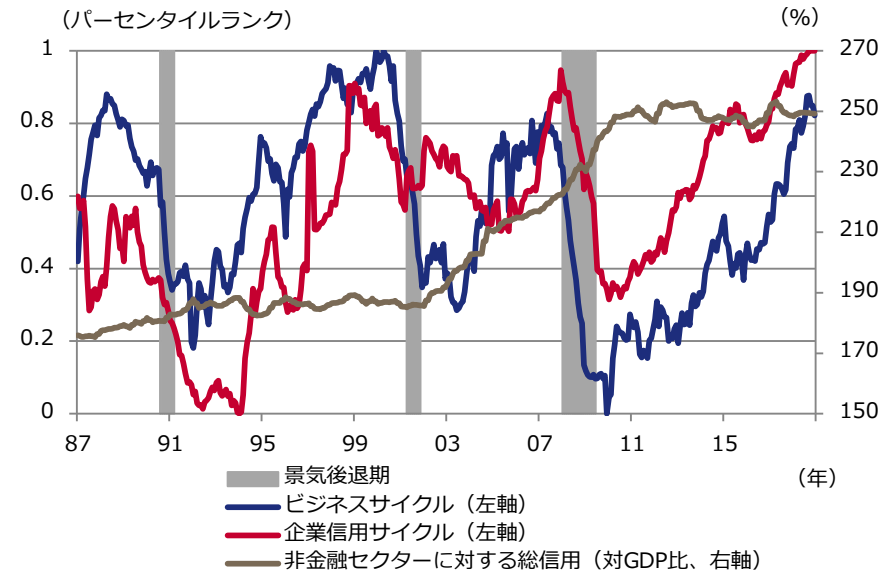
米国の金融環境指数



期間：2012年3月～2019年3月（四半期）

出所：IMFのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米国のビジネスサイクルと企業信用サイクル



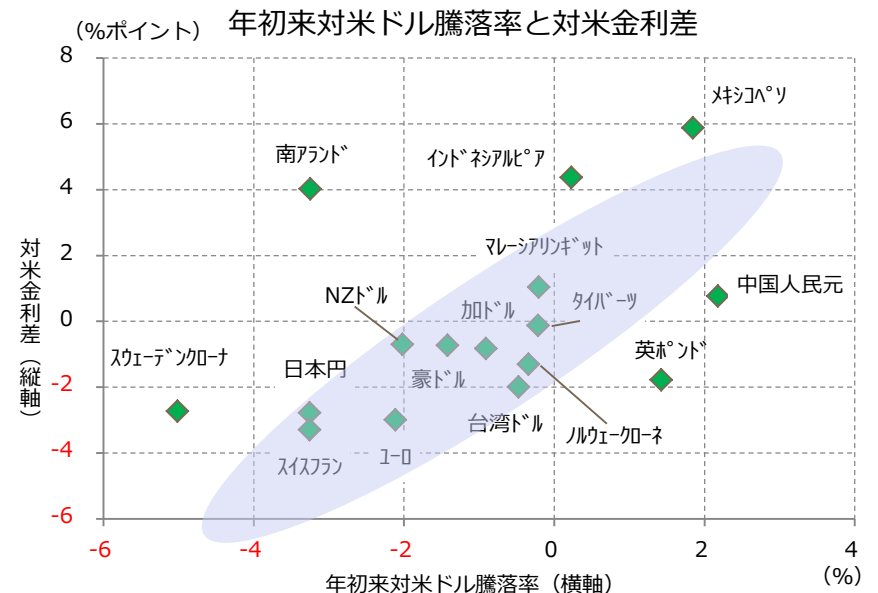
期間：1987年1月～2018年12月（月次）

出所：IMFのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）ビジネスサイクルと企業信用サイクルは1に近づくにつれて後期と判断される

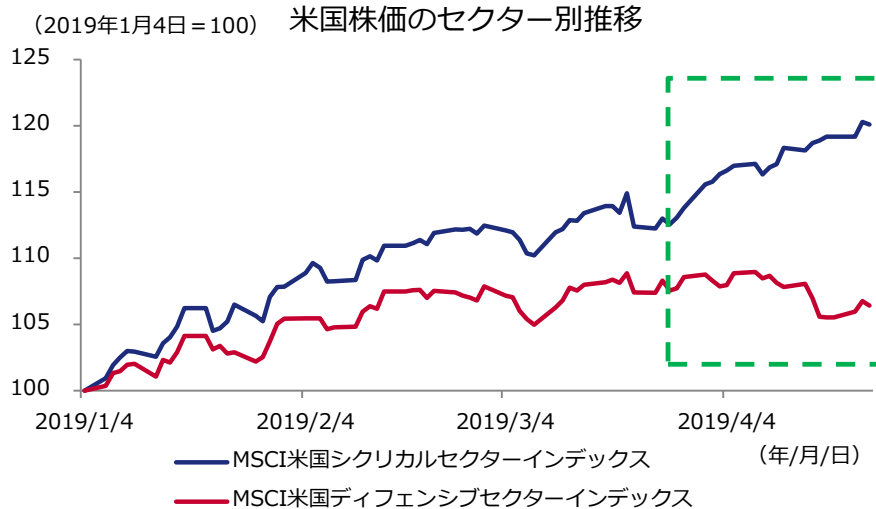
- 国際通貨基金（IMF）は4月に公表した国際金融安定性報告書の中で、金融環境は昨年10月分の報告書公表時以来、タイト化したものの、特に米国においては、比較的緩和的な環境が続いているとしました。世界の成長率鈍化を示す兆候があるにも関わらず、先進国の金融政策がハト派化したことが、ポジティブな投資家心理の維持に繋がったとしています。
- 一方で、昨年第4四半期に発生した金融タイト化は短期間で終了したことから、企業債務など脆弱性の積み上がりを有意に抑えるには至らず、国際金融安定に対する中期的リスクはおおむね変化していない旨も指摘しました。米国の企業信用サイクルは成熟期にあるとみられます。IMFは、多くの先進国では債務返済能力は向上したものの、一部では信用力低下もみられる旨に言及しており、仮に著しい景気後退や急速な金融環境のタイト化が生じた際には高債務企業の債務返済能力に問題を生じさせるとしています。

キャリートレードが一部活発化か



- 対主要国通貨の米ドルレート加重平均である米ドル指数は年初来、方向感に乏しい推移となっています。こうした中、米ドル指数のボラティリティは、米連邦準備理事会（FRB）が利上げを開始した2015年以降で最低水準圏に低下しています。FRBだけでなく欧州中央銀行（ECB）も年内の利上げ開始を断念するなど、金融政策を巡る不透明感が後退したことが背景とみられます。
- トルコリラやアルゼンチンペソは、高金利通貨ながら政治・地政学的な要因から、対米ドルで大幅に下落しました。もっとも、そうした通貨を除くと、外国為替市場では主要国中銀の金融政策を巡る不透明感の後退から、低金利の通貨を売り高金利の通貨を買う「キャリートレード」のような動きがみられます。各国通貨の年初来騰落率（対米ドル）と各国の短期預金金利の対米金利差をプロットすると、おおむね正の相関関係がみられ、日本など相対的に低金利国の通貨騰落率のマイナス幅が大きくなっています。

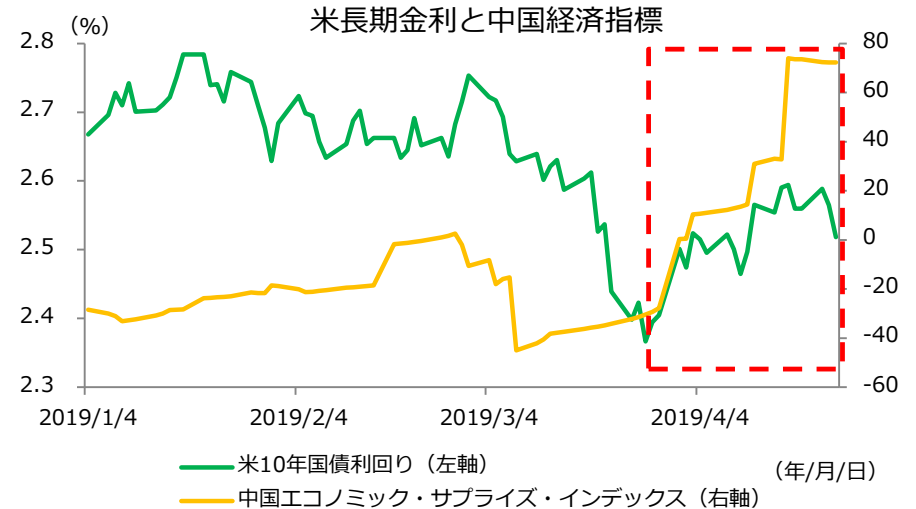
景気敏感（シクリカル）セクターが買われる



期間：2019年1月4日～4月24日（日次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) シクリカルセクター：消費裁量・金融・不動産・工業・情報技術・素材、
ディフェンシブセクター：消費安定・エネルギー・ヘルスケア・通信・公益



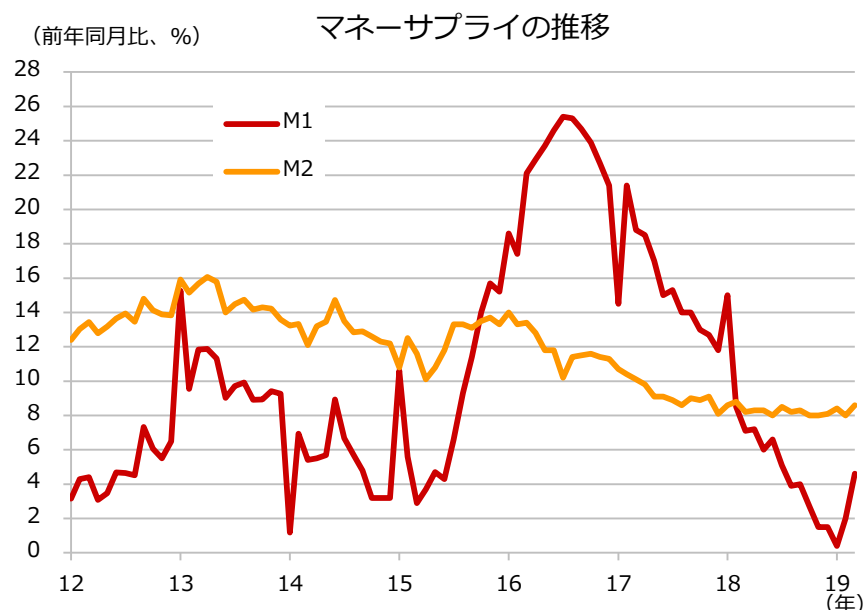
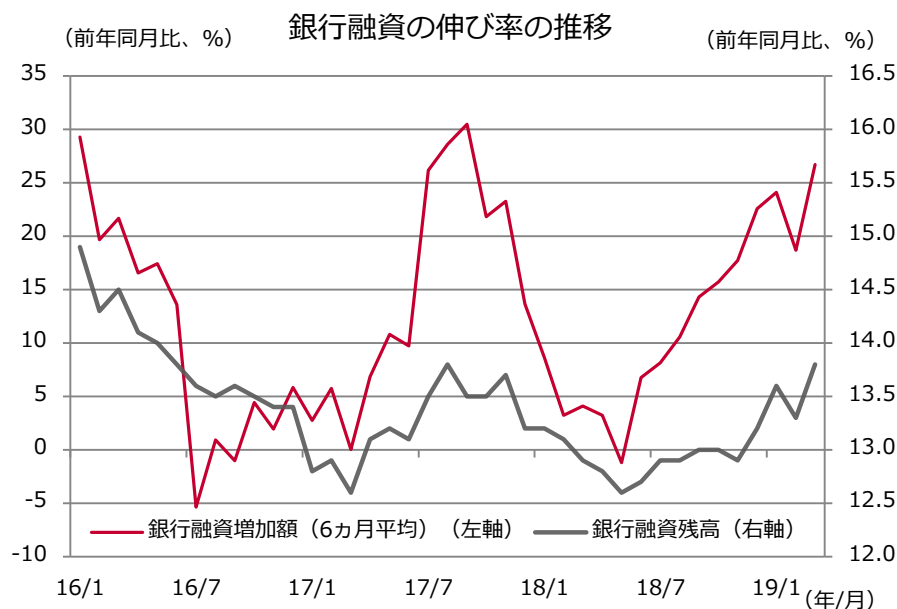
期間：2019年1月4日～4月24日（日次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) エコノミック・サプライズ・インデックスはシティグループが経済指標と
市場予想との乖離を指数化したもので、上ぶれた指標が増えると上昇する

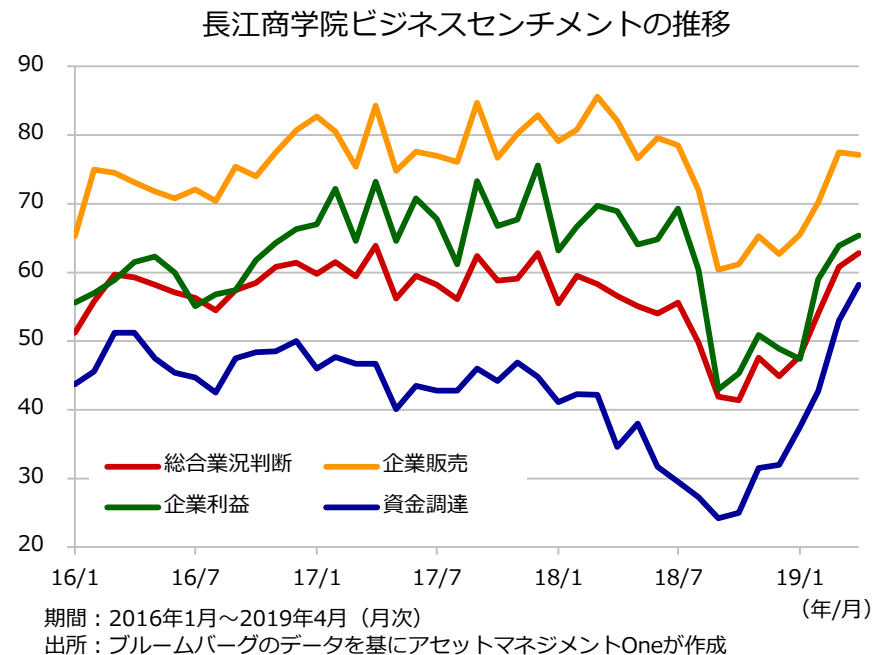
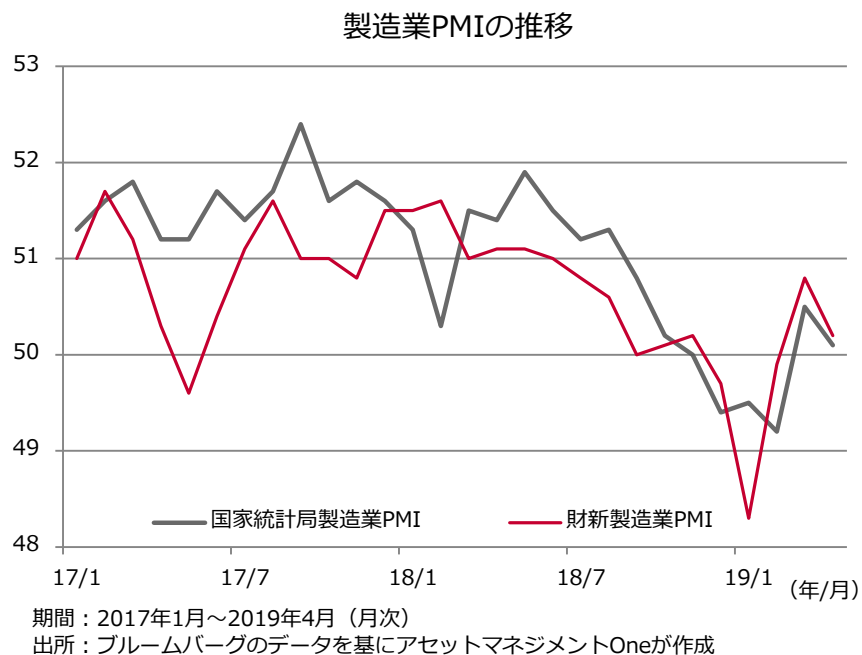
- 米国株式市場は年初来上昇傾向で推移しました。米国株についてシクリカルセクターとディフェンシブセクターの株価推移をみると、3月下旬以降、シクリカルセクターが一段と上昇する一方で、4月中旬にはディフェンシブが下げる場面もあるなど、年初来上昇幅の格差が拡大しつつあります。国内株式市場でも、4月にかけては景気敏感銘柄の上昇が目立ちました。
- また、米長期金利（10年国債利回り）は3月下旬に直近の最低水準を付けた後、4月に入り緩やかに上昇しました。
- シクリカルセクターの株価や米長期金利が上昇した背景としては、中国景気、ひいては世界景気への楽観的な見方が台頭したことが考えられます。中国のエコノミック・サプライズ・インデックスは3月下旬以降、大きく上昇しましたが、3月の製造業PMIの改善や鉱工業生産の上ぶれなどが寄与しました。中国景気の底入れが継続するかどうか注視されます。

中国の信用環境は急速に改善



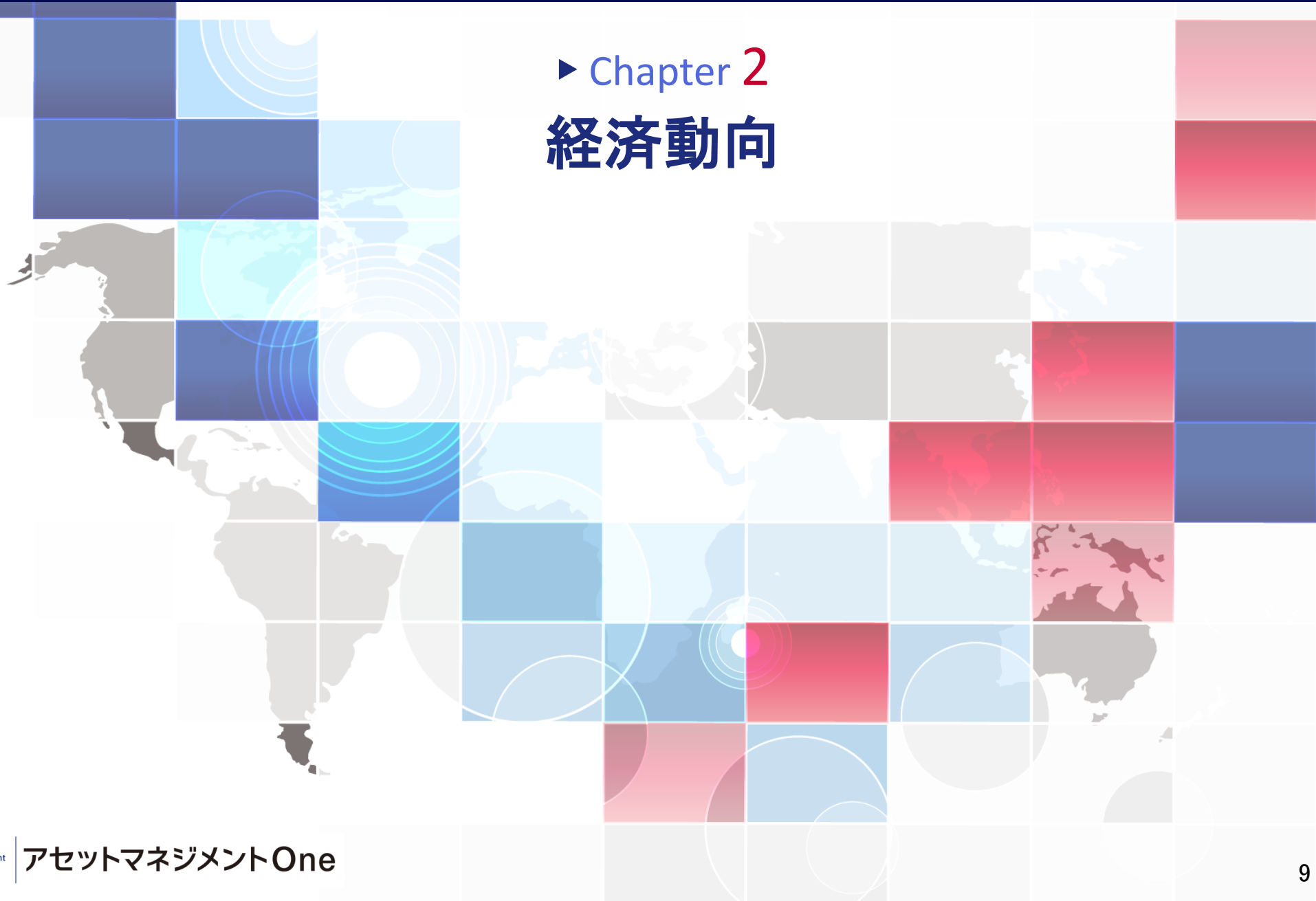
- 過剰債務の圧縮（デレバレッジ）により縮小していた中国の銀行融資は昨年秋口以降回復がみられます。零細・小規模企業向け融資に限定した資金供給や大手国有商業銀行への融資拡大目標の設定といった政策対応が融資の拡大につながったと考えられます。
- 足元では、流通している現金と企業の普通預金の総量を示すM1の伸びが反発しています。企業の定期預金などを含むM2と比べて相対的に大きいM1の回復は、これまで引き締められてきた企業への融資の増加を反映しているとみられ、今後はそうした資金を用いて企業活動、投資の活発化が見込まれます。
- 2019年に入り信用環境の改善が顕著です。ただし、当局は「穏健な金融政策を続け、流動性を合理的な水準に維持する」と表明しており、今後も信用の回復が現在のペースで継続するかどうか注目しています。

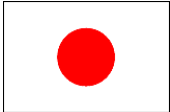
中国の製造業PMIは節目となる50を2カ月連続で上回る



- 4月の中国国家統計局製造業PMIは、50.1と前月からやや低下したものの、2カ月連続で節目となる50を上回りました。財新による製造業PMIも同様に、前月からやや低下したものの2カ月連続で50を上回りました。
- 長江商学院が公表するビジネスセンチメントでは、2019年1月以降、企業の資金調達の急改善が目立ちます。信用環境の改善が、企業の景況感の回復につながったと考えられます。
- 今後は、信用環境、景況感の回復のもとで、企業活動の活発化を想定しています。ただし、米国による対中姿勢の硬化が再び企業の景況感を悪化させてしまう可能性には注意が必要です。

▶ Chapter 2 経済動向



国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 2019年は減速へ	年内は据え置き	これまで米国景気を下支えしてきた減税や財政拡張が一巡していくにつれ、米国景気は年末にかけ減速していくものとみられます。また、経済環境が悪化する中、米連邦準備理事会（FRB）は、9月末でのバランスシート縮小の終了を決定しました。政策金利に関しては、年内据え置かれるものとみられます。	▶ 通商政策の行方 ▶ 金融環境の悪化
 日本	 緩やかな回復基調を維持	現状維持	良好な雇用環境の継続や、人手不足を背景とした効率化投資需要などから、国内景気は緩やかな回復基調を維持する見込みです。ただし、保護主義的な通商政策の世界的な広がりを背景とした輸出の鈍化などには留意する必要があります。	▶ 企業や消費マインドの落ち込み ▶ 輸出の更なる鈍化
 ユーロ圏	 個人消費などを下支えに底割れは回避	年内は政策金利を据え置き	欧州経済は、英国の欧州連合離脱や欧米の貿易交渉への不透明感から当面、伸び悩む見通しです。底堅い所得環境を受けた個人消費などが下支えするため景気後退は避けられると見込んでいます。コア消費者物価は前年同月比+1%程度にとどまっているため、欧州中央銀行（ECB）は、少なくとも年内は、政策金利を据え置く見込みです。	▶ 欧米の貿易摩擦激化 ▶ 欧州各国の政治動向 ▶ 中国の景気減速
 中国	 緩やかに減速	景気減速に配慮し、緩和的な姿勢へ修正	中国経済は今後減速基調をたどると見込まれますが、一部経済指標には持ち直しの兆しが見られます。また、当局による財政面での下支え、金融リスク抑制と実体経済への資金供給のバランスへの配慮から、底割れは回避すると想定されます。	▶ 各業界への規制強化により市場が混乱 ▶ 米中関係悪化

経済の概況 – 主要国・地域のGDP成長率見通し

(前年比、%)

(年)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (予測値)	2020 (予測値)
全世界計	3.5	3.6	3.4	3.4	3.8	3.6	3.3 (↓ 0.2)	3.6 (→ 0.0)
先進国計	1.4	2.1	2.3	1.7	2.4	2.2	1.8 (↓ 0.2)	1.7 (→ 0.0)
米国	1.8	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9	2.3 (↓ 0.2)	1.9 (↑ 0.1)
日本	2.0	0.4	1.2	0.6	1.9	0.8	1.0 (↓ 0.1)	0.5 (→ 0.0)
ユーロ圏	▲ 0.2	1.4	2.1	2.0	2.4	1.8	1.3 (↓ 0.3)	1.5 (↓ 0.2)
オーストラリア	2.1	2.6	2.5	2.8	2.4	2.8	2.1 (—)	2.8 (—)
新興国計	5.1	4.7	4.3	4.6	4.8	4.5	4.4 (↓ 0.1)	4.8 (↓ 0.1)
中国	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.3 (↑ 0.1)	6.1 (↓ 0.1)
インド	6.4	7.4	8.0	8.2	7.2	7.1	7.3 (↓ 0.2)	7.5 (↓ 0.2)
ブラジル	3.0	0.5	▲ 3.5	▲ 3.3	1.1	1.1	2.1 (↓ 0.4)	2.5 (↑ 0.3)
ロシア	1.8	0.7	▲ 2.5	0.3	1.6	2.3	1.6 (→ 0.0)	1.7 (→ 0.0)
ASEAN5※	5.1	4.6	4.9	5.0	5.4	5.2	5.1 (→ 0.0)	5.2 (→ 0.0)

出所：IMF「World Economic Outlook Database, 2019.4」、「World Economic Outlook Update, 2019.1」、データストリーム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、ベトナム

(注) 2019年以降は予測値。ただし、2018年以前も一部予測値のデータを含む場合がある

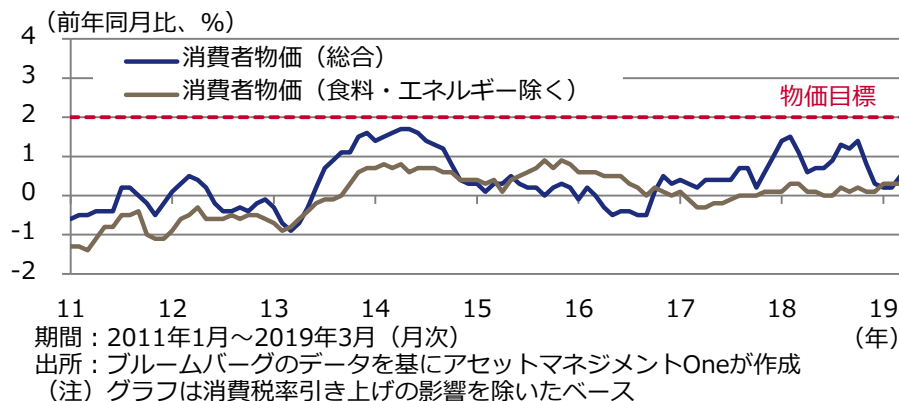
() 内は前回時点の見通しからの変化幅。インドのGDP成長率は会計年度(4月～翌年3月)ベース

オーストラリアの数値は他の地域・国と比較時点が異なるため、前回時点の見通しからの変化幅は非表示

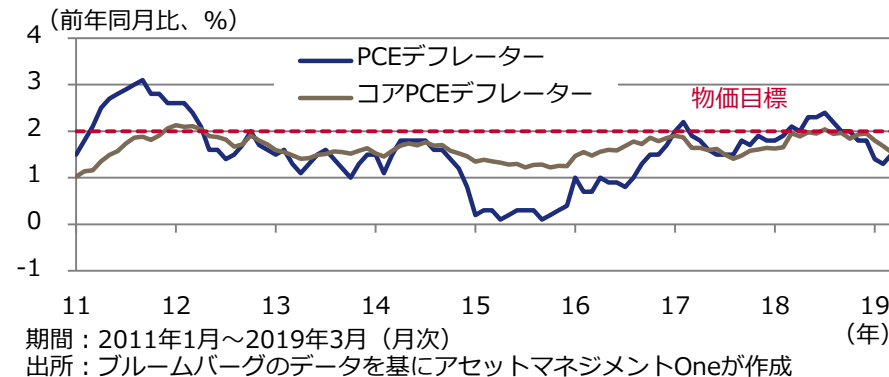
経済の概況 – 各国のインフレ率の動向



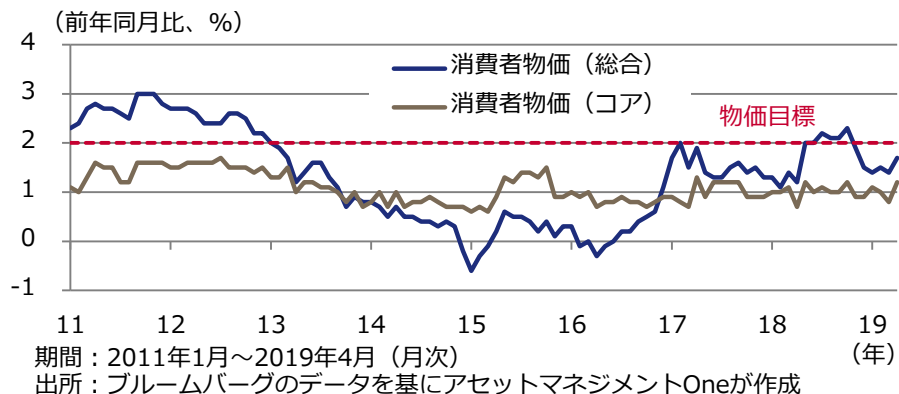
日本のインフレ率の推移



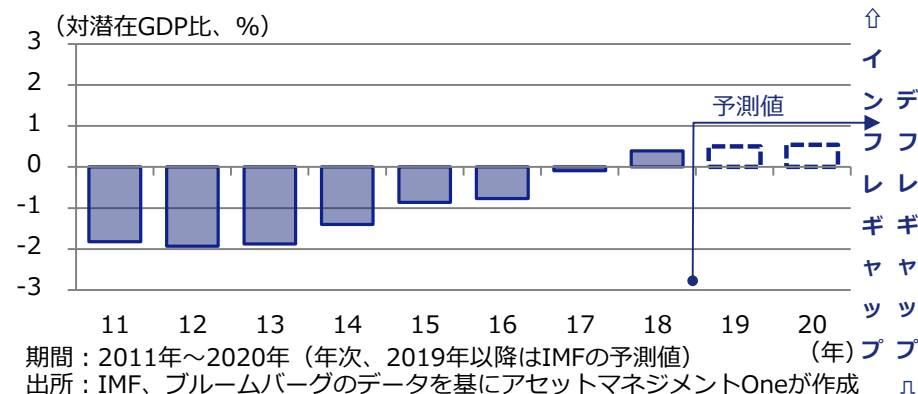
米国のインフレ率の推移



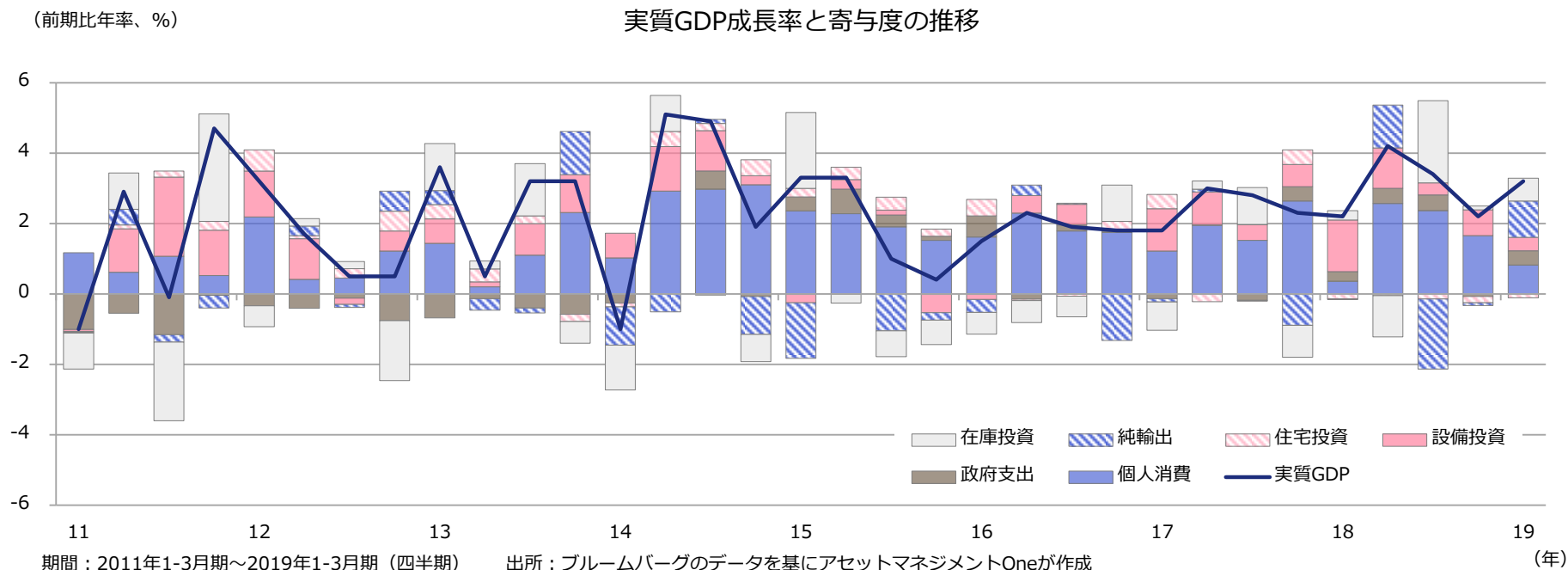
ユーロ圏のインフレ率の推移



先進国の需給ギャップ

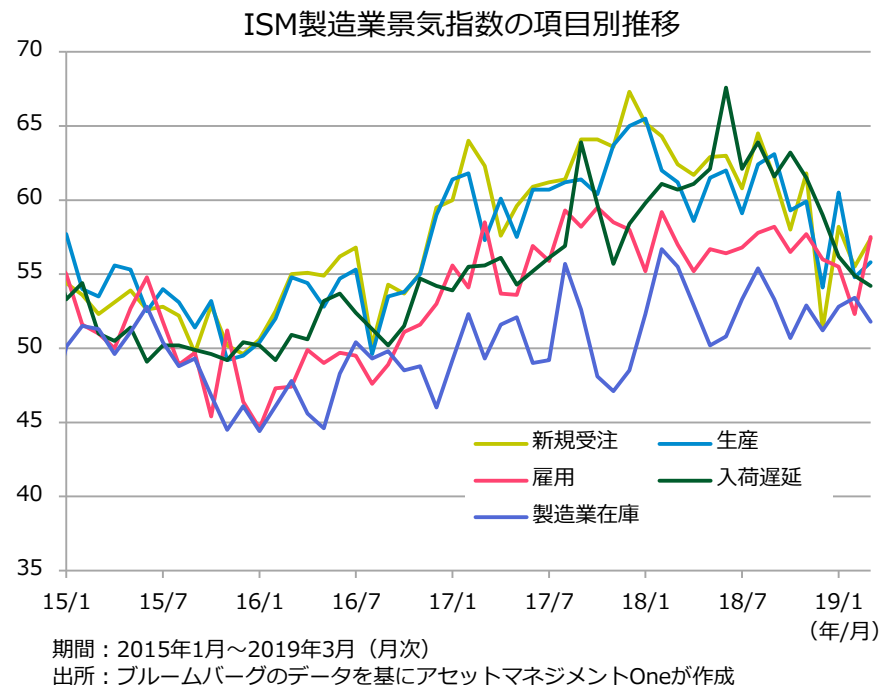


米国景気は年末にかけ減速していくとみられる



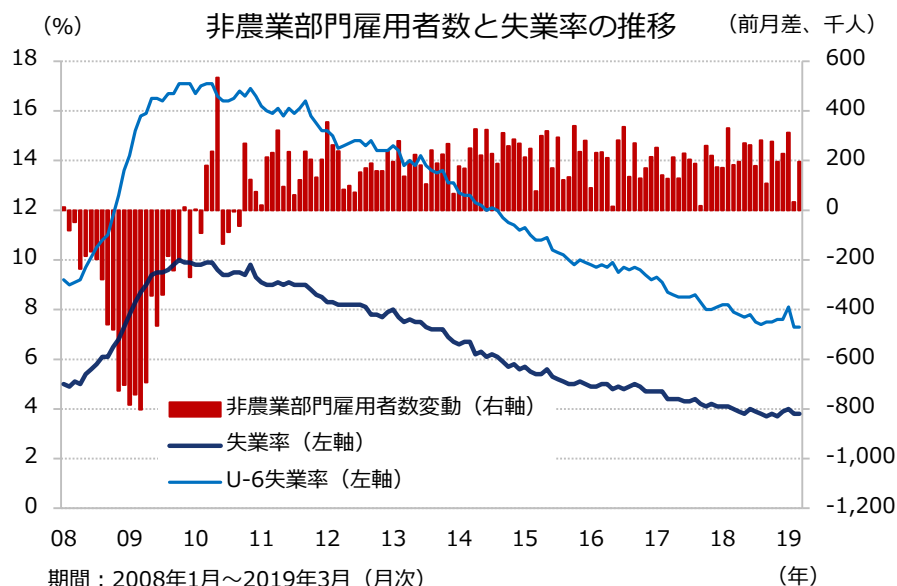
- 1-3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+3.2%と、2018年10-12月期の同+2.2%から加速しました。民間在庫投資の伸びや純輸出の好転が、全体値を押し上げた一方、自動車などの不調を受けた個人消費支出や、民間設備投資は減速しました。
- 米国経済の先行きを展望しますと、良好な雇用所得環境や、国内金融市場の改善、中国景気の底入れの動きなどから、4-6月期の個人消費支出や民間設備投資は回復が見込まれます。
- もっとも、これまで米国景気を下支えしてきた減税や財政拡張が一巡していくにつれ、米国景気は年末にかけ減速していくとみられます。

2018年と比較すると、総じて低い水準に



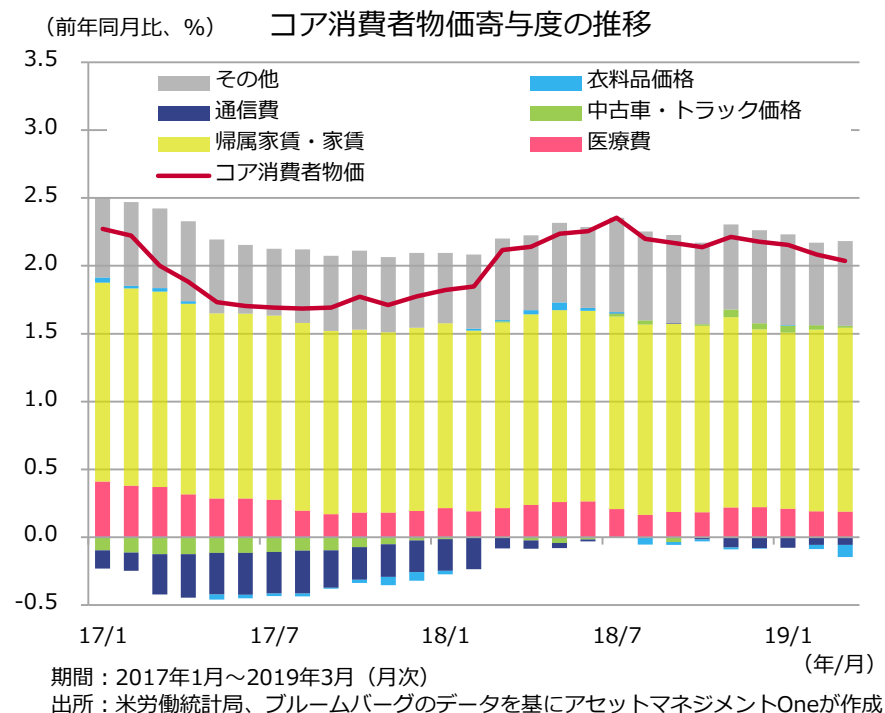
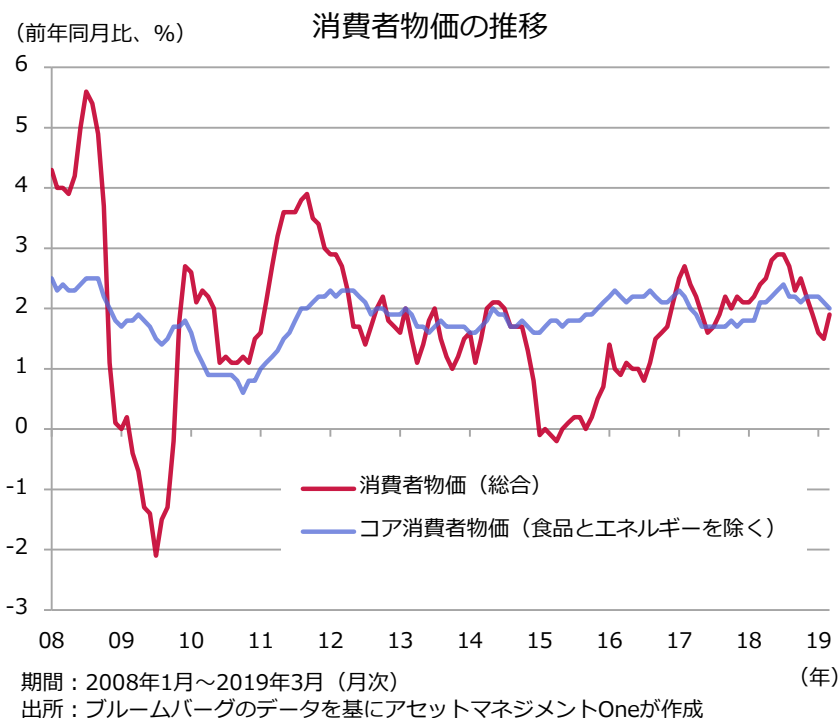
- ISM製造業景気指数が、2月の54.2から3月は55.3へ1.1ポイント上昇する一方、非製造業景気指数は2月の59.7から3月は56.1へ3.6ポイント低下しました。
- ISM製造業景気指数の内訳をみると、総合指数を構成する5項目（新規受注指数、生産指数、雇用指数、入荷遅延指数、製造業在庫指数）のうち、新規受注や生産、雇用指数で上昇しました。
- ただし、2018年と比較すると、総じて低い水準にとどまっており、今後の動向が注目されます。

米労働市場は引き続きひっ迫した状態にあるとみられる



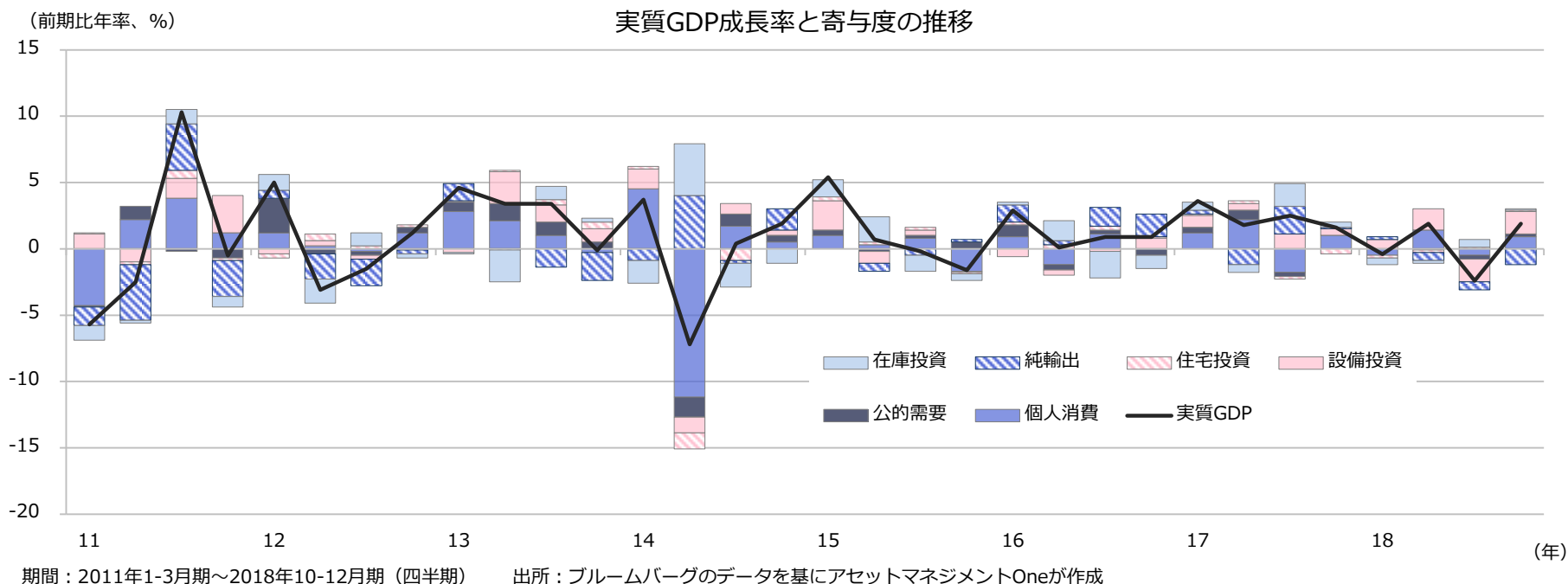
- 3月の非農業部門雇用者増減数は前月差+19.6万人と、2月の同+3.3万人から増加しました。小売サービスでは2カ月連続で雇用者数が減少したものの、教育・医療サービスや娯楽サービスを中心に雇用者数の増加がみられました。
- 一方、3月の失業率は3.8%、経済的理由によるパートタイマーなどを含んだ「U-6失業率」は7.3%と、ともに2月から横ばいとなりました。
- 1～3月の非農業部門雇用者増減数の平均が18万人程度であることなどを踏まえると、米労働市場は引き続きひっ迫した状態にあるとみられます。また、3月の平均時間給上昇率は前年比+3.2%と、引き続き堅調な推移となりました。

景気の緩やかな拡大などを背景に、コアは前年比+2%程度での推移が見込まれる



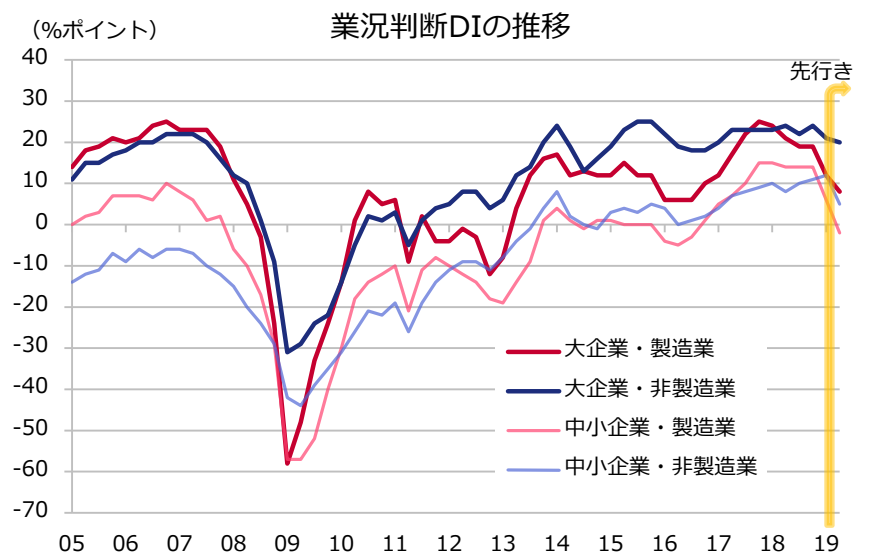
- 消費者物価（総合）上昇率は2月の前年同月比+1.5%から3月は同+1.9%へ加速した一方、コア消費者物価上昇率は2月の同+2.1%から3月は同+2.0%へ、やや鈍化しました。
- コア消費者物価上昇率の内訳をみると、帰属家賃などは安定的に推移していますが、3月はデータ収集方法の変更を受け衣料品価格が同▲2.2%となり全体値を押し下げました。今後については、景気の緩やかな拡大などを背景に、コア消費者物価上昇率は前年同月比+2%程度での推移が見込まれます。

2018年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.9%（改定値）



- 2018年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.9%（改定値）と、速報値の同+1.4%から上方修正されました。内訳を見ますと、主に民間企業の設備投資が上方修正されました。
- 10-12月期の実質GDP成長率は、各地の自然災害の影響が出た7-9月期から持ち直した結果となりましたが、中国向け輸出の減速などを受けた外需（純輸出）は3四半期連続でマイナス寄与となり、成長を下押ししました。
- 今後も良好な雇用・所得環境のもとで、引き続き内需が成長をけん引し、緩やかな景気の回復基調が続くと考えます。しかし、中国経済の減速や英国の欧州連合(EU)離脱などの先行きの不透明感が、企業活動に及ぼす影響には引き続き留意が必要です。

足元の製造業景況感は大幅悪化。一方で、省力化に向けた投資意欲は依然として強い



期間：2005年3月調査～2019年3月調査（四半期）

出所：データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注1) 業況判断DIは「良い」と回答した企業の割合から「悪い」と回答した企業の割合を引いたもの

(注2) 2018年3月以降は、調査対象企業見直し後の新ベース

日銀短観 設備投資額（全規模・全産業）

	2017年度	2018年度（計画）			2019年度（計画）
	実績	2018年3月調査	2018年12月調査	2019年3月調査（実績見込）	2019年3月調査
ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（前年度比、%）	4.6	2.0	9.6	9.1	0.4
ソフトウェア投資額	7.1	8.1	11.6	7.4	5.8
研究開発投資額	2.5	1.5	3.6	4.9	1.0

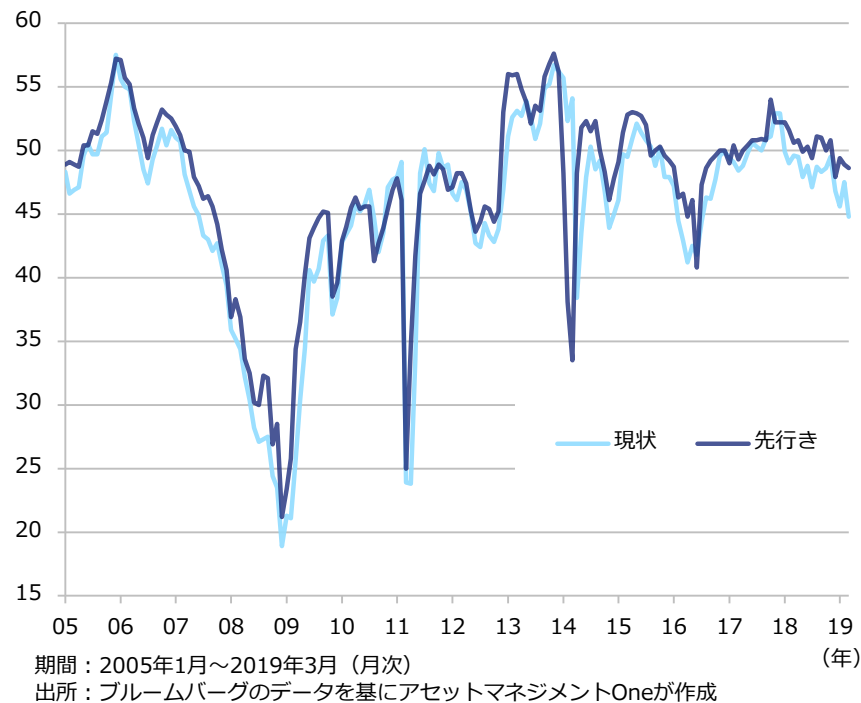
出所：日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) 除く土地投資額

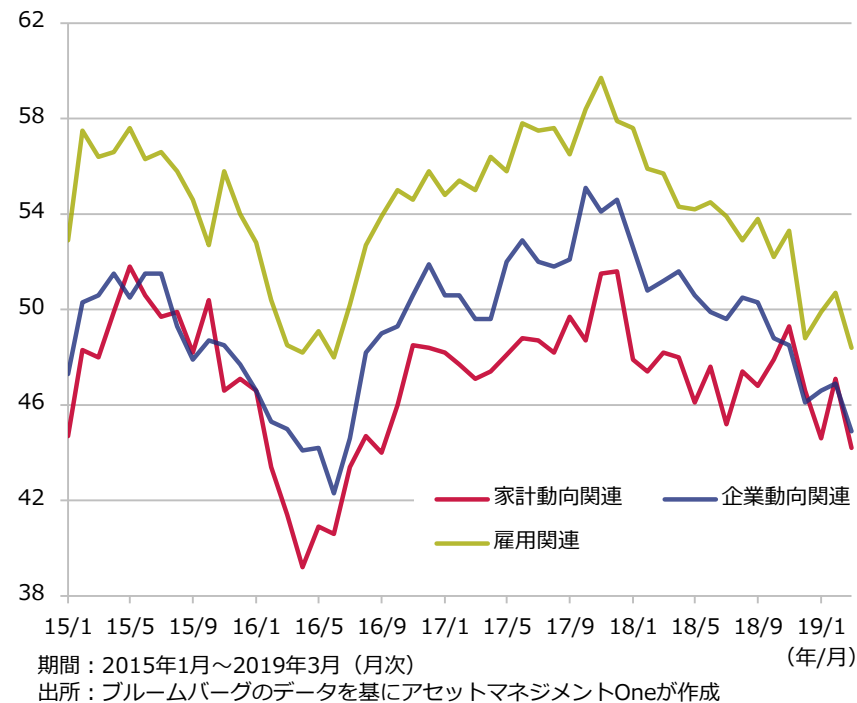
- 日銀短観3月調査では、足元の企業景況感を示す業況判断DIの「最近」は、大企業・製造業で昨年12月調査比7ポイント低下しました。「先行き」も更なる悪化が示唆されました。企業は、中国をはじめとする世界経済の減速や日米通商交渉への不透明感による生産活動の弱含みなどを警戒したものと考えます。
- 一方、非製造業では「最近」および「先行き」とともに悪化したものの、製造業に比べその悪化幅は小さく、底堅い結果となりました。
- 設備投資（ソフトウェア・研究開発を含む）の2018年度計画（実績見込）は昨年12月調査から下方修正されたものの、高い伸びを維持しました。2019年度の計画もソフトウェア投資額が堅調で、合理化・省力化投資に対する意欲の強さがみられました。

3月の景気判断は現状・先行きともに低下

景気ウォッチャー判断DI（季節調整値）の推移

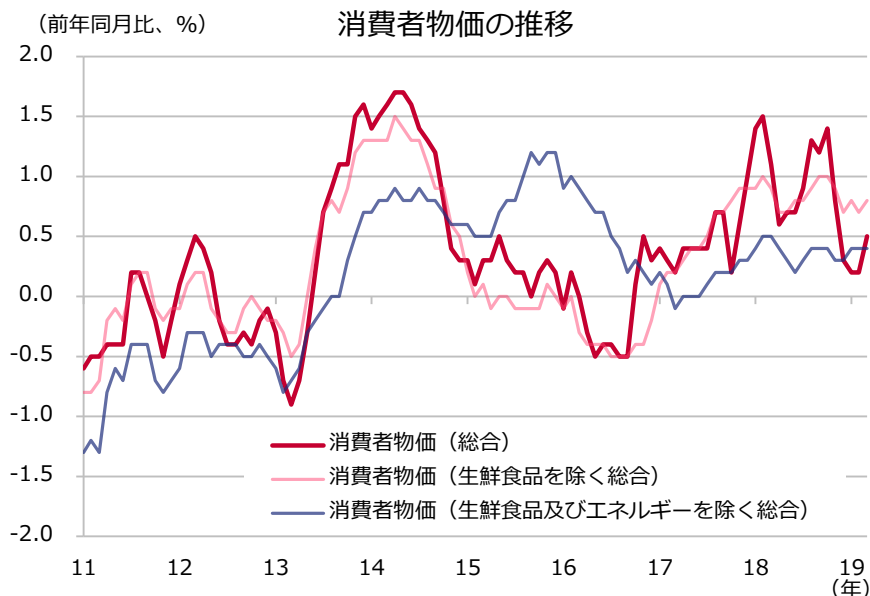


現状判断DI（季節調整値）の推移



- 2019年3月の景気ウォッチャー調査の現状判断DIは44.8と低下しました。内訳を見ますと、現状判断DIを構成する家計動向関連、企業動向関連、雇用関連の全てが低下しました。
- 調査結果には、3月から始まった一部食品の値上げによる売上高への影響を懸念するコメントや、中国経済の減速を懸念するコメントなどが見られました。
- 内閣府は景気ウォッチャーの見方を「このところ回復に弱さがみられる」とまとめており、前月から下方修正しました。

消費者物価（生鮮食品を除く総合）は伸び率が前月からやや加速



期間：2011年1月～2019年3月（月次）

出所：総務省、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) 消費税率引き上げの影響を除いたベース

日銀政策委員の大勢見通し（2019年4月）

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2018年度	+0.6～+0.6 <+0.6>	+0.8
1月時点の見通し	+0.9～+1.0 <+0.9>	+0.8～+0.9 <+0.8>
2019年度	+0.7～+0.9 <+0.8>	+0.7～+1.0 <+0.9>
1月時点の見通し	+0.7～+1.0 <+0.9>	+0.8～+1.1 <+0.9>
2020年度	+0.8～+1.1 <+0.9>	+1.1～+1.4 <+1.3>
1月時点の見通し	+0.7～+1.0 <+1.0>	+1.2～+1.4 <+1.4>
2021年度	+0.9～+1.2 <+1.2>	+1.4～+1.7 <+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

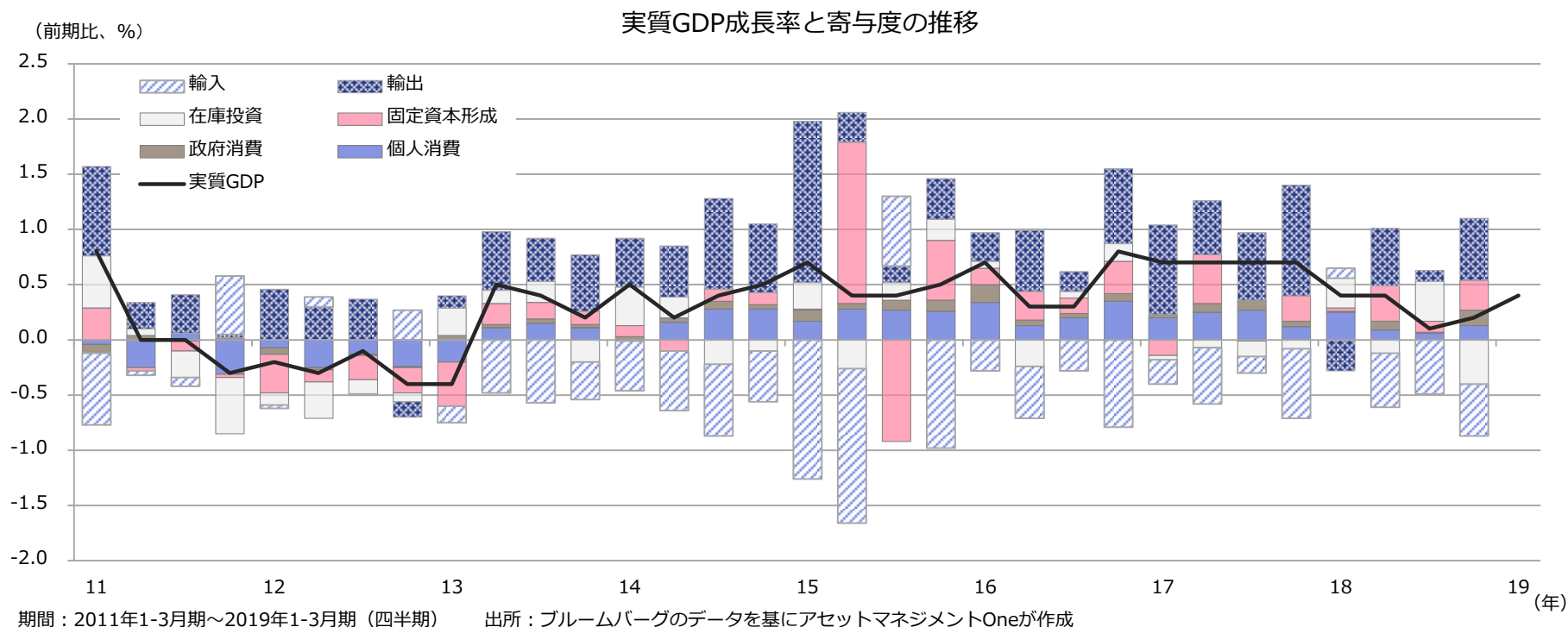
※データは対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

※「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。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。

※2019年度、2020年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）は、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケースを記載。

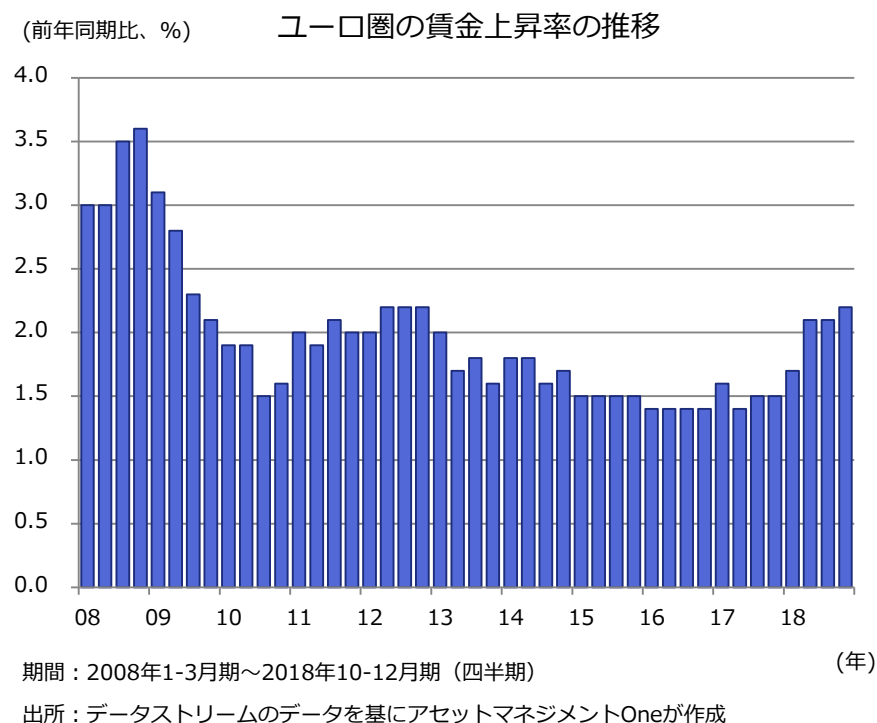
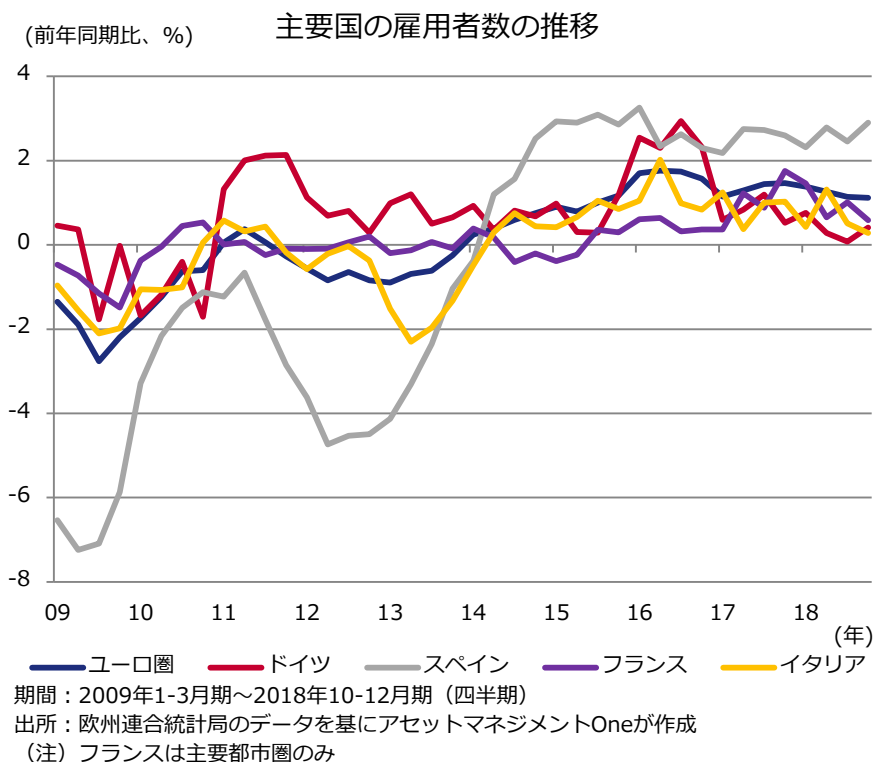
- 2019年3月の全国消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、食料やエネルギーの価格上昇から前年同月比+0.8%（19年2月同+0.7%）となり前月からやや加速しましたが、日銀の物価目標である2%には依然として距離のある状況です。
- 2019年4月時点の日銀政策委員の大勢見通しでは、2021年度の物価見通し（中央値）が+1.6%にとどまり、物価目標の達成に時間がかかることが示されました。こうした状況のもと、日銀は4月の金融政策決定会合において、これまで「当分の間」としてきた現行のきわめて低い長短金利水準の維持を約束する期間を「少なくとも2020年春頃まで」と明確化しました。そのほか、緩和の長期継続を目指し、市場の流動性に配慮する姿勢を示しました。

個人消費などを下支えに底割れは回避する見込み



- ユーロ圏の1-3月期実質GDP成長率は前期比+0.4%と、前期の同+0.2%から加速しました。各国が公表している国別の実質GDP成長率を見てみますと、フランスでは同+0.3%と横ばい推移となったほか、スペインは同+0.7%と前期の同+0.6%からやや加速しました。また、イタリアでも前期の同▲0.1%から今期は同+0.2%とプラス成長に回帰しました。
- 今後のユーロ圏経済は、英国の欧州連合（EU）離脱や欧米の通商協議などの不透明感から、輸出や設備投資が伸び悩む可能性があります。しかし、良好な所得環境が続いていることから、個人消費などが下支えとなり、底割れは回避すると考えています。

雇用者数などが底堅く推移するなか、賃金は上昇基調



- ユーロ圏の雇用者数の伸びは足元緩やかに鈍化しているものの、底堅く推移しています。国別にみると、スペインは前年同期比+2%を超える雇用者数の伸びがみられる一方で、ドイツやイタリアでは、2016年をピークに鈍化傾向にあります。プラスの伸びを維持しています。
- 雇用者数などが底堅く推移するなか、賃金は上昇基調にあります。こうした動きなどを受け、インフレ率は緩やかに上昇していくものとみられます。

ECBは政策金利を少なくとも年末まで現行水準に維持する方針を継続



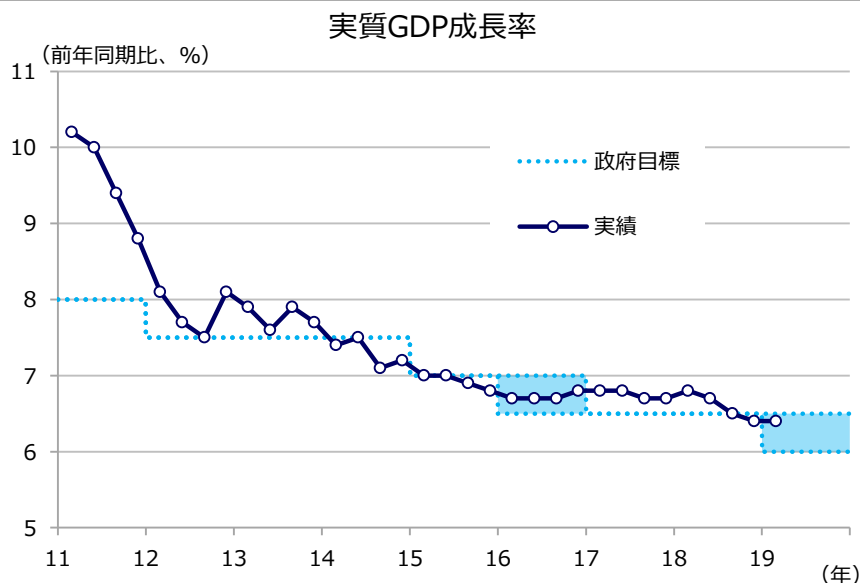
ECBスタッフによる経済見通し

	予想時点	18年	19年	20年	21年
実質GDP (前年比、%)	19年3月	1.9	1.1	1.6	1.5
	18年12月	1.9	1.7	1.7	1.5
消費者物価 (前年比、%)	19年3月	1.7	1.2	1.5	1.6
	18年12月	1.8	1.6	1.7	1.8
消費者物価（コア） (前年比、%)	19年3月	1.0	1.2	1.4	1.6
	18年12月	1.0	1.4	1.6	1.8

出所：ECBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 欧州中央銀行（ECB）は4月10日の理事会で、政策金利の据え置きを決定しました。また、政策金利を少なくとも年末まで現行水準で維持するとした金融政策のフォワードガイダンス（先行き指針）も継続しました。
- 理事会後の会見でドラギECB総裁は前回会合以降の入手データを考慮すれば、年内は成長の勢い鈍化が継続する見通しであるとしています。ECBは3月時点で2019年の実質GDP成長率見通しを2018年12月時点の前年比+1.7%から同+1.1%に大幅に下方修正しました。次回6月会合では四半期経済見通しや、9月から実施が予定されている銀行への資金供給策であるTLTRO（貸出条件付き長期資金供給オペ）の具体的内容などが注目されます。

中国の2019年1-3月期実質GDP成長率は前年同期比+6.4%と減速が一服

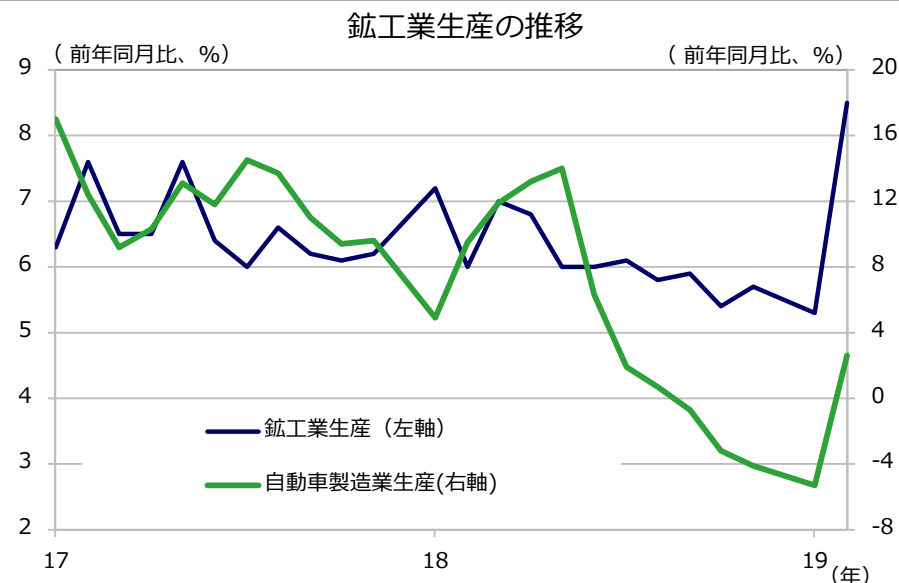


期間：2011年1-3月期～2019年1-3月期（四半期）（通年目標は2019年まで）

出所：中国政府、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）2016年の通年目標は6.5%～7.0%のレンジ

2019年の通年目標は6.0%～6.5%のレンジ



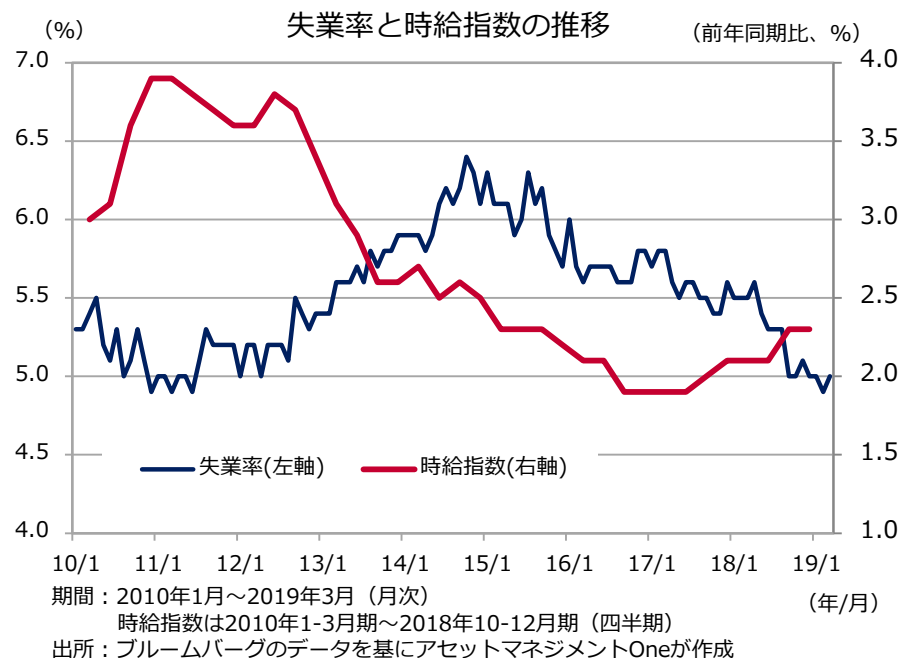
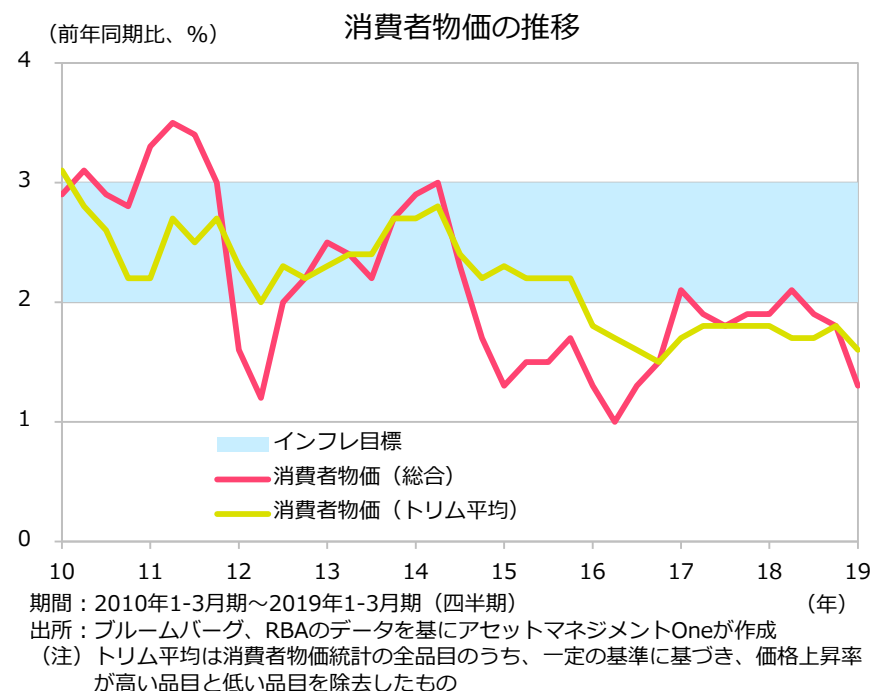
期間：2017年2月～2019年3月（月次）

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

（注）毎年2月の前年比の数値は公表されないため、2月分の数値は年初来累計値の前年同期比を使用

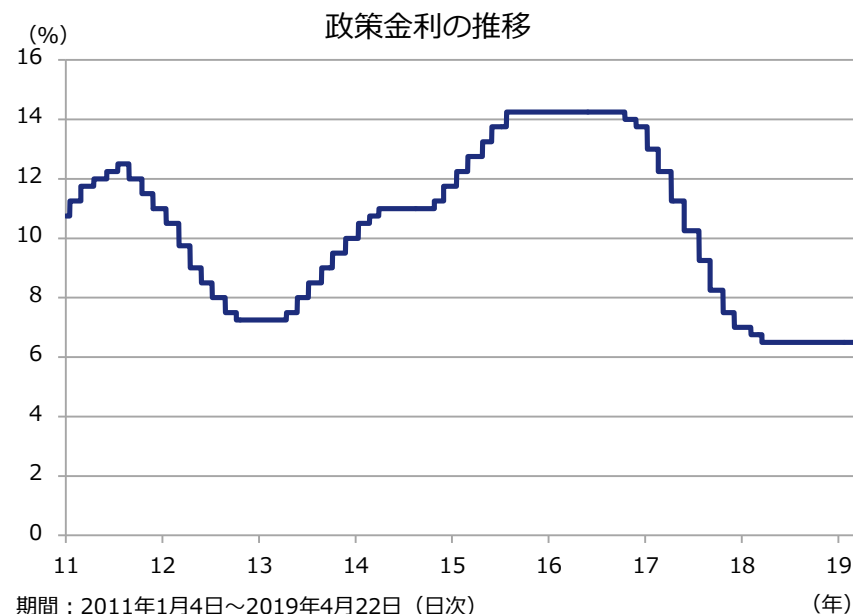
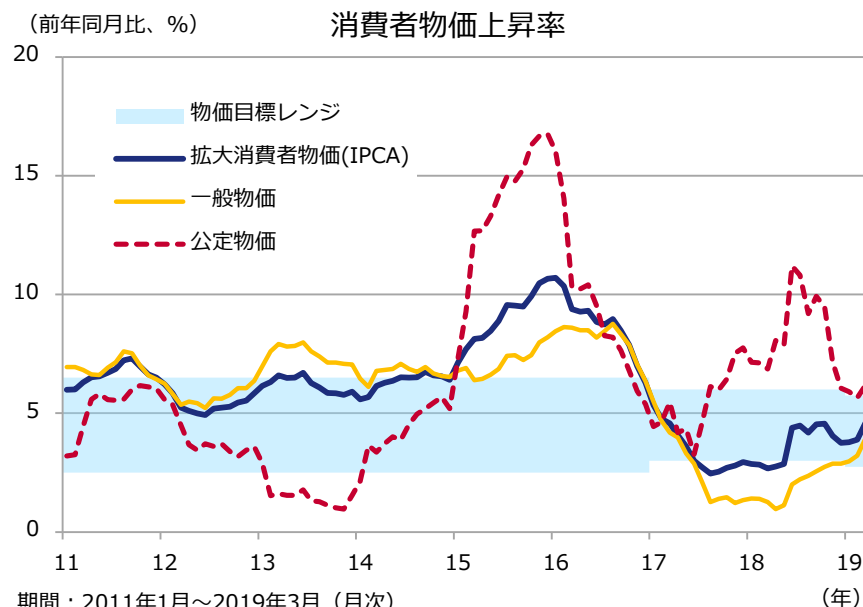
- 中国の2019年1-3月期実質GDP成長率は前年同期比+6.4%（2018年10-12月期は同+6.4%）と、前期までの3四半期連続の減速が一服した格好となりました。
- 同時に公表された、小売売上高、固定資産投資、鉱工業生産のいずれも前月から持ち直しました。特に鉱工業生産は前年同月比+8.5%（1-2月は前年同期比+5.3%）と大幅に改善しました。昨年10月からマイナス圏の伸びとなっていた自動車製造業の生産の持ち直しなどが寄与したとみられます。
- 中国政府は、景気の減速を防ぐべく、減税やインフラ投資向け地方政府債券の発行などを打ち出しています。こうした政策効果により、中国経済は底割れを回避すると見込みます。

オーストラリアの消費者物価上昇率は伸びが鈍化



- オーストラリアの2019年1-3月期の消費者物価上昇率は総合が前年同期比+1.3%（2018年10-12月期は同+1.8%）と約2年半ぶりの低い伸びとなりました。オーストラリア準備銀行（RBA）のインフレ目標である2-3%からは依然として距離のある状況です。
- 一方で雇用環境は良好な状態が続いています。2019年3月の失業率は5.0%（2月は4.9%）とやや上昇しましたが、低水準で推移しています。こうしたなか、RBAは更なる失業率の改善と賃金の緩やかな上昇を見込んでいます。
- 2019年1-3月期の消費者物価上昇率は低調な結果となりましたが、今後は緩やかな景気の回復に伴い、徐々にRBAの目標とするレンジ内へ上昇していくと想定しています。

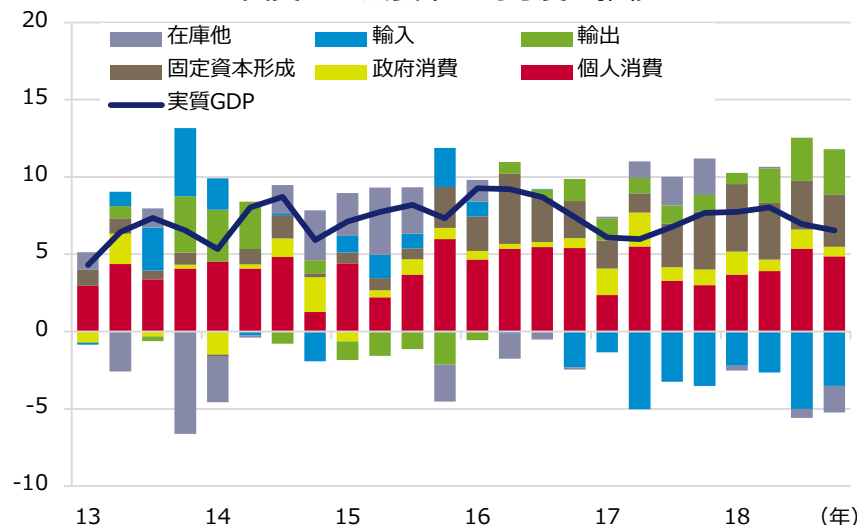
当面、政策金利は据え置きが見込まれる



- 3月の拡大消費者物価上昇率（IPCA）は前年同月比+4.6%と、ブラジル中銀（以下、中銀）のインフレ目標（2019年は $4.25 \pm 1.5\%$ ）内で推移しているものの、2月の同+3.9%から加速しました。前月比ベースでも+0.75%と大幅な伸びとなりました。食料品価格や輸送費の上昇などがインフレ加速に影響したものとみられます。
- 中銀は3月の通貨政策委員会（Copom）で政策金利（Selic金利）を6.50%で据え置くことを決定しました。声明文によると、中銀は、シナリオ見通しとリスクバランスの判断を考慮し、政策金利を現在の水準で維持することが適切であるとしています。今後の金融政策については、現在の緩和的な金融政策によって景気回復を後押しするために、当面、中銀は政策金利を据え置くとみられます。

総選挙でモディ首相が政権を維持できるか注目

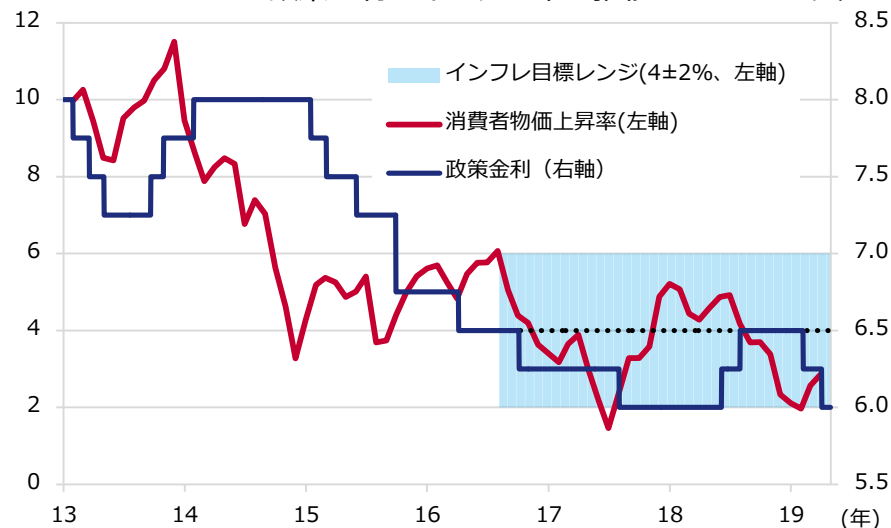
(前年同期比、%) 実質GDP成長率と寄与度の推移



期間：2013年1-3月期～2018年10-12月期（四半期）

出所：データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(前年同月比、%) 政策金利とインフレ率の推移



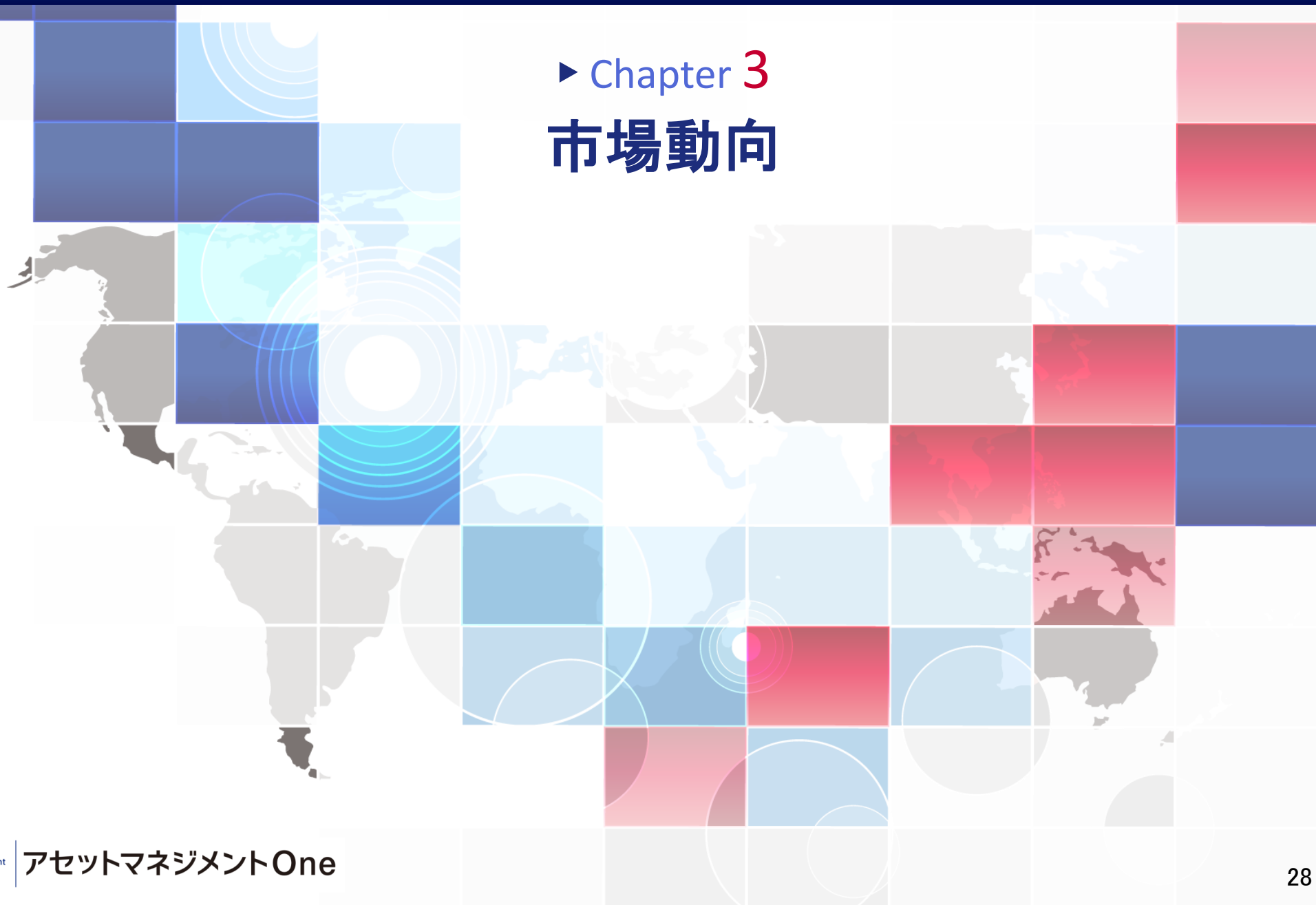
期間：2013年1月1日～2019年4月30日（政策金利、日次）

2013年1月～2019年3月（消費者物価上昇率、月次）

出所：ブルームバーグ、インド準備銀行のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 2018年10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比+6.6%と7-9月期の同+7.0%から減速しました。2月の鉱工業生産が前年同月比+0.1%となるなど、足元でも経済の減速を示す指標が発表されています。
- こうしたインド経済の減速傾向や比較的落ち着いている物価を受けて、インド準備銀行（中央銀行）は4月の金融政策委員会で政策金利（レポ金利）を0.25%引き下げ6.00%にしました。利下げは前回2月の会合に続き2会合連続となります。
- なお、インドでは4月11日から5年に一度の総選挙の投票が始まりました。投票は5月19日にかけて7回に分けて行われ、開票は5月23日に予定されています。2014年の就任以来、高成長低インフレを実現してきたインド人民党のモディ首相が政権を維持できるか注目されます。

▶ 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

米中貿易交渉の行方や米政治情勢を巡る先行き不透明感は根強いものの、米連邦準備理事会（FRB）をはじめとして各国中銀のハト派的な姿勢が支えとなり、底堅い推移が見込まれます。

日経平均株価

良好な国内株式需給や各国中銀のハト派姿勢などを背景に、下値の堅い推移が見込まれます。米国の日本や中国との貿易交渉が5月も継続するとみられる中、行方が注目されます。

米国10年国債利回り

緩慢な米物価上昇圧力、米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念、FRBのハト派姿勢などが金利の低下要因と考えます。一方、堅調な労働市場など米国景気は良好とみられることから、米長期金利はレンジ内推移を予想します。

日本10年国債利回り

日銀は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」により、10年国債金利をゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買い入れを行うとしていることから、金利は低位での推移を見込みます。

米ドル/円

米ドルは、米景気が良好とみられることなどが下支え要因と考えられる一方、米中貿易協議の行方など政治情勢を巡る不透明感が重しとなる可能性などから、対円ではもみ合いの展開を予想します。

✓ 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	米ドル/円
予想レンジ	25,500～26,500米ドル	21,000～22,500円	2.3～2.7%	-0.1～0.1%	107～114円

マーケット・オーバービュー

		4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	26,592	+2.56	+6.37	+10.06	+49.62
	ドイツDAX指数	12,344	+7.10	+10.48	▲2.13	+22.96
	日経平均株価	22,258	+4.97	+7.15	▲0.93	+33.56
	MSC I エマージング マーケットインデックス	1,079	+2.00	+2.79	▲7.32	+28.45
R E I T	米国REIT（配当込み）	19,400	▲0.23	+4.77	+19.56	+27.43
	国内REIT	1,889	▲0.96	+2.07	+9.29	▲1.83
	国内REIT（配当込み）	3,822	▲0.74	+3.06	+13.82	+10.31
	豪州REIT（配当込み）	845	▲2.67	+5.58	+20.92	+30.61
債 券 利 回 り	米国（10年）	2.50 %	+0.10	▲0.13	▲0.45	+0.67
	米国ハイイールド債券	6.50 %	▲0.21	▲0.59	+0.01	▲1.19
	日本（10年）	-0.04 %	+0.04	▲0.05	▲0.10	+0.04
	ドイツ（10年）	0.01 %	+0.08	▲0.14	▲0.55	▲0.26

		4月 末値	騰落率（％）			
			1ヵ月	3ヵ月	1年	3年
為替 （対米ドル）	ユーロ	1.12	▲0.01	▲2.03	▲7.13	▲2.01
	英ポンド	1.30	▲0.03	▲0.56	▲5.29	▲10.68
	豪ドル	0.71	▲0.65	▲3.04	▲6.36	▲7.33
	ブラジルリアル	3.92	+0.06	▲7.03	▲10.60	▲12.37
	人民元	6.73	▲0.34	▲0.51	▲5.95	▲3.84
	インドルピー	69.58	▲0.30	+1.95	▲4.46	▲4.53
為替 （対円）	米ドル	111.42	+0.51	+2.34	+1.90	+4.69
	ユーロ	125.03	+0.54	+0.31	▲5.32	+2.53
	英ポンド	145.28	+0.54	+1.79	▲3.47	▲6.64
	豪ドル	78.56	▲0.10	▲0.81	▲4.57	▲2.96
	ブラジルリアル	28.44	+0.61	▲4.82	▲8.81	▲8.15
	人民元	16.54	+0.18	+1.84	▲4.17	+0.77
	インドルピー	1.60	▲0.06	+4.58	▲2.09	▲0.01

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 BofAML・US・キャッシュ・ペイ・ハイイールド・インデックスを使用

米国株式

■ 前月の相場動向

- 4月の『米国株式市場（ダウ・ジョーンズ工業株価平均）』は上昇しました。
- 上旬は、中国の景況感改善を受けた世界景気の底入れ期待などから、上昇しました。中旬は、米企業の1-3月期決算発表が本格化する中、市場予想を上ぶれる決算が増すにつれ、上昇しました。下旬は、米企業決算への警戒感後退が相場を支える一方で、米中通商協議への懸念が残る中、高値圏での横ばい推移となりました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均



■ 今後の見通し

上昇要因	- 米国景気の拡大基調 - 各国中銀のハト派姿勢
下落要因	- 貿易紛争への懸念 - 中国の景気動向への懸念 - 米政治情勢の不透明感

先行き不透明感はあるが、底堅い推移

米中貿易交渉の行方や米政治情勢を巡る先行き不透明感は根強いものの、FRBをはじめとして各国中銀のハト派的な姿勢が支えとなり、底堅い推移が見込まれます。5月は、トランプ米大統領が改めて対中追加関税引き上げの可能性に言及する中、米中貿易交渉の行方が引き続き注目されます。

■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：25,500～26,500米ドル

国内株式

■ 前月の相場動向

- 4月の『国内株式市場（日経平均株価）』は上昇しました。なお、日経平均株価の上昇率はTOPIXの上昇率を大きく上回りました。
- 上旬は、中国の景況感改善を受けた世界景気の底入れ期待などから上昇しました。中旬は、比較的良好な米企業決算に伴う米株高を受けて上昇しました。下旬は10連休を控える中、国内企業決算への警戒感もあって、横ばい圏で推移しました。

日経平均株価



■ 今後の見通し

上昇要因	- 良好な国内株式需給 - 各国中銀のハト派姿勢
下落要因	- 貿易紛争への懸念 - 中国の景気動向への懸念

外部環境には注意も、底堅く推移

良好な国内株式需給や各国中銀のハト派姿勢などを背景に、下値の堅い推移が見込まれます。米国の日本や中国との貿易交渉が5月も継続するとみられる中、行方が注目されます。また、4月は一部の大型株が大幅高となり日経平均株価をけん引しましたが、反動に注意が必要です。

■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：21,000～22,500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

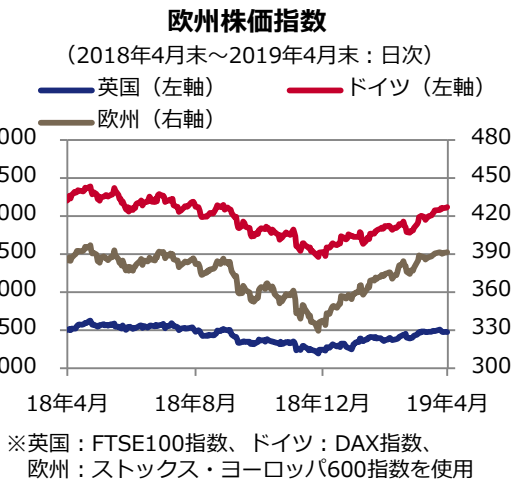
- 4月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は上昇しました。
- 上旬は、中国の景況感改善を受けた世界景気の底入れ期待などから上昇して始まりましたが、米国が欧州に報復関税を課す可能性を示唆した場面では一時弱含みました。中旬以降、月末にかけては、イタリアの政治情勢や欧州景気への懸念がくすぶったものの、米株高やユーロ安が好感されて上昇しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	- 各国中銀のハト派姿勢 - 中国景気の持ち直し期待
下落 要因	- 貿易紛争への懸念 - 欧州の政治情勢を巡る不透明感

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：11,000～13,000



政治的不透明感に残るも下値の堅い推移

英国の欧州連合（EU）離脱問題やイタリア連立政権内の対立など欧州政治情勢を巡る先行き不透明感は根強いものの、当面、欧州中央銀行（ECB）など各国中銀のハト派姿勢に伴うリスク選好改善が支えとなり、下値の堅い推移が見込まれます。なお5月は、欧州議会選が行われます。英国も参加する可能性が強まっており、結果が注目されます。

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

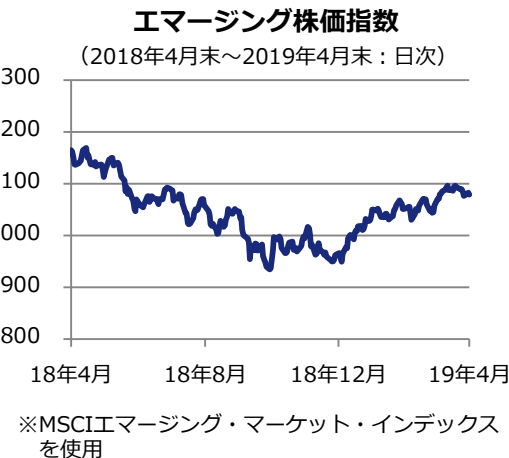
エマージング株式

■ 前月の相場動向

- 4月の『エマージング株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、中国の景況感改善を受けた世界景気の底入れ期待などから上昇しました。中旬は、米国が欧州に報復関税を課す可能性を示唆したことから一時弱含みましたが、減速に歯止めがかかったGDPなど中国経済指標を受けて、底堅く推移しました。下旬は、中国当局の金融緩和姿勢が後退するとの思惑や米中通商協議への懸念から、上昇幅を縮小しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	- 中国当局による景気下支え - 構造改革などを通じた中長期的に持続可能な成長余地の拡大 - 各国中銀のハト派姿勢
下落 要因	- 貿易紛争への懸念 - 中国の景気動向への懸念 - 新興国の政治情勢を巡る不透明感



米中貿易交渉には依然注意も底堅い推移

中国当局による景気支援策の効果発現が引き続き期待される中、底堅い推移を見込みます。各国中銀がハト派姿勢を維持するとみられることも、エマージング株を下支えする見込みです。5月は、トランプ米大統領が改めて対中追加関税引き上げの可能性に言及する中、米中貿易交渉の行方が引き続き注目されます。

※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

- 4月の『米国REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、中国の景況感改善を受けて幅広い市場でリスク選好が改善する中、高値圏でほぼ横ばい推移となりました。中旬は、米長期金利（10年国債利回り）の上昇を受けて高値警戒感が浮上したこともあって、一時大幅に調整しました。下旬は、米長期金利の上昇が一服したことから、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	- 米国景気の拡大基調 - 不動産ファンダメンタルズの改善 - 各国中銀のハト派姿勢
下落要因	- 海外住宅価格の一部調整 - 高値警戒感

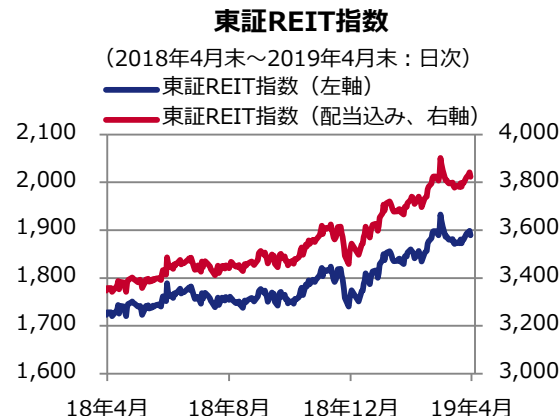
米長期金利の低位推移から底堅い展開

FRBをはじめとして各国中銀のハト派姿勢が継続し、米長期金利も当面低位で推移すると予想される中、米国REITは底堅い推移が予想されます。米長期金利上昇が抑制されていることから米住宅市場に一部回復の兆しもみられる中、動向が注目されます。

J-REIT

■ 前月の相場動向

- 4月の『J-REIT市場（東証REIT指数（配当込み））』は下落しました。
- 上旬は、前月までの上昇を受けた利益確定とみられる売りや国内長期金利の上昇を受けた売りから、下落しました。中旬も、内外長期金利の上昇懸念などから、上値重く推移しました。下旬は、国内長期金利の上昇が一服する中、下落幅を縮小しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	- 良好な不動産ファンダメンタルズ - 各国中銀のハト派姿勢 - 投資物件入れ替えなどによるリターン向上姿勢
下落要因	- 公募増資などによる需給悪化懸念 - 高値警戒感

底堅い推移を予想

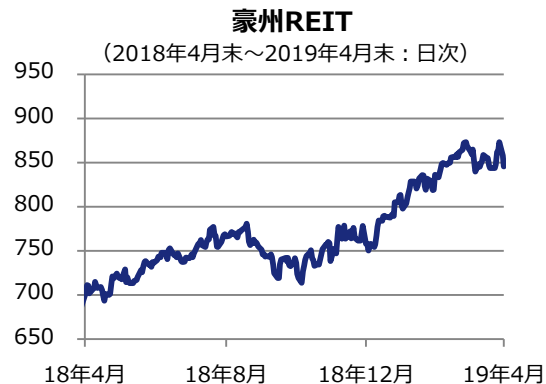
高値警戒感はいくすぶるものの、各国中銀がハト派姿勢を維持する中、底堅い推移を予想します。堅調な国内不動産市況も相場を支えるとみられます。日銀は4月に発表した「金融システムレポート」で不動産向け貸出の対GDP比率に過熱方向のシグナルが点灯したとしており、日銀の金融政策面での対応も含め動向が注視されます。

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

- 4月の『豪州REIT市場』は下落しました。
- 月前半は、中国の景況感の改善を受けて、世界的に長期金利が上昇したことが嫌気され、豪州REITは売られました。月後半は、オーストラリア準備銀行（RBA）による利下げ観測の高まりから、豪州長期金利が低下したことが好感され、一時的に上昇しました。しかし、月末には4月分の中国景況感の下振れなどから下落に転じました。



※S&P豪州REITインデックス（配当込み）を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	- RBAによる利下げ観測 - 相対的に高い配当利回り
下落 要因	- リスク回避姿勢が強まる可能性 - 豪州住宅市場の調整 - 中国景気の悪化懸念

底堅い推移を見込む

短期的には、米国の政治情勢を巡る不透明感などに伴いリスク回避の動きが強まる可能性や、豪州の一部都市での住宅市場の調整の動向などには留意が必要と考えます。しかし、RBAによる利下げ観測、相対的に高い配当利回り水準などから、底堅い推移を見込みます。

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

- 4月の『米国債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 月初は、米中の経済指標改善などに伴うリスク選好の動きが強まる中、金利は上昇して始まりました。以降もみ合い推移した後、月中旬は、世界景気の減速懸念が一部和らぎ、金利は上昇しました。もっとも月下旬は、ドイツ金利の低下や、抑制された米インフレ圧力などを背景に上昇幅は縮小しました。

■ 今後の見通し

金利の上昇要因	・ 良好な米国景気
金利の低下要因	・ 米物価上昇が緩慢なこと ・ 米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念 ・ FRBのハト派姿勢

■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：2.3～2.7%

米国10年国債利回り



金利はレンジ内での推移を見込む

米物価上昇圧力が緩慢とみられること、米中貿易摩擦を巡る不透明感や世界景気の減速懸念、FRBがハト派姿勢を示していることなどが金利の低下要因と考えます。一方で、堅調な労働市場など米景気は良好とみられることなどが金利の上昇要因と見込まれることから、金利はレンジ内での推移を予想します。

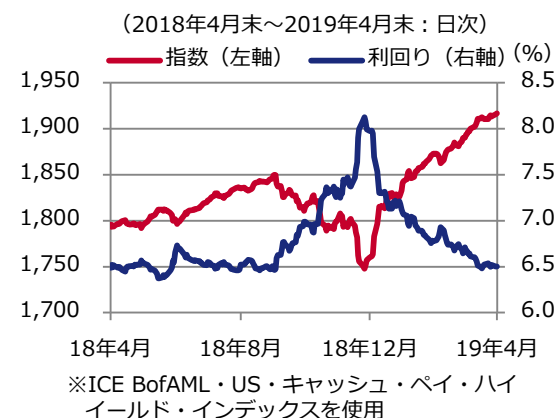
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米国ハイイールド債券

■ 前月の相場動向

- 4月の『米国ハイイールド債券市場』は上昇しました。
- 月上旬は、米中の一部経済指標の改善などに伴うリスク選好の動きや、原油価格の上昇などを背景に、米国ハイイールド債券市場は上昇しました。月中旬は小動きでしたが、月下旬は、米株価や原油価格が高値圏で推移したことなどを背景に上昇しました。

米国ハイイールド債券



■ 今後の見通し

価格の上昇要因	・ 良好な米国景気 ・ 相対的に高い利回り水準 ・ FRBのハト派姿勢
価格の下落要因	・ 米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念 ・ 欧米政治情勢を巡る不透明感

底堅い推移を予想

米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念、欧米政治情勢を巡る不透明感の高まりなどからリスク回避姿勢が強まる可能性には留意が必要です。一方で、米国景気は良好とみられる中、相対的に高い利回りを求める投資家需要が一定程度見込まれることや、FRBのハト派姿勢などから、底堅く推移すると予想します。

国内債券

■ 前月の相場動向

- 4月の『国内債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 月初旬は、リスク選好姿勢が強まる中、金利は上昇しました。月中旬にかけては、世界景気の減速懸念が一部和らぎ、上昇しました。もっとも月下旬は、海外金利低下に連れた動きなどから、上昇幅は縮小しました。なお、日銀が決定した政策金利のフォワードガイダンス明確化による影響は限定的でした。

■ 今後の見通し

金利の上昇要因	・ 日銀の金利変動を許容する姿勢
金利の低下要因	・ リスク回避姿勢が強まる可能性 ・ 日銀の国債買い入れ ・ 日銀の追加緩和期待

■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：－0.1～0.1%



金利は低位での推移を見込む

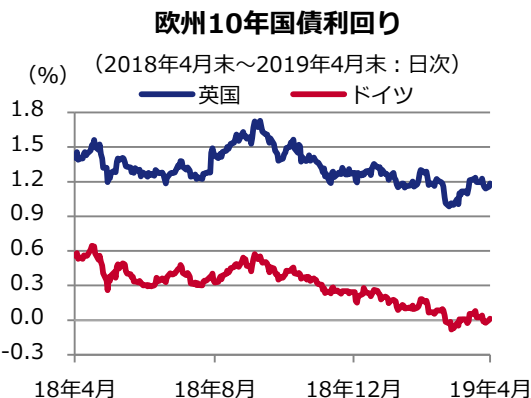
日銀は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」により、10年国債金利をゼロ%程度で推移するよう、長期国債の買い入れを行うとしていることから、金利は低位での推移を見込みます。なお日銀は、4月の金融政策決定会合において、これまで「当分の間」としてきた現行のきわめて低い長短金利水準の維持を約束する期間を「少なくとも2020年春頃まで」と明確化しました。

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

欧州債券

■ 前月の相場動向

- 4月の『欧州債券市場（ドイツ10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 月初旬に金利は上昇したものの、その後、ECBの利上げ時期の先送り観測などから、低下しました。中旬は、中国景気の減速懸念の後退などから、上昇しました。もっとも月下旬は、ユーロ圏の景気減速懸念などから上昇幅は縮小しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	・ 中国景気の持ち直し期待 ・ 英国のEU離脱プロセスの進展期待の高まり
金利の低下要因	・ 欧州景気の減速懸念 ・ ECBのハト派姿勢 ・ 米国の保護主義的な通商政策 ・ 欧州政治情勢を巡る不透明感

金利は低位での推移を見込む

欧州景気の減速懸念がくすぶる中、ECBのハト派姿勢や、米国の保護主義的な通商政策に対する警戒感などが金利の低下要因と考えます。また5月下旬に欧州議会選を控える中、EUに対して懐疑的なポピュリズム（大衆迎合主義）政党の躍進可能性など、欧州の政治情勢を巡る不透明感が強まる可能性にも留意が必要です。かかる中、金利は低位での推移が見込まれます。

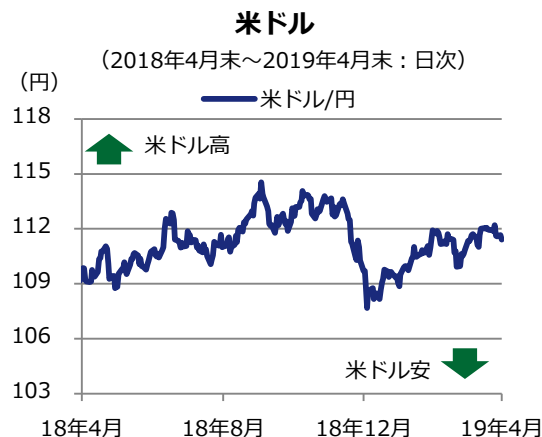
■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：－0.1～0.1%

米ドル

■ 前月の相場動向

- 4月の米ドルは、対円で上昇しました。
- 月初旬は、米中の経済指標の改善などを受けたリスク選好の動きの中、円安米ドル高基調でした。その後、米欧の貿易摩擦懸念の高まりなどから、円高圧力が強まる場面がありましたが、月中旬は、世界的な景気減速への過度な悲観の後退などから、米ドルは上昇しました。もっとも月下旬は、上昇幅は縮小しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	- 良好な米国景気 - 日銀の金融緩和継続
下落要因	- 米中貿易協議など政治的な不透明感 - リスク回避姿勢が強まる可能性

もみ合いの展開を予想

堅調な労働市場など米景気が良好とみられることや、日銀が現行の大規模な金融緩和を継続する姿勢を示していることなどが米ドルの下支え要因になると考えます。一方で、米中貿易協議の行方など政治情勢を巡る不透明感が重しとなる可能性から、対円ではもみ合いの展開を予想します。

今後1カ月の見通し

(対円)



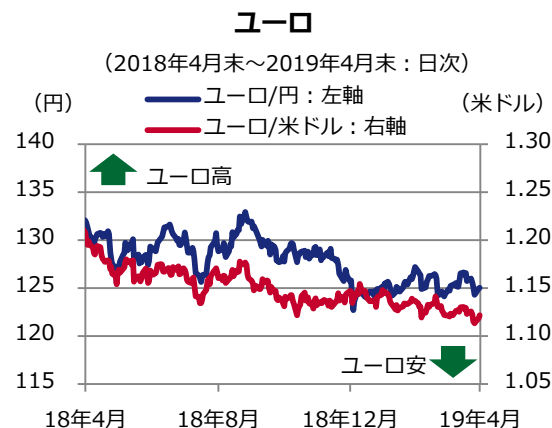
■ 1カ月の予想レンジ

米ドル/円：107～114円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 4月のユーロは、対米ドルで横ばいでした。
- 月初旬はユーロは小動きでした。月中旬は、中国の景気減速懸念の後退や、ドイツ金利の上昇などを受けて上昇しました。しかしその後は、欧州の景気減速懸念などを背景に下落しました。月末には、ユーロ圏の1-3月期実質GDPの上振れなどから値を戻し、前月末比横ばいでした。



■ 今後の見通し

上昇要因	- FRBのハト派姿勢 - 中国景気の持ち直し期待 - 英国のEU離脱プロセスの進展期待の高まり
下落要因	- 欧州景気の減速懸念 - ECBのハト派姿勢 - 米国の保護主義的な通商政策 - 欧州政治情勢を巡る不透明感

上値の重い展開か

FRBのハト派姿勢などがユーロの上昇要因とみられます。一方、欧州景気の減速懸念や、ECBのハト派姿勢、米国の保護主義的な通商政策に対する警戒感などを鑑みれば、ユーロは対米ドルで、上値の重い展開を見込みます。また5月下旬に欧州議会選を控える中、EUに対して懐疑的なポピュリズム（大衆迎合主義）政党の躍進可能性など、欧州の政治情勢を巡る不透明感にも留意が必要です。

今後1カ月の見通し

(対米ドル)



■ 1カ月の予想レンジ

ユーロ/米ドル：1.10～1.14米ドル

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

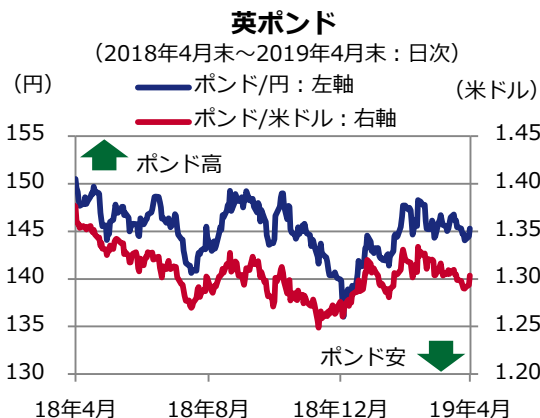
英ポンド

■ 前月の相場動向

- 4月の英ポンドは、対米ドルで下落しました。
- 月上旬は、英ポンドはもみ合いでした。その後、英国のEU離脱時期の再延期が決定したものの、離脱を巡る不透明感が根強く下落しました。月下旬にかけても、欧州景気の減速懸念などによるユーロ安に連れた動きや、英国の政治的な不透明感などから下落しました。ただし月末には、EU離脱を巡る与野党協議の進展期待などから、下落幅は縮小しました。

■ 今後の見通し

上昇要因	・ EU離脱プロセス進展期待の高まり
下落要因	・ 英景気の減速懸念



EU離脱プロセスの進展を見極める展開

英国のEU離脱を巡っては、離脱期限が最長で10月末までの延期が決まり、不透明感は一たび後退しました。しかし、EU離脱を巡る与野党協議で打開策を見出せていないなど、依然不透明感が根強い状況です。5月2日に実施された英地方選挙では、与党保守党と最大野党の労働党はともに議席を減らす結果となる中、今後の協議の行方が注目されます。

今後1カ月の見通し

(対米ドル) →

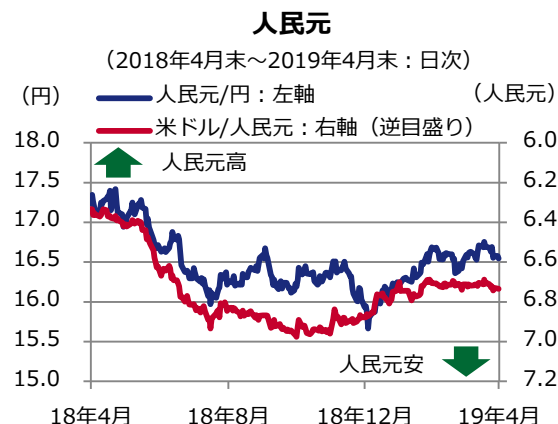
人民元

■ 前月の相場動向

- 4月の人民元は、対米ドルで下落しました。
- 月前半は、中国の景況感の改善が好感されたものの、ほぼレンジ内で推移しました。月後半は、中国の1-3月期実質GDP成長率が市場予想を上回ったことが好感され、一時元高が進行しました。しかし、月末にかけて中国株式市場が下落に転じたことや米中貿易協議への不透明感などから、人民元は下落しました。

■ 今後の見通し

上昇要因	・ 中国人民銀行の人民元安定化姿勢 ・ 中国の資本規制継続 ・ 中国の景気底入れ観測
下落要因	・ 米中貿易協議など政治的な不透明感



米中貿易交渉の進展次第では上振れへ

中国人民銀行の人民元安定化姿勢が強まる可能性や中国の景気底入れ観測などが上昇要因とみられます。一方で、米国の対中姿勢の硬化の懸念もくすぶるため、対米ドルで人民元の上値は抑制される見込みです。

今後1カ月の見通し

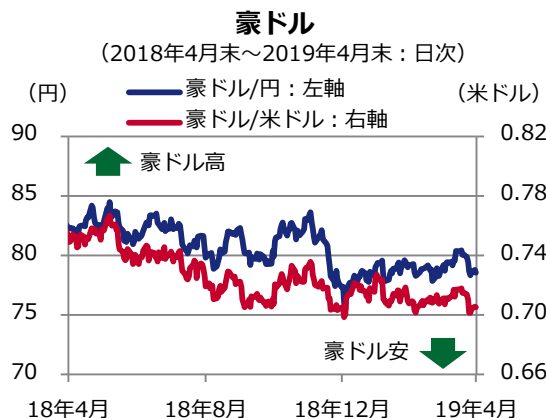
(対米ドル) →

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

- 4月の豪ドルは、対米ドルで下落しました。
- 月前半は、最大の輸出相手国である中国の景況感改善が好感され、豪ドルは上昇しました。月後半は、低調な豪州の1-3月期消費者物価統計が発表されると、RBAによる利下げ観測が高まり、豪ドルは下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	- 豪州景気の緩やかな回復見通し - 石炭・鉄鉱石等の底堅い推移
下落要因	- RBAの利下げ観測 - 中国の景気動向への懸念

上値の重い展開を見込む

豪州景気の緩やかな回復見通しなどが豪ドルの上昇要因とみられます。一方で、RBAの利下げ観測、豪州最大の貿易相手である中国の景気悪化懸念などが下落要因になると考えます。米中貿易交渉の行方を見極めつつ、上値の重い展開を見込みます。なお、豪州では、5月18日には総選挙が予定されており、選挙結果にも注目が集まります。

今後1カ月の見通し

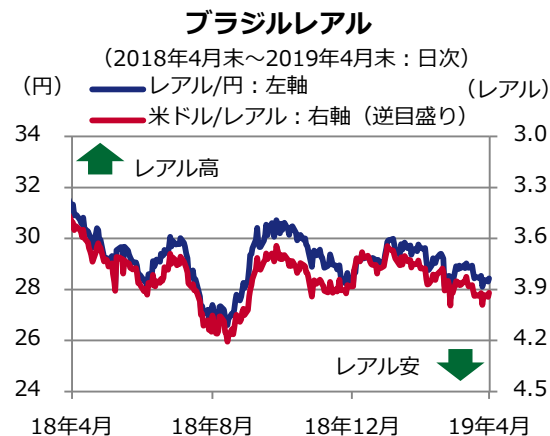
(対米ドル)



ブラジルレアル

■ 前月の相場動向

- 4月のブラジルレアル（以下、レアル）は、対米ドルで上昇しました。
- 上旬は中国の景況感改善などによるリスク選好の動きの中、レアルは上昇しました。中旬以降は年金制度改革の進展期待のほく落に加え、ボルソナロ大統領が国営石油会社のディーゼル価格引き上げに対して中止を求めたとの疑惑などから、レアルは上昇幅を縮小しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	- ブラジル景気の回復 - 安定的なインフレ推移 - 石炭・鉄鉱石等の底堅い推移
下落要因	- 政策進展に対する先行き不透明感 - 世界的な景気後退懸念

ボックス圏での推移が見込まれる

ブラジル経済の緩やかな回復持続や安定的なインフレ推移などが上昇要因になると考えます。また、税制改革など構造改革は一定の進展が期待されるものの、議会審議において不透明な局面も想定されるため、ブラジルレアルはボックス圏での推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対米ドル)

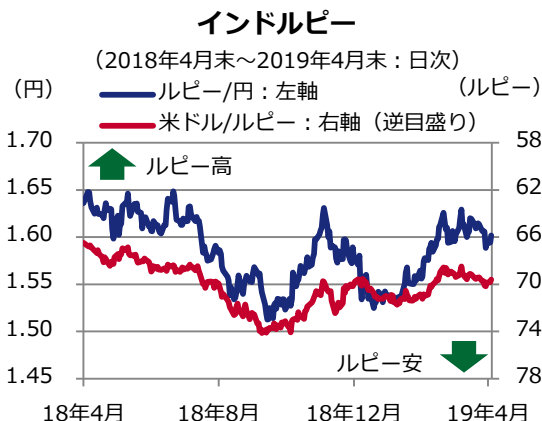


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

インドルピー

■ 前月の相場動向

- 4月のインドルピー（以下、ルピー）は、対米ドルで下落しました。
- 月初ルピー高に振れる場面はありましたが、その後はインド準備銀行（中央銀行）が政策金利を0.25%引き下げたことや、原油高に伴う経常赤字拡大懸念などを背景に、ルピーは下落基調での推移となりました。月末にかけては、原油高が一服したことで、やや下落幅を縮小しました。



■ 今後の見通し

上昇
要因

- インド経済の成長期待
- FRBのハト派姿勢

下落
要因

- 財政赤字拡大への懸念
- 原油高に伴う経常赤字拡大への懸念

もみ合いでの推移を見込む

インド経済の成長期待やFRBのハト派姿勢などはルピーの下支え要因になると思われます。一方で、インドの財政赤字拡大懸念や、原油を輸入に依存しているため経常赤字の拡大に繋がる原油高などには留意が必要です。こうした中、ルピーは5月23日開票予定の総選挙をにらみ、当面もみ合いでの推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

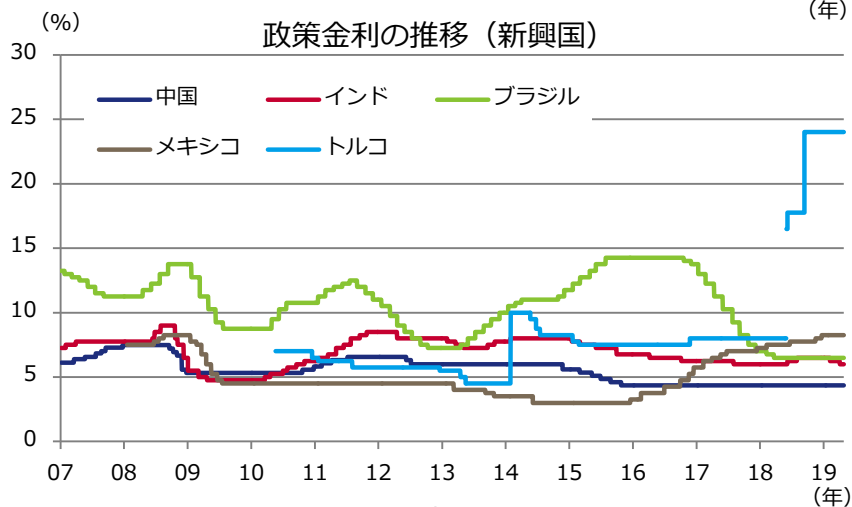
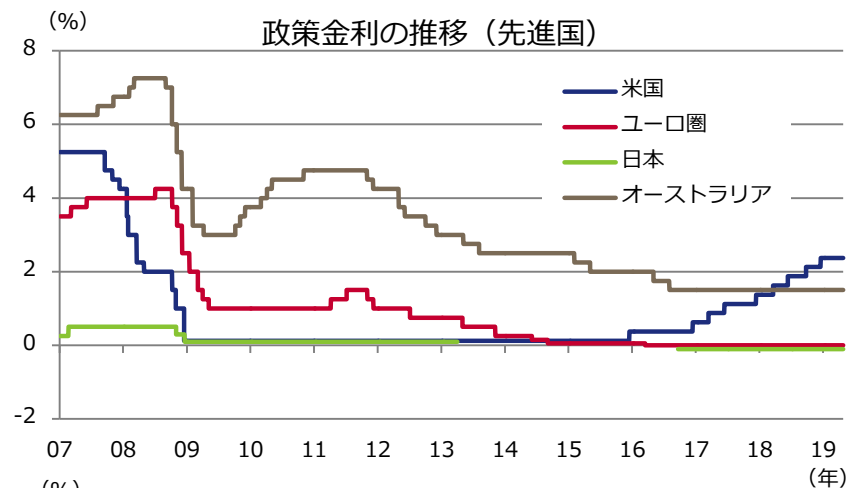
(対米ドル)



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

▶ Chapter 4
付属資料

チャート集 – 主要国・地域の金融政策



期間：2007年1月4日～2019年4月26日（日次）

ただし、メキシコは2008年1月18日～、トルコは2010年5月20日～

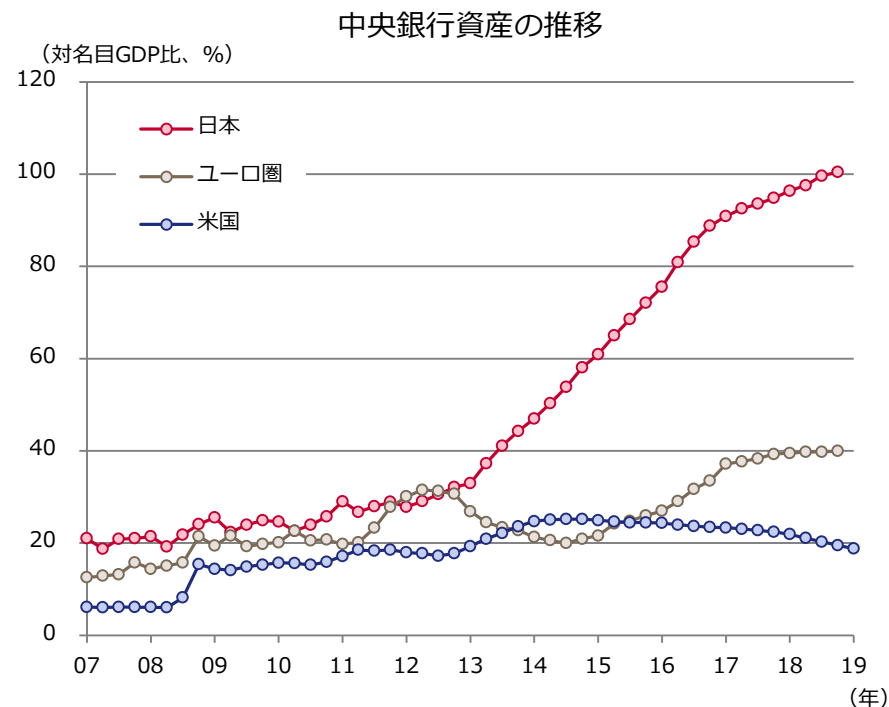
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）米国は2008年12月16日以降、誘導目標レンジの中央値を表記

日本は2013年4月4日から2016年9月20日までは操作目標が マネタ

リーベースのため記載なし

トルコは2018年6月1日より金融政策枠組み変更により、水準が移行

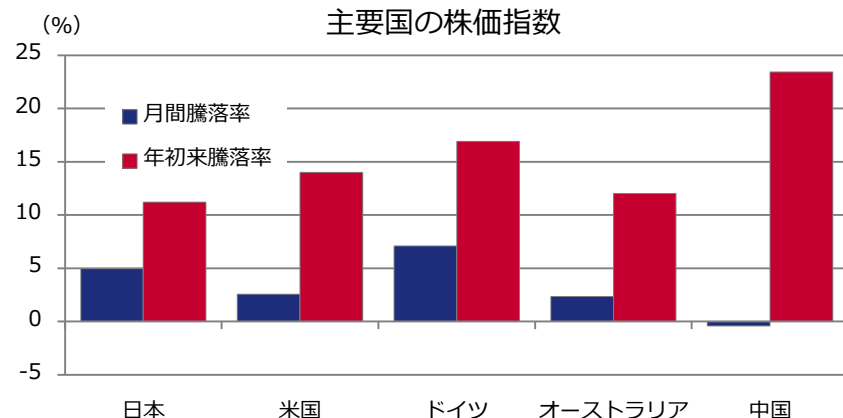


期間：2007年1-3月期～2019年1-3月期（四半期）

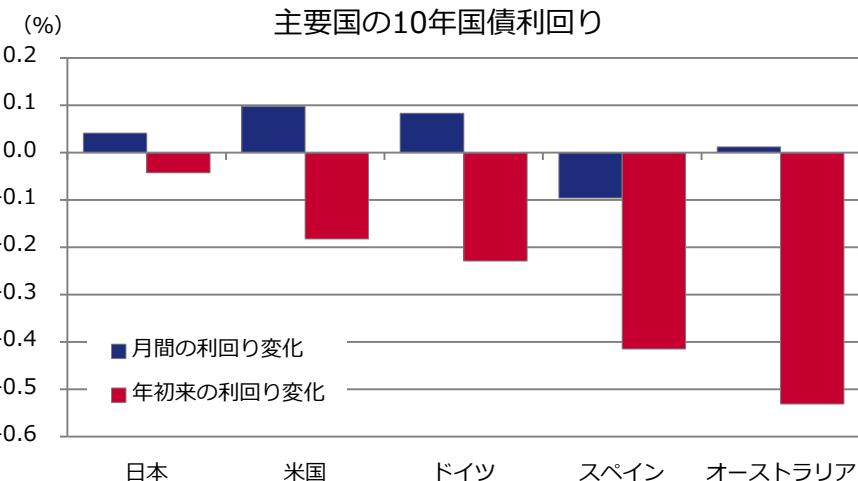
（日本・ユーロ圏は2018年10-12月期まで）

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

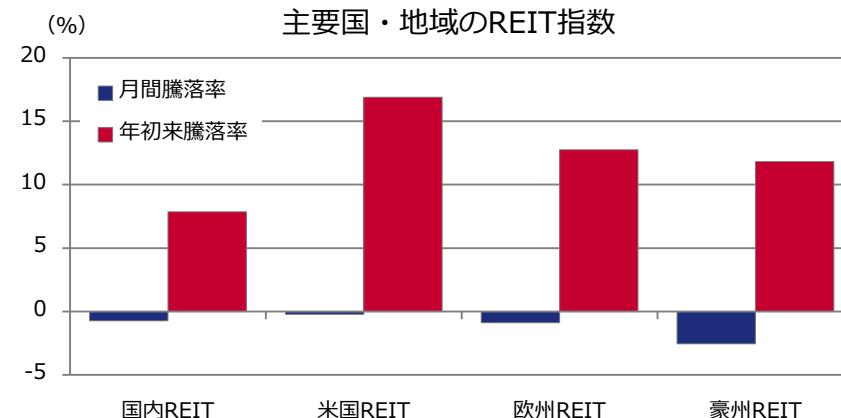
チャート集 – 前月のまとめ



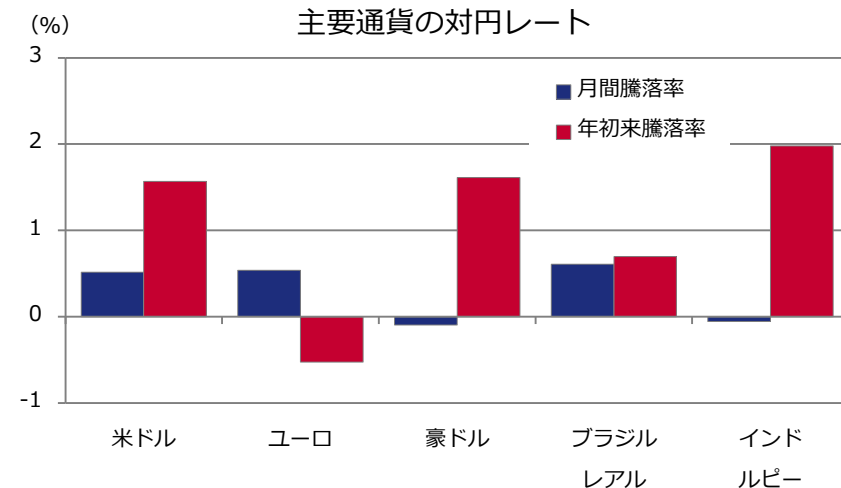
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2019年4月の1ヵ月間、年初来：2018年12月末から2019年4月末の期間
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株平均
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数
 【中国】上海総合指数



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：2019年4月の1ヵ月間、年初来：2018年12月末から2019年4月末の期間

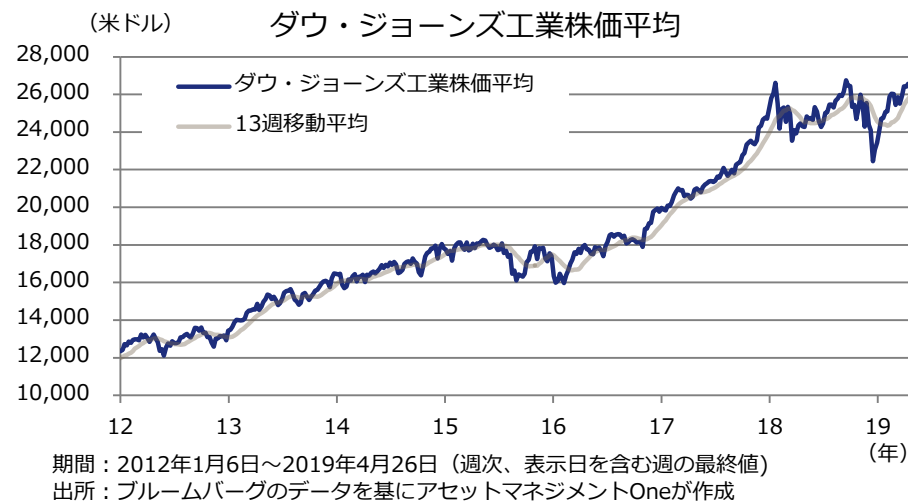


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2019年4月の1ヵ月間、年初来：2018年12月末から2019年4月末の期間
 【国内REIT】東証REIT指数 【米国REIT】FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス
 【欧州REIT】FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス
 【豪州REIT】S&P/ASX200 Aリート指数 すべてトータルリターン



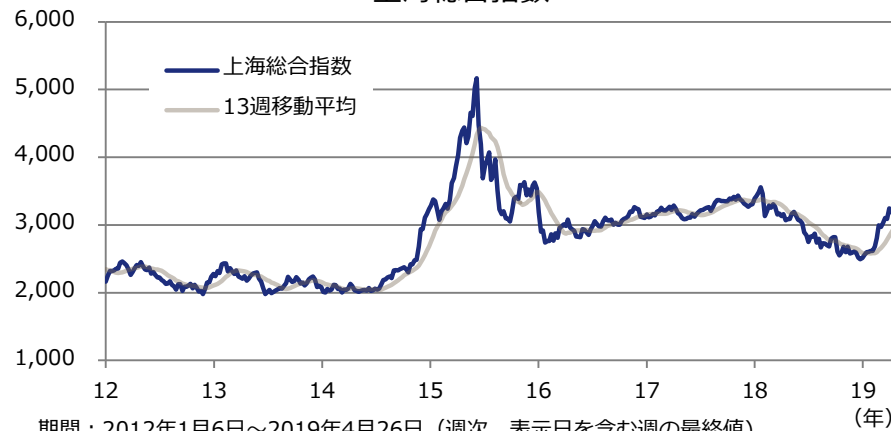
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2019年4月の1ヵ月間、年初来：2018年12月末から2019年4月末の期間

チャート集 – 株式市場（先進国）



チャート集 - 株式市場（新興国）

上海総合指数



S&P/BSE SENSEX インド指数



ブラジル ボベスパ指数



ロシア RTS指数（米ドル建て）



チャート集 – REIT市場

国内REIT



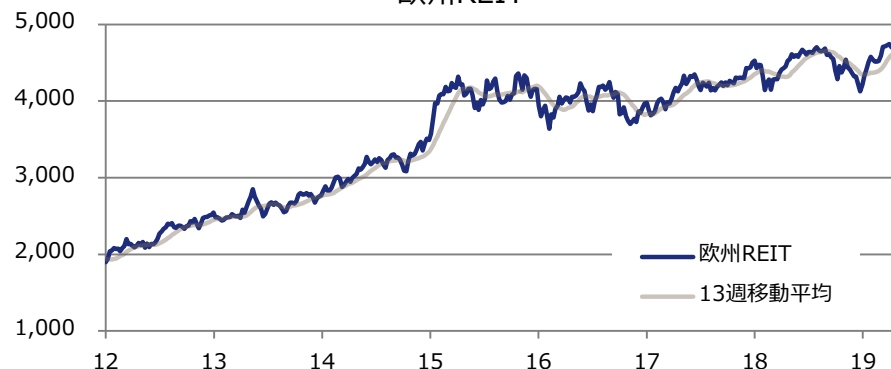
期間：2012年1月6日～2019年4月26日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 （注）使用しているREITの指数についてはマーケット・オーバービューの（注）を参照

米国REIT



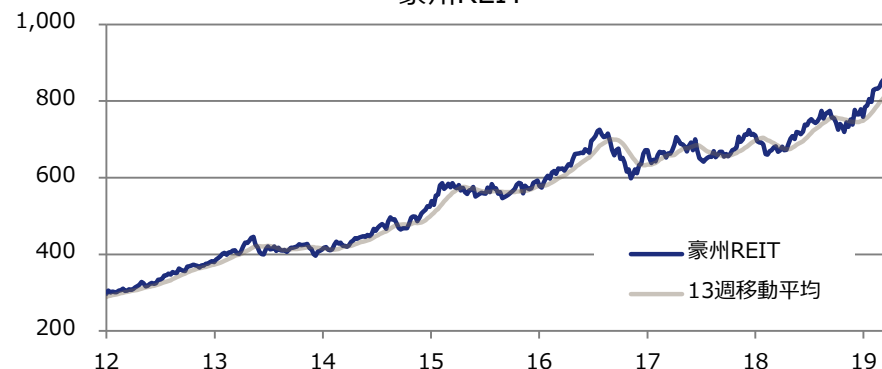
期間：2012年1月6日～2019年4月26日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 （注）使用しているREITの指数についてはマーケット・オーバービューの（注）を参照。
 現地通貨ベース。トータルリターン

欧州REIT



期間：2012年1月6日～2019年4月26日（週次、表示日を含む週の最終値）（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
 （注）FTSE EPRA/NAREIT ヨーロッパ先進国インデックスを使用。
 現地通貨ベース。トータルリターン

豪州REIT



期間：2012年1月6日～2019年4月26日（週次、表示日を含む週の最終値）（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
 （注）使用しているREITの指数についてはマーケット・オーバービューの（注）を参照。
 現地通貨ベース。トータルリターン

各国の国債利回り

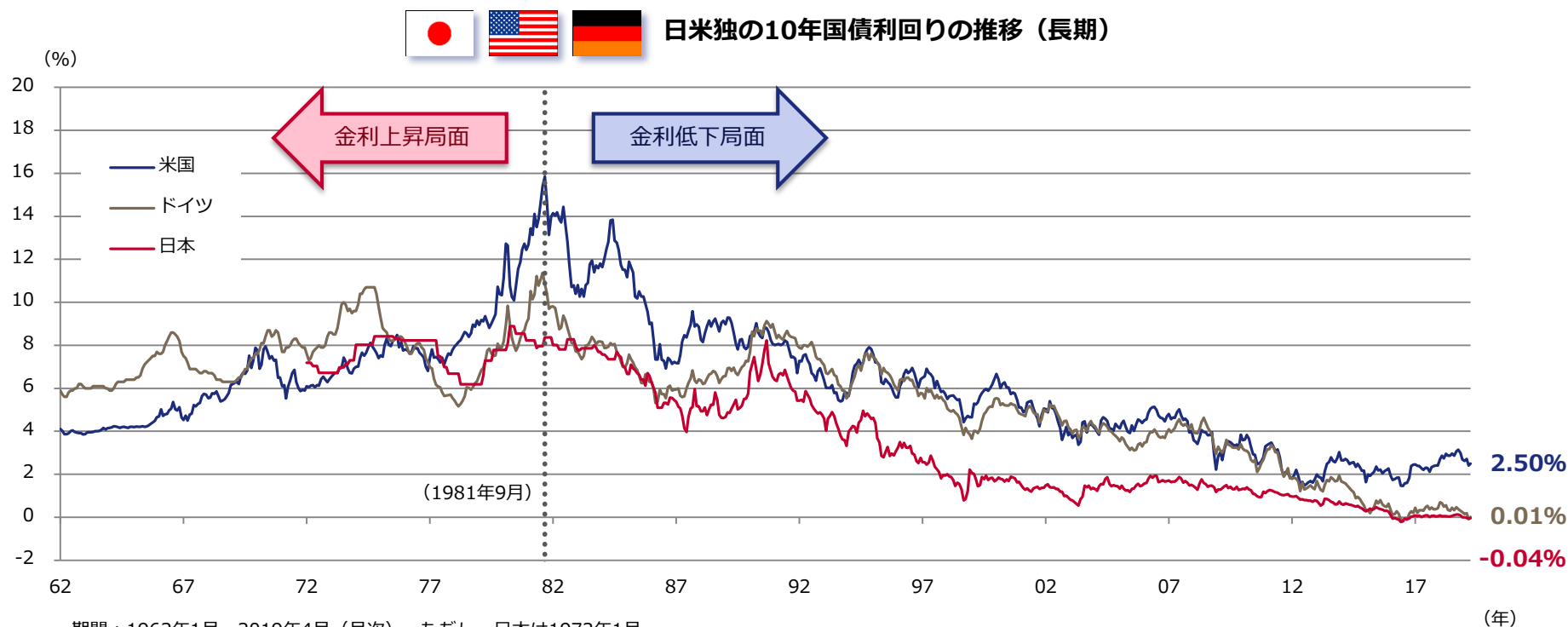
(%)

	1年	2年	3年	5年	7年	10年	30年
スイス	-0.74	-0.76	-0.73	-0.64	-0.50	-0.32	0.22
日本	-0.16	-0.15	-0.15	-0.16	-0.15	-0.04	0.57
ドイツ	-0.54	-0.60	-0.59	-0.44	-0.31	-0.02	0.63
オランダ		-0.56	-0.59	-0.42	-0.15	0.17	0.67
フランス	-0.53	-0.54	-0.45	-0.26	-0.02	0.35	1.41
スペイン	-0.33	-0.34	-0.20	0.18	0.53	1.02	2.18
英国	0.73	0.73	0.75	0.86	0.95	1.14	1.67
カナダ	1.70	1.55	1.54	1.53	1.62	1.69	1.98
オーストラリア	1.41	1.33	1.29	1.39	1.57	1.78	
米国	2.40	2.28	2.25	2.29	2.38	2.50	2.92
イタリア	0.09	0.54	1.15	1.52	2.02	2.58	3.56

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) 2019年4月26日時点。国名が網掛けのものはマイナス金利政策実施国

チャート集 – 債券利回りの推移（長期）



期間：1962年1月～2019年4月（月次） ただし、日本は1972年1月～

出所：ブルームバーグ、データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）1987年9月以前の日本の10年国債利回りは10年国債入札の平均利回りを使用

チャート集 – 債券市場



期間：2012年1月6日～2019年4月26日（週次、表示日を含む週の最終値）

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



期間：2012年1月6日～2019年4月26日（週次、表示日を含む週の最終値）

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



期間：2012年1月6日～2019年4月26日（週次、表示日を含む週の最終値）

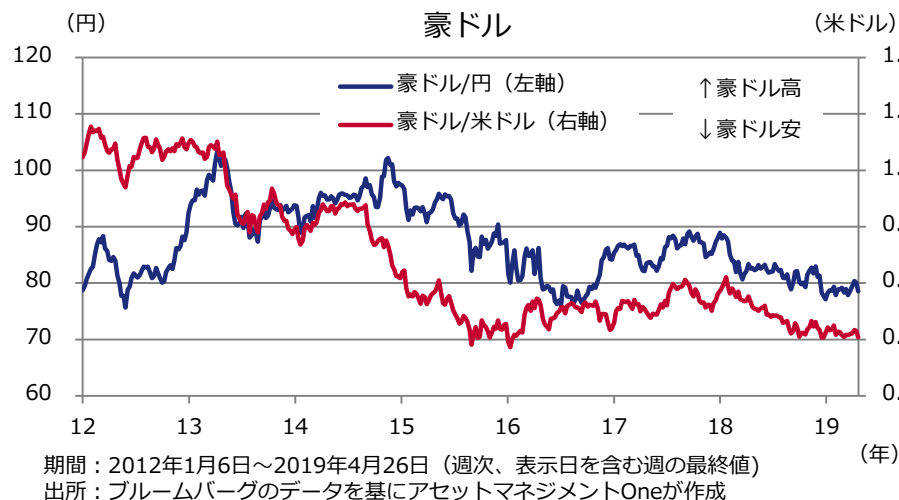
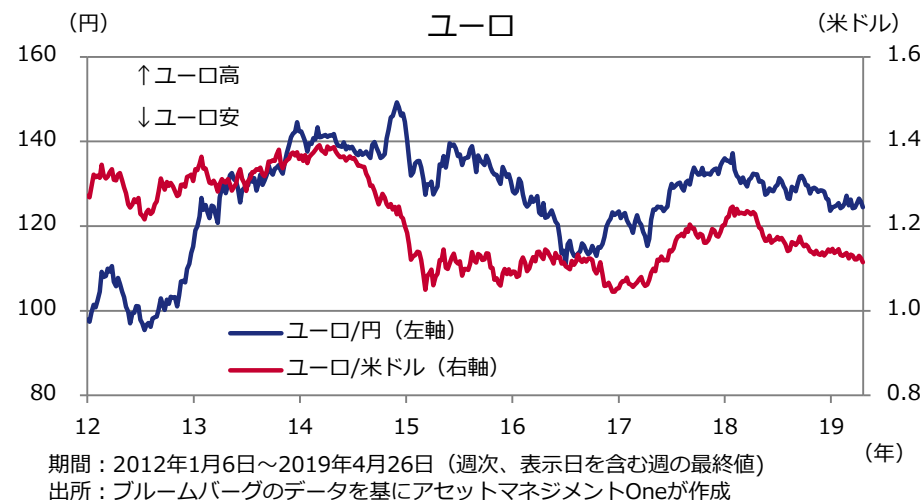
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



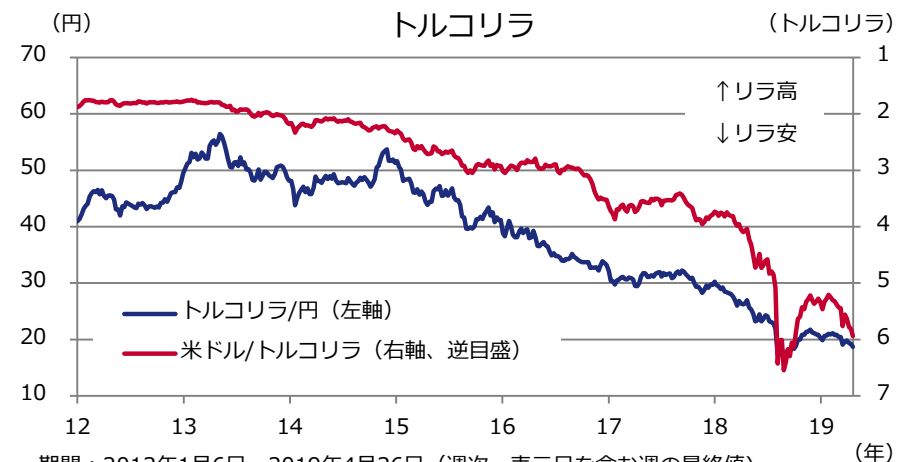
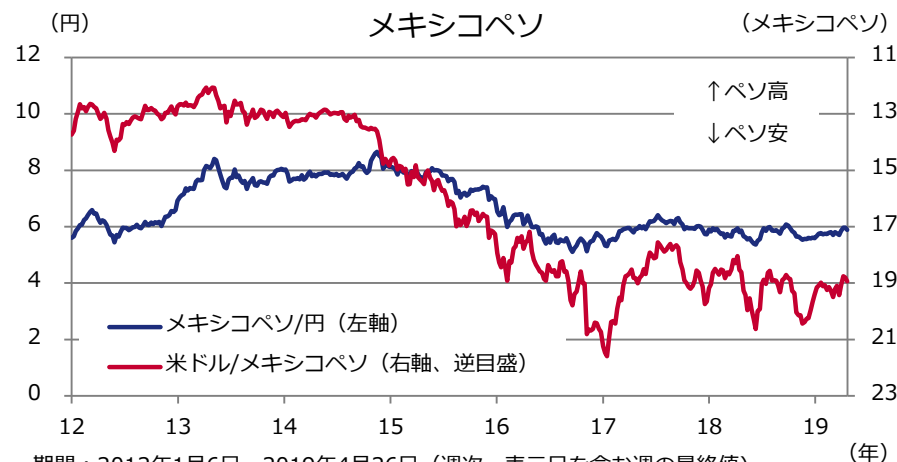
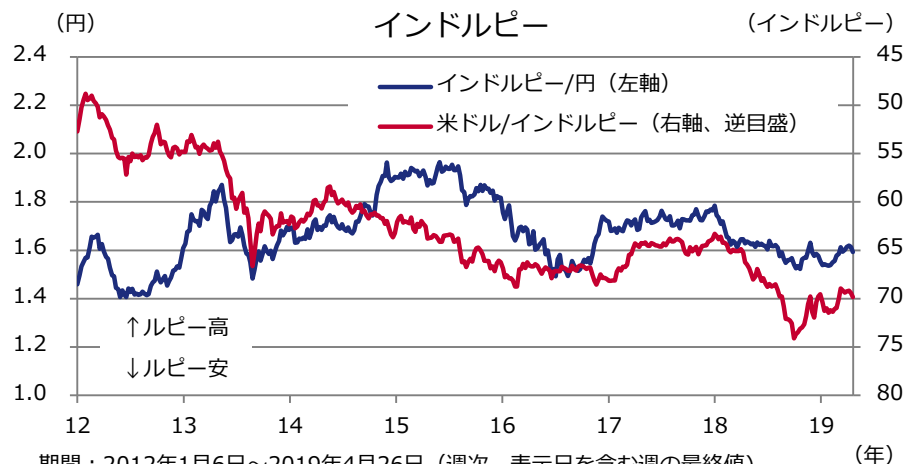
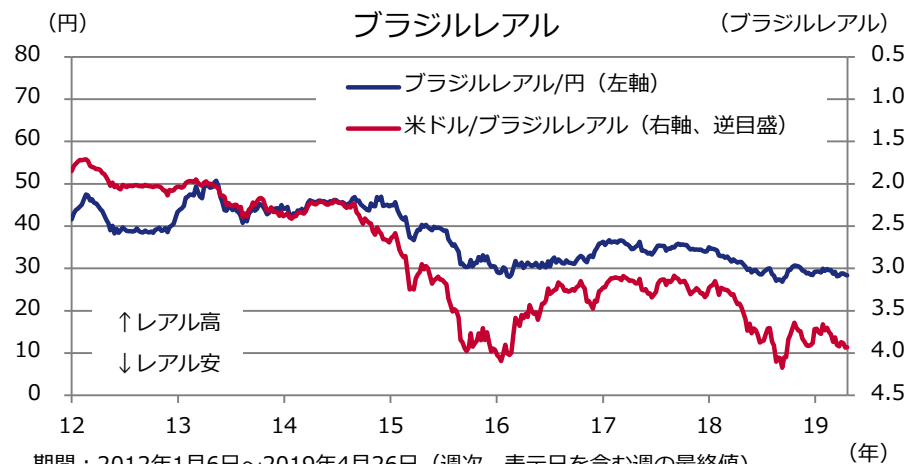
期間：2012年1月6日～2019年4月26日（週次、表示日を含む週の最終値）

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

チャート集 – 外国為替市場 ①



チャート集 – 外国為替市場 ②



チャート集 – 商品市場

Thomson Reuters/Jefferies CRB指数



WTI原油先物（NYMEX、期近）



（米ドル/トロイオンス） 金先物（COMEX、期近）



（米ドル/ポンド） 銅先物（COMEX、期近）



チャート集 – その他

VIX指数



期間：2012年1月6日～2019年4月26日（週次、表示日を含む週の最終値）
 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）米S&P500種指数を対象とするオプション価格などから算出。市場心理を表す

日経平均ボラティリティ・インデックス



期間：2012年1月6日～2019年4月26日（週次、表示日を含む週の最終値）
 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）日経平均を対象とするオプションを基に算出。市場心理を表す

(bp) 米国CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）



期間：2012年1月6日～2019年4月26日（週次、表示日を含む週の最終値）
 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）CDX（5年、投資適格）を使用。bp：ベースポイント（1bp=0.01%）

(bp) 日本CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）



期間：2012年1月6日～2019年4月26日（週次、表示日を含む週の最終値）
 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）iTraxx（5年、投資適格）を使用。bp：ベースポイント（1bp=0.01%）

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（TOPIX）および東証REIT指数は、株式会社東京証券取引所（株東京証券取引所）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利は、(株)東京証券取引所が有しています。
- MSCIエマージング・マーケット・インデックス、MSCI米国シクリカルセクターインデックス、MSCI米国デフェンシブセクター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。
- FTSE100指数の著作権はFTSE International Limited（以下、「FTSE」といいます。）が所有します。FTSE、London Stock Exchange PLC（以下、「Exchange」といいます。）またはThe Financial Times Limited（以下、「FT」といいます。）のいずれも、当該指数を用いることによって得られる結果に関して、または特定の時間、日付またはその他の方法で公表される当該指数の数値に関して、明示的または黙示的に担保するものではありません。指数はFTSEによって編集、計算されます。FTSE、ExchangeまたはFTのいずれも、指数のいかなる誤りについて何人に対しても（過失あるいはその他の）責任を負わず、当該いかなる誤りについて何人に対しても通知する義務を負いません。
- “FTSE”及び“FTSE®”は、London Stock Exchange Groupの商標であり、ライセンスに基いてFTSEが使用しています。FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス（以下「本指数」）は、FTSEの商標であり、本指数の算出、指数値の公表、利用など、本指数に関するあらゆる権利はFTSE 又はその関連パートナー会社に与えられています。FTSEは、本指数値及びそこに含まれるデータの

正確性、完全性について、明示的、黙示的を問わず保証するものではありません。また、算出又は公表の誤謬、遅延または中断に対し、一切責任を負いません。

- “FTSE”及び“FTSE®”は、ロンドン証券取引所（London Stock Exchange Plc）並びにフィナンシャル・タイムズ社（The Financial Times Limited）の商標であり、ライセンスに基いてFTSEが使用しています。FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス（以下、本指数）は、FTSEの商標であり、本指数の算出、指数値の公表、利用など、本指数に関するあらゆる権利はFTSE 又はその関連パートナー会社に与えられています。FTSEは、本指数値及びそこに含まれるデータの正確性、完全性について、明示的、黙示的を問わず保証するものではありません。また、算出又は公表の誤謬、遅延または中断に対し、一切責任を負いません。
- 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。
- 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。
- Thomson Reuters/Jefferies CRB指数の著作権、知的所有権その他一切の権利は、Thomson Reuters及びJefferies Financial Products.LLCに帰属します。
- VIX指数はシカゴ・オプション取引所が算出する指数です。
- ISM製造業景気指数、ISM非製造業景気指数は全米供給管理協会が発表する指数です。
- エコノミック・サプライズ・インデックスはシティグループ・グローバル・マーケット・インクが発表する指数です。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

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

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.78%（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2.6824%（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。