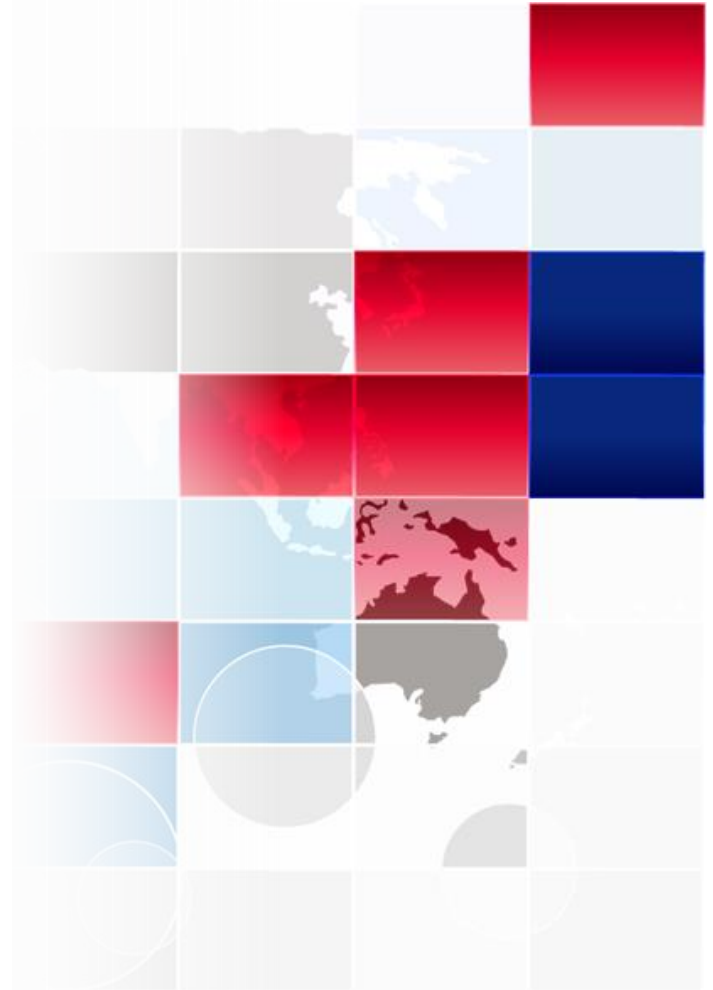


---

# マーケット・インサイト

## 2022年7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

米国金融政策  
米国債券市場  
米国株式市場  
日本のサービス消費の回復  
カーボンプライシング

## ▶ 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

## 積極的な金融引き締めによる景気後退への警戒感が強まる

6月会合におけるFOMC参加者の見通し

### 1. 政策金利（FF金利）見通し (%)

	22年	23年	24年	長期均衡
<b>FOMC参加者の中央値</b>	<b>3.4</b>	<b>3.8</b>	<b>3.4</b>	<b>2.5</b>
3月見通し	1.9	2.8	2.8	2.4

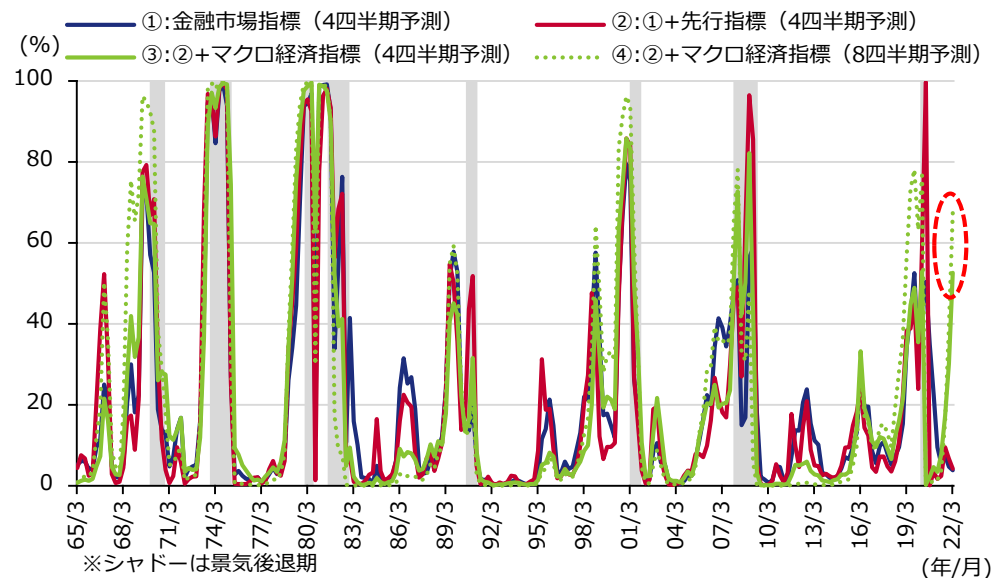
### 2. 経済・物価見通し（中央値） (%)

	22年	23年	24年	長期均衡
<b>実質GDP成長率</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>
3月見通し	2.8	2.2	2.0	1.8
<b>失業率</b>	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>	<b>4.0</b>
3月見通し	3.5	3.5	3.6	4.0
<b>PCE*インフレ率</b>	<b>5.2</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>
3月見通し	4.3	2.7	2.3	2.0
<b>コアPCE*インフレ率</b>	<b>4.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	-
3月見通し	4.1	2.6	2.3	-

\*PCE = 個人消費支出

出所：FRBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

景気後退確率の各モデルの予測値



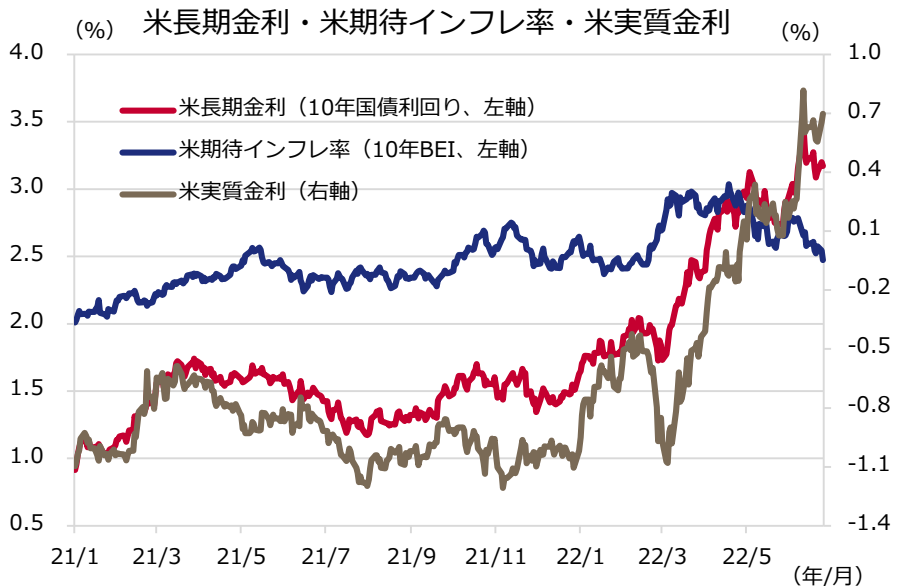
※シャドローは景気後退期

期間：1965年第1四半期～2022年第1四半期（四半期）

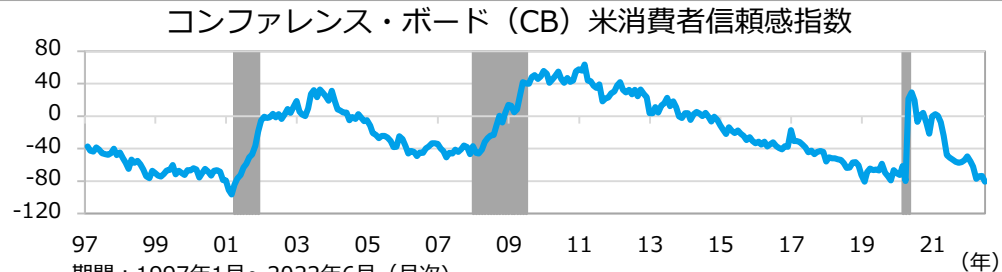
出所：FRB、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- FRB（米連邦準備理事会）は6月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で、政策金利（FF金利）の誘導目標を0.75%引き上げ、1.50～1.75%とすることを決定しました。FOMC参加者の経済見通しを示す経済予想サマリーでは、FF金利の見通しが長期均衡水準を大きく上回る水準へ引き上げられるとともに、今年と来年の成長率見通しが長期均衡を下回る水準にまで引き下げられました。FRBの積極的な金融引き締めの姿勢を受け、市場では急速な引き締めによる景気後退を懸念する見方が広まっています。
- FRBは6月に、様々な指標を用いた景気後退確率の予測モデルに関する分析を示しました。そのうちの金融市場指標、先行指標に加えて、マクロ経済指標を説明変数に用いたモデルで算出された景気後退確率は、今後4四半期内では約52.6%、8四半期内では約67.4%と高い確率であると試算されました。
- 供給面を中心にインフレ圧力が長引けば、FRBが今後一段と引き締めを加速させる可能性も排除されず、景気後退懸念は今後もくすぶり続ける見通しです。

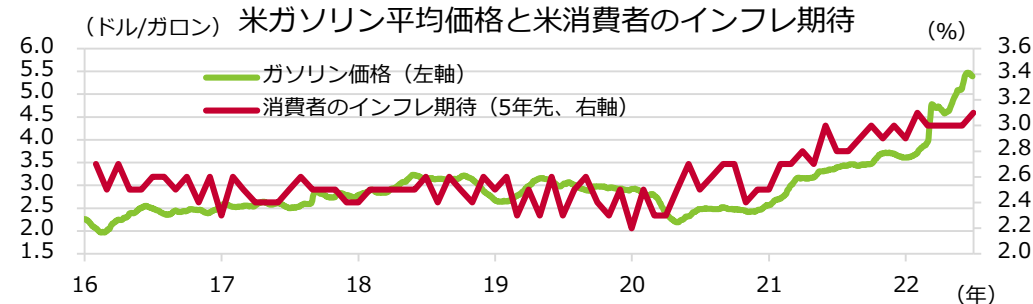
## 米長期金利は景気減速が意識される展開に



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) 米実質金利=米10年国債利回り-米10年BEI (ブレイク・イーブン・インフレ率)、  
 BEIは物価連動国債が織り込む期待インフレ率



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) 期待指数-現況指数を表示、網掛けは米景気後退期



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

- 米長期金利 (10年国債利回り) は、6月のFOMCの結果公表前に、FRBの大幅利上げ観測が強まり、6月14日に3.4%台後半まで上昇しました。しかしその後、市場の期待インフレ率が低下する中、金利は低下しました。背景として、米景気後退が意識されたことが考えられます。高インフレに伴い、米消費者マインドは冷え込んでいます。実際、CB米消費者信頼感指数 (期待指数-現況指数) は低下傾向にあります。
- 市場の期待インフレ率が低下する一方、米消費者の長期的なインフレ期待の上振れ懸念がくすぶっています。したがって、今後もFRBが金融引き締めを一段と積極化させる可能性などは、金利の上昇要因になるとみられます。もっとも、そうしたFRBの一層のタカ派化は将来の米景気後退の可能性を高めるとみられることから、金利の上昇余地は限られると考えています。

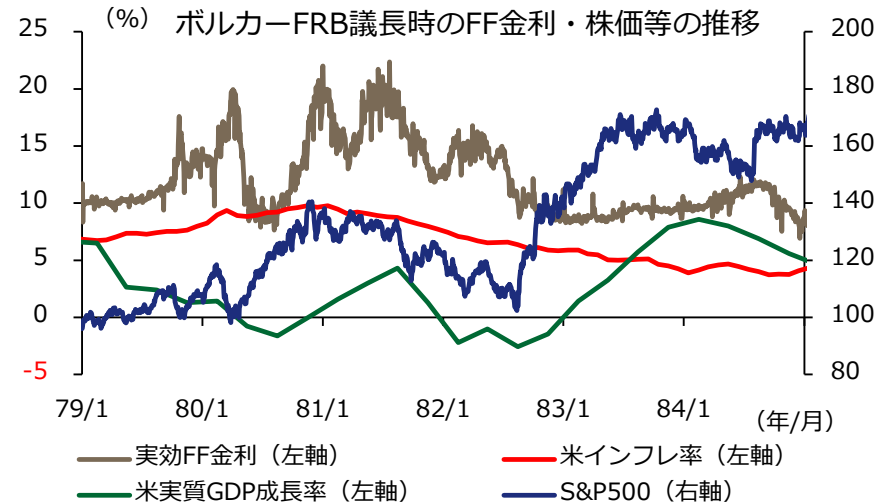
## 米国株の弱気相場が継続、景気後退懸念がくすぶる

1966年以降のS&P500の弱気相場

高値を付けた日	底値を付けた日	下落率	日数	景気後退入り
1966/2/9	1966/10/7	-22.2	240	×
1968/11/29	1970/5/26	-36.1	543	○
1973/1/11	1974/10/3	-48.2	630	○
1980/11/28	1982/8/12	-27.1	622	○
1987/8/25	1987/12/4	-33.5	101	×
1990/7/16	1990/10/11	-19.9	87	○
2000/3/24	2002/10/9	-49.1	929	○
2007/10/9	2009/3/9	-56.8	517	○
2018/9/20	2018/12/24	-19.8	95	×
2020/2/19	2020/3/23	-33.9	33	○
	平均	-34.7	380	
2022/1/3	(2022/6/29)	(-20.4)	(177)	

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、景気後退入りの判定はNBER（全米経済研究所）の景気日付に基づく

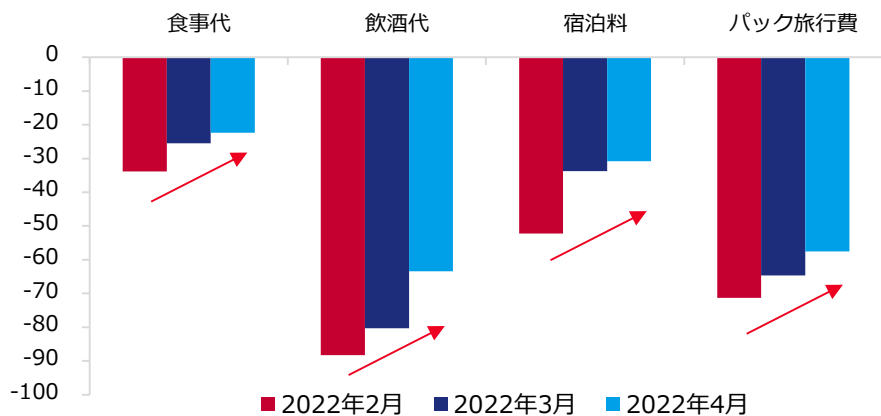
（注）小数点第一位で四捨五入して▲20%の下落率に達した下落局面の日付を示す。直近は、2022年6月29日までの下落率および日数。日数は高値を付けた日から底値を付けた日までの日数。



- 米国株式市場ではS&P500とナスダック総合が弱気相場入り（市場では直近最高値比▲20%超の下落の場合とされる）しています。1966年以降でS&P500が弱気相場入りした場合、下落率は平均で▲34.7%、高値を付けた日から底値を付けるまでの日数は約380日間となっています。直近2回の弱気相場は95日間、33日間と短期間で終了しましたが、過去には2年以上かかるケースもみられます。さらに、多くの場合で弱気相場入りした場合に米国経済は景気後退入りしました。
- 米国債券市場では来年の利下げが織り込まれています。しかし、過去の高インフレ局面では、FRBによるかなりの金融引き締めにもかかわらず、インフレ鈍化には事実上数年を要しました。当時は高インフレが定着しやすかった経済構造で現代とは異なるとの見方があるものの、FRBが今後、現在織り込まれている以上に大幅利上げ継続を余儀なくされる可能性は排除できません。1980年代のボルカーFRB議長時代のように、引き締めが続き、景気や株式市場が大きく変動する局面が長期化するリスクには留意が必要です。

## 経済活動正常化で外食や宿泊関連の消費回復へ。人手不足から賃金上昇への期待も

サービス消費品目の2019年同月比実質増減

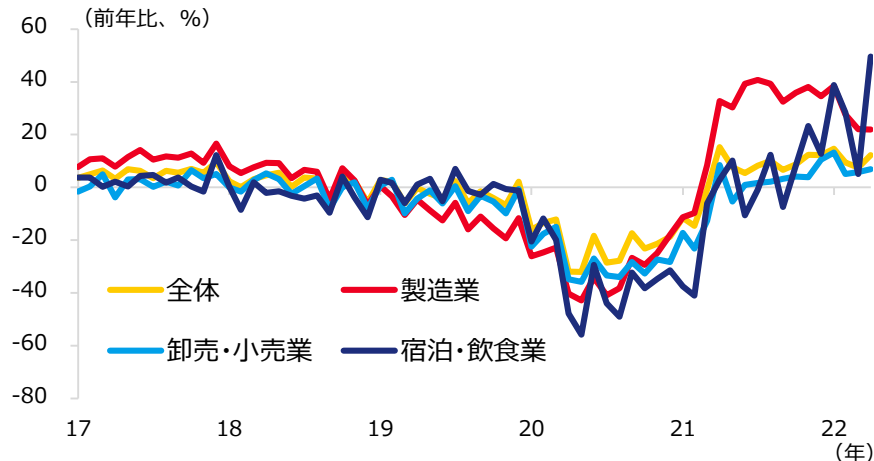


(2019年同月比、%)

期間：2022年2月～2022年4月（月次）

出所：総務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

産業別新規求人件数伸び率の推移



期間：2017年1月～2022年4月（月次）

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

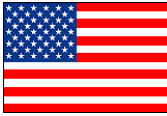

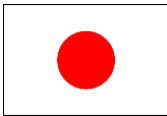



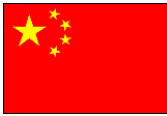

- 2022年に入り、日本ではオミクロン株の感染が急拡大したことを受けて各地でまん延防止等重点措置が実施され、消費や外出の落ち込みなど景気に大きな影を落としました。酒類の提供が制限されたことで関連支出は2月に2019年の同月比で▲80%超の減少となったほか、パック旅行も同▲70%超の水準まで減少するなど多くのサービス業が影響を受けました。
- まん延防止等重点措置は感染の拡大が一服したことを受けて、3月下旬には解除されました。それ以降は経済活動の正常化からサービス消費が回復し始めています。外食や宿泊、パック旅行など主要なサービス消費は依然として2019年の同月比で大幅なマイナス水準にありますが、いずれも3月以降マイナス幅を縮めています。今後も更なる経済活動の正常化が進むことや外国人観光客の受け入れの再開などによりサービス業の活動は持ち直していく見通しです。
- サービス消費の回復に伴い、関連産業での人手不足感が顕著となっています。特に活動が回復し始めた宿泊・飲食業における新規求人件数が大幅に増加しています。経済全体でも人手不足感が強い状況下、今後サービス業の活動回復が人手不足感をより強め、出遅れている賃金上昇の契機となる可能性があり、注目が集まります。







▶ Chapter 2  
経済動向

国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 緩慢な成長が 継続	引き締め継続	1-3月期の成長率は、財輸出の急減を受けた純輸出の大幅な落ち込み等により、マイナス成長となりました。ただし、最終需要は依然堅調で、4-6月期に再びプラス成長となる見込みです。一方、FRBは6月に0.75%の利上げを決定しました。金融引き締めによって、物価上昇が抑制されるかが注目されます。	▶ インフレの長期化
 日本	 経済活動正常化の 進展に期待	低金利維持による金融緩和が長期化	感染の落ち着きに伴って、サービス消費を中心に経済活動の正常化が進みつつあります。供給制約や原材料、物価上昇などが足かせとなっていますが、中国の供給制約の改善、政府の価格高騰対策の効果により景気回復継続が見込まれます。日銀は強固な金融緩和継続姿勢を示していますが、円安進行に伴う金融政策への修正圧力には留意が必要です。	▶ エネルギー、商品価格の一段の上昇 ▶ コロナ感染の再拡大
 ユーロ圏	 小幅なプラス成長が 継続	利上げ開始へ	行動規制解除による消費などの挽回需要が支えとなり、4-6月期は小幅な成長となる見込みです。ただし、高インフレによる購買力の低下やロシア産エネルギーの供給減などから、先行き経済が減速する可能性に留意が必要です。ECBは量的緩和を7月1日に終了。7月会合以降、インフレ抑制のために利上げを実施していく見込みです。	▶ 供給制約の長期化 ▶ エネルギー価格の一段の上昇
 中国	 景気回復が進む	金融緩和	上海でのロックダウンが解除され、経済活動が正常化に向かうなかで景気の回復が進んでいます。もっとも、ゼロコロナ政策は維持され、感染が再拡大する場合は行動制限が再導入される懸念があります。当局はインフラ投資と自動車の購入支援を軸とした景気刺激を行っていますが、4-6月期の景気の落ち込みは大きく、追加対策が期待されます。	▶ 不動産市場の悪化 ▶ ゼロコロナ政策長期化

# 経済の概況 – 主要国・地域のGDP成長率見通し

(前年比、%)

(年)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 (予測値)	2023 (予測値)
<b>全世界計</b>	3.3	3.7	3.6	2.9	▲ 3.1	6.1	3.6 ( ↓ 0.8 )	3.6 ( ↓ 0.2 )
<b>先進国計</b>	1.8	2.5	2.3	1.7	▲ 4.5	5.2	3.3 ( ↓ 0.6 )	2.4 ( ↓ 0.2 )
米国	1.7	2.3	2.9	2.3	▲ 3.4	5.7	3.7 ( ↓ 0.3 )	2.3 ( ↓ 0.3 )
日本	0.8	1.7	0.6	▲ 0.2	▲ 4.5	1.6	2.4 ( ↓ 0.9 )	2.3 ( ↑ 0.5 )
ユーロ圏	1.9	2.6	1.8	1.6	▲ 6.4	5.3	2.8 ( ↓ 1.1 )	2.3 ( ↓ 0.2 )
オーストラリア	2.7	2.4	2.8	2.0	▲ 2.2	4.7	4.2 ( ↑ 0.1 )	2.5 ( → 0.0 )
<b>新興国計</b>	4.4	4.7	4.6	3.7	▲ 2.0	6.8	3.8 ( ↓ 1.0 )	4.4 ( ↓ 0.3 )
中国	6.9	6.9	6.8	6.0	2.2	8.1	4.4 ( ↓ 0.4 )	5.1 ( ↓ 0.1 )
インド	8.3	6.8	6.5	3.7	▲ 6.6	8.9	8.2 ( ↓ 0.8 )	6.9 ( ↓ 0.2 )
ブラジル	▲ 3.3	1.3	1.8	1.2	▲ 3.9	4.6	0.8 ( ↑ 0.5 )	1.4 ( ↓ 0.2 )
ロシア	0.2	1.8	2.8	2.2	▲ 2.7	4.7	▲ 8.5 ( ↓ 11.3 )	▲ 2.3 ( ↓ 4.4 )
ASEAN5*	5.1	5.5	5.4	4.9	▲ 3.4	3.4	5.3 ( ↓ 0.3 )	5.9 ( ↓ 0.1 )

出所：IMF「World Economic Outlook Database, 2022.4」、 「World Economic Outlook Update, 2022.1」、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

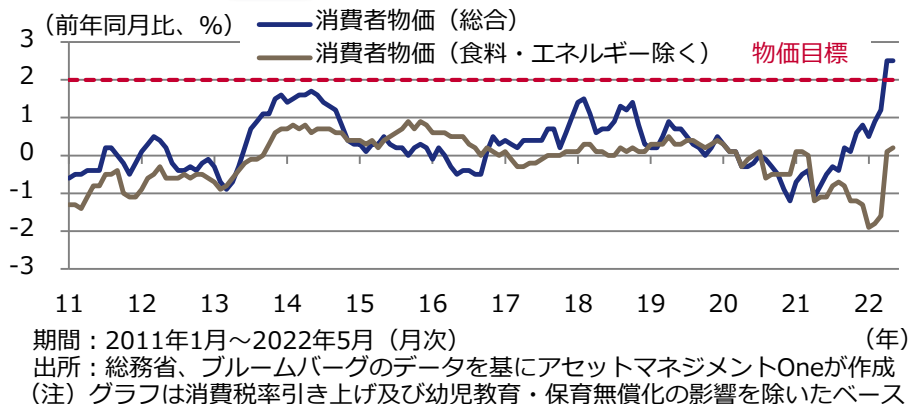
※ASEAN5：インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

(注) 2020年・2021年の数値は実績見込み、2022年以降は予測値。ただし、2021年以前も一部予測値のデータを含む場合がある

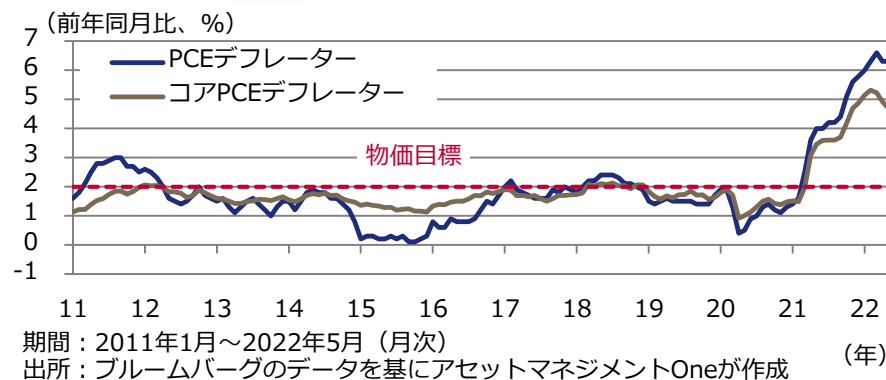
( ) 内は前回時点の見通しからの変化幅。インドのGDP成長率は会計年度(4月～翌年3月)ベース

# 経済の概況 – 各国のインフレ率の動向

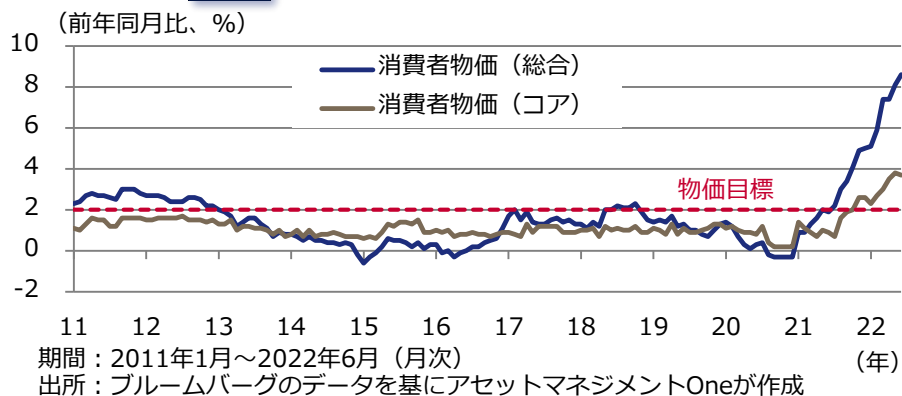
 日本のインフレ率の推移




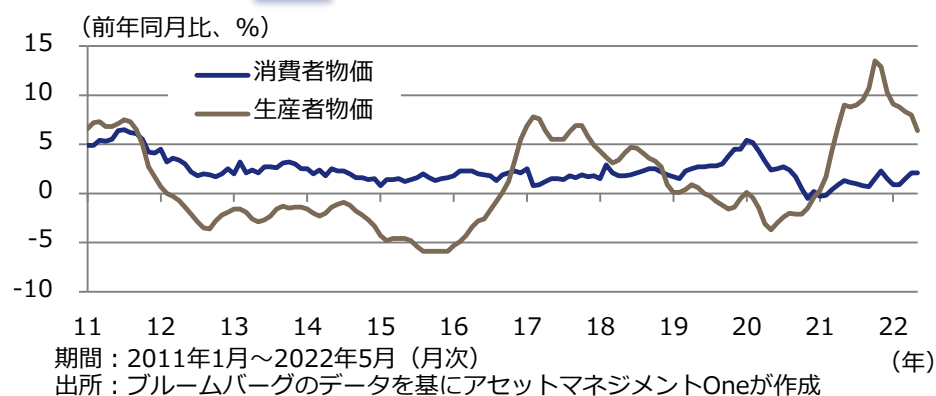
 米国のインフレ率の推移



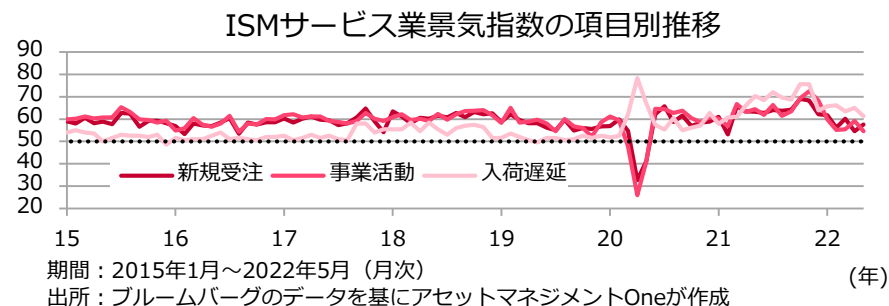
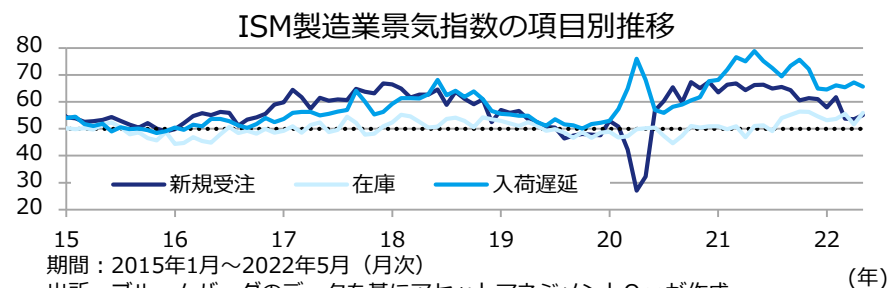
 ユーロ圏のインフレ率の推移



 中国のインフレ率の推移

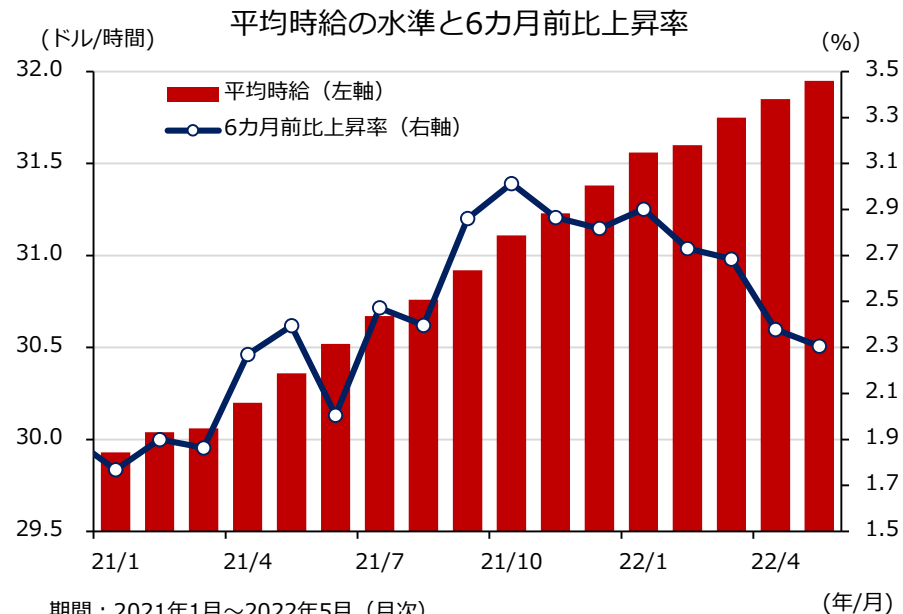
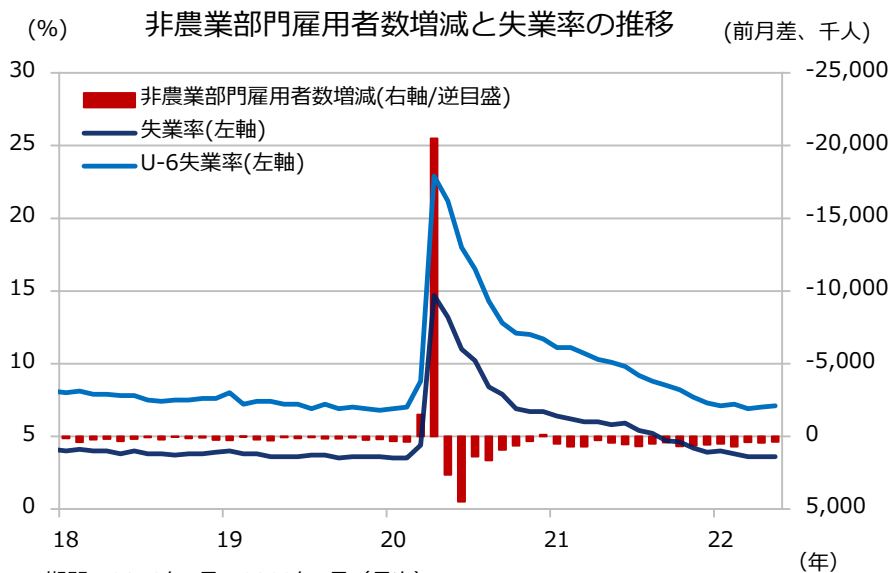


## 入荷遅延の低下が景況感の鈍化に影響



- 5月のISM景気指数は、製造業が56.1と4月（55.4）から上昇しました。一方、サービス業は55.9と4月（57.1）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や在庫が上昇する一方、入荷遅延（原材料納期の長期化）が低下しました。サービス業でも同様に入荷遅延が低下しましたが、事業活動も大きく低下しており、全体を押し下げています。
- 5月のサーベイ回答者のコメントは、4月と同様に供給制約を指摘するコメントが製造業、サービス業ともに数多く寄せられました。一方、事業環境の軟化を指摘するコメントは限定的で、依然需要は堅調とみられます。
- 製造業、サービス業のいずれの景気指数も、鈍化基調にあります。もっとも内訳をみると、本来景気にとってプラスである供給制約の緩和を背景とした入荷遅延の低下が指数全体を押し下げている側面もあることから、一定程度割り引いて評価する必要があります。

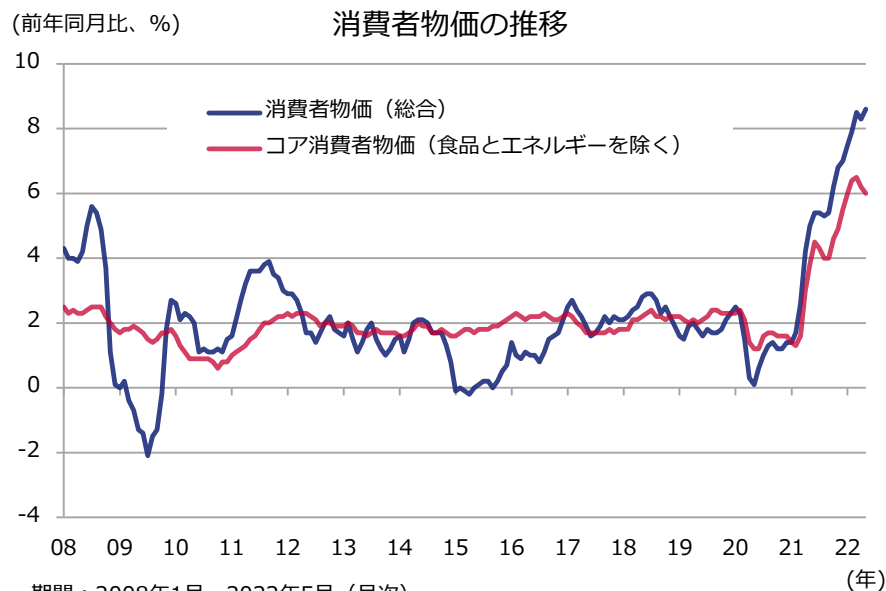
## 労働市場は依然堅調



- 5月の非農業部門雇用者数は前月差+39.0万人と、4月（同+43.6万人）を下回ったものの高い伸びとなりました。
- 失業率（U-3失業率）は3.6%と4月（3.6%）から横ばいでした。一方、経済的理由によるパートタイマーなどを含むU-6失業率は7.1%と4月（7.0%）から上昇しました。
- 5月の平均時給は31.95ドル/時間と、4月（31.85ドル/時間）から上昇しました。米国の労働市場が悪化する兆しが限定的であることを鑑みると、賃金の上昇は引き続き継続する見込みです。ただし、平均時給の6カ月前比上昇率をみると、年初以降、概して鈍化基調にある点には留意する必要があります。

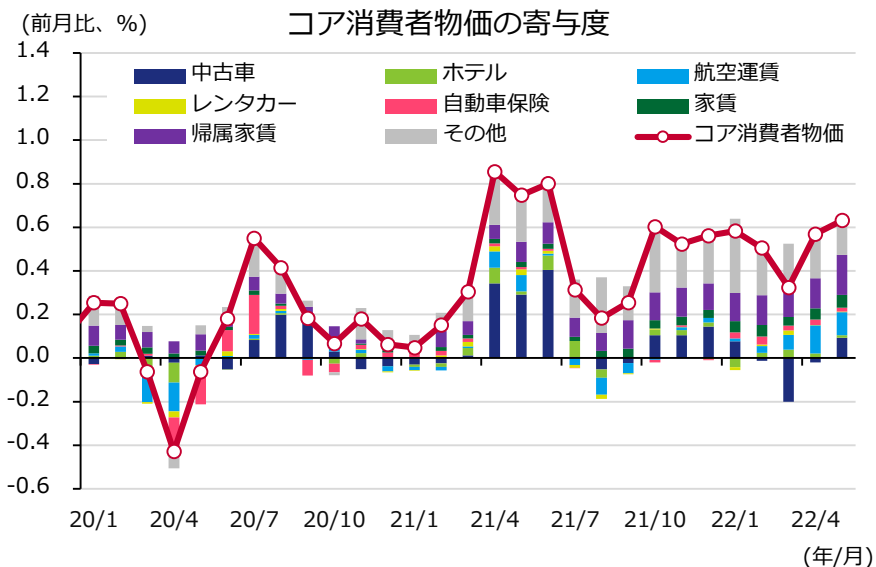


## 前月比ベースのコア上昇率は減速せず



期間：2008年1月～2022年5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



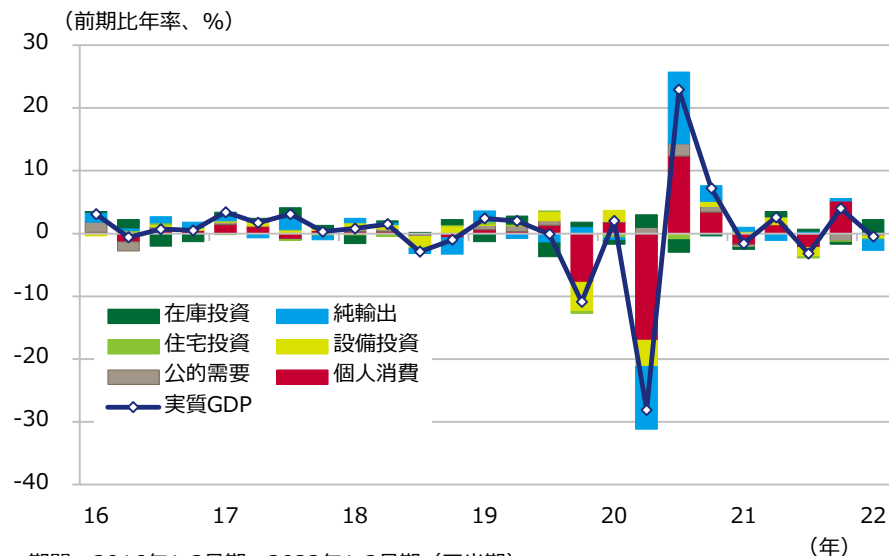
期間：2020年1月～2022年5月（月次）

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

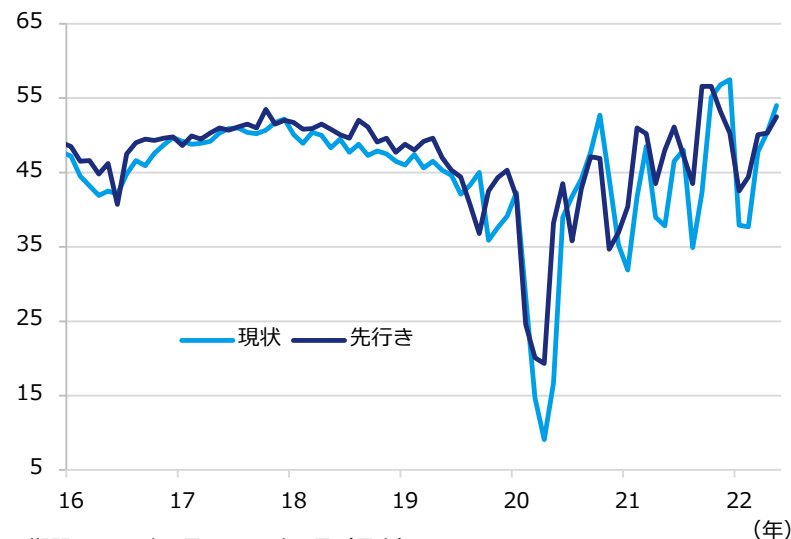
- 5月の消費者物価（総合）上昇率は、前年同月比+8.6%と4月（同+8.3%）から上昇しました。一方、コア消費者物価上昇率は同+6.0%と4月（同+6.2%）から低下しました。前月比ベースでは、総合が前月比+1.0%と4月（同+0.3%）から急加速しました。また、コアは同+0.6%と依然高水準の伸びが継続しています。
- 内訳をみると、4月と同様に、原油価格の高騰やリオープン（経済再開）需要等を受け、航空運賃が極めて高い伸びとなったことがコアの押し上げ要因となりました。また、家賃及び帰属家賃の大幅な上昇も、コアを押し上げました。
- 供給サイドを中心に米国の物価の押し上げ要因は依然解消されておらず、コアは6月以降も前月比で高い伸びが続く可能性があります。高インフレが長期化すれば、期待インフレの押し上げを通じて一段のインフレ加速を引き起こしかねず、警戒が必要です。

## 1-3月期はマイナス成長、経済活動正常化へ向けた期待が強まる

実質GDP成長率と寄与度の推移

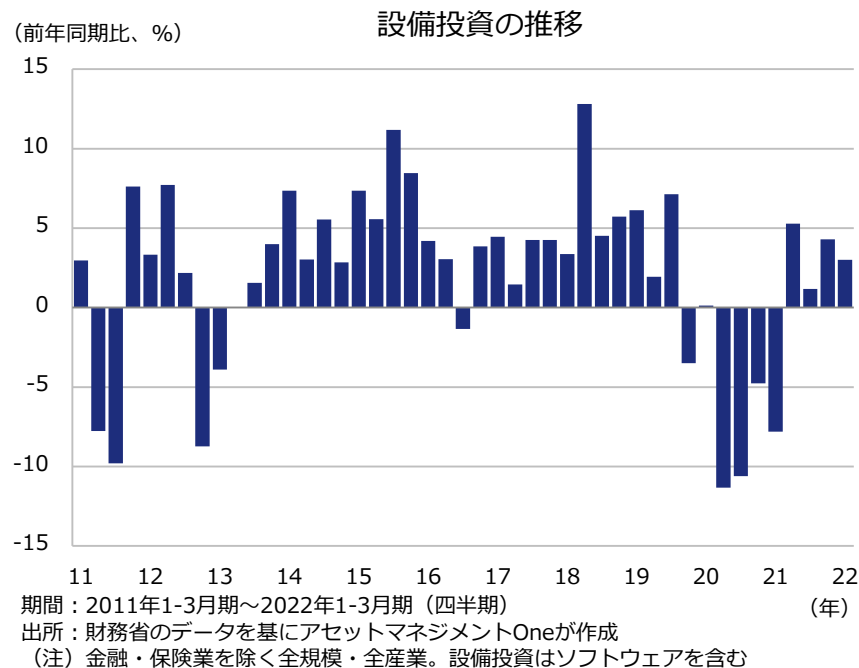
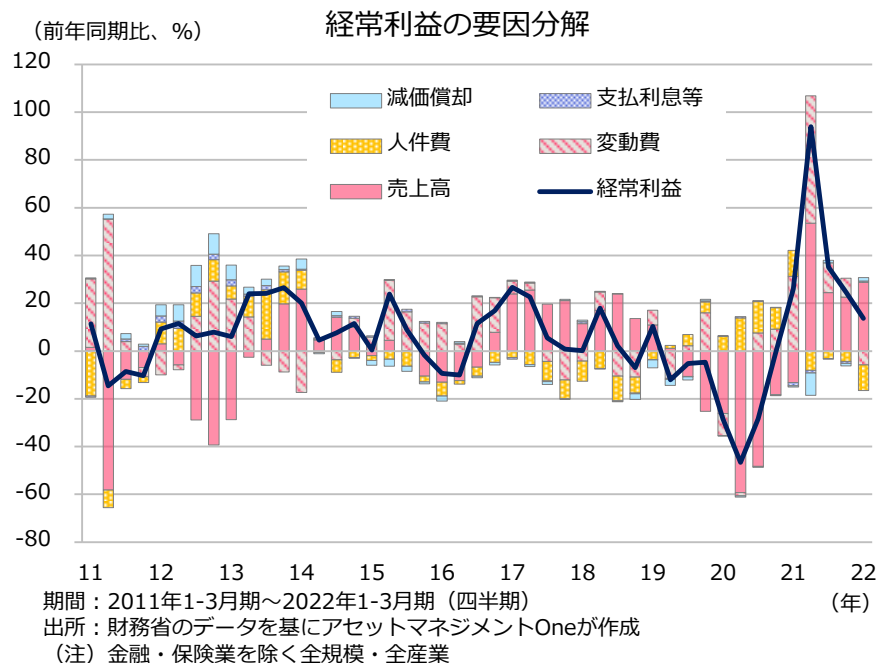


景気ウォッチャー判断DIの推移



- 2022年1-3月期の実質GDP成長率は、前期比年率▲0.5%となり、速報値の同▲1.0%から上方修正されたものの、2四半期ぶりのマイナス成長には変わりありませんでした。
- 景気ウォッチャー調査をみますと、5月にかけて景気判断は改善しました。「GWの来客の増加」「イベントの開催」など経済活動正常化に向けた動きを実感している様子がうかがえます。また、雇用に関して「インバウンド受入れ再開を見越した人員確保」「海外からの部品や半導体の供給なども、今よりは改善されると思われる」などの期待感が示されています。
- 景気回復ペースは、政府の価格高騰対策や、供給網混乱の一因となっている中国上海におけるロックダウンの段階的な解除等を背景に、徐々に高まっていくことが期待されます。

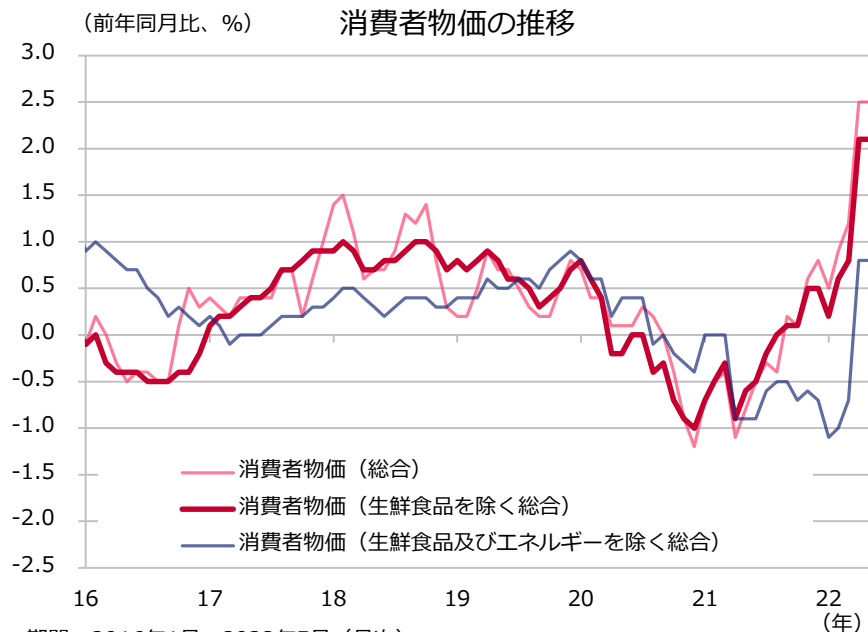
## 日本の企業業績は増収増益が継続



- 法人企業統計によると、2022年1-3月期の全規模・全産業（金融・保険業を除く）の売上高は前年同期比+7.9%（2021年10-12月期：同+5.7%）となりました。また、経常利益も同+13.7%（同+24.7%）となり、増収増益が継続しました。人件費や変動費などの一段のコスト増が利益の下押しに作用しましたが、増収率の拡大が下支えとなり、二桁の増益率を維持しました。
- 設備投資（ソフトウェアを含む）は前年同期比+3.0%となりました。原材料価格上昇による企業収益圧迫は懸念されますが、IT関連投資などへの意欲が強いとみられることや、国内の経済活動の正常化期待から設備投資は増加基調が予想されます。

## 円安が進行する中、日銀は金融緩和姿勢を堅持

日銀政策委員の消費者物価指数の大勢見通し（2022年4月）

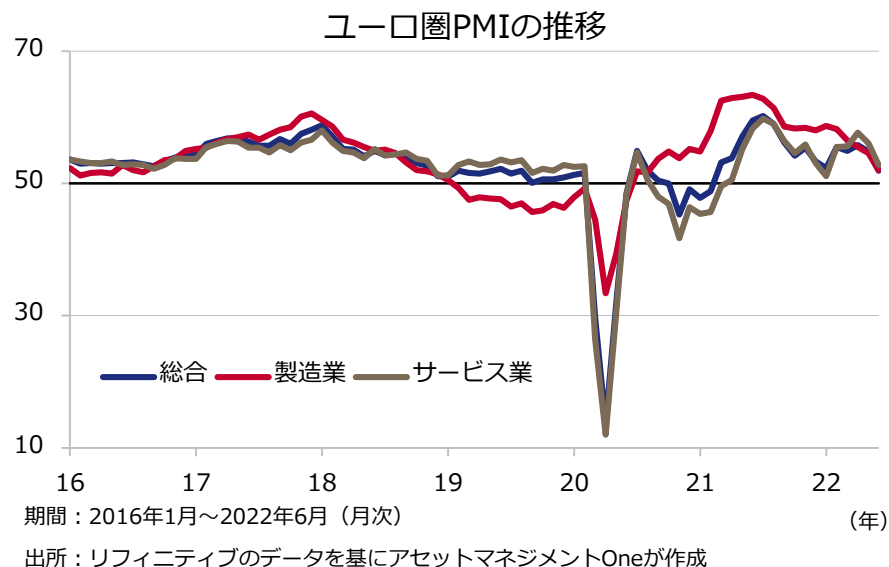
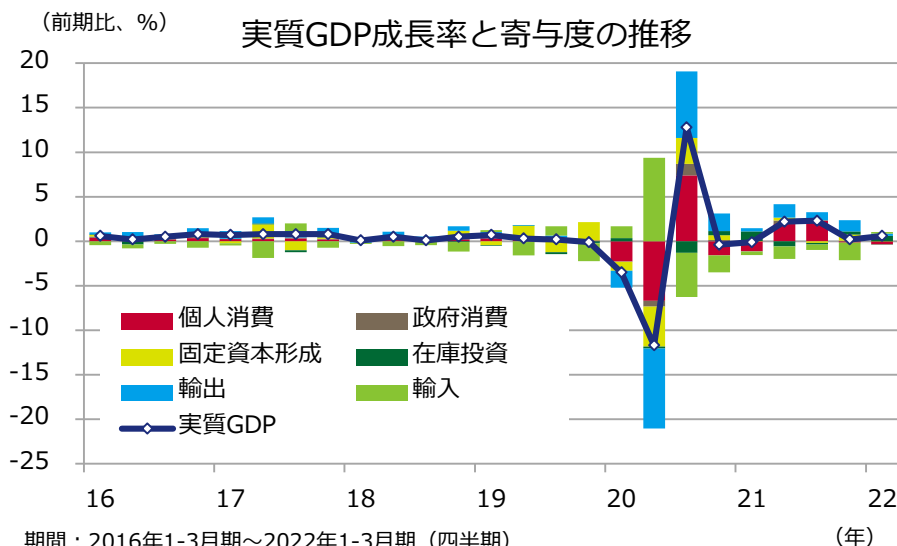


	除く生鮮食品	(参考) 除く生鮮食品 ・エネルギー
<b>2021年度</b>	<b>+0.1</b>	<b>-0.8</b>
1月時点の見通し	0.0～+0.1 <0.0>	—
<b>2022年度</b>	<b>+1.8～+2.0</b>	<b>+0.8～+1.0</b>
1月時点の見通し	+1.0～+1.2 <+1.1>	—
<b>2023年度</b>	<b>+0.9～+1.3</b>	<b>+1.1～+1.3</b>
1月時点の見通し	+1.0～+1.3 <+1.1>	—
<b>2024年度</b>	<b>+1.0～+1.3</b>	<b>+1.2～+1.5</b>
	<+1.1>	<+1.5>

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。2021年度は実績。

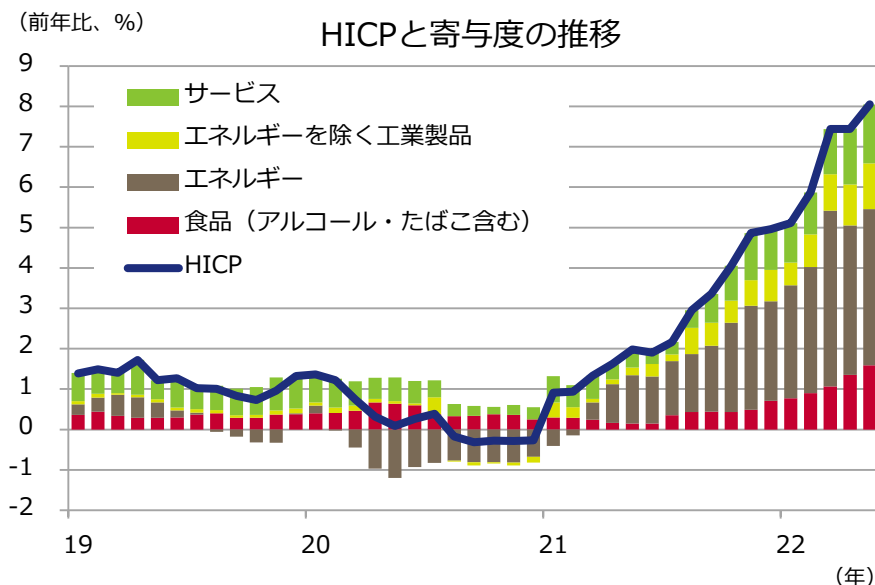
- 5月の全国消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、4月と同じ+2.1%となり、日銀の物価目標である2%を超えました。政府のガソリン等への価格抑制策が奏功している一方で、食料品や様々な品目で値上げの動きが広がっています。
- 円安進行を受けて、市場では日銀が金融政策を修正するとの思惑が高まる場面がありましたが、日銀は、指値オペを実施したほか、臨時の国債買い入れオペも通告し、強い金利上昇抑制姿勢を示しました。日銀は6月16～17日の金融政策決定会合で、金融政策を据え置きました。黒田総裁は「わが国経済は、依然として感染症からの回復途上にあるうえ、資源価格上昇という下押し圧力も受けている。金融緩和を粘り強く続けることで、経済をしっかりとサポートしていくことが必要」と説明しました。

## 2022年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%

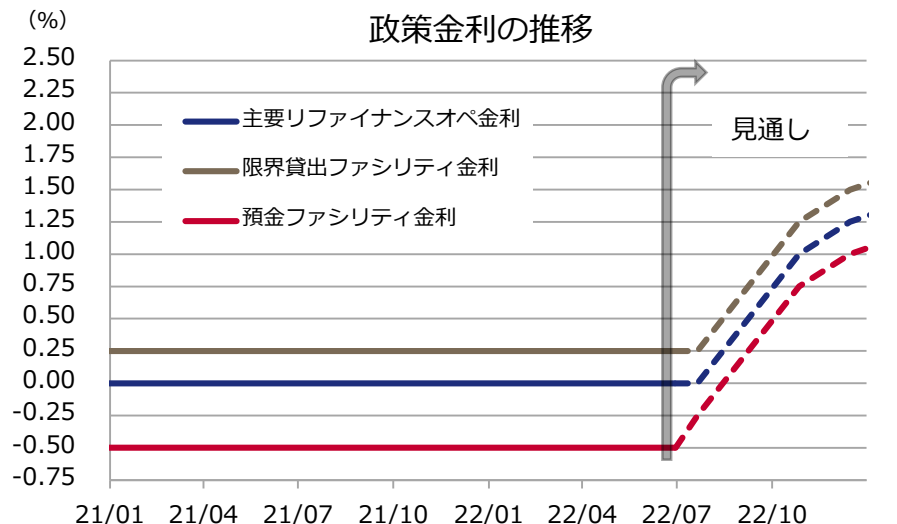


- ユーロ圏の2022年1-3月期実質GDP成長率は、前期比+0.6%となりました。需要項目別では、在庫投資および純輸出がプラスに寄与した一方、個人消費と政府消費がマイナスに寄与しており、内需は冴えない状況でした。特に、個人消費は2四半期連続のマイナスとなっており、ウクライナ情勢の深刻化により拍車がかかった高インフレが個人消費を抑制したとみられます。
- 6月のユーロ圏総合購買担当者景気指数（PMI）速報値は、前月から2.9ポイント低下の51.9となりました。サブ指数をみると、新規受注や新規輸出受注が一段と低下し、先行きの経済減速を示唆しています。業種別では、サービス業PMIは、コスト上昇や挽回需要の一服によって観光業や娯楽が停滞したことなどにより、52.8と前月から3.3ポイント低下しました。製造業PMIは、ウクライナ情勢などによるサプライチェーンの混乱が影響し、52.0と前月から2.6ポイント低下しました。
- 高インフレによる購買力の低下だけでなく、ロシアから欧州向けのエネルギー供給が削減されつつある状況などを踏まえれば、7-9月期以降のユーロ圏経済が減速する可能性に留意が必要です。

## ユーロ圏の消費者物価は前年比+8.1%と過去最大の伸び率



期間：2019年1月～2022年5月（月次）  
出所：リフィニティブおよびEurostatのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

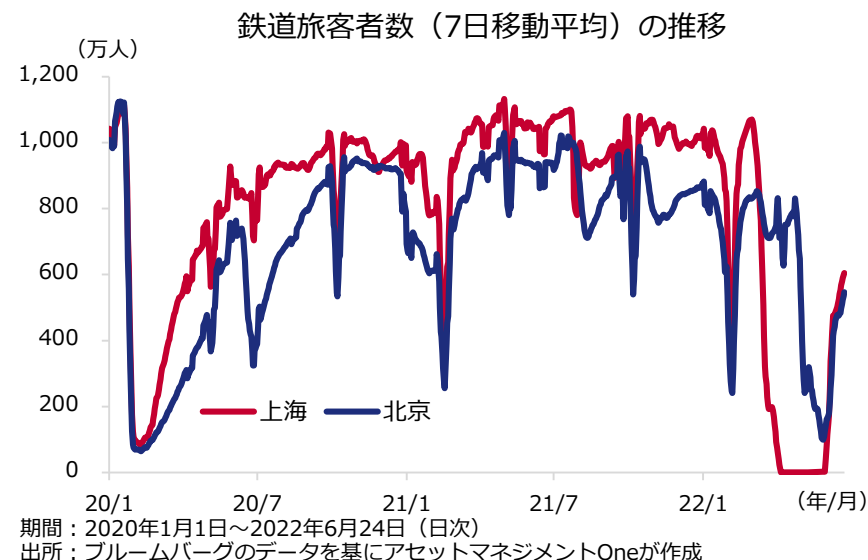
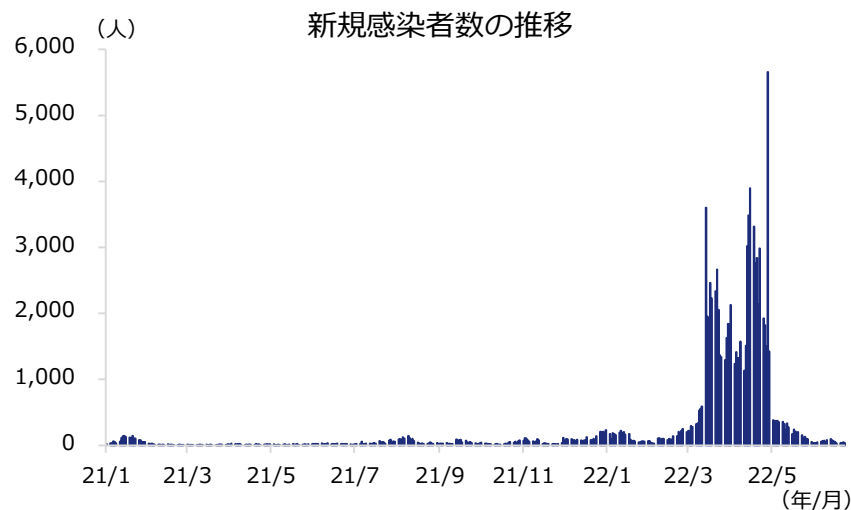


期間：2021年1月1日～2022年12月31日（日次）  
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
注：6月30日以降は当社予想

- 5月のHICP（消費者物価指数）は前年比+8.1%と過去最大の伸び率となりました。ウクライナ情勢に伴う供給不安からエネルギーや食品だけでなく、幅広い品目で値上がりが続いています。食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICPは同+3.8%と4カ月続けて伸び率が高まり、ECBの物価目標である2%を大幅に上回っています。
- ECB（欧州中央銀行）は、6月理事会で7月1日に資産購入終了を決定するとともに、7月理事会で0.25%の利上げを行う方針を発表しました。9月理事会でも利上げを行うとし、大幅な利上げが行われる可能性も示唆しました。9月以降については、「漸進的であるが持続的に金利をさらに引き上げることが適切になると予想している」としています。ECB高官からもタカ派的な発言が相次いでいることから、預金ファシリティ金利を7月に0.25%、9、10月に0.5%、12月に0.25%引き上げる見込みです。
- イタリア国債利回りなどの急騰を抑制するための債券市場分断化回避策については、7月理事会で具体的な内容が発表される可能性があります。

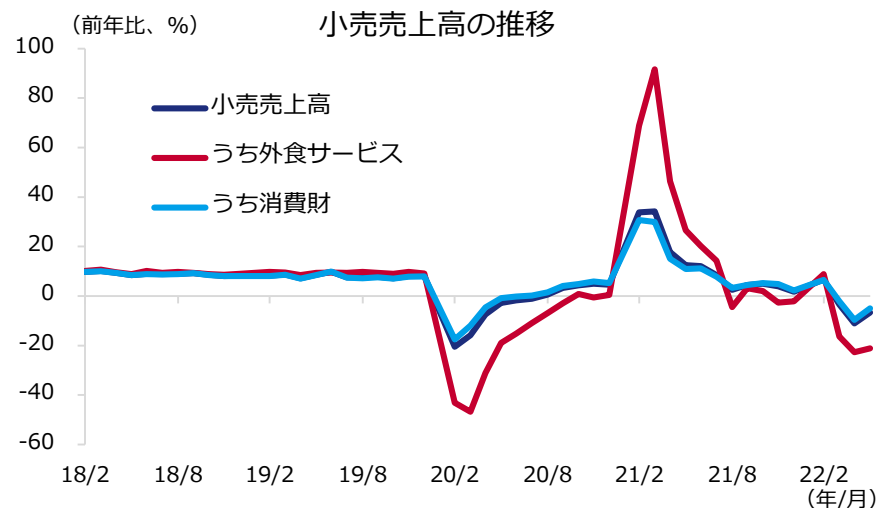
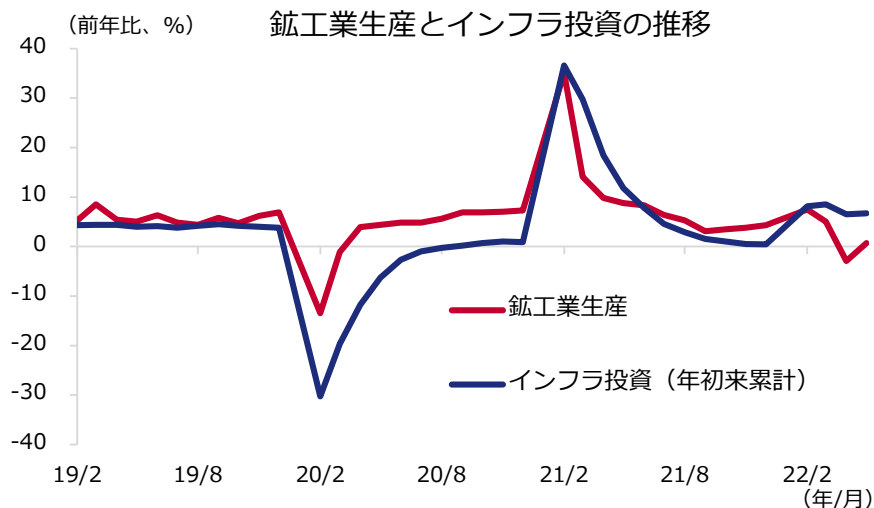


## 感染拡大は一服し、経済活動の回復が続く



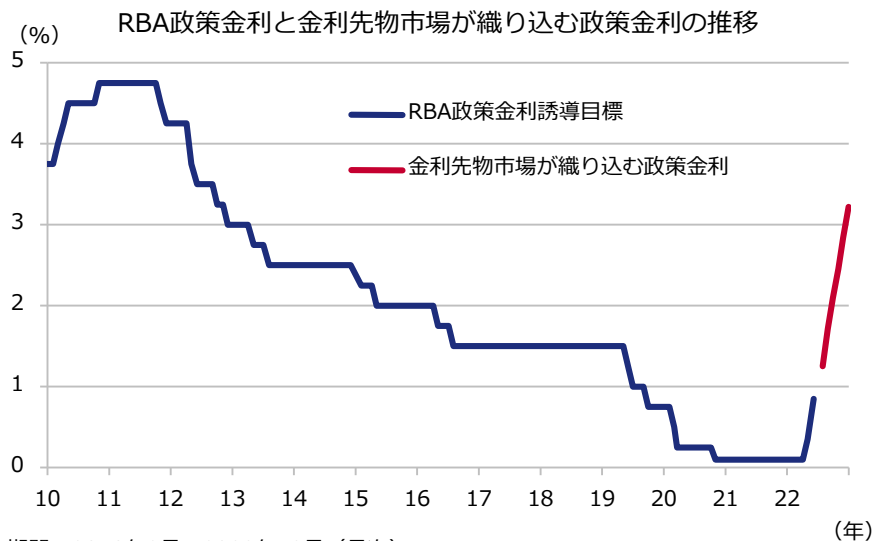
- 中国の上海では感染の急増を受けてロックダウンが導入され、2カ月超にわたり、鉄道による移動がほぼゼロとなり、景気に大きな下押し圧力が掛かりました。5月に入り感染が急減したことで、当局は6月中旬の経済活動正常化に向けた行動制限の段階的な解除を表明しました。足元でも感染者数は抑制され、行動制限の解除が進んでいます。
- 上海に加え、同じく感染拡大からロックダウンが懸念されていた北京における鉄道旅客者数も、3月中旬から5月にかけて外出が抑えられたことで大幅に減少していました。6月に入り、当局が行動制限を緩和してからは、両都市の人流は急速に回復しています。こうした経済活動の正常化が進むことで、サービス消費の回復や供給制約の緩和につながることを期待されます。
- もっとも、執筆時点では感染拡大前の水準にまでは戻っておらず、経済活動の正常化には依然距離のある状況と言え、当面は経済活動の正常化ペースおよび当局の需要喚起に向けた政策対応に注目が集まります。

## 生産活動の回復とインフラ投資が景気を支える。サービス消費の回復が今後の焦点に



- 5月は、生産活動の改善と堅調なインフラ投資が中国経済を支えました。鉱工業生産は、自動車生産の回復が全体をけん引し、前年比+0.7%とプラス圏の伸び率へ回復しました。また、当局がインフラ投資を主軸とする景気対策を表明するなか、インフラ投資は引き続き高い伸び率を維持しました。
- 一方で、行動制限による消費の低迷が目立ちます。外食サービスは引き続き前年比で▲20%超の減少が続いているほか、財の消費も前年比で減少しています。
- 当局が景気下支えに向けて自動車の消費刺激策を打ち出したことや6月に入ってから行動制限緩和などを受けて、6月の統計では消費の回復が見込まれます。不動産投資の落ち込みや外需の鈍化など、中国経済の先行きへの不透明感が残っていることには注意が必要ですが、当面の中国経済は回復が続く見通しです。

## RBAは大幅利上げを実施。住宅市場の冷え込みの懸念も

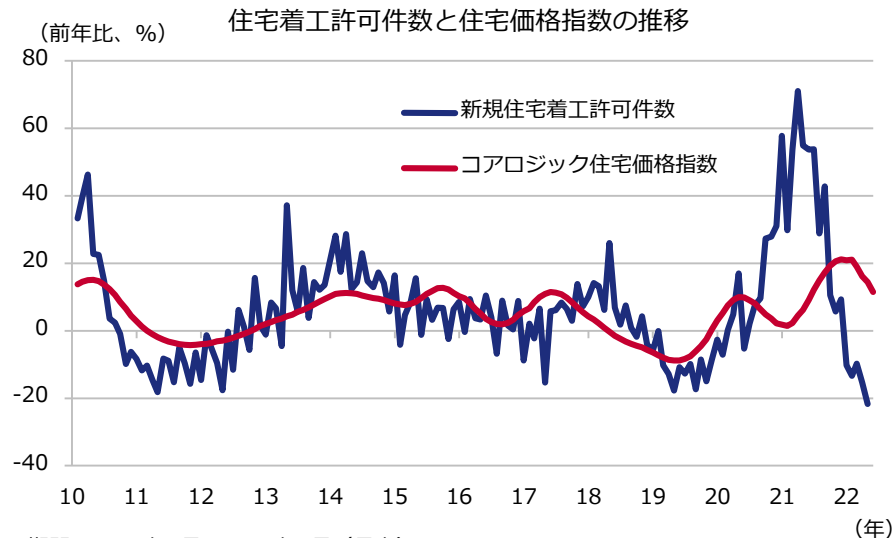


期間：2010年2月～2022年12月（月次）

ただし、RBA政策金利誘導目標は2022年6月まで

金利先物市場が織り込む政策金利は2022年7月～2022年12月

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：2010年1月～2022年5月（月次）

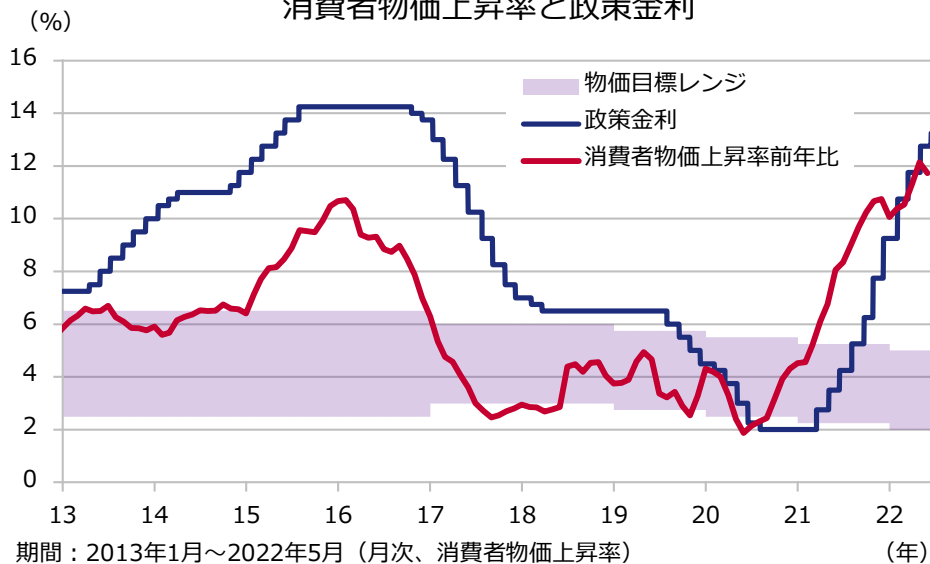
ただし、新規住宅着工許可件数は2022年4月まで

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

- RBA（豪州準備銀行）は6月の理事会で0.5%ポイントの利上げを決定し、キャッシュレート（政策金利）誘導目標を0.85%としました。声明文では高いインフレ率に対して更なる対応措置を講じるとして、今後も利上げを続ける姿勢が示されました。こうした状況下、金利先物市場では年末までに政策金利が3%超まで引き上げられることが織り込まれています。
- 豪州では、コロナ禍初期に行われた住宅取得の支援政策と低金利環境を受けて、住宅の着工が急増、価格も伸び率を加速させていました。しかし、足元では政策効果の剥落や金利の上昇懸念から調整が始まっており、新規住宅着工許可件数はすでに前年比で大幅に減少しているほか、大都市の住宅価格の伸びも鈍化し始めています。
- 今後も利上げが続くなか、豪州の住宅市場では調整が続く可能性が高いと考えます。住宅建設の減少に加え、住宅価格の下落を通じた家計のセンチメント悪化や消費の抑制など、景気の下押し圧力につながる懸念があります。

## 依然として高水準のインフレ率を受け、中銀は利上げの継続を示唆

消費者物価上昇率と政策金利

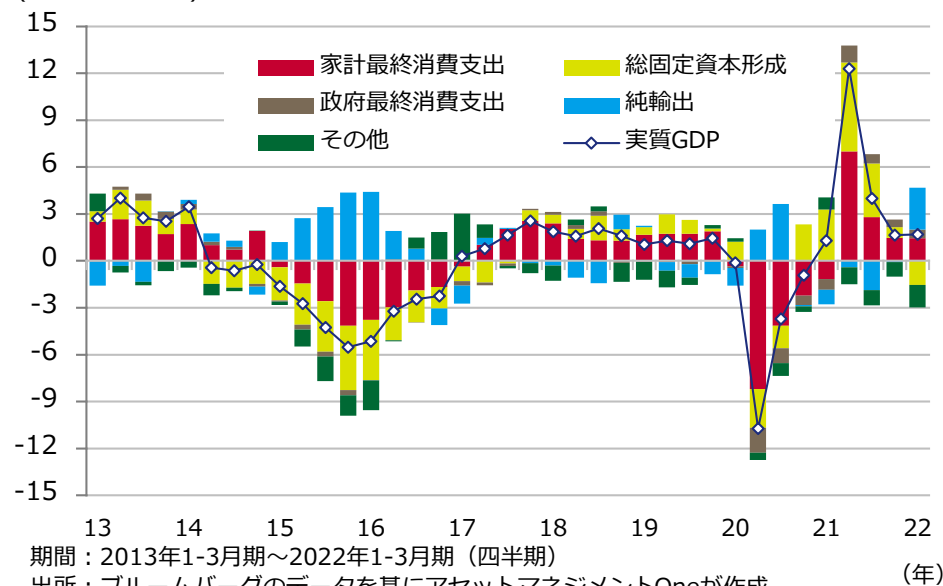


期間：2013年1月～2022年5月（月次、消費者物価上昇率）

2013年1月1日～2022年6月30日（日次、物価目標レンジ・政策金利）

出所：ブルームバーグ、ブラジル中銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

実質GDP成長率と寄与度の推移

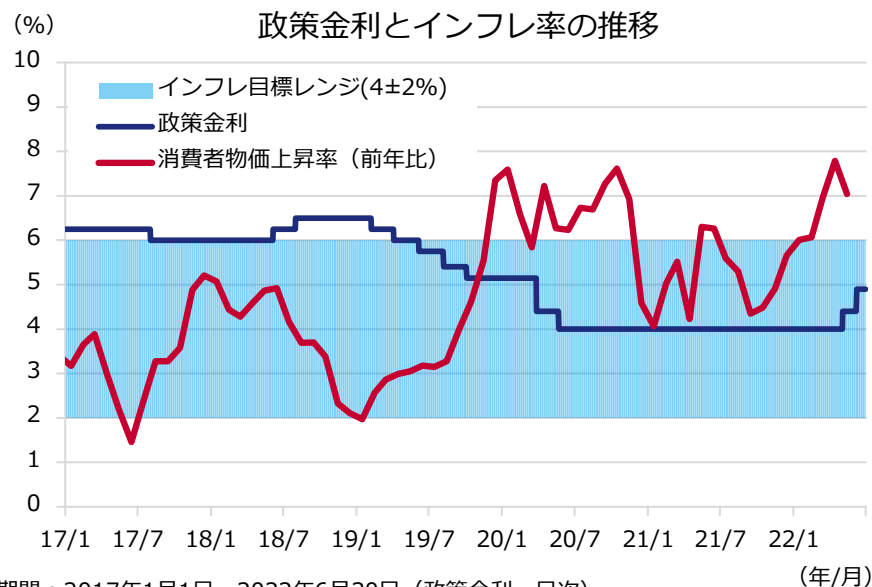


期間：2013年1-3月期～2022年1-3月期（四半期）

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

- 5月の拡大消費者物価上昇率は前年同月比+11.73%となり、5カ月ぶりに減速したものの、依然として物価目標レンジ（2022年は2～5%）の上限を大きく上回っています。ブラジル国内の干ばつやウクライナ紛争などによって引き起こされたエネルギー価格や食料価格の高騰が、物価上昇の主な要因となっています。政府はインフレ緩和に向けて、関税の引き下げなどの対策を打ち出しています。
- ブラジル中央銀行は6月のCOPOM（通貨政策委員会）で政策金利を0.5%引き上げ、13.25%とすることを決定しました。利上げ幅は5月の1%から縮小しましたが、中銀はインフレが目標値に収まるまで引き締めを継続するとしており、次回会合でも今回会合と同程度、もしくはより小幅な利上げを行うとしています。
- 1-3月期の実質GDP成長率は、前年同期比で+1.7%となりました。経済活動の再開によるサービス業の回復や、輸出の増加がみられます。一方で、農牧畜業は干ばつや大雨などの影響により、前期に引き続き落ち込みました。

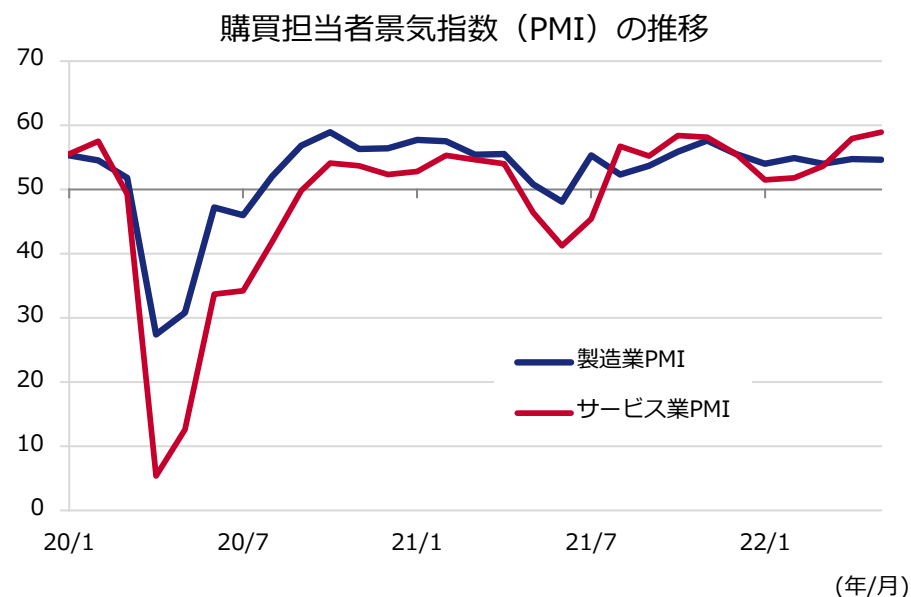
## 中央銀行はインフレの抑制に向けて、利上げを継続へ



期間：2017年1月1日～2022年6月30日（政策金利、日次）

2017年1月～2022年5月（消費者物価上昇率、月次）

出所：リフィニティブ、インド中銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2020年1月～2022年5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

- インド中銀は6月の会合にて、政策金利を0.5%引き上げて4.9%にすることを決定しました。中銀は2023年第1四半期ごろまで、中銀のインフレ目標レンジ（2%～6%）を超えたインフレが続く可能性が高いとしています。今後の金融政策については、経済成長を支えつつ、緩和策の巻き戻しに重点を置く方針を示しています。
- 5月の消費者物価上昇率は前年比+7.04%と前月（+7.79%）からやや減速しました。引き続きウクライナ情勢悪化に伴うエネルギー価格の上昇や、国内の熱波による食料価格の上昇が、高インフレの要因となっています。インフレの抑制に向けて、インド政府は小麦や砂糖などの一部商品の輸出停止や、燃料税の削減を行っています。
- 5月のPMI（購買担当者景気指数）は、製造業、サービス業ともに50を上回っており、景気の回復傾向は続いているとみられますが、今後インフレや金融引き締めがインド経済に及ぼす影響が注目されます。

▶ 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

米景気の軟着陸期待が支えとなるものの、FRB（米連邦準備理事会）などの金融引き締めへの警戒感や企業業績を巡る不透明感が重しとなる見込みです。米企業の2Q決算発表で低調な業績見通しが示される可能性には注意が必要です。

日経平均株価

米欧などの金融引き締めを巡る警戒感が重しとなる一方、国内の経済正常化期待が支えとなる見込みです。7月の参院選後に実施が見込まれる全国旅行支援や、物価高騰対策を含む大規模な補正予算組成が相場の支えとなることが期待されます。

米国10年国債利回り

高インフレや、FRBが金融政策を積極的に引き締めるとの見方が金利の上昇要因と考えられます。一方、世界景気の減速懸念が強まる可能性などを鑑みれば、米長期金利はレンジ内での推移を見込みます。

日本10年国債利回り

海外の主要中銀による金融引き締め姿勢などに留意が必要とみられます。もっとも、日銀は連続指値オペ（公開市場操作）の実施などを通じて金利上昇を抑制する姿勢であることを鑑みれば、金利は低位での推移を見込みます。

ドル/円

FRBによる積極的な金融引き締め姿勢などがドルの上昇要因とみられます。一方、日本政府などによる急激な為替変動をけん制する姿勢などを鑑みれば、ドルは対円でレンジ内での推移を見込みます。

## ✓ 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	29,000～33,000ドル	25,000～28,000円	2.6～3.2%	0.15～0.25%	133～137円

# マーケット・オーバービュー

	6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	30,775	▲6.71	▲11.25	▲10.80	+15.70
	ドイツDAX指数	12,783	▲11.15	▲11.31	▲17.69	+3.10
	日経平均株価	26,393	▲3.25	▲5.13	▲8.33	+24.05
	MSC I エマージング マーケットインデックス	1,000	▲7.15	▲12.36	▲27.20	▲5.14
REIT	米国REIT (配当込み)	23,136	▲7.10	▲14.68	▲5.89	+16.89
	国内REIT	1,966	▲1.95	▲1.80	▲8.55	+1.45
	国内REIT (配当込み)	4,487	▲1.66	▲1.09	▲5.17	+13.67
	豪州REIT (配当込み)	864	▲10.33	▲17.47	▲11.04	▲4.91
債券 利回り	米国 (10年)	3.01 %	+0.17	+0.67	+1.54	+1.01
	米国ハイイールド債券	8.78 %	+1.73	+2.69	+4.24	+2.35
	日本 (10年)	0.23 %	▲0.01	+0.02	+0.18	+0.39
	ドイツ (10年)	1.34 %	+0.21	+0.79	+1.54	+1.66

	6月 末値	騰落率 (%)				
		1ヵ月	3ヵ月	1年	3年	
為替 (対ドル)	ユーロ	1.05	▲2.33	▲5.27	▲11.59	▲7.78
	英ポンド	1.22	▲3.36	▲7.31	▲11.95	▲4.07
	豪ドル	0.69	▲3.82	▲7.74	▲7.94	▲1.67
	ブラジルリアル	5.26	▲9.97	▲9.82	▲5.50	▲26.76
	人民元	6.70	▲0.41	▲5.36	▲3.61	+2.50
	インドルピー	78.97	▲1.70	▲3.82	▲5.83	▲12.68
為替 (対円)	ドル	135.72	+5.48	+11.52	+22.15	+25.79
	ユーロ	142.32	+3.03	+5.66	+8.03	+16.02
	英ポンド	165.27	+1.91	+3.34	+7.54	+20.68
	豪ドル	93.71	+1.44	+2.88	+12.46	+23.74
	ブラジルリアル	25.83	▲4.90	+0.61	+15.48	▲7.85
	人民元	20.26	+5.03	+5.55	+17.82	+28.96
インドルピー	1.72	+3.73	+7.49	+15.26	+10.14	

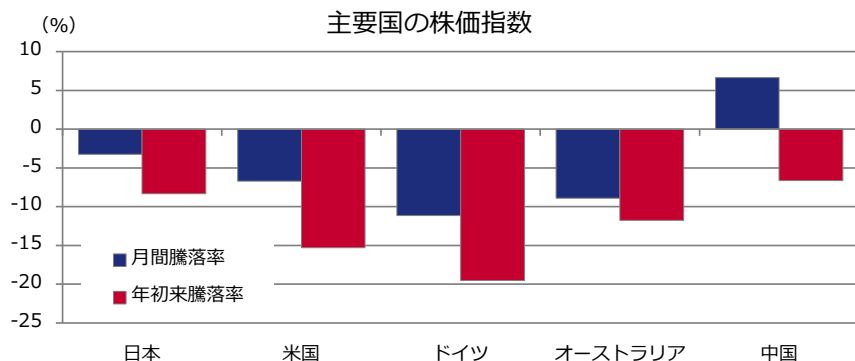
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) 株式およびREITの前月末値は小数点以下切り捨てで表示。

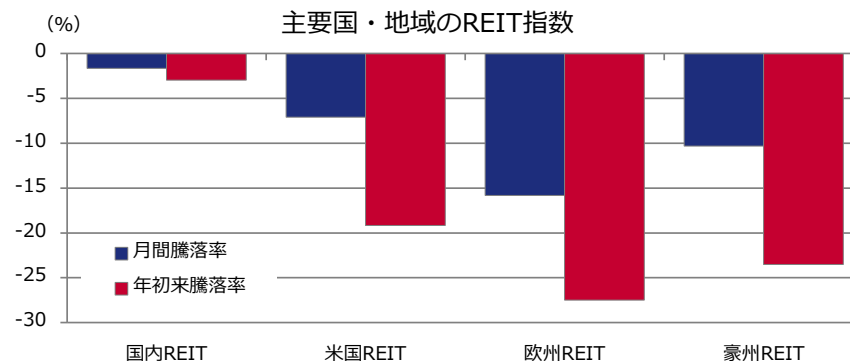
(注) 国内REIT：東証REIT指数、米国REIT：FTSE NAREIT オール・エクイティ・REIT・インデックス、豪州REIT：S&P 豪州 REIT インデックス。全て現地通貨ベース。

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

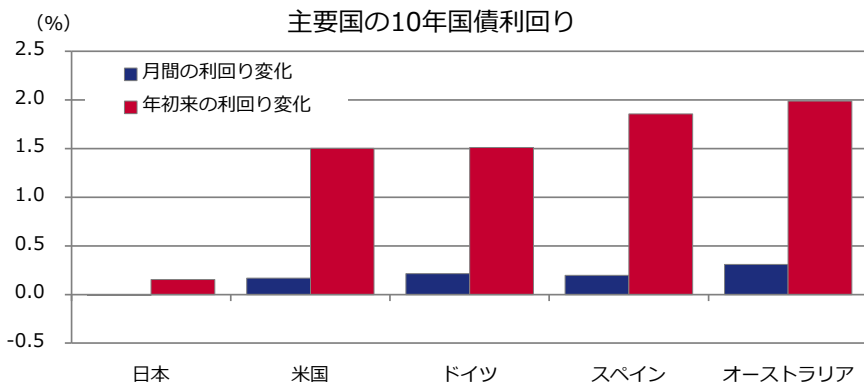
# 前月のまとめ



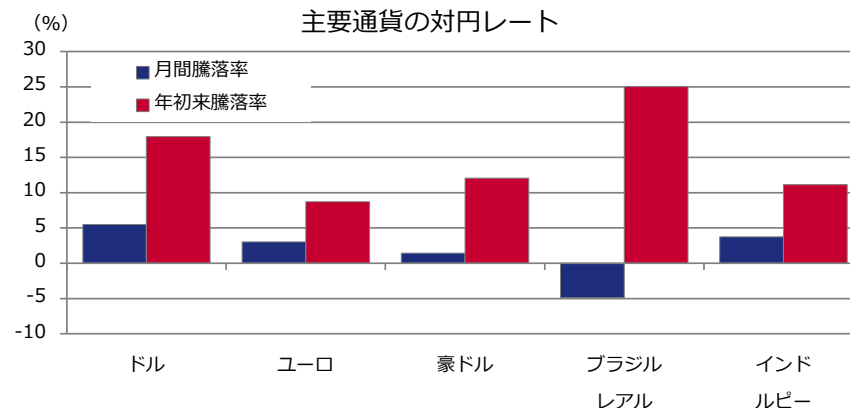
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 月間：2022年6月の1ヵ月間、年初来：2021年12月末から2022年6月末の期間  
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株価平均  
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数  
 【中国】上海総合指数



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：2022年6月の1ヵ月間、年初来：2021年12月末から2022年6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：2022年6月の1ヵ月間、年初来：2021年12月末から2022年6月末の期間



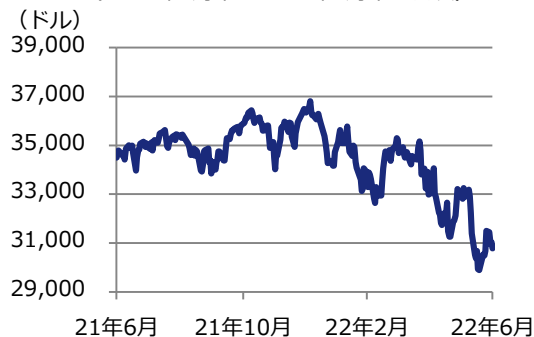
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 月間：2022年6月の1ヵ月間、年初来：2021年12月末から2022年6月末の期間

## 米国株式

### ■ 前月の相場動向

- 6月の『米国株式市場（ダウ・ジョーンズ工業株価平均）』は下落しました。
- 上旬は、米CPI（消費者物価）発表を控え横ばいで推移した後、CPI上ぶれを受けて下落しました。中旬は、FRB（米連邦準備理事会）がFOMC（米連邦公開市場委員会）で大幅利上げを決定する中、金融引き締めに伴う景気減速懸念から下落しました。下旬は、米長期金利低下からリスク回避の動きが一部和らぎ、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  
(2021年6月末～2022年6月末：日次)



### ■ 今後の見通し

上昇要因	・米景気の軟着陸期待
下落要因	・世界的な金融引き締めへの警戒感 ・企業業績を巡る不透明感

#### 米景気や企業業績動向を注視

米景気の軟着陸期待が支えとなるものの、FRBをはじめとする世界的な金融引き締めへの警戒感や企業業績を巡る不透明感が重しとなる見込みです。米国では住宅市場の減速に加え、5月の実質個人消費や6月の製造業景況感などにも鈍化の兆しがみられはじめました。4-6月期にかけて実質GDPが2四半期連続でマイナス成長となる可能性もあり、留意が必要です。7月に本格化する米企業の4-6月期決算発表では低調な業績見通しが示される可能性も排除できません。

### ■ 1カ月の予想レンジ

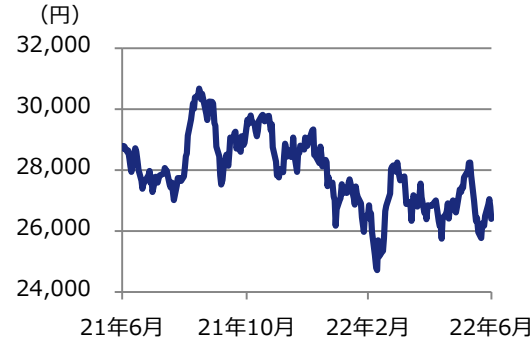
ダウ・ジョーンズ工業株価平均：29,000～33,000ドル

## 国内株式

### ■ 前月の相場動向

- 6月の『国内株式市場（日経平均株価）』は下落しました。
- 上旬は、円安進行や日本の入国制限緩和、中国の行動制限緩和などが好感され、上昇しました。中旬は、米CPI上ぶれからFRBが大幅利上げを決定する中、世界的に株安となり、国内株価も下落しました。下旬は、米長期金利が低下に転じ、リスク回避の動きが後退する中、国内株は株価収益率で見た割安感もあって下落幅を縮小しました。

日経平均株価  
(2021年6月末～2022年6月末：日次)



### ■ 今後の見通し

上昇要因	・経済活動正常化期待 ・経済対策による景気下支え期待
下落要因	・世界的な金融引き締めへの警戒感

#### 米欧金融政策や国内の政策動向を注視

米欧などの金融引き締めを巡る警戒感が重しとなる一方、国内の経済正常化期待が支えとなる見込みです。米欧の金融引き締め姿勢を受け世界的に景気減速懸念が強まっていますが、製造業を中心に当面輸出動向に留意が必要です。7月の参院選では与党勝利が見込まれています。その後、夏に全国旅行支援が実施され、秋には物価高騰対策を含む大規模な補正予算が組まれる可能性が報じられており、相場の下支えとなることが期待されます。

### ■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：25,000～28,000円

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 欧州株式

### ■ 前月の相場動向

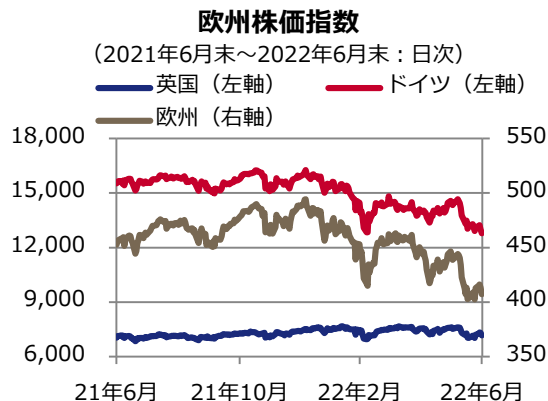
- 6月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は下落しました。
- 上旬は、高インフレに伴う景気減速懸念がくすぶる中、ECB（欧州中央銀行）が7月からの利上げ開始方針を示したことなどから、下落しました。中旬は、FRBの大幅利上げやスイス中銀のサプライズ利上げを受け、金融引き締めに伴う景気減速懸念から下落しました。下旬は、スペインやフランスの消費者物価が一段と伸びを高める中、景気減速懸念が強まり、下落しました。

### ■ 今後の見通し

上昇要因	・ 経済活動正常化期待
下落要因	・ 世界的な金融引き締めへの警戒感 ・ ウクライナ情勢を巡る不透明感

### ■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：12,000～14,000



※英国：FTSE100指数、ドイツ：DAX指数、欧州：ストックス・ヨーロッパ600指数を使用

### 欧州景気やインフレ動向を注視

経済正常化に伴う挽回需要が引き続き期待される一方で、ECBなどによる世界的な金融引き締めへの警戒感や、ロシア産ガス供給を巡る不透明感などが重しとなる見込みです。ECBは7月に利上げ開始の見込みで、高インフレ長期化の可能性が高まる中、今後急速に利上げが進められる可能性も排除できません。ロシアは6月、欧州への天然ガス供給を大幅に減らしました。ロシアは供給削減が意図的ではなく技術的な問題と主張していますが、先行き不透明感が強まっています。

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

- 6月の『エマージング株式市場』は下落しました。
- 上旬は、中国の行動制限緩和などが好感され横ばいで推移した後、世界的な金融引き締めへの警戒感から、下落しました。中旬は、FRBの大幅利上げから金融引き締めに伴う景気減速懸念が強まるとともに、ドル高も嫌気されたことから下落しました。下旬は、米長期金利が低下に転じ、リスク回避の動きが一部和らいだものの、景気減速懸念が重しとなり横ばいにとどまりました。

### ■ 今後の見通し

上昇要因	・ 経済活動正常化期待
下落要因	・ 世界的な金融引き締めへの警戒感 ・ 中国のゼロコロナ政策

エマージング株価指数  
(2021年6月末～2022年6月末：日次)



※MSCIエマージング・マーケット・インデックスを使用

### 米欧金融政策や中国景気動向を注視

将来の経済正常化期待が支えとなる一方、世界的な金融引き締めへの警戒感、中国のゼロコロナ政策を巡る不透明感が重しとなる見込みです。中国では大都市での行動制限が緩和され、景況感も改善傾向が示されつつあります。もともと、習国家主席はこれまでのゼロコロナ政策については堅持していく方針を示しており、引き続き留意が必要です。先進国中銀による金融引き締めの加速が、新興国からの資金流出を招くリスクにも留意が必要です。

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

## 米国REIT

### ■ 前月の相場動向

- 6月の『米国REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、米CPI上ぶれに伴うFRBの大幅利上げ観測を受けて、ホテル・オフィスREITなどを中心に下落しました。中旬は、FRBが大幅利上げを決定し、インフレ抑制に向けて利上げを継続する姿勢を示す中、景気減速懸念から下落しました。下旬は、米長期金利が低下に転じ、リスク回避の動きが一部和らいだことから、押し目買いとみられる買いが入り、月間の下落幅を縮小しました。

### ■ 今後の見通し

上昇 要因	・米景気の軟着陸期待
下落 要因	・世界的な金融引き締めへの警戒感 ・不動産市場の先行き不透明感

米国REIT  
(2021年6月末～2022年6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

### 不動産市場や金利動向を注視

米景気の軟着陸期待が支えとなるものの、世界的な金融引き締めへの警戒感や米不動産市場の動向には留意が必要です。米国では住宅ローン金利や住宅価格の上昇を受けて住宅市場が減速しつつあり、引き続き動向が注視されます。また、米有力紙は、米商業用不動産販売が4月に約1年ぶりに前年比減少に転じ、特にホテルやオフィスなどが低調だったと報じています。米長期金利は7月初時点で上昇に歯止めがかかっていますが、引き続き不動産市場への影響が注視されます。

## J-REIT

### ■ 前月の相場動向

- 6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、日本の入国制限緩和や中国の行動制限緩和などが好感されたものの、米金融政策への警戒感がくすぶり、もみ合いでした。中旬は、FRBが大幅利上げを決定する中、世界的にリスク回避の動きが強まり、J-REITも下落しました。下旬は、米長期金利が低下に転じたことや、日銀による金融緩和継続観測などからリスク回避の動きが一部和らぎ、月間の下落幅を縮小しました。

### ■ 今後の見通し

上昇 要因	・経済活動正常化期待
下落 要因	・世界的な金融引き締めへの警戒感 ・不動産市場の先行き不透明感

東証REIT指数

(2021年6月末～2022年6月末：日次)



### 不動産市場動向を注視

世界的な金融引き締めへの警戒感や不動産市場を巡る不透明感が残るものの、国内の経済正常化期待が支えとなる見込みです。7月の参院選後、感染拡大が抑制されていると判断できれば政府は全国旅行支援を実施の見込みで、ホテル稼働率の回復が期待されます。東京都心5区のオフィス空室率はほぼ横ばい推移が続いていますが、5月の平均賃料は前月比で22カ月連続で下落しました。コロナ後もオフィス縮小の動きが続く中、縮小移転に伴う2次空室の動向が注視されています。

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

- 6月の『豪州REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、RBA（豪州準備銀行）が大幅利上げを行い、豪州長期金利の上昇が嫌気され、金利上昇に特に敏感とみられる住宅セクターや小売セクターなどで下落しました。中旬は、米国の金利上昇に端を発した世界的なリスク選好の後退から下落が続きました。下旬には、豪州長期金利が低下したことやロウRBA総裁による利上げ幅を巡る発言が好感され、月間の下げ幅を縮めました。



※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	・ 堅調な豪州経済
下落要因	・ 金融引き締めによる不動産市場への悪影響

#### 急速な利上げとその悪影響に注意

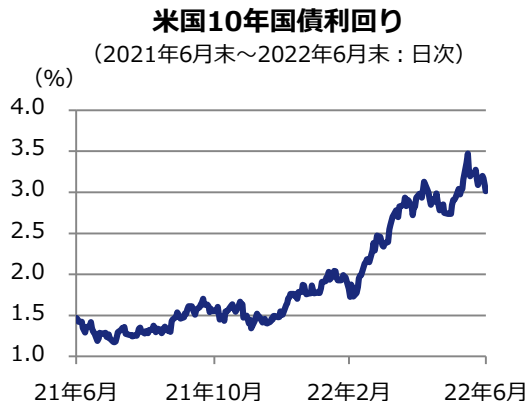
豪州経済の回復が続いています。移民の受け入れや往来の再開は豪州景気を押し上げる要因となり、豪州REIT市場を支えると考えます。一方で、RBAは高インフレに対処するため金融引き締めを行っており、今後も高いインフレ率が続く環境を見込み、利上げを継続する方針を示しています。こうした状況下、金利上昇に伴い豪住宅市場で調整が始まりつつあることには注意が必要です。金利上昇懸念から当面の豪州REIT市場はもみ合いでの推移となる見通しです。

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

## 米国債券

### ■ 前月の相場動向

- 6月の『米国債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、堅調な米雇用統計や、FRBが金融引き締めを積極的に続けるとの見方、米インフレ率の上振れを背景に、金利は上昇しました。中旬は、FOMCの結果公表を前にFRBの大幅利上げ観測から上昇した後、景気減速懸念が浮上し、上昇幅は縮小しました。下旬は、米景気を巡る懸念が意識されたことなどから、上昇幅は一段と縮小しました。



### ■ 今後の見通し

金利の上昇要因	・インフレ抑制のためFRBは金融政策を積極的に引き締めるとの見方
金利の低下要因	・世界景気の減速懸念が強まる可能性

#### 金利はレンジ内の推移を見込む

高インフレや、FRBが金融政策を積極的に引き締めるとの見方が金利上昇要因と考えられます。一方、欧米などによる金融引き締めに伴い世界景気の減速懸念が強まる可能性などを鑑みれば、金利はレンジ内の推移を見込みます。米金融政策を巡っては、FRBは6月のFOMCにて、通常の3倍となる0.75%の利上げを決定しました。インフレ指標の上振れなどから大幅利上げに踏み切りました。FOMC参加者のFF金利見通しによれば、年内残り4回の会合で計1.75%の利上げが想定されています。FRBはインフレ抑制を最優先に金融引き締めを進める方針です。

### ■ 1カ月の予想レンジ

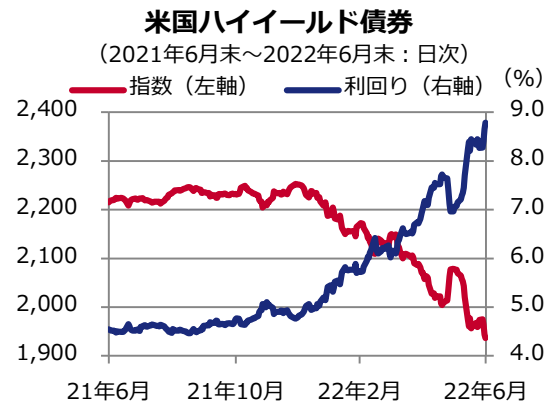
米国10年国債利回り：2.6～3.2%

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

- 6月の『米国ハイイールド債券市場』は下落しました。
- 上旬は、インフレ再加速への警戒感や、FRBが金融引き締めを積極的に進めるとの見方などから、相場は下落しました。中旬は、高インフレに伴う米企業業績を巡る懸念や、FRBの大幅利上げが米景気後退を招くとの警戒感などから、下落しました。下旬は、一時持ち直す場面もみられたものの、米景気の先行き不透明感が意識され、月末にかけて下落しました。



※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	・相対的に高い利回り水準 ・米景気の軟着陸期待
価格の下落要因	・米金融引き締めを巡る不透明感

#### 米金融政策動向などを注視

相対的に高い利回り水準や、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、FRBが金融政策を積極的に引き締めるとの見方などが相場の下押し要因として考えられます。米金融政策を巡っては、FRBは6月のFOMCにて、通常の3倍となる0.75%の利上げを決定しました。インフレ指標の上振れなどから大幅利上げに踏み切りました。FOMC参加者のFF金利見通しによれば、年内残り4回の会合で計1.75%の利上げが想定されています。FRBはインフレ抑制を最優先に金融引き締めを進める方針で、リスク性資産への下押し圧力には引き続き留意が必要です。

## 国内債券

### ■ 前月の相場動向

- 6月の『国内債券市場（10年国債）』はほぼ横ばい（金利はほぼ横ばい）でした。
- 上旬は、米国やドイツなど欧米の長期金利が上昇したことにつれた動きから、金利は上昇しました。中旬は、日銀による金融政策の引き締め方向への修正観測が強まると、0.25%を上回る場面がありました。その後、日銀が大規模金融緩和策の維持を決める中、低下しました。下旬は、もみ合いで推移し、月間でほぼ横ばいでした。



### ■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>海外の主要中銀による金融引き締め姿勢</li> <li>日銀の金融政策修正を巡る思惑</li> </ul>
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>日銀が長期金利の上昇を抑制する姿勢を示していること</li> <li>世界景気の減速懸念が強まる可能性</li> </ul>

#### 金利は低位での推移を予想

海外の主要中銀による金融引き締め姿勢や、日銀が金融政策の引き締め方向への修正に動くとの思惑には引き続き留意が必要です。もっとも、日銀が連続指値オペ（公開市場操作）の実施などを通じて、長期金利の上昇を抑制する姿勢を示していることや、世界景気の減速懸念が強まる可能性などから金利は低位での推移を予想します。

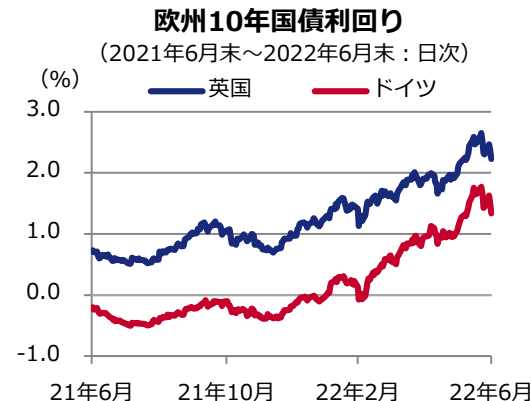
### ■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：0.15～0.25%

## 欧州債券

### ■ 前月の相場動向

- 6月の『欧州債券市場（ドイツ10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、米長期金利の上昇や、ECBが金融引き締めを急ぐとの見方などから、金利は上昇しました。中旬は、高インフレを背景に、米欧の中銀が金融引き締めを加速するとの見方から、上昇しました。下旬は、ユーロ圏の企業景況感の悪化や、ドイツのインフレ率の伸び鈍化などを背景に、上昇幅は縮小しました。



### ■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>高インフレの長期化懸念</li> <li>ECBの金融政策正常化を巡る思惑</li> </ul>
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>ウクライナ情勢を巡る不透明感</li> <li>世界景気の減速懸念が強まる可能性</li> </ul>

#### 金利はレンジ内での推移を見込む

高インフレの長期化懸念や、ECBが金融政策の正常化を進めるとみられることなどが金利の上昇要因とみられます。一方で、ウクライナ情勢の長期化が懸念される中、エネルギー供給不安や物価高など欧州景気の先行き不透明感がくすぶることなどを鑑みれば、レンジ内での推移を見込みます。ECBは6月の理事会で、資産買い入れプログラム（APP）を7月1日に終了することを決めるとともに、7月会合で政策金利を0.25%引き上げる方針を示しました。9月の追加利上げも示唆したうえで、中期的なインフレ見通しが変わらないうえに悪化した場合には、大幅利上げが適切になるとしました。

### ■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：1.1～1.5%

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## ドル

### ■ 前月の相場動向

- 6月のドルは、対円で上昇しました。
- 上旬は、堅調な米雇用統計や、金融引き締めを積極的に進めるFRBと金融緩和を継続する日銀との政策の方向性の違いが意識されたなどから、円安・ドル高が進展しました。中旬は、FOMC後に一時下落しましたが、日銀が金融緩和維持を決めると円安・ドル高となりました。下旬は、FRBの積極的な金融引き締め姿勢が意識されたことや、米経済指標悪化、米長期金利の低下といった材料が交錯する中、もみ合いで推移しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	・日米金融政策の方向性の違い
下落要因	・日本政府などによる急激な為替変動をけん制する姿勢

#### レンジ内での推移を見込む

FRBによる積極的な金融引き締め姿勢などがドルの上昇要因とみられます。一方日銀は、金融緩和を続けており、こうした日米金融政策の方向性の違いが意識されることが、ドルの上昇要因と考えます。もっとも日本政府などによる急激な為替変動をけん制する姿勢などを鑑みれば、レンジ内での推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対円)



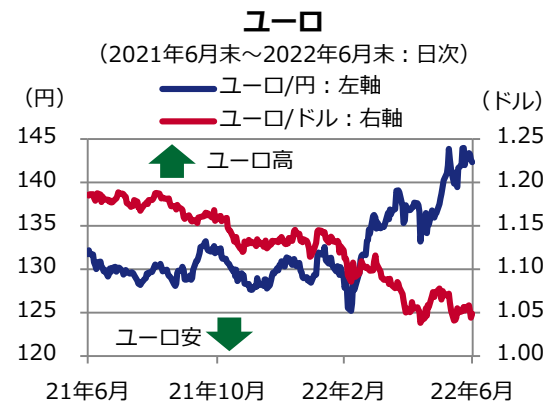
### ■ 1カ月の予想レンジ

ドル/円：133～137円

## ユーロ

### ■ 前月の相場動向

- 6月のユーロは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、FRBが金融引き締めペースを加速するとの見方などから米長期金利が上昇する中、ドル高が進展し、下落しました。中旬は、ECBの金融引き締めが欧州景気を冷やすとの懸念から一段と下落した後は、下落幅は縮小しました。下旬は、ユーロ圏の企業景況感の悪化や、ドイツのインフレ率の伸び鈍化などから、下落しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	・ECBの金融政策正常化を巡る思惑
下落要因	・ウクライナ情勢を巡る不透明感 ・世界景気の減速懸念が強まる可能性

#### もみ合いでの推移を予想

ECBが金融政策の正常化を進めるとみられることは、ユーロの上昇要因と考えられます。一方、ウクライナ情勢の長期化が懸念される中、エネルギー供給不安や物価高など欧州景気の先行き不透明感を鑑みれば、もみ合いでの推移を予想します。なお、天然ガス供給を巡りロシアからの供給減が懸念される中、ドイツではガス供給不足への警戒度が引き上げられました。今後の欧州経済を巡る不透明感がくすぶります。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



### ■ 1カ月の予想レンジ

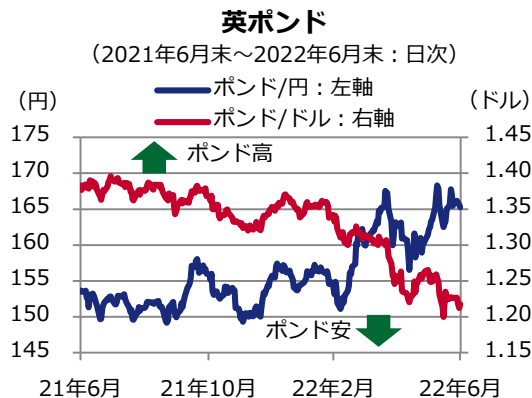
ユーロ/ドル：1.02～1.06ドル

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

- 6月の英ポンドは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、米国CPIが上振れたことを受けて、FRBは金融引き締めを積極的に進めるとの見方が強まり、ドル高が進みました。中旬は、英GDPの下振れや北アイルランド議定書を巡る不透明感から下落した後、BOE（イングランド銀行）がインフレ次第で大幅利上げに踏み切ると示唆したため、下げ幅を縮小しました。下旬は、スコットランド独立を巡る政治的不透明感などから下落しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	・ BOEの金融引き締め観測
下落要因	・ 英景気の先行き懸念 ・ 米金融政策を積極的に引き締めるとの見方 ・ 英国と欧州諸国との関係悪化懸念 ・ スコットランド独立を巡る不透明感

#### 軟調な推移を見込む

BOEの利上げ継続姿勢は、英ポンドの上昇要因とみられます。一方、高インフレが継続する中、実質可処分所得減少の影響が懸念され、英景気の下振れリスクは高まっています。また、米金融政策の積極的な引き締めに加え、北アイルランド議定書問題やスコットランド独立を巡る政治的不透明感は、英ポンドの下落要因と考えられます。こうした中、英ポンドは軟調な推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)

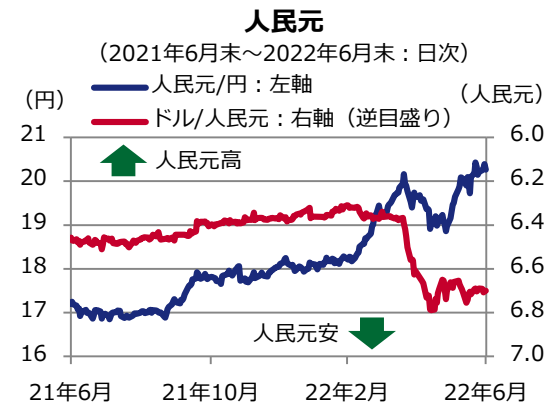


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 人民元

### ■ 前月の相場動向

- 6月の人民元は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、中国景気の回復期待から元高が進む場面もありましたが、米国の金利上昇から、下落しました。中旬は、米国の大幅利上げ観測から一段とドル高が進展しましたが、中国の堅調な経済統計や経済活動の正常化が好感され、下げ幅を縮めました。下旬は、当局が海外渡航者の隔離期間短縮を発表したことが好感される場面もありましたが、レンジ内で推移しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	・ 経済活動の正常化期待 ・ 景気刺激策への期待
下落要因	・ 米中金融政策の方向性の違い

#### 上値の重い推移を見込む

当局は国内都市の行動制限を緩和させているほか、海外からの渡航者の隔離期間短縮などゼロコロナ政策の緩和に動いています。こうした経済正常化への期待に加え、景気刺激策への期待が人民元の上昇要因になると考えます。もともと、米国と中国の金融政策の方向性の違いが人民元の下押し圧力として働くことから、当面人民元は上値の重い推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)

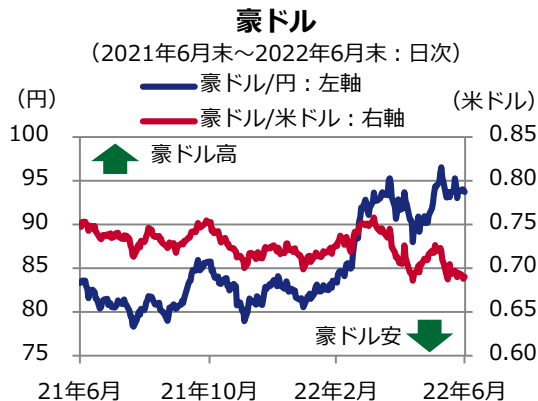




## 豪ドル

### ■ 前月の相場動向

- 6月の豪ドルは、対米ドルで下落しました。
- 上旬は、堅調な貿易統計やRBAの大幅利上げが好感され上昇する場面もあったものの、米ドル高が進み、豪ドルは下落しました。中旬も米ドル高が続き、軟調な資源価格も豪ドルを押し下げました。下旬は、世界景気の先行き不透明感が重荷となり、豪ドルは軟調に推移しました。なお、下旬には口ウRBA総裁による当面の利上げ幅を巡る発言がありました。市場の反応は限定的でした。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	・ RBAの更なるタカ派化
下落要因	・ 軟調な資源価格 ・ 米国の積極的な金融引き締め姿勢

#### 資源需要を巡る不透明感が重荷に

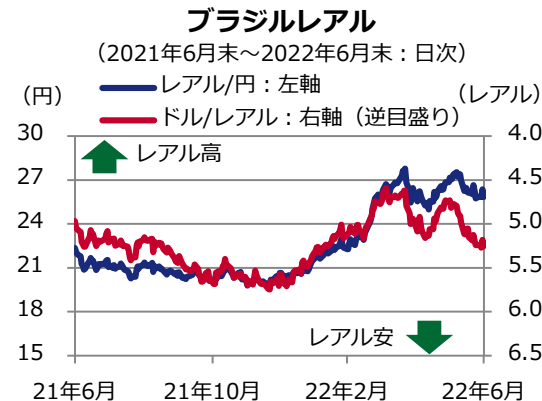
堅調な豪州の経済環境の下、5月にRBAは利上げを開始しています。もっとも、キャッシュレートの（政策金利）先物は既に年末までの大幅な利上げを織り込んでおり、更なるタカ派化観測が高まらない限り、豪ドルへの影響は限定的と考えます。一方で、世界的に金融引き締めが続く中で資源需要の鈍化懸念がくすぶり、当面の豪ドルは上値重く推移する見通しです。

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

- 6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。
- 上旬はドル高の進行や、政府の燃料減税案を受けた財政リスクの高まりへの警戒から下落しました。中旬は中銀の利上げから上昇する場面もあったものの、米国をはじめとした世界的な金融引き締めの流れへの警戒から下落しました。下旬は、FRBの金融引き締め積極姿勢を受け、レアルは一段と下落しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	・ ブラジル中銀の利上げ継続姿勢
下落要因	・ 世界経済の減速懸念 ・ 財政規律への信認低下 ・ 米国の積極的な金融引き締め姿勢

#### 軟調な推移を見込む

米国の積極的な金融引き締めに伴うドル高や世界経済の減速懸念が、レアルを押し下げる可能性があります。また、政府のインフレ緩和を目指した減税などによる財政規律への信認低下も、レアルの下落につながる可能性に留意が必要です。一方で、ブラジル中銀の利上げの継続姿勢が、レアルの支えとなる見込みです。

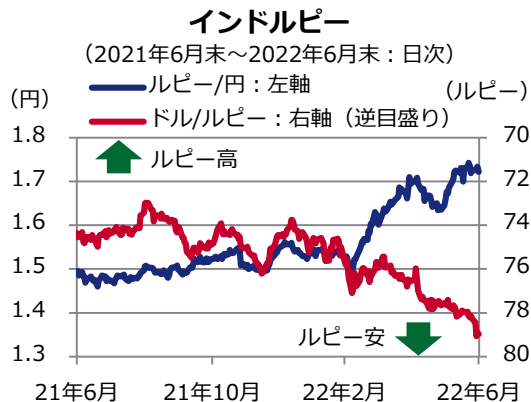
今後1カ月の見通し  
(対ドル)

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

## インドルピー

### ■ 前月の相場動向

- 6月のインドルピー（以下、ルピー）は、対ドルで下落しました。
- 上旬はインド中銀が利上げを行ったものの、ドル高や、原油価格の上昇によるインドの経常収支悪化が重しとなり、下落しました。中旬は、米国をはじめとする各国の金融引き締めによる世界経済の減速懸念を受け押し下げられたものの、原油価格が一時下落したことが下支えとなりました。下旬は、再び原油価格が上昇したことを受けて、対ドルで史上安値を更新しました。



### ■ 今後の見通し

上昇 要因	・インド中銀の利上げ継続観測
下落 要因	・原油価格の高止まり懸念 ・米国の積極的な金融引き締め姿勢

#### 弱含みの展開を見込む

原油価格の高止まり懸念や、米国の積極的な金融引き締め姿勢、加えて世界経済減速懸念が、引き続きルピーを押し下げるとみられます。一方でインド中銀による、目標を上回るインフレ率の抑制に向けた政策金利の引き上げや、為替介入などが、ルピーを下支えする可能性があります。

#### 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REIT指数の指数値および東証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REIT指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証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。