
マーケット・インサイト

2018年12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

米国長期金利
株式市場の動向
米国クレジット市場
原油相場動向
米中首脳会談
米国中間選挙

▶ 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

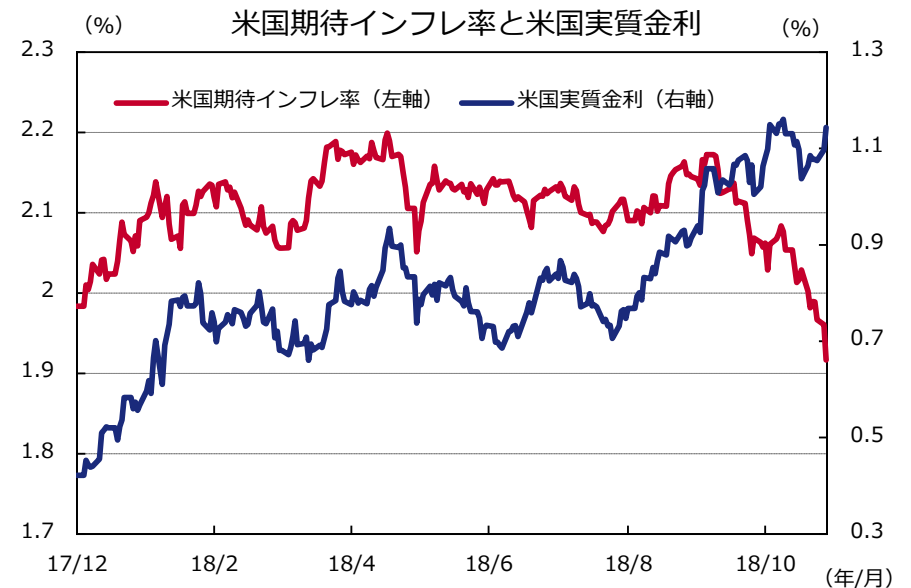
▶ Chapter 4 付属資料

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

FRB正副議長が世界経済の減速に言及するも、追加利上げ姿勢は継続か

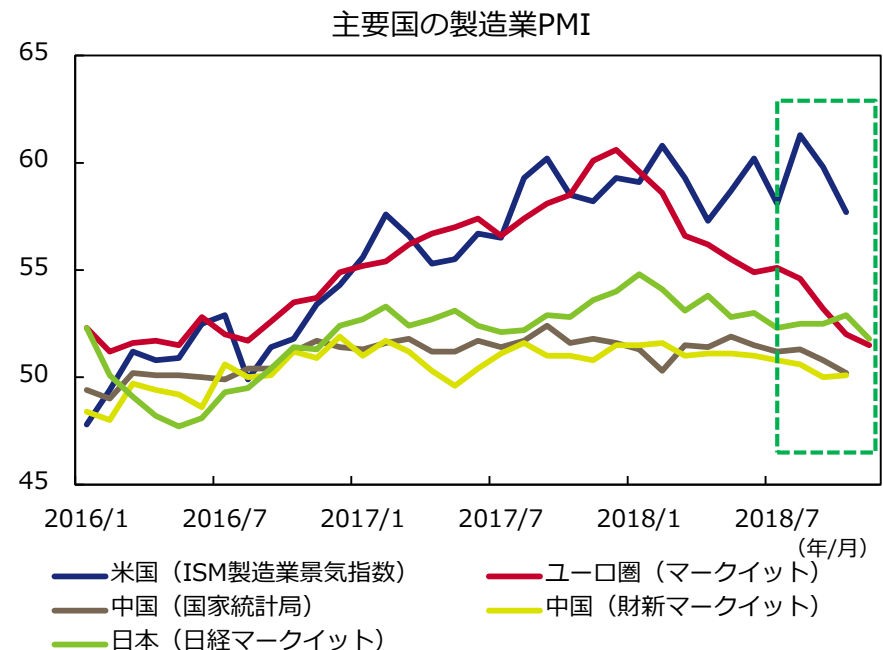


- 米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長は、11月14日、ダラス連銀主催のイベントの中で、米国景気は好調としながらも、先行きの世界経済動向に懸念を示したほか、減税や歳出拡大の効果は今後減退する点も指摘しました。またクラリダFRB副議長は、米テレビ局とのインタビューにて、「世界景気の減速を示す証拠はある」としたうえで、自身が米国経済見通しを考える際には、この点を考慮すると述べました。また同氏は、米国の政策金利は、中立金利（景気を冷やさず過熱もさせない金利）に近づきつつあるとも指摘しました。これらを受け市場では、米利上げペースの加速観測が後退したものとみられます。
- こうした中、世界経済の先行き減速懸念や軟調な原油価格などから、期待インフレ率の低下が顕著です。もっとも、FRBの追加利上げ姿勢は維持される中、足元の米景気の堅調さなどを背景に、実質金利は高止まりで推移しています。

米国の「一人勝ち」に懸念が浮上



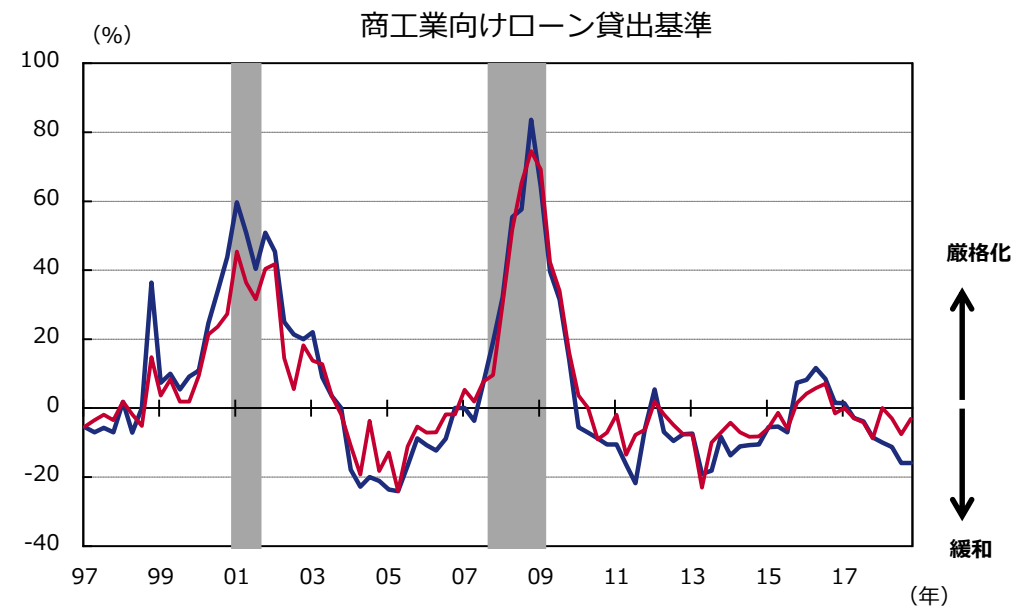
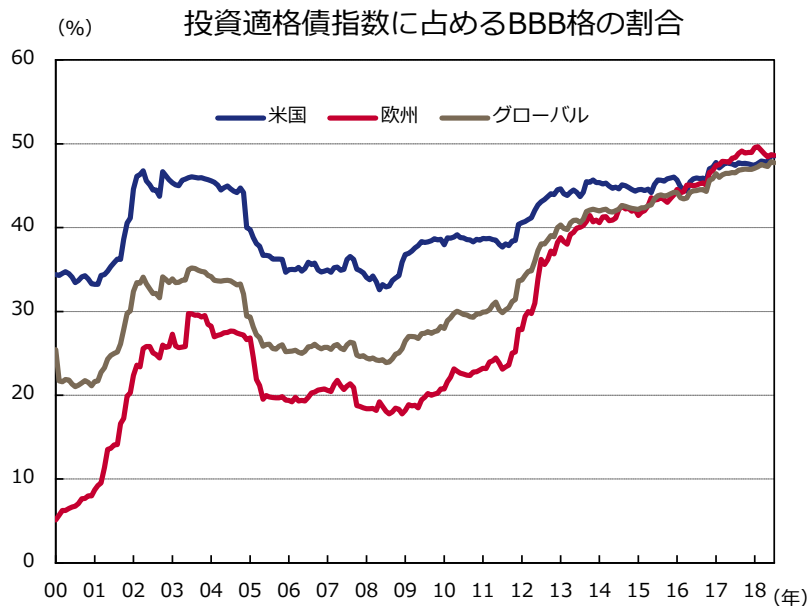
期間：2018年1月3日～2018年11月28日（日次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2016年1月～2018年11月（月次）、日本とユーロ圏以外は2018年10月まで
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

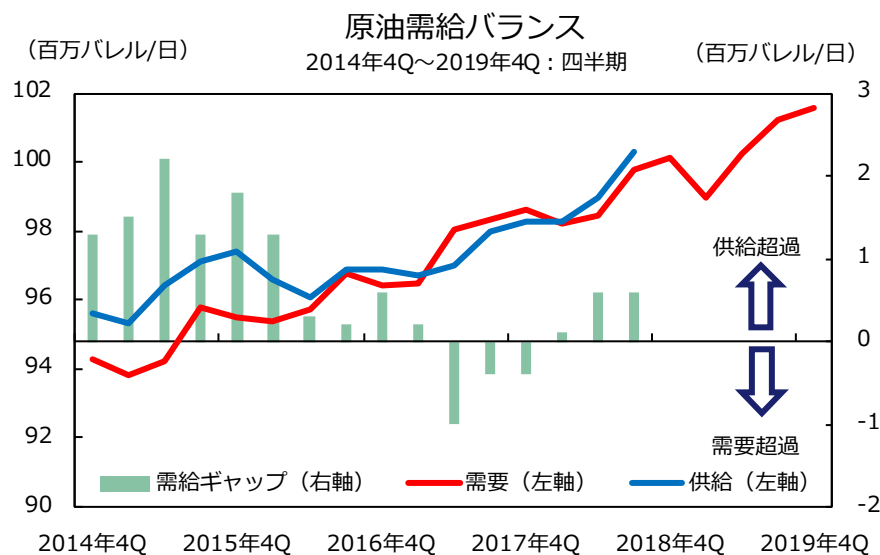
- 10月以降の世界的な株式市場の調整局面では、特に米国株式の調整が目立ちました。今年夏場は、米国を除く世界の株式市場が下落基調をたどる一方、米国株は逆行高となっていました。
- 株式市場で「米国一人勝ち」に懸念が浮上した背景としては、ユーロ圏や中国の景況感が低調に推移する中で、米国経済が今後も堅調に推移するかに懐疑的な見方が浮上したためと考えられます。
- 当面、一部ピークアウトの兆しがみられる米国経済指標の動向に加え、①米中貿易紛争の行方、②FRBの利上げ継続の行方、③中国の景気支援策の効果、などが注視されます。

米企業を巡る信用環境の悪化が足元懸念される状況にはないとみられる



- 欧米クレジット市場では、世界的な低金利環境の下、旺盛な投資家需要や貸出基準の緩和などを背景に、投資適格債の中で最も格付けの低いBBB格の比率は上昇基調で推移してきました。今後、欧米が金融政策の正常化を進展させる中、金利環境などが変化する可能性があり、影響が懸念されます。例えば、国際決済銀行（BIS）の9月四半期報告や日銀の10月金融システムレポートで指摘されたように、BBB格社債がBB格など投機的格付けへと格下げされ、スプレッドが拡大するリスクなどに留意が必要です。
- もっとも銀行の上級貸出担当者を対象とする米連邦準備理事会（FRB）のシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイによれば、商工業向けローンの貸出基準の「厳格化」傾向は観察されておらず、米企業を巡る信用環境の悪化が足元で懸念される状況にはないとみられます。

原油需要が鈍化する中、世界的な供給過剰から上値が重い展開を見込む

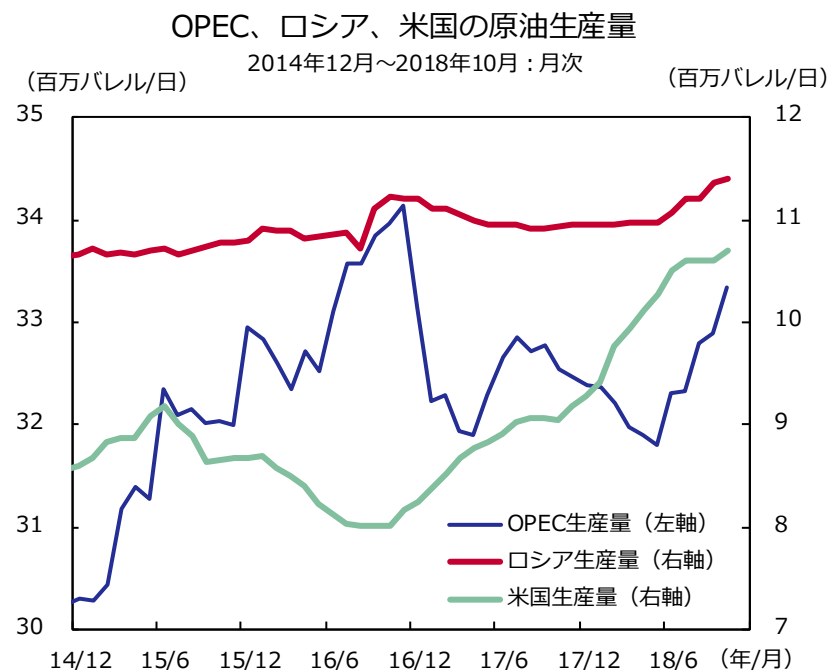


注：2018年3Q以降のデータは国際エネルギー機関（IEA）予想値（年/四半期）

供給－需要＝供給ギャップ（原油在庫変化を使用）とした

供給と供給ギャップのデータは2018年3Qまで

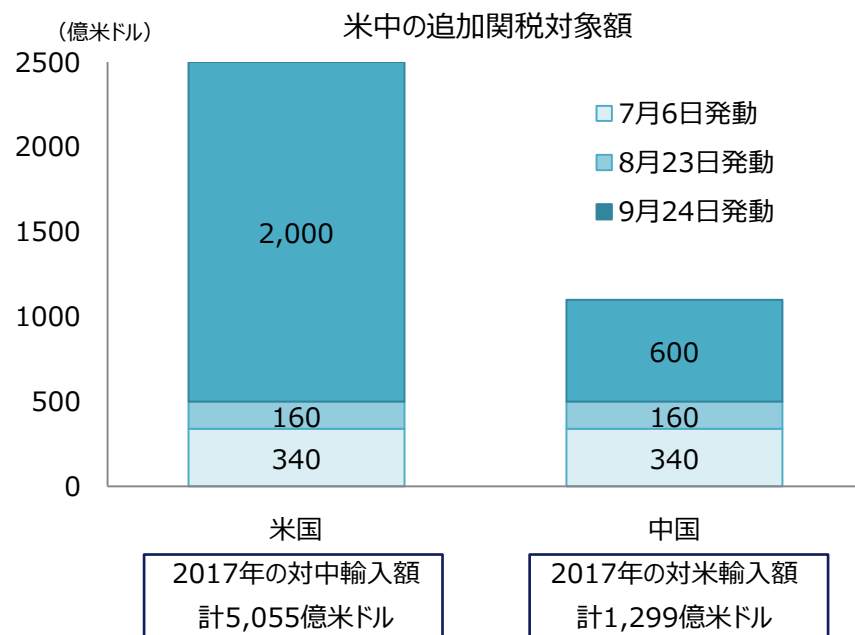
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



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

- 国際エネルギー機関（IEA）は、国際通貨基金（IMF）による世界経済の成長見通し引き下げや貿易摩擦、原油高がもたらすコスト増を理由に今年と来年の石油需要予測を引き下げました。米国のイラン制裁への備えなどから石油輸出国機構（OPEC）のサウジアラビアとロシアは原油生産量を急速に増加させており、過去最高水準の生産量になっています。
- 一方、米シェールオイルの生産量も緩やかに増えており、米原油在庫も増加しています。原油需要が鈍化する中、世界的な供給過剰に対する不安から原油価格が10月以降大幅に下落しています。12月6日のOPEC総会では協調減産の延長合意により一時的に原油価格が上昇する可能性もありますが、原油需要が鈍化する中、世界的な供給過剰から上値が重い展開を見込みます。

米中首脳会談では、一時的に緊張緩和へ。しかし先行きは依然不透明感が強い



(出所) 米商務省、中国国家统计局のデータおよび各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成

米中首脳会談の主な内容

	内容
米国	・2019年1月に25%へ引き上げとしていた2,000億米ドル相当の中国からの輸入品に対する関税率引き上げに90日間の猶予を設ける
中国	・米国との貿易不均衡解消のため、農作物やエネルギーなどの輸入を拡大 ・具体的な量は言及されなかったものの、特に、農産物はすぐにでも輸入をスタートすると表明
今後の協議	・米中は今後、以下の5分野についての協議を行う ①技術移転の強要、②知的財産権の保護、③非関税障壁、④サイバー攻撃、⑤サービス・農業の市場開放 ・90日間で合意に至らなかった場合、米国は2,000億米ドル相当の中国からの輸入品に対する関税率を25%へ引き上げ

(出所) 米ホワイトハウスおよび各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成

- 11月末からアルゼンチンで開催された20カ国・地域（G20）首脳会議において、米国のトランプ大統領と中国の習近平国家主席による米中首脳会談が実施されました。両首脳による会談は2017年11月以来、約1年ぶりとなりました。
- 会談では、米国が対中制裁関税のうち2019年1月に予定していた関税率引き上げの一時延期を、中国が米国からの農産物やエネルギーなどの輸入拡大を表明し、米中貿易紛争がエスカレートする懸念は一時的に後退しました。しかし、トランプ大統領は、技術移転強要や知的財産権保護など5分野で協議を続け、90日以内に合意に至らなければ、延期した関税率引き上げを実施すると表明しています。
- 今回の会談では一時的に米中の緊張が緩和しましたが、今後の協議の結果次第では米中関係の更なる悪化も考えられ、米中の合意をめぐり先行きの不透明感は続くと考えます。

トランプ政権による追加減税などの新たな政策の実施は困難に

中間選挙後の党派別議席数

上院（定数100）		
共和党	民主党	未確定
53	47	0
下院（定数435）		
共和党	民主党	未確定
198	234	3

出所：各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成

（注）12月2日（米東部時間）20時10分時点

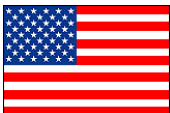
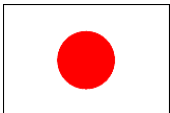
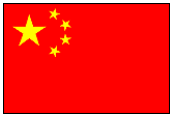
中間選挙後の政策イメージ

項目	政策のイメージ
全体観	トランプ大統領は行政権限で実施可能な施策を粛々と遂行
税制改革	追加減税実現の可能性は低下
インフラ投資	民主党～共和党間の調整は難航が予想される
ロシアゲート	下院でトランプ大統領の弾劾手続きが始まる可能性が浮上
通商政策	トランプ政権は保護主義的な姿勢を継続
移民政策	トランプ大統領は引き続き移民制限を志向
金融政策	米連邦準備理事会（FRB）は緩やかなペースで利上げを継続

出所：アセットマネジメントOneが作成

- 11月6日、米国では中間選挙が行われました。米主要メディアによれば、上院では共和党が100議席中53議席と過半数を占めた一方、下院では民主党が過半数の議席を獲得しました。
- こうした中間選挙の結果、上院と下院で異なる政党が過半数を占める「ねじれ」議会となったため、今後、追加減税などトランプ政権による新たな政策の実施は困難になることが懸念されます。
- このほか、トランプ大統領とロシアとの不透明な関係をめぐる疑惑「ロシアゲート」等に関連して、トランプ大統領への弾劾手続きが下院で始まり、政権・議会がスキャンダル問題に忙殺される可能性もあります。また、通商政策に関しては、トランプ大統領は保護主義的な姿勢を維持することが予想されるため、米中貿易紛争などの行方にも注意が必要です。

▶ Chapter 2
経済動向

国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 拡大基調が継続	利上げ継続	米国景気は、良好な雇用所得環境、個人・法人減税や歳出拡大の寄与などから、2018年は前年比+2.9%成長が見込まれます。物価についても、エネルギーや食品を除いたコア消費者物価上昇率は2%を上回る推移が続く見通しです。こうした中、米連邦準備理事会（FRB）は、当分の間、四半期に一度のペースで利上げを実施していく見込みです。	▶ 米中関係悪化 ▶ 通商政策の行方
 日本	 緩やかな拡大基調を維持	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拡大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などを背景とした輸出の鈍化、企業景況感の悪化、各種価格上昇による家計の節約志向の強まりに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	 底堅く推移	資産買い入れは年内終了も利上げは急がず	欧州景気は、米国の通商政策など輸出面に懸念材料はありますが、雇用情勢の改善傾向などを背景に、底堅く推移すると見込まれます。欧州中央銀行（ECB）は資産買い入れの年内終了を予定していますが、コア消費者物価は前年同月比+1%程度にとどまっており、利上げは急がないと思われます。	▶ 中国の景気減速 ▶ 欧州各国の政治動向
 中国	 緩やかな減速	景気減速に配慮し、緩和的な姿勢へ修正	足元で輸出に鈍化の兆しがみられることや鉱工業部門の在庫バランスの悪化などから、中国経済は今後減速基調をたどると見込まれます。ただし、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)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (予測値)	2019 (予測値)
全世界計	3.5	3.5	3.6	3.5	3.3	3.7	3.7 (↓ 0.2)	3.7 (↓ 0.2)
先進国	1.2	1.4	2.1	2.3	1.7	2.3	2.4 (→ 0.0)	2.1 (↓ 0.1)
米国	2.2	1.8	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9 (→ 0.0)	2.5 (↓ 0.2)
日本	1.5	2.0	0.4	1.4	1.0	1.7	1.1 (↑ 0.1)	0.9 (→ 0.0)
ユーロ圏	▲ 0.9	▲ 0.2	1.4	2.1	1.9	2.4	2.0 (↓ 0.2)	1.9 (→ 0.0)
オーストラリア	3.9	2.2	2.6	2.5	2.6	2.2	3.2 (—)	2.8 (—)
新興国	5.3	5.1	4.7	4.3	4.4	4.7	4.7 (↓ 0.2)	4.7 (↓ 0.4)
中国	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6 (→ 0.0)	6.2 (↓ 0.2)
インド	5.5	6.4	7.4	8.2	7.1	6.7	7.3 (→ 0.0)	7.4 (↓ 0.1)
ブラジル	1.9	3.0	0.5	▲ 3.5	▲ 3.5	1.0	1.4 (↓ 0.4)	2.4 (↓ 0.1)
ロシア	3.7	1.8	0.7	▲ 2.5	▲ 0.2	1.5	1.7 (→ 0.0)	1.8 (↑ 0.3)
ASEAN5※	6.2	5.1	4.6	4.9	4.9	5.3	5.3 (→ 0.0)	5.2 (↓ 0.1)

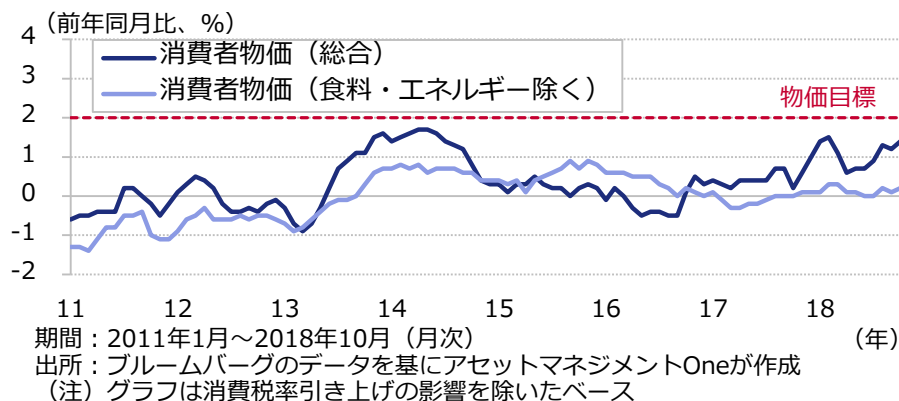
出所：IMF「World Economic Outlook Database, 2018.10」、「World Economic Outlook Update, 2018.7」、データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※ASEAN5：インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

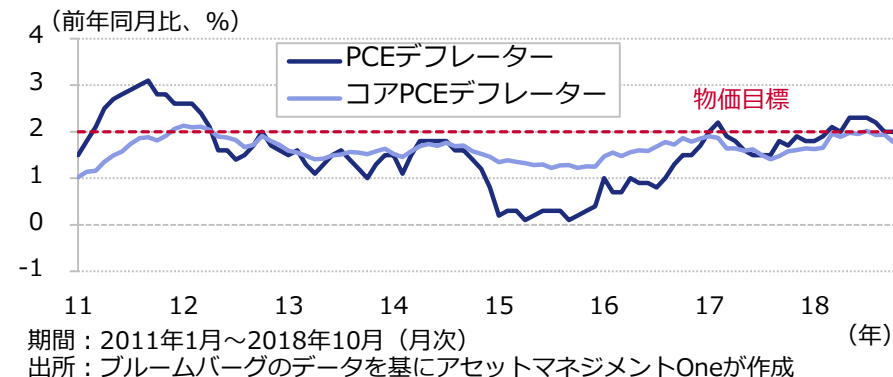
(注) 2018年以降は予測値。()内は前回時点の見通しからの変化幅。インドのGDP成長率は会計年度(4月～翌年3月)ベース
オーストラリアの数値は他の地域・国と比較時点が異なるため、前回時点の見通しからの変化幅は非表示

経済の概況 – 各国のインフレ率の動向

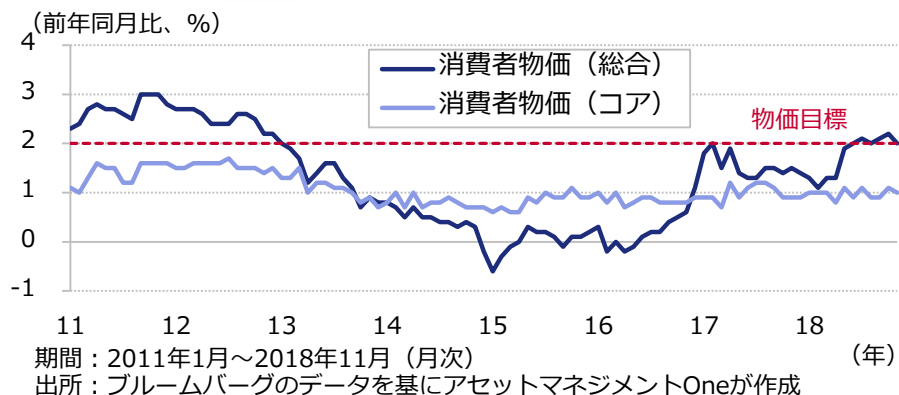
 日本のインフレ率の推移



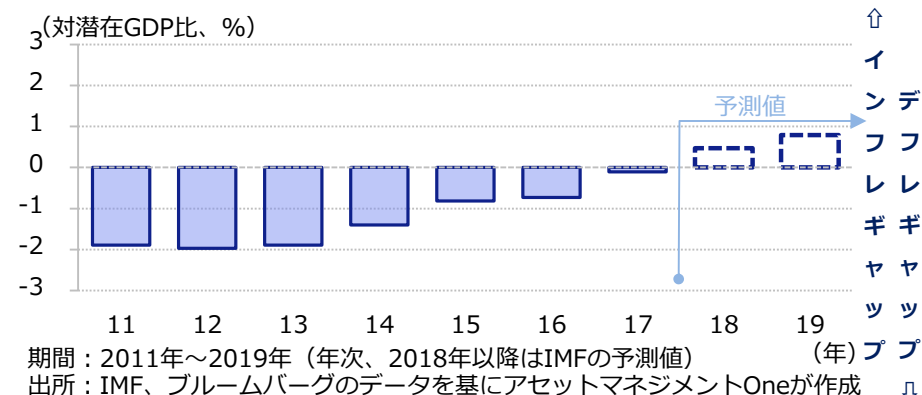
 米国のインフレ率の推移



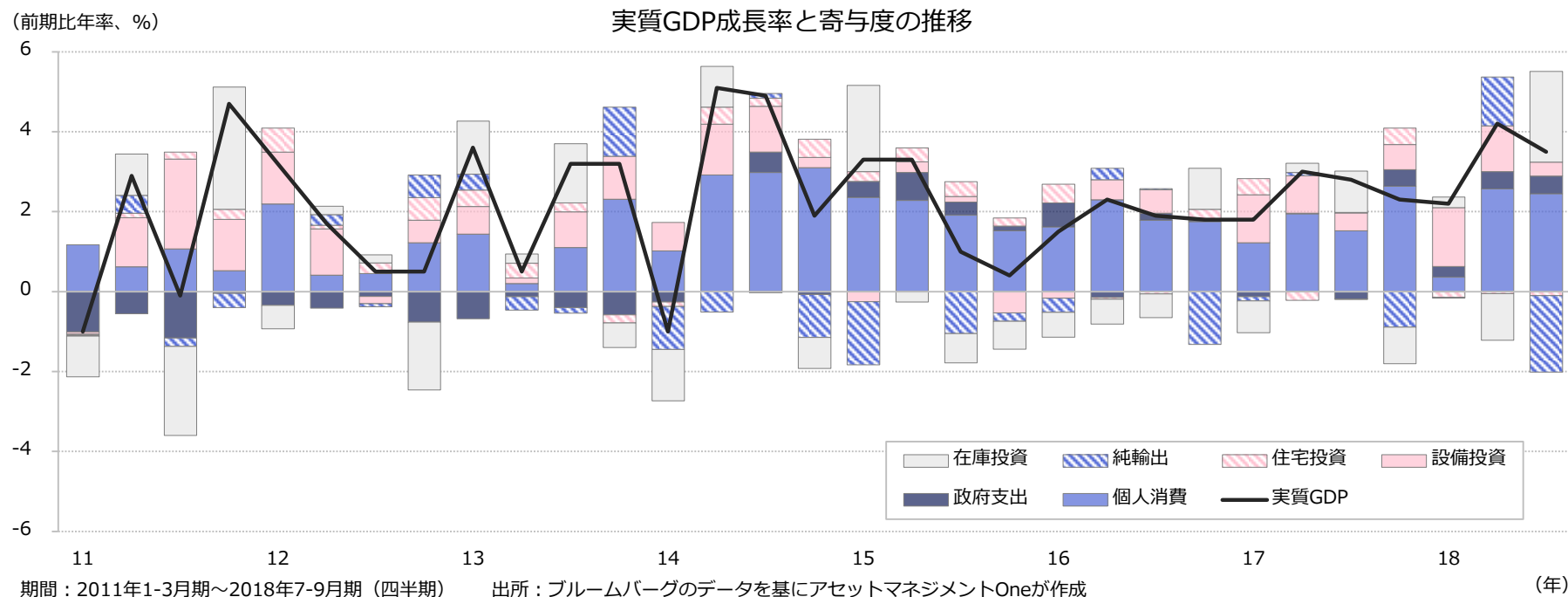
 ユーロ圏のインフレ率の推移



先進国の需給ギャップ



米国景気は緩やかに拡大していくものとみられる



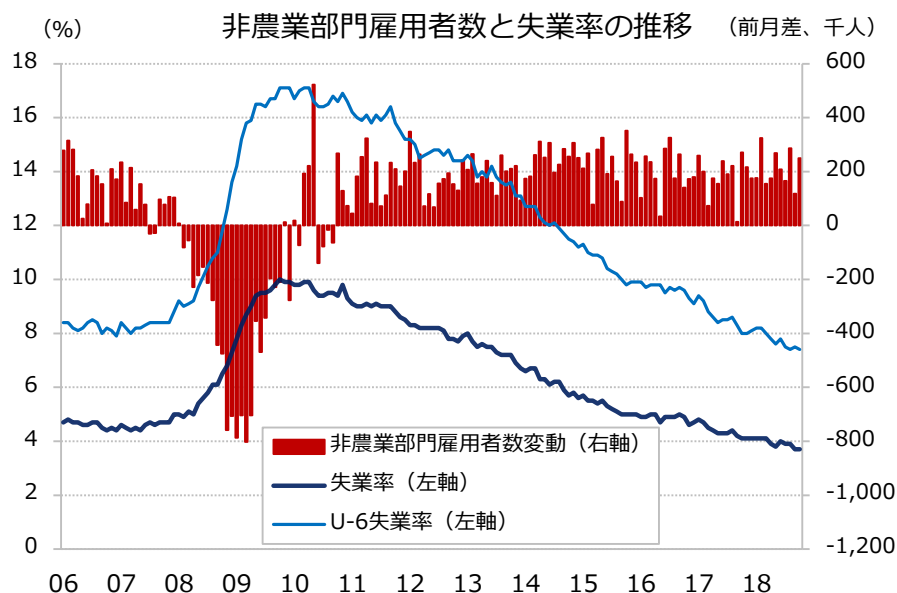
- 7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+3.5%と、4-6月期の同+4.2%からやや鈍化したものの、引き続き順調に推移しました。良好な雇用所得環境などを背景に個人消費支出が好調に推移したほか、政府支出も堅調な伸びを示しました。一方、住宅ローン金利の上昇などから民間住宅投資は引き続き低調で、民間設備投資も伸び悩みました。
- 米国では、金利の上昇や、貿易紛争激化に伴う輸出環境の悪化などから、景気下押し圧力が強まる方向にあります。しかしながら、当社では、①雇用所得環境の堅調な推移、②個人・法人減税や歳出拡大によるプラス効果を下支えとして、米国景気は、当分の間、緩やかに拡大していくものとみています。
- ただし、米中貿易紛争の行方など、リスク要因には注意が必要です。

活発な生産活動を示唆



- ISM製造業景気指数は、9月の59.8から10月は57.7へ2.1ポイント、非製造業景気指数は9月の61.6から10月は60.3へ1.3ポイント、それぞれ低下しました。
- 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、生産、雇用、入荷遅延、製造業在庫）のうち、入荷遅延を除く4項目で前月から低下しました。しかし、新規受注や生産、入荷遅延は高水準で推移しており、引き続き製造業の企業活動が活発であることを示唆しているものとみられます。

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



期間：2006年1月～2018年10月 (月次)

(年)

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) U-6失業率：経済的理由によるパートタイマーなどを含んだ失業率



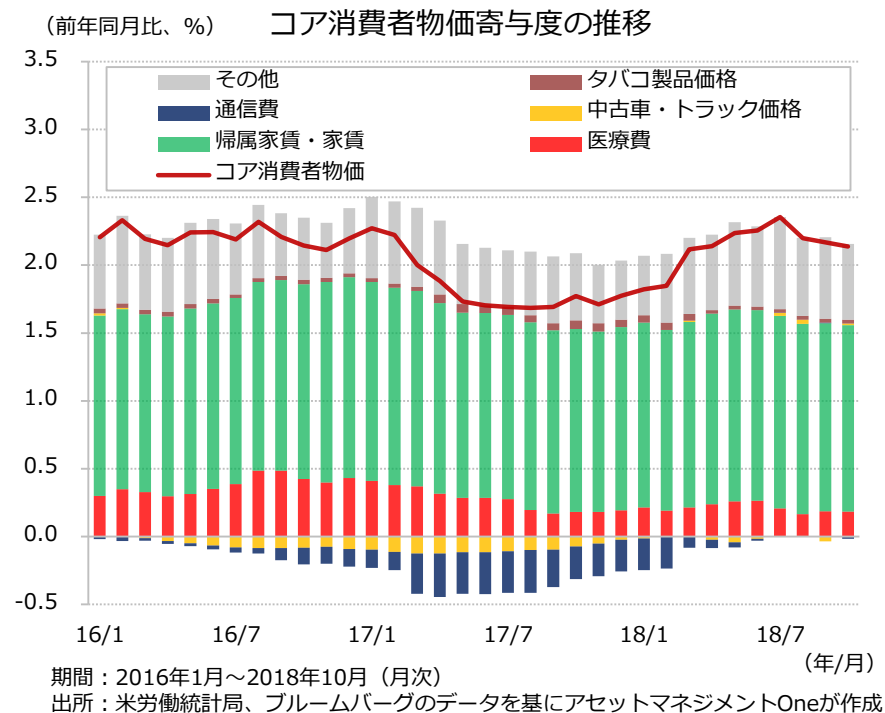
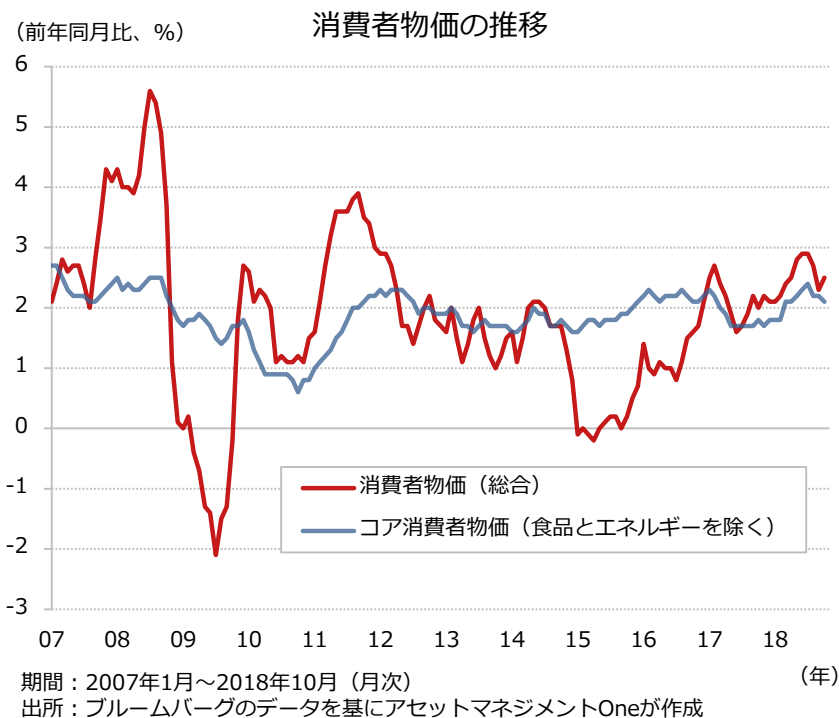
期間：2008年1月～2018年10月 (月次)

(年)

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

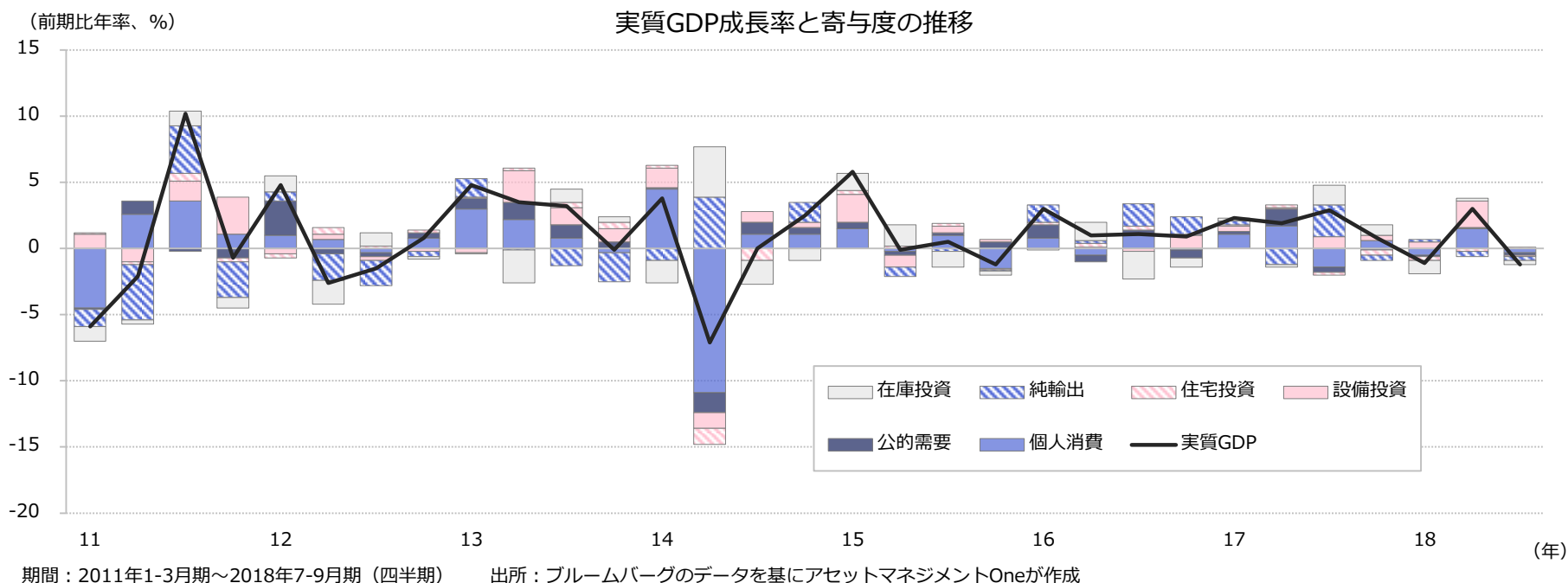
- 10月の非農業部門雇用者数は前月差+25.0万人と、9月の同+11.8万人を大幅に上回りました。娯楽サービスや教育・医療サービスなどで雇用者数が増加したほか、9月に大幅な減少がみられた小売りも増加に転じました。
- 10月の失業率は3.7%と9月から横ばいで推移しましたが、経済的理由によるパートタイムなどを含んだ「U-6失業率」は9月の7.5%から10月は7.4%に低下しました。
- 新規失業保険申請件数が引き続き低水準にあることなども踏まえると、米労働市場は引き続きひっ迫した状態にあるとみられます。このようなひっ迫した雇用環境などを反映し、10月の平均時間給上昇率は前年比+3.1%と、9月の同+2.8%から加速しました。

景気の順調な拡大などを背景に、前年比+2%を超える水準での推移が見込まれる



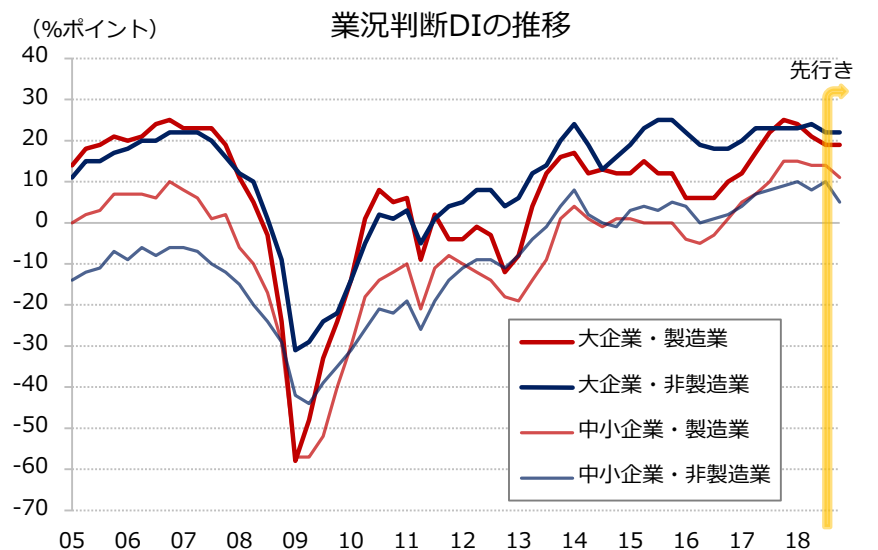
- 10月の消費者物価（総合）上昇率は前年同月比+2.5%と9月の同+2.3%からやや加速しました。一方で、10月のコア消費者物価上昇率は前年同月比+2.1%と9月の同+2.2%からやや鈍化しました。
- コア消費者物価上昇率の内訳をみると、帰属家賃などの寄与が安定的に推移し、コア消費者物価の上昇を下支えしています。今後については、景気の順調な拡大などを背景に、消費者物価上昇率は前年比+2%を超える水準での推移が見込まれます。

2018年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.2%（速報値）



- 2018年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.2%（速報値）と、2四半期ぶりのマイナス成長となりました。寄与度の内訳を見ますと住宅投資以外の項目でマイナスとなり、中でも設備投資は8四半期ぶりにマイナスとなりました。
- 7-9月期は、夏の猛暑に加え、各地での自然災害が経済活動に悪影響を及ぼしたとみられます。特に、個人消費や純輸出のマイナス寄与は、猛暑や災害の悪影響を受けたものと考えます。
- 7-9月期は一時的にマイナス成長となりましたが、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すると考えます。しかし、米中の貿易摩擦などによる世界景気の鈍化、企業活動への悪影響には引き続き留意が必要です。

景況感は前回調査から悪化も高水準を維持。引き続き設備投資意欲の強さがみられる



期間：2005年3月調査～2018年9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（年）

（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）		
	実績	3月調査	6月調査	9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	9.1	9.2
ソフトウェア投資額	7.1	8.1	11.4	11.1
研究開発投資額	2.5	1.5	3.5	3.3

注：除く土地投資額

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

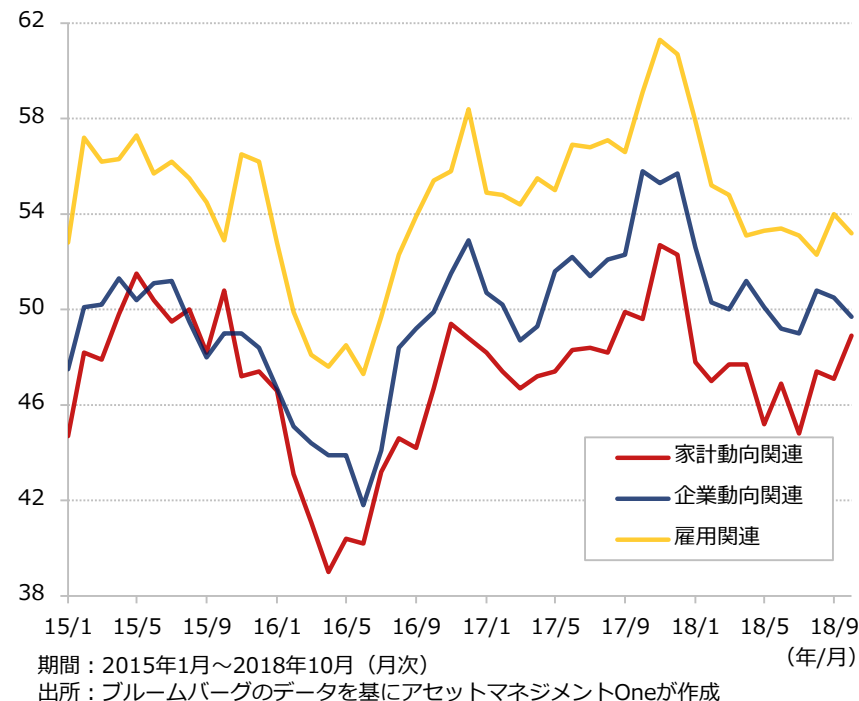
- 日銀短観9月調査では、足元の企業景況感を示す業況判断DIの「最近」は、大企業・製造業で3四半期連続、大企業・非製造業で8四半期ぶりの悪化となりました。このように9月調査では景況感に悪化がみられましたが、依然として高水準を維持しています。
- 設備投資（ソフトウェア・研究開発を含む）の2018年度計画は大幅に上方修正された6月調査とほぼ同水準となりました。人手不足を背景に省力化・合理化投資の需要が高く、ソフトウェア投資は前年度比10%以上の伸びを維持しました。
- 米国のトランプ政権の保護主義的姿勢を背景に先行き不透明感が高まっており、企業活動が慎重化する可能性には注意が必要です。一方、好調な企業業績を支えに、生産性向上に向けた取り組みが進んでいるとみられ、賃上げへの好循環が期待されます。

10月は現状が改善するも、先行きは企業動向中心に低下

景気ウォッチャー判断DI（季節調整値）の推移

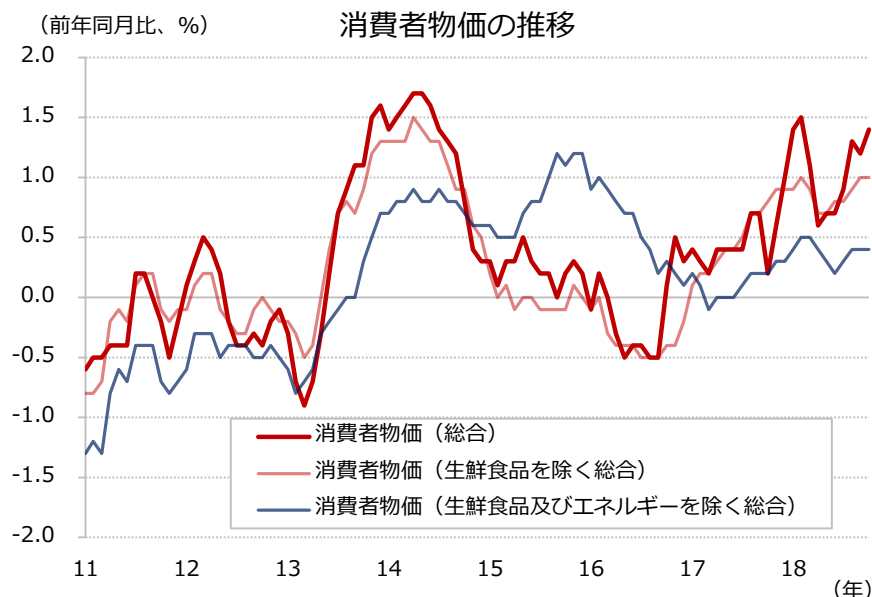


現状判断DI（季節調整値）の推移



- 10月の景気ウォッチャー調査の現状判断DIは49.5と9月調査から改善しました。内訳を見ますと、住宅関連を中心に家計動向関連が上昇しました。一方で企業動向関連および雇用関連は前月から低下しました。
- 内閣府による景気の基調判断は、「緩やかな回復基調が続いている」として前月から据え置かれていましたが、「年末商戦への期待がみられる」として年末に向けた消費拡大への期待が示されました。
- 調査結果には、災害の影響が薄れてきたことを示唆するコメントのほか、人手不足を懸念するコメントなどが見られました。

10月の消費者物価は、生鮮食品を除く総合の伸び率が前月から横ばい



期間：2011年1月～2018年10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

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2018年度	+1.3～+1.5 <+1.4>	+0.9～+1.0 <+0.9>
7月時点の見通し	+1.3～+1.5 <+1.5>	+1.0～+1.2 <+1.1>
2019年度	+0.8～+0.9 <+0.8>	+1.3～+1.5 <+1.4>
7月時点の見通し	+0.7～+0.9 <+0.8>	+1.3～+1.6 <+1.5>
2020年度	+0.6～+0.9 <+0.8>	+1.4～+1.6 <+1.5>
7月時点の見通し	+0.6～+0.9 <+0.8>	+1.4～+1.6 <+1.6>

出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

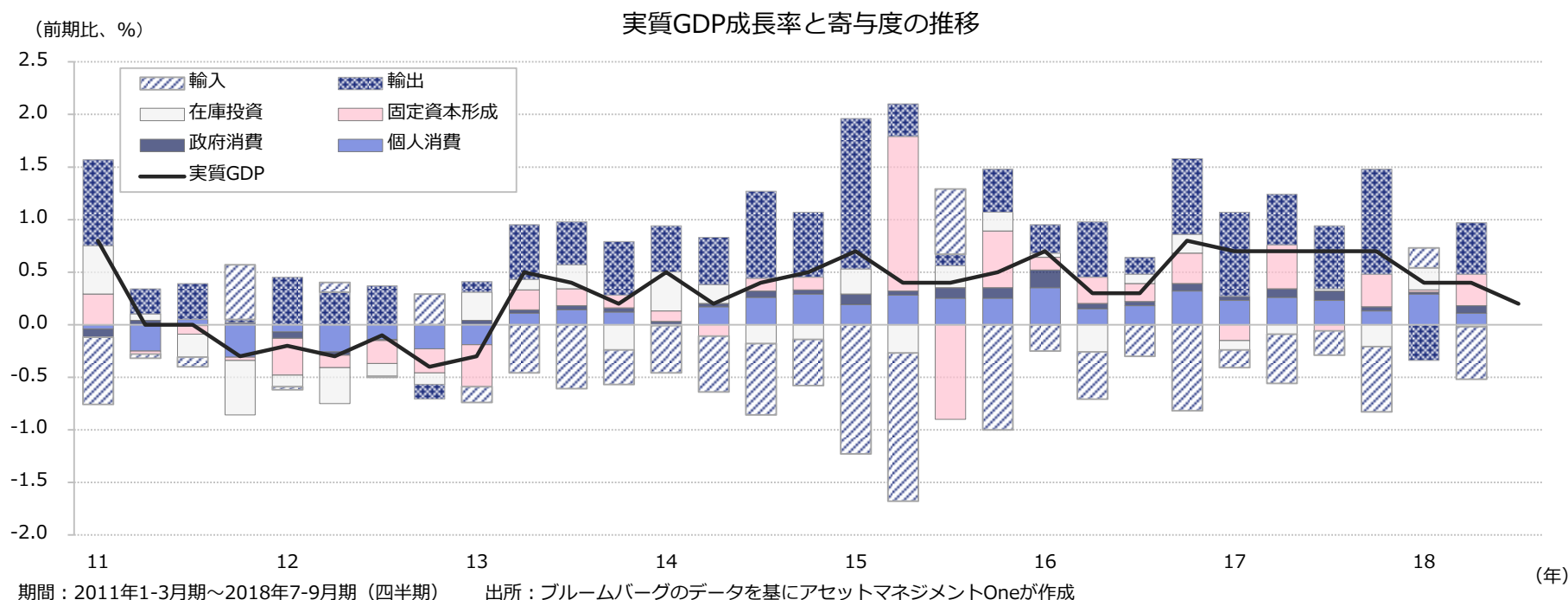
※データは対前年度比、%。なお、< > 内は政策委員見通しの中央値。

※「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除き、幅で示したものの。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、消費税率引き上げの影響を除くケースを記載。

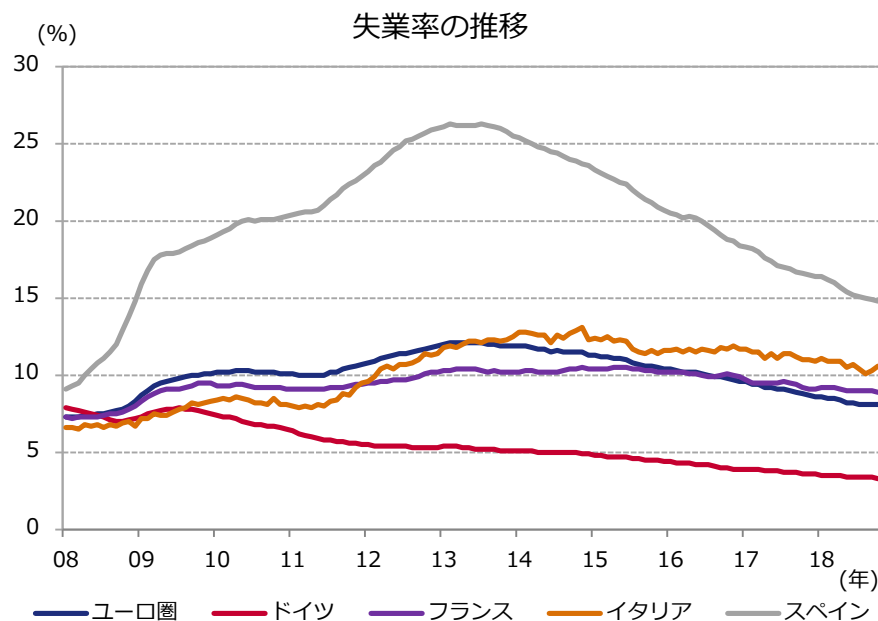
- 10月の全国消費者物価上昇率は、生鮮食品およびエネルギー価格が上昇したことなどから、総合が前年同月比+1.4%（9月同+1.2%）となりました。生鮮食品を除く総合は同+1.0%（9月同+1.0%）と横ばいとなり、日銀の物価目標である2%には依然として距離のある状況です。
- また、日銀が10月末に公表した経済・物価情勢の展望レポートでは、消費者物価（生鮮食品を除く総合）について政策委員の大勢見通し（中央値）が下方修正されたほか、景気・物価に対する下振れリスクが大きいとの認識が示されました。
- 日銀は7月の金融政策決定会合で、金融緩和の長期化のために「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定しており、今後も物価目標の達成に向けて、その枠組みに沿って現行の金融政策を粘り強く続けていくと見込まれます。

7-9月期実質GDP成長率は、一時的要因もあり前期比+0.2%に鈍化



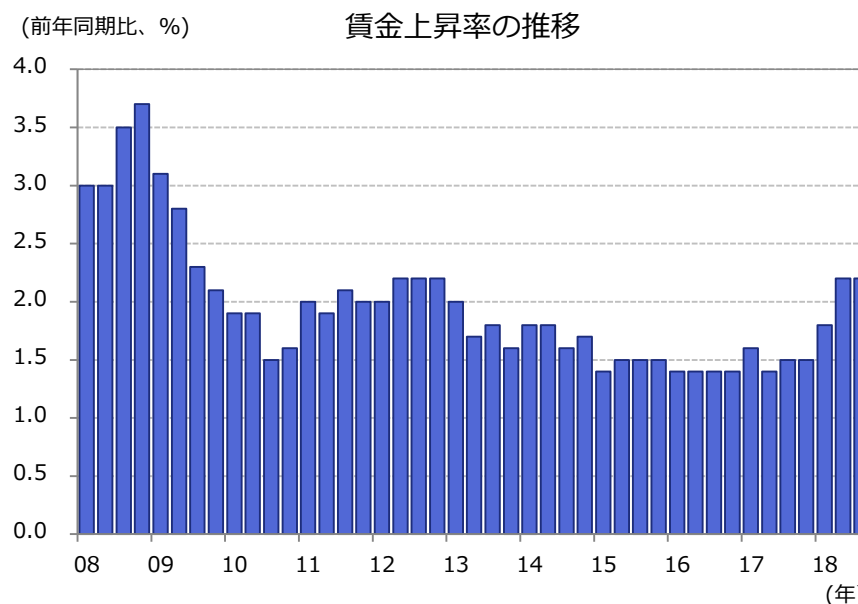
- ユーロ圏の7-9月期実質GDP成長率は前期比+0.2%と、前期の同+0.4%から鈍化しました。国別の成長率をみると、フランスが個人消費の拡大などから同+0.4%と前期の同+0.2%から加速し、スペインは同+0.6%と前期と同水準の伸びを維持しました。一方、ドイツでは、新たな燃費基準への対応の遅れによる自動車生産の一時的落ち込みなどから、前期比▲0.2%となったほか、イタリアでも同▲0.1%とマイナスの伸びとなりました。
- 今後のユーロ圏経済は、一時的な要因のはく落に加え、雇用・所得環境の改善傾向が続いていることから、個人消費など内需中心に底堅い推移を見込んでいます。ただし、米国などの通商政策の影響には留意が必要です。

雇用環境を示す指標が改善傾向にあるなか、賃金上昇率は高まる傾向



期間：2008年1月～2018年10月（月次）

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

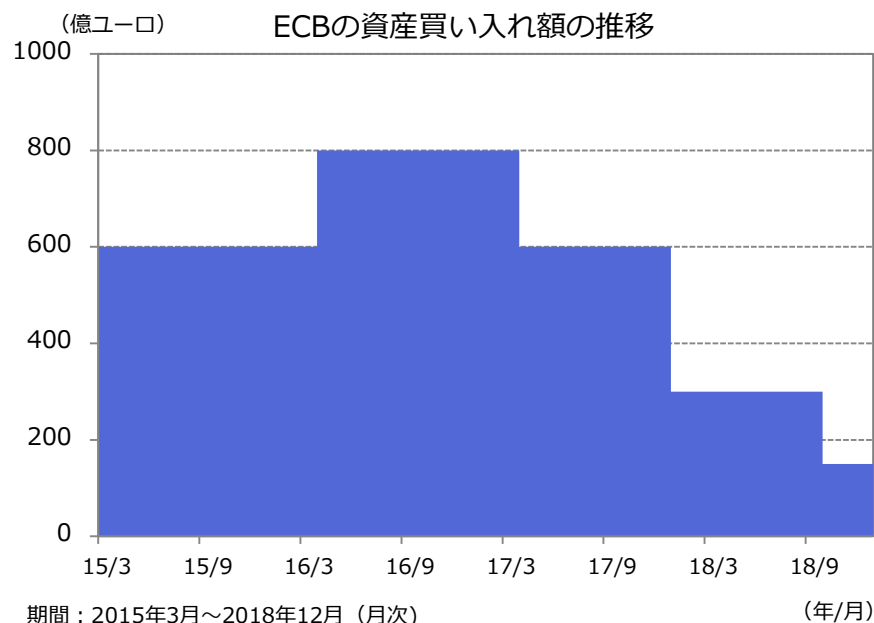


期間：2008年1-3月期～2018年7-9月期（四半期）

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

- ユーロ圏の失業率は2013年7月をピークに総じて低下基調にあり、改善に向かっています。しかし、国別にみると、ドイツやスペインは大幅に低下している一方、フランスやイタリアは限定的となっており、改善の度合いには差があります。
- 失業率など雇用環境を示す指標が改善傾向にあるなか、賃金上昇率も高まる傾向がみられます。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。

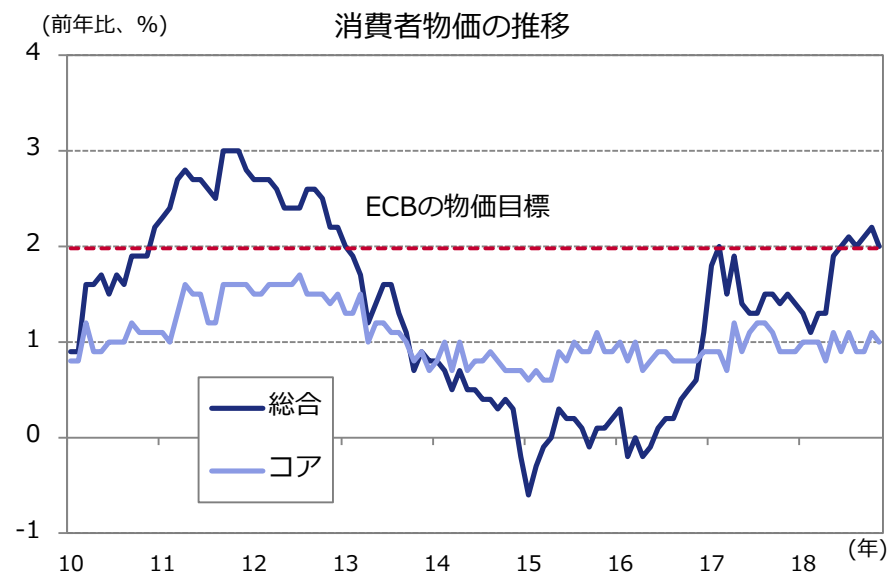
コア消費者物価の動向が注目される



期間：2015年3月～2018年12月（月次）

出所：ECBのデータを基にアセットマネジメントOne が作成

（注）買い入れ額はECBの目標額



期間：2010年1月～2018年11月（月次）

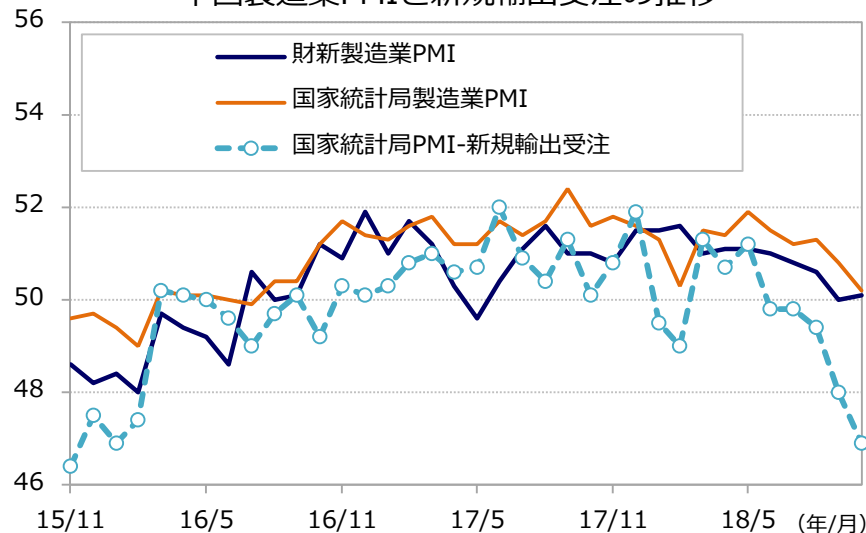
出所：ブルームバーグ、ECBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）コア：エネルギー、食品などを除く

- 欧州中央銀行（ECB）は10月25日の理事会で、政策金利の据え置きを決定し、また、少なくとも2019年の夏まで政策金利が据えられるとの方針を引き続き示しました。また、量的緩和政策についても、年内で終了するとの見方を維持しました。
- ユーロ圏の11月の消費者物価は、原油価格の下落などから前年同月比+2.0%と、伸び率が前月から低下しました。一方、基調的な物価動向を表すコア消費者物価は同+1%程度の水準にとどまっており、今後の金融政策をみる上では、コア消費者物価の動向が注目されます。

今後の輸出鈍化が見込まれるも、当局の下支えにより景気底割れは回避へ

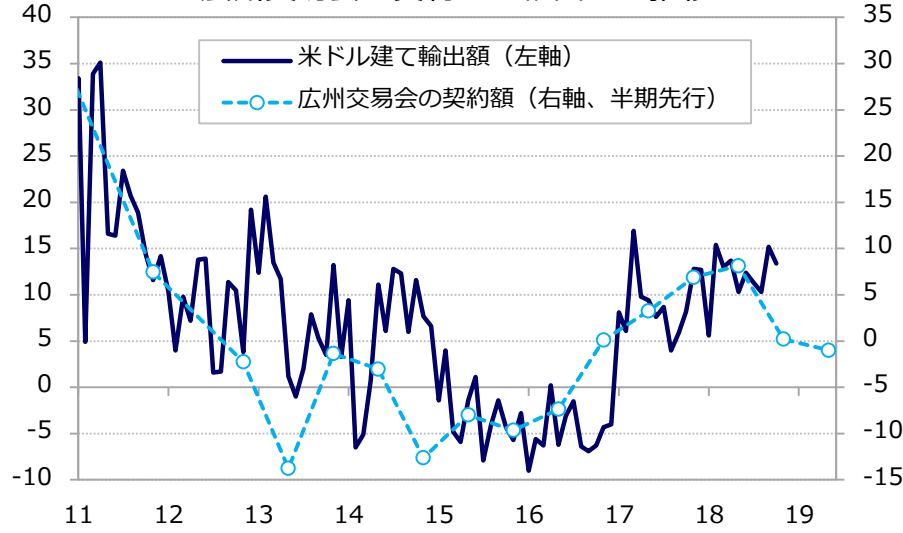
中国製造業PMIと新規輸出受注の推移



期間：2015年11月～2018年10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

(前年比、%) 広州交易会の契約額と輸出額の推移 (前年比、%)

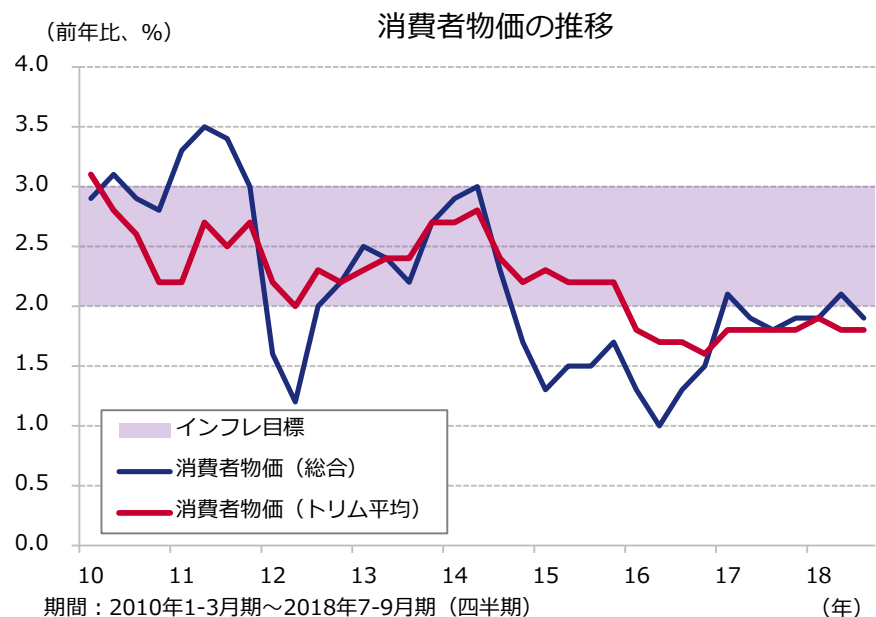


期間：2011年1月～2018年10月（月次、広州交易会の契約額は半期データで最新は2018年下期）

出所：広州交易会、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

- 10月の中国景況感は、国家統計局発表の製造業PMIで大幅に悪化しました。国家統計局による製造業PMIのサブインデックスを見ますと、新規輸出受注などの項目で悪化が目立ち、米中貿易摩擦の悪影響が顕在化しつつあると考えられます。
- また、先行きの輸出動向をみる上で注目される広州交易会契約額は前年比若干のマイナスとなり、今後の輸出鈍化が想定されます。
- このように米中貿易摩擦の影響が顕在化してきたことから、中国当局は減税や輸入関税の引き下げなどを通じて貿易摩擦の影響緩和に乗り出しています。米中の摩擦を巡っては、依然として不透明な状況が続くと考えますが、当局による景気下支えによって、景気の底割れは回避するものと考えます。

RBAは、インフレ率が目標レンジ内へ緩やかに回帰するとの見通しを維持



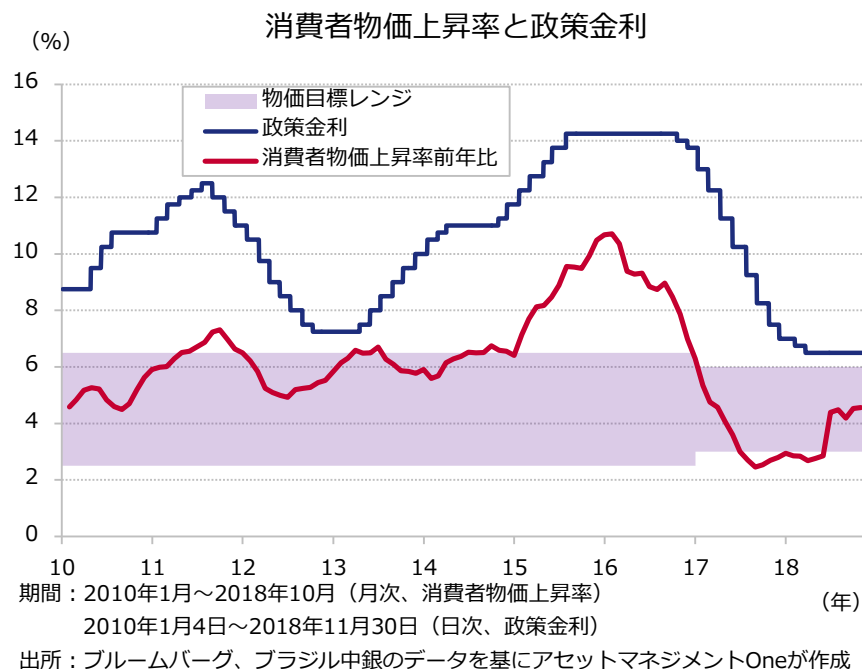
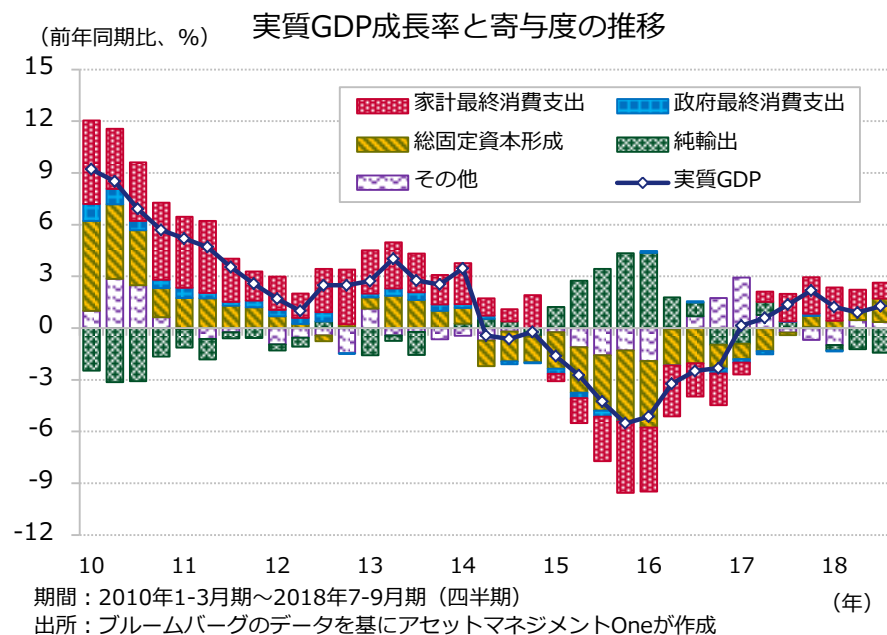
RBAの四半期経済見通し

	2018年 10-12月期	2019年 4-6月期	2019年 10-12月期	2020年 4-6月期	2020年 10-12月期
GDP成長率					
今回	3.50	3.25	3.25	3.25	3.00
前回	3.25	3.25	3.25	3.00	3.00
総合インフレ率					
今回	2.00	2.00	2.25	2.25	2.25
前回	1.75	2.00	2.25	2.25	2.25
基調インフレ率					
今回	1.75	2.00	2.25	2.25	2.25
前回	1.75	2.00	2.00	2.25	2.25

出所：RBAの資料を基にアセットマネジメントOneが作成
(注) 数値は前年同期比（%）。今回は2018年11月、前回は2018年8月

- オーストラリアの7-9月期の消費者物価は、総合が前年比+1.9%と4-6月期の同+2.1%から低下しました。また、オーストラリア準備銀行（RBA）が重視しているトリム平均は同+1.8%と4-6月期から横ばいとなりました。いずれもRBAのインフレ率の目標レンジである2～3%を下回りました。
- かかるなか発表された四半期経済見通しにおいて、RBAは、GDP成長率については安定的な見通し、インフレ率については緩やかに目標レンジ内へ上昇していくとの見通しを維持しました。こうした見通しのもと、RBAは利上げを急がないとみられ、現行の金融政策を維持するものと考えます。

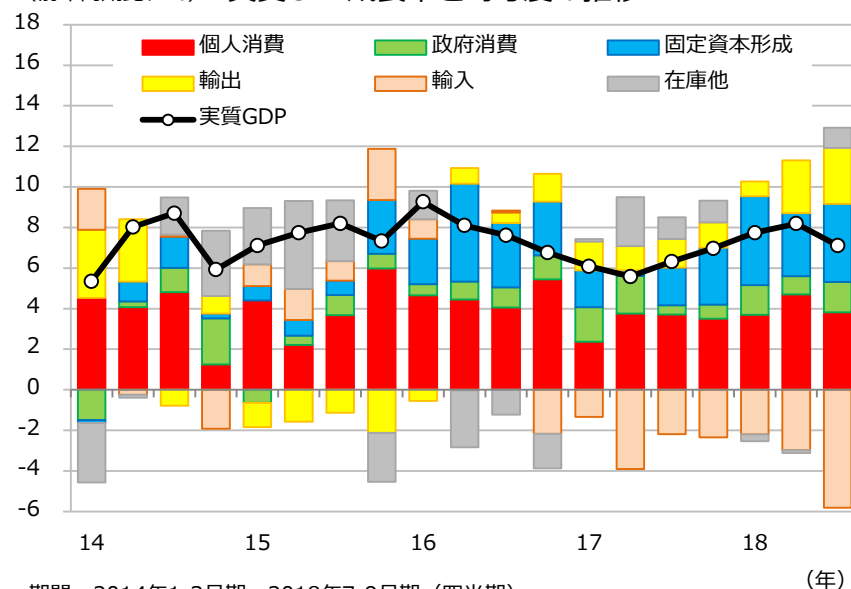
当面、政策金利は据え置きが見込まれる



- ブラジルの7－9月期の実質GDP成長率は前年同期比+1.3%と、4－6月期の同+0.9%からやや加速しました。純輸出が押し下げ要因となったものの、家計最終消費の底堅い伸びに加え、総固定資本形成の大幅な回復などが成長の押し上げに寄与しました。
- 10月の拡大消費者物価上昇率（IPCA）は前年同月比+4.6%となりました。今後の金融政策については、政治的不透明感の後退や政策進展期待などを背景としたブラジルリアル相場の下げ止まりによる、インフレ悪化懸念の後退などから、当面、ブラジル中銀は政策金利を据え置くとみられます。

インドの7-9月期実質GDP成長率は前年同期比+7.1%と減速するも高めの成長

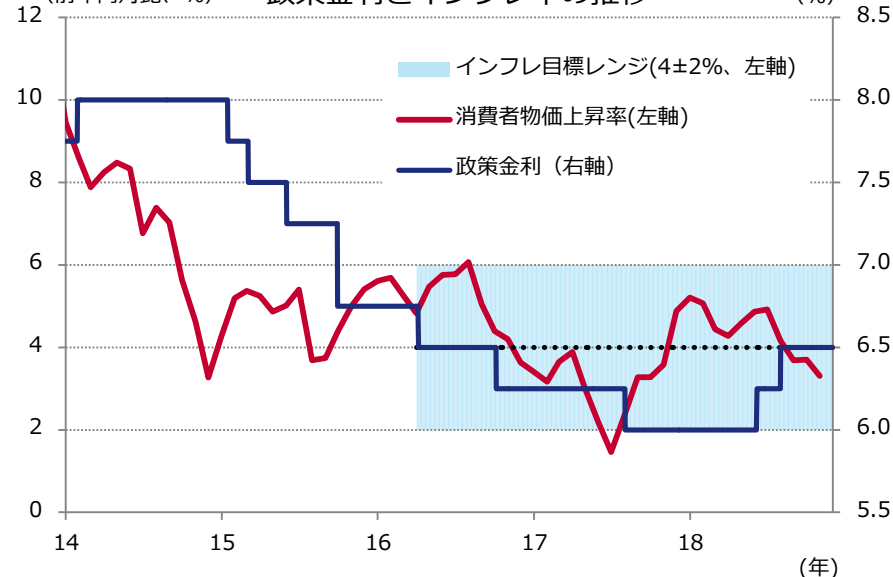
(前年同期比、%) 実質GDP成長率と寄与度の推移



期間：2014年1-3月期～2018年7-9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



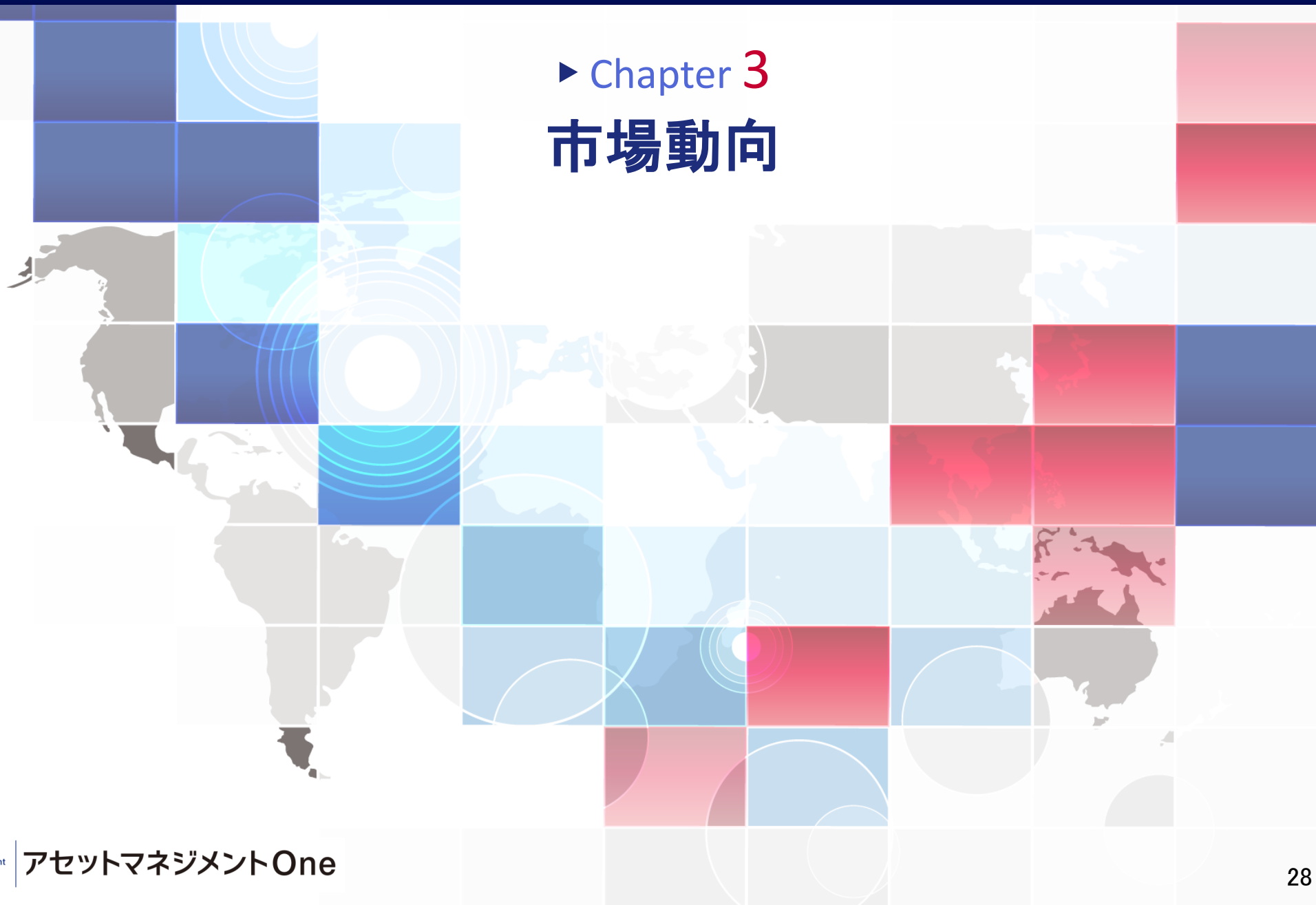
期間：2014年1月1日～2018年11月30日（政策金利、日次）

2014年1月～2018年10月（消費者物価上昇率、月次）

出所：インド財務省、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

- インド経済は、2018年7-9月期の実質GDP成長率が前年同期比+7.1%と4-6月期の同+8.2%からは減速しましたが、中国などと比べても高めの成長が継続しています。内訳をみると個人消費や固定資本形成など内需が成長をけん引しています。
- インド準備銀行（RBI）は、為替相場が軟調な中、10月の金融政策委員会で政策金利を据え置く一方、金融政策のスタンスを「中立」から「調整された引き締め（利下げは検討事項にないが毎回の会合で利上げを行うわけではない）」に変更しました。その後為替相場が落ち着きを見せているほか、10月の消費者物価上昇率も低下しており、RBIは当面物価動向を見極めることになると思われます。

▶ 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

足元の米企業業績は良好であり、当面相場の下支えが期待されるものの、米中貿易交渉などの先行き不透明感などから、神経質な展開が想定されます。また、減速の兆しが一部で指摘される米経済指標の動向も注視されます。

日経平均株価

為替や国内政治の安定などが相場を下支えするとみられるものの、先行き不透明感などから当面、神経質な展開が想定されます。悪材料はある程度織り込んだとみられるものの、引き続き日本株独自の手がかりには乏しい展開が見込まれます。

米国10年国債利回り

米物価上昇が緩慢とみられること、米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念などが金利低下要因とみられます。一方で、米連邦準備理事会（FRB）による金融政策正常化の進展などを鑑みれば、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。ただし、変動幅が拡大する可能性には留意が必要です。

米ドル/円

米ドルは、FRBが金融政策の正常化を緩やかに進める中で下支えされるとみられる一方、米国の通商政策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	24,500～26,500米ドル	21,500～23,500円	2.9～3.2%	0.00～0.15%	111～118円

マーケット・オーバービュー

		11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	25,538	+1.68	▲1.64	+5.22	+44.12
	ドイツDAX指数	11,257	▲1.66	▲8.95	▲13.57	▲1.10
	日経平均株価	22,351	+1.96	▲2.25	▲1.65	+13.18
	MSCIエマージング マーケットインデックス	994	+4.06	▲5.80	▲11.25	+22.16
R E I T	米国REIT(配当込み)	18,017	+4.75	▲0.51	+3.87	+24.59
	国内REIT	1,816	+4.07	+3.67	+8.69	+3.67
	国内REIT(配当込み)	3,610	+4.36	+4.42	+13.19	+16.07
	豪州REIT(配当込み)	738	+0.27	▲3.68	+3.62	+29.62
債 券 利 回 り	米国(10年)	2.99 %	▲0.16	+0.13	+0.58	+0.78
	米国ハイイールド債券	7.34 %	+0.35	+0.82	+1.21	▲0.90
	日本(10年)	0.09 %	▲0.04	▲0.02	+0.05	▲0.22
	ドイツ(10年)	0.31 %	▲0.07	▲0.01	▲0.05	▲0.16

		11月 末値	騰落率(％)			
			1ヵ月	3ヵ月	1年	3年
為 替 (対ドル)	ユーロ	1.13	+0.07	▲2.44	▲4.91	+7.15
	英ポンド	1.28	▲0.07	▲1.60	▲5.69	▲15.28
	豪ドル	0.73	+3.39	+1.68	▲3.36	+1.19
	ブラジルリアル	3.87	▲3.73	+4.83	▲15.36	+0.06
為 替 (対円)	人民元	6.96	+0.24	▲1.83	▲5.09	▲8.07
	インドルピー	69.78	+6.14	+1.47	▲7.48	▲4.74
	米ドル	113.55	+0.54	+2.28	+0.90	▲7.76
	ユーロ	128.44	+0.52	▲0.31	▲4.12	▲1.24
為 替 (対円)	英ポンド	144.79	+0.42	+0.58	▲4.87	▲21.88
	豪ドル	82.95	+3.84	+3.95	▲2.59	▲6.76
	ブラジルリアル	29.34	▲3.24	+7.13	▲14.66	▲7.78
	人民元	16.31	+0.72	+0.30	▲4.30	▲15.26
為 替 (対円)	インドルピー	1.63	+6.78	+4.24	▲6.55	▲11.69

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。11月末値は2018年11月30日時点の値を使用

(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

- 11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、米中間選挙が予想通りの結果となったことが好感され、上昇しました。中旬は、原油安を背景にエネルギー株が売られるとともに、スマートフォン需要鈍化懸念からテクノロジー株に売りが広がり、下落しました。下旬は、米年末商戦の好調な推移や12月初の米中首脳会談への期待から、上昇に転じました。

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 - 良好な企業業績
下落要因	- 貿易紛争への懸念 - 原材料などコスト上昇懸念 - 米長期金利の上昇懸念

先行き不透明感などから神経質な展開

足元の米企業業績は良好であり、当面相場の下支えが期待されるものの、米中貿易交渉などの先行き不透明感などから、神経質な展開が想定されます。12月初めの米中首脳会談で90日間の交渉中は追加関税が見送られることとなりましたが、合意に至るかは依然不透明です。また、FRBの利上げペースをみる上でも、減速の兆しが一部で指摘される米経済指標の動向も注視されます。

■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：24,500～26,500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

国内株式

■ 前月の相場動向

- 11月の『国内株式市場（日経平均株価）』は上昇しました。
- 上旬は、米中間選挙が予想通りの結果となり、円安に振れたこともあって、上昇しました。中旬は、テクノロジー株の売りなどから米国株が下落したことや円が一時強含んだことが嫌気され、下落しました。下旬は、米年末商戦の好調な推移や12月初の米中首脳会談への期待に伴う米国株高を受けて、上昇に転じました。

日経平均株価



■ 今後の見通し

上昇要因	- 総じて堅調な国内景気 - 堅調な国内株式需給 - 米国景気の拡大基調
下落要因	- 貿易紛争への懸念 - 中国の景気動向への懸念

先行き不透明感などから神経質な展開

為替や国内政治の安定などが相場を下支えするとみられるものの、先行き不透明感などから当面、神経質な展開が想定されます。本格化が期待される米中貿易交渉の行方や中国の景気動向などが注目されます。悪材料はある程度織り込んだとみられるものの、引き続き日本株独自の手がかりには乏しい展開が見込まれます。

■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：21,500～23,500円

欧州株式

■ 前月の相場動向

- 11月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は下落しました。
- 上旬は、10月の下落を受けた買い戻しや米中間選挙を受けた米国株高などから、上昇しました。中旬は、原油安や米国株安が嫌気される中、英国の欧州連合（EU）離脱問題やイタリア財政を巡る懸念もあって、下落しました。下旬は、米年末商戦の好調な推移や12月初の米中首脳会談への期待から、下落幅を縮小しました。

■ 今後の見通し

上昇要因	- ユーロ安に伴う輸出競争力改善 - 欧州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

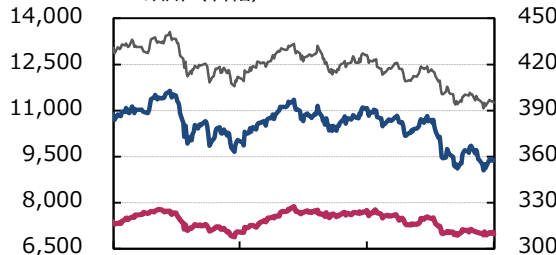
■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：11,000～12,000

欧州株価指数

（2017年11月末～2018年11月末：日次）

— 英国（左軸） — ドイツ（左軸）
— 欧州（右軸）



17年11月 18年3月 18年7月 18年11月

※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

上値の重い推移を見込む

英国のEU離脱やイタリア財政など欧州政治情勢を巡る先行き不透明感を背景に、上値の重い推移を見込みます。12月は、イタリア・EU間の財政交渉のほか、メルケル独首相の後継者が決まる独与党・キリスト教民主同盟（CDU）の党首選や、英国議会でのEU離脱協定合意案の採決の行方が注目されます。鈍化傾向が続く欧州経済指標が持ち直すかも注視されます。

エマージング株式

■ 前月の相場動向

- 11月の『エマージング株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、10月の下落を受けた買い戻しや米国株高などから上昇した後、弱めの中国経済指標や米ドル高が重しとなり、下落に転じました。中旬は、米長期金利低下が支えとなる一方、原油安や中国景気への懸念が重しとなり、ほぼ横ばいで推移しました。月末にかけては、12月初の米中首脳会談への期待から、上昇しました。

■ 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
下落要因	- 貿易紛争への懸念 - 米長期金利の上昇懸念 - 新興国の政治情勢を巡る不透明感

エマージング株価指数

（2017年11月末～2018年11月末：日次）



17年11月 18年3月 18年7月 18年11月

※MSCIエマージング・マーケット・インデックスを使用

先行き不透明感などから神経質な展開

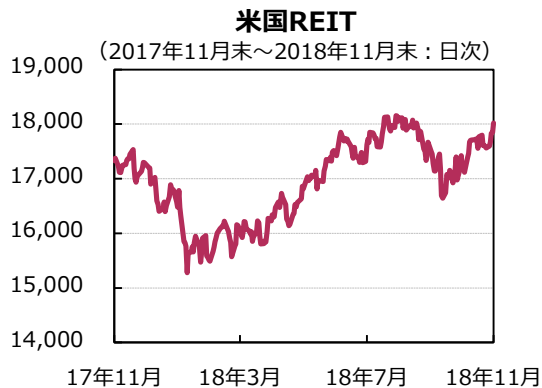
中国当局による景気支援策の効果発現が期待される一方、原油価格をはじめとする商品市況や米長期金利動向を巡る不透明感が残ることから、当面、神経質な展開が想定されます。12月は石油輸出国機構（OPEC）総会のほか、本格化が期待される米中貿易交渉の行方が注視されます。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米国REIT

■ 前月の相場動向

- 11月の『米国REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、10月末にかけて発表された米国REIT各社の良好な決算や米国株高などから、上昇しました。中旬は、リスク回避の強まりから米国株が下落する中、REITは米長期金利低下が支えとなり、ほぼ横ばいで推移しました。下旬は、原油安や米利上げペース緩和観測を背景に米長期金利が一段と低下したことから、上昇しました。



※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	- 米国景気の緩やかな拡大 - 不動産ファンダメンタルズの改善
下落 要因	- 米長期金利の上昇懸念 - 不動産需給バランスの悪化

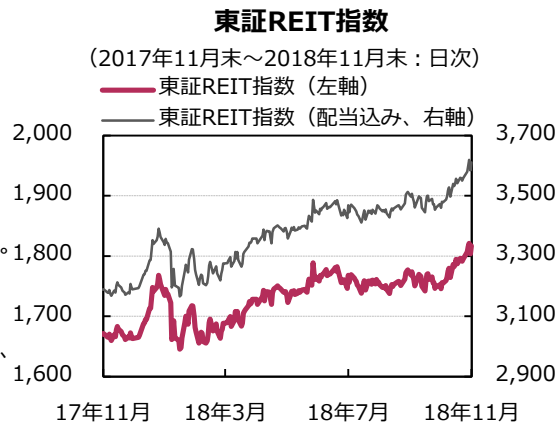
底堅い推移を予想

米長期金利の上昇一服が続くとみられる中、米国REITは当面、底堅い推移を予想します。また、世界景気の減速懸念が一部浮上する中、ディフェンシブ性から株式に比べてREITが選好される展開も続く可能性があります。

J-REIT

■ 前月の相場動向

- 11月の『J-REIT市場』は上昇しました。
- 内外長期金利が総じて低下傾向で推移する中、国内株式と比べてディフェンシブ性が評価されたこともあって、月間を通じて上昇しました。年初来高値を更新する場面もありました。また、都心オフィスの10月の空室率が3カ月連続で低下するなど、国内不動産市況の強さも改めて意識されました。



■ 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 - 投資家の利回り追求の動き - 株式に比した場合のディフェンシブ性
下落 要因	- 国内投資家などの売りによる需給悪化懸念 - 米長期金利の上昇懸念

底堅い推移を予想

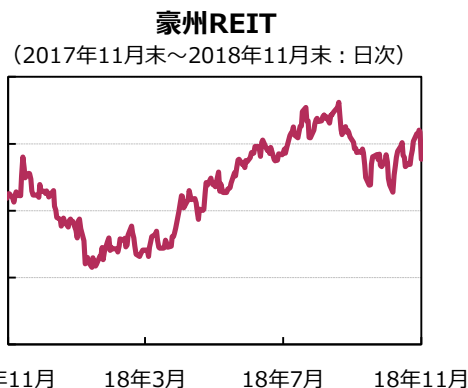
国内不動産市況の改善が継続する中、底堅い推移を予想します。世界景気の減速懸念が一部浮上する中、ディフェンシブ性から日本株に比べてJ-REITが選好される展開も続く可能性があります。米長期金利動向を受けた国内長期金利の低下傾向が続くかどうかにも注視されます。

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

- 11月の『豪州REIT市場』は上昇しました。
- 月上旬は、米国の中間選挙の結果や米中対立の緩和が好感され、世界的にリスク選好の動きが広がったため、豪州REIT市場も上昇しました。月中旬にかけては、原油価格の大幅下落などが嫌気され、豪州REIT市場は軟調な展開となりました。月下旬は、豪州長期金利が低下基調となったことで、豪州REITは上昇しました。



※S&P豪州REITインデックス（配当込み）を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	- 豪州景気の緩やかな回復期待 - 相対的に高い配当利回り水準
下落 要因	- リスク回避姿勢が強まる可能性 - 米国金利の上昇懸念

底堅い推移を見込む

短期的には、米国の政治的な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、米長期金利の動向などには留意が必要と考えます。しかし、豪州景気の緩やかな回復期待などを背景とした不動産市況の改善、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

- 11月の『米国債券市場（10年国債）』は上昇（金利は低下）しました。
- 月上旬は、良好な米雇用統計の結果や、米株価持ち直しなどを受けて金利は上昇しました。しかしその後、米株価の反落や原油価格が軟調に推移したことなどから、金利は低下に転じました。月半ば以降も、世界景気の減速懸念や米利上げペースの緩和観測などを背景に金利は低下基調で推移しました。

■ 今後の見通し

金利の上昇要因	- 良好な米国景気 - 米国の金融政策正常化プロセスの進展
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 - 欧米政治情勢を巡る不透明感

■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：2.9～3.2%

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、世界景気の減速懸念などが金利の低下要因と考えます。一方で、米国景気は良好とみられる中、FRBが金融政策の正常化を進め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

- 11月の『米国ハイイールド債券市場』は下落しました。
- 月上旬は、米株価の持ち直しなどから上昇しました。しかしその後は、米株価が反落したことや、原油価格の下落、世界景気の減速懸念などを背景に下落しました。もっとも月下旬以降は、米長期金利が低下する中、米国ハイイールド債券市場は下落幅を縮小しました。

■ 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
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 - 米金融政策正常化プロセスの進展

米国ハイイールド債券



※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

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の動き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

- 11月の『国内債券市場（10年国債）』は上昇（金利は低下）しました。
- 月上旬は、金利は小動きでした。その後、国内株価の大幅下落や、中国景気の鈍化懸念などを背景に金利は低下に転じました。月半ばにかけては、米長期金利の低下につれたことや、世界景気の減速懸念などから低下基調を強めました。月下旬以降も、米利上げペースの緩和観測などから金利は低下しました。

■ 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 - 総じて堅調な国内景気
金利の低下要因	- 日銀の国債買い入れ - リスク回避の動きが強まる可能性

■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：0.00～0.15%



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。ただし日銀は長期国債の買い入れに際し、金利変動を許容する方針を示していることから、金利の変動幅が拡大する可能性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

欧州債券

■ 前月の相場動向

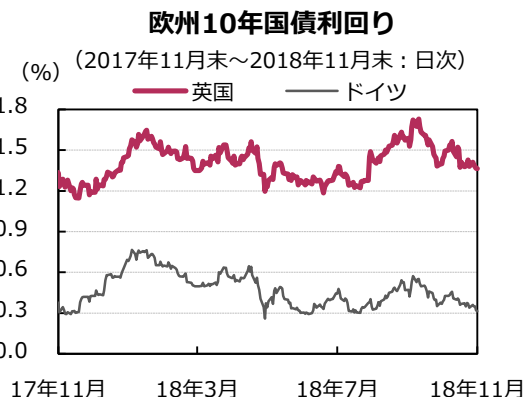
- 11月の『欧州債券市場（ドイツ10年国債）』は上昇（金利は低下）しました。
- 月初旬は、米長期金利の上昇などから上昇しました。しかしその後、イタリア財政規律を巡る同国と欧州との対立懸念や、英国のEU離脱に対する先行き不透明感などから、月中旬にかけて金利は低下しました。月末にかけてはドイツの経済指標悪化などから、低下しました。

■ 今後の見通し

金利の上昇要因	- ECBによる金融政策の正常化 - 欧州景気の持ち直し期待
金利の低下要因	- 欧州政治情勢を巡る不透明感 - 米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：0.3～0.5%



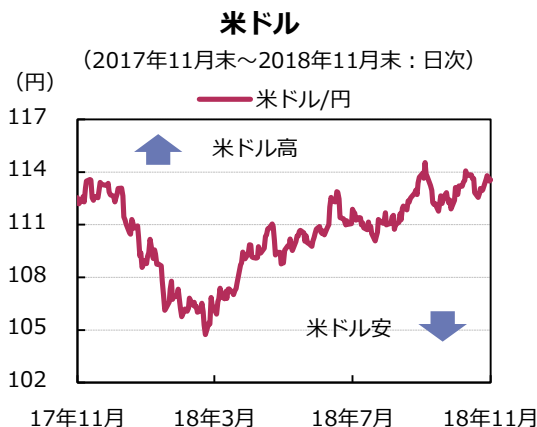
金利はレンジ内での推移を見込む

英国のEU離脱案の英議会における採決の行方や、イタリアの財政運営など欧州政治情勢を巡る不透明感、米中貿易摩擦に対する懸念などが金利の低下要因と考えます。一方で、欧州中央銀行（ECB）が金融政策の正常化に向かうことなどが金利の上昇要因とみられることから、金利はレンジ内での推移を予想します。

米ドル

■ 前月の相場動向

- 11月の米ドルは、対円で上昇しました。
- 米ドルは、月間を通じて対円でもみ合いの展開となりました。月前半は、米中間選挙が予想通りの結果となる中、FRBの利上げ継続姿勢を受けて、対円で上昇しました。月後半は、FRB当局者による世界経済についての慎重な発言を受けて下落した場面もありましたが、米株高や好調な米年末商戦を受けて、米ドルが上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	- 米国の金融政策正常化プロセスの進展 - 日銀の金融緩和継続
下落要因	政治情勢を巡る不透明感

もみ合いの展開を予想

米ドルは、FRBが金融政策の正常化を緩やかに進める中で下支えされるとみられる一方、米国の通商政策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。引き続き米国の長期金利動向を注視する展開が予想されます。

今後1カ月の見通し

(対円)



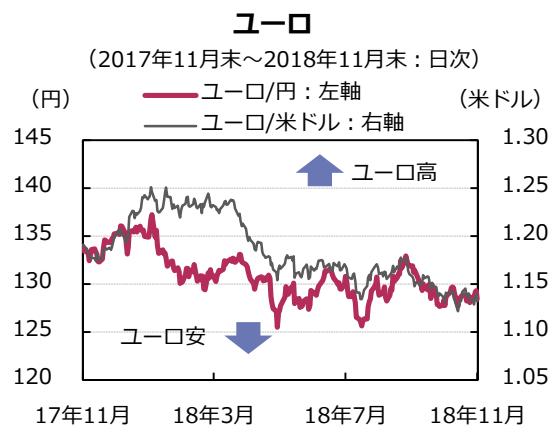
■ 1カ月の予想レンジ

米ドル/円：111～118円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 11月のユーロは、対米ドルで上昇しました。
- 月上旬は上昇しました。その後イタリアの財政拡張懸念や、英国のEU離脱を巡る不透明感などからユーロは下落しましたが、月半ば以降、米ドルの軟化などから上昇しました。月下旬以降は、欧州委員会がイタリア予算案を巡り、制裁手続き入りを勧告する旨の見解を示したこと、ドイツ経済指標の悪化などから軟調でしたが、前月末を上回りました。



■ 今後の見通し

上昇要因	- ECBによる金融政策の正常化 - 欧州景気の持ち直し期待
下落要因	- 欧州政治情勢を巡る不透明感 - 米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念

上値の重い展開か

ECBが金融政策の正常化に向かうことなどがユーロの上昇要因と考えます。一方で、英国のEU離脱案の英議会における採決の行方や、イタリアの財政運営など欧州政治情勢を巡る不透明感、米中貿易摩擦への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。

今後1カ月の見通し

(対米ドル)



■ 1カ月の予想レンジ

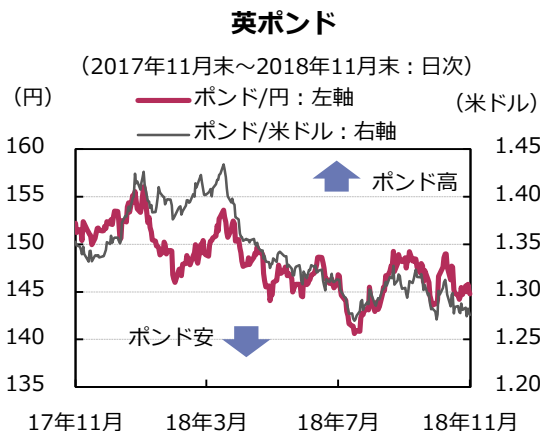
ユーロ/米ドル：1.12～1.17米ドル

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

- 11月の英ポンドは、対米ドルで下落しました。
- 月上旬は、英アイルランド国境問題を巡る楽観的な見方などから上昇しました。しかしその後、英EU離脱担当相複数の閣僚や閣外相の辞任が相次ぎ、メイ首相の求心力低下が意識され、月半ばにかけ英ポンドは下落しました。月下旬以降は、英国のEU離脱案に関し今後の英議会承認を巡る不透明感などが意識される中、小動きでした。



■ 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離脱を巡る懸念から上値重く推移か

目先では英国のEU離脱案の英議会における採決の行方など、英国のEU離脱を巡る不透明感が高まっていることなどから、上値の重い展開が見込まれます。仮に離脱案が否決された場合には、英ポンドに対する下落圧力が強まる可能性に留意が必要です。

今後1カ月の見通し

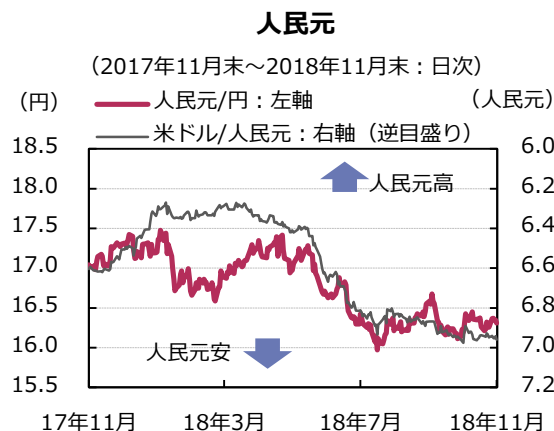
(対米ドル)



人民元

■ 前月の相場動向

- 11月の人民元は、対米ドルで上昇しました。
- 月上旬は、米中首脳が電話会談を行ったとの報道が好感され、元高が進みましたが、徐々に売られ上昇幅を縮小しました。月中旬には米中安全保障対話が開催されるなど、一時的に米中対立の緩和が見られ、人民元は上昇しました。月下旬は、米中首脳会談を控え様子見姿勢が強まったことから、横ばいで推移しました。



■ 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 ・ 中国当局の資本規制継続 ・ 中国当局の景気下支え策
下落要因	・ 米国の金融政策正常化プロセスの進展 ・ 中国からの資金流出懸念 ・ 貿易紛争への懸念

上値の重い推移を見込む

中国人民銀行の人民元安定化姿勢が強まる可能性などが上昇要因とみられます。一方で、米国の金融政策正常化プロセスの進展が米ドルを下支えするとともに、貿易紛争や中国からの資金流出への懸念もあるため、対米ドルで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

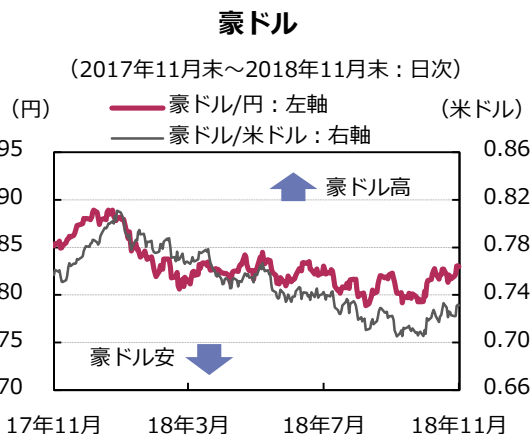
豪ドル

■ 前月の相場動向

- 11月の豪ドルは、対米ドルで上昇しました。
- 月上旬は、9月の豪州貿易黒字の拡大や、最大の輸出相手国である中国の景気刺激策が好感され、豪ドルは上昇しました。月中旬は、好調な豪州の雇用統計が好感されたものの、米中摩擦の激化懸念から豪ドルは上昇幅を縮小しました。月下旬には、米利上げペースの緩和観測や米中首脳会談への期待などから豪ドルは上昇しました。

■ 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、資源価格の底堅い推移
下落要因	- 米国の金融政策正常化プロセスの進展 - 中国の景気悪化懸念 - 貿易紛争への懸念



ボックス圏での推移を見込む

豪州景気の緩やかな回復見通しや、資源価格の底堅い推移などが豪ドルの上昇要因とみられます。一方で、米国の金融政策正常化プロセスの進展、最大の輸出相手国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。そのため、今後の豪ド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)



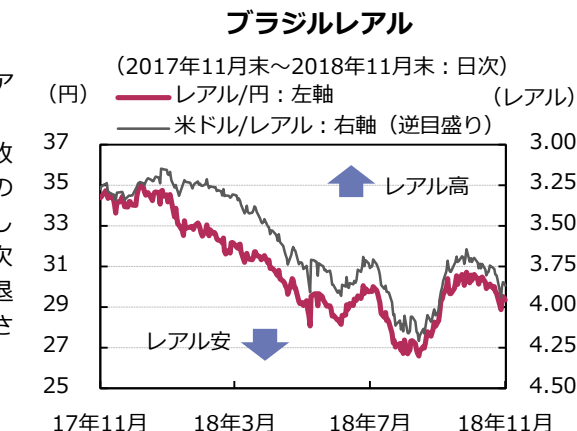
ブラジルレアル

■ 前月の相場動向

- 11月のブラジルレアル（以下、レアル）は、対米ドルで下落しました。
- 上旬から中旬にかけて、年金制度改革の先行き不透明感やリスク回避の動きなどから、レアルは下落しました。下旬にかけても、ボルソナロ次期政権に対する楽観的見通しの後退や軟調な商品市況などを背景に、さらに下落しました。

■ 今後の見通し

上昇要因	- ブラジル景気の回復 - 商品市況の回復維持
下落要因	- 米国の金融政策正常化プロセスの進展 - 次期政権の政策進展に対する先行き不透明感



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などが上昇要因になると考えます。一方で、米国の金融政策正常化プロセスの進展などが下落要因になるとみられるため、レアルはボックス圏での推移を見込みます。また、次期政権の政策実現性に対する期待の後退などにも留意が必要です。

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

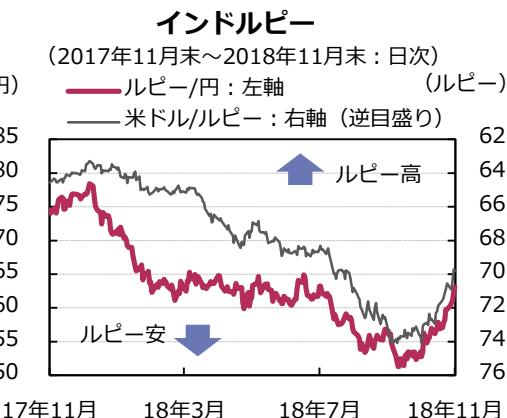
インドルピー

■ 前月の相場動向

- 11月のインドルピー（以下、ルピー）は、対米ドルで上昇しました。
- 月前半は、中銀総裁の辞任観測がくすぶる中、原油安が好感されたことに加え、インド準備銀行（中銀）が公開市場操作を通じた国債買い入れを行い、ルピーが上昇しました。月後半は、原油価格が下落基調の中、政府と中銀の対立姿勢緩和や中銀による企業の海外資金調達へのヘッジ要件緩和を受けて、ルピーがさらに上昇しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	- インド経済の成長期待 - インド中銀の利上げ観測
下落 要因	- 米国の金融政策正常化プロセスの進展 - 中国など他の新興国の景気減速懸念



底堅い推移を見込む

米国の金融政策正常化プロセスの進展、中国など他の新興国の景気減速懸念、原油価格の動向などには注意が必要です。ただし、インド経済の成長期待や中銀の利上げ観測などが下支え要因となると考えます。そのため、今後のルピーは底堅い推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

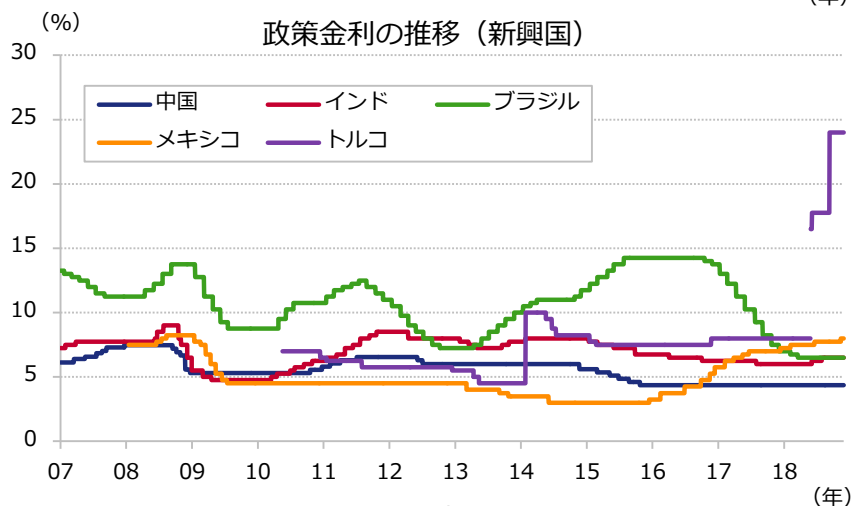
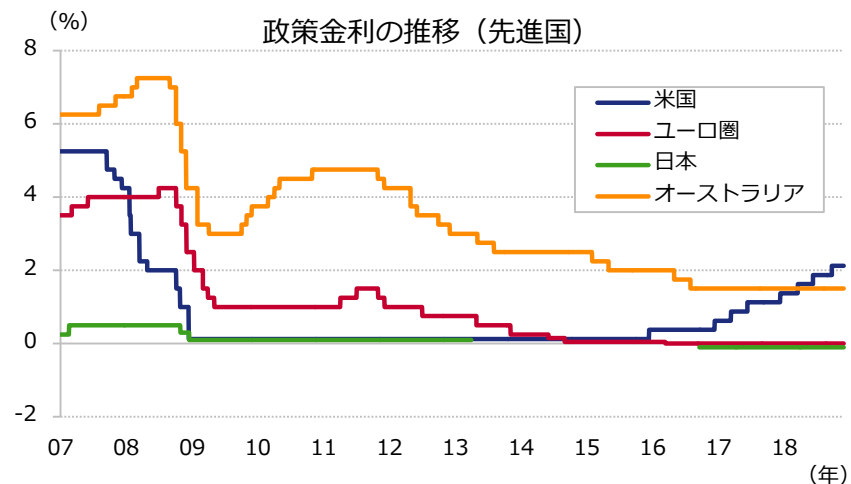
(対米ドル)



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～2018年11月30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～

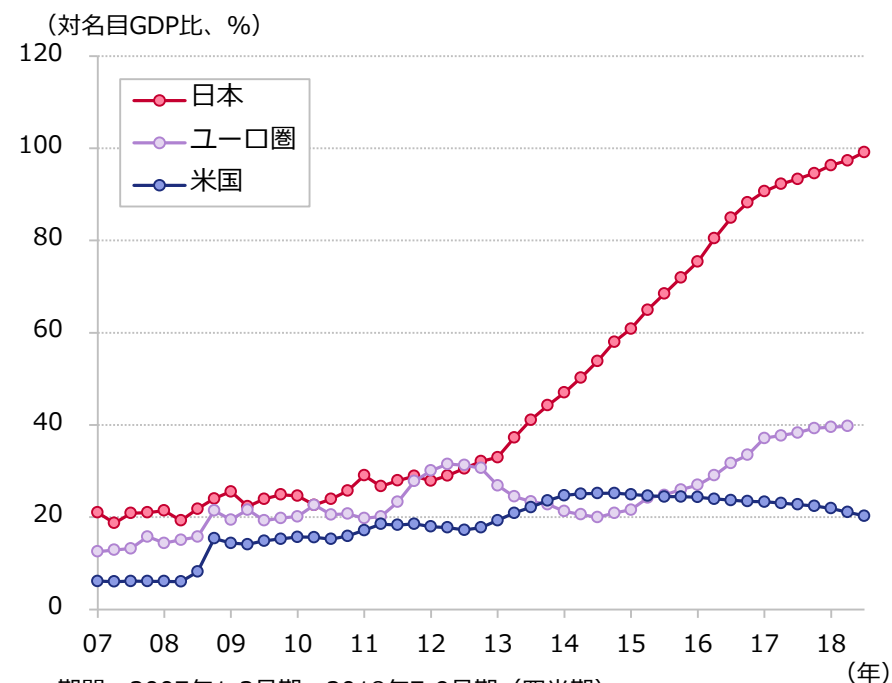
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（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日までについて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

中央銀行資産の推移



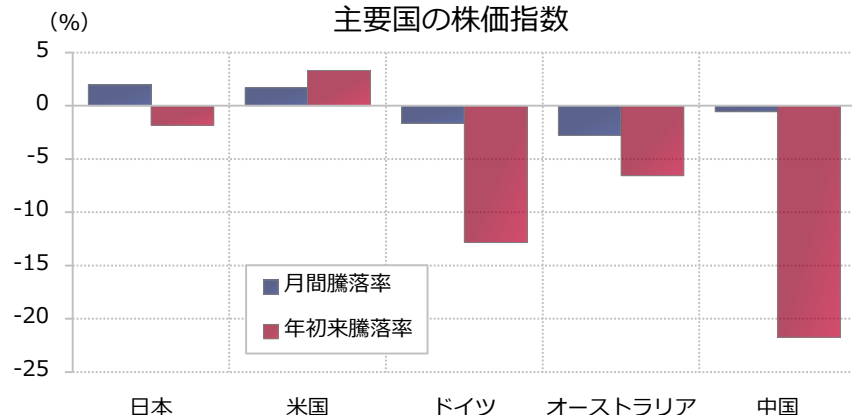
期間：2007年1-3月期～2018年7-9月期（四半期）

（ユーロ圏は2018年4-6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

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

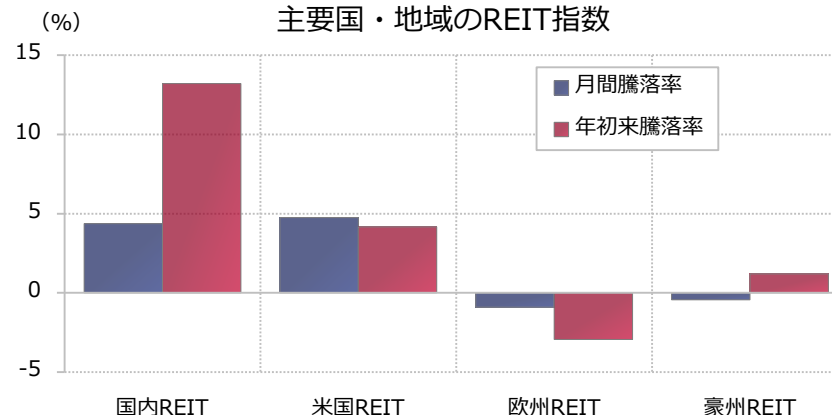
(注) 月間：2018年11月の1ヵ月間、年初来：2017年12月末から2018年11月末の期間

【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

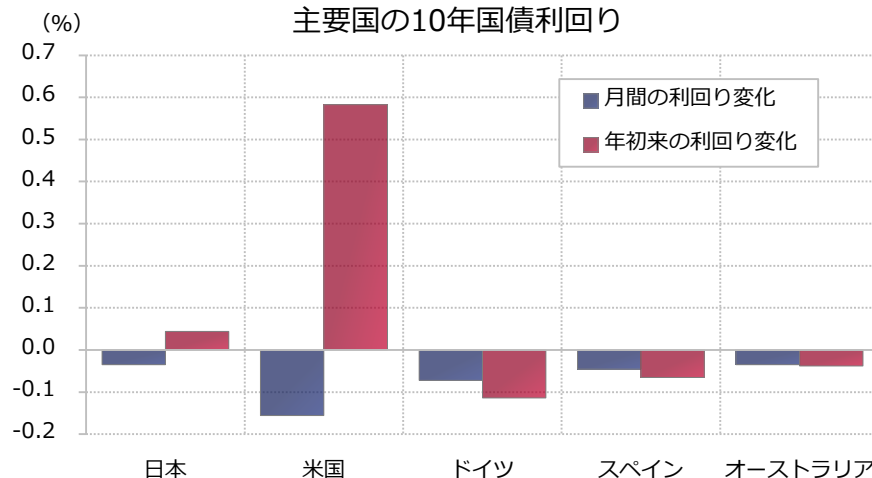
(注) 月間：2018年11月の1ヵ月間、年初来：2017年12月末から2018年11月末の期間

【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

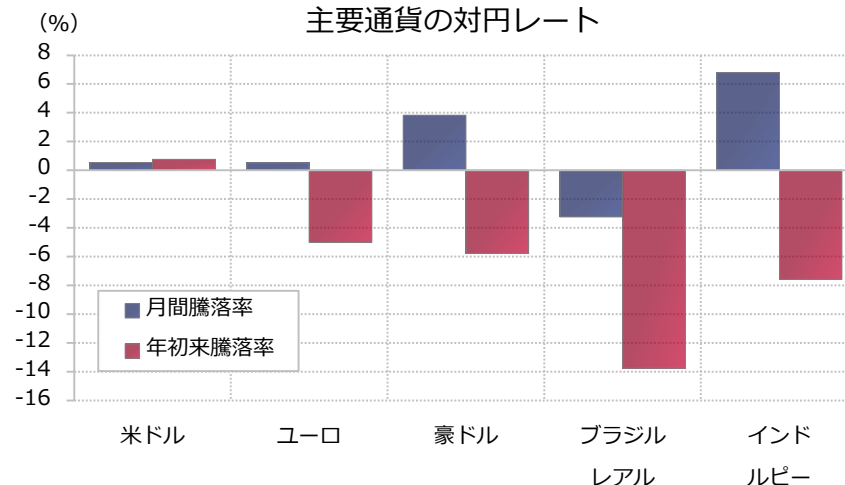
主要国の10年国債利回り



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：2018年11月の1ヵ月間、年初来：2017年12月末から2018年11月末の期間

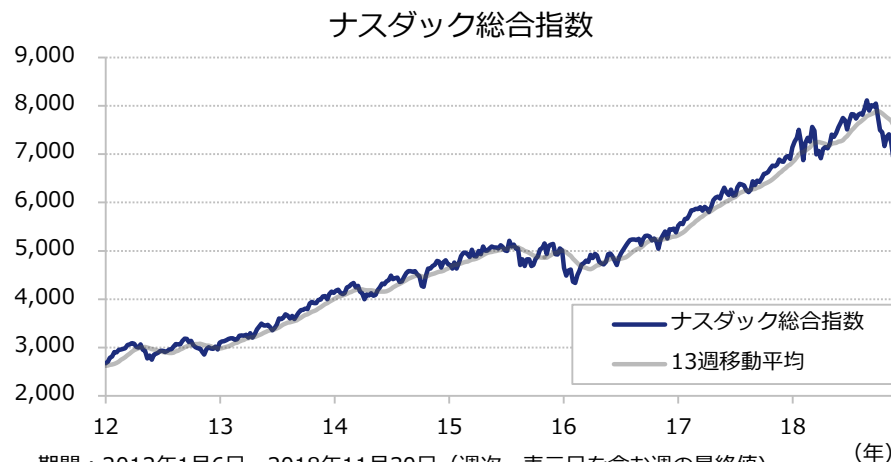
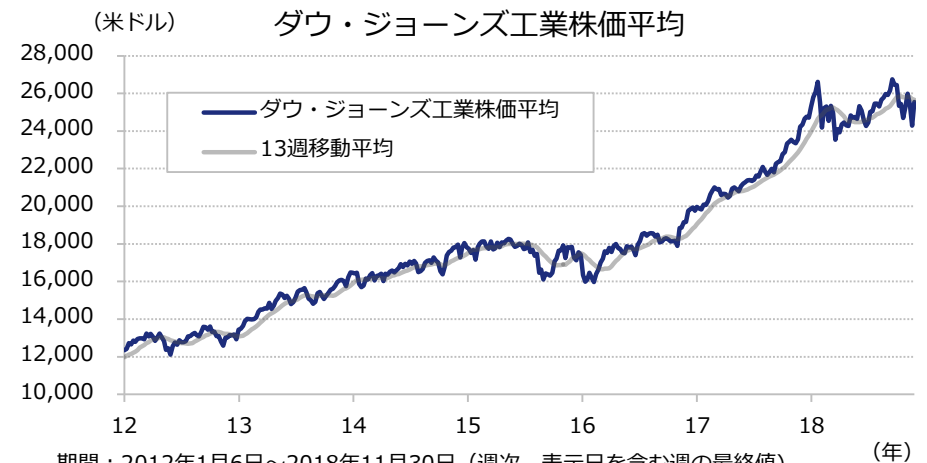
主要通貨の対円レート



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：2018年11月の1ヵ月間、年初来：2017年12月末から2018年11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



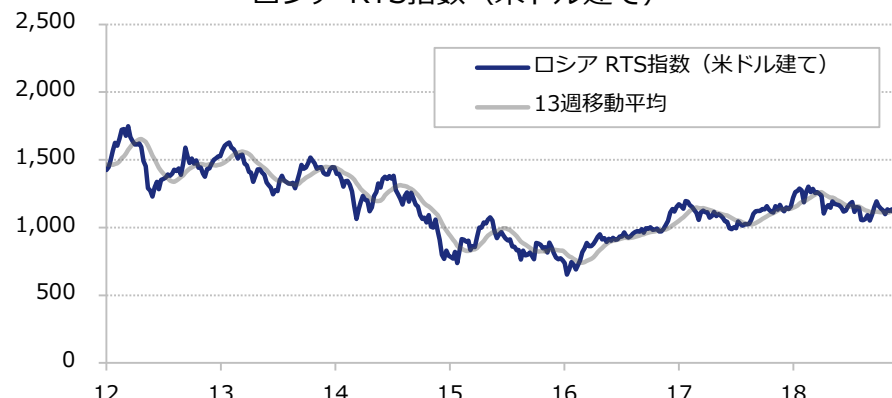
S&P/BSE SENSEX インド指数



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～2018年11月30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

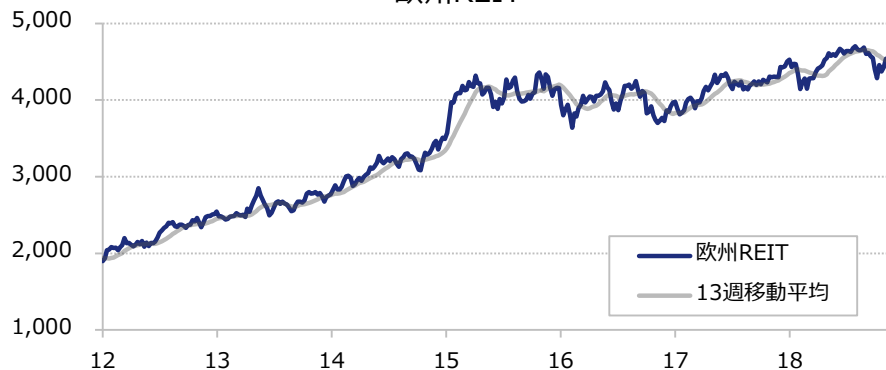


期間：2012年1月6日～2018年11月30日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）

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



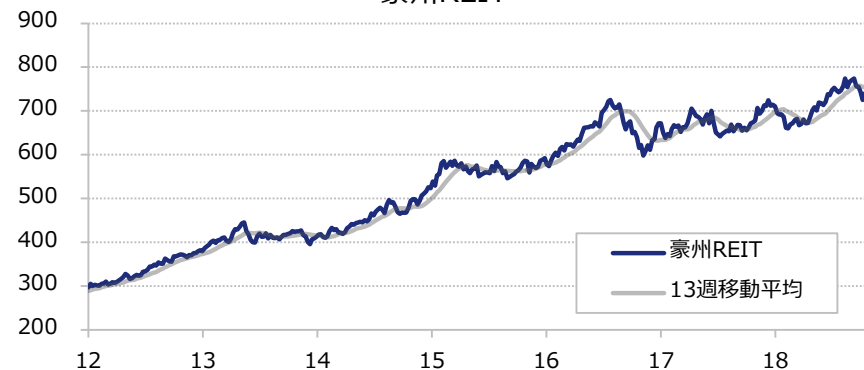
期間：2012年1月6日～2018年11月30日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）

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～2018年11月30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

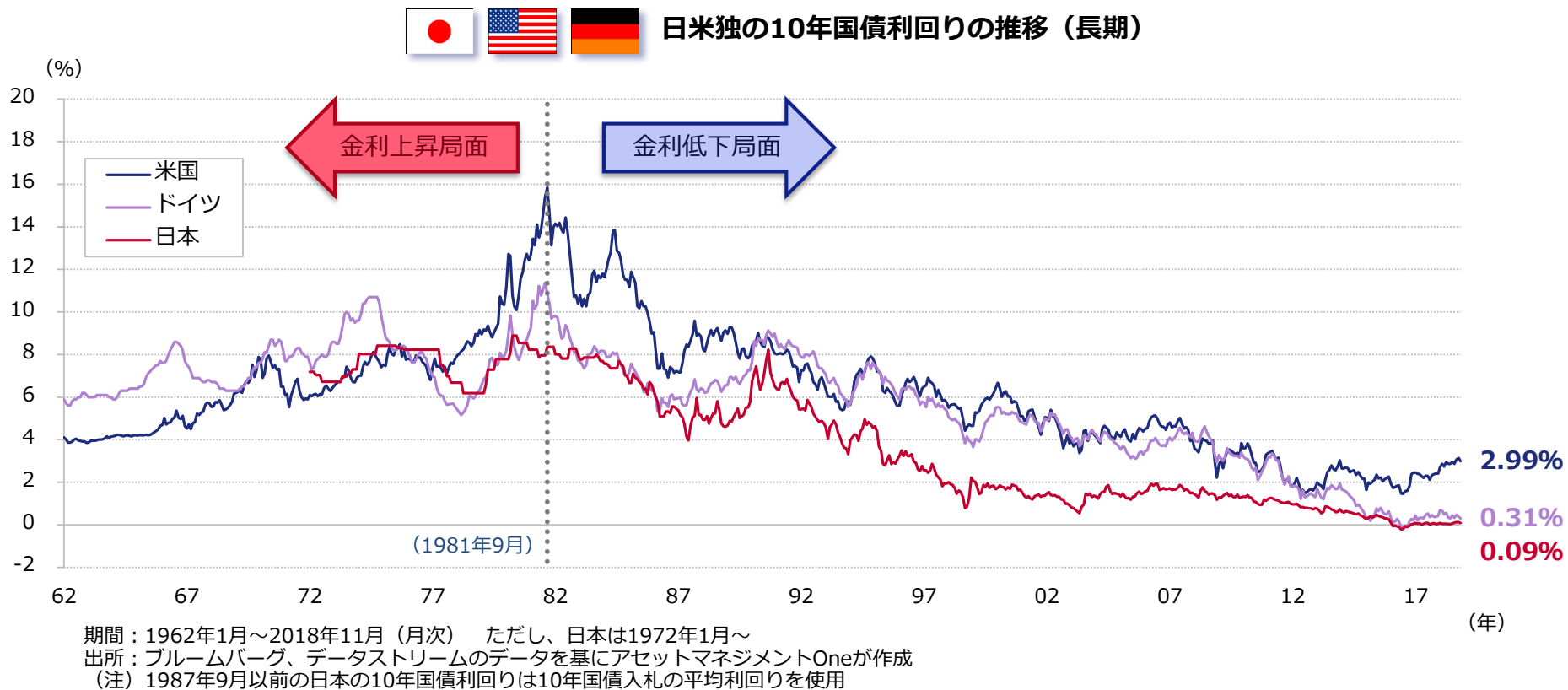
(%)

	1年	2年	3年	5年	7年	10年	30年
スイス	-0.83	-0.73	-0.72	-0.52	-0.32	-0.10	0.52
日本	-0.14	-0.13	-0.12	-0.10	-0.05	0.09	0.82
ドイツ	-0.63	-0.60	-0.54	-0.27	-0.06	0.31	0.99
オランダ		-0.64	-0.53	-0.24	0.08	0.45	1.03
フランス	-0.56	-0.46	-0.30	0.02	0.25	0.68	1.64
スペイン	-0.32	-0.17	0.05	0.45	0.98	1.50	2.68
英国	0.79	0.78	0.78	0.95	1.07	1.36	2.08
カナダ	2.09	2.16	2.19	2.20	2.23	2.27	2.39
オーストラリア	1.91	1.99	2.01	2.19	2.39	2.59	3.12
米国	2.68	2.79	2.80	2.81	2.90	2.99	3.29
イタリア	0.40	0.84	1.63	2.33	2.85	3.21	3.83

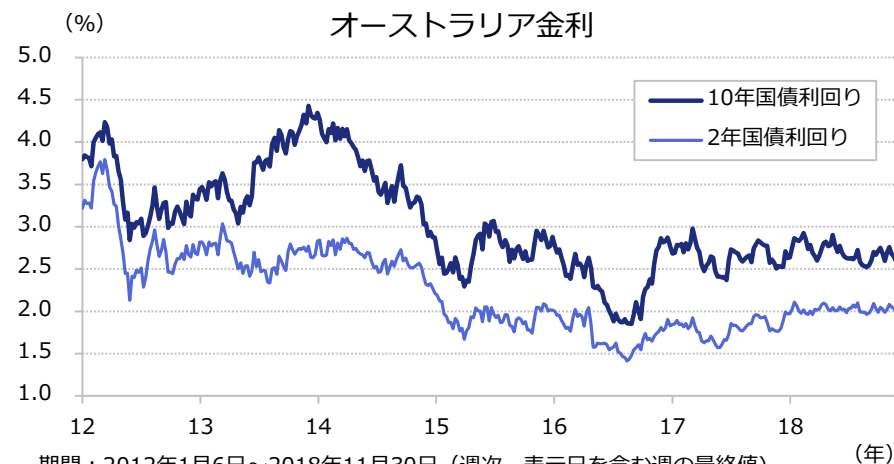
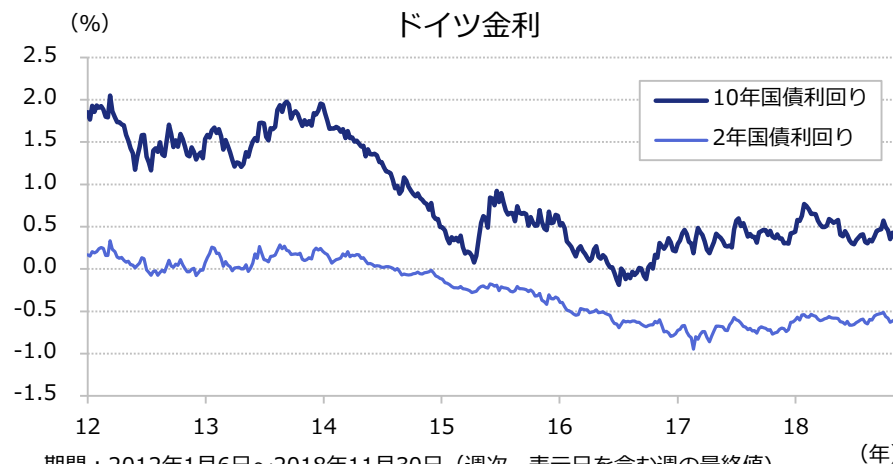
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) 2018年11月30日時点。国名が網掛けのものはマイナス金利政策実施国

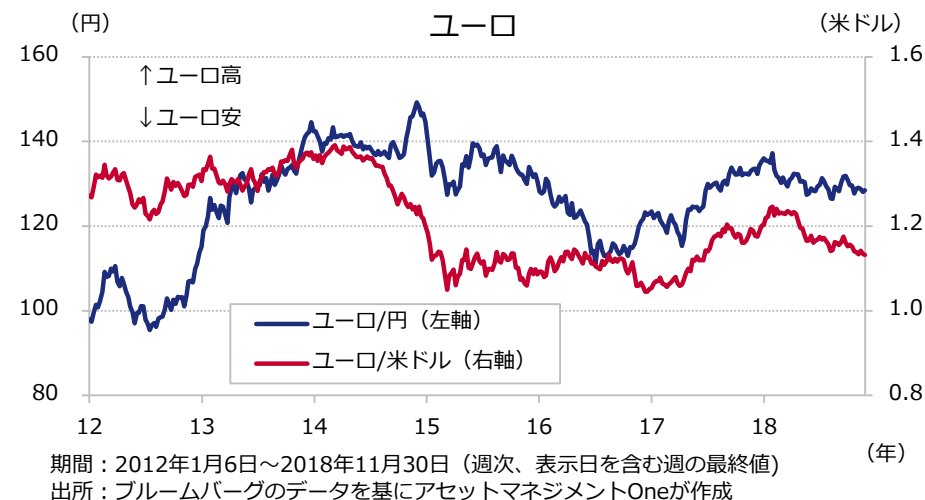
チャート集 – 債券利回りの推移（長期）



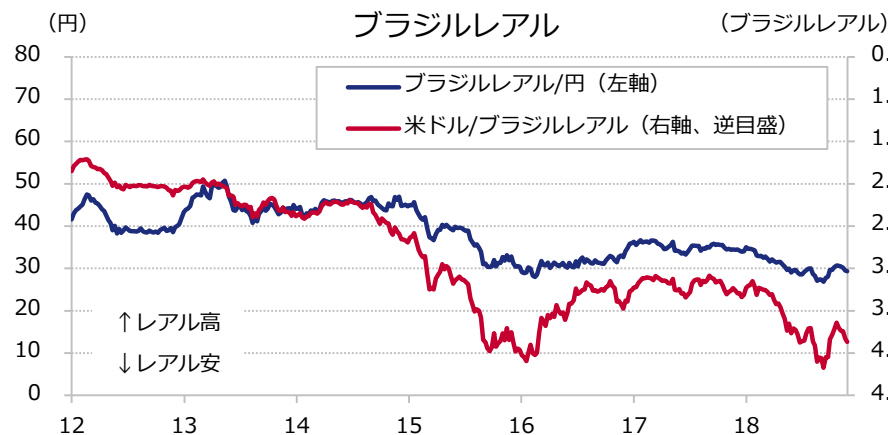
チャート集 – 債券市場



チャート集 – 外国為替市場 ①

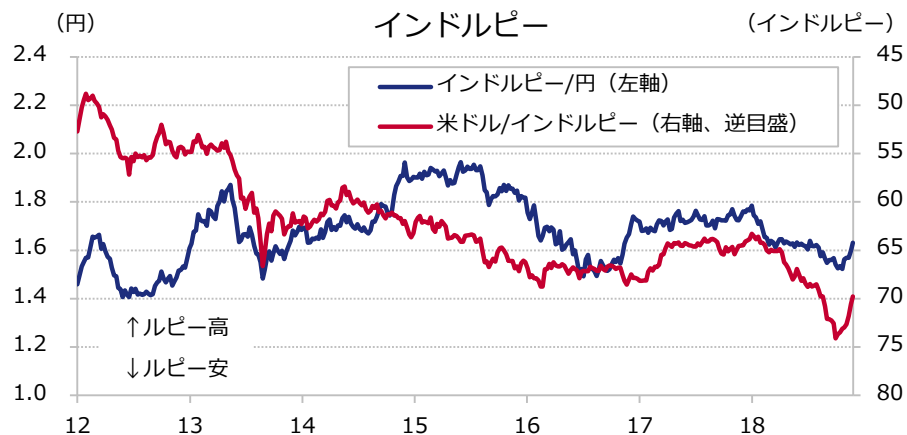


チャート集 – 外国為替市場 ②



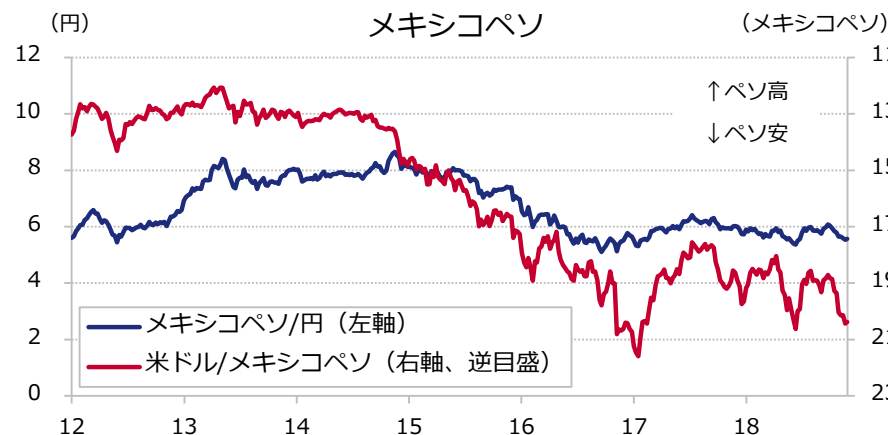
期間：2012年1月6日～2018年11月30日（週次、表示日を含む週の最終値）

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



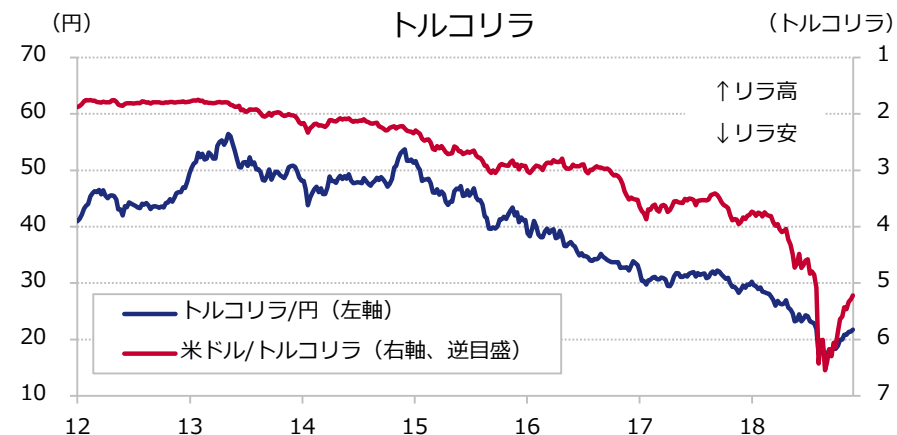
期間：2012年1月6日～2018年11月30日（週次、表示日を含む週の最終値）

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～2018年11月30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

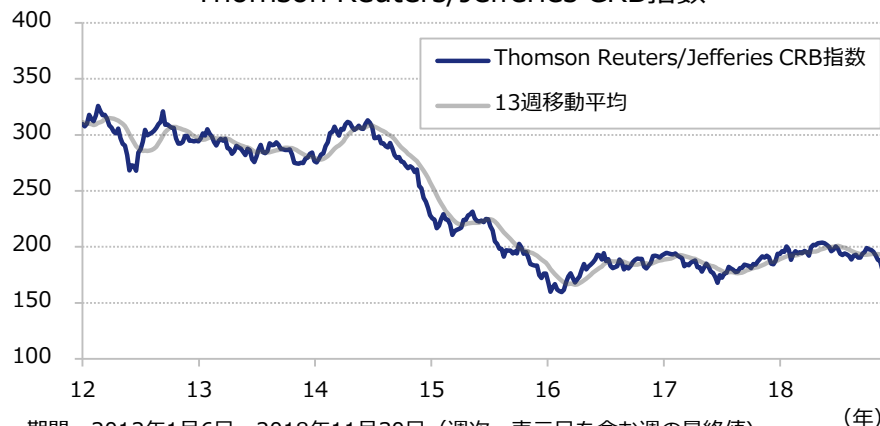


期間：2012年1月6日～2018年11月30日（週次、表示日を含む週の最終値）

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 – 商品市場

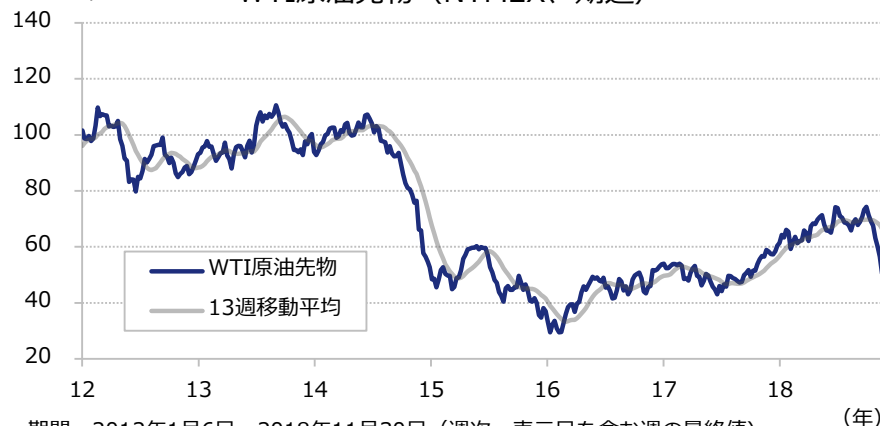
Thomson Reuters/Jefferies CRB指数



期間：2012年1月6日～2018年11月30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

(米ドル/バレル) WTI原油先物（NYMEX、期近）



期間：2012年1月6日～2018年11月30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

(米ドル/トロイオンス) 金先物（COMEX、期近）



期間：2012年1月6日～2018年11月30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

(米ドル/ポンド) 銅先物（COMEX、期近）



期間：2012年1月6日～2018年11月30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 – その他

VIX指数



期間：2012年1月6日～2018年11月30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）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～2018年11月30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）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～2018年11月30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）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～2018年11月30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）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（㈱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、㈱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・インデックスおよびMSCI AC ワールド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&P500種指数、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JefferiesFinancial 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。

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。