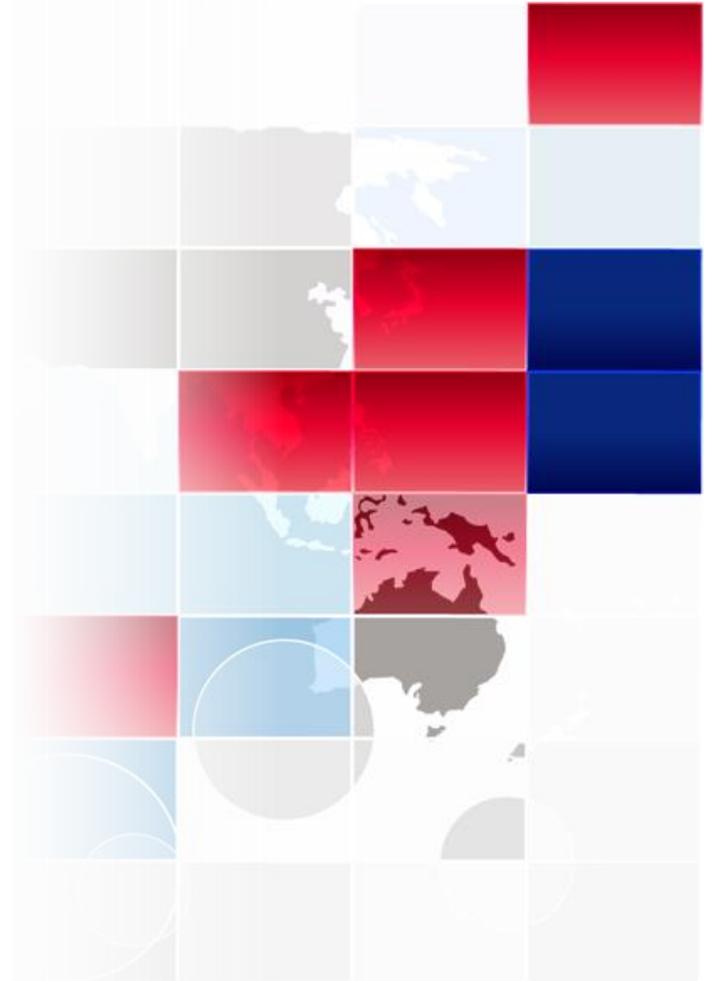


---

# マーケット・インサイト

## 2022年4月

---



# マーケット・インサイト

## ▶ Chapter 1 トピックス

### 1-1 トピックス ..... 3

米国債券市場  
ドル円  
日本の経常収支  
商品価格高騰と資源国通貨の上昇  
TNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）

## ▶ 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

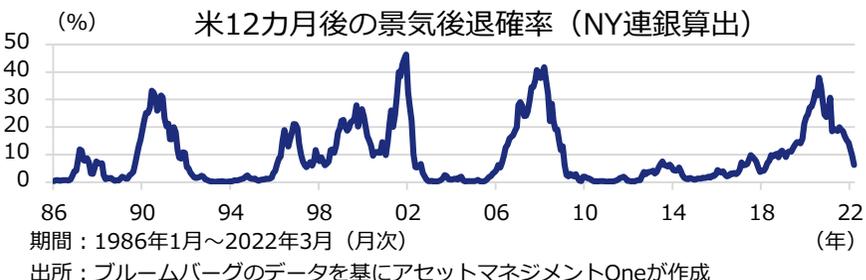
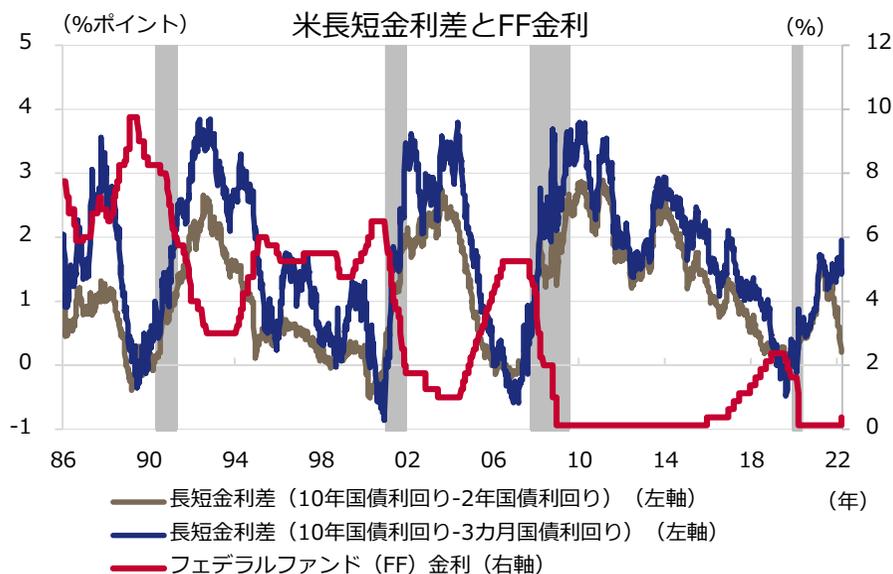
### 3-2 マーケット・オーバービュー ..... 27

### 3-3 市場動向 ..... 29

株式      REIT      債券      外国為替

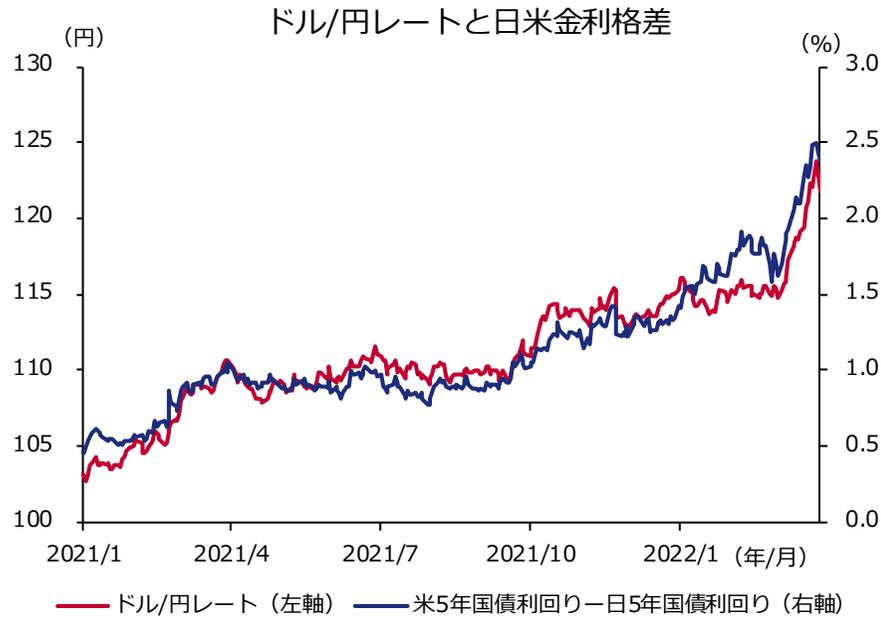
▶ Chapter 1  
トピックス

## 景気後退の予兆とされる長短金利逆転への懸念は強まるが

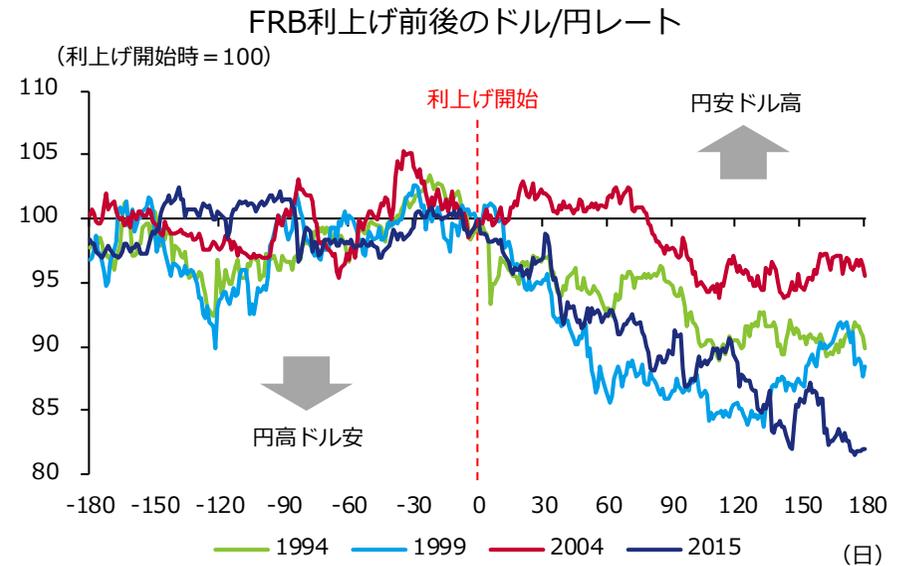


- FRB（米連邦準備理事会）のパウエル議長を含む複数の高官らは、今後の会合で通常の数倍となる1回0.5%の利上げを実施する可能性を排除しない考えを示しており、FRBのタカ派姿勢が鮮明化しています。地政学リスクに伴う商品市況高から、インフレ圧力の一層の強まりが意識される状況ですが、FRBは長期的なインフレ期待が急上昇するような事態を警戒しているとみられます。かかる中、米国債券市場では、景気後退の予兆とされる長短金利の逆転が懸念されています。もっとも、長短金利の逆転と景気後退の関係性を巡っては、参照する長短金利の年限によって景気後退シグナルの精度が異なるなどの指摘がある点には留意が必要です。
- またパウエル議長は、NABE（全米企業エコノミスト協会）での講演で、過去の大規模利上げ局面で景気をソフトランディング（軟着陸）させることに成功した事例として1994年を挙げました。そのうえで、今般の米景気は非常に堅調であり、引き締め策を行うのにとっても良い状況であるとの認識を示しました。例えば、ISM製造業景気指数は中立水準を大きく上回っています。なお、10年国債利回りと3カ月国債利回りの差を基にNY連銀が算出する、12カ月後の米景気後退確率は高まっています。

## 外国為替市場で円安ドル高が急速に進行



期間：2021年1月4日～2022年3月30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

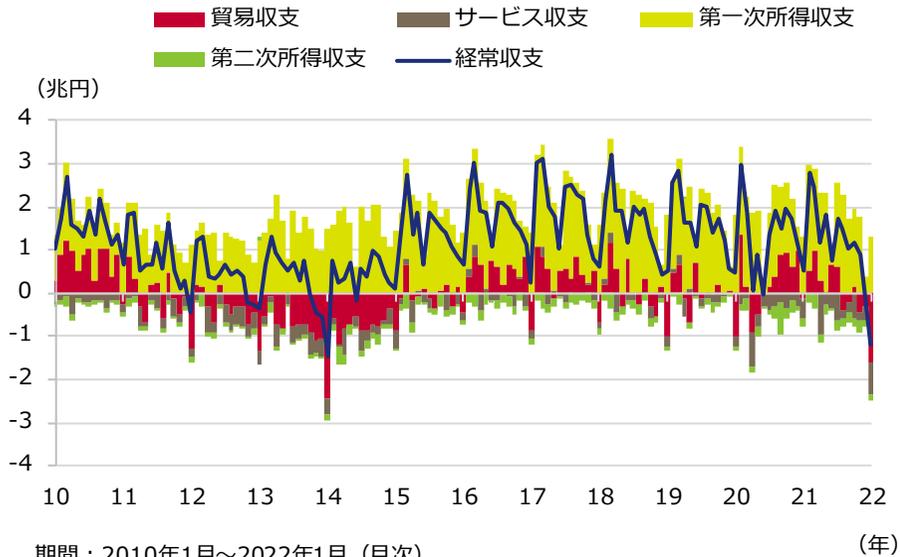


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
注：それぞれの年におけるFRB利上げ開始時のドル/円レートを100に基準化し、利上げ開始前後180日間のデータをグラフ化したもの（日次データ）

- 3月に入り、外国為替市場では円安ドル高が急速に進行しました。ドルは対円で一時125円台に達する場面もあり、3月上旬以降約10円もの上昇幅となりました。FRBが、3月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で利上げを開始するとともに、ロシアのウクライナ侵攻を受けた商品市況高を受けて、利上げが急速に進められるとの見方が強まったことが背景と考えられます。ドル/円レートは米国と日本の5年国債利回り格差とおおむね連動していたことが分かります。
- 直近4回（1994年、1999年、2004年、2015年）のFRBによる利上げ開始前後のドル/円レートの推移をみると、利上げ開始まではややドルが強含んで推移する一方、いったん利上げが始まるとドルは反落しました。利上げを巡る不透明感の後退などが背景だったと考えられます。足元では日米金利格差に連動している状況を踏まえると、米金利が足元の水準でピークアウトするかどうかドル/円レートの今後のカギを握るとみられます。インフレが上ぶれば、米金利が一段と上昇し、円安ドル高がさらに進行する可能性も排除できません。

## 資源価格の高騰が長期化すれば、経常赤字傾向が定着する可能性に留意

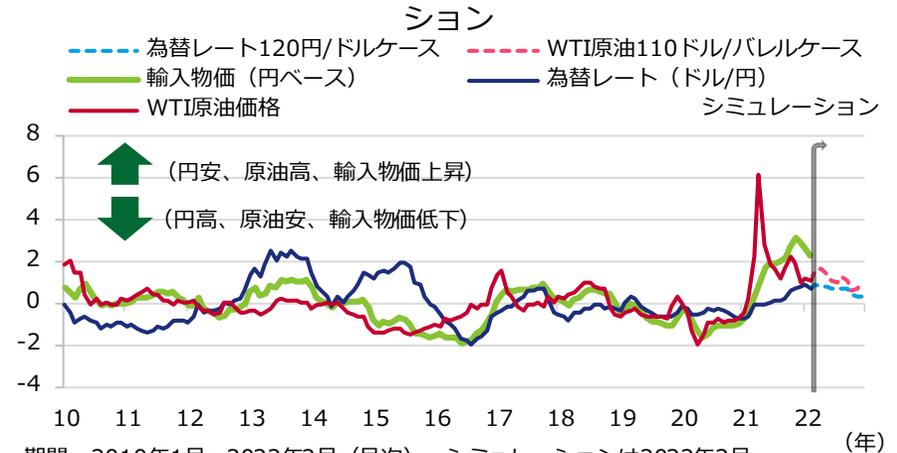
経常収支の推移



期間：2010年1月～2022年1月（月次）

出所：財務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

各指標の前年比を標準化した値の推移とシミュレーション



期間：2010年1月～2022年2月（月次）。シミュレーションは2022年3月～2022年12月（月次）

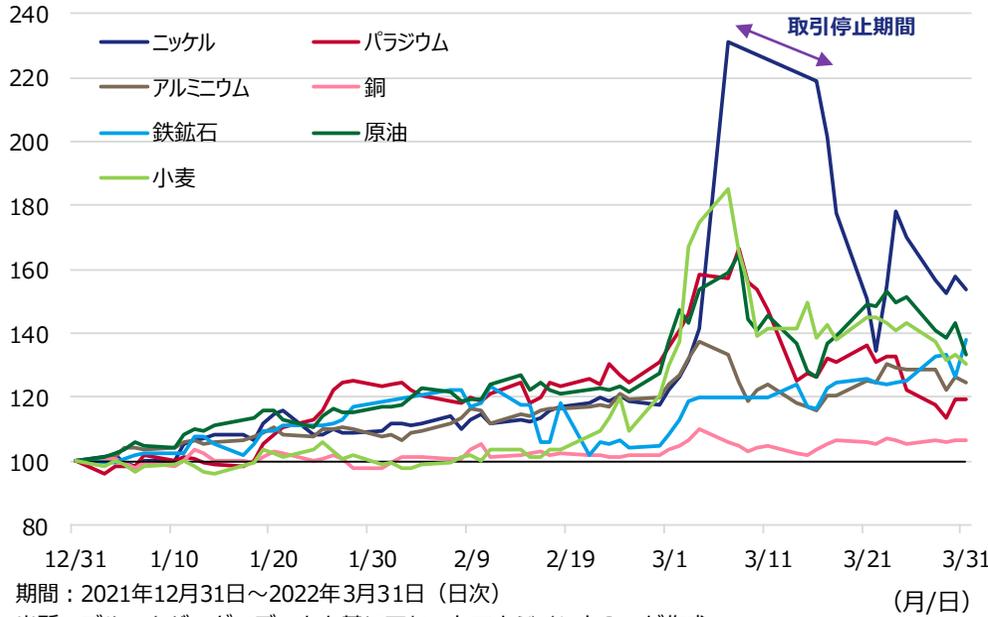
出所：日銀、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
注：各指標は、2010年1月～2022年2月の前年比の値を標準化した。なお、WTI原油価格と為替レート（ドル/円）は月次平均の値

- 2022年1月の日本の経常収支は、1兆1,887億円の赤字となりました。2014年1月（1兆4,561億円の赤字）以来の大きな赤字です。例年1月は経常収支が赤字化（もしくは黒字が縮小や赤字が拡大）しやすいですが、今回は資源価格上昇や円安などの要因が重なり、輸入物価が上昇した影響が大きいとみられます。
- 2月の輸入物価の前年比は+34.0%（速報値）と、2桁台での推移が継続しています。同指数の変動要因となる原油価格や為替レートの前年比を標準化（データのバラつきを調整）して比較すると、原油価格の上昇が大きく、輸入物価上昇の主要因となっている様子がうかがえます。仮にWTI原油価格が110ドル/バレル、為替レートが120円/ドルで推移した場合、それぞれ前年比で概ね横ばい推移が継続し、輸入物価も足元の高水準で推移すると想定されます。こうしたことから、しばらくは、所得収支で貿易赤字を補いきれずに、経常赤字傾向が定着する可能性には留意が必要と考えます。

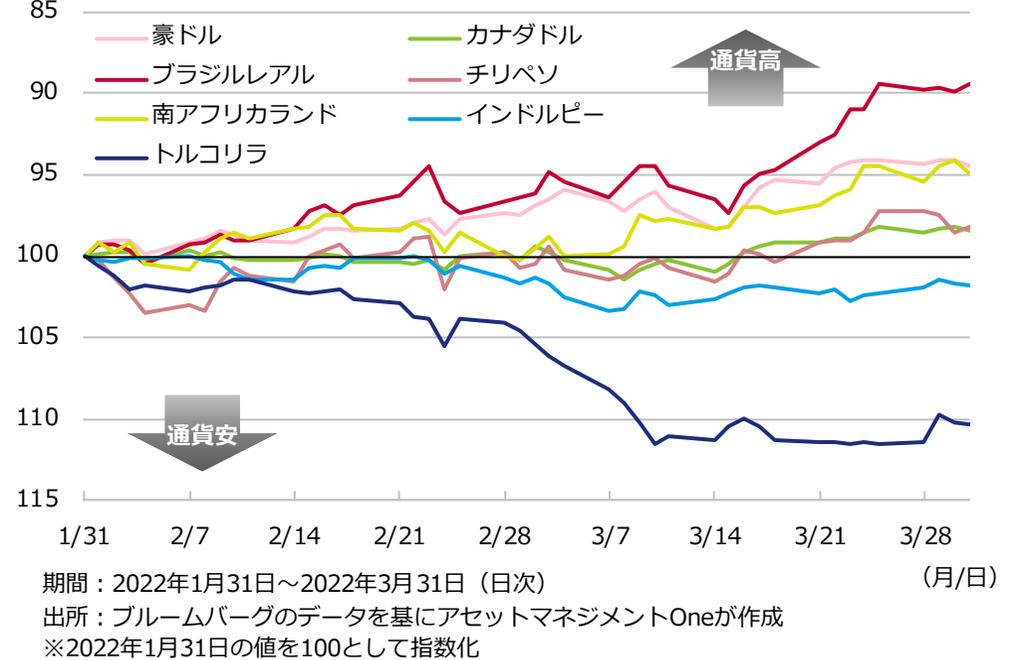
# トピックス – 商品価格高騰と資源国通貨の上昇

## 商品価格の高騰とともに、資源国通貨が上昇

ウクライナ情勢に伴う商品価格の推移



※逆目盛り 資源国・新興国通貨の推移（対米ドル）



- ウクライナ情勢の悪化とロシアへの経済制裁に伴い、カナダやオーストラリアの小麦、南アフリカのパラジウムなど、その他地域での商品の買い付けが進んだことから、エネルギー・金属・穀物などの価格が上昇しました。ニッケルは価格の上昇に伴って、中国のニッケル生産大手が売り持ち高の買い戻し対応を迫られた影響から値上がり加速し、取引の停止・取り消しなどの措置が取られました。足元で価格の急上昇は一服しているものの依然高水準であり、世界的なインフレ圧力とそれに伴う経済活動の縮小が懸念されています。
- 今回の商品価格高騰から各国の通貨の動きを対米ドルで見ると、豪ドル・ブラジルレアルなど主に資源国で上昇しました。対して、資源輸入国であるインド・トルコなどは、輸入コストの増加に伴う経常赤字の拡大が懸念され下落しました。

# トピックス – TNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）

## TNFDが、生物多様性に関する開示枠組みのベータ版を公表

TNFDが定める自然のリスク

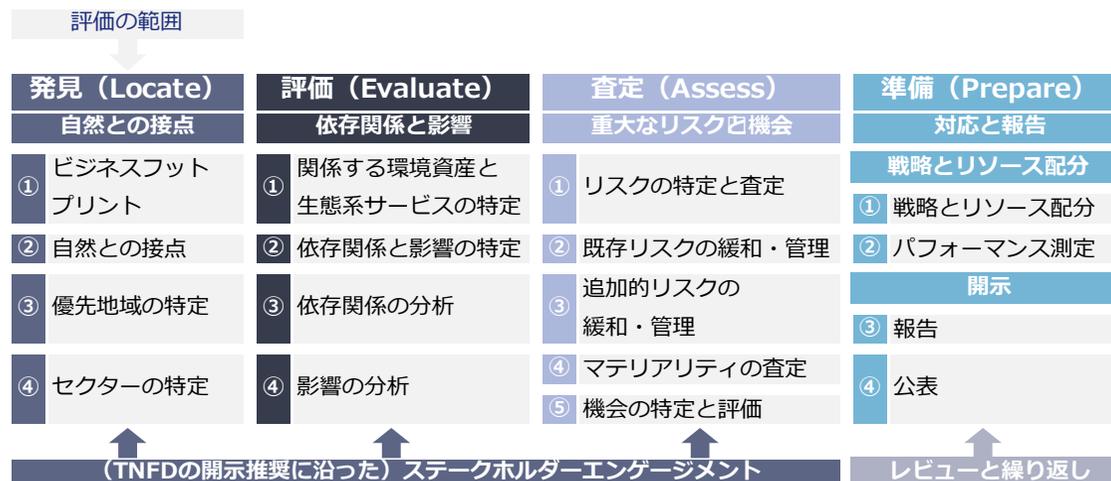
物理的リスク		移行リスク	
<b>急性リスク</b>		<b>政策・法律</b>	<b>市場</b>
自然環境の悪化による自然災害の甚大化		自然保護規制の導入等	顧客・投資家の嗜好の変化
<b>慢性リスク</b>		<b>テクノロジー</b>	<b>レピュテーション</b>
送粉サービス*の劣化による収穫減少等		自然に優しい製品への代替	環境破壊への心理の変化

システミックリスク		
<b>生態系の崩壊</b>	<b>アグリゲートドリスク</b>	<b>波及</b>
生態系が機能しなくなることで生じるリスク	全体の移行/物理的リスクの水準に影響を与えるリスク	金融システムを通じた自然リスクの波及

\*農作物の結実に必要な花粉をミツバチ等が媒介する機能  
出所：TNFDの資料を基にアセットマネジメントOneが作成

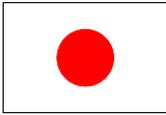
LEAPアプローチの概要



出所：TNFDの資料を基にアセットマネジメントOneが作成

- TNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）とは、企業が生物多様性・自然資本に関するリスクと機会を管理し、開示するための枠組みを策定する国連機関などが主導する組織です。昨年正式に発足し、3月にフレームワークのベータ版を発表しました。
- ベータ版では、自然を巡る主要な概念が定義されました。自然関連リスクについては、企業にとっての潜在的脅威で、自然への依存度に応じて変化するものとししました。また、物理的リスク、移行リスク、システミックリスクから生じうるとしています。
- また、TNFDは企業が自然リスクの開示を行う実践的な手法としてLEAPアプローチを開発しました。発見 (Locate) ・ 評価 (Evaluate) ・ 査定 (Assess) ・ 準備 (Prepare) の4要素から構成され、TNFDは企業へ同手法の利用を推奨しています。
- もっとも今回のベータ版には多くの課題が存在します。中には、自然リスクに関する標準的なシナリオや、自然保全に関する国際的に合意された測定基準が存在しないなど重大な問題も多く、TNFDはこれらの課題解決を今後の優先分野としています。

▶ Chapter 2  
経済動向

国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 成長停滞	利上げ継続	オミクロン株による感染拡大の影響等を受け、1-3月期の経済成長率は減速したとみられます。また、ウクライナ危機を受けた世界経済の停滞に加え、原油高やマインドの悪化を通じた個人消費の抑制等が想定される中、4-6月期も低成長に留まる見込みです。他方、FRBは物価の安定を最優先し、今後も利上げを推し進めると想定されます。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 供給制約の長期化</li> <li>▶ エネルギー価格の一段の上昇</li> </ul>
 日本	 回復が期待されるも不透明感強い	低金利維持による金融緩和が長期化	1-3月期はサービスを中心に個人消費の落ち込みが避けられない見通しです。景気は回復が期待されるも、感染動向などの不透明感が強い状況にあります。また、原油や穀物価格の高騰などからエネルギーや食品価格の上昇が長期化する可能性が高まっており、企業収益や消費者心理への悪影響、金融政策の変更への圧力の高まりに留意が必要です。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 供給制約、商品価格高騰の長期化</li> <li>▶ 変異株による感染拡大</li> </ul>
 ユーロ圏	 景気低迷が継続する見込み	量的緩和終了へ	ロシアのウクライナ侵攻を受けて、エネルギーや食品価格など物価上昇による実質所得の減少、家計や企業のマインド低下などが、景気の足かせとなると考えられます。このため、1-3月期に続き4-6月期も景気の低迷が継続する見込みです。一方、物価上昇対応のため、ECBは量的緩和を早急に終了させ、マイナス金利是正に向かうと思われれます。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 供給制約の長期化</li> <li>▶ エネルギー価格の一段の上昇</li> </ul>
 中国	 ロックダウンで景気は悪化	金融緩和	当局は景気の安定化方針を掲げました。こうした中、環境規制や不動産政策を緩和方向へ調整するなど景気支援の姿勢を示しています。しかし、ゼロコロナ政策は続けており、足元では感染の拡大を受けて、大都市でロックダウン措置が採られ、1-3月期の景気に大きな下押し圧力となっています。感染拡大の長期化による景気の下振れが懸念されます。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 商品価格高</li> <li>▶ 不動産市場の悪化</li> <li>▶ ゼロコロナ政策長期化</li> </ul>

# 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>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>	<b>3.6</b>	<b>2.8</b>	<b>▲ 3.1</b>	<b>5.9</b>	<b>4.4 ( ↓ 0.5 )</b>	<b>3.8 ( ↑ 0.2 )</b>
<b>先進国計</b>	<b>1.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>	<b>▲ 4.5</b>	<b>5.0</b>	<b>3.9 ( ↓ 0.6 )</b>	<b>2.6 ( ↑ 0.4 )</b>
米国	1.7	2.3	2.9	2.3	▲ 3.4	5.6	4.0 ( ↓ 1.2 )	2.6 ( ↑ 0.4 )
日本	0.8	1.7	0.6	0.0	▲ 4.5	1.6	3.3 ( ↑ 0.1 )	1.8 ( ↑ 0.4 )
ユーロ圏	1.9	2.6	1.9	1.5	▲ 6.4	5.2	3.9 ( ↓ 0.4 )	2.5 ( ↑ 0.5 )
オーストラリア	2.7	2.4	2.8	1.9	▲ 2.2	4.2	4.1 ( → 0.0 )	2.5 ( ↓ 0.1 )
<b>新興国計</b>	<b>4.5</b>	<b>4.8</b>	<b>4.6</b>	<b>3.7</b>	<b>▲ 2.0</b>	<b>6.5</b>	<b>4.8 ( ↓ 0.3 )</b>	<b>4.7 ( ↑ 0.1 )</b>
中国	6.9	6.9	6.8	6.0	2.3	8.1	4.8 ( ↓ 0.8 )	5.2 ( ↓ 0.1 )
インド	8.3	6.8	6.5	4.0	▲ 7.3	9.0	9.0 ( ↑ 0.5 )	7.1 ( ↑ 0.5 )
ブラジル	▲ 3.3	1.3	1.8	1.4	▲ 3.9	4.7	0.3 ( ↓ 1.2 )	1.6 ( ↓ 0.4 )
ロシア	0.2	1.8	2.8	2.0	▲ 2.7	4.5	2.8 ( ↓ 0.1 )	2.1 ( ↑ 0.1 )
ASEAN5*	5.1	5.5	5.4	4.9	▲ 3.4	3.1	5.6 ( ↓ 0.2 )	6.0 ( → 0.0 )

出所：IMF「World Economic Outlook Update, 2022.1」、 「World Economic Outlook Database, 2021.10」、リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

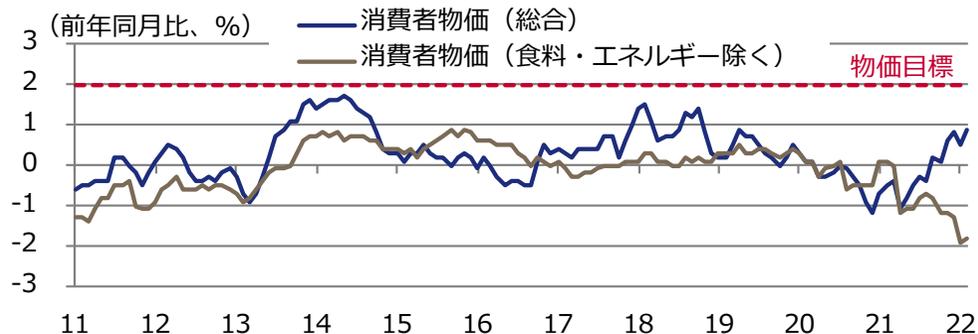
※ASEAN5：インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

(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

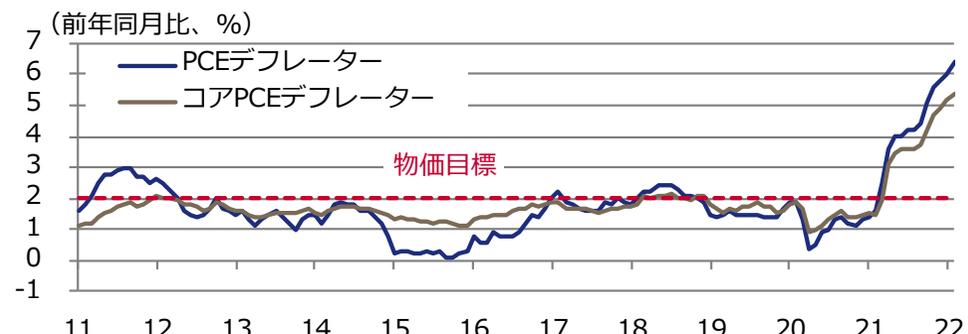
# 経済の概況 – 各国のインフレ率の動向

 **日本のインフレ率の推移**



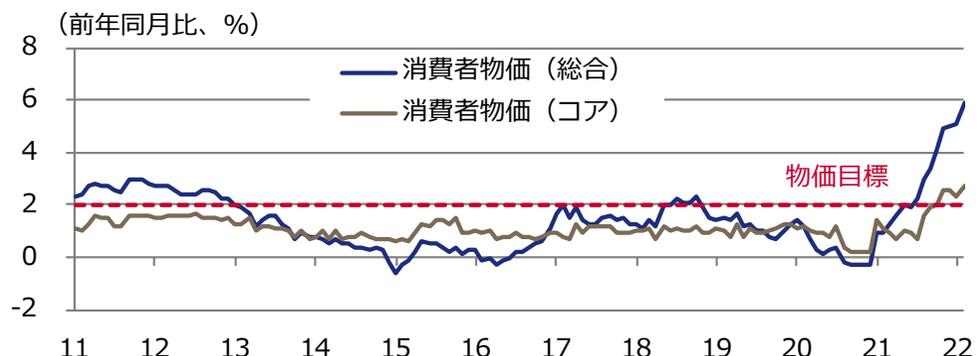
期間：2011年1月～2022年2月（月次）  
 出所：総務省、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) グラフは消費税率引き上げ及び幼児教育・保育無償化の影響を除いたベース

 **米国のインフレ率の推移**



期間：2011年1月～2022年2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

 **ユーロ圏のインフレ率の推移**



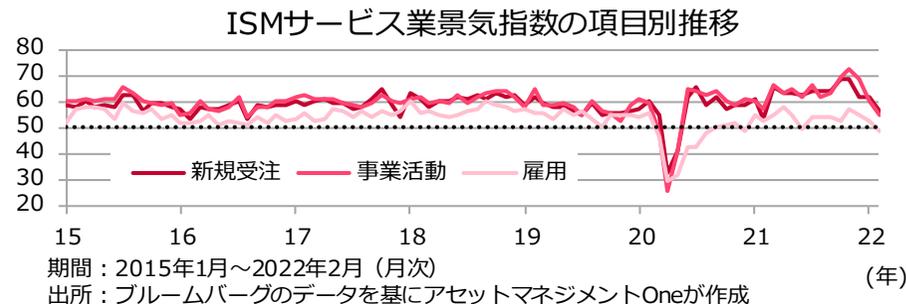
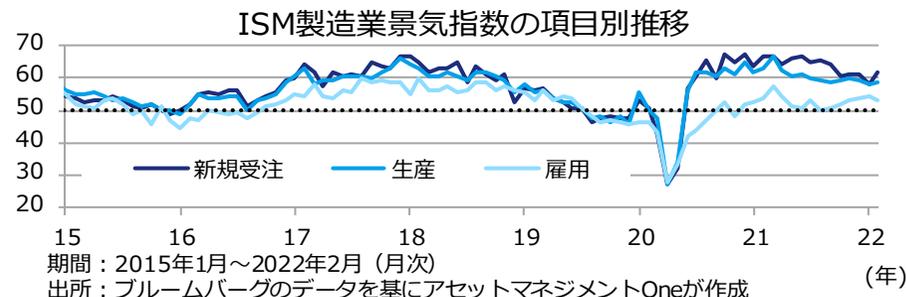
期間：2011年1月～2022年2月（月次）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

 **中国のインフレ率の推移**



期間：2011年1月～2022年2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

## 製造業は反転上昇も、サービス業は鈍化基調



- 2月のISM景気指数は、製造業が58.6と1月（57.6）から上昇しました。一方、サービス業は56.5と1月（59.9）から大幅に低下しました。各指数の構成項目をみると、製造業では上昇基調にあった雇用指数が低下に転じる一方、売上動向に結びつく生産指数や新規受注指数は上昇しました。他方、サービス業では新規受注指数、事業活動指数、雇用指数の3指数が低下しました。
- 2月のサーベイ回答者のコメントでは、製造業、サービス業ともに旺盛な需要、サプライチェーンの混乱、原材料価格の高騰を指摘する声が数多く寄せられています。特にサービス業では、これらに加え人手不足感や賃金上昇を憂慮する意見等も多数見受けられます。
- 製造業、サービス業のいずれの景気指数も高水準圏で推移しています。しかしながら、今後ウクライナ危機に起因する直接的・間接的な供給面の制約が顕在化することにより、企業の事業活動が圧迫される恐れには警戒が必要です。

## 平均時給の鈍化は一時的であり、今後も高い伸びが見込まれる

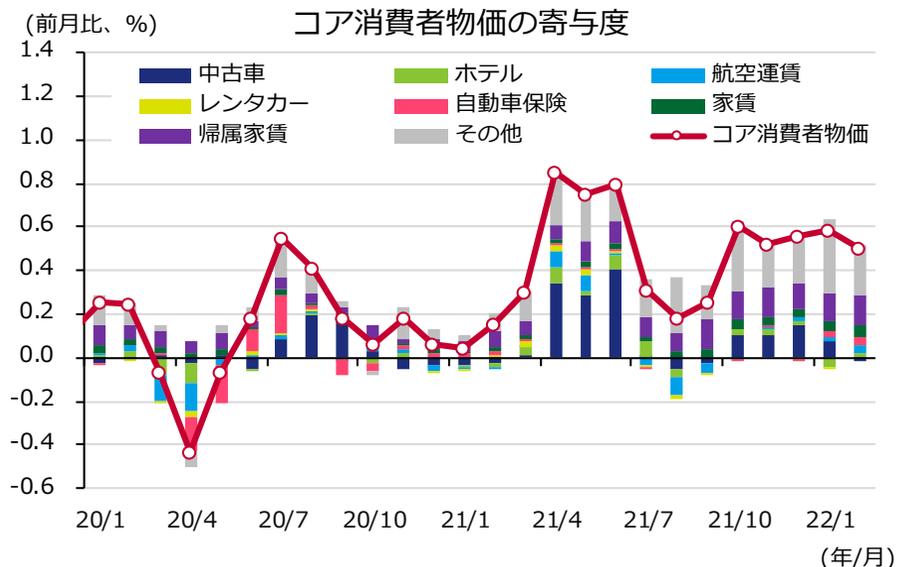
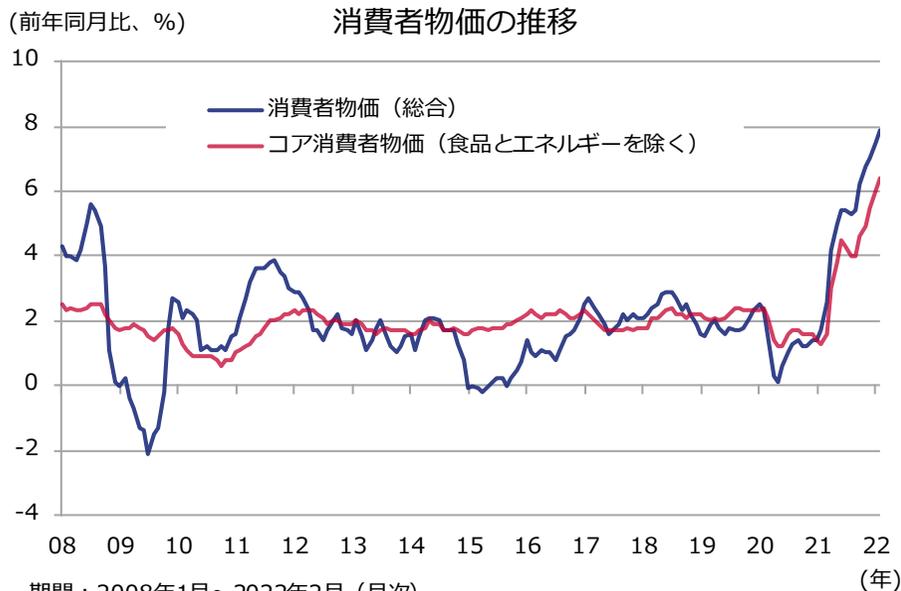


期間：2018年1月～2022年2月（月次）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) U-6失業率：経済的理由によるパートタイマーなどを含んだ失業率

期間：2021年1月～2022年2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

- 2月の非農業部門雇用者数は前月差+67.8万人と、1月（同+48.1万人）を上回る伸びとなりました。
- 失業率（U-3失業率）は3.8%と1月（4.0%）から低下した一方、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7.2%と1月（7.1%）からやや上昇しました。
- 他方、これまで前月比+0.5%程度の高い上昇が続いてきた平均時給ですが、2月は31.58ドル/時間と、1月（31.57ドル/時間）からほぼ横ばいの推移となりました。もっとも、今回の結果をもって米国の賃金インフレの基調が鈍化に転じたと判断するのは早計とみられます。2月の平均時給の鈍化は、オミクロン株の一服を受けた、低賃金労働者の職場復帰による労働力構成の変化等の一時的要因に起因する可能性があるためです。現状、労働市場のひっ迫が和らぐ兆しが見られないことを鑑みると、賃金の鈍化は一時的であり、今後も高い伸びが続くと見込まれます。

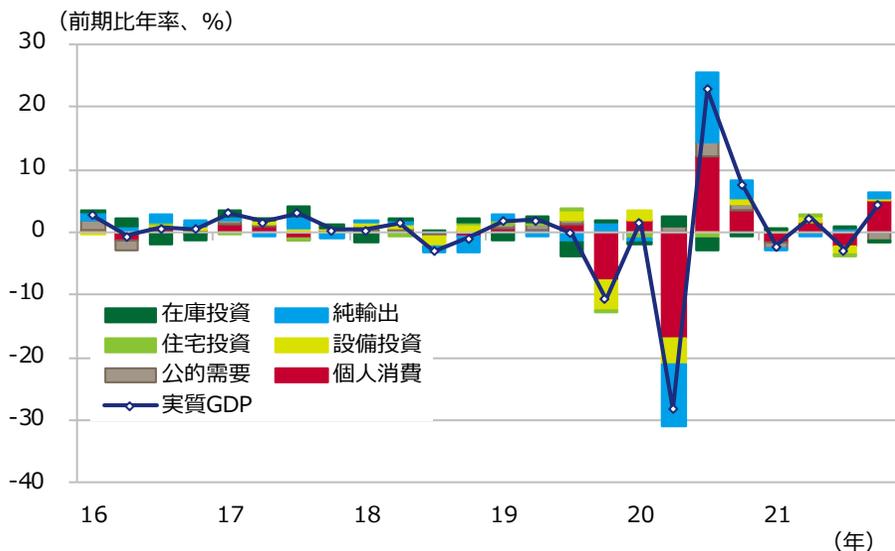
## 中古車価格は上昇一服も、インフレ圧力は依然強い



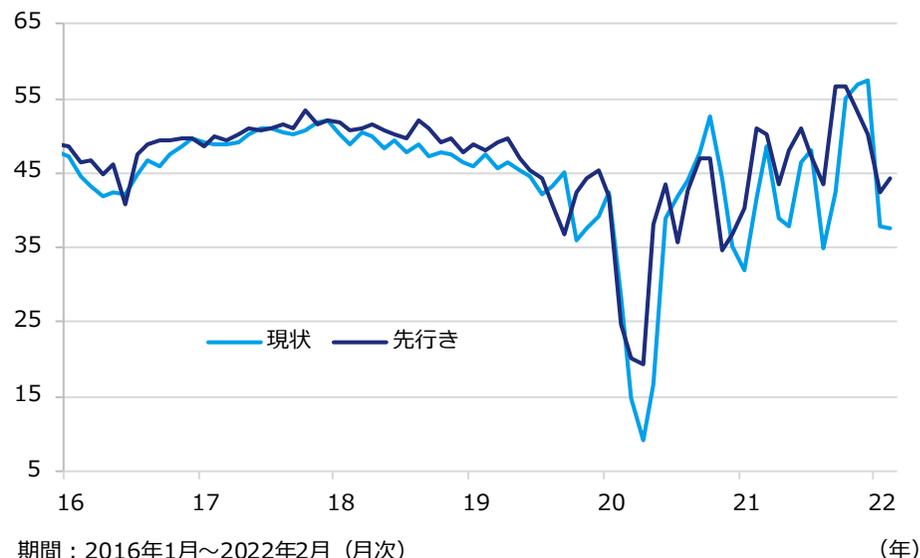
- 2月の消費者物価（総合）上昇率は、前年同月比+7.9%と1月（同+7.5%）から上昇しました。また、コア消費者物価上昇率も同+6.4%と1月（同+6.0%）から上昇しました。前月比ベースでは、総合が前月比+0.8%と1月（同+0.6%）から上昇した一方、コアは同+0.5%と1月（同+0.6%）から低下しました。
- コアが低下した主因として、これまでコアを大きく押し上げてきた中古車価格の寄与が2月にマイナスに転じたことが挙げられます。一方、その他の内訳をみると、オミクロン株の一服を受け、ホテルの宿泊料はマイナス寄与からプラス寄与へ転じたほか、航空運賃のプラス寄与が拡大しました。また、家賃及び帰属家賃（持ち家を貸し出したと想定した場合の家賃）も高い伸びが継続しています。
- こうした状況に加え、ウクライナ危機を通じた直接的・間接的な影響が、短期的に米国のインフレ押し上げ圧力となる可能性があり、少なくとも2022年央までは高水準のインフレが継続するとみられます。

## 2021年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.6%

実質GDP成長率と寄与度の推移

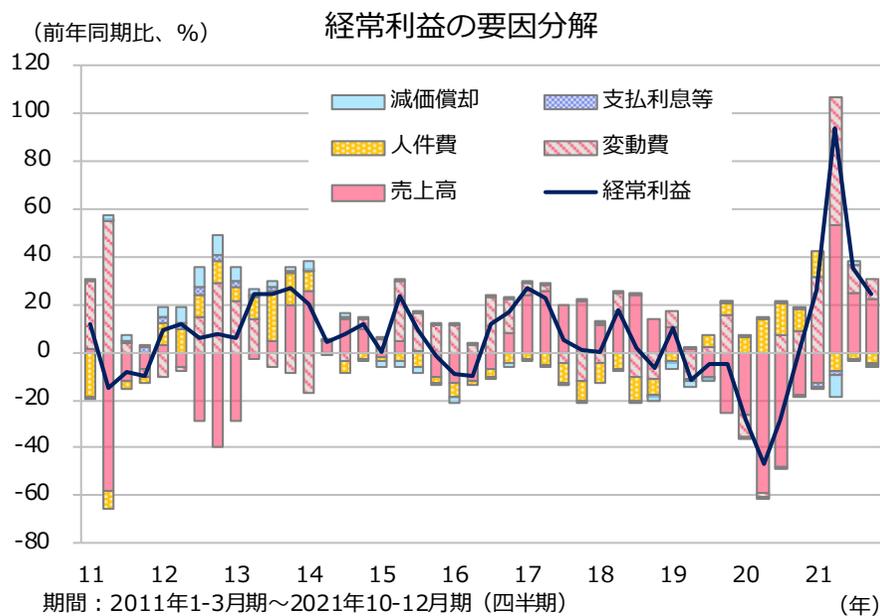


景気ウォッチャー判断DIの推移



- 2021年10-12月期の実質GDP（改定値）は、前期比年率+4.6%と2四半期ぶりのプラス成長となりました。内訳を見ますと、個人消費が主な押し上げ要因となったほか、純輸出も成長率を押し上げました。一方で、公的需要は押し下げ要因となりました。
- 2022年2月の景気ウォッチャー調査によれば、先行き判断DIは上昇したものの、現状判断DIは2カ月連続で低下しました。コメントには、まん延防止等重点措置の影響や原材料価格の上昇を懸念する内容がみられました。
- 2022年1-3月期は、オミクロン株の感染拡大による個人消費の低迷などを背景に、マイナス成長となる可能性があります。ウクライナ情勢については、同情勢を巡る不透明感の高まり、資源価格上昇による家計の購買力低下などの影響が懸念されます。

## 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、2021年10-12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+5.7%となりました。また、経常利益も同+24.7%となり、増収増益が継続しました。前期と比べると、売上高の伸び率が拡大（7-9月期：同+4.6%）したものの、変動費要因のプラス寄与が縮小し、経常利益の伸び率は低下（7-9月期：同+35.1%）しました。
- 設備投資（ソフトウェアを含む）は前年同期比+4.3%となりました。IT関連投資などへの意欲が強いとみられることや、堅調な企業業績が見込まれることなどから、設備投資は増加基調が予想されます。ただし、原材料価格上昇による企業収益圧迫や、ウクライナ情勢などの不透明要因には留意が必要です。

## 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は前年同月比のプラス幅が拡大



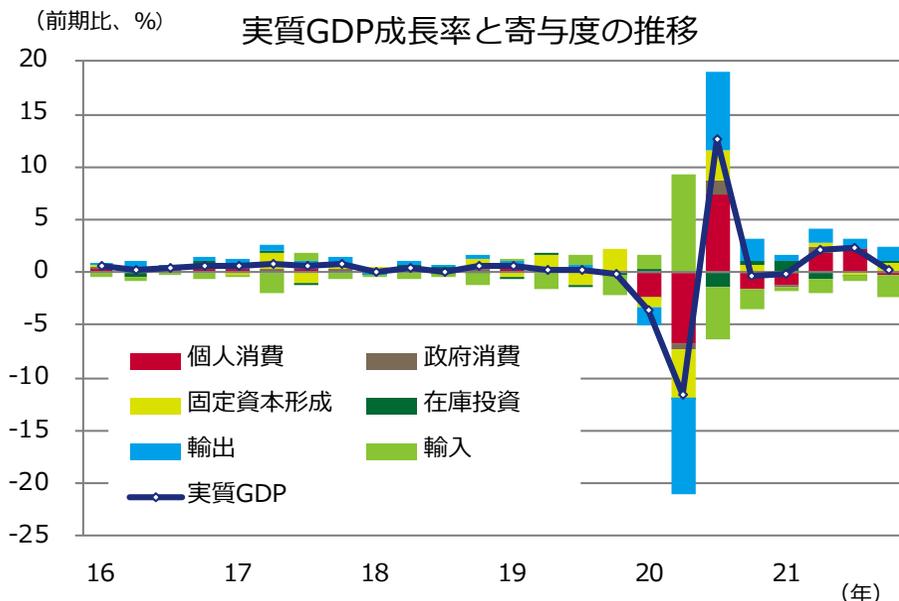
日銀政策委員の大勢見通し（2022年1月）

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
<b>2021年度</b>	+2.7～+2.9 <+2.8>	0.0～+0.1 <0.0>
10月時点の見通し	+3.0～+3.6 <+3.4>	0.0～+0.2 <0.0>
<b>2022年度</b>	+3.3～+4.1 <+3.8>	+1.0～+1.2 <+1.1>
10月時点の見通し	+2.7～+3.0 <+2.9>	+0.8～+1.0 <+0.9>
<b>2023年度</b>	+1.0～+1.4 <+1.1>	+1.0～+1.3 <+1.1>
10月時点の見通し	+1.2～+1.4 <+1.3>	+0.9～+1.2 <+1.0>

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

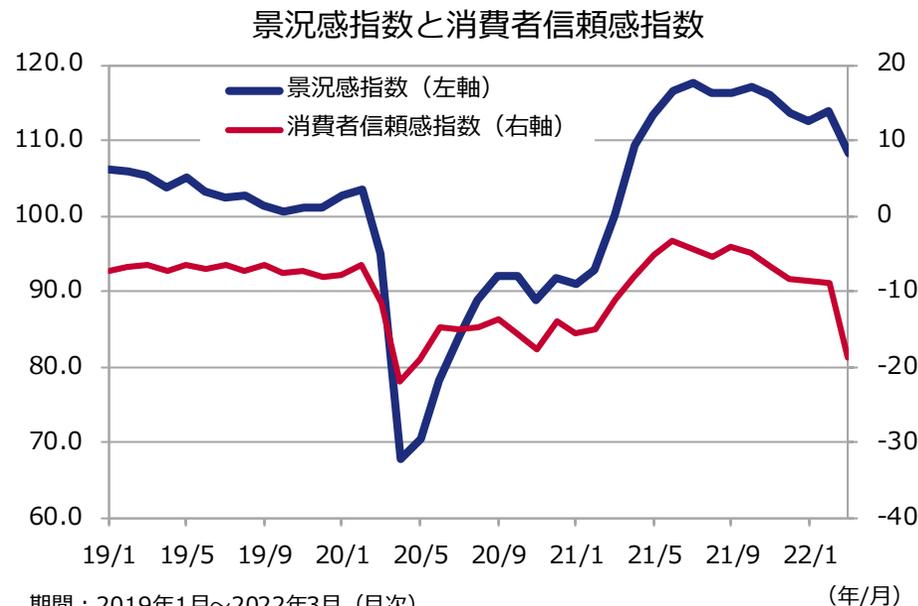
- 2月の全国消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、前年同月比+0.6%と前月（1月：同+0.2%）から拡大しました。エネルギーや生鮮食品を除く食料などが上昇率を大きく押し上げました。
- 日銀は、3月の金融政策決定会合で、金融政策を現状維持としました。長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）や、資産買い入れ方針は継続となります。なお、CP等・社債等については、4月以降は感染症拡大前と同程度のペースの買い入れを行い、買い入れ残高を感染症拡大前の水準（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へと徐々に戻していくとしました。
- 日銀は、3月下旬に10年国債利回りが長短金利操作における許容変動幅の上限である0.25%程度に達したことに伴い、国債を決まった利回りで無制限に買い入れる「連続指値オペ（公開市場操作）」を実施し、長期金利上昇を抑え込む姿勢を強く示しました。

## ユーロ圏経済は停滞を見込む



期間：2016年1-3月期～2021年10-12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

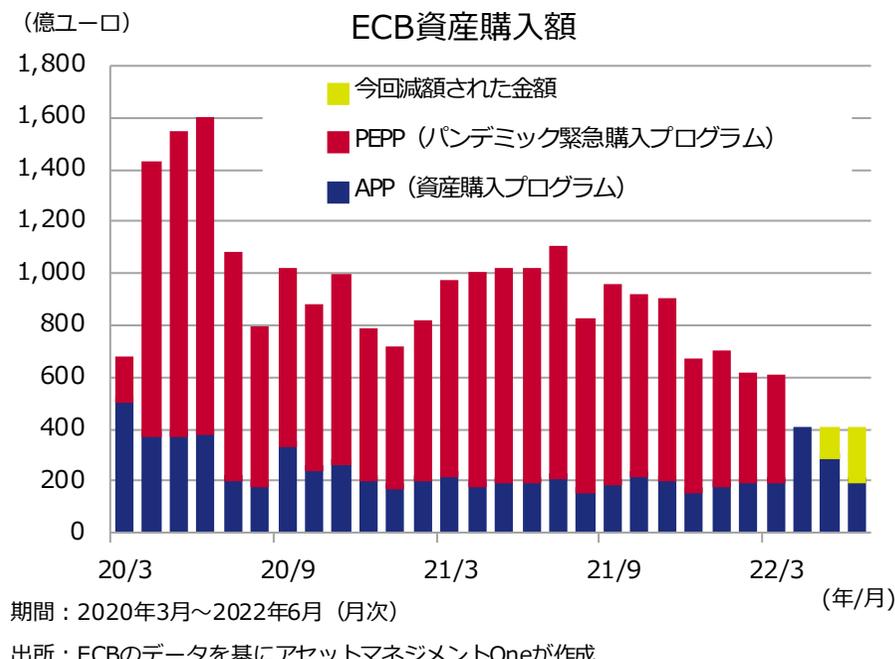
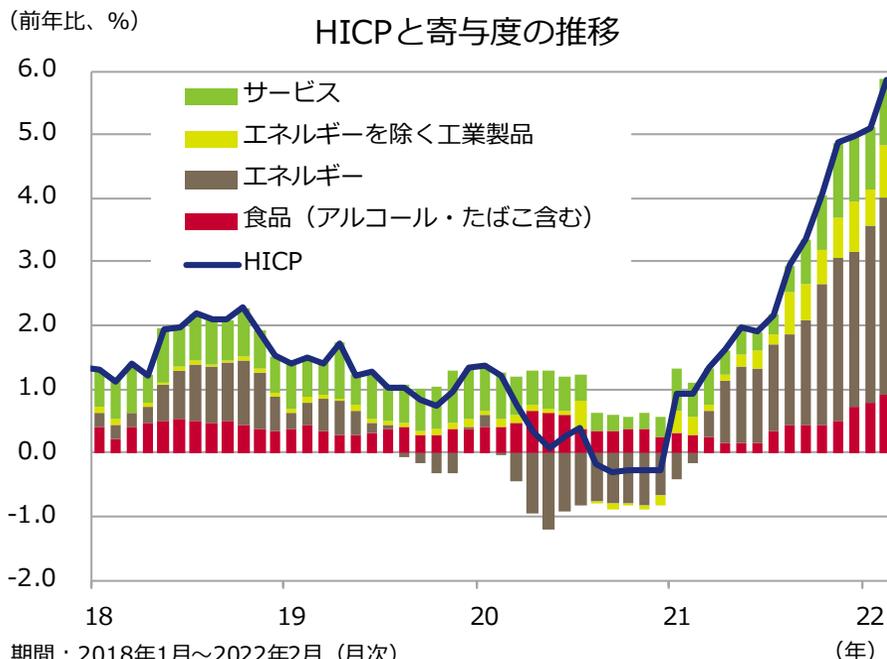


期間：2019年1月～2022年3月 (月次)

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- ユーロ圏の2021年10-12月期実質GDP成長率は、前期比+0.3%と3四半期連続のプラスとなりましたが、成長ペースは鈍化しました。域内主要国のGDPには格差があり、ドイツは行動制限の強化に伴う民間消費の落ち込みなどにより、前期比▲0.3%となりました。一方、フランスは個人消費や固定資本形成などの増加により、前期比+0.7%となりました。なお、ユーロ圏の10-12月期実質GDPは、コロナ禍前の2019年10-12月期の水準まで回復しました。
- ウクライナ情勢の深刻化によるエネルギー価格の高騰や先行き不透明感は景況感の悪化につながりました。3月のユーロ圏消費者信頼感指数は、9.9ポイント低下して▲18.7となり、新型コロナウイルス感染第1波時の2020年4月以来の急低下となりました。復興基金を活用した投資は景気を後押しする見込みですが、企業マインドの低下による設備投資の減少やインフレ高進を受けた実質所得の減少による個人消費の弱まりが懸念されます。そのため、今後のユーロ圏の経済は停滞すると思われます。

## ECBは量的緩和縮小を前倒し



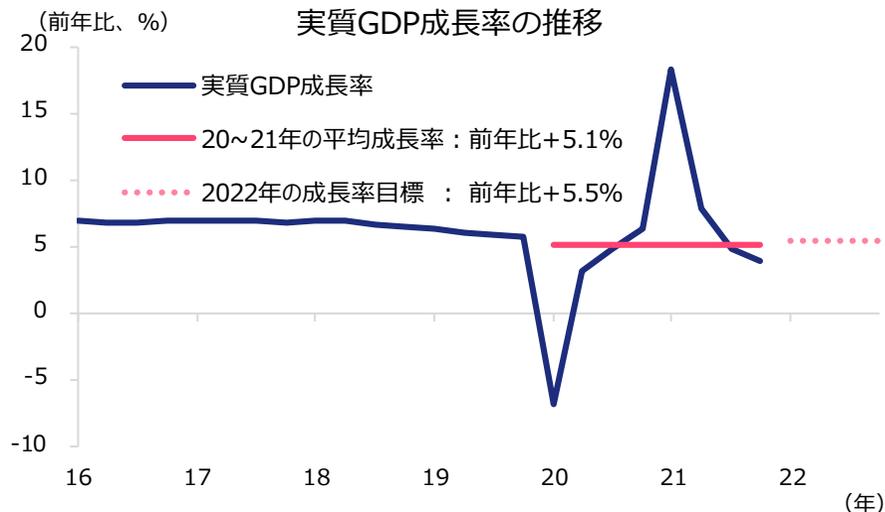
- 2月のHICP（消費者物価指数）は前年比+5.9%と過去最大の伸び率となりました。内訳をみると、エネルギー価格は同+32.0%となり、エネルギーの寄与度が全体の半分以上を占めています。ウクライナ情勢の深刻化により、ロシアからのエネルギー供給減が懸念されたことが価格上昇の要因となりました。
- 3月のECB理事会では、APP（資産購入プログラム）の購入額を22年4月に400億ユーロ、5月に300億ユーロ、6月に200億ユーロとし、量的緩和縮小を前倒しで実施するとしました。また、22年7月以降のAPPの購入額は、データ次第とし、資産購入終了後も中期的なインフレ見通しが弱まらないとデータで裏付けされれば、早ければ22年7-9月にAPPを終了するとしました。今後、ECBが利上げを実施できるかを探る上でも、インフレ動向やウクライナ情勢が欧州経済に与える影響などが注目されます。

## 全人代は高い成長率目標を設定。金融緩和と財政支援で景気の安定化を目指す

全人代で公表された主要項目

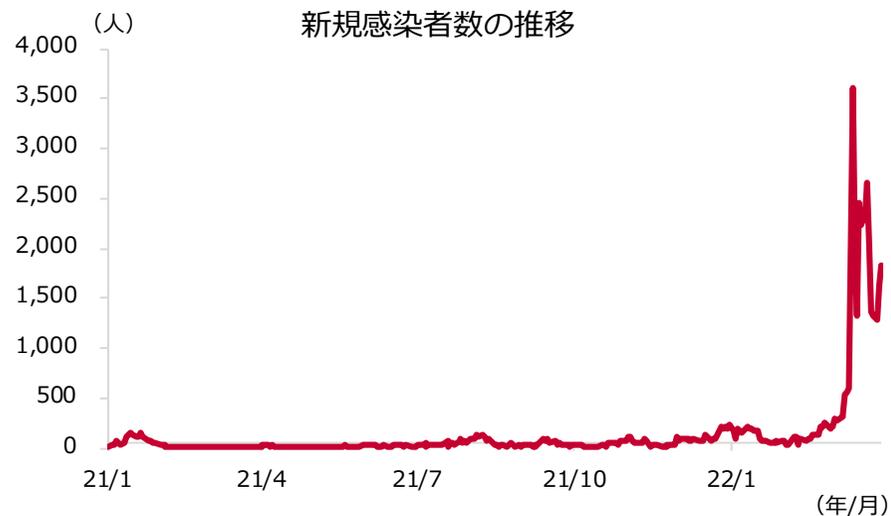
経済政策方針	・党大会の開催を控え、経済の安定化に注力
2022年 経済目標	・今年のGDP成長率目標は前年比+5.5%前後 ・失業率は5.5%以内、CPIは3%程度を目標に設定
財政政策	・積極的な財政政策を続ける姿勢を示す ・財政赤字目標（GDP比）は2.8%と昨年から縮小 ・インフラ投資向け地方政府特別債を3.65兆元発行 ・2.5兆元の企業の負担減
金融政策	・穏健な金融政策の実施を強化と追加緩和を示唆 ・信用の伸び率目標を名目GDP成長率程度に設定
不動産政策	・住宅は居住の為に存在する方針を維持 ・一方で、公共住宅の整備や賃貸市場の育成を通じて不動産業をサポートする姿勢も
その他 政策目標	・引き続き国内の感染拡大を抑える ・雇用安定化 ・国防費を前年から7%超増加へ ・穀物や大豆、エネルギーなどの供給安定化

出所：中国国務院の資料を基にアセットマネジメントOneが作成



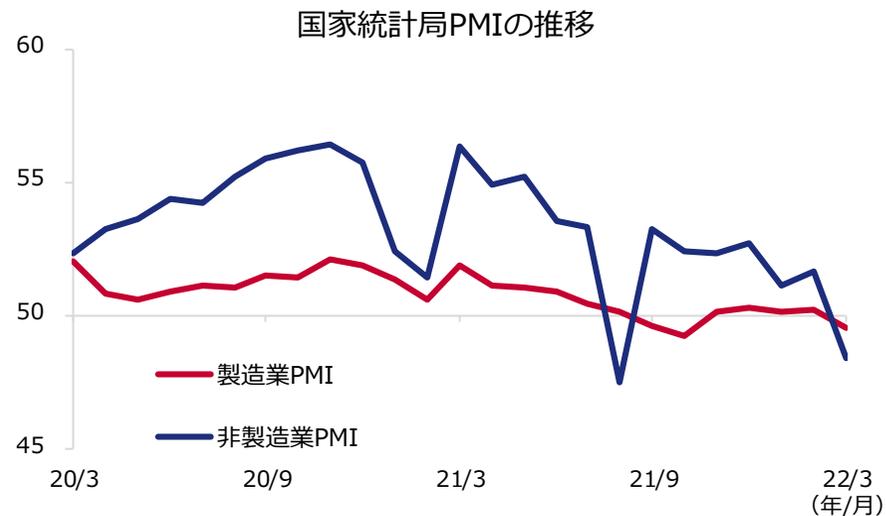
- 3月5日より開催された全人代（全国人民代表大会）では、今年の成長率目標が前年比+5.5%前後と定められたほか、その他の経済指標目標値の設定、経済政策方針が表明されました。経済政策の多くは、景気の安定に主眼が置かれ、企業向けの減税やコスト削減を行う方針が示されました。また、金融政策についても追加の金融緩和が示唆され、幅広く景気支援の姿勢が示された全人代でした。
- 一方で、成長率目標のハードルの高さとは比べ、景気支援が小規模という声もあります。過去2年間の平均成長率が5.1%であったことを踏まえれば、今年の成長率目標はこれまでの成長ペースを超えなければ達成できません。一方で財政支援の規模を財政赤字のGDP比で見ると、昨年は同比3.2%の赤字目標であったのに対し、今年目標値は同比2.8%の赤字と小幅に縮小しています。また、インフラ投資向けに利用される地方政府特別債券の新規発行枠は昨年と変わりませんでした。
- 5年に一度の党大会を控えて、当局は景気の安定化を最重視する構えですが、足元でのウクライナ情勢や国内での感染再拡大など不透明感を強める要因も多くあります。国内景気は決して良い状況ではなく、当局の舵取りは難しいものとなる見通しです。

## 国内感染拡大で大都市ロックダウン。生産は底堅いが、サービス業への影響を懸念



期間：2021年1月1日～2022年3月30日（日次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



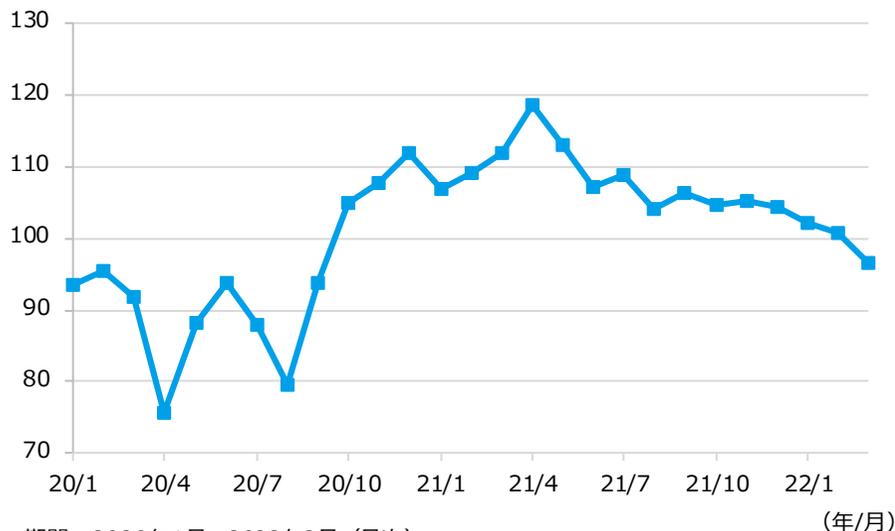
期間：2020年3月～2022年3月（月次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 3月中旬以降、中国国内で感染拡大が続いています。当初は東北部の吉林省内の都市における感染者数の急増が中心でしたが、国内各地に広がり、深センや上海など大都市においてもロックダウン措置が導入されました。
- 深センや上海におけるロックダウンでは、感染拡大の抑制を目指して公共交通機関の停止や外出の制限が採られました。一方で当局は、景気への影響が大きい製造業の生産活動について、感染抑制措置を採った上で工場の生産を続けるよう求めています。
- 3月の国家統計局PMIは、製造業・非製造業ともに好不況の境となる50を下回りました。製造業では上述のように大都市へのロックダウン措置導入とともに生産活動の継続に向けた措置が採られているため、影響は比較的小さかった可能性があります。一方で非製造業では、外出の抑制による影響が大きかったとみられ、48.4と前月の51.6から3ポイント超の急低下となりました。

## 堅調な労働市場を背景に、RBAの年内利上げ見込みが高まる

消費者信頼感指数の推移



期間：2020年1月～2022年3月（月次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

注：季節調整値

失業率の推移



期間：2005年1月～2022年2月（月次）

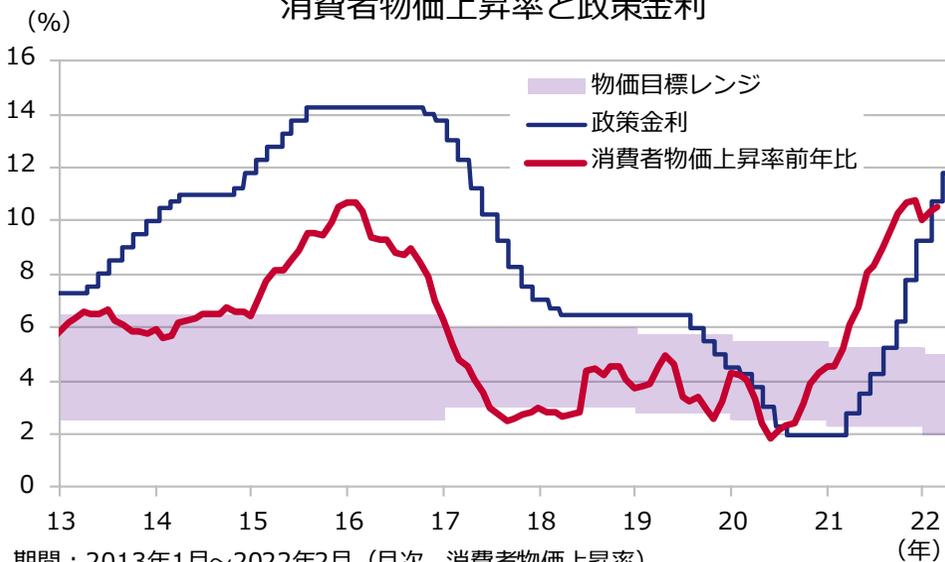
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

注：季節調整値

- オーストラリアの2022年3月の消費者信頼感指数は、96.6と前月から低下しました。豪州国内での洪水のほか、インフレ懸念やウクライナ情勢を巡る不透明感の高まりが背景にあるとみられます。同調査によれば、経済ニュースに対して悲観的な見方を示した調査回答者の割合は、1年前の43%から77%へと上昇しました。基調としては経済活動の正常化が進むものの、国際情勢の不透明感の高まりなど突発的な要因により消費者心理が冷え込んでいるとみられます。
- 一方で、2月の失業率は4.0%と2008年以来の低水準となりました。4-6月期に失業率が4.0%に至るとしていたRBA（豪州準備銀行）の見通しよりやや速いペースで労働市場が回復しています。また、豪州では国境再開に伴い移民増加が見込まれますが、移民増加は財・サービス需要を増加させ、労働需要を高めると想定されます。ウクライナ情勢を巡る不透明感が高いものの、堅調な労働市場を背景に、RBAが年内に利上げに踏み切る公算が大きいと考えられます。

## 中銀の利上げペースは縮小も、依然としてインフレ率は高水準

消費者物価上昇率と政策金利

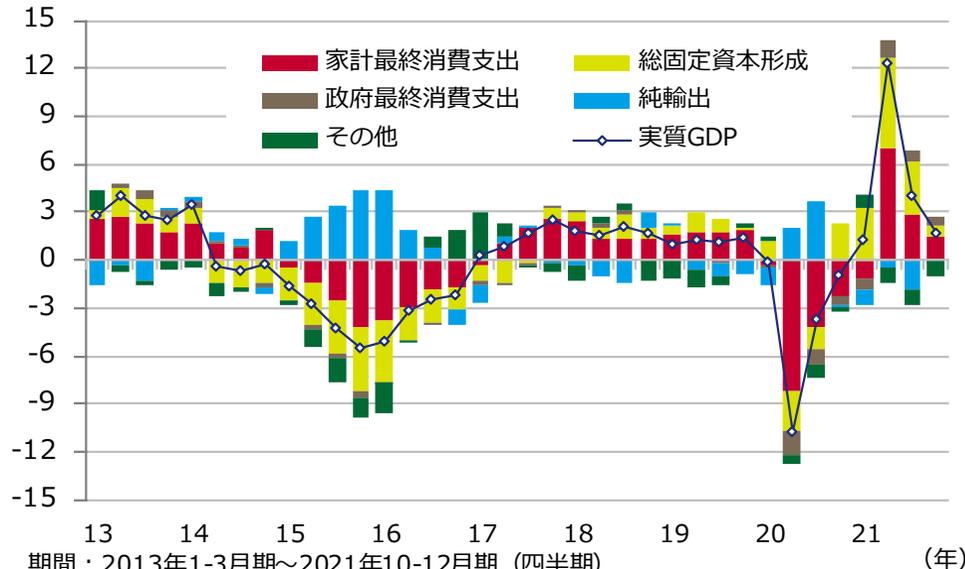


期間：2013年1月～2022年2月（月次、消費者物価上昇率）

2013年1月1日～2022年3月31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

（前年同期比、%） 実質GDP成長率と寄与度の推移



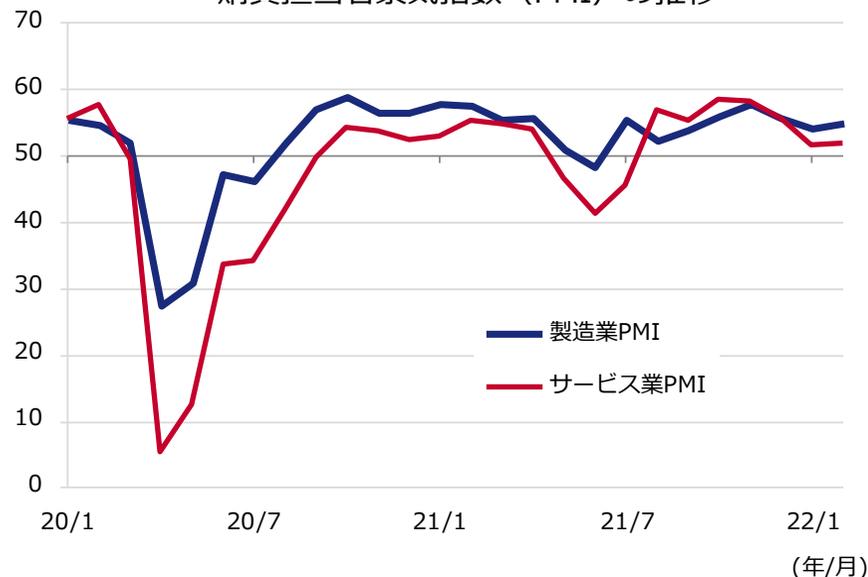
期間：2013年1-3月期～2021年10-12月期（四半期）

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

- ブラジル中央銀行は、3月の通貨政策委員会（COPOM）で政策金利を1.0%引き上げ、11.75%に決定しました。前回会合から利上げ幅は縮小されました。次回5月の会合では同規模の引き上げが示唆されていますが、想定を超えるインフレが起こった場合、利上げ幅を調整する可能性もあるとしています。
- 2月の拡大消費者物価上昇率は、前年同月比+10.54%となりました。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。今後ブラジル国内のインフレは、ロシアへの制裁などに伴う世界的な商品価格の高騰から、加速する可能性が懸念されており、中銀の市場参加者調査（週次）によると、2022年、2023年のインフレ見通しが上方修正されています。
- 10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比で+1.6%となりました。ワクチン接種の進展に伴う経済活動再開から、サービス業に戻りが見られました。一方で干ばつによる農牧畜業の落ち込みが引き続きみられます。

## 回復傾向が続くインド経済

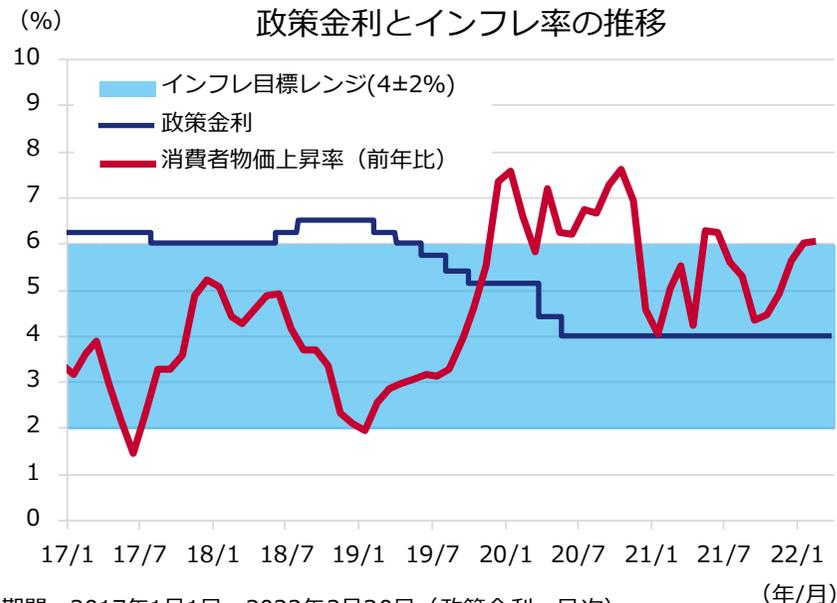
購買担当者景気指数（PMI）の推移



期間：2020年1月～2022年2月（月次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

政策金利とインフレ率の推移



期間：2017年1月1日～2022年3月30日（政策金利、日次）

2017年1月～2022年2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

- インドでは、2月以降、新型コロナ新規感染者数が大幅に減少しました。こうした中、2月のPMI（購買担当者景気指数）は、製造業、サービス業ともに上昇し、引き続き景況判断の分かれ目である50を上回る推移となっています。モディ政権は2月に積極的な今年度（2022年4月～2023年3月）予算を公表しており、インド経済は回復傾向が継続すると見込まれます。
- 2月の消費者物価上昇率は前年比+6.07%と小幅加速し、2カ月連続でインフレ目標レンジを上回りました。3月にはガソリン価格の値上げなどもあり、今後消費者物価の一段の上昇が見込まれます。インド中銀は、これまで金融政策スタンスを緩和的としてきましたが、4月の金融政策会合では、金融引き締めに向けて政策スタンスを変更する可能性が高いと思われます。

▶ 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

米景気回復の継続が支えとなるものの、ウクライナ情勢や米金融引き締めへの懸念が重しとなる見込みです。高インフレの要因になっている原油高は3月末にかけて一服しましたが、ウクライナ和平に向けて不透明感は根強く、留意が必要です。

日経平均株価

経済正常化期待が支えとなるものの、ウクライナ情勢や金融政策正常化への懸念が重しとなる見込みです。3月は内外金融政策格差を背景とした円安に国内株価は上昇で反応しましたが、輸入インフレによる内需下押しリスクには留意が必要です。

米国10年国債利回り

高インフレの長期化観測や、米国が金融政策の正常化を積極的に進めるとの見方、米景気回復の継続などが金利の上昇要因とみられます。一方、ウクライナ情勢を巡る不透明感などを鑑みれば、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

海外金利の動向には留意が必要とみられます。もっとも、日銀が金利上昇を抑制する姿勢を鮮明にしていることや、ウクライナ情勢の先行き不透明感、欧米などの対ロシア制裁を巡る懸念などを鑑みれば、金利は低位での推移を見込みます。

ドル/円

米景気回復の継続や、米金融政策の正常化観測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	34,000~36,000ドル	26,000~29,000円	2.0~2.6%	0.10~0.25%	120~125円

# マーケット・オーバービュー

	3月 末値	騰落率 (%、債券は変化幅)				
		1ヵ月	3ヵ月	1年	3年	
株式	ダウ・ジョーンズ工業 株価平均	34,678	+2.32	▲4.57	+5.14	+33.75
	ドイツDAX指数	14,414	▲0.32	▲9.25	▲3.96	+25.06
	日経平均株価	27,821	+4.88	▲3.37	▲4.65	+31.20
	MSCI エマージング マーケットインデックス	1,141	▲2.52	▲7.32	▲13.27	+7.91
REIT	米国REIT (配当込み)	27,119	+7.07	▲5.26	+23.58	+39.46
	国内REIT	2,003	+6.69	▲3.06	▲0.50	+5.02
	国内REIT (配当込み)	4,536	+6.90	▲1.91	+3.12	+17.80
	豪州REIT (配当込み)	1,047	+1.47	▲6.78	+19.42	+20.56
債券 利 回 り	米国 (10年)	2.34 %	+0.51	+0.83	+0.60	▲0.07
	米国ハイイールド債券	6.09 %	+0.35	+1.27	+1.24	▲0.62
	日本 (10年)	0.21 %	+0.03	+0.14	+0.09	+0.31
	ドイツ (10年)	0.55 %	+0.41	+0.73	+0.84	+0.62

	3月 末値	騰落率 (%)				
		1ヵ月	3ヵ月	1年	3年	
為替 (対ドル)	ユーロ	1.11	▲1.35	▲2.66	▲5.65	▲1.34
	英ポンド	1.31	▲2.10	▲2.91	▲4.68	+0.77
	豪ドル	0.75	+3.02	+3.03	▲1.53	+5.42
	ブラジルリアル	4.74	+8.90	+17.52	+18.86	▲17.28
	人民元	6.34	▲0.49	+0.25	+3.36	+5.87
	インドルピー	75.95	▲0.51	▲1.89	▲3.64	▲8.66
為替 (対円)	ドル	121.70	+5.83	+5.75	+9.92	+9.79
	ユーロ	134.69	+4.42	+2.88	+3.72	+8.31
	英ポンド	159.93	+3.63	+2.70	+4.81	+10.67
	豪ドル	91.08	+9.07	+8.90	+8.30	+15.83
	ブラジルリアル	25.67	+15.21	+24.27	+30.64	▲9.18
	人民元	19.20	+5.33	+5.99	+13.61	+16.23
インドルピー	1.60	+5.13	+3.42	+5.77	▲0.07	

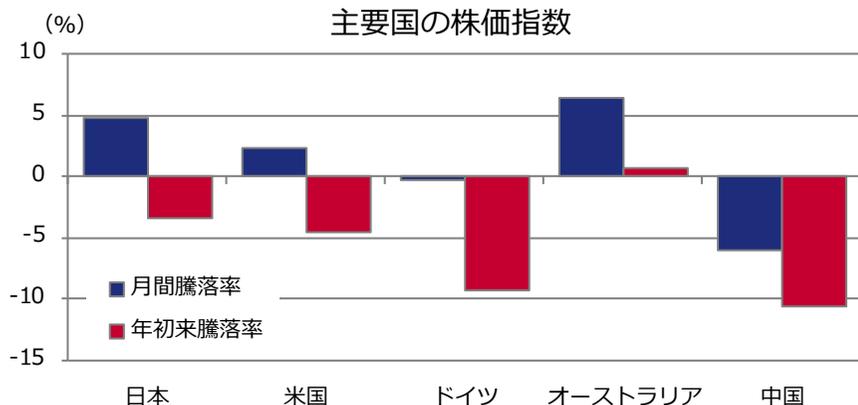
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(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。

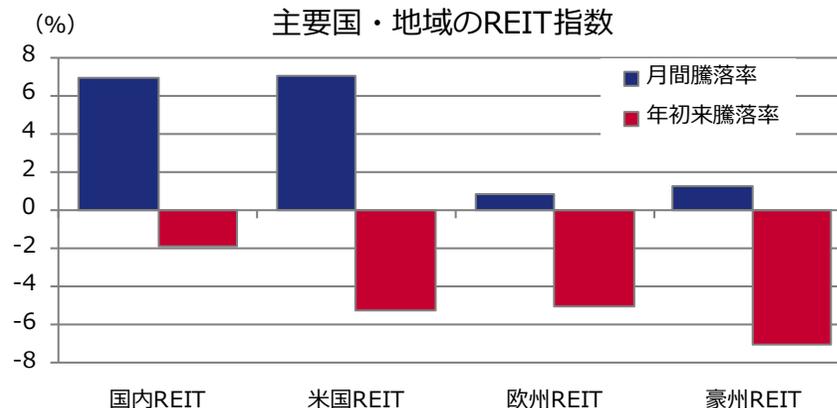
(注) 国内REIT：東証REIT指数、米国REIT：FTSE NAREIT オール・エクイティ・REIT・インデックス、豪州REIT：S&P 豪州 REIT インデックス。全て現地通貨ベース。

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

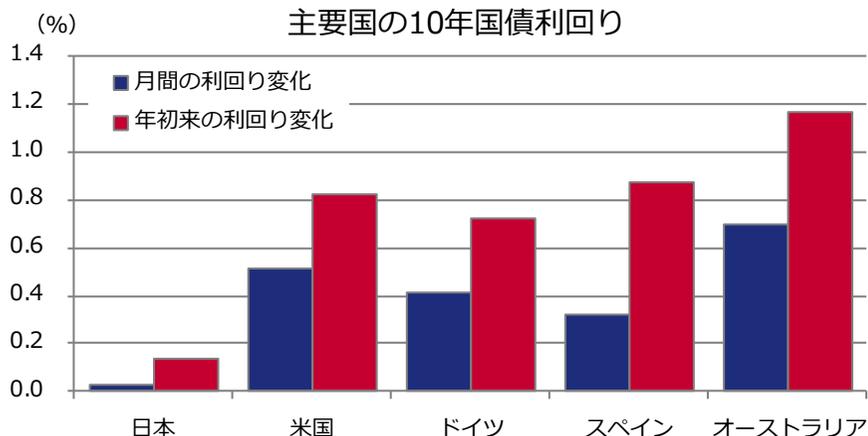
# 前月のまとめ



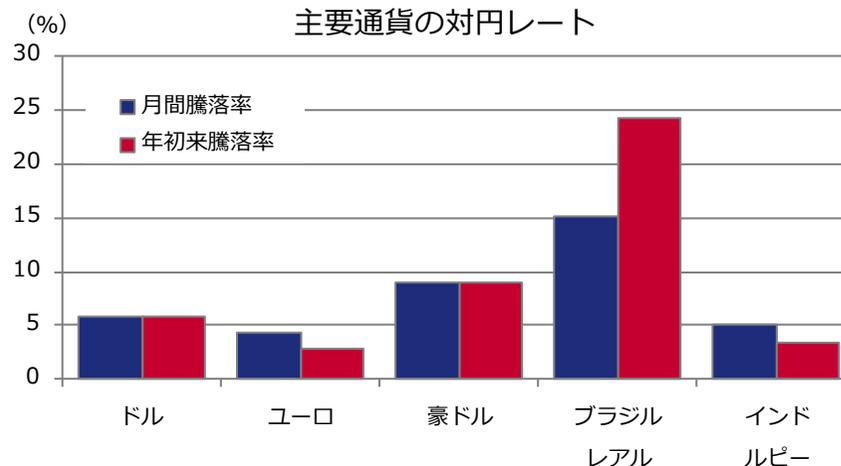
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 月間：2022年3月の1ヵ月間、年初来：2021年12月末から2022年3月末の期間  
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株価平均  
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数  
 【中国】上海総合指数



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3月の1ヵ月間、年初来：2021年12月末から2022年3月末の期間  
 【国内REIT】東証REIT指数 【米国REIT】FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス  
 【欧州REIT】FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス  
 【豪州REIT】S&P/ASX200 Aリート指数 すべてトータルリターン



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3月の1ヵ月間、年初来：2021年12月末から2022年3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3月の1ヵ月間、年初来：2021年12月末から2022年3月末の期間

## 米国株式

### ■ 前月の相場動向

- 3月の『米国株式市場（ダウ・ジョーンズ工業株価平均）』は上昇しました。
- 上旬は、ロシアのウクライナ侵攻が続く中、米国のロシア産原油禁輸に伴う原油価格高騰が嫌気され、下落しました。中旬は、欧州のロシア産エネルギー禁輸見送りに伴う原油高一服などからリスク回避の動きが和らぎ、上昇しました。下旬は、ロシアとウクライナの和平交渉進展期待などから上昇しました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均  
(2021年3月末～2022年3月末：日次)



### ■ 今後の見通し

上昇 要因	・米景気回復の継続 ・追加の財政出動への期待
下落 要因	・ウクライナ情勢を巡る不透明感 ・米金融引き締めを巡る不透明感

#### ウクライナ情勢や金利動向を注視

米景気回復の継続が支えとなるものの、ウクライナ情勢や米金融引き締めへの懸念が重しとなる見込みです。足元では原油などの価格高騰が一服し、世界景気減速懸念が和らいでいますが、ロシアとウクライナの和平実現に向けては不透明感が強く、引き続き留意が必要です。また、FRB（米連邦準備理事会）が高インフレを背景に大幅利上げやバランスシート縮小に踏み切る可能性が高まる中、金利動向に留意が必要です。4月は米企業の1-3月期決算も注視されます。

### ■ 1カ月の予想レンジ

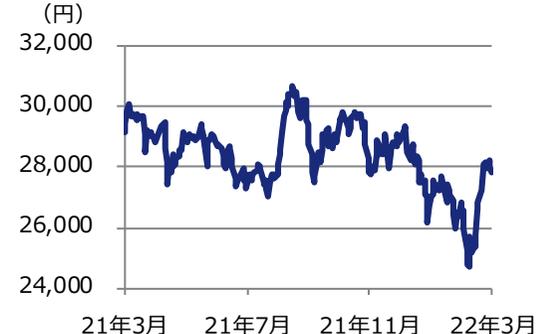
ダウ・ジョーンズ工業株価平均：34,000～36,000ドル

## 国内株式

### ■ 前月の相場動向

- 3月の『国内株式市場（日経平均株価）』は上昇しました。
- 上旬は、ロシアのウクライナ侵攻が続く中、米国のロシア産原油禁輸に伴う原油価格高騰が嫌気され、下落しました。中旬は、原油高一服に伴いリスク回避の動きが後退したことや円安進行から、上昇しました。下旬は、ロシアとウクライナの和平交渉進展期待や円安などから上昇しました。

日経平均株価  
(2021年3月末～2022年3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	・ウクライナ情勢を巡る不透明感 ・輸入インフレによる内需下押しのリスク

#### ウクライナ情勢や為替動向を注視

経済正常化期待が支えとなるものの、ウクライナ情勢や輸入インフレへの懸念が重しとなる見込みです。足元では原油などの価格高騰が一服し、世界景気減速懸念が和らいでいますが、ロシアとウクライナの和平実現に向けては不透明感が強く、引き続き留意が必要です。3月は内外金融政策格差を背景とした円安に国内株価は上昇で反応しましたが、輸入インフレによる内需下押しのリスクには留意が必要です。また、4月下旬以降に本格化する国内企業の決算発表における22年度の会社計画が注目されます。

### ■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：26,000～29,000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

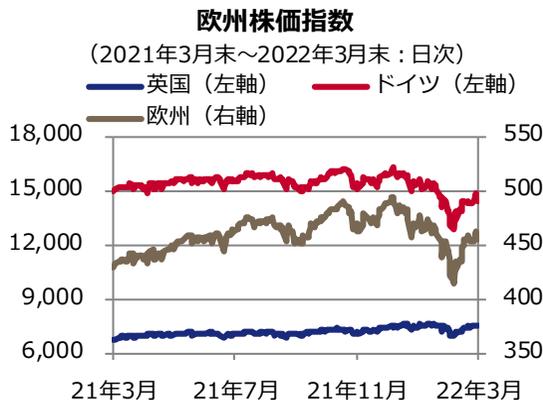
- 3月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は下落しました。
- 上旬は、ロシアのウクライナ侵攻に伴う原油価格高騰が嫌気され、下落しました。中旬は、欧州のロシア産エネルギー禁輸見送りに伴う原油高一服などからリスク回避の動きが和らぎ、上昇しました。下旬は、ロシアとウクライナの和平交渉進展期待などから上昇しましたが、月間では下落しました。

### ■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 経済活動正常化期待
下落 要因	・ ウクライナ情勢を巡る不透明感 ・ 金融政策正常化を巡る不透明感

### ■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：13,500～15,500



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

### ウクライナ情勢や金利動向を注視

経済正常化期待が支えとなるものの、ウクライナ情勢や金融政策正常化への懸念が重しとなる見込みです。足元では原油や天然ガスの価格高騰が一服し、世界景気減速懸念が和らいでいますが、ロシアとウクライナの和平に向けては不透明感が強く、留意が必要です。特に欧州のロシア依存度が高い天然ガスについては影響が長期化するリスクがあります。ECB（欧州中央銀行）が年内利上げに踏み切る可能性がある中、欧州金利動向にも留意が必要です。

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

## エマージング株式

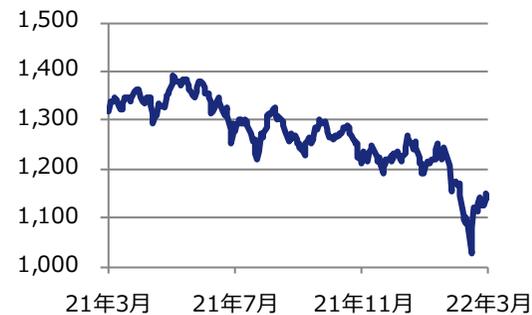
### ■ 前月の相場動向

- 3月の『エマージング株式市場』は下落しました。
- 上旬は、ロシアのウクライナ侵攻が続く中、米国のロシア産原油禁輸に伴う原油価格高騰が嫌気され、下落しました。中旬は、米国株高などからリスク回避の動きが和らいだものの、中国のロックダウン（都市封鎖）やロシア支援を巡る思惑に伴う中国株安が重しとなりました。下旬は、ロシアとウクライナの和平交渉進展期待などから上昇しましたが、月間では下落しました。

### ■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 中国当局の規制緩和期待 ・ 中国の金融緩和期待
下落 要因	・ ウクライナ情勢を巡る不透明感 ・ 新型コロナウイルスの感染拡大に伴う懸念 ・ 米長期金利やドルの動向への懸念

エマージング株価指数  
(2021年3月末～2022年3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

### ウクライナ情勢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ものの、ウクライナ情勢や中国景気、米金融引き締めへの懸念が重しとなる見込みです。足元では原油などの価格高騰が一服し、世界景気減速懸念が和らいでいますが、ロシアとウクライナの和平に向けては不透明感が強く、留意が必要です。新興国では資源の輸出国と輸入国でパフォーマンス格差が広がる可能性があります。中国は3月の全人代で市場予想を上回る成長目標を掲げたものの、ゼロコロナ政策継続を背景に景気減速懸念がくすぶっています。

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

## 米国REIT

### ■ 前月の相場動向

- 3月の『米国REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、ロシアのウクライナ侵攻に伴う原油高による世界景気減速懸念が重しとなる一方、米利上げペース鈍化観測などが支えとなり、上昇しました。中旬は、原油高一服などからリスク回避の動きが和らぎ、上昇しましたが、FRBのタカ派化に伴う米長期金利上昇が重しとなりました。下旬は、リスク選好の改善が続く中、米景気は堅調との見方もあって、上昇しました。

### ■ 今後の見通し

上昇 要因	・米景気回復の継続
下落 要因	・ウクライナ情勢を巡る不透明感 ・米金融引き締めペースの加速 ・不動産市場の先行き不透明感

米国REIT  
(2021年3月末～2022年3月末：日次)



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

### ウクライナ情勢や金利動向を注視

米景気回復の継続が支えとなるものの、ウクライナ情勢や米金融引き締めへの懸念が重しとなる見込みです。足元では世界景気減速懸念が和らいでいますが、ロシアとウクライナの和平に向けては不透明感が強く、留意が必要です。また、FRBが高インフレを背景に大幅利上げやバランスシート縮小に踏み切る可能性が高まる中、米金利動向に留意が必要です。住宅価格高騰や金利上昇を受け、米住宅市場には減速の兆しがみられつつあります。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## J-REIT

### ■ 前月の相場動向

- 3月の『J-REIT市場（東証REIT指数（配当込み））』は上昇しました。
- 上旬は、ロシアのウクライナ侵攻に伴う原油高による世界景気減速懸念が重しとなる一方、国内長期金利が低位にとどまる中、上昇しました。中旬は、リスク回避の動きが和らぐ中、国内ではまん延防止等重点措置の解除方針決定も好感され、上昇しました。下旬は、国内長期金利上昇への懸念がくすぶったものの、内外株高に伴うリスク選好改善から上昇しました。

### ■ 今後の見通し

上昇 要因	・経済活動正常化期待
下落 要因	・ウクライナ情勢を巡る不透明感 ・日銀の金融政策を巡る思惑 ・不動産市場の先行き不透明感

東証REIT指数

(2021年3月末～2022年3月末：日次)



21年3月 21年7月 21年11月 22年3月

### ウクライナ情勢や金利動向を注視

経済正常化期待が支えとなるものの、ウクライナ情勢や金融政策正常化への懸念が重しとなる見込みです。3月は国内金利上昇を受けて、日銀が連続指値オペ（公開市場操作）や臨時的買い入れオペなどに踏み切りました。金利上昇にはいったん歯止めがかかりましたが、円安・原油高などによる輸入インフレを懸念する政府と日銀の歩調が今後合うかどうかなど、動向が注視されます。まん延防止等重点措置の解除を受けた国内経済活動の再開により、オフィス市況が反転するかも注視されます。東京都心5区のオフィス空室率は2月、4カ月ぶりに上昇に転じました。

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

## 豪州REIT

### ■ 前月の相場動向

- 3月の『豪州REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、下落した後、RBA（豪州準備銀行）のロウ総裁が年内利上げを妥当とするものの、忍耐強く金融政策を運営する姿勢を示したことなどから、下落幅は縮小しました。中旬は、リスク選好の改善や堅調な豪雇用統計などを背景に上昇しました。下旬は、豪州金利上昇が重くなったものの、豪州株の上昇などを背景に上昇しました。



※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	・ 豪州景気の回復期待
下落 要因	・ ウクライナ情勢を巡る不透明感 ・ RBAの早期利上げ観測

#### 景気回復の動向に注目

ウクライナ情勢を巡るリスク選好の動きやRBAの早期利上げ観測は、リスク要因として留意が必要と考えます。REIT市場は金利上昇を嫌気する傾向があり、RBAの利上げに向けた動きに敏感に反応する展開が予想されます。一方で、豪州では国境再開など経済正常化に向けた動きが進んでおり、景気回復期待は豪州REIT市場の上昇要因とみられます。こうした中、豪州REIT市場はもみ合い推移を見込みます。

出所：ブルームバークのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 米国債券

### ■ 前月の相場動向

- 3月の『米国債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、ウクライナ情勢を巡る警戒感や、原油高に伴うインフレ加速観測が交錯する中、上昇しました。中旬は、FRBがインフレ抑制のために積極的に利上げを進めるとの見方などから上昇しました。下旬は、FRBによる大幅利上げ観測などから上昇した後は、月末にかけて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>高インフレに伴う米金融政策の正常化観測</li> <li>米景気回復の継続</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> </ul>

#### 金利はレンジ内の推移を見込む

高インフレの長期化観測や、FRBが金融政策の正常化を積極的に進めるとの見方、米景気回復の継続などが金利上昇要因と考えられます。一方、ウクライナ情勢を巡る不透明感などを鑑みれば、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3月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で0.25%の利上げを決めました。今年の利上げ回数は3月を含め7回（1回0.25%の利上げを想定）が示されました。FOMC後には、パウエル議長を含むFRB高官らが、今後の会合で通常の2倍となる1回0.5%の利上げの可能性を示唆するなど、FRBのタカ派姿勢が鮮明化しています。

### ■ 1カ月の予想レンジ

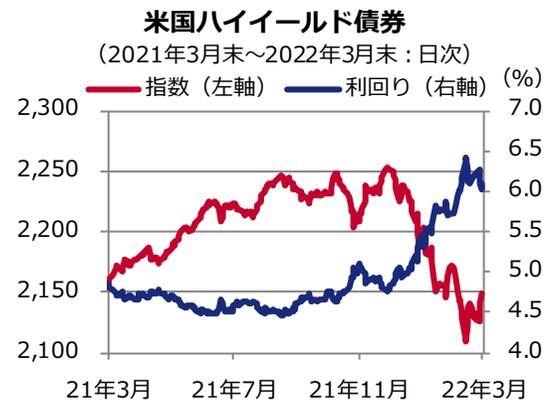
米国10年国債利回り：2.0～2.6%

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

- 3月の『米国ハイイールド債券市場』は下落しました。
- 上旬は、ウクライナ情勢の緊迫化に伴うリスク回避の動きや米長期金利の上昇などから、相場は下落しました。中旬は、米長期金利が上昇する中、下落した後は、過度なリスク回避姿勢が後退し下落幅は縮小しました。下旬は、FRBの大幅利上げ観測が重しとなる場面がみられたものの、ロシアとウクライナの停戦協議の進展期待などを背景に、下落幅は一段と縮小しました。



※ICE BofA・US・キャッシュ・ペイ・ハイイールド・インデックスを使用

### ■ 今後の見通し

価格の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米景気回復の継続</li> <li>相対的に高い利回り水準</li> </ul>
価格の下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>ウクライナ情勢を巡る不透明感</li> <li>米金融政策の正常化を巡る不透明感</li> </ul>

#### 米金融政策動向やウクライナ情勢に留意

米景気回復の継続や、相対的に高い利回り水準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、ウクライナ情勢を巡る不透明感や、米金融政策の正常化の進展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3月のFOMCで0.25%の利上げを決めました。今年の利上げ回数は3月を含め7回（1回0.25%の利上げを想定）が示されました。FOMC後には、パウエル議長を含むFRB高官らが、今後の会合で通常の2倍となる1回0.5%の利上げの可能性を示唆するなど、FRBのタカ派姿勢が鮮明化しています。米金融政策正常化の進展に伴う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

- 3月の『国内債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、ウクライナ情勢を巡る懸念や、米長期金利上昇といった材料が交錯し、金利はほぼ横ばいでした。中旬は、米利上げペースの加速が意識されたことなどから、上昇しました。下旬は、日銀が長期金利の変動許容幅の上限とする0.25%程度となる中、連続指値オペ実施などから金利上昇を抑制する姿勢を示し、月末にかけて上昇幅は縮小しました。



### ■ 今後の見通し

金利の上昇要因	・ 海外の主要中銀による金融政策の正常化に向けた動き
金利の低下要因	・ ウクライナ情勢を巡る不透明感 ・ 日銀の国債買い入れ ・ 新型コロナの感染拡大を巡る懸念

#### 金利は低位での推移を予想

海外金利動向には引き続き留意が必要です。もっとも、ウクライナ情勢を巡る不透明感や、日銀の国債買い入れなどを鑑みれば、金利は低位での推移を予想します。日銀は3月に、指定した利回りで長期国債を一定期間にわたり無制限に買い入れる連続指値オペなどを実施し、金利上昇を抑制する姿勢を鮮明にしました。なお黒田総裁は、3月の金融政策決定会合後の会見で、「国際商品価格の上昇による持続的でない一時的な物価上昇に対しては、金融緩和を引き締める必要もない」と述べ、金融緩和を続ける方針を示しました。

### ■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：0.10～0.25%

## 欧州債券

### ■ 前月の相場動向

- 3月の『欧州債券市場（ドイツ10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、ウクライナ情勢が緊迫化する中、金利はマイナス圏に低下した後、欧州の高インフレへの懸念や、ECBの金融政策の正常化観測などが意識され上昇しました。中旬は、過度なリスク回避姿勢が和らぎ、上昇しました。下旬は、ECBの金融政策の正常化観測や、ロシアとウクライナの停戦協議への期待から上昇した後、月末に上昇幅は縮小しました。



### ■ 今後の見通し

金利の上昇要因	・ 高インフレの長期化懸念 ・ ECBの金融政策正常化を巡る思惑
金利の低下要因	・ ウクライナ情勢を巡る不透明感

#### 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の金融政策の正常化観測などが金利の上昇要因とみられます。一方で、ウクライナ情勢の先行き不透明感が欧州景気に与える影響などを鑑みれば、レンジ内での推移を見込みます。ECBは3月の理事会で、量的緩和策の縮小加速を決めました。資産購入プログラム（APP）は5月以降段階的に縮小し、早ければ7-9月期で終了する方針です。もっともラガルド総裁は会見で、今回の決定は正常化の加速ではなく、あらゆる状況に機敏に対応できる柔軟性の確保との旨を述べました。

### ■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：0.1～0.7%

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## ドル

### ■ 前月の相場動向

- 3月のドルは、対円で上昇しました。
- 上旬は、ウクライナ情勢の深刻化に伴うリスク回避の動きや、米金利上昇などが交錯し、もみ合いでした。中旬は、FOMCを受けて米利上げペースの加速が意識されたことなどから、上昇しました。下旬は、FRBは積極的に金融政策の正常化を進めるとの見方が強まる中、日米金融政策の方向性の違いが意識され大幅上昇しました。もっとも月末にかけては、上昇幅は縮小しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	・米景気回復の継続 ・米金融政策の早期正常化観測
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

米景気回復の継続や、米金融政策の正常化観測などは、ドルの上昇要因とみられます。FRBは、インフレ抑制に向けて金融政策の正常化を積極的に進めるとみられます。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：120～125円

## ユーロ

### ■ 前月の相場動向

- 3月のユーロは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、ウクライナ情勢の緊迫化に伴う欧州景気の下押し懸念から、下落しました。中旬は、ロシアとウクライナの停戦協議の進展期待や、ECBのインフレに対する警戒感が強まっているとの見方などから下落幅は縮小しました。下旬は、停戦協議への期待や、ECBの早期利上げ観測、ロシアからのガス供給継続を巡る懸念といった材料が交錯し、もみ合いでした。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	・ECB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

#### もみ合いでの推移を予想

欧州での高インフレの長期化が意識される中、ECBによる金融政策の正常化を巡る思惑がユーロの上昇要因と考えられます。一方、ウクライナ情勢の先行き不透明感が欧州景気に与える影響などを鑑みれば、もみ合いでの推移を予想します。

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：1.08～1.13ドル

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 英ポンド

### ■ 前月の相場動向

- 3月の英ポンドは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、ウクライナ情勢を巡る先行き不透明感により、リスク回避の動きが強まったことから、対ドルで下落しました。中旬は、英雇用統計が利上げを後押しする結果であったことやBOE（イングランド銀行）の利上げを受けて、上昇しました。下旬は、インフレ高進による個人消費の圧迫など、英国経済の下振れを懸念する見方などから、下落しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>BOEの金融引き締め観測</li> <li>コロナ関連の行動規制の解除</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米金融政策の早期正常化観測</li> <li>ウクライナ情勢を巡る不透明感</li> <li>英国と欧州諸国の関係悪化懸念</li> </ul>

#### 横ばい圏での推移を見込む

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。一方で、米金融政策の早期正常化観測は下落要因と考えられます。また、ウクライナ情勢の深刻化によるエネルギー価格の上昇が個人消費を圧迫し、英国経済を停滞させる場合、ポンドを押し下げる可能性があります。北アイルランド問題を巡る英国と欧州諸国間の動向も引き続き留意が必要と考えます。こうした中、英ポンドは横ばい圏での推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 人民元

### ■ 前月の相場動向

- 3月の人民元は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、2月末から下落したものの、全人代での景気安定化方針が好感され、2018年半ば以来の元高水準で推移しました。中旬は、米国による中国企業への監査厳格化を始め、ロシア支援の思惑に伴う中国への制裁が懸念され、元安が進みました。劉鶴副首相による景気支援発言を受け、元安は一服したものの、国内大都市でのロックダウン導入などもあり、下旬はレンジ内で推移しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国当局の景気支援策</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>ゼロコロナ政策の継続</li> <li>地政学リスクの高まり</li> </ul>

#### 地政学リスクがくすぶる中もみ合い推移

全人代では、景気の安定化を最優先する方針が示されました。こうした景気支援姿勢が中国景気への不透明感を和らげ、人民元の上昇要因になると考えます。一方で、中国のロシアとの関係を巡り国際的な対中強硬姿勢に発展する懸念や、国内の感染再拡大に伴う景気の悪化懸念が人民元の下押し圧力となります。当面は地政学リスクと景気刺激策への期待が交錯する中でもみ合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

- 3月の豪ドルは、対米ドルで上昇しました。
- 上旬は、一時下落する局面がみられましたが、資源価格の上昇、豪貿易黒字の拡大、豪州のウクライナからの地理的な距離などが好感され、上昇しました。中旬は、資源価格の上昇一服を受けて下落した後、資源価格の持ち直し、堅調な豪雇用統計、リスク選好の改善などから上昇しました。下旬は、豪州金利の上昇を背景に豪ドルは上昇しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>堅調な豪州経済</li> <li>RBAの早期利上げ観測</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>ウクライナ情勢を巡る不透明感</li> </ul>

#### ウクライナ情勢と資源価格に留意

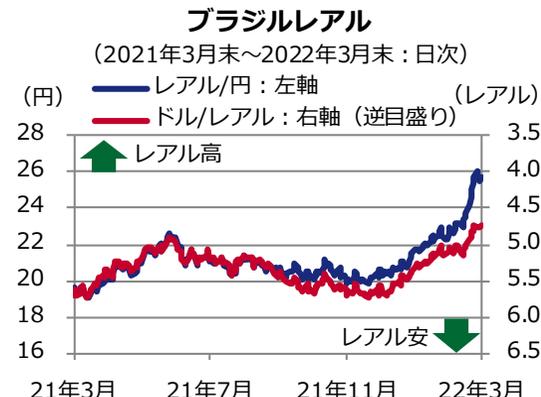
堅調な豪州経済やRBAの早期利上げ観測は、豪ドルの上昇要因と考えます。2月の豪失業率は4.0%と2008年以來の低い水準となり、RBAが利上げに踏み切る環境が整っているとみられます。一方で、ロシアとウクライナの停戦協議進展期待は、資源価格に下落圧力となっているとみられ、豪ドルへの影響には留意が必要と考えます。

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

- 3月のブラジルレアル（以下、レアル）は、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、ロシアへの制裁に伴う供給ひっ迫を懸念した資源価格の高騰を受けて上昇しました。中旬は、ブラジル中銀の利上げを受けて上昇しました。下旬についても、鉄鉱石などの商品価格の上昇がレアルを押し上げました。ブラジルにおけるロシア・ウクライナとの貿易取引が、他国と比較して限定的であることもレアルが選好される要因となっていると考えられます。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>ブラジル中銀の利上げ継続姿勢</li> <li>商品価格の上昇</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>財政規律への信認低下</li> </ul>

#### 中銀の金融引き締めが支援材料に

今後のレアル相場の上昇要因として、引き続きブラジル中銀の利上げ継続姿勢と、商品価格の上昇が挙げられます。一方で、借り入れコストの上昇や、食料やエネルギー価格の上昇は、国内経済の圧迫要因となります。また、10月の大統領選を控え、ボルソナロ大統領のポピュリズム色の強い政策の提示による財政規律への信認低下が、レアルを押し下げる可能性があることに留意が必要です。

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

- 3月のインドルピー（以下、ルピー）は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、ウクライナ情勢を受けたリスク回避の動きや、原油価格高騰によるインドの経常収支悪化懸念などから、ルピーは下落しました。その後は、ウクライナ情勢をにらみ、もみ合う中、ロシアとウクライナの停戦期待浮上などを受けて下落幅がやや縮小する展開となりました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	・インドの長期的な成長期待
下落要因	・ウクライナ情勢を受けたリスク回避の動き ・原油価格上昇

#### 上値の重い展開に

中長期的には成長期待を受けたインド株式市場への資金流入などが、ルピーの下支え要因と考えられます。一方、ウクライナ情勢を受けたリスク回避の動きや、原油価格上昇を受けたインドの経常収支悪化懸念などが、当面はルピーにとって悪材料になると思われます。そうした中、4月のインド中銀の会合で、緩和的としている金融政策スタンスが引き締めに向け変更されるか注目されます。

#### 今後1カ月の見通し

(対ドル)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

# 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。
- ウェストパック消費者信頼感指数はウェストパック・メルボルン研究所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。