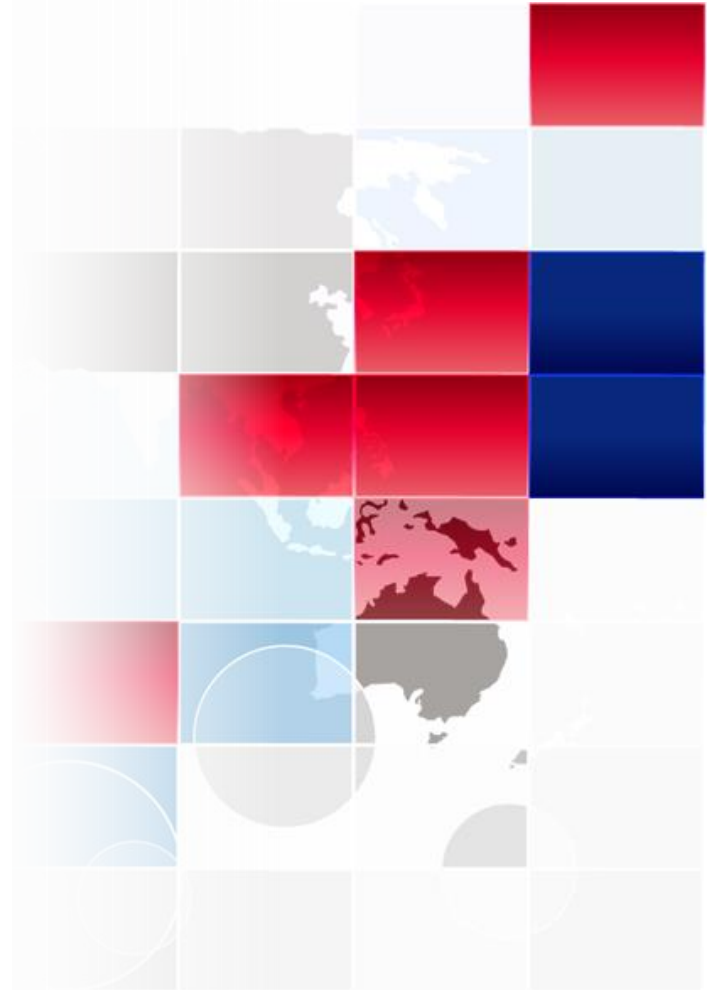


---

# マーケット・インサイト

## 2018年3月

---



# マーケット・インサイト

## ▶ Chapter 1 トピックス

### 1-1 トピックス ..... 3

日米株式市場は大幅に調整  
米国のインフレ期待  
米国の2018年度、2019年度予算  
米国債券市場では財政悪化懸念がくすぶる  
ユーロ圏の金融政策 商品市況

## ▶ Chapter 2 経済動向

### 2-1 経済の概況 ..... 10

### 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 ..... 28

### 3-2 マーケット・オーバービュー ..... 29

### 3-3 市場動向 ..... 30

株式 REIT 債券 外国為替

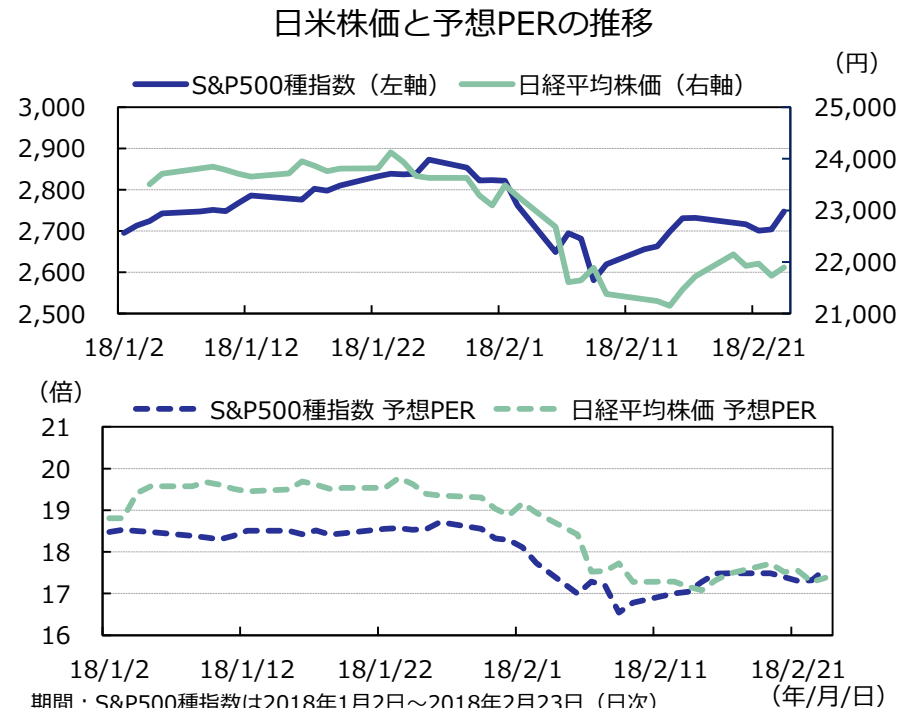
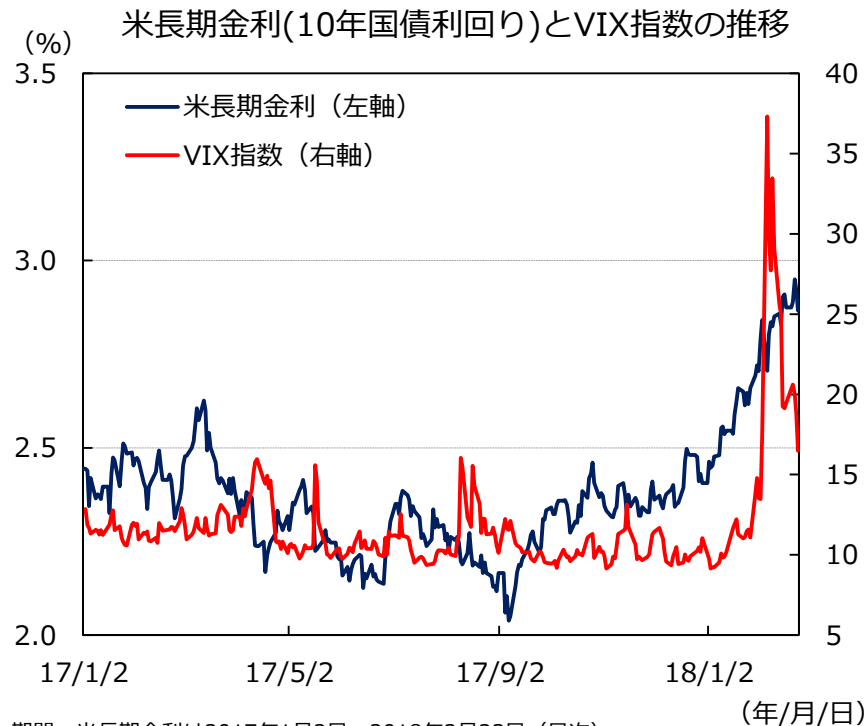
## ▶ Chapter 4 付属資料

### 4-1 チャート集 ..... 41

主要国・地域の政策金利 前月のまとめ  
株式市場 REIT市場 世界の金利マップ  
債券市場 外国為替市場 商品市場 その他

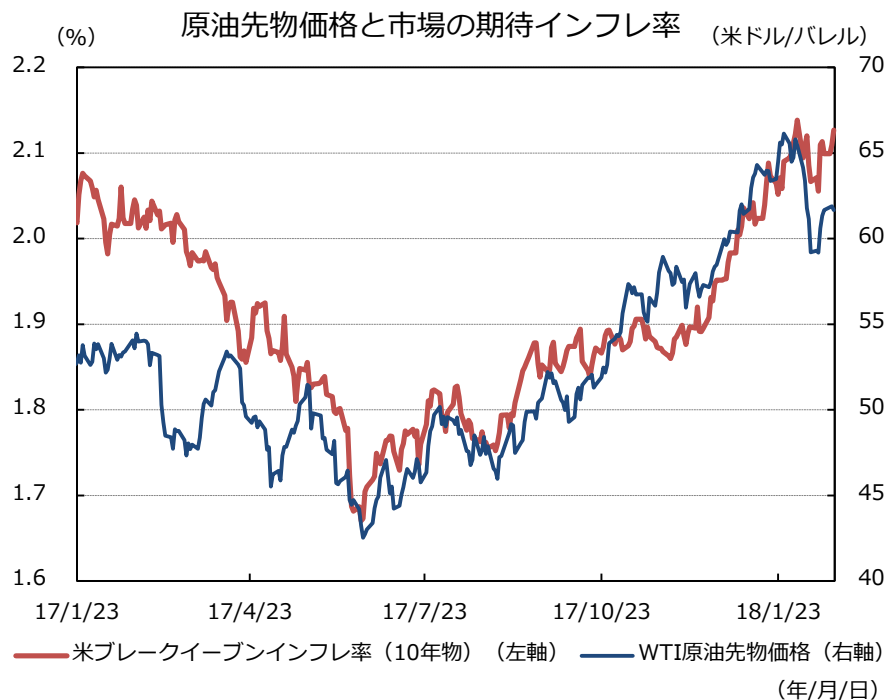
▶ Chapter 1  
トピックス

## 米長期金利・VIX指数の急上昇に伴い株価は急落、バリュエーションは調整

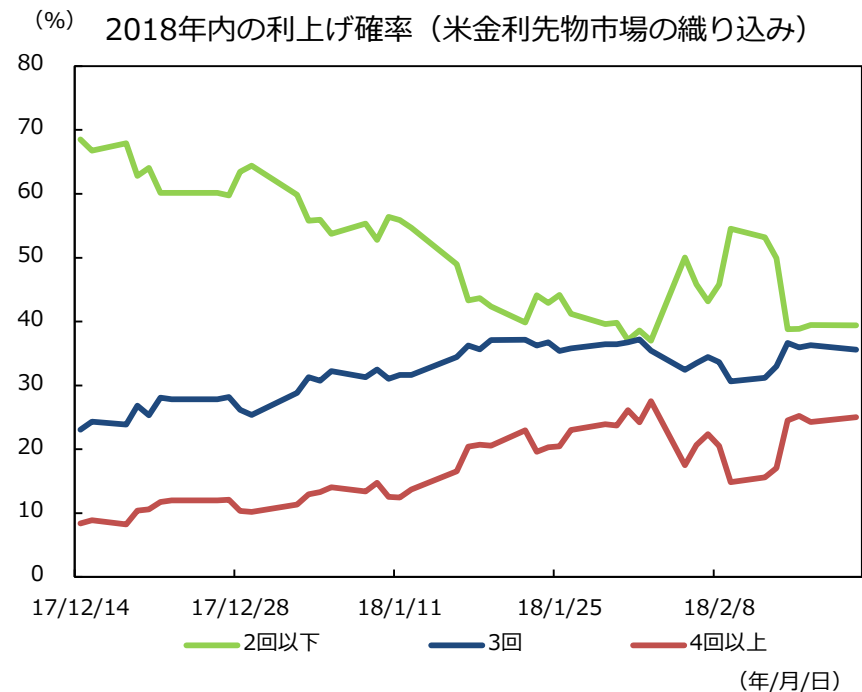


- 2月初旬には、1月の米雇用統計の内容が市場予想より良好となったことを受け、米利上げペース加速の思惑などから米長期金利が急上昇すると、将来の予想株価変動率を示すVIX指数が急騰する場面がみられました。投資家のリスク回避姿勢の強まりを受け、米国株価は急落し、連れて国内株価も大きく下落しました。
- 1月の過熱感からの反動もあり日米株価は一旦調整しましたが、予想株価収益率（PER）などバリュエーション指標にみる割高感の一部解消される可能性があります。今後は堅調な企業業績期待などを背景に、株価は上昇基調をたどると見込まれます。

## インフレ期待が強まり、利上げ加速観測も浮上



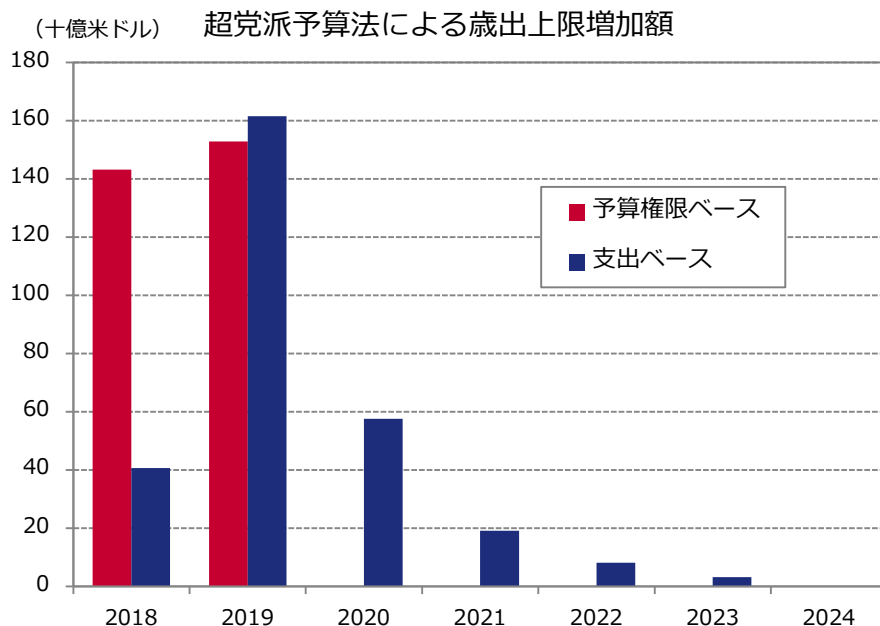
期間：2017年1月23日～2018年2月21日 (日次)  
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



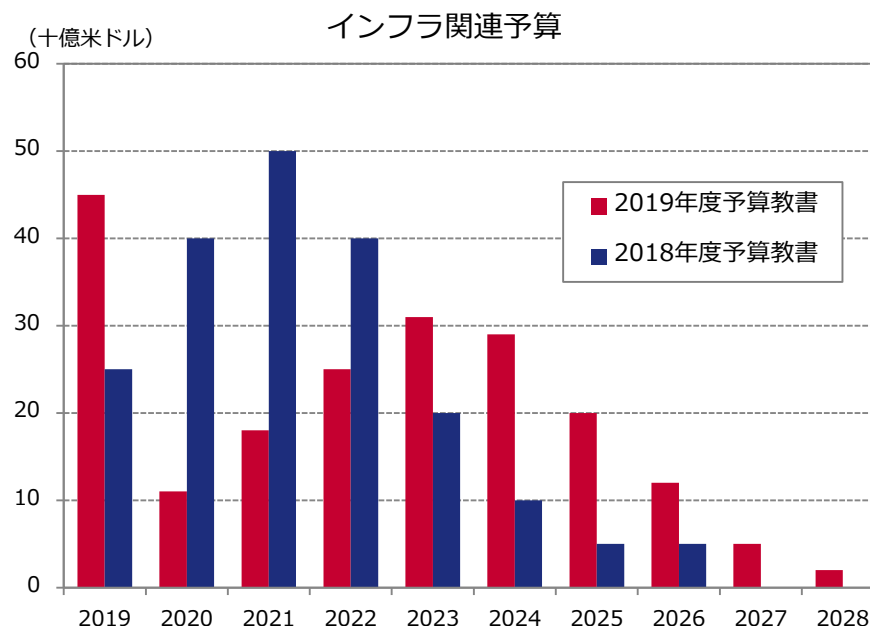
期間：2017年12月14日～2018年2月20日 (日次)  
出所：CMEグループ「Fedウォッチ」のデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
注：1回あたり0.25%の利上げを前提

- 米長期金利上昇の背景のひとつにインフレ期待の強まりが挙げられます。原油価格は昨年半ば以降、上昇が続きました。WTI原油先物価格は、今年1月下旬に1バレル=65ドルを上回る場面もありました。原油価格上昇にほぼ連動する形で、米国債券市場が織り込む期待インフレ率（ブレイクイーブンインフレ率（10年物））は上昇し、2%台に到達しています。
- 市場では、インフレ期待の強まりに伴い米連邦準備理事会（FRB）の利上げが加速するとの観測も強まりました。米金利先物市場では、2018年内は2回以下の利上げとの見方が低下する一方で、4回以上の利上げとの見方も浮上しています。株価急落時に一時、利上げ加速観測が後退する場面もありましたが、直近では株価急落前の織り込みに戻っています。

## 超党派予算法（The Bipartisan Budget Act of 2018）が成立



出所：米議会予算局資料を基にアセットマネジメントOneが作成



出所：ホワイトハウス資料よりアセットマネジメントOneが作成

- 2月9日に、①3月23日までのつなぎ予算と、②債務上限の2019年3月1日までの停止、③2018年度と2019年度における法定歳出上限額の引き上げを盛り込んだ超党派予算法が上下両院で可決され、トランプ大統領の署名を経て成立しました。2018年度は1430億ドル程度、2019年度は1530億ドル程度引き上げられました。
- 今回、予算の全体額と国防費・非国防費が決まったことで、2018年度予算は個別予算項目をどのように配分するか細目を審議するステージへ入りました。
- なお、2月12日にはトランプ大統領が2019年度予算教書を公表しました。2019年度に厚めのインフラ予算を要求しています。

# トピックス－米国債券市場では財政悪化懸念がくすぶる

## 米財政悪化懸念によるタームプレミアム上昇には留意が必要

### 米国財政収支と米国債タームプレミアム

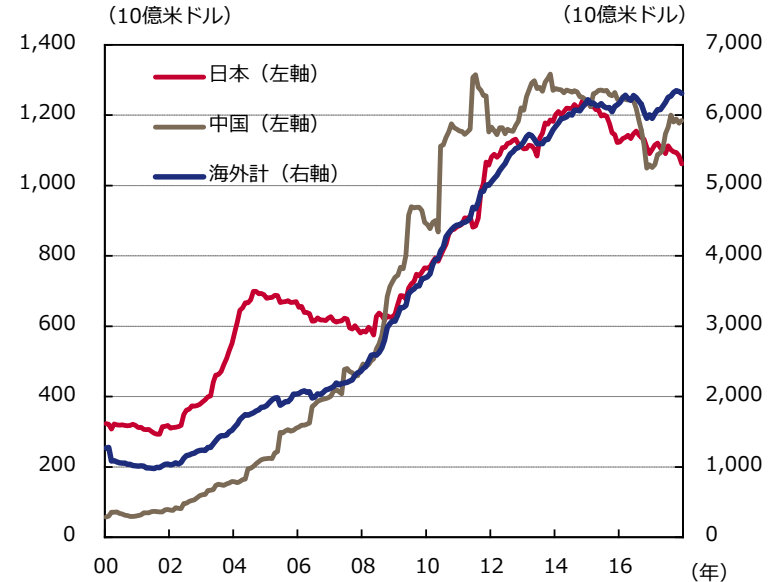


期間：米国債タームプレミアムは2000年3月～2018年1月（月次）

米国財政収支対GDP比は2000年3月～2017年12月（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

### 主な国別の米財務省証券保有額推移

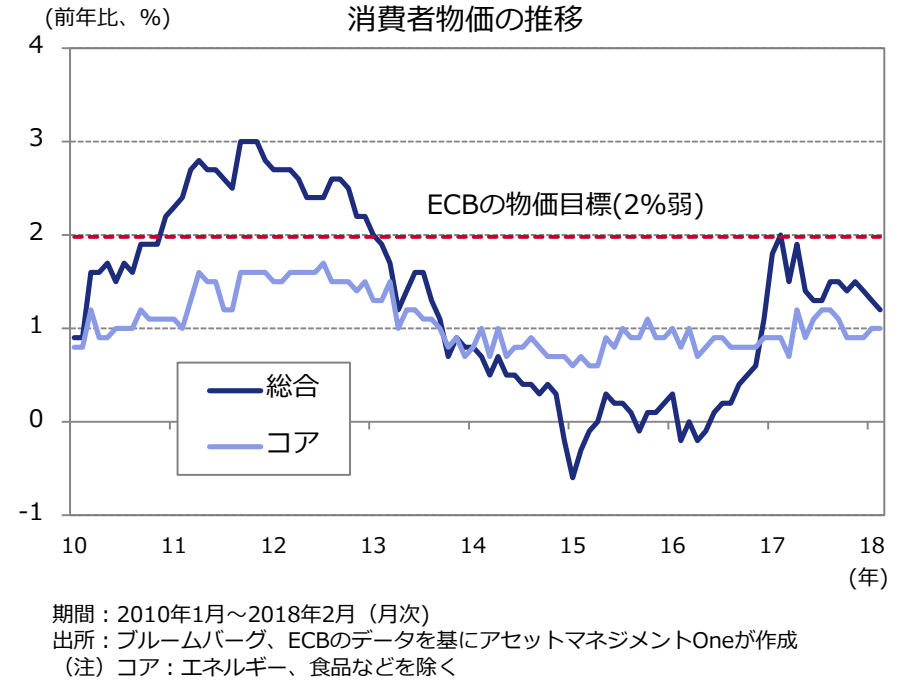
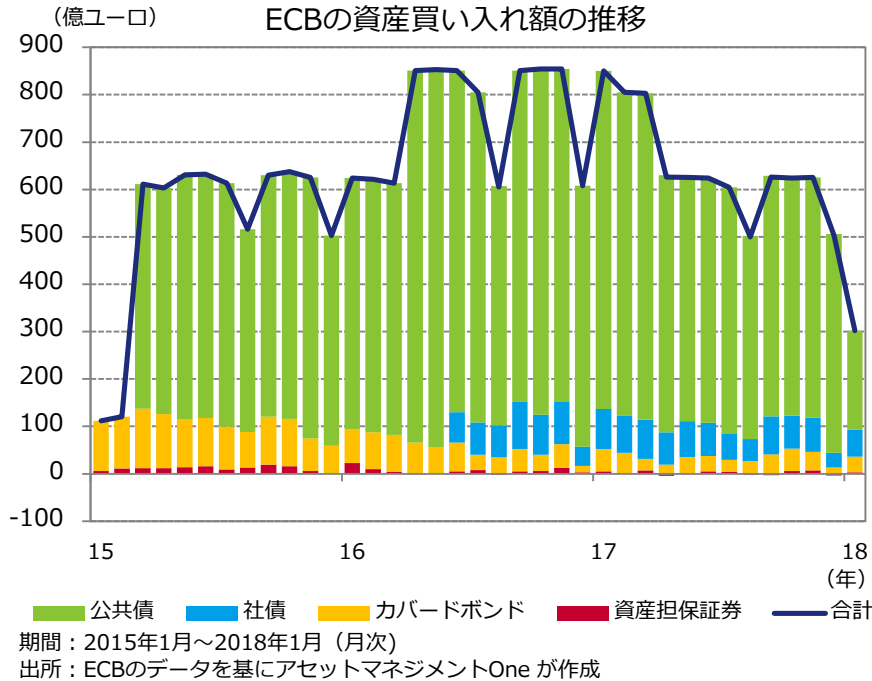


期間：2000年1月～2017年12月（月次）

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

- 米トランプ政権は大型減税の実施に加えて、国防費増額や大規模なインフラ投資計画への拠出など積極的な財政政策を推し進めるとの見方から、一部市場参加者の間では米財政悪化への警戒感が高まっています。今後、米連邦準備理事会（FRB）が金融政策の正常化を進める中で、米財政悪化懸念によるタームプレミアム（保有期間のリスクに応じた金利の上乗せ分）上昇を通じた長期金利の押し上げ圧力には留意が必要です。
- もっとも、海外投資家の米財務省証券の保有額は依然高水準にあります。なお昨年12月時点で、中国は引き続き海外勢の中で保有額首位となっています。

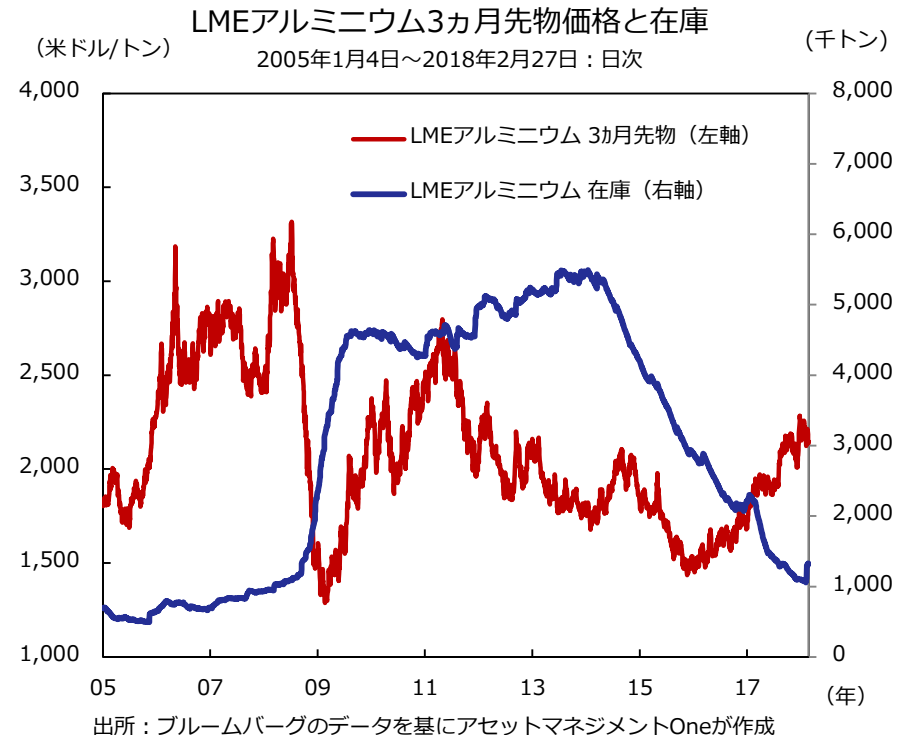
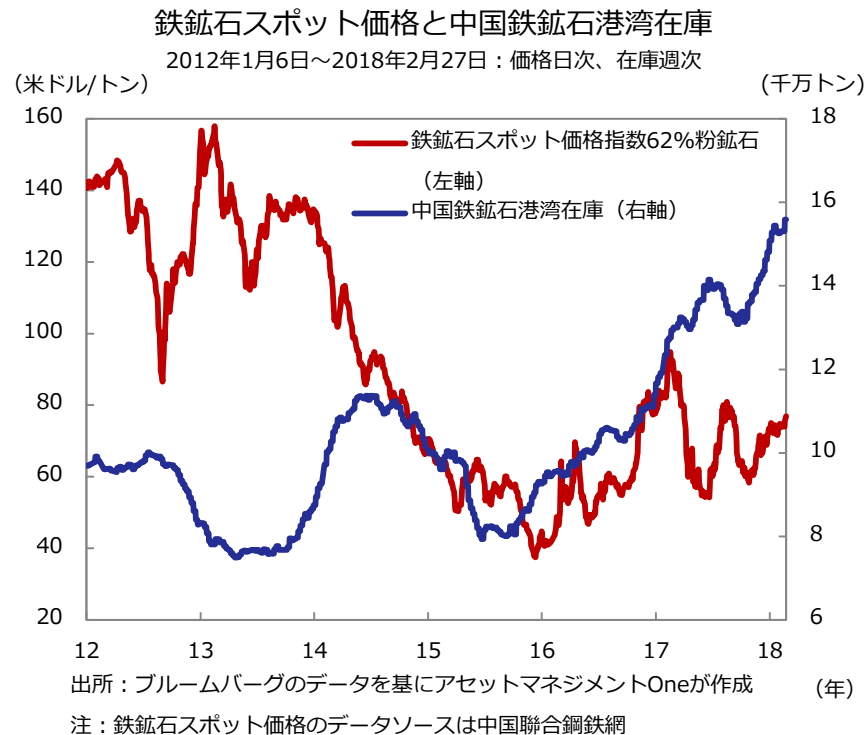
## ECBは金融緩和解除を急がないと見込まれる



- ユーロ圏の景気が堅調に推移し、一部の国の国債など買い入れ対象の不足を懸念する見方もある中、欧州中央銀行（ECB）は2018年1月から資産買い入れの減額を実施しました。国債などの公共債の買い入れを中心に減額されたため、民間部門証券の買い入れ割合が増加する形となりました。
- ECBは9月まで現状規模での資産買い入れを予定していますが、年内には資産買い入れの終了が見込まれています。ただし、ユーロ圏の消費者物価上昇率は、足元前年同月比+1%台前半で推移しており、依然物価目標から乖離しています。今後も、物価上昇が緩やかなものにとどまるとみられることやユーロ高を避けるためにも、ECBは金融緩和の解除を急がないと見込まれます。

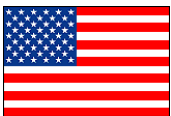

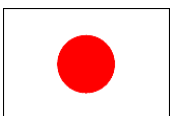



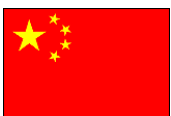



## 鉄鉱石、アルミニウムなどの市況は足元底堅いが、先行きに不透明感



- 鉄鉱石価格は1トン当たり70ドル台半ばで比較的底堅く推移しています。こうした中、最大輸入国中国の大気汚染対策による鉄鋼生産を巡る不透明感が強まっています。中国で港湾在庫が積み上がっていることに加え、豪州やブラジルで資源大手各社が供給能力増強を図るとみられていることから、今後の価格動向に不透明感が残ります。
- ロンドン金属取引所（LME）のアルミニウム価格は、2月中旬には1トン当たり2,200ドルを超え、高値圏にあります。最大輸出国中国が大気汚染対策による生産抑制を行う中、米国のセーフガード（緊急輸入制限）が発動した場合の需給への影響は、見方が分かれています。米国向け輸出の在庫が積みあがる可能性がある一方、自動車向け需要は依然強く、先行きに不透明感が残ります。

▶ Chapter 2  
経済動向

国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 緩やかに拡大	緩やかに利上げ	米国景気は、良好な雇用所得環境や財政拡張の寄与などから緩やかに拡大するとみられます。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徐々に高まる見通しです。こうした中、米連邦準備理事会（FRB）は緩やかなペースで利上げを実施する見通しです。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 米国の北米自由貿易協定（NAFTA）離脱</li> </ul>
 日本	 拡大基調が継続	当面は現状維持	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、景気の緩やかな拡大基調が継続する見込みです。ただし、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。また、依然として、物価上昇は弱い状況が続いています。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 金融市場の不安定化</li> <li>▶ 消費マインドの落ち込み</li> </ul>
 ユーロ圏	 安定的な成長継続	当面は現状維持	欧州景気は雇用情勢の改善などを背景に、安定的な成長が続くと見込まれます。欧州中央銀行（ECB）は9月まで現状の資産買い入れ額を維持する予定です。一方、賃金の伸び悩みなどからインフレ率が当面横ばい圏にとどまると見込まれるため、ECBは金融政策の解除を急がないものとみられます。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 中国の景気減速</li> <li>▶ 欧州各国の政治動向</li> </ul>
 中国	 緩やかな減速	引き締め傾向	海外景気の堅調さを反映し、外需は好調ですが、内需については投資が低迷し、消費もわずかに鈍化しています。今後は、中国当局の金融リスク抑制姿勢などから、下押し圧力がさらに強まるとみられます。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 金融規制強化をにらみ市場が混乱</li> </ul>

# 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	3.4	3.2	3.7	3.9 (↑0.2)	3.9 (↑0.2)
先進国	1.2	1.3	2.1	2.2	1.7	2.3	2.3 (↑0.3)	2.2 (↑0.4)
米国	2.2	1.7	2.6	2.9	1.5	2.3	2.7 (↑0.4)	2.5 (↑0.6)
日本	1.5	2.0	0.3	1.1	0.9	1.8	1.2 (↑0.5)	0.9 (↑0.1)
ユーロ圏	▲0.9	▲0.2	1.3	2.0	1.8	2.4	2.2 (↑0.3)	2.0 (↑0.3)
オーストラリア	3.6	2.1	2.8	2.4	2.5	2.2	2.9 (—)	3.0 (—)
新興国	5.4	5.1	4.7	4.3	4.4	4.7	4.9 (→0.0)	5.0 (→0.0)
中国	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6 (↑0.1)	6.4 (↑0.1)
インド	5.5	6.4	7.5	8.0	7.1	6.7	7.4 (→0.0)	7.8 (→0.0)
ブラジル	1.9	3.0	0.5	▲3.8	▲3.5	1.1	1.9 (↑0.4)	2.1 (↑0.1)
ロシア	3.7	1.8	0.7	▲2.8	▲0.2	1.8	1.7 (↑0.1)	1.5 (→0.0)
ASEAN5 <sup>※</sup>	6.2	5.1	4.6	4.9	4.9	5.3	5.3 (↑0.1)	5.3 (→0.0)

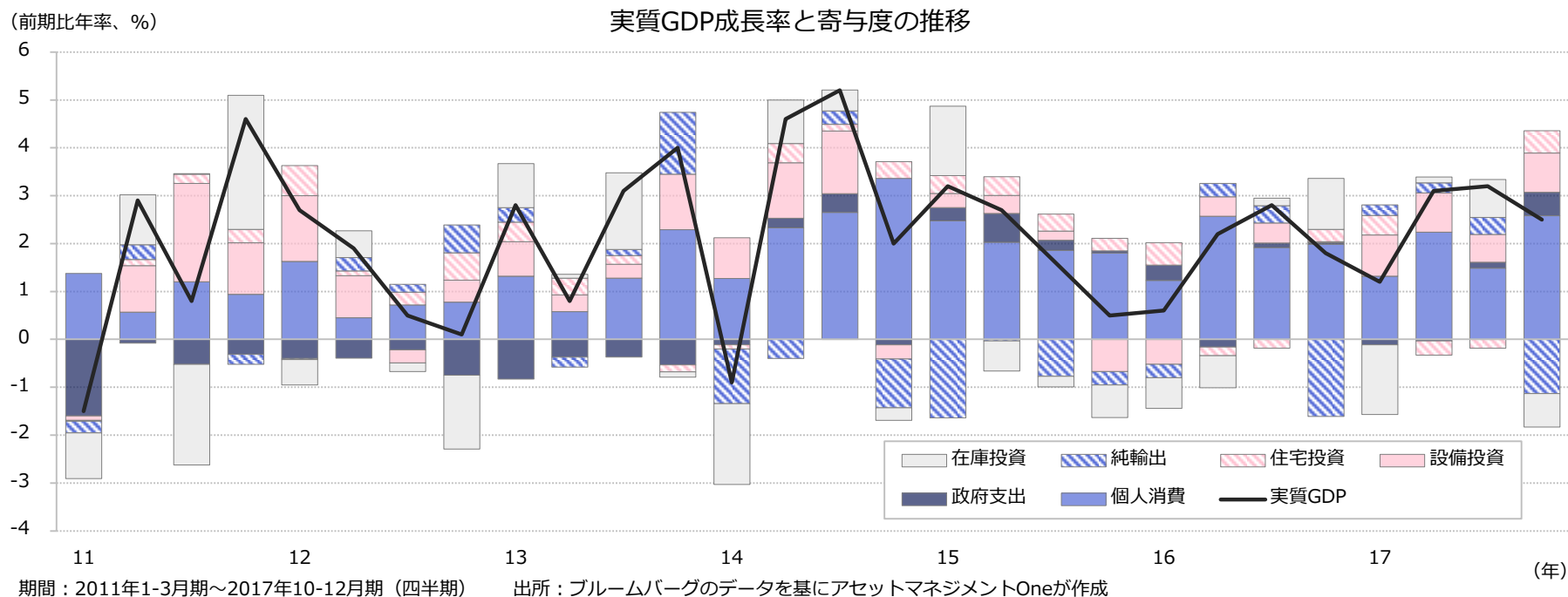
出所：IMF「World Economic Outlook Database, 2017.10」、「World Economic Outlook Update, 2018.1」、データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※ASEAN5：インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

(注) 2017年の数値は推計値、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IMF「World Economic Outlook Database, 2017.10」に準拠。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未表示

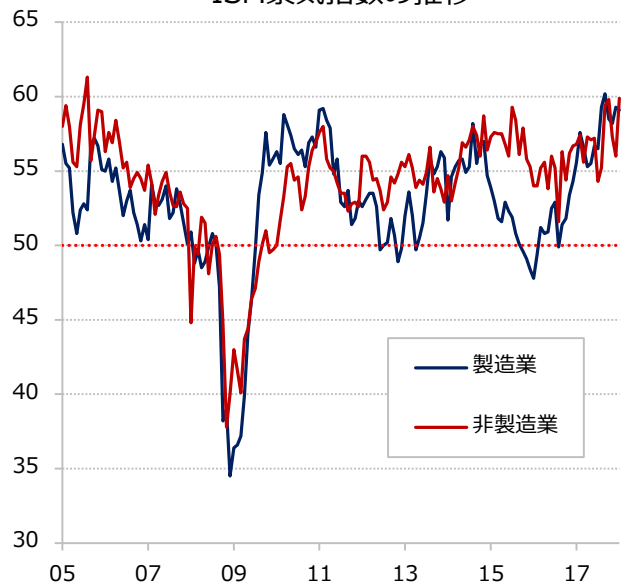
## 米国景気は今後も順調に推移するとみられる



- 2017年10-12月期の米実質GDP成長率は前期比年率+2.5%と、7-9月期の同+3.2%から減速しました。もっとも、内容は良好です。内訳をみると、個人消費、設備投資は成長が加速したほか、住宅投資も3四半期ぶりにプラス成長へと反転しました。純輸出と在庫投資の減少が成長を下押ししたものの、純輸出の減少は好調な内需を反映した輸入の増大によるもので、輸出は前期比年率+2.1%から同+7.1%へ加速しています。
- 最近の長期金利の上昇は民間住宅投資などを下押しするとみられるものの、①良好な雇用所得環境、②財政拡張の寄与が期待できること——などから、米国景気は今後も順調に推移するとみられます。

## 先行きも活発な生産活動が示唆される

ISM景気指数の推移



期間：2005年1月～2018年1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

ISM製造業景気指数の推移

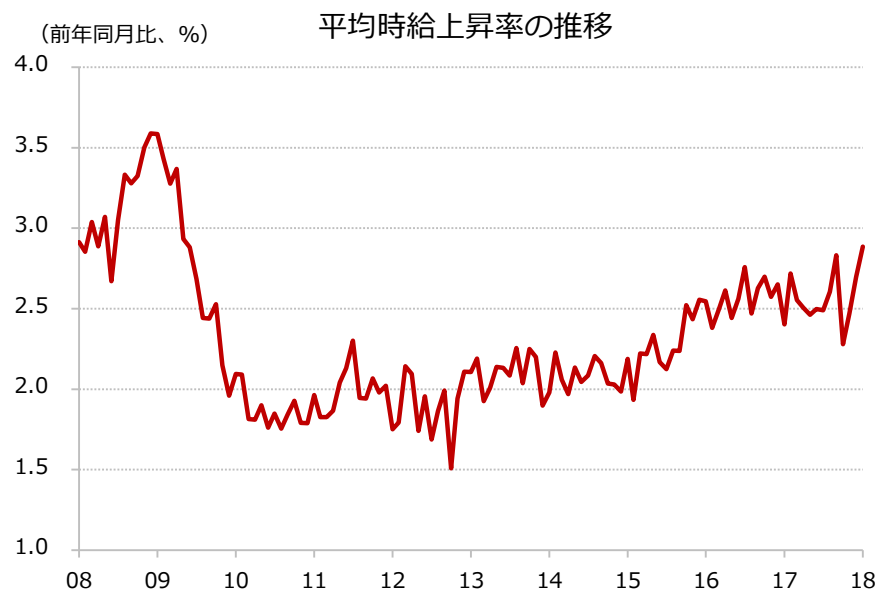
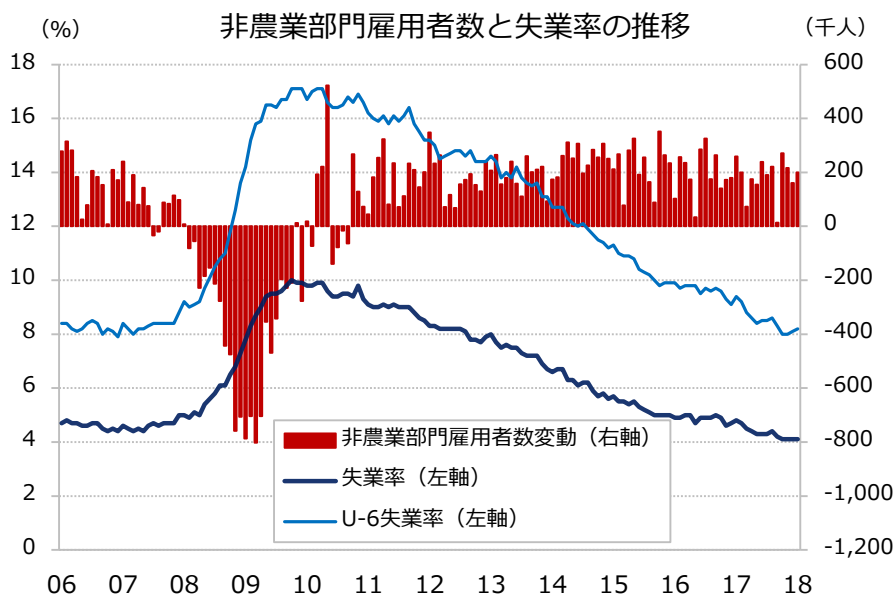
	ISM総合指数構成項目						サブインデックス				
	総合	新規受注	生産	雇用	入荷遅延	製造業在庫	価格	輸出受注	輸入	受注残高	顧客在庫
2017年1月	55.6	60.1	60.5	54.8	53.5	49.2	67.9	55.2	49.2	48.6	47.7
2017年2月	57.6	63.8	61.7	54.5	55.5	52.3	66.9	55.0	55.1	57.1	48.4
2017年3月	56.6	62.0	57.3	58.7	55.6	49.3	68.8	59.4	53.5	57.5	48.6
2017年4月	55.3	57.1	58.9	53.0	55.9	51.6	68.3	58.9	54.9	56.9	46.6
2017年5月	55.5	60.0	57.5	53.3	54.4	52.1	59.5	57.8	52.3	54.0	49.1
2017年6月	56.7	61.3	60.9	56.3	55.7	49.0	53.0	58.2	53.5	56.5	49.9
2017年7月	56.5	61.0	60.4	55.8	56.0	49.2	61.7	57.2	56.4	54.3	48.0
2017年8月	59.3	61.8	62.0	59.8	57.4	55.7	61.7	56.1	54.3	56.5	42.3
2017年9月	60.2	64.4	61.9	58.7	63.4	52.6	71.5	56.2	53.8	56.9	43.0
2017年10月	58.5	63.5	61.0	59.8	60.1	48.1	68.1	55.1	54.3	53.9	43.5
2017年11月	58.2	63.9	64.3	59.2	56.6	47.1	64.8	56.3	54.3	54.3	45.1
2017年12月	59.3	67.4	65.2	58.1	57.2	48.5	68.3	57.6	56.5	54.9	42.9
2018年1月	59.1	65.4	64.5	54.2	59.1	52.3	72.7	59.8	58.4	56.2	45.6
前月差（1月）	-0.2	-2.0	-0.7	-3.9	1.9	3.8	4.4	2.2	1.9	1.3	2.7

出所：米国ISM、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）ISM総合指数構成項目のウェイトは20%ずつ。

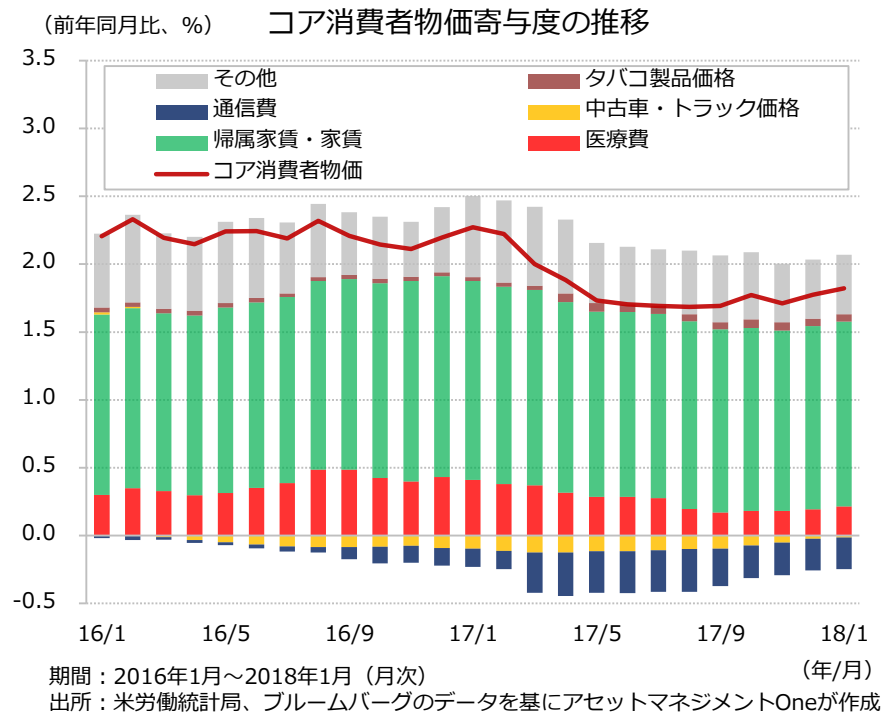
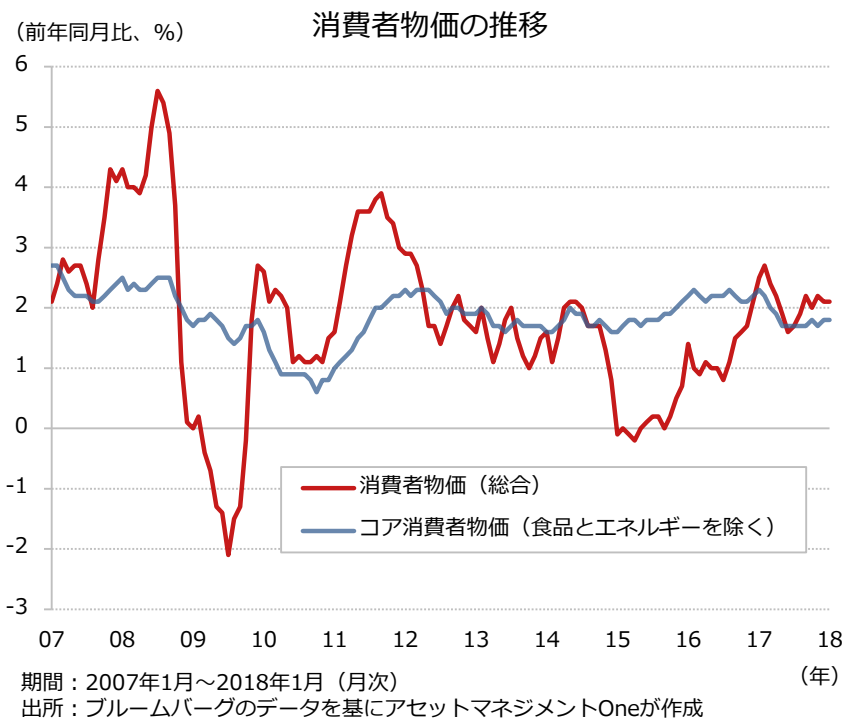
- ISM製造業景気指数は、2017年12月の59.3から2018年1月は59.1へ低下しました。一方で、非製造業景気指数は2017年12月の56.0から2018年1月は59.9へ上昇しました。
- 新規受注指数は9カ月、生産指数は8カ月連続で60を上回ったものの、増勢は減速しました。また、在庫指数が4カ月ぶりに50を上回りました。全般的に1月は12月と比較して内容がやや悪化したものの、水準としてみれば依然高めで、引き続き先行きの活発な生産活動を示唆するものとみています。

## 労働市場が引き締まる中、賃金は徐々に上昇していくとみられる



- 1月の非農業部門雇用者数は前月差+20.0万人と、堅調な推移となりました。一方、失業率は4.1%で横ばいとなりましたが、経済的理由によるパートタイマーなどを含んだU-6失業率は、2017年12月の8.1%から8.2%へやや悪化しました。
- 1月の平均時給上昇率は前年同月比+2.9%と、市場予想（ブルームバーグ調べ）の同+2.6%を上回って、大幅な伸びを記録しました。もっとも、これは悪天候の影響による面もあるとみられます。労働市場が引き締まる中、賃金は徐々に上昇していくものとみられます。

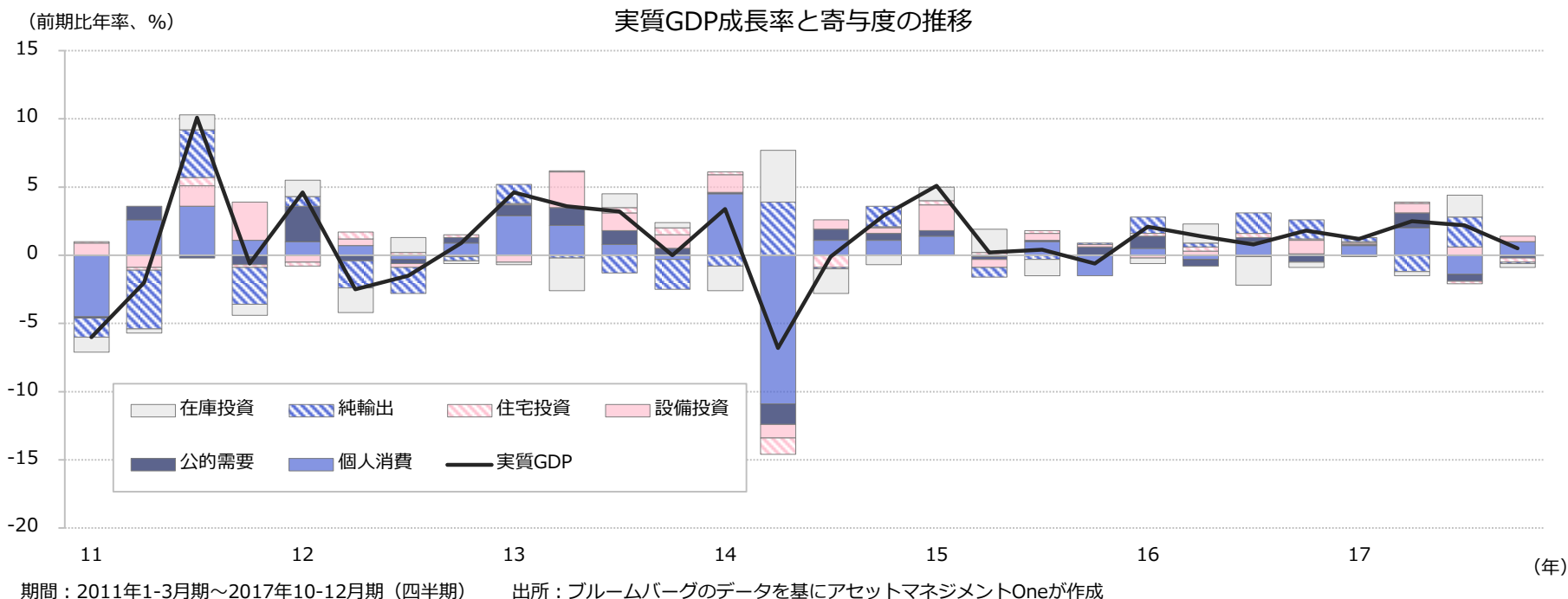
## 物価は徐々に上昇していくとみられる



- 1月の消費者物価（総合）上昇率は、前年同月比+2.1%、食品とエネルギーを除くコア消費者物価は同+1.8%と、ともに2017年12月から横ばいの動きとなりました。
- 1月のコア消費者物価前月比は+0.3%となり、市場予想（ブルームバーグ調べ）の同+0.2%を上回りました。内訳をみると、コアに対するウェイトの大きい住居費が前月比+0.2%と底堅さを示したほか、衣服（同+1.7%）、輸送サービス（同+0.8%）、医療サービス（同+0.6%）などが高めの上昇となりました。

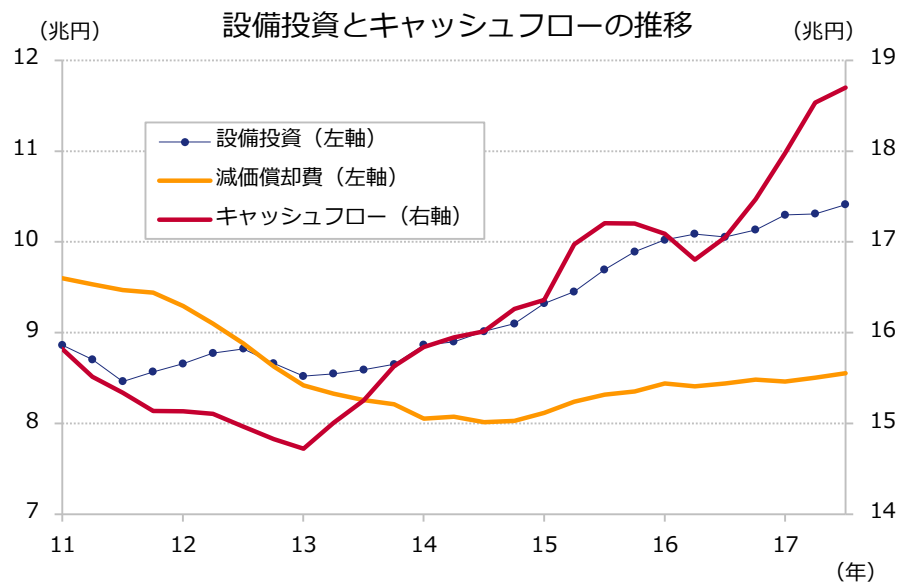
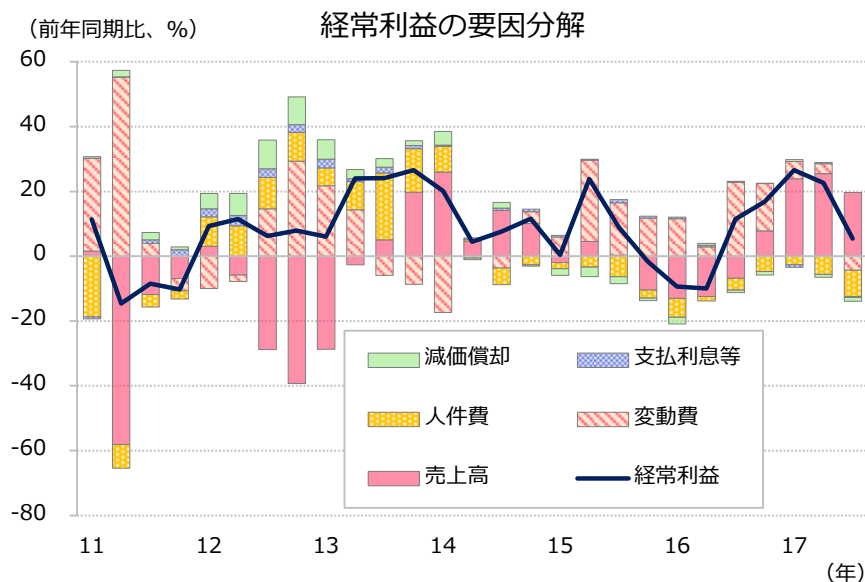


## 8四半期連続の成長、今後も景気の緩やかな拡大基調が継続する見込み



- 2017年10-12月期の実質GDP成長率速報値は前期比年率+0.5%と、2016年1-3月期以降、8四半期連続で増加しました。プラス成長継続は、1986年4-6月期から1989年1-3月期まで続いた12四半期連続以来の長さで、長期の景気拡大が示された格好です。内訳を見ますと、個人消費や設備投資は増加しましたが、その他の項目が足を引っ張った形となりました。
- 内需を取り巻く環境は、良好な雇用所得環境の継続、人手不足を背景とした効率化投資需要、政府の財政支出による景気下支え姿勢などにより安定感が増しており、2018年も景気の緩やかな拡大基調が持続する見込みです。ただし、価格上昇による家計の節約志向の強まり、大雪や寒波などの天候要因やこのところの不安定な金融市場を受けた消費の冷え込みに留意する必要があります。

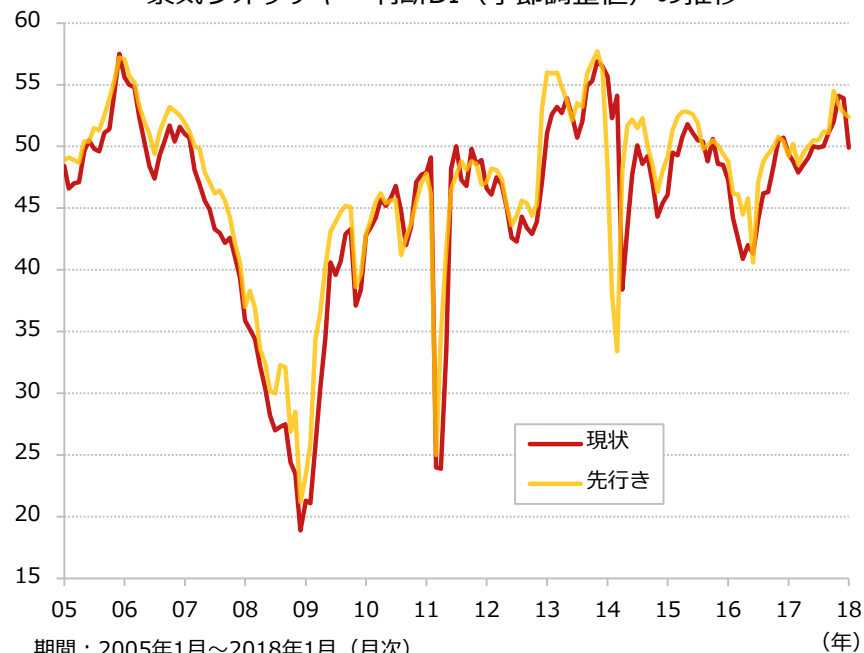
## 好調な企業収益や人手不足などから、効率化・省力化投資などは緩やかに増加すると想定



- 2017年7-9月期は全規模・全産業（金融・保険業を除く）の売上高が前年同期比+4.8%、経常利益が同+5.5%と増収増益になりました。増益率は4-6月期の同+22.6%から大幅に鈍化しましたが、これは昨年に純粋持株会社の子会社からの受取利息等が大幅に増加した反動の影響が大きく出たことによるものです。実態としては好調な収益環境が継続しているとみられます。
- 設備投資の動向をみると、足元ではキャッシュフローが大幅に増加する一方、設備投資の伸びは限定的となっています。企業の成長期待が高まらない中、今後も設備投資の大幅な増加は見込みにくいものの、好調な企業収益や人手不足感などを背景に効率化・省力化投資などは緩やかに増加していくと想定されます。

## 悪天候などにより景況感は悪化、今春闘の行方に期待

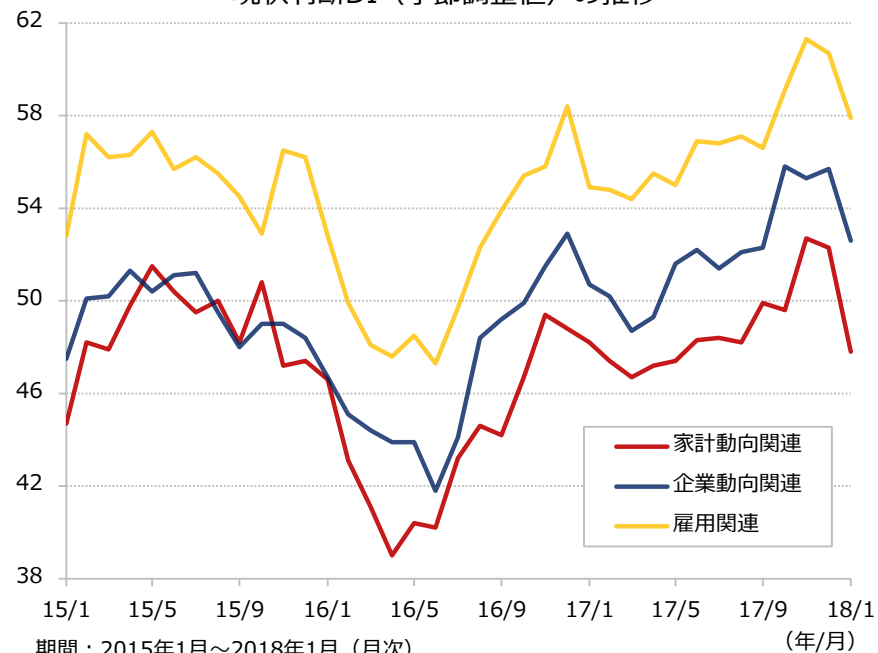
景気ウォッチャー判断DI（季節調整値）の推移



期間：2005年1月～2018年1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

現状判断DI（季節調整値）の推移

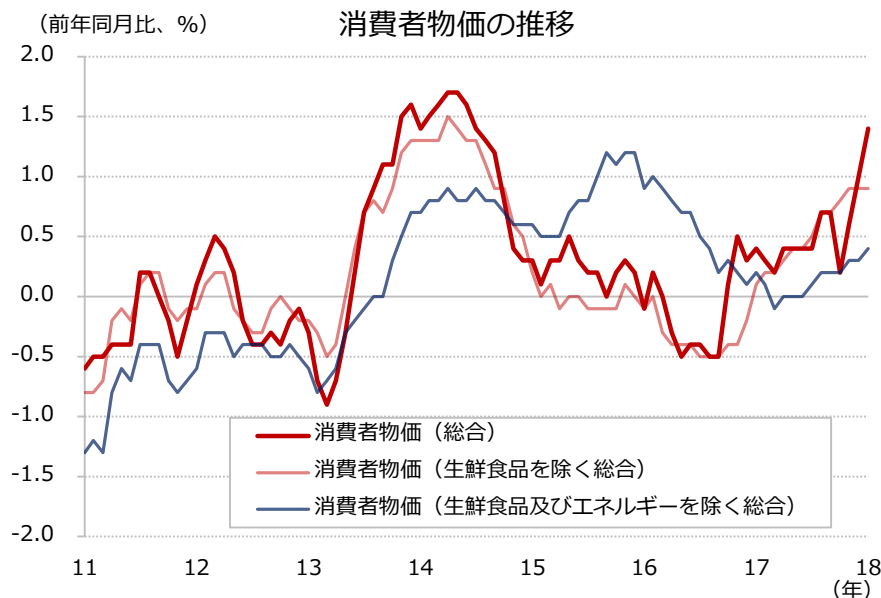


期間：2015年1月～2018年1月（月次）

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

- 1月景気ウォッチャー調査の現状判断DIは49.9となり、2ヵ月連続で低下しました。家計動向関連、企業動向関連、雇用関連のいずれのDIも悪化しました。また、先行き判断DIも52.4へ低下しました。
- コメントをみますと、大雪や寒波などの悪天候や、食料品などの価格上昇による家計の節約志向の強まりへの言及が多くみられます。先行きは、このところの不安定な金融市場を受けた消費の冷え込みにも留意する必要があります。一方で、大幅な賃上げによる個人消費の拡大に期待する向きもあり、今春闘の行方が注目されます。

## 黒田日銀総裁再任へ



期間：2011年1月～2018年1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（2018年1月）

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2017年度	+1.8～+2.0 <+1.9>	+0.7～+1.0 <+0.8>
10月時点の見通し	+1.7～+2.0 <+1.9>	+0.7～+1.0 <+0.8>
2018年度	+1.3～+1.5 <+1.4>	+1.3～+1.6 <+1.4>
10月時点の見通し	+1.2～+1.4 <+1.4>	+1.1～+1.6 <+1.4>
2019年度	+0.7～+0.9 <+0.7>	+1.5～+2.0 <+1.8>
10月時点の見通し	+0.7～+0.8 <+0.7>	+1.5～+2.0 <+1.8>

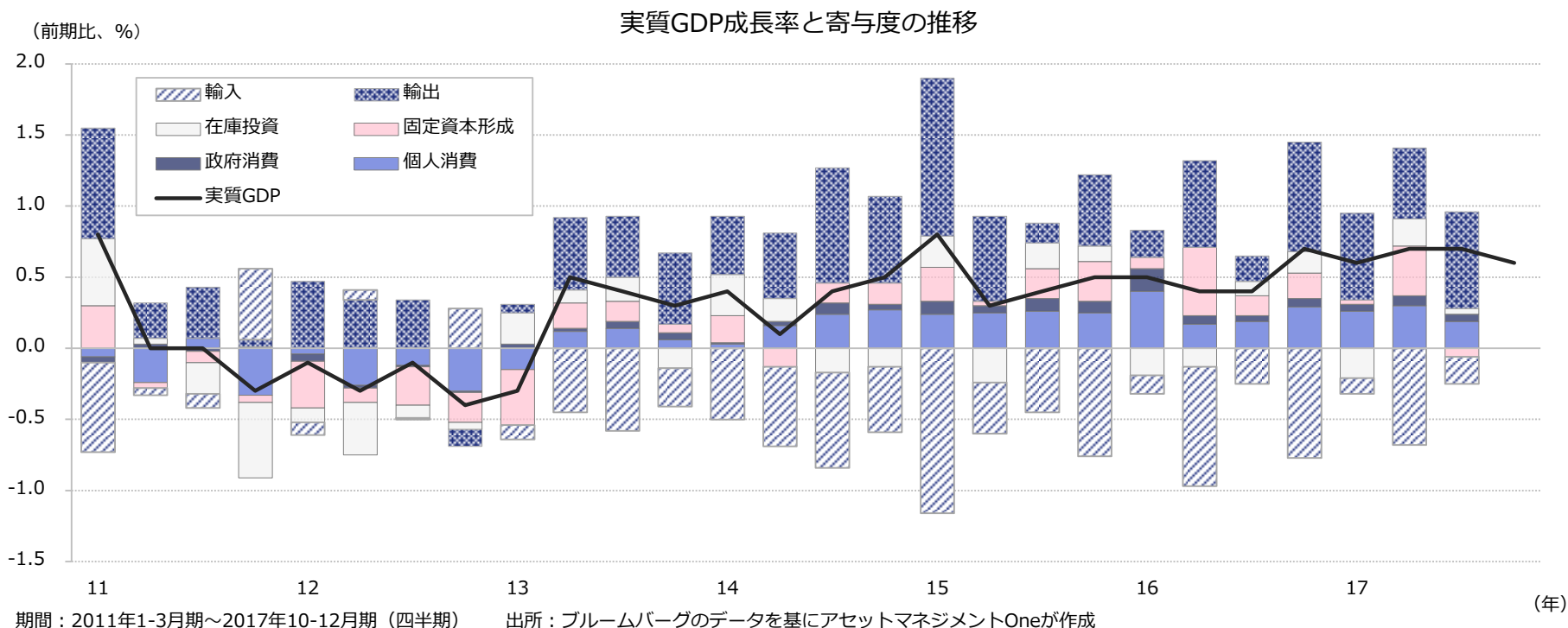
出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

(注) データは対前年度比、%。<>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2019年度の物価は消費税率引き上げの影響を除くベース

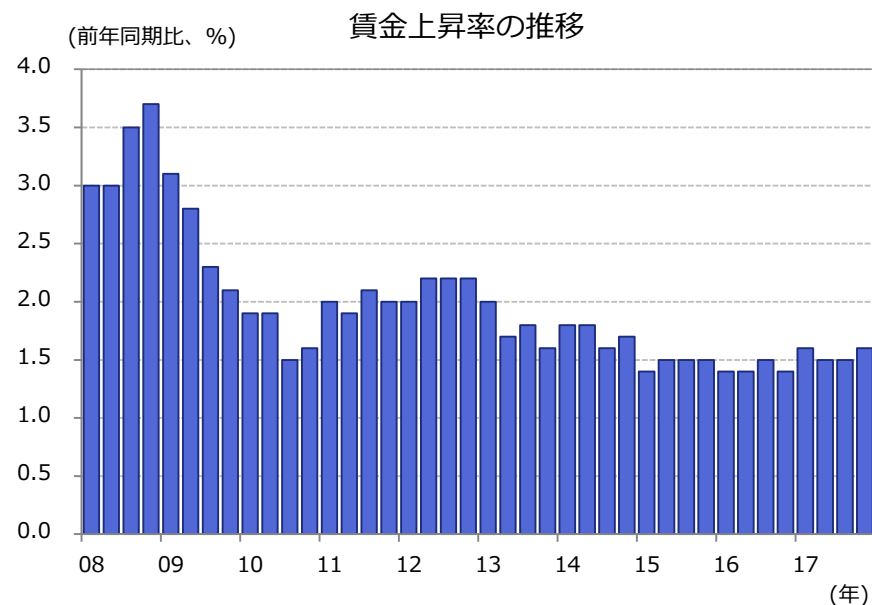
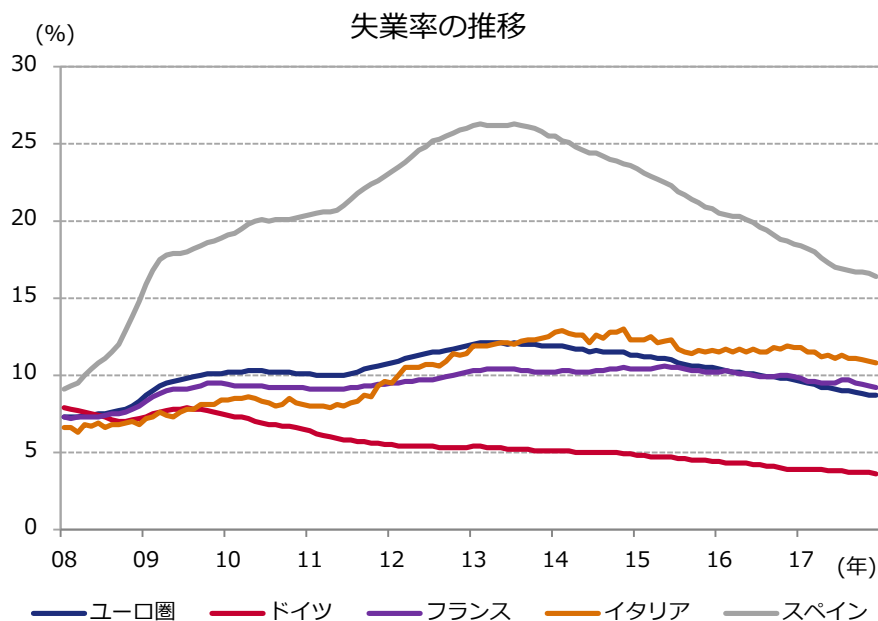
- 政府は、4月8日任期満了の黒田東彦日銀総裁を再任させ、3月19日任期満了の副総裁（現在、中曽宏氏、岩田規久男氏）の後任に雨宮正佳氏と若田部昌澄氏を充てる人事案を提示しました。黒田総裁の再任、金融政策の立案を担う企画担当の理事として現在まで黒田氏を支えてきた雨宮理事の副総裁就任で、政策の継続性は保たれた格好です。一方、早稲田大学教授の若田部氏は、これまでに量と質の金融緩和と積極的な財政出動の必要性を発信してきました。
- 消費者物価指数（除く生鮮食品）が物価安定目標の2%を大幅に下回る状況下、次の正副総裁の5年の任期は、物価目標達成と現行の長短金利操作付き量的・質的金融緩和の円滑な出口をにらんでこれまで以上に難しい舵取りを迫られることとなります。

## 当面は安定的な成長が続くと見込まれる



- ユーロ圏の2017年10-12月期実質GDP成長率は前期比+0.6%となり、7-9月期の同+0.7%からやや鈍化したものの、底堅い推移となりました。好調な海外景気を背景に、輸出が成長をけん引したとみられます。また、国別にみると、イタリアが前期比+0.3%にとどまったものの、スペインが同+0.7%、ドイツとフランスは同+0.6%と、高水準での推移となりました。
- 失業率の低下など雇用環境の改善や景況感が良好なことなどから、当面のユーロ圏経済は個人消費や固定資本形成を中心に安定的な成長が続くと見込まれます。

## 失業率は総じて低下基調が続いているものの、賃金上昇は限定的



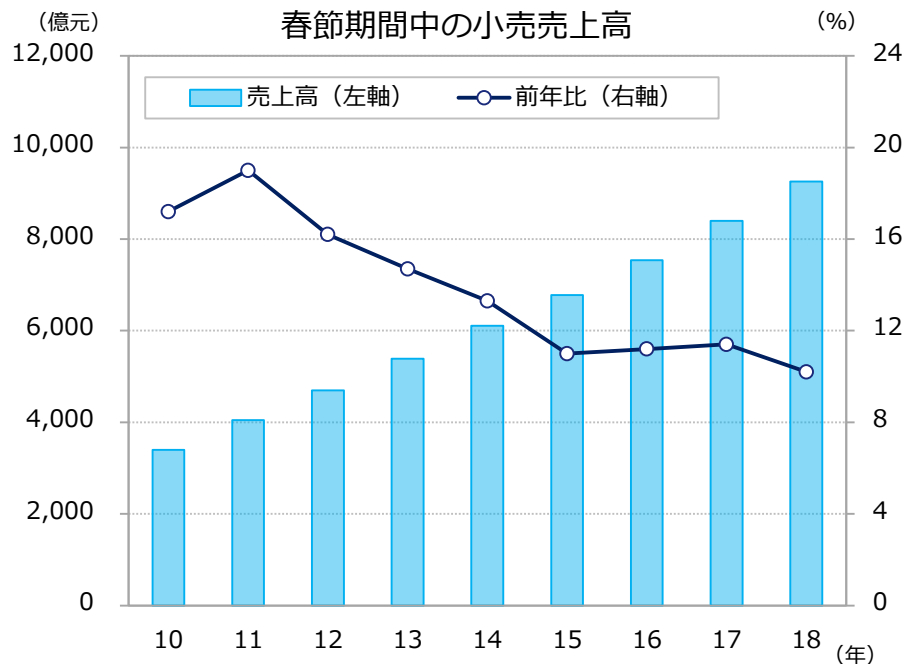
- ユーロ圏の失業率は2013年7月をピークに総じて低下基調にあり、改善に向かっていきます。しかし、国別にみると、ドイツやスペインは大幅に低下している一方、フランスやイタリアは限定的となっており、改善の度合いには差があります。
- 失業率など雇用環境を示す一部の指標は改善傾向にあるものの、賃金上昇は限定的なものにとどまっています。ユーロ圏の労働需給のひっ迫度はまだ改善の余地があることなどを踏まえると、賃金の上昇が加速し、インフレ率に波及するまでには時間を要するとみられます。

## 今後もユーロ圏の設備投資は拡大が見込まれる



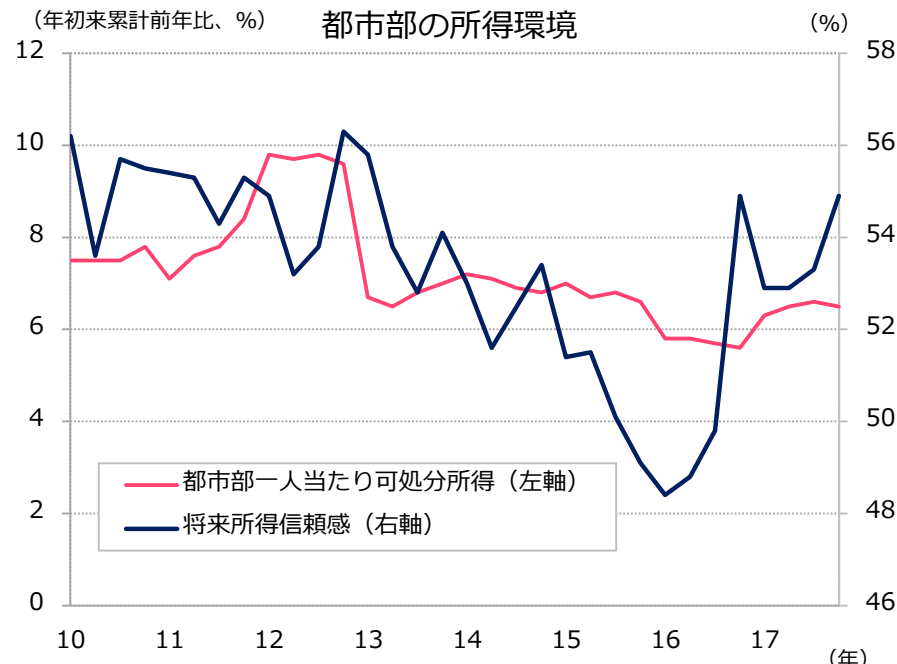
- ユーロ圏の設備稼働率は2013年以降緩やかに上昇し、足元、リーマンショック前にせまる水準まで回復するなど、堅調な推移となっています。
- また、設備投資のGDP比率は、前回ピークと比べると依然低いことから、今後の設備投資には拡大余地があるとみられます。実際、欧州委員会が公表した2017年10/11月の設備投資調査によると、2018年の設備投資計画は前年比+4.4%と2011年以来の高い伸びとなっており、今後も設備投資の拡大が見込まれます。

## やや勢いを欠いた春節商戦



期間：2010年～2018年（年次）

出所：中国商務部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1-3月期～2017年10-12月期（四半期）

出所：データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 2018年の春節（旧正月）期間中の小売売上高は9,260億元と、前年の8,400億元から増加しました。ただし、前年比では10.2%と3年ぶりに減速を記録したため、春節商戦はやや勢いを欠く結果であったといえます。
- 一人当たり可処分所得の安定的な拡大に加え、将来所得信頼感の好調な推移から、都市部の所得環境は良好と判断できます。そのため、個人消費は底堅さを保つと見込まれますが、当局が進める金融リスク抑制の動きが消費の足かせとなる可能性には留意が必要です。



## 当面現行の金融政策の維持が想定される



### RBAの四半期経済見通し

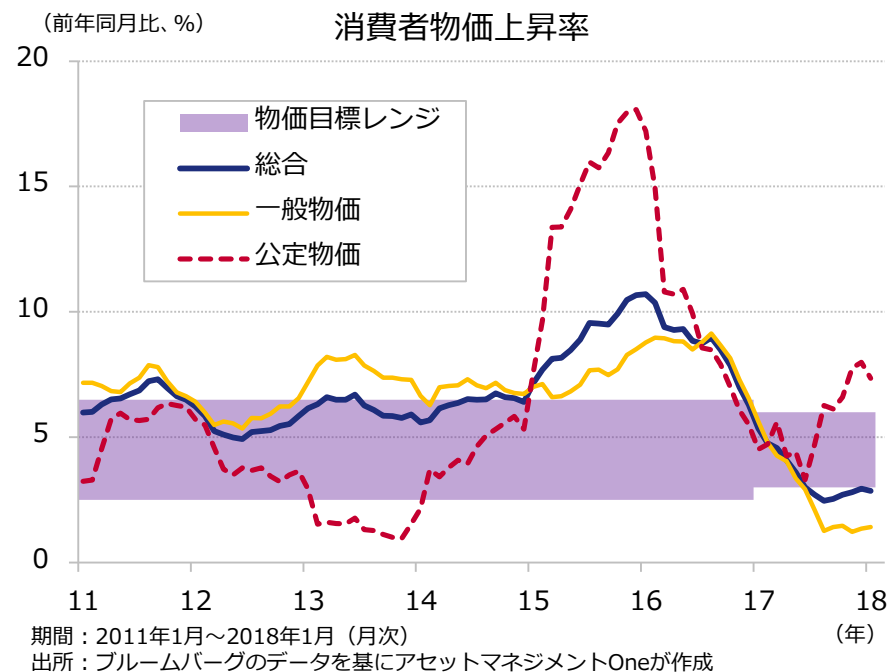
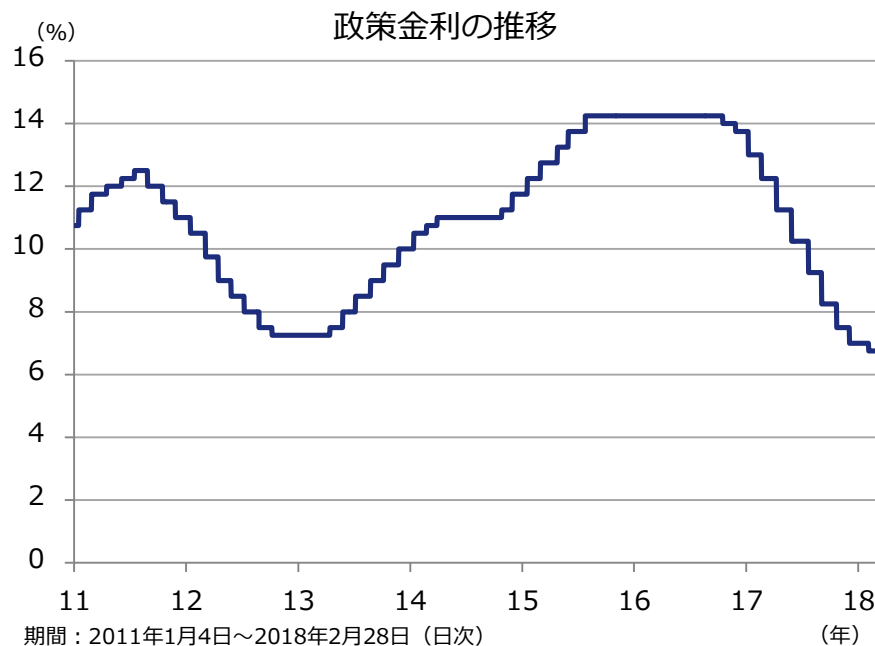
	2018年		2019年		2020年
	4-6月期	10-12月期	4-6月期	10-12月期	4-6月期
<b>GDP成長率</b>					
今回	2.75	3.25	3.5	3.25	3
前回	2.75	3.25	3.5	3.25	-
<b>総合インフレ率</b>					
今回	2	2.25	2.25	2.25	2.25
前回	2	2.25	2.25	2.25	-
<b>基調インフレ率</b>					
今回	1.75	1.75	2	2	2.25
前回	1.75	1.75	2	2	-

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2月、前回は2017年11月

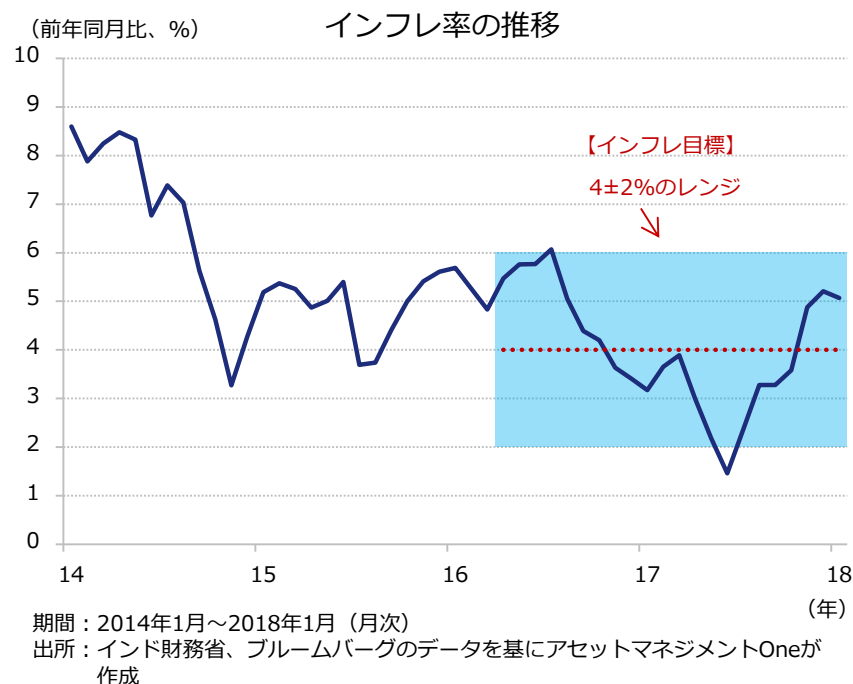
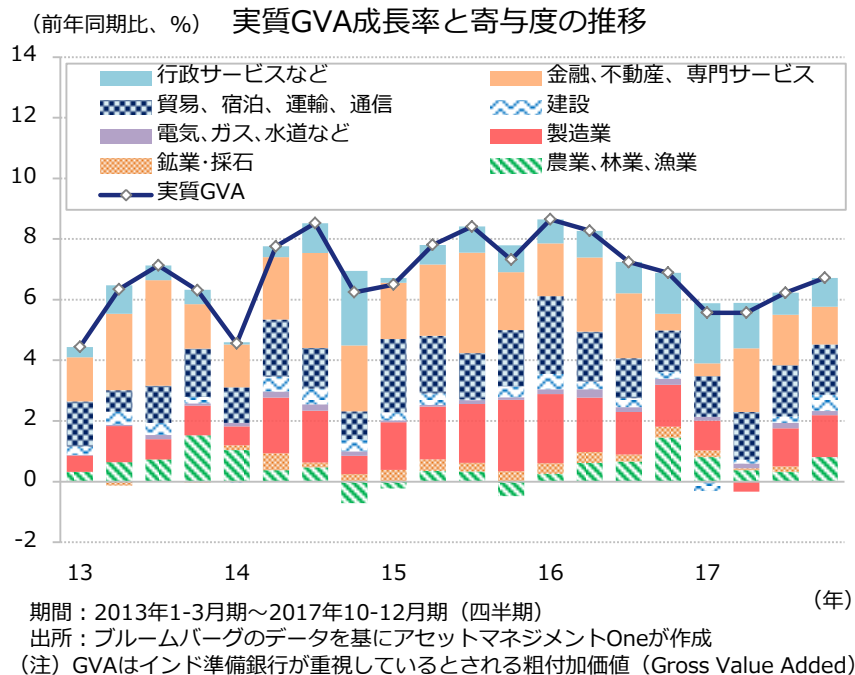
- 労働参加率が上昇する一方、失業率が低下基調をたどっていることから、労働市場では職探しの再開と雇用者数の拡大が進んでいるとみられます。雇用者数に関しては特に正規社員の増加が著しく、労働環境は良好と考えられます。
- オーストラリア準備銀行（RBA）は、2月の定例理事会で政策金利の据え置きを決定しました。公表した四半期経済見通しでは、前回2017年11月の見通しが据え置かれました。こうしたことなどから、RBAは当面現行の金融政策を維持するとみられます。

## 次回会合での政策金利の据え置きが見込まれる



- ブラジル中央銀行（以下、中銀）は2月6、7日の通貨政策委員会（Copom）で政策金利（Selic金利）を7.00%から6.75%へ引き下げることを決定しました。中銀が利下げを継続した背景として、インフレ率が中銀のインフレ目標レンジ（3～6%）を下回って推移していることなどが挙げられます。
- 中銀は声明文で、経済動向などが中銀のシナリオ通りに進展することを前提に、緩和サイクルを休止することが適切であるとしました。さらなる金融緩和実施の可能性は残されているものの、景気回復が継続し、インフレ率が安定して推移するなど、現在の経済環境などが継続すれば、次回会合では政策金利が据え置かれるものとみられます。

## 当面は現行の金融政策を維持するとみられる



- インド経済は、2017年10-12月期の実質GVA成長率が前年同期比+6.7%と7-9月期の同+6.2%から加速するなど、回復傾向です。製造業をはじめ建設業、行政サービスなどの伸びが拡大し、成長に寄与しました。7月の物品・サービス税（GST）導入後の在庫投資回復の動きが製造業の伸びを押し上げたとみられます。
- 2018年1月のインフレ率は、前年同月比+5.07%と前月を下回り、上昇傾向に歯止めがかかった形です。インド準備銀行は2月に行われた金融政策委員会において政策金利を据え置きました。インフレの上振れリスクを指摘しましたが、政策スタンスは中立を維持しました。当面は物価動向をにらみながらも現行の金融政策を維持するとみられます。

▶ Chapter 3  
市場動向

# 市場動向の概況

## ✓ 当面の相場想定

ダウ・ジョーンズ  
工業株価平均

来期業績見通しや減税効果への期待感に伴う先高観からリスク選好の改善を見込むも、金融政策正常化の思惑が高まる中、米長期金利の上昇懸念が重しとなり短期的には神経質な展開になると予想します。

日経平均株価

国内景気の回復や日本企業の堅調な業績見通しなどが相場の下支え材料となることから、株価は底堅い推移を予想しています。ただし、米国金利の上昇懸念、北朝鮮に関する地政学リスクなどが相場の重しとなる可能性があります。

米国10年国債利回り

米景気の加速が意識される中、米連邦準備理事会（FRB）が金融政策の正常化を進めることなどは金利上昇要因とみられます。一方で米物価上昇率が依然緩慢とみられる点などを鑑みると、米国長期金利はレンジ内推移が見込まれます。

日本10年国債利回り

海外金利の動向には留意が必要です。もっとも、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、金利は横ばい圏での推移を見込みます。

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で、通商政策など米国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	23,500~26,500米ドル	21,000~23,500円	2.70~3.10%	0.00~0.10%	105~112円

# マーケット・オーバービュー

	2月 末値	騰落率(%、債券は変化幅)				
		1か月	3か月	1年	3年	
株式	ダウ・ジョーンズ工業 株価平均	25,029	▲4.28	+3.12	+20.26	+38.03
	ドイツDAX指数	12,435	▲5.71	▲4.52	+5.08	+9.07
	日経平均株価	22,068	▲4.46	▲2.89	+15.43	+17.40
	MSCIエマージング マーケットインデックス	1,195	▲4.73	+6.64	+27.64	+20.69
REIT	米国REIT(配当込み)	15,565	▲7.27	▲10.27	▲6.13	+6.13
	国内REIT	1,700	▲2.52	+1.76	▲6.40	▲10.74
	国内REIT(配当込み)	3,291	▲1.96	+3.18	▲2.52	▲0.44
	豪州REIT(配当込み)	670	▲3.15	▲5.94	+0.63	+16.23
債券利回り	米国(10年)	2.86 %	+0.16	+0.45	+0.47	+0.87
	米国ハイイールド債券	6.39 %	+0.25	+0.25	+0.42	+0.05
	日本(10年)	0.05 %	▲0.03	+0.01	▲0.00	▲0.28
	ドイツ(10年)	0.66 %	▲0.04	+0.29	+0.45	+0.33

	2月 末値	騰落率(%)				
		1か月	3か月	1年	3年	
為替(対ドル)	ユーロ	1.22	▲1.77	+2.44	+15.30	+8.91
	英ポンド	1.38	▲3.04	+1.73	+11.14	▲10.87
	豪ドル	0.78	▲3.64	+2.58	+1.38	▲0.61
	ブラジルリアル	3.24	▲1.65	+1.01	▲3.98	▲11.87
	人民元	6.33	▲0.67	+4.32	+8.44	▲1.01
	インドルピー	65.27	▲2.46	▲1.08	+2.30	▲5.63
為替(対円)	米ドル	106.68	▲2.30	▲5.21	▲5.40	▲10.81
	ユーロ	130.08	▲4.04	▲2.90	+9.06	▲2.85
	英ポンド	146.79	▲5.28	▲3.56	+5.13	▲20.52
	豪ドル	82.80	▲5.86	▲2.76	▲4.12	▲11.36
	ブラジルリアル	32.86	▲4.08	▲4.42	▲9.34	▲21.93
	人民元	16.85	▲2.94	▲1.11	+2.59	▲11.73
インドルピー	1.64	▲4.68	▲6.22	▲3.14	▲15.67	

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。2月末値は2018年2月28日時点の値を使用

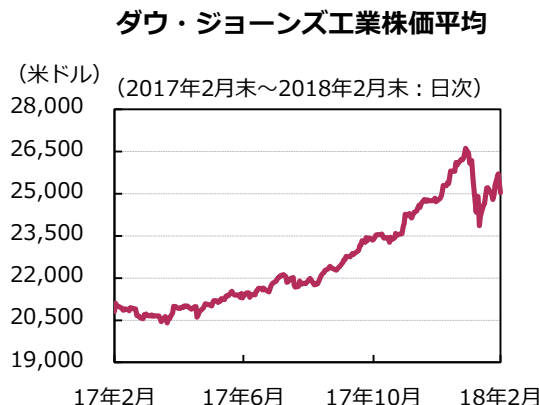
国内REIT：東証REIT指数、米国REIT：FTSE NAREIT All Equity REITs 指数、豪州REIT：S&P 豪州 REIT 指数

全て現地通貨ベース。米国ハイイールド債券はBofAメリルリンチ・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

- 2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。月前半は、好調な雇用統計を受けた利上げ観測の高まりから米長期金利が急上昇すると、リスク回避の強まりから大幅に下落しました。月後半では、堅調な企業業績を背景に調整は一時的との見方から、株価は上昇に転じ下げ幅を縮めました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国景気の拡大基調</li> <li>良好な企業業績見通し</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧米など先進国金利の上昇懸念</li> <li>米国の政治情勢を巡る不透明感</li> </ul>

#### リスク選好改善も、短期は神経質な展開

来期業績見通しや減税効果への期待感に伴う先高観から次第にリスク選好が改善すると見込みます。一方、米国景気の拡大基調を背景に金融政策正常化の思惑が高まる中、米長期金利の上昇懸念が重しとなり短期的には神経質な展開になると予想します。

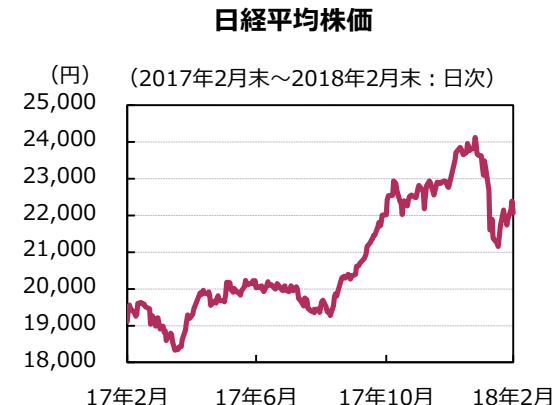
### ■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：23,500～26,500米ドル

## 国内株式

### ■ 前月の相場動向

- 2月の『国内株式市場（日経平均株価）』は下落しました。
- 月前半は米国金利上昇などを受けた米国株価下落や米ドル安円高から株価は下落しました。月後半は米国株価の持ち直しなどから株価は反発し、下げ幅を縮めました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内景気の回復</li> <li>良好な企業業績見通し</li> <li>米国景気の拡大基調</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国金利の上昇懸念</li> <li>地政学リスク</li> <li>米国の政治情勢を巡る不透明感</li> </ul>

#### 底堅い推移を予想

国内景気の回復や日本企業の堅調な業績見通しなどが相場の下支え材料となることから、株価は底堅い推移を予想しています。ただし、米国金利の上昇懸念、北朝鮮に関する地政学リスクなどが相場の重しとなる可能性があります。

### ■ 1カ月の予想レンジ

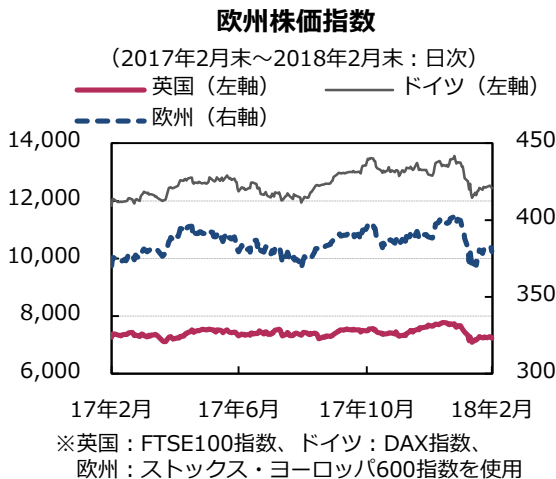
日経平均株価：21,000～23,500円

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 欧州株式

### ■ 前月の相場動向

- 2月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は下落しました。
- 月前半は、米長期金利の急上昇に伴う米国株式の急落を受け、大幅に下落しました。月後半は、リスク選好の改善から下げ幅を縮めるも、ドイツやイタリアを巡る政治情勢の不透明感から上値の重い推移となりました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>良好な企業業績見通し</li> <li>欧州景気の改善基調継続</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>ユーロ高への懸念</li> <li>欧米など先進国金利の上昇懸念</li> <li>地政学リスク</li> </ul>

#### 堅調な経済を背景に緩やかな上昇を予想

英国の欧州連合（EU）離脱交渉の進捗をにらみつつも、良好な企業業績見通しや堅調な経済動向を背景に緩やかな上昇が見込まれます。一方、欧米金融政策正常化観測の高まりに伴う金利上昇懸念や、ユーロ高の進展などには引き続き留意が必要です。

### ■ 1カ月の予想レンジ

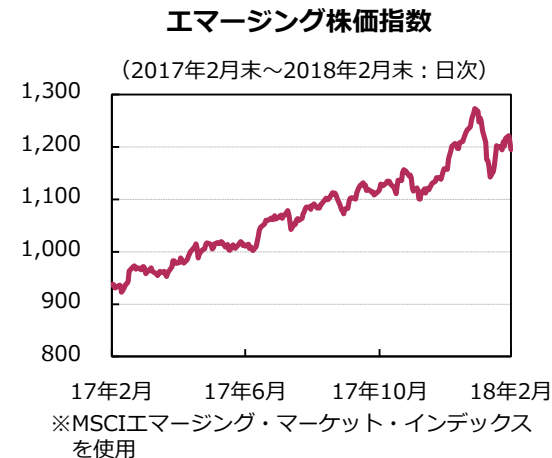
ドイツDAX指数：12,000～13,000

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## エマージング株式

### ■ 前月の相場動向

- 2月の『エマージング株式市場』は下落しました。
- 上旬は米国金利の上昇や米国株価の下落などを背景にエマージング株式市場は下落しました。中旬から下旬にかけては米国株価の持ち直しの動きなどを背景に下げ幅を縮小しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>新興国経済の成長</li> <li>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</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> <li>中国の金融市場や景気に対する懸念</li> <li>米国の政治情勢を巡る不透明感</li> </ul>

#### 底堅い推移を予想

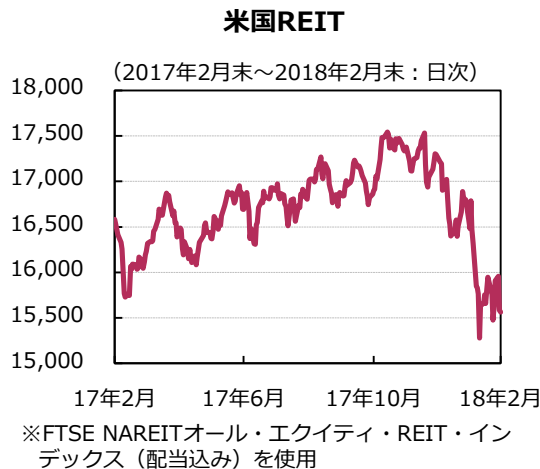
新興国経済の成長などが下支え材料になるとみられ、底堅い推移を予想します。一方で、米国の金融政策正常化プロセスの進展に伴う米ドル高や米金利上昇への懸念、中国の金融市場や景気に対する懸念などが相場の重しとなる可能性に注意が必要です。



## 米国REIT

### ■ 前月の相場動向

- 2月の『米国REIT市場』は下落しました。
- 月前半は、好調な雇用統計を受けた利上げ観測の高まりから米長期金利が急上昇すると、リスク回避の強まりから大幅に下落しました。月後半では、米長期金利が高止まりする中、米国REIT市場は一時下げ幅を縮める動きがみられるも、月末にかけて下落に転じました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国景気の拡大基調</li> <li>不動産ファンダメンタルズの改善</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧米金融政策の正常化</li> <li>米国金利の上昇懸念</li> <li>不動産需給バランスの悪化</li> </ul>

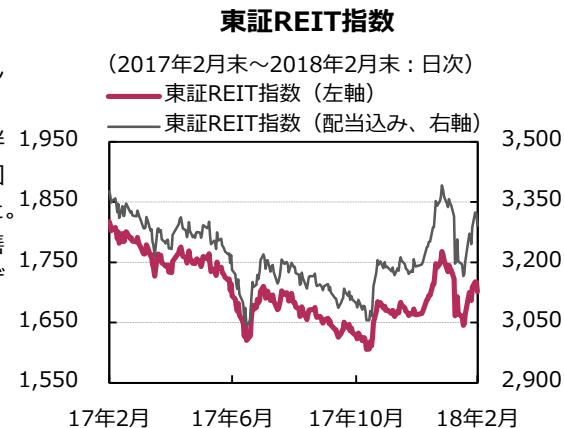
### 米長期金利をにらむ不安定な展開

欧米金融政策正常化観測の高まりに伴う米長期金利上昇懸念を背景に、短期的には不安定な動きが続くと見込まれます。緩やかに拡大を続ける米国景気やリスク選好の改善などが上振れ要因となり得るも、一段の金利上昇には依然注意が必要です。

## J-REIT

### ■ 前月の相場動向

- 2月の『J-REIT市場』は下落しました。
- 月前半は、米長期金利の急上昇に伴う米国株式の急落を受け、リスク回避の強まりから大幅に下落しました。月後半になると、リスク選好の改善から上昇に転じ、月末にかけて下げ幅を縮めました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>良好な不動産ファンダメンタルズ</li> <li>投資家の利回り追求の動き</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内投資家などの売りによる需給悪化懸念</li> <li>欧米金利の上昇懸念</li> </ul>

### 緩やかな回復基調を見込む

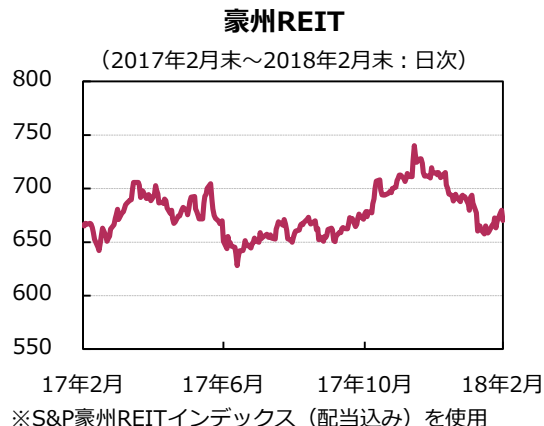
欧米金融政策正常化観測の高まりに伴う金利上昇懸念が警戒されるも、リスク選好の改善や相対的に高い配当金利回りなどを背景に、J-REIT市場は緩やかに回復基調をたどると予想します。また海外投資家を中心に買い越しに転じる動きもみられるなど、需給改善も期待されます。

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

- 2月の『豪州REIT市場』は下落しました。
- 月上旬は、米長期金利上昇などに連れて豪長期金利も上昇したことなどから、下落基調で推移しました。その後、豪州の一部小売りREIT銘柄がやや低調な決算を発表したことなどが下押しとなった一方で、豪長期金利低下などが下支えとなり、下げ幅を縮小させました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>豪州景気の緩やかな回復期待</li> <li>相対的に高い配当利回り水準</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国金利の上昇懸念</li> <li>リスク回避姿勢が強まる可能性</li> </ul>

#### 中長期的には底堅い推移を見込む

短期的には米長期金利の動向や、リスク回避の動きが強まる可能性などには留意が必要です。しかし、中長期的には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

- 2月の『米国債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 月初頭は、好調な雇用統計などを受けて金利は上昇しました。その後も、米財政悪化懸念や、インフレ率の上振れなどを背景に上昇しました。もっとも下旬以降は、上昇幅は縮小しました。なおFRBのパウエル議長は27日の議会証言にて、利上げ路線を堅持する姿勢を示しています。

米国10年国債利回り



### ■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国景気の拡大基調</li> <li>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> <li>財政悪化懸念</li> </ul>
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米物価上昇率が緩慢とみられること</li> <li>米国の政治情勢を巡る不透明感</li> <li>地政学リスク</li> </ul>

#### 金利はレンジ内での推移を見込む

米景気の加速が意識される中で、FRBが金融政策の正常化を進めることや、財政悪化懸念などから金利には上昇圧力がかかりやすい点には留意が必要です。もっとも、米物価上昇率は依然緩慢とみられることや、米国の政治情勢を巡る不透明感などを鑑みると、金利はレンジ内での推移を見込みます。

### ■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：2.7%～3.1%

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

- 2月の『米国ハイイールド債券市場』は下落しました。
- 月初旬は、米国株式市場が急落するなどリスク回避的な動きが強まったことや、原油価格の下落などから軟調推移でした。その後、米国株式市場が落ち着きを取り戻したことや、原油価格の持ち直しなどを背景にやや上昇したものの、前月末を下回る水準で取引を終えました。

米国ハイイールド債券



17年2月 17年6月 17年10月 18年2月

※BofAメリルリンチ・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>米国景気の拡大基調</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>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> <li>米国の政治情勢を巡る不透明感</li> <li>地政学リスク</li> </ul>

#### 底堅い推移を予想

米国の金融政策正常化プロセス進展に対する警戒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引き続き留意が必要と考えます。一方、米国景気の拡大基調が継続するとみられることや、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

- 2月の『国内債券市場（10年国債）』は上昇（金利は低下）しました。
- 月初に金利は上昇して始まりましたが、その後日銀があらかじめ指定した利回りで無制限に国債を買い入れる「指し値オペ（公開市場操作）」を実施したことなどから、低下に転じました。以降も、政府による黒田日銀総裁の再任案提示などを受け、現状の金融政策が継続するとの見方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	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧米長期金利に上昇圧力がかかる可能性</li> <li>国内景気の回復</li> </ul>
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>日銀の国債買い入れ</li> <li>リスク回避の動きが強まる可能性</li> </ul>

### ■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：0.00～0.10%

日本10年国債利回り



### 金利は横ばい圏での推移を見込む

海外金利に上昇圧力がかかる可能性には留意が必要です。もっとも、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、金利は横ばい圏での推移を見込みます。

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

## 欧州債券

### ■ 前月の相場動向

- 2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。
- 欧州の金利は、原油価格など堅調な商品市況や欧州中央銀行（ECB）の金融政策の正常化観測を背景に高水準で推移し、中旬には約2年ぶりの水準となる0.7%台後半を付けました。その後、中旬にかけてのユーロ高や下旬発表のユーロ圏の景況感低下を受けて、月末にかけて金利は低下しました。

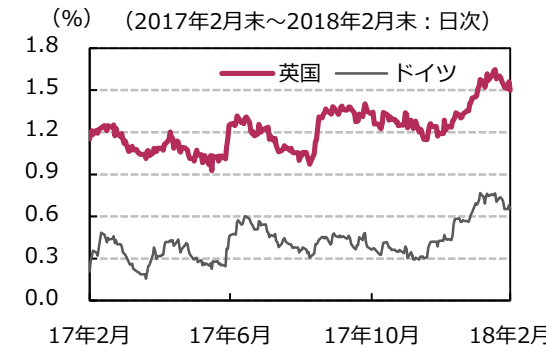
### ■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>商品市況高</li> <li>ECBによる金融政策の正常化</li> </ul>
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>ECBによるユーロ高けん制</li> <li>欧州政治動向を巡る不透明感</li> </ul>

### ■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：0.3%～0.8%

欧州10年国債利回り



### 金利は低位での推移を見込む

ECBは金融政策の正常化に向かうものの、ユーロ高けん制を強める可能性に加え、欧州政治動向を巡る不透明感を背景に、金利は低位での推移を見込みます。3月初めのイタリア総選挙やドイツの大連立承認を求める社会民主党員投票の結果が注視されます。また、ECB理事会でフォワード・ガイダンス（金融政策の指針）が変更される可能性にも注意が必要です。

## 米ドル

### ■ 前月の相場動向

- 2月の米ドルは、対円で下落しました。
- 米ドルは、通商政策など米国政治情勢を巡る不透明感から米ドル売りが広がるとともに、株安に伴ってリスク回避の円買い圧力が強まったことから、対円で下落基調で推移しました。中旬には106円近辺に円高米ドル安が進む場面もありました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> <li>日銀の金融緩和継続</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国政治情勢を巡る不透明感</li> <li>日欧中銀の金融政策の正常化を巡る思惑</li> </ul>

#### 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、通商政策など米国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。米国の長期金利動向に加え、日欧中銀の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：105円～112円

## ユーロ

### ■ 前月の相場動向

- 2月のユーロは、対米ドル、対円とともに下落しました。
- ユーロは、原油価格など堅調な商品市況やECBの金融政策の正常化観測を背景に対米ドルで強含み、中旬にかけて1.25米ドル近辺に達する場面もありました。その後、欧州金利の低下を受けて、月末にかけてユーロは対米ドルで下落しました。対円ではリスク回避の円買いなどから月間を通じて下落基調で推移しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>商品市況高</li> <li>ECBによる金融政策の正常化</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>ECBによるユーロ高けん制</li> <li>欧州政治動向を巡る不透明感</li> </ul>

#### もみ合いの展開を予想

ECBは金融政策の正常化に向かうものの、ユーロ高けん制を強める可能性に加え、欧州政治動向を巡る不透明感を背景に、ユーロは対米ドル、対円でもみ合いの展開を予想します。3月初めのイタリア総選挙やドイツの大連立承認を求める社会民主党党員投票の結果が注視されます。

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：1.20～1.26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

- 2月の英ポンドは、対米ドルで下落しました。
- 月初旬は、米ドル高や英国のEU離脱交渉の先行き不透明感などから軟調推移でした。その後、一時反発する場面もみられましたが、下旬以降は、昨年10～12月期の英GDP改定値が下方修正されたこと、米ドル高の進展、EU離脱交渉を巡る不透明感などを背景に下落しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>BOEの利上げ観測</li> <li>原油価格の底堅い推移</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>通商協議などEU離脱交渉を巡る先行き不透明感</li> <li>景気の減速懸念</li> </ul>

#### ボックス圏での推移を見込む

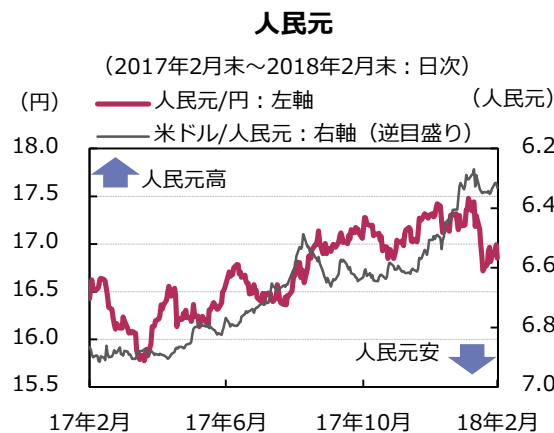
イングランド銀行（BOE）の利上げ観測などが英ポンドの上昇要因とみられます。一方で今後、通商協議の行方などEU離脱交渉を巡る先行き不透明感や、英国景気の減速懸念などが下落要因として挙げられます。かかる中、今後の英ポンドはボックス圏での推移を見込みます。

**今後1カ月の見通し**  
**(対米ドル) →**

## 人民元

### ■ 前月の相場動向

- 2月の人民元は、対米ドルで下落しました。
- 月上旬は、米株を中心とした世界的な株価下落によるリスク回避の強まりや中国の貿易黒字が予想を大幅に下回ったことを受けて、人民元が下落しました。月下旬は、米国の財政悪化やインフレへの懸念などを背景に米ドル売りもみられたものの、春節休暇もあり小幅な動きで推移しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>資本流出引き締め強化</li> <li>中国の経常黒字</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> <li>中国からの資金流出懸念</li> </ul>

#### ボックス圏での推移を見込む

当面、米ドル安の流れには注意が必要ですが、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し、人民元の上値を抑制するとみられます。また、中国人民銀行の人民元安定化姿勢は継続すると考えられることなどから、対米ドルで人民元はボックス圏での推移を見込みます。

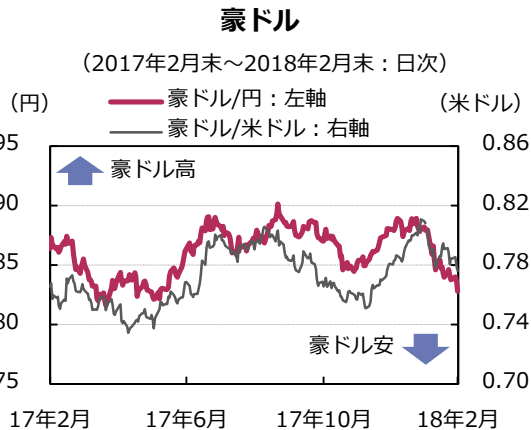
**今後1カ月の見通し**  
**(対米ドル) →**

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 豪ドル

### ■ 前月の相場動向

- 2月の豪ドルは、対米ドルで下落しました。
- 月上旬は、2017年第4四半期の豪州消費者物価の下振れや米株を中心とした世界的な株価下落によるリスク回避の強まりを受けて、豪ドルが下落しました。月下旬は、商品市況の上昇が一服する中、豪ドルは対米ドルで弱含みました。



### ■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>豪州景気の緩やかな回復見通し</li> <li>資源価格の底堅い推移</li> <li>相対的に高い国債利回りの水準</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> <li>豪物価上昇が緩慢なものに留まる懸念</li> </ul>

#### ボックス圏での推移を見込む

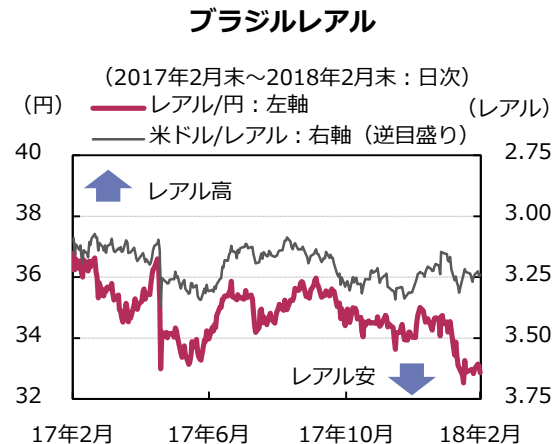
豪州景気の緩やかな回復見通しや、資源価格の底堅い推移などが豪ドルの上昇要因とみられます。一方で、米国の金融政策正常化プロセスの進展、豪州の物価上昇が緩慢なものにとどまる可能性などには留意が必要と考えます。かかる中、豪ドルはボックス圏での推移を見込みます。

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

- 2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。
- 月上旬は、米株を中心とした世界的な株価下落によるリスク回避の強まりなどをを受けて、レアルが下落しました。月下旬は、ブラジル政府が年金改革法案の採決見送りを決定したことで、財政悪化懸念が再燃したものの、小幅な動きで推移しました。



### ■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>ブラジル中央銀行（中銀）による金融緩和効果</li> <li>ブラジル景気の回復</li> <li>商品市況の回復持続</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>財政健全化への取り組み遅延懸念</li> <li>不安定なブラジルの政治動向</li> <li>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> </ul>

#### 上値の重い展開を見込む

ブラジルの国内経済が回復基調の中、中銀による金融緩和効果、商品市況の回復持続などが上昇要因になると考えます。一方で、財政健全化への取り組みが遅延する懸念や、ブラジルの政治動向を巡る不透明感、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考えます。そのため、今後のレアルは上値の重い展開が予想されます。

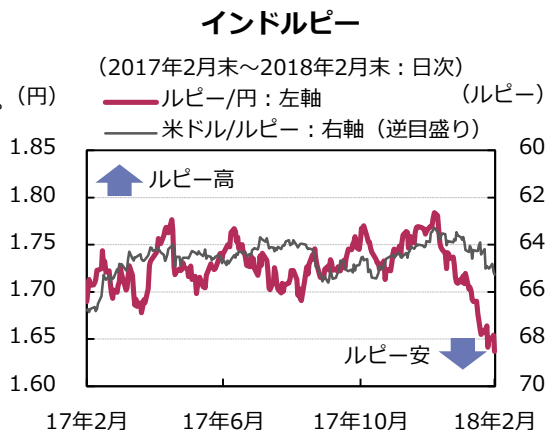
今後1カ月の見通し  
(対米ドル) →

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## インドルピー

### ■ 前月の相場動向

- 2月のインドルピー（以下、ルピー）は、対米ドルで下落しました。
- 月前半は、インドの2018年度予算に対する失望感が強かったことや米株を中心とした世界的な株価下落によるリスク回避の強まりを受けて、ルピーが下落しました。月後半は、インドの国営銀行で巨額の不正取引が発覚したことが嫌気され、ルピーは下落幅を拡大しました。



### ■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>インド経済の成長期待</li> <li>インド準備銀行による金融緩和効果</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> <li>中国など他の新興国の景気減速懸念</li> <li>原油価格上昇に伴う輸入インフレ</li> </ul>

#### 上値の重い展開を見込む

インド政府の財政刺激策による経済の成長期待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、中国など他の新興国の景気減速懸念、原油価格上昇に伴う輸入インフレなどが下落要因になると考えます。そのため、今後のルピーは上値の重い展開が予想されます。

今後1カ月の見通し

(対米ドル) ➔

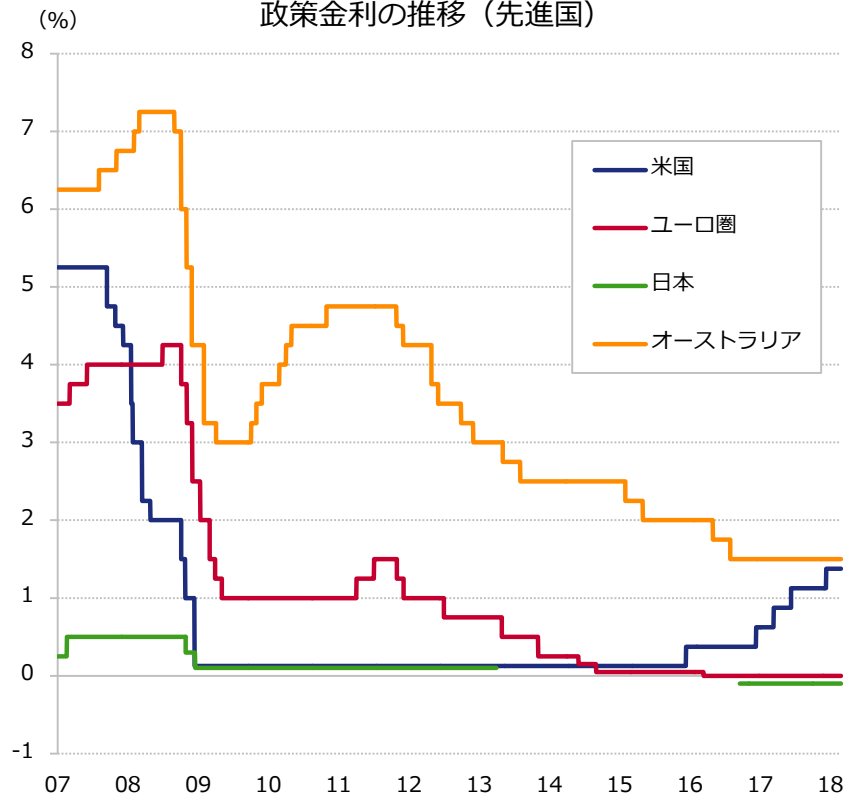
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



▶ Chapter 4  
付属資料

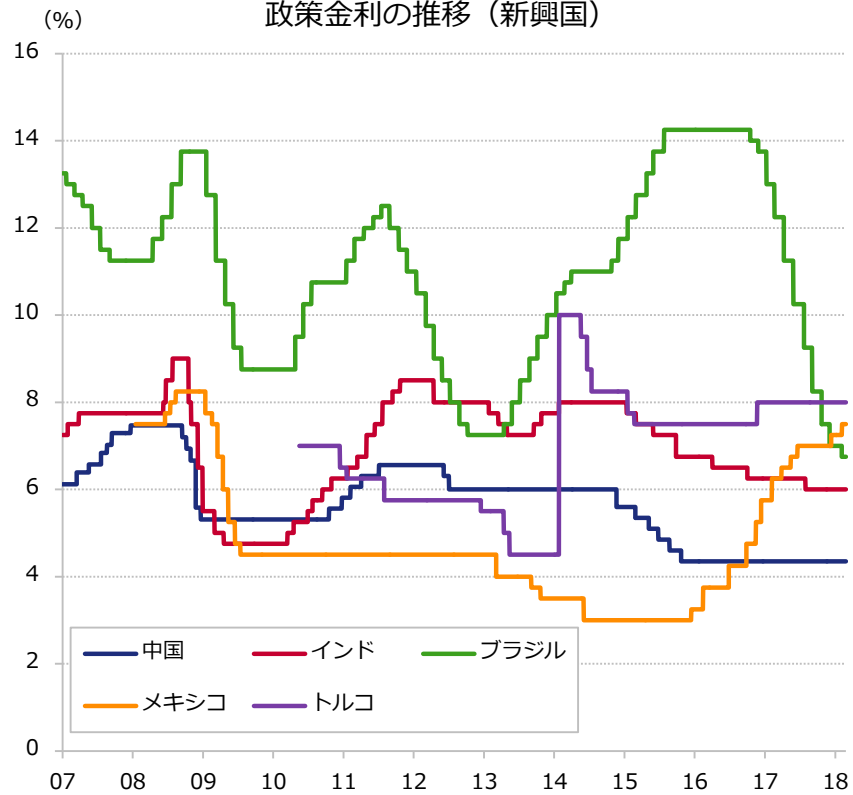
# チャート集 - 主要国・地域の政策金利

## 政策金利の推移（先進国）



期間：2007年1月4日～2018年2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（年）  
 （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

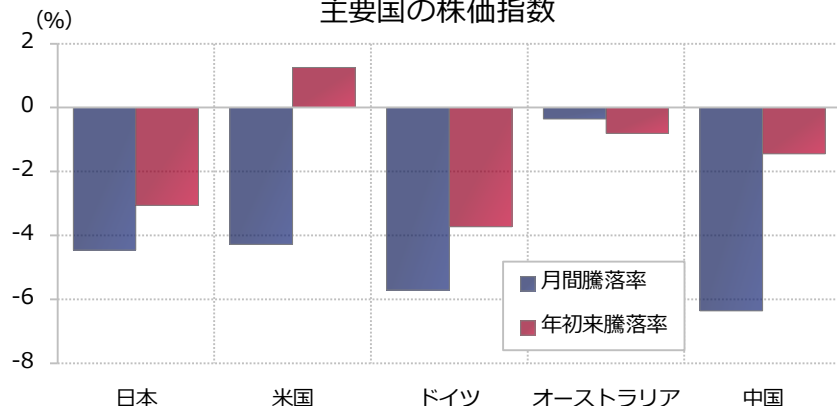
## 政策金利の推移（新興国）



期間：2007年1月4日～2018年2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（年）  
 ただし、メキシコは2008年1月18日～、トルコは2010年5月20日～

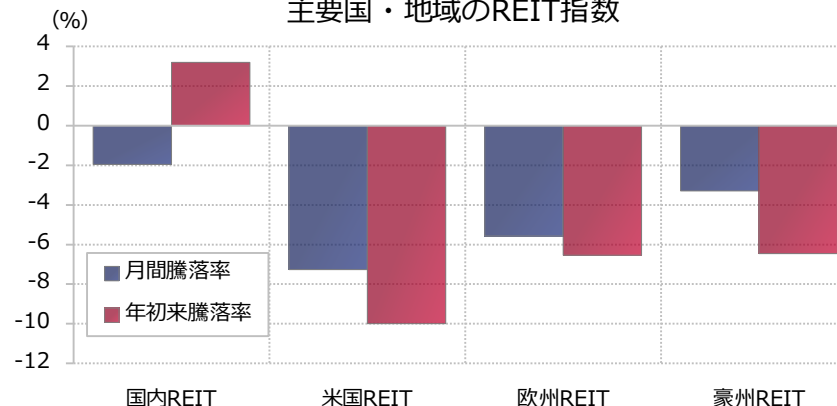
# チャート集 – 前月のまとめ

## 主要国の株価指数



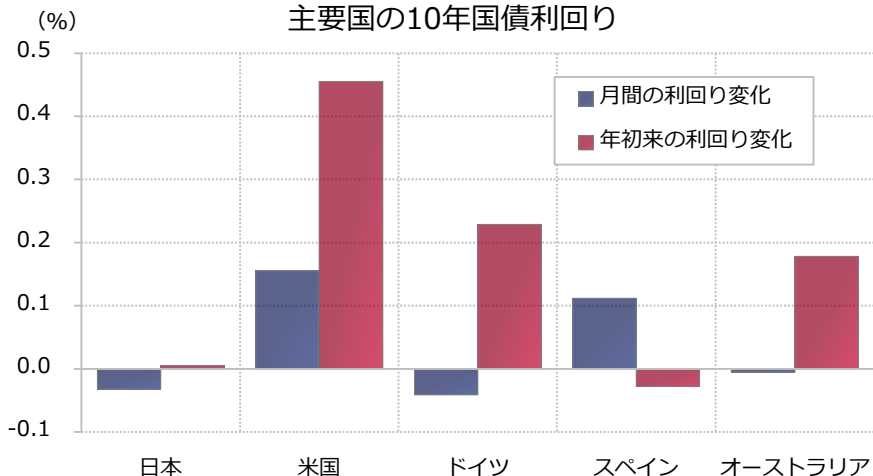
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 月間：2018年2月の1ヵ月間、年初来：2017年12月末から2018年2月末の期間  
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株価平均  
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数  
 【中国】上海総合指数

## 主要国・地域のREIT指数



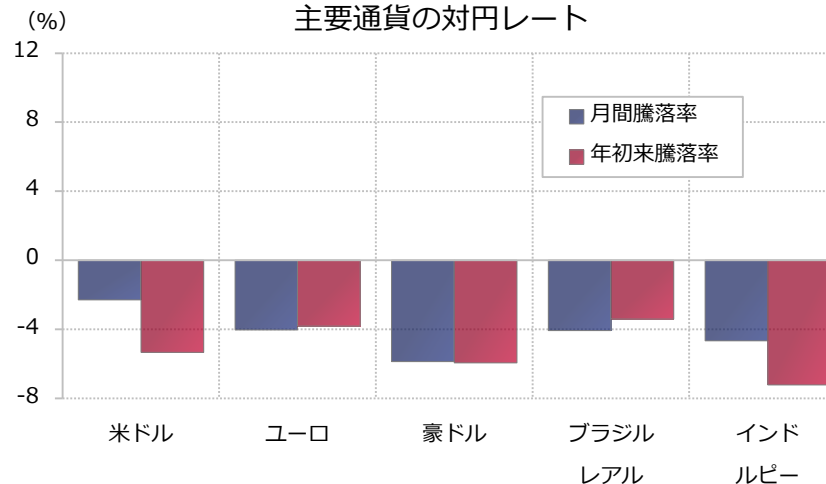
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 月間：2018年2月の1ヵ月間、年初来：2017年12月末から2018年2月末の期間  
 【国内REIT】東証REIT指数 【米国REIT】FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス  
 【欧州REIT】FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス  
 【豪州REIT】S&P/ASX200 Aリート指数 すべてトータルリターン

## 主要国の10年国債利回り



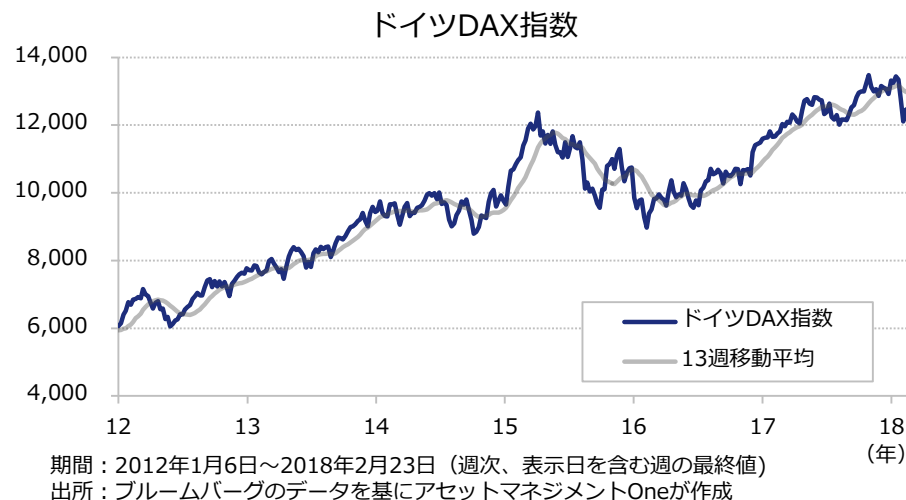
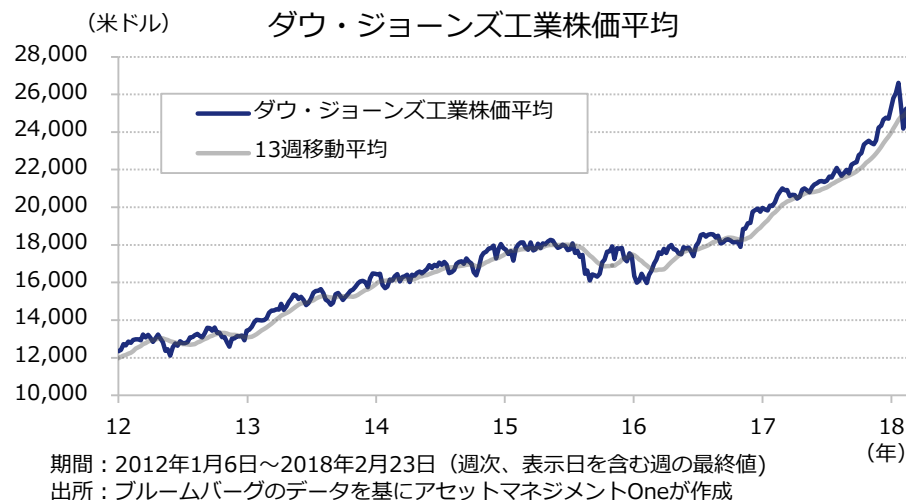
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 月間：2018年2月の1ヵ月間、年初来：2017年12月末から2018年2月末の期間

## 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2月の1ヵ月間、年初来：2017年12月末から2018年2月末の期間

# チャート集 – 株式市場（先進国）

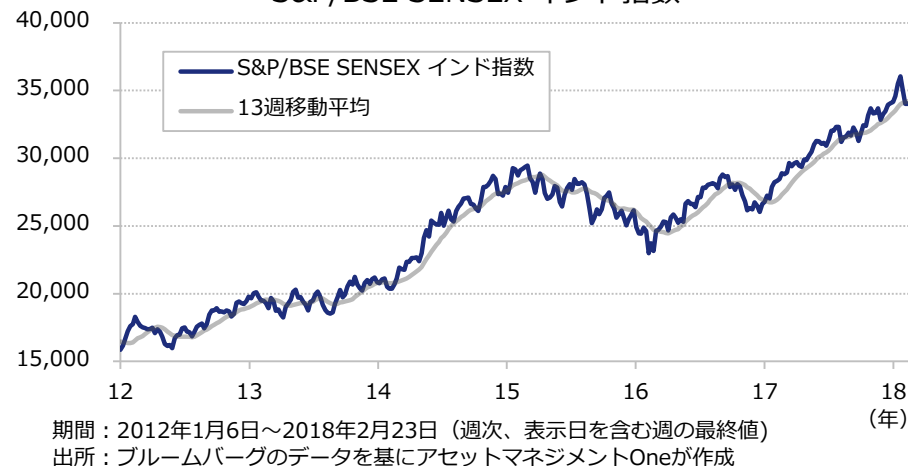


# チャート集 - 株式市場 (新興国)

## 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



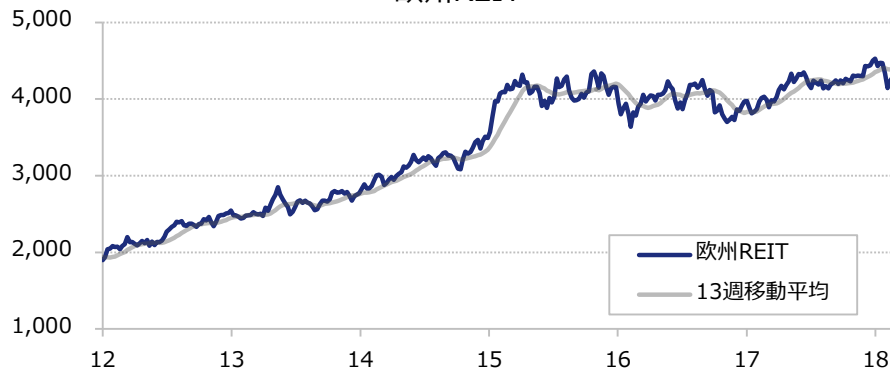
期間：2012年1月6日～2018年2月23日（週次、表示日を含む週の最終値）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 （注）使用しているREITの指数についてはマーケット・オーバービューの（注）を参照

## 米国REIT



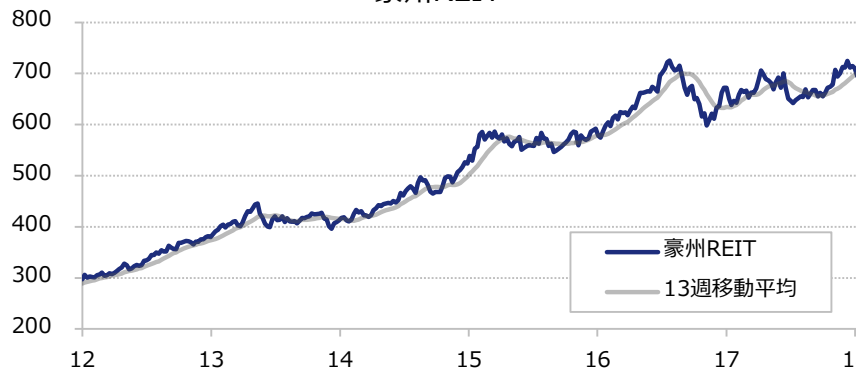
期間：2012年1月6日～2018年2月23日（週次、表示日を含む週の最終値）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 （注）使用しているREITの指数についてはマーケット・オーバービューの（注）を参照。  
 現地通貨ベース。トータルリターン

## 欧州REIT



期間：2012年1月6日～2018年2月23日（週次、表示日を含む週の最終値）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 （注）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2月23日（週次、表示日を含む週の最終値）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 （注）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

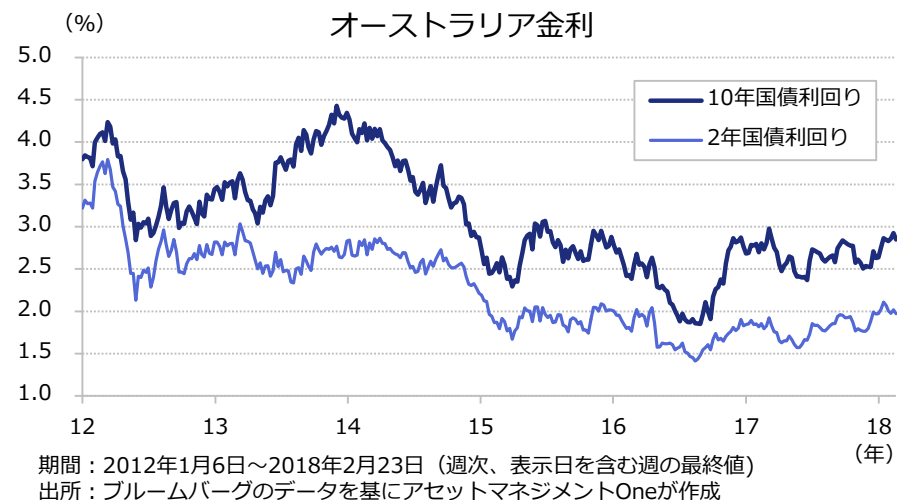
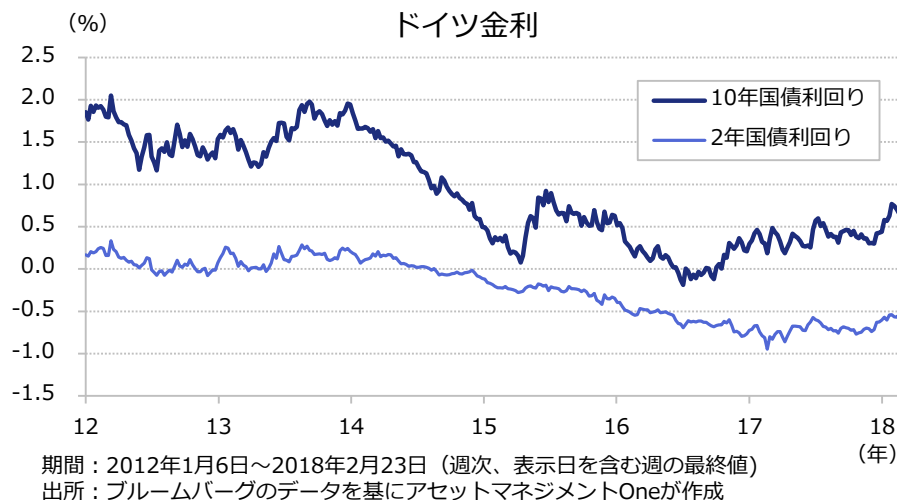
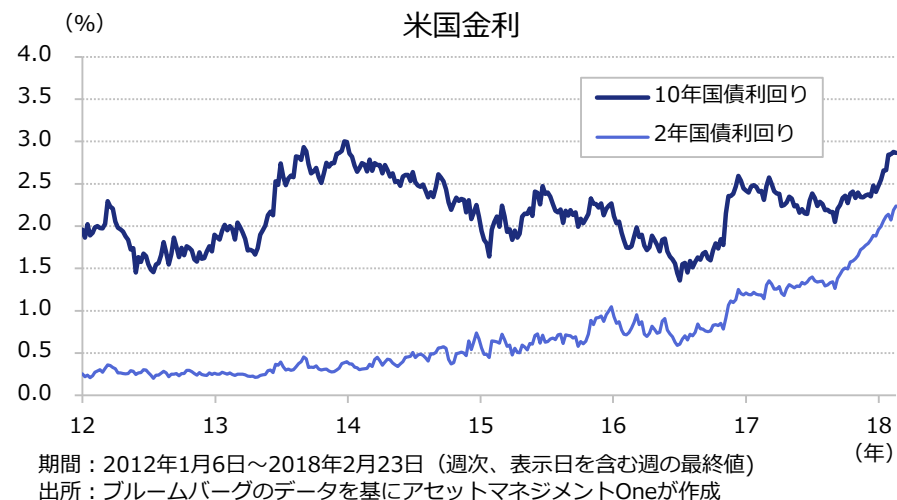
(%)

	1年	2年	3年	5年	7年	10年	30年
日本	-0.16	-0.15	-0.12	-0.11	-0.05	0.05	0.76
スイス	-0.93	-0.80	-0.68	-0.42	-0.13	0.11	0.71
ドイツ	-0.65	-0.54	-0.37	0.03	0.30	0.65	1.31
オランダ	---	-0.62	-0.48	-0.15	0.30	0.70	1.31
フィンランド	-0.44	-0.52	-0.34	0.01	0.32	0.78	1.42
フランス	-0.56	-0.44	-0.20	0.17	0.50	0.93	1.77
スペイン	-0.41	-0.18	0.05	0.44	0.99	1.60	2.63
イタリア	-0.38	-0.16	0.15	0.79	1.50	2.07	3.16
英国	0.39	0.70	0.80	1.03	1.24	1.52	1.92
カナダ	1.58	1.78	1.89	2.05	2.13	2.25	2.40
オーストラリア	1.81	1.97	2.07	2.37	2.65	2.85	3.47
米国	2.00	2.24	2.39	2.62	2.79	2.87	3.16

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

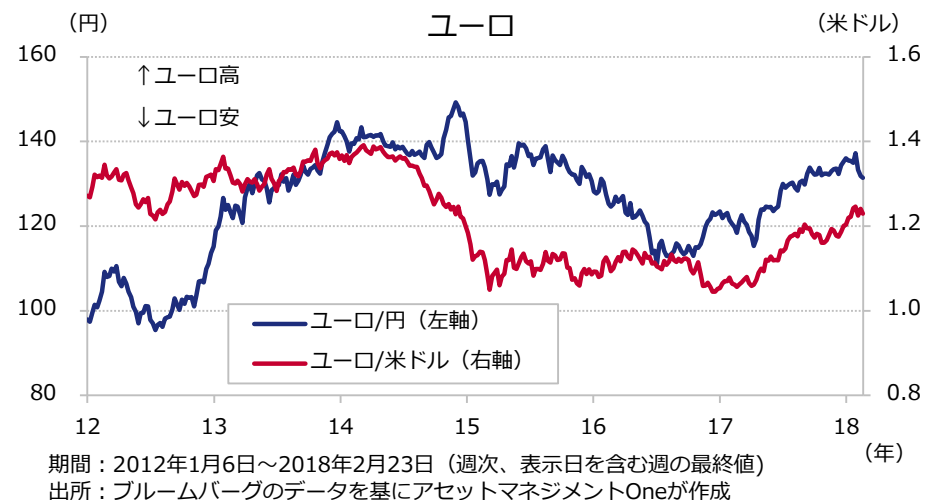
(注) 2018年2月23日時点。国名が網掛けのものはマイナス金利政策実施国

# チャート集 - 債券市場

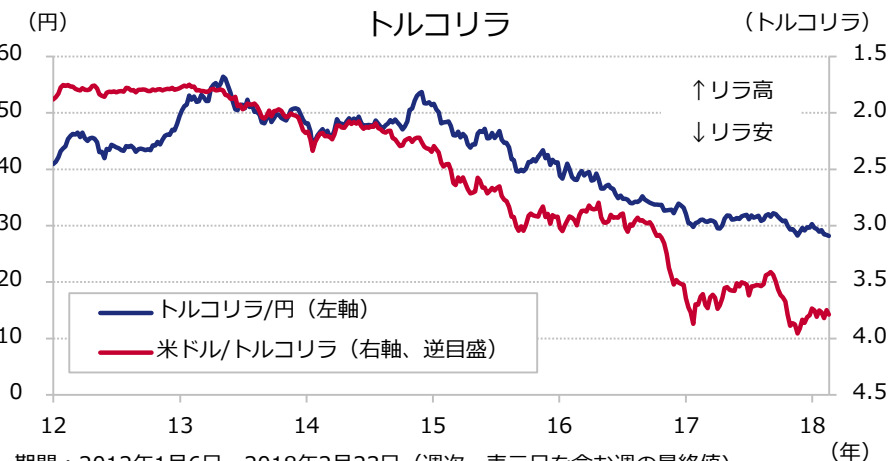
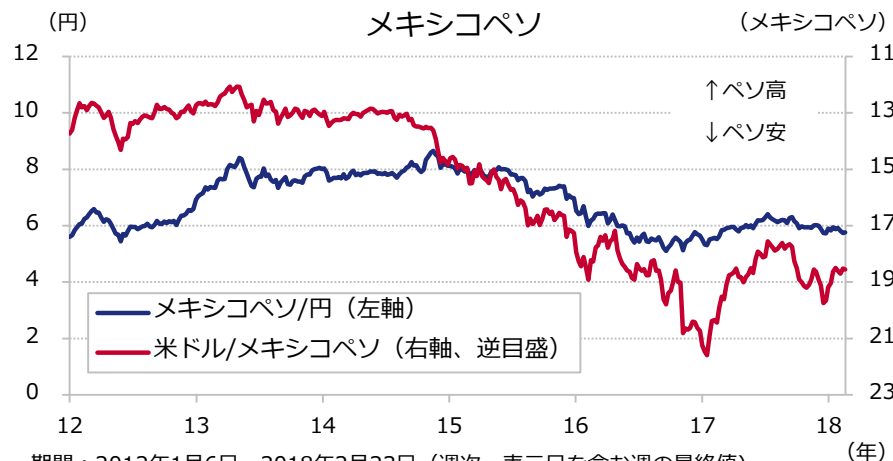
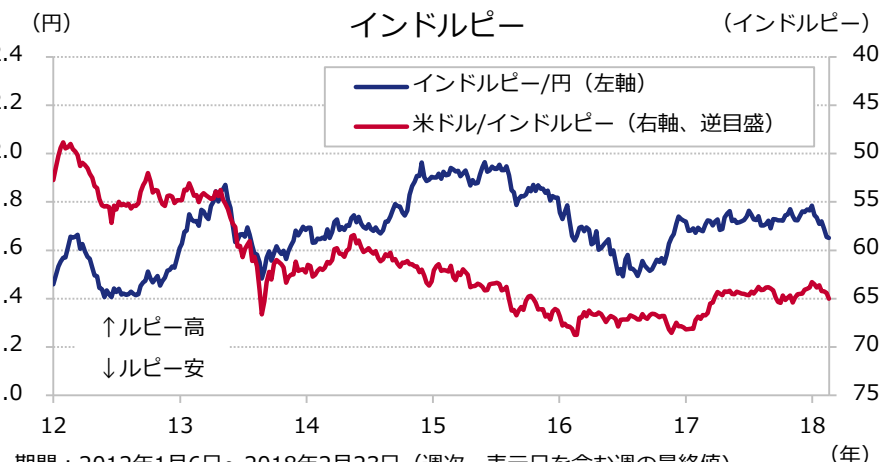
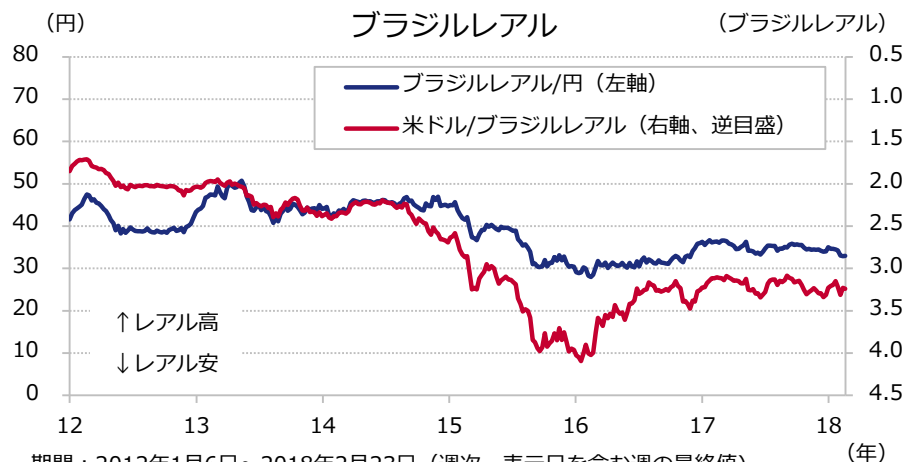




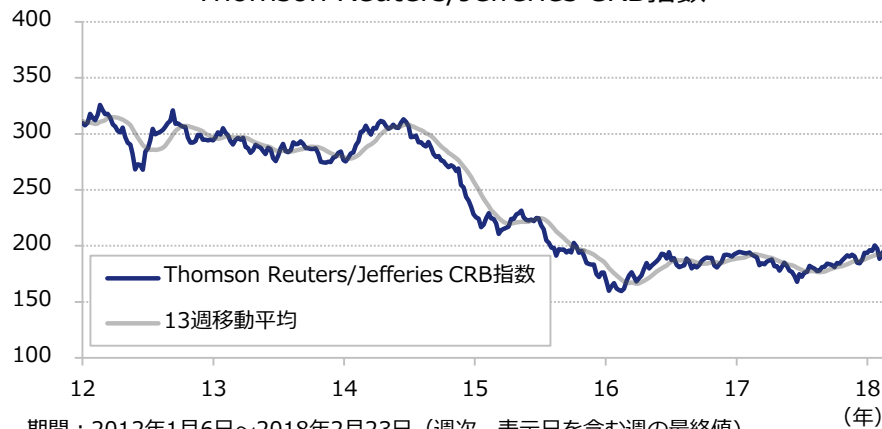
# チャート集 - 外国為替市場 ①



# チャート集 - 外国為替市場 ②



## Thomson Reuters/Jefferies CRB指数



期間：2012年1月6日～2018年2月23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

## WTI原油先物（NYMEX、期近）



期間：2012年1月6日～2018年2月23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

## 金先物（COMEX、期近）



期間：2012年1月6日～2018年2月23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

## 銅先物（COMEX、期近）



期間：2012年1月6日～2018年2月23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2月23日（週次、表示日を含む週の最終値）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 （注）米S&P500種指数を対象とするオプション価格などから算出。市場心理を表す

## 日経平均ボラティリティー・インデックス



期間：2012年1月6日～2018年2月23日（週次、表示日を含む週の最終値）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 （注）日経平均を対象とするオプションを基に算出。市場心理を表す

## (bp) 米国CDS (クレジット・デフォルト・スワップ)



期間：2012年1月6日～2018年2月23日（週次、表示日を含む週の最終値）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 （注）CDX（5年、投資適格）を使用。bp：ベースポイント（1bp=0.01%）

## (bp) 日本CDS (クレジット・デフォルト・スワップ)



期間：2012年1月6日～2018年2月23日（週次、表示日を含む週の最終値）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 （注）iTraxx（5年、投資適格）を使用。bp：ベースポイント（1bp=0.01%）

# 当資料で使用している指数について

- 「日経平均株価」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体および「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。
- 東証株価指数（TOPIX）および東証REIT指数は、株式会社東京証券取引所（株）東京証券取引所）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利は、（株）東京証券取引所が有しています。
- MSCIエマージング・マーケット・インデックスに関する著作権、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。
- BofAメリルリンチ・US・キャッシュ・ペイ・ハイイールド・インデックスはバンクオブアメリカ・メリルリンチが算出している指数で、著作権等の知的財産その他一切の権利はバンクオブアメリカ・メリルリンチに帰属します。
- 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、ライセンスに基づいて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、ライセンスに基づいてFTSEが使用しています。FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス（以下、本指数）は、FTSEの商標であり、本指数の算出、指数値の公表、利用など、本指数に関するあらゆる権利はFTSE 又はその関連パートナー会社に与えられています。FTSEは、本指数値及びそこに含まれるデータの正確性、完全性について、明示的、黙示的を問わず保証するものではありません。また、算出又は公表の誤謬、遅延または中断に対し、一切責任を負いません。
- ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P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。
- 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 ボエ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。