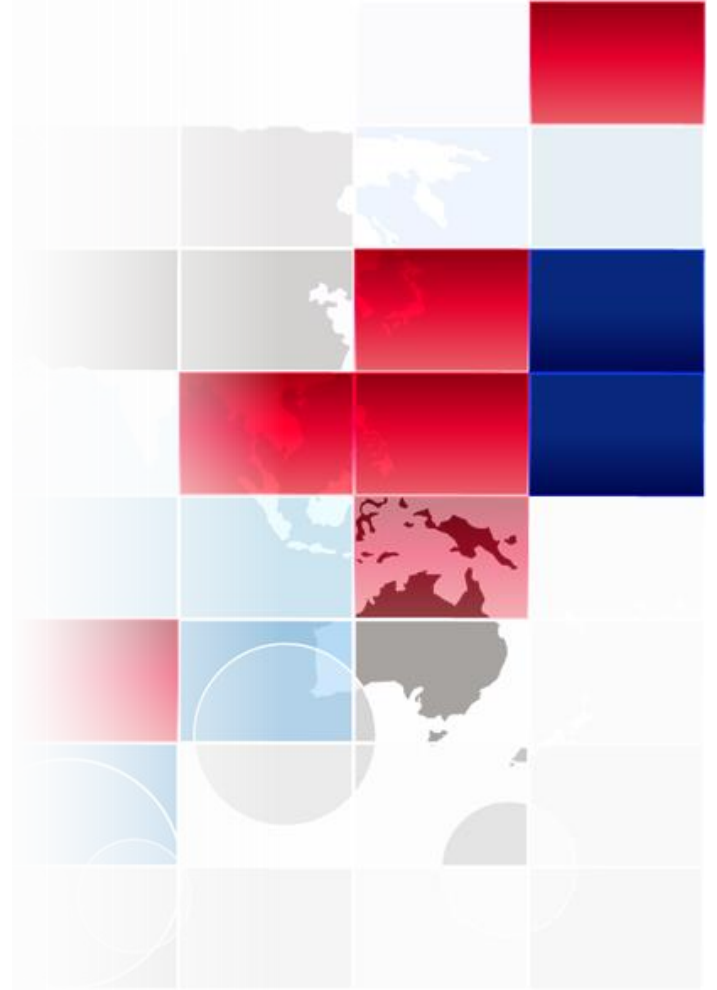

マーケット・インサイト

2024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
日本の家計消費と賃上げ
米商業用不動産
米大統領選
プラスチック汚染問題

▶ 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

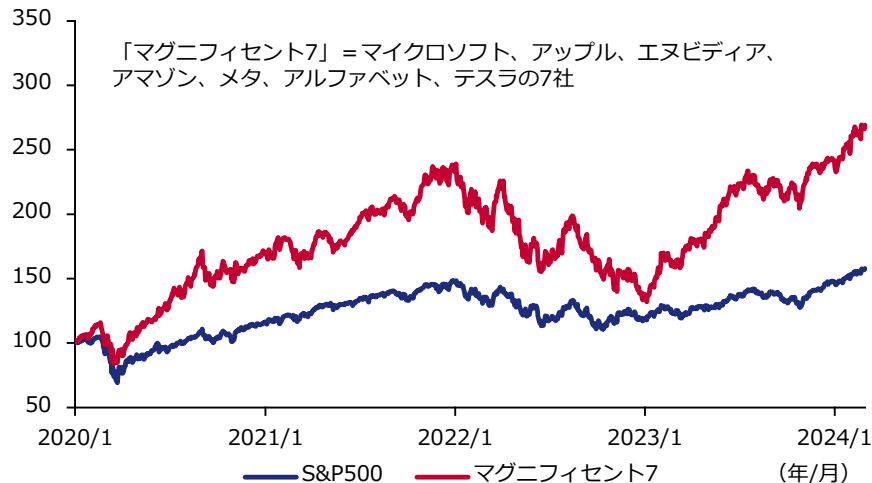
株式 REIT 債券 外国為替

▶ Chapter 1
トピックス

日米株は2月に一段と上昇

米S&P500とマグニフィセント7の株価推移

(2019年12月31日 = 100)



期間：2020年1月2日～2024年2月29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

(注) 2019年12月31日の株価を100として指数化。マグニフィセント7は株式時価総額の7社合計を指数化。

TOPIXとドル建てTOPIX対世界株価の推移

(1989年12月18日 = 100)



期間：1989年12月18日～2024年2月29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

(注) 黄緑色のグラフは、ドル建てTOPIXのMSCI ACWI（オールカントリー・ワールド・インデックス）に対する相対株価（1989年12月18日を100として指数化）

- 日米株は2月も一段と上昇しました。米国では、AI（人工知能）関連需要の拡大期待から半導体大手エヌビディアの株価が大幅に上昇し、相場をけん引しました。日本でも半導体関連株の上昇が目立ちました。マグニフィセント7（エヌビディアを含む大型ハイテク7銘柄）の株価は2023年以降、S&P500の上昇率を大幅に上回って推移しています。バブル懸念が一部に浮上しているもようですが、これらの銘柄は総じて業績も良好であることから、健全な動きの範囲内との見方もあります。
- 日本では日経平均株価が過去最高値を34年ぶりに更新しました。TOPIXも1989年12月18日に付けた過去最高値（2,884.80）に徐々に接近しつつあります。ただし、ドル建てTOPIXの世界株価（ドル建て。米国株が占めるウェイトが大きい）に対する相対株価をみると、1989年以降、長期にわたり低下しました。足元ではさらなる低下に歯止めがかかっているものの、上昇の兆しがほとんどみられません。日本株の上昇ピッチがあまりにも急速だったことから過熱への警戒感がくすぶっていますが、世界株価に比べて割高感が強まっているわけではない、と判断することも可能と考えられます。

賃上げによる消費動向の改善が、物価と賃金の好循環を促す

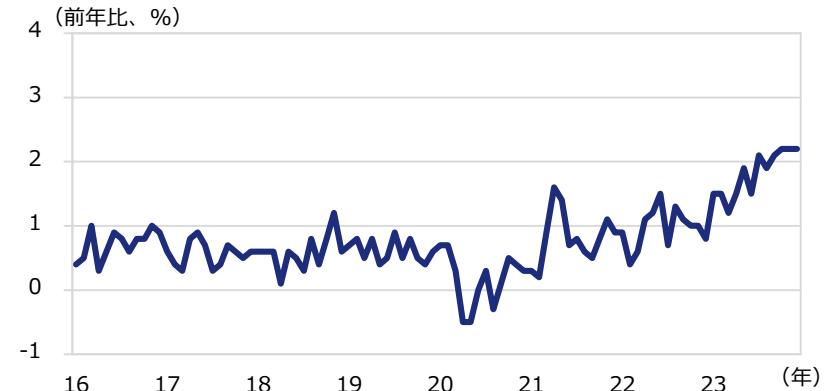
消費者の暮らし向きと物価見通しの推移



期間：2015年1月～2024年1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

共通事業所ベース*の所定内給与上昇率の推移



*毎月勤労統計では調査集計対象が部分入れ替えとなることから、そのサンプル替えの影響を除くため、調査共通事業所に限定し、集計しているもの。ただし、共通事業所ベースはサンプルサイズが小さいことに留意。

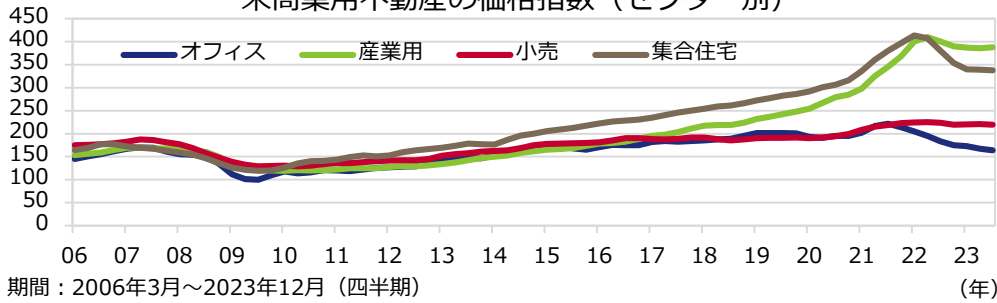
期間：2016年1月～2023年12月（月次）

出所：e-statのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

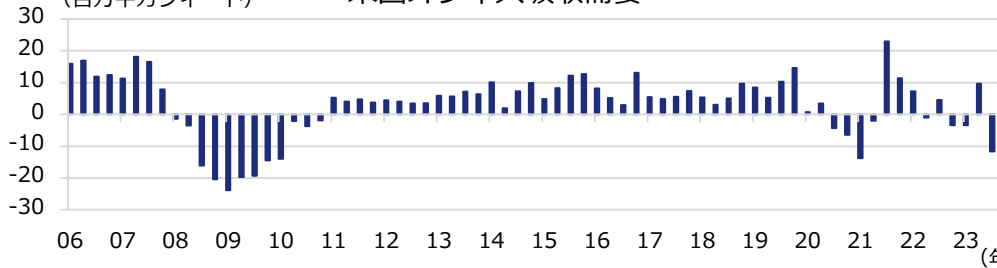
- 昨年4-6月期以降、実質家計消費は前期比で減少が続きました。2023年暦年では、名目値が前年比+3.8%増加した一方で、実質値では同+0.7%とわずかな伸びでした。高インフレによる購買力の低下が実質の家計消費を抑制したとみられます。
- もっとも、消費動向調査では、今後は暮らし向きが改善していくと考える家計が増えていることが示されています。物価の上昇見通しは根強いものの、昨年の賃金上昇ペースの加速を背景に、家計は賃上げへの期待を高めている可能性があります。
- 人手不足とインフレが続く中、連合は今年の春闘で昨年以上の賃上げを要求しており、3月15日に明らかになる第1回集計結果が注目されます。名目賃金の一段の上昇に加え、今年半ば以降に予定される所得税および住民税の減税など政府の支援が実質可処分所得を押し上げ、家計消費は改善に向かうと考えます。
- 2月下旬に、植田日銀総裁は、日本経済がデフレではなくインフレの状態にある、との認識を示しました。日銀は、賃金と物価の好循環が強まっていくことへの確度を高めているとみられ、早ければ3月19日の会合でマイナス金利の解除に動くと思われます。

借り換えを巡るリスクに一定の警戒が必要

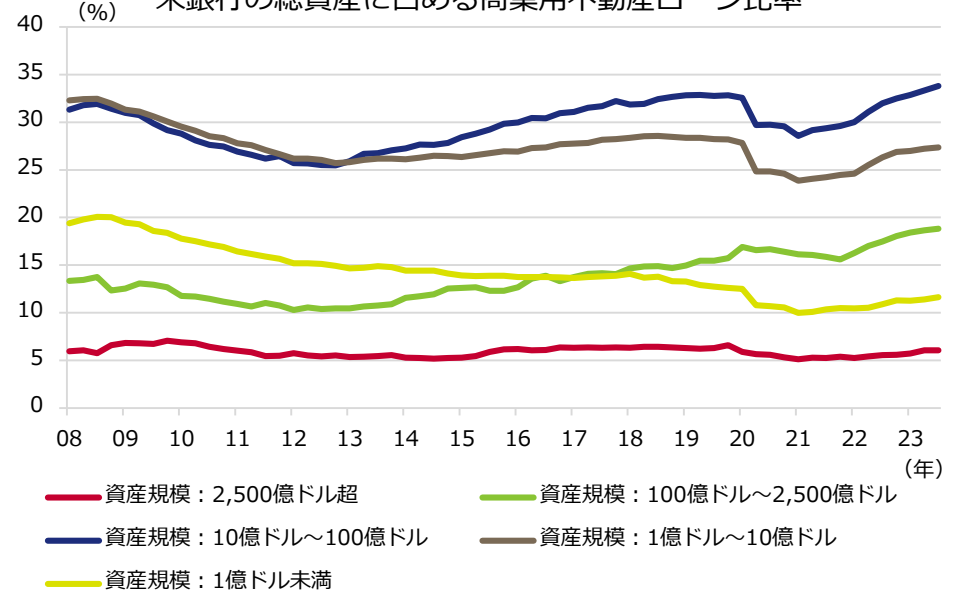
米商業用不動産の価格指数（セクター別）



（百万平方フィート） 米国オフィス吸収需要



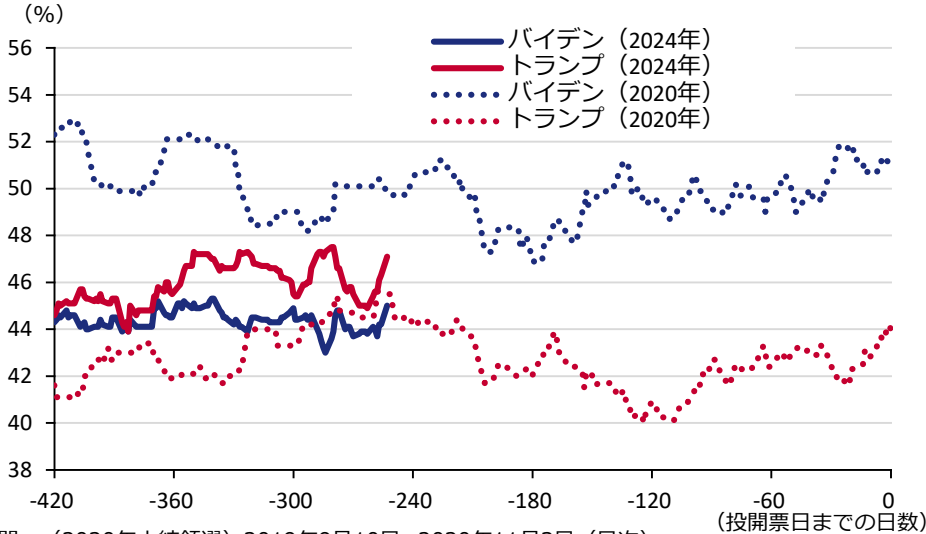
(%) 米銀行の総資産に占める商業用不動産ローン比率



- 米商業用不動産の価格指数は、オフィス需要の低迷などを背景に同セクターは軟調です。1月のFOMC（米連邦公開市場委員会）参加者による金融安定性に関わる議論で、一部の銀行における脆弱性が指摘されました。商業用不動産（CRE）の高エクスポージャーが潜在的なリスクとして挙げられました。米抵当銀行協会によれば、24年に満期予定の商業用不動産モーゲージは9,290億ドルで、同残高全体の20%に当たります。そのうち、銀行が貸し手の分は4,410億ドルと、満期額は大きいものとなっています。
- 高金利が継続し、銀行のCREに対する貸出基準も依然厳格化している中、借り換えを巡る不透明感がくすぶります。中堅（資産規模：10億ドル～100億ドル）・中小規模行（同：1億ドル～10億ドル）では、総資産に占めるCREローンの比率は高く、動向が注視されます。仮に、商業用不動産向け融資の不良債権化によって、資本が大きく毀損する銀行が顕在化すれば、市場や景気に対するセンチメント悪化につながる可能性があり、一定の警戒が必要と考えます。

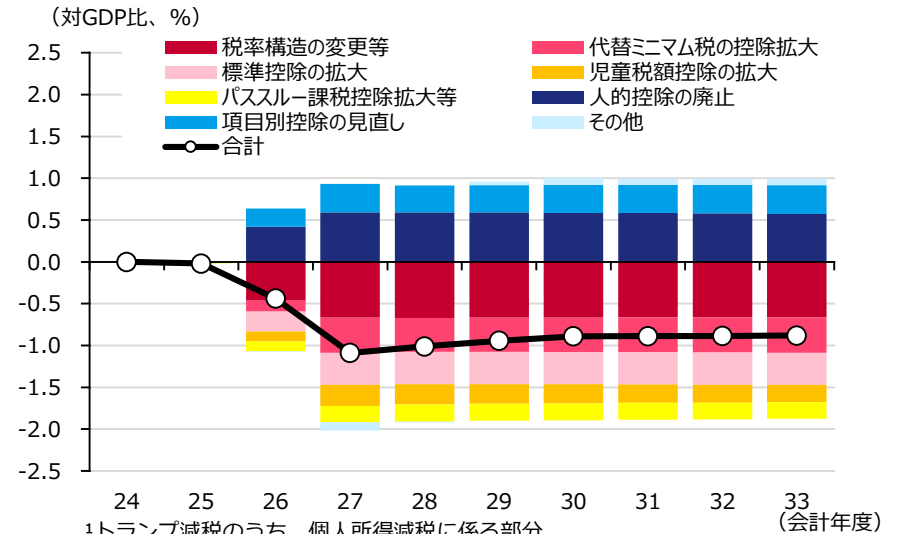
トランプ氏再選シナリオに現実味

大統領選投開票日までの支持率の推移



期間：(2020年大統領選) 2019年9月10日～2020年11月3日 (日次)
 (2024年大統領選) 2023年9月12日～2024年2月26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

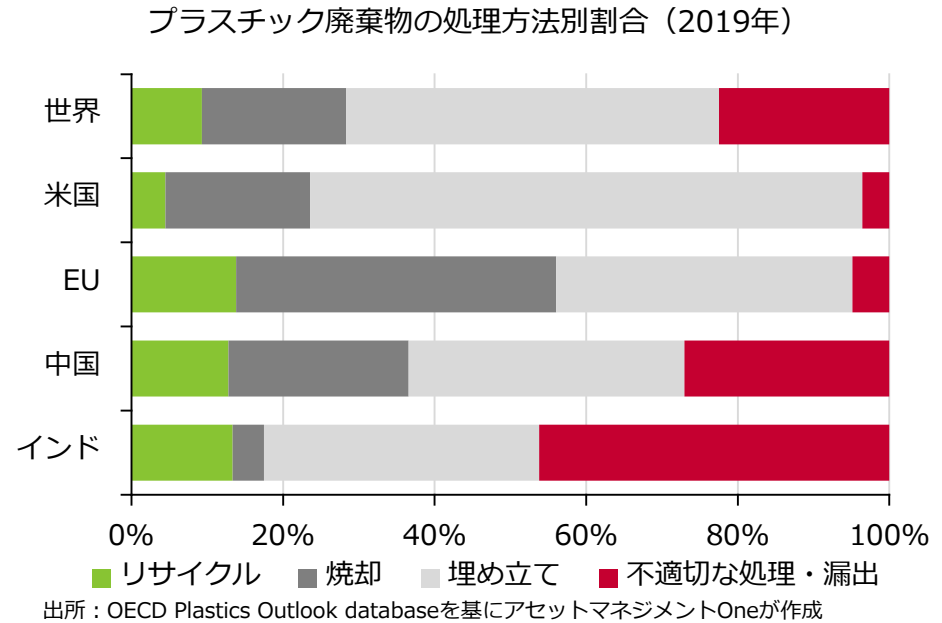
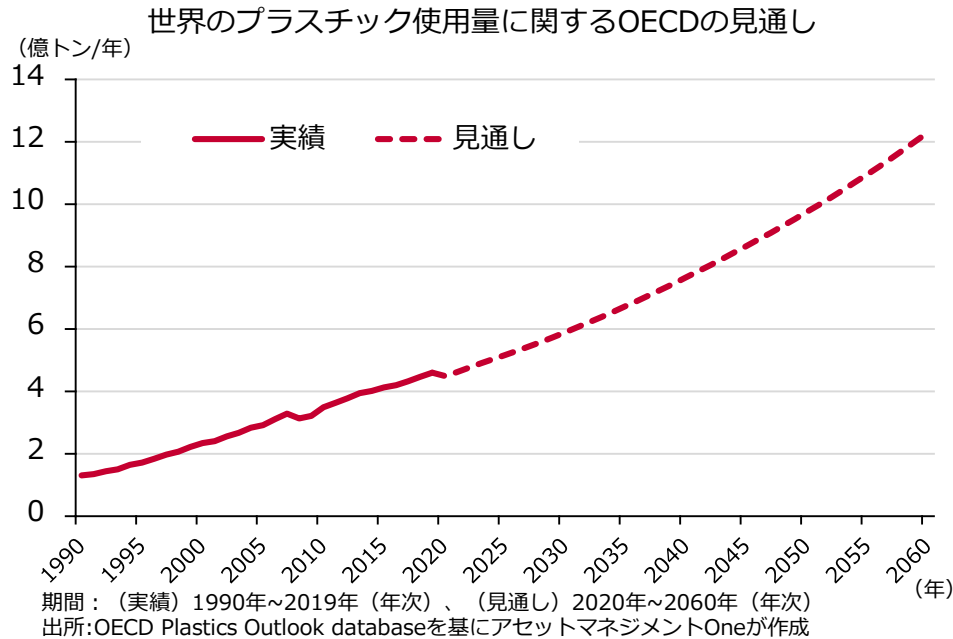
トランプ減税¹を延長した時の財政への影響²



¹トランプ減税のうち、個人所得減税に係る部分
²GDPは2024年2月のCBO見通しを使用
 期間：2024会計年度～2033会計年度 (年次)
 出所：CBOのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

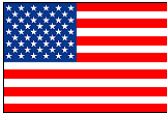

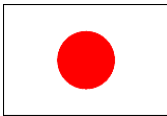



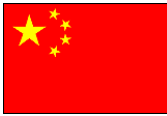

- 2024年11月に米国で大統領・議会選挙が実施されます。大統領選挙に先立ち行われる共和党の予備選では、トランプ前大統領が圧倒的優位に立ち、共和党の大統領候補に選出される可能性が高まっています。かかる中、2024年の大統領選挙は、バイデン大統領とトランプ氏の再戦になるものとみられます。世論調査におけるバイデン氏とトランプ氏の支持率を見ると、前回2020年の大統領選時はバイデン氏が投開票日の1年以上前から一貫してトランプ氏を上回り続けてきました。しかしながら、今回は僅差ではあるものの、足元にかけてトランプ氏がバイデン氏を上回っており、トランプ氏の再選シナリオが現実味を増しています。
- トランプ氏は自身が再選された際に、2017年のトランプ減税延長を検討していることが一部メディアで報じられています。トランプ減税のうち、個人所得減税に係る部分は2025年末までの時限措置となっていました。CBO（米議会予算局）の見通しによると、トランプ減税の延長により対GDP比で最大毎年1%程度の財政赤字要因になることを示しています。ただし、個人所得減税が延長されれば、「財政の崖」は回避される見込みです。

プラスチック汚染防止に向けた国際合意の形成が迫る




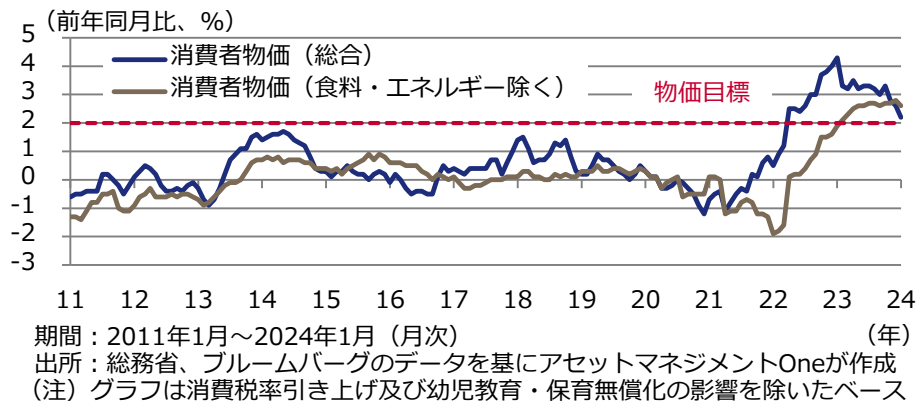
- プラスチックは、その優れた性質から様々な分野において人々の生活に貢献する素材です。世界のプラスチックの使用量は右肩上がりで増加し続けており、OECD（経済協力開発機構）によると2060年には2019年対比で約2.7倍にも増加するとの見通しが示されています。一方、プラスチックは自然界で分解されにくく、適切に廃棄処理がなされない場合は自然環境に悪影響を及ぼす恐れが懸念されます。OECDのプラスチックに関するデータによると、世界全体のプラスチック廃棄物のうちリサイクルされるのは全体の10%にも満たず、さらに適切な廃棄処理がなされていない廃棄物は全体の20%以上にのぼります。
- こうした問題意識を背景に、プラスチック汚染を防止するための国際的な動きが進展しつつあります。2022年の世界各国が参加した国連環境総会において、プラスチック汚染に関する法的拘束力のある条約策定に向けた政府間交渉を開始することが決定されました。全5回の政府間交渉を今年末までに終える予定で、その後条約の採択に無事至れば、日本を含めた交渉国はプラスチック汚染に関する国内規制の強化に動く見込みです。条約の内容次第では、プラスチックに関連する幅広い経済分野に影響を及ぼす可能性があり、目先は4月にカナダで行われる第4回の政府間交渉の結果が注目されます。


▶ Chapter 2
経済動向

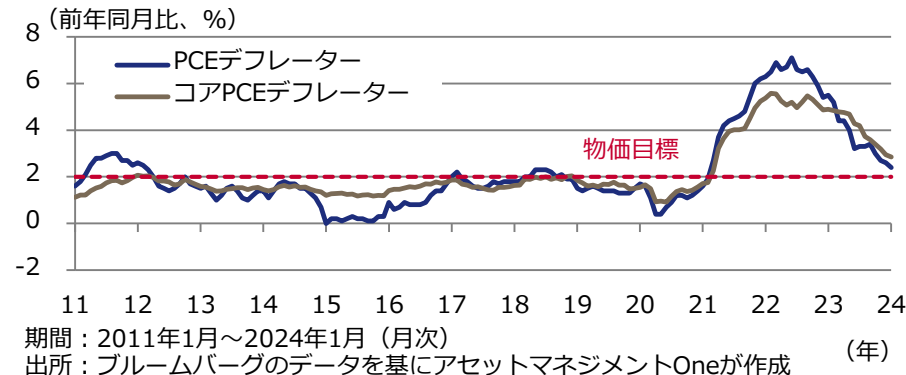
国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 緩やかに減速	政策金利を据え置き	FRBの昨年央までの利上げによる景気抑制効果が残るものの、堅調な労働市場を裏付けとする個人消費が支えとなり、米経済は底堅さを維持するとみられます。FRBは当面政策金利を据え置くとみられますが、第2四半期にかけて利下げに転じる見込みです。もっとも、利下げ時期は物価情勢次第であり、引き続き推移を注視する必要があります。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ インフレの再加速
 日本	 懸念材料はあるも再び回復基調へ	早晩、正常化へ	国内経済は、昨年後半に停滞したものの、賃金上昇や企業の根強い投資意欲を背景に、個人消費や設備投資を中心として回復基調へ戻ると予想されます。日銀は、2%の物価安定目標の達成に一段と自信を深め、今年3月にもマイナス金利解除などの政策正常化を実施するとみられます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 物価高による経済への影響 ▶ 外需の減速
 ユーロ圏	 景気は軟調	政策金利を据え置き	ドイツの製造業は軟調な状況が続いていますが、ユーロ圏各国ではサービス業が持ち直しつつあります。今後、インフレの鈍化などによる家計の実質所得の回復が期待され、景気は徐々に回復するとみられます。ECB（欧州中央銀行）は5月発表の1-3月期の妥結賃金の結果を確認した後、早ければ6月に利下げを開始する見込みです。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ インフレの長期化 ▶ ドイツ財政の緊縮化
 中国	 景気に底打ちの兆し	金融緩和姿勢を維持	中国経済は、主に製造業がけん引して持ち直しの兆しがみられています。ただし、不動産市況の低迷から、需要の回復は鈍く、当局は今年も景気安定化を重視する方針です。当局は家計向け支援には消極的であり、消費の回復が遅れることが懸念されます。中国人民銀行は金融緩和に動いており、LPR（最優遇貸出金利）の追加利下げを見込みます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 地方中小銀行発の金融システム不安 ▶ 外需の減速

経済の概況 – 各国のインフレ率の動向

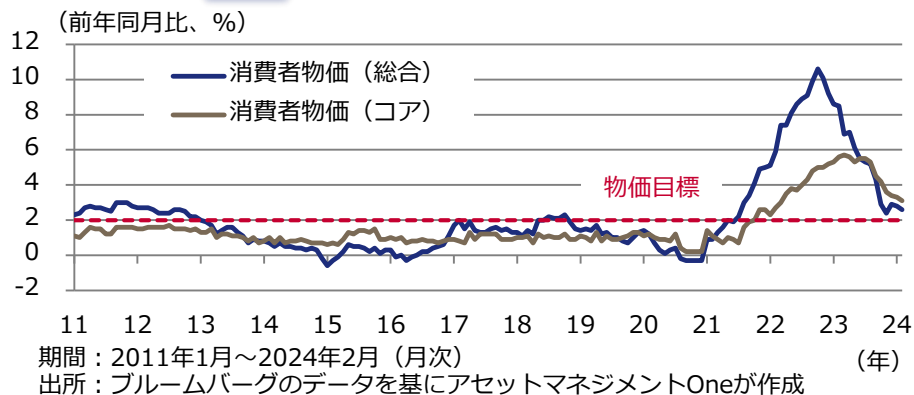
 日本のインフレ率の推移




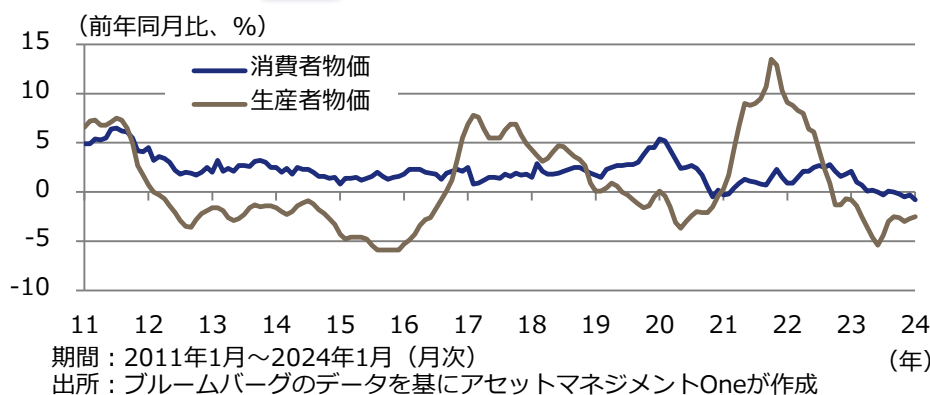
 米国のインフレ率の推移



 ユーロ圏のインフレ率の推移



 中国のインフレ率の推移



経済の概況 – 主要国・地域のGDP成長率見通し

(前年比、%)

(年)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 (予測値)	2025 (予測値)
全世界計	3.6	2.8	▲ 2.8	6.3	3.5	3.1	3.1 (↑ 0.2)	3.2 (→ 0.0)
先進国計	2.3	1.7	▲ 4.2	5.6	2.6	1.6	1.5 (↑ 0.1)	1.8 (→ 0.0)
米国	2.9	2.3	▲ 2.8	5.9	1.9	2.5	2.1 (↑ 0.6)	1.7 (↓ 0.1)
日本	0.6	▲ 0.4	▲ 4.2	2.2	1.0	1.9	0.9 (↓ 0.1)	0.8 (↑ 0.2)
ユーロ圏	1.8	1.6	▲ 6.1	5.6	3.4	0.5	0.9 (↓ 0.3)	1.7 (↓ 0.1)
オーストラリア	2.8	1.9	▲ 1.8	5.2	3.8	1.8	1.4 (↑ 0.2)	2.1 (↑ 0.1)
新興国計	4.6	3.6	▲ 1.8	6.9	4.1	4.1	4.1 (↑ 0.1)	4.2 (↑ 0.1)
中国	6.8	6.0	2.2	8.5	3.0	5.2	4.6 (↑ 0.4)	4.1 (→ 0.0)
インド	6.5	3.9	▲ 5.8	9.1	7.2	6.7	6.5 (↑ 0.2)	6.5 (↑ 0.2)
ブラジル	1.8	1.2	▲ 3.3	5.0	3.0	3.1	1.7 (↑ 0.2)	1.9 (→ 0.0)
ロシア	2.8	2.2	▲ 2.7	5.6	▲ 1.2	3.0	2.6 (↑ 1.5)	1.1 (↑ 0.1)
ASEAN5 [※]	5.4	4.9	▲ 3.4	4.0	5.5	4.2	4.7 (↑ 0.2)	4.4 (↓ 0.1)

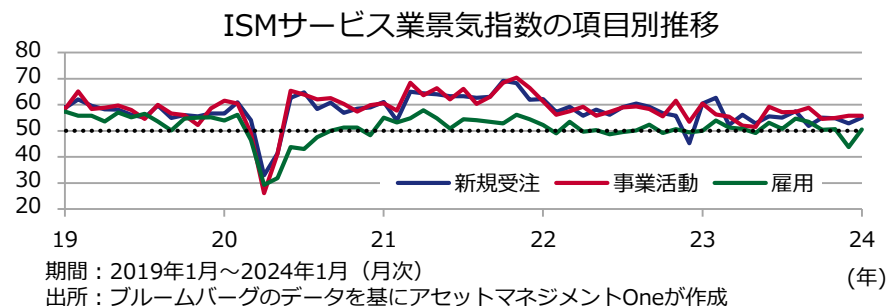
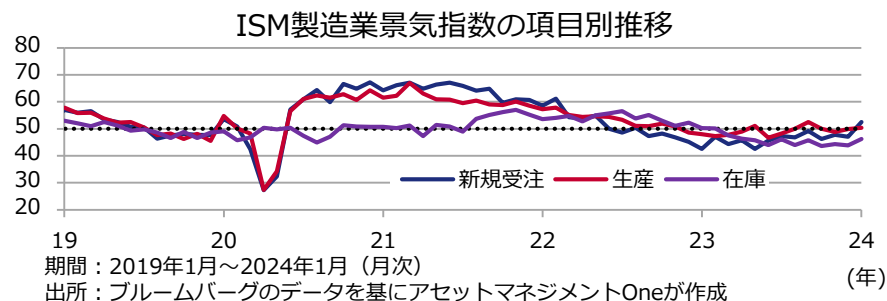
出所：IMF「World Economic Outlook Update, 2024.1」、 「World Economic Outlook Database, 2023.10」、リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※ASEAN5：インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、シンガポール（2017～2020年はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）

(注) 2023年の数値は推計値、2024年以降は予測値。ただし、2023年以前も一部予測値のデータを含む場合がある

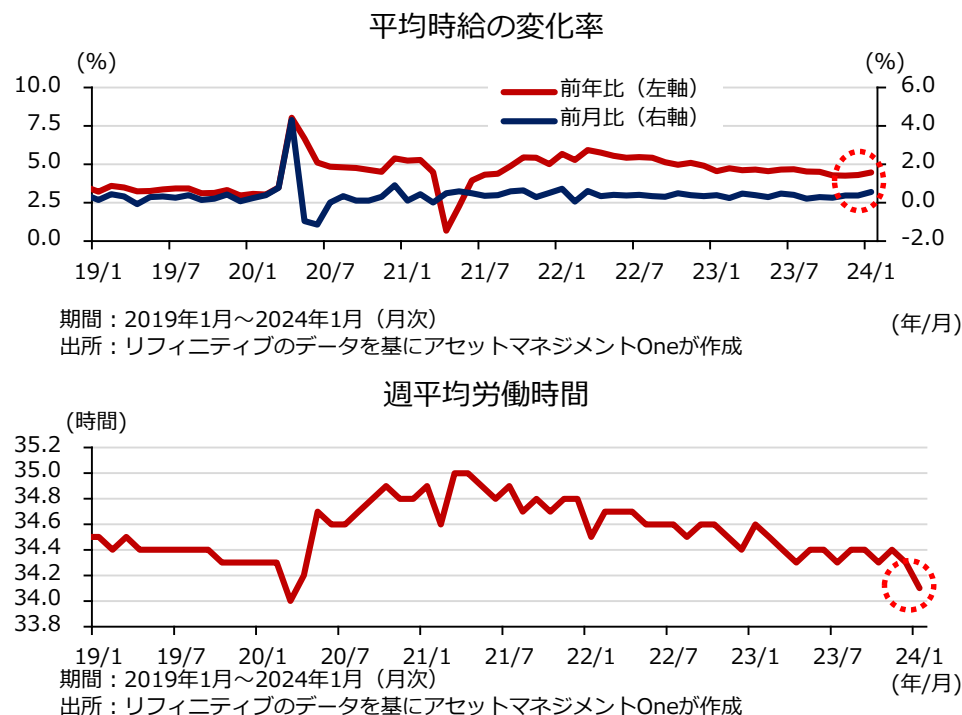
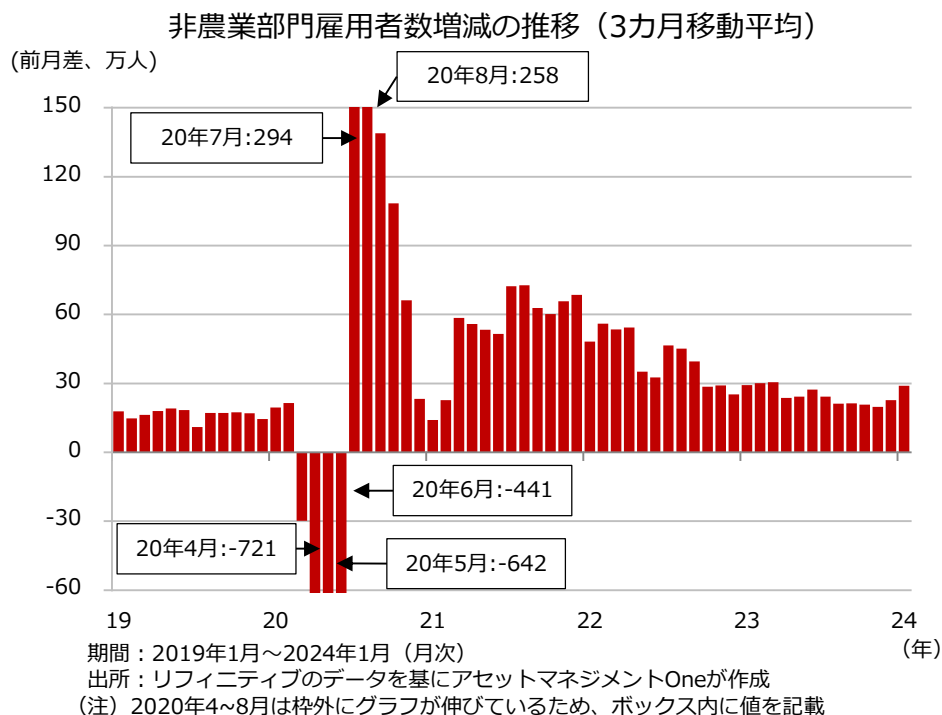
() 内は前回時点の見通しからの変化幅。インドのGDP成長率は会計年度（4月～翌年3月）ベース

景況感は早晚底打ちする見込み



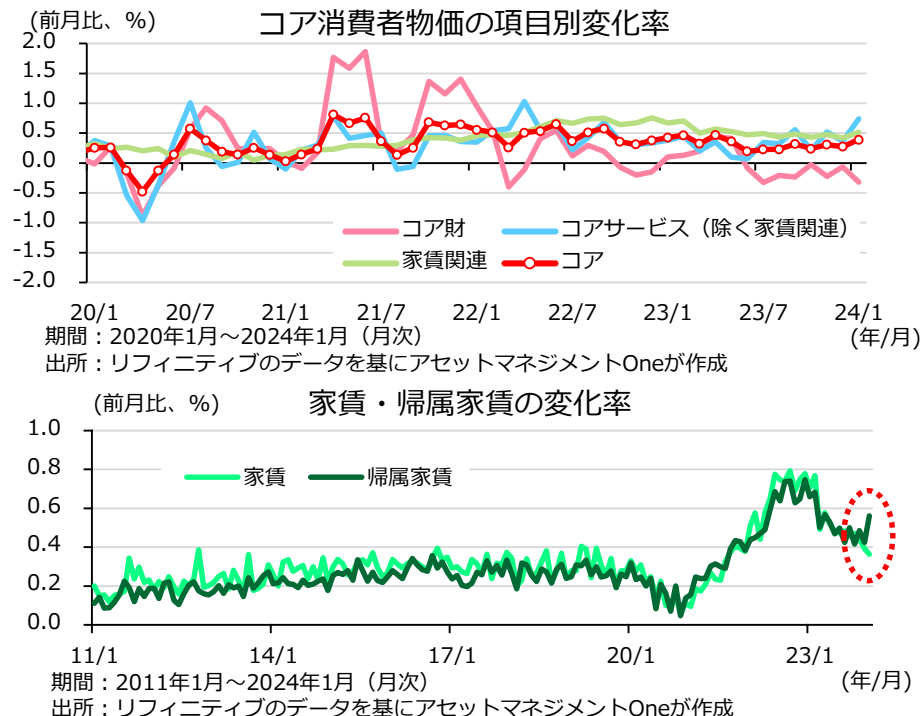
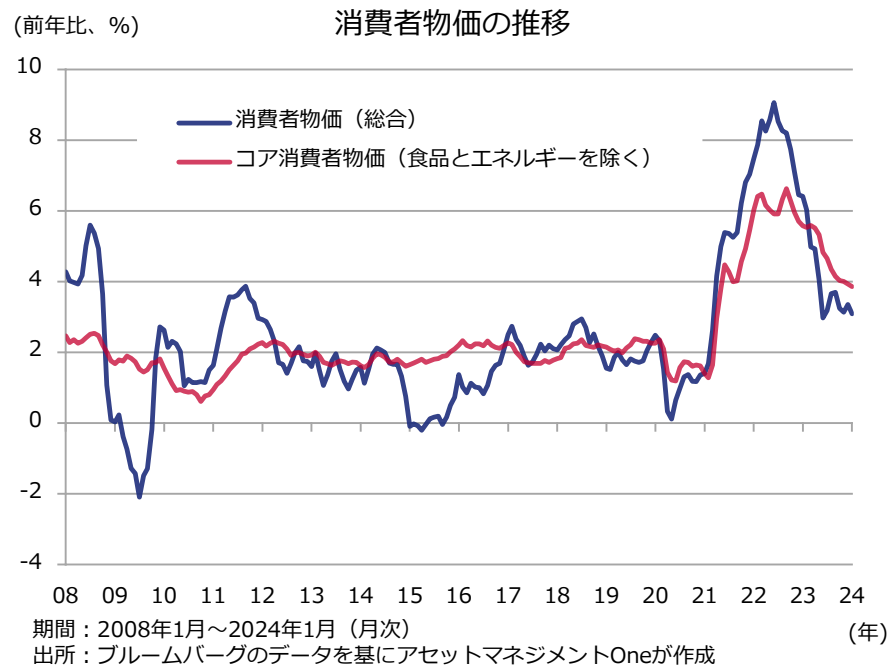
- 1月のISM景気指数は、製造業が49.1と12月（47.1）から改善しました。構成項目を見ると、新規受注や在庫が上昇し、全体を押し上げました。また、サービス業も53.4と12月（50.5）から改善しました。新規受注や雇用の伸びがけん引役となりました。
- 1月のサーベイ回答者のコメントでは、製造業、サービス業ともに事業環境に関して前向きな見方とネガティブな見方の報告が混在しています。また、紅海における武装組織フーシの商船への攻撃がサプライチェーンの混乱を引き起こしている点を指摘するコメントが見られました。
- 1月は製造業、サービス業ともに改善しました。特に製造業では新規受注が大きく改善したことに加え、顧客在庫が大きく低下しており、不足感が強まっています。依然として製造業は50の水準を下回っていますが、景況感は早晚底打ちするとみられます。

1月の雇用者数の伸びは大きく上振れ



- 1月の非農業部門雇用者数は前月差+35.3万人と大幅に増加しました。また、昨年10月から12月の雇用者数の伸びが上方修正されたことにより、3カ月移動平均の増加数で見ても1月は同+28.9万人と高い伸び幅となりました。なお、失業率（U-3失業率）は3.7%と12月（3.7%）から変わらずでした。
- また、1月は平均時給が前月比+0.6%と12月（同+0.4%）から加速し、高い伸びとなりました。もっとも、平均時給を加速させた要因は悪天候などを受けた労働時間の減少の影響が大きいとみられ、2月以降も賃金の高い伸びが継続する可能性は低いと考えられます。

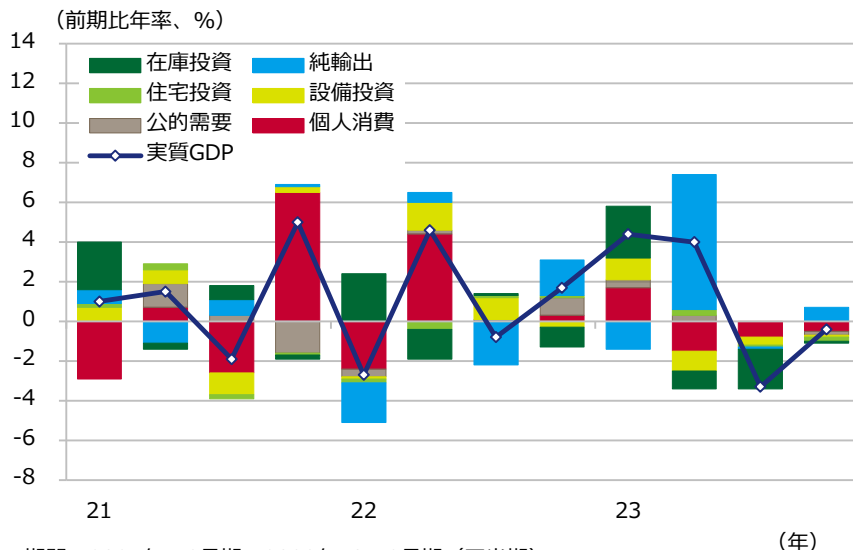
コアCPIの前月比の高い伸びは持続しない可能性



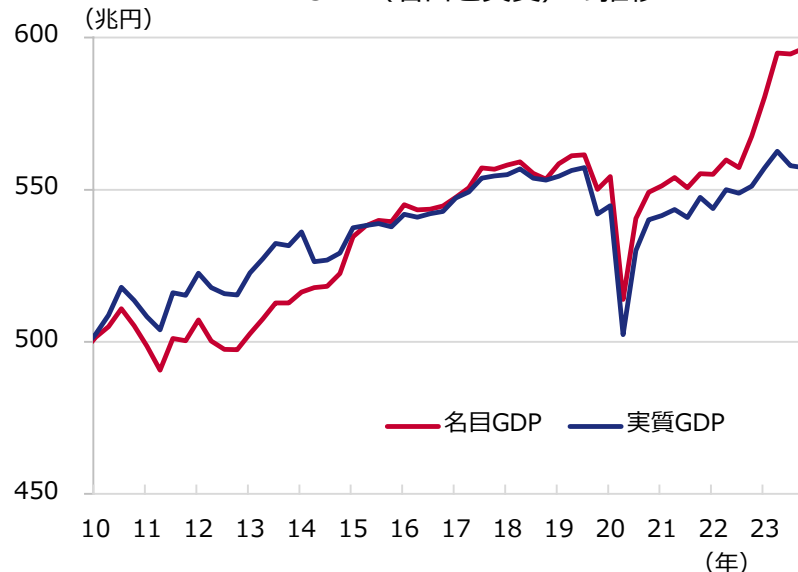
- 1月のCPI（消費者物価指数）の上昇率は前年比+3.1%と、12月（同+3.4%）から低下しました。一方、コアCPIは同+3.9%と、12月（同+3.9%）から変わらずでした。前月比ベースでは、総合が+0.3%と12月（同+0.2%）から上昇、さらにコアCPIは同+0.4%と12月（同+0.3%）を上回る高い伸びとなりました。
- コアCPIの前月比の伸びの内訳を見ると、中古車・トラックなどを筆頭にコア財価格が低下する一方で、家賃関連を除いたコアサービス価格の伸びが大幅に加速しました。家賃関連についても、帰属家賃の伸びが上昇しました。もっとも、帰属家賃と家賃の伸びが持続的に大きくかい離する可能性は低いとみられ、2月以降、家賃の伸びに収れんする格好で両者のかい離は縮小すると見込まれます。

国内経済は、昨年後半の停滞を経て、再び回復へ

実質GDP成長率と寄与度の推移



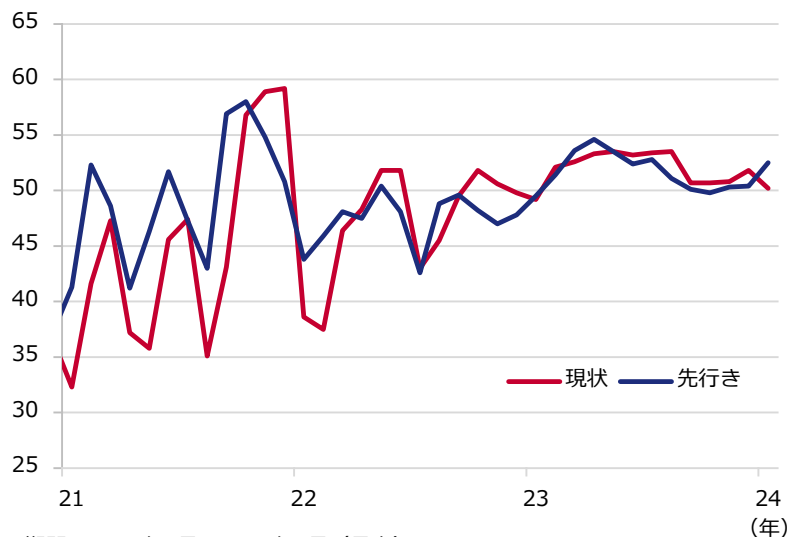
GDP（名目と実質）の推移



- 2023年10-12月期のGDP（速報値）は、物価変動の影響を除いた実質で、前期比年率▲0.4%とマイナス成長となりました。一方、名目では、前期比年率+1.2%とプラス成長でした。物価上昇やコスト増により、実質GDPが押し下げられた格好です。
- 内訳（実質ベース）を見ると、個人消費、設備投資ともに3四半期連続で減少しました。個人消費は暖冬で季節衣服が伸び悩んだほか、外食などのサービスが減少しました。設備投資は、人手不足や原材料費の高騰による投資の先送りが一因とみられます。
- 物価は高止まりが続くとみられますが、賃金上昇や、政府による所得減税、給付金、エネルギー（電力・ガス・ガソリンなど）の負担軽減策などが続き、家計の所得環境改善につながると考えます。価格転嫁の進展や需要回復による堅調な企業収益、根強い投資意欲を背景とした設備投資の増加も、国内経済を支えるとみられます。物価上昇や海外経済の動向には留意が必要ですが、国内経済は早晚、回復基調へ戻ると予想します。

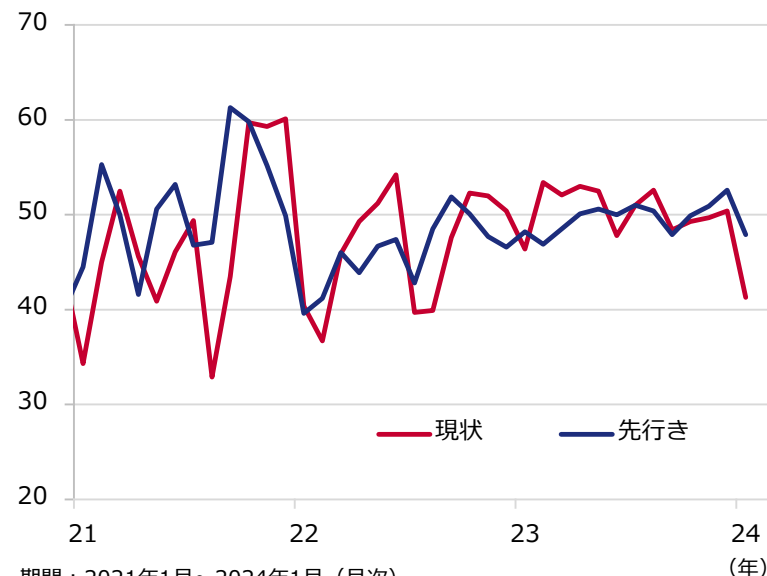
国内景気の先行きに対する回復期待は継続

景気ウォッチャー判断DIの推移



期間：2021年1月～2024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

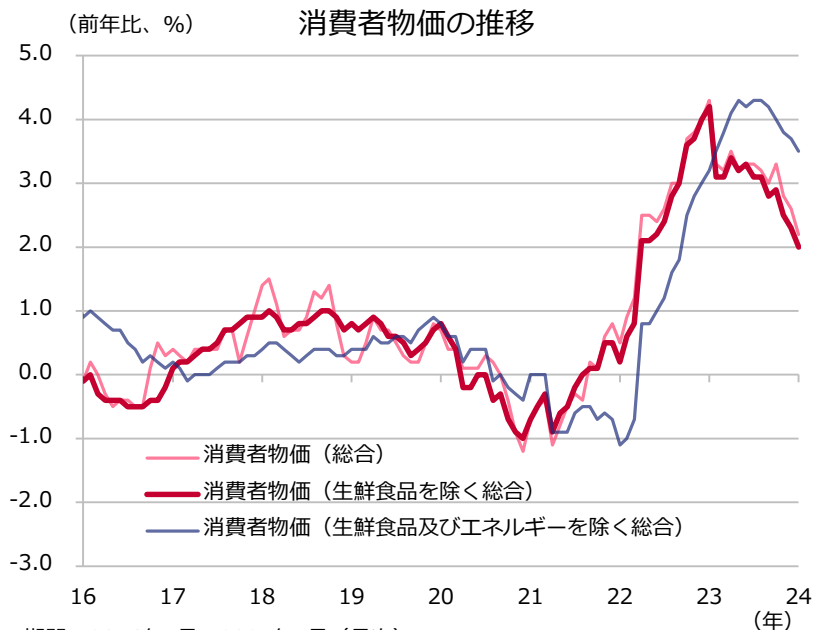
北陸地域の景気ウォッチャー判断DIの推移



期間：2021年1月～2024年1月（月次）
出所：内閣府のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 経済活動状況を間近に見ている人々の全国の景気判断（景気ウォッチャー調査）を見ると、現状判断は昨年末にかけて持ち直しましたが、今年1月は再び悪化しました。地域別には、北陸地方の現状判断が大きく低下しており、能登半島地震が影響したとみられます。
- 一方で、全国の先行き判断は改善が続いています。良好な雇用環境や賃上げに対する期待、インバウンド消費の拡大、生産活動の回復などが押し上げに寄与しているとみられます。物価上昇や海外経済の動向には留意が必要ですが、国内景気に対する回復期待は維持されていると判断されます。

金融政策は早晚、正常化へ



日銀政策委員の大勢見通し（2024年1月）

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品 ・エネルギー)
2023年度	+1.6～+1.9 <+1.8>	+2.8～+2.9 <+2.8>	+3.7～+3.9 <+3.8>
2024年度	+1.0～+1.2 <+1.2>	+2.2～+2.5 <+2.4>	+1.6～+2.1 <+1.9>
2025年度	+1.0～+1.2 <+1.0>	+1.6～+1.9 <+1.8>	+1.8～+2.0 <+1.9>

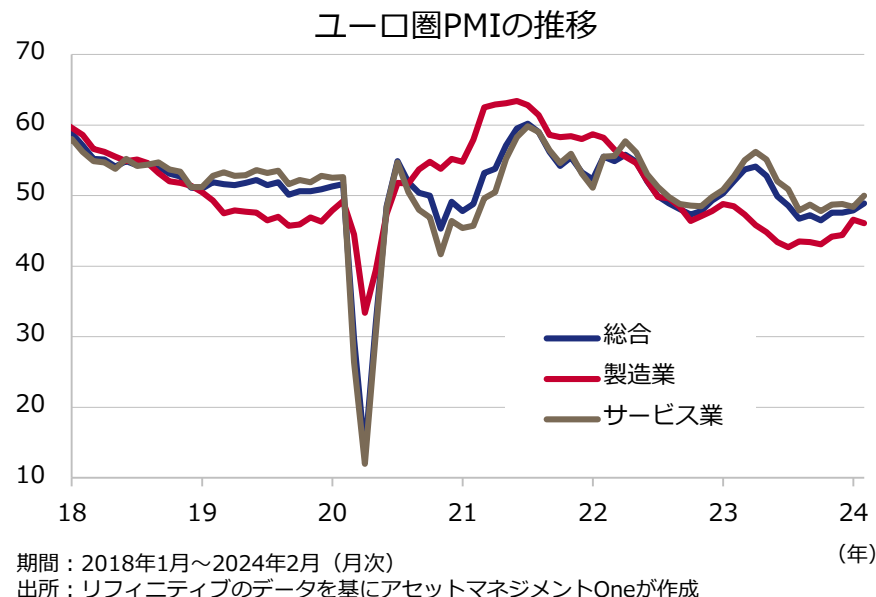
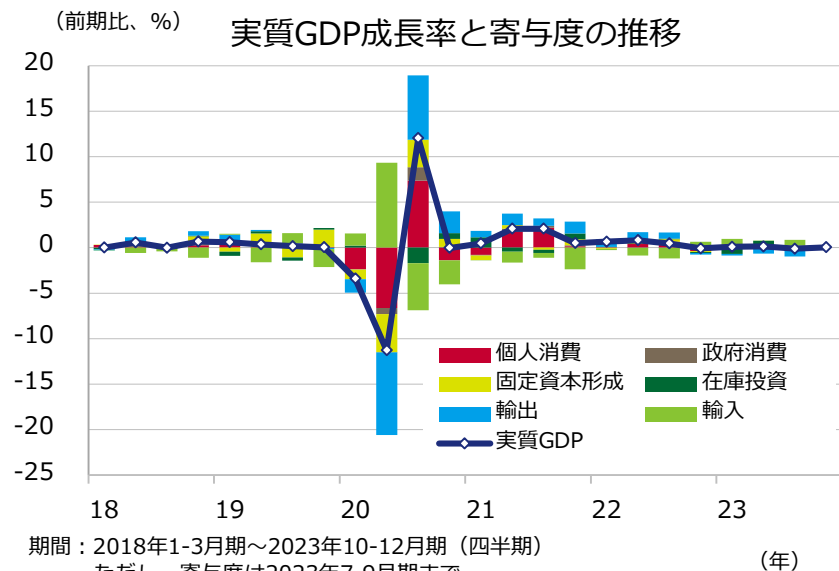
出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

※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。

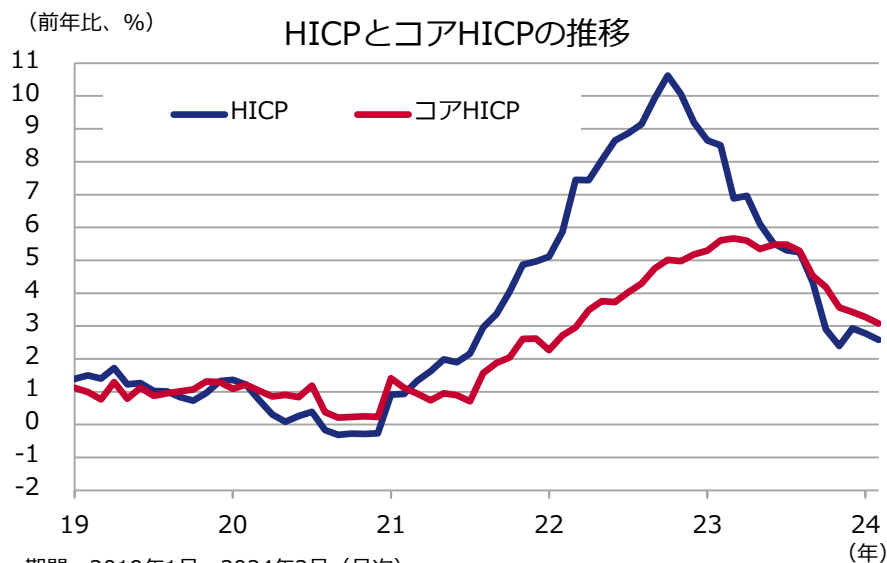
- 1月のコアCPI（生鮮食品を除く総合）は前年比+2.0%と、12月の同+2.3%から一段と鈍化しました。輸入物価の下落や政府による電気代・ガス代の負担軽減策などから財価格は伸びが鈍化した一方で、賃金上昇等を背景にサービス価格は伸びを維持しています。
- 日銀は、政府による経済対策や原油価格変動の直接的な影響を受けない、生鮮食品・エネルギーを除いたベースでの物価の基調に関して、24年度、25年度ともに2%近傍を維持する見通しを示しています。
- 日銀は、「物価見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」としており、物価安定目標の達成が視野に入っているもようです。日銀は、2024年3月にもマイナス金利の解除を実施するとみられます。

23年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比で横ばい



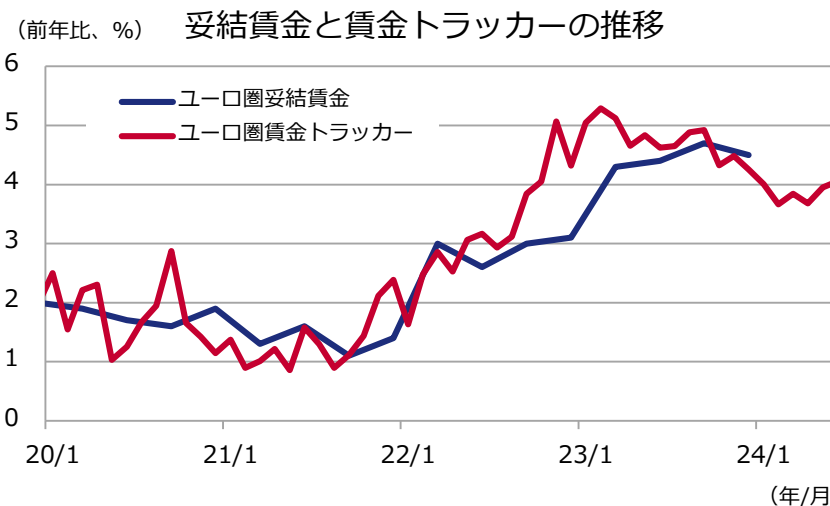
- 23年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比で横ばいとなり、テクニカルリセッション（2四半期連続のマイナス成長）入りが回避されました。需要項目別の内訳は2月末の時点で未公表ですが、固定資本形成がマイナスに寄与した一方、純輸出がプラスに寄与したとみられます。
- 2月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）速報値は、48.9と前月の47.9から上昇しました。ドイツの製造業は大きく低下したものの、ユーロ圏各国のサービス業がけん引しました。データ公表元は、PMIはユーロ圏経済の回復に期待を抱かせる結果であり、24年の実質GDP成長率は+0.8%との予想を維持するとしています。
- ドイツの製造業は軟調な状況が続いていますが、ユーロ圏各国ではサービス業が持ち直しつつあります。労働市場は堅調な状況が続いており、今後、インフレの鈍化などによる家計の実質所得の回復が期待されます。また、年央に想定されるECBの利下げも経済を下支えするとみられ、ユーロ圏経済は徐々に回復するとみられます。

議事要旨では、利下げを議論するのは時期尚早であるとの認識が共有される



期間：2019年1月～2024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



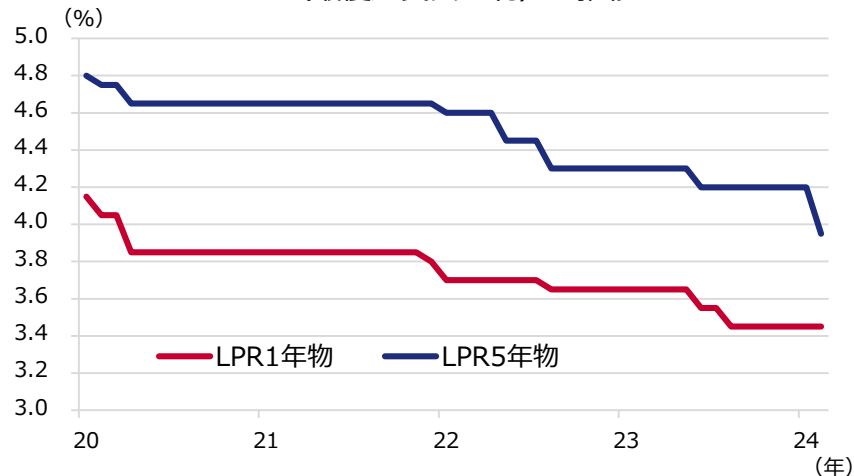
期間：2020年1月～2024年1月（月次）、賃金トラッカーは5か月先行させて表示（24年1月のデータは24年6月に表示）。ユーロ圏受結賃金は20年1Q～23年4Q（四半期）

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

- 2月のHICP（消費者物価指数）は、前年比+2.6%と前月の同+2.8%から鈍化しました。また、食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICPは、同+3.1%と前月の同+3.3%から鈍化しました。
- ECBは1月会合で政策金利を据え置き、現在の政策金利を十分に長い期間維持すれば、2%の中期的な物価目標へ適時に回帰するとのフォワードガイダンス（先行き指針）を維持しました。一方、1月会合の議事要旨では、利下げを議論するのは時期尚早であるとの認識が共有されました。また、賃金が実際に鈍化する証拠を待つことが賢明であり、賃金動向の好転を確認するハードデータが必要だと論じられたとしています。
- より直近の動向を把握できる賃金トラッカーは、ピークを付けた兆しがあります。一方、ECBの理事会内部には利下げに対する慎重論も根強いもようです。レーンECBチーフエコノミストも6月会合までに重要なデータが得られると言及しており、5月に発表される24年1-3月期の受結賃金の結果が注目されます。

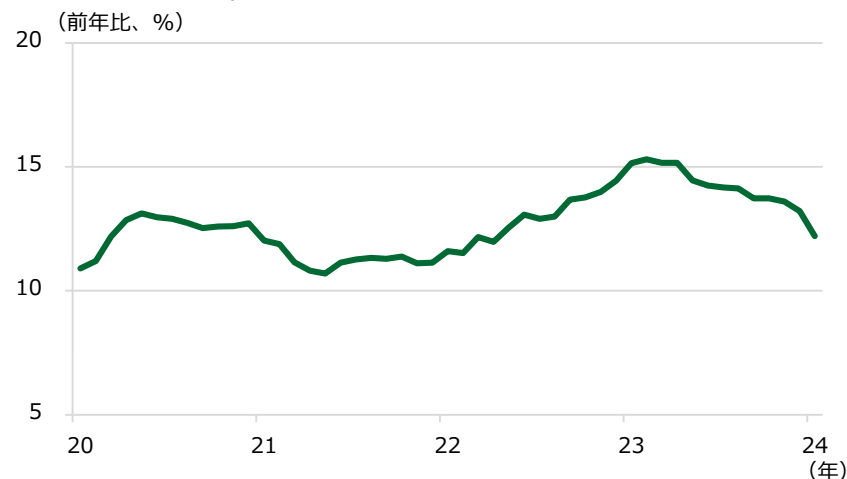
PBOCは住宅ローン向け参照金利を大きく引き下げた一方、一般事業向けは据え置き

LPR（最優遇貸出金利）の推移



期間：2020年1月～2024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

非金融企業およびその他向け貸出残高増加率の推移



期間：2020年1月～2024年1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

- 中国人民銀行（PBOC）は、1月の預金準備率引き下げ公表に続き、2月はLPR（最優遇貸出金利）5年物を0.25%利下げしました。いずれも、通常行われる利下げよりも大きな幅で引き下げられており、当局の金融緩和姿勢が強化されたと考えられます。LPR5年物は住宅ローンの参照金利となっており、低迷が長引く不動産需要のテコ入れとみられます。
- 一方で、PBOCは一般事業向け融資の参照金利であるLPR1年物については据え置きました。PBOCは、これまでも同1年物の利下げを控えてきました。この背景には、景気の低迷と地方政府の債務処理が続く中、銀行部門の体力を考慮し、過度な利ザヤの縮小を回避するために、PBOCが的を絞った金融緩和にとどめていることがあります。
- こうした中、一般向けの貸出金利が高止まりしているため、融資の伸びは芳しくありません。景気の回復に向けて、PBOCは金融緩和を続ける公算であり、LPR1年物についても小幅ながら利下げを見込みます。

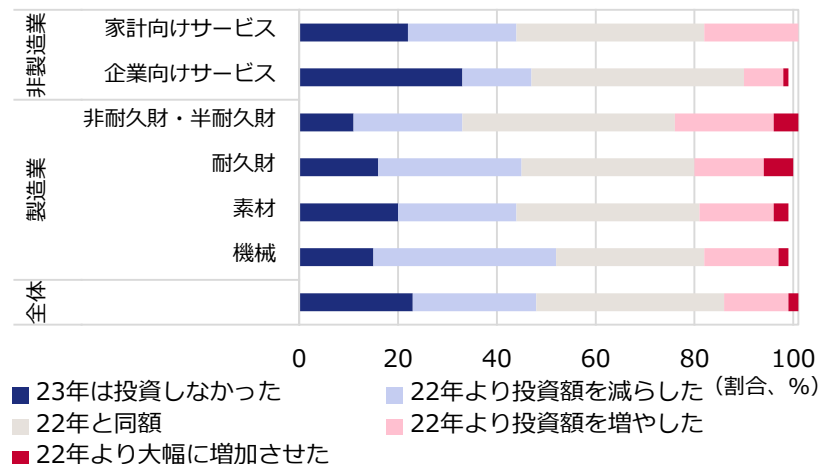
中国への直接投資が急減速

対中直接投資（過去4四半期累計）の推移



期間：2011年1-3月期～2023年10-12月期（四半期）
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

中国進出日本企業の投資態度（2023年）



注：データは小数点以下四捨五入されているため、合計が100にならない場合がある
出所：中国日本商会『会員企業景気・事業環境認識アンケート結果第2回』のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 2023年通年の中国への対中直接投資は約330億ドルと、約30年ぶりの低い水準となりました。対中直接投資は、ゼロコロナ政策と不動産不況が懸念された2022年から減速し始めていますが、海外企業の多くは中国でのビジネス拡大に消極的とみられます。
- 在中国の日系企業を対象としたアンケート調査では、投資を増加させた企業も見られましたが、23年の投資を控えた企業や、22年に比べて投資を抑制した企業が目立ちました。
- 対中投資を抑制した企業のコメントでは、中国国内での過剰投資と需要の回復の遅れに対する懸念や、国際的な中国とのデカップリングの動きなどが、投資を控えている背景として示されました。
- こうした中、2月23日に行われた国务院常务会议では、中国のビジネス環境を最適化し、海外からの投資の安定化に向けた措置を行うことが表明されました。企業の中国離れに対して、当局は危機感を募らせているとみられます。もっとも、米大統領選を控えて地政学リスクの高まりが懸念される環境下、対中直接投資が大幅に回復することは見込みにくいと考えます。

RBAは24年前半の景気見通しを下方修正。労働市場の鈍化が始まっているもよう

RBAの四半期経済見通し

	2023年		2024年		2025年		2026年
	12月期	6月期	12月期	6月期	12月期	6月期	6月期
GDP成長率							
今回	1.5	1.3	1.8	2.1	2.3	2.4	
前回	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	-	
インフレ率（トリム平均）							
今回	4.2	3.6	3.1	3.0	2.8	2.6	
前回	4.5	3.9	3.3	3.0	2.9	-	
失業率							
今回	3.8	4.2	4.3	4.4	4.4	4.4	
前回	3.8	4.0	4.2	4.3	4.3	-	

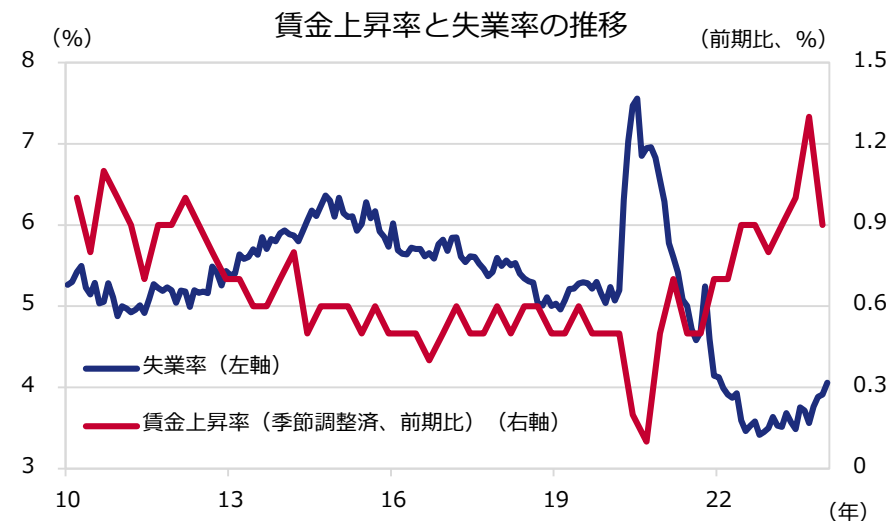
出所：RBAの資料を基にアセットマネジメントOneが作成

(注) GDP成長率とインフレ率（トリム平均）は前年同期比%、失業率は%。

今回は2024年2月、前回は2023年11月。

6月期は4-6月期、12月期は10-12月期を指す。

トリム平均は、変動が大きい品目を一定割合除いて算出されるインフレ率。



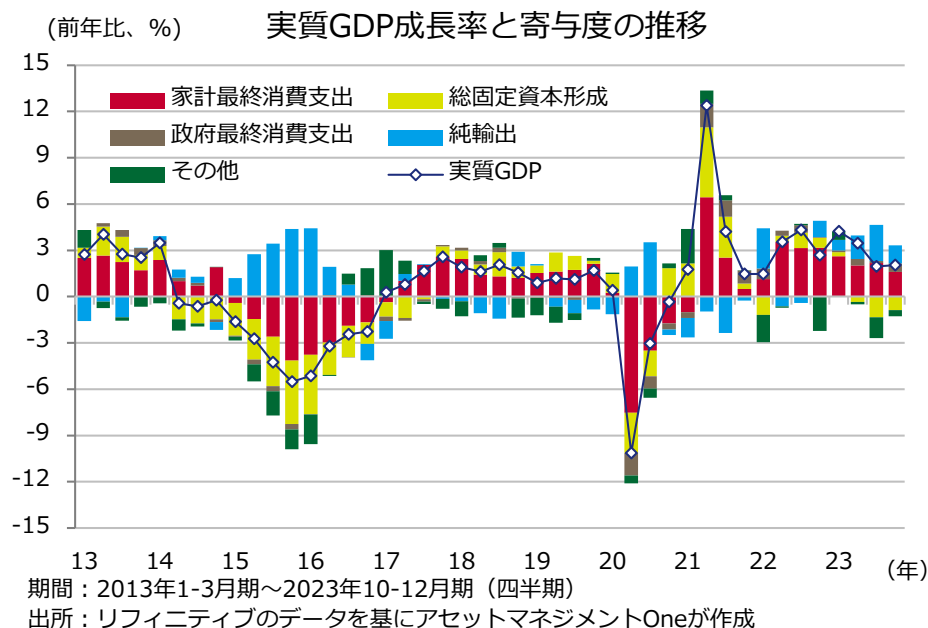
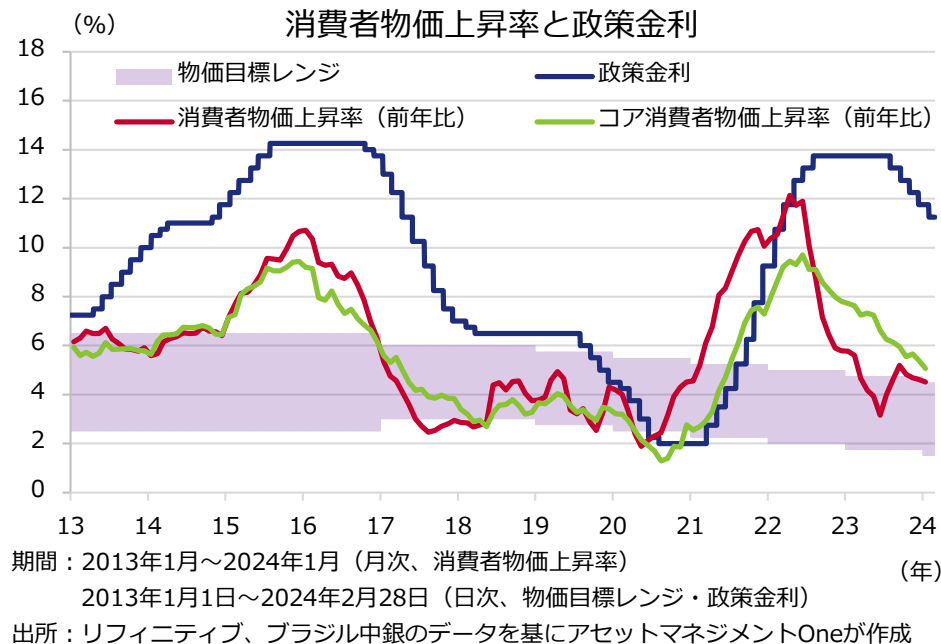
期間：2010年1月～2024年1月（月次）

賃金上昇率は2010年1-3月期～2023年10-12月期（四半期）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

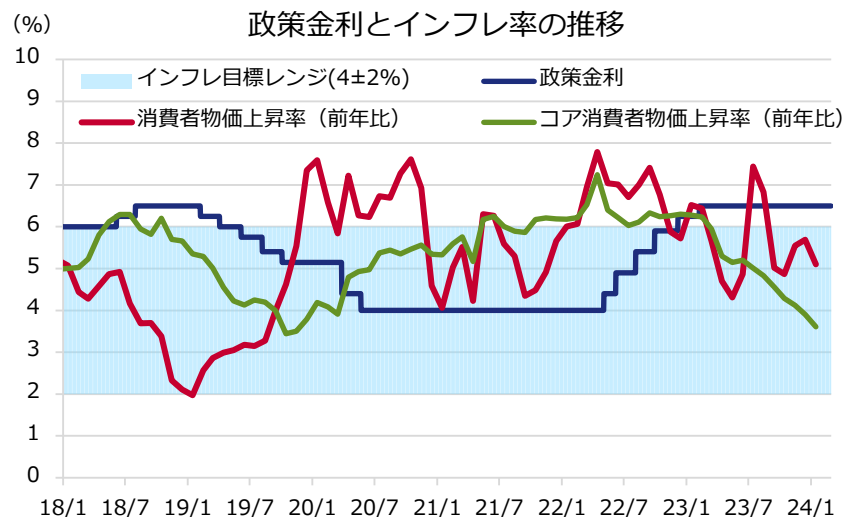
- RBA（豪州準備銀行）が2月に公表した最新の経済見通しでは、2024年前半の成長見通しが大きく下方修正されました。内訳では、同時期の家計消費見通しが大きく下方修正されており、これまでの金融引締め効果が顕在化し、需要が減速していることが反映されたとみられます。この修正に伴い、RBAはインフレ目標（2～3%）への回帰時期を前回見通し（2025年末）から前倒し、2025年内としました。
- 失業率は過去対比で低水準にあるため、現在、労働市場の需給はひっ迫しており、賃金には上昇圧力が掛かりやすい環境と考えられます。しかし、1月の失業率は4.1%と、約2年ぶりに4%超の水準となりました。失業率の上昇ペースが昨年9月以降に加速していることを踏まえると、労働市場のひっ迫感は和らぐ方向にあるとみられ、賃金上昇率は今後鈍化していく見通しです。

利下げを実施も、2023年10-12月期GDP成長率は前期から横ばい

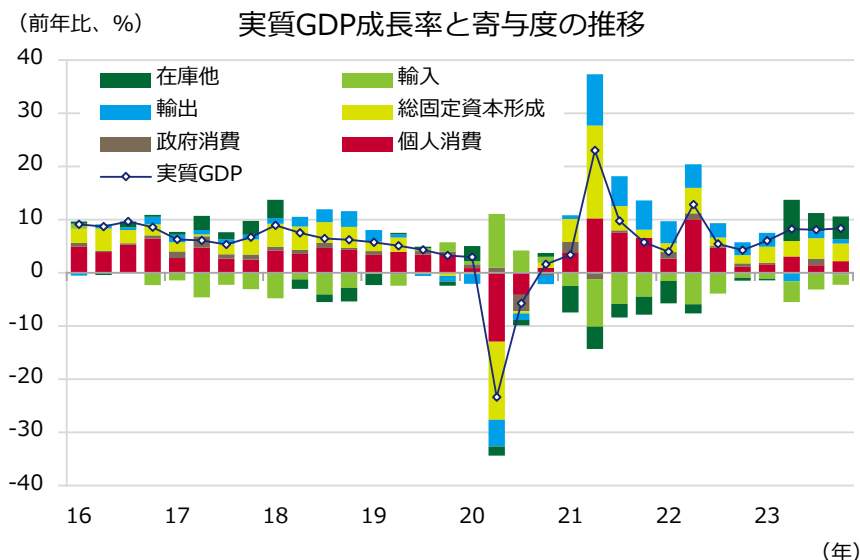


- 1月の拡大消費者物価上昇率は、前年比+4.51%（前月は+4.62%）と小幅減速にとどまり、高温や豪雨などの気候要因や、インドの米輸出制限などが、ブラジル国内の食料価格を押し上げました。ブラジル中銀の物価目標レンジの上限（2024年は4.5%）を上回っている中、中銀は現在の利下げペースを加速させず、維持することが予想されます。
- 2023年10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比で+2.1%となりました。前期比ではほぼ横ばいでした。引き続き総固定資本形成がGDP成長率を押し下げており、高金利環境下で設備投資が控えられたとみられます。業種別では、これまで好調であった農業が、エルニーニョ現象の影響による生産減でマイナスに転じました。中銀の利下げ継続によって国内景気の回復が期待されますが、依然として政策金利は高水準となっており、利下げによる経済の押し上げ効果が顕在化するまでには、時間を要するとみられます。

2023年10-12月期GDP成長率は、想定よりも強い伸びに



期間：2018年1月～2024年1月（月次、消費者物価上昇率）
2018年1月1日～2024年2月28日（日次、物価目標レンジ・政策金利）
出所：リフィニティブ、インド中銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2016年1-3月期～2023年10-12月期（四半期）
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

- 1月のCPIは前年比+5.10%と、前月（同+5.69%）から減速しました。天候要因による収穫量の減少から、タマネギやトマトなどの野菜価格が大きく上昇していましたが、政府が輸出制限や他国からの輸入増などの措置を実施したことで、価格は抑えられつつあります。
- インド中銀は2月の会合で政策金利を6.5%に据え置くことを決定しました。声明文によると引き続き「緩和策の撤回」という金融政策スタンスを保っています。物価はインド中銀の物価目標レンジ（2～6%）内に収まっている中、追加利上げの可能性は低いとみえますが、食料、原油価格の動向次第では、現在の引き締め的な政策金利水準が長期化する可能性に留意が必要です。
- 2023年10-12月期の実質GDP成長率は、前年比+8.4%と市場予想の+6.6%を上回る伸びとなりました。前期と比較すると、インフレの減速から個人消費の伸びが持ち直しました。業種別では宿泊、金融などサービス部門が支えとなっています。想定よりも強いGDP成長率は、4月から始まる総選挙に向けてモディ現首相の追い風になるとみられます。

▶ 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

金融環境の緩和化期待や良好な企業収益、米景気の軟着陸期待が株価の支えとなる見込みです。ただし、半導体関連株を中心にこれまでの上昇が急ピッチだったことから、一時的にせよ調整リスクには留意が必要です。

日経平均株価

日銀は近くマイナス金利を解除するとみられますが、相対的に堅調な国内景気を背景に、良好な企業収益が株価の支えになるとみられます。ただし、これまでの上昇が急ピッチだったことから、一時的にせよ調整リスクには留意が必要です。

米国10年国債利回り

米景気の軟着陸期待や、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感などは、金利の上昇要因と考えられます。一方、米インフレの鈍化基調などを鑑みれば、金利はレンジ推移を見込みます。

日本10年国債利回り

FRBによる利下げ観測は、金利の低下要因と考えられます。一方、賃金上昇に伴う国内物価上昇圧力や、日銀の金融政策の正常化観測などを鑑みれば、金利は上昇圧力がかかりやすいと見込みます。

ドル/円

日銀の金融政策の正常化観測などはドルの下落要因と考えられます。一方、米景気の軟着陸期待や、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感などを鑑みれば、ドルは対円でレンジ推移を予想します。

✓ 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	38,000~39,500ドル	38,000~41,000円	3.7~4.4%	0.6~0.9%	146~151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)						2月 末値	騰落率 (%)				
			1ヵ月	3ヵ月	1年	3年				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	38,996	+2.22	+8.47	+19.41	+26.07	為替 (対ドル)	ユーロ	1.08	▲0.12	▲0.76	+2.17	▲10.52	
	ドイツDAX指数	17,678	+4.58	+9.02	+15.05	+28.23		英ポンド	1.26	▲0.50	+0.01	+5.02	▲9.39	
	日経平均株価	39,166	+7.94	+16.96	+42.71	+35.21		豪ドル	0.65	▲1.08	▲1.64	▲3.45	▲15.69	
	MSCIエマージング マーケットインデックス	1,020	+4.63	+3.43	+5.91	▲23.77		ブラジルリアル	4.97	▲0.38	▲1.00	+5.32	+12.60	
REIT	米国REIT (配当込み)	23,199	+1.93	+5.57	+4.29	+11.56		人民元	7.19	▲0.28	▲0.73	▲3.51	▲9.94	
	国内REIT	1,698	▲5.55	▲7.94	▲7.83	▲11.94		インドルピー	82.91	+0.23	+0.62	▲0.32	▲10.83	
	国内REIT (配当込み)	4,166	▲4.84	▲6.48	▲3.80	▲0.96		ドル	149.98	+2.08	+1.20	+10.14	+40.73	
	豪州REIT (配当込み)	1,112	+4.79	+18.18	+15.13	+34.89		ユーロ	162.06	+1.96	+0.43	+12.48	+25.95	
債券 利回り	米国 (10年)	4.25 %	+0.34	▲0.08	+0.33	+2.85		為替 (対円)	英ポンド	189.34	+1.57	+1.21	+15.65	+27.59
	米国ハイイールド債券	8.00 %	+0.08	▲0.52	▲0.63	+3.12			豪ドル	97.45	+0.97	▲0.45	+6.30	+18.66
	日本 (10年)	0.71 %	▲0.02	+0.05	+0.21	+0.56	ブラジルリアル		30.17	+1.69	+0.14	+15.95	+58.50	
	ドイツ (10年)	2.41 %	+0.25	▲0.04	▲0.24	+2.67	人民元		20.86	+1.78	+0.44	+6.22	+26.76	
						インドルピー	1.81		+2.64	+1.96	+9.81	+24.76		

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

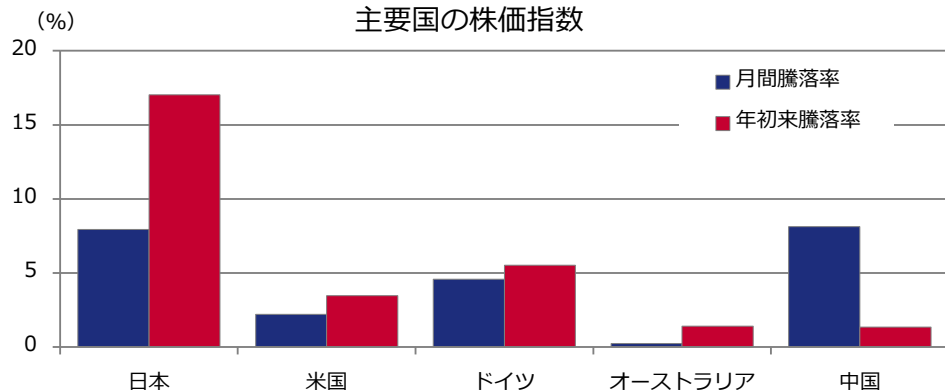
(注) 株式およびREITの前月末値は小数点以下切り捨てて表示。

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

MSCIエマージング・マーケット・インデックスは米ドルベース。米国ハイイールド債券はICE BofA・US・キャッシュ・ベイ・ハイイールド・インデックスを使用。

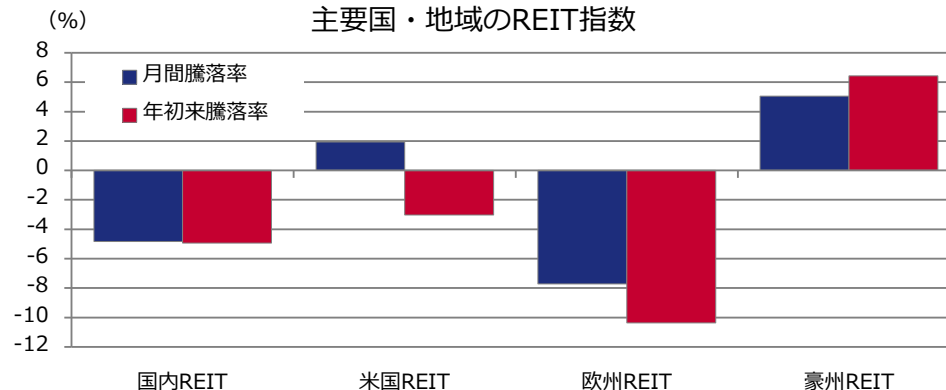
前月のまとめ

主要国の株価指数



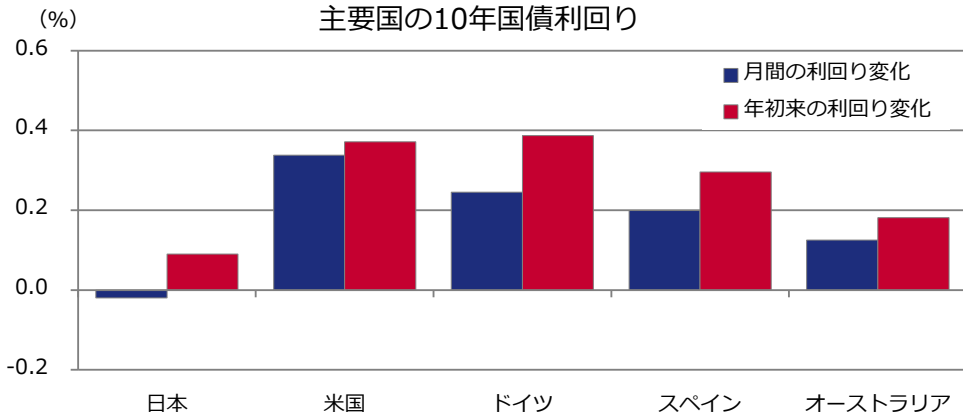
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2024年2月の1ヵ月間、年初来：2023年12月末から2024年2月末の期間
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株価平均
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数
 【中国】上海総合指数

主要国・地域のREIT指数



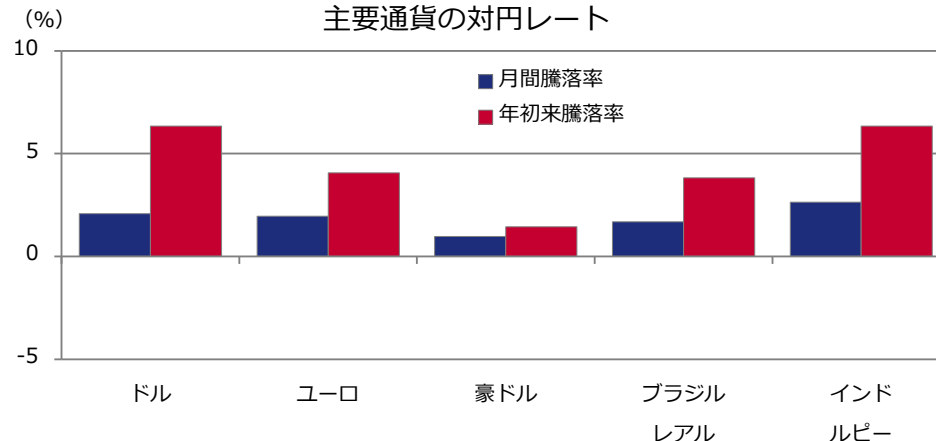
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2024年2月の1ヵ月間、年初来：2023年12月末から2024年2月末の期間
 【国内REIT】東証REIT指数 【米国REIT】FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス
 【欧州REIT】FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス
 【豪州REIT】S&P/ASX200 Aリート指数 すべてトータルリターン

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：2024年2月の1ヵ月間、年初来：2023年12月末から2024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：2024年2月の1ヵ月間、年初来：2023年12月末から2024年2月末の期間

米国株式

■ 前月の相場動向

- 2月の『米国株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、堅調な米経済指標を受けて米長期金利が上昇したものの、米大型ハイテク株や米上場の英半導体設計大手の決算が好感され、上昇しました。中旬は、米CPI（消費者物価）の上ぶれを受けてFRB（米連邦準備理事会）の利下げ観測が後退し、小幅に下落しました。下旬は、米長期金利上昇が一服する中、米半導体大手エヌビディアの決算が好感され、上昇しました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均
(2023年2月末～2024年2月末：日次)



※ダウ・ジョーンズ工業株価平均を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 金融環境の緩和化期待 米景気の軟着陸期待
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感 高値警戒感

半導体関連株や長期金利の動向を注視

金融環境の緩和化期待や良好な企業収益、米景気の軟着陸期待が株価の支えとなる見込みです。ただし、半導体関連株を中心にこれまでの上昇が急ピッチだったことから、一時的にせよ調整リスクには留意が必要です。米半導体大手エヌビディアの決算では生成AI向け半導体需要の急速な拡大が示され、売上高見通しが市場予想を上回りました。同社株や半導体関連株が一段と上昇しましたが、相場過熱に対する警戒感も浮上しつつあります。今後ハイテク株以外にもさらに物色が広がっていくかが注視されます。

■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：38,000～39,500ドル

国内株式

■ 前月の相場動向

- 2月の『国内株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、内外企業の決算が好感されたことに加え、日銀の内田副総裁がマイナス金利解除後の緩和的な金融環境継続を示唆したことから、上昇しました。中旬は、米CPI上ぶれに伴う米国株安から一時下落しましたが、円安などから上昇しました。下旬は、米半導体大手の決算が好感されるとともに、国内企業の資本効率改善に向けた取り組み進展への期待もあって、一段と上昇しました。

日経平均株価
(2023年2月末～2024年2月末：日次)



※日経平均株価を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 良好な企業収益 企業の資本効率改善に向けた取り組み
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の金融政策正常化観測 円高進行の可能性 高値警戒感

企業収益や資本効率改善に向けた取り組みを注視

日銀は近くマイナス金利を解除するとみられますが、相対的に堅調な国内景気を背景に、良好な企業収益が株価の支えになるとみられます。ただし、これまでの上昇が急ピッチだったことから、一時的にせよ調整リスクには留意が必要です。なお、2月は堅調な企業業績に加え、自社株買いや政策保有株の削減方針など、資本効率の改善に向けた動きが好感されました。資本効率改善期待から、海外投資家の日本株買いが続く可能性があります。なお、日銀の金融政策正常化に伴う円高リスクには注意が必要です。

■ 1カ月の予想レンジ

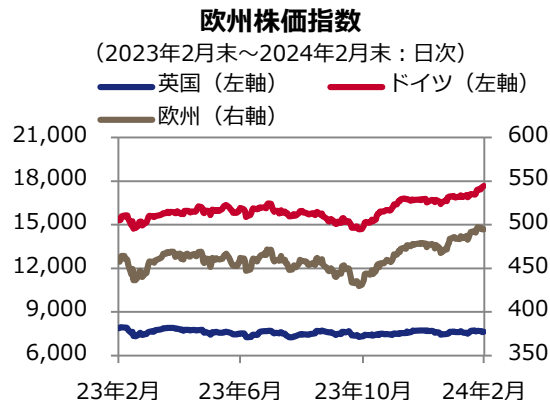
日経平均株価：38,000～41,000円

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

- 2月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は上昇しました。
- 月央にかけては、米国株高や中国株反発を受けたリスク選好の改善が相場の支えとなりました。ただし、米金利上昇につれた欧州金利上昇や、銀行など一部の企業決算が嫌気され、小幅上昇にとどまりました。その後月末にかけては、欧州企業の決算発表が続く中、米半導体大手の決算が好感されたことに加え、ユーロ圏の景況感に回復の兆しがみられたこともあって、大幅に上昇しました。



※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

■ 今後の見通し

上昇要因	・ ECBの利下げ観測
下落要因	・ これまでの利上げによる景気・企業業績への下押し圧力が重しとなる可能性

欧州景気動向を注視

ECB（欧州中央銀行）の利下げ観測やインフレ鈍化を受けて欧州景気が持ち直すとの見方などが支えとなるとみられます。ただし、これまでの利上げから、景気・企業業績への下押し圧力が重しとなる可能性には留意が必要です。もっとも足元では、欧州の景況感にはサービス業を中心に持ち直しの兆しがみられます。ユーロ圏のインフレ率が鈍化傾向で推移する中、ECBは春の賃金交渉結果を見極めた後、年央にも利下げを検討するとみられます。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：17,000～18,500

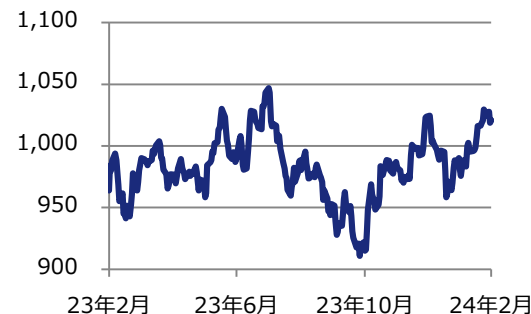
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

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』は上昇しました。
- 上旬は、米ハイテク株高につれて半導体関連株が買われるとともに、中国当局による株価支援策への期待もあって、上昇しました。中旬は、中国が春節休暇を迎えましたが、連休中の消費が好調だったとの見方から上昇しました。下旬は、米半導体大手の決算が好感された一方で、翌月に全国人民代表大会を控える中、中国株の上昇が一服し、小幅上昇にとどまりました。

エマージング株価指数
(2023年2月末～2024年2月末：日次)



※MSCIエマージング・マーケット・インデックス
(米ドル建て)を使用

■ 今後の見通し

上昇要因	・ 米欧の利下げ期待 ・ 半導体の需要回復期待
下落要因	・ 中国の政策不透明感

中国景気動向を注視

米欧の利下げ期待や半導体の需要回復期待が支えになるとみられます。一方、中国景気や政策を巡る不透明感が重しになると考えられます。中国株は2月、当局が株価支援策を打ち出し、ようやく反発しました。ただし、本格的な投資家心理の回復には、中国の中期的な政策を巡る不透明感の払拭が必要との見方が根強くあります。3月は全人代（全国人民代表大会）で示される経済政策が注目されます。なお、韓国や台湾の半導体関連株は、需要回復期待から堅調な推移が期待されます。

米国REIT

■ 前月の相場動向

- 2月の『米国REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、前月末の米地銀決算を受けて商業用不動産への懸念が改めて強まったものの、米景気は堅調との見方などが支えとなり、小幅に上昇しました。中旬は、米CPIの上ぶれを受けてFRBの利下げ観測が後退し、小幅に下落しました。下旬は、FRBの利下げ観測後退が重しになりましたが、株高に伴うリスク選好の改善から上昇しました。セクター別にはデータセンターなどが堅調でした。

■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 金融環境の緩和化期待 米景気の軟着陸期待
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 商業用不動産市場の先行き不透明感 FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感



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

米長期金利と不動産市場の動向を注視

金融環境の緩和化期待や米景気の軟着陸期待が米国REITの支えとなる見込みです。ただし、FRBの利下げ開始時期が不透明な中、米長期金利の上昇が再開する可能性には留意が必要です。また、商業用不動産市場の動向には引き続き不透明感が残ります。FRBが2月に公表したシニア・ローン・オフィサー・サーベイ (1月調査) では商業用不動産向けの融資基準が依然として厳格化方向となりました。ただし、前回10月に比べると厳格化度合いは和らいでいます。最悪期は脱しつつあるものの、引き続き警戒が必要とみられます。

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

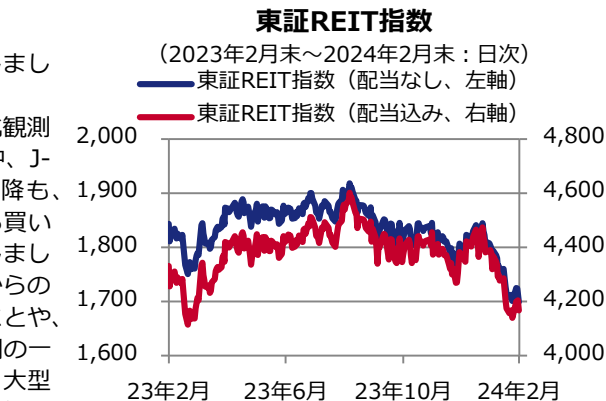
J-REIT

■ 前月の相場動向

- 2月の『J-REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、日銀の金融政策正常化観測から国内長期金利が上昇する中、J-REITは下落しました。中旬以降も、日銀の金融政策正常化観測から買いが手控えられ、安値圏で推移しました。月間を通じて、投資信託からの資金流出基調が継続していることや、決算期末を控えた国内金融機関の一部などによる売り圧力の増大、大型公募増資の発表などにより、需給環境悪化懸念が強まりました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 堅調な国内景気 相対的に高い配当利回り
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の金融政策正常化観測



※東証REIT指数 (配当込み) を使用

国内経済活動の回復などが支え

底堅い国内景気や相対的に高い配当利回りなどが支えになる一方、日銀の金融政策正常化を巡る不透明感が重しになるとみられます。1月の都心5区のオフィス空室率は低下しました。オフィスを移転・拡張する動きが続いているようですが、平均賃料は2カ月ぶりに下落に転じました。日本経済でインフレが続く可能性が高まる中、賃料が上昇に向かうかどうかは今後も注視されます。なお、3月末にかけては決算期末を控えた国内金融機関による売りが強まるリスクには留意が必要です。

豪州REIT

■ 前月の相場動向

- 2月の『豪州REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、米雇用統計の上振れを受けた米長期金利の上昇やRBA（豪州準備銀行）の追加利上げ検討などが嫌気され下落する場面もありましたが、リスク選好が改善する中、上昇しました。中旬は、豪失業率の上昇に伴う利下げ期待や大手工業用REITの好決算を受けて、上昇しました。下旬は、長期金利の高止まりから上値は抑えられましたが、好決算銘柄に支えられ、月末に上昇しました。

豪州REIT
(2023年2月末～2024年2月末：日次)



※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	<ul style="list-style-type: none"> RBAの利下げ観測 豪州景気の軟着陸期待
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 世界的に長期金利が高止まる可能性

RBAの早期利下げ観測が支えに

豪州では、インフレの鈍化から、政策金利先物市場では、RBAの年内利下げ開始が織り込まれています。こうした豪州金利の低下期待が豪州REIT市場の上昇要因になると考えます。また、豪州が景気後退を回避し、軟着陸に向かう可能性が高まっていることも、豪州REIT市場を支えると考えます。一方、米国では堅調な景気を背景に、早期利下げ期待が後退しています。世界的に長期金利が高止まりする場合は、豪州REIT市場の上値が抑えられる可能性があります。

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

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。
- 上旬は、雇用統計の上振れや、企業景況感の改善、FRBの早期利下げ観測の後退から、金利は上昇しました。中旬は、米CPIの伸びが上振れしインフレ圧力の根強さが意識されたことなどから上昇しました。下旬は、もみ合い推移した後、米GDPの下方改定や、米PCE（個人消費支出）価格指数の伸びが市場予想と一致する中、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"> 米景気の軟着陸期待 FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> 米インフレの鈍化基調

金利はレンジ推移を見込む

米景気の軟着陸期待や、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感などは、金利の上昇要因と考えられます。一方、米インフレの鈍化基調などを鑑みれば、金利はレンジ推移を見込みます。金融政策を巡っては、FRBのウォラー理事は2月下旬の講演で、「大きな経済ショックが無い中では、利下げを数カ月遅らせても、短期的に実体経済に大きな影響を与えることはないだろう」と述べました。年内の利下げは視野に入りつつあるものの、物価の上振れリスクがくすぶる中、インフレが2%目標の達成に向かっている確信が得られるまで、様子見姿勢を続ける可能性があります。

■ 1カ月の予想レンジ

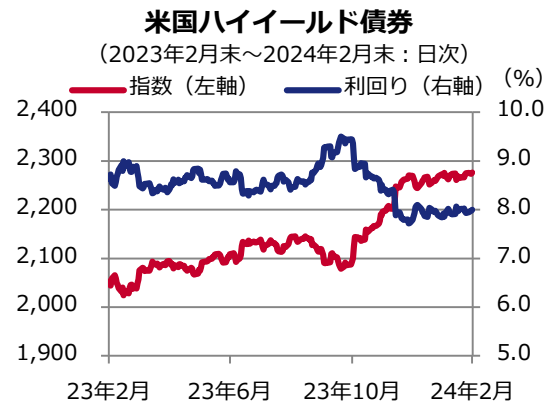
米国10年国債利回り：3.7～4.4%

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』は上昇しました。
- 上旬は、FRBの早期利下げ観測が後退した一方、米景気の軟着陸期待もあり、相場はもみ合いでした。中旬は、米CPIやPPI（生産者物価指数）の伸びが上振れする中、早期利下げ観測が一段と後退し、下落しました。下旬は、リスク選好の動きや、米PCE価格指数の伸びが市場予想と一致する中、利下げの先送り懸念が和らいだことから、上昇しました。



※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"> 米景気の軟着陸期待
価格の下落要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感 企業の債務借り換え負担への懸念

FRBの金融政策や米景気動向などを注視する展開か

米景気の軟着陸期待は米国ハイイールド債券市場を支えると考えられます。金融政策を巡っては、FRBのウォラー理事は2月下旬の講演で、「大きな経済ショックが無い中では、利下げを数カ月遅らせても、短期的に実体経済に大きな影響を与えることはないだろう」と述べました。年内の利下げは視野に入りつつあるものの、物価の上振れリスクがくすぶる中、FRBはインフレが2%目標の達成に向かっている確信が得られるまで、様子見姿勢を続ける可能性があります。また、ハイイールド企業の債務借り換え負担が懸念される中、米国ハイイールド債券のデフォルト率の動向が注視されます。

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。
- 上旬から中旬は、10年国債入札で需要が確認されたことや、米長期金利の上昇、国内GDPのマイナス成長に伴う日銀による早期の金融政策正常化観測の後退といった材料が交錯し、金利はもみ合いでした。下旬は、米長期金利低下につれて低下した後、日銀の金融政策の正常化が意識されたことなどから月末にかけて低下幅は縮小しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 賃金上昇に伴う国内物価上昇圧力 日銀の金融政策の正常化観測
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBによる利下げ観測 日銀の国債買い入れ

金利は上昇圧力がかなりやすい

FRBによる利下げ観測は、金利の低下要因と考えられます。一方、賃金上昇に伴う国内物価上昇圧力や、日銀の金融政策の正常化観測などを鑑みれば、金利は上昇圧力がかなりやすいと見込みます。マイナス金利解除の判断材料の一つとなる今年の春闘について、日銀の植田総裁は、大企業を中心に前向きな姿勢を見せているとしています。賃金・物価の好循環が強まりつつあるかを見極めていく姿勢です。早ければ3月会合でのマイナス金利解除の可能性も考えられます。もっとも2月上旬の内田副総裁の講演を踏まえると、マイナス金利解除後も緩和的な金融環境は維持されると見込まれます。

■ 1カ月の予想レンジ

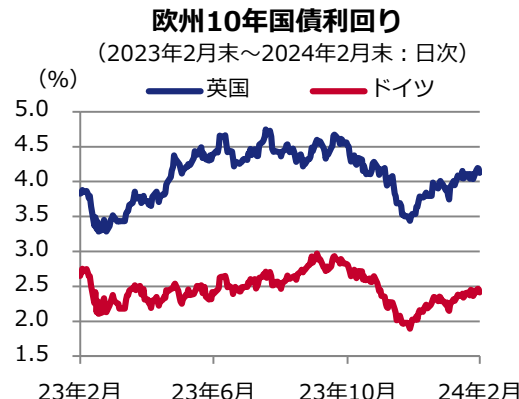
日本10年国債利回り：0.6～0.9%

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）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、米長期金利の上昇につれた動きや、ECB高官の発言を受けて早期利下げ観測が後退したことから、金利は上昇しました。中旬は、米長期金利の上昇や、23年10-12月期のユーロ圏妥結賃金の伸び縮小といった材料が交錯しもみ合いでした。下旬は、ECBは利下げに慎重との見方が意識される中、上昇しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> ECBが高金利を維持する可能性
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げに伴うユーロ圏景気への下押し圧力

金利はレンジ内の推移を予想

これまでの利上げなどに伴う景気への下押し圧力などが金利の低下要因と考えられます。一方で、ECBが高金利を維持する可能性などを鑑みれば、金利はレンジ内の推移を予想します。欧州委員会は2月半ばに公表した経済見通しで、2024年のユーロ圏の実質GDP成長率予想を前回比下方修正しました。金融政策については、ECB理事会内では、利下げ開始の議論は時期尚早で、拙速な利下げのリスクは遅すぎる場合より大きいとの認識が共有されているようです。市場では年央の利下げ観測がくすぶります。5月に発表されるユーロ圏の1-3月期の妥結賃金などが注目されます。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：2.1～2.5%

ドル

■ 前月の相場動向

- 2月のドルは、対円で上昇しました。
- 上旬は、堅調な米雇用統計や、米企業景況感の改善、FRBによる早期利下げ観測の後退などから、円安・ドル高が進展しました。中旬は、米CPIやPPIの伸びが上振れし、FRBによる利下げ観測が一段と後退する中、上昇しました。下旬は、FRBのウォラー理事の発言を受けて利下げ開始時期が後退するとの見方が広がった一方で、日本の通貨当局によるドル売り・円買い為替介入への警戒感もあり、もみ合いでした。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 米景気の軟着陸期待 FRBの利下げ観測の後退
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の金融政策の正常化観測

対円でレンジ推移を予想

日銀の金融政策の正常化観測は、ドルの下落要因と考えられます。今年の春闘について、日銀の植田総裁は、大企業を中心に前向きな姿勢を見せているとしています。賃金・物価の好循環が強まりつつあるかを見極めていく姿勢です。3月のマイナス金利政策の解除観測がくすぶります。一方、米景気の軟着陸期待や、FRBの利下げ開始時期を巡る不透明感などからドルは対円でレンジ推移を予想します。

今後1カ月の見通し

(対円)



■ 1カ月の予想レンジ

ドル/円：146～151円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 2月のユーロは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、米経済の底堅さが意識されたことや米長期金利の上昇に伴い、ドル高が進展する中、下落しました。中旬は、米CPIの伸びが上振れし米ドル高圧力が強まり下落した後は、ECBは早期利下げに慎重との見方が広がる中、上昇しました。下旬は、ユーロ圏の企業景況感の改善や、ドイツ連銀総裁が早期利下げをけん制したことなどから、上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> ECBが高金利を維持する可能性
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げに伴うユーロ圏景気への下押し圧力

レンジ推移を見込む

ECBが高金利を維持する可能性は、ユーロの上昇要因と考えられます。ECB理事会内では、利下げ開始の議論は時期尚早で、拙速な利下げのリスクは遅すぎる場合より大きいとの認識が共有されているもようです。市場では年央の利下げ観測がくすぶります。5月に発表されるユーロ圏の1-3月期の妥結賃金などが注目されます。一方、これまでの利上げに伴うユーロ圏景気への下押し圧力を鑑みれば、ユーロはレンジ推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



■ 1カ月の予想レンジ

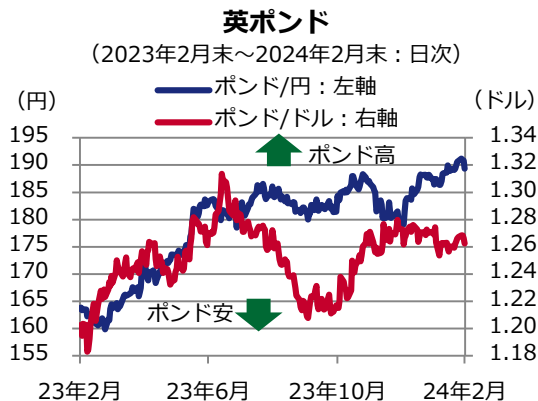
ユーロ/ドル：1.06～1.10ドル

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、対ドルで下落しました。
- 上旬は、米雇用統計を受けて、FRBの早期利下げ観測が後退したことなどから、下落しました。中旬は、英CPIが市場予想を下回ったことなどから下落したのち、軟調な米経済指標を受けて、下げ幅を縮小しました。下旬は、米長期金利の上昇一服などを受けて上昇しましたが、その後は上げ幅を縮小し、ほぼ横ばいの推移となりました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 英中銀が高金利を維持すること 英景気の回復
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBの利下げ観測の後退 賃金上昇率の鈍化

レンジ圏での推移を見込む

FRBの利下げ観測が一段と後退する場合は、ポンドを押し下げるとみられます。一方、英賃金上昇率は鈍化しているものの、英サービスインフレは高水準での推移が続いています。また、英PMIは改善傾向が続いており、英経済の回復の兆しもみられます。そのため、英中銀はインフレ警戒姿勢を維持し、政策金利をしばらく高水準で維持するとみられます。かかる中、ポンドはレンジ圏での推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



人民元

■ 前月の相場動向

- 2月の人民元は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、米雇用統計の上振れを受けたドル高から下落しました。中旬以降は、春節休暇明けに、中国人民銀行が住宅ローンの参照金利であるLPR（最優遇貸出金利）5年物を大幅に引き下げたものの、市場の反応は限定的で、ほぼ横ばいでした。月を通して、中国の追加金融緩和観測などから、米中金利差が一段と拡大したものの、人民元の変化は小幅でした。



■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 中国景気の安定化への期待
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 地政学リスクの高まり 中国人民銀行の金融緩和

軟調な推移を見込む

中国当局は景気の下支えを続ける方針を示しており、景気の安定化期待は人民元を支える要因となります。一方、米大統領選を控え、米中関係の悪化懸念が人民元の下押し圧力になると見込みます。また、中国人民銀行が金融緩和に積極姿勢を示していることも、人民元を押し下げる要因になります。こうしたことから、人民元は軟調な推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

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。
- 上旬は、米雇用統計の上振れから米ドル高が進み、下落しました。ただし、RBAが2月会合において今後の追加利上げの可能性に言及したことが支えとなり、下げ幅を縮めました。中旬は、米CPIの加速から下落する場面もありましたが、その後米ドル高の一服や、中国の金融緩和を受けて、買われました。下旬に入ってから上昇基調が続きましたが、1月の豪CPI減速を受けて売られました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ 中国当局の景気刺激策
下落要因	・ RBAの早期利下げ期待 ・ FRBの利下げ観測後退

レンジ推移を予想も、下方リスクに注意

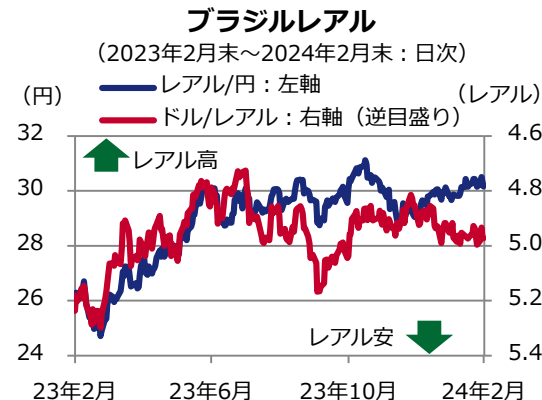
豪州ではRBAが利上げ局面を終了し、利下げの議論を開始することが期待されています。また、米国でFRBの利下げ観測が一段と後退する場合、豪ドルには対米ドルで下押し圧力がかかると考えられます。一方で、中国がインフラ投資による景気下支えと不動産業支援に動いており、資源需要の拡大期待は豪ドルの下支え要因になると考えます。当面は豪ドルはレンジでの推移を見込みます。

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、対ドルで下落しました。
- 上旬は、米雇用統計の上振れからドル高が進み、レアルは下落しましたが、原油価格の上昇が支えとなって下げ幅を縮小しました。中旬は、経済活動指数が市場予想を上回ったことや、中国の金融緩和を受けてレアルは上昇しました。下旬は、鉄鉱石価格が反落したことが重しとなり、レアルは下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ 中国の景気回復期待
下落要因	・ 高金利環境による経済活動の減速 ・ 財政動向を巡る不透明感

レンジ内の推移を見込む

ブラジル中銀は利下げを行っているものの、政策金利は依然として高水準であり、国内の経済活動減速が、レアルの重しとなっています。また、これまで進められていた財政赤字縮小に向けた取り組みが想定通りに進まない場合は、レアルを押し下げるとみられます。一方で、中国景気回復期待による商品価格の上昇などが、レアルを押し上げる可能性があります。

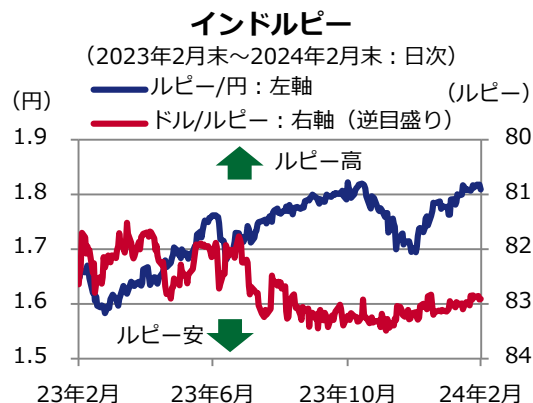
今後1カ月の見通し
(対ドル) →

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

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、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、2024年度予算案が公表され、インフラ投資の継続が示される一方で、食品や燃料への補助金を削減するとされました。財政健全化を意識した予算案の内容は市場に好感され、ルピーは上昇しました。中旬以降は、インド株価の上昇がルピーを押し上げたものの、国内輸入企業のドル需要が上昇幅を縮小しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ 堅調なインド景気
下落要因	・ 国内企業のドル需要

緩やかな上昇を見込む

ルピーは徐々に対ドルでの史上最安値圏から脱しつつあります。インド国内景気が中国などと比べて堅調に推移するとの期待が、ルピーを押し上げるとみられます。また、4月から開始予定の総選挙では、与党側の勝利が見込まれており、政策運営の安定期待もルピーを支えるとみられます。ただし、国内企業のドル需要は根強く、ルピーの上値を抑える可能性があります。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

当資料で使用している指数について

- 「日経平均株価」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体および「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。
- 東証株価指数、東証REIT指数の指数値および東証株価指数、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、利用など東証株価指数、東証REIT指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数、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、MSCI オールカントリー・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。
- 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・ホールディングス 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。
- ISM 製造業景気指数、ISM サービス業景気指数は全米供給管理協会が発表する指数です。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

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

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。