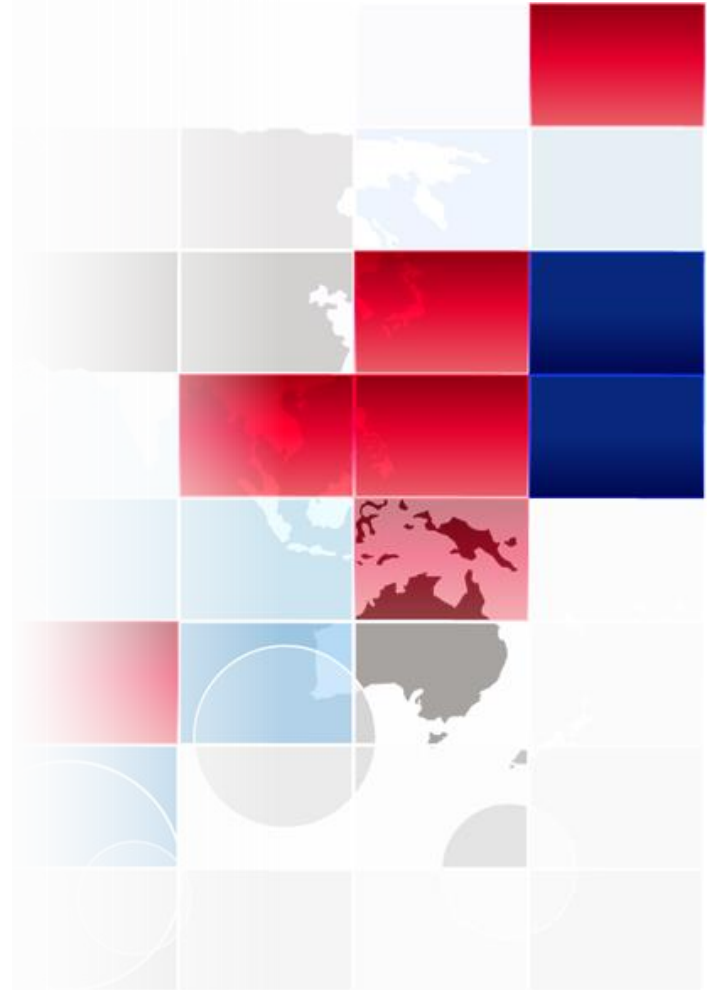

マーケット・インサイト

2023年8月



マーケット・インサイト

▶ Chapter 1 トピックス

1-1 トピックス 3

米国金融政策
米国株式市場
米国債券市場
中国バランスシート不況論
AIとESG

▶ 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

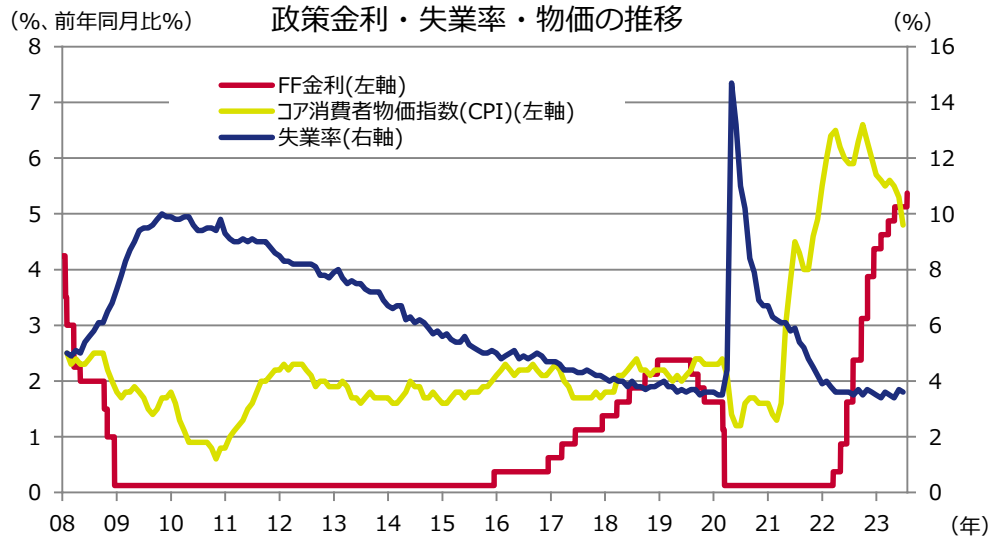
3-2 マーケット・オーバービュー 27

3-3 市場動向 29

株式 REIT 債券 外国為替

▶ Chapter 1
トピックス

米経済の軟着陸（ソフトランディング）の可能性が高まる



期間：2008年1月2日～2023年7月28日（FF金利、日次）

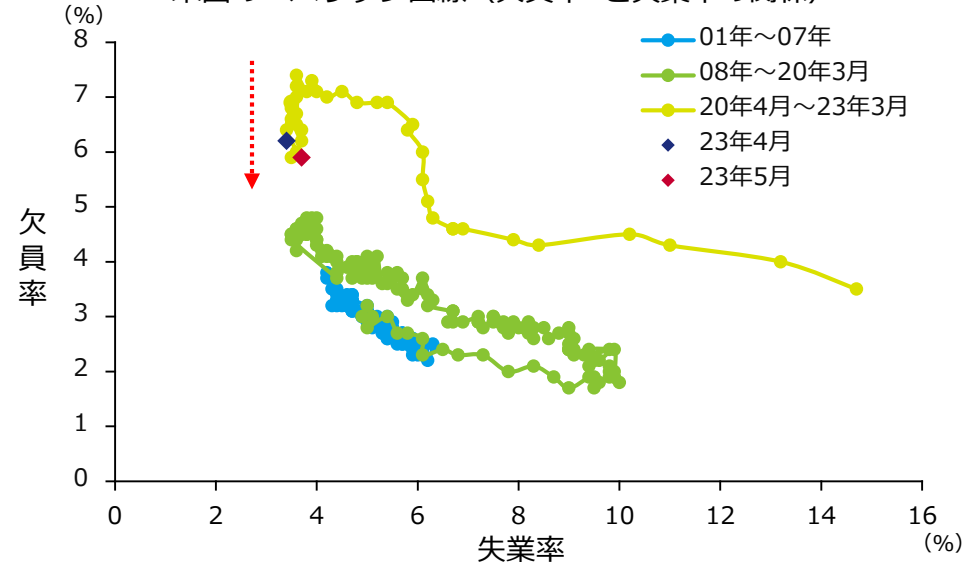
2008年1月～2023年6月（コア消費者物価指数(CPI)、月次）

2008年1月～2023年6月（失業率、月次）

出所：リフィニティブ、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）2008年12月16日以降、FF金利は誘導目標レンジの中央値を表記

米国のベバリッジ曲線（欠員率*と失業率の関係）



*欠員率：雇用者数と求人数の合計に対する求人数の割合

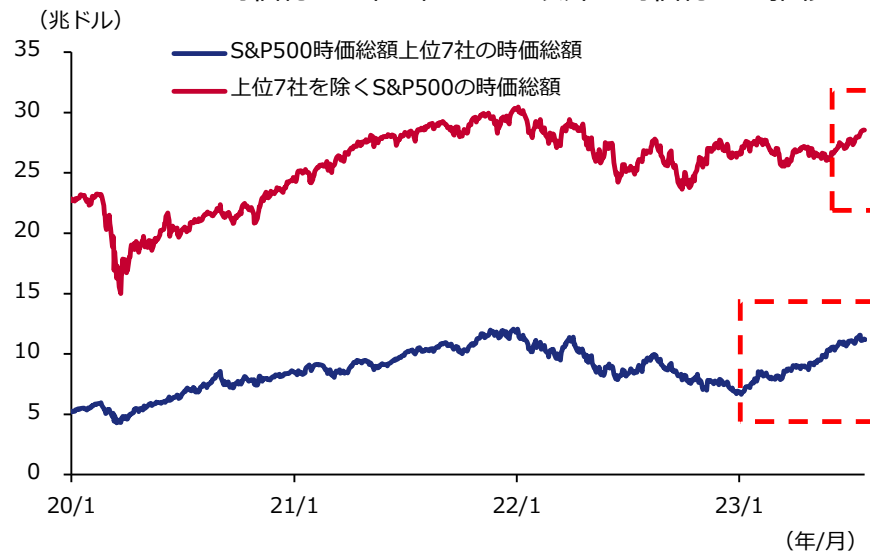
期間：2001年1月～2023年5月（月次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- FRB（米連邦準備理事会）は7月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で、FF（フェデラルファンド）金利の誘導目標を0.25%引き上げ、5.25～5.50%にすることを決定しました。利上げの理由について、パウエル議長は、前回会合以降に明らかになった物価や雇用等の指標の推移がFRBの見通しに概ね一致していることを挙げました。また、6月のCPI（消費者物価指数）の減速はあくまで単月のデータに過ぎないことを指摘しました。次回の9月会合における政策決定を巡っては、議長は利上げも据え置きもありうるとし、決定は今後発表される2カ月分のCPIや雇用統計等のデータ次第になるとしました。
- 会見でパウエル議長は、FRBスタッフがもはや景気後退を予想していないことを明らかにしました。実際に米経済の軟着陸（ソフトランディング）シナリオを支持するデータは増えつつあります。米国のベバリッジ曲線の最近の推移は、失業率の大幅な上昇を伴うことなく欠員率が低下し、賃金を通じたインフレ圧力が緩和していく可能性を示唆しています。

景気軟着陸期待を背景に物色に広がり

S&P500時価総額上位7社とそれ以外の時価総額の推移

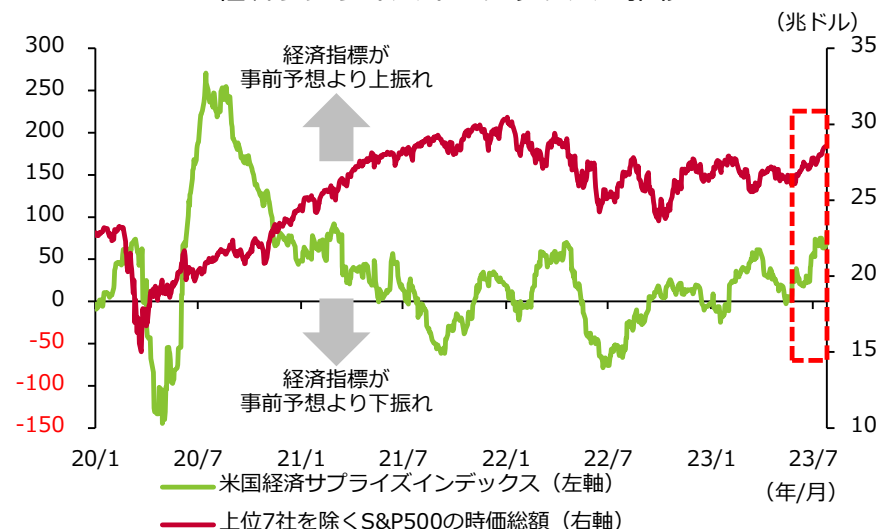


期間：2020年1月2日～2023年7月26日（日次）

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

（注）S&P500時価総額上位7社は、アップル、マイクロソフト、アルファベット（グーグル）、アマゾン、エヌビディア、テスラ、メタ（旧フェイスブック）の7社

S&P500時価総額上位7社を除くS&P500時価総額と経済サブライズインデックスの推移



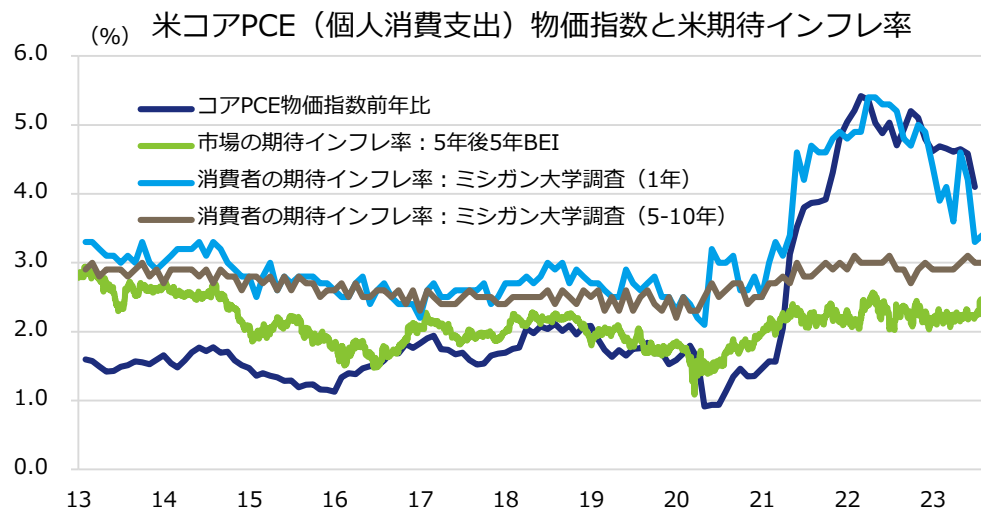
期間：2020年1月2日～2023年7月26日（日次）

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

（注）S&P500時価総額上位7社は、アップル、マイクロソフト、アルファベット（グーグル）、アマゾン、エヌビディア、テスラ、メタ（旧フェイスブック）の7社

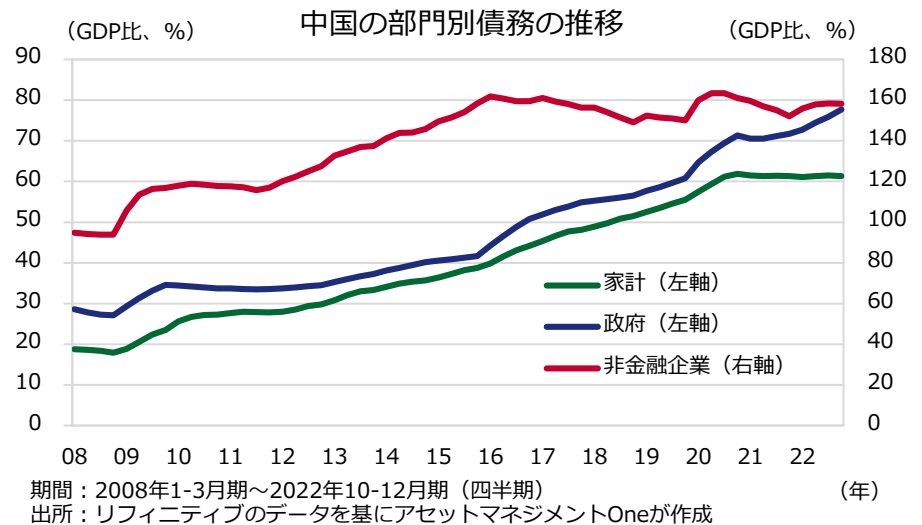
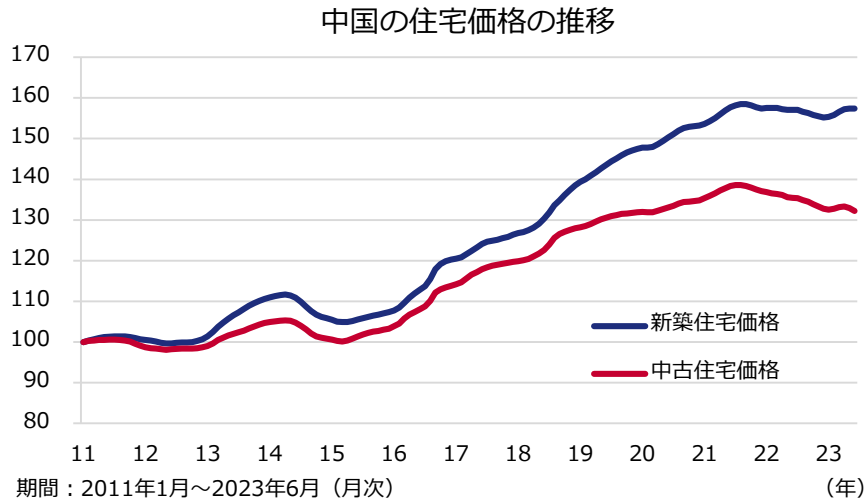
- 7月26日にかけて米国のダウ平均は13営業日連続で上昇し、約36年半ぶりの連騰を記録しました。
- S&P500も上昇基調で推移してきましたが、年初来、アップルやマイクロソフトなどS&P500時価総額上位7銘柄が米国株高のけん引役となってきました。高金利環境下でクオリティ銘柄（収益性が高く、かつ財務が健全な銘柄）を求める動きも要因だったと考えられます。一方、6月以降は米国景気の軟着陸期待が強まる中、時価総額上位7銘柄以外の株価も上昇し、物色に裾野の広がりがみられました。
- 米国株が一段と上昇するかどうかは今後の景気・業績動向次第とみられます。また、高金利環境下においては、財務の健全性に照らして銘柄が選別される可能性も残り、一段の株高に至るには時間を要すると考えられます。

インフレ鈍化も、米長期金利は高水準で推移する可能性



- 米長期金利（10年国債利回り）は7月上旬に一時4%超の水準にありましたが、6月分の米CPIの伸び下振れなどを受けインフレを巡る過度な懸念が後退すると、低下しました。しかしその後、米労働市場の堅調さが意識されると再び上昇圧力が強まりました。7月のFOMCで想定通り0.25%の利上げが決定される中、米景気の底堅さが意識され市場の期待インフレ率も高まり、金利は長期平均（200日平均）を上回って推移しています。
- 9月以降の利上げについては、データ次第とみられますが、FRBはインフレへの警戒姿勢を維持しています。インフレ鈍化は進展しているものの、労働需給がひっ迫する中、鈍化傾向が持続するかは依然不透明です。高インフレ環境が長期化する中、現状安定して推移している長期のインフレ期待が不安定化する可能性などに留意が必要と考えます。米景気の軟着陸期待が高まる中で、FRBは金融引き締め姿勢を当面続けるとみられ、米長期金利は高水準で推移する可能性があります。

不動産市場の落ち込みが続く中、当局は景気支援方向に政策姿勢を転換



- 中国の住宅価格は、中古住宅を中心に調整が続いています。また、年初来の不動産開発投資は前年比▲7.9%と低迷が続き、資源需要の減速からPPI（生産者物価）は6月に前年比▲5.4%と大幅な下落幅となり、デフレ化も懸念されています。こうした状況下、中国が日本のバブル経済崩壊後のようなバランスシート不況（以下、BS不況）に陥る可能性が議論されています。
- BS不況は、資産価格の大幅な下落を受けて、債務の圧縮が優先され、需要が抑制される状況を指します。需要の低迷が長引くと、デフレ経済に陥ることもあります。現状、中国の不動産価格は日本のバブル経済崩壊後ほど深刻に調整しておらず、既にBS不況に突入したとの見方は早計と考えます。しかし、中国の企業や家計が債務の拡大を止めている点や、不動産価格の値上がり期待が剥落している点などはバブル経済崩壊後の日本の状況に似ており、当局による政策対応が必要な状況と判断されます。
- 7月の中央政治局会議にて、当局は景気の悪化を認め、景気支援方針を表明しました。声明では、不動産投機への厳格姿勢を示す文言が消え、不動産政策を適時調整する、としており、不動産市場の下支えに舵を切ったとみられます。このほか、積極財政と金融緩和で内需とマインドの回復に努めることが示されました。当面は、不動産政策の調整の効果と、全容が明らかになっていない財政政策の具体的な政策内容・規模が注目されます。

AI技術の発展・普及に伴い懸念されるESGリスク

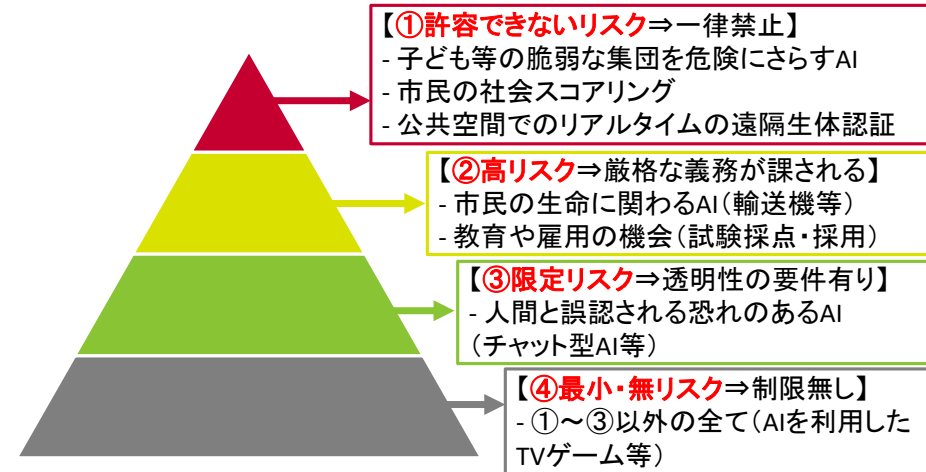
AIを巡るリスクの整理 - 多岐にわたる独立したリスク

分類	リスク類型	リスク例	
AI利用の失敗	人権侵害	プライバシー権の侵害	AIによる監視（顔認識システム）
		差別の助長	人種・性別に基づく差別的判定
		自己決定権の侵害	AIによる推奨・アテンション誘導
	人間の尊厳への挑戦	自律型致死兵器システムによる殺傷	
	AIの誤判断・誤情報	自動運転による死亡事故	
	生成AIによる権利侵害	学習元の著作物に酷似したAI生成物	
AIの悪用	民主主義への脅威	ディープフェイクを活用した偽情報	
	サイバーセキュリティのリスク	AIを利用したサイバー犯罪	
	反社会的知識へのアクセス	AIで得た知識を利用した危険物の製造	
AI普及の副次的影響	人間の仕事の代替	雇用の喪失	
	LLM*の学習過程のエネルギー消費	温室効果ガスの排出量増加	

*大規模言語モデル。膨大なテキストデータを深層学習により学習させて構築された言語モデル。

出所：各種資料を基にアセットマネジメントOneが作成

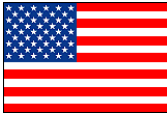

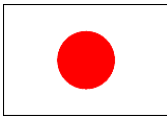



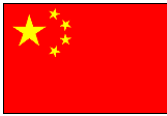

EU のAI 規則案のリスクベースアプローチ



出所：各種資料を基にアセットマネジメントOneが作成

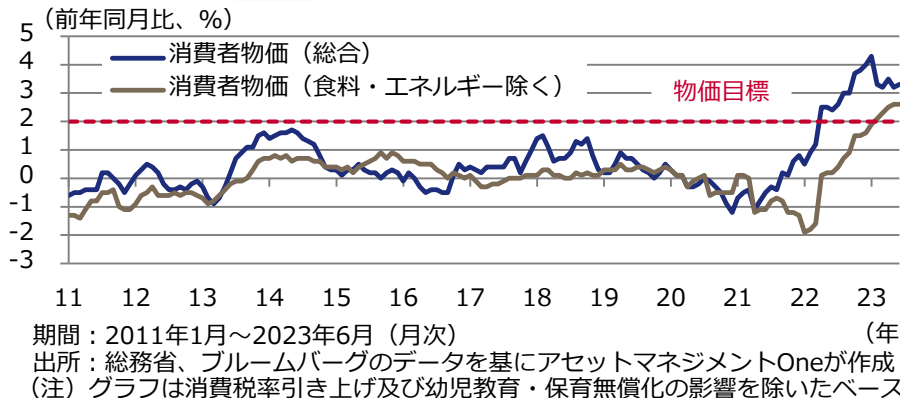
- AI（人工知能）技術の発展・普及は、様々な分野において人々の生活に便益をもたらします。また、企業には、新たな事業機会を提供し、業務の生産性を大幅に向上させる可能性を秘めています。一方で、AI技術の普及が進むにつれて、それに伴うESGリスクが顕在化する懸念も高まりつつあります。
- かかる中、6月にEU（欧州連合）の欧州議会は、AIに関する規制案を採択しました。同規制案は、リスクベースアプローチを採用しており、AI利用を4段階のリスク別に分類し、リスクの大きさに応じた制限を課します。
- 同規制案の成立には、まだ一定の期間を要するとみられます。しかしながら、今後日本を含めたEU域外においても、規制整備が進展していくと見込まれる中で、企業は自社に関係するAIのリスクを適切に把握・管理していくことが求められます。

▶ Chapter 2
経済動向

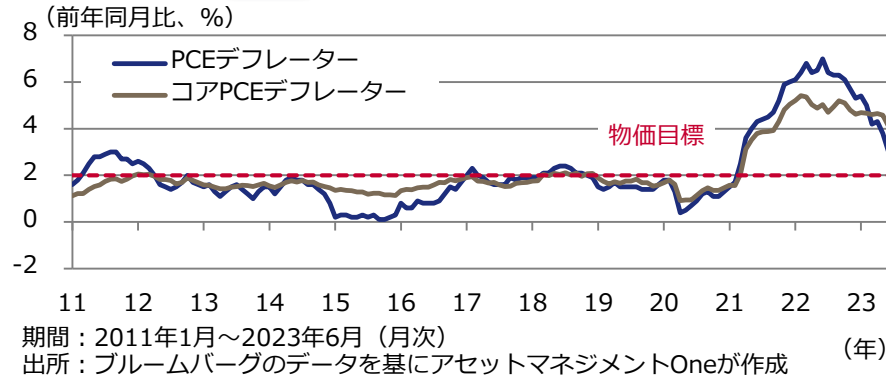
国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 徐々に減速	利上げ打ち止めへ	米銀行システム不安を巡る信用収縮は限定的で、米景気を大きく停滞させる事態は回避されています。もともと、FRBによる累積的な利上げを受けて、米経済は今後徐々に減速していくとみられます。かかる中、FRBは7月会合での利上げを最後に政策金利を据え置く見込みですが、金融政策に影響を及ぼす物価・雇用関連指標は引き続き注視されます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ インフレの長期化
 日本	 懸念材料はあるも底堅い推移継続	金融政策を柔軟化し、緩和姿勢継続	国内経済の活動正常化が続き、景気は設備投資や消費を中心に底堅く推移する見通しです。日銀は、7月に長期金利変動の上振れをある程度認める政策柔軟化を決定しました。緩和政策の副作用に配慮しつつ、視野に入り始めた物価安定目標達成へ向け、達成の確信度や政策正常化のタイミングを見極めていく方針とみられます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 海外景気の減速 ▶ 物価高による経済への影響
 ユーロ圏	 景気は軟調	引き締め継続	第2四半期はプラス成長となりましたが、高インフレや利上げ効果の波及に加え、サービス業の勢いが失われていることなどを踏まえると、23年後半の景気が低迷する可能性に留意が必要です。ECBは次回会合で利上げを見送る可能性を示唆しましたが、コアHICPは高水準にとどまるとみられ、次回会合でも利上げを実施するとみられます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ インフレの長期化 ▶ サービス業の失速
 中国	 景気は減速	利下げ実施	足元の中国経済は、リオープンングによるサービス業の回復が一巡する中、製造業の在庫調整圧力、不動産開発投資の不安定化から減速しています。当局は7月の中央政治局会議にて、景気の悪化を認め、不動産業の支援も含めた景気下支えを表明しました。ただし、こうした景気支援策の効果が発現するまで、当面景気は弱含むとみられます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 不動産市場の調整長期化 ▶ 外需の減速

経済の概況 – 各国のインフレ率の動向

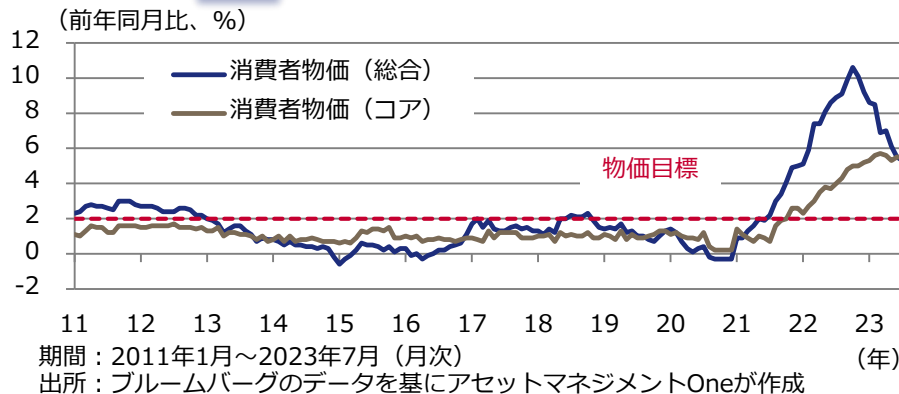
日本のインフレ率の推移



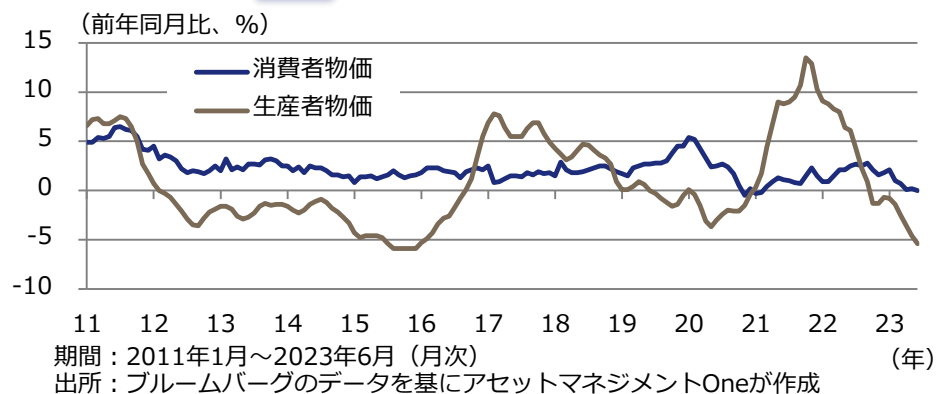
米国のインフレ率の推移



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)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (予測値)	2024 (予測値)
全世界計	3.8	3.6	2.8	▲ 2.8	6.3	3.5	3.0 (↑ 0.2)	3.0 (→ 0.0)
先進国計	2.5	2.3	1.7	▲ 4.2	5.4	2.7	1.5 (↑ 0.2)	1.4 (→ 0.0)
米国	2.2	2.9	2.3	▲ 2.8	5.9	2.1	1.8 (↑ 0.2)	1.0 (↓ 0.1)
日本	1.7	0.6	▲ 0.4	▲ 4.3	2.2	1.0	1.4 (↑ 0.1)	1.0 (→ 0.0)
ユーロ圏	2.6	1.8	1.6	▲ 6.1	5.3	3.5	0.9 (↑ 0.1)	1.5 (↑ 0.1)
オーストラリア	2.4	2.8	1.9	▲ 1.8	5.2	3.7	1.6 (→ 0.0)	1.5 (↓ 0.2)
新興国計	4.7	4.7	3.6	▲ 1.8	6.8	4.0	4.0 (↑ 0.1)	4.1 (↓ 0.1)
中国	6.9	6.8	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2 (→ 0.0)	4.5 (→ 0.0)
インド	6.8	6.5	3.9	▲ 5.8	9.1	7.2	6.1 (↑ 0.2)	6.3 (→ 0.0)
ブラジル	1.3	1.8	1.2	▲ 3.3	5.0	2.9	2.1 (↑ 1.2)	1.2 (↓ 0.3)
ロシア	1.8	2.8	2.2	▲ 2.7	5.6	▲ 2.1	1.5 (↑ 0.8)	1.3 (→ 0.0)
ASEAN5 [※]	5.5	5.4	4.9	▲ 3.4	4.0	5.5	4.6 (↑ 0.1)	4.5 (↓ 0.1)

出所：IMF「World Economic Outlook Update, 2023.7」、 「World Economic Outlook Database, 2023.4」、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）

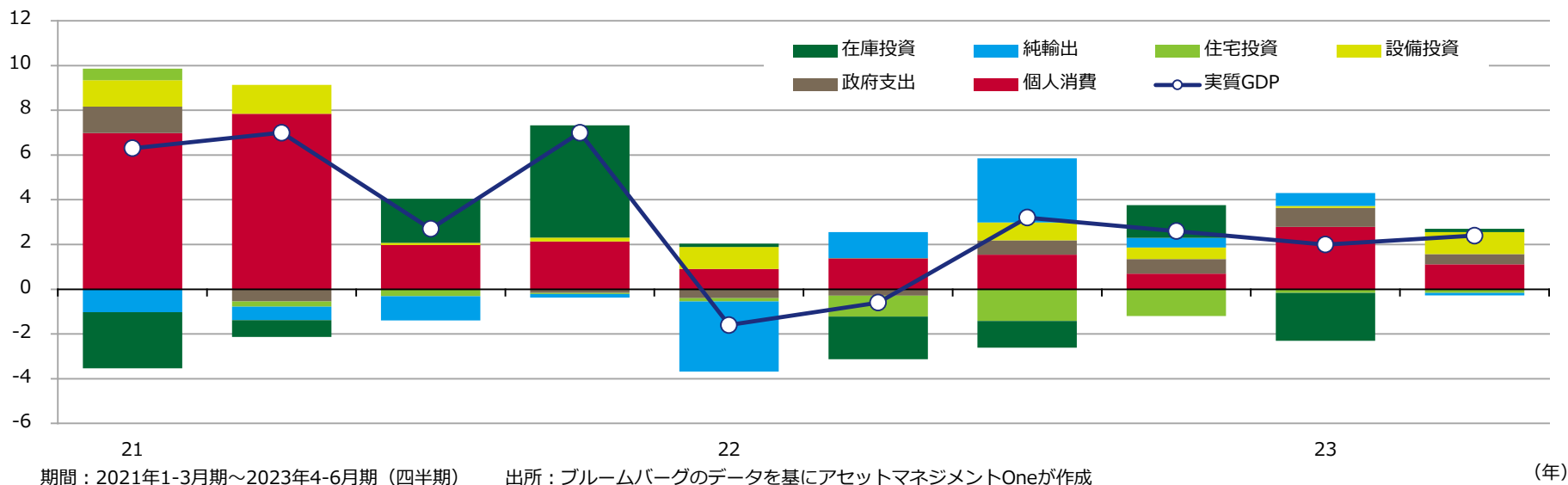
(注) 2022年の数値は推計値、2023年以降は予測値。ただし、2022年以前も一部予測値のデータを含む場合がある

() 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

4-6月期の米実質GDP成長率は、4四半期連続のプラス成長に

(前期比年率、%)

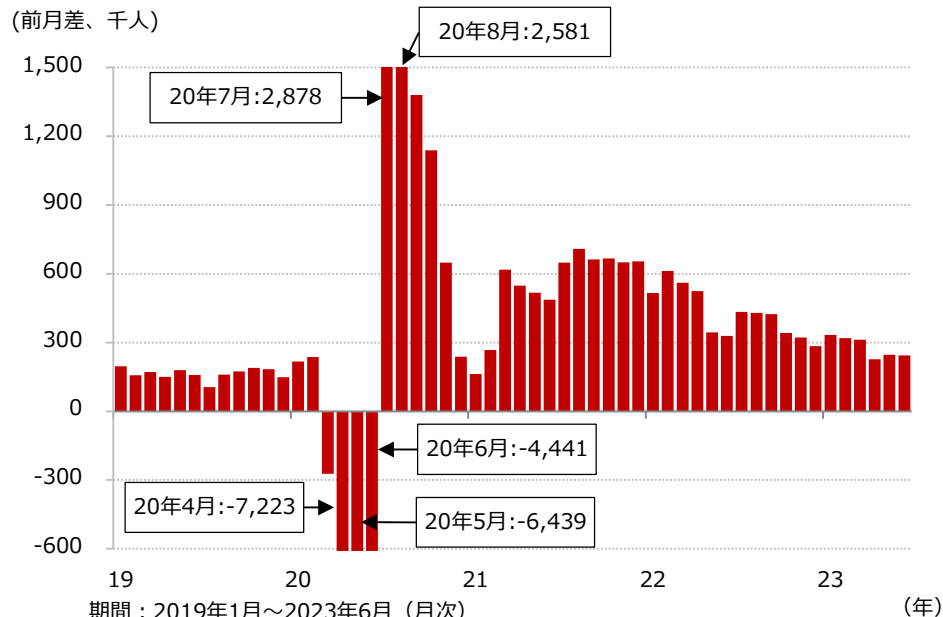
実質GDP成長率と寄与度の推移



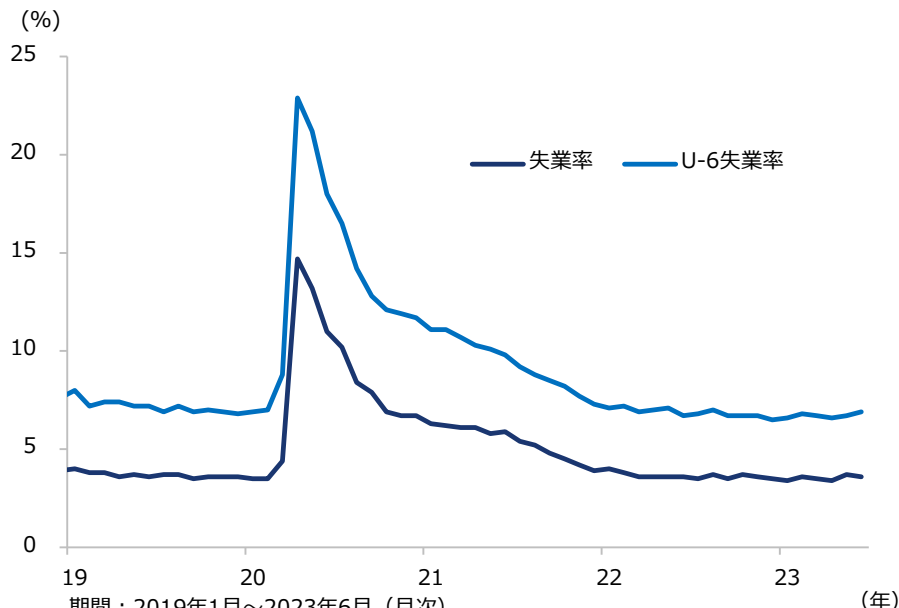
- 米国の2023年4-6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+2.4%と、4四半期連続のプラス成長となりました。
- FRBによる利上げの累積的な影響もあり、民間住宅投資は減少したものの、個人消費支出は、財消費・サービス消費がともに増加しました。また、当期は、民間設備投資が、構築物投資や設備機器投資の増加により大幅なプラス寄与となりました。米国で昨夏成立した、半導体工場の建設等に総額527億ドルにもものぼる補助金を支給する「CHIPS・科学法」による効果が、ハイテクセクターの建設投資等を押し上げました。
- 4-6月期の実質GDPの強さを鑑みれば、FRBによる大幅利上げを経てもなお、米経済は堅調さを維持していると判断されます。過度な金融引き締めにより米経済が景気後退に陥るリスクは後退し、軟着陸（ソフトランディング）の可能性が高まりつつあるとみられます。

労働市場は緩やかに軟化していく見通し

非農業部門雇用者数増減の推移（3カ月移動平均）

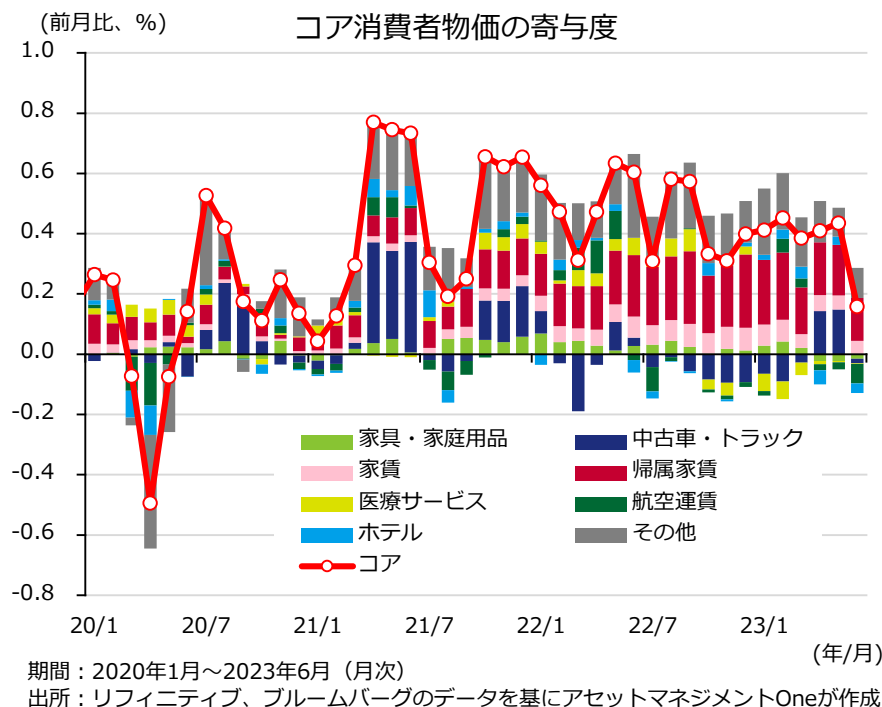
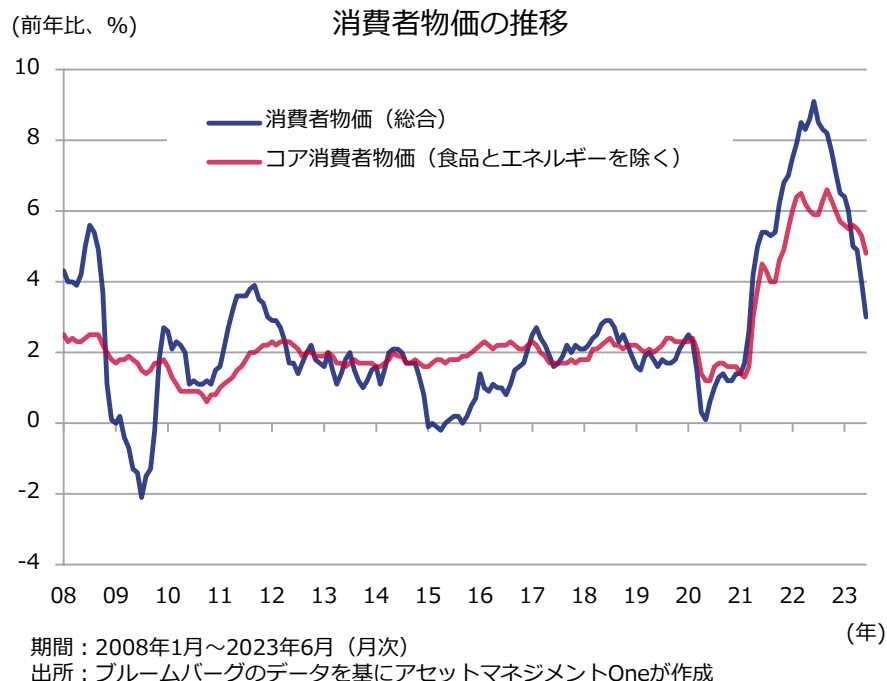


失業率



- 6月の非農業部門雇用者数は前月差+20.9万人と、5月（同+30.6万人）から増加幅が縮小しました。ただし、3カ月移動平均の増加数で見ると、6月は5月と同水準の伸びを維持しています。
- 6月の失業率（U-3失業率）は3.6%と、5月（3.7%）からやや低下しました。対して、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6.9%と、5月（6.7%）から上昇しました。
- 非農業部門雇用者数の伸びは鈍化しましたが、失業率は再び改善しており、米労働市場は依然底堅いといえます。もっとも、民間データが示す求人動向の減速などを踏まえると、今後、労働市場は緩やかに軟化していくとみられます。

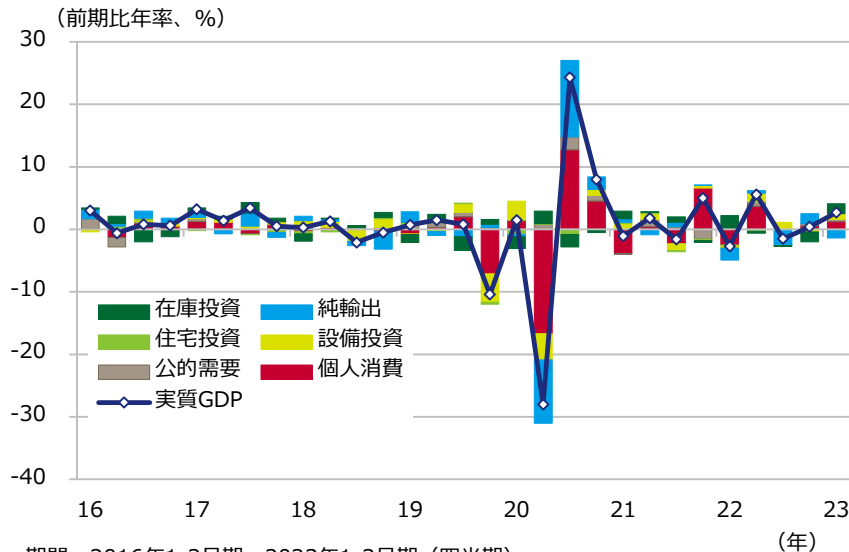
中古車・トラックの価格低下を背景にコアCPIが鈍化



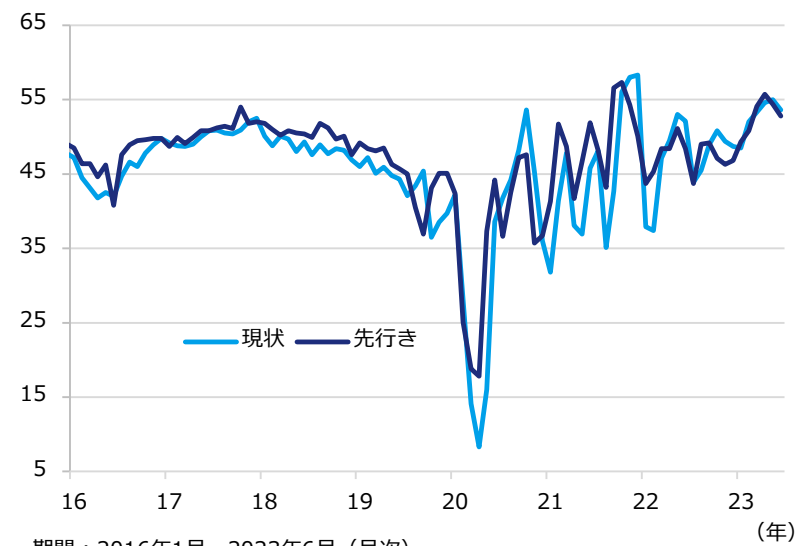
- 6月のCPIの上昇率は、前年比+3.0%と5月（同+4.0%）から低下しました。また、コアCPIも同+4.8%と5月（同+5.3%）から低下しました。前月比ベースでは、総合が+0.2%と5月（同+0.1%）から上昇する一方、コアCPIは同+0.2%と5月（同+0.4%）から大幅に減速しました。
- コアCPIの前月比の伸びの内訳をみると、5月にコアCPIを大幅に押し上げた中古車・トラックが低下に転じ、6月のコアCPIの伸び鈍化につながりました。加えて、家賃・帰属家賃も、緩やかではあるものの減速が継続しているほか、FRBが注視する家賃関連を除くコアサービスも高い伸びは避けられています。FRBによる利上げの累積的な効果が顕在化し始めた可能性があり、物価の上昇鈍化が今後一段と鮮明になっていくと見込まれます。

日本の実質GDPの水準はコロナ禍前を回復し、今後も底堅く推移

実質GDP成長率と寄与度の推移

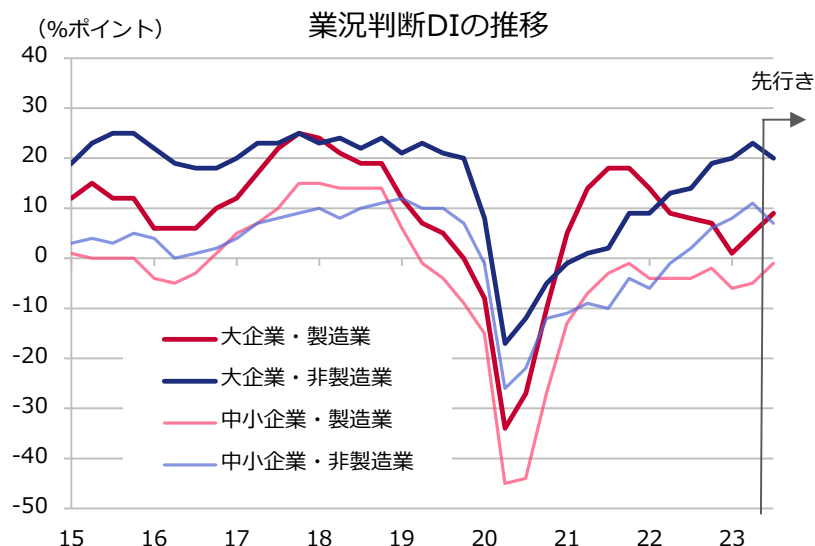


景気ウォッチャー判断DIの推移

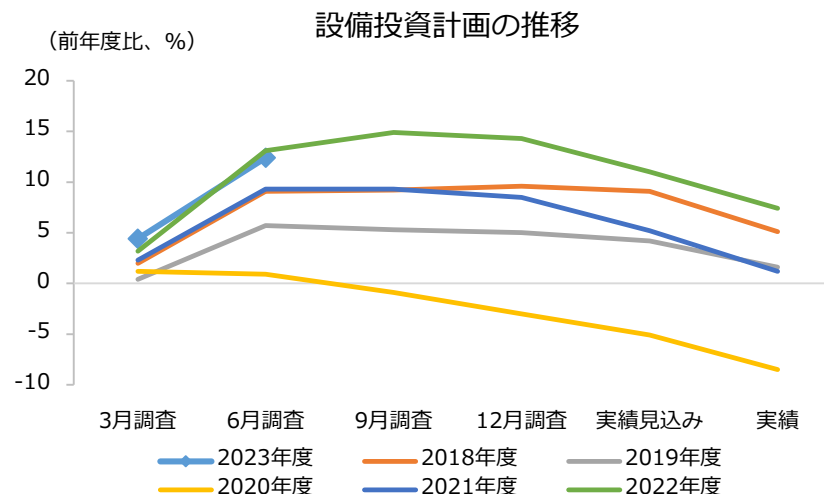


- 経済活動状況を間近に見ている人々の景気判断（景気ウォッチャー調査）は、2023年に入って経済活動正常化を背景に回復してきました。それに伴い、2023年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.7%となり、実質GDPの水準はコロナ禍前の2019年度の水準を回復しました。
- 景気ウォッチャー調査は6月に現状判断、先行き判断ともに低下しました。それまでの急回復からの一服がみられているほか、物価高による需要減やコスト高による収益圧迫が懸念されているもようです。
- 物価上昇による実質購買力の低下に加え、海外経済減速の財輸出への影響が、経済活動のリスク要因として挙げられます。もっとも、足元で自動車関連を中心に輸出が持ち直しているほか、消費活動の正常化や企業の設備投資需要が今後も期待できるとみられ、日本経済は底堅い推移を続けると見込まれます。

企業景況感は製造業・非製造業ともに改善



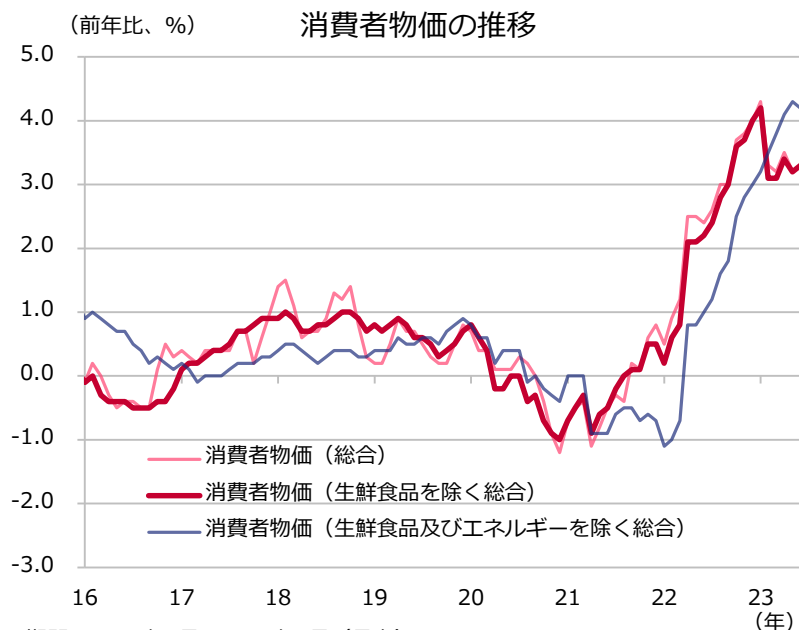
期間：2015年3月調査～2023年6月調査（四半期）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成（年）
 （注）業況判断DIは「良い」と回答した企業の割合から「悪い」と回答した企業の割合を引いたもの



期間：2018年3月調査～2023年6月調査（四半期）
 注：横軸に初回調査（3月調査）から実績が確定する翌年6月調査までの6調査回を取り、毎年度の設備投資計画について、調査回毎の前年比の足取り（修正パターン）をグラフで示したもの
 ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）
 出所：日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 日銀短観6月調査では、企業の景況感を問う業況判断DIは足元を示す「最近」で、大企業の製造業・非製造業ともに上昇しました。製造業は7期ぶりの改善です。製造業では、原材料価格の落ち着きから一部の素材業種が上昇したほか、半導体不足の改善を受けて「自動車」も上昇しました。非製造業では、観光の回復による「対個人サービス」、「宿泊・飲食サービス」の上昇が目立ちました。「先行き」については、大企業・製造業が業況の一段の回復を見込んでいますが、改善を続けてきた大企業・非製造業はさらなる上昇には慎重姿勢を示しています。
- 2023年度のソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）計画は、前年度比+12.4%（全規模・全産業ベース）と6月調査時点の計画としては高い伸びが示されました。人手不足を背景とした効率化投資や、脱炭素化、サプライチェーンの再構築といった世界的な潮流の変化があると考えられます。堅調な設備投資は、今年度も日本景気を支える見通しです。

日銀は、YCCの運用を柔軟化し、物価目標達成を見極める時間を確保



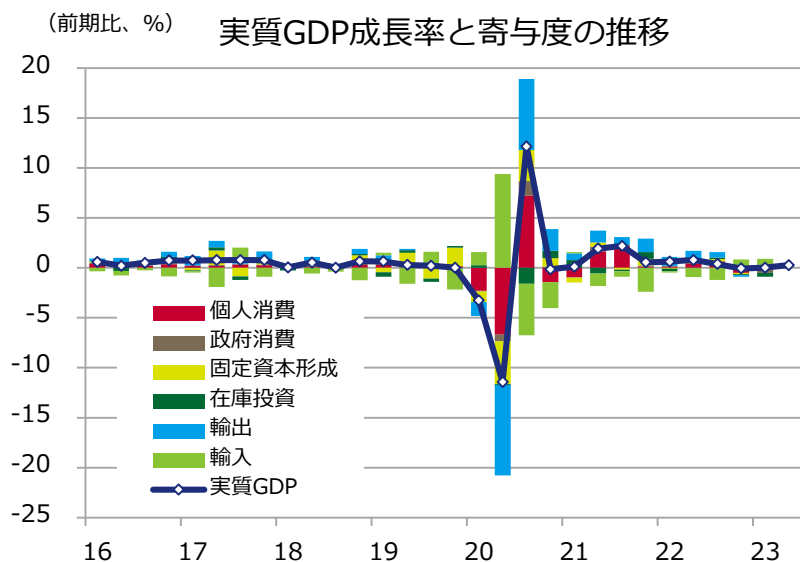
日銀政策委員の大勢見通し (2023年7月)

	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	+1.2～+1.5 <+1.3>	+2.4～+2.7 <+2.5>	+3.1～+3.3 <+3.2>
2024年度	+1.0～+1.3 <+1.2>	+1.8～+2.2 <+1.9>	+1.5～+2.0 <+1.7>
2025年度	+1.0～+1.2 <+1.0>	+1.6～+2.0 <+1.6>	+1.8～+2.2 <+1.8>

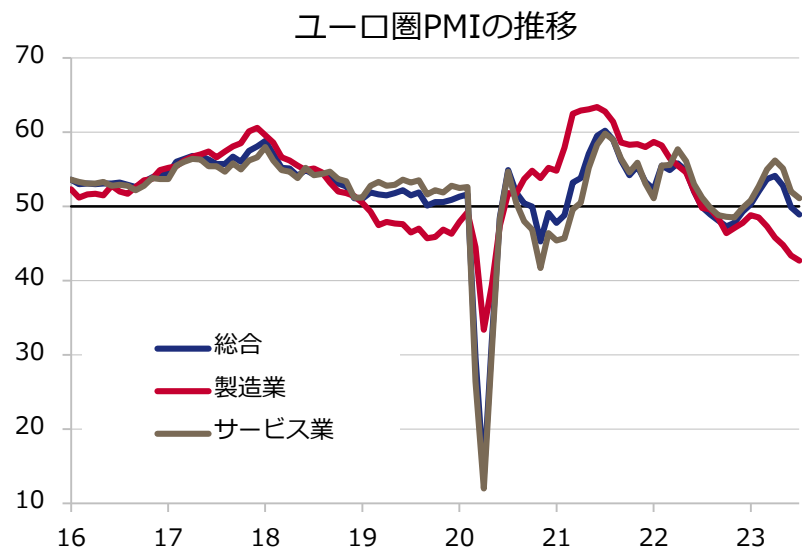
出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成
 ※データは対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値
 ※「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除き、幅で示したものの。その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

- 日銀は、7月27～28日の金融政策決定会合で、長短金利操作（YCC）の運用柔軟化を決定しました。長期金利の操作目標（10年物国債金利：ゼロ%程度）の許容変動幅は、±0.5%の目途は維持しつつ、金利変動の上振れを1.0%まで認めた格好です。金利上昇を抑え込む運営を柔軟化することで、国債購入の膨張を回避し債券市場機能に配慮するほか、海外との金利差を背景とした円安圧力を緩和する狙いがあるとみられます。一方で、上限の撤廃ではないため、金利の大幅な上昇には対応する姿勢が示されました。
- 6月の消費者物価指数（CPI）は、生鮮食品を除く総合で前年比+3.3%と高い伸びが続いています。こうした状況を受けて、日銀が公表した7月の経済・物価情勢の展望レポートでは、2023年度のCPI見通しは前年比+2.5%へ上方修正されました。24年度の見通しは2%近傍にとどまりましたが、日銀は上振れリスクの方が大きいとしています。
- 日銀は、緩和政策の副作用を和らげつつ、視野に入り始めた2%の物価安定目標達成へ向け、達成の確信度や、政策正常化のタイミングについて見極める時間を確保したと言えます。

4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%とプラス成長



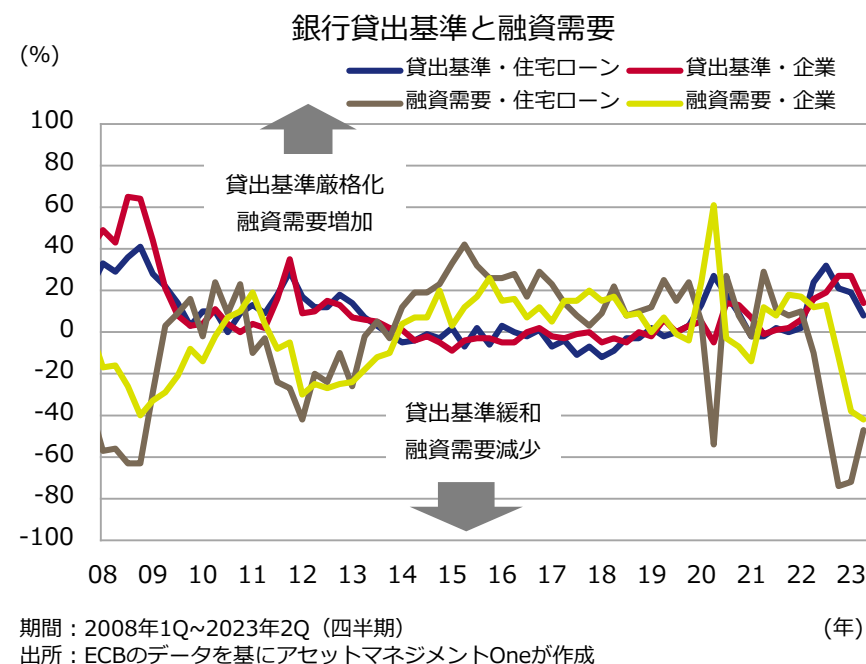
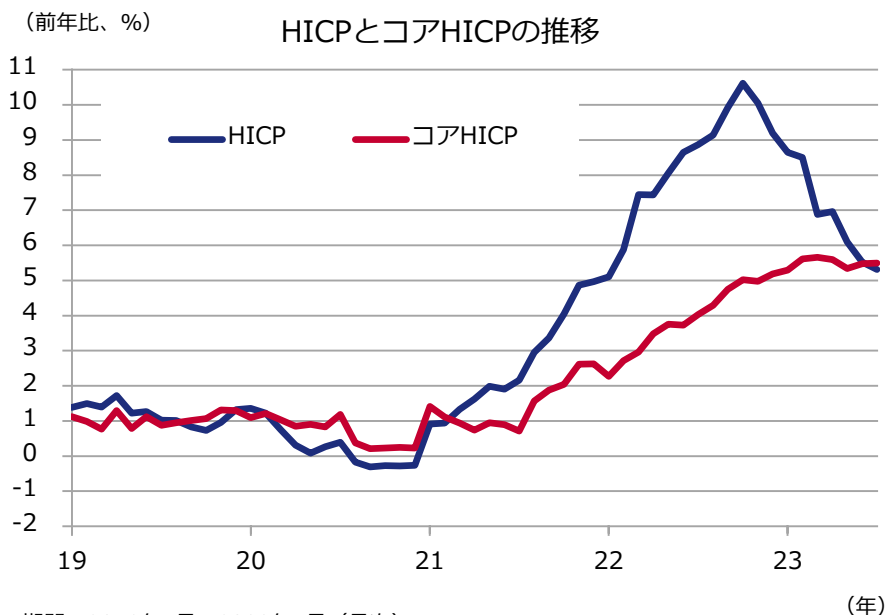
期間：2016年1-3月期～2023年4-6月期（四半期）
出所：Eurostatのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2016年1月～2023年7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2023年4-6月期実質GDP成長率は前期比+0.3%とプラス成長となりました。主要国別では、フランス、スペインがプラス成長を維持しましたが、ドイツが横ばいにとどまり、イタリアがマイナス成長となりました。
- 7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49.9から低下しました。データ公表元は、サービス業の活動は依然拡大しているものの、拡大ペースは年初から大幅に鈍化していると指摘しました。また、サービス業の勢いが失われているため、ユーロ圏経済は今後数カ月で縮小する可能性が高いと指摘しています。
- 高インフレや利上げ効果の浸透に加え、これまで景気回復のけん引役であったサービス業の勢いが失われていることが懸念されます。今後、インフレ鈍化や堅調な雇用が消費を下支えするとみられますが、23年後半の景気が低迷する可能性が高まっていることに留意が必要です。

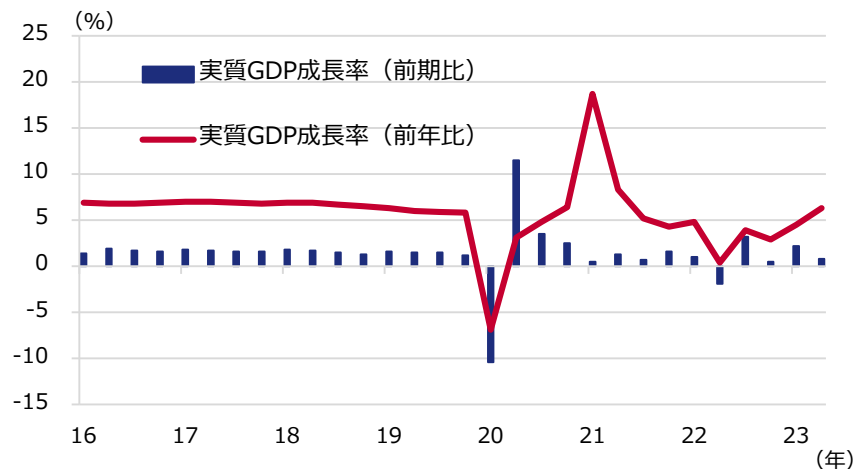
ECBは次回会合で利上げを見送る可能性を示唆



- 7月のHICP（消費者物価指数）の速報値は、前年比+5.3%と、前月の+5.5%から鈍化しました。一方、食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICPは、同+5.5%と前月から横ばいとなりました。
- 第2四半期の銀行貸出調査では、ユーロ圏の企業向け融資需要が03年の調査開始以来で最低に落ち込みました。貸出基準は、米銀破綻に伴いリスク回避の動きが強まった前期に比べると緩和方向に転じたものの、依然として厳格な水準となりました。ECBが政策判断基準の一つに挙げる金融政策の波及度合いについては、これまでの利上げが融資条件の厳格化などを通じて実体経済に波及しつつあると評価できます。
- ラガルド総裁は、次回会合で利上げを見送る可能性を示唆しました。ただし、ECBが最も懸念しているコアHICPは、8月にかけては高水準にとどまると見込まれ、次回会合で利上げを実施するとみられます。

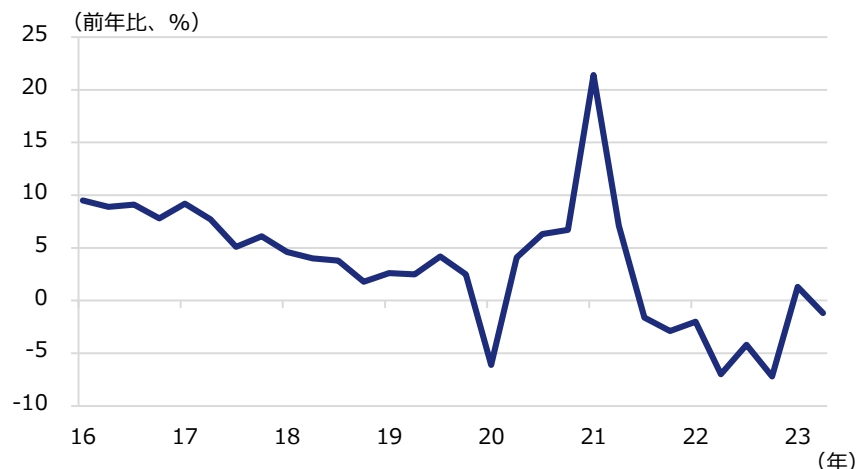
4-6月期の実質GDP成長率は前期比で減速

実質GDP成長率の推移



期間：2016年1-3月期～2023年4-6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

業種別実質GDP成長率：不動産業の推移

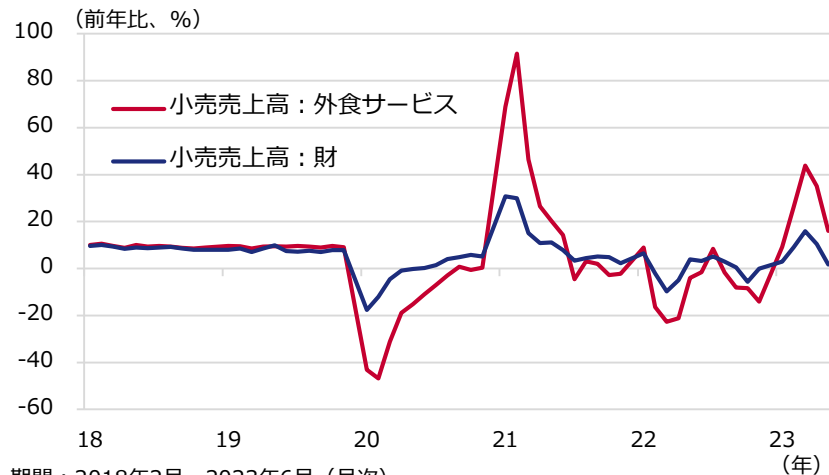


期間：2016年1-3月期～2023年4-6月期（四半期）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 4-6月期の中国実質GDP成長率は前年比では+6.3%と、上海でロックダウンが行われた昨年4-6月期の反動で加速したものの、前期比では+0.8%と1-3月期（+2.2%）から減速しました。
- 業種別の実質GDP成長率をみますと、不動産業は前年比▲1.2%と、プラス成長となった1-3月期から再びマイナス成長となりました。不動産業の低迷が4-6月期の景気の悪化の一因と考えられます。
- こうした状況下、当局は7月の中央政治局会議において、不動産政策の調整方針を示しました。不動産投機に対する当局の厳格姿勢を示す、「住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない」という文言が声明から消え、不動産需要の低迷に対して政策支援が行われるとの見方が強まっています。

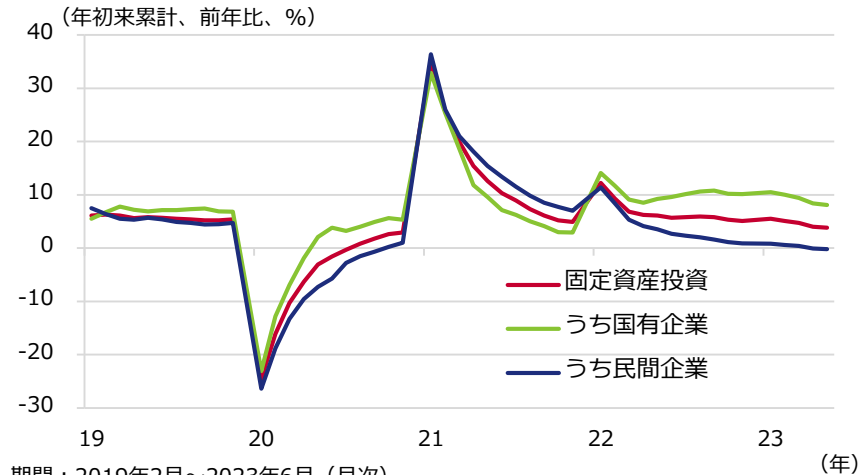
7月の中央政治局会議は、消費と民間投資の拡大にも言及

小売売上高の推移



期間：2018年2月～2023年6月（月次）
 ただし、毎年2月は年初来累計値の前年同期比、毎年1月の数値は非公表
 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

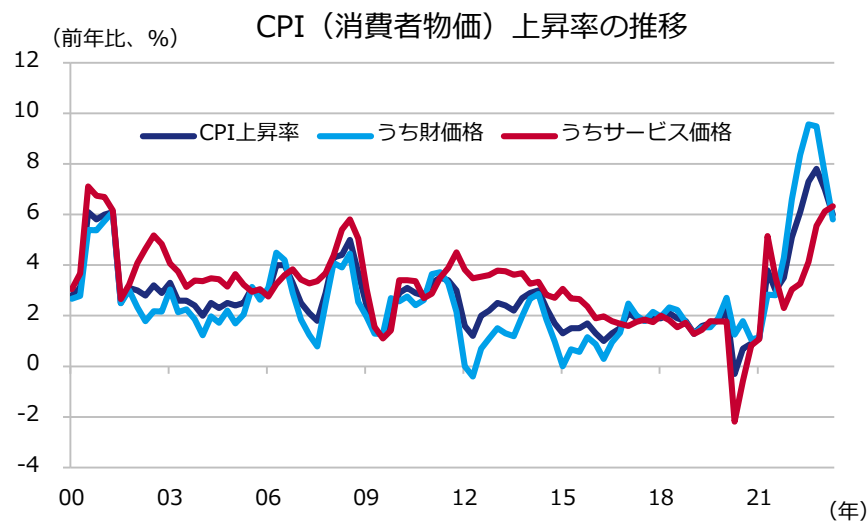
固定資産投資の推移



期間：2019年2月～2023年6月（月次）
 ただし、毎年1月の数値は非公開
 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

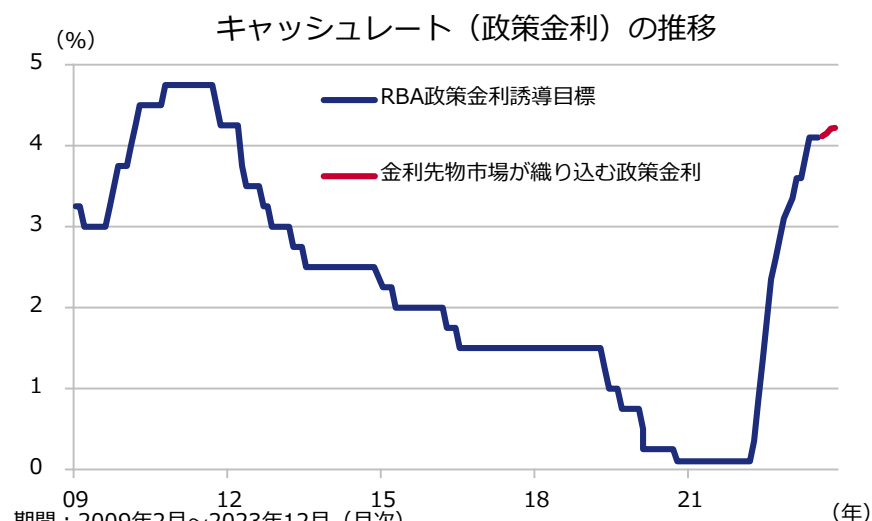
- 外食サービス消費が減速しつつも引き続き高めの伸び率を維持している一方、財の消費は6月に前年比+1.7%と低水準の伸び率となりました。当局は、中央政治局会議において、経済が需要不足に陥っていると指摘したうえで、自動車、家電、家具、スポーツやレジャー、観光などを消費刺激の対象として言及しました。
- 民間部門の固定資産投資は、6月に2カ月連続で前年比マイナスの伸び率となりました。中央政治局会議の声明では、民間投資を促進するための施策を策定する必要があると言及されました。なお、内閣に相当する国務院の下部組織、発展改革委員会からは、地方政府の投資案件を民間部門へ紹介する、といった政策案が提示されています。
- 当局は景気下支えに舵を切った格好ですが、今回の会議では具体的な政策規模・内容は提示されず、中国景気の先行きを巡っては、引き続き政策待ちの状況です。

CPIは財主導で減速もサービス価格が高止まり。RBAは2会合連続で金利を据え置き



期間：2000年1-3月期～2023年4-6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



期間：2009年2月～2023年12月（月次）

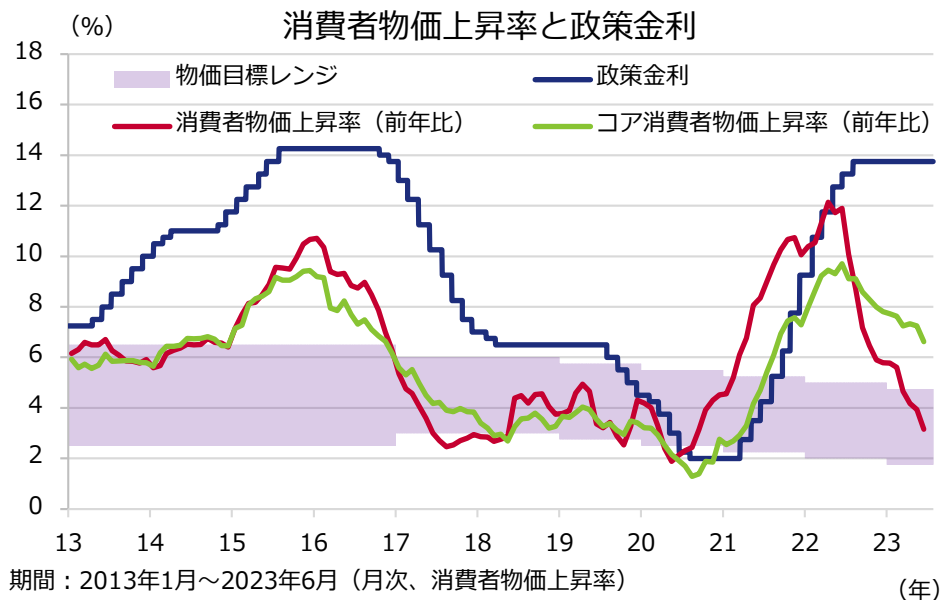
ただし、RBA政策金利誘導目標は2023年8月まで

金利先物市場が織り込む政策金利は2023年9月～2023年12月、2023年8月1日時点

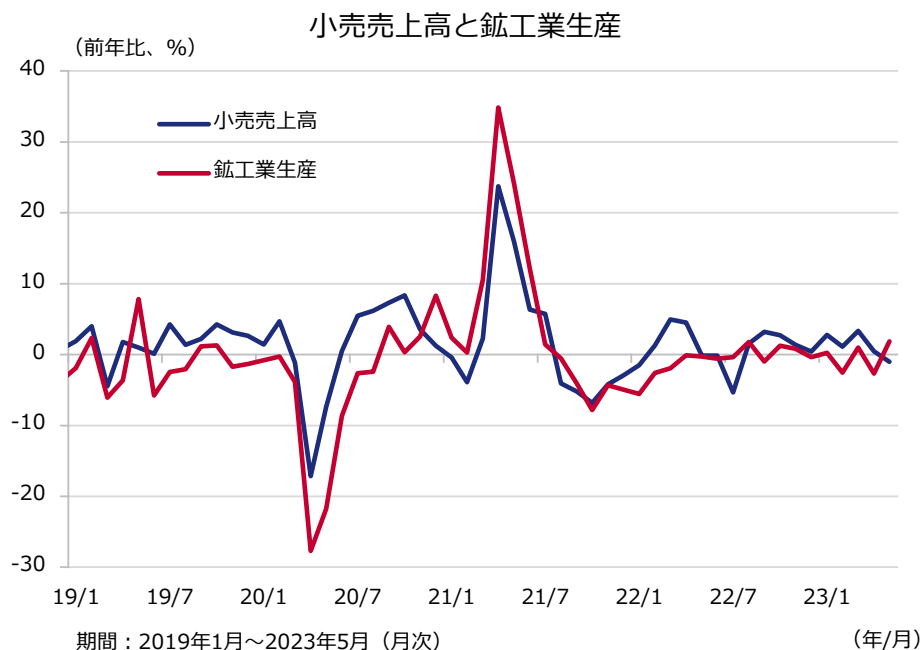
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 豪州の4-6月期CPI上昇率は前年比+6.0%と前期（同+7.0%）から減速しました。内訳を見ると、財価格の鈍化がCPIを下押ししたとみられる一方で、サービス価格は同+6.3%と、2001年以来の高い伸び率が続いています。
- RBA（豪州準備銀行）は8月の理事会にて、7月会合に続き2会合連続でキャッシュレート（政策金利）を据え置きました。会合後、政策金利先物市場では、年内はこのまま政策金利が据え置かれるとの見方が大勢となっています。
- 声明文では、サービス価格の上昇からインフレ率が依然高い水準にあるため、インフレ率の目標（2~3%）への回帰を確実にするには、更なる引き締めが必要であるとの見方が示されました。もっとも、金融政策の判断はデータやリスク評価次第とも指摘しており、次回会合に向けては8月中旬以降に公表される4-6月期賃金統計と7月分のCPIが注目されます。
- なお、RBAのロウ総裁は9月17日に任期を迎え、現在の副総裁を務めるブロック氏が後任として総裁になることが決まっており、次回9月の会合がロウ総裁の最後の会合となります。

インフレ率は中銀の目標値を下回り、8月利下げ開始の可能性が高まる



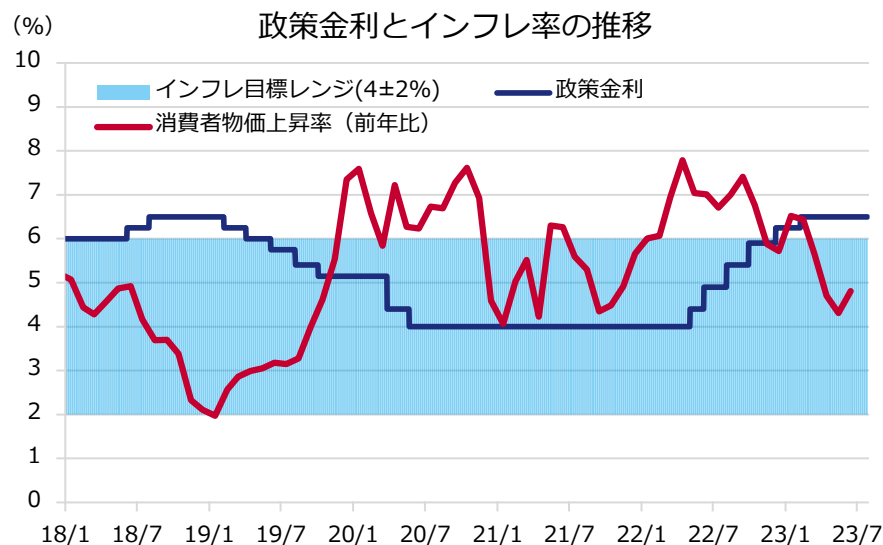
2013年1月1日～2023年7月27日 (日次、物価目標レンジ・政策金利)
出所：リフィニティブ、ブラジル中銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成



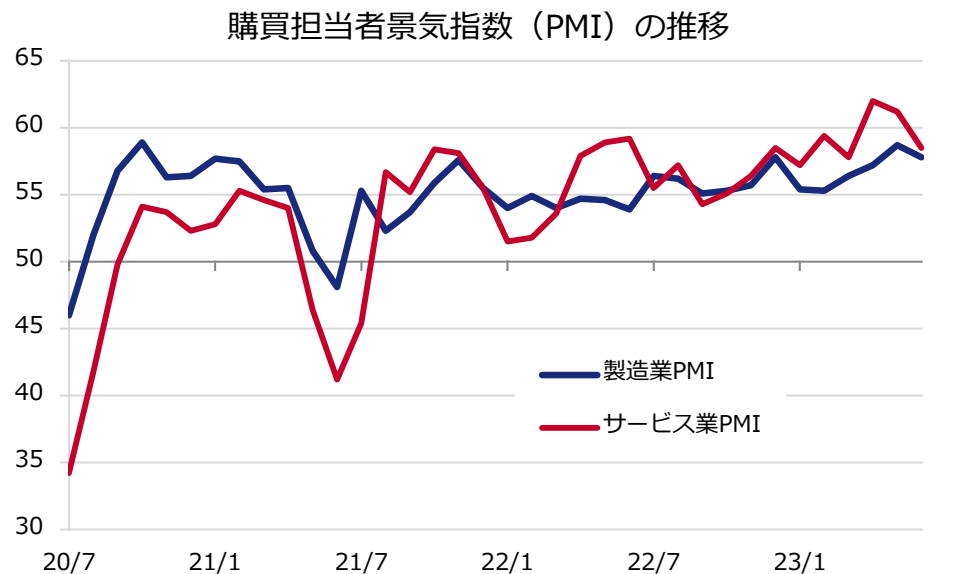
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 6月の拡大消費者物価上昇率は、前年比+3.16%（前月は同+3.94%）とブラジル中銀のインフレ目標中央値の3.25%を下回ったことから、次回8月会合で利下げが開始される可能性は高まったと考えられます。ただし物価減速の主な要因は、大豆の豊作による食品価格や、ガソリンをはじめとした燃料価格の下落など、振れ幅が大きい品目となっています。中銀が物価目標レンジを上回るコアインフレ率を理由に、金利を据え置く可能性にも留意が必要です。
- 5月の鉱工業生産は前年比+1.9%となりましたが、これは主に政府が実施している低価格帯の自動車への減税策による販売増など、特殊要因が影響しているとみられます。また、5月の小売売上高は増加との市場予想に反して、前年比▲1.0%となりました。金融引き締めが続く中、ブラジル国内経済は減速しているものとみられます。

CPI上昇率は5カ月ぶりの加速、今後食品価格による押し上げが続く可能性も



期間：2018年1月～2023年6月（月次、消費者物価上昇率）（年/月）
 2018年1月1日～2023年7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：2020年7月～2023年6月（月次）（年/月）
 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

- 6月のCPIは前年比+4.81%と、4カ月連続の減速から反発し、市場予想を上回る加速となりました。もっとも、CPIが中銀の物価目標レンジ（2%～6%）内に収まる中、次回8月会合においても政策金利は据え置かれるとみられます。
- 北部での大雨によって野菜価格が高騰したことが、今回の物価押し上げの主要因となりました。モンスーン（季節風）が通過する9月ごろにかけて、大雨の影響から食料価格の上昇が継続するものとみられます。それに加えて東部の一部では降水量が例年より不足しており、干ばつへの懸念も高まっていることにも留意が必要です。
- 6月のPMIは、製造業が57.8（前月58.7）、サービス業は58.5（前月61.2）と低下しましたが、引き続き高い水準となっています。国内外からの堅調な需要や、価格転嫁の進展などが支えになったとみられます。

▶ 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

高値警戒感がくすぶるものの、FRBの利上げが終了に近づいているとの見方や米景気の軟着陸期待が株価の支えになるとみられます。4-6月期の米企業決算はコスト高の緩和などからエネルギーなどを除けば比較的堅調な結果となる見込みです。

日経平均株価

底堅い国内経済活動が引き続き支えになるとみられます。日銀は長短金利操作の運用を見直しましたが、マイナス金利の引き上げなど金融政策のさらなる正常化には時間を要するとみられる中、金融引き締めへの警戒感は後退するとみられます。

米国10年国債利回り

堅調な米労働市場や、根強いインフレ圧力、米景気の軟着陸期待などは金利上昇要因とみられます。一方、これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性などから、米長期金利はレンジ内推移を見込みます。

日本10年国債利回り

国内物価上昇圧力の高まりや、日銀の長短金利操作の運用柔軟化などが金利上昇要因とみられます。もっとも、日銀はマイナス金利など金融緩和姿勢を続けるとみられることなどから、金利は低位での推移を見込みます。

ドル/円

長短金利操作の運用柔軟化の下、日銀は急速な金利上昇を抑制するとみられ、日米金利差が意識されることはドルの上昇要因とみられます。一方日本の金融当局が円安進行への警戒を強める可能性などから、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	34,500~36,500ドル	32,000~34,000円	3.7~4.2%	0.50~0.70%	138~145円

マーケット・オーバービュー

		7月 末値	騰落率 (%、債券は変化幅)						7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	35,559	+3.35	+4.29	+8.26	+34.55	為替 (対ドル)	ユーロ	1.10	+0.81	▲0.20	+7.60	▲6.63	
	ドイツDAX指数	16,446	+1.85	+3.29	+21.97	+33.57		英ポンド	1.28	+1.04	+2.13	+5.46	▲1.91	
	日経平均株価	33,172	▲0.05	+14.96	+19.32	+52.80		豪ドル	0.67	+0.80	+1.54	▲3.85	▲5.96	
	MSC I エマージング マーケットインデックス	1,046	+5.80	+7.15	+5.35	▲2.97		ブラジルリアル	4.73	+1.28	+5.52	+9.46	+10.52	
REIT	米国REIT (配当込み)	22,564	+2.00	+2.92	▲10.15	+17.41		人民元	7.14	+1.54	▲3.15	▲5.59	▲2.36	
	国内REIT	1,877	+0.80	+0.20	▲7.16	+12.78		インドルピー	82.20	▲0.12	▲0.58	▲3.66	▲8.85	
	国内REIT (配当込み)	4,472	+1.17	+1.19	▲3.37	+26.53		ドル	142.29	▲1.40	+4.39	+6.77	+34.45	
	豪州REIT (配当込み)	965	+3.90	+1.95	▲0.16	+32.19		ユーロ	156.46	▲0.64	+4.22	+14.85	+25.42	
債券 利回り	米国 (10年)	3.96 %	+0.12	+0.54	+1.31	+3.43		為替 (対円)	英ポンド	182.61	▲0.33	+6.68	+12.52	+31.86
	米国ハイイールド債券	8.37 %	▲0.20	▲0.04	+0.76	+2.35			豪ドル	95.56	▲0.64	+5.96	+2.64	+26.43
	日本 (10年)	0.60 %	+0.20	+0.21	+0.42	+0.59	ブラジルリアル		30.10	▲0.00	+10.34	+16.82	+48.48	
	ドイツ (10年)	2.49 %	+0.10	+0.18	+1.68	+3.02	人民元		19.92	+0.12	+1.16	+0.83	+31.28	
						インドルピー	1.73		▲1.95	+3.87	+2.06	+22.07		

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

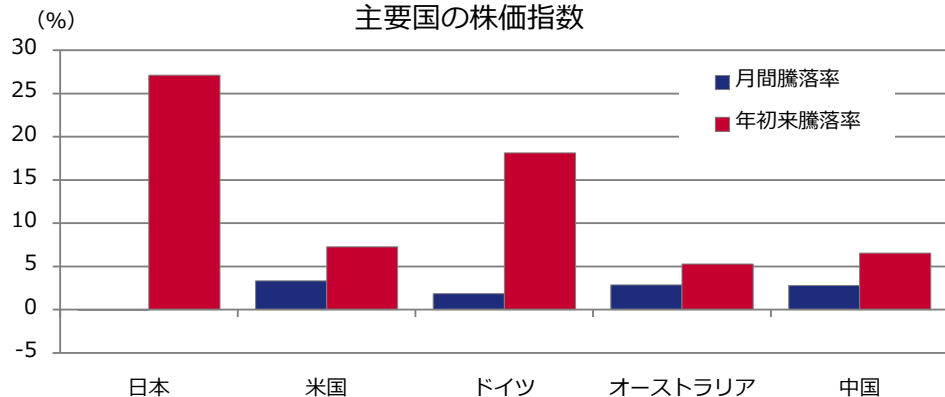
(注) 株式およびREITの前月末値は小数点以下切り捨てて表示。

(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。

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

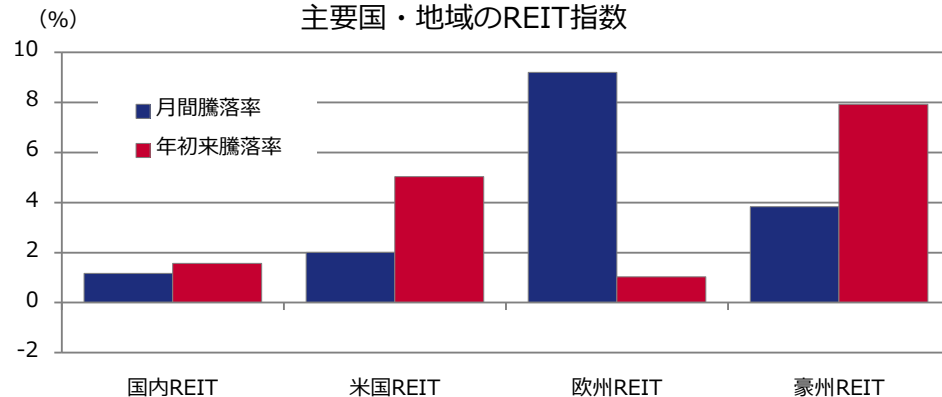
前月のまとめ

主要国の株価指数



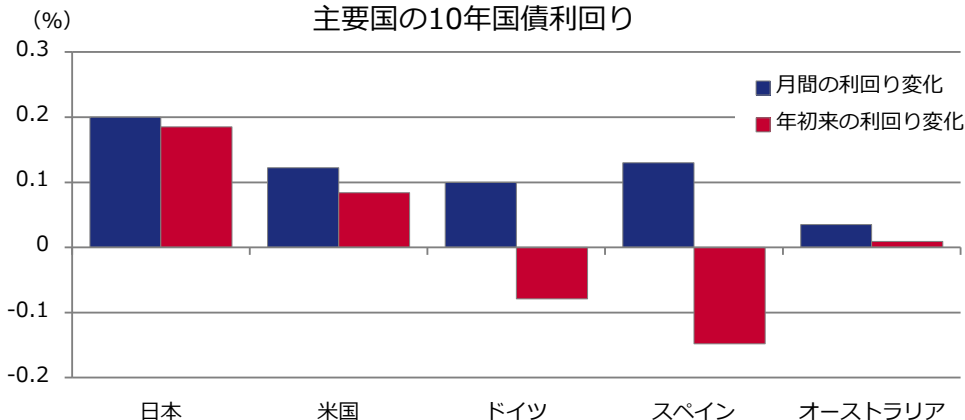
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年7月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年7月末の期間
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株価平均
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数
 【中国】上海総合指数

主要国・地域のREIT指数



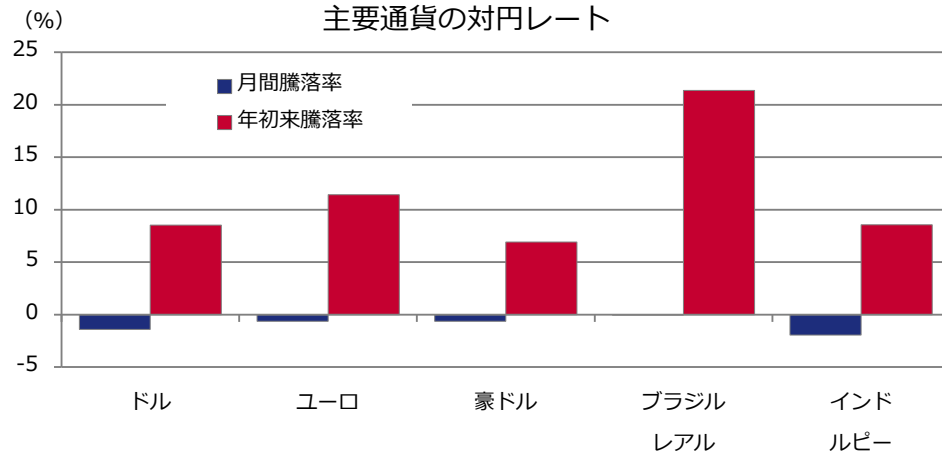
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年7月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年7月末の期間
 【国内REIT】東証REIT指数 【米国REIT】FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス
 【欧州REIT】FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス
 【豪州REIT】S&P/ASX200 Aリート指数 すべてトータルリターン

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：2023年7月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年7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：2023年7月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年7月末の期間

米国株式

■ 前月の相場動向

- 7月の『米国株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、FOMC（米連邦公開市場委員会）議事要旨や堅調な経済指標を受けた米長期金利の上昇が嫌気され、下落しました。中旬は、コアCPI（消費者物価）の伸び鈍化や米金融大手などの4-6月期決算が好感され、大幅に上昇しました。下旬は、FRB（米連邦準備理事会）が利上げを決定したものの、追加利上げを強く示唆しなかったことや、総じて堅調な企業決算を受けて上昇しました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均
(2022年7月末～2023年7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"> FRBの利上げが終了に近づいているとの見方 米景気の軟着陸期待
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 高値警戒感

金融政策や景気動向を注視

高値警戒感がくすぶるものの、FRBの利上げが終了に近づいているとの見方や米景気の軟着陸期待が株価の支えになるとみられます。6月のコアCPIは前月比で伸びが鈍化するとともに、労働市場も緩やかながら鈍化しつつある中、インフレは鈍化傾向が続くとみられます。FRBの次回利上げは見送られる可能性が高いとみられます。4-6月期の米企業決算は商品市況安などコスト高圧力の緩和などから、エネルギー・素材セクターを除けば比較的堅調な結果となる見込みです。

■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：34,500～36,500ドル

国内株式

■ 前月の相場動向

- 7月の『国内株式市場（日経平均株価）』は小幅に下落しました。TOPIXは上昇しました。
- 上旬は日銀短観が好感され上昇した後、ETF（上場投資信託）分配金捻出に伴う売りなど需給悪化への警戒感などから下落しました。中旬は、米国株高につれて上昇しました。下旬は、国内企業決算発表を控え様子見姿勢が強まる中、日銀の政策見直し決定当日は一時大幅に下落しました。その後、円安に転じたことなどから月間の下落幅を縮小しました。

日経平均株価
(2022年7月末～2023年7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"> 堅調な国内景気
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の政策見直しを受けた国内金利や為替の動向 高値警戒感

内外金融政策や海外投資家動向を注視

底堅い国内経済活動が引き続き支えになるとみられます。日銀短観（6月調査）では大企業製造業の業況判断が7四半期ぶりに改善するとともに、今年度の全産業設備投資計画が高水準となりました。また、海外投資家は7月に入り再び日本株の買い越しに転じ、日本株買いの動きが根強いことが判明しました。日銀は長短金利操作の運用を見直しましたが、マイナス金利の引き上げなど金融政策のさらなる正常化には時間を要するとみられる中、金融引き締めへの過度な警戒感は後退していくとみられます。

■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：32,000～34,000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

- 7月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は上昇しました。
- 上旬は、FRBやECB（欧州中央銀行）の利上げ継続観測に伴う米欧長期金利上昇が嫌気され、下落しました。中旬は、欧州長期金利が低下に転じたことから株価は上昇したものの、中国景気への懸念が重しとなりました。下旬は、中国が景気支援に前向きな姿勢を示したことや、ECBが利上げを決定も、次回利上げを見送る可能性を排除しなかったことが好感され、上昇しました。

■ 今後の見通し

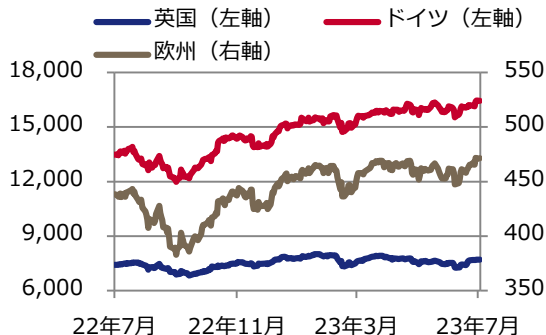
上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 欧州の消費が持ちこたえとの見方 中国の景気刺激策への期待
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> ECBの利上げ継続観測 これまでの利上げが景気・企業業績に及ぼす影響が顕在化する可能性

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：16,000～17,000

欧州株価指数

(2022年7月末～2023年7月末：日次)



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

欧州や中国の景気動向を注視

堅調な労働市場を背景に欧州の消費が持ちこたえとの見方や、中国の景気刺激策への期待が支えとなるとみられます。一方で、ECBの利上げ継続観測や、これまでの利上げの影響が景気や企業業績に顕在化する可能性が重しとなる見込みです。今後、ユーロ圏ではインフレ鈍化が消費の支えになるとみられるものの、製造業景況感が低迷し、景気の先行きは不透明となっています。中国では景気刺激策への期待が強まっていますが、中国での売上げが多い欧州企業は少なくないため、動向が注視されます。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

エマージング株式

■ 前月の相場動向

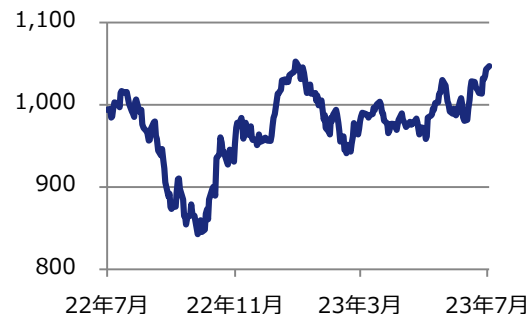
- 7月の『エマージング株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、FOMC議事要旨などを受けた米長期金利の上昇が嫌気され、下落しました。中旬は、米金利低下やドル安が好感され上昇しましたが、中国景気への懸念が上値を抑制しました。下旬は、半導体需要の先行きを巡る不透明感がくすぶったものの、米欧中銀の利上げが一巡したとの見方や、中国が景気支援に前向きな姿勢を示したことから上昇しました。

■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 中国の景気刺激策への期待
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 米欧による対中規制を巡る懸念

エマージング株価指数

(2022年7月末～2023年7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

中国景気や対中規制を巡る動向を注視

中国の景気刺激策への期待が支えとなる一方、米欧による対中規制強化を巡る懸念などが重しとなる見込みです。中国共産党中央政治局は7月、足元の経済動向に警戒感を示した上で、内需拡大を図る方針を示しました。米欧による対中規制を巡る懸念は依然残り、バイデン米政権はAI（人工知能）半導体関連の対中輸出規制の強化を検討しているもようです。中国は対抗措置として半導体材料となる希少金属の輸出規制に踏み切っており、今後の動向が注視されます。

※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

- 7月の『米国REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、6月下旬の大型の不動産M&A（合併・買収）発表を受けたオフィス市場への過度な懸念後退に伴う上昇が続きました。ただし、米金利上昇は重しとなりました。中旬は、コアCPIの伸び鈍化からFRBの利上げ継続観測が後退し、上昇しました。下旬は、FRBが利上げを決定したものの次回はデータ次第との姿勢を示す中、米長期金利が一時上昇し、月間の上昇幅を縮小しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBの利上げが終了に近づいているとの見方 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



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

不動産市場の動向を注視

FRBの利上げが終了に近づいているとの見方や米景気の軟着陸期待が支えとなる一方、商業用不動産市場を巡る先行き不透明感が重しとなる見込みです。オフィス市場を巡る過度な懸念は緩和しつつあるものの、FRB公表の銀行融資担当調査（7月）によれば、商業用不動産向け貸出基準は依然厳格化しています。住宅市場については持ち直しの兆しがみられるものの、商業用不動産向け融資が縮小する可能性は依然警戒されます。

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

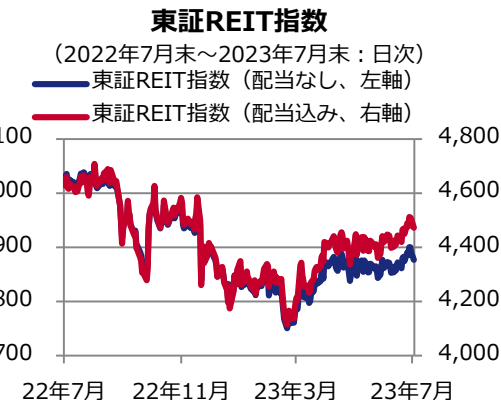
J-REIT

■ 前月の相場動向

- 7月の『J-REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、米金利上昇につれて国内長期金利が上昇したことが嫌気され、小幅に下落しました。中旬以降は、日米金融政策への思惑が交錯する中、上昇しました。28日に日銀が長短金利操作の運用柔軟化を決定しましたが、下落は限定的でした。また、月間を通じて米オフィスREITの買い戻し基調が続く中、国内オフィスREIT各社の稼働率にも改善の兆しがみられたことが支えとなりました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 堅調な国内景気
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の政策見直しを受けた国内長期金利の動向



※東証REIT指数（配当込み）を使用

国内長期金利動向に留意

国内経済活動の回復継続などへの期待が支えになるとみられます。ただし、日銀の長短金利操作の運用柔軟化を受けた国内長期金利の動向には留意が必要です。日銀は長期金利の上昇を従前よりも許容するものの、国内長期金利の実際の上昇幅が限定的だと明らかになるにつれ、警戒感は後退に向かうと考えられます。6月の都心5区のオフィス空室率は2カ月連続で上昇したものの、国内オフィスREIT各社が公表した稼働率に改善の兆しがみられています。当面、比較的大規模な供給が見込まれる中、オフィス需要の動向が注視されます。

豪州REIT

■ 前月の相場動向

- 7月の『豪州REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、RBA（豪州準備銀行）の金利据え置きが好感されたものの、米長期金利の上昇が豪長期金利にも波及し、豪州REIT市場は下落しました。中旬以降は、豪長期金利の低下が好感されたほか、豪州の4-6月期CPIの鈍化から利上げ期待が後退し、上昇しました。もっとも、その後、豪州小売売上高の減速などからリスク選好が後退し、上げ幅を縮めました。



※S&P豪州REITインデックス（配当込み）を使用

■ 今後の見通し

上昇要因	・ 移民が支える消費、住宅市場
下落要因	・ 金融引き締め長期化

もみ合いの展開を見込む

RBAは、利上げの影響から景気に下押し圧力がかかるものの、高インフレが続くとの見通しを示しています。RBAによる金融引き締めが長期化する場合は、豪州REIT市場に下押し圧力がかかると考えます。一方、豪州では移民の増加が、消費と住宅市場を支えており、これらの底堅さは豪州REIT市場の下支え要因と考えます。もっとも、住宅価格の伸びが鈍化し始めている点に、注意が必要です。当面は内外中銀の動向と豪州景気に左右され、もみ合いの展開を見込みます。

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

- 7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、FRBによる利上げの長期化観測や、米サービス業景況感の上振れ、平均時給の伸び上振れなどを背景に金利は上昇しました。中旬は、米CPIの伸び鈍化などから低下した後、米労働需給の引き締まりが意識され低下幅は縮小しました。下旬は、米GDPが足元の米景気の堅調さを示したことなどから上昇しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 足元の堅調な米労働市場 根強いインフレ圧力 米景気の軟着陸期待
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性

金利はレンジ内の推移を見込む

足元の堅調な米労働市場や、根強いインフレ圧力、米景気の軟着陸期待などが、金利上昇要因と考えられます。一方、これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性などを鑑みれば、金利はレンジ内での推移を見込みます。FRBは7月のFOMCで0.25%の利上げを決定しました。インフレの鈍化傾向がみられる中、更なる利上げの可能性について、パウエル議長はデータ次第の姿勢を示しました。もっとも、インフレ率を2%に戻すプロセスは長い道のりがあると述べており、FRBはインフレ抑制のため金融引き締め姿勢を当面維持するとみられます。

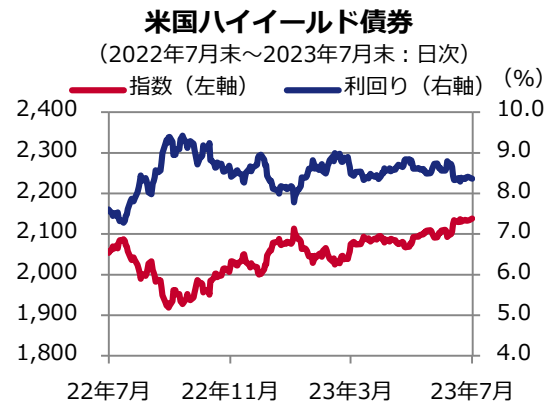
■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：3.7～4.2%

米国ハイイールド債券

■ 前月の相場動向

- 7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の利上げが長期化するとの見方を背景に相場は下落しました。中旬は、米CPIなどが米インフレ鈍化を示唆し、米利上げの長期化観測が後退したことや、4-6月期の米企業決算が警戒されたほど悪くないとの見方からリスク選好の動きが強まり、上昇しました。下旬は、米GDPの上振れや、米景気の底堅さが意識されたことから、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"> FRBの利上げが終了に近づいているとの見方 米景気の軟着陸期待
価格の下落要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性 信用環境の引き締まり

FRBの金融政策や景気動向などを注視

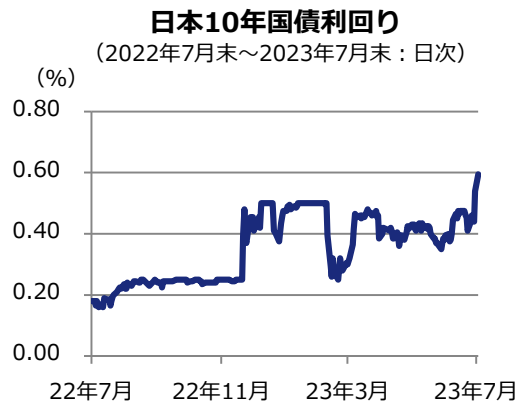
FRBの利上げが終了に近づいているとの見方や、米景気の軟着陸期待は米国ハイイールド債券市場を支えると考えられます。一方、これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性があります。また、FRBが7月末に公表した米上級銀行貸出担当者調査によれば、米銀は商工業向け貸出について、2023年2Qに企業規模を問わず貸出基準を前回調査比一段と厳格化しています。信用環境の引き締まりへの懸念が相場の下押し要因として警戒されます。

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

国内債券

■ 前月の相場動向

- 7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、米長期金利の上昇につれた動きや、日銀の金融政策修正への警戒感などから金利は上昇しました。中旬は、日銀の金融政策修正の有無を巡る思惑が交錯し、もみ合いでした。下旬は、日銀が長短金利操作の運用柔軟化を決め、長期金利がこれまでの変動許容幅の上限0.5%を超えることを容認する姿勢を示したことから、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"> 国内の物価上昇圧力の高まり 長短金利操作の運用柔軟化
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> 日銀はマイナス金利など金融緩和姿勢を続けるとみられること

金利は低位での推移を予想

国内の物価上昇圧力の高まりや、日銀の長短金利操作の運用柔軟化などが金利の上昇要因とみられます。もっとも、日銀はマイナス金利など金融緩和姿勢を続けるとみられることなどを鑑みれば、金利は低位での推移を見込みます。日銀は7月の金融政策決定会合で、長短金利操作の運用柔軟化を決定しました。長期金利の誘導目標はゼロ%程度とした一方で、変動幅は「±0.5%程度」を目途としました。10年物国債の指値オペ（公開市場操作）の利回りは従来の0.5%から1.0%に引き上げました。市場動向に応じて、長期金利が0.5%を緩やかに超えることを容認する一方、1%を超えることは許容しないとみられます。

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

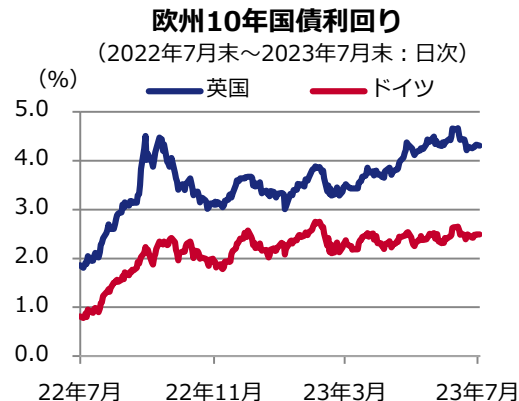
■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：0.50～0.70%

欧州債券

■ 前月の相場動向

- 7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、米英長期金利の上昇につれた動きなどから、金利は上昇しました。中旬は、米長期金利の低下や、タカ派と目されるECB高官の発言を受けて、ECBの利上げ継続観測が後退したことから低下しました。その後、リスク選好の動きから低下幅は縮小しました。下旬は、ECBが利上げを決定する中、もみ合いでした。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 基調的なインフレ圧力が根強いこと
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の下押し圧力

金利はレンジ内の推移を予想

ユーロ圏の基調的なインフレ圧力が根強い中、ECBが金融引き締め姿勢を継続する可能性は、金利の上昇要因と考えられます。一方、これまでの利上げを受けて、銀行の貸出基準の厳格化などを通じて、景気に下押し圧力がかか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。金融政策を巡っては、ECBは7月の理事会で0.25%の利上げを決めました。ラガルド総裁は会見で、インフレは高すぎる状態が長く続くことが予想されると述べました。今後の利上げについては、データ次第とし、利上げも一時停止もあり得るとしました。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：2.3～2.7%

ドル

■ 前月の相場動向

- 7月のドルは、対円で下落しました。
- 上旬は、非農業部門雇用者数の伸び下振れなどから、円高・ドル安でした。中旬は、米CPIの伸び鈍化などから下落した後は、日銀の金融政策の修正観測が後退し、下落幅は縮小しました。下旬は、日銀が28日の金融政策決定会合で長短金利操作の修正案を議論すると報じられ、下落圧力が強まる場面がありました。その後、長短金利操作の運用柔軟化が決まったものの、米GDPの上振れなどから上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・日米金利差が意識されること ・米景気の軟着陸期待
下落要因	・日本の金融当局が急速な円安進行に対して警戒姿勢を強める可能性

対円でレンジ推移を予想

日銀は長短金利操作の運用柔軟化を決めたものの、臨時の国債買い入れオペなどを通じて、急速な金利上昇は抑制する姿勢とみられます。かかる中、日米金利差が意識されることや米景気の軟着陸期待は、ドルの上昇要因と考えられます。一方で、日本の金融当局が急速な円安進行に対して警戒姿勢を強める可能性などを鑑みれば、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：138～145円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 7月のユーロは、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、ECBの利上げ継続観測などから上昇しました。中旬は、米CPIの伸びが鈍化し、FRBによる利上げの長期化観測の後退を背景にドル安が進み上昇しました。その後米労働市場の堅調さが意識され、上昇幅は縮小しました。下旬は、ECBのラガルド総裁が9月以降の利上げはデータ次第との方針を示す中で、米GDPの上振れなどに伴うドル高を受け、下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ECBが金融引き締め姿勢を継続する可能性
下落要因	・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

ユーロ圏の基調的なインフレ圧力が根強い中、ECBが金融引き締め姿勢を継続する可能性は、ユーロの上昇要因と考えられます。ECBのラガルド総裁は、インフレは高すぎる状態が長く続くことが予想されるとしています。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、ユーロはレンジ内の推移を見込みます。

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：1.08～1.12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

- 7月の英ポンドは、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、軟調な米雇用指標を受けて、米利上げ長期化観測が後退したことにより、上昇しました。中旬は、英賃金上昇率が加速したことを受け、BOE（イングランド銀行）が8月会合で大幅利上げを決めるとの観測が強まったことで上昇しました。その後、英CPIが市場予想を下回ったため、上昇幅を縮小しました。下旬は、米景気の底堅さが意識されたことなどにより、下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> BOEの利上げ長期化 高い賃金上昇率
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 労働需給の緩和

堅調な推移を見込む

英国ではストライキによる賃上げ要求などで高インフレが長期化する可能性が高まっており、BOEの利上げ長期化観測がポンドを押し上げるとみられます。かかる中、英ポンドは堅調な推移を見込みます。ただし、労働需給が緩和しつつある中、コアCPIにピークアウトの兆候がみられることは、ポンドの押し下げ要因になることに留意が必要です。

今後1カ月の見通し
(対ドル)

人民元

■ 前月の相場動向

- 7月の人民元は、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、米高官の訪中から米中関係の緊張緩和の兆しが意識され、人民元は上昇しました。中旬は、米CPIの鈍化を受けてドル安が進展し、元高が進みました。もっとも、中国の主要経済統計の公表を受けて、中国景気の減速が嫌気され、上げ幅を縮めました。下旬は、中央政治局会議にて景気支援姿勢が表明される中、上昇しました。同会議では為替の安定にも言及されました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 急速な元安に対する当局のけん制
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 米中金融政策の方向性の違い

レンジでの推移を見込む

中国人民銀行が一段の金融緩和に動くとの見方が根強い一方、米国では金融引き締め環境が長期化すると見込まれ、米中金融政策の方向性の違いが人民元の下押し要因になると考えます。一方、中国当局は為替レートの安定に言及しているほか、海外からの資金調達規制を緩和するなど、元安に対するけん制姿勢を示しており、当面はレンジでの推移が見込まれます。

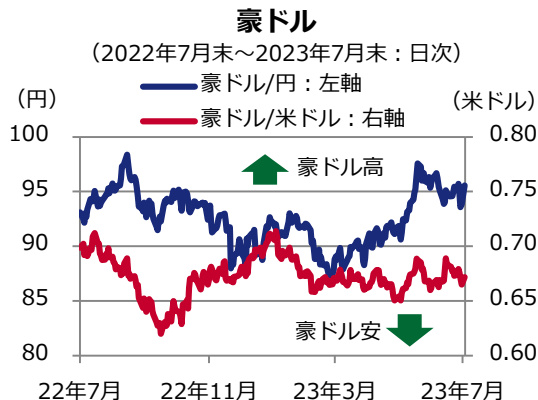
今後1カ月の見通し
(対ドル)

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

豪ドル

■ 前月の相場動向

- 7月の豪ドルは、対米ドルで上昇しました。
- 上旬は、RBAが7月会合で政策金利を据え置きましたが、市場の反応は限定的で、豪ドルは小幅に上昇しました。中旬は、米CPIの鈍化を受けたドル安や、資源価格の上昇から豪ドルは大きく上昇しました。下旬は、豪CPIの下振れと豪小売売上高の前月比減少を受けて8月会合での利上げ期待が後退する中、下落し、月間の上げ幅を縮めました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> RBAが追加利上げを行う可能性 中国景気の回復
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 豪州景気の減速懸念

レンジ推移を見込む

景気の減速を受け、中国当局は景気支援に動いています。不動産投資やインフラ投資が拡大する場合は、資源国通貨である豪ドルの上昇要因となると考えます。RBAは8月会合で金利を据え置いたものの、追加引き締めの実現性を示唆しました。RBAが利上げを再開する場合、豪ドルの上昇要因となります。もっとも、夏場以降の豪州景気の減速懸念が強まっていることを鑑みれば、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

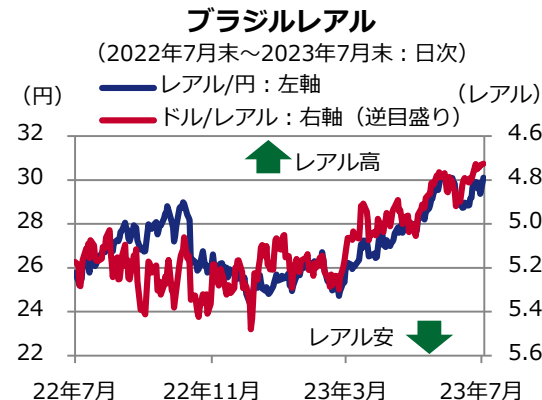
(対米ドル)



ブラジルレアル

■ 前月の相場動向

- 7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、税制改革案が下院で承認されたことが好感されたものの、中銀の利下げ開始観測が重しとなり下落しました。中旬は、経済活動指数のうち、サービス部門成長率が予想外に上昇したことが好感され、下落幅を縮めました。下旬は、原油価格の上昇や、格付け会社によるブラジルの信用格付けの引き上げを受け、レアルは上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> ルラ政権の新しい財政枠組みや税制改革の動向
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 中銀の利下げ観測

財政赤字縮小期待が下支えに

新たな財政枠組みや、税制の簡素化を目指した改革の実現に向けて、議会の承認が進んでいることに伴う財政赤字の縮小期待は、レアルを支えるとみられます。一方で、インフレ率が中銀のインフレ目標を下回る中、市場では次回会合から利下げサイクルが開始されるとの観測が高まっており、レアルの重しになるとみられます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)

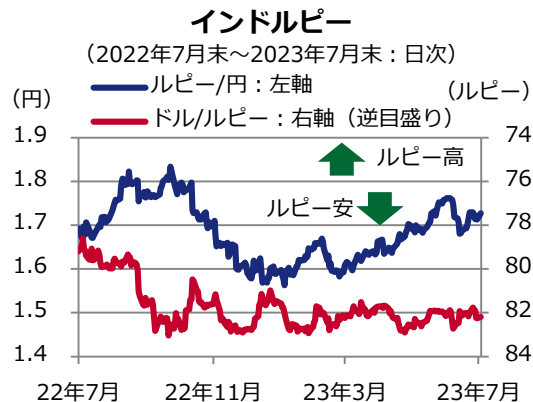


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

インドルピー

■ 前月の相場動向

- 7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、FOMC議事要旨などを受けたドル高や、原油価格の上昇から、ルピーは下落しました。中旬は、米CPIの鈍化を受けたドル安から下落幅を縮めました。下旬は、外国人投資家による株式への資金流入が支えとなったものの、月末の国内輸入業者によるドル買いの動きなどから、小幅に下落しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 堅調なインド景気
下落 要因	・ 資源価格の上昇懸念

レンジ推移を見込む

インド国内景気が中国などと比べ、堅調に推移するとの期待が、海外投資家によるインド株式市場への資金流入を促し、ルピーを下支えするとみられます。一方で、足元の原油価格が上昇する中、貿易赤字拡大の懸念がルピーの重しとなるとみられ、レンジ内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

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。
- エコノミック・サプライズ・インデックスはシティグループ・グローバル・マーケットツ・インク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。