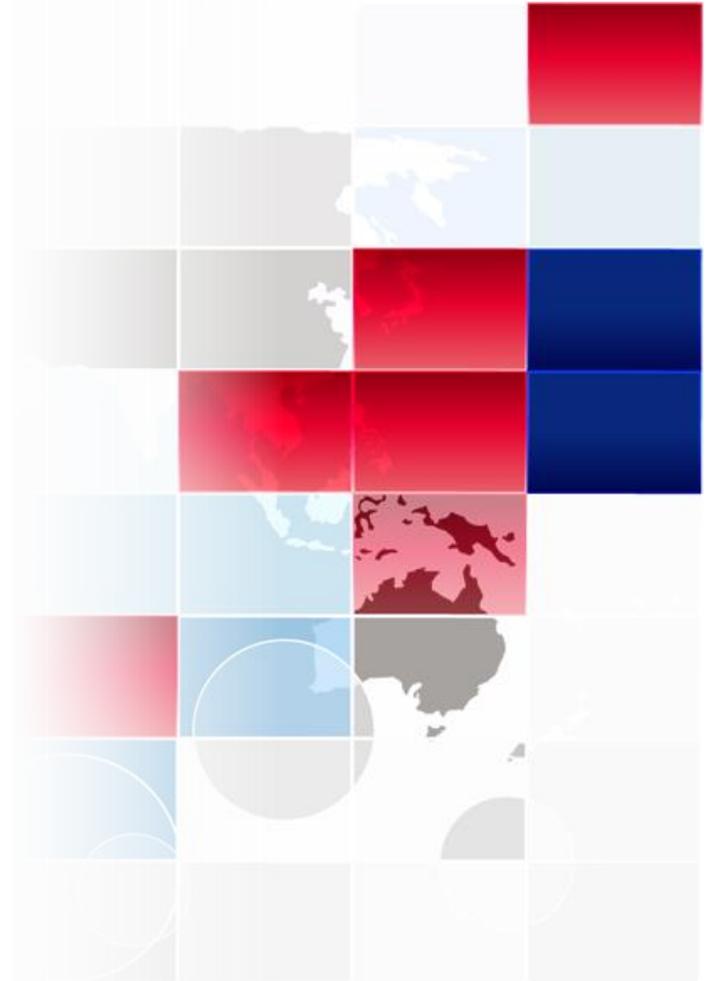

マーケット・インサイト

2017年6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 米国の政治的混乱
ようやく動き始めた米国金融制度改革の現状と注目点
米国マクロとミクロの乖離と株式市場
米国株式市場 日本の人手不足と働き方改革

▶ 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
原油動向

▶ Chapter 3 市場動向

3-1 市場動向の概況 29

3-2 マーケット・オーバービュー 30

3-3 市場動向 31

株式 REIT 債券 外国為替

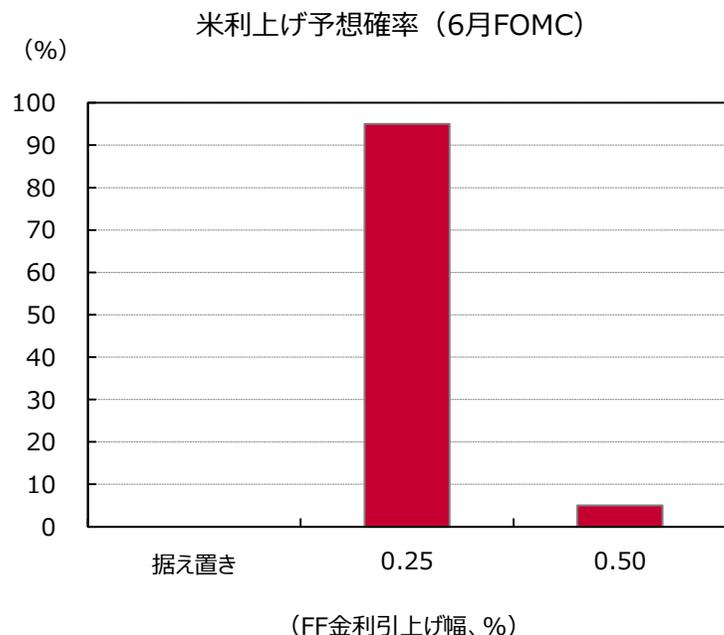
▶ Chapter 4 付属資料

4-1 チャート集 42

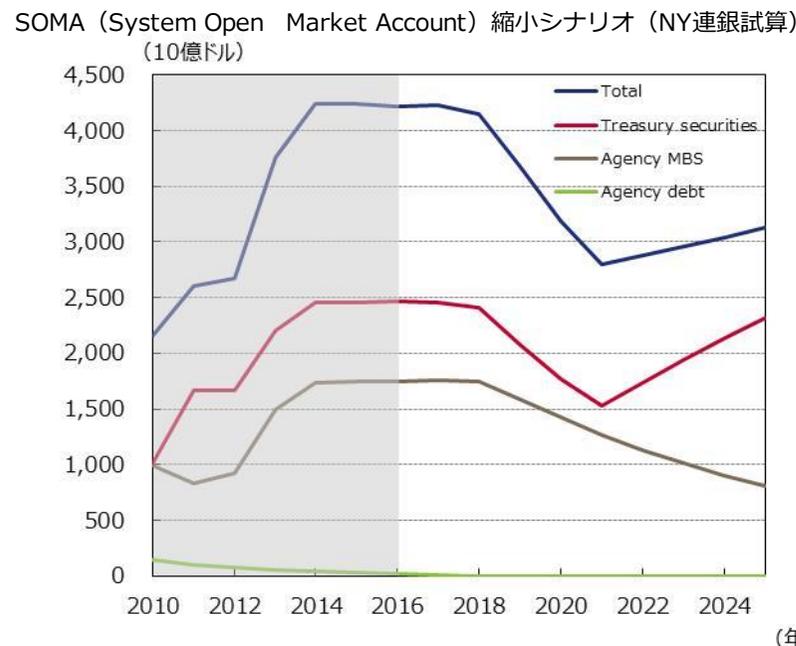
主要国・地域の政策金利 前月のまとめ
株式市場 REIT市場 世界の金利マップ
債券市場 外国為替市場 商品市場 その他

▶ Chapter 1
トピックス

6月FOMCでの追加利上げが見込まれる



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：2017年5月26日時点



期間：2010年～2025年（2016年までは実績）（年次）
出所：NY連銀公表データを基にアセットマネジメントOneが作成

- 5月2～3日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事要旨では、第1四半期の成長減速は「一時的」との見解が示されたほか、3月のコア個人消費支出（PCE）物価指数の伸び率鈍化には「特異な要因が影響している」旨が指摘されました。そのうえで、「ほとんどの参加者が今後得られる経済指標が想定通りであれば、間もなく追加の緩和縮小に動くことが適切と判断した」旨が述べられています。またバランスシート縮小に関する議論も行われたことが明らかになりました。
- NY連銀によるバランスシートの縮小試算（ベースライン・シナリオ）によれば、SOMA（System Open Market Account：システム公開市場勘定）のポートフォリオは、2021年の第4四半期末までに約2.8兆ドルまで縮小し、正常化されると試算しています。

トランプ政権とロシアの関係を通る疑惑が強まる

トランプ政権を通る「ロシアゲート」疑惑

大統領選への介入

- ・大統領選で民主党やクリントン陣営などへのロシアによるサイバー攻撃をトランプ陣営が支援？

ロシアへの便宜供与

- ・フリン前大統領補佐官がロシアから金銭を受け取り、便宜を図った？
- ・娘婿のクシュナー上級顧問も捜査対象？

司法妨害

- ・トランプ大統領がコミー前連邦捜査局（FBI）長官に捜査終結要請や、同氏の解任により、捜査を妨害？
- ・トランプ大統領がコーツ国家情報長官やロジャーズ国家安全保障局局長に疑惑を否定するよう要請？

偽証

- ・フリン前大統領補佐官がFBIの事情聴取で虚偽の陳述？
- ・セッションズ司法長官が議会の公聴会で虚偽の陳述？

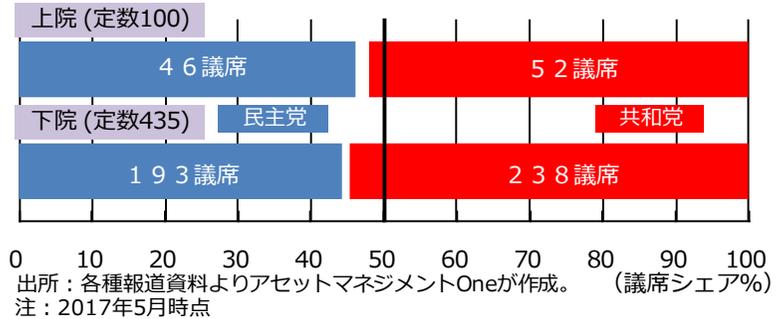
出所：各種報道資料を基にアセットマネジメントOneが作成。

米国大統領の弾劾手続き

- ① 特別検察官の助言などにより、下院が弾劾を発議
- ② 下院司法委員会を中心とする調査を経て、委員会での過半数同意により弾劾案を決議
- ③ 下院本会議で協議後、過半数の賛成により弾劾案を上院へ送付
- ④ 上院で審理開始、公聴会を開催（弾劾裁判）
- ⑤ 上院本会議の出席議員3分の2の同意により、有罪判決（弾劾）
- ⑥ 大統領罷免後、副大統領が大統領に就任

出所：米国大使館や各種報道資料を基にアセットマネジメントOneが作成。

米国議会の議席配分



- トランプ大統領は5月9日、コミーFBI長官を突然解任しました。解任を受けて、大統領選におけるトランプ陣営とロシアの関係（「ロシアゲート」）に改めて疑惑が強まりました。市場でも一時警戒感が強まる中、米司法省はモラー元FBI長官を特別検察官に任命しました。
- 今回の件でトランプ大統領が弾劾される可能性も一部で指摘されています。弾劾には下院で過半数、上院で出席議員の3分の2以上の同意が必要です。上下両院で共和党が議席の過半数を占める中、共和党議員がトランプ大統領への支持を大きく翻さない限り、弾劾に至る可能性は低いとの見方も根強くあります。

トピックス – ようやく動き始めた米国金融制度改革の現状と注目点

金融制度改革実現に向けた調整にはかなりの時間を要すると思われる

金融制度改革に関する関係者・当局のスタンス（概観図）

ホーニグ FDIC 副総裁…レバレッジ比率 10%を主張
ミネアポリス連銀カシュカリ総裁…自己資本比率 20%を主張

FRB のスタンス

・ダドリーNY 連銀総裁…SIFI 閾値の引き上げは可能。ボルカー・ルール変更は検討の価値あり。
・フィッシャーFRB 副議長…ドッド=フランク (DF) 法改正に慎重。

トランプ政権のスタンス（はっきりしない）

トランプ大統領・コーン国家経済会議委員長

- ドッド = フランク 法 改正
- 21 世紀版グラス=スティーガル法を検討
- ボルカー・ルール見直し

ムニューシン財務長官

- ボルカー・ルールを支持

財務長官の報告書 （～6 月上旬）

- ウォーレン（民）、「21 世紀グラス=スティーガル法」を提出（2013 年）。マケイン（共）が支持。
- 2017/4/6 ウォーレン上院議員が再提出

議会のスタンス

下院：共和党 238vs 民主党 193

下院金融サービス委員会ヘンサーリング委員長

- 「金融選択法」を提出（2017/4/19）
- ボルカー・ルール廃止、CFPB 改革（議会監視強化）
- レバレッジ比率 10%以上なら DF 法一部対象外など
- （共和党はグラス=スティーガル法復活支持）

上院：共和党 52vs 民主党など 48

上院銀行委員会クラボ委員長

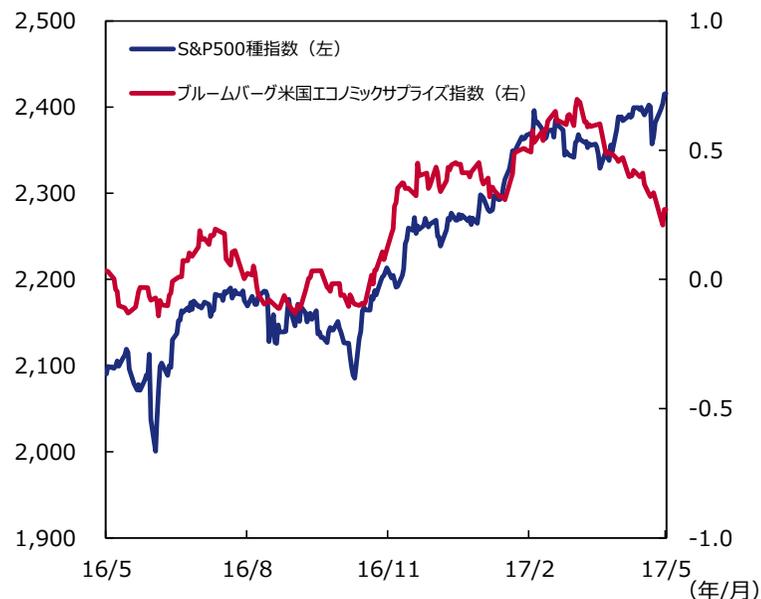
- 超党派の合意形成を目指し、時間をかけて慎重に法案審議を進める意向

（注）FDIC：米連邦預金保険公社、SIFI：システム上重要な金融機関、CFPB：消費者金融保護局

- 4月19日、ヘンサーリング下院金融サービス委員長がドッド=フランク法の修正を内容とする金融選択法を公表しました。大きくて潰せない銀行に対する公的救済の終結や、資本基盤が強固な銀行・地域金融機関の過剰規制からの解放などを掲げています。
- ただし、金融制度改革に関する見解は百家争鳴状態で、調整にはかなりの時間を要すると思われます。法案が成立するためには民主党議員の協力が不可欠であるため、上院銀行委員会のクラボ委員長は時間をかけ慎重に審議を進める意向です。6月上旬までには財務長官の報告書が大統領に提出され、トランプ政権の考え方が明確になってくる見通しです。

米景気の鈍化懸念がくすぶる一方で、米企業業績は改善

S&P500種指数と米国エコノミックサプライズ指数



期間：2016年5月26日～2017年5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

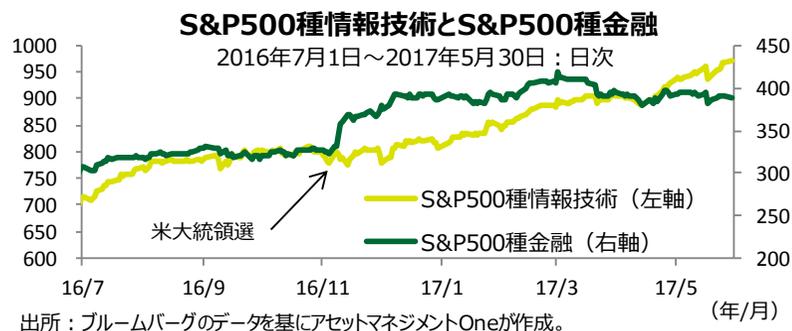
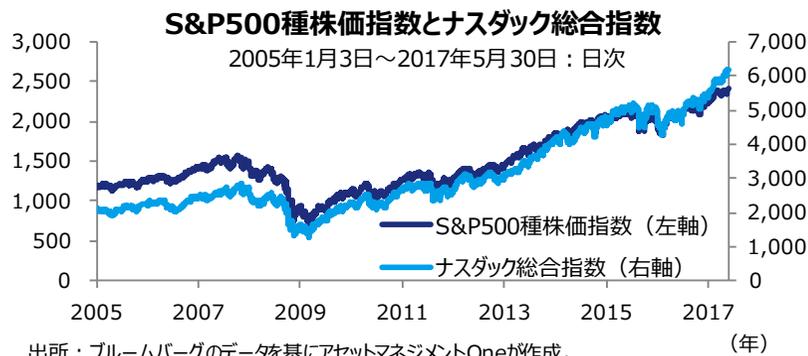
S&P500種指数と同予想EPS



期間：2005年1月5日～2017年5月24日（週次）
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

- 住宅関連など5月に発表された米経済指標の一部には予想を下回るものが散見され、米景気の先行き鈍化懸念がくすぶっています。米国エコノミックサプライズ指数とS&P500種指数との間には、足元で乖離がみられており、今後この乖離が修正されるかどうか注目されます。
- 一方で足元の米企業決算はおおむね良好で、S&P500種指数は過去最高値を更新するなど堅調に推移しています。長期で見れば、株価指数はおおむね企業業績見通しに沿った動きとなっており、今後も米企業業績の改善期待などが米国株式市場にとってのサポート要因となると考えられます。

米国株式市場はトランプ相場から金融相場に回帰？



- 5月の米国株式市場ではS&P500種株価指数とナスダック総合指数が過去最高値を更新しました。セクター別にみると、直近は情報技術（テクノロジー）株が堅調に上昇する一方で、米大統領選後に一時大きく上昇した金融株は横ばい推移にとどまっています。トランプ政権の政策に伴う景気回復やインフレ上昇期待を背景とした「トランプ相場」が一部後退していることがうかがえます。
- こうした動きの背景として、米国株式市場が緩和的な金融環境にサポートされた「金融相場」に回帰しつつあるとみられることが挙げられます。米国長期金利は上昇が一服しました。また、金融ストレス指数は歴史的な低水準にあります。これまでの利上げにもかかわらず、米国の金融環境が大幅に緩和していることがうかがえます。

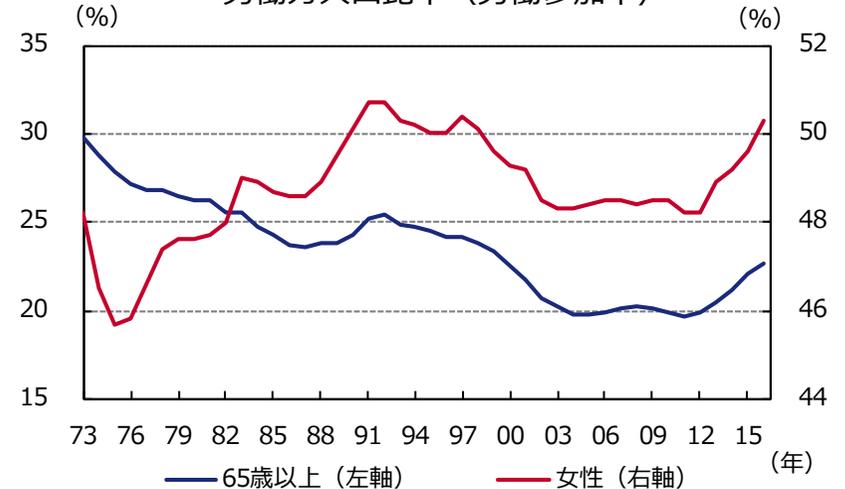
人手不足を緩和する労働参加率の上昇も2025年頃には限界に

働き方改革 実行計画

	平成29年3月28日
	働き方改革実現会議決定
1	同一労働同一賃金など非正規雇用の処遇改善
2	賃金引上げと労働生産性向上
3	罰則付き時間外労働の上限規制の導入など長時間労働の是正
4	柔軟な働き方がしやすい環境整備
5	女性・若者の人材育成など活躍しやすい環境整備
6	病気の治療と仕事の両立
7	子育て・介護等と仕事の両立、障害者の就労
8	雇用吸収力、付加価値の高い産業への転職・再就職支援
9	誰にでもチャンスのある教育環境の整備
10	高齢者の就業促進
11	外国人材の受入れ

出所：首相官邸の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

労働力人口比率（労働参加率）



期間：1973年～2016年（年次）

出所：総務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

注：2011年の値は、東日本大震災の影響を受けたことにより、補完的に推計した値。
労働力人口比率は、15歳以上の人口に占める労働力人口の割合。
労働力人口は就業者と完全失業者を合わせたもので、働く意志を表明している人。

- 政府は2016年9月に働き方改革実現会議を創設し、2017年3月には実行計画を策定しました。踏み込み不足の感は否めないものの、人口減少社会に対応するための「働き方の多様化」と「生産性向上」に向けた重要な第一歩を踏み出しました。
- 人手不足に対して、当面は女性や高齢者の労働参加による対応余地は残されているとみられますが、団塊の世代が75歳以上になる2025年頃には、それも限界に近づく可能性が高いと考えられます。労働集約的な産業では、それまでの間に人材育成や省力化投資等で生産性を高めることや、過剰供給を削減する（不採算事業の廃止や営業時間の短縮）などの対応が求められています。一方で、そうした取組みによって、賃金上昇と物価上昇の好循環に向けた環境整備が期待されます。

▶ Chapter 2
経済動向

国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 緩やかに拡大	緩やかに利上げ	オバマケア代替法案を先行させることによる税制改革に係る議会審議の遅れから、税制改革効果が顕在化し始める時期は2018年1-3月期に後ずれすると思われます。また、景気が緩やかに拡大する中、米連邦準備理事会（FRB）は緩やかなペースで利上げを進め、年内にはバランス・シート縮小を決定すると想定します。	▶ 政治的混乱に伴う景気拡大策を巡る議会審議の遅れ
 日本	 緩やかに拡大	当面は現状維持	金融緩和と財政出動のポリシーミックスのもと、1%程度の安定的な成長を見込みます。ただし、「米国第一主義」を掲げるトランプ大統領の保護主義的な通商政策の強まりは企業マインドを慎重化させる可能性があり、下振れリスクに注意が必要です。	▶ トランプ大統領の米国に利する政策
 ユーロ圏	 緩やかに拡大	当面は現状維持	今後も英国の総選挙やフランスの国民議会選挙など、重要な政治イベントが行われますが、フランスの大統領には親欧州連合のマクロン氏が就任し、政治的なリスクは低下しつつあるとみられます。雇用環境も改善傾向にあることから、ユーロ圏経済は個人消費を中心に安定的な成長が続くとみられます。	▶ イタリアなどの政治動向
 中国	 緩やかな減速	緩和姿勢後退	不動産規制の強化や当局の金融リスク抑制姿勢を背景に、徐々に景気下押し圧力が増すと考えられます。ただし、共産党大会の開催を秋に控え、大幅な成長減速は容認されないとみられることから、当局は財政政策の活用による景気の下支えを実施すると想定します。	▶ 不動産市場の調整

経済の概況 – 主要国・地域の成長率見通し

(前年比、%)

(年)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (予測値)	2018 (予測値)
全世界計	4.2	3.5	3.4	3.5	3.4	3.1	3.5 (↑ 0.1)	3.6 (→ 0.0)
先進国	1.7	1.2	1.3	2.0	2.1	1.7	2.0 (↑ 0.1)	2.0 (→ 0.0)
米国	1.6	2.2	1.7	2.4	2.6	1.6	2.3 (→ 0.0)	2.5 (→ 0.0)
日本	▲ 0.1	1.5	2.0	0.3	1.2	1.0	1.2 (↑ 0.4)	0.6 (↑ 0.1)
ユーロ圏	1.5	▲ 0.9	▲ 0.3	1.2	2.0	1.7	1.7 (↑ 0.1)	1.6 (→ 0.0)
オーストラリア	2.7	3.6	2.1	2.8	2.4	2.5	3.1 (—)	3.0 (—)
新興国	6.3	5.4	5.1	4.7	4.2	4.1	4.5 (→ 0.0)	4.8 (→ 0.0)
中国	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.6 (↑ 0.1)	6.2 (↑ 0.2)
インド	6.6	5.5	6.5	7.2	7.9	6.8	7.2 (→ 0.0)	7.7 (→ 0.0)
ブラジル	4.0	1.9	3.0	0.5	▲ 3.8	▲ 3.6	0.2 (→ 0.0)	1.7 (↑ 0.2)
ロシア	4.0	3.5	1.3	0.7	▲ 2.8	▲ 0.2	1.4 (↑ 0.3)	1.4 (↑ 0.2)
ASEAN5 [※]	4.7	6.2	5.1	4.6	4.8	4.9	5.0 (↑ 0.1)	5.2 (→ 0.0)

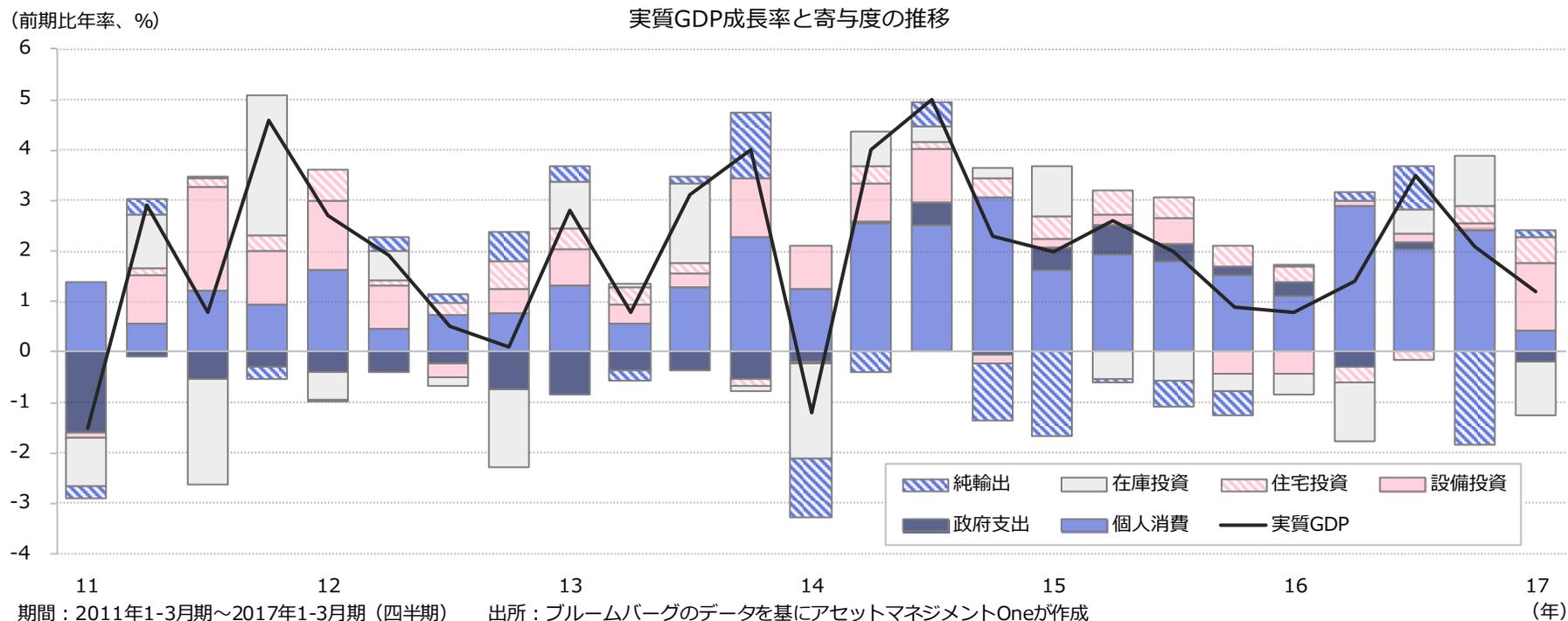
出所:IMF「World Economic Outlook Update, 2017.1」、「World Economic Outlook Database, 2017.4」、データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※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前回時点の見通しが6か月前のものであることから、変化幅は未表示

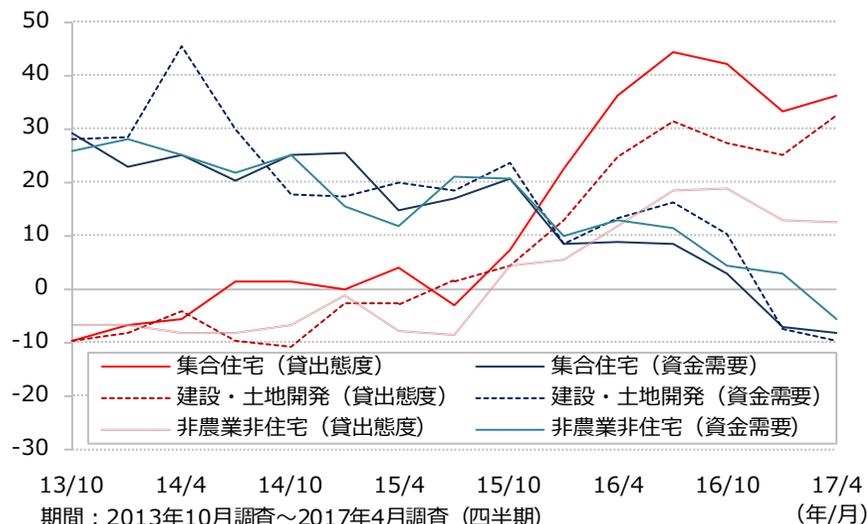
米国景気は今後順調に拡大すると思われる



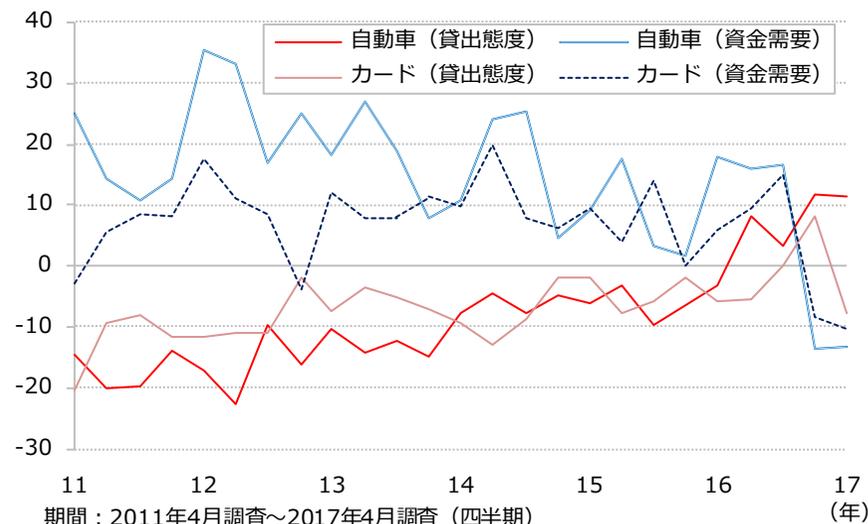
- 2017年1-3月期の米実質GDP成長率改定値は前期比年率+1.2%となり、速報値の同+0.7%から上方修正されました。項目別では、個人消費（同+0.3%→同+0.6%）や、設備投資（同+10.4%→同+11.9%）などが上方修正されました。一方で、在庫投資の寄与度は速報値の同▲0.93%ポイントから同▲1.07%ポイントに下方修正されました。
- 雇用に加え、株価や住宅価格の上昇など個人消費を取り巻く環境は良好とみられるほか、2018年以降はトランプ政権による減税などの効果も見込まれます。こうしたことから、米国景気は今後順調に拡大すると思われます。

商業用不動産や自動車向けローンの貸出態度厳格化が継続する見通し

商業用不動産ローン貸出態度判断DIと資金需要判断DIの推移

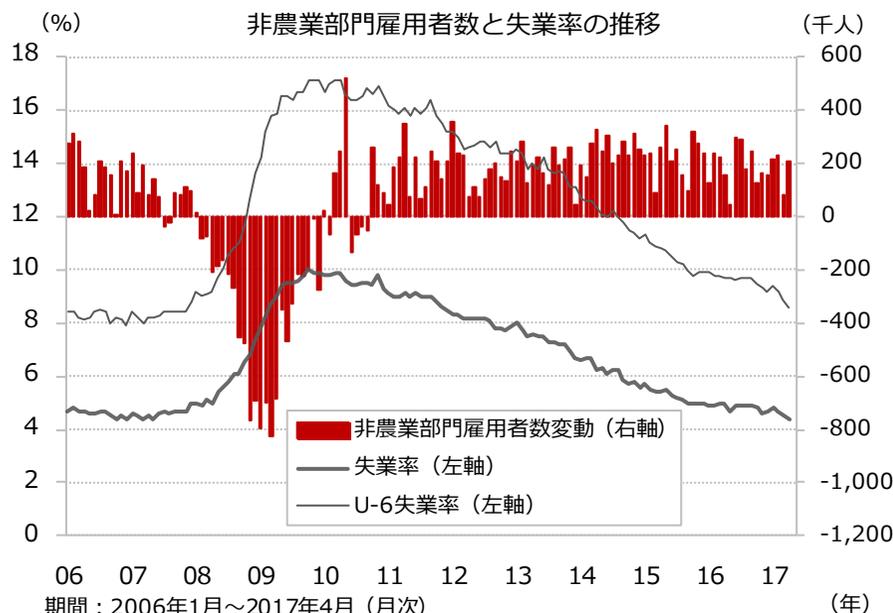


自動車、クレジットカードローン貸出態度判断DIと資金需要判断DIの推移



- 銀行の上級貸出担当者を対象とする米連邦準備理事会（FRB）のシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイによれば、今年1-3月期の貸出態度はクレジットカード向けが緩和となった一方、商業用不動産と自動車向けは厳格な状況が継続しました。
- 2015年以降、商業用不動産ローンの貸出態度厳格化が進んでいます。大半の上級貸出担当者は厳格化の理由として、①商業用不動産価格や空室率などの見通しがより不透明になっていること、②リスク許容度が低下したことを挙げています。今年2月実施の同サーベイでは、多くの銀行が「2017年を通して商業用不動産向けに厳格な貸出姿勢を継続する見通し」と回答しています。
- 自動車ローンに関しては、①ペントアップ（繰越）需要の一巡や、②リース期間満了に伴う中古車市場の需給悪化による新車販売のピークアウトを背景として、厳格な貸出態度が継続すると思われます。

労働市場のたるみ解消をにらみながら、年内2回の追加利上げを想定

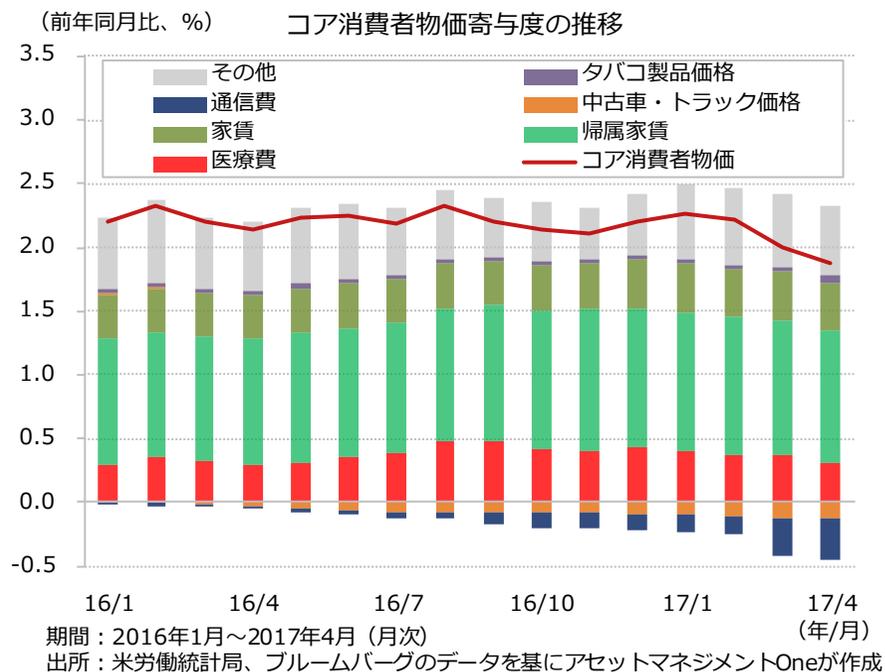
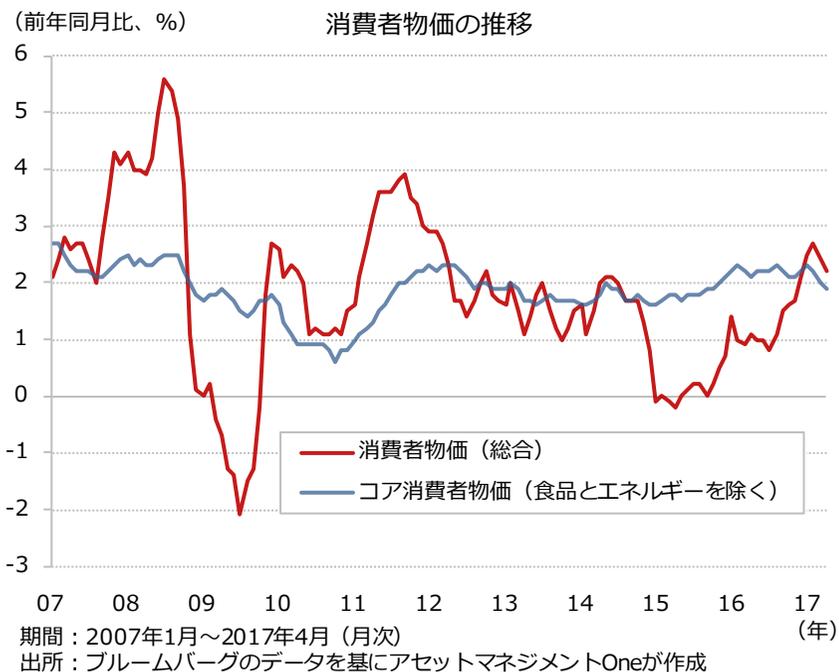


期間：2006年1月～2017年4月（月次）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) U-6失業率：経済的理由によるパートタイマーなどを含んだ失業率

期間：2008年1月～2017年4月（月次、雇用コスト指数は四半期）
 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

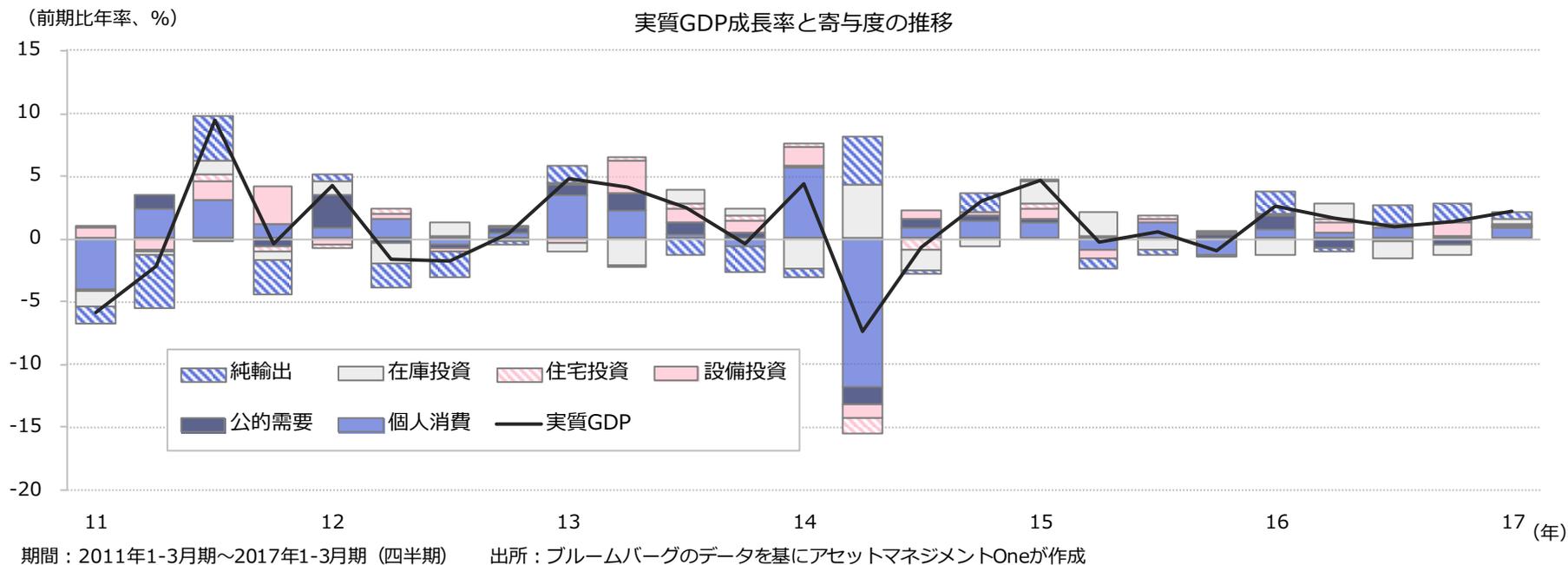
- 4月の非農業部門雇用者数は前月比+21.1万人となりました。3月は同+7.9万人にとどまったものの、4月までの3カ月平均では+17.4万人と堅調です。就業者数が増加する中、失業率は改善し、正規雇用を望みながらも経済的な理由からパートタイムで働いている人などを含めたU-6失業率も4月は一段と低下しました。
- 一方、時間給上昇率は前年同月比+2.55%と、3月の同+2.59%から小幅に減速しました。しかしながら、3カ月平均3カ月前比年率でみると、時間給上昇率は足元で加速しているほか、より包括的な賃金指標である雇用コスト指数も2016年初めから上昇基調にあります。労働市場のたるみ解消に伴い、賃金の上昇基調は継続するとみられ、弊社では年内2回の追加利上げを想定します。

当面低水準で推移する見通しも、2018年前半には+2.5%程度に高まると想定



- 4月の消費者物価上昇率は総合が前年同月比+2.2%（3月:同+2.4%）、食品とエネルギーを除くコア・ベースが同+1.9%（3月:同+2.0%）となり、3月から減速しました。
- コア・ベースの前年同月比が+2.0%を下回ったのは2015年10月以来です。通信大手による値下げの影響が大きかったほか、医療費の減速（3月:同+3.5%→4月:同+3.0%）や中古車・トラック価格の大幅前年割れが全体の伸びを抑制しました。通信費、中古車・トラック価格の下落から、当面は低水準で推移するものとみられますが、両要因の一巡に加え、労働市場のタイト化や国内景気改善を背景に、2018年前半には同+2.5%程度に高まると想定しています。

景気の緩やかな拡大が継続する見込みも、海外情勢に伴う下振れには注意が必要



- 2017年1-3月期の実質GDP成長率（1次速報値）は前期比年率+2.2%と2016年10-12月期の同+1.4%から加速し、5四半期連続の増加となりました。内需が3四半期ぶりに増加したほか、外需（純輸出）が引き続きプラスに寄与しました。内需の内訳をみると、耐久財や携帯電話、衣料関連、サービス消費の伸びが寄与した個人消費が同+1.4%と10-12月期の同+0.2%から加速したほか、設備投資が2四半期連続で増加しました。一方、公共投資はわずかに減少しました。
- 今後については、良好な雇用環境の継続や、2016年度補正予算の執行が本格化することなどから、景気の緩やかな拡大基調が持続する見込みです。ただし、①米中景気に減速懸念が浮上しており、これまで生産活動の増加基調を支えてきた輸出に下振れリスクがある点、②米トランプ政権による政策の実効性など海外情勢に不透明要素がくすぶっている点——に注意が必要です。

日銀は緩和的な金融政策を当面維持する見通し

日銀政策委員の大勢見通し

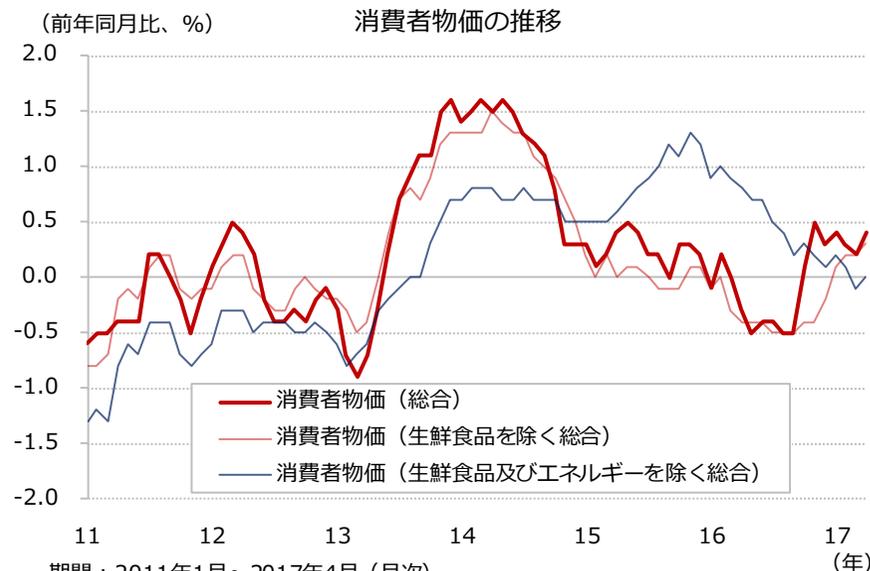
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2016年度	+1.4~+1.4 <+1.4>	-0.3
1月時点の見通し	+1.2~+1.5 <+1.4>	-0.2~-0.1 <-0.2>
2017年度	+1.4~+1.6 <+1.6>	+0.6~+1.6 <+1.4>
1月時点の見通し	+1.3~+1.6 <+1.5>	+0.8~+1.6 <+1.5>
2018年度	+1.1~+1.3 <+1.3>	+0.8~+1.9 <+1.7>
1月時点の見通し	+1.0~+1.2 <+1.1>	+0.9~+1.9 <+1.7>
2019年度	+0.6~+0.7 <+0.7>	+0.9~+2.0 <+1.9>

出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

(注) データは対前年度比、%。<>内は政策委員見通しの中央値。

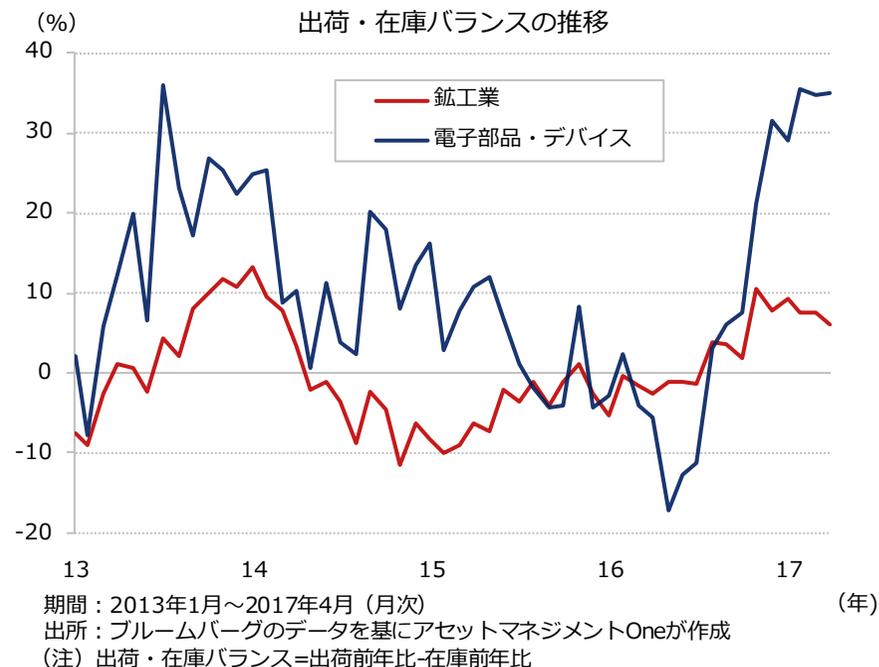
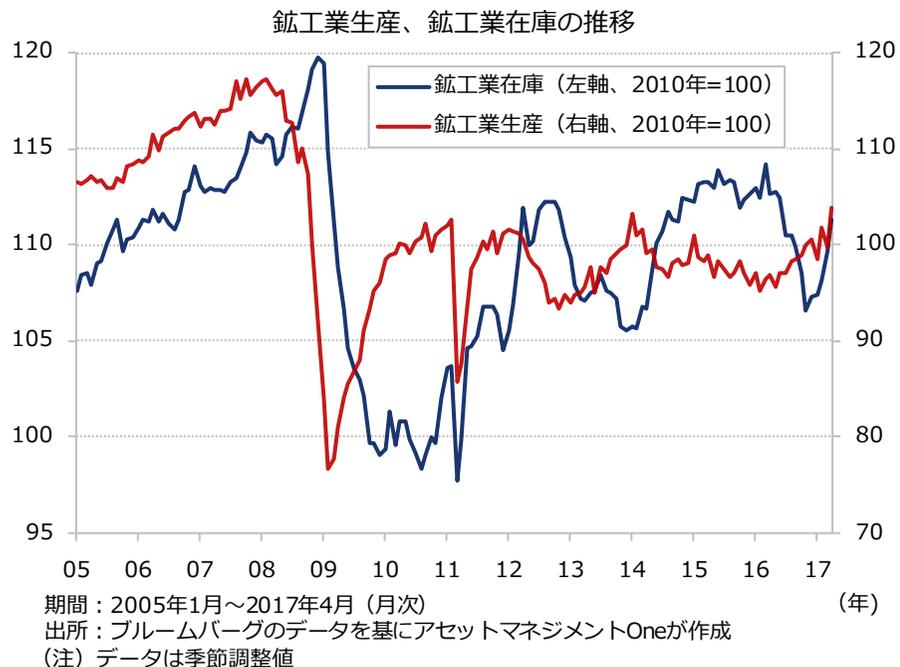
「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除き、幅で示したもの

2019年度の物価は消費税率引き上げの影響を除くベース



- 日銀は4月26-27日の金融政策決定会合で、金融政策の現状維持を決定しました。経済・物価情勢の展望では、景気判断を「緩やかな拡大に転じつつある」と上方修正した一方で、消費者物価（生鮮食品を除く総合）に関しては、足元の弱めの数字を反映し、2017年度の見通しを下方修正しました。2%の「物価安定目標」達成時期に関しては2018年度頃との見通しを維持しました。
- 足元の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は上昇基調にあり、エネルギー価格の下押し圧力はく落から今後もプラス圏で推移するとみられます。しかし、エネルギーを除いた消費者物価の伸びは鈍く、家計の節約志向が強い中、物価の上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想されます。こうしたことから、日銀は現行の金融政策を当面維持すると思われます。

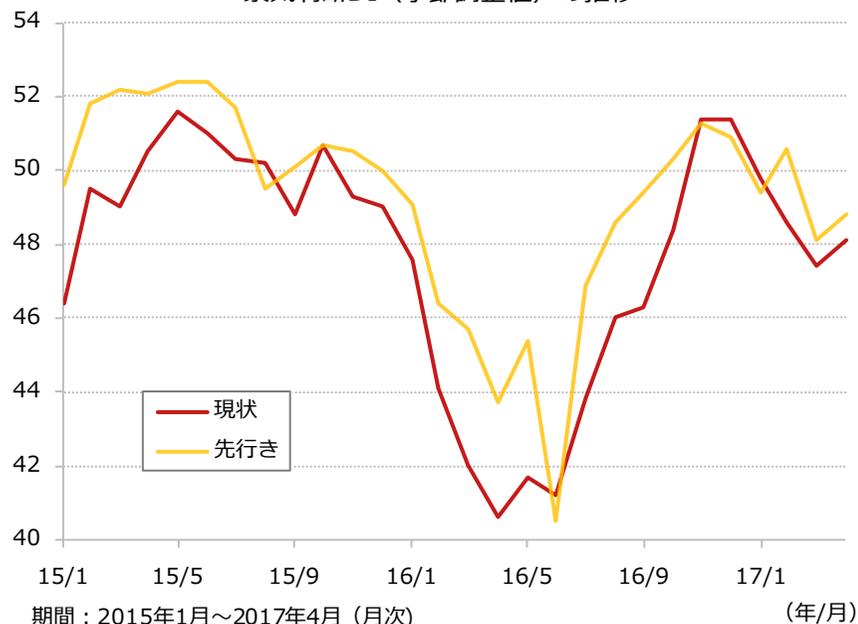
足元の生産活動は堅調も、先行きには注意が必要



- 4月の鋳工業生産は前月比+4.0%と2ヵ月ぶりに増加し、季節調整済指数は103.8を記録しました。これは2008年10月の107.4以来の水準です。4月は主要業種の生産指数が軒並み上昇しており、特に「輸送機械工業」「はん用・生産用・業務用機械工業」「電子部品・デバイス工業」の3業種が上昇に大きく寄与しました。
- 出荷・在庫バランスをみると、電子部品・デバイスが寄与する形で鋳工業の出荷・在庫バランスも好調を維持してきました。背景としては2016年下期以降の電子部品・デバイス製品の輸出拡大が考えられます。ただし、足元では在庫が5ヵ月連続で前月比増加しているほか、輸出を支えてきた米中景気に減速懸念が浮上しており、生産活動の先行きには注意が必要です。

先行きの受注は良好も、原材料価格の高騰には懸念が示される

景気判断DI（季節調整値）の推移



期間：2015年1月～2017年4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

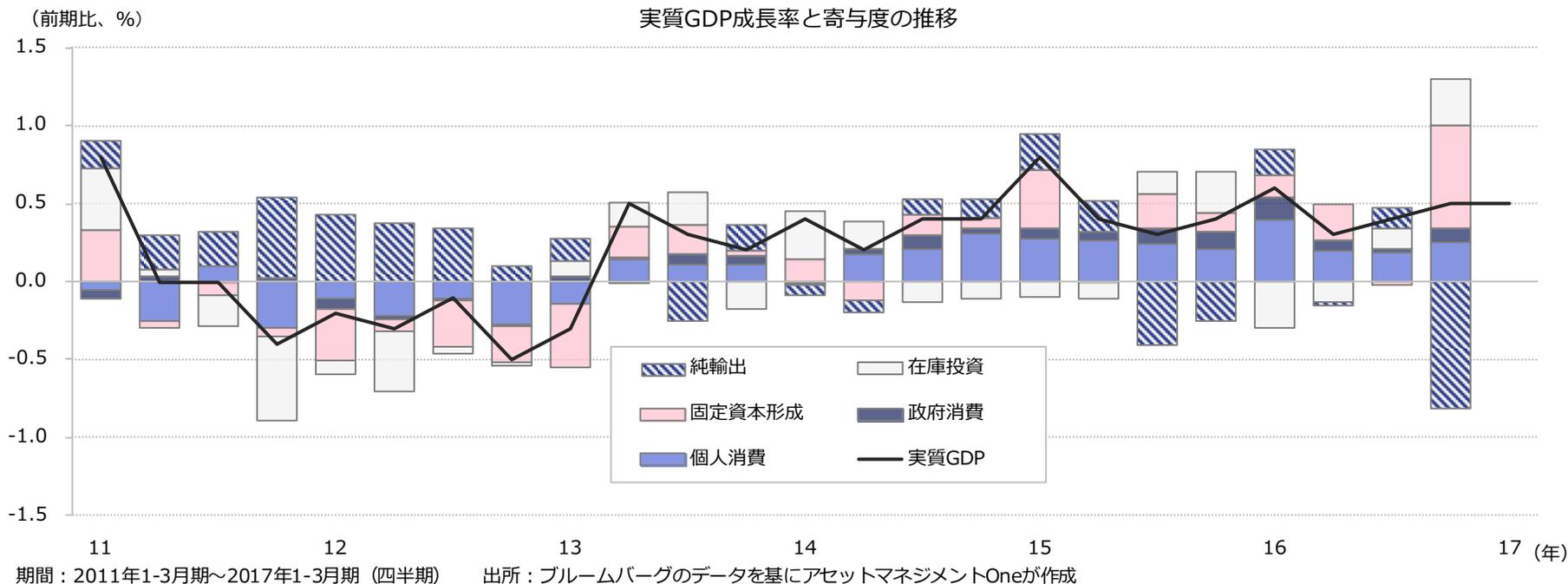
企業物価に基づく交易条件の推移



期間：2013年1月～2017年4月（月次）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
(注) 交易条件=最終財価格指数-素原材料価格指数

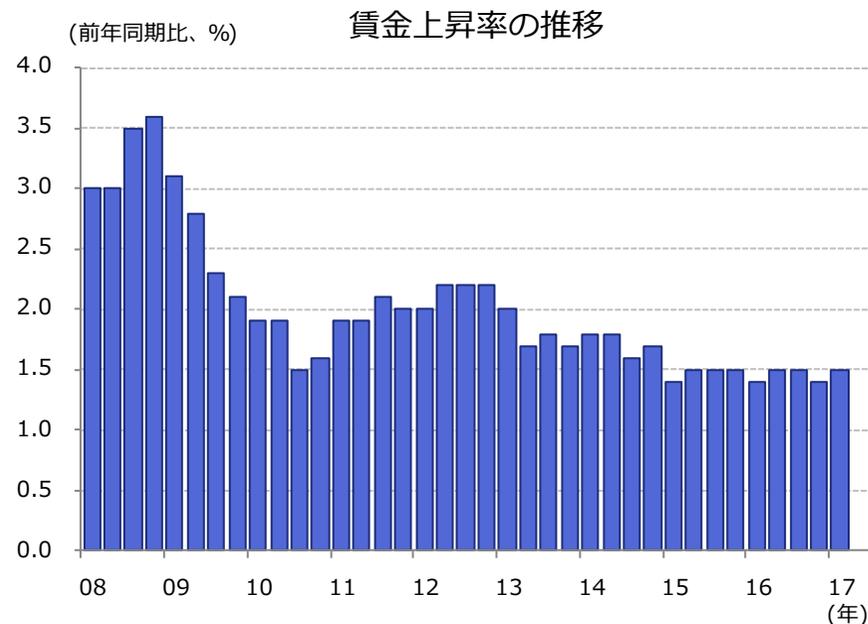
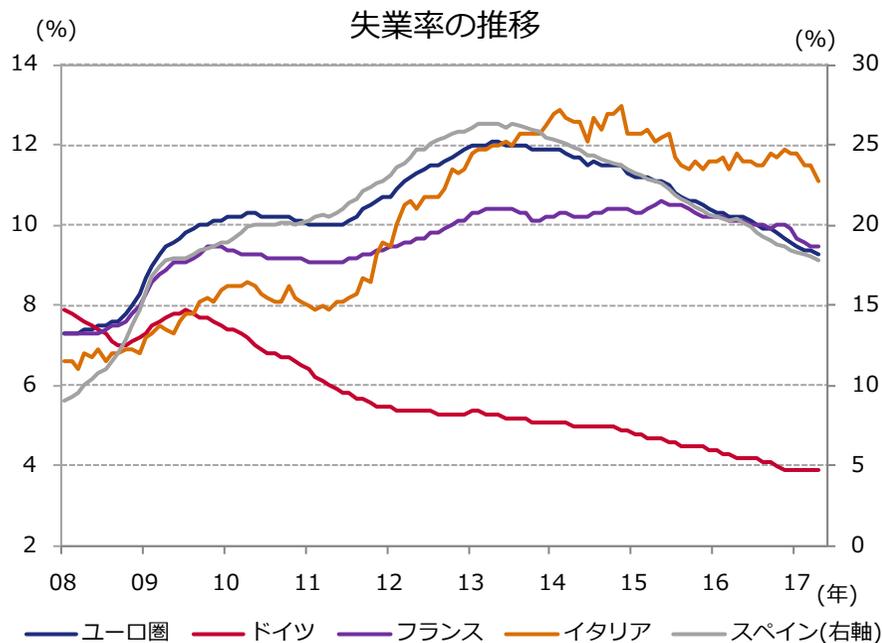
- 4月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが前月差0.7ポイント上昇の48.1、先行き判断DIが前月差0.7ポイント上昇の48.8となりました。現状判断DIは5カ月ぶりに上昇したものの、景気の良し悪しの分かれ目とされる50の水準を下回っています。
- 調査結果では、引き続き受注や設備投資などに対する明るい見方がある一方で、人手不足や原材料価格の高騰による悪影響を懸念するコメントもみられました。企業物価による交易条件は4月に小幅改善を示しているものの、家計の低価格志向が根強い中、原材料価格を最終財価格に完全に転嫁することは難しいとみられ、企業は難しい舵取りを迫られています。

当面は安定的な成長が続くと見込まれる



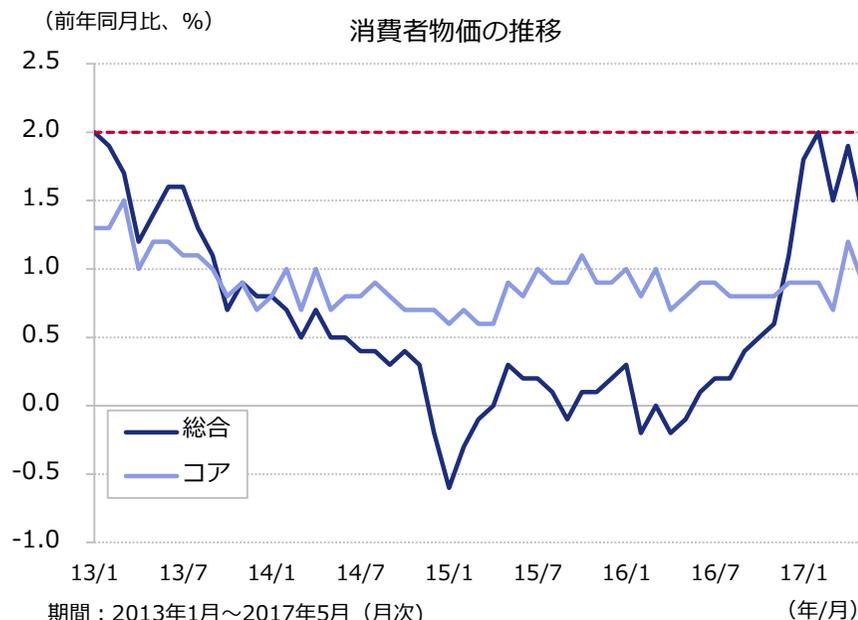
- 2017年1-3月期実質GDP成長率は前期比+0.5%と、前期と同程度の伸びになりました。国別では、スペイン（同+0.8%）やドイツ（同+0.6%）などが堅調だった一方、構造改革の遅れているフランス（同+0.3%）やイタリア（同+0.2%）はやや緩やかな伸びとなりました。
- フランス大統領には親欧州連合のマクロン氏が就任し、総選挙を控えるドイツでも、複数の地方選挙でメルケル首相が率いるキリスト教民主同盟（CDU）が勝利するなど、政治的なリスクは低下しつつあるとみられます。このほか、失業率が低下するなど、雇用環境は改善傾向にあることから、当面のユーロ圏経済は個人消費を中心に安定的な成長が続くと見込まれます。

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5月をピークに低下基調にあり、4月は9.3%となりました。国別では、いち早く低下傾向を示していたドイツやスペインなどに加えて、足元ではイタリアやフランスなどでも改善がみられるなど、総じて低下基調が続いています。
- 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。こうしたことから、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。

現在の金融政策が当面維持され则认为られる



ECBスタッフによる見通し（2017年3月時点）

	予想時点	16年	17年	18年	19年
消費者物価 (前年比、%)	17年3月	0.2	1.7	1.6	1.7
	16年12月	0.2	1.3	1.5	1.7
消費者物価（コア） (前年比、%)	17年3月	0.9	1.1	1.5	1.8
	16年12月	0.9	1.1	1.4	1.7
原油価格※ (米ドル/バレル)	17年3月	44.0	56.4	56.5	55.9
	16年12月	43.1	49.3	52.6	54.6

出所：ECBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※北海プレントの原油価格を使用

- ユーロ圏消費者物価指数（HICP）は、原油価格上昇などの影響でいったんは前年同月比+2%まで上昇しましたが、足元は同+1%半ばで推移しています。一方、5月のコアインフレ率は前年同月比+0.9%となり、2013年後半以降、同+1%程度の水準にとどまっています。
- 欧州中央銀行（ECB）は2017年4月の理事会で、2016年12月に変更した金融政策の維持を決定しました。依然として弱い基調にあるインフレへのECBの懸念や設備投資における資金需要が盛り上がり欠ける点などを考慮すると、現在の金融政策が当面維持され则认为られます。

中国経済は1-3月期にかけて回復も、今後の景気動向に留意が必要



出所：ブルームバーグ、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
 (注) 李克強指数は発電量、鉄道貨物輸送量、銀行貸出残高の伸びの加重平均
 主要国対中輸出は日本・米国・ユーロ圏の中国・香港向け輸出額の合計



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

- 李首相が遼寧省のトップ在任中に参照していたとされる李克強指数や、主要国の対中輸出は、中国経済が2017年1-3月期にかけて相当程度回復したことを示唆しています。
- 5月の製造業購買担当者景況感指数 (PMI) が景気拡大と縮小の境目とされる50を引き続き上回ったことから、中国経済は足元でも好調さを保っていると考えられます。ただし、同指数の方向性に注目すると頭打ちの動きとなっており、中国当局による金融リスク抑制の動きなどが実体経済に影響しつつある可能性も考えられます。そのため、今後の景気動向に留意する必要があります。

RBAは当面金融政策の現状維持を続けると考えられる

RBA四半期経済見通し

	2017年		2018年		2019年
	4-6月期	10-12月期	4-6月期	10-12月期	4-6月期
GDP成長率 (前年同期比、%)	1.5-2.5	2.5-3.5	2.75-3.75	2.75-3.75	2.75-3.75
失業率 (%)	5.75	5-6	5-6	5-6	5-6
総合インフレ率 (前年同期比、%)	2	1.5-2.5	1.5-2.5	1.5-2.5	2-3
基調インフレ率 (前年同期比、%)	1.75	1.5-2.5	1.5-2.5	1.5-2.5	2-3

出所：RBAの資料を基にアセットマネジメントOneが作成

注：失業率は、期末値

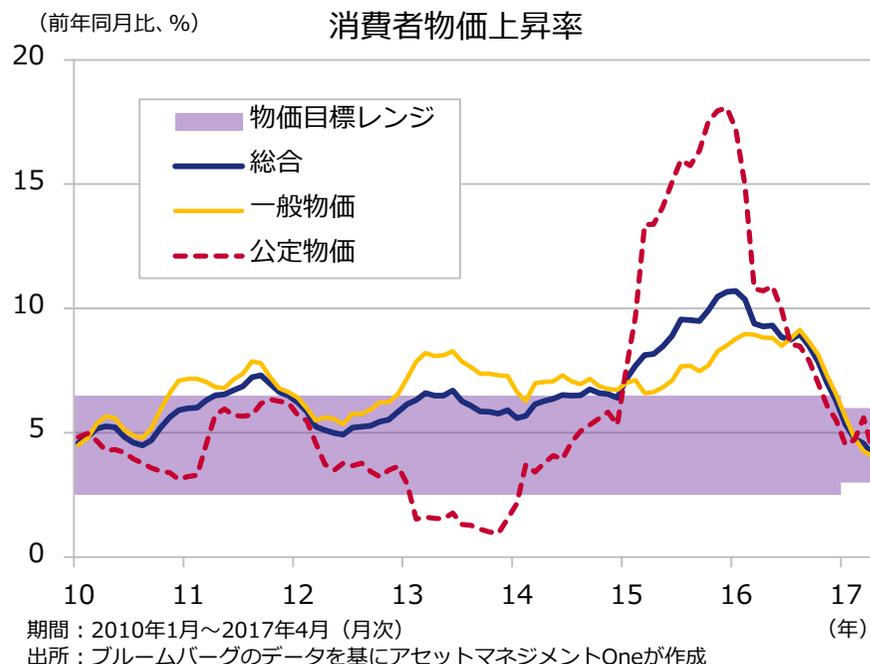
基調インフレ率は、変動の大きな項目を除いたインフレ率

政策金利の推移



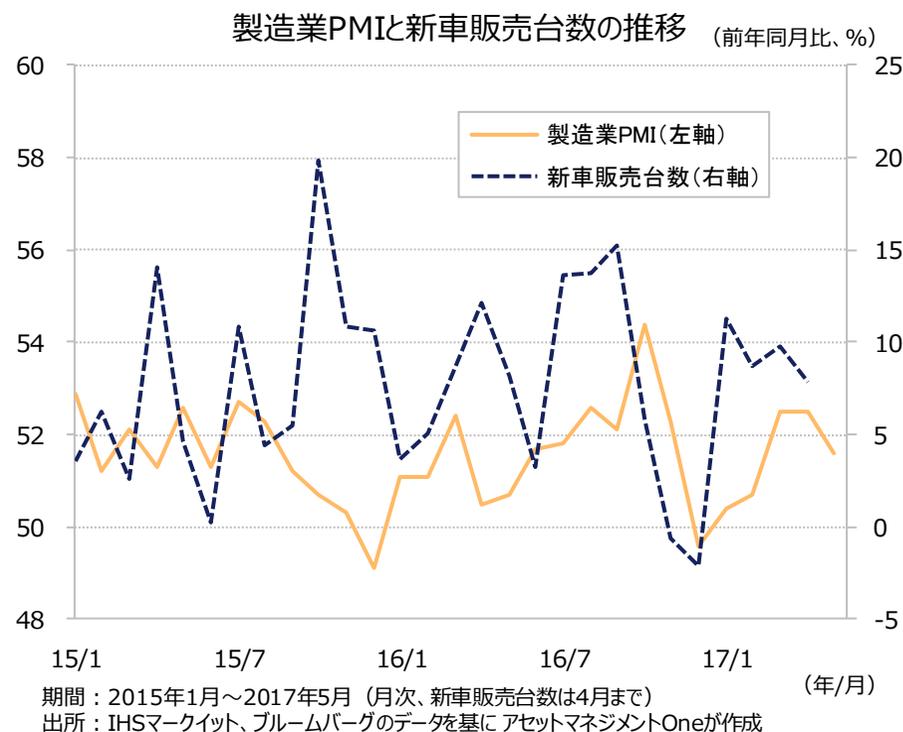
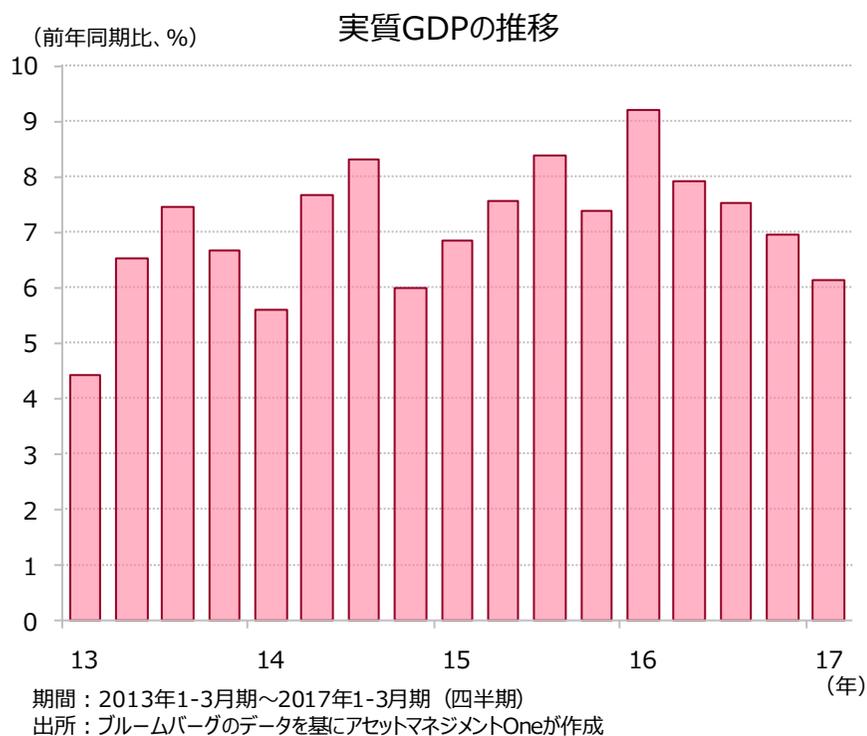
- オーストラリア準備銀行（RBA）は、5月公表の四半期金融政策報告書で最新の経済見通しを明らかにしました。GDP成長率は、資源関連設備投資削減による下押し圧力後退や資源輸出の拡大を背景に2018年にかけて加速し、RBAによればその後潜在成長率を上回る推移が続く見込みです。
- インフレ率については、賃金の低い伸びなどの抑制要因があるものの、2019年にはインフレ目標（2～3%）圏内での推移になるとの予測が示されました。労働市場にひっ迫感がみられないため、RBAは当面現行の金融政策を維持すると思われませんが、2018年以降、経済見通しに対する確信度が高まるにつれ、低水準にある政策金利の引き上げを検討すると考えられます。

インフレ率が安定的に推移するとみられることから、今後も金融緩和を継続する見込み



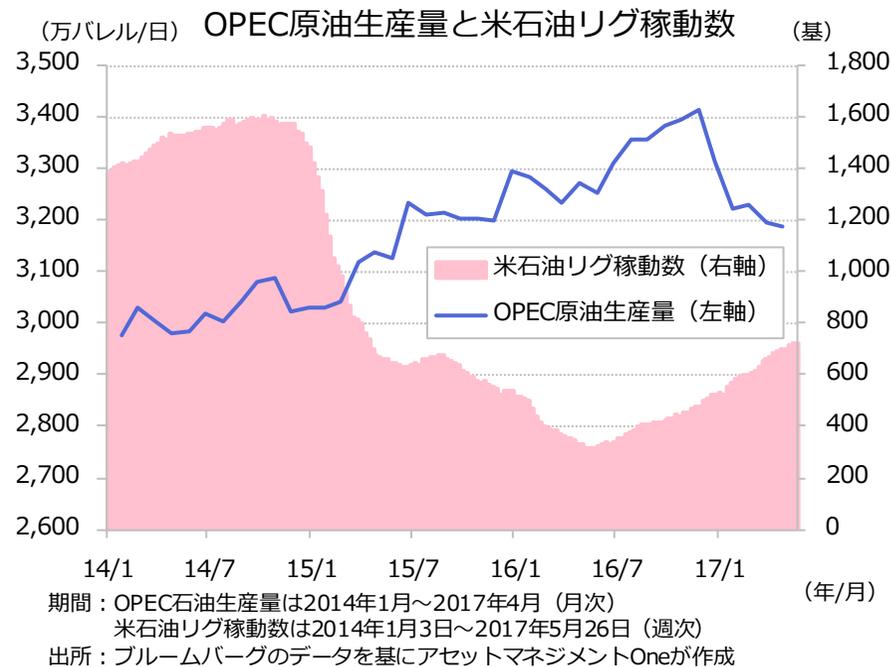
- ブラジル中央銀行（ブラジル中銀）は5月31日の通貨政策委員会（Copom）で政策金利（Selic金利）を11.25%から10.25%へ引き下げることを決定しました。4月のインフレ率は前年同月比+4.08%（3月は同+4.57%）と、2007年7月以来の低い水準となり、利下げ余地が拡大する中、低迷するブラジル経済を回復軌道にのせるために利下げを実施したとみられます。
- 足元のインフレ率がブラジル中銀のインフレ目標中央値である4.5%を下回っており、インフレ率の安定推移を背景に、今後もブラジル中銀は金融緩和姿勢を継続する見込みです。しかし、ブラジルのテメル大統領の汚職隠ぺい疑惑などによる政局混乱が、今後の経済と金融政策に与える影響には注意が必要です。

1-3月期の実質GDP成長率は減速も、インド経済は回復軌道にあると思われる



- 2017年1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比で+6.1%となり、2016年10-12月期の同+7.0%から減速しました。しかし、同期間、新車販売台数が急回復したにもかかわらず、GDP統計上の民間最終消費支出が減速したことなどから、GDPは他の統計との整合性という面で違和感があります。
- 製造業購買担当者景況感指数 (PMI) が改善傾向となっていることも考慮すると、インド経済は高額紙幣廃止 (2016年11月) による混乱を受けた落ち込みを経て回復軌道にあると思われます。

原油価格は上値が重く、もみ合う展開を想定



- 2017年5月、石油輸出国機構（OPEC）は同年1月から実施している原油の協調減産を9ヵ月間延長することで合意しました。この背景には、①米国のシェールオイルの生産量が予想以上に拡大するなど需給面の懸念が残ること、②サウジアラビアの国営石油会社が新規株式公開（IPO）を目指しており、減産を主導した同国が原油価格の安定を企図したとみられることなどが挙げられます。
- 2017年1月から実施されているOPECの減産目標は足元でおおむね順守されているとみられます。一方、原油価格の持ち直しに伴い、米国の石油リグ（掘削装置）稼働数が再び増加傾向にあり、シェールオイルの生産量が拡大していると考えられます。こうしたことなどから、今後の原油価格は上値が重く、もみ合う展開を想定します。

▶ Chapter 3
市場動向

市場動向の概況

✓ 当面の相場想定

NYダウ

トランプ政権の政策実現性や米国の金融政策などをにらみ、神経質な相場展開を予想します。政策の先行き不透明感から、リスク回避的な展開の可能性もありますが、堅調な企業業績見通しなどを背景に中長期的には上昇基調を見込みます。

日経平均

米国の政治情勢を巡る不透明感などが重しとなることなどから、もみ合いで推移すると予想します。ただし、内外経済の回復を背景とした日本企業の業績改善期待などは相場の下支え材料になると想定しています。

米国10年国債利回り

トランプ政権の政策実現性に対する懸念などが金利低下要因とみられます。一方、米国が金融政策の正常化を進める中、米景気が緩やかな回復基調をたどるとみられることから、金利は横ばい圏での推移が見込まれます。

日本10年国債利回り

米長期金利の動向には留意が必要です。一方で日銀は「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が見込まれます。

米ドル/円

米ドルは、地政学リスクへの懸念が残る中、トランプ政権による財政政策への期待から対円ではもみ合いの展開を予想します。当面、米国経済指標の改善基調が確認されれば、米ドル高が再開する可能性もあります。

✓ 相場見通し(今後1ヵ月)

	NYダウ	日経平均	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	20,400~21,600ドル	19,300~20,500円	2.10~2.50%	0.00~0.10%	107~114円

マーケット・オーバービュー

	5月 末値	騰落率(%、債券は変化幅)				
		1か月	3か月	1年	3年	
株式	NYダウ工業株30種平均	21,008	+0.33	+0.94	+18.11	+25.67
	ドイツDAX指数	12,615	+1.42	+6.60	+22.92	+26.87
	日経平均株価	19,650	+2.36	+2.78	+14.02	+34.30
	MSCIエマージング マーケット指数	1,005	+2.80	+7.36	+24.51	▲2.18
REIT	米国REIT(配当込み)	16,369	▲0.13	▲1.27	+5.09	+27.88
	国内REIT	1,748	+0.84	▲3.79	▲7.76	+11.73
	国内REIT(配当込み)	3,271	+1.13	▲3.12	▲4.43	+23.66
	豪州REIT(配当込み)	675	▲1.90	+1.42	+1.53	+51.71
債券利回り	米国(10年)	2.20 %	▲0.08	▲0.19	+0.36	▲0.27
	米国ハイイールド債券	5.93 %	▲0.09	▲0.04	▲1.62	+0.14
	日本(10年)	0.05 %	+0.03	▲0.01	+0.15	▲0.53
	ドイツ(10年)	0.30 %	▲0.01	+0.10	+0.17	▲1.05

	5月 末値	騰落率(%)				
		1か月	3か月	1年	3年	
為替(対ドル)	ユーロ	1.12	+3.18	+6.32	+1.12	▲17.53
	英ポンド	1.29	▲0.47	+4.11	▲10.99	▲23.06
	豪ドル	0.74	▲0.76	▲2.94	+2.72	▲20.18
	ブラジルリアル	3.23	▲1.56	▲3.59	+11.91	▲30.55
	人民元	6.82	+1.00	+0.67	▲3.48	▲8.39
	インドネシアルピア	13,303.00	+0.24	+0.24	+2.58	▲12.24
為替(対円)	米ドル	110.78	▲0.68	▲1.76	+0.05	+8.84
	ユーロ	124.56	+2.50	+4.44	+1.05	▲10.23
	英ポンド	142.79	▲1.13	+2.27	▲10.96	▲16.26
	豪ドル	82.32	▲1.43	▲4.68	+2.79	▲13.11
	ブラジルリアル	34.34	▲2.19	▲5.27	+12.00	▲24.38
	人民元	16.24	+0.30	▲1.12	▲3.47	▲0.29
100インドネシアルピア	0.83	▲0.36	▲1.54	+2.71	▲4.47	

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。5月末値は2017年5月31日時点の値を使用

国内REIT：東証REIT指数、米国REIT：FTSE NAREIT All Equity REITs Index、欧州REIT：FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index、

豪州REIT：S&P Australia REIT Index。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

- 5月の『米国株式市場（NYダウ工業株30種平均）』は上昇しました。
- トランプ政権とロシアの関係を巡る疑惑の強まりを背景に、大幅に下落する場面もありました。しかし、その後は原油価格の持ち直しや、金融政策の正常化に対する警戒感がやや後退したことなどをを受けて上昇基調をたどり、およそ3か月ぶりの水準を回復しました。

NYダウ工業株30種平均



■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 企業業績の改善 米国景気の緩やかな拡大
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> トランプ政権の政策実現性低下 米国金利の上昇懸念

神経質な相場展開を予想

トランプ政権の政策実現性や米国の金融政策などをにらみ、神経質な相場展開を予想します。政策の先行き不透明感から、リスク回避的な展開となる可能性も考えられます。しかし、中長期的には堅調な企業業績見通しなどを背景に上昇基調の継続を見込みます。

■ 1カ月の予想レンジ

NYダウ工業株30種平均：20,400～21,600米ドル

国内株式

■ 前月の相場動向

- 5月の『国内株式市場（日経平均株価）』は上昇しました。
- 米国の政治情勢を巡る不透明感がくすぶりましたが、フランス大統領選決選投票でマクロン氏が勝利し安心感が広がったこと、米国株価が底堅い動きとなったことなどから、上昇しました。

日経平均株価



■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 国内景気の持ち直し 日本企業の業績改善期待 米国経済の底堅いトレンド
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 内外の政治情勢を巡る不透明感 米国の利上げペースに対する警戒感 地政学リスク

もみ合いを予想

米国の政治情勢を巡る不透明感などが重しとなることなどから、もみ合いで推移すると予想します。ただし、内外経済の回復を背景とした日本企業の業績改善期待などは相場の下支え材料になると想定しています。

■ 1カ月の予想レンジ

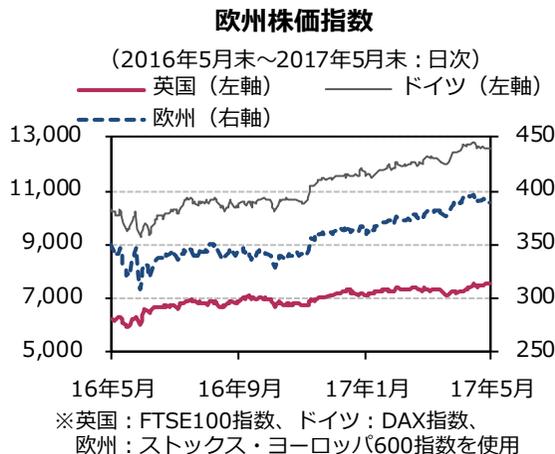
日経平均株価：19,300～20,500円

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

- 5月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は上昇しました。
- 良好な企業決算に加え、フランス大統領選でのマクロン氏勝利などを好感し、月前半は高値を追う展開となりました。ただし、その後は月半ば過ぎの米国株大幅下落、英国やイタリアの政治動向を巡る不透明感などから、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"> 企業業績見通しの改善 欧州景気の回復
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 欧州の政治動向を巡る不透明感 英国景気の先行き懸念

徐々に上値を伸ばす展開を想定

英国における与野党の支持率急接近のほか、イタリアでは総選挙前倒しの観測が浮上するなど、欧州の政治動向を巡る不透明感がくすぶっている点には留意が必要です。しかし、企業業績見通しが改善基調にあることなどから、徐々に上値を伸ばす展開を想定します。

■ 1カ月の予想レンジ

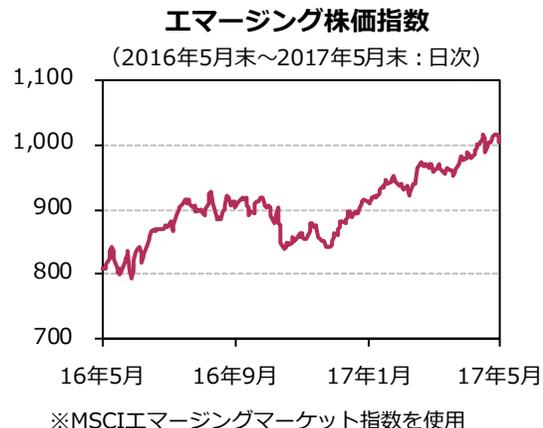
ドイツDAX指数：12,000～13,200

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

- 5月の『エマージング株式市場』は上昇しました。
- ブラジル大統領の汚職疑惑が悪材料となりましたが、フランス大統領選決選投票でマクロン氏が勝利したこと、石油輸出国機構（OPEC）が協調減産の延長で合意したことなどを背景に上昇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"> 新興国経済の成長 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 底堅い商品市況
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 米国の政治情勢を巡る不透明感 米国の利上げペースに対する警戒感 中国の金融市場や景気に対する懸念

緩やかな上昇基調を予想

新興国経済の成長や新興国における構造改革などを通じた成長余地の拡大などを背景に、緩やかな上昇基調で推移すると予想します。ただし、米国の政治情勢を巡る不透明感や米国の利上げペースに対する警戒感には注意が必要です。

米国REIT

■ 前月の相場動向

- 5月の『米国REIT市場』は下落しました。
- 米国金利上昇や大手百貨店の低調な決算などを嫌気し、月半ばにかけておおむね軟調に推移しました。その後は米国の政治的混乱などを背景に金利が低位で推移したことから値を戻す場面もありましたが、月末にかけては再びマイナスに転じました。



※FTSE NAREIT All Equity REITs指数（配当込み）を使用

■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 米国景気の緩やかな拡大 不動産ファンダメンタルズの改善 積極的な事業拡大による収益率の改善
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 米国金利の上昇懸念 トランプ政権の政策実現性低下 不動産需給バランスの悪化

中長期的に上昇基調をたどると想定

米国金利や政策動向を市場が見極めようとする中、短期的には不安定な動きが継続すると予想します。しかし、米国景気の緩やかな拡大見通しや総じて健全な不動産ファンダメンタルズなどを背景に、中長期的には上昇基調をたどると想定します。

J-REIT

■ 前月の相場動向

- 5月の『J-REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は国内株式市場の動きに連れる形で上昇基調をたどりました。中旬から下旬にかけては、国内長期金利の動向などをにらみながら上値の重い展開となり、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"> 良好な不動産ファンダメンタルズ 投資家の利回り追求の動き
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 国内金利動向の不透明感 海外投資家などによる売りが需給悪化につながる懸念

底堅い推移を予想

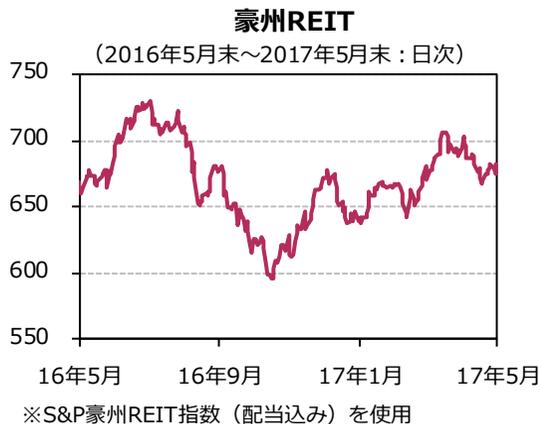
国内金利動向の不透明感がくすぶる中、需給悪化懸念などから上値の重い展開が続くと想定されます。ただし、良好な不動産ファンダメンタルズを背景に平均賃料の上昇基調継続が見込まれることや、魅力的な水準とみられる配当金利回りなどから下値は限定的なものにとどまると考えられ、底堅い推移を予想します。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

豪州REIT

■ 前月の相場動向

- 5月の『豪州REIT市場』は下落しました。
- 鉄鉱石価格の下落などを背景に、おおむね軟調に推移しました。月半ば以降は豪州や米国の金利が低下基調をたどる中、米国REIT市場の動きにけん引される形で下げ幅を縮小する場面もありましたが、こうした動きは限定的なものにとどまりました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> オフィス賃料の安定推移 豪州準備銀行（RBA）の緩和的な金融政策継続への期待
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 米国金利の上昇懸念 鉄鉱石価格動向の先行き懸念

中長期的には緩やかな上昇基調を予想

米国金利動向の不透明感などを背景に、短期的には上値の重い展開を想定します。鉄鉱石など資源価格の動向には引き続き留意が必要です。しかし、景気拡大を背景としたオフィス賃料の安定推移が見込まれることなどから、中長期的には緩やかな上昇基調を予想します。

出所：ブルームバークのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米国債券

■ 前月の相場動向

- 5月の『米国債券市場（10年国債）』は上昇（金利は低下）しました。
- 月上旬は、フランス大統領選の決選投票の結果を受けたリスク選好の動きなどを背景に、金利は上昇しました。しかしその後は、米物価上昇率の鈍化懸念や米国の政治的な不透明感の高まりなどを背景に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"> 米国の金融政策の正常化プロセスが進展すること 米景気が緩やかな拡大基調をたどるとみられること
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> トランプ政権の政策実現性に対する不透明感 欧州の政治動向を巡る不透明感

金利は横ばい圏での推移が見込まれる

米国の政治的な不透明感が強まる中、トランプ政権の政策実現性に対する懸念などは金利低下要因とみられます。一方で、米連邦準備理事会（FRB）が金融政策の正常化プロセスを進める中、米景気が緩やかな拡大基調をたどるとみられることから、金利は横ばい圏での推移が見込まれます。

■ 1カ月の予想レンジ

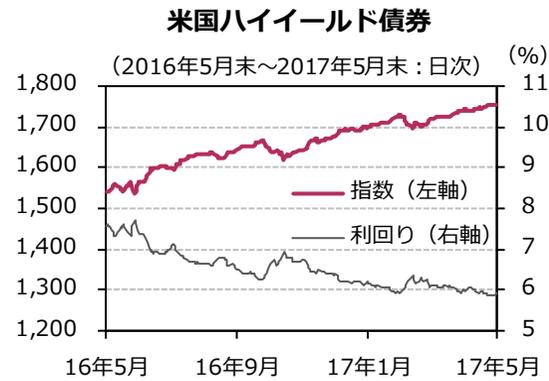
米国10年国債利回り：2.10～2.50%

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

- 5月の『米国ハイイールド債券市場』は上昇しました。
- 月初旬は小動きでしたが、その後フランス大統領選の決選投票の結果を受けたリスク選好の動きなどを背景に堅調に推移しました。以降、米国の政治的な不透明感の高まりなどが一時嫌気される場面があったものの、米国株式市場が堅調に推移するなど再びリスク選好の動きが強まると、上昇しました。対米国国債スプレッドは、縮小しました。



※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"> 米景気が緩やかな拡大基調をたどるとみられること 相対的に高い利回り水準
価格の下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 米国の政治的な不透明感の高まり 米国の金融政策の正常化プロセスが進展すること

中長期的には底堅い推移を予想

米国の政治的な先行き不透明感の高まりなどから、リスク回避的な動きが強まる可能性には留意が必要と考えます。一方中長期的には、米景気が緩やかな拡大基調をたど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

- 5月の『国内債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 月上旬は、フランス大統領選挙の決選投票の結果を受けて欧州の政治的な不透明感が一旦後退したことや、米国長期金利が上昇したことなどを背景に国内長期金利は上昇しました。その後は、おおむね横ばい圏で推移しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 米長期金利に対して上昇圧力が高まる可能性 国内景気の持ち直し
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の国債買い入れ 日銀が過度な金利変動を抑制する姿勢を示していること 地政学リスクへの警戒感

金利は横ばい圏での推移が見込まれる

引き続き米長期金利の動向には留意が必要と考えます。一方で日銀は「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が見込まれます。

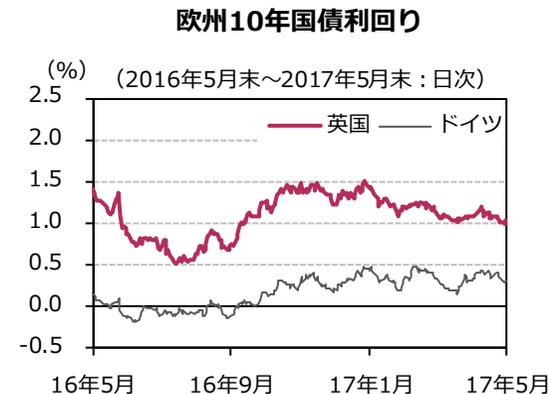
■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：0.00～0.10%

欧州債券

■ 前月の相場動向

- 5月の『欧州債券市場（ドイツ10年国債）』はほぼ横ばいとなりました。
- フランス大統領選のマクロン氏勝利を受けて、ドイツの金利は一時上昇する場面もありました。月末にかけては、欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁のハト派的な発言や、弱めのインフレ指標などを背景に、低下基調で推移しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> ECBの出口戦略への思惑 底堅い商品市況
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> 欧州の政治動向を巡る不透明感 ECBの金融緩和継続 英国の欧州連合（EU）離脱に伴う欧州景気の悪化懸念

金利は低位での推移を見込む

イタリアの総選挙前倒しの可能性など欧州政治情勢の不透明感や、ECBの金融緩和継続を背景に、金利は低位での推移を見込みます。ECBは緩和解除に当面慎重姿勢を維持する見込みですが、出口戦略への思惑が金利上昇圧力となる可能性もあります。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：0.20～0.60%

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米ドル

■ 前月の相場動向

- 5月の米ドルは、対円で下落しました。
- 外国為替市場では、フランス大統領選を巡る安心感から円買い圧力が後退する中、米ドル高円安が一時進みました。その後、トランプ政権とロシアの関係に疑惑が一段と強まったことから、月半ばに急速に米ドル安円高が進みました。その後、月末にかけてほぼ横ばいで推移しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> トランプ政権による財政政策 日銀の金融緩和継続
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 地政学リスク 日本の経常黒字

もみ合いの展開を予想

米ドルは、地政学リスクへの懸念が残る中、トランプ政権による財政政策への期待から対円ではもみ合いの展開を予想します。当面、米国経済指標の改善基調が確認できれば、米ドル高が再開する可能性もあります。

今後1カ月の見通し

(対円) →

■ 1カ月の予想レンジ

米ドル/円：107～114円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 5月のユーロは、対米ドル、対円ともに上昇しました。
- 月初からフランス大統領選を巡る安心感を背景に、ユーロは上昇しました。下旬にドイツのメルケル首相がユーロは弱すぎると発言したこともユーロ買いを促しました。月末にかけては、ECBのドラギ総裁のハト派的な発言などから横ばいに転じました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 欧州景気の回復 ECBの出口戦略への思惑
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 欧州の政治動向を巡る不透明感 地政学リスク ECBの金融緩和継続

もみ合いの展開を予想

ユーロは、イタリアの総選挙前倒しの可能性など欧州の政治動向を巡る不透明感が残る中、欧州景気の回復を背景に、対米ドル、対円でもみ合いの展開を予想します。当面、ECBの出口戦略への思惑がユーロ買いを促す可能性があります。

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：1.08～1.14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

- 5月の英ポンドは、対米ドルで下落しました。
- 与党保守党の支持率が堅調に推移していること、経済指標の改善、米ドル安基調などを背景に月半ば過ぎにかけて上昇しました。しかしその後は、2017年1-3月期の実質GDP成長率が下方改定されたことや、世論調査にて与党保守党の支持率のリードが縮小したこと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"> 現政権基盤が強固なものとなることへの期待感 商品市況の底堅い推移
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> EU離脱交渉の難航が予想されること 実質所得の減少を通じて、個人消費が低迷する可能性があること

中長期的には横ばい推移が見込まれる

現政権基盤が強固なものとなることへの期待感などが英ポンドの上昇要因とみられます。一方今後、EU離脱交渉の難航が予想されることや、英インフレ率の上昇が見込まれる中、実質所得の減少により家計消費が低迷する可能性などは英ポンドの下落要因として挙げられます。かかる中、中長期的には英ポンドは横ばい推移が見込まれます。

今後1カ月の見通し
(対米ドル) →

人民元

■ 前月の相場動向

- 5月の人民元は、対米ドルで上昇しました。
- 米国の利上げペースは加速しないとの見方などを背景に米国金利が低下基調で推移したこと、下旬に中国人民銀行が人民元取引の基準値を元高ドル安水準で設定したことなどから、上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 中国人民銀行の元安容認姿勢後退 中国の多額の経常黒字
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 米国の利上げ継続 中国企業による海外投資の活発化 中国からの資金流出

ボックス圏での推移を予想

米国の利上げ継続などが下落要因になるとみられます。ただし、米国の利上げは緩やかなものになるとみられることや、中国人民銀行の元安容認姿勢は後退してい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推移すると予想します。

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

- 5月の豪ドルは、対米ドルで下落しました。
- 月初旬は、軟調な鉄鉱石価格推移などを背景に下落しました。その後、来年度豪州予算にてインフラ投資などを通じて経済成長を目指す姿勢が示されたことなどが好感され上昇に転じました。しかし以降は、中国景気の先行き鈍化懸念がくすぶる中、下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 豪州景気の緩やかな回復見通し 相対的に高い国債利回りの水準
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 鉄鉱石などの資源価格の下落基調が続く可能性 中国景気鈍化懸念

ボックス圏での推移が見込まれる

引き続き鉄鉱石などの資源価格や中国景気動向などには留意が必要です。ただし中長期的には、豪州景気の緩やかな回復見通しなどが豪ドルの下支えとなるとみられることから、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

- 5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。
- 月前半はおおむね小動きで推移しましたが、テメル大統領の汚職隠ぺい疑惑が報じられると、月半ば過ぎに大きく下落しました。ブラジル中銀による通貨スワップを通じたドル売り・レアル買い介入などが相場の下支えとなる中、その後レアルは落ち着きを取り戻し、以降は横ばい圏で推移しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 利下げを通じた景気下支え効果 中銀のドル売りレアル買い介入観測
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 不安定なブラジルの政治動向 格下げ懸念

神経質な展開が見込まれる

利下げを通じた景気下支え効果などはレアルの上昇要因となるとみられます。一方で財政健全化に向けた取り組みを見極める中、足元でブラジルの政治動向を巡る不透明感が急速に高まっている点には留意が必要です。かかる中、今後のレアルは政治動向を見極めつつ、神経質な展開が見込まれます。

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

インドネシアルピア

■ 前月の相場動向

- 5月のインドネシアルピア（以下、ルピア）は、対米ドルで上昇しました。
- 月半ばにかけておおむね横ばい圏で推移しましたが、米国の政治的な不透明感が高まりリスク回避的な動きが強まると、下落しました。その後、大手格付け機関がインドネシアの信用格付けを投資適格級へ格上げしたことなどが好感され反転上昇し、以降は横ばい圏で推移しました。

■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> インドネシア経済の回復期待 財政規律重視の姿勢
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> トランプ米政権の経済政策に対する不透明感 中国をはじめとする他の新興国の景気減速懸念

インドネシアルピア



ボックス圏での推移が見込まれる

トランプ米政権の経済政策を巡る不透明感などには留意が必要です。一方で、インドネシア経済の回復期待や、財政規律重視の姿勢などがルピアの上昇要因とみられることから、今後のルピア相場はボックス圏で推移するものと考えます。

今後1カ月の見通し

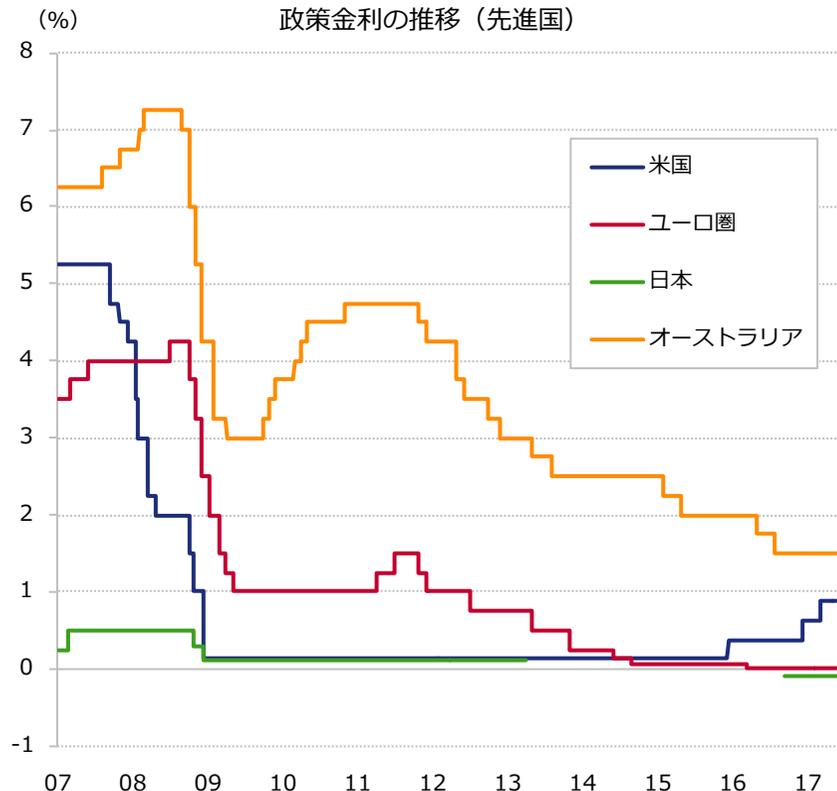
(対米ドル) →

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

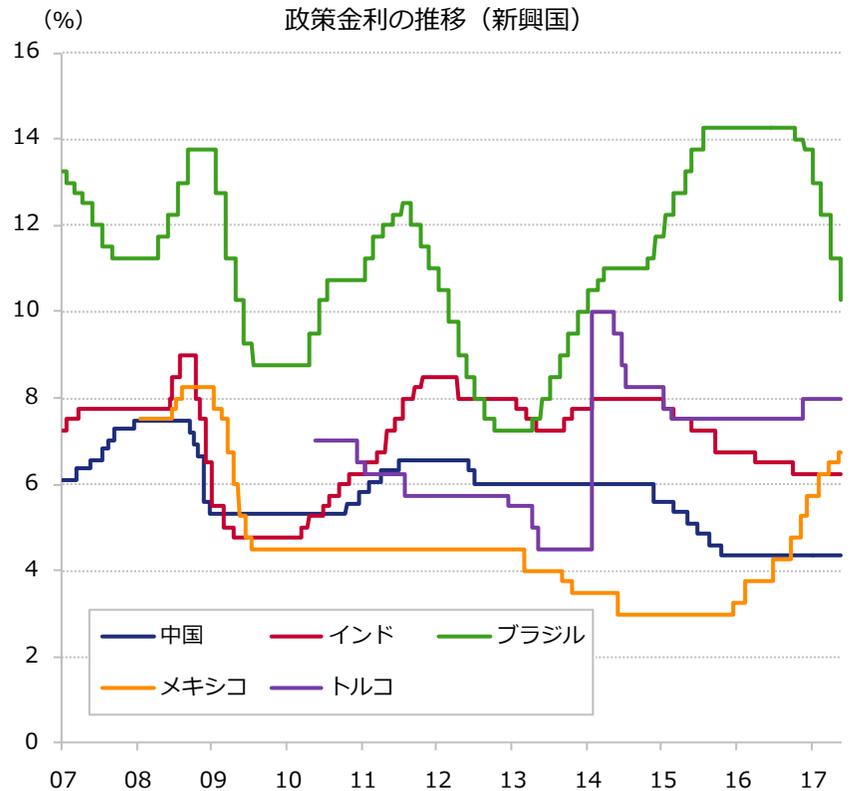
チャート集 - 主要国・地域の政策金利

政策金利の推移（先進国）



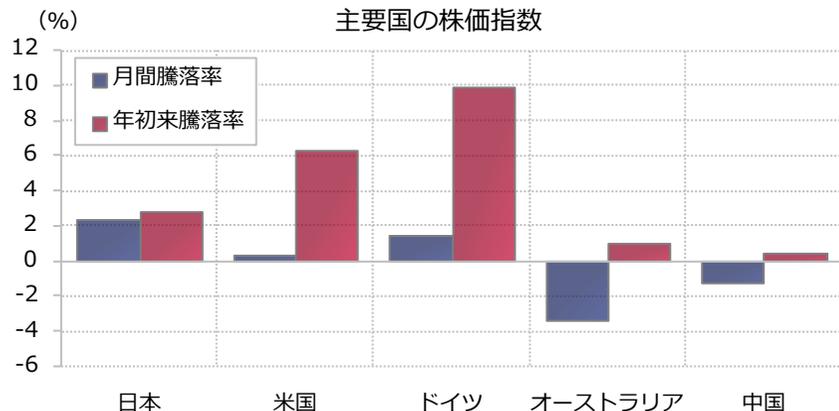
期間：2007年1月4日～2017年5月31日（日次）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成（年）
 (注) 米国は2008年12月16日以降、誘導目標レンジの中央値を表記
 日本は2013年4月4日から2016年9月20日までについては操作目標が
 マネタリーベースのため記載なし

政策金利の推移（新興国）

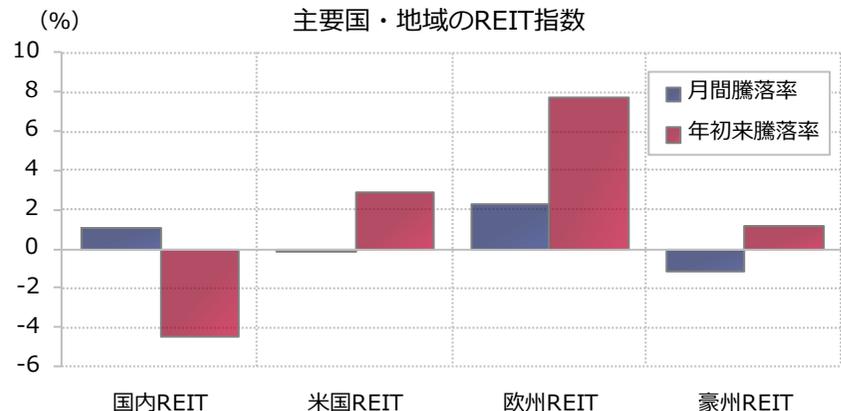


期間：2007年1月4日～2017年5月31日（日次）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成（年）
 ただし、メキシコは2008年1月18日～、トルコは2010年5月20日～

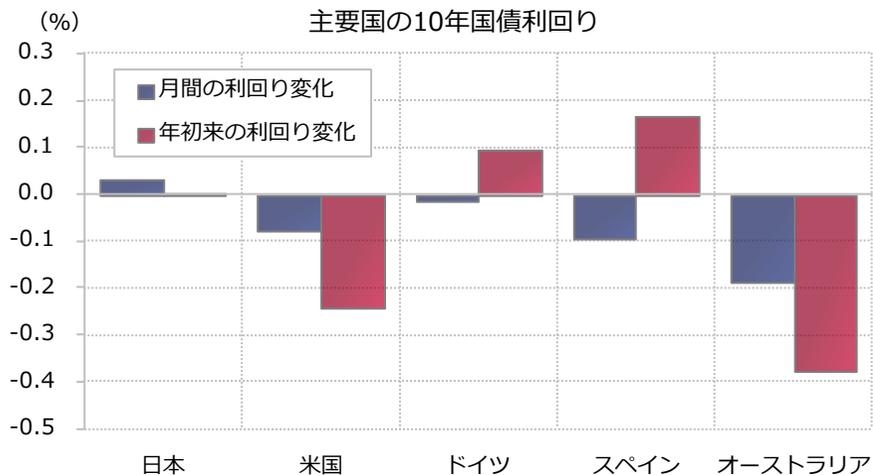
チャート集 – 前月のまとめ



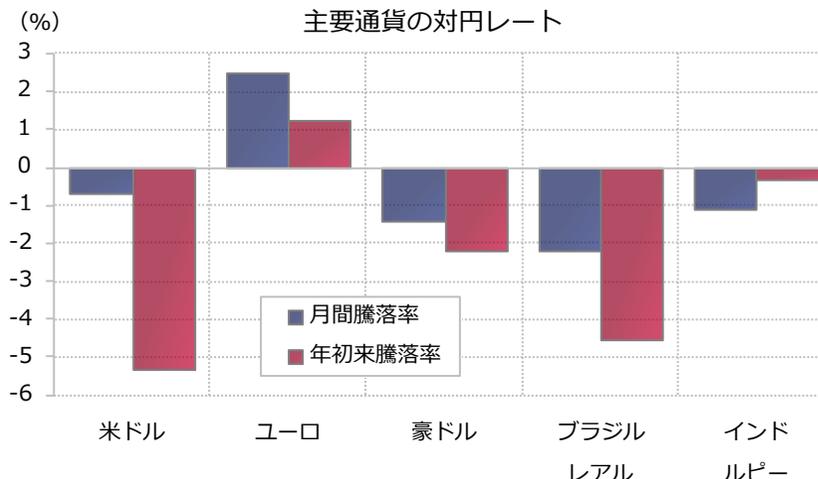
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2017年5月の1か月間、年初来：2016年12月末から2017年5月末の期間
 【日本】日経平均株価 【米国】NYダウ 【ドイツ】ドイツDAX
 【オーストラリア】S&P/ASX200 【中国】上海総合指数



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2017年5月の1か月間、年初来：2016年12月末から2017年5月末の期間
 【国内REIT】東証REIT指数 【米国REIT】FTSE NAREIT All Equity REITs Index
 【欧州REIT】FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index
 【豪州REIT】S&P/ASX200 A-REIT Index すべてトータルリターン

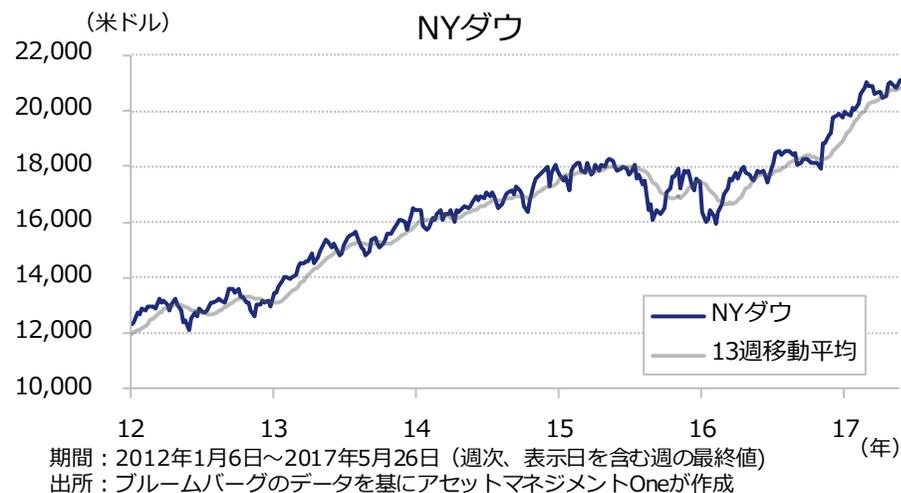


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2017年5月の1か月間、年初来：2016年12月末から2017年5月末の期間



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2017年5月の1か月間、年初来：2016年12月末から2017年5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



インドSENSEX



ブラジルボブスバ

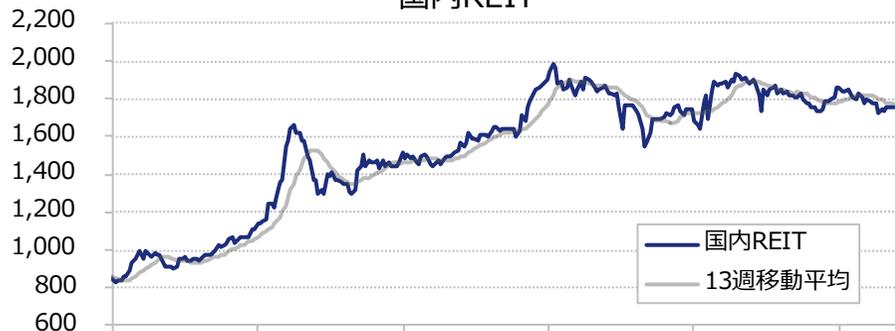


ロシアRTS (米ドル建て)



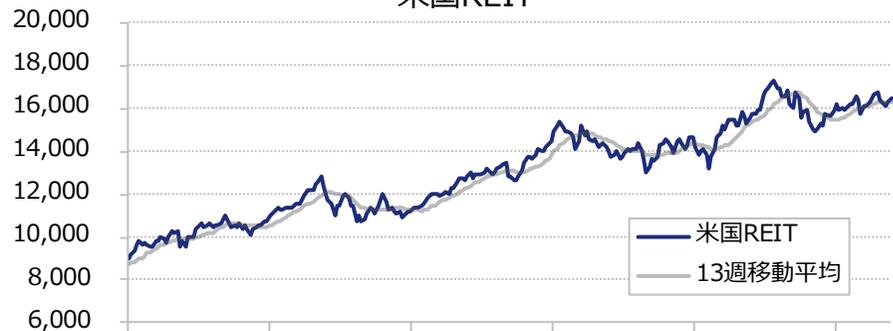
チャート集 - REIT市場

国内REIT



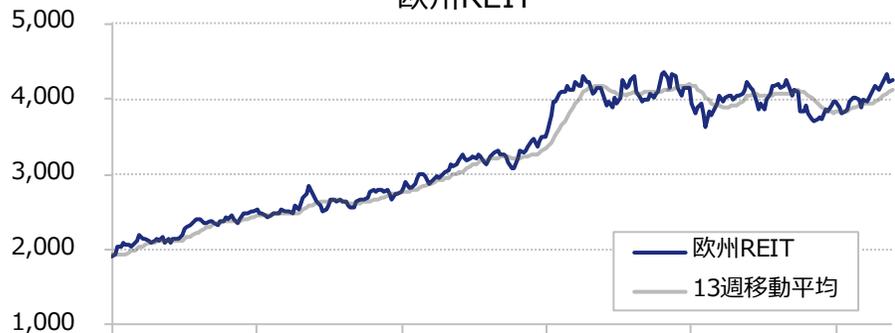
期間：2012年1月6日～2017年5月26日（週次、表示日を含む週の最終値）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 （注）使用しているREITの指数についてはマーケット・オーバービューの（注）を参照

米国REIT



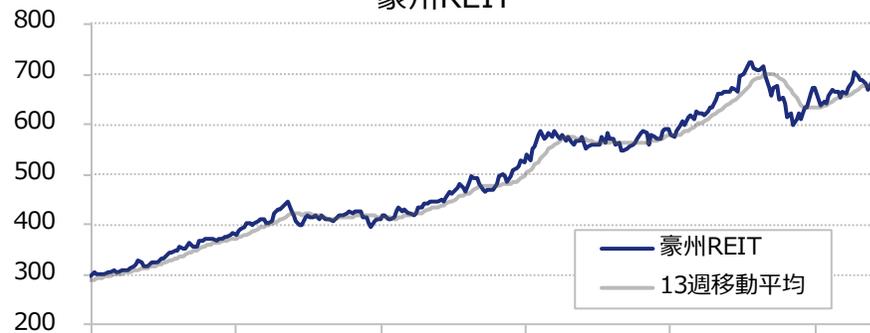
期間：2012年1月6日～2017年5月26日（週次、表示日を含む週の最終値）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 （注）使用しているREITの指数についてはマーケット・オーバービューの（注）を参照。
 現地通貨ベース。トータルリターン

欧州REIT



期間：2012年1月6日～2017年5月26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

豪州REIT



期間：2012年1月6日～2017年5月26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

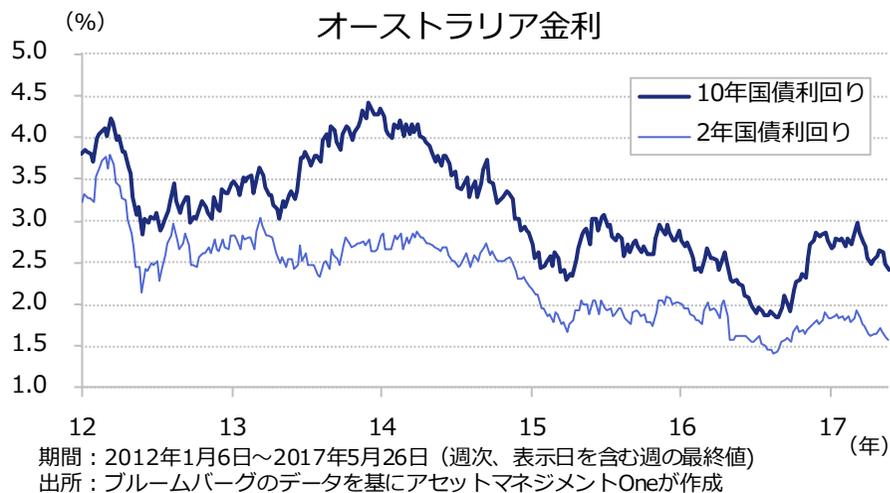
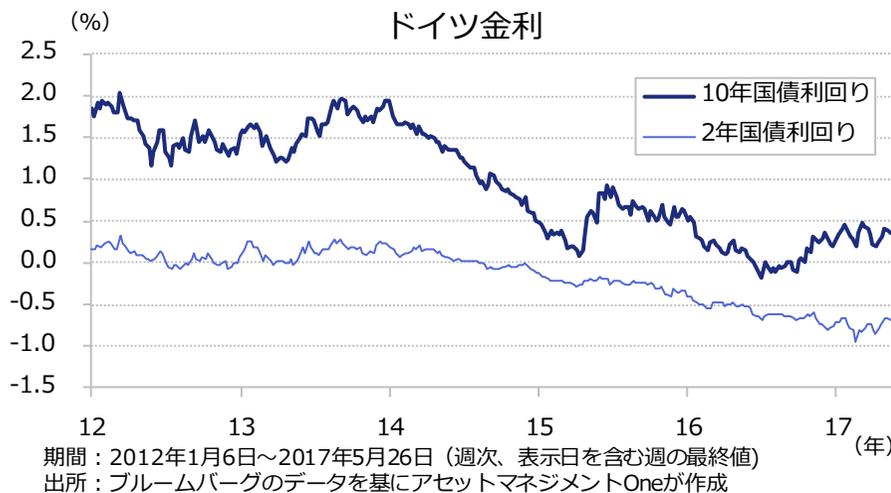
(%)

	1年	2年	3年	5年	7年	10年	30年
スイス	-0.88	-0.86	-0.77	-0.59	-0.37	-0.12	0.38
日本	-0.17	-0.16	-0.14	-0.12	-0.07	0.04	0.80
ドイツ	-0.74	-0.68	-0.65	-0.39	-0.14	0.33	1.16
フィンランド	-0.44	-0.63	-0.56	-0.21	0.03	0.40	1.33
オランダ	-0.68	-0.61	-0.56	-0.32	0.05	0.54	1.21
フランス	-0.55	-0.48	-0.48	-0.16	0.16	0.76	1.73
スペイン	-0.35	-0.27	-0.09	0.34	0.86	1.54	2.85
イタリア	-0.33	-0.18	0.12	0.85	1.51	2.10	3.20
英国	0.11	0.09	0.16	0.46	0.68	1.01	1.65
カナダ	0.64	0.72	0.78	0.97	1.17	1.45	2.08
米国	1.15	1.29	1.45	1.79	2.06	2.25	2.91
オーストラリア	1.54	1.57	1.66	1.95	2.19	2.41	3.39

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) 2017年5月26日時点。国名が網掛けのものはマイナス金利政策実施国

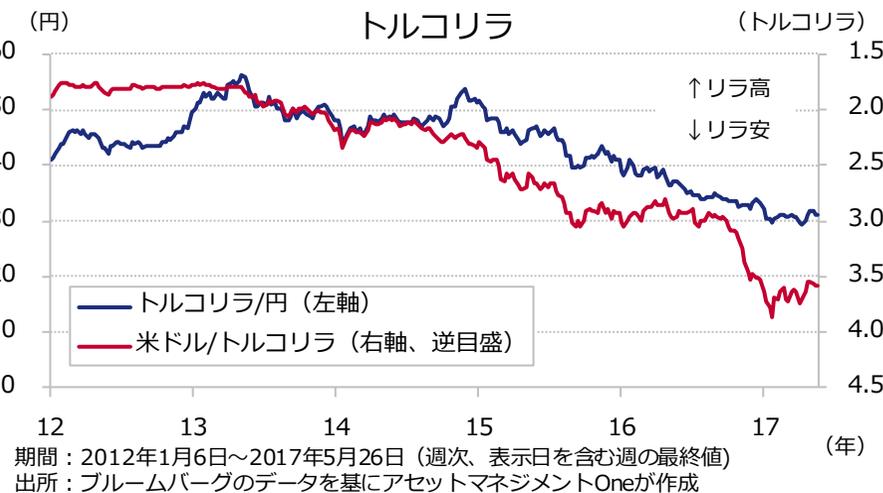
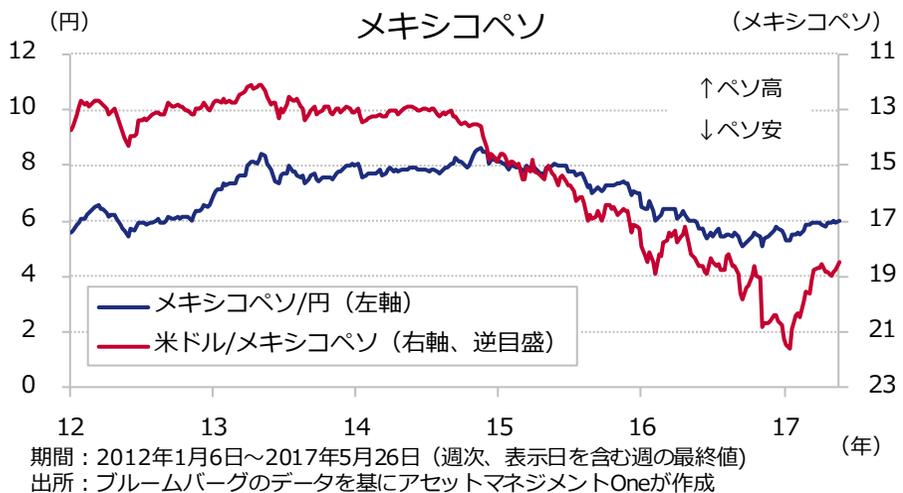
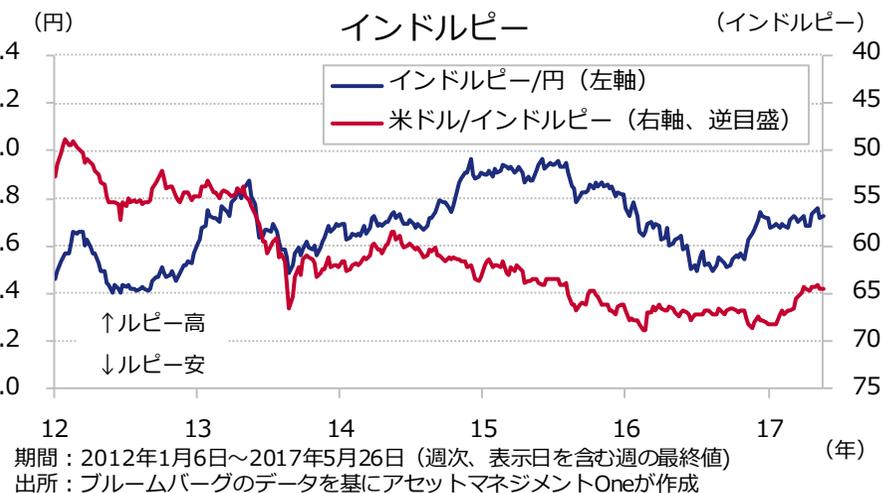
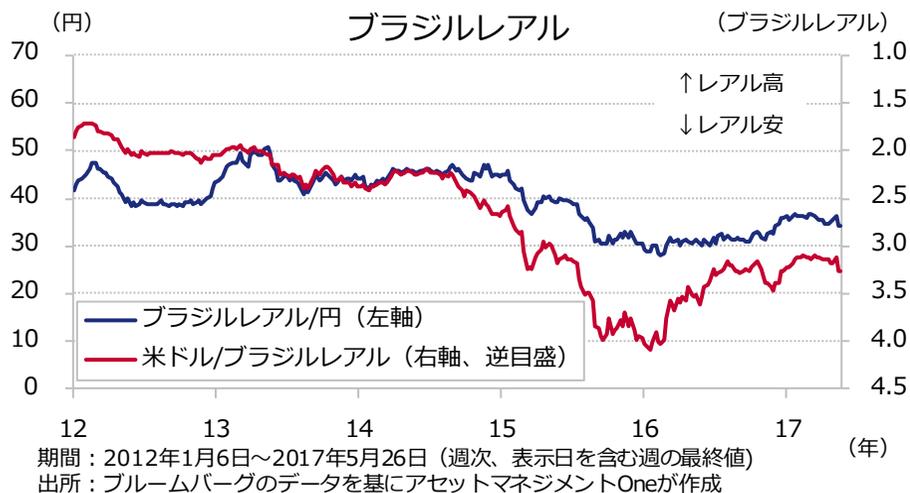
チャート集 - 債券市場



チャート集 - 外国為替市場 ①



チャート集 - 外国為替市場 ②



CRB指数



期間：2012年1月6日～2017年5月26日（週次、表示日を含む週の最終値）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(米ドル/バレル) WTI原油先物 (NYMEX、期近)



期間：2012年1月6日～2017年5月26日（週次、表示日を含む週の最終値）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(米ドル/トロイオンス) 金先物 (COMEX、期近)



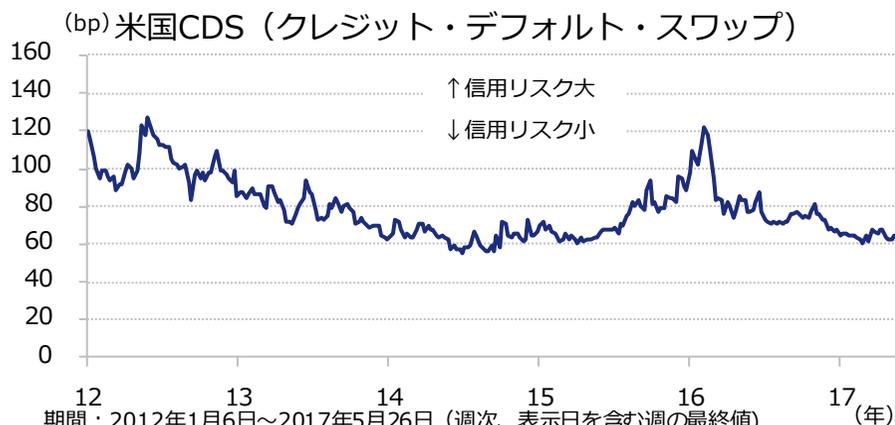
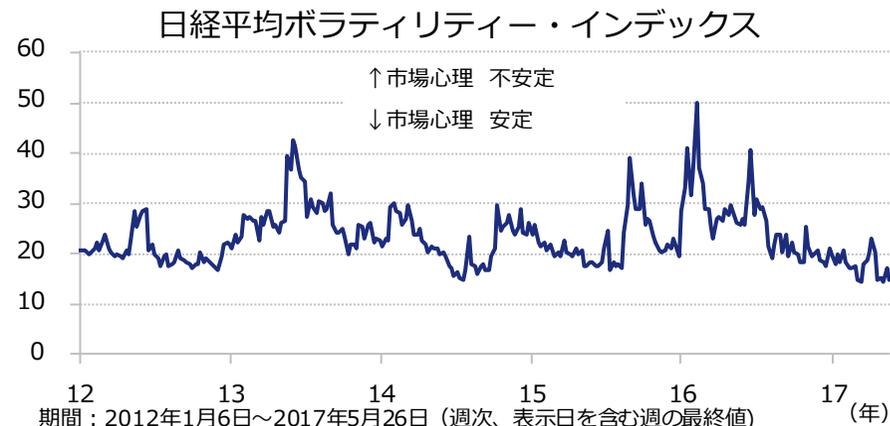
期間：2012年1月6日～2017年5月26日（週次、表示日を含む週の最終値）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(米ドル/ポンド) 銅先物 (COMEX、期近)



期間：2012年1月6日～2017年5月26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



当資料で使用している指数について

- 日経平均株価に関する著作権並びに「日経」および日経平均株価の表示に対する知的財産権その他一切の権利は、すべて日本経済新聞社に帰属します。
- 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・ノウハウは、(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指数は、MSCI Inc.が開発した指数です。同指数に対する著作権、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メリルリンチは同社の配信するインデックスデータを現状有姿のものとして提供し、関連データを含めて、その適合性、品質、正確性、適時性、完全性を保証せず、またその使用においていかなる責任も負いません。またアセットマネジメントOne（株）およびそのサービスや商品について、推奨、後援、保証するものではありません。
- FTSE®は、London Stock Exchange Groupの会社が所有する商標であり、ライセンス契約に基づき、FTSE International Limitedが使用します。NAREIT®はNAREITが所有する商標です。
- Standard & Poor's®並びにS&P®は、スタンダード&プアーズ・ファイナンシャル・サービシーズLLC(以下「S&P」)の登録商標です。Dow Jones®は、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズLLC（以下「ダウ・ジョーンズ」）の登録商標です。これらはS&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLCに対して使用許諾が与えられており、アセットマネジメントOne株式会社に対しては特定の目的のために使用するサブライセンスが与えられています。NYダウ工業株30種平均はS&P ダウ・ジョーンズ・インデックスLLCが所有しており、アセットマネジメントOne株式会社に対して使用許諾が与えられています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデック

スLLC、ダウ・ジョーンズ、S&Pおよびその関連会社は、アセットマネジメントOne株式会社の商品を支持、推奨、販売、販売促進するものではなく、また投資適合性についていかなる表明をするものではありません。



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4.104%（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。