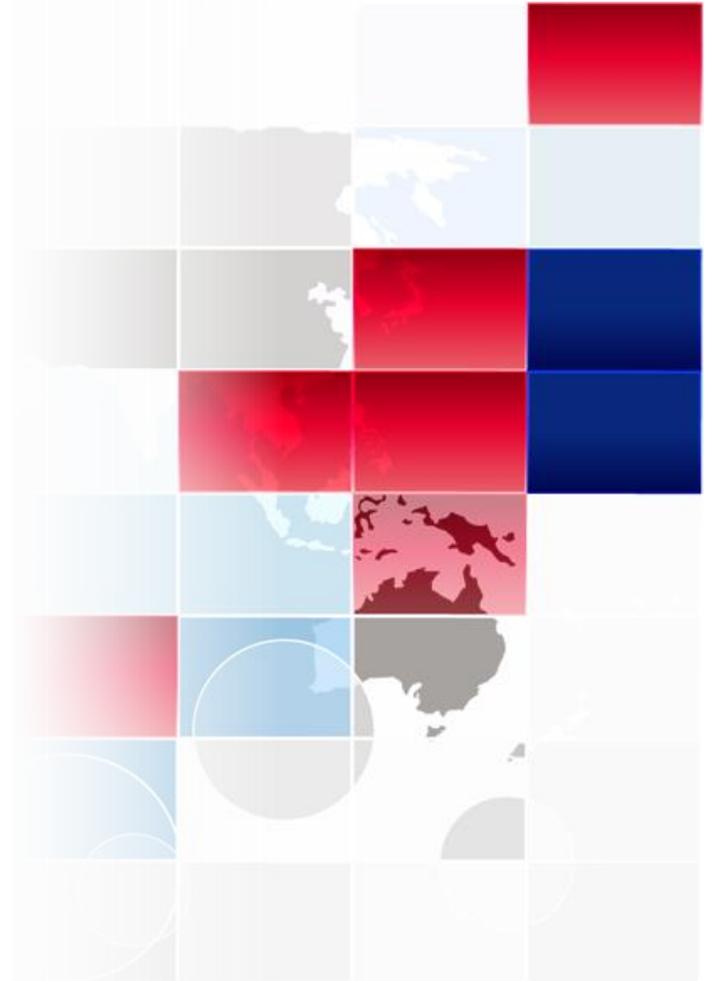


---

# マーケット・インサイト

## 2017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

金融政策の正常化

国際決済銀行(BIS)年次報告書

米連邦公開市場委員会(FOMC)

減少に歯止めがかかりつつある中国外貨準備

国内株式市場 原油動向

## ▶ Chapter 2 経済動向

### 2-1 経済の概況 ..... 10

### 2-2 各国経済動向 ..... 12

米国 日本 ユーロ圏 中国  
オーストラリア ブラジル インド

## ▶ Chapter 3 市場動向

### 3-1 市場動向の概況 ..... 28

### 3-2 マーケット・オーバービュー ..... 29

### 3-3 市場動向 ..... 30

株式 REIT 債券 外国為替

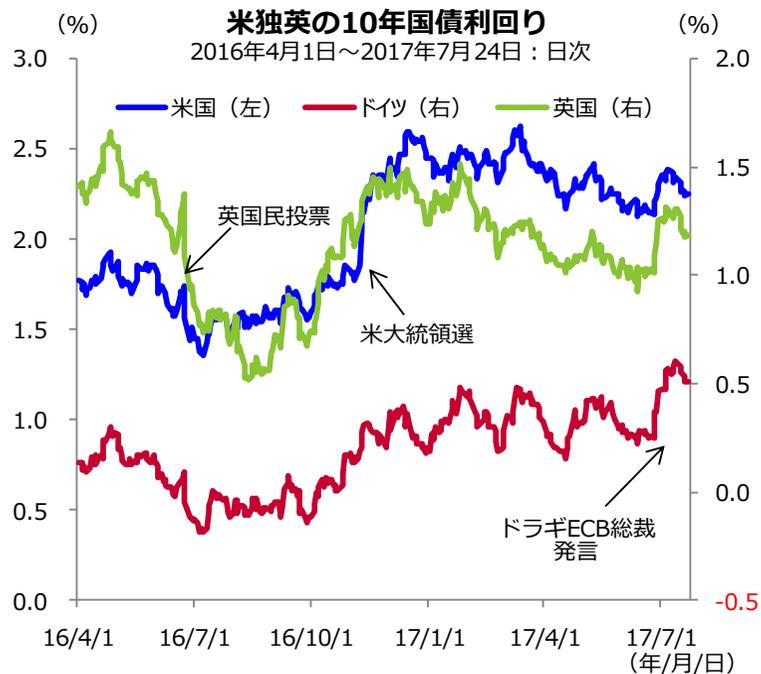
## ▶ Chapter 4 付属資料

### 4-1 チャート集 ..... 41

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

▶ Chapter 1  
トピックス

## 各国中銀が金融政策の正常化を模索か



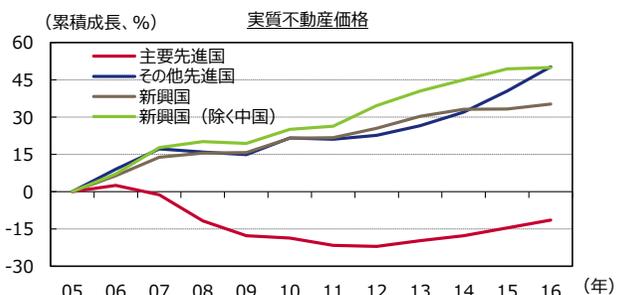
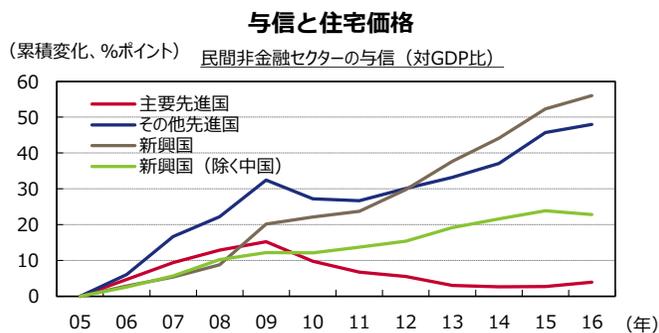
### 各国中銀を巡る最近の動き

日付	政策決定・主な発言等
6月8日	欧州中央銀行（ECB）が声明から追加利下げに関する文言を削除
6月12日	カナダ中銀のウィルキンス上級副総裁が利上げの可能性を示唆
6月14日	米連邦準備理事会（FRB）のイエレン議長が比較的早期のバランスシート縮小開始を示唆
6月21日	イングランド銀行のハルデーン理事が利上げを支持する可能性を示唆
6月25日	国際決済銀行（BIS）が年次報告書を公表、金融政策の正常化がトピックに
6月27日	ECBのドラギ総裁が政策の微調整を示唆
6月28日	イングランド銀行のカーニー総裁が利上げ検討の可能性を示唆
同日	カナダ中銀のボロズ総裁らが利上げの可能性を示唆
7月4日	オーストラリア準備銀行（RBA）が政策金利を据え置き、中立姿勢を維持
7月5日	米連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨、バランスシート縮小開始時期で意見相違
7月12日	カナダ中銀が約7年ぶりに利上げ
7月20日	日本銀行が物価目標の達成時期を先送り
同日	ECBのドラギ総裁が資産買い入れ策の縮小を秋に議論すると表明

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

- 今年初めから6月下旬にかけて、低下傾向あるいはレンジ内で推移していた米欧金利は、6月末、大幅に上昇しました。ECBのドラギ総裁が6月27日に政策の微調整を示唆し、市場で資産買い入れ策の縮小観測が強まったことが背景とみられます。イングランド銀行やカナダ中銀の高官からも利上げが示唆され、カナダ中銀は7月12日に利上げに踏み切りました。
- 市場では、各国中銀が協調して出口を模索しつつあるとの思惑が一時強まりました。しかしながら、RBAや日本銀行はそうした動きに追随しませんでした。多くの国や地域でインフレ圧力の強まりがみられない中、各国中銀は慎重な金融政策運営を続けるとみられます。

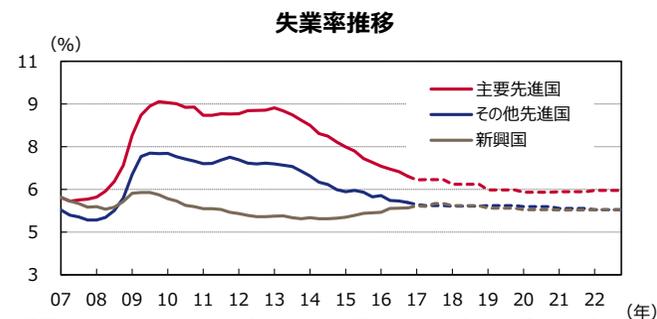
## 長期にわたり金利を超低位に維持することに対する懸念を示す



期間：2005年～2016年（年次）

出所：BISの公表データをもとにアセットマネジメントOneが作成

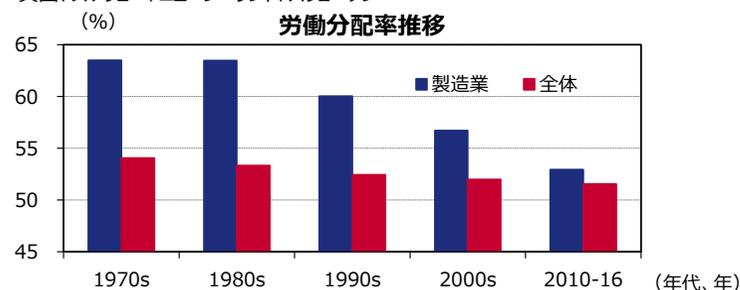
(注) 主要先進国=ユーロ圏、英国、日本、米国、その他先進国=豪、カナダ、スイス、デンマーク、ノルウェー、ニュージーランド、スウェーデン



期間：2007年1Q～2022年4Q（四半期）、2017年1Q以降は予測

出所：BISの公表データをもとにアセットマネジメントOneが作成

(注) 主要先進国=ユーロ圏、日本、米国、その他先進国=豪、カナダ、スイス、デンマーク、英国、ノルウェー、ニュージーランド、スウェーデン

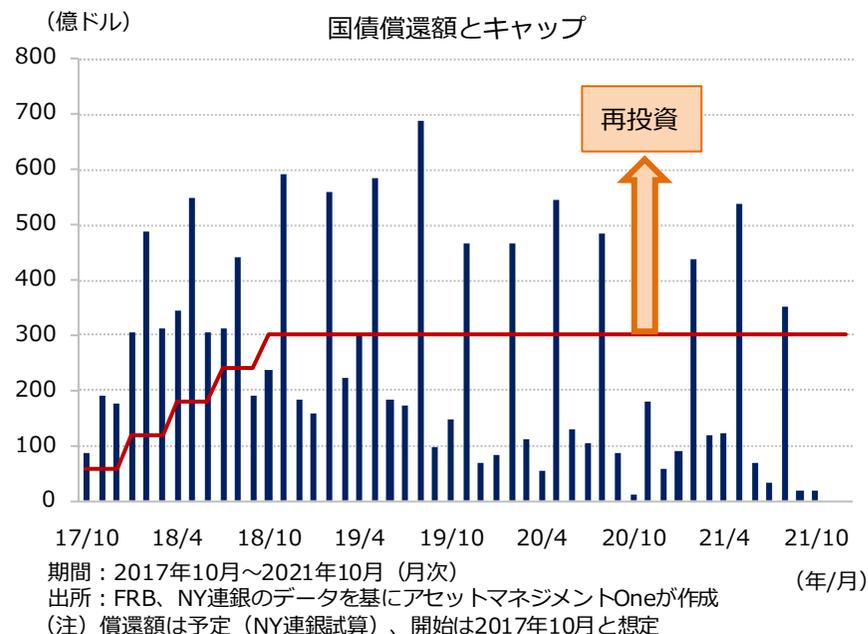
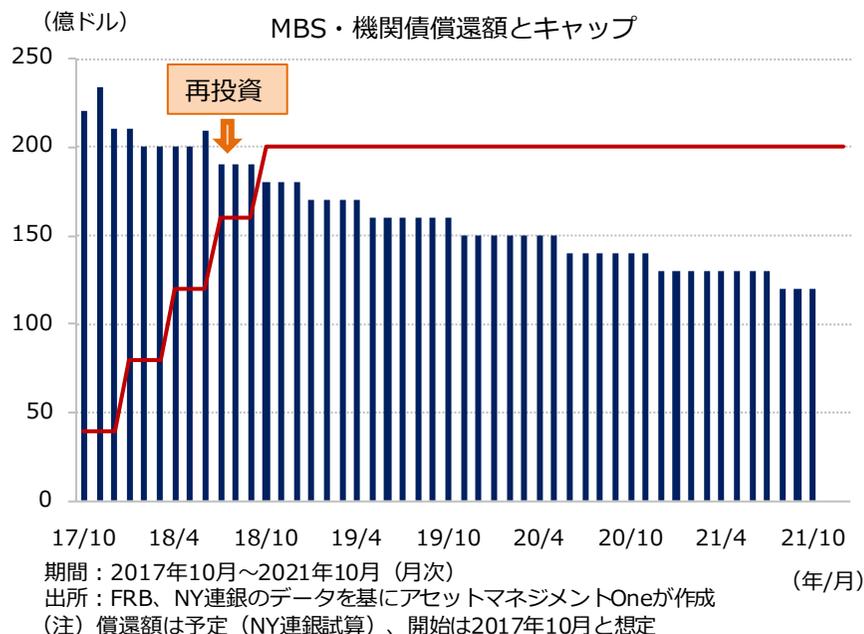


期間：1970年～2016年（年次）

出所：BISの公表データをもとにアセットマネジメントOneが作成

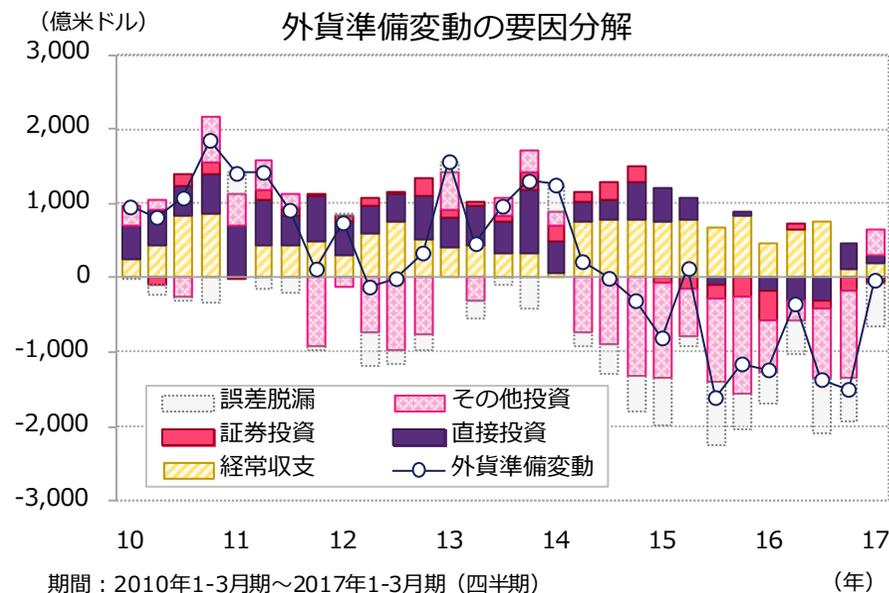
- BISは中期的リスクとして、金融危機の影響が相対的に小さかった国の高水準の民間債務や住宅価格の上昇などを指摘しました。
- また、「労働市場のスラック（たるみ）縮小による賃金上昇が期待されるが、労働市場改善の賃金上昇への波及は過去に比べて時間差が大きい」としています。この背景として、グローバルな労働力の拡大や、産業の自動化進展などを挙げています。その上で、「たとえインフレ率が上がらないとしても、長期にわたり金利を超低位に維持することは、債務の積み上がりと金融市場においてリスクを取る動きが勢いを増し、将来の金融安定とマクロ経済に対するリスクを高めかねない」と指摘しました。

## 今後はバランスシートの削減開始時期や最終的な目標水準の発表が注目される



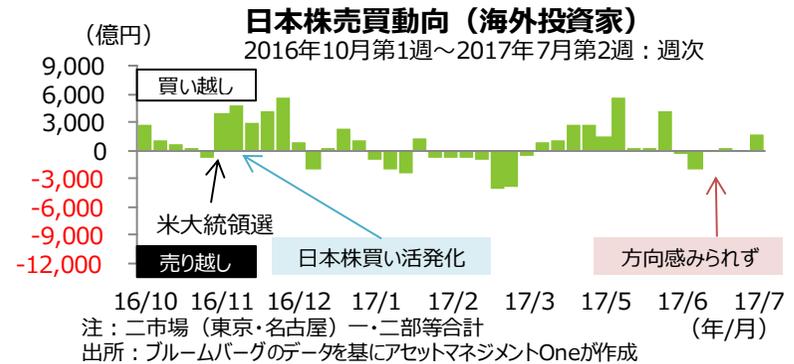
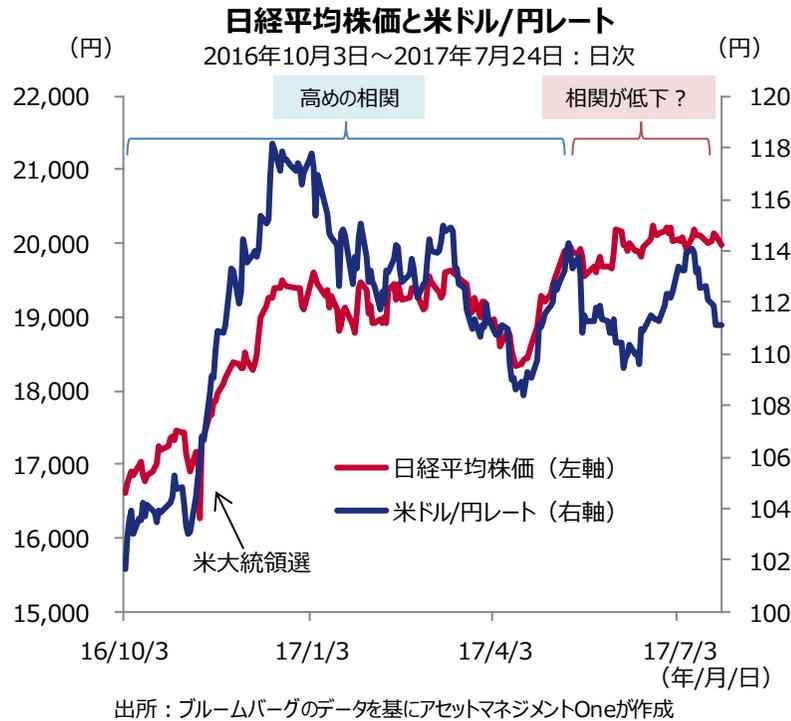
- 米連邦準備理事会 (FRB)は、6月13～14日にFOMCを開催し、政策金利 (FF金利) の誘導目標レンジを従来の0.75～1.00%から1.00～1.25%へ引き上げました。声明文によれば、「労働市場や物価の実績、見通しという観点から利上げを決定した」とのことです。労働市場が一段とタイト化しつつあることなどが、利上げの決定につながったものとみられます。
- また、今回の声明文では、①証券保有額を年内に減らし始めるつもりであること、②やり方としては、償還金の再投資額を減らすことにより段階的に削減していく計画であること——が示されました。具体的には、月間の償還額のうち再投資しない額にキャップを設け (3カ月ごとに引き上げ)、緩やかかつ予見できるペースでバランスシート削減を達成するというものです。長期金利の影響を見るうえから、今後は具体的な削減開始時期や最終的なバランスシート目標水準に関するFRBの情報発信が注目されます。

## その他投資に関する調整が一巡。外貨準備減少リスクは低下したと考えられる



- 足元で中国の外貨準備の減少に歯止めがかかりつつあります。国際収支統計をみると、その他投資がプラスに転じた影響が大きいとみられます。これは、海外からの借入返済や非居住者による預金引き出しといった調整の一巡などが背景として考えられます。また、直接投資は中国当局の資金流出抑制姿勢を受けてプラスとなっており、こちらも外貨準備の減少抑制に寄与しています。
- 一方、不透明な資金フローを反映していると指摘されている誤差脱漏のマイナスが継続している点は懸念されます。ただし、主要指数への人民元建て資産組入れの動き（MSCIは6月に中国A株を新興国株指数に採用すると発表）を受けて中国への証券投資が今後拡大するとみられることなども勘案すると、中国の外貨準備が大幅に減少するリスクは低下していると考えられます。

## 日本株と米ドル/円レート of 相関が低下？



- 日経平均株価は、米ドル/円レートと5月半ば頃まで高めの相関を示してきましたが、足元にかけては相関が低下しているように見受けられます。
- 海外投資家による日本株売買動向をみると、昨年の米大統領選直後と異なり、このところ売買に積極的でない模様です。
- 自動車・銀行などの大型株を中心とした海外投資家によるマクロ・トレーディング（＝為替動向や金融・財政政策見通しに基づく取引）が停滞している可能性がうかがえる中、国内株式市場では小型株が優位な展開となっています。

## 石油輸出国機構（OPEC）と非加盟の主要産油国は、減産で追加策を決定

**OPEC原油生産量とナイジェリア原油生産量**

2005年1月～2017年6月：月次



**ロシア原油生産量**

2005年1月～2017年6月：月次



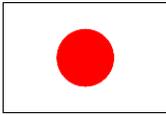
**米国原油リグ（掘削装置）稼働数とWTI原油先物価格**

2005年1月3日～2017年7月24日：週次



- 石油輸出国機構（OPEC）と非加盟の主要産油国は、7月24日の閣僚会合で、今年1月から実施中の協調減産合意を免除されているナイジェリアに対して、同国の生産量が日量180万バレルに達した後は、生産量に上限を設けることで合意しました。加えて、減産の進捗が遅れている産油国に改善を求めることなどを確認しました。
- 今回の合意は、原油市場の需給改善期待などを通じて、原油価格に対して一定の下支え効果が期待できます。しかしながら、米国のシェールオイルの増産継続が原油価格の上昇を抑える可能性があり、当面は上値の重い展開が見込まれます。

▶ 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など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4-6月期以降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るものとみられます。バランス・シート縮小については9月のFOMCで決定し、10月以降の実施を想定します。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 政治的混乱に伴う議会審議の遅れ</li> </ul>
 日本	 緩やかに拡大	当面は現状維持	雇用所得環境は良好で、設備投資計画も堅調であるものの、不透明な海外情勢を受けて個人消費や設備投資などへの好循環始動は不透明となっています。輸出の減速、生産の在庫調整の兆し、内閣支持率低下による政局リスクなどが年後半の懸念材料です。また、物価上昇は当社の想定通り依然として弱いとみられます。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 内閣支持率低下による政局リスク</li> </ul>
 ユーロ圏	 緩やかに拡大	秋に資産買い入れプログラム縮小の議論	欧州景気は雇用情勢の改善や政治的不透明感の後退などを背景に、内需を中心として安定的な成長が続くと見込まれます。欧州中央銀行（ECB）の資産買い入れプログラムの縮小は2018年1月以降実施されると想定しますが、インフレ動向など経済環境を踏まえると、そのペースは緩やかなものになるとみられます。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ イタリアなどの政治動向</li> </ul>
 中国	 緩やかな減速	緩和姿勢後退	中国当局の金融リスク抑制姿勢や大都市を中心とする不動産規制の強化などを背景として、今後の中国景気は緩やかな減速基調で推移するとみられます。ただし、共産党大会の開催を秋に控え、大幅な景気減速は容認されないとみられることなどから、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。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 不動産規制の影響の深刻化</li> <li>▶ 米中関係悪化</li> </ul>

# 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	3.2	3.5 ( → 0.0 )	3.6 ( → 0.0 )
先進国	1.7	1.2	1.3	2.0	2.1	1.7	2.0 ( → 0.0 )	1.9 ( ↓ 0.1 )
米国	1.6	2.2	1.7	2.4	2.6	1.6	2.1 ( ↓ 0.2 )	2.1 ( ↓ 0.4 )
日本	▲ 0.1	1.5	2.0	0.3	1.1	1.0	1.3 ( ↑ 0.1 )	0.6 ( → 0.0 )
ユーロ圏	1.5	▲ 0.9	▲ 0.3	1.2	2.0	1.8	1.9 ( ↑ 0.2 )	1.7 ( ↑ 0.1 )
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	4.3	4.3	4.6 ( ↑ 0.1 )	4.8 ( → 0.0 )
中国	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.7 ( ↑ 0.1 )	6.4 ( ↑ 0.2 )
インド	6.6	5.5	6.5	7.2	8.0	7.1	7.2 ( → 0.0 )	7.7 ( → 0.0 )
ブラジル	4.0	1.9	3.0	0.5	▲ 3.8	▲ 3.6	0.3 ( ↑ 0.1 )	1.3 ( ↓ 0.4 )
ロシア	4.0	3.5	1.3	0.7	▲ 2.8	▲ 0.2	1.4 ( → 0.0 )	1.4 ( → 0.0 )
ASEAN5 <sup>※</sup>	4.7	6.2	5.1	4.6	4.9	4.9	5.1 ( ↑ 0.1 )	5.2 ( → 0.0 )

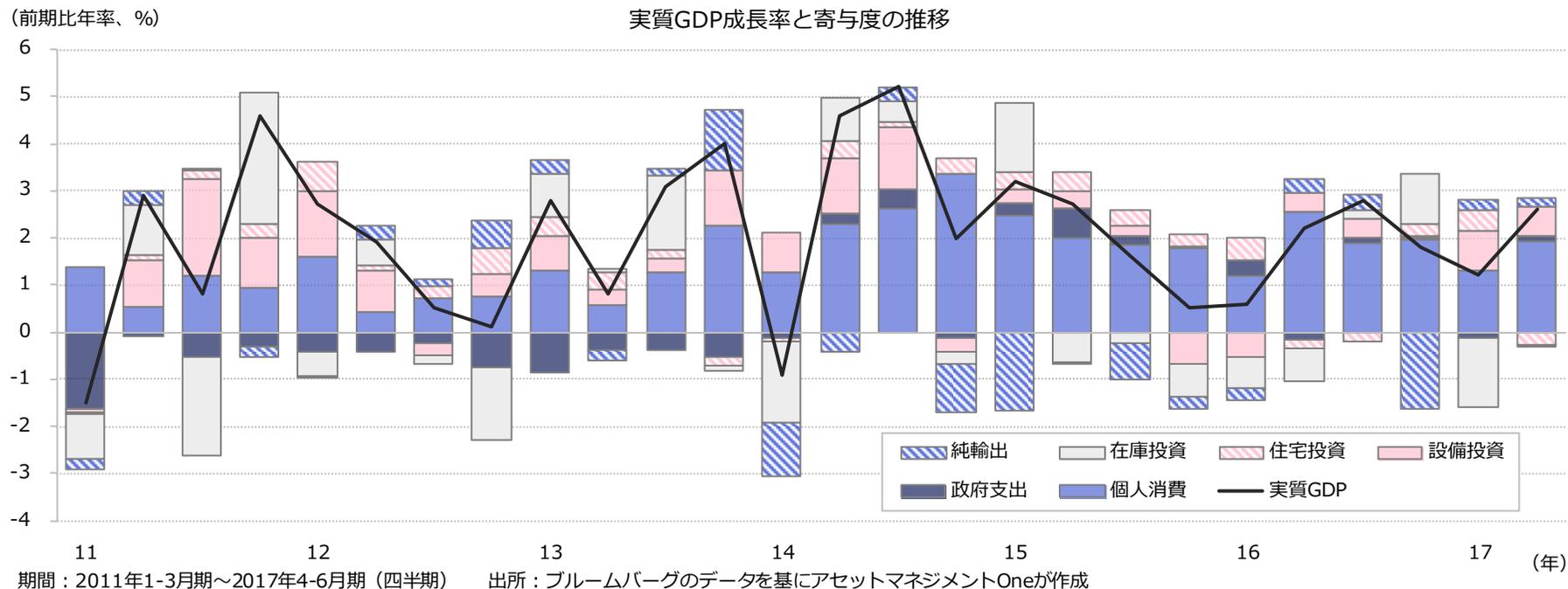
出所: IMF「World Economic Outlook Database, 2017.4」、「World Economic Outlook Update, 2017.7」、データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※ASEAN5: インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

(注) 2016年の数値は推計値、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IMF「World Economic Outlook Database, 2017.4」に準拠。他の地域・国と比較時点が異なるため、前回時点の見通しからの変化幅は未表示

## 米国景気は今後順調に拡大すると思われる



- 2017年4-6月期の米実質GDP成長率速報値は前期比年率+2.6%と、1-3月期の同+1.2%から加速しました。内訳をみると、個人消費が同+2.8%（1-3月期同+1.9%）と加速したほか、設備投資が同+5.2%と堅調に推移しました。また、在庫投資の寄与度が前期比年率▲0.02%ポイント（1-3月期:同▲1.46%ポイント）に改善したことも、成長率の改善に繋がりました。
- 良好な雇用所得環境などから、米国景気は今後順調に拡大すると思われます。ただし、米連邦議会においてオバマケア代替法案の審議が共和党内の意見対立から行き詰まりをみせており、財源や議会スケジュールの両面から、税制改革など重要案件の審議に悪影響を与えつつある点には留意が必要です。

## 先行きの生産活動の活発な動きを示唆



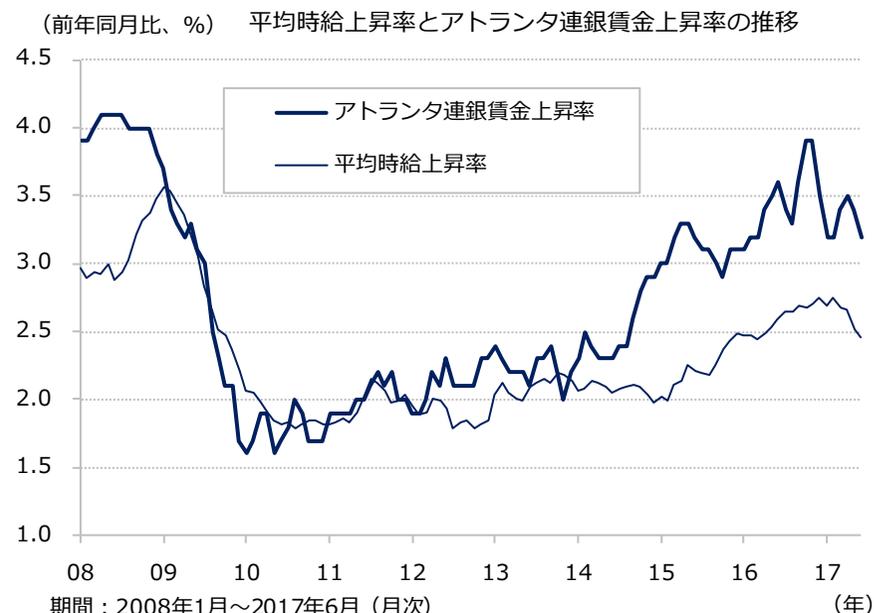
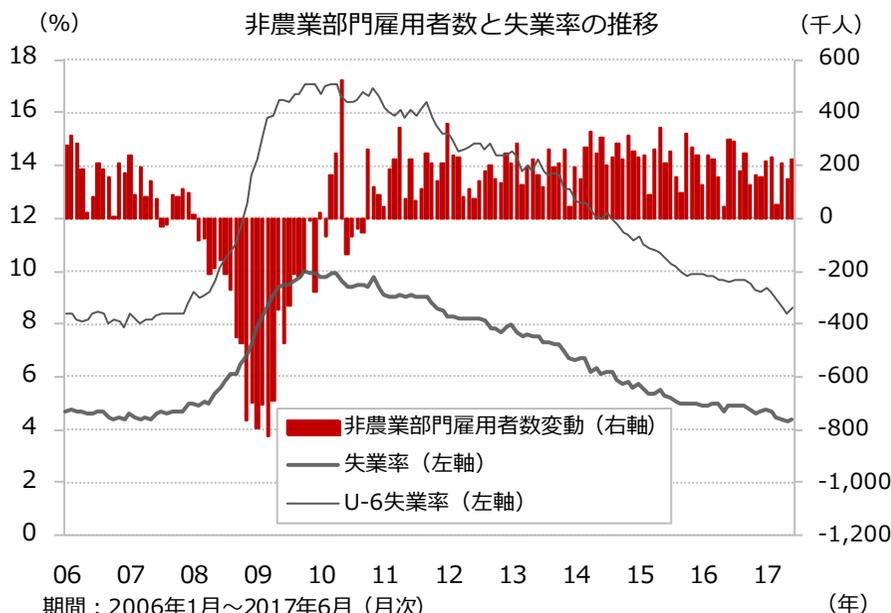
ISM製造業景況感指数の推移

	ISM総合指数構成項目						サブインデックス				
	総合	新規受注	生産	雇用	入荷遅延	製造業在庫	価格	輸出受注	輸入	受注残高	顧客在庫
2016年4月	50.7	54.9	54.6	49.2	49.1	45.5	59.0	52.5	50.0	50.5	46.0
2016年5月	51.0	54.8	52.7	49.3	53.3	45.0	63.5	52.5	50.0	47.0	50.0
2016年6月	52.8	55.6	54.8	50.0	54.9	48.5	60.5	53.5	52.0	52.5	51.0
2016年7月	52.3	56.1	54.8	49.3	51.8	49.5	55.0	52.5	52.0	48.0	51.0
2016年8月	49.4	48.9	49.3	48.7	51.2	49.0	53.0	52.5	47.0	45.5	49.5
2016年9月	51.7	55.0	53.3	50.0	50.8	49.5	53.0	52.0	49.0	49.5	53.0
2016年10月	52.0	54.1	54.4	51.8	52.2	47.5	54.5	52.5	52.0	45.5	49.5
2016年11月	53.5	54.8	55.6	52.5	55.5	49.0	54.5	52.0	50.5	49.0	49.0
2016年12月	54.5	60.3	59.4	52.8	53.0	47.0	65.5	56.0	50.5	49.0	49.0
2017年1月	56.0	60.4	61.4	56.1	53.6	48.5	69.0	54.5	50.0	49.5	48.5
2017年2月	57.7	65.1	62.9	54.2	54.8	51.5	68.0	55.0	54.0	57.0	47.5
2017年3月	57.2	64.5	57.6	58.9	55.9	49.0	70.5	59.0	53.5	57.5	47.0
2017年4月	54.8	57.5	58.6	52.0	55.1	51.0	68.5	59.5	55.5	57.0	45.5
2017年5月	54.9	59.5	57.1	53.5	53.1	51.5	60.5	57.5	53.5	55.0	49.5
2017年6月	57.8	63.5	62.4	57.2	57.0	49.0	55.0	59.5	54.0	57.0	50.5
前月差（6月）	2.9	4.0	5.3	3.7	3.9	-2.5	-5.5	2.0	0.5	2.0	1.0

出所：米国ISM、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
(注) ISM総合指数構成項目のウェイトは20%ずつ。

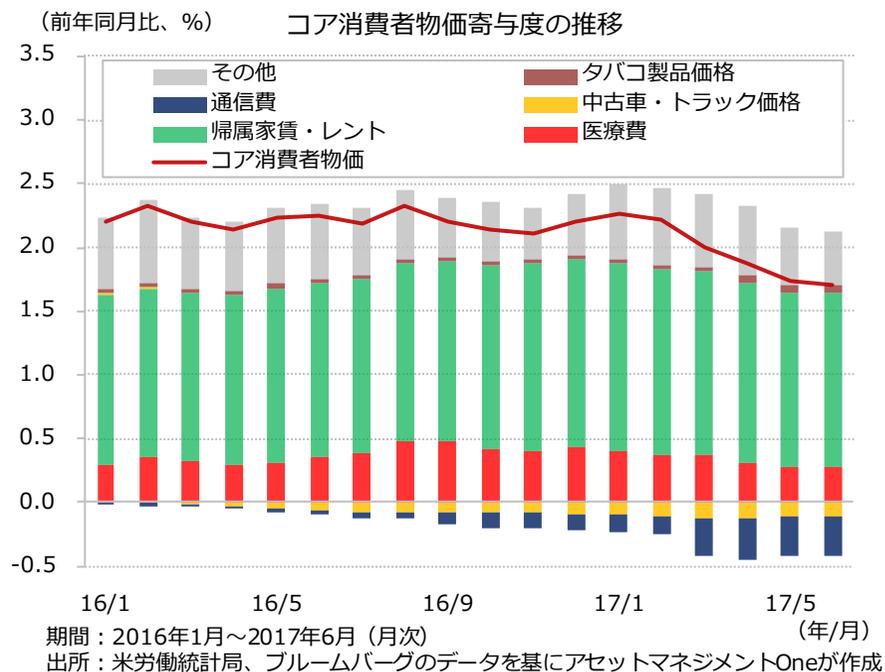
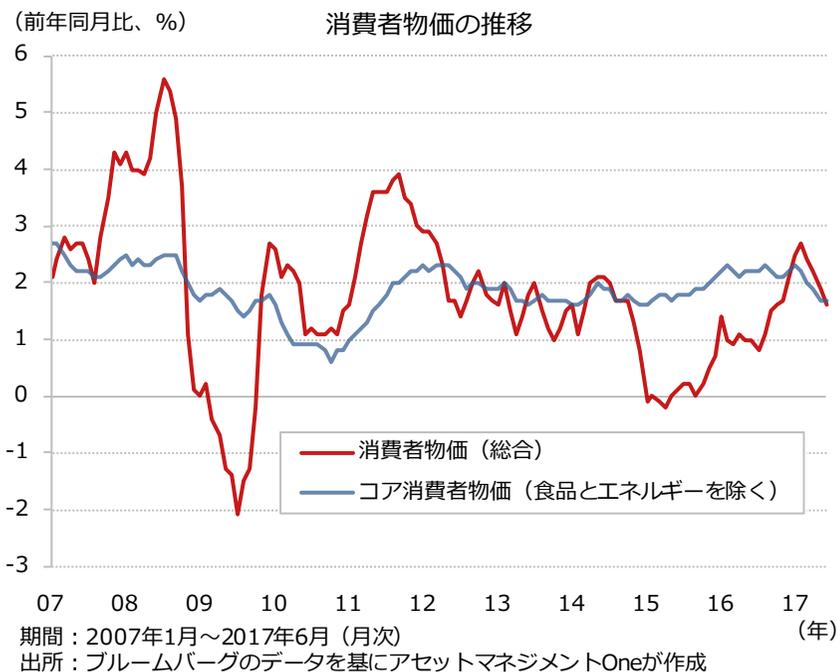
- 6月のISM製造業景況感指数は57.8（5月:54.9）と、2014年8月（57.9）以来の高水準を記録しました。
- 内訳をみると、6月は生産指数が大きく上昇する一方で、在庫指数が低下するなど、需要の強さを示唆する内容でした。また、新規受注指数、輸出受注指数、受注残高指数が上昇し、引き続き先行きの生産活動の活発な動きを示唆しているとみられます。
- この他では雇用指数の上昇が目立ちました。企業担当者のコメントにおいても、ビジネス環境が堅調なもと、雇用の拡大が続いているとの報告がみられました。

## 賃金上昇率の加速などから、年内1回の追加利上げを予想



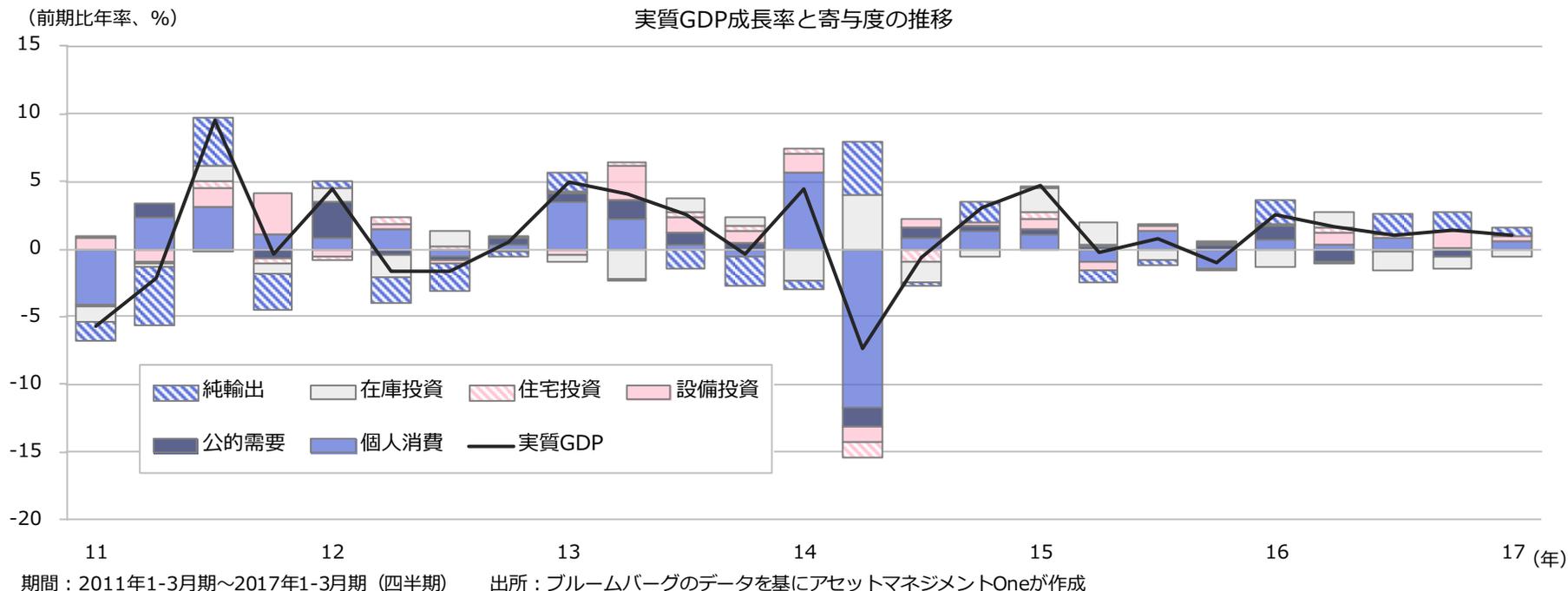
- 6月の非農業部門雇用者数の前月差は+22.2万人と、市場予想を上回りました。また、過去2ヵ月分も上方修正され、3ヵ月平均の雇用者増減数は同+19.4万人と堅調な数値となっています。失業率はやや悪化したものの、職探しの再開による要因が大きいと考えられます。就業者数は増加しており、内容としてはポジティブであると捉えられます。
- 6月の平均時給上昇率は前年同月比+2.46%（5月：同+2.42%）と、前月分とほぼ同水準にとどまりました。アトランタ連銀賃金上昇率では賃金の上昇が米労働統計局の雇用統計よりもはっきりと観察できますが、足元では伸びがやや鈍化しています。ただし、労働市場が引き締まる中、今後賃金上昇率は加速するとみられることなどから、弊社では年内1回の追加利上げを予想します。

## 自動車価格と通信費の下押し圧力から、伸びが加速しにくい状況が続くと想定



- 6月の消費者物価上昇率は総合が前年同月比+1.6% (5月:同+1.9%) と鈍化しました。食品とエネルギーを除くコア・ベースでは同+1.7% (5月:同+1.7%) と横ばいでの推移となりました。
- コア・ベースの前月比の内訳をみると、ウェイトの大きい帰属家賃・レントが前月比+0.3%と、物価の押し上げ要因となりました。一方で、需給軟化などから、中古車・トラック価格は6カ月連続で前月比マイナスを記録し、新車価格も5カ月連続の前月比マイナスとなりました。前年同月比でみた消費者物価も主に中古車・トラック価格と通信費の低下によって伸びが抑制されており、こうした下押し圧力が継続している間は、消費者物価は伸びが加速しにくい状況が続くと想定されます。

## 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



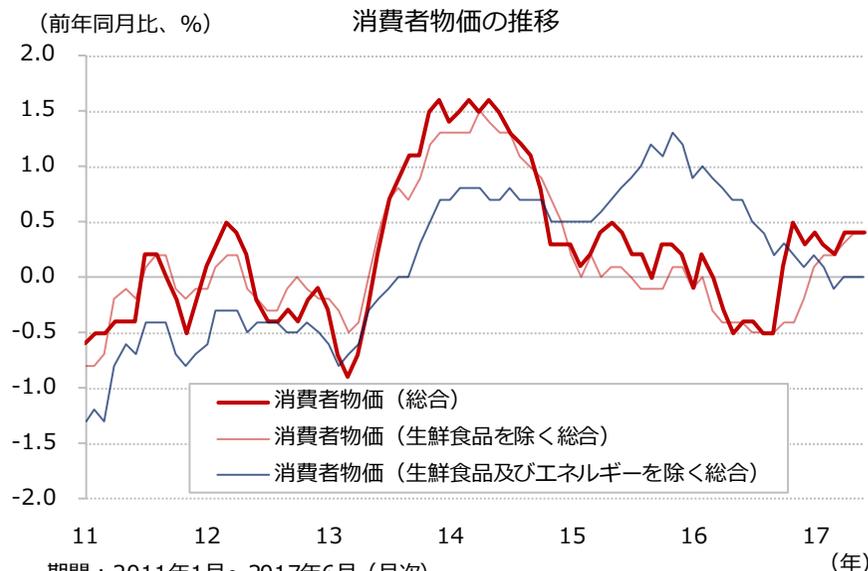
- 2017年1-3月期の実質GDP成長率（2次速報値）は前期比年率+1.0%と2016年10-12月期の同+1.4%から減速しましたが、5四半期連続の増加となりました。内需が3四半期ぶりに増加したほか、外需（純輸出）が引き続きプラスに寄与しました。内需の内訳をみると、個人消費が加速したほか、設備投資が2四半期連続で増加しました。一方、公共投資はわずかに減少しました。
- 今後については、良好な雇用環境の継続や、2016年度補正予算の執行が本格化することなどから、景気の緩やかな拡大基調が持続する見込みです。ただし、①米国景気の減速懸念などから、これまで生産活動の増加基調を支えてきた輸出に下振れリスクがある点、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)
2017年度	+1.5~+1.8 <+1.8>	+0.5~+1.3 <+1.1>
4月時点の見通し	+1.4~+1.6 <+1.6>	+0.6~+1.6 <+1.4>
2018年度	+1.1~+1.5 <+1.4>	+0.8~+1.6 <+1.5>
4月時点の見通し	+1.1~+1.3 <+1.3>	+0.8~+1.9 <+1.7>
2019年度	+0.7~+0.8 <+0.7>	+0.9~+2.0 <+1.8>
4月時点の見通し	+0.6~+0.7 <+0.7>	+0.9~+2.0 <+1.9>

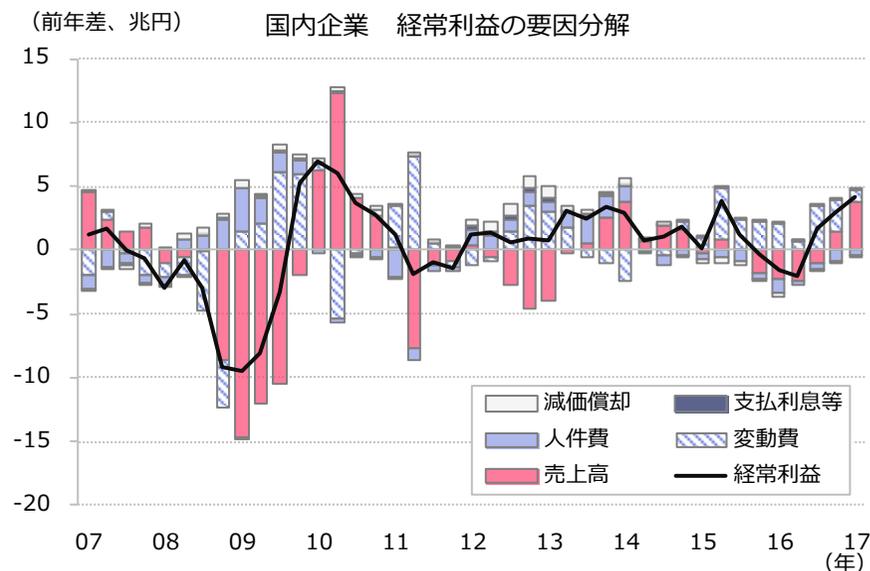
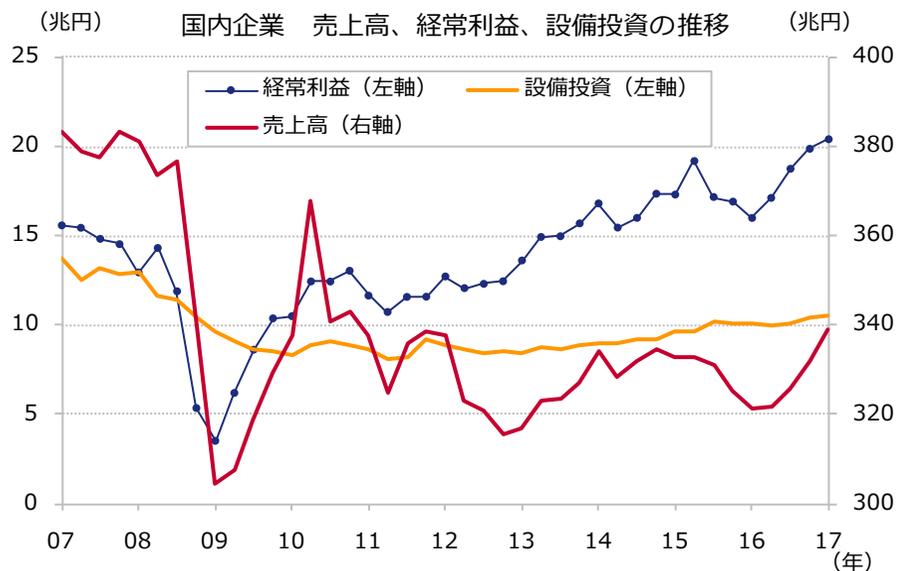
出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) データは対前年度比、%。<>内は政策委員見通しの中央値。  
 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値  
 について、最大値と最小値を1個ずつ除き、幅で示したもの  
 2019年度の物価は消費税率引き上げの影響を除くベース



期間：2011年1月～2017年6月(月次)  
 出所：日銀、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 消費税率引き上げの影響を除いたベース  
 消費税率引き上げの影響は日銀の試算に基づく

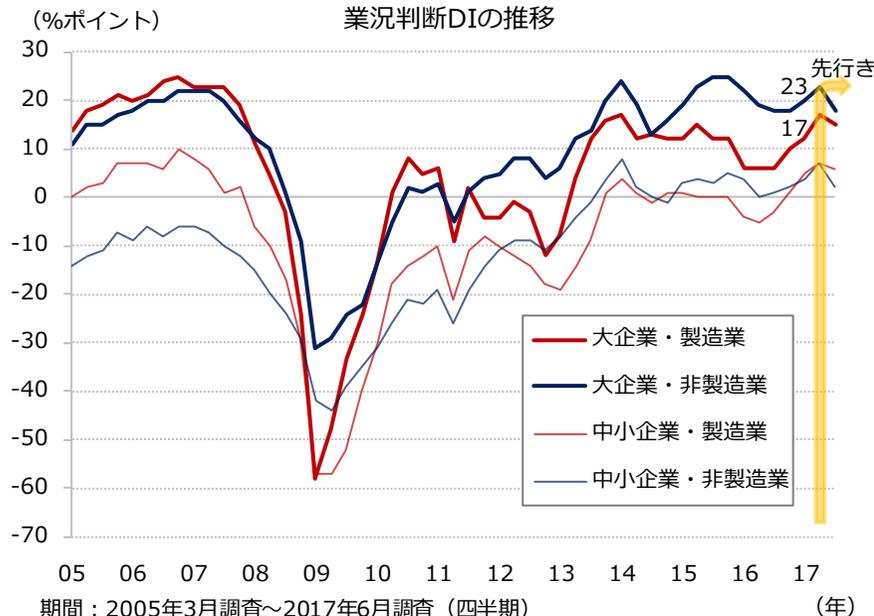
- 日銀は7月の金融政策決定会合で、金融政策の現状維持を決定しました。経済・物価情勢の展望では、消費者物価に関して、①企業の賃金・価格設定スタンスが慎重なものにとどまっていること、②中長期的な予想物価上昇率の高まりがやや後ずれしていること——から、見通しを下方修正しました。それに伴い、2%の「物価安定目標」達成時期は「2019年度頃」に先送りされました。
- 足元の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、エネルギー価格が前年の水準を上回っていることから上昇基調にあるものの、エネルギーを除いた消費者物価は軟調に推移しています。家計の低価格志向が根強い中、物価の上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想され、日銀は現行の金融政策を当面維持すると思われます。

## 経常利益は2四半期連続で過去最高を更新



- 2017年1-3月期は全産業（金融・保険業を除く）の売上高が前年比+5.6%、経常利益が同+26.6%と増収増益になりました。また、経常利益の季節調整値は2四半期連続で過去最高を更新しました。輸出と生産の持ち直しから製造業の経常利益が拡大したことなどが背景とみられます。
- 人件費の動きをみると、経常利益の伸びに対し、人件費の伸びが低水準であることから、これまでのところ企業が賃上げに対して慎重な姿勢を示していることが分かります。今後については、高水準の経常利益や労働需給のひっ迫などを背景に、賃上げが進むか注目されます。

## 足元の景況感は改善も、先行きについては慎重姿勢が継続



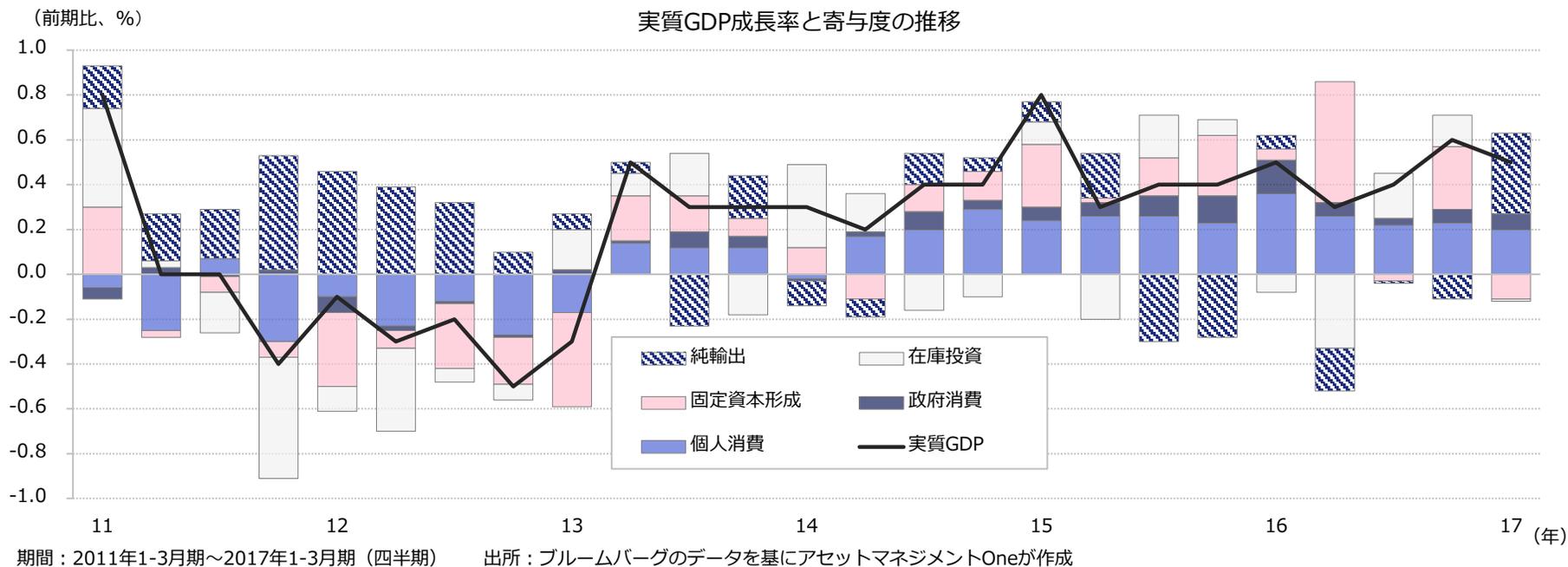
日銀短観 設備投資額（全規模・全産業）

	2016年度		2017年度	
	実績	3月調査	3月調査	6月調査
ソフトウェア・研究開発を含む 設備投資額（前年度比、%）	0.3	1.5	1.5	5.7
ソフトウェア投資額	2.1	3.1	3.1	7.0
研究開発投資額	1.3	1.1	1.1	2.7

出所：日銀のデータに基づきアセットマネジメントOneが作成

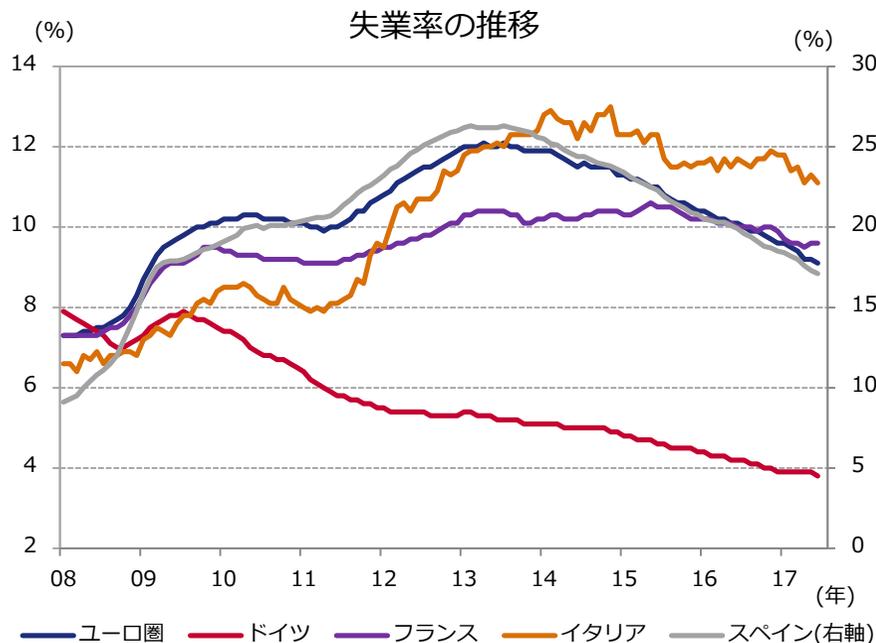
- 2017年6月調査の日銀短観業況判断DIによる足元の景況感は大企業、中小企業ともに改善しました。一方で、3カ月後の景況感は悪化が見込まれており、企業は引き続き先行きに慎重な姿勢を示しています。
- ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）の2017年度計画は、全規模・全産業ベースで前年度比+5.7%と、3月調査時点の同+1.5%から上方修正されました。今後については、生産・営業用設備や雇用に対する不足感が継続していることから、人手不足に対応した効率化・省力化投資に注力する動きが続くものとみられます。

## 当面は安定的な成長が続くと見込まれる



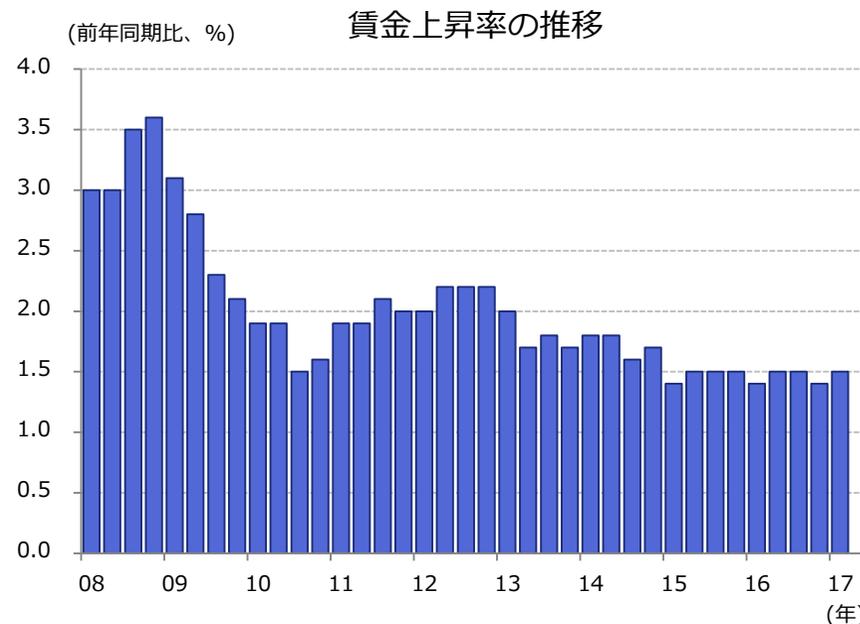
- 2017年1-3月期実質GDP成長率は前期比+0.5%となり、2016年10-12月期の同+0.6%からやや減速しました。需要項目別にみると、純輸出は前期から一転してプラスに寄与し、個人消費なども堅調に推移したものの、固定資本形成がマイナス寄与となりました。
- 6月のフランス国民議会選挙ではマクロン大統領が率いる共和国前進が勝利し、9月に総選挙を控えるドイツでもメルケル首相のキリスト教民主・社会同盟が高い支持率を維持するなど、政治的なリスクは低下しつつあるとみられます。加えて、失業率が低下するなど雇用環境は改善傾向にあることから、当面のユーロ圏経済は個人消費を中心に安定的な成長が続くと見込まれます。

## 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



期間：2008年1月～2017年6月（月次）

出所：データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

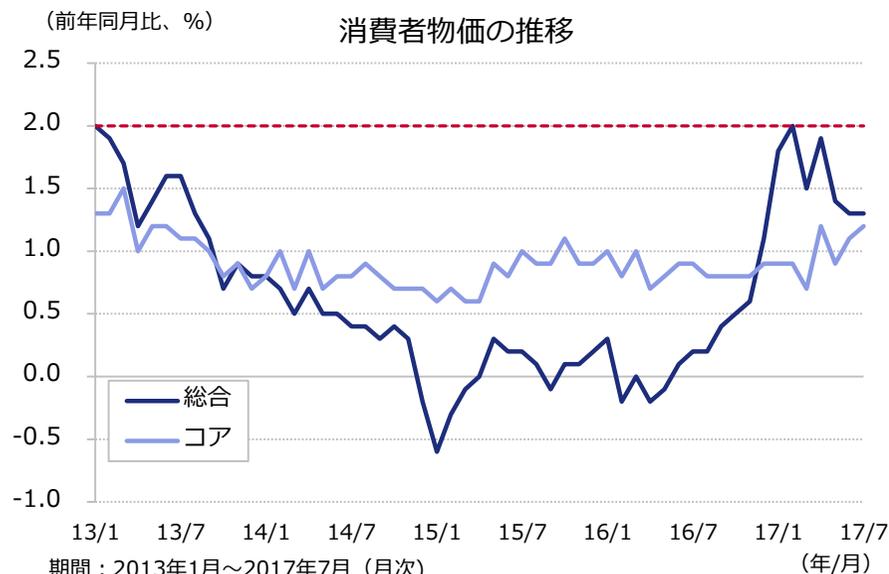


期間：2008年1月-3月期～2017年1月-3月期（四半期）

出所：データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- ユーロ圏の失業率は2013年7月をピークに低下基調にあり、6月は9.1%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、イタリアやフランスなどでも改善傾向がみられるなど、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。

## 資産買い入れプログラムに関する議論は秋に



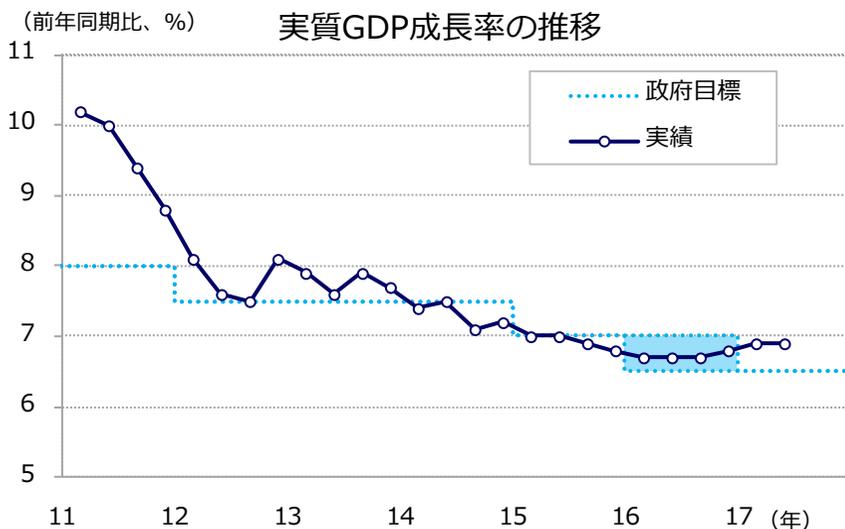
### ECBスタッフによる見通し

	予想時点	17年	18年	19年
実質GDP (前年比、%)	17年6月	1.9	1.8	1.7
	17年3月	1.8	1.7	1.6
消費者物価 (前年比、%)	17年6月	1.5	1.3	1.6
	17年3月	1.7	1.6	1.7
消費者物価（コア） (前年比、%)	17年6月	1.1	1.4	1.7
	17年3月	1.1	1.5	1.8

出所：ECBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- ユーロ圏消費者物価指数（HICP）の伸び率は、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、7月は同+1.3%にとどまっています。また、7月のコアインフレ率は同+1.2%となり、2013年後半以降、同+1%程度の水準で推移しています。
- 欧州中央銀行（ECB）は6月の理事会において、経済成長見通しのリスクをおおむね均衡しているとし、金融政策の先行き指針から利下げの文言を削除しました。7月の理事会では現行の金融政策の維持が決定されたものの、理事会後の記者会見で、ドラギ総裁は資産買い入れプログラムに関する議論は秋に行う旨を表明しました。資産買い入れの減額は2018年1月から始まると予想されますが、インフレ動向などの経済環境を踏まえると、そのペースは緩やかなものになるとみられます。

## 足元の中国景気は引き続き好調



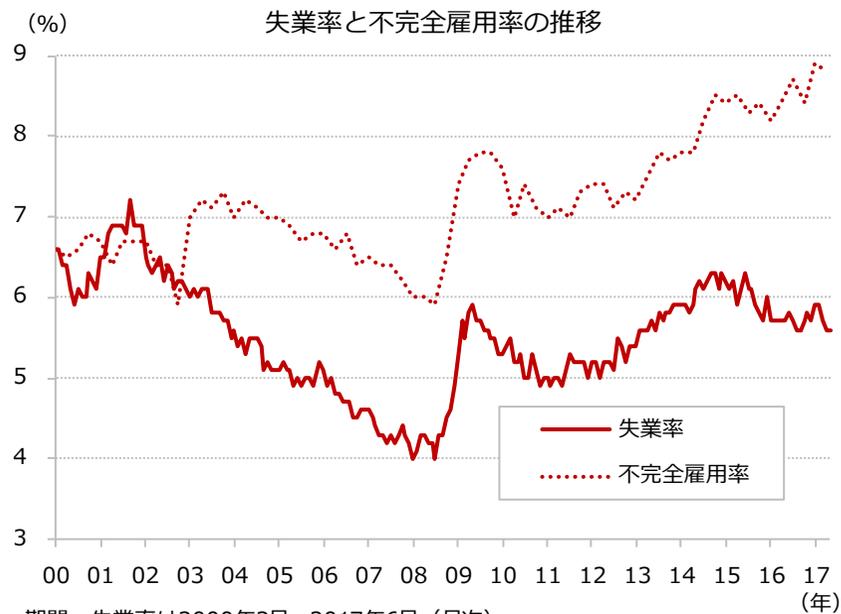
期間：2011年1-3月期～2017年4-6月期（四半期）  
 出所：中国政府、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 2016年の通年目標は6.5～7.0%のレンジ



期間：2012年1月～2017年6月（月次、主要国対中輸出は5月まで） (年)  
 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

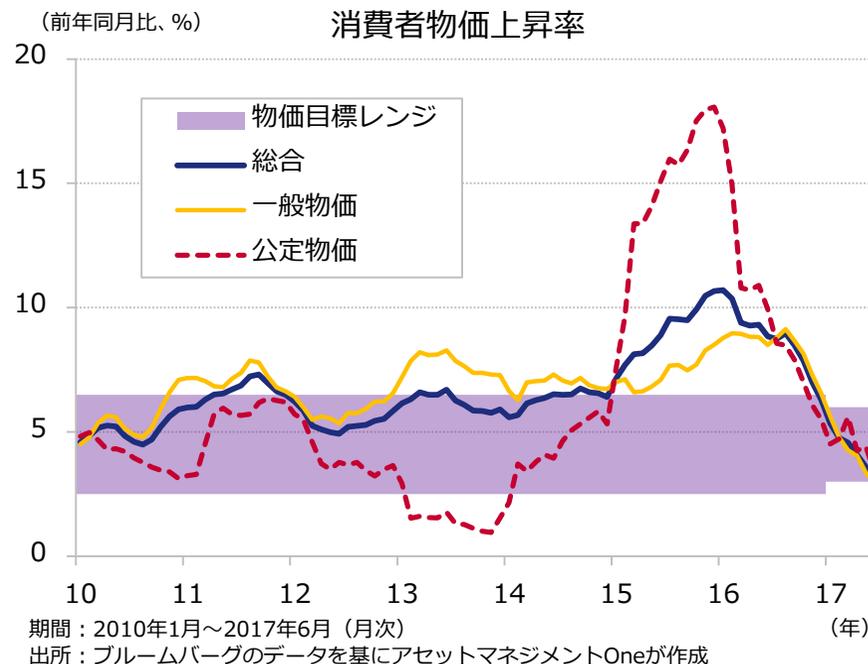
- 2017年4-6月期実質GDP成長率は前年同期比+6.9%となり1-3月期と同水準の伸びを維持しました。政府の通年目標である6.5%前後の水準達成が視野に入りつつあるといえます。李克強指数や主要国の対中輸出など、より信頼がかけられる指標の堅調さも踏まえると、足元の中国景気は引き続き好調であると考えられます。
- 今後については、財政政策のスタンスが積極的であることから景気底割れのリスクは低いと考えられます。ただし、①秋の共産党大会を控えた政争激化（足元では重慶市のトップ解任）、②当局の金融規制・監督強化の動きを受けた金融市場の不安定化——といった可能性には留意が必要です。

## RBAは当面現状の金融政策を維持するとみられる



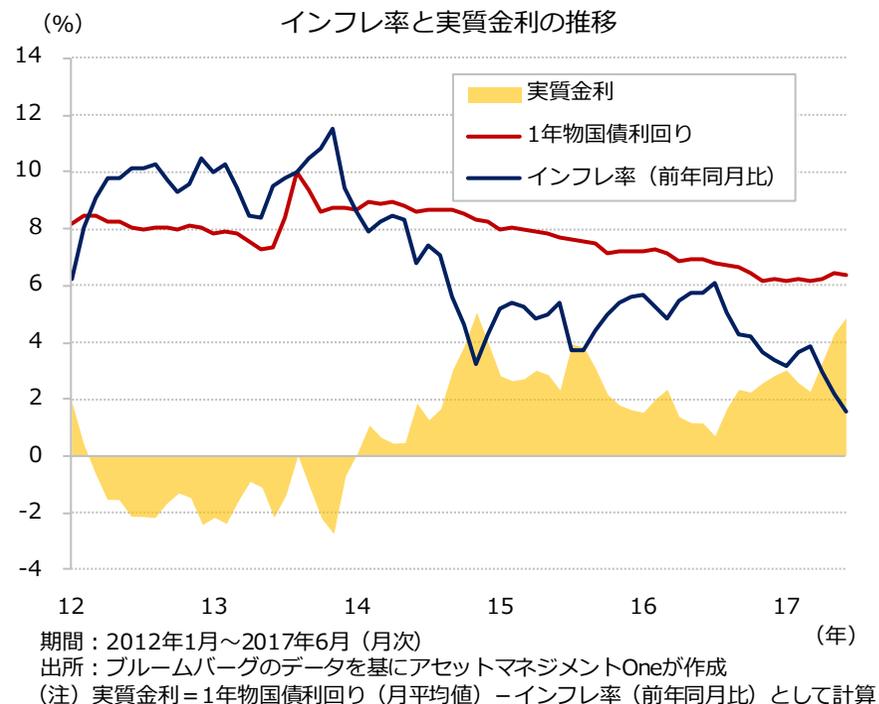
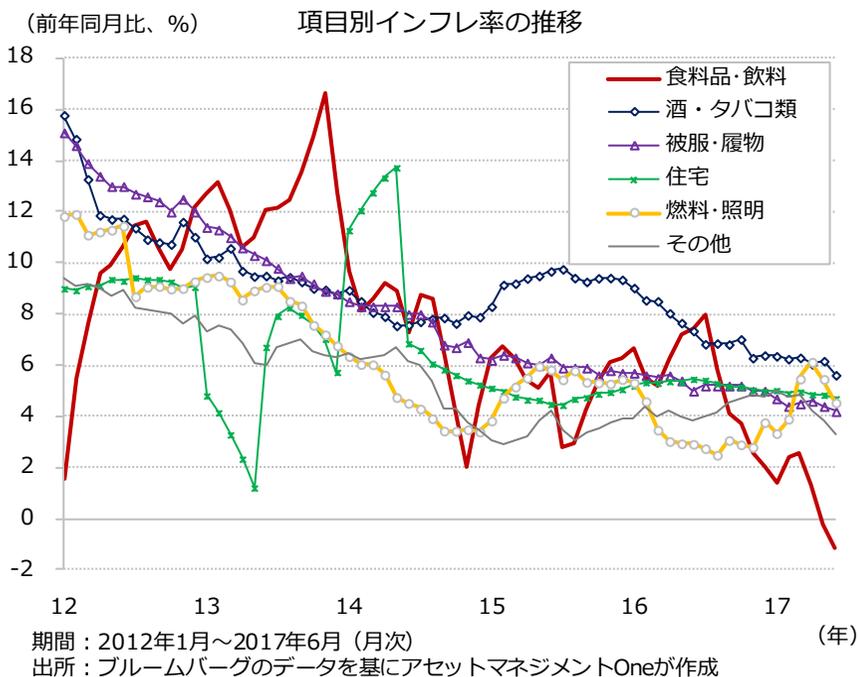
- ここ数カ月の豪州労働市場は、労働参加率が上昇傾向にある中、失業率は低下基調をたどっており、職探しの再開と雇用拡大が進んでいることが確認できます。雇用の増加に関しては正規社員の雇用拡大が著しく、内容も良好と考えられます。
- 一方で、1人当たりの労働時間は減少トレンドにあり、不完全雇用率は上昇傾向にあります。広義の労働需給には依然としてたるみが残っているとみられ、賃金上昇を通じたインフレ圧力は依然として弱いと考えられます。こうしたことなどから、オーストラリア準備銀行（RBA）は当面の間、現状の金融政策を維持するとみられます。

## インフレ率の推移などを背景に、今後も金融緩和は継続される見込み



- ブラジル中央銀行（以下、中銀）は7月26日の通貨政策委員会（Copom）で政策金利（Selic金利）を10.25%から9.25%へ引き下げることを決定しました。2016年10月の会合から実施された一連の利下げによって、政策金利は累計5.00%引き下げられました。中銀が積極的な利下げを行っている背景として、インフレ率の大幅な鈍化による利下げ余地拡大などが挙げられます。
- 6月のインフレ率は前年同月比+3.0%（5月は同+3.6%）と、中銀のインフレ目標中央値である4.5%を下回って推移しています。このようなインフレ率の推移を背景に、今後も中銀は金融緩和を継続する見込みです。しかし、テメル大統領に職務停止の恐れがあるなど、政局の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。

## 金融緩和を実施する余地があると考えられる



- 6月のインフレ率は総合が前年同月比+1.54%（5月:同+2.18%）と大幅に鈍化しました。足元のインフレ率鈍化の主因は食料品・飲料によるものですが、それ以外の項目においてもインフレ率はやや減速しています。こうした中、インド準備銀行（RBI）は6月の政策決定会合で2017-18年度のインフレ率見通しを引き下げています。
- インフレ率の鈍化に伴い、実質金利は2014年11月以来の高水準となっています。こうしたことなどから、インドの金融政策については、RBIが金融緩和を実施する余地があると考えられます。

▶ 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内外の金融政策などをにらみ、短期的には神経質な相場展開を予想します。しかし、米国景気の緩やかな拡大や良好な企業業績などを背景に、中長期的にはおおむね堅調に推移すると想定します。

日経平均

日本や米国の政治情勢を巡る不透明感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

米国が金融政策の正常化を進める中、米国景気の緩やかな拡大基調などは金利上昇要因と考えます。一方、足元の米国物価上昇が緩慢である点や、米国の政治情勢を巡る不透明感などから、金利は横ばい圏での推移を予想します。

日本10年国債利回り

海外金利の動向には留意が必要です。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、米国が金融政策の正常化を緩やかに進めるとみられる一方で、米国の政治情勢を巡る不透明感などから、対円ではもみ合いの展開を予想します。引き続き、米国の長期金利やインフレ動向を注視する展開が予想されます。

## ✓ 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	21,000~22,800ドル	19,100~20,700円	2.10~2.50%	0.00~0.10%	107~115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)				
		1か月	3か月	1年	3年	
株式	NYダウ工業株30種平均	21,891	+2.54	+4.54	+18.77	+32.17
	ドイツDAX指数	12,118	▲1.68	▲2.57	+17.23	+28.82
	日経平均株価	19,925	▲0.54	+3.79	+20.25	+27.56
	MSCIエマージング マーケット指数	1,066	+5.48	+9.03	+22.07	+0.04
REIT	米国REIT(配当込み)	16,902	+1.27	+3.12	▲2.31	+30.61
	国内REIT	1,709	+0.92	▲1.38	▲8.53	+5.75
	国内REIT(配当込み)	3,220	+1.24	▲0.45	▲5.13	+17.13
	豪州REIT(配当込み)	649	▲0.15	▲5.64	▲10.40	+34.60
債券利回り	米国(10年)	2.29 %	▲0.01	+0.01	+0.84	▲0.26
	米国ハイイールド債券	5.90 %	▲0.11	▲0.12	▲1.15	▲0.22
	日本(10年)	0.08 %	▲0.00	+0.07	+0.27	▲0.46
	ドイツ(10年)	0.54 %	+0.08	+0.23	+0.66	▲0.61

	7月 末値	騰落率(%)				
		1か月	3か月	1年	3年	
為替(対ドル)	ユーロ	1.18	+3.64	+8.67	+5.96	▲11.56
	英ポンド	1.32	+1.45	+2.04	▲0.10	▲21.74
	豪ドル	0.80	+4.11	+6.88	+5.34	▲13.91
	ブラジルリアル	3.13	+5.78	+1.60	+3.92	▲27.49
	人民元	6.72	+0.69	+2.47	▲1.24	▲8.15
	インドネシアルピア	13,319.00	+0.12	+0.12	▲1.81	▲13.09
為替(対円)	米ドル	110.26	▲1.88	▲1.15	+8.02	+7.26
	ユーロ	130.56	+1.68	+7.44	+14.46	▲5.15
	英ポンド	145.71	▲0.53	+0.89	+7.95	▲16.05
	豪ドル	88.23	+2.15	+5.66	+13.62	▲7.66
	ブラジルリアル	35.27	+3.82	+0.47	+12.38	▲22.32
	人民元	16.40	▲1.05	+1.28	+6.68	▲1.50
	100インドネシアルピア	0.83	▲1.78	▲0.96	+6.15	▲6.76

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。7月末値は2017年7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

- 7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。
- 米長期金利低下や原油価格上昇などを背景に、月半ばにかけてNYダウ工業株30種平均はおおむね堅調に推移しました。また、大手企業の4-6月期決算が市場予想を上回ったことなどもあり、下旬には上値を伸ばす展開となりました。

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"> <li>米国景気の緩やかな拡大</li> <li>良好な企業業績</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>トランプ政権の政策実現性に対する不透明感</li> <li>欧米など先進国金利の上昇懸念</li> </ul>

#### 中長期的にはおおむね堅調な推移を想定

トランプ政権の政策実現性や米国内外の金融政策などをにらみ、短期的には神経質な相場展開を予想します。しかし、米国景気の緩やかな拡大が見込まれることに加え、良好な企業業績などを背景に、中長期的にはおおむね堅調に推移すると想定します。

### ■ 1カ月の予想レンジ

NYダウ工業株30種平均：21,000～22,800米ドル

## 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）』は下落しました。
- 米国株価は堅調に推移しましたが、米ドル安円高の動きとなったことや内閣支持率が低下するなど日本の政治情勢の不透明感が強まったことなどを背景に下落しました。

日経平均株価



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内景気の持ち直し</li> <li>日本企業の業績改善期待</li> <li>米国経済の底堅いトレンド</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の政治情勢を巡る不透明感</li> <li>日本の政治情勢を巡る不透明感</li> <li>地政学リスク</li> </ul>

#### もみ合いを予想

日本や米国の政治情勢を巡る不透明感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

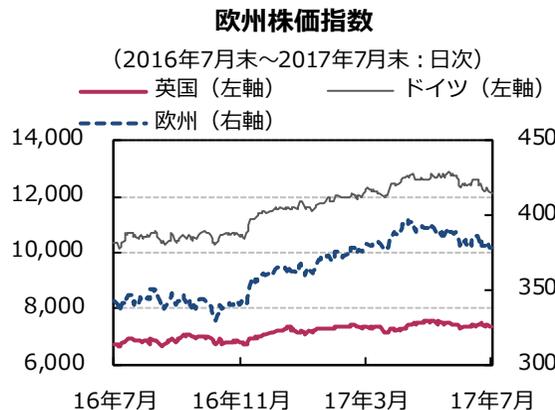
日経平均株価：19,100～20,700円

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）』は下落しました。
- 中旬には大幅に上昇する場面もありましたが、欧州中央銀行（ECB）による資産買い入れ縮小観測の高まりなどを背景にユーロ高が進行すると企業業績に対する懸念が強まり、下旬に入ると下落に転じました。



※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	<ul style="list-style-type: none"> <li>良好な企業業績見通し</li> <li>欧州景気の改善基調継続</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧州金利の上昇懸念</li> <li>欧州の政治情勢を巡る不透明感</li> </ul>

#### 中長期的には上値を伸ばすと想定

欧州金利が強含みで推移する中、短期的には不安定な相場動向を予想します。英国など欧州の政治情勢を巡る不透明感には留意が必要です。ただし、欧州の良好な企業業績見通しや経済動向などを背景に、中長期的には上値を伸ばす展開を想定します。

### ■ 1カ月の予想レンジ

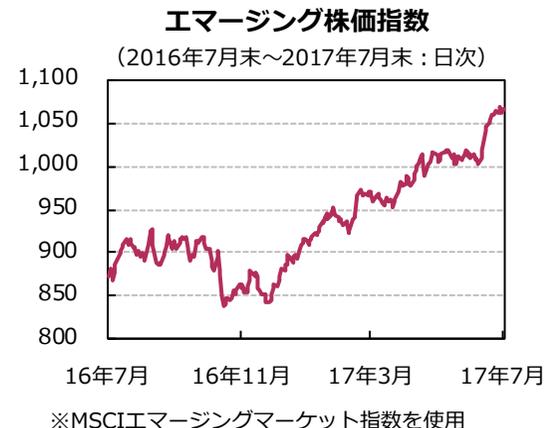
ドイツDAX指数：11,400～12,800

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。
- 米国株価や原油価格の堅調な推移を背景に上昇基調で推移しました。また、中国の4-6月期実質GDPが堅調な結果となったこともプラス材料となりました。



### ■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>新興国経済の成長</li> <li>構造改革などを通じた中長期的に持続可能な成長余地の拡大</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の政治情勢を巡る不透明感</li> <li>中国の金融市場や景気に対する懸念</li> </ul>

#### 緩やかな上昇基調を予想

米国の政治情勢を巡る不透明感はありませんが、新興国経済の成長や構造改革などを通じた経済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、米ドルや米金利の動向には注意が必要です。

## 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。
- 上旬はおおむね軟調に推移しました。しかし、イエレン米連邦準備理事会（FRB）議長による議会証言のほか、6月の消費者物価指数や小売売上高などを受けた米長期金利低下を背景に中旬以降、米国REIT市場は上昇基調をたどりました。



※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"> <li>米国景気の緩やかな拡大</li> <li>不動産ファンダメンタルズの改善</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国金利の上昇懸念</li> <li>不動産需給バランスの悪化</li> </ul>

#### 中長期的には上昇基調をたどると見込む

欧米など先進国の金融政策をにらみつつ、短期的には米国の金利動向に左右される展開を想定します。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見込みます。

## J-REIT

### ■ 前月の相場動向

- 7月の『J-REIT市場』は上昇しました。
- 欧米など先進国市場で金利上昇やREIT価格下落が進行したことを受け、月半ばには約1年10ヵ月ぶりの安値水準を記録しました。ただしその後は、金利やREIT価格の動きに落ち着きがみられたことから、月末にかけてはプラスに転じました。



### ■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>良好な不動産ファンダメンタルズ</li> <li>投資家の利回り追求の動き</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>海外投資家などによる売りが需給悪化につながる懸念</li> <li>欧米金利の上昇懸念</li> </ul>

#### 中長期的には緩やかな回復を予想

J-REITの需給悪化懸念が根強い中、欧米金利の上昇懸念などを背景に神経質な動きが続くと想定します。ただし、良好な不動産ファンダメンタルズに加え、魅力的な水準とみられる配当利回りなどから、中長期的にJ-REIT市場は、緩やかに回復すると予想します。

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

- 7月の『豪州REIT市場』は下落しました。
- 豪州金利の上昇や欧米REIT市場の下落基調を受けて、中旬にはおよそ7カ月ぶりの安値水準を記録しました。ただしその後は、豪州金利の上昇一服や欧米REIT市場の反発などを背景に、月間の下落幅をおおむね取り戻す展開となりました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>オーストラリア準備銀行（RBA）の緩和的な金融政策継続への期待</li> <li>オフィス賃料の安定推移</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧米など先進国金利の上昇懸念</li> <li>鉄鉱石など資源価格動向の先行き懸念</li> </ul>

#### 中長期的に緩やかな上昇基調を予想

欧州や豪州の金利が強含みで推移する中、豪州REITは、短期的には不安定な動きが継続すると想定します。しかし、RBAは7月の理事会議事要旨で利上げを急がない姿勢を示したことに加え、今後も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、ほぼ横ばいでした。
- 月初旬は、欧州金利の上昇に連れて上昇しました。しかしその後、イエレンFRB議長がインフレに対して慎重な見方を示したことや、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。下旬に金利はやや上昇し、前月末比で、ほぼ横ばいで取引を終えました。

### 米国10年国債利回り



### ■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> <li>米国景気が緩やかな拡大基調をたどるとみられること</li> </ul>
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>足元の物価上昇が緩慢であること</li> <li>トランプ政権の政策実現性に対する不透明感</li> </ul>

#### 金利は横ばい圏での推移を予想

FRBが金融政策の正常化を進める中、米国景気が緩やかな拡大基調をたどるとみられることなどが金利上昇要因と考えます。一方で、足元の米国物価上昇が緩慢であること、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ることから、金利は横ばい圏で推移すると予想します。

### ■ 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

- 7月の『米国ハイイールド債券市場』は上昇しました。
- 月上旬は小動きの展開となりました。しかしその後は、原油や鉄鉱石といった資源価格の戻りなどを背景に上昇しました。また、米国株式市場がおおむね堅調に推移するなど、リスク選好の動きが継続したことなども、上昇要因として挙げられます。

### 米国ハイイールド債券



※BofAメリルリンチ・US・キャッシュ・ペイ・ハイイールド・インデックスを使用

### ■ 今後の見通し

価格の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国景気が緩やかな拡大基調をたどるとみられること</li> <li>相対的に高い利回り水準</li> </ul>
価格の下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の政治情勢を巡る不透明感</li> <li>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> </ul>

#### 底堅い推移を予想

米国の政治的な不透明感の高まりによるリスク回避的な動きが強まる可能性などには留意が必要と考えます。一方、米国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

- 7月の『国内債券市場（10年国債）』は、ほぼ横ばいでした。
- 月初旬は、海外金利上昇に連れて上昇しました。その後、あらかじめ指定した利回りで無制限に国債を買い入れる「指し値オペ（公開市場操作）」などを通じて、日銀が金利上昇をけん制したことなどから金利は低下し、月間では、ほぼ横ばいとなりました。



### ■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> <li>国内景気の持ち直し</li> </ul>
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>日銀の国債買い入れ</li> <li>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</li> </ul>

#### 金利は横ばい圏での推移が見込まれる

国内景気の緩やかな回復基調が継続する中、引き続き海外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

- 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。
- 前月末のドラギECB総裁発言をきっかけとした金融政策の正常化観測を背景に、金利は上昇しました。7月20日の理事会後の会見でドラギ総裁は、秋に政策変更を議論する意向を表明しました。市場では、9月から10月にも資産買い入れ策の縮小が決定されるとの見方が強まりました。



### ■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧州景気の回復</li> <li>ECBによる金融政策の正常化観測</li> </ul>
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>賃金をはじめとするインフレ動向</li> </ul>

#### 金利の緩やかな上昇を見込む

堅調な景気動向やECBによる金融政策の正常化観測を背景に、金利は緩やかな上昇が見込まれます。しかしながら、賃金をはじめとするインフレ動向に不透明感が残る中、急速な金利上昇に対してはECBがけん制を強め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：0.40～0.90%

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

- 7月の米ドルは、対円で下落しました。
- 上旬は堅調な雇用統計などを受けて米国金利が上昇する中、米ドル高円安が進みました。その後、イエレンFRB議長の議会証言や米連邦公開市場委員会（FOMC）声明を受けて、FRBは依然利上げに慎重との見方が強まり、米ドル安円高に転じました。トランプ政権を巡る懸念も米ドルの重しとなりました。



### ■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> <li>日銀の金融緩和継続</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の政治情勢を巡る不透明感</li> <li>日本の経常黒字</li> </ul>

### もみ合いの展開を予想

米ドルは、FRBが金融政策の正常化を緩やかに進めるとみられる一方で、米国の政治情勢を巡る不透明感などから、対円ではもみ合いの展開を予想します。引き続き、米国の長期金利やインフレ動向を注視する展開が予想されます。

今後1カ月の見通し

(対円)

### ■ 1カ月の予想レンジ

米ドル/円：107～115円

## ユーロ

### ■ 前月の相場動向

- 7月のユーロは、対米ドル、対円とともに上昇しました。
- ユーロは、ECBによる金融政策の正常化観測から、月間を通じて対米ドル、対円で上昇しました。20日の理事会後の会見でECBのドラギ総裁は、資産買い入れ策の縮小を秋に議論する意向を表明する一方で、ユーロ高に懸念を示さなかったことから、ユーロ買いが強まりました。



### ■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧州景気の回復</li> <li>ECBによる金融政策の正常化観測</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>賃金をはじめとするインフレ動向</li> </ul>

### ユーロの緩やかな上昇を見込む

堅調な景気動向やECBによる金融政策の正常化観測を背景に、ユーロは、対米ドル、対円で緩やかな上昇が見込まれます。しかしながら、賃金をはじめとするインフレ動向に不透明感が残る中、急速なユーロ高に対してはECBがけん制を強める可能性もあります。

今後1カ月の見通し

(対米ドル)

### ■ 1カ月の予想レンジ

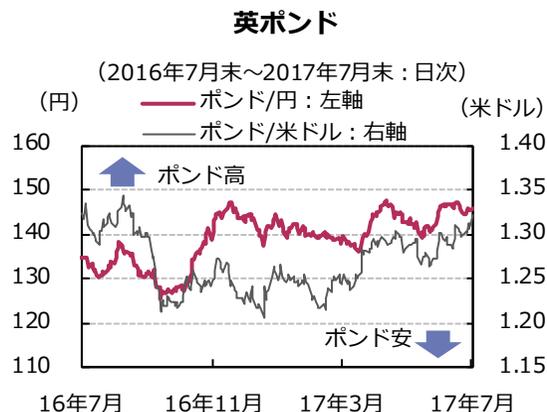
ユーロ/米ドル：1.15～1.22米ドル

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

- 7月の英ポンドは、対米ドルで上昇しました。
- 月初旬は、軟調な経済指標を受けて、やや弱含みで推移しました。しかしその後は、イエレンFRB議長が米国のインフレに対して慎重な見方を示したことなどに伴い米ドル安が進展したことや、原油価格の戻りなどを背景に上昇しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>原油価格の底堅い推移</li> <li>イングランド銀行 (BOE) による利上げ観測が高まる可能性</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>メイ首相の政権運営への不透明感</li> <li>欧州連合 (EU) 離脱交渉の難航が予想されること</li> <li>実質所得の減少などを通じて、個人消費が低迷する可能性があること</li> </ul>

#### ボックス圏での推移が見込まれる

原油価格の底堅い推移などは英ポンドの上昇要因とみられます。一方で、英国の政権運営の先行き不透明感や、英国のEU離脱交渉の難航が予想される点などが英ポンドの下落要因として挙げられます。かかる中、今後の英ポンドはボックス圏での推移が見込まれます。

今後1カ月の見通し  
(対米ドル) →

## 人民元

### ■ 前月の相場動向

- 7月の人民元は、対米ドルで上昇しました。
- 米国の政治情勢の不透明感などを背景に米ドルが弱含み人民元は上昇しました。また、中国経済が底堅いことや中国当局による資金流出の抑制も人民元の下支え要因となりました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国人民銀行の元安容認姿勢後退</li> <li>中国の経常黒字</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> <li>中国からの資金流出懸念</li> </ul>

#### ボックス圏での推移を予想

米国の金融政策正常化プロセスの進展などが下落要因になるとみられます。一方で、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。

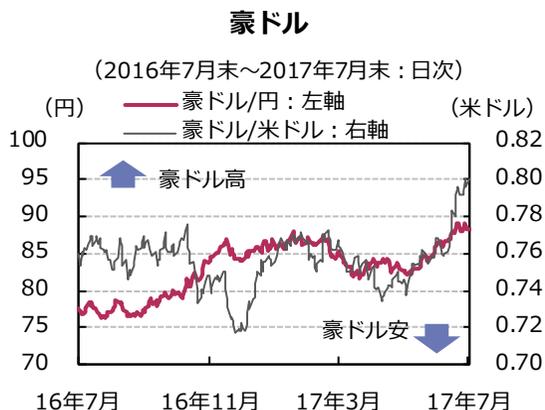
今後1カ月の見通し  
(対米ドル) →

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

- 7月の豪ドルは、対米ドルで上昇しました。
- 月初旬は、横ばい圏で推移しました。その後は、米ドル安が進展したことや、豪州景気の回復期待、鉄鉱石価格の戻りなどを背景に上昇しました。しかし月末にかけては、4-6月期の豪インフレ率が予想を下回ったこと、RBA総裁による通貨高けん制発言などを背景に上昇ペースが鈍化しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>豪州景気の緩やかな回復見通し</li> <li>相対的に高い国債利回りの水準</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>RBAの通貨高けん制姿勢</li> <li>中国景気の先行き鈍化懸念が高まる可能性</li> </ul>

#### ボックス圏での推移が見込まれる

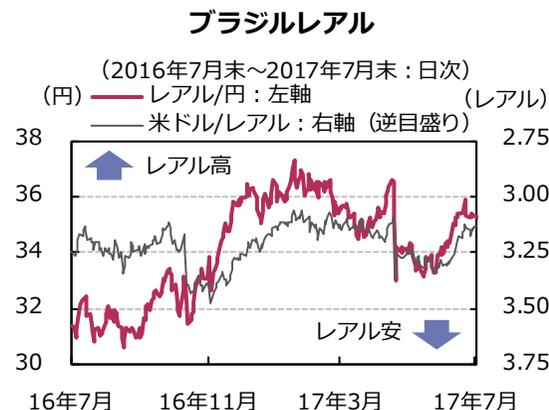
豪州景気の緩やかな回復見通しや相対的に高い国債利回りの水準などが豪ドルの上昇要因とみられます。一方で、RBAによる通貨高けん制姿勢や中国景気動向などには引き続き留意が必要とみられます。かかる中、今後の豪ドルはボックス圏での推移を見込みます。

**今後1カ月の見通し**  
 (対米ドル) ➡

## ブラジルレアル

### ■ 前月の相場動向

- 7月のブラジルレアル（以下、レアル）は、対米ドルで上昇しました。
- 月初旬はおおむね横ばいで推移しました。しかしその後、ブラジル上院本会議にて、テメル政権の重要施策の一つである労働法の改正法案が可決され、構造改革に対する取り組みに一定の進展が見られ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"> <li>ブラジル中央銀行（中銀）の金融緩和姿勢の継続</li> <li>足元景気に回復の兆しがみられること</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>不安定なブラジルの政治動向</li> <li>財政健全化に向けた取り組みが遅れることへの懸念</li> <li>格下げ懸念</li> </ul>

#### 弱含みの推移が見込まれる

中銀の金融緩和姿勢が維持されている点は、景気支え効果などを通じて、レアルの上昇要因となると考えます。一方で、財政健全化に向けた取り組みを見極める展開の中で、引き続きブラジルの政治動向を巡る不透明感がくすぶることなどから、今後のレアルは弱含みの推移が見込まれます。

**今後1カ月の見通し**  
 (対米ドル) ➡

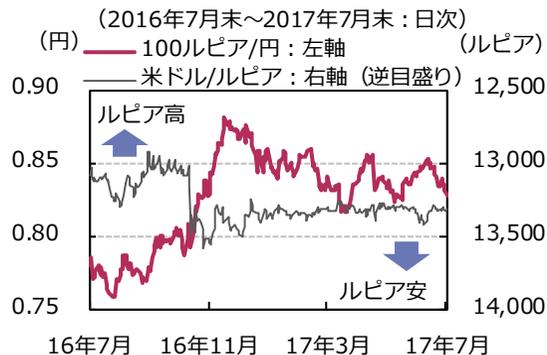
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## インドネシアルピア

### ■ 前月の相場動向

- 7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。
- 月初旬は、米金融政策の正常化進展への思惑などを背景に下落しました。しかしその後は、原油価格の戻りや、米ドル安基調などを背景にルピアは上昇し、前月末を上回る水準で月末を迎えました。

### インドネシアルピア



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>インドネシア経済の回復期待</li> <li>財政規律重視の姿勢</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の金融政策正常化プロセスの進展</li> <li>米国の政治情勢を巡る不透明感</li> <li>中国など他の新興国の景気減速懸念</li> </ul>

#### ボックス圏での推移が見込まれる

米国の金融政策正常化プロセスの進展や米国の政治情勢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の推移が見込まれます。

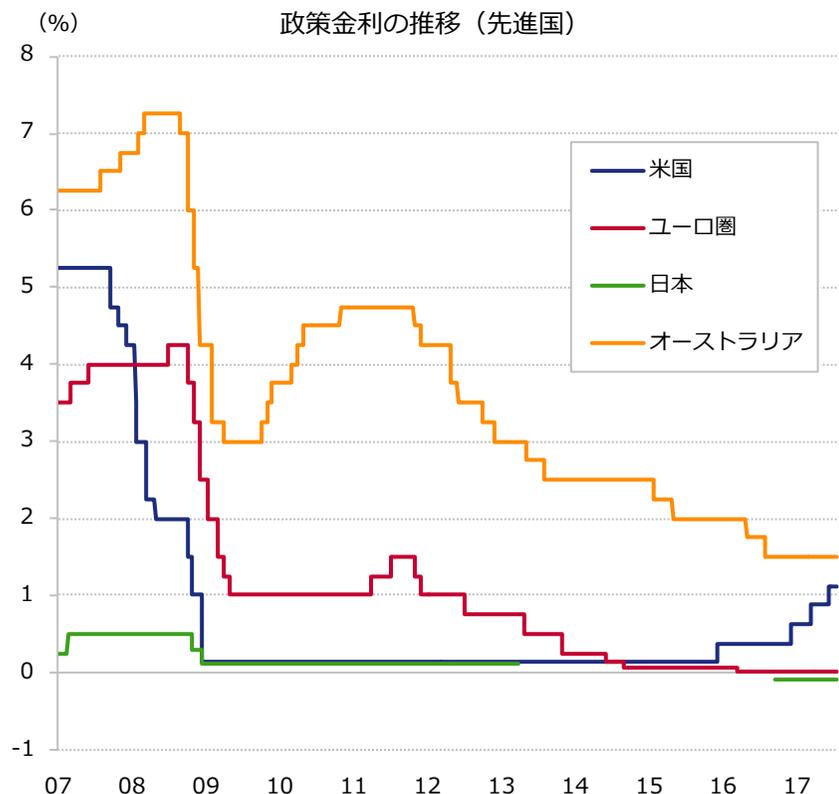
今後1カ月の見通し

(対米ドル) →

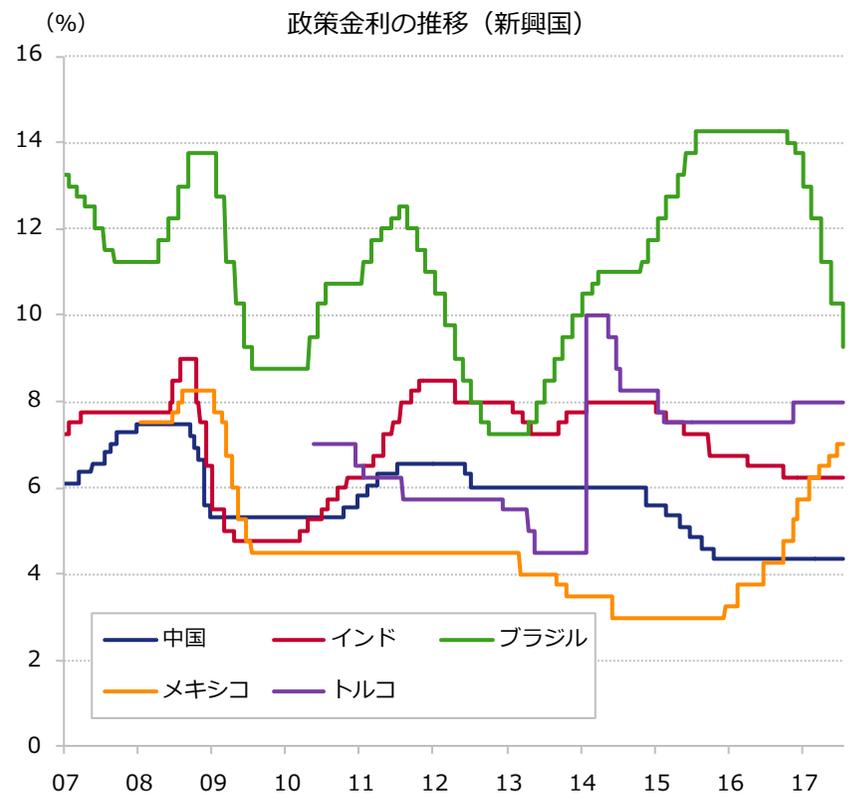
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

▶ Chapter 4  
付属資料

# チャート集 - 主要国・地域の政策金利

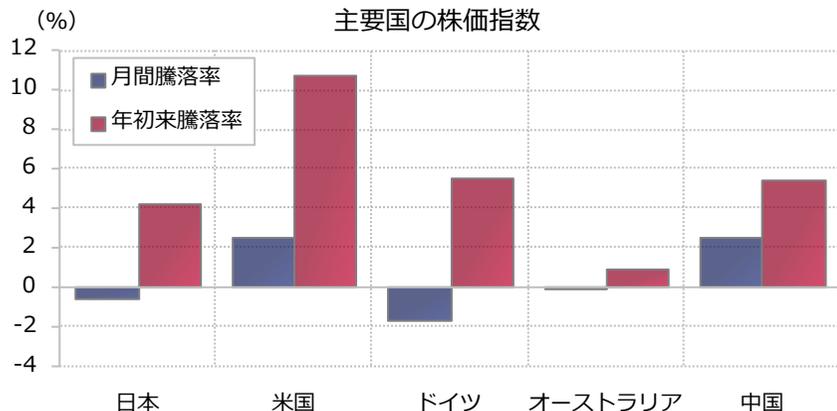


期間：2007年1月4日～2017年7月28日（日次）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成（年）  
 （注）米国は2008年12月16日以降、誘導目標レンジの中央値を表記  
 日本は2013年4月4日から2016年9月20日までは操作目標がマネタリーベースのため記載なし

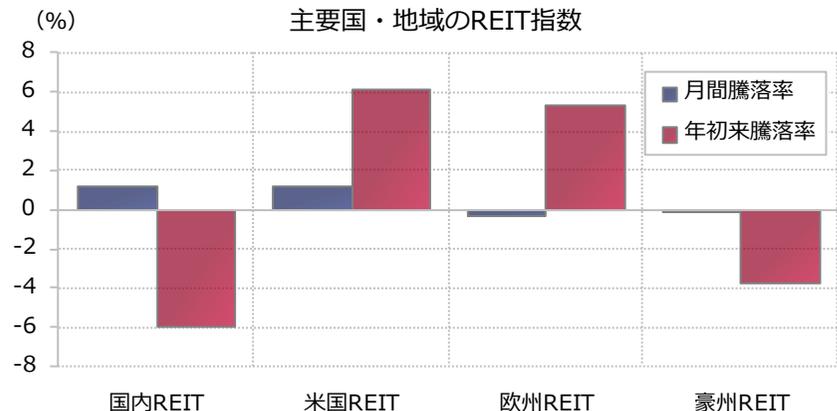


期間：2007年1月4日～2017年7月28日（日次）  
 ただし、メキシコは2008年1月18日～、トルコは2010年5月20日～（年）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

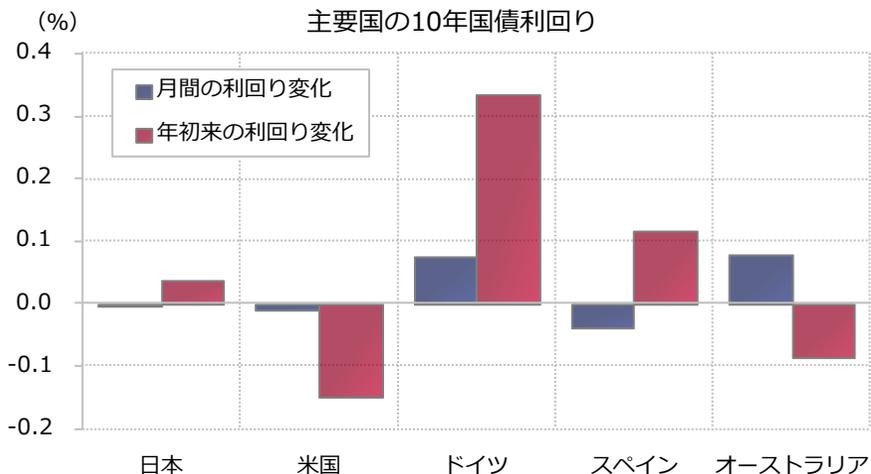
# チャート集 – 前月のまとめ



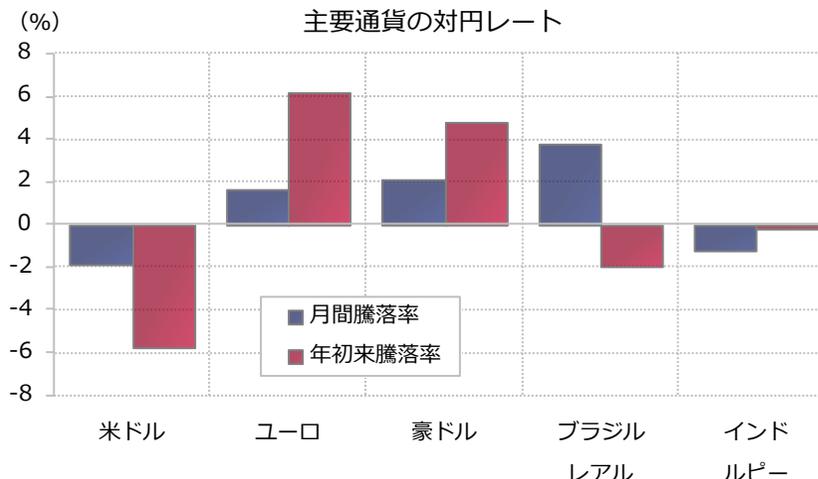
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 月間：2017年7月の1か月間、年初来：2016年12月末から2017年7月末の期間  
 【日本】日経平均株価 【米国】NYダウ 【ドイツ】ドイツDAX  
 【オーストラリア】S&P/ASX200 【中国】上海総合指数



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7月の1か月間、年初来：2016年12月末から2017年7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

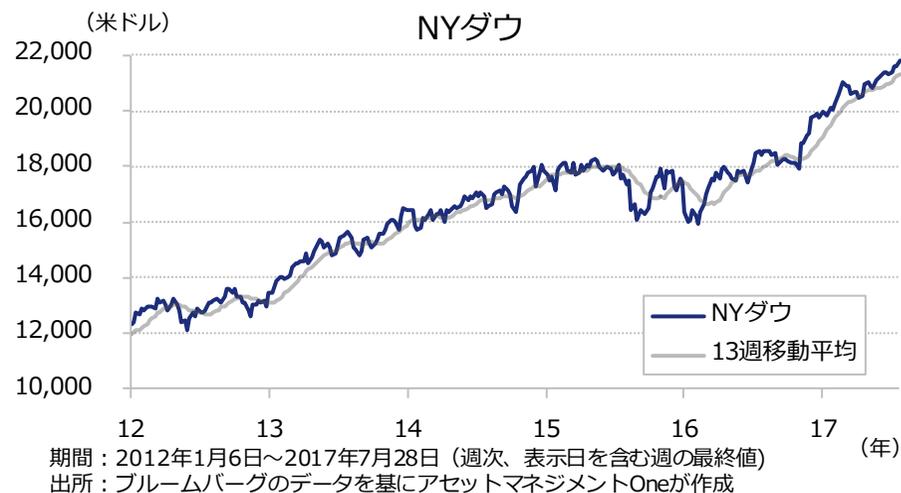


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 月間：2017年7月の1か月間、年初来：2016年12月末から2017年7月末の期間



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7月の1か月間、年初来：2016年12月末から2017年7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



期間：2012年1月6日～2017年7月28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

## インドSENSEX



期間：2012年1月6日～2017年7月28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

## ブラジルボブスバ



期間：2012年1月6日～2017年7月28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

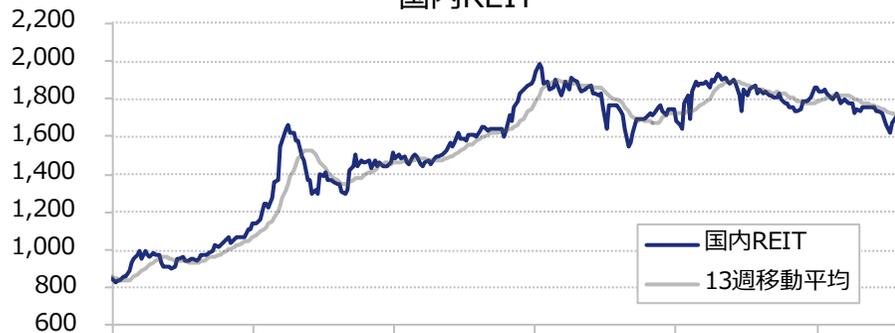
## ロシアRTS (米ドル建て)



期間：2012年1月6日～2017年7月28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

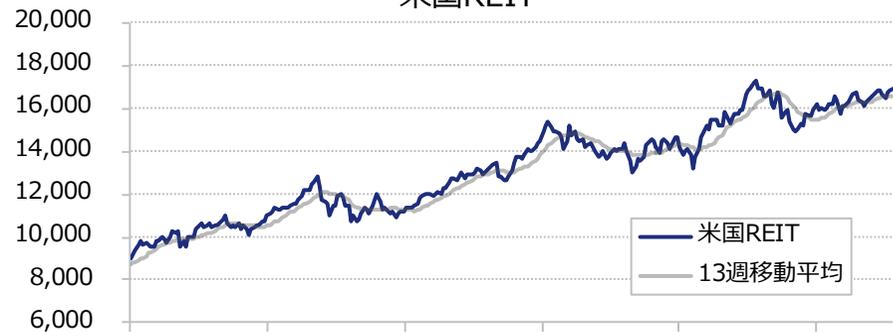
# チャート集 - REIT市場

## 国内REIT



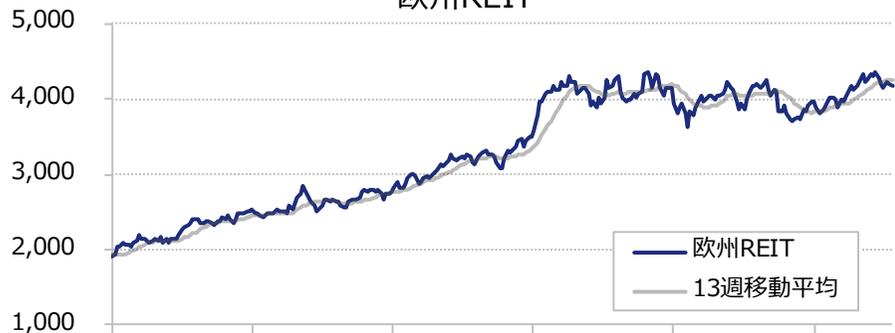
期間：2012年1月6日～2017年7月28日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 （注）使用しているREITの指数についてはマーケット・オーバービューの（注）を参照

## 米国REIT



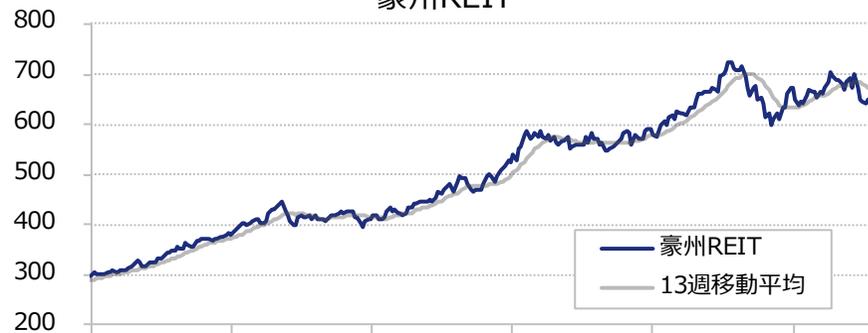
期間：2012年1月6日～2017年7月28日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 （注）使用しているREITの指数についてはマーケット・オーバービューの（注）を参照。  
 現地通貨ベース。トータルリターン

## 欧州REIT



期間：2012年1月6日～2017年7月28日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）  
 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7月28日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）  
 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

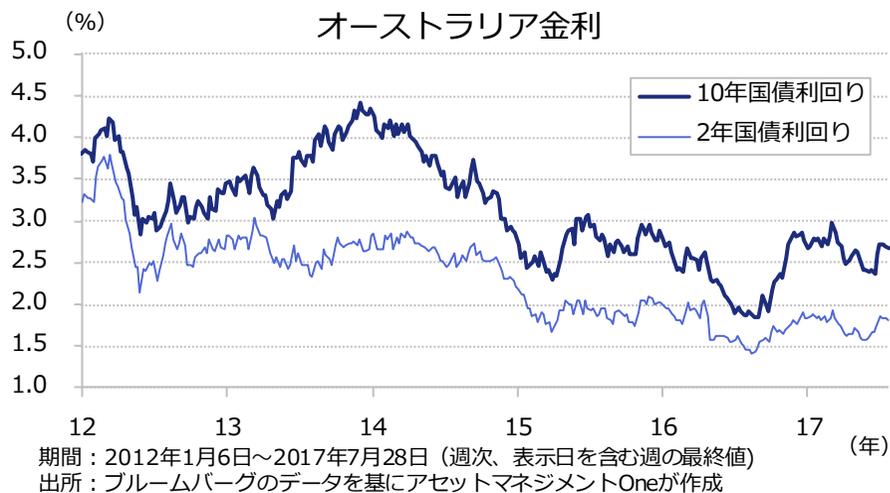
(%)

	1年	2年	3年	5年	7年	10年	30年
スイス	-0.82	-0.75	-0.63	-0.42	-0.20	0.05	0.51
日本	-0.12	-0.11	-0.09	-0.06	0.00	0.08	0.87
ドイツ	-0.67	-0.68	-0.53	-0.18	0.08	0.54	1.32
フィンランド	-0.17	-0.66	-0.61	-0.16	0.13	0.55	1.46
オランダ	-0.66	-0.64	-0.51	-0.24	0.17	0.66	1.38
フランス	-0.54	-0.42	-0.42	-0.08	0.25	0.81	1.87
スペイン	-0.37	-0.28	-0.12	0.32	0.85	1.53	2.86
イタリア	-0.34	-0.21	0.18	0.79	1.49	2.12	3.28
英国	0.28	0.26	0.31	0.58	0.84	1.22	1.86
カナダ	1.17	1.33	1.39	1.64	1.82	2.03	2.45
米国	1.21	1.35	1.50	1.83	2.10	2.29	2.90
オーストラリア	1.63	1.81	1.99	2.19	2.41	2.68	3.53

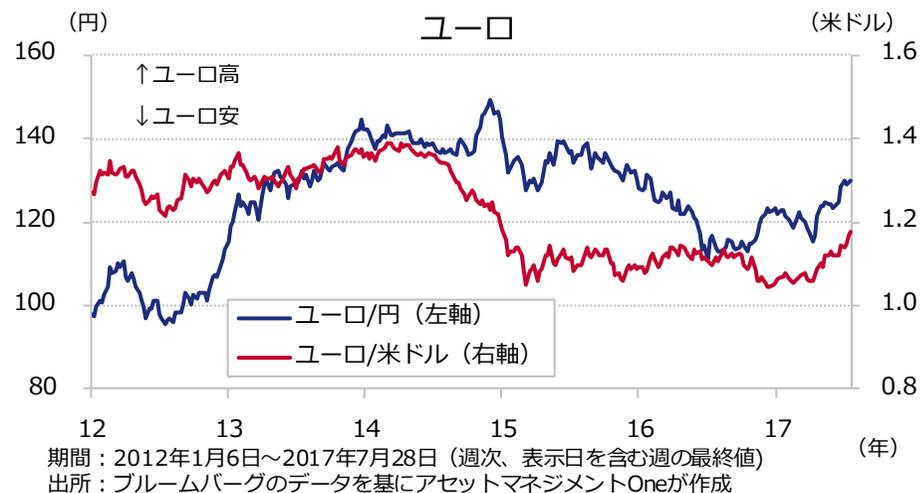
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) 2017年7月28日時点。国名が網掛けのものはマイナス金利政策実施国

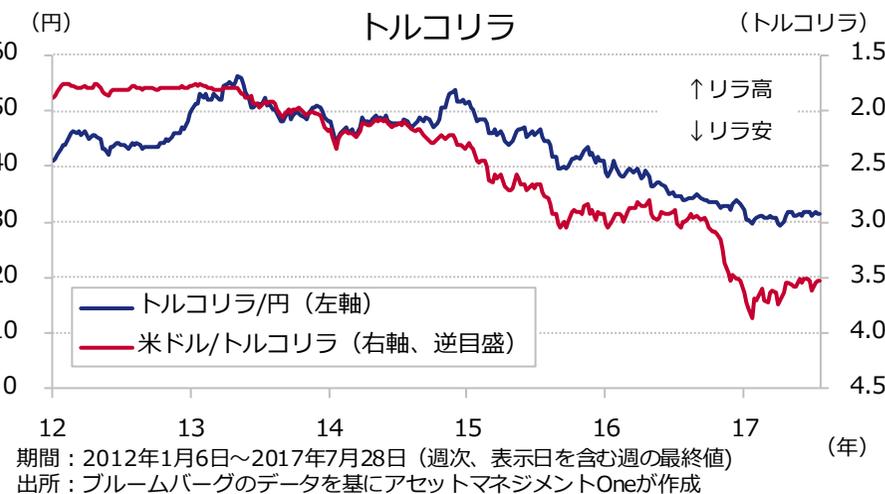
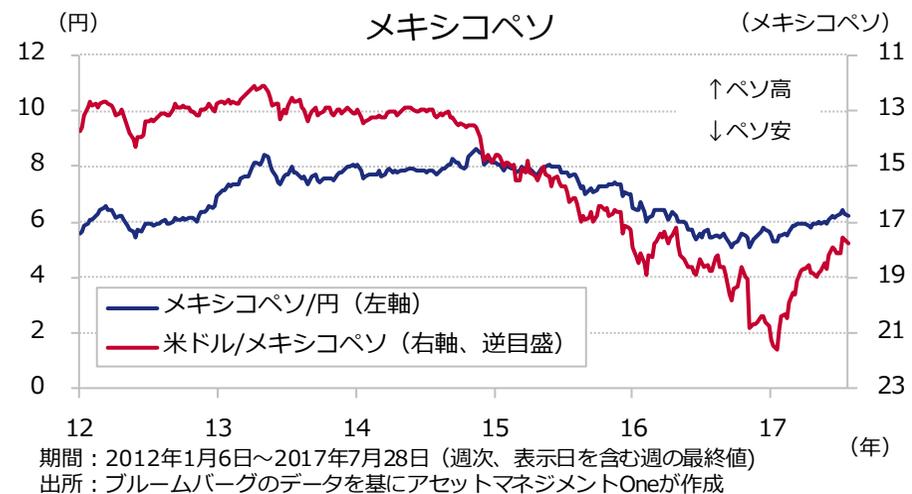
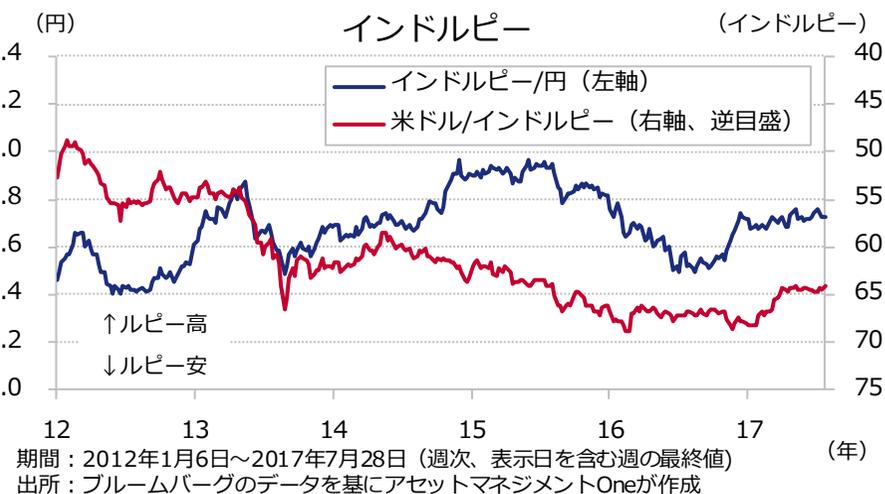
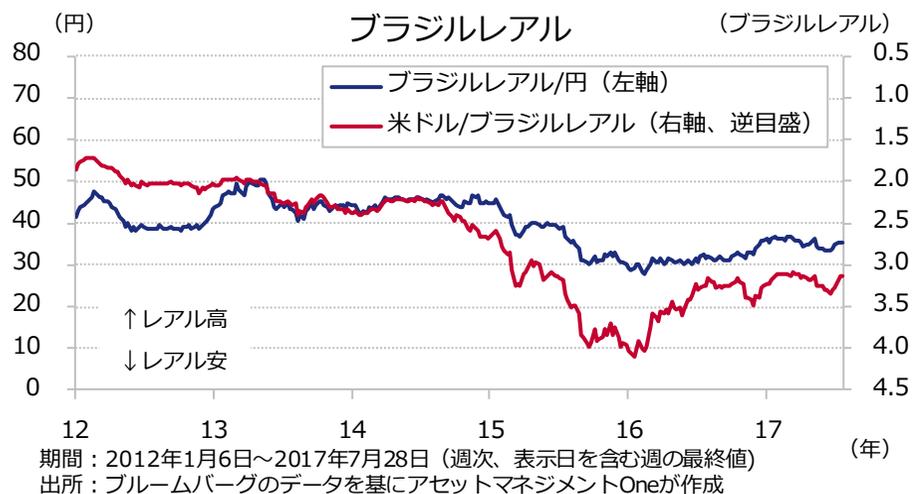
# チャート集 - 債券市場



# 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7月28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7月28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7月28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7月28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



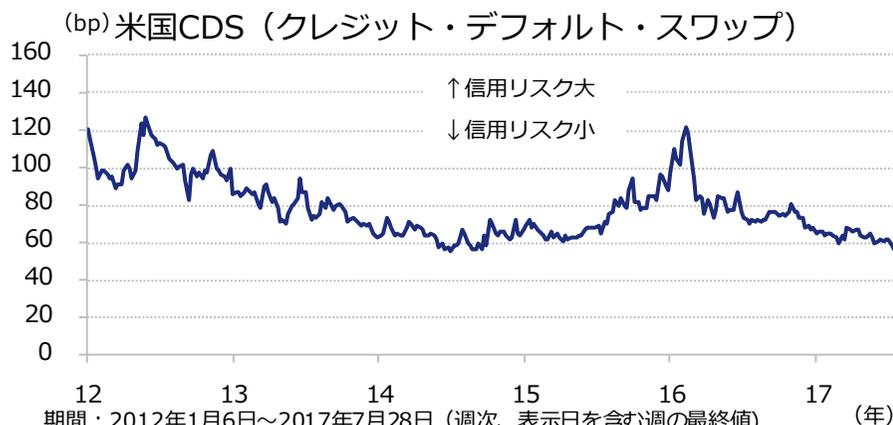
期間：2012年1月6日～2017年7月28日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
（注）米S&P500種指数を対象とするオプション価格などから算出。市場心理を表す



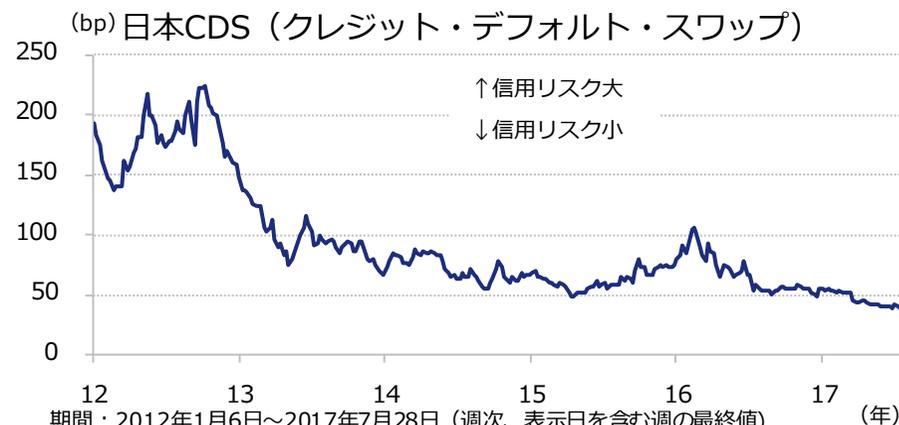
期間：2012年1月6日～2017年7月28日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
（注）日経平均を対象とするオプションを基に算出。市場心理を表す



期間：2012年1月6日～2017年7月28日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
（注）CDX（5年、投資適格）を使用。bp：ベースポイント（1bp=0.01%）



期間：2012年1月6日～2017年7月28日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
（注）iTraxx（5年、投資適格）を使用。bp：ベースポイント（1bp=0.01%）

# 当資料で使用している指数について

- 日経平均株価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・サービスズ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3.78%（税込）

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

信託財産留保額：上限0.5%

#### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

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

#### ■ その他費用・手数料

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

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

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

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

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

## 【ご注意事項】

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