
マーケット・インサイト

2019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

米国通商政策
米国の低インフレ懸念
米国市場
米国企業債務拡大
世界の政治動向
原油市場動向

▶ Chapter 2 経済動向

2-1 経済の概況 10

2-2 各国経済動向 13

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 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・地域の金融政策 前月のまとめ
株式市場 REIT市場 世界の金利マップ
債券利回りの推移（長期） 債券市場
外国為替市場 商品市場 その他

▶ Chapter 1
トピックス

米国の対中強硬的な通商姿勢はより鮮明に

米国の対中制裁関税一覧

	対象額 (億米ドル)	税率 (%)	関税額 (億米ドル)	関税額の 対米国GDP比 (%)
対中関税 第1弾	340	25	85	0.04
対中関税 第2弾	160	25	40	0.02
対中関税 第3弾	2,000	10 ↓ 25	200 ↓ 500	0.10 ↓ 0.24
対中関税 第4弾	3,000	?	?	?

出所：各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成

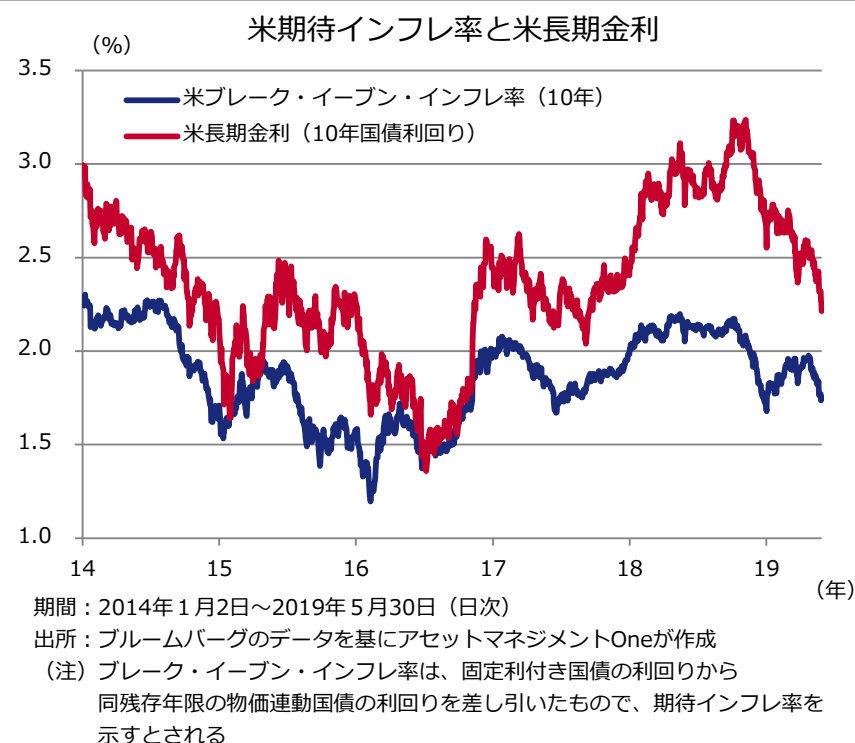
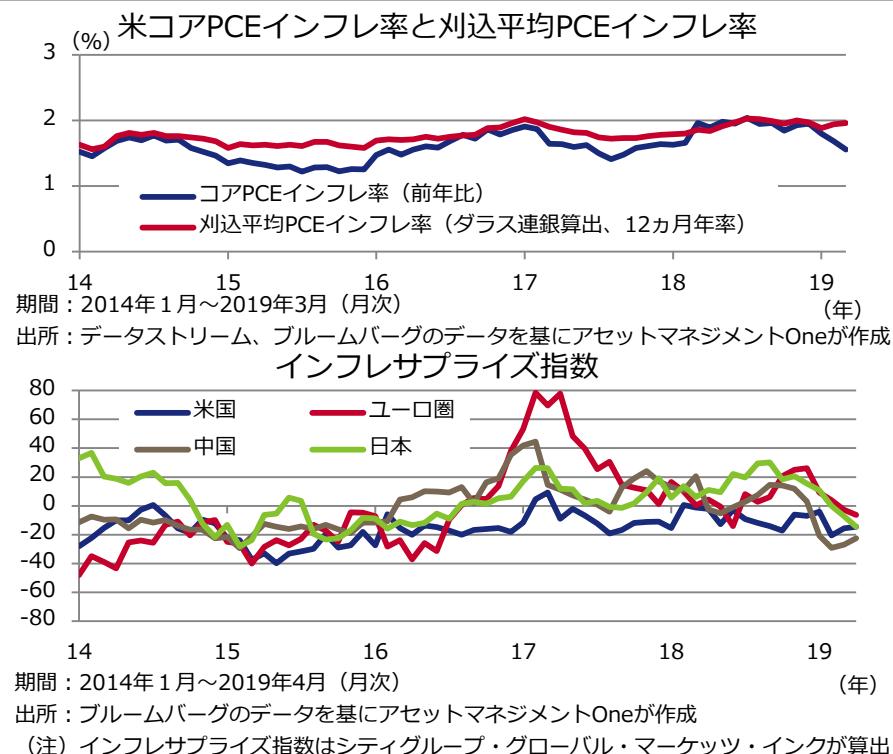
5月の米国通商政策の推移

	主な内容
5月10日	第3弾（2000億米ドル相当）の関税率を25%に引き上げ
5月13日	中国の知的財産権侵害に対抗する制裁関税の第4弾を公表（約3000億米ドル相当）
5月16日	ファーウェイと関連会社68社について、米政府の許可なく米企業から部品などを購入することを禁止する「エンティティリスト」への正式な追加を発表
5月17日	輸入自動車や部品に対する関税の判断を最大180日延期すると発表 カナダとメキシコに対する鉄鋼・アルミニウム輸入関税を撤廃することで合意したと発表
5月30日	不法移民に対するメキシコの対応が不十分として、メキシコからの輸入品に6月10日以降、5%の関税を課すことを発表（段階的に25%まで引き上げ）

出所：各種報道等を基にアセットマネジメントOneが作成

- 米国は、これまで猶予を付していた対中制裁関税第3弾の関税率引き上げを表明しました。その後、残りの3,000億米ドル相当の中国製品に対しての制裁関税発動や中国通信機器最大手ファーウェイおよび関連会社への部品供給制限などを表明しており、米国の対中強硬的な通商姿勢はより鮮明になっているとみられます。
- 一方、カナダとメキシコに対する鉄鋼・アルミニウムの追加関税を撤廃することで合意したと発表しました。このため、USMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）批准への期待が足元高まっています。ただし、不法移民に対するメキシコの対応への不満などからメキシコからの輸入品に当初5%、最大25%の関税を課すことを発表するなど、先行きに対する懸念も浮上しています。
- 中国やメキシコなど、米国の主要輸入国に対する追加関税は、米国経済にも影響があると想定され、今後の動向が注目されます。

低インフレの長期化観測がくすぶる



- 米物価上昇率は、ここもと弱含みで推移していますが、この点に関し米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長は、衣料品価格や資産管理サービス料などの落ち込みを特殊要因として挙げ、物価上昇の低迷は一時的との見方を示しています。また多くの米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者は、極端に大きい価格変動の品目を除いた対込平均でみたPCEインフレ率は、最近数カ月間、安定して推移し2%近傍にあると指摘しています。しかし世界的にもインフレ指標の下振れが観察される中、市場では、米国の低インフレの長期化観測がくすぶっている可能性があります。
- こうした低インフレの長期化観測に加え、米中貿易摩擦の激化懸念や世界景気を巡る先行き不透明感などもあり、米長期金利に対しては低下圧力が意識されやすい展開が予想されます。

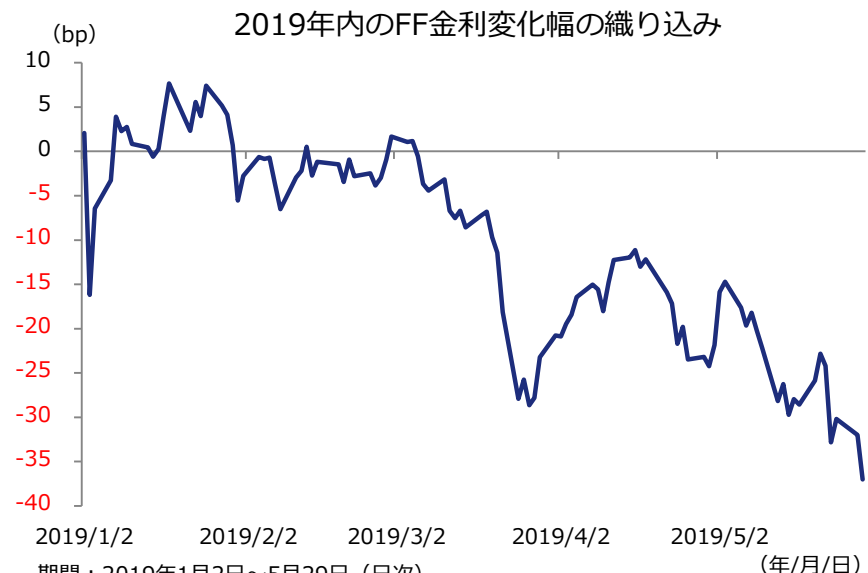
米国では株価が頭打ちとなる中、利下げの織り込みが進む



期間：2018年1月2日～2019年5月30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) 米実質長期金利は米10年国債利回りからブレイク・イーブン・インフレ率 (10年) を差し引いて算出



期間：2019年1月2日～5月29日 (日次)

出所：CMEグループ「Fedウォッチ」のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) bp：ベースポイント (1bp=0.01%)

- 米国株式市場は、昨年末から今年4月末にかけて上昇基調で推移しましたが、5月に入り調整色が強まりました。
- 株価が頭打ちとなった要因としては、米中貿易摩擦への懸念が強まったことに加え、実質長期金利の低下が一服しつつあることも挙げられます。なお、昨年末にかけての米国株価の大幅調整は、実質長期金利上昇がきっかけだったとみられます。
- 一方、FF金利先物市場では、5月に入り年内の米利下げの織り込みが一段と強まりました。直近では約40bp (0.40%) 近い利下げが織り込まれています。今後、期待インフレ率が回復するか、利下げ実施により名目金利が一段と低下すれば、実質金利の低下が期待されます。景気の急減速を回避しつつ、実質金利が一段と低下すれば、株価は下支えされるとみられます。

パウエル議長は、現時点で金融システムリスクの高まりは示現せずとの認識

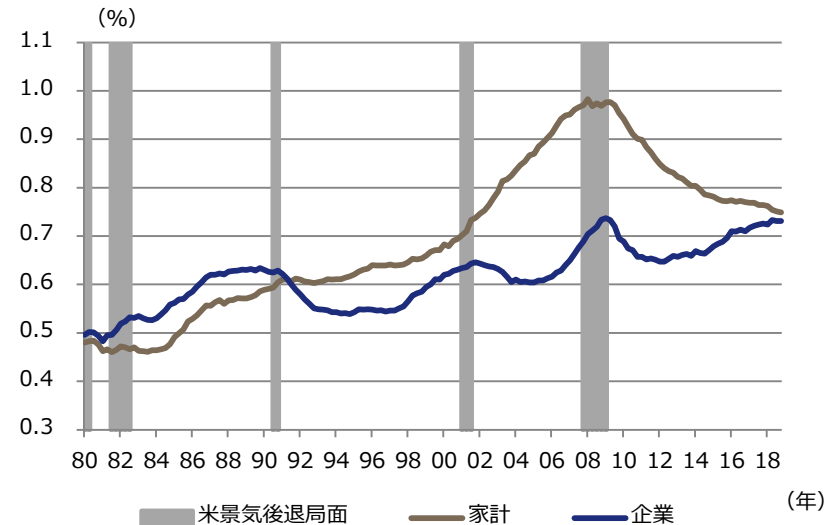
商工業向けローン貸出基準



期間：1997年1Q～2019年2Q（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

米国の企業債務および家計債務（対GDP比）



期間：1980年1Q～2018年4Q（四半期）

出所：FRBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 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・サーベイでは、前回2月公表分において「厳格化」に転じた商工業向けローンの貸出基準（大・中堅企業）は、直近分では再び「緩和」方向となりました。FRBがハト派姿勢を維持する一方、世界景気の先行き減速懸念がくすぶる環境下において、米企業の信用環境を巡る動向が注目されます。
- FRBのパウエル議長は、拡大する米企業債務について、一定の警戒感を示しつつも、現時点では、家計や企業への広範な悪影響に繋がるような金融システムの安定性に対するリスクの高まりはみられないとの認識を示しています。また、過去10年間の企業債務対GDP比の伸びは、2008年の世界金融危機に至る過程における家計債務対GDP比の伸びよりもはるかに低いとし、現在と当時との違いを指摘しています。そのうえで、米企業債務の拡大は景気サイクルの典型と指摘しました。

6月以降も、重要な政治スケジュールが目白押し

5月までの主な政治動向

国・地域	内容	結果
トルコ	地方選	首都アンカラでは野党勝利。イスタンブール市長選は野党が勝利も、選挙をやりなおしへ
イスラエル	総選挙	ネタニヤフ首相が勝利も、組閣に失敗 9月に再度総選挙予定
インドネシア	大統領選挙 議会選挙	現職のジョコ大統領が勝利
オーストラリア	総選挙	現職のモリソン首相が勝利
インド	総選挙	現職のモディ首相が勝利
欧州	議会選挙	EU懐疑派はやや伸び悩み
英国	首相辞任へ	メイ首相が辞任を表明

出所：各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成

年内の主な政治スケジュール

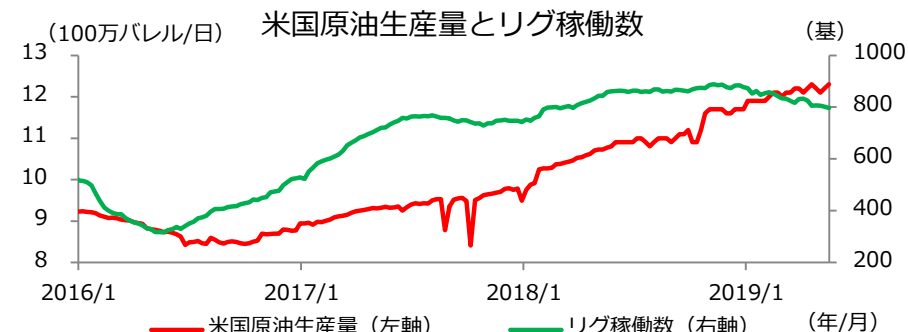
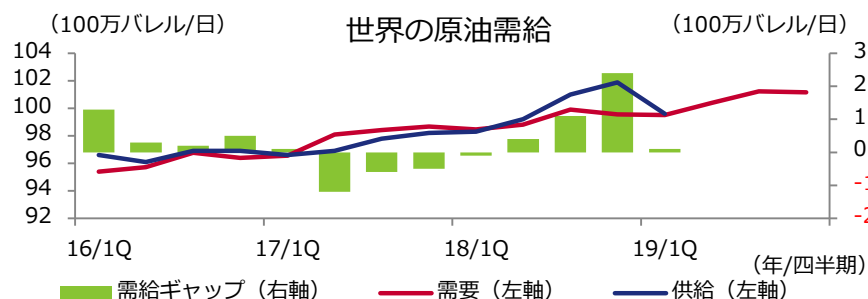
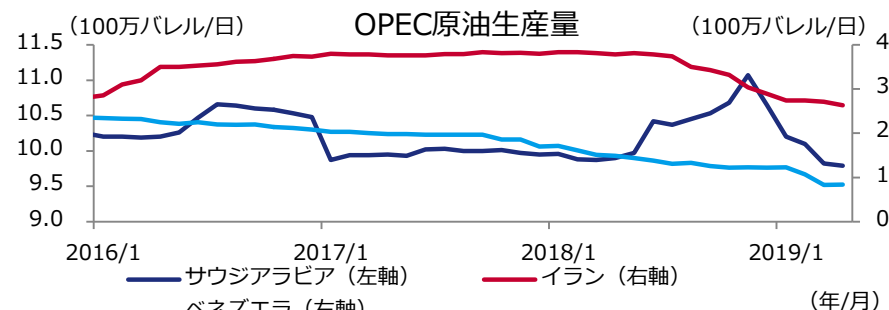
時期	国	内容
6月	欧州	EU首脳会議
	トルコ	イスタンブール市長再選挙
	-	OPEC総会
7月	-	大阪G20首脳会議
	日本	参議院選挙
9月	米国	2020年度予算成立期限
10月	欧州	EU各国の2020年度予算案提出期限 EU首脳会議
	英国	EU離脱期限
11月	アジア	ASEAN首脳会議
	米国	輸入自動車への関税発動の判断期限
12月	中国	中央経済工作会議
	欧州	EU首脳会議

出所：各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成

注：上記は作成時点の予定であり、変更となる場合があります

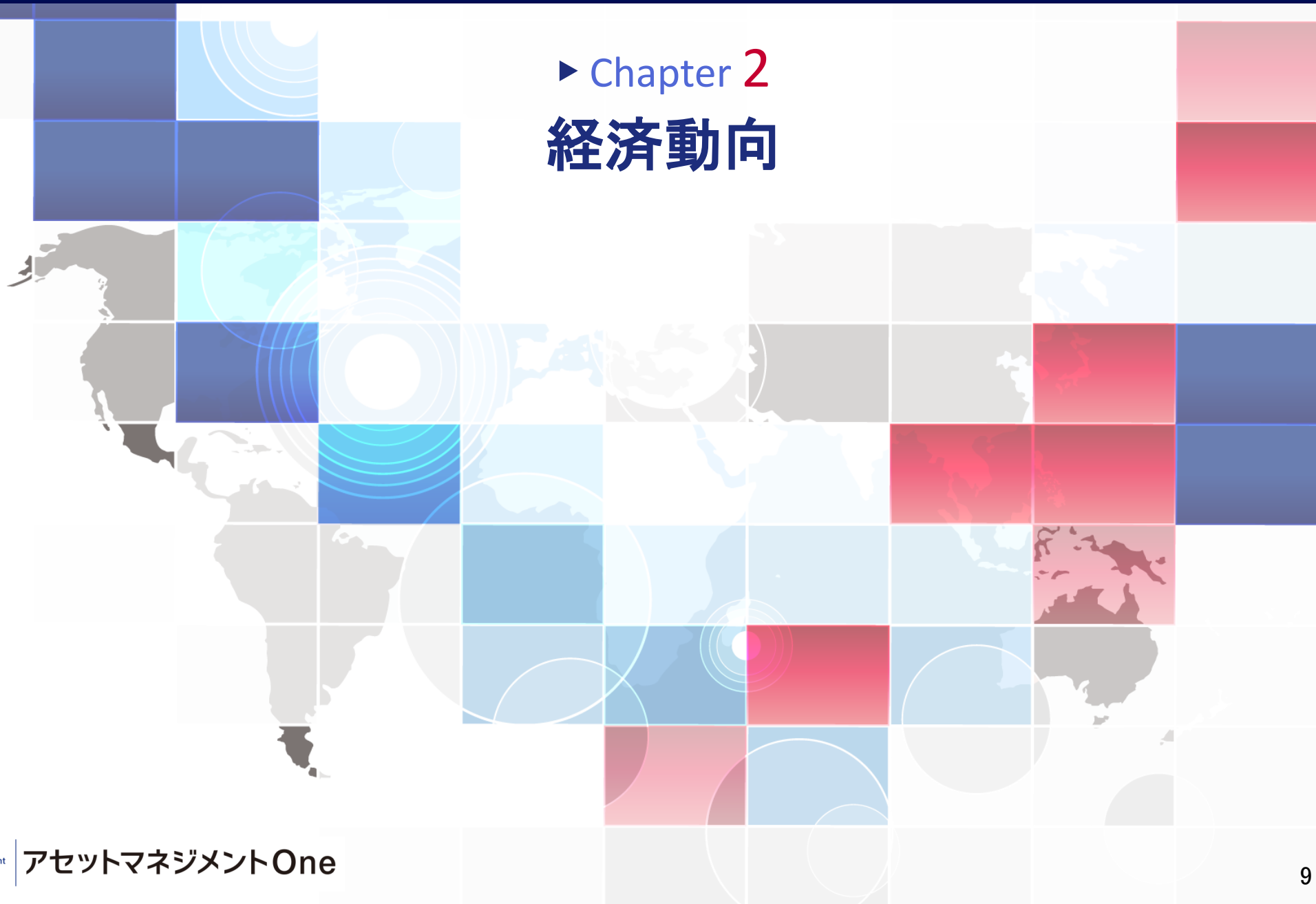
- 5月末時点までの政治動向は、インドネシア、オーストラリア、インドの選挙において与党勢力が勝利し、政権を維持しました。欧州連合（EU）構成国で行われた欧州議会選挙では、従来の中道二大勢力が議席を減らす一方、親EUのリベラル会派や環境政党が議席を伸ばしました。なお、躍進が想定されていたEU懐疑派は事前予想ほどの議席増とはなりませんでした。
- 今後は、6月のG20首脳会議のほか、年後半には、①米国や欧州における予算の成立、提出期限、②米国による自動車関税の発動判断期限など、様々な政治スケジュールが予定されています。
- 6月下旬に開催されるG20首脳会議の場では、米中首脳会談の開催が期待されています。米国を中心に保護主義的な動きが強まるなか、各国首脳が集まる場における首脳同士の会談や声明などに注目が集まります。

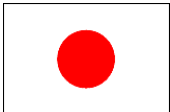
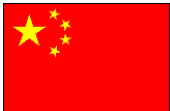
原油価格は下落に転じたが、供給過剰懸念は後退へ



- 原油価格は年初来上昇していましたが、足元で下落に転じ、当面の世界的なインフレ鈍化傾向のひとつの要因となっています。
- 世界の原油需給をみると、今年1-3月期に供給が大幅に減少し、ほぼ均衡しています。石油輸出国機構（OPEC）でサウジアラビア主導で協調減産が進んだことや、イランやベネズエラが政治的要因などから減産を余儀なくされたことが背景とみられます。
- 米国の原油生産は直近も増加していますが、シェールオイルのリグ（掘削装置）稼働数は既にピークアウトしたとみられることから、増産ペースは鈍化の見通しで、原油価格を支えるとみられます。

▶ Chapter 2 経済動向



国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 2019年は減速へ	据え置き	これまで米国景気を下支えしてきた減税や財政拡張が一巡し、貿易紛争の影響が浸透していくにつれ、米国景気は年末に向け減速していくものとみられます。また、物価上昇率は年末に向け緩やかなペースで鈍化していくとみられるなか、米連邦準備理事会（FRB）は、政策金利を当分の間、据え置くものとみられます。	▶ 通商政策の行方 ▶ 金融環境の悪化
 日本	 景気の腰折れは回避へ	現状維持	良好な雇用環境の継続や、人手不足を背景とした効率化投資需要などから、国内景気は緩やかな回復基調を維持する見込みです。ただし、保護主義的な通商政策の世界的な広がりを背景とした輸出の鈍化などには留意する必要があります。	▶ 企業や消費マインドの落ち込み ▶ 輸出の更なる鈍化
 ユーロ圏	 個人消費などを下支えに底割れは回避	政策金利を据え置き	欧州経済は、英国の欧州連合離脱や欧米の貿易交渉への不透明感から当面、伸び悩む見通しです。底堅い所得環境を受けた個人消費などが下支えするため景気後退は避けられると見込んでいます。コア消費者物価は前年同月比+1%程度にとどまっているため、欧州中央銀行（ECB）は、少なくとも年内は、政策金利を据え置く見込みです。	▶ 欧米の貿易摩擦激化 ▶ 欧州各国の政治動向 ▶ 中国の景気減速
 中国	 緩やかに減速	景気減速に配慮し、緩和的な姿勢へ修正	中国経済は今後減速基調をたどると見込まれますが、一部経済指標には持ち直しの兆しが見られます。また、当局による財政面での下支え、金融リスク抑制と実体経済への資金供給のバランスへの配慮から、底割れは回避すると想定されます。	▶ 各業界への規制強化により市場が混乱 ▶ 米中関係悪化

経済の概況 – 主要国・地域のGDP成長率見通し

(前年比、%)

(年)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (予測値)	2020 (予測値)
全世界計	3.5	3.6	3.4	3.4	3.8	3.6	3.3 (↓ 0.2)	3.6 (→ 0.0)
先進国計	1.4	2.1	2.3	1.7	2.4	2.2	1.8 (↓ 0.2)	1.7 (→ 0.0)
米国	1.8	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9	2.3 (↓ 0.2)	1.9 (↑ 0.1)
日本	2.0	0.4	1.2	0.6	1.9	0.8	1.0 (↓ 0.1)	0.5 (→ 0.0)
ユーロ圏	▲ 0.2	1.4	2.1	2.0	2.4	1.8	1.3 (↓ 0.3)	1.5 (↓ 0.2)
オーストラリア	2.1	2.6	2.5	2.8	2.4	2.8	2.1 (—)	2.8 (—)
新興国計	5.1	4.7	4.3	4.6	4.8	4.5	4.4 (↓ 0.1)	4.8 (↓ 0.1)
中国	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.3 (↑ 0.1)	6.1 (↓ 0.1)
インド	6.4	7.4	8.0	8.2	7.2	7.1	7.3 (↓ 0.2)	7.5 (↓ 0.2)
ブラジル	3.0	0.5	▲ 3.5	▲ 3.3	1.1	1.1	2.1 (↓ 0.4)	2.5 (↑ 0.3)
ロシア	1.8	0.7	▲ 2.5	0.3	1.6	2.3	1.6 (→ 0.0)	1.7 (→ 0.0)
ASEAN5※	5.1	4.6	4.9	5.0	5.4	5.2	5.1 (→ 0.0)	5.2 (→ 0.0)

出所：IMF「World Economic Outlook Database, 2019.4」、「World Economic Outlook Update, 2019.1」、データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※ASEAN5：インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

(注) 2019年以降は予測値。ただし、2018年以前も一部予測値のデータを含む場合がある

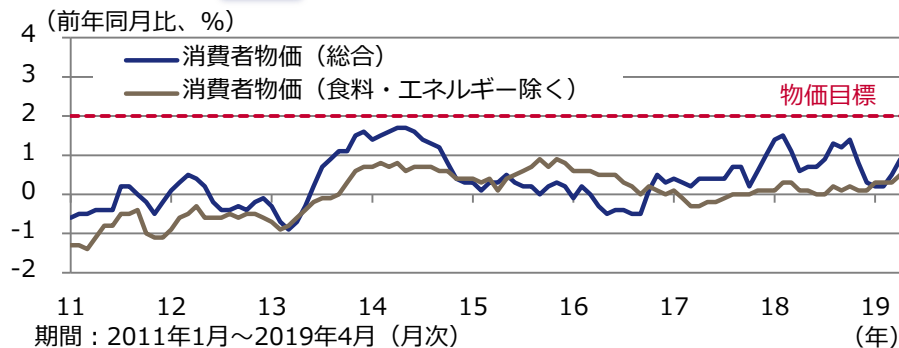
() 内は前回時点の見通しからの変化幅。インドのGDP成長率は会計年度(4月～翌年3月)ベース

オーストラリアの数値は他の地域・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非表示

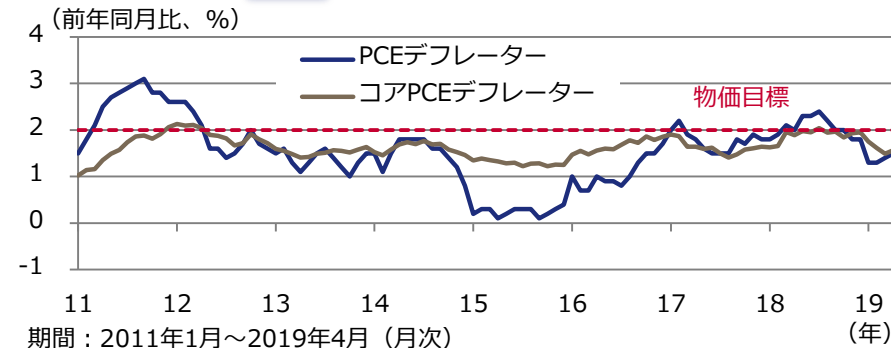
経済の概況 – 各国のインフレ率の動向



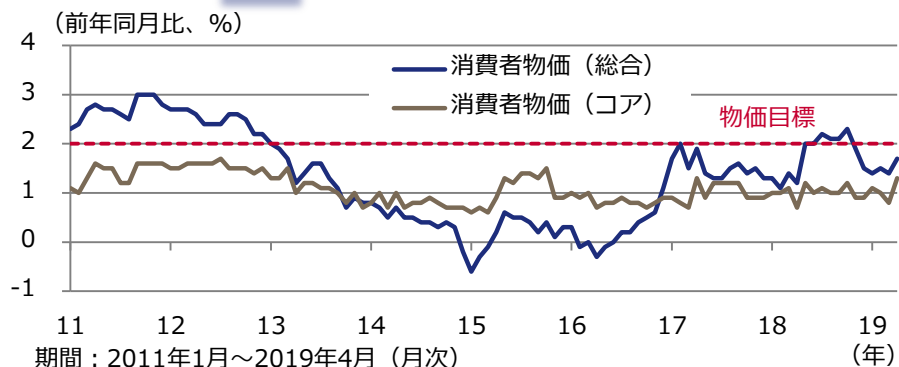
日本のインフレ率の推移



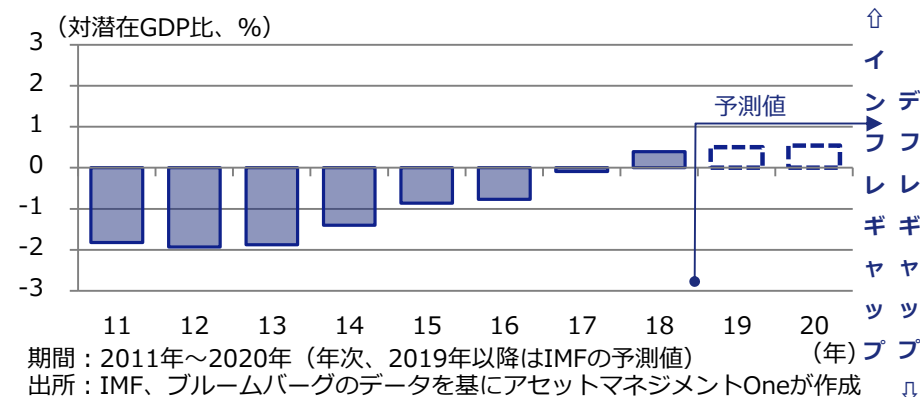
米国のインフレ率の推移



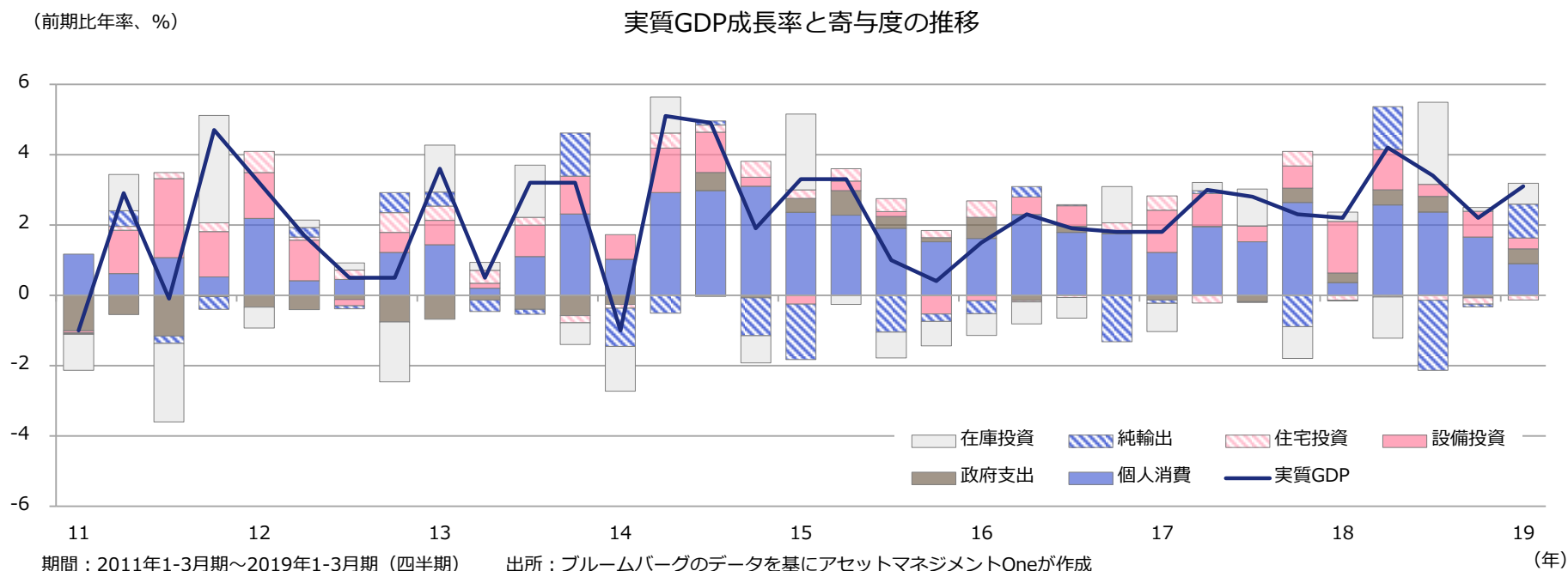
ユーロ圏のインフレ率の推移



先進国の需給ギャップ

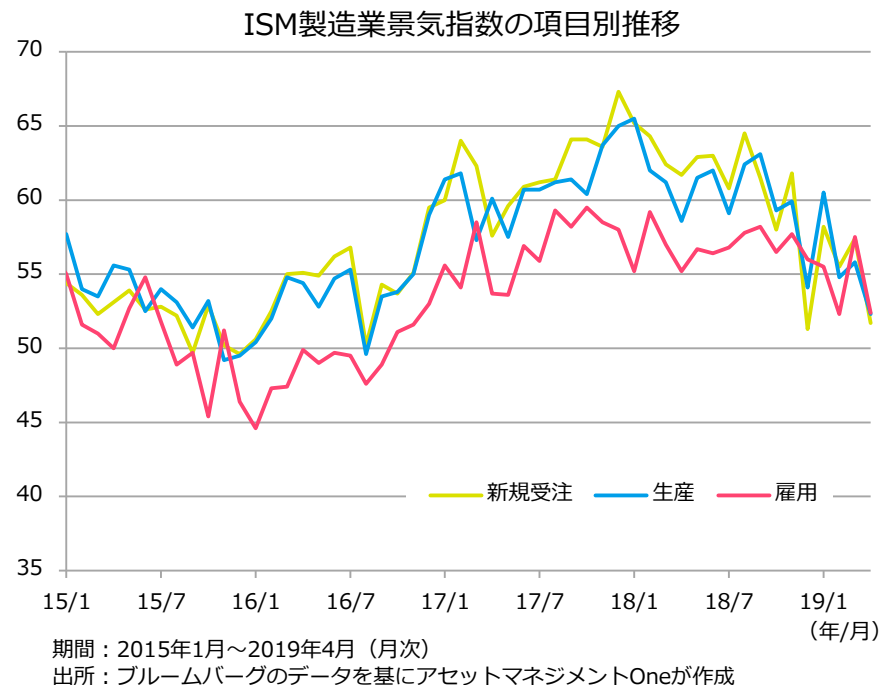


米国景気は年末にかけ減速していくとみられる



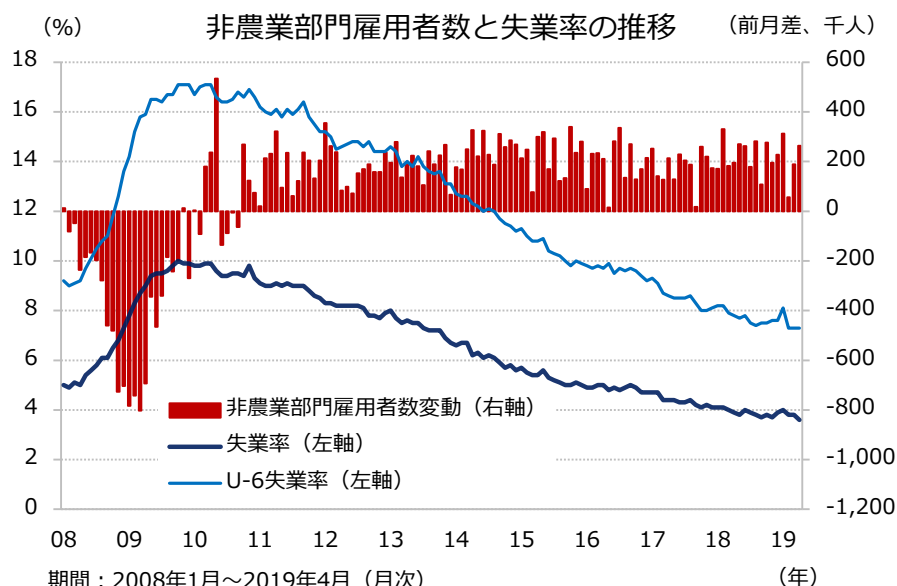
- 1-3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+3.1%と、2018年10-12月期の同+2.2%から加速しました。民間在庫投資の伸びや純輸出の好転が、全体値を押し上げた一方、自動車などの不調を受けた個人消費支出や、民間設備投資は減速しました。
- 米国経済の先行きを展望しますと、良好な雇用所得環境などから、4-6月期の個人消費支出は回復が見込まれます。
- もっとも、これまで米国景気を下支えしてきた減税や財政拡張が一巡し、貿易紛争の影響が浸透していくにつれ、米国景気は年末にかけ減速していくとみられます。

2018年と比較すると、総じて低い水準に



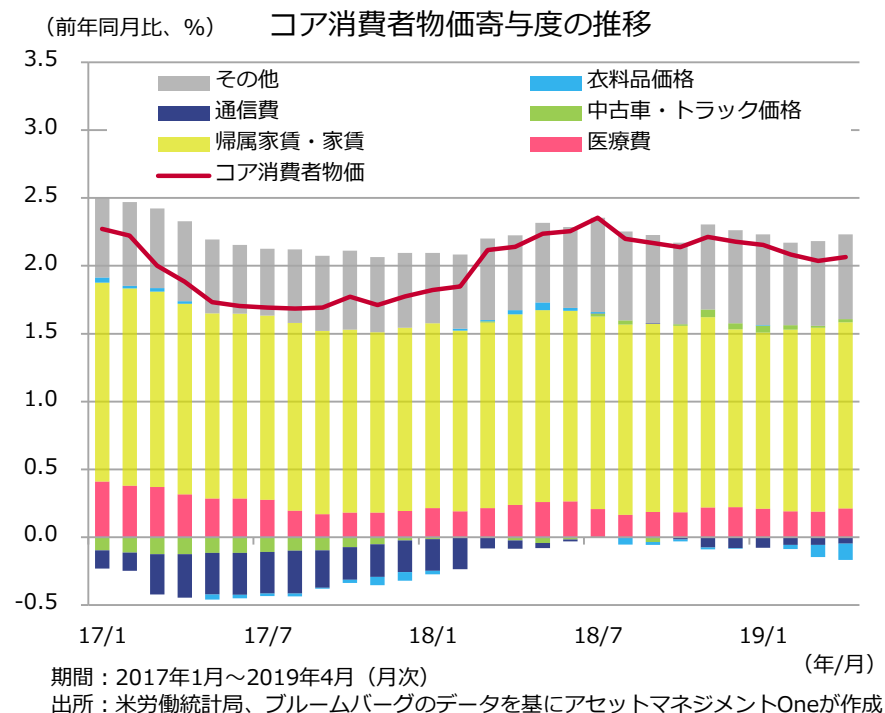
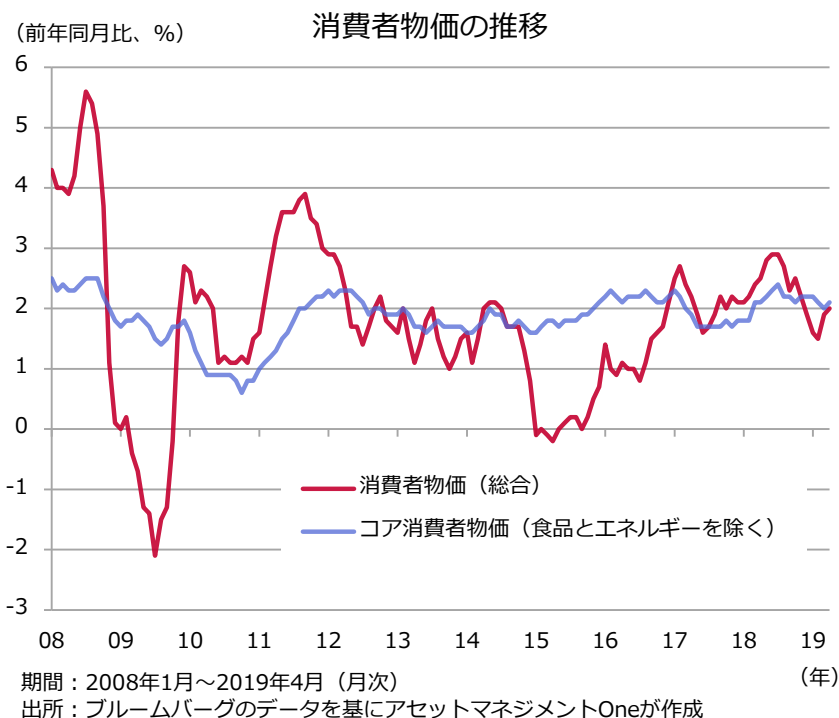
- ISM製造業景気指数が、3月の55.3から4月は52.8へ2.5ポイント、非製造業景気指数は3月の56.1から4月は55.5へ0.6ポイントそれぞれ低下しました。
- ISM製造業景気指数の内訳をみると、総合指数を構成する5項目（新規受注指数、生産指数、雇用指数、入荷遅延指数、製造業在庫指数）のうち、新規受注指数、生産指数、雇用指数の3項目で前月から低下しました。
- 2018年と比較すると、ISM製造業景気指数は総じて低い水準にとどまっており、今後の動向が注目されます。

米労働市場は引き続きひっ迫した状態にあるとみられる



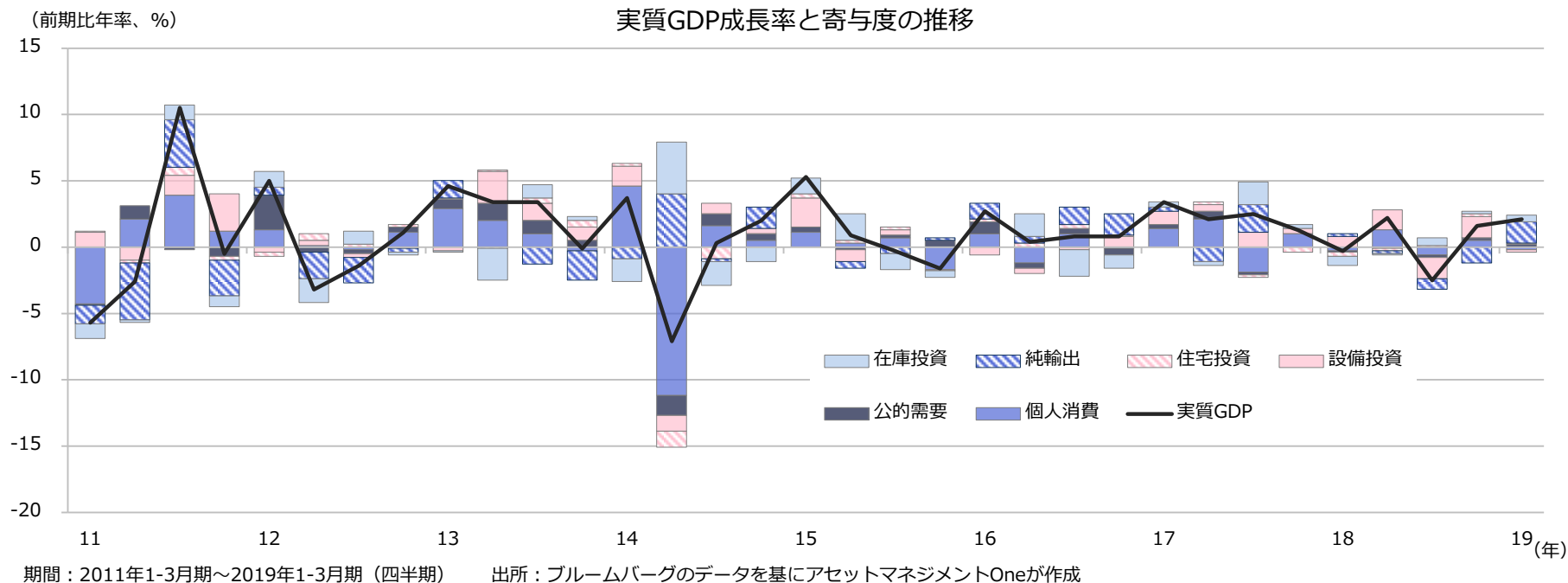
- 4月の非農業部門雇用者増減数は前月差+26.3万人と、3月の同+18.9万人から増加しました。小売サービスでは3カ月連続で雇用者数が減少したものの、教育・医療サービスや専門・ビジネスサービスを中心に雇用者数の増加がみられました。
- また、4月の失業率は3.6%と3月の3.8%から低下し、経済的理由によるパートタイマーなどを含んだ「U-6失業率」は7.3%と、3月と同水準になりました。労働参加率が低下する中、雇用者数は減少したものの、失業者数の減少がこれを上回り、失業率低下につながりました。
- 失業保険新規申請者数の低水準での推移なども踏まえると、米労働市場は引き続きひっ迫した状態にあるとみられます。また、4月の平均時間給上昇率は前年比+3.2%と、引き続き堅調な推移となりました。

景気の緩やかな拡大などを背景に、コアは前年比+2%程度での推移が見込まれる



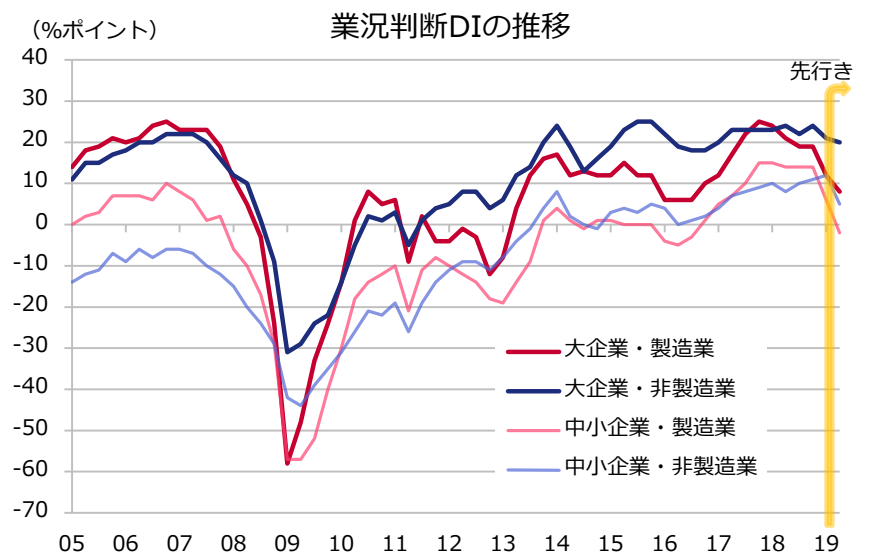
- 消費者物価（総合）上昇率は3月の前年同月比+1.9%から4月は同+2.0%へ、コア消費者物価上昇率は3月の同+2.0%から4月は同+2.1%へ、ともに小幅に加速しました。
- コア消費者物価上昇率の内訳をみると、帰属家賃などは安定的に推移していますが、データ収集方法の変更を受け、衣料品価格が一時的な下押し要因となっています。今後については、景気の緩やかな拡大などを背景に、コア消費者物価上昇率は前年同月比+2%程度での推移が見込まれます。

1-3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.1%



- 1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.1%と、事前予想でマイナス成長が見込まれたなか、プラス成長となりました。内訳を見ますと、純輸出が大きくプラスに寄与する一方で、設備投資や個人消費はマイナス寄与となりました。
- 純輸出増加の主要因が輸入の減少であること、また、個人消費および設備投資がマイナス寄与したことなどを考慮しますと、国内需要、特に民間需要に弱さが見られ、国内景気は回復持続に向けた正念場を迎えていると判断されます。
- こうした中、国内景気については、①中国での景気対策への期待、②2019年度予算の執行による景気下支えなどから景気の腰折れは回避すると見込みます。ただし、米中対立の激化を背景とした世界景気の不透明感が企業活動に影響を与える可能性には、引き続き注意が必要と考えます。

足元の製造業企業景況感は大幅悪化。一方で、省力化に向けた投資意欲は依然として強い



期間：2005年3月調査～2019年3月調査（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

(注1) 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

(注2) 2018年3月以降は、調査対象企業見直し後の新ベース

日銀短観 設備投資額（全規模・全産業）

	2017年度	2018年度（計画）			2019年度（計画）
	実績	2018年3月調査	2018年12月調査	2019年3月調査（実績見込）	2019年3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、%）	4.6	2.0	9.6	9.1	0.4
ソフトウェア投資額	7.1	8.1	11.6	7.4	5.8
研究開発投資額	2.5	1.5	3.6	4.9	1.0

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

(注) 除く土地投資額

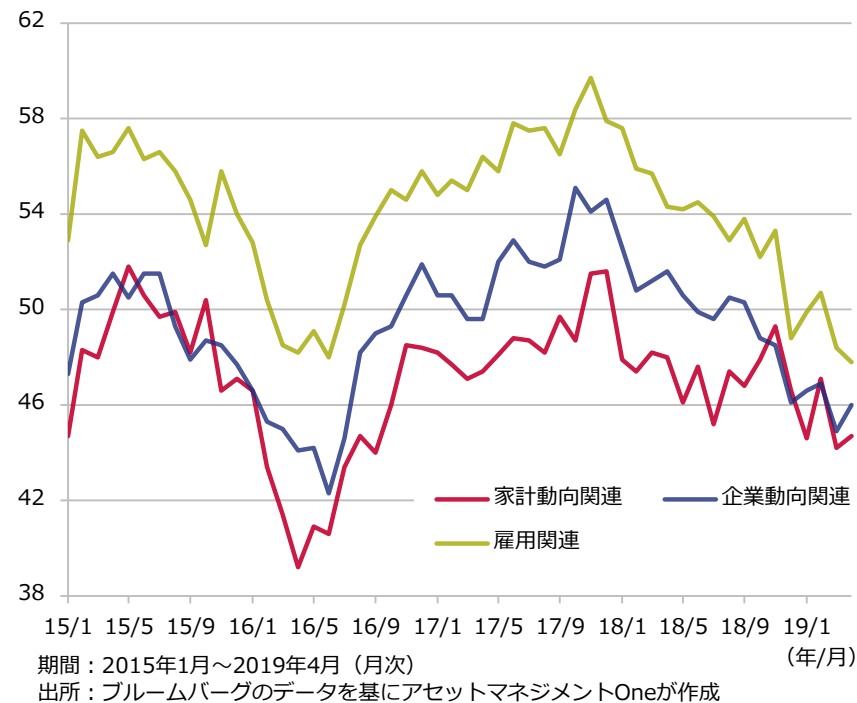
- 日銀短観3月調査では、足元の企業景況感を示す業況判断DIの「最近」は、大企業・製造業で昨年12月調査比7ポイント低下しました。「先行き」も更なる悪化が示唆されました。企業は、中国をはじめとする世界経済の減速や日米通商交渉への不透明感による生産活動の弱含みなどを警戒したものと考えます。
- 一方、非製造業企業では「最近」および「先行き」とともに悪化したものの、製造業企業に比べその悪化幅は小さく、底堅い結果となりました。
- 設備投資（ソフトウェア・研究開発を含む）の2018年度計画（実績見込）は昨年12月調査から下方修正されたものの、高い伸びを維持しました。2019年度の計画もソフトウェア投資額が堅調で、合理化・省力化投資に対する意欲の強さがみられました。

4月の景気判断DIは現状が上昇したものの、先行きが低下

景気ウォッチャー判断DI（季節調整値）の推移

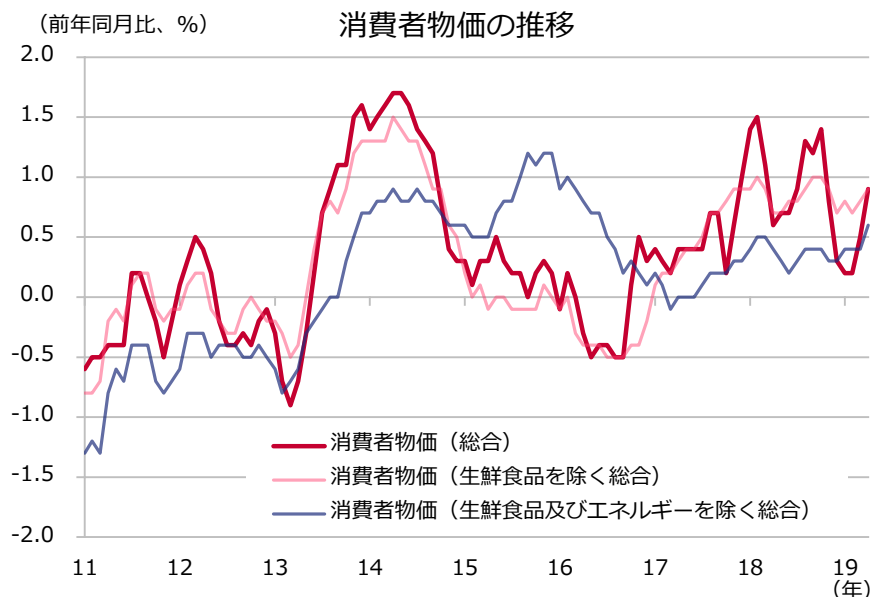


現状判断DI（季節調整値）の推移



- 4月の景気ウォッチャー調査の現状判断DIは45.3と上昇しました。内訳を見ますと、現状判断DIを構成する家計動向関連、企業動向関連が前月から上昇しました。
- 調査結果には、新元号商戦への期待やゴールデンウィークに備えた受注の増加など、大型連休中の消費活発化を期待するコメントなどが見られました。
- しかし、先行き判断DIは引き続き低下しており、内閣府は景気ウォッチャーの見方を「このところ回復に弱さがみられる」とまとめ、前月から据え置きました。

消費者物価（生鮮食品を除く総合）は伸び率が前月からやや加速



日銀政策委員の大勢見通し（2019年4月）

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2018年度	+0.6～+0.6 <+0.6>	+0.8
1月時点の見通し	+0.9～+1.0 <+0.9>	+0.8～+0.9 <+0.8>
2019年度	+0.7～+0.9 <+0.8>	+0.7～+1.0 <+0.9>
1月時点の見通し	+0.7～+1.0 <+0.9>	+0.8～+1.1 <+0.9>
2020年度	+0.8～+1.1 <+0.9>	+1.1～+1.4 <+1.3>
1月時点の見通し	+0.7～+1.0 <+1.0>	+1.2～+1.4 <+1.4>
2021年度	+0.9～+1.2 <+1.2>	+1.4～+1.7 <+1.6>

出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

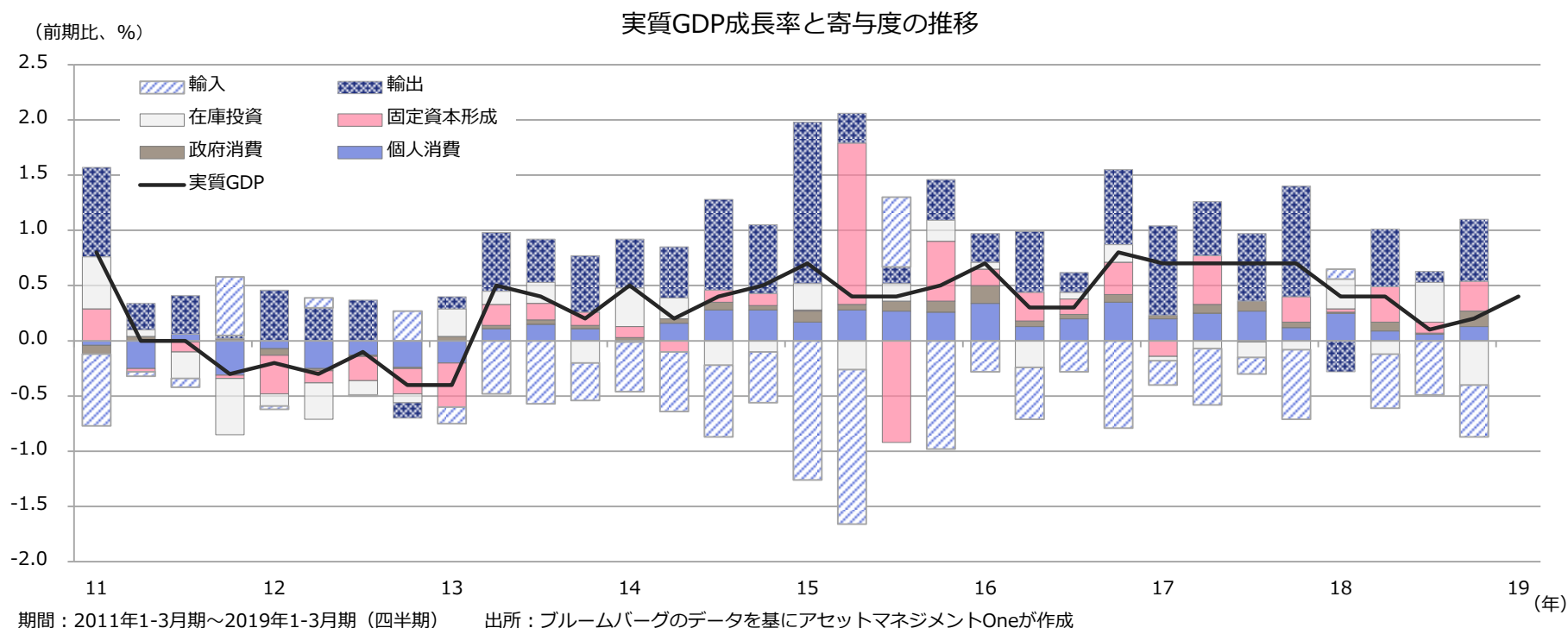
※データは対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

※「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。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。

※2019年度、2020年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）は、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケースを記載。

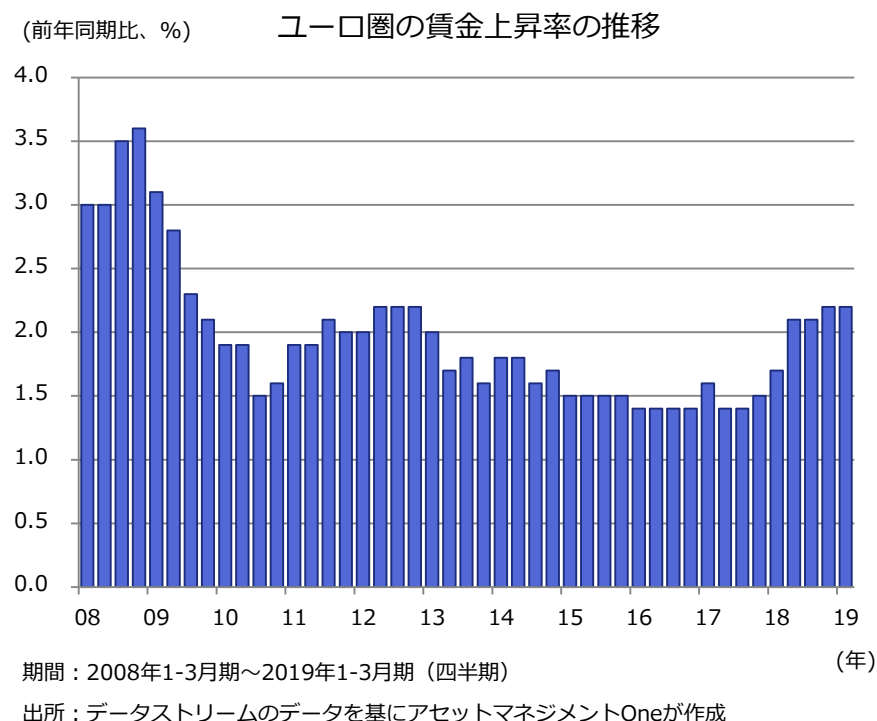
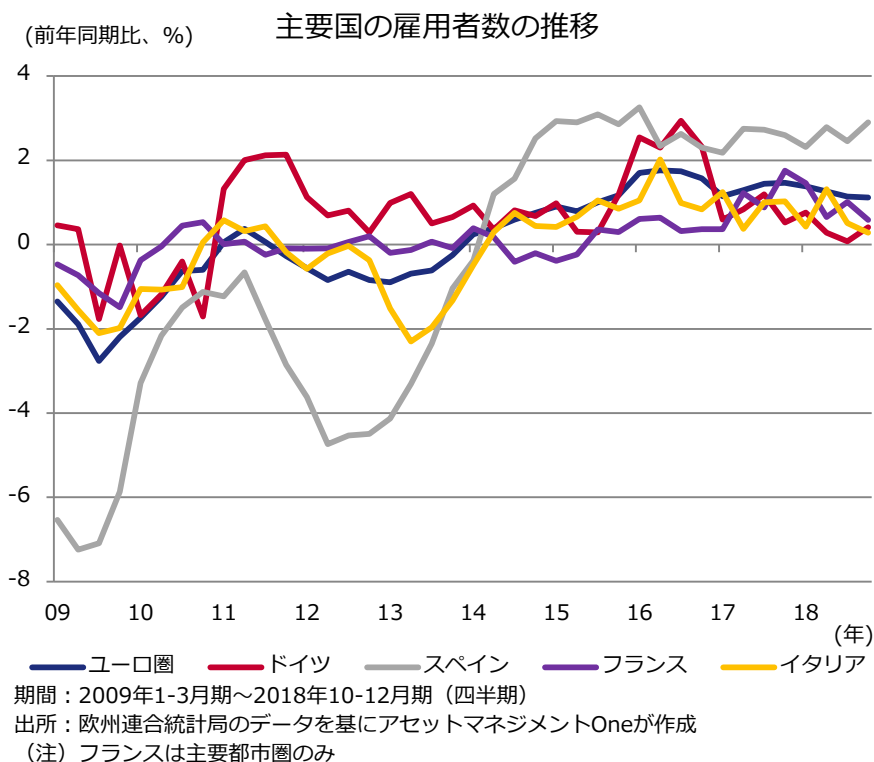
- 4月の全国消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、食料などの価格上昇から前年同月比+0.9%（3月同+0.8%）となり前月からやや加速しましたが、日銀の物価目標である2%には依然として距離のある状況です。
- 4月時点の日銀政策委員の大勢見通しでは、2021年度の物価見通し（中央値）が+1.6%にとどまり、物価目標の達成に時間がかかることが示されました。こうした状況のもと、日銀は4月の金融政策決定会合において、これまで「当分の間」としてきた現行のきわめて低い長短金利水準の維持を約束する期間を「少なくとも2020年春頃まで」と明確化しました。そのほか、緩和の長期継続を見据え、市場の流動性に配慮する姿勢を示しました。

個人消費などを下支えに底割れは回避する見込み



- ユーロ圏の1-3月期実質GDP成長率は前期比+0.4%と、前期の同+0.2%から加速しました。国別にみると、ドイツが同+0.4%と2018年10-12月期の同+0.0%から加速したほか、スペインやフランスでも底堅い推移となりました。また、2四半期連続でマイナスとなっていたイタリアもプラス成長になるなど、軒並み順調な推移となりました。
- 今後のユーロ圏経済は、英国の欧州連合（EU）離脱や欧米の通商協議などの不透明感から、輸出や設備投資が伸び悩む可能性があります。しかし、良好な所得環境が続いていることから、個人消費などが下支えとなり、底割れは回避すると考えています。

雇用者数などが底堅く推移するなか、賃金は上昇基調



- ユーロ圏の雇用者数の伸びは2018年から緩やかに鈍化しているものの、底堅く推移しています。国別にみると、スペインは前年同期比+2%を超える雇用者数の伸びがみられる一方で、ドイツやイタリアでは、2016年をピークに鈍化傾向にあります。
- 雇用者数などが底堅く推移するなか、賃金は上昇基調にあります。こうした動きなどを受け、インフレ率は緩やかに上昇していくものとみられます。

ECBは政策金利を少なくとも年末まで現行水準に維持する方針を継続



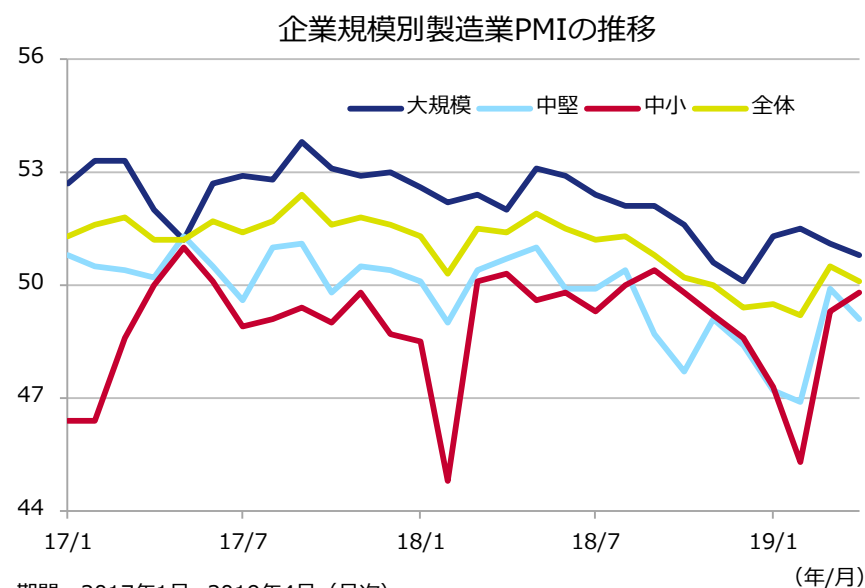
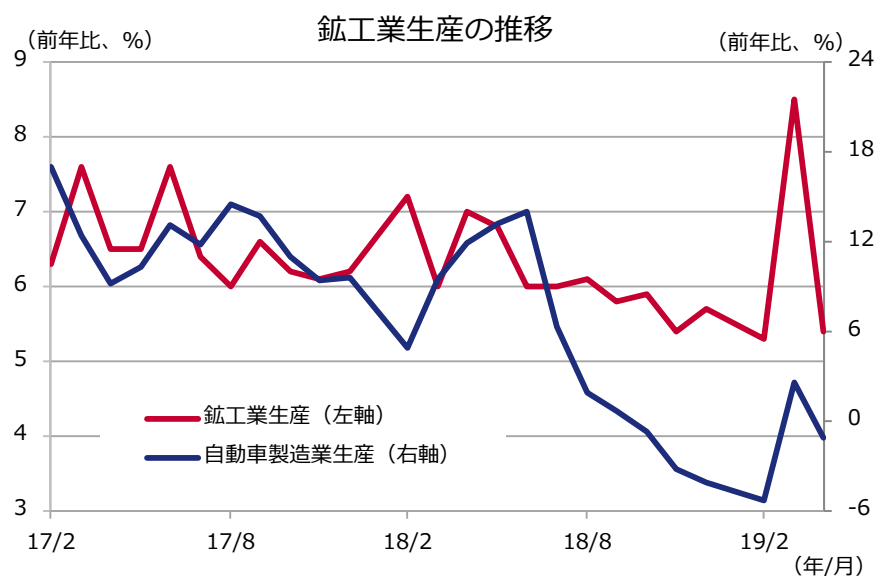
ECBスタッフによる経済見通し

	予想時点	18年	19年	20年	21年
実質GDP (前年比、%)	19年3月	1.9	1.1	1.6	1.5
	18年12月	1.9	1.7	1.7	1.5
消費者物価 (前年比、%)	19年3月	1.7	1.2	1.5	1.6
	18年12月	1.8	1.6	1.7	1.8
消費者物価（コア） (前年比、%)	19年3月	1.0	1.2	1.4	1.6
	18年12月	1.0	1.4	1.6	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

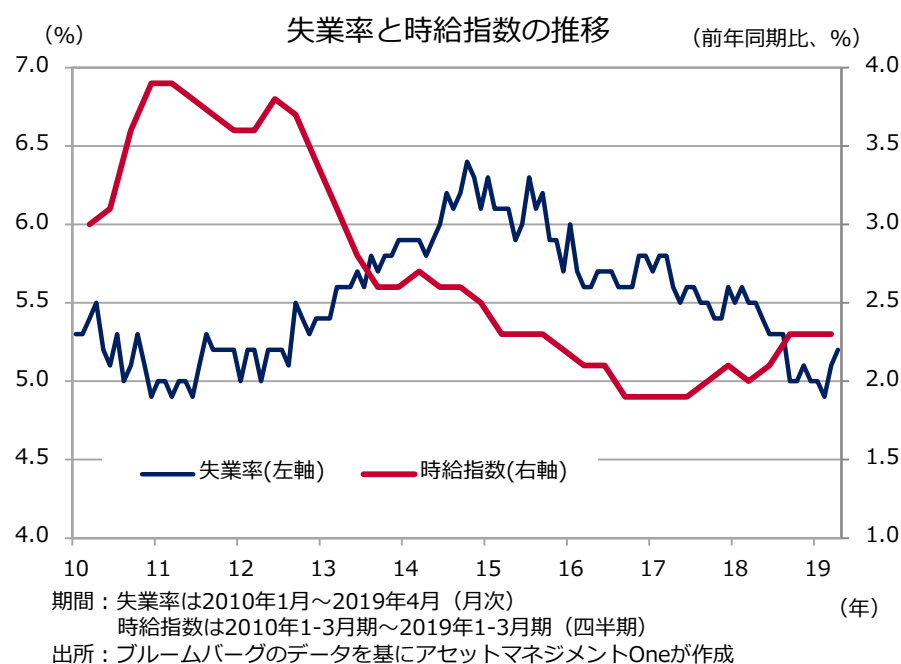
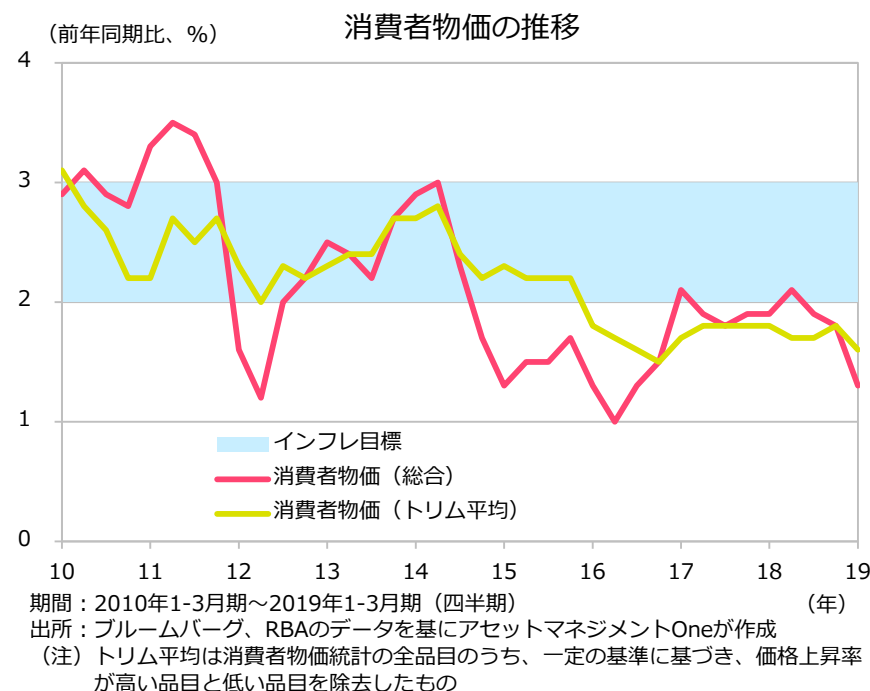
- 欧州中央銀行（ECB）は4月10日の理事会で、政策金利の据え置きを決定しました。また、政策金利を少なくとも年末まで現行水準で維持するとした金融政策のフォワードガイダンス（先行き指針）も継続しました。
- 理事会後の会見でドラギECB総裁は前回会合以降の入手データを考慮すれば、年内は成長の勢い鈍化が継続する見通しであるとしています。ECBは3月時点で2019年の実質GDP成長率見通しを2018年12月時点の+1.7%から+1.1%に大幅に下方修正しました。次回6月会合では四半期経済見通しや、9月から実施が予定されている銀行への資金供給策であるTLTRO（貸出条件付き長期資金供給オペ）の具体的内容などが注目されます。

中国の4月分の主要経済統計は下振れ



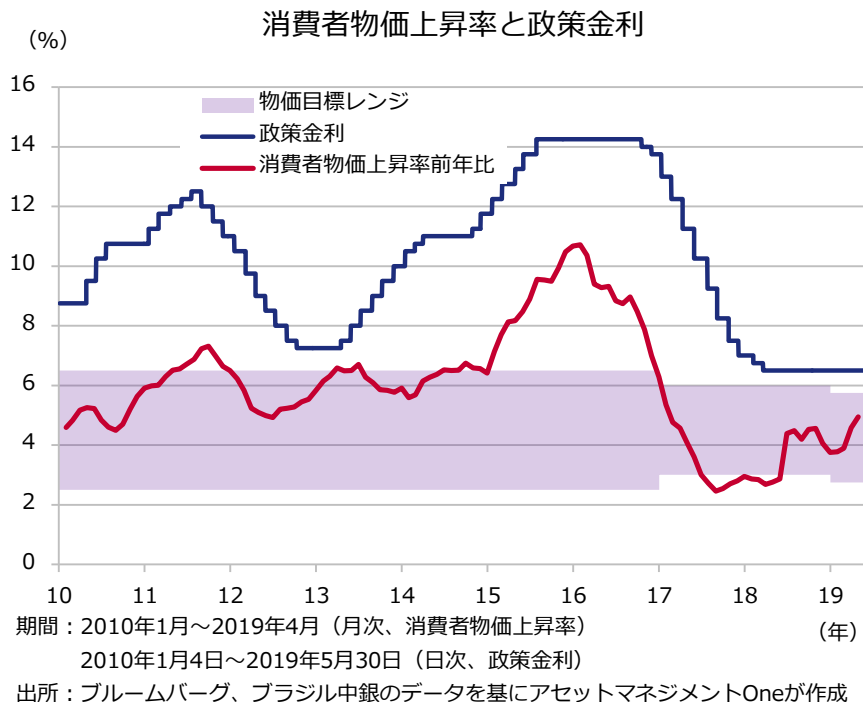
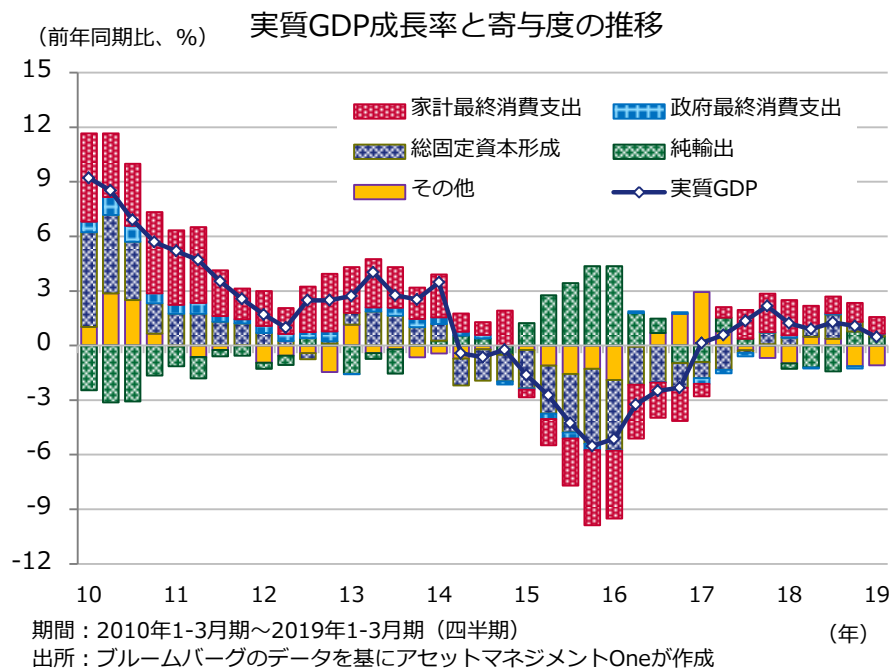
- 中国は1-3月期の実質GDP成長率が前期の水準を維持したことから、景気減速の一服が期待されていましたが、しかし、4月分の生産・小売・固定資産投資の伸びはいずれも前月から減速しました。特に、3月に大幅な伸びとなっていた鉱工業生産の減速が顕著でした。
- 国家統計局が公表した4月の製造業PMIは、3月から低下したものの2カ月連続で節目となる50を上回りました。企業規模別にみまると、大規模および中堅企業が低下した一方で、中小企業の持ち直しが継続しました。
- 2月以降のPMIの改善傾向は、今年1月から3月にかけての米中通商協議の進展期待が一因と考えられます。しかし、米中関係は5月に入り急激に悪化しており、足元は先行き不透明感が強い状況です。中国当局は、米国による対中制裁関税率の引き上げ表明後、預金準備率引き下げを発表するなど、景気減速に対して柔軟に対応する姿勢を示しました。こうした状況下、5月分の経済統計や中国当局の追加経済政策の発表が注目されます。

オーストラリアの失業率は2カ月連続で上昇



- オーストラリアの2019年1-3月期の消費者物価上昇率は総合が前年同期比+1.3%（2018年10-12月期は同+1.8%）と約2年半ぶりの低い伸びとなりました。オーストラリア準備銀行（RBA）のインフレ目標である2-3%からは依然として距離のある状況です。
- また、オーストラリアの失業率は2カ月連続で上昇しました。失業率に改善が見られないなか、賃金の伸びは横ばいで推移しています。こうした緩慢な賃金の伸びは、インフレを抑える要因となっている可能性があります。
- RBAのロウ総裁は、5月会合において、失業率の動向次第では利下げを検討する方針を示しており、RBAの次の動きに注目が集まっています。

1-3月期実質GDP成長率は、前年同期比+0.5%と前期から鈍化もプラス成長を維持



- ブラジルの1-3月期実質GDP成長率は前年同期比+0.5%と、プラス成長を維持しました。支出項目別の内訳をみると、家計消費が前年同期比+1.3%と底堅い伸びになった一方、輸出の伸び鈍化などが成長を抑制しました。なお、前期比は▲0.2%と、2016年10-12月期以来のマイナス成長となりました。
- 中銀は5月の通貨政策委員会（Copom）で政策金利（Selic金利）を6.50%で据え置くことを決定しました。中銀は声明文で、金利据え置きはインフレ率が中銀の目標レンジ（ $4.25 \pm 1.5\%$ ）に収れんすることと整合的であるとしています。今後の金融政策について、インフレ率が中銀の目標レンジ内で推移するとみられることなどから、中銀は当面、政策金利を据え置くとみられます。

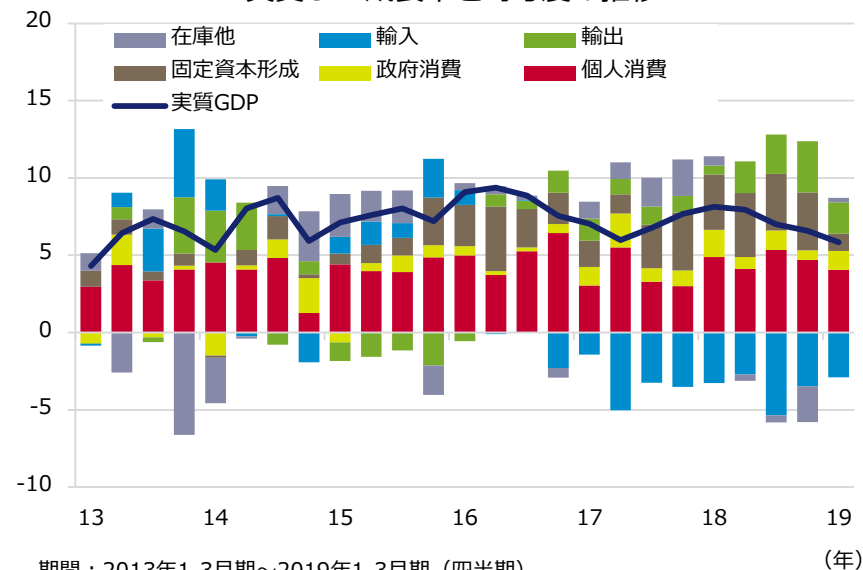
モディ政権の続投により構造改革路線は継続される見通し

インド人民党の主な公約

安全保障
テロへの徹底抵抗姿勢
軍事力強化
農民支援
農民所得の倍増
小規模農家への年金制度導入
経済政策
2030年までにインドを世界3位の経済大国に
インフラ投資を2024年までに100兆ルピー（約160兆円）
「メイクインインド」（製造業振興策）の継続
世界銀行「ビジネス環境ランキング」50位以内

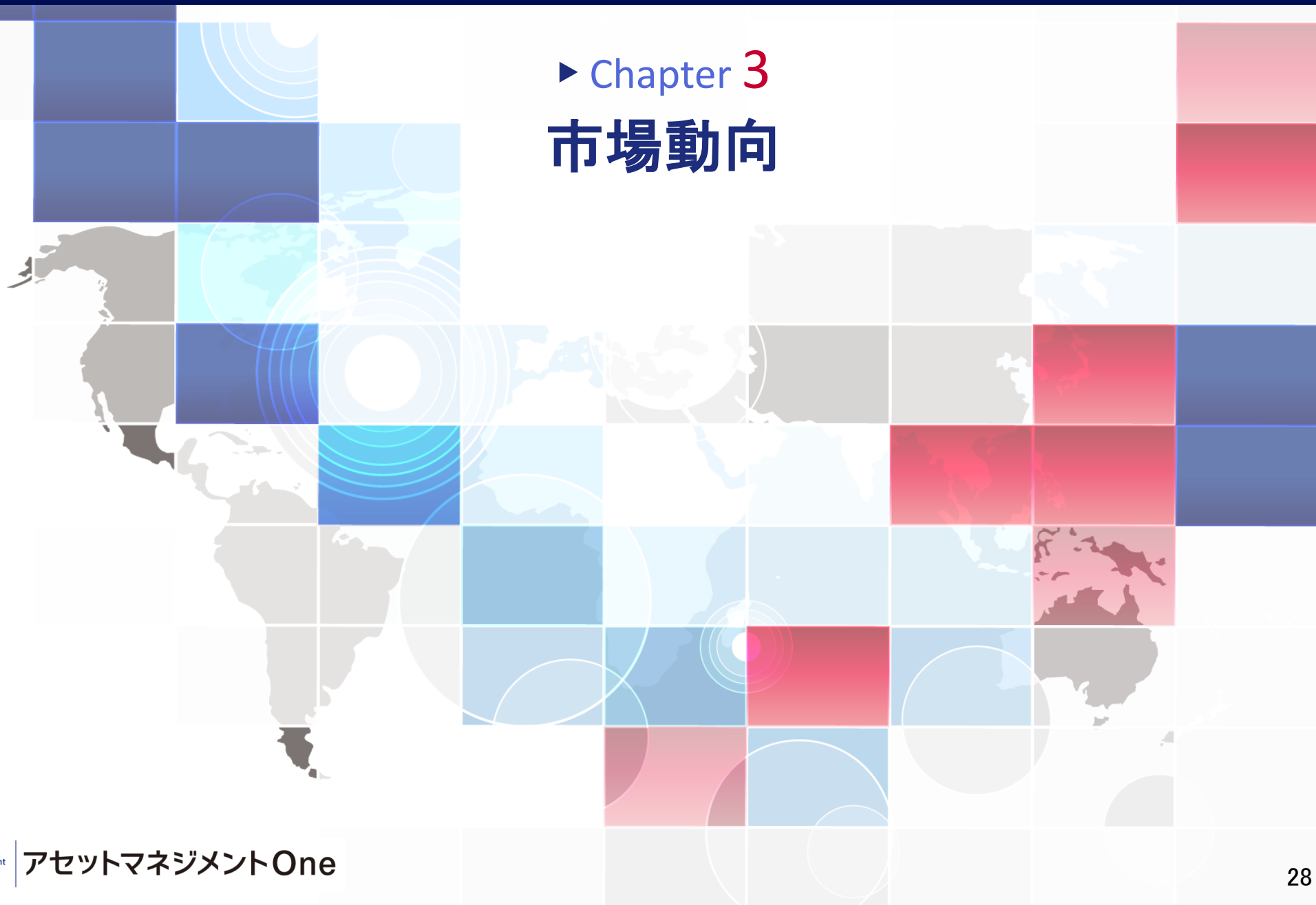
出所：インド人民党の公約や各種報道などを基にアセットマネジメントOneが作成

（前年同期比、%） 実質GDP成長率と寄与度の推移



- インドでは4月～5月にかけて総選挙が行われ、5月23日の一斉開票の結果、モディ首相が率いるインド人民党（BJP）が過半数の議席を獲得するなど与党連合が勝利し、30日には第2次モディ政権が発足しました。今回の選挙にあたり与党BJPは、安全保障や農民支援に加え、引き続きインフラ整備や製造業振興、ビジネス環境の改善などに注力する姿勢を示しました。モディ政権が続投することで構造改革路線の継続性が担保されると考えられます。
- ただし、足元の経済は、1-3月期の実質GDP成長率が前年同期比+5.8%となるなど減速傾向です。また、4月の消費者物価上昇率は前年同月比+2.92%と依然落ち着きを示していることから、インド準備銀行（中央銀行）は6月の金融政策委員会で政策金利（レボ金利）を引き下げる可能性があります。

▶ 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

米連邦準備理事会（FRB）をはじめとする各国中銀のハト派的な姿勢が支えとなることが期待されるものの、米中をはじめとする貿易摩擦激化への懸念から当面上値の重い推移を見込みます。

日経平均株価

米中をはじめとする貿易摩擦激化への懸念がくすぶる中、米利下げ観測の強まりに伴う円高もあって、当面上値の重い推移を見込みます。一方、良好な国内株式需給や各国中銀のハト派姿勢が引き続き支えになるとみられます。

米国10年国債利回り

緩慢な米物価上昇、米中貿易摩擦の長期化懸念、FRBのハト派姿勢などが金利の低下要因と考えられます。一方で、米国景気は緩やかに拡大しているとみられることから、米長期金利はレンジ内での推移を予想します。

日本10年国債利回り

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、金利は低位での推移を見込みます。

米ドル/円

米中貿易摩擦の長期化懸念やFRBの利下げ観測などが米ドルの重しとなる見込みです。一方で、米国景気は緩やかに拡大しているとみられることなどが下支え要因と考えられることから、米ドルは対円ではもみ合い推移を見込みます。

✓ 相場見通し(今後1ヵ月)

	ダウ・ジョーンズ 工業株価平均	日経平均株価	米国10年国債利回り	日本10年国債利回り	米ドル/円
予想レンジ	24,000～25,500米ドル	19,500～21,000円	1.8～2.3%	-0.1～0.0%	105～111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ヵ月	3ヵ月	1年	3年
株 式	ダウ・ジョーンズ工業 株価平均	24,815	▲6.69	▲4.25	+1.64	+39.51
	ドイツDAX指数	11,726	▲5.00	+1.83	▲6.97	+14.27
	日経平均株価	20,601	▲7.45	▲3.67	▲7.21	+19.53
	MSC I エマージング マーケットインデックス	998	▲7.53	▲5.04	▲10.95	+23.60
R E I T	米国REIT（配当込み）	19,525	+0.64	+4.88	+16.15	+25.35
	国内REIT	1,916	+1.47	+3.62	+10.54	+1.12
	国内REIT（配当込み）	3,889	+1.75	+4.33	+15.09	+13.64
	豪州REIT（配当込み）	870	+2.89	+6.23	+20.79	+30.78
債 券 利 回 り	米国（10年）	2.12 %	▲0.38	▲0.59	▲0.73	+0.28
	米国ハイイールド債券	6.92 %	+0.42	+0.13	+0.37	▲0.63
	日本（10年）	-0.09 %	▲0.05	▲0.07	▲0.13	+0.01
	ドイツ（10年）	-0.20 %	▲0.22	▲0.39	▲0.54	▲0.34

		5月 末値	騰落率（%）			
			1ヵ月	3ヵ月	1年	3年
為替 （対米ドル）	ユーロ	1.12	▲0.41	▲1.77	▲4.47	+0.45
	英ポンド	1.26	▲3.08	▲4.76	▲4.99	▲12.77
	豪ドル	0.69	▲1.65	▲2.24	▲8.36	▲4.13
	ブラジルレアル	3.92	▲0.08	▲4.24	▲4.95	▲7.95
	人民元	6.91	▲2.47	▲3.06	▲7.16	▲4.68
	インドルピー	69.58	+0.01	+1.80	▲3.05	▲3.35
為替 （対円）	米ドル	108.28	▲2.82	▲2.79	▲0.50	▲2.20
	ユーロ	120.95	▲3.26	▲4.51	▲4.94	▲1.87
	英ポンド	136.81	▲5.83	▲7.39	▲5.46	▲14.69
	豪ドル	75.18	▲4.30	▲4.84	▲8.71	▲6.12
	ブラジルレアル	27.61	▲2.90	▲7.01	▲5.51	▲9.94
	人民元	15.68	▲5.22	▲5.78	▲7.62	▲6.80
	インドルピー	1.55	▲3.00	▲1.31	▲3.74	▲5.62

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 BofAML・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（ダウ・ジョーンズ工業株価平均）』は下落しました。
- 上旬は、想定を上回る米企業決算を好感し、年初来高値圏にありましたが、米大統領が一連の対中制裁を発表すると、下落に転じました。中旬は、制裁の一部猶予を受けてやや値を戻す場面もありましたが、下旬は、中国によるレアアースの対米輸出規制観測や米国のメキシコへの関税導入表明を受けて下落しました。

■ 今後の見通し

上昇要因	- 各国中銀のハト派姿勢 - 米国景気の緩やかな拡大
下落要因	- 貿易紛争への懸念 - 中国の景気動向への懸念 - 米政治情勢の不透明感

ダウ・ジョーンズ工業株価平均



貿易紛争への懸念が当面重しに

FRBをはじめとする各国中銀のハト派的な姿勢が支えとなることが期待されるものの、米中をはじめとする貿易摩擦激化への懸念から当面上値の重い推移を見込みます。6月は、28-29日に大阪で主要20カ国・地域（G20）首脳会議開催を控える中、その前後で米中間の対話が進展するかどうかなどが注視されます。

■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：24,000～25,500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）』は下落しました。
- 上旬は、米国による対中追加関税引き上げ表明を受けて大幅に下落しました。月央にかけては、米国から新たな対中制裁が発表される中、円高もあって下落しました。月央から下旬にかけて、制裁の一部猶予を受けて横ばい圏で推移しましたが、月末に米国によるメキシコへの関税導入表明や円高を受けて、一段と下落しました。

■ 今後の見通し

上昇要因	- 良好な国内株式需給 - 各国中銀のハト派姿勢
下落要因	- 貿易紛争への懸念 - 中国の景気動向への懸念

日経平均株価



外部環境が重しも、良好な需給が支えか

米中をはじめとする貿易摩擦激化への懸念がくすぶる中、米利下げ観測の強まりに伴う円高もあって、当面上値の重い推移を見込みます。一方、良好な国内株式需給や各国中銀のハト派姿勢が引き続き支えになるとみられます。今年度の国内上場企業の自社株買い計画額は前年を大幅に上回って推移しています。

■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：19,500～21,000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

- 5月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は下落しました。
- 上旬は、世界的なリスク選好改善から年初来高値圏にありましたが、トランプ米大統領が一連の対中制裁を発表すると、下落に転じました。中旬は、制裁の一部猶予を受けてやや値を戻す場面がありました。下旬は、イタリアや英国の政治情勢の不透明感もあって欧州金利が一段と低下するにつれ、銀行株などが売られ、下落しました。

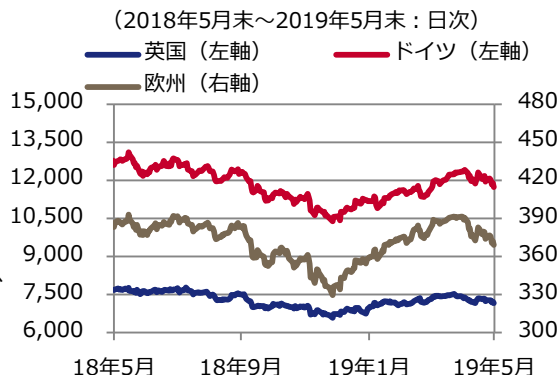
■ 今後の見通し

上昇 要因	- 各国中銀のハト派姿勢 - 中国当局による景気下支え
下落 要因	- 貿易紛争への懸念 - 欧州の政治情勢を巡る不透明感

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：11,000～12,500

欧州株価指数



貿易紛争への懸念が当面重しに

欧州中央銀行（ECB）など各国中銀のハト派的な姿勢が支えとなることが期待されるものの、米中をはじめとする貿易摩擦激化への懸念から当面上値の重い推移を見込みます。6月は、貿易摩擦を巡る動向に加え、メイ英首相辞任後の英政治情勢や、イタリアの財政問題などが注目されます。

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

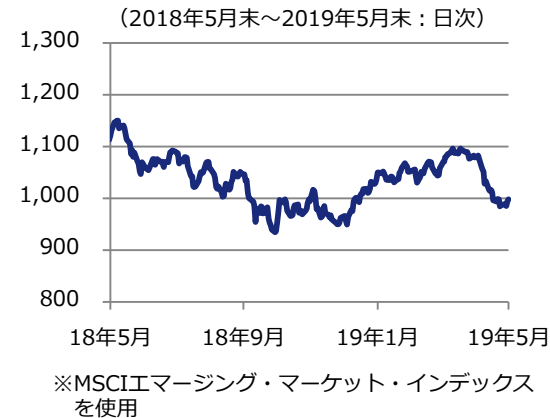
■ 前月の相場動向

- 5月の『エマージング株式市場』は下落しました。
- 上旬は、世界的なリスク選好改善から年初来高値圏にありましたが、トランプ米大統領が一連の対中制裁を発表すると、大幅に下落しました。中旬は、制裁の一部猶予などから、下落が一服しました。下旬は、貿易摩擦激化への懸念がくすぶりましたが、総選挙でモディ政権続投が決まったインドの株高などが支えとなり、下落幅をやや縮小しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	- 中国当局による景気下支え - 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 - 各国中銀のハト派姿勢
下落 要因	- 貿易紛争への懸念 - 中国の景気動向への懸念 - 新興国の政治情勢を巡る不透明感

エマージング株価指数



貿易紛争への懸念が当面重しに

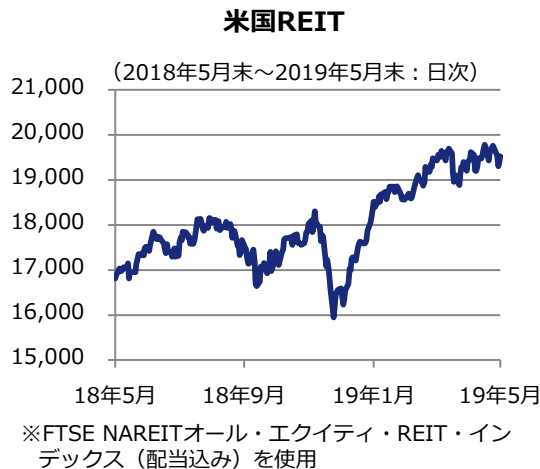
各国中銀のハト派的な姿勢や中国当局による景気支援策の効果発現が支えとなることが期待されるものの、米中をはじめとする貿易摩擦激化への懸念から当面上値の重い推移を見込みます。なお、インドやインドネシアなど直近選挙を終えた新興国においては、政治情勢の不透明感後退が相場を支える可能性があります。

※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

- 5月の『米国REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、トランプ米大統領が一連の対中制裁を発表するとリスク回避の動きから一時下落しましたが、米長期金利低下が支えとなりました。月末にかけては、貿易摩擦激化への懸念などからFRBの利下げ観測が強まり、米長期金利が一段と低下する中、年初来の高値水準を維持しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	- 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 - 各国中銀のハト派姿勢
下落 要因	- 海外住宅価格の一部調整 - 高値警戒感

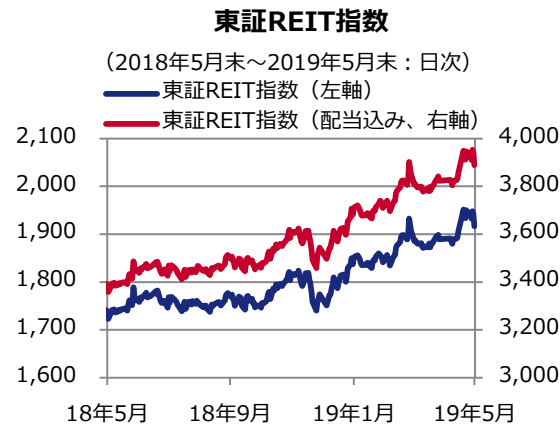
米長期金利の低位推移から底堅い展開

FRBをはじめとして各国中銀のハト派姿勢が継続し、米長期金利も当面低位で推移すると予想される中、米国REITは底堅い推移が予想されます。米長期金利低下から米住宅市場に一部回復の兆しもみられる中、動向が注目されます。

J-REIT

■ 前月の相場動向

- 5月の『J-REIT市場（東証REIT指数（配当込み））』は上昇しました。
- 10連休明け後から月央にかけては、米国による一連の対中制裁発表を受けて世界的に株式市場が大きく調整する中、J-REITは相対的な分配金利回りの高さから選好され、ほぼ横ばい圏で推移しました。その後下旬にかけてリスク選好の動きが一部回復する中、低金利環境長期化観測の強まりもあって、上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	- 良好な不動産ファンダメンタルズ - 各国中銀のハト派姿勢 - 投資物件入れ替えなどによるリターン向上姿勢
下落 要因	- 公募増資などによる需給悪化懸念 - 高値警戒感

底堅い推移を予想

高値警戒感はなくすぶるものの、各国中銀がハト派姿勢を維持する中、底堅い推移を予想します。相対的な分配金利回りの高さからJ-REITが選好される展開が続く可能性があります。また、堅調な国内不動産市況も相場を支えとみられます。東京都心5区のオフィスについて直近4月、平均賃料は64カ月連続で上昇しています。

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』は上昇しました。
- 上旬は、主要REIT銘柄の冴えない決算や米中貿易摩擦の激化などが嫌気され、下落しました。中旬は、オーストラリア準備銀行（RBA）の利下げ観測から豪州長期金利が低下したことが好感され、上昇しました。下旬も上昇が続き、配当込みベースで史上最高値を更新しましたが、月末にかけて下落し、上げ幅を縮めました。

■ 今後の見通し

上昇
要因

- 豪州景気の緩やかな回復期待
- 相対的に高い配当利回り

下落
要因

- リスク回避姿勢が強まる可能性
- 豪州住宅市場の調整
- 中国の景気動向への懸念



底堅い推移を見込む

短期的には、米国の政治情勢を巡る不透明感などに伴いリスク回避の動きが強まる可能性や、豪州の一部都市での住宅市場の調整の動向などには留意が必要と考えます。しかし、豪州景気の緩やかな回復期待、相対的に高い配当利回り水準などから、底堅い推移を見込みます。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米国債券

■ 前月の相場動向

- 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。
- 上旬から中旬は、金利は低下しました。背景には、トランプ米大統領の対中関税引き上げ表明や、同措置の発動、中国の報復表明など米中貿易摩擦の激化懸念が強まったことや、米経済指標の下振れなどがあります。下旬は、米景気の鈍化懸念、米中摩擦の長期化懸念、FRBの利下げ観測などから、低下しました。

■ 今後の見通し

金利の上昇要因	・ 米国景気の緩やかな拡大
金利の低下要因	・ 米物価上昇が緩慢なこと ・ 米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念 ・ FRBのハト派姿勢

■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：1.8～2.3%

米国10年国債利回り



金利はレンジ内での推移を予想

米物価上昇が緩慢な点や、米中貿易摩擦の長期化などに伴う世界景気の減速懸念、FRBのハト派姿勢などが金利の低下要因と見込まれます。一方で、米国景気は緩やかに拡大しているとみられることから、金利はレンジ内での推移を予想します。

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

米国ハイイールド債券

■ 前月の相場動向

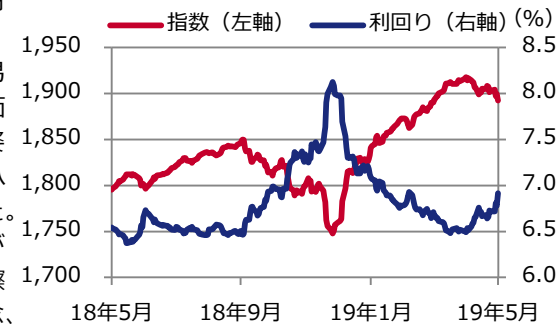
- 5月の『米国ハイイールド債券市場』は下落しました。
- 上旬から中旬にかけては、米中貿易摩擦の激化懸念が強まる中、米株価が軟調に推移するなどリスク回避姿勢が強まったことなどから、米国ハイイールド債券市場は下落しました。その後、市場はやや持ち直す場面がみられたものの、下旬は、米中摩擦の長期化懸念や世界景気の減速懸念、原油価格の下落などを背景に、下落しました。

■ 今後の見通し

価格の上昇要因	・ 米国景気の緩やかな拡大 ・ 相対的に高い利回り水準 ・ FRBのハト派姿勢
価格の下落要因	・ 米中貿易摩擦や世界景気の減速懸念 ・ 欧米政治情勢を巡る不透明感

米国ハイイールド債券

(2018年5月末～2019年5月末：日次)



※ICE BofAML・US・キャッシュ・ペイ・ハイイールド・インデックスを使用

底堅い推移を予想

米国景気は緩やかに拡大しているとみられる中、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や、FRBのハト派姿勢などから、底堅く推移すると予想します。一方で、米中貿易摩擦の長期化などに伴う世界景気の減速懸念、欧米政治情勢を巡る不透明感の高まりなどからリスク回避姿勢が強まる可能性には留意が必要です。また、原油価格動向も注視されます。

国内債券

■ 前月の相場動向

- 5月の『国内債券市場（10年国債）』は上昇（金利は低下）しました。
- 米長期金利の低下や、米中貿易摩擦の激化懸念の強まりに伴うリスク回避の動きなどから、10連休明けは、金利は低下しました。以降中旬にかけては小動きでした。しかし下旬は、米中貿易摩擦の長期化懸念や、世界景気の先行き不透明感の高まり、海外金利低下に連れた動きなどから、金利は低下しました。

■ 今後の見通し

金利の上昇要因	・ 日銀の金利変動を許容する姿勢
金利の低下要因	・ リスク回避姿勢が強まる可能性 ・ 日銀の国債買い入れ ・ 日銀の追加緩和期待

■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：－0.1～0.0%

日本10年国債利回り



金利は低位での推移を見込む

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、金利は低位での推移を見込みます。海外金利が一段と低下する可能性には留意が必要です。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

欧州債券

■ 前月の相場動向

- 5月の『欧州債券市場（ドイツ10年国債）』は上昇（金利は低下）しました。
- 上旬から中旬にかけては、米中貿易摩擦の激化懸念や、中国経済指標の下振れ、イタリアの財政を巡る不透明感などから金利は低下しました。下旬は、米中摩擦の長期化が意識される中、ユーロ圏経済指標の予想比下振れや、英国の欧州連合（EU）離脱への警戒感、イタリアの財政懸念などから低下しました。

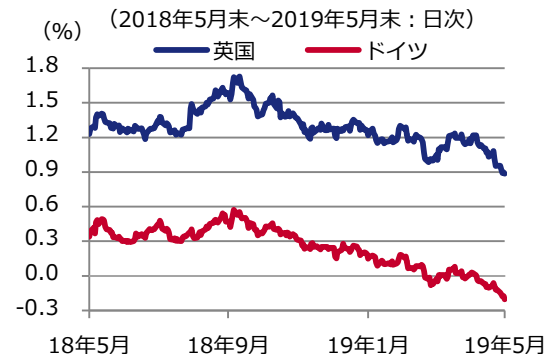
■ 今後の見通し

金利の上昇要因	・ 中国当局による景気下支え
金利の低下要因	・ 欧州景気の減速懸念 ・ 米国の保護主義的な通商政策 ・ 欧州政治情勢を巡る不透明感

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：－0.3～0.1%

欧州10年国債利回り



金利は低位での推移を見込む

欧州景気の減速懸念や、米国の保護主義的な通商政策に対する警戒感などが金利の低下要因と考えます。またイタリア財政規律を巡るEUとの対立懸念など、欧州の政治情勢を巡る警戒感が強まる可能性にも留意が必要です。かかる中、金利は低位での推移が見込まれます。

※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。
- 上旬から中旬にかけては、米中貿易摩擦の激化懸念に伴うリスク回避の動きの中、円高米ドル安基調でした。その後、米国の輸入自動車に対する追加関税の延期表明や、日本の1-3月期GDPの上振れなどを受けて、米ドルの下落幅が縮小しました。しかし下旬は、米中貿易摩擦の長期化懸念や、米金利低下幅の拡大などから米ドル安が進展しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	- 米国景気の緩やかな拡大 - 日銀の金融緩和継続
下落要因	- 米中貿易摩擦の長期化懸念 - リスク回避姿勢が強まる可能性 - FRBの利下げ観測

もみ合いの展開を予想

米中貿易摩擦の長期化懸念など政治情勢を巡る不透明感や、FRBの利下げ観測などが米ドルの重しとなる可能性があります。一方で、米国景気が緩やかに拡大していることとみられることや、日銀が現行の大規模な金融緩和を継続する姿勢を示していることなどが米ドルの下支え要因になると考えられることから、対円ではもみ合い推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対円)



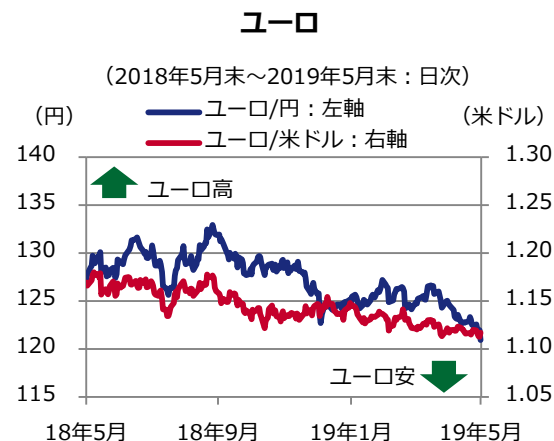
■ 1カ月の予想レンジ

米ドル/円：105～111円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 5月のユーロは、対米ドルで下落しました。
- 上旬は、欧州委員会のユーロ圏の成長率見通し引き下げなどが下押し要因となった一方で、米ドルの軟化などから上昇しました。中旬から下旬は、イタリアの財政を巡る懸念や、ユーロ圏経済指標の予想比下振れ、米中摩擦の長期化に伴う世界景気の減速懸念などから下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	- FRBの利下げ観測 - 中国当局による景気下支え
下落要因	- 欧州景気の減速懸念 - 米国の保護主義的な通商政策 - 欧州政治情勢を巡る不透明感

上値の重い展開か

FRBの利下げ観測などがユーロの上昇要因とみられます。一方、欧州景気の減速懸念や、米国の保護主義的な通商政策に対する警戒感などを鑑みれば、ユーロは対米ドルで、上値の重い展開を見込みます。またイタリア財政規律を巡るEUとの対立懸念など、欧州の政治情勢を巡る不透明感が強まる可能性にも留意が必要です。

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：1.10～1.13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

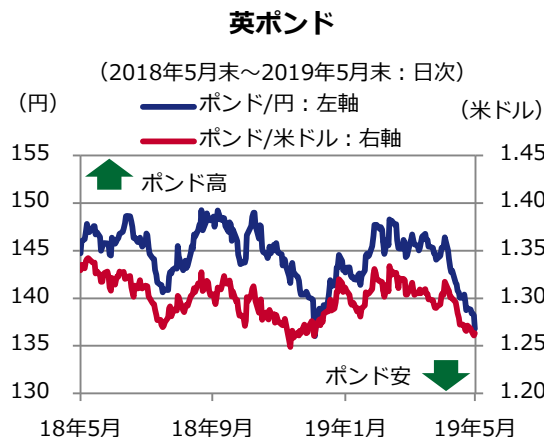
英ポンド

■ 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。
- 上旬は、英国のEU離脱を巡る不透明感などから下落しました。その後も、EU離脱を巡る英与野党協議の決裂や、メイ英首相への辞任圧力の高まりなどを背景に下落しました。下旬も、メイ英首相が辞任を表明するとともに、後任として離脱推進派とみられる候補が複数名挙がるなど、英政治情勢を巡る先行き不透明感の高まりなどが下押ししました。

■ 今後の見通し

上昇要因	・ FRBの利下げ観測
下落要因	・ 英国のEU離脱を巡る不透明感 ・ 英景気の減速懸念



下押し圧力が意識されやすい展開か

メイ英首相は6月7日に与党・保守党の党首を辞任する意向を表明しています。その後、同氏の後任を選ぶ党首選が開始されますが、これまでに離脱推進派とみられる複数名が立候補しています。EUは離脱案に関し再交渉はせずとの立場を維持しており、合意なき離脱の可能性が警戒されます。こうした中、英ポンドに対する下押し圧力が意識されやすい展開を予想します。

今後1カ月の見通し

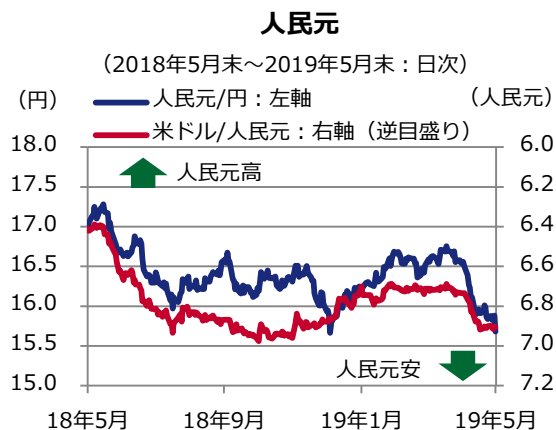
(対米ドル)

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

人民元

■ 前月の相場動向

- 5月の人民元は、対米ドルで下落しました。
- 上旬は、米国による対中制裁関税引き上げの表明以降、米中貿易交渉の不透明感が強まり、元安が進行しました。中旬以降は、米国による中国通信機器最大手の華為技術（ファーウェイ）および関連会社との取引規制などから米中対立の激化が意識され、さらに元安が進行しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ 中国人民銀行の人民元安定化姿勢 ・ 中国の資本規制継続
下落要因	・ 米中貿易摩擦の激化 ・ 中国の景気減速懸念 ・ 中国の金融緩和への期待

米中貿易交渉の進展次第では上振れへ

中国人民銀行の人民元安定化姿勢が強まる可能性や、中国当局による資本規制の継続が人民元の安定化要因とみられます。一方で、米中貿易摩擦の激化への懸念や、中国の景気減速懸念に伴う当局の金融緩和への期待などから、対米ドルで人民元はボックス圏での推移を見込みます。6月末のG20首脳会議開催を控え、米中間の対話の進展に注目が集まります。

今後1カ月の見通し

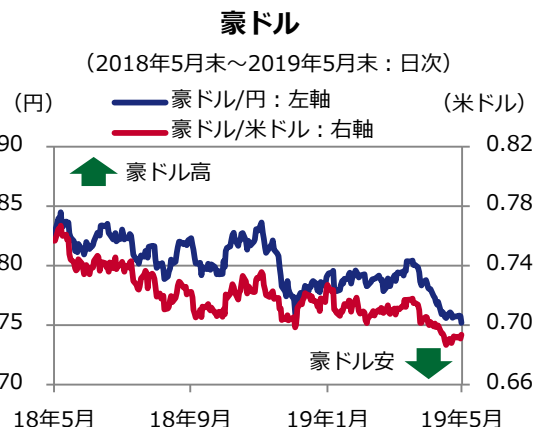
(対米ドル)

※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。

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。
- 上旬は、RBAが発表した四半期経済見通しにおいて、失業率の見通しが下方修正されたことから、RBAによる利下げが意識され、豪ドルは売られました。中旬は、4月の豪失業率が上昇したことを受けて、さらに下落しましたが、18日の総選挙で政権与党勢力が勝利したことが好感され、下旬は下げ幅を縮めました。



■ 今後の見通し

上昇要因	- 豪州景気の緩やかな回復見通し - 石炭・鉄鉱石価格等の底堅い推移
下落要因	- RBAの利下げ観測 - 中国の景気動向への懸念

上値の重い展開を見込む

豪州景気の緩やかな回復見通しなどが豪ドルの上昇要因とみられます。一方で、RBAの利下げ観測、豪州最大の貿易相手である中国の景気動向への懸念などが下落要因になると考えます。米中貿易交渉の行方を見極めつつ、上値の重い展開を見込みます。

今後1カ月の見通し

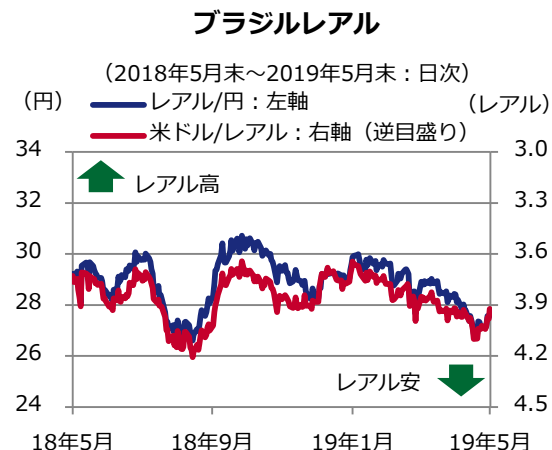
(対米ドル)



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。
- 上旬は米中貿易摩擦への懸念が浮上したことから、対米ドルで上値の重い推移となりました。中旬はブラジル国内での政治的不透明感の高まりなどから、レアルは大幅に下落しました。下旬は、構造改革の進展期待が高まったことなどからレアルは下落幅を縮小しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	- ブラジル景気の回復期待 - 安定的なインフレ推移 - 石炭・鉄鉱石価格等の底堅い推移
下落要因	- 政策進展に対する先行き不透明感 - 世界的な景気後退懸念

ボックス圏での推移が見込まれる

ブラジル経済の回復期待や安定的なインフレ推移などが上昇要因になると考えます。また、税制改革など構造改革は一定の進展が期待されるものの、議会審議の進展など不透明な局面も想定されるため、ブラジルレア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)

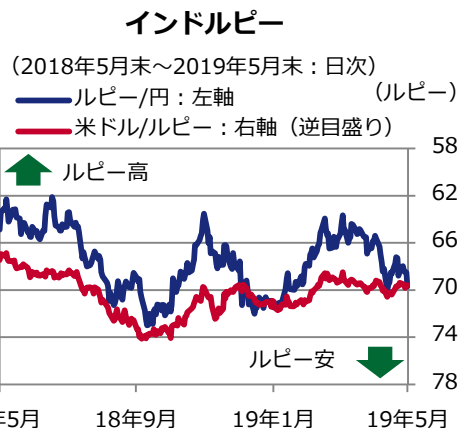


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

インドルピー

■ 前月の相場動向

- 5月のインドルピー（以下、ルピー）は、対米ドルで横ばいとなりました。
- 月前半は、米中貿易摩擦激化への懸念から新興国通貨が売られる中、ルピーも下落基調となりました。しかし、19日にインド総選挙の出口調査でモディ首相率いる与党連合勝利の見通しとなり、実際23日の開票結果で与党連合の圧勝となったことから、ルピーは値を戻す展開となりました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	- モディ政権の総選挙圧勝による政治の安定や経済成長重視の政策の継続 - FRBの利下げ観測
下落 要因	- 財政赤字拡大への懸念 - 経常赤字拡大への懸念

底堅い推移を見込む

モディ政権の総選挙圧勝で政治の安定が期待できることや経済成長重視の政策が続く可能性が高まったことなどが、海外資金流入によるルピーの下支え要因になると思われます。一方で、インドの財政赤字や原油価格の動向には留意が必要です。こうした中、ルピーは、モディ政権の政策の進捗動向をにらみつつ、当面底堅い推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

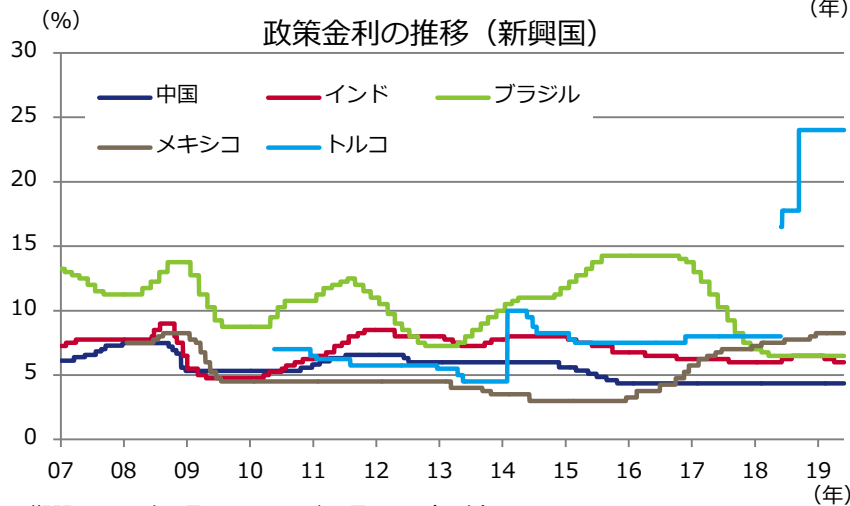
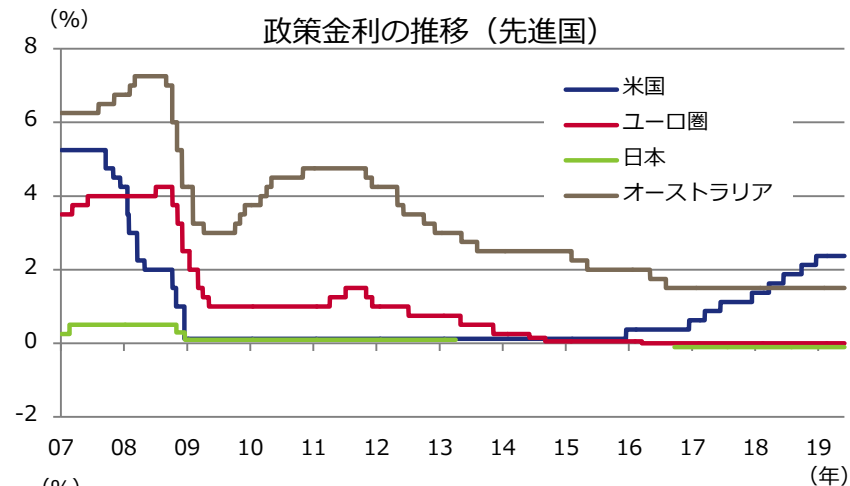
(対米ドル)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

▶ Chapter 4
付属資料

チャート集 - 主要国・地域の金融政策



期間：2007年1月4日～2019年5月31日（日次）

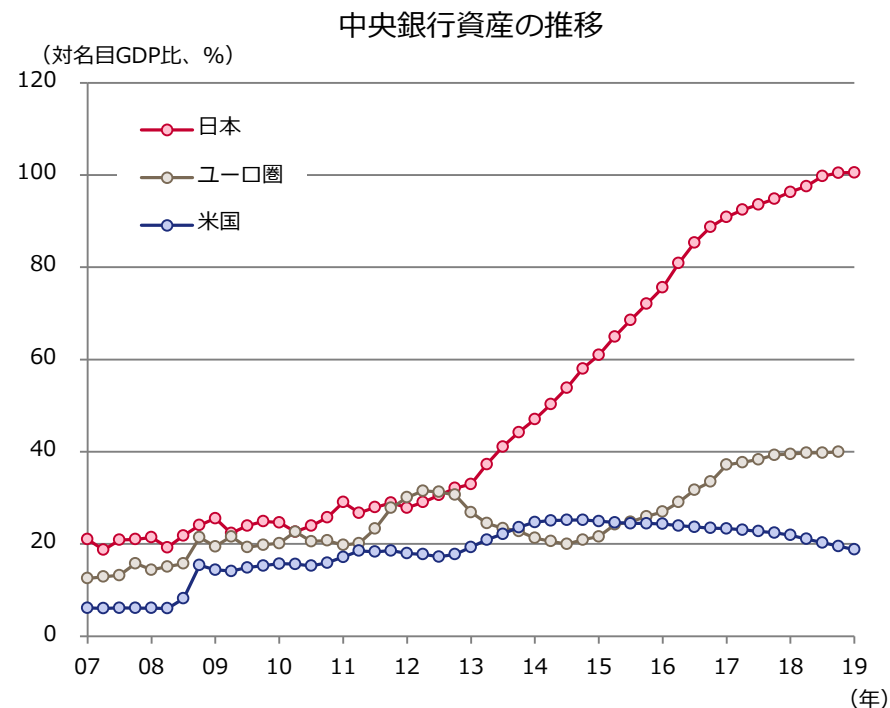
ただし、メキシコは2008年1月18日～、トルコは2010年5月20日～

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

トルコは2018年6月1日より金融政策枠組み変更により、水準が移行

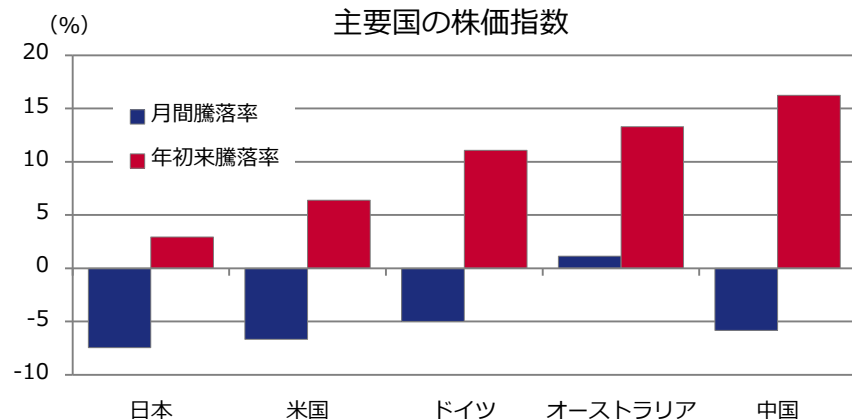


期間：2007年1-3月期～2019年1-3月期（四半期）

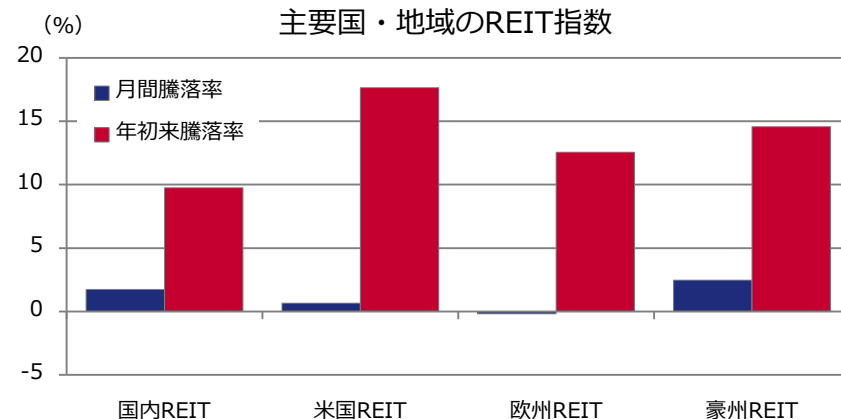
（ユーロ圏は2018年10-12月期まで）

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

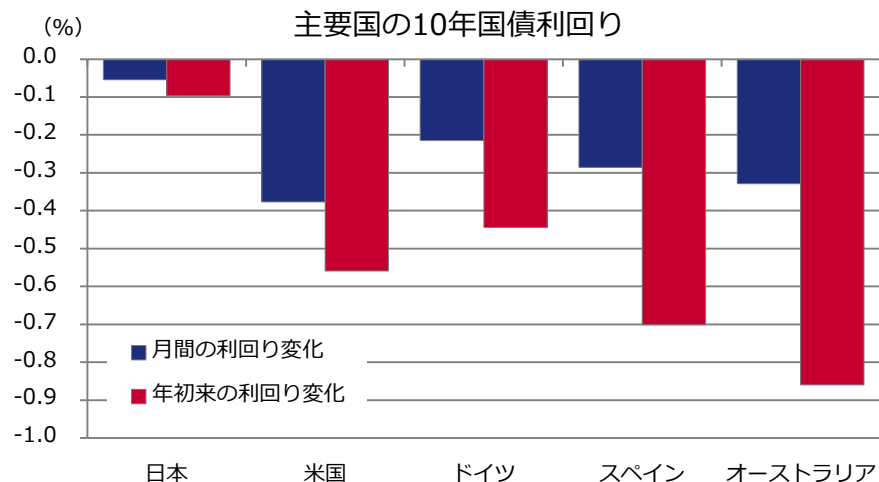
チャート集 – 前月のまとめ



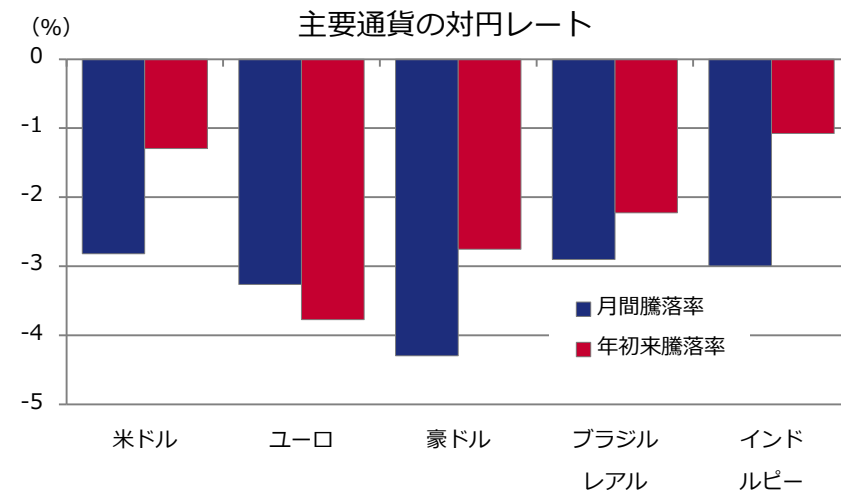
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2019年5月の1ヵ月間、年初来：2018年12月末から2019年5月末の期間
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株価平均
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数
 【中国】上海総合指数



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：2019年5月の1ヵ月間、年初来：2018年12月末から2019年5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

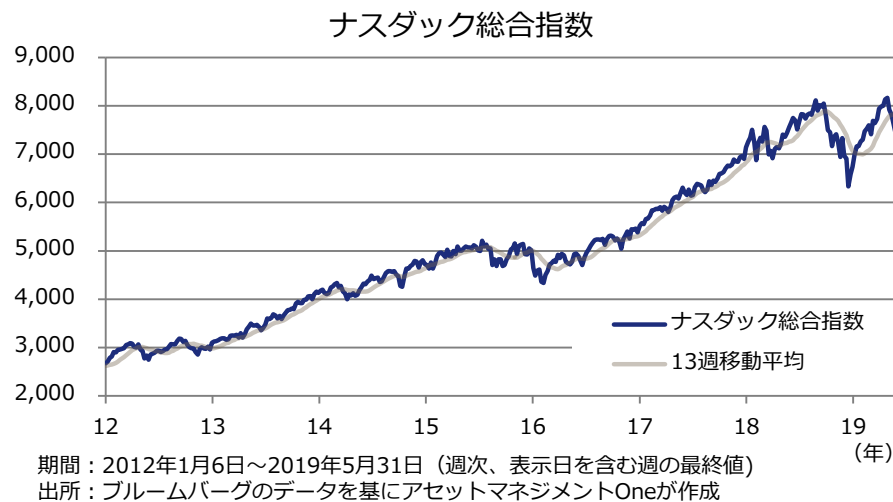
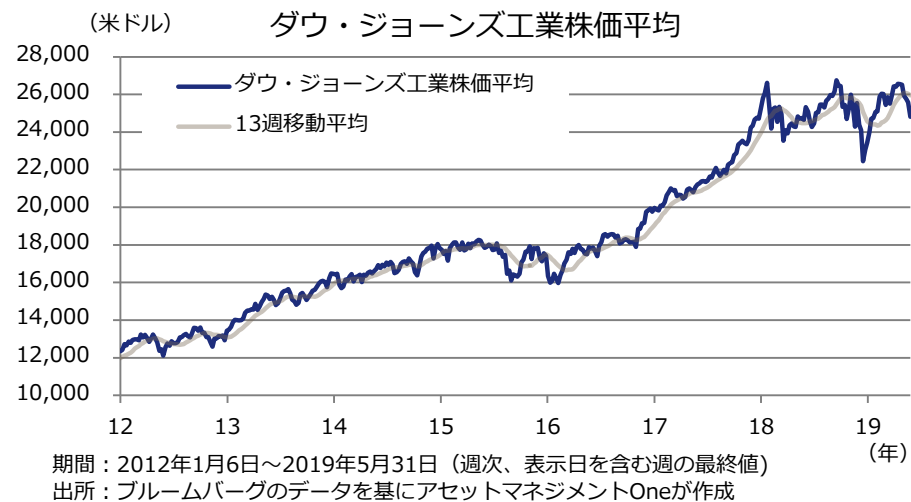


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2019年5月の1ヵ月間、年初来：2018年12月末から2019年5月末の期間



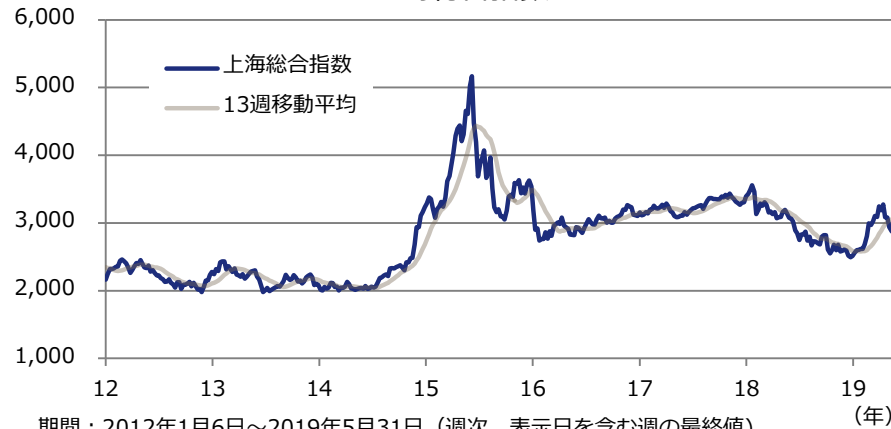
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2019年5月の1ヵ月間、年初来：2018年12月末から2019年5月末の期間

チャート集 – 株式市場（先進国）



チャート集 – 株式市場（新興国）

上海総合指数



S&P/BSE SENSEX インド指数



ブラジル ボベスパ指数



ロシア RTS指数（米ドル建て）



チャート集 – REIT市場

国内REIT



期間：2012年1月6日～2019年5月31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

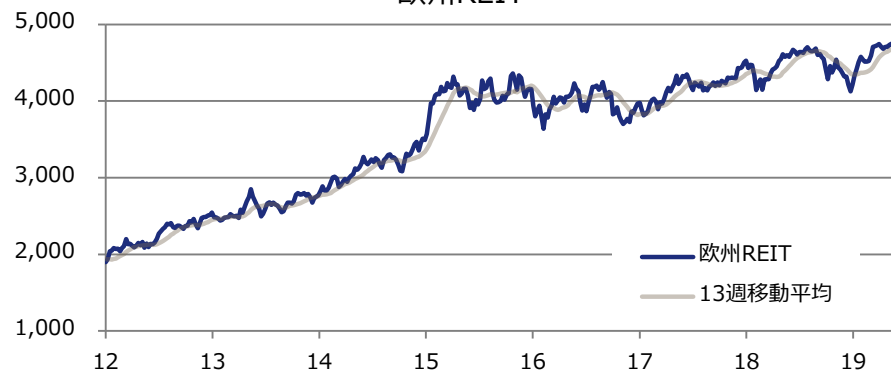


期間：2012年1月6日～2019年5月31日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）

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



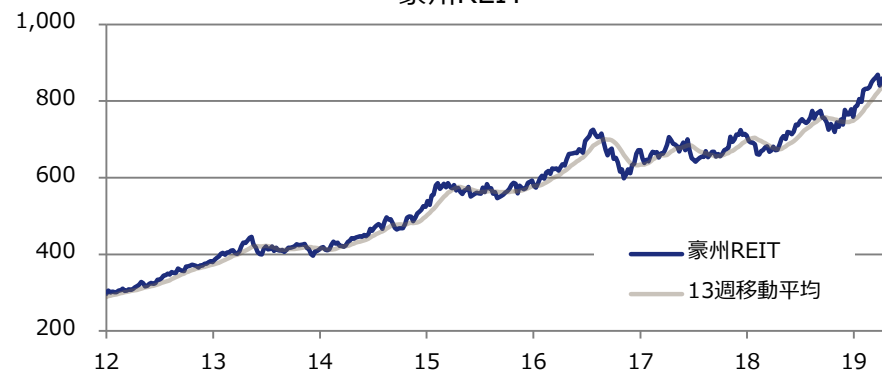
期間：2012年1月6日～2019年5月31日（週次、表示日を含む週の最終値）（年）

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）FTSE EPRA/NAREIT ヨーロッパ先進国インデックスを使用。

現地通貨ベース。トータルリターン

豪州REIT



期間：2012年1月6日～2019年5月31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

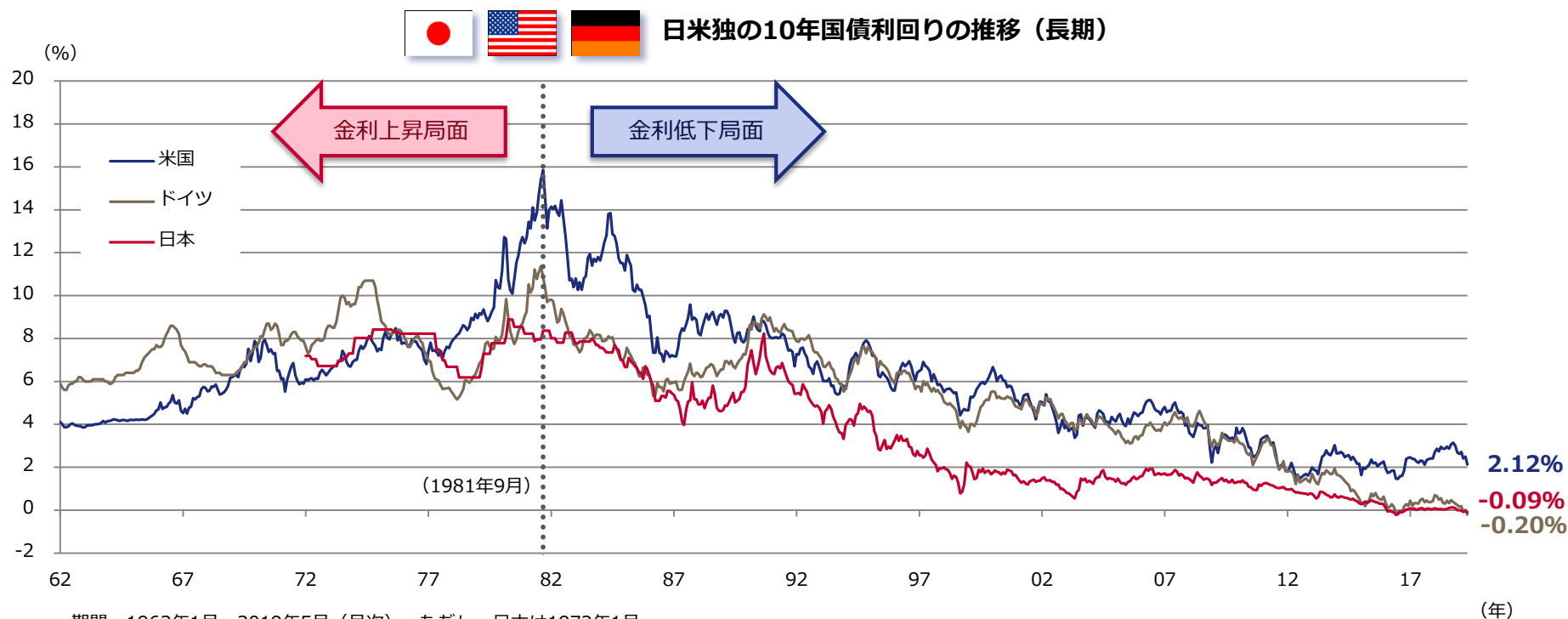
(%)

	1年	2年	3年	5年	7年	10年	30年
スイス	-0.79	-0.81	-0.82	-0.80	-0.67	-0.48	0.07
ドイツ	-0.62	-0.66	-0.68	-0.58	-0.47	-0.20	0.43
日本	-0.16	-0.17	-0.18	-0.19	-0.19	-0.09	0.46
オランダ	---	-0.60	-0.65	-0.54	-0.29	-0.01	0.47
フランス	-0.56	-0.61	-0.57	-0.39	-0.15	0.21	1.25
スペイン	-0.36	-0.38	-0.31	-0.02	0.27	0.72	1.86
英国	0.66	0.60	0.57	0.64	0.72	0.89	1.47
オーストラリア	1.20	1.12	1.10	1.16	1.31	1.46	---
カナダ	1.65	1.43	1.40	1.37	1.43	1.49	1.77
米国	2.20	1.92	1.87	1.91	2.02	2.12	2.57
イタリア	0.14	0.71	1.35	1.72	2.16	2.67	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

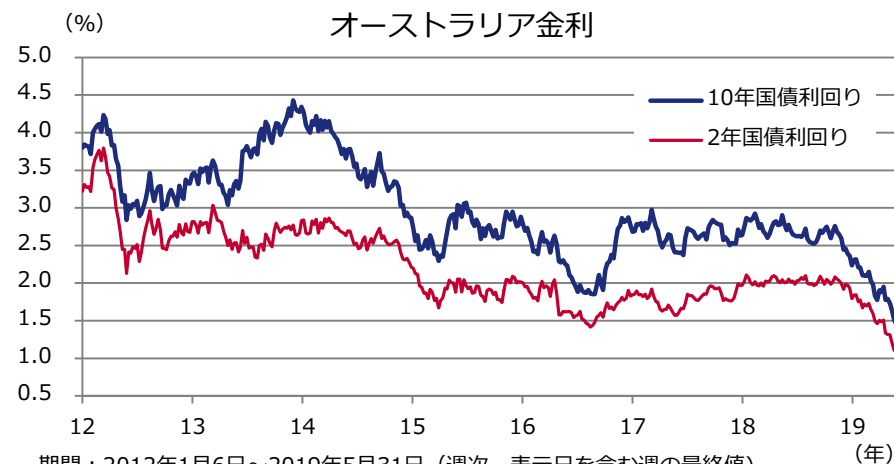
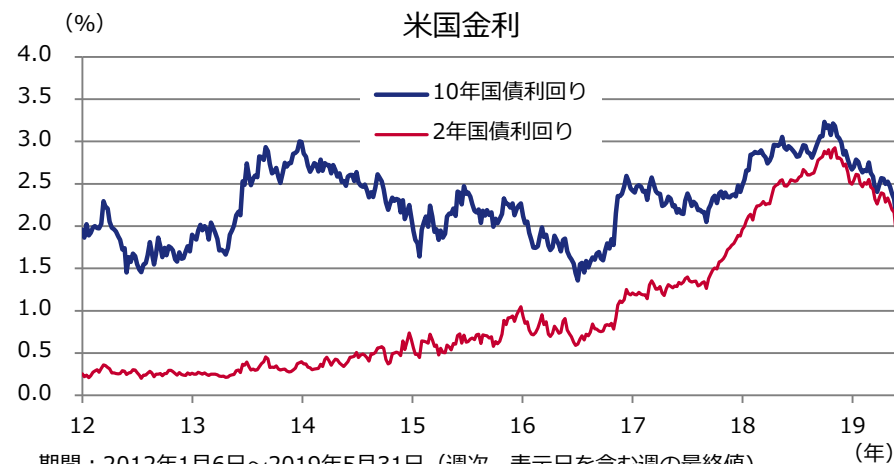
(注) 2019年5月31日時点。国名が網掛けのものはマイナス金利政策実施国

チャート集 – 債券利回りの推移（長期）

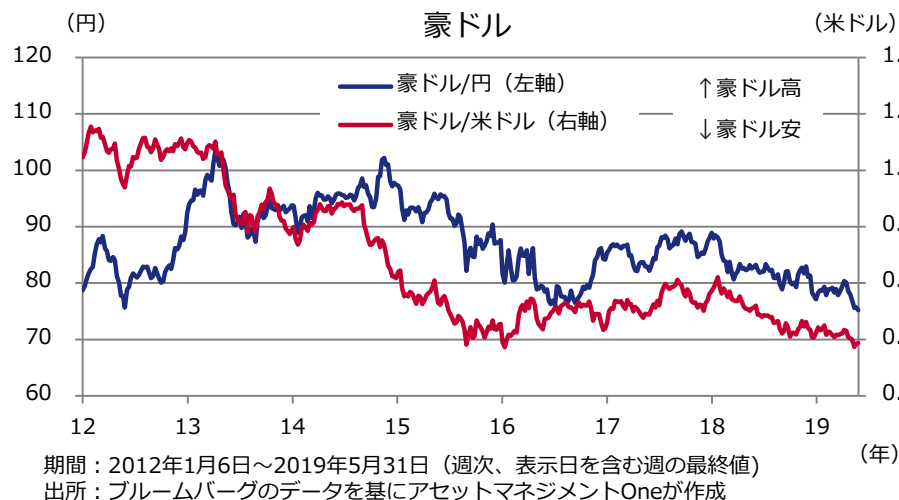
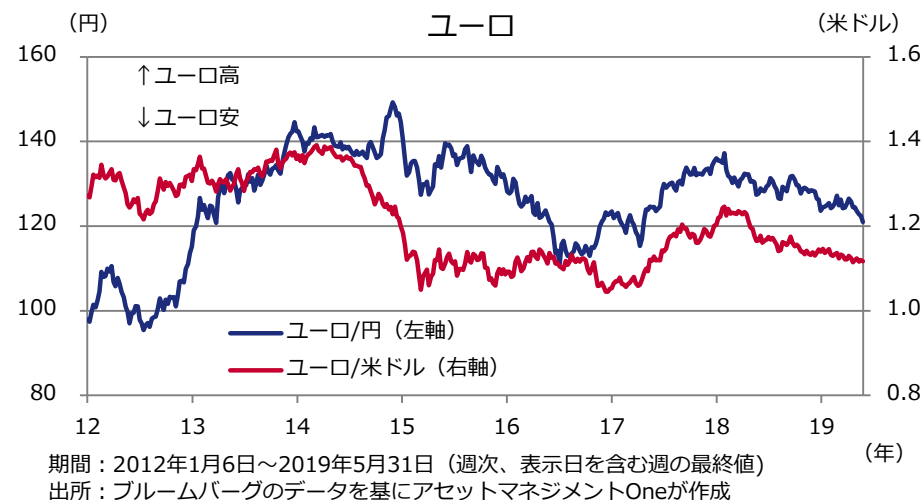


期間：1962年1月～2019年5月（月次） ただし、日本は1972年1月～
出所：ブルームバーグ、データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
（注）1987年9月以前の日本の10年国債利回りは10年国債入札の平均利回りを使用

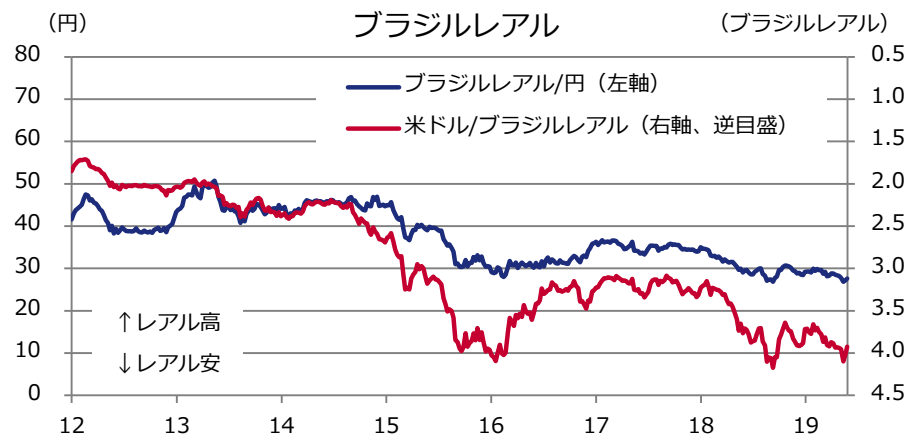
チャート集 – 債券市場



チャート集 – 外国為替市場 ①

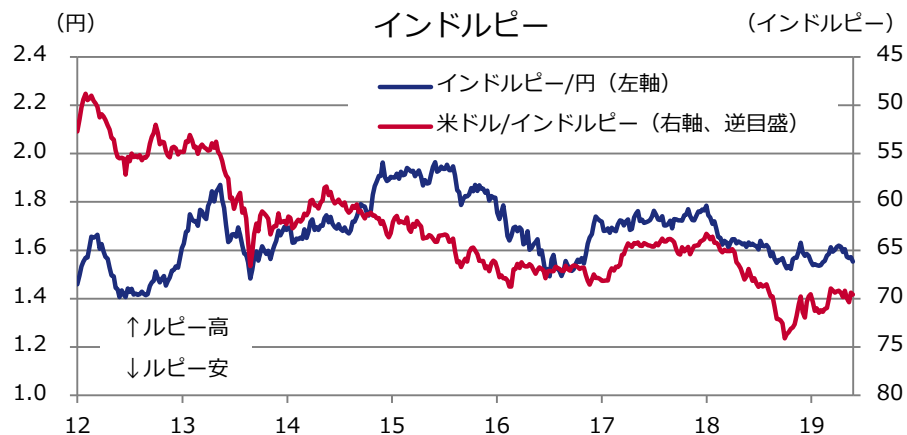


チャート集 - 外国為替市場 ②



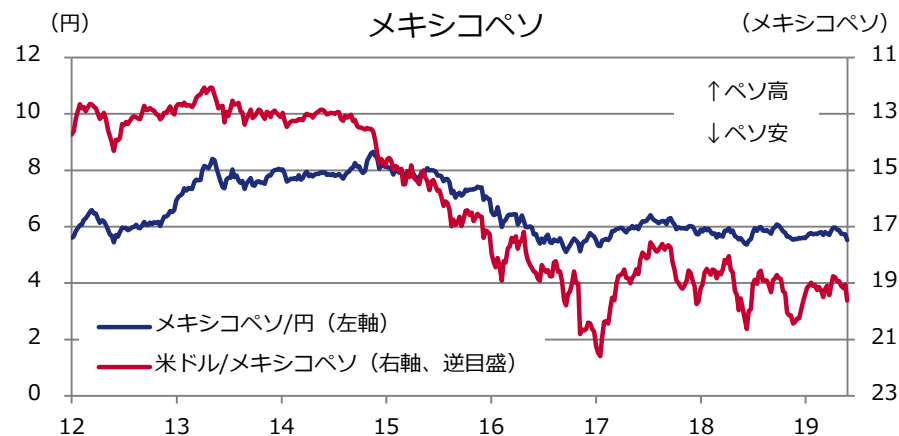
期間：2012年1月6日～2019年5月31日（週次、表示日を含む週の最終値）

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



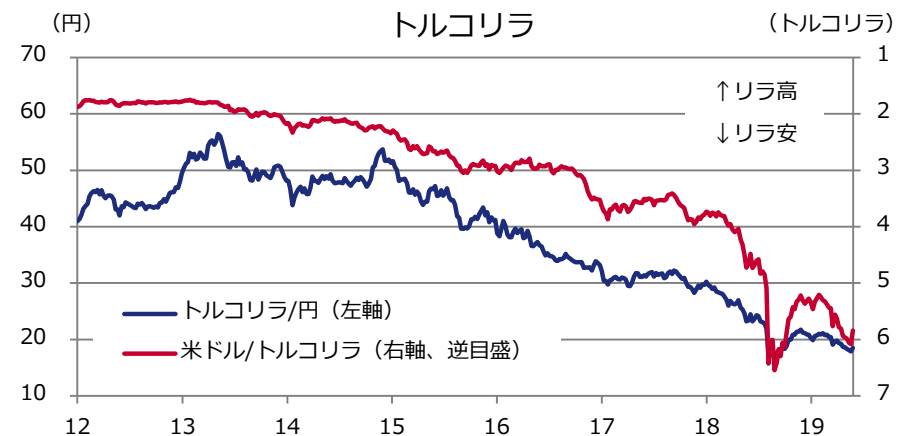
期間：2012年1月6日～2019年5月31日（週次、表示日を含む週の最終値）

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



期間：2012年1月6日～2019年5月31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



期間：2012年1月6日～2019年5月31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 – 商品市場

Thomson Reuters/Jefferies CRB指数



WTI原油先物（NYMEX、期近）



（米ドル/トロイオンス） 金先物（COMEX、期近）



（米ドル/ポンド） 銅先物（COMEX、期近）



チャート集 – その他

VIX指数



期間：2012年1月6日～2019年5月31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

日経平均ボラティリティ・インデックス



期間：2012年1月6日～2019年5月31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

(bp) 米国CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）



期間：2012年1月6日～2019年5月31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%）

(bp) 日本CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）



期間：2012年1月6日～2019年5月31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」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体および「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。
- 東証株価指数（TOPIX）および東証REIT指数は、株式会社東京証券取引所（株東京証券取引所）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利は、(株)東京証券取引所が有しています。
- MSCIエマージング・マーケット・インデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- 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。
- FTSE100指数の著作権はFTSE International Limited（以下、「FTSE」といいます。）が所有します。FTSE、London Stock Exchange PLC（以下、「Exchange」といいます。）またはThe Financial Times Limited（以下、「FT」といいます。）のいずれも、当該指数を用いることによって得られる結果に関して、または特定の時間、日付またはその他の方法で公表される当該指数の数値に関して、明示的または黙示的に担保するものではありません。指数はFTSEによって編集、計算されます。FTSE、ExchangeまたはFTのいずれも、指数のいかなる誤りについて何人に対しても（過失あるいはその他の）責任を負わず、当該いかなる誤りについて何人に対しても通知する義務を負いません。
- “FTSE”及び“FTSE®”は、London Stock Exchange Groupの商標であり、ライセンスに基いてFTSEが使用しています。FTSE NAREIT オール・エクイティ・REIT・インデックス（以下「本指数」）は、FTSEの商標であり、本指数の算出、指数値の公表、利用など、本指数に関するあらゆる権利はFTSE 又はその関連パートナー会社に与えられています。FTSEは、本指数値及びそこに含まれるデータの正確性、完全性について、明示的、黙示的を問わず保証するものではありません。

また、算出又は公表の誤謬、遅延または中断に対し、一切責任を負いません。

- “FTSE”及び“FTSE®”は、ロンドン証券取引所（London Stock Exchange Plc）並びにフィナンシャル・タイムズ社（The Financial Times Limited）の商標であり、ライセンスに基いてFTSEが使用しています。FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス（以下、本指数）は、FTSEの商標であり、本指数の算出、指数値の公表、利用など、本指数に関するあらゆる権利はFTSE 又はその関連パートナー会社に与えられています。FTSEは、本指数値及びそこに含まれるデータの正確性、完全性について、明示的、黙示的を問わず保証するものではありません。また、算出又は公表の誤謬、遅延または中断に対し、一切責任を負いません。
- ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P500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・ホールディングズLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- ドイツDAX指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はDeutsche Börseに帰属します。
- ストックス・ヨーロッパ600指数及びユーロ・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。
- ナスダック総合指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はNasdaq Stock Market, Inc.に帰属します。
- ブラジル ボベスパ指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はサンパウロ証券取引所（BM&FBovespa）に帰属します。
- Thomson Reuters/Jefferies CRB指数の著作権、知的所有権その他一切の権利は、Thomson Reuters及びJefferies Financial Products, LLCに帰属します。
- VIX指数はシカゴ・オプション取引所が算出する指数です。
- ISM製造業景気指数、ISM非製造業景気指数は全米供給管理協会が発表する指数です。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

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

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.78%（税込）

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

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

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

■ その他費用・手数料

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

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

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

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

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

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