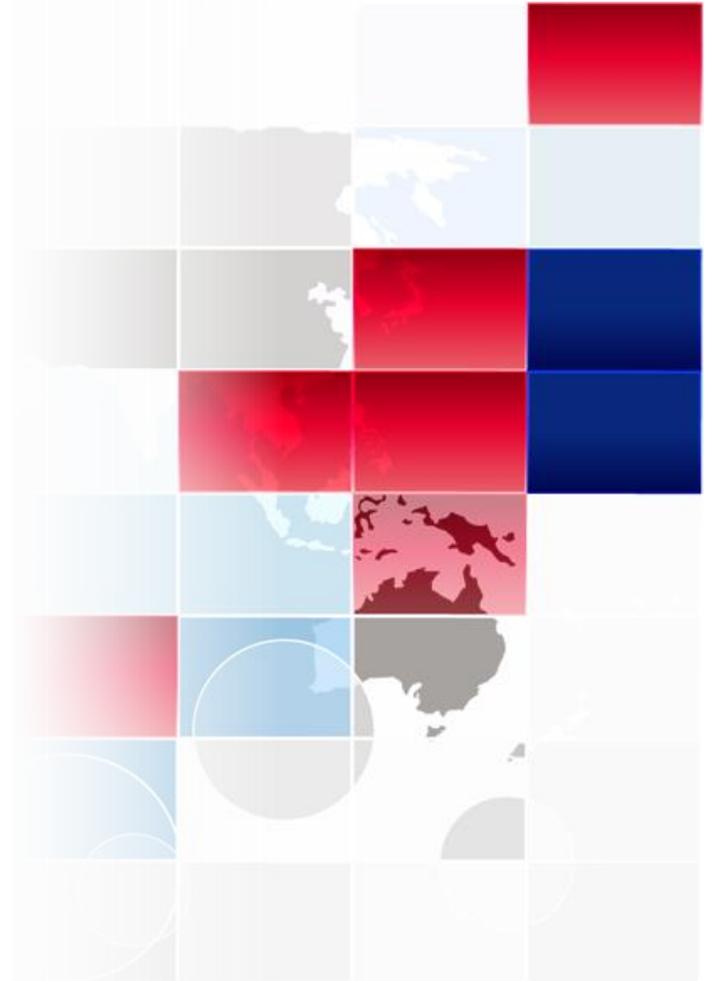

マーケット・インサイト

2023年10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

米国債券市場
国内株式市場
欧州の財政政策
BRICSの拡大
自然に関する企業開示

▶ Chapter 2 経済動向

2-1 経済の概況 9

2-2 各国経済動向 12

米国 日本 ユーロ圏 中国
オーストラリア ブラジル インド

▶ Chapter 3 市場動向

3-1 市場動向の概況 26

3-2 マーケット・オーバービュー 27

3-3 市場動向 29

株式 REIT 債券 外国為替

▶ Chapter 1
トピックス

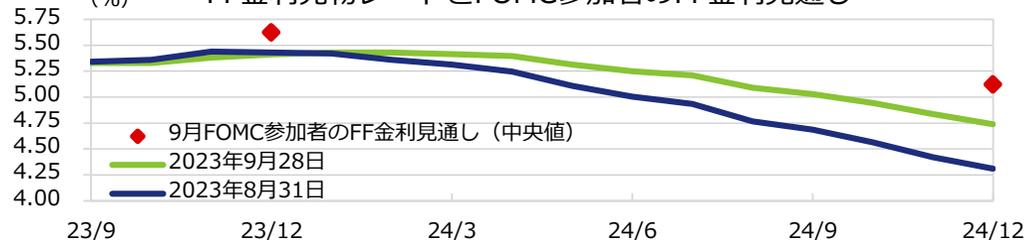
米長期金利は上昇圧力が強まる

(%) 米長期金利・将来の短期金利予想・タームプレミアム



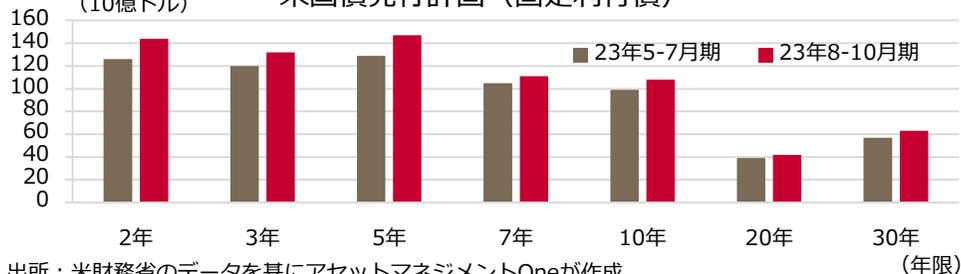
期間：2022年1月3日～2023年9月28日（日次、将来の短期金利予想とタームプレミアムは2023年9月26日まで）※長期金利は将来の短期金利予想とタームプレミアムに分解される。将来の短期金利予想とタームプレミアムはNY連銀算出
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(%) FF金利先物レートとFOMC参加者のFF金利見通し



期間：2023年9月～2024年12月（月次）（注）FF（フェデラル・ファンド）金利先物を使用（年/月）
 出所：FRB、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

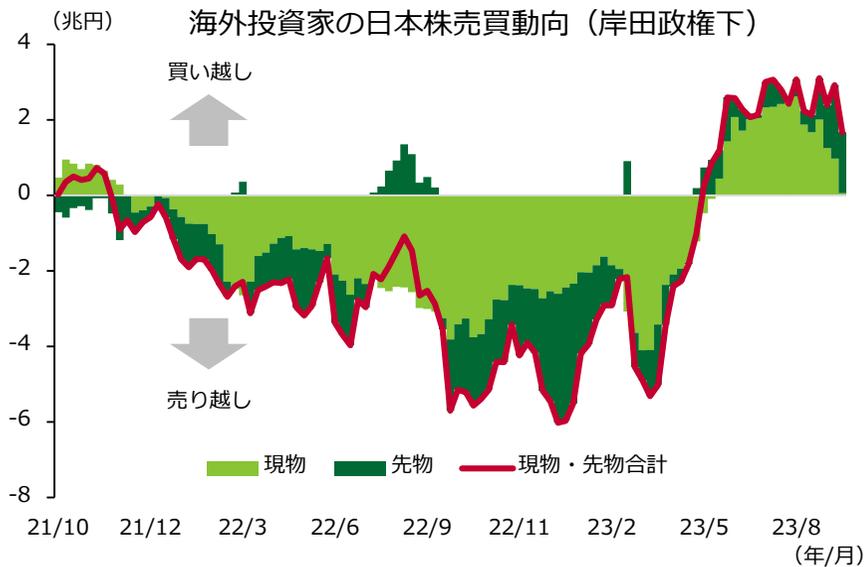
米国債発行計画（固定利付債）



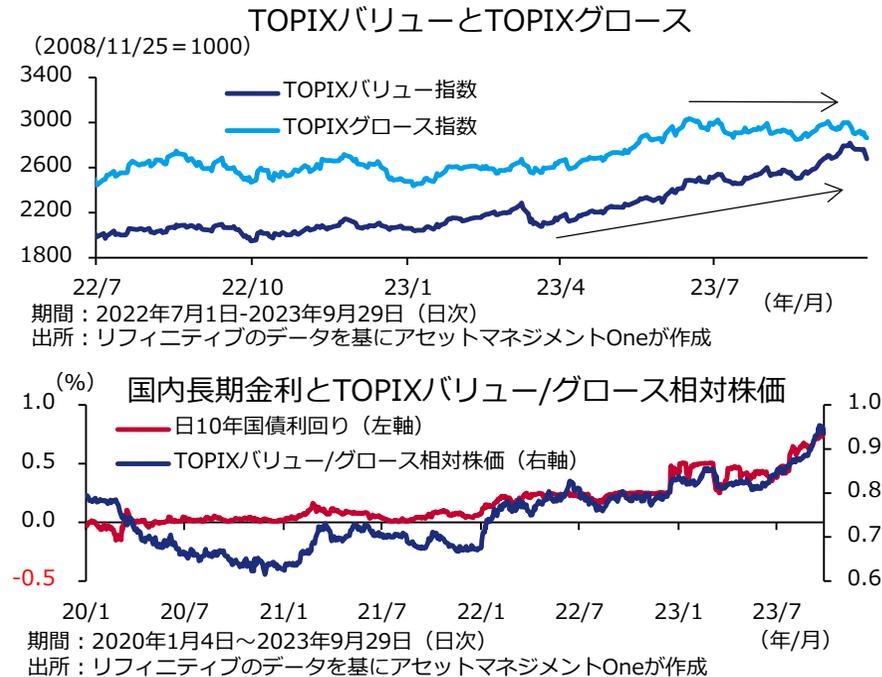
出所：米財務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 米長期金利（10年国債利回り）は、9月に上昇しました。タームプレミアム（期間に伴う上乗せ金利）の拡大が金利上昇をけん引したとみられます。タームプレミアムの拡大は国債需要の減退を示唆している可能性があります。背景には、底堅い米景気や根強いインフレ圧力、FRB（米連邦準備理事会）は高金利を長期間維持するとの見方などが挙げられます。9月のFOMC（米連邦公開市場委員会）の経済見通しは、2023年の成長率は2.1%（6月時点1.0%）と大幅上方修正されたほか、24年も1.5%（同1.1%）へ引き上げられました。23年末の政策金利見通しは5.625%と、年内あと1回の利上げ想定を維持しました。24年末は5.125%（同4.625%）に上方修正され、利下げ開始時期が6月時点の見通しに比べて後ろ倒しになる可能性が示唆されました。
- また、今後米国債の増発が見込まれる中で、米国債需給を巡る不透明感にも一定の警戒が必要と考えます。かかる中、米長期金利の上昇圧力が意識されやすい点には留意が必要です。

国内長期金利が上昇する中、バリュー株が堅調に推移



(注) 2021年10月4日-8日の週からの累計日本株買い越し額、二市場合計、日経225
マイクロ先物を除く
期間：2021年10月4日-8日の週～2023年9月19日-22日の週 (週次)
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



- TOPIXは終値で1990年以来の高値を更新する局面が9月中旬にかけて続きました。ただし、今年4月以降の日本株の上昇をけん引した海外投資家による買いの勢いは4-6月期に比べて減速しつつあるもようです。
- 8月下旬以降は特にバリュー株 (PBR (株価純資産倍率) などの指標で見た割安株) の上昇が目立ちました。バリュー株とグロース株の相対株価をみると、国内長期金利上昇とほぼ連動しつつ、バリュー株の買いが強まりました。
- バリュー株を選好する動きは、東証が要請しているPBR1倍割れへの企業による対応への期待に加えて、デフレ脱却や日銀の金融政策正常化を巡る思惑が一段と強まったことが背景とみられます。国内長期金利の上昇は海外金利動向次第では一服する可能性もありますが、PBR1倍割れ対応やデフレ脱却への期待はバリュー株を当面支える公算が大きいとみられます。

EUにおける財政ルールが再開されるものの、新ルール案では柔軟化の見通し

欧州委員会が提案した主な財政ルール案

国別に原則4年にわたる中期財政構造計画を策定し、下記要件を満たすことを求める

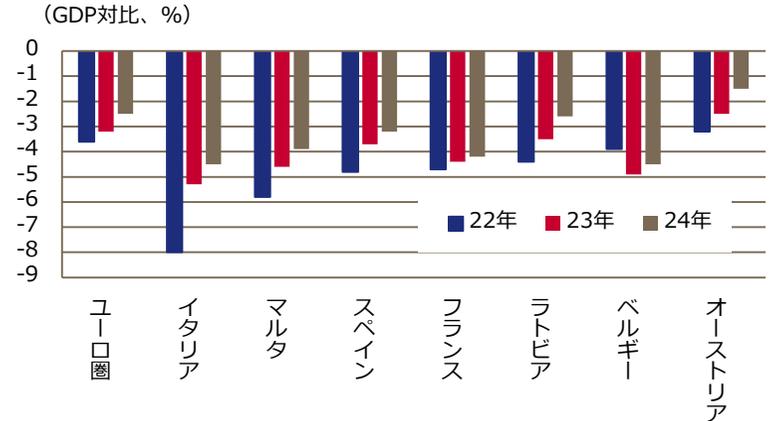
(ただし、一定基準を満たす投資を行うことを条件に、最大7年まで延長可能)

①財政赤字がGDP対比3%を超える場合、最低でもGDP対比0.5%を毎年削減
⇒従来は毎年の財政赤字をGDP対比3%以内に抑えることを要求

②債務残高を削減基調にし、債務残高を計画開始時よりも削減していればよい
⇒従来は債務残高がGDP対比60%を超える部分につき、毎年5%の削減を要求

出所：欧州委員会、JETROの資料を基にアセットマネジメントOneが作成

ユーロ圏および各国の財政収支

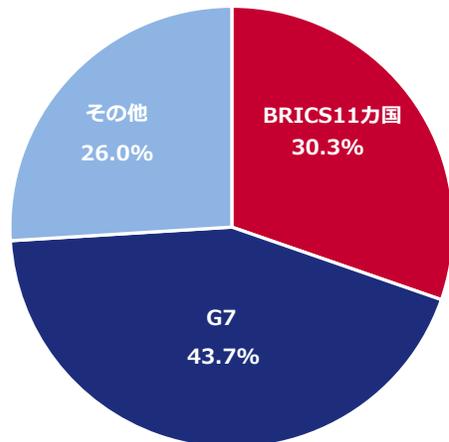


出所：Eurostatおよび欧州委員会のデータを基にアセットマネジメントOneが作成
注：23年、24年は欧州委員会の春の経済予想の数値。22年時点で財政赤字がGDP対比3%超の国を抽出

- EUの財政ルールは、24年から適用が再開されると同時に、ルールの改定が行われる見通しとなっています。20年以降、新型コロナウイルス感染拡大や、エネルギー価格の高騰などの高インフレに対処するために、一時的に財政ルールは適用が停止されていました。持続可能な財政政策が重視され、債務残高の一律削減（債務残高を毎年GDP対比5%削減）を求める現行のルールでは、グリーン化といったEUの優先課題に向けた投資が困難なことが指摘されていました。欧州委員会が提示した新ルール案では、財政赤字をGDP対比で3%以内、政府債務残高を同60%以内という従来基準に変更はないものの、各国の状況に応じて債務の削減ペースに柔軟性を持たせるものとなっています。
- 財政ルールが再開された場合、イタリアやフランスなど比較的多くの国で財政赤字の縮小が求められるとみられます。欧州委員会の財政スタンスに関する評価レポートでは、エネルギー支援策の段階的な廃止により、24年の財政政策はGDP対比0.75%相当が削減されると試算しています。一方、既にフランスやイタリアなどが24年の財政赤字が引き続きGDP対比3%を上回るとの見通しを示しており、財政赤字の縮小幅が小さくなる可能性もあります。24年以降の財政政策がどれほど縮小されるのかについては、現時点では不透明ですが、いずれにしても景気抑制的に作用するとみられることに留意が必要です。

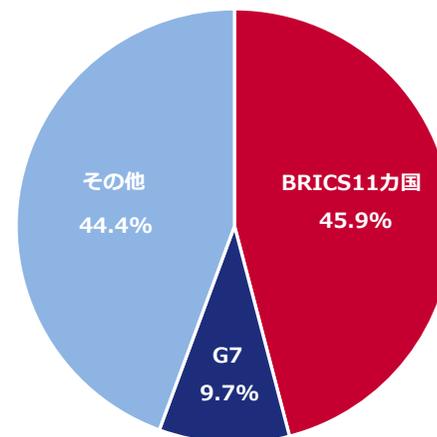
BRICS首脳会議で新たに6カ国が加わることが決定

GDP世界シェア（2022年推計値）



出所：IMF「World Economic Outlook Database, 2023.4」のデータを基に
アセットマネジメントOneが作成

人口世界シェア（2023年推計値）



出所：国連人口基金（UNFPA）「世界人口白書2023」のデータを基に
アセットマネジメントOneが作成

- 8月に開催されたBRICS（新興5カ国：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ）首脳会議にて、サウジアラビア・アラブ首長国連邦・イラン・エジプト・エチオピア・アルゼンチンの6カ国が、2024年1月よりBRICSに新規加盟することが決定しました。
- 2022年の名目GDP（ドル換算）の世界シェアを見ると、新規加盟国と合わせたBRICS11カ国は30.3%、対してG7は43.7%となっています。一方で、2023年の人口の世界シェアはBRICS11カ国で45.9%、G7は9.7%となっており、世界経済への影響力が増すことは必至と考えられます。また、原油をはじめとした資源輸出国も多く、商品価格上昇局面にて優位に立つとみられます。
- BRICSでは米ドル依存を脱するべく共通通貨の構想が従前から議論されてきましたが、今回の首脳会議では特に進展が見られませんでした。また、BRICSを欧米諸国との対立軸として確立したい中国・ロシアに対し、欧米との対立を避けたいブラジル・インドと、BRICS内で同じ方向を向いているとは言い難い状況となっています。BRICSが現在の国際秩序において強い効力をもたらすとは考えにくいものの、人口や資源の面で見れば世界経済に中長期で与える影響は大きいとみられ、今後の動向が注目されます。

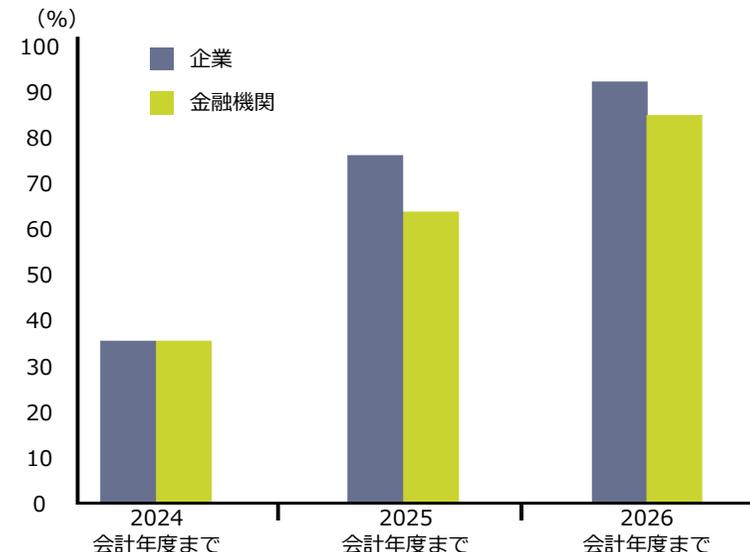
TNFD最終提言の公表で、自然に関する企業の開示の機運が高まる

TNFD*が推奨する開示項目

ガバナンス	戦略	リスクとインパクト管理	指標と目標
自然に関連する依存関係、インパクト、リスク、機会に関する組織のガバナンスを開示する。	自然に関連する依存関係、インパクト、リスク、機会が、組織のビジネスモデル、戦略、財務計画に及ぼす影響について、その情報が重要である場合、開示する。	組織が自然に関連する依存関係、インパクト、リスク、機会を特定、評価、優先順位付け、監視するために用いるプロセスを記載する。	重要な自然に関連する依存関係、インパクト、リスク、機会を評価し管理するために用いる指標と目標を開示する。

*TNFD：Taskforce on Nature-related Financial Disclosures（自然関連財務情報開示タスクフォース）。自然に関する情報を企業が開示するための枠組みを構築する国際イニシアチブ。
出所：TNFD「Executive Summary of the TNFD Recommendations」を基にアセットマネジメントOneが作成

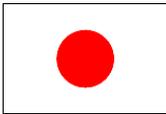
TNFD開示を行えるようになる時期に関するサーベイ*



*サーベイは2023年7月26日～8月24日に実施。TNFDフォーラムメンバーの企業、金融機関などが回答。回答数は239件。
出所：TNFD「Recommendations of the Taskforce on Nature-related Financial Disclosures」の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

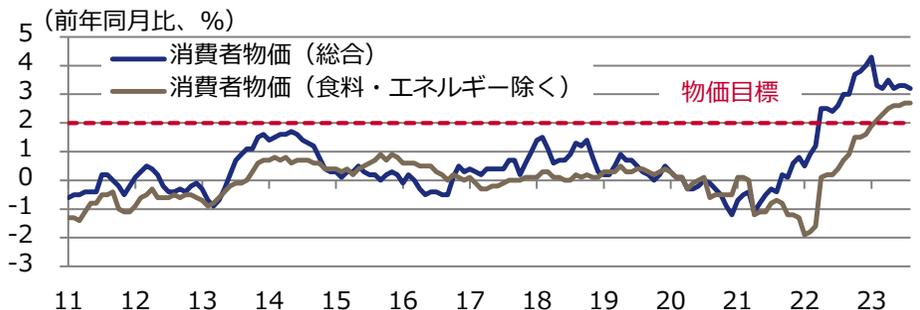
- 9月に、TNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）が、企業が自然に関する情報を開示する枠組みの最終提言を発表しました。最終提言でTNFDは、企業が自然に関する開示を行うにあたって、「ガバナンス」、「戦略」、「リスクとインパクト管理」、「指標と目標」の4本柱に紐づく開示項目などの報告を推奨しています。
- また、TNFDの議論に関与する企業や金融機関などを対象にTNFDが実施したサーベイにおいて、回答者の70%が2025会計年度まで、86%が2026会計年度までにTNFD開示を開始できると回答しました。サーベイ対象が偏っていることから割り引く必要があるものの、開示に対して多くの組織が前向きな見通しを示しており、自然に関する企業開示の主流化が将来的に期待されます。

▶ Chapter 2
経済動向

国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 緩やかに減速	政策金利を据え置き	FRBによるこれまでの利上げの効果が顕在化する中で、米経済は景気後退には至らないものの、拡大ペースは潜在成長率を下回るペースに抑制されるとみられます。なお、FRBは今後の会合で政策金利を据え置くとみられますが、高水準に据え置く期間は長期化する見込みです。物価・雇用の減速が引き続き確認されるかが、注視されます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ インフレの長期化
 日本	 懸念材料はあるも底堅い推移継続	緩和姿勢継続も、正常化のタイミングを見極めへ	国内経済の活動正常化が続き、景気は設備投資や消費を中心に底堅く推移する見通しです。2%の物価安定目標の達成が視野に入り始めた中、日銀は企業の賃上げ姿勢と物価上昇の持続性を確認しつつ、長短金利操作（YCC）の撤廃やマイナス金利解除といった金融政策正常化のタイミングを見極めているとみられます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 海外景気の減速 ▶ 物価高による経済への影響
 ユーロ圏	 景気は軟調	利上げ打ち止めへ	堅調な雇用やインフレの鈍化が消費を支えるものの、利上げ効果の波及やサービス業の失速などを踏まえると、23年後半の景気が低迷する可能性に留意が必要です。ECBは今後の会合で政策金利を据え置くとみられ、今後の焦点は高金利を持続する期間と量的緩和縮小ペースの加速に移るとみられます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ インフレの長期化 ▶ サービス業の失速
 中国	 景気は減速	利下げ実施	足元の中国経済は、不動産投資の低迷とサービス業の回復一巡から減速しています。製造業には在庫調整の終了から持ち直しの兆しがあるものの、需要の回復はまだ先と考えます。地方政府の財政難から、当局は財政拡大を控えており、需要の持ち直しが遅れる可能性があります。秋の3中全会と12月の中央経済工作会议における議論が注目されます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 地方中小銀行発の金融システム不安 ▶ 外需の減速

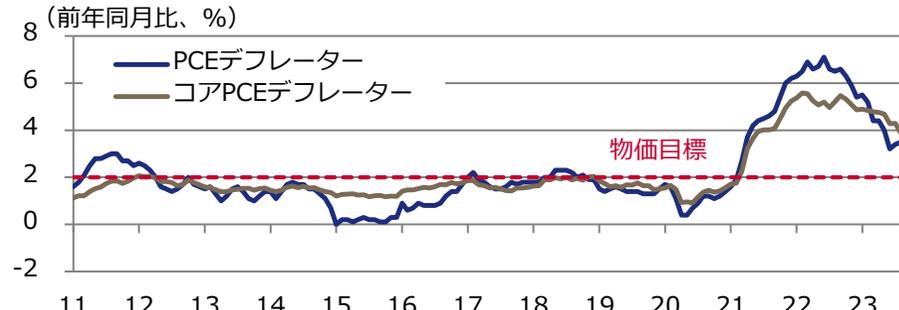
経済の概況 – 各国のインフレ率の動向

日本のインフレ率の推移



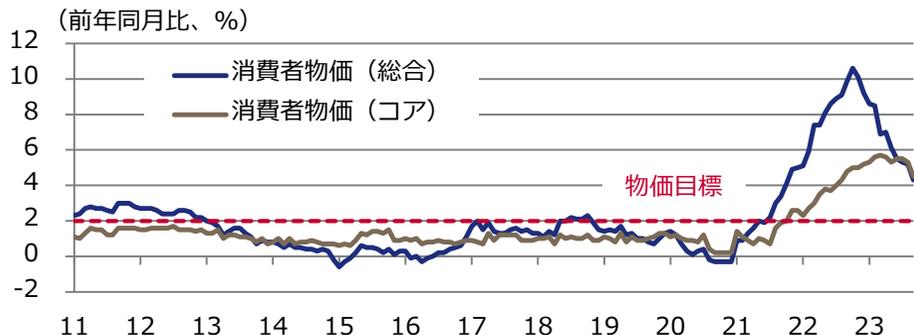
期間：2011年1月～2023年8月（月次）
 出所：総務省、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) グラフは消費税引き上げ及び幼児教育・保育無償化の影響を除いたベース

米国のインフレ率の推移



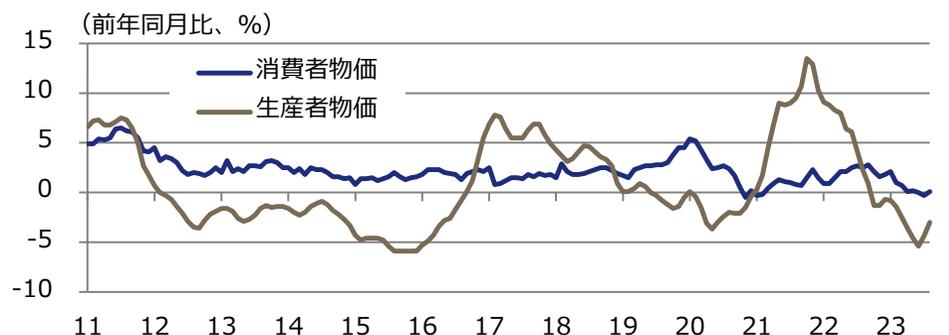
期間：2011年1月～2023年8月（月次）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

ユーロ圏のインフレ率の推移



期間：2011年1月～2023年9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

中国のインフレ率の推移



期間：2011年1月～2023年8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

経済の概況 – 主要国・地域のGDP成長率見通し

(前年比、%)

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

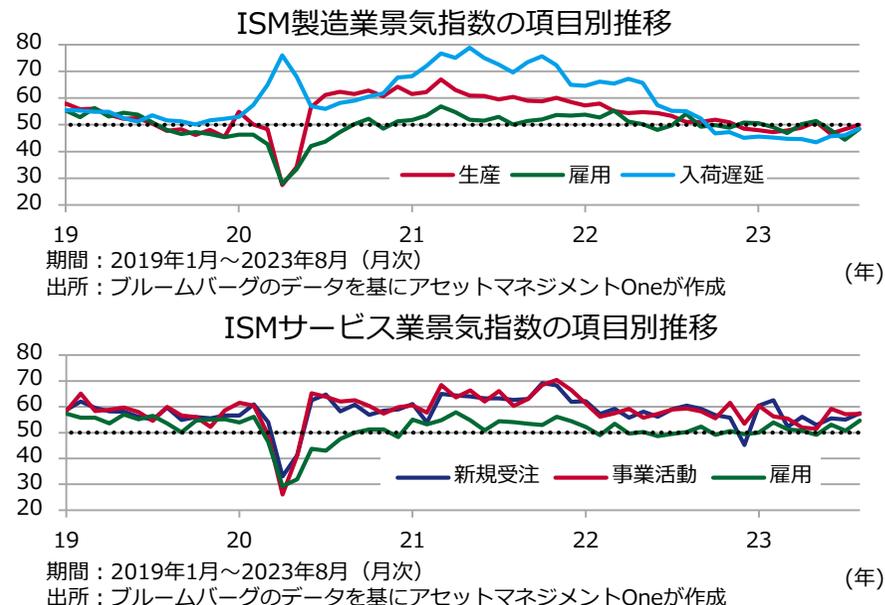
出所：IMF「World Economic Outlook Update, 2023.7」、「World Economic Outlook Database, 2023.4」、リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

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

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

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

米国の景況感は依然底堅いが、利上げの影響が懸念される

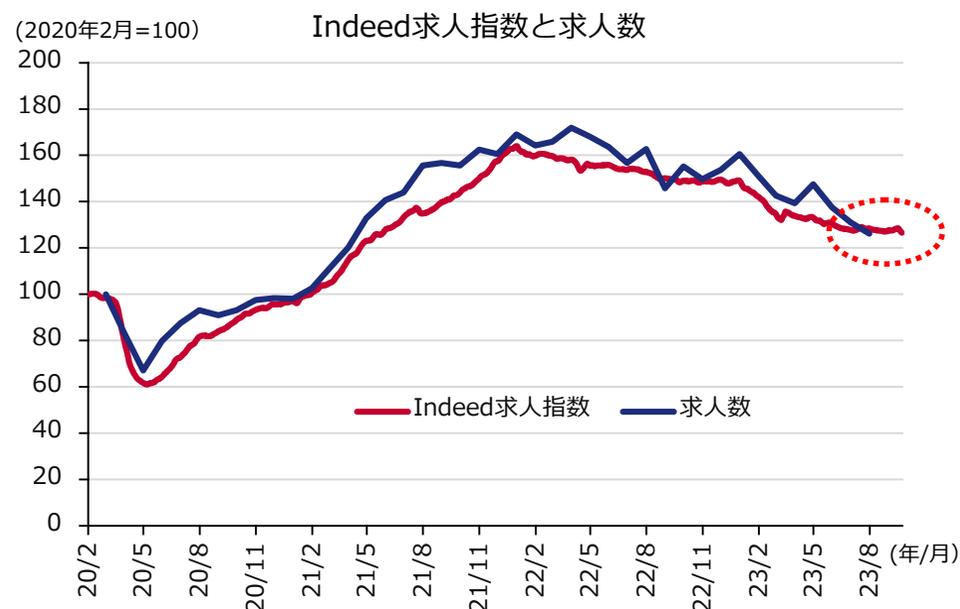


- 8月のISM景気指数は、製造業が47.6と7月（46.4）から上昇、サービス業も54.5と7月（52.7）から上昇しました。各指数の構成項目をみると、製造業では雇用や入荷遅延の上昇が全体を押し上げました。サービス業では、製造業と同様に雇用が改善したほか、新規受注が前月から上昇しました。
- 8月のサーベイ回答者のコメントでは、製造業においては需要の弱さを指摘するコメントが多く寄せられました。一方、サービス業においては、安定した事業環境に言及するコメントが目立つ結果となりました。
- 8月の景況感は、製造業、サービス業ともに改善し、米景気の底堅さを示唆しました。もっとも、製造業の景況感に関しては、改善/悪化の分かれ目となる50の水準を依然割り込んでおり、楽観視できない状況にあります。今後、FRB（米連邦準備理事会）によるこれまでの利上げの効果が顕在化することが、景況感の改善を当面抑制する見込みです。

底堅さを示す雇用関連指標が散見



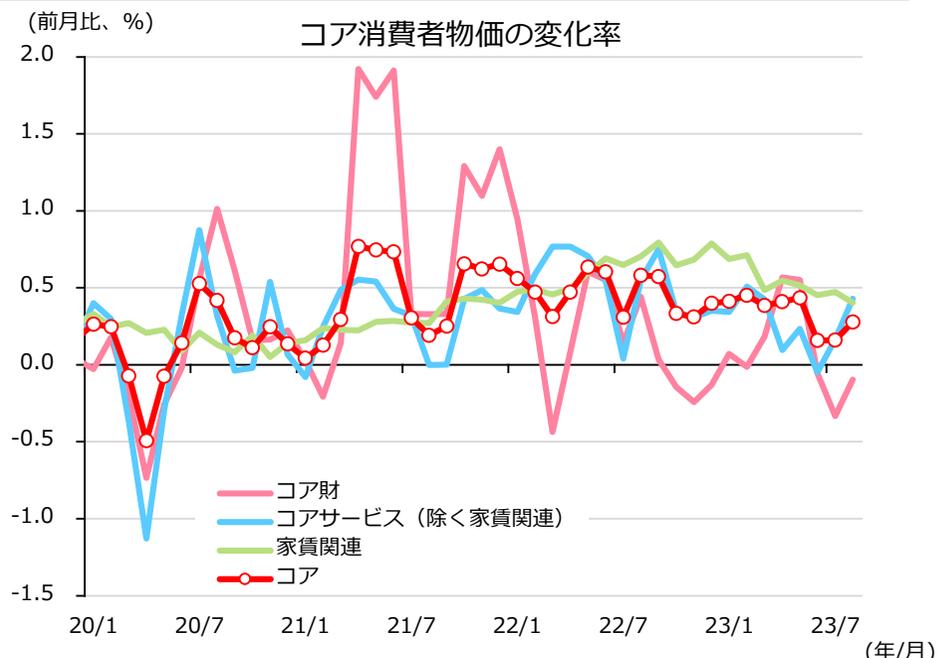
期間：2021年7月3日～2023年9月23日（週次）
 ※失業保険継続受給者数は2023年9月16日まで
 出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：Indeed求人指数：2020年2月1日～2023年9月22日（日次）
 求人数：2020年2月～2023年7月（月次）
 出所：Indeed、リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 8月の雇用統計は概ね、労働市場の減速が進展しつつあることを示唆する内容となりました。しかしながら、足元にかけての雇用関連のデータは気がかりな兆候を示しています。
- 9月23日終了週の新規失業保険申請件数は、20.4万件と前週（20.2万件）から若干増加したものの、4週間移動平均ベースでは減少が継続しました。また、求人数に先行するIndeed求人指数は、低下ペースが今夏以降鈍化しつつあり、求人数の減少が止まりつつある可能性を示唆しています。
- 9月の雇用統計は、8月と同様に米労働市場の減速が続いていることを示唆するとみられます。しかしながら、速報性がある雇用関連指標の一部が底堅い点を鑑みますと、労働市場の減速は極めて緩やかに進む可能性があります。

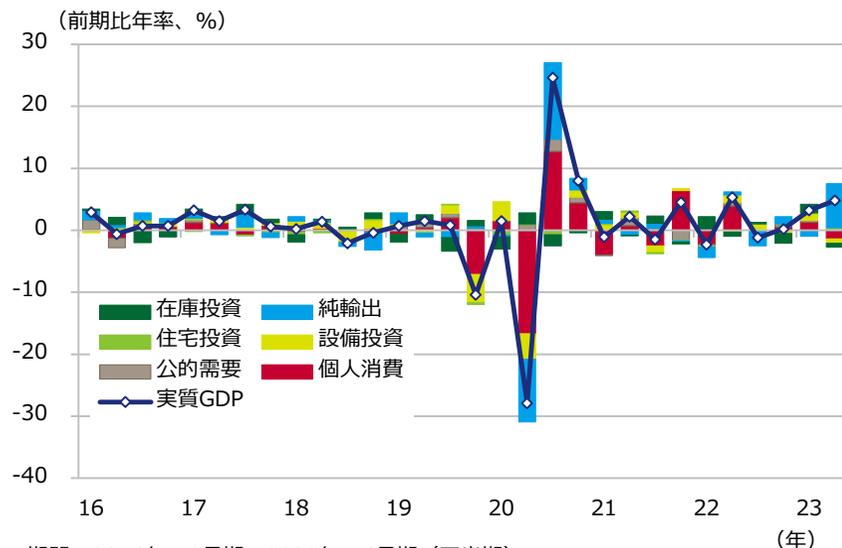
コアCPIの伸びは依然抑制的



- 8月のCPI（消費者物価指数）の上昇率は、前年比+3.7%と7月（同+3.2%）から、上昇に転じました。8月にエネルギー価格が上昇したことで、昨年7月以降で初めて総合の伸びが加速しました。一方、コアCPIは同+4.3%と7月（同+4.7%）から低下しました。前月比ベースでみると、総合が+0.6%と7月（同+0.2%）を上回る高い伸びとなったほか、コアCPIも同+0.3%と7月（同+0.2%）からやや加速しました。
- コアCPIの前月比の伸びの内訳をみると、航空運賃が上昇に転じたことなどにより、家賃関連を除くコアサービスの伸びが上昇し、コアの伸びを押し上げました。もっとも、コア財の価格は下落が続いているほか、家賃・帰属家賃も、緩やかではあるものの依然減速基調にあります。FRBによる利上げの累積的な効果が顕在化しつつあるとみられ、物価の上昇鈍化が今後一段と鮮明になっていく見込みです。

日本経済は、国内民需を中心に、今後も底堅く推移

実質GDP成長率と寄与度の推移

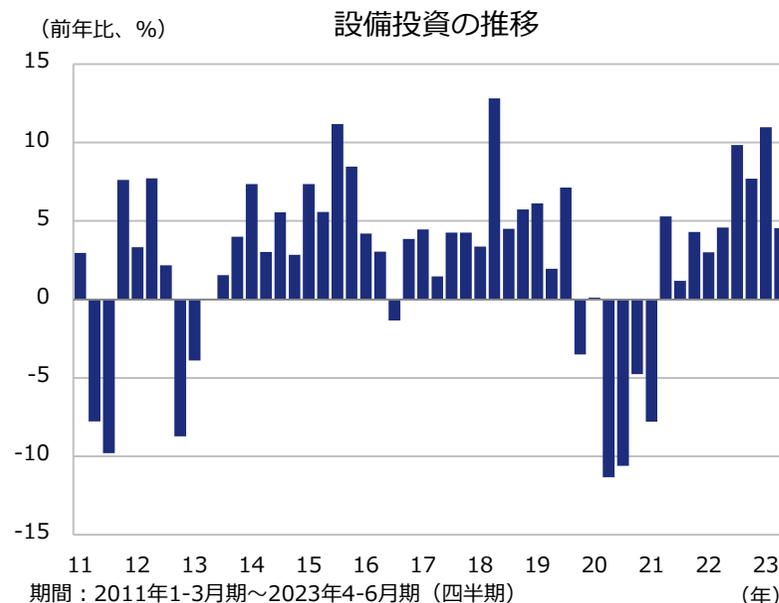
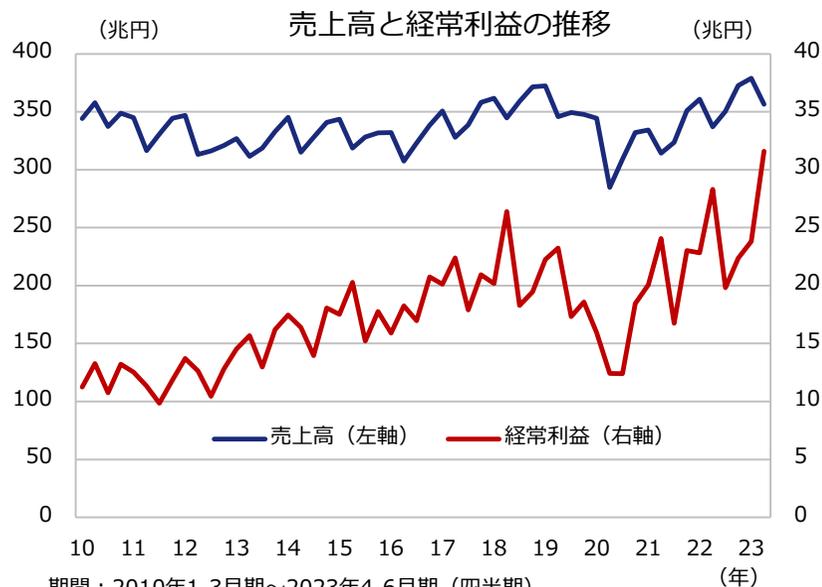


景気ウォッチャー判断DIの推移



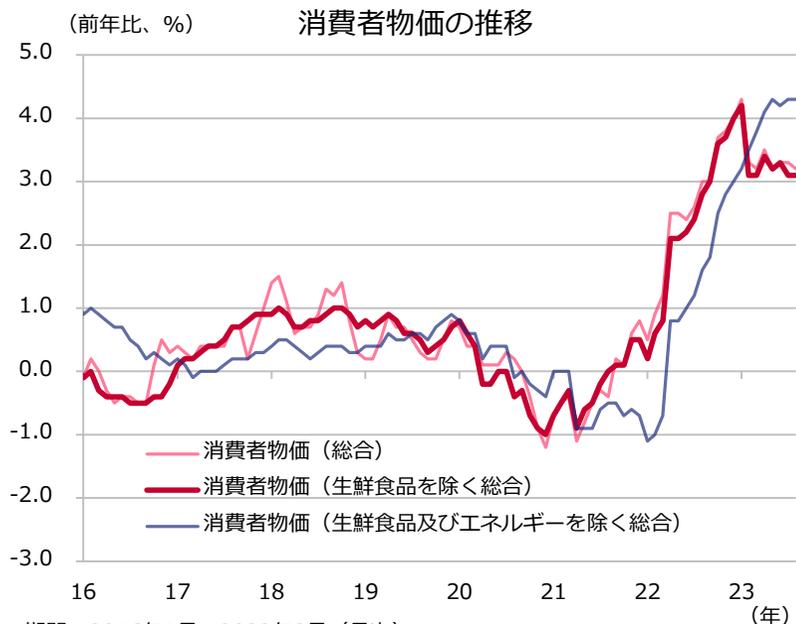
- 2023年4-6月期の実質GDPは、前期比年率+4.8%と3四半期連続でプラス成長となりました。輸入減少による外需（純輸出）の大幅増がGDPを押し上げました。一方で、個人消費と設備投資は減少しましたが、一時的な落ち込みにとどまるとみられます。
- 経済活動状況を間近に見ている人々の景気判断（景気ウォッチャー調査）は、足元で悪化しています。物価上昇による実質購買力の低下やコスト増加による収益への影響が景気の下押し要因として意識されているもようです。
- 個人消費については、物価上昇率が高止まる中、賃金の動向が鍵を握っています。その点、春闘の賃上げ率が30年ぶりの高い伸びとなったことなどが消費を下支えするとみられます。設備投資については、省力化等を目的としたソフトウェア投資を中心に、企業の投資意欲は強いとみられ、足元の設備投資の減少には工期の遅れなどが影響している可能性が考えられます。日本経済は、国内民需を中心に底堅く推移すると予想されます。

9四半期連続の増収増益、経常利益は過去最大



- 法人企業統計（単体ベース）によれば、2023年4-6月期は、売上高が356兆円で前年比+5.8%、経常利益が32兆円で前年比+11.6%と、9四半期連続で増収増益となりました。経常利益は過去最高益を更新しました。売上高、経常利益ともに、製造業では輸送用機械の増加率が大きく、非製造業ではサービス業が押し上げに寄与しました。
- 4-6月期の設備投資は、前年比+4.5%と9四半期連続で増加したものの、伸び率は縮小しました。また、前期比では、▲1.2%と5四半期ぶりに減少しました。もっとも、底堅い企業業績を背景に、設備投資は今後も増加基調が続くと期待されます。

CPIの高い伸びが継続する中、日銀は政策正常化のタイミングを見極め



期間：2016年1月～2023年8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

日銀政策委員の大勢見通し（2023年7月）

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品 ・エネルギー)
2023年度	+1.2～+1.5 <+1.3>	+2.4～+2.7 <+2.5>	+3.1～+3.3 <+3.2>
2024年度	+1.0～+1.3 <+1.2>	+1.8～+2.2 <+1.9>	+1.5～+2.0 <+1.7>
2025年度	+1.0～+1.2 <+1.0>	+1.6～+2.0 <+1.6>	+1.8～+2.2 <+1.8>

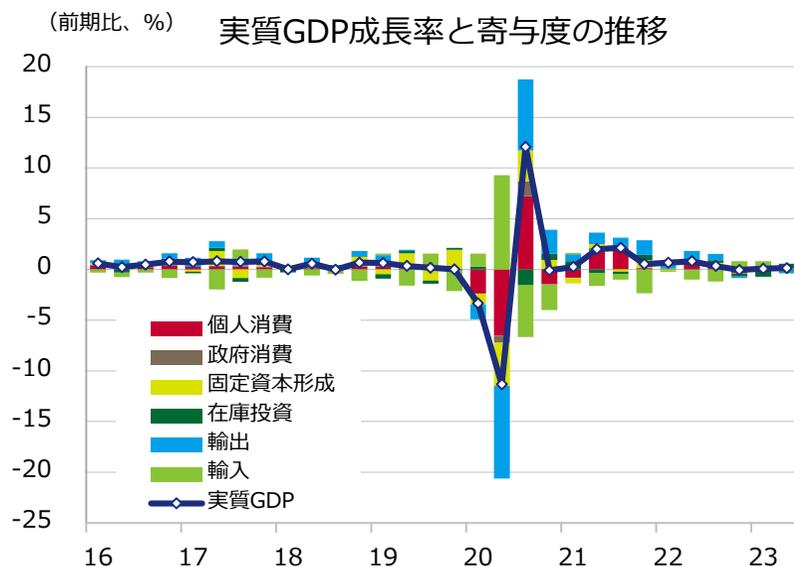
出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

※データは対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値

※「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除き、幅で示したものの。その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

- 8月のCPIは、生鮮食品を除く総合で前年比+3.1%となり、17カ月連続で2%超えの高い伸び率が続いています。日銀は7月の経済・物価情勢の展望レポートで、2023年度のCPI見通しを前年比+2.5%としましたが、これまでのところCPIの実績は見通しを上回って推移しています。
- 日銀は、9月21～22日の金融政策決定会合で、「物価安定の目標の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っていない」として、金融政策の現状維持を決定しました。もっとも、日銀の植田総裁は会見で、足元の物価動向について、7月の展望レポートで示した当面はインフレ率が下がっていくという見通しに比べて、「その下がり方が少しゆっくり目」であるとの認識を示しました。また、会合で、好調な企業収益は来年の春闘に向けて良い材料であるとの議論がなされたことも紹介されました。日銀は、長短金利操作の撤廃やマイナス金利解除といった政策正常化のタイミングについて見極めていくものとみられます。

4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%とプラス成長



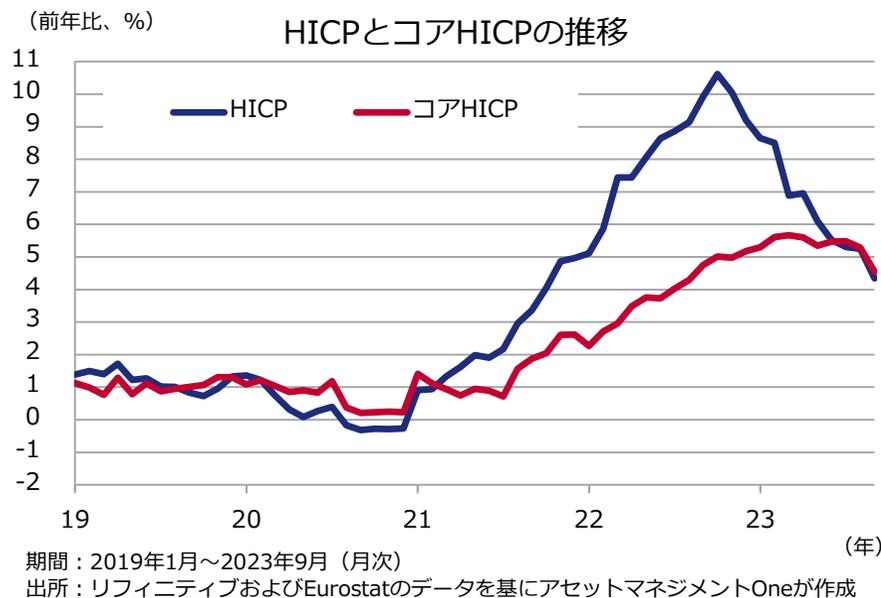
期間：2016年1-3月期～2023年4-6月期（四半期）
出所：Eurostatのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2016年1月～2023年9月（月次）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- ユーロ圏の2023年4-6月期実質GDP成長率は前期比+0.1%とプラス成長となりました。個人消費は横ばいだったものの、政府消費や固定資本形成がプラスとなりました。一方、輸出はマイナスとなりました。
- 9月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）速報値は、47.1と前月の46.7から上昇しました。5カ月ぶりに改善しましたが、好不況の分かれ目となる50を4カ月連続で下回っています。データ公表元は、7-9月期の実質GDP成長率が前期比▲0.4%となる可能性を指摘しています。これまでの利上げ効果の浸透や中国景気低迷の影響などもある中、景気後退懸念が強まりつつあるとみられます。
- 利上げ効果の浸透に加え、これまで景気回復のけん引役であったサービス業の勢いが失われていることが懸念されます。今後、インフレ鈍化や堅調な雇用が消費を下支えするとみられますが、先行きの景気が低迷する可能性の高まりに留意が必要です。

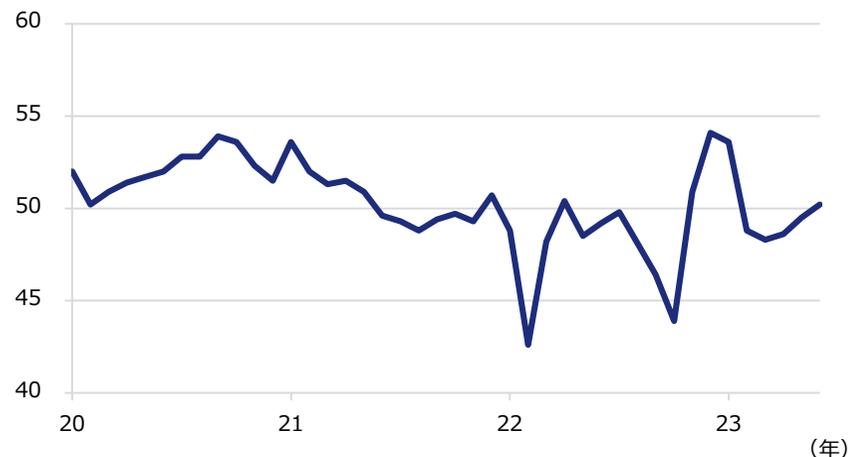
ECBは利上げ打ち止めの可能性を示唆



- 9月のHICP（消費者物価指数）の速報値は、前年比+4.3%と前月の同+5.2%から鈍化しました。一方、食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICPは、同+4.5%と前月の同+5.3%から鈍化しました。
- ECBは9月会合で中銀預金金利を0.25%引き上げ、利上げ打ち止めの可能性を示唆しました。ラガルド総裁は追加利上げの可能性を残しつつも、今後の焦点は高金利を継続する期間に移るとしています。一部のタカ派メンバーは12月利上げの可能性があるとしていますが、利上げは9月会合で打ち止めとなり、政策金利はしばらく据え置かれるとみられます。
- 一方、タカ派メンバーを中心に、PEPP(パンデミック緊急購入プログラム)の下で保有する資産について、早期に償還再投資を停止することを支持する発言がみられます。シュナーベルECB理事は、コストだけでなく企業の利益も高水準にあると指摘した上で、流動性の拡大が高インフレを悪化・長期化させた可能性があることを指摘しています。ECBの資産圧縮はイタリアなど財政基盤が弱い国の国債売りにつながる可能性もあるため、今後の動向が注目されます。

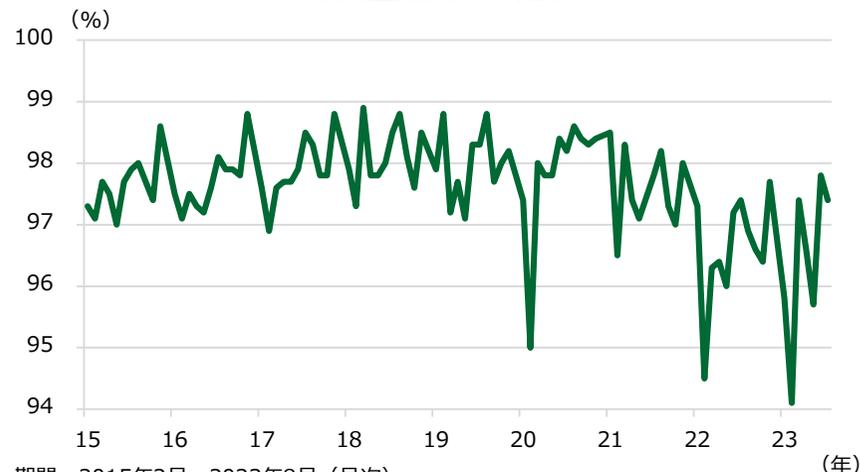
製造業の在庫調整が終了に近づく

国家統計局版製造業PMI新規受注の推移



期間：2020年3月～2023年8月（月次）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

販売生産比率の推移

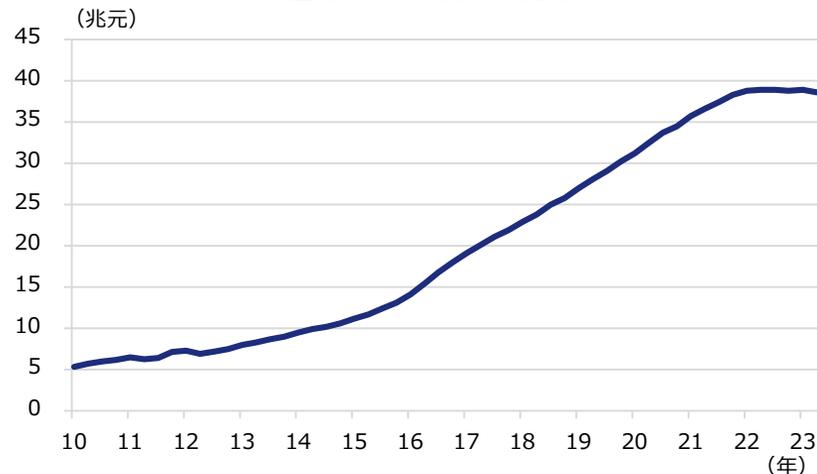


期間：2015年2月～2023年8月（月次）
注：毎年1月の数値は非公開。毎年2月は、1-2月累計値を使用
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 8月の国家統計局版製造業PMI新規受注指数は50.2となりました。3カ月連続で改善したほか、小幅ながら3月以来の50超の水準となり、8月は新規受注が前月から増加したことが示唆されました。
- 製造業の販売額と生産額の比率はここも改善基調が続いており、実績値に基づくハードデータからも製造業の在庫調整終了の可能性が示唆されています。
- 製造業の在庫調整は、生産減少の一因となっていたため、この調整終了から中国製造業の持ち直しが期待されます。もっとも、中国経済は、不動産市場の低迷を背景とした需要の減速や、米国による半導体規制の強化といった下押し圧力を強く受けており、製造業の在庫調整終了だけでは景気を押し上げるには力不足と考えます。

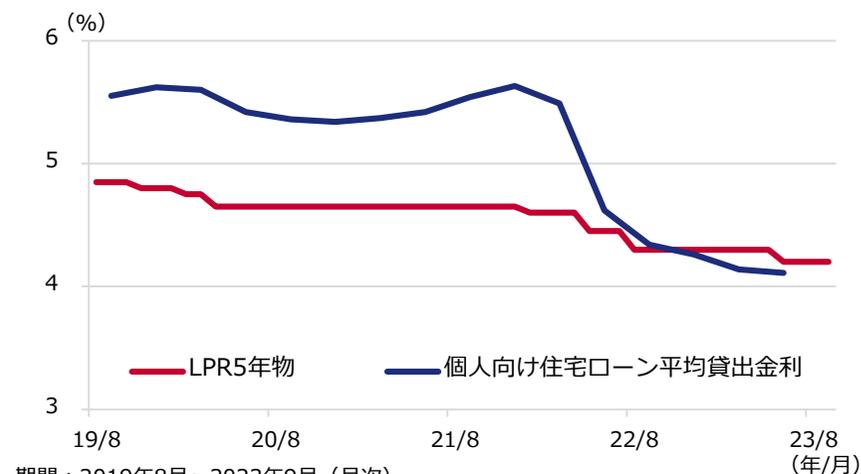
住宅ローン残高は増えず、住宅販売は苦戦。当局は既存金利引き下げで家計負担を軽減

住宅ローン残高の推移



期間：2010年1-3月期～2023年4-6月期（四半期）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

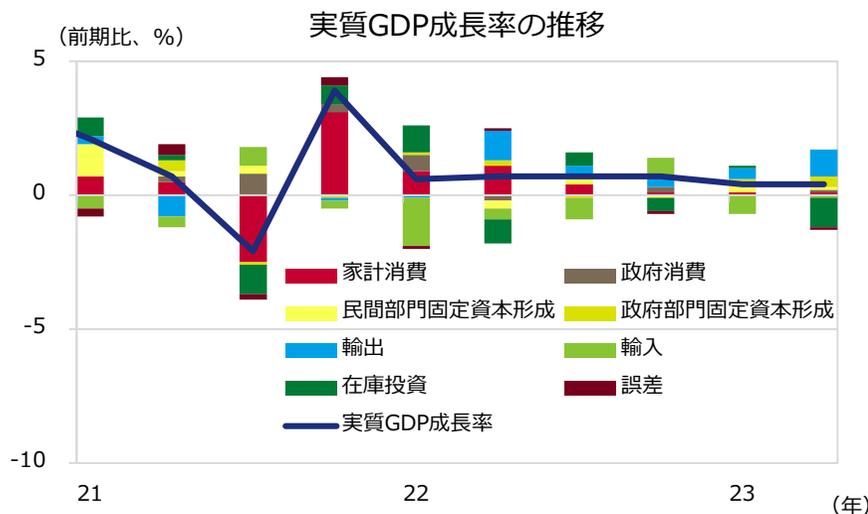
LPR5年物と個人向け住宅ローン貸出金利の推移



期間：2019年8月～2023年9月（月次）
個人向け住宅ローン平均貸出金利は2019年7-9月期～2023年4-6月期（四半期）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 4-6月期の中国住宅ローン残高は38.6兆元と前期から減少しました。家計が住宅購入に消極的である上、ローンの前倒し返済に動いているとみられることが背景です。
- 当局は7月の中央政治局会議において「不動産市場の需給に重大な変化が生じた」との認識を示し、需要側のテコ入れ策を導入する方針を示しました。この内、既存の住宅ローン金利の引き下げが始まっています。不動産問題が顕著となった2021年以降、当局は住宅ローン金利の参照金利となるLPR（最優遇貸出金利）5年物の利下げを続けており、新規の住宅ローン金利は大きく低下しました。今後、1%程度の金利引き下げ余地があるとみられ、過去にローンを借りていた家計の負担軽減が期待されます。
- このほか、2軒目の住宅購入時の規制を緩和するなど需要テコ入れ策も導入されはじめています。こうした政策効果から不動産市場が安定化するかが当面の注目点となります。

4-6月期GDPは民需減速が浮き彫りに。労働市場の需給はひっ迫緩和が続く



期間：2021年1-3月期～2023年4-6月期（四半期）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

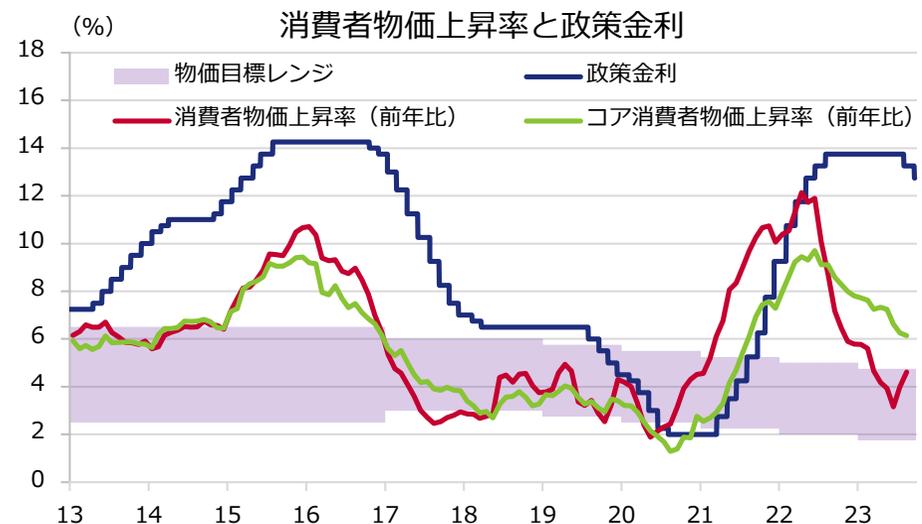


期間：2000年1月～2023年8月（月次）

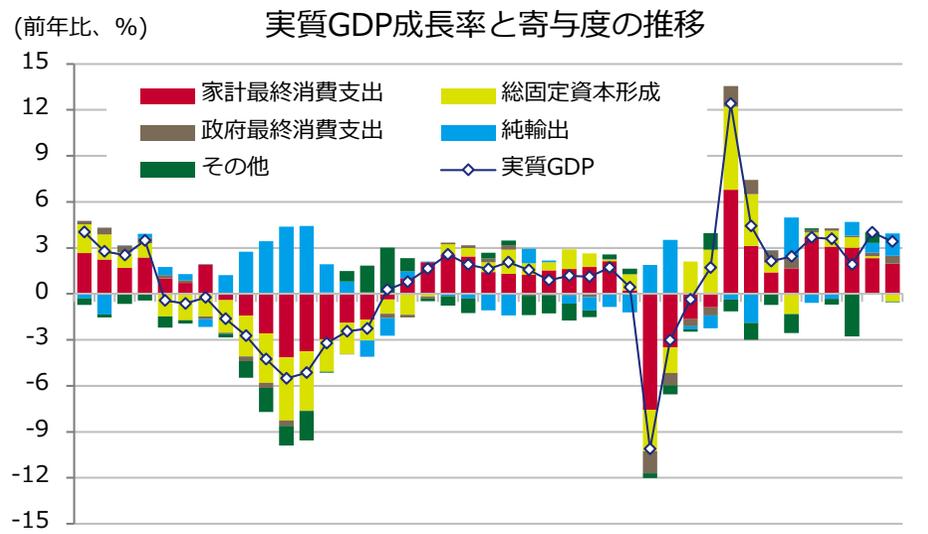
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 豪州の4-6月期実質GDP成長率は前期比+0.4%と前期から成長率は変わりませんでした。政府部門の固定資産投資と、国際観光の増加を背景としたサービス輸出の増加が景気を押し上げました。一方で、家計の最終消費と民間部門の固定資産投資は鈍く、民需の減速が意識されました。
- より長い時間の労働を望んでいる労働者の割合を示す不完全就業率は昨年夏場以降、上昇基調で推移しています。失業率の低下も止まっており、余剰な労働力が発生している可能性があり、労働市場における需給のひっ迫は緩和し始めているもようです。
- 不完全就業率の上昇からは、インフレと高金利による負担増加から生活コストの上昇に直面している労働者の増加も示唆され、家計の消費余力の縮小が懸念されます。失業率は3.7%と依然歴史的な低水準にあり、賃金の上昇圧力は残っていますが、需要の減速が始まる中、RBA（豪州準備銀行）は一段の利上げには慎重なスタンスを続けると考えます。

4-6月期GDPは市場予想を上回るも、これまでの高金利による内需減速が示される



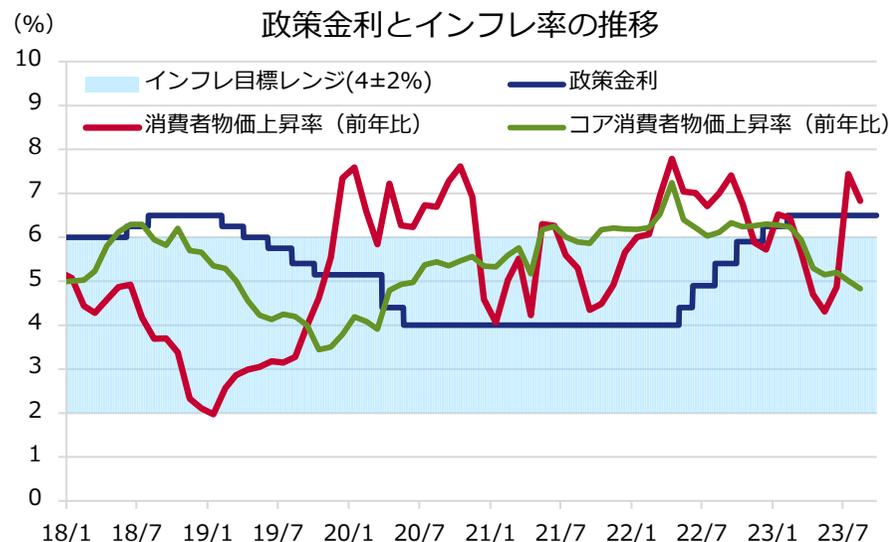
期間：2013年1月～2023年8月 (月次、消費者物価上昇率) (年)
 2013年1月1日～2023年9月26日 (日次、物価目標レンジ・政策金利)
 出所：リフィニティブ、ブラジル中銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2013年1-3月期～2023年4-6月期 (四半期) (年)
 出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 8月の拡大消費者物価上昇率は、前年比+4.61%（前月は+3.99%）と2カ月連続で加速しました。この要因は、昨年実施された商品流通サービス税の引き下げ効果の一巡や、水力発電所の電気料金割引の終了などであり、これらの特殊要因を除けば、インフレは減速基調が続いているとみられます。
- ブラジル中銀は9月の会合で政策金利を0.5%引き下げ、12.75%とすることを決定しました。中銀は今回の利下げペースを今後数回の会合にわたって実施する可能性を示唆しています。
- 4-6月期の実質GDP成長率は、前年同期比で+3.4%となりました。前期に引き続き分野別では穀物生産の拡大から農業が伸びをけん引しました。また、純輸出も押し上げに寄与しました。一方で家計消費の伸び鈍化や総固定資本形成のマイナスの伸びからは、これまでの高金利による内需の減速がうかがえます。利下げに伴い、消費や設備投資が回復することが期待されます。

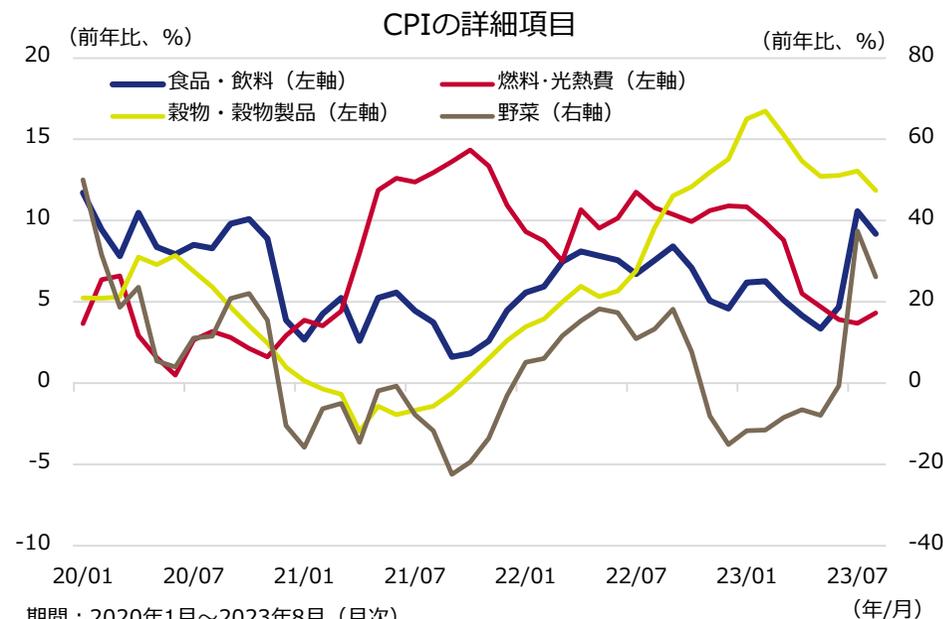
CPI上昇率は減速するが、依然として上振れリスクが残る



期間：2018年1月～2023年8月（月次、消費者物価上昇率）（年/月）

2018年1月1日～2023年9月26日（日次、物価目標レンジ・政策金利）

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



期間：2020年1月～2023年8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

- 8月のCPIは前年比+6.83%と、前月（同+7.44%）から減速しましたが、依然として中銀の物価目標レンジ（2～6%）を上回っています。前月に大きく伸びた食料価格について、近隣国からの輸入増加などの対策を経て、野菜価格などの伸びが縮小したことが今回の減速の背景にあります。
- 今回CPIは減速したものの、依然として天候不順や原油価格の上昇などCPIの上振れリスクは残っており、高止まりが警戒されます。インドでは2024年に総選挙を控えており、物価対策として政府が補助金や価格抑制政策などを打ち出す可能性もあり、今後の動向が注目されます。
- コアCPIは減速が続く中、中銀の追加利上げの可能性は低いとみられますが、物価の動向次第では現在の引き締めの政策金利水準が長期化する可能性に留意が必要です。

▶ 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

FRBの利上げ停止観測や米景気の軟着陸期待が株価の支えとなる一方、高金利長期化への懸念がくすぶる見込みです。バリュエーション（予想株価収益率）は依然高く、ハイテク株などの調整が長引く可能性には留意が必要です。

日経平均株価

底堅い国内経済活動が引き続き支えになるとみられます。円安も株価を支える見込みです。日銀は金融緩和姿勢を維持していますが、日銀の長短金利操作の撤廃やマイナス金利の引き上げなど金融政策の正常化を巡る懸念がくすぶる見込みです。

米国10年国債利回り

これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性などは金利の低下要因と考えられます。一方で、根強いインフレ圧力や、米景気の軟着陸期待、米国債需給を巡る懸念などを鑑みれば、金利は高水準での推移を見込みます。

日本10年国債利回り

日銀は臨時の国債買入れオペなどを通じて金利上昇の抑制を図るとみられることなどは、金利低下要因と考えられます。一方、物価上昇圧力の高まりや日銀の金融政策正常化を巡る思惑などから、金利は上昇圧力がかかりやすいと予想します。

ドル/円

日米金利差が意識されることはドルの上昇要因とみられます。もっとも、これまでの利上げで米景気に下押し圧力がかかる可能性や、日本の金融当局による円買い為替介入への警戒感を鑑みれば、ドルは対円でレンジ推移を予想します。

✓ 相場見通し(今後1カ月)

	ダウ・ジョーンズ 工業株価平均	日経平均株価	米国10年国債利回り	日本10年国債利回り	ドル/円
予想レンジ	33,000~35,000ドル	31,000~34,000円	4.4~4.9%	0.70~0.85%	145~152円

マーケット・オーバービュー

		9月 末値	騰落率 (%、債券は変化幅)						9月 末値	騰落率 (%)				
			1ヵ月	3ヵ月	1年	3年				1ヵ月	3ヵ月	1年	3年	
株式	ダウ・ジョーンズ工業 株価平均	33,507	▲3.50	▲2.62	+16.65	+20.61	為替 (対ドル)	ユーロ	1.06	▲2.49	▲3.08	+7.87	▲9.79	
	ドイツDAX指数	15,386	▲3.51	▲4.71	+27.01	+20.58		英ポンド	1.22	▲3.75	▲3.97	+9.21	▲5.58	
	日経平均株価	31,857	▲2.34	▲4.01	+22.83	+37.41		豪ドル	0.64	▲0.76	▲3.44	+0.55	▲10.15	
	MSC I エマージング マーケットインデックス	952	▲2.81	▲3.71	+8.79	▲11.94		ブラジルリアル	5.03	▲1.53	▲4.89	+7.56	+11.47	
REIT	米国REIT (配当込み)	20,277	▲7.04	▲8.33	▲1.71	+8.25		人民元	7.31	▲0.62	▲0.70	▲2.59	▲7.04	
	国内REIT	1,859	▲1.73	▲0.15	▲4.40	+7.70		インドルピー	83.17	▲0.67	▲1.29	▲1.84	▲11.26	
	国内REIT (配当込み)	4,468	▲1.56	+1.06	▲0.46	+20.80		ドル	149.37	+2.63	+3.51	+3.20	+41.61	
	豪州REIT (配当込み)	901	▲8.63	▲2.98	+11.87	+15.31		ユーロ	157.91	+0.06	+0.29	+11.27	+27.71	
債券 利回り	米国 (10年)	4.57 %	+0.46	+0.73	+0.74	+3.89		為替 (対円)	英ポンド	182.22	▲1.20	▲0.55	+12.69	+33.68
	米国ハイイールド債券	8.91 %	+0.46	+0.35	▲0.48	+2.84			豪ドル	96.10	+1.82	▲0.08	+3.70	+27.21
	日本 (10年)	0.77 %	+0.13	+0.37	+0.53	+0.75	ブラジルリアル		29.68	+1.05	▲1.40	+10.92	+57.93	
	ドイツ (10年)	2.84 %	+0.37	+0.45	+0.73	+3.36	人民元		20.45	+1.97	+2.76	+0.56	+31.67	
						インドルピー	1.80		+1.97	+2.13	+1.24	+25.89		

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

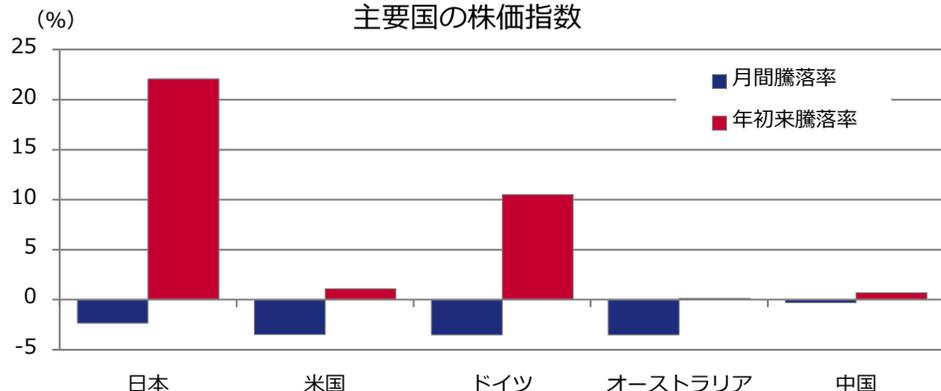
(注) 株式およびREITの前月末値は小数点以下切り捨てで表示。

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

米国ハイイールド債券はICE BofA・US・キャッシュ・ペイ・ハイイールド・インデックスを使用

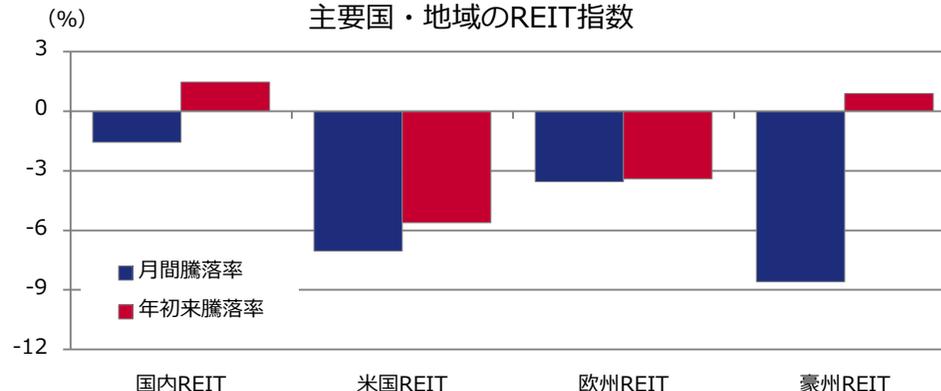
前月のまとめ

主要国の株価指数



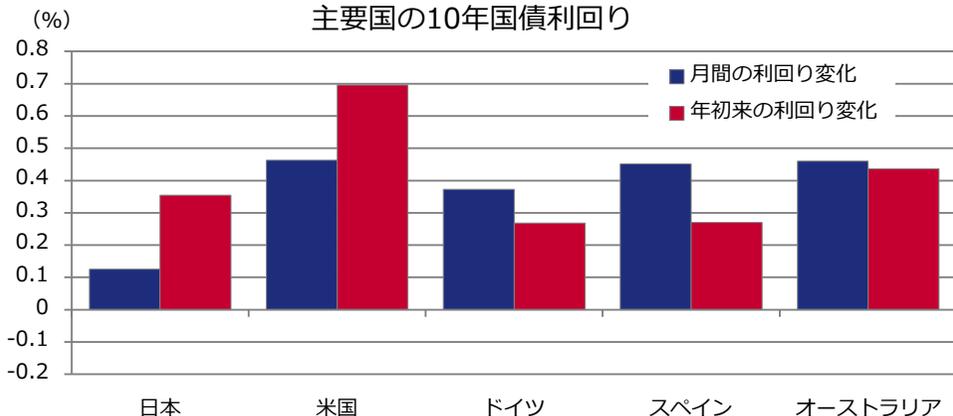
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年9月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年9月末の期間
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株価平均
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数
 【中国】上海総合指数

主要国・地域のREIT指数



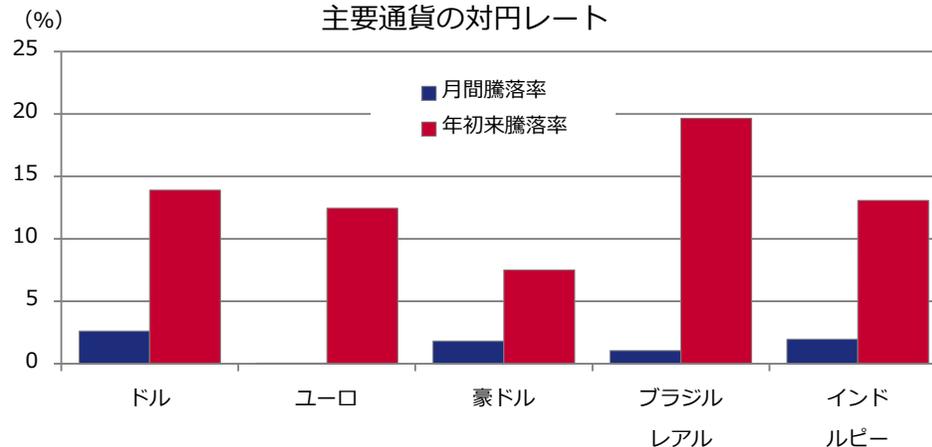
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年9月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年9月末の期間
 【国内REIT】東証REIT指数 【米国REIT】FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス
 【欧州REIT】FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス
 【豪州REIT】S&P/ASX200 Aリート指数 すべてトータルリターン

主要国の10年国債利回り



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年9月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年9月末の期間

主要通貨の対円レート



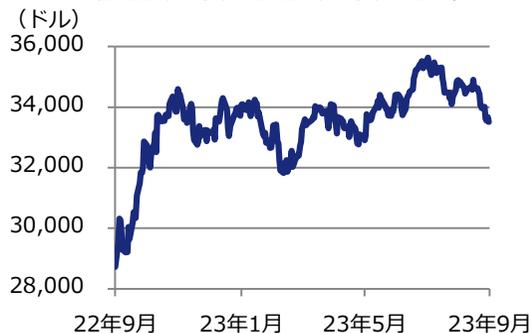
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年9月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年9月末の期間

米国株式

■ 前月の相場動向

- 9月の『米国株式市場』は下落しました。
- 上旬は、原油高や堅調な米サービス業景況感を受けて長期金利が上昇する中、ハイテク株中心に調整しました。中旬は、FOMC（米連邦公開市場委員会）を控え長期金利が一段と上昇し、ハイテク株などが売られ、下落しました。下旬は、FOMCを受け高金利長期化観測が強まる中、長期金利が上昇し、株式市場は下落しました。月末にかけては米政府機関閉鎖への警戒感も重しとなりました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均
(2022年9月末～2023年9月末：日次)



※ダウ・ジョーンズ工業株価平均を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	・FRBの利上げ停止観測 ・米景気の軟着陸期待
下落 要因	・高金利長期化への警戒感

長期金利の動向を注視

FRB（米連邦準備理事会）の利上げ停止観測や米景気の軟着陸期待が株価の支えとなる一方、高金利長期化への懸念がくすぶる見込みです。米長期金利は今般の金利上昇局面で最高水準近辺に達していますが、逆イールド（長短金利差のマイナス化）が続いており、長期金利の上昇余地が残っているとの見方もあります。10月に発表が本格化する7-9月期決算は増益見込みとなっていますが、バリュエーション（予想株価収益率）は依然高く、ハイテク株や金利敏感セクターを中心に調整が強まる可能性には留意が必要です。

■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：33,000～35,000ドル

国内株式

■ 前月の相場動向

- 9月の『国内株式市場』は下落しました。
- 上旬は、円安や米長期金利上昇を受けて銀行株などのバリュー株が買われた一方、ハイテク株が売られ、下落しました。中旬は、植田日銀総裁発言を受けて国内長期金利が上昇し、銀行株などが買われ、上昇しました。中国の経済指標上ぶれも好感されました。下旬は、FOMCを受けて高金利長期化懸念がくすぶる中、リスク回避の動きが強まり、月末にかけてはバリュー株も売られ下落しました。

日経平均株価
(2022年9月末～2023年9月末：日次)



※日経平均株価を使用

■ 今後の見通し

上昇 要因	・堅調な国内景気
下落 要因	・内外長期金利上昇への懸念

内外長期金利や米国株の動向を注視

底堅い国内経済活動が引き続き支えになるとみられます。円安も株価を支える見込みです。日銀は金融緩和姿勢を維持していますが、日銀の長短金利操作の撤廃やマイナス金利の引き上げなど金融政策の正常化を巡る懸念がくすぶる見込みです。また、米長期金利上昇に伴う米ハイテク株安などが波及する可能性には、留意が必要とみられます。なお、金利先高観が根強い中ではバリュー株が選好される動きが続く見込みです。

■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：31,000～34,000円

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

欧州株式

■ 前月の相場動向

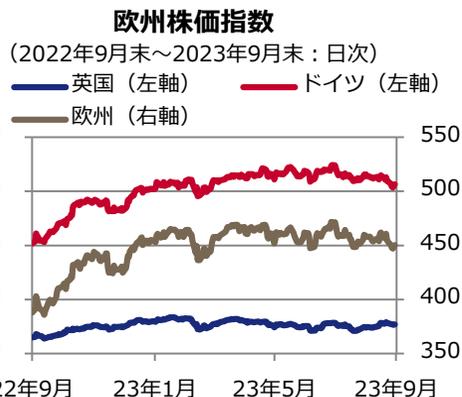
- 9月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は下落しました。
- 上旬は、原油高や米欧の高金利長期化観測や欧州景気への懸念から、下落しました。中旬は、ECB（欧州中央銀行）が利上げ終了の可能性を示唆する中、ほぼ横ばいでした。下旬は、FOMCを受け高金利長期化観測が強まる中、欧州長期金利も上昇し、株式市場は下落しました。月末にかけては、ドイツなどのコアインフレ率の鈍化が好感され、下落幅を若干縮小しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	・ ECBの利上げが終了に近づいているとの見方
下落 要因	・ これまでの利上げが景気・企業業績に及ぼす影響が顕在化する可能性

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：15,000～16,000



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

欧州景気動向を注視

インフレの鈍化傾向から欧州の消費が持ちこたえるとの見方が支えとなるものの、これまでの利上げの影響が景気や企業業績に顕在化する可能性が重しとなる見込みです。ECBは9月の会合で利上げを終了したとみられます。ただし、コアインフレ率が2%台に向かって鈍化することが確信できるまでは、政策金利水準を維持する公算が大きいとみられます。欧州では米国に比べ株価に割高感はない中、長期金利上昇に伴う株価の調整リスクは相対的に低いと考えられます。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

エマージング株式

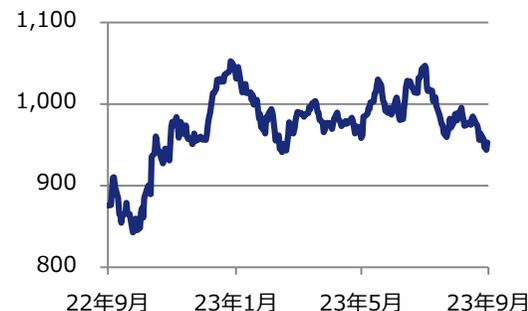
■ 前月の相場動向

- 9月の『エマージング株式市場』は下落しました。
- 上旬は、米金利上昇や中国での米携帯電話利用制限を巡る報道などが嫌気され、ハイテク株中心に売られました。中旬は、米長期金利が一段と上昇する中、ドル高の進展も嫌気されて、下落しました。中国人民銀行の預金準備率引き下げや、中国の経済指標の上ぶれは支えとなりました。下旬は、FOMCを受けて米長期金利やドルが一段と上昇し、エマージング株式は下落しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 中国景気が持ちこたえるとの見方
下落 要因	・ 米高金利長期化への警戒感 ・ 米欧による対中規制を巡る懸念

エマージング株価指数
(2022年9月末～2023年9月末：日次)



※MSCIエマージング・マーケット・インデックスを使用

中国景気や米金利の動向を注視

中国景気が持ちこたえるとの見方が支えとなる一方、米欧による対中規制強化を巡る懸念や、米高金利長期化への警戒感が重しとなる見込みです。中国人民銀行は9月に預金準備率の引き下げに踏み切るとともに、大都市では不動産支援策が打ち出されました。大規模な財政出動の可能性は低いとみられるものの、中国景気は持ちこたえる見込みです。9月は米金利上昇につれてドル高が進展し、エマージング資産価格全般の重しとなりました。米金利やドルの動向が引き続き注視されます。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆しない保証するものではありません。
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

米国REIT

■ 前月の相場動向

- 9月の『米国REIT市場』は下落しました。
- 上旬から中旬にかけては、FOMCを下旬に控えて方向感に乏しい推移となりましたが、高金利長期化への懸念から下落しました。下旬は、FOMCで高金利長期化が示唆され、米長期金利が一段と上昇する中、米国REITは大幅に下落しました。昨年10月以来の安値に至りました。8月の米新築住宅販売が大幅に減少するなど、金利上昇が実需に与える悪影響にも懸念が強まりました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBの利上げ停止観測 米景気の軟着陸期待
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 商業用不動産市場の先行き不透明感 高金利長期化への警戒感



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

不動産市場の動向を注視

FRBの利上げ停止観測や米景気の軟着陸期待が支えとなる一方、高金利長期化への懸念がくすぶる見込みです。米国REITは9月、金利敏感の側面から米国株よりも大幅に調整しました。米長期金利は今般の金利上昇局面で最高水準近辺に達していますが、逆イールド（長短金利差のマイナス化）が続いており、長期金利の上昇余地が残っているとの見方もあります。商業用不動産向け融資の動向にも引き続き留意が必要です。

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

J-REIT

■ 前月の相場動向

- 9月の『J-REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、リスク選好の改善から上昇する場面もありましたが、長期金利上昇への懸念から小幅に下落しました。中旬は、植田日銀総裁のインタビュー記事を受けて年内の金融政策正常化の可能性が意識されたことなどから、下落しました。下旬は、日銀が現状の金融政策を維持した一方、FOMCを受けて高金利長期化への懸念が強まる中、J-REITは下落しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 堅調な国内景気 インバウンド需要の一段の回復
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 国内長期金利の動向

J-REIT

東証REIT指数



※東証REIT指数（配当込み）を使用

国内経済活動の回復が支え

底堅い国内経済活動が引き続き支えになるとみられます。観光者数の増加によるインバウンド需要は、円安もあって当面堅調に推移の見込みです。日銀は金融緩和姿勢を維持していますが、日銀の長短金利操作の撤廃やマイナス金利の引き上げなど金融政策の正常化を巡る懸念がくすぶる見込みです。なお、8月の都心5区のオフィス空室率は2カ月連続で低下しましたが、依然高水準にあり、オフィス市況の改善は緩やかにとどまっているもようです。

※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。

豪州REIT

■ 前月の相場動向

- 9月の『豪州REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、RBA（豪州準備銀行）が3カ月連続で政策金利を据え置いたものの、豪州長期金利が米国金利に連れ高し、豪州REIT市場は下落しました。中旬以降は、豪州における高金利環境の長期化観測が高まる中、下落しました。FOMC以降、豪州長期金利が一段と上昇したことも豪州REIT市場を下押ししました。



※S&P豪州REITインデックス（配当込み）を使用

■ 今後の見通し

上昇要因	・豪州のサービス消費と住宅市場の底堅さ
下落要因	・金融引き締め長期化

もみ合いの展開を見込む

インフレ率は鈍化が続いているものの、依然としてRBAの目標（2～3%）を超えて推移しています。RBAによる金融引き締めが長期化する場合は、負債コストの増加を通じて豪州REIT市場の下押し圧力になると考えます。また、これまでの利上げによる景気減速も懸念されます。一方、豪州では移民や留学生の流入増により、サービス消費と住宅市場が底堅く、これらが豪州REIT市場の下支え要因になると考えられます。当面は内外中銀の動向と豪州景気に左右され、もみ合いの展開を見込みます。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米国債券

■ 前月の相場動向

- 9月の『米国債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、米国債の需給悪化懸念や、米金融引き締め長期化観測などから金利は上昇しました。中旬は、小売売上高の伸びが上振れるなど米景気の底堅さが意識されたことや、FOMCの結果がタカ派的と受け止められたことから上昇しました。下旬は、FRBが高金利を長期間維持するとの見方や、米財政運営を巡る不透明感などを背景に上昇しました。

■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 根強いインフレ圧力 米景気の軟着陸期待 米国債需給を巡る懸念
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性

■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：4.4～4.9%



金利は高水準での推移を見込む

これまでの利上げに伴う景気下押し圧力などは、金利の低下要因と考えられます。一方で、根強いインフレ圧力や、米景気の軟着陸期待、米国債需給を巡る懸念などを鑑みれば、金利は高水準での推移を見込みます。FRBは9月のFOMCで政策金利を据え置きました。成長率見通しは、2023年を2.1%（6月時点1.0%）へ大幅上方修正したほか、24年も1.5%（同1.1%）へ引き上げました。23年末の政策金利見通しは5.625%と、年内あと1回の利上げ想定を維持しました。24年末は5.125%（同4.625%）に上方修正され、利下げ開始時期が6月時点の見通しに比べて後ろ倒しになる可能性が示唆されました。

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

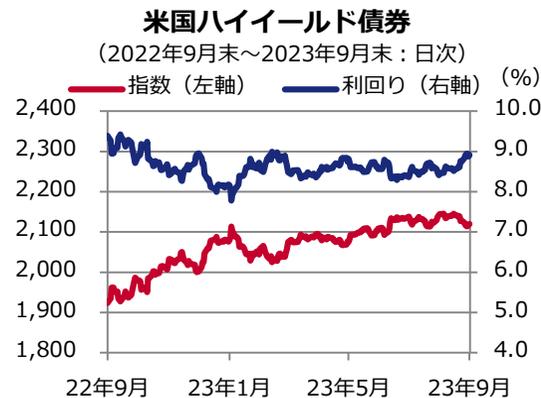
米国ハイイールド債券

■ 前月の相場動向

- 9月の『米国ハイイールド債券市場』は下落しました。
- 上旬は、根強いインフレ圧力への懸念などからFRBの金融引き締めが長期化するとの見方から、相場は下落しました。中旬は、小売売上高の伸びが上振れるなど底堅い米景気が支えとなった一方、米長期金利の上昇が重しとなり、もみ合いでした。下旬は、インフレ抑制に向けFRBの金融引き締めは長期化するとの見方や、リスク回避姿勢の強まりなどから、下落しました。

■ 今後の見通し

価格の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 米景気の軟着陸期待
価格の下落要因	<ul style="list-style-type: none"> FRBの金融引き締めの長期化観測 これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性 信用環境の引き締め



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

FRBの金融引き締めの長期化観測や景気動向などに留意

米景気の軟着陸期待は米国ハイイールド債券市場を支えると考えられます。一方、FRBの金融引き締めが長期化する可能性には留意が必要です。FRBのパウエル議長は9月のFOMC後の会見で、インフレが目標に向かって十分に鈍化していると確信できるまで、政策金利を引き締めの水準に維持すると述べ、追加利上げの可能性にも言及しました。また、これまでの利上げで景気に下押し圧力がかかる可能性にも留意が必要です。底堅い米景気の支えとなってきた個人消費に関して、9月のFRB地区連銀経済報告では、過剰貯蓄が消失し消費が借りに頼るようになったとの報告もみられており、注意が必要です。

国内債券

■ 前月の相場動向

- 9月の『国内債券市場（10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬から中旬は、植田日銀総裁の早期のマイナス金利解除の可能性を示唆したと受け止められる発言が報じられたことや、米長期金利の上昇につれた動きなどから金利は上昇しました。下旬は、日銀は金融政策の現状維持を決めたものの、いずれ金融政策の修正に動くとの見方は根強いことや、米長期金利の先高観などから上昇しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 国内の物価上昇圧力の高まり 日銀の金融政策正常化を巡る思惑
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の臨時オペなどを通じた金利上昇抑制姿勢

金利は上昇圧力がかかりやすいと予想

日銀は、臨時の国債買い入れオペ（公開市場操作）などを通じて、急ピッチな金利上昇はけん制するとみられることが、金利の低下要因と考えられます。一方で国内の物価上昇圧力の高まりや、日銀の金融政策正常化を巡る思惑などから、金利は上昇圧力がかかりやすいとみられます。長短金利操作（YCC）の撤廃や、マイナス金利の解除観測がくすぶります。日銀の植田総裁は9月会合後の会見で、物価の上振れリスクについて、為替相場、資源価格の動向だけでなく、内外の経済動向や企業の賃金・価格設定行動に関する不確実性も極めて高いとの認識を示しました。次回10月の展望レポートでの物価見通しが注目されます。

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

■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：0.70～0.85%

欧州債券

■ 前月の相場動向

- 9月の『欧州債券市場（ドイツ10年国債）』は下落（金利は上昇）しました。
- 上旬は、米長期金利上昇や、ユーロ圏のインフレ圧力への懸念などから、金利は上昇しました。中旬から下旬は、ECBが理事会で利上げ終了の可能性を示唆しましたが、一部のECB高官が追加利上げの可能性を示唆したことや、米長期金利上昇などから、欧州債券は売られました。もっとも月末にユーロ圏のインフレ率の伸びが鈍化し、上昇幅は縮小しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> インフレ圧力の根強さが続くとの懸念 ECBが高金利を維持する可能性
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げに伴うユーロ圏景気の下押し圧力

金利はレンジ内の推移を予想

原油高などを背景にユーロ圏のインフレ圧力が根強く意識されることや、ECBが高金利を維持する可能性などが金利上昇要因と考えられます。一方、これまでの利上げを受けて、銀行の貸出基準の厳格化などを通じて、景気に下押し圧力が加わる可能性などを鑑みれば、金利はレンジ内の推移を予想します。ECBは9月の理事会で0.25%の利上げを決めましたが、声明文では、「政策金利は、十分に長期間維持されれば、インフレが適時に目標に回帰するのに十分寄与する水準に達した」と記載されました。次回以降の利上げは、一旦打ち止めとの見方が広がりました。もっともラガルド総裁は今がピークと言っているわけではないとしており、注意が必要です。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：2.6～3.0%

ドル

■ 前月の相場動向

- 9月のドルは、対円で上昇しました。
- 上旬から中旬は、植田日銀総裁が早期のマイナス金利解除の可能性を示唆したと受け止められる発言が報じられ、一時円高圧力が強まる場面がみられました。しかしその後は、FRBの金融引き締めが長期化するとの見方や、日米金利差の拡大観測を背景に円安・ドル高が進展しました。下旬は、日本の金融当局による円買い為替介入が警戒されたものの、米長期金利が上昇する中、ドル高が一段と進みました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 日米金利差が意識されること
下落 要因	・ これまでの利上げで米景気に下押し圧力がかかる可能性 ・ 日本の金融当局による円買い為替介入への警戒感

対円でレンジ推移を予想

日銀の金融政策正常化観測がくすぶるものの、日銀は臨時的国債買い入れオペなどを通じて、急速な金利上昇に対してはけん制するとみられます。FRBはインフレ抑制のため金融引き締め姿勢を当面維持するとみられ、日米金利差が意識されることはドルの上昇要因と考えられます。もっとも、これまでの利上げで米景気に下押し圧力がかかる可能性や、日本の金融当局による円買い為替介入への警戒感を鑑みれば、レンジ推移を予想します。

今後1カ月の見通し

(対円)



■ 1カ月の予想レンジ

ドル/円：145～152円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 9月のユーロは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、米ISM製造業景気指数の上振れを受けてドル高圧力が強まったことや、ユーロ圏景気の減速懸念などから、下落しました。中旬は、ECB理事会を受けて利上げの打ち止め観測が強まり、下押し圧力がかかる場面がみられました。下旬は、米長期金利の上昇などに伴うドル高の進展や、ユーロ圏景気の悪化懸念などから、下落しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ ECBが高金利を維持する可能性
下落 要因	・ これまでの利上げに伴うユーロ圏景気への下押し圧力

レンジ推移を見込む

原油高などユーロ圏の根強いインフレへの警戒感や、ECBが高金利を維持する可能性は、ユーロの上昇要因と考えられます。9月のECB理事会後、ECBの利上げは一旦打ち止めとの見方が広がりました。もっともラガルド総裁は、政策金利はピークと言っているわけではないとしており、追加利上げの可能性はくすぶります。もっとも、これまでの利上げに伴うユーロ圏景気への下押し圧力を鑑みれば、ユーロはレンジ内の推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



■ 1カ月の予想レンジ

ユーロ/ドル：1.03～1.08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

- 9月の英ポンドは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、英景気後退懸念の強まりや米金利上昇、英中銀のペイリー総裁らによる利上げ終了が近いことを示唆する発言などを受けて、下落しました。中旬は、失業率の上昇や英CPI（消費者物価）が市場予想を下回ったことなどを受けて、英利上げ観測が後退したため下落しました。下旬は、英中銀が政策金利を据え置いたことや英景況感が悪化したことなどを受けて、下落しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 高い賃金上昇率
下落 要因	・ 労働需給の緩和 ・ 英景気減速懸念の強まり

軟調な推移を見込む

英中銀は9月会合で政策金利を据え置きました。賃金上昇率やサービス価格は高い水準を維持しているものの、労働市場は悪化の兆しがみられ、英景気後退懸念が強まっています。政策金利を据え置くと決定は僅差でしたが、今後、政策金利はしばらく据え置かれ、利上げ観測が後退し、ポンドを押し下げるとみられます。かかる中、ポンドは軟調な推移をみこみます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



人民元

■ 前月の相場動向

- 9月の人民元は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、サービス業景況感の悪化を受けて、中国景気の低迷が懸念され、下落しました。中旬は、中国人民銀行が預金準備率を引き下げたものの、元安けん制の声明が公表されたことや、8月分の経済統計が堅調であったことから、下げ幅を縮めました。下旬は、FOMCの結果を受けてドル高が進み、元安基調で推移したのち、大型連休を控え元需要が高まったとみられ、下げ幅を縮めました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・ 急速な元安に対する当局のけん制
下落 要因	・ 米中金融政策の方向性の違い ・ 中国景気の長期停滞への懸念

急速な元安は回避も、軟調な推移へ

中国人民銀行が一段の金融緩和に動くとの見方が根強い一方、米国では金融引き締め長期化が見込まれ、米中で金融政策の方向性が異なることが人民元の下押し要因になると考えます。もっとも、当局は元安けん制を行っており、急速な元安は避けられる見通しです。中国景気を巡っては、秋の3中全会、12月の中央経済工作会议での経済政策の議論が注目されます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

豪ドル

■ 前月の相場動向

- 9月の豪ドルは、対米ドルで下落しました。
- 上旬は、RBAが3会合連続で政策金利を据え置いた上、豪州GDP統計から内需の弱さが確認され、一段の利上げ観測が後退し、豪ドルは下落しました。中旬は、中国の需要回復期待に伴う鉄鉱石価格の上昇や、堅調な豪州雇用統計を受けて上昇しました。下旬はFOMCを受けた米ドル高の進行を背景に下落しましたが、豪州長期金利の上昇を背景に下げ幅を縮めました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ RBAがタカ派する可能性
下落要因	・ 豪州景気の減速懸念 ・ 中国景気の低迷

軟調な推移を見込む

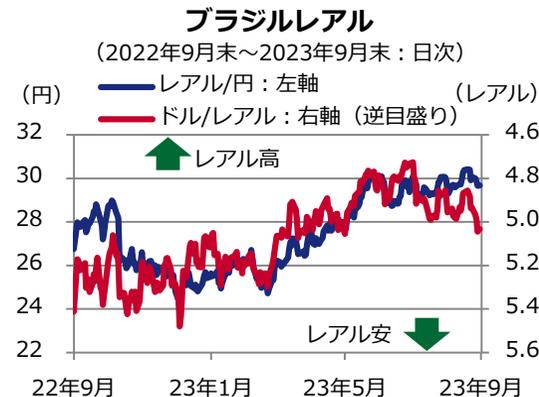
RBAは、経済動向次第では更なる金融引締めが必要になると指摘しており、CPI上昇率や賃金上昇率の再加速から利上げが行われる場合には、豪ドルの上昇要因になると考えられます。しかし、これまでの利上げの効果から豪州景気の減速懸念が強まっていること、そして最大の貿易相手国である中国の景気低迷が長期化する可能性がある点を鑑みれば、豪ドルは軟調に推移する見通しです。

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

- 9月のブラジルレアル (以下、レアル) は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、市場予想を上回るGDP成長率がレアルを押し上げたものの、鉱工業生産の悪化が嫌気されて、下落しました。中旬は、中国の需要回復期待に伴う鉄鉱石価格の上昇や、好調なサービス部門成長率を受けて、上昇しました。下旬は、ブラジル中銀の利下げや、米国の高金利長期化観測に伴うドル高を受けて、大幅に下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ 商品価格が一段と上昇する可能性 ・ 財政赤字縮小に向けた取り組み
下落要因	・ ブラジル中銀の利下げ

利下げから当面弱含む

ブラジル中銀は9月会合の声明文にて、利下げを継続する可能性を示唆しており、レアルは当面弱含むとみられます。一方で、財政赤字縮小に向けた取り組みは市場でも好感されており、レアルを下支えするとみられます。また、中国景気動向は不透明感が根強いものの、景気刺激策への期待などが商品市況を押し上げる場合は、レアルの上昇につながる可能性があります。

今後1カ月の見通し
(対ドル) →

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

インドルピー

■ 前月の相場動向

- 9月のインドルピー（以下、ルピー）は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、中国景気への懸念を受けてルピーは下落しましたが、インド中銀の為替介入から下げ幅を縮めました。中旬は原油価格の上昇がルピーを押し下げましたが、インド中銀の為替介入で下落幅を縮小しました。下旬は、米金融大手が新興国債券指数へのインド国債組み入れを発表したことを受けて上昇したものの、その後ドル高が進展する中、ルピーは下落しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> ・ 堅調なインド景気 ・ インド中銀による為替介入
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> ・ 原油価格の上昇懸念

レンジ推移を見込む

インド国内景気が中国などと比べ、堅調に推移するとの期待が、海外投資家によるインド株式市場への資金流入を促し、ルピーを下支えするとみられます。一方で、原油価格が一段と上昇する場合は、貿易赤字拡大の懸念がルピーの重しとなるとみられます。ただし、ルピーが対ドルでの史上最安値近辺で推移する中、インド中銀のルピー買い介入などから一段の下落は避けられる可能性があります。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

当資料で使用している指数について

- 「日経平均株価」は、株式会社日本経済新聞社によって独自に開発された手法によって、算出される著作物であり、株式会社日本経済新聞社は、「日経平均株価」自体および「日経平均株価」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。
- 東証株価指数、TOPIXバリュエーション指数、TOPIXグロース指数、東証REIT指数の指数値および東証株価指数、TOPIXバリュエーション指数、TOPIXグロース指数、東証REIT指数にかかる標章または商標は、株式会社J P X総研または株式会社J P X総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数、TOPIXバリュエーション指数、TOPIXグロース指数、東証REIT指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数、TOPIXバリュエーション指数、TOPIXグロース指数、東証REIT指数にかかる標章または商標に関するすべての権利はJ P Xが有しています。
- MSCIエマージング・マーケット・インデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- ICE Data Indices, LLC（「ICE Data」）、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、明示又は黙示のいずれかを問わず、インデックス、インデックス・データ、及びそれらに含まれ、関連し、又は派生する一切のデータを含めて、商品性又は特定の目的若しくは使用への適合性の保証を含む一切の表明及び保証を否認します。ICE Data、その関係会社又はそれらの第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データ若しくはそれらの構成要素の適切性、正確性、適時性又は完全性について、なんら損害賠償又は責任を負わず、インデックス、インデックス・データ及びそれらの全ての構成要素は、現状有姿において提供されるものであり、自らの責任において使用いただくものです。ICE Data、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、アセットマネジメントOne（株）又はその製品若しくはサービスを後援、推薦又は推奨するものではありません。
- FTSE®は、London Stock Exchange Group企業が所有する商標であり、ライセンスに基づきFTSE International Limitedによって使用されています。FTSEのインデックスおよびFTSEの格付けに関する全ての権利はFTSEおよびライセンサ各社に帰属します。FTSEおよびライセンサ各社はFTSEのインデックスおよびFTSEの格付けまたは基礎データに関する瑕疵または不作為に対して如何なる責任も負いません。また、何人も本媒体に含まれるFTSEのインデックス、格付け、または基礎データに依存することは許されません。書面に基づくFTSEの同意がない限りFTSEのデータを再配信することは許されません。FTSEは本媒体の内容について販売促進や出資、保証することはありません。
- ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P 500種株価指数、S&P豪州REITインデックスは、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズ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。
- ISM製造業景気指数、ISMサービス業景気指数は全米供給管理協会が発表する指数です。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

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

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

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

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.09%（税込）

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

その他費用・手数料

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

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

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

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

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

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