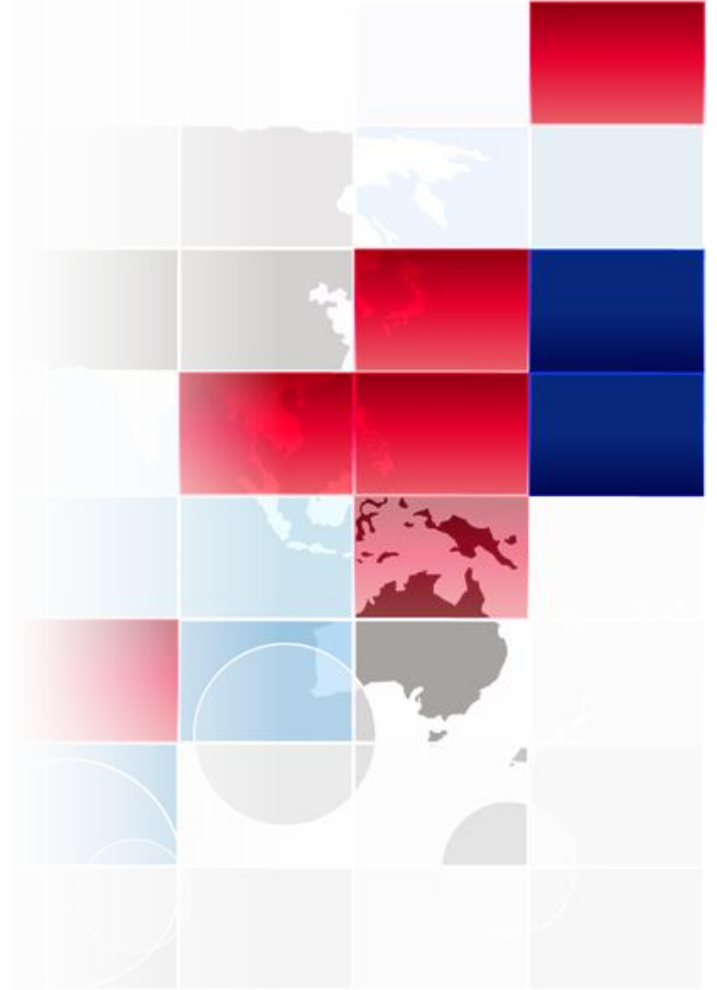

マーケット・インサイト

2023年12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

国内株式市場
米国債券市場
中国の不動産開発向け支援
中国の地方政府債務処理
COP28

▶ 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

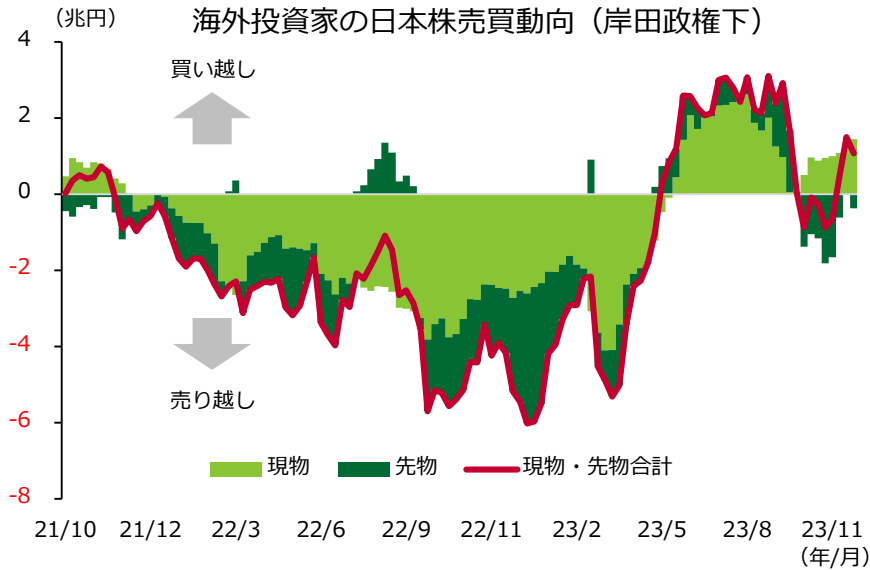
3-2 マーケット・オーバービュー 27

3-3 市場動向 29

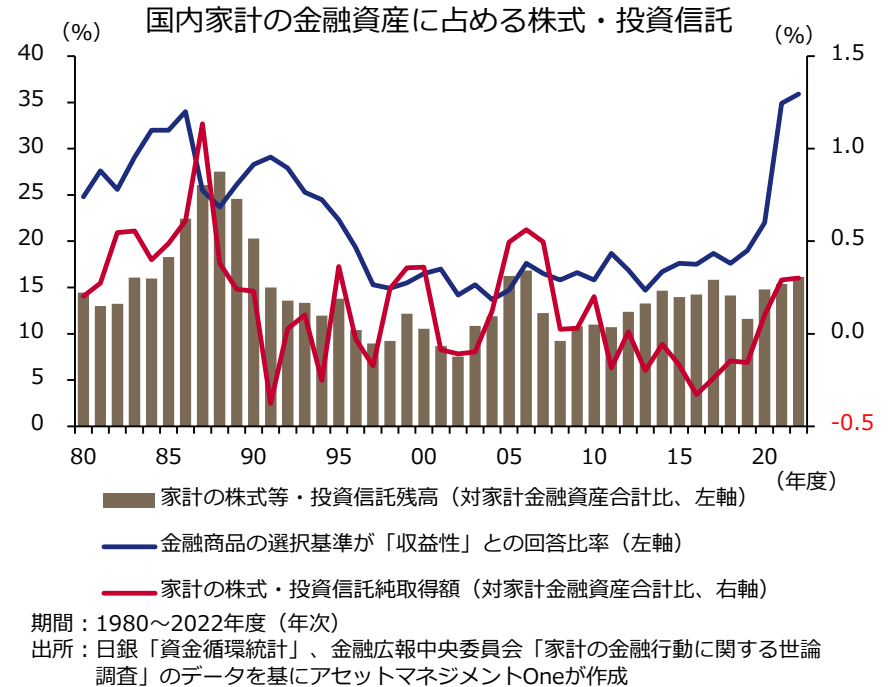
株式 REIT 債券 外国為替

▶ Chapter 1
トピックス

さらなる資金流入が期待される国内株



(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11月20日-24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



- 国内株式市場は11月、内外長期金利低下が好感されて大幅に上昇し、年初来高値圏に再び達しました。11月は海外投資家の買いが再び強まりました。特に現物は10月以降買い越し基調で推移している点が注目されます。2024年の国内企業業績は先進国の中でも相対的に堅調とみられ、デフレ脱却への期待が一段と強まる中、さらなる海外投資家からの買いが期待されています。
- また、2024年1月から始まる新しいNISA（少額投資非課税制度）のもとでの年間投資枠拡大や非課税期間の無期限化により、家計の金融資産が国内株式市場に向かうことも期待されています。金融広報中央委員会が毎年実施している、「家計の金融行動に関する世論調査」によれば、金融商品の選択基準が「収益性」と回答した家計（金融資産保有世帯）の比率は、2022年度にかけて高水準に達しています。株式や投資信託を選好する動きが強まっている可能性がうかがえます。新しいNISAのもとでの資金は米国株に向かうとの見方もありますが、国内株も家計による取得が積極化する可能性があります。

米国債増発に伴う需給悪化を巡る過度な懸念は後退か

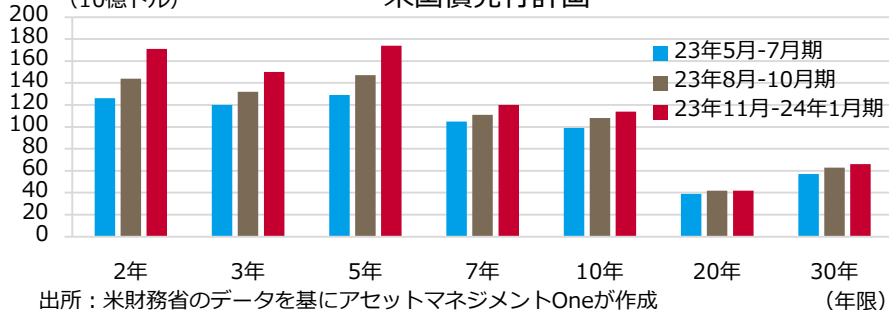
(%) 米長期金利と同移動平均



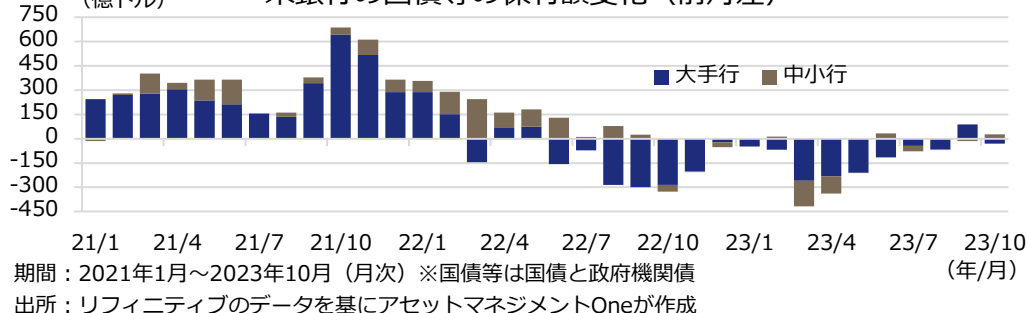
(%) 米国債のタームプレミアム（10年、NY連銀算出）



(10億ドル) 米国債発行計画

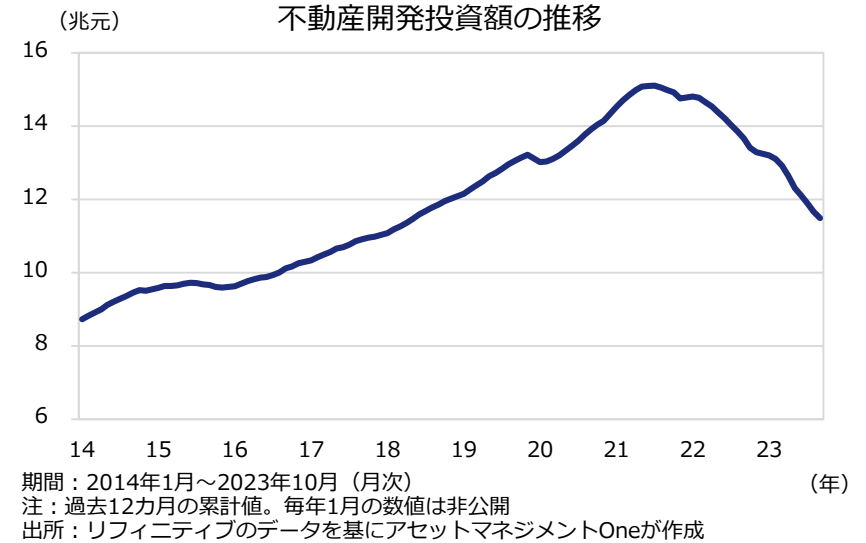
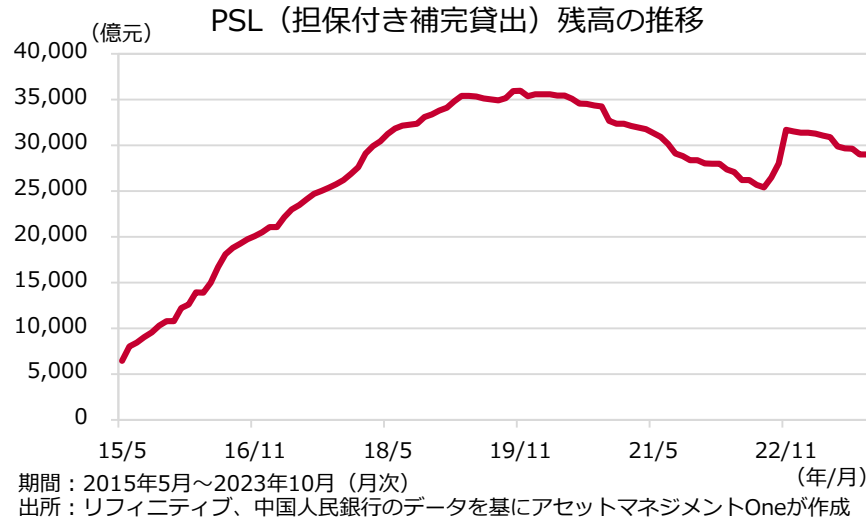


(億ドル) 米銀行の国債等の保有額変化（前月差）



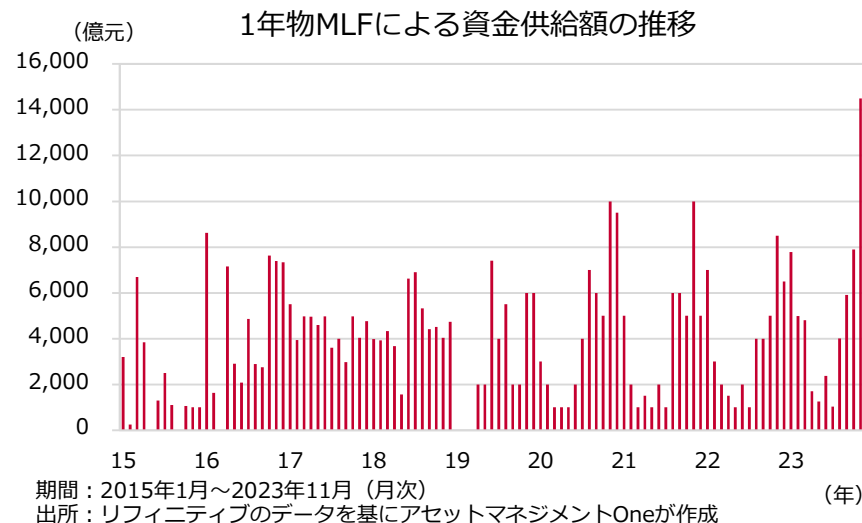
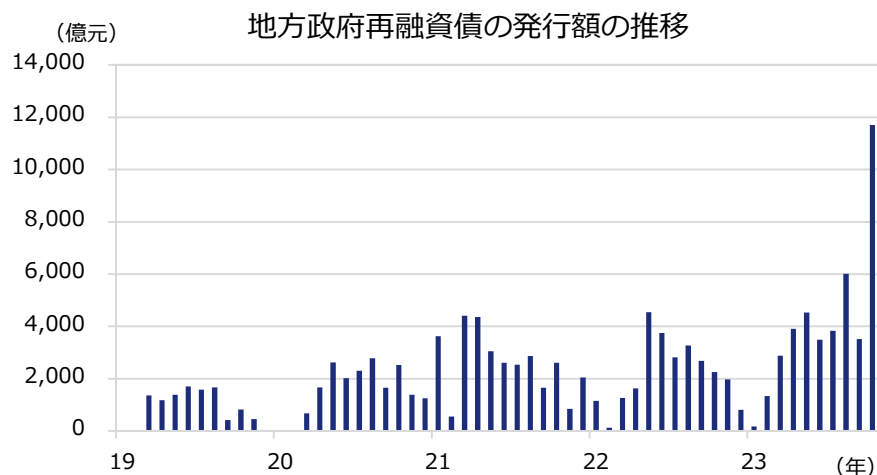
- 米長期金利（10年国債利回り）は11月、大幅に低下しました。FRB（米連邦準備理事会）の追加利上げ観測の後退や、インフレ鈍化基調、米景気の減速懸念に加え、国債需給悪化への過度な懸念の後退も金利低下要因として考えられます。
- 米財務省が11月に公表した23年11月～24年1月の国債発行計画では、2年、3年、5年、7年債の増額ペースは前回（8月）から拡大したものの、10年債は抑制されました。タームプレミアム（期間に伴う上乗せ金利）のプラス幅は縮小し、11月中旬から下旬にはマイナス圏で推移する場面もあるなど、国債需給の悪化懸念は後退しているとみられます。またTBAC（米国債発行諮問委員会）による財務長官への報告（10月）では、タームプレミアム上昇への感応度が低い年限へ発行を偏らせるべきとの議論がありました。24年2月～4月期にも国債増発が予想されるものの、今後の国債発行について米財務省は、需給環境に配慮しつつ発行年限などを決定していく可能性があります。需要面では、金利上昇を受けて米銀行は国債等の保有残高を減らしてきましたが、今後復元するか注目されます。

都市部再開発計画や銀行への融資要請など、当局は不動産開発業者向けの支援を強化



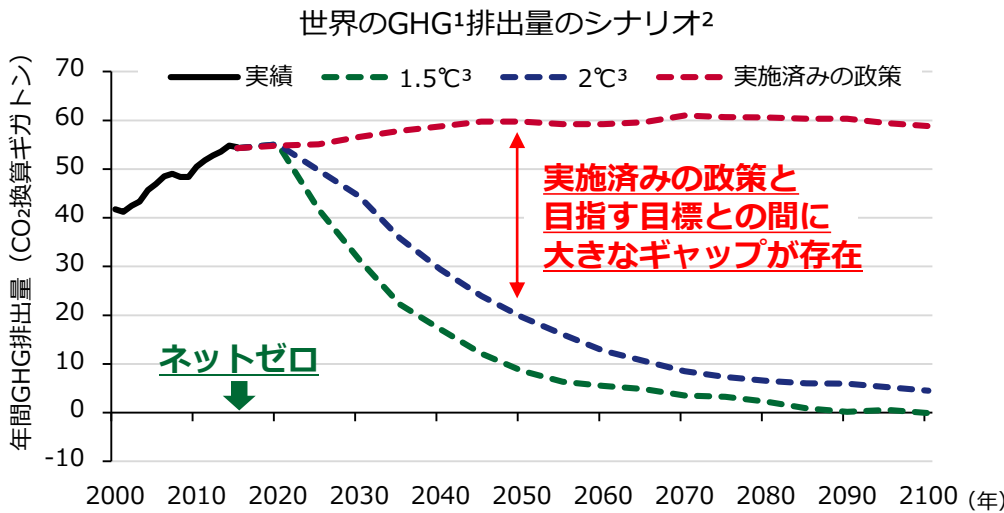
- 中国当局は7月以降、城中村（都市部の未開発地域）の再開発計画とPSL（担保付き補完貸出）の利用に言及しています。
- 城中村の再開発計画は、チャイナショック（2015-16年）前後に不動産市場を支えた棚戸区（スラム街）改造計画に近い内容であると推測されます。PSLは、中国人民銀行が政策銀行へ、貸出債権を担保に資金を貸し出すスキームを指します。棚戸区改造計画では、政策銀行がPSLで調達した資金を、地方政府の再開発プロジェクトに融資し、開発が進みました。今回も、当局主導で不動産の再開発が行われるとみられます。なお、11月にはPSLを1兆元活用する計画が策定されているとの報道がありました。
- 当局は、減少が続く不動産開発投資に資金を投入することで、不動産開発業者の資金繰りを支援する方針とみられます。また、11月下旬には、銀行に対して民間部門への融資目標を設定したほか、優良な不動産開発業者のリストを作成しているとも報道されています。これまで、不動産開発業者が資金調達を制限されてきたことを踏まえれば、大きな方針転換です。
- 住宅価格の値上がり期待が後退していると思われる中、投資と住宅販売が調整前の水準に戻ることは考えにくいものの、資金繰りが改善することで住宅工事の再開と、滞っている住宅受け渡しの進捗が期待されます。

地方政府の隠れ債務への対応として、借り換えがスタート



- 中国の地方政府は独自の資金調達に制限されており、地方政府融資平台（LGFV）という傘下の組織を通じて資金調達を行ってきました。この結果、地方政府の債務としては計上されていないものの、事実上は地方政府の債務に近い、いわゆる隠れ債務が積みあがりました。IMF（国際通貨基金）は、中国地方政府の隠れ債務規模を、GDP比の約50%と見積もっています。
- 不動産市場の低迷が続く中、LGFVの資金繰りが悪化し、年々には隠れ債務のデフォルト懸念が高まりました。こうした事態に対し、当局は地方政府債務のリスク予防に努めると表明しました。9月以降、債務の借り換え用資金として利用される、地方政府再融資債の発行が急増しています。詳細は不明ながら、地方政府が隠れ債務を管理する方針を採用したとみられます。
- 中国人民銀行は、1年物MLF（中期貸出ファシリティ）経由で1兆円を超える資金供給を行ったほか、短期市場への資金供給を増やしています。景気刺激に向けた追加財政支出や地方政府債務の借り換えによる政府債発行増に伴う流動性のひっ迫に対応する狙いがあるとみられます。
- 地方政府債務に起因する金融システムリスクは短期的には後退したと考えられるものの、地方政府の財政難が解決したわけではなく、地方政府の債務処理には時間を要すると考えます。

「グローバルストックテイク」の議論が、世界の脱炭素の経路を大きく左右



¹温室効果ガス、²予想の中央値、³今世紀末の世界の平均気温の上昇を産業革命前と比べて1.5°C (2°C) に抑制するために必要なGHG排出量の経路
 期間：実績：2000年～2015年（年次）、実績以外：2015年～2100年（5年おき）
 出所：IPCCのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

グローバルストックテイクの統合報告書¹ 統合報告書で示された重要な結果²

世界の排出量は、パリ協定の気温目標と合致するモデル化された世界の緩和経路に沿っておらず、産業革命以前の水準から気温上昇を1.5°Cに抑えるために、野心を高め、コミットメントを実施する余地は急速に狭まっている。

世界のGHG排出量を'19年比で'30年までに43%、さらに'35年までに60%削減し、'50年までに世界のCO₂排出量をネットゼロにするためには、様々な状況における、既存の、そして新たな機会を実現する緩和策の実施と、野心的な削減目標の設定において、より多くの野心的な行動と支援が必要である。

CO₂とGHG排出量のネットゼロを達成するためには、化石燃料を段階的に廃止すると同時に再生可能エネルギーを拡大すること、森林破壊をゼロにすること、CO₂以外のGHG排出量の削減、供給側と需要側の両方の対策の実施など、あらゆる部門と状況におけるシステムの変革が必要である。

つまり・・・

→ 対応を急がないと1.5°C目標が達成できなくなる。



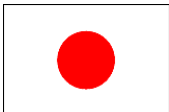



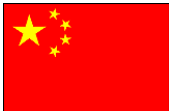

→ 脱炭素政策の強化と削減目標の引き上げがネットゼロ実現に必要。

→ 再エネ拡大や森林破壊をゼロにすることなどが必要。

¹同報告書で示された技術的評価の内容を基にCOP28で最終的な成果物を検討する。
²「Mitigation, including response measures」分野における、重要な結果の一部を抜粋。
 出所：UNFCCC「Technical dialogue of the first global stocktake Synthesis report by the co-facilitators on the technical dialogue」を基にアセットマネジメントOneが作成

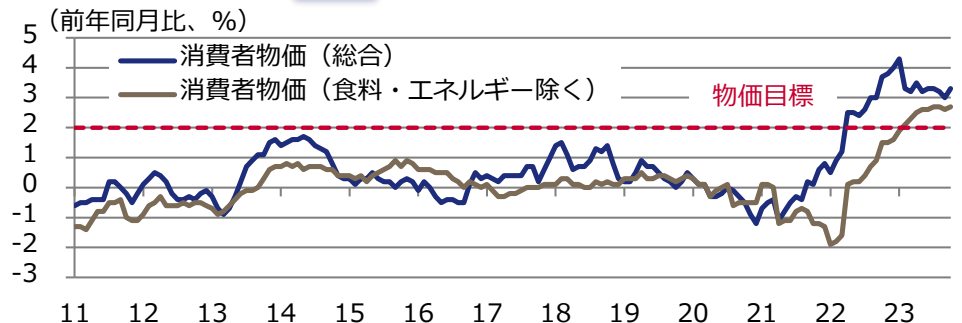
- 11月末からアラブ首長国連邦のドバイにおいて、COP28（第28回国連気候変動枠組み条約締約国会議）が始まりました。同会議では、世界の気候変動対策に関する取り決めについて議論などが行われます。中でも注目されるのが、「グローバルストックテイク（GST）」を巡る議論です。GSTとは、各国の温室効果ガスの排出削減目標や脱炭素政策が、パリ協定の脱炭素目標（1.5°C・2°C目標）の達成に十分な水準かを評価し、世界の脱炭素の進捗を棚卸し（ストックテイク）することをいいます。今年が初の実施年であり、今後も5年毎に実施される予定です。
- IPCC（気候変動に関する政府間パネル）によると、現在の各国の脱炭素の取り組みは、パリ協定の長期目標の達成に十分な水準に達していません。そのため、技術的評価を取りまとめたGSTの統合報告書は、世界の脱炭素の取り組みを一段と引き上げる必要性を強調する内容となっています。この報告書を基に各国はCOP28でGSTの最終的な成果物を議論しますが、この成果物は次回の各国の排出削減目標の更新に際し、考慮することが求められる可能性があります。そのため、このGSTの成果物において、削減目標引き上げや取り組み強化を促す強いメッセージを打ち出すことが出来るかが注目されます。

▶ 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とみられます。FRBは次回の会合で政策金利を据え置くとみられ、来年前半に利下げに転じる可能性は低いと考えます。もっとも、利下げ時期は物価・雇用情勢の推移次第であり、引き続きこれらに注視が必要です。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ インフレの再加速
 日本	 懸念材料はあるも再び回復基調へ	現行の政策運用を柔軟化し、早晚、正常化へ	足元は内外需ともに弱含み、国内経済は回復が停滞しているものの、設備投資や消費を中心に再び回復基調へ回帰すると予想されます。2%の物価安定目標の達成が視野に入中、日銀は2024年春までに長短金利操作の撤廃やマイナス金利解除などの政策正常化を実施する可能性が高いとみられます。	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 物価高による経済への影響 ▶ 外需の減速
 ユーロ圏	 景気は軟調	政策金利を据え置き	利上げの影響やドイツ財政が事実上緊縮的となる可能性などが懸念されます。今後、インフレ鈍化が消費を下支えするとみられますが、景気の低迷が長期化する可能性には留意が必要です。ECBはしばらく政策金利を据え置くとみられ、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 ▶ ドイツ財政の緊縮化
 中国	 景気に底打ちの兆し	利下げ実施	足元の中国経済は、製造業の在庫調整終了や不動産市場のテコ入れ策から持ち直しの兆しがみられています。もっとも、需要の回復は鈍く、当局は追加の財政政策を決定しました。財政の効果は来年の景気も支える見込みです。来年の経済政策および地方政府債務問題への対応を巡り、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

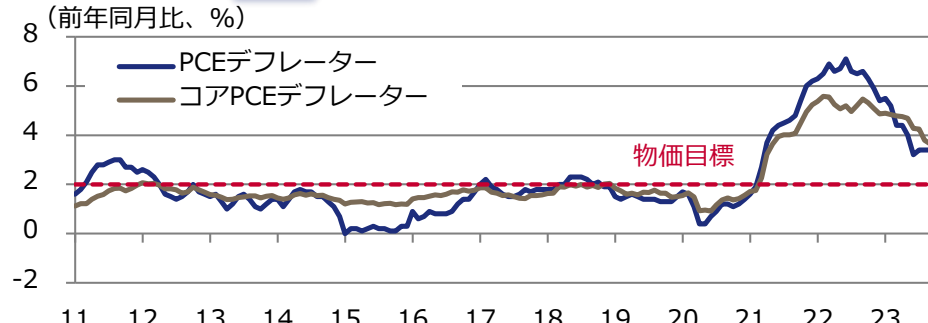
経済の概況 – 各国のインフレ率の動向

日本のインフレ率の推移



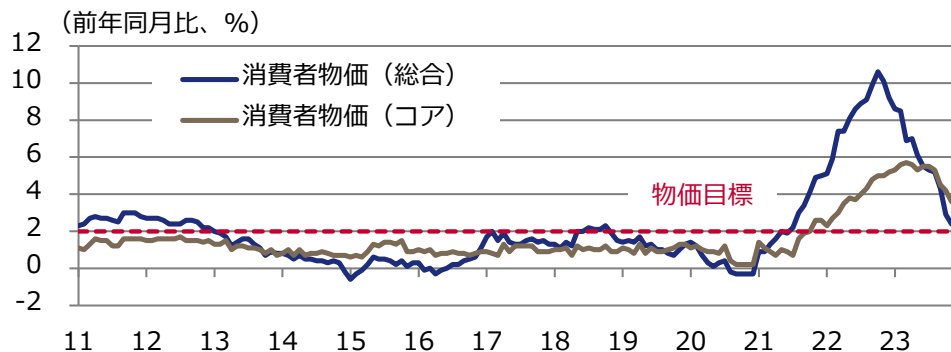
期間：2011年1月～2023年10月（月次）（年）
 出所：総務省、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) グラフは消費税率引き上げ及び幼児教育・保育無償化の影響を除いたベース

米国のインフレ率の推移



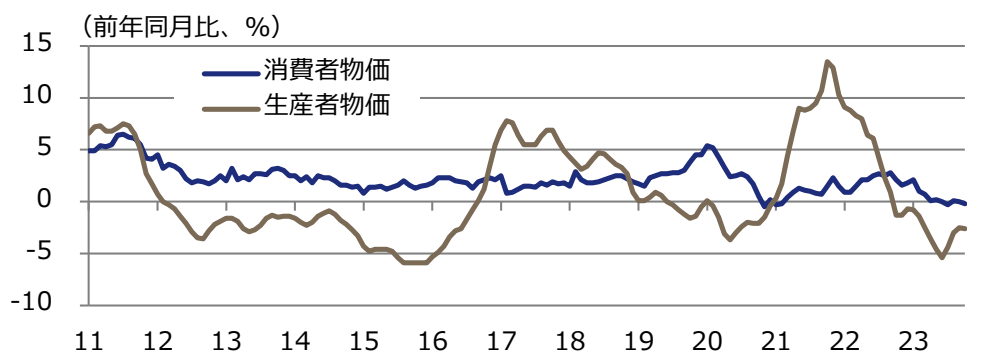
期間：2011年1月～2023年10月（月次）（年）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

ユーロ圏のインフレ率の推移



期間：2011年1月～2023年11月（月次）（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

中国のインフレ率の推移



期間：2011年1月～2023年10月（月次）（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

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 (→ 0.0)	2.9 (↓ 0.1)
先進国計	2.5	2.3	1.7	▲ 4.2	5.6	2.6	1.5 (→ 0.0)	1.4 (→ 0.0)
米国	2.2	2.9	2.3	▲ 2.8	5.9	2.1	2.1 (↑ 0.3)	1.5 (↑ 0.5)
日本	1.7	0.6	▲ 0.4	▲ 4.2	2.2	1.0	2.0 (↑ 0.6)	1.0 (→ 0.0)
ユーロ圏	2.6	1.8	1.6	▲ 6.1	5.6	3.3	0.7 (↓ 0.2)	1.2 (↓ 0.3)
オーストラリア	2.4	2.8	1.9	▲ 1.8	5.2	3.7	1.8 (↑ 0.2)	1.2 (↓ 0.3)
新興国計	4.8	4.6	3.6	▲ 1.8	6.9	4.1	4.0 (→ 0.0)	4.0 (↓ 0.1)
中国	6.9	6.8	6.0	2.2	8.5	3.0	5.0 (↓ 0.2)	4.2 (↓ 0.3)
インド	6.8	6.5	3.9	▲ 5.8	9.1	7.2	6.3 (↑ 0.2)	6.3 (→ 0.0)
ブラジル	1.3	1.8	1.2	▲ 3.3	5.0	2.9	3.1 (↑ 1.0)	1.5 (↑ 0.3)
ロシア	1.8	2.8	2.2	▲ 2.7	5.6	▲ 2.1	2.2 (↑ 0.7)	1.1 (↓ 0.2)
ASEAN5 [※]	5.5	5.4	4.9	▲ 3.4	4.0	5.5	4.2 (↓ 0.4)	4.5 (→ 0.0)

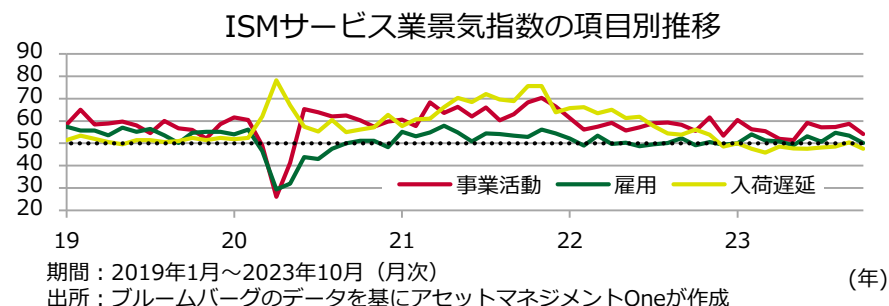
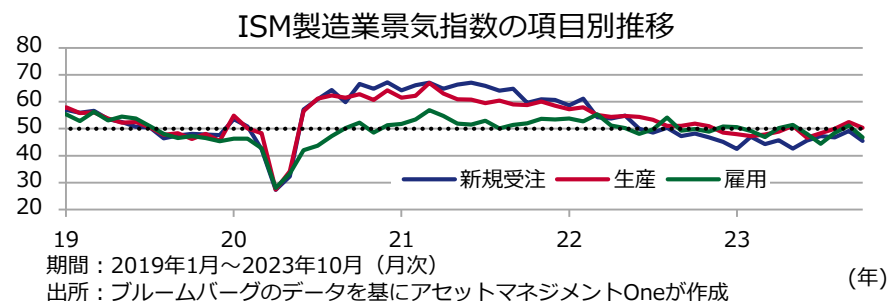
出所：IMF「World Economic Outlook Database, 2023.10」、「World Economic Outlook Update, 2023.7」、リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※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

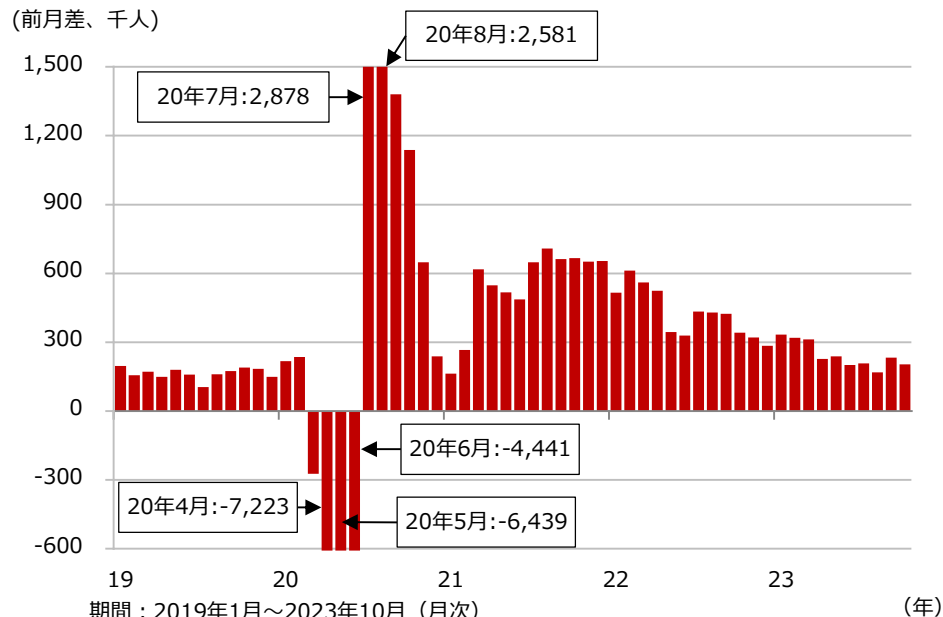
米国の景気指数は大きく低下



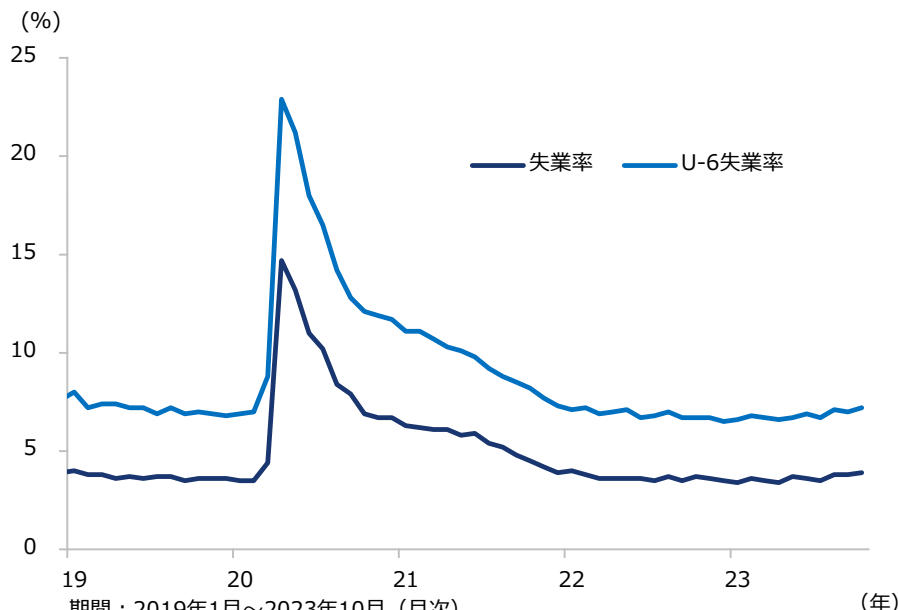
- 10月のISM景気指数は、製造業が46.7と9月（49.0）から低下、サービス業も51.8と9月（53.6）から低下しました。各指数の構成項目をみると、製造業では新規受注、生産に加え、雇用が大きく低下しました。サービス業でも、製造業と同様に雇用の低下が足を引っ張ったほか、入荷遅延なども低下しました。
- 10月のサーベイ回答者のコメントをみると、製造業、サービス業ともに事業環境の悪化を指摘するコメントが目立ちつつあります。また、一部の業種では、中東情勢による悪影響についての言及もみられました。
- 夏場以降、底打ちの様相を呈していた景況感ですが、10月は製造業、サービス業ともに弱含みました。これまで底堅さを保ち続けてきた米景気にも陰りが見え始めつつあるといえそうです。

労働市場の一層の軟化が見込まれる

非農業部門雇用者数増減の推移（3カ月移動平均）

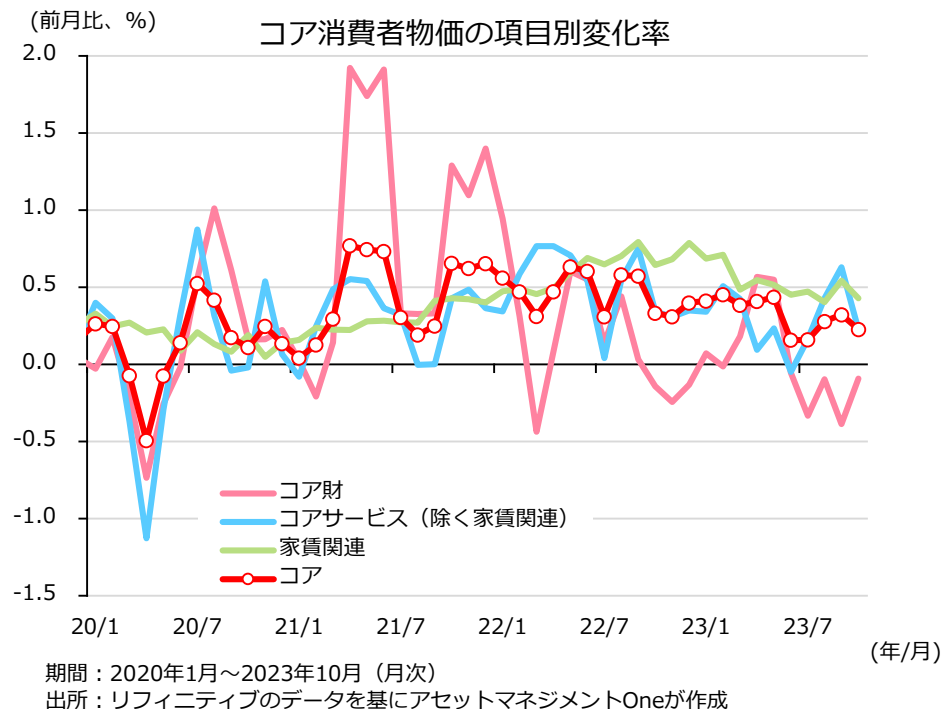
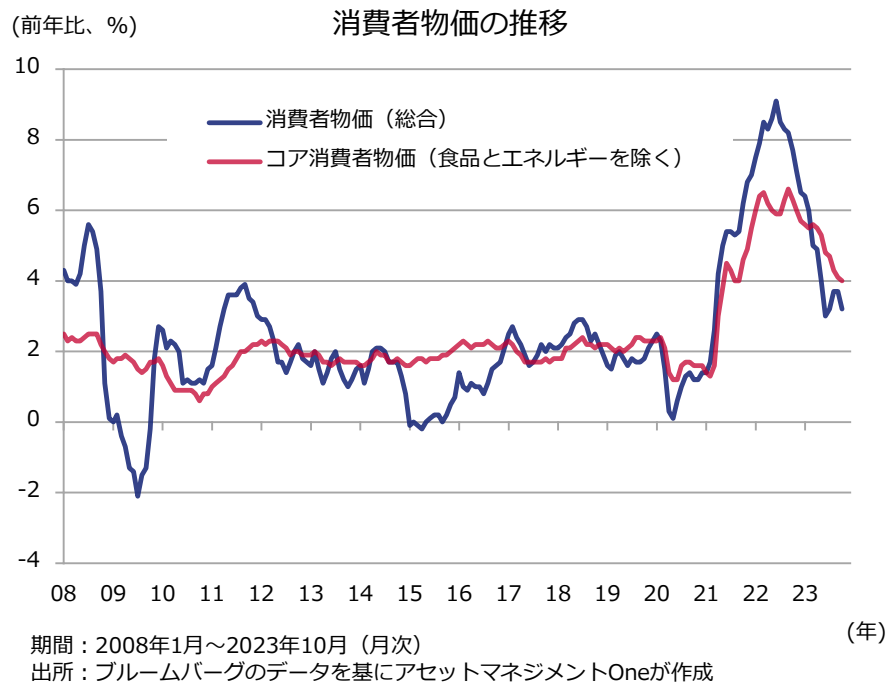


失業率



- 10月の非農業部門雇用者数は前月差+15.0万人と、9月（同+29.7万人）から伸びが大幅に鈍化しました。3カ月移動平均の増加数でも、10月は同+20.4万人と9月（同+23.3万人）から減速しています。
- 10月の失業率（U-3失業率）は3.9%と、9月（3.8%）からやや上昇しました。また、経済的理由によるパートタイマーなどを含むU-6失業率も7.2%と、9月（7.0%）の水準を上回りました。
- 10月の雇用統計は、米労働市場が軟化しつつあることを示唆する結果となりました。金融引き締め効果が顕在化していく中で、今後も労働市場の一層の軟化が見込まれます。

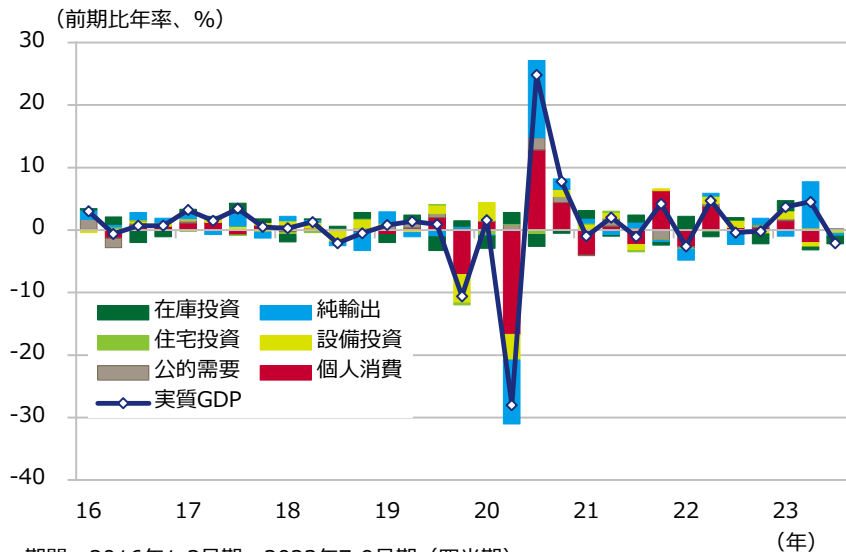
家賃を含めたコアサービス品目においてインフレ鈍化が確認される



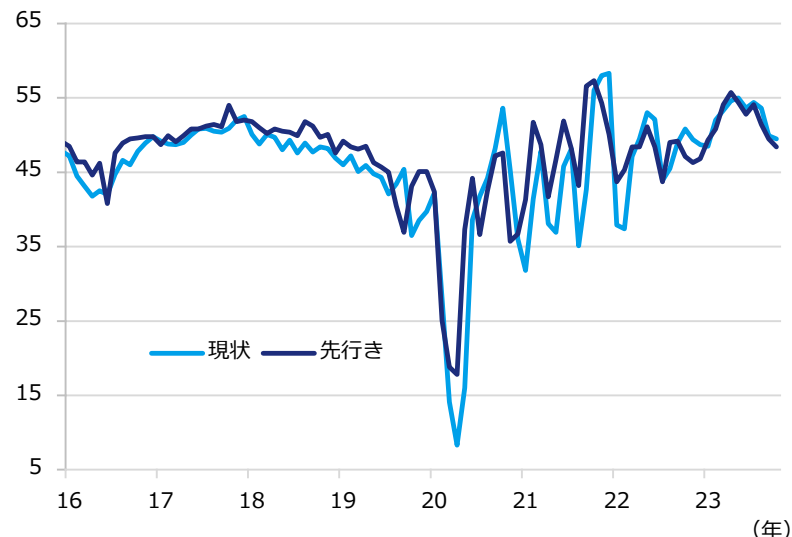
- 10月のCPI（消費者物価指数）の上昇率は前年比+3.2%と、9月（同+3.7%）から大きく減速しました。また、コアCPIも同+4.0%と、9月（同+4.1%）から小幅ながらも減速しました。前月比ベースでは、総合が+0.0%と9月（同+0.4%）から低下、コアCPIも同+0.2%と9月（同+0.3%）から伸びが鈍化しました。
- コアCPIの前月比の伸びの内訳をみると、ホテルなどを中心としたコアサービス品目の上昇鈍化や、帰属家賃の減速にけん引された家賃関連の落ち込みが、前月からのコアCPIの減速へとつながりました。帰属家賃については今後一段の低下が予想されることを鑑みると、今後インフレの鈍化がより鮮明になると考えられます。

国内経済は、一時的な停滞を経て、再び回復へ

実質GDP成長率と寄与度の推移

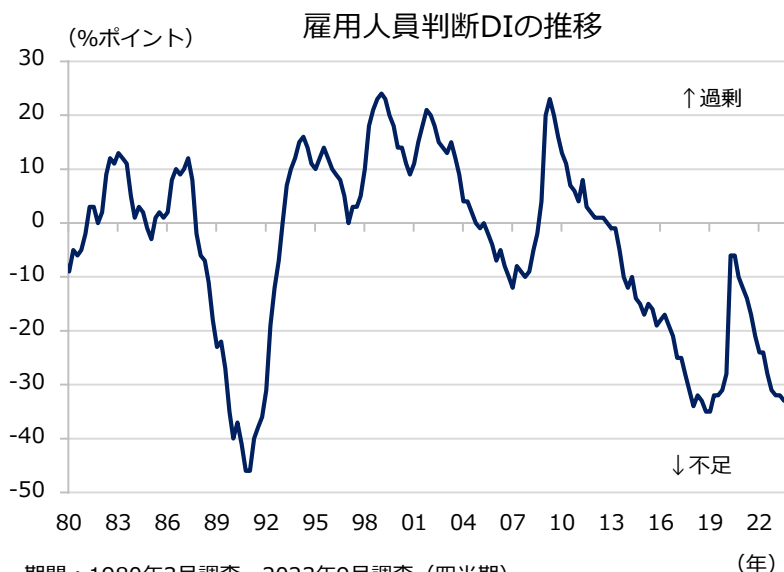


景気ウォッチャー判断DIの推移



- 2023年7-9月期の実質GDP（速報値）は、前期比年率▲2.1%と3四半期ぶりにマイナス成長となりました。内需、外需ともに弱含み、景気回復の停滞が示されました。個人消費は4-6月期の減少に続き、7-9月期もほぼ横ばいとなり、弱含みが続いています。設備投資は2四半期連続で減少しました。原材料高・人手不足による工期の遅れなどが影響したとみられます。
- 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）が今年の4-5月頃をピークに悪化しています。経済活動正常化に伴う需要の急回復局面が一服したほか、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。
- 物価上昇率は高止まっていますが、賃金上昇や、政府による所得減税、給付金、価格抑制策などが、家計の所得環境改善につながると考えます。設備投資については、人手不足を背景に省力化等を目的としたソフトウェア投資を中心に、企業の強い投資意欲が示されています。物価上昇や海外経済の動向には留意が必要ですが、国内経済は再び回復基調へ回帰すると予想されます。

人手不足などを背景に、設備投資意欲は堅調

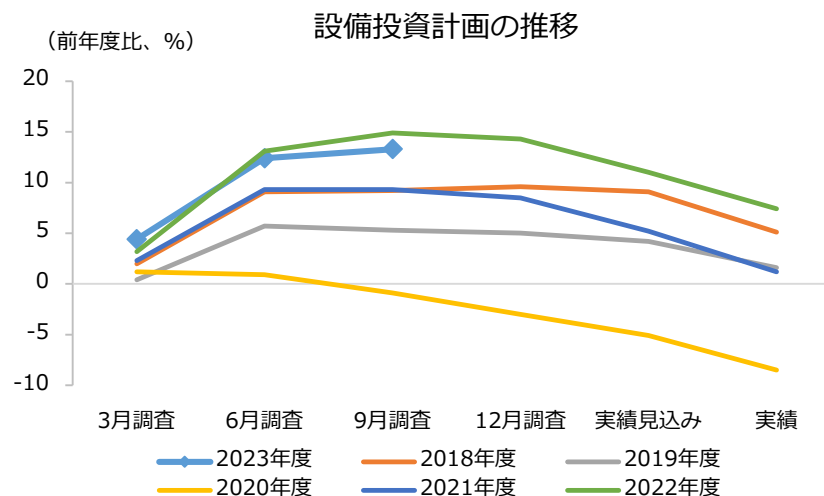


期間：1980年3月調査～2023年9月調査（四半期）

注：雇用人員判断DI = 「過剰」回答社数構成比 - 「不足」回答社数構成比

全規模・全産業

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



期間：2018年3月調査～2023年9月調査（四半期）

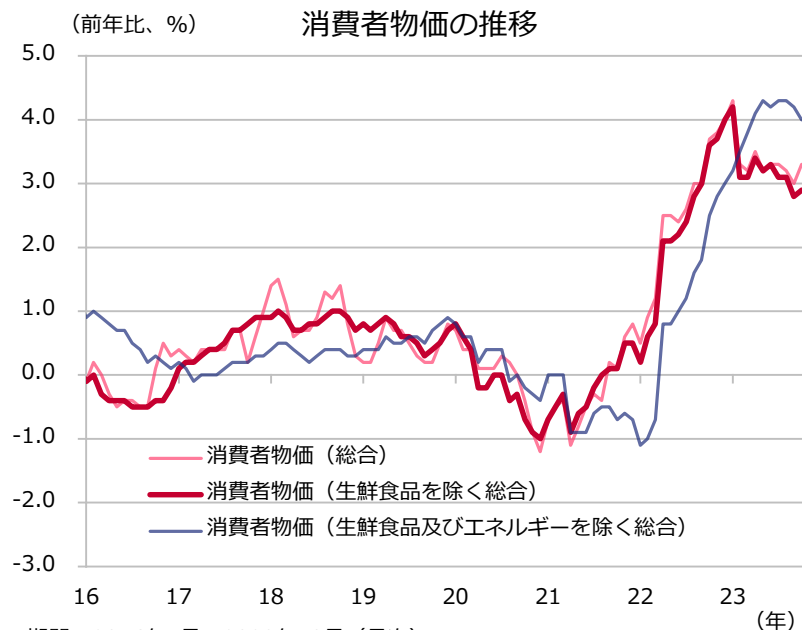
注：横軸に初回調査（3月調査）から実績が確定する翌年6月調査までの6調査回を取り、毎年度の設備投資計画について、調査回毎の前年比の足取り（修正パターン）をグラフで示したものを

ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）

出所：日銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 日銀短観9月調査の雇用人員判断DIは、不足超の幅が一段と拡大し、企業の人手不足が一段と深刻化しているようすがうかがえました。とりわけ接客型サービス業を含む非製造業で人手不足感が強まっています。「宿泊・飲食サービス」の「足元」の景況感（業況判断DI）は観光の回復を受けて上昇しましたが、「先行き」については慎重姿勢で、人手不足が続いていることも一因とみられます。
- 2023年度のソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）計画は、前年度比+13.3%（全規模・全産業ベース）と9月調査時点の計画としては高い伸びが示されました。脱炭素化、サプライチェーンの再構築といった世界的な潮流の変化に加えて、人手不足を背景とした省力化投資が考えられます。堅調な設備投資は、国内景気を支える見通しです。

金融政策が異次元緩和から正常化へ向かう環境は整いつつある



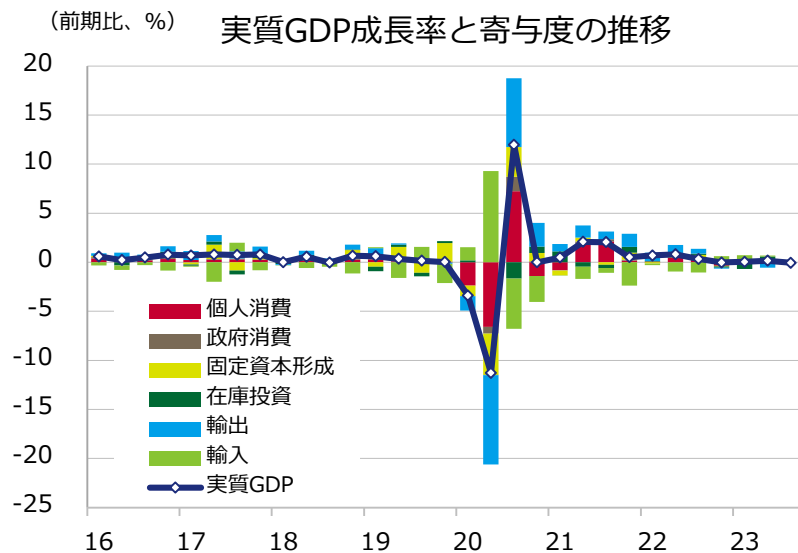
日銀政策委員の大勢見通し（2023年10月）

	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	+1.8～+2.0 <+2.0>	+2.7～+3.0 <+2.8>	+3.5～+3.9 <+3.8>
2024年度	+0.9～+1.4 <+1.0>	+2.7～+3.1 <+2.8>	+1.6～+2.1 <+1.9>
2025年度	+0.8～+1.2 <+1.0>	+1.6～+2.0 <+1.7>	+1.8～+2.2 <+1.9>

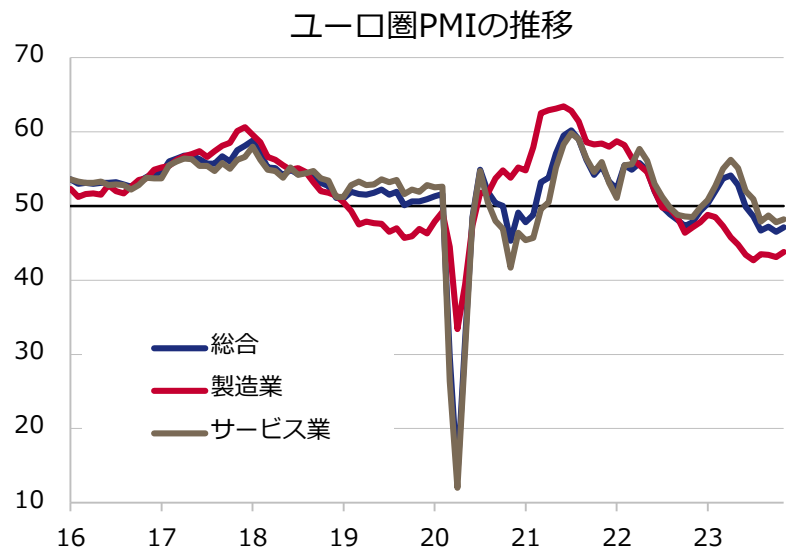
出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成
 ※データは対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値
 ※「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除き、幅で示したものの。その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

- 10月のCPIは、生鮮食品を除く総合で前年比+2.9%となり、19カ月連続で2%超えの高い伸び率が続いています。日銀は、10月の経済・物価情勢の展望レポートで、消費者物価（除く生鮮食品、コアCPI）の見通しを上方修正しました。22年度から24年度まで、3年度続けて物価安定目標である2%を超える見通しが示されました。
- 日銀は、10月30～31日の金融政策決定会合で、現行の金融政策であるYCC（長短金利操作）の運用をさらに柔軟化することを決定しました。長期金利の許容変動上限について、厳格に1%に抑える連続指値オペに代わって、より柔軟な対応に移行し、金融政策が異次元緩和から正常化へ向かう環境は整いつつあると考えられます。連合は、来年の春闘における賃上げ方針について、今年の5%程度から5%以上へ表現を強めました。日銀は、こうした動きを受けた企業の賃上げ方針等を見極め、2024年春までにYCCの撤廃、マイナス金利の解除を実施する可能性が高いとみられます。

23年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.1%とマイナス成長



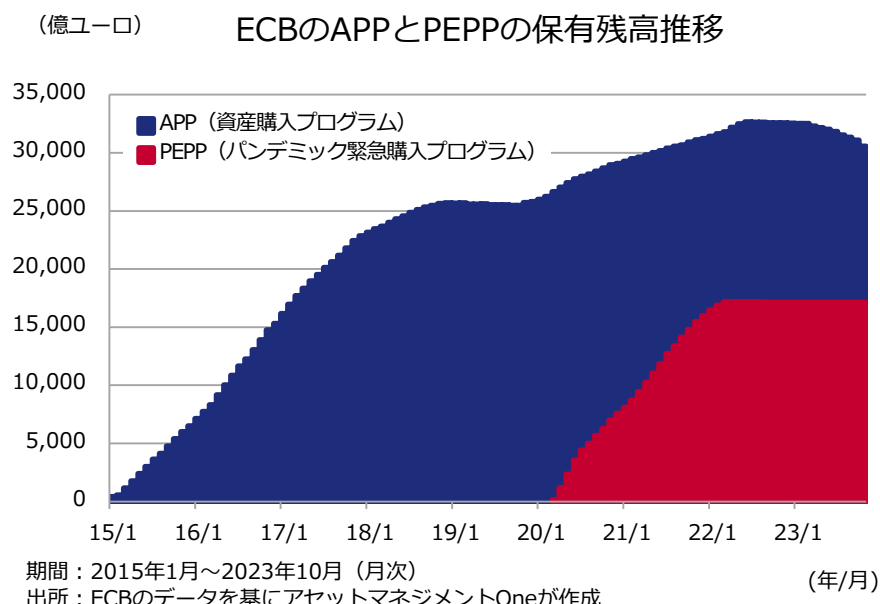
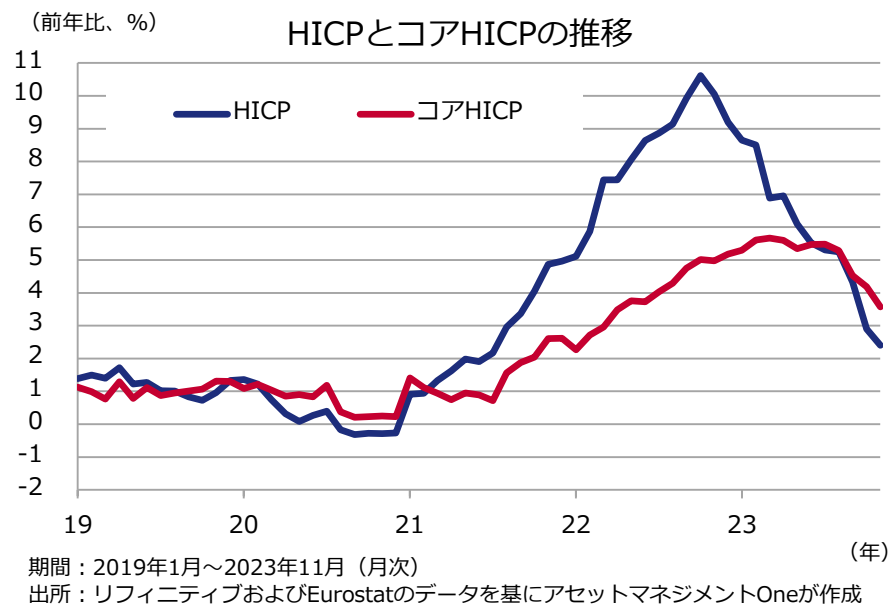
期間：2016年1-3月期～2023年7-9月期（四半期）
 ただし、寄与度は2023年4-6月期まで
 出所：Eurostatのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2016年1月～2023年11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

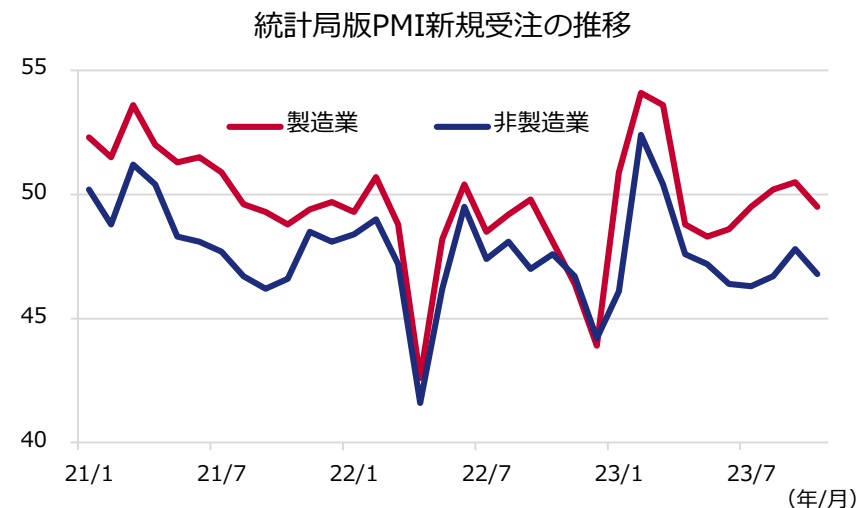
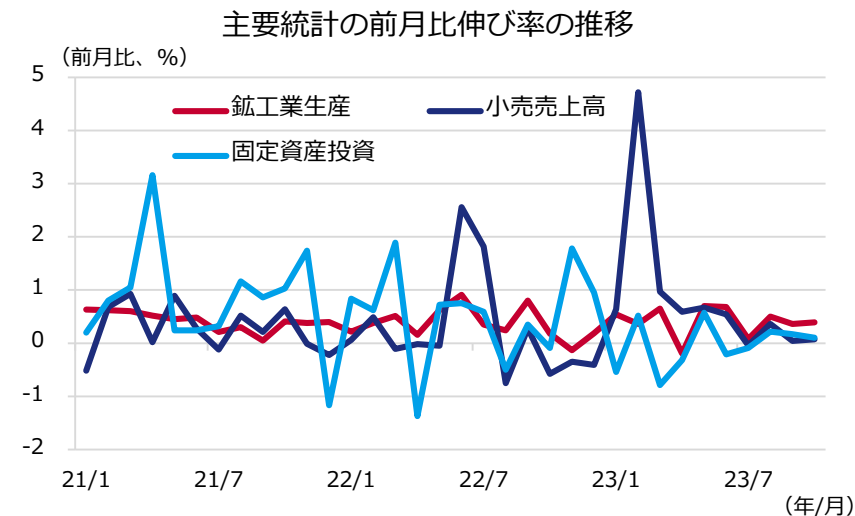
- 23年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.1%とマイナス成長となりました。主要国別では、スペインがプラス成長を維持しましたが、ドイツ、フランスがマイナス成長となりました。
- 11月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）速報値は、47.1と前月の46.5から上昇しました。ただし、製造業、サービス業ともに新規受注などの受注関連指数が50を下回っており、経済活動はしばらく低迷が続くとみられます。データ公表元は、GDP成長率が2四半期連続でマイナス成長になる可能性があるとの見方を示しています。
- 金利上昇の影響に加え、コロナ対策の予算を気候変動対策などに転用するドイツ政府の措置に対して違憲判決が下されたことにより、環境対策やインフラ整備などの成長投資が滞る可能性が懸念されます。今後、インフレ鈍化などが消費を下支えするとみられますが、景気の低迷が長期化する可能性には留意が必要です。

ECBは10月会合で政策金利を据え置き



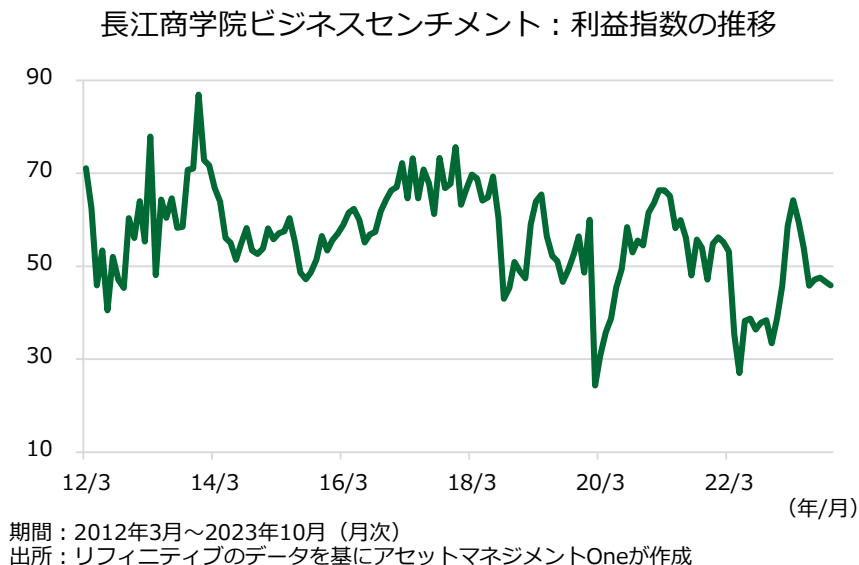
- 11月のHICP（消費者物価指数）の速報値は、前年比+2.4%と前月の同+2.9%から鈍化しました。また、食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICPについても、同+3.6%と前月の同+4.2%から鈍化しました。
- ECBは10月会合で政策金利を据え置き、現在の政策金利を十分に長い期間維持すれば、2%の中期的な物価目標へ適時に回帰すると指摘しました。一方、後日公表された10月会合の議事要旨では、必要であれば追加利上げに備えるべきとの見解が示されました。ただし、コアHICPは鈍化傾向にあり、経済活動についても軟調さを示唆する指標が増えています。今後もインフレ鈍化が続けば、ECBが来年春にも利下げを実施するとの観測が市場では浮上しています。
- 24年末まで再投資を続けるとしているPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の再投資について、市場の一部では早期に再投資を停止するとの見方がありますが、議事要旨では時期尚早とされました。PEPPの早期の再投資停止を含め、今後、ECBが流動性縮小ペースを加速させるのかどうか注目されます。

需要の弱さが目立つ中国経済



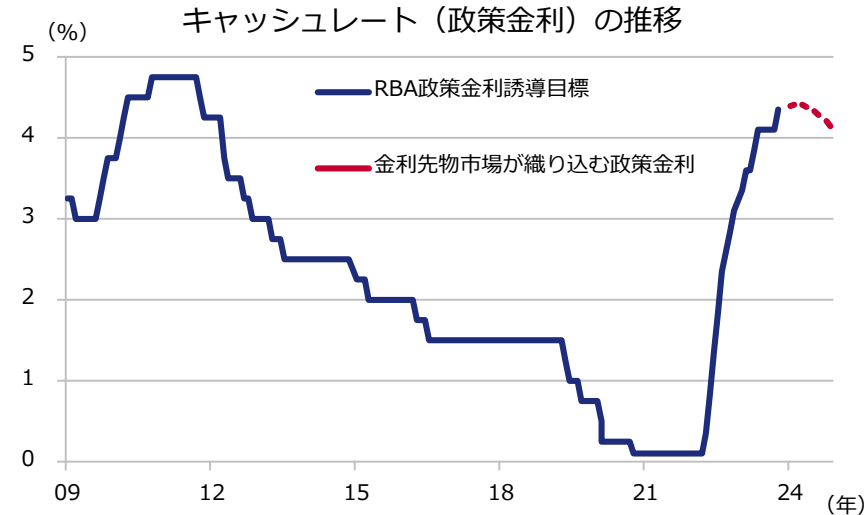
- 10月の主要統計は、鉱工業生産が前月比+0.39%と前月から伸びを加速させ、堅調な伸び率となりましたが、一方、小売売上高と固定資産投資はいずれも同+0.1%程度と冴えない伸び率でした。製造業については、在庫調整が進んだことで、生産活動が改善しているもようです。
- 統計局版PMIにおける新規受注指数は、年央以降は改善傾向が続いたものの、10月には再び製造業と非製造業いずれも50を下回りました。内需は年央に底を打ち、回復局面にあるとみられますが、回復ペースは鈍い状況です。
- こうしたなか、当局は追加財政による景気刺激に動きました。2024年末までに、インフラ投資向けの支出が1兆元行われると見込まれます。原材料需要や関連雇用を支え、需要喚起を目指していると考えられます。

冴えない需要の下、インフレ率の低迷が続く。企業利益にも下押し圧力が掛かる



- 中国のCPIは前年比▲0.2%と7月以来の下落となりました。主に豚肉を中心とした生鮮食品価格の下落の影響が強く、食品とエネルギーを除くコアCPIは同+0.6%でした。
- コアCPIで見れば、中国経済はデフレ化を回避したものの、過去対比で低い伸び率が続いており、需要の弱さが物価統計にも表れた格好です。
- 民間のビジネススクールである長江商学院による企業調査では、利益の悪化を懸念する企業の増加が示唆されています。こうした環境下、新規雇用や新規投資が控えられている可能性があります。当局の追加財政の決定を受け、企業のセンチメントや実需に変化が起きるかが注目されます。

RBAは6月理事会以来の利上げを決定。ただし、一段の利上げには慎重姿勢を示す



期間：2009年2月～2024年12月（月次）
 ただし、RBA政策金利誘導目標は2023年11月まで
 金利先物市場が織り込む政策金利は2023年12月～2024年12月、2023年11月30日時点
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

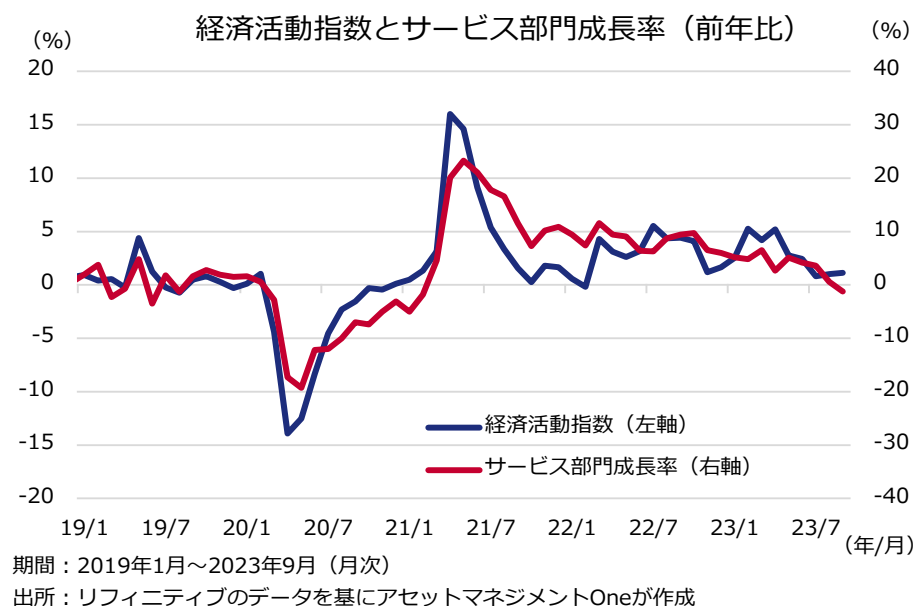
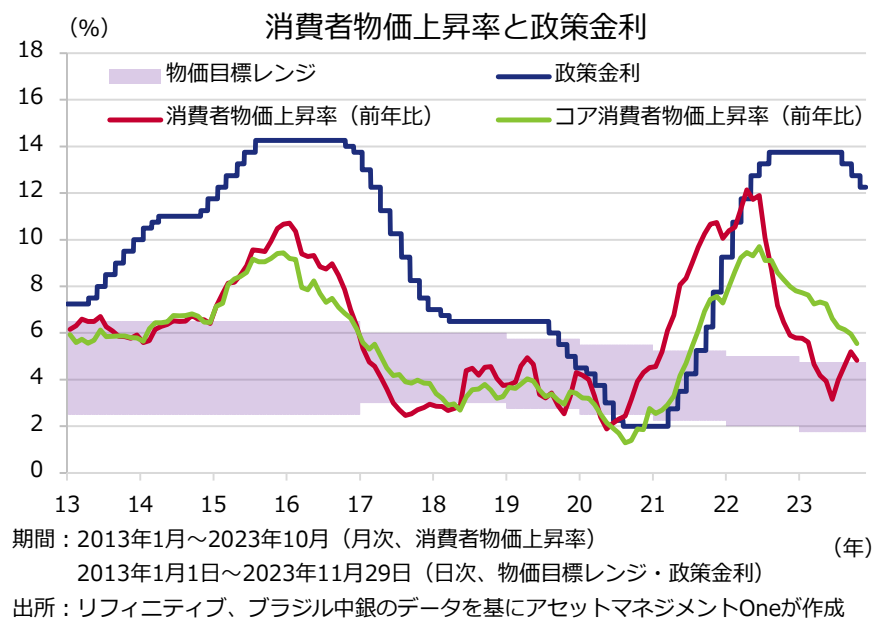
RBAの四半期経済見通し

	2023年 12月期	2024年 6月期	2024年 12月期	2025年 6月期	2025年 12月期
GDP成長率					
今回	1.50	1.75	2.00	2.25	2.25
前回	1.00	1.25	1.75	2.00	2.25
インフレ率（トリム平均）					
今回	4.50	4.00	3.25	3.00	3.00
前回	4.00	3.25	3.00	3.00	2.75
失業率					
今回	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25
前回	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50

出所：RBAの資料を基にアセットマネジメントOneが作成
 （注）GDP成長率とインフレ率（トリム平均）は前年同期比%、失業率は%
 今回は2023年11月、前は2023年8月
 6月期は4-6月期、12月期は10-12月期を指す
 インフレ率（トリム平均）は、変動が大きい品目を一定割合除いて算出される

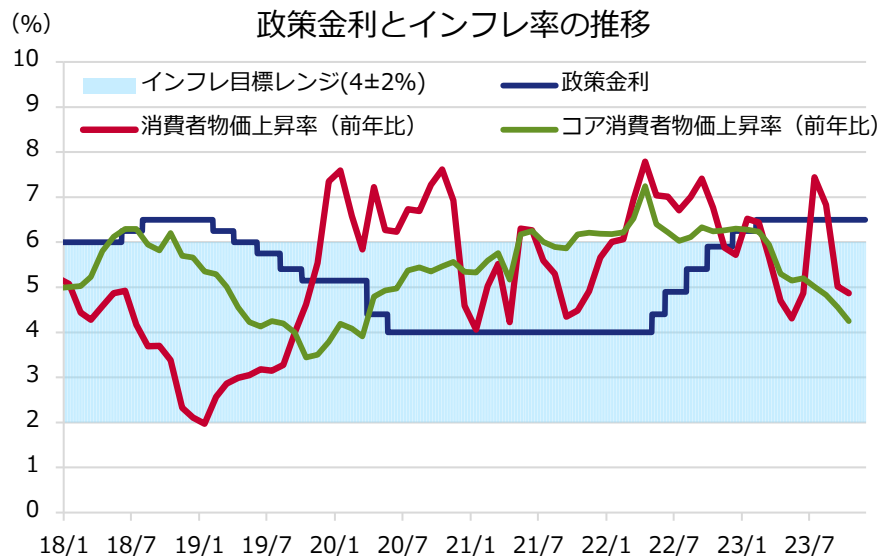
- RBA（豪州準備銀行）は11月の理事会において、6月以来の利上げを決定し、キャッシュレート（政策金利）を4.35%としました。会合後に公表された四半期経済見通しでは、GDP成長率の見通しが上方修正され、8月見通しでは2025年後半としていたインフレ率の物価目標（2～3%）への回帰時期が、2025年末へ先送りされました。移民・留学生の増加に支えられた底堅い豪州景気と、サービスインフレの長期化から、インフレの減速ペースが鈍っていることが、11月の利上げの背景と考えられます。
- 一方で、一段の利上げについては、「さらなる引き締めが必要かどうかは、データとリスク評価次第」と、「さらなる引き締めが必要かもしれない」としていた前月と比較して、慎重な姿勢を示しました。高インフレと高金利の長期化による景気への悪影響を懸念しているとみられます。こうした中、政策金利先物市場では、今後は金利が据え置かれ、2024年央以降は利下げに転じる可能性が織り込まれています。

物価は4カ月ぶりに上昇幅が縮小、中銀は0.5%の利下げを継続するとみられる

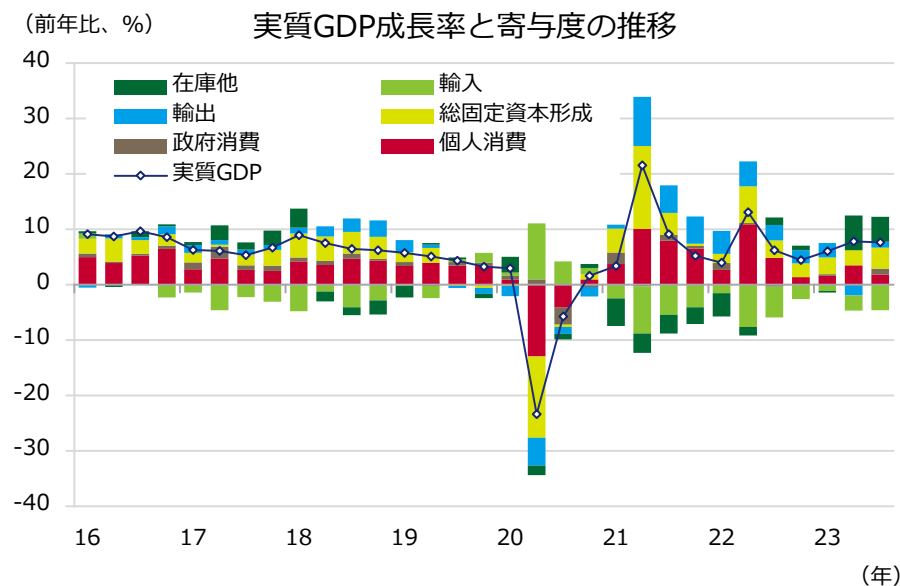


- 10月の拡大消費者物価上昇率は、前年比+4.82%（前月は+5.19%）と4カ月ぶりに上昇幅が縮小しました。昨年実施された商品流通サービス税の引き下げ効果が一巡したことにより、燃料価格の伸びが物価全体を押し上げていますが、その上昇幅はピークを付けた可能性があります。
- ブラジル中銀は11月の会合で政策金利を0.5%引き下げ、12.25%とすることを決定しました。中銀は声明文にて「現在の利下げペースはデシインフレが進む上で必要な引き締め度合いを確保できるペースである」と述べています。足元の物価上昇率は目標レンジの上限（2023年は4.75%）を上回っているものの、コア物価上昇率は減速が続いている中、0.5%の利下げを継続するものとみられます。
- GDPと相関の高い経済活動指数は、前年比で見ると足元は2023年前半に比べて低い水準となっています。また、9月のサービス部門成長率は前年比で▲1.2%と低下基調にあります。2023年前半のブラジルGDPは、大豆等の豊作による農業部門の好調から予想を上回る伸びとなっていました。7-9月期GDPについてはサービス業を中心に伸びが鈍化する可能性に留意が必要です。

CPI上昇率は減速が続き、追加利上げの可能性は低いとみられる



期間：2018年1月～2023年10月（月次、消費者物価上昇率）（年/月）
 2018年1月1日～2023年11月30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：2016年1-3月期～2023年7-9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

- 10月のCPIは前年比+4.87%と、前月（同+5.02%）から減速しました。物価が中銀の物価目標レンジ（2～6%）内に収まっている中、12月の会合での追加利上げの実施可能性は低いとみられます。一方で、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、物価の動向次第では現在の引き締め的な政策金利水準が長期化する可能性に留意が必要です。
- 7-9月期の実質GDP成長率は、前年比+7.6%と市場予想の+6.8%を上回る伸びとなりました。2024年の総選挙に向けた政府の資本支出や、好調な製造業などが伸びをけん引しました。個人消費については前期から伸びが鈍化しており、急激な食料価格の上昇によって裁量支出が圧迫されたとみられます。

▶ Chapter 3
市場動向

市場動向の概況

✓ 当面の相場想定

ダウ・ジョーンズ
工業株価平均

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は残る見込みです。市場で浮上しつつある来年前半の利下げ観測は時期尚早とみられ、長期金利の上昇が再開する可能性には依然留意が必要です。

日経平均株価

これまでの円安や相対的に堅調な国内景気を背景に、良好な企業収益が株価の支えになるとみられます。デフレ脱却や東証の要請などを受けた企業の資本効率改善への期待から、海外投資家による買いが続く可能性があります。

米国10年国債利回り

金利上昇に伴う景気への下押し圧力、国債増発に伴う需給悪化懸念の後退などは金利低下要因と考えられます。一方、米景気の軟着陸期待や、来年前半の利下げ観測は時期尚早とみられることを鑑みれば、金利は当面下げ止まりを見込みます。

日本10年国債利回り

日銀の国債買い入れや国内債券の需給が引き締まる可能性などは、金利低下要因と考えられます。一方、国内物価上昇圧力の高まりや、日銀のさらなる金融政策正常化を巡る思惑などを鑑みれば、金利は当面下げ止まりを見込みます。

ドル/円

FRBの利上げ停止観測や、日銀のさらなる金融政策正常化を巡る思惑などは、ドルの下落要因と考えられます。一方、米景気の軟着陸期待などから、ドルは対円でレンジ推移を予想します。

✓ 相場見通し(今後1カ月)

	ダウ・ジョーンズ 工業株価平均	日経平均株価	米国10年国債利回り	日本10年国債利回り	ドル/円
予想レンジ	35,000~37,000ドル	32,500~34,500円	4.0~4.5%	0.6~0.9%	145~150円

マーケット・オーバービュー

		11月 末値	騰落率 (%、債券は変化幅)						11月 末値	騰落率 (%)				
			1ヵ月	3ヵ月	1年	3年				1ヵ月	3ヵ月	1年	3年	
株式	ダウ・ジョーンズ工業 株価平均	35,950	+8.77	+3.54	+3.94	+21.30	為替 (対ドル)	ユーロ	1.09	+2.96	+0.42	+4.63	▲8.71	
	ドイツDAX指数	16,215	+9.49	+1.68	+12.63	+22.00		英ポンド	1.26	+3.88	▲0.39	+4.69	▲5.25	
	日経平均株価	33,486	+8.52	+2.66	+19.73	+26.68		豪ドル	0.66	+4.23	+1.87	▲2.70	▲10.06	
	MSC I エマージング マーケットインデックス	987	+7.86	+0.69	+1.52	▲18.09		ブラジルリアル	4.92	+2.33	+0.67	+5.34	+8.32	
REIT	米国REIT (配当込み)	21,976	+11.86	+0.74	▲2.79	+11.13		人民元	7.14	+2.53	+1.75	▲0.60	▲7.80	
	国内REIT	1,845	+1.62	▲2.47	▲6.32	+9.33		インドルピー	83.42	▲0.25	▲0.98	▲2.52	▲11.28	
	国内REIT (配当込み)	4,455	+1.91	▲1.84	▲2.41	+22.54		ドル	148.20	▲2.29	+1.83	+7.34	+42.08	
	豪州REIT (配当込み)	941	+10.89	▲4.54	+0.62	+7.46		ユーロ	161.37	+0.59	+2.25	+12.30	+29.70	
債券 利回り	米国 (10年)	4.33 %	▲0.60	+0.22	+0.72	+3.49		為替 (対円)	英ポンド	187.08	+1.48	+1.43	+12.36	+34.62
	米国ハイイールド債券	8.51 %	▲0.93	+0.05	▲0.08	+3.25			豪ドル	97.89	+1.83	+3.72	+4.44	+27.78
	日本 (10年)	0.66 %	▲0.29	+0.02	+0.41	+0.63	ブラジルリアル		30.12	+0.13	+2.57	+13.21	+54.75	
	ドイツ (10年)	2.45 %	▲0.36	▲0.02	+0.52	+3.02	人民元		20.77	+0.18	+3.60	+6.65	+31.00	
						インドルピー	1.77		▲2.62	+0.56	+3.76	+25.87		

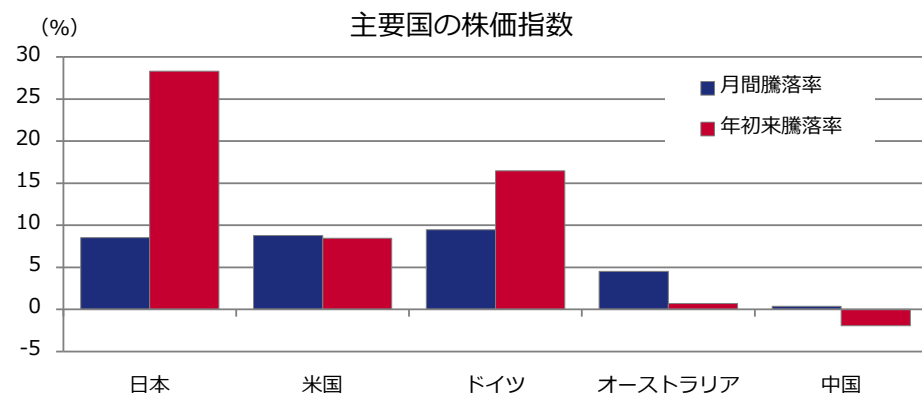
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) 株式およびREITの前月末値は小数点以下切り捨てて表示。

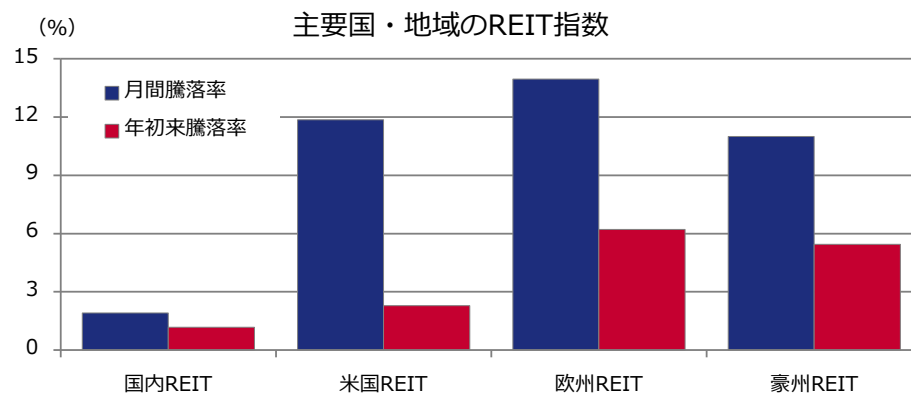
(注) 国内REIT：東証REIT指数、米国REIT：FTSE NAREIT オール・エクイティ・REIT・インデックス、豪州REIT：S&P 豪州 REIT インデックス。全て現地通貨ベース。

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

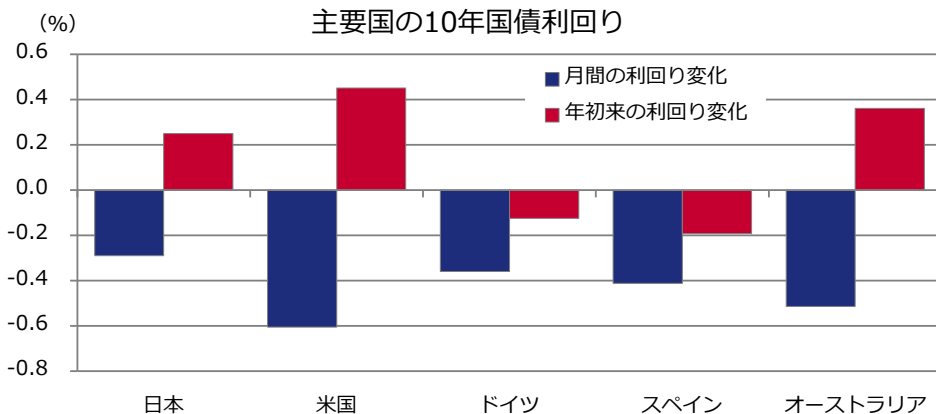
前月のまとめ



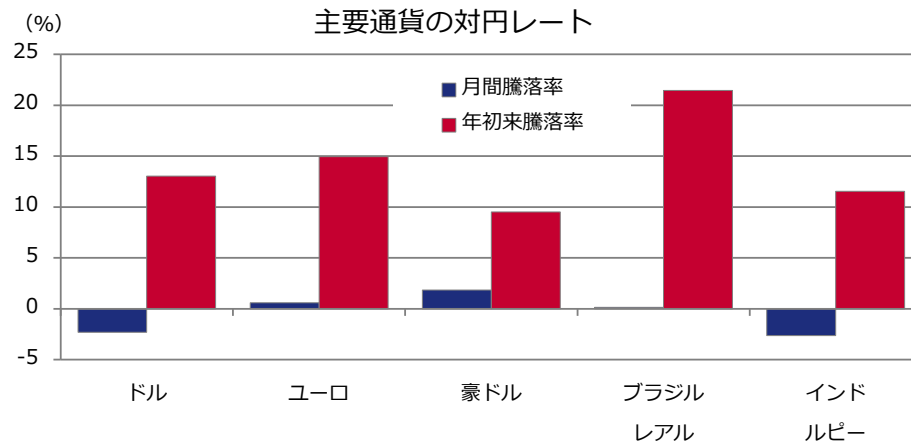
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年11月の1か月間、年初来：2022年12月末から2023年11月末の期間
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株値平均
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数
 【中国】上海総合指数



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：2023年11月の1か月間、年初来：2022年12月末から2023年11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：2023年11月の1か月間、年初来：2022年12月末から2023年11月末の期間



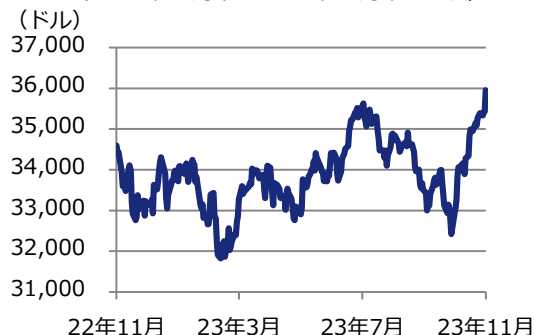
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年11月の1か月間、年初来：2022年12月末から2023年11月末の期間

米国株式

■ 前月の相場動向

- 11月の『米国株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、FOMC（米連邦公開市場委員会）で追加利上げが強く示唆されなかったことなどから長期金利が大幅に低下する中、ハイテク株などが買われ、上昇しました。中旬は、CPI（消費者物価）の伸び鈍化から長期金利が一段と低下し、株価は上昇しました。下旬も、長期金利低下からリスク選好が改善し、月末にはヘルスケア株などが買われたこともあって、株価は一段と上昇しました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均
(2022年11月末～2023年11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	・早期利下げ観測の後退

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は残る見込みです。11月は長期金利が大幅に低下し、リスク選好の改善から株価は大幅に上昇しました。市場では、来年前半にも利下げに転じるとの見方が浮上しました。ただし、こうした見方は時期尚早とみられ、FRBが長期金利低下を受けて金融環境が必要以上に緩和したと判断し、追加利上げを改めて検討する可能性などに留意が必要です。

■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：35,000～37,000ドル

国内株式

■ 前月の相場動向

- 11月の『国内株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、国内企業決算発表が本格化する中、内外長期金利の大幅低下や円安を受けてリスク選好が改善し、上昇しました。中旬は、米CPIの伸び鈍化が好感されて大幅に上昇しました。ただし、米CPI発表後の円高進行が上値を抑制しました。下旬も米国株高が支えとなったものの、円高や高値警戒感などから、株価はおおむね横ばい圏で推移しました。

日経平均株価

(2022年11月末～2023年11月末：日次)



※日経平均株価を使用

■ 今後の見通し

上昇要因	・良好な企業収益
下落要因	・日銀の金融政策正常化観測

内外長期金利や企業収益の動向を注視

これまでの円安や相対的に堅調な国内景気を背景に、良好な企業収益が株価の支えになるとみられます。ただし、日銀によるマイナス金利解除など、金融政策正常化観測が重しになるとみられます。11月は海外投資家による日本株の買いが再び強まりました。日本のデフレ脱却や、東証による資本コストや株価を意識した経営対応要請への企業側の対応への期待感が背景とみられます。11月は大手メーカーによるグループ企業の株式売却や、大型のMBO（マネジメントバイアウト、経営陣が参加する買収）による非上場化計画が発表されました。これらは資本効率改善に向けた企業対応の一環と考えられます。

■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：32,500～34,500円

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

欧州株式

■ 前月の相場動向

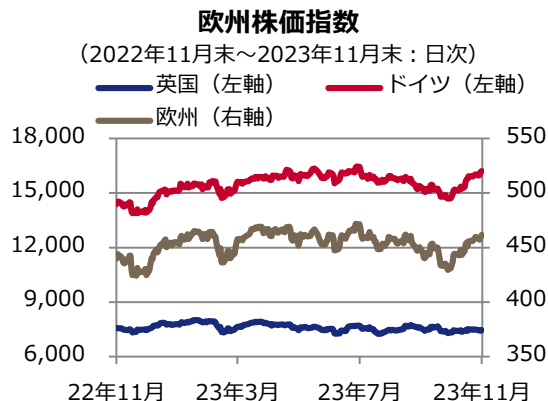
- 11月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は上昇しました。
- 上旬は、FOMCやユーロ圏のインフレ鈍化を受けた米欧長期金利の低下に伴いリスク選好が改善し、上昇しました。一部の欧州企業決算も好感されました。中旬以降は、米欧長期金利が一段と低下する中、株価は上昇しました。月末には、ドイツやスペインのインフレ鈍化から、ECB（欧州中央銀行）の早期利下げ観測が強まったことも支えとなりました。

■ 今後の見通し

上昇要因	・ ECBの利上げ停止観測
下落要因	・ これまでの利上げによる景気・企業業績への下押し圧力が強まる可能性

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：15,500～17,000



※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

インフレ鈍化を受けて欧州の消費が持ちこたえとの見方が支えとなるものの、これまでの利上げで、景気・企業業績への下押し圧力が強まる可能性には留意が必要です。ユーロ圏のインフレ率は11月にかけて事前予想を上回るペースで鈍化し、市場では来年前半にもECBが利下げに踏み切るとの見方が浮上しています。米国に比べてユーロ圏景気が軟調に推移していることもあって、利下げ転換が米国よりも早期となる可能性があると考えられます。

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

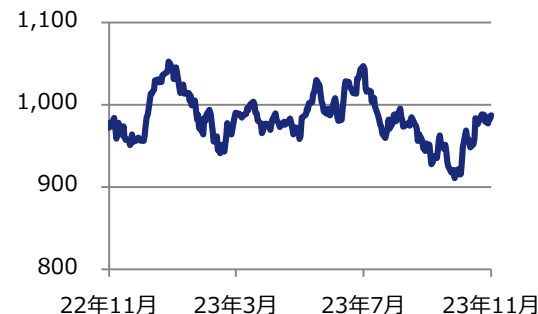
■ 前月の相場動向

- 11月の『エマージング株式市場』は上昇しました。
- 上旬は、米長期金利低下が好感されて上昇した後、弱めの経済指標を受けて中国景気への懸念が再燃し、上昇幅を縮小しました。中旬は、米CPIの伸び鈍化を受けたドル安や米金利低下が好感され、ハイテク株などが買われ上昇しました。米中首脳会談を受けた米中関係改善期待も支えとなりました。下旬は、中国の不動産支援策などへの期待が支えとなり、小幅上昇でした。

■ 今後の見通し

上昇要因	・ 中国景気が回復基調を維持するとの見方
下落要因	・ FRBの早期利下げ観測の後退

エマージング株価指数
(2022年11月末～2023年11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・ドルの動向を注視

中国景気が回復基調を維持するとの見方が支えとなる一方、今後、景気の回復基調が強まるかどうか注目されます。中国では不動産開発業者の苦境が伝わる中、不動産支援策への期待が高まっています。11月は中国人民銀行が住宅市場支援に向けて低利融資を新規に提供するとの観測が伝わりました。一連の支援策から景気が底堅さを増すかどうか引き続き注目されます。なお、米長期金利低下とドル安はエマージング資産価格の支えになるとみられます。ただし、FRBの早期利下げ観測が後退する可能性には留意が必要です。

※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。

米国REIT

■ 前月の相場動向

- 11月の『米国REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、FOMCで追加利上げが強く示唆されなかったことなどから長期金利が大幅に低下する中、上昇しました。FRB公表の銀行融資担当者調査では商業用不動産向け貸出態度の厳格化した状態が続き、融資需要も弱めにとどまったことが明らかとなりました。中旬は、CPIの伸び鈍化から長期金利が一段と低下し、上昇しました。下旬も、長期金利低下が好感され、上昇しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 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 FRBの早期利下げ観測の後退



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

米長期金利と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は残る見込みです。11月は米長期金利低下を受けて米国REITは大幅に上昇しました。ただし、FRBの早期利下げ観測が後退する可能性には留意が必要です。また、FRB公表の銀行融資担当者調査では、商業用不動産市場を巡る環境が、資金調達と需要の両面で引き続き厳しいことが示されました。オフィス市況の回復が引き続き見通しにくい環境下、商業用不動産市場の動向に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

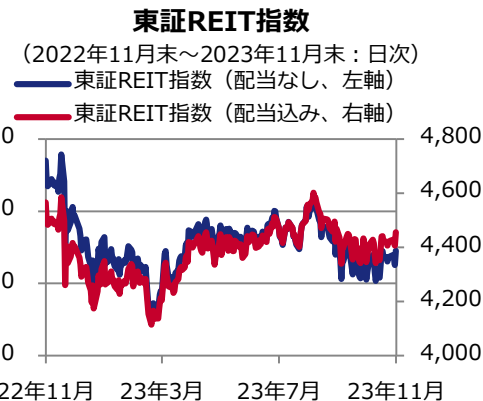
J-REIT

■ 前月の相場動向

- 11月の『J-REIT市場』は上昇しました。ただし、月間を通じて狭いレンジ圏にとどまりました。
- 日銀が10月末に長短金利操作（YCC）の運用をさらに柔軟化したものの、上旬は小幅下落にとどまりました。中旬以降は、内外長期金利が大幅に低下したことからリスク選好が改善したことや、いくつかのJ-REITが自己投資口買いを発表したことなどが好感されて、上昇しました。用途別には物流やオフィスが堅調でした。

■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 堅調な国内景気
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 日銀の金融政策正常化観測



※東証REIT指数（配当込み）を使用

国内経済活動の回復が支え

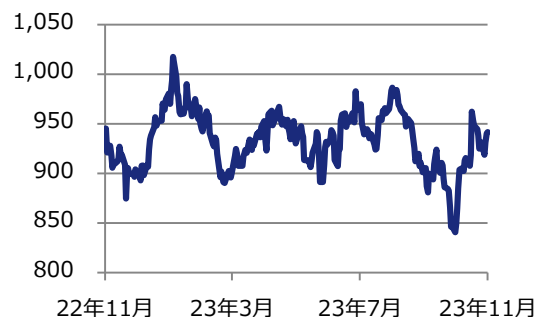
底堅い国内景気が引き続き支えになるとみられます。インバウンド観光需要は円安もあって堅調に推移する見込みです。長短金利操作（YCC）を巡る政策修正が相次ぐ中、マイナス金利の解除など日銀の金融政策正常化には引き続き注意が必要です。なお、10月の都心5区のオフィス空室率は4カ月連続で低下しました。大量供給が一服する中、賃料下落に歯止めがかかるとの期待もあるようです。

豪州REIT

■ 前月の相場動向

- 11月の『豪州REIT市場』は上昇しました。
- 上旬は、RBA（豪州準備銀行）が6月理事会以来の利上げを行った際には、下落する場面もありましたが、米豪長期金利が低下する中、豪州REIT市場は上昇しました。中旬は、米CPIの低下を受けた米国の早期利下げ観測から米長期金利が低下する中、豪州REIT市場は上昇しました。下旬は、豪州長期金利の低下が一服する中、下落したものの、月末にかけて下げ幅を縮めました。

豪州REIT
(2022年11月末～2023年11月末：日次)



※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	・ 底堅い豪州の消費
下落要因	・ RBAの金融引き締め長期化

もみ合いの展開を見込む

RBAは11月、6月理事会以来の利上げを実施しました。金融引き締めの長期化は、金利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。一方、豪州の消費は、一部には高金利の影響が出始めているものの、高い人口増加率に支えられ、底堅さがうかがえます。また、世界的な長期金利上昇一服が豪州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る展開を見込みます。

出所：ブルームバークのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米国債券

■ 前月の相場動向

- 11月の『米国債券市場（10年国債）』は上昇（金利は低下）しました。
- 上旬は、FOMCを受けて追加利上げ観測が後退したことや、米国債需給悪化を巡る懸念の緩和、雇用者数の伸び下振れなどから金利は低下しました。中旬は、米CPIの伸び下振れや、米労働需給の緩和を示唆する指標などから低下しました。下旬は、FRB理事の発言を受けて早期利下げの可能性が意識される中、低下しました。

■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 米景気の軟着陸期待 根強いインフレを巡る懸念
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げなどに伴う景気への下押し圧力 国債増発に伴う需給悪化懸念の後退

■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：4.0～4.5%



金利は下げ止まりへ

これまでの利上げなどで景気に下押し圧力がかかりつつあることや、国債増発に伴う需給悪化を巡る過度な懸念の後退などは金利の低下要因と考えられます。一方で、米景気の軟着陸期待などを鑑みれば、金利は当面下げ止まりを見込みます。金融政策を巡っては、FRBのウォラー理事は11月下旬の講演で、インフレが低下方向に向かっているとの確信が持てれば、政策金利を下げ始めることができると述べました。市場では、早期の利下げ観測が浮上しました。もっとも、大幅な金利低下に伴う金融緩和効果で、インフレ圧力が再燃する可能性などを鑑みれば、来年前半の利下げ観測は時期尚早と考えられます。

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

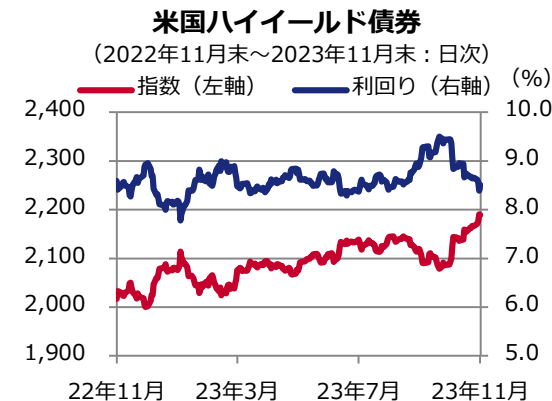
米国ハイイールド債券

■ 前月の相場動向

- 11月の『米国ハイイールド債券市場』は上昇しました。
- 上旬は、FOMCを受けて追加利上げ観測が後退したことなどから上昇しました。その後、FRBのパウエル議長の講演での発言がタカ派的と受け止められ、高金利継続が再び意識される中、上昇幅は縮小しました。中旬は、米CPIの伸び下振れなどに伴う米長期金利の低下や、リスク選好の動きなどから上昇しました。下旬は、FRBの早期利下げの可能性が意識される中、上昇しました。

■ 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の早期利下げ観測の後退 これまでの利上げなどに伴う景気への下押し圧力



※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の金融政策や米景気動向などを注視する展開

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。金融政策を巡っては、FRBのウォラー理事は11月下旬の講演で、インフレが低下方向に向かっているとの確信が持てれば、政策金利を下げ始めることができると述べました。市場では、来年前半にも利下げに転じるとの見方が浮上しました。もっとも、大幅な金利低下に伴う金融緩和効果で、インフレ圧力が再燃する可能性などを鑑みれば、こうした見方は時期尚早と考えられます。FRBの早期利下げ観測が後退する可能性は、相場を下押しする要因として警戒が必要です。

国内債券

■ 前月の相場動向

- 11月の『国内債券市場（10年国債）』は上昇（金利は低下）しました。
- 上旬は、10年国債入札の結果で堅調な需要が確認できたことや、米長期金利の低下などを背景に、国内長期金利は低下しました。中旬は、米CPIの伸び下振れなどに伴い米国債が買われたことや、国内景気への懸念などから金利は低下しました。下旬は、国内債券需給の引き締まりが意識されたことや、FRBの早期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	<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"> 日銀の国債買入れ 国内債券の需給引き締まりが意識されること

金利は下げ止まりへ

日銀の国債買入れや国内債券の需給引き締まりが意識される可能性などは、金利の低下要因と考えられます。一方、国内の物価上昇圧力の高まりや、日銀のさらなる金融政策正常化を巡る思惑などを鑑みれば、金利は当面下げ止まりを見込みます。金融政策を巡っては、市場ではYCCの撤廃や、マイナス金利政策の解除観測は根強いものの、日銀は依然慎重な姿勢です。日銀の植田総裁は、賃金と物価の好循環が強まっていくのかという点に関して、不確実性が高いとの見方を示しています。賃金と物価の好循環を見極めるうえでは、24年の春闘が重要ですが、特に中小企業を含めた今後の賃上げ動向が注目されます。

■ 1カ月の予想レンジ

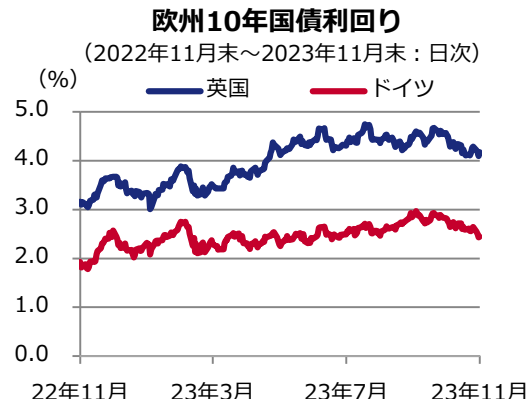
日本10年国債利回り：0.6～0.9%

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

- 11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。
- 上旬は、米長期金利の低下や、ドイツ鉱工業生産指数が予想以上に落ち込み欧州景気の悪化が懸念されたことなどから金利は低下しました。中旬から下旬は、米CPIの伸び下振れやFRBの早期利下げ観測などに伴い米長期金利が低下したことや、ユーロ圏のインフレ鈍化基調が意識されたことなどから、金利は低下しました。



■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 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への下押し圧力

金利はレンジ内の推移を予想

ECBのインフレへの警戒感は根強く、高金利を維持する可能性などが金利の上昇要因と考えられます。一方、これまでの利上げなどに伴う景気への下押し圧力などを鑑みれば、金利はレンジ内の推移を予想します。ECBは11月に半期に一度の金融安定報告を公表しました。その中で、銀行貸出の不良債権比率は、23年前半は2%をやや上回る程度の低水準で推移したものの、損失が増える初期の兆候がみられた旨を指摘しました。企業と個人向け貸出でデフォルト率が既に上昇し始めたことと報告されており、今後の動向には留意が必要です。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：2.2～2.7%

ドル

■ 前月の相場動向

- 11月のドルは、対円で下落しました。
- 上旬は、FOMCを受けた追加利上げ観測の後退や、非農業部門雇用者数の伸び下振れなどから円高・ドル安が進展しました。しかしその後、FRBの高金利継続への見方が意識される中、ドルの下落幅は縮小しました。中旬から下旬は、米CPIの伸び下振れや、FRBの早期利下げ観測などに伴う米長期金利の低下、米景気減速への懸念などから下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	・ 米景気の軟着陸期待
下落要因	・ FRBの利上げ停止観測 ・ 日銀のさらなる金融政策正常化を巡る思惑

対円でレンジ推移を予想

FRBの利上げ停止観測や、日銀のさらなる金融政策正常化を巡る思惑は、ドルの下落要因と考えられます。一方、米景気の軟着陸期待などを鑑みれば、ドルは対円でレンジ推移を予想します。米金融政策を巡っては、11月下旬にFRB高官の発言を受けて、市場では早期の利下げ観測が浮上しました。もっとも、大幅な米長期金利低下に伴う金融緩和効果で米インフレ圧力が再燃する可能性などを鑑みれば、こうした見方は時期尚早とみられます。

今後1カ月の見通し

(対円)



■ 1カ月の予想レンジ

ドル/円：145～150円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 11月のユーロは、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、米追加利上げ観測の後退や、米経済指標の下振れなどからドル安圧力が強まり、上昇しました。その後は、ユーロ圏景気への懸念などを背景に、上昇幅は縮小しました。中旬は、米CPIの伸び下振れや米長期金利の低下などからドル安が進展し、上昇しました。下旬は、ユーロ圏のインフレ鈍化基調が意識され、月末に下落しました。



■ 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 ・ ECBがFRBよりも早期利下げに転じる可能性

レンジ推移を見込む

ECBのインフレへの警戒感根強く、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。ECBのラガルド総裁は11月下旬の講演で、ユーロ圏のインフレ圧力は緩和しているものの、物価上昇との戦いは終わっていないと述べ、インフレへの警戒姿勢を示しました。もっとも、ユーロ圏景気への懸念がくすぶる中、ECBがFRBよりも早期利下げに転じる可能性があり、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

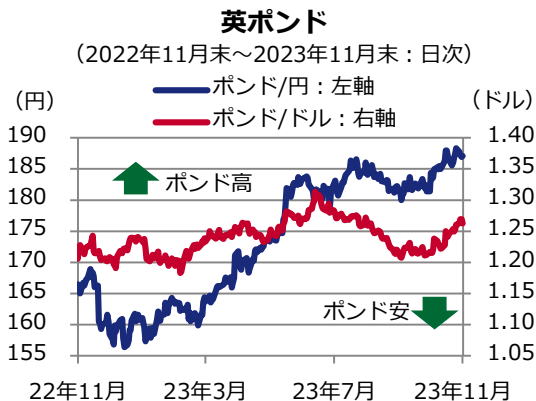
ユーロ/ドル：1.07～1.10ドル

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

- 11月の英ポンドは、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、米追加利上げ観測の後退や、米経済指標の下振れ、英中銀が11月会合でインフレ動向を注視し続けるとの姿勢を示したことなどから、上昇しました。中旬は、米CPIの伸び下振れなどを受けて、上昇しました。下旬は、英景況感が改善し、英中銀の早期利下げ期待が後退したことなどから、上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 米長期金利のピークアウト 英中銀が高金利を維持する可能性
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 賃金上昇率の鈍化 英景況減速懸念の強まり

レンジ圏での推移を見込む

米長期金利がピークアウトしつつあることや、英中銀がインフレ警戒姿勢を維持し、政策金利をしばらく高水準で維持するとみられることは、ポンドを押し上げるとみられます。一方、7-9月期の英GDPはほぼ横ばいも、内需は冴えず、金融引き締めによる景気への下押し圧力が懸念されます。また、英賃金上昇率が鈍化していることもポンドを押し下げるとみられます。かかる中、ポンドはレンジ圏での推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



人民元

■ 前月の相場動向

- 11月の人民元は、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、中国製造業の景況感悪化が嫌気されたものの、米中金利差の縮小を受けて、人民元は上昇しました。中旬は、堅調な経済統計や、中国当局が銀行へ民間企業向けの融資増加を要請したとの報道などから、中国景気の安定化観測が強まり、上昇しました。下旬は、中国人民銀行が、追加の金融緩和を示唆した一方で、景気の安定化を見込む向きが強まり、上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 中国景気の安定化への期待
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 中国人民銀行による金融緩和

レンジでの推移を見込む

中国当局は追加財政政策や、民間企業に対する貸出目標設定など、景気支援に動いています。中国経済の安定化が人民元の上昇要因になると考えます。もっとも、追加財政や地方政府の債務処理に伴う国債の増発に対応すべく、中国人民銀行が資金供給の増加と利下げに動く可能性があり、その場合は、人民元の下押し圧力となります。こうした材料が交錯するなか、レンジでの推移を見込みます。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

豪ドル

■ 前月の相場動向

- 11月の豪ドルは、対米ドルで上昇しました。
- 上旬は、高インフレ継続への懸念から、RBAが6月以来の利上げを実施するとの観測から上昇して始まりまし。利上げは実施されたものの、一段の利上げに対しては慎重姿勢を示したため、理事会後は上げ幅を縮めました。中旬以降は、軟調な豪州の経済統計が嫌気される場面もありましたが、ドル安が進行する中、豪ドルは上昇しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> RBAのタカ派化 中国景気の回復期待
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 豪州景気の減速懸念

上値重く推移

RBAはインフレ目標（2~3%）への回帰時期が後ずれる懸念がある場合は、追加利上げを行う可能性があります。また、中国では景気刺激策が公表され、資源需要が増加する可能性があります。こうした、RBAのタカ派化と商品市況の上昇が豪ドルの上昇要因になると考えます。一方、これまでの利上げの影響による景気減速への懸念が、豪ドルの上値を抑えると考えます。

今後1カ月の見通し

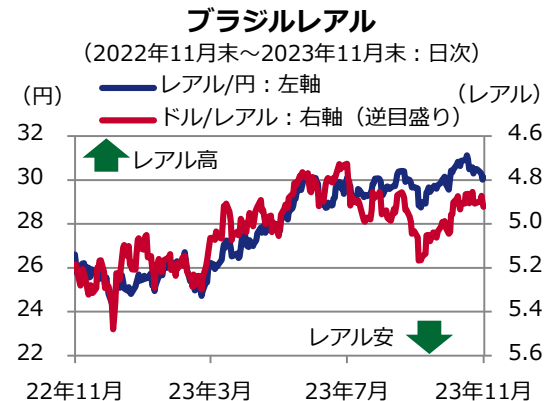
(対米ドル)



ブラジルレアル

■ 前月の相場動向

- 11月のブラジルレアル（以下、レアル）は、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、米追加利上げ観測の後退や、米経済指標の下振れを受けたドル安、国内株価の上昇などを受けて、レアルは上昇しました。中旬は、アルゼンチン大統領選の結果を受けた同国の通貨と株価の上昇につれて上昇しました。下旬は、中銀による民間金融機関の自己資本規制強化や、ドル高を受けて下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 中国景気の回復期待
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> 財政動向を巡る不透明感

上値の重い展開を見込む

ブラジル中銀の利下げ継続はレアルの重しとなる一方で、インフレの減速から実質金利が高水準にとどまることや、国内景気の回復などへの期待が支えとなる可能性があります。また、中国での景気刺激策をはじめとした資源需要の拡大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。一方で、財政赤字縮小に対する不透明感がレアルを押し下げる可能性に留意が必要です。

今後1カ月の見通し

(対ドル)

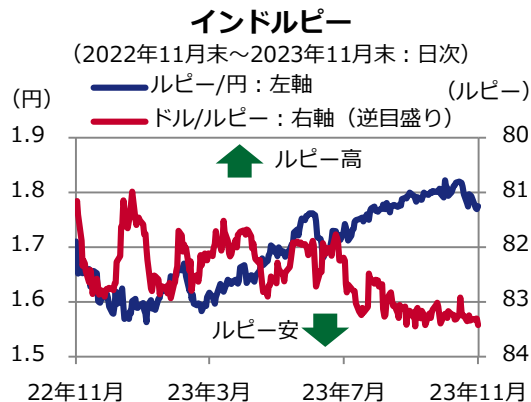


出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

インドルピー

■ 前月の相場動向

- 11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、米追加利上げ観測の後退や、米経済指標の下振れを受けたドル安からルピーは上昇しましたが、国内輸入企業のドル需要が伸びを抑えました。中旬は、米CPIが市場予想を下回ったことによるドル安からルピーは上昇する場面もあったものの、ドルの反発から押し下げられました。下旬は、ドル安が進んだものの、国内輸入企業のドル需要が根強く、もみ合いで推移しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> ・ 堅調なインド景気 ・ 軟調な原油価格動向
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> ・ 国内輸入企業などのドル需要

レンジ推移を見込む

インド国内景気が中国などと比べて堅調に推移するとの期待や、軟調な原油価格動向はルピーを下支えするとみられます。一方で、財政赤字に対する懸念や、国内輸入企業のドル需要が上値を抑える要因となっています。もっとも、ルピーは現在対ドルでの史上最安値近辺で推移していますが、FRBの追加利上げ観測の後退に伴うドル安から、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、東証REIT指数の指数値および東証株価指数、東証REIT指数にかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下「J P X」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数、東証REIT指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数、東証REIT指数にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有しています。
- MSCI エマージング・マーケット・インデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利は MSCI Inc. に帰属します。また、MSCI Inc. は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- ICE Data Indices, LLC（「ICE Data」）、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、明示又は黙示のいずれかを問わず、インデックス、インデックス・データ、及びそれらに含まれ、関連し、又は派生する一切のデータを含めて、商品性又は特定の目的若しくは使用への適合性の保証を含む一切の表明及び保証を否認します。ICE Data、その関係会社又はそれらの第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データ若しくはそれらの構成要素の適切性、正確性、適時性又は完全性について、なんら損害賠償又は責任を負わず、インデックス、インデックス・データ及びそれらの全ての構成要素は、現状有姿において提供されるものであり、自らの責任において使用いただくものです。ICE Data、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、アセットマネジメントOne（株）又はその製品若しくはサービスを後援、推薦又は推奨するものではありません。
- FTSE®は、London Stock Exchange Group 企業が所有する商標であり、ライセンスに基づき FTSE International Limited によって使用されています。FTSE のインデックスおよび FTSE の格付けに関する全ての権利は FTSE およびライセンサ各社に帰属します。FTSE およびライセンサ各社は FTSE のインデックスおよび FTSE の格付けまたは基礎データに関する瑕疵または不作為に対して如何なる責任も負いません。また、何人も本媒体に含まれる FTSE のインデックス、格付け、または基礎データに依存することは許されません。書面に基づく FTSE の同意がない限り FTSE のデータを再配信することは許されません。FTSE は本媒体の内容について販売促進や出資、保証することはありません。
- ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P 500 種株価指数、S&P 豪州 REIT インデックスは、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC またはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングス LLC またはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- ドイツ DAX 指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利は Deutsche Börse に帰属します。
- ストックス・ヨーロッパ 600 指数及びユーロ・ストックス指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利は ストックス・リミテッド社に帰属します。
- 上海総合指数は上海証券取引所が公表する指数です。
- 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。