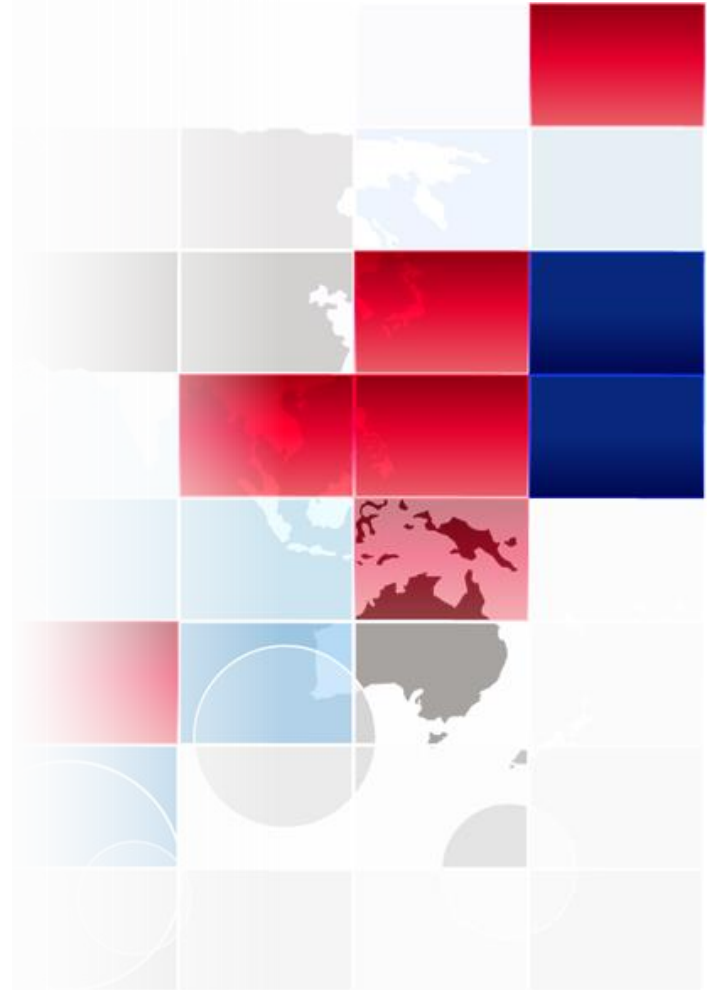

マーケット・インサイト

2023年11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
米国株式市場
日本の経済対策
中東情勢
森林破壊

▶ 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

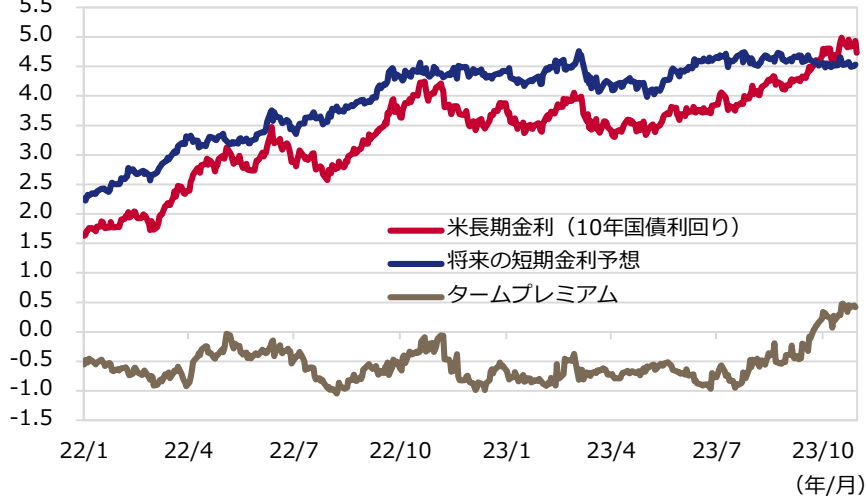
3-3 市場動向 29

株式 REIT 債券 外国為替

▶ Chapter 1
トピックス

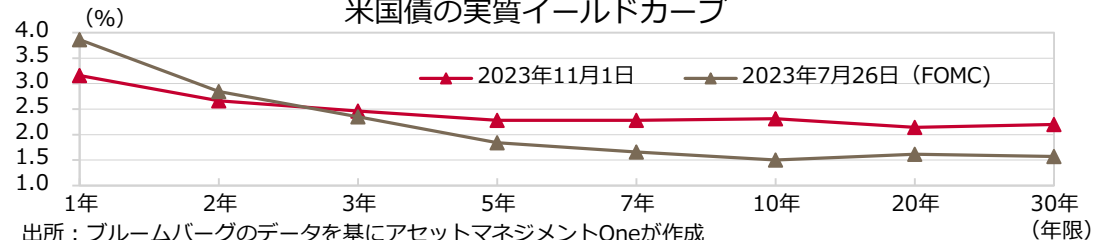
米長期金利は高水準で推移か

(%) 米長期金利・将来の短期金利予想・タームプレミアム



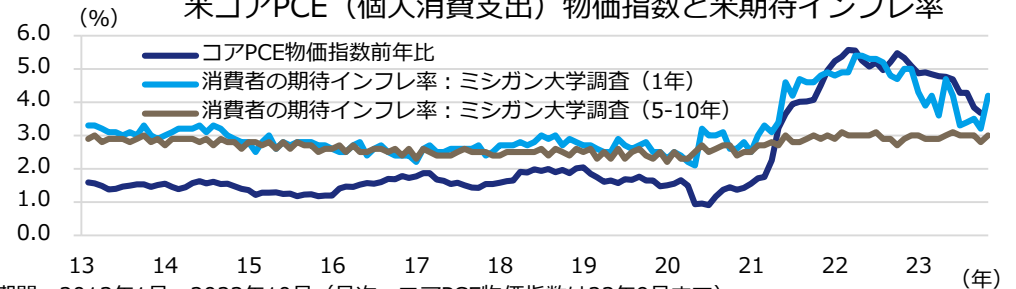
期間：2022年1月3日～2023年11月1日（日次、将来の短期金利予想とタームプレミアムは2023年10月31日まで）※長期金利は将来の短期金利予想とタームプレミアムに分解される。将来の短期金利予想とタームプレミアムはNY連銀算出
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

米国債の実質イールドカーブ



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) 実質金利は各年限の国債利回り－同BEI（ブレイク・イーブン・インフレ率）、BEIは物価連動国債が織り込む期待インフレ率

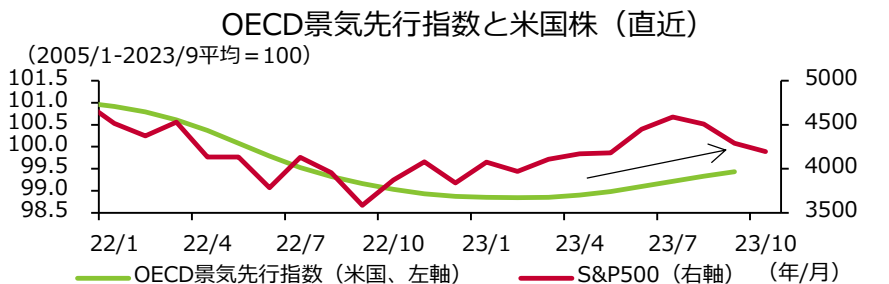
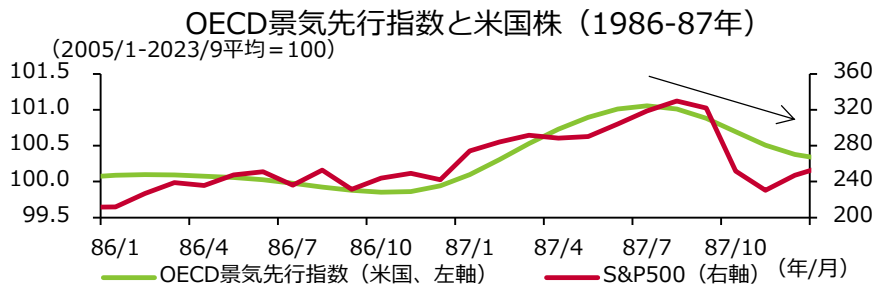
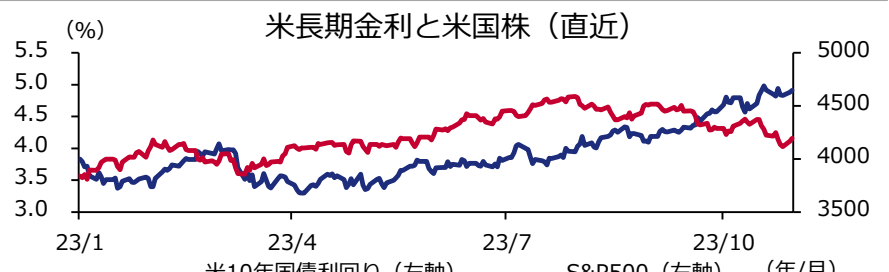
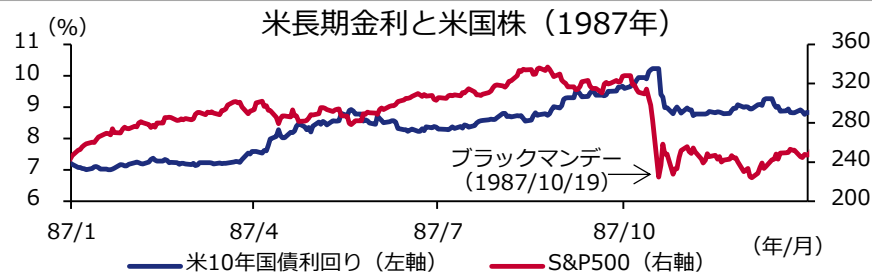
米コアPCE（個人消費支出）物価指数と米期待インフレ率



期間：2013年1月～2023年10月（月次、コアPCE物価指数は23年9月まで）
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

- 米長期金利（10年国債利回り）は10月も上昇し、一時5%超となる場面がみられました。米景気の底堅さや、FRB（米連邦準備理事会）の金融引き締め長期化観測、米財政運営への懸念などが引き続き金利上昇要因として意識されたとみられます。タームプレミアム（期間に伴う上乗せ金利）は一段と拡大しました。その後金利の上昇幅は縮小し、11月のFOMC（米連邦公開市場委員会）後に、金利低下圧力が強まりました。
- FRBは11月のFOMCで政策金利を据え置きました。パウエル議長は会見で、長期金利の上昇などに伴い金融環境が大幅に引き締まったとの認識を示しました。実際、米国債の実質イールドカーブは、前回利上げを決めた7月のFOMC時点と比較して5年以上の年限で上方シフトし、金融環境は引き締まっています。10月は、FRB高官から長期金利上昇は利上げの代わりになる旨の発言も相次いでいました。もっとも、米インフレは鈍化基調にあるものの、短期の消費者の期待インフレ率が再上昇するなどインフレへの警戒感はなくすびります。FRBは高金利を当面維持するとみられ、米長期金利は高水準で推移すると予想します。

長期金利上昇には警戒も、株価はいずれ持ち直す可能性



- 米長期金利の上昇を受けて、米国株はやや軟調に推移しています。直近の状況と類似点が多いとされる1987年は、当時のレーガン政権によるドル安容認や、財政赤字への懸念など複数の要因が重なって長期金利上昇への警戒感が強まり、株価の大幅調整に至ったとみられています。特に長期金利については、「双子の赤字」（財政赤字と経常赤字）拡大観測から、上昇が制御不能になるとの懸念が強まっていたようです。直近では米国債需給を巡る懸念はくすぶるものの、過度な財政拡張策が打ち出されているわけではなく、当時ほど警戒される状況ではないとみられます。
- また、当時の景気先行指数の動きを踏まえると、1987年の株価調整には、米景気の本質的な減速が影響したと考えられます。一方で、直近の米国景気先行指数は、緩やかながら回復傾向をたどっています。10月中旬から発表が本格化した7-9月期の企業決算では需要の先行き不透明感はまだ残りますが、S&P500採用銘柄の増益率は全体として拡大傾向にあります。長期金利の上昇には引き続き警戒が必要ですが、景気が持ちこたえる限り、株価はいずれ持ち直す可能性があるかとみています。

経済対策に所得減税案が浮上、実体経済への効果は限定的か

経済対策の柱（9月25日時点）

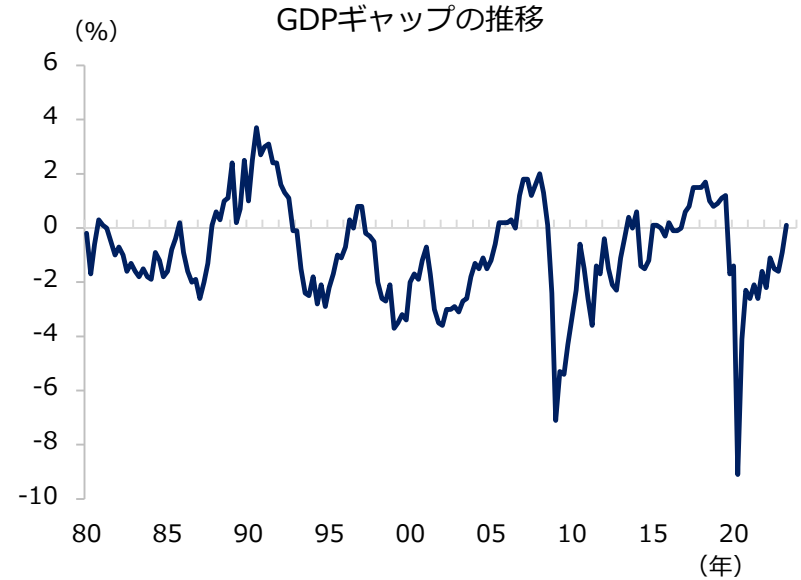
物価高から国民生活を守る
持続的な賃上げ、所得向上と地方の成長
成長力につながる国内投資促進
人口減少を乗り越え、変化を力にする社会変革
国土強靱化など国民の安心・安全

出所：首相官邸の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

検討されている所得税減税案

所得税と住民税で一人当たり計4万円の定額減税
減税は一時的措置。2024年6月から開始
住民税非課税世帯に7万円を給付

出所：各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成



期間：1980年1-3月～2023年4-6月調査（四半期）

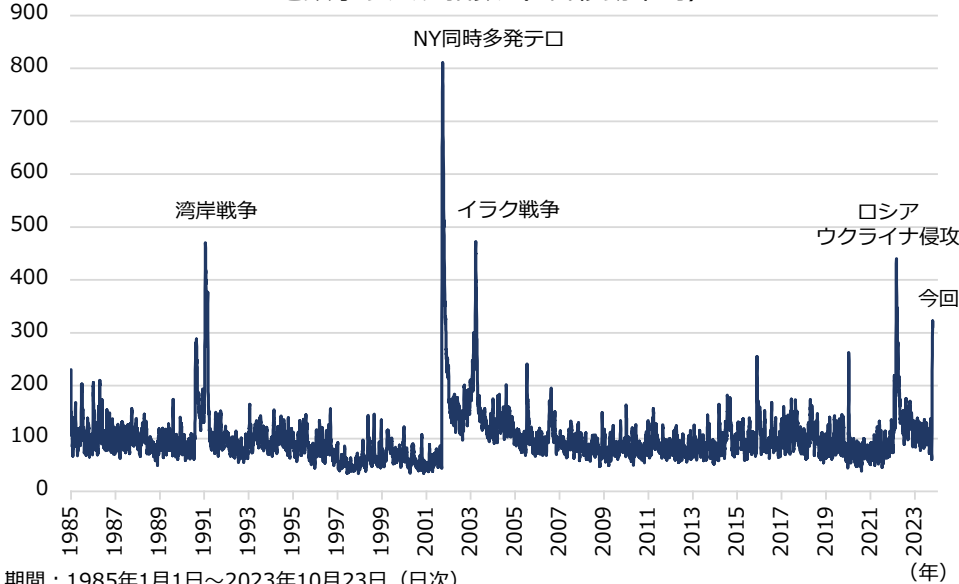
出所：内閣府のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) GDPギャップ (%) = (実際のGDP - 潜在GDP) / 潜在GDP

- 岸田首相が9月下旬に策定を指示した経済対策の柱は、日本経済が抱える課題に対応したものが中心となっていました。具体的には、①物価高対策、②賃上げ、地方の成長、③国内投資促進、④人口減少を乗り越える社会変革、⑤国土強靱化の5つです。物価が先行して上昇する中、持続的な賃上げが求められています。経済の好循環を軌道に乗せるため、その間のつなぎとして価格上昇抑制策や賃上げ支援策は重要と思われます。また、人口減少社会に対応するための成長戦略も必要性が高い項目です。
- しかしその後、内閣支持率が低迷する中、岸田首相は、国民の多くを対象とした所得減税策を行う方針を表明しました。近年の税収増を国民に還元するとしていますが、実体経済への効果は限定的とみられ、今のところ支持率向上にもつながっていないようです。むしろ、GDPギャップ（需給ギャップ）のマイナス（需要<供給）が解消する中で、税収増を消費刺激策に充てることに、反対意見もみられます。この他、予定されている防衛増税との整合性などの問題も指摘されています。衆議院議員の4年の任期が折り返しを迎える中、解散総選挙のタイミングも絡んで、今後の議論の行方や支持率への影響が注目されます。

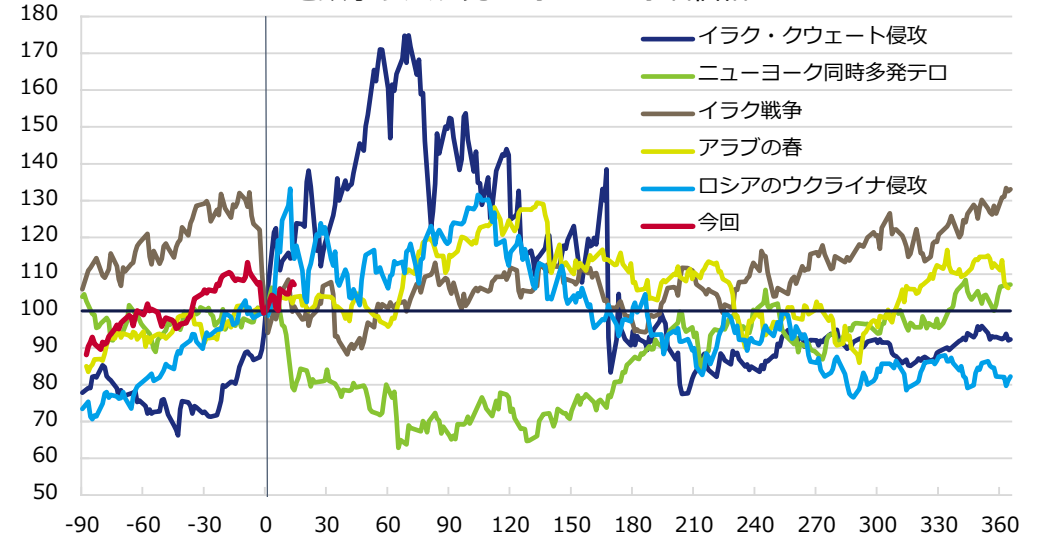
イスラエル・ハマスの衝突を巡る中東情勢と原油価格の動向

地政学リスク指数（7日移動平均）



期間：1985年1月1日～2023年10月23日（日次）
 出所：Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022) "Measuring Geopolitical Risk," American Economic Review, April, 112(4), pp.1194-1225のデータ
 (https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm) を基にアセットマネジメントOneが作成

地政学リスク発生時のWTI原油価格

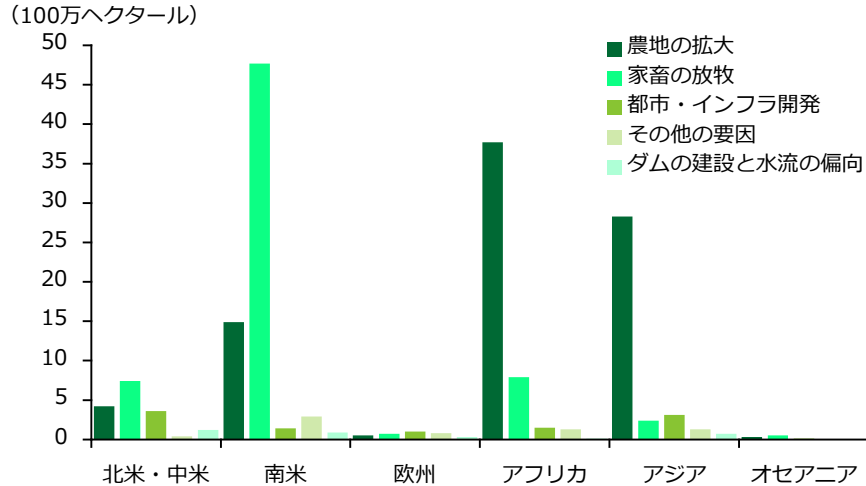


基準日：イラク・クウェート侵攻：1990年8月2日 ニューヨーク同時多発テロ：2001年9月11日（日後）
 イラク戦争：2003年3月20日 アラブの春：2010年12月17日
 ロシアのウクライナ侵攻：2022年2月24日 今回：2023年10月6日
 ※基準日（事象発生日またはその直近の市場が動いている日）を0日目とし、前90日、後365日のデータを0日目の値を100として指数化
 出所：ブルームバーグのデータをもとにアセットマネジメントOneが作成

- パレスチナ暫定自治区のガザ地区を実効支配するイスラム組織ハマスは、10月7日にイスラエルへの攻撃を開始し、これを受けイスラエル軍が報復攻撃を行いました。FRBのエコノミストらが開発した「地政学リスク指数」は、ロシアのウクライナ侵攻後以来となる300超えの高水準となりました。足元ではイスラエル軍による同地区への地上作戦拡大の報道を受けて、原油や金などの価格が一時押し上げられました。
- 一方で、過去の地政学リスクイベントと比較すると、中心となっているイスラエルが産油国でないこともあって、原油価格の上昇幅は限定的なものとなっています。ただし今後、イランなど周辺原油輸出国が、直接イスラエル情勢に関わる場合は、原油価格が大きく上振れする可能性に留意が必要です。

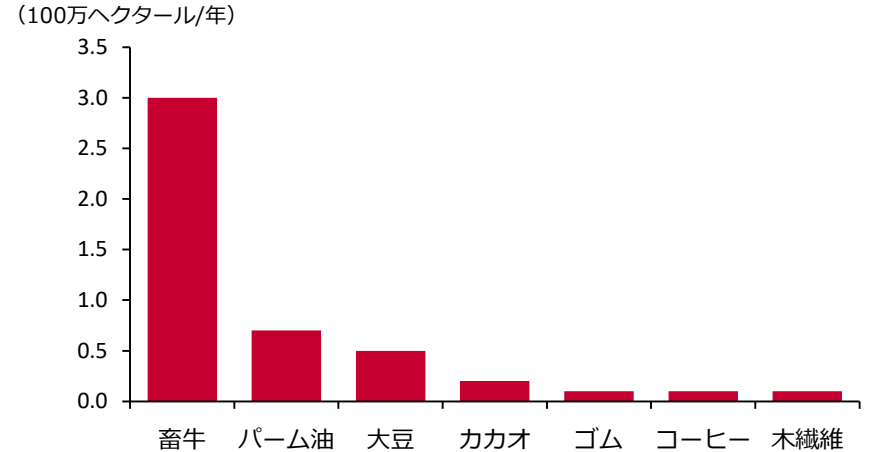
気候変動と生物多様性の双方の観点から重大な課題

地域別の森林減少の要因（2000-2018年累積）



出所:「OECD-FAO Business Handbook on Deforestation and Due Diligence agricultural Supply Chains」を基にアセットマネジメントOneが作成

コモディティの生産に起因する年あたり森林減少面積*



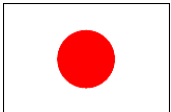



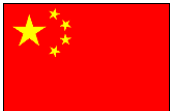



*2001~2015年の期間で算出

出所:WRI「ESTIMATING THE ROLE OF SEVEN COMMODITIES IN AGRICULTURE-LINKED DEFORESTATION: OIL PALM, SOY, CATTLE, WOOD FIBER, COCOA, COFFEE, AND RUBBER」を基にアセットマネジメントOneが作成

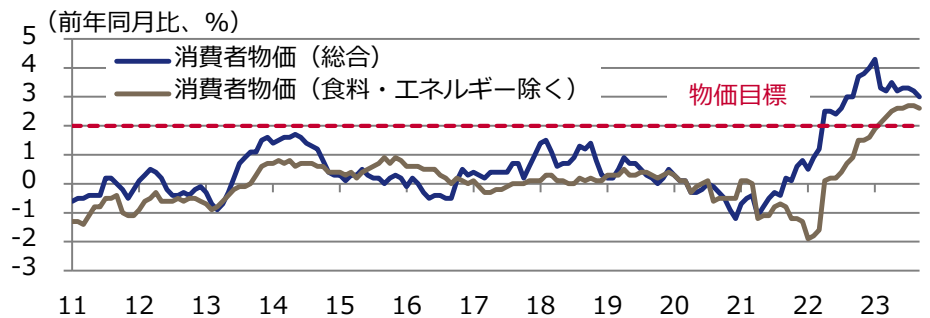
- 森林は、光合成を通じて大気中の二酸化炭素を吸収し、炭素を貯蔵することが可能です。また、森林は陸上の様々な生物の生息地としての役割を担っていることに加え、水流の調節や土壌の保全など幅広く生態系に貢献しています。そのため、森林破壊を食い止めることは、「気候変動」と「生物多様性」の双方の観点から、極めて重大な課題といえます。
- 一方、森林破壊は世界で急速なペースで進展しています。FAO（国連食糧農業機関）の調査によると2000年から2018年にかけて、1億7280万ヘクタールの森林が失われたとされています。地域別にみると南米やアフリカで多く、「農地の拡大」や「家畜の放牧」つまりコモディティの生産が減少の主因となっています。WRI（世界資源研究所）による分析では、畜牛により年間約300万ヘクタールが、パーム油の生産により年間70万ヘクタールもの森林が破壊されているとされます。
- かかる中、これらのコモディティを扱う企業は、生産過程で森林を破壊していないことを示す必要があります。既にEU（欧州連合）では、域内の企業に森林破壊の恐れがあるコモディティについて、原産地までさかのぼりトレーサビリティ（生産履歴の追跡）を確保するよう義務付けるEU規則が発効しました。今後、こうした規制が他国へと波及していくかが注目されます。

▶ 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。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"> ▶ インフレの再加速
 日本	 懸念材料はあるも底堅い推移継続	現行の政策運用を柔軟化し、早晚、正常化へ	日本経済は、急回復局面を経て、モメンタムが一服しているものの、設備投資や消費を中心に底堅く推移する見通しです。日銀は、2%の物価安定目標の達成が視野に入中、現行の金融政策の運用を一段と柔軟化しました。2024年の早いうち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が実施される可能性が高いとみられます。	<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	政策金利を据え置き	堅調な雇用やインフレの鈍化が消費を下支えするとみられます。ただし、利上げ効果の波及や消費者マインドの改善一服などを踏まえると、23年10-12月期もマイナス成長とな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、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"> ▶ エネルギー価格の上昇 ▶ 外需の減速
 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

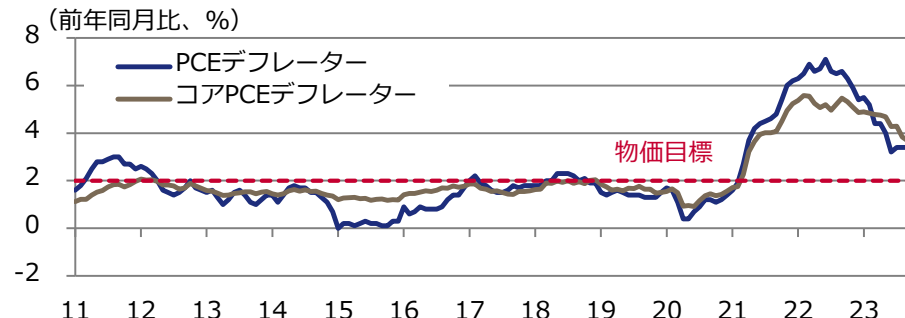
経済の概況 – 各国のインフレ率の動向

日本のインフレ率の推移



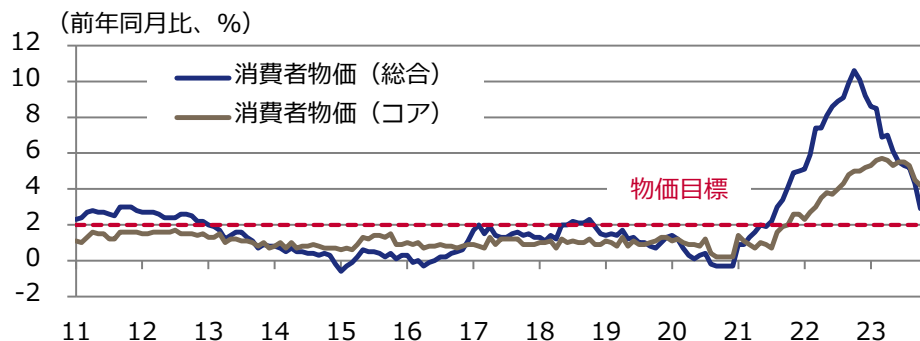
期間：2011年1月～2023年9月（月次）（年）
 出所：総務省、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) グラフは消費税率引き上げ及び幼児教育・保育無償化の影響を除いたベース

米国のインフレ率の推移



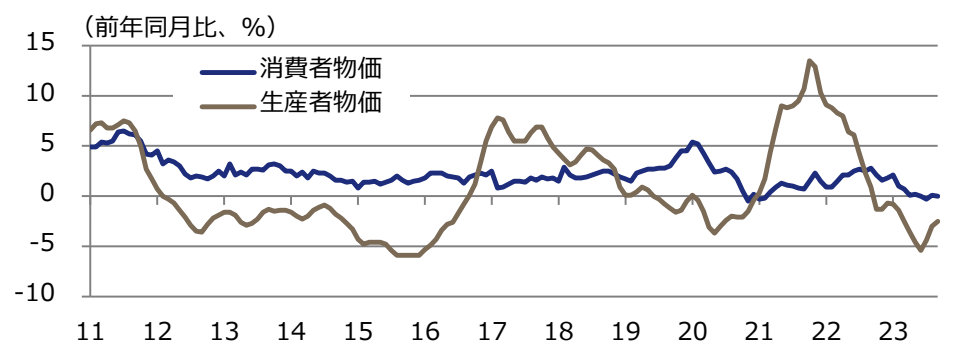
期間：2011年1月～2023年9月（月次）（年）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

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

中国のインフレ率の推移



期間：2011年1月～2023年9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）

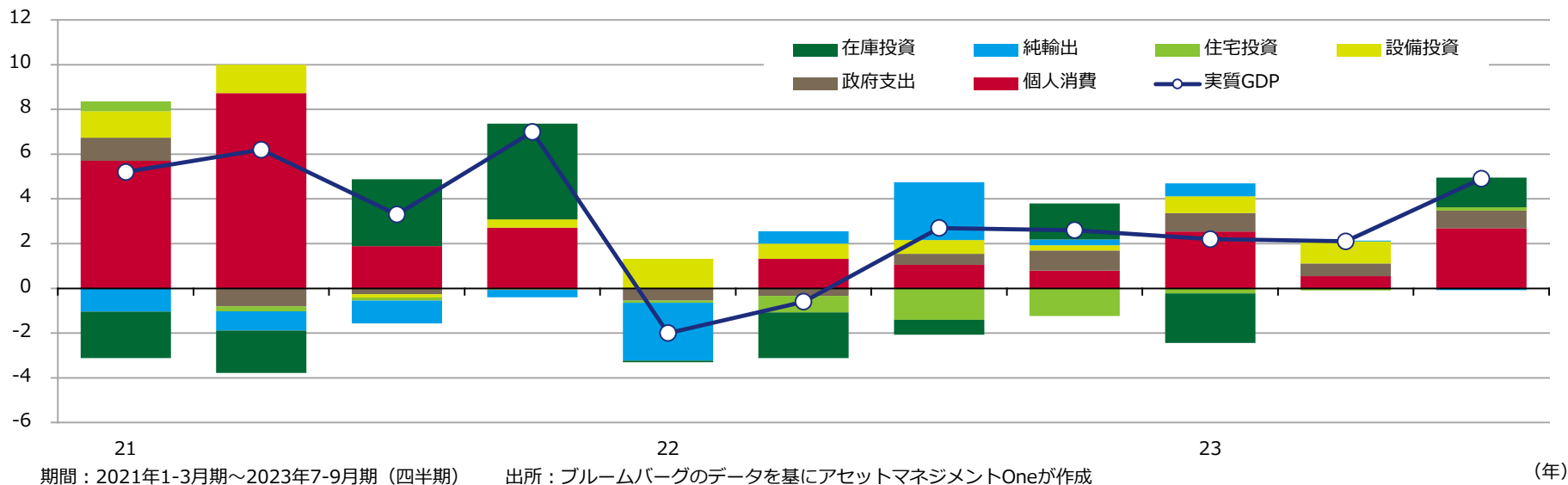
(注) 2022年の数値は推計値、2023年以降は予測値。ただし、2022年以前も一部予測値のデータを含む場合がある

() 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

7-9月期の米実質GDP成長率は、5四半期連続のプラス成長に

(前期比年率、%)

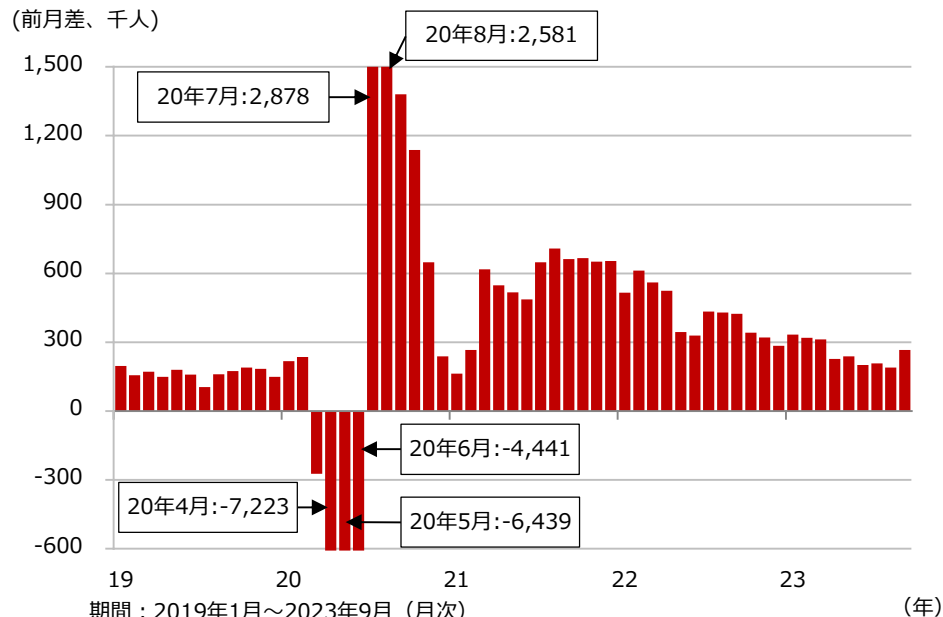
実質GDP成長率と寄与度の推移



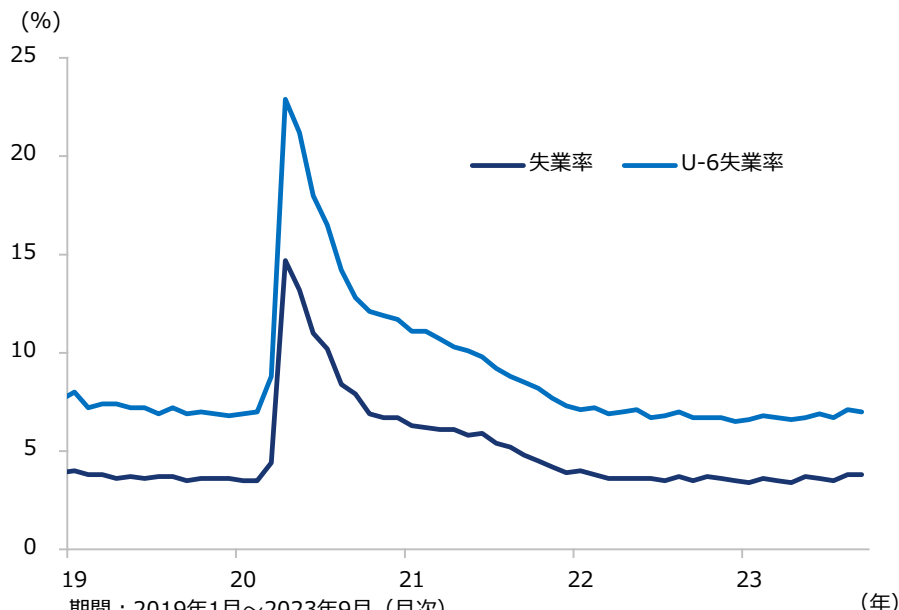
- 米国の2023年7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+4.9%と、4-6月期（同+2.1%）から加速し、高い伸びを記録しました。これで、プラス成長は5四半期連続です。
- 個人消費が大きく増加し、全体のけん引役となりました。また、住宅ローン金利が高水準にあるにも関わらず、住宅投資は増加に転じました。高金利による買い替え需要の後退で中古住宅の供給が抑制される中、その分の住宅需要が新築住宅へと流れ、住宅投資の押し上げにつながったものとみられます。対して、4-6月期に大幅なプラス寄与を記録した設備投資は、ほぼ横ばいでした。半導体工場の建設等に補助金を支給する「CHIPS・科学法」の影響がはく落していく中で、構築物投資の伸びが鈍化しました。
- 7-9月期の実質GDPの強さを鑑みれば、FRBによる大幅利上げを経てもなお、米経済は依然堅調と判断されます。今後、労働市場の軟化を通じて、個人消費が大きく減速するかが注視されます。

雇用統計は労働市場の底堅さを示唆

非農業部門雇用者数増減の推移（3カ月移動平均）

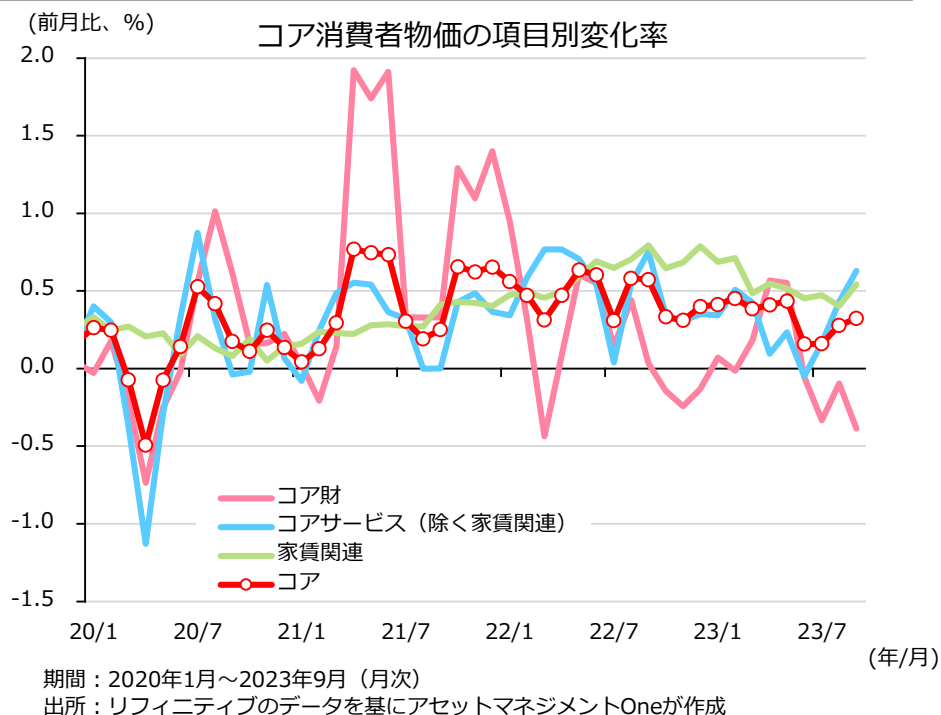
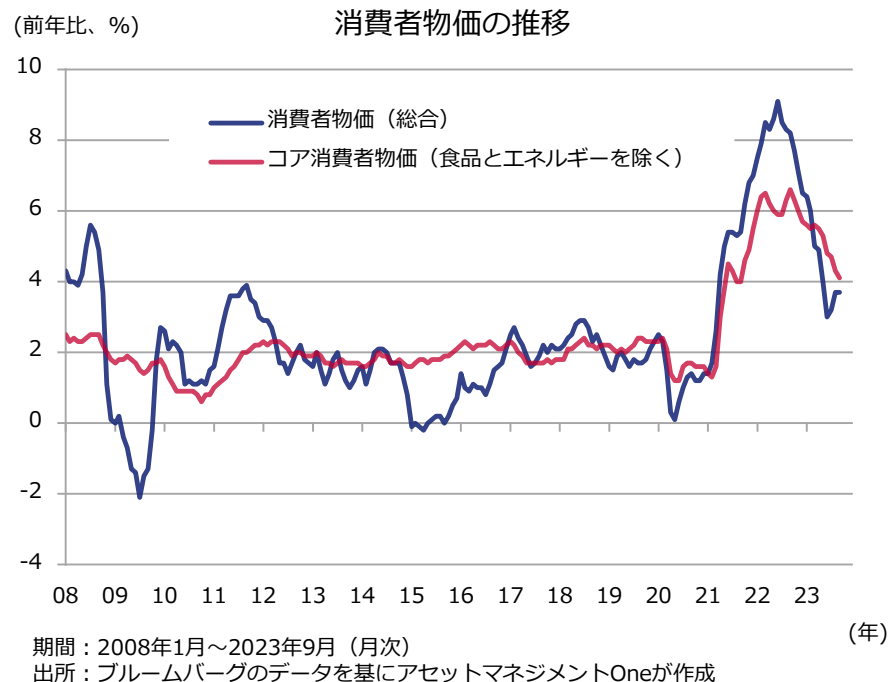


失業率



- 9月の非農業部門雇用者数は前月差+33.6万人と、8月（同+22.7万人）を上回る大幅な増加となりました。3カ月移動平均の増加数でも、9月は同+26.6万人と8月（同+18.9万人）から伸びが拡大しています。
- 9月の失業率（U-3失業率）は3.8%と、8月（3.8%）から変わらずでした。また、経済的理由によるパートタイマーなどを含むU-6失業率は7.0%と、8月（7.1%）からやや低下しました。
- 9月の雇用統計の内容は、概して米国の労働市場が依然底堅いことを示すものでした。一方で、失業保険の継続受給者数などは10月に入ってから明確に増加しているなど、労働市場の軟化を示唆する指標もあります。かかる中、労働市場は緩やかながらも減速していく見通しです。

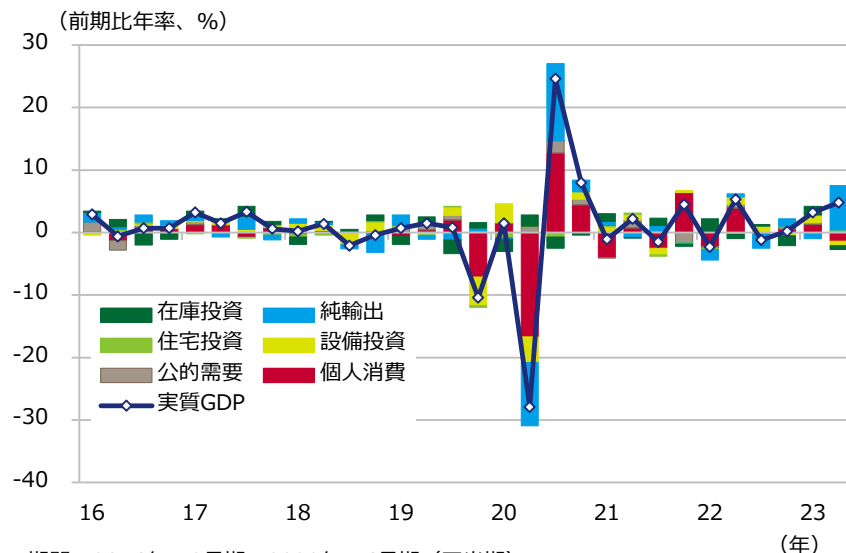
コアCPIの伸びは依然抑制されているが、帰属家賃の上昇が気になり



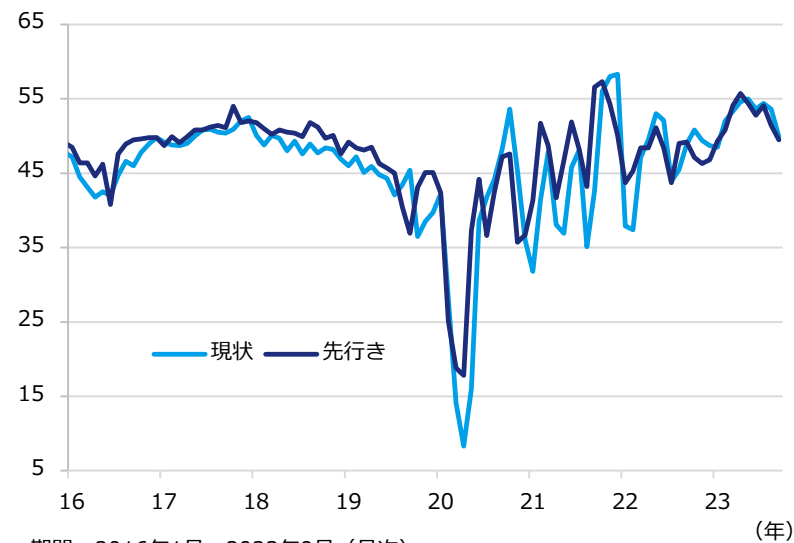
- 9月のCPI（消費者物価指数）の上昇率は前年比+3.7%と、8月（同+3.7%）と同じ伸びとなりました。一方、コアCPIは同+4.1%と、8月（同+4.3%）から低下しました。前月比ベースでみると、総合が+0.4%と8月（同+0.6%）からやや低下しました。一方、コアCPIは同+0.3%と8月（同+0.3%）と同程度の伸びとなりましたが、小数点第2位まででみると伸びがやや加速しました。
- コアCPIの前月比の伸びの内訳をみると、中古車・トラックなどを中心とした財価格の低下が、コアCPIの伸びを押し下げました。一方、サービス価格の伸び拡大に加え、鈍化基調にあった帰属家賃の伸びが加速に転じたことが、コアCPIの上昇に寄与しました。今後は、FRBによる利上げの累積的な効果によって、インフレ鈍化がより鮮明になっていくと見込まれますが、帰属家賃の加速が9月以降も継続した場合、鈍化の時期が後ずれするおそれがあります。

日本経済は、足元モメンタムが鈍化しているものの、今後も底堅く推移

実質GDP成長率と寄与度の推移

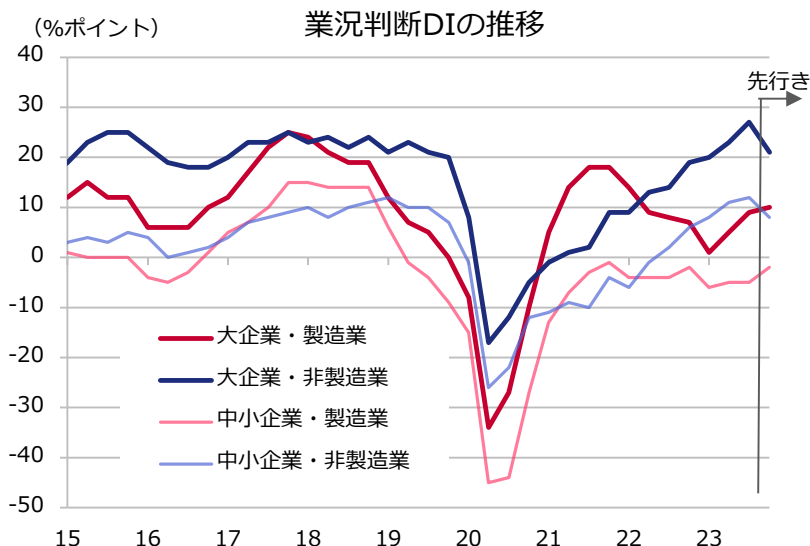


景気ウォッチャー判断DIの推移

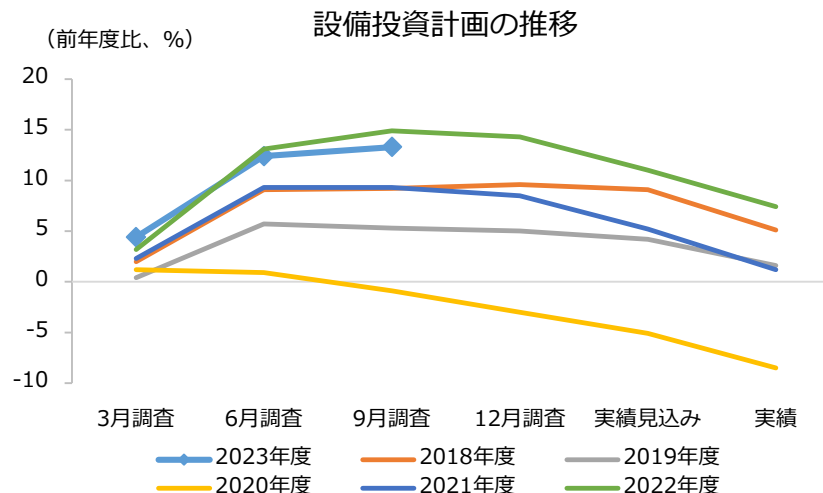


- 2023年4-6月期の実質GDPで個人消費と設備投資の二大国内民需が減少したほか、経済活動状況を間近に見ている人々の景気判断（景気ウォッチャー調査）が今年の4-5月頃をピークに悪化しています。
- 経済活動正常化に伴う需要の急回復局面が一服したほか、物価上昇による実質購買力の低下やコスト増加による収益への影響が景気の下押し要因として意識されているもようです。
- 個人消費については、物価上昇率が高止まる中、賃金の動向が重要です。春闘の賃上げ率は、今年に続いて2024年も高い伸びを期待する報道が増えています。設備投資については、省力化等を目的としたソフトウェア投資を中心に、企業の強い投資意欲が示されており、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。

企業景況感は製造業・非製造業ともに改善



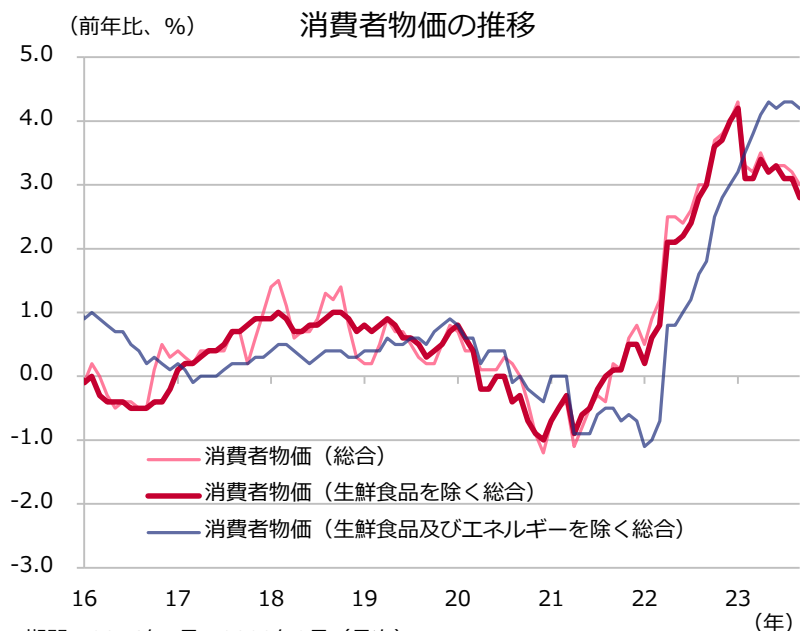
期間：2015年3月調査～2023年9月調査（四半期）
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成（年）
 （注）業況判断DIは「良い」と回答した企業の割合から「悪い」と回答した企業の割合を引いたもの



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月調査では、企業の景況感を問う業況判断DIは足元を示す「最近」で、大企業の製造業・非製造業ともに上昇しました。製造業では、半導体供給の正常化を受けて「自動車」が大きく改善したことが全体を押し上げたと思われます。非製造業では、観光の回復を受けた「宿泊・飲食サービス」の上昇が目立ちました。
- 「先行き」については、大企業・製造業が業況の一段の回復を見込んでいますが、大企業・非製造業は慎重姿勢を示しています。人手不足が続いていることや、中国人観光客の回復ペースに対する不透明感などが影響している可能性があります。
- 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。人手不足を背景とした省力化投資や、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が考えられます。堅調な設備投資は、今年度も日本景気を支える見通しです。

日銀は、YCCの運用を一段と柔軟化



期間：2016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

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>

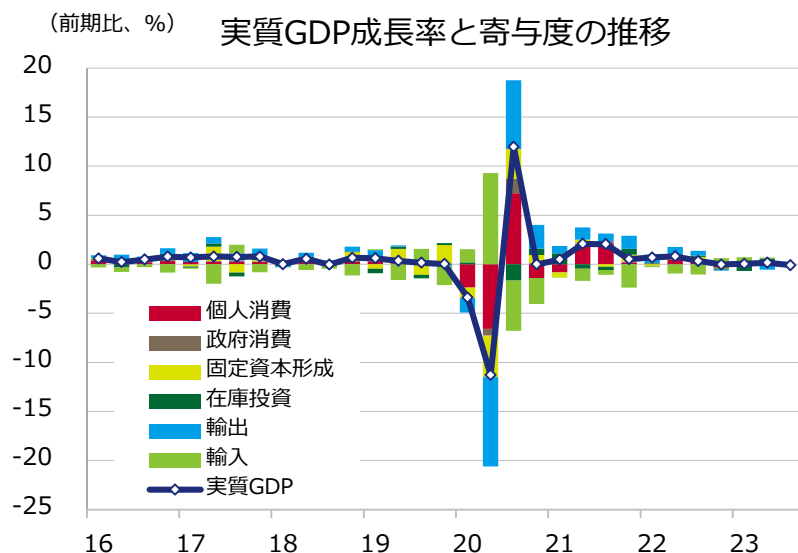
出所：日銀の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

※データは対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値

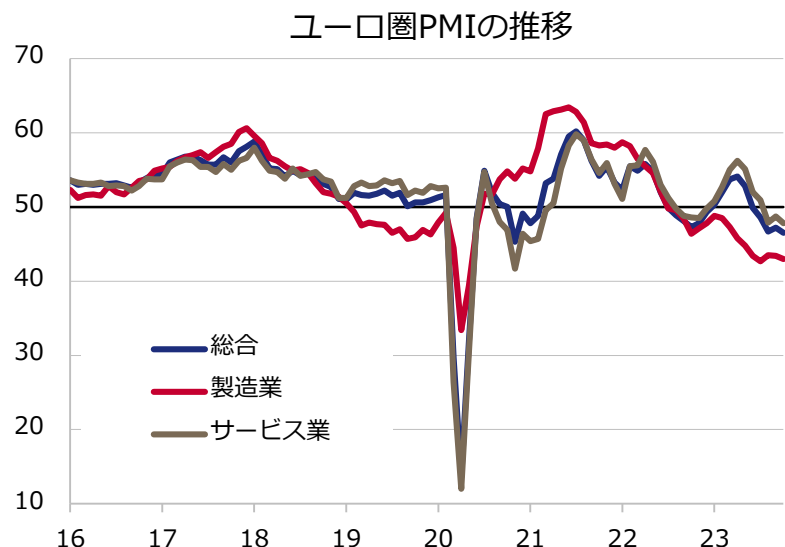
※「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除き、幅で示したものの。その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

- 9月のCPIは、生鮮食品を除く総合で前年比+2.8%となり、18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、コアCPI（除く生鮮食品）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。長期金利の上限は1%を目途としつつ、厳格に1%に抑える連続指値オペに代わって、大規模な国債買入れと機動的なオペ運営を中心に金利操作を行うこととしました。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。年内は、CPIの動向、需給ギャップのプラス化（需要>供給）、来年の春闘へ向けた企業の賃上げ方針等を見極め、2024年の早いうちにYCCの撤廃、短期金利のマイナス適用解除が実施され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



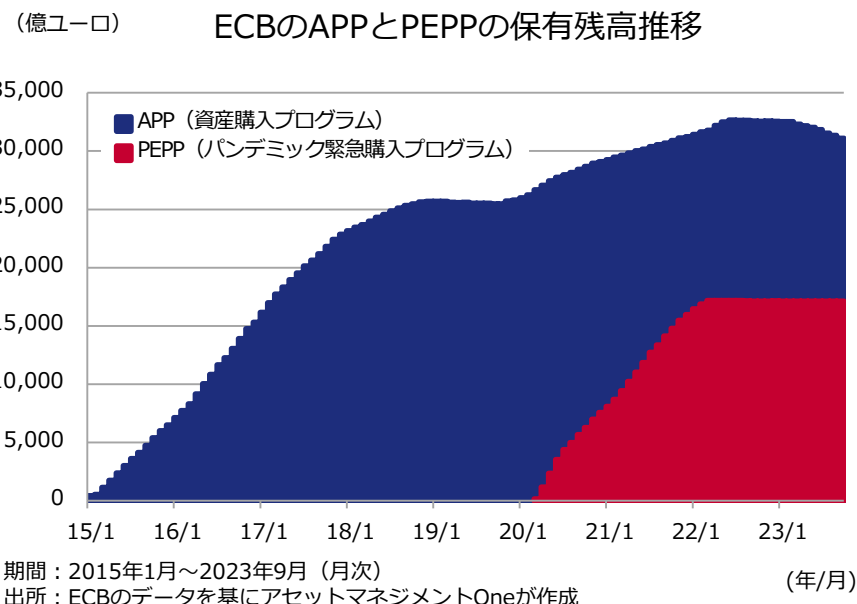
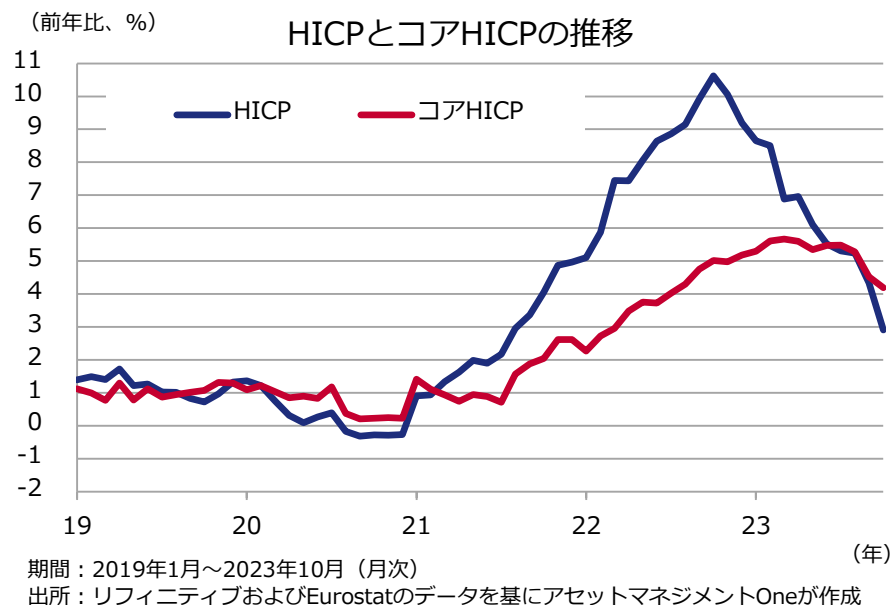
期間：2016年1-3月期～2023年7-9月期（四半期）
 ただし、寄与度は2023年4-6月期まで
 出所：Eurostatのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



期間：2016年1月～2023年10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、フランス、スペインがプラス成長を維持しましたが、イタリアが横ばいにとどまり、ドイツがマイナス成長となりました。
- 10月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）速報値は、46.5と前月の47.2から低下しました。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低下しており、需要の低迷がうかがえます。データ公表元は、経済は悪化の一途をたどっており、今年下期に2四半期連続のマイナス成長となり、緩やかな景気後退に陥る可能性があるとの見方を示しています。
- 利上げ効果の浸透や中国景気低迷の影響に加え、原油価格の上昇などにより、足元で消費者マインドの改善が足踏みし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ことが見込まれますが、23年10-12月期もマイナス成長となり、景気後退入りとなる可能性には留意が必要です。

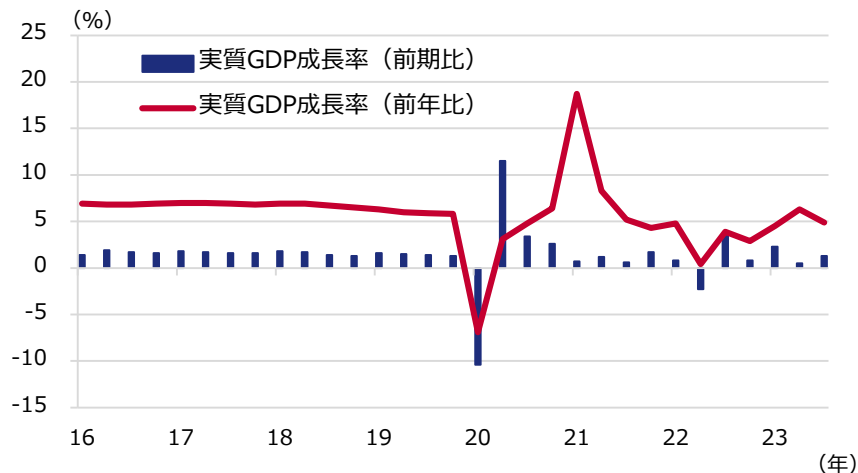
ECBは10月会合で政策金利を据え置き



- 10月のHICP（消費者物価指数）の速報値は、前年比+2.9%と前月の同+4.3%から大幅に鈍化しました。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+4.2%と前月の同+4.5%から小幅な鈍化となりました。
- 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。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るため、政策金利はしばらく据え置かれると見込みます。ただし、ラガルド総裁は、政策金利の据え置きは今後の追加利上げが一切ないという意味ではないとけん制しています。
- 24年末まで再投資を続けている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、ラガルド総裁は今回の会合では議論しなかったとしました。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。

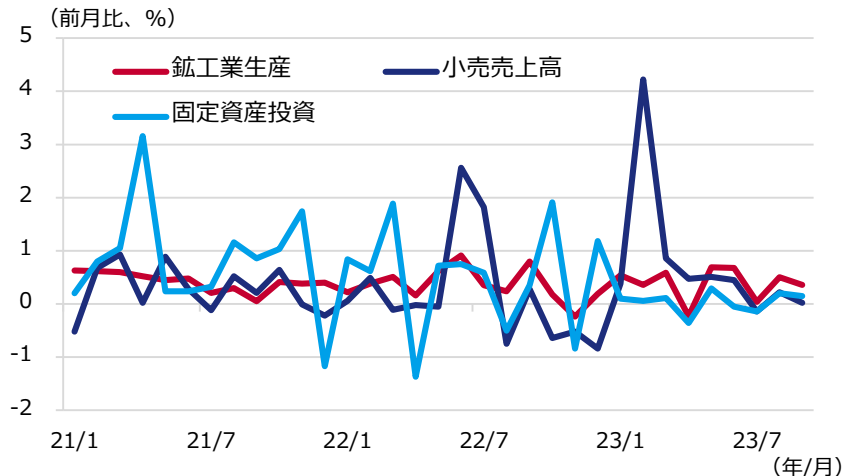
7-9月期の中国経済は安定化の兆しがみられた

実質GDP成長率の推移



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

主要統計の前月比伸び率の推移

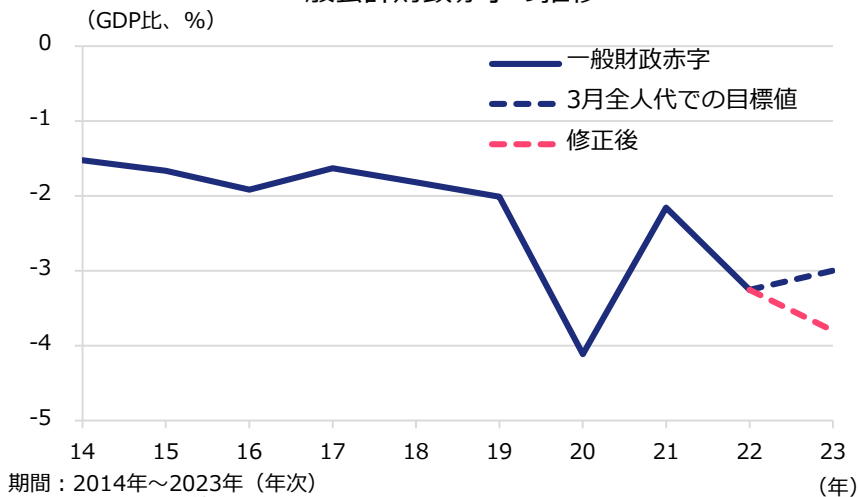


期間：2021年1月～2023年9月（月次）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 7-9月期の実質GDP成長率は前年比+4.9%と4-6月期（同+6.3%）から減速しました。もっとも、これは4-6月期の成長率が、昨年同期の反動増で高く出ていたためであり、前期比の成長率は+1.3%と前期（同+0.5%）から加速しました。7-9月期の成長ペースは、年率換算すれば約+5.3%と、通年の成長目標（前年比+5.0%前後）を上回るペースでした。
- 9月の主要統計の前月比伸び率は、小売売上高が鈍かったものの、鉱工業生産と固定資産投資は8月に続き高水準を維持しました。製造業の在庫調整が終了して在庫の積み増しが始まっているとみられることや、9月までに地方政府特別債の発行が進み、インフラ投資が増えたことなどが要因と考えられます。
- 7-9月期の実質GDP統計や、9月の主要経済統計には、中国経済の安定化の兆しが確認されました。もっとも、不動産投資に関しては大都市を除けば低迷が続いており、引き続き中国経済への大きな下押し圧力として意識されます。

当局は異例の予算再編で追加財政を決定。財政政策方針を転換か

一般会計財政赤字の推移

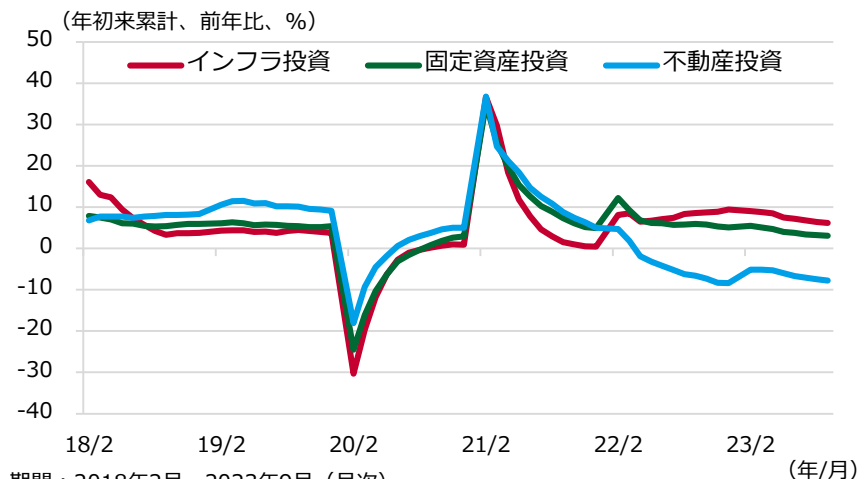


期間：2014年～2023年（年次）

注：2023年は目標値

出所：リフィニティブのデータと各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成

固定資産投資の推移



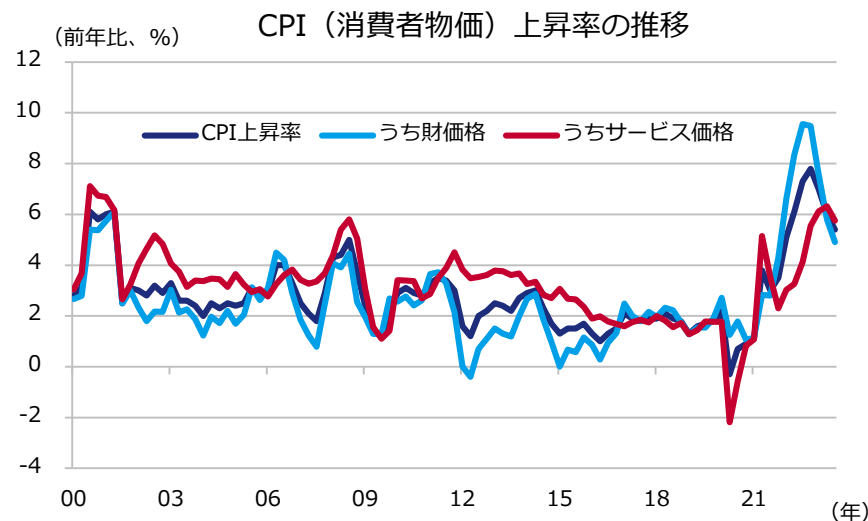
期間：2018年2月～2023年9月（月次）

注：毎年1月の数値は非公開

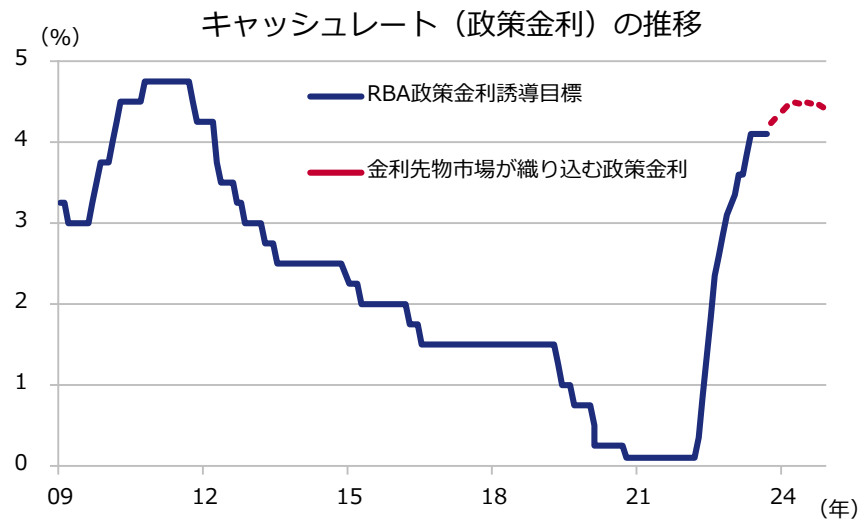
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 当局は10月20日から開催された全人代（全国人民代表大会）常務委員会において1兆元の追加財政を決定しました。この措置を受けて、3月の全人代で承認されていた通年の財政赤字目標（GDP比3%）が修正され、同比3.8%となることも公表されました。年内の予算再編や財政赤字目標の改定は異例の対応であり、景気の減速に対する当局の危機感がうかがえました。
- 今回の財政政策の特徴は、中央政府が1兆元の国債を発行して資金を調達し、その資金を地方政府へ移管したうえで、災害対策を中心にインフラ投資を行う点です。足元で地方政府は土地売却収入の減少から財政難に陥っており、追加財政の余力が懸念されていました。中央政府が資金調達主体となることで、地方政府の負担を軽減した格好です。
- 追加財政支出のうち半分は来年行うと表明されており、景気刺激の効果は来年にかけて顕在化すると考えられます。インフラ投資は、年初来減速が続いているものの、今回の追加財政を受けて今後も堅調な伸び率を維持する見込みです。
- 今回の支出規模はGDP比0.8%とさほど大きな規模ではありません。しかし、これまで当局が財政政策に消極的であったことを踏まえると、今回の追加財政実施は、当局の財政政策方針の大きな転換点であると考えられます。

利上げ再開の可能性が高まる



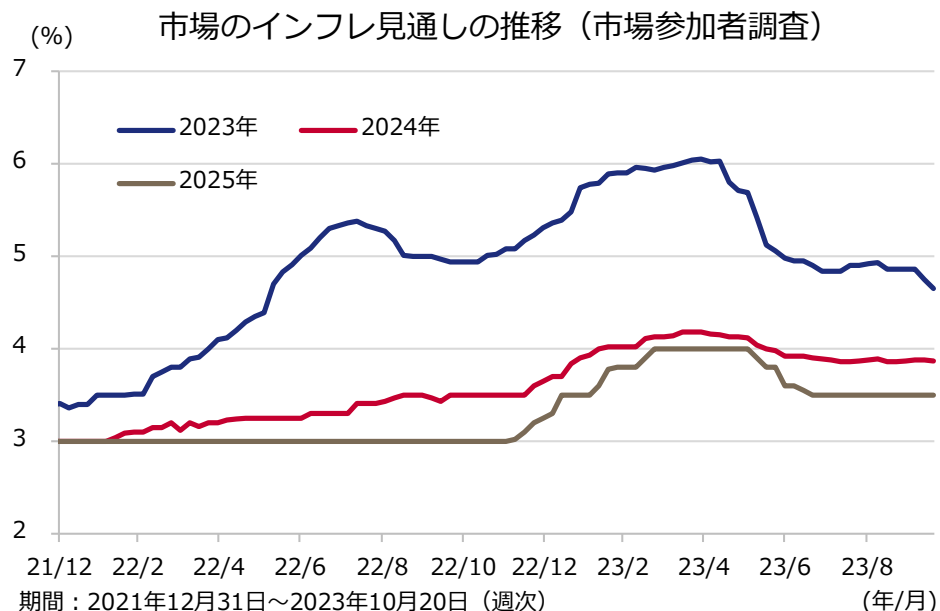
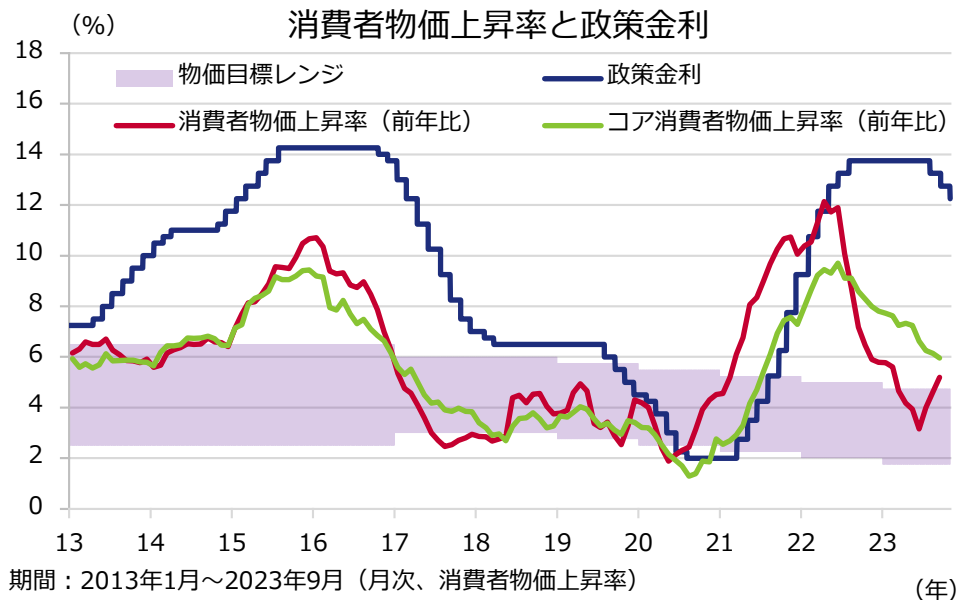
期間：2000年1-3月期～2023年7-9月期（四半期）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成



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10月まで
金利先物市場が織り込む政策金利は2023年11月～2024年12月、2023年10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

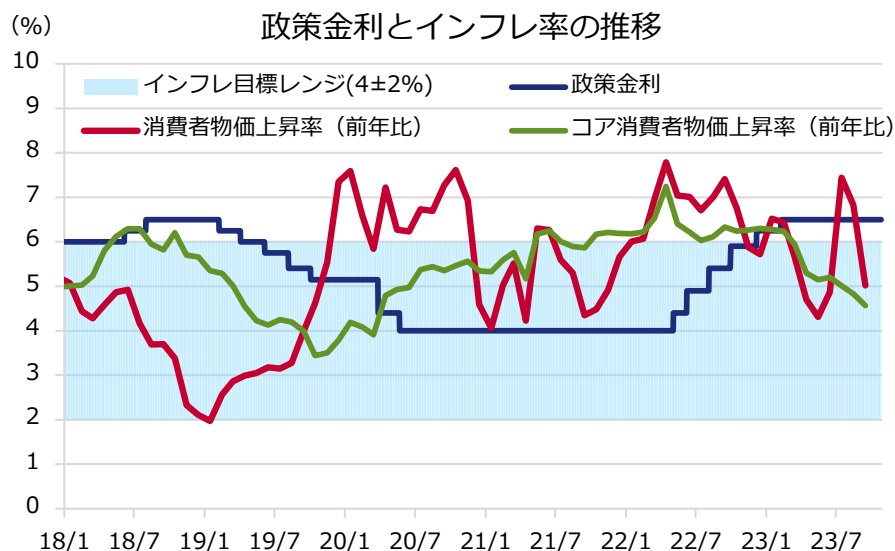
- 豪州の7-9月期CPI上昇率は前年比+5.4%と前期（6.0%）から減速しました。内訳をみますと、財・サービス価格の伸びがそれぞれ減速しました。ただし、住宅関連費用の高止まりと足元での燃料価格の上昇から、CPIの減速が鈍っており、RBA（豪州準備銀行）が8月に示した年末時点の見通しである同+4.25%から上振れています。
- ブロックRBA総裁は、インフレ見通しが大幅に上方修正された場合は追加利上げをためらわない、と指摘しており、高インフレ長期化への懸念を示しています。RBAは、8月時点では2025年後半にはCPI上昇率がインフレ目標（2～3%）に回帰するという見通しを示しましたが、回帰時期が遅れるとの見方が強まれば、利上げを再開する可能性があります。
- 総裁の講演や物価統計の上振れなどを受け、政策金利先物市場では追加利上げの織り込みが進んでいます。もっとも、足元でCPIを押し上げている要因の1つがエネルギー価格であることや、耐久財など裁量消費の減速を鑑みると、RBAは一段の利上げには慎重姿勢で臨むと考えます。こうした中、11月会合結果および11月10日に公表される経済見通しにも大きな注目が集まります。

物価は特殊要因を除けば減速基調が続いている

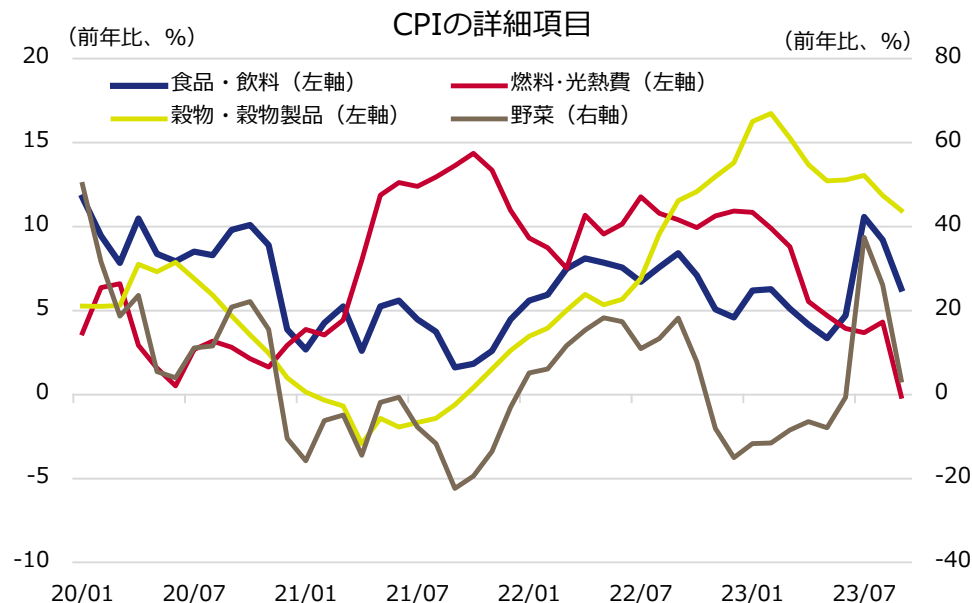


- 9月の拡大消費者物価上昇率は、前年比+5.19%（前月は+ 4.61%）と3カ月連続で加速しました。物価押し上げの主な要因は、昨年実施された商品流通サービス税の引き下げ効果が一巡したことや、電気料金割引の終了などがあり、これらの特殊要因を除けば、インフレは減速基調が続いているとみられます。
- 足元では物価の加速が続いているものの、ブラジル中銀の市場参加者調査（週次）では2023年のインフレ見通しが下方修正されており、物価は再度中銀の目標レンジ内に収まる見通しとなっています。ブラジル中銀は11月の会合で政策金利を0.5%引き下げ、12.25%とすることを決定しました。中銀は声明文にて、現在の利下げペースはデysin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だとしており、今後0.5%の利下げを継続するものとみられます。

CPI上昇率は目標レンジ内に減速、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9月（月次、消費者物価上昇率）（年/月）
2018年1月1日～2023年10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9月（月次）（年/月）
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

- 9月のCPIは前年比+5.02%と、前月（同+6.83%）から減速し、再度中銀の物価目標レンジ（2～6%）内に収まりました。天候要因によって大きく伸びた食料価格については、近隣国からの輸入増加などの対策を経て、野菜価格などを中心に減速しました。また、政府が8月下旬より開始した家庭調理用ガス価格の引き下げによる燃料価格の減速も物価押し下げに寄与しました。
- インド中銀は10月の会合で政策金利を6.5%に据え置くことを決定しました。声明文ではインフレ抑制に注力し、必要な場合は適切な措置を講じる用意があると述べられていますが、足元の物価が目標レンジ内に収まっている中、追加利上げの実施可能性は低いとみられます。ただし、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。

▶ 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

円安などから良好な企業収益が引き続き株価の支えになるとみられます。日銀は金融緩和姿勢を維持していますが、長短金利操作を巡る政策修正が相次ぐ中、マイナス金利の引き上げなど金融引き締め転換への警戒感がくすぶる見込みです。

米国10年国債利回り

根強いインフレへの警戒感や、米景気の軟着陸期待などは金利の上昇要因と考えられます。一方で、これまでの利上げなどで景気に下押し圧力がかかる可能性などを鑑みれば、金利はレンジでの推移を見込みます。

日本10年国債利回り

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から、金利は上昇圧力がかけやすいと見込みます。一方、日銀の臨時国債買入れオペなどは、金利上昇を抑制する要因と考えられます。

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、日本の金融当局による円買い為替介入への警戒感や、日銀のさらなる金融政策正常化を巡る思惑などから、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	32,500~35,000ドル	31,000~33,500円	4.6~4.9%	0.8~1.1%	147~152円

マーケット・オーバービュー

		10月 末値	騰落率 (%、債券は変化幅)						10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	33,052	▲1.36	▲7.05	+0.98	+24.72	為替 (対ドル)	ユーロ	1.06	+0.02	▲3.84	+7.01	▲9.20	
	ドイツDAX指数	14,810	▲3.75	▲9.95	+11.74	+28.16		英ポンド	1.22	▲0.38	▲5.31	+5.96	▲6.13	
	日経平均株価	30,858	▲3.14	▲6.97	+11.86	+34.30		豪ドル	0.63	▲1.52	▲5.66	▲0.97	▲9.83	
	MSC I エマージング マーケットインデックス	915	▲3.94	▲12.58	+7.90	▲17.06		ブラジルリアル	5.04	▲0.10	▲6.19	+2.81	+14.03	
REIT	米国REIT (配当込み)	19,645	▲3.12	▲12.94	▲7.89	+8.51		人民元	7.32	▲0.14	▲2.35	▲0.14	▲8.52	
	国内REIT	1,816	▲2.34	▲3.25	▲8.03	+11.05		インドルピー	83.22	▲0.06	▲1.23	▲0.52	▲10.43	
	国内REIT (配当込み)	4,372	▲2.15	▲2.25	▲4.22	+24.48		ドル	151.68	+1.55	+6.60	+2.00	+44.93	
	豪州REIT (配当込み)	849	▲5.78	▲12.03	▲4.00	+9.09		ユーロ	160.42	+1.59	+2.53	+9.14	+31.57	
債券 利回り	米国 (10年)	4.93 %	+0.36	+0.97	+0.88	+4.06		為替 (対円)	英ポンド	184.36	+1.17	+0.96	+8.10	+36.04
	米国ハイイールド債券	9.44 %	+0.53	+1.07	+0.54	+3.43			豪ドル	96.13	+0.03	+0.59	+1.01	+30.69
	日本 (10年)	0.95 %	+0.19	+0.36	+0.71	+0.91	ブラジルリアル		30.08	+1.37	▲0.05	+4.69	+65.10	
	ドイツ (10年)	2.81 %	▲0.03	+0.31	+0.66	+3.43	人民元		20.73	+1.41	+4.10	+1.82	+32.57	
						インドルピー	1.82		+1.27	+5.49	+1.39	+29.01		

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

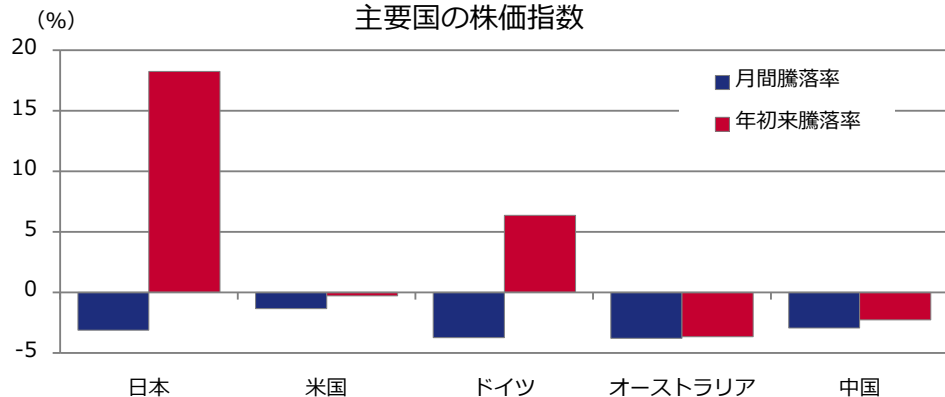
(注) 株式およびREITの前月末値は小数点以下切り捨てで表示。

(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

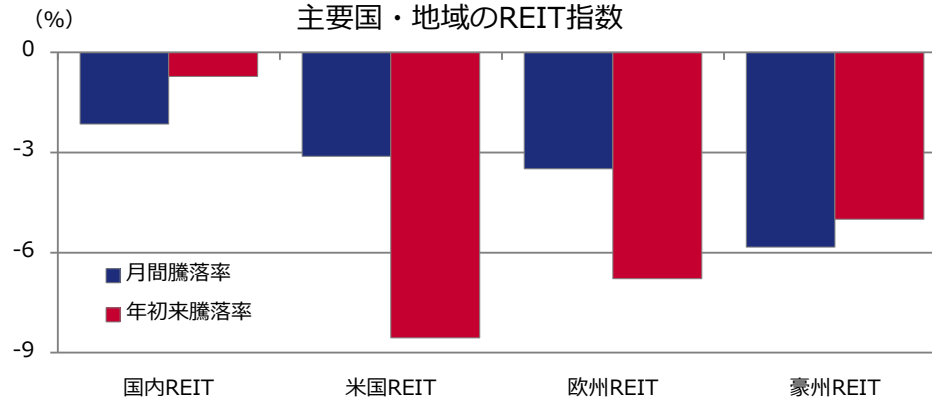
前月のまとめ

主要国の株価指数



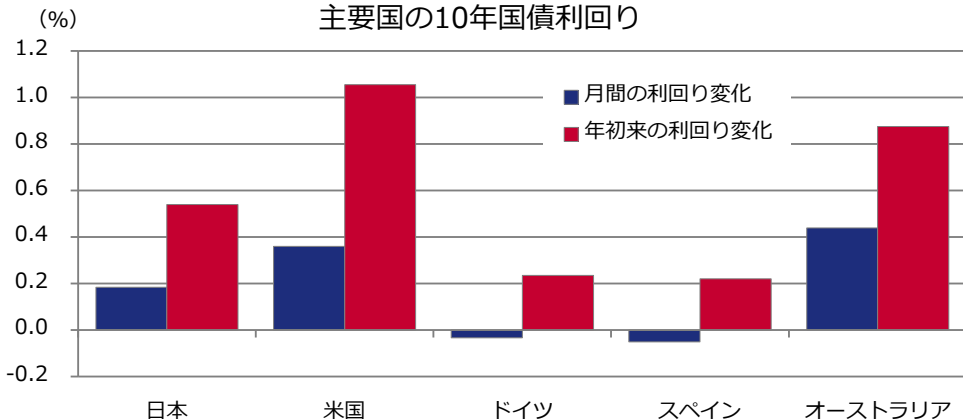
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年10月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年10月末の期間
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株値平均
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数
 【中国】上海総合指数

主要国・地域のREIT指数



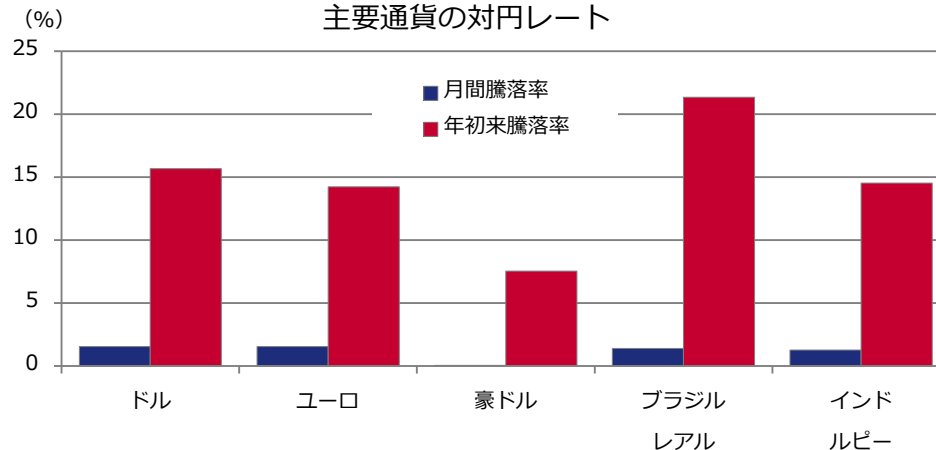
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年10月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年10月末の期間
 【国内REIT】東証REIT指数 【米国REIT】FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス
 【欧州REIT】FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス
 【豪州REIT】S&P/ASX200 Aリート指数 すべてトータルリターン

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10月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年10月末の期間

主要通貨の対円レート



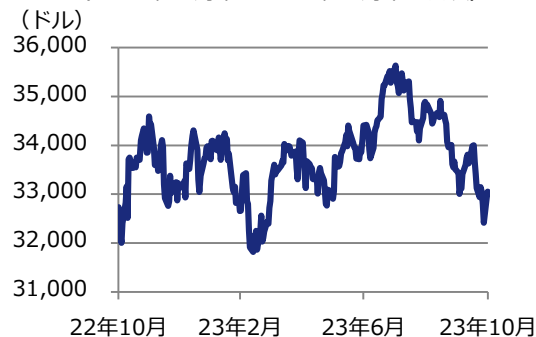
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
 (注) 月間：2023年10月の1ヵ月間、年初来：2022年12月末から2023年10月末の期間

米国株式

■ 前月の相場動向

- 10月の『米国株式市場』は下落しました。
- 上旬は、長期金利上昇を受けて軟調に始まりましたが、金利上昇一服に伴い株価は上昇に転じました。中旬は、イスラエル情勢への警戒感がくすぶる中、長期金利が大幅に上昇し、株価は下落しました。下旬は、長期金利上昇が一服したものの、米企業決算発表が本格化する中、高金利長期化観測に伴い需要の先行き不透明感が強まったことから、小幅に下落しました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均
(2022年10月末～2023年10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。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。10月半ばから発表が本格化している米企業の7-9月期決算は、10月末時点で前年比増益に転じる見込みとなっています。ただし、高金利長期化観測から需要の先行きへの警戒感が一部で強まっているもようです。

■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：32,500～35,000ドル

国内株式

■ 前月の相場動向

- 10月の『国内株式市場』は下落しました。
- 上旬は、米長期金利上昇への警戒感から下落した後、金利上昇一服に伴い株価は上昇に転じました。中旬は、イスラエル情勢や内外長期金利上昇への警戒感から下落しました。下旬は、国内企業決算発表の本格化や日銀の金融政策決定会合を控える中、内外長期金利上昇への懸念から軟調に推移しました。月末に日銀は政策を修正したものの、金融緩和姿勢を維持したことから値を戻しました。

日経平均株価

(2022年10月末～2023年10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	・内外長期金利上昇への懸念

企業収益が支えるも長期金利動向を注視

円安などから良好な企業収益が引き続き株価の支えになるとみられます。また、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策開示の動きが広がるかも注目されます。日銀は金融緩和姿勢を維持しているものの、長短金利操作を巡る政策修正が相次ぐ中、マイナス金利の引き上げなど金融引き締め転換への警戒感はいくすぶる見込みです。10月末から発表が本格化した国内企業の7-9月期決算は、前年比増益で着地する可能性があります。下期も輸出企業を中心に企業収益は良好となる見込みです。

■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：31,000～33,500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

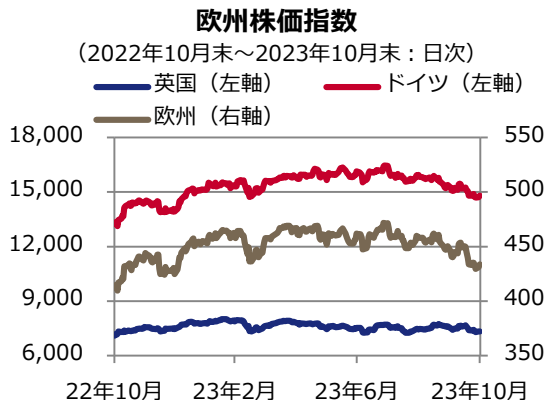
- 10月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は下落しました。
- 上旬は、長期金利上昇への警戒感から下落した後、金利上昇一服に伴い株価は上昇に転じました。中旬は、イスラエル情勢や長期金利上昇への警戒感から下落しました。下旬は、ECB（欧州中央銀行）が政策金利を据え置いたものの、高金利長期化や景気への懸念が重しとなり、ほぼ横ばいでした。10月のユーロ圏の景況感は悪化し、景気後退懸念がくすぶりました。

■ 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：14,500～16,000



※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月を最後に利上げを終了したとみられますが、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、政策金利を維持する可能性があります。金利上昇の景気への影響は米国に比べて大きいもようで、引き続き景気動向が注視されます。

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

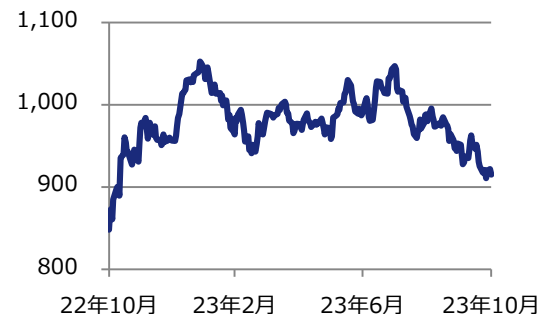
■ 前月の相場動向

- 10月の『エマージング株式市場』は下落しました。
- 上旬は、米長期金利上昇やドル高が嫌気されて下落した後、金利上昇一服に伴い株価はやや値を戻しました。中旬は、中国の政府系投資会社による国有銀行株買い増しが伝わり上昇した後、イスラエル情勢への警戒感などからリスク回避の動きが強まり、下落しました。下旬は、米高金利長期化や中国景気への懸念が重しとなり、一段と下落しました。

■ 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	・ 米高金利長期化への警戒感

エマージング株価指数
(2022年10月末～2023年10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、米高金利長期化への警戒感が重しとなる見込みです。中国の7-9月期の実質GDPは前期比で加速したものの、不動産投資は低迷し、直近10月の景況感も低迷しています。中国全人代常務委員会は10月、1兆元の追加の国債発行を承認しました。今後、景気の回復基調が強まるかどうかが目玉されます。なお、米長期金利上昇・ドル高は引き続きエマージング資産価格全般の重しとなっており、動向が注視されます。

※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

- 10月の『米国REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、長期金利上昇を受けて軟調に始まりましたが、金利上昇一服に伴い米国REITは上昇に転じました。中旬は、イスラエル情勢への警戒感がくすぶる中、長期金利が大幅に上昇し、米国REITは下落しました。下旬は、長期金利上昇が一服したものの、高金利長期化への懸念がくすぶり、軟調に推移しました。月間の下落率は米国株の下落率を上回りました。

■ 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

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がくすぶる見込みです。米国REITは9月に続いて10月も、米国株より大幅に調整しました。米長期金利が大幅に上昇する中、不動産市場への影響が引き続き注視されます。コロナ禍後の職場復帰が進展しないこともあって、オフィス市況の回復が見通しにくい環境下、商業用不動産向け融資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

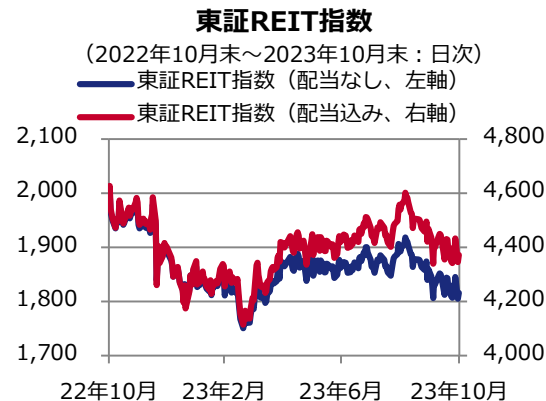
J-REIT

■ 前月の相場動向

- 10月の『J-REIT市場』は下落しました。
- 上旬は、長期金利上昇への警戒感から下落した後、金利上昇一服に伴いJ-REITはやや値を戻しました。中旬以降、個別銘柄の決算発表において昨今の資本市場の変化を踏まえた戦略転換を示した銘柄が好感され上昇する局面もありました。ただし、イスラエル情勢緊迫化に伴うリスク回避の動きや、日銀政策決定会合を控える中で長期金利が大幅に上昇したことから、軟調に推移しました。

■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> 堅調な国内景気
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> 国内長期金利の動向



※東証REIT指数（配当込み）を使用

堅調な国内景気が支え

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。10月に発表された23年8月期決算では、物流施設型J-REIT銘柄が昨今の不安定な資本市場環境を踏まえ、公募増資に頼らず、自己投資口取得（上場企業の自社株買いに相当）や物件入れ替えなどを進める戦略を示しました。なお、長短金利操作を巡る政策修正が相次ぐ中、マイナス金利の引き上げなど日銀の金融引き締め転換には引き続き注意が必要です。ただし、国内長期金利の上昇余地は米欧に比べて限定的とみられます。

豪州REIT

■ 前月の相場動向

- 10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4会合連続で金利を据え置いたことや、米長期金利の上昇一服が好感され、上昇しました。中旬は、中東情勢への懸念が強まるとともに、豪州長期金利が上昇し、豪州REIT市場は下落しました。下旬は、ブロックRBA総裁の追加利上げへの言及や豪CPI（消費者物価）の上振れから、RBAの追加利上げが意識され、下落しました。



※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	・ 底堅い豪州景気
下落要因	・ 金融引き締め長期化

もみ合いの展開を見込む

インフレ率の減速ペースが鈍化しており、RBAが追加利上げを行う可能性が高まっています。金融引き締めが長期化する場合は、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、豪州経済では、高金利の影響が消費の一部などに顕在化しつつあります。もっとも、高い人口増加率に支えられたサービス消費と住宅市場の回復などには底堅さがうかがえます。景気の底堅さが豪州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

- 10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ISM製造業景気指数の上振れや、米労働市場の底堅さから金利は上昇した後は、FRBの追加利上げ観測が後退し、上昇幅は縮小しました。中旬は、小売売上高の伸び上振れや、米金融引き締め長期化観測などから大幅に上昇しました。下旬は、堅調な米景気やインフレ鈍化基調、リスク回避姿勢の緩和といった材料が交錯し、もみ合いでした。

■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 根強いインフレへの警戒感 米景気の軟着陸期待
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げなど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：4.6～4.9%



金利はレンジ推移を見込む

根強いインフレへの警戒感や、米景気の軟着陸期待などは、金利の上昇要因と考えられます。一方で、これまでの利上げや金融環境の引き締まりに伴い景気に下押し圧力がかかる可能性などを鑑みれば、金利はレンジ推移を見込みます。FRBは11月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で政策金利を据え置きました。パウエル議長は会見で、引き締めの金融政策姿勢を維持する旨を述べました。もっとも、長期金利の上昇などに伴い金融環境が大幅に引き締まったとの認識も示しました。金融環境の大幅な引き締まりが今後の景気に与える影響に留意が必要です。

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

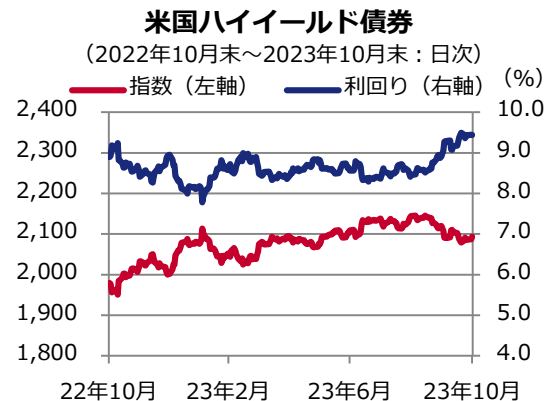
米国ハイイールド債券

■ 前月の相場動向

- 10月の『米国ハイイールド債券市場』は下落しました。
- 上旬は、米景気や労働市場の底堅さ、FRBの金融引き締め長期化観測から相場は下落しました。その後、FRB高官の発言を受け追加利上げ観測が後退すると、下落幅は縮小しました。中旬は、米長期金利の上昇や、FRBのパウエル議長が講演で景気次第でさらなる引き締めの可能性があると言及したことから、下落しました。下旬は、リスク回避姿勢が和らぐ中、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の金融引き締め長期化懸念 これまでの利上げなどで景気に下押し圧力がかかる可能性



※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の金融引き締め長期化懸念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は11月のFOMCで政策金利を据え置きました。パウエル議長は会見で、インフレが2%の目標に向かって十分に鈍化していると確信できるまで引き締めの金融政策姿勢を維持する旨を述べました。もっとも、長期金利の上昇などに伴い金融環境が大幅に引き締まったとの認識も示し、これを注視するとしました。これまでの利上げなど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。

国内債券

■ 前月の相場動向

- 10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、米長期金利の上昇、FRBの追加利上げ観測の後退といった材料が交錯する中、金利はもみ合いでした。中旬は、米長期金利の上昇につれた動きや、日銀の金融政策修正観測から上昇しました。月末は、日銀がYCC（長短金利操作）の再修正を決めたこと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"> 日銀の臨時国債買い入れオペなどを通じた金利上昇抑制姿勢

金利は上昇圧力が上がりやすいと見込む

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から、金利は上昇圧力が上がりやすいと見込みます。一方、日銀の臨時国債買い入れオペ（公開市場操作）などが、金利上昇を抑制するとみられます。日銀は10月にYCCの再修正を決めました。長期金利について、これまで事実上の上限だった1.0%を「目途」としました。1%超の金利上昇を容認する形です。展望レポートでの消費者物価（除く生鮮食品）見通しでは、23年度、24年度はともに+2.8%に上方修正されました。YCCの撤廃や、マイナス金利政策の解除観測がくすぶります。

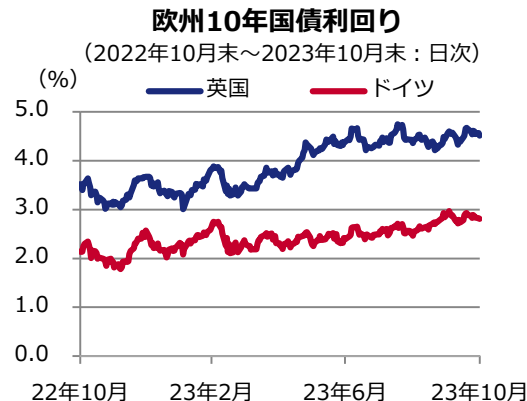
■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：0.8～1.1%

欧州債券

■ 前月の相場動向

- 10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、ECBは高金利を維持するとの見方が意識されたことや、米長期金利の先高観から金利は上昇した後、中東情勢が緊迫化する中、低下しました。中旬は、ドイツ景気期待指数の上振れや、米長期金利上昇などから欧州債券は売られました。下旬は、ECBが政策金利の据え置きを決める中、ユーロ圏景気の悪化懸念やインフレの鈍化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"> 根強いインフレ圧力への懸念 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

賃金上昇への警戒感などユーロ圏のインフレ圧力が根強く意識される可能性や、ECBは高金利を維持するとの見方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かりつつあることなどを鑑みれば、金利はレンジ内の推移を予想します。ECBは10月の理事会で政策金利の据え置きを決めました。これまでの利上げは、資金調達環境に強く反映されており、これによって需要はさらに減少しインフレの押し下げにつながるの見解も示されました。ユーロ圏景気が一段と悪化する可能性に留意が必要です。

■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：2.6～2.9%

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

ドル

■ 前月の相場動向

- 10月のドルは、対円で上昇しました。
- 上旬は、日本の金融当局による円買い・ドル売り介入への警戒感から、下落しました。中旬は、米CPIの伸びが上振れし米金融引き締めが長期化するとの見方や、米景気の底堅さから上昇しました。下旬は、日銀金融政策決定会合を控え円高・ドル安が進展しました。その後日銀はYCCの再修正を決めたものの、金融緩和の継続姿勢が示されたことなどから、月末に円安・ドル高が進みました。



■ 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	・日本の金融当局による円買い為替介入への警戒感 ・日銀のさらなる金融政策正常化観測

対円でレンジ推移を予想

米インフレへの警戒感は根強くFRBは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、日本の金融当局による円買い為替介入への警戒感や、日銀のさらなる金融政策正常化観測などを鑑みれば、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：147～152円

ユーロ

■ 前月の相場動向

- 10月のユーロは、対ドルでほぼ横ばいでした。
- 上旬は、米ISM製造業景気指数の上振れなどからドル高圧力が強まると下落しました。しかしその後は、米長期金利の上昇が一服する中、ドル安が進み上昇しました。中旬は、米CPIの伸び上振れに伴うドル高圧力や、ドイツ景気期待指数の上振れといった材料が交錯し、もみ合いでした。下旬は、ECBが政策金利の据え置きを決める中、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

賃金上昇への懸念などユーロ圏のインフレ圧力が根強く意識される可能性や、ECBは高金利を維持するとの見方は、ユーロの上昇要因と考えられます。ECBは10月の理事会で政策金利の据え置きを決めました。ラガルド総裁は、政策金利はピークに達したとの判断は示さず、今後の政策決定は、引き続きデータ次第としました。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

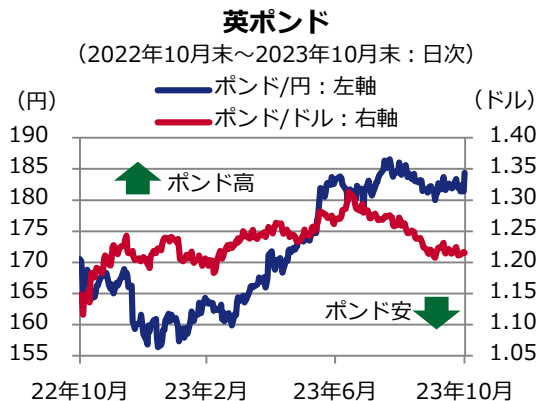
ユーロ/ドル：1.04～1.07ドル

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

- 10月の英ポンドは、対ドルで下落しました。
- 上旬は、米長期金利上昇に伴い、米英金利差の拡大が意識されたことで下落した後、米長期金利の上昇が一服したことで英ポンドは上昇しました。中旬は、米CPIの伸び上振れに伴うドル高圧力やリスク回避の強まりから、下落しました。下旬は、米景気と比較して英経済の弱さが意識されたことなどから、下落しました。



■ 今後の見通し

上昇 要因	・英中銀が政策金利をしばらく高水準で維持するとみられること
下落 要因	・米金利の高止まり ・英景気減速懸念の強まり

軟調な推移を見込む

サービス価格は高い水準を維持しているものの、足元の賃金上昇率にはピークアウトの兆候がみられます。また、軟調なPMIなどの経済指標からは英経済の景気後退の可能性がつかえます。かかる中、ポンドは軟調な推移を見込みます。ただし、英中銀は政策金利をしばらく高水準で据え置くとみられ、ポンドの支えになるとみられます。

今後1カ月の見通し
(対ドル)

人民元

■ 前月の相場動向

- 10月の人民元は、対ドルで下落しました。
- 上旬は、国慶節の大型連休後、小幅に元高となりました。中旬は、中国経済の底打ちを示唆する経済統計が公表されたものの、中東情勢の不安定化が嫌気され、元安が進みました。下旬は、全人代常務委員会において異例の追加財政政策が決定されました。今後の国債の発行増加が見込まれるとともに、追加の金融緩和観測も根強く、人民元は小幅に下落しました。



■ 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 ・中国景気の安定化への期待
下落 要因	・米中金融政策の方向性の違い

レンジでの推移を見込む

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。また、当局の景気支援を受けた中国景気の安定化への期待が人民元を支えると考えられ、人民元は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

- 10月の豪ドルは、対米ドルで下落しました。
- 上旬は、RBAが4会合連続で金利据え置きを決定したことを受けて、下落したものの、その後、米金利上昇が一服する中、下げ幅を縮めました。中旬は、米CPIの上振れや中東情勢を巡る不透明感に加え、豪雇用統計におけるフルタイム雇用の悪化を受けて、下落しました。下旬は、ブロックRBA総裁による追加利上げへの言及や、豪CPIの上振れから、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がタカ派化する可能性 商品価格が上昇する可能性
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> これまでの利上げに伴う豪州景気への下押し圧力

上値重く推移

RBAは高インフレの長期化を懸念しており、利上げを再開する場合には豪ドルの上昇要因になると考えられます。また、中国ではインフラ投資による景気刺激策が公表され、鉄鉱石などの資源輸出国である豪州景気が支えられ、豪ドルの上昇要因になる可能性があります。一方で、豪州経済にはこれまでの利上げによる影響が出始めており、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

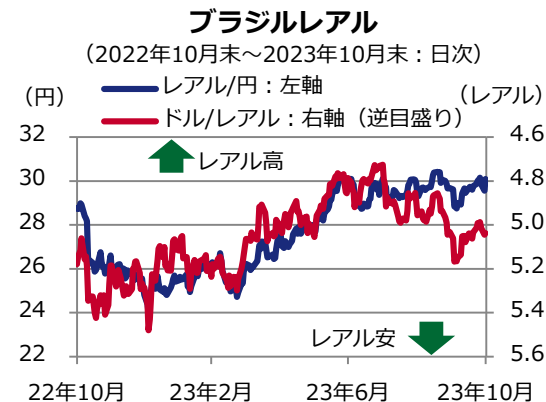
(対米ドル)



ブラジルレアル

■ 前月の相場動向

- 10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、米国の長期金利上昇によるドル高から下落した後、イスラエル情勢の悪化に伴う商品価格の上昇を受けて、レアルは下げ幅を縮めました。中旬は、市場のインフレ見通しがブラジル中銀の目標上限を下回ったことを受けて、上昇しました。下旬は、ルラ大統領が「必ずしも2024年中の財政赤字解消の必要はない」と述べたことが嫌気され、下落しました。



■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> 商品価格が上昇する可能性
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> ブラジル中銀の利下げ 財政動向を巡る不透明感

利下げから当面弱含む

ブラジル中銀は利下げの継続を示唆しており、レアルは当面弱含むとみられます。また、これまで市場で好感されていた財政赤字縮小に向けた取り組みについて、最近の政府側の発言から実現に不透明感が浮上しており、レアルを押し下げる要因となっています。一方で中国の財政支出拡大への期待や、中東情勢の悪化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

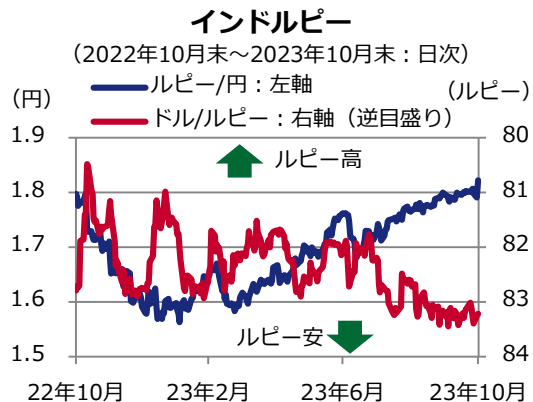
インドルピー

■ 前月の相場動向

- 10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、米長期金利の上昇に伴いドル高が進展し、ルピーは下落しました。中旬はイスラエル情勢の悪化に伴うリスク回避姿勢や、原油価格の上昇懸念がルピーを押し下げました。下旬は、インド株式市場の下落や、国内輸入企業のドル需要の強まりからルピーは下落しました。ただし、インド中銀が都度実施した為替介入によって、月間を通じて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"> インド中銀による為替介入 堅調なインド景気
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、ルピーを下支えするとみられます。一方で、ドル高の進展や、中東情勢の悪化などによる原油価格の上昇懸念などが、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、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。

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。