



1. 概観

- 株式** 11月の主要国の株式市場は、世界的に長期金利が大きく低下したことを受けて、投資家のリスク選好姿勢が強まったことから、中国を除き上昇しました。米国株式市場は、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げ局面が終了したとの見方が強まり、米長期金利が大幅に低下したことを好感して、大きく上昇しました。欧州の株式市場も、長期金利が低下するなか、米国株の上昇を受け、堅調な展開となりました。日本の株式市場も、日本企業の決算が好調なことや、米長期金利の急低下に伴いハイテク株などに買い戻しが入ったことから、大幅な上昇となりました。一方、中国株式市場は、景気対策期待が下支えとなったものの、中国不動産市場の低迷による景気減速懸念などから上値が重く、上海総合指数、香港ハンセン指数ともにほぼ横ばいでした。
- 債券** 米国の10年国債利回り（長期金利）は、FRBが米連邦公開市場委員会（FOMC）で2会合連続の政策金利据え置きを決めたことを受けて、利上げ局面が終了したとの観測が強まったことから、大きく低下しました。ドイツの長期金利は、欧州経済の減速や米長期金利の大幅な低下を受けて、低下しました。日本の長期金利は、米長期金利が大幅に低下したことや、日銀が早期に金融緩和と政策の修正に動くとの見方が後退したことから、低下しました。
- 為替** 円の対米ドルレートは、FRBによる利上げ局面が終了したとの見方が強まり、米長期金利が大幅に低下したことを背景に反発し、147円台に上昇しました。
- 商品** 原油価格は、中国や欧州に加え、米国の景気減速による世界経済の先行き懸念を背景に、原油需要が鈍るとの見方が高まったことから下落しました。

11月の市場動向

<株式>	先月末の終値	先々月末終値	先々月末比 (%)	3カ月前終値	3カ月前比 (%)	6カ月前終値	6カ月前比 (%)
	2023/11/30	2023/10/31		2023/8/31		2023/5/31	
NYダウ (米国)	35,950.89	33,052.87	8.77%	34,721.91	3.54%	32,908.27	9.25%
日経平均株価 (日本)	33,486.89	30,858.85	8.52%	32,619.34	2.66%	30,887.88	8.41%
DAX指数 (ドイツ)	16,215.43	14,810.34	9.49%	15,947.08	1.68%	15,664.02	3.52%
FTSE指数 (英国)	7,453.75	7,321.72	1.80%	7,439.13	0.20%	7,446.14	0.10%
上海総合指数 (中国)	3,029.67	3,018.77	0.36%	3,119.88	▲2.89%	3,204.56	▲5.46%
香港ハンセン指数 (中国)	17,042.88	17,112.48	▲0.41%	18,382.06	▲7.29%	18,234.27	▲6.53%
ASX指数 (豪州)	7,087.30	6,780.70	4.52%	7,305.30	▲2.98%	7,091.30	▲0.06%
SENSEX指数 (インド)	66,988.44	63,874.93	4.87%	64,831.41	3.33%	62,622.24	6.97%
<リート>	先月末の終値	先々月末終値	先々月末比 (%)	3カ月前終値	3カ月前比 (%)	6カ月前終値	6カ月前比 (%)
S&Pグローバルリート指数	163.17	147.85	10.36%	166.94	▲2.26%	163.22	▲0.03%
<債券> (利回り) (%)	先月末の終値	先々月末終値	先々月末比 (%)	3カ月前終値	3カ月前差 (%)	6カ月前終値	6カ月前差 (%)
米国10年国債	4.355	4.899	▲0.543%	4.090	0.266%	3.635	0.720%
日本10年国債	0.676	0.942	▲0.266%	0.648	0.028%	0.422	0.255%
ドイツ10年国債	2.485	2.775	▲0.290%	2.471	0.014%	2.279	0.206%
英国10年国債	4.205	4.477	▲0.272%	4.350	▲0.145%	4.181	0.024%
<為替> (NY時間引け値)	先月末の終値	先々月末終値	先々月末比 (%)	3カ月前終値	3カ月前比 (%)	6カ月前終値	6カ月前比 (%)
ドル円 (円/米ドル)	147.84	151.45	▲2.38%	145.59	1.55%	139.72	5.81%
ユーロ円 (円/ユーロ)	161.30	160.08	0.77%	158.01	2.08%	148.95	8.29%
ユーロドル (米ドル/ユーロ)	1.09	1.06	3.23%	1.09	0.53%	1.07	2.34%
豪ドル円 (円/豪ドル)	98.02	95.89	2.23%	94.29	3.96%	90.42	8.41%
ブラジルレアル円 (円/ブラジルレアル)	29.97	30.03	▲0.19%	29.41	1.93%	27.28	9.88%
インドルピー円 (円/インドルピー)	1.77	1.82	▲2.54%	1.76	0.81%	1.69	4.97%
<商品>	先月末の終値	先々月末終値	先々月末比 (%)	3カ月前終値	3カ月前比 (%)	6カ月前終値	6カ月前比 (%)
商品 (CRB指数)	273.64	281.15	▲2.67%	281.91	▲2.93%	253.85	7.80%
原油先物価格 (WTI、米ドルベース)	75.96	81.02	▲6.25%	83.63	▲9.17%	68.09	11.56%

(出所)
FactSetのデータを基に
三井住友DSアセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに重要な注意事項を記載しております。必ずご確認ください。

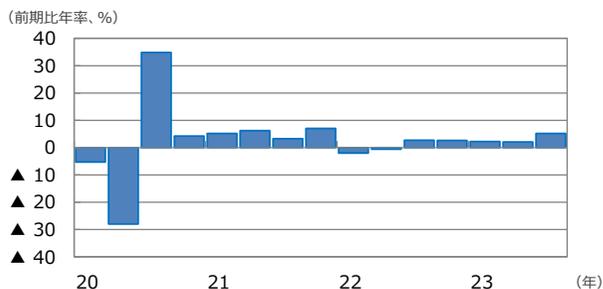
当資料は作成時点のものであり、将来の成果および市場環境の変動などを示唆あるいは保証するものではありません。予告なく変更する場合があります。



2. 景気動向

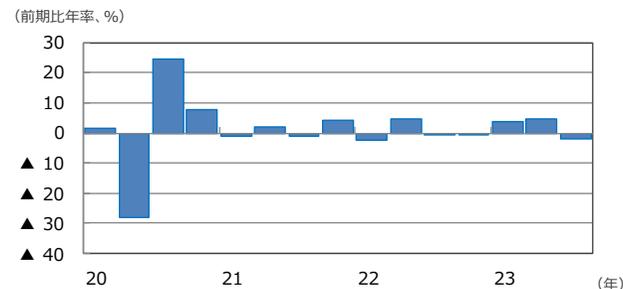
- <現状>**
- 米国の7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+5.2%と、堅調な個人消費にけん引され、前期から大幅に加速しました。
 - 欧州（ユーロ圏）の7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+0.1%でした。前期比は▲0.1%と三四半期ぶりにマイナス成長となりました。
 - 日本の7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲2.1%と、三四半期ぶりのマイナス成長となりました。個人消費と設備投資が弱含みました。
 - 中国の7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.9%と、前期から減速しました。前期比は+1.3%と前期から伸び率が拡大しました。
 - 豪州の4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+2.1%と、前期から減速しました。輸出や投資が伸びたものの、個人消費の伸びが鈍化しました。
- <見通し>**
- 米国は、これまでの大幅な利上げに伴う景気抑制効果や、強かった7-9月期の反動から、10-12月以降は景気が減速するとみられます。ただし、雇用が比較的安定しており、個人消費が底堅いことや、企業収益が回復傾向にあることから、景気は24年にかけて緩やかな減速となる見通しです。
 - 欧州は、ECBの金融引き締めによる景気抑制効果が強まるなか、24年にかけて低成長が続くとみられます。ただし、財政の支援、コロナ下で積み上がった貯蓄、労働市場の安定、インフレの鈍化などが景気を支えるため、腰折れはしないとみられています。
 - 日本は、7-9月期に下振れしたものの、経済活動が再開するなか、インバウンド消費の増加や経済対策の効果を背景に、緩やかな景気回復のパスに徐々に復調する見通しです。円安地合いも景気を支えるとみられます。
 - 中国は、不動産市場の低迷や海外景気の減速で需要不足が続く、若年層の雇用悪化の影響などから個人消費も力強さを欠くことから、24年にかけて景気の回復ペースが鈍化するものとみられます。ただし、政府が拡張財政を継続することから、小幅な減速にとどまる見通しです。
 - 豪州は、中国景気の減速に加え、利上げの累積効果や、粘着質なインフレで家計の実質可処分所得が圧迫されることから個人消費が力強さを欠くとみられるため、24年にかけて景気が緩やかに減速するとみられます。

米国の実質GDP成長率



(注) データは2020年1-3月期～2023年7-9月期。
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

日本の実質GDP成長率

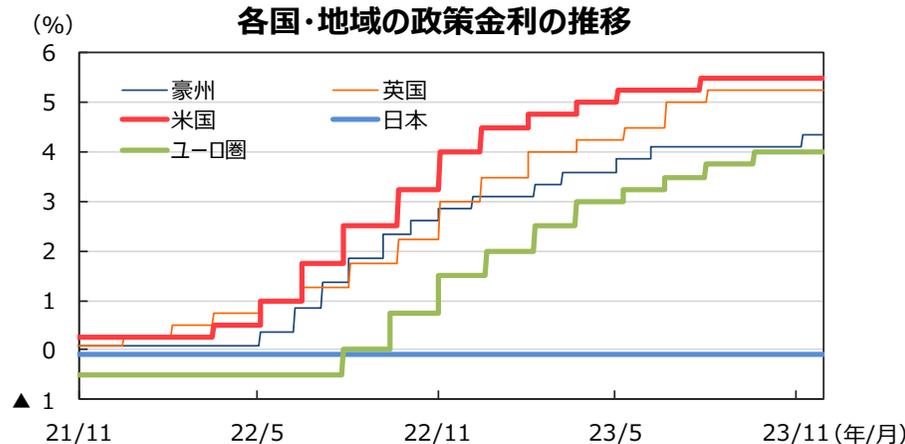


(注) データは2020年1-3月期～2023年7-9月期。
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



3. 金融政策

- <現状>
- FRBは、10月31日～11月1日のFOMCで、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標（5.25～5.50%）を2会合連続で据え置きました。記者会見でパウエルFRB議長は、従来通り、政策判断はデータ次第で決めるとの方針に変わりはないことを示しました。
 - 欧州中央銀行（ECB）は10月の理事会で、2022年7月の利上げ開始から11会合ぶりに利上げを見送り、政策金利の据え置きを決めました。また、資産購入策の特別枠（PEPP）は、少なくとも24年末まで償還があった分の再投資を続ける方針を維持しました。
 - 日銀は、10月の金融政策決定会合で、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の再修正を決めました。長期金利の上限の「目途」を1.0%に引き上げ、長期金利が1.0%を一定程度上回ることを容認する方針です。短期金利のマイナス金利政策については維持しました。
- <見通し>
- FRBは、最近のインフレの鈍化傾向を受けて利上げサイクルを終了し、現状のFF金利を24年中、据え置くとみています。景気が想定以上に堅調なことから利下げ開始は2025年以降にずれ込むと予想しています。
 - ECBは、高止まりしているコアインフレを抑制するため、現状の政策金利（預金ファシリティ金利4.00%など）を24年前半まで据え置くと予想しています。雇用が鈍化していることから、24年7-9月期に利下げに転じると想定しています。
 - 日銀は、24年3月の春闘回答集計を確認した上で、24年4月に、「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）を改定するとともに、マイナス金利の解除やYCCの解除・再修正を実施すると予想しています。



(注) データは2021年11月1日～2023年11月30日。日本は日銀当座預金、米国はFederal Fund Rate（誘導レンジの上限）、ユーロ圏はECB預金ファシリティ金利、英国はRepo Rate、豪州はOfficial Cash Rateを使用。
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



4. 債券

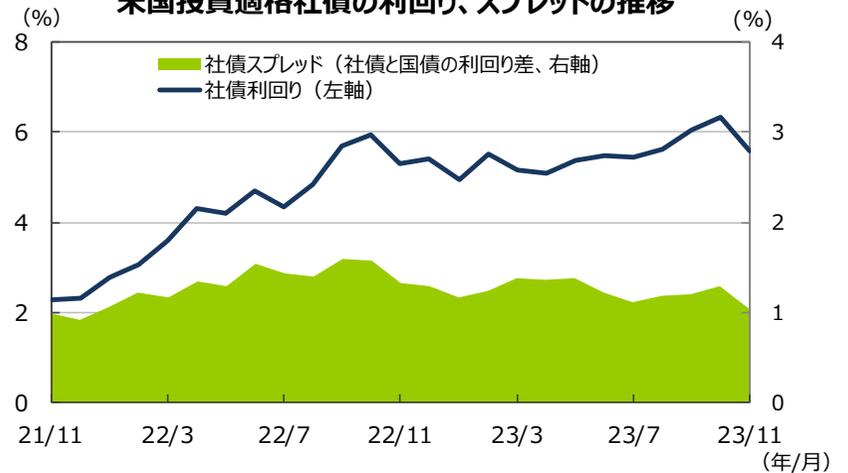
- <現状>**
- 米国の10年国債利回り（長期金利）は、FRBが月初のFOMCで2会合連続の政策金利据え置きを決めたことを受けて、利上げ局面が終了したとの観測が強まったことから、大きく低下しました。その後もインフレ鈍化を示す経済指標が続いたため、月末にかけて一段と低下しました。
 - ドイツの長期金利は、欧州経済の減速や米長期金利の大幅な低下を受けて、低下しました。
 - 日本の長期金利は、米長期金利が大幅に低下したことや、日銀が早期に金融緩和政策の修正に動くとの見方が後退したことから、低下しました。
 - 米国の投資適格社債については、株式市場の上昇を受けて国債と社債の利回り格差が大きく縮小しました。
- <見通し>**
- 米国の長期金利は、FRBの利上げ局面が終了したとみられることから、緩やかに低下する展開を予想します。堅調な雇用による景気の底堅さからFRBの金融引き締めは当面続くとみられますが、先行きは景気減速とインフレの低下に伴う金融緩和が見込まれるためです。
 - 欧州の長期金利も、ECBの利上げ局面が終了したとみられるため、米長期金利に連れて先行きは緩やかに低下する展開を予想します。
 - 日本の長期金利は、日銀による金融緩和政策の修正が意識されるなか、金利水準をやや切り上げる展開を想定します。

主要国の10年国債利回りの推移



(注) データは2021年11月1日～2023年11月30日。
 (出所) FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

米国投資適格社債の利回り、スプレッドの推移

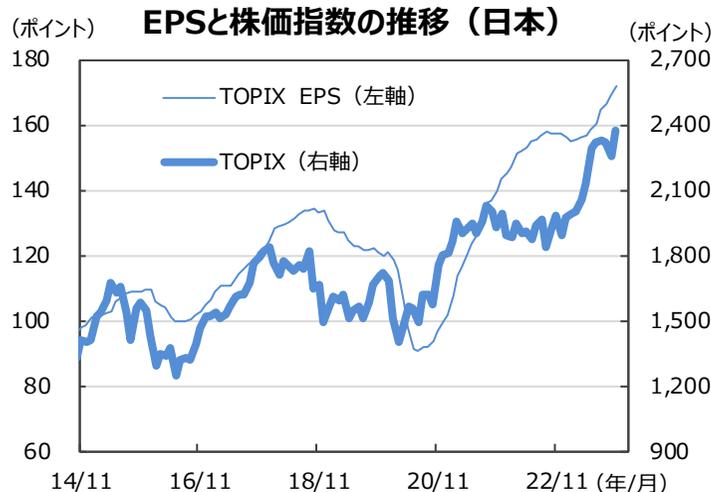


(注1) データは2021年11月～2023年11月の月次データ。
 (注2) 米国投資適格社債はブルームバーグ・USコーポレート・インベストメント・グレード。
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



5. 企業業績と株式

- <現状>**
- S&P500種指数の11月の予想1株当たり利益（EPS）は244.0で、3カ月連続で過去最高水準を更新しました。前年同月比は+5.4%、前月比は+0.7%でした。TOPIXの予想EPSは171.7、前年同月比は同+9.0%、前月比は+1.6%と増益基調が続いています。
 - 米国株式市場は大幅高となりました。FRBが月初のFOMCで2会合連続の政策金利据え置きを決めたことに加え、10月の雇用統計や消費者物価指数が市場予想を下回ったことで、利上げ局面の終了観測が強まり、長期金利が急低下したことが追い風となりました。
 - 日本株式市場も米国株式市場の上昇に加え、日本企業の決算が好調なことや、ハイテク株などに買い戻しが入ったことなどから大幅に上昇しました。
- <見通し>**
- S&P500種指数採用企業の増益率（純利益ベース）は10-12月期が前年同期比+5.4%で、その後も改善傾向が予想されています。一方、TOPIX採用企業の10-12月期の純利益は同+8.5%で、その後は一進一退が予想されています。
 - 米国株式市場は、堅調な企業収益を背景に緩やかにレンジを切り上げると予想します。FRBの金融政策に対するタカ派（金融引締め）姿勢は緩和しましたが、データ次第で政策判断を行う方針を示していることから、経済指標や要人発言で振れやすい展開となりそうです。
 - 日本株式市場は、日本の名目GDP成長率の上昇や、製造業における景気循環の底打ちによる企業業績の改善を織り込む形で上値を試す展開が想定されます。24年度の賃上げ、税収の上振れ、財政政策に対する期待が株価上昇要因として注目されそうです。



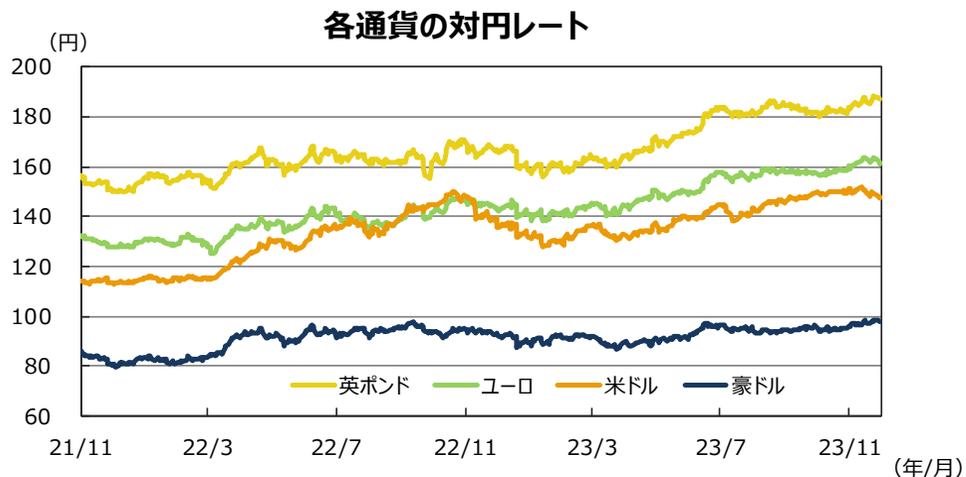
※EPSとは・・・ [Earnings Per Share] = 1株当たり純利益。当期純利益を発行済株式数で割ったものです。

（注）データは2014年11月～2023年11月。月末ベース。EPSは12カ月先予想ベース。FactSet集計。（出所）FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



6. 為替

- <現状>**
- 円の為替レートは、FRBによる利上げ局面が終了したとの見方が強まり、米長期金利が大幅に低下したことを背景に反発しました。日米金利差の縮小から月末にかけて円買い・ドル売りが入り、147円台に上昇しました。
 - 円の為替レートは下落し、約15年ぶりの安値水準となる161円台で終了しました。ユーロは、金利先安観の強まった米ドルに対して上昇しました。
 - 円の為替レートは、下落しました。豪ドルは、金利先安観の強まった対米ドルに対して上昇しました。
- <見通し>**
- 円の為替レートは、FRBの利上げ局面が終了したとみられるものの、引き続き日米の金利差から下落圧力を受けるため、当面もみ合う展開を予想します。先行きは米国の景気とインフレが減速することに伴い、FRBによる利下げが意識され、円が小幅に上昇すると想定しています。
 - 円の為替レートは、当面レンジ内でもみ合うものの、先行きの欧州金利の低下による金利差縮小により小幅に上昇するとみています。
 - 円の為替レートも、当面もみ合うものの、中国経済の減速や豪州中銀の利上げ打ち止めにより小幅に上昇する展開を予想しています。

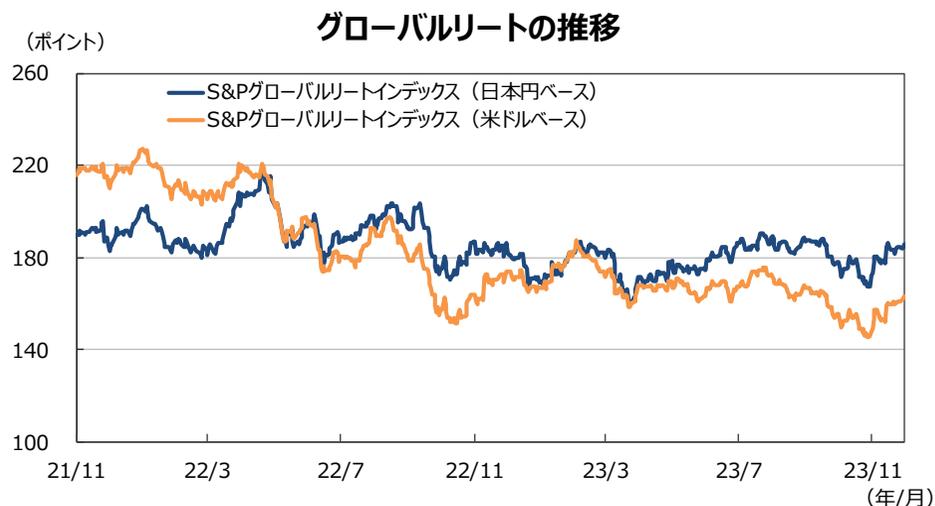


(注) データは2021年11月1日～2023年11月30日。(出所) FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



7. リート

- <現状>**
- グローバルリート市場（米ドルベース）は、米長期金利が大幅に低下したことを受けて、大幅高となりました。S&Pグローバルリート指数のリターンは前月末比+10.4%でした。また、円ベースのリターンは、為替効果がマイナスに寄与し、同+7.7%となりました。
 - 米国は、長期金利が大幅に低下したことや、株式市場が上昇したことを受けて買い戻しが入り、大きく反発しました。欧州も、米国リートの上昇を好感して堅調な展開となりました。日本やアジア・オセアニアも、長期金利が低下したことを受けて、上昇しました。
- <見通し>**
- グローバルリート市場は、不動産市況の停滞や長期金利の高止まりから当面振れの大きい展開が見込まれますが、FRBの利上げ局面が終了したとみられるなか、長期金利が低下することに伴い、中期的には回復するとみています。
 - 米国は、当面振れの大きい展開が見込まれるものの、中期的には底堅い景気を背景に持ち直すとみています。欧州は、景気の停滞から当面上値の重い展開を想定します。日本やシンガポールは、景気の回復基調を背景に緩やかに上昇するとみています。



(注) データは2021年11月1日～2023年11月30日。(出所) FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



8. まとめ

- <債券>**
- 米国の長期金利は、FRBの利上げ局面が終了したとみられることから、緩やかに低下する展開を予想します。堅調な雇用による景気の底堅さからFRBの金融引き締めは当面続くと思われますが、先行きは景気減速とインフレの低下に伴う金融緩和が見込まれるためです。
 - 欧州の長期金利も、ECBの利上げ局面が終了したとみられるため、米長期金利に連れて先行きは緩やかに低下する展開を予想します。
 - 日本の長期金利は、日銀による金融緩和政策の修正が意識されるなか、金利水準をやや切り上げる展開を想定します。
- <株式>**
- S&P500種指数採用企業の増益率（純利益ベース）は10-12月期が前年同期比+5.4%で、その後も改善傾向が予想されています。一方、TOPIX採用企業の10-12月期の純利益は同+8.5%で、その後は一進一退が予想されています。
 - 米国株式市場は、堅調な企業収益を背景に緩やかにレンジを切り上げると予想します。FRBの金融政策に対するタカ派（金融引締め）姿勢は緩和しましたが、データ次第で政策判断を行う方針を示していることから、経済指標や要人発言で振れやすい展開となりそうです。
 - 日本株式市場は、日本の名目GDP成長率の上昇や、製造業における景気循環の底打ちによる企業業績の改善を織り込む形で上値を試す展開が想定されます。24年度の賃上げ、税収の上振れ、財政政策に対する期待が株価上昇要因として注目されそうです。
- <為替>**
- 円対米ドルレートは、FRBの利上げ局面が終了したとみられるものの、引き続き日米の金利差から下落圧力を受けるため、当面もみ合う展開を予想します。先行きは米国の景気とインフレが減速することに伴い、FRBによる利下げが意識され、円が小幅に上昇すると想定しています。
 - 円対ユーロレートは、当面レンジ内でもみ合うものの、先行きの欧州金利の低下による金利差縮小により小幅に上昇するとみています。
 - 円対豪ドルレートも、当面もみ合うものの、中国経済の減速や豪州中銀の利上げ打ち止めにより小幅に上昇する展開を予想しています。
- <リート>**
- グローバルリート市場は、不動産市況の停滞や長期金利の高止まりから当面振れの大きい展開が見込まれますが、FRBの利上げ局面が終了したとみられるなか、長期金利が低下することに伴い、中期的には回復するとみています。
 - 米国は、当面振れの大きい展開が見込まれるものの、中期的には底堅い景気を背景に持ち直すとみています。欧州は、景気の停滞から当面上値の重い展開を想定します。日本やシンガポールは、景気の回復基調を背景に緩やかに上昇するとみています。

チーフリサーチストラテジスト
石井康之（いしい やすゆき）

<重要な注意事項>

【投資信託商品についてのご注意（リスク、費用）】

●投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、投資信託に組み入れられる有価証券の値動きなど（外貨建資産には為替変動もあります。）の影響により上下します。**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。運用の結果として投資信託に生じた**利益および損失は、すべて受益者に帰属**します。したがって、投資信託は**預貯金とは異なり、投資元本が保証されているものではなく**、一定の投資成果を保証するものでもありません。

●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。

◆直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.85%（税込）

・・・換金（解約）手数料 上限1.10%（税込）

・・・信託財産留保額 上限0.50%

◆投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限年 2.255%（税込）

◆その他費用・・・監査費用、有価証券の売買時の手数料、デリバティブ取引などに要する費用（それらに係る消費税など相当額を含みます。）、および外国における資産の保管などに要する費用等が信託財産から支払われます。また、投資信託によっては成功報酬が定められており当該成功報酬が信託財産から支払われます。投資信託証券を組み入れる場合には、お客さまが間接的に支払う費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用などが発生します。これらの費用などに関しましては、その時々取引内容などにより金額が決定し、運用の状況により変化するため、あらかじめその上限額、計算方法などを具体的には記載できません。

※なお、お客さまにご負担いただく上記費用等の合計額、その上限額および計算方法等は、お客さまの保有期間に応じて異なる等の理由によりあらかじめ具体的に記載することはできません。

【ご注意】

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、三井住友DSアセットマネジメントが運用するすべての投資信託における、それぞれの費用の最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面などを必ず事前にご覧ください。

投資信託は、預貯金や保険契約と異なり、預金保険・貯金保険・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また登録金融機関でご購入の場合、投資者保護基金の支払対象とはなりません。

投資信託は、クローズド期間、国内外の休祭日の取扱いなどにより、換金などができないことがありますのでご注意ください。

[2023年9月30日現在]

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券などの売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境などについてのデータ・分析などが含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境などを保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報などに基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料などが記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。