

*Market report*

# 経済、金融市場の 動向と見通し



2023年12月

## 東京海上アセットマネジメント株式会社

商号等：東京海上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361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

## 1 主要国・地域の経済動向

- 主要国・地域では、インフレ率が高止まりするなか中央銀行は金融引き締め姿勢を維持しているものの、景気は底堅さを維持しています。
- 今後は、これまでの利上げにより景気減速懸念が高まっているものの、中央銀行は将来的な利上げの停止ないしは利下げを見通していることなどから、現状では本格的な景気後退に陥るリスクは低いと考えられます。

## 2 日米中央銀行の金融政策

- 12月のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、3会合連続で利上げを見送ったほか、2024年については3回の利下げに踏み切るとの見通しに修正されました（9月FOMCでは2回の利下げ見通し）。もっとも、利上げの累積的な効果の顕在化や学生ローン返済の再開などによる景気の下振れリスクがあり、今後の金融政策運営の波乱要因となる可能性があります。従来からパウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長が言及するように、経済情勢によっては政策判断が変わりえることにも留意する必要があります。
- 日銀は10月の金融政策決定会合で、YCC（イールドカーブ・コントロール）の長期金利について、上限としていた1%超え容認する方針を決定しました。2024年1月の会合では、物価見通しと金融政策に関する修正の有無が焦点となりそうです。2%の『物価安定の目標』が視野に入れば、マイナス金利政策の解除を含めた政策修正が決定される可能性があります。

## 2024年の経済成長率は、10月予想で概ね下方修正され、先進国を中心に2023年を下回る見通し

### 世界経済見通し（実質GDP成長率）

2022年～2024年（2022年は推計値、2023、2024年は予測値）

（単位：％）

	推計 2022年	予測					
		2023年			2024年		
		前回予想 (2023年7月)	今回予想 (2023年10月)	修正幅 プラスは上方修正 マイナスは下方修正	前回予想 (2023年7月)	今回予想 (2023年10月)	修正幅 プラスは上方修正 マイナスは下方修正
世界	3.5	3.0	<b>3.0</b>	0.0	3.0	<b>2.9</b>	<b>▲0.1</b>
先進国	2.6	1.5	<b>1.5</b>	0.0	1.4	<b>1.4</b>	0.0
-米国	2.1	1.8	<b>2.1</b>	+0.3	1.0	<b>1.5</b>	+0.5
-ユーロ圏	3.3	0.9	<b>0.7</b>	<b>▲0.2</b>	1.5	<b>1.2</b>	<b>▲0.3</b>
-ドイツ	1.8	<b>▲0.3</b>	<b>▲0.5</b>	<b>▲0.2</b>	1.3	<b>0.9</b>	<b>▲0.4</b>
-英国	4.1	0.4	<b>0.5</b>	+0.1	1.0	<b>0.6</b>	<b>▲0.4</b>
-日本	1.0	1.4	<b>2.0</b>	+0.6	1.0	<b>1.0</b>	0.0
新興国	4.1	4.0	<b>4.0</b>	0.0	4.1	<b>4.0</b>	<b>▲0.1</b>
-中国	3.0	5.2	<b>5.0</b>	<b>▲0.2</b>	4.5	<b>4.2</b>	<b>▲0.3</b>
-インド	7.2	6.1	<b>6.3</b>	+0.2	6.3	<b>6.3</b>	0.0

（出所）IMF世界経済見通し（2023年10月）

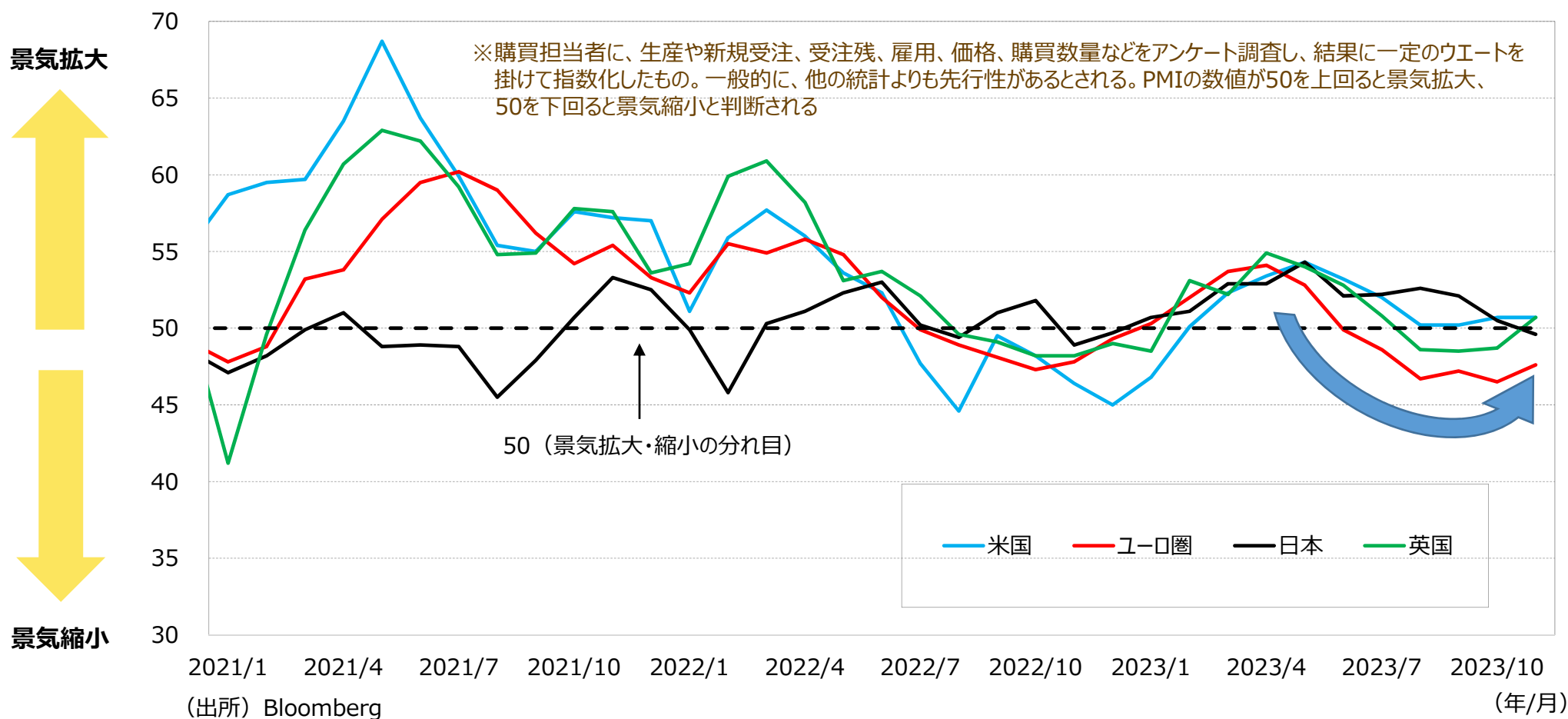
（注）2022年は一部予測値を含む。インドは年度（4月～翌年3月）ベース

# グローバル経済～短期的な景気動向

欧米のPMIは年央までの低下の動きに一服感がみられ、景気持ち直しを示唆。一方、日本は引き続き景気縮小を示唆。

## 各国・地域のPMI（購買担当者景気指数※）の推移

2021年1月～2023年11月、月次

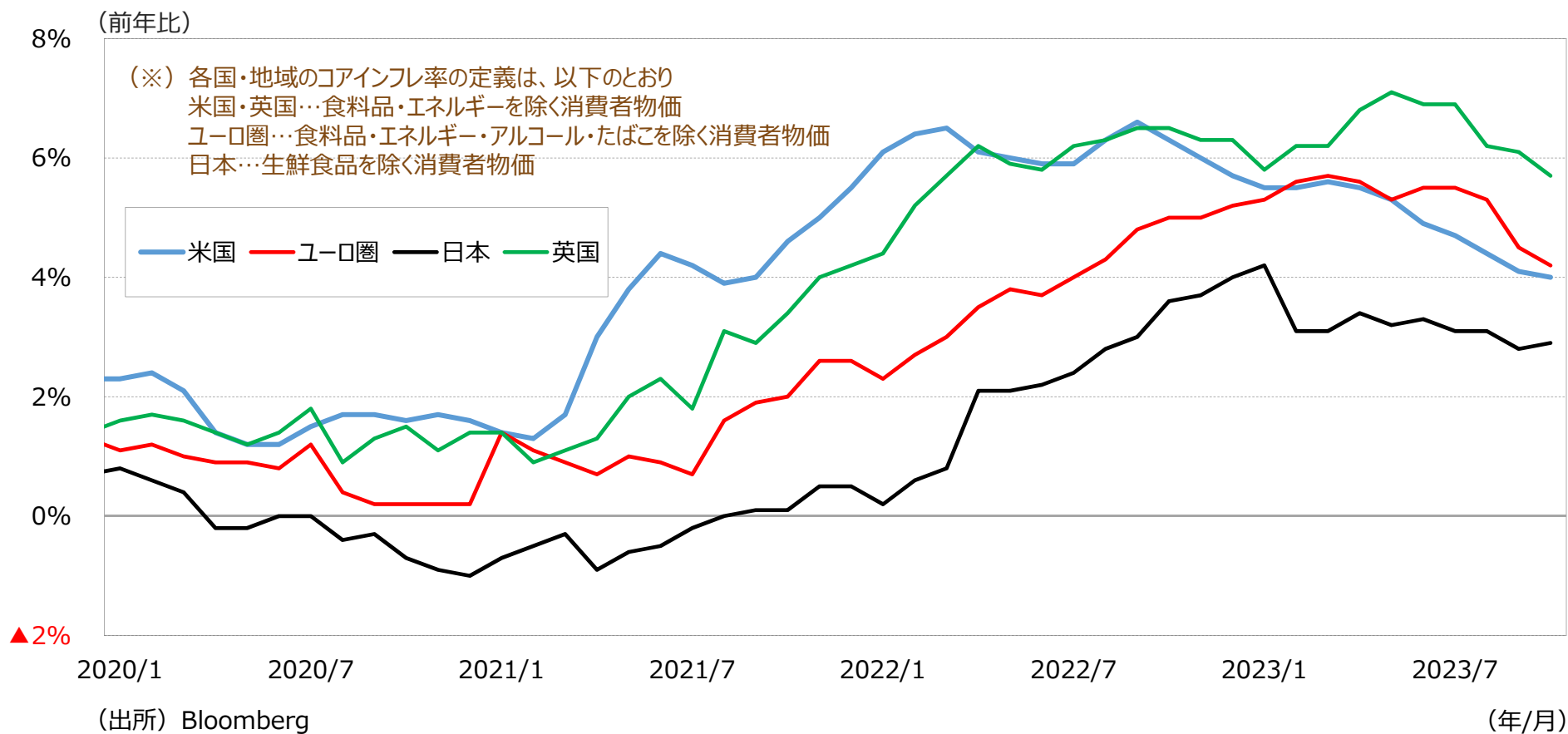


# グローバル経済～物価動向（1）

変動の大きい品目を除いたコアCPI※の上昇率は低下傾向も、中央銀行が目標とする2%を上回る状況が継続

## 各国・地域のコアインフレ率の推移

2020年1月～2023年10月、月次

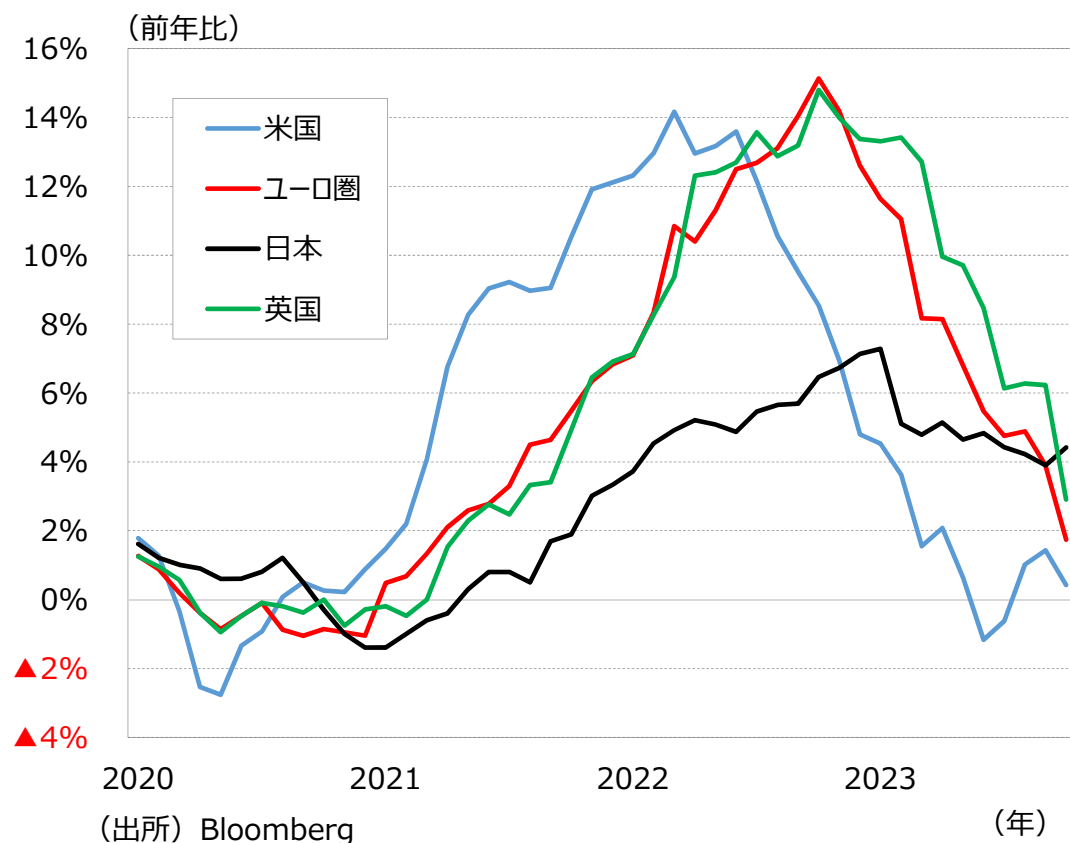


# グローバル経済～物価動向（2）

財価格の伸びは、需要の低迷などを背景に大幅に縮小。一方、サービス価格は依然高止まりの状況

## 各国・地域の財価格（前年比）の推移

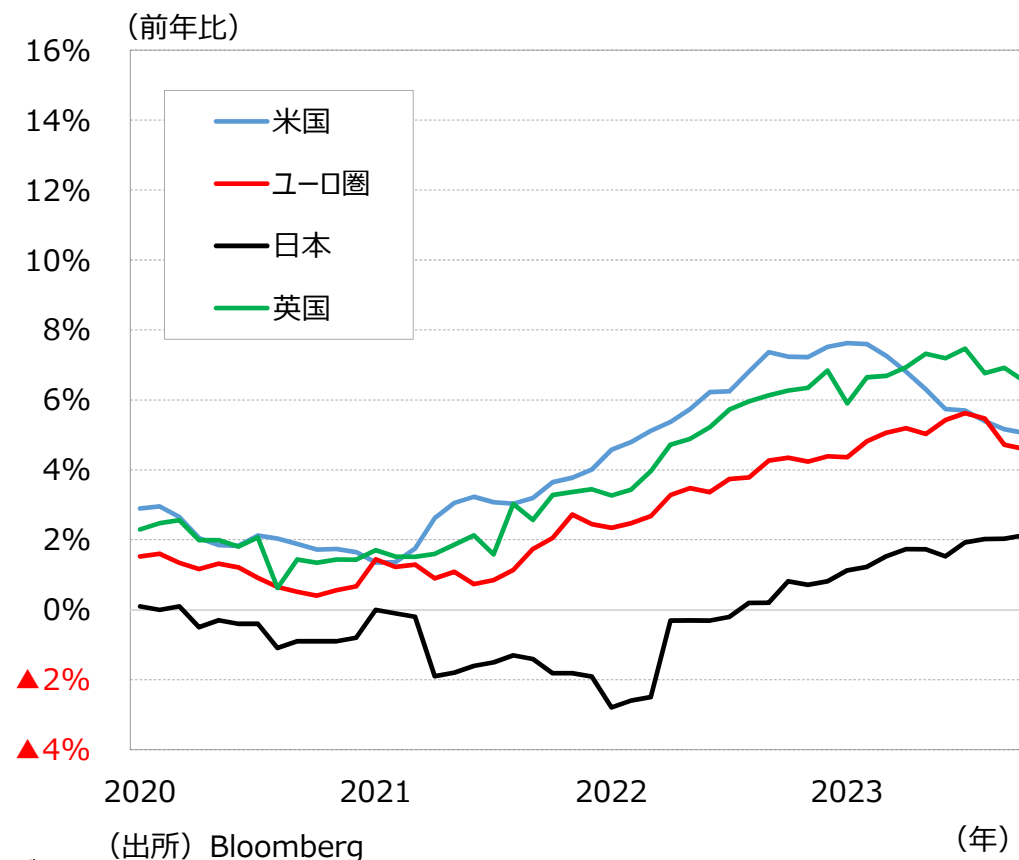
2020年1月～2023年10月、月次



(注) 財は、自動車や家電（耐久財）や食品（非耐久財）、衣類（半耐久財）など  
サービスは、公共料金（電気代や水道代など）や外食、宿泊代など

## 各国・地域のサービス価格（前年比）の推移

2020年1月～2023年10月、月次

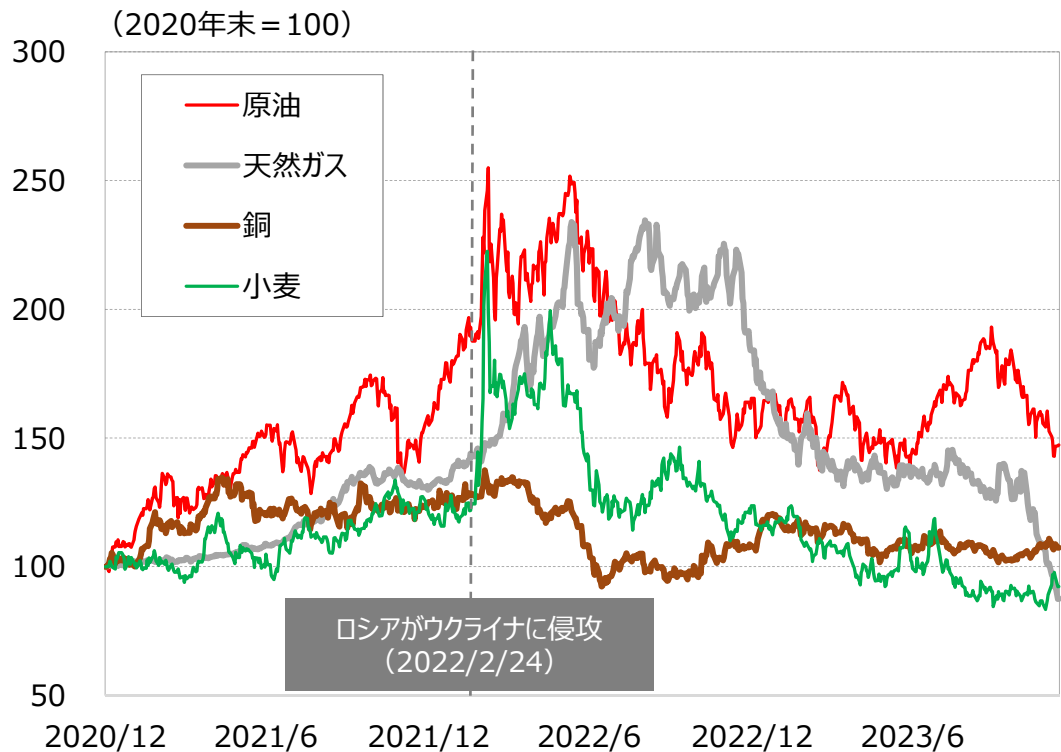


# グローバル経済～物価動向（3）

2023年半ば以降の原油価格の下落などが、財価格の押し下げに寄与。一方、賃金の増加はサービス価格の高止まり要因の一つに

## コモディティ価格（先物）の推移

2020年12月31日～2023年12月12日、日次



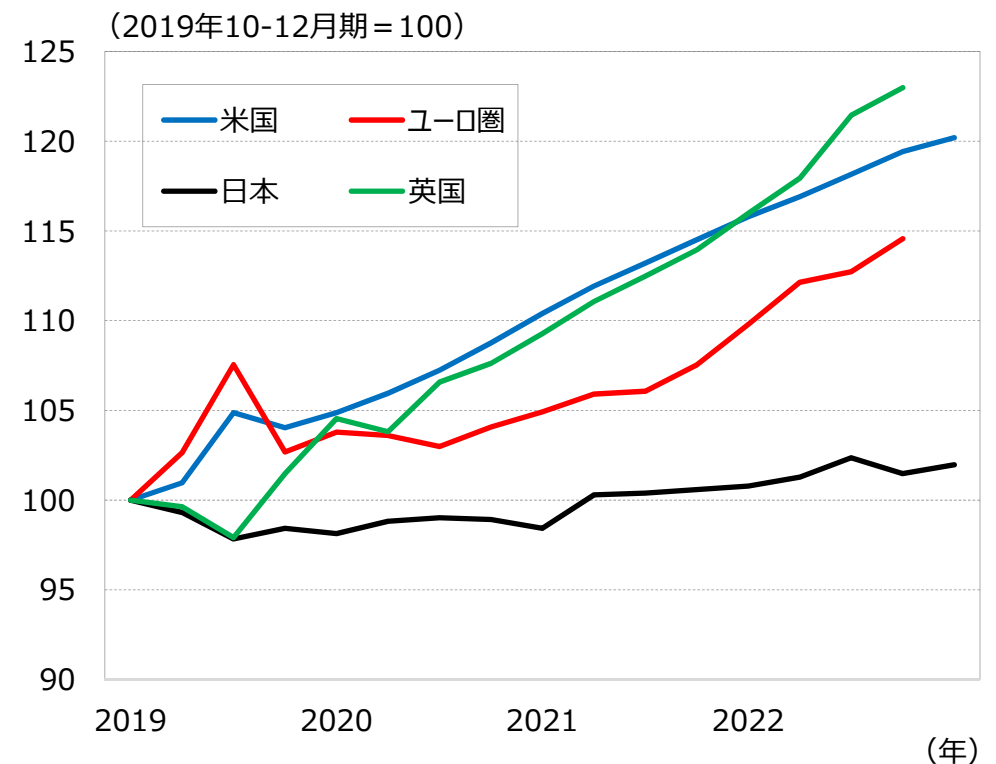
(出所) Bloomberg

(年/月)

(注) 原油：WTI先物（期近物）、天然ガス：ヘンリーハブ天然ガス先物（期近物）  
銅：LME先物（期近物）、小麦：シカゴSRW小麦先物（期近物）  
OPECプラスは、石油輸出機構（OPEC）とロシアなどのOPEC非加盟産油国で構成される

## 各国・地域の賃金動向の推移

2019年10-12月期～2023年10-12月期、四半期



(出所) Bloomberg、LSEG、厚生労働省

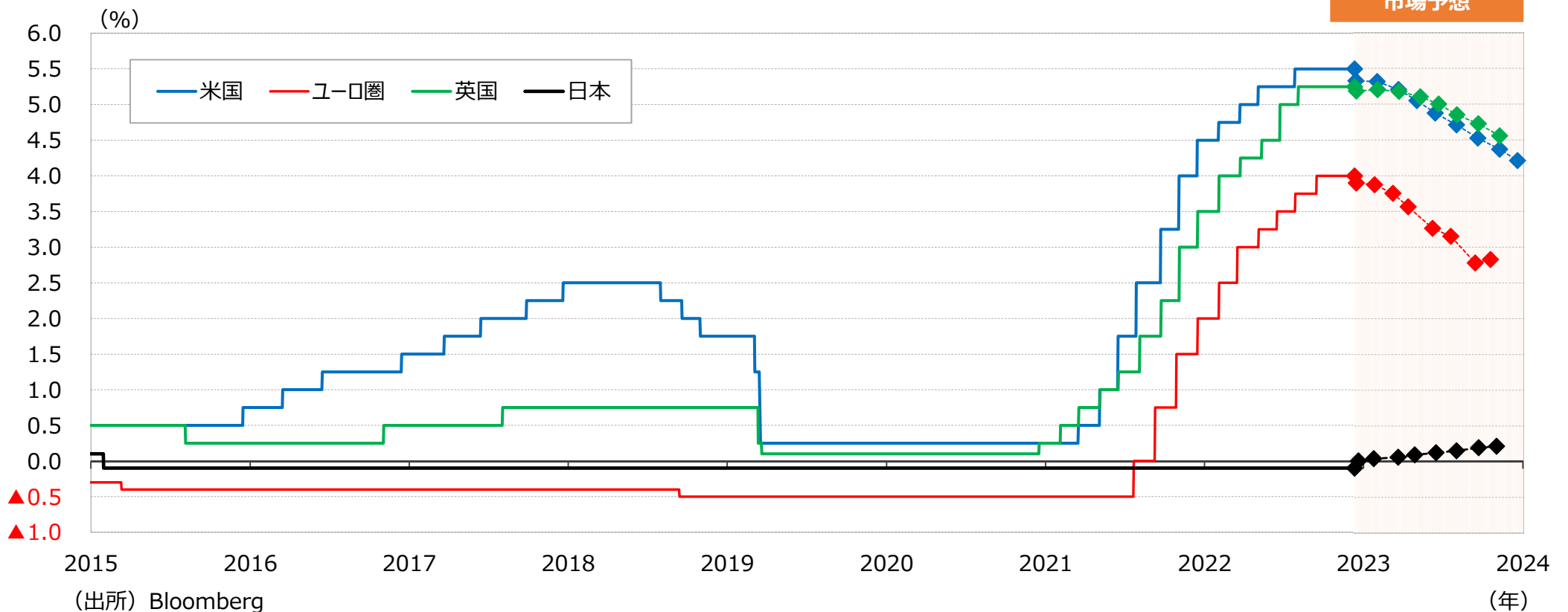
(注) 各国・地域の賃金は季節調整値。賃金の定義は以下のとおり  
米国：時間あたり賃金（2023年10-12月期は10、11月の平均値）  
日本：現金給与総額（2023年10-12月期は10月の実績値）  
英国：週間賃金（2023年7-9月期までのデータ）  
ユーロ圏：雇用コスト指数（2023年7-9月期までのデータ）

# グローバル経済～金融政策

金利市場は2023年内の残りの期間において、米国やユーロ圏、英国で政策金利を据え置いた後、2024年には利下げを予想。一方、日本ではマイナス金利政策の解除を予想

## 米国・ユーロ圏・英国・日本の政策金利と市場予想

2015年12月末～2024年12月末、日次  
(2023年12月11日以降は、Bloombergで取得可能な今後の各金融政策決定会合時における予測値)



(出所) Bloomberg

(注) 政策金利は、米国：FF金利誘導目標（上限値）、ユーロ圏：預金ファシリティ金利、英国：バンクレート、日本：当座預金残高の金利

市場予想は、金利市場（ユーロ圏、日本、英国：OIS金利、米国：FF金利先物）が織り込む政策金利の水準（2023年12月12日（データ取得）時点）

なお、米国の市場予想は、FF誘導目標の中央値

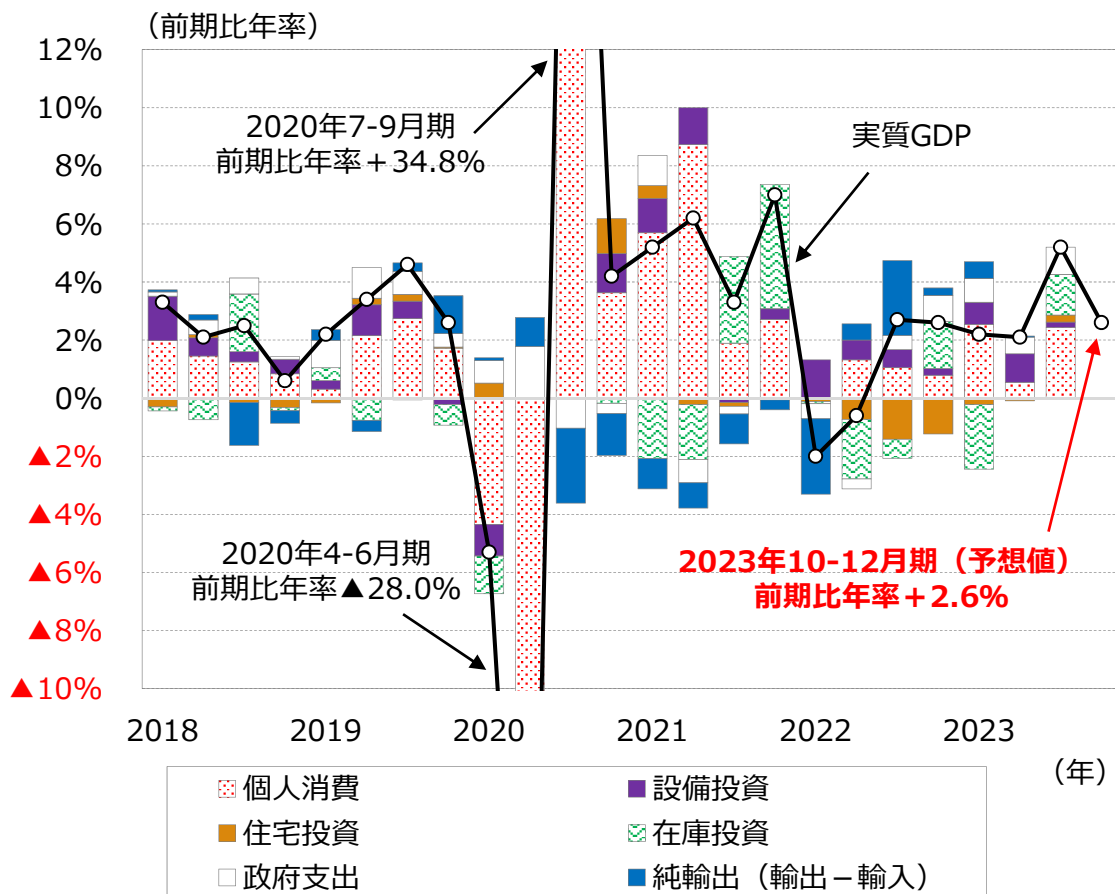


# 米国～実質GDP成長率

2023年10-12月期の成長率は、7-9月期から大幅に減速する見込み。個人消費の伸びが鈍化するほか、住宅投資が成長率を下押しするとみられる

## 実質GDP成長率の推移

2018年1-3月期～2023年10-12月期、四半期



(出所) Bloomberg  
(注) 2023年10-12月期実質GDPは、アトランタ連銀のGDPNowの予想値 (12月14日時点)  
グラフの個人消費や設備投資などは実質GDPに対する寄与度を示す

## 実質GDP成長率の内訳

2023年1-3月期～10-12月期、四半期

(前期比年率)

	2023年 1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
実質GDP成長率	2.2%	2.1%	5.2%	<b>2.6%</b>
個人消費	3.8%	0.8%	3.6%	<b>3.0%</b>
設備投資	5.7%	7.4%	1.3%	1.6%
住宅投資	▲5.3%	▲2.2%	6.2%	<b>▲0.6%</b>
在庫投資	—	—	—	—
政府支出	4.8%	3.3%	5.5%	3.6%
輸出	6.8%	▲9.3%	6.0%	4.7%
輸入	1.3%	▲7.6%	5.2%	4.6%

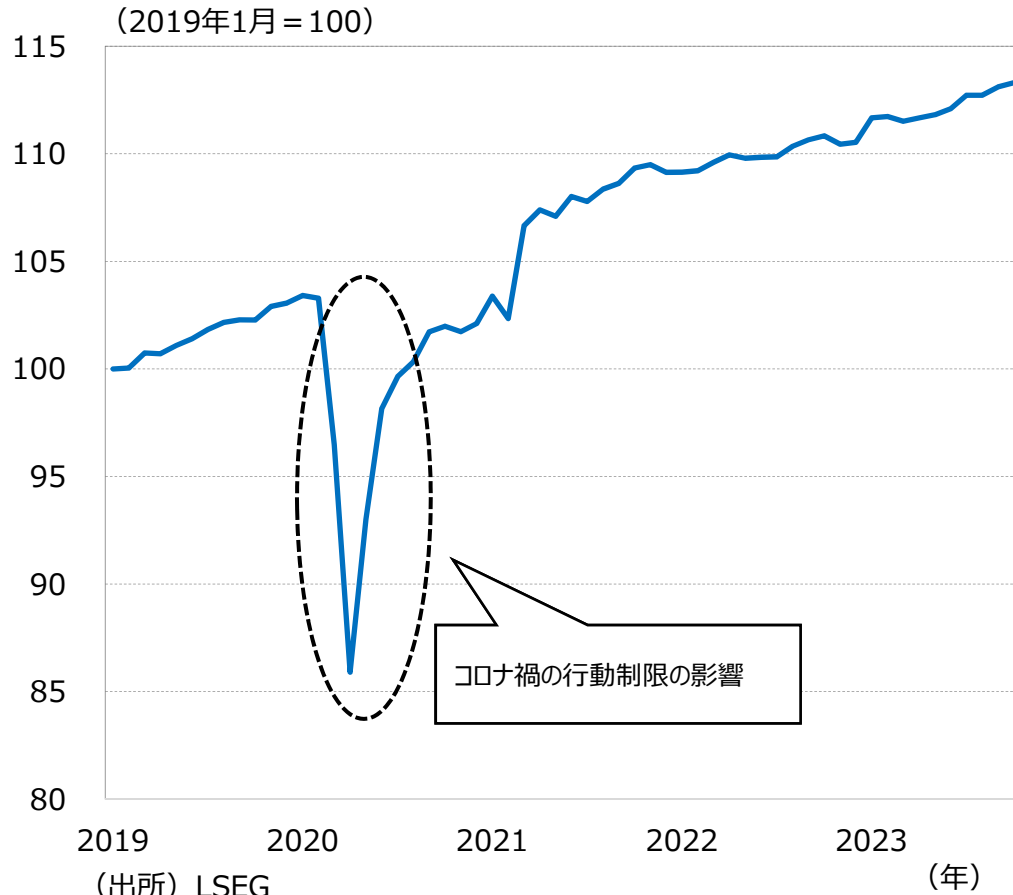
(出所) Bloomberg  
(注) 2023年10-12月期は、アトランタ連銀のGDPNowの予想値 (12月14日時点)  
上記の数値は、前期比年率の伸びを示す

# 米国～家計の消費を取り巻く環境①

物価変動の影響を除いた実質消費支出は底堅く推移。今後は、貯蓄率や借入余力（信用残高）の低下が消費を下押しする可能性

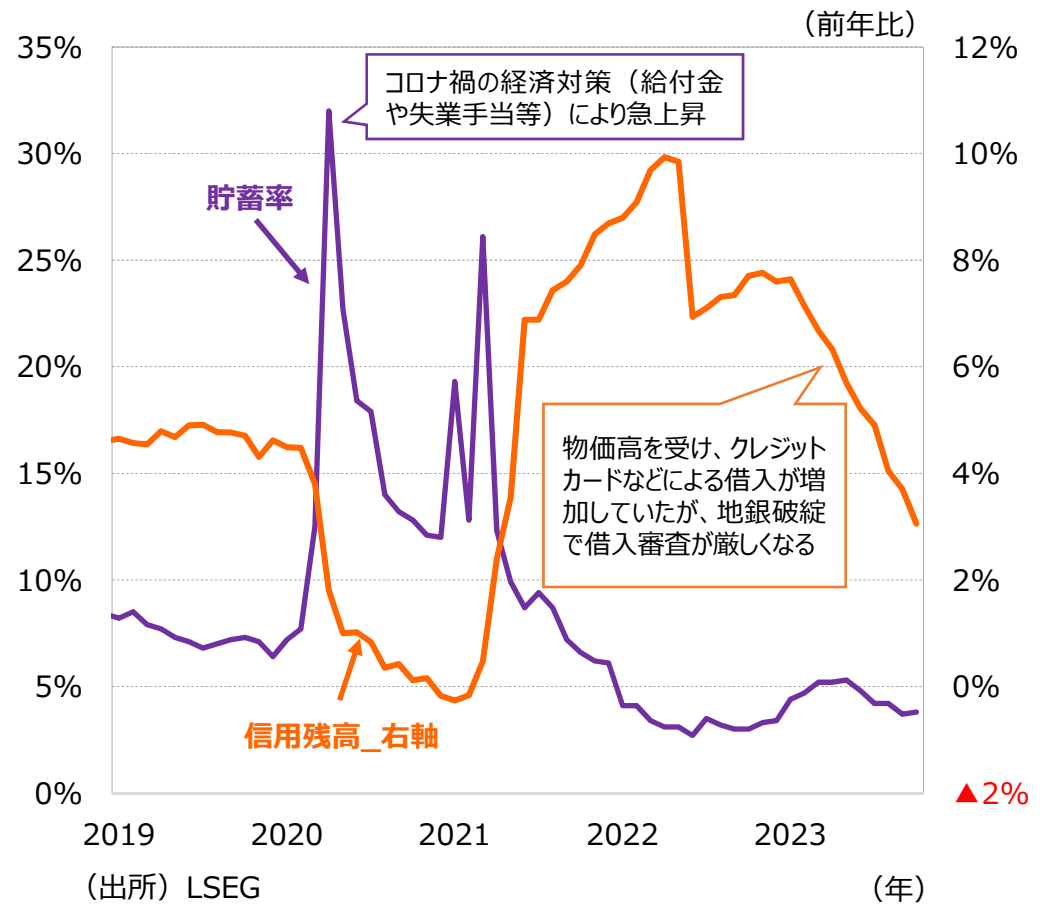
## 実質個人消費支出の推移

2019年1月～2023年10月、月次



## 家計の貯蓄率、信用残高（前年比）の推移

2019年1月～2023年10月、月次



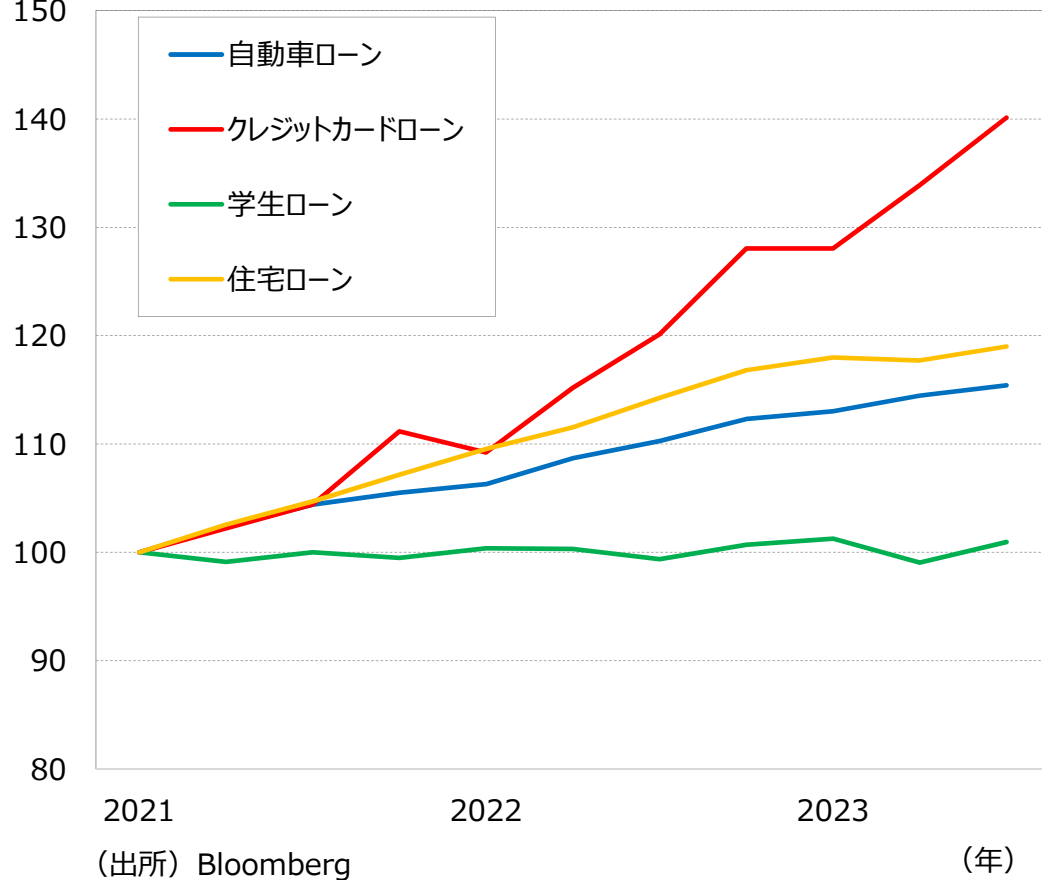
## 米国～家計の消費を取り巻く環境②

2021年以降の家計の債務残高をみると、物価高を背景にクレジットカードローンの増加が顕著。クレジットカードローンの延滞率が急上昇するなか、コロナの影響で猶予されていた学生ローンの返済（10月から開始）も個人消費の圧迫要因に

### 家計の債務残高の推移

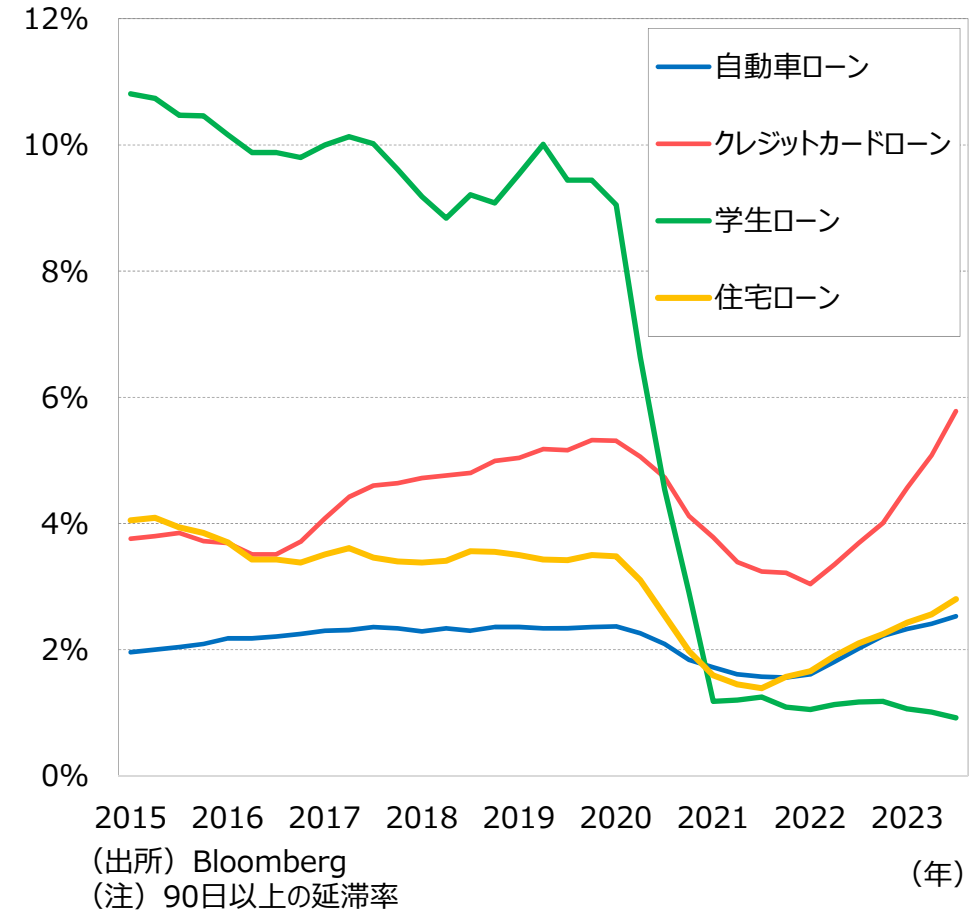
2021年3月～2023年9月、四半期

(2021年3月 = 100)



### 各種ローンの延滞率の推移

2015年3月～2023年9月、四半期



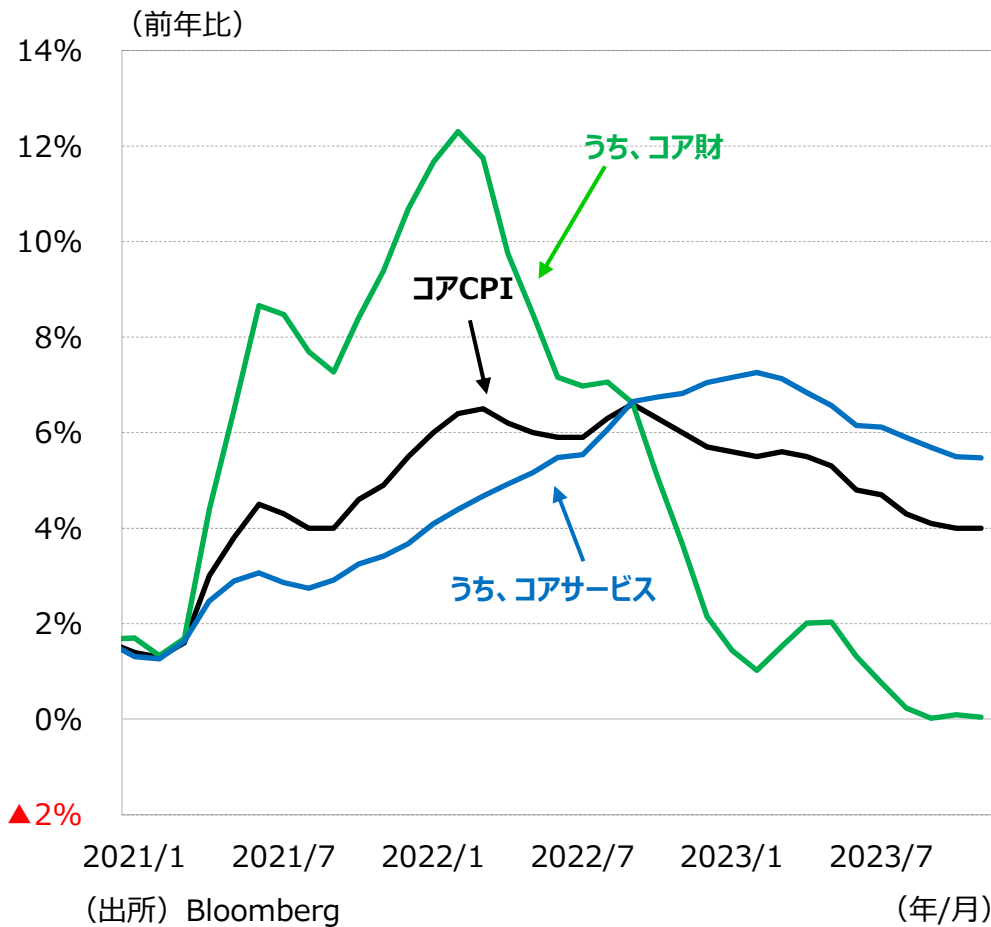
# 米国～物価動向

11月のコアCPI（※）は前年比+4.0%と底堅さを維持。家賃などのコアサービス価格は高い伸びが継続

（※）食料品及びエネルギーを除く総合

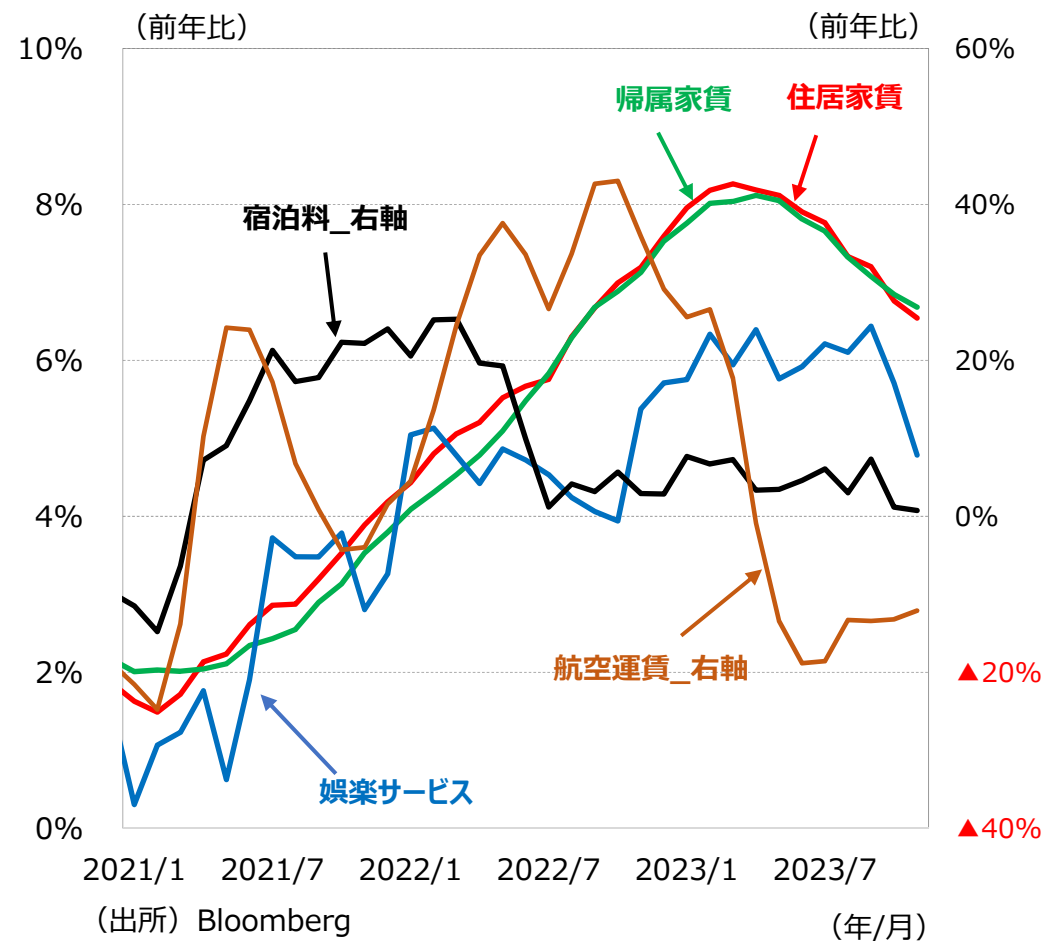
## コアCPIの推移

2021年1月～2023年11月、月次



## コアサービスの推移

2021年1月～2023年11月、月次

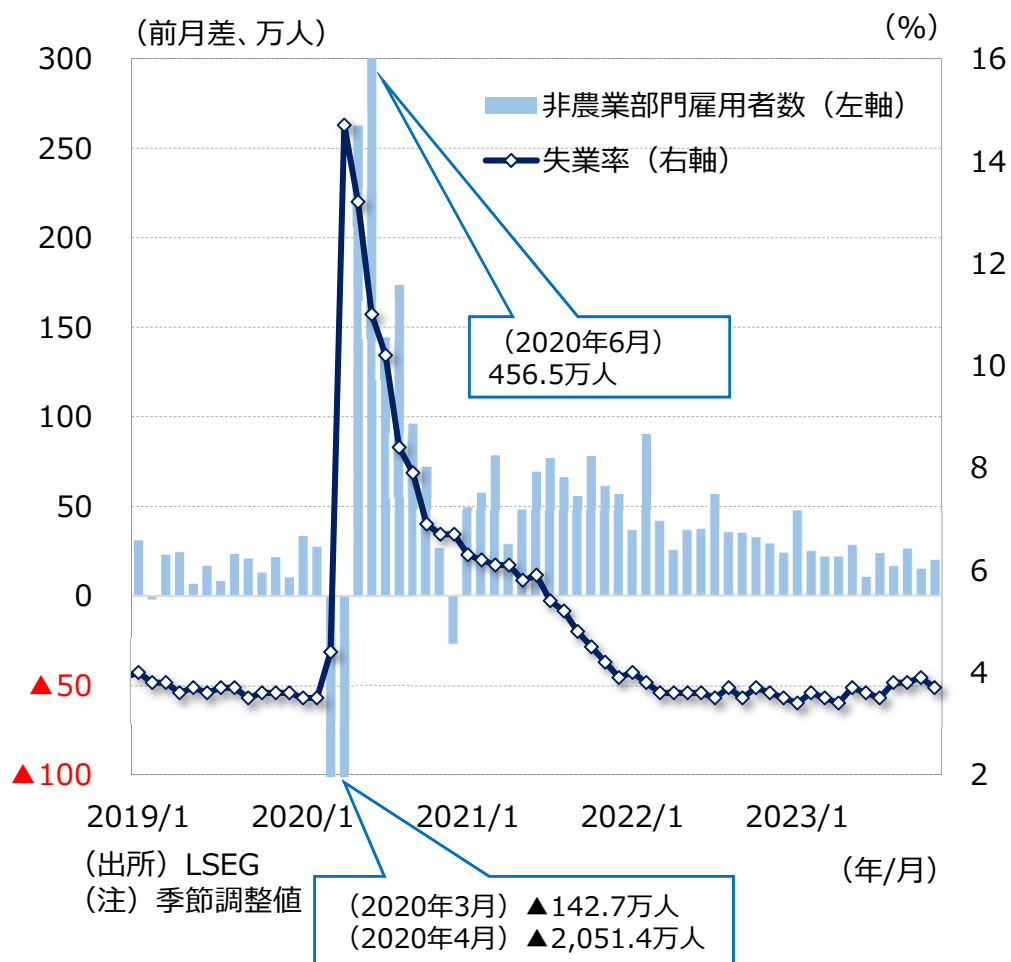


# 米国～雇用・所得環境

雇用や賃金の増勢は緩やかな鈍化傾向。労働需給の緩和は、引き続きインフレの抑制に寄与する可能性

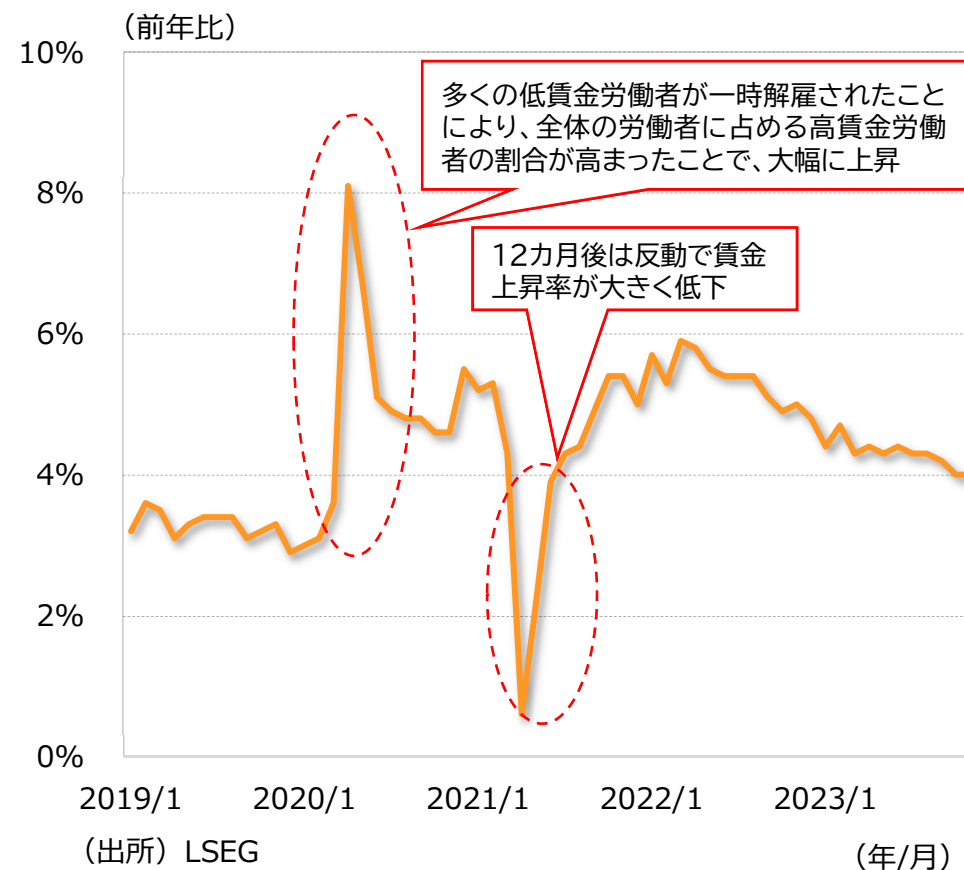
## 非農業部門雇用者数、失業率の推移

2019年1月～2023年11月、月次



## 時間当たり賃金の推移

2019年1月～2023年11月、月次

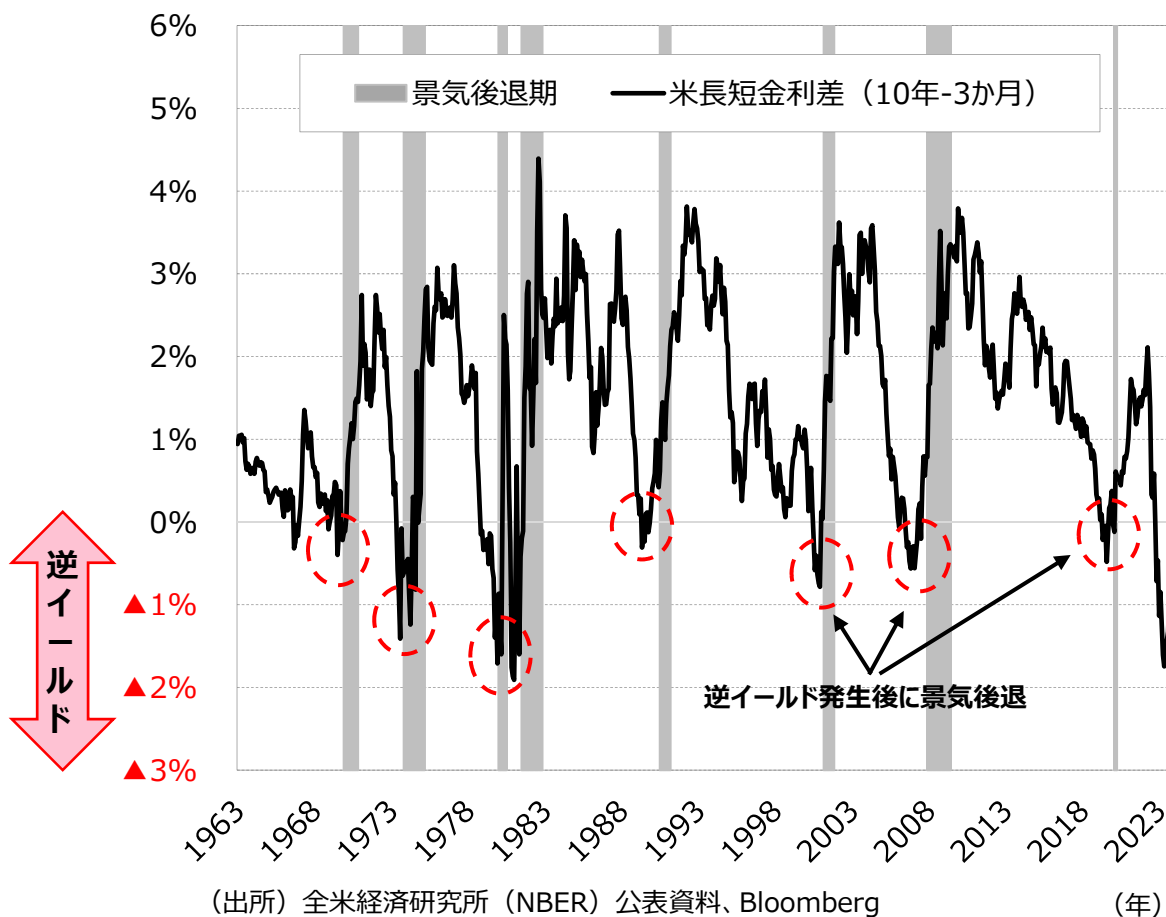


# (ご参考) 米国～長短金利差からみた景気後退の可能性

過去、米長短金利差が逆転（逆イールド）した後、1年半以内に景気後退入り。今回は2022年11月に逆イールドとなっ  
てから約1年が経過

## 米長短金利差（10年-3か月）の推移

1963年1月～2023年11月、月次



## 逆イールド発生から景気後退までの期間

①逆イールド発生	②景気後退入り	①から②までの期間
1968年12月	1969年12月	1年
1973年6月	1973年11月	5か月
1978年11月	1980年1月	1年2か月
1980年10月	1981年7月	9か月
1989年5月	1990年7月	1年2か月
2000年7月	2001年3月	8か月
2006年7月	2007年12月	1年5か月
2019年5月	2020年2月	9か月
<b>2022年11月</b>	<b>???</b>	<b>???</b>

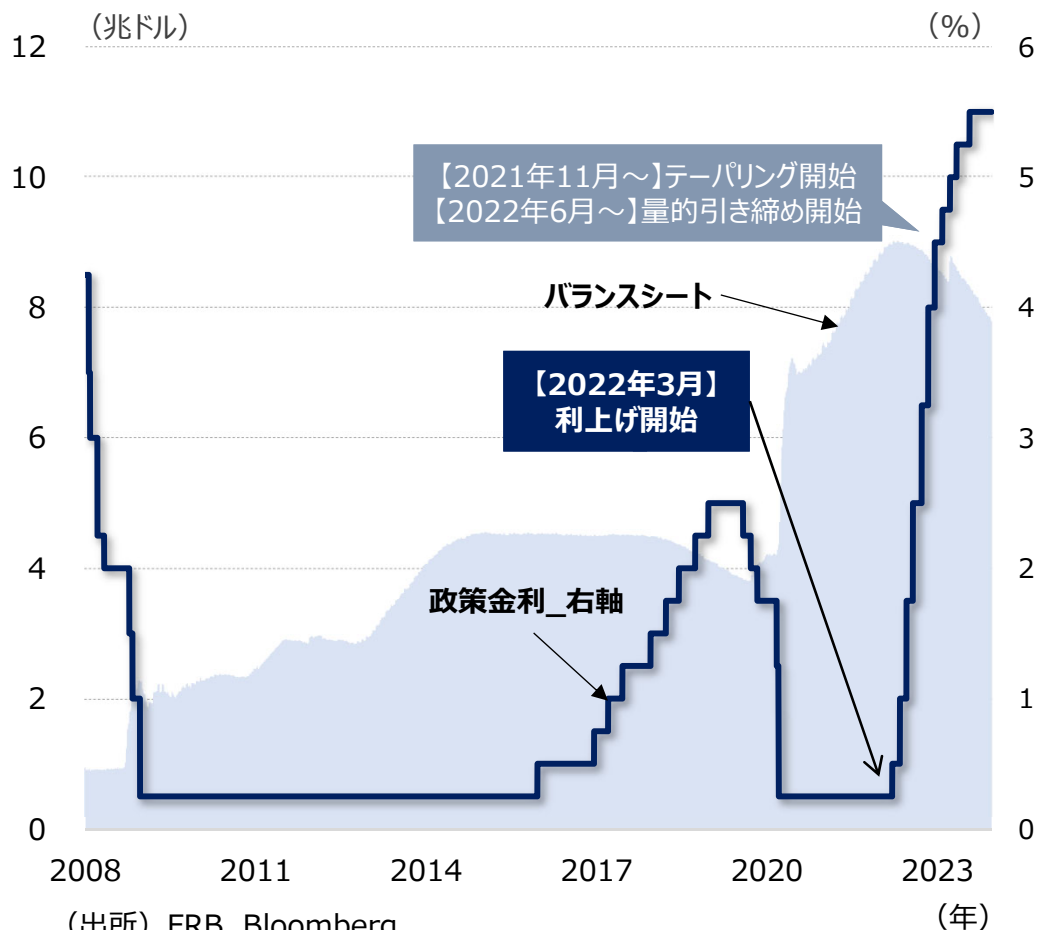
(出所) 全米経済研究所 (NBER) 公表資料、Bloombergデータを基に  
東京海上アセットマネジメント作成

# 米国～金融政策（1）

12月12、13日のFOMCでは3会合連続となる政策金利の据え置きを決定

## FRBのバランスシート（資産残高）及び政策金利

2008年1月1日～2023年12月14日、日次



（出所）FRB、Bloomberg

（注）政策金利は、FFレートの誘導目標の上限を表示

## FRBの金融政策動向の振り返り（2022年～2023年）

2023年12月14日時点

時期	金融政策動向
2022年3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 政策金利を0.25%引き上げ、実質ゼロ金利政策を解除</li> <li>✓ 5月からの量的引き締め（QT）開始を示唆</li> </ul>
5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 政策金利を0.5%引き上げ</li> <li>✓ 6月からのQT開始を決定</li> </ul>
6月～11月	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ QTを開始（9月から縮小規模を倍増）</li> <li>✓ 6・7・9・11月の会合で政策金利を4回連続、各0.75%引き上げ</li> </ul>
12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 政策金利を0.5%引き上げ</li> </ul>
2023年2月 3月、5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 政策金利を0.25%引き上げ</li> </ul>
6月	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 政策金利を据え置き</li> <li>✓ ドットチャート（FOMC参加者の政策金利見通し）は、年内に2回の追加利上げ、2024年には4回の利下げを示唆</li> </ul>
7月	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 政策金利を0.25%引き上げ</li> </ul>
9月	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2解剖ぶりに政策金利を据え置き</li> <li>✓ ドットチャートは、年内に1回の追加利上げ、2024年には2回の利下げを示唆</li> </ul>
11月	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2会合連続で政策金利を据え置き</li> </ul>
12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 3会合連続で政策金利を据え置き</li> <li>✓ ドットチャートは、2024年に3回の利下げを示唆</li> </ul>

（出所）各種資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

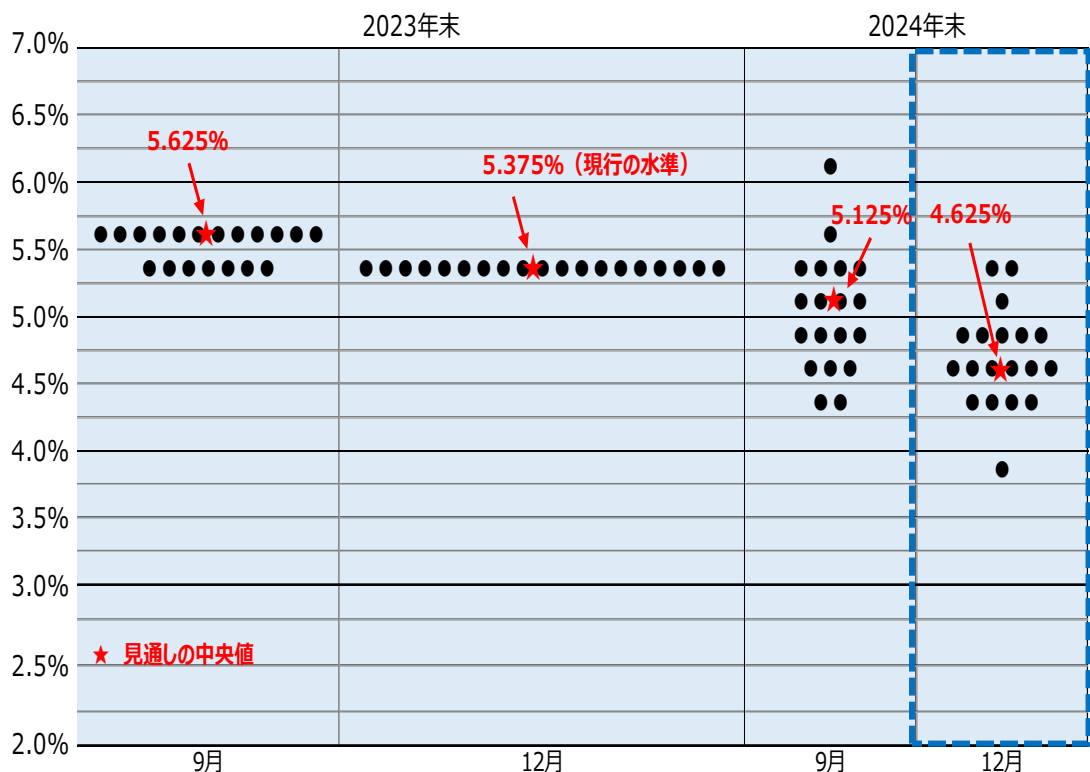
（注）上記は2023年12月14日時点の情報であり、変更される可能性があります

# 米国～金融政策（2）

FOMC参加者は、2024年に3回の利下げ（0.75%）を示唆。経済見通しでは、前回会合（9月）に続き、経済成長率や労働市場が底堅さを維持する「ソフトランディング（軟着陸）」が実現される可能性が示された

## FOMC参加者の政策金利見通し（ドットチャート）

2023年9月、12月開催のFOMCでの見通し比較



（出所）FRB公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

## FOMC参加者の経済見通し（中央値）

		2023年	2024年	2025年	2026年	長期
実質GDP （前年比）	12月	2.6% ↑	1.4% ↓	1.8%	1.9% ↑	1.8%
	9月	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
失業率	12月	3.8%	4.1%	4.1%	4.1% ↑	4.1% ↑
	9月	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
PCEデフレーター （前年比）	12月	2.8% ↓	2.4% ↓	2.1% ↓	2.0%	2.0%
	9月	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
コアPCEデフレーター （前年比）	12月	3.2% ↓	2.4% ↓	2.2% ↓	2.0%	—
	9月	3.7%	2.6%	2.3%	2.0%	—

（出所）FRB公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成  
 （注）実質GDP、PCEデフレーター（コアを含む）は10-12月期の前年比伸び率  
 失業率は10-12月期の平均  
 太文字は9月からの変更箇所

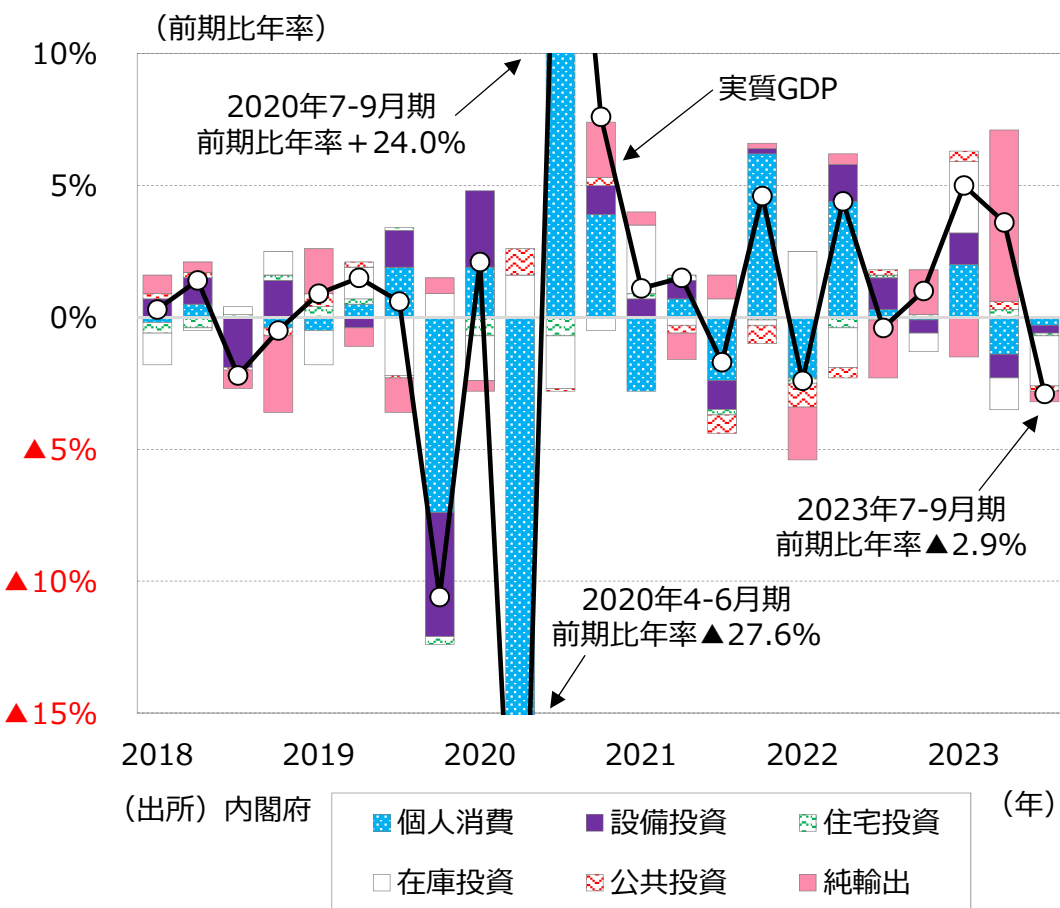


# 日本～実質GDP成長率

2023年7-9月期は、物価高や海外経済減速を背景とした内外需の低迷を反映し、前期比年率▲2.9%のマイナス成長。もっとも、実質GDPの水準はコロナ禍前を上回る水準を維持

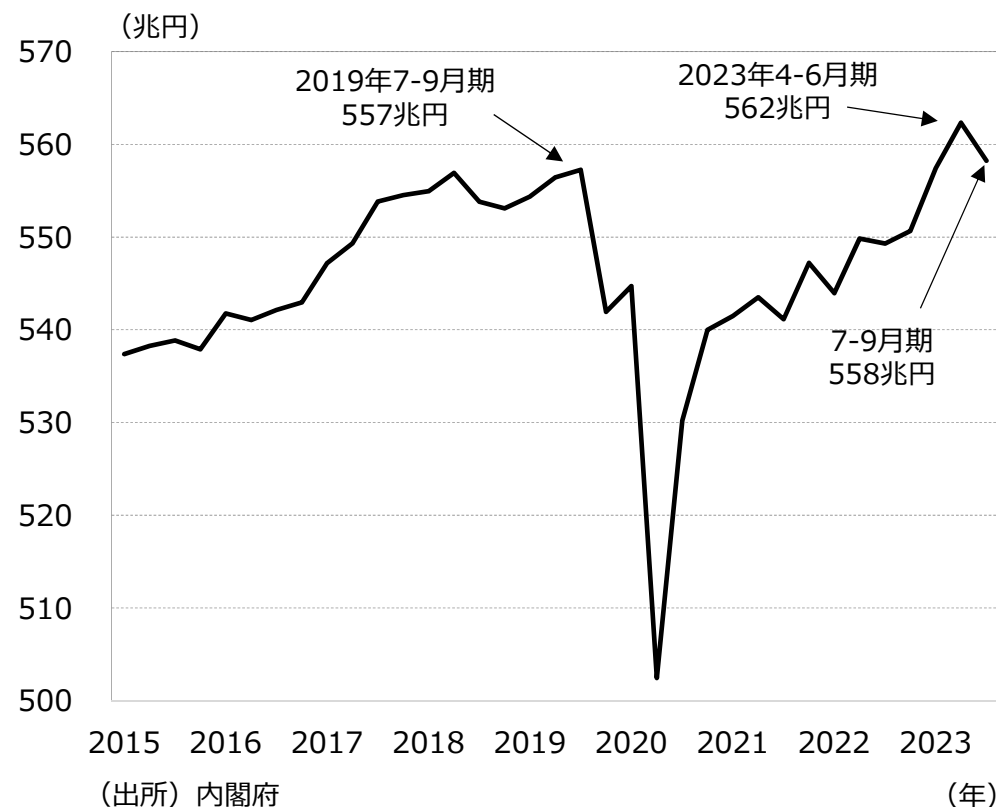
## 実質GDP成長率の推移

2018年1-3月期～2023年7-9月期、四半期



## 実質GDPの推移

2015年1-3月期～2023年7-9月期、四半期

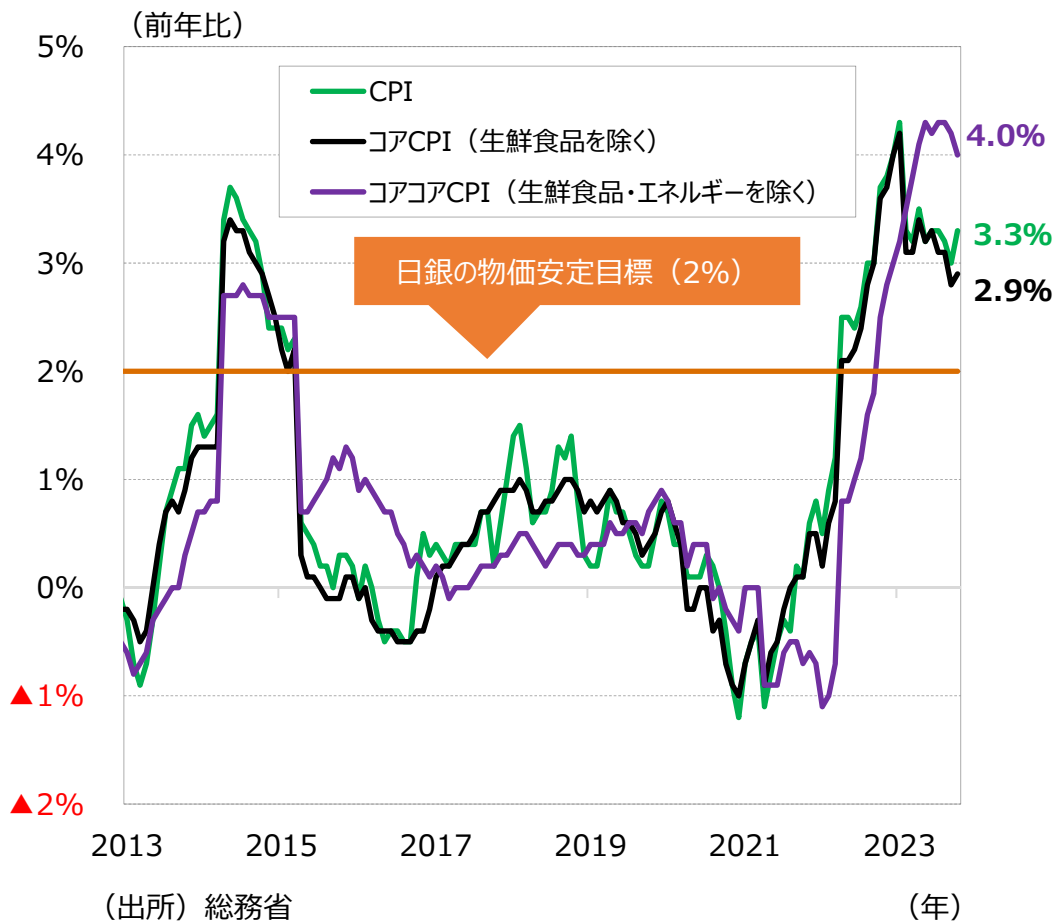


# 日本～物価

コアCPIはエネルギー価格の下落を主因に3%割れ。一方、変動の大きい生鮮食品及びエネルギーを除いたコアコアCPIは7か月連続で4%台の伸びとなるなど、基調的な物価上昇圧力は継続

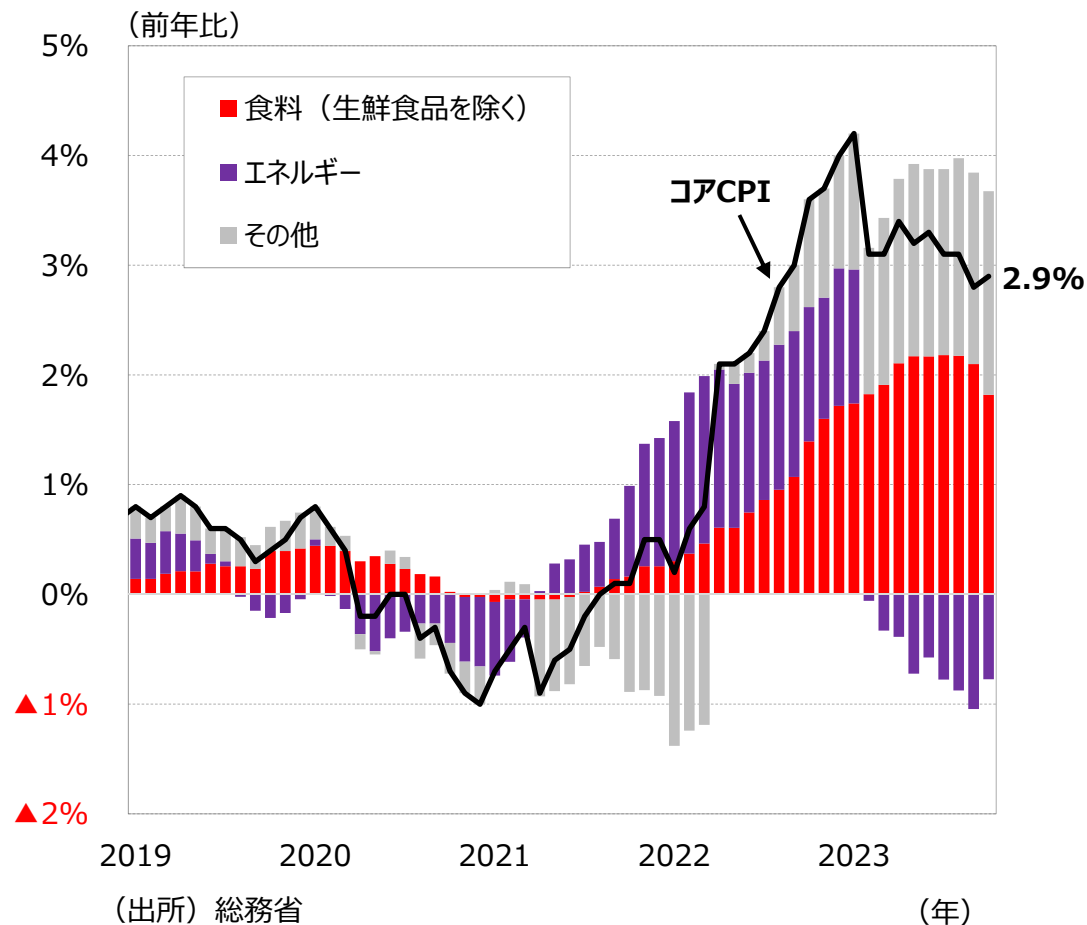
## 消費者物価の推移

2013年1月～2023年10月、月次



## コアCPIの推移

2019年1月～2023年10月、月次

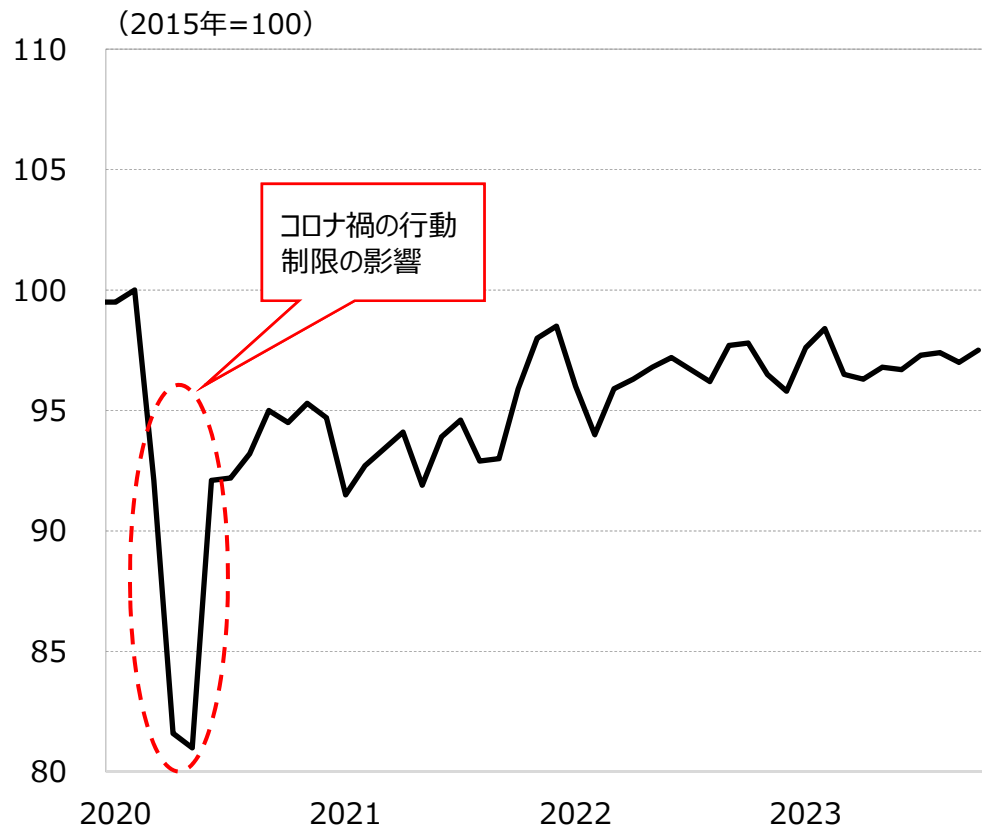


# 日本～消費動向（1）

個人消費の回復は緩やかなペースにとどまっている。耐久財消費は底堅さを維持している一方で、外出などのサービス消費の回復が一巡しているほか、物価高により食料品や衣類などの非耐久財消費の回復が鈍い

## 実質消費活動指数の推移

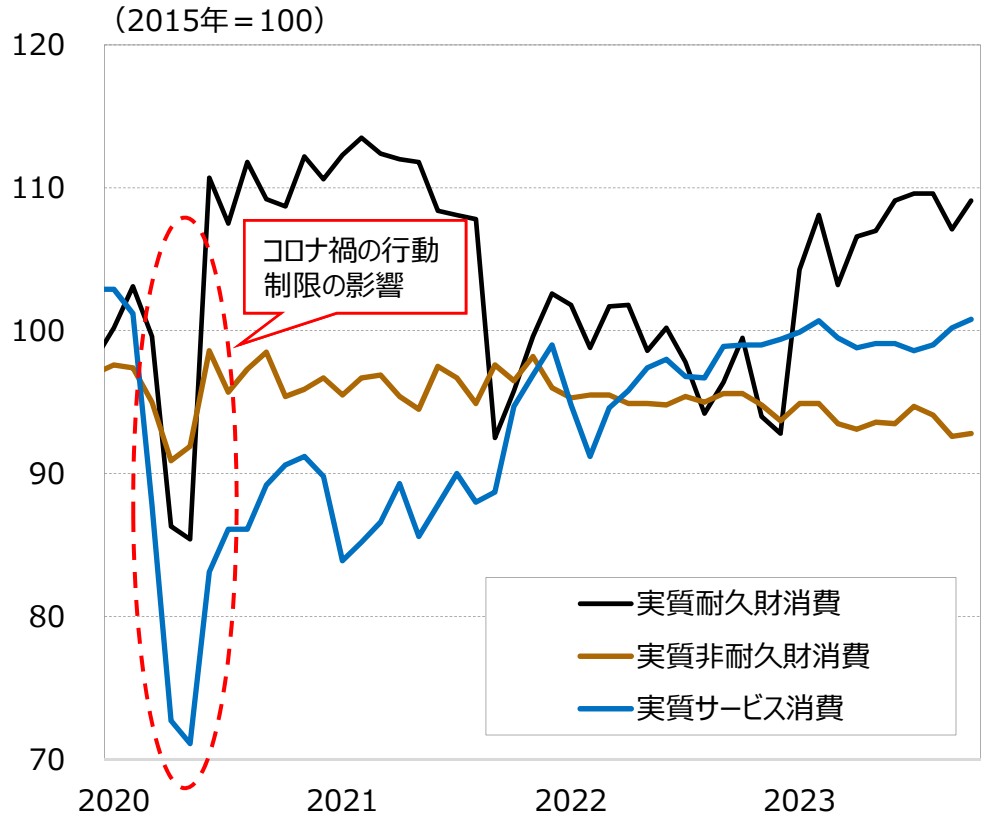
2020年1月～2023年10月、月次



(出所) 日本銀行  
(注) 旅行収支調整済（インバウンド消費を除く）の季節調整値

## 実質消費活動指数の内訳

2020年1月～2023年10月、月次



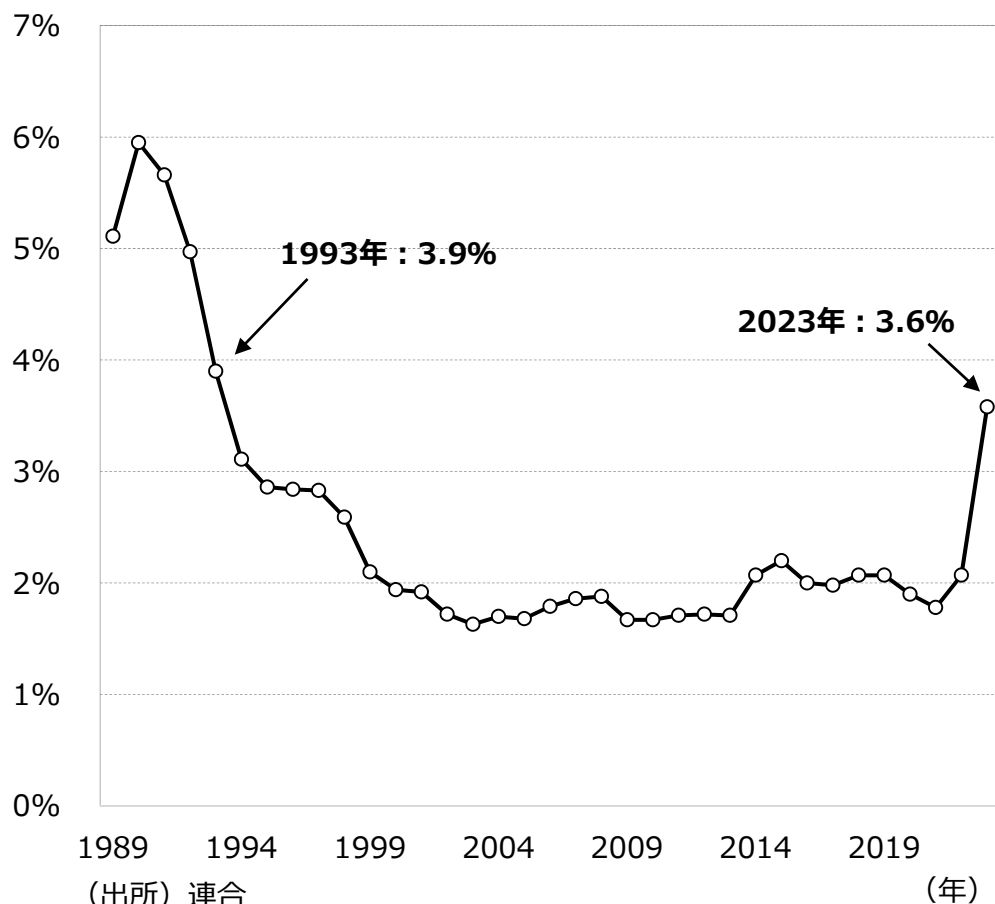
(出所) 日本銀行  
(注) 季節調整値

# 日本～消費を取り巻く環境

2023年の春闘賃上げ率は3.6%と、1993年以来の高い伸び。ただし、大幅な物価上昇により、実質賃金（物価の影響を除いた賃金）の減少は継続しており、消費の下押し要因に

## 春闘賃上げ率の推移

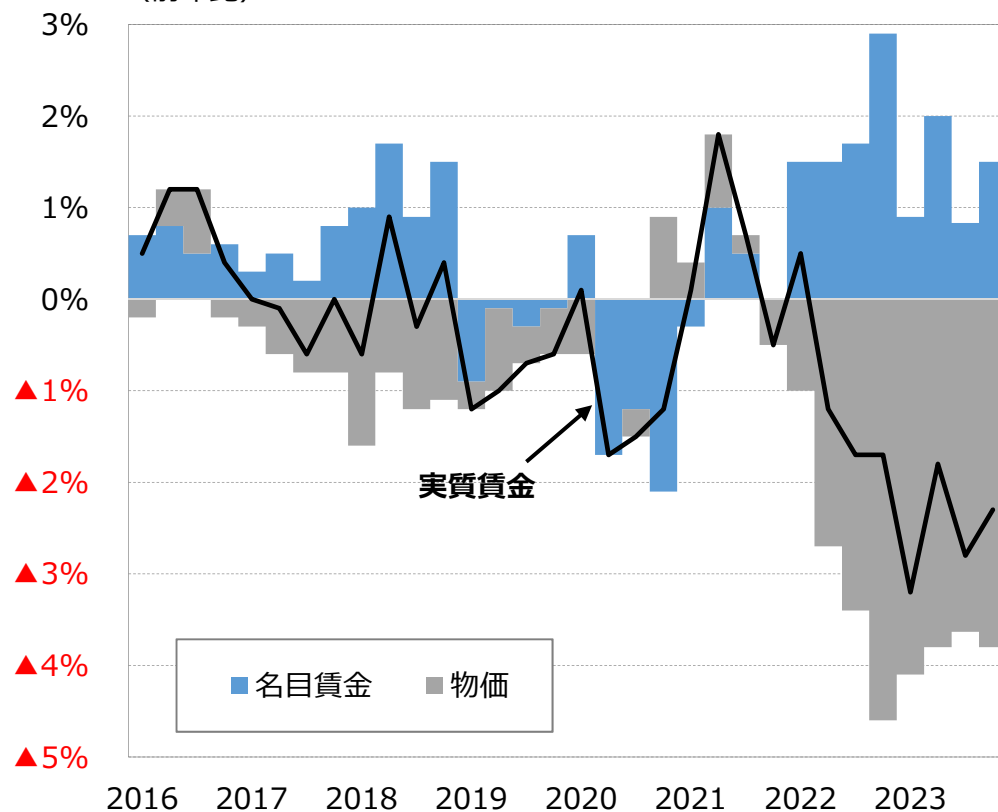
1989年～2023年、年次



## 実質賃金の推移

2016年1-3月期～2023年10-12月期、四半期

(前年比)

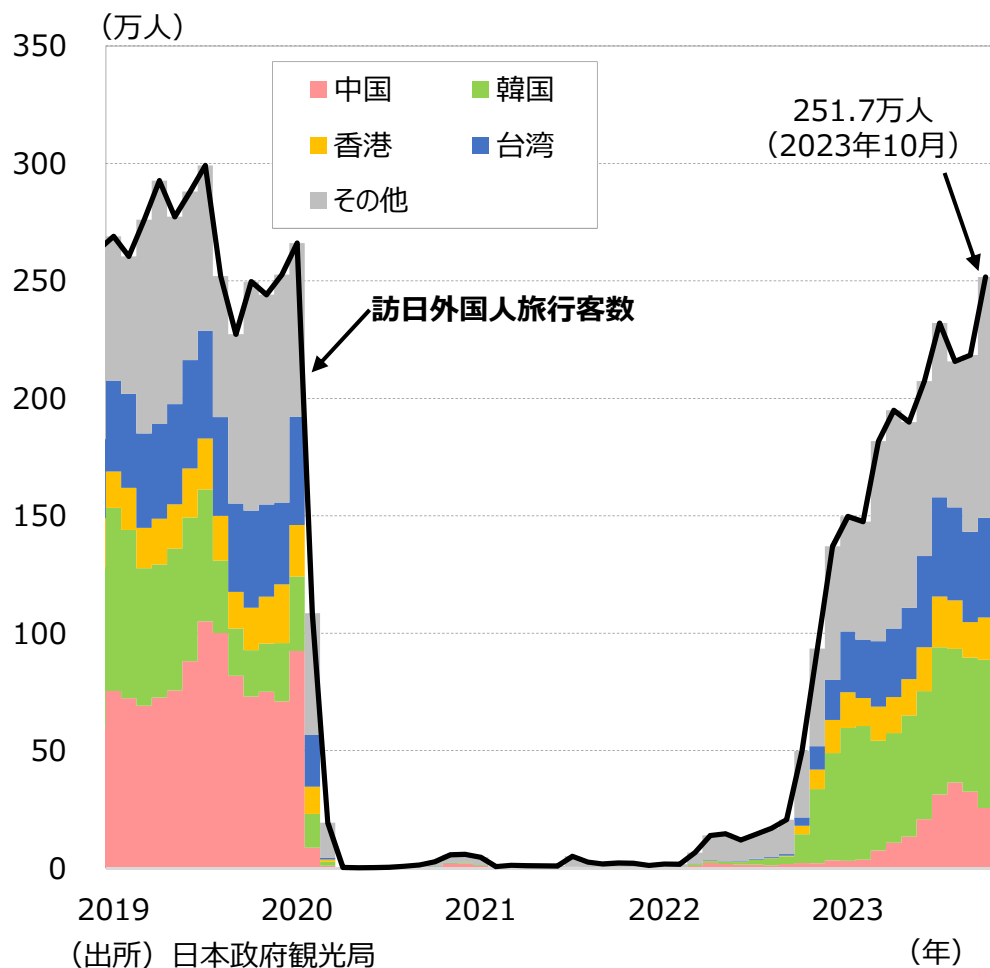


# 日本～訪日外国人旅行客の消費動向

訪日外国人旅行客数は回復傾向。百貨店では、訪日消費（免税店売上高等）がコロナ禍前の水準を大きく上回る

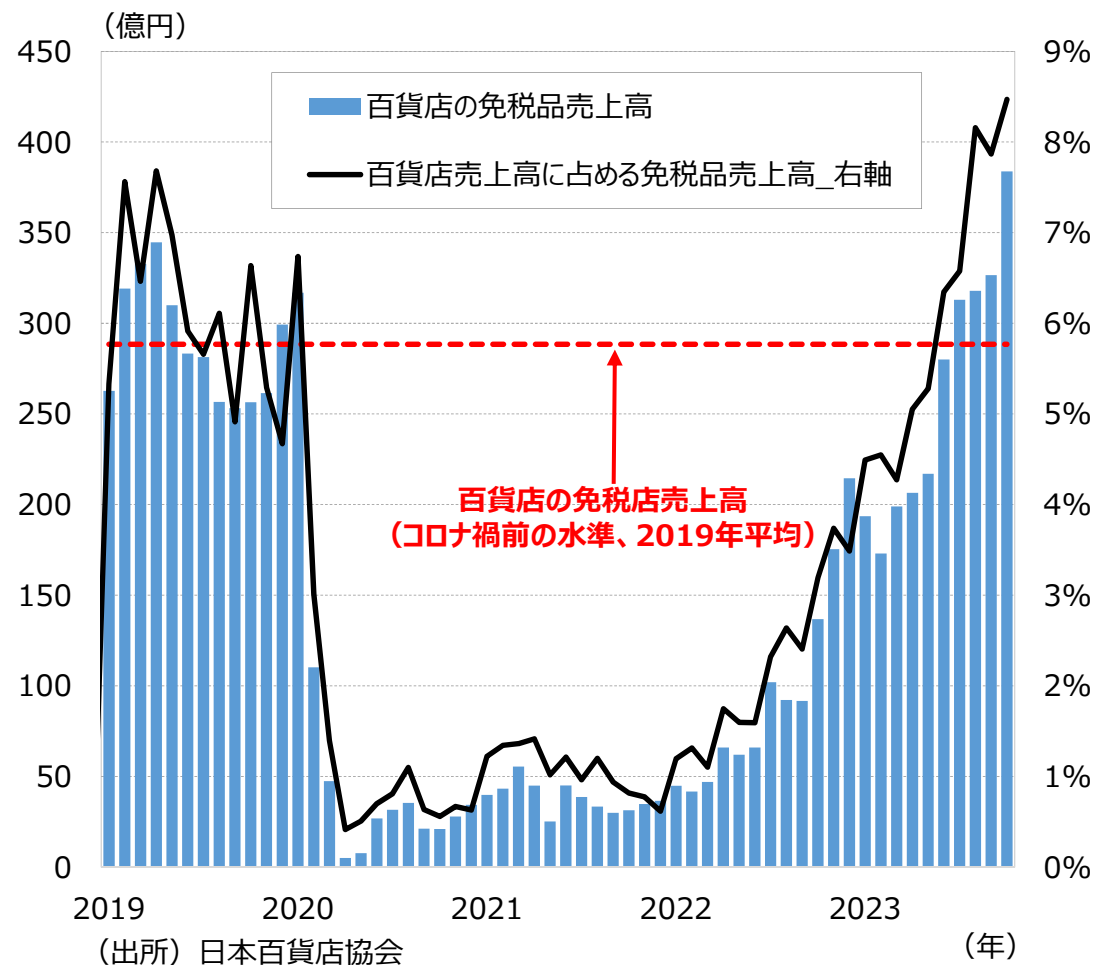
## 訪日外国人旅行客数の推移

2019年1月～2023年10月、月次



## 百貨店売上高に占める訪日消費の推移

2019年1月～2023年10月、月次

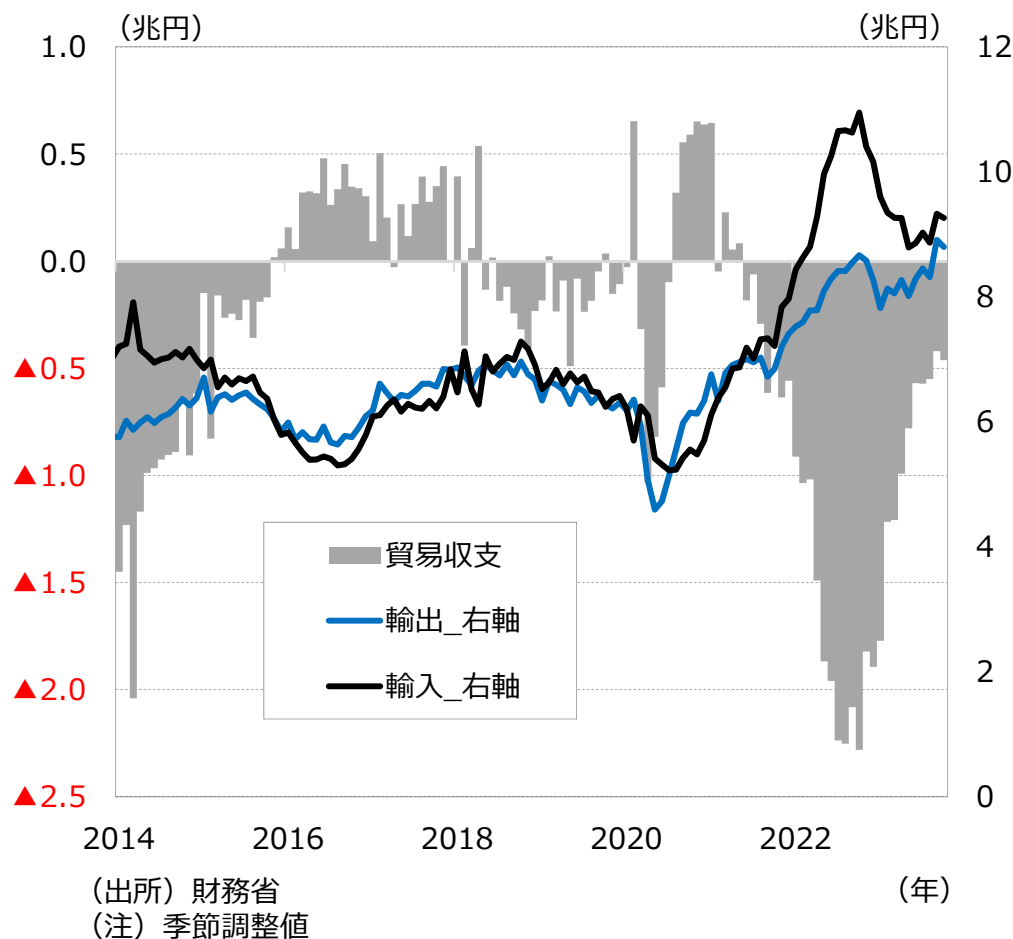


# 日本～輸出入の動向

貿易赤字は縮小傾向。資源高の一服や内需の減速を背景とした輸入総額の減少、海外経済減速による輸出の伸び悩みが影響

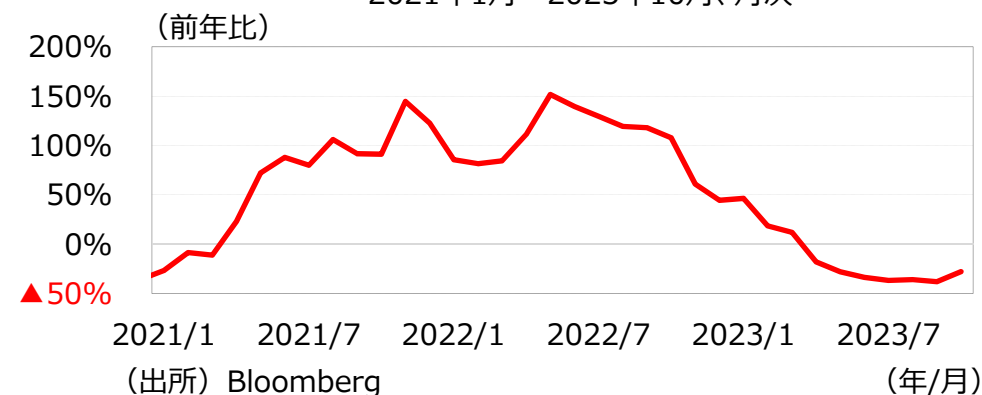
## 貿易収支の推移

2014年1月～2023年10月、月次



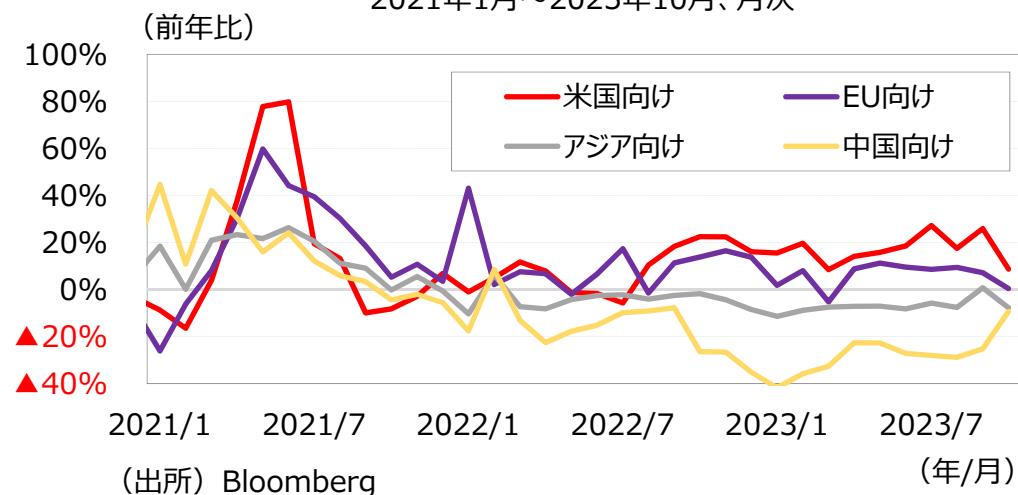
## 鉱物性燃料の輸入金額の推移

2021年1月～2023年10月、月次



## 輸出数量（国・地域別）の推移

2021年1月～2023年10月、月次

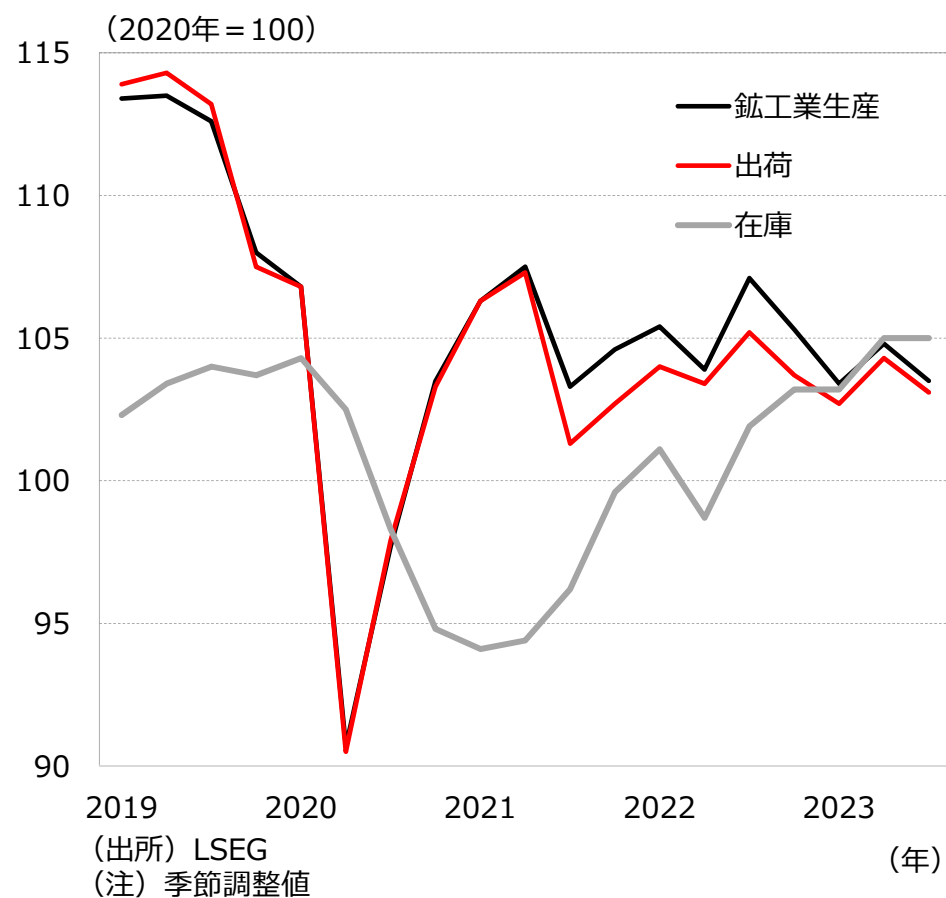


# 日本～生産の動向

生産は横ばい圏で推移。業種別では、輸送機械は持ち直しの動きが一服しているほか、中国経済の不振の影響もあり生産用機械が冴えず。先行きの生産は、海外経済の減速に伴う輸出の伸び悩みが続くことなどから、回復ペースは緩慢になる公算

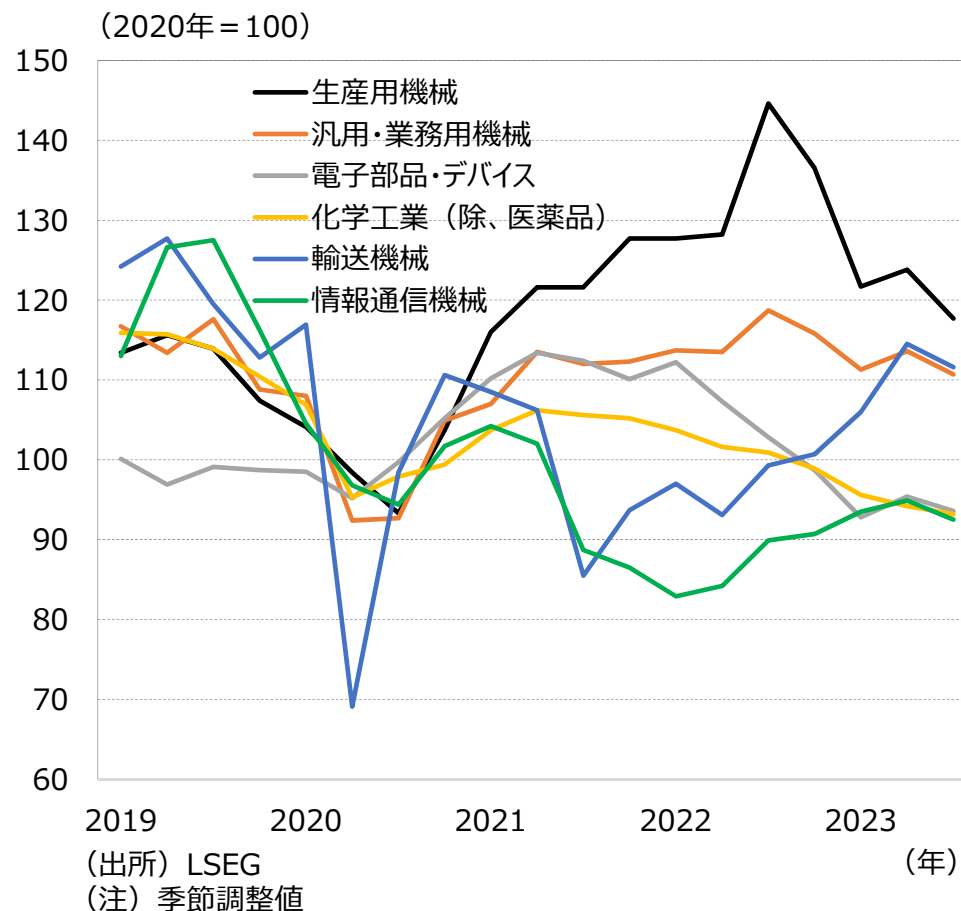
## 鋳工業生産・出荷・在庫の推移

2019年1-3月期～2023年7-9月期、四半期



## 鋳工業生産（業種別）の推移

2019年1-3月期～2023年7-9月期、四半期



# 日本～金融政策（1）

日銀は10月の金融政策決定会合で、7月会合に続きYCC（イールドカーブ・コントロール）の運用を再び柔軟化することを決定。物価見通しは、「物価安定目標」である2%の達成が視野に入りつつある

## YCCの柔軟化（修正）について

		修正後	修正前
Y C C	短期金利	日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用	
	長期金利	<p>10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを行うとする。</p> <p>その際、<b>長期金利の上限は1.0%を</b>目途とする。</p>	<p>ゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを行う。</p> <p>その際の長期金利の変動幅を<b>「±0.5%程度」</b>を目途とし、<b>1.0%の利回り</b>で指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。</p>

**国債の買い入れにより金利の上昇を抑え込む政策運営を柔軟化し、債券市場の流動性低下などの副作用を軽減**

（出所）日本銀行公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

## 経済・物価見通し（展望レポート）

（対前年度比）

		実質GDP	消費者物価 （除く生鮮食品）
2023年度	直近 （10月時点）	2.0%	<b>2.8% ↑</b>
	前回 （7月時点）	1.3%	2.5%
2024年度	今回	1.0%	<b>2.8% ↑</b>
	前回	1.2%	1.9%
2025年度	今回	1.0%	<b>1.7% ↑</b>
	前回		1.6%

（出所）日本銀行公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成  
（注）政策委員見通しの中央値

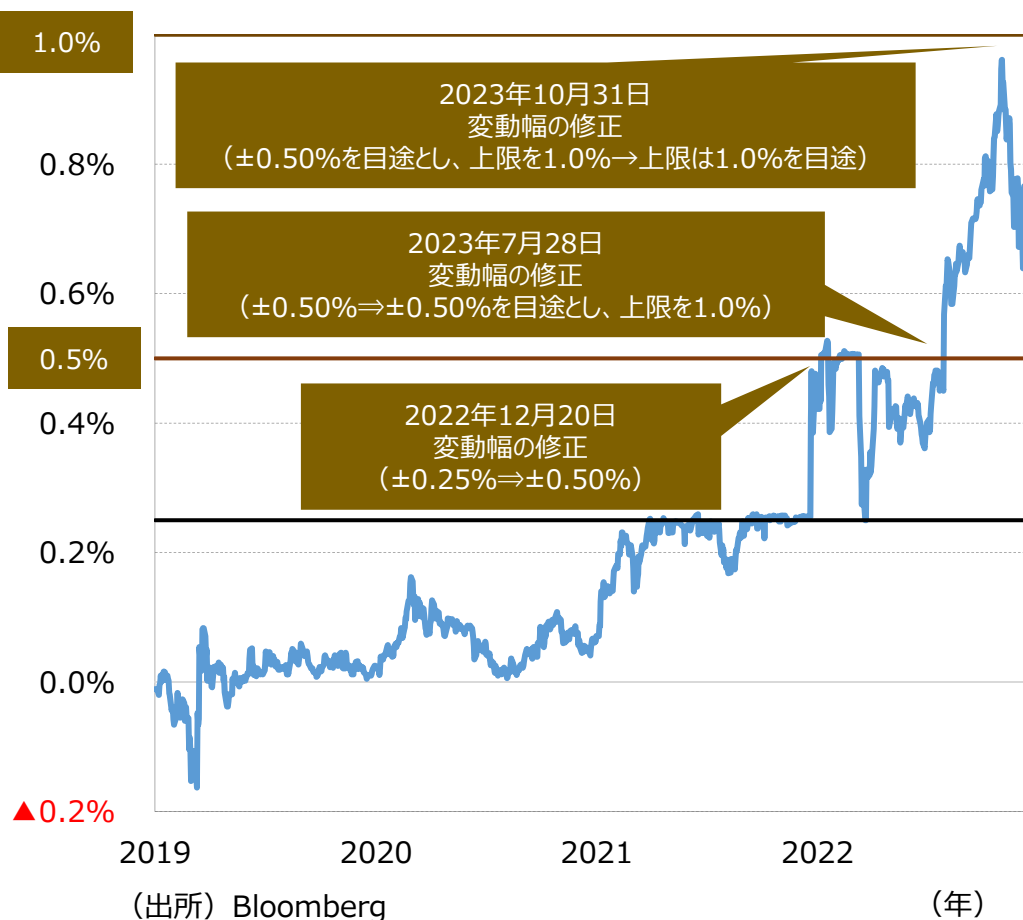


# 日本～金融政策（2）

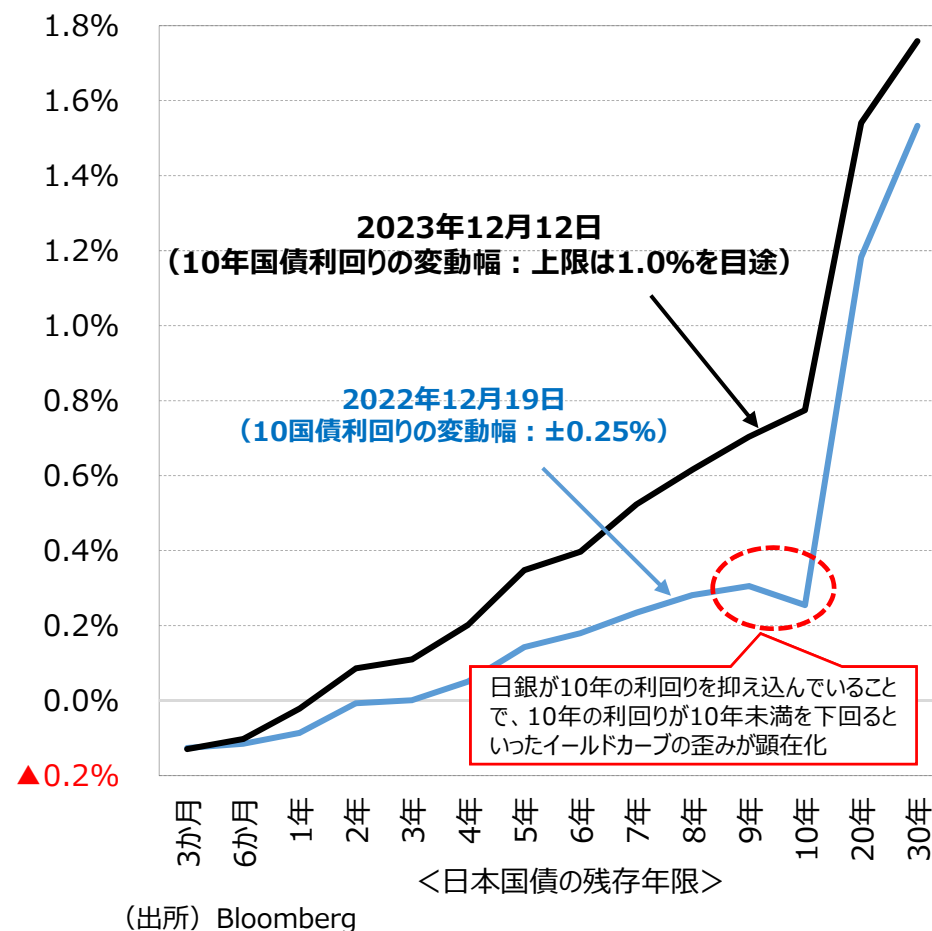
YCCの柔軟化により長期金利は0.5%を突破し、0.5%から1.0%の範囲で推移。イールドカーブの歪みは是正されつつある

## 長期（10年）国債利回り

2019年12月31日～2023年12月12日、日次



## 日本国債のイールドカーブ



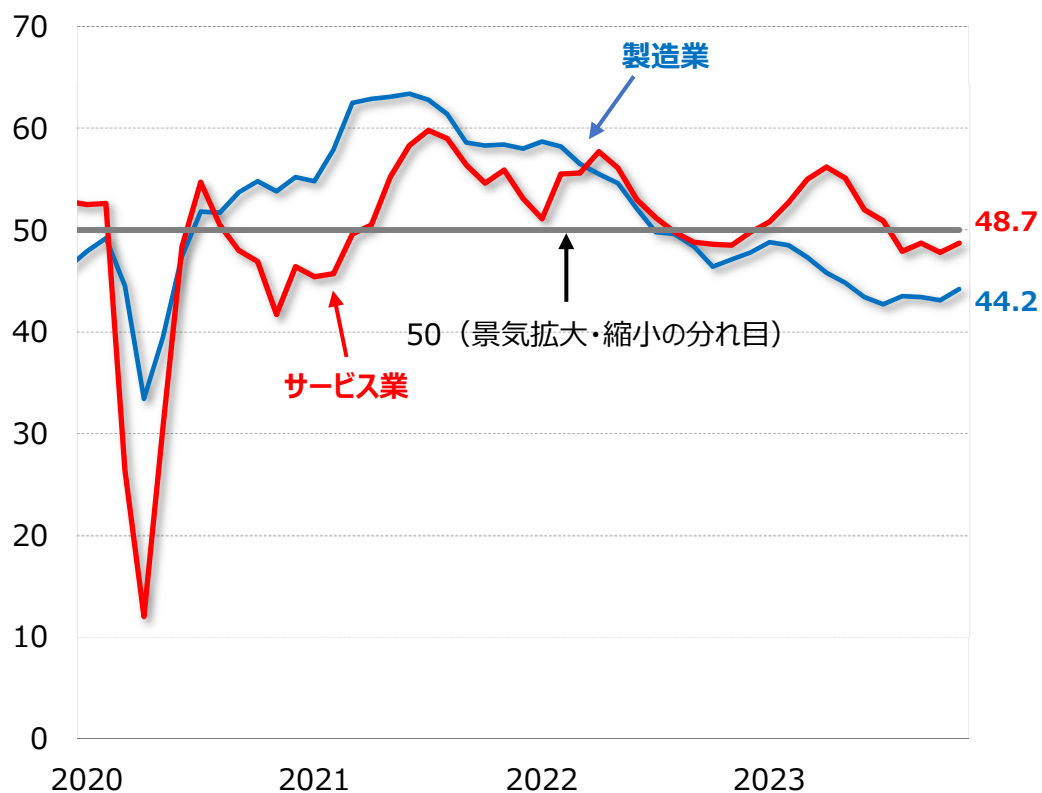
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# ユーロ圏～景況感と消費

ユーロ圏の景況感（PMI）は節目の50を下回る。海外経済の減速や物価高による消費の低迷が景況感を下押し

## PMI（購買担当者景気指数）の推移

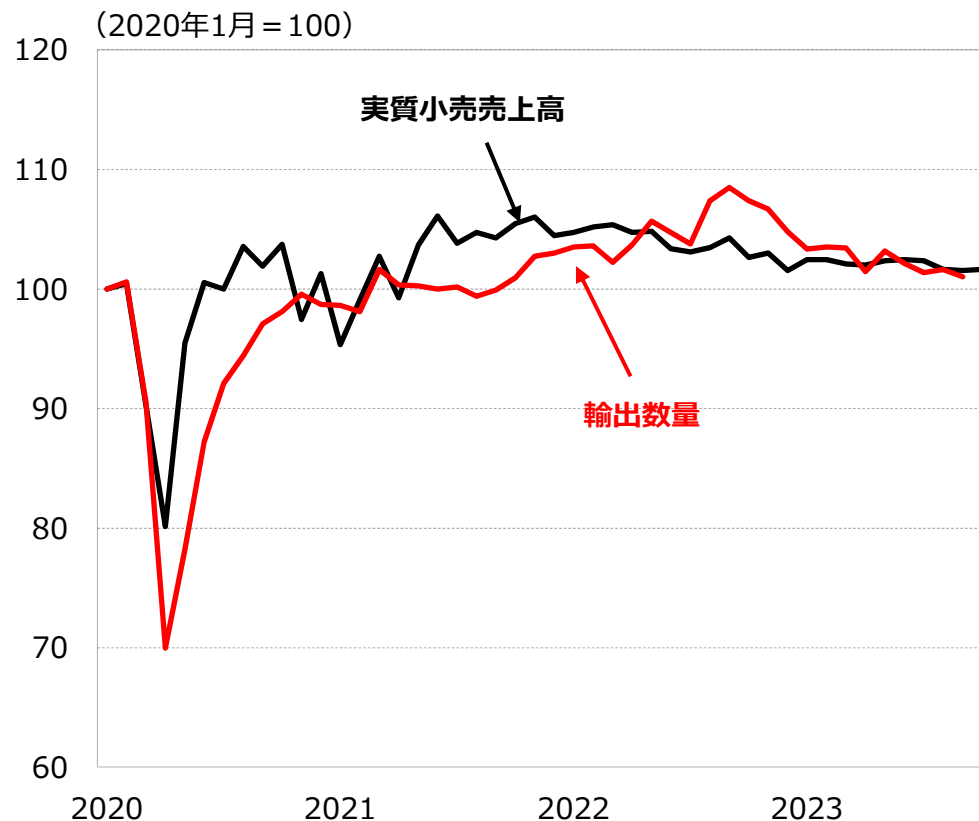
2020年1月～2023年11月、月次



(出所) Bloomberg  
(注) 季節調整値

## 輸出と小売売上高の推移

2020年1月～2023年10月、月次



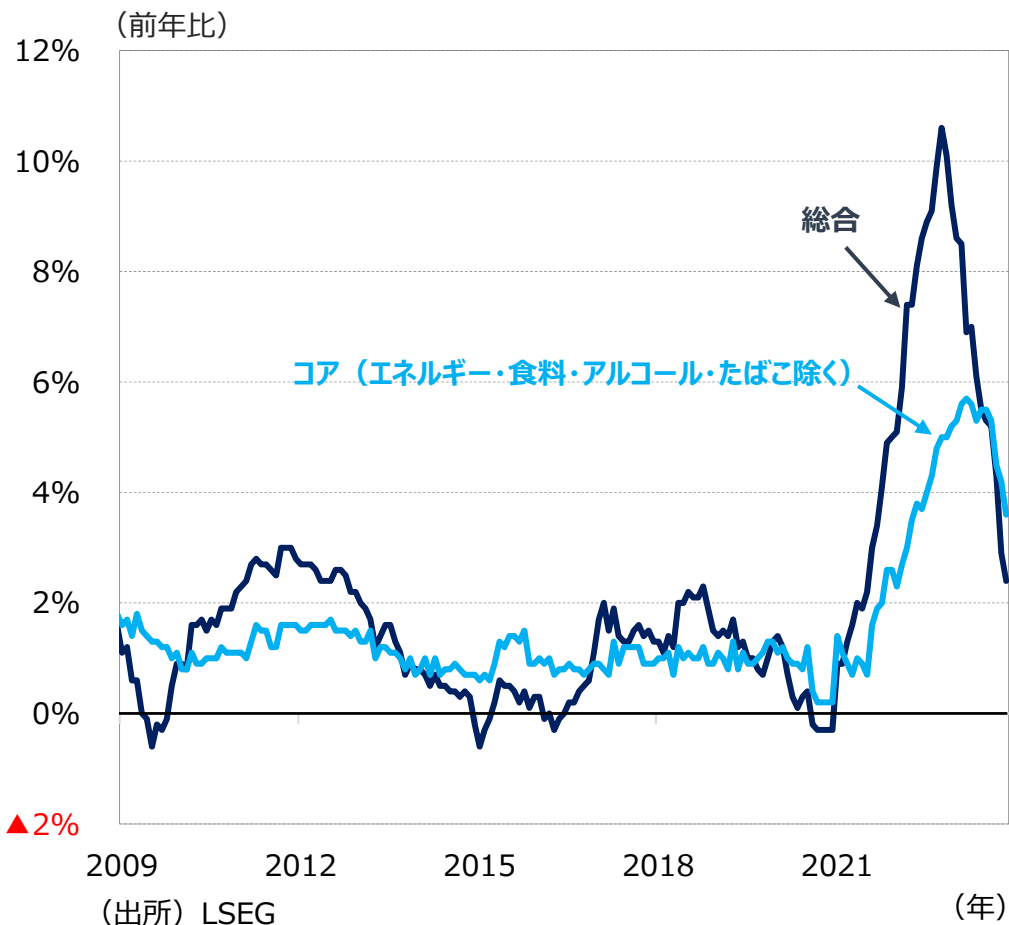
(出所) Bloomberg  
(注) 季節調整値。輸出数量は2023年9月までのデータ

# ユーロ圏～物価を取り巻く環境

消費者物価（コア）上昇率はピークアウトの兆し。もっとも、人手不足を背景に失業率が低水準にあるほか、賃金は大幅な増加が続いていることから、インフレ鎮静化には時間を要する見込み

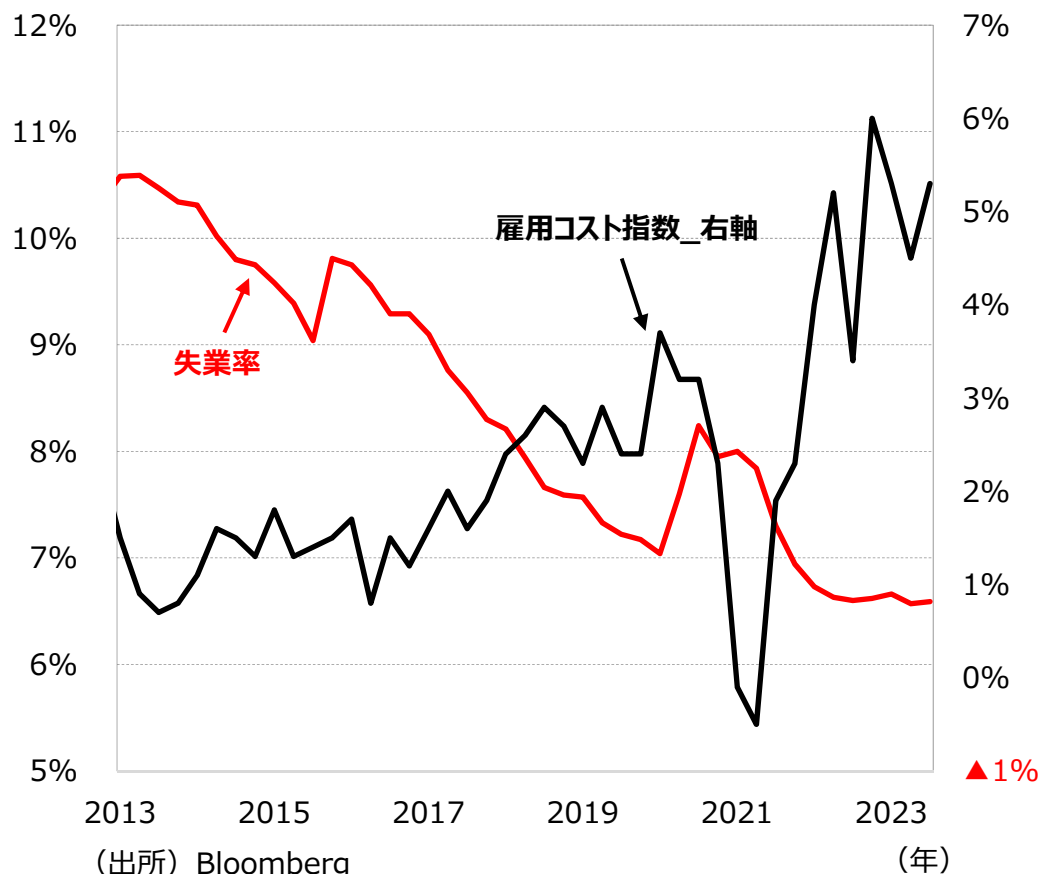
## 消費者物価の推移

2009年1月～2023年11月、月次



## 失業率と雇用コスト指数の推移

2013年1-3月期～2023年7-9月期、四半期



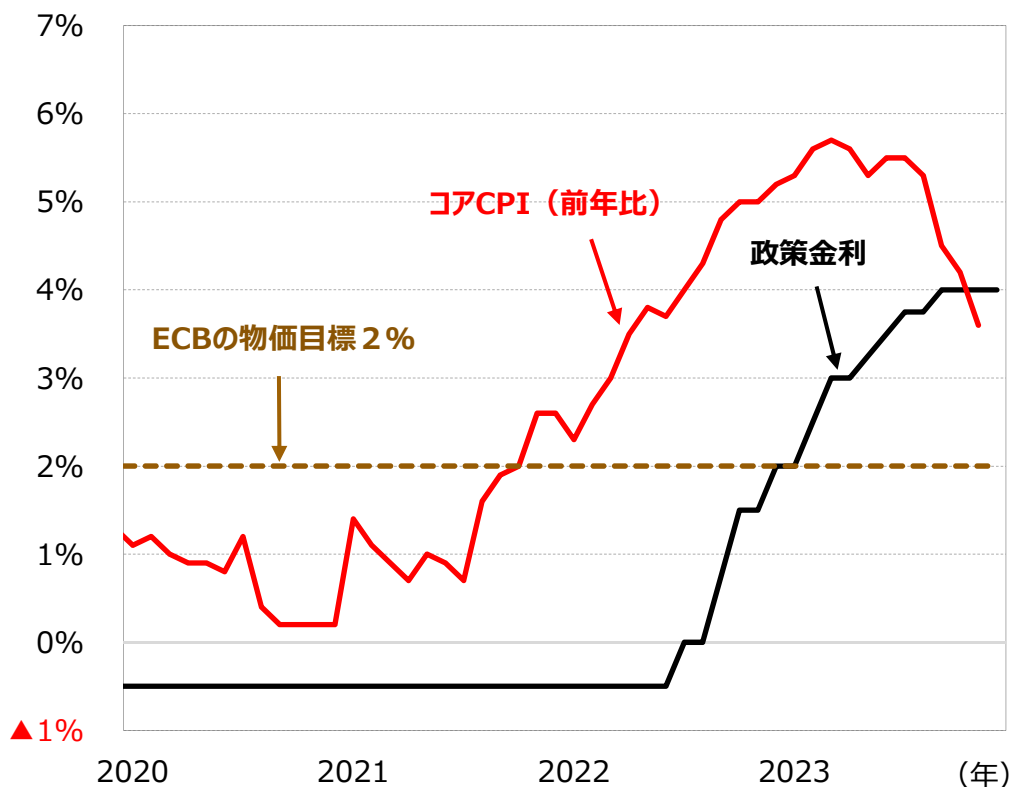
(注) 雇用コスト指数とは、従業員の労働時間あたりの報酬・賃金や給与・福利厚生等を指数化したもの

# ユーロ圏～金融政策

ECB（欧州中央銀行）は12月会合で、政策金利を0.25%引き上げ4.0%とすることを決定。経済見通しでは2024年の雇用者報酬を上方修正。ラガルドECB総裁は、賃金の動向次第でインフレ率が予想より高まる可能性を指摘

## ECBの主要政策金利

2020年1月～2023年12月、月次



(出所) Bloomberg

(注) 政策金利は預金ファシリティ金利。コアCPIは2023年11月までのデータ

## ECBの経済見通し (12月公表時点)

		2023年	2024年	2025年	2026年	
実質GDP (前年比)	12月	0.6% ↓	0.8% ↓	1.5%	1.5%	
	9月	0.7%	1.0%	1.5%	—	
インフレ率 (前年比)	総合	12月	5.4% ↓	2.7% ↓	2.1%	1.9%
		9月	5.6%	3.2%	2.1%	—
	コア	12月	5.0% ↓	2.7% ↓	2.3% ↑	2.1%
		9月	5.1%	2.9%	2.2%	—
失業率	12月	6.5%	6.6% ↓	6.5% ↓	6.4%	
	9月	6.5%	6.7%	6.7%	—	
雇用者報酬	12月	5.3%	4.6% ↑	3.8%	3.3%	
	9月	5.3%	4.3%	3.8%	—	

(出所) ECB公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

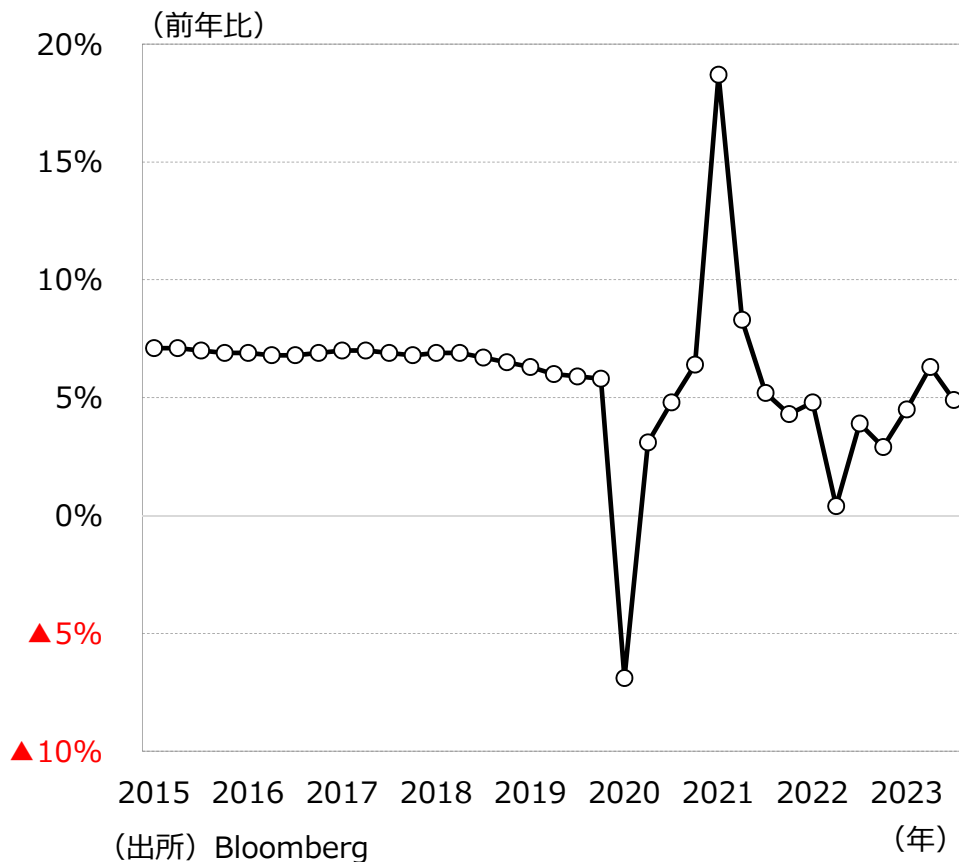
(注) 太字は9月からの変更箇所

# 中国～実質GDP成長率

7-9月期の実質GDPは、前年比+4.9%と前期（同+6.3%）から伸びが減速。一方、景気の先行指標であるPMIは製造業が景気拡大・縮小の分かれ目である50を下回る

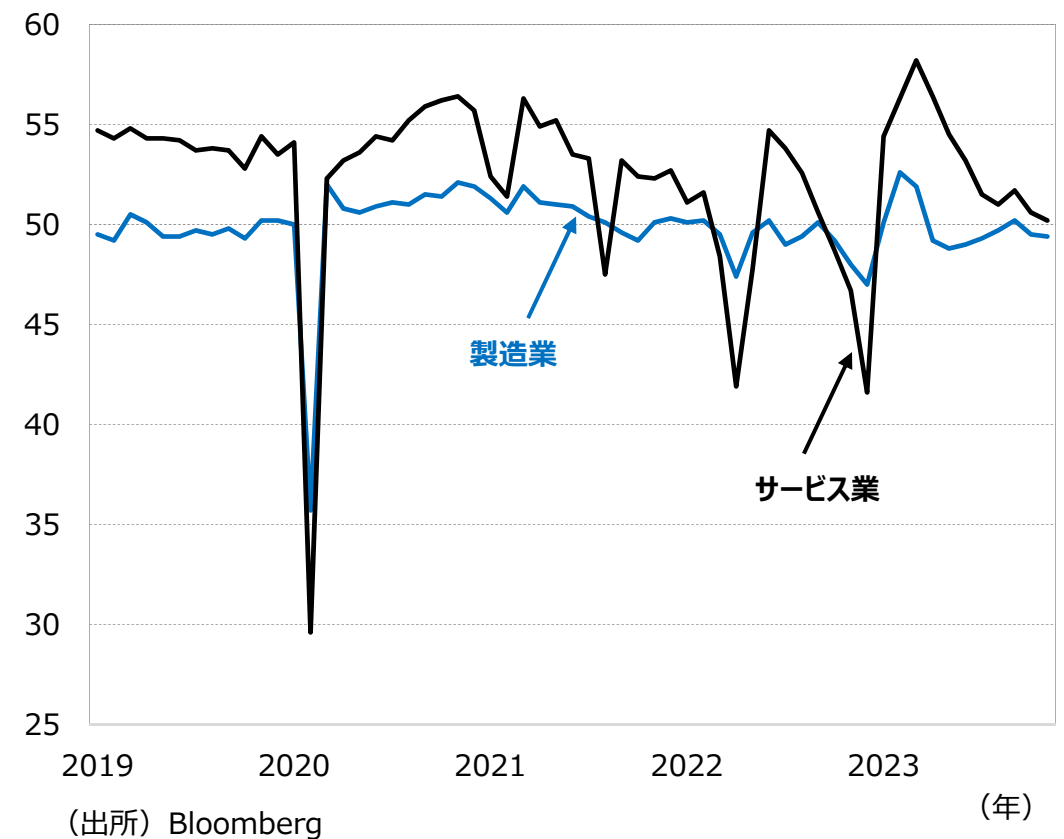
## 実質GDP成長率の推移

2015年1-3月期～2023年7-9月期、四半期



## PMI（購買担当者景気指数）の推移

2019年1月～2023年11月、月次

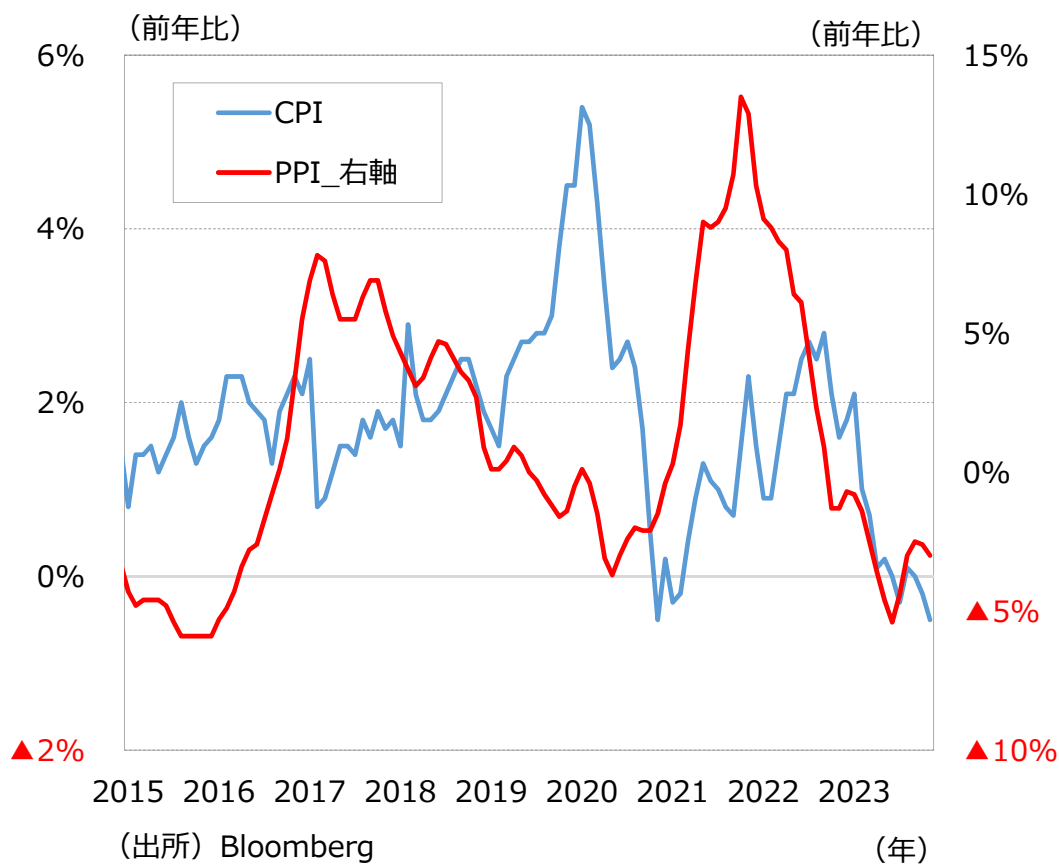


# 中国～物価情勢

PPI（生産者物価指数）の下落がCPI（消費者物価指数）に波及し、デフレ懸念がくすぶる状況。不動産市況の低迷をはじめとする資産デフレは、デフレーション圧力を強める可能性

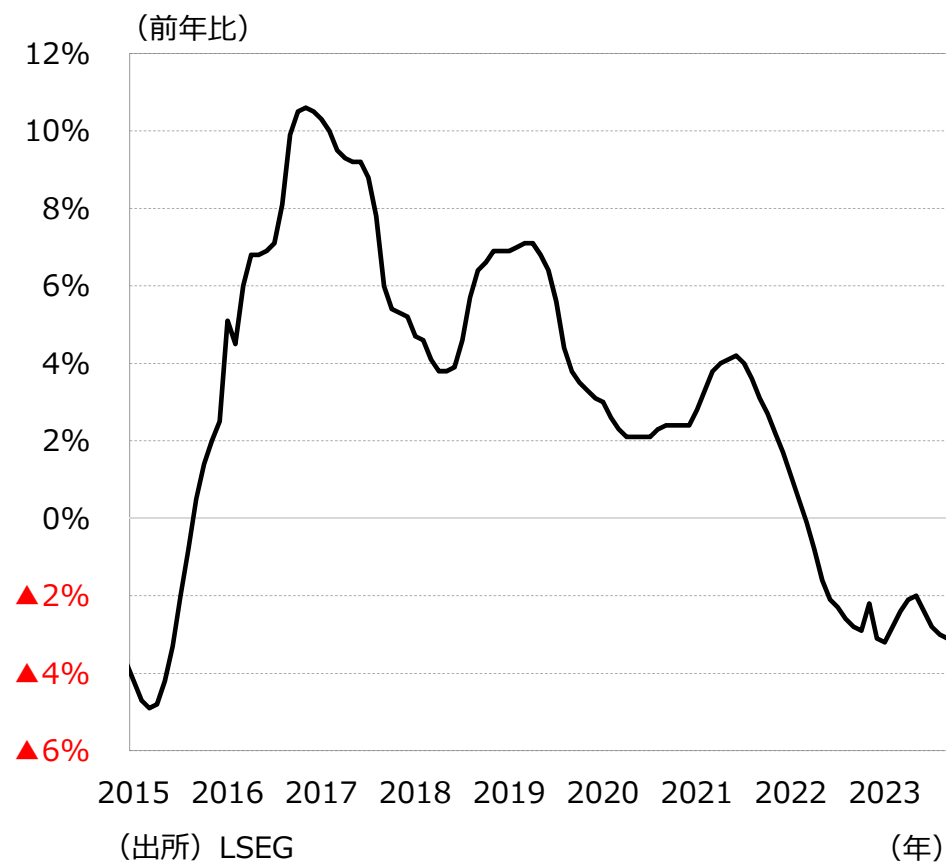
## CPIとPPIの推移

2015年1月～2023年11月、月次



## 中古住宅価格（主要70都市）の推移

2015年1月～2023年10月、月次



# (ご参考) 2024年の主要イベント

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
米国	金融政策 決定会合 など	30-31	議会 証言	19-20 (経済見通し)		・30-6/1 ・多角的 レビュー	11-12 (経済 見通し)	30-31	ジャクソン ホール会議	17-18 (経済見 通し)		6-7	・17-18 (経済見 通し) ・多角的 レビュー
	政治	一般教書/予算教書		スーパー チューズデー								大統領 選挙	
日本	金融政策 決定会合 など	22-23 (展望 レポート)		18-19	25-26 (展望レ ポート)		14-15	30-31 (展望レ ポート)		19-20	30-31 (展望レ ポート)		18-19
	政治			春闘集中回答日									
欧州	金融政策 決定会合	25		7 (経済見通し)	11		6 (経済見 通し)	18		12 (経済見通 し)	17		12 (経済 見通し)
	政治			ロシア大統領選挙									
その他	政治	台湾総統選		(中国) 全国人民代表 大会 (全人代)	IMF 経済見通 し						IMF 経済見通し		(中国) 中央経済 工作会議

(出所) 各種報道資料等を基に東京海上アセットマネジメント作成

※上記は作成日時点の情報に基づき東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、将来予告無く変更されることがあります。

# マーケット動向

	国内株式	国内債券	海外株式	海外債券	J-REIT	為替 (TTM)	
参考指数	TOPIX	NOMURA-BPI (総合)	MSCIアジア指数 (米ドルベース)	FTSE世界国債インデックス (除く日本、米ドルベース)	東証REIT指数	(米ドル/円)	(ユーロ/円)
2022年11月末	1,985.57	371.33	2,817.68	938.46	1,970.04	138.87	143.58
2023年11月末	2,374.93	366.88	3,127.50	956.60	1,845.45	147.07	161.51
騰落 (変化) 率	19.6%	-1.2%	11.0%	1.9%	-6.3%	5.9%	12.5%

※日本の営業日ベースで記載しています。

## 金融市場 (各参考指数) の推移 (資産別)

2019年12月末～2023年11月末、日次

### 株式市場



### 債券市場



※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。



# 今後のマーケット見通し（概要）

対象資産	コメント
<b>【国内株式】</b> TOPIX	国内経済は、これまでのコモディティ（商品）価格の上昇および円安の進行などを背景とした製品価格の値上げや、経済活動再開の動きが一巡することなどが個人消費の減速につながるリスクとして懸念される。しかし、経済対策を裏付ける2023年度補正予算が国会で可決・成立し、物価高対策や国内設備投資への補助金などが個人消費や設備投資活動を下支えすることから、上昇する展開を予想。
<b>【国内債券】</b> 10年国債利回り	日銀による金融政策の変更が従来の想定よりも早期に実施されるとの観測が高まっていることが長期金利の上昇要因にはなるものの、世界経済が減速に向かう兆しが出始めていることや、日銀が国債買切りオペなどにより行き過ぎた金利上昇を抑制する姿勢を維持していることを考慮すると、長期金利は当面適正水準を模索する方向感の無い展開が継続すると予想。
<b>【J-REIT】</b> 東証REIT指数	今後のJ-REIT市場では、インフレ下で業績を維持できると見込まれる銘柄の評価が高まり、特に賃料収入がインフレに連動しやすい銘柄に注目が集まると予想。具体的には、テナントとの契約賃料にインフレ連動条項を入れている銘柄や、賃料改定の間隔が短くインフレを迅速に改定賃料に反映できる銘柄、インフレによる賃料上昇を受け入れるだけの経済的余裕のあるテナントを多く抱える銘柄などを想定。
<b>【米国株式】</b> NYダウ 工業株30種	足元、金融政策の不透明感や政府閉鎖に対する懸念などから下落も、企業決算や利上げ打ち止め期待などから短期的に上昇を想定。来年については、24年中旬に向けて景気減速感が強まる中、前半は上値の重い展開となるものの、その後は利下げ期待や景気回復期待から上昇基調で推移する展開を予想。
<b>【米国債券】</b> 10年国債利回り	FRBは金融引き締め姿勢を維持しているものの、11月に公表された雇用統計やCPI（消費者物価指数）などに落ち着きが見られたことで、追加利上げに対する懸念は後退していると思われる。そのような環境下、米国債利回りは、インフレ高止まりへの警戒感は依然として残るものの、中長期的には低下基調で推移すると予想。
<b>【為替】</b> 米ドル円	FRBが相対的に高い政策金利を維持するなか、短期的には米ドル高基調が継続する可能性はあるものの、追加の利上げ余地は限定的と想定されており、将来的な米国の利下げや日銀の金融政策正常化も意識されることから、中長期的には円高米ドル安基調となる展開を予想。

※上記は東京海上アセットマネジメントの2023年11月末時点の予想です。

※上記は将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

## 政府による経済・物価対策や国内設備投資への補助金などの効果に支えられ、上昇する展開を想定

- 経済対策を裏付ける2023年度補正予算が国会で可決・成立し、物価高対策や国内設備投資への補助金などが個人消費や設備投資活動を下支えることから、上昇する展開を予想します。
- ただし、海外では物価の高止まりに伴う欧米中央銀行の金融引き締め政策の継続による消費および設備投資動向への影響に加え、中国経済が想定よりも低調な動きとなっていることや、原油価格の上昇、中東情勢をはじめとした地政学的リスクの高まりなど、今後の世界経済や金融政策などの動向には留意が必要と考えています。

### TOPIXの推移と当社予想

2017年12月27日～2024年12月27日、週次

※実績値は2023年11月24日まで

※予想は2023年11月末時点の当社予想値（四半期毎）

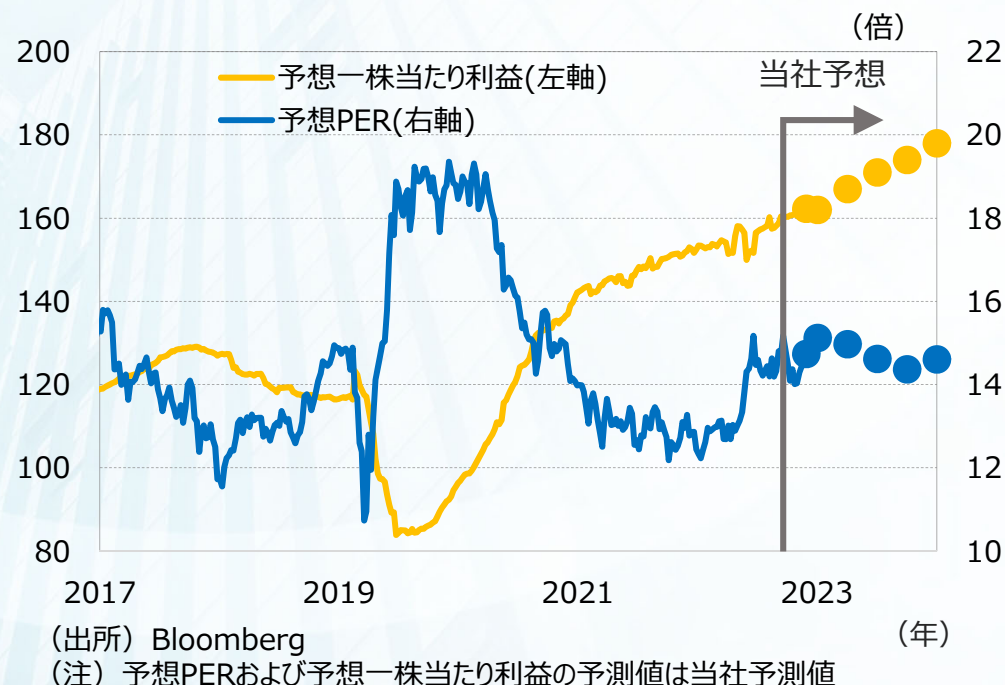


### TOPIXの予想一株当たり利益と予想PER

2017年12月27日～2024年12月27日、週次

※実績値は2023年11月24日まで

※予想は2023年11月末時点の予想値（四半期毎）



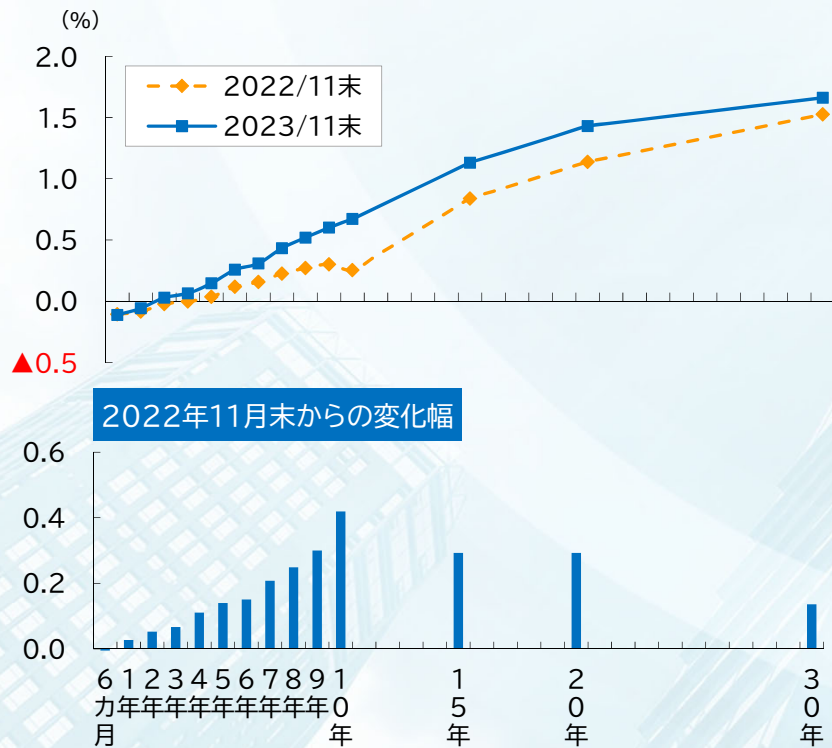
※上記は東京海上アセットマネジメントの2023年11月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

## 日銀会合に向けて、金融政策の修正観測から長期金利には上昇圧力がかけやすい展開が継続すると予想

- 日銀による金融政策の変更が従来の想定よりも早期に実施されるとの観測が高まっていることが長期金利の上昇要因になるとみられます。
- しかし、世界経済が減速に向かう兆しが出始めていることや、日銀が国債買切りオペなどにより行き過ぎた金利上昇を抑制する姿勢を維持していることを考慮すると、長期金利は当面適正水準を模索する方向感の無い展開が継続すると予想します。

### 日本国債 年限別利回りの変化



(出所) Bloomberg

### 日本・米国・ドイツ 10年国債利回り

2019年12月末～2023年11月末、日次



(出所) Bloomberg

(年/月)

※上記は東京海上アセットマネジメントの2023年11月末時点の予想です。

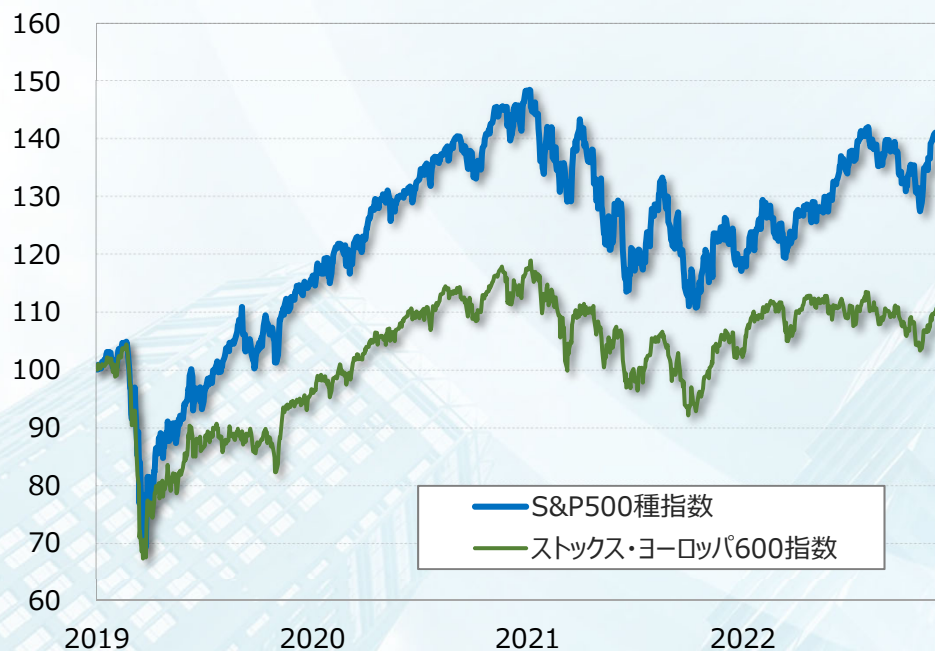
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

## 年初は景気減速に対する懸念が残存も、次第に利下げや景気回復への期待が高まり、上昇する展開を予想

- 超過貯蓄の減少、雇用鈍化、貸出基準厳格化の影響などから景気減速が意識され年初は上値の重い展開を予想します。
- その後は、利下げ期待や景気回復期待から株価は上昇していく展開を予想します。

### 米欧の株価指数の推移

2019年12月末～2023年11月末、日次



(出所) Bloomberg  
 (注) 2019年末を100として指数化。S&P500種株価指数は米ドル建て  
 ストックス・ヨーロッパ600指数はユーロ建て

### 先進国株式 業種別予想一株当たり利益

先進国株式指数：2015年12月末～2023年11月末、月次  
 一株当たり利益：2015年12月末～2024年3月末、四半期毎  
 (2023年12月末～2024年3月末はBloombergの予測値)



(出所) Bloomberg  
 (注) 2015年12月末時点の値を100として指数化  
 先進国株式：MSCIコクサイ指数（配当込み、米ドルベース）、  
 一株当たり利益は米ドルベース

# 先進国債券市場（米国・ドイツ） 見通し

## 米・欧の長期金利は、追加利上げに対する懸念の後退により、低下基調での推移を見込む

- 米国では、FRBが金融引き締め姿勢を維持しているものの、11月に公表された雇用統計やCPI（消費者物価指数）などに落ち着きが見られたことで、追加利上げに対する懸念は後退していると想定します。そのような環境下、米国債利回りは中長期的に低下基調での推移を予想します
- 欧州では、ECBが金融引き締め姿勢を維持しているものの、欧州圏の物価はピークアウトしつつあり、追加利上げに対する懸念は後退していると想定します。ドイツ国債利回りは、世界的な景気減速懸念を受けて、中長期的には低下基調での推移を予想します。

### 米国 年限別国債利回り（2年・10年）



### ドイツ 年限別国債利回り（2年・10年）



※上記は東京海上アセットマネジメントの2023年11月末時点の予想です。

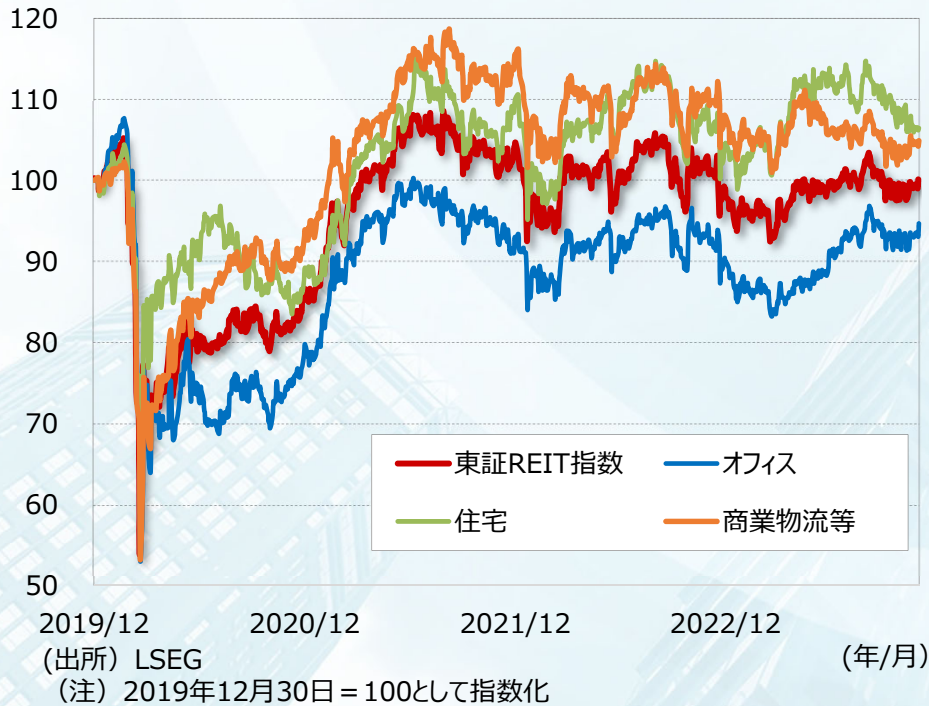
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

## 賃料収入がインフレに連動しやすい銘柄に注目が集まると予想

- 今後のJ-REIT市場では、インフレ下で業績を維持できると見込まれる銘柄の評価が高まり、特に賃料収入がインフレに連動しやすい銘柄に注目が集まると予想します。
- 具体的には、テナントとの契約賃料にインフレ連動条項を入れている銘柄や、賃料改定の間隔が短くインフレを迅速に改定賃料に反映できる銘柄、インフレによる賃料上昇を受け入れるだけの経済的余裕のあるテナントを多く抱える銘柄などが考えられます。

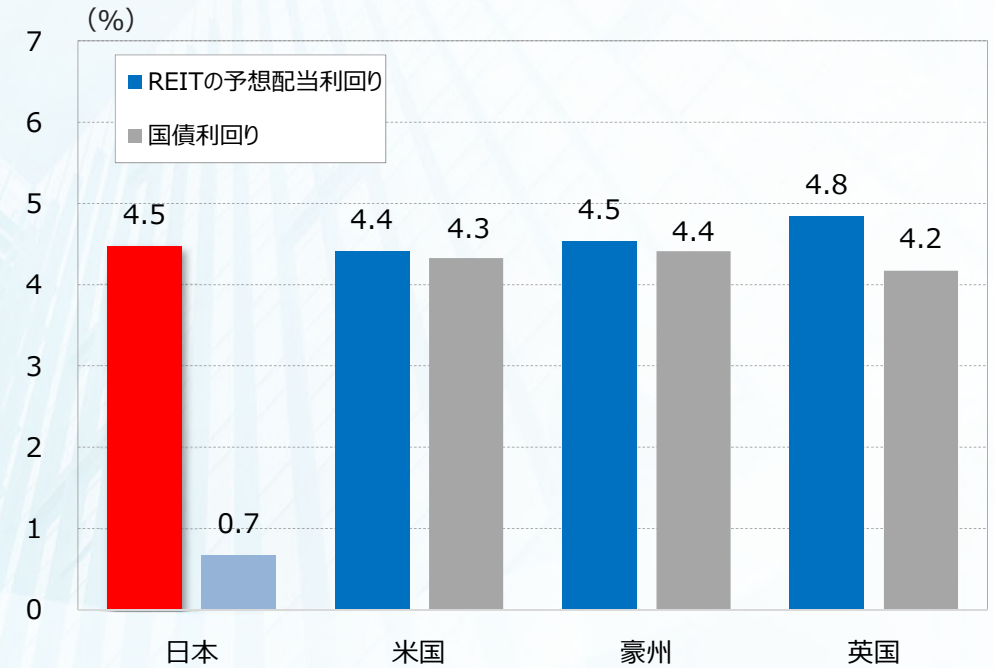
### 東証REIT指数と東証REIT用途別指数の推移（配当込み）

2019年12月末～2023年11月末、日次



### 主要国のREITと10年国債の利回り格差

2023年11月末時点



(出所) Bloomberg  
(注) <日本> 東証REIT指数、<米国・豪州・英国> S&P先進国REIT指数における国別指数、予想配当利回りはBloombergの予想集計値

※上記は東京海上アセットマネジメントの2023年11月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# 指数について

## TOPIX

TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社(以下、JPXといいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、JPXにより提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。

## NOMURA-BPI(総合)

NOMURA-BPI(総合)に関する著作権、商標権、知的財産権、その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社に帰属します。

## MSCIコクサイ指数(米ドルベース)

MSCIコクサイ指数(米ドルベース)とは、MSCI社が発表している日本を除く主要先進国の株式市場の動きを捉える代表的な株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。

また、MSCI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。MSCIの許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。

## FTSE世界国債インデックス(除く日本、米ドルベース)

FTSE世界国債インデックス(除く日本、米ドルベース)は、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、日本を除く世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

## 東証REIT指数

「東証REIT指数」は、株式会社JPX総研が算出する株価指数であり、東証市場に上場するREIT全銘柄を対象とした浮動株ベースの時価総額加重方式により算出されます。東証REIT指数の指数値および東証REIT指数にかかる標章または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社(以下、JPXといいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等東証REIT指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証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JPXが有します。JPXは、東証REIT指数の指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、JPXにより提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。

## S&P500種指数

S&P500種指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、スタンダード&プアーズ フィナンシャルサービシーズ エルエルシーに帰属します。

## ストックス・ヨーロッパ600指数

ストックス・ヨーロッパ600指数はストックス・リミテッドの商標です。本商品はストックス・リミテッドによって資金提供、保証、売買、または販売促進されるものではなく、ストックス・リミテッドはその投資成果等についても責任を負いません。

# 投資信託にかかるリスク・費用、ご留意事項について

## 【投資信託にかかるリスクについて】

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等値動きのある証券に投資をしますので、これら組み入れ資産の価格下落等や外国証券に投資する場合には為替の変動により基準価額が下落し、損失を被ることがあります。投資信託は、**預貯金や保険と異なります**。また、**投資元本が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**。個別の投資信託毎にリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

## 【投資信託にかかる費用について】

●購入時に直接ご負担いただく費用……………購入時手数料 **上限3.3%(税込)**

●換金時に直接ご負担いただく費用……………信託財産留保額 **上限0.5%**

●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 年率1.9525%(税込)**

※ファンド・オブ・ファンズでは、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の運用管理費用等を別途ご負担いただきます。

●その他の費用・手数料……………監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、信託事務等に要する諸費用等をファンドの信託財産を通じて間接的にご負担いただきます。

詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

※お客さまにご負担いただく手数料等の合計金額については、お客さまの保有期間等に応じて異なりますので表示することができません。

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しています。費用の料率につきましては、東京海上アセットマネジメント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います。費用の詳細につきましては、個別の投資信託毎の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。投資信託にかかるリスクや費用は、投資信託毎に異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくご確認ください。

## 【ご留意事項】

- 当資料は、情報提供を目的として東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。お申込みに当たっては必ず投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。投資信託説明書(交付目論見書)は販売会社までご請求ください。
- 当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると考えられる情報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。当資料に掲載された図表等の内容は、将来の運用成果や市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合には、この他に為替変動リスクもあります)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではありません。
- 投資信託は金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。委託会社の運用指図によって信託財産に生じた利益および損失は、全て投資家に帰属します。
- 投資信託は、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリング・オフ)の適用はありません。
- 投資信託は、預金および保険契約ではありません。また、預金保険や保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関から購入した投資信託は投資者保護基金の補償対象ではありません。