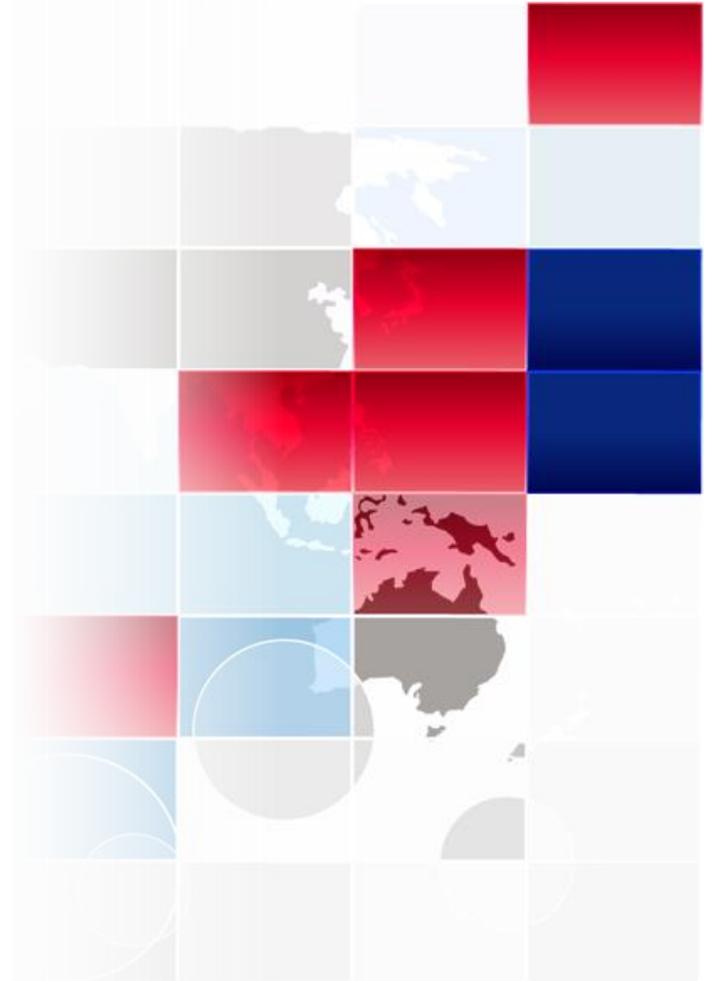


---

# マーケット・インサイト

## 2022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

米国株と米国債  
米国クレジット市場  
米国金融政策  
中国のゼロコロナ政策  
COP27レビュー

## ▶ 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

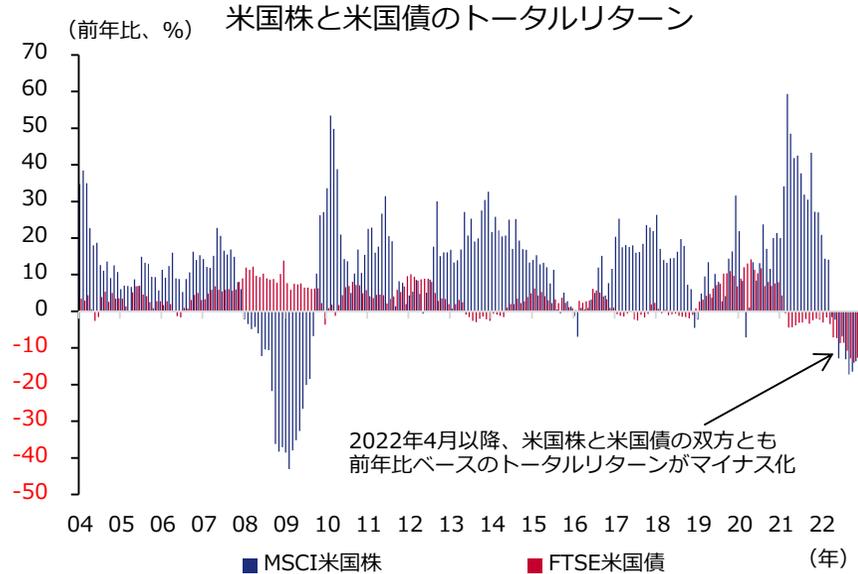
### 3-2 マーケット・オーバービュー ..... 27

### 3-3 市場動向 ..... 29

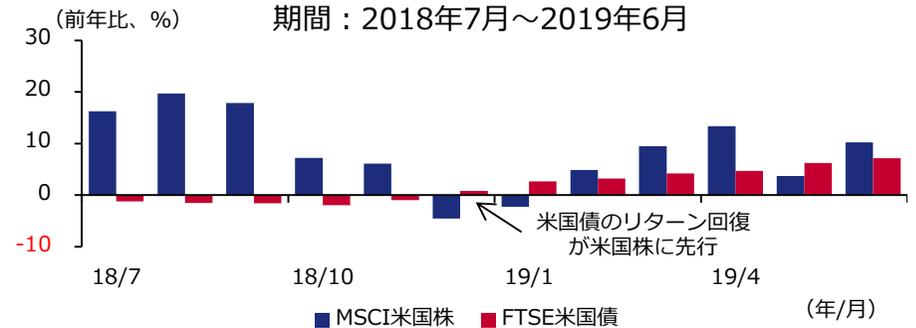
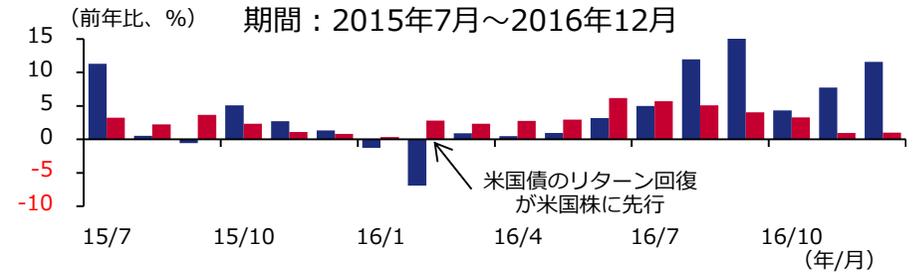
株式      REIT      債券      外国為替

▶ Chapter 1  
トピックス

## 株式と債券のどちらが先にリターンを回復するのか？



期間：2004年1月～2022年11月（月次、2022年11月は28日の値で前月末比を算出）  
 出所：Factsetのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 株式と債券それぞれのトータルリターンの月次・前年比



出所：Factsetのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 米国株と米国債のトータルリターン（価格変動に配当・利払いを加えたリターン）の推移をみると、今年4月以降、11月にかけて8カ月連続で前年比でマイナスが続いています。2004年以降で株式と債券の両方について、月次ベースのリターンがマイナス化したことはありませんでした（上左図）。足元では株式と債券のどちらが先に回復するかが注目されています。
- マイナス化はしないまでも、米国株と米国債のリターンが揃って低下した局面（2015-16年と2018-19年）をみると、いずれも米国債のリターン回復が米国株のリターン回復に先行していることがわかります。2015-16年は人民元切り下げやドル高から世界景気の減速が懸念された局面です。2018-19年はFRB（米連邦準備理事会）が2018年に計4回の利上げを行う中、中国景気を巡る懸念が強まったことから、2019年初にFRBがハト派転換を余儀なくされた局面です。景気後退懸念から金利が低下（債券価格は上昇）し、米国債のリターンが株に先行して回復しました。今回も米国債のリターン回復が先行する可能性があります。

## スプレッドは縮小したが今後の景気動向などに留意

米国IG債スプレッドとMOVE指数



期間：2021年1月1日～2022年11月25日 (日次)

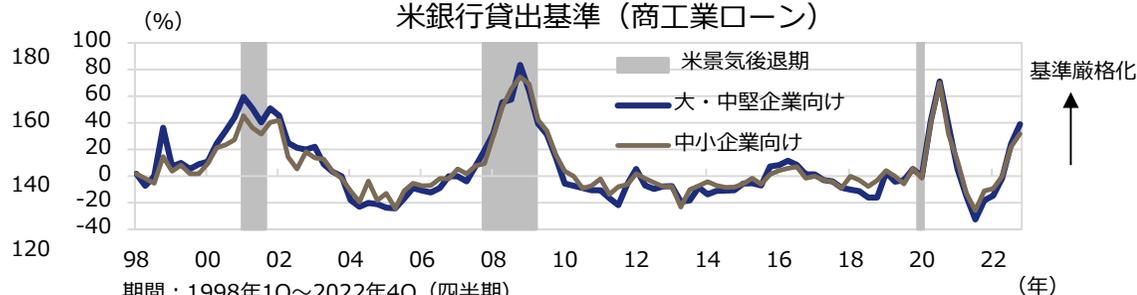
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

(注) スプレッド：対国債OAS (オプション調整後スプレッド)

米国IG債：ICE BofA・US・コーポレート・インデックスを使用

bp：ベースポイント (1bp=0.01%)

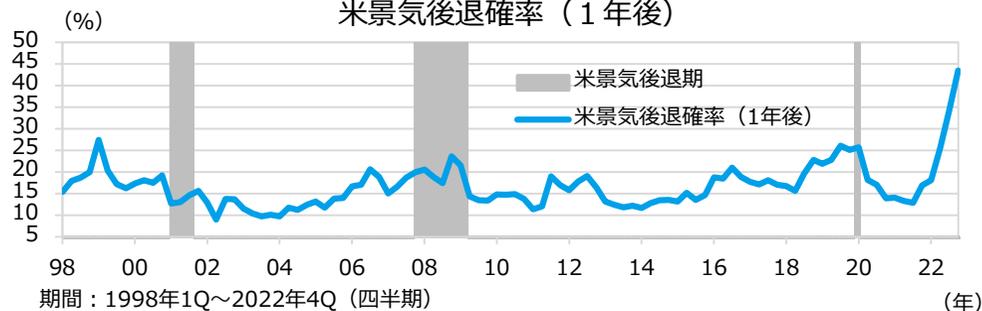
米銀行貸出基準 (商工業ローン)



期間：1998年1Q～2022年4Q (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

米景気後退確率 (1年後)



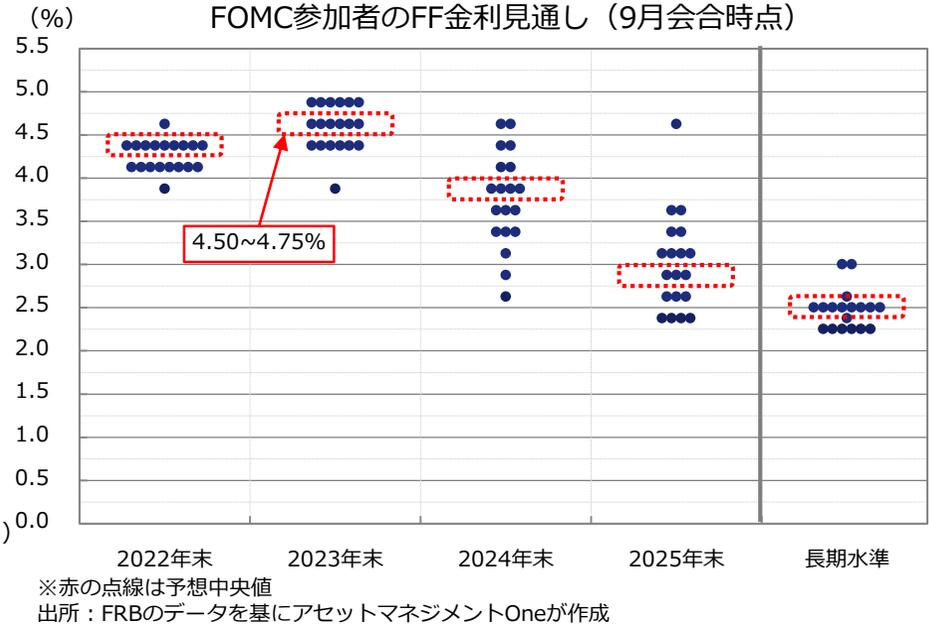
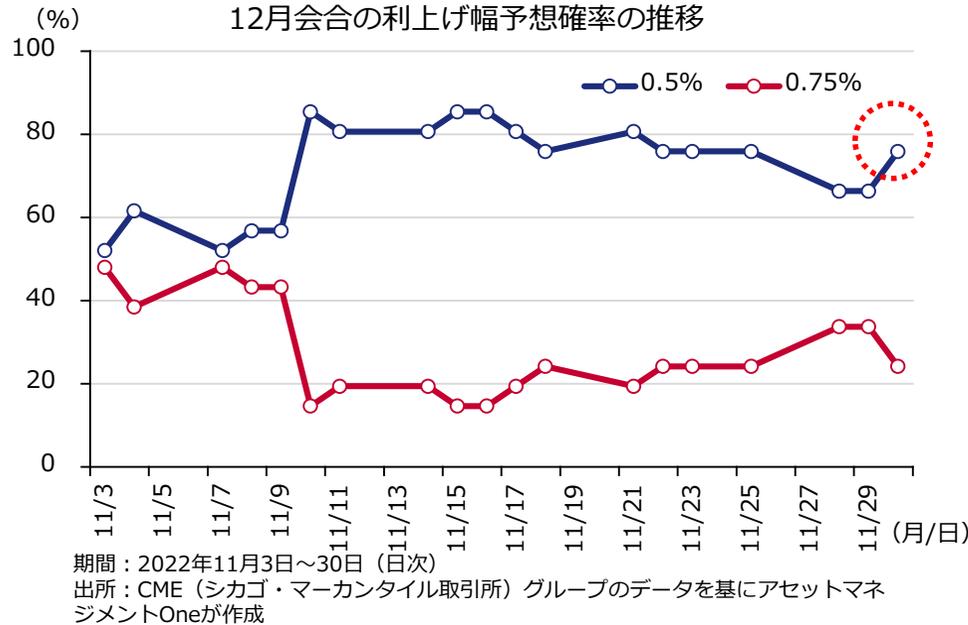
期間：1998年1Q～2022年4Q (四半期)

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

(注) 景気後退確率はフィラデルフィア連銀景気予測専門家調査

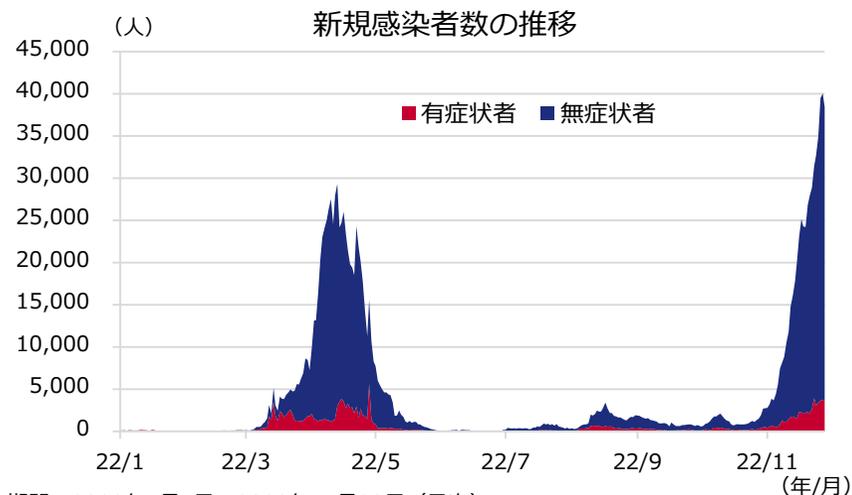
- 10月分の米CPI (消費者物価指数) の伸びが予想以上に鈍化したことを受けて、米国の高インフレを巡る過度な懸念が後退しました。FRBが利上げペースを縮小するとの見方も広がり、米国債の予想変動率を表す指数 (MOVE指数) は11月上旬に低下しました。米国クレジット市場では、過度な金融引き締めに伴う景気後退懸念が和らぎ、投資適格社債 (IG債) の対国債スプレッドは縮小しました。もっとも米企業を取り巻く金融・経済環境を踏まえれば、スプレッドの縮小傾向が続くかは不透明と考えています。
- 米銀行の貸出基準をみると、FRBのシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイ (10月調査) では、商工業ローンの貸出基準は企業規模を問わず前回調査 (7月) から一段と厳格化しました。米景気の先行き不透明感が意識される中、銀行は企業の業績や信用力を巡り警戒を強めている可能性があり、今後のクレジット市場をみるうえで一定の留意が必要と考えています。

## 12月のFOMCで利上げ幅縮小か

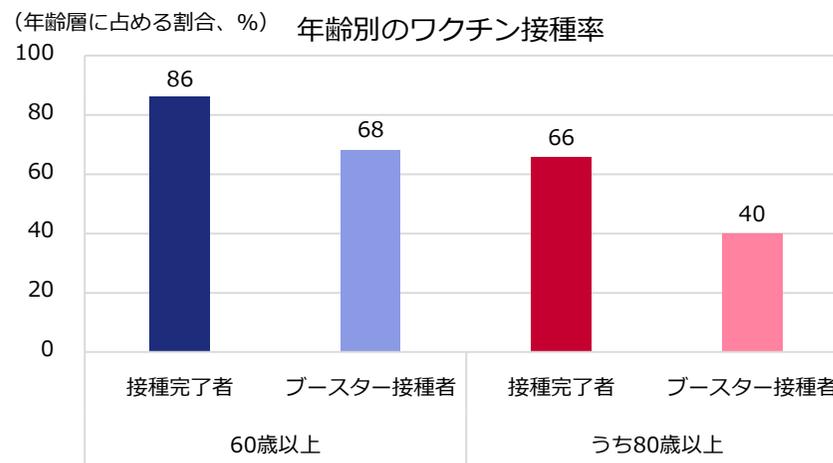


- FRBは11月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で、政策金利（FF金利）の誘導目標を0.75%引き上げ、3.75～4.00%とすることを決定しました。FRBは4会合連続で0.75%の利上げを実施しましたが、12月会合では0.5%に利上げ幅を縮小するとの見方が強まっています。11月30日に講演を行ったパウエルFRB議長は、「早ければ12月にも利上げ幅を縮小するかもしれない」とし、12月会合での利上げ幅縮小を示唆しました。この発言を受け、CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）グループのFedウォッチでは、12月会合での0.5%の利上げ確率が上昇しました。
- また、12月会合で併せて注目されるのが、ターミナルレート（利上げの終着点）の水準です。同講演でパウエル議長は、ターミナルレートが9月の見通しより幾分高くなる可能性を示唆しました。かかる中、12月会合で示されるFOMC参加者のFF金利見通しで、2023年末時点の予想がどの程度引き上げられるかが注目されます。もっとも、パウエル議長は同講演で、「（経済が悪化し早期に利下げに転じなければならなくなる恐れがあるため）過度な引き締めは避けたい」とも発言しており、大幅に引き上げられる可能性は低いと考えます。

## ゼロコロナ政策からの脱却のカギは高齢者のワクチン接種率か



期間：2022年1月1日～2022年11月28日（日次）  
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



注：2022年11月11日時点。60歳以上のブースター接種者の数値は、国家衛生委員会の会見資料より60歳以上の人口を計算した試算値  
出所：中国国家衛生健康委員会の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

- 中国の衛生当局が11月11日に公表したコロナ対応措置では、PCR検査要件緩和や濃厚接触者および入国者向けの隔離期間短縮などが含まれ、当局がゼロコロナ政策の緩和に動いたと内外から受け止められました。しかしその後、国内で感染者数が急増すると、多くの地方政府が厳格な行動制限の再導入に踏み切りました。こうした11月までの行動制限の強化により、10-12月期の中国景気は悪化する見通しです。
- 11月10日に行われた政治局の会議において、指導部は中国が人口大国であるため、ゼロコロナ政策を続けなければ高齢者を中心とした脆弱な層における被害が大きくなる可能性を指摘しました。中国の高齢者層はワクチン接種率がまだ低く、当局としてはこの年齢層のワクチン接種率が高まるまではゼロコロナ政策を継続する方針と考えられます。
- ただし、北京や上海などの大都市で行動制限に対する反対デモが発生するなど、ゼロコロナ政策の継続に伴う悪影響も広がっています。このような中、当局は過度な行動制限の緩和に動いています。例年12月に行われ、翌年の経済政策方針が議論される中央経済工作会议において、当局がゼロコロナ政策の一段の緩和についてどのような議論を行うのかに注目が集まります。

## 「損失と被害」の基金設立で合意

COP27の成果と課題

論点	成果	課題
損失と被害	2023年のCOP28における新たな資金支援の仕組みの採択を決定	支援基金の財源や支援対象などの詳細は未定
気候変動への適応	「シャルムエルシェイク適応アジェンダ」の発表	「適応に関する世界目標」に関する議論の停滞
気候変動の緩和	1.5°C目標への努力追求と石炭火力の段階的削減を再確認	化石燃料の段階的削減を成果文書に盛り込めず

出所:各種資料を基にアセットマネジメントOneが作成

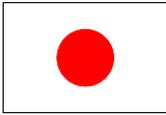
COP27における「損失と被害」に関する決定事項

決まったこと	損失と被害のための新たな資金支援の仕組みの確立（基金の設立を含む）
いつまでに	遅くともCOP28までに基金設立を採択
支援対象	気候変動の悪影響に特に脆弱な国々 ("Developing countries that are particularly vulnerable to the adverse effects of climate change")
制度設計の主体	移行委員会（先進国から10名、途上国から14名の委員で構成予定）

出所:UNFCCC（国連気候変動枠組み条約）の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

- エジプトのシャルムエルシェイクで開催されたCOP27（第27回国連気候変動枠組み条約締約国会議）は、会期を2日間延長し成果文書となる「シャルムエルシェイク実施計画」を採択し閉幕しました。
- 「気候変動への適応」においては、当初期待されていた「適応に関する世界目標」等に関する議論の進展は限定的にとどまりました。また、「気候変動の緩和」においても、インド・EU（欧州連合）等により提案された化石燃料の段階的削減は最終的に成果文書に盛り込まれず、成果に乏しい結果に終わりました。そうした中で、各国が「損失と被害」の支援基金設立に合意したことは、COP27における最大の成果といえます。
- もっとも基金の詳細はまだほとんど決まっておらず、12月中に発足予定の移行委員会で制度設計が議論されていく見込みです。基金の財源や支援対象など各国の利害が絡む争点が山積することから、今後各国間の激しい論争が予想されます。

▶ Chapter 2  
経済動向

国・地域	景気	金融政策	注目点	リスク
 米国	 徐々に減速	利上げ幅縮小へ	7-9月期の成長率は純輸出や個人消費の増加等を受け、3四半期ぶりのプラス成長となりました。もっとも、住宅投資を筆頭にFRBの利上げの影響が顕在化していくなか、成長率は今後減速していくとみられます。FRBは、12月会合において利上げ幅を縮小する見込みですが、利上げの終着点引き上げられるかが注目されます。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ インフレの長期化</li> </ul>
 日本	 懸念材料はあるも底堅い推移継続	低金利堅持による金融緩和を維持	海外景気悪化の影響に留意が必要ですが、経済活動正常化が続き、設備投資や消費を中心に底堅く推移するとみられます。①旺盛なIT投資需要、②政府による物価上昇抑制策などが、景気を下支えする見込みです。2023年は、物価上昇・人手不足に対応した賃金の動向や、日銀新総裁（2023年春の見込み）のもとでの金融政策が注目されます。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 海外景気の減速</li> <li>▶ エネルギー、商品価格の一段の上昇</li> </ul>
 ユーロ圏	 景気後退へ	引き締め継続	7-9月期の成長率は長引く高インフレなどの影響で、4-6月期から伸びが鈍化しました。先行き経済については、高インフレによる購買力の低下やロシア産エネルギーの供給減などから、景気後退入りする可能性が高まっているとみられます。ECBは今後もインフレ抑制のために利上げを実施していく見込みです。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 供給制約の長期化</li> <li>▶ エネルギー価格の一段の上昇</li> </ul>
 中国	 内外需ともに鈍化し、景気は悪化	金融緩和	感染再拡大を受けて国内の多くの都市で行動制限が強化され、内需の鈍化が鮮明です。外需の鈍化も始まり、中国景気は悪化する見通しです。ゼロコロナ政策は当面続くと考えますが、当局が高齢者のワクチン接種率を重視していることから、同年齢層へのワクチン接種が進めば、一段の緩和に舵を切る可能性があります。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 不動産市場の調整長期化</li> <li>▶ ゼロコロナ政策長期化</li> </ul>

# 経済の概況 – 主要国・地域のGDP成長率見通し

(前年比、%)

(年)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022 (予測値)	2023 (予測値)
<b>全世界計</b>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>	<b>3.6</b>	<b>2.8</b>	<b>▲ 3.0</b>	<b>6.0</b>	<b>3.2 ( → 0.0 )</b>	<b>2.7 ( ↓ 0.2 )</b>
<b>先進国計</b>	<b>1.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>	<b>▲ 4.4</b>	<b>5.2</b>	<b>2.4 ( ↓ 0.1 )</b>	<b>1.1 ( ↓ 0.3 )</b>
米国	1.7	2.3	2.9	2.3	▲ 3.4	5.7	1.6 ( ↓ 0.7 )	1.0 ( → 0.0 )
日本	0.8	1.7	0.6	▲ 0.4	▲ 4.6	1.7	1.7 ( → 0.0 )	1.6 ( ↓ 0.1 )
ユーロ圏	1.9	2.6	1.8	1.6	▲ 6.1	5.2	3.1 ( ↑ 0.5 )	0.5 ( ↓ 0.7 )
オーストラリア	2.7	2.4	2.8	2.0	▲ 2.1	4.9	3.8 ( — )	1.9 ( — )
<b>新興国計</b>	<b>4.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.6</b>	<b>3.6</b>	<b>▲ 1.9</b>	<b>6.6</b>	<b>3.7 ( ↑ 0.1 )</b>	<b>3.7 ( ↓ 0.2 )</b>
中国	6.9	6.9	6.8	6.0	2.2	8.1	3.2 ( ↓ 0.1 )	4.4 ( ↓ 0.2 )
インド	8.3	6.8	6.5	3.7	▲ 6.6	8.7	6.8 ( ↓ 0.6 )	6.1 ( → 0.0 )
ブラジル	▲ 3.3	1.3	1.8	1.2	▲ 3.9	4.6	2.8 ( ↑ 1.1 )	1.0 ( ↓ 0.1 )
ロシア	0.2	1.8	2.8	2.2	▲ 2.7	4.7	▲ 3.4 ( ↑ 2.6 )	▲ 2.3 ( ↑ 1.2 )
ASEAN5*	5.1	5.5	5.4	4.9	▲ 3.4	3.4	5.3 ( → 0.0 )	4.9 ( ↓ 0.2 )

出所：IMF「World Economic Outlook Database, 2022.10」、「World Economic Outlook Update, 2022.7」、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

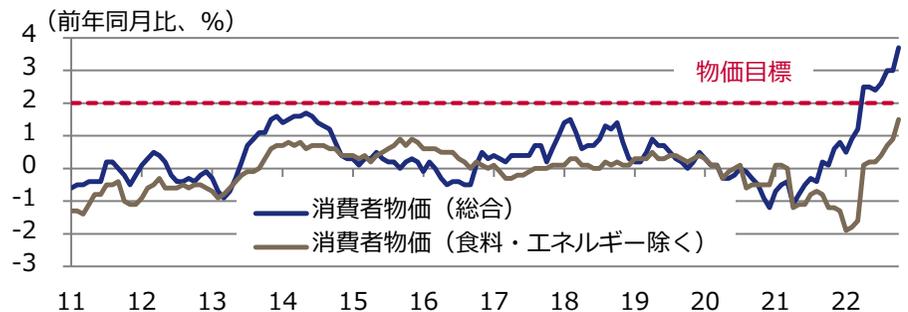
※ASEAN5：インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム

(注) 2021年の数値は実績見込み、2022年以降は予測値。ただし、2021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

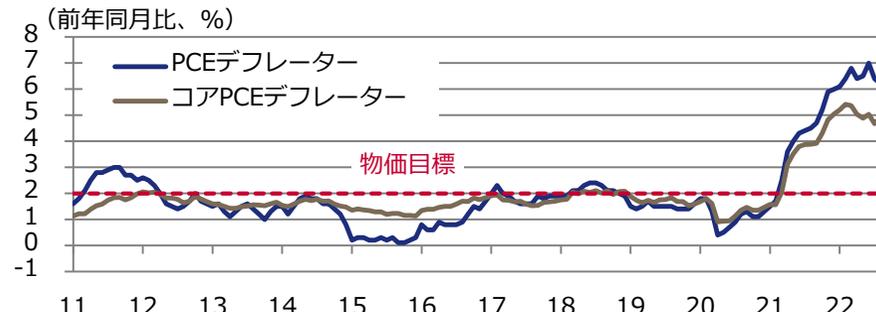
# 経済の概況 – 各国のインフレ率の動向

 日本のインフレ率の推移



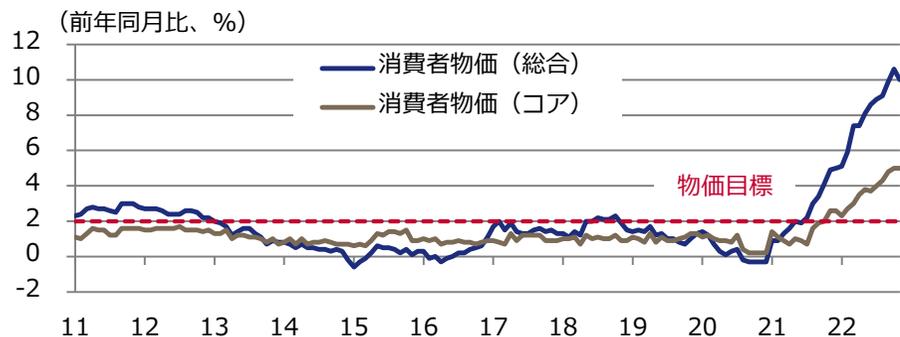
期間：2011年1月～2022年10月（月次）  
 出所：総務省、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) グラフは消費税率引き上げ及び幼児教育・保育無償化の影響を除いたベース

 米国のインフレ率の推移



期間：2011年1月～2022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

 ユーロ圏のインフレ率の推移



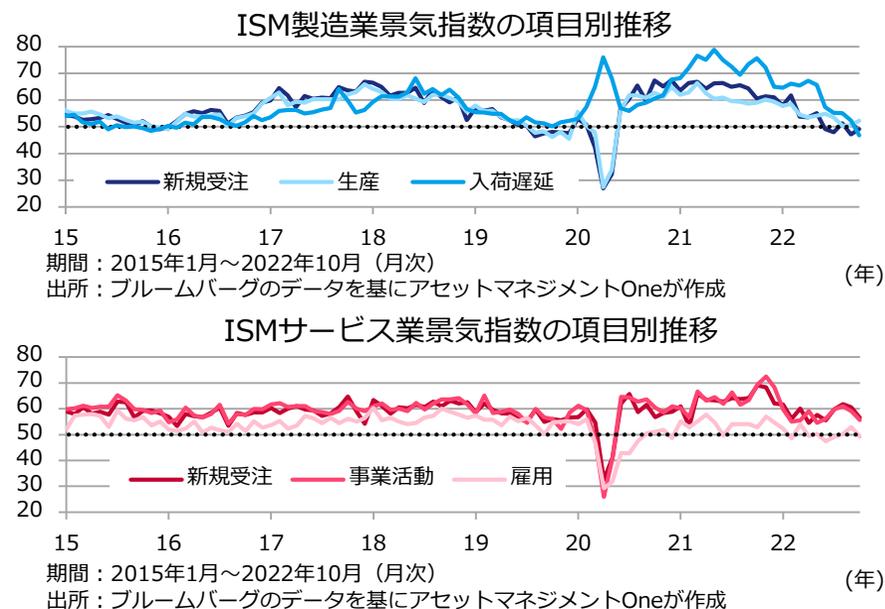
期間：2011年1月～2022年11月（月次）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

 中国のインフレ率の推移



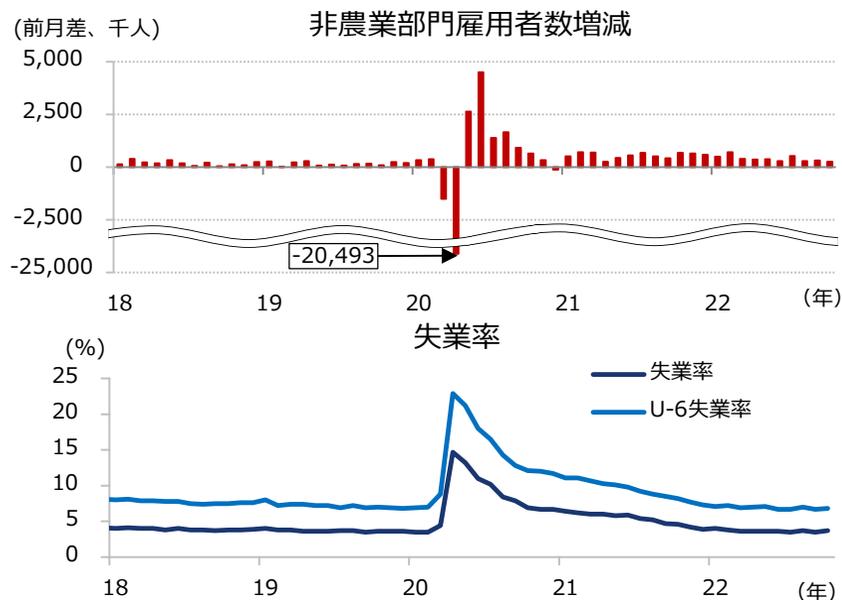
期間：2011年1月～2022年10月（月次）  
 出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 高まる景気減速リスク



- 10月のISM景気指数は、製造業が50.2と9月（50.9）から低下しました。また、サービス業は54.4と9月（56.7）から低下しました。各指数の構成項目をみると、製造業では入荷遅延が大きく低下し（原材料納期の短縮を示唆）全体を押し下げる一方、生産や新規受注などが上昇しました。対して、サービス業では、製造業と対照的に事業活動や新規受注が9月から低下しました。
- 10月のサーベイ回答者のコメントでは、製造業を中心にサプライチェーンの制約緩和を指摘するコメントが多数取り上げられており、供給制約が改善へ向かっていることがうかがえます。一方で、景気見通しの悪化等を背景とした需要の落ち込みを指摘するコメントも増加しています。
- 製造業、サービス業のいずれの景気指数も鈍化が明確となっています。特に製造業では、直近数カ月でみると新規受注など需要関連のサブ指数の低下が鮮明で、先行きの景気減速リスクが高まっています。

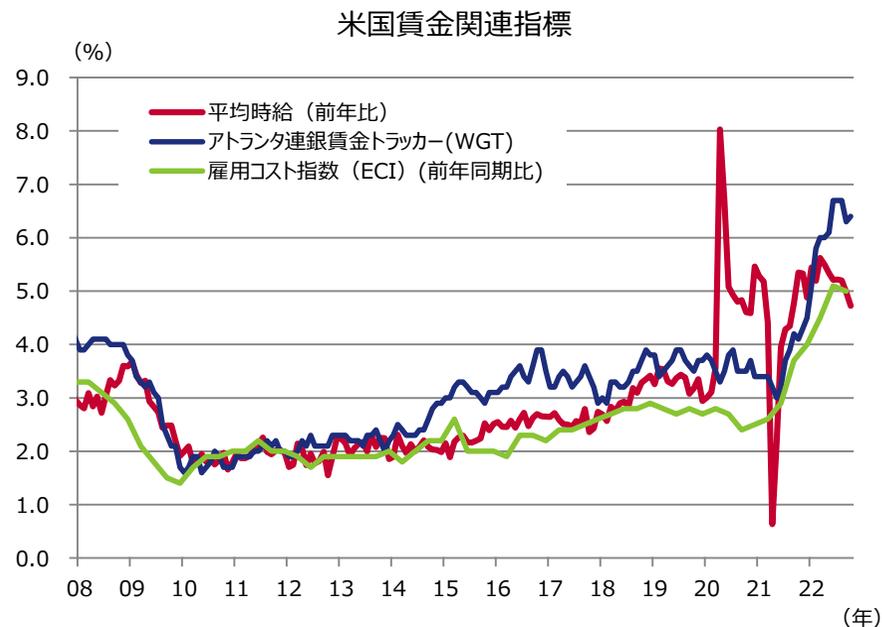
## 賃金上昇のピークアウトが鮮明に



期間：2018年1月～2022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

(注) U-6失業率：経済的理由によるパートタイマーなどを含んだ失業率



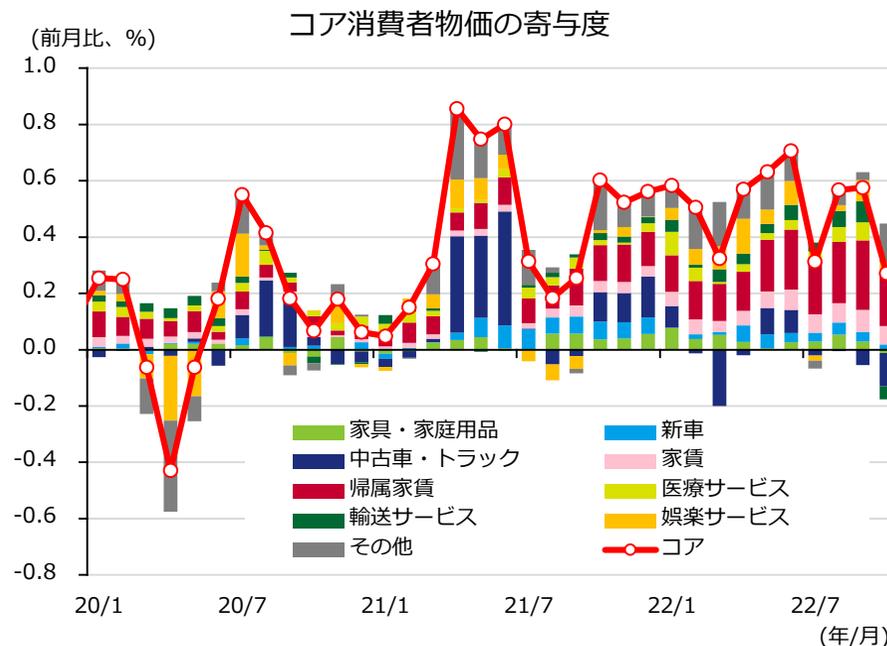
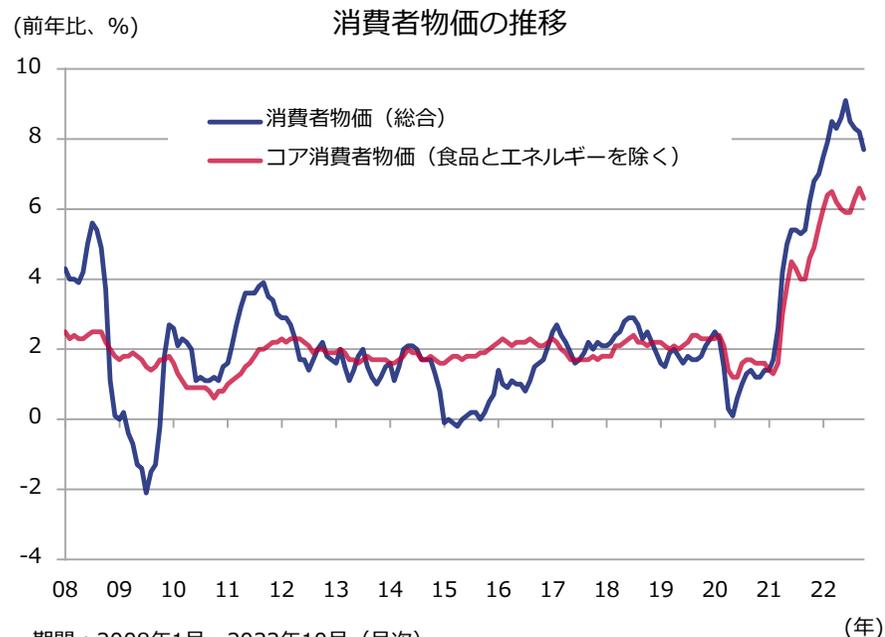
期間：2008年1月～2022年10月（平均時給・WGT、月次）

2008年1-3月期～2022年7-9月期（ECI、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月の非農業部門雇用者数は前月差+26.1万人と高い伸びを維持したものの、9月（同+31.5万人）の伸びを下回りました。
- 9月に3.5%へ低下した失業率（U-3失業率）でしたが、10月は3.7%と再び上昇に転じました。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6.8%と、9月（6.7%）から上昇しました。
- 平均賃金の前年比の伸びは、直近10月まで3カ月連続で低下しています。加えて、アトランタ連銀賃金トラッカーや雇用コスト指数の伸びも頭打ちとなっており、米国の賃金関連指標は概して賃金上昇のピークアウトを示唆しています。

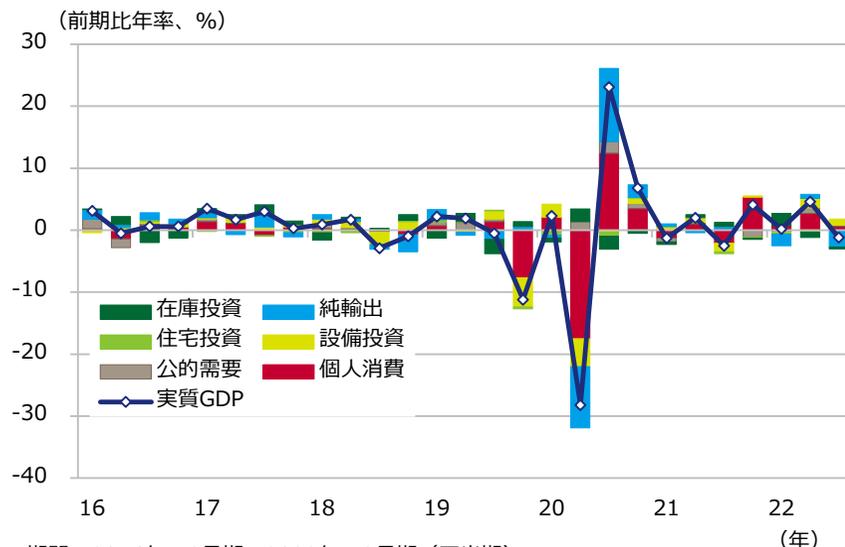
## コアの伸びが前月比で鈍化



- 10月の消費者物価（総合）上昇率は、前年比+7.7%と9月（同+8.2%）から低下しました。また、コア消費者物価上昇率も同+6.3%と9月（同+6.6%）から低下しました。前月比ベースでは、総合が10月は前月比+0.4%と9月（同+0.4%）から変わらず、コアは10月に同+0.3%と9月（同+0.6%）から低下しました。
- コアの内訳を見ると、中古車・トラック、輸送サービスの価格低下が全体を大きく押し下げました。10月のコアの伸び鈍化は、FRBの金融引き締め効果が顕在化しつつあることを示唆している可能性があります。もっとも、家賃や帰属家賃などの品目の高い伸びは当面継続するとみられることを鑑みると、コアが明確に鈍化するまでには時間を要する見込みです。

## 経済活動正常化は継続し、底堅く推移する日本経済

実質GDP成長率と寄与度の推移

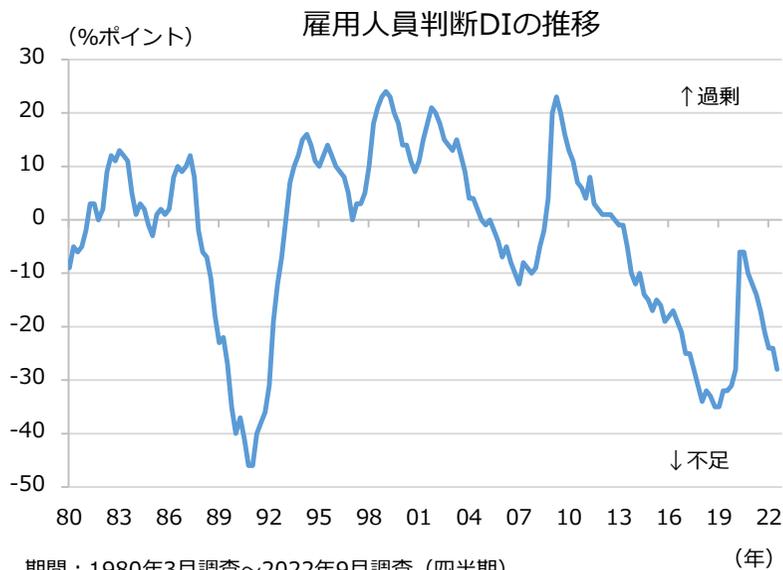


景気ウォッチャー判断DIの推移



- 2022年7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率▲1.2%と4四半期ぶりにマイナスとなりました。マイナス成長は輸入の急増によるものです（内閣府によれば、海外への広告支払いがサービス輸入を押し上げたとのこと）。7-9月期は、国内では感染が拡大しましたが、経済活動の大幅な落ち込みはなく、設備投資や個人消費、公共投資を中心に国内需要は増加しました。
- 景気ウォッチャー調査の景気の現状判断DIは今年7月をボトムに改善が続いていますが、先行き判断DIは低下しています。物価上昇による実質購買力の低下、原材料価格高を背景とした収益の圧迫、海外景気の減速などが懸念されています。こうした下押し要因により、しばらくは景気回復ペースは緩慢なものにとどまるとみられます。もっとも、政府によるガソリンや電気・ガス、食料品などの価格上昇に対する抑制策や、コロナ禍において積み上がった貯蓄などが当面の景気を下支えするとみられます。国内では経済活動の正常化が続き、今後マイナス成長は回避できる可能性が高いとみています。

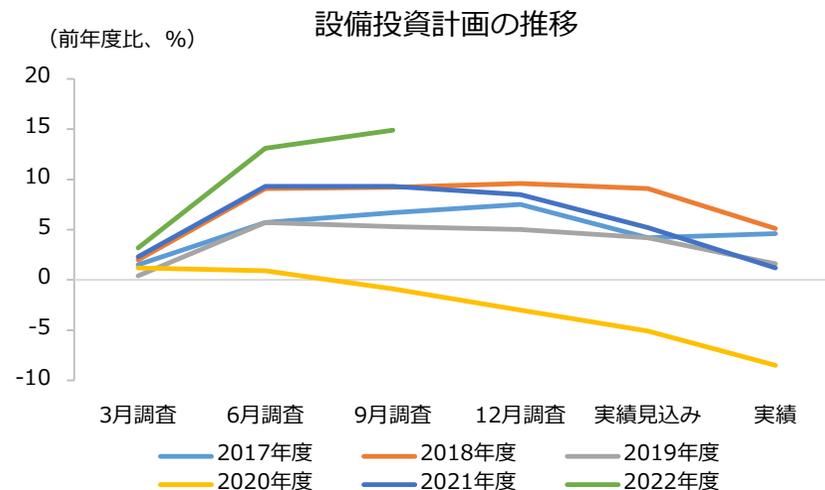
## 企業の設備投資意欲は堅調



期間：1980年3月調査～2022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：2017年3月調査～2022年9月調査（四半期）

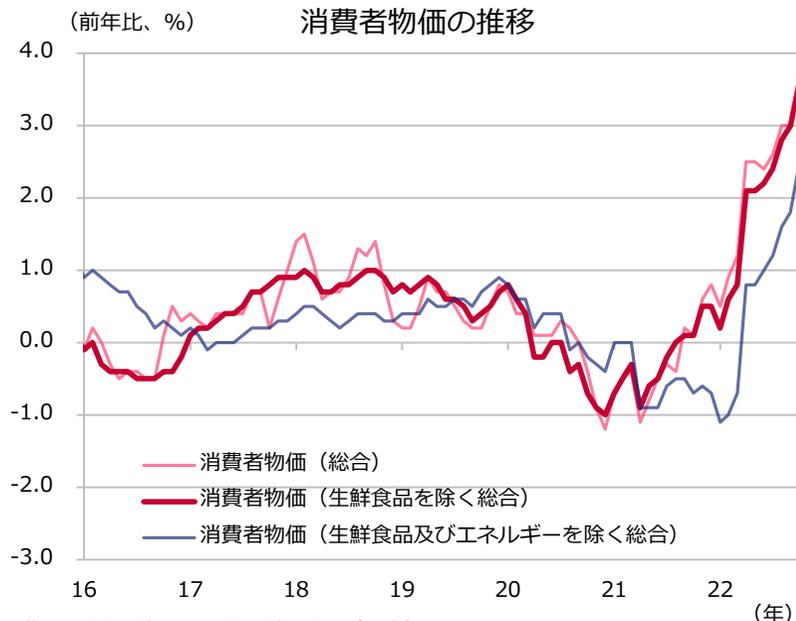
注：横軸に初回調査（3月調査）から実績が確定する翌年6月調査までの6調査回を取り、毎年度の設備投資計画について、調査回毎の前年比の足取り（修正パターン）をグラフで示したものを

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、代表的な業況判断DIに加えて、経済活動の正常化が進む中、雇用人員判断DIや設備投資計画が注目されました。雇用人員判断DIは、不足超の幅が一段と拡大し、企業が人手不足に直面しているようすがうかがえます。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おり、実際に求人数も大きく増加しています。
- 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）の2022年度計画は、前年度比+14.9%（全規模・全産業ベース）へ上方修正されました。非製造業の設備投資計画の上方修正幅が大きく、経済活動再開に伴う人手不足への対応で効率化投資を進めている可能性があります。また、脱炭素化やサプライチェーンの強靱化などに対応すべく、本邦企業の投資意欲は強いとみられます。

## 日銀は、金融緩和を維持し、賃金上昇を見守る



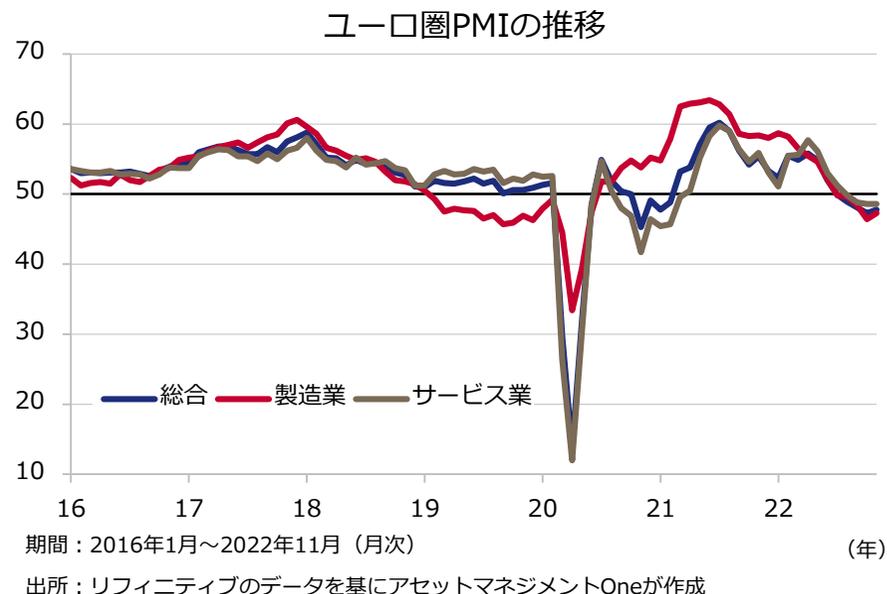
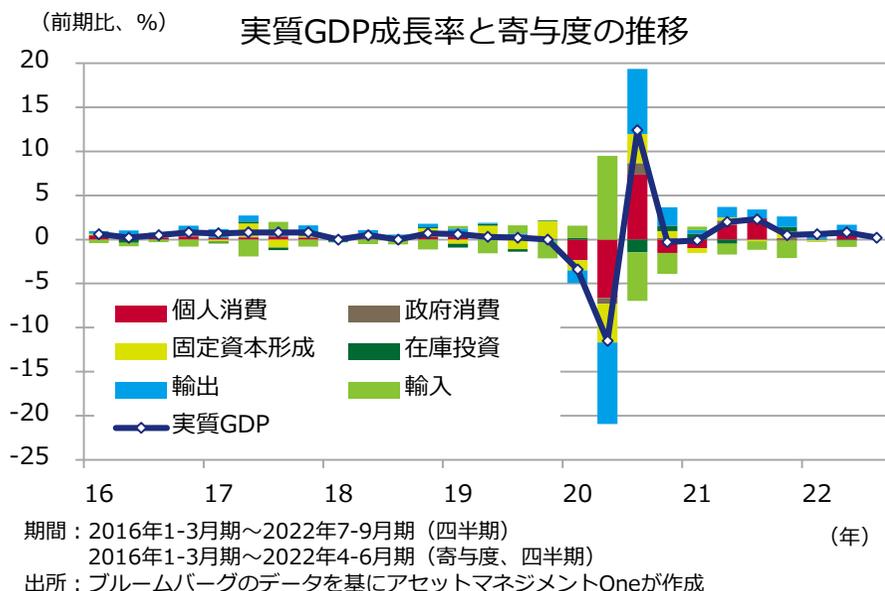
日銀政策委員の消費者物価指数の大勢見通し（2022年10月）

	除く生鮮食品	(参考) 除く生鮮食品 ・エネルギー
<b>2022年度</b>	+2.8～+2.9 <+2.9>	+1.8～+1.9 <+1.8>
7月時点の見通し	+2.2～+2.4 <+2.3>	+1.2～+1.4 <+1.3>
<b>2023年度</b>	+1.5～+1.8 <+1.6>	+1.5～+1.8 <+1.6>
7月時点の見通し	+1.2～+1.5 <+1.4>	+1.2～+1.4 <+1.4>
<b>2024年度</b>	+1.5～+1.9 <+1.6>	+1.5～+1.8 <+1.6>
7月時点の見通し	+1.1～+1.5 <+1.3>	+1.4～+1.7 <+1.5>

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。

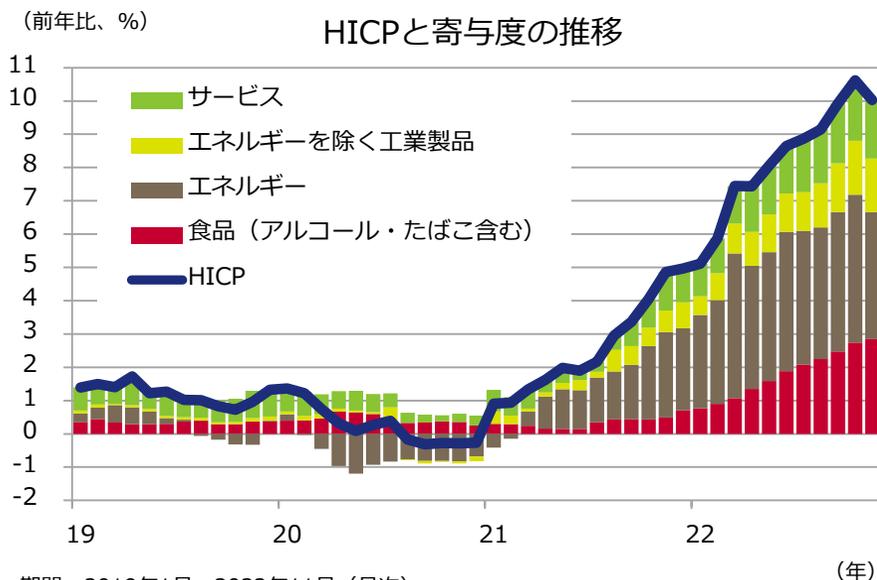
- 10月の全国消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合、コアCPI）は前年比+3.6%へ拡大し、およそ40年ぶりの伸びとなりました。政府のガソリン等への価格抑制策が奏功している一方で、外食を含む食料品などで値上げの動きが広がっています。
- 日銀は、10月27～28日の金融政策決定会合終了後に公表した経済・物価情勢の展望で、足元の物価上振れを踏まえ、2022年度のコアCPIの見通しを前年比+2.9%へ上方修正しました。また、同会合における日銀審議委員の主な意見を見ますと、「サービス価格やエネルギー以外の公共料金にも上昇の兆し」や「物価が上がらないことを前提とした企業の行動原理が変わりつつある可能性」など、持続的な物価上昇の可能性を意識したものが散見されました。そうした状況下、2%の物価安定目標の達成に向けて、2023年の春季労使交渉での賃金動向を見守る姿勢を示しています。

## 2022年7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%



- ユーロ圏の2022年7-9月期実質GDP成長率は、前期比+0.2%と6四半期連続のプラスとなりました。ただし、長引く高インフレの影響で、4-6月期の前期比+0.8%増に比べて成長が鈍化しました。
- 11月のユーロ圏総合購買担当者景気指数（PMI）速報値は、前月から低下するとの事前予想に反し0.5ポイント上昇の47.8となりました。データ公表元であるS&Pグローバルは、10～11月平均の総合PMIの水準は10-12月期の成長率が前期比▲0.2%を示唆しているとしました。業種別では、製造業は生産や新規受注の改善、供給制約の緩和などが進んだことなどから、47.3と0.9ポイント上昇しましたが、引き続き低調な水準となっています。サービス業は前月から横ばいでしたが、コロナ禍からの景気回復をけん引してきた観光や娯楽部門で景気悪化がみられたとしています。
- 高インフレによる購買力の低下やロシアから欧州向けのエネルギー供給が削減されている状況などを踏まえれば、今後ユーロ圏は景気後退入りする可能性が高まっています。

## ECBが12月会合で利上げ幅を0.75%とするか、0.50%に減速するか注目



期間：2019年1月～2022年11月（月次）

出所：リフィニティブおよびEurostatのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

注：2022年11月の寄与度はアセットマネジメントOne試算



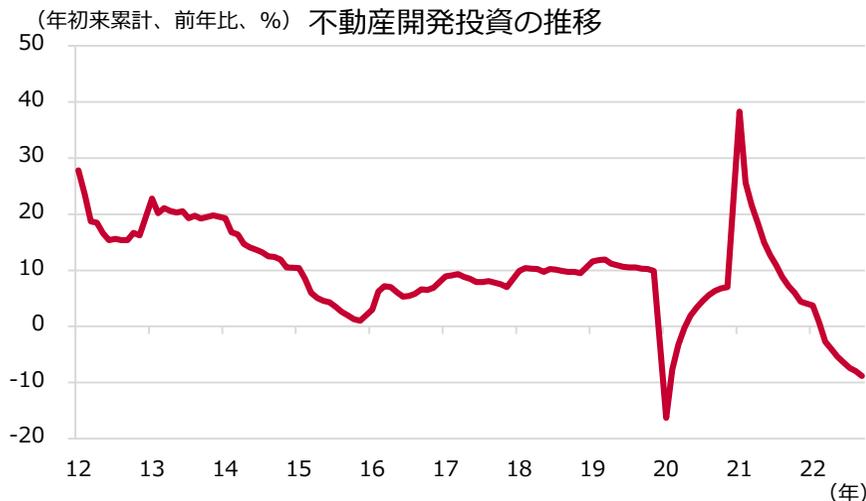
期間：2018年1月1日～2022年11月30日（日次）

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

注：期待インフレ率は5年先5年物インフレスワップを使用

- 11月のHICP（消費者物価指数）は前年比+10.0%と前月（10月+10.6%）から伸び率が鈍化しました。品目別にみると、エネルギーの伸びが鈍化し全体を押し下げましたが、食品は加速しました。食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICPは同+5.0%と引き続き高水準であり、ECB（欧州中央銀行）の物価目標である2%を大幅に上回っています。
- ECBは10月会合で政策金利を0.75%引き上げました。今後の利上げについて、声明文では「一段の利上げを想定している」としつつ、インフレや経済の見通しに応じて会合ごとに金利水準を決定するとしています。10月会合の議事要旨では、少数の理事会メンバーが0.50%の利上げを支持していたことが明らかとなりました。一方、コアHICPが高水準であることや中期期待インフレ率が2%を超える水準で推移しているため、0.75%の利上げ継続の可能性も排除できません。次回12月会合で利上げ幅を0.75%とするか、0.50%に減速するかが注目されます。

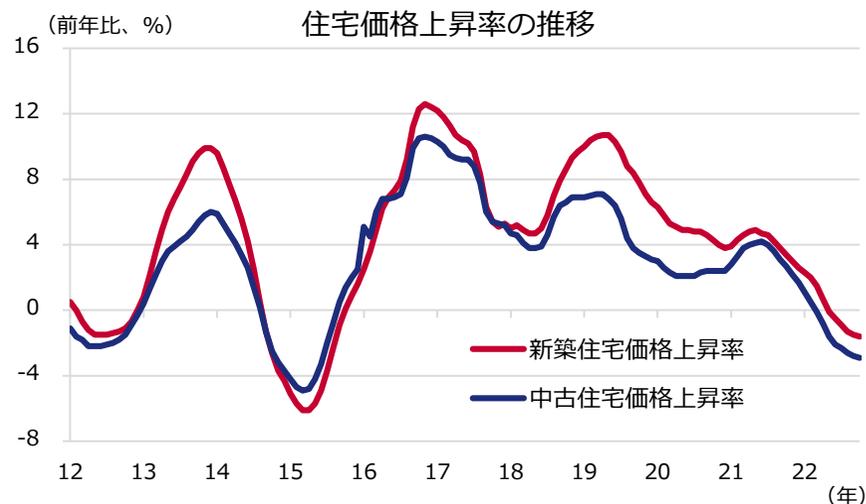
## 不動産市場の調整が続く



期間：2012年2月～2022年10月（月次）

注：毎年1月の数値は非公表

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：2012年1月～2022年10月（月次）

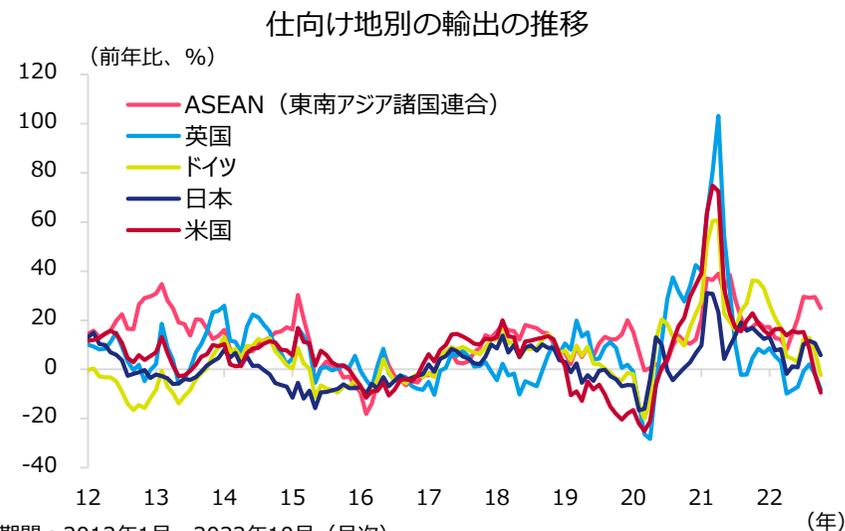
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- 中国では不動産開発投資の減速が続いており、10月には年初来累計で前年比▲8.8%となりました。これまでも当局は不動産デベロッパー向けの支援に動いてきましたが、今のところ政策支援による効果は見られていません。
- こうした中、住宅価格も下落を続け、10月には新築住宅で前年比▲1.6%、中古住宅で同▲2.9%と下落しました。不動産デベロッパーの資金繰り難から工事が止まる物件が出ていることや、度重なる行動制限などから住宅購入意欲が薄れていることが背景にあると考えられます。
- 全国で見れば住宅価格の下落率は緩やかなものの、一部地方都市においては住宅価格が前年比▲5%以上下落している都市もあり、都市によって調整の深刻度が異なります。
- 11月には、当局が不動産デベロッパーの資金繰り難解消に向けた政策を公表しました。これにより、資金難から止まっていた工事が進む可能性があるものの、住宅需要を押し上げるような施策ではないため、当面は不動産市場の調整が続くと考えます。

## 外需の鈍化で中国輸出は減速



期間：2012年1月～2022年10月（月次）  
注：ドル建て、いずれも3カ月平均値の前年比  
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

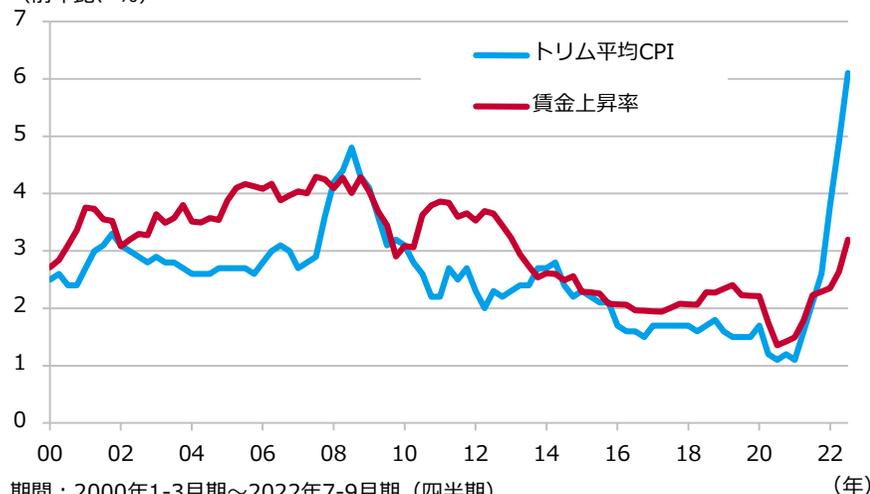


期間：2012年1月～2022年10月（月次）  
注：ドル建て、いずれも3カ月平均値の前年比  
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

- コロナ禍以降、中国の輸出は、通信機器やマスク等の需要増加から大きく増加してきました。しかし足元では、欧米先進国が利上げを進め、外需の減速懸念が強まっています。10月単月の中国のドル建て輸出は前年比▲0.3%と伸びがマイナスに転じました。輸出の傾向をみるために3カ月平均の前年比を見ると、中国の輸出は4-6月期の上海ロックダウンで伸びが鈍化した後に回復したものの、足元では伸び率の鈍化が続いています。
- 仕向け地別に輸出を見ると、ASEAN（東南アジア諸国連合）向けを除き、主要先進国向けの輸出は総じて鈍化傾向にあります。日本向けは比較的底堅いものの、米国、ドイツ、英国向けの輸出の減速が顕著です。
- 足元の中国の輸出鈍化の要因として、中国での感染再拡大と供給制約の発生も考えられますが、10月までのPMI統計における新規輸出受注指数の低下をみるに、輸出鈍化の主因は外需の鈍化であるとみられます。今後は、海外景気の減速や米国による半導体規制の影響から、中国の輸出が一段と押し下げられる可能性もあります。

## 賃金上昇率は加速も、需要に鈍化の兆し

(前年比、%) 賃金上昇率とトリム平均CPI上昇率の推移

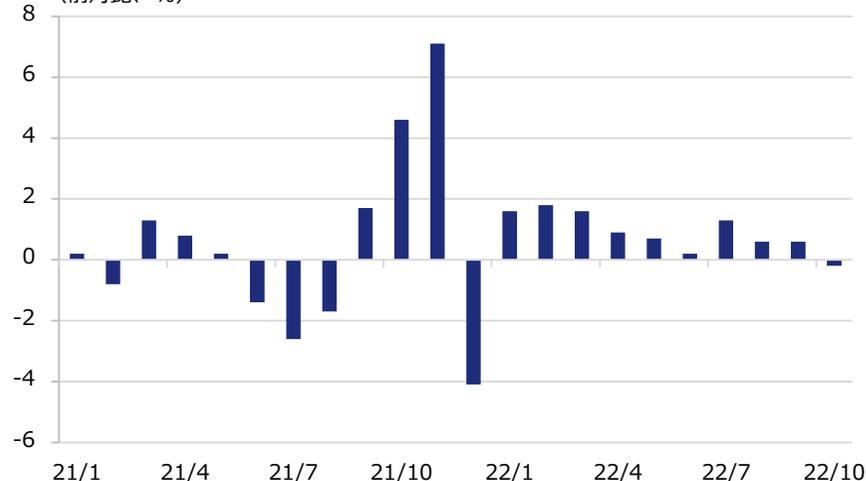


期間：2000年1-3月期～2022年7-9月期（四半期）

(注) トリム平均は、変化率の大きい品目を一定割合控除して算出したもの

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

(前月比、%) 小売売上高（前月比）の推移

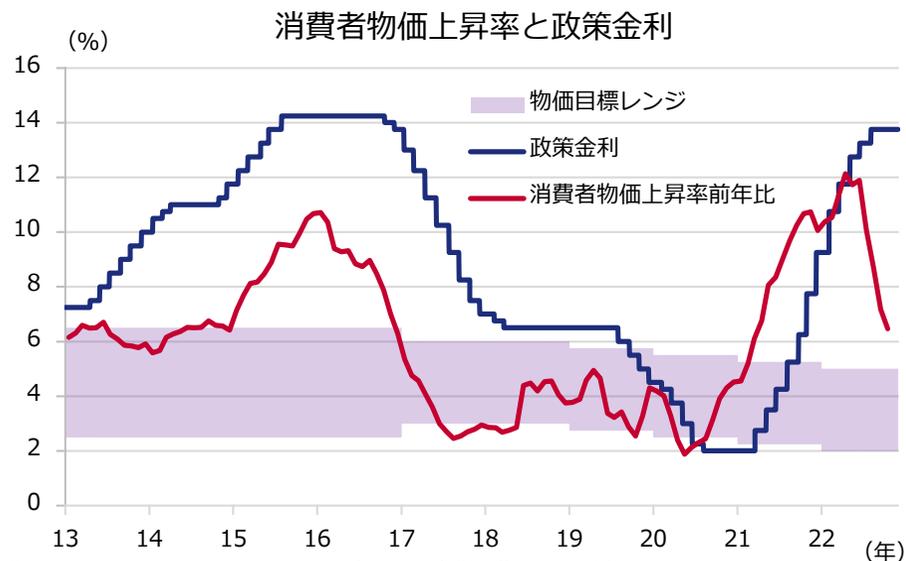


期間：2021年1月～2022年10月（月次）

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

- オーストラリアの7-9月期賃金上昇率は前年比+3.1%と大きく上昇しました。失業率が歴史的な低水準にあり、労働市場のひっ迫が続く中、多くの企業が労働者の確保に向けて高い賃金を提示しているもようで、賃金上昇圧力は強い状態が続いています。もっとも、賃金上昇率はインフレ率を下回っており、実質賃金は減少しているとみられます。
- こうした中、10月の小売売上高は前月比▲0.2%と今年に入ってから初の前月比減少となりました。食品以外の品目分類がすべてマイナスの伸びとなりました。高いインフレ率やこれまでの急速な利上げの影響から、需要が鈍化し始めている可能性があります。
- RBA（豪州準備銀行）は利上げの影響が家計の住宅ローン支払いに完全に反映されていないと指摘しています。今後、家計の金利負担が一段と増加することで、需要が減少し、インフレ率は鈍化すると想定されます。こうした環境下、RBAは来年半ばごろまでは利上げを続けるものの、その後は様子見に転じる見通しです。ただし、賃金上昇率が加速し、賃金と物価のスパイラル的な上昇に陥る場合は、RBAによる一段の利上げを招く可能性もあります。

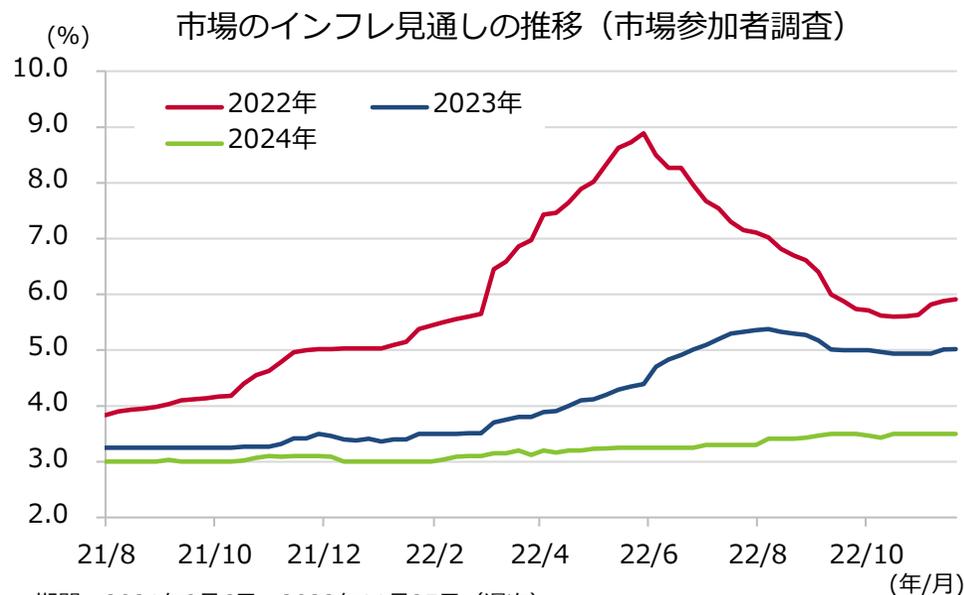
## 次期政権への移行手続きが進む中、財政政策を巡る不透明感がくすぶる



期間：2013年1月～2022年10月（月次、消費者物価上昇率）

2013年1月1日～2022年11月29日（日次、物価目標レンジ・政策金利）

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

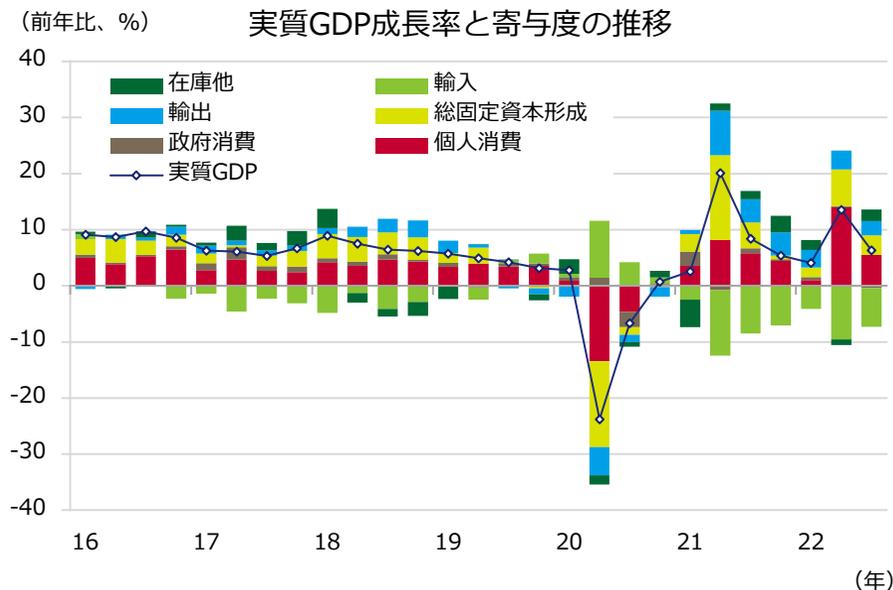
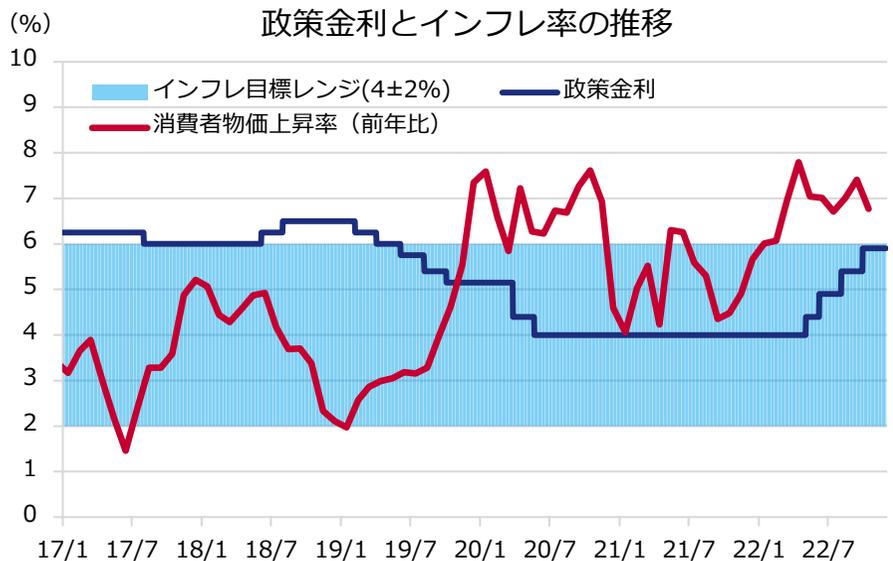


期間：2021年8月6日～2022年11月25日（週次）

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

- 10月の拡大消費者物価上昇率は前年比+6.47%（前月は+7.17%）となり、減速が続いています。主に政府による燃料価格に係る商品流通サービス税の引き下げや、原油価格の下落などが押し下げ要因となっています。ブラジル中銀の市場参加者調査（週次）によると、2023年の物価見通しは5.02%と中銀の目標レンジの上限である5%をわずかに上回っています。物価上昇率が下がりにくい環境下、政策金利は当面現状の13.75%で据え置かれるものとみられます。
- 大統領選終了後、ボルソナロ大統領の支持者による道路封鎖や、ボルソナロ大統領所属の自由党による選挙結果異議申し立てなどが行われました。しかし、いずれも大きな混乱にはつながらず、ルラ次期政権への移行手続きが行われています。ただし、ルラ氏の掲げる歳出上限法の変更や、現金給付政策の拡充などは財政悪化懸念を強め、株価や通貨の下落要因の一つとなっています。今後財務相などの人事も含め、次期政権の運営方針が注目されます。

## 物価上昇率は引き続き減速、インド経済は個人消費を中心に堅調な伸びが続く



- 10月のCPIは前年比+6.77%と、前月（+7.41%）から伸びが減速しました。内訳をみると、約半分のウェイトを占める食料品価格や、エネルギー価格の下落が押し下げ要因となりました。小麦や原油の価格が下落していることから、今後CPI上昇率がさらに減速する可能性があります。一方で、依然としてインド中銀のインフレ目標レンジ（2%～6%）を上回っており、次回12月7日に行われる会合においても、利上げが実施されるものとみられます。
- 7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+6.3%となりました。4-6月期と比較すると伸びは減速しましたが、引き続き経済活動の再開により、サービス業を中心とした個人消費が堅調でした。一方で、輸入の増加が引き続き成長の重しとなりました。内需の底堅さは次期以降の実質GDP成長率を支えると思われませんが、インフレ抑制に向けた金融引き締めの影響などに留意が必要です。

▶ 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は12月のFOMCで利上げペースを鈍化させるとみられ、ドル高や金利上昇の一服が相場の支えとなる見込みです。ただし、利上げの最終到達点を巡る不透明感が残るとともに、景気・業績への懸念がくすぶる見込みです。

日経平均株価

FRBやECBの利上げペース鈍化期待、日銀の金融緩和継続、経済活動正常化期待などが支えとなる一方、海外景気を巡る不透明感が重しとなる見込みです。年末にかけて明らかとなる来年度予算や税制改正大綱などが当面注目されます。

米国10年国債利回り

インフレ抑制に向けたFRBの利上げの最終到達点を巡る不透明感が金利上昇要因と考えられます。一方、FRBの利上げペースの鈍化期待や、世界景気の悪化懸念などを鑑みれば、米長期金利はレンジ内での推移を見込みます。

日本10年国債利回り

国内物価上昇圧力の高まりなどには留意が必要です。もっとも、日銀は指値オペなどを通じて金利上昇を抑制する姿勢であることや、世界景気の悪化懸念などを鑑みれば、金利は低位での推移を見込みます。

ドル/円

FRBは12月のFOMCで利上げ幅を縮小させる可能性があり、FRBの利上げペースの鈍化期待から、ドルには下落圧力がかかりやすいとみられます。もっとも日銀の金融緩和継続は、ドルの上昇要因と考えられる点には留意が必要です。

## ✓ 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	32,000~35,500ドル	27,000~29,000円	3.4~3.8%	0.20~0.25%	133~138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	34,589	+5.67	+9.77	+0.31	+23.31	為替 (対ドル)	ユーロ	1.04	+5.30	+3.50	▲8.22	▲5.55	
	ドイツDAX指数	14,397	+8.63	+12.17	▲4.66	+8.77		英ポンド	1.21	+5.14	+3.75	▲9.33	▲6.71	
	日経平均株価	27,968	+1.38	▲0.44	+0.53	+20.07		豪ドル	0.68	+6.08	▲0.79	▲4.76	+0.37	
	MSC I エマージング マーケットインデックス	972	+14.64	▲2.19	▲19.81	▲6.52		ブラジルリアル	5.19	▲0.21	▲0.11	+8.32	▲18.37	
REIT	米国REIT (配当込み)	22,606	+5.99	▲4.36	▲13.44	+6.52		人民元	7.09	+3.00	▲2.85	▲10.26	▲0.84	
	国内REIT	1,970	▲0.24	▲3.13	▲1.62	▲11.25		インドルピー	81.43	+1.65	▲2.42	▲7.69	▲11.90	
	国内REIT (配当込み)	4,565	+0.01	▲2.52	+2.13	▲0.41		ドル	138.07	▲7.15	▲0.64	+22.00	+26.10	
	豪州REIT (配当込み)	935	+5.80	+0.41	▲12.32	▲1.33		ユーロ	143.68	▲2.24	+2.85	+11.97	+19.13	
債券 利回り	米国 (10年)	3.61 %	▲0.44	+0.41	+2.16	+1.83		為替 (対円)	英ポンド	166.49	▲2.37	+3.09	+10.62	+17.66
	米国ハイイールド債券	8.59 %	▲0.31	+0.31	+3.49	+2.22			豪ドル	93.72	▲1.51	▲1.43	+16.19	+26.58
	日本 (10年)	0.25 %	+0.01	+0.03	+0.20	+0.33			ブラジルリアル	26.62	▲7.29	▲0.64	+32.32	+3.01
	ドイツ (10年)	1.93 %	▲0.21	+0.39	+2.28	+2.29			人民元	19.70	▲3.30	▲2.10	+11.26	+26.50
						インドルピー	1.71		▲4.84	▲1.94	+13.51	+12.05		

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

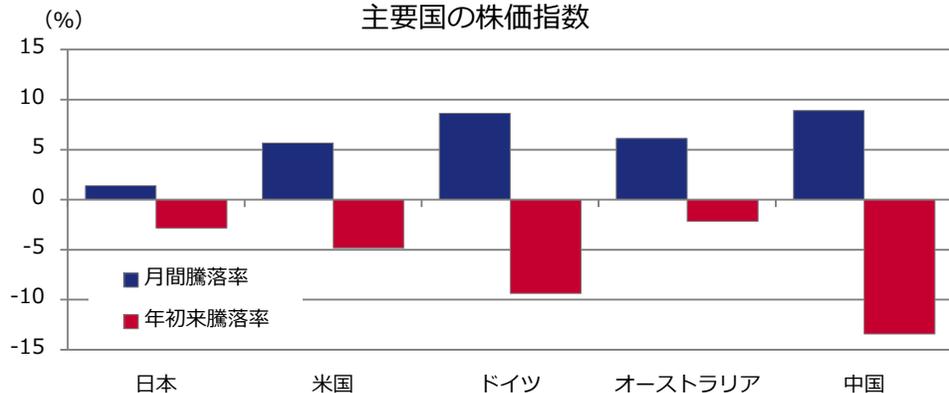
(注) 株式およびREITの前月末値は小数点以下切り捨てで表示。

(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

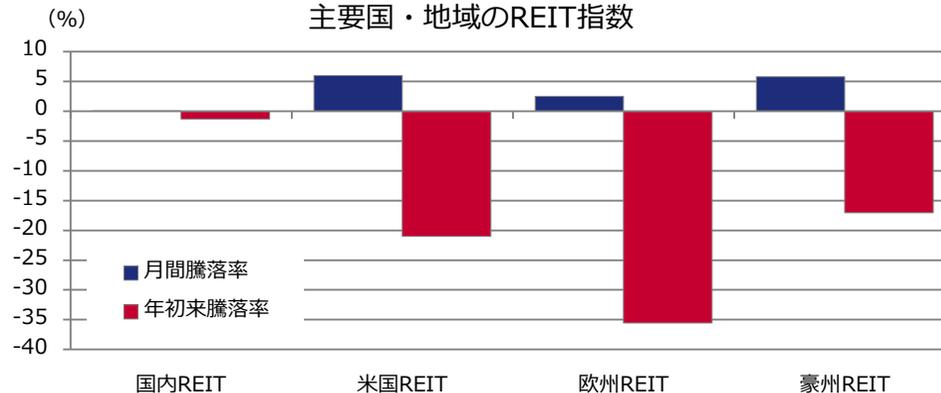
# 前月のまとめ

## 主要国の株価指数



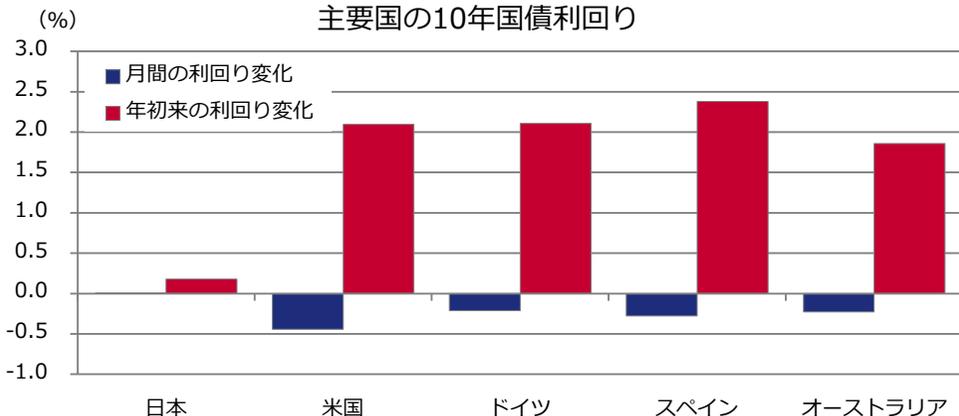
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 月間：2022年11月の1ヵ月間、年初来：2021年12月末から2022年11月末の期間  
 【日本】日経平均株価 【米国】ダウ・ジョーンズ工業株値平均  
 【ドイツ】ドイツDAX指数 【オーストラリア】S&P/ASX200指数  
 【中国】上海総合指数

## 主要国・地域のREIT指数



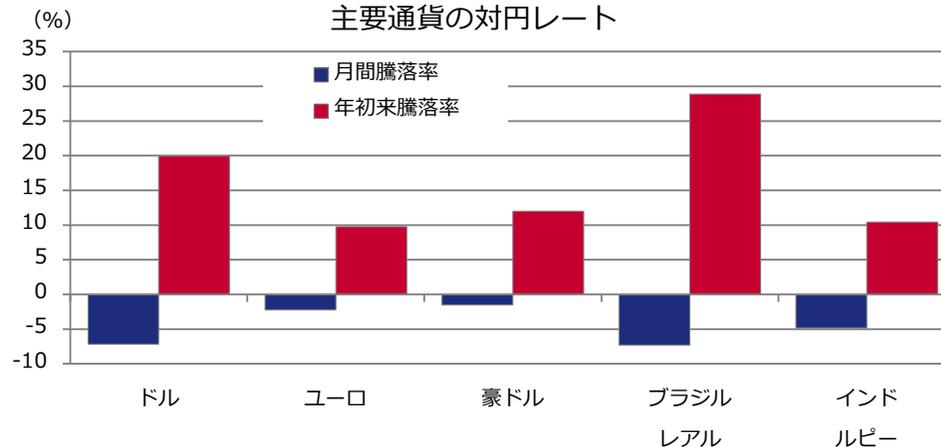
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 月間：2022年11月の1ヵ月間、年初来：2021年12月末から2022年11月末の期間  
 【国内REIT】東証REIT指数 【米国REIT】FTSE NAREITオール・エクイティ・REIT・インデックス  
 【欧州REIT】FTSE EPRA/NAREITヨーロッパ先進国インデックス  
 【豪州REIT】S&P/ASX200 Aリート指数 すべてトータルリターン

## 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：2022年11月の1ヵ月間、年初来：2021年12月末から2022年11月末の期間

## 主要通貨の対円レート



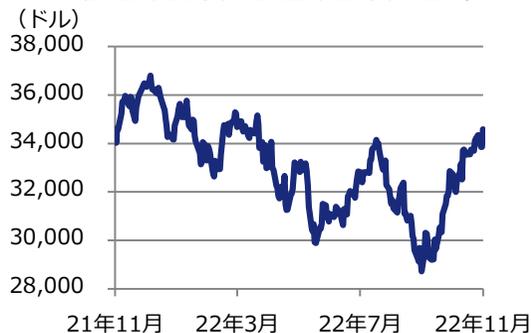
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
 (注) 月間：2022年11月の1ヵ月間、年初来：2021年12月末から2022年11月末の期間

## 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）がタカ派寄りの結果と受け止められ、一時下落しましたが、10月のCPI（消費者物価）の伸び鈍化が好感され、上昇しました。中旬は、長期金利が落ち着いた推移となる中、横ばいでした。下旬は、ハイテク株が売られる場面もありましたが、パウエルFRB（米連邦準備理事会）議長が12月の利上げペース鈍化を示唆したことから上昇しました。

ダウ・ジョーンズ工業株価平均  
(2021年11月末～2022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	<ul style="list-style-type: none"> <li>FRBの利上げペース鈍化期待</li> <li>米国が深刻な景気後退を回避するとの見方</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>世界的な金融引き締めへの警戒感</li> <li>米景気・企業業績を巡る不透明感</li> </ul>

#### 米景気やインフレ動向を注視

FRBは12月のFOMCで利上げペースを鈍化させるとみられ、ドル高や金利上昇の一服が相場の支えとなる見込みです。一方で、インフレや利上げの最終到達点を巡る不透明感が残る見込みです。これまでの利上げが米国景気に及ぼす影響が、来年にかけて鮮明になる可能性もあります。市場による業績予想は悪化が続いていますが、今後の景気後退の織り込みは不十分との見方も根強く残っています。

### ■ 1カ月の予想レンジ

ダウ・ジョーンズ工業株価平均：32,000～35,500ドル

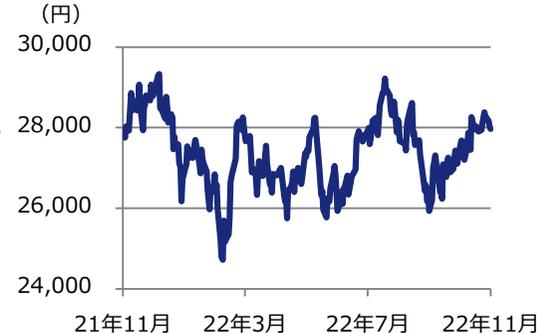
## 国内株式

### ■ 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、国内企業の決算発表が本格化する中、10日発表の米CPIへの警戒感もあって、小幅に下落しました。中旬は、米CPIの伸び鈍化から円安が一服する中、米国株高を受けて上昇しました。円安一服から海外投資家の買い復活への期待も一部強まったようです。下旬は、米投資会社による国内商社株の積み増し報道などを手掛かりに大幅に上昇した後、月末にかけて上昇幅を縮小しました。

日経平均株価

(2021年11月末～2022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	<ul style="list-style-type: none"> <li>海外中銀の利上げペース鈍化期待</li> <li>経済活動正常化期待</li> <li>日銀による金融緩和継続</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>世界的な金融引き締めへの警戒感</li> <li>海外景気を巡る不透明感</li> </ul>

#### 米欧金融政策や国内の政策動向を注視

FRBやECBの利上げペース鈍化期待、日銀の金融緩和継続、経済活動正常化期待などが支えとなる一方、海外景気を巡る不透明感が重しとなる見込みです。中国や欧州は10-12月期にも前期比マイナス成長となる可能性があります。また、半導体関連の在庫調整が終了に近づいているとの期待もありますが、先行きは不透明です。年末にかけて明らかになる来年度予算、税制改正大綱、新型コロナウイルス感染症の「5類」への変更検討の動向なども注目されます。

### ■ 1カ月の予想レンジ

日経平均株価：27,000～29,000円

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 欧州株式

### ■ 前月の相場動向

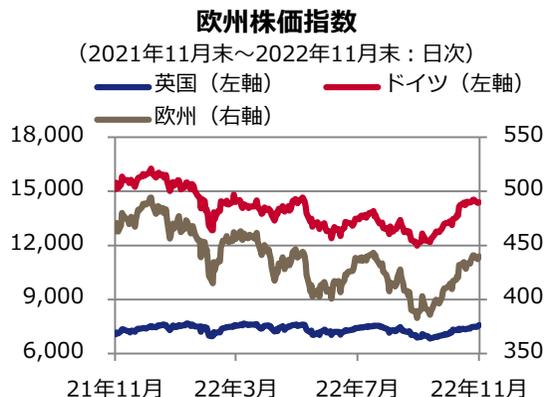
- 11月の『欧州株式市場（ドイツDAX指数）』は上昇しました。
- 上旬は、中国のゼロコロナ政策の緩和期待が浮上したことや、米CPIの伸び鈍化に伴う米国株高などから、上昇しました。中旬は、原油安が資源株の重しとなりましたが、リスク選好の改善から、上昇しました。下旬は、中国の感染拡大や抗議活動への懸念が一時強まりましたが、ユーロ圏のインフレ鈍化に伴うECB（欧州中央銀行）の利上げペース鈍化期待から、小幅に上昇しました。

### ■ 今後の見通し

上昇要因	・ ECBの利上げペース鈍化期待
下落要因	・ 世界的な金融引き締めへの警戒感 ・ ウクライナ情勢を巡る不透明感

### ■ 1カ月の予想レンジ

ドイツDAX指数：13,000～15,000



※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

### 欧州景気やインフレ動向を注視

ECBやFRBの利上げペース鈍化期待が支えとなる一方、景気後退懸念やウクライナ情勢を巡る不透明感が引き続き重しとなる見込みです。FRB高官はパウエル議長をはじめ多くが12月のFOMCでの利上げペース鈍化を示唆してきました。なお、ユーロ圏の11月までの景況感指標は、10-12月期にも実質GDPがマイナス成長に転じる可能性を示唆しています。一方で、コアインフレ率は高止まりする中、ECB高官の間では12月にペースを鈍化させるかについて依然見方が分かれているようです。

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

## エマージング株式

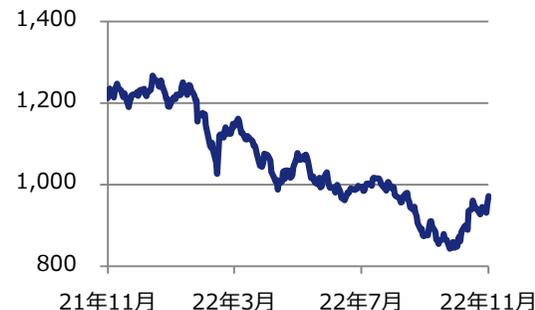
### ■ 前月の相場動向

- 11月の『エマージング株式市場』は大幅に上昇しました。
- 上旬は、中国のゼロコロナ政策の緩和期待が浮上したことや、FRBの利上げペース鈍化期待に伴うドル高一服が好感され、上昇しました。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、上昇しました。下旬は、中国の感染拡大や抗議活動への懸念から弱含む場面もありましたが、月末にかけては中国当局による行動制限の緩和期待などから、上昇しました。

### ■ 今後の見通し

上昇要因	・ FRBなどの利上げペース鈍化期待
下落要因	・ 世界的な金融引き締めへの警戒感 ・ 中国のゼロコロナ政策

**エマージング株価指数**  
(2021年11月末～2022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

### 米金利動向や中国の政策を注視

FRBやECBの利上げペース鈍化や将来の経済正常化への期待が支えとなる一方、これまでの利上げや中国のゼロコロナ政策などに伴う世界景気の悪化懸念が重しとなる見込みです。11月は米金利低下とドル安が、新興国資産の大きな支えとなりました。今後の米金利とドルの方向性が引き続き注視されます。中国では、感染拡大やゼロコロナ政策に伴う行動規制が今後緩和に向かうかが注視されます。行動規制の緩和を巡っては、高齢者のワクチン接種進展が鍵を握るとみられています。

## 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がタカ派寄りの結果と受け止められ一時下落しましたが、米CPIの伸び鈍化が好感され、上昇しました。中旬から下旬にかけては、長期金利が落ち着いた推移となる中、ほぼ横ばい圏で推移しました。上旬までに明らかとなった米国REITの決算は、事前予想から上ぶれる結果が多かったものの、見通しでは今後の米景気への警戒感が示されました。



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

### ■ 今後の見通し

上昇 要因	・FRBの利上げペース鈍化期待
下落 要因	・世界的な金融引き締めへの警戒感 ・不動産市場の先行き不透明感

#### 不動産市場や金利動向を注視

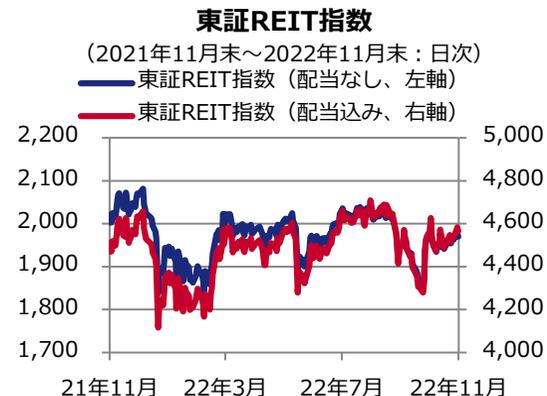
FRBは12月のFOMCで利上げペースを鈍化させるとみられ、金利上昇の一服が相場の支えとなる見込みです。一方で、インフレや利上げの最終到達点を巡る不透明感が残る見込みです。これまでの利上げや金融環境のタイト化が米国景気に及ぼす影響は来年にかけて鮮明となる可能性もあり、注意が必要です。REITの中では景気動向の影響を受けにくいセクターの銘柄が選好されやすい状況となる見込みです。

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』は小幅下落となりました。
- 月初は、前月末にかけての大幅上昇の反動から、利益確定とみられる売りが優勢となりました。その後はFRBの利上げペース鈍化観測に伴うリスク選好の改善が支えとなり、月間を通じて東証REIT指数で1,950前後の狭いレンジ相場の展開となりました。個人からの投資信託を通じた資金流入が続く一方、機関投資家は1,900～2,000のレンジを意識した売買を続けているとみられます。



※東証REIT指数（配当込み）を使用

### ■ 今後の見通し

上昇 要因	・経済活動正常化期待
下落 要因	・世界的な金融引き締めへの警戒感 ・不動産市場の先行き不透明感

#### インバウンド需要の回復に期待

海外の金融引き締めや景気を巡る不透明感は根強いものの、国内の経済活動正常化期待が支えとなる見込みです。世界的に景気減速懸念が強まっていますが、国内の経済指標にも影響が顕在化するか注視されます。10月以降、インバウンド需要は回復しつつありますが、中国のゼロコロナ政策継続が懸念されます。なお、東京都心5区のオフィス空室率はほぼ横ばい推移が続いていますが、10月の平均賃料は前月比で27カ月連続で下落しました。2023年に控えるオフィスの供給増に対する警戒感も根強いもようです。

## 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、米利上げ長期化懸念と中国景気の回復期待が強まる中、豪州長期金利が上昇し、豪州REIT市場は下落しました。中旬に入り、米CPIの鈍化を受けて豪州でも長期金利の低下が進み、豪州REIT市場は上昇に転じました。下旬は豪州における消費とインフレの鈍化が確認され、RBA（豪州準備銀行）による過度な利上げへの懸念が後退し、豪州REIT市場は上昇しました。



※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	・ RBAの利上げペース減速継続
下落 要因	・ 金融引き締めによる悪影響 ・ インフレ率の高止まり

#### 底堅い推移を見込む

RBAは主要先進国の中で先んじて利上げペースを減速しました。米国と欧州でも利上げペースの減速観測が強まり、世界的な金利上昇に一服感が出ていることから、豪州REIT市場は底堅く推移すると考えます。もっとも、これまでの大幅利上げから国内住宅市場の調整や消費の鈍化が始まっており、今後一段と景気の減速感が強まる可能性には注意が必要です。また、インフレ率が高止まりする場合は、RBAによる利上げペースの再加速を招く可能性もあります。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 米国債券

### ■ 前月の相場動向

- 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後に金融引き締め長期化観測が強まり金利は上昇した後、米CPIの伸びが予想以上に鈍化したことなどから大幅に低下しました。中旬は、米景気への懸念や、FRB高官の発言を受けて積極的な利上げ姿勢が意識されたことが交錯し、もみ合いでした。下旬は、FRBの利上げペースの鈍化観測が強まり、低下しました。

### ■ 今後の見通し

金利の上昇要因	FRBの利上げの最終到達点を巡る不透明感
金利の低下要因	FRBの利上げペースの鈍化観測 世界景気の悪化懸念

### ■ 1カ月の予想レンジ

米国10年国債利回り：3.4～3.8%



#### 金利はレンジ内の推移を見込む

インフレ抑制に向けたFRBの利上げの最終到達点を巡る不透明感が金利上昇要因と考えられます。一方、欧米の主要中銀の金融引き締めなどに伴う世界景気の悪化懸念や、FRBの利上げペースの鈍化観測などを鑑みれば、金利はレンジ内の推移を見込みます。11月のFOMC議事要旨では、大多数の参加者が利上げペースの鈍化が「まもなく適切になる」と判断した旨が示されました。12月のFOMCでは利上げ幅がこれまでの0.75%から0.5%に縮小される可能性があります。利上げの最終到達点を巡っては、様々な参加者が以前に予想していた水準より幾分高いと指摘しており、引き上げが見込まれます。

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

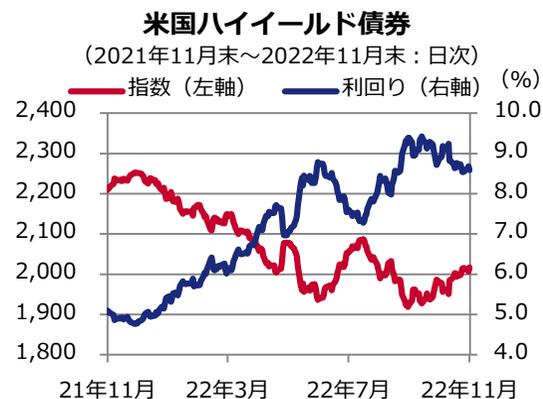
## 米国ハイイールド債券

### ■ 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後に金融引き締め長期化観測が強まり、相場は下落した後、米CPIの伸び鈍化を受けFRBは利上げペースを縮小するとの見方が広がり、上昇しました。中旬は、米インフレのピークアウトへの期待が高まる中、上昇しました。下旬は、世界景気の悪化が懸念されたものの、FRBの利上げペースの鈍化観測が支えとなり、上昇しました。

### ■ 今後の見通し

価格の上昇要因	相対的に高い利回り水準 米経済は深刻な景気後退を回避できるとの見方
価格の下落要因	FRBの金融引き締め姿勢



※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

#### 米金融政策や景気動向などを注視

相対的に高い利回り水準や、米経済は深刻な景気後退を回避できるとの見方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、インフレ抑制に向けたFRBの金融引き締め姿勢が相場の下押し要因として考えられます。FRBは12月のFOMCで利上げ幅を縮小するとみられますが、利上げの最終到達点を巡る不透明感が残る見込みです。米景気悪化への懸念が強まる中、米国ハイイールド債券市場ではデフォルトリスクが高まる可能性にも一定の警戒が必要と考えます。

## 国内債券

### ■ 前月の相場動向

- 11月の『国内債券市場（10年国債）』はほぼ横ばい（金利はほぼ横ばい）でした。
- 上旬は、米金融引き締め長期化観測が強まった一方、日銀の指値オペ（公開市場操作）を通じた金利上昇抑制姿勢もあり、金利は横ばいでした。中旬は、一時低下した後は、小動きでした。下旬は、東京都区部のCPI（生鮮食品除く）の伸び上振れを受けて上昇し、以降は、許容変動幅の上限0.25%で推移しました。



### ■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内の物価上昇圧力の高まり</li> <li>海外の主要中銀による金融引き締め姿勢</li> </ul>
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>日銀が長期金利の上昇を抑制する姿勢を示していること</li> <li>世界景気の悪化懸念</li> </ul>

#### 金利は低位での推移を予想

国内のインフレが加速する中、金利上昇圧力がかかる可能性には留意が必要です。国内物価を巡っては、日銀も物価上昇が長期化するリスクへの警戒を強めているもようです。10月の日銀金融政策決定会合では、委員から「サービス価格やエネルギー以外の公共料金にも上昇の兆しが見られ、比較的高めの物価上昇率が続く公算が大きい」などの意見が出ています。もっとも、日銀が指値オペの実施などを通じて、長期金利の上昇を抑制する姿勢を示していることなどから、金利は低位での推移を予想します。

### ■ 1カ月の予想レンジ

日本10年国債利回り：0.20～0.25%

## 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、ECB高官のインフレを警戒する発言を受けて金融引き締め継続が意識され金利は上昇した後、米長期金利の低下につれた動きから低下しました。中旬は、もみ合いでした。下旬は、ユーロ圏のインフレのピークアウトは近いとの見方や、ECBの大幅利上げ継続を巡る思惑が交錯する中、小動きでした。



### ■ 今後の見通し

金利の上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>高インフレの長期化懸念</li> <li>ECBの利上げの最終到達点を巡る不透明感</li> </ul>
金利の低下要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧州景気の悪化懸念</li> <li>ECBの利上げペースの鈍化期待</li> </ul>

#### 金利はレンジ内の推移を予想

ユーロ圏では消費者物価が二桁の高い伸びとなるなど依然として高インフレが続いています。ECBの利上げの最終到達点を巡る不透明感が金利の上昇要因と考えられます。ECBのラガルド総裁は、11月下旬の講演でインフレはピークには達しておらず、一段と上昇するリスクがあるとの認識を示しています。一方で、物価高の影響などに伴う欧州景気の悪化懸念や、ECBの利上げペースの鈍化期待などを鑑みれば、金利はレンジ内での推移を予想します。

### ■ 1カ月の予想レンジ

ドイツ10年国債利回り：1.7～2.1%

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

- 11月のドルは、対円で下落しました。
- 上旬は、米CPIの伸びが予想以上に鈍化し、FRBは利上げペースを緩めるとの見方が強まり、円高・ドル安が進展しました。中旬は、FRB高官の発言を受けて米国の積極的な利上げ姿勢が改めて意識される場面がみられたものの、小動きでした。下旬は、11月のFOMC議事要旨などを受けてFRBが近く利上げ幅を縮小するとの見方が強まったことなどから、下落しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	・ 日銀の金融緩和継続
下落要因	・ FRBの利上げペースの鈍化期待

#### 対円で下落圧力がかかりやすいか

FRBのパウエル議長は11月末の講演で、早ければ12月のFOMCで利上げペースを縮小させる可能性に言及しました。FRBの利上げペースの鈍化期待から、ドルには下落圧力がかかりやすいとみられます。もっとも、インフレ抑制に向けたFRBの利上げの最終到達点を巡る不透明感が残ります。また日銀が、2%の物価目標の持続的・安定的な実現を目指し金融緩和を続けていることは、ドルの上昇要因と考えられる点には留意が必要です。

#### 今後1カ月の見通し

(対円)



### ■ 1カ月の予想レンジ

ドル/円：133～138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CPIの伸びが予想以上に鈍化し、FRBは利上げペースを緩めるとの見方からドル安が進展し、上昇しました。中旬から下旬は、新型コロナウイルスの感染が再拡大する中国経済の先行き不透明感などが下押しする場面もみられたものの、米利上げペースの鈍化観測に伴うドル安の進展などから、上昇しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	・ FRBの利上げペースの鈍化期待 ・ ECBの利上げの最終到達点を巡る不透明感
下落要因	・ 欧州景気の悪化懸念

#### FRBの利上げペース鈍化期待が支えに

FRBの利上げペースの鈍化観測や、ECBの利上げの最終到達点を巡る不透明感などを背景に、ユーロには上昇圧力がかかりやすいと考えられます。一方、物価高の影響などに伴う欧州景気の悪化懸念などがユーロの下押し要因となる点には留意が必要です。ECBの金融政策を巡っては、これまでの大幅利上げによる景気への影響が懸念される中、12月の理事会で利上げ幅が前回の0.75%から0.5%へと縮小されるのか注目されます。

#### 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：1.02～1.08ドル

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 英ポンド

### ■ 前月の相場動向

- 11月の英ポンドは、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、FRBが利上げペースを鈍化させるとの観測や英国債利回りの上昇を手がかりに、上昇しました。中旬は、米国のインフレがピークアウトしたとの期待などから、上昇しました。下旬は、11月の英PMIが前月から上昇したことやFOMC議事要旨を受けて、FRBが利上げペースを鈍化させるとの観測が強まったことなどから、上昇しました。



### ■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>BOEの金融引き締め観測</li> <li>スナク政権下での財政健全化期待</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>英景気後退懸念</li> <li>英国と欧州諸国との関係悪化懸念</li> </ul>

#### 横ばい圏での推移を見込む

BOEの金融引き締め姿勢は、英ポンドの上昇要因とみられます。ただし、英経済は景気後退局面入りしているとみられ、さらなる金融引き締めによる英経済への悪影響も懸念されています。なお、スナク政権は財政再建計画を発表し、財政規律を維持する方針を示しました。ただし、今後の経済情勢によっては、財政規律を維持するのが政治的に難しくなる可能性もあります。こうした中、英ポンドは横ばい圏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

## 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、ゼロコロナ政策の緩和観測から中国関連資産が買い戻され、元高となりました。中旬は、当局がコロナ対応方針と不動産デベロッパー向けの支援策を公表し、中国景気の回復期待が強まり、上昇しました。もっとも、その後、感染再拡大から景気懸念が再び強まり、上げ幅を縮めました。下旬は、国内のデモ発生から政治リスクが重しとなったものの、月末にかけて上昇しました。



### ■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国景気の回復期待</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内政治リスクの高まり</li> <li>中国人民銀行の金融緩和</li> </ul>

#### 中国景気の回復期待が支えに

当局がゼロコロナ政策緩和や不動産市場の下支えに動いたことを受けて、中国景気回復期待が強まっています。人民元はこうした景気回復期待に支えられる展開を見込みます。もっとも、11月にも預金準備率の引き下げを発表するなど中国は金融緩和を続けており、人民元の上値は抑えられると考えます。足元ではゼロコロナ政策を巡り習政権への批判が強まっており、政治リスクの動向にも注意が必要です。

今後1カ月の見通し

(対ドル)



## 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、中国のゼロコロナ政策緩和観測から中国景気の回復への期待が強まる中、米CPIの減速を受けて米ドル安が進展し、上昇しました。中旬も上昇したものの、中国での感染再拡大と行動制限の強化を受けて上げ幅を縮めました。下旬は、豪州の消費統計の減速や中国景気への懸念が豪ドルの上値を抑えたものの、根強い中国のゼロコロナ政策の緩和期待から、上昇しました。



### ■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国景気の回復期待</li> <li>FRBの利上げペースの鈍化期待</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>世界景気減速に伴う商品市況の軟化</li> <li>豪州景気の減速懸念</li> </ul>

#### 中国景気の回復期待などが支える展開に

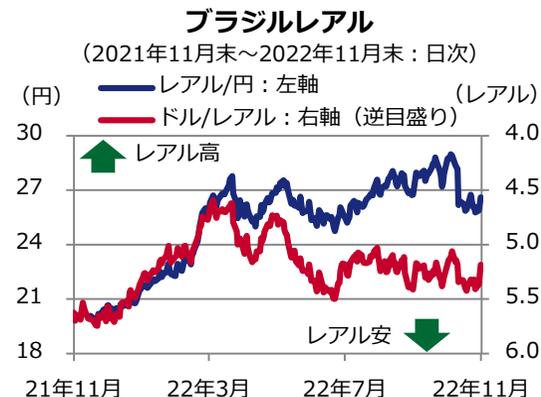
中国におけるゼロコロナ政策の緩和や不動産市場への政策支援から、中国景気の回復期待が強まれば、豪ドルの上昇要因になると考えます。また、米金融政策についても、利上げペースの減速が確認されれば、米ドル安を通じて、豪ドルの上昇要因となります。もっとも、世界景気の減速に伴う資源需要の鈍化懸念や、これまでの急速な利上げを受けた豪州景気の減速懸念も根強い状況です。

今後1カ月の見通し  
(対米ドル)

## ブラジルレアル

### ■ 前月の相場動向

- 11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、FRBの利上げペース鈍化観測に伴うドル安からレアルが上昇しました。その後、ルラ次期政権が歳出上限法案の修正を示唆したことから、大幅に下落しました。中旬は、財政政策への懸念がくすぶる中、下落しました。下旬は、ボルソナロ大統領の所属政党の選挙結果への異議申し立てから下落しましたが、中国のゼロコロナ政策緩和期待やドル安を受けて、下げ幅を縮めました。



### ■ 今後の見通し

上昇 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>FRBの利上げペースの鈍化期待</li> <li>中国のゼロコロナ政策緩和期待</li> </ul>
下落 要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>ルラ次期政権の政策運営への懸念</li> <li>世界景気減速に伴う商品市況の軟化</li> </ul>

#### ルラ次期政権の財政政策などを注視

米国の金融引き締めペースの減速期待に伴うドル安や、中国のゼロコロナ政策緩和期待は、レアルを下支えするとみられます。一方で、世界景気減速懸念による商品価格の下落などが、レアルを押し下げる可能性があります。また足元では、ルラ次期政権の歳出上限法案の修正や現金給付策の拡充などの政策方針が提示される中、財政への懸念がレアル売りにつながる可能性に留意が必要です。

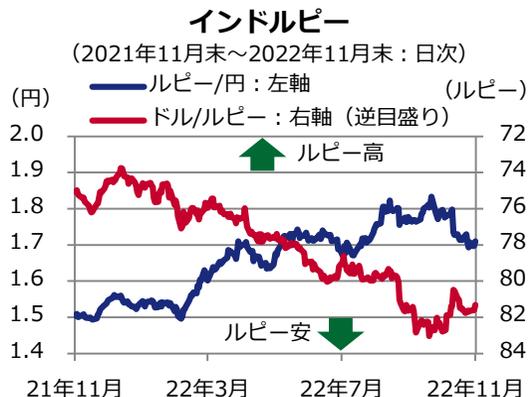
今後1カ月の見通し  
(対ドル)

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、対ドルで上昇しました。
- 上旬は、原油価格の下落や、FRBの利上げペース鈍化観測に伴うドル安などから上昇しました。中旬は、国内のインフレ減速により、インド中銀の利上げ積極姿勢が後退するとの見方が強まり、ルピーは下落しました。下旬は、FRB議長講演を受けてドルが下落し、ルピーは上昇しました。



### ■ 今後の見通し

上昇要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>FRBの利上げペースの鈍化期待</li> <li>中国のゼロコロナ政策緩和期待</li> <li>商品市況の軟化</li> </ul>
下落要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>インド中銀の利上げ積極姿勢後退</li> </ul>

#### もみ合いでの推移を見込む

インド国内のインフレが減速していることから、インド中銀の利上げ積極姿勢の後退が、ルピーを押し下げる可能性があります。一方で、FRBの利上げペースの鈍化期待や、中国のゼロコロナ政策緩和期待がルピーの押し上げ要因となります。また、インドは資源輸入国であることから、原油価格などの商品市況の軟化はルピーを押し上げ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、MSCI米国株式インデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- ICE Data Indices, LLC（「ICE Data」）、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、明示又は黙示のいずれかを問わず、インデックス、インデックス・データ、及びそれらに含まれ、関連し、又は派生する一切のデータを含めて、商品性又は特定の目的若しくは使用への適合性の保証を含む一切の表明及び保証を否認します。ICE Data、その関係会社又はそれらの第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データ若しくはそれらの構成要素の適切性、正確性、適時性又は完全性について、なんら損害賠償又は責任を負わず、インデックス、インデックス・データ及びそれらの全ての構成要素は、現状有姿において提供されるものであり、自らの責任において使用いただくものです。ICE Data、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、アセットマネジメントOne（株）又はその製品若しくはサービスを後援、推薦又は推奨するものではありません。
- FTSE®は、London Stock Exchange Group企業が所有する商標であり、ライセンスに基づきFTSE International Limitedによって使用されています。FTSEのインデックスおよびFTSEの格付けに関する全ての権利はFTSEおよびライセンサ各社に帰属します。FTSEおよびライセンサ各社はFTSEのインデックスおよびFTSEの格付けまたは基礎データに関する瑕疵または不作為に対して如何なる責任も負いません。また、何人も本媒体に含まれるFTSEのインデックス、格付け、または基礎データに依存することは許されません。書面に基づくFTSEの同意がない限りFTSEのデータを再配信することは許されません。FTSEは本媒体の内容について販売促進や出資、保証することはありません。
- ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P 500種株価指数、S&P豪州REITインデックスは、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- ドイツDAX指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はDeutsche Börseに帰属します。
- ユーロ・ストック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。