



### 1. 概観

- 株式** 11月の主要国の株式市場は、軒並み上昇しました。米国株式市場は、米消費者物価上昇率が市場予想を下回ったことで、米連邦準備制度理事会（FRB）が年内に利上げペースを鈍化させるとの見方が強まり、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、FRBの利上げペース減速観測を受けて、投資家のリスク選好姿勢が高まったことで、米国株式市場に連れて大きく上昇しました。日本の株式市場は、欧米市場の上昇を受けて小幅高となりました。中国株式市場は、ゼロコロナ政策の早期見直し期待の浮上や、低迷する不動産市場への挺入れ策が好感されたことなどから、上海総合指数、香港ハンセン指数ともに大きく反発しました。
- 債券** FRBが利上げペースを緩めるとの観測が強まったことから、米国債券市場は堅調な展開となりました。米10年国債利回り（長期金利）は大幅に低下し、3.7%で終了しました。ドイツの長期金利も、FRBに合わせて欧州中央銀行（ECB）が利上げペースを減速させるとの見方が意識され、米長期金利に連れて低下しました。日本の長期金利は、日銀が許容変動幅の上限とする水準近辺で推移し、概ね横ばいでした。
- 為替** FRBの利上げペースが減速するとの見方が強まり、米ドルを売って円を買い戻す動きが広がったことから、円は対米ドルで大幅に上昇しました。
- 商品** 原油価格は、新型コロナウイルスの感染拡大による中国の景気減速に伴う原油需要の減少観測などが嫌気され、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 (%)
	2022/11/30	2022/10/31		2022/8/31		2022/5/31	
NYダウ (米国)	34,589.77	32,732.95	5.67%	31,510.43	9.77%	32,990.12	4.85%
日経平均株価 (日本)	27,968.99	27,587.46	1.38%	28,091.53	▲0.44%	27,279.80	2.53%
DAX指数 (ドイツ)	14,397.04	13,253.74	8.63%	12,834.96	12.17%	14,388.35	0.06%
FTSE指数 (英国)	7,573.05	7,094.53	6.74%	7,284.15	3.97%	7,607.66	▲0.45%
上海総合指数 (中国)	3,151.34	2,893.48	8.91%	3,202.14	▲1.59%	3,186.43	▲1.10%
香港ハンセン指数 (中国)	18,597.23	14,687.02	26.62%	19,954.39	▲6.80%	21,415.20	▲13.16%
ASX指数 (豪州)	7,284.20	6,863.50	6.13%	6,986.80	4.26%	7,211.20	1.01%
SENSEX指数 (インド)	63,099.65	60,746.59	3.87%	59,537.07	5.98%	55,566.41	13.56%
<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	173.65	163.46	6.23%	180.90	▲4.01%	195.64	▲11.24%
<債券> (利回り) (%)	先月末の終値	先々月末終値	先々月末差 (%)	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	3.698	4.073	▲0.375%	3.133	0.565%	2.841	0.857%
日本10年国債	0.251	0.238	0.013%	0.221	0.030%	0.242	0.009%
ドイツ10年国債	1.956	2.13	▲0.175%	1.544	0.412%	1.14	0.814%
英国10年国債	3.180	3.519	▲0.339%	2.815	0.365%	2.100	1.080%
<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)	139.54	148.64	▲6.12%	138.63	0.66%	128.65	8.47%
ユーロ円 (円/ユーロ)	143.68	146.90	▲2.20%	139.39	3.07%	137.81	4.26%
ユーロドル (米ドル/ユーロ)	1.03	0.99	4.18%	1.01	2.40%	1.07	▲3.88%
豪ドル円 (円/豪ドル)	93.45	95.04	▲1.68%	95.03	▲1.67%	92.28	1.26%
ブラジルリアル円 (円/ブラジルリアル)	26.53	28.33	▲6.33%	26.76	▲0.83%	27.15	▲2.26%
インドルピー円 (円/インドルピー)	1.71	1.80	▲4.57%	1.74	▲1.78%	1.66	3.41%
<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)	279.76	274.13	2.05%	290.41	▲3.67%	316.54	▲11.62%
原油先物価格 (WTI、米ドルベース)	80.55	86.53	▲6.91%	89.55	▲10.05%	114.67	▲29.75%

(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

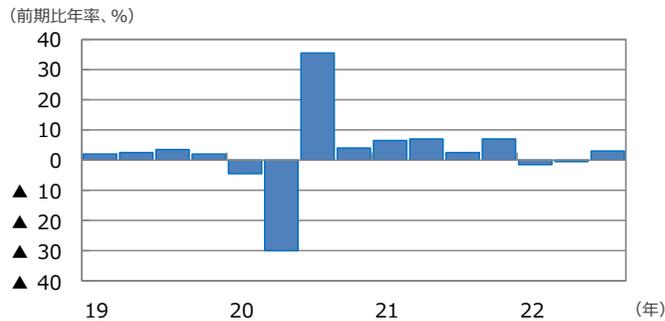


### 2. 景気動向

**<現状>** 米国の7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.9%となりました。3四半期ぶりにプラス成長となりましたが、個人消費は減速しました。欧州（ユーロ圏）の7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.7%となりました。インフレが大幅に上昇するなか、前四半期から急減速しました。日本の7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.2%となりました。輸入の増加に伴う外需のマイナス寄与から4四半期ぶりにマイナス成長となりました。中国の7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+3.9%となりました。前四半期からは持ち直したものの、ゼロコロナ政策は維持されています。豪州の4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+3.6%でした。堅調な個人消費や資源の輸出に支えられ、伸び率が前期から加速しました。

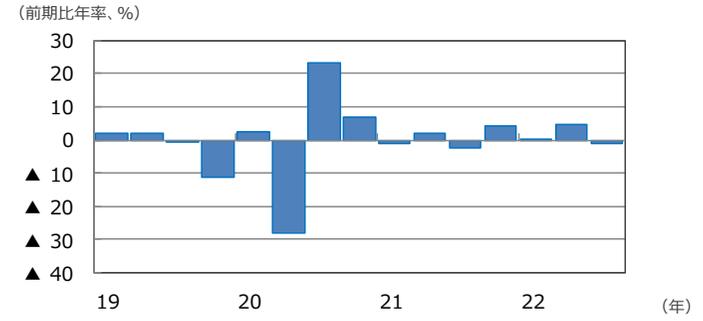
**<見通し>** 米国は、物価高による影響で消費が停滞することや、FRBによる大幅な利上げに伴い金融環境が引き締まることから、23年央にかけて景気後退局面入りするとみられます。ただし、過剰設備や金融バブルがみられないことから大幅なマイナス成長とはならず、グロース・リセッション的な状況になるとみえています。欧州は、供給制約やガス不足による製造業の停滞、エネルギー・食品価格の上昇による実質所得の減少などから、22年後半から23年初にかけてマイナス成長に陥るとみられます。ただし、労働市場の安定、財政の支援、ガス備蓄の進展、インフレのピークアウトなどから23年央には持ち直すかとみえています。日本は、設備投資の回復や経済政策の効果に支えられ、内需を中心に回復するとみえています。ただし、23年前半は欧米を中心とした海外景気の減速により、回復ペースが大きく鈍化する見通しです。中国は、政府が景気対策を発動することから23年に持ち直すものの、不動産市場の低迷やゼロコロナ政策の堅持が足かせとなり、回復ペースは力強さを欠くとみられます。習近平総書記への権力集中が強まり、経済政策面の安定性について不透明感が高まるリスクがあります。豪州は、世界経済の減速を受けて成長率が鈍化するものの、景気回復の流れが続く見通しです。中国経済が停滞しても一定の資源需要は見込まれるほか、企業の投資意欲、旺盛な求人背景とした良好な雇用環境、コロナ下で積み上がった貯蓄が、引き続き豪州経済を支えるかとみえています。

### 米国の実質GDP成長率



(注) データは2019年1-3月期～2022年7-9月期。  
(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

### 日本の実質GDP成長率



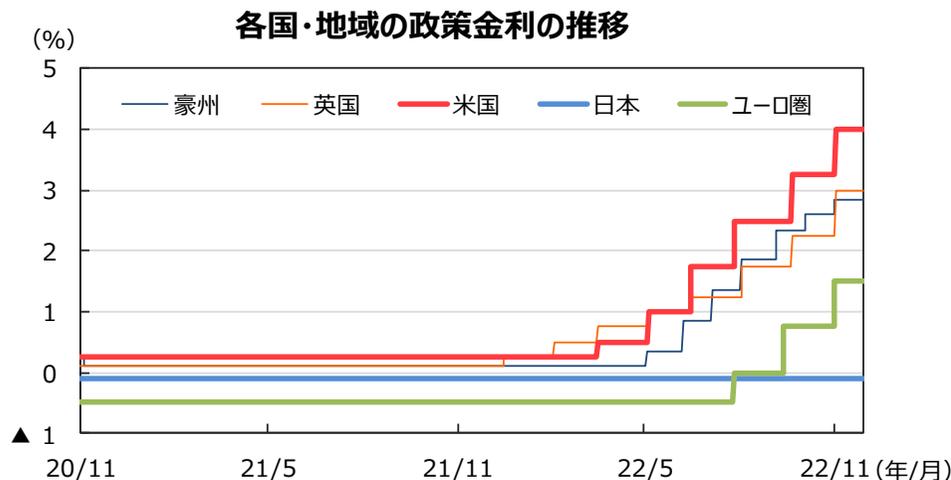
(注) データは2019年1-3月期～2022年7-9月期。  
(出所) FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



### 3. 金融政策

**<現状>** FRBは、11月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を3.00～3.25%から3.75～4.00%へ、4会合連続で0.75%引き上げました。記者会見でパウエル議長は利上げペースの減速を示唆した一方、利上げ終了時に到達する金利水準についてより高くなるとの見通しを示しました。ECBは10月の理事会で、預金ファシリティ金利を2会合連続で0.75%引き上げることを決めました。日銀は10月の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策を維持しました。「展望レポート」では、22年度の物価上昇率の見通しを前年度比2.9%に引き上げました。

**<見通し>** FRBは、景気よりもインフレ抑制を優先し、今後もFOMCごとに利上げを実施すると予想しています。12月に0.50%、来年2月と3月にそれぞれ0.25%の利上げを実施し、最終的な到達点（ターミナルレート）を4.75～5.00%と想定しています。ECBも、エネルギー価格の上振れによるインフレ抑制のため、大幅な利上げを行う見通しです。12月に0.75%、来年2月に0.5%、3月と5月にそれぞれ0.25%の利上げを実施すると想定しています。一方、日銀は、物価が相対的に低位にあるなか、現行の大規模金融緩和を継続する見通しです。



(注) データは2020年11月1日～2022年11月30日。日本は政策金利（参考値）、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) 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



### 4. 債券

**<現状>** 米国債券市場は堅調な展開となり、米10年国債利回り（長期金利）は、大幅に低下しました。米長期金利は、景気の底堅さを示す雇用統計を受けて月上旬に一時4.2%台に上昇しましたが、10日発表の消費者物価上昇率が市場予想を下回ったことからFRBが利上げペースを緩めるとの観測が強まり、低下基調に転じました。インフレのピークアウトが意識されたため、米長期金利は月末にかけじりじりと低下し、3.7%で終了しました。ドイツの長期金利も、FRBに合わせてECBが利上げペースを減速させるとの見方が意識されて、米長期金利に連れて低下しました。日本の長期金利は、日銀が許容変動幅の上限とする水準近辺で推移し、概ね横ばいでした。投資適格社債については、国債と社債の利回り格差はリスク選好の強まりで大きく縮小しました。

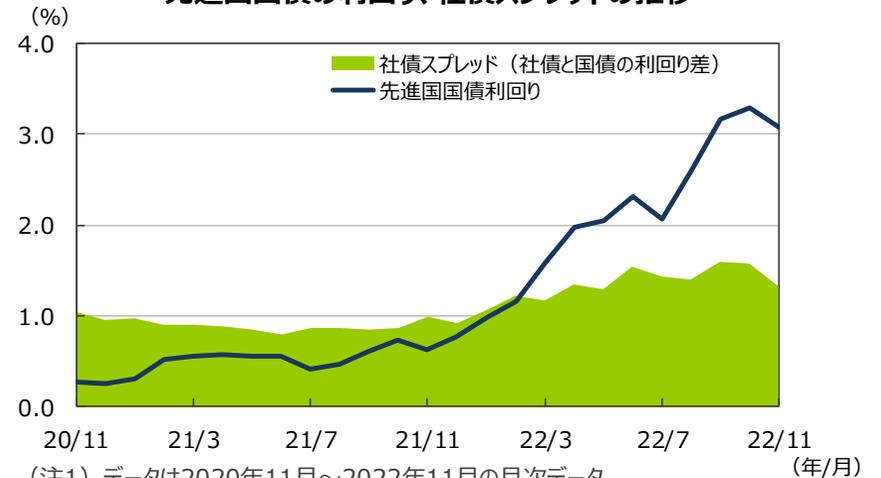
**<見通し>** 米国の長期金利は、FRBの金融引き締めが続くなかで上昇圧力を受けるものの、大幅な利上げに伴い先行きのインフレのピークアウトと景気減速が意識されるため、もみ合う展開を予想します。欧州の長期金利も、エネルギー価格上昇に伴うインフレ圧力によりECBが金融引き締めを続けるものの、米長期金利に連れてもみ合う展開を予想します。日本の長期金利は、日銀の大規模金融緩和策が継続されるため、低水準での横ばい推移が続くと予想します。

#### 主要国の10年国債利回りの推移



(注) データは2020年11月1日～2022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

#### 先進国国債の利回り、社債スプレッドの推移



(注1) データは2020年11月～2022年11月の月次データ。  
(注2) 社債スプレッドはブルームバーグ・USコーポレート・インベストメント・グレードOAS。  
先進国国債利回りはFTSE世界国債インデックス（含む日本、米ドルベース）。  
(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



### 5. 企業業績と株式

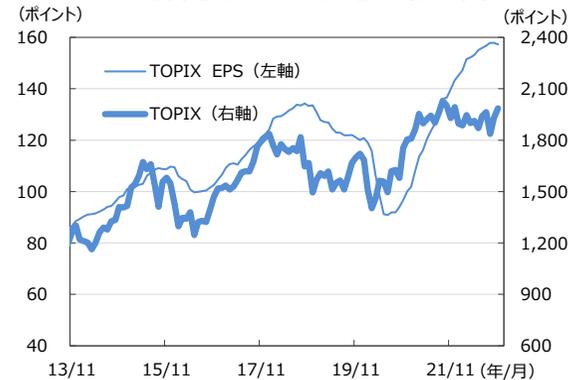
**<現状>** S&P500種指数の11月の1株当たり予想利益（EPS）は231.4で、前年同月比は+4.8%（前月同+6.6%）となりました。前月比は▲0.3%とマイナス幅は縮小しました（前月同▲2.0%）。一方、TOPIXの予想EPSは157.5で、伸び率は同+12.7%（前月同+15.6%）でした。11月の米国株式市場は、2日のFOMC後のパウエルFRB議長の記者会見での発言がタカ派と受け止められ軟調なスタートとなりました。しかし、10日発表の10月のCPIが市場予想を下回ったことでFRBの利上げペースが鈍化するとの期待が膨らみ、NYダウは約1,200ドルの大幅高となりました。さらに23日発表のFOMC議事要旨でも、先行きの利上げペースが鈍化するとみられたことなどから堅調な推移となりました。NYダウが前月比+5.7%、S&P500種指数が同+5.4%、NASDAQ総合指数が同+4.4%でした。一方、日本株式市場も先行きの米利上げペースの鈍化期待を背景に上昇しましたが、米ドル円レートが148円台から139円台へ円高傾向となったことを受け、上値が抑えられる形となりました。日経平均株価は前月比+1.4%、TOPIXは同+2.9%でした。

**<見通し>** S&P500種指数採用企業の22年7-9月期の増益率は前年同期比+4.3%、除くエネルギーセクターで同▲3.5%でした（11月25日。リフィティブ集計）。続く10-12月期は前年同期比▲0.4%、除くエネルギーセクターで同▲5.4%と予想されます。前月末時点予想の同+2.6%、同▲1.5%から下方修正されました。米国株式市場は、業績は一段と悪化しているものの、株式市場は利上げペースの鈍化を好感して戻り基調にあります。ただ、引き締め的な金融政策の累積効果から景気が悪化するのはいずれこれからのと予想されており、株価回復の持続性は引き続き慎重に見ておく必要があります。一方、TOPIX採用企業の7-9月期決算（前年同期比）は、売上高が+21.7%、営業利益が+2.8%、経常利益が+8.1%、当期利益が+7.8%でした（12月1日現在。3月期決算、除く金融、ソフトバンクグループ、QUICK集計）。足元で米ドル円レートが円高傾向を強めるなど、22年度後半の収益環境は必ずしも明るいものではないだけに、日本株式市場についても業績の方向性が注目されそうです。

#### EPSと株価指数の推移（米国）



#### EPSと株価指数の推移（日本）



※個別銘柄に言及していませんが、当該銘柄を推奨するものではありません。

※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2013年11月～2022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

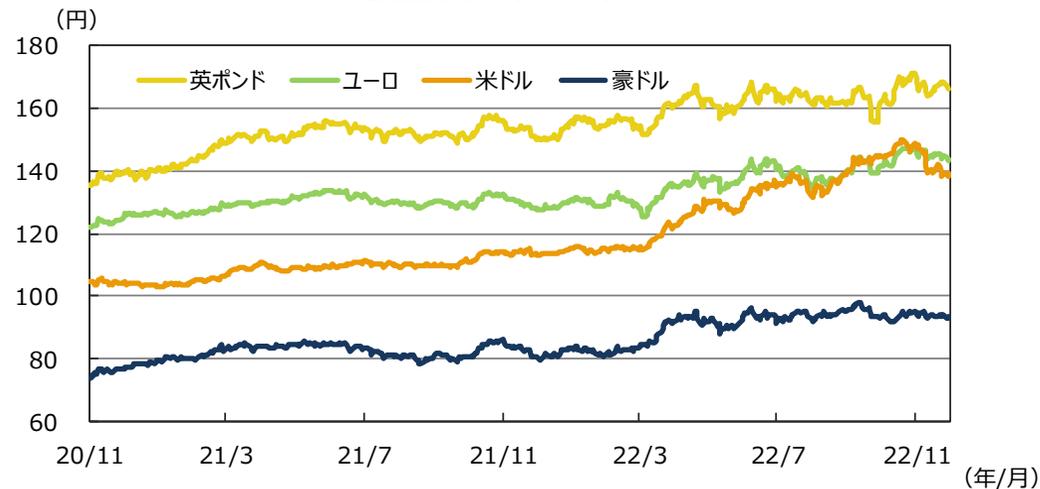


### 6. 為替

**<現状>** FRBが利上げペースを緩めるとの観測が強まり、ドルが全面安となるなか、円は対米ドルで大きく反発しました。円は月初148円台で始まりましたが、それまでのドルの買い持ちを解消する動きが広がり、146円水準まで買い戻されました。10日に米消費者物価上昇率が発表されると、インフレのピークアウト意識され、FRBの利上げペースの減速観測からドル売りが強まり、円は140円台まで急伸しました。その後も米長期金利が低下基調となるなか、ドルが売られ、円は139円台に上昇して終了しました。円は対ユーロでも上昇し、1ユーロ=143円台で終了しました。また、円は資源国通貨とされる豪ドルに対しても反発し、93円台に上昇しました。

**<見通し>** 円の対米ドルレートは、レンジ内の動きを予想します。米国の景気とインフレがピークアウトする見通しであることから、米ドルの上値は抑制されるものの、日米の金融政策の方向性の違いや資源価格高に伴う日本の貿易収支悪化から、円の上昇余地も限られるとみています。円の対ユーロレートも、レンジ内のみ合いを予想します。日欧の金融政策の方向性の違いに伴う円売り圧力が続く一方、利上げに伴い欧州景気の減速が意識されるため下落余地も限られ、み合うとみています。また、円の対豪ドルレートは日豪金利差や資源価格の高止まりから緩やかな下落を予想します。

### 各通貨の対円レート



(注) データは2020年11月1日～2022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）は上昇しました。米消費者物価上昇率が市場予想を下回り、FRBが利上げペースを減速させるとの見方が強まったことから長期金利が大幅に低下し、株式市場が続伸したことを好感して、米国リート市場は上昇しました。欧州のリート市場やアジアのリート市場も長期金利が低下したことや投資家のリスク回避姿勢が後退したことから、米国に連れて上昇しました。S&Pグローバルリート指数（米ドルベース）のリターンは前月末比+6.2%となりました。一方、為替効果はマイナスに寄与し、円ベースのリターンは同▲0.3%となりました。

**<見通し>** 米国リート市場は、FRBの大幅な利上げを受けた景気後退が意識され、不安定な動きが見込まれます。ただし、米国経済は低成長ながら底堅く推移すると想定していることから、FRBのタカ派姿勢が一層和らげば米国リート市場は緩やかに上昇するとみています。欧州リート市場は、短期的にはウクライナ情勢やエネルギー不足に伴う景気悪化懸念から上値の重い展開を想定しますが、中長期では財政支出による景気回復とともに持ち直すとみています。日本リート市場は、景気回復の動きから上昇するとみています。アジア・オセアニアリート市場は、景気回復に伴いシンガポール中心に上昇するとみています。

### グローバルリーートの推移



(注) データは2020年11月1日～2022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の金融引き締めが続くなかで上昇圧力を受けるものの、大幅な利上げに伴い先行きのインフレのピークアウトと景気減速が意識されるため、もみ合う展開を予想します。欧州の長期金利も、エネルギー価格上昇に伴うインフレ圧力によりECBが金融引き締めを続けるものの、米長期金利に連れてもみ合う展開を予想します。日本の長期金利は、日銀の大規模金融緩和策が継続されるため、低水準での横ばい推移が続くと予想します。
- <株式>** S&P500種指数採用企業の22年7-9月期の増益率は前年同期比+4.3%、除くエネルギーセクターで同▲3.5%でした（11月25日。リフィニティブ集計）。続く10-12月期は前年同期比▲0.4%、除くエネルギーセクターで同▲5.4%と予想されます。前月末時点予想の同+2.6%、同▲1.5%から下方修正されました。米国株式市場は、業績は一段と悪化しているものの、株式市場は利上げペースの鈍化を好感して戻り基調にあります。ただ、引き締めの金融政策の累積効果から景気が悪化するのむしろこれからと予想されており、株価回復の持続性は引き続き慎重に見ておく必要があります。一方、TOPIX採用企業の7-9月期決算（前年同期比）は、売上高が+21.7%、営業利益が+2.8%、経常利益が+8.1%、当期利益が+7.8%でした（12月1日現在。3月期決算、除く金融、ソフトバンクグループ、QUICK集計）。足元で米ドル円レートが円高傾向を強めるなど、22年度後半の収益環境は必ずしも明るいものではないだけに、日本株式市場についても業績の方向性が注目されそうです。
- <為替>** 円対米ドルレートは、レンジ内の動きを予想します。米国の景気とインフレがピークアウトする見通しであることから、米ドルの上値は抑制されるものの、日米の金融政策の方向性の違いや資源価格高に伴う日本の貿易収支悪化から、円の上昇余地も限られるとみています。円対ユーロレートも、レンジ内のもみ合いを予想します。日欧の金融政策の方向性の違いに伴う円売り圧力が続く一方、利上げに伴い欧州景気の減速が意識されるため下落余地も限られ、もみ合うとみています。また、円対豪ドルレートは日豪金利差や資源価格の高止まりから緩やかな下落を予想します。
- <リート>** 米国リート市場は、FRBの大幅な利上げを受けた景気後退が意識され、不安定な動きが見込まれます。ただし、米国経済は低成長ながら底堅く推移すると想定していることから、FRBのタカ派姿勢が一層和らげば米国リート市場は緩やかに上昇するとみています。欧州リート市場は、短期的にはウクライナ情勢やエネルギー不足に伴う景気悪化懸念から上値の重い展開を想定しますが、中長期では財政支出による景気回復とともに持ち直すともみています。日本リート市場は、景気回復の動きから上昇するとみています。アジア・オセアニアリート市場は、景気回復に伴いシンガポール中心に上昇するとみています。

※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

# <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。

[2022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。