

*Market report*

# 経済、金融市場の動向と見通し



2023年10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の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

- 9月のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、利上げを見送った一方で年内1回の追加利上げが示唆されました。2024年については、2回の利下げにとどまるとの見通し（6月FOMCでは4回の利下げ見通し）に修正され、政策金利が高い水準で維持されるとの見方が示されました。もっとも、中東情勢の緊迫化により原油価格が高騰するリスクや学生ローン返済の再開など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7月の金融政策決定会合で、引き続き金融緩和政策を粘り強く継続する観点から、YCC（イールドカーブ・コントロール）の長期金利の変動幅の上限「±0.50%程度」を超えることを容認する方針を決定しました。次回10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、YCC撤廃を含めた政策修正の議論が進む可能性があります。

# グローバル経済～世界経済見通し

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	予測					
		2022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)
世界	3.5	3.0	3.0	0.0	3.0	2.9	▲0.1
先進国	2.6	1.5	1.5	0.0	1.4	1.4	0.0
-米国	2.1	1.8	2.1	+0.3	1.0	1.5	+0.5
-ユーロ圏	3.3	0.9	0.7	▲0.2	1.5	1.2	▲0.3
-ドイツ	1.8	▲0.3	▲0.5	▲0.2	1.3	0.9	▲0.4
-英国	4.1	0.4	0.5	+0.1	1.0	0.6	▲0.4
-日本	1.0	1.4	2.0	+0.6	1.0	1.0	0.0
新興国	4.1	4.0	4.0	0.0	4.1	4.0	▲0.1
-中国	3.0	5.2	5.0	▲0.2	4.5	4.2	▲0.3
-インド	7.2	6.1	6.3	+0.2	6.3	6.3	0.0

(出所) IMF世界経済見通し（2023年10月）

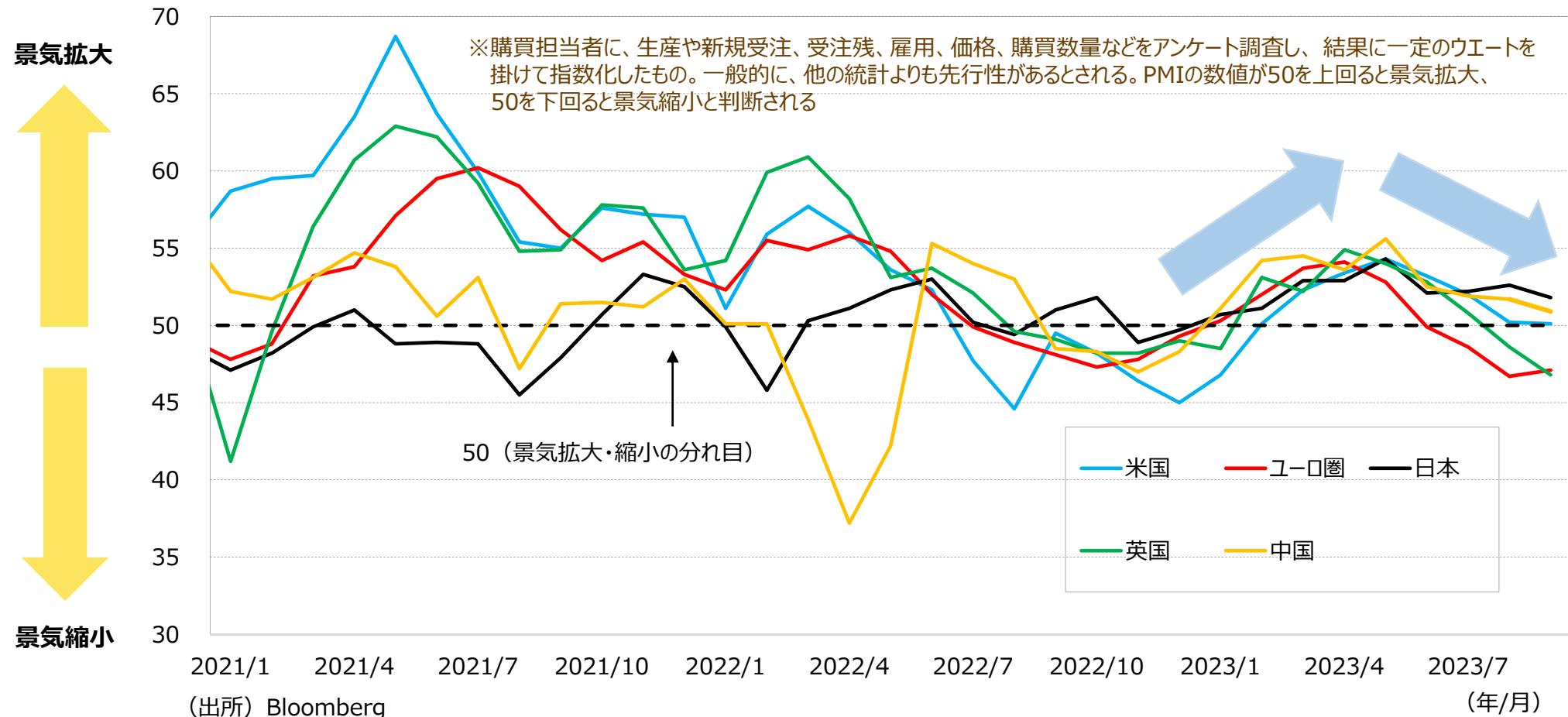
(注) 2022年は一部予測値を含む。インドは年度（4月～翌年3月）ベース

# グローバル経済～短期的な景気動向

各国・地域のPMIは昨年末からの景気拡大を示唆する動きが一巡し、足もとは景気の減速方向に低下。特に欧州の悪化が顕著

各国・地域のPMI（購買担当者景気指数※）の推移

2021年1月～2023年9月、月次



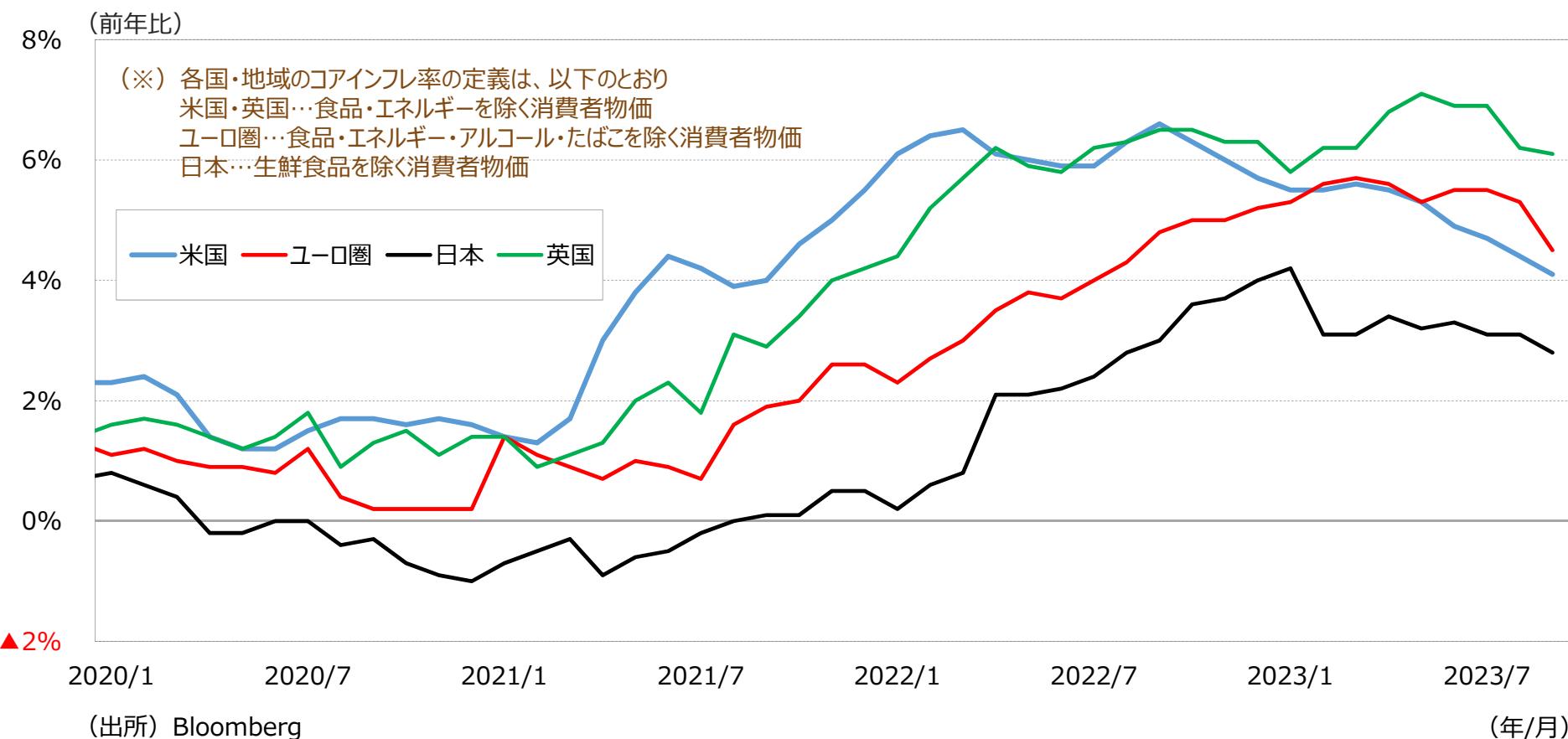
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# 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※は高止まり。日米欧では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9月、月次

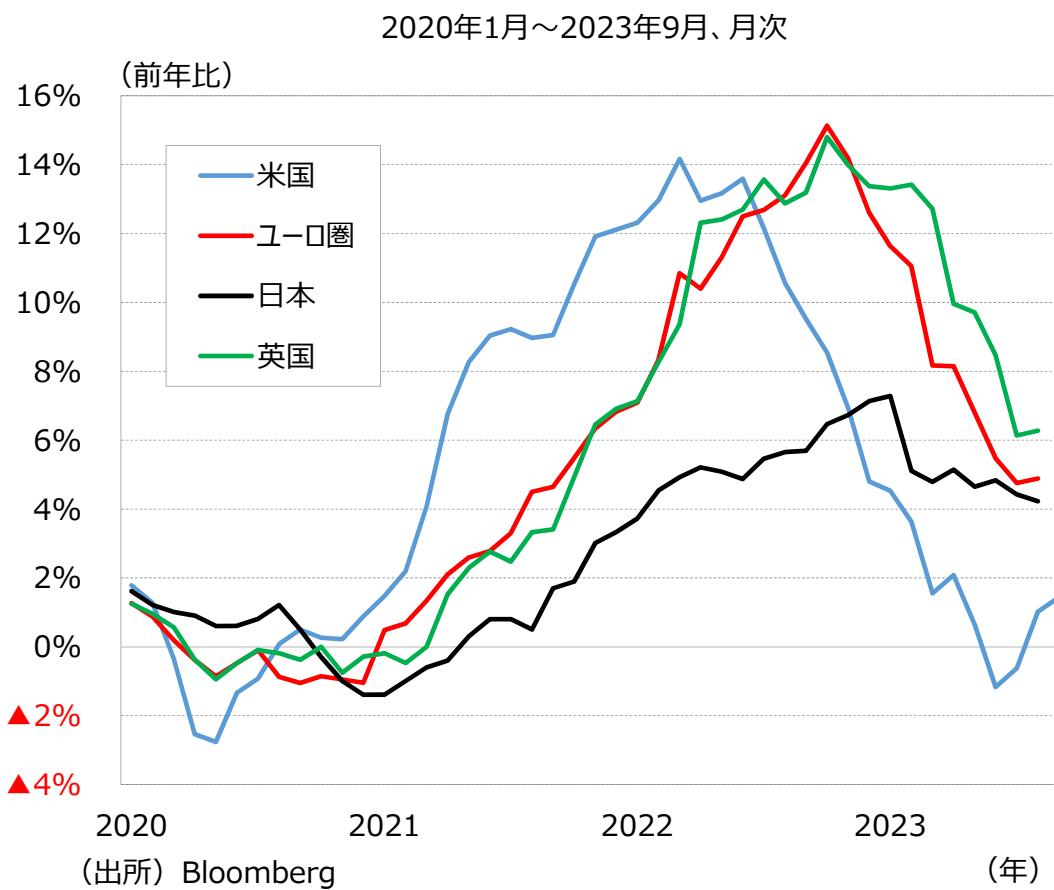


※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# グローバル経済～物価動向（2）

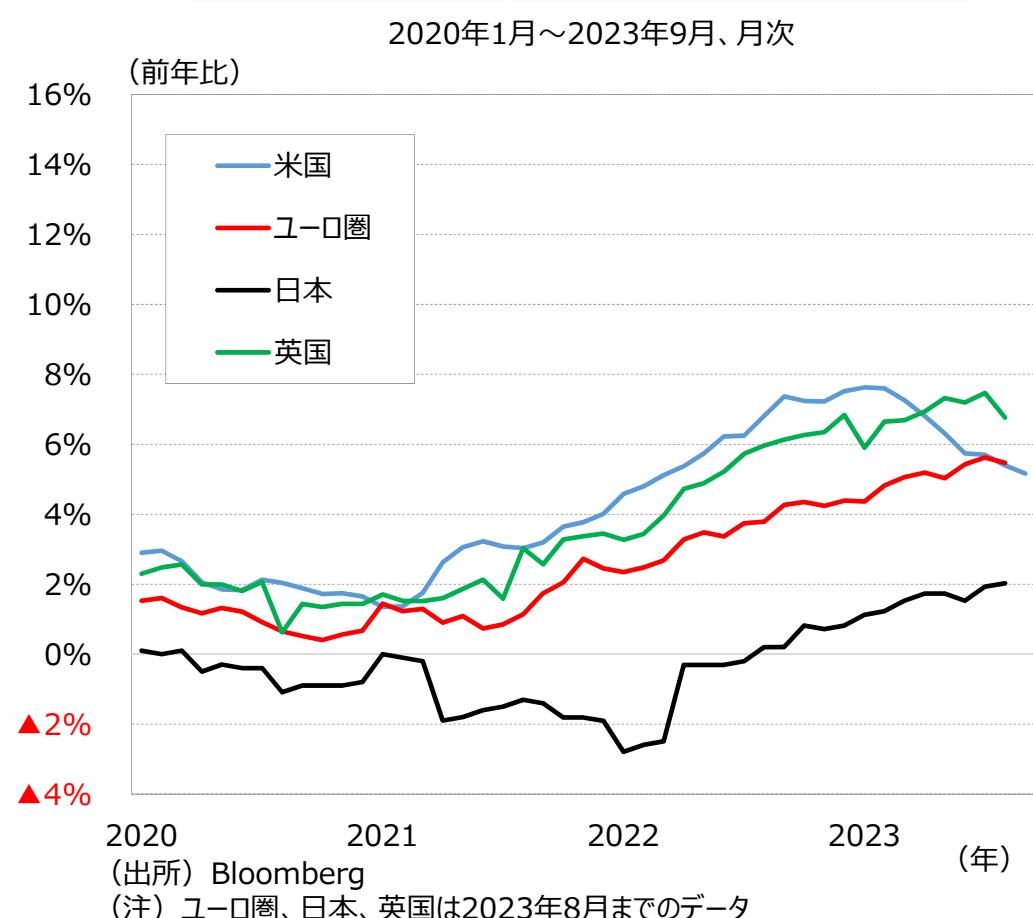
財価格の伸びは大幅に縮小も、足もとで原油高を背景に下げ止まりないしは、再び拡大の兆し。サービス価格は米国を除き、緩やかな上昇が続く

各国・地域の財価格（前年比）の推移



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



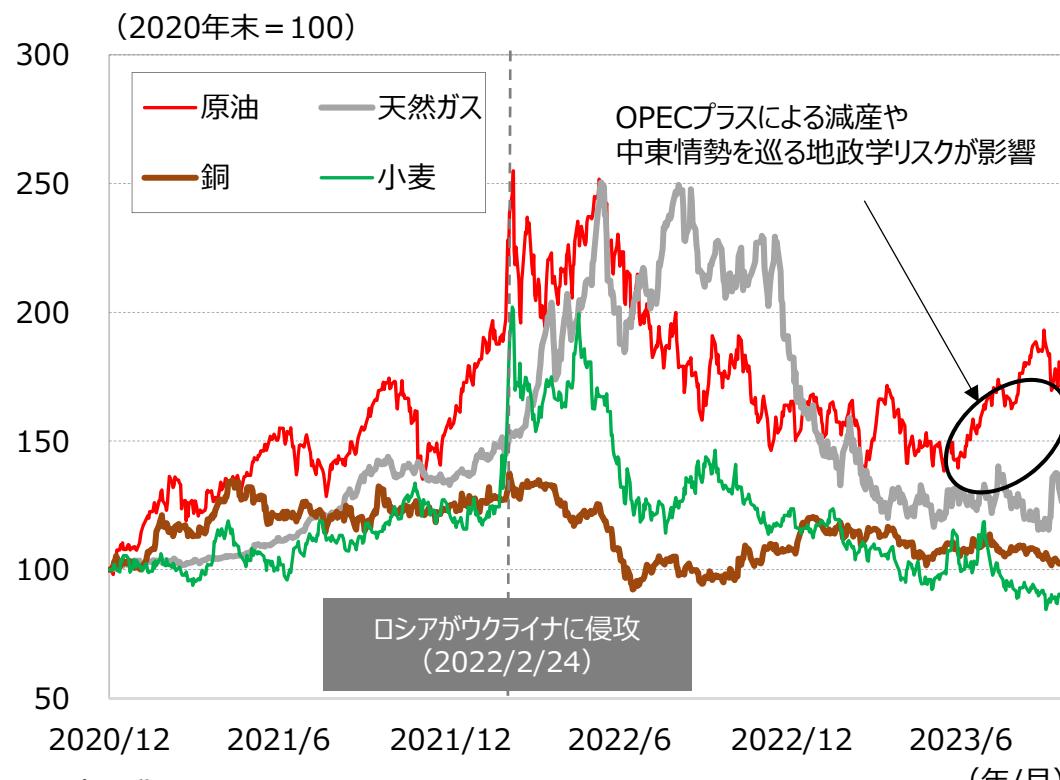
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# グローバル経済～物価動向（3）

2023年半ば以降の原油価格の上昇などが、財価格の押し上げに寄与。また、賃金の増加が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10月17日、日次



(出所) Bloomberg

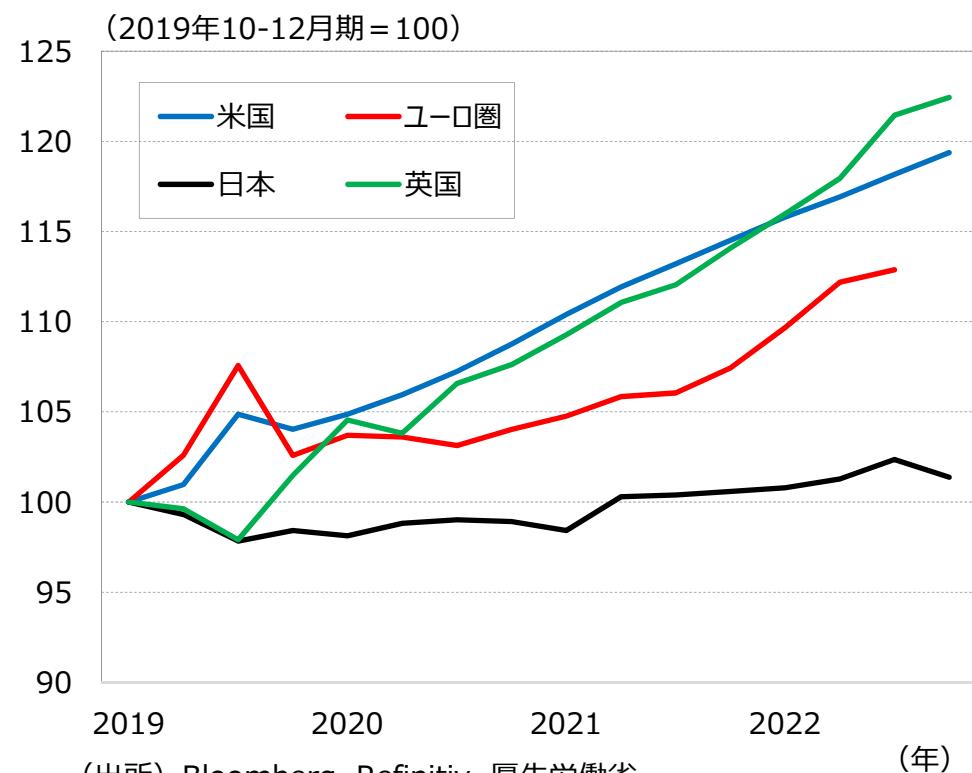
(注) 原油：WTI先物（期近物）、天然ガス：ヘンリーハブ天然ガス先物（期近物）

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7-9月期、四半期



(出所) Bloomberg、Refinitiv、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

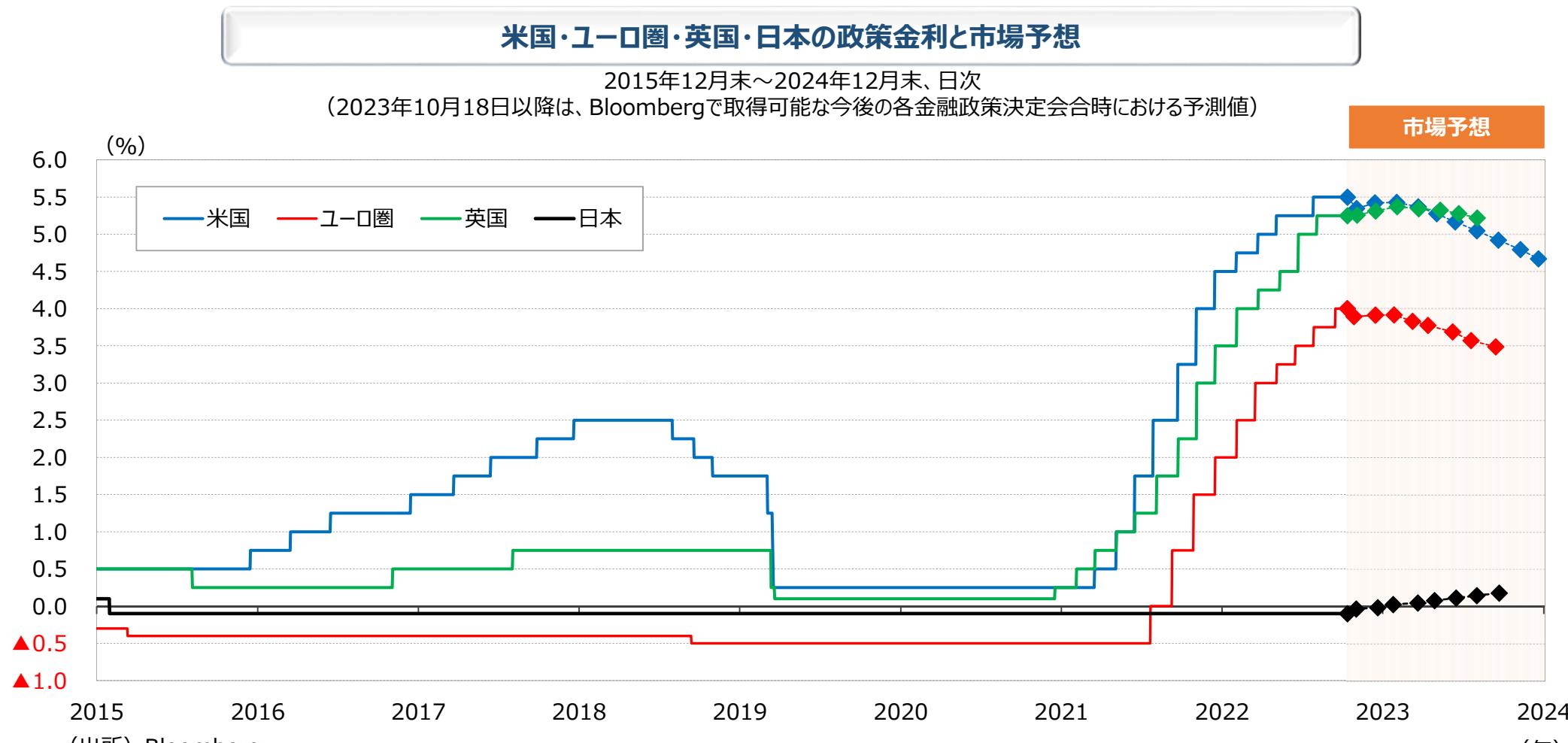
日本：現金給与総額（2023年7-9月期は7、8月の平均値）

英国：週間賃金（2023年7-9月期は7月の実績値）

ヨーロッパ：雇用コスト指数（2023年4-6月期までの実績値）

# 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年には小幅な利下げを予想。一方、日本ではマイナス金利政策の解除を予想



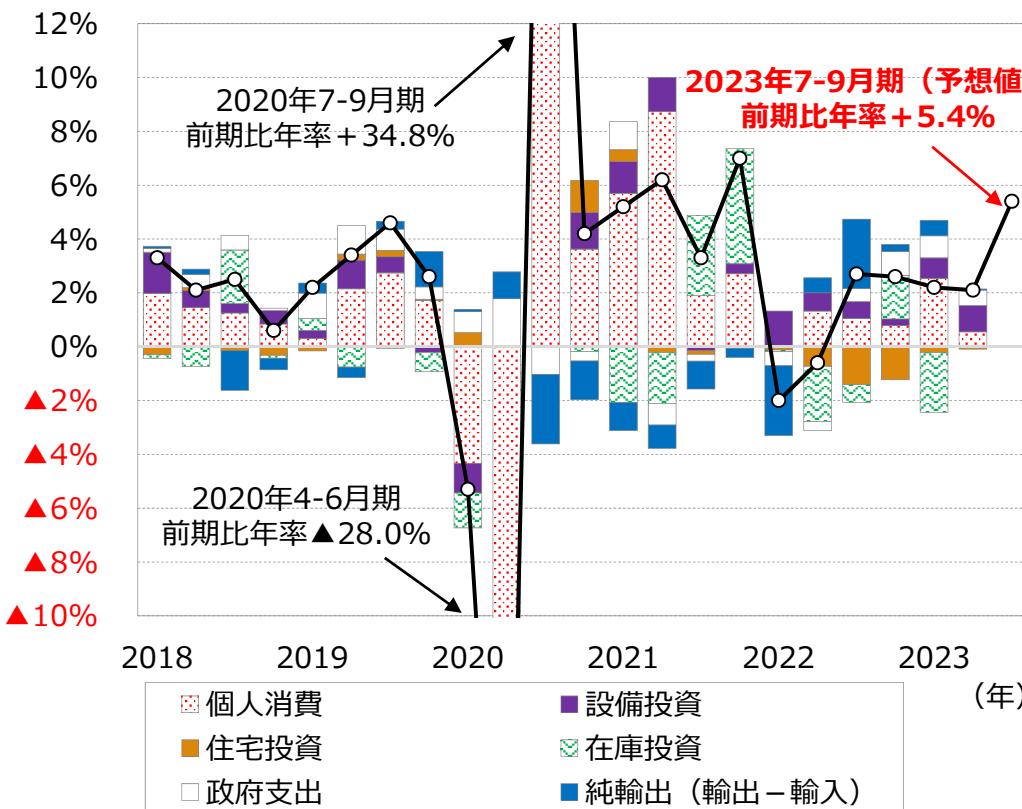
(注) 政策金利は、米国：FF金利誘導目標（上限値）、ユーロ圏：預金ファシリティ金利、英国：バンクレート、日本：当座預金残高の金利  
市場予想は、金利市場（ユーロ圏、日本、英国：OIS金利、米国：FF金利先物）が織り込む政策金利の水準（2023年10月17日時点）  
なお、米国の市場予想は、FF誘導目標の中央値

# 米国～実質GDP成長率

2023年7-9月期は、個人消費などの内需主導により高い成長率が実現する見込み

## 実質GDP成長率の推移

2018年1-3月期～2023年7-9月期、四半期



(出所) Bloomberg

(注) 実質GDPは前期比年率

2023年7-9月期は、アトランタ連銀のGDPNowの予想値（10月17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

2022年10-12月期～2023年7-9月期、四半期

(前期比年率)

	2022年 10-12月期	2023年 1-3月期	4-6月期	7-9月期
実質GDP成長率	2.6%	2.2%	2.1%	<b>5.4%</b>
個人消費	1.2%	3.8%	0.8%	<b>4.1%</b>
設備投資	1.7%	5.7%	7.4%	<b>1.2%</b>
住宅投資	▲24.9%	▲5.3%	▲2.2%	<b>5.5%</b>
在庫投資	—	—	—	—
政府支出	5.3%	4.8%	3.3%	3.1%
輸出	▲3.5%	6.8%	▲9.3%	8.3%
輸入	▲4.3%	1.3%	▲7.6%	▲0.7%

(出所) Bloomberg

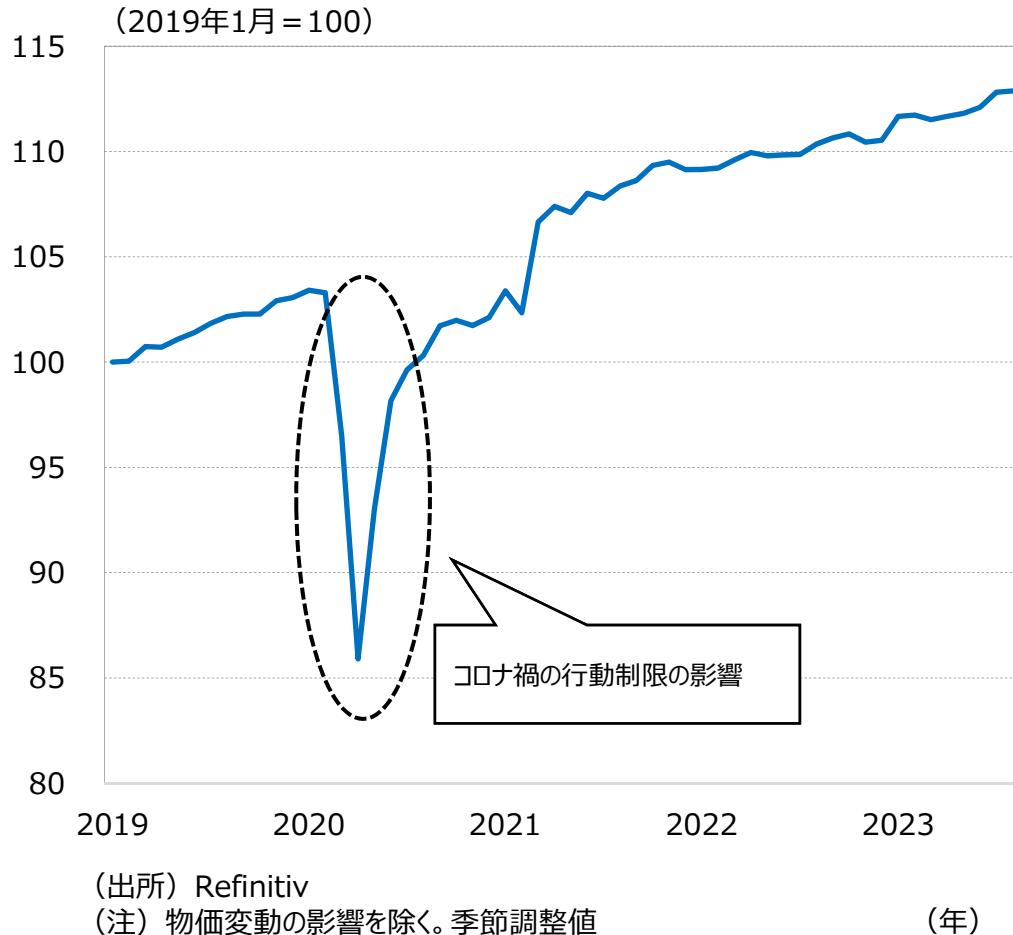
(注) 2023年7-9月期は、アトランタ連銀のGDPNowの予想値（10月17日時点）  
上記の数値は、前期比年率の伸びを示す

# 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、原油高や貯蓄・借入余力（信用残高）の低下が消費を下押しする可能性

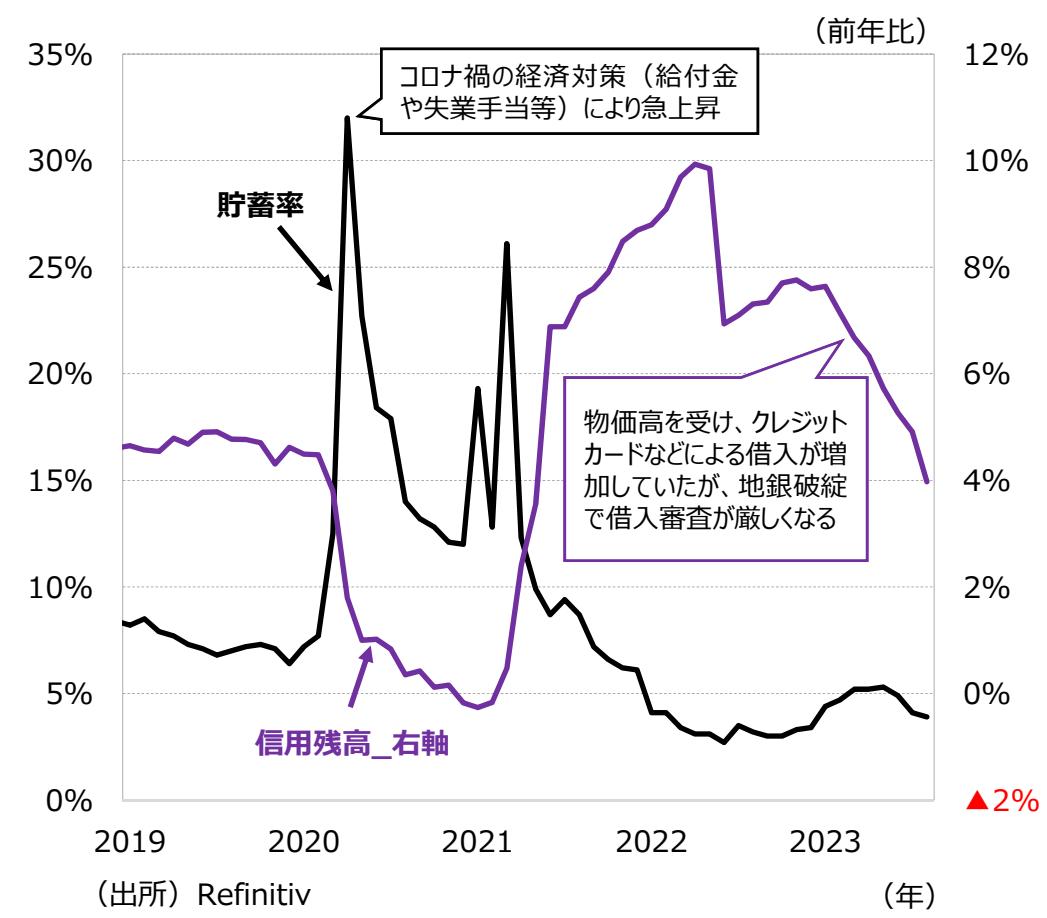
実質個人消費支出の推移

2019年1月～2023年8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8月、月次



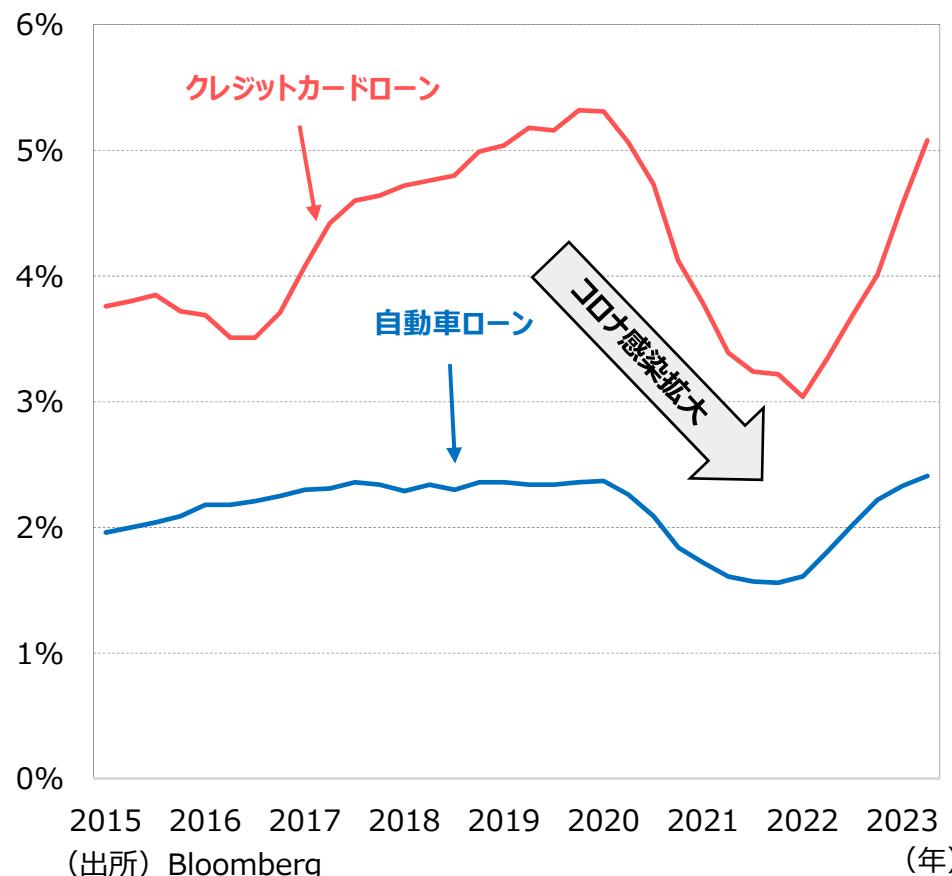
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

## 米国～家計の消費を取り巻く環境②

金利上昇を背景に自動車、クレジットカードに関するローンの延滞率は急上昇。米地銀破綻を契機に金融機関の貸出態度が一段と厳格化すれば、消費の下押し要因に

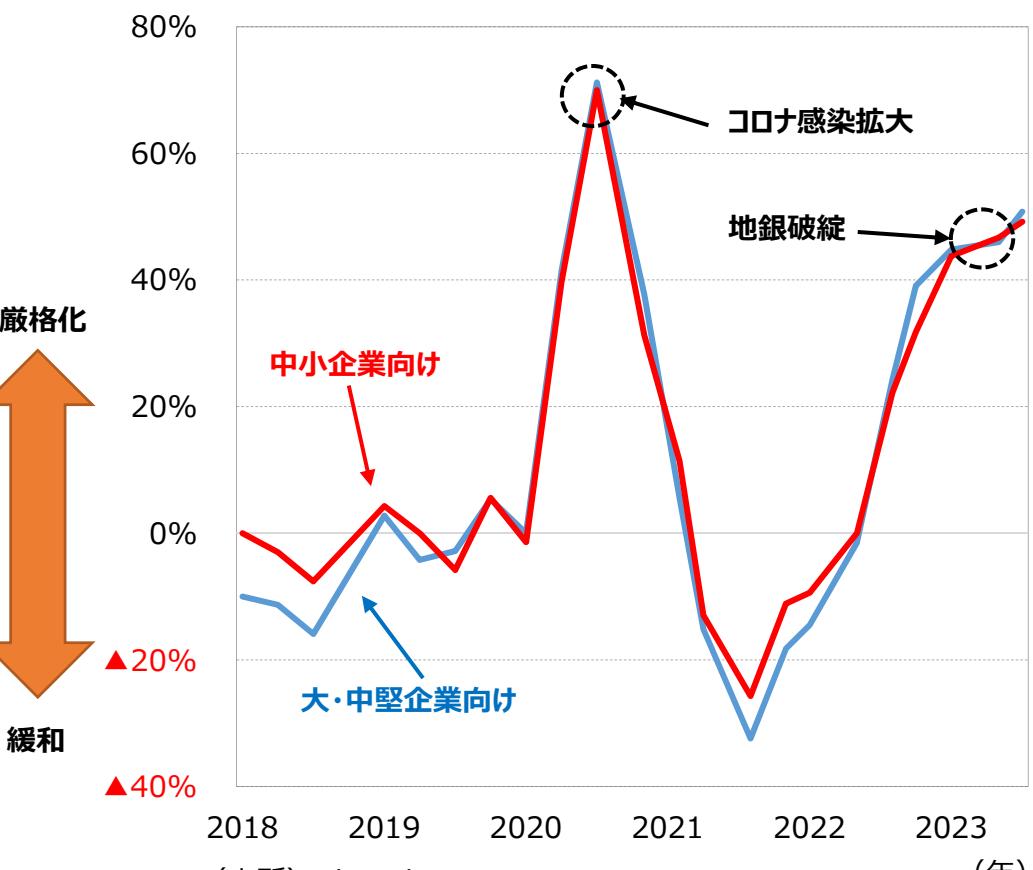
自動車、クレジットカードに関するローンの延滞率の推移

2015年3月～2023年6月、四半期



米国金融機関の貸出態度の推移

2018年4月～2023年7月、四半期

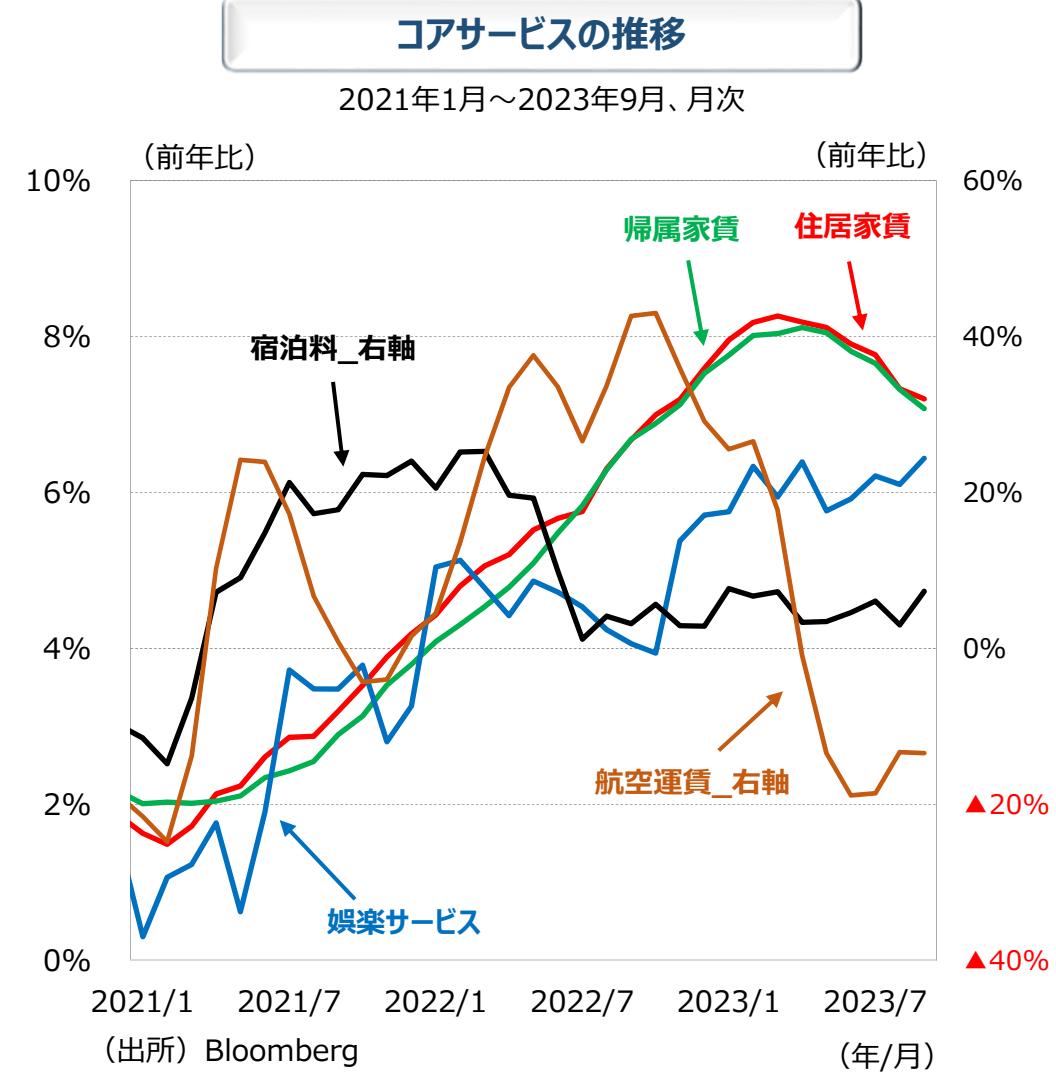
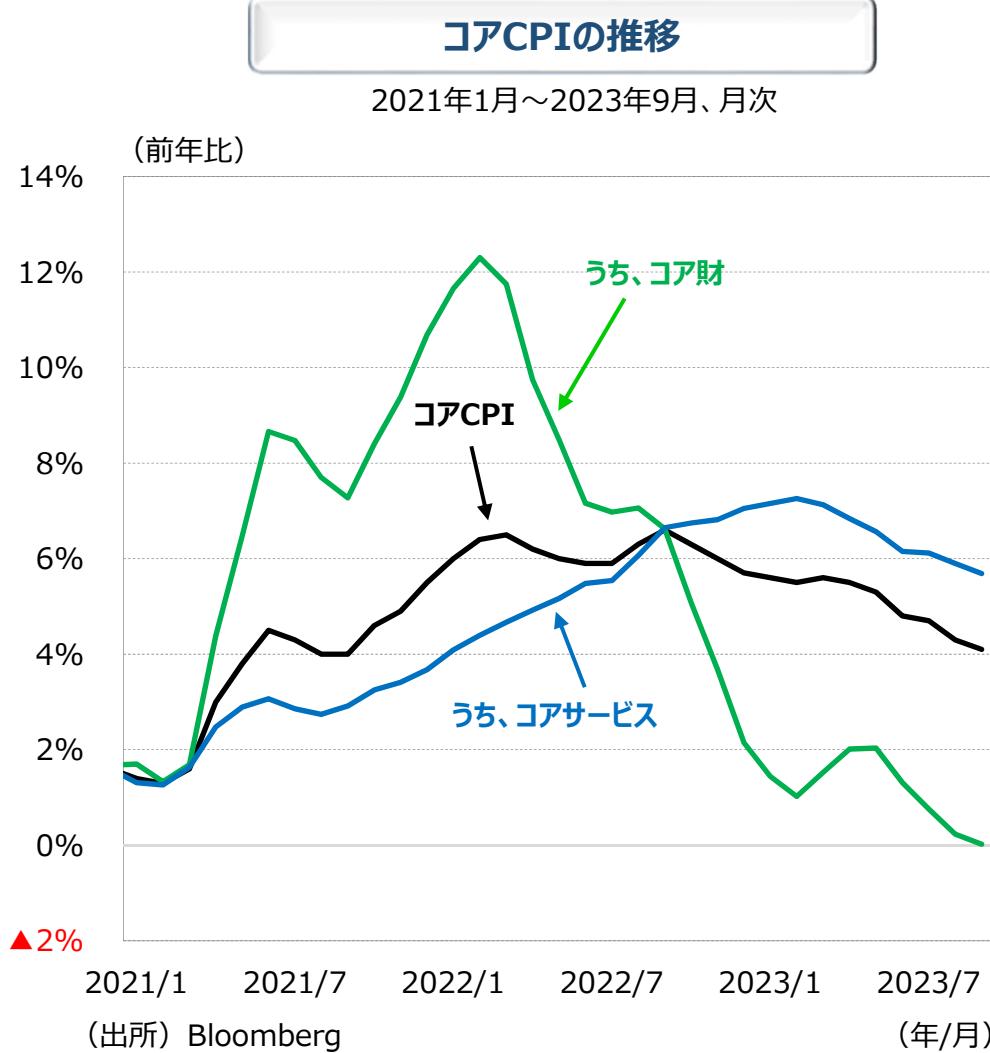


※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# 米国～物価動向

9月のコアCPI（※）は前年比+4.1%と3%台が視野に。コア財に加え、これまで高止まりしていた住居家賃も軟化傾向

（※）食料品及びエネルギーを除く総合

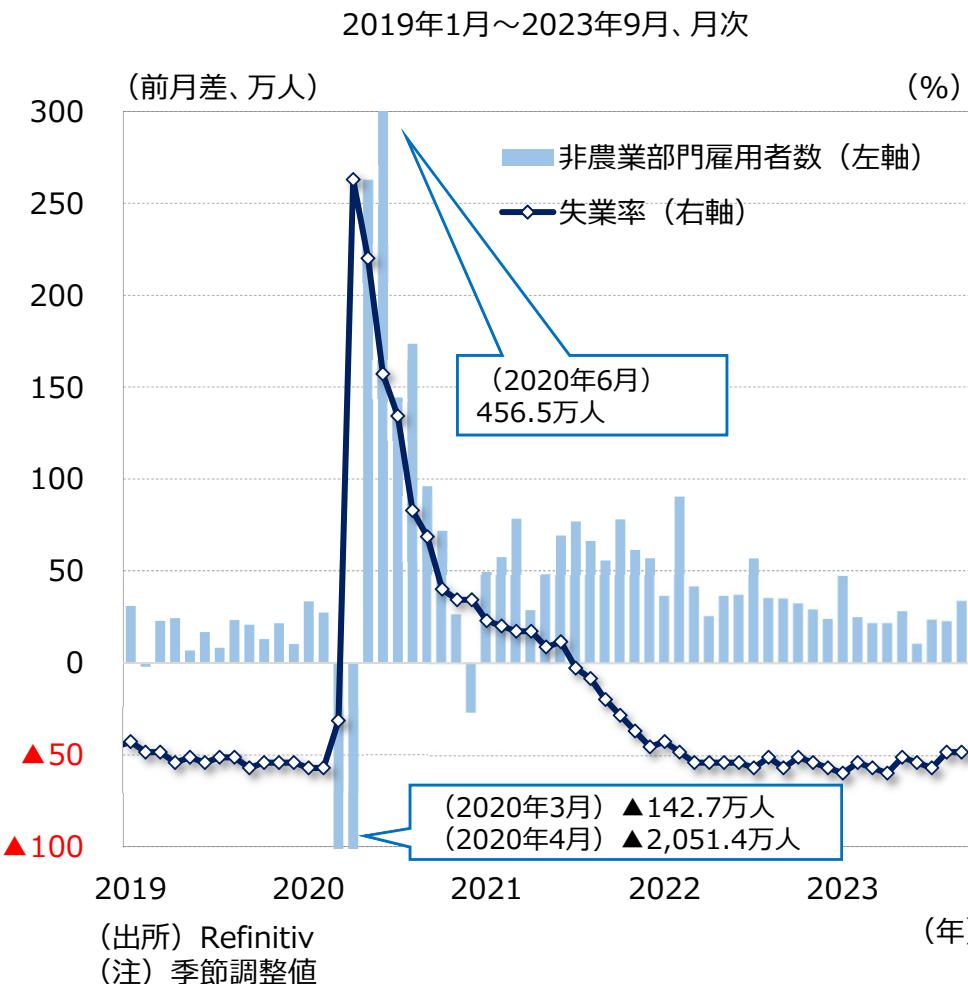


※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

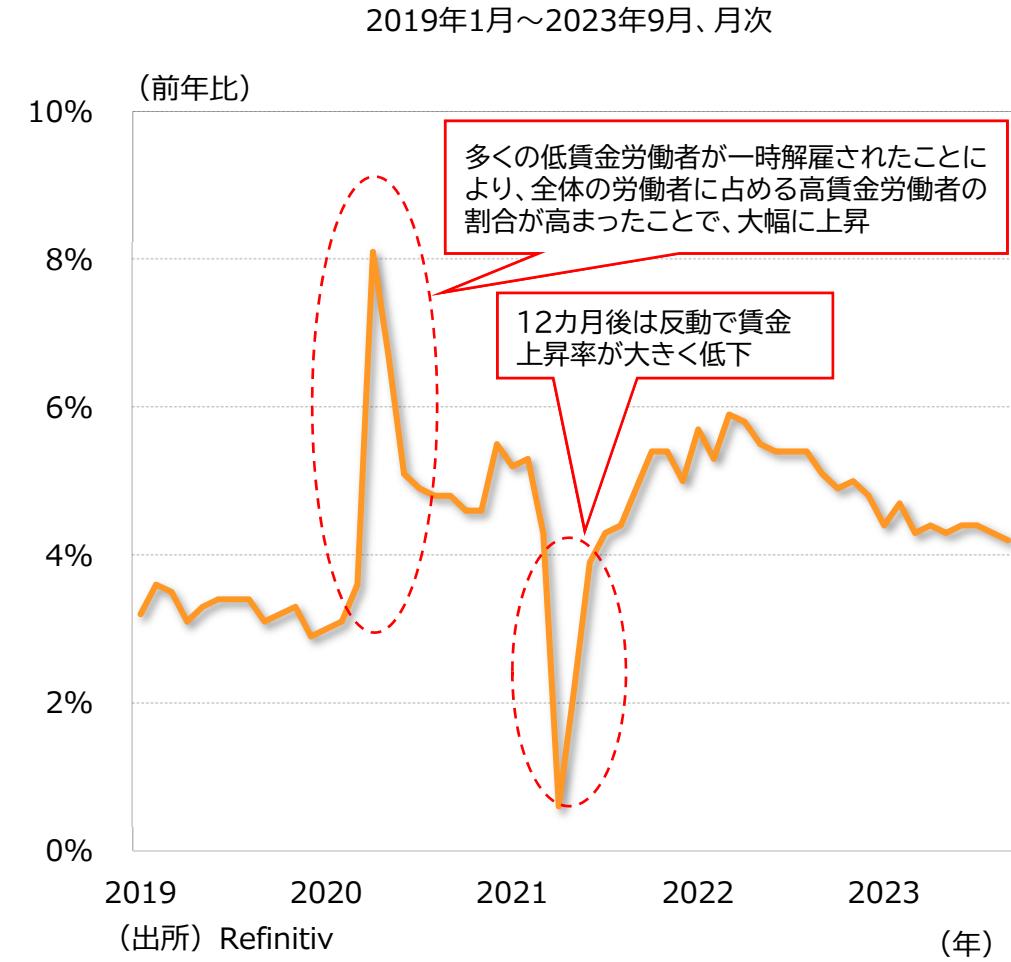
# 米国～雇用・所得環境

雇用情勢は堅調も、賃金の伸び率が緩やかな鈍化傾向にあることは、今後インフレの抑制に寄与する可能性も

非農業部門雇用者数、失業率の推移



時間当たり賃金の推移



※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。

# 米国～米国経済の下振れリスク①

FRB（米連邦準備制度理事会）による大幅な利上げにもかかわらず、米国経済は依然堅調を維持。ただし、先行きを展望すると、下振れリスクも存在

## ①労働組合によるストライキ

- 9月15日、全米自動車労働組合（UAW）は米3大自動車メーカーの経営側との労使交渉が合意に達しなかったことを理由に、ストライキに突入。
- ストライキが長期化すれば、自動車生産の減少に加え、関連産業の経済活動にも悪影響を及ぼす可能性がある。**

## ②学生ローン返済の再開

- コロナ禍を受けて猶予されていた学生ローンの返済が10月から再開。家計債務のうち、学生ローンの残高は住宅ローンに次ぐ規模であり、自動車ローンと同程度（次頁参照）。
- 家計の貯蓄が減少傾向にあるなか、**ローンの返済は消費者心理を冷え込ませることになり消費を下押し**する可能性がある。

## ③政府機関の一部閉鎖

- 9月30日、予算執行を11月17日まで継続できるつなぎ予算を超党派で可決し、バイデン米大統領が署名したことで、政府機関の閉鎖を回避。つなぎ予算による予算執行は11月17日までとなるため、2024会計年度（2023年10月1日～2024年9月30日）の予算を成立させるか、またはつなぎ予算を再び成立させる必要がある。
- 予算が成立せずに**政府機関が閉鎖されれば、連邦府職員への給与未払いや、空港・国立公園の閉鎖などが生じる**（過去の閉鎖時の経済損失は次頁参照）。

## ④中東情勢を巡る地政学リスク

- イスラム組織ハマスによるイスラエルへの攻撃を受けて、供給制約への懸念から原油価格が上昇するなど、世界の金融市場は新たな地政学リスクに見舞われている。
- 戦闘の長期化・拡大やイラン産原油の輸出に対する制裁強化などにより、原油価格が更に上昇すれば、インフレリスクの高まりやFRBの利上げを後押し**する可能性がある。

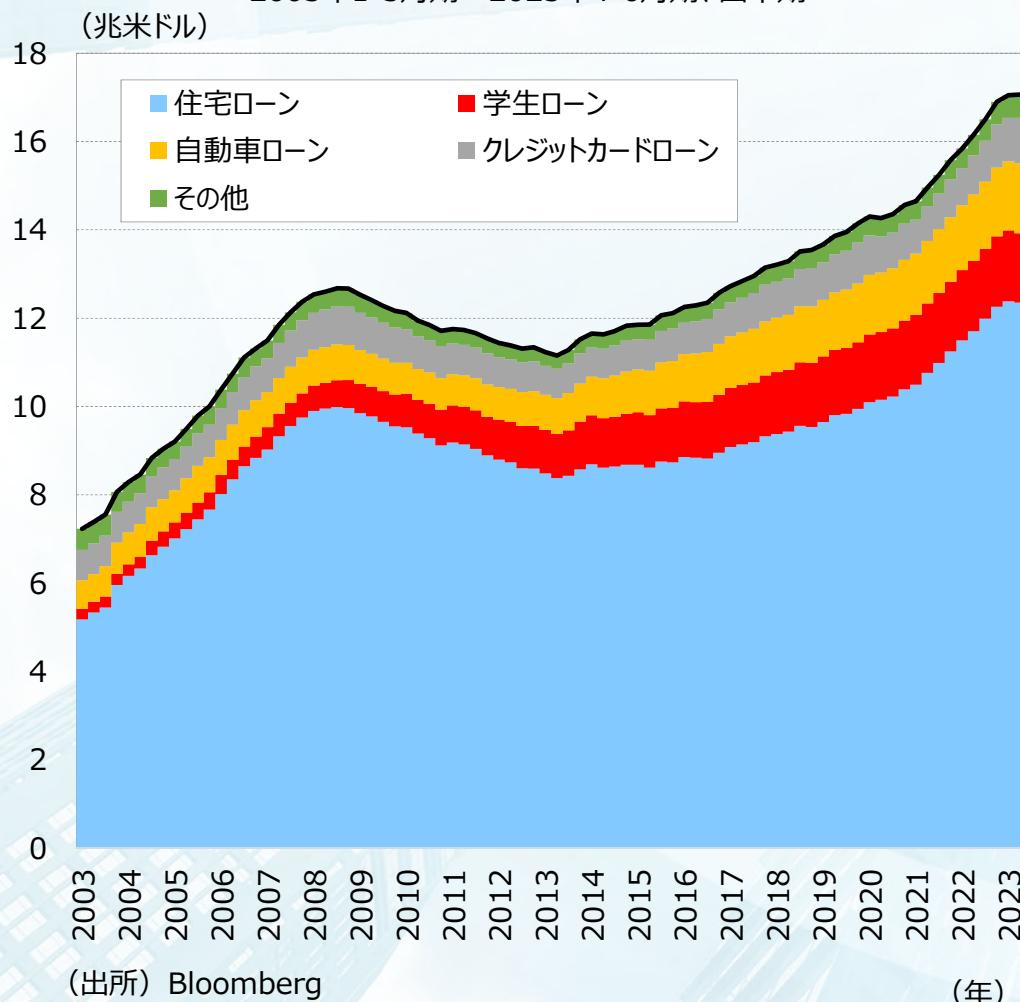
（出所）各種報道等を基に東京海上アセットマネジメント作成

※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。

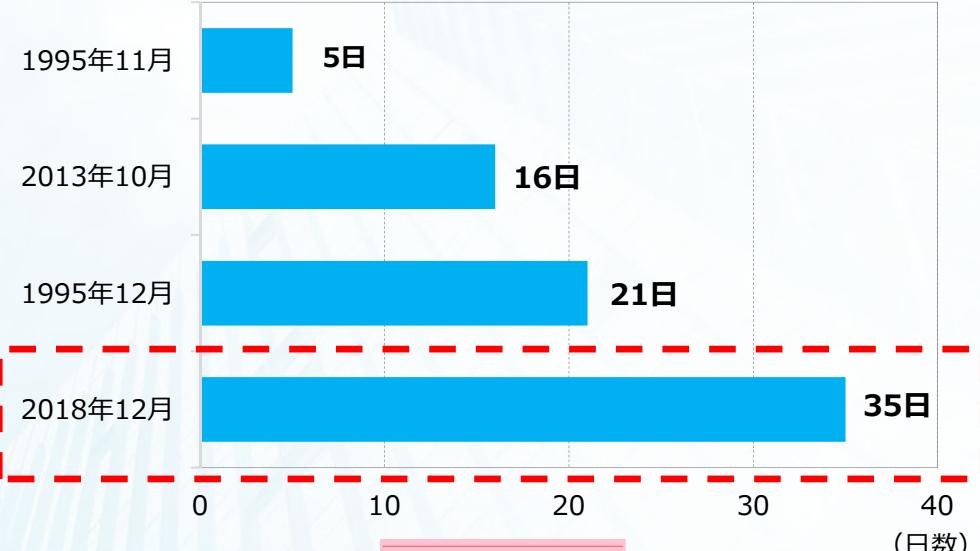
## 米国～米国経済の下振れリスク②

家計の債務残高の推移

2003年1-3月期～2023年4-6月期、四半期



政府機関の閉鎖日数（1990年以降）



- 米議会予算局（CBO）の試算によると、2018年12月以降の政府機関の閉鎖では、5週間で約30億米ドルの経済損失
- 実質GDPは2018年10-12月期に▲0.1%、2019年1-3月期に▲0.2%押し下げられた模様

(出所) 各種報道等を基に東京海上アセットマネジメント作成

# (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



### 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
2022年11月	???	???

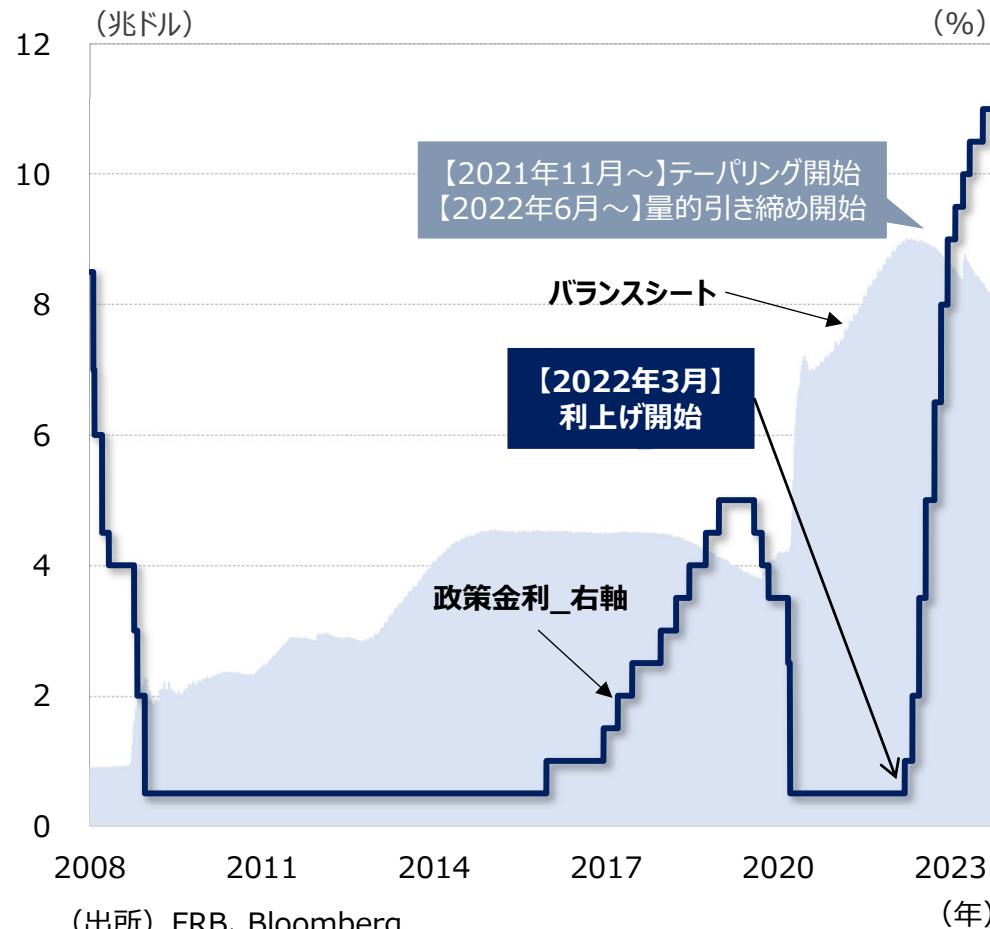
（出所）全米経済研究所（NBER）公表資料、Bloombergデータを基に  
東京海上アセットマネジメント作成

# 米国～金融政策（1）

9月19、20日のFOMCでは2会合ぶり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10月17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10月17日時点

時期	金融政策動向
2022年3月	✓ 政策金利を0.25%引き上げ、実質ゼロ金利政策を解除 ✓ 5月からの量的引き締め（QT）開始を示唆
5月	✓ 政策金利を0.5%引き上げ ✓ 6月からのQT開始を決定
6月～11月	✓ QTを開始（9月から縮小規模を倍増） ✓ 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
12月	✓ 政策金利を0.5%引き上げ
2023年2月 3月、5月	✓ 政策金利を0.25%引き上げ
6月	✓ 政策金利を据え置き ✓ 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
7月	✓ 政策金利を0.25%引き上げ ✓ 次回9月会合での政策判断は、『データ次第』と強調
9月	✓ 政策金利を据え置き ✓ 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

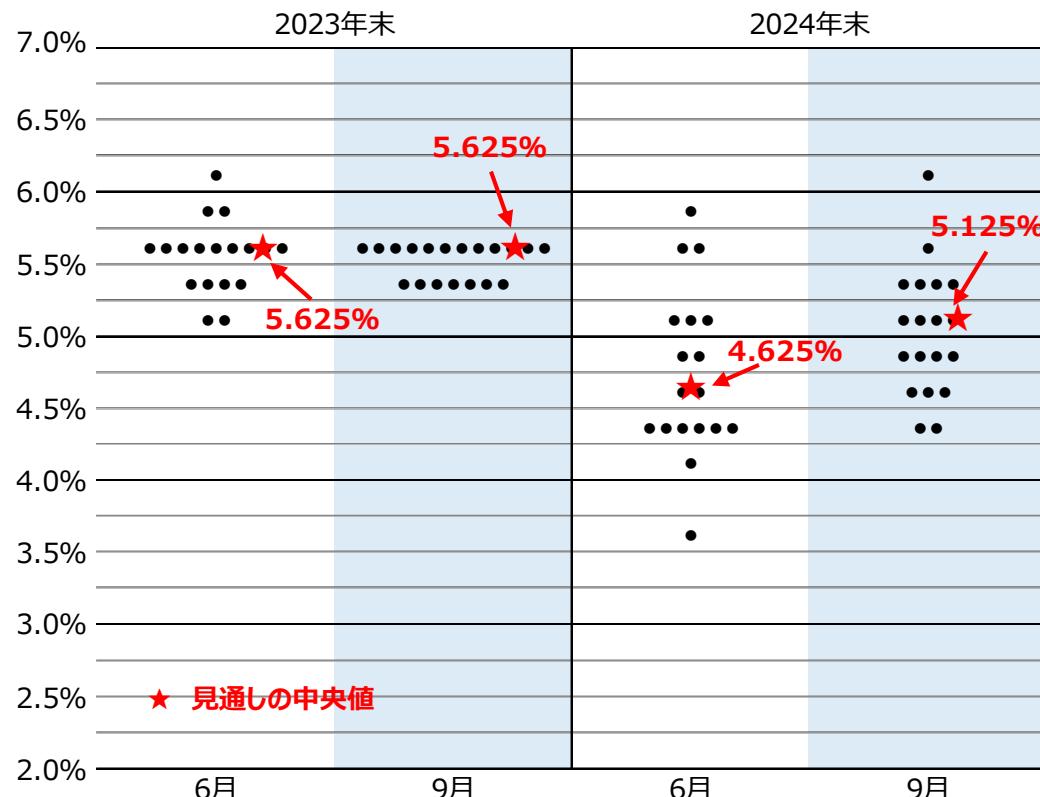
(出所) 各種資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

(注) 上記は2023年10月17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、年内に1回の追加利上げ、2024年には2回の利下げを示唆。経済見通しでは、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）



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)	9月	2.1%↑	1.5%↑	1.8%	1.8%	1.8%
	6月	1.0%	1.1%	1.8%	—	1.8%
失業率	9月	3.8%↓	4.1%↓	4.1%↓	4.0%	4.0%
	6月	4.1%	4.5%	4.5%	—	4.0%
PCEデフレーター (前年比)	9月	3.3%↑	2.5%	2.2%↑	2.0%	2.0%
	6月	3.2%	2.5%	2.1%	—	2.0%
コアPCEデフレーター (前年比)	9月	3.7%↓	2.6%	2.3%↑	2.0%	—
	6月	3.9%	2.6%	2.2%	—	—

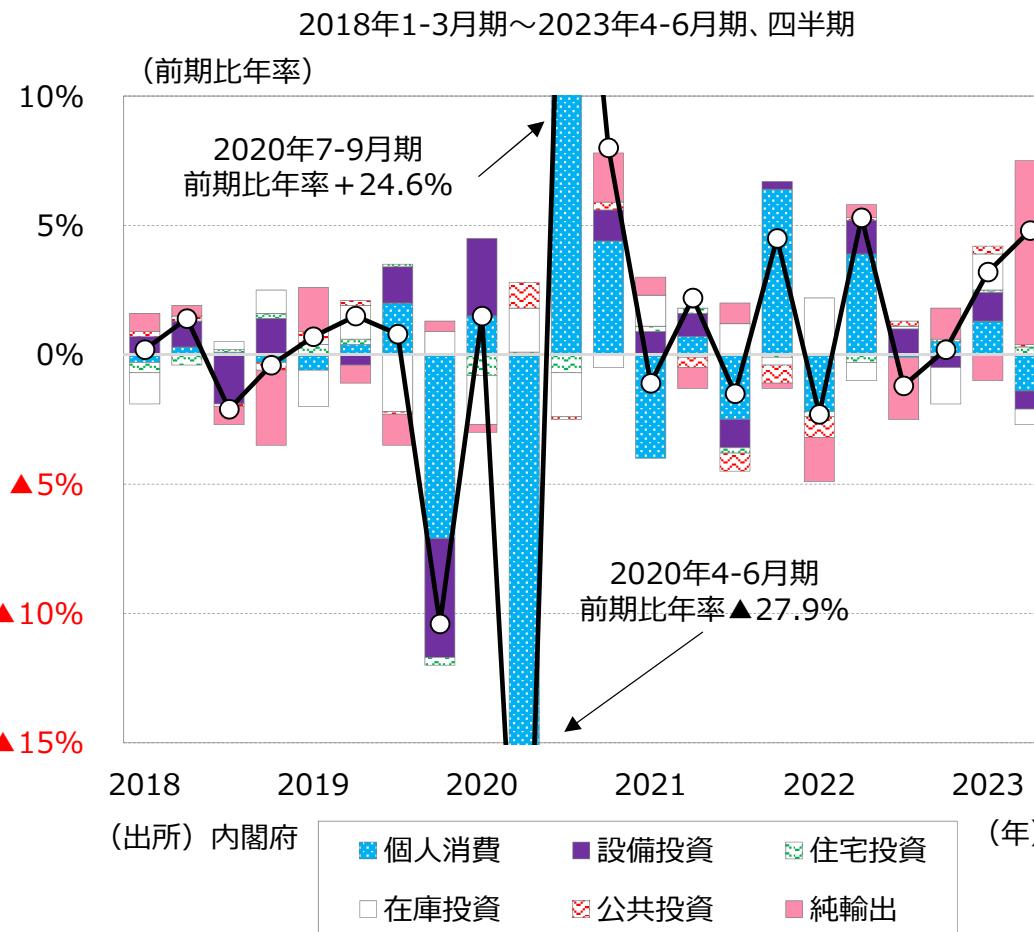
(出所) FRB公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

(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

# 日本～実質GDP成長率

2023年4-6月期は内需の低迷を反映し、純輸出が増加（輸入が減少）したことで前期比年率+4.8%の高成長。足もとの実質GDPはコロナ禍前の水準を上回る

実質GDP成長率の推移



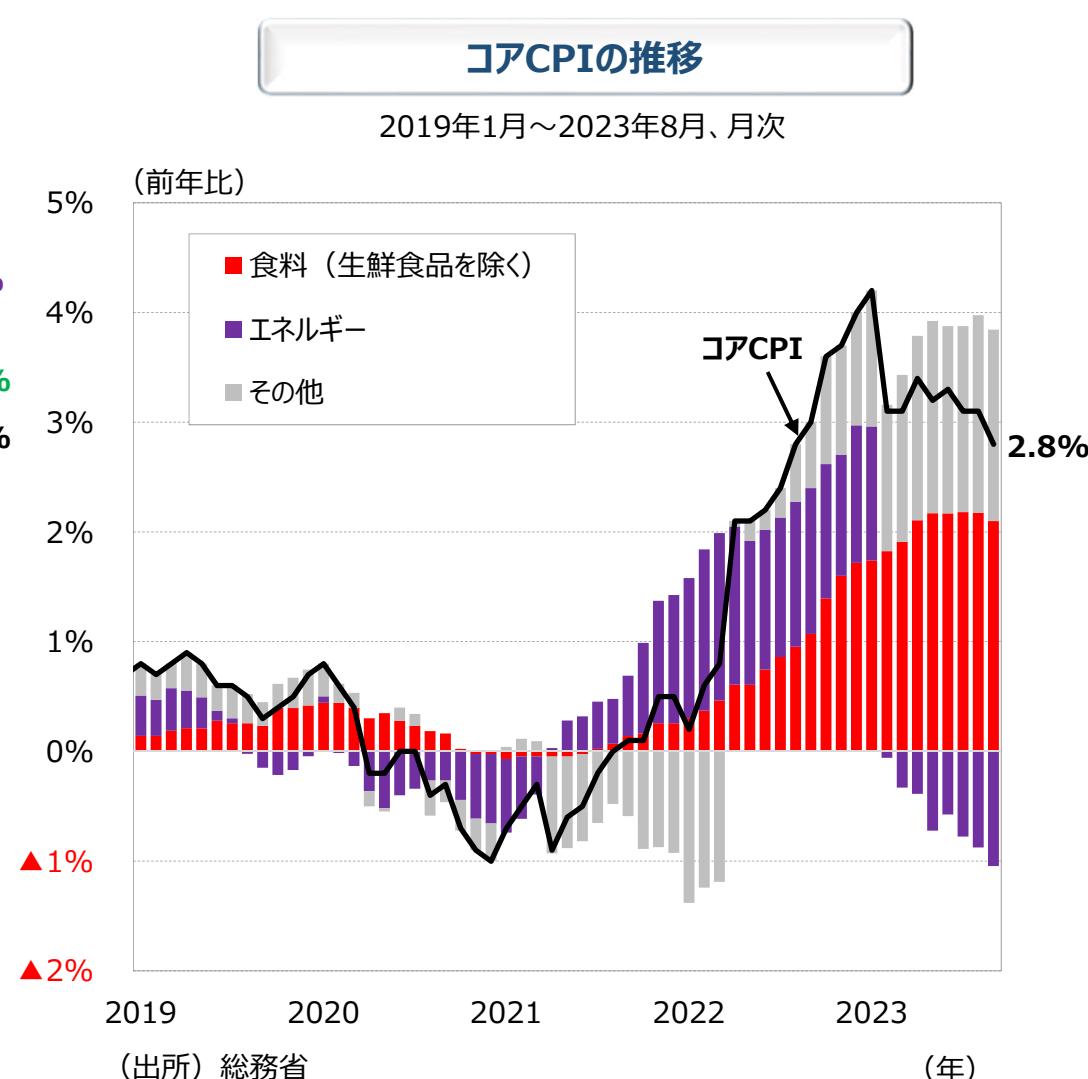
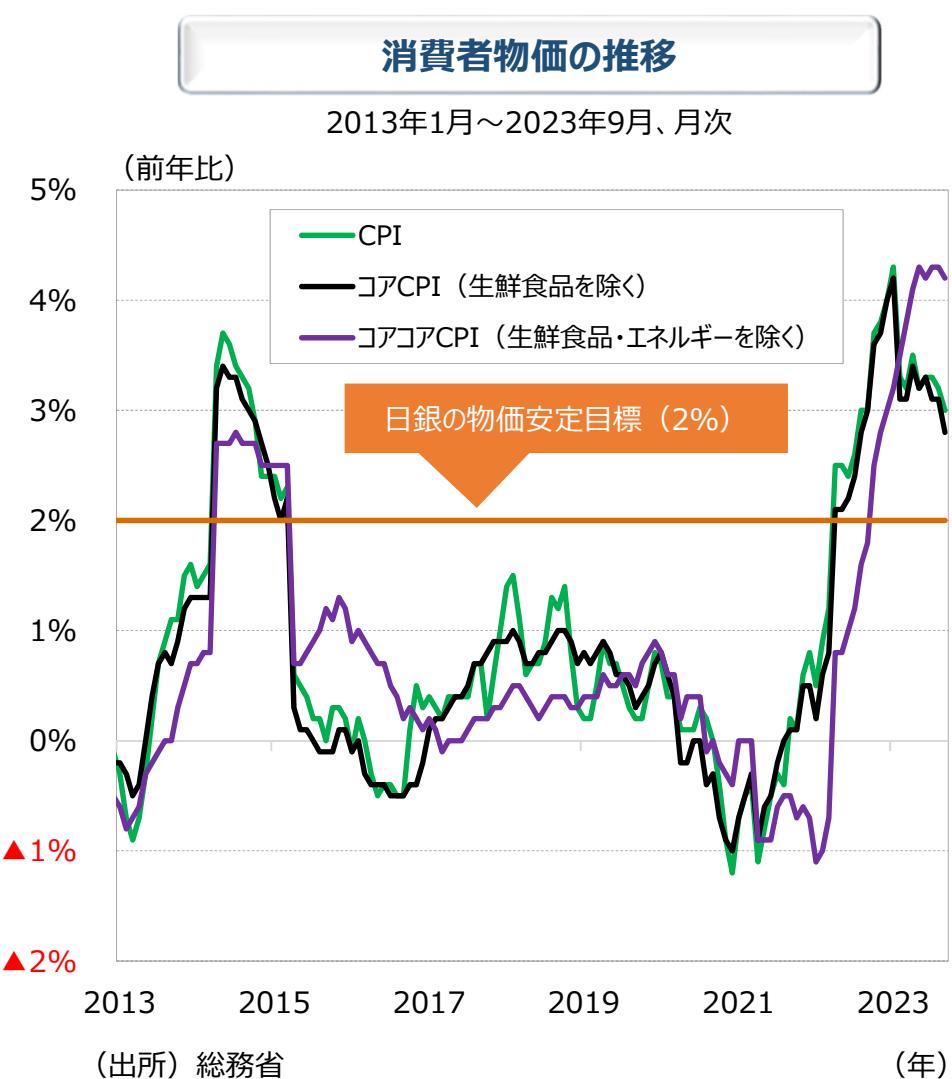
実質GDPの推移



※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。

# 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6か月連続で4%の伸びとなるなど、基調的な物価上昇圧力は継続



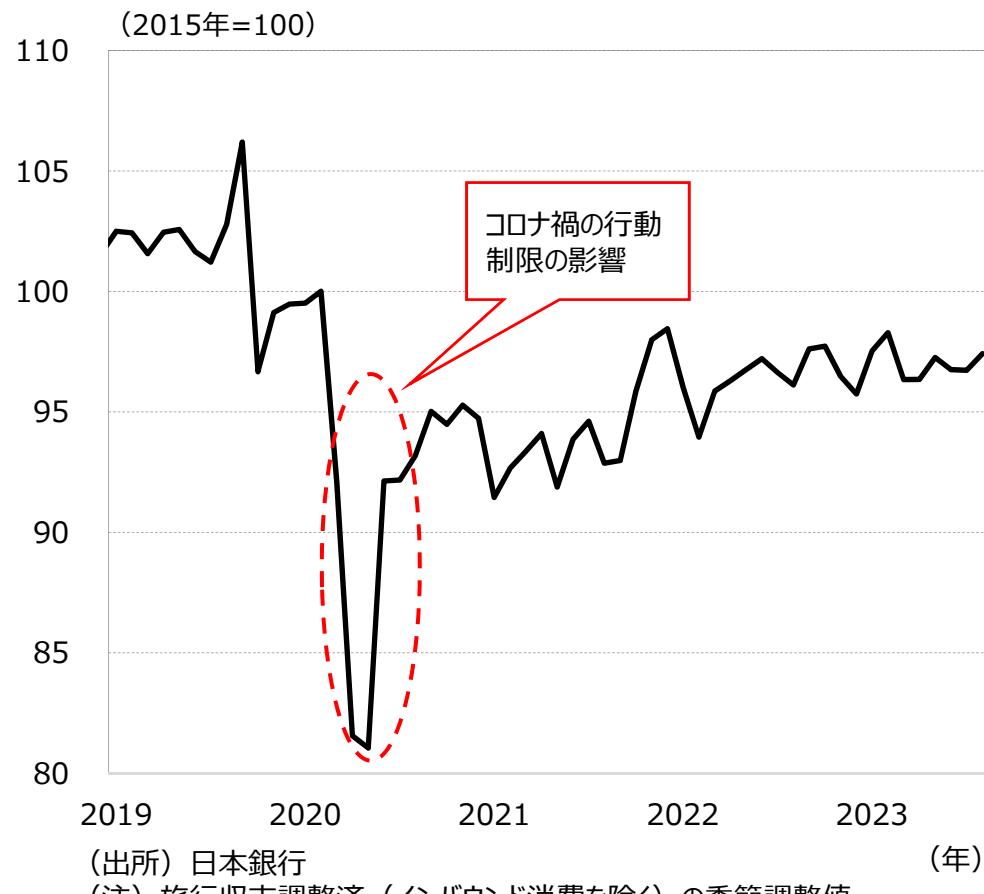
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# 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、外食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

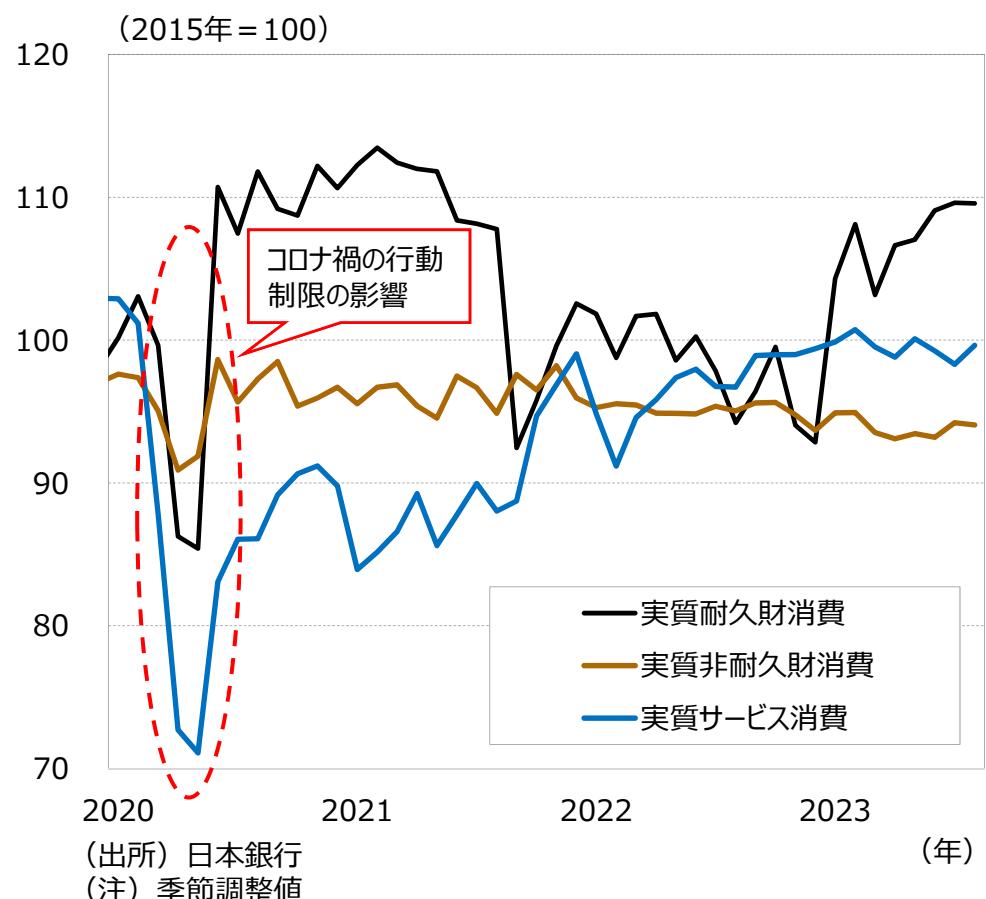
実質消費活動指数の推移

2019年1月～2023年8月、月次



実質消費活動指数の内訳

2020年1月～2023年8月、月次

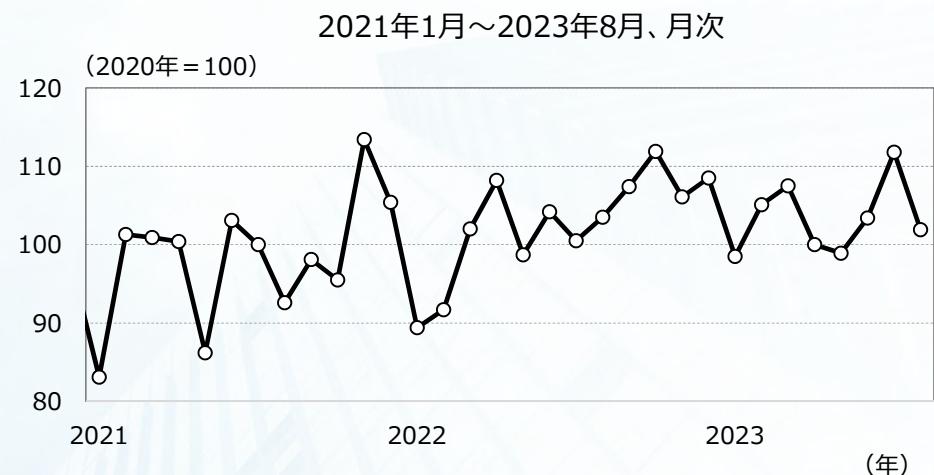


# 日本～消費動向（2）

## 食料向け支出の推移（非耐久財）



## 家具・家事用品向け支出の推移（耐久財）



## 被覆及び履物向け支出の推移（非耐久財）



## 教養娯楽向けの推移（サービス）



(出所) 総務省  
(注) 実質ベース

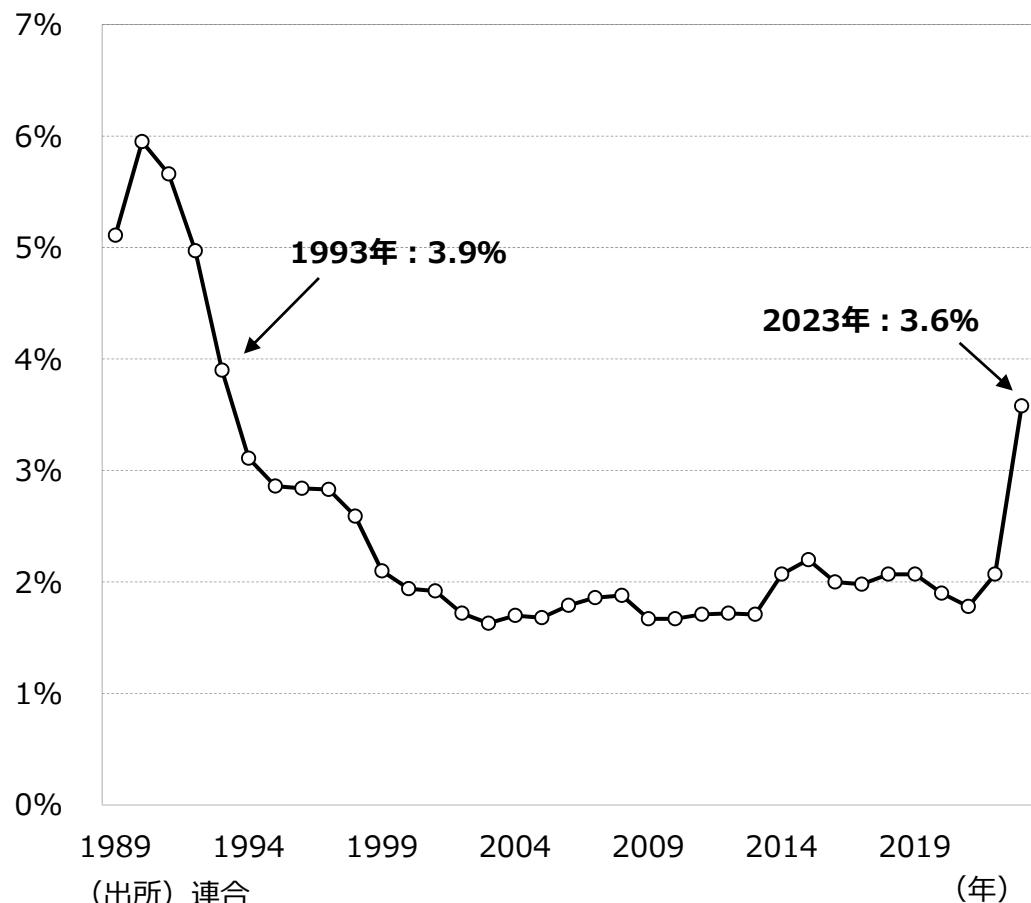
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# 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

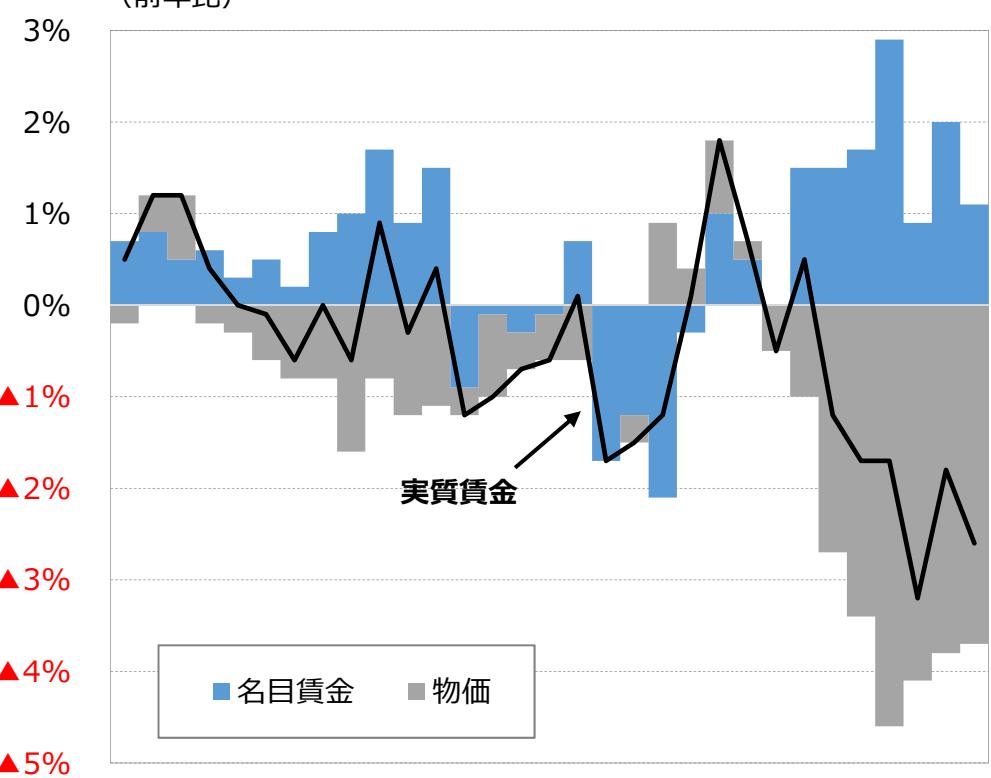
1989年～2023年、年次



実質賃金の推移

2016年1-3月期～2023年7-9月期、四半期

(前年比)



(出所) 厚生労働省、総務省

(注) 賃金は現金給与総額（従業員5人以上の事業所）

物価は消費者物価の総合（前年比）の逆目盛り

2023年7-9月期は7、8月の平均値

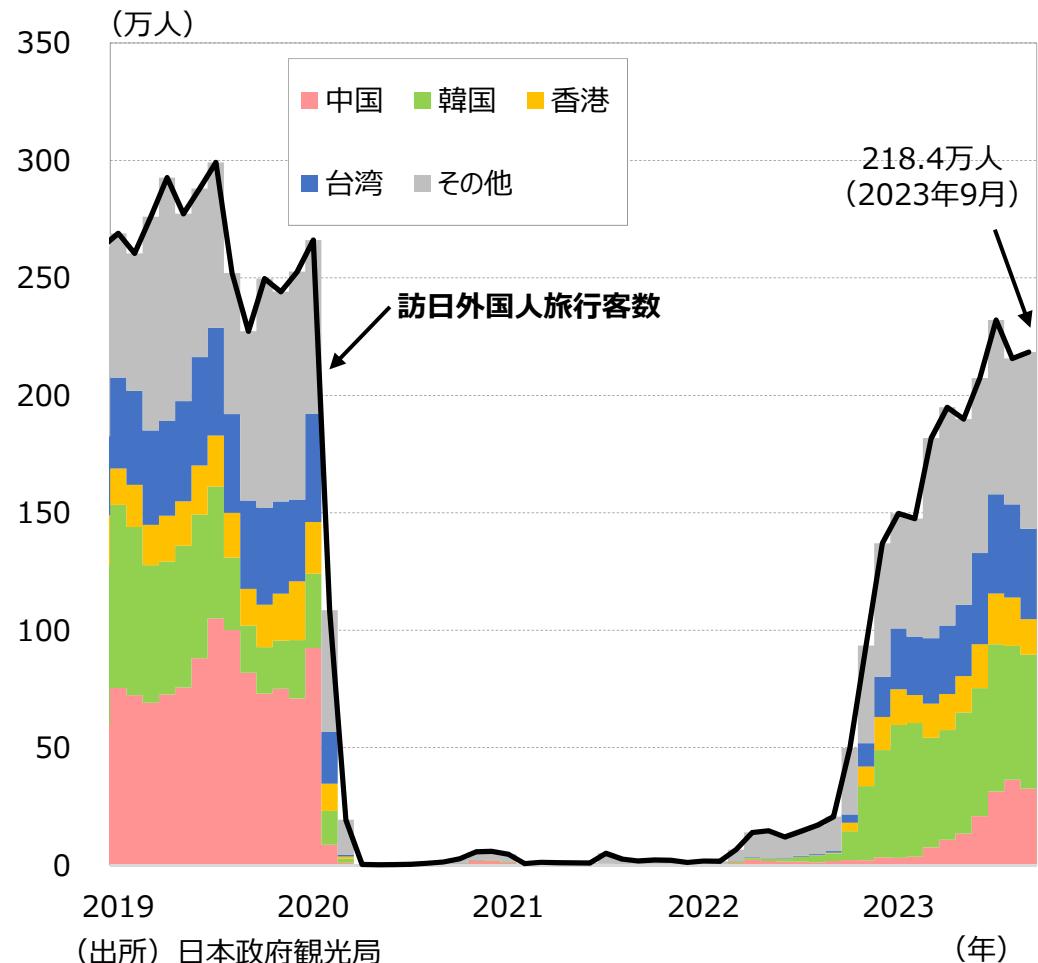
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# 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回復

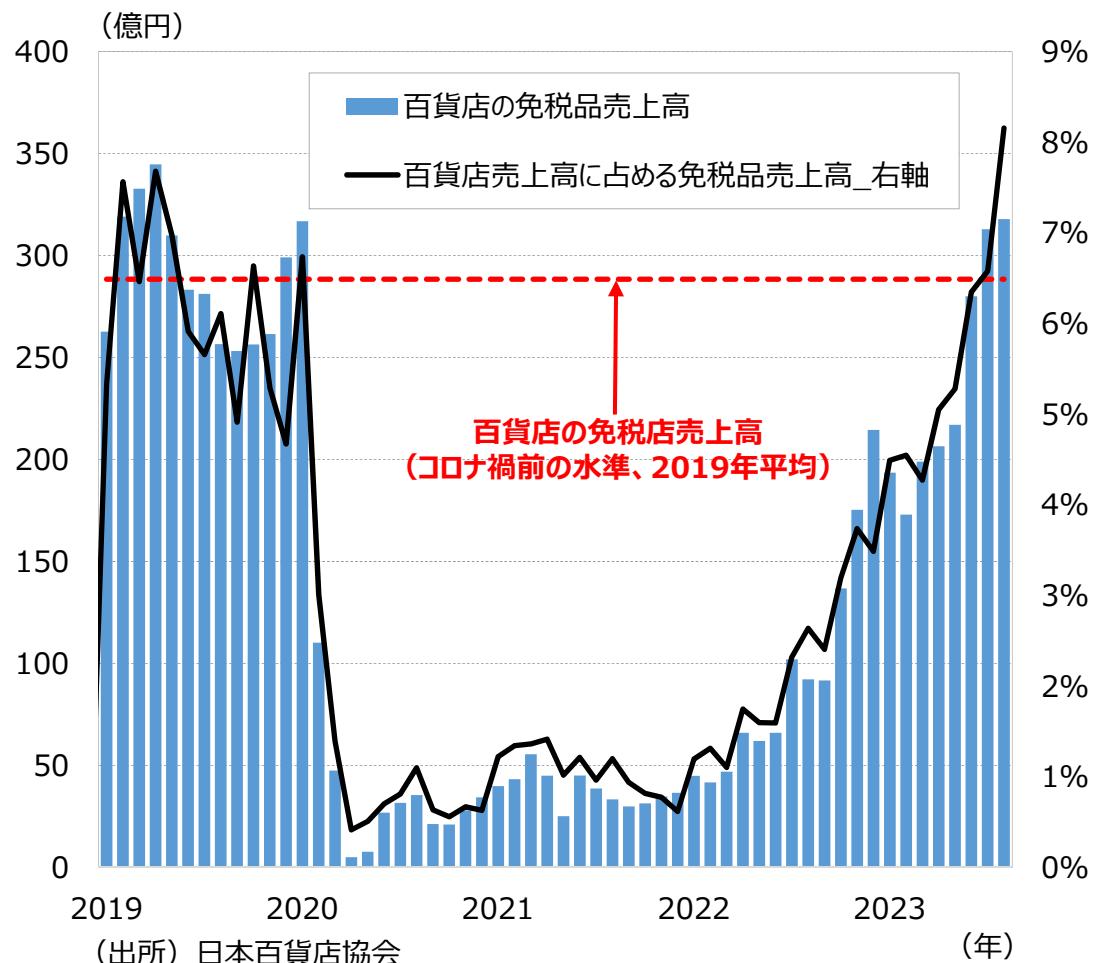
訪日外国人旅行客数の推移

2019年1月～2023年9月、月次



百貨店売上高に占める訪日消費の推移

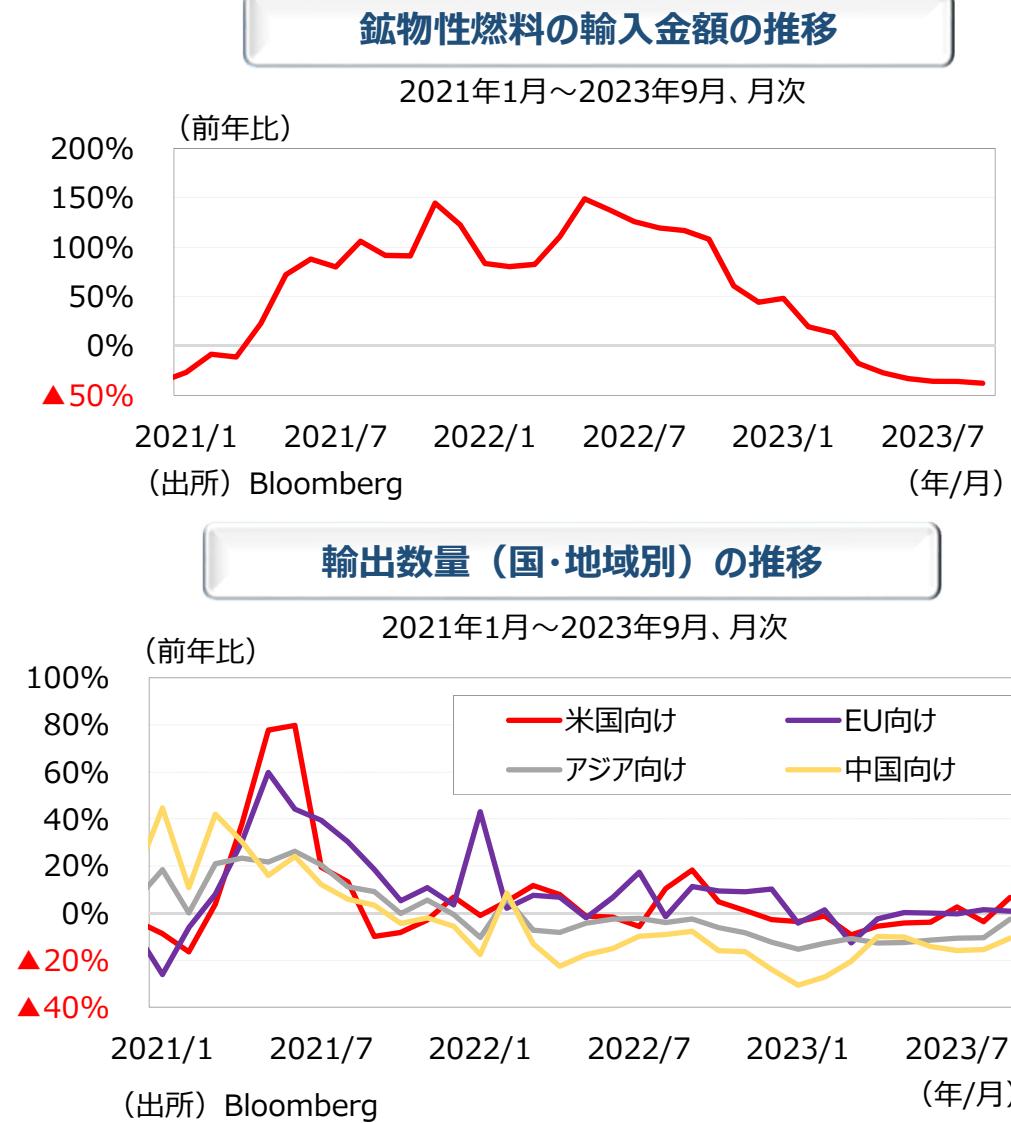
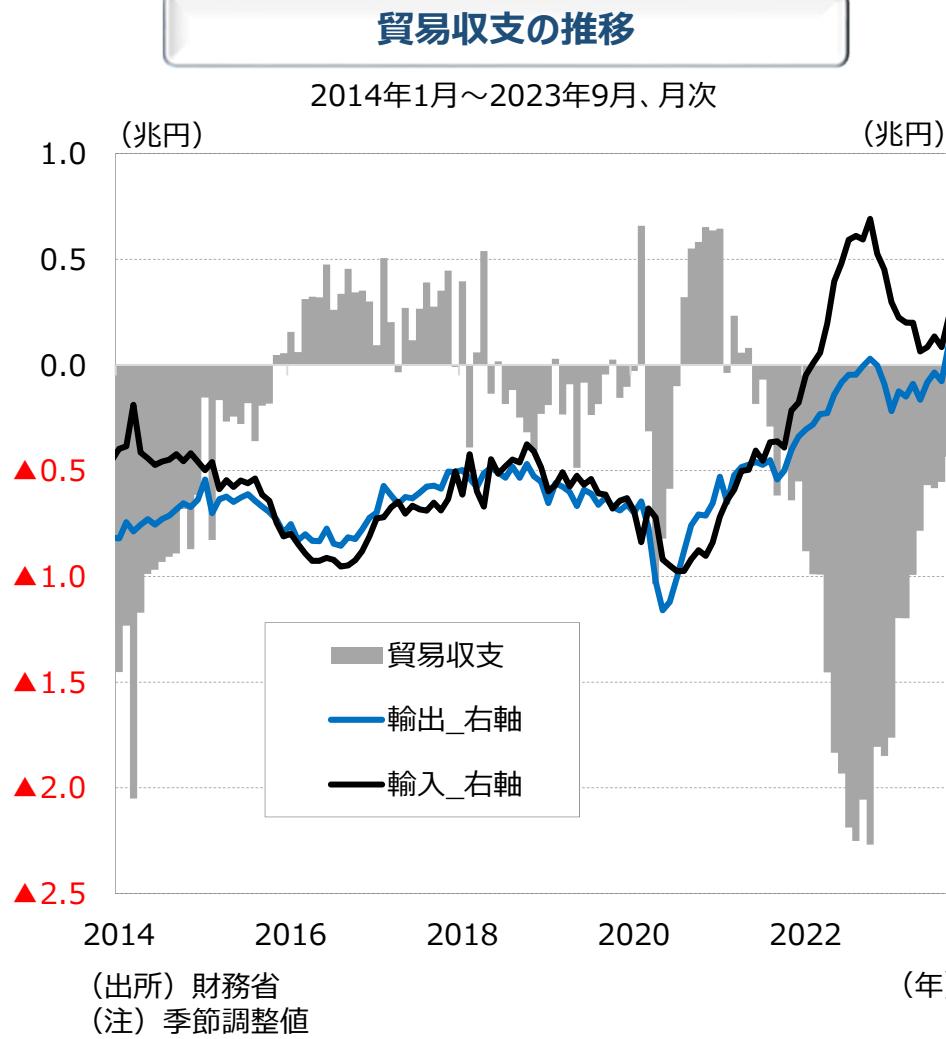
2019年1月～2023年8月、月次



※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。

# 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が影響



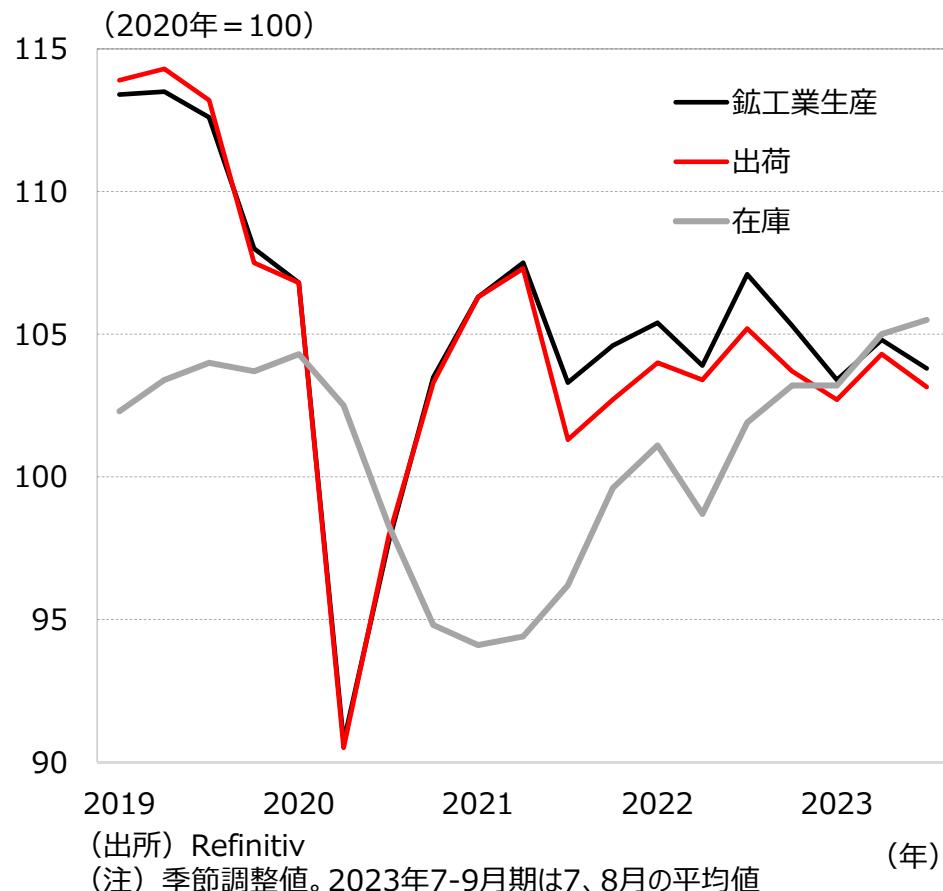
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# 日本～生産の動向

生産は横ばい圏で推移している。業種別では、供給制約の緩和を背景に、自動車などの輸送機械が持ち直し傾向。  
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、回復ペースは緩やかなものにとどまる公算

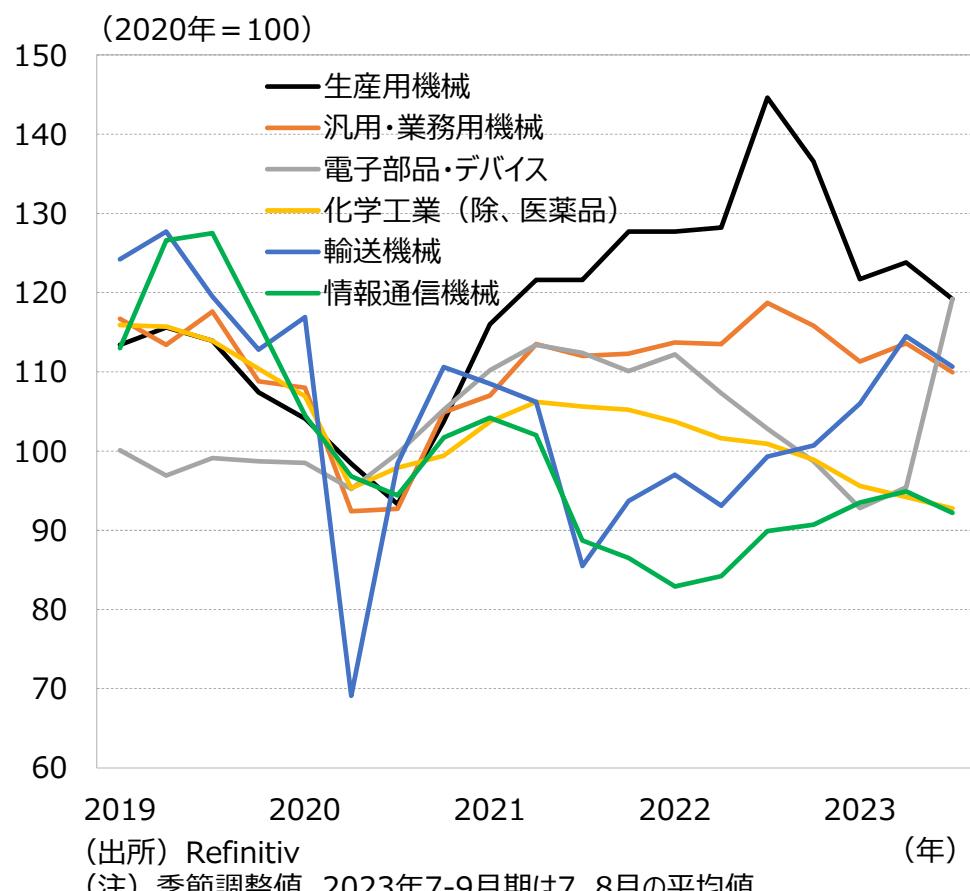
## 鉱工業生産・出荷・在庫の推移

2019年1-3月期～2023年7-9月期、四半期



## 鉱工業生産（業種別）の推移

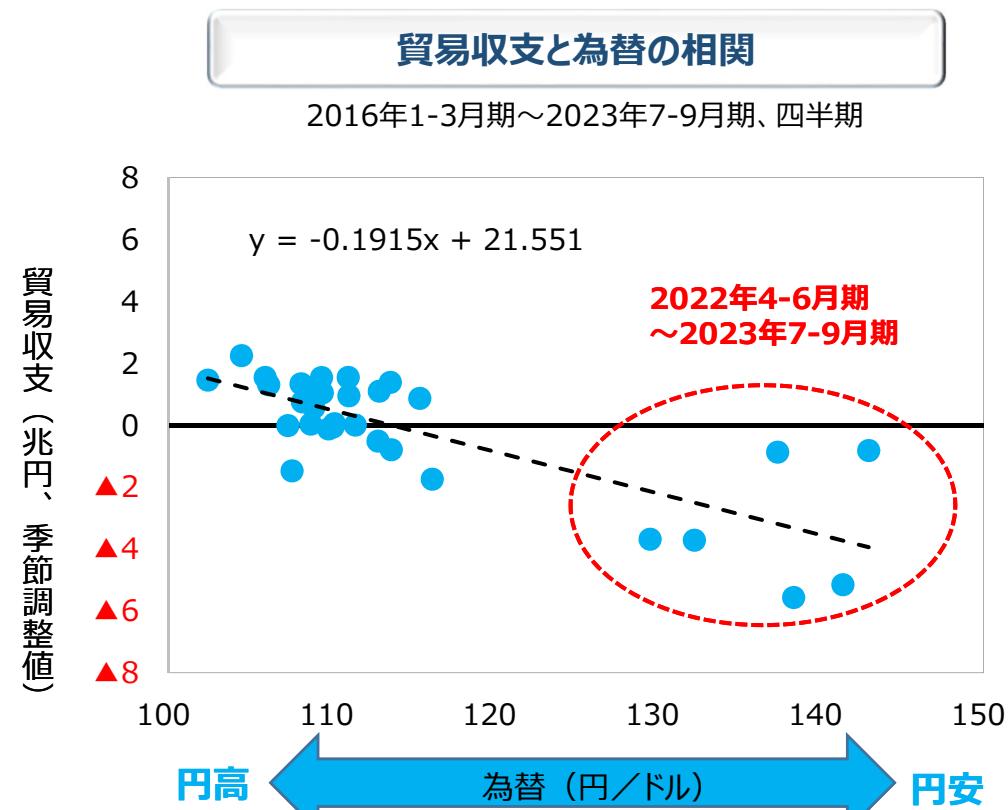
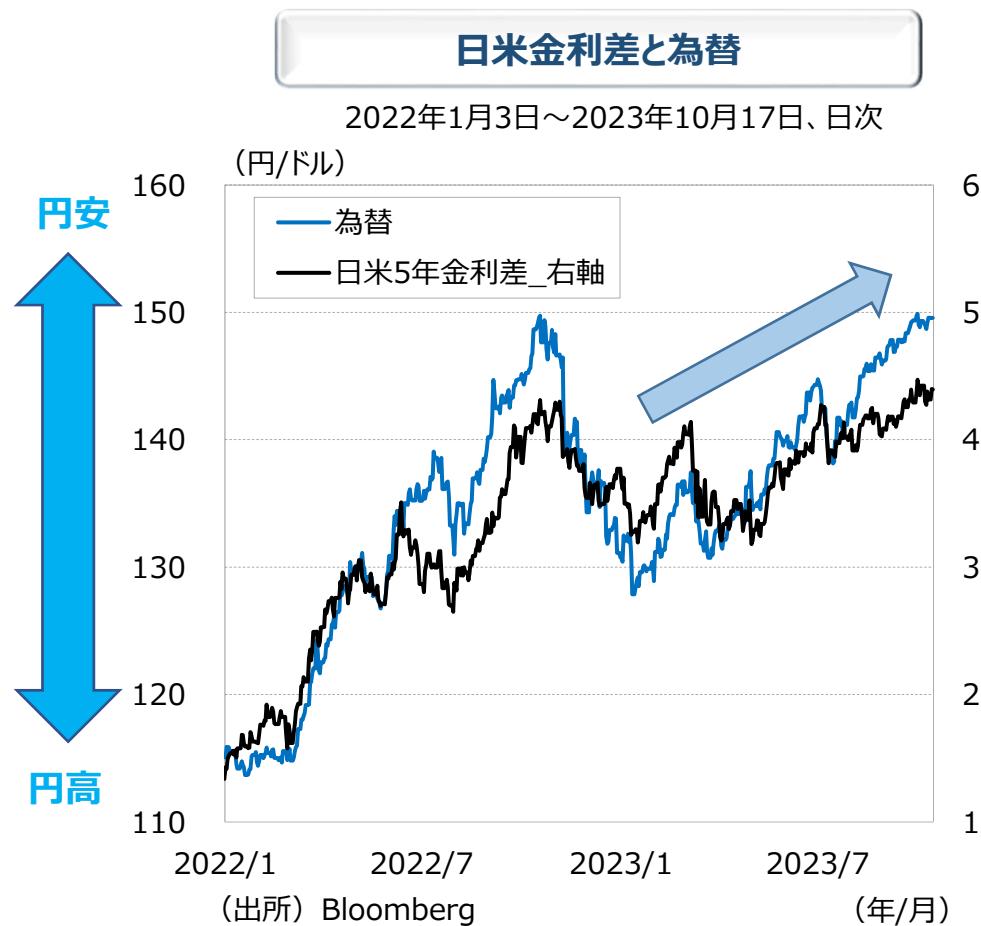
2019年1-3月期～2023年7-9月期、四半期



# (ご参考) 為替相場(米ドル円)の動向

## 2023年3月以降は、円安ドル高トレンドが再開

- 足もとの為替市場では、日米金利差の拡大等を背景に円安ドル高基調が継続
- また、円安基調が継続している要因の一つに、貿易赤字の定着がある。輸出業者の円需要以上に、輸入業者の外貨需要が大きいことが円売り・ドル買いにつながっている



（出所）

日本銀行、財務省

（注）2023年7-9月期の貿易収支は、7、8月の貿易収支（実績値、季節調整値）が9月も続いたと仮定

# 日本～金融政策（1）

日銀は7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）の柔軟化を決定。もっとも、2024年度以降の物価見通しが、「物価安定目標」である2%を下回ることから、日銀は金融緩和政策を粘り強く継続する姿勢を表明

## 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	ゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを行う。  その際の長期金利の変動幅を「±0.5%程度」を目指し、1.0%の利回りで指値オペを、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。	ゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを行う。  その際の長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、0.5%の利回りでの指値オペを、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。

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）

		実質GDP	消費者物価（除く生鮮食品）
		(対前年度比)	
2023年度	今回 (7月時点)	1.3%	2.5%↑
	前回 (4月時点)	1.4%	1.8%
2024年度	今回	1.2%	1.9%↓
	前回		2.0%
2025年度	今回	1.0%	1.6%→
	前回		

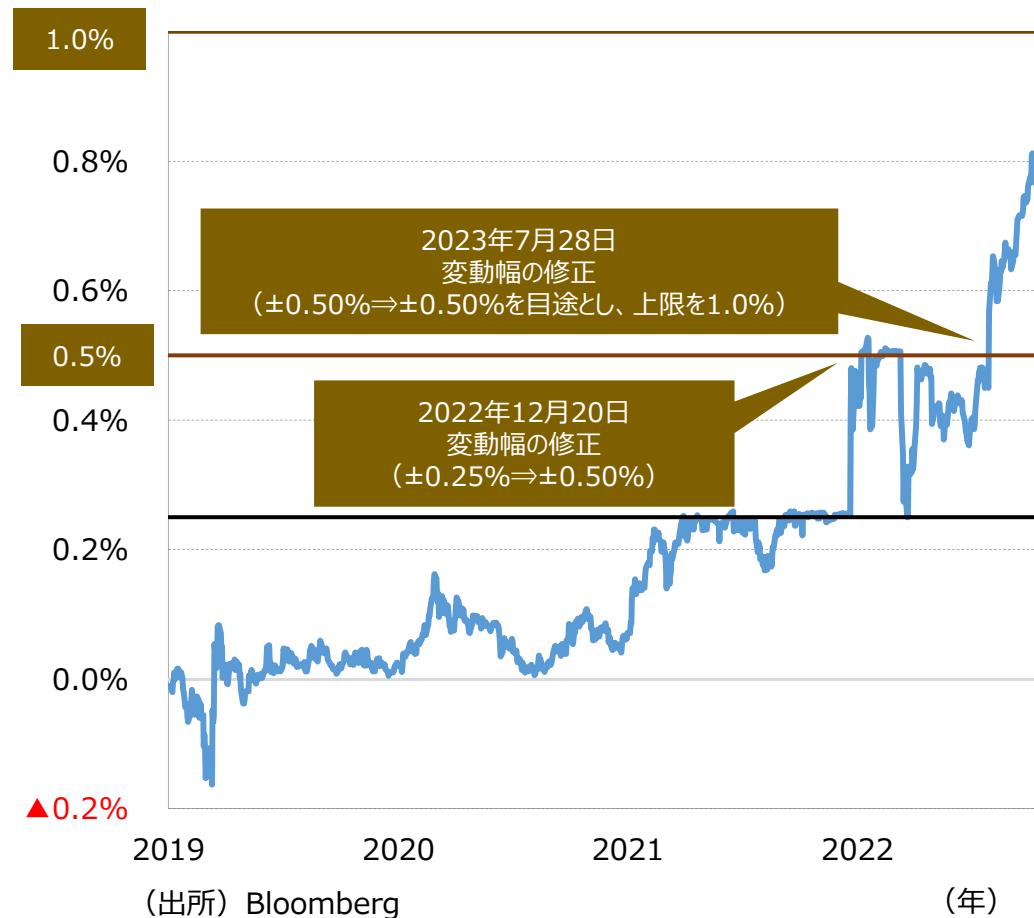
（出所）日本銀行公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成  
(注) 政策委員見通しの中央値

## 日本～金融政策（2）

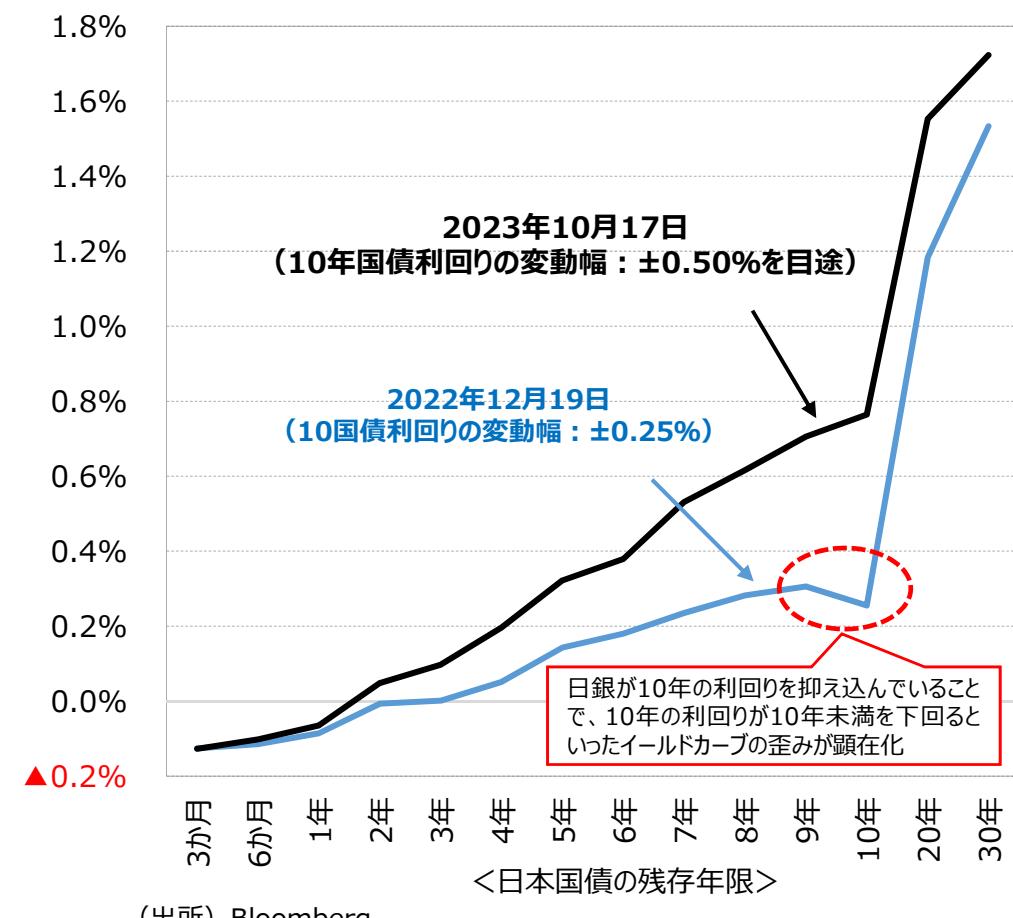
YCCの柔軟化により、長期金利はこれまでの上限である0.5%を突破し、上昇余地を探る展開が続く。イールドカーブの歪みは是正されつつある

長期（10年）国債利回り

2019年12月31日～2023年10月17日、日次



日本国債のイールドカーブ



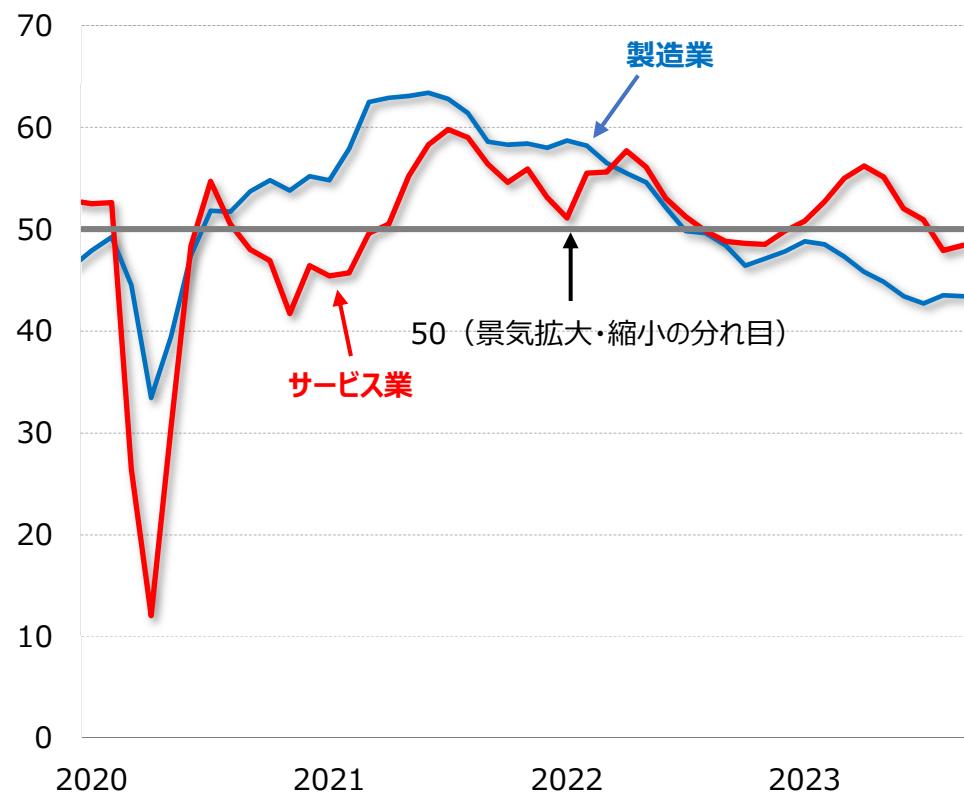
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# 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

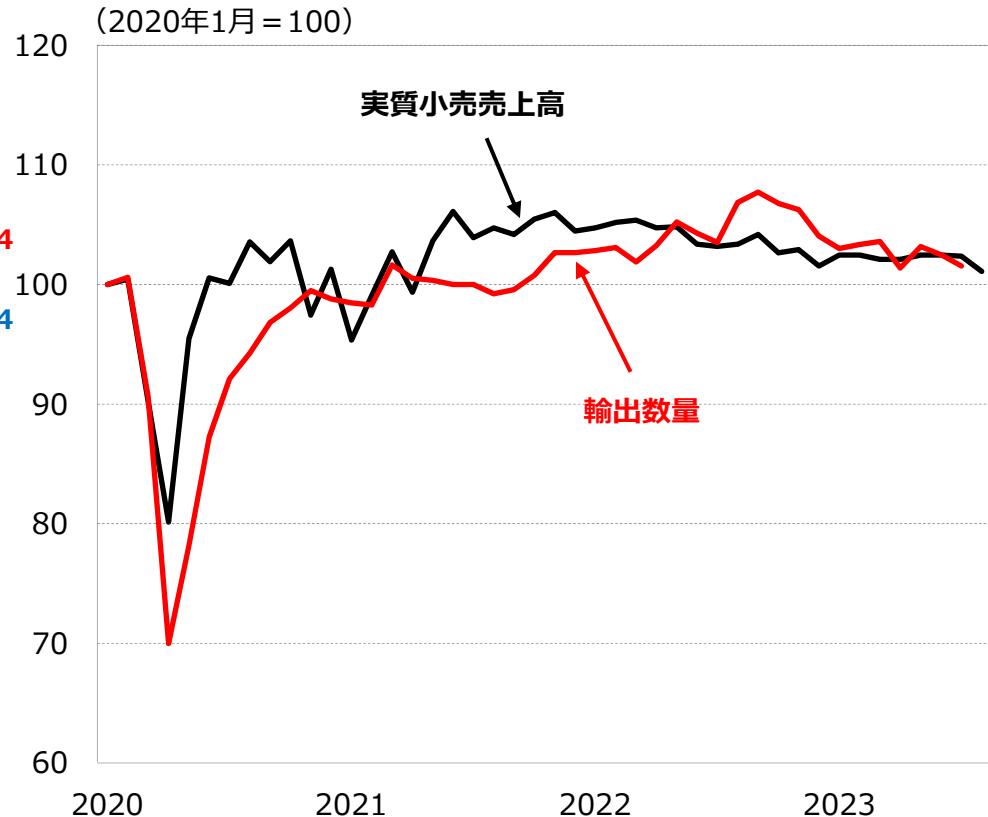
2020年1月～2023年9月、月次



(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8月、月次

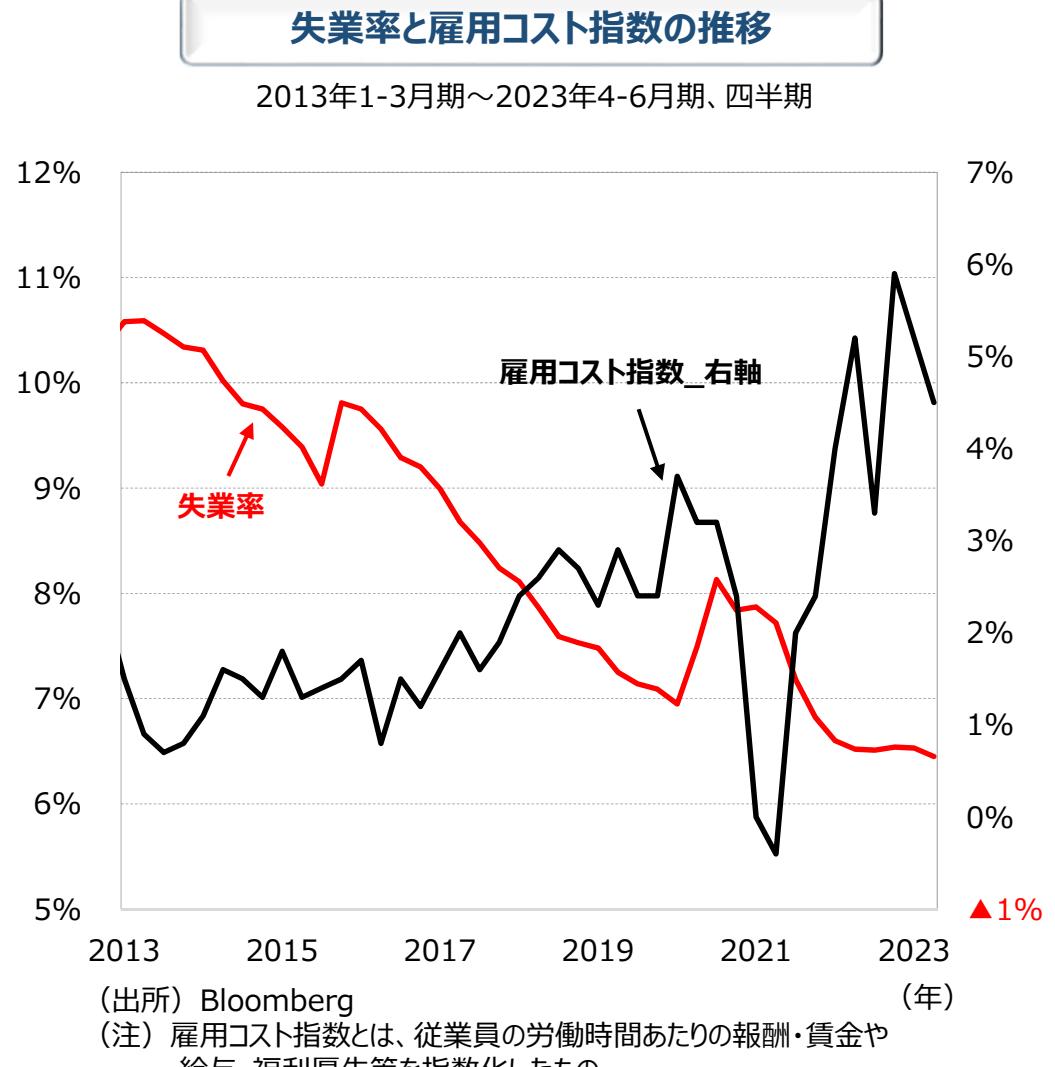
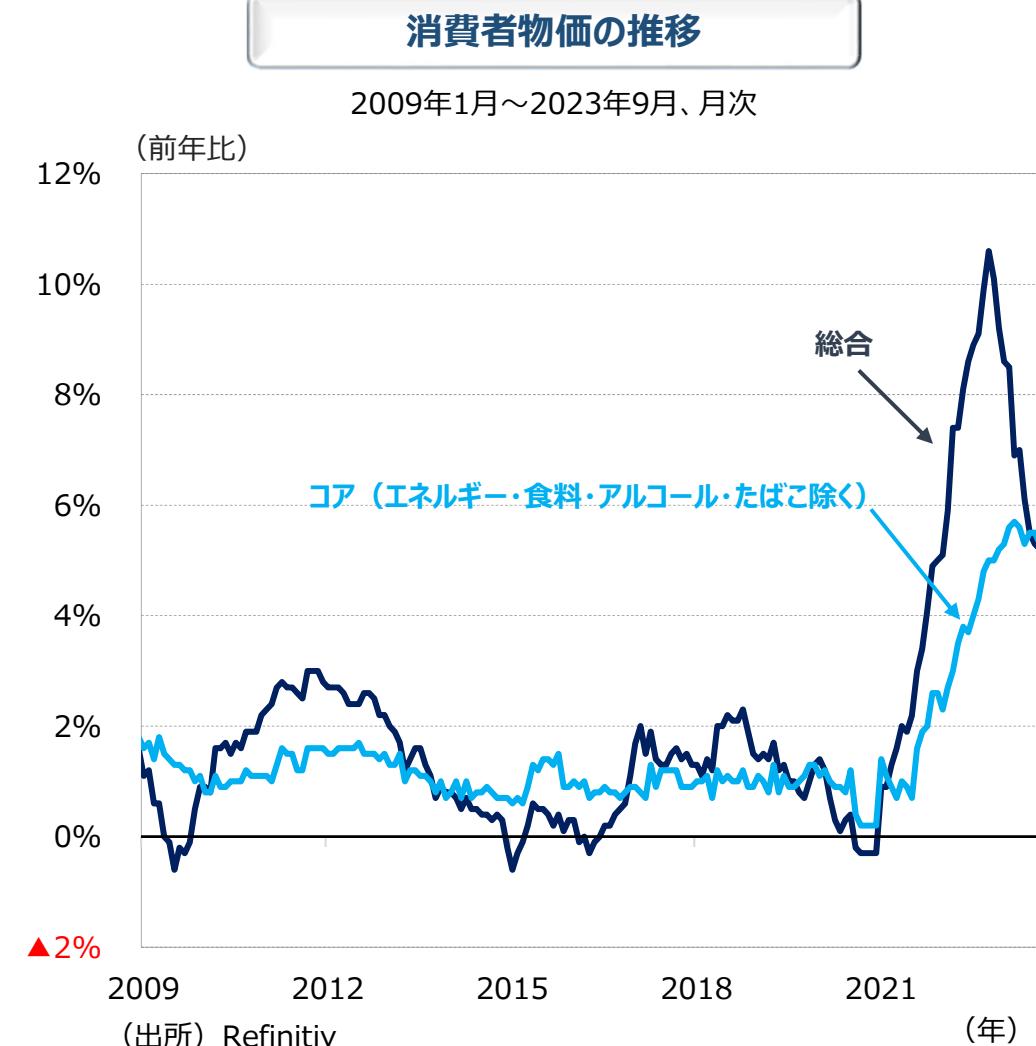


(出所) Bloomberg  
(注) 季節調整値。輸出数量は2023年7月までのデータ

※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～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



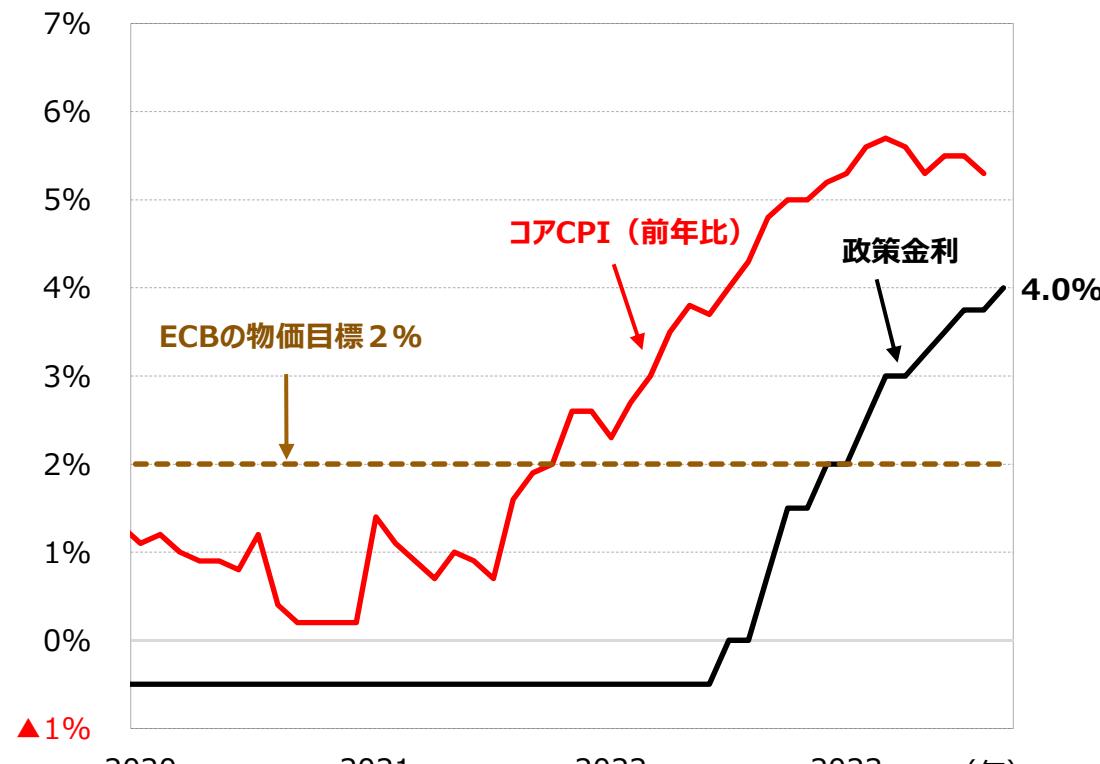
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# ユーロ圏～金融政策

ECB（欧州中央銀行）は9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、成長率が下方修正された一方で、インフレが上方修正されるなど、スタグフレーションへの懸念を高める見通しが示された

ECBの主要政策金利

2020年1月～2023年9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8月までのデータ

ECBの経済見通し（9月公表時点）

		2023年	2024年	2025年
実質GDP (前年比)	9月	0.7%↓	1.0%↓	1.5%↓
	6月	0.9%	1.5%	1.6%
インフレ率 (前年比)	総合	9月 5.6%↑	3.2%↑	2.1%↓
	6月	5.4%	3.0%	2.2%
コア	9月	5.1%	2.9%↓	2.2%↓
	6月	5.1%	3.0%	2.3%
失業率	9月	6.5%	6.7%↑	6.7%↑
	6月	6.5%	6.4%	6.3%

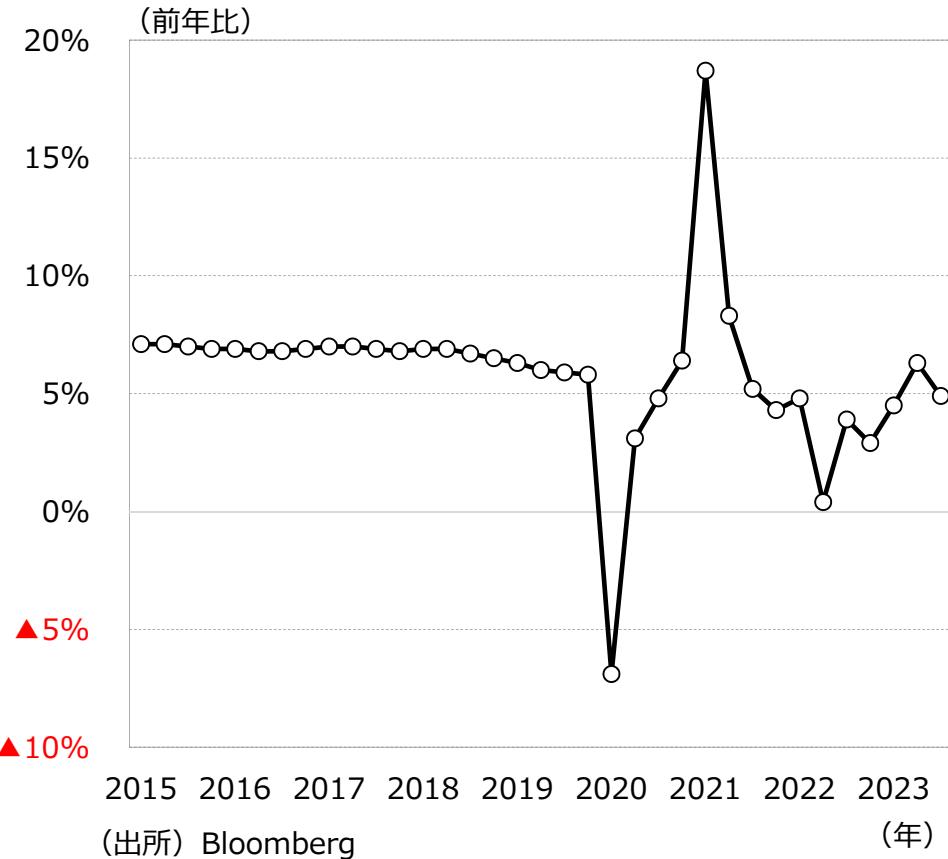
(出所) ECB公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

# 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は景気の底入れを示唆

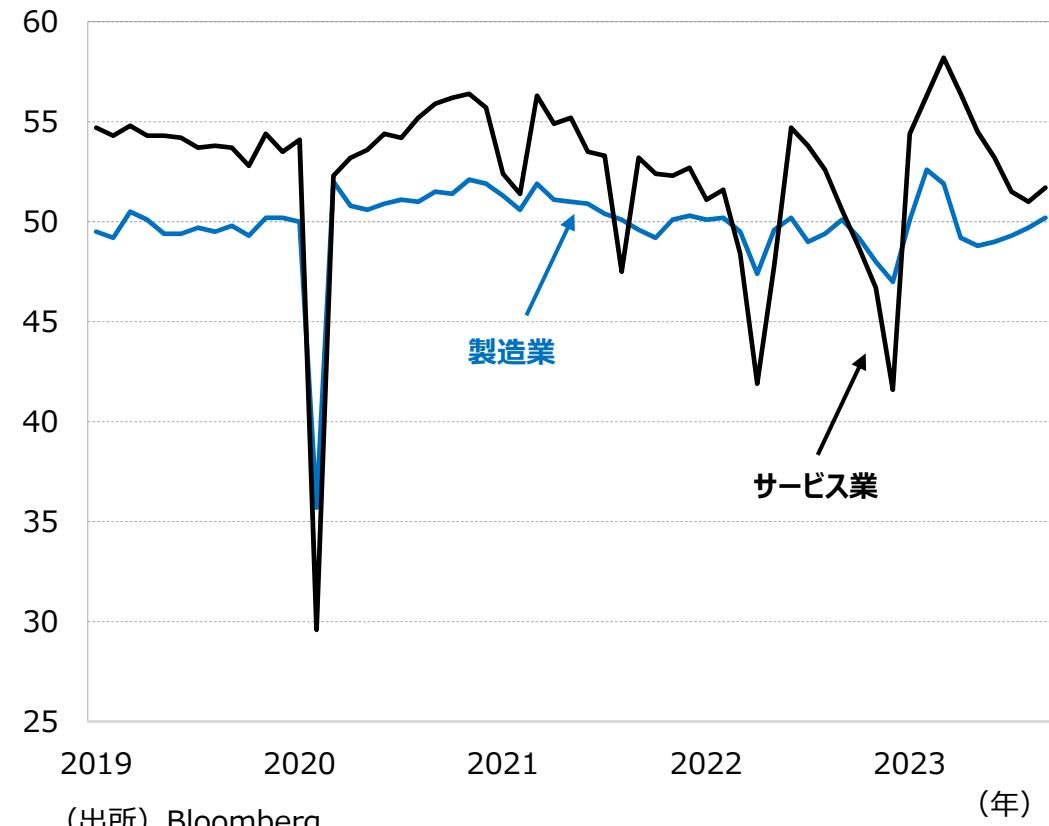
実質GDP成長率の推移

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9月、月次



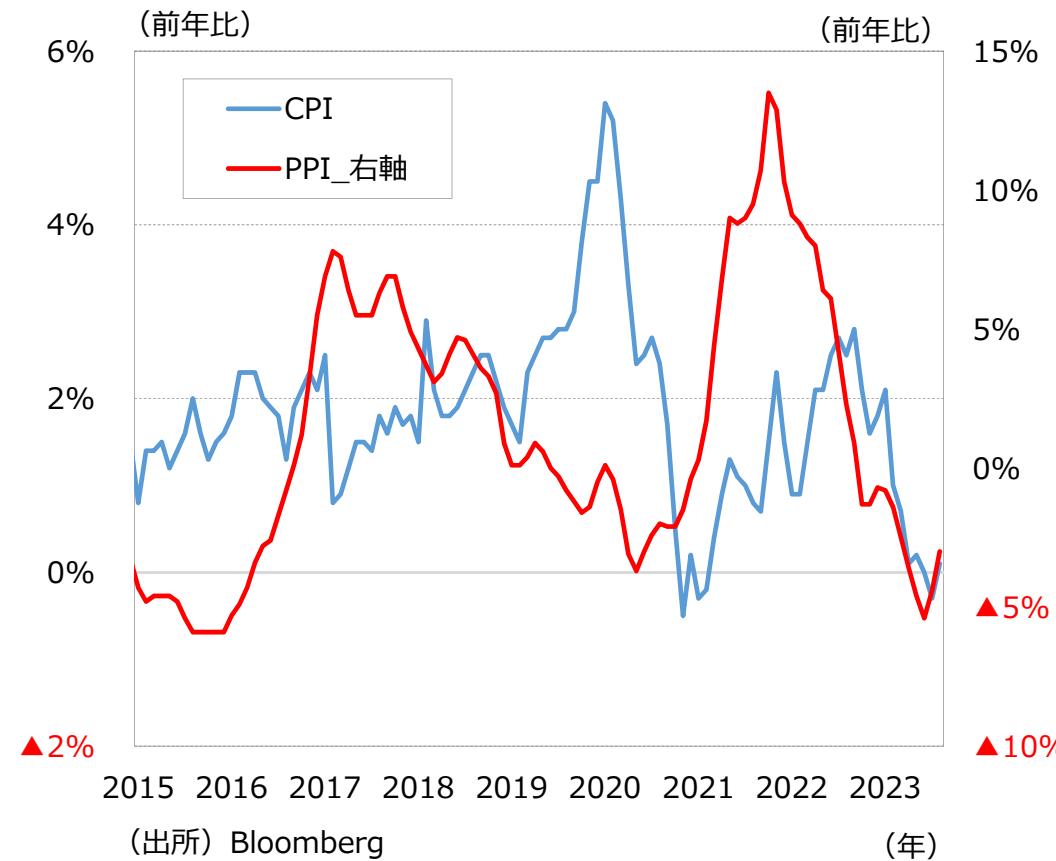
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# 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、ディスインフレ圧力を強める可能性

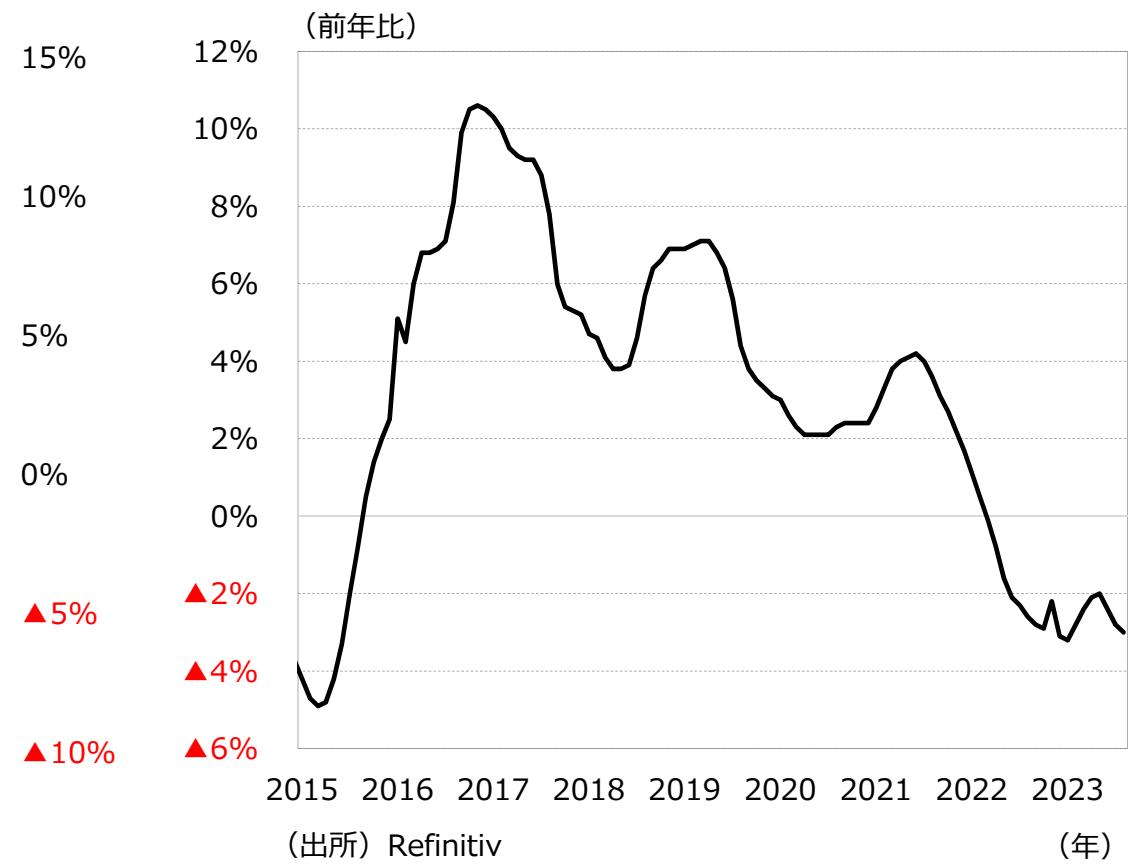
## CPIとPPIの推移

2015年1月～2023年8月、月次



## 中古住宅価格（主要70都市）の推移

2015年1月～2023年8月、月次



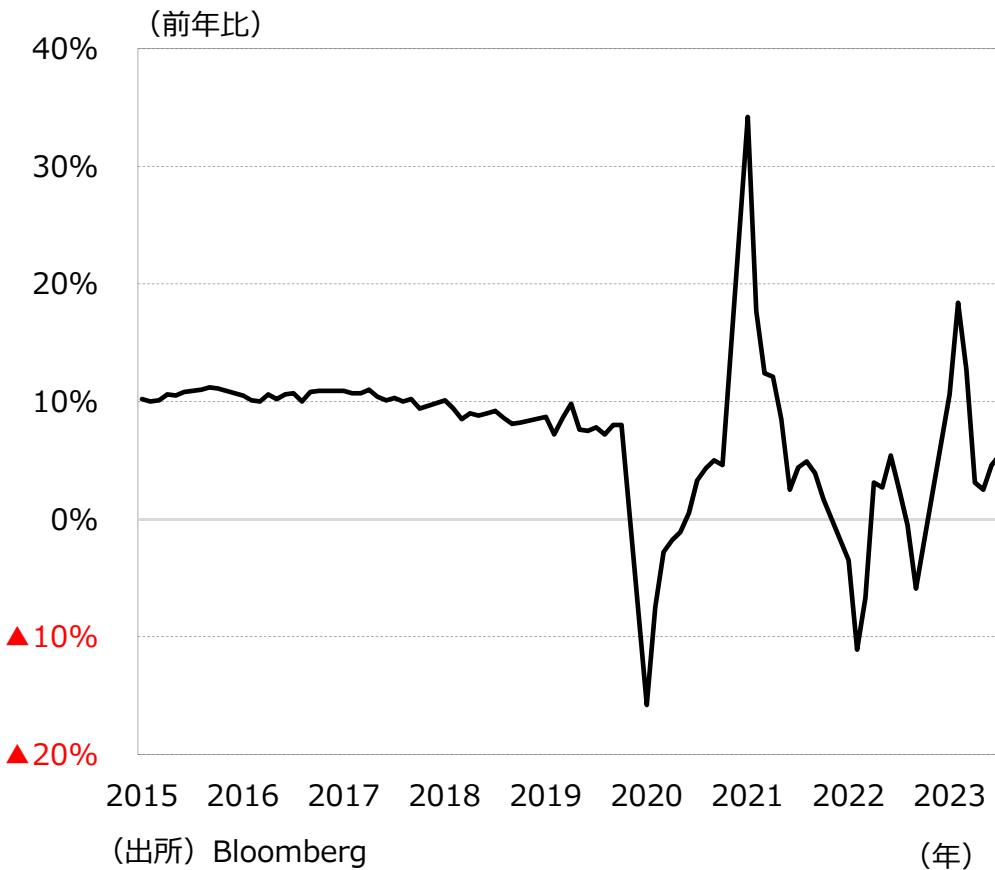
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# 中国～その他主要経済指標

小売売上高は、上海ロックダウン（2022年3月～5月）の反動で年初から4月にかけて伸びが高まった後、昨年のベース効果のはぐ落もあり、年初から伸びは鈍化傾向。また不動産開発投資の減速により固定資産投資の増勢は鈍化する状況

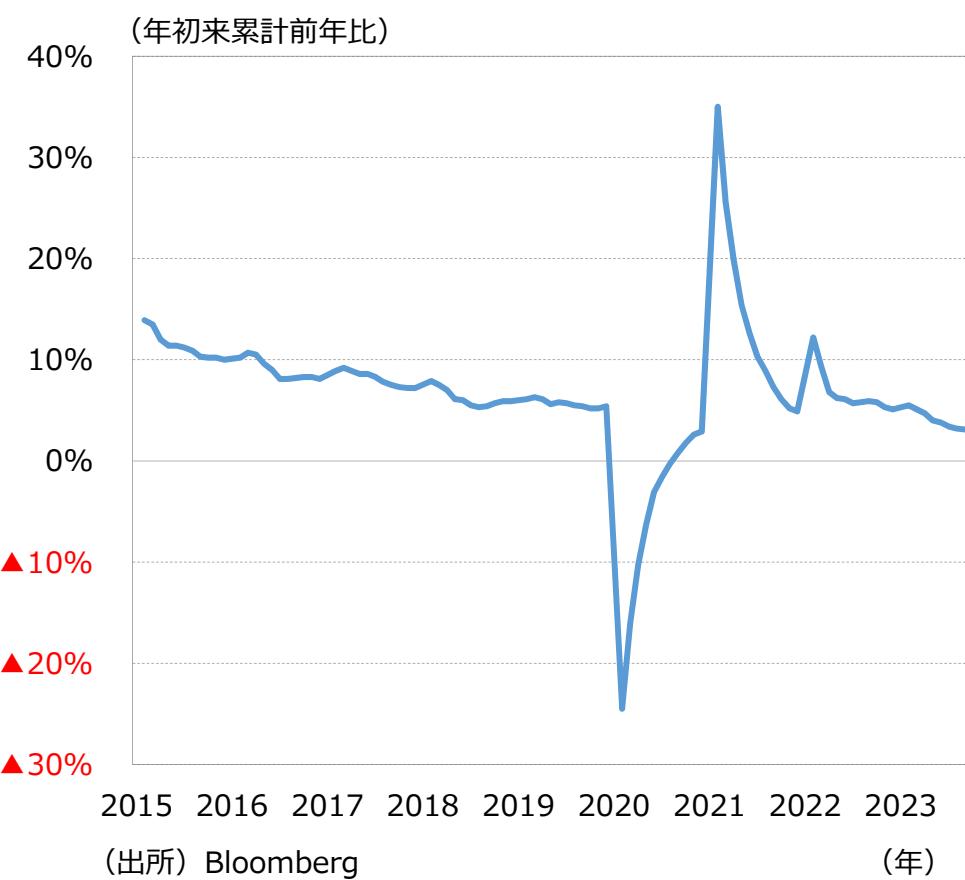
小売売上高の推移

2015年3月～2023年9月、月次



固定資産投資の推移

2015年2月～2023年9月、月次



※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。

# (ご参考) 2023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	31-2/1	議会証言	21-22 (経済見通し)		2-3	13-14 (経済見通し)	25-26	ジャクソンホール会議	19-20 (経済見通し)	31-11/1		12-13 (経済見通し)
	政治		一般教書	予算教書									
日本	金融政策決定会合など	17-18 (展望レポート)		9-10	8 黒田総裁任期 27-28 (展望レポート)	15-16	27-28 (展望レポート)			21-22	30-31 (展望レポート)		18-19
	政治				統一地方選挙	19-21 G7サミット (広島)	骨太方針閣議決定						
欧州	金融政策決定会合		2	16 (経済見通し)		4	15 (経済見通し)	27		14 (経済見通し)	26		14 (経済見通し)
	政治						ギリシャ議会選挙(夏頃)						スペイン議会選挙
その他	政治			(中国) 全国人民代表大会(全人代)	IMF世界経済見通し						IMF世界経済見通し		(中国) 中央経済工作会议

(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コクサイ指数 (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9月末	1,835.94	373.60	2,461.18	900.49	1,945.25	144.81	142.32
2023年9月末	2,323.39	365.13	2,946.92	919.40	1,859.59	149.58	158.00
騰落(変化)率	26.6%	-2.3%	19.7%	2.1%	-4.4%	3.3%	11.0%

※日本の営業日ベースで記載しています。

## 金融市场（各参考指数）の推移（資産別）

2019年12月末～2023年9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。

# 2023年度のマーケット見通し（概要）

対象資産	コメント
【国内株式】 TOPIX	追加経済対策が10月中の策定を目指して検討されるなど、政府による経済・物価対策にも支えられ、国内経済の先行きに対する楽観的な見方が株価を下支えすると予想。ただし、欧米中央銀行の金融引き締め政策による消費および設備投資への影響に加え、中国経済が想定よりも低調な動きとなっていること、さらにOPECの減産延長に伴う原油価格の上昇やウクライナ情勢をはじめとした地政学的リスクの高まりなどには、引き続き留意が必要。
【国内債券】 10年国債利回り	10月の日銀金融政策決定会合開催時に発表される展望レポートにおいて、日銀は物価見通しを上方修正して金融政策の修正に踏み切るのではとの懸念がくすぶるなか、長期金利には上昇圧力がかかりやすい環境が継続することを想定。ただし、日銀は臨時オペなどにより長期金利の急上昇を抑制することが見込まれることから、10年国債利回りは0.7～0.8%程度の狭いレンジ内で推移すると予想。
【J-REIT】 東証REIT指数	都心のオフィスビルの賃貸市況は、今年の大規模オフィスビルの新規供給増加の影響を受けながらも、好調な企業業績や出社率の回復などを背景として、今後の空室率改善への期待が強まりつつある。しかし、現在の空室率は高水準であり、2025年にはオフィスビルの供給が再び増加する見込みであることから、平均募集賃料の下落傾向は当面続くと予想。
【米国株式】 NYダウ 工業株30種	利上げ打ち止めにより金融政策の不透明感が後退するなか、足元景気は底堅く推移しているものの、徐々に景気減速が意識されてくると想定。年初は、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上値の重い展開が想定されるものの、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。
【米国債券】 10年国債利回り	米国債利回りは、ソフトランディング（実体経済への悪影響を最小限にとどめること）への期待が高まっているものの、すでに政策金利が相対的に高い水準となっていることから、将来的な景気や雇用の悪化なども意識され、中長期的には低下基調となる展開を予想。
【為替】 米ドル円	FRBが金融引き締めに積極的な姿勢を維持するなか、米ドル高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9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。

# 国内株式市場 見通し

## 政府による経済・物価対策や国内の経済活動の効果に支えられ、上昇する展開を想定

- 追加経済対策が10月中の策定を目指して検討されるなど、政府による経済・物価対策にも支えられ、国内経済の先行きに対する楽観的な見方が株価を下支えすると予想します。
- ただし、欧米中央銀行の金融引き締め政策による消費および設備投資への影響に加え、中国経済が想定よりも低調な動きとなっていること、さらにOPECの減産延長に伴う原油価格の上昇やウクライナ情勢をはじめとした地政学的リスクの高まりなどには、引き続き留意が必要と考えます。

### 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9月29日まで

※予想は2023年9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9月29日まで

※予想は2023年9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9月末時点の予想です。

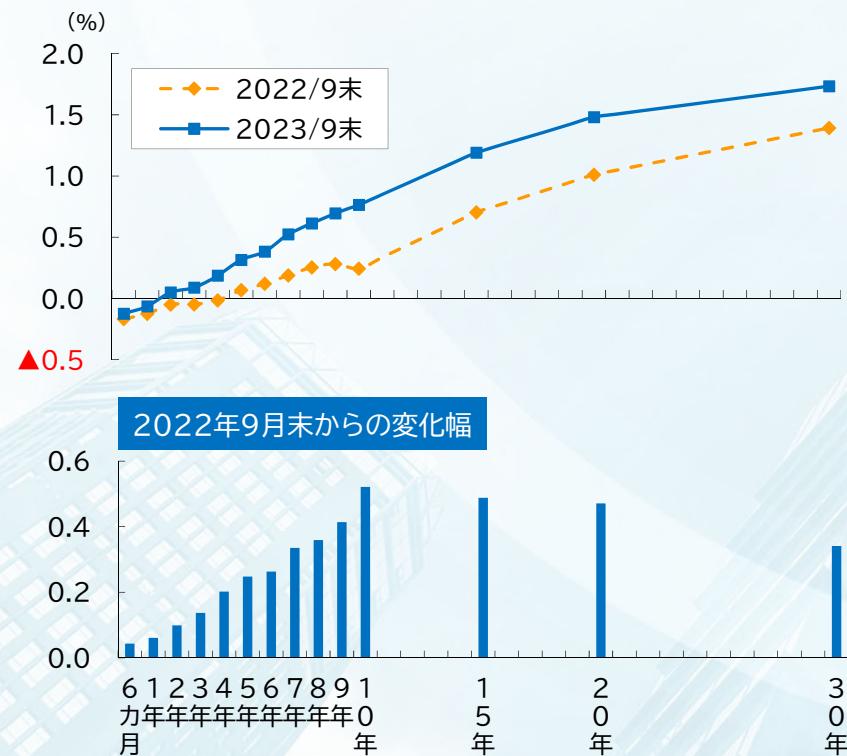
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

# 国内債券市場 見通し

## 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かりやすい環境が継続すると予想

- 10月の日銀金融政策決定会合開催時に発表される展望レポートにおいて、日銀は物価見通しを上方修正して金融政策の修正に踏み切るのではとの懸念がくすぶるなか、長期金利には上昇圧力がかかりやすい環境が継続すると予想します。
- ただし、日銀は臨時オペなどにより長期金利の急上昇を抑制することが見込まれることから、10年国債利回りは0.7～0.8%程度の狭いレンジ内で推移すると考えます。

### 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



(出所) Bloomberg

※上記は東京海上アセットマネジメントの2023年9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。

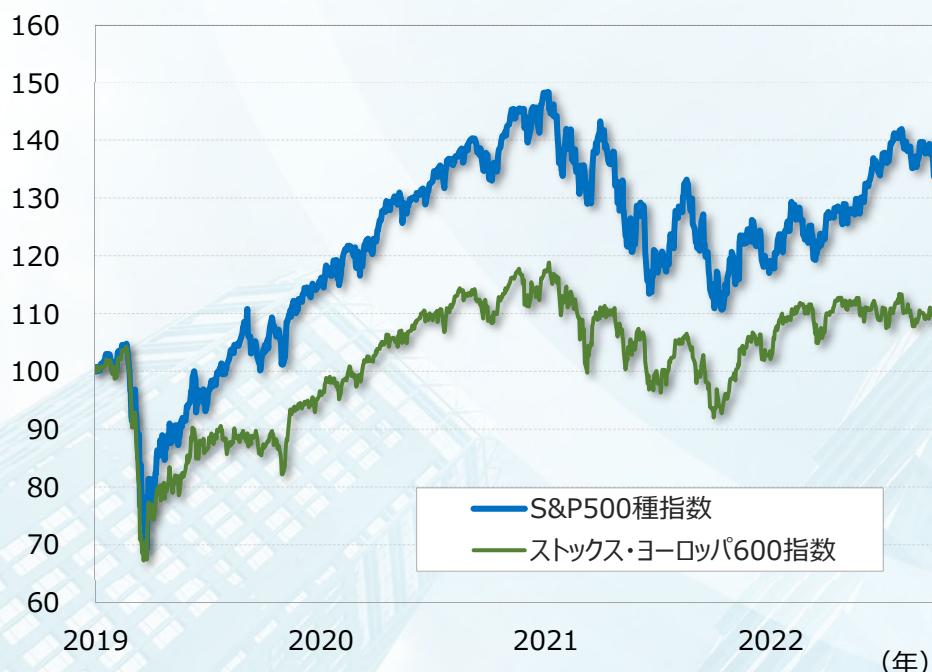
# 先進国株式市場 見通し

年内は景気後退に対する懸念が残存も、年明け以降は利下げ期待や景気回復期待から、上昇する展開を予想

- 利上げ打ち止めにより金融政策の不透明感が後退するなか、足元景気は底堅く推移しているものの、徐々に景気減速が意識されてくると想定されます。
- 年初は、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上値の重い展開が想定されるものの、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9月末、日次



## 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9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)



※上記は東京海上アセットマネジメントの2023年9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。

# 先進国債券市場（米国・ドイツ）見通し

## 米・欧の長期金利は、中長期的には景気の悪化が意識されることから、低下基調での推移を見込む

- 米国では、ソフトランディング（実体経済への悪影響を最小限にとどめること）への期待が高まっているものの、すでに政策金利が相対的に高い水準となっていることから、将来的な景気や雇用の悪化なども意識され、中長期的には低下基調となる展開を予想します。
- 欧州では、物価の高止まりを受けECBが金融引き締めに積極的な姿勢を維持しているものの、中長期的には欧州経済の下振れに対する懸念から、低下基調となる展開を予想します。

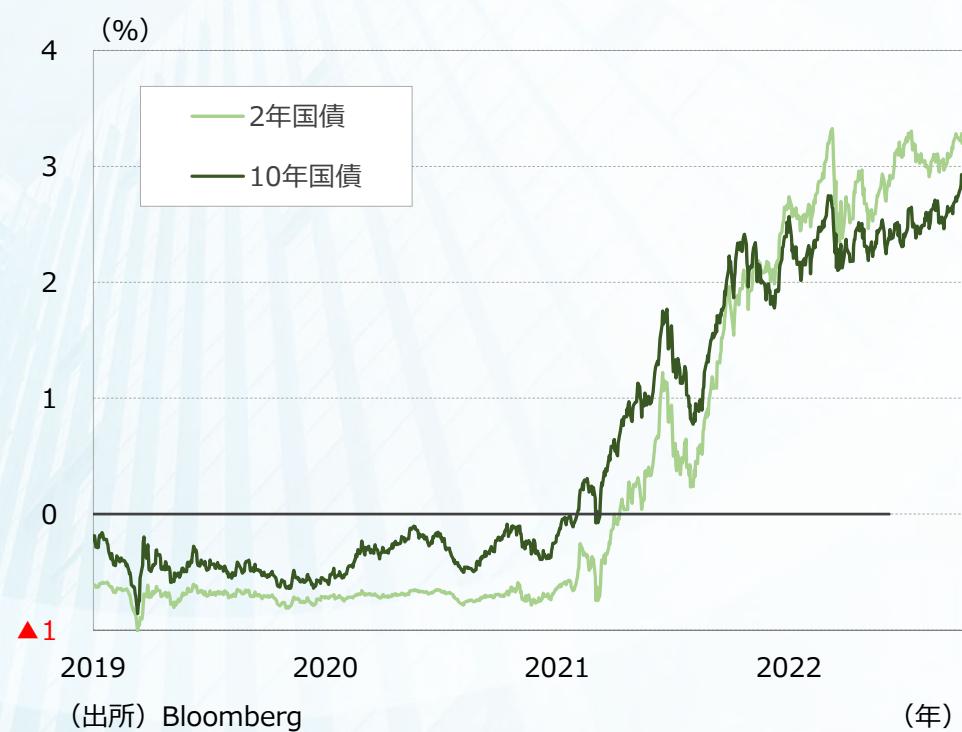
### 米国 年限別国債利回り（2年・10年）

2019年12月末～2023年9月末、日次



### ドイツ 年限別国債利回り（2年・10年）

2019年12月末～2023年9月末、日次



※上記は東京海上アセットマネジメントの2023年9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。

# J-REIT市場 見通し

## 好調な企業業績や出社率の回復などを背景に、今後の空室率改善への期待が強まると予想

- J-REIT市場では、都心のオフィスビルの賃貸市況は今年の大規模オフィスビルの新規供給増加の影響を受けながらも、好調な企業業績や出社率の回復などを背景として、今後の空室率改善への期待が強まりつつあります。
- ただし、現在の空室率は高水準であり、2025年にはオフィスビルの供給が再び増加する見込みであることから、平均募集賃料の下落傾向は当面続くと考えます。

東証REIT指数と東証REIT用途別指標の推移（配当込み）



主要国のREITと10年国債の利回り格差



※上記は東京海上アセットマネジメントの2023年7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。

# 指標について

## TOPIX

TOPIXの指標値および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、指標の算出、指標値の公表、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の指標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。同指標の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。

また、MSCIは同指標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指標

「東証REIT指標」は、株式会社JPX総研が算出する株価指標であり、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指標の指標値および東証REIT指標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、指標の算出、指標値の公表、利用等東証REIT指標に関するすべての権利・ノウハウおよび東証REIT指標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指標の指標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種指標

S&P500種指標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ス エルエルシーに帰属します。

## ストックス・ヨーロッパ600指標

ストックス・ヨーロッパ600指標はストックス・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をご確認ください。

※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)をご覧の上、ご自身でご判断ください。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。