



### 1. 概観

- 株式** 3月の主要国の株式市場は、堅調な展開となりました。米国株式市場は、米連邦準備制度理事会（FRB）が公表した政策金利見通しで年内3回としていた利下げ予想を維持したことなどを受けて、投資家のリスク選好姿勢が強まり、続伸しました。NYダウは5カ月連続で上昇し、最高値を更新しました。欧州の株式市場は、長期金利の低下を受けてドイツDAX指数が最高値を更新するなど堅調な動きとなりました。日本の株式市場も、日経平均株価が4万円台に乗せるなど最高値を更新し、上値を迫る展開となりました。日銀が金融政策決定会合でマイナス金利の解除を決めたものの、当面緩和的な金融環境が続くとの見測などから上昇しました。中国株式市場は、前月に大きく反発した影響もあり、上海総合指数、香港ハンセン指数ともに小幅な上昇となりました。
- 債券** 米国の10年国債利回り（長期金利）は、FRBが公表した政策金利見通しやパウエルFRB議長のハト派発言を受け、FRBが6月にも利下げを開始するとの見測から小幅に低下しました。ドイツの長期金利は、欧州中央銀行（ECB）が経済予測で24～25年のインフレ率見通しを引き下げたことを受けて低下しました。一方、日本の長期金利は、日銀が金融政策決定会合で大規模緩和政策を大きく修正したことを受け、小幅に上昇しました。
- 為替** 円の為替レートは、日銀が大規模緩和政策を大きく修正したものの、日米金利差が開いた状況が長く続くとの見方が優勢となり、151円台に下落しました。
- 商品** 原油価格は、米国経済が堅調さを示したことやロシア産原油の供給が減るとの見方が強まり、需給の引き締め状態が続くとの見測から上昇しました。

### 3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 (%)
	2024/3/29	2024/2/29		2023/12/29		2023/9/29	
NYダウ (米国)	39,807.37	38,996.39	2.08%	37,689.54	5.62%	33,507.50	18.80%
日経平均株価 (日本)	40,369.44	39,166.19	3.07%	33,464.17	20.63%	31,857.62	26.72%
DAX指数 (ドイツ)	18,492.49	17,678.19	4.61%	16,751.64	10.39%	15,386.58	20.19%
FTSE指数 (英国)	7,952.62	7,630.02	4.23%	7,733.24	2.84%	7,608.08	4.53%
上海総合指数 (中国)	3,041.17	3,015.17	0.86%	2,974.94	2.23%	3,110.48	▲2.23%
香港ハンセン指数 (中国)	16,541.42	16,511.44	0.18%	17,047.39	▲2.97%	17,809.66	▲7.12%
ASX指数 (豪州)	7,896.86	7,698.70	2.57%	7,590.82	4.03%	7,048.64	12.03%
SENSEX指数 (インド)	73,651.35	72,500.30	1.59%	72,240.26	1.95%	65,828.41	11.88%
<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	174.31	170.64	2.15%	177.83	▲1.98%	155.25	12.28%
<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	4.200	4.250	▲0.050%	3.879	0.321%	4.571	▲0.371%
日本10年国債	0.727	0.709	0.018%	0.614	0.113%	0.765	▲0.038%
ドイツ10年国債	2.298	2.411	▲0.113%	2.024	0.274%	2.839	▲0.541%
英国10年国債	3.933	4.124	▲0.191%	3.537	0.396%	4.437	▲0.504%
<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)	151.35	149.98	0.91%	141.04	7.31%	149.37	1.33%
ユーロ円 (円/ユーロ)	163.30	162.06	0.77%	155.72	4.87%	157.95	3.39%
ユーロドル (米ドル/ユーロ)	1.08	1.08	▲0.14%	1.10	▲2.26%	1.06	2.05%
豪ドル円 (円/豪ドル)	98.59	97.45	1.16%	96.06	2.63%	96.06	2.63%
ブラジルレアル円 (円/ブラジルレアル)	30.20	30.17	0.10%	29.06	3.94%	29.69	1.74%
インドルピー円 (円/インドルピー)	1.81	1.81	0.24%	1.70	6.60%	1.80	0.80%
<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)	290.29	275.08	5.53%	263.83	10.03%	284.53	2.02%
原油先物価格 (WTI、米ドルベース)	83.17	78.26	6.27%	71.65	16.08%	90.79	▲8.39%

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

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

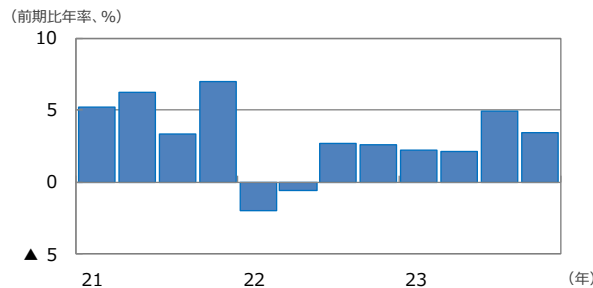
当資料は作成時点のものであり、将来の成果および市場環境の変動などを示唆あるいは保証するものではありません。予告なく変更する場合があります。



### 2. 景気動向

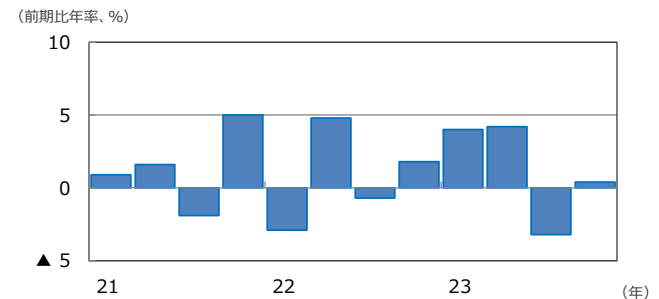
- <現状>**
- 米国の10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.4%と、堅調な個人消費にけん引され、2四半期連続で高い成長となりました。
  - 欧州（ユーロ圏）の10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.2%でした。高い金利が個人消費の重石となり、弱い動きが続いています。
  - 日本の10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.4%と、2四半期ぶりにプラスとなりました。設備投資が速報値から上方修正されました。
  - 中国の10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.2%と、前期から伸びました。ただし、名目GDP成長率は同+3.7%と実質を下回りました。
  - 豪州の10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+1.5%と、前期から減速しました。物価高で個人消費が伸び悩み、前期比は+0.2%でした。
- <見通し>**
- 米国は、これまでの大幅な利上げに伴う景気抑制効果から、景気が緩やかに減速するとみられます。ただし、雇用が安定しており、個人消費が底堅いことや、企業収益が回復傾向にあることから、景気の急減速は避けられ、軟着陸（ソフトランディング）に至るとみています。
  - 欧州は、ECBの金融引き締めによる景気抑制効果により、低成長が続くとみられます。ただし、インフレの鈍化による購買力の回復に加えて、労働力不足に伴う底堅い雇用、財政の支援などが景気を支えるため、腰折れはしないとみています。
  - 日本は、1-3月期の実質GDP成長率については、自動車大手の生産中止の影響からマイナス成長が見込まれます。しかし、インフレの鈍化と賃金の上昇、経済対策の効果、インバウンド消費の増加、堅調な企業収益を背景に、緩やかな景気回復のパスに復調する見通しです。
  - 中国は、不動産市場の低迷や海外景気の減速で需要不足が続き、若年層の雇用悪化の影響などから個人消費も力強さを欠くことから、景気の回復ペースが鈍化するとみられます。ただし、政府が拡張財政を継続することから、急激な減速は避けられる見通しです。
  - 豪州は、中国景気の減速に加え、利上げの累積効果や、粘着質なインフレで家計の実質可処分所得が圧迫されることから個人消費が力強さを欠き、当面景気が緩やかに減速するとみられます。ただし、年後半の利下げ実施により、25年にかけては徐々に持ち直すとみています。

### 米国の実質GDP成長率



(注) データは2021年1-3月期～2023年10-12月期。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 日本の実質GDP成長率

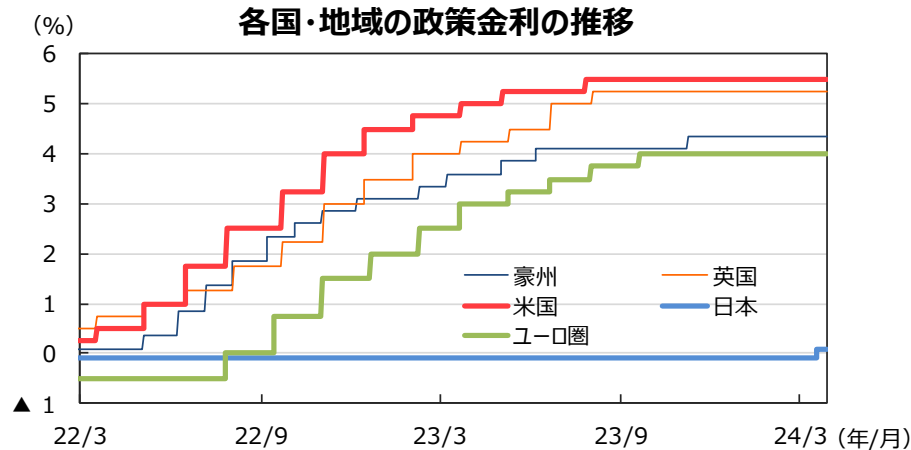


(注) データは2021年1-3月期～2023年10-12月期。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



### 3. 金融政策

- <現状>**
- FRBは、3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で、政策金利（フェデラルファンド（FF）金利5.25～5.50%）を5会合連続で据え置きました。経済見通しでは年内3回としていた利下げ予想を維持しました。パウエル議長は会見で、量的引き締め（QT）のペースの減速を示唆しました。
  - ECBは3月の理事会で、4会合連続で政策金利（預金ファシリティ金利4.00%など）の据え置きを決めました。あわせて公表された物価見通しは、前回予測から24年、25年とも下方修正されました。ただし、ラガルド総裁は記者会見で、「利下げの議論は今回しなかった」と述べました。
  - 日銀は3月の金融政策決定会合で、大規模な金融緩和策を大きく修正しました。マイナス金利政策の解除に加え、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）や上場投資信託（ETF）などリスク資産の買い入れ終了などを決めました。
- <見通し>**
- FRBは、インフレ動向をにらみながら、当面現状の政策金利を維持するとみられます。今後は、インフレの鈍化傾向に伴う実質金利上昇を回避するため、24年7月に利下げを開始し、年内の利下げ回数（1回＝0.25%）は2回になると想定しています。
  - ECBは、高止まりしているコアインフレを抑制するため、現状の政策金利を当面据え置くと予想しています。欧州景気が停滞していることから、ECBは24年6月に利下げに転じ、以降四半期ごとに0.25%の利下げを行うとみています。
  - 日銀は、景気が力強さを欠いていることから、当面現状の金融政策を維持し、先行きの利上げはゆっくりとしたペースで実施するとみています。政策金利（無担保コール翌日物金利0.0～0.1%）は、25年の4月、10月にそれぞれ0.25%の引き上げを想定しています。



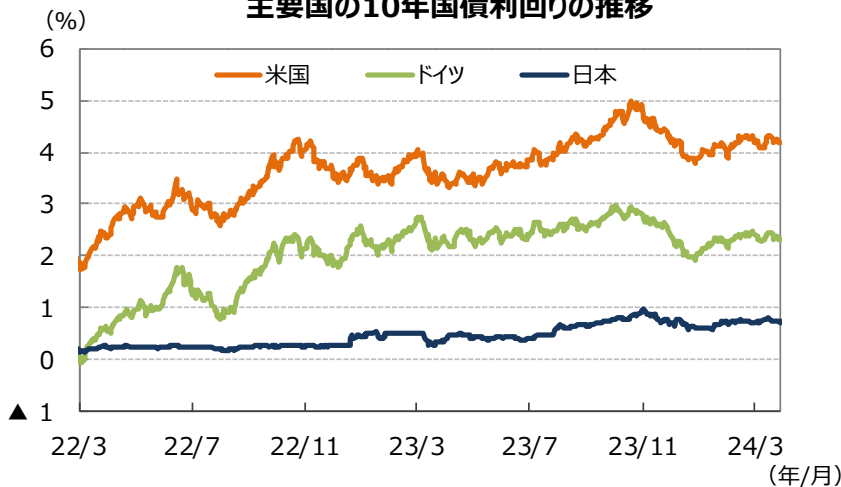
(注) データは2022年3月1日～2024年3月29日。日本は日銀当座預金、無担保コール翌日物金利（2024年3月19日以降）、米国はFF金利（誘導レンジの上限）、ユーロ圏はECB預金ファシリティ金利、英国はRepo Rate、豪州はOfficial Cash Rateを使用。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



### 4. 債券

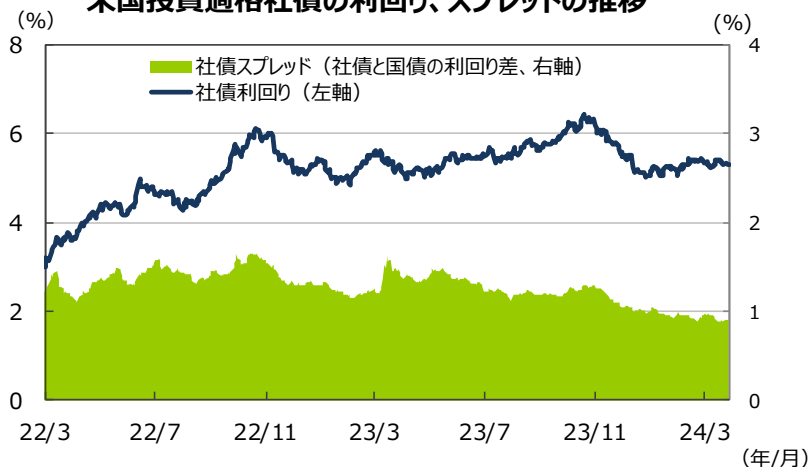
- <現状>**
- 米国の10年国債利回り（長期金利）は、物価指標がインフレ圧力の根強さを示したものの、FRBが公表した政策金利見通しやパウエルFRB議長のハト派発言を受け、FRBが6月にも利下げを開始するとの観測から小幅に低下しました。
  - ドイツの長期金利は、ECBが経済予測で24～25年のインフレ率見通しを引き下げたことや米長期金利が低下したことなどから低下しました。
  - 日本の長期金利は、日銀が3月の金融政策決定会合で大規模緩和政策を大きく修正したことを受け、小幅に上昇しました。
  - 米国の投資適格社債については、投資家のリスク選好姿勢の強まりで社債スプレッド（国債と社債の利回り差）が縮小しました。
- <見通し>**
- 米国の長期金利は、FRBが先行き利下げに転じるとみられることから、緩やかに低下する展開を予想します。市場は利下げを一定程度織り込んでいるとみられるため、当面はもみ合うものの、景気減速とインフレの低下に伴い、徐々にレンジを切り下げていく展開を予想します。
  - 欧州の長期金利も、ECBが利下げに転じるとみられるため、米長期金利に連れて緩やかに低下する展開を予想します。
  - 日本の長期金利は、日銀による利上げペースは緩やかとみられるものの、先行きの利上げが意識され、小幅ながら上昇すると予想します。

#### 主要国の10年国債利回りの推移



(注) データは2022年3月1日～2024年3月29日。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

#### 米国投資適格社債の利回り、スプレッドの推移

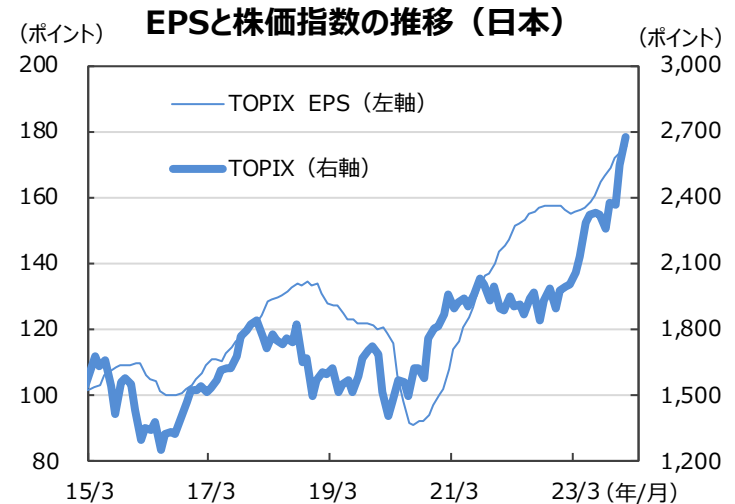


(注1) データは2022年3月1日～2024年3月29日。  
 (注2) 米国投資適格社債はブルームバーグ・USコーポレート・インベストメント・グレード。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



### 5. 企業業績と株式

- <現状>**
- ファクトセット（FactSet）によれば、S&P500種指数の3月の予想1株当たり純利益（EPS）は前年同月比+10.3%となり、7カ月連続で過去最高水準を更新しました。また、TOPIXの2月予想EPSは前年同月比+16.7%となり、10カ月連続で過去最高水準を更新しました。
  - 米国株式市場は、NYダウやS&P500種指数が最高値を更新するなど、上昇しました。FRBが公表した政策金利見通しで年内3回としていた利下げ予想を維持したことや、パウエルFRB議長のハト派発言を受けて、投資家のリスク選好姿勢が強まりました。
  - 日本株式市場は、日経平均株価が4万円台に乗せ、最高値を更新するなど、続伸しました。日銀が金融政策決定会合でマイナス金利政策の解除を決めたものの、当面緩和的な金融環境が続くと観測が広がり、好調な企業業績を背景に引き続き上値を追う展開となりました。
- <見通し>**
- 米国株式市場は、インフレが減速傾向にあるなか、米景気が堅調さを保っていることから、今後も米景気のソフトランディングを前提とした適温相場が続くとみられています。先行きのFRBによる利下げが視野に入るなか、米景気のソフトランディングに伴い企業業績の拡大が見込まれることから、投資家のリスク選好姿勢は継続するとみられます。このため、米国株式市場は緩やかにレンジを切り上げる展開を予想しています。
  - 日本株式市場は、日本の名目GDP成長や製造業における景気循環の底打ちに伴う企業業績の拡大を背景に上昇すると予想します。これまでの上昇スピードの速さから調整リスクはあるものの、業績相場に入ることによって下値は限られそうです。また、コーポレート・ガバナンス（企業統治）改革進展への期待に加え、自社株買いや新NISA（少額投資非課税制度）の資金流入など良好な株式需給も相場上昇を支えるとみられています。



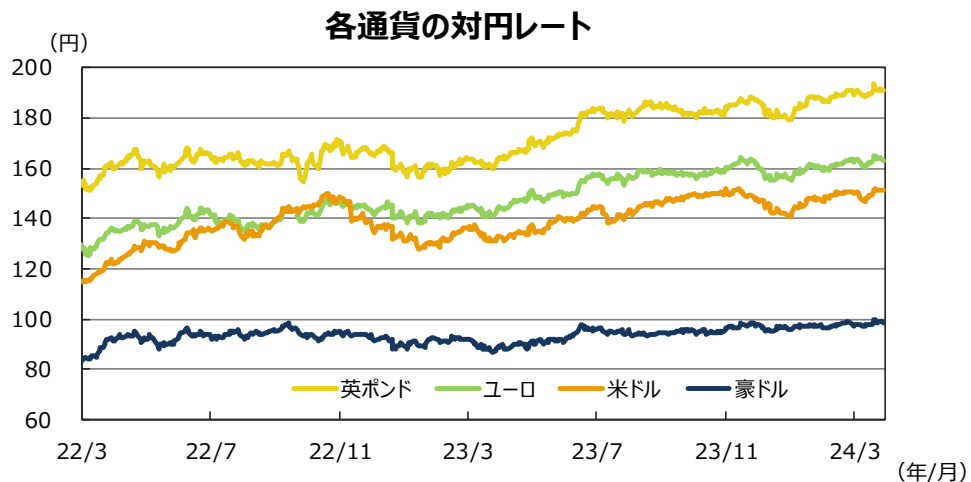
※EPSとは・・・ [Earnings Per Share] = 1株当たり純利益。当期純利益を発行済株式数で割ったものです。

（注）データは2015年3月～2024年3月。月末ベース。EPSは12カ月先予想ベース。FactSet集計。（出所）FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



### 6. 為替

- <現状>**
- 円の為替レートは、151円台に下落しました。日銀のマイナス金利政策解除の観測から月中旬に円高に振れましたが、実際に日銀が大規模金融緩和を大きく修正すると、日米金利差が開いた状況が長く続くと見込んだ円売り・ドル買いが優勢となり、円安が進みました。
  - 円の為替レートは、日銀がマイナス金利政策を解除したものの、緩和的な金融環境を維持する姿勢を示したことから下落しました。
  - 円の為替レートも、日豪金利差が開いた状況が長く続くと見方などから下落しました。
- <見通し>**
- 円の為替レートは、米金利の低下に伴い、緩やかに上昇すると想定します。当面はもみ合い推移が続くものの、先行きはFRBの利下げ開始と日銀の利上げによる日米金利差縮小が円の上昇要因となるとみています。ただし、日銀は連続的な利上げを急がず、円の上昇余地は限られそうです。
  - 円の為替レートは、当面レンジ内でもみ合うものの、先行きはECBによる利下げと日銀の利上げが意識され、緩やかに上昇するとみています。
  - 円の為替レートは、当面レンジ内でもみ合うものの、先行きは豪州中銀の利下げと日銀の利上げが意識され、緩やかに上昇すると予想しています。

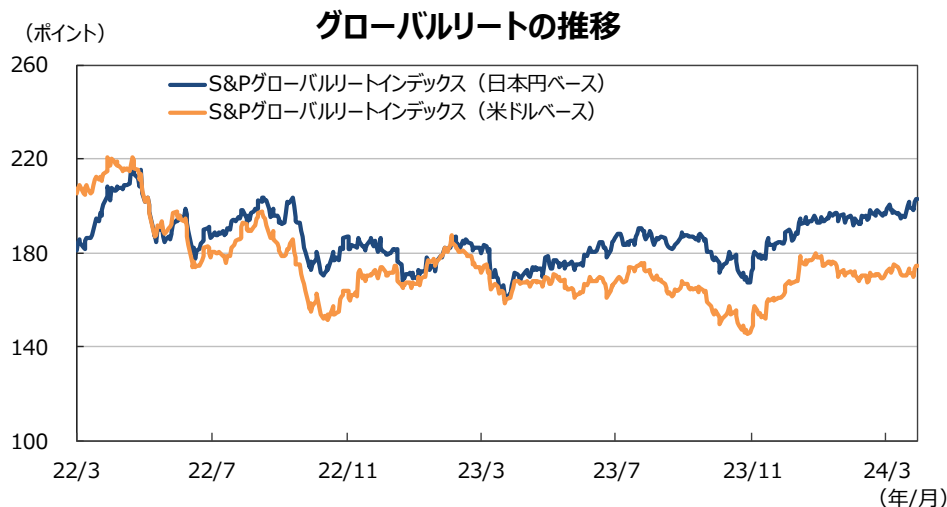


(注) データは2022年3月1日～2024年3月29日。(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



### 7. リート

- <現状>**
- グローバルリート市場（米ドルベース）は、米欧の長期金利が低下したことを好感し、上昇しました。S&Pグローバルリート指数のリターンは前月末比+2.2%でした。また、円ベースのリターンは、為替効果がプラスに寄与し、同+3.3%となりました。
  - 米国は、長期金利が小幅に低下するなか、小幅に上昇しました。欧州や豪州は、長期金利の低下を好感して大きく上昇しました。日本は、これまで警戒されていた日銀のマイナス金利解除が実施され、日銀が当面緩和的な金融環境を維持する姿勢を示したことを好感して、大きく反発しました。
- <見通し>**
- グローバルリート市場は、先行き米欧の中央銀行の利下げに伴い長期金利の低下が見込まれ、借入れコストが改善することや、米景気のソフトランディングにより世界景気が底堅く推移し、賃料収入の安定推移が期待できることから、回復基調を辿ると予想します。
  - 米国は、FRBによる利下げ開始に伴う長期金利低下や景気のソフトランディングから、レンジを切り上げるとみています。欧州は、米国に連動するとみています。アジア・オセアニアは、景気の回復基調を背景に緩やかに上昇するとみています。日本は、オフィス空室率の改善を背景に上昇するとみています。



(注) データは2022年3月1日～2024年3月29日。(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



### 8. まとめ

- <債券>**
- 米国の長期金利は、FRBが先行き利下げに転じるとみられることから、緩やかに低下する展開を予想します。市場は利下げを一定程度織り込んでいるとみられるため、当面はもみ合うものの、景気減速とインフレの低下に伴い、徐々にレンジを切り下げていく展開を予想します。
  - 欧州の長期金利も、ECBが利下げに転じるとみられるため、米長期金利に連れて緩やかに低下する展開を予想します。
  - 日本の長期金利は、日銀による利上げペースは緩やかとみられるものの、先行きの利上げが意識され、小幅ながら上昇すると予想します。
- <株式>**
- 米国株式市場は、インフレが減速傾向にあるなか、米景気が堅調さを保っていることから、今後も米景気のソフトランディングを前提とした適温相場が続くとみえています。先行きのFRBによる利下げが視野に入るなか、米景気のソフトランディングに伴い企業業績の拡大が見込まれることから、投資家のリスク選好姿勢は継続するとみられます。このため、米国株式市場は緩やかにレンジを切り上げる展開を予想しています。
  - 日本株式市場は、日本の名目GDP成長や製造業における景気循環の底打ちに伴う企業業績の拡大を背景に上昇すると予想します。これまでの上昇スピードの速さから調整リスクはあるものの、業績相場に入ることによって下値は限られそうです。また、コーポレート・ガバナンス（企業統治）改革進展への期待に加え、自社株買いや新NISAの資金流入など良好な株式需給も相場上昇を支えるとみえています。
- <為替>**
- 円対米ドルレートは、米金利の低下に伴い、緩やかに上昇すると想定します。当面はもみ合い推移が続くものの、先行きはFRBの利下げ開始と日銀の利上げによる日米金利差縮小が円の上昇要因となるとみえています。ただし、日銀は連続的な利上げを急がず、円の上昇余地は限られそうです。
  - 円対ユーロレートは、当面レンジ内でもみ合うものの、先行きはECBによる利下げと日銀の利上げが意識され、緩やかに上昇するとみえています。
  - 円対豪ドルレートは、当面レンジ内でもみ合うものの、先行きは豪州中銀の利下げと日銀の利上げが意識され、緩やかに上昇すると予想しています。
- <リート>**
- グローバルリート市場は、先行き米欧の中央銀行の利下げに伴い長期金利の低下が見込まれ、借り入れコストが改善することや、米景気のソフトランディングにより世界景気が底堅く推移し、賃料収入の安定推移が期待できることから、回復基調を辿ると予想します。
  - 米国は、FRBによる利下げ開始に伴う長期金利低下や景気のソフトランディングから、レンジを切り上げるとみえています。欧州は、米国に連動するとみえています。アジア・オセアニアは、景気の回復基調を背景に緩やかに上昇するとみえています。日本は、オフィス空室率の改善を背景に上昇するとみえています。

チーフリサーチストラテジスト  
石井康之（いしい やすゆき）



# <重要な注意事項>

## 【投資信託商品についてのご注意（リスク、費用）】

### ●投資信託に係るリスクについて

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

### ●投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

◆直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.85%（税込）

・・・換金（解約）手数料 上限1.10%（税込）

・・・信託財産留保額 上限0.50%

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

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

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

### 【ご注意】

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三井住友DSアセットマネジメントが運用するすべての投資信託における、それぞれの費用の最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面などを必ず事前にご覧ください。

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

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

[2023年9月30日現在]

## 三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第399号

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

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