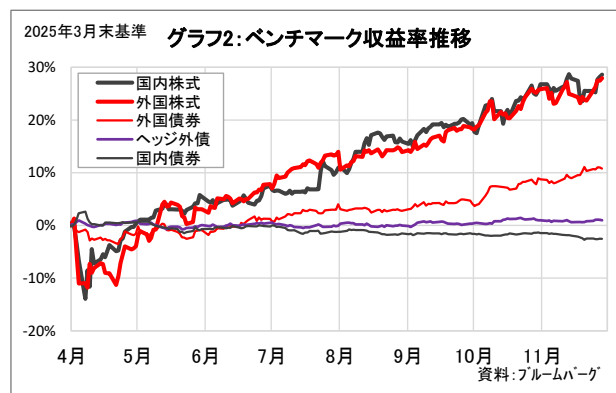
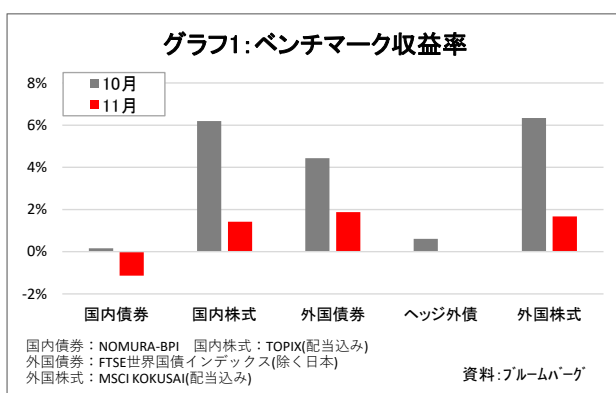


11 月の市場動向と 12 月の注目点

1. ベンチマークの推移 ～内外株、外国債券は小幅続伸

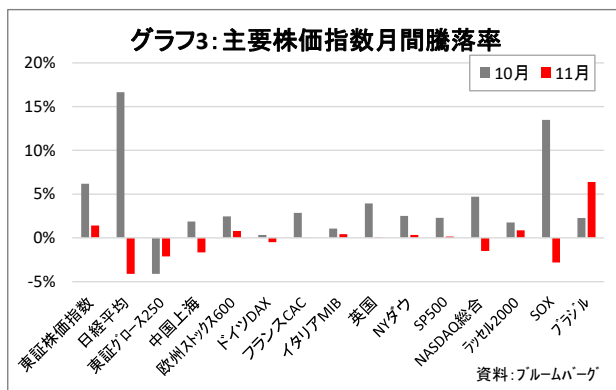
11 月単月のベンチマーク収益率は内外株式、外国債券がいずれも 1% 台のプラスを記録しましたが、わずかながら外国債券が内外株式を上回りました。ヘッジ外債はほぼ横ばい、国内債券は 1% 台のマイナスでした。年度では内外株式が 28% 前後と高い水準を維持、外国債券は 10% 台にのせました。ヘッジ外債は 1% 程度のプラス、国内債券は 2% 台半ばまでマイナス幅が拡大しました。



2. 各市場の動き

① 内外株式～日経平均、米国半導体指数 (SOX) が反落

日本株は 10 月に急騰した日経平均が反落、東証株価指数は小幅高、ダウ 250 指数は 3 ヶ月連続でマイナスとまちまちの展開となりました。欧州は概ね横ばい、米国では日経平均同様前月に急騰した半導体指数が反落しました。10 月は AI 関連銘柄が急騰し日経平均、米国半導体指数の上昇を加速させましたが、11 月は一部の AI 関連銘柄が乱高下しながらも下落し指数を押し下げました。中国上海総合指数は小幅安、韓国株は日経平均同様に下落、新興国ではブラジルが大幅上昇しました。

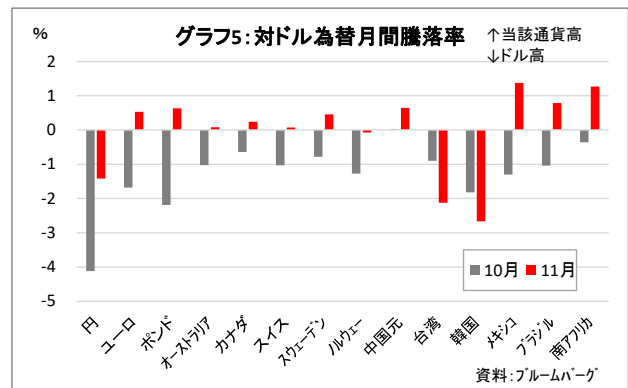
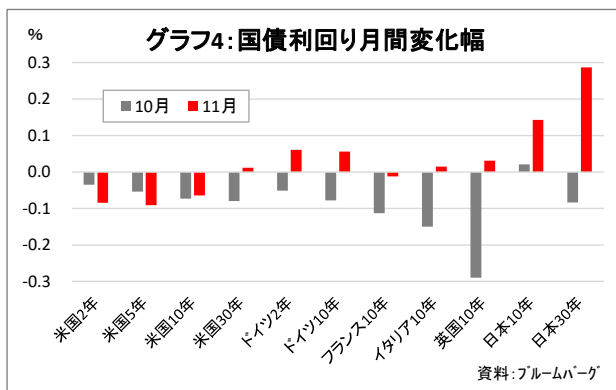


② 内外債券（長期金利）～日本の超長期金利が大幅上昇

米国は金融当局者から利下げに消極的な発言が続き長期金利が上昇する局面がみられたものの、月末にかけて利下げに前向きな発言も飛び出し結局長期金利は小幅低下しました。ユーロ圏内ではドイツがやや上昇しましたが他は概ね横ばい、日本は超長期主導で大幅上昇しました。

③ 為替 ～円安継続

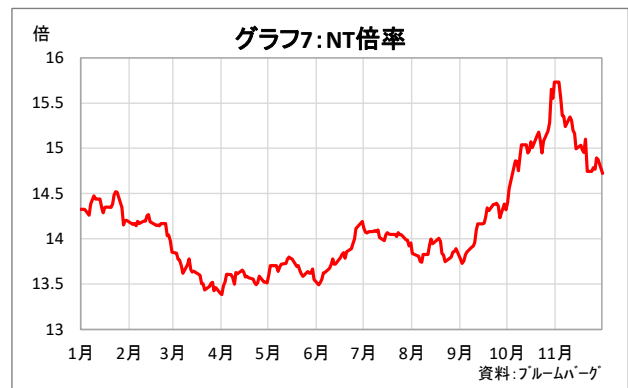
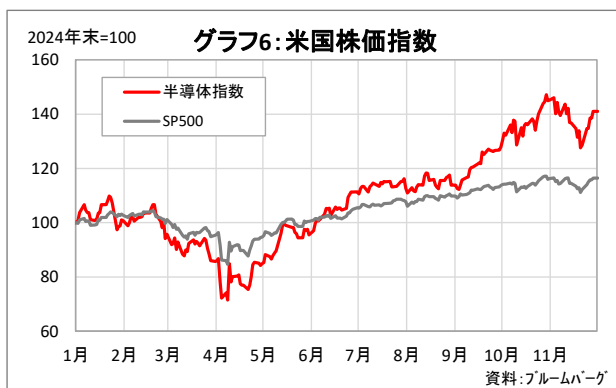
日本国債の下落に歩調を合わせ円が続落、韓国、台湾の通貨も下落しました。欧州通貨は概ね横ばい、中国元は小幅高、新興国通貨は対ドルで堅調に推移しました。



3. 11月の主な出来事

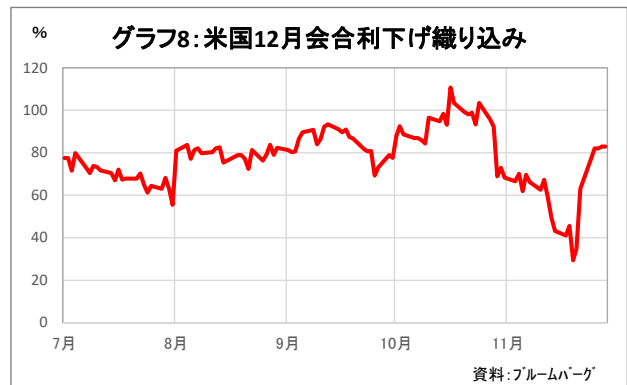
① AI 関連株が調整

9月以降、AI 関連等テクノロジー関連銘柄が株価上昇の牽引役を担ってきましたが、米国半導体指数は月末にかけ回復したものの月間では下落しました。高値警戒感が高まりつつあるなか著名投資家が AI バブルに警鐘を鳴らしたことが契機となったようです。日本株でも AI 関連とされる銘柄の比重が大きい日経平均の上昇が加速し NT 倍率（日経平均／東証株価指数）は急上昇していましたが、11月は低下しました。AI 等、テクノロジー関連銘柄は今後も急上昇の後の乱高下が継続すると思われる、指数全体に影響が及ぶことになりそうです。



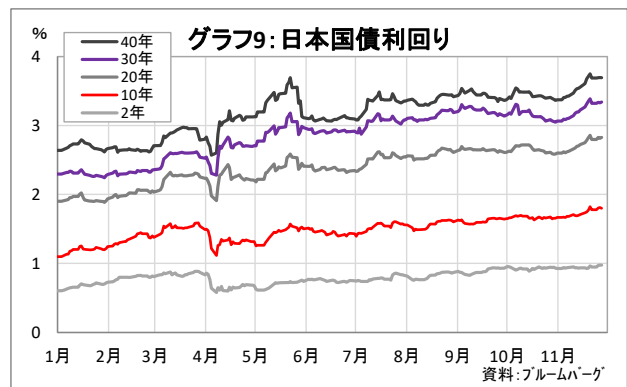
② 米国金融当局者発言

米国当局は9月、10月会合で0.25%の利下げを決定しました。しかし10月会合では1人が据え置き、1人は0.5%の大幅利下げを主張し反対しました。10月29日の利下げ決定後での記者会見でパウエル議長は次回12月会合での連続利下げは「既定路線からは程遠い」としました。発言をうけて市場の利下げ期待は後退、11月上旬にもFOMC参加者、特に地区連銀総裁を中心に12月会合での利下げに否定的な発言が続き市場の織り込みは一時4割を割り込みました。しかし月末にかけ重鎮とされるニューヨーク連銀ウィリアムズ総裁が「近々の利下げ余地あり」と発言し再び8割程度に高まりました。利下げ観測の変化は債券市場のみならず株式、為替市場にも波及しました。



③ 高市政権の大型経済対策

11月28日に高市内閣は総合経済対策の裏付けとなる補正予算案を閣議決定しました。一般会計の歳出は18.3兆円に上り、財源の過半を国債増発でまかなうとされ市場の不安が高まりました。長期金利の上昇に拍車がかかり、特に不安定な動きを示してきた超長期ゾーンの金利が大幅上昇しました。また長期金利上昇と歩調を合わせ為替市場では円安が進行しました。



④ その他政治関連等

米国議会では12日に「つなぎ予算」が成立し過去最長となった政府閉鎖は43日間で終了しました。管制官不足から航空業界では欠航や遅延が続き、連邦政府職員の給与支払いが停止される等、経済全体にも影響が及びました。もっとも問題の先延ばしに過ぎず「つなぎ予算」は来年1月に失効します。

トランプ大統領による相互関税の合憲性が争われている訴訟で、米国最高裁は5日に口頭弁論を開きました。保守派とされる判事も懐疑的な見方を示したようで、もし違憲判決が出た場合はこれまで徴収した巨額の関税の返却を求められる可能性もあり大混乱に陥ることも否定はできません。トランプ大統領は「史上最も重要な裁判」としています。早ければ年内にも判決が出るようです。

日本では高市首相が国会で安全保障政策についてこれまでよりもやや「踏み込んだ」発言を行い、中国は日本への渡航自粛を要請する等、猛烈に反発しています。日中関係の悪化は金融市場としても気掛かりな材料となります。

4. 12月の注目点

① 各国金融政策決定会合

米国は10日、欧州中銀は18日、日本銀行は19日に結果発表の予定です。欧州中銀は据え置きが確実視されていますが、米国の利下げ、日本の利上げはいずれも確度が高まっているものの今後の状況次第と言えます。米国では四半期に1度の参加者による政策金利予測も発表となります。

② その他政治関連等

日本では臨時国会が17日に会期末を迎え、来年度予算案及び税制大綱の閣議決定が行われる見込みです。補正予算は市場予想を上回る規模に膨らみましたが、長期金利はもちろんのこと株式、為替市場でも大きな注目材料となります。

米国では相互関税をめぐる最高裁の動きや、「エプスタイン事件」等から支持率が低下しているトランプ大統領の動向に注目したいと思います。また来年5月で任期を迎えるパウエルFRB議長の後任候補が年内にも指名されるという観測もあります。

中国では来年の経済政策運営に関する基本方針を決定する中央経済工作会议が開催されます。中国経済は厳しい状況が継続しており、どのような施策が打ち出されるか注目したいと思います。

本レポートは筆者の個人的見方であり弊社の公式見解ではありません。

債券運用第一部シニアストラテジスト 菊池 宏

※ 2025 年 10 月以降のレポート

- 10 月 1 日号 9 月の市場動向と 10 月の注目点
10 月 6 日号 高市新総裁の光と影
10 月 8 日号 2025 年度第 2 四半期の市場動向と今後の注目点
10 月 15 日号 「高市トレード」に内外から手荒い洗礼
11 月 4 日号 10 月の市場動向と 11 月の注目点
11 月 20 日号 円高に転換するとすれば
11 月 27 日号 円安が加速するとすれば

三菱UFJアセットマネジメント株式会社

登録番号 金融商品取引業者
関東財務局長（金商） 第 404 号

一般社団法人日本投資顧問業協会会員
一般社団法人投資信託協会会員

〒105-7320 東京都港区東新橋一丁目 9 番 1 号
電話 03 - 4223 - 3134

- *本資料に含まれている経済見通しや市場環境予測はあくまでも作成時点における弊社ストラテジストの見解に基づくもので、今後予告なしに変更されることがあり、また弊社商品における運用方針と見解が異なることがあります。
- *本資料は情報提供を唯一の目的としており、何らかの行動ないし判断をするものではありません。また、掲載されている予測は、本資料の分析結果のみをもとに行われたものであり、予測の妥当性や確実性が保証されるものでもありません。予測は常に不確実性を伴います。本資料の予測・分析の妥当性等は、独自にご判断ください。
- *なお、資料中の図表は、断りのない限りブルームバーグ収録データをもとに作成しております。