

## ～TMAMマーケットウィークリー（7/24～28）～

東京海上アセットマネジメント  
投信情報部

## Topic：日銀が金融政策決定で、YCC運用の柔軟化を決定

- 今週（7月24日～27日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、4-6月期の企業決算で市場予想を上回るケースが相次ぎ、米景気のソフトランディング（軟着陸）を期待した買いが入ったことに加え、次回9月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で追加利上げが見送られるとの期待が支えなり、週半ばにかけて堅調に推移しました。週後半の27日には、4-6月期実質GDPなど市場予想を上回る経済指標が相次ぎ、追加利上げ観測が再燃し米金利が上昇したなどを受け下落に転じたものの、前週末比ではほぼ横ばいとなりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、日銀が今週の金融政策決定会合で現行の金融緩和政策を維持するとの観測報道が相次ぎ、為替市場で円安米ドル高が進行したことを受け、上昇して始まりました。その後は、4-6月期の企業決算を控え利益確定目的の売りが入ったことや、日銀がYCC（イールドカーブ・コントロール）の修正を決定したことなどを受け28日は下落したものの、前週末比では上昇となりました。
- 来週（7月31日～8月4日）は、7月の雇用統計などの米雇用関連指標に注目しています。前回（6月）は非農業部門雇用者数が5月から減速した一方、失業率は低下し、平均時給は高止まりしています。また、前回のJOLTSでは求人件数が高水準を維持したほか、チャレンジャー人員削減数が減少に転じるなど、労働需給はひっ迫した状況にあるため、これらの指標が労働市場の軟化を示唆するか焦点になるとみられます。

【図表1 金融市場の動向】

		直近値		先週末との比較	
				変化率 (%)	変化幅
株 価	日経平均株価（円）	7月28日	32,759.23	1.41	454.98
	TOPIX		2,290.61	1.26	28.41
	NYダウ（米ドル）	7月27日	35,282.72	0.16	55.03
	S&P500		4,537.41	0.02	1.07
	ユーロ・ストックス50指数	7月27日	4,447.44	1.28	56.03
1 利 回 年 国 債	日本（%）	7月28日	0.56	—	0.11
	米国（%）	7月27日	4.00	—	0.16
	ドイツ（%）		2.47	—	0.01
為 替	ドル円（円/米ドル）	7月28日	139.53	▲0.40	▲0.56
	ユーロ円（円/ユーロ）		153.19	▲1.78	▲2.77

(出所) Bloomberg

(注) ドル円、ユーロ円は対顧客外国為替相場の仲値

【図表2 今週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	結果
7/24 (月)	日本	7月製造業PMI	—	49.4
		7月サービス業PMI	—	53.9
	ユーロ圏	7月製造業PMI	43.5	42.7
		7月サービス業PMI	51.6	51.1
	米国	7月製造業PMI	46.2	49.0
		7月サービス業PMI	54.0	52.4
25 (火)	ドイツ	7月IFO景況感指数	88.0	87.3
	米国	7月コンファレンス*ート消費者信頼感指数	112.0	117.0
26 (水)	米国	FF金利の上限（FOMC）	5.50%	5.50%
27 (木)	ユーロ圏	預金ファシリティ金利（ECB理事会）	3.75%	3.75%
	米国	4-6月期実質GDP	前期比年率+1.8%	同+2.4%
		新規失業保険申請件数	23.5万件	22.1万件
28 (金)	日本	7月東京都都区消費者物価指数 （生鮮食品を除く）	前年比+2.9%	同3.0%
		当座預金残高の政策金利 （日銀金融政策決定会合）	▲0.1%	▲0.1%
	米国	6月個人支出	前月比+0.4%	
		6月PCEコアデフレーター	前年比+4.2%	

(出所) Bloomberg (注) 28日10時時点のデータ

(次頁へ続く)

※ 上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

## 米国株式市場：今後の金融政策運営に左右される展開に

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比+0.02%とほぼ横ばいとなりました（図表3）。

4-6月期の企業決算で市場予想を上回るケースが相次ぎ、米景気のソフトランディングを期待した買いが入ったことに加え、次回9月のFOMCで追加利上げが見送られるとの期待が支えなり、週半ばにかけて堅調に推移しました。週後半の27日には、4-6月期実質GDPなど市場予想を上回る経済指標が相次ぎ、追加利上げ観測が再燃し米金利が上昇したなどを受け下落に転じたものの、前週末比でほぼ横ばいとなりました。

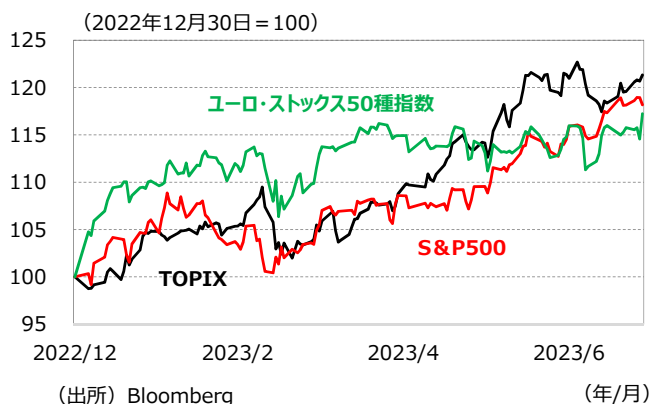
## 米国経済：FOMCで0.25%の追加利上げを決定

FRB（米連邦準備制度理事会）は25、26日（現地時間）に開催したFOMCで、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標を従来の5.00～5.25%から5.25～5.50%へ引き上げることを決定しました（図表4）。前回（6月）の会合ではインフレ率が高止まりするなか、これまでの利上げが経済に与える影響を見極めるため、2022年3月の利上げ開始以降で初となる政策金利の据え置きを決定しました。

今会合で再び利上げに踏み切った背景には、インフレ率（コアPCEデフレーターなど）が高止まりしていることに加え、声明文における景気判断が引き上げられたとおり（図表5）、急激な利上げにもかかわらず米国経済が堅調を維持していることがあげられます。この点について、FOMC後の記者会見でパウエルFRB議長は、「労働市場や物価のデータを踏まえ、年内2回の利上げは適切だと判断し、今回利上げを決定した」と述べています。また、9月会合での利上げの可能性について問われると、「9月まで雇用統計が2回、CPIも2回発表される。それらを見た上で追加利上げをするか、見送るかを判断する」と、政策判断は『データ次第』とする従来の見解を繰り返しました。

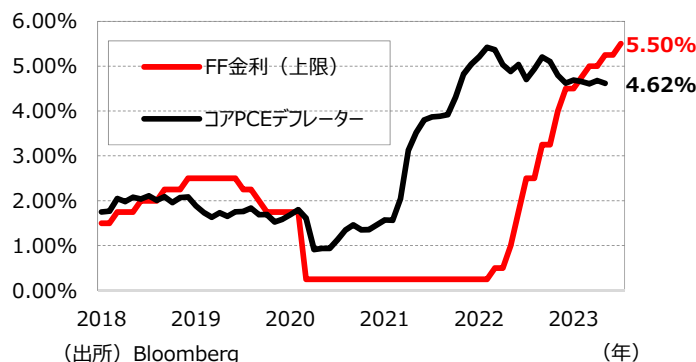
【図表3 株式市場の動向】

2022年12月30日～2023年7月27日、日次、現地通貨ベース



【図表4 FF金利とコアPCEデフレーター】

2018年1月～2023年7月、月次



(注) コアPCEデフレーターは食品及びエネルギーを除いたもので  
FRBが最も重要視している物価指標  
同指標は2023年5月までのデータ

【図表5 FOMC声明要旨（一部抜粋）】

	今回（7月）	前回（6月）
景気	最近の経済指標は <u>経済活動が緩やかな（moderate）ペースで拡大している</u> ことを示している。ここ数か月、雇用の増加は堅調で、失業率は低水準にとどまっている。インフレ率は依然として高い水準にある。	最近の経済指標は <u>経済活動が控えめな（modest）ペースで拡大している</u> ことを示している。ここ数か月、雇用の増加は堅調で、失業率は低水準にとどまっている。インフレ率は依然として高い水準にある。
金融政策	<u>フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標レンジを5.25～5.50%に引き上げる</u> ことを決めた。今後入ってくる情報と、金融政策への影響を注視する。	<u>フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標レンジを5.00～5.25%で維持する</u> ことを決めた。金利据え置きによって、FOMCは今後入ってくる情報と、金融政策への影響を評価することが可能になる。

(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

(次頁へ続く)

※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。  
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

6月会合のドットチャート（FOMC参加者の政策金利見通し）は年内2回の利上げを示唆したものの、パウエルFRB議長が9月会合での利上げを強く示唆しなかったことで、FF金利先物市場では次回会合において政策金利が据え置かれるとの見方が優勢となっています（図表6）。

今週公表された経済指標では、7月の製造業PMIが49.0（前月：46.3）と、市場予想（46.2）を大きく上回った一方、非製造業PMIは前月の54.4から52.4へ低下し、市場予想（54.0）も下回りました（図表7）。もっとも、非製造業PMIは景気拡大・縮小の分れ目である50を6か月連続で上回っていることから、堅調な個人消費に支えられた底堅い動きが継続していると考えられます。

4-6月期の実質GDPは前期比年率+2.4%（1-3月期：同+2.0%）と、市場予想（同+1.8%）を上回る結果となりました。需要項目別では、1-3月期（前期比年率+4.2%）に高い伸びを示した個人消費が当期も前期比年率+1.6%とプラスを維持したほか、設備投資（前期比年率+7.7%）は大幅な増加となるなど、引き続き内需の底堅さを示す結果となり、米景気のソフトランディングの可能性を高める結果となりました。

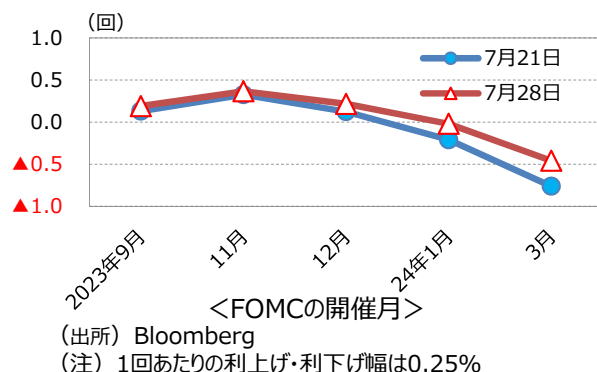
## 日本株式市場：日銀がYCCを修正も、2週連続の上昇

日本株式市場は前週末比で下落しました（前頁図表3）。

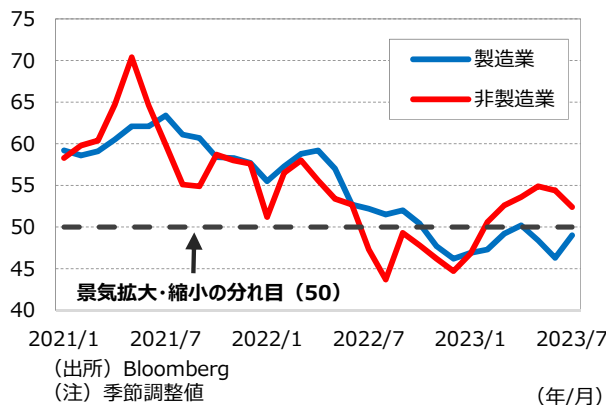
TOPIX（東証株価指数）は、日銀が今週の金融政策決定会合で現行の金融緩和政策を維持するとの観測報道が相次ぎ、為替市場で円安米ドル高が進行したことを受け、上昇して始まりました。その後は、4-6月期の企業決算を控え利益確定目的の売りが入ったことや、日銀がYCC（イールドカーブ・コントロール）の修正を決定したことなどを受け28日は下落したものの、前週末比では上昇となりました。

為替市場では、週初は日銀が今週の会合で金融緩和政策を維持するとの観測報道を受け、前週末の1米ドル＝140円程度から、141円後半まで円安米ドル高が進行しました（図表8）。その後は日銀の会合やFOMCを控え持ち高調整の円買い米ドル売りが優勢となったことや、28日の会合でYCCの修正が決定されたことなどを受け、週末（28日）のドル円は1米ドル＝139.53円と21日（140.09円）に比べ、0.40%の円高米ドル安となりました。

【図表6 FF金利先物が織り込む  
利上げ・利下げ回数（累積ベース）】

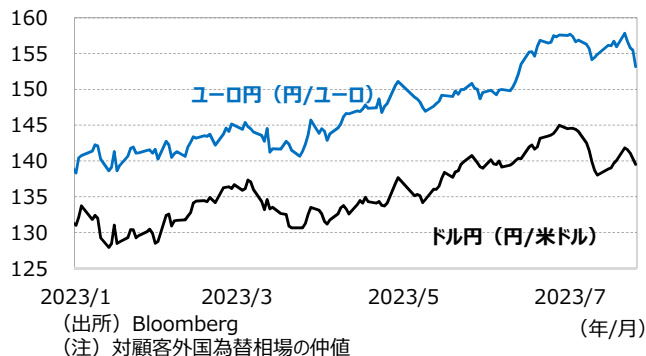


【図表7 米国PMIの推移】  
2021年1月～2023年7月、月次



【図表8 為替市場の動向】

2023年1月4日～2023年7月28日、日次



※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。  
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

(次頁へ続く)

## 日本経済：日銀は長期金利変動幅の拡大を容認

日銀は27、28日に開催した金融政策決定会合で、事前の一部報道にあった通り、YCC（イールドカーブ・コントロール）における長期金利変動幅の拡大を容認することを決定しました（図表9）。具体的には、長期金利の変動幅を「 $\pm 0.5\%$ 程度として、 $0.5\%$ の利回りでの指値オペを実施する方針」から、「 $\pm 0.5\%$ 程度を目途として、 $1.0\%$ の利回りでの指値オペを実施する方針」に変更しました。日銀は、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する狙いがあるとみられます。

会合後に公表された展望レポートでは、前回（4月）から物価見通しが上方修正されました。コアCPIは、2023年度が前年比 $+2.5\%$ （4月：同 $+1.8\%$ ）と大幅に上方修正された一方、2024年度が前年比 $+1.9\%$ （4月：同 $+2.0\%$ ）へ下方修正されました。日銀は2024、2025年度のコアCPIが「物価安定の目標」である $2\%$ を下回るとみており、「物価安定の目標」の実現を見通せるまで、粘り強く金融緩和を継続する姿勢を改めて示した格好となりました。

## ユーロ圏経済：ECBは9会合連続の利上げを決定

ECB（欧州中央銀行）は27日（現地時間）の理事会で、9会合連続の利上げを決定しました（図表11）。利上げ幅は5月、6月会合に続き $0.25\%$ とし、預金ファシリティ金利（政策金利）は $3.75\%$ と過去最高水準（2000年10月～2001年4月）に達しました。声明文では、政策方針について、前回（6月）の「政策金利を十分引き締めの水準に引き上げる」から、「政策金利を十分に引き締めの水準に設定する」へ変更され、金融政策運営がこれまでの利上げ局面から適切な政策金利を見極める局面に入ったことが示されました。

理事会後の記者会見でラガルドECB総裁は、次回9月会合の政策決定については『データ次第』と強調し、「利上げを実施するかもしれないし、据え置くかもしれない」と、利上げを見送る可能性にも言及しました。

【図表9 日銀の現状の金融政策】

		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 $\Delta 0.1\%$ 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とする。 その際、長期金利の変動幅を「 $\pm 0.5\%$ 程度」を目途とし、 $1.0\%$ 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。	ゼロ程度で推移するよう長期国債の買い入れを行うとする。 その際の長期金利の変動幅を「 $\pm 0.5\%$ 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。

（出所）日銀公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

【図表10 展望レポートの物価見通し（2023年7月時点）】

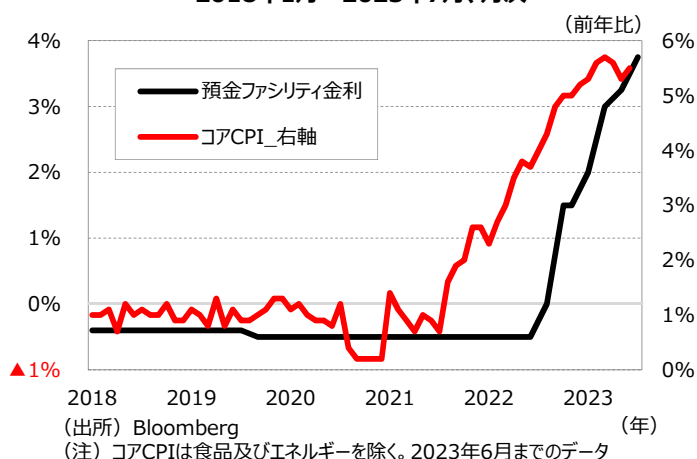
（前年比）

	消費者物価指数 （生鮮食品を除く、 コアCPI）	消費者物価指数 （生鮮食品及びエネルギーを除く、 コアコアCPI）
2023年度	$+2.5\%$	$+3.2\%$
4月時点	$+1.8\%$	$+2.5\%$
2024年度	$+1.9\%$	$+1.7\%$
4月時点	$+2.0\%$	
2025年度	$+1.6\%$	$+1.8\%$
4月時点		

（出所）日銀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

【図表11 預金ファシリティ金利とコアCPI】  
2018年1月～2023年7月、月次



※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。  
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

（次頁へ続く）



## 来週は、雇用統計などの米雇用関連指標に注目

来週は、9月のFOMCで追加利上げが実施されるかを見極める上で、7月の雇用統計などの米雇用関連指標に注目しています(図表12)。

前回(6月)は非農業部門雇用者数が前月差+20.9万人と、5月の同+30.6万人から減速した一方、失業率(5月:3.7%→6月:3.6%)は低下し、平均時給(5月:前年比+4.4%→6月:同+4.4%)は高止まりしています(図表13・14)。特に、平均時給上昇の背景には、人手不足を背景とした企業の高い採用意欲があると考えられます。前回のJOLTSでは求人件数が高水準を維持したほか、チャレンジャー人員削減数が減少に転じるなど、労働需給は逼迫した状況にあるため、これらの指標が労働市場の軟化を示唆するか焦点になるとみられます。

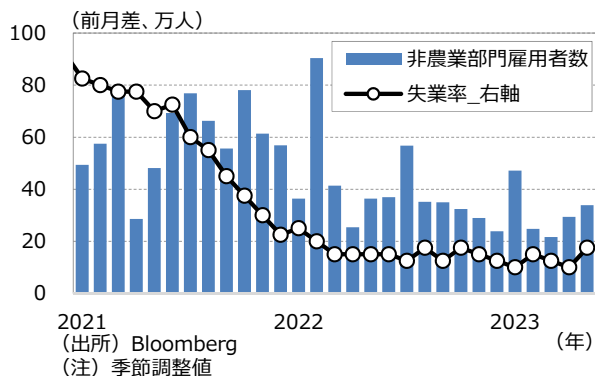
ユーロ圏では、4-6月期の実質GDP、7月の消費者物価指数(CPI)が公表されます。4-6月期の実質GDPは前期比+0.1%となることが見込まれています。弱めの経済指標が相次ぐなか、4-6月期はプラス成長に回帰できるか焦点となります。また、7月のCPIにも注目しています。6月は前年比+5.5%(5月:同+6.1%)と3か月連続で伸びが縮小した一方、変動の大きい食品とエネルギーを除くコアCPIは、前年比+5.5%(5月:同+5.3%)と伸びが拡大しました。7月のコアCPIが高止まりすれば、9月のECB理事会での政策判断に影響するため注意が必要です。

【図表12 来週の主要経済指標】

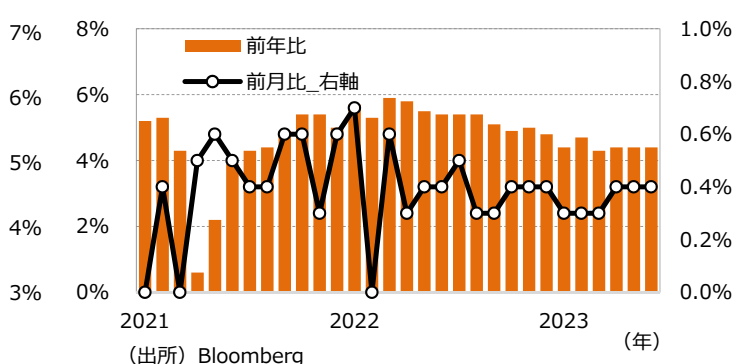
公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
7/31 (月)	日本	6月鉱工業生産	前月比+2.4%	同▲2.2%
		6月住宅着工戸数	年率84.2万件	同86.2万件
	中国	7月製造業PMI(国家統計局)	48.9	49.0
		7月非製造業PMI(国家統計局)	53.0	53.2
	ユーロ圏	4-6月期実質GDP	前期比+0.1%	同0.0%
		7月消費者物価指数 (食品・エネルギーを除く)	前年比+5.3%	同+5.5%
8/1 (火)	日本	6月失業率	2.6%	2.6%
		6月有効求人倍率	1.32	1.31
	中国	7月製造業PMI(財新)	49.8	50.5
		7月ISM製造業景況指数	46.9	46.0
2 (水)	米国	6月JOLTS求人件数	—	982.4万件
		7月ADP雇用統計	前月差+18.5万人	同+49.7万人
3 (木)	中国	7月非製造業PMI(財新)	52.4	53.9
	英国	政策金利(金融政策委員会)	5.25%	5.00%
	ユーロ圏	6月生産者物価指数	—	前年比▲1.5%
		7月チャレンジャー人員削減数	—	前年比+25.2%
	米国	新規失業保険申請件数	—	22.1万件
		7月ISM非製造業景況指数	53.0	53.9
4 (金)	ユーロ圏	6月小売売上高	前月比0.0%	同0.0%
		7月非農業部門雇用者数 (雇用統計)	前月差+19.0万人	同+20.9万人
		7月失業率(雇用統計)	3.6%	3.6%
		7月平均時給(雇用統計)	前年比+4.2%	同+4.4%

(出所) Bloomberg (注) 28日10時時点のデータ

【図表13 米非農業部門雇用者数と失業率】  
2021年1月～2023年6月、月次



【図表14 米平均時給の推移】  
2021年1月～2023年6月、月次



※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。  
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

## 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よくご覧ください。

※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。

<ご注意>

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。

### 東京海上アセットマネジメント株式会社

<https://www.tokiomarineam.co.jp/> サービスデスク 0120-712-016  
(受付時間：営業日の9：00～17：00)

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

### 【一般的な留意事項】

- 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。お申込みにあたっては必ず投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。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と考えられ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。