

～TMAMマーケットウィークリー（8/28～9/1）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic：市場予想を下回る米経済指標が相次いだことを受け、米利上げ観測は後退

- 今週（8月28日～31日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、ジャクソンホール会合でパウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長が、中立金利（景気を過熱も冷やしもしない政策金利）が現行の政策金利の水準を上回っている（中立金利＞政策金利）との見解を示さなかったことや、7月の求人件数などが市場予想を下回り、追加利上げ観測が後退したことなどから週を通じて底堅く推移し、前週末比で上昇となりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、東京電力福島第一原子力発電所の処理水放出を巡り、中国政府が反発していることから、同国のインバウンド需要が減少するとの懸念が高まったものの、ジャクソンホール会合後の米株高が支えとなり、上昇して始まりました。その後は米株式市場でハイテク株が上昇した流れを引き継ぎ、半導体関連などの銘柄を中心に買いが入り、8月は月間ベースで8か月連続の上昇となりました。
- 来週（9月4日～8日）は、日本では7月の毎月勤労統計が公表されます。物価が高止まりするなか、実質賃金の下落幅が縮小に向かうかに注目しています。米国では、8月のISM非製造業景況指数の公表を控え、事前予想では7月からの低下が見込まれています。製造業と同様50割れが視野に入ると、米経済のソフトランディング（軟着陸）への期待が後退する可能性があります。

【図表1 金融市場の動向】

		直近値		前週末との比較	
				変化率 (%)	変化幅
株 価	日経平均株価（円）	9月1日	32,710.62	3.44	1,086.34
	TOPIX		2,349.75	3.68	83.35
	NYダウ（米ドル）	8月31日	34,721.91	1.09	375.01
	S&P500		4,507.66	2.31	101.95
	ユーロ・ストックス50指数		4,297.11	1.44	60.86
10 年 利 率	日本 (%)	9月1日	0.64	—	▲0.02
	米国 (%)	8月31日	4.11	—	▲0.13
	ドイツ (%)		2.47	—	▲0.09
為 替	ドル円（円/米ドル）	9月1日	145.73	▲0.34	▲0.49
	ユーロ円（円/ユーロ）		157.91	0.03	0.05

（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
8/29 (火)	日本	7月失業率	2.5%	2.7%
	米国	7月求人件数（JOLTS）	950万件	882.7万件
		8月コンファレンス・ボード®消費者信頼感指数	116.0	106.1
30 (水)	米国	8月ADP雇用統計	前月差+19.5万人	同+17.7万人
		4-6月期実質GDP（改定値）	前期比年率+2.4%	同+2.1%
31 (木)	日本	7月鉱工業生産	前月比▲1.4%	同▲2.0%
	中国	8月製造業PMI（国家統計局）	49.2	49.7
		8月サービス業PMI（ ” ）	51.2	51.0
	ユーロ圏	8月消費者物価指数	前年比+5.1%	同+5.3%
		8月消費者物価指数 （食料品やエネルギーなどを除く）	前年比+5.3%	同+5.3%
	米国	7月個人支出	前月比+0.7%	同+0.8%
		7月PCEデフレーター	前年比+3.3%	同+3.3%
		7月PCEコアデフレーター	前年比+4.2%	同+4.2%
		新規失業保険申請件数	23.5万件	22.8万件
	日本	4-6月期設備投資（法人企業統計）	前年比+8.3%	同+4.5%
9/1 (金)	米国	8月非農業部門雇用者数 （雇用統計）	前月差+14.8万人	
		8月ISM製造業景況指数	47.0	

（出所）Bloomberg （注）1日10時時点のデータ

※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。（次頁へ続く）
※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：米利上げ観測の後退を受け、上昇

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比 +2.31%の上昇となりました（図表3）。

8月25日のジャクソンホール会合でパウエルFRB議長が、中立金利（景気を過熱も冷やしもしない政策金利）が現行の政策金利の水準を上回っている（中立金利＞政策金利）との見解を示さなかったことを受け、追加利上げへの過度な警戒感が和らぎ上昇して始まりました。その後も、7月の求人件数（JOLTS）や、8月の雇用者数（ADP雇用統計）などが市場予想を下回り、追加利上げ観測が一段と後退したことから底堅く推移し、前週末比で上昇となりました。

FF金利先物市場では、9月に政策金利が据え置かれ、11月あるいは12月に利上げが5割程度の確率で実施されると予想されています（図表4）。一方、米経済指標が低調となったことを受け、2024年以降は利下げ観測が高まる格好となっています。

米国経済：労働需要の減速を示唆

米労働省が公表した7月のJOLTSによると、求人件数は882.7万件と前月（916.5万件）、市場予想（950万件）ともに下回り、2021年3月以来の低水準となりました（図表5）。労働市場は引き続きひっ迫した状況にあるものの、労働需要は減速しています。

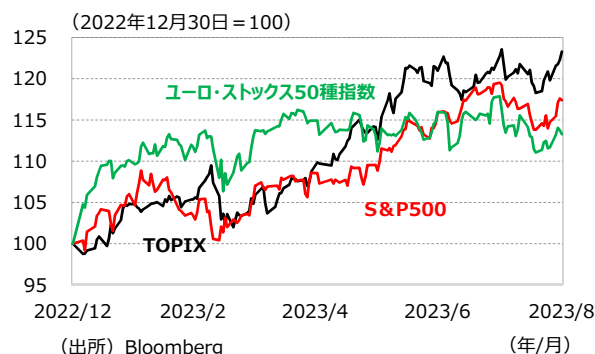
離職者数のうち、非自発的離職者数は7月に前月比 +0.3%（6月：同 +0.3%）と増加するも低位にとどまっています。企業の採用意欲（労働需要）は衰えつつあるものの、雇用削減には依然慎重な姿勢を維持しています。

企業向け給与計算サービスのオートマチック・データ・プロセッシング（ADP）が公表した7月の民間雇用者数は前月差 +17.7万人と市場予想の同 +19.5万人を下回り、労働需要が弱まりつつあることが示されました（図表6）。業種別では、コロナ禍からの経済活動の再開を背景に、雇用を拡大していたレジャー・接客などの増勢が鈍化しました。今回の結果を受け、1日に公表される雇用統計では非農業部門雇用者数が減速する可能性があります。

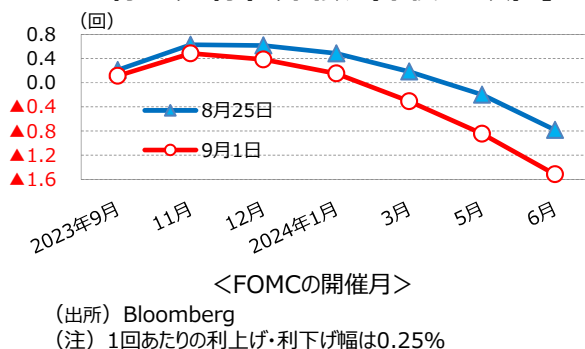
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。（次頁へ続く）
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

【図表3 株式市場の動向】

2022年12月30日～2023年8月31日、日次、現地通貨ベース

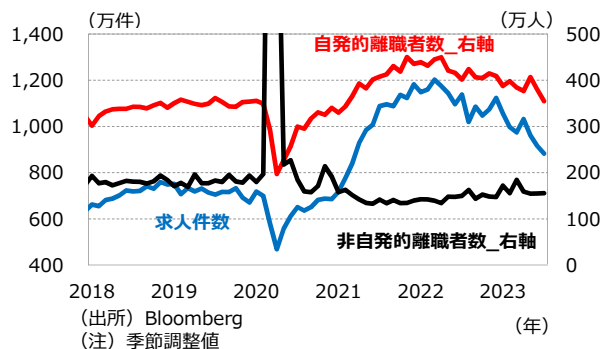


【図表4 FF金利先物が織り込む
利上げ・利下げ回数（累積ベース）】



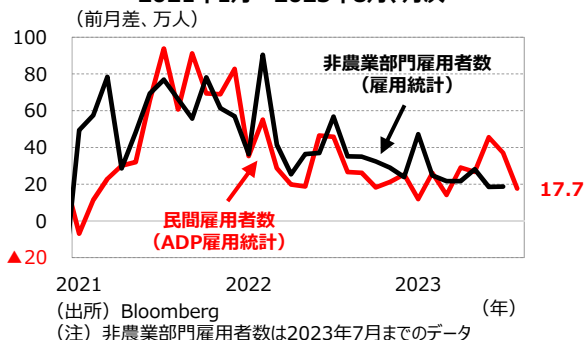
【図表5 求人件数（JOLTS）の推移】

2018年1月～2023年7月、月次



【図表6 米雇用者数の推移】

2021年1月～2023年8月、月次

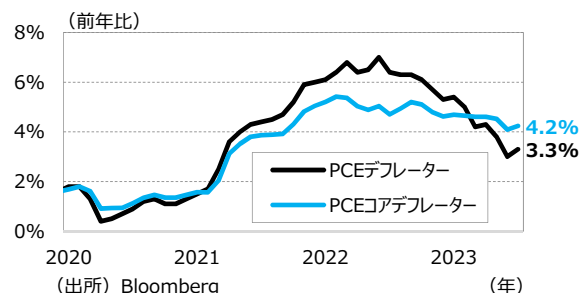


米商務省が公表した7月のPCE（個人消費支出）デフレーター（以下、総合指数）は前年比+3.3%（6月：同+3.0%）と、3か月ぶりに伸びが高まったほか、エネルギーと食品を除いたPCEコアデフレーター（6月：前年比+4.1%→7月：同+4.2%）も前月から加速しました（図表7）。

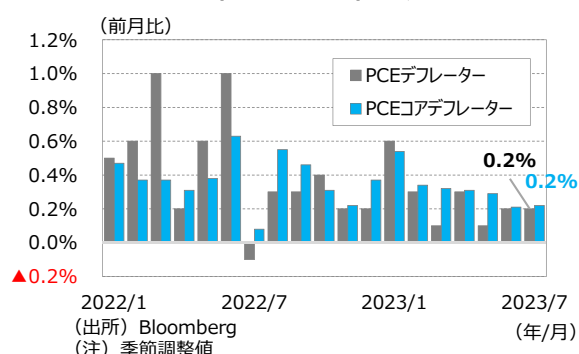
内訳をみると、財価格（6月：前年比▲0.6%→7月：同▲0.5%）の下落が続くなか、サービス価格（6月：前年比+4.9%→7月：同+5.2%）の上昇が続いています。

もっとも、物価の「瞬間風速」を映す前月比の伸びは総合指数、コア指数ともに+0.2%と前月から変わらず、物価上昇圧力は和らぎつつあります（図表8）。年率換算（前月比の伸びが続いたと仮定）では総合指数が+2.4%、コア指数が+2.7%と、FRBが目標とする2%への回帰が視野に入りつつあります。

【図表7 PCEデフレーター（前年比）の推移】
2020年1月～2023年7月、月次



【図表8 PCEデフレーター（前月比）の推移】
2020年1月～2023年7月、月次



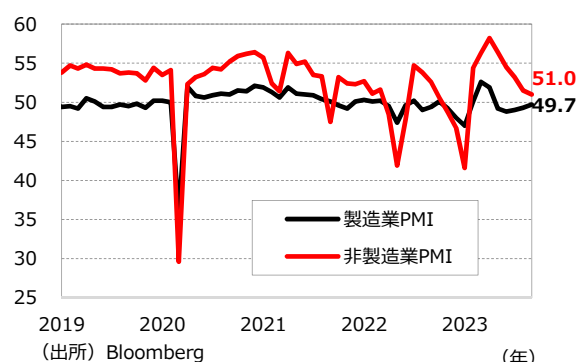
中国経済：製造業は底入れも、サービス業が景気回復の足かせに

中国国家統計局が公表した8月の製造業PMI（製造業購買担当者景気指数）は49.7と前月（49.3）から上昇し、底入れの兆しがみられます。もっとも、景気拡大・縮小の分れ目である50を5か月連続で下回り、回復ペースは緩やかなものにとどまっています（図表9）。内訳では、生産動向を示す「生産」は51.9（7月：50.2）と、増産の動きを強めている様子がうかがえます。一方で、「輸出向け新規受注」は46.7と、外需の低迷が受注の足かせとなっているとみられます。

8月の非製造業PMIは51.0と8か月連続で50を上回ったものの、前月（51.5）から低下し2022年12月以来の低水準となりました。業種別では金融や不動産関連が低下しており、不動産市場の低迷が景気の足かせとなっていとみられます。

中国経済は、雇用悪化に伴う家計部門の節約志向、不動産市場の低迷、外需の不透明感が重なり、内外需双方で景気の足かせとなる動きがみられます。こうしたなか、政府・中銀は不動産市場のテコ入れ（住宅ローン関連の規制緩和）や株式市場の活性化（株式売却時の証券取引印紙税の引き下げ）など内需喚起に動く姿勢をみせているものの、市場関係者の間では景気押し上げ効果は限定的なものにとどまるとの見方が大勢となっています。

【図表9 中国PMIの推移】
2019年1月～2023年8月、月次



（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。

日本株式市場：月間ベースでは10年ぶりに8か月連続上昇

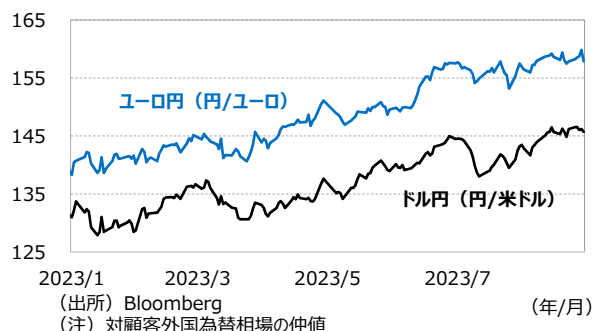
日本株式市場は前週末比で上昇しました（前掲図表3）。

TOPIX（東証株価指数）は、東京電力福島第一原子力発電所の処理水放出を巡り、中国政府が反発していることから、インバウンド需要が減少するとの懸念が高まったものの、ジャクソンホール会合後の米株高が支えとなり、上昇して始まりました。その後は米株式市場でハイテク株が上昇した流れを引き継ぎ、半導体関連などの銘柄を中心に買いが入り、8月は月間ベースで8か月連続の上昇となりました。

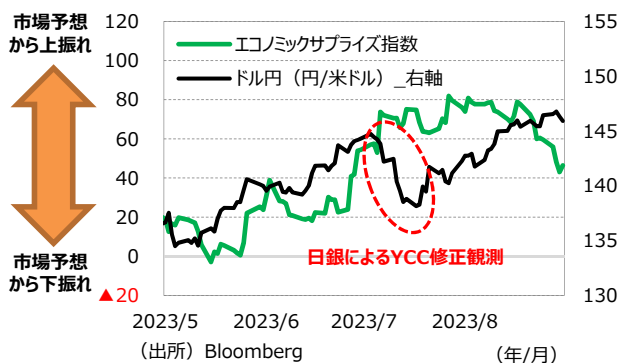
為替市場では、ジャクソンホール会合後の米株式市場の上昇を受け、週初は円売りが優勢となったものの、その後は低調な米経済指標を受けた米金利の低下などにより円高・米ドル安基調に転じ、週末（1日）の米ドル円は1米ドル＝145.73円と前週末に比べ0.34%の円高米ドル安となりました（図表10）。

5月以降、市場予想を上回る米経済指標が相次ぎ、米金融引き締め観測を背景としたドル高基調が続いていたものの、足もとでは市場予想から下振れる指標が目立ち始め、ドル円は上値の重い展開が続いています（図表11）。

【図表10 為替市場の動向】
2023年1月4日～2023年9月1日、日次



【図表11 ドル円と米エコノミックサプライズ指数】
2023年5月1日～2023年8月31日、日次



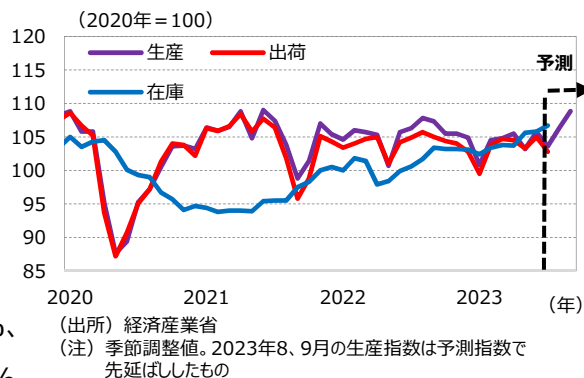
日本経済：物価高や輸出の伸び悩みで生産は一進一退の動き

経済産業省が公表した7月の鉱工業生産指数は、前月比▲2.0%と2か月ぶりの減少となりました（図表12）。業種別では、自動車（前月比＋0.6%）が堅調を維持したものの、半導体製造装置などの生産用機械（同▲4.8%）が3か月ぶりの減少となったほか、スマートフォンの需要低迷を背景に半導体メモリなどの電子部品・デバイス（同▲5.1%）が大幅な落ち込みとなりました。

7月の生産指数を8、9月の予測指数（それぞれ前月比＋2.6%、同＋2.4%）で先延ばしすると、7-9月期の生産は前期比＋1.4%

（4-6月期：同＋1.4%）と2四半期連続のプラスとなるものの、実際の生産は計画から下振れる傾向がある点に留意する必要があります。海外経済の減速に伴い輸出の伸び悩みが続くことに加え、物価高の影響により個人消費が弱めの動きとなっていることから、生産が本格的な回復に向かうには時間を要することが予想されます。

【図表12 鉱工業生産・出荷・在庫指数の推移】
2020年1月～2023年9月、月次



※上記は過去の実績及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、毎月勤労統計やISM非製造業景況指数などに注目

来週は、7月の毎月勤労統計（日本）や8月のISM非製造業景況指数（米国）などに注目しています（図表13）。

厚生労働省が公表した6月の毎月勤労統計では、現金給与総額（名目ベース）が前年比+2.3%と5月の同+2.9%から低下しました。この結果、物価の変動を除いた6月の実質賃金では前年比▲1.6%と5月の同▲0.9%から下落幅が拡大し、15か月連続の下落となりました（図表14）。

今年の春闘賃上げ率（定期昇給分を含む）は3.6%と約30年ぶりの高水準となったものの、賃金上昇率が物価上昇率に追いつかず、個人消費への逆風が収まっていない状況が続いています。7月の毎月勤労統計では、物価が高止まりするなか、実質賃金の下落幅が縮小に向かうか注目しています。

7月のISM非製造業景況指数は52.7と6月（53.9）から低下しました（図表15）。雇用の伸び鈍化などが下押し要因となり、非製造業の経済活動の拡大ペースが緩やかになっていることが示唆されました。8月の市場予想は52.4と7月（52.7）から低下することが予想されるなか、製造業と同様50（景気拡大・縮小の分れ目）割れが視野に入ると、米経済のソフトランディング（軟着陸）への期待が後退する可能性があります。

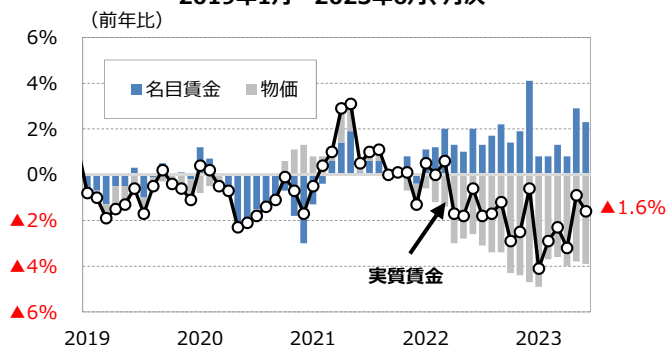
【図表13 来週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
9/4 (月)	米国	Labor Day（労働者の日）		
5 (火)	日本	7月消費支出（家計調査）	前年比▲2.5%	同▲4.2%
	中国	8月サービス業PMI（財新）	53.5	54.1
	ユーロ圏	7月生産者物価指数	—	前年比▲3.4%
	米国	7月製造業受注指数	前月比▲2.5%	同+2.3%
6 (水)	ユーロ圏	7月小売売上高	—	前年比▲1.4%
	米国	8月ISM非製造業景況指数	52.4	52.7
		米地区連銀経済報告（バージュック）	—	—
7 (木)	日本	7月景気先行指数	107.8	108.9
	中国	8月輸出	前年比▲7.8%	同▲14.5%
		8月輸入	前年比▲8.8%	同▲12.4%
	米国	新規失業保険申請件数	—	22.8万件
8 (金)	日本	7月現金給与総額（毎月勤労統計）	前年比+2.3%	同+2.3%
		4-6月期実質GDP（改定値）	—	前期比年率+6.0%
		8月現状判断DI	54.4	54.4
		8月先行き判断DI	53.3	54.1

（出所）Bloomberg （注）1日10時時点のデータ

【図表14 名目・実質賃金の推移】

2019年1月～2023年6月、月次



（出所）厚生労働省

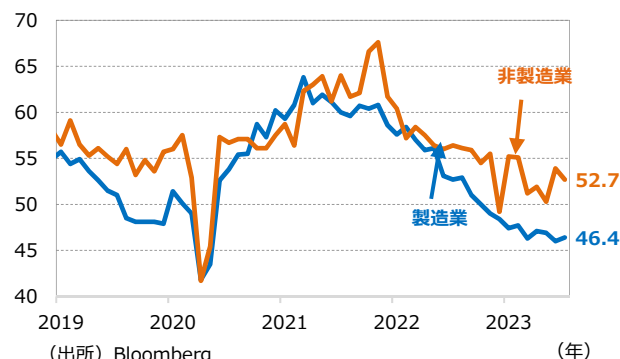
（注）名目賃金は現金給与総額。実質賃金は名目賃金を消費者物価（持家の帰属家賃を除く総合）で除いたもの

※ 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。

【図表15 ISM景況指数の推移】

2019年1月～2023年7月、月次



（出所）Bloomberg

（注）季節調整値

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费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。