

～TMAMマーケットウィークリー（9/11～15）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic : 米CPIやECB理事会などを無難に通過し、株式市場は堅調に推移

- 今週（9月11日～14日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、ウォール・ストリート・ジャーナルの記者が9月のFOMCで政策金利が据え置かれるとの見解を示し、利上げに対する警戒感が後退したことなどを受けハイテク株を中心に買いが入り、上昇して始まりました。その後は、原油高を背景にインフレ懸念が高まったことなどから下落する局面があったものの、14日にはECB（欧州中央銀行）が利上げの決定と同時に政策金利が最終地点に達した可能性を示唆したことが投資家心理の支えとなり、前週末比で上昇となりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、読売新聞が報じたインタビューで植田総裁がマイナス金利の解除を示唆したことなどを受け、週初は上値の重い展開となりました。その後は円安米ドル高が進行したことや、内閣改造により政権運営が安定化すると期待感に加え、欧米の株高などが追い風となり、週末にかけて堅調に推移しました。
- 来週（9月18日～22日）は、日銀金融政策決定会合やFOMC（米連邦公開市場委員会）などに注目しています。FOMCでは、政策金利の据え置きが予想されます。ただし、経済成長率や労働市場が想定以上の底堅さを維持していることから、パウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長が年内の追加利上げを示唆するか注目されます。今回の日銀金融政策決定会合ではマイナス金利解除に踏み切るとは考えにくく、現状維持を決定するとみられます。会合後の記者会見では、マイナス金利解除の可能性を報じた読売新聞のインタビューにおける一連の発言について、植田総裁自身が肯定するのかが焦点となりそうです。

【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15日	33,533.09	2.84	926.25
	TOPIX		2,428.38	2.94	69.36
	NYダウ (米ドル)	9月14日	34,907.11	0.96	330.52
	S&P500		4,505.10	1.07	47.61
	ユーロ・ストックス50指数	9月14日	4,279.75	1.00	42.56
1 利 0 回 年 利 率	日本 (%)	9月15日	0.71	-	0.05
	米国 (%)	9月14日	4.29	-	0.02
	ドイツ (%)		2.59	-	▲0.02
為 替	ドル円 (円/米ドル)	9月15日	147.62	0.41	0.61
	ユーロ円 (円/ユーロ)		157.01	▲0.30	▲0.48

(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
12 (火)	ユーロ圏	9月ZEW景気期待指数	-	▲8.9
13 (水)	日本	8月国内企業物価指数	前年比+3.3%	同+3.2%
	米国	8月消費者物価指数	前年比+3.6%	同+3.7%
		8月消費者物価指数 (食品及びエネルギーを除く)	前年比+4.3%	同+4.3%
14 (木)	日本	7月コア機械受注	前年比▲10.3%	同▲13.0%
	ユーロ圏	中銀預金金利 (ECB理事会)	3.75%	4.00%
	米国	8月小売売上高	前月比+0.1%	同+0.6%
8月PPI		前年比+1.3%	同+1.6%	
15 (金)	中国	8月鉱工業生産	前年比+3.9%	同+4.5%
		8月小売売上高	前年比+3.0%	同+4.6%
		8月固定資産投資	前年比+3.3%	同+3.2%
	米国	9月ユーロ圏連銀製造業景気指数	▲10.0	
		8月鉱工業生産	前月比+0.1%	
		9月ミシガン大学消費者マインド	69.0	

(出所) Bloomberg (注) 15日11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：過度な金融引き締めに対する警戒感が後退し、反発

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比 +1.07%の上昇となりました（図表3）。

ウォール・ストリート・ジャーナル（WSJ）の記者が9月のFOMCで政策金利が据え置かれるとの見解を示し、利上げに対する警戒感が後退したことなどを受けハイテク株を中心に買いが入り、上昇して始まりました。その後は、原油高を背景にインフレ懸念が高まったことなどから下落する局面があったものの、8月の米CPIの伸びが鈍化し過度な金融引き締めに対する警戒感が後退したことや、14日にECBが利上げの決定と同時に政策金利が最終地点に達した可能性を示唆したことが投資家心理の支えとなり、前週末比で上昇となりました。

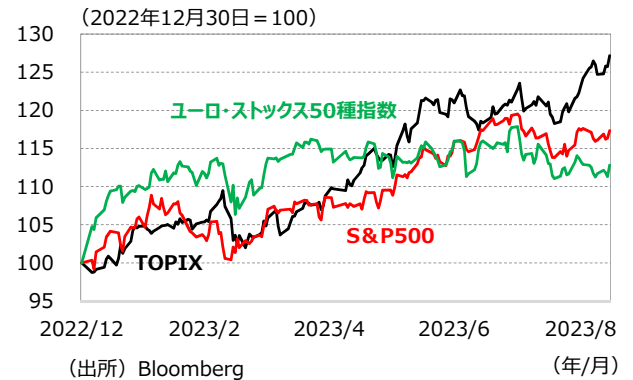
米国経済：CPIは政策金利の据え置きを正当化

米労働省が公表した8月の消費者物価指数（CPI）は、前年比 +3.7%（7月：同+3.2%）と2か月連続で加速し、市場予想の同+3.6%を上回りました（図表4）。原油高が物価の押し上げに作用しました。

一方、食品とエネルギーを除くコアCPIについては、前年比+4.3%と7月（同+4.7%）から伸びが鈍化しました。モメンタムを示す前月比では振れを伴いながら鈍化傾向にあるほか、3か月前比でも、ここ数か月は伸びが縮小しています。（図表5）。今回の結果は、来週のFOMCで政策金利が据え置かれるとの見方を正当化する内容となりました。

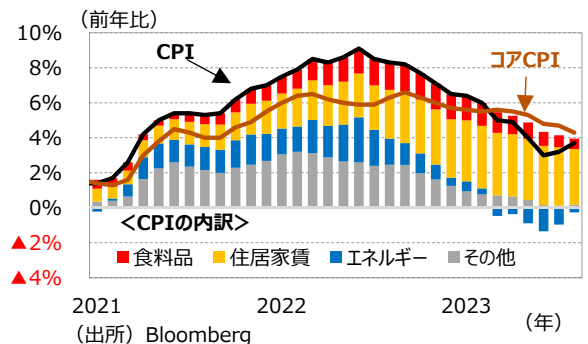
8月のコアCPI（前月比）のうち、コアサービスの伸びが変わらない一方で、コア財の下落幅が縮小したため、コアCPIの伸びは小幅ながら加速しました（図表6）。コア財の内訳をみると、8月は多くの品目が上昇に転じているものの、基調としては弱めの動きが続いています。一方、コアサービスではウエイトの大きい家賃が7月の前月比 +0.4%から、8月には同+0.3%へ鈍化した一方で、航空運賃が5か月ぶりに上昇しました。原油高を背景とした燃料価格の上昇が航空運賃を押し上げた可能性があります。

【図表3 株式市場の動向】
2022年12月30日～2023年9月14日、日次、現地通貨ベース



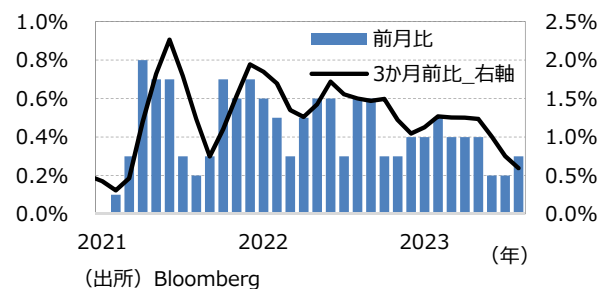
【図表4 CPIの推移】

2021年1月～2023年8月、月次



【図表5 コアCPIの変化率】

2021年1月～2023年8月、月次



【図表6 コアCPIの変化率（主要項目別）】

	（前月比）		
	8月	7月	6月
コアCPI	0.3%	0.2%	0.2%
コア財	▲0.1%	▲0.3%	▲0.1%
家具家事用品	0.3%	▲0.4%	▲0.3%
衣料品	0.2%	▲0.0%	0.3%
新車	0.3%	▲0.1%	▲0.0%
中古車	▲1.2%	▲1.3%	▲0.5%
コアサービス	0.4%	0.4%	0.3%
家賃	0.3%	0.4%	0.4%
航空運賃	4.9%	▲8.1%	▲8.1%
医療サービス	0.1%	▲0.4%	▲0.0%
娯楽サービス	▲0.1%	0.8%	0.5%

（出所）Bloomberg

※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。

（次頁へ続く）

米商務省が公表した8月の小売売上高は前月比+0.6%と、市場予想（同+0.1%）を上回りました（図表7）。8月はガソリン価格の上昇によるところが大きく、生活必需品以外は伸び悩む業種が目立ちました。

業種別の内訳をみると、伸びが大きかったのが電気製品（前月比+0.7%）、食料・飲料（同+0.4%）、ヘルスケア（同+0.5%）、衣料品（同+0.9%）などで、減少したのは家具（同▲1.0%）、娯楽用品（同▲1.6%）、雑貨（同▲1.3%）となりました（図表8）。

実質GDPの推計に用いられるコア小売売上高（自動車、ガソリン、建設資材、食品サービスを除く）は前月比+0.1%と、小幅ながら増加しました。6月（同+0.3%）、7月（同+0.7%）の後としては弱くないものの、明確に減速傾向にあります。なお、小売売上高の結果を反映したGDPNow*1（アトランタ連銀公表）によると、7-9月期の実質GDPは前期比年率+4.9%と、小売売上高公表前の同+5.5%から下方修正されています。

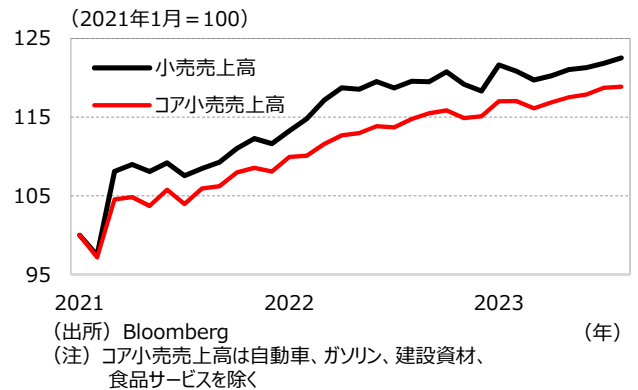
先行きについては、コロナ禍に積み上がった過剰貯蓄の取り崩しが進んでいることに加え、コロナ禍後に延長されていた学生ローンの返済が10月に再開することから、個人消費の下振れリスクには注意が必要です。

*1 アトランタ連邦準備銀行が、リアルタイムに米国の経済成長率を予測することを目的に公表している指標

ユーロ圏経済：ECBは10会合連続で利上げを決定

ECB（欧州中央銀行）は14日の理事会で、10会合連続の利上げを決定しました（図表9）。預金ファシリティ金利（政策金利）は4.00%と、1999年の単一通貨ユーロ導入以降で最高水準に達しました。ユーロ圏経済の失速懸念が高まる中でも、高インフレに対して追加の引き締めが必要と判断したとみられます。声明文では、政策金利がターミナルレート（最終到達点）に達した可能性を示唆する文言が追加されました。経済情勢に配慮しつつ、インフレを抑制すべく政策金利を高い水準に据え置く段階に移行したと考えられます。

【図表7 小売売上高の推移】
2021年1月～2023年8月、月次

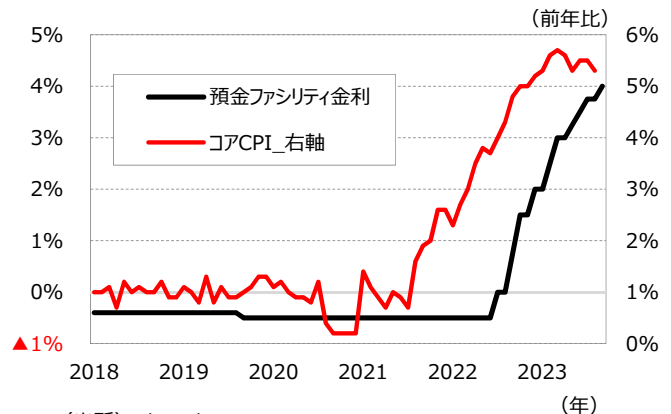


【図表8 小売売上高（主要業種別）】
(前月比)

	8月	7月	6月
小売売上高	0.6%	0.5%	0.2%
家具	▲1.0%	▲1.9%	1.6%
電気製品	0.7%	▲1.1%	0.3%
食料・飲料	0.4%	0.7%	▲0.4%
ヘルスケア	0.5%	0.1%	0.3%
衣料品	0.9%	0.9%	0.2%
無店舗小売	▲0.0%	1.5%	0.8%
自動車同部品	0.3%	▲0.4%	0.5%
建設資材	0.1%	0.2%	▲1.3%
娯楽用品	▲1.6%	1.7%	▲0.7%
ガソリンスタンド	5.2%	0.1%	▲0.6%
雑貨	▲1.3%	▲1.0%	1.3%
コア小売売上高	0.1%	0.7%	0.3%

(出所) Bloomberg

【図表9 預金ファシリティ金利とコアCPI】
2018年1月～2023年9月、月次



(出所) Bloomberg

(注) コアCPI（食品及びエネルギーを除く）は2023年8月までのデータ

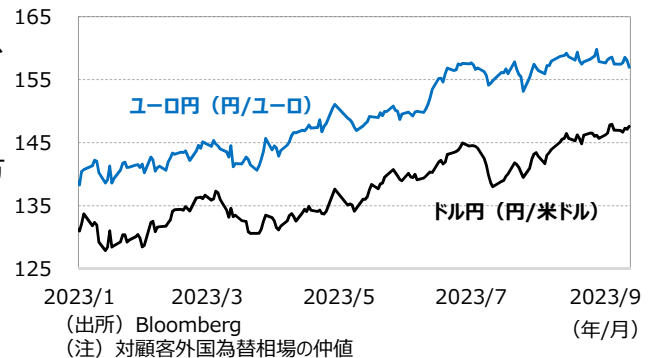
※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

(次頁へ続く)

日本株式市場：円安に加え、株式市場は欧米を上回る上昇率

為替市場では、財務省による為替介入への警戒感が高まるなか、9日に読売新聞が報じたインタビューで、植田総裁がマイナス金利の解除を示唆したことを受け、前週末の1米ドル＝147円台から11日には一時145円台まで円高米ドル安が進行しました（図表10）。その後は米金融引き締めが長期化するとの見方から、週半ばにかけて円安米ドル高基調で推移し、週末（15日）のドル円は1米ドル＝147.62円と、7日（147.01円）に比べ0.41%の円安米ドル高となりました。

【図表10 為替市場の動向】
2023年1月4日～2023年9月15日、日次



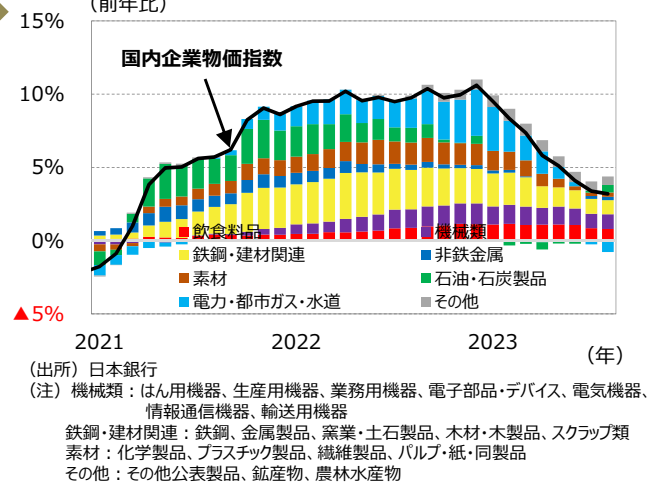
日本株式市場は前週末比で上昇しました（前掲図表1）。

TOPIX（東証株価指数）は、読売新聞が報じたインタビューで植田総裁がマイナス金利の解除を示唆したことなどを受け、週初は上値の重い展開となりました。その後は為替市場で円安米ドル高が進行したことや、内閣改造により政権運営が安定化するとの期待感に加え、欧米の株高などが追い風となり、週末にかけて堅調に推移しました。

日本経済：植田総裁がマイナス金利解除の可能性を示唆

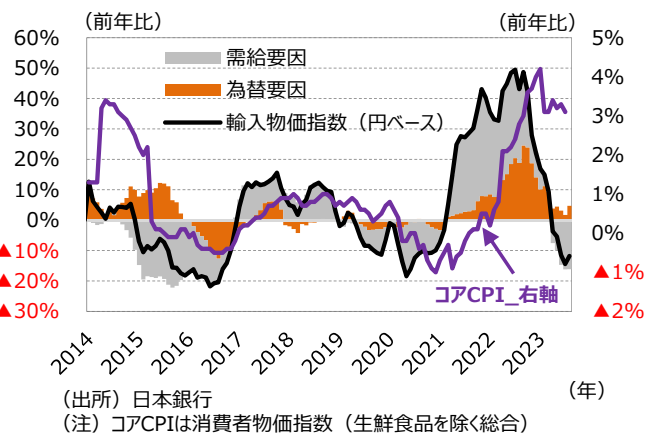
日銀が公表した企業物価指数によると、8月の国内企業物価指数は前年比＋3.2%と、8か月連続で鈍化しました（図表11）。内訳では、川下の飲食料品などが価格転嫁（値上げ）の動きもあり、高い伸びが継続しているほか、最近の原油価格の上昇や政府のガソリン補助金の縮小により石油・石炭製品が上昇した一方で、燃料費調整単価の低下を反映して電気・都市ガス・水道は下落に転じました。

【図表11 国内企業物価指数の推移】
2021年1月～2023年8月、月次
（前年比）



8月の輸入物価指数（円ベース）は前年比▲11.8%と、5か月連続で下落しました（図表12）。もっとも、原油価格の上昇に加え、円安が進行したことで前月（前年比▲14.4%）から下落幅が縮小しています。輸入物価指数の変化率を、需給要因（契約通貨建て価格の変動）と為替要因（為替の変動）に分解してみると、資源価格を中心に上昇ペースが早かった2022年の裏の影響が出ていることで、需給要因は大幅なマイナスが続いています。資源高の一巡などにより、輸入物価指数は当面下落することが見込まれることから、川下のコアCPIに下押し圧力がかかることが予想されます。

【図表12 輸入物価指数とコアCPIの推移】
2014年1月～2023年8月、月次
（前年比）



※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。

（次頁へ続く）

日銀がYCC（イールドカーブ・コントロール）の柔軟化*2を決定した7月末以降、日銀政策委員からマイナス金利*3の解除を示唆する発言が目立つようになりました（図表13）。その中で、9日に読売新聞が報じた植田総裁のインタビューが市場の大きな関心事項になっています。植田総裁は、「賃金上昇を伴う持続的な物価上昇に確信が持てた段階になれば、大規模緩和の柱である『マイナス金利政策』の解除を含め『いろいろなオプション（選択肢）がある』と語った」と報じられました。また、日銀が重視する来年の春闘での賃上げ動向について「年末までに十分な情報やデータがそろそろ可能性はゼロではない」と語ったとされたことも関心を集めました。

- *2 従来0.5%を許容上限としていた長期金利について、0.5%超から最大1%までの上昇を許容すること
- *3 日銀当座預金のうち政策金利残高に適用されている▲0.10%の金利

植田総裁が、マイナス金利解除を含む政策修正に踏み切る可能性を示唆したのは、急速な円安が政府の物価高対策に水を差すおそれが出てきたためと考えられます（図表14）。

政府は、円安に助長された物価高に対して、電気代やガス代などの負担軽減策を講じています。植田総裁はマイナス金利解除に踏み切る可能性を示唆し、円安に歯止めをかけることで、政府の物価高対応を側面支援する方向に舵を切った可能性があります。

また、円安をけん制する口先介入を繰り返してきた財務省に配慮した可能性も考えられます。円安が進行した昨年9月から10月にかけて、財務省は総額9.2兆円の為替介入（円買い・米ドル売り）を実施したものの、日米金利差の拡大を反映した円安の進行に歯止めをかける効果は限定的なものにとどまりました。日銀がマイナス金利解除を含めた政策修正を示唆すれば、国内金利の上昇とともに日米金利差は縮小し、円安のペースを抑制できる可能性があります。

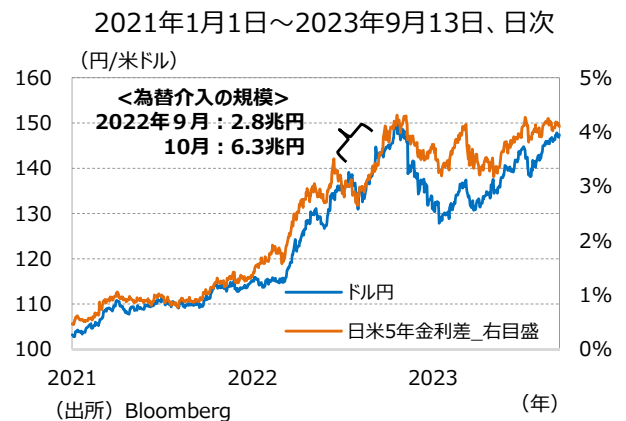
もっとも、米経済が高い成長率で推移するようであれば（図表15）、インフレ圧力は低下せず、FRBによる金融引き締めが長期化する（円安米ドル高基調が続く）ことが予想されます。

【図表13 最近の日銀政策委員の発言】

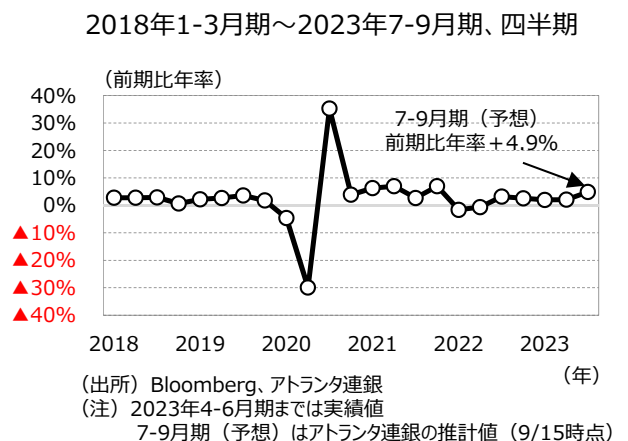
発言日	政策委員	発言内容（赤字はタカ派的な発言）
8/30	田村 審議委員	・（物価安定の目標について） 実現がはっきりと視野にとらえられる状況になった。 ・ マイナス金利の解除も選択肢の一つに入る。 （政策修正の判断時期については、賃上げや2023年後半の物価動向などのデータが集まる） 来年1～3月ごろ。
9/6	高田 審議委員	（物価安定の目標について） 達成に向けた『芽』がようやく見えてきた。
9/6	植田 総裁	（マイナス金利政策の解除のタイミングについて）経済・物価情勢が上振れした場合、いろいろな手段について選択肢はある。 マイナス金利の解除後も物価目標の達成が可能と判断すれば、（解除を）やる。 （来春の賃上げ動向を含め） 年末までに十分な情報やデータがそろそろ可能性はゼロではない。

（出所）各種報道資料をもとに、東京海上アセットマネジメント作成
（注）タカ派は、利上げなど金融引き締めの政策を支持する傾向がある

【図表14 ドル円と日米金利差の推移】



【図表15 米実質GDP成長率の推移】



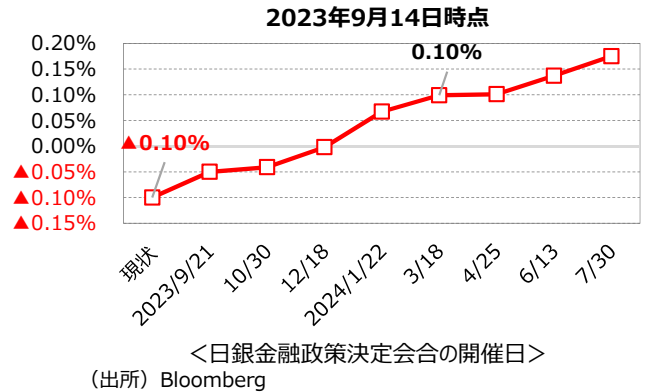
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

（次頁へ続く）

その場合、植田総裁が言及するように、年内にマイナス金利解除に十分な情報やデータを確認した上で、2024年1月にマイナス金利の解除に踏み切ることも考えられます。

なお、固定金利と変動金利を交換する翌日物金利スワップ（OIS）市場では、読売新聞が植田総裁のインタビューを報じた9日以降、日銀が2024年1月にもマイナス金利（▲0.10%）を解除し、3月には政策金利を0.10%まで引き上げることが織り込んでいます（図表16）。

【図表16 翌日物金利スワップ（OIS）市場が織り込む政策金利】



来週は、日米の金融政策などに注目

来週は、日銀金融政策決定会合やFOMCなどに注目しています（図表17）。

19～20日（現地時間）に開催されるFOMCでは、政策金利の据え置きが予想されます。ただし、CPIなどの物価指標が鈍化傾向にあるものの、経済成長率や労働市場が想定以上の底堅さを維持していることから、パウエルFRB議長が年内の追加利上げを示唆するか注目されます。なお、今回は経済見通しが公表され、2026年までの見通しが追加されます。堅調な経済指標を踏まえると、2023年の成長率見通しは前回（6月）の見通しから上振れ、失業率は引き下げられる可能性があります（図表18）。また、政策見通しも2024年は上方修正されるとみられます。

日本では、読売新聞が植田総裁のインタビューを報じて間もないことから、今回の日銀金融政策決定会合でマイナス金利解除に踏み切ることは考えにくく、現状維持を決定する公算が大きいと考えられます。読売新聞が報じた植田総裁のマイナス金利解除を示唆する発言の意図は、物価高対策に注力する政府への配慮（円安のけん制）と政策の自由度確保とみられます。会合後の記者会見では、マイナス金利解除の可能性を報じた読売新聞のインタビューにおける一連の発言について、植田総裁自身が肯定するのが焦点となりそうです。

※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17 来週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回	
18 (月)	米国	9月NAHB住宅市場指数	50	50	
19 (火)	米国	8月住宅着工件数	144.0万件	145.2万件	
20 (水)	米国	FF金利の上限 (FOMC)	5.50%	5.50%	
21 (木)	米国	新規失業保険申請件数	—	22.0万件	
		8月中古住宅販売件数	410万件	407万件	
22 (金)	ユーロ圏	9月製造業PMI	43.7	43.5	
		9月サービス業PMI	47.5	47.9	
	日本	9月製造業PMI	—	49.6	
		9月サービス業PMI	—	54.3	
		8月全国消費者物価指数	前年比+3.0%	同+3.3%	
		8月全国消費者物価指数 (生鮮食品を除く)	前年比+3.0%	同+3.1%	
		8月全国消費者物価指数 (生鮮食品及びエネルギーを除く)	前年比+4.3%	同+4.3%	
		日銀当座預金残高の政策金利 (金融政策決定会合)	—	▲0.1%	
		米国	9月製造業PMI	47.9	47.9
			9月サービス業PMI	—	50.5

(出所) Bloomberg (注) 15日11時時点のデータ

【図表18 FOMC参加者の経済見通し (FOMCメンバーの予想値の中央値、6月時点)】

	2023年	2024年	2025年
実質GDP (前期比年率)	1.0%	1.1%	1.8%
失業率	4.1%	4.5%	4.5%
PCEデフレーター (前年比)	3.2%	2.5%	2.1%
コアPCEデフレーター (前年比)	3.9%	2.6%	2.2%
政策金利 (FFレート)	5.6%	4.6%	3.4%

(出所) FRB公表資料をもとに、東京海上アセットマネジメント作成

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。お申込みに当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。