

～TMAMマーケットウィークリー（9/18～22）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic : FOMCで金融引き締めの長期化が示唆され、主要株式市場は揃って下落

- 今週（9月18日～21日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、原油高を背景としたインフレ懸念の高まりや、FOMC（米連邦公開市場委員会）で政策金利の据え置きを決定すると同時に、2024年の政策金利見通しを6月会合（前回）から引き上げたことなどを受け、金融引き締め長期化に対する警戒感が強まりました。こうした環境下、米国株式は週を通じて下落基調となりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、前週末の米株式市場でハイテク株が下落した流れを引き継ぎ半導体関連株を中心に売りが入ったことや、週末の日銀金融政策決定会合に対する警戒感が高まったこと、米株式市場の下落などを受け、週を通じて軟調に推移しました。
- 来週（9月25日～29日）は、9月の東京都区部CPIなどに注目しています。特に、コアコアCPI（生鮮食品及びエネルギーを除く）は8月（前年比+4.0%）と同様に、引き続き高い伸びとなることが予想されています。9日に読売新聞が報じた植田日銀総裁のインタビューでは、同総裁は経済・物価情勢が上振れした場合、年末までに金融政策の修正に踏み切る可能性を示唆しています。9月の東京都区部CPIを含めた幅広い経済指標において、基調的な物価上昇圧力が継続していることが確認されれば、マイナス金利解除やYCC（イールドカーブ・コントロール）撤廃を含めた政策修正が視野に入ってくると考えられます。

【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22日	32,402.41	▲3.37 ▲1,130.68
	TOPIX		2,376.27	▲2.15 ▲52.11
	NYダウ（米ドル）	9月21日	34,070.42	▲1.58 ▲547.82
	S&P500		4,330.00	▲2.70 ▲120.32
	ユーロ・ストックス50指数	9月21日	4,212.59	▲1.92 ▲82.46
利回り 年 り 国 債	日本（%）	9月22日	0.74	— 0.03
	米国（%）	9月21日	4.49	— 0.16
	ドイツ（%）		2.74	— 0.06
為替	ドル円（円/米ドル）	9月22日	147.67	0.03 0.05
	ユーロ円（円/ユーロ）		157.40	0.25 0.39

（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
18（月）	米国	9月NAHB住宅市場指数	49	45
19（火）	米国	8月住宅着工件数	143.9万件	128.3万件
20（水）	米国	FF金利の上限（FOMC）	5.50%	5.50%
21（木）	英国	政策金利（MPC）	5.50%	5.25%
	米国	新規失業保険申請件数	22.5万件	20.1万件
	米国	8月中古住宅販売件数	410万件	404万件
22（金）	日本	8月全国消費者物価指数	前年比+3.0%	同+3.2%
		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	48.2	
	米国	9月サービス業PMI	50.7	

（出所）Bloomberg （注）22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。

Market Report

米国株式市場：金融引き締めの長期化が意識され、大幅安

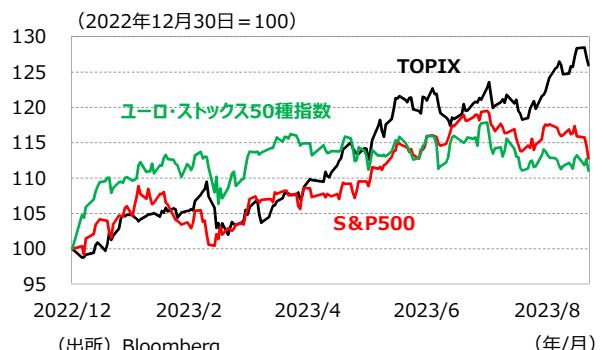
今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比

▲2.70%の下落となりました（図表3）。

FOMCを控え様子見ムードが広がるなか、原油高を背景としたインフレ懸念の高まりや米金利の上昇などが嫌気され、週半ばにかけて下落基調で推移しました。その後は、新規失業保険申請件数が市場予想を下回ったことや、FOMCで政策金利の据え置きを決定すると同時に2024年の政策金利見通しを6月会合（前回）から引き上げたことなどを受け、金融引き締め長期化に対する警戒感から長期金利が上昇し、ハイテク株や住宅関連株を中心に下落する展開となりました。

【図表3 株式市場の動向】

2022年12月30日～2023年9月21日、日次、現地通貨ベース



米国経済：FOMCは2024年の利下げ幅の縮小を示唆

FRB（米連邦準備制度理事会）は19、20日に開催した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5.25～5.50%に据え置くことを決定しました（図表4）。

政策金利を据え置いた背景には、政策金利が物価に対して引き締め的な水準に達しつつあり、その効果を慎重に見極めないと判断した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、「インフレ率を2%に戻すのに適切と思われる金融政策の状態に近づいたと思う。今後は少し慎重に構えつつ、インフレ率を下げるのに適切な政策水準を見極めたい」と述べています。

FRBは声明文で、景気認識を7月時点の「緩やかなペースで拡大」から「堅調なペースで拡大」へ上方修正した上で、四半期毎に公表される経済見通しで、2023年の実質GDP見通しを従来の1.0%から2.1%へ上方改定し、潜在成長率

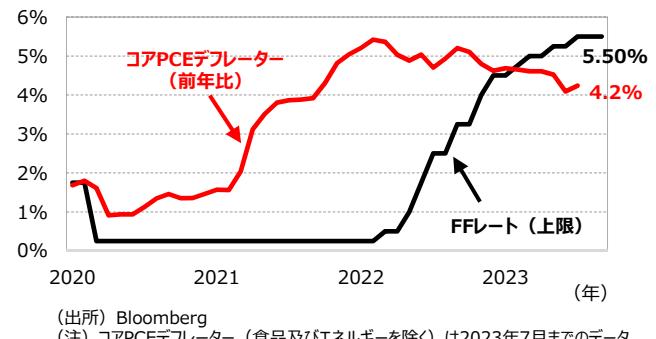
（長期の実質GDP：1.8%）を上回る底堅い成長が実現する見通しが示されました（図表5）。大幅な利上げを実施したにもかかわらず、経済成長率や労働市場が底堅さを維持するとみられることから、ソフトランディング（軟着陸）実現を示唆する見通しとなっています。

※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。

【図表4 FFRレートとコアPCEデフレーター】

2020年1月～2023年9月、月次



【図表5 FOMC参加者の経済見通し（中央値）】

		2023年	2024年	2025年	2026年	長期
実質GDP (前年比)	9月	2.1%↑	1.5%↑	1.8%	1.8%	1.8%
	6月	1.0%	1.1%	1.8%	—	1.8%
失業率	9月	3.8%↓	4.1%↓	4.1%↓	4.0%	4.0%
	6月	4.1%	4.5%	4.5%	—	4.0%
PCEデフレーター (前年比)	9月	3.3%↑	2.5%	2.2%↑	2.0%	2.0%
	6月	3.2%	2.5%	2.1%	—	2.0%
コアPCEデフレーター (前年比)	9月	3.7%↓	2.6%	2.3%↑	2.0%	—
	6月	3.9%	2.6%	2.2%	—	—

（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

（注）実質GDP、PCEデフレーター（コアを含む）は10-12月期の前年比伸び率
失業率は10-12月期の平均

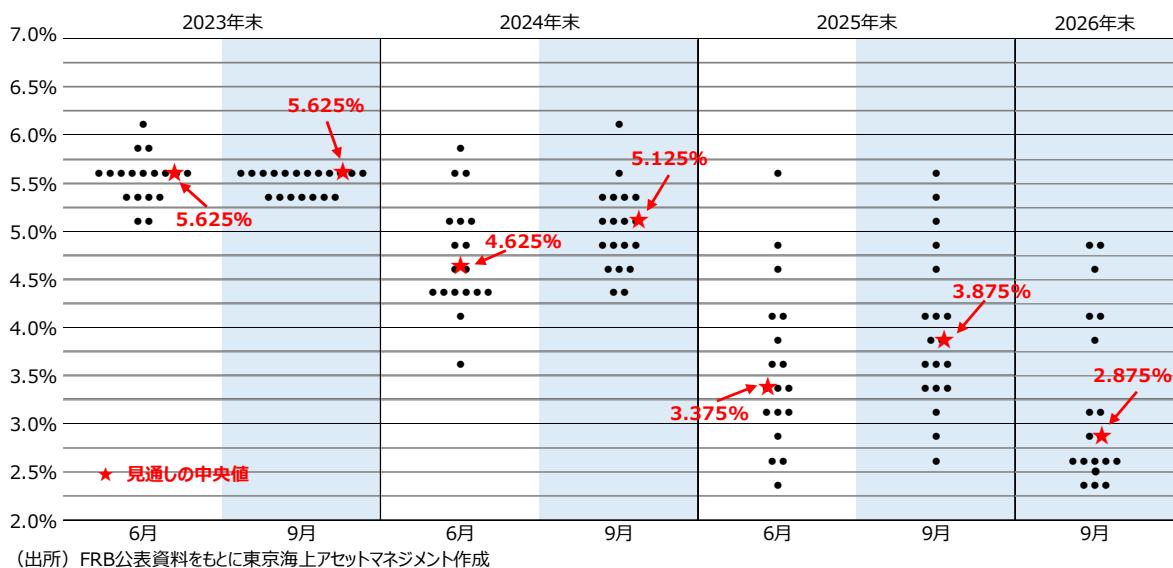
（次頁へ続く）

一方、パウエルFRB議長は「（失業率が低いまま）過去3回のインフレ指標は極めて良好だった」とインフレ率が低下している状況について歓迎した上で、「ソフトランディングは実現可能だが、それを実現できるかどうかは我々がコントロールできることではない」と、慎重な見方を示しました。

今会合では、経済が底堅さを維持しインフレ率が緩やかな減速にとどまる中で、年内の追加利上げ及び2024年以降の利下げの可能性がどの程度示唆されるかが最大の焦点となりました。ドットチャート（FOMC参加者の政策金利見通し、図表6）では、2023年の中央値は6月時点（前回）の5.625%に据え置かれ、年内1回の追加利上げが示唆されました。また、2024年の政策金利見通しを巡っては、6月公表のドットチャートで1.0%の利下げ（2023年末：5.625%→2024年末：4.625%）が示唆されていたものの、今回は0.5%（2023年末：5.625%→2024年末：5.125%）の利下げにとどまるとの見通しに改定され、当面政策金利を高い水準で維持する方針が示される格好となりました。

2024年末の政策金利見通しが引き上げられた点について、パウエルFRB議長は「今必要なのは引き締め気味の金融政策によって目標のインフレ率を達成することだ。（ドットチャートは）FOMC参加者全員が経済活動が予想以上に強いとみていることを示している」と、金融引き締めスタンスを当面継続する考えを示しました。

【図表6 ドットチャート（FOMC参加者による政策金利見通し）】



今回提示されたドットチャートでは、歴史的な高インフレを鎮静化するため、約22年ぶりの水準まで引き上げられた政策金利の正常化に時間を要することが示されました。今後の金融政策運営を巡っては波乱要因もあります。コロナ禍で停止していた学生ローン返済の再開は、家計の負担を通じて個人消費の重石となり、ひいては物価の下押し要因となります。一方で、原油高を背景としたガソリン価格の上昇や、賃上げの動きにつながる自動車大手のストライキは、物価の押し上げ要因となります。年内は1回の追加利上げが見込まれるもの、従来からパウエルFRB議長が言及するように、経済情勢によっては政策判断が変わりえることにも留意する必要があります。

※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。 (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。

全米住宅建設業協会が公表した住宅建設業者の景況感を示すNAHB住宅市場指数は8月の50から9月には45（市場予想：49）へ低下しました。好不況の分かれ目である50を5か月ぶりに下回りました（図表7）。内訳をみると、現状指数が8月の57から9月に51へ、先行き指数は55から49へ、見込み客指数は35から30へ軒並み低下しました。

住宅価格や住宅ローン金利の高止まりを受けた住宅需要の低迷が、景況感の悪化につながったとみられます。直近の住宅ローン金利（30年固定）は8月以降、7%超える水準が続いています。

米商務省が公表した8月の住宅着工件数は128.3万件と、7月（144.7万件）、市場予想（143.9万件）ともに大幅に下回り、2020年6月以来の低水準となりました（図表8）。

一部の地域でハリケーンの影響が住宅着工の重石になった可能性があるものの、NAHB住宅市場指数が低下傾向にあることを踏まえると、住宅市場は当面軟調に推移するとみられます。

英国経済：15会合ぶりとなる政策金利の据え置きを決定

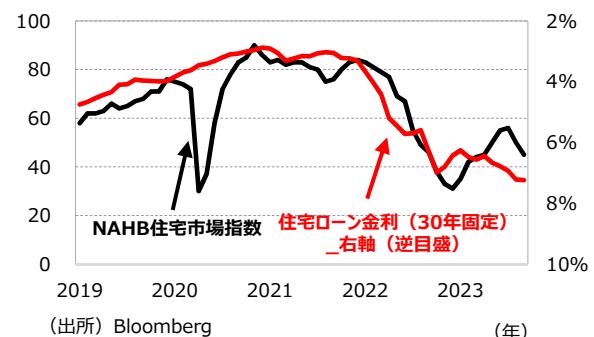
イングランド銀行（英国の中央銀行）はMPC（金融政策委員会）を開催し、政策金利を5.25%に据え置くことを決定しました（図表9）。政策金利の据え置きは、2021年12月に利上げを開始して以降初めてとなります（据え置きは15会合ぶり）。

利上げが景気に及ぼす影響を考慮して、政策金利の据え置きを決定したとみられます。声明文では、「インフレ率は更に低下すると予想される」とした上で、「金融引き締めが労働市場や実態経済に影響を与える兆候が強まっている」と指摘されています。

もっとも、政策決定の投票権をもつ9名のうち、ベイリー総裁を含む5名が利上げ見送りに賛成したものの、4名が0.25%の利上げが必要として反対しています。英国の8月のCPIは前年比+6.2%、コアCPI（食品及びエネルギーを除く）は同+6.7%と、イングランド銀行が目標とする2%を大幅に上回る状況が継続しています。声明文の中で、「より持続的なインフレ圧力の証拠がある場合、更なる引き締めが必要になる」として、インフレの動向を見ながら、必要に応じて利上げ再開の検討を行う考えも示しています。

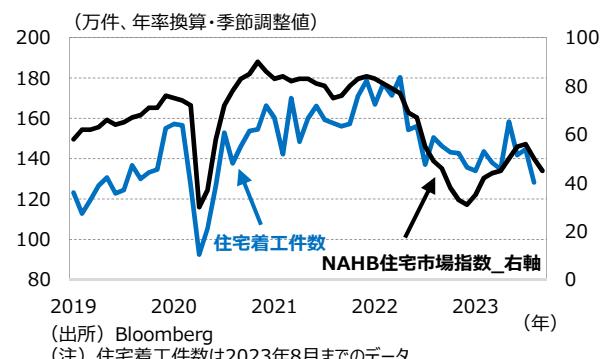
【図表7 NAHB住宅市場指数の推移】

2019年1月～2023年9月、月次



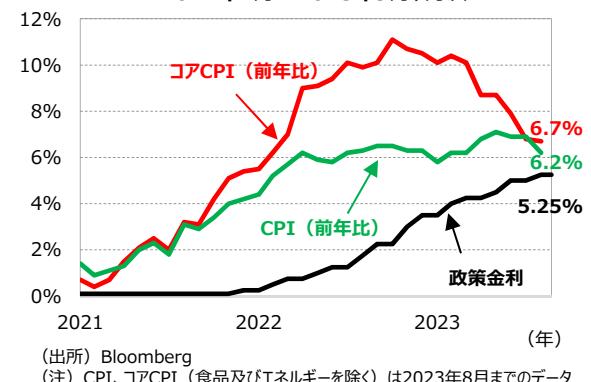
【図表8 住宅着工件数の推移】

2019年1月～2023年9月、月次



【図表9 英国の政策金利と消費者物価】

2021年1月～2023年9月、月次



※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。

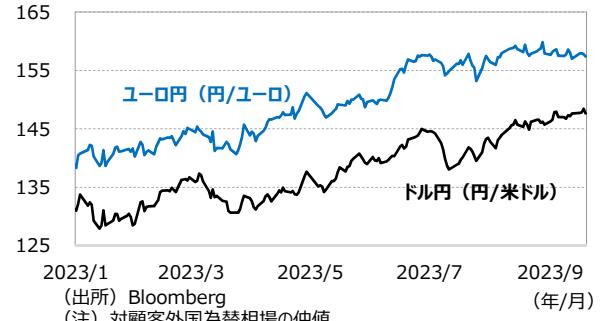
(次頁へ続く)

日本株式市場：日銀が現状維持も米株安を受け、反落

日本株式市場は前週末比で下落しました（前掲図表1）。TOPIX（東証株価指数）は、前週末の米株式市場でハイテク株が下落した流れを引き継ぎ半導体関連株を中心に売りが優勢となったことや、週末の日銀金融政策決定会合に対する警戒感が高まったことなどから、週前半ばにかけて軟調に推移しました。22日は日銀が金融政策の現状を維持したものの、前日の米株式市場の下落などを受け、引き続き軟調に推移しました。

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、原油高を背景に米国のインフレ懸念が高まったことや、米金利が上昇基調で推移したことを受け、前週末の1米ドル＝147円台から21日には148円台まで円安米ドル高が進行しました（図表10）。その後は、日銀金融政策決定会合を控え、植田日銀総裁が政策修正についてどのような見解を示すのか様子見ムードが広がるなか、週末（22日）のドル円は1米ドル＝147.67円と、15日（147.62円）と概ね同じ水準となりました。

【図表10 為替市場の動向】
2023年1月4日～2023年9月22日、日次

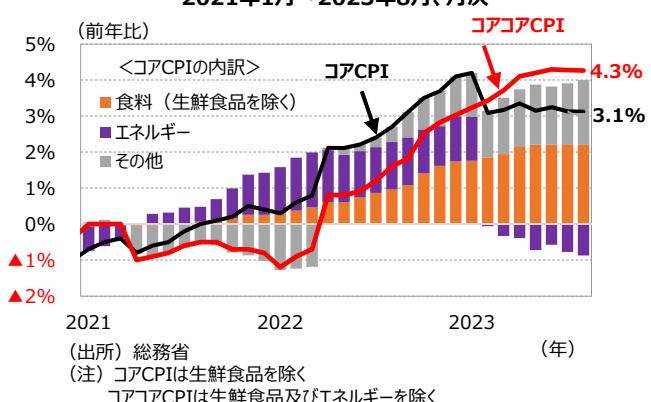


日本経済：日銀は金融政策の現状維持を決定

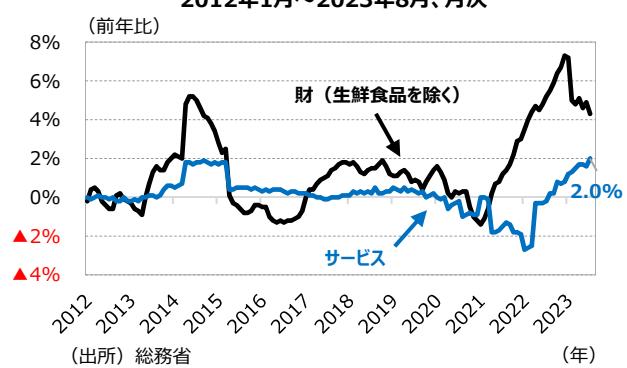
総務省が公表した8月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は前年比+3.1%と、7月（同+3.1%）と同水準の伸びとなりました（図表11）。生鮮食品を除く食料（7月：前年比+9.2%→8月：同+9.2%）が高止まりするなか、エネルギー価格（前年比▲8.7%→同▲9.8%）の下落幅が拡大したことなどが、コアCPIを下押ししました。

生鮮食品を除く食料については、原材料費の上昇を価格転嫁する動きが続き、調理食品（前年比+9.5%）などの伸びが顕著となっています。エネルギーについては、23年2月から実施されている激変緩和措置により電気代（7月：前年比▲16.6%→8月：同▲20.9%）や都市ガス代（前年比▲9.0%→同▲13.9%）の大幅な下落が続いている。一方、ガソリン（前年比1.1%→同+7.5%）などは、燃料油価格激変緩和措置の補助率の縮小に、円安や原油高の影響が加わり、伸びを高めています。

【図表11 コアCPI、コアコアCPIの推移】
2021年1月～2023年8月、月次



【図表12 コアCPI（財、サービス）の推移】
2012年1月～2023年8月、月次



※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）

一方、物価変動の大きい生鮮食品及びエネルギーを除くコアCPIは前年比+4.3%（7月：同+4.3%）と、基調的な物価上昇圧力が継続しています（前掲図表1-1）。

コアCPIのうち、財価格（生鮮食品を除く）の伸びは鈍化傾向にあります（前掲図表1-2）。足もとで再び円安が進んでいることには留意が必要であるものの、物価高の主因となっていた輸入物価の上昇には歯止めがかかっていることから、今後は原材料コストを価格転嫁する動きが徐々に弱まり、財価格の上昇率は鈍化することが見込まれます。一方、サービス価格については前年比+2.0%まで伸びを高めているものの、サービス価格との連動性が高い賃上げ率のうちベースアップが2023年に2%程度であること、長期にわたり値上げが行われなかつたことなどを踏まえると、サービス価格の上昇ペースは更に拡大すると考えられます。財価格の伸びが鈍化するものの、サービス価格がけん引役となり、コアCPIは当面高止まりすることが予想されます。

日銀は21、22日に開催した金融政策決定会合では、事前の予想通り、YCC（イールドカーブ・コントロール）などを含む金融政策を維持することを決定しました（図表1-3）。

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として円安をけん制すること、政策の自由度を確保することであったと考えられます。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、植田総裁自身がどのような見解を示すのかが焦点となりそうです。

【図表1-3 現行の金融政策運営】

YCC (イールドカーブ ・コントロール)	短期金利	日銀当座預金のうち政策金利残高に ▲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「±0.5%程度」を目途と し、1.0%の利回りでの指値オペを、明ら かに応が見込まれない場合を除き、毎 営業日、実施する
資産買入れ	ETF	年間約12兆円を上限に買入れ
	J-REIT	年間約1,800億円を上限に買入れ
	CP・社債	CPIは約2兆円の残高を維持、社債は残 高を3兆円へ戻す
フォワードガイダンス ※金融政策の先行きに 関する指針		日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性が きわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的 に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃 金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続 的・安定的に実現することを目指していく

(出所) 日銀公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

※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)

Market Report

来週は、9月の東京都区部CPIなどに注目

来週は、9月の東京都区部CPIなどに注目しています（図表14）。

東京都区部のコアCPIは、エネルギー価格の下落を主因として8月の前年比+2.8%から、9月には同+2.6%へ鈍化することが予想されています。激変緩和措置により電気、都市ガス代の大幅な下落が継続することに加え、9月7日から燃料油価格激変緩和措置の補助率が拡充されたことでガソリン価格の伸びが縮小するとみられます。

もっとも、エネルギー価格の変動を受けないコアコアCPIは8月（前年比+4.0%）と同様に、9月は高い伸びとなることが予想されています。9月の東京都区部CPIで、基調的な物価上昇圧力が継続していることが確認されれば、10月の日銀金融政策決定会合後に公表される展望レポートで、2023年度の物価見通しが7月時点から上方修正される可能性があります。

9日に読売新聞が報じた植田日銀総裁のインタビューでは、同総裁は経済・物価情勢が上振れした場合、金融政策の修正に踏み切る可能性を示唆しています。今後、政策修正に十分な物価などの情報やデータを確認できれば、マイナス金利解除やYCC（イールドカーブ・コントロール）撤廃を含めた政策修正が視野に入ってくると考えられます。

【図表14 来週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
25 (月)	日本	全国百貨店売上高	—	前年比+8.6%
	米国	8月シカゴ連銀全米活動指数	—	+0.12
26 (火)	米国	8月新築住宅販売件数	70.0万件	71.4万件
		9月コンファレンスポート [®] 消費者信頼感指数	105.9	106.1
27 (水)	米国	8月耐久財受注 (輸送用機器を除く)	前月比+0.1%	同+0.4%
28 (木)	米国	7-9月期実質GDP（確報値）	前期比+2.3%	同+2.1%
		新規失業保険申請件数	—	20.1万件
29 (金)	ユーロ圏	9月消費者物価指数 (飲食料及びエネルギーを除く)	—	前年比+5.3%
	日本	8月失業率	2.6%	2.7%
		8月有効求人倍率	1.29%	1.29%
		9月東京都区部CPI (生鮮食品を除く)	前年比+2.6%	同+2.8%
		9月東京都区部コアCPI (生鮮食品及びエネルギーを除く)	前年比+3.9%	同+4.0%
	米国	8月鉱工業生産	前月比▲0.7%	同▲1.8%
	米国	8月個人支出	前月比+0.4%	同+0.8%
		8月PCEデフレーター	前年比+3.5%	同+3.3%
		8月コアPCEデフレーター	前年比+3.9%	同+4.2%

（出所）Bloomberg （注）22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。
※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。

※お客様にご負担いただく手数料等の合計金額については、お客様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。