

## ～TMAMマーケットウィークリー（10/16～20）～

 東京海上アセットマネジメント  
 投信情報部

## Topic：長期金利の上昇に対する警戒感から、主要株式市場は反落

- 今週（10月16日～19日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、金融を中心に市場予想を上回る企業決算が相次いだことや、グールズビーシカゴ連銀総裁の発言を背景にFRB（米連邦準備制度理事会）による追加の利上げ観測が後退したことなどを受け、上昇して始まりました。その後は9月の小売売上高などが堅調な結果となり、FRBによる金融引き締めが長期化するとの観測が高まったことなどから週末にかけて軟調に推移し、前週末比でも下落となりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、中東情勢を巡る地政学リスクの高まりや前週末に米ハイテク株が下落したことなどが嫌気され、下げて始まりました。その後は米金利の上昇が重石となるなか、バイデン大統領がイスラエルを訪れると米政府が発表したことで、中東情勢悪化への過度な警戒感が和らいだことなどから上昇に転じる場面があったものの、週末にかけては米株安などを受け軟調に推移しました。
- 来週（10月23日～27日）は、10月の東京都区部消費者物価指数（以下、CPI）などに注目しています。東京都区部CPIは、前月とほぼ同水準の伸びを維持することが予想されています。こうした中で、10月の日銀金融政策決定会合では、物価見通しと金融政策に関する修正の有無が焦点となります。10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、2023年度の物価見通しの上方修正とともにYCC（イールドカーブ・コントロール）撤廃を含めた政策修正の議論が進む可能性があります。

【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）	10月20日	31,259.36	▲3.27	▲1,056.63
	TOPIX		2,255.65	▲2.30	▲53.10
	NYダウ（米ドル）	10月19日	33,414.17	▲0.76	▲256.12
	S&P500		4,278.00	▲1.15	▲49.78
	ユーロ・ストックス50指数	10月19日	4,090.33	▲1.11	▲45.79
利 0 回 年 利 率	日本（%）	10月20日	0.84	—	0.07
	米国（%）	10月19日	4.99	—	0.38
	ドイツ（%）		2.93	—	0.19
為 替	ドル円（円/米ドル）	10月20日	149.96	0.01	0.02
	ユーロ円（円/ユーロ）		158.55	0.37	0.59

(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
17 (火)	米国	9月小売売上高	前月比+0.3%	同+0.7%
		9月鉱工業生産	前月比0.0%	同+0.3%
		10月NAHB住宅市場指数	44	40
18 (水)	中国	7-9月期実質GDP	前年比+4.5%	同+4.9%
	米国	9月住宅着工件数	138.3万件	135.8万件
19 (木)	日本	9月貿易収支（季節調整済）	▲5,537億円	▲4,341億円
	米国	新規失業保険申請件数	21.0万件	19.8万件
		10月フィッシャー・連銀製造業景気指数	▲7.0	▲9.0
		9月中古住宅販売件数	389万件	396万件
		パウエルFRB議長の講演（ニューヨーク経済クラブ）		
20 (金)	日本	9月全国消費者物価指数	前年比+3.0%	同+3.0%
		9月全国消費者物価指数（生鮮食品を除く）	前年比+2.7%	同+2.8%
		9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+4.1%	同+4.2%

(出所) Bloomberg (注) 20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：金利の急上昇を受け、反落

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比▲1.15%の下落となりました（図表3）。

金融を中心に市場予想を上回る企業決算が相次いだことや、グールズビーシカゴ連銀総裁の発言（図表4）を背景にFRBによる追加の利上げ観測が後退したことなどを受け、上昇して始まりました。その後は9月の小売売上高や新築住宅着工件数、新規失業保険申請件数などが堅調な結果となり、FRBによる金融引き締めが長期化するとの観測が高まったことから、週末にかけて軟調に推移しました。19日は米長期金利が4.99%と2007年7月以来の高水準に上昇したことも株式市場の下押し要因となり、前週末比では下落となりました。

注目されたパウエルFRB議長の講演では、これまでのFRB高官発言を踏襲する形で、長期金利の上昇により利上げの必要性が低下した点に言及したこともあり、市場では引き続き、年内は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5）。

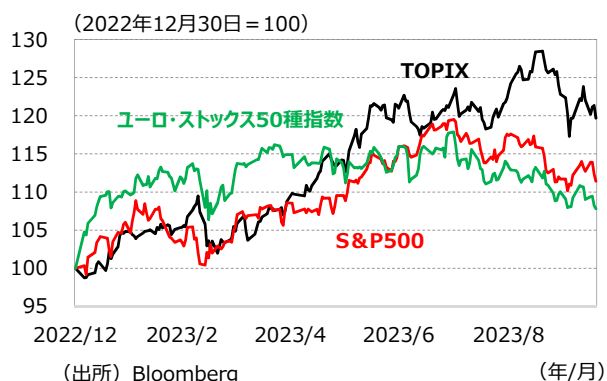
【図表4 FOMC後のFRB高官の発言】

日付	FRB高官	発言内容
10/9	ジェファーソン FRB副議長	この先、 <b>債券利回り上昇を通じた金融環境の引き締めを引き続き認識し</b> 、将来の政策軌道を判断するに際してそのことに留意する。
10/11	ウォラー FRB理事	<b>金融市場は引き締めつつあり、それがわれわれの仕事の一部を肩代わりすることになる。</b>
10/16	グールズビー シカゴ連銀総裁	米国でインフレが <b>鈍化傾向にあることは否定できない。最近のインフレ鈍化は単月の一時的なものではない。</b>
10/19	パウエル FRB議長	政策が現在引き締め過ぎである兆候はないと考えている。 <b>利回り上昇は利上げの必要性低下を意味し得る。</b>

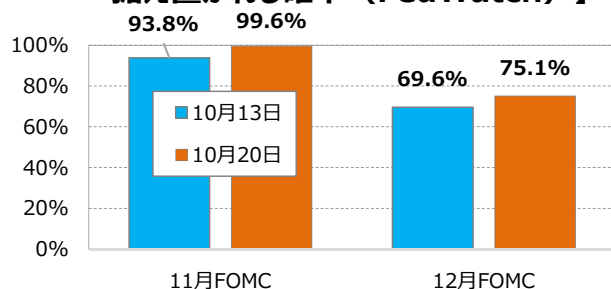
（出所）各種報道をもとに、東京海上アセットマネジメント作成

【図表3 株式市場の動向】

2022年12月30日～2023年10月19日、日次、現地通貨ベース



【図表5 年内のFOMCで政策金利が据え置かれる確率（FedWatch）】



（注）シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）が算出している、FRBの利上げや利下げといった政策金利に関する確率を、市場がどのくらい織り込んでいるかを表す指標

## 米国経済：消費失速の予兆はみられず

米商務省が公表した9月の小売売上高は前月比+0.7%と、市場予想（同+0.3%）を大幅に上回りました。9月は、生活必需品に対する需要の増加によるところが大きいものの、それ以外の需要には弱さもみられます。

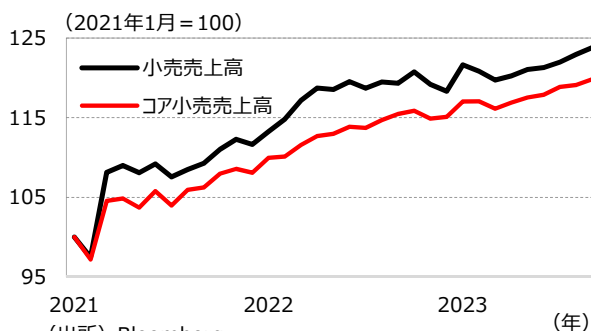
業種別の内訳をみると、伸びが大きかったのが食料・飲料（前月比+0.4%）、ヘルスケア（同+0.8%）、ガソリンスタンド（同+0.9%）などの生活必需品で、減少したのは電気製品（同▲0.8%）、娯楽用品（同▲1.6%）、雑貨（同▲1.3%）などとなりました（次頁図表7）。インフレによる節約志向の高まりを背景に、選択的支出（贅沢品的なもの）は抑制されている可能性があります。

※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。

（次頁へ続く）

【図表6 小売売上高の推移】

2021年1月～2023年9月、月次



（注）コア小売売上高は自動車、ガソリン、建設資材、食品サービスを除く

実質GDPのうち、個人消費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＋0.6%と、8月（同＋0.2%）から伸びを高めました（前頁図表7）。四半期ベースでは、1-3月期の前期比＋1.3%から4-6月期に同＋0.6%へ減速したものの、7-9月期には同＋1.6%へ加速しました。小売売上高の結果を反映したGDPNow\*1（アトランタ連銀公表）の試算によると、7-9月期の実質GDPは前期比年率＋5.4%（4-6月期実績値：同＋2.1%）と、小売売上高公表前の同＋5.2%からやや上方修正されています。

\*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

【図表7 小売売上高（主要業種別）】

（前月比）

	9月	8月	7月
小売売上高	0.7%	0.8%	0.6%
家具	▲0.0%	▲0.6%	▲1.6%
電気製品	▲0.8%	1.2%	▲1.0%
食料・飲料	0.4%	0.3%	0.7%
ヘルスクエア	0.8%	1.1%	0.1%
衣料品	▲0.8%	0.7%	1.2%
無店舗小売	1.1%	0.4%	1.7%
自動車同部品	1.0%	0.4%	▲0.3%
建設資材	▲0.2%	0.6%	0.1%
娯楽用品	▲1.6%	1.7%	▲0.7%
ガソリンスタンド	0.9%	6.7%	0.3%
雑貨	▲1.3%	▲1.0%	1.3%
コア小売売上高	0.6%	0.2%	0.8%

（出所）Bloomberg

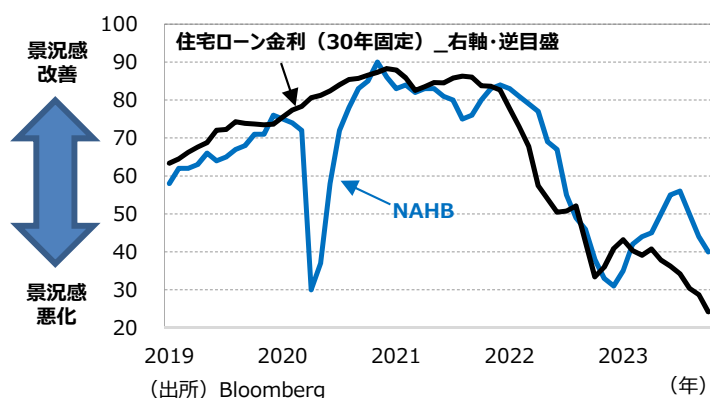
コロナ禍に積み上がった過剰貯蓄の取り崩しが進むなか、賃金の増勢が鈍化しているにもかかわらず、個人消費が失速している兆候はみられません。もっとも、先行きについてはコロナ禍後に延長されていた学生ローンの返済が10月に再開するため、個人消費が下振れるかが注目されます。

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9月の44から10月には40（市場予想：44）へ低下し、1月以来の低水準となりました（図表8）。NAHB住宅市場指数の内訳をみると、「現在の販売状況」は9月の50から10月に46へ、「今後6か月間の販売見通し」は49から44へ、「客足」は30から26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%を超える水準が続き直近では7.7%（2000年11月以来の高水準）に達しています。

米商務省が公表した9月の住宅着工件数は135.8万件と、8月（126.9万件）から持ち直したものの、市場予想（138.3万件）を下回りました。新築住宅着工件数のうち、ウエイトの大きい戸建て（8月：93.3万件→9月：96.3万件）が小幅な増加にとどまるなか（図表9）、住宅着工件数に対して先行性のあるNAHB住宅市場指数は低下に転じていることを踏まえると、今後住宅需要は減少に転じる可能性があります。

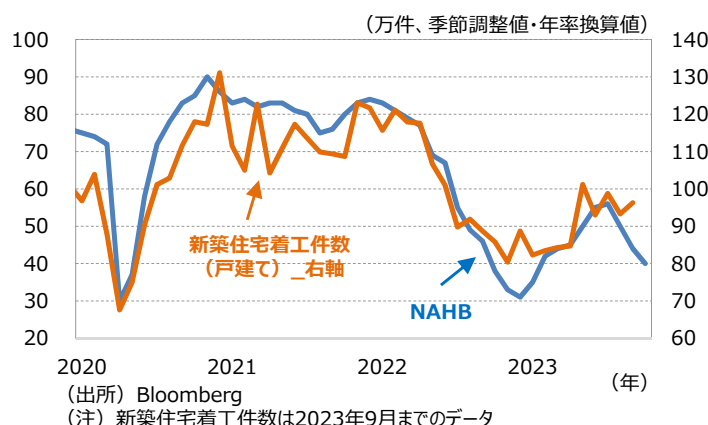
【図表8 NAHB住宅市場指数と住宅ローン金利】

2019年1月～2023年10月、月次



【図表9 NAHB住宅市場指数と新築住宅着工件数】

2020年1月～2023年10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：米株安などを受けて、反落

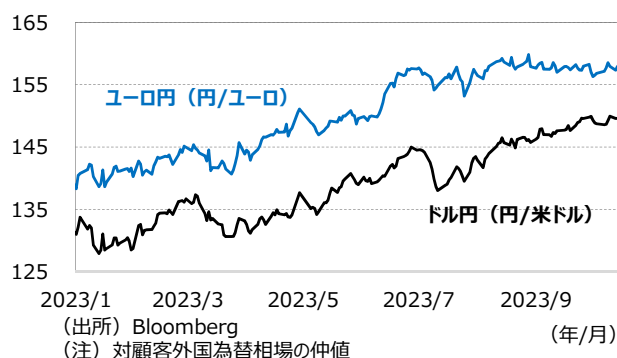
日本株式市場は前週末比で下落しました（前掲図表1）。

TOPIX（東証株価指数）は、ハマスが実効支配するパレスチナ自治区ガザでの地上戦に向けイスラエルが準備しているとの一部報道や、前週末に米ハイテク株が下落したことなどが嫌気され、下げが始まりました。その後は、米金利の上昇が重石となるなか、バイデン大統領がイスラエルを訪れると米政府が発表したことで、中東情勢悪化への過度な警戒感が和らいだことなどから上昇に転じる場面があったものの、週末にかけては米株安などを受け軟調に推移しました。

為替市場では、FRB高官の発言を背景に米利上げ観測が後退したことを受け、円高米ドル安が進行する場面があったものの、その後公表された米経済指標が市場予想を上回ったことで米金利が上昇し、週末にかけて円安米ドル高基調で推移しました（図表10）。週末（20日）には1米ドル＝149.96円と、13日（149.94円）とほぼ同水準となりました。

【図表10 為替市場の動向】

2023年1月4日～2023年10月20日、日次



## 日本経済：コアCPIは1年1か月ぶりに3%を下回る

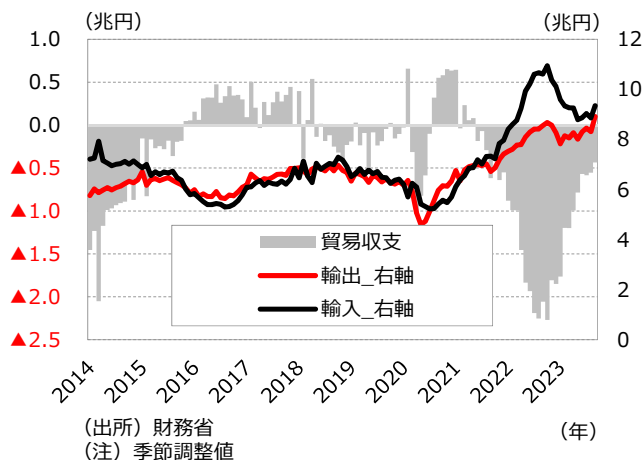
財務省が公表した貿易統計によると、9月の貿易収支（季節調整値）は▲4,341億円の赤字となったものの、8月（▲5,530億円）から赤字幅が縮小しました（図表11）。輸出が前月比＋7.2%と、輸入（前月比＋5.4%）を上回る伸びとなったことが、貿易収支の改善につながりました。貿易赤字（季節調整値）は2022年夏場のピーク時から大きく縮小しているものの、28か月連続で赤字基調が常態化しています。

足もとの原油価格（ドバイ）は1バレル＝90ドル台前半となっており、長期契約で販売する際に指標価格に上乘せされる調整金や、船賃、保険料などを含めた通関ベースの原油価格は、10月以降に90～100ドル程度まで上昇することが見込まれます。

2022年秋以降、原油価格の下落に伴う輸入価格の低下が貿易赤字縮小につながっていたものの、円安や原油高が再燃していることもあり、先行きについては輸入価格上昇が貿易赤字の拡大要因となる可能性が高いと考えられます（図表12）。

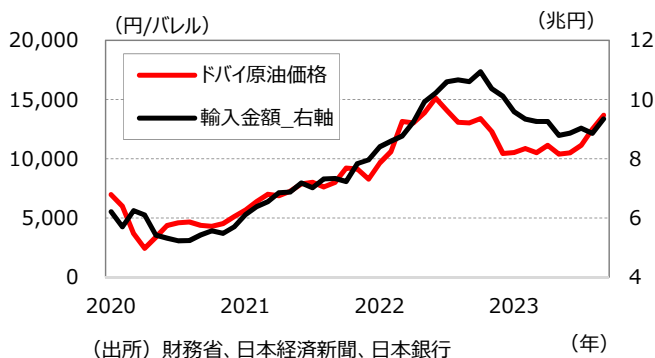
【図表11 貿易収支の推移】

2014年1月～2023年9月、月次



【図表12 ドバイ原油価格の推移】

2020年1月～2023年9月、月次





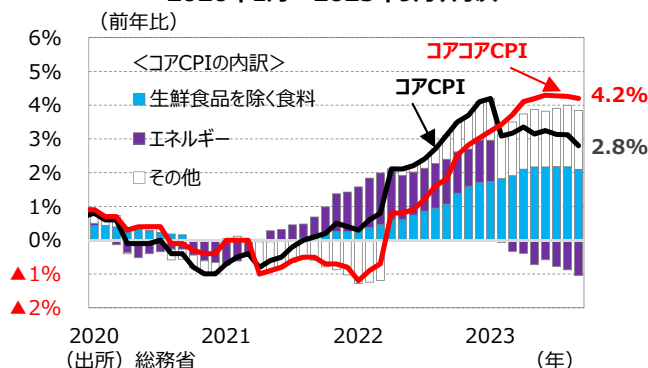
総務省が公表した9月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は前年比+2.8%と、8月（同+3.1%）から伸びが縮小しました（図表13）。3%割れは2022年8月以来1年1か月ぶりとなります。エネルギー価格（8月：前年比▲9.8%→9月：同▲11.7%）の下落幅が拡大したことに加え、生鮮食品を除く食料（8月：前年比+9.2%→9月：同+8.8%）が鈍化したことなどが、コアCPIを下押ししました。

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コアCPIは前年比+4.2%（8月：同+4.3%）と、6か月連続で4%台の伸びとなるなど、基調的な物価上昇圧力が継続しています（図表13）。

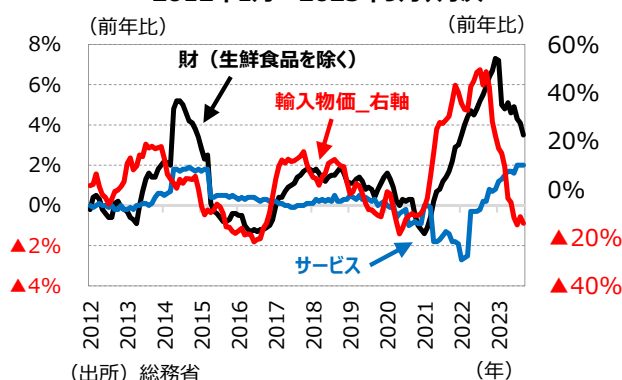
生鮮食品を除く食料については、原材料費の上昇を価格転嫁する動きが続き、調理品（8月：前年比+9.5%→9月：同+9.2%）などは高い伸びを維持している一方で、食用油（8月：前年比+5.6%→9月：同+0.5%）など価格転嫁の動きが一服している品目も見受けられます。エネルギーについては、23年2月から実施されている激変緩和措置により電気代（8月：前年比▲20.9%→9月：同▲24.6%）や都市ガス代（8月：前年比▲13.9%→9月：同▲17.5%）の大幅な下落が続いています。一方、ガソリン（8月：前年比+7.5%→9月：同+8.7%）などは、燃料油価格激変緩和措置の補助率の縮小に、円安や原油高の影響が加わり、伸びを高めています。

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（図表14）。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っ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2%台で推移することが予想されます。

【図表13 コアCPI、コアコアCPIの推移】  
2020年1月～2023年9月、月次



【図表14 財・サービス（全国コアCPIの内訳）と輸入物価】  
2012年1月～2023年9月、月次



## 来週は、10月の東京都区部消費者物価指数などに注目

来週は、10月の東京都区部消費者物価指数や米国PMI（購買担当者景気指数）などに注目しています（図表15）。

東京都区部消費者物価指数（生鮮食品を除く）は10月に前年比+2.5%と、9月と同水準となることが予想されています。激変緩和措置により電気、都市ガス代の下落は継続されることが見込まれます。一方、ガソリン価格については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ものの、原油価格の上昇により伸びは高止まると予想されます。

東京都区部消費者物価指数（生鮮食品及びエネルギーを除く）は9月（前年比+3.8%）と同様に、10月（同+3.7%）は高い水準となることが予想されています。こうした中で、10月の日銀金融政策決定会合では、物価見通しと金融政策に関する修正の有無が焦点となります。10月の東京都区部消費者物価指数で、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、2023年度の物価見通しの上方修正とともに、YCC撤廃を含めた政策修正の議論が進む可能性があります。

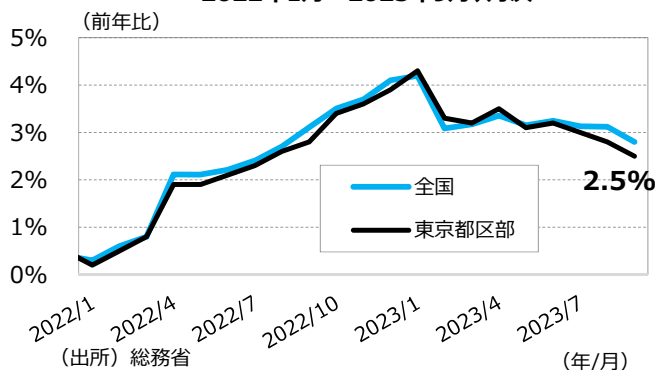
米国では、7-9月期に市場予想を上回る経済指標が相次いでおり、実質GDPは前期比年率+4.3%と4-6月期（同+2.1%）から成長率が加速することが予想されています。7-9月期の高成長はPMIが示唆するように、サービス業がけん引する格好となっています（図表17）。このため、10月のサービス業PMIが50を下回れば、10-12月は米国経済が減速する確度が高まると考えられます。

【図表15 来週の主要経済指標】

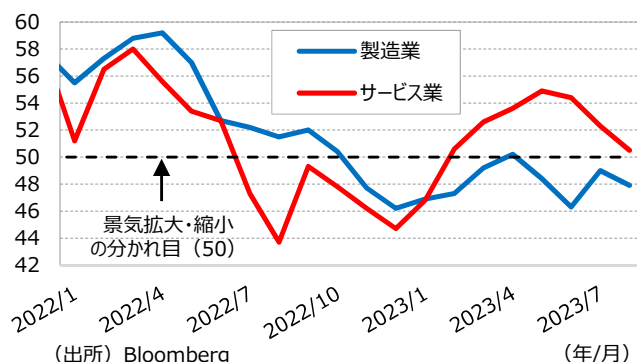
公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
23 (月)	米国	9月シカゴ連銀全米活動指数	－	▲0.16
24 (火)	日本	9月全国百貨店売上高	－	前年比＋11.8%
		10月製造業PMI	－	48.5
		10月サービス業PMI	－	53.8
	ユーロ圏	10月製造業PMI	－	43.4
		10月サービス業PMI	－	48.7
	米国	10月製造業PMI	49.5	49.8
		10月サービス業PMI	49.4	50.1
	25 (水)	米国	9月新築住宅販売件数	68.4万件
26 (木)	ユーロ圏	中銀預金金利（ECB理事会）	－	4.00%
	米国	4-6月期実質GDP	前期比年率＋4.3%	同＋2.1%
		新規失業保険申請件数	－	19.8万件
		9月耐久財受注 （除く輸送用機器）	前月比＋0.3%	同＋0.4%
27 (金)	日本	9月東京都都区部消費者物価指数	前年比＋2.7%	同＋2.8%
		9月東京都都区部消費者物価指数 （生鮮食品を除く）	前年比＋2.5%	同＋2.5%
		9月東京都都区部消費者物価指数 （生鮮食品及びエネルギーを除く）	前年比＋3.7%	同＋3.8%
	米国	9月PCEコア・デフレーター（前月比）	前月比＋0.2%	同＋0.1%
		9月PCEコア・デフレーター（前年比）	前年比＋3.7%	同＋3.9%
		9月個人支出	前月比＋0.4%	同＋0.4%

（出所）Bloomberg （注）20日10時時点のデータ

【図表16 コアCPI（全国・東京都区部）の推移】  
2022年1月～2023年9月、月次



【図表17 米PMIの比較】  
2022年1月～2023年9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。