

## ～TMAMマーケットウィークリー（10/30～11/2）～

東京海上アセットマネジメント  
投信情報部

### Topic : 日米の金融政策決定会合を無難に通過し、日米株式市場は揃って上昇

- 今週（10月30日～11月1日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週に大幅安となったことから自立反発狙いの買いが入ったことやショートポジション（売り持ち高）を解消する動きが広がったことなどから、上昇して始まりました。その後、FOMC（米連邦公開市場委員会）後の記者会見でパウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長が、米長期金利上昇による経済情勢や銀行システムへの影響を注視する姿勢を示し、金融引き締めに対する過度な警戒感が後退したことなどを受け、引き続き堅調に推移しました。また、1日に米財務省が公表した四半期の国債発行計画が想定より少額となったことで、国債増発に伴い債券需給が緩むとの警戒感が和らいたことも米金利の低下要因となり、株式市場を下支えしました。
- TOPIX（東証株価指数）は、イスラエル軍が27日（現地時間）に、イスラム組織ハマスが実効支配するパレスチナ自治区ガザへの空爆と地上戦を拡大することへの懸念が高まったことなどを受け、前週末に米国株式市場が下げた流れを引き継ぎ、下落して始まりました。その後、日銀が金融政策決定会合の結果を公表すると、政策修正への過度な警戒感が後退し、買い戻しが入ったことや為替市場で一時1米ドル＝151円台まで円安が進行したことに加え、米株式市場が堅調に推移したことなどから、前週末比で上昇となりました。

【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）	11月2日	31,949.89	3.09	958.20
	TOPIX		2,322.39	3.00	67.74
	NYダウ（米ドル）	11月1日	33,274.58	2.64	856.99
	S&P500		4,237.86	2.93	120.49
	ユーロ・ストックス50指数	11月1日	4,091.71	1.93	77.35
利回り国債	日本（%）	11月2日	0.92	–	0.03
	米国（%）	11月1日	4.73	–	▲0.10
	ドイツ（%）		2.76	–	▲0.07
為替	ドル円（円/米ドル）	11月2日	150.62	0.16	0.24
	ユーロ円（円/ユーロ）		159.60	0.58	0.92

(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
31(火)	日本	9月鉱工業生産	前月比+2.5%	同+0.2%
		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%
	中国	10月製造業PMI（国家統計局）	50.2	49.5
		10月非製造業PMI（国家統計局）	52.0	50.6
11月1日(水)	米国	7-9月期実質GDP	前期比0.0%	同▲0.1%
		10月消費者物価指数（食品及びエネルギーを除く）	前年比+4.2%	同+4.2%
		10月ADP雇用統計	前月差+15.0万人	同+11.3万人
		9月JOLTS求人件数	940.0万件	955.3万件
2日(木)	米国	10月ISM製造業景況指数	49.0	46.7
		FF金利の上限（FOMC）	5.50%	5.50%
		新規失業保険申請件数	21.0万件	
3日(金)	米国	10月非農業部門雇用者数（雇用統計）	前月差+18.0万人	
		10月平均時給（雇用統計）	前年比+4.0%	
		10月失業率（雇用統計）	3.8%	
		10月ISM非製造業景況指数	53.0	
		(出所) Bloomberg (注) 2日10時時点のデータ		

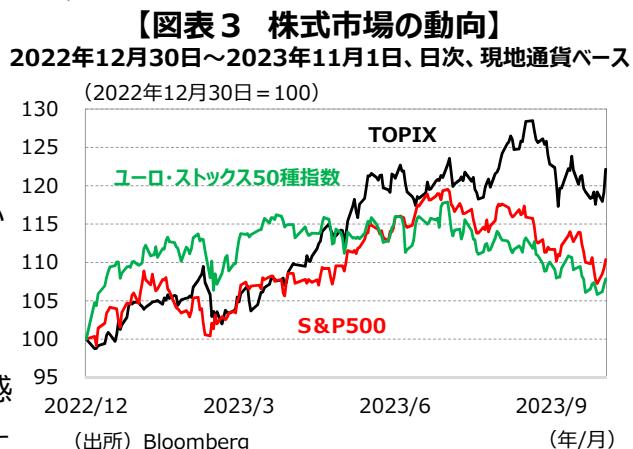
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。（次頁へ続く）  
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

# Market Report

## 米国株式市場：FOMCの結果や米金利の低下を好感し、反発

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比+2.93%の上昇となりました（図表3）。

前週に大幅安となったことから自立反発狙いの買いが入ったことやショートポジション（売り持ち高）を解消する動きが広がったことなどから、上昇して始まりました。その後、FOMC後の記者会見でパウエルFRB議長が、米長期金利上昇による経済情勢や銀行システムへの影響を注視する姿勢を示し、金融引き締めに対する過度な警戒感が後退したことなどを受け、引き続き堅調に推移しました。また、1日に米財務省が公表した四半期の国債発行計画が想定より少額となったことで、国債増発に伴い債券需給が緩むとの警戒感が和らいだことも米金利の低下要因となり、株式市場を下支えしました。



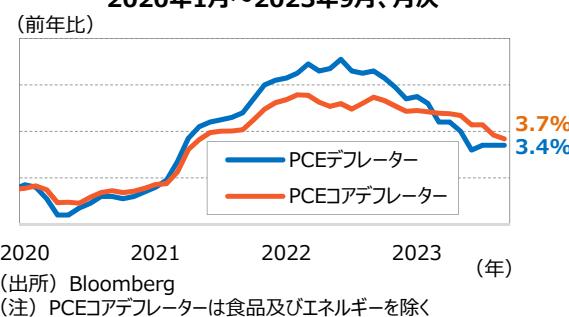
## 米国経済：FRBは2会合連続で政策金利の据え置きを決定

前週末（10月27日）に米商務省が公表した9月の個人消費支出デフレーター（PCEデフレーター）は前年比+3.4%と、8月と同水準となりました（図表4）。エネルギー（8月：前年比▲3.6%→9月：同▲0.0%）の下落に歯止めがかかった一方で、食品（8月：前年比+3.1%→9月：同+2.7%）の伸びが鈍化したため、PCEコアデフレーター（食品及びエネルギーを除く）は前年比+3.7%と、8月（同+3.8%）から小幅ながら伸びを縮小しました。

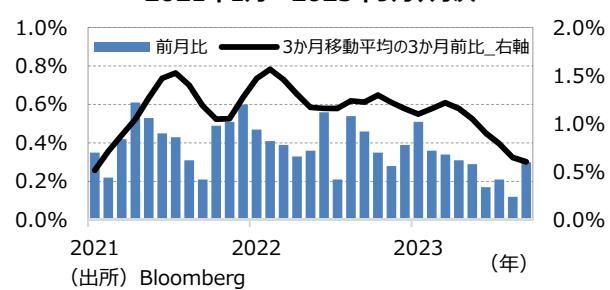
PCEコアデフレーター（前月比）は直近で伸びが加速しているものの、モメンタムを示す3か月移動平均の3か月前比でみると伸びが縮小しています（図表5）。

9月のPCEコアデフレーター（前月比）のうち、コア財価格（8月：▲0.0%→9月：▲0.1%）の下落が継続する一方で、コアサービス価格（8月：+0.2%→9月：+0.4%）の伸びが加速したため、PCEコアデフレーターは8月の+0.1%から+0.3%へ伸びを高めました（図表6）。コアサービスのうち、住居サービスの伸びが高止まりしていることから、PCEコアデフレーターがFRBの目標である2%に接近するためには、引き続き家賃などの住居費が鈍化することが必要条件となります。

## 【図表4 PCEデフレーターの推移】 2020年1月～2023年9月、月次



## 【図表5 PCEコアデフレーターの基調的な動き】 2021年1月～2023年9月、月次



## 【図表6 PCEデフレーターの内訳】 2023年6月～9月、月次

	6月	7月	8月	9月
PCEコアデフレーター	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%
コア財	▲0.2%	▲0.5%	▲0.0%	▲0.1%
コア財サービス	0.3%	0.5%	0.2%	0.4%
住居サービス	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%
サービス（除くエネルギー・住居）	0.2%	0.5%	0.1%	0.4%

(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)

# Market Report

全米供給管理協会（ISM）が公表した10月のISM製造業景況指数は46.7と市場予想（49.0）を大きく下回りました（図表7）。景気拡大・縮小の分かれ目である50を12か月連続で下回りました。9月に受注や雇用の持ち直しの可能性が示唆されていたものの、今回は新規受注が45.5と前月から▲3.7下がったほか、雇用も▲4.4低下の46.8となりました。

製造業循環の低下が継続する中で、10月に弱さが改めて示された格好となりました。10月はUAW（全米自動車労働組合）によるストライキがISM製造業指数をある程度押し下げたと考えられるものの、その影響を勘案しても弱い結果と言えます。

10月のISM製造業景況指数の結果を受け、アトランタ連銀が公表したGDPNow（\*）では、10-12月期の実質GDPが前期比年率+1.2%と、7-9月期の同+4.9%から急減速することが予想されています。

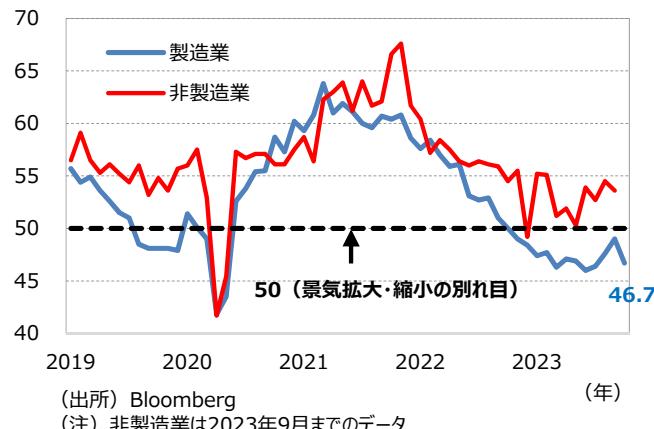
（\*）アトランタ連邦準備銀行が、リアルタイムに米国の経済成長率を予測すること目的に公表している指標

FRBは10月30日、11月1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8）。政策金利の据え置きは9月会合に続き、2会合連続となります。ブラックアウト期間（当局者が前々週土曜日からFOMC終了時まで経済や政策見通しに関する発言を禁じられる）前に、FOMC参加者からは米長期金利の上昇が経済、物価に与える影響を注視するため、利上げを見送る可能性を示唆する発言が相次いでいたため、特段サプライズのない結果となりました。

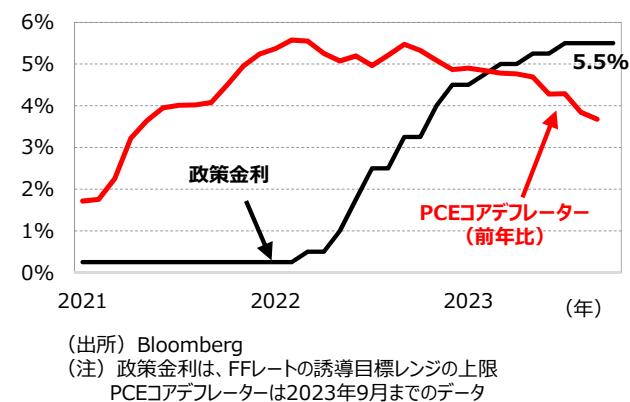
FRBは声明文の中で、経済・雇用情勢に関する認識を9月時点からそれ上方修正しました（図表9）。FOMC後の記者会見でパウエルFRB議長は、米国経済が予想以上の強さで拡大している点に言及しつつ、引き締まった金融市場（米長期金利の上昇や米株安、米ドル高など）が経済・物価情勢に与える影響だけでなく、銀行システムへ与える影響を注視しているとの認識を示しました。

※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7 ISM景況指数の推移】  
2019年1月～2023年10月、月次



【図表8 政策金利の推移】  
2021年1月～2023年10月、月次



【図表9 FOMC声明要旨（一部抜粋）】

	今回（11月）	前回（9月）
経済情勢	最近の指標は第3四半期の経済活動が力強いペース（strong pace）で拡大したことを示している。	最近の経済指標は経済活動が堅調ペース（solid pace）で拡大していることを示している。
雇用情勢	雇用の増加は年初から緩やかになっている（have moderated）が、依然として力強い状態だ。失業率は低水準にとどまっている。	ここ数カ月で雇用の増加は鈍った（have slowed）が、依然として力強い状態だ。失業率は低水準にとどまっている。
金融環境	家計や企業向けの金融・与信状況の引き締まりは、経済活動や雇用、インフレの重荷になるとみられる。	家計や企業向けの与信状況の引き締まりは、経済活動や雇用、インフレに影響を及ぼすとみられる。

（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

（次頁へ続く）

# Market Report

## 日本株式市場：米株高などを受け反発、為替は年初来安値を更新

TOPIX（東証株価指数）は、イスラエル軍が27日（現地時間）に、イスラム組織ハマスが実効支配するパレスチナ自治区ガザへの空爆と地上戦を拡大することへの懸念が高まつたことなどを受け、前週末に米国株式市場が下げる流れを引き継ぎ、下落して始まりました。その後、日銀が金融政策決定会合の結果を公表すると、政策修正への過度な警戒感が後退し、買い戻しが入ったことや為替市場で一時1米ドル=151円台まで円安が進行したことに加え、米株式市場が堅調に推移したことなどから、前週末比で上昇となりました（前掲図表1）。

為替市場では、30日に日経新聞電子版が「日銀が31日に開く金融政策決定会合で、YCCの再修正を議論する」と報じ、日米金利差が縮小するとの観測が高まつたことなどを受け、一時1米ドル=148円台まで円高米ドル安が進む場面があったものの、日銀が金融政策決定会合の結果を公表すると、政策修正に対する過度な警戒感が後退し、週半ばにかけて1米ドル=151円台まで円安米ドル高が進行しました（図表10）。

## 日本経済：日銀は7月会合に続き、YCCを柔軟化

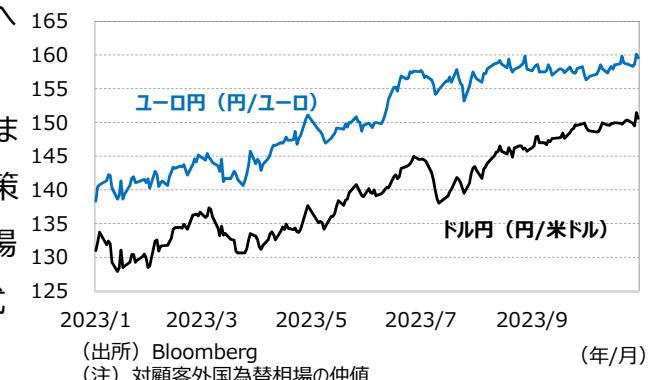
経済産業省が公表した9月の鉱工業生産指数は前月比+0.2%（市場予想：同+2.5%）と3か月ぶりに上昇したもの（図表11）、四半期でみると7-9月期は前期比▲1.3%（4-6月期：同+1.4%）と2四半期ぶりの減産となりました。生産を業種別にみると、8月に工場の一時稼働停止の影響により落ち込んだ反動で自動車が前月比+6.0%の高い伸びとなったものの、中国の景気減速の影響などから生産用機械が同▲3.4%と3か月連続で低下しました。

財別の出荷動向をみると、7-9月期の耐久消費財は前期比▲3.7%、非耐久消費財が前期比▲0.5%となりました（図表12）。GDP統計の民間消費は4-6月期に前期比▲0.6%と3四半期ぶりに減少した後、7-9月期も物価高の影響で食料、被服などの財消費は弱めの動きが続いているとみられます。

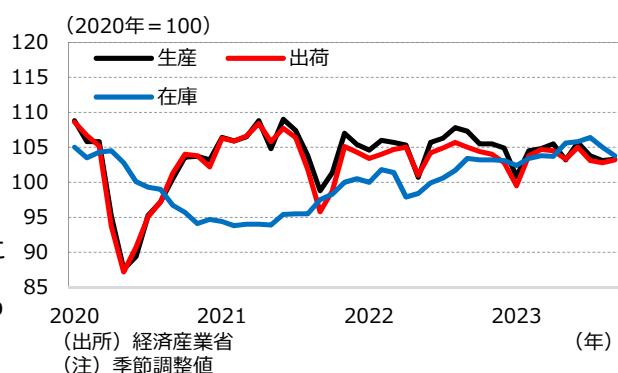
先行きについては、海外経済の減速に伴う輸出の伸び悩みが続くことに加え、物価高の影響などにより国内の財消費が弱めの動きとなっていることから、鉱工業生産の回復基調が明確となるまでには当面時間がかかることが予想されます。

※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。  
※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。

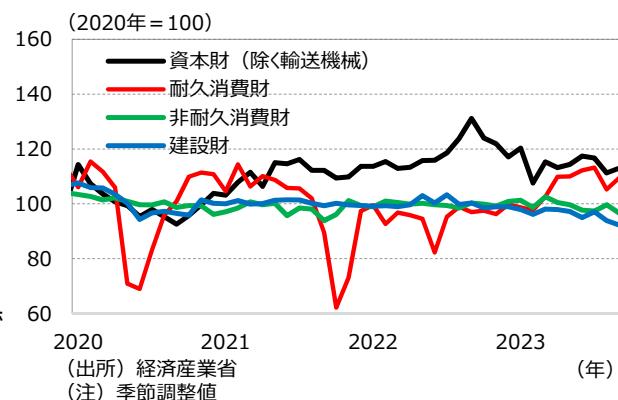
【図表10 為替市場の動向】  
2023年1月4日～2023年11月2日、日次



【図表11 鉱工業生産・出荷・在庫指数の推移】  
2020年1月～2023年9月、月次



【図表12 財別出荷指数の推移】  
2020年1月～2023年9月、月次



（次頁へ続く）

# Market Report

日銀は10月30、31日に開催した金融政策決定会合で、大規模な金融緩和を維持した上で、YCC（イールドカーブ・コントロール）の運用を再び柔軟化することを決定しました（図表13）。具体的には、これまで1.0%を長期金利の事実上の上限としていたものから「上限の目途」に見直したほか、連続指値オペで厳格に金利を操作するのではなく、大規模な国債買い入れを機動的なオペで金利操作を行う方式に変更し、1.0%を一定程度超えることを容認しました。

YCCの再柔軟化を決定した背景には、日本の長期金利（10年国債利回り）が事実の上限としていた1.0%の水準に近づいていることが挙げられます（図表14）。こうした市場環境のなか、国債買い入れの規模が膨らめば債券市場の流動性低下等の副作用が増大することから、前もってYCC運用の柔軟性を高める狙いがあったと考えられます。

また、為替動向も日銀の政策判断に影響を与えた可能性があります。日銀が長期金利の上昇を抑え込めば、高金利通貨の米ドルに資金が流入しやすくなり、更なる円安を招きかねない状況にあります。日銀は一定程度の長期金利の上昇を容認することで、一方的な円安進行に歯止めをかける狙いもあったとみられます。

会合後に公表された展望レポートでは、前回（7月）から物価見通しが上方修正されました（図表15）。2023年度、2024年度の消費者物価指数（生鮮食品を除く）は前年度比+2.8%へ上方修正され、前年度比+3.0%（実績）となった2022年度から3年連続で、日銀が目指す2%の『物価安定の目標』を上回る見通しが示されました。

会合の記者会見で植田に日銀総裁は、物価見通しが上振れた理由について、第一の力（原油などの輸入物価からの経路）によるものであり、第二の力（国内賃金・物価の好好循環）は大きないとの認識を示しました。

また、基調的な物価動向を示す消費者物価指数（生鮮食品及びエネルギーを除く）は2023年度に加え、2024年度、2025年度の2%の達成が視野に入りつつあり、YCCの撤廃やマイナス金利解除が近づいている点を示唆する内容と言えます。

【図表13 YCCの柔軟化について】

	長期金利の操作
10月会合	10年物国債金利がゼロ%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、 <b>長期金利の上限は1.0%を目指す</b> とする。 
2023年7月会合	10年物国債金利がゼロ%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、 <b>長期金利の変動幅を「±0.5%程度」を目指す</b> とし、 <b>1.0%の利回りでの指値オペを</b> 、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、 <b>実施する</b> 。 
2022年12月会合以降	10年物国債金利がゼロ%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 <b>「±0.5%程度」とし、0.5%の利回りでの指値オペを</b> 、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、 <b>実施する</b> 。

（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

【図表14 日米の10年国債利回りの推移】  
2022年1月3日～2023年10月31日、日次



【図表15 経済・物価見通し（展望レポート）】

	実質GDP	消費者物価指数（生鮮食品を除く）	消費者物価指数（生鮮食品及びエネルギーを除く）
2023年度	2.0%↑	2.8%↑	3.8%↑
7月時点	1.3%	2.5%	3.2%
2024年度	1.0%↑	2.8%↑	1.9%↑
7月時点	1.2%	1.9%	1.7%
2025年度		1.7%↑	1.9%↑
7月時点	1.0%	1.6%	1.8%

（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

(注) 政策委員見通しの中央値

（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。

# Market Report

これまで植田日銀総裁は、2%の『物価安定の目標』の達成が見通せば、マイナス金利の解除に踏み切る可能性を示唆しています。ただし、マイナス金利解除を左右する材料として、物価情勢以外に、①賃金動向、②海外経済、③市場環境などが挙げられます（図表16）。

1点目の賃金動向については、物価の上昇を通じて賃上げの持続性を高めるという好循環が定着するかがカギを握ると考えられます。その意味で来年の春季労使交渉で高い賃上げ率が実現するかが注目されます。

2点目の海外経済については、特に米国経済が重要となります。米国では経済が底堅く推移するソフトランディング（軟着陸）の可能性が高まっているものの、累積的な利上げ効果により景気後退に陥れば、わが国の経済や物価に悪影響を及ぼす可能性があります。

3点目は為替市場や株式市場などの市場環境であり、特に為替の動向が金融政策に与える影響は大きいと考えられます。米金融引き締めが長期化したり、中東を巡る地政学リスクの高まりから原油価格が急騰すれば、一段と円安が進行することが予想されます。その場合、円安に歯止めをかけるべく、日銀は更なる金利の上昇を容認する形でマイナス金利の解除に踏み切る可能性があります。

今回の金融政策決定会合では、2%の『物価安定の目標』の達成とともに、マイナス金利の解除が視野に入りつつあることが示唆されました。早ければ、日銀は来年1月にマイナス金利を解除するとの見方もあります。ただし、植田日銀総裁はマイナス金利解除の時期について「決め打ちできない」と述べており、上記のような様々な外部要因で解除時期が前後する可能性があることには留意が必要です。

【図表16 マイナス金利解除を左右する材料】

①賃金動向	賃金と物価の好循環の実現に向け、来年の春闇で高い賃上げ率が実現するか
②海外経済	金融引き締めが継続する中で、米国経済が底堅さを維持するソフトランディング（軟着陸）が実現するか
③市場環境	為替市場や株式市場などが安定的に推移するか。急激な円安が進行すれば、マイナス金利解除の可能性

（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

【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
7 (火)	日本	9月現金給与総額（毎月勤労統計）	前年比+0.8%	同+0.8%
		9月実質賃金（毎月勤労統計）	前年比▲2.6%	同▲2.8%
	中国	10月輸出	–	前年比▲6.2%
		10月輸入	–	前年比▲6.3%
8日 (水)	日本	9月景気先行指数	108.7	109.2
	米国	MBA住宅ローン申請指數	–	前週比▲2.1%
9日 (木)	日本	10月現状判断DI	50.0	49.9
		10月先行き判断DI	49.7	49.5
	中国	10月消費者物価指数	–	前年比0.0%
	米国	新規失業保険申請件数	–	–

（出所）Bloomberg （注）2日10時時点のデータ

※お知らせ 次回は11月17日（金）の発行となります。

※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。  
※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。