

～TMAMマーケットウィークリー（11/13～17）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic : FRBの利上げ打ち止め観測が高まり、主要株式市場は揃って上昇

- 今週（11月13日～16日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、ニューヨーク連銀が公表した10月の消費者調査で期待インフレ率が9月調査から低下したことや10月の米物価関連指標が市場予想を下回り、FRB（米連邦準備制度理事会）の利上げ打ち止め観測が高まったことを受け米金利が低下し、週を通じて堅調に推移しました。
- TOPIX（東証株価指数）は、米株式市場の上昇や、為替市場で1米ドル＝151円台後半まで円安米ドル高が進行し輸出関連株を中心に買いが入ったことに加え、7-9月期の実質GDPが3四半期ぶりのマイナス成長となったことを受け国内金利に低下圧力がかったことなどから、週半ばにかけて堅調に推移しました。週後半にかけては、これまでの株価を上昇を受け利益確定目的の売りが入ったものの、前週末比では上昇となりました。
- 来週（11月20日～24日）は、10月の全国消費者物価指数（日本）や11月の米PMI（購買担当者景気指数）などに注目しています。全国の先行指標とされる東京都区部の10月コアCPI（10月27日公表）の伸びが加速したことから、全国のコアCPIも前年比＋3.0%と、9月（同＋2.8%）から伸びが加速することが予想されています。景気先行指標とされる米PMIは、製造業・サービス業ともに景気拡大・縮小の分かれ目である50近傍に位置しており、11月は50割れを回避できるかが焦点となりそうです。7-9月期の高成長はサービス業がけん引していただけに50を下回れば、10-12月は米国経済が減速する可能性が高まると考えられます。

【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）	11月17日	33,585.20	3.12	1,017.09
	TOPIX		2,391.05	2.33	54.33
	NYダウ（米ドル）	11月16日	34,945.47	1.93	662.37
	S&P500		4,508.24	2.11	93.00
	ユーロ・ストックス50指数	11月16日	4,302.45	2.50	105.09
10 年 回 り 国 債	日本（%）	11月17日	0.76	－	▲0.09
	米国（%）	11月16日	4.44	－	▲0.22
	ドイツ（%）		2.59	－	▲0.13
為 替	ドル円（円/米ドル）	11月17日	150.76	▲0.44	▲0.67
	ユーロ円（円/ユーロ）		163.62	1.28	2.06

(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
13日 (月)	日本	10月国内企業物価指数	前年比＋0.9%	同＋0.8%
14日 (火)	ユーロ圏	7-9月期実質GDP（改定値）	前期比▲0.1%	同▲0.1%
	米国	10月消費者物価指数 （食品及びエネルギーを除く、前年比）	前年比＋4.1%	同＋4.0%
		10月消費者物価指数 （食品及びエネルギーを除く、前月比）	前月比＋0.3%	同＋0.2%
15日 (水)	日本	7-9月期実質GDP（速報値）	前期比年率▲0.4%	同▲2.1%
	中国	10月小売売上高	前年比＋7.0%	同＋7.6%
		10月鉱工業生産	前年比＋4.5%	同＋4.6%
16日 (木)	米国	10月小売売上高	前月比▲0.3%	同▲0.1%
	米国	新規失業保険申請件数	22.0万件	23.1万件
		11月フィッシャー連銀景況指数	▲8.0	▲5.9
		10月鉱工業生産	前月比▲0.4%	同▲0.6%
17日 (金)	米国	11月NAHB住宅市場指数	40	34
		10月住宅着工件数	135.0万件	

(出所) Bloomberg (注) 17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：FRBの利上げ打ち止め観測を受け、続伸

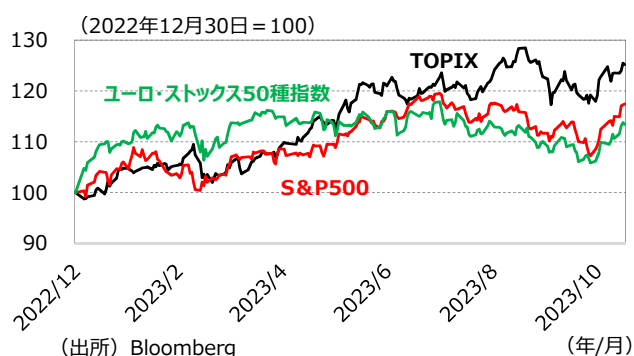
今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比+2.11%の上昇となりました（図表3）。

ニューヨーク連銀が公表した10月の消費者調査で期待インフレ率が9月調査から低下したことや10月の米物価関連指標（CPI、PPI）が市場予想を下回り、FRBの利上げ打ち止め観測が高まったことを受け米金利が低下し、週を通じて堅調に推移しました。

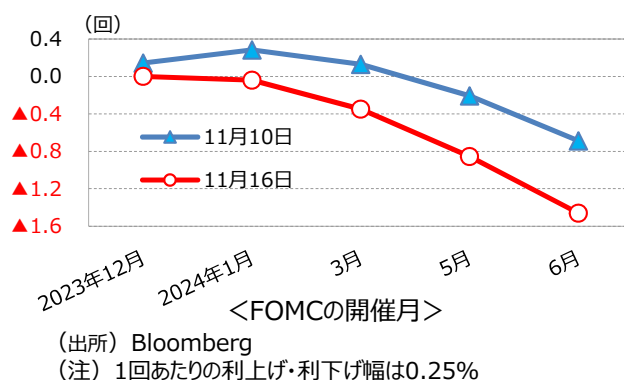
10月の物価関連指標が市場予想を下回ったことなどを受け、金融市場では12月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で政策金利を据え置いた後、2024年6月に1回（0.25%）の利下げに踏み切るとの見方が優勢となっています（図表4）。利下げを織り込む形で、米2年国債利回りは前週末（10日）の5.0%台から16日には4.8%台へ、10年国債利回りは4.6%台から4.4%台へ低下しています。

【図表3 株式市場の動向】

2022年12月30日～2023年11月16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）】



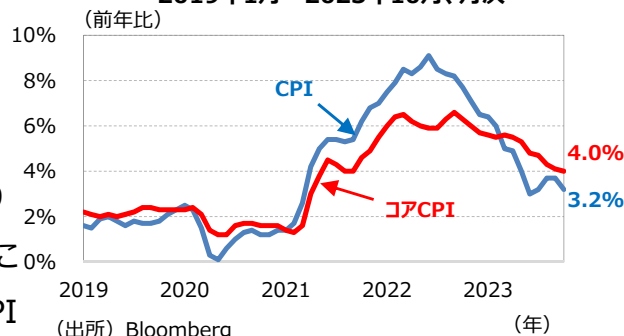
米国経済：インフレ鎮静化に向けて前進

米労働省が公表した10月の消費者物価指数（以下、CPI）は、前年比+3.2%（9月：同+3.7%）と、市場予想の同+3.3%を下回りました（図表5）。食料（9月：前年比+3.7%→10月：同+3.3%）の伸びが縮小したことに加え、エネルギー価格（9月：前年比▲0.5%→10月：同▲4.5%）の下落幅が拡大したことなどが、CPIの下押しに作用しました。食品とエネルギーを除くコアCPIは前年比+4.0%（9月：同+4.1%）と市場予想の同+4.1%を小幅ながら下回りました。

モメンタムを示す前月比ではコアCPIは、7月の+0.2%から8月、9月に+0.3%に伸びを高めた後、10月には+0.2%へ鈍化しました。この結果、年率換算ベースでは9月の+3.9%から10月には+2.8%へ伸びが鈍化しており、緩慢ながらもインフレ鎮静化の動きがみられています。（図表6）。

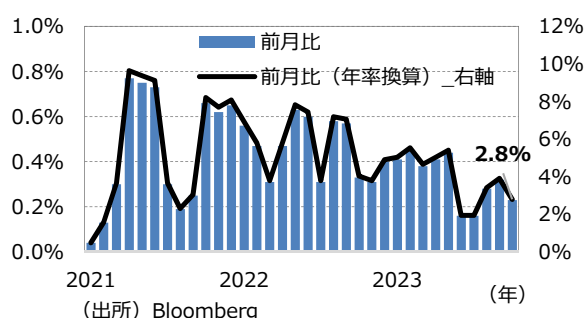
【図表5 CPI、コアCPIの推移】

2019年1月～2023年10月、月次



【図表6 コアCPIの基調的な動き】

2021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）

9月のコアCPI（前月比）のうち、コア財価格（9月：▲0.4%→10月：▲0.1%）の下落幅が縮小した一方で、コアサービス価格（9月：+0.6%→10月：+0.3%）の伸びが鈍化したため、コアCPIの伸びは9月の+0.3%から+0.2%へ鈍化しました（図表7）。コア財の内訳をみると、9月は多くの品目で下落しており、基調としては弱めの動きが続いています。コアサービス価格の鈍化は、賃金の伸びが鈍化したことに加え、前月に高い伸びを示した宿泊料が下落に転じた影響が大きいと考えられます。コアCPIがインフレ目標の2%方向へ低下するためには、粘着性の強いコアサービス価格が減速傾向を辿ることが必要条件となります。

米商務省が公表した10月の小売売上高は前月比▲0.1%と、市場予想（同▲0.3%）を上回りました。もっとも、10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（図表8）。

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+0.6%）やヘルスケア（同+1.1%）、電気製品（同+0.6%）などの生活必需品で、減少したのは自動車同部品（同▲1.0%）、娯楽用品（同▲1.6%）、ガソリンスタンド（同▲0.3%）などとなりました。インフレによる節約志向の高まりや金利上昇の影響により、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。

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+0.2%と、9月（同+0.7%）から伸びを縮小しました（図表9）。四半期ベースでは、4-6月期の前期比年率+0.6%から7-9月期には同+1.5%へ加速した後、10月は7-9月期を+0.7%上回る水準にあります。コア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、10-12月期の実質GDPは前期比年率+2.2%（7-9月期実績値：同+4.9%）と、小売売上高公表前の同+2.1%からやや上方修正されています（図表10）。

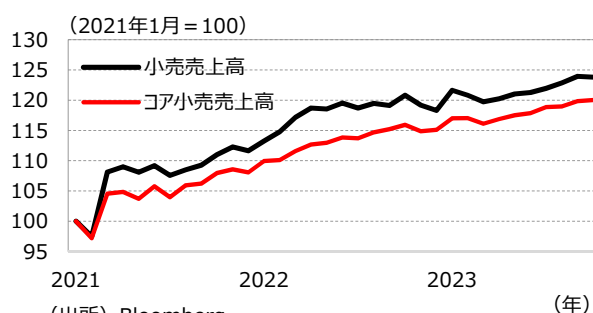
*1 アトランタ連邦準備銀行が、リアルタイムに米国の経済成長率を予測することを目的に公表している指標

【図表7 コアCPI（主要項目別）】

	10月	9月	8月
コアCPI	0.2%	0.3%	0.3%
コア財	▲0.1%	▲0.4%	▲0.1%
家具家事用品	▲0.2%	▲0.3%	0.3%
衣料品	0.1%	▲0.8%	0.2%
新車	▲0.1%	0.3%	0.3%
中古車	▲0.8%	▲2.5%	▲1.2%
コアサービス	0.3%	0.6%	0.4%
家賃	0.3%	0.6%	0.3%
帰属家賃	0.4%	0.6%	0.4%
宿泊料	▲2.5%	3.7%	▲3.0%
航空運賃	▲0.9%	0.3%	4.9%

（出所）Bloomberg

【図表8 小売売上高の推移】
2021年1月～2023年10月、月次



（出所）Bloomberg

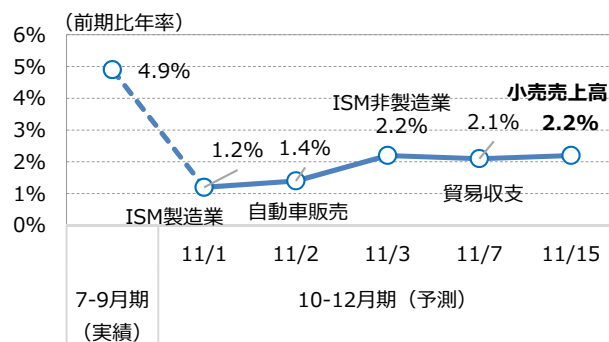
（注）コア小売売上高は自動車、ガソリン、建設資材、食品サービスを除く

【図表9 小売売上高（主要業種別）】

	10月	9月	8月
小売売上高	▲0.1%	0.9%	0.7%
家具	▲2.0%	▲0.6%	▲1.5%
電気製品	0.6%	0.4%	1.4%
食料・飲料	0.6%	0.2%	0.3%
ヘルスケア	1.1%	0.5%	1.5%
衣料品	0.0%	▲0.8%	1.0%
無店舗小売	0.2%	1.4%	▲0.2%
自動車同部品	▲1.0%	1.1%	0.3%
建設資材	▲0.3%	▲0.3%	0.5%
娯楽用品	▲1.6%	1.7%	▲0.7%
ガソリンスタンド	▲0.3%	1.0%	6.7%
雑貨	▲1.3%	▲1.0%	1.3%
コア小売売上高	0.2%	0.7%	0.1%

（出所）Bloomberg

【図表10 各種経済指標公表後の10-12月期
実質GDPの変化（GDPNow）】



（出所）Bloomberg、アトランタ連銀

※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。

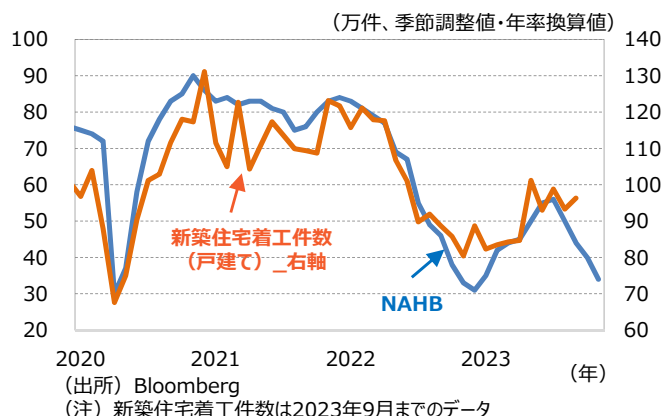
（次頁へ続く）

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10月の40から11月には34（市場予想：40）へ低下し、2022年11月以来の低水準となりました（図表1-1）。引き続き住宅ローン金利の高止まりや建築コストの高騰などが、住宅需要を抑制している状況にあります。

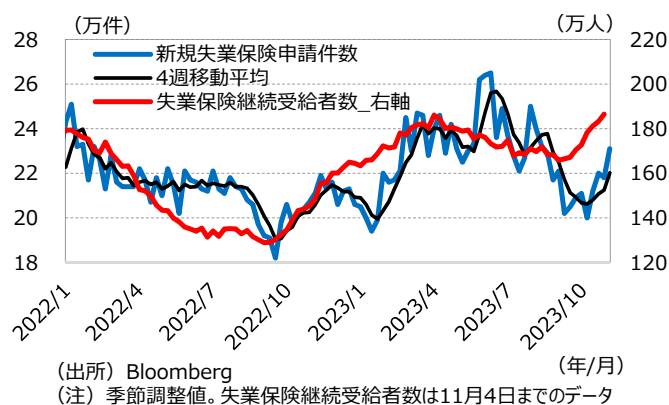
新築住宅着工件数のうち、ウエイトの大きい戸建てが足もとで横ばい圏で推移しているものの、住宅着工件数に対して先行性のあるNAHB住宅市場指数が低下していることを踏まえると、今後住宅需要は減少に転じる可能性があります。

米労働省が公表した11月5日～11日の新規失業保険申請件数は23.1万件と市場予想（22.0万件）を上回り、8月以来の高水準となりました（図表1-2）。また、10月29日～11月4日の失業保険継続受給者数は186.5万人と8週連続の増加となりました。10月の雇用統計では失業率が3.9%と2022年1月以来の高水準となるなか、今回の結果は労働市場が11月も軟化していることを示唆しています。

【図表1-1 NAHB住宅市場指数と
新築住宅着工件数の推移】
2020年1月～2023年11月、月次



【図表1-2 新規失業保険申請件数の推移】
2022年1月7日～2023年11月11日、週次

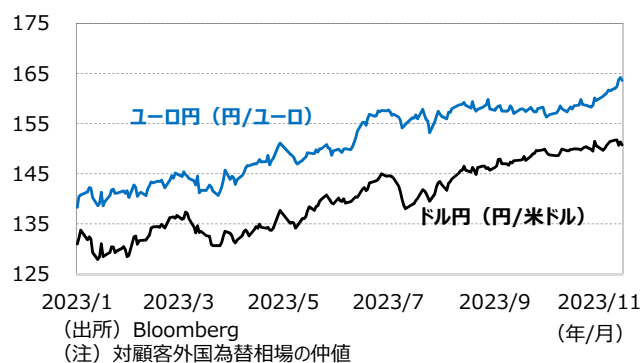


日本株式市場：米株高や円安基調が支えとなり、続伸

TOPIX（東証株価指数）は、米株式市場の上昇や、為替市場で1米ドル＝151円台後半まで円安米ドル高が進行し輸出関連株を中心に買い入れたことなどから、週半ばにかけて堅調に推移しました。週後半にかけては、利益確定目的の売りが入る局面があったものの、7-9月期の実質GDPが3四半期ぶりのマイナス成長となったことを受け、国内金利に低下圧力が加かったことが株価を下支えし、前週末比では上昇となりました（前掲図表1）。

為替市場では、週初、米金融引き締めが長期化すると観測から一時1米ドル＝151円台後半と約1年ぶりの円安米ドル高水準となりました（図表1-3）。その後は、米CPIなど物価関連指標の結果を受けFRBが来年にも利下げに踏み切るとの見方が広がり、150円台前半まで円高米ドル安が進む局面があったものの、米小売売上高が堅調な結果となると、151円台前半まで水準を戻すなど振れの大きい展開となりました。週末（17日）には1米ドル＝150.76円と、10日（151.34円）に比べ0.4%の円高米ドル安となりました。

【図表1-3 為替市場の動向】
2023年1月4日～2023年11月17日、日次



日本経済：7-9月期の実質GDPは内外需ともに低調で、三四半期ぶりのマイナス成長

内閣府が公表した「四半期別GDP速報」によると、2023年7-9月期の実質GDP（1次速報）は前期比▲0.5%（前期比年率▲2.1%）と内外需ともに低調となり、三四半期ぶりのマイナス成長となりました（図表14）。

民間消費は、物価高の影響などから前期比▲0.0%と二四半期連続の減少となったほか、設備投資（前期比▲0.6%）や住宅投資（同▲0.1%）などの国内需要も揃って減少しました（図表15）。外需（輸出－輸入）については、輸出が前期比＋0.5%の増加となったものの、それ以上に輸入（前期比＋1.0%）が増加したため、外需寄与度は前期比▲0.1%と成長率の下押し要因となりました。

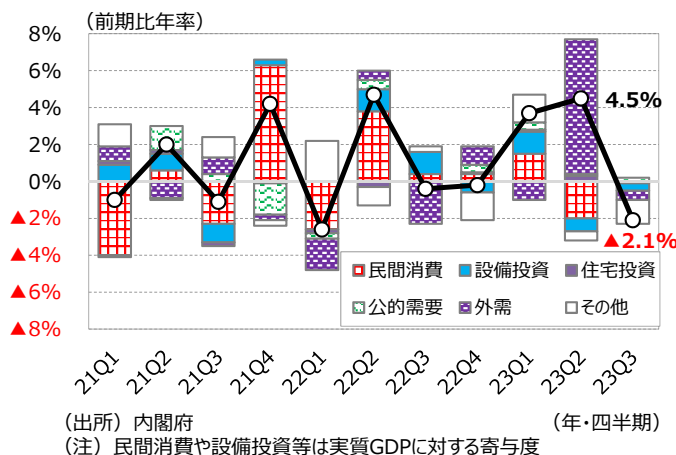
2023年7-9月期の実質GDPの公表と同時に、基礎統計の公表や季節調整のかけ直しなどから、過去の実質GDPは遡及改定されました。その結果、4-6月期が前期比年率＋4.8%から同＋4.5%へ下方修正されたほか、2022年10-12月が同＋0.2%のプラス成長から同▲0.2%のマイナス成長へと下方修正されました。2023年4-6月期の実質GDPの水準は、経済活動の正常化等を背景にコロナ禍前のピーク（2019年7-9月期）を上回ったものの、2023年7-9月期はマイナス成長に転じたため、コロナ禍前のピークを再び下回りました（図表16）。

2023年7-9月期は内外需ともに低調となり、三四半期ぶりのマイナス成長となりました。4-6月期の高成長の反動という側面があるものの、コロナ禍からの経済活動再開が進む中でも個人消費、設備投資などの国内民間需要が低迷していることが改めて示されました。

2023年10-12月期は、海外経済の減速を背景に輸出が伸び悩む一方、民間消費、設備投資などの国内民間需要が増加に転じることが見込まれることから、内需主導の経済成長に回帰することが予想されるものの、内外需ともに下振れリスクの高い状況が続くとみられます。

【図表14 実質GDP成長率の推移】

2021年1-3月期～2023年7-9月期、四半期



【図表15 需要項目別の伸びと寄与度】

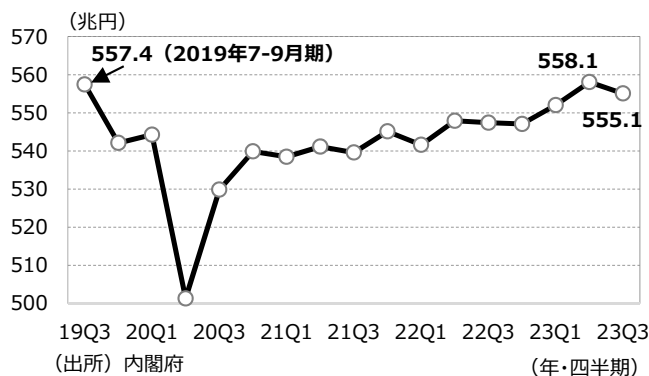
(前期比)

	2023年4-6月期 (改定値)	7-9月期 (速報値)
実質GDP (前期比年率)	1.1% (4.5%)	▲0.5% (▲2.1%)
国内需要 (寄与度)	▲0.7% (▲0.7%)	▲0.4% (▲0.4%)
民間需要 (寄与度)	▲1.0% (▲0.7%)	▲0.6% (▲0.4%)
民間消費	▲0.9%	▲0.0%
住宅投資	1.8%	▲0.1%
設備投資	▲1.0%	▲0.6%
民間在庫 (寄与度)	(▲0.1%)	(▲0.3%)
公的需要 (寄与度)	0.1% (0.0%)	0.2% (0.0%)
政府支出	0.0%	0.3%
公的固定資本形成	0.3%	▲0.5%
外需 (寄与度)	(1.8%)	(▲0.1%)
財・サービスの輸出	3.9%	0.5%
財・サービスの輸入	▲3.8%	1.0%

(出所) 内閣府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16 実質GDPの推移】

2019年7-9月期～2023年7-9月期、四半期



※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)

来週は、10月の全国消費者物価指数などに注目

来週は、10月の全国消費者物価指数（日本）や11月の米PMI（購買担当者景気指数）などに注目しています（図表17）。

10月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く、以下コアCPI）は前年比+3.0%と、9月（同+2.8%）から伸びが加速することが予想されています。全国の先行指標とされる東京都区部の10月コアCPI（10月27日公表）は、食料（生鮮食品を除く）の伸びが9月から縮小したものの、電気代や都市ガス代などエネルギー価格の下落幅が縮小したため、9月の前年比+2.5%から同+2.7%へ伸びが加速しています。

コアCPIのうち、財価格（生鮮食品を除く）は、輸入物価下落の影響から、今後は食料を中心に原材料コストを価格転嫁する動きが徐々に弱まることが予想されます

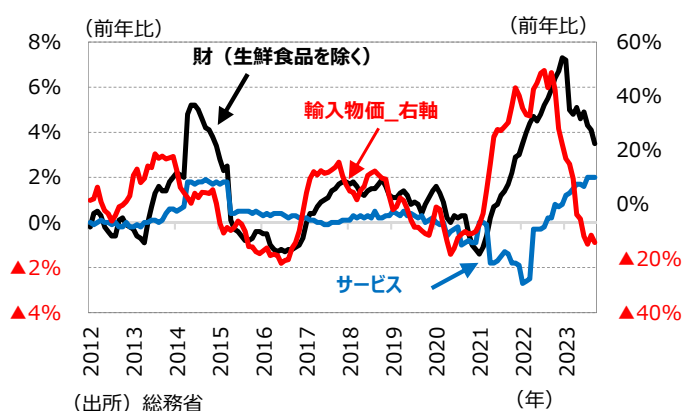
（図表18）。一方、賃金に連動しやすいサービス価格は、30年ぶりの高水準となった2023年春闘賃上げ率を反映して伸びを高めるなか、長期にわたって価格が据え置かれてきたことから、今後上昇ペースが更に加速する可能性が高いと考えられます。

【図表17 来週の主要経済指標】

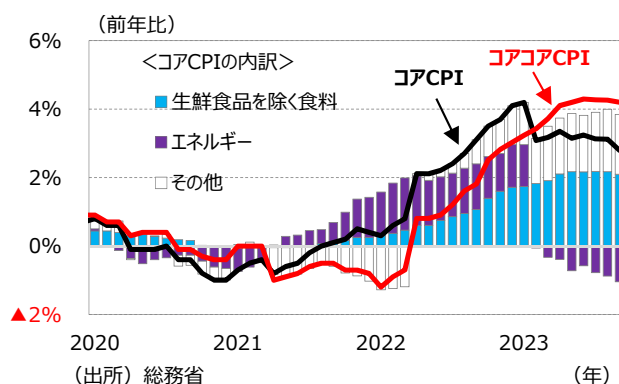
公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
21日 (火)	米国	10月中古住宅販売件数	390万件	396万件
		FOMC議事要旨（10/31-11/1開催分）		
22日 (水)	ユーロ圏	11月消費者信頼感	-	▲17.9
	米国	MBA住宅ローン申請指数	-	前週比+2.8%
		新規失業保険申請件数	-	23.1万件
		10月耐久財受注（除く輸送用機器）	前月比+0.2%	同+0.4%
23日 (木)	ユーロ圏	11月製造業PMI	-	43.1
		11月サービス業PMI	-	47.8
24日 (金)	日本	10月製造業PMI	-	48.7
		10月サービス業PMI	-	51.6
		10月全国百貨店売上高	-	前年比+9.2%
		10月全国消費者物価指数（生鮮食品を除く）	前年比+3.0%	同+2.8%
		10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+4.0%	同+4.2%
	米国	11月製造業PMI	49.8	50.0
		11月サービス業PMI	50.5	50.6

（出所）Bloomberg （注）17日10時時点のデータ

【図表18 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



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



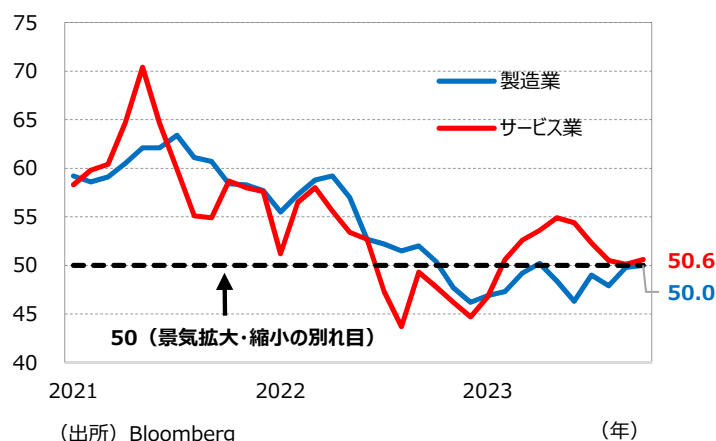
（次頁へ続く）

※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。

前述のとおり、アトランタ連銀のGDPNowでは、米国の2023年10-12月期実質GDPは前期比年率+2.2%

(11月15日時点)と、7-9月期の同+4.9%から伸びが鈍化することが予想されています。景気先行指標とされる米PMIは、製造業・サービス業ともに景気拡大・縮小の分かれ目である50近傍に位置しており、11月は50割れを回避できるかが焦点となりそうです(図表19)。7-9月期の高成長はサービス業がけん引していただけに50を下回れば、10-12月期は米国経済が減速する可能性が高まると考えられます。

【図表19 米PMIの推移】
2021年1月～2023年10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。