

## ～TMAMマーケットウィークリー（11/20～24）～

東京海上アセットマネジメント  
投信情報部

### Topic：引き続き、FRBの利上げ打ち止め観測が支えとなり、主要株式市場は底堅く推移

- 今週（11月20日～22日※23日は感謝祭のため休場）の米国株式市場（S&P500種指数）は、チャットGPTを開発した「オープンAI」のアルトマンCEOが米IT大手「マイクロソフト」に移籍するとの報道により、同社のAI開発がより強固になるとの見方や、10月の景気先行指数が市場予想を下回り、FRB（米連邦準備制度理事会）による利下げ観測が高まることなどから週を通じて底堅く推移し、前週末比では上昇となりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、前週に大きく上昇した反動から利益確定目的の売りが入ったことや、為替市場で一時1米ドル＝147円台まで円高米ドル安が進行し、輸出関連銘柄に売りが入ったことなどを受け、週半ばにかけて軟調に推移しました。その後は、米株式市場の上昇や為替市場で円安米ドル高が進行したことなどから堅調に推移したもの、前週末比ではほぼ横ばいとなりました。
- 来週（11月27日～12月1日）は、10月のPCEデフレーターや11月のISM製造業景況指数などの米経済指標に注目しています。10月のPCEコアデフレーター（変動の大きい食品とエネルギーを除く）は前年比+3.5%（9月：同+3.7%）と、既に公表された10月の米国コアCPI同様、伸びが縮小することが予想されています。PCEコアデフレーターがインフレの鈍化傾向を示唆すれば、FRBの利下げ観測が一段と高まる可能性があります。10月のISM製造業景況指数は46.7と12か月連続で景気拡大・縮小の分かれ目である50を下回っています。11月も47.7と50を下回ることが予想されており、製造業の活動が引き続き縮小することを示唆しています。

【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）	33,625.53	0.12	40.33	
	TOPIX	2,390.94	▲0.00	▲0.11	
	NYダウ（米ドル）	35,273.03	0.93	325.75	
	S&P500	4,556.62	0.94	42.60	
	ユーロ・ストックス50指数	4,361.32	0.47	20.55	
利回り国債	日本（%）	11月24日	0.78	—	0.02
	米国（%）	11月22日	4.40	—	▲0.03
	ドイツ（%）	11月23日	2.62	—	0.03
為替	ドル円（円/米ドル）	11月24日	149.63	▲0.75	▲1.13
	ユーロ円（円/ユーロ）		163.23	▲0.24	▲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
20日 (月)	米国	10月景気先行指数	前月比▲0.7%	同▲0.8%
21日 (火)	米国	10月中古住宅販売件数	390万件	379万件
		FOMC議事要旨（10/31-11/1開催分）		
22日 (水)	米国	新規失業保険申請件数	22.7万件	20.9万件
		11月ミシガン大学消費者マイルド指数（確報値）	61.0	61.3
23日 (木)	ユーロ圏	11月製造業PMI	43.5	43.8
		11月サービス業PMI	48.1	48.2
	米国	サンクスギビングデー（感謝祭）		
24日 (金)	日本	11月製造業PMI	—	48.1
		11月サービス業PMI	—	51.7
	米国	10月全国消費者物価指数（生鮮食品を除く）	前年比+3.0%	同+2.9%
		11月製造業PMI	49.9	
		11月サービス業PMI	50.3	

(出所) Bloomberg (注) 24日10時時点のデータ

※上記記載銘柄への投資を推奨するものではありません。また、当社投資信託への組入れを示唆・保証するものではありません。  
※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)

# Market Report

## 米国株式市場：引き続き、FRBの利上げ打ち止め観測が支えに上昇

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比+0.94%の上昇となりました（図表3）。

チャットGPTを開発した「オープンAI」のアルトマンCEOが米IT大手「マイクロソフト」に移籍するとの報道により、同社のAI開発がより強固になると見方や、10月の景気先行指数が市場予想を下回りFRBによる利下げ観測が高まったこと（※）などは株価の押し上げ要因となりました。週半ばには、好決算を発表した米半導体大手「エヌビディア」などに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。

（※）11月以降、エコノミック・サプライズ指数（経済指標と市場予想の乖離を指数化したもの）は、プラス幅を縮小しています（図表4）。背景には米雇用統計やCPIなどが市場予想を下回ったことがあります（図表5）。このため、金融市場では米景気の減速やインフレ鈍化に対する見方が強まつたことから、FRBが来年にも4回の利下げに踏み切るとの観測が浮上しています。

【図表4 米エコノミック・サプライズ指数の推移】  
2023年1月3日～2023年11月23日、日次



【図表5 市場予想を下回った主な米経済指標】

公表日	経済指標		予想	結果
11/1	10月ISM製造業景況指数		49.0	46.7
11/3	10月雇用統計	非農業部門雇用者数	前月差+18万人	同+15万人
		失業率	3.8%	3.9%
	10月ISM非製造業景況指数		53.0	51.8
11/9	10月ミシガン大学消費者マインド指数 (速報値)		63.7	60.4
11/14	10月CPI（消費者物価指数）	前年比+3.3%	同+3.2%	
		前月比+0.1%	同0.0%	
11/16	新規失業保険申請件数		22.0万件	23.1万件
11/21	10月中古住宅販売件数		390万件	379万件

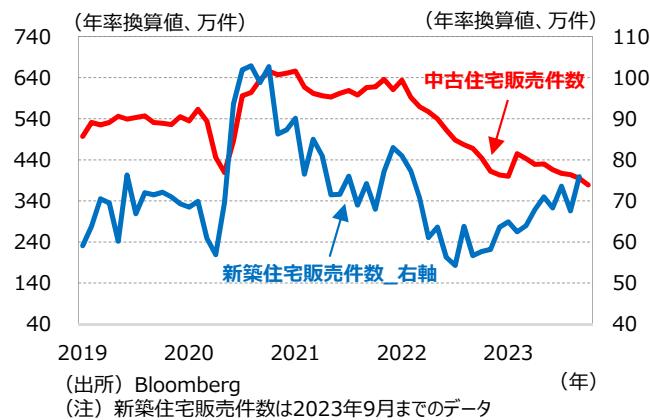
(出所) Bloomberg

## 米国経済：住宅需要の鈍化が鮮明に

全米不動産協会（NAR）が公表した10月の中古住宅販売件数（年率換算値）は379万件（前月：395万件）と市場予想（390万件）を下回り、2010年8月以来、13年2か月ぶりの低水準となりました。（図表6）。

住宅ローン金利が高水準で推移していることや、中古住宅の在庫不足により販売価格が高止まりしていることなどが住宅需要の重石となっているとみられます。

【図表6 新築・中古住宅販売件数の推移】  
2019年1月～2023年10月、月次



※上記記載銘柄への投資を推奨するものではありません。また、当社投資信託への組入れを示唆・保証するものではありません。  
※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

住宅ローン金利が高水準で推移していることもあり、住宅ローン申請件数は減少傾向にあります（図表7）。10月の中古住宅の販売価格は直近のピーク（2022年6月）から▲5.3%下落しているものの、足もとでは依然高水準で推移しています。

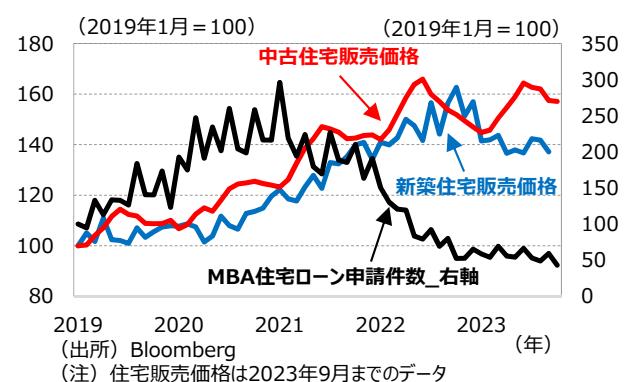
こうした中で、住宅指標の先行指標とされる11月のNAHB住宅市場指数（住宅建設業者の景況感を示す経済指標）は低下しており、中古住宅販売件数は引き続き減少基調で推移する可能性が高いと考えられます。

米労働省が公表した11月12日～18日の新規失業保険申請件数は20.9万件と前週（23.3万件）、市場予想（22.7万件）ともに下回り、いったん増加に歯止めがかかった格好となりました（図表8）。また、11月5日～11日の失業保険継続受給者数は184万人と9週間ぶりの減少となったものの、依然として高水準で推移していることから、労働市場が緩やかながらも減速している状況に変わりはないと考えられます。

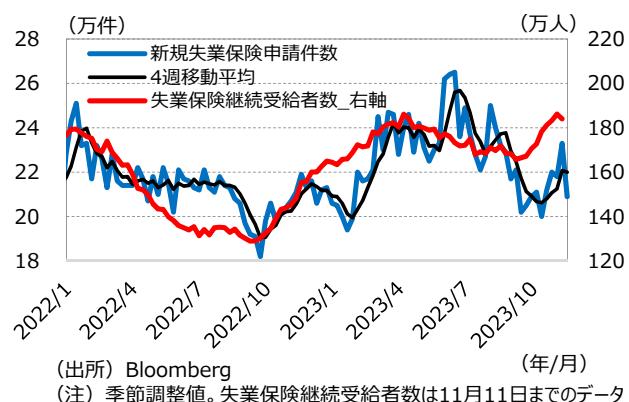
ミシガン大学が公表した11月の消費者マインド指数（確報値）は61.3と、10月（63.8）を下回りました（図表9）。直近では2022年6月の50を底に、2023年7月（71.5）まで持ち直し傾向にあったものの、その後は4か月連続で低下しています。内訳をみると、現状指数が10月の70.6から11月に68.3へ、期待指数が59.3から56.8へ揃って低下しました。公表元のミシガン大学によると、高インフレに加え、イスラエルのガザ侵攻がマインドの悪化につながっている可能性を指摘しています。

2023年7-9月期の実質GDPは前期比年率+4.9%（4-6ヶ月期：同+2.1%）となり、個人消費が高成長をけん引する格好となりました。個人消費は1-3月期の前期比年率+3.8%から、4-6月期に同+0.8%へ鈍化した後、7-9月期には同+4.0%へ加速しました。もっとも、10月の小売売上高は前月比▲0.1%（9月：同+0.9%）と減少に転じており、足もとの消費者マインドが悪化傾向にある点は、10-12月期の個人消費が減速する可能性を示唆しています。

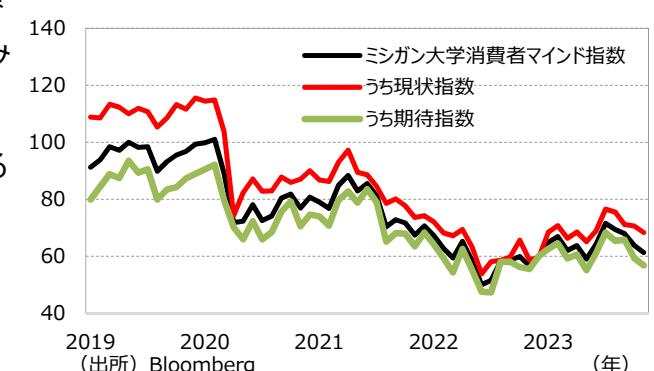
【図表7 住宅販売価格と住宅ローン申請件数】  
2019年1月～2023年10月、月次



【図表8 新規失業保険申請件数の推移】  
2022年1月7日～2023年11月18日、週次



【図表9 ミシガン大学消費者マインド指数の推移】  
2019年1月～2023年11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）

# Market Report

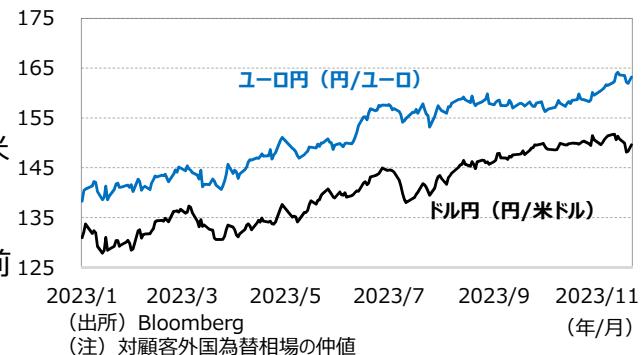
## 日本株式市場：米株高が支えも、利益確定目的の売りが重石

TOPIX（東証株価指数）は、前週に大きく上昇した反動から利益確定目的の売りが入ったことや、為替市場で一時1米ドル＝147円台まで円高米ドル安が進行し、輸出関連銘柄に売りが入ったことなどを受け、週半ばにかけて軟調に推移しました。その後は、米株式市場の上昇や為替市場で円安米ドル高が進行したことなどから堅調に推移したもの、前週末比ではほぼ横ばいとなりました（前掲図表1）。

為替市場では、前週に公表された10月の米物価指標や米景気先行指数（20日公表）が市場予想を下回り、FRBが来年にも利下げに踏み切るとの観測が高まったことなどを受け、21日には一時1米ドル＝147円台前半と9月中旬以来の円高米ドル安となりました。その後、FOMC（米連邦公開市場委員会）議事要旨で「インフレ低下が不十分な場合、利上げが適切になる」と、最近の米経済指標の一部が弱含む中でもタカ派的な見解が示されたことや、新規失業保険申請件数が市場予想を下回ったことなどから、円安米ドル高に転じ、週末（24日）には1米ドル＝149.63円と、17日（150.76円）に比べ0.8%の円高米ドル安となりました。

【図表10 為替市場の動向】

2023年1月4日～2023年11月24日、日次



(出所) Bloomberg  
(注) 対顧客外国為替相場の仲値  
(年/月)

## 日本経済：10月の全国CPIは4か月ぶりに加速

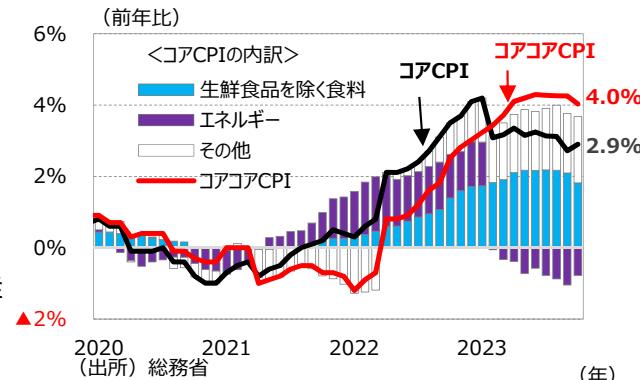
総務省が公表した10月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は前年比+2.9%と、9月（同+2.8%）から小幅ながら伸びが拡大しました（図表11）。

コアCPIは9月に2022年8月以来の3%割れとなったものの、10月はエネルギー価格（9月：前年比▲11.7%→10月：同▲8.7%）の下落幅縮小を主因に、伸びを高めました。一方、生鮮食品を除く食料（9月：前年比+8.8%→10月：同+7.6%）は鈍化しました。原材料費の上昇を価格転嫁する動きが一服し、調理食品（9月：前年比+9.2%→10月：同+8.1%）の伸びが鈍化したほか、食用油（9月：前年比+0.5%→10月：同▲2.3%）は下落に転じています。

コアCPIの調査対象品目522品目について、前年に比べ上昇している品目と下落している品目に分けてみると、10月の上昇品目数（9月：450品目→10月：438品目）は減少し、下落品目（9月：35品目→10月：48品目）は増加したため、上昇品目の割合は83.9%と9月（86.2%）から低下しました（図表12）。

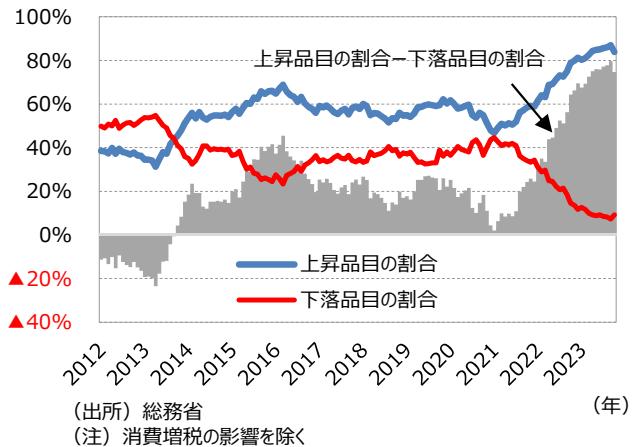
【図表11 コアCPI、コアコアCPIの推移】

2020年1月～2023年10月、月次



【図表12 コアCPIの上昇・下落品目の割合】

2012年1月～2023年10月、月次



(出所) 総務省

(注) 消費増税の影響を除く

※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。

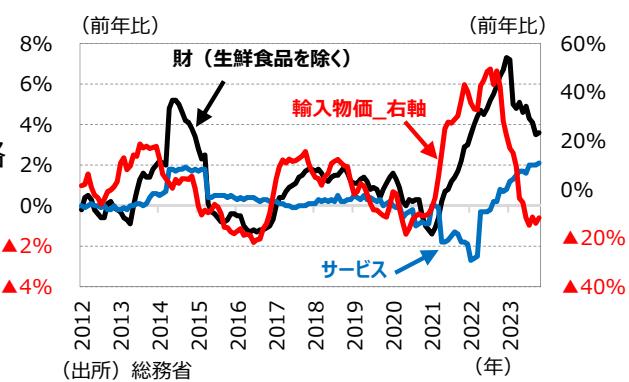
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

（次頁へ続く）

# Market Report

コアCPIのうち、上昇品目の割合が低下しているのは、原材料コストを価格転嫁する動きが弱まりつつあるためと考えられます。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（図表13）、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+2.1%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2%台で推移することが予想されます。

【図表13 財・サービス（全国コアCPIの内訳）と輸入物価】  
2012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)

# Market Report

## 来週は、PCEデフレーターやISM製造業景況指数などに注目

来週は、10月のPCEデフレーターや11月のISM製造業景況指数などの米経済指標に注目しています（図表14）。

10月のPCEコアデフレーター（変動の大きい食品とエネルギーを除く）は前年比+3.5%（9月：同+3.7%）と、既に公表された10月の米国コアCPI（9月：前年比+4.1%→10月：同+4.0%）と同様、伸びが縮小することが予想されています。

物価の「瞬間風速」を映す前月比の伸びも+0.2%と、9月の+0.3%から縮小することが見込まれています（既に公表されたコアCPIも、9月の前月比+0.3%から10月には同+0.2%へ鈍化）。前月比の伸びを年率換算（前月比の伸びが1年間続くと仮定）すると、+2.4%とFRBが目標とする2%への回帰が視野に入ると考えられます。前述のとおり、10月のCPIが市場予想を下回ったことで、FRBが来年にも利下げに踏み切るとの観測が高まっています。PCEコアデフレーターがインフレの鈍化傾向を示唆すれば、FRBの利下げ観測が一段と高まり、米金融市場は株価上昇、金利低下、ドル安で反応する可能性。

前述のとおり、10月のCPIが市場予想を下回ったことで、FRBが来年にも利下げに踏み切るとの観測が高まっています。PCEコアデフレーターがインフレの鈍化傾向を示唆すれば、FRBの利下げ観測が一段と高まり、米金融市場は株価上昇、金利低下、ドル安で反応する可能性。あります（PCEコアデフレーターの推移は図表15参照）。

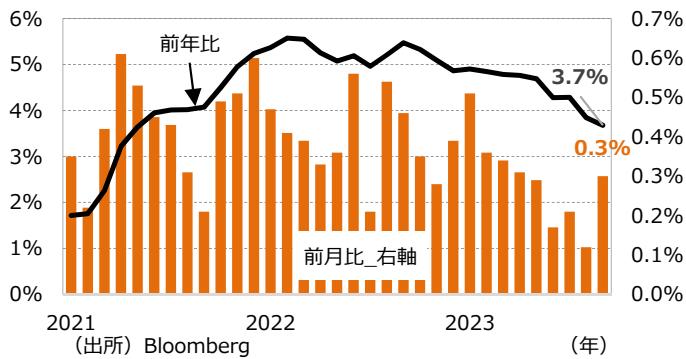
10月のISM製造業景況指数は46.7と12か月連続で景気拡大・縮小の分かれ目である50を下回りました（図表16）。12か月連続で50を下回るのは2007～2009年の世界金融危機以来の長さとなります。11月も47.7と50を下回ることが予想されており、製造業の活動が引き続き縮小することを示唆しています。

【図表14 来週の主要経済指標】

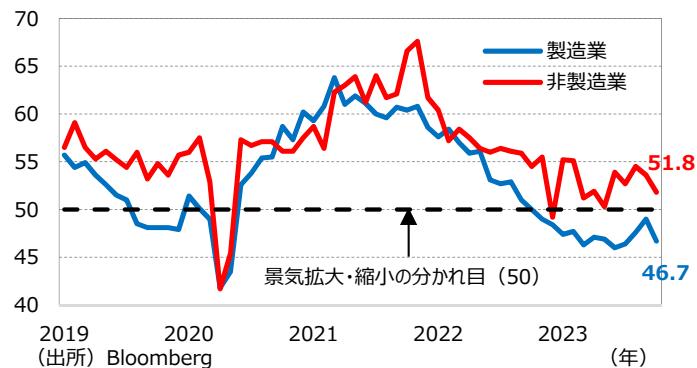
公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
27日 (月)	米国	10月新築住宅販売件数	72.3万件	75.9万件
		10月コンファレンス・ド・消費者信頼感指数	101.0	102.6
29日 (水)	米国	MBA住宅ローン申請指数	—	前週比+3.0%
		7-9月期実質GDP（改定値）	前期比年率+5.0%	同+4.9%
30日 (木)	日本	10月鉱工業生産	前月比+0.8%	同+0.5%
	中国	11月製造業PMI（国家統計局）	50.0	49.5
		11月サービス業PMI（国家統計局）	51.5	50.6
	ユーロ圏	11月消費者物価指数	—	前年比+2.9%
		11月消費者物価指数（食品及びエネルギーを除）	—	前年比+4.2%
	米国	10月個人支出	前月比+0.2%	同+0.7%
		新規失業保険申請件数	—	20.9万件
		10月PCEコアデフレーター（前月比）	前月比+0.2%	同+0.3%
		10月PCEコアデフレーター（前年比）	前年比+3.5%	同+3.7%
12月 1日 (金)	日本	10月失業率	2.6%	2.6%
		10月有効求人倍率	1.29倍	1.29倍
	米国	7-9月期法人企業統計		
		11月ISM製造業景況指数	47.7	46.7

（出所）Bloomberg （注）24日10時時点のデータ

【図表15 PCEコアデフレーター】  
2021年1月～2023年9月、月次



【図表16 ISM景況指数の推移】  
2019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。