

～TMAMマーケットウィークリー（11/27～12/1）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic : FRB高官が利下げの可能性に言及し、米金融政策の行方に注目が集まる

- 今週（11月27日～30日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、7月31日につけた年初来高値を前に利益確定目的の売りが入り下落して始まったものの、その後はウォーラーFRB（米連邦準備制度理事会）理事が利下げの可能性に言及したことや、米地区連銀経済報告で10月以降の経済活動の鈍化が指摘されたことなどにより米金利が低下したことから底堅く推移し、前週末比で上昇となりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、前週末までの上昇を受けて高値警戒感から利益確定目的の売りが入ったことや、為替市場で円高米ドル安が進行し輸出関連株を中心に売りが入ったことなどを受け、前週末比で下落となりました。
- 来週（12月4日～8日）は、11月の東京都区部CPIや日銀による金融政策の多角的レビュー、8日公表の米雇用統計などに注目しています。11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、2024年1月の金融政策決定会合後に公表される物価見通しで、2025年度が従来の1.7%から2%方向に上方修正される可能性があります。12月4日、日銀は金融政策の多角的レビューに関する第1回ワークショップを開催し、日銀スタッフや外部の経済・金融分野の専門家らで「非伝統的金融政策の効果と副作用」について議論します。レビューの結果について、植田日銀総裁は5年の任期中に政策面で役立てたいと説明しているため、市場の注目を集めることが予想されます。

【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）	12月1日	33,431.51	▲0.58	▲194.02
	TOPIX		2,382.52	▲0.35	▲8.42
	NYダウ（米ドル）	11月30日	35,950.89	1.58	560.74
	S&P500		4,567.80	0.19	8.46
	ユーロ・ストックス50指数		4,382.47	0.24	10.37
利回り国債	日本（%）	12月1日	0.71	—	▲0.07
	米国（%）	11月30日	4.33	—	▲0.14
	ドイツ（%）		2.45	—	▲0.20
為替	ドル円（円/米ドル）	12月1日	147.88	▲1.17	▲1.75
	ユーロ円（円/ユーロ）		161.22	▲1.23	▲2.01

(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
27日 (月)	米国	10月新築住宅販売件数	72.1万件	67.9万件
28日 (火)	米国	11月消費者信頼感指数	101.0	102.0
29日 (水)	米国	7-9月期実質GDP（改定値） 地区連銀経済報告（ページュック）	前期比年率+5.0% 同+5.2%	
30日 (木)	日本	10月鉱工業生産	前月比+0.8%	同+1.0%
	中国	11月製造業PMI（国家統計局）	49.8	49.4
	中国	11月サービス業PMI（国家統計局）	50.9	50.2
	ユーロ圏	11月消費者物価指数（食品及びエネルギーを除く）	前年比+3.9%	同+3.6%
	米国	10月個人支出 新規失業保険申請件数 10月PCEコアフレーティ（前年比）	前月比+0.2% 21.8万件 前年比+3.5%	同+0.2% 21.8万件 同+3.5%
12月1日 (金)	日本	7-9月期法人企業統計		
	中国	11月製造業PMI（財新）	49.6	50.7
	米国	11月ISM製造業景況指数	47.8	

(出所) Bloomberg (注) 1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。

※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)

米国株式市場：FRB高官が利下げの可能性を示唆も、上値の重い展開

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比+0.19%とほぼ横ばいとなりました（図表3）。

米国株式市場は、7月31日につけた年初来高値を前に利益確定目的の売りが入り下落して始まったものの、その後はウォーラーFRB理事が利下げの可能性に言及したことなど（図表4）により米長期金利が低下したことなどから、底堅く推移しました。その他のFRB高官がインフレ率低下に言及したことや、米地区連銀経済報告で10月以降の経済活動が鈍化したと指摘されたことも米長期金利の低下に拍車をかけ、29日には米長期金利は4.25%と9月中旬以来の低水準をつけました。FRB高官の発言などを受け、金融市場ではFRBが2024年に計1%（4回）の利下げに踏み切ることを織り込んでいます（図表5）。

【図表4 最近のFRB高官の発言】

日付	FRB高官	発言内容
11/28	ウォーラー FRB理事	インフレ率が本当に低下方向に向かっていると確信が持てば、景気回復などとは無関係に、インフレ率が低下したという理由のみで政策金利を引き下げ始めることができる。
	ウィリアムズ ニューヨーク連銀総裁	長期インフレ期待は心強く安定しているとし、インフレ圧力の低下を歓迎する。
11/29	メスター クリーブランド連銀総裁	経済全体が比較的堅調に推移している中でも、インフレに明らかな進展が見られている。

（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

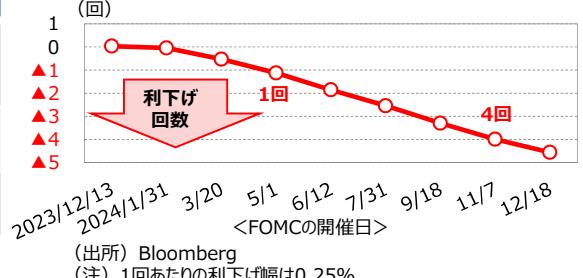
【図表3 株式市場の動向】

2022年12月30日～2023年11月30日、日次、現地通貨ベース



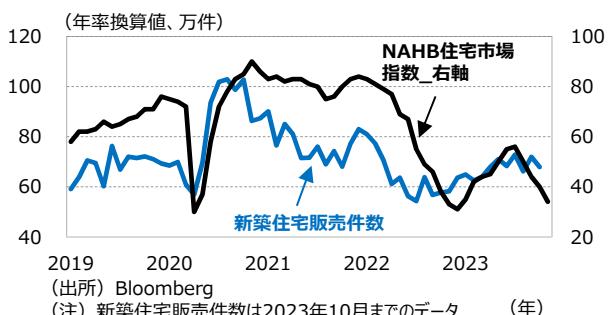
（出所） Bloomberg (年/月)

【図表5 FF金利先物が織り込む利下げ回数（累積ベース）】



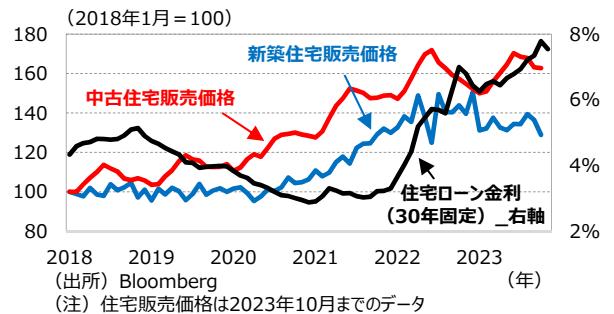
（出所） Bloomberg
（注）1回あたりの利下げ幅は0.25%

【図表6 新築住宅販売件数の推移】
2019年1月～2023年11月、月次



（出所） Bloomberg
（注）新築住宅販売件数は2023年10月までのデータ（年）

【図表7 新築住宅販売価格と住宅ローン金利】
2018年1月～2023年11月、月次



（出所） Bloomberg
（注）住宅販売価格は2023年10月までのデータ（年）

※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）

米調査会社コンファレンス・ボードが公表した11月の消費者信頼感指数（期待指数）は11月に77.8（10月：72.7）と、4か月ぶりに改善しました（図表8）。来年にはインフレが緩和され、金利が低下すると回答した消費者が増加したことが影響したとみられます。11月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数は、ミシガン大学消費者マインド指数とは逆の動きになっているものの、80（景気後退の高まりを示す水準）を超えた6~8月の水準を下回っています。これは、7-9月期の高成長をけん引した個人消費が10-12月期に減速することが見込まれるもの、想定より減速しない可能性を示唆しています。

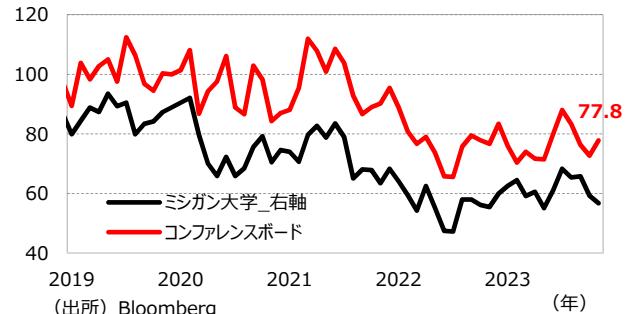
米商務省が公表した10月の実質個人消費支出は、前月比+0.2%と7か月連続で増加しました（図表9）。四半期ベースでは、4-6月期の前期比+0.2%から7-9月期に同+0.9%へ加速した後、10月は増加基調を維持しています。

実質ベースで可処分所得が伸び悩む中で、消費支出の底堅さは維持されています。しかし、先行きを展望すると、これまでの貯蓄の取り崩しが進むほか、金融引き締めの影響により学生ローンの返済負担が増加することが見込まれることから、個人消費は減速感を強めていくことが予想されます。

10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+3.0%と9月の同+3.4%から伸びが大幅に縮小しました（図表10）。食品（9月：前年比+2.7%→10月：同+2.4%）の伸びが鈍化したほか、エネルギー（9月：前年比0.0%→10月：同▲4.8%）が下落に転じたことなどが、PCEデフレーターの下押しに作用しました。

PCEコアデフレーターは前年比+3.5%と、9月（同+3.7%）から伸びを縮小しました。PCEコアデフレーターのうち、特に物価上昇をけん引してきたコアサービスの伸びが縮小しています（図表11）。7-9月期まで堅調だった個人消費の減速感が強まれば、サービス価格を押し上げる力は今後も弱まる可能性があります。

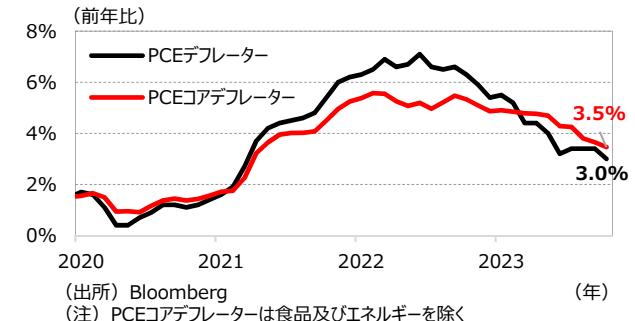
【図表8 消費者マインド指数（期待指数）の推移】
2019年1月～2023年11月、月次



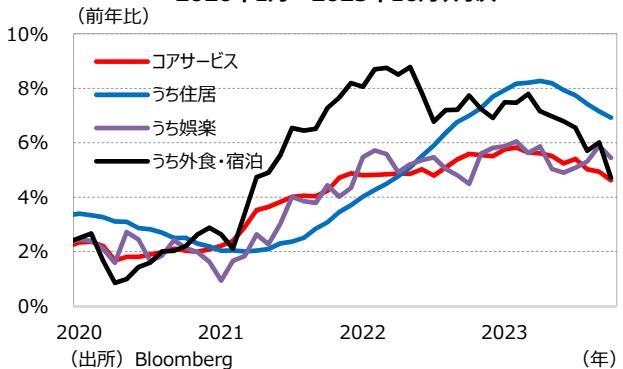
【図表9 実質個人消費支出と貯蓄率の推移】
2019年1月～2023年10月、月次



【図表10 PCEデフレーターの推移】
2020年1月～2023年10月、月次



【図表11 コアサービスの推移】
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。

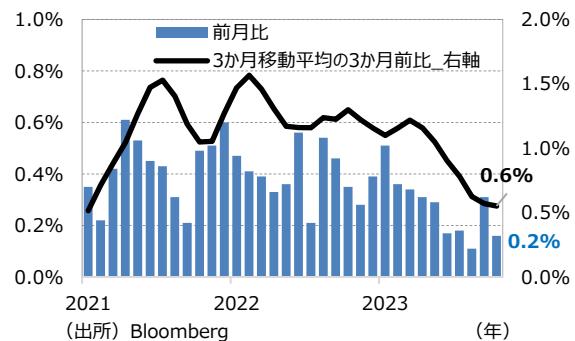
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

（次頁へ続く）

Market Report

物価の瞬間風速を示す前月比では、PCEコアデフレーターは8月の+0.1%から9月に+0.3%へ加速した後、10月には+0.2%へ鈍化しています（図表12）。また、3か月移動平均の3か月前比でみても、4月の+1.2%をピークにモメンタムは鈍化傾向にあります。基調的な物価上昇圧力が緩和されつつあることを踏まえると、FRBの利上げが終了し、早期に利下げに転換するという市場の見方を正当化する内容になったと言えます。

【図表12 PCEコアデフレーターの基調的な動き】
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)

日本株式市場：円高の進行や利益確定目的の売りを受け、下落

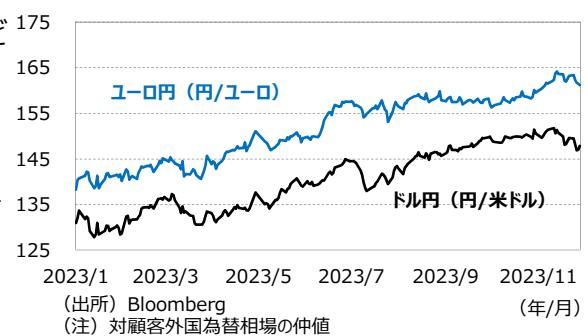
TOPIX（東証株価指数）は、前週末までの上昇を受けて高値警戒感から利益確定目的の売りが入ったことに加え、為替市場で円高米ドル安が進行したことを受け、輸出関連株を中心に売りが優勢となったことなどから、週半ばにかけて軟調に推移しました。その後は米金利が低下した流れを引き継ぎ、国内金利が低下したこと（図表13）で銀行株を中心に売りが入り、前週末比では下落となりました（前掲図表1）。

為替市場では、5年物米国債入札が好調な結果となったことや、ウォーラーFRB理事が利下げの可能性に言及したこと、米地区連銀経済報告で10月以降の経済活動が鈍化したと指摘されたことなどから、米金利が低下したことを受け、29日には一時146円台後半と9月中旬以来の円高米ドル安水準となりました。その後は、持ち高調整の円売り・米ドル買いが優勢となったものの、週末（12月1日）には1米ドル=147.88円と、11月24日（149.63円）に比べ1.2%の円高米ドル安となりました（図表14）。

【図表13 日米長期金利の推移】
2023年1月2日～2023年11月30日、日次



【図表14 為替市場の動向】
2023年1月4日～2023年12月1日、日次



日本経済：生産は一進一退も、電子部品・デバイスの在庫調整の進展は好材料

経済産業省が公表した10月の鉱工業生産指数は、前月比+1.0%と市場予想（前月比+0.8%）を上回りました（図表15）。業種別では、鉄鋼・非鉄金属（前月比▲1.1%）などが低下したものの、在庫調整の進展を受けて電子部品・デバイス（同+6.6%）などが高い伸びとなったほか、工場の一時停止があった自動車（同+2.0%）も供給制約の緩和などから上昇しました。なお、生産の基調判断は「一進一退」に据え置かれています。

10月の出荷指数は前月比+0.2%と、2か月連続の上昇となりました。財別の出荷動向を見ると、設備投資のうち機械投資の一致指標である資本財出荷指数（除く輸送機械）は7-9月期の前期比▲4.2%の後、10月は前月比+2.6%となりました（次頁図表16）。GDP統計の設備投資は、7-9月期が前期比▲0.6%と2四半期連続で減少しました。企業収益は高水準にあるものの、設備投資は生産活動の停滞を反映して弱めの動きが続いている。

【図表15 鉱工業生産・出荷・在庫指数の推移】
2019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）

10月の耐久消費財は前月比▲0.3%（7-9月期：前期比▲3.7%）、非耐久消費財は前月比+1.7%（7-9月期：前期比0.0%）となりました。GDP統計の民間消費は、23年7-9月期は前期比▲0.0%と小幅ながら2四半期連続のマイナスとなりました。物価高による実質賃金の減少が影響し、消費は弱めの動きとなっています。

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、物価高の影響などから国内の財消費が弱めの動きとなっていることから、鉱工業生産は当面一進一退の動きが続くことが予想されます。

一方、グローバルな半導体市況（シリコンサイクル）が回復局面に入りしたことは好材料であると考えられます。シリコンサイクルは2023年春に底を打ったとみられ、電子部品・デバイスの出荷・在庫バランスは改善しています（図表17）。今後、シリコンサイクルの回復基調が強まる中で日本の半導体製造装置等への需要が高まるとみられます。

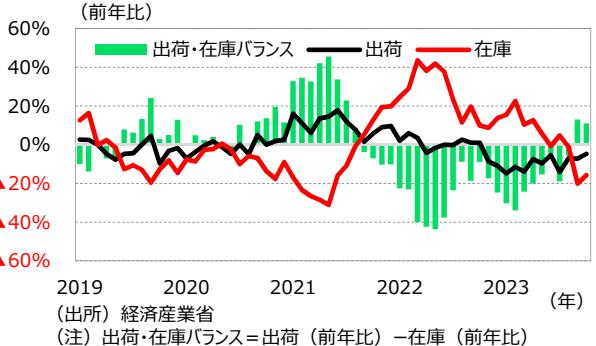
【図表16 財別出荷指標の推移】

2019年1月～2023年10月、月次



【図表17 電子部品・デバイスの出荷・在庫バランス】

2019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、東京都区部CPIや日銀レビューなどに注目

来週は、11月の東京都区部消費者物価指数(CPI)や日銀による金融政策の多角的レビュー、8日公表の米雇用統計などに注目しています(図表18)。

11月の東京都区部コアCPI(生鮮食品を除く)は前年比+2.4%と、10月(同+2.7%)から伸びが鈍化することが予想されています。原材料コストを価格転嫁する動きが一服し、食料(生鮮食品を除く)の伸びが鈍化するほか、エネルギーの下落幅が拡大するとみられます。一方、基調的な物価変動を示すコアコアCPI(生鮮食品及びエネルギーを除く)は11月に前年比+3.7%と、10月(同+3.8%)とほぼ同水準になることが予想されています(コアCPI、コアコアCPIの推移は図表19参照)。

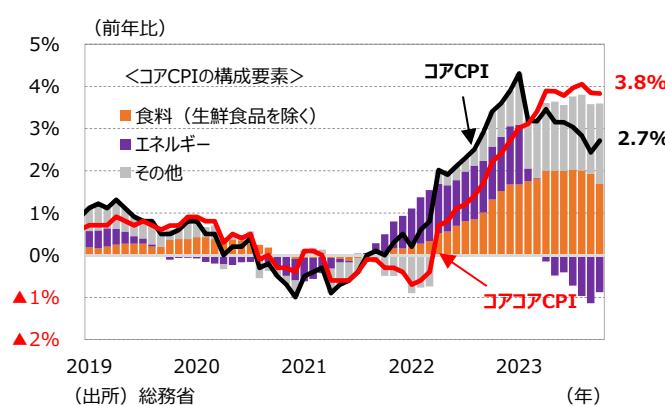
10月の金融政策決定会合後に公表された物価見通しにおいて、コアCPIは予測期間を通じて上昇修正されたものの、2025年度は1.7%と2%の『物価安定の目標』を下回っています(図表20)。11月の東京都区部CPIで基調的な物価上昇圧力が継続していることが確認されれば、1月の会合後に公表される物価見通しで、2025年度の見通しが従来の1.7%から2%方向に上方修正される可能性があります。

【図表18 来週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
4日 (月)	日本	日銀による金融政策の多角的レビュー		
	米国	10月製造業受注	前月比▲2.6%	同+2.8%
5日 (火)	日本	11月東京都区部消費者物価指数(生鮮食品を除く)	前年比+2.4%	同+2.7%
	中国	11月サービス業PMI(財新)	50.7	50.4
	米国	10月JOLTS求人件数 11月ISM非製造業景況指数	940.0万件 52.5	955.3万件 51.8
6日 (水)	ユーロ圏	10月小売売上高	—	前月比▲0.3%
	米国	11月ADP雇用統計	前月差+12.0万人	同+11.3万人
7日 (木)	中国	11月輸出(ドルベース) 11月輸入(ドルベース)	前年比▲2.5% 前年比+4.8%	同▲6.4% 同+3.0%
	米国	新規失業保険申請件数	—	21.8万件
	日本	10月現金給与総額(毎月労働統計) 10月家計支出(家計調査) 7-9月期実質GDP(改定値) 11月現状判断DI(景気ウォッチャー調査) 11月先行き判断DI(景気ウォッチャー調査)	前年比+0.9% 前年比▲3.0% — 49.1 48.2	同+0.6% 同▲2.8% 前期比年率▲2.1% 49.5 48.4
8日 (金)	米国	11月非農業部門雇用者数(雇用統計) 11月失業率(雇用統計) 11月平均時給(雇用統計) 12月ミシガン大学消費者マインド指数	前年差+20.0万人 3.9% 前年比+4.0% 61.6	同+15.0万人 3.9% 同+4.1% 61.3

(出所) Bloomberg (注) 1日10時時点のデータ

【図表19 東京都区部コアCPI、コアコアCPIの推移】
2019年1月～2023年10月、月次



【図表20 経済・物価見通し(10月時点)】

	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%	3.2%
2024年度	1.0%↑	2.8%↑	1.9%↑
	7月時点	1.2%	1.7%
2025年度	1.0%	1.7%↑	1.9%↑
	7月時点	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) 政策委員会見通しの中央値

※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

10月のISM景況指数は、製造業（46.7）が景気拡大・縮小の分かれ目である50を下回っている一方で、非製造業（51.8）は50割れを回避しています（図表2 1）。11月のISM非製造業景況指数は事前予想で52.5と、10月（51.8）から改善が見込まれているものの、50を下回ることになれば、10-12月期の実質GDP成長率は高成長となった7-9月期（前期比年率+5.2%）から減速する可能性が高まると考えられます。

11月の米雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+20.0万人（10月：同+15.0万人）となることが予想されています。10月は教育・医療などの雇用者数が堅調な伸びを維持した一方で、雇用増を支えてきた娯楽・接客など多くの部門で伸び悩みがみられたほか、全米自動車労働組合（UAW）のストライキの影響で製造業は減少に転じました。11月はストライキの影響の反動増が見込まれる製造業以外の部門で、引き続き雇用の増勢鈍化がみられるか注目されます（非農業部門雇用者数の推移は図表2 2参照）。

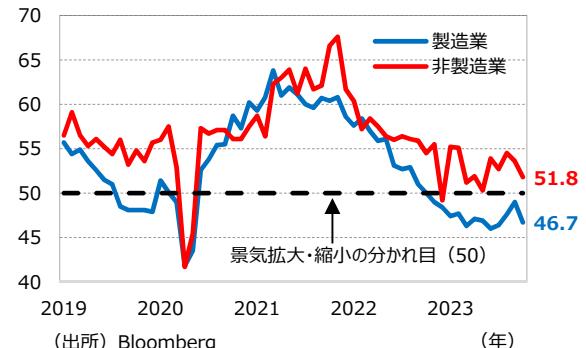
10月の失業率は3.9%（9月：3.8%）と緩やかな上昇にとどまっているものの、今後上昇が続いた場合には景気後退に陥る可能性にも注意が必要です（図表2 3）。失業率から景気後退の可能性を推し量るサム・ルール※というものがあります。現状、失業率の3か月移動平均（3.8%）と過去12か月の最低値（3.4%）の差は0.4%と、景気後退入りの目安とされる0.5%を下回っているものの、今後の展開には注意が必要です。

※失業率の3か月移動平均が過去12か月の最低値から0.5%上昇した時に景気後退が始まるとする法則

12月4日、日銀は金融政策の多角的レビューに関する第1回ワークショップを開催し、日銀スタッフや外部の経済・金融分野の専門家らで「非伝統的金融政策の効果と副作用」について議論します（図表2 4）。多角的レビューは、植田日銀体制の下で初めて開いた4月の金融政策決定会合で、1年から1年半程度をかけて実施することを決定しました。レビューの結果について、植田日銀総裁は5年の任期中に政策面で役立てたいと説明しているため、市場の注目を集めることが予想されます。なお、議論の概要が日銀ウェブサイトに掲載される時期は未定である上、ワークショップの内容がリアルタイムで報じられるかも不透明な状況です。

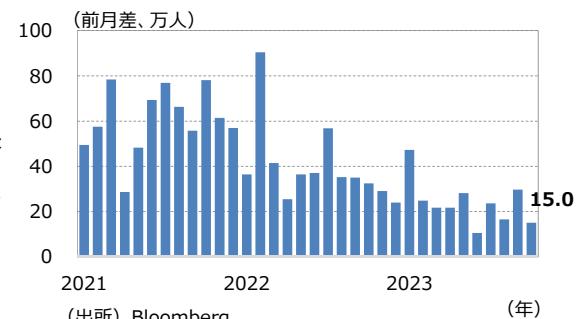
【図表2 1 ISM景況指数の推移】

2019年1月～2023年10月、月次



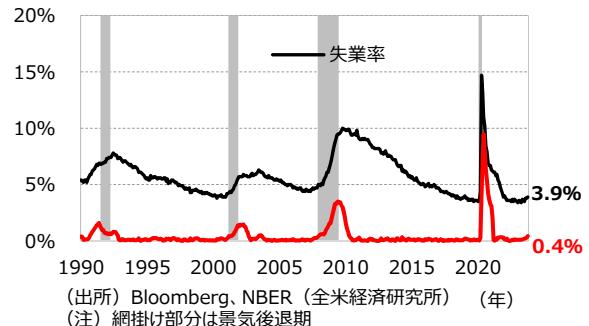
【図表2 2 非農業部門雇用者数の推移】

2021年1月～2023年10月、月次



【図表2 3 失業率の推移】

1990年1月～2023年10月、月次



【図表2 4 金融政策の多角的レビューに関する第1回ワークショップ】

	プログラム
第1セッション	金融市場
第2セッション	金融システム
第3セッション	日本銀行のバランスシート
第4セッション	非伝統的金融政策
第5セッション	パネルディスカッション

（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。