

～TMAMマーケットウィークリー（12/4～8）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic：米利下げ観測が下支えも、利益確定目的の売りが優勢

- 今週（12月4日～7日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、パウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長の講演（12/1）での発言が金融引き締めに積極的ではないとの見方から、前週末に年初来高値を付けたことで利益確定目的の売りが入り、下落して始まりました。その後は、軟調な雇用関連指標を背景とした米長期金利の低下などが下支したものの、引き続き利益確定目的の売りが優勢となり、前週末比で小幅な下落となりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、米国株式市場の下落や、植田日銀総裁の発言を背景にマイナス金利政策が早期に解除されるとの見方が広がったことで円高米ドル安が進行したことなどから、前週末比で下落となりました。
- 来週（12月11日～15日）は、FOMC（米連邦公開市場委員会）や12月の米PMIなどの米経済指標に注目しています。12日、13日に開催されるFOMCでは、足もとの物価指標が鈍化傾向を示していることから、3会合連続となる政策金利の据え置きを決定すると予想されます。ドットチャートについては、市場が2024年に5回の利下げ（利下げ幅：1.25%）を織り込む中で、FOMC参加者がどの程度の利下げを予想しているかが焦点となります。また、7-9月期の高成長をけん引したサービス業のPMIが景気拡大・縮小の分かれ目である50を下回ることになれば、10-12月期は米国経済が減速する可能性を示唆すると考えられます。

【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）	12月8日	32,307.86	▲3.36	▲1,123.65
	TOPIX		2,324.47	▲2.44	▲58.05
	NYダウ（米ドル）	12月7日	36,117.38	▲0.35	▲128.12
	S&P500		4,585.59	▲0.20	▲9.04
	ユーロ・ストックス50指数		4,473.77	1.25	55.26
1 利 0 回 年 り 国 債	日本（%）	12月8日	0.77	—	0.07
	米国（%）	12月7日	4.15	—	▲0.05
	ドイツ（%）		2.19	—	▲0.17
為 替	ドル円（円/米ドル）	12月8日	143.25	▲3.13	▲4.63
	ユーロ円（円/ユーロ）		154.68	▲4.06	▲6.54

（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
4日 (月)	日本	日銀による金融政策の多角的レビュー		
5日 (火)	日本	11月東京都都区消費者物価指数 (生鮮食品を除く)	前年比+2.4%	同+2.3%
		10月JOLTS求人件数	930.0万件	873.3万件
	米国	11月ISM非製造業景況指数	52.3	52.7
		11月ADP雇用統計	前月差+13.0万人	同+10.3万人
6日 (水)	米国	11月失業保険申請件数	22.0万件	22.0万件
7日 (木)	日本	10月現金給与総額 (毎月勤労統計)	前年比+1.0%	同+1.5%
		7-9月期実質GDP(改定値)	前期比年率▲2.0%	同▲2.9%
		11月現状判断DI (景気ウォッチャー調査)	49.1	49.5
		11月非農業部門雇用者数 (雇用統計)	前月差+18.3万人	
	米国	11月失業率(雇用統計)	3.9%	
		11月平均時給(雇用統計)	前年比+4.0%	
		12月ミシガン大学消費者マインド指数	62.0	

（出所）Bloomberg （注）8日15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：利下げ観測が下支えも、利益確定目的の売りが優勢

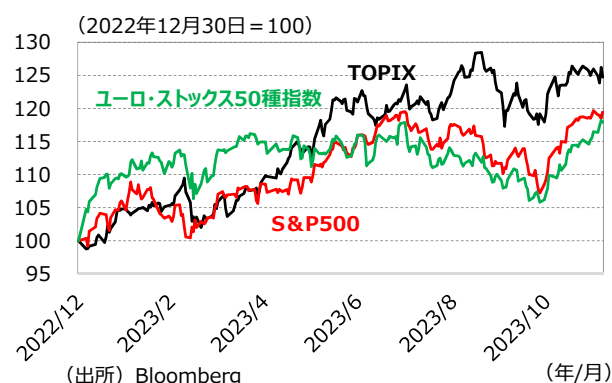
今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比▲0.20%と小幅な下落となりました（図表3）。

米国株式市場は、パウエルFRB議長の講演（12/1）での発言が金融引き締めに積極的ではないとの見方から、前週末に年初来高値を付けたことで利益確定目的の売りが入り、下落して始まりました。その後は、雇用動態調査（JOLTS）やADP雇用統計などの雇用関連指標が市場予想を下回り、米長期金利が低下したことが下支えしたものの、引き続き利益確定目的の売りが優勢となり、週末にかけて上値の重い展開となりました。

パウエルFRB議長が市場の利下げ観測をけん制したものの、FF金利先物市場ではFRBが2024年5月にも0.25%の利下げに着手し、2024年末には計1.25%（5回の利下げ）に踏み切るとの見方が大勢を占めています。

【図表3 株式市場の動向】

2022年12月30日～2023年12月7日、日次、現地通貨ベース



米国経済：労働需要は一段と緩和方向へ

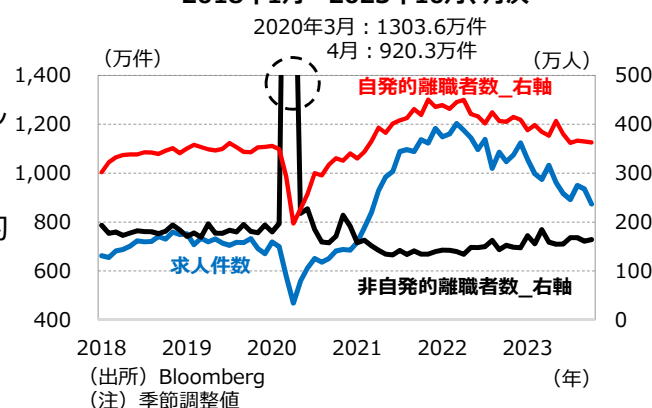
米労働省が公表した10月のJOLTS（雇用動態調査）によると、求人件数は873.3万件と9月（935万件）、市場予想（930万件）ともに下回り、2021年3月以来の低水準となりました（図表4）。求人件数の減少は広範な業種にわたり、特にヘルスケアや金融、宿泊・外食サービスで目立ちました。また、自発的離職者数の減少基調が続いている点、パウエルFRB議長が労働市場の需給の尺度として重要視する失業者1人当たりの求人件数は減少している点などを踏まえれば、労働需要は引き続き緩和方向に向かっていると判断されます。

離職者数のうち、10月の自発的離職者数は前月比▲0.5%と2か月連続で減少しました。求人数が減少する中で、労働者が雇用環境の悪化を意識して転職を躊躇している可能性があります。また、非自発的離職者数は前月比+2.0%と増加傾向にあります。依然コロナ禍前の水準を下回っているものの、今後企業が雇用を一段と削減するリスクには注意が必要です。

労働市場の需給の尺度である失業者1人当たりの求人件数は、JOLTS及び雇用統計に基づくと、直近のピークである4月の1.82人をピークに10月には1.34人へ減少しています（図表5）。コロナ禍前の1.2人程度を依然上回るものの、労働需給は緩やかながらも緩和していることが確認できます。

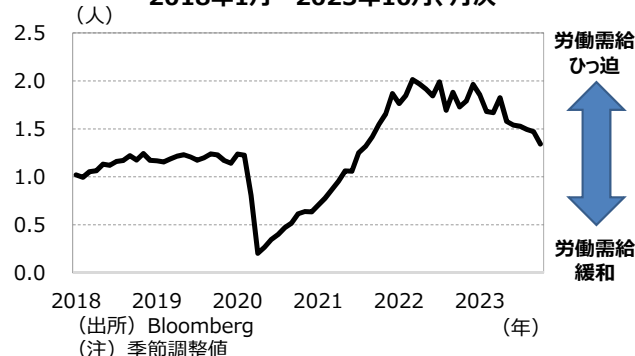
【図表4 求人件数（JOLTS）の推移】

2018年1月～2023年10月、月次



【図表5 求人数/失業者の推移】

2018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。

企業向け給与計算サービスのオートマチック・データ・プロセッシング（ADP）が公表した11月の民間雇用者数は前月差+10.3万人と市場予想の同+13.0万人を下回り、2021年2月以来の低水準となりました（図表6）。

雇用の増勢は、2023年6月の前月差+45.5万人をピークに大幅に鈍化しています。一方、8日に公表される11月の雇用統計では、全米自動車労働組合（UAW）のストライキ収束を背景に製造業の反動増が見込まれることから、非農業部門雇用者数は前月差+18.3万人と10月（同+15.0万人）から加速することが予想されています。ADP雇用統計と同様、前月から雇用の増勢が鈍化する可能性があることには注意が必要です。

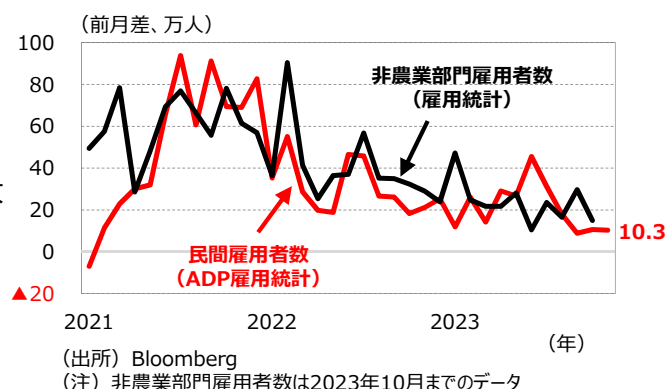
全米供給管理協会（ISM）が公表した11月のISM非製造業景況指数は52.7と市場予想（52.3）を上回り、7月以来の水準に改善しました（図表7）。製造業の景況感は景気拡大・縮小の分かれ目である50（中立水準）を下回っている一方で、非製造業は底堅さを維持しています。公表元によると、今回の結果を実質GDPに換算すると、10-12月期は前期比年率+1.0%に対応するとしています。

11月のISM非製造業景況指数を項目別にみると、雇用指数は50.7と10月（50.2）から改善し、中立水準割れを回避しています（図表8）。製造業の雇用指数は45.8と中立水準を下回るなどレイオフを示唆する水準にある一方で、非製造業の雇用は底堅い状況にあります。一方、新規受注指数は55.5と10月から横ばいとなったほか、需要の伸び悩みを反映して在庫指数は55.4（10月：49.5）へ上昇しました。

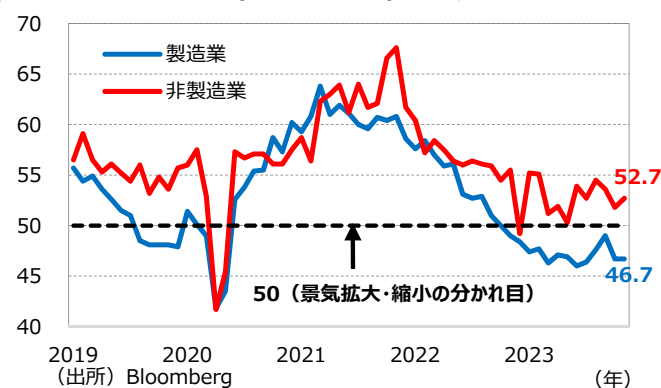
これらの経済指標などの結果を反映したGDPNow*1（アトランタ連銀公表）の試算によると、10-12月期の実質GDPは前期比年率+1.2%と、7-9月期実績値（同+5.2%）から伸びが大きく縮小し、潜在成長率とされる+1.8%を下回ることが予想されています（図表9）。

*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

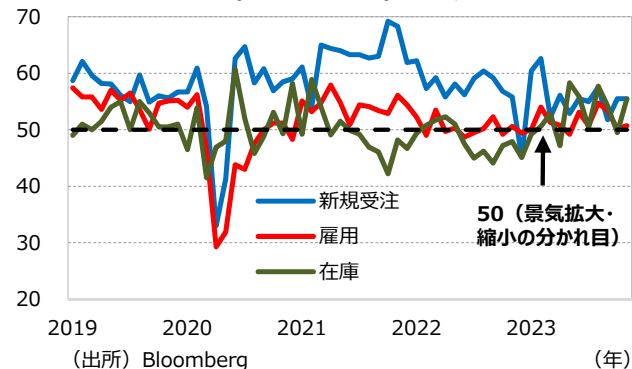
【図表6 米雇用者数の推移】
2021年1月～2023年11月、月次



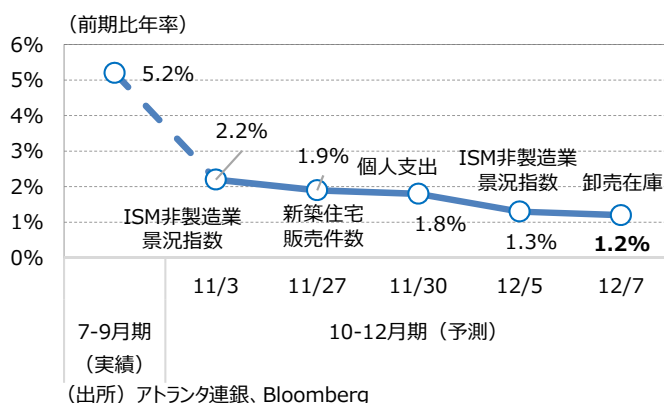
【図表7 ISM景況指数の推移】
2019年1月～2023年11月、月次



【図表8 ISM非製造業景況指数の内訳】
2019年1月～2023年11月、月次



【図表9 各種経済指標公表後の10-12月期
実質GDPの変化（GDPNow）】



※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)

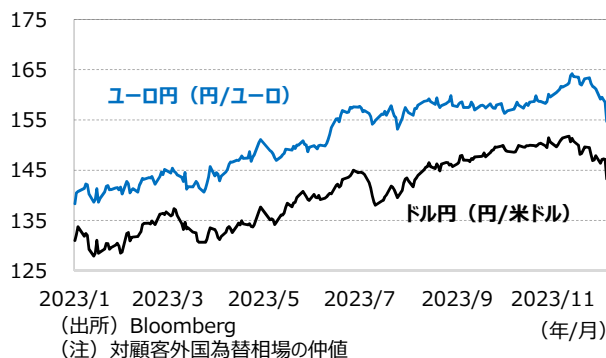
日本株式市場：米株安や円高の進行を受け、続落

TOPIX（東証株価指数）は、パウエルFRB議長の講演後の米長期金利低下を背景に、為替市場で円高米ドル安が進行したことや米国株式市場の下落を受け、週前半は軟調に推移しました。その後は、自律反発狙いの買いが入る局面があったものの、植田日銀総裁の発言を背景にマイナス金利政策が早期に解除されとの見方が広がったことで円高米ドル安が進行したことや、米株安などが重石となり、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、前週末に米長期金利が低下したことで、週初は1米ドル＝147円台から146円台まで円高米ドル安が進行した後、軟調な米雇用関連指標を背景とした円買いと持ち高調整の円売りが拮抗し、147円前後で推移しました。週後半は、植田日銀総裁が「（今後の政策運営について）年末から来年にかけて一段とチャレンジングになると思っている」と発言し、マイナス金利政策が早期に解除されとの見方が広がったことを受け、週末（12月7日）には1米ドル＝143.25円と、4日（147.88円）に比べ3.1%の円高米ドル安となりました（図表10）。

【図表10 為替市場の動向】

2023年1月4日～2023年12月8日、日次



日本経済：東京都区部のコアCPIは、16カ月ぶりの低水準

総務省が公表した11月の東京都区部消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は前年比＋2.3%と、10月（同＋2.7%）を下回りました（図表11）。伸びは2カ月ぶりに鈍化し、2022年7月以来16か月ぶりの低水準となりました。

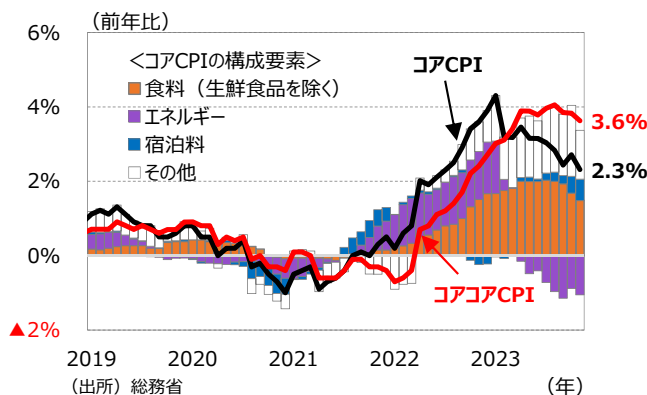
一方、変動の大きい食品及びエネルギーを除いたコアコアCPIは、前年比＋3.6%と依然高い水準を維持しています。

コアCPIのうち、政府の激変緩和措置の影響によりエネルギー価格（10月：前年比▲14.1%→11月：同▲16.7%）の下落幅が拡大したほか、原材料費の上昇を価格転嫁する動きが一服したことを受けて、生鮮食品を除く食料（10月：前年比＋7.3%→11月：同＋6.4%）の伸びは鈍化しました。一方、政府による観光促進策「全国旅行支援」の影響が剥落したことに伴い、宿泊料は前年比＋62.5%とコアCPIを押し上げました。

全国の物価の先行指標となる11月の東京都区部コアCPIが鈍化したことで、11月の全国コアCPI（12/22公表予定）は10月の前年比＋2.9%から鈍化することが予想されます（図表12）。

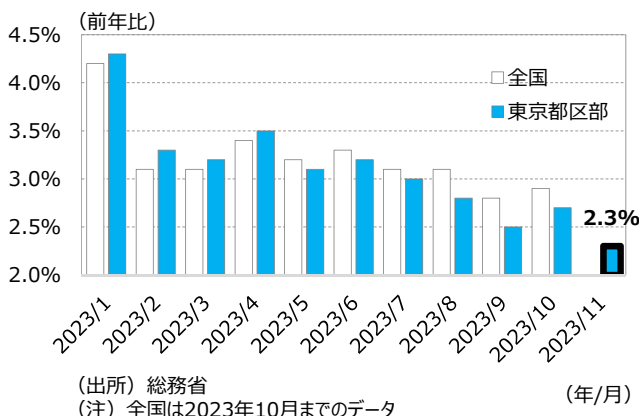
【図表11 東京都区部CPIの推移】

2019年1月～2023年11月、月次



【図表12 コアCPI（全国との比較）】

2023年1月～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）

厚生労働省が公表した10月の毎月勤労統計によると、現金給与総額（以下、名目賃金）は前年比+1.5%と、9月（同+0.6%）から伸びが拡大しました（図表13）。内訳では、春闘賃上げ率の結果を反映して所定内給与（基本給）が前年比+1.4%と高い伸びとなっている一方で、所定外給与は前年比▲0.1%（9月：同▲0.5%）と2か月連続で減少しています。

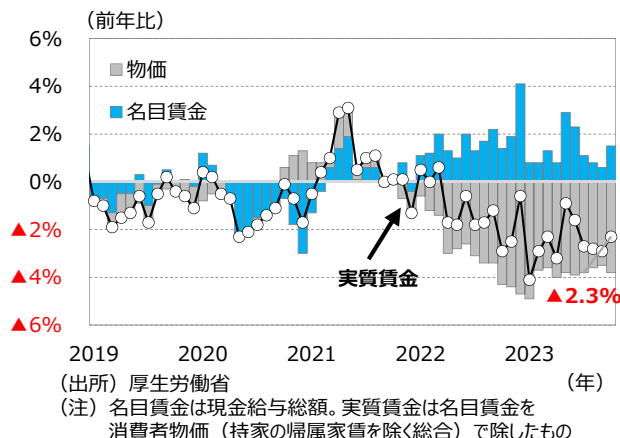
物価変動の影響を除いた実質ベースの現金給与総額（以下、実質賃金）は、10月が前年比▲2.3%（9月：同▲2.9%）と減少幅が縮小したものの、物価上昇に名目賃金の伸びが追いつかない状況が続いています（図表13）。

毎月勤労統計は、毎年1月にサンプル入れ替え（30人以上規模の事業所について、全体の3分の1ずつ調査対象事業所を入れ替える）が実施されることにより賃金（公表値）の連続性が保たれず、断層（不連続な変動）が生じます。このため、断層が生じにくい共通事業所ベース（調査対象が同じ事業所）の方が賃金の実態を把握しやすいと考えられます。

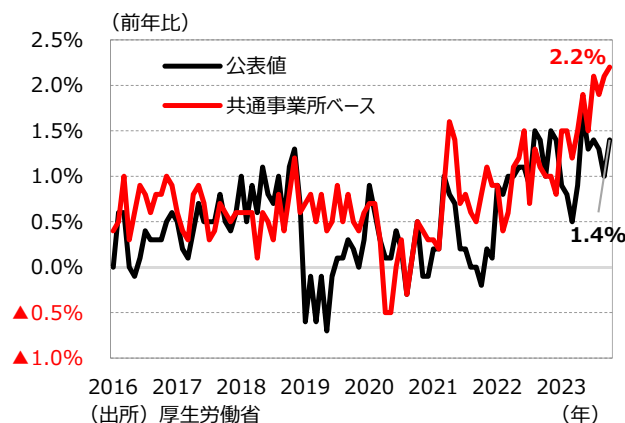
所定内給与の公表値、共通事業所ベースを比較すると、足もとでは共通事業所ベースの方が高い伸びを示しています（図表14）。共通事業所ベースの所定内給与は10月に前年比+2.2%と、2023年の春闘で実現した2.1%のベースアップと同水準にあることが確認できます。

こうした賃金の動向は、賃金上昇を伴う形での2%の「物価安定の目標」の実現を目指す日銀の政策判断に影響を与えると考えられます。植田日銀総裁は、2%の物価目標を持続的に達成するためには賃金の伸びが2%をやや上回る必要があるとの認識を示しています。11月9日、連合は2024年の春闘に向けた「基本構想」を公表し、ベースアップの目標を2023年の「3%程度」から「3%以上」へ引き上げました。既に一部の企業では2024年の高い賃上げ実施を表明しているものの、こうした企業が今後増加し、2024年での高い賃上げ率が確実視されるようになる場合、日銀はマイナス金利政策の解除を含めた金融政策の修正に踏み切る可能性があります。

【図表13 名目・実質賃金の推移】
2019年1月～2023年10月、月次

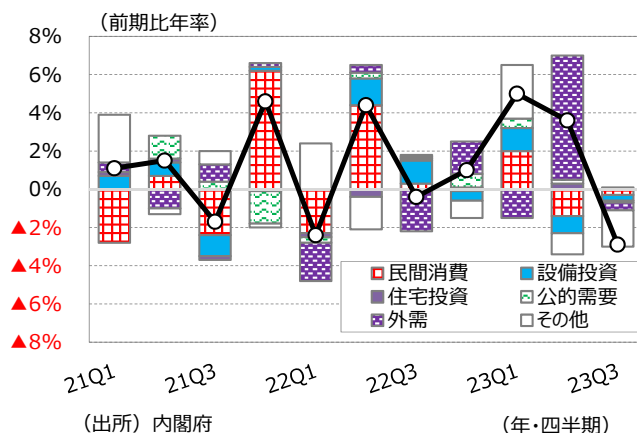


【図表14 所定内給与の推移】
2016年1月～2023年10月、月次



内閣府が公表した2023年7-9月期の実質GDP（2次速報値）は前期比▲0.7%（年率▲2.9%）となり、1次速報の前期比▲0.5%（年率▲2.1%）から下方修正されました（図表15）。2023年7-9月期の法人企業統計（12月1日公表）の結果が反映され、設備投資が1次速報の前期比▲0.6%から同▲0.4%へ上方修正されたものの、1次速報後に公表された基礎統計の結果を受けて、民間消費（前期比▲0.0%→同▲0.2%）、住宅投資（前期比▲0.1%→同▲0.5%）、公需に含まれる公的固定資本形成（前期比▲0.5%→同▲0.8%）が下方修正されたことが成長率の下振れにつながりました。

【図表15 実質GDPの推移】
2021年1-3月期～2023年7-9月期、四半期

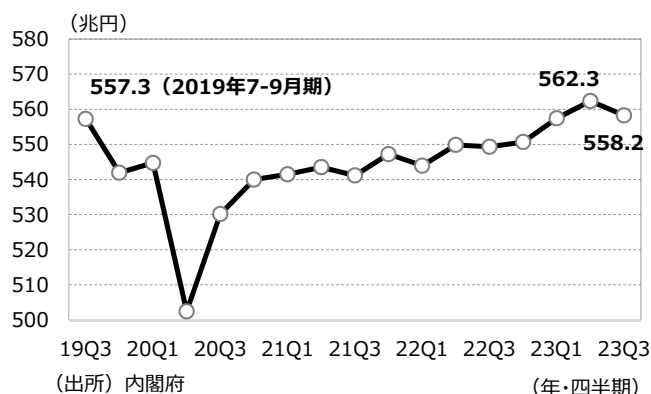


2023年7-9月期の2次速報は、民間消費、設備投資を中心とした内需の減少や、輸出の伸び悩みを主因とした外需の低迷が成長率を下押ししている点で、1次速報と変わっていません。7-9月期は4-6月期の高成長の反動という側面があるものの、コロナ禍からの経済活動再開が進む中でも個人消費、設備投資などの内需が低迷していることを反映したものと捉えることができます。

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16 実質GDPの推移】
2019年7-9月期～2023年7-9月期、四半期



来週は、FOMCや12月の米PMIなどに注目

来週は、FOMCや12月の米PMIなどの米経済指標に注目しています（図表17）。

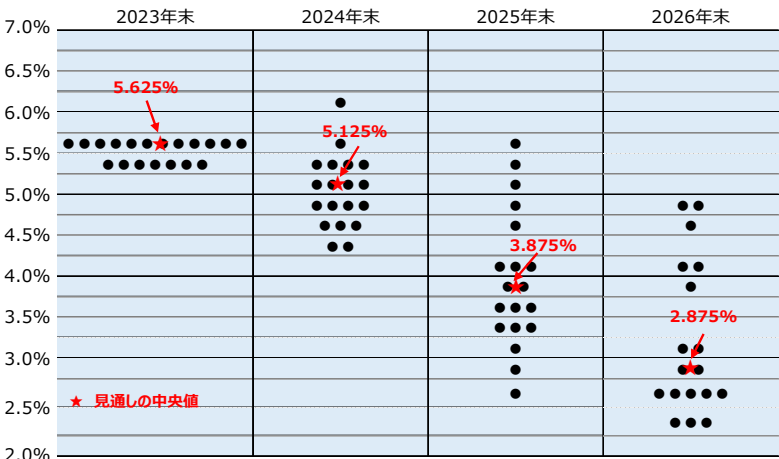
12日、13日に開催されるFOMCでは、ドットチャートや記者会見でのパウエルFRB議長の発言に注目が集まると予想されます。まず、フェデラルファンド（FF）レートの誘導目標については、足もとの物価指標が鈍化傾向を示していることから、3会合連続となる政策金利の据え置きを決定すると予想されます。次に、ドットチャートについては、2024年の利下げ回数が注目されます。直近9月時点のドットチャートでは、FOMC参加者による2024年末の政策金利見通し（中央値）が5.125%と、現行水準である5.375%より0.25%低い状況にあります（図表18）。一方、FF金利先物に基づく2024年末の政策金利（中央値）は4.125%と、市場は現行の水準から5回の利下げ（利下げ幅：1.25%）を予想しており（図表19）、両者の乖離が縮小するか（市場の予想にどの程度近づくか）が注目されます。

【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
12日 (火)	日本	11月国内企業物価指数	前年比+0.2%	同+0.8%
		10-12月期短観		
	米国	11月消費者物価指数	前年比+3.1%	同+3.2%
		11月消費者物価指数 (食品及びエネルギーを除く)	前年比+4.0%	同+4.0%
13日 (水)	米国	FF金利の上限 (FOMC)	5.50%	5.50%
14日 (木)	日本	10月コア機械受注	前月比▲0.6%	同+1.4%
	ユーロ圏	中銀預金金利 (ECB理事会)	-	4.00%
	米国	11月小売売上高	前月比▲0.1%	同▲0.1%
		新規失業保険申請件数	-	22.0万件
15日 (金)	日本	12月製造業PMI	-	48.3
		12月サービス業PMI	-	50.8
	中国	11月鉱工業生産	前年比+5.7%	同+4.6%
		11月小売売上高	前年比+12.4%	同+7.6%
	ユーロ圏	12月製造業PMI	-	44.2
		12月サービス業PMI	-	48.7
	米国	12月ニューヨーク連銀製造業景気指数	3.8	9.1
		11月鉱工業生産	前月比+0.2%	同▲0.6%
		12月製造業PMI	49.3	49.4
		12月サービス業PMI	50.7	50.8

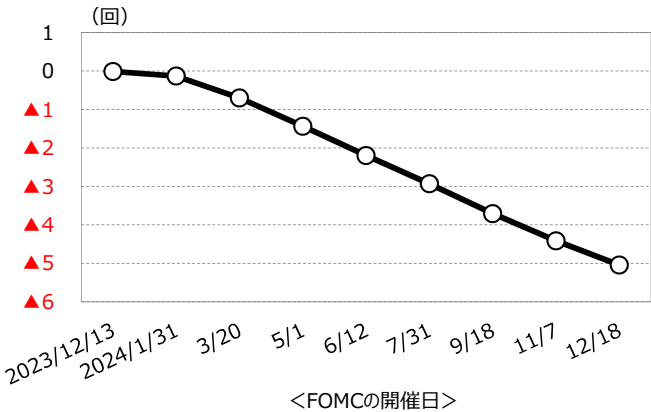
(出所) Bloomberg (注) 8日10時時点のデータ

【図表18 ドットチャート (FOMC参加者による9月時点の政策金利見通し)】



(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

【図表19 FF金利先物が織り込む利下げ回数 (累積ベース)】



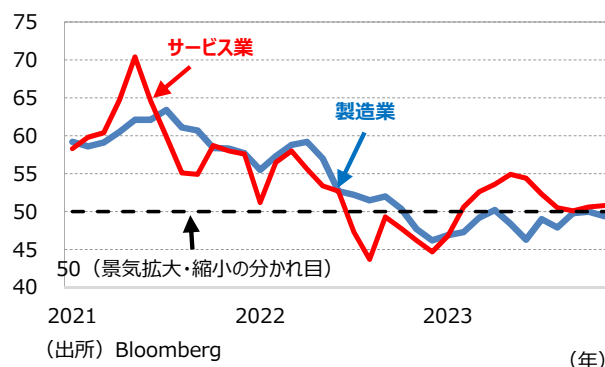
(出所) Bloomberg
(注) 1回あたりの利下げ幅は0.25%

※ 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。

記者会見でのパウエルFRB議長の発言については、1日の講演（スベルマン大学）での発言と、概ね同じ内容になると予想されます。パウエルFRB議長は、「利上げが行き過ぎ、必要以上に景気を減速させるリスクと、インフレ抑制のために十分な利上げを実施しないリスクはより均衡している」と、FRBが今後の金融政策において慎重である姿勢を示しつつ、一段の利上げを実施する必要があるかは「データが教えてくれるだろう」と、利上げの選択肢を残すものと考えられます。

米国では、10-12月期に市場予想を下回る経済指標が相次いでおり、アトランタ連銀が公表したGDPNowによれば、実質GDPは前期比年率+1.2%と7-9月期（同+5.2%）から成長率が大幅に減速することが予想されています。特に、7-9月期の高成長をけん引したサービス業のPMIが景気拡大・縮小の分かれ目である50を下回ることになれば、10-12月期は米国経済が減速する可能性を示唆すると考えられます（図表20）。

【図表20 米PMIの推移】
2021年1月～2023年11月、月次



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。お申込みに当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。