

～TMAMマーケットウィークリー（12/18～22）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic：米経済のソフトランディング期待が支えとなり、米国株は史上最高値を更新

- 今週（12月18日～21日）の米国株式市場（S&P500種指数）は週前半、前週のFOMC（米連邦公開市場委員会）を受けてFRB（米連邦準備制度理事会）が早期に利下げに踏み切るとの見方が広がったことから堅調に推移し、19日には史上最高値を更新しました。その後は、利益確定目的の売りが優勢となる場面があったものの、11月の中古住宅販売件数や新規失業保険申請件数などが市場予想を上回る改善が示したことで、米経済のソフトランディング（軟着陸）に対する期待などが支えとなり、前週末比で上昇となりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、18、19日に日銀が開催する金融政策決定会合を控え、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、日銀が現行の金融政策を維持することを決めると、円安の進行とともに輸出関連株を中心に買い戻しが入ったほか、米国株式市場の上昇が追い風となったものの、前週末比ではほぼ横ばいとなりました。
- 来週（12月25日～29日）は、植田日銀総裁の講演や「金融政策決定会合における主な意見（12月18、19日分）」に注目しています。早ければ2024年1月にもマイナス金利が解除されるとの見方がある中で、12月の金融政策決定会合後の記者会見で植田日銀総裁は慎重な発言に終始し、1月のマイナス金利解除の可能性を示す発言は殆どみられませんでした。こうしたなか、「主な意見」において、12月会合で政策委員からマイナス金利の解除に前向きな意見が出ていたのか注目されます。

【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22日	33,169.05	0.60	198.50
	TOPIX		2,336.43	0.18	4.15
	NYダウ（米ドル）	12月21日	37,404.35	0.27	99.19
	S&P500		4,746.75	0.58	27.56
	ユーロ・ストックス50指数		4,524.86	▲0.54	▲24.58
1 0 年 利 回 り 率	日本（%）	12月22日	0.63	—	▲0.07
	米国（%）	12月21日	3.89	—	▲0.02
	ドイツ（%）		1.96	—	▲0.05
為 替	ドル円（円/米ドル）	12月22日	142.34	▲0.11	▲0.16
	ユーロ円（円/ユーロ）		156.56	0.05	0.08

(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
18日 (月)	米国	12月NAHB住宅市場指数	37	37
19日 (火)	日本	日銀当座預金残高の政策金利 (日銀金融政策決定会合)	▲0.100%	▲0.100%
	米国	11月住宅着工件数	136万件	156万件
20日 (水)	日本	11月貿易収支	▲1.0兆円	▲7,769億円
	米国	11月中古住宅販売件数	378万件	382万件
21日 (木)	米国	新規失業保険申請件数	21.5万件	20.5万件
22日 (金)	日本	11月全国消費者物価指数 (生鮮食品を除く)	前年比+2.5%	同+2.5%
	米国	11月個人支出	前月比+0.3%	
		11月個人所得	前月比+0.4%	
		11月PCEデフレーター	前年比+2.8%	
		11月PCEコアデフレーター (食料品及びエネルギーを除く)	前月比+0.2%	
			前年比+3.3%	

(出所) Bloomberg (注) 22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：米経済のソフトランディング期待が支えとなり、続伸

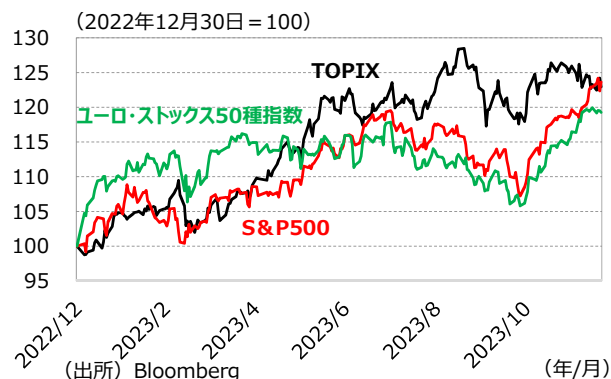
今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比 +0.58%の上昇となりました（図表3）。

米国株式市場は週前半、前週のFOMCを受けてFRBが早期に利下げに踏み切るとの見方が広がったことから堅調に推移し、19日には史上最高値を更新しました。その後は、利益確定目的の売りが優勢となる場面があったものの、11月の中古住宅販売件数や12月のコンファレンスボード消費者信頼感指数、新規失業保険申請件数が市場予想を上回る改善を示したことで、米経済のソフトランディング（軟着陸）に対する期待が支えとなり、前週末比で上昇となりました。

週を通じて、複数のFRB高官から市場の早期利下げ観測をけん制する発言が相次いだものの、FOMCでのパウエルFRB議長のハト派的な発言を押し戻すほどではないとの見方から、株式市場への影響は限定的なものにとどまるとみられます（図表4）。

【図表3 株式市場の動向】

2022年12月30日～2023年12月21日、日次、現地通貨ベース



【図表4 FOMC後のFRB高官の発言】

日付	FRB高官	発言内容
12/15	ウィリアムズ ニューヨーク連銀総裁	時点では、われわれは実際に 利下げについて話し合っていない
12/18	メスター クリーブランド連銀総裁	（利下げ時期について金融市場はFRBより） やや先走りしている
12/19	ボスティック アトランタ連銀総裁	（利下げ実施について） 緊急性ない

（注）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

米国経済：住宅指標は反発し、10-12月期の米国経済は底堅さを示唆

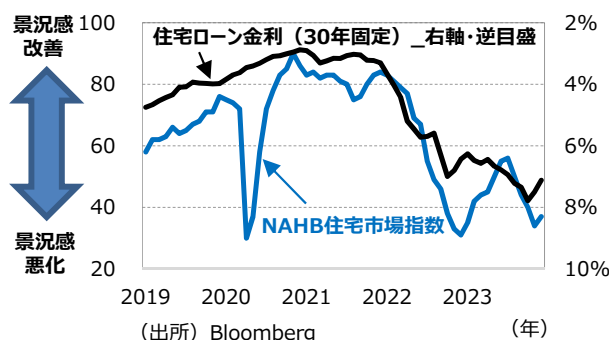
全米住宅建設業協会が公表した住宅建設業者の景況感を示すNAHB住宅市場指数は11月の34から12月には37（市場予想：37）へ上昇しました（図表5）。NAHB住宅市場指数の内訳をみると、「現在の販売状況」は40と11月から横ばいとなった一方で、「今後6か月間の販売見通し」は49（11月：43）、「客足」は24（11月：21）へ上昇しました。

上昇傾向にあった住宅ローン金利が低下に転じたことで、今後住宅の購入需要が増加するとの期待感から、景況感が改善したとみられます。米抵当銀行協会（MBA）が公表した調査によると、足もとの住宅ローン金利（30年固定）は6.83%と7月下旬以来の低水準まで低下しています。住宅ローン金利は中長期的に更なる低下が見込まれるものの、今後もNAHB住宅市場指数が持ち直すか注目されます。

米商務省が公表した11月の新築住宅着工件数は156万件と、10月（135.9万件）、市場予想（136万件）をともに上回りました。新築住宅着工件数のうち、ウエイトの大きい戸建てはこのところ

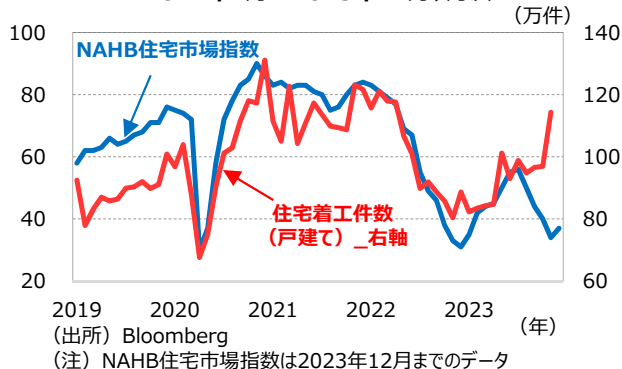
【図表5 NAHB住宅市場指数の推移】

2019年1月～2023年12月、月次



【図表6 新築住宅着工件数の推移】

2021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）

勢いを失いつつあったものの、11月は114.3万件（10月：96.9万件）と急増しました（前頁図表6）。もっとも、住宅着工件数の基調を把握するためには単月のデータだけでなく、今後数か月のデータを見る必要があります。その点で、住宅着工件数に対して先行性のあるNAHB住宅市場指数の持ち直しが続くのか注目されます。

全米不動産協会（NAR）が公表した11月の中古住宅販売件数（年率換算値）は382万件と、10月（379万件）、市場予想（378万件）をともに上回り、2023年5月以来の増加となりました。（図表7）。住宅ローン金利の低下が追い風となったものの、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から、販売件数は依然低水準が続いています。

米労働省が公表した12月10日～16日の新規失業保険申請件数は20.5万件と、前週（20.3万件）から増加したものの、市場予想（21.5万件）を下回りました（図表8）。当該データは、年末が近づくと祝日の影響で変動しやすいものの、依然低水準にとどまっており、労働市場が引き続き底堅いことを示唆しています。

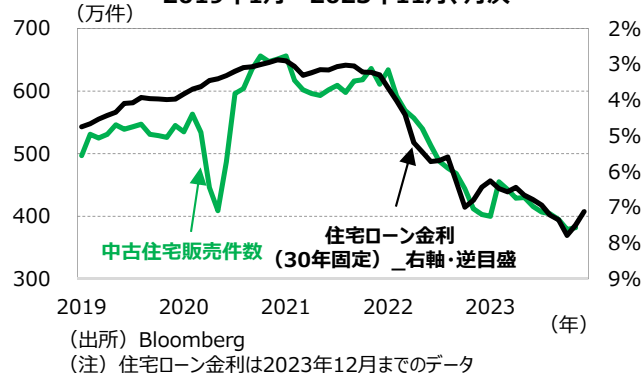
一方、12月3日～9日の失業保険継続受給者数は186.5万人（前週：186.6万人）と高止まりしています。労働者が失業しても再就職先を見つけるのに苦慮している状況がうかがえます。

11月の新築住宅着工件数の結果を反映した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+2.7%（7-9月期実績値：同+4.9%）と、このところ潜在成長率とされる1.8%を上回る状況が続いています。10-12月期の成長率は、高成長となった7-9月期から大きく減速するとの見方が大勢を占めていたものの、現状では米経済が予想外の底堅さを示しています（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

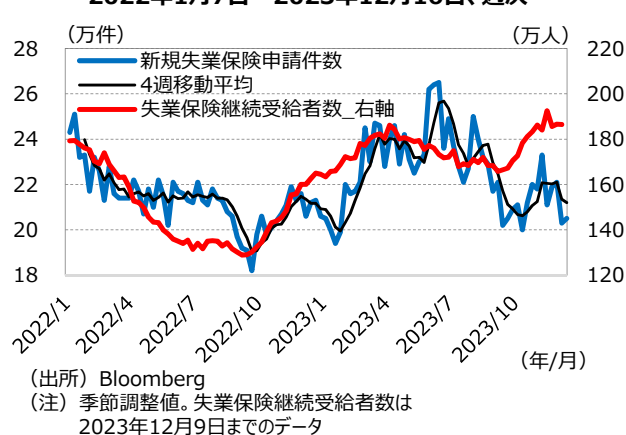
【図表7 中古住宅販売件数の推移】

2019年1月～2023年11月、月次

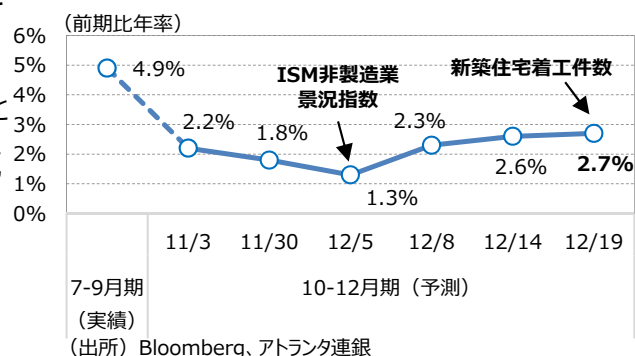


【図表8 新規失業保険申請件数の推移】

2022年1月7日～2023年12月16日、週次



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



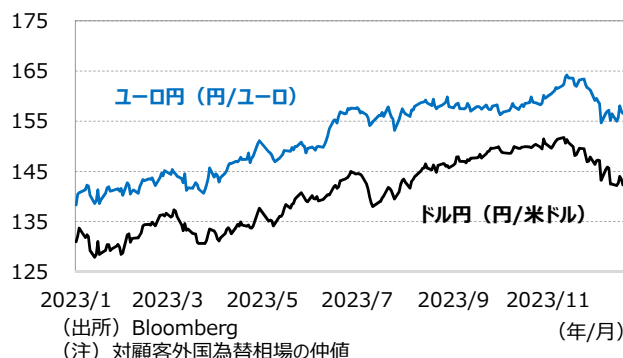
日本株式市場：米株高に加え、日銀の現状維持などを好感

TOPIX（東証株価指数）は、18、19日に日銀が開催する金融政策決定会合を控え、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、日銀が現行の金融政策を維持することを決めると、円安の進行とともに輸出関連株を中心に買い戻しが入ったほか、米国株式市場の上昇が追い風となったものの、前週末比ではほぼ横ばいとなりました。

為替市場では、週初、日銀がマイナス金利政策を解除するとの観測が重石となり、1米ドル＝142円前後での推移が続いた後、日銀が現行の金融政策を維持することを決定すると、一時1米ドル＝145円程度まで円安米ドル高が進行しました。その後は、米金利の低下などを受け円高米ドル安に転じ、週末（12月22日）には1米ドル＝142.34円と15日（142.50円）に比べ、0.1%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22日、日次



日本経済：2024年1月のマイナス金利解除の可能性は低下

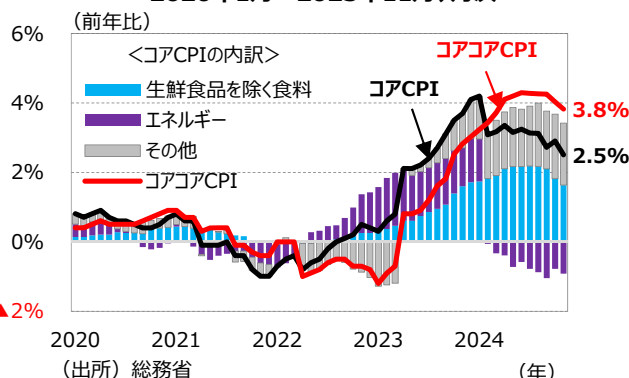
総務省が公表した11月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は前年比＋2.5%と、10月（同＋2.9%）から伸びが縮小しました（図表11）。

コアCPIの内訳をみると、エネルギー（10月：前年比▲8.7%→11月：同▲10.1%）の下落幅が拡大したことほか、生鮮食品を除く食料（10月：前年比＋7.6%→11月：同＋6.7%）の伸びが鈍化したことが、全体を下押ししました。原材料費の上昇を価格転嫁する動きが一服し、飲料（10月：前年比＋7.1%→11月：同＋4.9%）や乳卵類（10月：前年比＋19.2%→11月：同＋14.2%）などの伸びが鈍化したほか、食用油（10月：前年比▲2.3%→11月：同▲4.8%）は下落が続いています。

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、上昇品目数（10月：438品目→11月：429品目）は減少し、下落品目（10月：48品目→11月：59品目）は増加したため、上昇品目の割合は82.2%と10月（83.9%）から低下しました（図表12）。

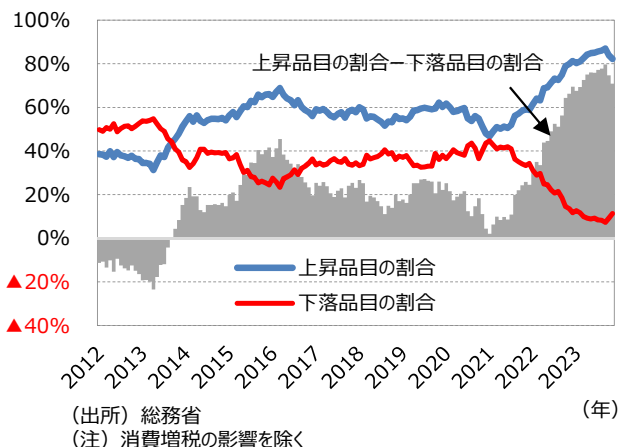
【図表11 コアCPI、コアコアCPIの推移】

2020年1月～2023年11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）

物価高の主因となっていた輸入物価の下落により、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傾向にあります（図表 1 3）。一方、サービス価格は7月の前年比 + 2.0% から11月には同 + 2.3% へ緩やかながらも伸びを高めています。サービス価格は長期にわたって据え置かれてきたことや、春闘賃上げ率が約30年ぶりの高水準となったことを踏まえ、更に上昇ペースを加速することが予想されます。

コアCPIは引き続き2024年1月にかけて伸びが鈍化するものの、2024年2月には前年同月に開始された激変緩和措置（電気代、ガス代の引き下げ）による押し下げが一巡することから伸びを高めることが見込まれます。このため、コアCPIは2024年度入り後も2%台で推移することが予想されます。

日銀が18、19日に開催した金融政策決定会合では、事前の予想通り、YCC（イールドカーブ・コントロール）などを含む金融政策を維持することを全会一致で決定しました（図表 1 4）。

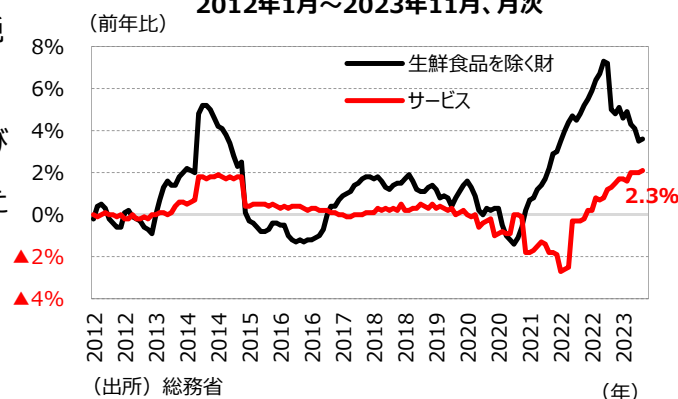
早ければ2024年1月にもマイナス金利が解除されるとの見方がある中で、今会合では2024年のマイナス金利の解除に向けた情報発信※の有無に注目が集まったものの、会合後の記者会見で植田日銀総裁は慎重な発言に終始し、1月のマイナス金利解除の可能性を示す発言は殆どみられませんでした。会合後の記者会見における植田日銀総裁の発言を踏まえ、以下3つの理由から1月にマイナス金利が解除される可能性は低下したと考えられます。

※「マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する」「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」などのフォワードガイダンスを削除することや、植田日銀総裁が2%の「物価安定の目標」の実現に自信を示すような発言をすること

第一に、日銀が重要視する賃金と物価の好循環に対して、植田日銀総裁が慎重な姿勢を示した点です。植田日銀総裁は、好循環の見極めについて、「1月の会合までに入ってくる情報次第」としつつも、「新しいデータはそんなに多くない」とも発言しました。この発言は、1月会合までに日銀が好循環達成の確信に至る可能性が低いことを示す発言とみられます。

第二に、賃金と物価の好循環を見極める上で、様々なデータを分析して慎重に判断すると繰り返し発言している点です。植田日銀総裁は、「先行きの経済情勢に対する不確実性が高く、来年の賃上げについて、方針を固めきれてい

【図表 1 3 コアCPIのうち、財・サービス価格】
2012年1月～2023年11月、月次



【図表 1 4 日銀の現状の金融政策】

イールドカーブ・コントロール (YCC)	短期金利	日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用
	長期金利	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、長期金利の変動幅を「±0.5%程度」を目途とし、1.0%の利回りで指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する
資産買入れ	ETF	年間約12兆円を上限に買入れ
	J-REIT	年間約1,800億円を上限に買入れ
	CP・社債	CPは約2兆円の残高を維持、社債は残高を3兆円へ戻す
フォワードガイダンス ※金融政策の先行きに関する指針	日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく 「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。引き続き企業等の資金繰りと金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる	

（注）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。

ない先（企業）も多くなっている」と、賃金の先行きに対して慎重な見方を示した上で、「価格設定面においても、中小企業を中心に人件費や間接費の上昇の販売価格への転嫁については、容易でないとの声も聞かれている」と指摘しています。こうした発言を踏まえると、3月中旬に判明する主要企業の春闘集中回答の結果を待たずに1月にマイナス金利の解除に踏み切るとは考えにくいとみられます。

第三に、FRBによる利下げが日銀の金融政策に与える影響に関する発言で、「FRBの利下げ前に、焦って政策変更をしておくという考え方は不適切」と指摘しています。FRBによる利下げが円高を招くことから、駆け込みで日銀がマイナス金利解除を行うとの市場の憶測を否定した格好です。

もっとも、2024年1月の会合で、マイナス金利の解除に踏み切る可能性も残っています。植田日銀総裁は、賃金動向や賃金から物価への波及について、「データだけでなく、ヒアリングも重視していく」と述べ、春闘の結果を待たずに解除を決断する可能性があります。その場合、1月までに得られるデータが多くない中で、日銀支店長会議（2024年1月11日開催）で得られる、各地域の賃金/物価動向などのヒアリング情報が判断材料になるとみられます。1月会合でのマイナス金利解除の可能性を占う上で、12月27日に公表される「金融政策決定会合における主な意見（12月18、19日分）」において、12月時点で政策委員からマイナス金利の解除に前向きな意見が出ていたのか注目されます（図表15）。

【図表15 来週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
25日 (月)	日本	11月全国百貨店売上高	—	前年比+6.1%
		植田日銀総裁講演（日本経済団体連合会審議委員会）		
26日 (火)	日本	11月失業率	2.5%	2.5%
		11月有効求人倍率	1.30	1.30
27日 (水)	日本	金融政策決定会合における主な意見（12月18、19日分）		
28日 (木)	日本	11月鉱工業生産	前月比▲1.7%	同+1.3%
	米国	新規失業保険申請件数	—	20.5万件
		失業保険継続受給者数	—	186.5万件

（出所）Bloomberg （注）22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。

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。