

～TMAMマーケットウィークリー (9/30～10/4) ～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic : 石破新政権下の金融政策への懸念などから、日本株は大きく調整

- 今週（9月30日～10月3日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、パウエルFRB議長の発言を受け大幅な利下げ観測が後退したことが重石となったものの、米経済の底堅さが改めて意識されたことなどから、小幅に上昇して始まりました。1日はイランがイスラエルへミサイル攻撃をしたことによる中東情勢の緊迫化から下落したものの、その後は週末に雇用統計の公表を控え、上値の重い展開となり、前週末比では下落となりました。
- 今週（9月30日～10月4日）の日本株式市場（TOPIX（東証株価指数））は、自民党総裁選で石破氏が勝利し、緩和的な金融政策を掲げる高市氏の勝利を見込んだ円売り株買いを進めた投資家が持ち高を巻き戻す動きが優勢となったほか、中東情勢の緊迫化を背景としたリスク回避の動きから、週前半は軟調に推移しました。2日には首相に就任した石破氏が追加利上げに慎重な考えを示すと、為替市場では急速に円安が進行し、輸出関連株を中心に買いが優勢となったものの、前週末比では下落となりました。
- 来週（10月7日～11日）は、8月の毎月勤労統計などに注目しています。賃金の実質化に用いられる消費者物価指数「持家の帰属家賃を除く総合」は8月に前年比+3.5%と7月（同+3.2%）から伸びが拡大しており、8月の実質賃金は3か月ぶりに小幅なマイナスになる可能性があります。もっとも、12月以降は「持家の帰属家賃を除く総合」の上昇率が鈍化することから、実質賃金はプラス圏で安定的に推移す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）	10月4日	38,635.62	▲3.00	▲1,193.94
	TOPIX		2,694.07	▲1.71	▲46.87
	NYダウ（米ドル）	10月3日	42,011.59	▲0.71	▲301.41
	S&P500		5,699.94	▲0.67	▲38.23
	ユーロ・ストックス50指数		4,921.33	▲2.88	▲146.12
利回り国債	日本（%）	10月4日	0.89	—	0.03
	米国（%）	10月3日	3.85	—	0.10
	ドイツ（%）		2.14	—	0.01
為替	ドル円（円/米ドル）	10月4日	146.72	0.82	1.19
	ユーロ円（円/ユーロ）		161.89	▲0.41	▲0.67

(出所) Bloomberg
(注) ドル円、ユーロ円は対顧客外国為替相場の仲値

当レポートで使用している用語
FRB：米連邦準備制度理事会、FOMC：米連邦公開市場委員会
ECB：欧洲中央銀行

【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
9月27日 (金)	米国	8月コアPCEデフレーター	前月比+0.2%	同+0.1%
			前年比+2.7%	同+2.7%
30日 (月)	日本	8月鉱工業生産	前月比▲0.5%	同▲3.3%
	米国	パウエルFRB議長講演		
10月1日 (火)	日本	9月短観		
		金融政策決定会合における主な意見（9月開催分）		
	ユーロ圏	9月消費者物価指数（食料品、エネルギー、アルコール、たばこを除く）	前年比+2.7%	同+2.7%
2日 (水)	米国	8月JOLTS求人件数	769.3万件	804.0万件
		9月ISM製造業景況指数	47.5	47.2
	米国	9月ADP雇用統計	前月差+12.5万人	同+14.3万人
3日 (木)	日本	野口日銀審議委員講演		
		新規失業保険申請件数	22.1万件	22.5万件
	米国	9月ISM非製造業景況指数	51.7	54.9
4日 (金)	米国	9月非農業部門雇用者数	前月差+15.0万人	
		9月失業率	4.2%	

(出所) Bloomberg (注) 4日10時時点のデータ

(次頁へ続く)

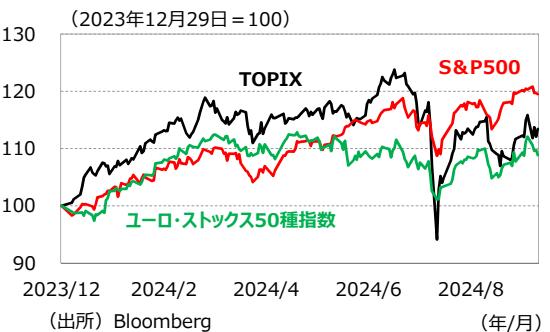
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

米国株式市場：週末の雇用統計を控え、上値の重い展開

米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比▲0.7%の小幅な下落となりました（図表3）。

パウエルFRB議長が「（今後の利下げについて）急ぐ必要はない」、「（利下げ幅については）会合ごとに判断する」と発言し、大幅な利下げ観測が後退したことが重石となったものの、米経済の底堅さが改めて意識されたことなどから、小幅に上昇して始まりました。1日はイランがイスラエルへミサイル攻撃をしたことによる中東情勢の緊迫化から下落したものの、その後は週末に雇用統計の公表を控え、上値の重い展開となり、前週末比では下落となりました。加えて、米東海岸の港湾労働者のストライキによるサプライチェーンの混乱やインフレ再燃への懸念も株価の重石となりました。

【図表3 株式市場の動向】
2023年12月29日～2024年10月3日
日次、現地通貨ベース

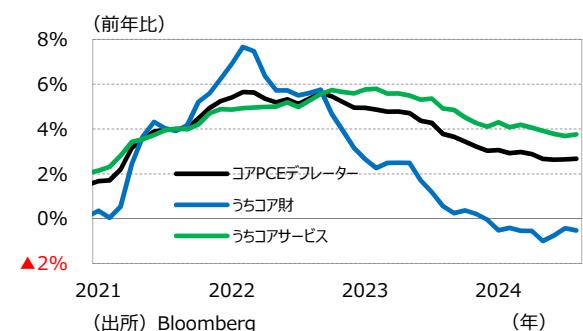


米国経済：労働市場に対する過度な警戒感が和らぐ

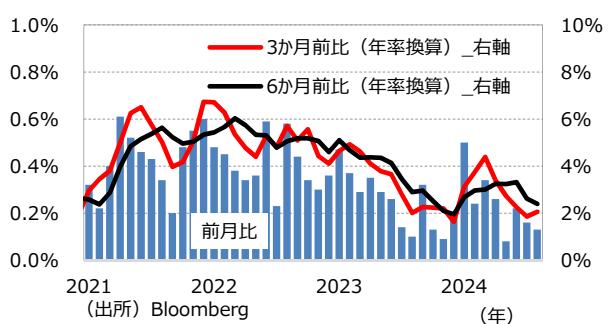
2024年8月の食料品及びエネルギーを除いたコアPCE（個人消費支出）デフレーターは前年比+2.7%と、市場予想通りの結果となりました（図表4）。内訳では、コア財（7月：前年比▲0.4%→8月：同▲0.5%）の下落幅が拡大したものの、ウェイトの高いコアサービス（7月：前年比+3.7%→8月：同+3.8%）が伸びを高めたことが、コアPCEデフレーターを押し上げました。コアサービスでは、引き続き住居家賃や帰属家賃などの住宅サービス（7月：前年比+5.2%→8月：同+5.3%）が高止まりしています。

物価の瞬間風速を示す前月比では7月のコアPCEデフレーターは+0.13%と、市場予想（同+0.2%）を下回る結果となりました（図表5）。FRBがインフレのモメンタムを測る上で重視している3か月前比年率値は+2.06%（7月：+1.86%）と5か月ぶりに伸びを高めたものの2%近傍で推移しているほか、6か月前比年率値は+2.39%（7月：+2.62%）と鈍化しており、FRBの物価目標である2%に向けた動きは維持されていると考えられます。

【図表4 コアPCEデフレーターの推移】
2021年1月～2024年8月、月次



【図表5 コアPCEデフレーターの基調的な動き】
2021年1月～2024年8月、月次



（次頁へ続く）

※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。

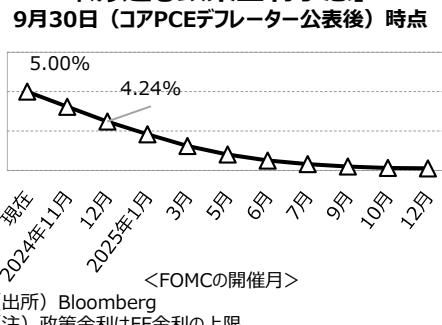
8月のコアPCEデフレーターは、引き続きFRBの利下げ期待を裏付ける内容であったものの、9月FOMCで公表されたドットチャート（11月と12月で計0.5%）を上回る利下げ幅を必要とするほどの内容ではなかったと考えられます。実際に、9月30日の講演でパウエルFRB議長は、「（今後の利下げについて）急ぐ必要はない」などと、11月と12月の2会合でそれぞれ0.25%の利下げを示唆しており、市場の織り込みはやや行き過ぎな印象があります（図表6）。このため、10月4日に控える雇用統計（米労働省公表）が相応に弱い結果とならない限り、年内の大幅利下げは正当化されない可能性が高いと考えられます。

雇用統計の結果を予想する材料として、今週は9月のADP雇用統計や8月のJOLTS（雇用動態調査）などの経済指標が公表されました。まず、ADP雇用統計については民間雇用者数が前月差+14.3万人と、市場予想の同+12.5万人を上回りました（図表7）。加えて、8月が速報値の前月差+9.9万人から同+10.3万人に上方修正されるなど、雇用の増加ペースに下げ止まり感もみられます。4日に控える9月の雇用統計では非農業部門雇用者数が前月差+15.0万人と、ADP雇用統計と同様、8月（同+14.2万人）から伸びが高まっています（前掲図表1）。米国では、労働市場の減速懸念が根強いだけに、雇用統計がそうした懸念を和らげる結果となるか注目されます。

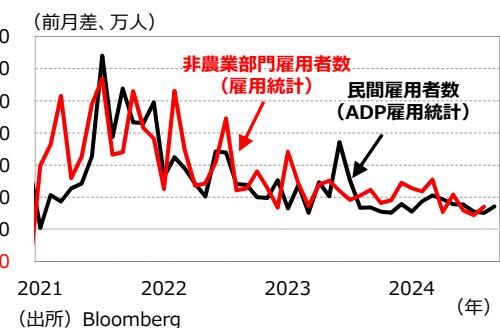
米労働省が公表した8月のJOLTSも労働市場に対する警戒感を幾分和らげる内容となりました（図表8）。8月の求人件数は804万件と市場予想（769.3万件）を上回ったほか、7月分が771.1万件と速報値の767.3万件から上方修正されるなど、労働需要の一段の減速が回避された格好となりました。

また、離職者のうち、非自発的離職者数は8月に160.8万人と、7月（171.3万人）から減少しました。企業が雇用の増加に慎重な姿勢を維持する中で、大規模なレイオフ（一時解雇）を回避している状況にあります。なお、米労働省が公表した週次の新規失業保険申請件数（4週移動平均）は、9月以降も失業者が減少傾向にあることを示しています（図表9）。

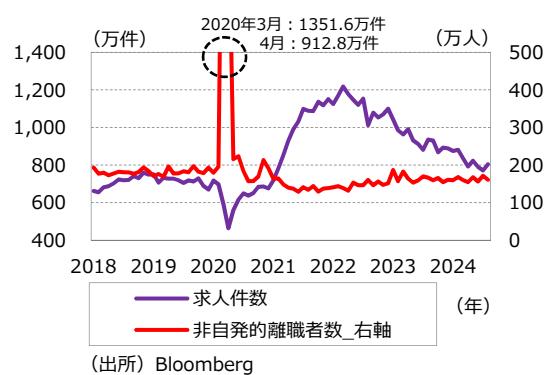
【図表6 FF金利先物が織り込む政策金利予想】



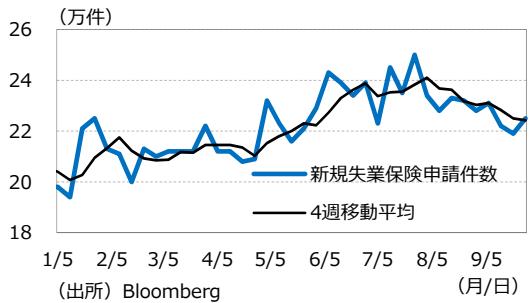
【図表7 米雇用者数の推移】
2021年1月～2024年9月、月次



【図表8 求人件数と非自発的離職者数】
2018年1月～2024年8月、月次



【図表9 新規失業保険申請件数の推移】
2024年1月5日～9月28日、週次



※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：新政権下の政策に対する懸念から、反落

TOPIX（東証株価指数）は前週末比▲1.7%の下落となりました。9月27日の自民党総裁選で石破氏が勝利し、緩和的な金融政策を掲げる高市氏の勝利を見込んだ円売り株買いを進めた投資家が持ち高を巻き戻す動きが優勢となつたほか、中東情勢の緊迫化を背景としたリスク回避の動きから、週前半は軟調に推移しました。10月2日には植田日銀総裁と面会した石破首相が記者団に対して、これまで想定されていた金融政策に対する考え方とは異なり、「個人的には現在、追加の利上げをするような環境にあるとは考えていない」との認識を示し、為替市場で急速に円安が進行したこと、輸出関連株を中心に買いが優勢となり、週末にかけて堅調に推移したものの、前週末比では下落となりました。

首相に就任した石破氏は1日に行われた首相官邸での記者会見で、9日に衆議院を解散し、15日に公示、27日に総選挙を行うことを表明しました。株式市場では選挙が話題になるとよく聞く言葉に、「選挙は買い」といったアノマリーがあります。これは、解散日から総選挙の投票日までの期間に株価が上昇するという規則性を意味します。2000年以降における8回の解散総選挙のうち、2003年TOPIXを除き全て上昇

しました（図表10）。もっとも、9月30日の株価急落の要因は、石破氏が金融所得課税や法人税引き上げに前向きな姿勢を示していることであり、こうした懸念が今後も株価の足かせになる可能性には注意が必要です。

為替市場では、パウエルFRB議長が大幅な利下げに慎重な姿勢を示したことや、日銀が公表した9月開催の金融政策の主な意見で利上げを急がない姿勢が示されたこと、石破首相が追加利上げに慎重な考えを示したことなどから、日米金利差を意識した円売り米ドル買いが優勢となり、10月4日には1米ドル=146.72円と9月27日（145.53円）に比べ、円安米ドル高となりました（図表11）。

日本経済：9月の日銀会合では、追加利上げに慎重な意見が相次ぐ

日銀が9月19日、20日に開催した金融政策決定会合での「主な意見」が公表され、会合後の記者会見で植田総裁から示された見解に概ね沿った内容となりました（次頁図表12）。今後の金融政策運営について、「金融緩和の度合いを調整していくという基本的な考え方には変わりはない」との方針を維持しつつ、「最近の円安修正に伴って、輸入物価上昇による物価上振れリスクも減少しているので、見極めるための時間的余裕はある」として、利上げを急がない姿勢が示されました。

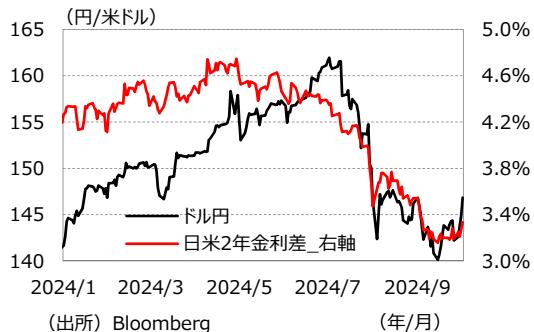
【図表10 過去選挙期間における株価の騰落率】

	日経平均株価	TOPIX
2000年	+1.6%	+1.0%
2003年	+0.9%	▲1.2%
2005年	+7.9%	+8.8%
2009年	+12.1%	+10.4%
2012年	+10.3%	+8.6%
2014年	+0.4%	+0.1%
2017年	+5.9%	+4.0%
2021年	+2.7%	+1.4%

（出所）Bloomberg

（注）衆院解散日から投票日までの株価の騰落率

【図表11 ドル円と日米金利差】
2024年1月2日～2024年10月3日、日次



（出所）Bloomberg

（年/月）

※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。

（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

政策委員が利上げ方針を示しつつも、当面は慎重姿勢を維持する背景には、海外経済の不確実性があります。ある政策委員は、「当面は、米国はじめ海外経済や金融資本市場の動向と、それらが見通し・リスク・確度に及ぼす影響を見極めるべき局面である」との認識を示しました。また、7月会合でのサプライズ利上げが金融市場の急変動のきっかけとなった経緯もあり、ある政策委員は「市場との対話を従来以上に丁寧に行う必要がある」と、市場との対話を重視する指摘もみられました。

【図表1 2 金融政策決定会合における主な意見（金融政策運営に関する意見）】

経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、金融緩和の度合いを調整していくという基本的な考え方へ変わりはない。
当面は、米国はじめ海外経済や金融資本市場の動向と、それらが見通し・リスク・確度に及ぼす影響を見極めるべき局面である。最近の円安修正に伴って、輸入物価上昇による物価上振れリスクも減少しているので、見極めるための時間的余裕はある。
経済・物価がオントラックで推移していく場合、早ければ2025年度後半の1.0%という水準に向けて、段階的に利上げしていくパスを考えている。したがって、今回、政策金利は現状維持でよい。
追加的な利上げを行う局面では、政策スタンスをはじめ、市場との対話を従来以上に丁寧に行う必要がある。

(出所) 日銀

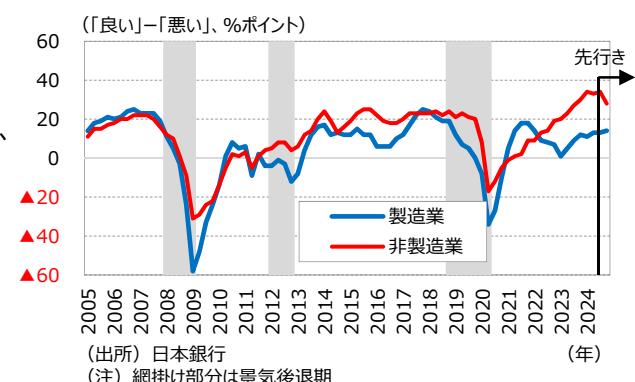
日銀が公表した短観（9月調査）では、注目度の高い大企業製造業の業況判断DIが13と、前回6月調査から横ばいとなりました（図表1 3）。大手自動車メーカーの認証試験不正問題に伴う自動車の生産・販売停止の影響が和らぐなか、IT関連需要が回復傾向にあることが電気機械などの景況感を下支えした一方で、8月の台風など自然災害による工場停止の影響が自動車の景況感を下押ししたとみられます。

一方、大企業非製造業は34（6月：33）と、引き続きインバウンド需要の増加が宿泊・飲食サービスなどの景況感を下支えしたほか、猛暑により夏物商材などの売れ行きが好調となつた小売がけん引しました。

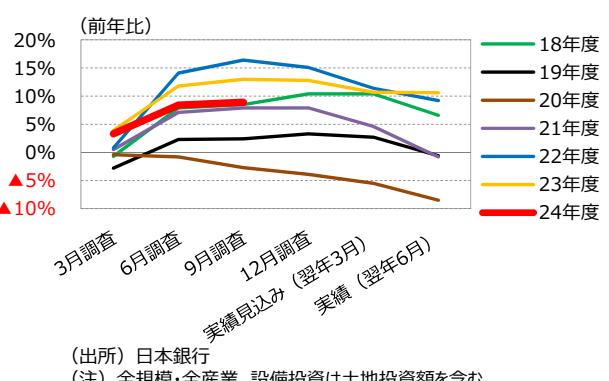
先行き（3か月後）の景況感については、製造業（14）と小幅ながら改善する一方で、非製造業（28）では悪化が見込まれています。非製造業については、物価高による消費への悪影響や、円高によるインバウンド需要減退への懸念などが影響しているとみられます。

2024年度の設備投資計画は前年比+8.9%と、6月調査（同+8.4%）から小幅に上方修正されました（図表1 4）。業績回復を背景とした投資余力の改善に加え、脱炭素・DX・省力化などに向けた投資需要が投資計画を押し上げたと考えられます。

【図表1 3 業況判断DI（大企業）の推移】
2005年3月～2024年9月、四半期



【図表1 4 設備投資計画の推移】
2018年3月～2024年9月、四半期



(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。

来週は、8月の毎月勤労統計などに注目

来週は、8月の毎月勤労統計などに注目しています（図表15）。

7月の毎月勤労統計では、ボーナスの上振れにより実質賃金が前年比+0.3%（6月：同+1.1%）と2か月連続の増加となりました（図表16）。賃金の実質化には、消費者物価指数「持家の帰属家賃を除く総合」（以下、物価）が用いられ、8月は前年比+3.5%（7月：同+3.2%）となっています。2023年8月から開始した電気・ガス代補助金が7月（6月使用分）でいったん終了し、電気代、都市ガス代が高い伸びとなつたことが物価を押し上げました。この点は、8月の実質賃金の下押しに作用することになるものの、11月以降の物価上昇率は補助金の終了により鈍化する可能性が高いと考えられます。

名目賃金については、ボーナス（特別に支払われた給与）の上振れを主因として、6月が前年比+4.5%、7月が同+3.4%と高い伸びを示しました。8月はボーナスの影響が薄れることで名目賃金の伸びは鈍化する可能性があります（所定内給与の推移は図表17参照）。

以上を踏まえると、8月の実質賃金は小幅なマイナスになる可能性があるものの、12月以降は物価上昇率が鈍化することから、実質賃金はプラス圏で安定的に推移することが予想されます。実質賃金が増加すれば、「賃金と物価の好循環」実現への確度が高まり、追加利上げを模索する日銀の後押しとなりそうです。

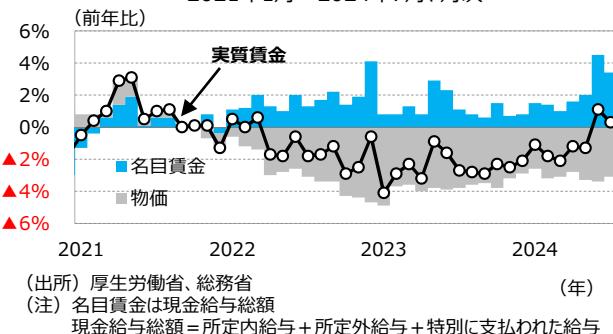
【図表15 来週発表予定の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
7日 (月)	日本	8月景気一致指数	113.6	117.2
		8月景気先行指数	107.1	109.3
	ユーロ圏	8月小売売上高	前月比+0.2%	同+0.1%
8日 (火)	日本	8月現金給与総額 (毎月勤労統計)	前年比+3.2%	同+3.4%
		8月実質賃金（毎月勤労統計）	前年比▲0.4%	同+0.3%
		8月家計支出（家計調査）	前年比▲2.6%	同+0.1%
		9月現状判断DI (景気ウォッチャー調査)	49.2	49.0
	米国	9月先行き判断DI (景気ウォッチャー調査)	50.5	50.3
		9月NFIB中小企業景況指数	91.7	91.2
9日 (水)	日本	8月貿易収支	▲713億米ドル	▲788億米ドル
		9月工作機械受注	—	前年比▲3.5%
	米国	MBA住宅ローン申請指標	—	前週比▲1.3%
		FOMC議事録（9月17日、18開催分）		
10日 (木)	日本	9月国内企業物価指標	前年比+2.3%	同+2.5%
		9月消費者物価指数	前月比+0.1%	同+0.2%
		9月消費者物価指標（食料品及びエネルギーを除く）	前月比+0.2%	同+0.3%
		9月卸売物価指数	前月比+0.1%	同+0.2%
	米国	9月卸売物価指標（食料品及びエネルギーを除く）	前月比+0.2%	同+0.3%
11日 (金)	米国	10月ミシガン大学消費者マインド	70.0	70.1
		10月ミシガン大学1年期待インフレ率	—	+2.7%

（出所）Bloomberg （注）4日10時時点のデータ

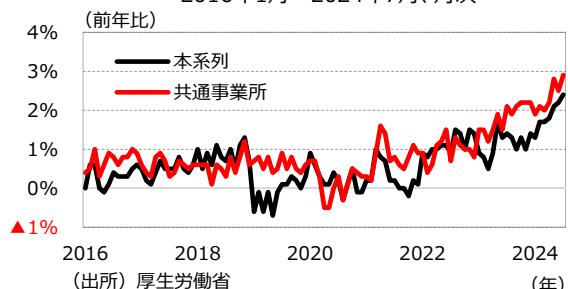
【図表16 実質賃金の推移】

2021年1月～2024年7月、月次



【図表17 所定内給与の推移】

2016年1月～2024年7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。