

～TMAMマーケットウィークリー（12/9～13）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic：翌週の日米金融政策決定会合の結果をにらんだ展開に

- 今週（12月9日～12日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週に最高値を更新したことなどから利益確定目的の売りが優勢となり、週前半は軟調に推移しました。その後はCPIが市場予想通りの結果となったことを受け、翌週に控えるFOMCで利下げが決定されるとの見方が広がったことが相場を下支えしたものの、このところ上昇が目立っていたハイテク株を中心に売りが優勢となり、前週末比では下落となりました。
- 今週（12月9日～13日）の日本株式市場（TOPIX（東証株価指数））は、前週末に米ハイテク株が上昇した流れを引き継ぎ、国内市場で半導体関連株を中心に買いが優勢となり、上昇して始まりました。その後、中国共産党が9日に開催した中央政治局会議で、積極的な財政政策と緩和的な金融政策を実施していく方針が示されたことで中国景気の先行き不安が和らいだことに加え、日銀が開催する12月会合での追加利下げ観測が後退したことで円安が進行したことも追い風となり、週末にかけて堅調に推移し、前週末比で上昇となりました。
- 来週（12月16日～20日）は、FOMCや日銀金融政策決定会合などに注目しています。FOMCでは0.25%の利下げが予想されます。また、今会合は四半期に一度公表されるFOMCメンバーによる経済見通しが公表され、その中で特に、政策金利の見通しを示すドットチャートに注目しています。日銀金融政策決定会合では、現状0.25%程度としている政策金利を据え置く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13日	39,470.44	0.97	379.27
	TOPIX		2,746.56	0.71	19.34
	NYダウ（米ドル）		43,914.12	▲1.63	▲728.40
	S&P500	12月12日	6,051.25	▲0.64	▲39.02
	ユーロ・ストックス50指数		4,965.53	▲0.25	▲12.25
1 0 回 年 利 率	日本（%）	12月13日	1.04	—	▲0.02
	米国（%）		4.33	—	0.17
	ドイツ（%）	12月12日	2.21	—	0.10
為 替	ドル円（円/米ドル）	12月13日	153.02	1.97	2.96
	ユーロ円（円/ユーロ）		160.35	1.02	1.62

(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：欧州中央銀行

【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
6日 (金)	米国	11月非農業部門雇用者数	前月差+22.0万人	同+22.7万人
		11月失業率	4.1%	4.2%
		11月平均時給	前月比+0.3%	同+0.4%
9日 (月)	日本	7-9月期実質GDP（2次速報値）	前期比年率+1.0%	同+1.2%
		11月現状判断DI （景気ウォッチャー調査）	47.4	49.4
	中国	11月消費者物価指数 中央政治局会議	前年比+0.4%	同+0.2%
11日 (水)	日本	11月国内企業物価指数	前年比+3.4%	同+3.7%
	米国	11月消費者物価指数 （食料品及びエネルギーを除く）	前月比+0.3%	同+0.3%
12日 (木)	ユーロ圏	預金ファンリシティ金利（ECB理事会）	3.00%	3.00%
		11月卸売物価指数 （食料品及びエネルギーを除く）	前月比+0.2%	同+0.2%
		新規失業保険申請件数	22.0万件	24.2万件
13日 (金)	日本	短観		

(出所) Bloomberg (注) 13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：利下げ期待が下支えとなるものの、利益確定の売りが優勢に

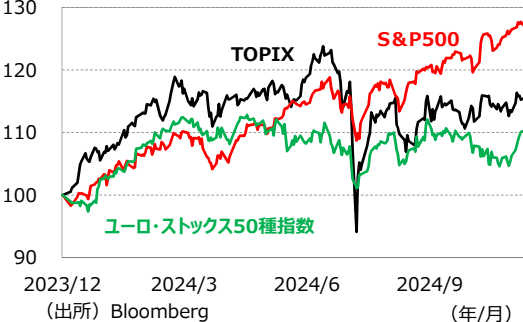
米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比▲0.6%の下落となりました（図表3）。

前週に最高値を更新したことなどから利益確定目的の売りが優勢となり、週前半は軟調に推移しました。その後はCPIが市場予想通りの結果となり、翌週に控えるFOMCで利下げが決定されるとの見方が広がったことや、ナスダック総合株価指数が人工知能（AI）需要の高まりを受けたハイテク企業の収益拡大への期待から、11日に初めて2万ポイント台に乗せたことで上昇に転じたものの、12日には利益確定目的の売りが優勢となり、前週末比では下落となりました。

【図表3 株式市場の動向】

2023年12月29日～2024年12月12日
日次、現地通貨ベース

(2023年12月29日 = 100)



(出所) Bloomberg

(年/月)

米国経済：雇用統計やCPIは、12月FOMCでの利下げを後押し

米労働省が公表した2024年11月の雇用統計によると、非農業部門雇用者数（事業所調査）は前月差+22.7万人と、市場予想（同+22.0万人）を上回りました（図表4）。雇用の増加ペースは米南部を襲ったハリケーン「ヘリーン」「ミルトン」、ボーイング社のストライキなどの影響により大きく減速した10月から、11月に大きく加速した格好となりました。加えて、過去2か月分（9月、10月）が合計で+5.6万人上方修正されました。もっとも、ハリケーンの影響を勘案して10月、11月の平均でみると、+13.2万人増にとどまっており、雇用者数の伸びは鈍化傾向にあると考えられます。

11月の失業率（家計調査）は4.2%と、10月（4.1%）から小幅ながら上昇し、ハリケーンの影響がみられた7月とほぼ同水準となりました。11月はハリケーンの影響が剥落する中での失業率の悪化であり、見た目以上に悪い結果と言えます。失業率の変動要因をみると、「長期失業」した人が増加したことが失業率を押し上げたとみられます（図表5）。今回の景気サイクルにおいて、長期失業者（27週以上の失業）は2023年3月の105万人を底に増加に転じ、2024年11月には166.1万人へ増加しています。

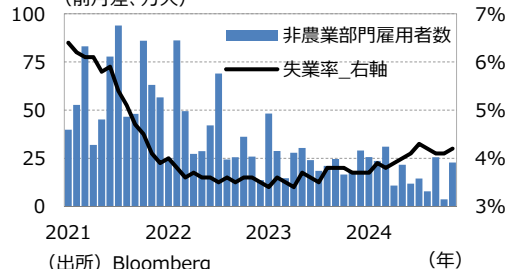
11月の平均時給は前月比+0.4%と、市場予想（同+0.3%）を上回りました（次頁図表6）。この結果、前年比では+4.0%（10月：同+4.0%）と高止まりが続いています。失業者の増加が続いているものの、賃金

(次頁へ続く)

【図表4 非農業部門雇用者数と失業率の推移】

2021年1月～2024年11月、月次

(前月差、万人)

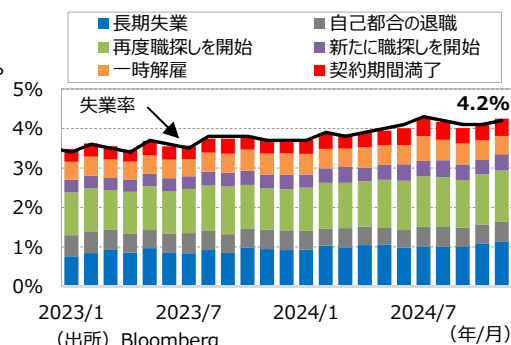


(出所) Bloomberg

(年)

【図表5 失業率の変動要因】

2023年1月～2024年11月、月次



(出所) Bloomberg

(年/月)

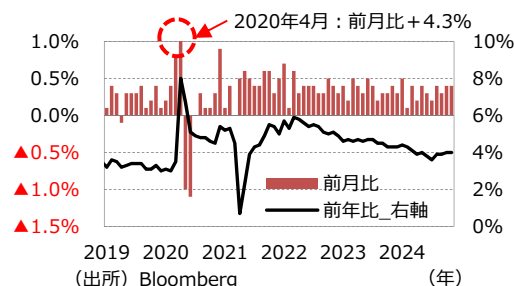
※上記記載銘柄への投資を推奨するものではありません。また、当社投資信託への組入れを示唆・保証するものではありません。

※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。

統計を見た限り、個人消費が急減速する可能性は高くなく、米経済は景気後退から距離があることを裏付ける結果となりました。もっとも、次期トランプ政権の下で移民の新規流入削減と一部国外退去が実現すれば、雇用者数の増加に下押し圧力がかかる可能性があります。また、トランプ氏が政府効率化（DOGE）を設立したことで、政府部門における雇用にも下押し圧力がかかることも想定されます。良好な所得環境が維持されていることから個人消費は当面崩れることはない予想されるものの、雇用の先行きを占う上で懸念すべき材料が浮上している点には留意が必要です。

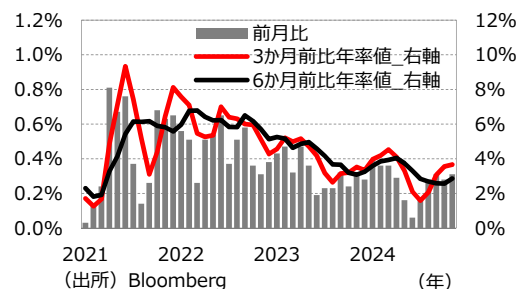
【図表 6 平均時給の推移】
2019年1月～2024年11月、月次



(出所) Bloomberg (年)

米労働省が公表した2024年11月の消費者物価指数（以下、CPI）は前月比+0.30%（10月：同+0.20%）、変動の大きい食料品及びエネルギーを除くコアCPIは前月比+0.31%（10月：同+0.28%）と概ね市場予想通りの結果となりました（図表7）。コアCPIについて、FRBが注目する基調的なモメンタムを確認すると、3か月前比年率値は+3.66%（10月：3.55%）、6か月前比年率は+2.86%（10月：+2.56%）とともに伸びを高めました。もっとも、内訳をみると、物価上昇は特殊要因による影響が大きいとみられます。

【図表 7 コアCPIのモメンタム示す指標】
2021年1月～2024年11月、月次



(出所) Bloomberg (年)

コアCPIのうち、コア財は前月比+0.31%と10月（同+0.05%）から伸びが大きく加速しました（図表8）。10月に高い伸びを示した中古車は前月比+1.99%（10月：同+2.72%）と伸びがわずかな鈍化にとどまったほか、新車は前月比+0.58%（10月：同▲0.05%）の上昇となり、これらはハリケーン襲来後の需要が一時的に高まったことを反映した可能性があります。また、11月は家庭用品（前月比+0.68%）や家電製品（同+0.66%）などが上昇しており、来年に予想される追加関税を前に駆け込み需要が発生した可能性もあります。

【図表 8 コアCPI（前月比）の内訳】
2024年9月～11月、月次

	(前月比)		
	24年11月	24年10月	24年9月
コアCPI	0.31%	0.28%	0.31%
コア財	0.31%	0.05%	0.17%
家庭用品	0.68%	▲0.04%	0.03%
衣料品	0.18%	▲1.46%	1.14%
家電製品	0.66%	▲0.63%	▲0.56%
娯楽用品	▲0.46%	▲0.01%	▲0.28%
新車	0.58%	▲0.05%	0.15%
中古車	1.99%	2.72%	0.31%
コアサービス	0.28%	0.35%	0.36%
民営家賃	0.21%	0.30%	0.28%
帰属家賃	0.23%	0.40%	0.33%
スーパーコア	0.34%	0.31%	0.40%
宿泊料	3.16%	0.40%	▲1.93%
航空運賃	0.37%	3.19%	3.16%
医療ケア	0.37%	0.39%	0.66%
自動車保険	0.13%	▲0.11%	1.19%

(出所) Bloomberg

(注) スーパーコアは家賃を除くサービス

一方、コアサービスについては前月比+0.28%（10月：同+0.35%）と3か月連続で伸びが鈍化しました。特に、根強いインフレ要因となっていた民営家賃や帰属家賃の伸びが鈍化している点は、12月FOMCでの追加利下げを後押しする材料と言えます。なお、FF金利先物が織り込む12月会合での利下げ確率は、前週末の85%から13日（執筆時点）には95%へ上昇しています。

（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。

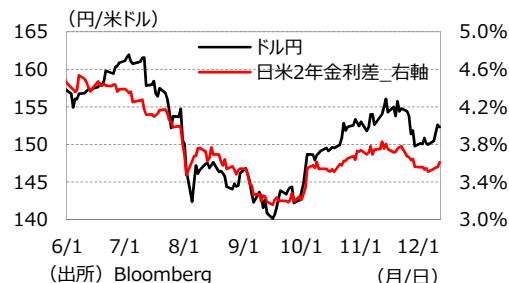
※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

日本株式市場：日銀の利上げ観測後退などを受け続伸

TOPIX（東証株価指数）は、前週末比+0.7%の上昇となりました。

前週末に米ハイテク株が上昇した流れを引き継ぎ、国内市場で半導体関連株を中心に買いが優勢となり、上昇して始まりました。その後、中国共産党が9日に開催した中央政治局会議で、積極的な財政政策と緩和的な金融政策を実施していく方針が示されたことで中国景気の先行き不安が和らいだことに加え、Bloombergが、日銀が12月会合で利上げを見送る可能性を示唆する記事を報じたことで、為替市場で円安米ドル高が進行したことも株価上昇の追い風となりました。13日には米株安を受け下落に転じたものの、前週末比では上昇となりました。

【図表9 ドル円と日米金利差】
2024年6月1日～12月12日、日次



為替市場では、米金利の上昇や、前述の通り日銀が12月会合で追加利上げを見送るとの一部報道などを受け、日米金利差の拡大を意識した円売り米ドル買いが優勢となりました。13日は1米ドル＝153.02円と6日（150.06円）に比べ円安米ドル高となりました（図表9）。

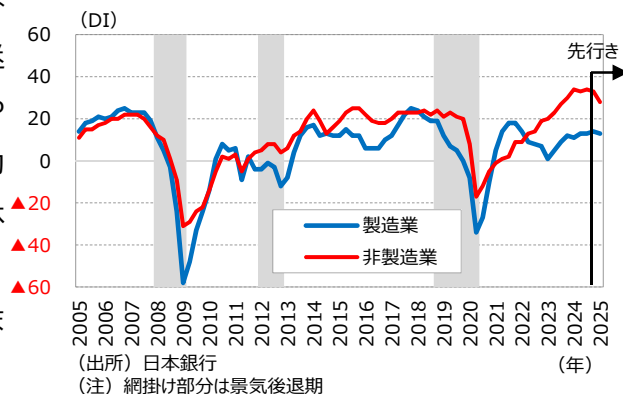
日本経済：企業の景況感の高水準も、先行きはトランプ関税などを警戒

日銀が公表した短観（12月調査）では、注目度の高い大企業製造業の業況判断DIは、前回9月調査から1ポイント上昇の14となりました（図表10）。中国・欧州経済の低迷や物価高などが景況感の下押し要因となったものの、台風や大手自動車メーカーの認証試験不正問題で低迷していた自動車の生産が回復したほか、人工知能（AI）関連の半導体製造装置の需要増加などが押し上げたとみられます。

一方、大企業非製造業は33と9月から▲1ポイント低下しました。インバウンド需要が景況感を下支えたものの、例年に

比べ高い気温が続いたことで季節商材の販売が不振となったほか、根強い物価高や人手不足に対する懸念などが重石となり、景況感が小幅に悪化したとみられます。

【図表10 業況判断DI（大企業）の推移】
2005年3月～2025年3月、四半期



先行き（3か月後）の景況感については、大企業製造業は12月調査から▲1ポイント低下の13、非製造業は▲5ポイント低下の28とともに低下しました。大企業製造業では来年1月に誕生するトランプ政権の下で、想定される追加関税や米中貿易摩擦への警戒感から先行きの景況感が悪化したほか、大企業非製造業では長期化する物価高や人手不足に対する懸念が引き続き圧迫要因になったと推察されます。

（次頁へ続く）

※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。

来週は、FOMCや日銀会合などに注目

来週は、FOMCや日銀金融政策決定会合などに注目しています（図表 1 1）。

FOMCでは0.25%の利下げが予想されます。インフレ再燃の懸念は残るものの、利下げを見送るほどの景気やインフレの強さが見られないことから、FRBは金融政策の引き締め度を緩和する姿勢を維持するとみられます。また、今会合は四半期に一度公表されるFOMCメンバーによる経済見通しが公表され、その中で特に、政策金利の見通しを示すドットチャートに注目しています（図表 1 2）。

市場が織り込む2025年末の政策金利は3.8%程度（図表 1 3）と、前回ドットチャートの見通し（3.375%）が公表された時点から、利下げの織り込みが剥落しています。背景には9月のFOMC以降、米経済の底堅さを示す経済指標が相次いだことなどが挙げられます。今回示されるドットチャートでは2025年の政策金利見通しがどの程度上方修正されるかが焦点であり、結果次第では金融市場への影響が大きくなる可能性があります。

【図表 1 1 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
16日 (月)	日本	10月コア機械受注	前月比+1.0%	同▲0.7%
	中国	11月鉱工業生産	前年比+5.3%	同+5.3%
		11月小売売上高	前年比+5.0%	同+4.8%
	ユーロ圏	12月製造業PMI	45.6	45.2
		12月サービス業PMI	49.5	49.5
	米国	12月製造業PMI	—	49.7
		12月サービス業PMI	—	56.1
17日 (火)	ユーロ圏	12月ZEW景気期待指数	—	12.5
	米国	11月小売売上高	前月比+0.5%	同+0.4%
		11月鉱工業生産	前月比+0.2%	同▲0.3%
		12月NAHB住宅市場指数	46	46
18日 (水)	日本	11月貿易収支（原系列）	▲6,810億円	▲4,621億円
	米国	11月住宅着工件数	134.4万件	131.1万件
		FFレート上限（FOMC）	4.50%	4.75%
19日 (木)	日本	無担保コールレート （日銀金融政策決定会合）	0.25%	0.25%
	米国	7-9月期実質GDP（確報値）	前期比年率+2.8%	同+2.8%
		新規失業保険申請件数	—	24.2万件
		11月中古住宅販売件数	409万件	396万件
20日 (金)	日本	11月消費者物価指数 （生鮮食品及びエネルギーを除く）	前年比+2.6%	同+2.3%
	米国	11月個人支出	前月比+0.5%	同+0.4%
		11月コアPCEデフレーター	前月比+0.2%	同+0.3%

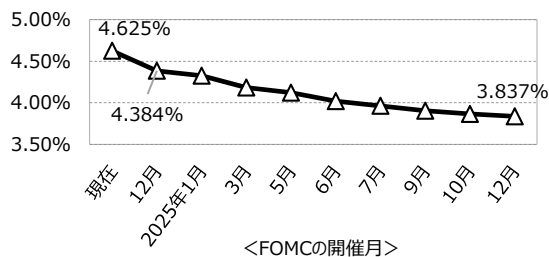
（出所）Bloomberg （注）13日10時時点のデータ

【図表 1 2 ドットチャートの政策金利見通し】
2024年9月時点

	年末中央値
2024年	4.375%
2025年	3.375%
2026年	2.875%
2027年	2.875%
Longer run (中立金利)	2.875%

（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 1 3 FF金利先物が織り込む政策金利見通し】
12月13日執筆時点



（出所）Bloomberg
（注）政策金利はFF金利の中央値（上限値-0.125%）

日銀金融政策決定会合では、現状0.25%程度としている無担保コールレート（政策金利）を据え置くことが予想されます。最大の焦点は植田日銀総裁の記者会見であり、2025年1月会合での利上げに向けた地ならし発言があるか注目されます。

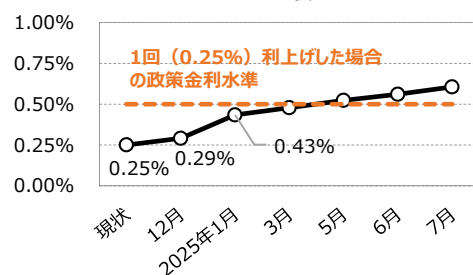
（次頁へ続く）

※ 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。

前回9月会合後の記者会見で植田日銀総裁は、「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、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくことになる」との考えを示した上で、追加利上げ実施への当面の慎重姿勢を示すものと理解されていた「時間的余裕はある」という表現が不要になったと説明しており、近い将来に追加利上げに踏み切る可能性を示唆しました。また、「中小企業を中心に、価格転嫁が必ずしも容易ではなくて業況の改善が伴わない中でも、人材確保のため賃上げをしている企業もある」、「賃上げの動向については、業種や企業規模などの違いを含めて丹念に点検する必要がある」との考えを示しています。

来年の春闘で中小企業が賃上げに前向きな姿勢を示すかは、2025年1月23日～24日の会合前に開催される支店長会議でおおよそ判明することになるため、市場では1月での追加利上げを予想する向きが増えています（図表14）。また、可能性は高くないと考えられるものの、1月支店長会議で中小企業の賃上げ機運が十分高まっていないと判断される場合には、来年春闘の組合要求や交渉結果を確認した上で、3月あるいは4月に利上げが先送りされる可能性もあると考えられます。

【図表 1 4 OIS先物が織り込む
政策金利見通し】
12月13日執筆時点



<日銀金融政策決定会合の開催月>

(出所) Bloomberg

※ 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。