

Market report

経済、金融市場の 動向と見通し



2024年9月

東京海上アセットマネジメント株式会社

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

1 主要国・地域の経済動向

- 世界経済は米国や一部の新興国がけん引しているものの、一部に弱さもみられます。特に、ユーロ圏ではインフレ鈍化が継続するなか、ドイツなどに景気下振れの懸念もあり、9月のECB（欧州中央銀行）理事会では6月会合に続き、利下げが決定されました。また、中国では不動産市場の低迷が続いているほか、雇用不安などに伴い個人消費の弱さが目立っています。
- 一方、日本では過度な円安が是正され、春闘での大幅賃上げが名目賃金に反映されたことで、これまで個人消費の足かせとなっていた実質賃金の減少に歯止めがかかりつつあります。

2 日米中央銀行の金融政策

- FRB（米連邦準備制度理事会）が9月に開催したFOMC（米連邦公開市場委員会）では、インフレ鈍化や労働市場の減速を踏まえ、0.5%の大幅な利下げが決定されました。FOMC後に公表されたドットチャート（FOMC参加者の政策金利見通し）では、年内残り2回（11月、12月）の会合で計0.5%の追加利下げが実施される可能性が示唆されています。
- 日銀が9月に開催した金融政策決定会合では、政策金利を0.25%程度に据え置くことを決定しました。植田日銀総裁は会合後の記者会見で、「経済・物価見通しが実現すれば、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」方針を改めて示しました。もっとも、足もとでは円安が一服していることもあり、物価の上振れリスクは「相応に減少している」とした上で、政策判断には「時間的な余裕がある」と述べ、利上げを急がない考えも示しました。

グローバル経済～IMFの経済見通し（2024年7月）

世界経済は前回4月時点の見通しに沿う形で、ソフトランディング（軟着陸）が実現する見通し。一方、サービス分野のインフレ圧力が残存するなか、貿易摩擦や地政学リスク上昇に伴うインフレの再燃により、成長率が下振れる可能性も

世界経済見通し（実質GDP成長率）

2023年～2025年（2023年は推計値、2024、2025年は予測値）

（単位：％）

	推計 2023年	予測					
		2024年			2025年		
		前回予測 (2024年4月)	今回予測 (2024年7月)	修正幅 プラスは上方修正 マイナスは下方修正	前回予測 (2024年4月)	今回予測 (2024年7月)	修正幅 プラスは上方修正 マイナスは下方修正
世界	3.3	3.2	3.2	0.0	3.2	3.3	+0.1
先進国	1.7	1.7	1.7	0.0	1.8	1.8	0.0
-米国	2.5	2.7	2.6	▲0.1	1.9	1.9	0.0
-ユーロ圏	0.5	0.8	0.9	+0.1	1.5	1.5	0.0
-ドイツ	▲0.2	0.2	0.2	0.0	1.3	1.3	0.0
-英国	0.1	0.5	0.7	+0.2	1.5	1.5	0.0
-日本	1.9	0.9	0.7	▲0.2	1.0	1.0	0.0
新興国	4.4	4.2	4.3	+0.1	4.2	4.3	+0.1
-中国	5.2	4.6	5.0	+0.4	4.1	4.5	+0.4
-インド	8.2	6.8	7.0	+0.2	6.5	6.5	0.0

（出所）IMF世界経済見通し（2024年7月）

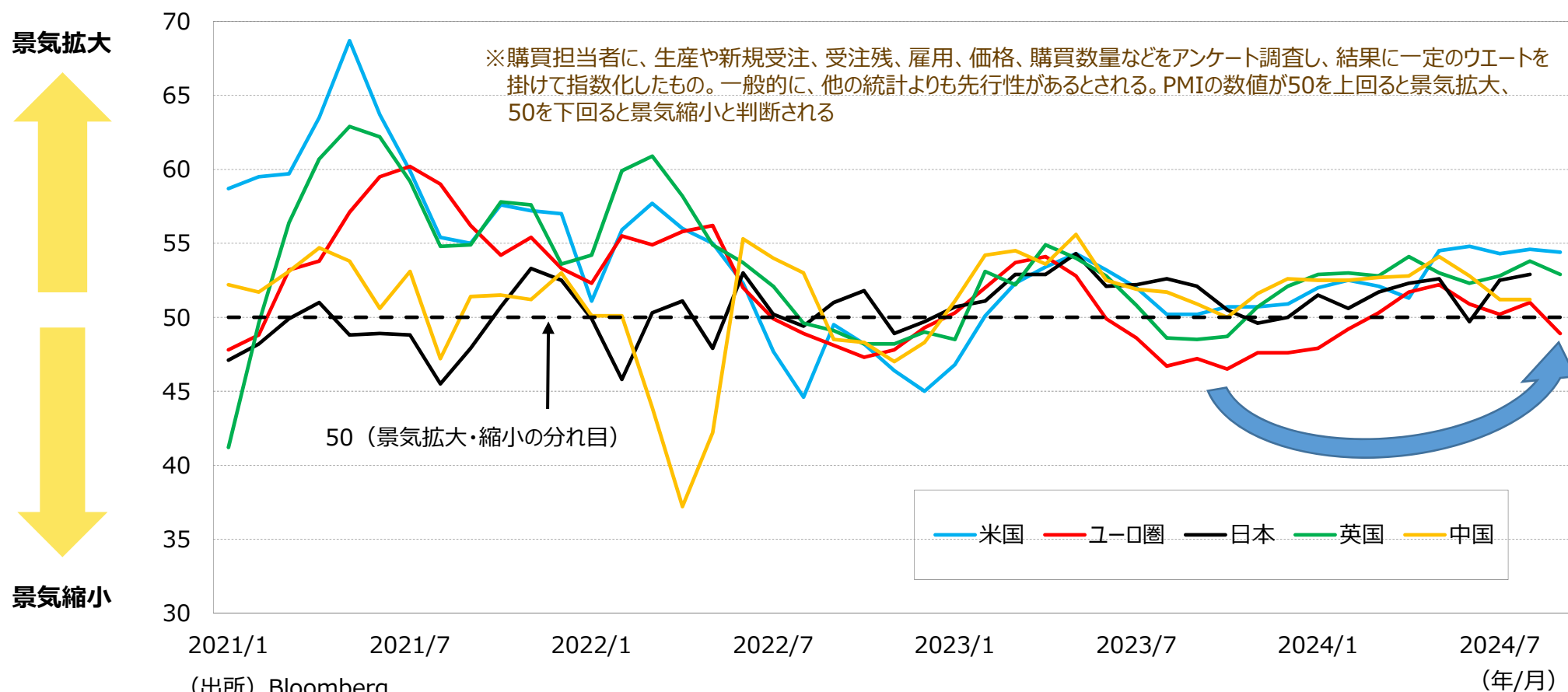
（注）インドは年度（4月～翌年3月）ベース

グローバル経済～短期的な景気動向

主要国・地域のPMIは、ユーロ圏を除き50を上回り、景気拡大を示唆

主要国・地域のPMI（購買担当者景気指数※）の推移

2021年1月～2024年9月、月次

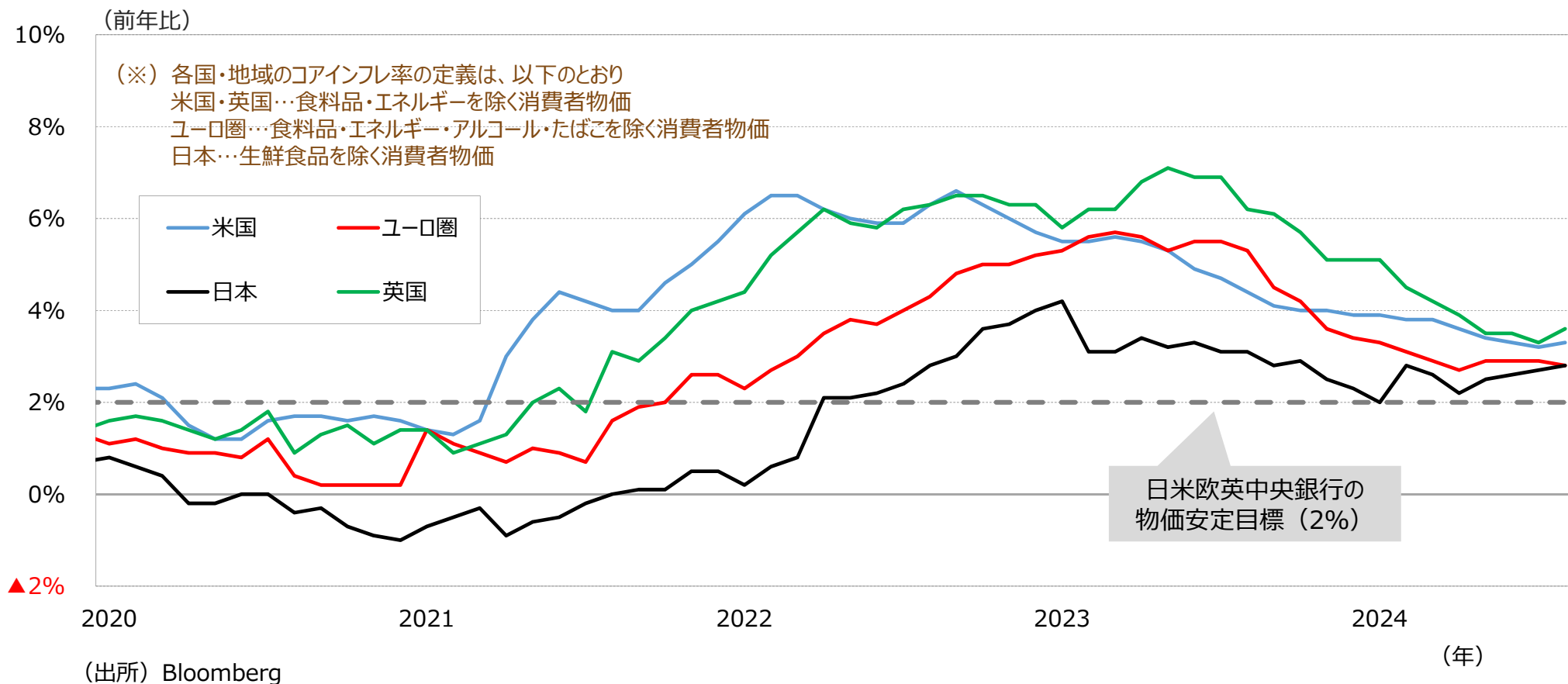


グローバル経済～物価動向（1）

中央銀行が金融引き締めを継続する下で、コアインフレ率（※）に下げ止まり感もみられる

各国・地域のコアインフレ率の推移

2020年1月～2024年8月、月次

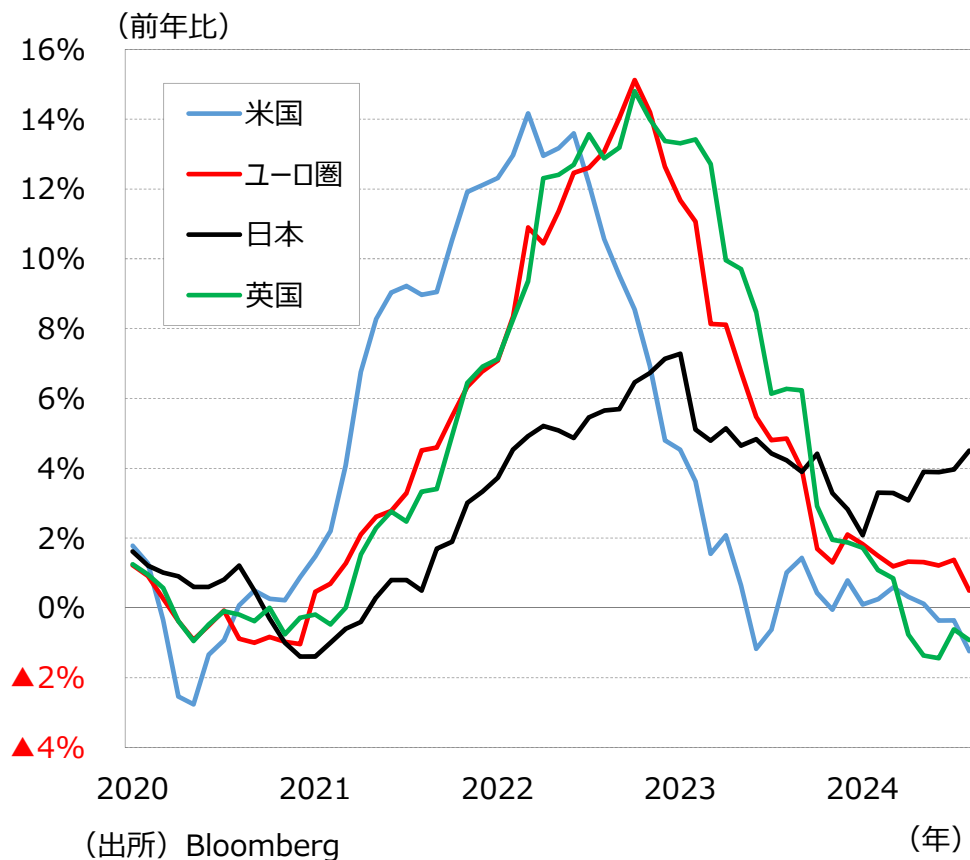


グローバル経済～物価動向（２）

財価格は、日本を除きディスインフレ（物価上昇率の伸びが低下）の傾向が継続。一方、家賃などのサービス価格は依然高止まり

各国・地域の財価格（前年比）の推移

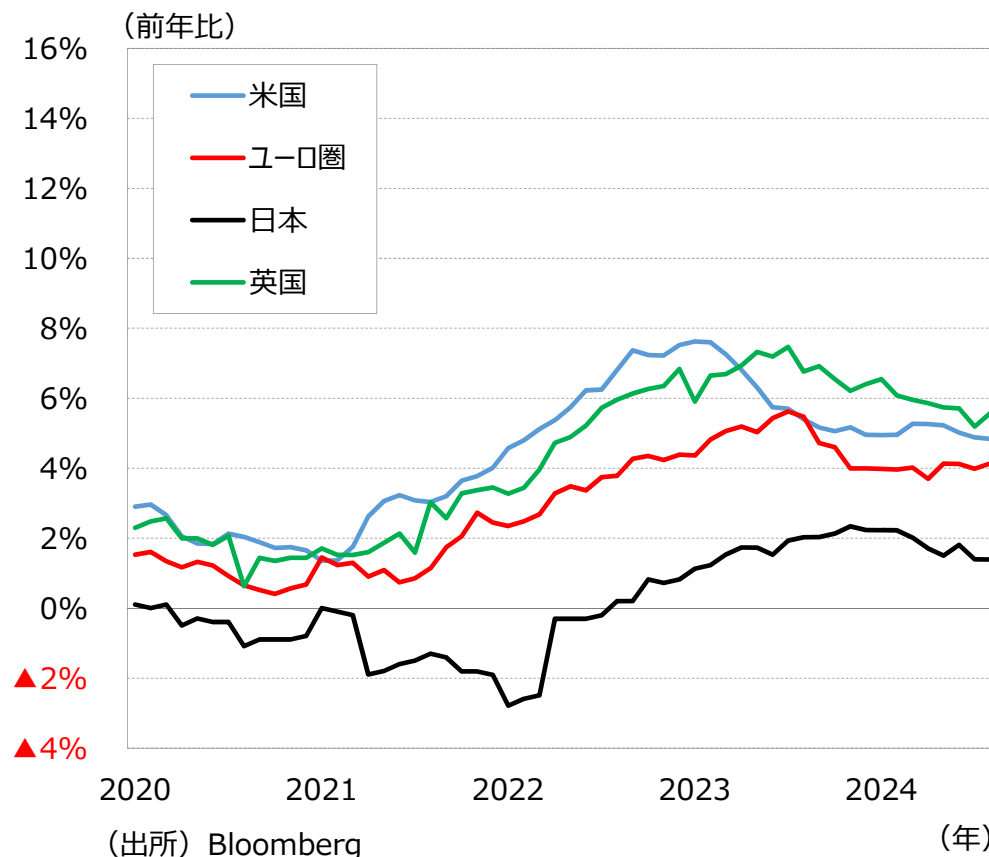
2020年1月～2024年8月、月次



財は、自動車や家電（耐久財）や食品（非耐久財）、衣類（半耐久財）など
サービスは、公共料金（電気代や水道代など）や外食、宿泊代など

各国・地域のサービス価格（前年比）の推移

2020年1月～2024年8月、月次

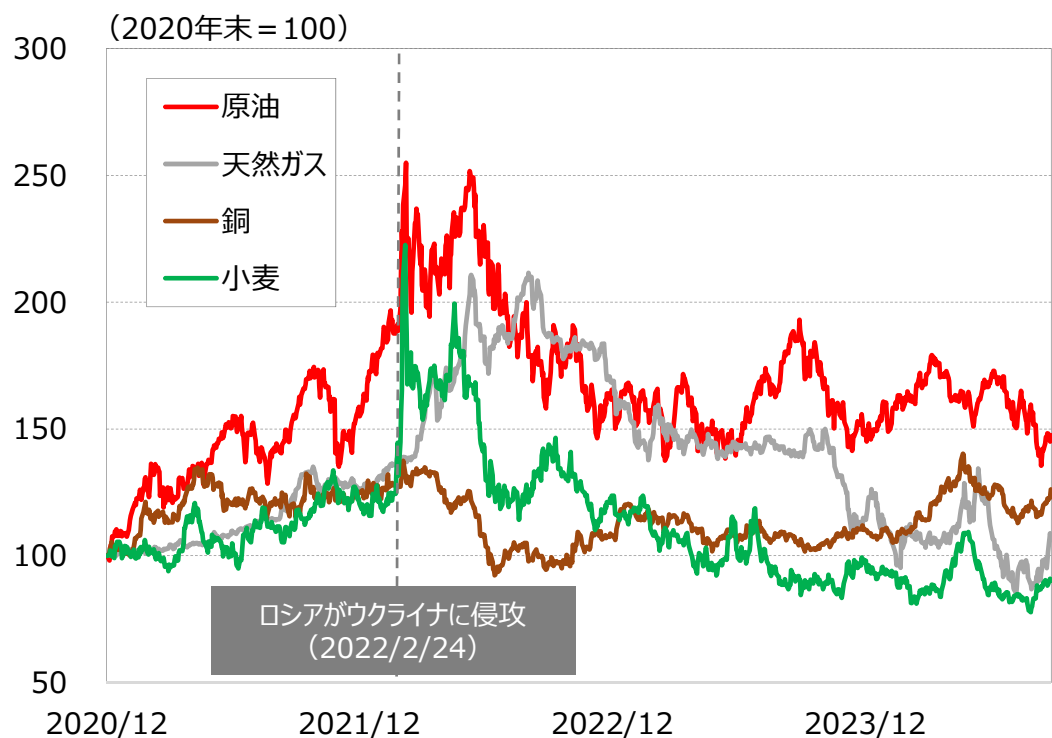


グローバル経済～物価動向（3）

中国などの景気減速に伴う需要下振れへの懸念などから、商品市況は原油価格を中心に下落傾向。商品市況の下落は財価格を下押しする一方で、賃金の増加はサービス価格の高止まり要因の一つに

コモディティ価格（先物）の推移

2020年12月31日～2024年9月24日、日次

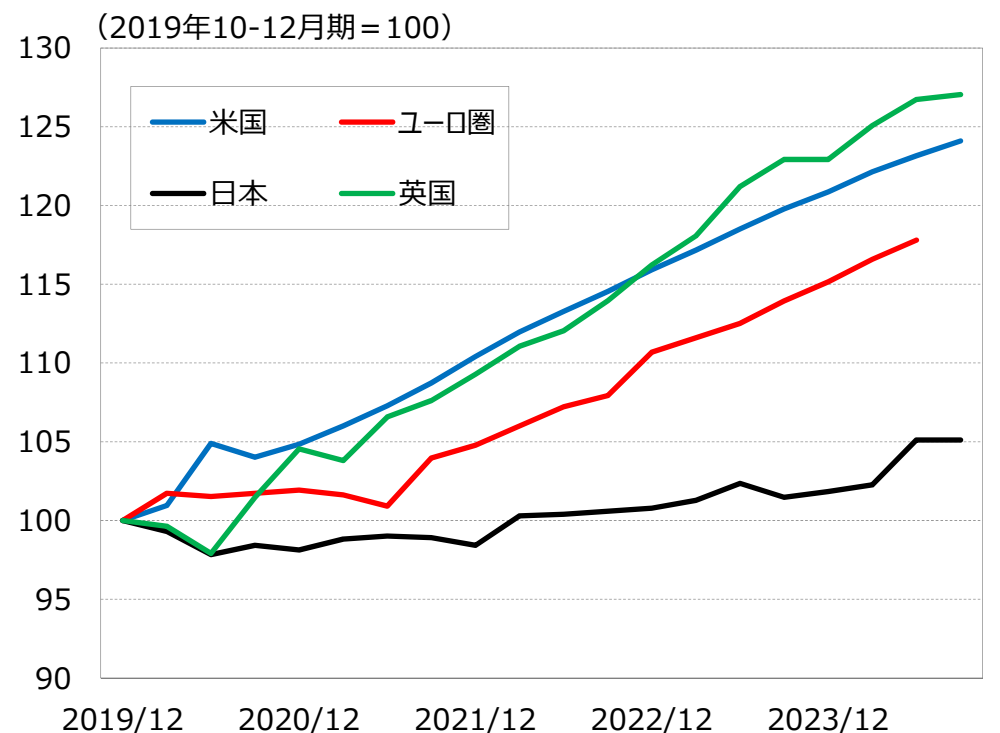


(出所) Bloomberg

(注) 原油：WTI先物（期近物）、天然ガス：ヘンリーハブ天然ガス先物（期近物）
銅：LME先物（期近物）、小麦：シカゴSRW小麦先物（期近物）

各国・地域の賃金動向の推移

2019年10-12月期～2024年7-9月期、四半期



(出所) Bloomberg、厚生労働省

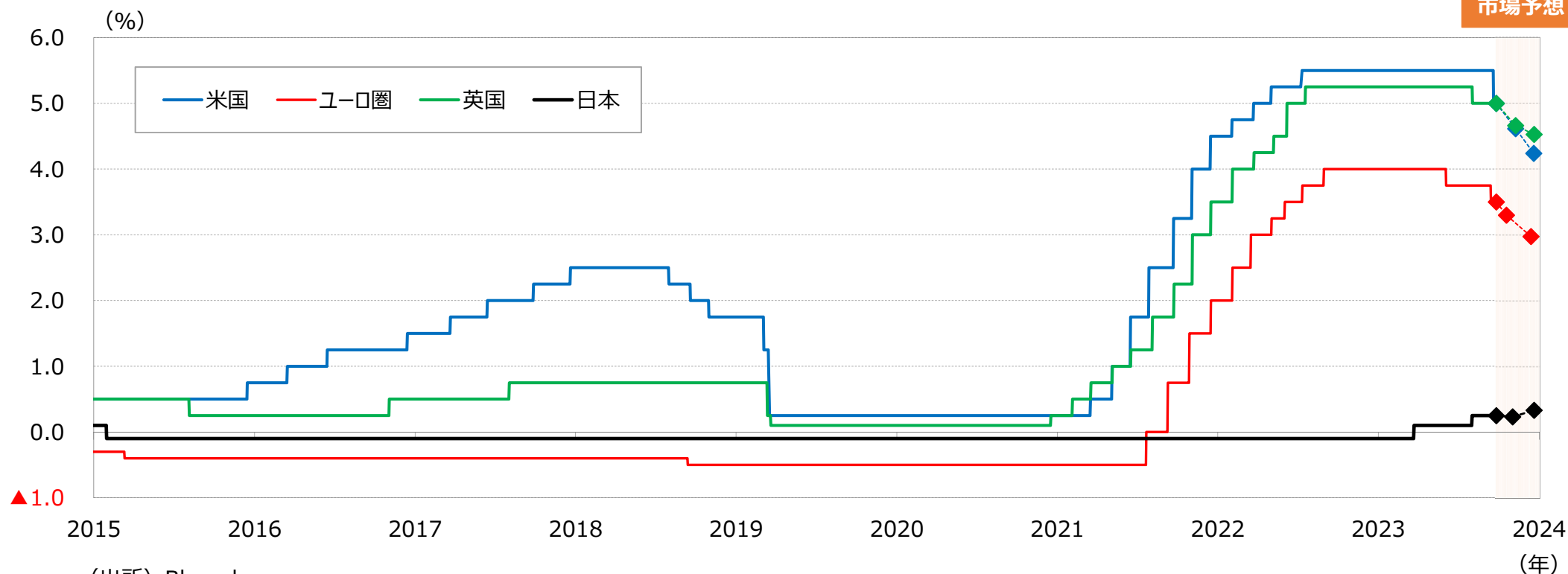
(注) 各国・地域の賃金は季節調整値。賃金の定義は以下のとおり
米国：時間あたり賃金（2024年7-9月期は7、8月の平均値）
日本：現金給与総額（2024年7-9月期は7月のデータ）
英国：週間賃金（2024年7-9月期は7月のデータ）
ユーロ圏：雇用コスト指数（2024年4-6月期までのデータ）

グローバル経済～金融政策

市場は年内に米国で0.75%程度、ユーロ圏、英国で0.5%程度の追加利下げを予想。一方、日本では 政策金利の年内据え置きを想定

米国・ユーロ圏・英国・日本の政策金利と市場予想

2015年12月末～2024年12月末、日次
(2024年9月25日以降は、Bloombergで取得可能な今後の各金融政策決定会合時における予測値)



(出所) Bloomberg

(注) 政策金利は、米国：FF金利誘導目標（上限値）、ユーロ圏：預金ファシリティ金利、英国：バンクレート、
日本：当座預金残高の金利（～2024/3/20）、無担保コールレート（2024/3/21～）

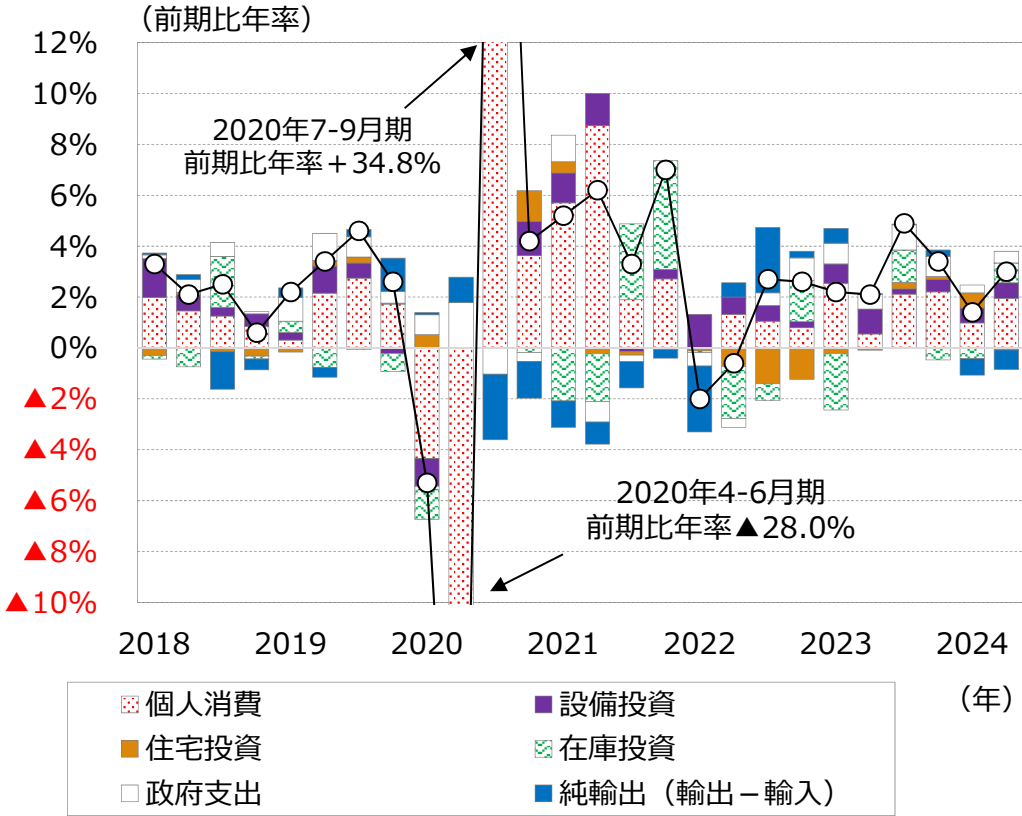
市場予想は、金利市場（ユーロ圏、日本、英国：OIS金利、米国：FF金利先物）が織り込む政策金利の水準（2024年9月24日時点）

米国～実質GDP成長率

2024年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率 + 3.0%と、2%程度とされる潜在成長率を上回った。
2024年入り後の個人消費の低調さは一時的なものにとどまり、再び勢いを取り戻す

実質GDP成長率の推移

2018年1-3月期～2024年4-6月期、四半期



(出所) Bloomberg

(注) グラフの各項目は実質GDPに対する寄与度を示す

実質GDP成長率の内訳

2023年7-9月期～2024年4-6月期、四半期

(前期比年率)

	2023年 7-9月期	10-12月期	2024年 1-3月期	4-6月期
実質GDP成長率	4.9%	3.4%	1.4%	3.0%
個人消費	3.1%	3.3%	1.5%	2.9%
設備投資	1.4%	3.7%	4.4%	4.6%
住宅投資	6.7%	2.8%	16.0%	▲2.0%
在庫投資	—	—	—	—
政府支出	5.8%	4.6%	1.8%	2.7%
輸出	5.4%	5.1%	1.6%	1.6%
輸入	4.2%	2.2%	6.1%	7.0%

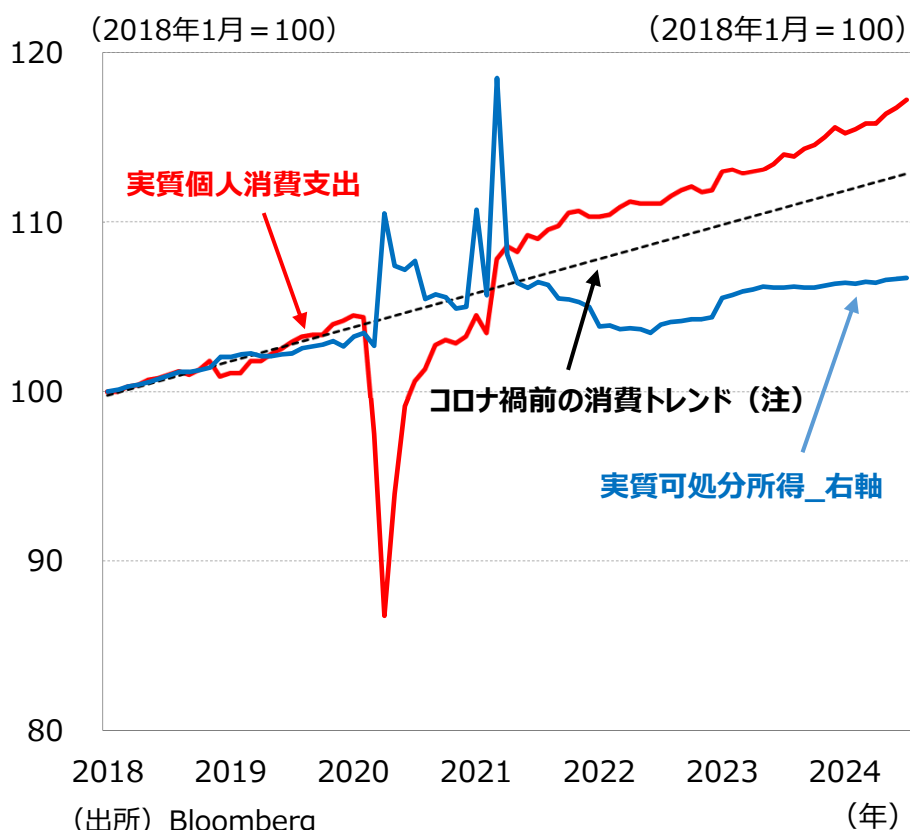
(出所) 米商務省

米国～家計の消費を取り巻く環境①

物価変動の影響を除いた実質個人消費支出は、可処分所得が伸び悩む中でも堅調に推移。過剰貯蓄の取り崩しが進んでいる点や借入審査が厳格化している点などを踏まえると、個人消費はいずれ息切れする可能性も

実質個人消費支出の推移

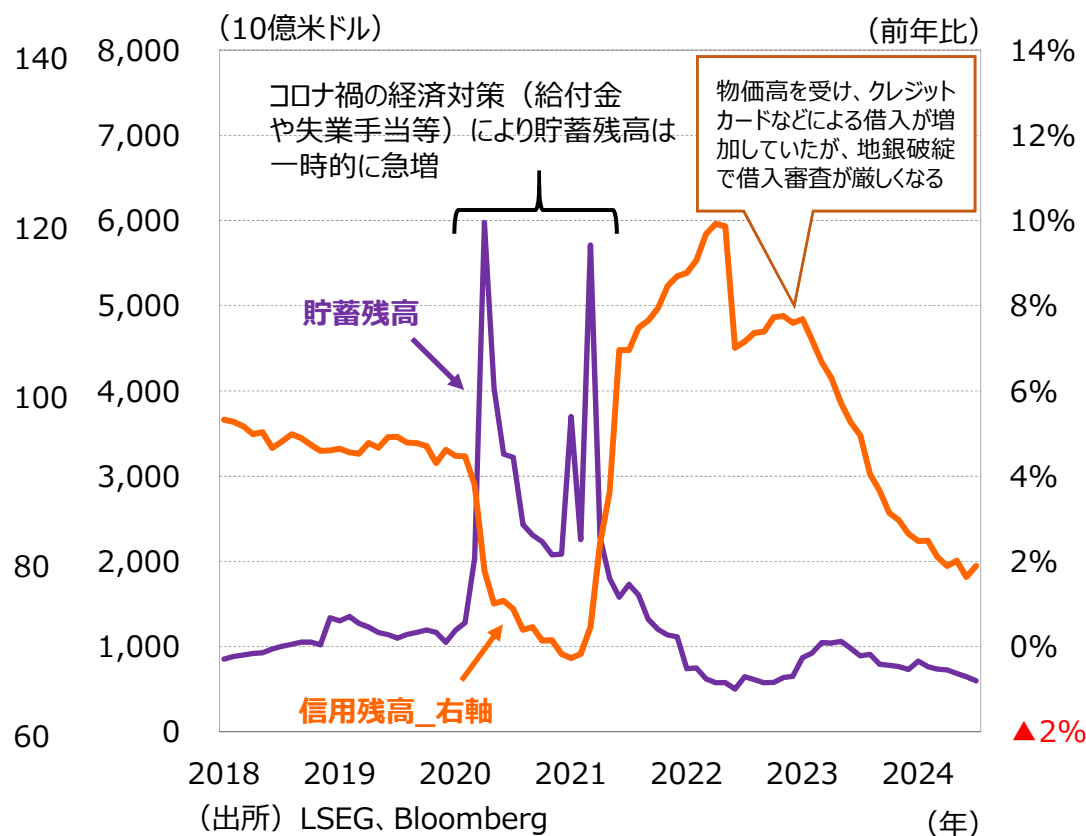
2018年1月～2024年7月、月次



(注) コロナ禍前のトレンドは2018～2019年における実質個人支出の回帰分析の結果を用いて伸ばしたもの

家計の貯蓄残高、信用残高の推移

2018年1月～2024年7月、月次



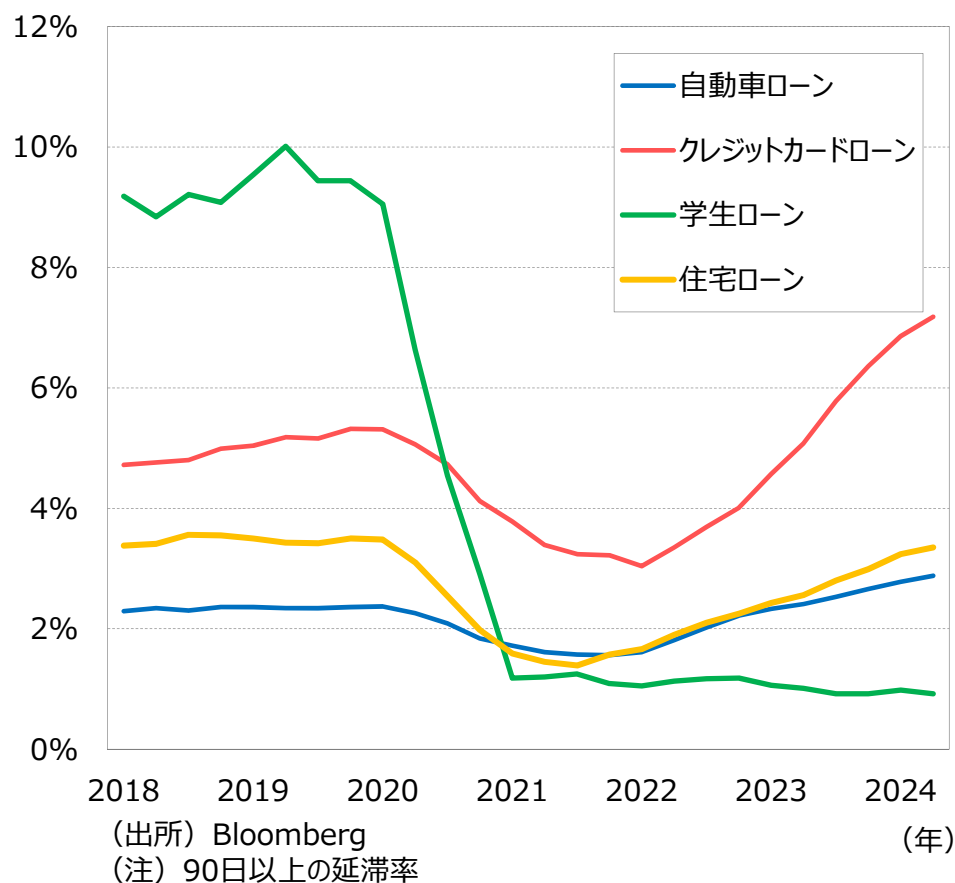
(注) 季節調整値

米国～家計の消費を取り巻く環境②

物価高を背景としたクレジットカードローン残高の急増に伴い、若年層を中心にクレジットカードローンの延滞率は上昇。延滞率の上昇は個人消費の下振れリスクに

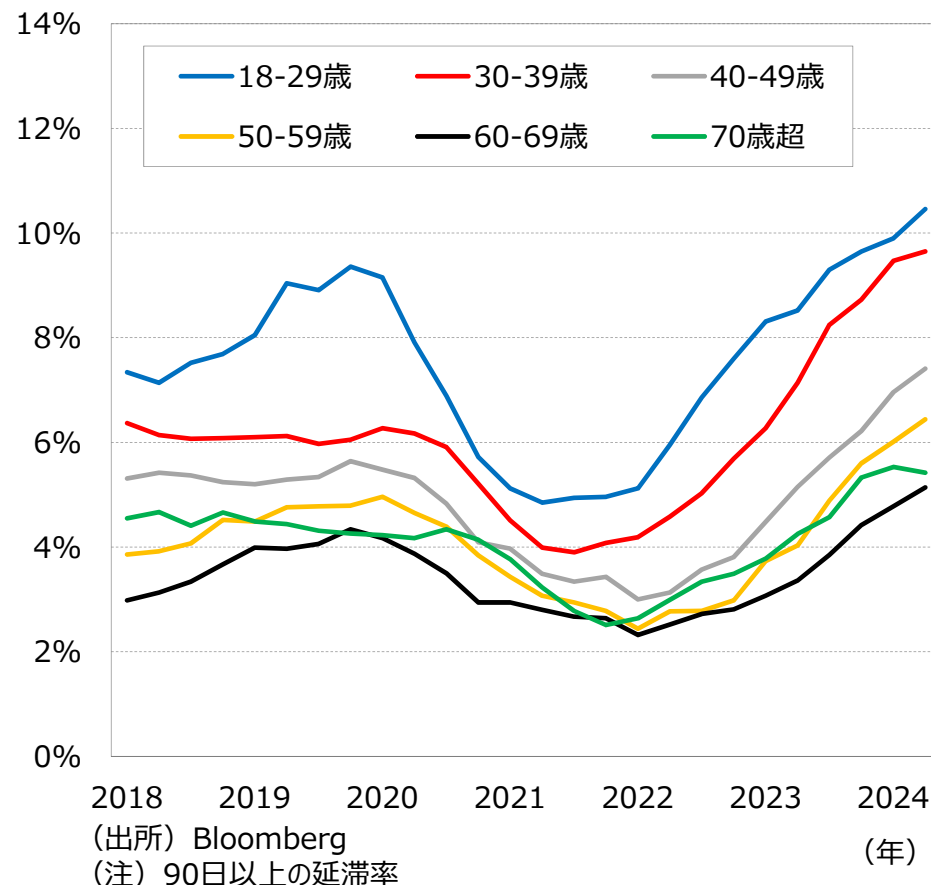
各種ローンの延滞率の推移

2018年3月～2024年6月、四半期



クレジットカードローンの延滞率の推移（年齢階層別）

2018年3月～2024年6月、四半期



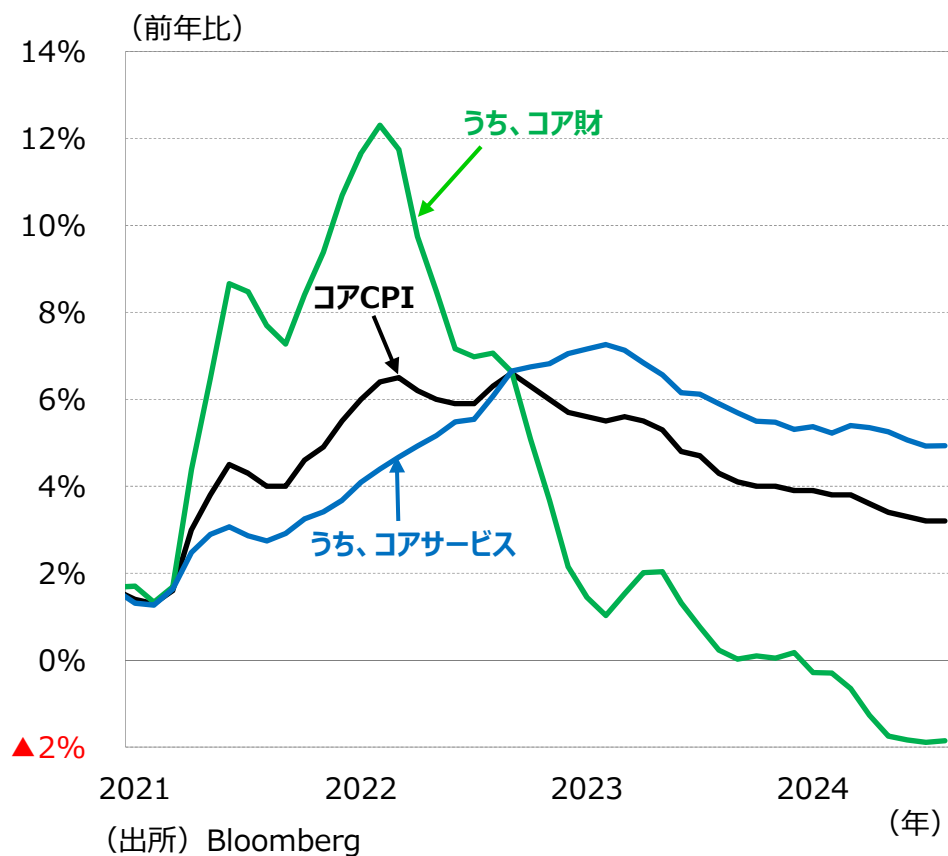
米国～物価動向

8月のコアCPI（※）は前年比+3.2%と、緩やかながらもインフレは鈍化傾向が継続。もっとも、家賃などのコアサービス価格に根強いインフレ圧力が残存

（※）食料品及びエネルギーを除く総合

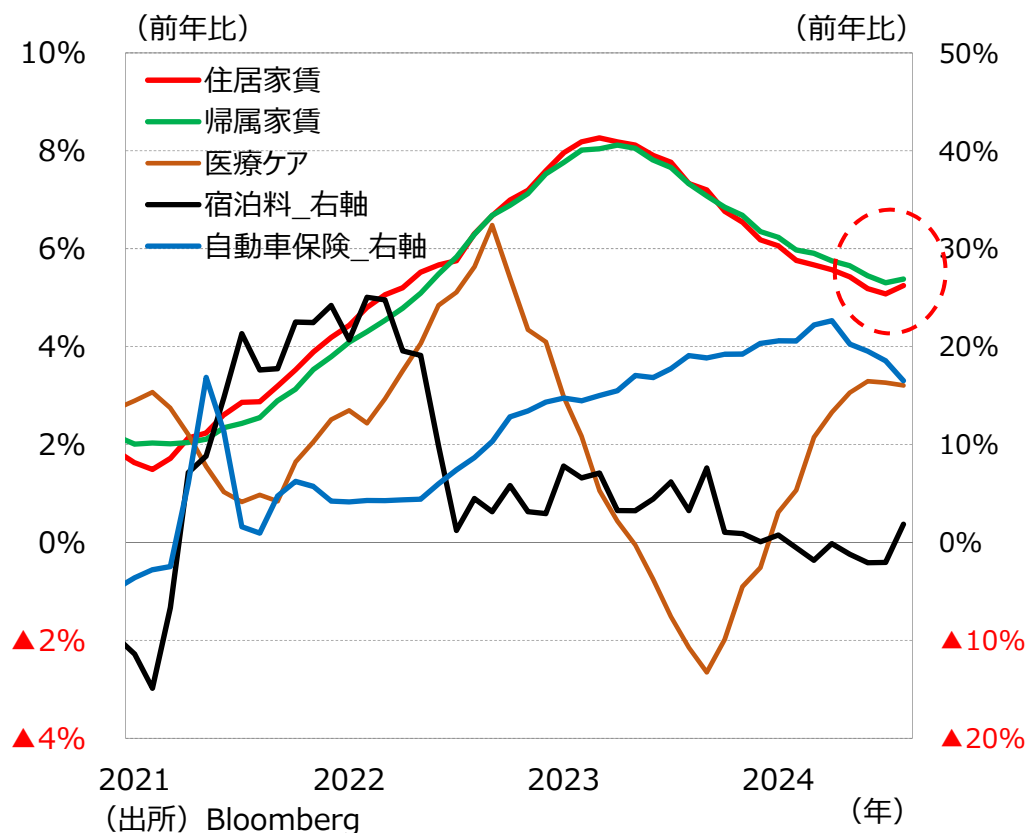
コアCPIの推移

2021年1月～2024年8月、月次



コアサービスの推移

2021年1月～2024年8月、月次



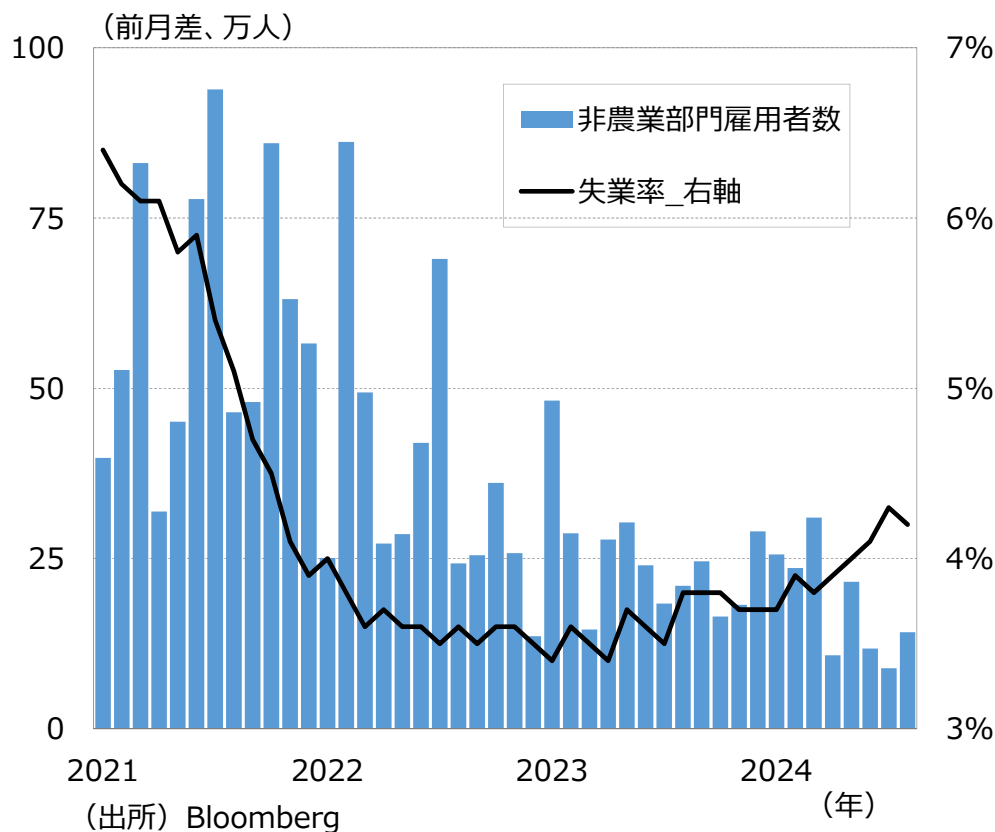
米国～労働市場

8月の非農業部門雇用者数は前月差 + 14.2万人と雇用増加ペースは減速。同月の失業率は4.2%（7月：4.3%）と一段の上昇は回避。もっとも、7月、8月の失業率はサーム・ルール（※）に抵触し、米景気後退への懸念は根強い状況

（※）失業率（3か月平均）の過去12か月の最低値に対して、直近失業率（3か月平均）が0.5%上昇したときに景気後退が始まるとされる

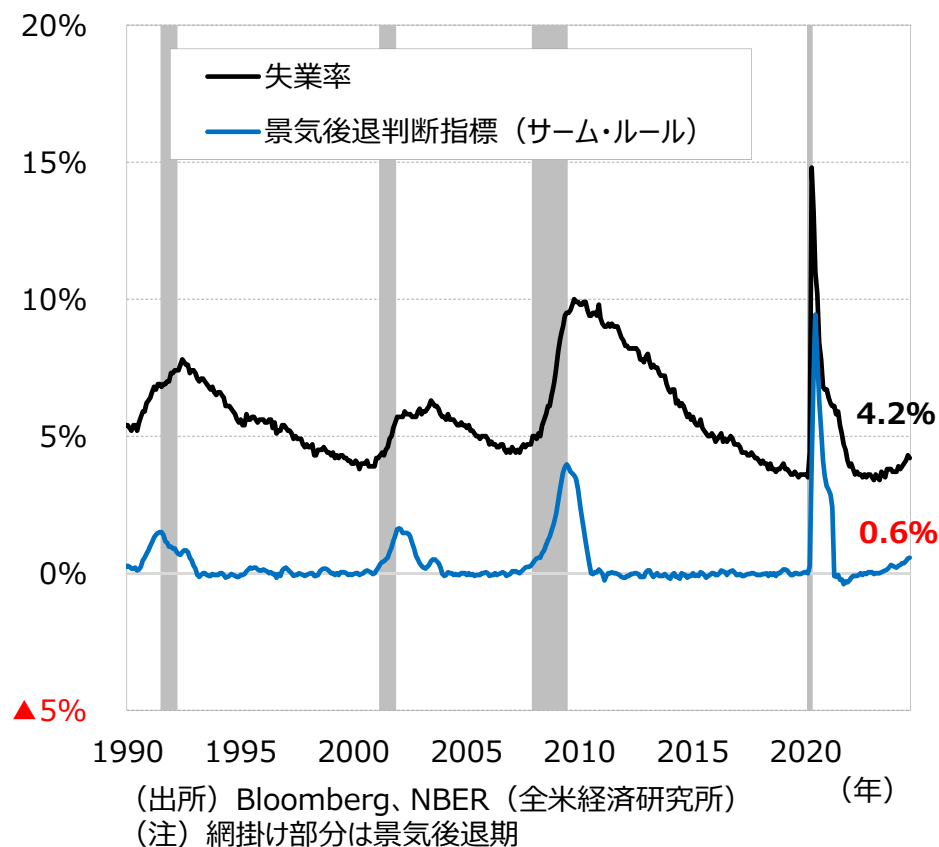
非農業部門雇用者数、失業率の推移

2021年1月～2024年8月、月次



失業率とサーム・ルールとの関係

1990年1月～2024年8月、月次

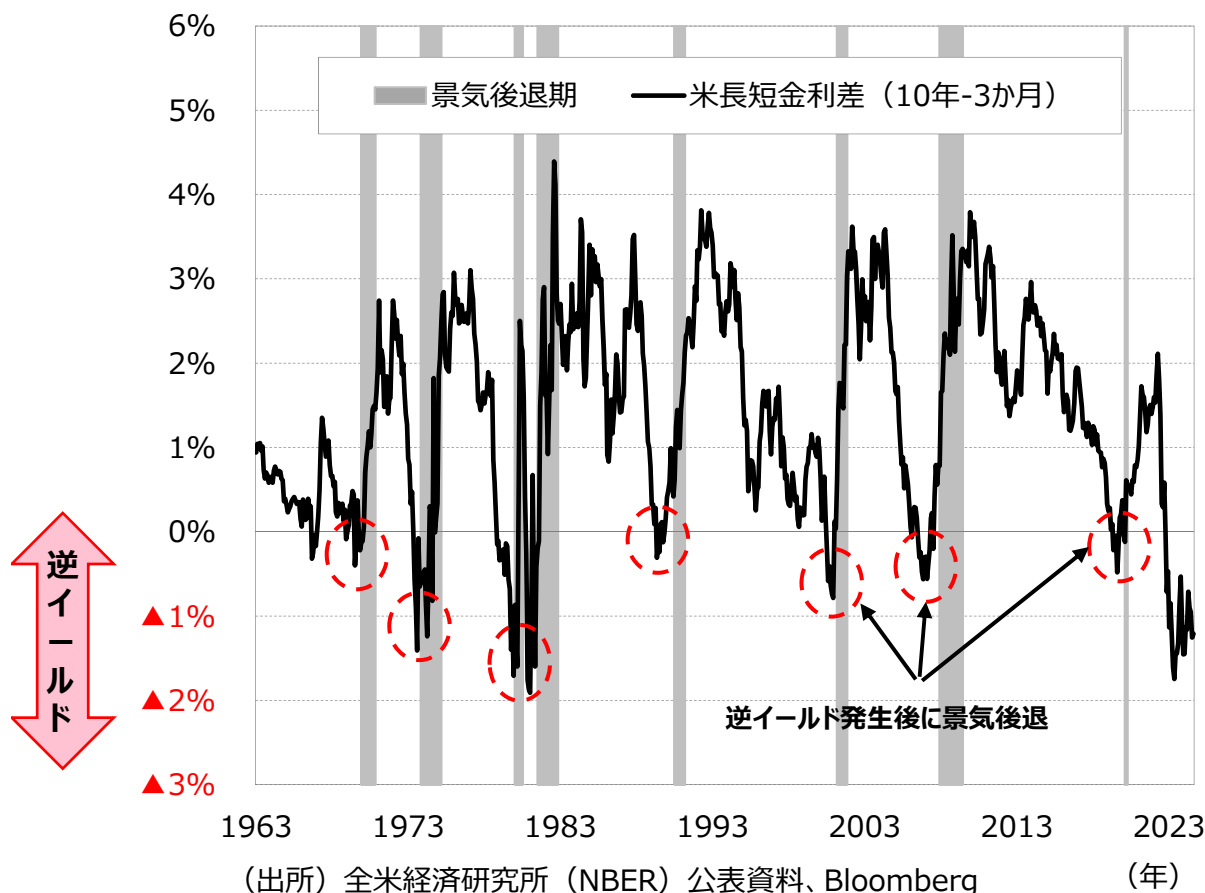


(ご参考) 米国～長短金利差からみた景気後退の可能性

過去、米長短金利差が逆転（逆イールド）した後、1年半以内に景気後退入り。今回は2022年11月に逆イールドとなったものの、景気後退入りは回避

米長短金利差（10年-3か月）の推移

1963年1月～2024年8月、月次



逆イールド発生から景気後退までの期間

①逆イールド発生	②景気後退入り	①から②までの期間
1968年12月	1969年12月	1年
1973年6月	1973年11月	5か月
1978年11月	1980年1月	1年2か月
1980年10月	1981年7月	9か月
1989年5月	1990年7月	1年2か月
2000年7月	2001年3月	8か月
2006年7月	2007年12月	1年5か月
2019年5月	2020年2月	9か月
2022年11月	???	???

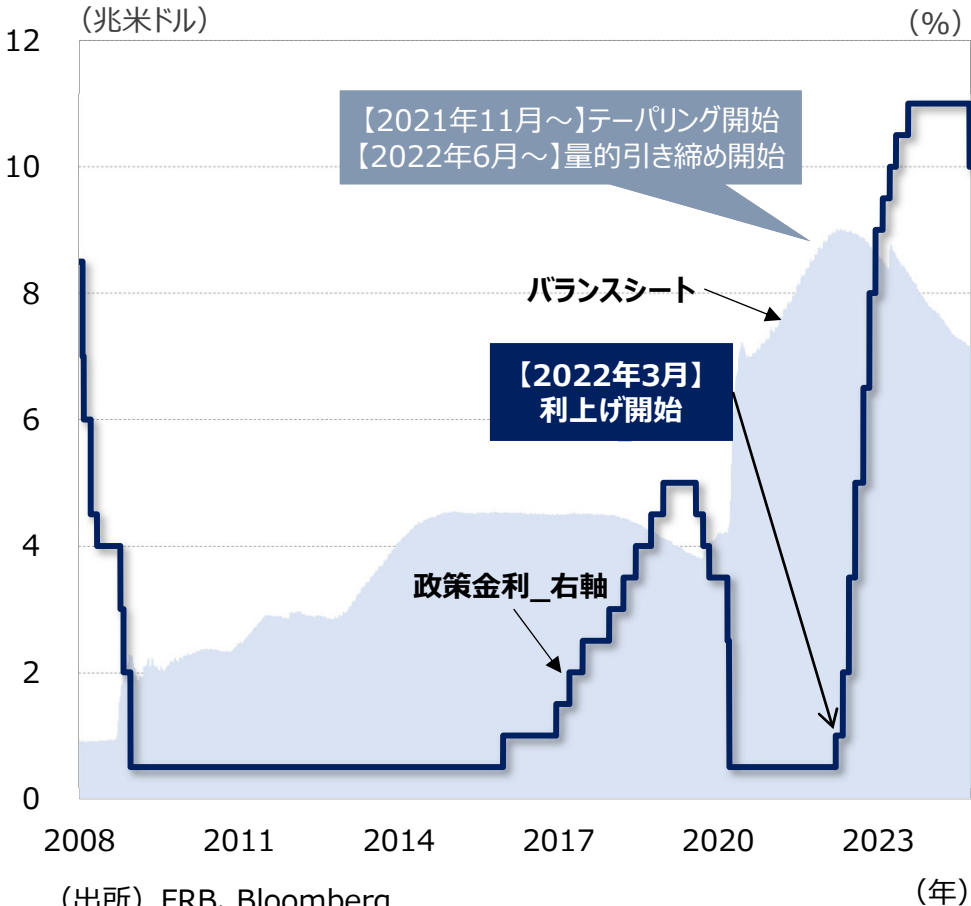
(出所) 全米経済研究所（NBER）公表資料、Bloombergデータをもとに
東京海上アセットマネジメント作成

米国～金融政策（１）

FRBが9月に開催したFOMCでは、0.5%の大幅利下げを決定。
利下げの決定は、コロナ禍の2020年3月以来

FRBのバランスシート（資産残高）及び政策金利

2008年1月1日～2024年9月24日、日次



(出所) FRB、Bloomberg
(注) 政策金利は、FFレートの誘導目標の上限を表示

FRBの金融政策動向の振り返り（2022年～2024年）

2024年9月24日時点

時期	金融政策動向
2022年3月	✓ 政策金利を0.25%引き上げ、実質ゼロ金利政策を解除 ✓ 5月からの量的引き締め（QT）開始を示唆
5月	✓ 政策金利を0.5%引き上げ ✓ 6月からのQT開始を決定
6～11月	✓ QTを開始(9月から縮小規模を倍増) ✓ 6・7・9・11月の会合で政策金利を4回連続、各0.75%引き上げ
12月	✓ 政策金利を0.5%引き上げ
2023年2、3、5月	✓ 政策金利を0.25%引き上げ
6月	✓ 政策金利を据え置き
7月	✓ 政策金利を0.25%引き上げ
9、11、12月	✓ 政策金利を据え置き
2024年1、3、5、6月	✓ 6月は7会合連続で政策金利を据え置き ✓ ドットチャートは、年内に0.25%の利下げを示唆
9月	✓ 政策金利を0.5%引き下げ ✓ ドットチャートは、年内に0.5%の追加利下げを示唆

(出所) 各種資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成
(注) 上記は2024年9月24日時点の情報であり、変更される可能性があります

米国～金融政策（２）

9月のFOMCで提示されたドットチャートでは、2024年末の政策金利（中央値）は4.375%と、6月時点（5.125%）から0.75%下方修正され、年内残り2回の会合（11、12月）で計0.5%の追加利下げを示唆

FOMC参加者の政策金利見通し（ドットチャート）

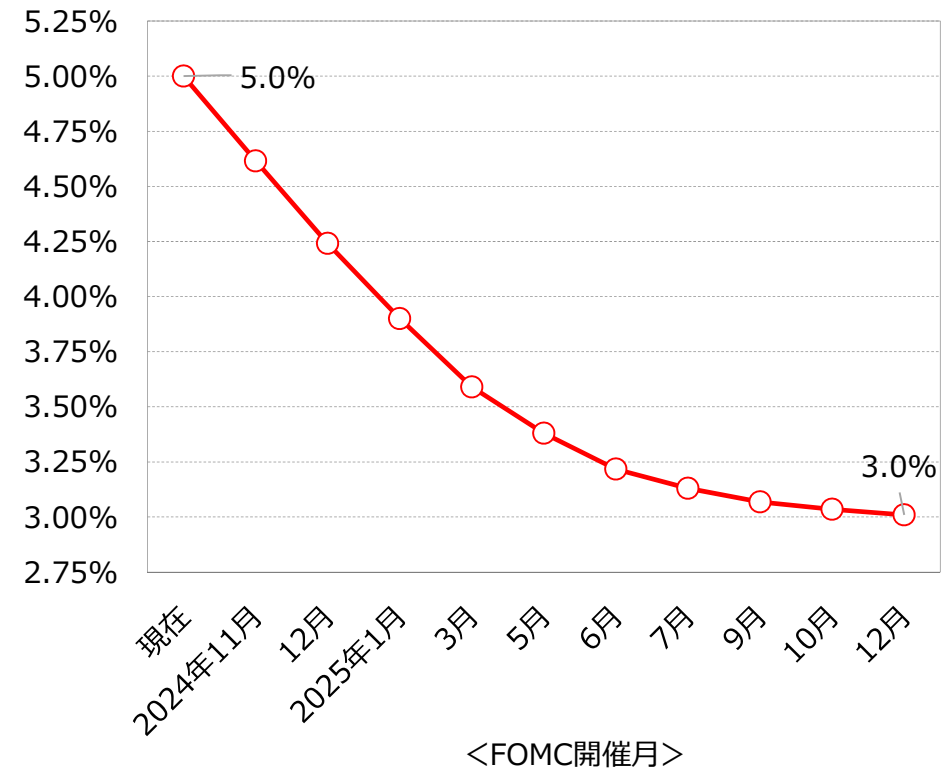
2024年6月、9月開催のFOMCでの見通し比較

	9月		6月	
	年末中央値	年間利下げ幅	年末中央値	年間利下げ幅
2024年	4.375%	1.0%	5.125%	0.25%
2025年	3.375%	1.0%	4.125%	1.0%
2026年	2.875%	0.5%	3.125%	1.0%
2027年	2.875%	利下げ無し	—	—
Longer run (中立金利)	2.875%		2.75%	

（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
（注）政策金利はFFレートの誘導目標。1回の利下げ幅は0.25%

FF金利先物が織り込む予想政策金利

2024年9月24日時点



（出所）Bloomberg
（注）FFレートの誘導目標の上限

米国～金融政策（3）

経済見通しは、インフレ鈍化に加え、失業率が8月の雇用統計で示された4.2%から一段と悪化することを示唆。労働市場の悪化が0.5%利下げの根拠になったとみられるものの、パウエルFRB議長は今後の緩和ペースに慎重な姿勢を表明

FOMC参加者の経済見通し（中央値）

2024年9月開催のFOMCでの見通し

		2024年	2025年	2026年	2027年	長期
実質GDP (前年比)	9月	2.0%↓	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%
	6月	2.1%	2.0%	2.0%	—	1.8%
失業率	9月	4.4%↑	4.4%↑	4.3%↑	4.2%	4.2%
	6月	4.0%	4.2%	4.1%	—	4.2%
PCE デフレーター (前年比)	9月	2.3%↓	2.1%↓	2.0%	2.0%	2.0%
	6月	2.6%	2.3%	2.0%	—	2.0%
コアPCE デフレーター (前年比)	9月	2.6%↓	2.2%↓	2.0%	2.0%	—
	6月	2.8%	2.3%	2.0%	—	—

（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

（注）数字は、FOMC参加者の予測値の中央値

実質GDP、PCEデフレーター（コア含む）は10-12月期の前年比伸び率

失業率は10-12月期の平均

太文字は2024年6月からの変更箇所

パウエルFRB議長のインフレに関する発言 （FOMC後の記者会見）

- インフレ率は我々の目標にかなり近づき、**持続可能なペースで2%へと進んでいる**とより強く確信を持てた
- インフレ率が低下し、労働市場が減速したことでインフレの上振れリスクが軽減された一方で、**雇用の下方リスクが増した**
- （今回の決定を）決して**後手に回ることはないという決意の表れだ**と受け取ってもらえるだろう
- 0.5%利下げがベースラインとして考えるべき新たなペースだ、などと言う人がいるとは思えない
- **労働市場が予想外に低迷した場合、より迅速に利下げを行うことで対応できる**。インフレ率は2%まで低下するという確信を深めており、時間をかけてそうなるだろう。

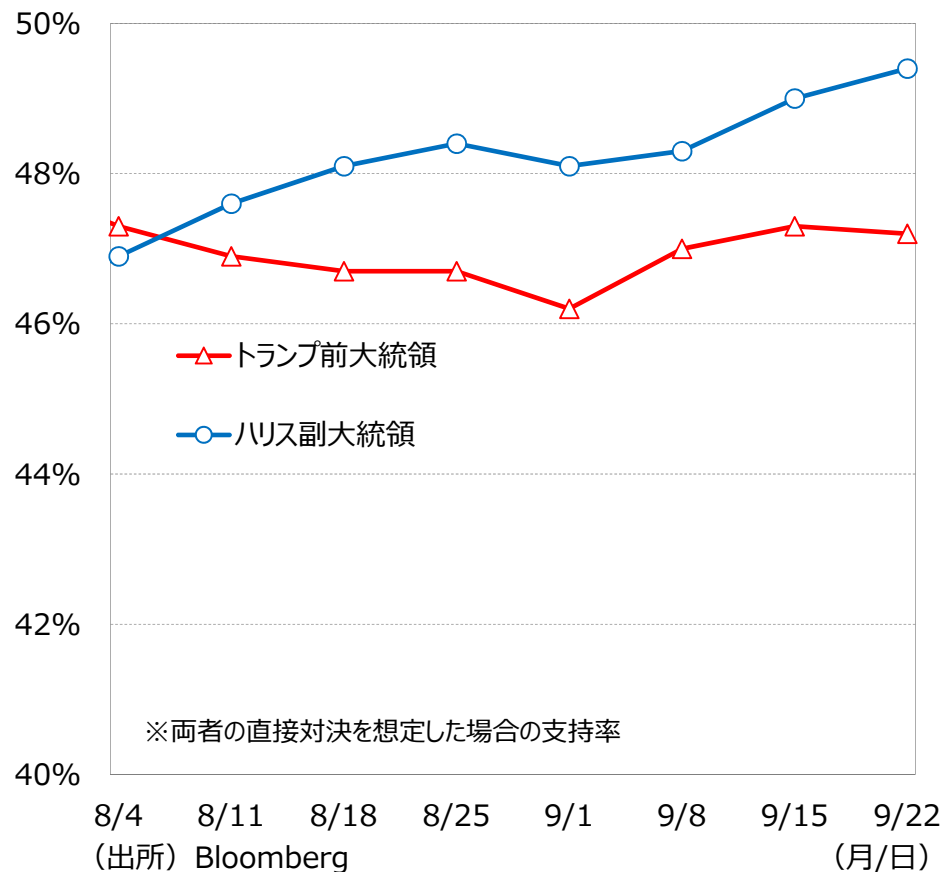
（出所）各種公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

米国～大統領選挙（1）

第2回大統領候補テレビ討論会は、ハリス副大統領がトランプ前大統領に対して優位に進めたとの指摘があるものの、両者の支持率は依然拮抗

ハリス副大統領とトランプ氏の支持率

2024年8月4日～9月22日、週次



米大統領選挙に向けた主な日程

7/15-18

共和党大会
(トランプ氏スピーチ 副大統領の指名)

7/21

バイデン大統領が選挙戦から撤退を表明

8/19-22

民主党大会
(ハリス氏が大統領候補としての指名を受託)

9/10

第2回大統領候補者テレビ討論会

11/5

大統領選挙の投開票

2025/1/20

大統領就任式

(出所) 各種報道をもとに東京海上アセットマネジメント作成

米国～大統領選挙（２）

第2回大統領候補テレビ討論会では、ハリス副大統領に軍配

第2回大統領候補テレビ討論会での候補者の主な発言内容

ハリス副大統領	トランプ前大統領
中間層と労働者を引き上げるための計画を持っているのは私だけだ	インフレは国を崩壊させるもので、おそらくアメリカ史上最悪だ
トランプ氏の経済政策は富裕層や大企業に減税策を提供することだ	何百万人もの犯罪者やテロリスト、麻薬の売人たちが入国することを許した
トランプ氏は安全保障と外交政策に弱く、間違っている	オハイオ州の移民は、ペットの犬や猫を食べている
私たちが行ったのは、トランプ氏が残した混乱を片付けることだ	米国史上、最悪の大統領と最悪の副大統領だ



<討論会でどちらが勝ったか（米CNN調査テレビ調査）>

63%

ハリス副大統領

37%

トランプ前大統領

（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

米国～大統領選挙（3）

大統領選挙でトランプ氏が勝利した場合、金融市場の反応は2016年と同様に株高、金利上昇の可能性

2016年（前回トランプ氏勝利時）のマーケット動向

2016年1月4日～2017年12月29日、日次



トランプ氏が当選した場合のシナリオ

経済政策	・<u>所得税減税の延長や法人税率の再引き下げ</u>を実施する可能性（2016年と同様、株高で反応か） ・保護貿易主義へ更に傾斜し、中国以外にも関税を課す可能性
金融政策	・FRBの独立性を軽視し、<u>利下げなど金融緩和を要請</u>する可能性 ・<u>FRB議長及び副議長の交代</u>を求める可能性
外交	・<u>ウクライナ支援を停止</u>する可能性（ロシアがウクライナに勝利した場合、欧州の地政学リスクが高まる可能性） ・中東情勢を巡っては、<u>イスラエル支援を強め、イランを刺激</u>する恐れも。地政学リスク（イランによるホルムズ海峡の封鎖等）が高まれば、原油価格が上昇する可能性

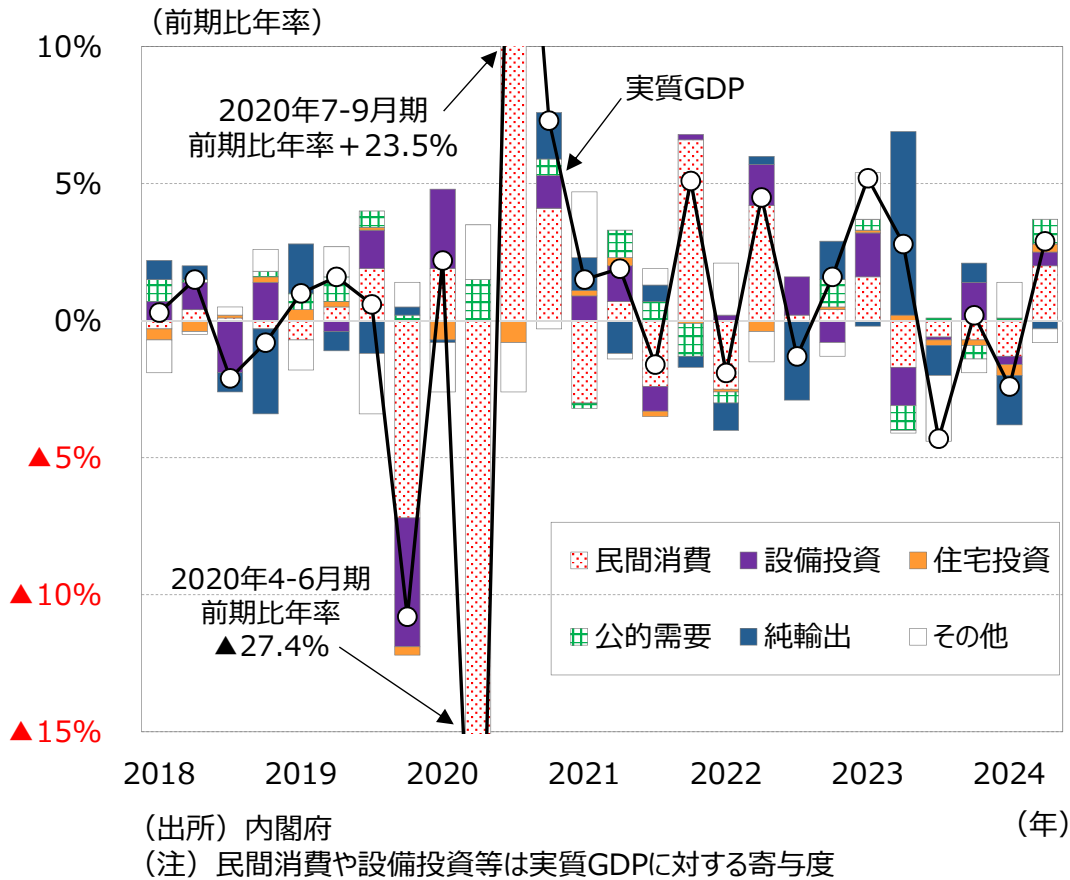
（出所）各種報道をもとに東京海上アセットマネジメント作成

日本～実質GDP成長率

2024年4-6月期の実質GDP（2次速報値）は前期比年率+2.9%と、2四半期ぶりのプラス成長。1-3月期の大手自動車メーカー認証不正問題に伴う自動車の生産・出荷停止が解消したことで、民間消費や設備投資などがプラス転換

実質GDP成長率の推移

2018年1-3月期～2024年4-6月期、四半期



需要項目別の伸びと寄与度

	2024年4-6月期	
	2次速報値	1次速報値
実質GDP	+0.7%	+0.8%
(前期比年率)	+2.9%	+3.1%
国内需要	+0.8%	+0.9%
(寄与度)	(+0.8%)	(+0.9%)
民間需要	+0.7%	+0.8%
(寄与度)	(+0.6%)	(+0.6%)
民間消費	+0.9%	+1.0%
住宅投資	+1.7%	+1.6%
設備投資	+0.8%	+0.9%
民間在庫 (寄与度)	(▲0.1%)	(▲0.1%)
公的需要	+0.8%	+0.9%
(寄与度)	(+0.2%)	(+0.2%)
政府支出	+0.1%	+0.1%
公的固定資本形成	+4.1%	+4.5%
外需 (寄与度)	(▲0.1%)	(▲0.1%)
財・サービスの輸出	+1.5%	+1.4%
財・サービスの輸入	+1.7%	+1.7%
名目GDP	+1.8%	+1.8%

(出所) 内閣府公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

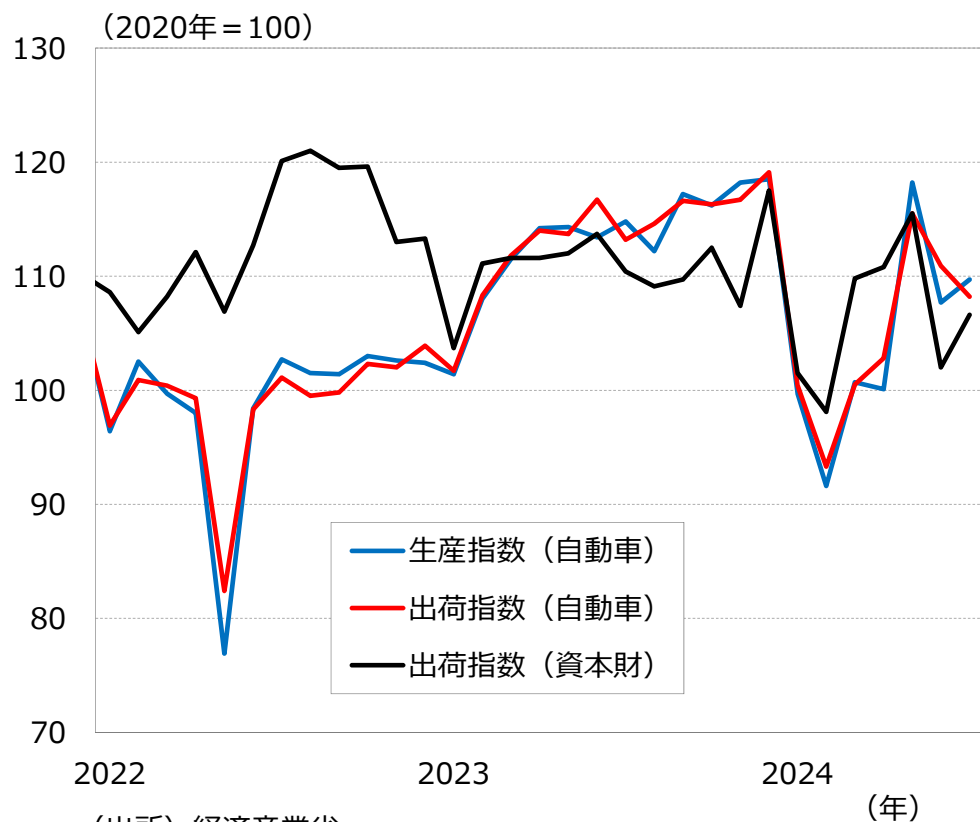
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

日本～大手自動車メーカーの認証不正問題の影響

大手自動車メーカーの認証不正問題に伴う生産・出荷の停止の影響により1月、2月は大幅なマイナスも、その後は生産・出荷が再開され、自動車販売は反発。一方、輸出は海外経済の減速などから伸び悩み

自動車の生産指数、出荷指数の推移

2022年1月～2024年7月、月次

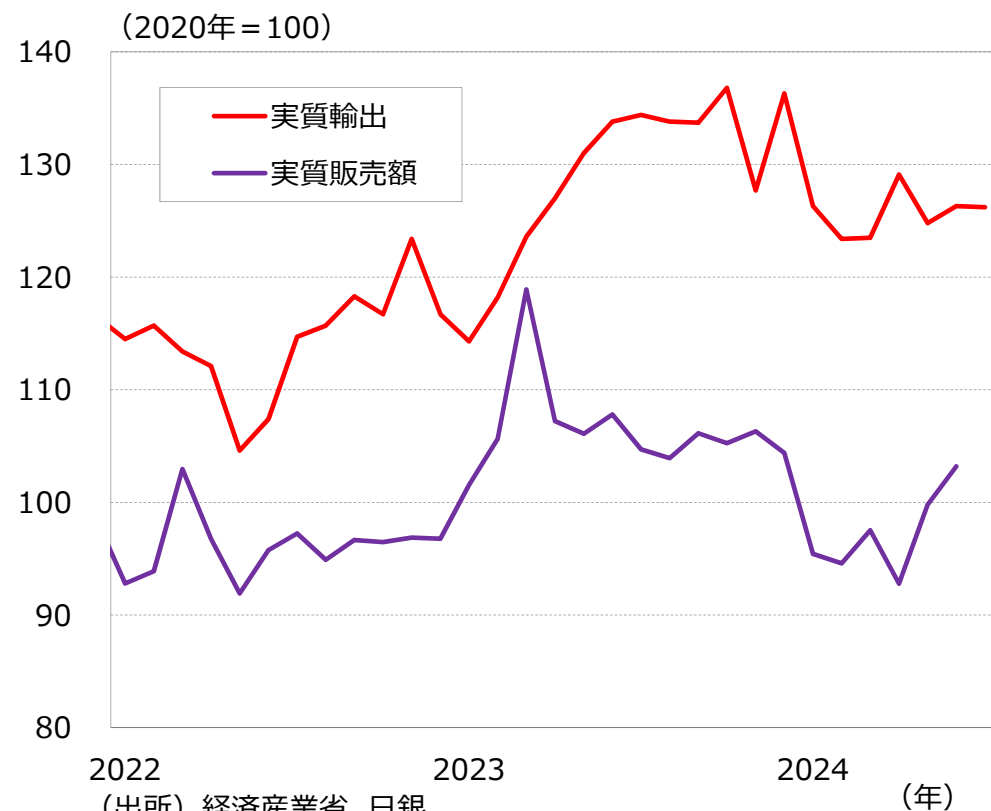


(出所) 経済産業省

(注) 資本財の出荷指数は設備投資動向を示す

自動車の販売額、輸出の推移

2022年1月～2024年7月、月次



(出所) 経済産業省、日銀

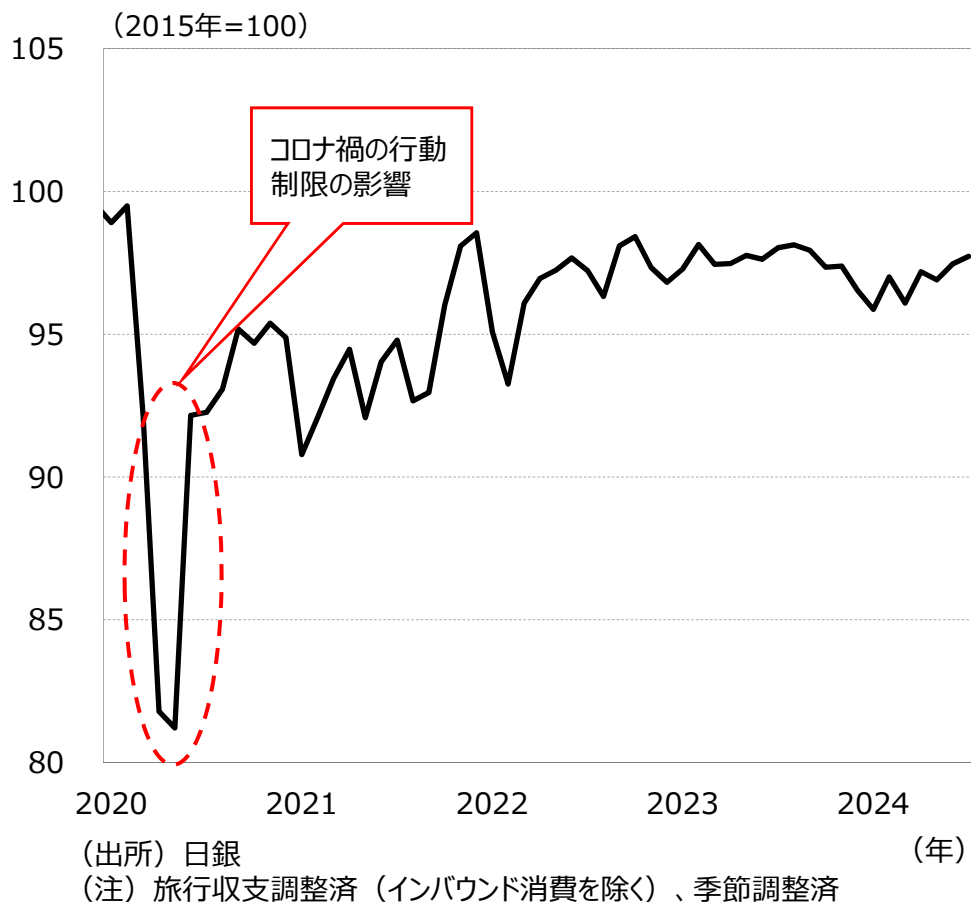
(注) 実質販売額は消費者物価指数 (うち、自動車) で実質化
実質販売額は2024年6月までのデータ

日本～個人消費

個人消費は一部に弱さがみられるものの、総じてみれば持ち直している。物価高により食料品や衣類などの非耐久財消費が弱めの動きが続いている一方で、認証不正問題の影響が緩和したことで自動車などの耐久財消費は回復

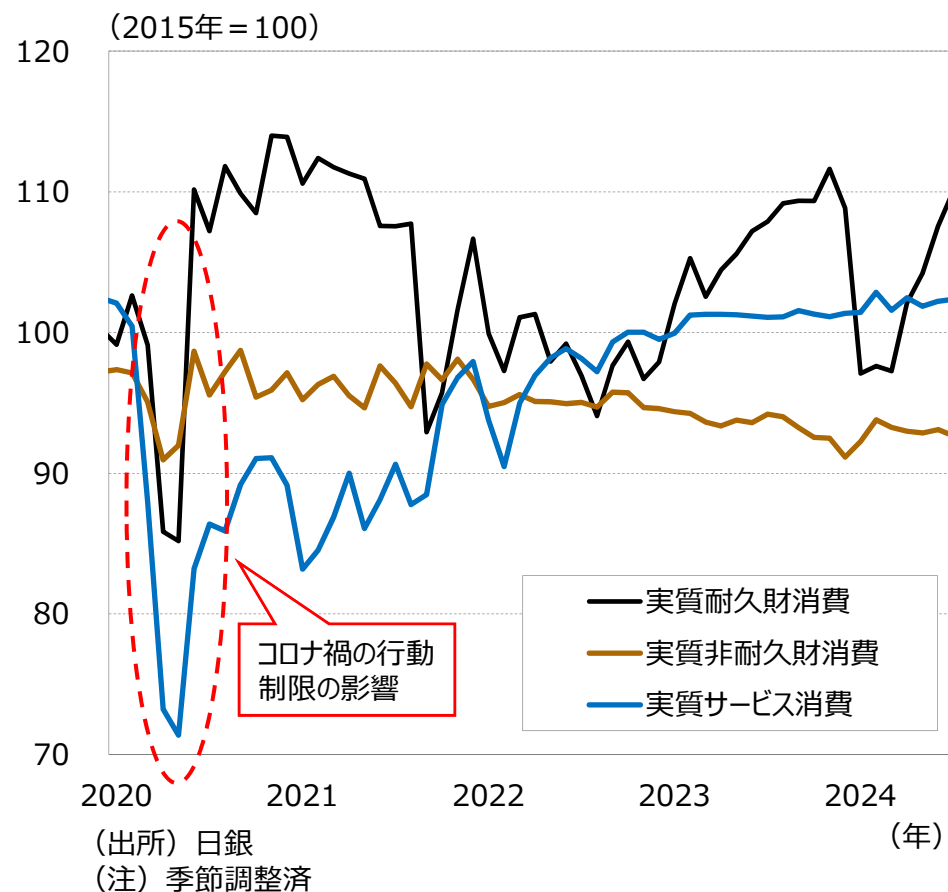
実質消費活動指数の推移

2020年1月～2024年7月、月次



実質消費活動指数の内訳

2020年1月～2024年7月、月次

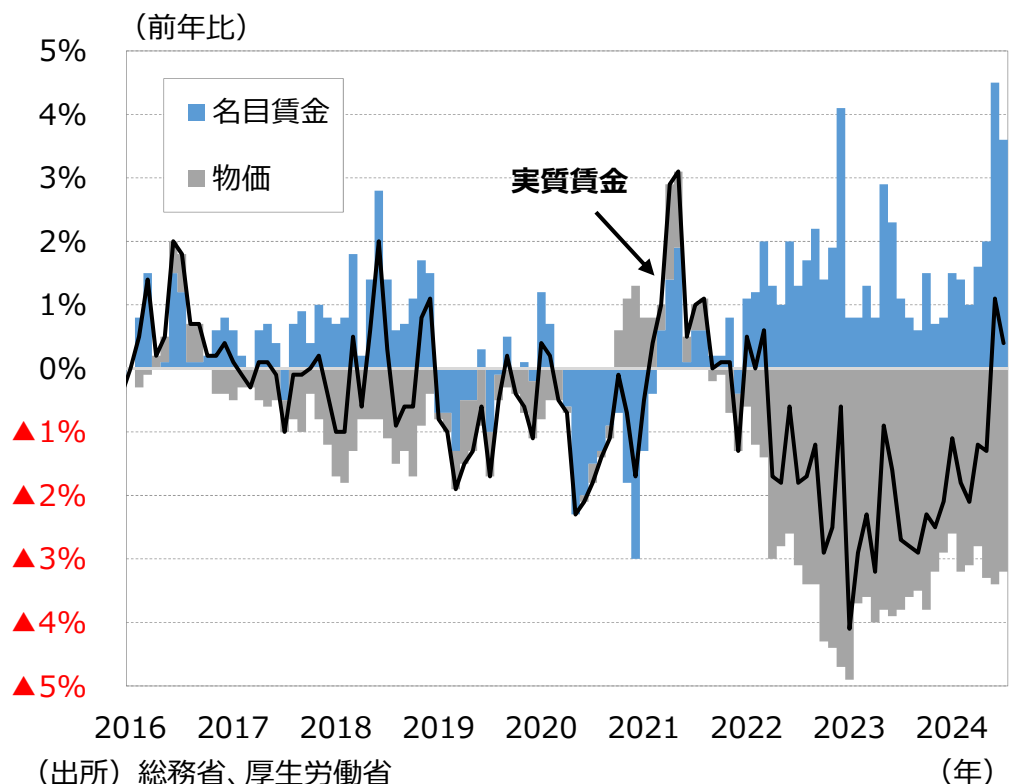


日本～消費を取り巻く環境

物価が高止まりするなか、名目賃金の増加を主因に実質賃金はプラス転換。33年ぶりの高い賃上げ率を反映して所定内給与が伸びを高めたほか、堅調な企業業績を受け賞与が上振れたことが名目賃金の押し上げに寄与

実質賃金の推移

2016年1月～2024年7月、月次



(出所) 総務省、厚生労働省

(年)

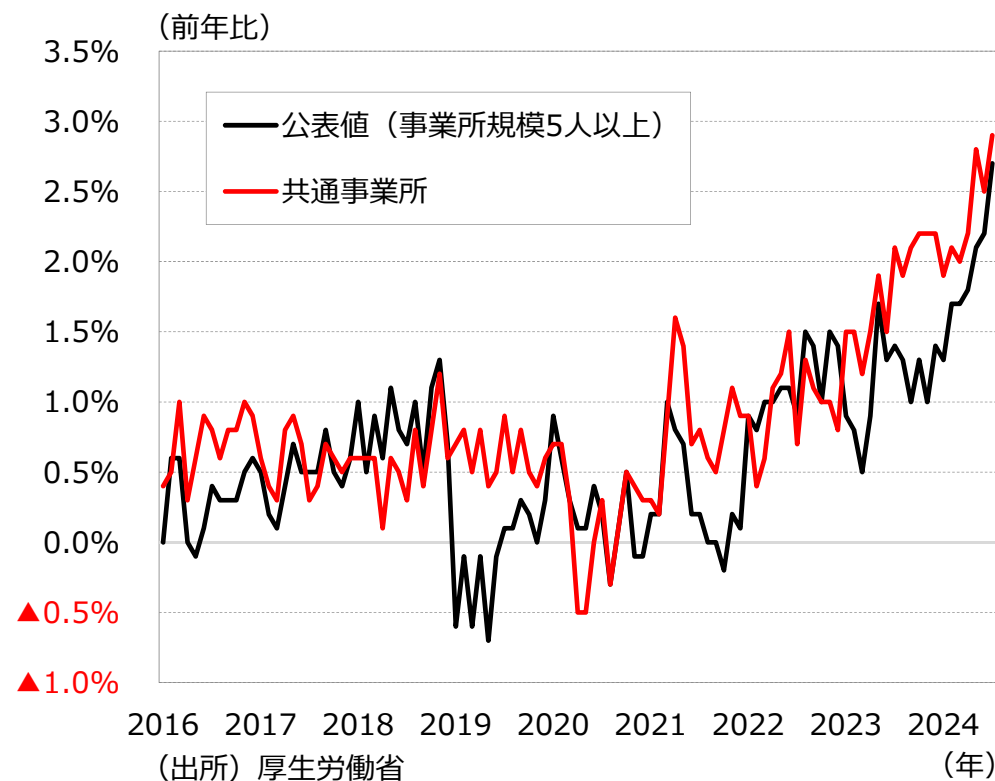
(注) 名目賃金は現金給与総額（事業所規模5人以上）

現金給与総額は所定内給与、所定外給与、きまって支給する給与（賞与等）の合計

物価は消費者物価の総合（前年比）の逆目盛り

所定内給与の推移

2016年1月～2024年7月、月次



(出所) 厚生労働省

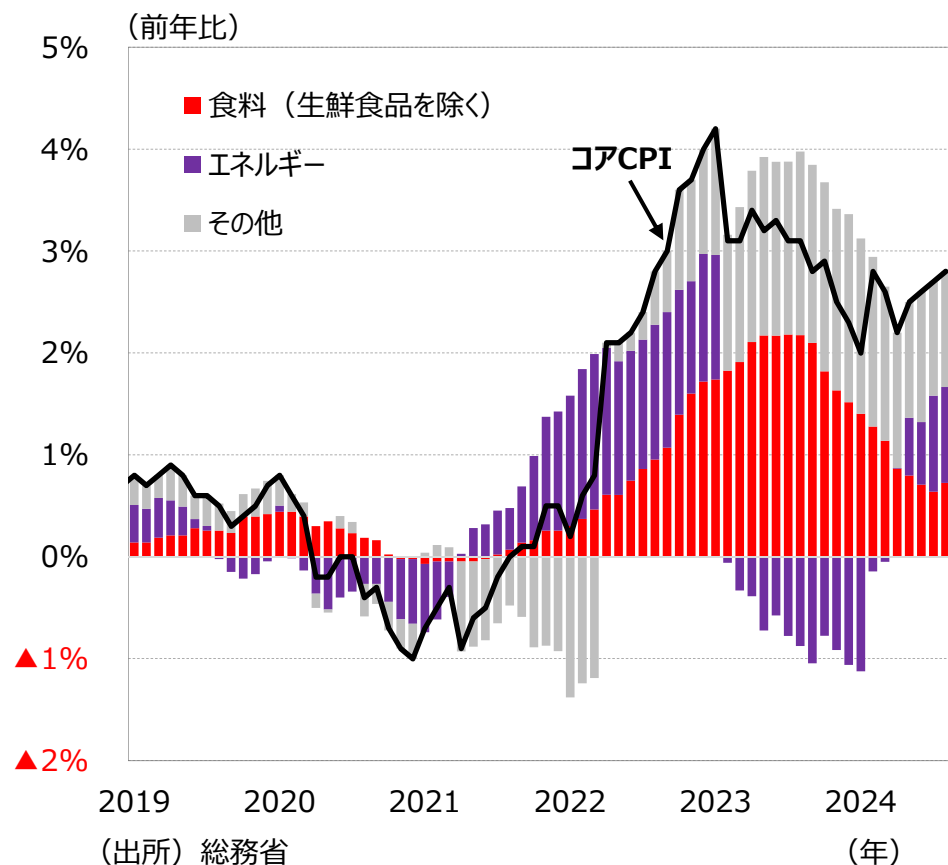
(年)

日本～物価（１）

8月のコアCPI上昇率は前年比+2.8%と、日銀が掲げる物価安定の目標である2%を上回る状況が継続。もっとも、円高進行により輸入物価上昇率は鈍化しており、今後コアCPIの下押しに作用することが見込まれる

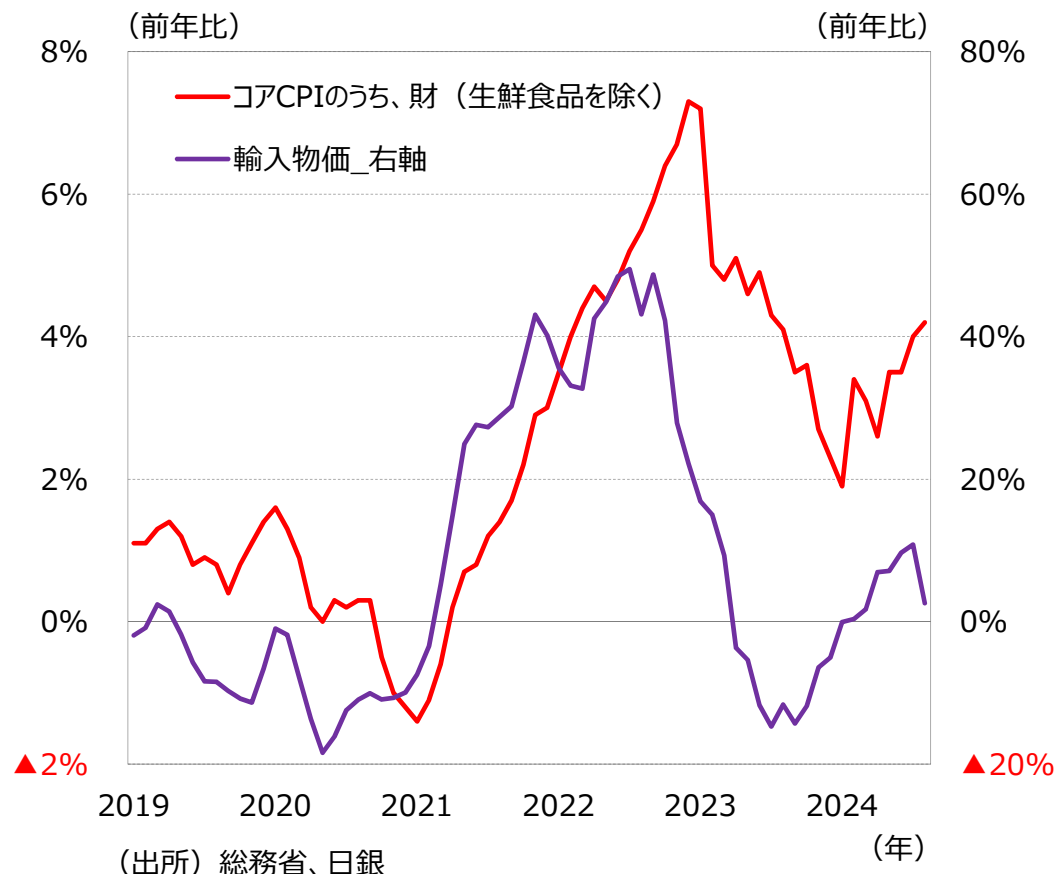
コアCPIの推移

2019年1月～2024年8月、月次



輸入物価と財価格（CPI）

2019年1月～2024年8月、月次

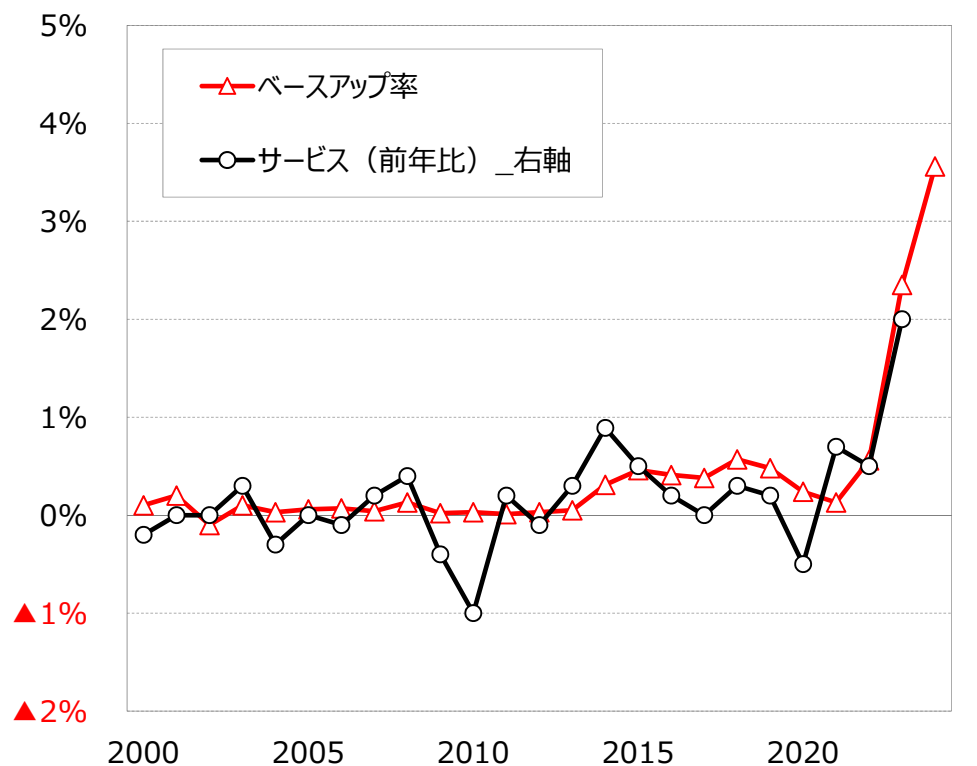


日本～物価（２）

今後、賃金の増加→個人消費の増加→サービス価格の上昇といった「賃金と物価の好循環」により、「物価安定の目標である2%」実現の確度が高まれば、日銀は追加利上げに踏み切る公算

サービス価格、春闘賃上げ率の推移

2000年～2024年、年次

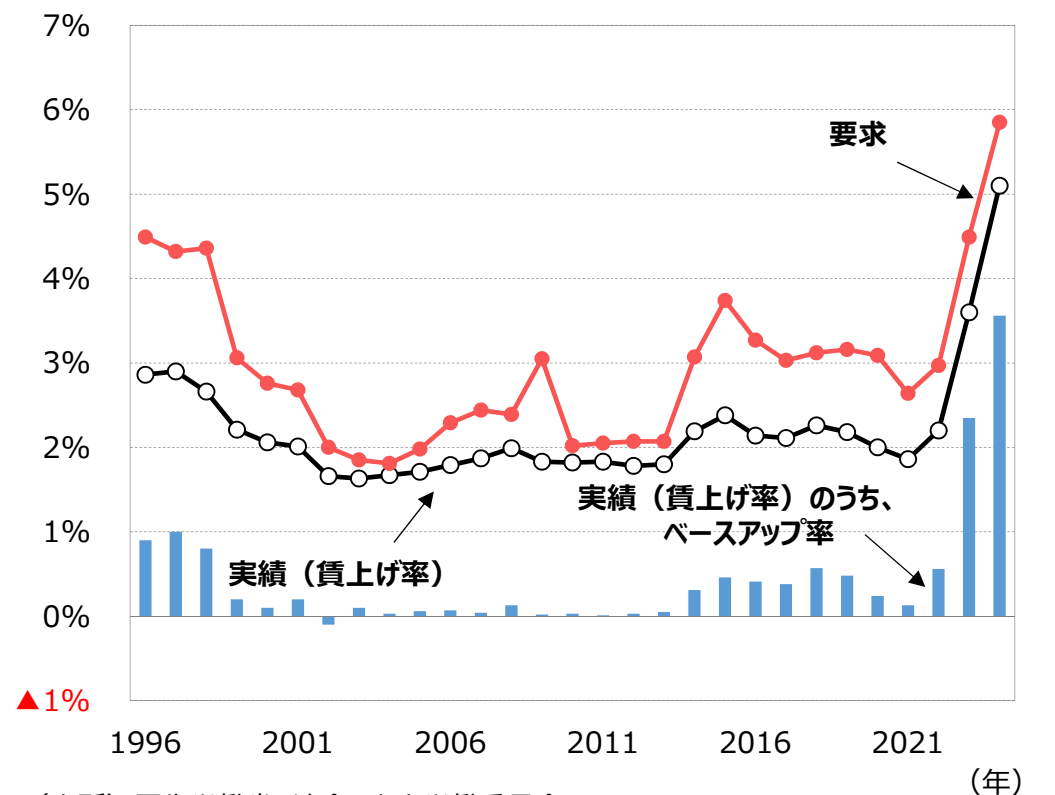


(出所) 総務省、中央労働委員会

(注) サービス価格（消費増税の影響を除く）は2023年までのデータ
2024年のベースアップ率は「第7回回答集計結果」（連合）の賃上げ分

春闘賃上げ率の推移

1996年～2024年、年次

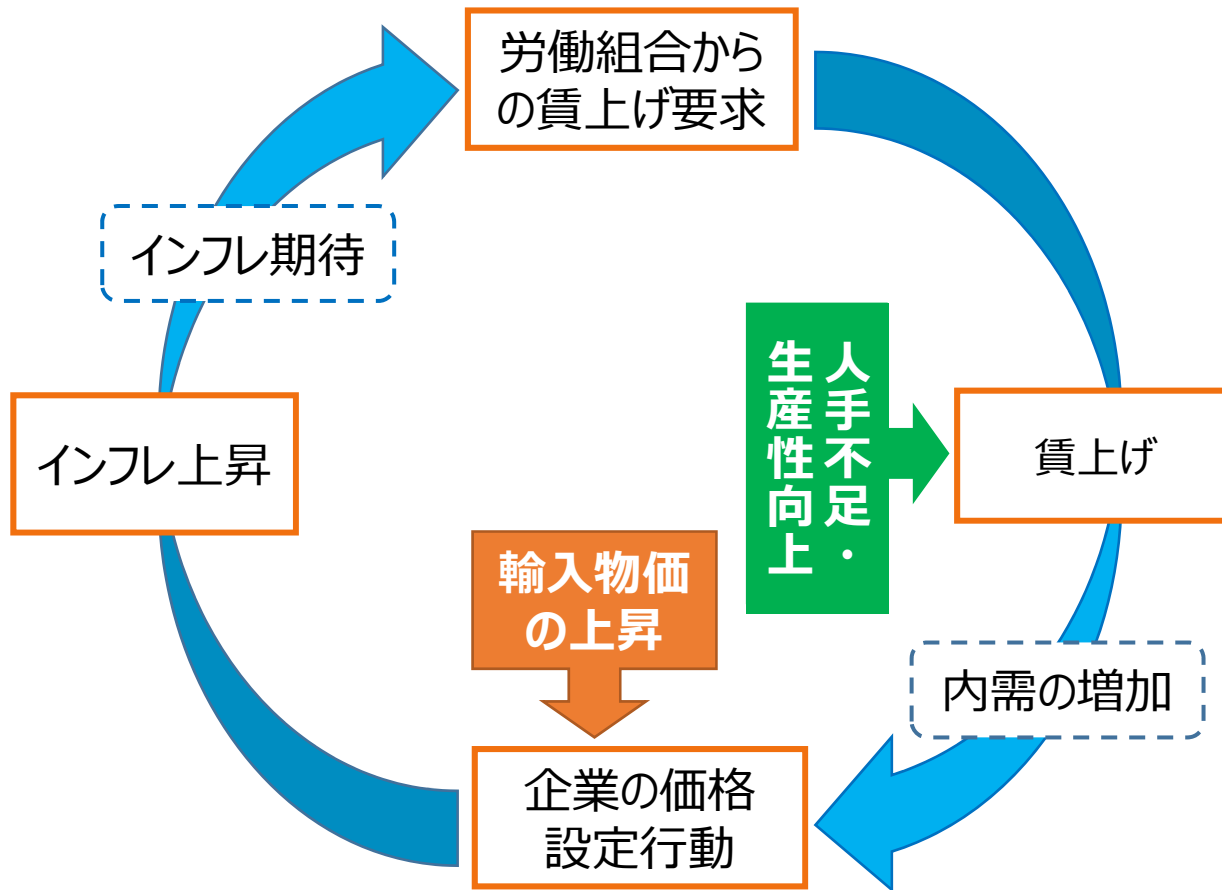


(出所) 厚生労働省、連合、中央労働委員会

(注) 賃上げ率は2023年までが「民間主要企業における春季賃上げ状況」（厚生労働省）
2024年が「第7回回答集計結果」（連合）。要求は連合公表値

(ご参考) 日本～賃金と物価の好循環のイメージ図

日銀が目指す「賃金と物価の好循環」を実現するためには、持続的な賃上げが不可欠



- 賃金と物価上昇の好循環は力強い賃上げが、内需の増加⇒企業の価格設定行動の変化⇒サービス価格の上昇⇒インフレ期待の高まりにつながる
- 「賃金と物価の好循環」を実現するには、持続的な賃上げが不可欠
- 持続的な賃上げが実現しなければ、「賃金と物価の好循環」の実現を通じて、持続的・安定的に2%を達成することは困難か

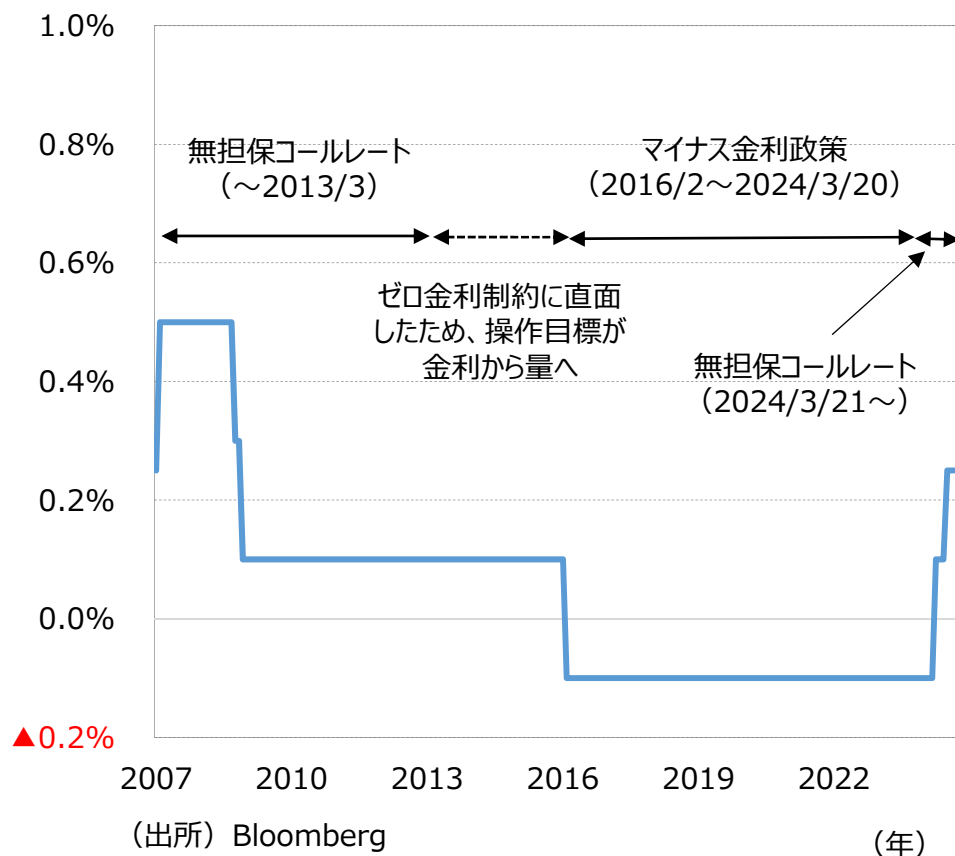
(出所) 各種報道をもとに東京海上アセットマネジメント作成

日本～金融政策（１）

日銀は9月の金融政策決定会合で、無担保コールレートを0.25%程度に据え置くことを決定。長期国債の買入れについては、7月に決定した「長期国債買入れの減額計画」に基づき、8月に4,000億円程度減額

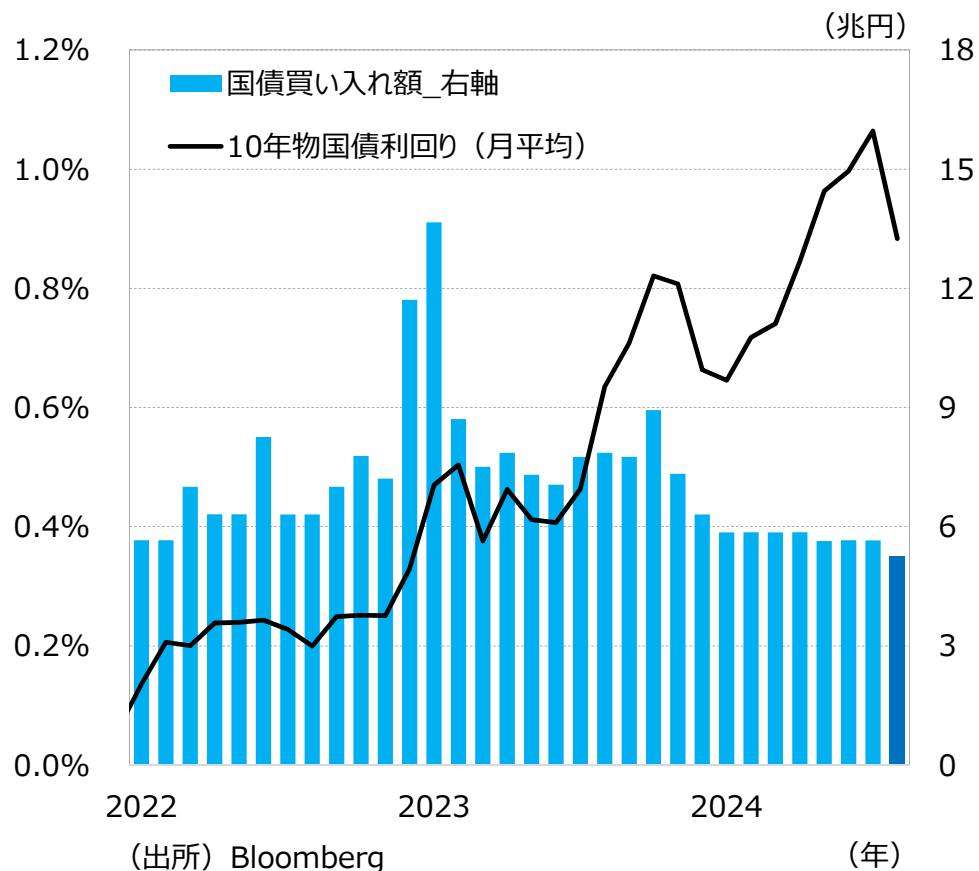
政策金利の推移

2007年1月～2024年9月、月次



日銀による国債買入れ額の推移

2022年1月～2024年8月、月次



日本～金融政策（２）

9月会合後の記者会見で植田日銀総裁は、引き続き経済・物価見通しが実現すれば、利上げを継続する方針を示す。もっとも、最近の円高進行を踏まえ、今後の利上げ時期を慎重に見極める考えを表明

植田日銀総裁の主な発言（9月会合後の記者会見）

- 無担保コール翌日物金利を0.25%程度で推移するように促す、金融市場調節方針を維持することを全員一致で決定した
- データが見通し通りに推移していけば、少しずつ利上げをしていく考え方に変わりはない
- 足元の日本経済は日銀の見通しに沿って推移している。ただ、米国経済を中心とする世界経済の不透明感、それを映した金融資本市場の動きが今後の見通しに不透明感を与えている。総合すると、ただちに見通しの確度は高まった、すぐ利上げだ、ということにはならない
- 最近の為替動向を踏まえると、円安に伴う輸入物価を受けた物価上振れリスクは相応に減少している。政策判断にあたっては、不安定な状況にある海外経済が日本経済に与える影響などを確認していく時間的余裕はある

（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

植田日銀総裁の為替を巡る発言の変化

4月26日	基調的な物価上昇率にここまでの <u>円安が、今のところ大きな影響を与えているということではない</u> （金融政策決定会合後の記者会見）
5月8日	・過去と比べると、 <u>為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある</u> ことは、意識しておく必要がある（読売国際経済談話会における講演）
6月14日	・ <u>こここのところの円安も含めて、輸入物価等に若干の再上昇の気配がみえる</u> 。今後、基調的な物価上昇の判断をする際に注視してみていきたい ・ <u>最近の円安が基調的な物価上昇率に与える影響について、常に注意している</u> （金融政策決定会合後の記者会見）
7月31日 （利上げ決定）	<u>為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある</u> 。こうした状況を踏まえ、本日の会合では <u>金融緩和の度合いを調整することが適切と判断</u> （金融政策決定会合後の記者会見）
9月20日	・最近の為替動向を踏まえると、 <u>円安に伴う輸入物価を受けた物価上振れリスクは相応に減少している</u> ・ <u>政策判断にあたっては、不安定な状況にある海外経済が日本経済に与える影響などを確認していく時間的余裕はある</u> （金融政策決定会合後の記者会見）

（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

日本～金融政策（3）

日銀による追加利上げとFRBによる利下げへの思惑から、日米金利差は縮小。為替市場では、日米金利差の縮小などを背景に円高米ドル安が進行

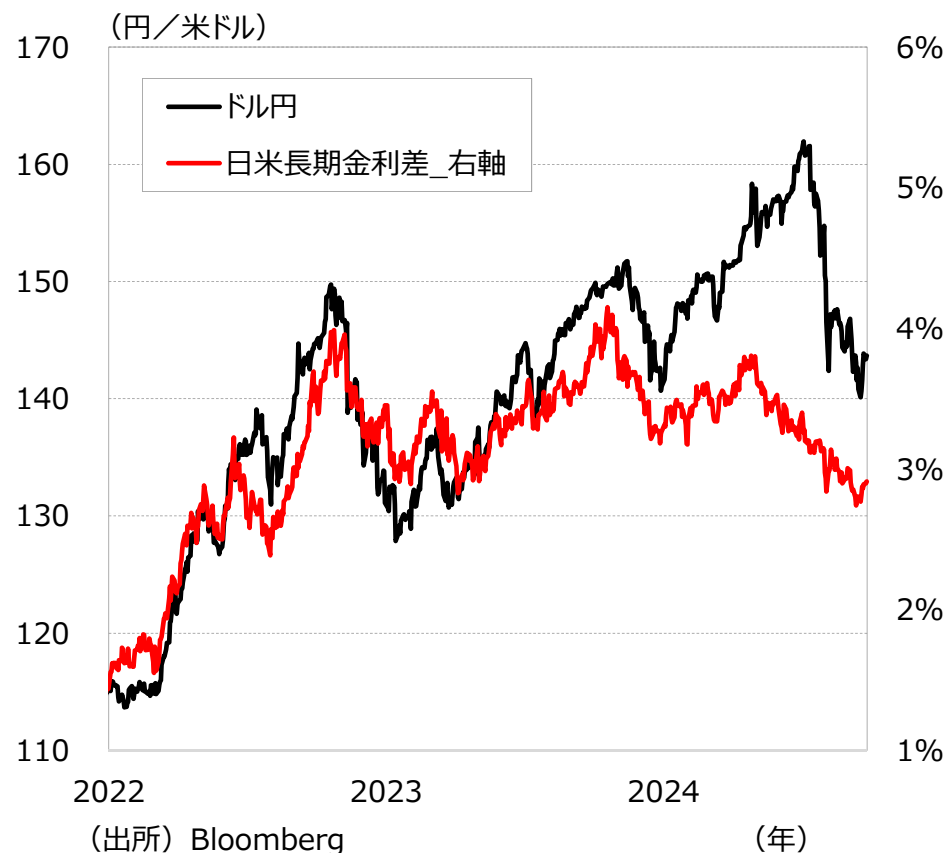
日米10年国債利回りの推移

2022年1月1日～2024年9月24日、日次



日米金利差とドル円の推移

2022年1月1日～2024年9月24日、日次

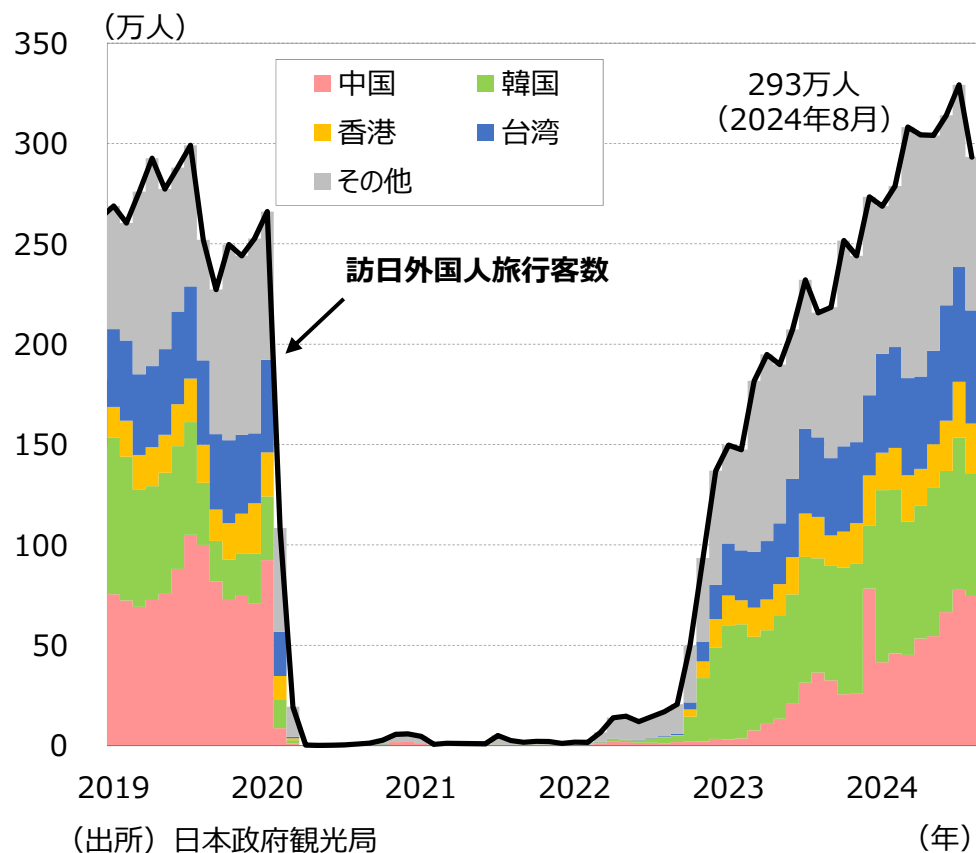


日本～訪日外国人旅行客の消費動向

訪日外国人旅行客数は増加傾向も、8月は台風による航空便の欠航の影響で6か月ぶりに300万人を下回る。
4-6月期の訪日消費は、訪日客数の増加に加え円安の影響もあり、コロナ禍前を大きく上回る水準に

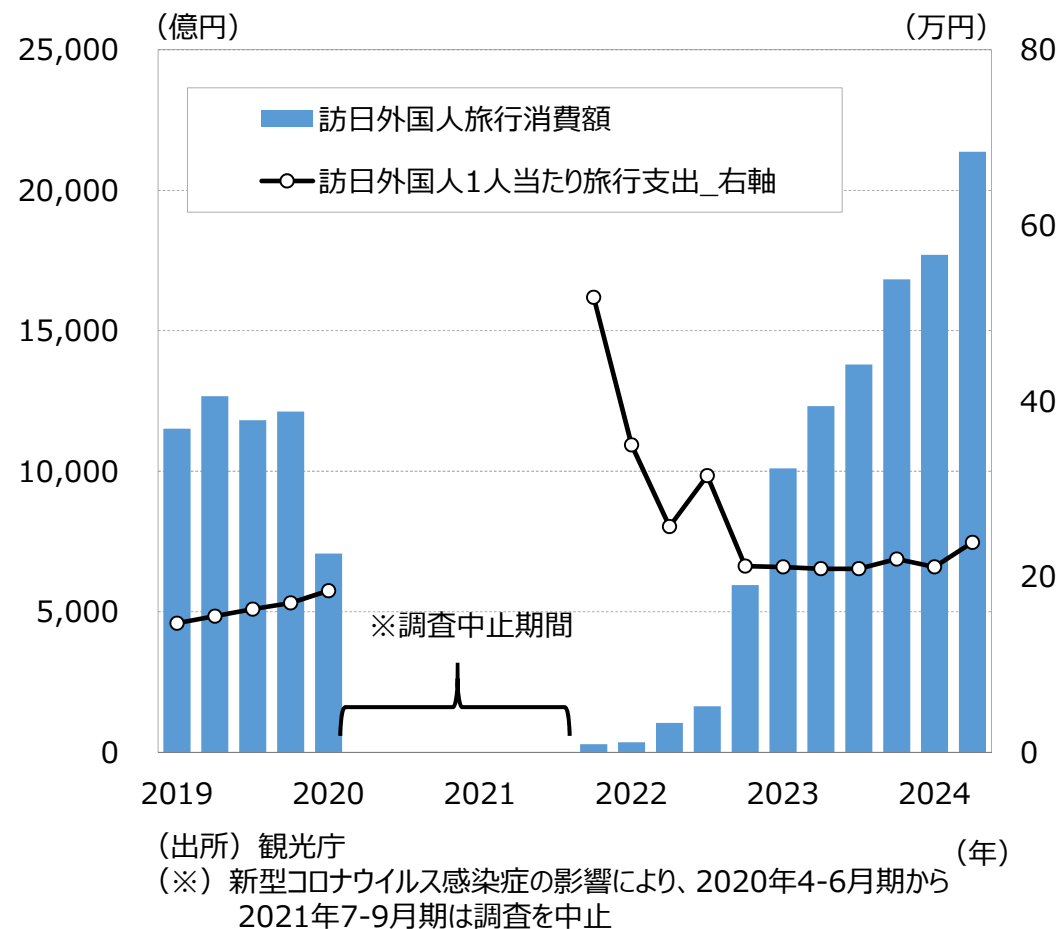
訪日外国人旅行客数の推移

2019年1月～2024年8月、月次



訪日外国人旅行消費額の推移

2019年1-3月期～2024年4-6月期、四半期

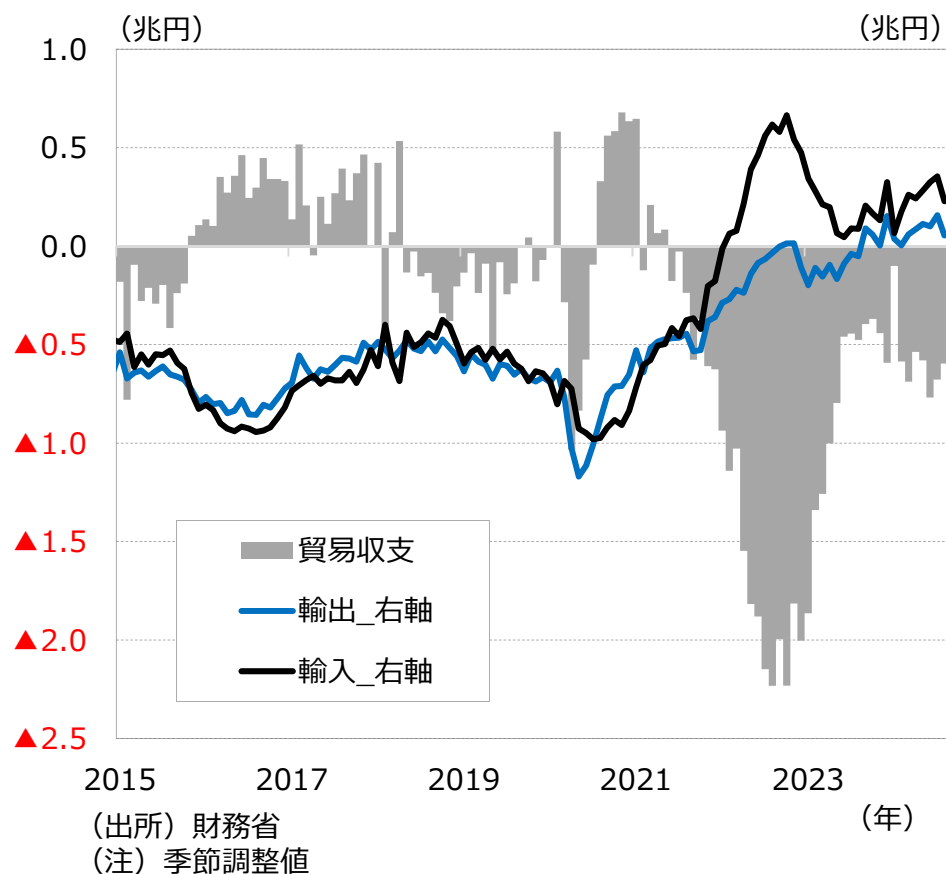


日本～輸出入の動向

資源（原油など）価格下落や円高に伴う輸入の減少により、貿易赤字は縮小する公算。もっとも、海外経済の減速が続くなか、円高による下押し圧力が加わることから、輸出も伸び悩む展開が予想され、貿易赤字の大幅な縮小は期待できない

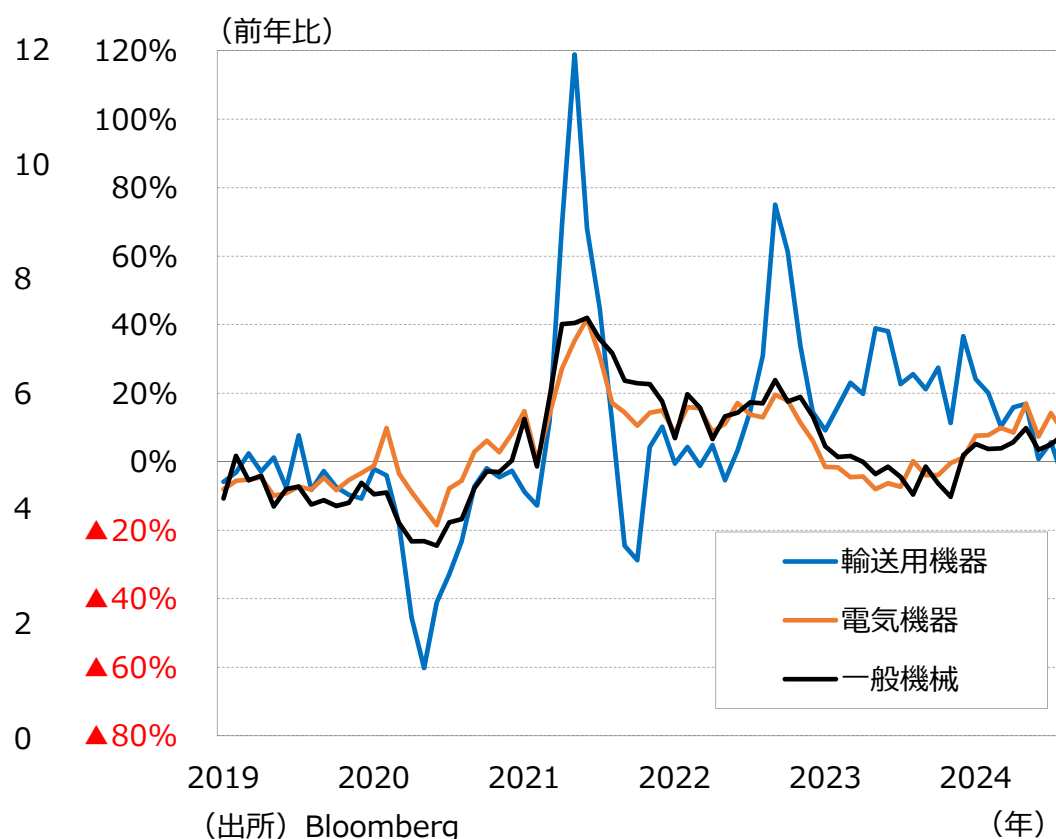
貿易収支の推移

2015年1月～2024年8月、月次



輸出金額（主要品目）の推移

2019年1月～2024年8月、月次

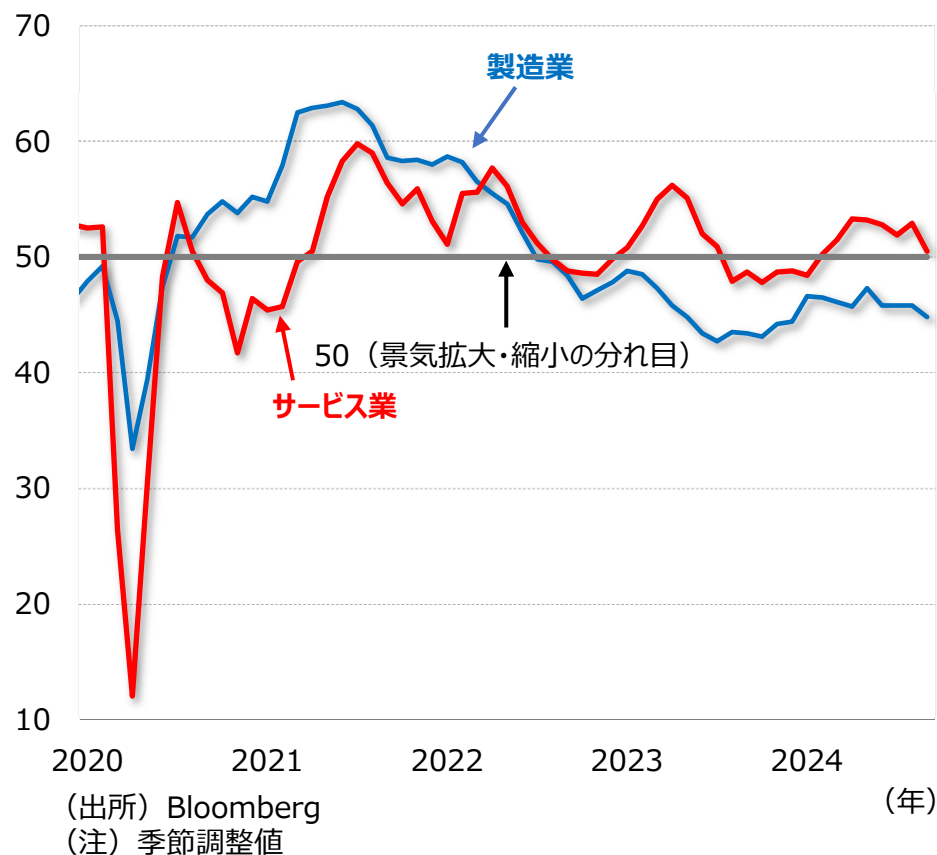


ユーロ圏～景況感と消費

ユーロ圏では中国を中心とした海外経済の減速などを背景に製造業の景況感（PMI）の低調さが目立つ。加えて、サービス業の景況感の改善も一服するなど、最近の経済指標はユーロ圏経済の停滞が継続していることを裏付ける内容

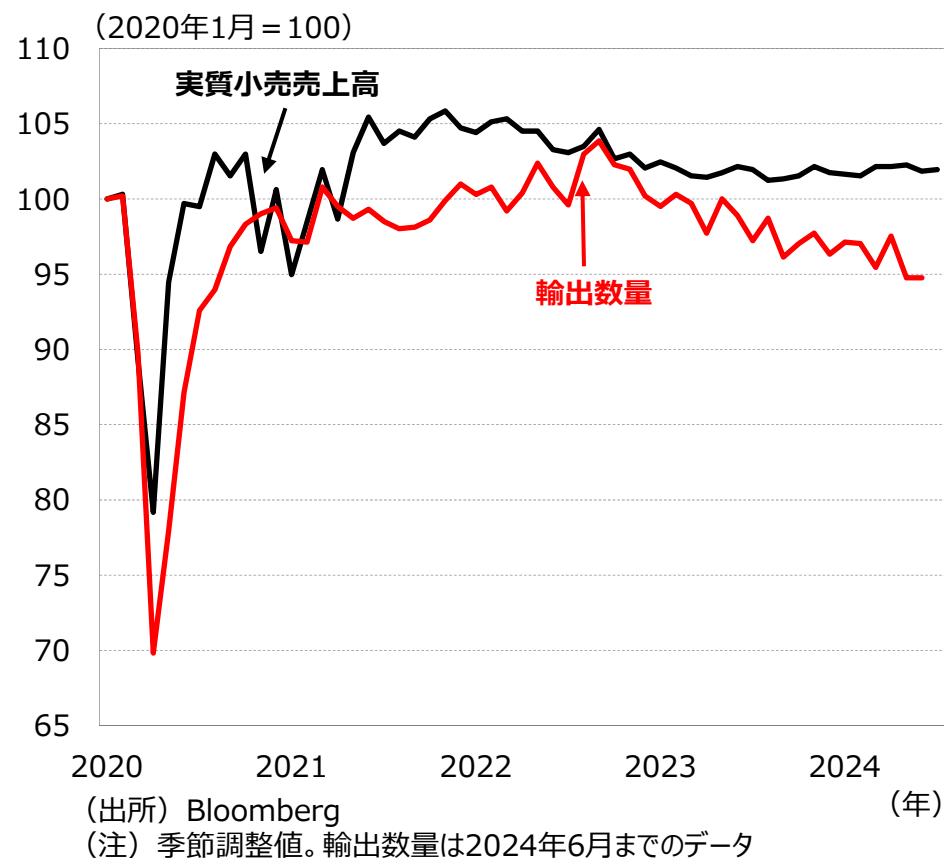
PMI（購買担当者景気指数）の推移

2020年1月～2024年9月、月次



輸出と小売売上高の推移

2020年1月～2024年7月、月次

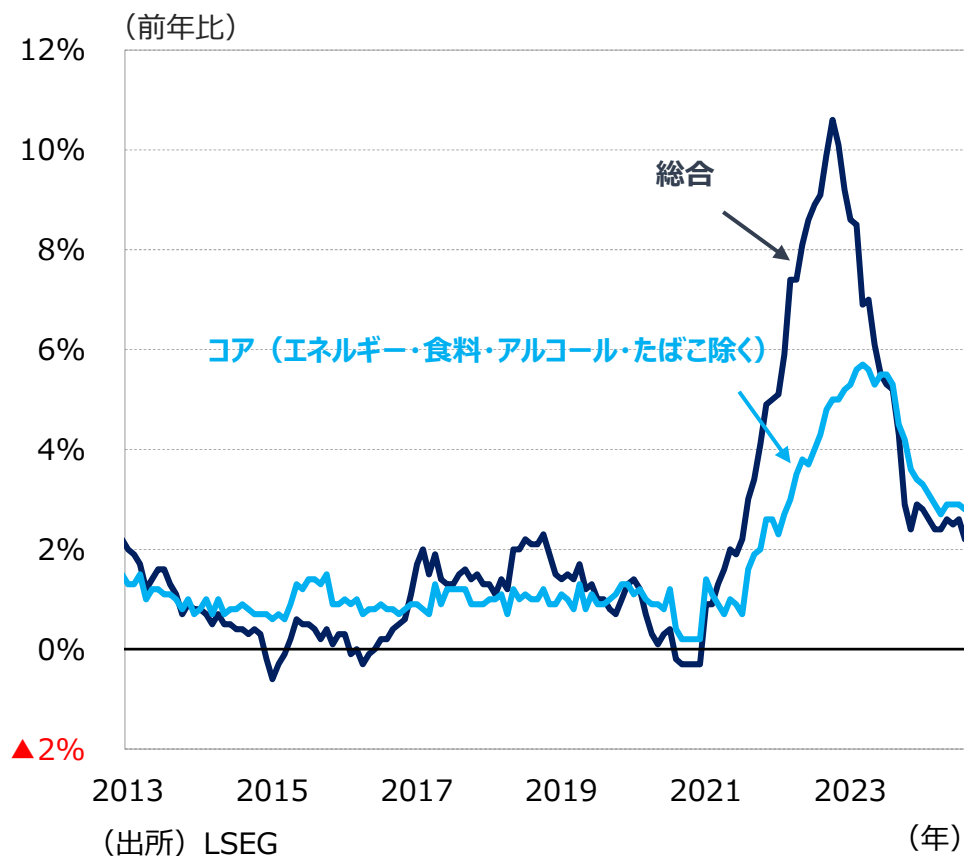


ユーロ圏～物価を取り巻く環境

消費者物価（コア）上昇率は2%台後半で高止まりしており、サービス分野に根強いインフレ圧力が残存。
失業率が低水準にあるなか、賃金の高止まりがインフレの押し上げ要因に

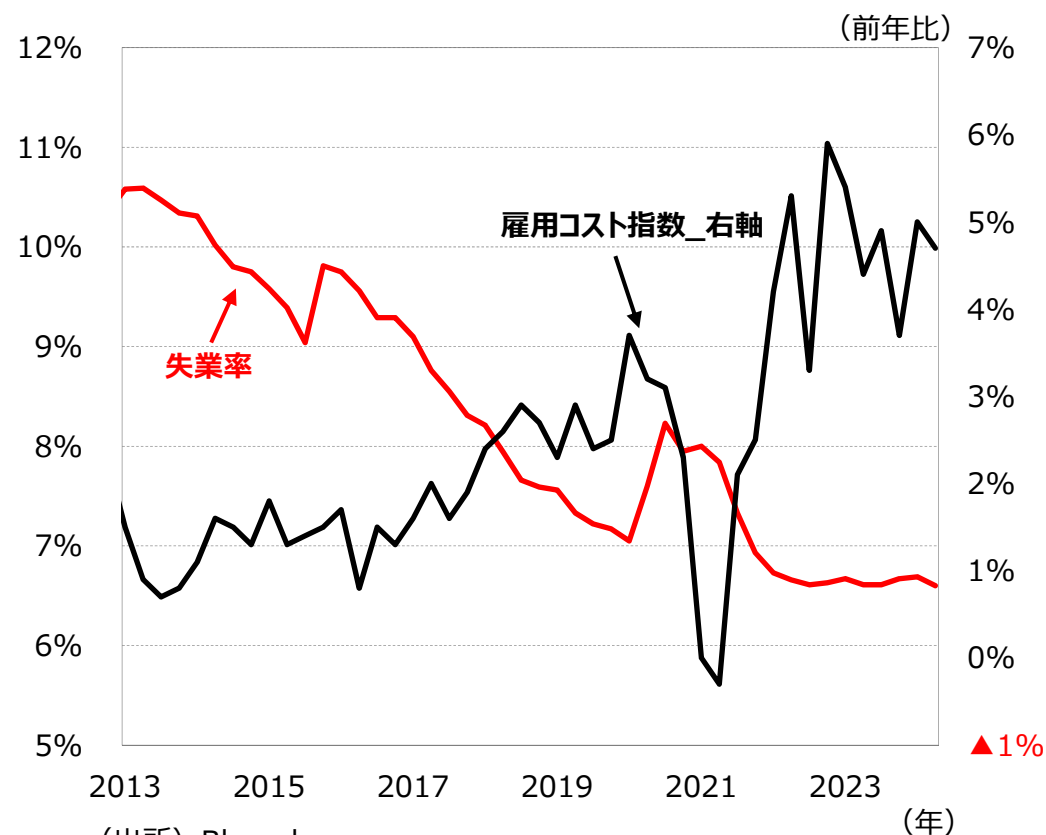
消費者物価の推移

2013年1月～2024年8月、月次



失業率と雇用コスト指数の推移

2013年1-3月期～2024年4-6月期、四半期



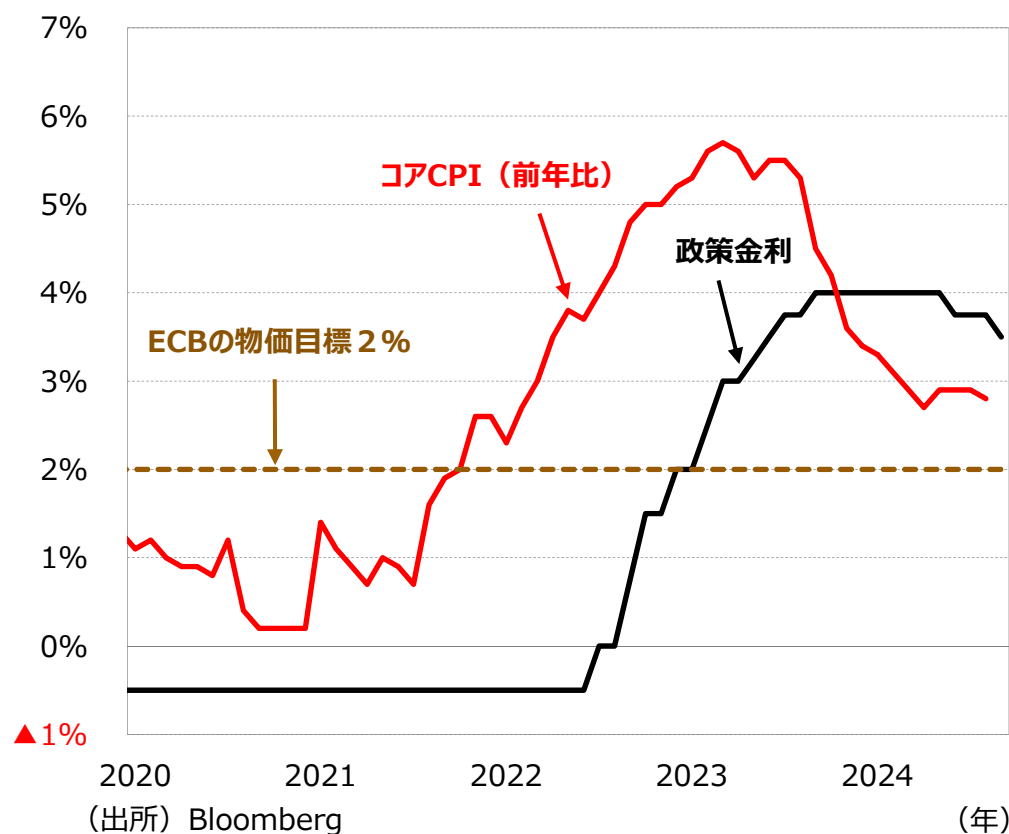
(注) 雇用コスト指数とは、従業員の労働時間あたりの報酬・賃金や給与・福利厚生等を指数化したもの

ユーロ圏～金融政策

ECBが9月に開催した理事会において、6月会合に続き0.25%の利下げが決定され、預金ファシリティ金利は3.50%へ引き下げられた。ラガルドECB総裁は記者会見で10月会合での利下げの可能性については明言せず。市場は12月の利下げを予想

ECBの主要政策金利

2020年1月～2024年9月、月次



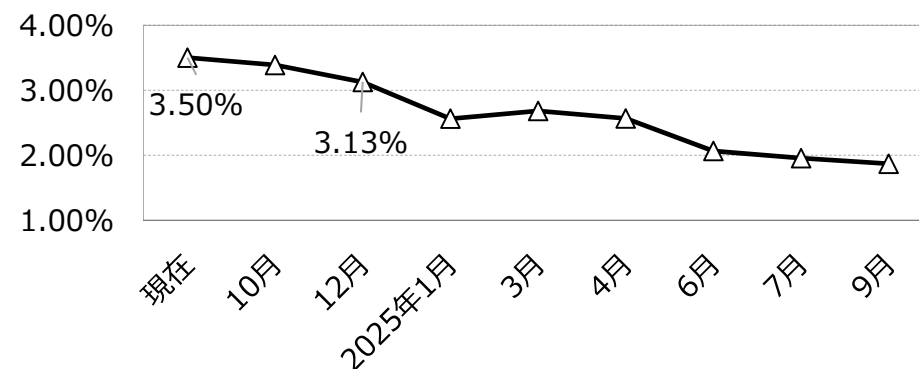
ラガルドECB総裁の主な発言内容 (会合後の記者会見)

- (インフレ見通しなどに照らして) 金融引き締め具合を緩める一段の措置が適切となった
- (10月会合での利下げの有無について) データ次第。進む方向は明確だが、順序も規模も未定

(出所) 各種公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

OIS金利先物市場が織り込む政策金利水準

2024年9月24日時点



(出所) Bloomberg

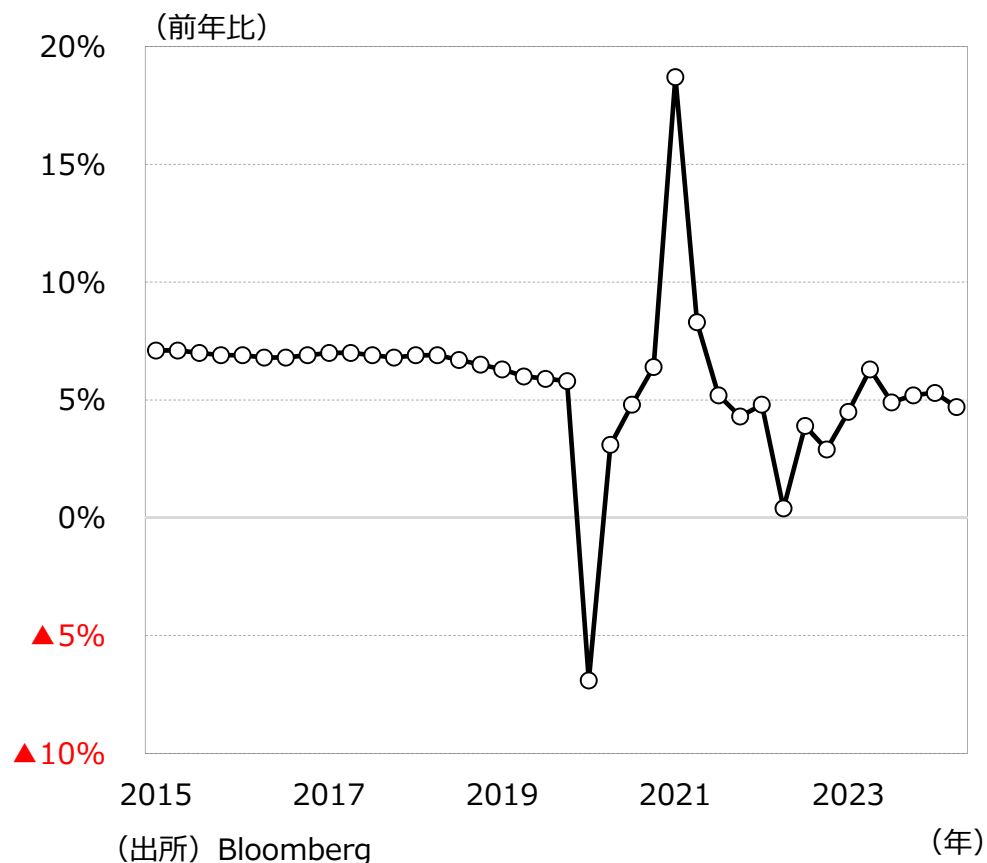
(注) 預金ファシリティ金利

中国～実質GDP成長率

2024年4-6月期の実質GDPは前年比+4.7%と政府目標の「+5%前後」を下回る。一方、PMIは海外経済の減速や、個人消費を中心とした内需の低迷を反映して、景気拡大・縮小の分かれ目である50近傍での推移が続く

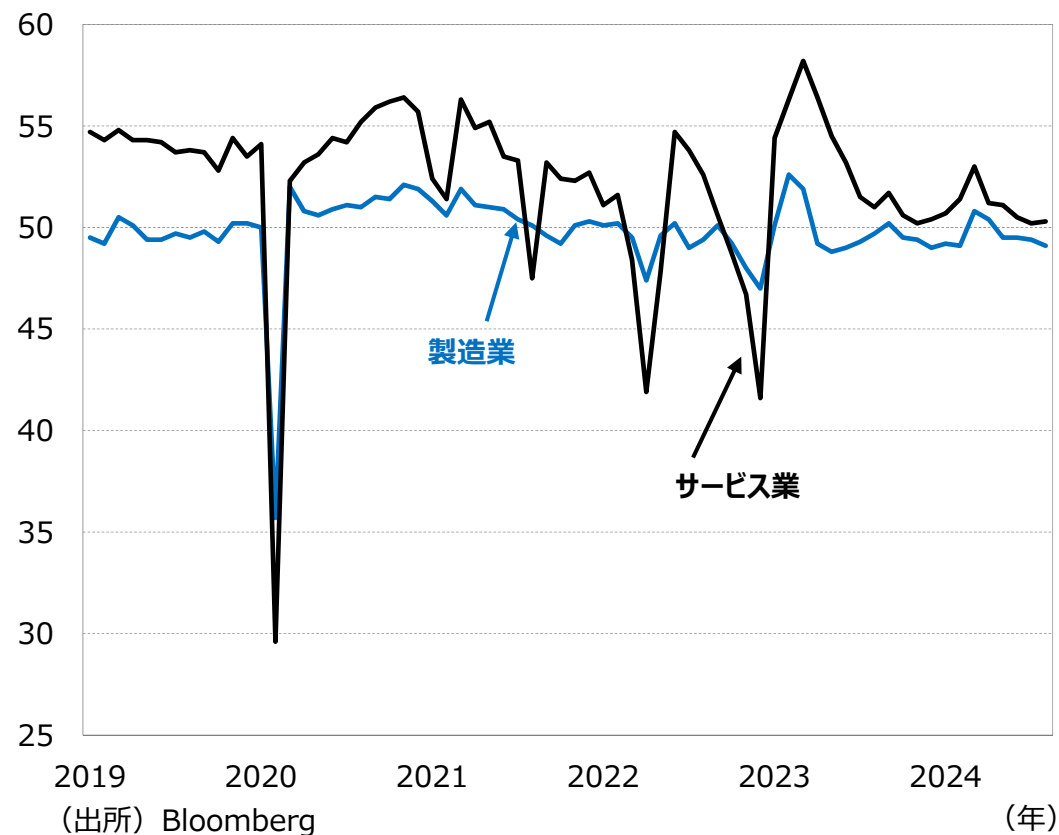
実質GDP成長率の推移

2015年1-3月期～2024年4-6月期、四半期



PMI（購買担当者景気指数）の推移

2019年1月～2024年8月、月次

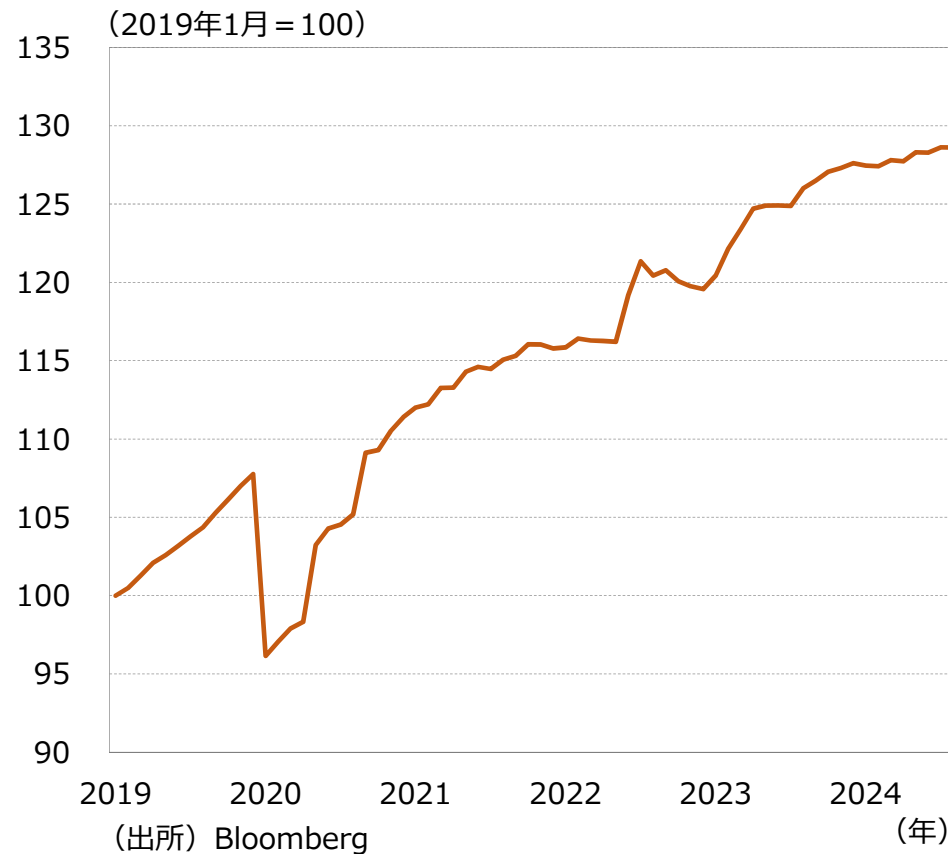


中国～個人消費

若年層の就職難などを背景に消費者マインドが冷え込んでおり、個人消費の低迷が続く。政府は3月に、自動車や家電などの消費財の買い換え促進策を打ち出したものの、追加の刺激策が急務との見方も

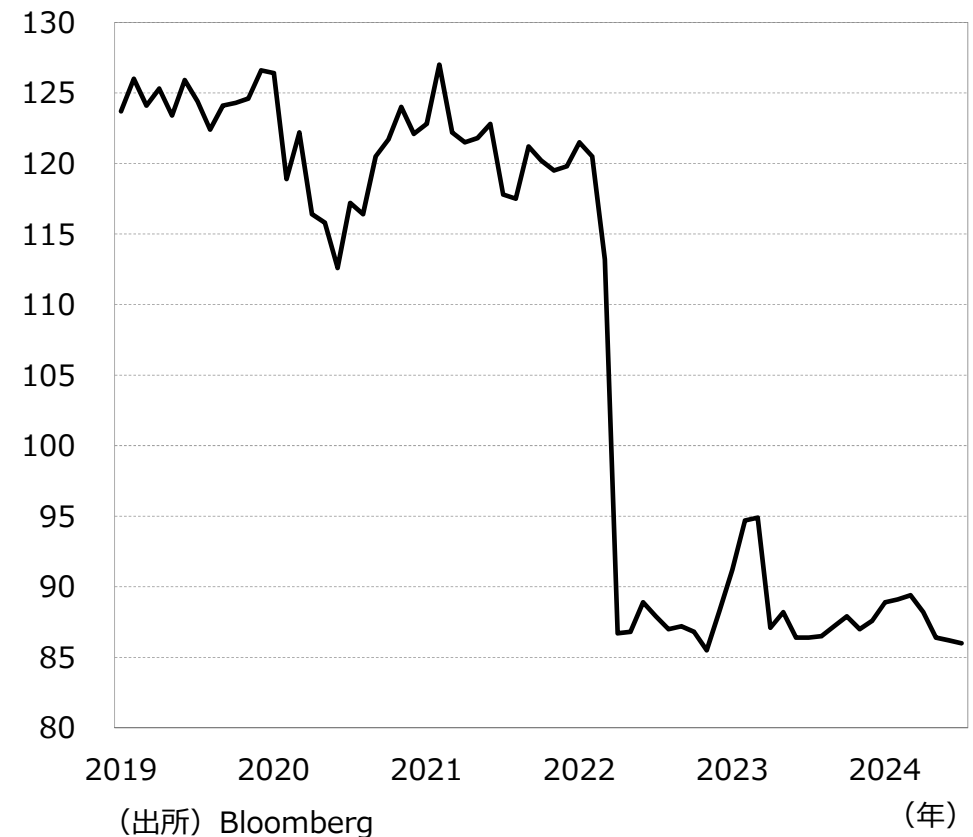
小売売上高の推移

2019年1月～2024年8月、月次



消費者信頼感指数の推移

2019年1月～2024年7月、月次



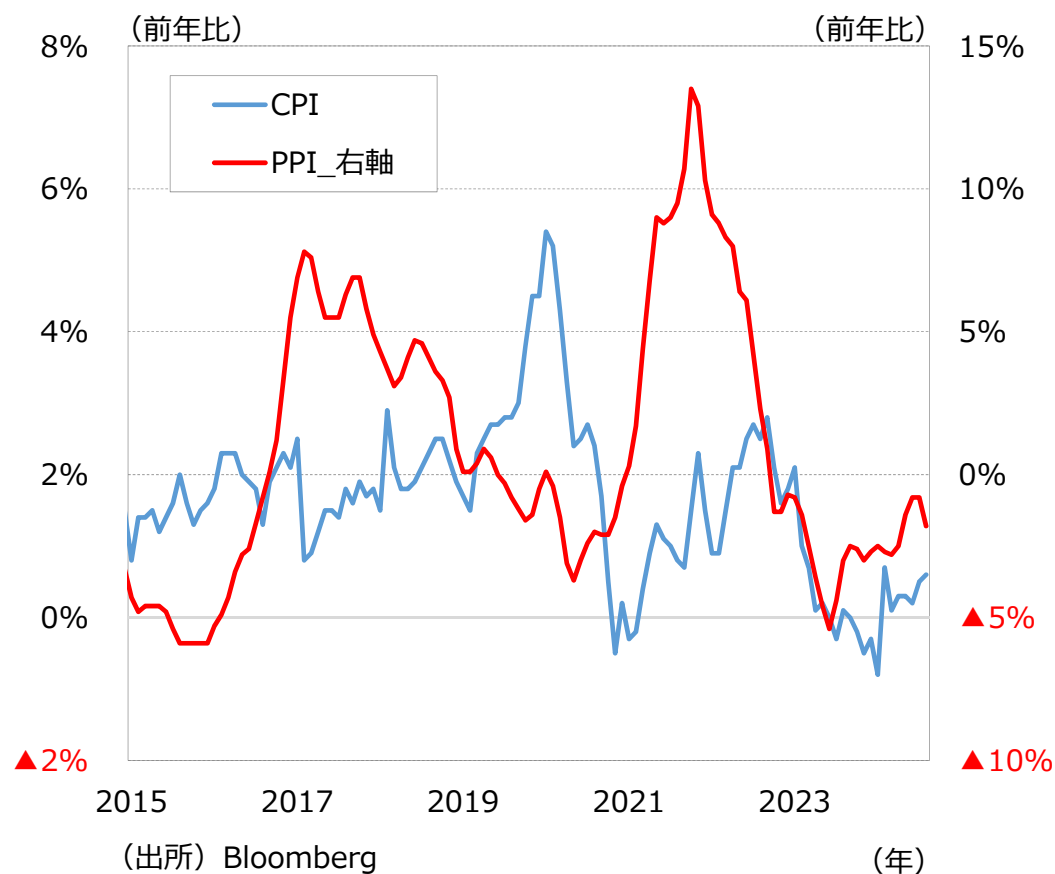
中国～物価情勢

個人消費の弱さを背景にPPI ※、CPIの伸びは低位で推移。特に、中古住宅価格の下落に歯止めがかからず、当面デフインフレ圧力になる可能性

(※) 卸売物価指数

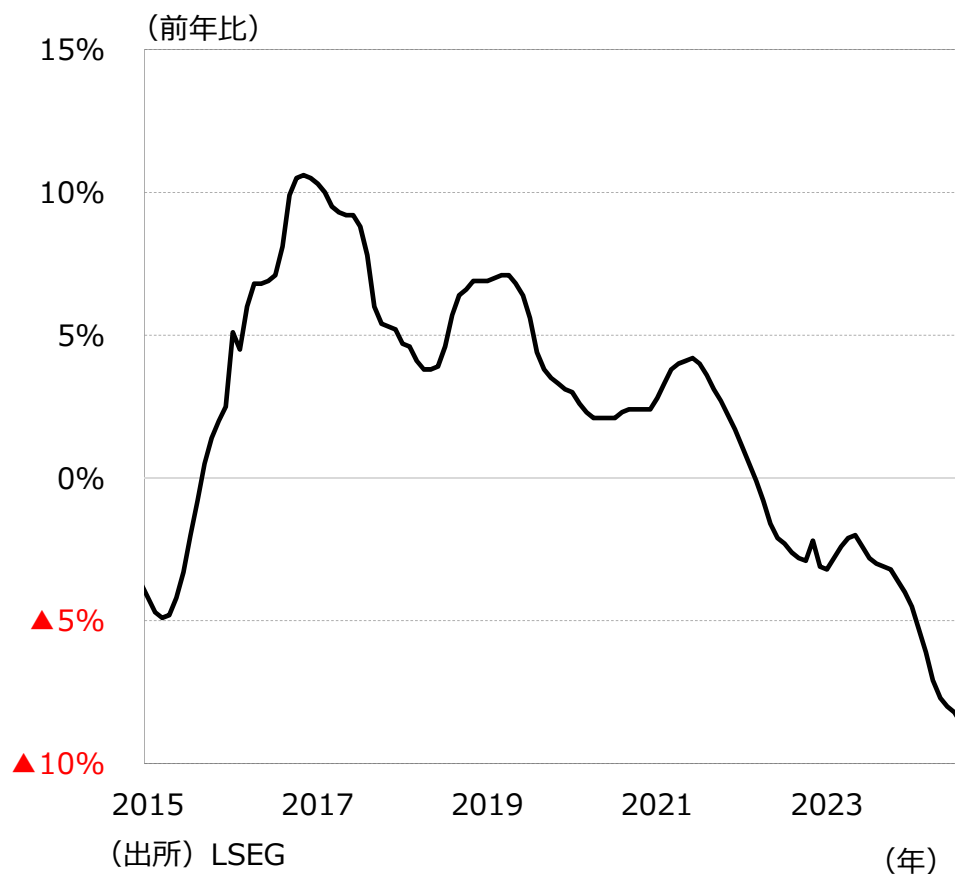
CPIとPPIの推移

2015年1月～2024年8月、月次



中古住宅価格（主要70都市）の推移

2015年1月～2024年8月、月次



(ご参考) 2024年の主要イベント

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
米国	金融政策 決定会合 など	30-31	議会 証言	19-20 (経済見通し)		4/30- 5/1	11-12 (経済 見通し)	30-31	ジャクソン ホール会議	17-18 (経済 見通し)		6-7	17-18 (経済見 通し)
	政治	一般教書/予算教書		スーパー チューズデー			大統領選 討論会			大統領選 討論会		大統領 選挙	
日本	金融政策 決定会合 など	22-23 (展望 レポート)		18-19	25-26 (展望レ ポート)	多角的 レビュー	14-15	30-31 (展望レ ポート)		19-20	30-31 (展望レ ポート)		18-19
	政治			春闘集中回答日						自民党 総裁選挙			
欧州	金融政策 決定会合	25		7 (経済見通し)	11		6 (経済 見通し)	18		12 (経済 見通し)	17		12 (経済 見通し)
	政治			ロシア大統領選挙									
その他	政治	台湾総統選		(中国) 全国人民代表 大会 (全人代)	IMF 経済見通し						IMF 経済見通し		(中国) 中央経済 工作会議

(出所) 各種報道資料等をもとに東京海上アセットマネジメント作成

マーケット動向

	国内株式	国内債券	海外株式	海外債券	J-REIT	為替 (TTM)	
参考指数	TOPIX	NOMURA-BPI (総合)	MSCIアジア指数 (米ドルベース)	FTSE世界国債インデックス (除く日本、米ドルベース)	東証REIT指数	(米ドル/円)	(ユーロ/円)
2023年8月末	2,332.00	367.76	3,087.50	950.14	1,892.25	146.20	159.84
2024年8月末	2,712.63	361.33	3,795.93	1,015.30	1,758.05	144.80	160.44
騰落(変化)率	16.3%	-1.8%	22.9%	6.9%	-7.1%	-1.0%	0.4%

※日本の営業日ベースで記載しています。

金融市場（各参考指数）の推移（資産別）

2019年12月末～2024年8月末、日次

株式市場



債券市場



※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

経済・物価対策や過度な円安の一服などがプラスに働くものの、欧米におけるこれまでの金融引き締めの影響や地政学リスクの高まりもあり、ボラティリティの高い展開を想定

- 国内では、株価急落や為替の急変動を受け、消費センチメントや企業の設備投資意欲の後退リスクが懸念されます。しかし、6月から定額減税が始まったほか、国内設備投資への補助金や追加の物価対策を行う予定であること、さらに過度な円安が止まりつつあることなどにより、個人消費や設備投資活動は底堅く推移すると予想します。
- もっとも、海外では物価の高止まりに伴う欧米中央銀行のこれまでの金融引き締め政策による消費および設備投資動向への影響に加え、米国大統領選を巡る不透明感、中東情勢をはじめとした地政学的リスクの高まりなど、今後も世界経済や金融政策などの動向には留意が必要と考えています。

TOPIXの推移と当社予想

2017年12月27日～2025年9月26日、週次

※実績値は2024年8月2日まで

※予想は2024年8月末時点の当社予想値（四半期毎）

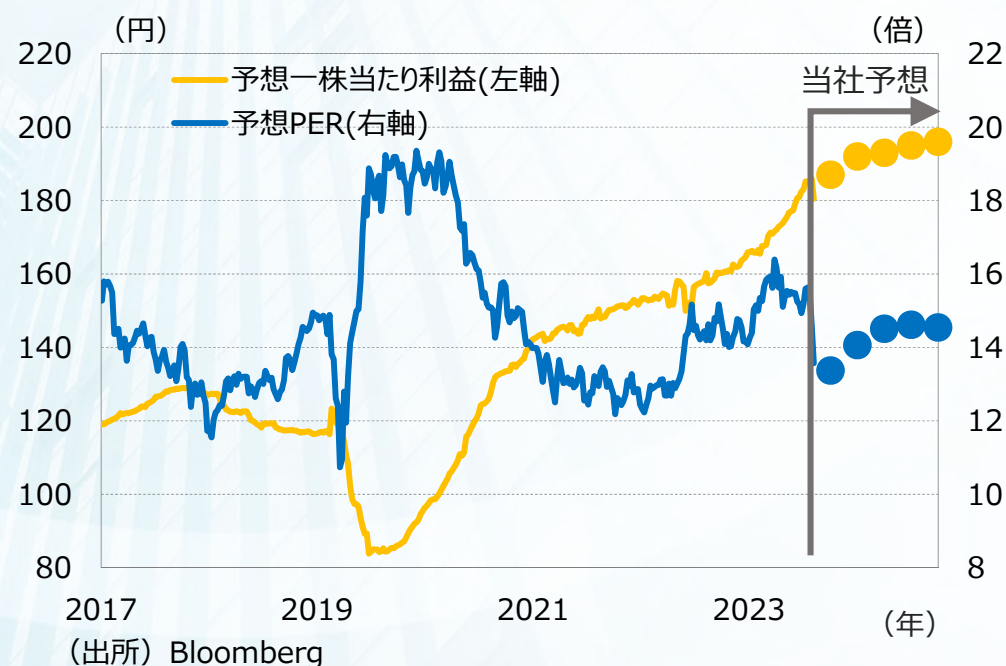


TOPIXの予想一株当たり利益と予想PER

2017年12月27日～2025年9月26日、週次

※実績値は2024年8月2日まで

※予想は2024年8月末時点の当社予想値（四半期毎）



※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年8月末時点の予想です。

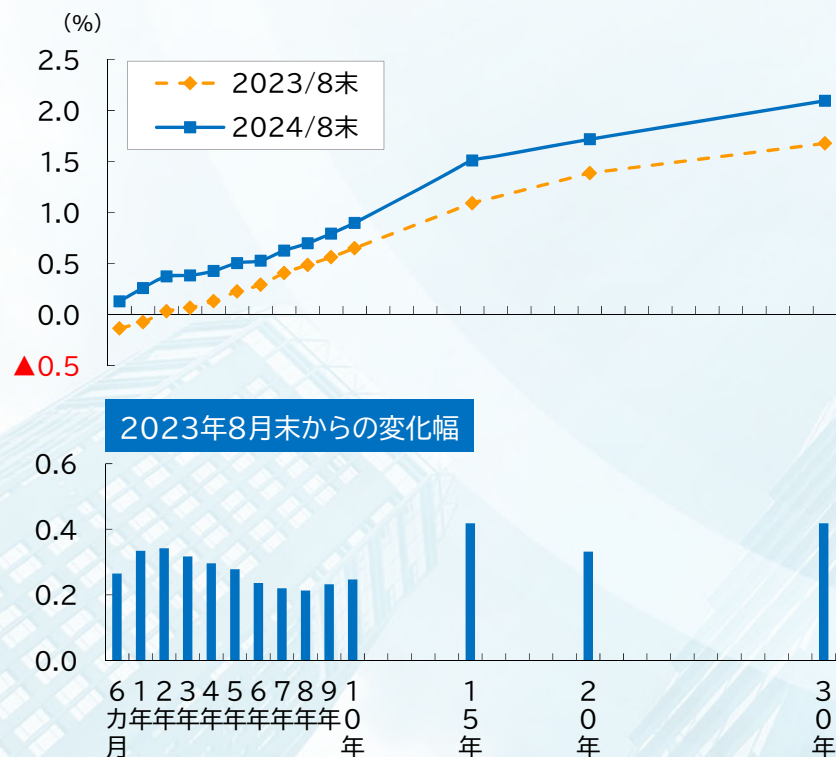
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

国内債券市場 見通し

長期金利は、当面狭いレンジ内で推移すると予想

- 日銀の経済・物価見通しが実現する確度が高まれば日銀は利上げするとの見方に変化はなく、中長期的には長期金利に上昇圧力がかかりやすい局面が継続すると想定します。
- ただし、8月上旬の株式市場の急落や総選挙の可能性など政治情勢を考慮すると、次の利上げまでに相応の時間を要する（12月以降と想定）可能性が高く、インフレ率の鈍化や景気減速を背景に欧米債券市場が底堅く推移することが見込まれる環境下、長期金利は当面は狭いレンジ内で推移すると予想します。

日本国債 年限別利回りの変化



(出所) Bloomberg

日本・米国・ドイツ 10年国債利回り

2019年12月末～2024年8月末、日次



(出所) Bloomberg

(年)

※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年8月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

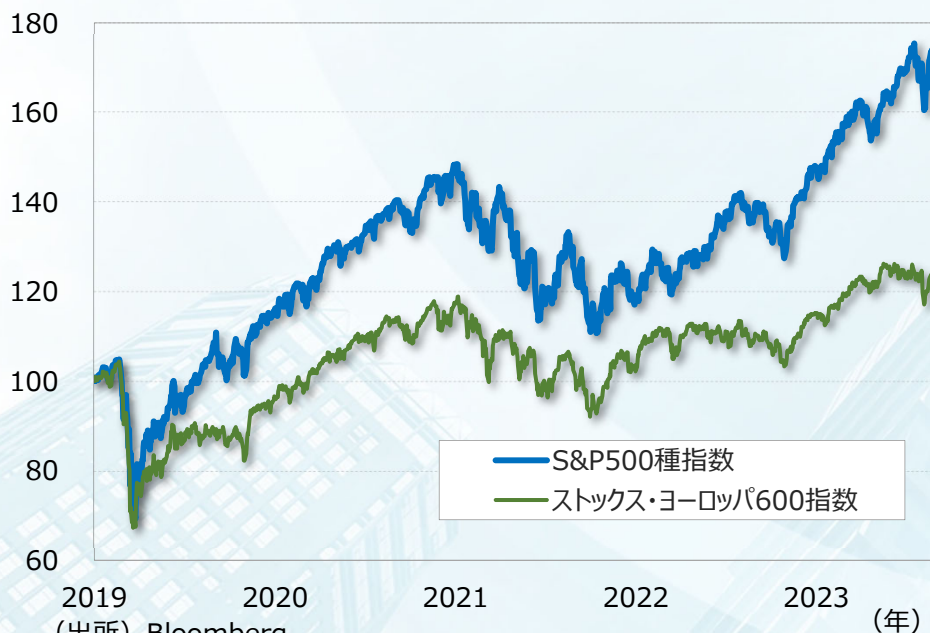
先進国株式市場 見通し

米大統領選までは一時的に上値の重い展開が予想されるも、利下げによる景気回復への期待から上昇する展開を予想

- 米国では決算が一巡するなか、経済指標や金融政策に左右されながらも、大統領選前までは一時的に上値の重い展開となることを予想します。
- 利下げによる景気の下支えや、大統領選後の不透明感の霧が徐々に晴れて新政権での政策期待などから、株価は上昇していく展開を予想します。

米欧の株価指数の推移

2019年12月末～2024年8月末、日次



先進国株式指数および一株当たり利益の推移

先進国株式指数：2015年12月末～2024年8月末、月次
一株当たり利益：2015年12月末～2024年12月末、四半期毎
(2024年9月末～12月末はBloombergの予測値)



※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年8月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

先進国債券市場（米国・ドイツ） 見通し

米・欧の長期金利は、追加利下げ観測から低下基調で推移すると予想

- 米国では、9月FOMCにおいて、雇用優先の姿勢から年内0.5%の追加利下げが示唆されるなか、市場ではそれ以上の利下げを織り込んでいます。景気・雇用指標に鈍化の兆候が見られるなか、年内の追加利下げが見込まれており、世界的な景気減速から米国債利回りは中長期的に低下基調での推移を予想します。
- 欧州ではECBが景気減速への懸念から、市場は年内に追加利下げを織り込んでおり、ドイツ国債利回りは中長期的には金利低下基調での推移を予想します。

米国 年限別国債利回り（2年・10年）

2019年12月末～2024年8月末、日次



ドイツ 年限別国債利回り（2年・10年）

2019年12月末～2024年8月末、日次



※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年8月末時点の予想です。

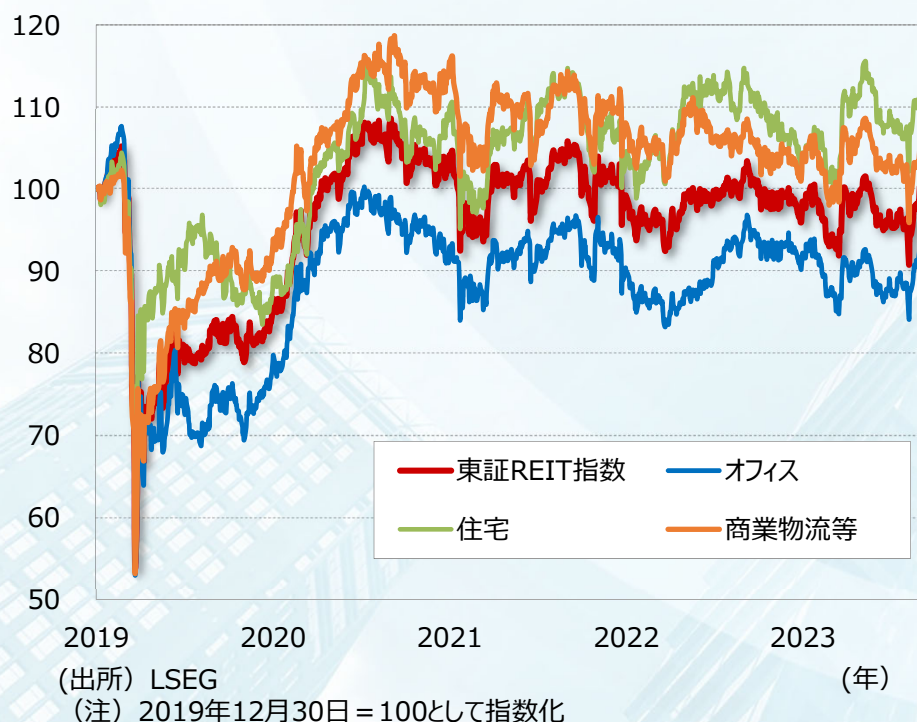
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

首都圏への人口流入により、賃料上昇が期待できる賃貸住宅系銘柄に注目が集まると予想

- 今後の銘柄の物色動向では、首都圏への人口流入による底堅い需要から賃料上昇が期待できる賃貸住宅系銘柄に注目が集まると予想します。
- また、また、オフィス賃貸市場において空室率の低下がさらに進展すれば、中小型のオフィスを保有するJ-REIT銘柄の出遅れ感が意識され、投資家の選好が強まると想定します。

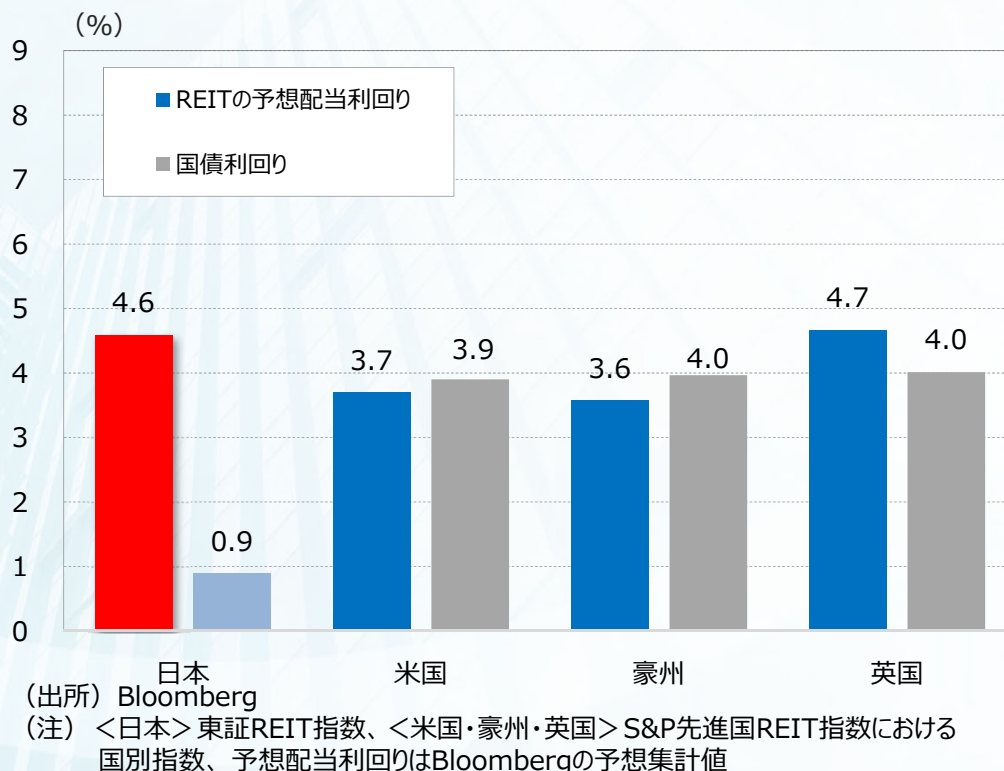
東証REIT指数と東証REIT用途別指数の推移（配当込み）

2019年12月末～2024年8月末、日次



主要国のREITと10年国債の利回り格差

2024年8月末時点



※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年8月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

指数について

TOPIX

TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社(以下、JPXといいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、JPXにより提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。

NOMURA-BPI(総合)

NOMURA-BPI(総合)に関する著作権、商標権、知的財産権、その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社に帰属します。

MSCIコクサイ指数(米ドルベース)

MSCIコクサイ指数(米ドルベース)とは、MSCI社が発表している日本を除く主要先進国の株式市場の動きを捉える代表的な株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。

また、MSCIは同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCIの許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。

FTSE世界国債インデックス(除く日本、米ドルベース)

FTSE世界国債インデックス(除く日本、米ドルベース)は、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、日本を除く世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

東証REIT指数

「東証REIT指数」は、株式会社JPX総研が算出する株価指数であり、東証市場に上場するREIT全銘柄を対象とした浮動株ベースの時価総額加重方式により算出されます。東証REIT指数の指数値および東証REIT指数にかかる標章または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社(以下、JPXといいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等東証REIT指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証REIT指数にかかる標章または商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、東証REIT指数の指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、JPXにより提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。

S&P500種指数

S&P500種指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、スタンダード&プアーズ フィナンシャルサービシーズ エルエルシーに帰属します。

ストックス・ヨーロッパ600指数

ストックス・ヨーロッパ600指数はストックス・リミテッドの商標です。本商品はストックス・リミテッドによって資金提供、保証、売買、または販売促進されるものではなく、ストックス・リミテッドはその投資成果等についても責任を負いません。

投資信託にかかるリスク・費用、ご留意事項について

【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でご確認ください。

※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。

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。

【ご留意事項】

- 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。