

～TMAMマーケットウィークリー（7/29～8/2）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic：米ハイテク株の下落や急速な円高進行により、日本株式市場は大幅安

- 今週（7月29日～8月1日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、ハイテク株を中心に利益確定目的の売りが優勢となったことなどを受け、30日にかけて軟調に推移しました。31日はFOMC後の記者会見でパウエルFRB議長が9月利下げの可能性を示唆したことを受け上昇したものの、1日には軟調な米経済指標の公表を受け景気の先行き不透明感が高まったことから下落に転じ、前週末比では下落となりました。
- 今週（7月29日～8月2日）の日本株式市場（TOPIX（東証株価指数））は、バイデン政権が新たな対中半導体輸出規制で日本を除外するとの報道を受け上昇する場面があったものの、日銀会合後の記者会見で植田日銀総裁が年内の追加利上げの可能性を否定しなかったことで急速な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、週末にかけて軟調に推移し、前週末比では大幅安となりました。
- 来週（8月5日～9日）は、6月の毎月勤労統計などに注目しています。5月の毎月勤労統計では、春闘の賃上げを反映して賃金の伸びがはつきり拡大したことが確認できました。6月以降も春闘賃上げの反映が進んでいくことを踏まえると、先行きの所定内給与の伸びは更に加速することが見込まれます。持続的な賃金上昇により「賃金と物価の好循環」実現への確度が高まれば、日銀の年内追加利上げを後押しすることになります。

【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）	8月2日	35,909.70	▲4.67 ▲1,757.71
	TOPIX		2,537.60	▲6.00 ▲161.94
	NYダウ（米ドル）	8月1日	40,347.97	▲0.59 ▲241.37
	S&P500		5,446.68	▲0.23 ▲12.42
	ユーロ・ストックス50指数		4,765.72	▲1.99 ▲96.78
1 0 回 年 利 率	日本（%）	8月2日	0.96	－ ▲0.11
	米国（%）	8月1日	3.98	－ ▲0.22
	ドイツ（%）		2.24	－ ▲0.16
為 替	ドル円（円/米ドル）	8月2日	149.52	▲2.99 ▲4.61
	ユーロ円（円/ユーロ）		161.35	▲3.54 ▲5.93

(出所) Bloomberg

(注) ドル円、ユーロ円は対顧客外国為替相場の仲値

当レポートで使用する用語
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
26日 (金)	米国	6月実質個人支出	前月比+0.3%	同+0.2%
		6月コアPCEデフレーター	前月比+0.2%	同+0.2%
30日 (火)	日本	6月失業率	2.6%	2.5%
	ユーロ圏	4-6月期実質GDP	前期比+0.2%	同+0.3%
	米国	6月JOLTS求人数	800万件	818.4万件
31日 (水)	日本	6月鉱工業生産	前月比▲4.5%	同▲3.6%
		無担保コールレートの上限 (日銀金融政策決定会合)	0.10%	0.25%
	ユーロ圏	7月消費者物価指数（食料品、I・II除外、 アルコール、たばこを除く）	前年比+2.8%	同+2.9%
	米国	7月ADP雇用統計	前月差+15.0万人	同+12.2万人
		FF金利の上限（FOMC）	5.50%	5.50%
8月1日 (木)	中国	7月製造業PMI（財新）	51.5	49.8
	米国	新規失業保険申請件数	23.6万件	24.9万件
		7月ISM製造業景況指数	48.8	46.8
2日 (金)	米国	7月非農業部門雇用者数 (雇用統計)	前月差+17.5万人	
		7月失業率（雇用統計）	4.1%	
		7月平均時給（雇用統計）	前月比+0.3%	

(出所) Bloomberg (注) 2日9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。 (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。

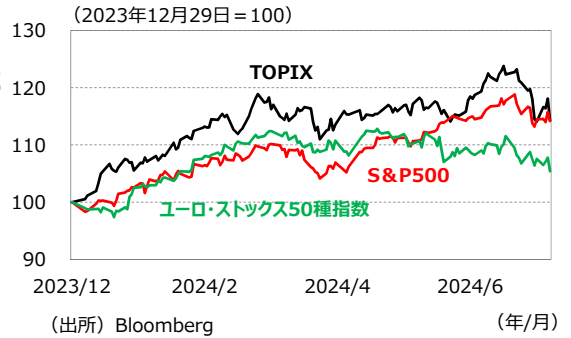
米国株式市場：景気の先行き不透明感が高まり、軟調な展開に

米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比▲0.2%と下落となりました（図表3）。

ハイテク株を中心に利益確定目的の売りが優勢となったほか、イスラエルがイスラム教シーア派組織ヒズボラの幹部を標的にレバノンの首都を空爆したとの報道を受けリスク回避姿勢が強まり、30日にかけて軟調に推移しました。その後は、FOMC後の記者会見でパウエルFRB議長が9月利下げの可能性を示唆したことで上昇したものの、7月のISM製造業景況指数や新規失業保険申請件数などが市場予想対比で悪化したことを受け、景気の先行き不透明感の高まりから軟調な展開となり、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8月1日、日次、現地通貨ベース



米国経済：6月のPCEデフレーターはインフレ鎮静化に向けた前進を示唆

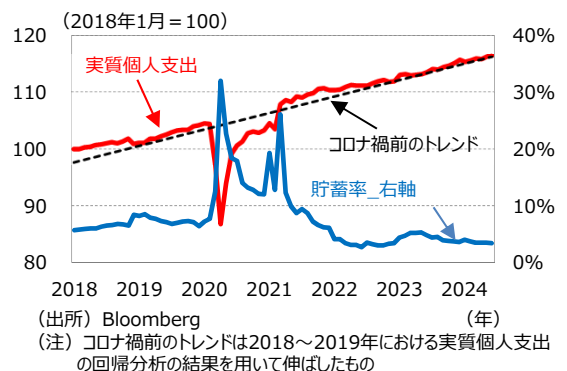
米商務省が公表した2024年6月の個人支出（価格変動の影響を除いた実質ベース）は前月比+0.2%と5月（同+0.4%）、市場予想（同+0.3%）をともに下回りました（図表4）。実質個人支出を四半期ベースでみると、2023年10-12月期の前期比+0.9%から2024年1-3月期に同+0.4%へ減速した後、4-6月期は同+0.5%へ小幅に加速しているものの、均せば2024年入り後の消費は低空飛行が続いていると判断されます。

2021年以降、経済活動が正常化に向かうなか、実質個人支出はコロナ禍に積み上がった過剰貯蓄の取り崩しや、労働市場の回復に伴う雇用増加及び賃金上昇などを背景にコロナ禍前のトレンドを上回っていたものの、コロナ禍前のトレンドに沿って推移しています。

実質個人支出の内訳をみると、財支出は年末商戦の反動から2024年1-3月期に前期比▲0.6%となった後、4-6月期は同+0.6%と1-3月期の落ち込みを取り戻した程度にとどまっています（図表5）。加えて、サービス支出は増加基調こそ維持しているものの、増加ペースは鈍化しています。長く続いたコロナ禍からの経済活動正常化に伴うペントアップ（繰り越し）需要がようやく一巡しつつあります。

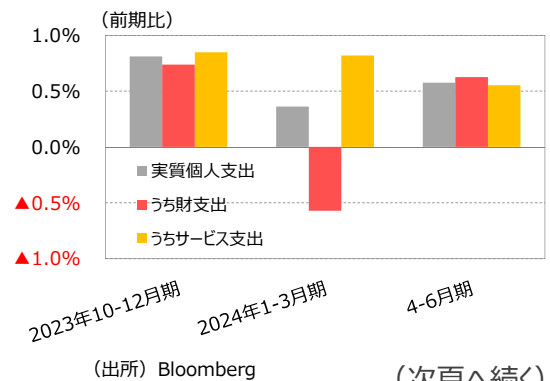
【図表4 実質個人支出の推移】

2018年1月～2024年6月、月次



【図表5 実質個人支出（財・サービス別）】

2023年7-9月期～2024年4-6月期



※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。

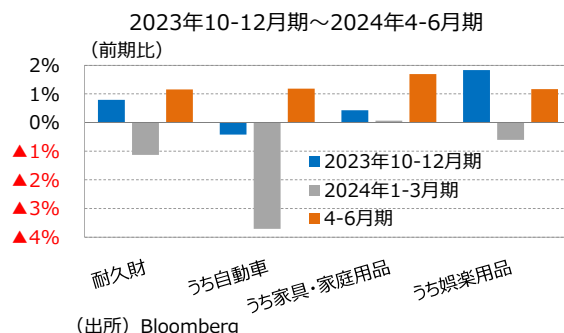
財支出のうち、耐久財は2024年4-6月期に前期比+1.2%（1-3月期：同▲1.1%）と年末商戦の反動から持ち直したものの、年末商戦前（2023年10-12月期）と同水準にとどまっています（図表6）。4-6月期はディーラー向けソフトウェア会社がサイバー攻撃を受けたことで自動車の回復が鈍かったことに加え、消費者の節約志向により娯楽用品などの選択的支出（贅沢品）が低調となったことが反映されているとみられます。

非耐久財については、2024年4-6月期に前期比+0.3%（1-3月期：同▲0.3%）とプラスに転じたものの、2023年10-12月期対比では+0.1%の低い伸びにとどまっています（図表7）。4-6月期は食料こそ増加したものの、被服・履物が減少したほか、燃料はガソリン価格の上昇を受けて急減した1-3月期からの戻りが弱い状況にあります。

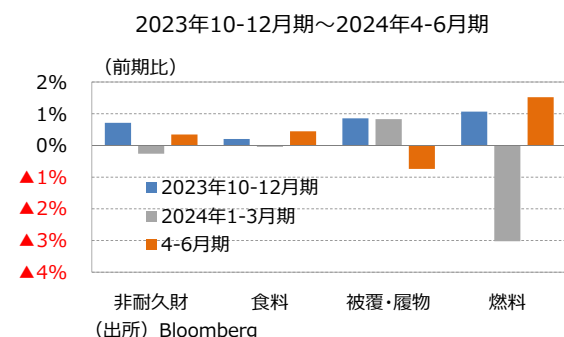
先行きを展望すると、コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄の取り崩しが進んでいる中で、労働需給の緩和を背景に賃金の伸びが鈍化していることや、クレジットカードローンの延滞率が上昇していることなどを踏まえると、個人消費の減速傾向は継続すると予想されます。

2024年6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+2.6%と5月（同+2.6%）から横ばいとなりました（図表8）。内訳では、コア財（5月：前年比▲1.1%→6月：同▲0.9%）の下落幅が縮小したものの、コアサービス（5月：前年比+4.0%→6月：同+3.9%）は僅かながら伸びが鈍化しました。コアサービスのうち、ウエイトの高い住宅サービス（住居家賃や帰属家賃）のインフレ率低下は依然として緩やかなものにとどまっているものの、新規契約物件の家賃を示すZillow家賃指数（前年比）はコロナ禍前の水準に回帰しつつあることから、住宅サービスのインフレ率低下ペースは加速し始める可能性があります（図表9）。

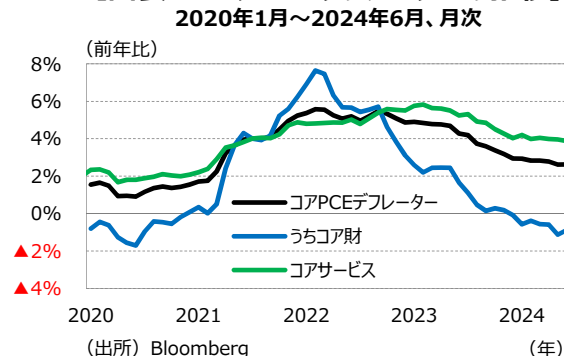
【図表6 実質個人支出（耐久財）の内訳】



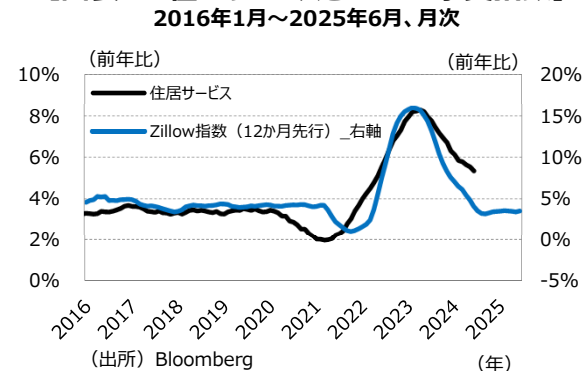
【図表7 実質個人支出（非耐久財）の内訳】



【図表8 コアPCEデフレーターの推移】



【図表9 住宅サービスとZillow家賃指数】



※ 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)

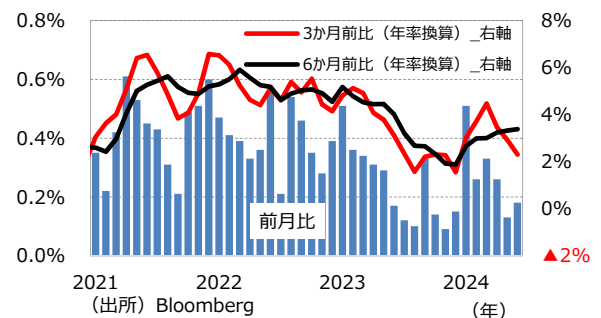
物価の瞬間風速を示す前月比では、6月のコアPCEデフレーターは+0.18%（5月：+0.13%）と、概ね市場予想通りの結果となりました（図表10）。FRBがインフレのモメンタムを測る上で重視している3か月前比年率値は+2.31%（5月：+2.93%）と3か月連続で伸びが減速し、急上昇した3月（+4.48%）から大きく鈍化しました。また、6か月前比年率値では+3.38%（5月：+3.32%）と横ばいとなったものの、7月以降は高い伸びを示した1-3月期との比較となるため、3%割れが視野に入るとみられます。

この結果、4-6月期のコアPCEデフレーターは引き続きインフレ圧力が和らいでいるとの見方を裏付けるものとなり、FRBが9月のFOMCで利下げを決定することを正当化する結果と言えます。もっとも、中長期的な観点からは大統領選挙の結果がFRBの政策判断に与える可能性も無視できません。トランプ候補は不法移民の取り締まりや、中国からの輸入品に関税を課すことなどを掲げています。こうした政策が実現すれば、労働需給の逼迫化や輸入物価の上昇を通じてインフレが再燃し、6月にFRBがドットチャートで示した来年以降の利下げシナリオ（2025年、2026年はそれぞれ1%の利下げ見通し）は修正を迫られる可能性があります。

FRBは7月30、31日に開催したFOMCで、政策金利であるFF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジを8会合連続で5.25～5.50%に据え置くことを決定しました（図表11）。政策金利の据え置き自体は事前の予想通りであり、注目すべきはパウエルFRB議長の記者会見で、9月利下げの可能性が示唆されるかが焦点となりました。

声明文における景気認識は、労働市場の軟化を示す経済指標を映じて、雇用の勢いは「力強い」から「緩やか」へと変更されました（図表12）。インフレについては、4月以降のインフレ鈍化を受け、「高止まりしている」から「やや（somewhat）高止まりしている」に変更され、2%の物価目標に向けた「いくつかのさらなる進展があった（some further progress）」との表現に改められました。今回の声明文における焦点であった金融政策に関する表現については、「引き続きインフレリスクに注意を払っている」とのインフレ抑制を優先したシングルマンドートから、「デュアルマンドートの両方（インフレ、雇用）に対するリスクに注意を払っている」段階に移行したことが示されました。

【図表10 コアPCEデフレーターの基調的な動き】
2021年1月～2024年6月、月次



【図表11 政策金利の推移】
2015年1月～2024年7月、月次



【図表12 FOMC声明文（一部抜粋）】

主な項目	7月（今回）	6月（前回）
景気	最近の指標は、経済活動が堅調なペースで拡大し続けていることを示唆している。 雇用の増加は緩やか になり、失業率は上昇したものの低水準を維持している。インフレ率はこの1年で緩和したが、依然として やや高止まりしている 。この数か月間は2%の物価目標に向けた いくつかのさらなる進展があった 。	最近の経済指標は、経済がしっかりと拡大し続けていることを示唆している。 雇用の増加は力強く 、失業率は低水準にとどまっている。インフレ率はこの1年で緩和したが、依然として 高止まりしている 。この数か月間は2%の物価目標に向けて 緩やかながらも前進がみられている 。
金融政策	経済の見通しは不透明であり、FOMCはデュアルマンドートの両方（インフレ、雇用）に対するリスクに注意を払っている。	経済の見通しは不透明であり、FOMCは引き続きインフレリスクに注意を払っている。

（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

※ 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）

FOMC後の記者会見で、インフレの見通しについて問われると、パウエルFRB議長は「PCEのデータにも好ましい状況が示されており、インフレの先行きに対する自信が高まっている」と述べた上で、「肝心なのは労働市場がより急激に悪化することを心配しているのかということだ」と労働市場の鈍化にも注意を払うべき状況となったとの考えを示しました。また、「政策金利を引き下げるのに適切な時点に近づいている」「期待しているデータを入手できれば、利下げは9月会合から検討できる」など9月の利下げ開始を意識した発言が多く、8月、9月公表の雇用統計や物価統計が極めて強い内容とならない限り、市場参加者が予想する通り、9月からの利下げ開始が正当化されると考えられます。市場では11月や12月の会合で連続利下げに動くとの見方も強まっています。年内利下げの確度を測る上で、ジャクソンホール会議（8/22～24）などのイベントが重要な情報発信の場となることが予想されます。

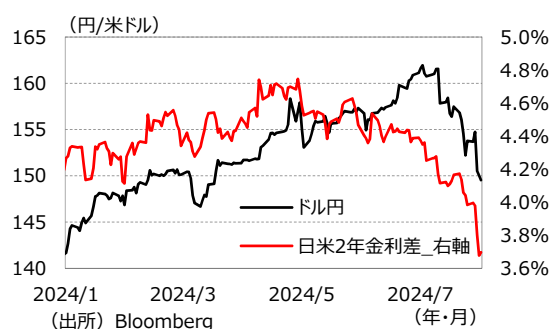
日本株式市場：急速な円高進行や米株安を受け、大幅下落

TOPIX（東証株価指数）は前週末比▲6.0%の大幅安となりました。

前週末の米国株式市場でハイテク株安が一服したことや、バイデン政権が新たな対中半導体輸出規制で日本を除外するとの報道を受け半導体関連株を中心に買いが優勢となったほか、日銀が開催した金融政策決定会合で国債買入れに関する減額計画の公表と同時に追加利上げを決定したことで、金利上昇による業績拡大が意識されやすい銀行株などに買いが入ったことなどから、7月31日にかけて底堅く推移しました。その後、為替市場で急速な円高米ドル安が進行したことに加え、米景気の先行き不透明感の高まりを背景とした米株安を受け、週後半は大幅に下落しました。

為替市場では、植田日銀総裁が年内の追加利上げを否定しなかった一方で、パウエルFRB議長が9月の利下げの可能性を示唆するなど日米金融政策の方向性の違いが意識され、8月2日には1米ドル＝149.52円と7月26日（154.13円）に比べ大幅な円高米ドル安となりました（図表13）。

【図表13 ドル円と日米金利差】
2024年1月2日～2024年8月2日、日次



日本経済：日銀は政策金利を0.25%程度へ引き上げ、今後の追加利上げの可能性を示唆

上述の通り、日銀は7月30、31日に開催した金融政策決定会合で、現在の0～0.1%程度の政策金利（無担保コールレート）を0.25%程度に引き上げると同時に、前回6月会合でアナウンスされた通り、長期国債買入れに関する今後1～2年程度の減額計画が公表されました。会合での決定内容などについては、レポート[「～日銀金融政策決定会合（2024年7月）～追加利上げを決定し、利上げ継続の可能性を示唆」](#)をご覧ください。

※ 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、6月の毎月勤労統計や7月のISM非製造業景況指数などに注目

来週は、6月の毎月勤労統計や7月のISM非製造業景況指数などに注目しています（図表14）。

5月の毎月勤労統計（確報）では、現金給与総額が前年比+2.0%と4月（同+1.6%）から伸びを高めました。現金給与の内訳をみると、所定内給与は本系列（4月：前年比+1.8%→5月：同+2.1%）に加え、共通事業所ベース（4月：前年比+2.2%→5月：同+2.8%）も伸びが加速しており、春闘賃上げの影響が波及し始めたことが確認できる結果となりました（図表15）。なお、7月3日に連合から公表された春闘回答集計結果（最終）では定昇相当込みの賃上げ率が5.10%と、昨年の3.58%から大幅に伸びが高まり約33年ぶりの高水準となりました。

こうした春闘の賃上げが賃金に反映される割合は、昨年の春闘を例に挙げると、5月15日時点で5割程度に過ぎず、6月によやく6割を超え、その後も7～8月にかけて反映が進んでいく形となっています（図表16）。6月以降は更に春闘賃上げの反映が進んでいくことを踏まえると、先行きの所定内給与の伸びは更に加速することが見込まれます。持続的な賃金上昇により「賃金と物価の好循環」実現への確度が高まれば、日銀の年内追加利上げを後押しすることになります。

景気の先行指標として注目度の高いISM非製造業景況指数は7月に51.3（6月：48.8）と、景気拡大・縮小の分かれ目である50を回復することが予想されています。4-6月期の米国実質GDP

（7/25公表）は前期比年率+2.8%と1-3月期（同+1.4%）から伸びが加速し、潜在成長率（2%程度）を上回る成長に回帰しました。成長加速の主な要因は個人消費の拡大にあります。7-9月期も個人消費が米国経済のけん引役となるか、ISM非製造業景況の動向にも注目しています。

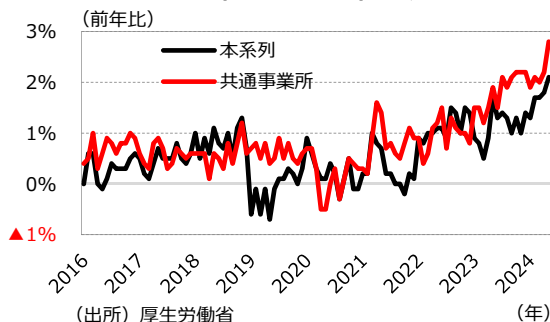
【図表14 来週発表予定の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
5日 (月)	中国	7月サービス業PMI（財新）	51.5	51.2
	米国	7月ISM非製造業景況指数	51.3	48.8
6日 (火)	日本	6月現金給与総額（毎月勤労統計）	前年比+2.2%	同+2.0%
		6月家計支出	前年比▲1.0%	同▲1.8%
		6月景気先行指数	109.1	111.2
	ユーロ圏	6月小売売上高	—	前月比+0.1%
7日 (水)	中国	7月輸出（米ドルベース）	前年比+9.9%	同+8.6%
		7月輸入（米ドルベース）	前年比+4.2%	同▲2.3%
	米国	MBA住宅ローン申請指数	—	前週比▲3.9%
8日 (木)	日本	6月現状判断DI（景気ウォッチャー調査）	47.8	47.0
		6月先行き判断DI（景気ウォッチャー調査）	—	47.9
	米国	新規失業保険申請件数	—	24.9万件
		失業保険継続受給者数	—	187.7万人
9日 (金)	中国	7月PPI（卸売物価指数）	前年比▲0.9%	同▲0.8%
		7月CPI（消費者物価指数）	前年比+0.3%	同+0.2%

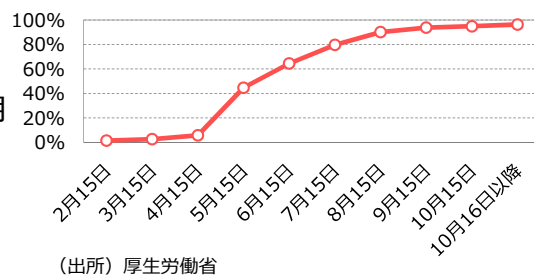
（出所）Bloomberg （注）2日9時時点のデータ

【図表15 所定内給与の推移】

2016年1月～2024年5月、月次



【図表16 改定後賃金の初回支給時期別企業割合（2023年）】



※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费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。