



～TMAMマーケットウィークリー（11/25～29）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic : 米国の関税政策への警戒感や円高進行などにより、日本株は軟調な展開

- 今週（11月25日～27日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、トランプ氏が次期財務長官に、財政赤字の削減を掲げるスコット・ベッセント氏を指名したことで、米政府債務が過度に膨張することへの懸念が和らぎ、米長期金利が低下したことに加え、イスラエルとイスラム教シーア派民兵組織ヒズボラが停戦で合意したことが好感され、26日に最高値を更新しました。27日には感謝祭の祝日を前に利益確定目的の売りが優勢となったものの、前週末比で上昇となりました。
- 今週（11月25日～29日）の日本株式市場（TOPIX（東証株価指数））は、前週末に米国株式市場が上昇したことが追い風となったことで幅広い銘柄に買いが入り、上昇して始まりました。その後は、トランプ氏が中国やカナダ、メキシコに対して関税を課すと表明したことで、投資家心理の悪化に伴う売りが優勢となったことに加え、米政府が対半導体規制を来週に発表する可能性が報じられたことで半導体関連株に売りが入ったことや、為替市場で円高米ドル安が進行したことなどから、週末にかけては上値の重い展開が継続し、前週末比では下落となりました。
- 来週（12月2日～6日）は、米国で公表される11月の雇用統計や11月のISM景況指数、ページブックに注目しています。米国では10月以降、市場予想を上振れる指標が相次いでおり、来週公表の指標も米経済の底堅さを示す結果となれば、今後の利下げペースに影響する可能性があります。

【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)	11月29日	38,208.03	▲0.20 ▲75.82
	TOPIX		2,680.71	▲0.59 ▲15.82
	NYダウ (米ドル)	11月27日	44,722.06	0.96 425.55
	S&P500		5,998.74	0.49 29.40
	ユーロ・ストックス50指数	11月28日	4,758.65	▲0.64 ▲30.43
10年 国債	日本 (%)	11月29日	1.06	- ▲0.03
	米国 (%)	11月27日	4.26	- ▲0.14
	ドイツ (%)	11月28日	2.13	- ▲0.12
為 替	ドル円 (円/米ドル)	11月29日	150.74	▲2.45 ▲3.78
	ユーロ円 (円/ユーロ)		159.20	▲1.63 ▲2.64

(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
22日 (金)	日本	10月消費者物価指数 (生鮮食品を除く)	前年比+2.2%	同+2.3%
	米国	11月製造業PMI	48.9	48.8
		11月サービス業PMI	55.0	57.0
26日 (火)	米国	10月新築住宅販売件数	72.5万件	61.0万件
		11月コアインフレ* 消費者信頼感	111.8	111.7
		FOMC議事録 (11月6、7日開催分)		
27日 (水)	米国	7-9月期実質GDP (改定値)	前期比年率+2.8%	同+2.8%
		新規失業保険申請件数	21.5万件	21.3万件
		10月実質個人支出	前月比+0.2%	同+0.1%
		10月コアPCEデフレーター	前月比+0.3%	同+0.3%
28日 (木)	米国	サンクスギビングデー (感謝祭)		
29日 (金)	日本	11月東京都都区消費者物価指数 (生鮮食品を除く)	前年比+2.0%	同+2.2%
		10月鉱工業生産	前月比+4.0%	同+3.0%
	ユーロ圏	11月消費者物価指数 (食料品、アルコール、たばこを除く)	前年比+2.8%	

(出所) Bloomberg (注) 29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：トランプ次期政権の関税政策などへの警戒感も、米経済の底堅さが支えに

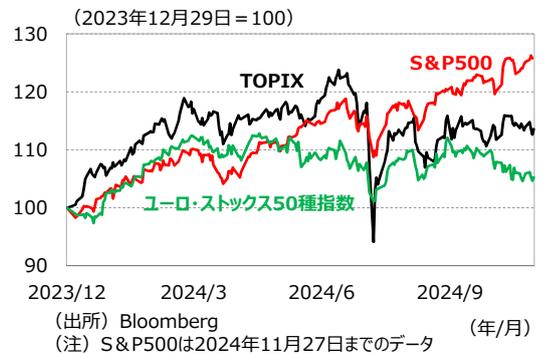
27日の米国株式市場（S & P500種指数）は、前週末比+0.5%の上昇となりました（図表3）。

トランプ次期大統領が次期財務長官に、財政赤字の削減を掲げるスコット・ベッセント氏を指名したことで、米政府債務が過度に膨張することへの懸念が和らぎ、米長期金利が低下したことに加え、イスラエルとイスラム教シーア派民兵組織ヒズボラが停戦で合意したことが好感され、26日に最高値を更新しました。27日には感謝祭の祝日を前に利益確定目的の売りが優勢となったものの、同日に公表された、経済の底堅さを示す新規失業保険申請件数や7-9月期実質GDP（改定値）の結果もあり、下げ幅は限定的となりました。

※28日は感謝祭のため、米国株式市場は休場

【図表3 株式市場の動向】

2023年12月29日～2024年11月28日
日次、現地通貨ベース



米国経済：PCEデフレーターは上振れで、緩やかな利下げを正当化

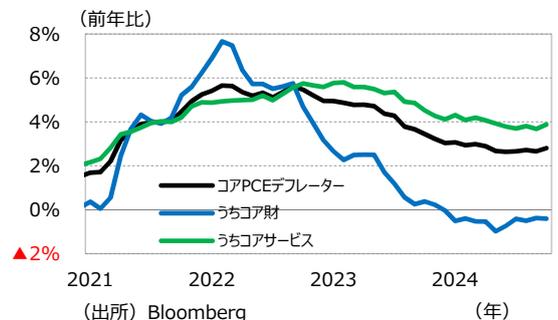
米商務省が公表した2024年10月の食料品及びエネルギーを除いたコアPCE（個人消費支出）デフレーターは前年比+2.8%と、9月（同+2.7%）から小幅ながら伸びを高めました（図表4）。内訳では、コア財（9月：前年比▲0.4%→10月：同▲0.4%）の下落が継続するなか、コアサービス（9月：前年比+3.7%→10月：同+3.9%）は伸びを高めており、サービス分野のインフレ圧力の根強さが改めて示されました。

物価の瞬間風速を示す前月比では10月のコアPCEデフレーターは+0.27%（9月：+0.26%）と、概ね市場予想通りの結果となりました（図表5）。もっとも、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+2.80%（9月：+2.36%）と幾分加速しており、インフレ抑制に向けた進展が停滞している状況が示されました。

FRBが公表したFOMC議事録（11/6、7開催分）では、当局者が今後の利下げに対する慎重なアプローチを幅広く支持したことが明らかとなりました。もっとも、一部の参加者はインフレ率が高止まりする場合には、「政策金利の引き下げを一時停止し、抑制的な水準を維持できる」と指摘しており、今回の結果はこうしたFRBの利下げを急がないスタンスを裏付けるものとなりました。

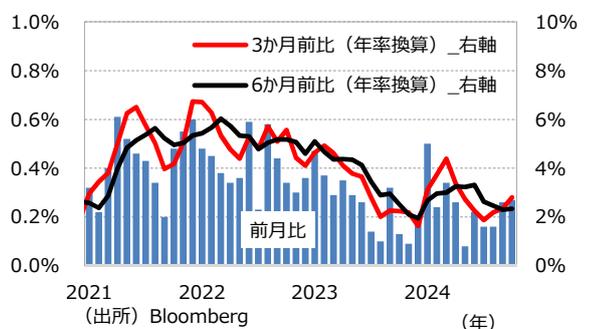
【図表4 コアPCEデフレーターの推移】

2021年1月～2024年10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10月、月次



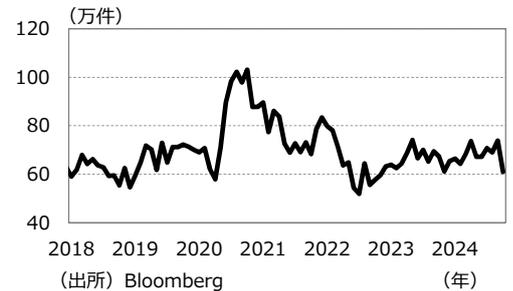
※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

（次頁へ続く）

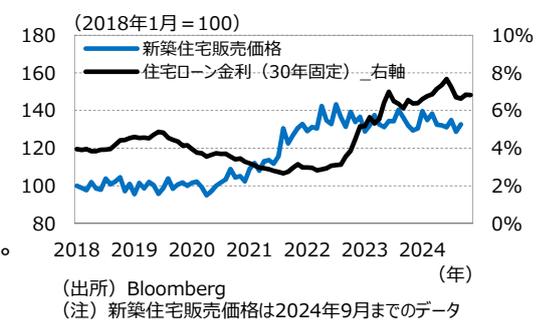
米商務省が公表した10月の新築住宅販売件数（年率換算値）は前月に比べ▲17.3%と急減しました（図表6）。地域別にみると、北東部は前月比+53.3%と大幅に増加したのに対して、南部が同▲27.7%減少している点を踏まえると、南部を襲ったハリケーンの影響で住宅販売が滞った可能性が高いと考えられます。実数では9月73.8万件から61.0万件へ減少し、市場予想（72.5万件）を下回りました。

新築住宅販売件数は販売価格の上昇が一服するなか（図表7）、2022年半ばを底に持ち直し傾向にあり、2024年10月の大幅な減少をもって減少基調に転じたと判断するのは時期尚早と考えられます。新築住宅販売件数の公表に先立って公表された11月のNAHB住宅市場指数は46と、10月（43）から大きく上昇しました。住宅ローン金利の高止まりが重石となるものの、11月は一定の反動増が生じるとみられます。

【図表6 新築住宅販売件数の推移】
2018年1月～2024年10月、月次



【図表7 新築住宅販売価格の推移】
2018年1月～2024年11月、月次



日本株式市場：半導体関連株の下落や円安の巻き戻しなどにより、軟調な展開

TOPIX（東証株価指数）は、前週末比▲0.6%の下落となりました。

前週末に米国株式市場が上昇したことが追い風となったことで幅広い銘柄に買いが入り、上昇して始まりました。その後は、トランプ氏が中国やカナダ、メキシコに対して関税を課すと表明したことで、投資家心理の悪化に伴う売りが優勢となったことに加え、米政府が対中半導体規制を来週に発表する可能性が報じられたことで半導体関連株に売りが入ったことや、為替市場で円高米ドル安が進行したことなどから、週末にかけては上値の重い展開が継続し、前週末比では下落となりました。

為替市場では、トランプ氏が次期財務長官に、財政赤字の削減を掲げるスコット・ベッセント氏を指名したことで米長期金利が低下したことに加え、中国などを対象とした関税強化への警戒感から投資家のリスク回避姿勢が高まり、円買い米ドル売りが優勢となりました。またベッセント氏は原油増産を掲げており（図表8）、実現すれば原油価格の下落を通じて、日本の貿易赤字が縮小する（＝米ドル需要の減退）との見方も、円高米ドル安の要因となった可能性があります。29日には、1米ドル＝150.74円と22日（154.52円）に比べ円高米ドル安となりました（図表9）。

【図表8 ベッセント氏が掲げる「3本の矢」】

- 実質経済成長率3%の実現
- 財政赤字をGDPの3%に抑制
- 米国の原油生産量を日量300万バレル増産

(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

【図表9 ドル円と日米金利差】
2024年6月1日～11月28日、日次



※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)

日本経済：10月の全国CPIは、日銀にとってオントラックとの評価

総務省が公表した2024年10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+2.3%（9月：+2.4%）と、2か月連続で伸びが鈍化しました（図表10）。政府による電気・ガス代補助が続くなか、2023年10月に補助額が縮小した裏の影響が出たことにより、電気代・都市ガス代の伸びが鈍化したことがコアCPIを下押ししました（図表11）。

一方、生鮮食品を除く食料（9月：前年比+3.1%→10月：同+3.8%）は、既往の円安に伴う輸入物価の上昇や、米不足の影響で米類の上昇ペースが加速したことなどから伸びを高めました。

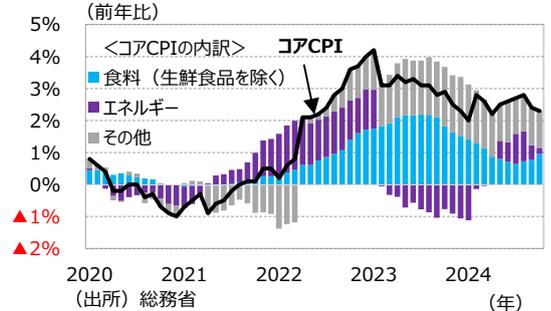
今回の全国CPIでは、サービス価格の改定時期にあたる10月に賃金上昇分を価格転嫁する動きがみられるかが焦点となりました。10月のサービス価格は前年比+1.5%と、4月の改定時期（同+1.7%）から鈍化したものの、前年10月（前年比+2.1%）が高い伸びを示したことや、前月比で+0.4%と高い伸びとなったことを踏まえると、サービス価格の引き上げが着実に実施されていると評価できます（図表12）。

10月の金融政策決定会合後の記者会見で植田日銀総裁は、10月東京都区部CPIの結果について、「ある程度サービス価格への転嫁の動きが広がっていることは確認できたものの、これが全国でみてもそうか、あるいは今後も一段と広がっていくかについては、丁寧にみていきたい」と発言しています。10月の全国CPIの結果は、日銀にとってオントラック（想定通り）と評価できるものとみられます。

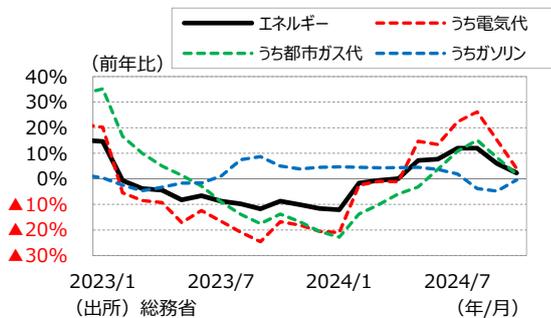
物価の先行きを展望すると、次回11月（10月使用分）は補助額が縮小し、12月には補助が終了するため、電気代・都市ガス代の伸びは一段と高まることが予想されます。22日に閣議決定された総合経済対策では、電気・都市ガス代への補助を2025年2月（1月使用分）～4月（3月使用分）に再実施するほか、年内を終了期限としていたガソリンへの補助についても規模を縮小して延長することが決定されました。

コアCPIは足もとの2%台前半から、電気代・都市ガス代への補助終了後の12月に伸びを高めた後、電気・都市ガス代の支援策再開が見込まれる2025年2月～4月は鈍化するとみえています。もっとも、サービス価格を中心とした基調的なインフレ率は緩やかながらも伸びを高めることから、コアCPIは底堅く推移することが予想されます。

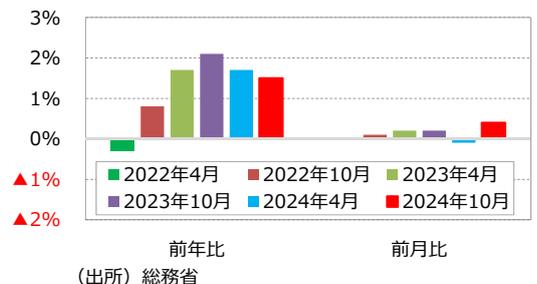
【図表10 コアCPIの推移】
2020年1月～2024年10月、月次



【図表11 エネルギー価格の推移】
2020年1月～2024年10月、月次



【図表12 価格改定時期のサービス価格の動向】
2022年～2024年における4月、10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。
※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、11月の米雇用統計などに注目

来週は、11月の米雇用統計などに注目しています（図表13）。

10月の米雇用統計を振り返ると、米南部を襲ったハリケーン「ヘリーン」、「ミルトン」やボーイング社のストライキの影響により、非農業部門雇用者数が前月差+1.2万人と市場予想（同+10.0万人）を大幅に下回りました（図表14）。こうした特殊要因により労働需要は減退したものの、レイオフの急増には至っておらず、失業率は4.1%と9月から横ばいにとどまっています。11月はハリケーンやストライキといった特殊要因が剥落することで、非農業部門雇用者数が前月差+20.0万人と労働需要が大幅に改善するほか、失業率は10月の4.1%から上昇するものの、9月FOMCで示された長期均衡水準である4.2%にとどまることが予想されています。

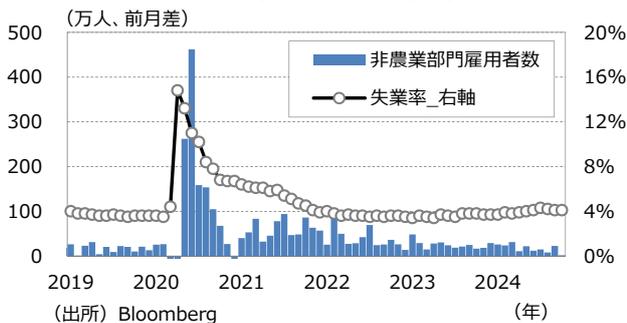
来週は雇用統計のほか、11月のISM景況指数やFOMCの討議資料とされるページブックなどの重要指標が公表されます。米国ではユーロ圏とは対照的に10月以降、市場予想を上振れる指標が相次いでおり（図表15）、来週公表の指標も米経済の底堅さを示す結果となれば、今後の利下げペースに影響する可能性があります。なお、FF金利先物が織り込む12月FOMCでの利下げ確率は、11月1日時点での85%程度から28日には65%程度へ低下しています。

【図表13 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
12月2日 (月)	日本	7-9月期法人企業統計		
	中国	11月製造業PMI（財新）	-	50.3
	ユーロ圏	10月失業率	-	6.3%
	米国	10月建設支出	前月比+0.2%	同+0.1%
		11月製造業PMI（確報値）	48.8	48.8
		11月ISM製造業景況指数	47.6	46.5
3日 (火)	米国	10月JOLTS求人件数	751.0万件	744.3万件
4日 (水)	中国	11月サービスPMI	-	52.0
	ユーロ圏	10月卸売物価指数	-	前月比▲0.6%
	米国	MBA住宅ローン申請指数	-	前週比+6.3%
		11月サービス業PMI（確報値）	-	57.0
		11月ADP雇用統計	前月差+16.5万人	同+23.3万人
		11月ISM非製造業景況指数	55.5	56.0
ページブック（地区連銀経済報告）				
5日 (木)	日本	中村日銀審議委員講演		
	ユーロ圏	10月小売売上高	-	前月比+0.5%
	米国	新規失業保険申請件数	-	21.3万件
失業保険継続受給者数		-	190.7万人	
6日 (金)	日本	10月現金給与総額（毎月勤労統計）	前年比+2.6%	同+2.5%
		10月実質賃金（毎月勤労統計）	前年比▲0.1%	同▲0.4%
		10月家計支出	前年比▲2.7%	同▲1.1%
	米国	11月非農業部門雇用者数	前月差+20.0万人	同+1.2万人
		11月失業率	4.2%	4.1%

（出所）Bloomberg （注）29日10時時点のデータ

【図表14 非農業部門雇用者数と失業率】
2019年1月～2024年10月、月次



【図表15 エコノミック・サプライズ指数の推移】
2024年1月3日～2024年11月28日、日次



※ 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。