

～TMAMマーケットウィークリー（11/11～15）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic：トランプラリーの巻き戻しなどにより、日米株式市場は反落

- 今週（11月11日～14日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、米大統領選で共和党のトランプ候補が勝利を確実にし、次期政権が打ち出す減税や規制緩和などが景気を押し上げるとの期待が引き続き相場を下支えし、上昇して始まりました。その後は短期的な過熱感が意識されるなか、複数のFRB高官から利下げペースについて慎重に判断する考えが示されたことなどを受け、米長期金利の上昇を嫌気した売りが優勢となり、前週末比では下落となりました。
- 今週（11月11日～15日）の日本株式市場（TOPIX（東証株価指数））は、米大統領選でトランプ候補の勝利が確実との見方から、米金利の上昇により円安米ドル高が進行したことが相場を下支えたものの、前週的大幅上昇で相対的な割高感が意識されるなか、米国株式市場の下落も嫌気され、前週末比では下落となりました。
- 来週（11月18日～22日）は、日銀の追加利上げの時期を判断する材料として、10月の全国CPIに注目しています。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月の東京都区部CPI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」と発言しているだけに、東京都区部CPIと同様の動きがみられるか注目されます。

【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）	11月15日	38,642.91	▲2.17	▲857.46
	TOPIX		2,711.64	▲1.11	▲30.51
	NYダウ（米ドル）	11月14日	43,750.86	▲0.54	▲238.13
	S&P500		5,949.17	▲0.77	▲46.37
	ユーロ・ストックス50指数		4,833.53	0.64	30.77
1 0 回 り 国 債	日本（%）	11月15日	1.07	—	0.06
	米国（%）	11月14日	4.44	—	0.13
	ドイツ（%）		2.34	—	▲0.03
為 替	ドル円（円/米ドル）	11月15日	156.84	2.42	3.71
	ユーロ円（円/ユーロ）		165.12	▲0.08	▲0.14

(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
11日 (月)	日本	金融政策決定会合における主な意見（10月30日、31日開催分）		
		10月現状判断DI （景気ウォッチャー調査）	47.2	47.5
13日 (水)	日本	10月国内企業物価指数	前年比+2.9%	同+3.4%
	米国	10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%
14日 (木)	ユーロ圏	7-9月期実質GDP	前期比+0.4%	同+0.4%
	米国	10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+0.3%
		新規失業保険申請件数	22.0万件	21.7万件
15日 (金)	日本	7-9月期実質GDP	前期比年率+0.7%	同+0.9%
	中国	10月小売売上高	前年比+3.8%	
		10月鉱工業生産	前年比+5.6%	
	米国	10月小売売上高	前月比+0.3%	
		10月コア小売売上高	前月比+0.3%	

(出所) Bloomberg (注) 15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：米金利の上昇や利下げ観測の後退を受け、利益確定が優勢に

米国株式市場（S & P500種指数）は、前週末比 ▲0.8% の下落となりました（図表3）。

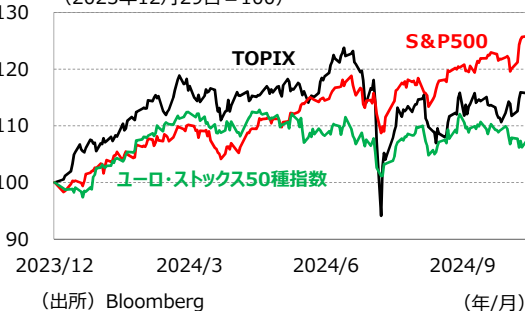
米大統領選で共和党のトランプ候補が勝利を確実にし、次期政権が打ち出す減税や規制緩和などが景気を押し上げるとの期待が引き続き相場を下支えし、上昇して始まりました。その後は、短期的な過熱感が意識されるなか、次期トランプ政権の政策がインフレや財政赤字の拡大につながると思惑や、パウエルFRB議長が「経済は、利下げを急ぐ必要性についていかなるシグナルも発していない」と、利下げペースについて慎重に判断する考えを示したことを受け、米長期金利の上昇を嫌気した売りが優勢となり、前週末比では下落となりました。なお、13日には連邦議会選で共和党が下院の多数派となり、大統領と上下院の多数派を共和党が占める「トリプルレッド」が確実となったものの、株式市場への影響は限定的となりました。

【図表3 株式市場の動向】

2023年12月29日～2024年11月14日

日次、現地通貨ベース

(2023年12月29日 = 100)



米国経済：10月のCPIは前月から加速

米労働省が公表した2024年10月の消費者物価指数（以下、CPI）は前年比 +2.6%（9月：同 +2.4%）と、市場予想通りの結果となりました（図表4）。伸びが加速するのは7か月ぶりとなります。食料品（9月：前年比 +2.3% → 10月：同 +2.1%）の伸びが鈍化する一方で、エネルギー（9月：前年比 ▲6.9% → 10月：同 ▲4.8%）の下落幅が縮小したことが、CPIを押し上げました。

変動の大きい食料品及びエネルギーを除くコアCPIについては、9月から変わらず前年比 +3.3%（市場予想：同 +3.3%）となりました。特に、全体に占めるウェイトの大きい帰属家賃（9月、10月：前年比 +5.2%）などのサービスがコアCPIを高止まりさせる要因となっています。

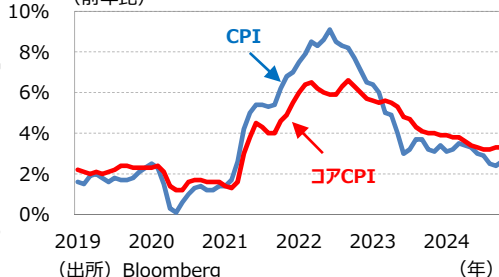
コアCPIについて瞬間風速を映す前月比では +0.28% と、概ね市場予想通り（+0.3%）の結果となりました（図表5）。この結果、FRBが注目する基調的な物価変動を示す3か月前比年率値は +3.55%（9月：3.08%）と大きく加速した一方、6か月前比年率は +2.56%（9月：+2.59%）と小幅ながら鈍化しました。

アトランタ連銀やクリーブランド連銀が公表している他の基調的な物価指標をみても、刈込平均が前期比年率3.25%（9月：同 +3.71%）、

【図表4 米CPIの推移】

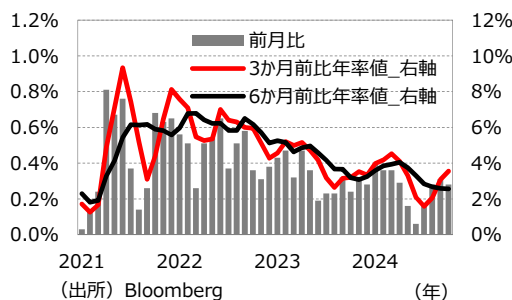
2019年1月～2024年10月、月次

(前年比)



【図表5 コアCPIのモメンタム示す指標】

2021年1月～2024年10月、月次



(次頁へ続く)

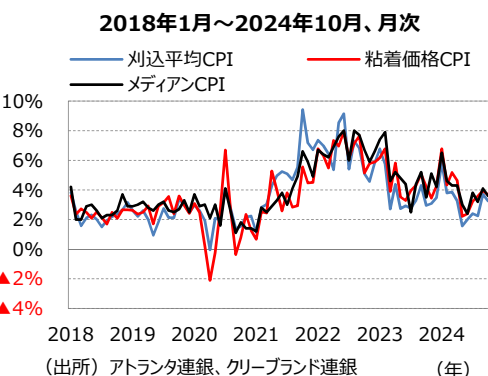
※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

粘着価格が前期比年率+3.68%（9月：同+3.95%）、メディアンが前期比年率+3.60%（9月：同+4.1%）と振れを伴いながらも、モメンタムは鈍化傾向にあると考えられます（図表6）。

コアCPIの内訳をみると、コア財は前月比+0.05%と、7か月ぶりにプラスに転じた9月（同+0.31%）から伸びが鈍化しました（図表7）。内訳をみると、中古車が前月比+2.72%（9月：同+0.31%）と高い伸びとなったものの、その他の多くの品目がデイスインフレ傾向にあることが改めて示されました。中古車については、ハリケーンにより供給が減少したことが影響した可能性があり、先行指標であるマンハイム中古車価格指数が下落傾向にあることから、大幅な上昇は一時的とみられます。一方、コアサービスについては前月比+0.35%と、9月（同+0.36%）から変わらず高い伸びを示しました。特に、ウェイトの大きい帰属家賃（9月：前月比+0.33%→10月：同+0.40%）の伸びが高止まりしており、サービスインフレの根強さが改めて示されました。

インフレ加速を回避した10月のコアCPIと同様、FRBが物価動向を把握する上で最重要視しているコアPCEデフレーター（11/27公表）は10月に前月比+0.3%（9月同+0.3%）と、インフレ加速を回避することが予想されています。事前の予想通りの結果となれば、12月FOMCでの0.25%の追加利下げを後押しするとみられます。

【図表6 その他のモメンタムを示す指標】



【図表7 コアCPI（前月比）の内訳】

2024年8月～10月、月次 (前月比)

	24年10月	24年9月	24年8月
コアCPI	0.28%	0.31%	0.28%
コア財	0.05%	0.17%	▲0.17%
家庭用品	▲0.04%	0.03%	▲0.27%
衣料品	▲1.46%	1.14%	0.26%
娯楽用品	▲0.01%	▲0.28%	▲0.23%
新車	▲0.05%	0.15%	0.05%
中古車	2.72%	0.31%	▲0.96%
コアサービス	0.35%	0.36%	0.41%
民営家賃	0.30%	0.28%	0.37%
帰属家賃	0.40%	0.33%	0.50%
スーパーコア	0.31%	0.40%	0.33%
宿泊料	0.40%	▲1.93%	1.75%
航空運賃	3.19%	3.16%	3.86%
医療ケア	0.39%	0.66%	▲0.09%
自動車保険	▲0.11%	1.19%	0.56%

(出所) Bloomberg
(注) スーパーコアは家賃を除くサービス

日本株式市場：円安進行も、米株安を嫌気して軟調な展開

TOPIX（東証株価指数）は前週末比▲1.1%の下落となりました。

米大統領選でトランプ候補の勝利が確実との見方から、米金利の上昇により円安米ドル高が進行したことが相場を下支えたものの、前週の大暴落で相対的な割高感が意識されるなか、米国株式市場の下落も嫌気され、前週末比では下落となりました。

為替市場では、次期トランプ政権の政策による中長期的なインフレ圧力や財政赤字の拡大を見込んで米長期金利が上昇したことに加え、複数のFRB高官からインフレの上振れリスクに対する懸念や、利下げペースについて慎重に判断する考えが示されたことなどから、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。15日には1米ドル＝156.84円と8日（153.13円）に比べ円安米ドル高となりました（図表8）。

【図表8 ドル円と日米金利差】



※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：7-9月期は内需主導の底堅い成長が継続していることを示唆

内閣府が公表した「四半期別GDP速報」によると、2024年7-9月期の実質GDP（1次速報値）は前期比+0.2%（前期比年率+0.9%）と、2四半期連続のプラス成長となりました（図表9）。需要項目別では、設備投資や住宅投資が2四半期ぶりにマイナスとなったものの、物価高や台風・地震などの下押し要因があるにもかかわらず、自動車販売の持ち直しなどもあり民間消費が前期比+0.9%（4-6月期：同+0.7%）と底堅さを維持したことで、国内需要は前期比+0.6%（4-6月期：同+0.6%）と成長率の押し上げに寄与しました。一方、輸入は前期比+2.1%と輸出の伸び（同+0.4%）を上回ったため、外需寄与度は前期比▲0.4%と成長率を下押ししました。

今回の結果は、日銀にとって想定範囲内と考えられます。台風や地震などの影響は一時的であり、個人消費は「ゆるやかな増加傾向にある」との日銀の判断は維持されるとみられます。また、政府が11月中に策定するとされる10兆円以上の総合経済対策が個人消費を下支えすることが期待されるほか、来年の春闘でも高い賃上げが実現することが見込まれることも、追加利上げを模索する日銀にとって追い風になると考えられます。

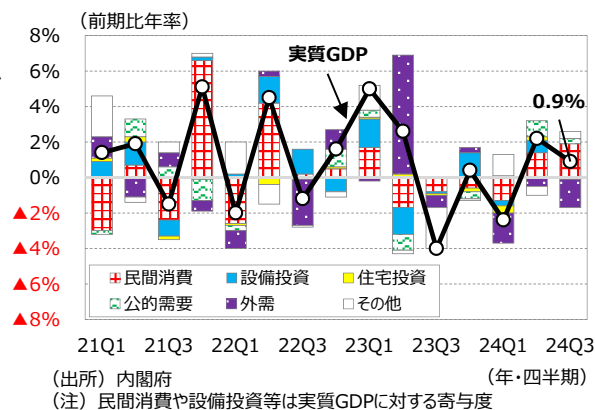
日銀が10月30日、31日に開催した金融政策決定会合での「主な意見」が公表され、会合後の記者会見で植田日銀総裁から示された見解に概ね沿った内容となりました（図表10）。物価について、「10月の東京都区部の消費者物価は（中略）サービス価格の改定の動きを含めて、ほぼ見通し通りと評価できる」とオントラック（想定通り）で推移しているとの見方が示されるなか、「輸入物価上昇の影響の減退という現象はそろそろ出尽くすのではない」といった物価上振れの可能性が高まっている点や、政策委員が追加利上げに慎重姿勢を維持する背景にあった

【図表10 金融政策決定会合における
主な意見（10月30日、31日開催分）】

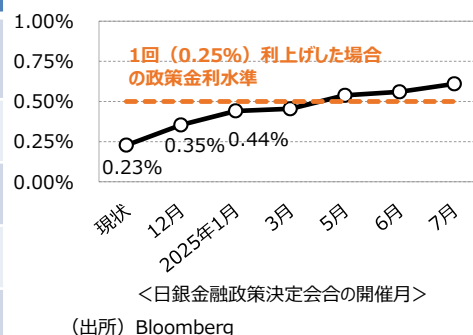
経済	わが国経済は、一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復しており、先行きも、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。 支店長会議では、中小企業は業績が厳しい中で人材係留目的の防衛的賃上げを行っているとの声も多く聞かれ、賃上げの持続性には懸念がある。
物価	10月の東京都区部の消費者物価は、米の値上がりと、その影響により外食が上振れているが、それ以外は、サービス価格の改定の動きを含めて、ほぼ見通し通りと評価できる。 輸入物価から消費者物価への波及がピークを迎えるのは概ね半年後なので、輸入物価上昇の影響の減退という現象はそろそろ出尽くすのではないかと。
金融政策	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に変わりはない。 米国経済の不透明感が低下する中で、「時間的余裕」という言葉で情報発信をしていく局面ではなくなりつつある。

（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

【図表9 実質GDPの推移】
2021年1-3月～2024年7-9月期、四半期



【図表11 OIS金利に基づく
政策金利予想の推移】
11月15日時点



※ 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）

“米国を中心とした海外経済の不確実性”が低下している点に言及するなど、近い将来に追加利上げに踏み切る可能性を示唆する内容となりました。もっとも、「主な意見」の内容は、12月会合後の記者会見から新たな追加情報は見受けられなかったことなどもあり、市場では12月会合での追加利上げを予想する向きは少数派となっています（前頁図表11）。

来週は、10月の全国CPIなどに注目

日銀の追加利上げの時期を判断する材料として、10月の全国消費者物価指数（以下、CPI）に注目しています（図表12）。全国CPIに先立って公表された10月の東京都区部CPIでは、2024年以降、財価格が底堅く推移しているほか、伸びが鈍化傾向にあったサービス価格は10月に前年比+0.8%と9月の同+0.6%から伸びを高めました。特に、賃金との連動性の高いサービスについては、春闘での賃上げが十分に反映されていない可能性が指摘されていたものの、サービス価格の改定時期にあたる10月は賃金上昇分を価格転嫁する動きが確認できたこととなります。

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月の東京都区部CPI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という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」と発言しているだけに、東京都区部CPIと同様の動きがみられるか注目されます（全国CPIの推移は図表13参照）。

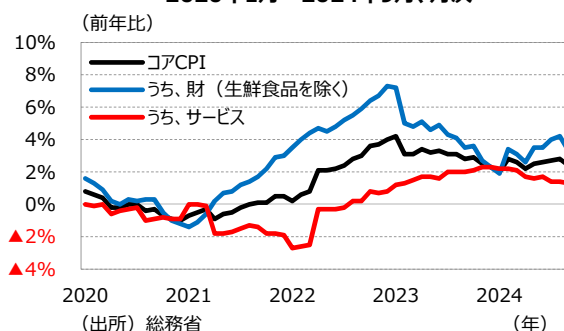
また、追加利上げの判断に影響を与える材料として、足もとの円安米ドル高が挙げられます。7月会合での利上げ要因の一つとして指摘された円安に伴う物価の上振れリスクは相応に高まっているとみられます。日銀は、市場とのコミュニケーションを重視する姿勢を示していることから、仮に12月会合で追加利上げに踏み切る場合には、植田日銀総裁などから、追加利上げに向けた地ならしがあるかも注目されます。

【図表12 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
18日 (月)	日本	9月コア機械受注	前月比+1.5%	同▲1.9%
		10月貿易収支（原系列）	▲3,919億円	▲2,941億円
	米国	11月NAHB住宅市場指数	42	43
19日 (火)	米国	10月新築住宅着工件数	133.8万件	135.4万件
20日 (水)	米国	MBA住宅ローン申請指数	—	前週比+0.5%
21日 (木)	米国	新規失業保険申請件数	—	21.7万件
		失業保険継続受給者数	—	187.3万人
		10月景気先行指数	前月比▲0.3%	同▲0.5%
		中古住宅販売件数	388万件	384万件
22日 (金)	日本	10月全国消費者物価指数（生鮮食品を除く）	前年比+2.2%	同+2.4%
		11月製造業PMI	—	49.2
		11月サービス業PMI	—	49.7
	ユーロ圏	11月製造業PMI	46.0	46.0
		11月サービス業PMI	52.0	51.6
	米国	11月製造業PMI	—	48.5
		11月サービス業PMI	—	55.0

（出所）Bloomberg （注）15日10時時点のデータ

【図表13 全国コアCPI推移】
2020年1月～2024年9月、月次



※お知らせ 次回は11月29日（金）の発行となります。

※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。