

～TMAMマーケットウィークリー（12/16～20）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic：タカ派的なFOMCを受け、主要株式市場は揃って下落

- 今週（12月16日～19日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、17～18日に開催されるFOMCを控え、今後の金融政策に対する不透明感などから週前半は様子見ムードが広がり、小動きとなりました。その後、FOMCで市場の予想通り、0.25%の利下げが決定されたものの、ドットチャートにおける2025年の政策金利見通しが想定以上に上方修正されたことやパウエルFRB議長の記者会見がタカ派的と受け止められたことなどから、18日には前日比▲2.9%の大幅安となりました。また、前週末比でも下落となりました。
- 今週（12月16日～20日）の日本株式市場（TOPIX（東証株価指数））は、米株安や18～19日に開催される日銀金融政策決定会合への警戒感などから軟調に推移し、前週末比で下落となりました。なお、日銀が利上げを見送ったことや植田日銀総裁の記者会見がハト派的と受け止められ、為替市場で大幅な円安が進行しました。
- 来週（12月23日～27日）は、海外ではクリスマス休暇に入ることから、市場参加者が注目する経済指標は特段ないことに加え、国内では植田日銀総裁の講演が予定されているものの、金融政策決定会合から間もないことから、記者会見での発言内容から大きな変化はないと考えられます。もっとも、年末は市場参加者の減少に伴う流動性が低下により、相場の値動きが大きくなる可能性がある点には注意が必要です。

【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20日	38,701.90	▲1.95	▲768.54
	TOPIX		2,701.99	▲1.62	▲44.57
	NYダウ（米ドル）	12月19日	42,342.24	▲3.39	▲1,485.82
	S&P500		5,867.08	▲3.04	▲184.01
	ユーロ・ストックス50指数		4,879.00	▲1.79	▲88.95
1 利 回 年 利 率	日本（%）	12月20日	1.06	—	0.02
	米国（%）	12月19日	4.56	—	0.17
	ドイツ（%）		2.31	—	0.05
為 替	ドル円（円/米ドル）	12月20日	157.95	3.22	4.93
	ユーロ円（円/ユーロ）		163.70	2.09	3.35

(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
16日 (月)	ユーロ圏	12月製造業PMI	45.3	45.2
		12月サービス業PMI	49.5	51.4
	米国	12月製造業PMI	49.5	48.3
		12月サービス業PMI	55.8	58.5
17日 (火)	米国	11月小売売上高	前月比+0.6%	同+0.7%
		12月NAHB住宅市場指数	47	46
18日 (水)	日本	11月貿易収支（原系列）	▲6,879億円	▲1,176億円
	米国	11月住宅着工件数	134.5万件	128.9万件
		FFLレート上限（FOMC）	4.50%	4.50%
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	新規失業保険申請件数	23.0万件	22.0万件
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+2.7%
	米国	11月個人支出	前月比+0.5%	
		11月コアPCEデフレーター	前月比+0.2%	

(出所) Bloomberg (注) 20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：タカ派的なFOMCを受け、大幅安

米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比▲3.0%の大幅下落となりました（図表3）。

17～18日に開催されるFOMCを控え、今後の金融政策に対する不透明感などから週前半は様子見ムードが広がり、小動きとなりました。その後、FOMCで市場の予想通り0.25%の利下げが決定されたものの、ドットチャートにおける2025年の政策金利見通しが前回9月時点から0.5%上方修正されたことや、パウエルFRB議長の記者会見がタカ派的と受け止められたことなどから、18日には前日比▲2.9%の大幅安となりました。また、前週末比でも下落となりました。

米国経済：FOMCでは2025年の政策金利見通しを上方修正

米商務省が公表した2024年11月の小売売上高は前月比+0.7%と、市場予想（同+0.6%）を上回りました（図表4）。物価上昇率を上回る賃金上昇に支えられ、個人消費は底堅さを維持しているとみられます（図表5）。業種別では、ハリケーン襲来後の一時的な需要の高まりが自動車同部品（前月比+2.6%）を押し上げたほか、感謝祭（11/28）翌日のブラックマンデーにおける値引きが奏功した無店舗小売（同+1.8%）などが全体をけん引する格好となりました（図表6）。一方で、食料・飲料（前月比▲0.2%）などの生活必需品が減少するなど、一部で消費を抑制する動きも見られます。

12月についても、感謝祭明けのサイバーマンデー（12/2）や年末商戦における販売促進策が節約志向の強い消費者の購買意欲を高めることで、個人消費は底堅さを保つことが予想されます。2025年1-3月期は2024年初にみられた反動による落ち込みに注意する必要があるものの、FRBによる利下げの効果が徐々に発現する可能性を踏まえれば、個人消費の腰折れは回避することが予想されます。

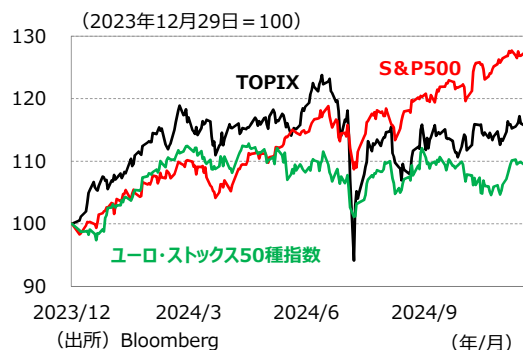
GDPのうち、個人消費の推計に用いられるコア小売売上高は11月に前月比+0.4%（10月：同▲0.1%）とプラスに転じたことで、10、11月平均は7-9月期平均対比で+0.9%と底堅さを維持しています。11月の小売売上高などを反映したGDPNow※の試算（12/18時点）によると、10-12月期の実質GDPは前期比年率+3.2%（7-9月期：同+2.8%）と高い成長率が実現することが予想されています。

（※）アトランタ連邦準備銀行が、リアルタイムに米国の経済成長率を予測することを目的に公表している指標

※ 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。

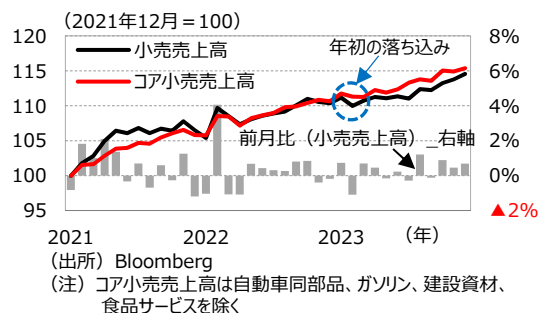
※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

【図表3 株式市場の動向】
2023年12月29日～2024年12月19日
日次、現地通貨ベース



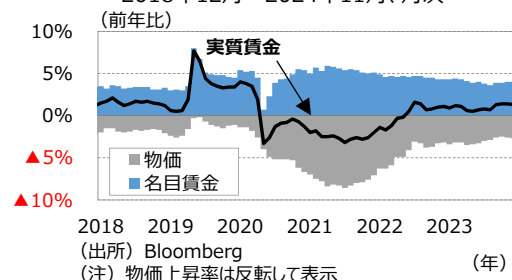
【図表4 小売売上高の推移】

2021年12月～2024年11月、月次



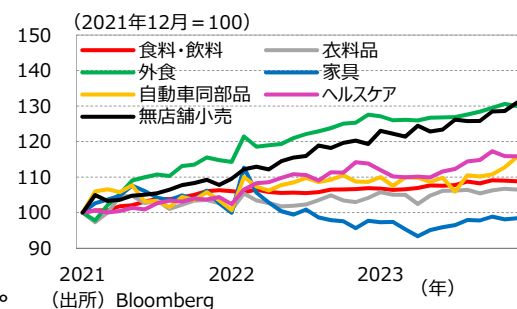
【図表5 実質賃金の推移】

2018年12月～2024年11月、月次



【図表6 小売売上高（主要業種別）の推移】

2021年12月～2024年11月、月次



(次頁へ続く)

FRBは12月17～18日に開催したFOMCで事前の予想通り0.25%の利下げを決定し、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が従来の4.75～4.50%から4.50～4.25%へ引き下げられました（図表7）。

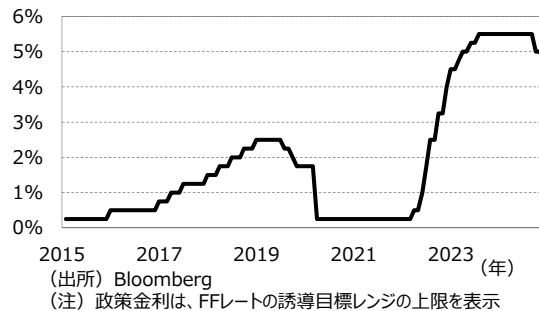
もっとも、声明文ではハマック・クリーブランド連銀総裁が政策金利の据え置きを求め、反対票を投じたほか、ドットチャート（FOMCメンバーの政策金利見通し）ではFOMCメンバー19人のうち4人が政策金利の据え置きが妥当としている様子が見えるなど、今回の利上げは僅差の決定だったとみられます。

声明文では、先行きの政策金利について「追加調整の程度と時期を検討する際、FOMCは今後得られる情報、今後の見通し、リスクバランスを慎重に評価する」と示され、今後の利下げペースの鈍化を示唆した格好となりました（図表8）。実際、ドットチャートが示す政策金利見通しは2025年末が3.875%（9月：3.375%）、2026年末が3.375%（9月：2.875%）、2027年末が3.125%（9月：2.875%）と、9月時点に比べると利下げペースが減速し、2025年の利下げ回数が9月時点の4回から2回へと減少する見込みとなっています（図表9）。また、「Longer run」（景気を熱しも冷やしもしない中立金利を意味する長期のFF金利水準）についても3.00%と、9月の2.875%から上方修正されています。利下げの最終局面の水準が切り上がっている点もタカ派的と考えられます。

パウエルFRB議長は、追加利下げには「インフレ鈍化の更なる進展と、労働市場の継続的な強さ」が必要だと指摘し、今後の利下げを「慎重に判断できる」とも述べ、利下げペースの鈍化を示唆しました。また、トランプ次期政権が掲げる減税や追加関税などの影響については、一部のメンバーが先行して見通しに反映させたことを示唆した上で、関税引き上げの影響について「物価にどの程度影響を与えるかは多くの要因が関係している。また、その影響がどの程度持続するかも分からない。実際の政策については、本当に全く分からない」との見解を示しました。

2025年の政策金利見通しが上方修正された背景には、一部のメンバーがトランプ次期政権の政策を見通しに織り込んだことが影響している可能性があります。今後、トランプ次期政権の政策が明らかとなり、タカ派的なメンバーが増えてくことで、政策金利の見通しが更に上方修正される可能性には留意が必要です。

【図表7 FFレートの推移】
2015年1月～2024年12月、月次



【図表8 FOMC声明文（一部抜粋）】

主な項目	12月（今回）	11月（前回）
金融政策	FOMCは雇用とインフレの目標達成におけるリスクが概ねバランスと判断している。 FF金利の目標レンジの追加調整の範囲と時期を検討する際、FOMCは今後得られる情報、今後の見通し、リスクバランスを慎重に評価する。	FOMCは雇用とインフレの目標達成におけるリスクが概ねバランスと判断している。 FF金利の目標レンジの追加調整を検討する際、FOMCは今後得られる情報、今後の見通し、リスクバランスを慎重に評価する。
決議	ハマック・クリーブランド連銀総裁 反対	全会一致

（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9 ドットチャートの政策金利見通し】
2024年9月、12月の比較

	12月		9月	
	年末中央値	年間利下げ回数	年末中央値	年間利下げ幅
2025年末	3.875%	2回	3.375%	4回
2026年末	3.375%	2回	2.875%	2回
2027年末	3.125%	2回	2.875%	利下げ無し
Longer run（中立金利）	3.00%		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
（注）1回の利下げ幅は0.25%

※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）

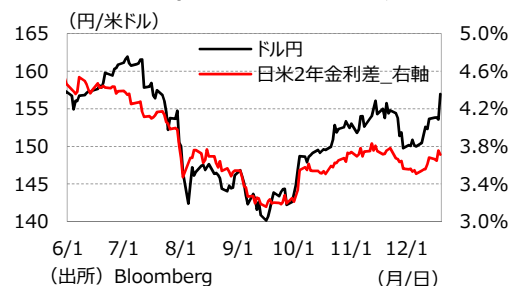
日本株式市場：大幅な円安が進行も、米株安などが重石

TOPIX（東証株価指数）は、前週末比▲1.6%の下落となりました。

米株安や18～19日に開催される日銀金融政策決定会合への警戒感などから軟調に推移し、前週末比で下落となりました。なお、日銀が利上げを見送ったことや植田日銀総裁の記者会見で1月会合での利下げを示唆しなかったことがハト派的と受け止められ、為替市場で大幅な円安が進行したものの、20日のTOPIXはマイナスとなりました。

為替市場では、11月の米サービス業PMI（購買担当者景気指数）が市場予想を上回ったことで、一時1米ドル＝154円台まで円安米ドル高が進行する場面があったものの、日米金融政策決定会合を控え持ち高調整の円買いが優勢となり、18日にかけて上値の重い展開となりました。その後、タカ派的なFOMCとハト派的な日銀会合を受け、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、20日は1米ドル＝157.95円と13日（153.02円）に比べ大幅な円安米ドル高となりました（図表10）。

【図表10 ドル円と日米金利差】
2024年6月1日～12月19日、日次



日本経済：日銀は利上げ見送りを決定し、1月会合での利上げも示唆せず

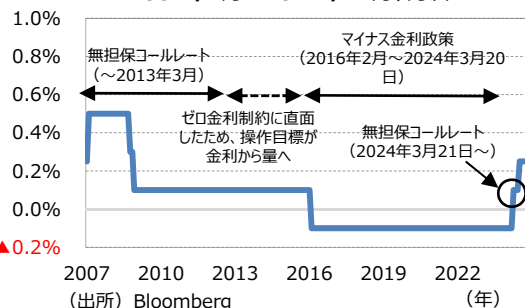
日銀は18～19日に開催した金融政策決定会合で、0.25%程度の政策金利（無担保コールレート）を据え置くことを決定しました（図表11）。政策金利の据え置きは大方の予想通りであったことから、追加利上げのタイミングに関する手掛かりは植田日銀総裁の記者会見となりました。

植田日銀総裁の記者会見では、今回利上げを見送った理由として、▲0.2%

①来年の春闘での賃上げの情報が少ないこと、②トランプ次期政権の経済政策（追加関税や移民政策等）とその影響に関する不確実性が高いことを指摘しました。その上で、来年春闘での賃上げモメンタムやトランプ次期政権の方向性に関する情報、各種データなどを踏まえ、各会合で総合的な判断により利上げの可否を判断するとして、利上げ時期に関する明確なヒントは示されませんでした。

現時点で可能性は高くないものの、1月会合前に開催される日銀支店長会議（図表12）で、中小企業の賃上げモメンタムが十分でないと判断される場合や、トランプ次期政権の経済政策とその影響

【図表11 政策金利の推移】
2007年1月～2024年12月、月次



【図表12 今後の重要イベント】

日付	イベント
12/27	12月東京都部CPI
2025/1/9	日銀支店長会議
1/10	12月米雇用統計
1/14	氷見野日銀副総裁講演
1/20	トランプ大統領就任
1/24	12月全国CPI
1/23～24	金融政策決定会合

（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

※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）

に関する不確実性が大きく、日銀の経済・物価の見通しが実現する確度が高まっていないと判断される場合には、3月あるいは4月に、利上げが先送りされる可能性があると考えられます。

年末は市場の流動性が低下するため、相場の急変動に注意

海外ではクリスマス休暇に入ることから、市場参加者が注目する経済指標は特段ないことに加え、国内では植田日銀総裁の講演が予定されているものの、金融政策決定会合から間もないことから、記者会見での発言内容から大きな変化はないと考えられます。もっとも、年末は市場参加者の減少に伴う流動性が低下により、相場の値動きが大きくなる可能性がある点には注意が必要です（図表13）。

【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
23日 (月)	米国	12月コンファレンス・ボード 消費者信頼感	113.0	111.7
24日 (火)	日本	11月全国百貨店売上高	—	前年比▲0.7%
	米国	11月耐久財受注 (除.輸送用機器)	前月比+0.3%	前月比+0.2%
		11月製造業受注、資本財 (非国防/除.航空機)	前月比+0.1%	同▲0.2%
		11月新築住宅販売件数	66.5万件	61.0万件
		Christmas Dayの祝日（～25日）		
25日 (水)	日本	植田日銀総裁講演（経団連）		
26日 (木)	日本	11月住宅着工件数	77.8万件	77.9万件
	米国	新規失業保険申請件数	—	22.0万件
		失業保険継続受給者数	—	187.4万人
27日 (金)	日本	11月失業率	2.5%	2.5%
		11月有効求人倍率	1.25倍	1.25倍
		12月東京都都区消費者 物価指数（生鮮食品を除く）	前年比+2.5%	同+2.2%

（出所）Bloomberg （注）20日10時時点のデータ

※お知らせ 次回は2025年1月10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。