



～TMAMマーケットウィークリー（12/2～6）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic : 米国における景気の底堅さや利下げ観測の高まりを受け、日米株価は揃って上昇

- 今週（12月2日～5日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、11月のISM製造業景況指数などが市場予想を上回ったことに加え、パウエルFRB議長が「米経済は極めて良好な状態にある」との考えを示したことなどが好感され、4日には前週末につけた最高値を更新するなど堅調に推移しました。5日は翌日の雇用統計の公表を前に利益を確定する売りが出たものの、前週末比では上昇となりました。
- 今週（12月2日～6日）の日本株式市場（TOPIX（東証株価指数））は、GPIFが目標運用利回りを引き上げるとの一部報道を受け、株式の組み入れ比率が引き上がるとの見方が支えとなったほか、FRBの利下げ観測の高まりなどを背景に米主要3指数が揃って最高値を更新したことも追い風となり、5日にかけて底堅く推移しました。6日は利益確定目的の売りが優勢となったものの、前週末比では上昇となりました。
- 来週（12月9日～13日）は、ECB理事会などに注目しています。今会合では9月に続き、利下げが予想されます。最近では、タカ派と目されるナゲル独中銀総裁などから、「インフレの抑制が概ね予想通りに進んでいることを考慮すると、現段階で政策金利の引き下げを継続することに異論はない」などといった利下げを示唆する発言が相次いでいます。こうした発言を受け、市場では0.25%の利下げが決定されるとの見方が大勢を占めています。米国では、12月FOMCでの利下げ停止や先行きの利下げペース減速の可能性を見極める上で、11月の消費者物価指数（以下、CPI）の結果に注目が集まることが予想されます。

【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)	12月6日	39,091.17	2.31	883.14
	TOPIX		2,727.22	1.73	46.51
	NYダウ (米ドル)		44,765.71	▲0.32	▲144.94
	S&P500	12月5日	6,075.11	0.71	42.73
	ユーロ・ストックス50指数		4,951.58	3.06	147.18
1 利 0 回 年 利 率	日本 (%)	12月6日	1.06	-	0.01
	米国 (%)		4.18	-	0.01
	ドイツ (%)	12月5日	2.11	-	0.02
為 替	ドル円 (円/米ドル)	12月6日	150.06	▲0.45	▲0.68
	ユーロ円 (円/ユーロ)		158.73	▲0.30	▲0.47

(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
12月2日 (月)	日本	7-9月期法人企業統計		
	米国	11月ISM製造業景況指数	47.5	48.4
3日 (火)	米国	10月JOLTS求人件数	751.9万件	774.4万件
4日 (水)	中国	11月サーブیسPMI (財新)	52.4	51.5
	米国	11月ADP雇用統計	前月差+15.0万人	同+14.6万人
		11月ISM非製造業景況指数	55.7	52.1
		パウエルFRB議長講演 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▲0.3%	同▲0.5%
6日 (金)	米国	新規失業保険申請件数	21.5万件	22.4万件
	日本	10月現金給与総額 (毎月勤労統計)	前年比+2.6%	同+2.6%
	米国	11月非農業部門雇用者数 11月失業率	前月差+22.0万人 4.1%	

(出所) Bloomberg (注) 6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。

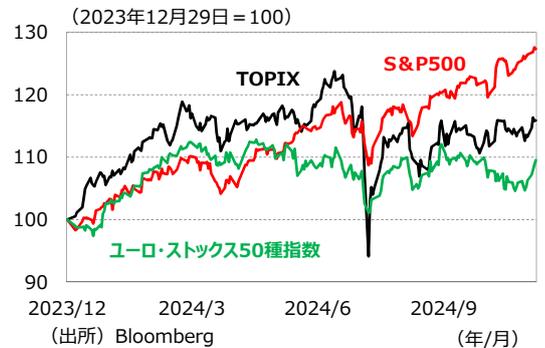
※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

米国株式市場：米景気の底堅さや利下げ観測が支えとなり、3週連続の続伸

米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比+0.7の上昇となりました（図表3）。

11月のISM製造業景況指数や10月のJOLTS求人件数が市場予想を上回ったことに加え、ウォラーFRB理事が12月FOMCでの利下げを支持する旨の発言をしたことや、パウエルFRB議長が「米経済は極めて良好な状態にある」との考えを示したことなどが好感され、4日には前週末につけた最高値を更新するなど堅調に推移しました。5日は翌日の雇用統計の公表を前に利益を確定する売りが出たものの、前週末比では上昇となりました。なお、ウォラー理事を含むFRB高官の発言を受け、FF金利先物が織り込む12月会合での利下げ確率は、前週末の66%から6日（執筆時点）には70%へ上昇しています。

【図表3 株式市場の動向】
2023年12月29日～2024年12月5日
日次、現地通貨ベース



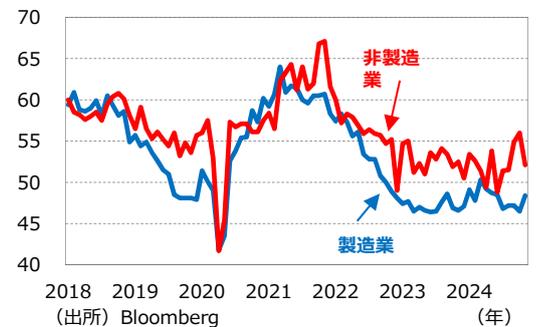
米国経済：雇用指標は、ハリケーン等の影響剥落で概ね改善

全米供給管理協会（ISM）が公表した2024年11月のISM製造業景況指数は48.4（10月：46.5）と、市場予想（47.5）を上回りました（図表4）。11月はハリケーンの影響の反動に加え、ボーイング社や港湾のストライキ終結、大統領選挙に対する不透明感の解消などが、製造業の景況感を押し上げたとみられます。

項目別では、新規受注指数が50.4と景気の拡大・縮小の分かれ目である50（中立水準）を8か月ぶりに上回ったほか、雇用指数や在庫指数等が上昇しました（図表5）。在庫指数は9月（43.9）、10月（42.6）と低水準が続いていたものの、11月は48.1へ上昇しました。9月、10月におけるストライキの影響が剥落した可能性があります。11月はこうした特殊要因が一部反映されていた可能性があるものの、景気に対して先行性を有する新規受注指数が中立水準を超えた点は企業活動指数（生産指数）の持ち直し、すなわち製造業活動の循環的な底入れを示唆しています。

11月のISM非製造業については52.1と、市場予想（55.7）を大きく下回ったものの、これまで続いた上昇に対する反動の範疇であり、依然としてサービス需要の底堅さは維持されていると考えられます。

【図表4 ISM景況指数の推移】
2018年1月～2024年11月、月次



【図表5 ISM景況指数の主な調査項目】
2024年10月/11月、月次

指数	製造業		非製造業	
	11月	10月	11月	10月
企業活動	46.8	46.2	53.7	57.2
新規受注	50.4	47.1	53.7	57.4
雇用	48.1	44.4	51.5	53.0
在庫	48.1	42.6	45.9	57.2
入荷遅延	48.7	52.0	49.5	56.4
輸出处受注	48.7	45.5	49.6	51.7
受注残	41.8	42.3	47.1	47.7
価格	50.3	54.8	58.2	58.1

（出所）ISM

（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。

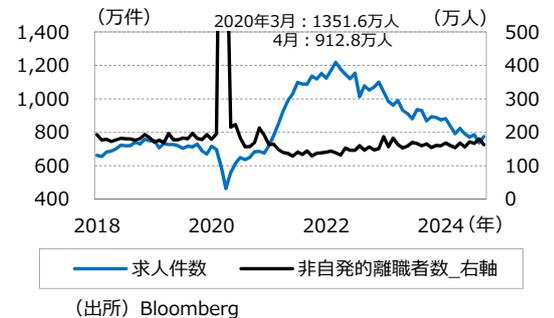
米経済の底堅さを示す指標が相次ぐなか、最大の焦点は17、18日に開催されるFOMCとなります。前述の通り、市場が織り込む利下げ確率は70%（6日執筆時点）となっており、11月の雇用統計（6日公表）やCPI（11日公表）などが相応に強い結果とならない限り、12月会合で追加利下げが決定される可能性が高いと考えられます。

今週は11月の雇用統計の結果を予想する材料として、10月のJOLTS（雇用動態調査）や11月のADP雇用統計などの経済指標が公表されました。まず、米労働省が公表した10月のJOLTSでは求人数が774.4万件と9月（737.2万件）、市場予想（751.9万件）ともに上回りました（図表6）。求人数の下げ止まりを判断するには時期尚早であるものの、労働需要の一段の減速を回避した点はポジティブと言えます。

また、離職者のうち、非自発的離職者数は9月の180.2万人から10月に163.3万人へ減少しました。企業が雇用の増加に慎重な姿勢を維持する中で、大規模なレイオフを回避している状況にあります。なお、米労働省が公表した週次の新規失業保険申請件数も10月以降、失業者が減少傾向にあることを示しており（図表7）、この点は11月雇用統計の失業率が低水準を維持する可能性を示唆しています。

一方、11月のADP雇用統計については民間雇用者数が前月差+14.6万人と、10月（同+18.4万人）を下回りました（図表8）。11月雇用統計における非農業部門雇用者数は前月差+22.0万人と、ハリケーンやストライキの影響により急減した10月（同+1.2万人）から大幅増となることが予想されています。11月の雇用統計で雇用の急回復が示され、12月会合での利下げ停止や先行きの利下げペース減速といった見方が強まるか注目されます。

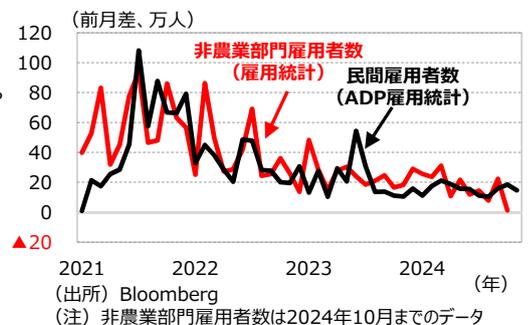
【図表6 求人数と非自発的離職者数】
2018年1月～2024年10月、月次



【図表7 新規失業保険申請件数の推移】
2023年1月6日～2024年11月30日、週次



【図表8 米雇用者数の推移】
2021年1月～2024年11月、月次



日本株式市場：米主要3指数の最高値更新などが追い風に

TOPIX（東証株価指数）は、前週末比+1.7%の上昇となりました。年金積立管理運用独立行政法人（GPIF）が目標運用利回りを引き上げるとの一部報道を受け、株式の組み入れ比率が引き上がるとの見方が支えとなったほか、FRBの利下げ観測の高まりなどを背景に米主要3指数が揃って最高値を更新したことも追い風となり、5日にかけて底堅く推移しました。6日は利益確定目的の売りが優勢となったものの、前週末比では上昇となりました。

（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。

為替市場では、総務省が前週末に公表した11月の東京都区CPIが市場予想を上回ったことを受け、日銀が開催する12月の金融政策決定会合で追加利上げに踏み切るとの観測が高まったことや、ウォラーFRB理事が12月FOMCでの利下げを支持したことなどから、3日には一時1米ドル＝148円台まで円高米ドル安が進行しました。その後は、日銀が12月会合で利上げを見送るとの一部報道を受け、円高米ドル安が一服したものの、6日は1米ドル＝150.06円と11月29日（150.74円）に比べ円高米ドル安となりました（図表9）。

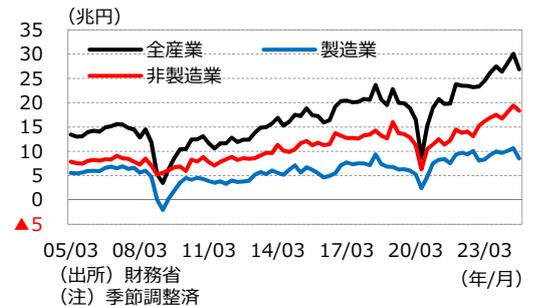
【図表9 ドル円と日米金利差】
2024年6月1日～12月5日、日次



日本経済：7-9月期の経常利益は三四半期ぶりに減少も、高水準を維持

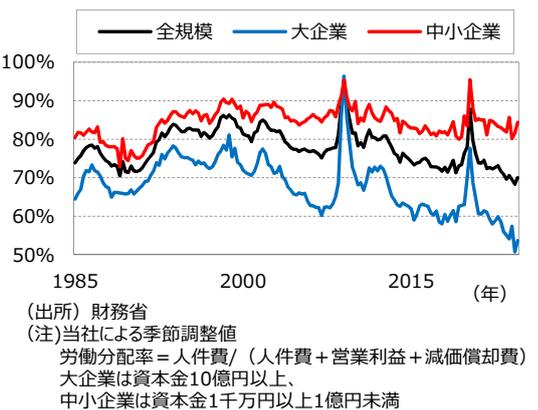
財務省が公表した法人企業統計調査によると、2024年7-9月期の経常利益（金融業、保険業を除く、季節調整済）は前期比▲10.6%と三四半期ぶりにマイナスとなりました（図表10）。内訳では製造業、非製造業のいずれも三四半期ぶりのマイナスとなりました。もっとも、経常利益（季節調整済）は過去最高となった4-6月期から減少したものの、過去4番目の高水準を維持しているほか、売上高（季節調整済）は製造業、非製造業ともに2四半期連続で増加していることから、コスト増を販売価格に転嫁する動きは継続しています。7-9月期は変動費の増加により経常利益は製造業を中心に減少したものの、収益の改善基調は維持されていると考えられます。

【図表10 経常利益の推移】
2005年1-3月期～2024年7-9月期、四半期



企業収益が改善基調にあることが確認されたことで、今後の焦点は来年の春闘にシフトするとみられます。植田日銀総裁は11月の講演で、「中小企業を中心に、価格転嫁が必ずしも容易ではなくて業況の改善が伴わない中でも、人材確保のため賃上げをしている企業もある」とした上で、「賃上げの動向については、業種や企業規模などの違いを含めて丹念に点検する必要がある」との考えを示しています。来年の春闘でも今年と同様、5%程度の賃上げが実現するかは中小企業の動向が鍵を握ると考えられます。

【図表11 労働分配率の推移】
1985年1-3月～2024年7-9月期、四半期



そこで、賃上げを取り巻く環境を確認するため、賃上げ余力を測る指標として労働分配率（法人企業ベース）に着目すると、中小企業の賃上げ余力は大企業に比べ小さいことがわかります（図表11）。こうした中で、中小企業が持続的な賃上げを実現できるかは、来年1月に日銀が開く支店長会議でおおよそ判明することになります。地域の中小企業でも、今年並みあるいはそれ以上の賃上げの動きが期待できる趣旨の報告があれば、日銀の追加利上げを後押しする材料になると考えられます。

（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。

来週は、ECB理事会や11月の米CPIなどに注目

来週は、ECB理事会や11月の米CPIなどに注目しています（図表12）。

ECB理事会では9月会合に続き、利下げが決定されることが予想されます（政策金利の推移は図表13参照）。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、今会合でも追加利下げにより金融引き締めを一段と緩めるのが適切と判断するとみられます。最近では、タカ派と目されるECB高官から、「インフレの抑制が概ね予想通りに進んでいることを考慮すると、現段階で政策金利の引き下げを継続することに異論はない」（ナゲル独中銀総裁）、「大幅利下げの件について議論することは間違いない」（カザークス・ラトビア中銀総裁）などといった利下げを示唆する発言が相次いでいます。こうした発言を受け、市場では0.50%利下げの可能性は排除していないものの、0.25%の利下げ幅にとどまるとの見方が大勢を占めています（図表14）。

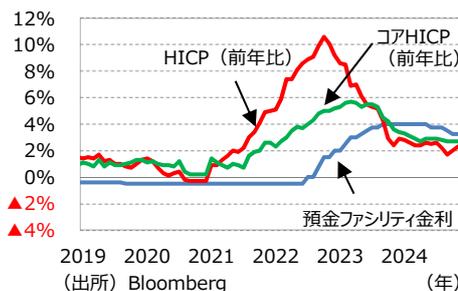
米国では、12月FOMCでの利下げ停止や先行きの利下げペース減速の可能性を見極める上で、11月のCPIの結果に注目が集まることが予想されます。特に、食料品及びエネルギーを除くコアCPIがここ数か月、インフレ圧力の根強さを示すなか、市場予想を上回る結果となれば、FRBの政策判断に影響すると考えられます（コアCPIの前月比上昇率の推移は図表15参照）。

【図表12 来週発表予定の主要経済指標】

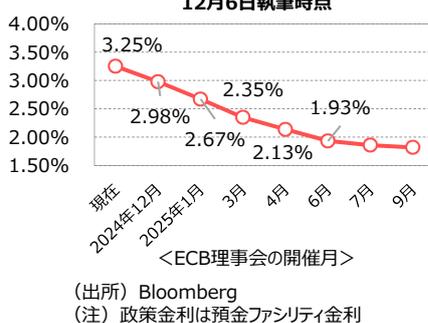
公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
9日 (月)	日本	7-9月期実質GDP (2次速報値)	前期比年率+1.1%	同+0.9%
		11月現状判断DI (景気ウォッチャー調査)	47.3	47.5
		11月先行き判断DI (景気ウォッチャー調査)	48.9	48.3
	中国	11月消費者物価指数	前年比+0.5%	同+0.3%
11月卸売物価指数		前年比▲2.9%	同▲2.9%	
10日 (火)	日本	11月工作機械受注	-	前年比+9.4%
	中国	11月輸出(米ドルベース)	前年比+8.5%	同+12.7%
		11月輸入(米ドルベース)	前年比+0.9%	同▲2.4%
	米国	11月NFIB中小企業楽観指数	94.1	93.7
11日 (水)	日本	11月国内企業物価指数	前年比+3.4%	同+3.4%
	中国 中央工作会議(11日～)			
	米国	MBA住宅ローン申請指数	-	前週比+2.8%
		11月消費物価指数 (食料品及びエネルギーを除く)	前月比+0.3%	同+0.3%
12日 (木)	ユーロ圏	預金ファシリティ金利 (ECB理事会)	3.00%	3.25%
	米国	11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	-	22.4万件
		失業保険継続受給者数	-	187.1万人
13日 (金)	日本	短観		
	ユーロ圏	10月鉱工業生産	前月比0.0%	同▲2.0%
	米国	11月輸入物価指数	前月比▲0.3%	同+0.3%
-			前年比+0.8%	

(出所) Bloomberg (注) 6日10時時点のデータ

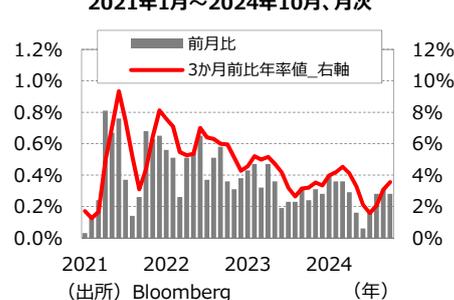
【図表13 預金ファシリティ金利とHICP】
2018年1月～2024年11月、月次



【図表14 短期金利市場が織り込む政策金利見通し】
12月6日執筆時点



【図表15 コアCPIのモメンタムを示す指標】
2021年1月～2024年10月、月次



※ 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。