

～TMAMマーケットウィークリー（10/7～11）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic：米経済のソフトランディング期待から、日米株式市場は揃って上昇

- 今週（10月7日～10日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、中東情勢の緊迫化による原油価格上昇などが重石となり下落して始まったものの、その後クーグラーFRB理事が、予想通りインフレが緩和すれば一段の利下げを支持する考えを明らかにしたことを受け、米経済のソフトランディング（軟着陸）実現への期待が高まったことなどが投資家心理の支えとなり、9日に最高値を更新しました。10日には利益確定目的の売りが出たものの、引き続き米経済の底堅さが意識され下げ幅は限定的なものにとどまり、前週末比では上昇となりました。
- 今週（10月7日～11日）の日本株式市場（TOPIX（東証株価指数））は、為替市場で円安が進行したことが追い風となったほか、石破首相が衆院代表質問で金融所得課税について具体的に検討していないとの考えを示したことが好感され、上昇して始まりました。その後は米株安を受け下落する場面があったものの、円安基調が続いていることや中国の追加景気対策への期待感などから底堅く推移し、前週末比では上昇となりました。
- 来週（10月14日～18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0.25%の利下げを実施することが予想されています。また、複数のECB高官がハト派寄りにシフトするなか、今会合ではラガルドECB総裁の発言にも注目が集まることが予想されます。9月会合後の記者会見では、ラガルドECB総裁は今後の利下げ時期やペースについて明言を避けているだけに、今会合で踏み込んだ言及があるが注目されます。

【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）	10月11日	39,605.80	2.51	970.18
	TOPIX		2,706.20	0.45	12.13
	NYダウ（米ドル）	10月10日	42,454.12	0.24	101.37
	S&P500		5,780.05	0.50	28.98
	ユーロ・ストックス50指数		4,970.34	0.31	15.40
1 0 年 利 回 り 国 債	日本（%）	10月11日	0.95	—	0.06
	米国（%）	10月10日	4.06	—	0.09
	ドイツ（%）		2.26	—	0.05
為 替	ドル円（円/米ドル）	10月11日	148.62	1.29	1.90
	ユーロ円（円/ユーロ）		162.53	0.40	0.64

(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
4日 (金)	米国	9月非農業部門雇用者数	前月差 +15.0万人	同 +25.4万人
		9月失業率	4.2%	4.1%
7日 (月)	ユーロ圏	8月小売売上高	前月比 +0.2%	同 +0.2%
8日 (火)	日本	8月現金給与総額 (毎月勤労統計)	前年比 +2.9%	同 +3.0%
		8月実質賃金（毎月勤労統計）	前年比 ▲0.5%	同 ▲0.6%
		9月現状判断DI (景気ウォッチャー調査)	49.2	47.8
9日 (水)	米国	FOMC議事録（9月17日、18開催分）		
10日 (木)	日本	9月国内企業物価指数	前年比 +2.3%	同 +2.8%
	米国	9月消費者物価指数 (食料品及びエネルギーを除く)	前月比 +0.2%	同 +0.3%
		新規失業保険申請件数	23.0万件	25.8万件
11日 (金)	米国	9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%	
		10月ミシガン大学消費者マインド	71.0	

(出所) Bloomberg (注) 11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：ソフトランディング期待から反発

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）。

債券市場で米長期金利が2か月ぶりに4%台まで上昇したこと（図表4）や、中東情勢の緊迫化による原油価格上昇などが重石となり、下落して始まりました。その後は、クーグラーFRB理事が、予想通りインフレが緩和すれば一段の利下げを支持する考えを明らかにしたことを受け、米経済のソフトランディング（軟着陸）実現への期待が高まったことや、設備投資関連などの景気敏感株に買いが入ったことなどから、9日に最高値を更新しました。

10日にはインフレの根強さや労働市場の悪化を示唆する経済指標を受け利益確定目的の売りが出たものの、引き続き米経済の底堅さが意識され下げ幅は限定的なものにとどまり、前週末比では上昇となりました。

米国経済：9月の雇用統計は、景気後退懸念を払拭する内容

米労働省が公表した2024年9月の雇用統計によると、非農業部門雇用者数（事業所調査）は前月差+25.4万人と、市場予想（同+15.0万人）を大幅に上回りました（図表5）。加えて、7月、8月の2か月分が計+7.2万人上方修正された点も考慮すると、予想外に底堅い内容だったと言えます。もっとも、非農業部門雇用者数の変化について6か月移動平均でみると、依然減少傾向が続いているため、トレンドが反転したと判断するのは時期尚早と考えられます。

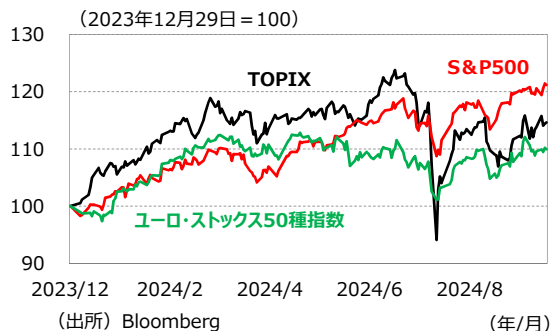
9月の失業率（家計調査）は4.1%と市場予想（4.2%）対比で改善しました（図表6）。失業率は6月の4.1%から7月に4.3%へ急上昇し、サム・ルール（※）に抵触したことで米景気後退への懸念が急浮上したものの、8月に4.2%、9月に4.1%と低下しています。これにより、サム・ルールに基づく数値は8月の0.57%から9月に0.50%へ低下し、失業率からみた景気後退懸念はいったん和らいだ格好となりました。

※ 失業率の過去12か月平均の最低値に対して直近3か月平均が0.5%を上回った時に景気後退が始まるとされる

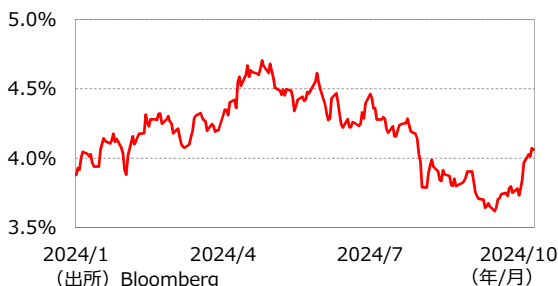
※ 上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※ 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。

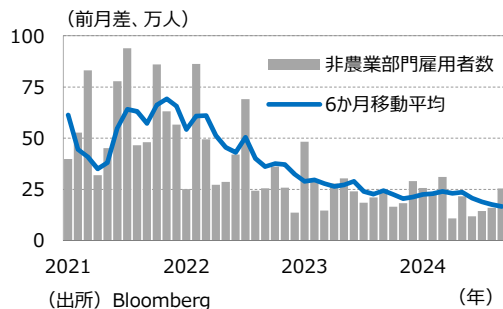
【図表3 株式市場の動向】
2023年12月29日～2024年10月10日
日次、現地通貨ベース



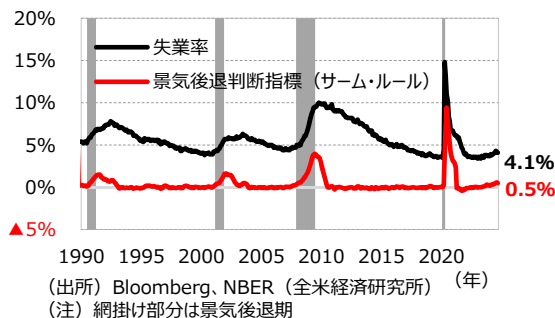
【図表4 米10年国債利回りの推移】
2024年1月2日～10月10日、日次



【図表5 非農業部門雇用者数の推移】
2021年1月～2024年9月、月次



【図表6 失業率とサム・ルールの関係】
1990年1月～2024年9月、月次



(次頁へ続く)

9月の新規失業保険申請件数は減少に転じ、失業率低下と整合的だったものの、10月第1週の新規失業保険申請件数は25.8万件と前週（22.5万件）から大幅に増加しています（図表7）。これは、9月下旬に米南東部に上陸したハリケーン「ヘリーン」や、ボーイング社のストライキの影響によるものとみられます。

アトランタ連銀のボスティック総裁は8日、「米国経済の現状についてかなり楽観的だが、南東部を襲っているハリケーンによる潜在的な影響を注意深く監視していると」述べました。当面、ハリケーンやストライキの影響を反映し、今後公表される新規失業保険申請件数はノイズが大きくなることが予想されます。これらの影響が労働市場の弱体化につながらないか、FRBは注視していくとみられます。

米労働省が公表した2024年9月の消費者物価指数（食料品及びエネルギーを除く、以下コアCPI）は前月比+0.31%と、市場予想（同+0.2%）を上回りました（図表8）。この結果、FRBが注目する基調的なモメンタムを示す3か月前比年率値は+3.08%と2か月連続で伸びを高め、3%台に乗せています。インフレ沈静化に向けた動きは継続も、それには時間を要することを示す結果となりました。

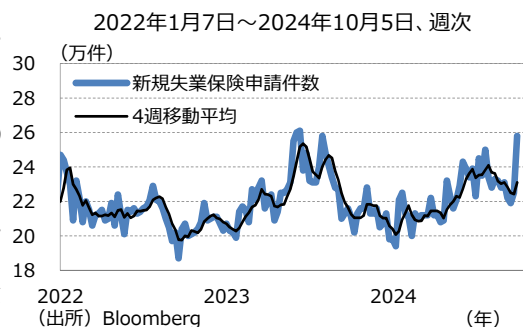
コアCPIの内訳をみると、コア財は前月比+0.17%と7か月ぶりにプラスに転じました（図表9）。東海岸とメキシコ湾の港湾でのストライキなどの影響から、ウェイトの大きい中古車など幅広い品目で上昇した可能性があります。もっとも、均してみればデysinフレの動きは継続していると考えられます。一方、コアサービスについては前月比+0.36%と、8月（同+0.41%）から伸びが縮小しました。特に、9月は家賃の伸びが縮小に転じたことが、コアサービスの押し下げに寄与しました。CPIの家賃に先行するジロー住宅価格指数が上昇率が縮小していることを考慮すると、今後も家賃の伸びは縮小していくことが予想されます。

9月の雇用統計は、市場の一部でくすぶっていた大幅利下げ観測を後退させる結果となり、11月、12月のFOMCではそれぞれ0.25%の利下げ幅にとどまるとの見方が強まりました。ボスティック総裁は10日、CPIが予想を上回った点を指摘した上で、「利下げをいったん休止すべきかもしれない」と述べています。市場が織り込む利下げ予想に変化はないものの、今後の経済指標の結果次第では、11月の追加利下げが見送られる可能性は排除できないと考えられます。

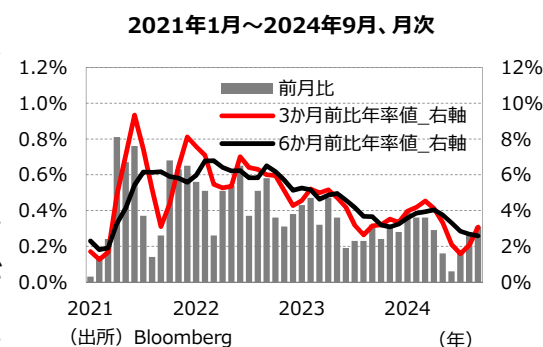
（次頁へ続く）

※上記記載銘柄への投資を推奨するものではありません。また、当社投資信託への組入れを示唆・保証するものではありません。
 ※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。

【図表7 新規失業保険申請件数の推移】



【図表8 コアCPIのモメンタムを示す指標】



【図表9 コアCPI（前月比）の内訳】

2024年7月～9月、月次

	(前月比)		
	24年9月	24年8月	24年7月
コアCPI	0.31%	0.28%	0.17%
コア財	0.17%	▲0.17%	▲0.32%
家庭用品	0.03%	▲0.27%	0.06%
衣料品	1.14%	0.26%	▲0.45%
娯楽用品	▲0.28%	▲0.23%	▲0.34%
新車	0.15%	0.05%	▲0.19%
中古車	0.31%	▲0.96%	▲2.30%
コアサービス	0.36%	0.41%	0.31%
民営家賃	0.28%	0.37%	0.49%
帰属家賃	0.33%	0.50%	0.36%
スーパーコア	0.40%	0.33%	0.21%
宿泊料	▲1.93%	1.75%	0.22%
航空運賃	3.16%	3.86%	▲1.60%
医療ケア	0.66%	▲0.09%	▲0.34%
自動車保険	1.19%	0.56%	1.19%

(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：石破政権下での政策懸念が後退し、反発

TOPIX（東証株価指数）は前週末比+0.5%の上昇となりました。

堅調な雇用統計を受けた米株高や、為替市場で円安が進行したことが追い風となったほか、石破首相が衆院代表質問で、「デフレ脱却を確実なものとするべく、岸田前内閣の経済政策を更に加速させ、賃上げと投資がけん引する成長型経済の実現を図っていく」と、市場で懸念される金融所得課税などについて具体的に検討していないとの考えを示したことが好感され、上昇して始まりました。その後は、米株安や中東情勢の緊迫化への懸念などから下落する場面があったものの、中国当局が12日に財政政策に関する記者会見を開く見通しとの報道が伝わると、追加の景気対策への期待感から中国関連銘柄を中心に買いが優勢となったほか、円安基調が続いていることも追い風となり、前週末比では上昇となりました。

為替市場では、パウエルFRB議長が大幅な利下げに慎重な姿勢を示したことや、日銀が公表した「9月開催の金融政策決定会合の主な意見」で利上げを急がない姿勢が示されたことや、石破首相が追加利上げに慎重な考えを示したことなどから、日米金利差を意識した円売り米ドル買いが優勢となり、10月11日には1米ドル＝148.62円と10月4日（146.72円）に比べ、円安米ドル高となりました（図表10）。

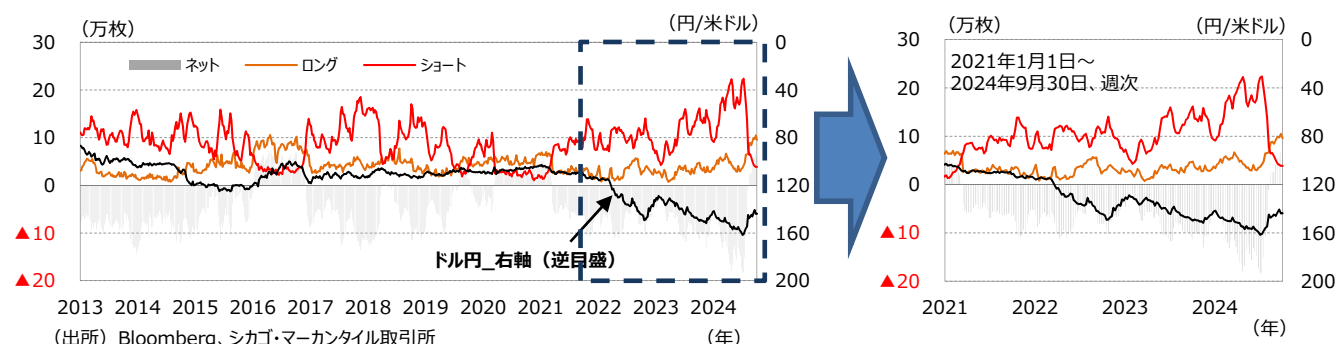
【図表10 ドル円と日米金利差】
2024年1月2日～2024年10月10日、日次



IMM（※）の通貨先物における円のポジション（持ち高）をみると、ロング（買いポジション）が大幅に積み増されたことで、8月13日には2021年3月以来のネットロングに転じ、その後は増加傾向にあります（図表11）。FRBが9月に利下げを開始したことに加え、植田日銀総裁が利上げに踏み切った7月以降も、利上げ継続姿勢を示唆したことが、日米金利差の縮小につながるとの見方から、中長期的に円高を予想する向きが増えつつあることを示していると考えられます。もっとも、米経済が引き続き堅調さを維持すれば、FRBによる利下げ観測の後退とともに円ロングのポジションを解消する動きが広がる可能性があります。特に、FRBが追加利下げの必要性を判断をする上で重要視している雇用統計などの経済指標が、今後為替市場に与える影響は大きくなることが予想されます。

※）IMMとは、シカゴ・マーカント取引所の国際通貨先物市場

【図表11 通貨先物における非商業部門（投機部門）の円先物ポジションの推移】
2013年1月1日～2024年9月30日、週次



※ 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。

(次頁へ続く)

日本経済：8月の毎月勤労統計では、所定内給与は安定した伸びが継続

厚生労働省が公表した2024年8月の毎月勤労統計によると、現金給与総額（以下、名目賃金）は前年比+3.0%と、7月の同+3.4%から伸びが縮小しました（図表1-2）。8月の名目賃金伸び鈍化の主因は、特別に支払われた給与（ボーナスなど）の押し上げ効果が剥落したことによるものです。なお、特別に支払われた給与は7月の前年比+6.6%から8月には同+2.7%へと伸びを大きく縮小しています。

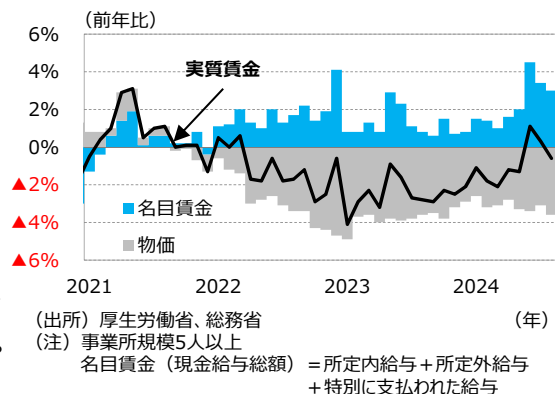
名目賃金が伸び悩んだことに加え、物価上昇率が鈍化したことで、実質賃金は前年比▲0.6%と3か月ぶりにマイナス転化となりました。実質化に用いられる消費者物価指数「持家の帰属家賃を除く総合」が7月の前年比+3.2%から、8月に同+3.5%と電気・ガス代補助金の終了により伸びを高めたことが、実質賃金の押し下げに作用しました。

8月の実質賃金はマイナス転化となったものの、先行きは物価上昇率が鈍化することから、プラス圏に再浮上する可能性が高いと考えられます。9～11月は、電気・ガス代補助金の復活により物価上昇率は鈍化することが見込まれます。12月については補助金の終了により再び物価上昇率が高まるものの、所定内給与やボーナスなど名目賃金の増加が見込まれることから、実質賃金は増加基調を維持することが予想されます。なお、名目賃金のうち基本給にあたる所定内給与は本系列が前年比+3.0%（7月：同+2.4%）、共通事業所ベースが前年比+2.9%（7月：同+2.9%）とともに高い伸びを維持しています（図表1-3）。

消費に目を転じると、名目ベースの消費活動指数は堅調に推移しています（図表1-4）。一方で、物価の変動を取り除いた実質ベースでみると、2022年以降に物価が上昇基調に転じたことで消費が伸び悩んでいる状況が見て取れます。こうした状況下で、名目賃金の増加が物価上昇に追いつき、実質賃金のプラス基調が定着すれば、個人消費を一定程度下支えすることが期待されます。

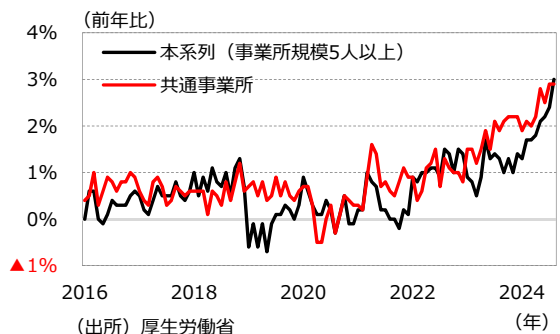
【図表1-2 実質賃金の推移】

2021年1月～2024年8月、月次



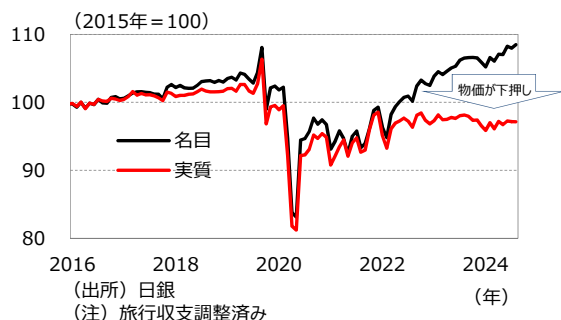
【図表1-3 所定内給与の推移】

2016年1月～2024年8月、月次



【図表1-4 消費活動指数の推移】

2016年1月～2024年8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。

来週は、ECB理事会などに注目

来週は、ECB理事会などに注目しています（図表15）。

今会合では9月に続き0.25%の利下げを実施することが予想されています。9月会合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、金融引き締め具合を一段と緩めることが適切であるとして、0.25%の追加利下げに踏み切りました（図表16）。その後、公表された経済データからはインフレ率がECBの想定を上回るペースで減速している可能性が示唆され、景気の腰折れ回避と中長期的な2%の物価安定目標を達成するためには、より早いペースでの利下げが必要になると考えられます。

最近では、仏中銀のビルロワドガロー総裁がインフレ率が目標の2%を下回るリスクが高まっているとして、17日の会合で利下げを実施する可能性が高いとの見方を示したほか、タカ派の代表格と目されるドイツ連銀のナゲル総裁は、「来週のECB理事会で追加利下げを検討することに前向きだ」と発言しています。

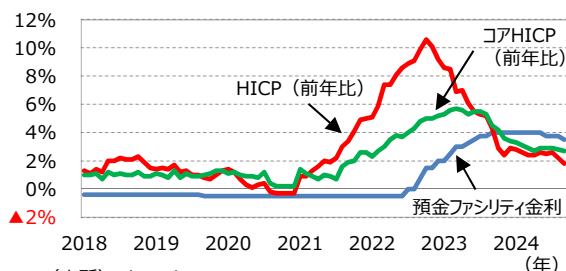
複数のECB高官がハト派寄りにシフトするなか、今会合ではラガルドECB総裁の発言にも注目が集まることが予想されます。9月会合後の記者会見では、ラガルドECB総裁は今後の利下げ時期やペースについて明言を避けているだけに、今会合で踏み込んだ言及があるが注目されます。

【図表15 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
13日 (日)	中国	9月消費者物価指数	前年比+0.6%	同+0.6%
		9月卸売物価指数	前年比▲2.6%	同▲1.8%
14日 (月)	中国	9月輸出	前年比+6.0%	同+8.7%
		9月輸入	前年比+0.5%	同+0.5%
15日 (火)	米国	ウォラーFRB理事講演		
	ユーロ圏	10月ZEW景気期待指数	—	9.3
	ユーロ圏	8月鉱工業生産	前月比+1.2%	同▲0.3%
16日 (水)	米国	10月NY連銀製造業景況指数	0.0	11.5
	日本	8月コア機械受注	前月比+0.3%	同▲0.1%
	米国	MBA住宅ローン申請指数	—	前週比▲5.1%
17日 (木)	米国	9月輸入物価指数	前月比▲0.3%	同▲0.3%
	日本	9月貿易収支	▲3,334億円	▲7,032億円
	ユーロ圏	預金ファシリティ金利 (ECB理事会)	3.25%	3.50%
	米国	9月小売売上高	前月比+0.2%	同+0.1%
		9月コア小売売上高	前月比+0.4%	同+0.3%
		新規失業保険申請件数	—	25.8万件
		失業保険継続受給者数	—	186.1万人
		9月鉱工業生産	前月比▲0.1%	同+0.8%
		9月設備稼働率	77.9%	78.0%
		10月NAHB住宅市場指数	42	41
18日 (金)	日本	9月全国消費者物価指数 (生鮮食品を除く総合)	前月比+2.3%	同+2.8%
	中国	7-9月期実質GDP	前年比+4.6%	同+4.7%
		9月鉱工業生産	前年比+4.6%	同+4.5%
		9月小売売上高	前年比+2.5%	同+2.1%
		9月固定資産投資	前年比+3.3%	同+3.4%
	米国	9月新築住宅着工件数	135.0万件	135.6万件
		9月建設許可件数	146.5万件	147.0万件

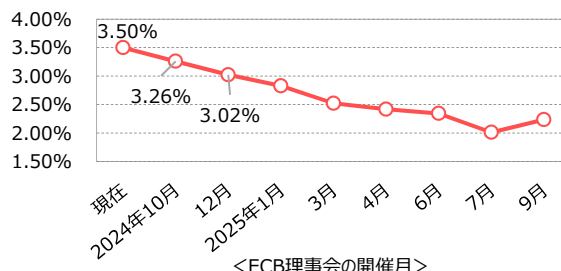
(出所) Bloomberg (注) 11日10時時点のデータ

【図表16 預金ファシリティ金利とHICP】
2018年1月～2024年9月、月次



(出所) Bloomberg
(注) コアHICPは食料品、アルコール、たばこを除いた物価指数

【参考図表 短期金利市場が織り込む政策金利見通し】
10月11日執筆時点



(出所) Bloomberg
(注) 政策金利は預金ファシリティ金利

※ 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。