2024年1月19日

～TMAMマーケットウィークリー（1/15～19）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic：海外投資家が日本株の上昇をけん引

- 今週（1月15日～18日）の米国株式市場（S＆P500種指数）は、ウォラーFRB理事が利下げに慎重な姿勢を示したことや一部金融機関の決算内容などを受け、下落して始まりました。その後、12月の小売売上高などが米経済の底堅さを示したことを受け、早期の利下げ観測の後退とともに米長期金利が上昇したことから軟調な展開が続いたものの、18日には好調な業績見通しを受けたハイテク関連銘柄を中心に自律反発狙いの買いが優勢となり、前週末比ではほぼ横ばいとなりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、引き続き海外投資家からの買いが入ったことや、東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について開示した企業一覧を公表したことで、企業の資本効率が改善するとの期待が支えとなったことに加え、円安米ドル高を手掛かりに輸出関連株を中心に買いが優勢となり、前週末比で＋0.6%の上昇となりました。
- 来週（1月22日～26日）は、1月のPMIや12月のPCEデフレーターなどの米経済指標に注目しています。金融市場が前倒しで利下げを織り込んでいるだけに、経済指標が市場予想対比で上振れることになれば、早期の利下げ観測が後退することで株価が調整する可能性も考えられます。また、日銀金融政策決定会合にも注目しています。同会合では、能登半島地震が国内経済に与える影響を見極める必要があるとして、金融政策の現状維持を決定することが予想されます。能登半島地震などの影響を踏まえ、植田日銀総裁が物価安定目標の実現について、「十分な確度を持って見通せる状況に至っていない」との12月の判断を修正するのか注目されます。

【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）	1月19日	35,963.27	1.09	386.16
	TOPIX		2,510.03	0.63	15.80
	NYダウ（米ドル）	1月18日	37,468.61	▲0.33	▲124.37
	S&P500		4,780.94	▲0.06	▲2.89
	ユーロ・ストックス50指数		4,453.05	▲0.60	▲26.97
10年国債利回り	日本（%）	1月19日	0.67	－	0.06
	米国（%）	1月18日	4.14	－	0.20
	ドイツ（%）		2.35	－	0.17
為替	ドル円（円/米ドル）	1月19日	148.19	1.97	2.87
	ユーロ円（円/ユーロ）		161.25	1.07	1.70

（出所）Bloomberg
（注）ドル円、ユーロ円は対顧客外国為替相場の仲値

【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（火）	日本	12月国内企業物価指数	前年比▲0.3%	同0.0%
17日（水）	中国	10-12月期実質GDP	前年比＋5.3%	同＋5.2%
	米国	12月小売売上高	前月比＋0.4%	同＋0.6%
		1月NAHB住宅市場指数	39	44
		12月鉱工業生産	前月比▲0.1%	同＋0.1%
		米地区連銀経済報告（ベージュブック）		
18日（木）	日本	11月機械受注（船舶・電力を除く民需）	前月比▲0.8%	同▲4.9%
	米国	1月ﾌｨﾗﾃﾞﾙﾌｨｱ連銀景況指数	▲6.5	▲10.6
		12月住宅着工件数	142.5万件	146.0万件
		新規失業保険申請件数	20.5万件	18.7万件
19日（金）	日本	12月全国消費者物価指数（生鮮食品を除く）	前年比＋2.3%	同＋2.3%
	米国	12月中古住宅販売件数	383万件	
		1月ミシガン大学消費者マインド	70.1	

（出所）Bloomberg　（注）19日10時時点のデータ

※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）

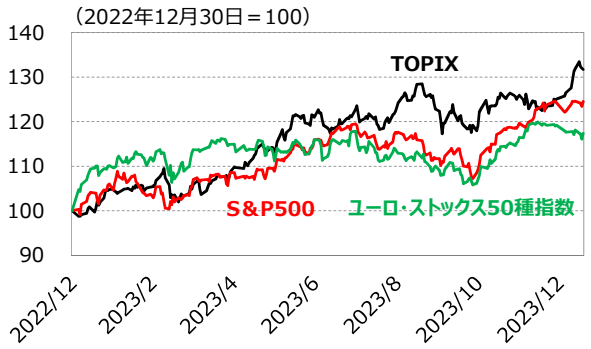
米国株式市場：早期の利下げ観測後退などが重石に

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比▲0.06%とほぼ横ばいとなりました（図表３）。

米国株式市場は、ウォラーFRB（米連邦準備制度理事会）理事が「金利の引き下げを開始するのに適切な時期が来れば、秩序だって慎重に引き下げることが可能であり、そうすべきだ」と利下げに慎重な姿勢を示したことや、一部金融機関の決算内容などを受け、下落して始まりました。その後、12月の小売売上高などが米経済の底堅さを示したことを受け、早期の利下げ観測の後退とともに米長期金利が上昇したことから軟調な展開が続いたものの、好調な業績見通しを受けたハイテク関連銘柄を中心に自律反発狙いの買いが優勢となり、前週末比ではほぼ横ばいとなりました。

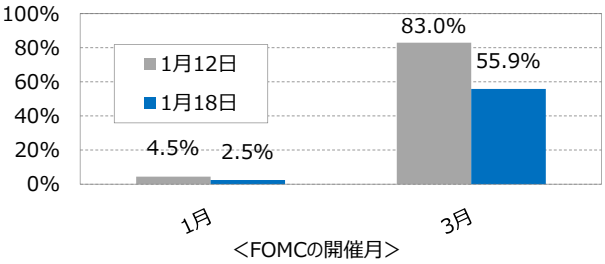
なお、FF金利先物市場では、3月にもFRBが利下げに踏み切るとの見方が広がるなか、堅調な米経済指標やFRB高官から想定よりタカ派的な発言が見られたことを受け、早期の利下げ観測は後退しつつあります（図表４）。

【図表３　株式市場の動向】
2022年12月30日～2024年1月18日、日次、現地通貨ベース



（出所）Bloomberg

【図表４　FF金利先物市場が織り込む利下げ確率】



（出所）Bloomberg
（注）1回あたりの利下げ幅は0.25%

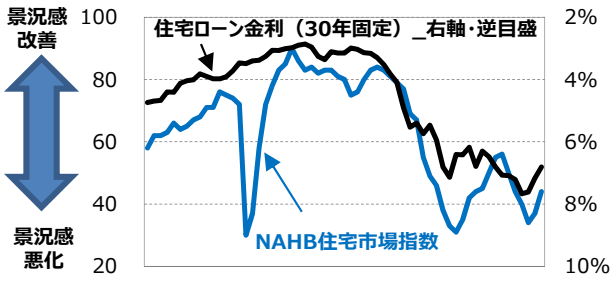
米国経済：小売や住宅関連指標などが相次ぎ市場予想を上回る

全米住宅建設業協会が公表した住宅建設業者の景況感を示すNAHB住宅市場指数は2023年12月の37から2024年1月には44（市場予想：39）へ大幅に上昇しました（図表５）。上昇傾向にあった住宅ローン金利が低下に転じ、景況感の改善につながったとみられます。

NAHB住宅市場指数の内訳をみると、「現在の販売状況」（12月：41→1月：48）、「今後6か月間の販売見通し」（12月：45→1月：57）、「客足」（12月：24→1月：29）がいずれも上昇しました。FRBの利下げにより住宅ローン金利は中長期的に更なる低下が見込まれるなか、今後もNAHB住宅市場指数が持ち直すか注目されます。

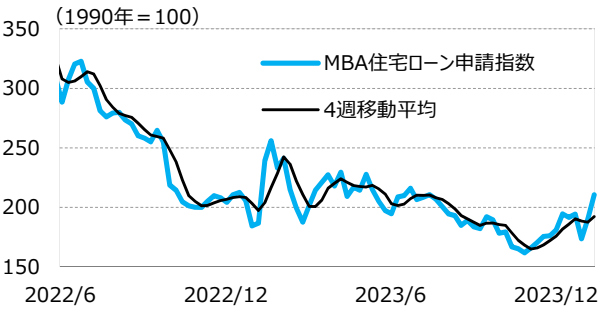
米抵当銀行協会（MBA）が公表した調査によると、足もとの住宅ローン金利（30年固定）は6.75%と6月以来の低水準で推移しています。金利の低下は住宅需要の増加につながり、住宅ローン申請指数は11月を底に持ち直し傾向にあります（図表６）。

【図表５　NAHB住宅市場指数の推移】
2019年1月～2024年1月、月次



（出所）Bloomberg

【図表６　MBA住宅ローン申請指数の推移】
2022年6月1日～2024年1月12日、週次



（出所）Bloomberg

※上記は過去の実績及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）

米商務省が公表した12月の小売売上高は前月比＋0.6%と、11月（同＋0.3%）から伸びを高め、市場予想（同＋0.4%）を上回りました（図表７）。インフレの長期化により消費者の節約志向が根強いなか、販売促進のための値引きが奏功し、年末商戦期間にあたる11、12月は堅調な結果となりました。

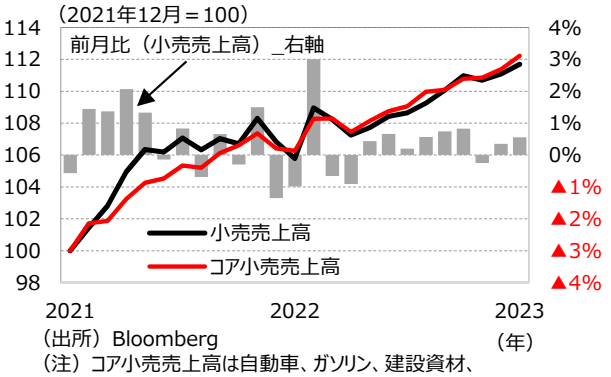
業種別では、年末商戦でオンライン通販などの無店舗小売（11月：前月比＋1.2%→12月：同＋1.5%）や衣料品（11月：前月比＋1.0%→12月：同＋1.5%）が全体をけん引した格好となりました（図表８）。一方、販売が低調となったのは家具や電気製品、娯楽用品で、オンライン通販などへ需要がシフトしたことが影響した可能性があります。FRBが金融引き締めを継続する中で、雇用・所得環境は依然底堅さを維持しているものの、2024年以降は年末商戦の反動により消費が減速する可能性がある点に注意が必要です。

実質GDPのうち、個人消費の推計に用いられるコア小売売上高（自動車、ガソリン、建設資材、食品サービスを除く）は前月比＋0.8%と11月（同＋0.5%）、市場予想（同＋0.2%）ともに上回りました。四半期ベースでは、4-6月期の前期比＋0.6%から7-9月期に同＋1.5%へ伸びを高めた後、10-12月期は同＋1.1%へ鈍化したものの、依然底堅さを維持しています。

コア小売売上高の結果を反映したGDPNow＊1（アトランタ連銀公表）の試算によると、10-12月期の実質GDPは前期比年率＋2.4%と、12月1日の同＋1.2%を底に上方修正されています（図表９）。高成長となった7-9月期の前期比年率＋4.9%から、10-12月期は減速するものの、潜在成長率とされる＋1.8%を上回ることが予想されています。

＊1　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

【図表７　小売売上高の推移】
2021年12月～2023年12月、月次



（出所）Bloomberg
（注）コア小売売上高は自動車、ガソリン、建設資材、食品サービスを除く

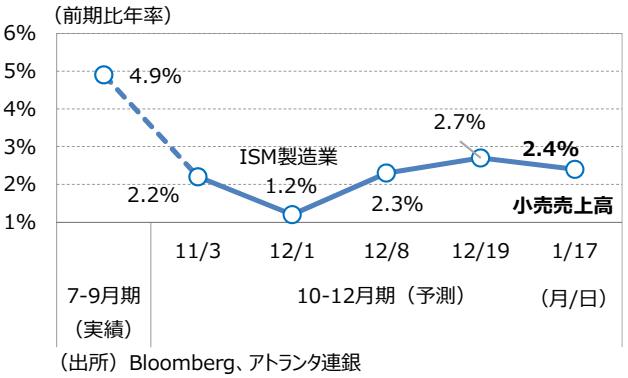
【図表８　小売売上高（主要業種別）】

（前月比）

	12月	11月	10月
小売売上高	0.6%	0.3%	▲0.3%
家具	▲1.0%	2.4%	▲2.2%
電気製品	▲0.3%	▲1.8%	0.6%
食料・飲料	0.2%	0.2%	0.1%
外食	0.0%	1.7%	0.3%
ヘルスケア	▲1.4%	▲0.2%	1.3%
衣料品	1.5%	1.0%	▲0.1%
無店舗小売	1.5%	1.2%	▲0.3%
自動車同部品	1.1%	0.8%	▲1.0%
建設資材	0.4%	▲0.1%	0.1%
娯楽用品	▲1.6%	1.7%	▲0.7%
ガソリンスタンド	▲1.3%	▲3.4%	▲1.7%
コア小売売上高	0.8%	0.5%	0.1%

（出所）Bloomberg

【図表９　各種経済指標公表後の10-12月期実質GDPの変化（GDPNow）】



（出所）Bloomberg、アトランタ連銀

※上記は過去の実績及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）

FRBは、1月30日、31日のFOMCにおける基礎資料である地区連銀経済報告（ベージュブック）を公表しました。ベージュブックによると、全米12地区のうち、11月中旬以降の経済活動について、クリーブランドやリッチモンドなど5地区が「上昇（拡大）」、ボストンやニューヨークなど4地区が「低下（縮小）」、フィラデルフィアやセントルイスなど3地区が「横ばい」と報告しました（図表１０）。

過半の地区は、経済活動について「（前回の報告から）殆ど変化がないか、全く変化がない」と指摘したものの、今後の見通しは「良好、改善、または両方」と、将来の成長に対して楽観的な見方が示されました。ベージュブックは、「消費者が年末のホリデーシーズンにかけて季節的な安堵をもたらした」と、インフレによる購買力の低下や学生ローンの支払い再開の影響が懸念される中でも、年末商戦の消費行動が堅調であったことが示されました。また、「ほぼ全ての地区が求職者数の増加、賃上げ圧力の緩和など、労働市場の軟化の兆候を１つ以上挙げている」との報告や、殆どの地区でインフレ圧力が緩和されたとの報告があったことが指摘されています。

【図表１０　各地区の経済活動（ベージュブック）】

地区連銀名	前回（11月29日）	今回（1月17日）
ボストン	横ばい、ないしは僅かに低下	僅かに低下
ニューヨーク	弱まりが継続	僅かに低下
フィラデルフィア	僅かに低下	堅調を維持
クリーブランド	僅かに縮小	上昇
リッチモンド	僅かに成長	マイルドに成長
アトランタ	緩やかに成長	緩やかなペースで成長
シカゴ	僅かに上昇	緩慢に成長
セントルイス	僅かに減速	不変
ミネアポリス	横ばいから僅かに低下	僅かに低下
カンザスシティ	僅かに低下	緩やかに低下
ダラス	より緩やかなペースで拡大	緩慢なペースで拡大
サンフランシスコ	僅かに軟化	総じて堅調

（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）赤字は上方向、青地は下方向を示す

今回のベージュブックでは、年末商戦における消費の堅調さやインフレ圧力の緩和が指摘され、今後FRBによる利下げが視野に入る中で、米経済のソフトランディング（軟着陸）シナリオを補強する内容と言えます。

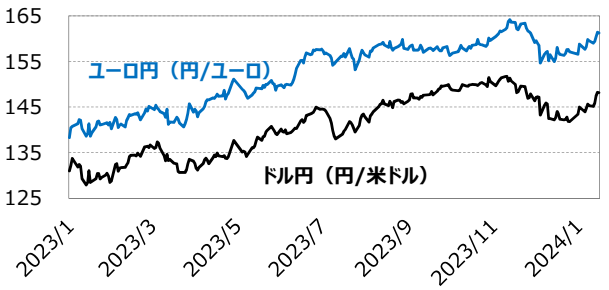
※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

（次頁へ続く）

日本株式市場：高値警戒感も、年初からの円安進行などが追い風となり続伸

TOPIX（東証株価指数）は、引き続き海外投資家からの買いが入ったことや、東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について開示した企業一覧を公表したことで、企業の資本効率が改善するとの期待が支えとなったことなどから、上昇して始まりました。その後は米国株式市場の下落や高値警戒感から、利益確定目的の売りが優勢となる場面があったものの、為替市場での円安米ドル高を手掛かりに輸出関連株を中心に買いが優勢となり、前週末比で＋0.6%の上昇となりました。

【図表１１　為替市場の動向】
2023年1月4日～2024年1月19日、日次



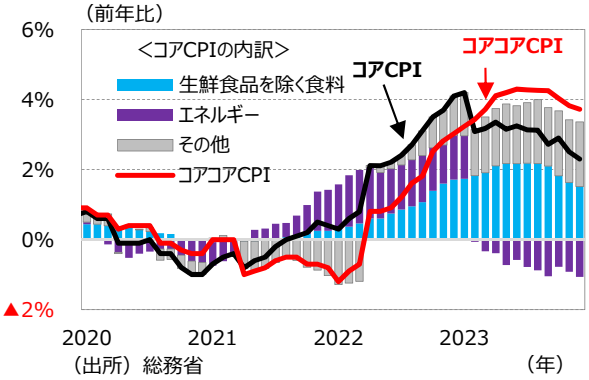
（出所）Bloomberg
（注）対顧客外国為替相場の仲値

為替市場では、ウォラーFRB理事が利下げに慎重な見方を示したことや、12月の小売売上高や1月のNAHB住宅市場指数などの米経済指標が相次ぎ市場予想を上回ったことなどから、週を通じて円安米ドル高基調で推移しました。週末（1月19日）には148.19円と12日（145.32円）に比べ、2.0%の円安米ドル高となりました（図表１１）。

日本経済：コアCPI上昇率は、2022年6月以来の水準に鈍化

総務省が公表した12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%と、11月（同＋2.5%）から伸びが縮小し、2022年6月以来の低水準となりました（図表１２）。コアCPIの内訳をみると、電気代やガス代の激変緩和措置（2023年2月～）や原油価格下落の影響などからエネルギーの下落幅が拡大したことや、生鮮食品を除く食料の伸びが鈍化したことがコアCPIを押し下げました。

【図表１２　コアCPI、コアコアCPIの推移】
2020年1月～2023年12月、月次

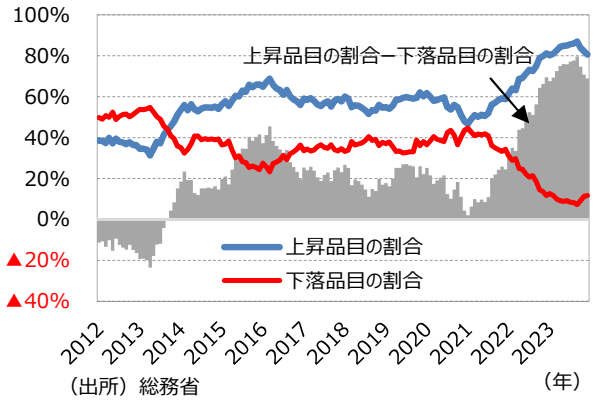


（出所）総務省

生鮮食品を除く食料は前年比＋6.2%と、11月（同＋6.7%）から0.5ポイント鈍化しました。前月比では▲0.1%と2021年11月以来のマイナスとなり、価格転嫁する動きが一服した格好となりました。乳卵類（11月：前年比＋14.2%→12月：同＋13.0%）などは高い伸びが続いているものの、前年の上昇ペースが速かったことの裏が出ることで伸びが鈍化する品目が増え始めています。

コアCPIの調査対象品目522品目について、前年に比べ上昇している品目と下落している品目に分けてみると、上昇品目数（11月：429品目→12月：421品目）は減少し、下落品目（11月：59品目→12月：61品目）は増加したため、上昇品目の割合は80.7%と11月（82.2%）から低下しました（図表１３）。

【図表１３　コアCPIの上昇・下落品目の割合】
2012年1月～2023年12月、月次



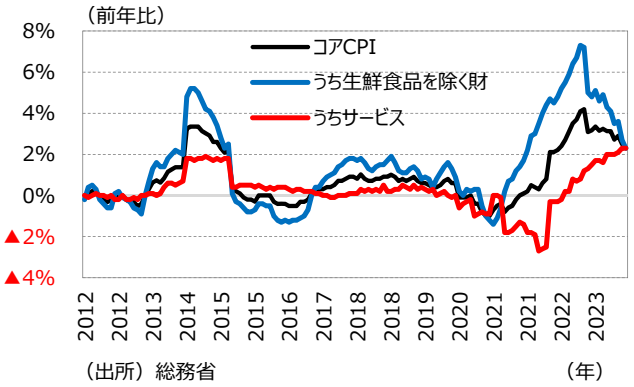
（出所）総務省
（注）消費増税の影響を除く

※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。

（次頁へ続く）

コアCPIを財・サービス別にみると、財に含まれる電気代、ガス代は、2024年2月に前年同月から開始された激変緩和措置による押し下げが一巡することが見込まれることから、エネルギーの伸びは2024年度入り後にプラスに転じることが予想されます。また、サービスは春闘賃上げ率が高い伸びとなったことや、人件費の増加を価格転嫁する動きが広がっていることなどから、引き続き2%台の伸びが継続するとみられます（図表１４）。このため、コアCPIは2024年度入り後も2%台で推移することが予想されます。

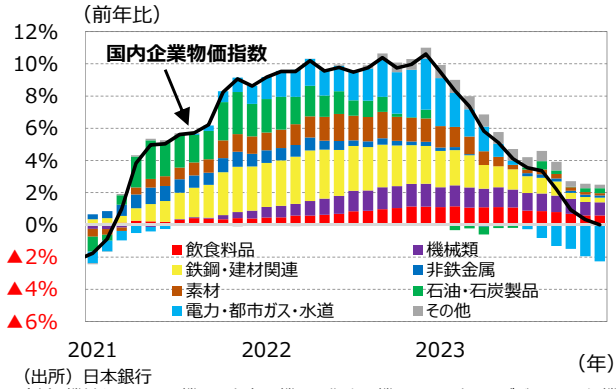
【図表１４　コアCPI（財・サービス別）の推移】
2012年1月～2023年12月、月次



（出所）総務省

日本銀行が公表した企業物価指数によると、12月の国内企業物価指数は前年比＋0.0%（11月：同＋0.3%）と横ばいとなりました（図表１５）。内訳では、石油・石炭製品が燃料油価格激変緩和措置の補助率引き下げを受け、前年比＋4.6%（11月：同＋3.7%）と伸びを高めた一方、激変緩和措置の影響などで電気・都市ガス・水道（11月：前年比▲24.5%→12月：同▲27.6%）の下落幅が拡大したほか、幅広い品目で価格転嫁の動きに一服感がみられました。

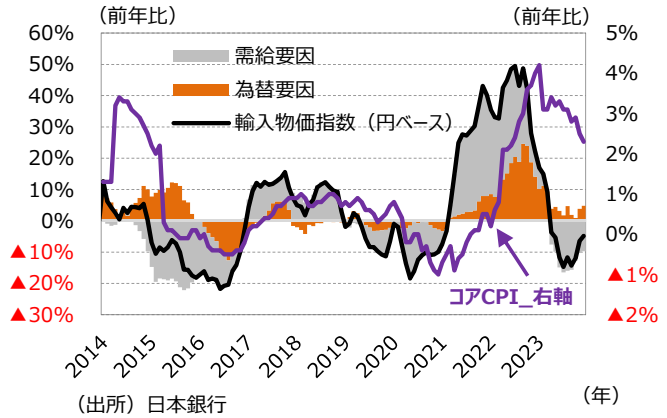
【図表１５　国内企業物価指数の推移】
2021年1月～2023年12月、月次



（出所）日本銀行
（注）機械類：はん用機器、生産用機器、業務用機器、電子部品・デバイス、電気機器、情報通信機器、輸送用機器
鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、木材・木製品、スクラップ類
素材：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品
その他：その他公表製品、鉱産物、農林水産物

12月の輸入物価指数（円ベース）は前年比▲4.9%と、11月（同：▲6.4%）から下落幅が縮小しました（図表１６）。輸入物価指数の変化率を、需給要因（契約通貨建て価格の変動）と為替要因（為替の変動）に分解してみると、資源価格の下落一服により需給要因のマイナス寄与が縮小したことに加え、円安の進行（為替要因がプラスに寄与）によって、輸入物価指数の下落幅は縮小傾向にあります（図表１６）。為替レートは年明け以降、1米ドル＝148円台まで円安米ドル高が進行しており、前年同時期の130.28円（2023年1月平均）より円安水準にあります。先行きも需給要因のマイナス寄与が縮小することに加え、為替要因のプラス寄与が継続することから、輸入物価指数は2024年前半にかけて下落幅を縮小することが見込まれます。

【図表１６　輸入物価指数とコアCPI】
2014年1月～2023年12月、月次



（出所）日本銀行
（注）コアCPIは消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）

前述のとおり、コアCPIの伸びは鈍化傾向にあるものの、輸入物価の下落幅が縮小傾向にあることから、今後コアCPIに対する下押し圧力は徐々に減退することが予想されます。

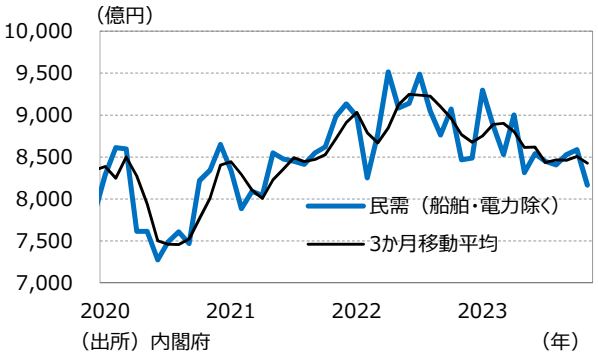
※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

（次頁へ続く）

設備投資の先行指標であり、内閣府が公表した11月の機械受注（船舶・電力を除く民需、以下コア機械受注）は、前月比▲4.9%（10月：同＋0.7%）と減少に転じ、市場予想（同▲0.8%）を大きく下回りました（図表１７）。内訳をみると、製造業が前月比▲7.8%（10月：同＋0.2%）と大幅な減少となったほか、非製造業（船舶・電力を除く）は同▲0.4%（10月：同＋1.2%）と小幅ながら減少しました。もっとも、非製造業（船舶・電力を除く）は、9月の前月比＋5.7%、10月の同＋1.2%の反動という側面もあり、均してみれば持ち直しの動きが継続しています（図表１８）。

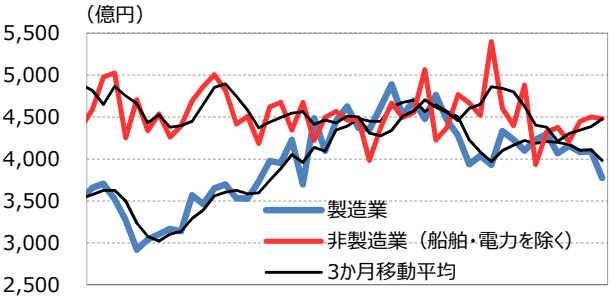
先行きも、当面は製造業が緩慢な動きにとどまる一方、非製造業が機械受注を支える構図が続くとみられます。製造業は、脱炭素・DX・省力化に伴う需要の高まりが支えとなるものの、海外経済減速による輸出や企業業績の鈍化の影響などから、先行きも低調な推移が続くことが予想されます。もっとも、海外中銀による金融引き締め局面が終了すれば、海外景気の先行きに対する不透明感からくる企業の慎重姿勢が緩和することで、製造業の減少傾向に歯止めがかかる可能性があります。一方、非製造業については、国内におけるインバウンド需要の回復や人流の戻りによる飲食・宿泊等のサービス業を中心とした業績回復に支えられて、先行きも緩やかな回復が続くことが予想されます。

【図表１７　コア機械受注の推移】
2020年1月～2023年11月、月次



（出所）内閣府

【図表１８　コア機械受注（製造業・非製造業）の推移】
2020年1月～2023年11月、月次



（出所）内閣府

【参考図表　機械受注の概要】

		民需（船舶・電力除く）	製造業	非製造業（船舶・電力除く）	代理店	官公需	外需
2023年（前期比）	1-3月期	2.6%	1.9%	3.2%	0.1%	19.9%	▲21.4%
	4-6月期	▲3.2%	1.1%	▲8.8%	0.6%	12.2%	10.7%
	7-9月期	▲1.8%	▲2.5%	▲0.8%	▲4.9%	3.1%	1.4%
	10-12月期（見通し）	0.5%	▲3.8%	4.8%	1.5%	7.6%	▲3.8%
2023年（前月比）	8月	▲0.5%	2.2%	▲3.8%	10.1%	▲22.3%	▲7.1%
	9月	1.4%	▲1.8%	5.7%	▲20.1%	63.0%	18.2%
	10月	0.7%	0.2%	1.2%	24.1%	▲37.9%	▲3.4%
	11月	▲4.9%	▲7.8%	▲0.4%	▲5.7%	36.3%	2.5%

（出所）内閣府　（注）季節調整値

※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。（次頁へ続く）
※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、12月のPCEデフレーターや日銀会合などに注目

来週は、1月のPMIや12月のPCEデフレーターなどの米経済指標、日銀金融政策決定会合に注目しています（図表１９）。

1月のサービス業PMIは51.0と、12月の51.4から低下することが予想されています。既に公表されたISM非製造業（11月:52.7→12月：50.6）と同様、1月のサービス業PMIも50割れを回避するかが焦点となりそうです（図表２０）。翌日に公表される10-12月期の実質GDPは前期比年率＋1.9%と、7-9月期の同＋4.9%から減速することが予想されています。景気動向の先行指標であるPMIが予想以上に低下すれば、成長率は先行き一段と減速する可能性が高まると考えられます。

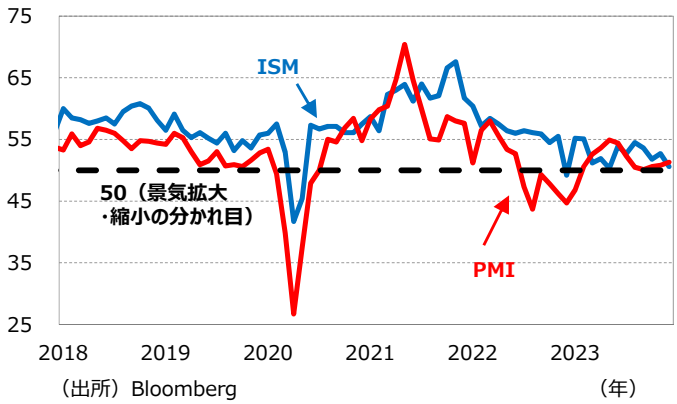
12月のPCEコアデフレーター（変動の大きい食料品とエネルギーを除く）は前年比＋3.0%（11月：同＋3.2%）と、既に公表された12月の米コアCPI（11月：前年比＋4.0%→12月：同＋3.9%）と同様、伸びが縮小することが予想されています。また、物価の「瞬間風速」を映す前月比は＋0.2%の伸びとなることが見込まれ、年率換算（前月比の伸びが1年間続くと仮定）で＋2.4%と、FRBが目標とする2%への回帰が視野に入ってくると考えられます（PCEコアデフレーターの推移は図表２１参照）。

【図表１９　来週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
22日（月）	米国	12月景気先行指数	前月比▲0.3%	同▲0.5%
23日（火）	日本	日銀当座預金残高の政策金利（日銀金融政策決定会合）	–	▲0.100%
	ユーロ圏	1月消費者信頼感	▲14.0	▲15.0
24日（水）	日本	12月貿易収支	▲1,221億円	▲7,804億円
	ユーロ圏	1月製造業PMI	–	44.4
		1月サービス業PMI	–	48.8
	米国	1月製造業PMI	48.0	47.9
		1月サービス業PMI	51.0	51.4
25日（木）	日本	12月全国百貨店売上高	–	前年比＋7.4%
	独	1月IFO企業景況感指数	86.9	86.4
	ユーロ圏	中銀預金金利（ECB理事会）	4.00%	4.00%
	米国	10-12月期実質GDP	前期比年率＋1.9%	同＋4.9%
		12月耐久財受注（輸送機器除く）	前月比＋0.2%	同＋0.4%
		12月新築住宅販売件数	65万件	59万件
		新規失業保険申請件数	–	18.7万件
		失業保険継続受給者数	–	180.6万件
26日（金）	日本	1月東京都区部消費者物価指数（生鮮食品を除く）	前年比＋1.9%	同＋2.1%
		1月東京都区部消費者物価指数（生鮮食品及びエネルギーを除く）	前年比＋3.4%	同＋3.5%
	米国	12月個人支出	前月比＋0.4%	同＋0.2%
		12月個人所得	前月比＋0.3%	同＋0.4%
		12月PCEデフレーター	前月比＋0.2%	同▲0.1%
			前年比+2.6%	同＋2.6%
		12月PCEコアデフレーター（食料品及びエネルギーを除く）	前月比＋0.2%	同＋0.1%
			前年比＋3.0%	同＋3.2%

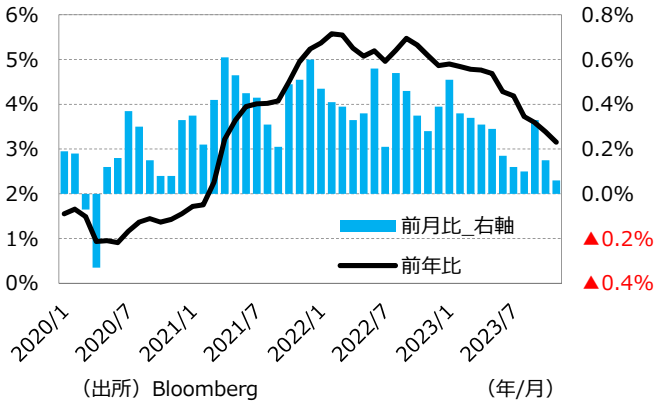
（出所）Bloomberg　（注）19日10時時点のデータ

【図表２０　米サービス業景況指数の推移】
2018年1月～2023年12月、月次



（出所）Bloomberg

【図表２１　PCEコアデフレーターの推移】
2020年1月～2023年11月、月次



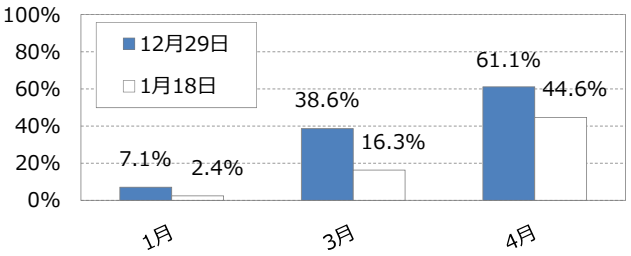
（出所）Bloomberg

※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。（次頁へ続く）
※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。

金融市場では、FRBが3月にも利下げに着手するとの見方が広がっています。金融市場が前倒しで利下げを織り込んでいるだけに、PCEデフレーターなどが市場予想対比で上振れることになれば、早期の利下げ観測が後退することで株価が調整する可能性も考えられます。

日銀が22、23日に開催する金融政策決定会合では、現行の大規模な金融緩和を維持することが予想されます。市場の一部では、今会合で日銀がマイナス金利解除に踏み切るとの向きがあったものの、1日に発生した能登半島地震が国内経済に与える影響を見極める必要があるとして、3月、4月の会合を含めマイナス金利解除に踏み切るとの見方がやや後退しています（図表２２）。

【図表２２　OIS金利先物市場が織り込むマイナス金利解除の確率】



＜日銀金融政策決定会合の開催月＞

（出所）Bloomberg

4日に開催された全国銀行協会の会合で、植田日銀総裁は能登半島地震で金融面に混乱が生じないよう全力をあげる考えを明らかにしたほか、11日の日銀支店長会議で、「（中小企業を中心に収益面での制約などで）賃上げの広がりや程度については不確実性が高いとの報告が多かった」と、日銀が目指す『賃金と物価の好循環』の実現に引き続き慎重な見方が示されたことも、早期の政策修正観測の後退につながっていると考えられます。日銀は、今会合でマイナス金利解除を見送った上で、3月から本格化する春闘において、中小企業を含めた賃上げ状況や物価動向を点検しながら、マイナス金利解除のタイミングを探っていくとみられます。

一部報道によると、日銀は今会合で2024年度の消費者物価指数（生鮮食品を除く、以下コアCPI）の見通しを引き下げる方向で議論するとみられます。具体的には、2024年度のコアCPIの見通しについて、原油価格の下落などを反映させる形で従来の＋2.8%（図表２３）から2%台半ばへ引き下げる方向で検討している模様です。能登半島地震による国内経済への影響や物価見通しの下方修正を踏まえ、植田日銀総裁が『賃金と物価の好循環』の実現に対して、「物価安定目標を十分な確度を持って見通せる状況に至っていない」との12月の判断を据え置くのか、それともより慎重な見方を示すのか注目されます。

【図表２３　経済・物価見通し（12月の展望レポートより抜粋）】

（前年度比）

	実質GDP	消費者物価指数（生鮮食品を除く）	消費者物価指数（生鮮食品及びエネルギーを除く）
2023年度	**2.0%↑**	**2.8%↑**	**3.8%↑**
7月時点	1.3%	2.5%	3.2%
2024年度	**1.0%↑**	**2.8%↑**	**1.9%↑**
7月時点	1.2%	1.9%	1.7%
2025年度	1.0%	**1.7%↑**	**1.9%↑**
7月時点		1.6%	1.8%

（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
（注）政策委員見通しの中央値

※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。