

～TMAMマーケットウィークリー（1/29～2/2）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic : 米株式市場はFOMCを無難に通過し、最高値を更新

- 今週（1月29日～2月1日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、FOMCを控え様子見ムードが広がるなか、米財務省が公表した1-3月期の連邦政府の借入額が想定を下回ったことを受け米長期金利が低下したことなどが追い風となり、29日に最高値を更新しました。その後は、FOMC後の記者会見でパウエルFRB議長が次回3月会合での利下げに慎重な考えを示したことなどから下落したものの、1日公表の雇用関連指標が労働需給の緩和を示し米長期金利が低下したことなどから反発し、前週末比では小幅な上昇となりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、米株式市場でのハイテク関連株の上昇が支えとなったことや、日銀の政策修正による金利上昇の恩恵を受ける銀行株や好決算銘柄に買いが入ったことなどから、年初来高値を更新しました。週末にかけては米株式市場に振られる展開となり、前週末比では上昇となりました。
- 来週（2月5日～9日）は、12月の毎月勤労統計（日本）などに注目しています。1月の金融政策決定会合後の記者会見で植田日銀総裁は、「（実質賃金について）足もとでマイナスであっても近い将来プラスに転じるという見通しがあれば、それは政策の正常化を必ずしも妨げるものではない」と述べています。同統計では日銀による政策修正の有無を占う上で、実質賃金のマイナス解消に向けた動きがみられるか注目されます。また、基本給にあたる所定内給与（共通事業所ベース）は、昨年春闘賃上げ率を反映して2%台で推移しており、引き続き賃金の堅調な伸びが確認されれば、日銀による政策修正を後押しすると考えられます。

【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) | 2月2日 | 36,158.02 | 1.14 | 406.95 |
| | TOPIX | | 2,539.68 | 1.68 | 42.03 |
| | NYダウ (米ドル) | 2月1日 | 38,519.84 | 1.08 | 410.41 |
| | S&P500 | | 4,906.19 | 0.31 | 15.22 |
| | ユーロ・ストックス50指数 | | 4,638.60 | 0.07 | 3.13 |
| 1 利 0 回 年 り 国 債 | 日本 (%) | 2月2日 | 0.67 | - | ▲0.05 |
| | 米国 (%) | 2月1日 | 3.88 | - | ▲0.26 |
| | ドイツ (%) | | 2.15 | - | ▲0.15 |
| 為 替 | ドル円 (円/米ドル) | 2月2日 | 146.49 | ▲0.82 | ▲1.21 |
| | ユーロ円 (円/ユーロ) | | 159.34 | ▲0.52 | ▲0.83 |

(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 |
|-------------|------|---------------------------|------------|----------|
| 30日 (火) | 日本 | 1月有効求人倍率 | 1.28倍 | 1.27倍 |
| | ユーロ圏 | 10-12月期実質GDP | 前期比▲0.1% | 同0.0% |
| | 米国 | 1月コアインフレ率* 消費者信頼感 | 114.8 | 114.8 |
| | | 12月JOLTS求人件数 | 875万件 | 902.6万件 |
| 31日 (水) | 日本 | 12月鉱工業生産 | 前月比+2.5% | 同+1.8% |
| | 中国 | 1月製造業PMI (国家統計局) | 49.3 | 49.2 |
| | | 1月サービス業PMI (国家統計局) | 50.6 | 50.7 |
| | 米国 | ADP雇用統計 | 前月差+15.0万人 | 同+10.7万人 |
| | | FF金利の上限 (FOMC) | 5.50% | 5.50% |
| 2月1日 (木) | ユーロ圏 | 1月消費者物価指数 (食料品及びエネルギーを除く) | 前年比+3.2% | 同+3.3% |
| | 米国 | 新規失業保険申請件数 | 21.2万件 | 22.4万件 |
| | | 1月ISM製造業景況指数 | 47.2 | 49.1 |
| 2日 (金) | 米国 | 1月非農業部門雇用者数 (雇用統計) | 前月差+18.5万人 | |
| | | 1月失業率 (雇用統計) | 3.8% | |
| | | 1月平均時給 (雇用統計) | 前月比+0.3% | |

(出所) Bloomberg (注) 2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：29日に最高値を更新

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比+0.3%と小幅な上昇となりました（図表3）。

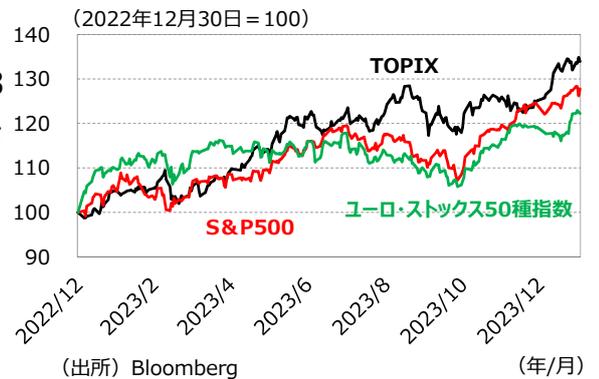
FOMCを控え様子見ムードが広がるなか、米財務省が公表した1-3月期の連邦政府の借入額が想定を下回ったことを受け米長期金利が低下したことなどが追い風となり、29日に最高値を更新しました。その後は、大型ハイテク企業の決算を前に利益確定目的の売りが優勢となったことや、FOMC後の記者会見でパウエルFRB議長が次回3月会合での利下げに慎重な考えを示したことなどから下落する場面があったものの、1日公表の新規失業保険申請件数などの雇用関連指標が労働需給の緩和を示し、米長期金利が低下したことが支えとなり、前週末比で小幅な上昇となりました。

年明け以降、エコノミック・サプライズ指数（経済指標と市場予想の乖離を指数化したもの）は、プラス幅を拡大しています（図表4）。背景には消費や雇用が引き続き底堅さを維持していることがあり（図表5）、米経済のファンダメンタルズが良好である点も、記者会見でのパウエルFRB議長の見解につながっていると考えられます。

【図表4 米エコノミック・サプライズ指数の推移】
2023年1月3日～2024年2月1日、日次



【図表3 株式市場の動向】
2022年12月30日～2024年2月1日、日次、現地通貨ベース



【図表5 市場予想を上回った主な米経済指標】

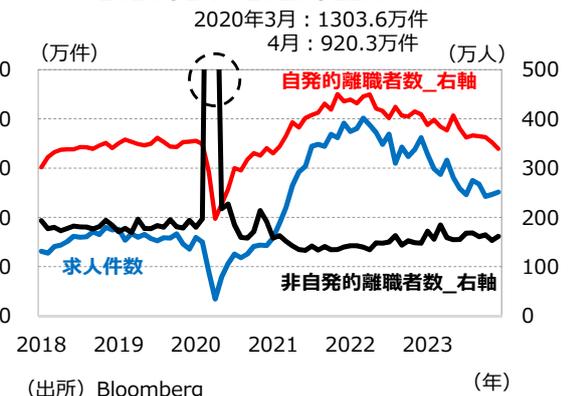
| 公表日 | 経済指標 | 予想 | 結果 |
|------|-----------------|------------|---------------------|
| 1/5 | 12月雇用統計 | 非農業部門雇用者数 | 前月差+17.5万人 同+21.6万人 |
| | | 平均時給 | 前年比+3.9% 同+4.1% |
| 1/17 | 12月ISM非製造業景況指数 | 52.5 | 50.6 |
| | 12月小売売上高 | 前月比+0.4% | 同+0.6% |
| 1/19 | 1月NAHB住宅市場指数 | 39 | 44 |
| 1/19 | 1月ミシガン大学消費者マインド | 70.1 | 78.8 |
| 1/25 | 10-12月期実質GDP | 前期比年率+2.0% | 同+3.3% |
| 1/30 | 12月JOLTS求人情数 | 875万件 | 902.6万件 |

(出所) Bloomberg

米国経済：パウエルFRB議長は、3月利下げに慎重な姿勢を示す

米労働省が公表した12月のJOLTS（雇用動態調査）によると、求人情数は902.6万件と11月（892.5万件）から減少すると市場予想（875万件）に反して増加しました（図表6）。業種別では、専門職・ビジネスサービス（23.9万件）が大幅に増加したほか、製造や小売、ヘルスクア・社会支援なども増加に寄与しました。コロナ禍の人手不足（コロナ後のペントアップ需要発現）によって急増した求人数はコロナ特需の一巡により減少を続けていたものの、いったん減少に歯止めがかかった格好となりました。非自発的離職者数が緩やかな増加にとどまっている点や、パウエルFRB議長が労働市場

【図表6 JOLTS求人情数の推移】
2018年1月～2023年12月、月次



※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)

の需給の尺度として重要視する失業者1人当たりの求人件数が増加に転じている点などを踏まえれば、労働需要は依然底堅さを維持していると判断されます。

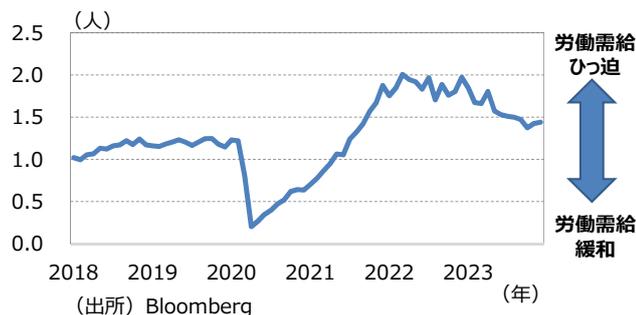
離職者数のうち、12月の非自発的離職者数は161.6万人と11月（153.1万人）から増加したものの、コロナ禍前の水準（2019年平均＝182万人）を依然下回っており、企業が雇用の削減を加速させている状況にはありません。また、失業者1人当たりの求人件数はJOLTS及び雇用統計に基づく、10月の1.37人から11月の1.43人や12月の1.44人に幾分増加しています（図表7）。

JOLTSは、コロナ禍の人手不足により求人件数の急増とともに賃金インフレ懸念につながり、急速に注目度が高まった経緯があります（図表8）。足もとで賃金インフレの懸念が鎮静化しつつあるものの、求人件数が増加に転じているため、今後賃金の動向を注視する必要があります。

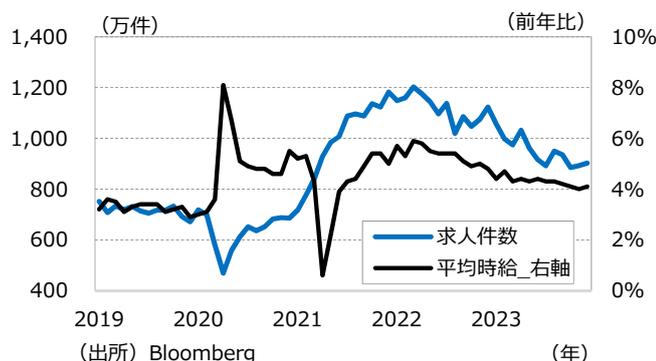
企業向け給与計算サービスのオートマチック・データ・プロセッシング（ADP）が公表した1月の民間雇用者数は、前月差＋10.7万人と市場予想の同＋15.0万人を下回りました（図表9）。雇用の増勢は、2023年6月の前月差＋54.3万人をピークに大幅に鈍化しています。2日公表の1月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差＋18.5万人と12月（同＋16.4万人）から減速することが予想されています。ADP雇用統計と同様、雇用の増勢が鈍化した場合、FRBによる早期の利下げを後押しする可能性があります。

米労働省が公表した1月21日～27日の新規失業保険申請件数は22.4万件と前週（21.5万件）、市場予想（21.2万件）ともに上回ったほか、週ごとの変動が少ない4週移動平均は前週から0.7万件増加し、20.9万件となりました（図表10）。もっとも、1月の新規失業保険申請件数は、祝日や寒波などが影響している可能性があるため、基調を把握するためには今後数週間の結果を見極める必要があると考えられます。

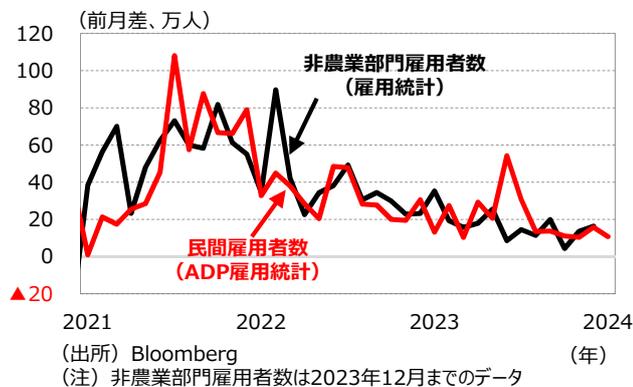
【図表7 求人件数/失業者の推移】
2018年1月～2023年12月、月次



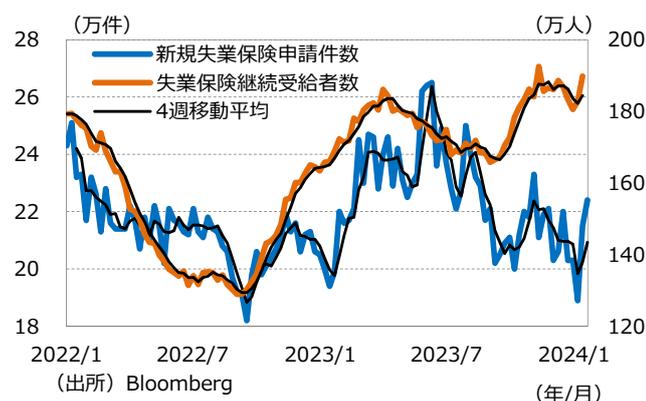
【図表8 求人件数と賃金の推移】
2019年1月～2023年12月、月次



【図表9 米雇用者数の推移】
2021年1月～2024年1月、月次



【図表10 新規失業保険申請件数の推移】
2022年1月7日～2024年1月27日、日次



※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。

2023年1-3月期の実質GDP（1/25公表）は、前期比年率+3.3%（7-9月期：同+4.9%）と高い伸びを維持し、潜在成長率とされる1.8%を6四半期連続で上回りました。その後に公表された経済指標をもとに、アトランタ連銀が推計した2024年1-3月期の実質GDP（2/1時点）は前期比年率+4.2%と、2023年10-12月期から伸びを高めることが予想されています（図表1-1）。足もとの米経済は引き続き堅調を維持しており、ソフトランディング（軟着陸）に向かっていると考えられます。

FRBは1月30、31日（現地時間）に開催したFOMCで、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を4会合連続で5.25～5.50%に据え置くことを決定しました（図表1-2）。政策金利の据え置き自体は事前の予想通りであり、今会合では3月利下げの可能性や年内の利下げペース、バランスシート縮小（QT）ペース緩和の時期についてヒントが提示されるのか、パウエルFRB議長の記者会見に注目が集まりました。

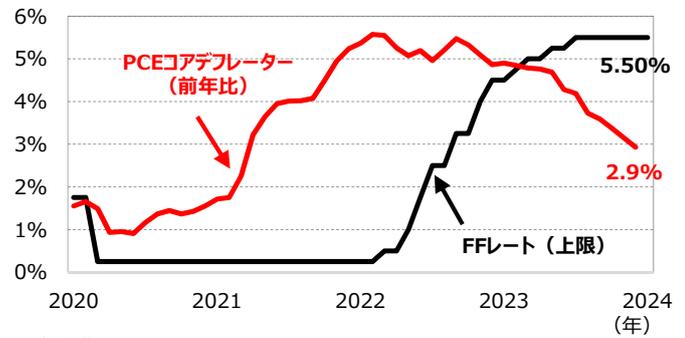
声明文では、利上げの可能性を示唆する文言「any additional policy firming（追加的な政策引き締め）」が削除された一方で、「any adjustments to the target range for the federal funds rate（FF金利の誘導目標レンジの調整）」との文言が追加され、金融政策スタンスが中立的なものへ変更されました（図表1-3）。もっとも、この点については一部で報じられていたため、特段サプライズ感はありませんでした。市場の焦点であった3月の利下げの可能性や年内の利下げペースについては、「FOMCは、インフレが持続的に2%に向かっているとの確信が深まるまで、誘導目標レンジを引き下げることは適切ではないと考えている」との早期の利下げを否定する文言が追加されたほか、記者会見でパウエルFRB議長が「3月会合までに確信できるレベルに達する可能性は低い」と述べたことで、市場が織り込む3月利下げの確率はやや低下する格好となりました（次頁図表1-4）。

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



(出所) Bloomberg、アトランタ連銀
(注) 2024年1-3月期はアトランタ連銀公表GDPNowの予想値

【図表1-2 FFレートとPCEコアデフレーター】
2020年1月～2024年1月、月次



(出所) Bloomberg
(注) コアPCEデフレーター（食料品、エネルギーを除く）は2023年12月までの

【図表1-3 FOMC声明文（一部抜粋）】

| 主な項目 | 2024年1月（今回） | 2023年12月（前回） |
|------|---|--|
| 景気 | 最近の指標は、 経済活動が堅調なペースで拡大していることを示唆している 。雇用の増加は2023年の年初から緩やかになっているが、依然として力強い状態だ。失業率は低水準にとどまっている。インフレ率はこの1年で緩和したが、依然として高止まりしている。 | 最近の指標は、 経済活動の伸びが第3四半期の力強いペースから鈍化したことを示唆している 。雇用の増加は年初から緩やかになっているが、依然として力強い状態だ。失業率は低水準にとどまっている。インフレ率はこの1年で緩和したが、依然として高止まりしている。 |
| 金融政策 | FF金利の誘導目標レンジの調整を検討する際には、FOMCは入ってくるデータ、進展する見通しおよびリスクのバランスを注意深く評価する。FOMCは、 インフレが持続的に2%に向かっているとの確信が深まるまで、誘導目標レンジを引き下げることは適切ではない と考えている。 | インフレ率を長期的に2%に戻すために適切と思われる 追加的な政策引き締め の程度を決定する際、FOMCは金融政策の累積的な引き締めや、経済活動やインフレに影響を与える時間差、経済・金融情勢を考慮する。 |

(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

※ 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。

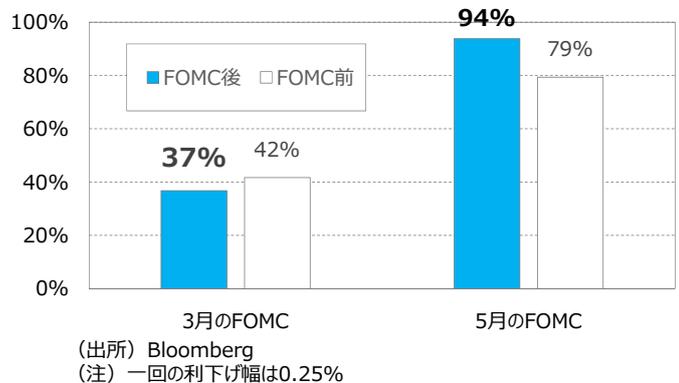
もっとも、声明文にある通り、インフレが持続的に2%に向かっているとの確信が深まれば、利下げが適切になることに変わりはなく、市場が織り込む5月利下げの確率は、FOMC前日の79%からFOMC後には94%へ上昇しています。また、年内の利下げペースについては、市場は約5回（1.25%）の利下げを織り込んでおり、12月にFOMCが提示した3回（0.75%）の利下げ見通しを依然上回る状況が続いています（図表15）。

バランスシート縮小（QT）については、「以前発表した計画」に示されているように、国債、機関債、住宅ローン担保証券の保有量の削減を継続する」との声明文の文言が前回12月から据え置かれたものの、パウエルFRB議長は、「ちょうど縮小ペースをどうするかなどの論題が注目を集め始めているところだ。今回も議題に上がった。次回3月の会合では、バランスシートの問題について突っ込んだ議論を始める予定だ。まだこれらの議論の始まり段階にある」と述べ、早ければ5月にもバランスシート縮小の緩和を決定する可能性を示唆しました。

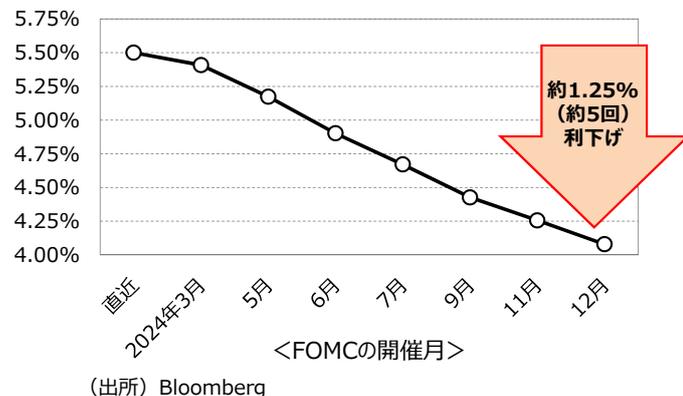
前述のとおり、パウエル議長は3月利下げについて「3月会合までに確信できるレベルに達する可能性は低い」との見解を示しました。また、「インフレ率が完全に低下しているという確信を得るために、現時点で何を見る必要があるのか」との記者からの問いに対して、パウエルFRB議長は「何をしたいのかと聞かれれば、より多くの良いデータを見たいと答える。より良いデータを求めているのではなく、より良いデータの継続を求めている」と述べています。最近の上昇ペースが継続すると仮定すると、PCEコアデフレーターの前年比上昇率が2%を割り込むのは4、5月分からになることが見込まれます（図表16）。新たなPCEコアデフレーターデータを1回しか確認できない3月会合よりも、3回確認できる5月会合の方が確信を深めたという判断を下しやすいと考えられます。利下げ開始は早くとも5月会合になるとみられます。

【図表14 FF金利先物市場が織り込む利下げ確率】

FOMC前：2024年1月30日、FOMC後：2024年1月31日

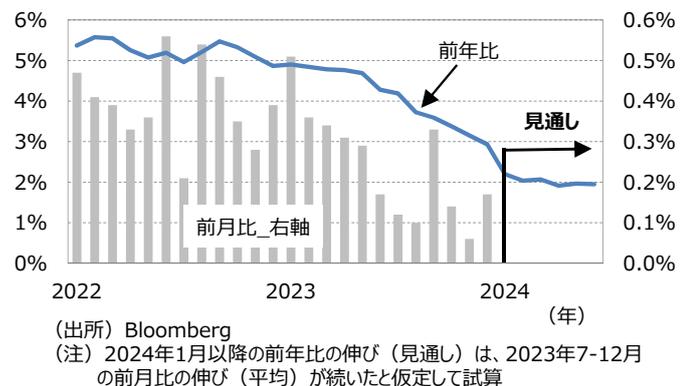


【図表15 FF金利先物市場が織り込む政策金利見通し（1月FOMC後）】



【図表16 PCEコアデフレーターの見通し（簡易的なシミュレーション）】

2022年1月～2024年6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。 (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。

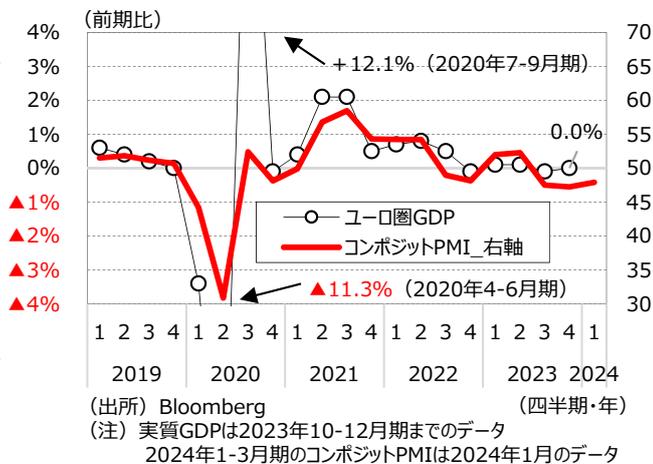
欧州経済：2023年10-12月期はテクニカルリセッション

EU統計局（ユーロスタット）が公表した2023年10-12月期の実質GDP（速報値）は前期比0.0%と、マイナス成長を見込んでいた市場予想（同▲0.1%）を僅かに上回りました（図表17）。小幅ながらプラス成長に転じ、テクニカルリセッション（2四半期連続のマイナス成長）を回避する結果となりました。

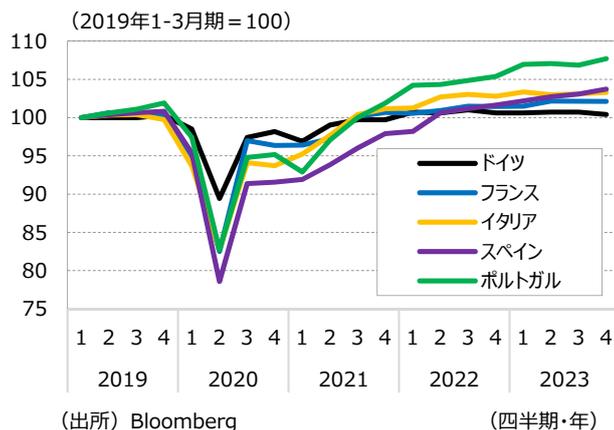
国別では、ドイツは前期比▲0.3%とマイナス成長となり、フランスは2四半期連続で横ばいとなりました（図表18）。一方、速報段階で成長率が公表される10か国のうち、6か国（ベルギー、スペイン、イタリア、ラトビア、オーストリア、ポルトガル）はプラス成長となりました。特にポルトガル（前期比+0.8%）、スペイン（同+0.6%）が高めの成長となり、ベルギーは前期比+0.4%、イタリア、オーストリアはそれぞれ同+0.2%となりました。

ユーロ圏全体の需要項目別の内訳は、速報段階で明らかになっていないものの、内訳が明らかとなっているフランス、スペインの需要項目別の動きを確認すると、個人消費などの内需が低迷するなか、輸入が落ち込んだことで外需（輸出-輸入）がプラスに寄与したとみられます。先行き（2024年1-3月期）については、実質GDPと相関性の高いコンポジットPMIが1月に47.9と10-12月平均（47.2）を上回っており、現状ではプラス成長に回帰することが見込まれています（図表17）。

【図表17 ユーロ圏実質GDPの推移】
2019年1-3月期～2024年1-3月期、四半期



【図表18 ユーロ圏主要国の実質GDPの推移】
2019年1-3月期～2023年10-12月期、四半期



※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。

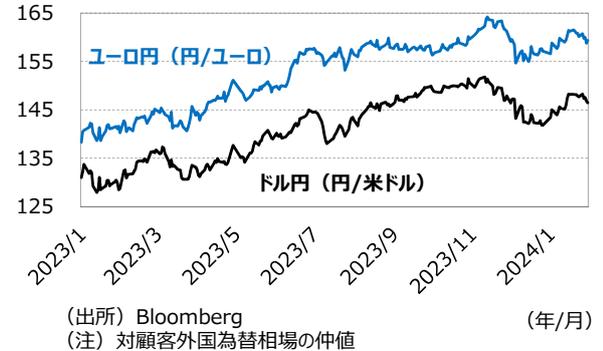
日本株式市場：米株高などを受け反発。為替市場では円高米ドル安が進行

TOPIX（東証株価指数）は+1.7%の上昇となりました。

為替市場で円安米ドル高が進行したことや、米株式市場でのハイテク関連株の上昇などが支えとなり、週半ばにかけて底堅く推移しました。31日には、日銀が「金融政策決定会合における主な意見」を公表したことをきっかけにマイナス金利の早期解除観測が広がり、金利上昇の恩恵を受ける銀行株に買いが入ったほか、好決算銘柄を物色する動きもみられ、年初来高値を更新しました。週末にかけては、パウエルFRB議長が3月会合での利下げに慎重な姿勢を示したことなどから下落する場面があったものの、前週末比では上昇となりました。

為替市場では、米長期金利上昇に伴う日米金利差の拡大を意識した円売り・ドル買いが優勢となり、週初は1米ドル=148円台（26日：147.7円）まで円安米ドル高が進行しました。その後は、日銀によるマイナス金利解除が意識されたことや、FRBによる早期の利下げ観測が後退したことなどから円高米ドル安が進行し、週末（2月2日）には1米ドル=146.49円と、26日（147.70円）に比べ0.8%の円高米ドル安となりました（図表19）。

【図表19 為替市場の動向】
2023年1月4日～2024年2月2日、日次



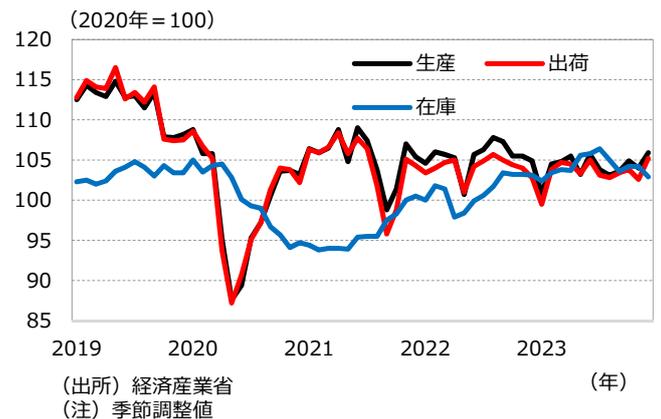
日本経済：1月の日銀会合で、マイナス金利解除に前向きな意見が相次ぐ

経済産業省が公表した12月の鉱工業生産指数は、前月比+1.8%と市場予想（前月比+2.5%）を下回りました（図表20）。業種別では、汎用・業務用機械が前月比+9.3%と高い伸びとなったほか、生産用機械（同+4.3%）、電子部品・デバイス（同+2.0%）、自動車（同+1.2%）など多くの業種が前月比でプラスとなりました。

この結果、10-12月期の生産は前期比+1.4%（7-9月期：同▲1.2%）と2四半期ぶりの増産となりました。業種別で見ると、供給制約の緩和により自動車が前期比+3.3%と6四半期連続の増産となり、7-9月期の同+0.7%から伸びを高めました。また、在庫調整の進展などを受けて電子部品・デバイスが前期比+6.7%（7-9月期：同▲1.9%）の高い伸びとなったほか、化学（除く医薬品）が前期比+2.3%と10四半期ぶりのプラスとなりました。

2023年は10-12月期が2四半期ぶりの増産となったものの、1-3月期が前期比▲1.8%、4-6月期が同+1.4%、7-9月期が同▲1.2%となっており、均してみれば横ばい圏の動きが続いています。

【図表20 鉱工業生産・出荷・在庫指数の推移】
2019年1月～2023年12月、月次



※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。

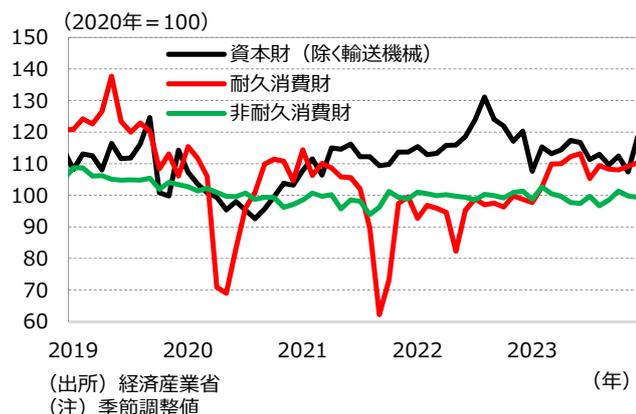
12月の出荷指数は前月比+2.5%の上昇となり、10-12月期は前期比+0.8%（7-9月期：同▲1.2%）と2四半期ぶりに上昇しました。財別の出荷動向を見ると、設備投資のうち機械投資の一致指標である資本財出荷指数（除く輸送機械）は7-9月期の前期比▲4.2%の後、10-12月期は同+1.3%と2四半期ぶりに上昇しました（図表2-1）。GDP統計の設備投資は、4-6月期が前期比▲1.3%、7-9月期が同▲0.4%と生産活動の停滞を反映して弱い動きとなっています。もっとも、設備投資の原資である企業収益は高水準にあることから、10-12月期の設備投資は3四半期ぶりに増加することが予想されます。

10-12月期の耐久消費財出荷指数は前期比+1.4%（7-9月期：同▲3.7%）、非耐久消費財出荷指数は前期比+1.9%（7-9月期：同0.0%）となりました。GDP統計の民間消費は4-6月期が前期比▲0.6%、7-9月期が同▲0.2%と、2四半期連続で減少しました。個人消費は物価高による実質所得の減少が続くなか、2023年度以降は弱めの動きが続いています。10-12月期の消費財出荷指数は堅調となったものの、GDP統計の民間消費は低い伸びにとどまる可能性があります。

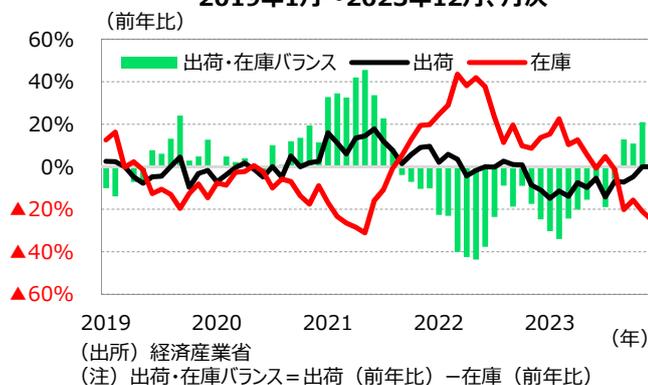
一方、グローバルな半導体市況（シリコンサイクル）が回復を続けていることは好材料であると考えられます。電子部品・デバイス出荷・在庫バランス（出荷・前年比－在庫・前年比）は9月に+13.0%とプラスに転じた後、12月には+25.1%までプラス幅が拡大しました（図表2-2）。12月は出荷が前年比0.0%（11月：同0.0%）となるなか、在庫が前年比▲25.1%（11月：同▲21.0%）とマイナス幅が拡大しました。在庫調整の進捗を受けて、電子部品・デバイスの生産は先行きも堅調に推移することが見込まれます。

先行きの生産については、不正問題発覚に伴う生産停止により自動車の下振れが公算が大きいことを考慮すれば、2024年1-3月期は減産に転じる可能性が高いと考えられます。海外経済の減速に伴う輸出の低迷が続くことに加え、物価高の影響などから個人消費が弱めの動きとなっており、鋳工業生産は当面一進一退の動きが継続すると予想されます。

【図表2-1 財別出荷指数の推移】
2019年1月～2023年12月、月次



【図表2-2 電子部品・デバイスの出荷・在庫バランス】
2019年1月～2023年12月、月次



※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。

日銀は1月22、23日に開催した金融政策決定会合において、政策委員の発言内容をまとめた「金融政策決定会合における主な意見」を1月31日に公表しました（図表2-3）。金融政策運営に関する意見では、マイナス金利解除を含めた政策修正が近づいていることを示唆する発言が前回会合（12月）より多く上がっています。具体的な意見として、「今春の賃金改定は過去対比高めの水準で着地する蓋然性が高まっているほか、経済・物価情勢が全体として改善傾向にあることを踏まえると、マイナス金利解除を含めた政策修正の要件は満たされつつある」、「能登半島地震の影響を今後1～2か月程度フォローし、マクロ経済への影響を確認できれば、金融正常化が可能な状況に至ったと判断できる可能性が高い」などが寄せられています。能登半島地震に関する意見を示した政策委員は、3月会合での政策修正を視野に入れている可能性が窺えます。

また、出口を意識した意見も多く見受けられます。「ETFとJ-REITの買入れについては、大規模緩和の一環として実施してきたものであり、2%目標の持続的・安定的な実現が見通せるようになれば、買入れをやめるのが自然である」、「政策変更のタイミングがどうなるにせよ、その前後で市場に不連続な動きを生じさせないよう、コミュニケーション、オペレーションの両面で工夫する必要がある。こうした観点からも、現段階から、マイナス金利やイールドカーブ・コントロールの枠組みの解除についての基本的な考え方を、各時点で可能な範囲で少しずつ、対外説明していくことは、有益である」など、政策修正の手段や順序に関する意見がこれまでより具体的なものになっており、この点も前回会合から政策修正が近づいていることの表れと考えられます。

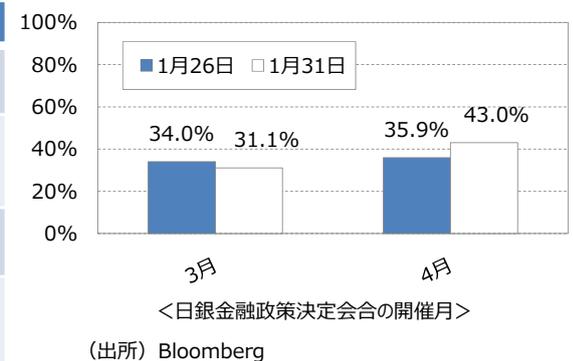
物価情勢に関する意見では、下振れリスクを警戒する意見やサービス価格上昇の持続性に対する慎重な見方は示されず、総じて前向きな評価が目立ちました。1月会合の金融政策運営や物価情勢に関する意見を踏まえると、政策委員の多くが政策修正が近づいていることを認識しており、市場が既に織り込んでいる3、4月会合での政策修正（図表2-4）が示唆される内容となりました。

【図表2-3 1月の金融政策決定会合における主な意見（一部抜粋）】

| | |
|--------|---|
| 物価情勢 | 賃金と物価の好循環が強まり、基調的な物価上昇率が2%に向けて徐々に高まっていくという見通しが実現する 確度は、引き続き、少しずつ高まっている。 |
| | 財価格の上昇率が今後もさらに下がっていく一方、サービス価格の上昇率は、春季労使交渉での賃上げに支えられて上がっていくとみられる。このため、全体として 消費者物価は、どちらの影響が強くなるかによって変動しつつも、当面概ね2%前後で推移していきだろう。 |
| | 今春の労使間の賃金交渉の結果が、昨春の実績を上回る可能性 が出てきており、賃金と物価の好循環の実現の機運が高まっている。 |
| 金融政策運営 | 今春の賃金改定は過去対比高めの水準で着地する蓋然性が高まっているほか、経済・物価情勢が全体として改善傾向にあることを踏まえると、 マイナス金利解除を含めた政策修正の要件は満たされつつある と考えられる。 |
| | 能登半島地震の影響を今後1～2か月程度フォローし、マクロ経済への影響を確認できれば、 金融正常化が可能な状況に至ったと判断できる可能性が高い。 |
| | ETFとJ-REITの買入れについては、大規模緩和の一環として実施してきたものであり、 2%目標の持続的・安定的な実現が見通せるようになれば、買入れをやめるのが自然 である。 |
| | 海外の金融政策転換で政策の自由度が低下することもあり得る。現在は千載一遇の状況 にあり、現行の政策を継続した場合、海外を中心とする次の回復局面まで副作用が継続する点も考慮に入れた政策判断が必要である。 |

（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2-4 OIS金利先物市場が織り込むマイナス金利解除の確率】



※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、毎月勤労統計などに注目

来週は、12月の毎月勤労統計（日本）などに注目しています（図表25）。

12月の毎月勤労統計では、実質賃金が前年比▲1.5%と11月（同▲2.5%）からマイナス幅が縮小することが予想されています。1月の金融政策決定会合後の記者会見で植田日銀総裁は、「（実質賃金について）足もとでマイナスであっても近い将来プラスに転じるという見通しがあれば、それは政策の正常化を必ずしも妨げるものではない」と述べています。同統計では日銀による政策修正の有無を占う上で、実質賃金のマイナス解消に向けた動きがみられるか注目されます（図表26）。また、基本給にあたる所定内給与（共通事業所ベース）は2%台での推移が続いており、2023年の春闘で実現した2.1%のベースアップとほぼ同水準にあることが確認できます（図表27）。

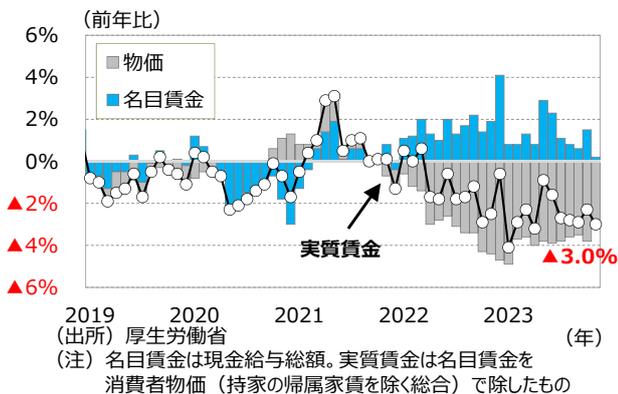
日銀が公表した金融政策決定会合における主な意見（1月22、23日開催分）では、物価と賃金の好循環が強まっていることなどを理由にマイナス金利解除を含めた政策修正が近づいていることが示唆されました。12月の毎月勤労統計で引き続き賃金の堅調な伸びが確認されれば、日銀による政策修正を後押しすると考えられます。

【図表25 来週の主要経済指標】

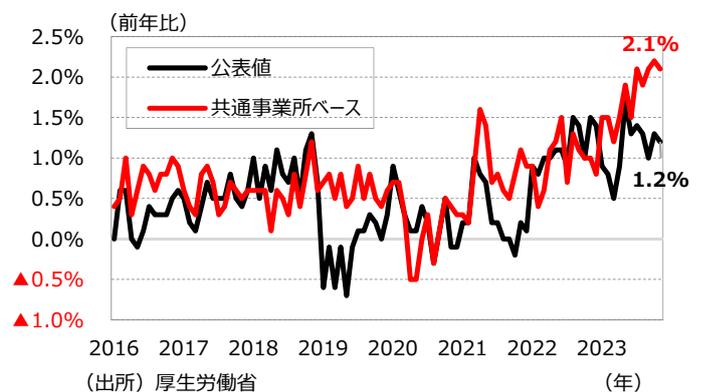
| 公表日 | 国・地域 | 経済指標 | 予想 | 前回 |
|-----------|------|-----------------------|----------|----------|
| 5日 (月) | 中国 | 1月サービス業PMI（財新） | 53.0 | 52.9 |
| | | 1月ISM非製造業 | 52.1 | 50.5 |
| | 米国 | 1月サービス業PMI（確報値） | - | 52.9 |
| | | 1月コンポジットPMI（確報値） | - | 52.3 |
| 6日 (火) | 日本 | 12月実質賃金（毎月勤労統計） | 前年比▲1.5% | 同▲2.5% |
| 7日 (水) | 日本 | 12月景気先行CI指数 | 109.5 | 107.6 |
| | 米国 | MBA住宅ローン申請指数 | - | 前週比▲7.2% |
| 8日 (木) | 日本 | 1月現状判断DI（景気ウォッチャー調査） | 50.8 | 50.7 |
| | | 1月先行き判断DI（景気ウォッチャー調査） | 49.7 | 49.1 |
| | 中国 | 1月PPI | 前年比▲2.6% | 同▲2.7% |
| | | 1月CPI | 前年比▲0.5% | 同▲0.3% |
| | 米国 | 新規失業保険申請件数 | - | 22.4万件 |
| | | 失業保険継続受給者数 | - | 189.8万人 |

（出所）Bloomberg （注）2日10時時点のデータ

【図表26 名目・実質賃金の推移】
2019年1月～2023年11月、月次



【図表27 所定内給与の推移】
2016年1月～2023年11月、月次



（※）共通事業所ベースについて

毎月勤労統計は、毎年1月にサンプル入れ替え（30人以上規模の事業所について、全体の3分の1ずつ調査対象事業所を入れ替える）が実施されることにより賃金（公表値）の連続性が保たれず、断層（不連続な変動）が生じます。このため、断層が生じにくい共通事業所ベース（調査対象が同じ事業所）の方が賃金の実態を把握しやすいと考えられます。

※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。お申込みにあ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。