

Market report

経済、金融市場の 動向と見通し



2024年2月

東京海上アセットマネジメント株式会社

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

1 主要国・地域の経済動向

- 主要国・地域では、中央銀行がインフレ鎮静化に向け、金融引き締め姿勢を維持しているものの、景気後退は回避しています。特に、米国経済を巡ってはソフトランディング（軟着陸）実現の可能性が高まっています。
- 今後は、インフレ率の鈍化とともに中央銀行が利下げに着手することが見込まれることから、本格的な景気後退は回避され、底堅い経済成長が継続すると予想されます。

2 日米中央銀行の金融政策

- 1月のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、4会合連続で政策金利の据え置きを決定しました。年明け以降、堅調な雇用・物価指標が散見されていることなどから、パウエルFRB（米連邦準備制度理事会）議長は、3月会合での利下げに否定的な見方を示したことで、市場が予想する利下げ時期は後ずれしています。もっとも、米経済の先行きを展望すると、これまで高成長をけん引してきた個人消費が減速する可能性があります。従来からパウエルFRB議長が言及するように、経済情勢によっては政策判断が変わりえることにも留意する必要があります。
- 1月の日銀金融政策決定会合では、政策委員からは賃金と物価の好循環が強まり、2%の「物価安定の目標」を実現する確度は高まっているとして、マイナス金利解除に前向きな発言が相次ぎました。今後、日銀は3月中旬の春闘集中回答日で賃上げの動向を見極めた上で、3月もしくは4月の会合でマイナス金利解除に踏み切る可能性が高いと考えられます。

グローバル経済～IMFの経済見通し

IMF（国際通貨基金）は、2024年の世界経済成長率を10月時点から引き上げ、ソフトランディング（軟着陸）を見込む

世界経済見通し（実質GDP成長率）

2023年～2025年（2023年は推計値、2024、2025年は予測値）

（単位：％）

	推計 2023年	予測					
		2024年			2025年		
		前回予想 (2023年10月)	今回予想 (2024年1月)	修正幅 プラスは上方修正 マイナスは下方修正	前回予想 (2023年10月)	今回予想 (2024年1月)	修正幅 プラスは上方修正 マイナスは下方修正
世界	3.1	2.9	3.1	+0.2	3.2	3.2	0.0
先進国	1.6	1.4	1.5	+0.1	1.8	1.8	0.0
-米国	2.5	1.5	2.1	+0.6	1.8	1.7	▲0.1
-ユーロ圏	0.5	1.2	0.9	▲0.3	1.8	1.7	▲0.1
-ドイツ	▲0.3	0.9	0.5	▲0.4	2.0	1.6	▲0.4
-英国	0.5	0.6	0.6	0.0	2.0	1.6	▲0.4
-日本	1.9	1.0	0.9	▲0.1	0.7	0.8	+0.1
新興国	4.1	4.0	4.1	+0.1	4.1	4.2	+0.1
-中国	5.2	4.2	4.6	+0.4	4.1	4.1	0.0
-インド	6.7	6.3	6.5	+0.2	6.3	6.5	+0.2

（出所）IMF世界経済見通し（2023年10月）

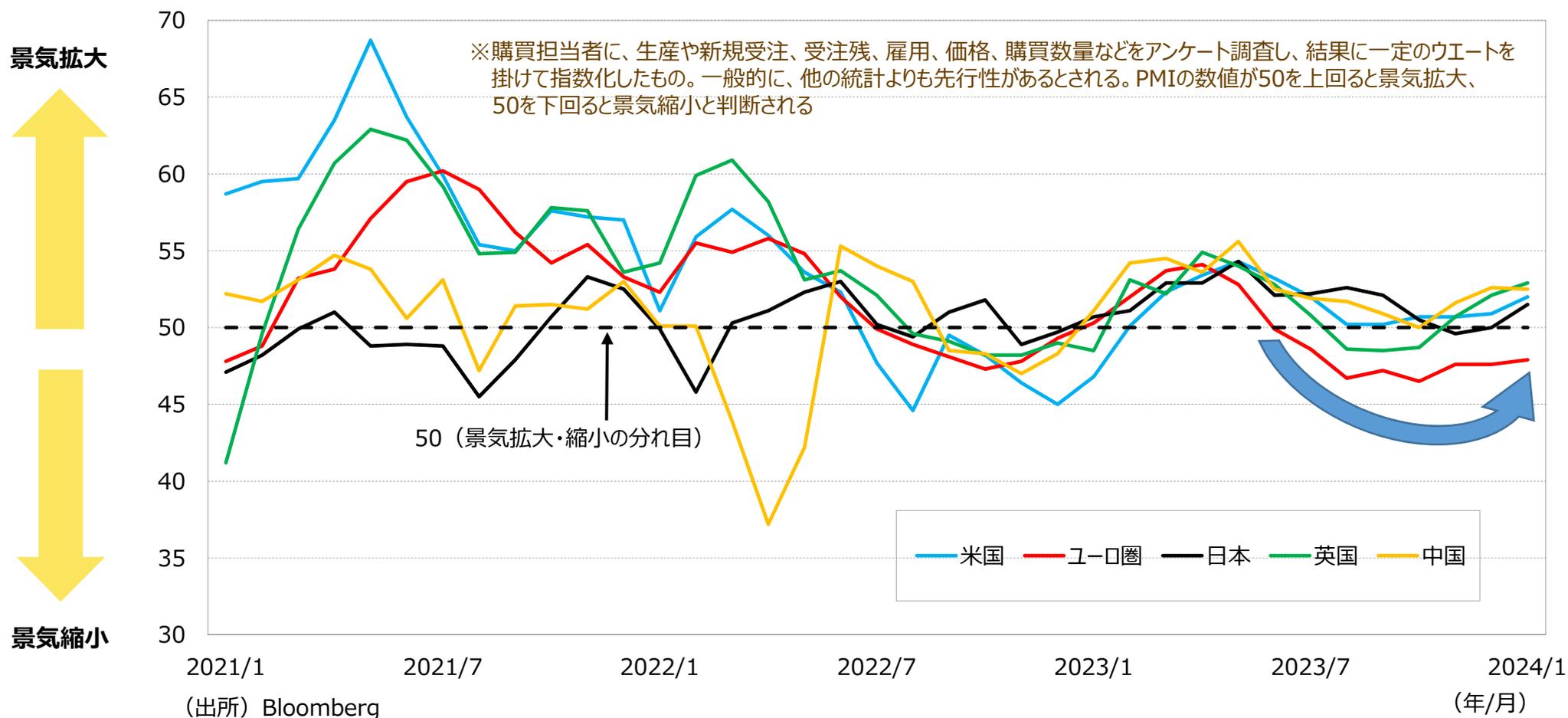
（注）インドは年度（4月～翌年3月）ベース

グローバル経済～短期的な景気動向

PMIは総じて50を上回り、景気拡大を示唆。一方、ユーロ圏は引き続き景気縮小を示唆。

各国・地域のPMI（購買担当者景気指数※）の推移

2021年1月～2024年1月、月次

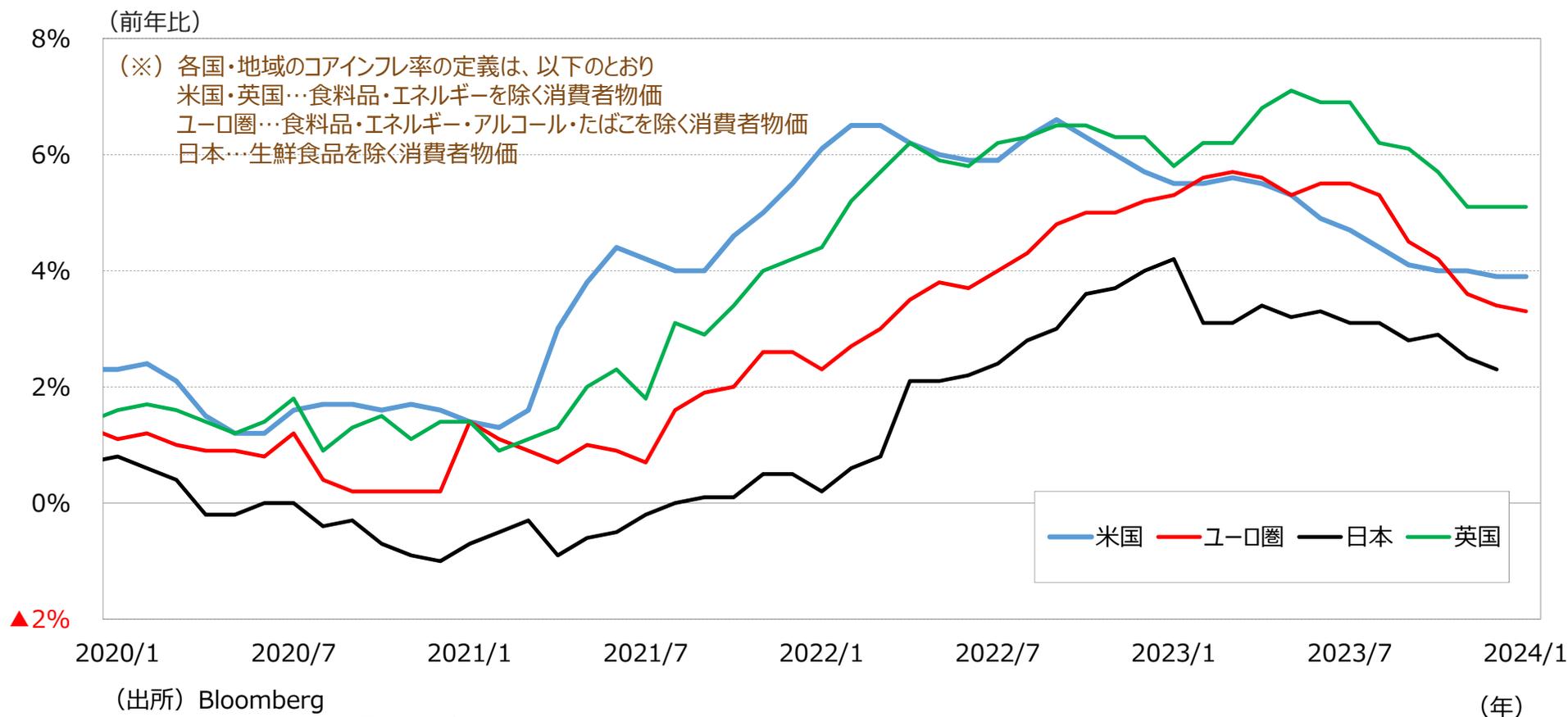


グローバル経済～物価動向（1）

変動の大きい品目を除いたコアCPI※の上昇率は低下傾向も、中央銀行が目標とする2%を上回る状況が継続

各国・地域のコアインフレ率の推移

2020年1月～2024年1月、月次

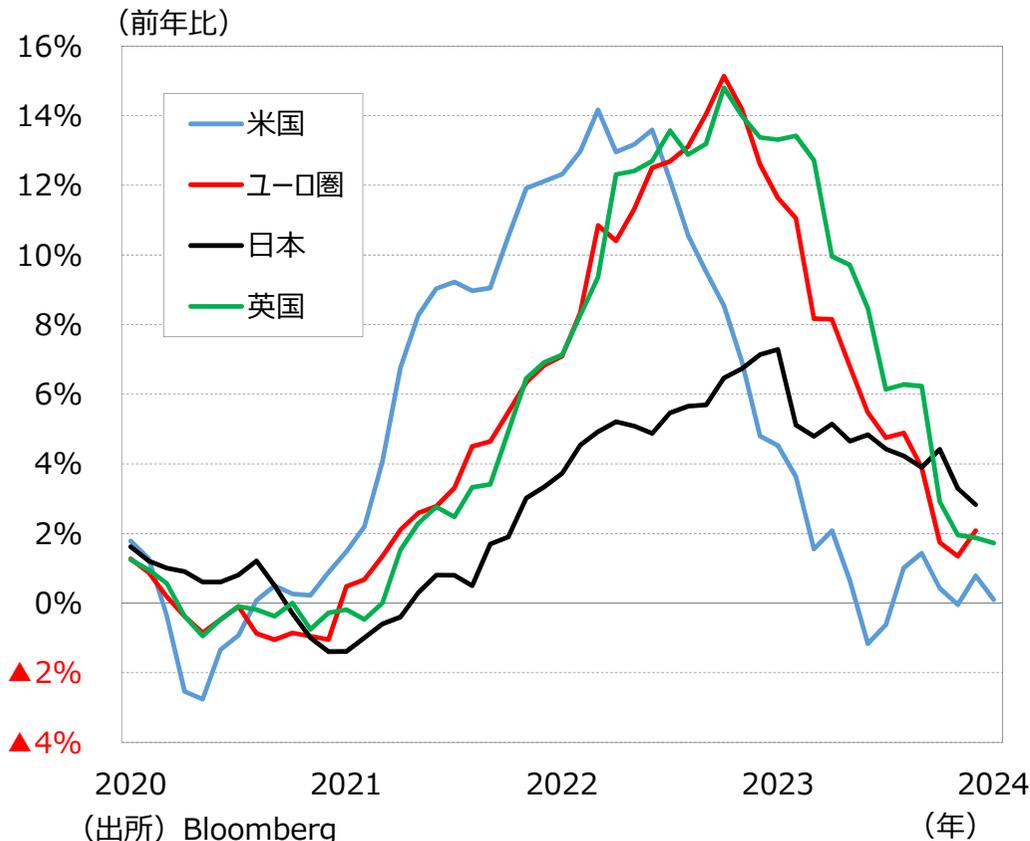


グローバル経済～物価動向（2）

財価格はサプライチェーン改善に伴うインフレ鈍化に一服感も。サービス価格は依然高止まりの状況

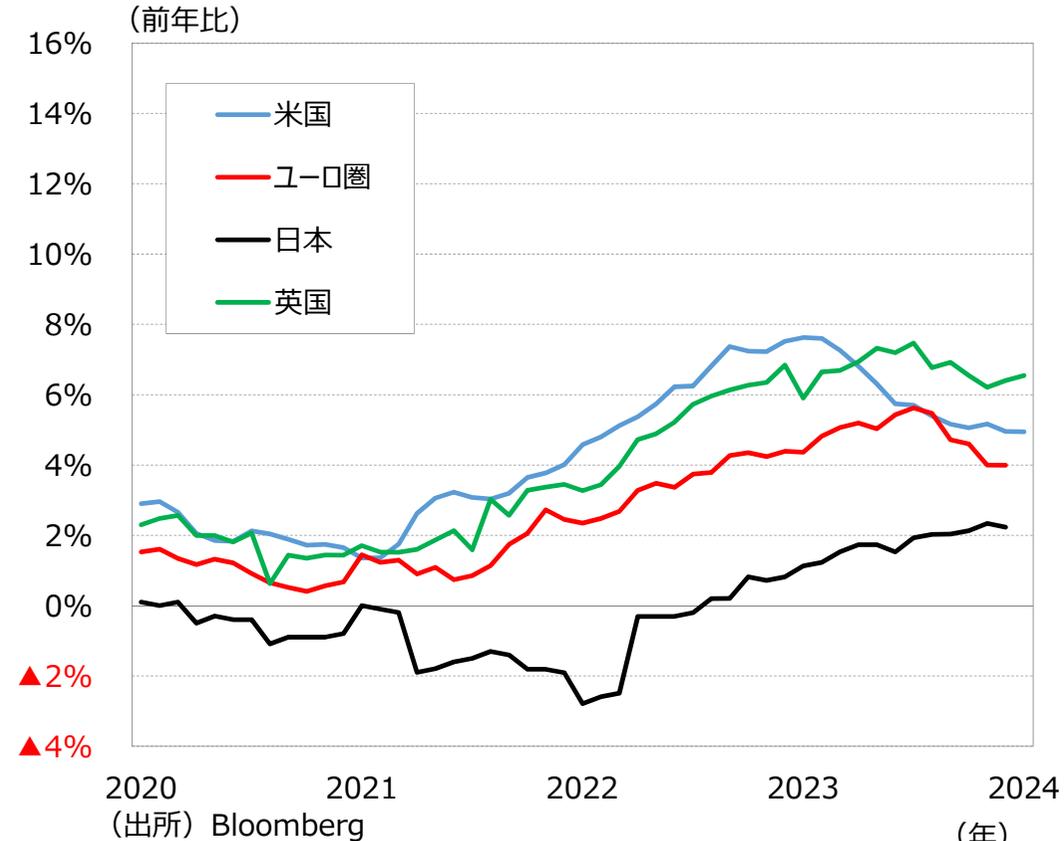
各国・地域の財価格（前年比）の推移

2020年1月～2024年1月、月次



各国・地域のサービス価格（前年比）の推移

2020年1月～2024年1月、月次



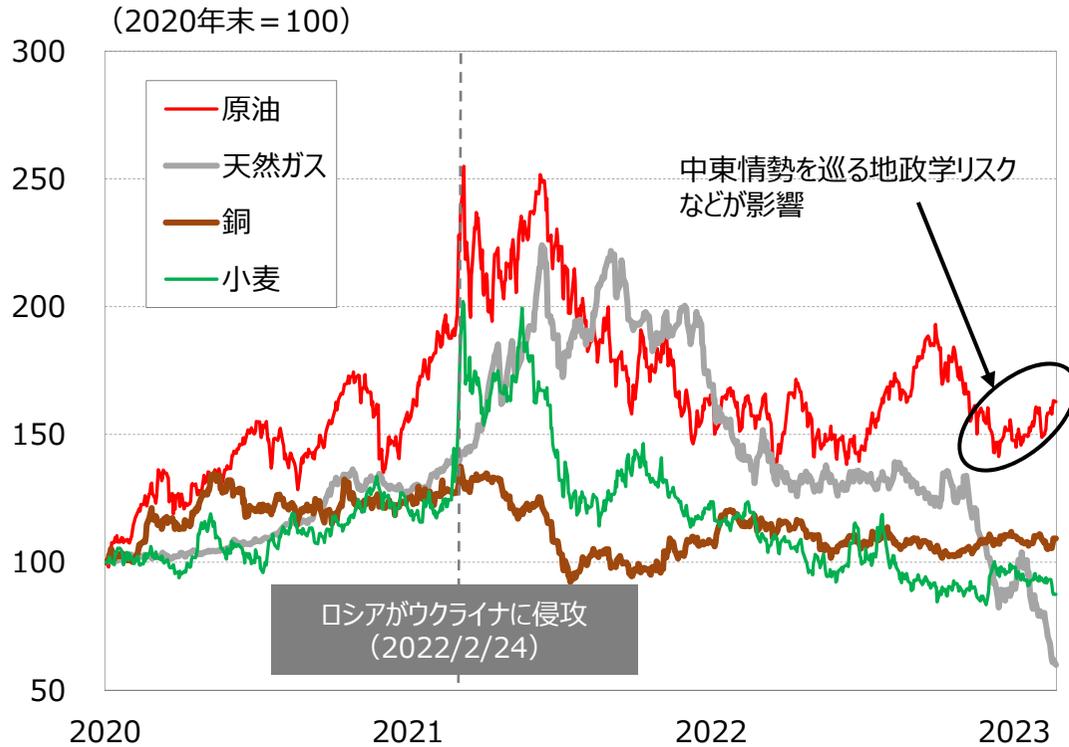
財は、自動車や家電（耐久財）や食品（非耐久財）、衣類（半耐久財）など
サービスは、公共料金（電気代や水道代など）や外食、宿泊代など

グローバル経済～物価動向（3）

地政学リスク高まりに伴う原油価格の上昇が、財価格の押し上げに寄与。一方、賃金の増加はサービス価格の高止まり要因の一つに

コモディティ価格（先物）の推移

2020年12月31日～2023年2月19日、日次

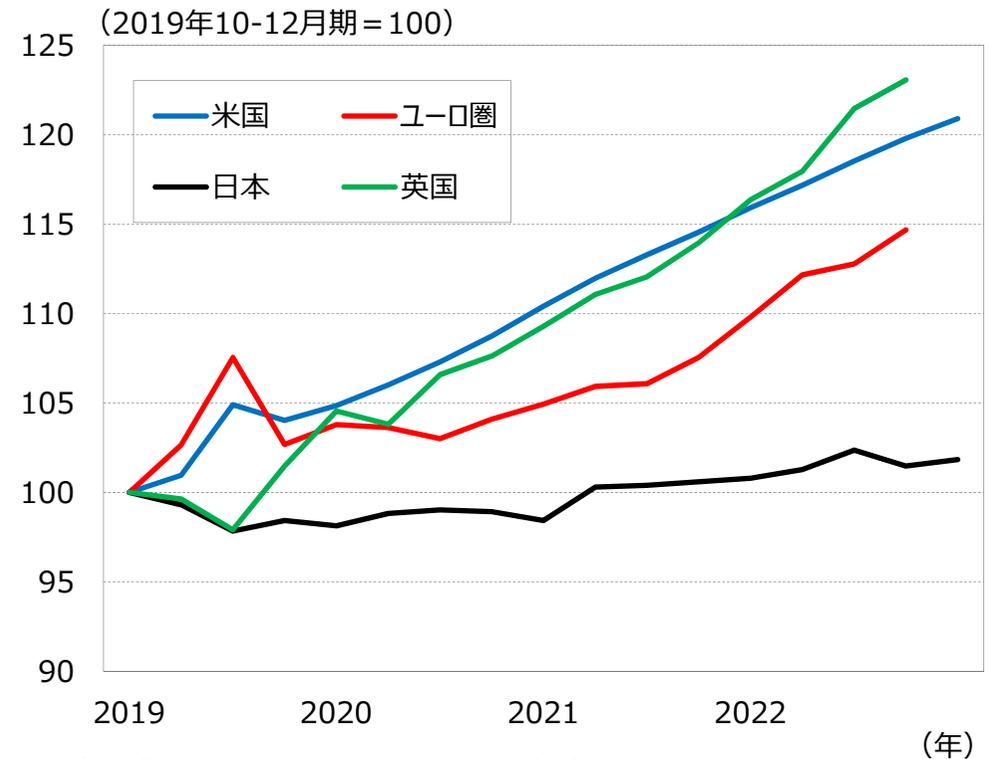


(出所) Bloomberg

(注) 原油：WTI先物（期近物）、天然ガス：ヘンリーハブ天然ガス先物（期近物）
銅：LME先物（期近物）、小麦：シカゴSRW小麦先物（期近物）
OPECプラスは、石油輸出機構（OPEC）とロシアなどのOPEC非加盟産油国で構成される

各国・地域の賃金動向の推移

2019年10-12月期～2024年1-3月期、四半期



(出所) Bloomberg、LSEG、厚生労働省

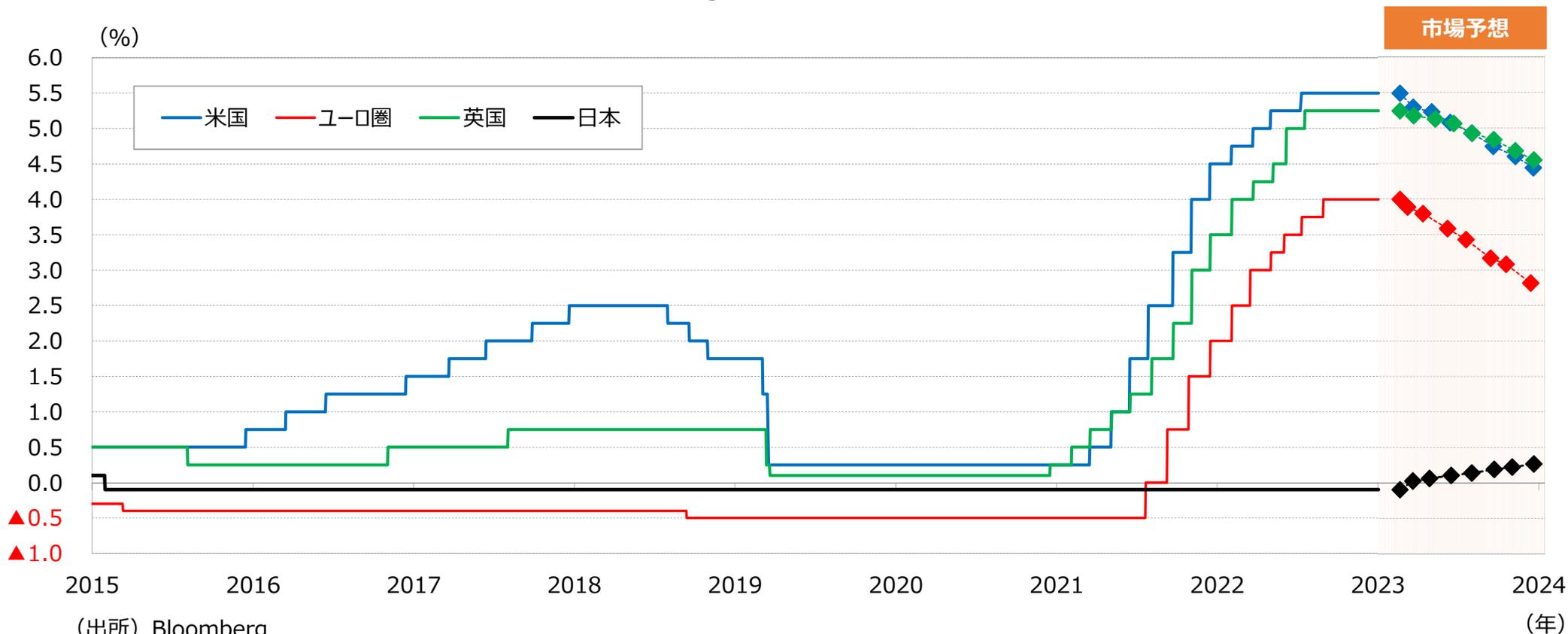
(注) 各国・地域の賃金は季節調整値。賃金の定義は以下のとおり
米国：時間あたり賃金（2024年1-3月期は1月の実績値）
日本：現金給与総額（2023年10-12月期までのデータ）
英国：週間賃金（2023年10-12月期は10、11月の平均値）
ユーロ圏：雇用コスト指数（2023年7-9月期までのデータ）

グローバル経済～金融政策

金利市場は米国、ユーロ圏、英国で2024年に1～1.5%程度の利下げを予想。一方、日本ではマイナス金利を解除した後、0.25%程度の利上げを想定

米国・ユーロ圏・英国・日本の政策金利と市場予想

2015年12月末～2024年12月末、日次
(2023年12月20日以降は、Bloombergで取得可能な今後の各金融政策決定会合時における予測値)



(出所) Bloomberg

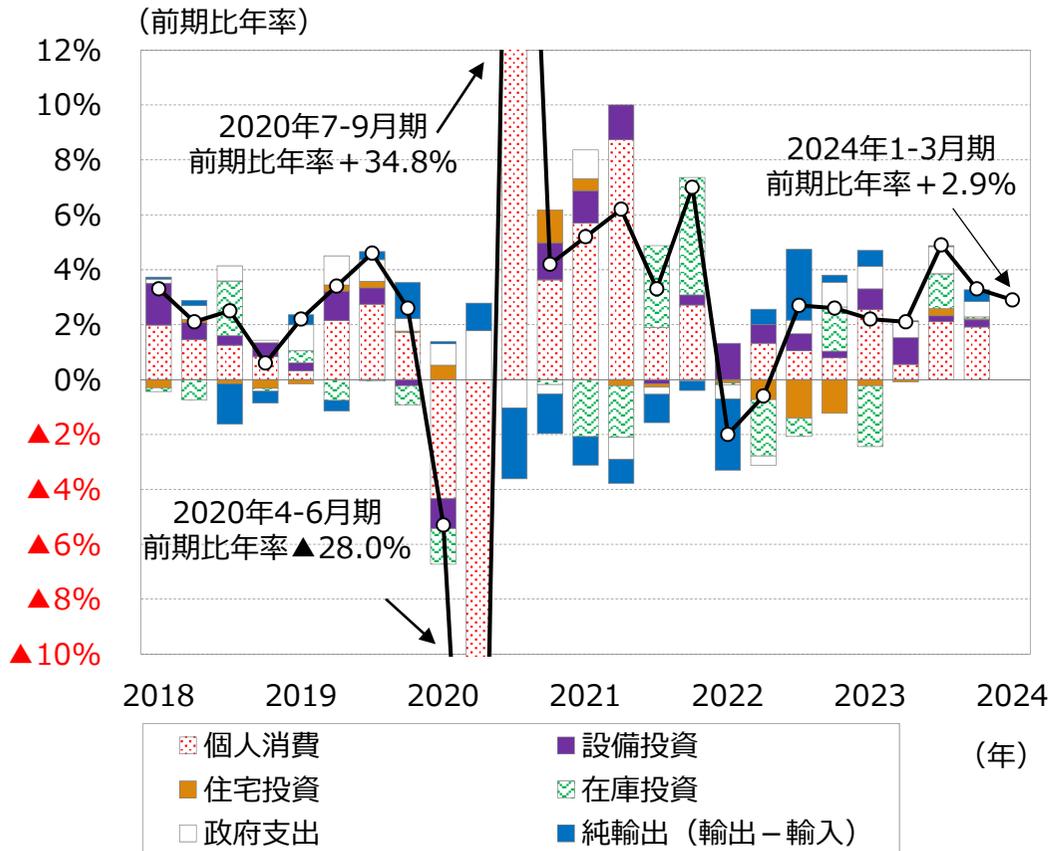
(注) 政策金利は、米国：FF金利誘導目標（上限値）、ユーロ圏：預金ファシリティ金利、英国：バンクレート、日本：当座預金残高の金利
市場予想は、金利市場（ユーロ圏、日本、英国：OIS金利、米国：FF金利先物）が織り込む政策金利の水準（2024年2月19日時点）
なお、米国の市場予想は、FF誘導目標の中央値

米国～実質GDP成長率

2024年1-3月期の実質GDP成長率は、2023年7-9月、10-12月期から鈍化する見通し。個人消費は堅調を維持も、設備投資、住宅投資の低迷が継続する見込み

実質GDP成長率の推移

2018年1-3月期～2024年1-3月期、四半期



(出所) Bloomberg

(注) 2024年1-3月期は、アトランタ連銀のGDPNowの予想値 (2月16日時点)
グラフの個人消費や設備投資などは実質GDPに対する寄与度を示す

実質GDP成長率の内訳

2023年4-6月期～2024年1-3月期、四半期

(前期比年率)

	2023年 4-6月	7-9月期	10-12月期	2024年 1-3月期
実質GDP成長率	2.1%	4.9%	3.3%	2.9%
個人消費	0.8%	3.1%	2.8%	2.7%
設備投資	7.4%	1.4%	1.9%	▲1.3%
住宅投資	▲2.2%	6.7%	1.1%	1.0%
在庫投資	—	—	—	—
政府支出	3.3%	5.8%	3.3%	2.4%
輸出	▲9.3%	5.4%	6.3%	2.7%
輸入	▲7.6%	4.2%	1.9%	0.7%

(出所) Bloomberg

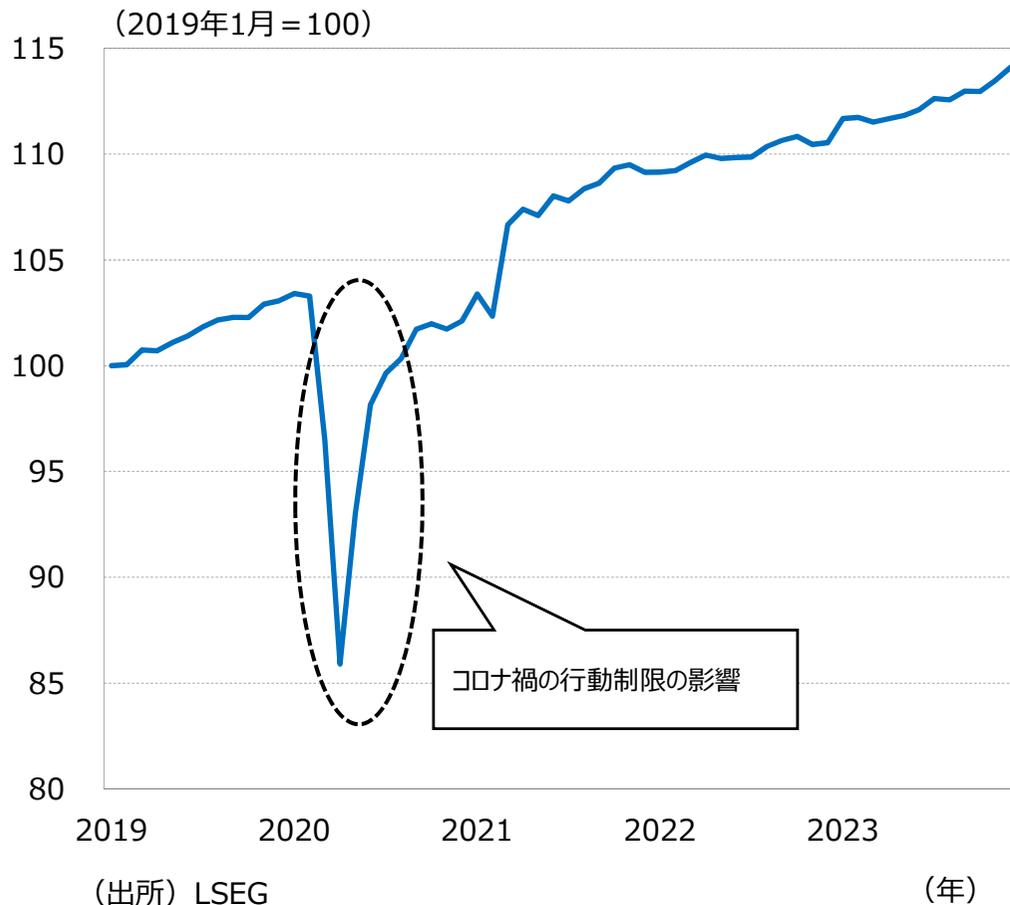
(注) 2024年1-3月期は、アトランタ連銀のGDPNowの予想値 (2月16日時点)
上記の数値は、前期比年率の伸びを示す

米国～家計の消費を取り巻く環境①

物価変動の影響を除いた実質消費支出は底堅く推移。もっとも、先行きの個人消費は過剰貯蓄の減少や信用環境の引き締めなどから、減速する可能性

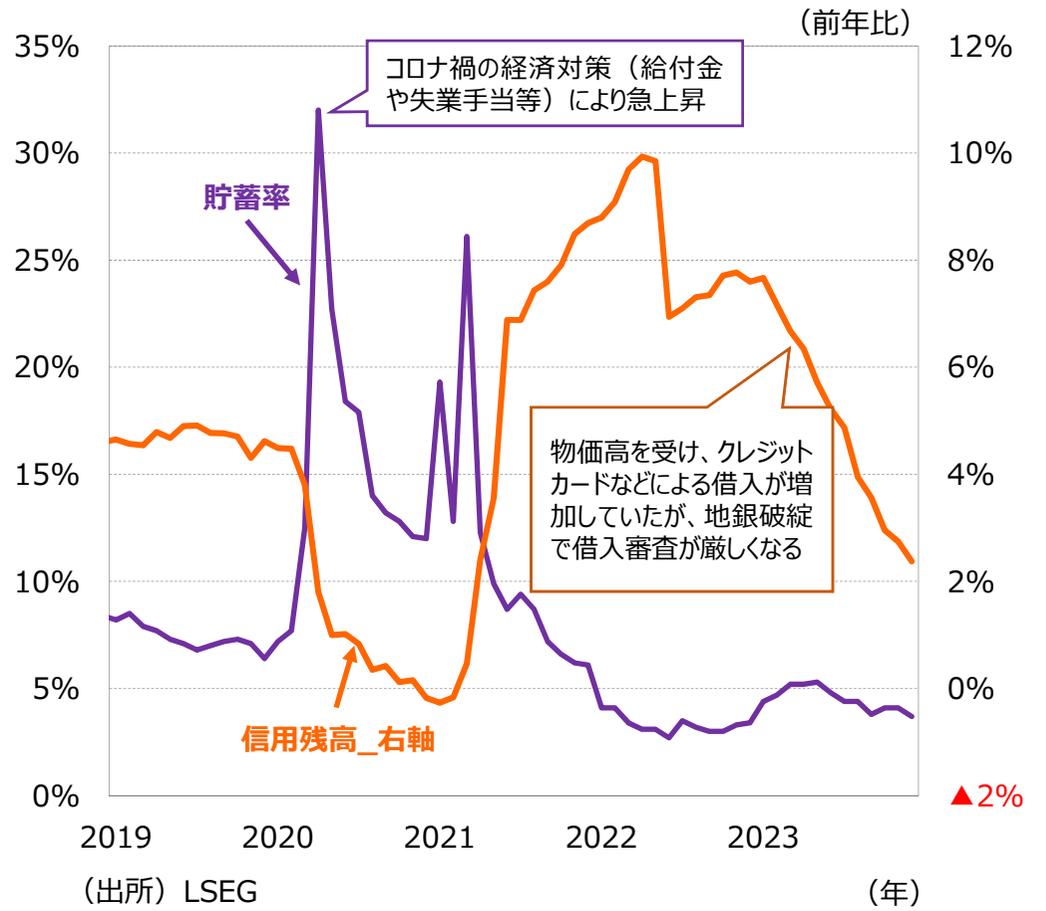
実質個人消費支出の推移

2019年1月～2023年12月、月次



家計の貯蓄率、信用残高 (前年比) の推移

2019年1月～2023年12月、月次

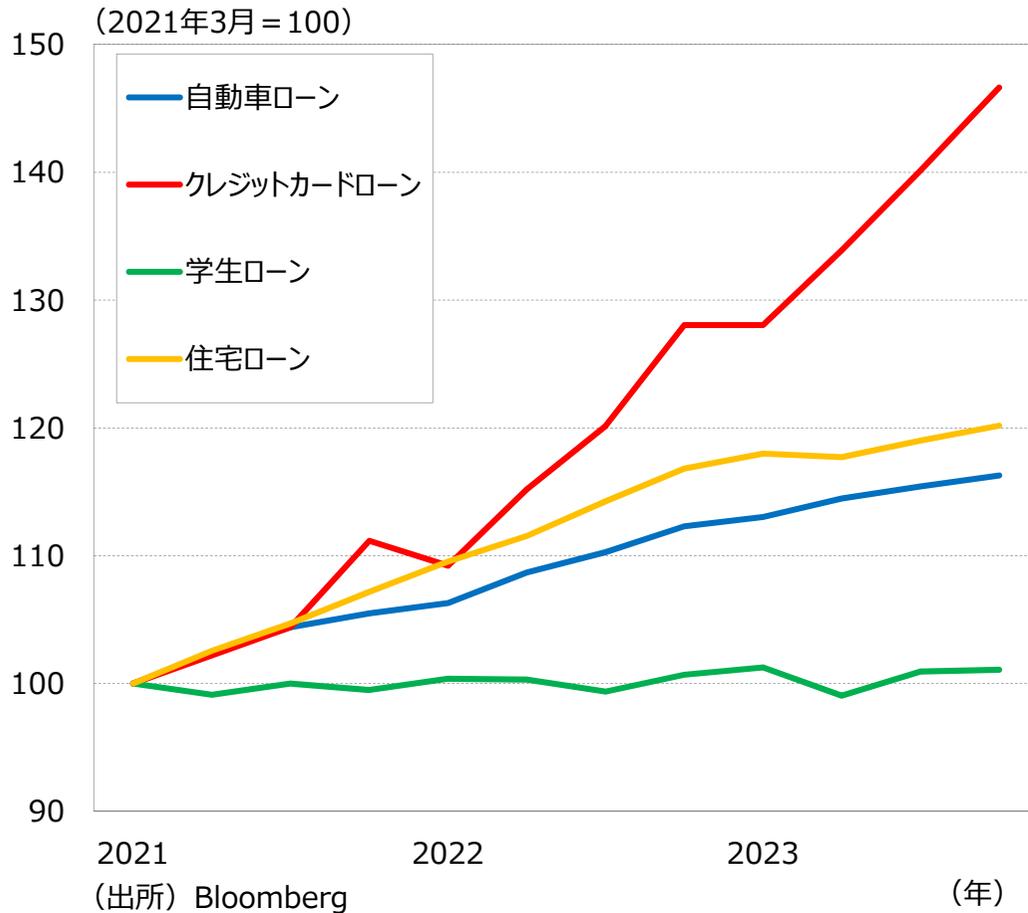


米国～家計の消費を取り巻く環境②

家計の債務残高の内訳をみると、物価高を背景にクレジットカードローンの残高は急増。クレジットカードローンの延滞率の上昇が、今後消費を下押しする可能性

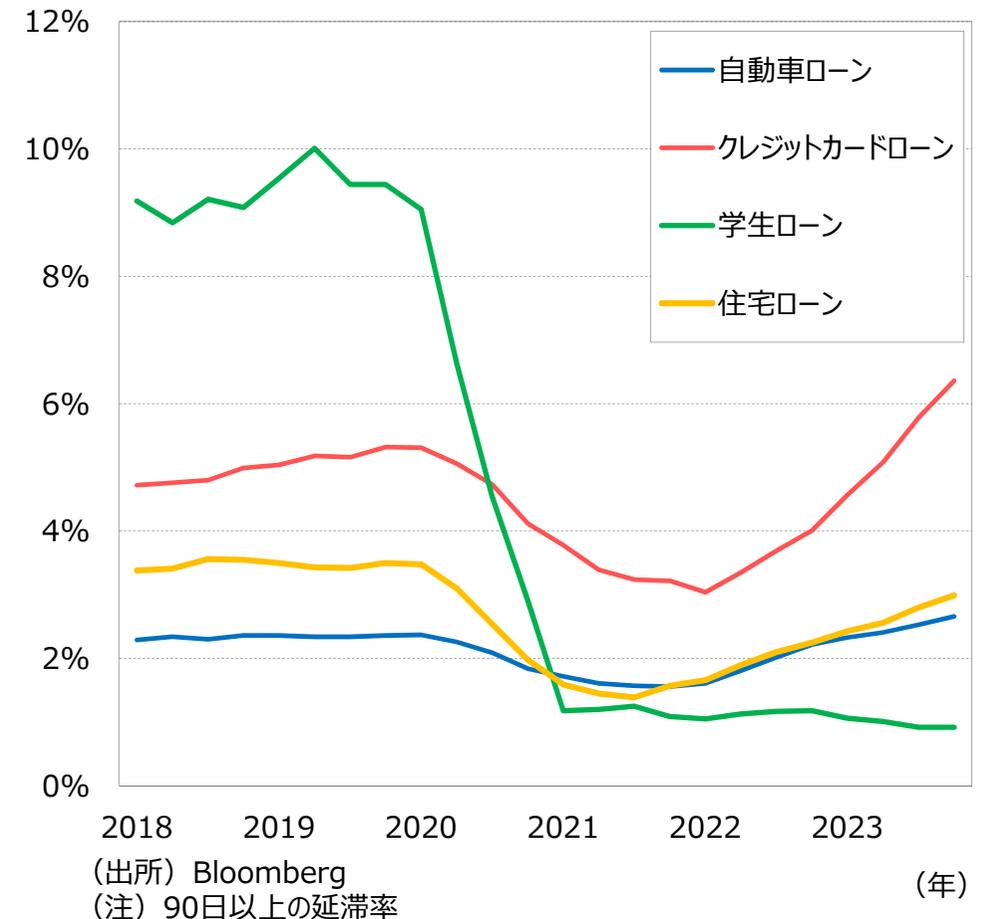
家計の債務残高の推移

2021年3月～2023年12月、四半期



各種ローンの延滞率の推移

2018年3月～2023年12月、四半期



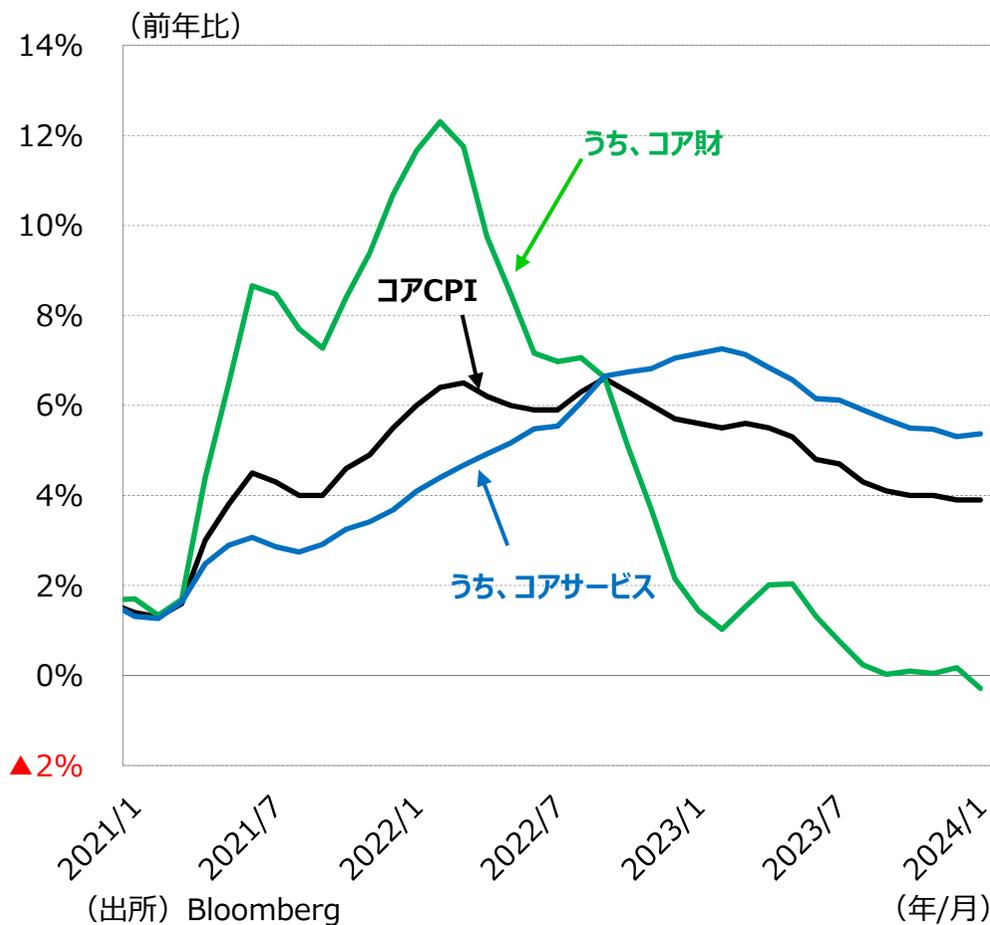
米国～物価動向

1月のコアCPI（※）は前年比+3.9%と高止まりが継続。家賃などのコアサービス価格に根強いインフレ圧力が残存

（※）食料品及びエネルギーを除く総合

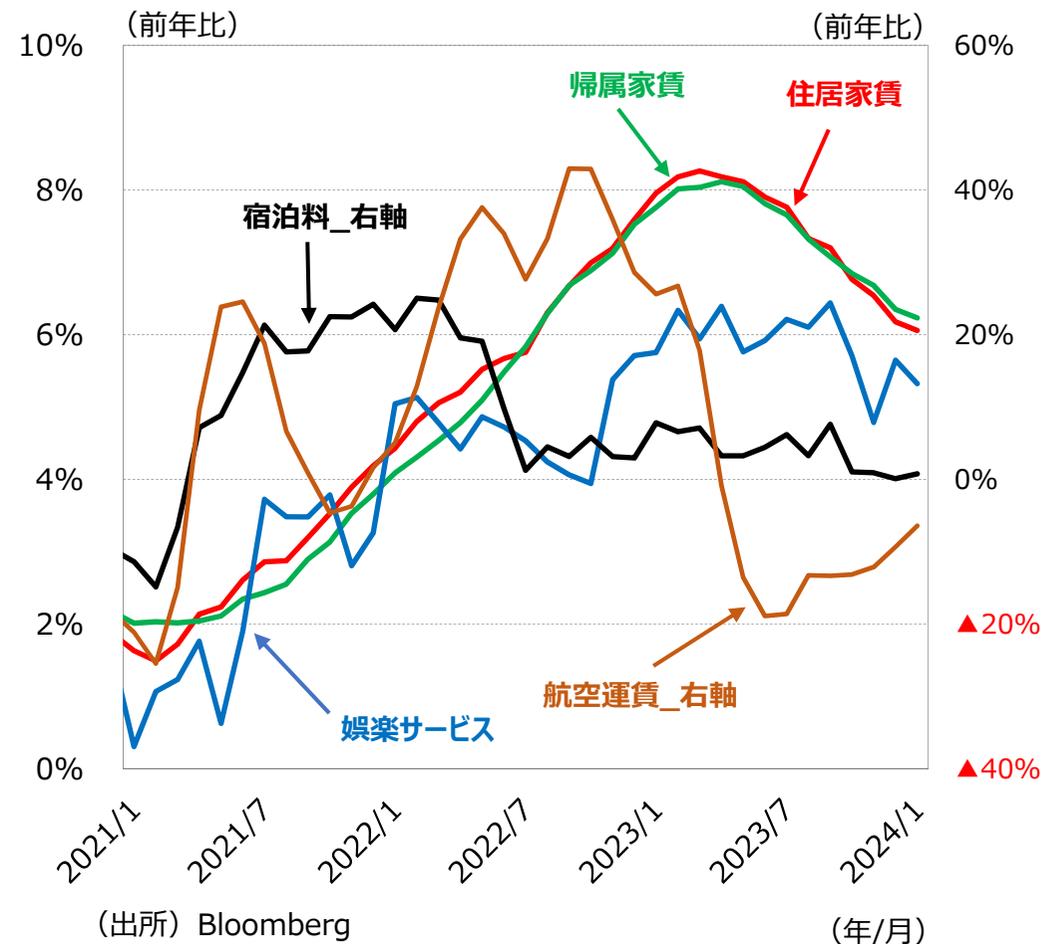
コアCPIの推移

2021年1月～2024年1月、月次



コアサービスの推移

2021年1月～2024年1月、月次



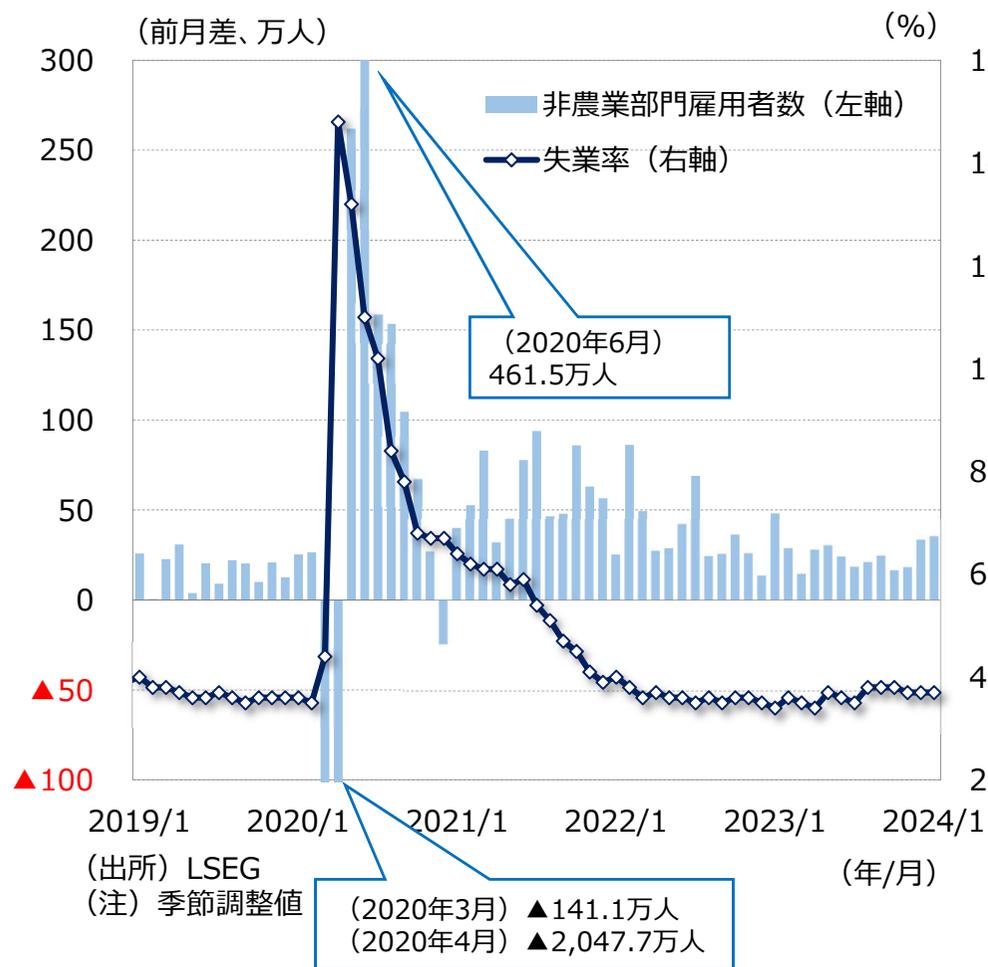
※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

米国～雇用・所得環境

足もとで雇用や賃金の増勢は加速傾向。今後、賃金の増加がインフレの加速に寄与する可能性に注意が必要

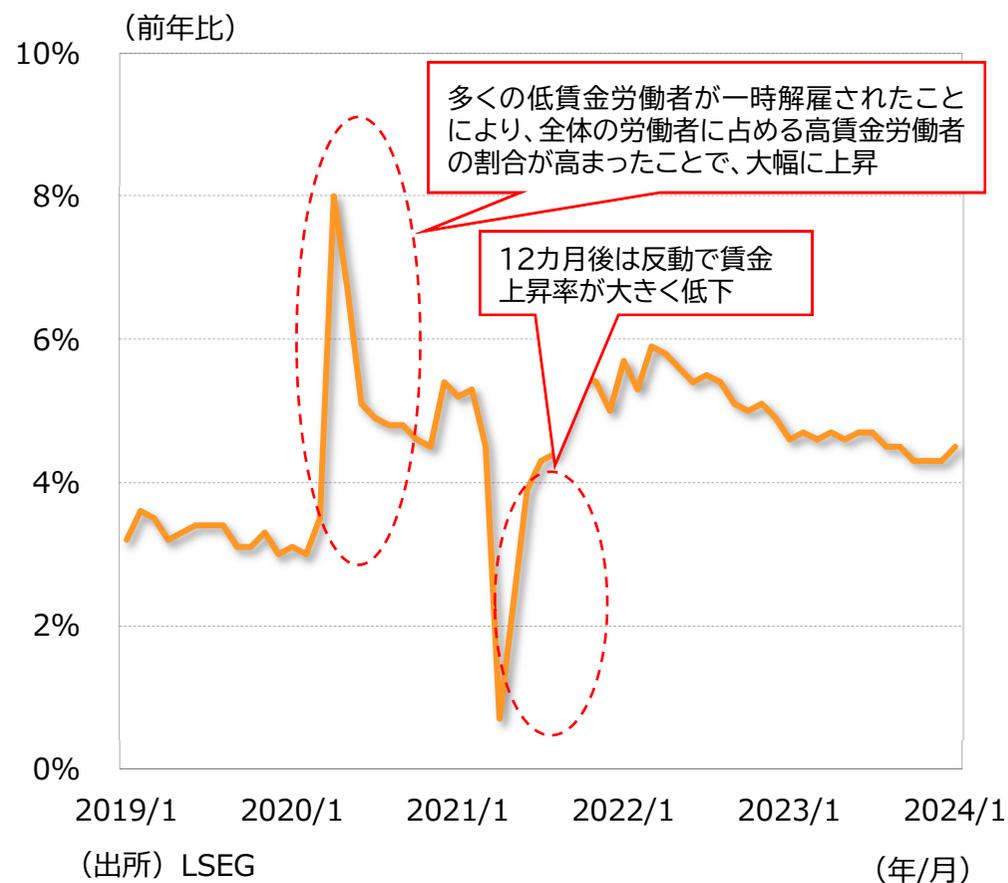
非農業部門雇用者数、失業率の推移

2019年1月～2024年1月、月次



時間当たり賃金の推移

2019年1月～2024年1月、月次

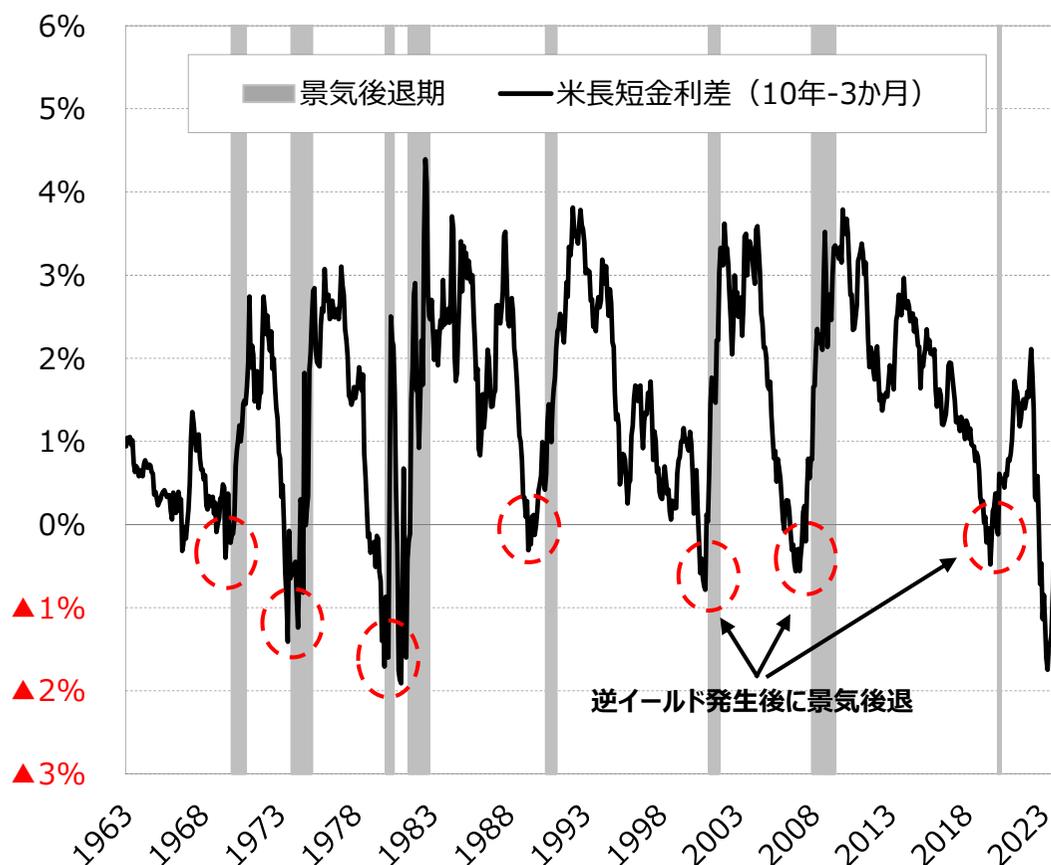


(ご参考) 米国～長短金利差からみた景気後退の可能性

過去、米長短金利差が逆転（逆イールド）した後、1年半以内に景気後退入り。今回は2022年11月に逆イールドとなっ
てから約1年が経過

米長短金利差（10年-3か月）の推移

1963年1月～2024年1月、月次



(出所) 全米経済研究所 (NBER) 公表資料、Bloomberg (年)

逆イールド発生から景気後退までの期間

①逆イールド発生	②景気後退入り	①から②までの期間
1968年12月	1969年12月	1年
1973年6月	1973年11月	5か月
1978年11月	1980年1月	1年2か月
1980年10月	1981年7月	9か月
1989年5月	1990年7月	1年2か月
2000年7月	2001年3月	8か月
2006年7月	2007年12月	1年5か月
2019年5月	2020年2月	9か月
2022年11月	???	???

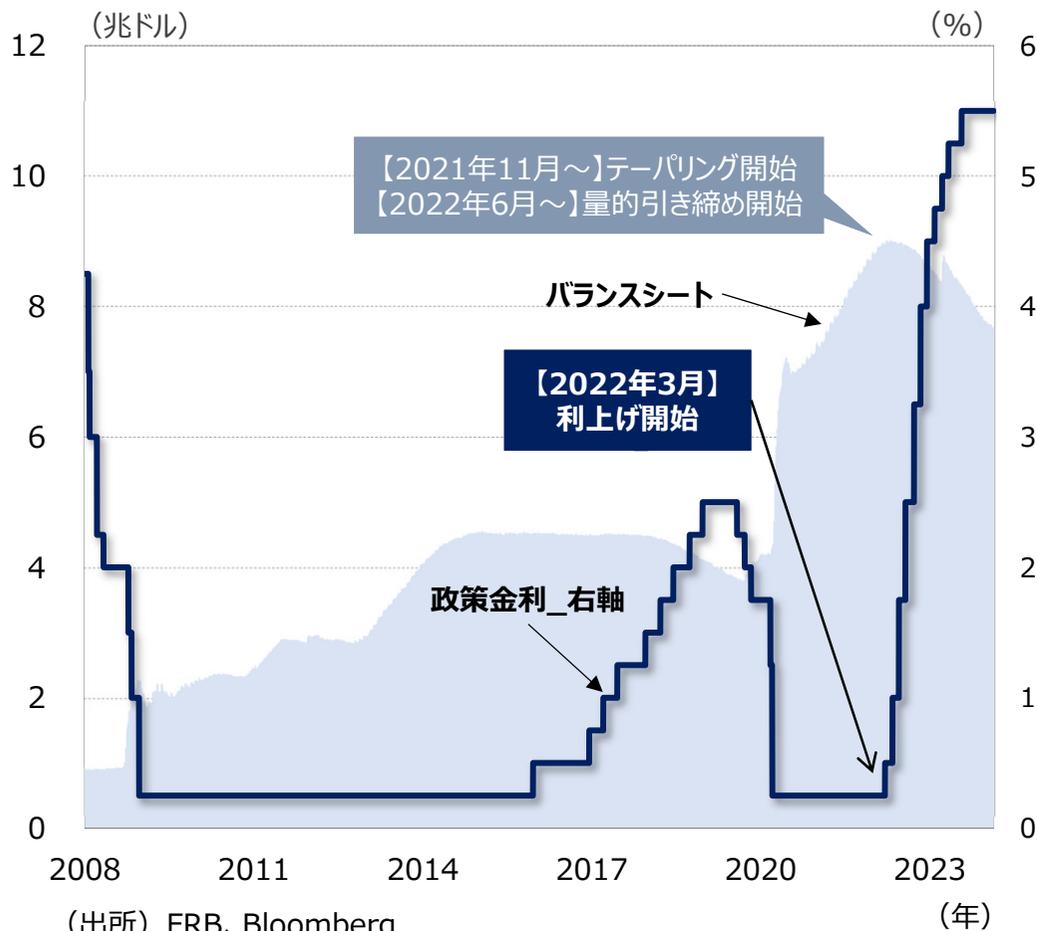
(出所) 全米経済研究所 (NBER) 公表資料、Bloombergデータを基に
東京海上アセットマネジメント作成

米国～金融政策（1）

1月30、31日のFOMCでは4会合連続となる政策金利の据え置きを決定

FRBのバランスシート（資産残高）及び政策金利

2008年1月1日～2024年2月19日、日次



（出所）FRB、Bloomberg

（注）政策金利は、FFレートの誘導目標の上限を表示

FRBの金融政策動向の振り返り（2022年～2024年）

2024年2月19日時点

時期	金融政策動向
2022年3月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策金利を0.25%引き上げ、実質ゼロ金利政策を解除 ✓ 5月からの量的引き締め（QT）開始を示唆
5月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策金利を0.5%引き上げ ✓ 6月からのQT開始を決定
6月～11月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ QTを開始（9月から縮小規模を倍増） ✓ 6・7・9・11月の会合で政策金利を4回連続、各0.75%引き上げ
12月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策金利を0.5%引き上げ
2023年2月 3月、5月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策金利を0.25%引き上げ
6月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策金利を据え置き ✓ ドットチャート（FOMC参加者の政策金利見通し）は、年内に2回の追加利上げ、2024年には4回の利下げを示唆
7月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策金利を0.25%引き上げ
9月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2会合ぶりに政策金利を据え置き ✓ ドットチャートは、2024年に2回の利下げを示唆
11月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2会合連続で政策金利を据え置き
12月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 3会合連続で政策金利を据え置き ✓ ドットチャートは、2024年に3回の利下げを示唆
2024年1月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 4会合連続で政策金利を据え置き

（出所）各種資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

（注）上記は2024年2月19日時点の情報であり、変更される可能性があります

米国～金融政策（2）

2024年1月のFOMCで公表された声明文では、金融政策に関して利上げの可能性を示唆する文言を削除し、中立的な内容に変更。パウエルFRB議長の発言や1月CPIなどの結果を受け、市場が織り込む利下げ期待は後退

FOMC声明文（一部抜粋）

2023年12月、2024年1月開催のFOMCでの比較

主な項目	2024年1月会合	2023年12月会合
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。	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。
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が適切ではない 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）各種公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

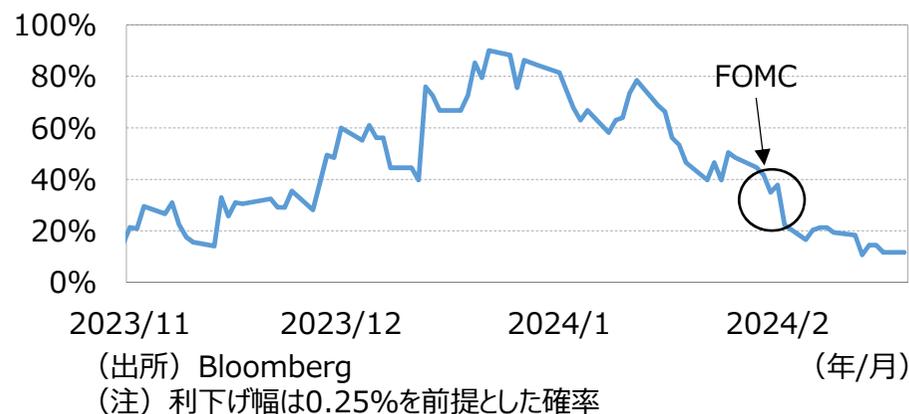
パウエルFRB議長のハト派的な発言（2024年1月会合）

- ・過去12カ月のインフレ率を見ているとコアインフレ率は2.9%と急速に低下しており、このまま下がり続ける可能性が高い。しかし、私たちはもっとデータを見たいと思っている。
- ・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。

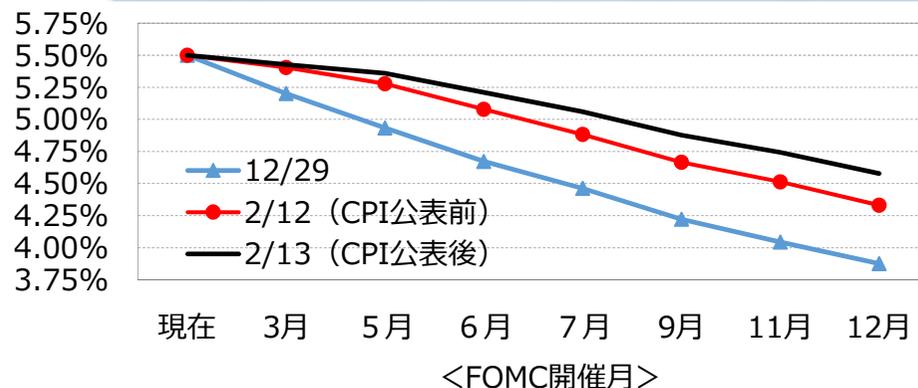
（出所）各種公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

FF金利先物が織り込む3月利下げ確率

2023年11月1日～2024年2月19日、日次



FF金利先物が織り込む予想政策金利

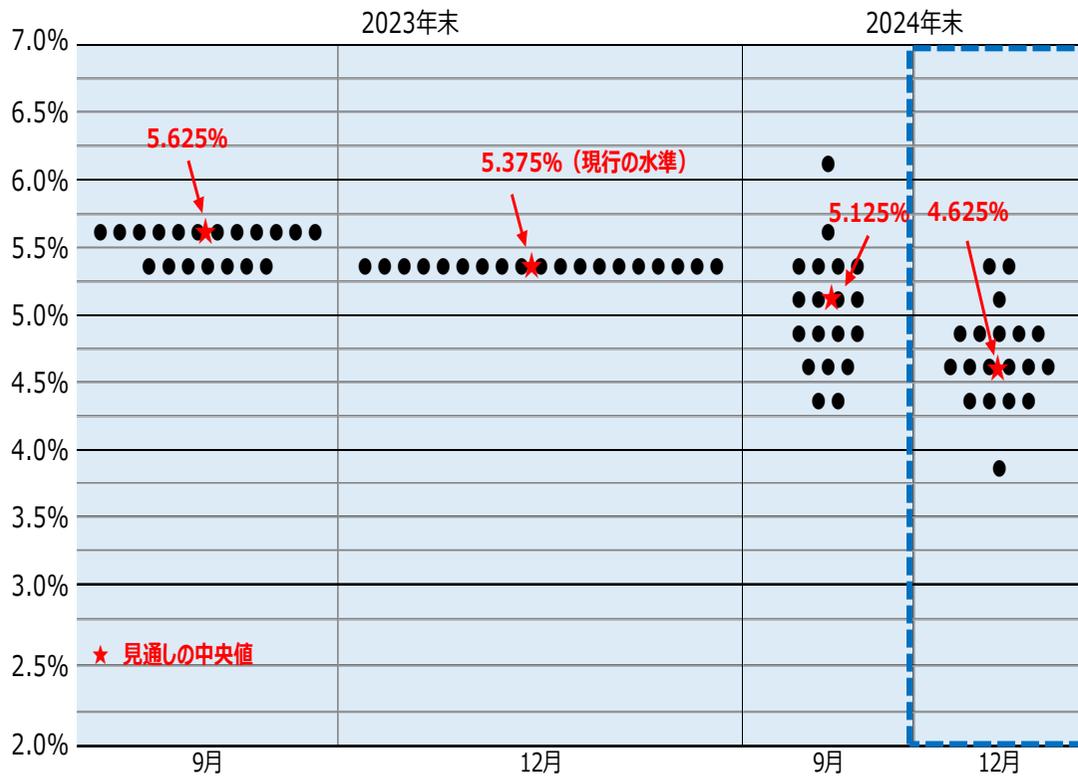


(ご参考) ドットチャート及び経済見通し (12月のFOMC)

12月のFOMCで提示されたドットチャートでは、2024年に3回の利下げ (0.75%) を示唆。経済見通しでは、9月会合に続き、経済成長率や労働市場が底堅さを維持する「ソフトランディング (軟着陸)」が実現される可能性が示された

FOMC参加者の政策金利見通し (ドットチャート)

2023年9月、12月開催のFOMCでの見通し比較



(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

FOMC参加者の経済見通し (中央値)

		2023年	2024年	2025年	2026年	長期
実質GDP (前年比)	12月	2.6% ↑	1.4% ↓	1.8%	1.9% ↑	1.8%
	9月	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
失業率	12月	3.8%	4.1%	4.1%	4.1% ↑	4.1% ↑
	9月	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
PCEデフレーター (前年比)	12月	2.8% ↓	2.4% ↓	2.1% ↓	2.0%	2.0%
	9月	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
コアPCEデフレーター (前年比)	12月	3.2% ↓	2.4% ↓	2.2% ↓	2.0%	—
	9月	3.7%	2.6%	2.3%	2.0%	—

(出所) FRB公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

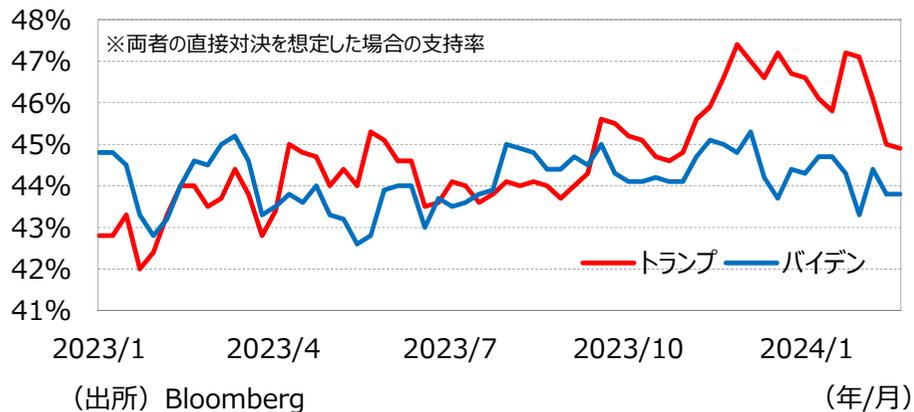
(注) 実質GDP、PCEデフレーター (コアを含む) は10-12月期の前年比伸び率
失業率は10-12月期の平均
太文字は9月からの変更箇所

米国～大統領選挙（1）

支持率では、現職のバイデン大統領とトランプ氏が拮抗

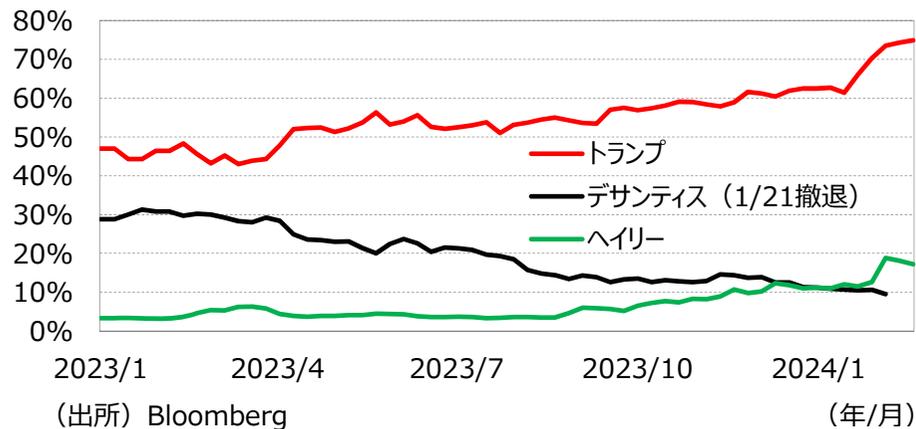
バイデン氏とトランプ氏の支持率

2023年1月1日～2024年2月18日、週次

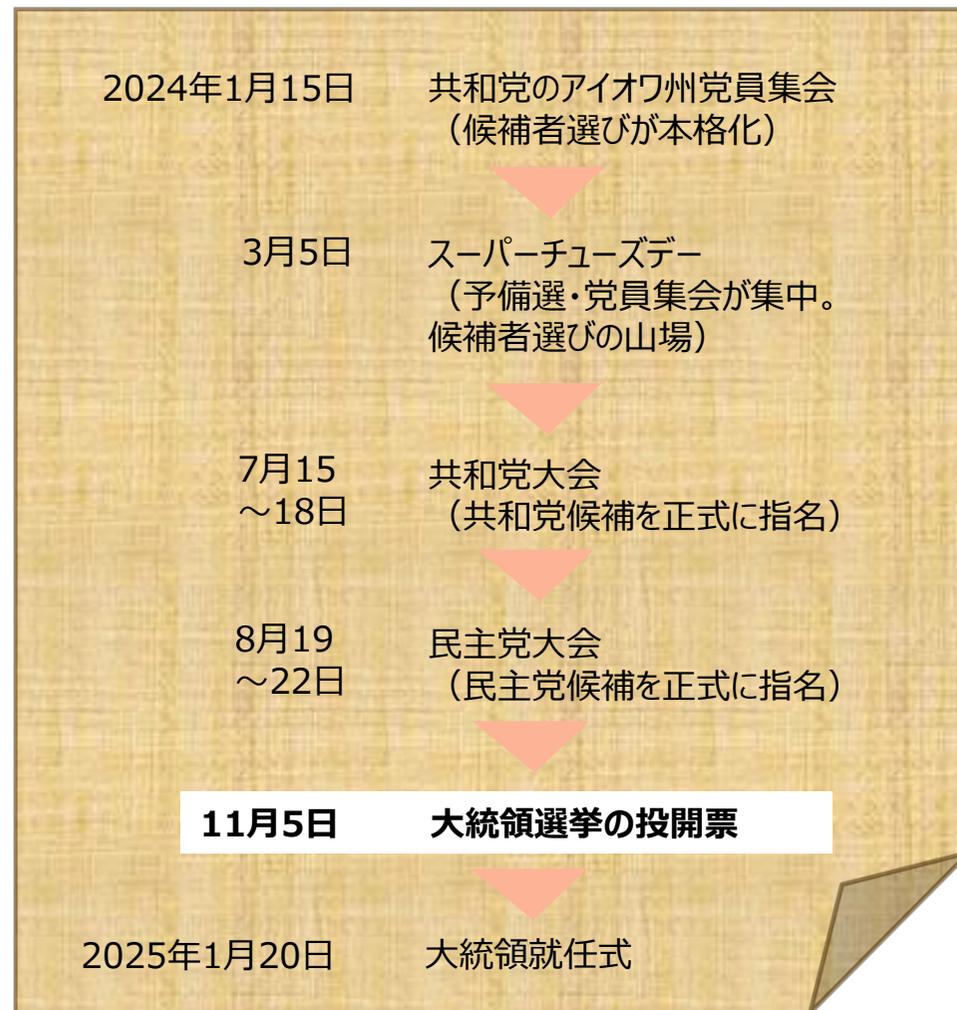


主な共和党予備選挙候補者の支持率

2023年1月1日～2024年2月18日、週次



米大統領選挙に向けた主な日程



※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

米国～大統領選挙（2）

大統領選挙でトランプ氏が勝利した場合、金融市場の反応は2016年と同様に株高、金利上昇か

2016年（前回トランプ氏勝利時）のマーケット動向

2016年1月4日～2017年12月29日、日次



トランプ氏が再選した場合のシナリオ

経済政策	<ul style="list-style-type: none"> ・所得税減税の延長や法人税率の再引き下げを実施する可能性（2016年と同様、株高で反応か） ・保護貿易主義へ更に傾斜し、中国以外にも関税を課す可能性
金融政策	<ul style="list-style-type: none"> ・FRBの独立性を軽視し、利下げなど金融緩和を要請する可能性 ・FRB議長及び副議長の交代を求める可能性
外交	<ul style="list-style-type: none"> ・ウクライナ支援を停止する可能性（ロシアがウクライナに勝利した場合、欧州の地政学リスクが高まる可能性）。 ・中東情勢を巡っては、イスラエル支援を強め、イランを刺激する恐れも。地政学リスク（イランによるホルムズ海峡の封鎖等）が高まれば、原油価格が上昇する可能性。

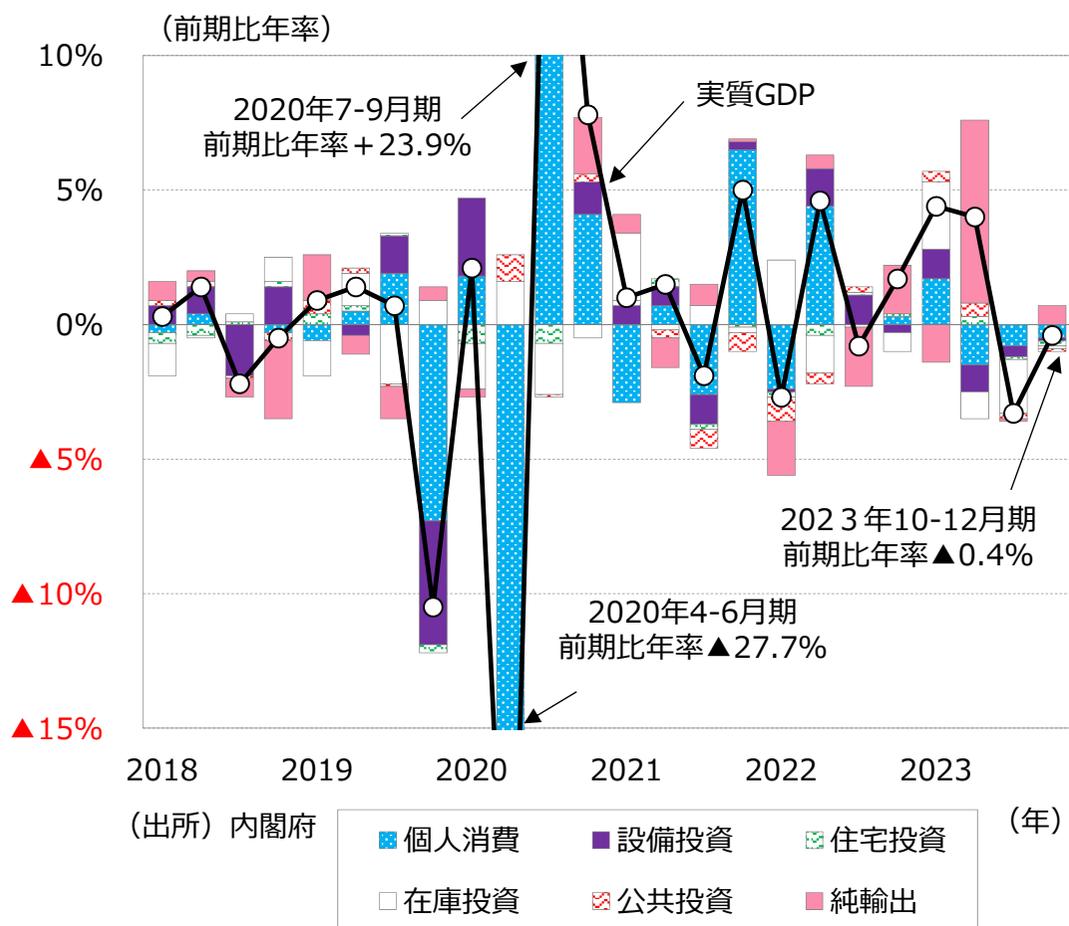
(出所) 各種報道をもとに東京海上アセットマネジメント作成

日本～実質GDP成長率

2023年10-12月期は、国内需要（個人消費、設備投資、住宅投資）の低迷を主因に前期比年率▲0.4%と、2四半期連続のマイナス成長。実質GDPの水準は、再びコロナ禍前のピーク（2019年7-9月期）を下回る水準に

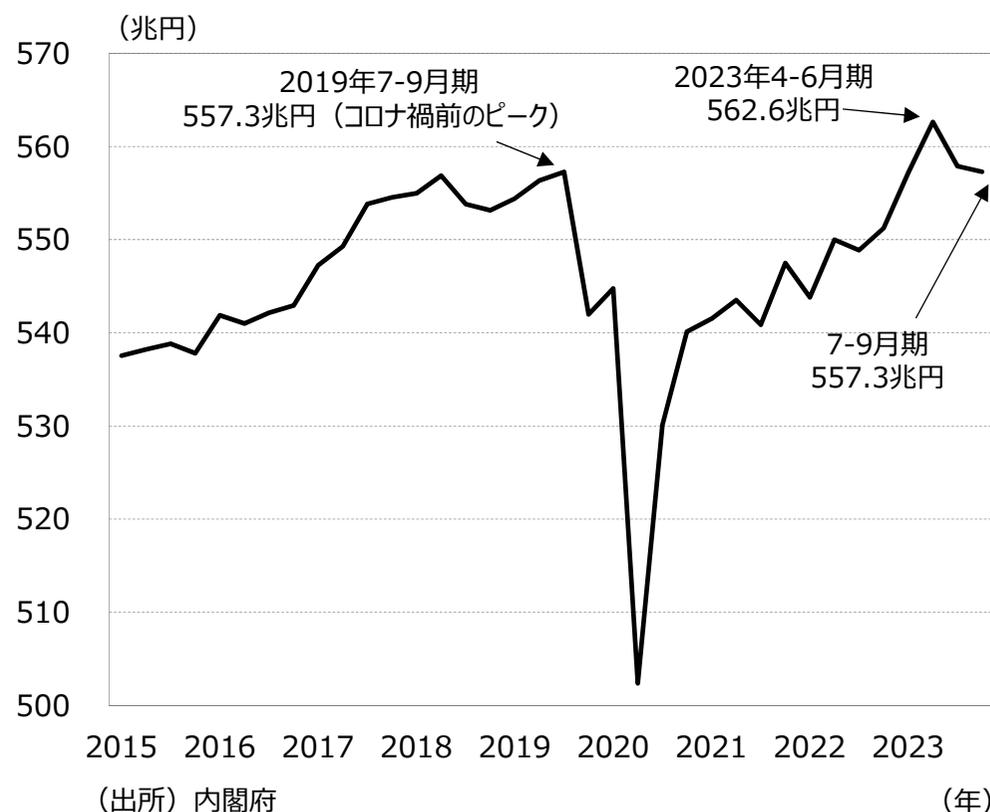
実質GDP成長率の推移

2018年1-3月期～2023年10-12月期、四半期



実質GDPの推移

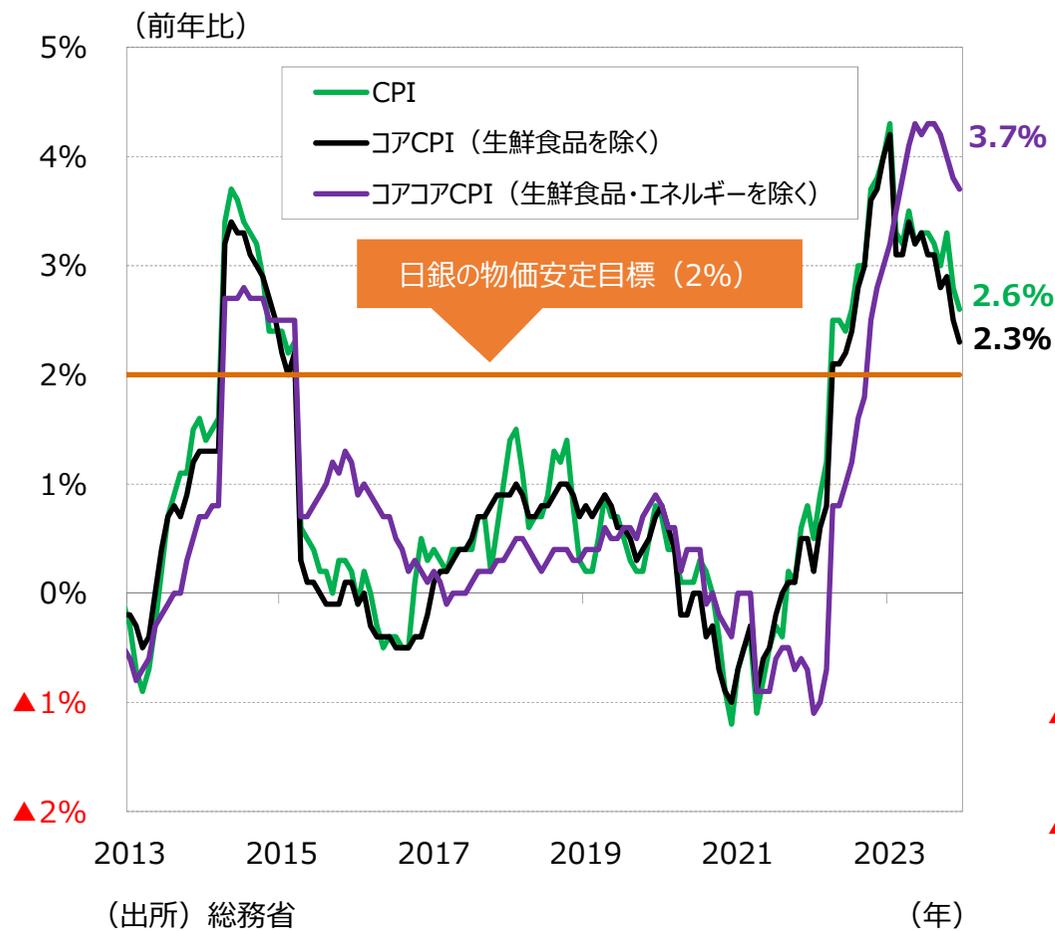
2015年1-3月期～2023年10-12月期、四半期



コアCPIはエネルギー価格の下落に加え、食料を中心に価格転嫁する動きが一服したことなどから2%台で推移

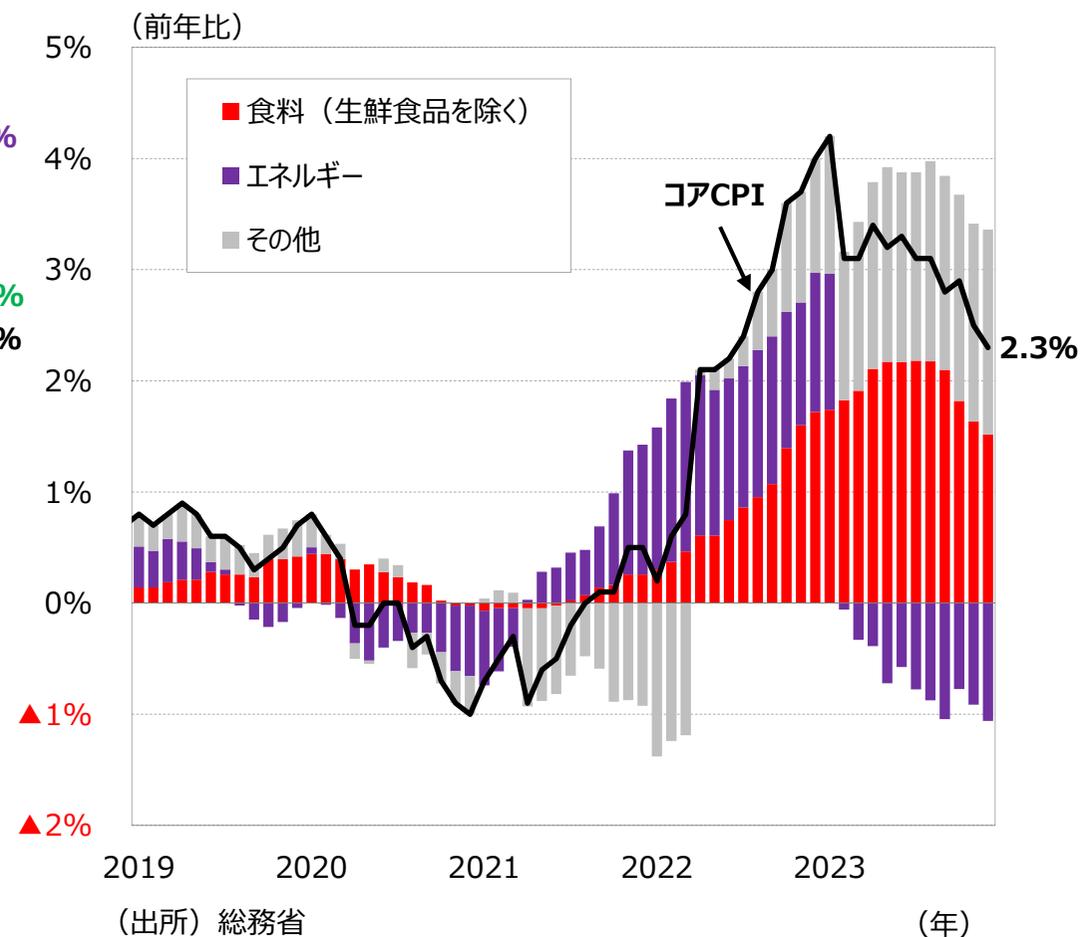
消費者物価の推移

2013年1月～2023年12月、月次



コアCPIの推移

2019年1月～2023年12月、月次

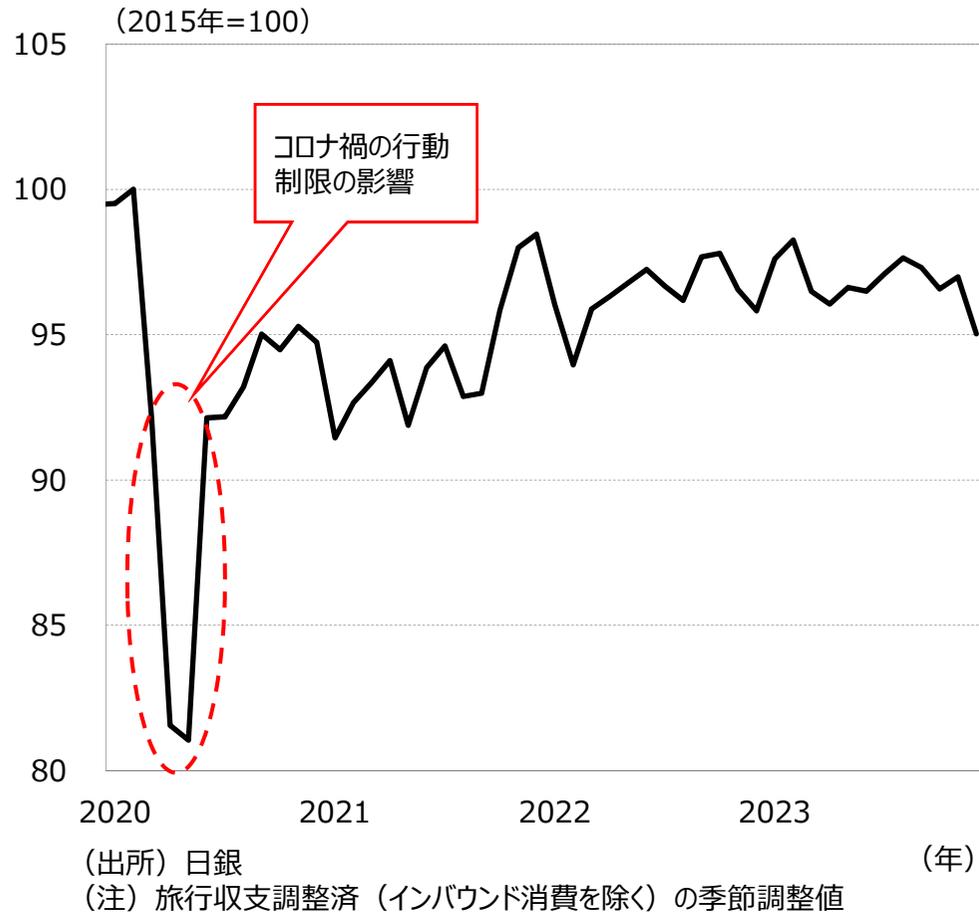


日本～消費動向（1）

個人消費の回復は緩やかなペースにとどまっている。外食などサービス消費の回復（リオープン効果）が一巡しているほか、物価高により食料品や衣類などの非耐久財消費は弱めの動きが続いている

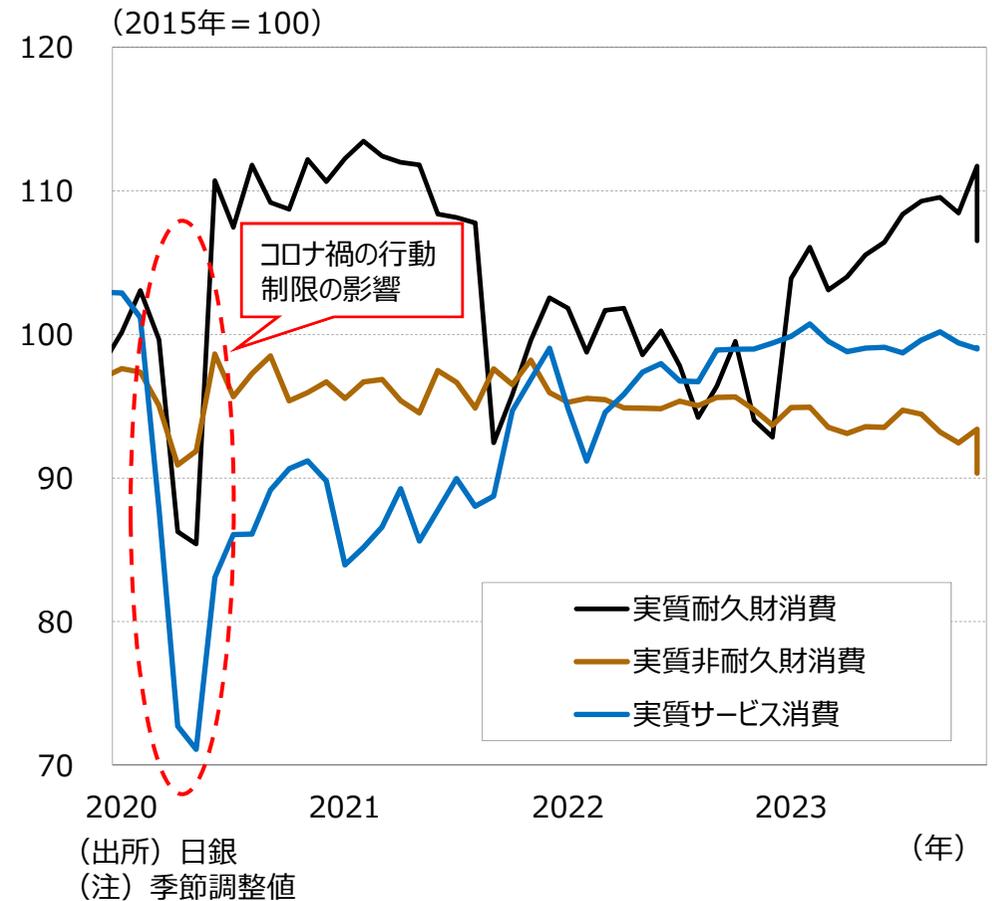
実質消費活動指数の推移

2020年1月～2023年12月、月次



実質消費活動指数の内訳

2020年1月～2023年12月、月次

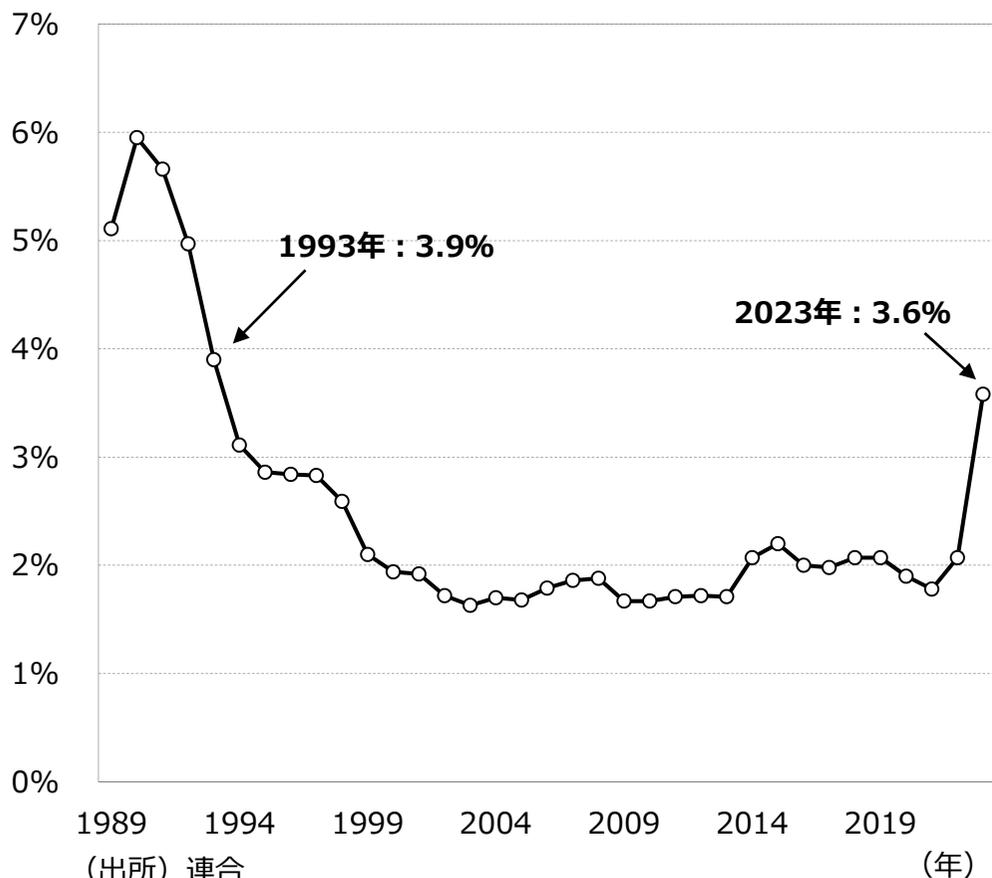


日本～消費を取り巻く環境

2023年の春闘賃上げ率は3.6%と、1993年以来の高い伸び。ただし、大幅な物価上昇により、実質賃金（物価の影響を除いた賃金）の減少は継続しており、消費の下押し要因に

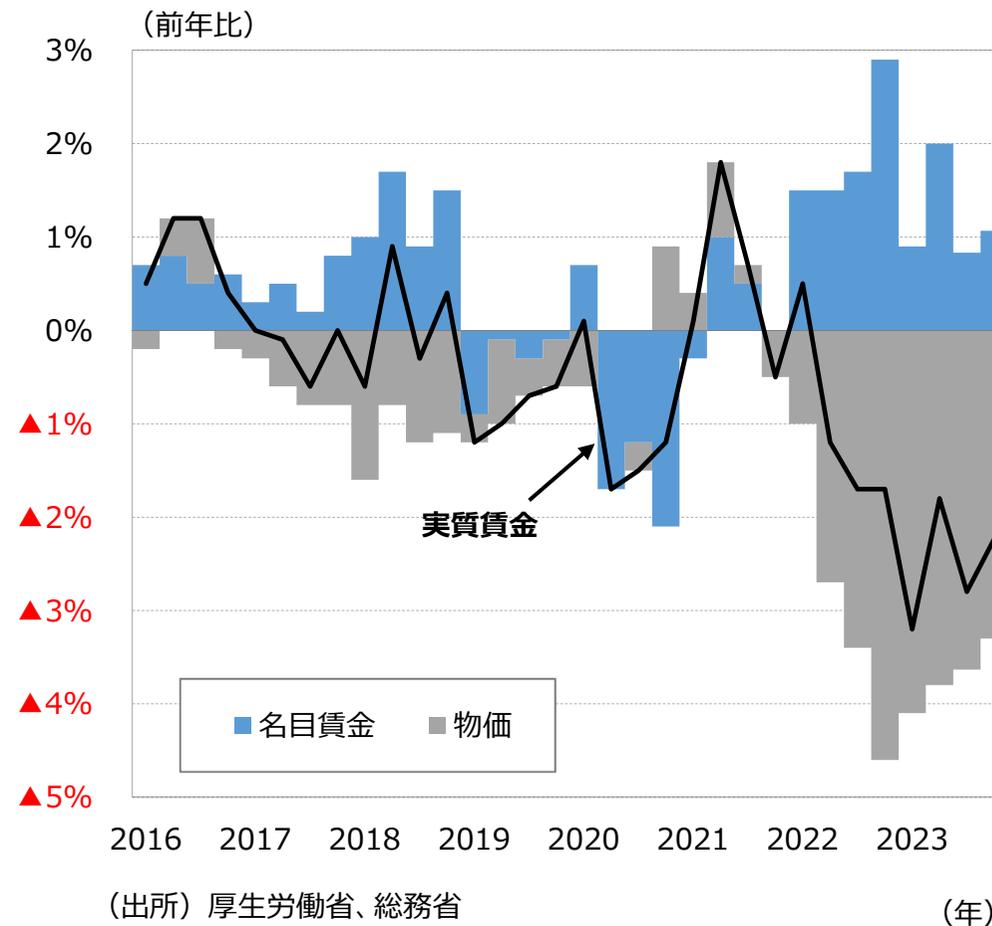
春闘賃上げ率の推移

1989年～2023年、年次



実質賃金の推移

2016年1-3月期～2023年10-12月期、四半期

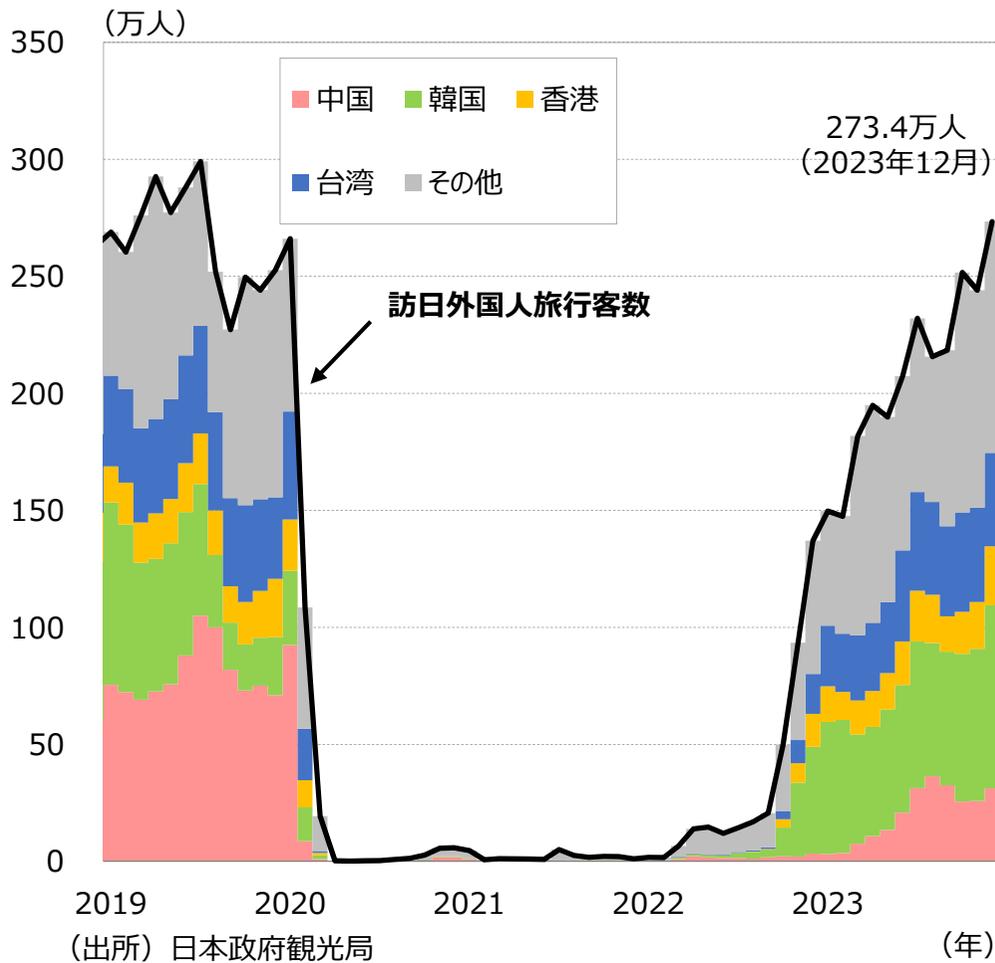


日本～訪日外国人旅行客の消費動向

訪日外国人旅行客数は回復傾向。百貨店では、訪日消費（免税店売上高等）がコロナ禍前の水準を大きく上回る

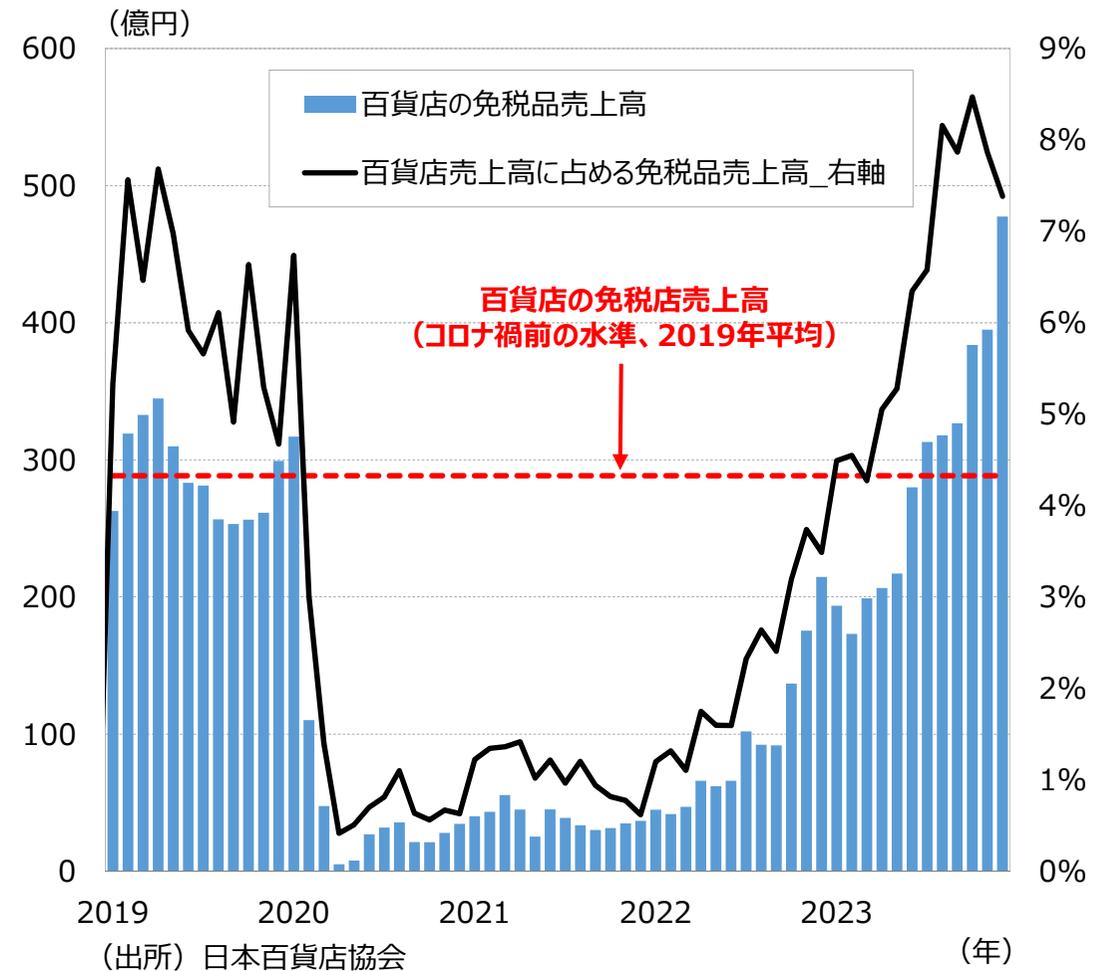
訪日外国人旅行客数の推移

2019年1月～2023年12月、月次



百貨店売上高に占める訪日消費の推移

2019年1月～2023年12月、月次

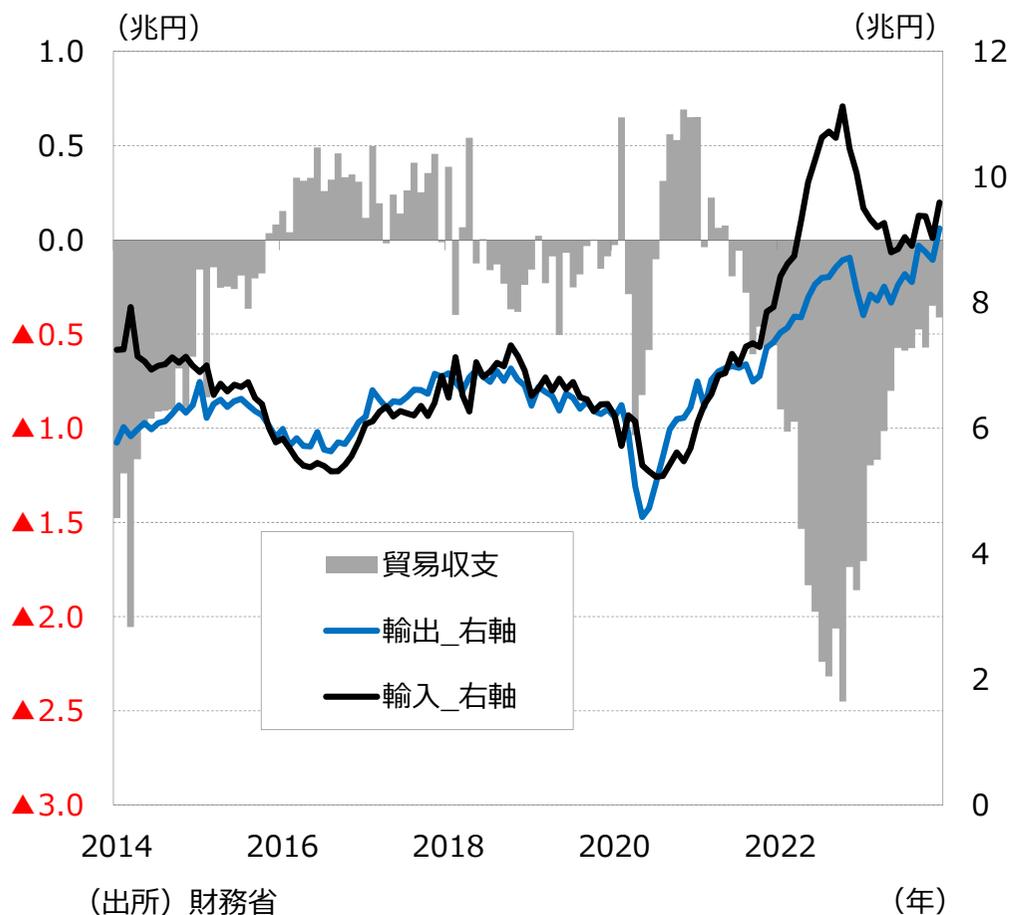


日本～輸出入の動向

中東情勢緊迫化による原油高（輸入増）に加え、海外経済減速を背景とした輸出の伸び悩みにより、貿易赤字は当面継続する可能性

貿易収支の推移

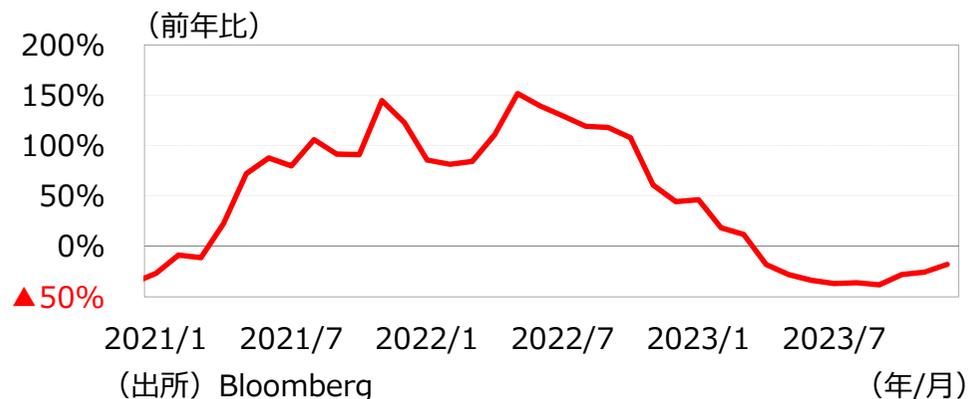
2014年1月～2023年12月、月次



(出所) 財務省
(注) 季節調整値

鉱物性燃料の輸入金額の推移

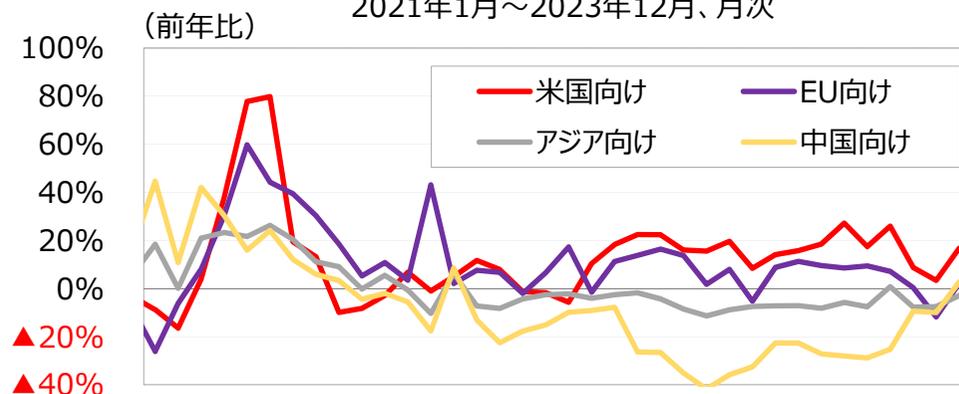
2021年1月～2023年12月、月次



(出所) Bloomberg (年/月)

輸出数量 (国・地域別) の推移

2021年1月～2023年12月、月次



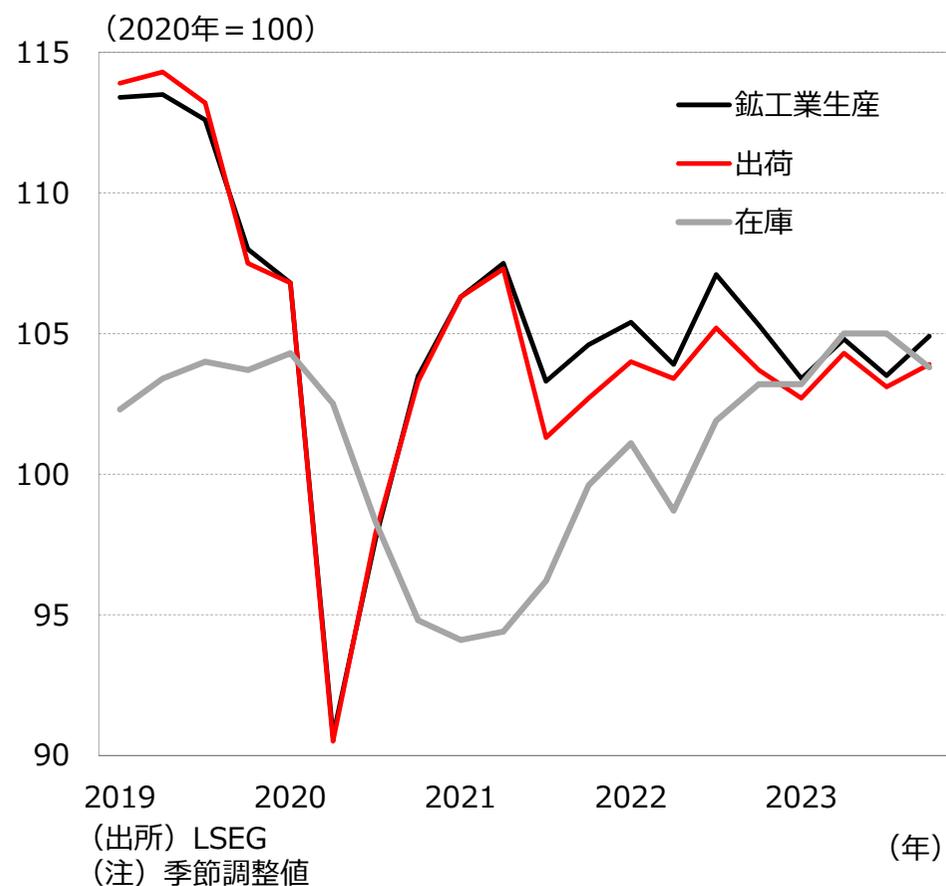
(出所) Bloomberg (年/月)

日本～生産の動向

生産は横ばい圏で推移。業種別では、供給制約の緩和から輸送機械が持ち直す一方で、中国経済の不振の影響もあり生産用機械は低迷。先行きの生産は、内需の低迷や海外経済減速に伴う輸出の伸び悩みが続くことなどから、回復ペースは緩慢になる公算

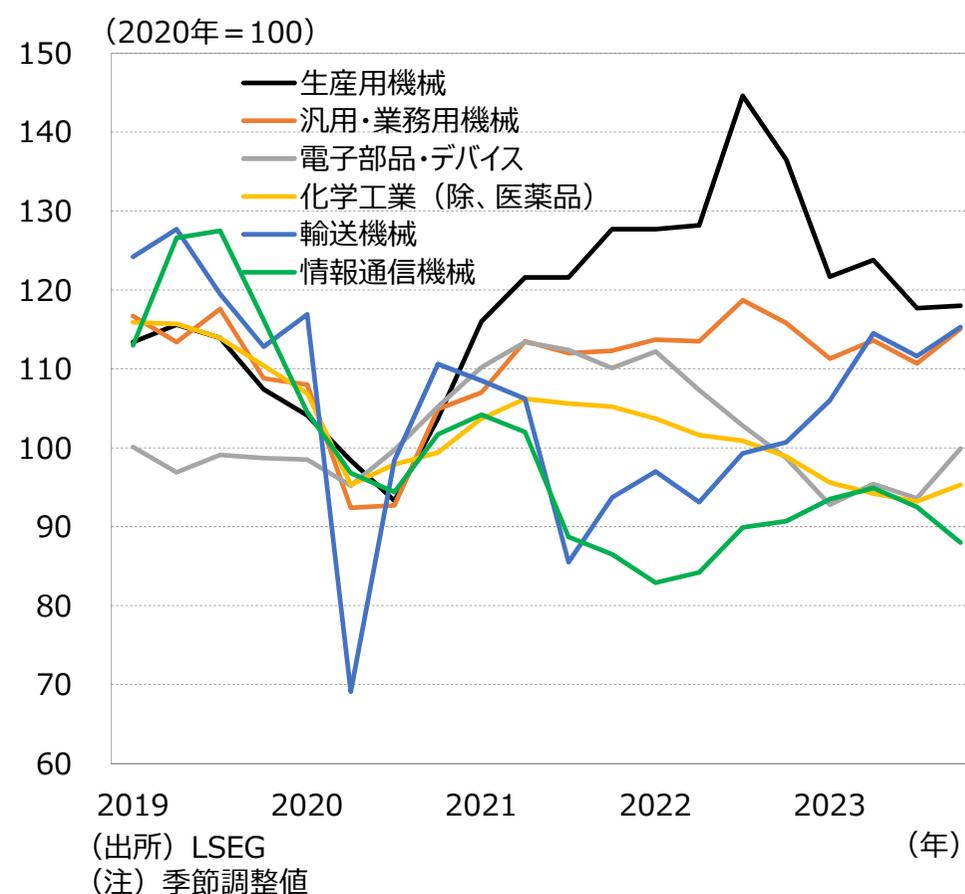
鉱工業生産・出荷・在庫の推移

2019年1-3月期～2023年10-12月期、四半期



鉱工業生産（業種別）の推移

2019年1-3月期～2023年10-12月期、四半期



日本～金融政策（1）

日銀は、1月の金融政策決定会合で現状維持を決定。展望レポートで2024年度の物価見通しを下方修正も、政策委員からは2%の「物価安定の目標」を実現する確度は高まっているとして、マイナス金利解除に前向きな発言が目立つ

経済・物価見通し（展望レポート）

（対前年度比）

		実質GDP	消費者物価 （除く生鮮食品）
2023年度	直近 （1月時点）	1.8%	2.8%
	前回 （10月時点）	2.0%	
2024年度	今回	1.2%	2.4% ↓
	前回	1.0%	2.8%
2025年度	今回	1.0%	1.8% ↑
	前回		1.7%

（出所）日銀公表資料を基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

金融政策決定会合における主な意見（一部抜粋）

物価 情勢	<p>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。</p> <p>財価格の上昇率が今後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。</p> <p>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。</p>
金融政策 運営	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>

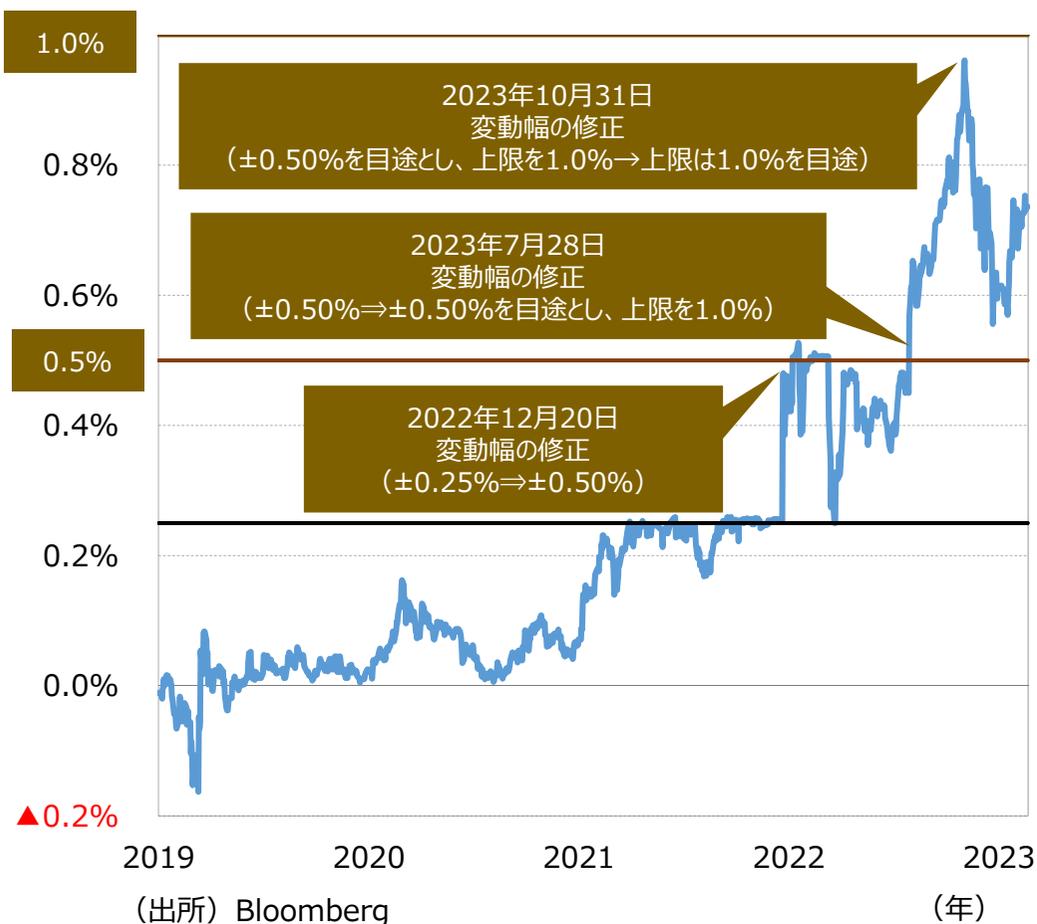
（出所）日銀公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

日本～金融政策（2）

日銀は2度にわたりYCCを柔軟化し、市場は次のステップとしてマイナス金利解除に身構える

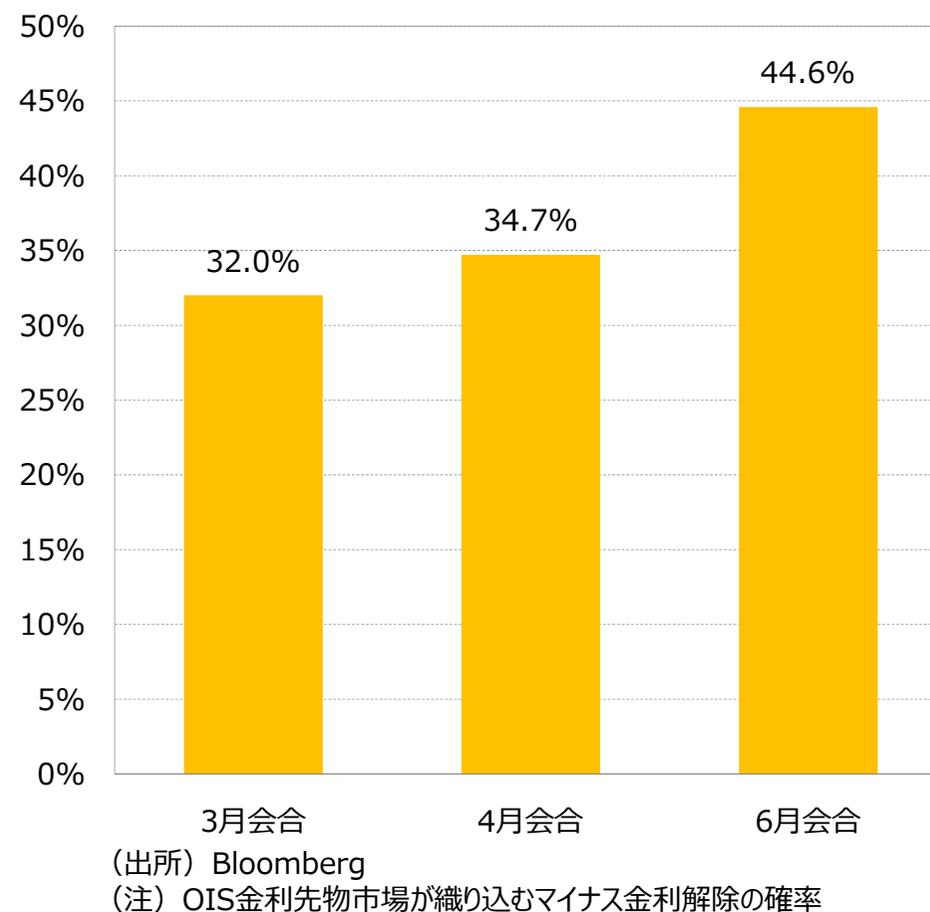
長期（10年）国債利回り

2019年12月31日～2024年2月19日、日次



市場が織り込むマイナス金利解除の確率

2024年2月19日時点



(ご参考) 日銀の現行の金融政策

日銀の現行の金融政策

イールドカーブ ・コントロール (YCC)	短期金利	日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用
	長期金利	ゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを行うとする その際、長期金利の変動幅を「±0.5%程度」を目途とし、1.0%の利回りで指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する
資産買入れ	ETF	年間約12兆円を上限に買入れ
	J-REIT	年間約1,800億円を上限に買入れ
	CP・社債	CPは約2兆円の残高を維持、社債は残高を3兆円へ戻す
フォワード ガイダンス ※金融政策の先行きに 関する指針	<p>日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく</p> <p>「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。引き続き企業等の資金繰りと金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる</p>	

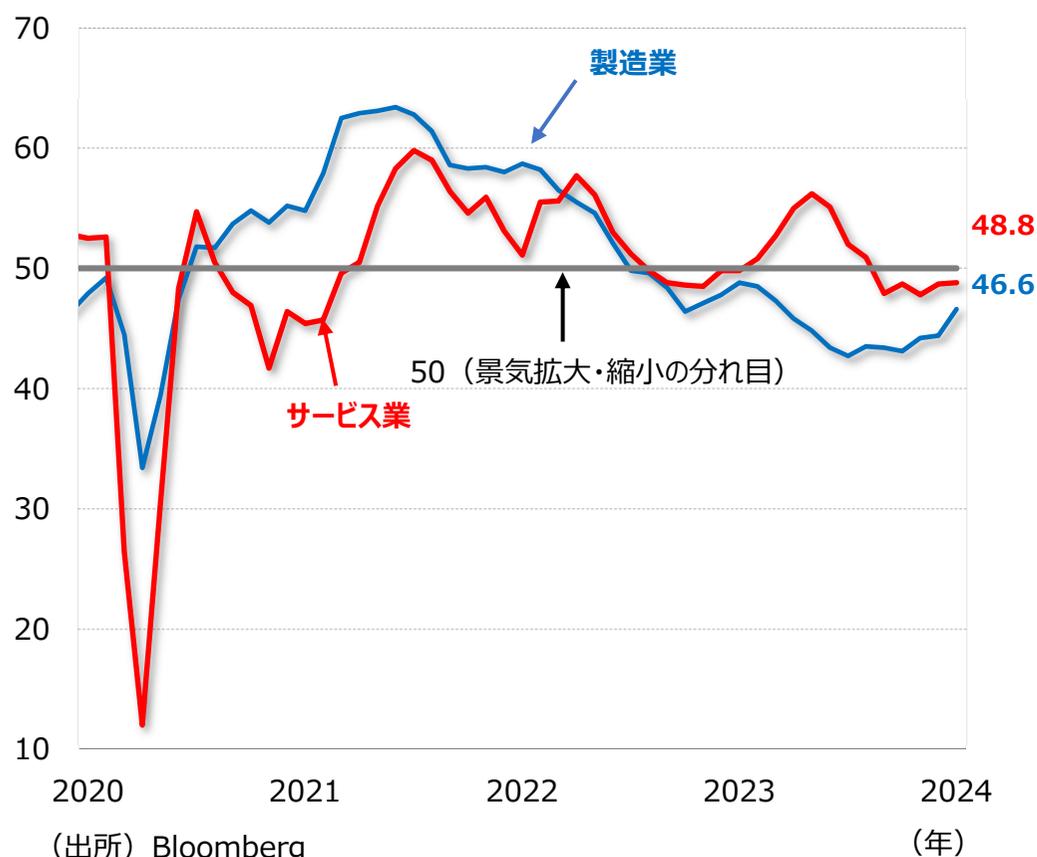
(出所) 日銀公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成

ユーロ圏～景況感と消費

ユーロ圏の景況感（PMI）は節目の50を下回る。海外経済の減速や物価高による消費の低迷が景況感を下押し

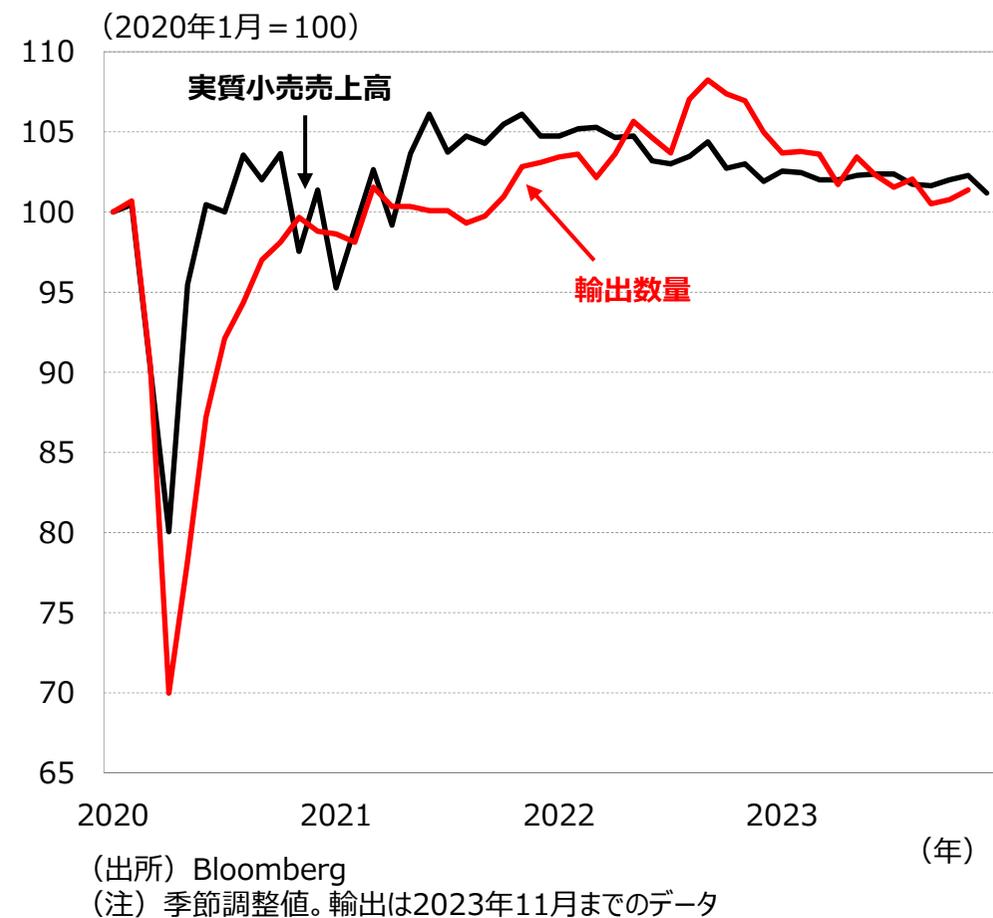
PMI（購買担当者景気指数）の推移

2020年1月～2024年1月、月次



輸出と小売売上高の推移

2020年1月～2023年12月、月次

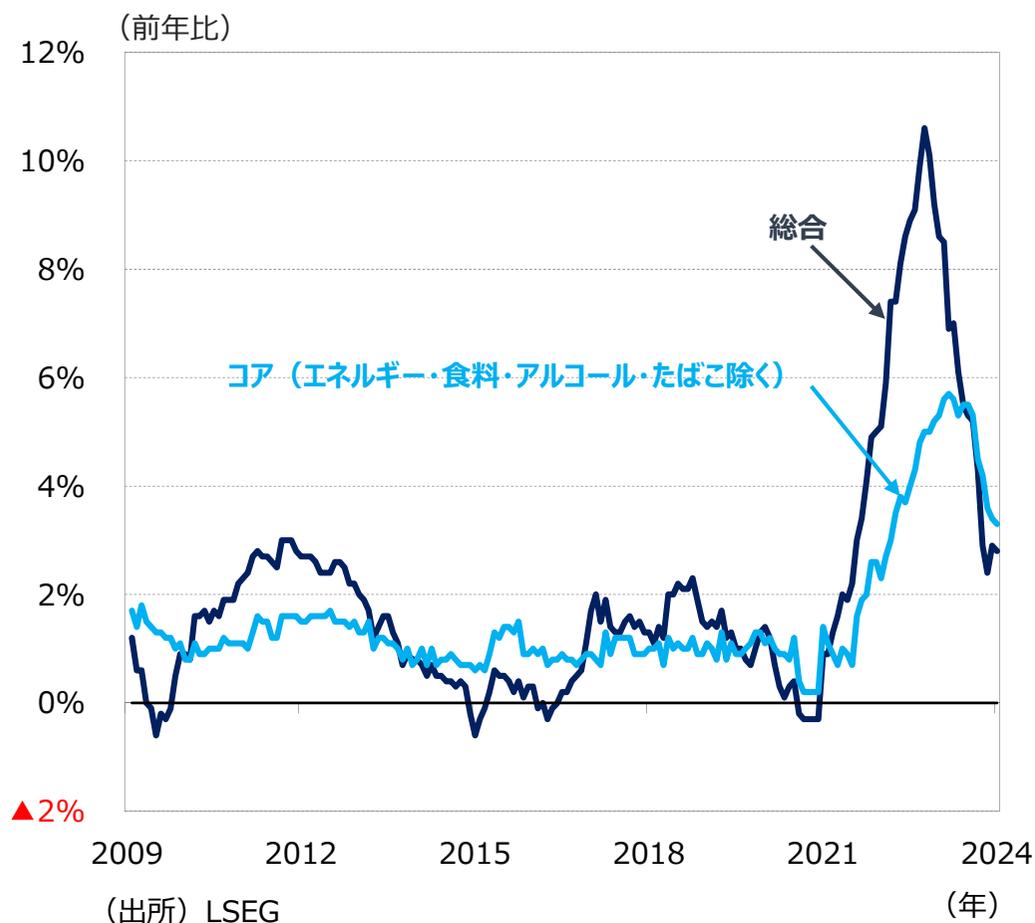


ユーロ圏～物価を取り巻く環境

消費者物価（コア）上昇率は大幅に鈍化。もっとも、人手不足を背景に失業率が低水準にあるほか、賃金は大幅な増加が続いていることから、インフレ鎮静化には時間を要する可能性も

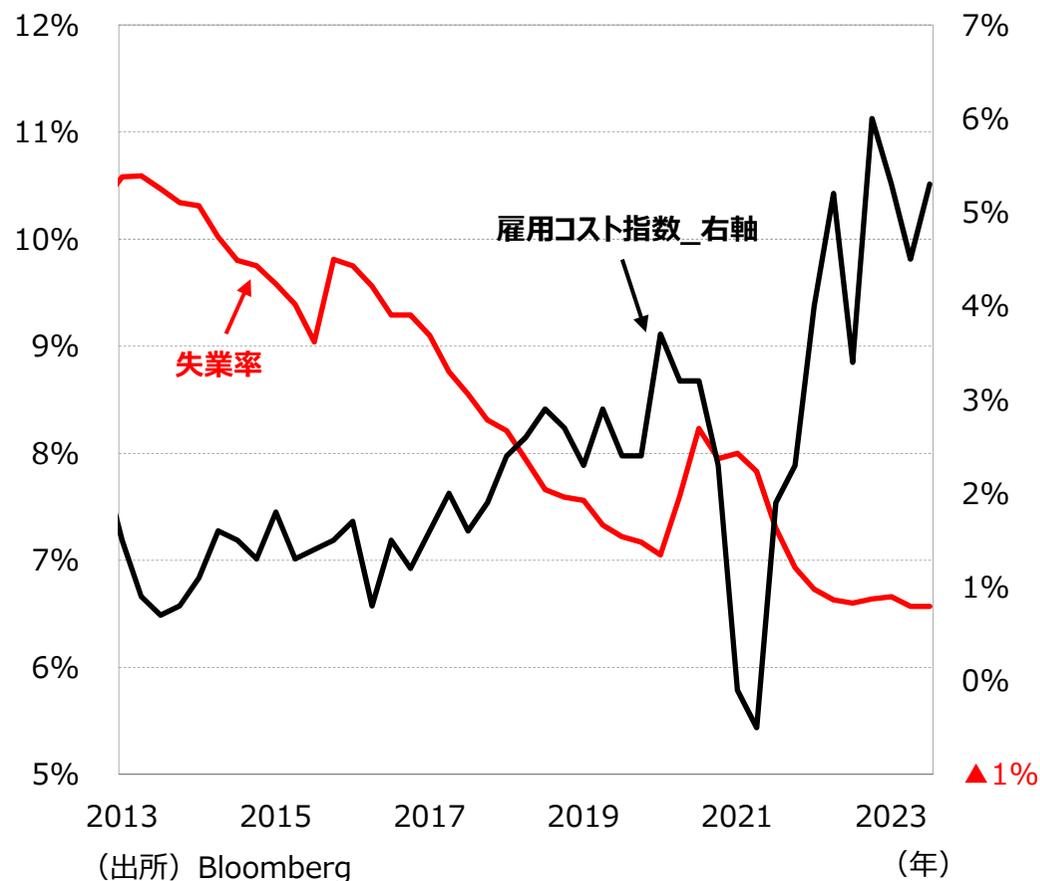
消費者物価の推移

2009年1月～2024年1月、月次



失業率と雇用コスト指数の推移

2013年1-3月期～2023年7-9月期、四半期



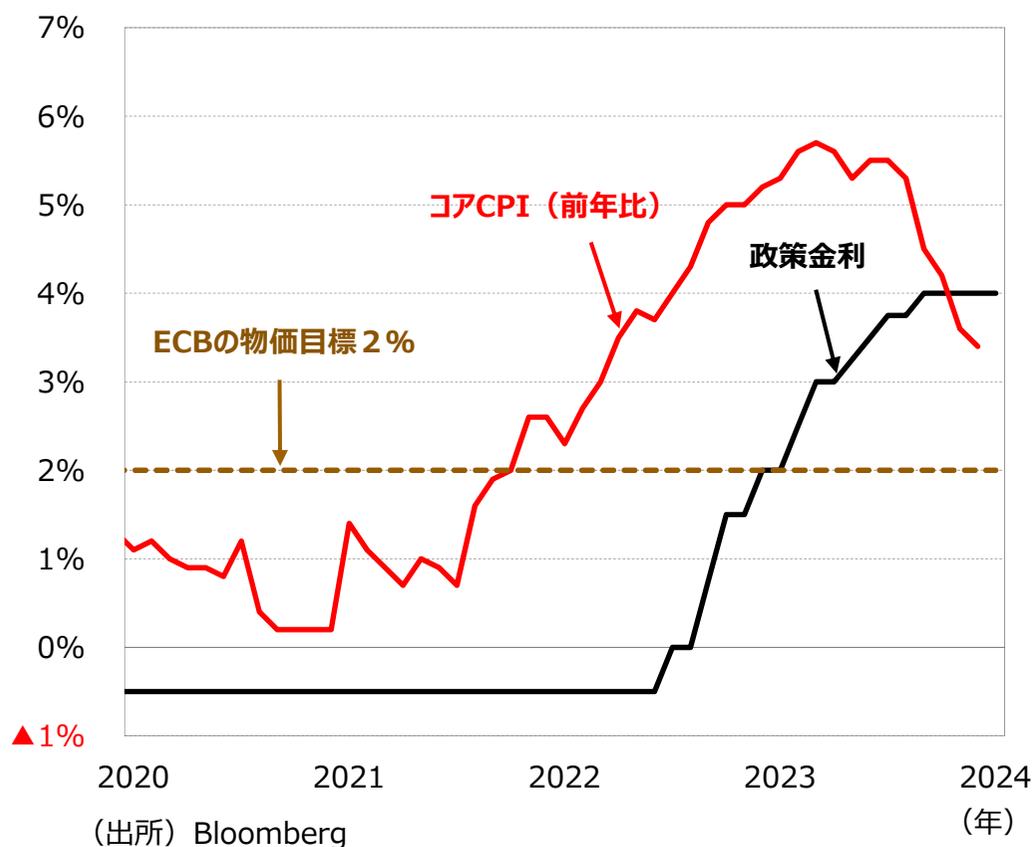
(注) 雇用コスト指数とは、従業員の労働時間あたりの報酬・賃金や給与・福利厚生等を指数化したもの

ユーロ圏～金融政策

ECB（欧州中央銀行）は1月会合で、政策金利を3会合連続で据え置くことを決定。12月会合と同様、ラガルドECB総裁は、利下げ時期について明言を避けたものの、利下げ開始を決定する上で賃金の動向が極めて重要との認識を示す

ECBの主要政策金利

2020年1月～2024年1月、月次



ECBの経済見通し（12月公表時点）

		2023年	2024年	2025年	2026年	
実質GDP (前年比)	12月	0.6% ↓	0.8% ↓	1.5%	1.5%	
	9月	0.7%	1.0%	1.5%	—	
インフレ率 (前年比)	総合	12月	5.4% ↓	2.7% ↓	2.1%	1.9%
		9月	5.6%	3.2%	2.1%	—
	コア	12月	5.0% ↓	2.7% ↓	2.3% ↑	2.1%
		9月	5.1%	2.9%	2.2%	—
失業率	12月	6.5%	6.6% ↓	6.5% ↓	6.4%	
	9月	6.5%	6.7%	6.7%	—	
雇員報酬	12月	5.3%	4.6% ↑	3.8%	3.3%	
	9月	5.3%	4.3%	3.8%	—	

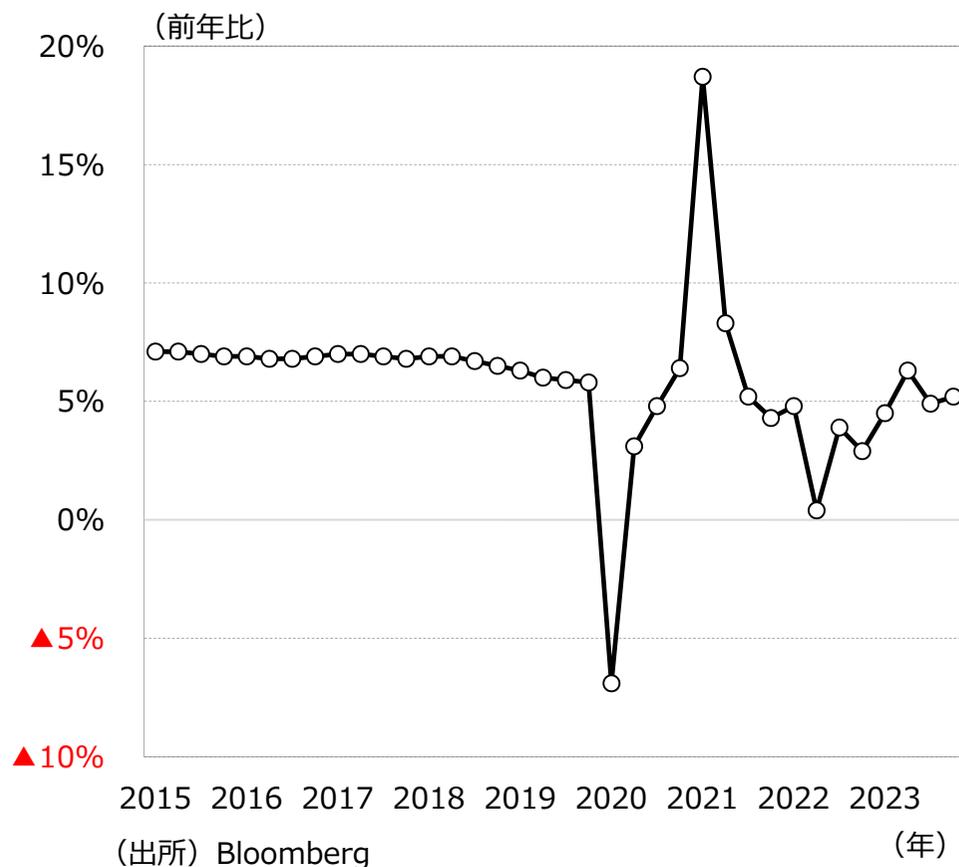
(出所) ECB公表資料を基に東京海上アセットマネジメント作成
(注) 太字は9月からの変更箇所

中国～実質GDP成長率

10-12月期の実質GDPは、前年比+5.2%と、政府目標の「+5%前後」が達成されたものの、依然自律的回復力を欠く状況。製造業のPMIは景気拡大・縮小の分かれ目である50を下回っており、景気回復の勢いが鈍いことを示唆

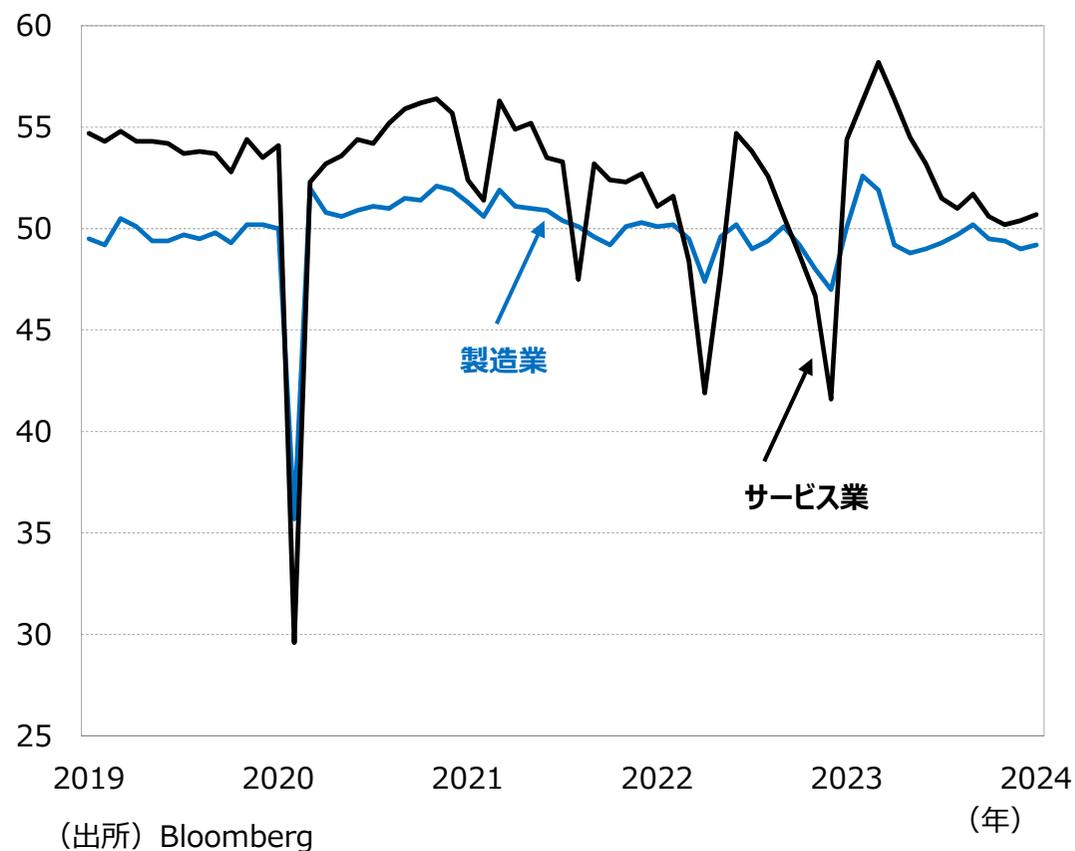
実質GDP成長率の推移

2015年1-3月期～2023年10-12月期、四半期



PMI (購買担当者景気指数) の推移

2019年1月～2024年1月、月次

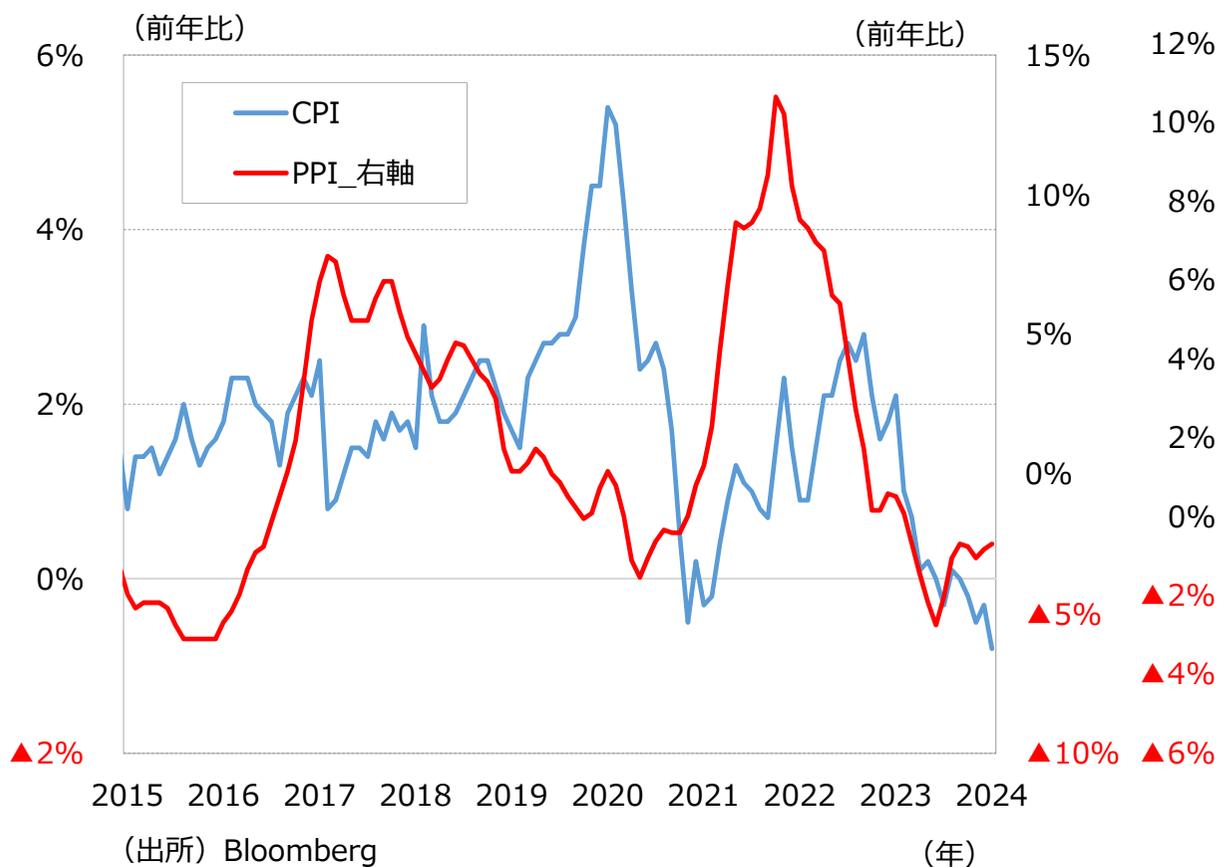


中国～物価情勢

PPI（生産者物価指数）の下落がCPI（消費者物価指数）に波及し、デフレ懸念がくすぶる状況。不動産市況の低迷をはじめとする資産デフレは、デysinfl圧力を強める可能性

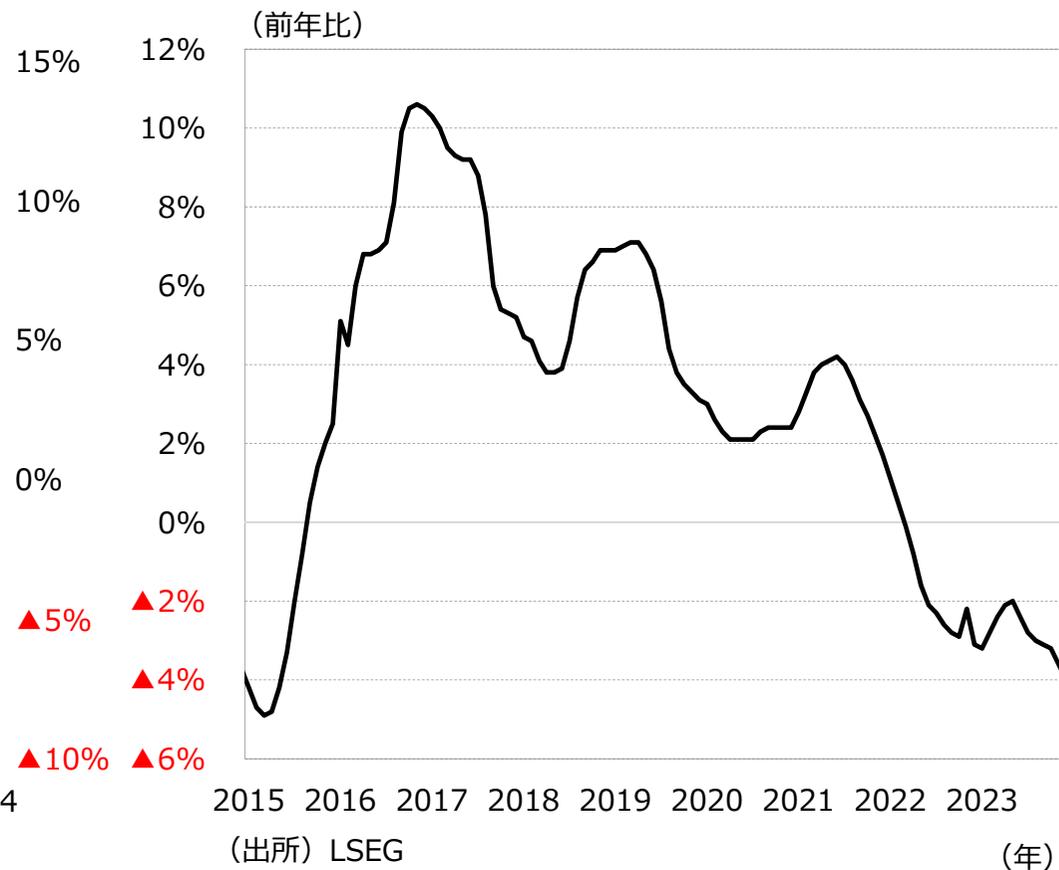
CPIとPPIの推移

2015年1月～2024年1月、月次



中古住宅価格（主要70都市）の推移

2015年1月～2023年12月、月次



(ご参考) 2024年の主要イベント

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
米国	金融政策 決定会合 など	30-31	議会 証言	19-20 (経済見通し)		・30-6/1 ・多角的 レビュー	11-12 (経済 見通し)	30-31	ジャクソン ホール会議	17-18 (経済 見通し)		6-7	・17-18 (経済見 通し) ・多角的 レビュー
	政治	一般教書/予算教書		スーパー チューズデー								大統領 選挙	
日本	金融政策 決定会合 など	22-23 (展望 レポート)		18-19	25-26 (展望レ ポート)		14-15	30-31 (展望レ ポート)		19-20	30-31 (展望レ ポート)		18-19
	政治			春闘集中回答日									
欧州	金融政策 決定会合	25		7 (経済見通し)	11		6 (経済 見通し)	18		12 (経済 見通し)	17		12 (経済 見通し)
	政治			ロシア大統領選挙									
その他	政治	台湾総統選		(中国) 全国人民代表 大会 (全人代)	IMF 経済見通し						IMF 経済見通し		(中国) 中央経済 工作会議

(出所) 各種報道資料等を基に東京海上アセットマネジメント作成

※上記は作成日時点の情報に基づき東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、将来予告無く変更されることがあります。

マーケット動向

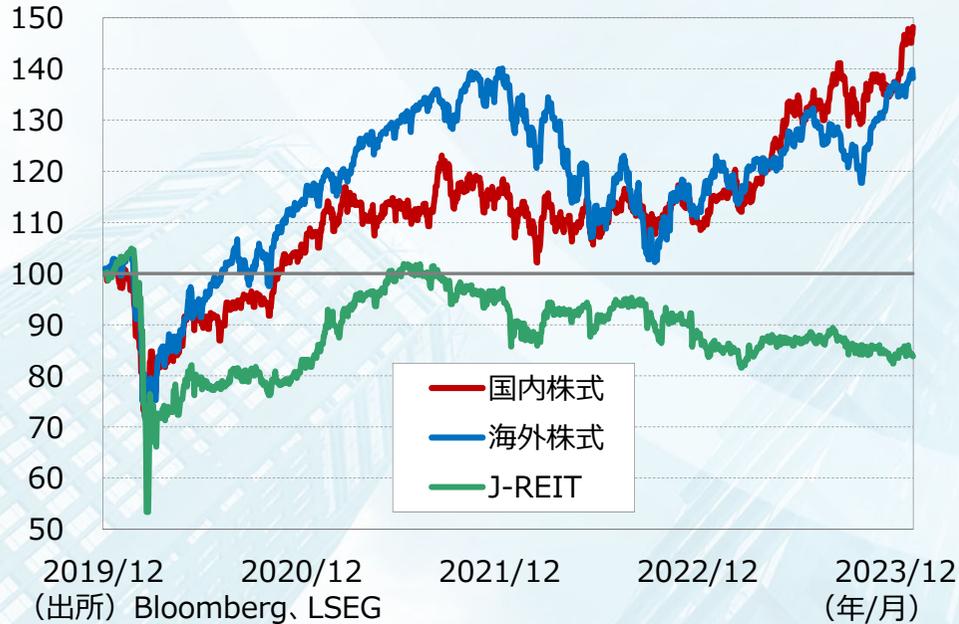
	国内株式	国内債券	海外株式	海外債券	J-REIT	為替 (TTM)	
参考指数	TOPIX	NOMURA-BPI (総合)	MSCIアジア指数 (米ドルベース)	FTSE世界国債インデックス (除く日本、米ドルベース)	東証REIT指数	(米ドル/円)	(ユーロ/円)
2023年1月末	1,975.27	365.60	2,876.92	963.41	1,826.84	130.47	141.56
2024年1月末	2,551.10	365.75	3,309.27	983.84	1,798.71	147.55	159.97
騰落(変化)率	29.2%	0.0%	15.0%	2.1%	-1.5%	13.1%	13.0%

※日本の営業日ベースで記載しています。

金融市場（各参考指数）の推移（資産別）

2019年12月末～2024年1月末、日次

株式市場



債券市場



※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

今後のマーケット見通し（概要）

対象資産	コメント
【国内株式】 TOPIX	国内経済は、経済対策を裏付ける2023年度補正予算が昨年11月に成立しており、物価高対策や国内設備投資への補助金などが個人消費や企業の設備投資を下支えすると予想。しかし、これまでのコモディティ（商品）価格の上昇および円安の進行などによる製品価格の値上げや、経済活動正常化の動きの一巡化などが個人消費の減速につながるリスク、年明け以降の株価急上昇に対する警戒感が国内株式市場の下押し要因になる可能性。
【国内債券】 10年国債利回り	1月の日銀金融政策決定会合後、日銀内でマイナス金利政策解除に向けた議論が一定程度進んでいるとの見方があり、4月以降の会合でマイナス金利政策が解除されると考える市場参加者が増加。このような環境下、長期金利には上昇圧力がかかりやすい状況が続くことを想定。
【J-REIT】 東証REIT指数	今後のJ-REIT市場では、軟調な相場が続いたことで割安感が高まっているものの、日銀の金融政策の変更が見通せるまでは、上値の重い展開が続くと予想。一方、都心のオフィスビルの賃貸市況では空室率の上昇がピークアウトし、一定程度の改善が見込めることから、オフィスビルを保有するJ-REITの業績も底打ちすることを想定。また、大量供給による空室率の上昇が懸念されている物流施設についてもテナント獲得能力の高さにより安定稼働を続けていることなどから、J-REIT各社の業績下方リスクは限定的と予想。
【米国株式】 NYダウ 工業株30種	短期的には超過貯蓄の減少や雇用増勢の鈍化、金融機関の貸出基準厳格化の影響などを背景とした、米景気減速に対する懸念の高まりや、大統領選挙前に政治的な不透明感から上値の重い展開が想定されるものの、継続的な利下げによる景気回復期待が支えとなり、株価は上昇していく展開を予想。
【米国債券】 10年国債利回り	FRBは高い政策金利を当面維持する姿勢を示しているものの、物価指標の落ち着きとともに、2024年以降の景気減速に対する警戒感が高まっており、米国債券利回りは中長期的には低下基調で推移することを想定。
【為替】 米ドル円	足もとでFRBが利下げに対する過度な織り込みへのけん制姿勢を示しているものの、今後は米国の利下げや日銀の金融政策正常化が意識されることから、円高米ドル安基調となる展開を予想。

※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年1月末時点の予想です。

※上記は将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

政府による経済・物価対策や国内設備投資への補助金などの効果に支えられ、上昇する展開を想定

- 国内経済は、経済対策を裏付ける2023年度補正予算が昨年11月に成立しており、物価高対策や国内設備投資への補助金などが個人消費や企業の設備投資を下支えすると予想します。
- ただし、これまでのコモディティ（商品）価格の上昇および円安の進行などを背景とした製品価格の値上げや、経済活動正常化の動きの一巡化などが個人消費の減速につながるリスク、年明け以降の株価急上昇に対する警戒感などが国内株式市場の下押し要因になるとみています。

TOPIXの推移と当社予想

2017年12月27日～2025年3月28日、週次

※実績値は2024年1月26日まで

※予想は2024年1月末時点の当社予想値（四半期毎）

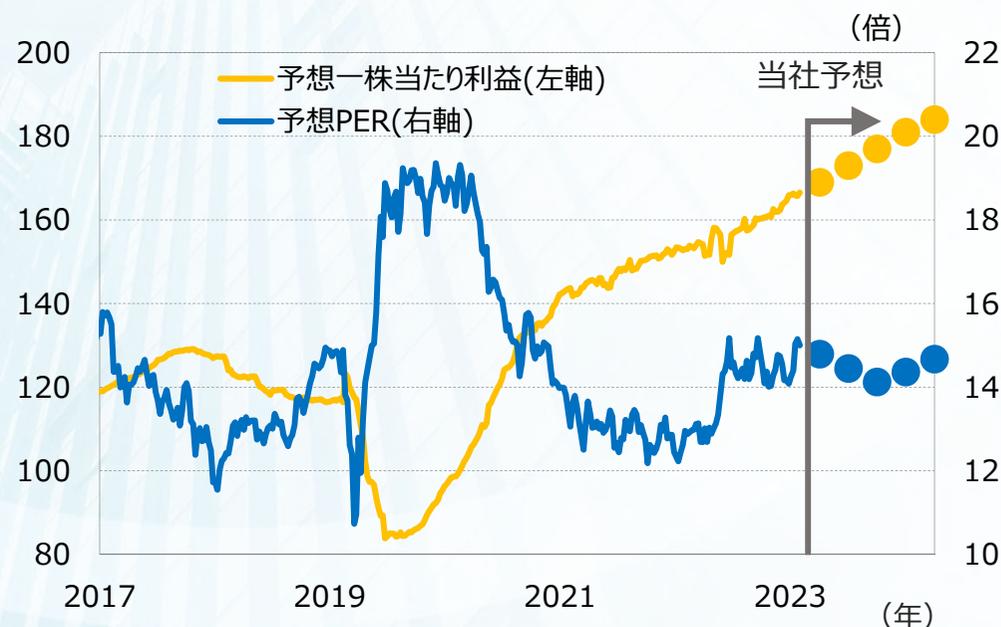


TOPIXの予想一株当たり利益と予想PER

2017年12月27日～2025年3月28日、週次

※実績値は2024年1月26日まで

※予想は2024年1月末時点の予想値（四半期毎）



(注) 予想PERおよび予想一株当たり利益の予測値は当社予測値

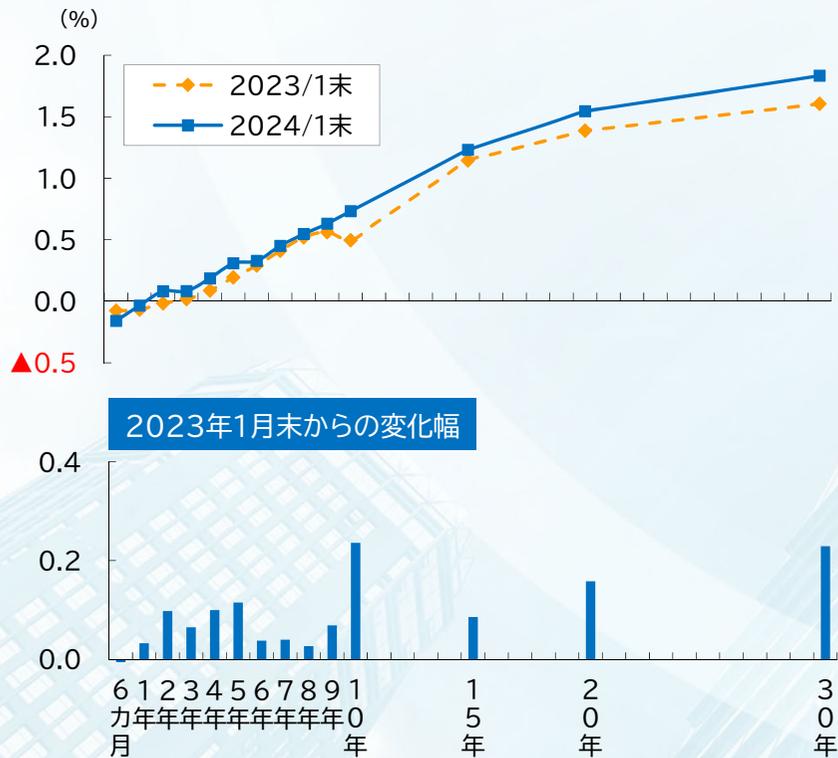
※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年1月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

4月の日銀会合に向けて、金融政策の修正観測から長期金利には上昇圧力がかけやすい展開が継続すると予想

- 1月の金融政策決定会合後、日銀内でマイナス金利政策解除に向けての議論が一定程度進んでいるとの見方が広がり、4月以降マイナス金利政策が解除されると考える市場参加者が増加しています。このような環境下、長期金利には上昇圧力がかけやすい状況が続くと考えます。

日本国債 年限別利回りの変化



(出所) Bloomberg

日本・米国・ドイツ 10年国債利回り

2019年12月末～2024年1月末、日次



(出所) Bloomberg

※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年1月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

年初は景気減速に対する懸念が残存も、次第に利下げや景気回復への期待が高まり、上昇する展開を予想

- 短期的には超過貯蓄の減少、雇用鈍化、貸出基準厳格化の影響などから景気減速が意識され上値の重い展開は想定されるものの、景気が底堅く推移する中、来年の利下げ期待が株価を下支えする展開を想定しています。
- 選挙前に政治的な不透明感から上値の重い展開が予想されるが、25年に向けての景気回復や利下げ継続期待から株価は上昇していく展開を予想します。

米欧の株価指数の推移

2019年12月末～2024年1月末、日次



先進国株式 業種別予想一株当たり利益

先進国株式指数：2015年12月末～2024年1月末、月次
一株当たり利益：2015年12月末～2024年6月末、四半期毎
(2024年2月末～6月末はBloombergの予測値)



※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年1月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

先進国債券市場（米国・ドイツ） 見通し

米・欧の長期金利は、景気減速に対する警戒感から、低下基調での推移を見込む

- 米国では、FRBが高い政策金利を当面維持する姿勢を示しているものの、物価指標の落ち着きとともに、2024年以降にかけての景気減速に対する警戒感が高まっており、米国債利回りは中長期的には低下基調での推移を予想します。
- 欧州では、ECBが金融引き締め姿勢を軟化させており、追加利上げに対する懸念は後退していると想定します。インフレに加えて欧州経済指標にも減速感が見えつつあり、2024年半ば以降には世界的な景気減速とともに、ドイツ国債利回りは低下基調での推移を予想します。

米国 年限別国債利回り（2年・10年）

2019年12月末～2024年1月末、日次



ドイツ 年限別国債利回り（2年・10年）

2019年12月末～2024年1月末、日次



※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年1月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

金融緩和解除への警戒感から上値の重い展開

- 今後のJ-REIT市場では、軟調な相場が続いたことにより割安感が強まっていますが、日銀の金融政策の変更が見通せるまでは、上値の重い展開が予想されます。
- 一方、都心のオフィスビルの賃貸市況では空室率の上昇がピークアウトし、今後は一定程度の改善も見込めることから、オフィスビルを保有するJ-REITの業績も底打することが予想されます。大量供給による空室率の上昇が懸念されている物流施設についても、テナント獲得能力の高さにより安定稼働を続けていることなどから、J-REIT各社の業績下振れリスクは限定的と考えます。以上のことから、J-REIT市場は日銀の金融政策の変更リスクを織り込んだ後には、投資家の投資ニーズの回復が期待できると考えます。

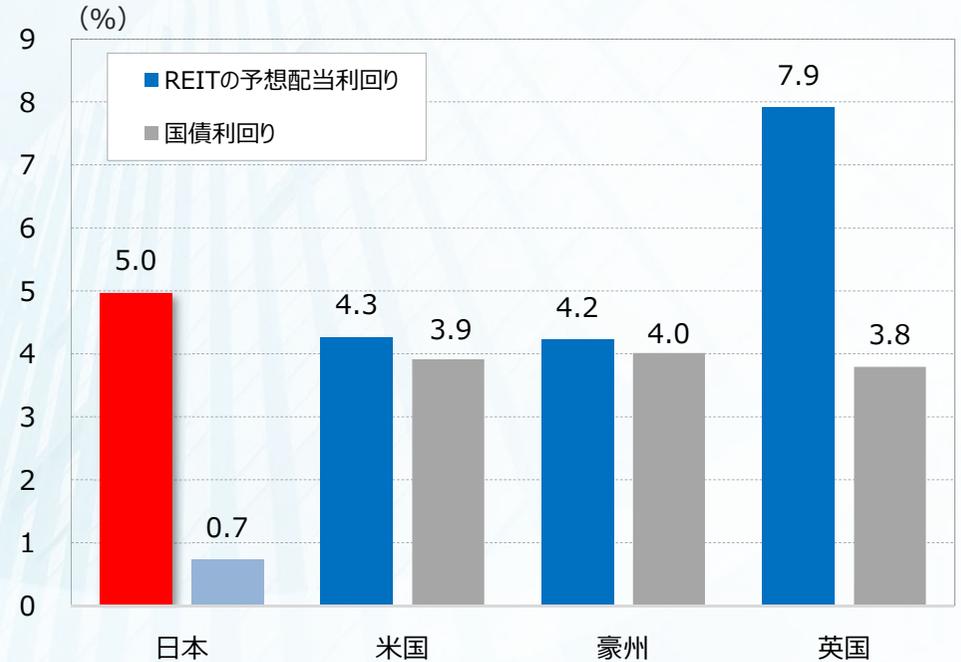
東証REIT指数と東証REIT用途別指数の推移（配当込み）

2019年12月末～2024年1月末、日次



主要国のREITと10年国債の利回り格差

2024年1月末時点



(注) <日本> 東証REIT指数、<米国・豪州・英国> S&P先進国REIT指数における国別指数、予想配当利回りはBloombergの予想集計値

※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年1月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

指数について

TOPIX

TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社(以下、JPXといいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、JPXにより提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。

NOMURA-BPI(総合)

NOMURA-BPI(総合)に関する著作権、商標権、知的財産権、その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社に帰属します。

MSCIコクサイ指数(米ドルベース)

MSCIコクサイ指数(米ドルベース)とは、MSCI社が発表している日本を除く主要先進国の株式市場の動きを捉える代表的な株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。

また、MSCIは同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCIの許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。

FTSE世界国債インデックス(除く日本、米ドルベース)

FTSE世界国債インデックス(除く日本、米ドルベース)は、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、日本を除く世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

東証REIT指数

「東証REIT指数」は、株式会社JPX総研が算出する株価指数であり、東証市場に上場するREIT全銘柄を対象とした浮動株ベースの時価総額加重方式により算出されます。東証REIT指数の指数値および東証REIT指数にかかる標章または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社(以下、JPXといいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等東証REIT指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証REIT指数にかかる標章または商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、東証REIT指数の指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、JPXにより提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。

S&P500種指数

S&P500種指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、スタンダード&プアーズ フィナンシャルサービシーズ エルエルシーに帰属します。

ストックス・ヨーロッパ600指数

ストックス・ヨーロッパ600指数はストックス・リミテッドの商標です。本商品はストックス・リミテッドによって資金提供、保証、売買、または販売促進されるものではなく、ストックス・リミテッドはその投資成果等についても責任を負いません。

投資信託にかかるリスク・費用、ご留意事項について

【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でご確認ください。

※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。

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。

【ご留意事項】

- 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。