



～TMAMマーケットウィークリー（2/19～22）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic : 日経平均株価は、バブル後最高値（終値）を上回る

- 今週（2月20日～21日）の米国株式市場（S&P500種指数）はエヌビディアの決算を控え、半導体関連株を中心に利益確定目的の売りが優勢となったことや、1月の景気先行指数が市場予想を下回り、景気の先行きに対する不透明感が高まったことなどから、小幅に下落して始まりました。21日にはFRBが公表したFOMC議事録（1月開催分）を受け、早期利下げ観測が後退したことで上値の重い展開となったものの、引けにかけて自立反発狙いの買いが入り上昇し、前週末比でほぼ横ばいとなりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、前週末に公表された1月の米PPIが市場予想を上回り、米長期金利が上昇したことを受け、銀行株などに買いが入り上昇して始まりました。その後は、利益確定目的の売りが優勢となる局面があったものの、22日はエヌビディアの好決算を受け半導体関連株を中心に買いが優勢となり、前週末比で上昇となりました。なお、日経平均株価は22日にバブル後の最高値38,915円を上回りました。
- 来週（2月26日～3月1日）は、米国で公表される1月の個人支出（PCE）や2月のISM製造業景況指数などに注目しています。既に公表された1月の小売売上高と同様、個人支出も減少に転じたり、ISM製造業景況指数が景気拡大・縮小の分かれ目である50を下回ることにできれば、1-3月期の実質GDP成長率は減速する可能性が高まると考えられます。

【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22日	39,098.68	1.59	611.44
	TOPIX		2,660.71	1.37	35.98
	NYダウ (米ドル)	2月21日	38,612.24	▲0.04	▲15.75
	S&P500		4,981.80	▲0.47	▲23.77
	ユーロ・ストックス50指数		4,775.31	0.20	9.66
1 利 回 り 年 間 債	日本 (%)	2月22日	0.72	-	▲0.02
	米国 (%)	2月21日	4.32	-	0.04
	ドイツ (%)		2.45	-	0.05
為 替	ドル円 (円/米ドル)	2月22日	150.55	0.19	0.29
	ユーロ円 (円/ユーロ)		163.06	0.81	1.31

(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
19日 (月)	日本	12月コア機械受注	前月比+2.7%	同+2.7%
	米国	プレジデントデーの祝日		
20日 (火)	米国	1月景気先行指数	前月比▲0.3%	同▲0.4%
21日 (水)	日本	1月貿易収支	▲1兆8,554億円	▲1兆7,583億円
	米国	FOMC議事録（1月開催分）		
22日 (木)	日本	2月製造業PMI	-	47.2
		2月サービス業PMI	-	52.5
		1月全国百貨店売上高	-	前年比+7.1%
	ユーロ圏	2月製造業PMI	47	
		2月サービス業PMI	48.8	
	米国	新規失業保険申請件数	21.6万件	
		2月製造業PMI	50.7	
		2月サービス業PMI	52.3	
		1月中古住宅販売件数	397万件	

(出所) Bloomberg (注) 22日10時時点のデータ

(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。

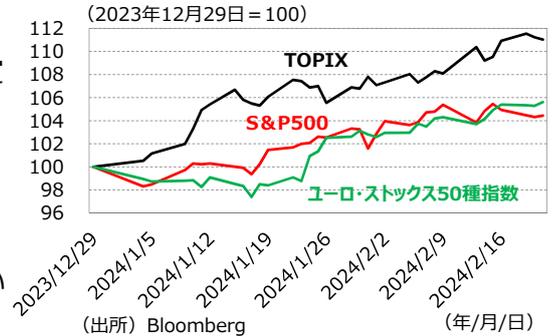
米国株式市場：利下げ期待の巻き戻しで上値の重い展開

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比▲0.0%とほぼ横ばいとなりました（図表3）。

週初はエヌビディアの決算を控え、半導体関連株を中心に利益確定目的の売りが優勢となったことや、1月の景気先行指数が市場予想を下回り、景気の先行きに対する不透明感が高まったことなどから、小幅に下落して始まりました。21日には、FRBが公表したFOMC議事録

（1月開催分）で、大部分の参加者が「インフレ率が2%に向かっているという確信が深まるまでは、政策金利引き下げは適切でない」との見方を示したことが明らかとなるなど、早期利下げ観測が後退したことで上値の重い展開となったものの、引けにかけて自立反発狙いの買いが入り上昇しました。

【図表3 株式市場の動向】
2023年12月29日～2024年2月21日、日次、現地通貨ベース

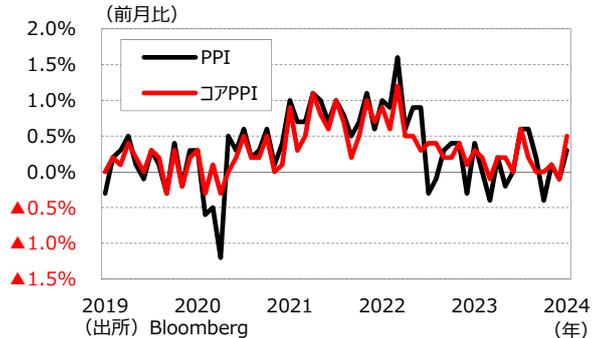


米国経済：1月の物価指標上振れで、6月の利下げが視野に

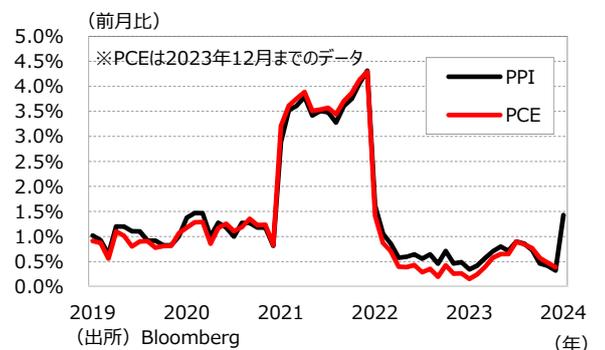
米労働省が公表した1月のPPI（卸売物価指数）は前月比+0.3%（12月：同▲0.1%）と、市場予想の同+0.1%を大きく上回りました（図表4）。加えて、食料品及びエネルギーを除くコアPPIも前月比+0.5%（12月：同▲0.1%）と市場予想（同+0.1%）対比上振れました。内訳では、CPIと同様に、財（12月：前月比▲0.6%→1月：同▲1.7%）は下落基調が継続している一方で、サービス（12月：前月比+1.7%→1月：同+2.2%）の上振れがコアPPIをけん引しています。

金融政策上より重要な観点として、特にPCEデフレーター※PCEは2023年12月までのデータの推計に用いられるサービス項目が強い結果となりました。1月のPPIを押し上げたサービス項目として、まずウエイトの大きい医療サービスが挙げられ、このうち医師サービスが前月比+1.4%（12月：同+0.3%）と高い伸びを示しました（図表5）。また、PPIの上振れを引き起こしたもう一つの要因として、金融サービス（12月：前月比+1.4%→1月：同+5.5%）の加速が挙げられます。同項目は株価と連動する傾向にあり、足もとの株高によって押し上げられたと考えられます。2月以降も株価は堅調に推移していることを踏まえ、同項目はPPIの押し上げに作用する可能性があります。

【図表4 PPI、コアPPIの推移】
2019年1月～2024年1月、月次



【図表5 医師サービスの推移】
2019年1月～2024年1月、月次



（次頁へ続く）

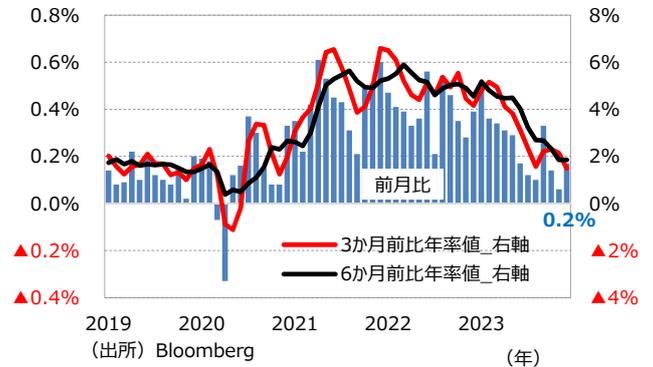
※上記記載銘柄への投資を推奨するものではありません。また、当社投資信託への組入れを示唆・保証するものではありません。
※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

前述の通り、1月のPPIはPCEコアデフレーターに関連する項目が想定よりも強い結果となりました。1月のPPIの結果を踏まえると、1月のPCEコアデフレーター（2/29公表予定）は、12月の前月比+0.2%（図表6）から伸びを高めることが予想されます。事前予想（前月比+0.4%、後頁図表15）を前提とすれば、FRBが重視する3か月前比年率や6か月前比年率はそれぞれ+2.5%（12月：+1.5%）、+2.4%（12月：+1.9%）と加速し、物価目標である2%を超過することになります。

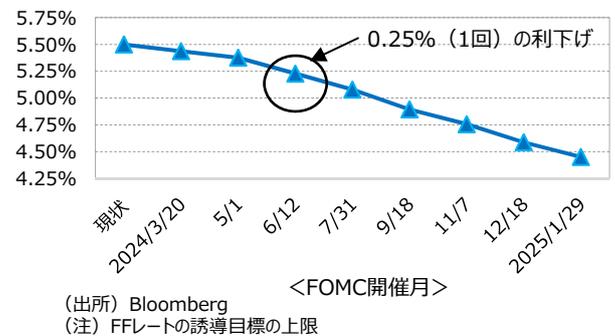
1月はコアCPIやコアPPIなどの物価指標の上振れにより、2024年は発射台が高くなったこともあり、当面コアPCEデフレーターの前年比伸び率が高まると予想されます。5月のFOMCまでにコアCPIやコアPPIの公表は2回しかなく、5月会合での利下げの可能性は低下したと考えられます。なお、1月の物価指標の結果を受けて、FF金利先物市場ではFRBが利下げに着手するのは6月会合との見方が大勢を占めています（図表7）。

FRBが1月30、31日に開催したFOMCの議事録を公表しました。今回の議事録では、インフレ率が2%へ向かっているとの自信を深めているほか、個人消費に対する下振れリスクを警戒していることが明らかとなりました（図表8）。個人消費については、労働所得の伸び鈍化や超過貯蓄減少、クレジットカードのリボルビング残高の増加・後払いサービスの利用増加・一部の消費者ローンの延滞率上昇などの下振れリスクが指摘されました。ただし、2名の参加者が「過度に制約的なスタンスを長期間維持することに伴う経済の下振れリスク」を指摘したものの、大部分の参加者が「あまりに急いで行動することのリスク」を指摘しており、早期の利下げに慎重な見方が示されています。今後は、徐々に利下げ開始を支持する参加者が増えていくことが見込まれるものの、利下げ開始の時期は経済指標の結果次第で前後すると考えられます。

【図表6 PCEコアデフレーターの基調的な動き】
2019年1月～2023年12月、月次



【図表7 FF金利先物が織り込む予想政策金利】
2024年2月22日時点



【図表8 FOMC議事録（1月開催分）】

	議事要旨の内容
景気	2023年10-12月期の実質GDPは前期比年率3%を超え、7-9月期を下回ったものの大方の予想を上回った。ただし、10-12月期の実質GDPの強さは純輸出と在庫投資の強さによるものの、依然、消費の堅調さは続いている
個人消費	低失業率と堅調な所得上昇に支えられ、個人消費が予想よりも堅調だった。ただし、労働所得の伸び鈍化や超過貯蓄減少、クレジットカードのリボルビング残高の増加・後払いサービスの利用増加・一部の消費者ローンの延滞率上昇など個人消費の下振れリスクが存在
雇用	労働市場は依然逼迫しているものの、需給バランスは改善し続けている。失業者に対する求人比率が過去1年間で低下したものの、依然としてパンデミック前の水準を若干上回っている
物価	労働市場の需給改善が続き、賃金上昇が鈍化するにつれ、住宅を除くコアサービスインフレは徐々に低下するとの見通し。また、住宅サービスのインフレ率は新規賃貸契約の賃料の減速が引き続きインフレ指標に反映されるため、更に低下する可能性が高い
金融政策	政策金利が今回の引き締めサイクルでピークに達する可能性が高い。インフレ率が2%に向けて持続的に推移しているという確信が更に高まるまで利下げは適切ではない

（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。

※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：日経平均株価は、バブル後最高値を上回る

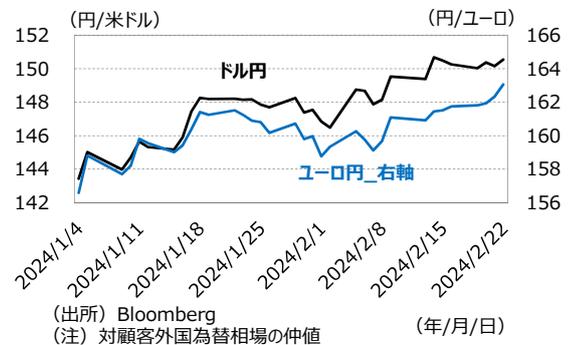
TOPIX（東証株価指数）は、前週末比+1.4%の上昇となりました（前掲図表3）。

前週末に公表された1月の米PPIが市場予想を上回り、米国債券市場で長期金利が上昇したことを受け、金利動向に敏感な銀行株などに買いが入り上昇して始まりました。その後は、利益確定目的の売りが優勢となる局面があったものの、22日はエヌビディアの好決算を受け半導体関連株を中心に買いが優勢となり、前週末比で上昇となりました。なお、日経平均株価は22日にバブル後の最高値38,915円を上回りました。

為替市場では、19日、米国株式市場がプレジデントデーで休場となり取引材料に欠けるなか、1米ドル=150円前後で方向感に欠ける展開となりました。その後、米国で公表された1月の景気先行指数などが市場予想を下回り、米長期金利が低下したことを受け円高・米ドル安が優勢となる場面があったものの、FOMC議事録公表後に早期の利下げ観測が後退したことなどから、円安米ドル高基調で推移しました。22日には1米ドル=150.55円と、16日（150.26円）に比べ小幅な円安米ドル高水準となりました（図表9）。

【図表9 為替市場の動向】

2024年1月4日～2024年2月22日、日次



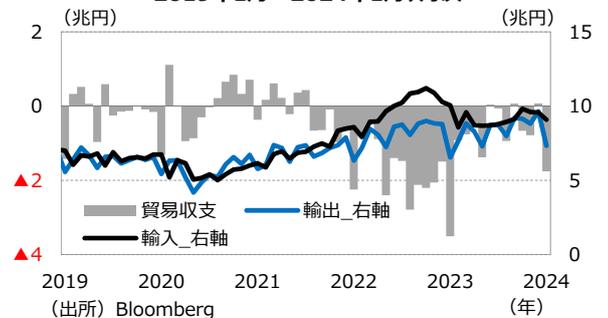
日本経済：貿易収支（季調値）は2年8か月ぶりの黒字に

財務省が公表した1月の貿易統計によると、貿易収支（原数値）は▲1兆7,583億円と市場予想（▲1兆8,554億円）を上回りました（図表10）。輸出が前年比+11.9%（12月：同+9.7%）の高い伸びとなったことに加え、輸入が前年比▲9.6%（12月：同▲6.9%）と減少したため、貿易収支は前年同月（3兆5,064億円）に比べ1兆7,481億円の改善となりました。

原数値の貿易収支は大幅な赤字となったものの、1月は日本の正月で輸出が減るといった季節性があります。こうした季節要因による変動を除いた季節調整値では2,353億円（12月：▲4,401億円）と2021年5月以来、2年8か月ぶりの黒字となりました（図表11）。輸出が前月比▲3.6%の減少となったものの、輸入の減少幅（前月比▲10.5%）がそれを上回ったことが黒字化につながりました。

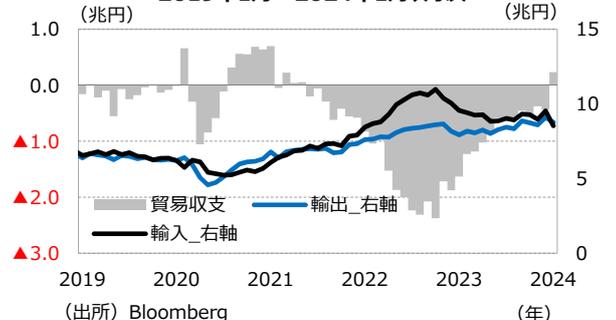
【図表10 貿易収支（原数値）の推移】

2019年1月～2024年1月、月次



【図表11 貿易収支（季節調整値）の推移】

2019年1月～2024年1月、月次



（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。

貿易収支（季節調整値）の黒字化は輸入の大幅な減少によるもので、黒字が定着する可能性は低いものの、基調としては2022年の夏場をピークに貿易赤字は縮小傾向にあると判断されます。

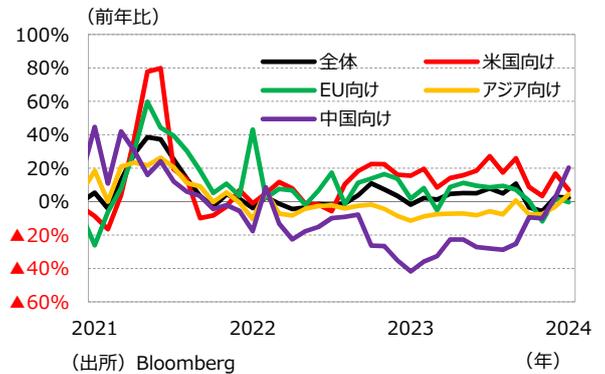
輸出の実勢を示す輸出数量は、1月に前年比+2.3%（12月：同+2.9%）と2か月連続の増加となりました（図表12）。地域別では、米国向け（12月：前年比+16.8%→1月：同+7.1%）、EU向け（12月：前年比+2.1%→1月：同▲0.3%）は12月の高い伸びの反動がみられる一方で、中国向け（12月：前年比+2.7%→1月：同+20.3%）は高い伸びを示しています。これは、春節の時期が今年は2月、昨年が1月とずれていることにより、昨年の輸出減の裏の影響が出た（かさ上げされた）ため、2月の輸出は減少に転じる可能性があります。

輸出は米国向けがけん引しているものの、先行きについては各国中央銀行による累積的な金融引き締めの影響などから、伸び悩む展開が予想されます。

設備投資の先行指標であり、内閣府が公表した12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+2.7%と市場予想通りの結果となりました（図表13）。11月（前月比▲4.9%）の落ち込みの後としては、力強さに欠ける結果と言えます。この結果、10-12月期は前期比▲1.0%と三四半期連続の減少となり、機械受注の減少傾向が鮮明となっています。なお、2024年1-3月期の見通しは前期比+4.6%と高い伸びが見込まれているものの、2023年12月末時点の調査であり、年明け以降の能登半島地震や不正発覚に伴う自動車生産の停止などが反映されていないため、割り引いてみる必要があります。

業種別にみると、製造業が前月比+10.1%と高い伸びを示したものの、11月に▲7.8%と落ち込んだ反動の面が大きいとみられます。（図表14）。また、化学工業（前月比+112.7%）が一時的に大きく上振れた影響が大きいと考えられます。四半期で見ると、10-12月期は前期比▲2.3%と二四半期連続の減少となっており、国内外の財需要の低迷を背景に弱い動きが続いています。

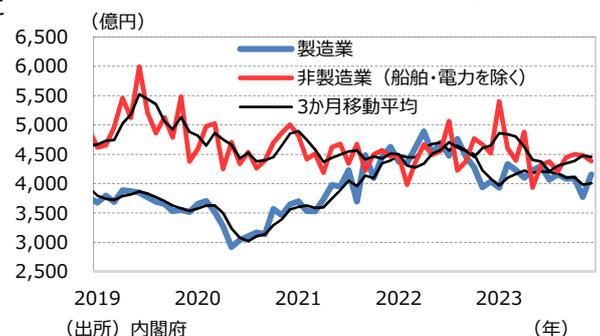
【図表12 輸出数量（地域別）の推移】
2021年1月～2024年1月、月次



【図表13 コア機械受注の推移】
2019年1月～2023年12月、月次



【図表14 コア機械受注（製造業・非製造業）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。

Market Report

一方、非製造業（船舶・電力を除く）については前月比▲2.2%（11月：同▲0.4%）と2か月連続の減少となったものの、9月（+5.7%）、10月（同+1.2%）の増加の反動が出たと考えられます。四半期で見れば、10-12月期は前期比+2.5%（7-9月期：同▲0.8%）と、均せば持ち直しの動きが続いていると判断されます。

先行きについても、非製造業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。一方、製造業については脱炭素・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。また、2024年1-3月期の見通し（前期比+11.7%）には、年明け以降の能登半島地震や不正発覚に伴う自動車生産の停止などが反映されておらず、こうした先行き不透明感からも設備投資に対する企業の慎重姿勢は継続しやすいと考えられます。機械受注全体では明確に上向くには時間を要するとみられ、当面は軟調な動きが継続するとみられます。

【参考図表 機械受注の概要】

		民需 (船舶・電力除く)		代理店	官公需	外需	
		製造業	非製造業 (船舶・電力除く)				
2023年 (前期比)	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	▲1.0%	▲2.3%	2.5%	8.0%	▲2.3%	6.7%
2024年 (前期比)	1-3月期 (見通し)	4.6%	11.7%	▲1.8%	▲0.1%	12.0%	▲13.7%
2023年 (前月比)	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%
	12月	2.7%	10.1%	▲2.2%	6.5%	4.1%	▲0.3%

(出所) 内閣府 (注) 季節調整値

(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。

来週は、1月の個人支出や2月のISM非製造業景況指数などに注目

来週は、米国で公表される1月の個人支出（PCE）や2月のISM造業景況指数などに注目しています（図表15）。

実質GDPの個人消費を示す個人支出は1月に前月比+0.2%と、昨年末の年末商戦の反動や、インフレによる節約志向の高まりにより、12月（同+0.7%）から減速することが予想されています。既に公表された小売売上高（12月：前月比+0.4%→1月：同▲0.8%、図表16）と同様、個人支出も減少に転じれば、1-3月期の実質GDP成長率は減速する可能性が高まると考えられます。

2月16日にアトランタ連銀が公表したGDPNowによると、米国の2024年1-3月期実質GDPは前期比年率+2.9%と、2023年10-12月期の同+3.3%（実績値）から減速することが予想されています。こうした中で、景気転換の先行指標であるISM製造業景況指数が市場予想通り、景気拡大・縮小の分かれ目である50を下回ることになれば、先行きの米経済が減速する可能性が高まると考えられます（ISM製造業景況指数の推移は図表17参照）。

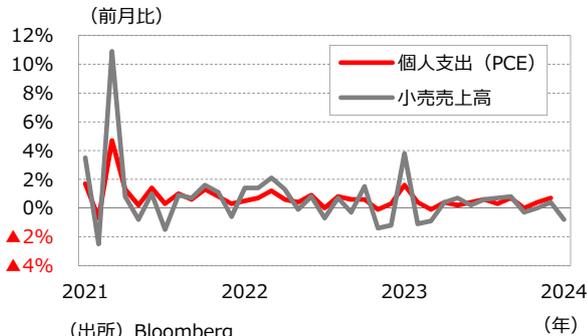
【図表15 来週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
26日 (月)	日本	1月企業向けサービス価格指数	前年比+2.4%	同+2.4%
	米国	1月新築住宅販売件数	68.5万件	66.4万件
27日 (火)	日本	1月消費者物価指数 (生鮮食品を除く総合)	前年比+1.8%	同+2.3%
	米国	1月S&Pコアロジック20都市 2月コンファレンス・ボード 消費者信頼感	- 114.8	前月比+0.15% 114.8
28日 (水)	米国	10-12月期実質GDP(改定値)	前期比年率+3.3%	同+3.3%
29日 (木)	日本	1月鉱工業生産指数	前月比▲7.6%	同+1.4%
	米国	1月個人支出	前月比+0.2%	同+0.7%
		1月個人所得	前月比+0.5%	同+0.3%
		1月PCEコアデフレーター	前月比+0.4%	同+0.2%
			前年比+2.8%	同+2.9%
		新規失業保険申請件数	-	-
	失業保険継続受給者数	-	-	
3月1日 (金)	日本	1月失業率	2.4%	2.4%
		1月有効求人倍率	1.27倍	1.27倍
	中国	2月製造業PMI(国家統計局)	-	49.2
		2月サービス業PMI(国家統計局)	-	50.7
		2月製造業PMI(財審)	-	50.8
	ユーロ圏	2月消費者物価指数 (食料品及びエネルギーを除く)	-	前年比+3.3%
米国	2月ISM製造業景況指数	49.1	49.1	

(出所) Bloomberg (注) 22日10時時点のデータ

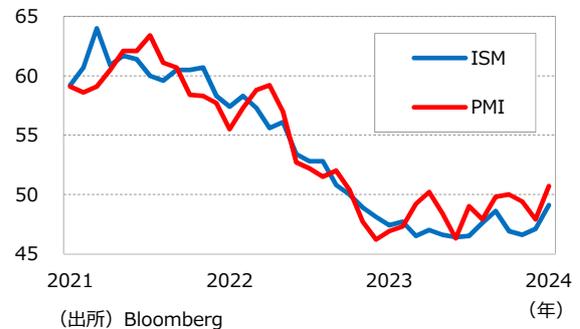
【図表16 米消費指標の推移】

2021年1月～2024年1月、月次



【図表17 米製造業の景況感の推移】

2021年1月～2024年1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。