

～TMAMマーケットウィークリー（2/26～3/1）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic : 米物価指標への過度な警戒感が和らいだことなどから、日米株式市場は揃って上昇

- 今週（2月26日～29日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、29日に公表される物価指標への警戒感や、2月コンファレンスボード消費者信頼感指数が市場予想を大幅に下回り、米景気減速への懸念が高まったことなどに加え、前週末に最高値を更新したことから利益確定目的の売りが優勢なり、週前半は軟調に推移しました。29日には1月PCEデフレーターが市場予想通りの結果となったことで、インフレに対する過度な警戒感が和らいだことから上昇に転じ、最高値を更新しました。
- TOPIX（東証株価指数）は、前週末に米国株式市場が最高値を更新し、リスク選好姿勢に傾いた海外投資家からの買いが続いたことや、1月の全国CPIが市場予想を上回ったことで、日銀が金融政策正常化を進めるとの思惑から金利動向に敏感な銀行株などに買いが入ったことなどから、週前半は堅調に推移しました。その後は、取引材料に乏しい中で利益確定目的の売りが優勢となる場面があったものの、1日には前日の米株高を受け上昇に転じ、前週末比でも上昇となりました。
- 来週（3月4～8日）は、米国で公表される2月のISM非製造業景況指数や雇用統計などに注目しています。2月のISM非製造業景況指数は1月とほぼ同水準となることが予想されているものの、仕入価格指数がインフレ圧力の根強さを示せば、今後公表されるCPIなどの物価指標が上振れる可能性があるため注意が必要です。

【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)	3月1日	39,910.82	2.08	812.14
	TOPIX		2,709.42	1.83	48.71
	NYダウ (米ドル)	2月29日	38,996.39	▲0.35	▲135.14
	S&P500		5,096.27	0.15	7.47
	ユーロ・ストック50指数		4,877.77	0.11	5.20
10年 利 回 り 国 債	日本 (%)	3月1日	0.72	-	▲0.00
	米国 (%)	2月29日	4.25	-	0.00
	ドイツ (%)		2.41	-	0.05
為 替	ドル円 (円/米ドル)	3月1日	150.31	▲0.16	▲0.24
	ユーロ円 (円/ユーロ)		162.47	▲0.36	▲0.59

(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
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+1.9%	同+2.0%
	米国	2月コンファレンスボード消費者信頼感	115.0	106.7
		2月コンファレンスボード消費者信頼感 (期待指数)	-	79.8
28日 (水)	米国	10-12月期実質GDP (改定値)	前期比年率+3.3%	同+3.2%
29日 (木)	日本	1月鉱工業生産指数	前月比▲6.8%	同▲7.5%
	米国	1月個人支出	前月比+0.2%	同+0.2%
		1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+0.4%	同+0.4%
		新規失業保険申請件数	21万件	21.5万件
3月1日 (金)	日本	1月失業率	2.4%	2.4%
	中国	2月製造業PMI (国家統計局)	49.0	49.1
		2月サービス業PMI (国家統計局)	50.7	51.4
	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+2.9%	
	米国	2月ISM製造業景況指数	49.5	

(出所) Bloomberg (注) 1日10時時点のデータ

(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。

米国株式市場：PCEデフレーターへの過度な警戒感が和らぎ、最高値更新

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比+0.1%となりました（図表3）。

29日に公表される物価指標への警戒感や、2月コンファレンスボード消費者信頼感指数が市場予想を大幅に下回り、米景気減速への懸念が高まったことに加え、前週末に最高値を更新したことから利益確定目的の売りが優勢なり、週前半は軟調に推移しました。29日には1月PCEデフレーターが市場予想通りの結果となったことで、インフレに対する過度な警戒感が和らいだことから上昇に転じ、最高値を更新しました。

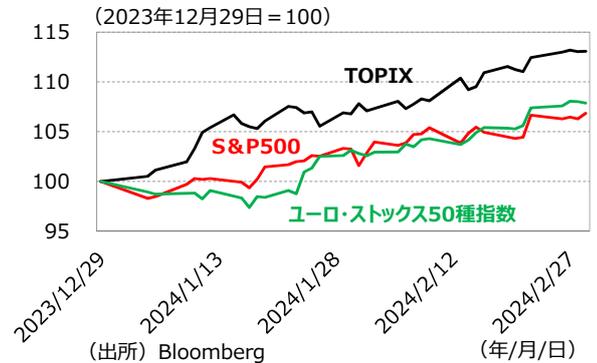
米国株式市場が高値圏で推移するなか、米10年国債利回りは上昇基調にあります。足もとの米株価は、AI向け半導体市場の急成長とFRBによる早期利下げへの期待先行で上昇してきた面もあり、米10年国債利回りから株式益利回りを差し引いたイールド・スプレッドをみると、株価の割高感が高まっています（図表4）。

米国経済：個人消費に息切れ感

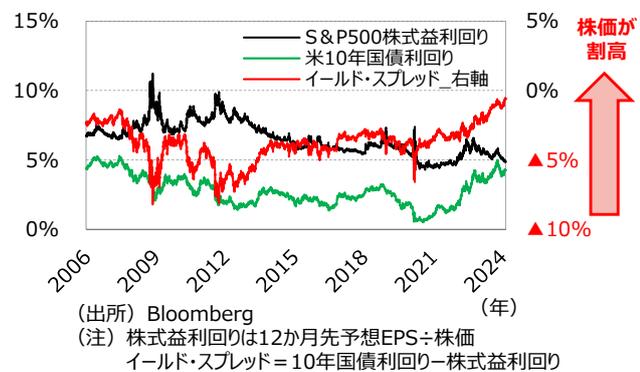
米商務省が公表した1月の個人支出は前月比+0.2%と増加が継続も、ペースは2023年12月の同+0.7%から減速しました。価格変動の影響を除いた実質ベースでは12月の前月比+0.6%から1月には同▲0.1%へ減少に転じています（図表5）。堅調な年末商戦により2023年終盤に消費は増加していたものの、2024年に入り息切れした格好となりました。

1月の個人所得は前月比+1.0%と2年間にわたり増加が継続し、ペースは12月の同+0.3%から急加速しました。資産所得や社会保障給付の増加が個人所得の押し上げに寄与しました。もっとも、個人所得から税負担を控除した後の可処分所得は前月比+0.3%と12月と同水準となり、実質ベースでは前月比▲0.0%（12月：同+0.2%）と4か月ぶりの減少となりました。貯蓄率（貯蓄÷可処分所得）は3.8%と、コロナ禍前の水準を下回っています。可処分所得が伸び悩む中で、貯蓄率が低位で推移していることから、貯蓄を取り崩して消費に回す状況がうかがえます。

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



【図表4 米国のイールド・スプレッドの推移】
2006年1月2日～2024年2月29日、日次



【図表5 実質個人支出と貯蓄率の推移】
2019年1月～2024年1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。

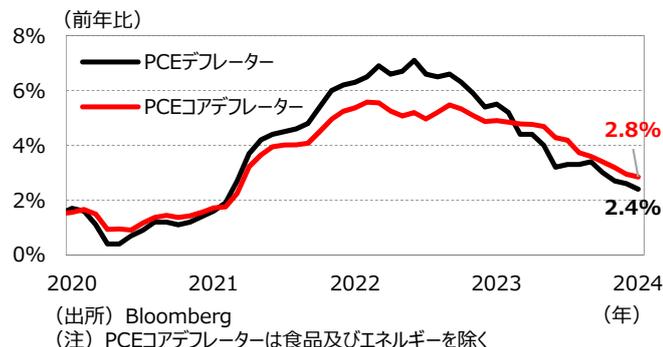
先行きを展望すると、これまでの貯蓄の取り崩しが進むほか、賃金の伸び鈍化や消費者ローンの延滞率上昇といった現状を踏まえると、個人消費は減速感を強めていくことが予想されます。

1月の個人消費支出デフレーター（PCEデフレーター）は、前年比+2.4%（12月：同+2.6%）、食料品とエネルギーを除いたPCEコアデフレーターは前年比+2.8%（12月：同+2.9%）とともに市場予想通りの結果となりました（図表6）。

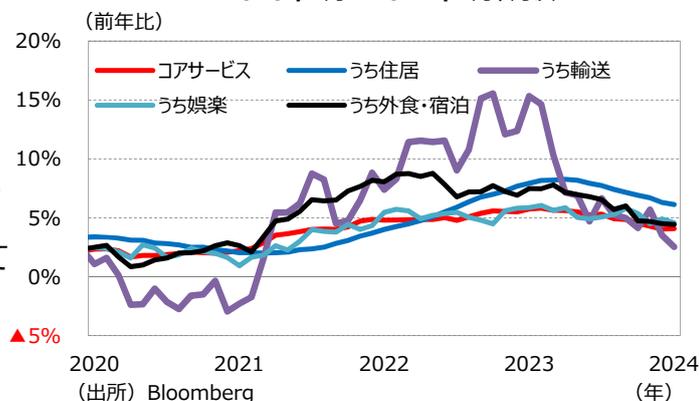
PCEコアデフレーターの内訳をみると、コア財（12月：前年比▲0.0%→1月：同▲0.1%）の下落が続いている一方で、コアサービス（12月：前年比+2.6%→1月：同+2.6%）は高い伸びとなっており、引き続きサービス価格がインフレをけん引する構図が続いています。コアサービスのうち、輸送（12月：前年比+3.5%→1月：+2.5%）は伸びの鈍化が鮮明となっているものの、ウエイトの大きい住居（12月：前年比+6.3%→1月：+6.1%）などは高水準を維持しています（図表7）。

物価の瞬間風速を示す前月比では、PCEコアデフレーターは11、12月の+0.1%から1月に+0.4%へ伸びを高めており、既に公表されたCPIやPPIに沿った内容と言えます。また、3か月前比（12月：+0.4%→1月：+0.7%）、6か月前比（12月：+0.9%→1月：+1.2%）でみても加速しており、これを年率換算（伸びが1年間続いたと仮定した場合）すると、12月はそれぞれ+2.6%、+2.5%となります。今回の結果は、長期的に物価目標2%の達成を目指すFRBが早期の利下げに慎重な姿勢に転換していることを正当化する内容と言えます（図表8）。

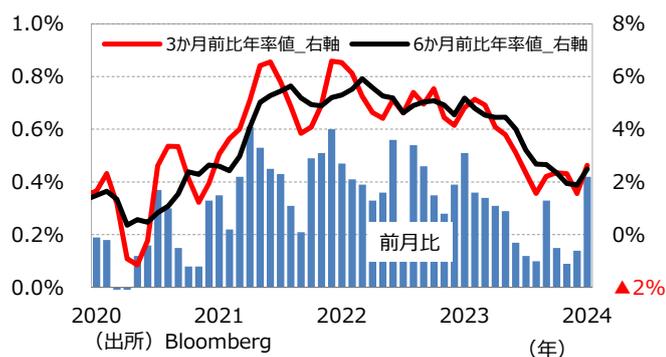
【図表6 PCEデフレーターの推移】
2020年1月～2024年1月、月次



【図表7 コアサービスの推移】
2020年1月～2024年1月、月次



【図表8 PCEコアデフレーターの基調的な動き】
2020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：上昇基調を維持

TOPIX（東証株価指数）は、前週末比+1.8%の上昇となりました（前掲図表3）。

前週末に米国株式市場が最高値を更新し、リスク選好姿勢に傾いた海外投資家からの買いが続いたことや、1月の全国CPIが市場予想を上回ったことで、日銀が金融政策正常化を進めるとの思惑から金利動向に敏感な銀行株などに買いが入ったことなどから、週前半は堅調に推移しました。その後は、取引材料に乏しい中で利益確定目的の売りが優勢となる場面があったものの、1日には前日の米株高を受け上昇に転じ、前週末比でも上昇となりました。

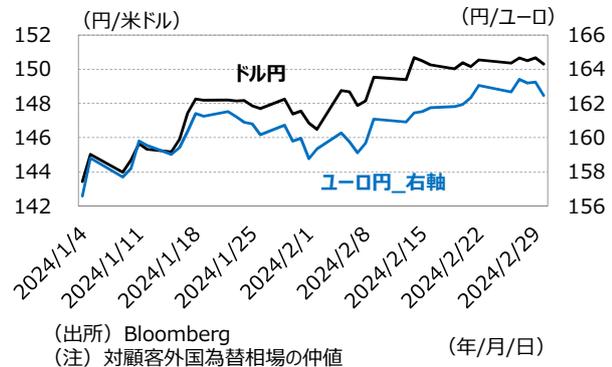
為替市場では、米国2年国債や5年国債の入札結果を受け、需給の悪化が意識されたことから米金利が上昇し、1米ドル=150円台前半から後半へ円安が進行した後、1月全国CPIが日銀による金融政策正常化を後押しする結果となったことで円高に振れるなど、週前半は上下に値動きの荒い展開となりました。その後は、高田日銀審議員が3月のマイナス金利解除の判断について、「2%の物価目標の実現が視野に入ってきている状況。その認識に沿って3月、その次も対応していきたい」と述べたことで日銀による金融政策正常化が意識され、3月1日には1米ドル=150.31円と、22日（150.55円）に比べ円高米ドル安となりました（図表9）。

年初からの円安米ドル高が進んだ主な要因として、日銀正副総裁からマイナス金利解除後も緩和的な金融環境を維持するとの考えが示されたことに加え、直近の米経済指標で市場予想を上回る雇用、物価の伸びが確認され、FRBによる早期利下げ観測が後退したことが挙げられます。市場では日銀によるマイナス金利解除はほぼ織り込まれているものの（図表10）、マイナス金利解除後に大幅な利上げが実現する可能性は低いことから、日銀金融政策に起因する大幅な円高は見込みにくいと考えられます。このため、ドル円の先行きについてはFRBの金融政策運営の影響が大きくなると考えられます。

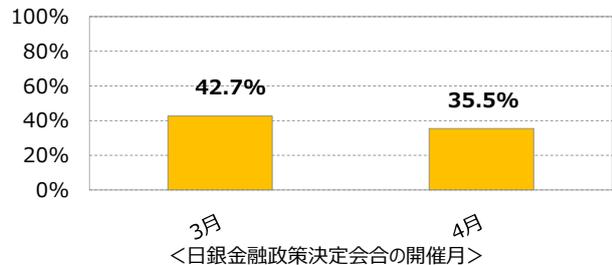
FF金利先物市場が織り込む年内の米国の利下げ回数は、2023年末時点の6回程度から足もとでは3回程度へ減少しており、利下げ織り込みが剥落しつつあります（図表11）。仮に、ここから利下げ織り込み回数が減少すれば円安米ドル高方向に、反対に増加すれば円高米ドル安方向に相場が動くと考えられます。先行きの利下げ織り込み回数は、今後公表される米国の雇用や物価に関する経済指標の結果次第となります。

※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。

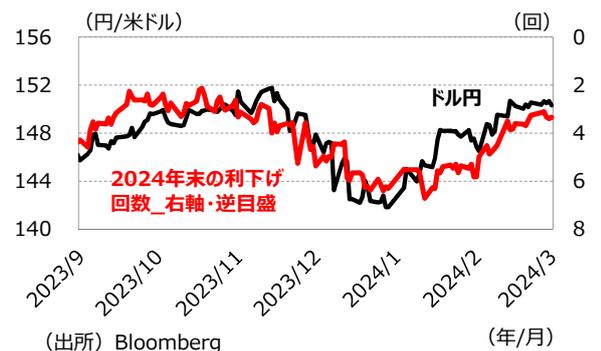
【図表9 為替市場の動向】
2024年1月4日～2024年3月1日、日次



【図表10 OIS金利先物市場が
マイナス金利解除の確率】
3月1日時点



【図表11 FF金利先物市場が
織り込む利下げ回数とドル円】
2023年9月1日～2024年3月1日、日次



(次頁へ続く)

日本経済：コアCPI上昇率は、2022年3月以来の低水準

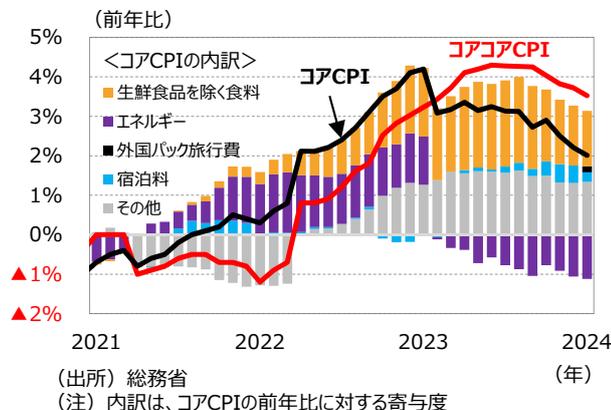
総務省が公表した2024年1月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は前年比+2.0%と、上昇率は2023年12月（同+2.3%）から▲0.3ポイント縮小し2022年3月以来、1年10か月ぶりの低水準となりました（図表12）。なお、事前の予想では前年比+1.9%と、日銀の物価安定目標である2%を割り込むことが見込まれていました。

生鮮食品を除く食料や宿泊料の伸びが縮小したこと、エネルギーの下落幅が拡大したことがコアCPI上昇率を▲0.4ポイント押し下げました（図表13）。一方、新型コロナウイルス感染症流行の影響で料金の調査が困難になったことから、前年比0.0%に据え置かれていた外国パック旅行費が反映されたことが、コアCPIを+0.2ポイント押し上げました。

生鮮食品を除く食料は前年比+5.9%と上昇率が2022年5月（同+9.2%）をピークに縮小傾向にあるほか、前月比では0.0%（12月：▲0.1%）と上昇が一服しており、価格転嫁の動きが落ち着きつつあります。生鮮食品を除く食料のうち、外食（12月：前月比+0.1%→1月：同+0.1%）はプラスを維持している一方で、穀類（12月：前月比▲0.1%→1月：同▲0.3%）や飲料（12月：前月比▲0.3%→1月：同▲0.1%）などは2か月連続で下落しています。

コアCPIを財・サービス別にみると、生鮮食品を除く財は前年比+1.9%と2022年12月（同+7.3%）をピークに伸びは鈍化傾向にある一方、サービス価格は前年比+2.2%まで伸びを高めています（図表14）。先行きについては、昨年並みの高い春闘賃上げ率が実現すれば、賃金との連動性が高いサービス価格は引き続き高い伸びを維持するものの、原材料コストを価格転嫁する動きが徐々に弱まることで財価格の上昇率は鈍化することから、コアCPI上昇率は年末にかけて2%を割り込む水準に低下することが予想されます。

【図表12 コアCPI、コアコアCPIの推移】
2020年1月～2024年1月、月次

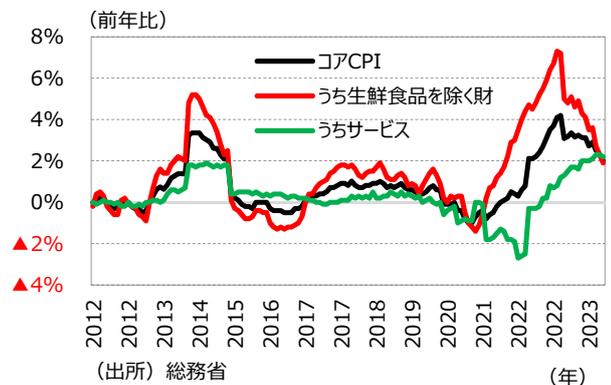


【図表13 主要項目の前年比及び寄与度】
2023年12月～2024年1月、月次

	2023年12月		2024年1月		
	前年比	寄与度	前年比	寄与度	寄与度差
コアCPI	2.3%	-	2.0%	-	▲0.3
生鮮食品を除く食料	6.2%	1.4	5.9%	1.4	0.0
エネルギー	▲11.6%	▲1.0	▲12.1%	▲1.1	▲0.1
電気代	▲20.5%	▲0.9	▲21.1%	▲0.9	0.0
都市ガス代	▲20.6%	▲0.3	▲22.8%	▲0.3	0.0
灯油	3.2%	0.0	4.1%	0.0	0.0
ガソリン	4.5%	0.1	4.7%	0.1	0.0
宿泊料	59.0%	0.4	26.9%	0.2	▲0.2
外国パック旅行費	0.0%	0.0	62.9%	0.2	0.2
その他	-	1.3	-	1.3	0.0

(出所) 総務省

【図表14 財・サービス価格の推移】
2012年1月～2024年1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。

経済産業省が公表した2024年1月の鉱工業生産指数は、前月比▲7.5%と市場予想（前月比▲6.8%）を下回りました（図表15）。生産の低下幅は、世界的な新型コロナウイルス感染拡大に伴う輸出の減少や、サプライチェーン混乱の影響が顕在化した2020年5月（前月比▲16.4%）以来の下落幅となりました。出荷指数は前月比▲8.3%と2か月ぶりの低下、在庫指数は同▲1.8%と2か月連続で低下しました。

業種別では、汎用・業務用機械（前月比▲12.6%）や、品質不正による自動車メーカーの工場停止の影響から自動車（同▲17.8%）が二桁台の落ち込みとなったほか、生産用機械（同▲8.0%）など全15業種のうち14業種で減産となりました。今回の結果を受け、基調判断は従来の「一進一退」から「一進一退ながら弱含み」に下方修正されました。

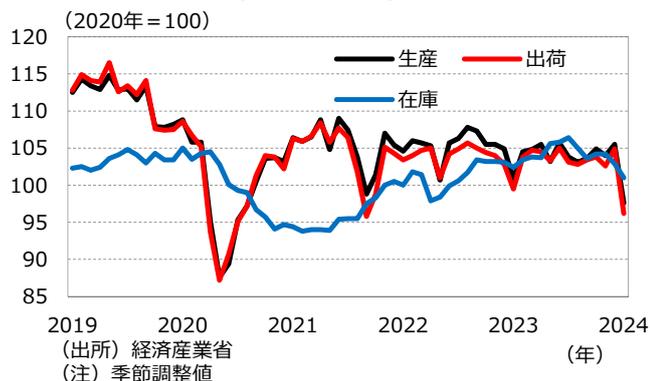
財別の出荷動向をみると、設備投資のうち機械投資の一致指標である資本財出荷指数（除く輸送機械）は2023年10-12月期の前期比+1.3%の後、2024年1月は前月比▲8.7%となりました（図表16）。GDP統計の設備投資は、2023年4-6月期が前期比▲1.4%、7-9月期が同▲0.6%、10-12月期が同▲0.1%と3四半期連続で減少しました（図表17）。日銀短観の設備投資計画は強いものの、資材価格や人件費の高騰、人手不足に起因した進捗の遅れや計画の先送りが設備投資の弱さにつながっているとみられます。

消費財出荷指数のうち、耐久消費財出荷指数は前月比▲12.6%、非耐久消費財出荷指数は同▲0.5%となりました。GDP統計の民間消費は、2023年4-6月期が前期比▲0.7%、7-9月期が同▲0.3%、10-12月期が同▲0.2%と3四半期連続で減少しました。個人消費は、2022年度中は高めの伸びが続いたものの、物価高による実質賃金の減少を主因として、2023年度入り後は弱めの動きが続いています。

生産予測指数は2月が前月比+4.8%、3月が同+2.0%と、能登半島地震や自動車メーカーの認証試験不正問題の影響が和らぐことから、生産は持ち直すことが見込まれています。もっとも、1月の生産指数を2月、3月の予測指数で先延ばしすると、1-3月期は前期比▲3.2%（10-12月期：同+1.3%）となり、2四半期ぶりの減産になることは避けられないと考えられます。

※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。（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。

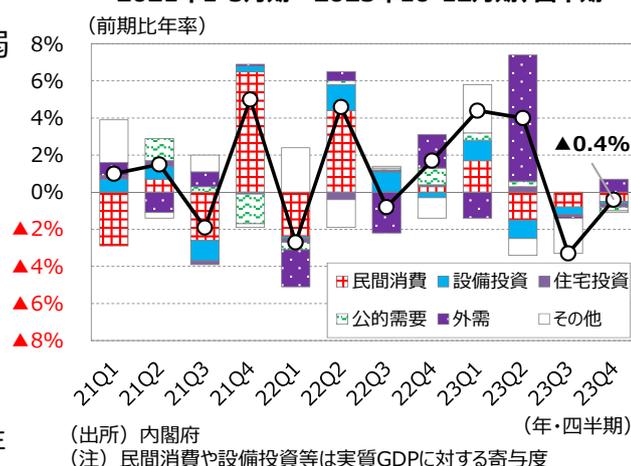
【図表15 鉱工業生産・出荷・在庫指数の推移】
2019年1月～2024年1月、月次



【図表16 財別出荷指数の推移】
2019年1月～2024年1月、月次



【図表17 実質GDP成長率の推移】
2021年1-3月期～2023年10-12月期、四半期



来週は、2月のISM非製造業景況指数や雇用統計などに注目

来週は、米国で公表される2月のISM非製造業景況指数や雇用統計などに注目しています（図表18）。

ISM非製造業景況指数は12月に50.5と、景気拡大・縮小の分かれ目である50割れが視野に入ったものの、1月には53.4へ大きく改善しています（図表19）。内訳では、雇用指数（12月：49→1月：50.2）が50を回復したほか、仕入価格指数（12月：56.7→1月：64）が大幅に上昇し2023年2月以来の高水準となりました。公表元によると、仕入価格指数の急上昇は輸送コストやコモディティ価格、サービス価格の全般的な上昇が主因とみられます。2月のISM非製造業景況指数は1月とほぼ同水準となることが予想されているものの、仕入価格指数がインフレ圧力の根強さを示せば、今後公表されるCPIなどの物価指標が上振れる可能性があるため注意が必要です。

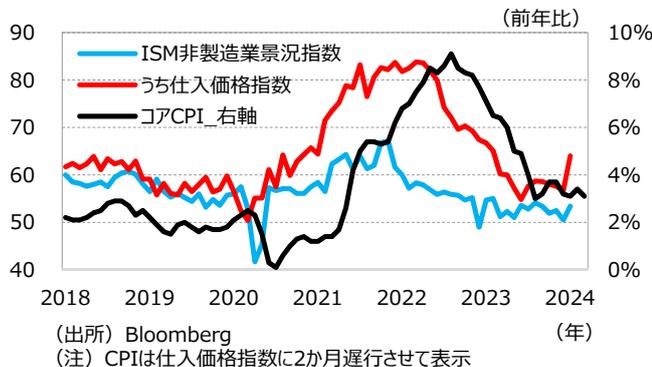
2月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+19万人と、2か月連続で大幅に増加（12月：同+33.3万人、1月：同+35.3万人）した反動もあり、増勢が鈍化することが予想されています（図表20）。

【図表18 来週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
4日(月)	日本	2023年10-12月期法人企業統計調査		
5日(火)	日本	2月東京都都区消費者物価指数(生鮮食品を除く)	前年比+2.5%	同+1.8%
	中国	2月サービス業PMI(財新)	52.9	52.7
	米国	2月ISM非製造業景況指数	52.9	53.4
		2月コンジョイントPMI(確報値)	-	51.4
6日(水)	米国	2月サービス業PMI(確報値)	51.4	51.3
		2月ADP雇用統計	前月差+15.0万人	同+10.7万人
7日(木)	日本	2月JOLTS求人件数	-	902.6万件
		1月現金給与総額(毎月勤労統計)	前年比+1.3%	同+0.8%
	ユーロ圏	中銀預金金利(ECB理事会)	-	4.00%
	米国	新規失業保険申請件数	-	21.5万件
失業保険継続受給者数		-	190.5万人	
8日(金)	日本	2月現状判断DI(景気ウォッチャー調査)	50.5	50.2
		2月先行き判断DI(景気ウォッチャー調査)	52.5	52.5
	米国	2月非農業部門雇用者数(雇用統計)	前月差+19.0万人	同+35.3万人
		2月失業率(雇用統計)	3.7%	3.7%
		2月平均時給(雇用統計)	前月比+0.3%	同+0.6%
		-	前年比+4.5%	

(出所) Bloomberg (注) 1日10時時点のデータ

【図表19 ISM非製造業景況指数とコアCPI】
2021年1月～2024年1月、月次



【図表20 非農業部門雇用者数と平均時給】
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。