

～TMAMマーケットウィークリー（3/4～8）～

東京海上アセットマネジメント  
投信情報部

Topic : 日米金融政策修正を意識した相場展開

- ・ 今週（3月4日～7日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、中国でiPhoneの販売が急減したことが報じられたことなどから半導体株を中心に売りが優勢となり、週前半は軟調に推移しました。その後は、2月のADP雇用統計が市場予想を下回ったことや、パウエルFRB議長の議会証言が想定よりハト派的となったことなどを受け米長期金利が低下したことが支えとなり、7日には最高値を更新しました。
- ・ TOPIX（東証株価指数）は、前週末の米ハイテク株高の流れを引き継ぎ、国内株式市場でもハイテク関連株を中心に買いが優勢となったことなどから、週前半は底堅く推移しました。その後は、一部の政府関係者が早期のマイナス金利解除に容認姿勢を示したとの報道や中川日銀審議員の講演などを受け、日銀が3月にもマイナス金利解除に動く可能性が改めて意識されたことで下げに転じる場面があったものの、週末には前日の米株高を受け上昇に転じ、前週末比では上昇となりました。
- ・ 来週（3月11日～15日）は、米国で公表される2月のCPIや小売売上高などに注目しています。2月の食料品及びエネルギーを除いたコアCPIは、1月の前月比+0.4%から同+0.3%へ伸びが鈍化することが予想されています。もっとも、事前予想を前提とすれば、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+3.9%、+3.7%と物価目標2%の達成にはまだ距離があり、早期の利下げを正当化する結果とはならないと考えられます。

【図表1 金融市場の動向】

|                                 |               | 直近値  |           | 前週末との比較    |         |
|---------------------------------|---------------|------|-----------|------------|---------|
|                                 |               |      |           | 変化率<br>(%) | 変化幅     |
| 株<br>価                          | 日経平均株価（円）     | 3月8日 | 39,688.94 | ▲0.56      | ▲221.88 |
|                                 | TOPIX         |      | 2,726.80  | 0.64       | 17.38   |
|                                 | NYダウ（米ドル）     | 3月7日 | 38,791.35 | ▲0.76      | ▲296.03 |
|                                 | S&P500        |      | 5,157.36  | 0.39       | 20.28   |
|                                 | ユーロ・ストックス50指数 |      | 4,974.22  | 1.62       | 79.36   |
| 1<br>利<br>0<br>回<br>年<br>利<br>率 | 日本（%）         | 3月8日 | 0.74      | —          | 0.02    |
|                                 | 米国（%）         | 3月7日 | 4.08      | —          | ▲0.10   |
|                                 | ドイツ（%）        |      | 2.31      | —          | ▲0.11   |
| 為<br>替                          | ドル円（円/米ドル）    | 3月8日 | 147.86    | ▲1.63      | ▲2.45   |
|                                 | ユーロ円（円/ユーロ）   |      | 161.94    | ▲0.33      | ▲0.53   |

（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       |
|-----------|------|-----------------------------|------------|----------|
| 4日<br>(月) | 日本   | 2023年10-12月期法人企業統計調査        |            |          |
| 5日<br>(火) | 日本   | 2月東京都都区消費者物価指数<br>(生鮮食品を除く) | 前年比+2.5%   | 同+2.5%   |
|           | 中国   | 2月サービス業PMI（財新）              | 52.9       | 52.5     |
|           | 米国   | 2月ISM非製造業景況指数               | 53.0       | 52.6     |
| 6日<br>(水) | 米国   | 2月ADP雇用統計                   | 前月差+15.0万人 | 同+14.0万人 |
|           |      | 2月JOLTS求人件数                 | 885万件      | 886.3万件  |
| 7日<br>(木) | 日本   | 1月現金給与総額<br>(毎月勤労統計)        | 前年比+1.2%   | 同+2.0%   |
|           | ユーロ圏 | 中銀預金金利（ECB理事会）              | 4.00%      | 4.00%    |
|           | 米国   | 新規失業保険申請件数                  | 21.6万件     | 21.7万件   |
| 8日<br>(金) | 日本   | 2月現状判断DI<br>(景気ウォッチャー調査)    | 50.6       | 51.3     |
|           | 米国   | 2月非農業部門雇用者数<br>(雇用統計)       | 前月差+20.0万人 |          |
|           |      | 2月失業率（雇用統計）                 | 3.7%       |          |
|           |      | 2月平均時給（雇用統計）                | 前月比+0.2%   |          |
|           |      |                             | 前年比+4.3%   |          |

（出所）Bloomberg （注）8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）

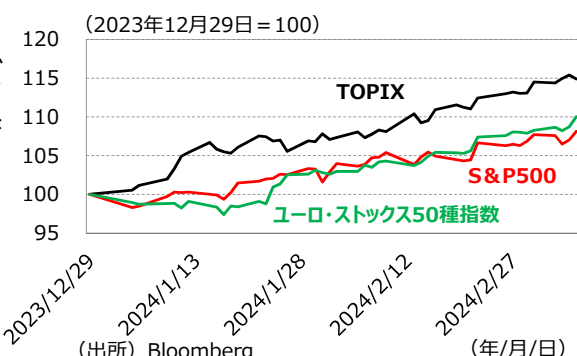
## 米国株式市場：議会証言を無難に通過し、最高値を更新

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比+0.4%の上昇となりました（図表3）。

中国でiPhoneの販売が急減したことや、アドバンスト・マイクロ・デバイセズ（米半導体メーカー）の中国向けAI半導体の輸出が米政府の介入により不許可となったと報じられたことなどから、半導体株を中心に売りが優勢となり、週前半は軟調に推移しました。その後は、2月のADP雇用統計が市場予想を下回ったことや、米下院金融サービス委員会でのパウエルFRB議長の議会証言が想定よりハト派的となったことなどを受け米長期金利が低下したことが支えとなり、7日には最高値を更新しました。

利下げ時期について「年前半」と予想する市場参加者に対して、一部のFRB高官から利下げに前のめりの市場をけん制するタカ派的な発言がみられるなか、パウエルFRB議長は議会証言で利下げ時期について明言を避けました（図表4）。

【図表3 株式市場の動向】  
2023年12月29日～2024年3月7日、日次、現地通貨ベース



【図表4 最近のFRB高官の発言】

| FRB高官                | 発言内容                                                       |
|----------------------|------------------------------------------------------------|
| ホ・スティック<br>アトランタ連銀総裁 | 年内2回の利下げを予想。7-9月期に利下げを開始後、利下げによる経済への影響を見直すため連続の利下げは予想していない |
| メスター<br>クリーブランド連銀総裁  | FRBは年後半に利下げに踏み切る自信を得るだろう。早過ぎる利下げは誤り                        |
| ジェファーソン<br>FRB副議長    | 今年後半から金融引き締めを縮小していくのが適切だ                                   |
| パウエル<br>FRB議長        | 利下げ開始時期は年内のいずれか（そう遠くない）の時点。利下げは経済の行方次第                     |

(出所) 各種報道資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

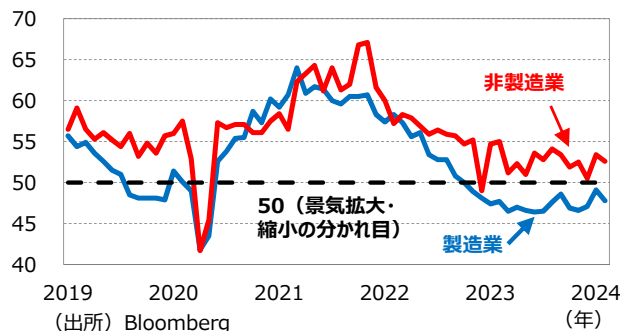
## 米国経済：雇用指標は労働市場の軟化を示唆

全米供給管理協会（ISM）が公表した2024年2月のISM非製造業景況指数は52.6（1月：53.4）と、市場予想（53.0）を下回りました（図表5）。

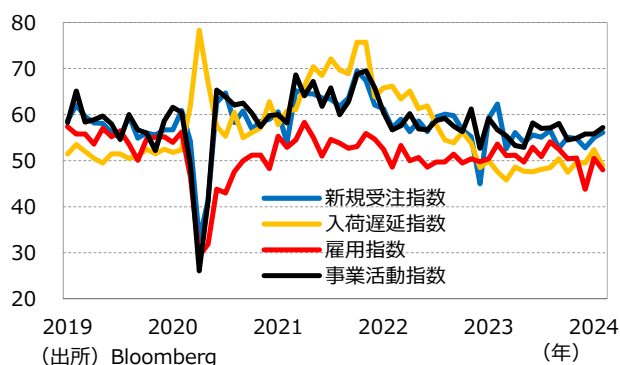
ISM非製造業景況指数の算出に用いられる4指数のうち、新規受注指数（1月：55.0→2月：56.1）や事業活動指数（1月：55.8→2月：57.2）が上昇したものの、入荷遅延指数（1月：52.4→2月：48.9）や雇用指数（1月：50.5→2月：48.0）の低下がISM非製造業景況指数の悪化につながりました（図表6）。

新規受注指数は、60を超えていた2021年から2022年には50台後半へ水準を切り下げ、2023年も緩やかな低下傾向を辿っていたものの、2024年2月は56.1と2023年12月の52.8から反発しています。サービス需要の根強さを反映して新規受注指数こそ足もとで持ち直しているものの、納入までの時間を示す入荷遅延指数

【図表5 ISM景況指数の推移】  
2019年1月～2024年2月、月次



【図表6 ISM非製造業景況指数の構成要素】  
2019年1月～2024年2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。

は2024年1月を除き2023年10月から中立水準（50）割れが続いており、供給制約が緩和された状況を示唆しています。また、その他の調査項目である仕入価格指数は2023年12月の56.7から2024年1月に64.0へ反発した後、2月には58.6へ低下している点を踏まえると、需給ひっ迫によりインフレが再燃するような状況にはないと考えられます（図表7）。

雇用指数は2023年12月に43.8と7か月ぶりに中立水準を下回った後、2024年1月に50.5へ持ち直したものの、2月に48.0へ再び低下しました。1月の雇用統計では非農業部門雇用者数は前月差+35.3万人の高い伸びを示していたものの、今後は雇用指数が示唆する通りに雇用の軟化が進む可能性があります。

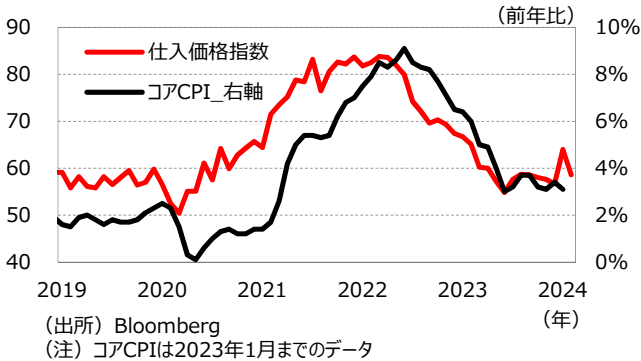
今週公表された2月のISM非製造業景況指数などを反映したGDPNow\*1（アトランタ連銀公表）の試算によると、2024年1-3月期の実質GDPは前期比年率+2.5%と、2月1日時点の同+4.2%から大幅に下方修正されています（図表8）。2月以降、市場予想を下回る経済指標が目立ち始めたことで、1-3月期は高成長となった2023年7-9月期の前期比年率+4.9%、10-12月期の同+3.2%から減速することが予想されています。

\*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

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2月の民間雇用者数は前月差+14.0万人（1月：同+11.1万人）と市場予想の同+15.0万人を下回りました（図表9）。ADP雇用統計における民間雇用者数は1月に比べて加速し、同月の雇用統計の非農業部門雇用者数から大きく乖離しているものの、均せば鈍化傾向にあります。

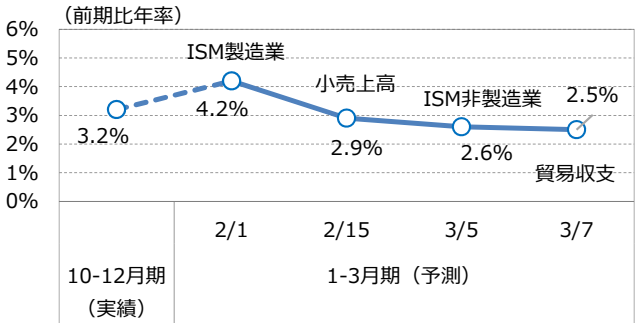
2月の雇用指標は、ISM景況指数や新規失業保険申請件数など低調なものが目立ちました（図表10）。雇用関連指標の弱さを踏まえ、2月の雇用統計では非農業部門雇用者数が前月差+20.0万人と1月（同+35.3万人）から増勢が鈍化することが予想されています（前掲図表2）。

【図表7 仕入価格指数とコアCPI】  
2019年1月～2024年2月、月次



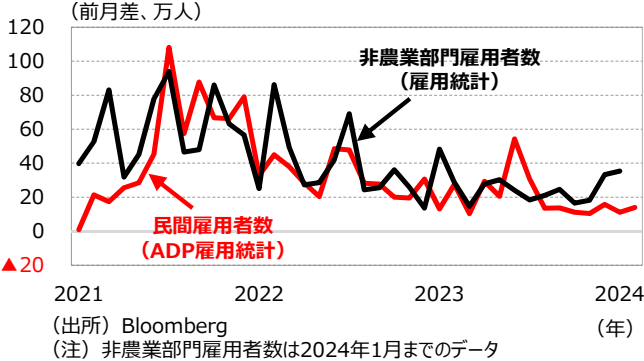
（出所）Bloomberg  
（注）コアCPIは2023年1月までのデータ

【図表8 各種経済指標公表後の1-3月期実質GDP予測の変化（GDPNow）】



（出所）Bloomberg、アトランタ連銀

【図表9 米雇用者数の推移】  
2021年1月～2024年2月、月次



【図表10 雇用関連指標の推移】

|                             | 1月             | 2月       | 変化幅    |
|-----------------------------|----------------|----------|--------|
| ADP雇用統計（民間雇用者数）             | 前月差<br>+11.1万人 | 同+14.0万人 | +2.9万人 |
| ISM製造業景況指数（雇用指数）            | 47.1           | 45.9     | ▲1.2   |
| ISM非製造業景況指数（雇用指数）           | 50.5           | 48.0     | ▲2.5   |
| 新規失業保険申請件数（4週合計）            | 83.4万件         | 85.0万件   | +1.6万件 |
| カンファレンス・ボード消費者信頼感指数（労働市場評価） | 31.7           | 27.8     | ▲3.9   |

（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。  
※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）

また、平均時給は1月の前月比+0.6%から、2月には同+0.2%へ鈍化することが予想されています。寒波に伴う労働時間の減少によって、1月の平均時給は押し上げられていたものの、こうした歪みは2月に解消されるとみられます。

## ユーロ圏経済：ECBは4会合連続で政策金利の据え置きを決定

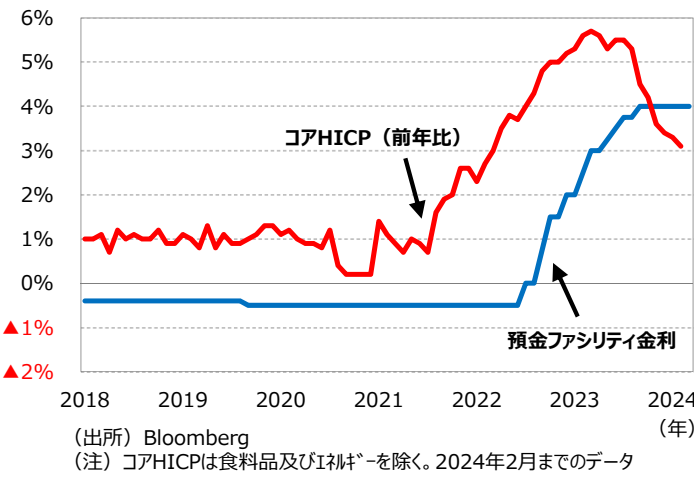
ECBは7日の理事会で、4会合連続で政策金利を据え置くことを決定しました（図表 1 1）。インフレが鈍化傾向にあるものの、賃上げ圧力の高まりもあり金融引き締めを継続する姿勢が示されました。声明文には大きな変更はなかったものの、ラガルドECB総裁はインフレ率が目標に近づいている点を認め、6月会合での利下げの可能性に含みを持たせました。

前回1月の会合からインフレ率が一段と低下するなか、ECBスタッフの経済見通しでは、天然ガスなどのエネルギー価格低下を反映して2024年のインフレ率が修正されました（図表 1 2）。また、雇用者報酬の伸びが全般的に下方修正されたことを受け、2026年までのコアHICP（食料品及びエネルギーを除く）の見通しは下方修正されました。2026年のコアHICPは前年比+2.0%と、目標である2%に達する見通しとなっています。

ラガルドECB総裁は記者会見で、インフレ見通しについて「デysinフレの過程にあり、前進している。賃金の伸びが緩やかになり始めている兆候が出ている」とインフレ基調の鈍化を認めつつも、賃上げ圧力の高まりもあり「目標に近いことを望むが、まだそこには至っていない。HICPは総合でさえも至っていない」と警戒感をにじませました。また、「今回の理事会では利下げについて議論していない」とした上で、「4月会合までにあと少しのデータが入手でき、6月会合までには更なるデータが得られる」と、早ければ6月にも利下げに踏み切る可能性に含みを持たせました。

今回の会合では、賃上げ圧力が根強い中で、ECBが早期の利下げ転換に慎重な姿勢が改めて浮き彫りとなりました。物価の先行きを左右する賃金の動向を見極める上で、1-3月期の妥結賃金の結果が判明した後の6月会合で、利下げに踏み切るかが今後の焦点となります。

【図表 1 1 預金ファシリティ金利とコアHICP】  
2018年1月～2024年3月、月次



【図表 1 2 ECBスタッフの経済見通し】

|                |     | 2023年  | 2024年  | 2025年  | 2026年  |        |
|----------------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 実質GDP<br>(前年比) | 3月  | 0.5% ↓ | 0.6% ↓ | 1.5%   | 1.6% ↑ |        |
|                | 12月 | 0.6%   | 0.8%   | 1.5%   | 1.5%   |        |
| HICP<br>(前年比)  | 総合  | 3月     | 5.4%   | 2.3% ↓ | 2.0% ↓ | 1.9%   |
|                |     | 12月    | 5.4%   | 2.7%   | 2.1%   | 1.9%   |
|                | コア  | 3月     | 4.9% ↓ | 2.6% ↓ | 2.1% ↓ | 2.0% ↓ |
|                |     | 12月    | 5.0%   | 2.7%   | 2.3%   | 2.1%   |
| 失業率            | 3月  | 6.5%   | 6.7% ↑ | 6.6% ↑ | 6.6% ↑ |        |
|                | 12月 | 6.5%   | 6.6%   | 6.5%   | 6.4%   |        |
| 雇用者報酬          | 3月  | 5.3%   | 4.5% ↓ | 3.6% ↓ | 3.0% ↓ |        |
|                | 12月 | 5.3%   | 4.6%   | 3.8%   | 3.3%   |        |

（出所）ECB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）太字は12月からの変更箇所

※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：円高急進も上昇基調を維持

TOPIX（東証株価指数）は、前週末比+0.6%の上昇となりました（前掲図表3）。

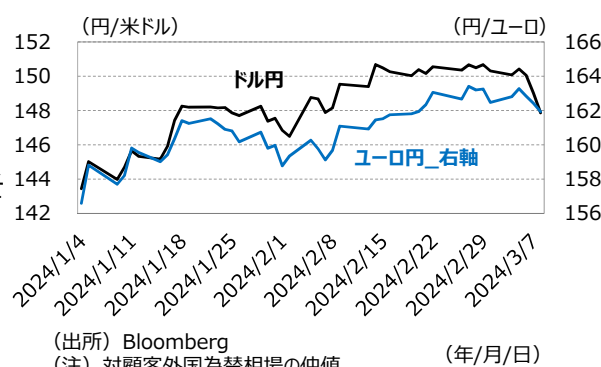
前週末の米ハイテク株高の流れを引き継ぎ、国内株式市場でもハイテク関連株を中心に買いが優勢となったことに加え、資本効率の改善を背景とした株価の先高観を支えに、週前半は底堅く推移しました。その後は、「日銀の3月か4月のマイナス金利解除、一部の政府関係者が容認姿勢」（Bloomberg）との報道や、中川日銀審議員が「（2%物価目標の実現に向けて）着実に歩を進めている」などと

発言したことを受け、日銀が3月にもマイナス金利解除に動く可能性が改めて意識されたことで下げに転じる場面があったものの、週末には前日の米株高を受け上昇に転じ、前週末比では上昇となりました。

為替市場では、2月のISM非製造業景況指数やADP雇用統計などが市場予想を下回ったことや、パウエルFRB議長が年内利下げの可能性を示唆したことなどから米長期金利が低下し、日米金利差の縮小を意識した円買い・米ドル売りが優勢となりました。また、一部報道や日銀審議員の発言を受け、日銀が3月会合でマイナス金利解除に動くとの思惑が広がったことも円買い・米ドル売りを誘い、8日には1米ドル=147.86円と、1日（150.31円）に比べ円高米ドル安となりました（図表13）。

【図表13 為替市場の動向】

2024年1月4日～2024年3月8日、日次

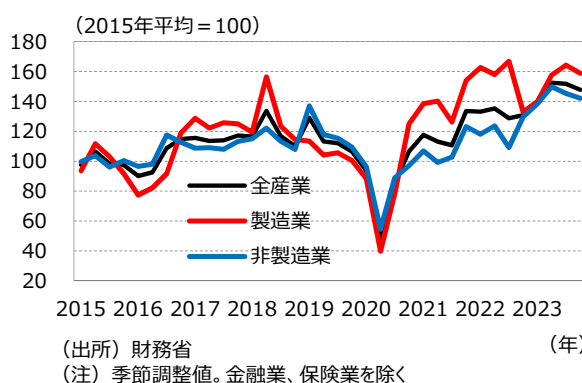


## 日本経済：2023年10-12月期の実質GDP（2次速報値）は上方修正の公算

財務省が公表した2023年10-12月期の法人企業統計によると、全規模・全産業（金融業、保険業を除く）の売上高は前年比+4.2%（7-9月期：同+5.0%）、経常利益が前年比+13.0%（7-9月期：同+20.1%）となりました（後掲図表15）。売上高、経常利益ともに4四半期連続で増収増益となり、経常利益は2桁台の高い伸びが続いています。もっとも、経常利益を季節調整値でみると、前期比▲2.6%（7-9月期：同▲0.5%）と2四半期連続のマイナスとなり、企業業績は4-6月期をピークに頭打ち感がみられます（図表14）。

【図表14 経常利益の推移】

2015年1-3月～2023年10-12月期、四半期



経常利益を業種別にみると、製造業が前年比+19.9%、非製造業が同+9.5%となりました。製造業は高い伸びとなったものの、前年同時期である2023年10-12月期（前年比▲15.7%）が大幅な落ち込みとなった裏の影響が出たため、見た目ほど良好な結果とは言えません。季節調整値では前期比▲3.4%と4四半期ぶりのマイナスに転じており、製造業の業績回復に一服感がみられます。世界的な金融引き締めや中国経済の停滞により生産や輸出が下押しされるなど、製造業の業績は海外景気に左右される状況が続いています。

（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。

製造業の経常利益の内訳をみると、輸送用機械が前年比+80.7%と大幅なプラスとなりました。自動車部品等の供給制約が解消したことで輸出や生産が回復したことが影響したとみられます。一方で、情報通信機械（前年比▲37.6%）や電気機械（同▲29.5%）などが、輸送用機械以外の業種で減少しました。

非製造業の経常利益は、前年比プラスが継続しているものの、前期から伸びは縮小しています。季節調整値では前期比▲2.2%（7-9月期：同▲3.0%）と2四半期連続のマイナスとなり、非製造業の業績に頭打ち感がみられます。非製造業の経常利益の内訳をみると、国内の個人消費低迷などを受け、運輸業、郵便業（前年比▲38.5%）や卸売業、小売業（同▲6.2%）などが減少に転じています。このように、10-12月期は製造業、非製造業ともに業績の回復ペースは鈍化しつつあります。

【図表 1 5 主要項目の前年比の推移】  
2021年1-3月期～2023年10-12月期、四半期

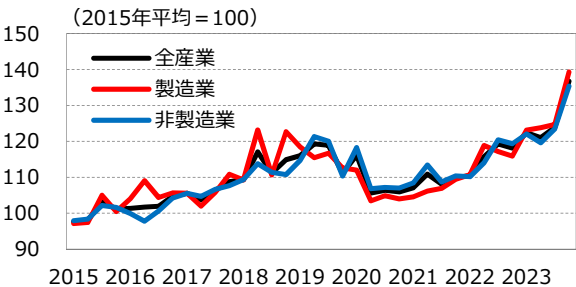
|       |         | 売上高   |       |       | 経常利益  |        |       | 設備投資  |       |       |
|-------|---------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
|       |         | 全産業   | 製造業   | 非製造業  | 全産業   | 製造業    | 非製造業  | 全産業   | 製造業   | 非製造業  |
| 2021年 | 1-3月期   | ▲3.0% | ▲1.4% | ▲3.6% | 26.0% | 63.2%  | 10.9% | ▲7.8% | ▲6.4% | ▲8.5% |
|       | 4-6月期   | 10.4% | 20.1% | 6.8%  | 93.9% | 159.4% | 64.2% | 5.3%  | 4.0%  | 5.9%  |
|       | 7-9月期   | 4.6%  | 9.7%  | 2.6%  | 35.1% | 71.0%  | 17.0% | 1.2%  | 0.9%  | 1.4%  |
|       | 10-12月期 | 5.7%  | 9.2%  | 4.3%  | 24.7% | 22.1%  | 26.4% | 4.3%  | 5.1%  | 3.8%  |
| 2022年 | 1-3月期   | 7.9%  | 9.0%  | 7.5%  | 13.7% | 18.4%  | 10.9% | 3.0%  | 5.9%  | 1.6%  |
|       | 4-6月期   | 7.2%  | 6.1%  | 7.6%  | 17.6% | 11.7%  | 21.9% | 4.6%  | 13.7% | ▲0.0% |
|       | 7-9月期   | 8.3%  | 12.1% | 6.7%  | 18.3% | 35.4%  | 5.6%  | 9.8%  | 8.2%  | 10.7% |
|       | 10-12月期 | 6.1%  | 9.2%  | 4.9%  | ▲2.8% | ▲15.7% | 5.2%  | 7.7%  | 6.0%  | 8.6%  |
| 2023年 | 1-3月期   | 5.0%  | 2.3%  | 6.1%  | 4.3%  | ▲15.7% | 17.2% | 11.0% | 11.3% | 10.8% |
|       | 4-6月期   | 5.8%  | 7.6%  | 5.0%  | 11.6% | 0.4%   | 19.0% | 4.5%  | 4.9%  | 4.4%  |
|       | 7-9月期   | 5.0%  | 3.5%  | 5.6%  | 20.1% | ▲0.9%  | 40.0% | 3.4%  | 5.5%  | 2.2%  |
|       | 10-12月期 | 4.2%  | 3.2%  | 4.6%  | 13.0% | 19.9%  | 9.5%  | 16.4% | 20.6% | 14.2% |

（出所）財務省  
（注）設備投資はソフトウェアを含む

先行きについては、製造業は世界的な財需要の低迷により、業績回復をけん引してきた輸送用機械の輸出や生産も下押しされることが見込まれます。また、国内に目を転じれば、一部自動車メーカーの認証試験不正や能登半島地震の影響で1月の生産（前月比▲7.5%）は大きく落ち込んでおり、2024年1-3月期の業績は一時的に悪化することが予想されます。非製造業の業績は個人消費の低迷が逆風となることから、引き続き力強さに欠ける状況が続くとみられます。春闘では昨年並みの高い賃上げ率が実現するものの、当面は物価高により実質賃金がマイナス圏で推移し個人消費の本格的な回復には時間を要することから、非製造業の業績が大幅に改善することは見込みにくいと考えられます。

全産業・全規模の設備投資（金融業、保険業を除く）は前年比+16.4%となりました（図表 1 5）。業種別では、製造業が前年比+20.6%（7-9月期：同+5.5%）、非製造業が前年比+14.2%（7-9月期：同+2.2%）と伸びを高めました。季節調整値でみても、製造業が前期比+11.7%（7-9月期：同+0.7%）、非製造業が前期比+9.6%（7-9月期：同+3.2%）といずれも増加基調を維持しています（図表 1 6）。

【図表 1 6 ソフトウェアを含む設備投資の推移】  
2015年1-3月期～2023年10-12月期、四半期



（出所）財務省  
（注）季節調整値。金融業、保険業を除く

※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）

製造業の設備投資の内訳をみると、業績の回復が続いた輸送用機械（前年比+30.2%）に加え、設備投資の原資である経常利益がマイナスとなった情報通信機械（同+65.8%）や業務用機械（同+20.4%）なども増加しました。非製造業については、物品賃貸業（前年比+42.5%）や情報通信業（同+39.8%）などが高い伸びを示しました。非製造業においても、ようやく設備投資に力強さが見られ始めたことは好材料と言えます。特に、労働集約的な非製造業では、人手不足の深刻化に対する懸念が省力化・効率化投資につながったと推察されます。

先行きについては、人手不足への対応や国内におけるサービス業の業績回復を背景に、非製造業の設備投資は緩やかな増加を続ける一方で、製造業については輸出や生産の減速を受け、非製造業と比べ伸び悩むことが予想されます。設備投資全体では増加が継続するものの、そのペースは緩慢なものにとどまるとみられます。

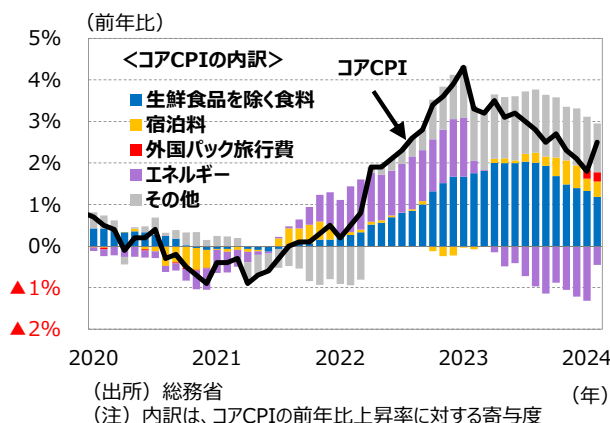
なお、10-12月期の設備投資が強めの結果となったことを受け、3月11日公表予定の「10-12月期四半期別GDP（2次速報値）」では実質設備投資が速報値の前期比▲0.3%から大幅に上方修正されることが見込まれます。この結果、10-12月期の実質GDPは速報値の前期比年率▲0.4%から同+1.1%へ上方修正され（後掲図表22）、2四半期ぶりのプラス成長に回帰することが予想されています。

総務省が公表した2024年2月の東京都区部消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前月比+2.5%と、1月（同+1.8%）から伸びが拡大しました（図表17）。これは、昨年2月からの電気・ガス代負担軽減策による前年比での下押しが1年経過することで剥落したことによるものです。エネルギーのコアCPI前年比上昇率に対する寄与度（1月：▲1.3%→2月：▲0.4%）が縮小した分（寄与度差：+0.82%）で、コアCPIの上振れをほぼ説明できます。

2月の食料（生鮮食品を除く）は前年比+5.0%（寄与度：+1.13%）と、1月の同+5.7%（寄与度：+1.27%）から伸びが鈍化しました（寄与度差：▲0.14%）。昨年と比較して値上げペースが落ち着きつつあることから、前年比上昇率は鈍化しています。食料（生鮮食品を除く）は伸びがピークとなった2023年7月（前年比寄与度：+2.03%）と比べて、コアCPIに対する寄与度は▲0.85%縮小しています。先行きについては、川上（輸入物価）からの物価上昇圧力が減退していることで、食料（生鮮食品を除く）は前年比の伸びを縮小することが予想されます（図表18）。

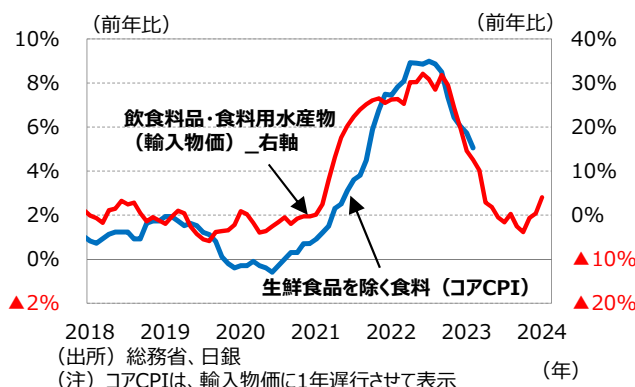
【図表17 東京都区部コアCPI（品目別）の推移】

2020年1月～2024年2月、月次



【図表18 食料関連の推移】

2018年1月～2024年2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)

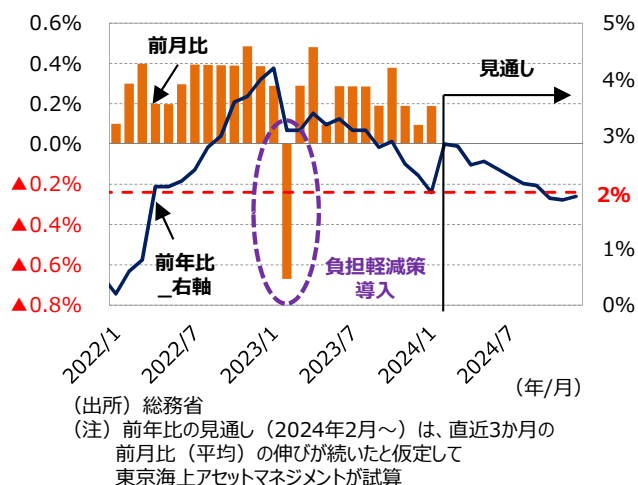


今回の結果を踏まえると、3月22日に公表される2月の全国コアCPIは、1月の前年比+2.0%から同+3%近くまで伸びを高めることが予想されます。これは東京都区部と同様に、電気・ガス代負担軽減策（2023年2月～）の前年比での下押しが剥落することによるものです。もっとも、全国コアCPIを前月比で見れば、物価の基調は鈍化傾向にあることに変わりはなく、前年比の伸びは3月以降に縮小することが予想されます（図表19）。今年の春闘賃上げ率を反映してサービス価格の上昇が継続することや、電気・ガス代負担軽減策の縮小が見込まれることが物価の押し上げ要因となるものの、川上からの物価上昇圧力が減退していることで食料を中心に伸び鈍化が鮮明となることから、コアCPIは年後半に日銀の物価安定目標である2%を下回る可能性があります。

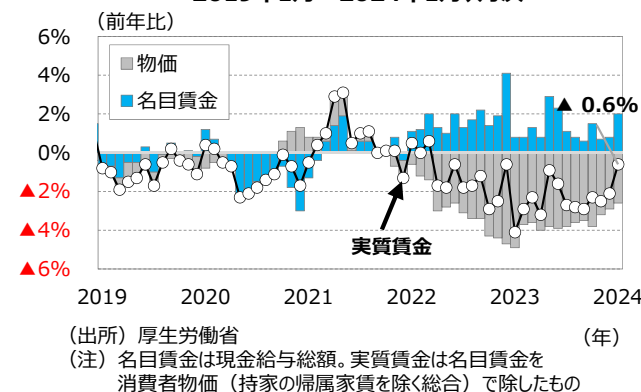
厚生労働省が公表した2024年1月の毎月勤労統計によると、現金給与総額（以下、名目賃金）は前年比+2.0%と、12月（同+0.8%）から伸びが拡大しました（図表20）。内訳では、所定内給与（基本給）は前年比+1.4%（12月：同+1.4%）と9か月連続で1%台の伸びを維持しているほか、ボーナスなどの特別に支払われた給与が前年比+16.2%（12月：同0.5%）と大幅な増加となりました。名目賃金のうち、所定内給与について公表値と共通事業所ベースを比較すると、足もとでは昨年の春闘賃上げ率（ベースアップ（連合集計）：2.12%）を反映して共通事業所ベースが2%台を維持しているほか、公表値も前年比+1.4%と高い伸びを示しています（図表21）。

植田日銀総裁はかねてより、「2%の物価目標を持続的に達成するためには賃金の伸びが2%をやや上回る必要がある」とした上で、「マイナス金利の解除など政策変更の判断材料について、春闘の賃上げ動向が大きなポイント」との認識を示しています。昨年を上回る賃上げ率が実現すれば、所定内給与の伸びは2%を上回ることになり、日銀は3月もしくは4月にもマイナス金利解除に踏み切ると予想されます。マイナス金利解除の時期を見極める上で、春闘の集中回答日（3/15）に注目が集まります。

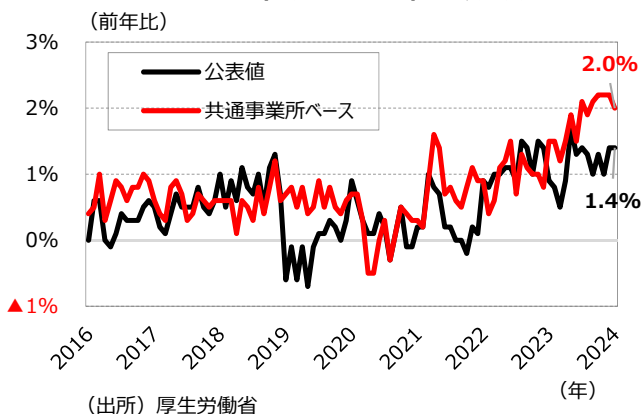
【図表19 全国コアCPIの見通し  
（簡易的なシミュレーション）】  
2022年1月～2024年2月、月次



【図表20 賃金の推移】  
2019年1月～2024年1月、月次



【図表21 所定内給与の推移】  
2016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。（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、米国で公表される2月のCPIや小売売上高などに注目

来週は、米国で公表される2月の消費者物価指数（CPI）や小売売上高などに注目しています（図表2-2）。

2月の食料品及びエネルギーを除いたコアCPIは前年比で1月の+3.9%から同+3.7%、前月比では1月の+0.4%から+0.3%へ伸びが鈍化することが予想されています（コアCPIの前月比伸び率の推移は図表2-3参照）。もっとも、事前予想（前月比+0.3%）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+3.9%、+3.7%と物価目標2%の達成にはまだ距離があり、早期の利下げを正当化する結果とはならないと考えられます。

2月の小売売上高は年末商戦の反動などから大幅なマイナスとなった1月の前月比▲0.8%から+0.8%へ反発することが予想されています。過剰貯蓄の取り崩しが進んでいるほか、高金利や金融機関の貸出態度の厳格化に伴い、クレジットカードの延滞率が上昇する中でも、2月の個人消費は底堅さを維持するとみられます（小売売上高の推移は図表2-4参照）。

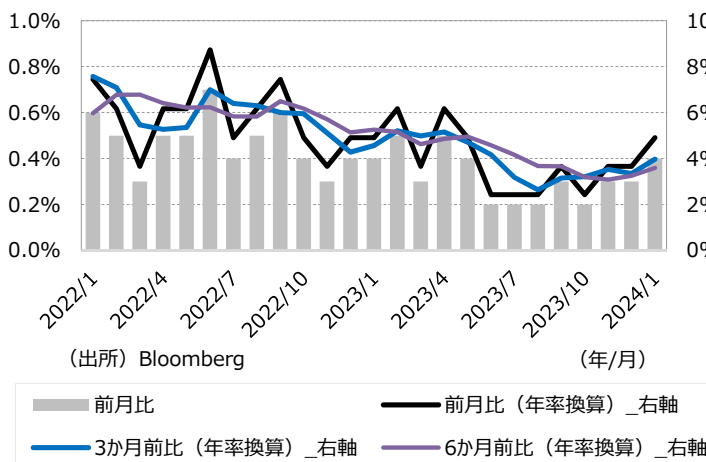
【図表2-2 来週の主要経済指標】

| 公表日        | 国・地域 | 経済指標                         | 予想         | 前回        |
|------------|------|------------------------------|------------|-----------|
| 11日<br>(月) | 日本   | 2023年10-12月期実質GDP<br>(2次速報値) | 前期比年率+1.1% | 同▲0.4%    |
|            |      | 2月工作機械受注                     | —          | 前年比▲14.0% |
| 12日<br>(火) | 日本   | 2月国内企業物価指数                   | 前月比+0.1%   | 同0.0%     |
|            |      |                              | 前年比+0.6%   | 同+0.2%    |
|            | 米国   | 2月消費者物価指数                    | 前月比+0.4%   | 同+0.3%    |
|            |      |                              | 前年比+3.1%   | 同+3.1%    |
| 13日<br>(水) | 米国   | 2月消費者物価指数<br>(食料品及びエネルギーを除く) | 前月比+0.3%   | 同+0.4%    |
|            |      |                              | 前年比+3.7%   | 同+3.9%    |
| 14日<br>(木) | 米国   | MBA住宅ローン申請指数                 | —          | 前週比+9.7%  |
| 15日<br>(金) | 米国   | 2月小売売上高                      | 前月比+0.8%   | 同▲0.8%    |
|            |      | 2月卸売物価指数                     | 前月比+0.3%   | 同+0.3%    |
|            |      | 2月卸売物価指数<br>(食料品及びエネルギーを除く)  | 前月比+0.2%   | 同+0.5%    |
|            |      | 新規失業保険申請件数                   | —          | 21.7万件    |
|            |      | 失業保険継続受給者数                   | —          | 190.6万人   |
|            |      | 3月NY連銀製造業景気指数                | ▲8.0       | ▲2.4      |
|            |      | 2月鉱工業生産                      | 前月比0.0%    | 同▲0.1%    |
| 15日<br>(金) | 米国   | 2月設備稼働率                      | 78.4%      | 78.5%     |
|            |      | 3月ミシガン大学消費者マインド              | 77.0       | 76.9      |
|            |      | 3月ミシガン大学1年期待インフレ率            | —          | 3.0%      |

(出所) Bloomberg (注) 8日10時時点のデータ

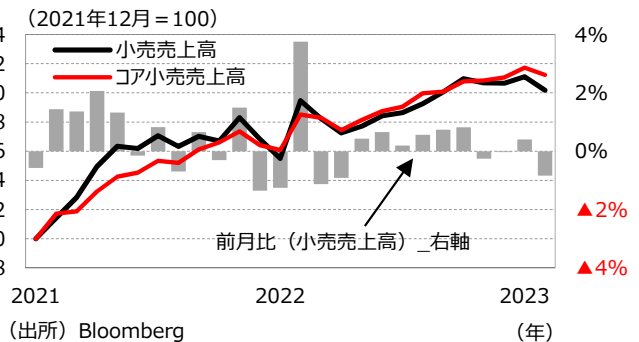
【図表2-3 米コアCPIの基調的な動き】

2022年1月～2024年1月、月次



【図表2-4 米小売売上高の推移】

2021年12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。