

## ～TMAMマーケットウィークリー（3/11～15）～

東京海上アセットマネジメント  
投信情報部

### Topic : 日銀によるマイナス金利解除への思惑から、日本株は調整

- 今週（3月11日～14日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、2月のCPIが1月に続きインフレ圧力の根強さを示したことを受け米長期金利が上昇したことが重石となったものの、ハイテク株を中心に買い戻しの動きが広がり、週前半は底堅く推移しました。その後は、市場予想対比で2月のPPIが上振れたことなどから、米長期金利が一段と上昇したことで下落に転じたものの、前週末比では上昇となりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、前週に公表された2月米雇用統計で労働市場の減速が示されたことや、日銀金融政策決定会合を来週に控え、持ち高調整の円買いにより円高基調となったことで、週前半は軟調に推移しました。その後も、半導体関連株を中心に売りが優勢となったことや春闘で高い賃上げの回答が相次ぎ、日銀によるマイナス金利解除観測が高まったことなどから上値の重い展開が続き、前週末比では下落となりました。
- 来週（3月18日～22日）は、日米金融政策の動向に注目しています。春闘の回答集計結果（第一回）が昨年を大きく上回れば、「賃金と物価の好循環」が実現する確度が高まったとして、日銀は18、19日に開催する金融政策決定会合でマイナス金利を含めた政策修正に踏み切る可能性があります。19、20日に開催されるFOMCでは、経済が底堅さを維持しインフレ率が緩やかな減速にとどまる中で、年内の利下げ見通しが従来の3回から2回へ引き下げられるかが最大の焦点となります。

【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)	3月15日	38,707.64	▲2.47	▲981.30
	TOPIX		2,670.80	▲2.05	▲56.00
	NYダウ (米ドル)	3月14日	38,905.66	0.47	182.97
	S&P500		5,150.48	0.52	26.79
	ユーロ・ストックス50指数		4,993.12	0.65	32.01
1 利 0 年 期 国 債	日本 (%)	3月15日	0.79	-	0.05
	米国 (%)	3月14日	4.29	-	0.22
	ドイツ (%)		2.43	-	0.16
為 替	ドル円 (円/米ドル)	3月15日	148.59	0.49	0.73
	ユーロ円 (円/ユーロ)		161.68	▲0.16	▲0.26

(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
11日 (月)	日本	2023年10-12月期実質GDP (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▲8.0%
12日 (火)	日本	2月国内企業物価指数	前月比+0.1%	同+0.2%
	米国	2月消費者物価指数 (食品及びエネルギーを除く)	前月比+0.3%	同+0.4%
14日 (木)	米国	2月小売売上高	前月比+0.8%	同+0.6%
		2月卸売物価指数	前月比+0.3%	同+0.6%
	2月卸売物価指数 (食品及びエネルギーを除く)	前月比+0.2%	同+0.3%	
	新規失業保険申請件数	21.8万件	20.9万件	
	3月NY連銀製造業景気指数	▲7.0		
15日 (金)	米国	2月鉱工業生産	前月比0.0%	
		3月ミシガン大学消費者マインド	77.1	

(出所) Bloomberg (注) 15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。

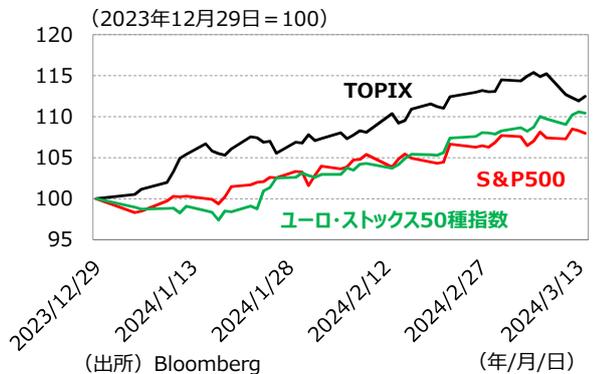
(次頁へ続く)

## 米国株式市場：金利が上昇も反発

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比+0.5%の上昇となりました（図表3）。

週前半は2月のCPI（消費者物価指数）が1月に続き、インフレ圧力の根強さを示したことを受け米長期金利が上昇したことが重石となったものの、ハイテク株を中心に買い戻しの動きが広がり、底堅く推移しました。その後は、市場予想対比で2月のPPI（卸売物価指数）が上振れたことや新規失業保険申請件数が減少したことなどから、米長期金利が一段と上昇したことで下落に転じたものの、前週末比では上昇となりました。

【図表3 株式市場の動向】  
2023年12月29日～2024年3月14日、日次、現地通貨ベース



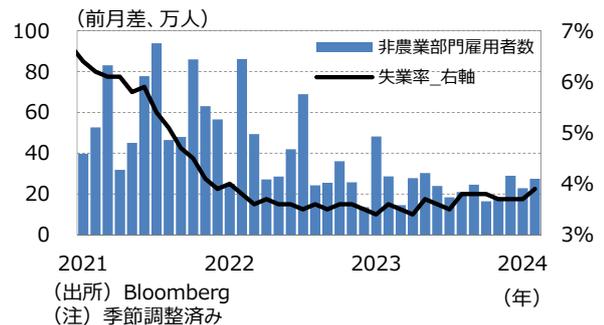
## 米国経済：雇用統計は労働市場の緩やかな減速を示唆

米労働省が公表した2024年2月の雇用統計によると、非農業部門雇用者数（事業所調査、季節調整済み）は前月差+27.5万人と市場予想（同+20.0万人）を上回りました（図表4）。2023年12月、2024年1月の2か月間で▲16.7万人の大幅な下方修正となったものの、3か月平均（12月・1月・2月）は+26.5万人と高水準を維持しており、堅調な労働市場を示唆する内容となりました。2月の雇用増（前月差+27.5万人）の内訳をみると、これまで雇用増をけん引してきたヘルスケア（前月差+9.1万人）や政府部門（同+5.2万人）以外の業種でも同+13.2万人の雇用増となりました。

失業率（家計調査）は3.9%と1月（3.7%）から大幅に上昇し、2022年1月の4.0%以来の高水準になりました（市場予想：3.7%）。2月は家計調査における雇用者数（前月差▲18.4万人）が減少する一方で、失業者（前月差+33.4万人）が増加したことが失業率を押し上げました。

平均時給（事業所調査）は前月比+0.1%と、1月（+0.5%）から大きく伸びが縮小しました（図表5）。これは、週平均労働時間が34.3時間と悪天候により減少していた1月（34.2時間）から増加したことによるものであり、特に懸念する必要はないと考えられます。3か月前比年率（1月：+5.0%→2月：+4.0%）や前年比（1月：+4.4%→2月：同+4.3%）は4%近傍で高い伸びを示しています。

【図表4 非農業部門雇用者数と失業率】  
2021年1月～2024年2月、月次



【図表5 平均時給の推移】  
2021年1月～2024年2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。

2月は事業所調査（非農業部門雇用者数、平均時給）が良好となる一方で、家計調査（失業率）は軟調となるなど強弱まちまちながらも、全体としては労働市場が緩やかに減速していることが示されました。新規失業保険申請件数が低位にとどまっていること（図表6）などを踏まえると、労働市場が急激に悪化する可能性は低いと考えられます。

米労働省が公表した2024年2月のCPIは前年比+3.2%と1月と同水準になるとの市場予想（同+3.1%）から上振れたほか、変動の大きい食料品とエネルギーを除くコアCPIも前年比+3.8%（1月：+3.9%）と市場予想（同+3.7%）を上回るなど、1月に続きインフレ圧力の根強さが示されました。

コアCPIは前月比で+0.36%と、1月（0.39%）から鈍化しました（図表7）。もっとも、基調的なモメンタムを示す3か月前比年率値では+4.18%（1月：+3.97%）、6か月前比年率では+3.85%（1月：+3.59%）と小幅ながら伸びが加速しています。

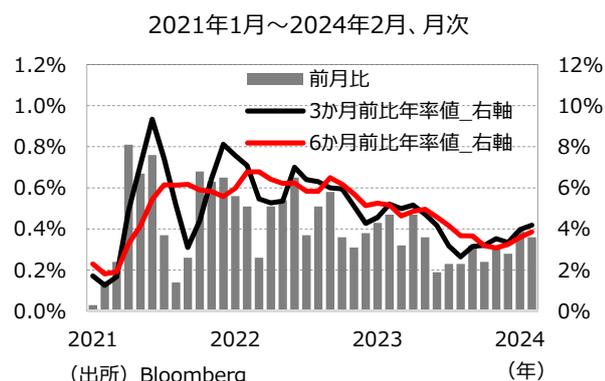
コアCPIの内訳をみると、コア財は前月比+0.11%と9か月ぶりに上昇に転じました（図表8）。家庭用品（前月比▲0.31%）や新車（同▲0.10%）、娯楽用品（同▲0.20%）などが下落したものの、衣料品（前月比+0.55%）や中古車（同+0.52%）などがコア財の上昇をけん引しました。中古車など一部の品目では、サプライチェーンの改善といった供給制約緩和による物価下押し圧力が一巡しつつあることが示されました。

コアサービスは前月比+0.46%と、1月（同+0.66%）から伸びが縮小しました。航空運賃（1月：前月比+1.40%→2月：同+3.57%）など一部でインフレ加速がみられたものの、1月に加速した帰属家賃（1月：前月比+0.56%→2月：同+0.44%）やパウエルFRB議長が重視するスーパーコア（1月：前月比+0.85%→2月：+0.47%）が反転したことはインフレ抑制に前向きな動きと言えます（図表9）。2月は1月に確認されたサービスインフレが懸念されていたほど根強くないことが示されました。

【図表6 新規失業保険申請件数の推移】



【図表7 コアCPIのモメンタムを示す指標】



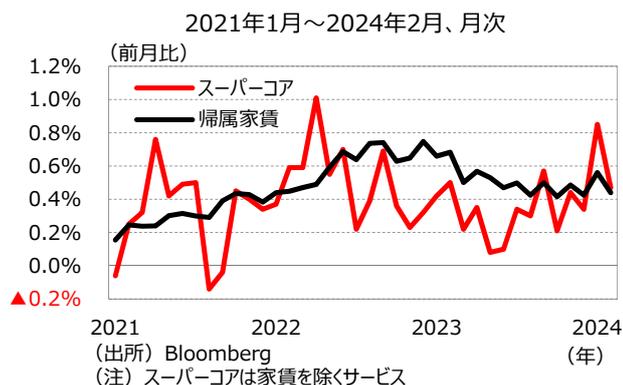
【図表8 コアCPI（前月比）の内訳】

2023年12月～2024年2月、月次  
(前月比)

	24年2月	24年1月	23年12月
コアCPI	0.36%	0.39%	0.28%
コア財	0.11%	▲0.32%	▲0.06%
家庭用品	▲0.31%	▲0.13%	▲0.32%
衣料品	0.55%	▲0.70%	▲0.00%
娯楽用品	▲0.20%	0.77%	▲0.54%
新車	▲0.10%	▲0.04%	0.18%
中古車	0.52%	▲3.37%	0.59%
コアサービス	0.46%	0.66%	0.38%
スーパーコア	0.47%	0.85%	0.34%
家賃	0.42%	0.60%	0.41%
帰属家賃	0.44%	0.56%	0.42%
宿泊料	0.15%	1.78%	0.15%
航空運賃	3.57%	1.40%	0.86%

(出所) Bloomberg  
(注) スーパーコアは家賃を除くサービス

【図表9 帰属家賃とスーパーコアの推移】



※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)

2月のCPIは1月に続き高い伸びを示し、FRBが利下げに慎重な姿勢を示していることを正当化する結果となりました。もっとも、2月のデータは変動しやすい中古車や航空運賃などの上昇によって支えられている一方で、1月に加速した帰属家賃やスーパーコアに反転の動きがみられたことから、現状では1月のCPIで確認されたインフレ加速は一時的なものであった可能性が高いと考えられます。

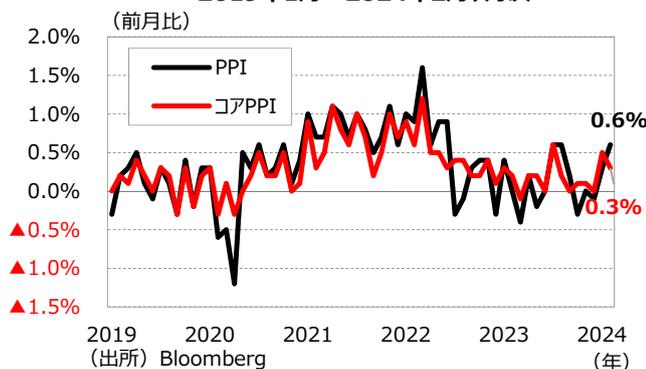
米労働省が公表した2024年2月のPPI（卸売物価指数）は前月比+0.6%と、1月及び市場予想（同+0.3%）を大きく上回りました（図表10）。食料品及びエネルギーを除くコアPPIも前月比+0.3%（1月：同+0.5%）と、市場予想の同+0.2%を上回りました。

金融政策上、より重要な観点として今回の結果がPCEデフレーター（3/29公表予定）の推計にどのような影響を与えるかが重要となります。事前の予想では、2月のPCEコアデフレーター（3/29公表予定）は前月比+0.3%と1月（同+0.4%、図表11）と同様、高い伸びを示すことが予想されています。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+3.5%（1月：+2.6%）、+2.9%（1月：+2.5%）と物価目標である2%超えが続く計算になります。

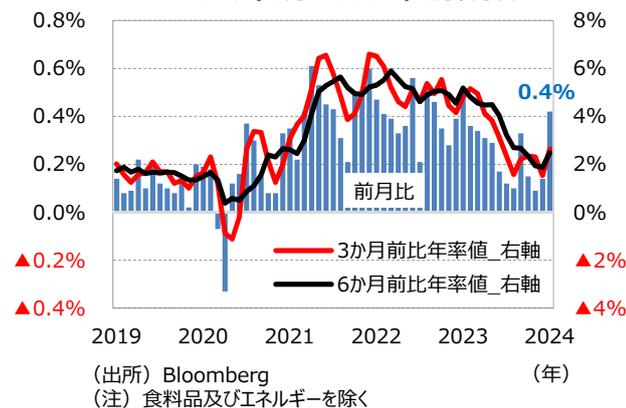
今回のPPIはヘッドライン、コアともに予想対比で上振れたことで、年内の政策金利見通しが一段と上方修正されています。市場が織り込む6月FOMCでの利下げ確率は前週末（8日）の92%程度から66%程度まで低下し、年末の政策金利予想も4.57%とドットチャート（12月時点）が示す4.625%へ近づきつつあります（図表12）。

パウエルFRB議長は先週の議会証言で、「政策金利は今回の引き締めサイクルにおけるピークに達している可能性が高い」とした上で、「経済が想定通りに進展すれば年内のある時点で利下げを開始するのが適切になるだろう」と述べました。来週のFOMCでは足もとのインフレ動向を受け、年末の政策金利予想が前回（12月）から上方修正されるか、パウエルFRB議長がタカ派姿勢に傾斜するかが注目されます。

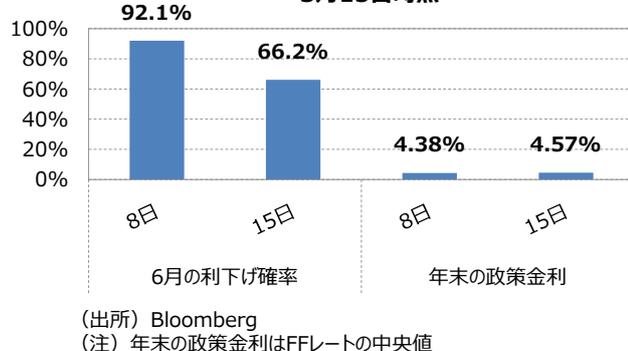
【図表10 PPI、コアPPIの推移】  
2019年1月～2024年2月、月次



【図表11 PCEコアデフレーター  
の基調的な動き】  
2019年1月～2024年1月、月次



【図表12 FF金利先物が  
織り込む予想政策金利】  
3月15日時点



※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。

米商務省が公表した2024年2月の小売売上高は前月比+0.6%と、市場予想（同+0.8%）を下回りました（図表13）。また、2023年12月が前月比+0.4%から同+0.1%へ、2024年1月が前月比▲0.8%から同▲1.1%へ下方修正されました。2月は前月比+0.6%と高い伸びを示したものの、1月の落ち込み（同▲1.1%）を取り戻しておらず力強さに欠けるものと言えます。年末商戦は当初の想定ほど強くなく、2023年終盤以降の個人消費の減速感が鮮明となりました。

業種別では、年末商戦によりオンライン通販などの無店舗小売が12月に前月比+1.3%と高い伸びを示した後、その反動から1月が▲0.3%、2月が同▲0.1%と減少が続いています。また、食料・飲料（1月：前月比▲0.3%→2月：同+0.1%）やヘルスクエア（1月：前月比▲1.4%→2月：同▲0.3%）など生活必需品の低調さも目立っています（図表14）。

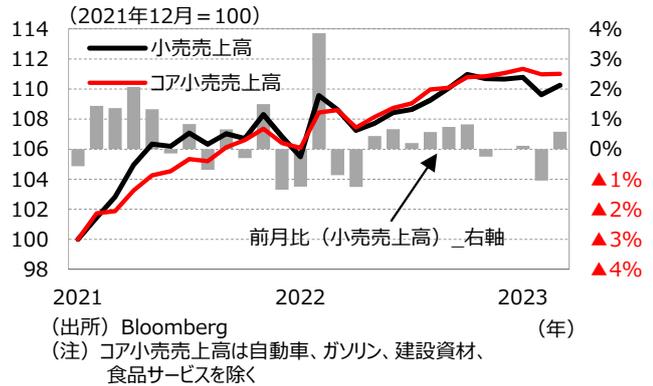
実質GDPのうち、個人消費の推計に用いられるコア小売売上高（自動車、ガソリン、建設資材、食品サービスを除く）は前月比0.0%（1月：同▲0.3%）と市場予想（同+0.4%）を下回りました。なお、コア小売売上高の結果を反映したGDPNow\*1

（アトランタ連銀公表）の試算によれば、2024年1-3月期の実質GDPは前期比年率+2.3%と予想値のピーク（2/1：同+4.2%）から下方修正され、高成長となった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（図表15）。

過剰貯蓄の取り崩しが進む中で、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している点（図表16）などを踏まえると、当面個人消費の低迷が続く可能性があります。

\*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

【図表13 小売売上高の推移】  
2021年12月～2024年2月、月次

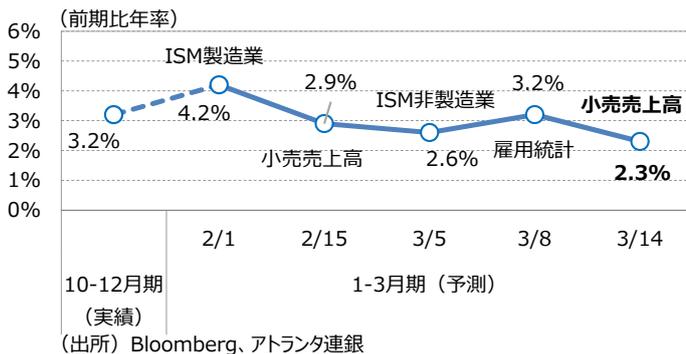


【図表14 小売売上高（主要業種別）】  
（前月比）

	2月	1月	12月
小売売上高	0.6%	▲1.1%	0.1%
家具	▲1.1%	0.2%	▲2.2%
電気製品	1.5%	2.8%	0.2%
食料・飲料	0.1%	▲0.3%	▲0.3%
外食	0.4%	▲1.0%	▲0.5%
ヘルスクエア	▲0.3%	▲1.4%	▲2.2%
衣料品	▲0.5%	▲0.8%	1.4%
無店舗小売	▲0.1%	▲0.3%	1.3%
自動車同部品	1.6%	▲2.1%	0.2%
建設資材	2.2%	▲4.3%	0.9%
娯楽用品	▲1.6%	1.7%	▲0.7%
ガソリンスタンド	0.9%	▲1.4%	▲0.8%
コア小売売上高	0.0%	▲0.3%	0.3%

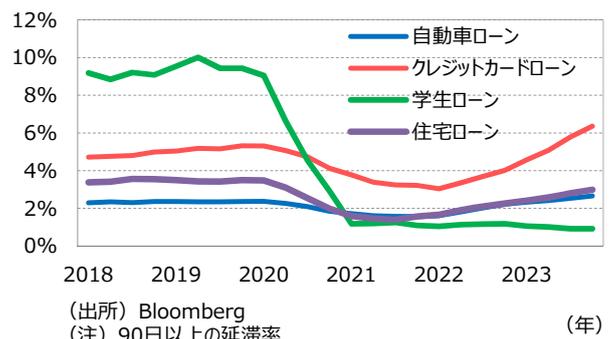
（出所）Bloomberg

【図表15 各種経済指標公表後の1-3月期  
実質GDP予測の変化（GDPNow）】



※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16 各種ローンの延滞率の推移】  
2018年3月～2023年12月、四半期



（次頁へ続く）

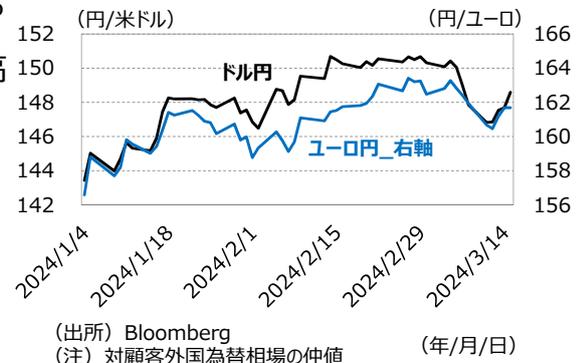
## 日本株式市場：マイナス金利解除への思惑から調整

TOPIX（東証株価指数）は、前週末比▲2.1%の下落となりました（前掲図表3）。

前週に公表された2月米雇用統計で労働市場の減速が示されたことや日銀金融政策決定会合を来週に控え、持ち高調整の円買いにより円高基調となったことで、週前半は軟調に推移しました。その後も、米株式市場でハイテク株が下落した流れを受け、半導体関連株を中心に売りが優勢となったことや、春闘で主要企業から昨年を超える高い賃上げの回答が相次ぎ、日銀金融政策決定会合でマイナス金利が解除されるとの見方が広がったことから上値の重い展開が続き、前週末比では下落となりました。

為替市場では、来週の金融政策決定会合で日銀がマイナス金利を解除するとの思惑などから、週前半は1米ドル＝147円前後で推移しました。その後は日銀会合を控え、伸び悩む展開が続いたものの、市場予想を上回る2月の米PPIをきっかけに週末には148円台まで円安米ドル高が進みました。15日には1米ドル＝148.59円と、8日（147.86円）に比べ円安米ドル高となりました（図表17）。

【図表17 為替市場の動向】  
2024年1月4日～2024年3月15日、日次



## 日本経済：2023年10-12月期は、テクニカルリセッションを回避

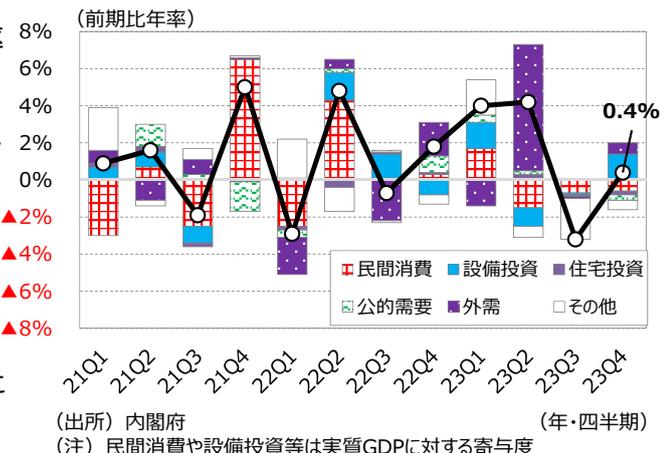
内閣府が公表した「四半期別GDP速報」によると、2023年10-12月期の実質GDP（2次速報）は前期比+0.1%（前期比年率+0.4%）と、1次速報の前期比▲0.1%（前期比年率▲0.4%）から上方修正されました（図表18）。

市場予想の前期比年率+1.1%を下回ったものの、1次速報のマイナス成長からプラス成長へと改められ、テクニカルリセッション（2四半期連続のマイナス成長）入りを回避した格好となります。

成長率の上方修正をもたらしたのは設備投資であり、1次速報値の前期比▲0.1%から同+2.0%へ大幅に上方修正されました（次頁図表19）。

設備投資の上方修正は、10-12月期の法人企業統計調査（財務省）の上振れによるものであり、日銀短観の設備投資計画などと比較して弱さが目立っていた設備投資がプラスに転じたことは安心材料と言えます。設備投資は今後、高水準の企業収益を背景に人手不足対応やテレワーク関連投資、デジタル化に向けたソフトウェア投資を中心に持ち直すことが期待されます。

【図表18 実質GDPの推移】  
2021年1-3月～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。

(次頁へ続く)

もっとも、国内需要は弱い状況が続いています。設備投資が大きく上方修正されたものの、10-12月期の国内需要は前期比▲0.1%と、4-6月期（前期比▲2.5%）、7-9月期（同▲0.8%）と大幅な落ち込みとなった後にもかかわらず減少が続いています。特に、民間消費は三四半期連続の減少となり、需要項目の中で弱さが目立っていることが懸念されます。コロナ禍からの経済活動再開の動きが一巡するなか、物価高による購買力の低下が消費を下押しする状況が続いています。

2024年1-3月期は再びマイナス成長となる可能性があります。輸出が2023年10-12月期に高い伸び（前期比+2.6%）となった反動が生じることや、一部自動車メーカーの認証試験不正を受けた自動車生産の大幅な減産などが成長率を下押しすることが予想されます。民間消費を中心に国内需要の本格的な回復が見込みにくい中で、こうした下押し要因を補うことは難しく、1-3月期もプラス成長を維持することは期待しにくいと考えられます。

日本銀行が公表した企業物価指数によると、2024年2月の国内企業物価指数は前年比+0.6%（1月：同+0.2%）と、市場予想（同+0.5%）を上回りました（図表20）。これまで国内企業物価を押し下げてきた電力・都市ガス・水道の下落ペースが鈍化したことなどにより、企業物価指数の前年比上昇率は1月から拡大しました。

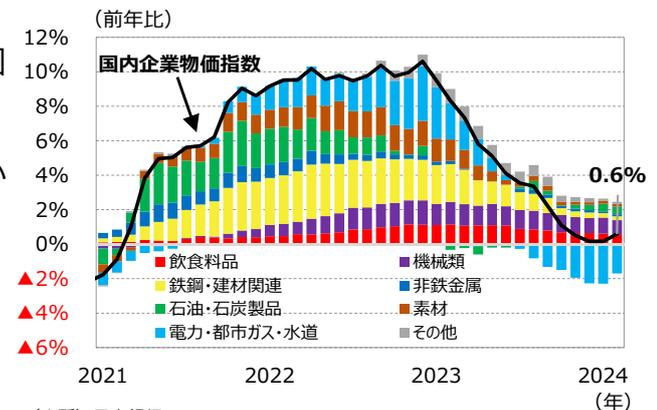
電力・都市ガス・水道は前年比▲21.9%（1月：同▲27.7%）、前年比寄与度▲1.69%（1月：同▲2.29%）となりました。前年の高い伸びの裏が出ることでマイナス寄与が続いているものの、昨年夏場の原油価格上昇の影響がラグを伴って反映されたことに加え、昨年2月に政府が導入した電気・ガス価格激変緩和対策による前年比での押し下げ効果が剥落したことにより、下落幅が縮小しています。一方、前年比でプラス寄与が大きいものとして、飲食料品（前年比寄与度+0.54%）や機械類（同+0.86%）などが挙げられるものの、川上からのコスト（輸入物価）上昇圧力が和らいでいることで緩やかな鈍化傾向が続いています。

【図表19 需要項目別の伸びと寄与度】

	2023年10-12月期	
	(1次速報値)	(2次速報値)
実質GDP	▲0.1%	+0.1%
(前期比年率)	▲0.4%	+0.4%
国内需要	▲0.3%	▲0.1%
(寄与度)	(▲0.3%)	(▲0.1%)
民間需要	▲0.3%	0.0%
(寄与度)	(▲0.2%)	0.0%
民間消費	▲0.2%	▲0.3%
住宅投資	▲1.0%	▲1.0%
設備投資	▲0.1%	+2.0%
民間在庫(寄与度)	(▲0.0%)	(▲0.1%)
公的需要	▲0.2%	▲0.3%
(寄与度)	(▲0.1%)	(▲0.1%)
政府支出	▲0.1%	▲0.2%
公的固定資本形成	▲0.7%	▲0.8%
外需(寄与度)	(+0.2%)	(+0.2%)
財・サービスの輸出	+2.6%	+2.6%
財・サービスの輸入	+1.7%	+1.7%
名目GDP	+0.3%	+0.5%

(出所) 内閣府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20 国内企業物価指数の推移】  
2021年1月～2024年2月、月次



(出所) 日本銀行

(注) 機械類：はん用機器、生産用機器、業務用機器、電子部品・デバイス、電気機器、情報通信機器、輸送用機器

鉄鋼・建材関連：鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、木材・木製品、スクラップ類

素材：化学製品、プラスチック製品、繊維製品、パルプ・紙・同製品

その他：その他公表製品、鉱産物、農林水産物

※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)

2月の輸入物価指数（円ベース）は前年比+0.2%（1月：同▲0.1%）とプラスに転じました（図表2-1）。輸入物価指数（円ベース）の変動率を需給要因と為替要因に分解すると、昨年に比べ円安が進行していることから為替要因の押し上げ寄与（1月：前年比寄与度+9.2%→2月：同+9.4%）が拡大しています。

先行きについては、円安効果（為替要因がプラスに寄与）に加え、エネルギー価格の前年比下落ペースが鈍化することにより、輸入物価はプラス幅を拡大することが見込まれることから、ラグを伴ってCPIの押し上げに寄与することが予想されます。

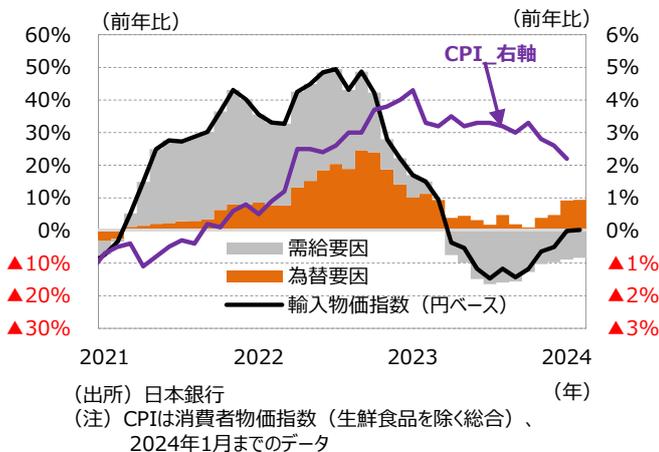
連合が公表した2023年の春闘賃上げ率は3.58%と30年ぶりの高水準となりました（図表2-2）。2024年の春闘を取り巻く環境を確認すると、賃上げの原資となる企業収益は堅調に推移しているほか、日銀短観の雇用人員判断DIは歴史的な低水準にあり、強い人手不足感がうかがえます（図表2-3）。物価情勢に目を転じると、CPI上昇率は鈍化傾向にあるものの2%を上回る水準で推移しており（前掲図表2-1）、賃上げの環境は引き続き良好と判断されます。

足もとのCPIが2023年春闘の時期（2024年1月：前年比+4.3%）より低くなっていることが賃上げに逆風との見方もあります。しかし、2024年春闘ではこれまで物価上昇に賃上げが追い付かなかった分を取り戻すことが重視されると考えられます。連合は「2024 春季生活闘争方針」（12月1日公表）において、賃金の伸びが物価の上昇に追い付いていないとして、2024年春闘の賃上げ要求を前年の『5%程度』から『5%以上』に引き上げています。その後、連合が公表した「2024年春季生活闘争要求集計結果」（3月7日公表）では、賃金引き上げを要求した3102組合の賃上げ率が5.85%と、2023年の要求集計（4.49%）を大きく上回り、1994年以来の5%超えとなりました。

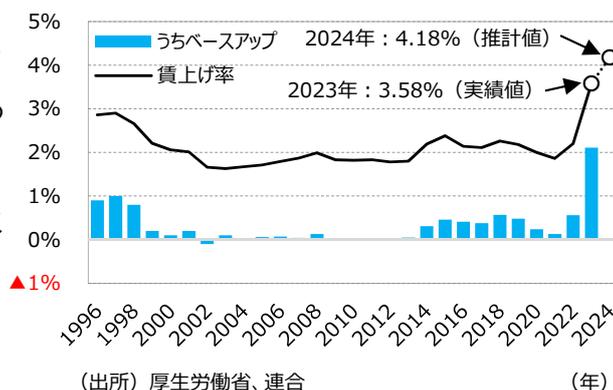
こうした賃上げ機運の高まりを受け、今年の春闘賃上げ率は昨年を上回ることが予想されます。そこで、過去の賃上げ要求と回答の関係をもとに2024年の春闘賃上げ率を試算すると、4.18%と2023年の3.58%を0.6%上回るようになります。

※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。（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。

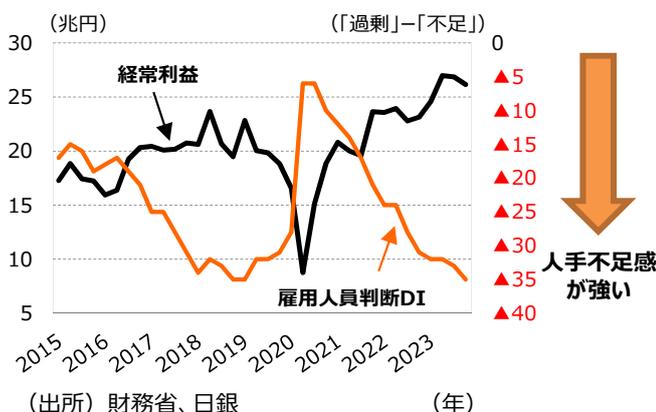
【図表2-1 輸入物価指数とCPIの推移】  
2021年1月～2024年2月、月次



【図表2-2 春闘賃上げ率の推移】  
1996年～2023年、暦年



【図表2-3 経常利益と雇用人員判断DI】  
2015年1-3月期～2023年10-12月期、四半期

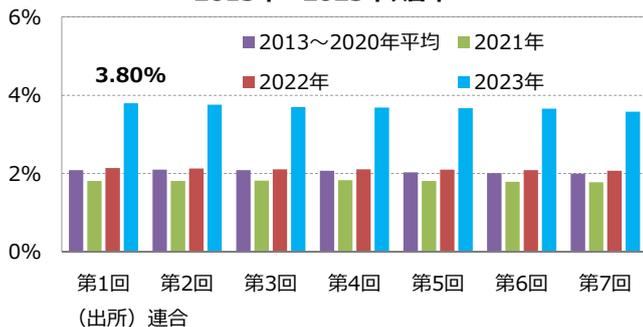


## 来週は、日米金融政策の動向などに注目

賃上げ機運の高まりは、日銀にとって追い風になると考えられます。15日に公表される春闘の回答集計結果（第一回）が昨年（3.80%、図表24）を大きく上回れば、「賃金と物価の好循環」が実現する確度が高まったとして、日銀は18、19日に開催する金融政策決定会合でマイナス金利を含めた政策修正に踏み切る可能性があります（図表25）。

19、20日に開催されるFOMCでは、経済が底堅さを維持しインフレ率が緩やかな減速にとどまる中で、年内の利下げ見通しが従来の3回から2回へ引き下げられるかが最大の焦点となります。複数のFRB高官は年後半の利下げ開始が妥当との見方を示しているほか、今週公表された2月のCPIやPPIがインフレ圧力の根強さを示した点などを踏まえると、2024年末の政策金利見通し（中央値）が12月時点の4.625%から4.875%（利下げが1回減少）へ引き上げられる可能性があります（図表26）。

【図表24 春闘の回答集計結果】  
2013年～2023年、暦年



【図表25 日銀が模索する政策修正】

マイナス金利政策の解除	日銀当座預金のうち、政策金利残高に付与されている▲0.1%のマイナス金利を解除
YCC（イールドカーブ・コントロール）の撤廃	・0%程度としている長期金利の誘導目標を撤廃 ・政策目標を「長期金利」から国債買入れ額という「量」へ変更 ・国債買入れ額は、現行の月間6兆円弱の規模を軸に調整
・年間約12兆円、年間約1,800億円を上限に買入れるとしているETF、J-REITの買入れ停止	

(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

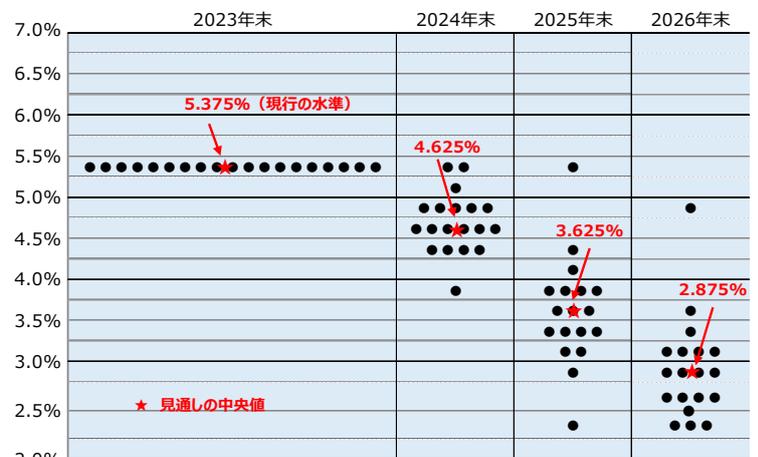
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。  
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

【参考図表 来週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
18日(月)	日本	1月コア機械受注	前月比▲0.8%	同+2.7%
	中国	2月小売売上高	前年比+5.0%	-
		2月不動産投資	前年比▲8.0%	-
		2月固定資産投資	前年比+3.2%	-
		2月鉱工業生産	前年比+5.2%	-
米国	2月NAHB住宅市場指数	48	48	
19日(火)	日本	日銀当座預金残高の政策金利（日銀金融政策決定会合）	▲0.100%	▲0.100%
	ユーロ圏	3月ZEW景気期待指数	-	25.0
	米国	2月建設許可件数	150万件	147万件
2月住宅着工件数		143万件	133.1万件	
20日(水)	ユーロ圏	2月消費者信頼感	-	▲15.5
	米国	FF金利の上限（FOMC）	5.50%	5.50%
21日(木)	日本	2月貿易収支	▲8,070億円	▲1.8兆円
		2月製造業PMI	-	47.2
		2月サービス業PMI	-	52.9
	米国	新規失業保険申請件数	-	20.9万件
		失業保険継続受給者数	-	181.1万人
		3月製造業PMI	51.8	52.2
		3月サービス業PMI	52.0	52.3
2月景気先行指数	前月比▲0.2%	同▲0.4%		
2月中古住宅販売件数	392万件	400万件		
22日(金)	日本	2月消費者物価指数（生鮮食品を除く）	前年比+2.8%	同+2.0%

(出所) Bloomberg (注) 15日10時時点のデータ

【図表26 ドットチャート（FOMC参加者による政策金利見通し）、2023年12月時点】



(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

## 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。