

## ～TMAMマーケットウィークリー（4/1～5）～

東京海上アセットマネジメント  
投信情報部

### Topic : 早期の米利下げ観測後退や地政学リスクの高まりから、主要株式市場は下落

- 今週（4月1日～4日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、3月のISM製造業景況指数がインフレ圧力の高まりを示唆したことでFRBによる利下げが遠のくとの見方が広がったほか、中東やウクライナ情勢の緊迫化を背景とした原油価格の上昇も重石となり、軟調に推移しました。その後も3月のADP雇用統計で労働市場の堅調さが示されインフレ懸念が高まったことや、市場が年内複数回の利下げを織り込む中で、ミネアポリス連銀のカシカリ総裁が年内は利下げに踏み切らない可能性に言及したことなどから、週末にかけて下げ幅を拡大しました。
- TOPIX（東証株価指数）は、前週末は聖金曜日で米国株式市場が休場となったため、取引材料に乏しく利益確定目的の売りが優勢となったほか、半導体産業の集積地である台湾での地震を受け、半導体供給への影響が懸念された銘柄に売りが入り、週半ばにかけて軟調に推移しました。その後は米金利の低下などを受け半導体関連銘柄を中心に買い戻す場面があったものの、原油高や早期の米利下げ観測後退により米国株式市場が下落したことから週末は大きく下げ、前週末比でも下落となりました。
- 来週（4月8日～12日）は、3月の米CPIなどに注目しています。3月の食料品及びエネルギーを除いたコアCPIは、2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+4.3%、+3.8%と物価目標2%の達成にはまだ距離があり、FRB高官の利下げに対する慎重な姿勢を裏付ける結果になるとみられます。

【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)	4月5日	38,992.08	▲3.41	▲1,377.36
	TOPIX		2,702.62	▲2.38	▲66.00
	NYダウ (米ドル)		38,596.98	▲3.04	▲1,210.39
	S&P500	4月4日	5,147.21	▲2.04	▲107.14
	ユーロ・ストックス50指数		5,070.76	▲0.25	▲12.66
1 利 回 年 利 率	日本 (%)	4月5日	0.77	-	0.05
	米国 (%)		4.31	-	0.11
	ドイツ (%)	4月4日	2.36	-	0.06
為 替	ドル円 (円/米ドル)	4月5日	150.99	▲0.28	▲0.42
	ユーロ円 (円/ユーロ)		163.72	0.29	0.48

(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
1日 (月)	日本	短観 (3月調査)		
	中国	3月製造業PMI (財新)	51.0	51.1
	米国	3月ISM製造業景況指数	48.3	50.3
2日 (火)	米国	2月JOLTS求人件数	873万件	875.6万件
	中国	3月サービス業PMI (財新)	52.5	52.7
3日 (水)	ユーロ圏	3月消費者物価指数 (食料品及びエネルギーを除く)	前年比+3.0%	同+2.9%
	米国	3月ADP雇用統計	前月差+15万人	同+18.4万人
	米国	3月ISM非製造業景況指数	52.8	51.4
		パウエルFRB議長の講演		
4日 (木)	米国	新規失業保険申請件数	21.4万件	22.1万件
	日本	2月家計支出 (家計調査)	前年比▲2.9%	同▲0.5%
5日 (金)	米国	3月非農業部門雇用者数	前月差+21.4万人	
	米国	3月失業率	3.8%	
	米国	3月平均時給	前月比+0.3%	

(出所) Bloomberg (注) 5日10時時点のデータ

(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。

## 米国株式市場：週次では3週ぶりの下落

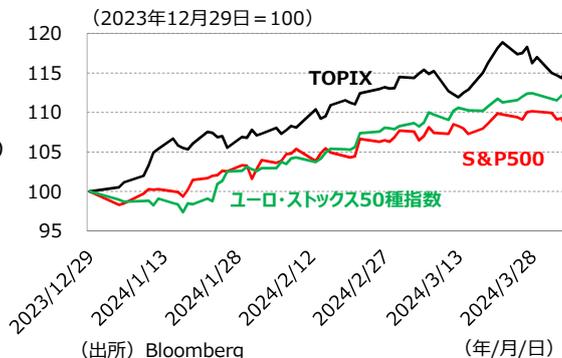
今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比 ▲2.0%の下落となりました（図表3）。

3月のISM製造業景況指数がインフレ圧力の高まりを示唆したことでFRBによる利下げが遠のくとの見方が広がったほか、中東情勢の悪化やウクライナによるロシア主要製油所への攻撃を受け、原油供給を巡る懸念から原油価格が上昇したことも重石となり、軟調に推移しました。その後3月のADP雇用統計で労働市場の堅調さが示されインフレ懸念が高まったことや、市場が年内複数回の利下げを織り込む中で、ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁が年内は利下げに踏み切らない可能性に言及したことなどから、下げ幅を拡大しました。

3月以降、米国では雇用や住宅関連指標が改善傾向を示しており（図表4）、エコノミック・サプライズ指数（経済指標と市場予想の乖離を指数化したもの）のプラス幅は拡大傾向にあります（図表5）。最近の良好な経済指標を受け、FRB高官からは早期の利下げ判断に慎重な発言が相次いでいます（図表6）。

【図表3 株式市場の動向】

2023年12月29日～2024年4月4日、日次、現地通貨ベース



【図表4 市場予想を上回った主な米経済指標】

公表日	経済指標	予想	結果
3/18	3月NAHB住宅市場指数	48	51
3/19	3月住宅着工件数	144万件	152.1万件
3/21	新規失業保険申請件数	21.3万件	21万件
	3月中古住宅販売件数	395万件	438万件
3/29	3月個人支出	前月比+0.5%	同+0.8%
4/1	3月ISM製造業景況指数	48.3	50.3
4/2	2月JOLTS求人件数	873万件	875.6万件
4/3	3月ADP雇用統計	前月差+15万人	同+18.4万人

(出所) Bloomberg

【図表5 米エコノミック・サプライズ指数の推移】

2023年7月1日～2024年4月4日、日次



【図表6 最近のFRB高官の発言】

日付	FRB高官	発言内容
3/26	クック FRB理事	早過ぎる利下げはインフレが定着する危険性がある。遅過ぎる利下げは不必要に経済を害する可能性がある。
3/27	ウォーラー FRB理事	最近の経済データでは年内に予想される利下げを遅らせるか、利下げの回数を減らすことが裏付けられる。
3/29	パウエル FRB議長	利下げを急ぐ必要はなく、物価上昇率が持続的に2%まで下がることを、より確信できるまで待つことができる。
4/2	メスター クラフランド連銀総裁	FRBが年内に利下げに踏み切るとの見方を維持しているが、利下げが可能かどうかを裏付けるデータをなお確認する必要がある。（6月のFOMCでの利下げについて）データ次第であることから、排除したくない。
4/3	ポストニック アトランタ連銀総裁	利下げは年内1回のみにつき。経済が予想通りに進展し、国内総生産（GDP）と雇用が引き続き堅調に推移し、年間を通じてインフレが緩やかに低下するのであれば、年末や第4・四半期に利下げを開始するのが適切だと思う。
	パウエル FRB議長	利下げを開始する前にインフレ鈍化のより明確なシグナルを待ちたい。年内どこかの時点で利下げを開始するのが適切になる可能性が高い。
4/4	カシュカリ ミネアポリス連銀総裁	私は3月時点では、インフレが当局の2%目標に向かって下がり続ける場合、年内に2回の利下げがあると予想していた。（年内の利下げを見送るシナリオについて）インフレ率が横ばいなら可能性はある。

(注) 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

(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。

## 米国経済：1-3月期の実質GDPは潜在成長率を上回る公算

米商務省が公表した2024年2月の個人支出（価格変動の影響を除いた実質ベース）は、前月比+0.4%と市場予想の同+0.1%を上回りました（図表7）。2024年1-2月期（平均）は2023年10-12月期（平均）を+0.5%上回っています。もっとも、それ以前の増加ペースに比べれば減速感もみられません。

実質個人支出のうち、財支出は2023年7-9月期の前期比+1.2%から10-12月期に同+0.7%へ減速した後、2024年1-2月期（平均）は同▲0.6%の減少（10-12月期平均比）となっています（図表8）。コロナ禍からの経済活動正常化に伴うペントアップ（繰り越し）需要が一巡していることに加え、年末商戦の反動が1-2月期の財支出を下押ししている可能性があります。

一方、サービス支出については2023年7-9月期の前期比+0.6%から10-12月期に同+0.8%、2024年1-2月期（平均）に同+1.0%（10-12月期平均比）へ伸びを高めています。経済活動正常化の下で、需要が財からサービスへシフトしているものの、今後はサービス支出へのペントアップ需要も一巡すると考えられます。また、コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄の取り崩しが進むなか、賃金の伸びが鈍化しクレジットカードローンの延滞率が上昇している（図表9）といった現状を踏まえると、今後も個人消費は減速していく可能性があります。

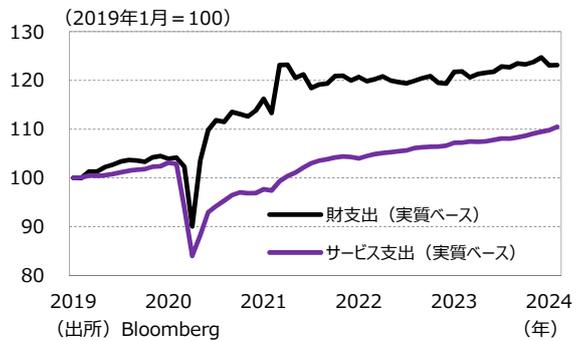
2月のPCE（個人消費支出）デフレーターは前年比+2.5%（1月：同+2.4%）、食料品及びエネルギーを除いたコアPCEデフレーターは前年比+2.8%（1月：同+2.9%）とともに市場予想通りの結果となりました（図表10）。

物価の瞬間風速を示す前月比では、コアPCEデフレーターは2023年12月の+0.2%から2024年1月に+0.5%へ伸びを高めた後、2月は+0.3%へ鈍化しました（次頁図表11）。内訳では、コア財（1月：前月比▲0.1%→2月：同+0.3%）が

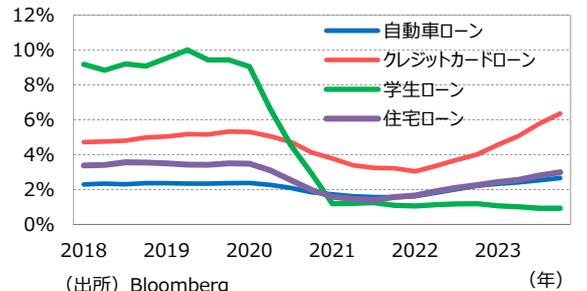
【図表7 実質個人支出と貯蓄率の推移】  
2019年1月～2024年2月、月次



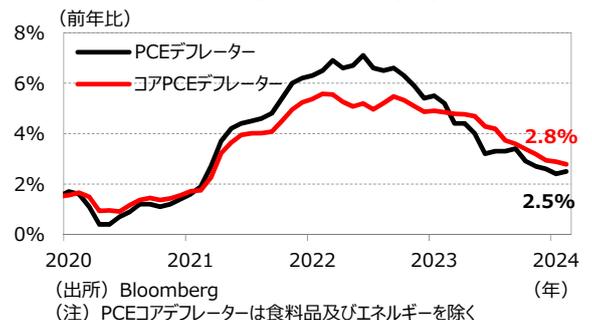
【図表8 実質個人支出（財・サービス別）の推移】  
2019年1月～2024年2月、月次



【図表9 各種ローンの延滞率の推移】  
2018年3月～2023年12月、四半期



【図表10 PCEデフレーターの推移】  
2020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）

上昇に転じた一方で、コアサービス（1月：前月比+0.6%→2月：同+0.2%）の伸びは鈍化するなど、既に公表された2月のCPIやPPIに概ね沿った内容と言えます。もっとも、3か月前比（1月：+0.7%→2月：+0.9%）、6か月前比（1月：+1.3%→2月：+1.4%）では加速しており、FRBがモメンタムを測る上で重視している3か月前比年率、6か月前比年率でみると、2月はそれぞれ+3.5%（1月：+2.8%）、+2.9%（1月：+2.6%）と2%の物価目標が遠のいた格好となります（図表1-1）。今回の結果は、最近のFRB高官らの早期利下げに対する慎重な姿勢を正当化する内容と言えます。

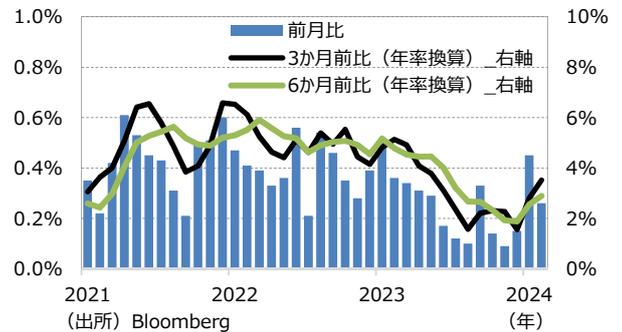
全米供給管理協会（ISM）が公表した2024年3月のISM製造業景況指数は50.3と2月（47.8）や市場予想（48.3）を上回り、2022年9月以来の50（中立水準）を超えとなりました（図表1-2）。ISM製造業景況指数の算出に用いられる5指数のうち、入荷遅延指数を除く企業活動指数、新規受注指数、雇用指数、在庫指数が揃って上昇しました（図表1-3）。

新規受注指数が3月に中立水準を回復したことや、輸出向け受注指数が2月、3月ともに中立水準を上回ったことを映じて、生産活動（企業活動）も改善し始め、企業活動指数は3月に54.6（2月：48.4）へ急上昇しています。

一方、3月のISM非製造業景況指数は51.4と2月（52.6）、市場予想（52.8）ともに下回りました（図表1-2）。金融引き締めの影響が広がる中で最終需要は弱まり、先行して景況感が軟化していた製造業に追随する格好で、非製造業においても徐々に新規受注や雇用に陰りが見え始めています。前述のとおり、サービス消費は依然堅調を維持しているものの、ISM非製造業景況指数が示唆するように、今後サービス消費や雇用が減速する可能性には注意が必要です。

その他の調査項目で気になりな点として、製造業の価格指数が上昇傾向を強めていることが挙げられます（図表1-4）。価格指数の上昇は、これまで下落基調にあった財価格が上昇基調に転じることを示唆しています。実際に、財価格が上昇基調に転じるのか10日公表のCPIに注目しています。

【図表1-1 コアPCEデフレーターの基調的な動き】  
2021年1月～2024年2月、月次



【図表1-2 ISM景況指数の推移】  
2019年1月～2024年3月、月次

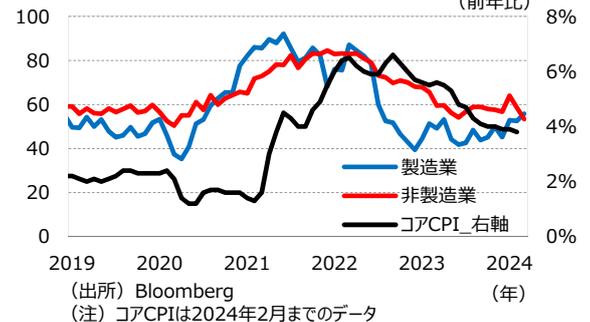


【図表1-3 ISM景況指数の主な調査項目】  
2024年2月/3月、月次

	製造業		非製造業	
	2月	3月	2月	3月
企業活動	48.4	54.6↑	57.2	57.4↑
新規受注	49.2	51.4↑	56.1	54.4↓
雇用	45.9	47.4↑	48.0	48.5↑
在庫	45.3	48.2↑	47.1	45.6↓
入荷遅延	50.1	49.9↓	48.9	45.4↓
輸出向け受注	51.6	51.6	51.6	52.7↑
価格	52.5	55.8↑	58.6	53.4↓

(出所) Bloomberg

【図表1-4 価格指数の推移】  
2019年1月～2024年3月、月次



(出所) Bloomberg  
(注) コアCPIは2024年2月までのデータ

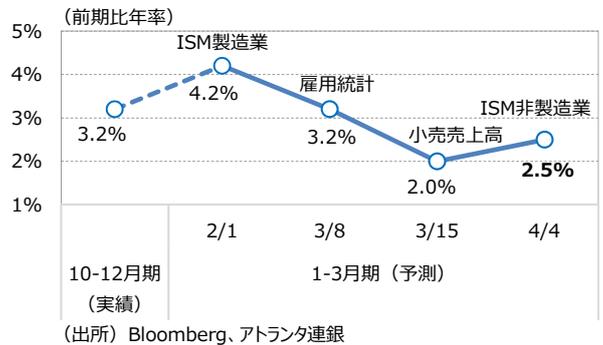
※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。  
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

(次頁へ続く)

今週公表されたISM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、3月15日時点（同+2.0%）から上方修正されています（図表15）。1-3月期の成長率は2023年10-12月期の前期比年率+3.2%から減速するものの、3月15日以降、市場予想を上回る経済指標が目立ち始めたことで、1.8%とされる潜在成長率を上回る事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

【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）】



## 日本株式市場：米株安や円高を受け、下落

TOPIX（東証株価指数）は、前週末比▲2.4%の下落となりました（前掲図表3）。

前週末は聖金曜日で米国株式市場が休場となったため、取引材料に乏しく利益確定目的の売りが優勢となったほか、半導体産業の集積地である台湾での地震を受け、半導体供給への影響が懸念された銘柄に売りが入り、週半ばにかけて軟調に推移しました。その後は、半導体大手エヌビディアが台湾で発生した地震による半導体供給への影響は見込んでいないとの一部報道や米金利の低下を受け半導体関連株中心に買い戻す場面があったものの、原油高や早期の米利下げ観測後退により米国株式市場が下落したことから週末は大きく下げ、前週末比でも下落となりました。

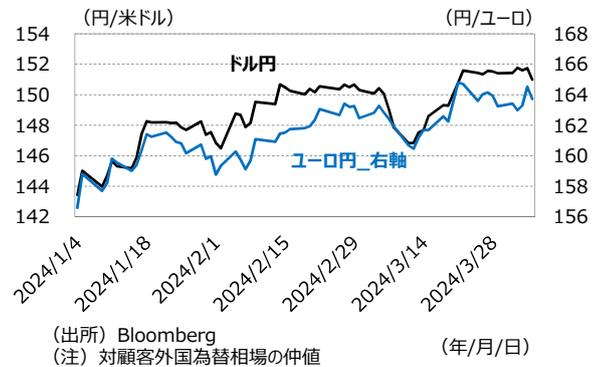
為替市場では、3月の米ISM製造業景況指数がインフレ圧力の高まりを示唆したことで、日米金利差の拡大を意識した円売り・米ドル買いが優勢となり、週前半は1米ドル=151円70銭程度（前週末：151円40銭程度）まで円安米ドル高が進行しました。その後は、3月のADP雇用統計が市場予想を上回ったことで米長期金利が昨年11月下旬以来の高水準（4.42%）をつけると、3月27日につけた水準（151円97銭）に迫る場面があったものの、政府・日銀による為替介入への警戒感や植田日銀総裁が追加利上げの可能を示唆したことなどから円高米ドル安に転じ、4月5日には1米ドル=150.99円となりました（図表16）。

ただし、前述のとおり堅調な米経済指標が相次いだことで、主要通貨に対して米ドル高が進行しドルインデックスは年初来高値圏にあります（図表17）。米国で公表される3月の雇用統計（5日）やCPI（10日）の結果を受け、1米ドル=152円を超えて円安米ドル高が進行すれば、政府・日銀による為替介入の可能性が高まると考えられます。

（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。

【図表16 為替市場の動向】  
2024年1月4日～4月5日、日次



【図表17 ドルインデックスの推移】  
2023年3月1日～2024年4月4日、日次



## 日本経済：日銀短観は将来の追加利上げを後押しする内容

日銀が公表した短観（3月調査）では、注目度の高い大企業製造業の業況判断DIが11（前回12月調査：13）と4四半期ぶりに低下しました（図表18）。大手自動車メーカーの認証試験不正問題に伴い自動車生産・出荷が大規模に停止された影響が、景況感を下押ししたとみられます。自動車産業はすそ野が広いだけに多くの業種に悪影響が及んだと考えられます。業種別では、自動車（12月調査との差▲15ポイント）のほか、自動車生産停止の余波を受けたとみられる鉄鋼（同▲3ポイント）や非鉄金属（同▲9ポイント）などが低下しました。一方、価格転嫁の進展がみられた食料品（12月調査との差+6ポイント）などの上昇は、製造業の景況感を下支えしました。先行き（3か月後）については10（3月調査：11）と小幅ながら低下しました。海外経済の減速や自動車の生産回復の遅れへの懸念から、自動車（3月調査との差▲5ポイント）や鉄鋼（同▲16ポイント）、非鉄金属（同▲3ポイント）などの低下が目立っています。

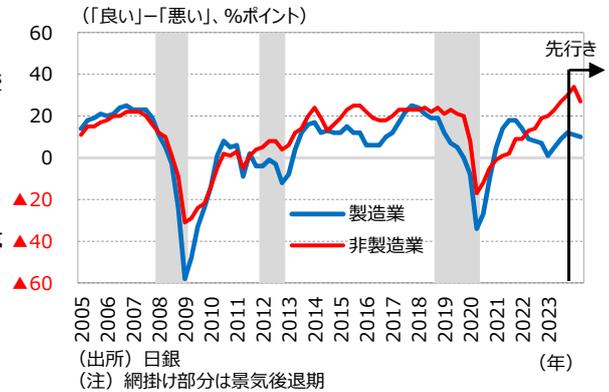
一方、大企業非製造業では物価高による消費の抑制が下押し要因となったものの、インバウンド需要増などが支えとなり、業況判断DIは34（12月調査：32）と堅調を維持しました。業種別では、インバウンド需要の恩恵を受けた運輸・郵便（12月調査との差+8ポイント）などが上昇したほか、宿泊・飲食サービスが52と横ばいながらも高水準を維持しています。もっとも、先行き（3か月後）については物価高による消費下振れ懸念が根強い小売（3月調査との差▲5ポイント）や卸売（同▲12ポイント）などが低下し、非製造業全体では3月調査から▲7ポイント低下の27となりました。

3月調査では、2023年度の設備投資計画（全規模・全産業）は前年比+10.7%（実績見込み）と、12月調査（同+12.8%）から若干下方修正されました（図表19）。

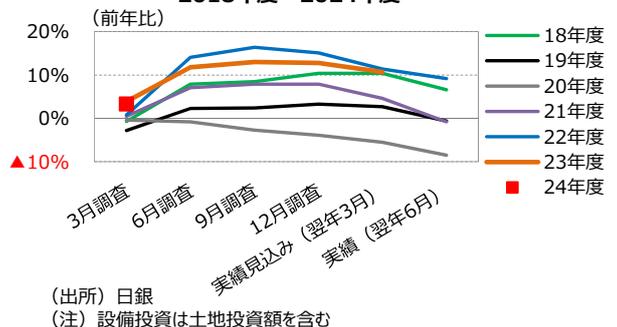
例年、3月調査では中小企業において年度計画が固まることで投資額が上乘せされる傾向がある一方で、大企業で下方修正されるため、全体として小幅ながら下方修正される傾向にあります。ただし、3月調査において前年比+10.7%の伸びは例年に比べ高水準にあり、企業の設備投資意欲の強さがうかがえます。

2024年度の設備投資計画については前年比+3.3%と、2023年3月調査における同+3.9%に次ぐ高い伸びからのスタートとなっています。業績回復を背景とした投資余力の改善に加え、脱炭素・DX・省力化などに向けた投資需要が投資計画を押し上げたと考えられます。もっとも、人手不足や人件費・資材価格の高騰などが重石となり、設備投資計画が下方修正されやすい点には留意が必要です。

【図表18 業況判断DI（大企業）の推移】  
2005年3月～2024年3月、四半期



【図表19 設備投資計画（全規模・全産業）の推移】  
2018年度～2024年度



※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。

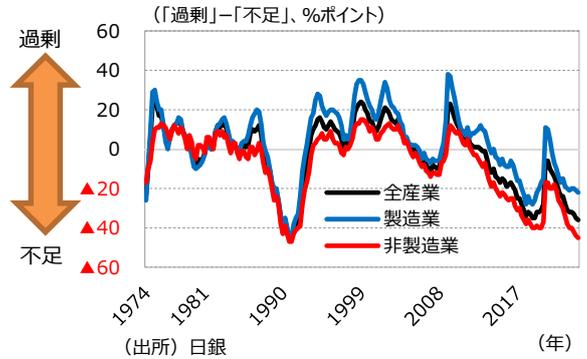
（次頁へ続く）

雇用人員判断DI（「過剰」-「不足」）は全規模・全産業で▲36（12月調査：▲35）と、1991年以来約33年ぶりの低水準となりました（図表20）。経済活動正常化に伴うサービス需要の回復や少子化の影響から、人手不足感が一段と強まっています。全規模では製造業が▲22（12月調査：▲21）と2019年以来の低水準、非製造業は▲45（12月調査：▲44）と1991年以来の低水準となりました。特に非製造業では人手不足が顕著となり、人手確保のための賃上げ圧力が強まっていると推察されます。

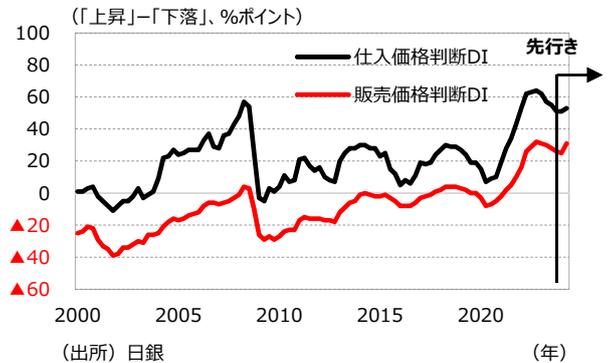
物価関連項目では、販売価格判断DI（「上昇」-「下落」）については先行き（3か月後）にかけて高止まりが予想されており、当面値上げが継続する見通しが示されています（図表21）。また、企業の物価見通しは、各期間（1年後・3年後・5年後）ともに日銀の物価目標である2%を上回る水準が維持されています（図表22）。3月の日銀金融政策決定会合後の記者会見で植田日銀総裁は、追加利上げについて「基調的物価上昇率がもう少し上昇すれば短期金利の水準の引き上げにつながる」と述べており、企業の期待インフレ率が現状の水準で維持されることは、先行きの利上げ判断を後押しする材料になるとみられます。

今回の短観では、注目度の高い大企業製造業の景況感が悪化したものの、大手自動車メーカーの認証試験不正問題といった一時的な要因によるものであり、日銀の政策判断に大きく影響することはないと考えられます。むしろ、人手不足を背景とした賃上げ圧力の高まりや、企業の期待インフレ率の高止まりが確認されたことで、「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」ことを目指す日銀にとっては、将来の追加利上げを後押しする内容と言えます。

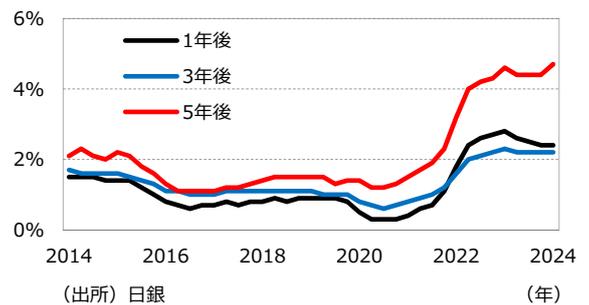
【図表20 雇用人員判断DI（全規模）の推移】  
1974年6月～2024年3月、四半期



【図表21 仕入価格判断DIと販売価格判断DI（全規模・全産業）の推移】  
2000年3月～2024年3月、四半期



【図表22 企業の物価見通し（全規模・全産業）の推移】  
2014年3月～2024年3月、四半期



※ 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）

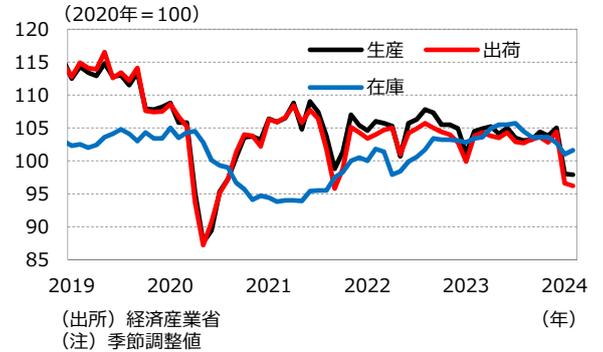
経済産業省が公表した2024年2月の鉱工業生産指数は前月比▲0.1%（1月：同▲6.7%）と、増加に転じるとの市場予想（同+1.3%）に反して2か月連続のマイナスとなりました（図表2-3）。出荷指数（前月比▲0.4%）は2か月連続のマイナス、在庫指数（前月比+0.6%）は7か月ぶりのプラスとなりました。

業種別では、化学（除.無機・有機化学工業・医薬品）や電子部品・デバイスなど全15業種中8業種が上昇したものの、品質不正による大手自動車メーカーの工場停止の影響から自動車が生産が前月比▲7.9%（1月：同▲15.9%）と大幅な落ち込みとなったことが全体を下押ししました（図表2-4）。鉱工業全体では大幅な落ち込みとなったものの、在庫調整が一巡しているほか、大手自動車メーカーは3月4日から一部車種の生産を開始していることもあり、3月の生産は持ち直しに転じることが予想されます。

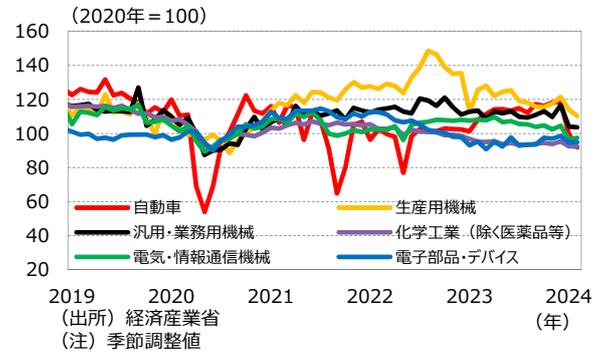
財別の出荷動向をみると、設備投資のうち機械投資の一致指標である資本財出荷指数（除く輸送機械）は2023年10-12月期に前期比+0.9%となった後、2024年1月が前月比▲4.1%、2月が同▲4.9%となりました（図表2-5）。また、建設投資の一致指標である建設財出荷指数は2023年10-12月期の前期比+1.6%の後、2024年1月が前月比▲7.1%、2月が同+0.1%となりました。2024年1-2月（平均）を2023年10-12月期と比較すると、資本財出荷指数（除く輸送機械）が▲3.8%、建設財出荷指数が▲5.9%低い水準にあります。3月11日に公表された2023年10-12月期の実質GDP（2次速報値）では、設備投資が前期比+2.0%と高い伸び（次頁図表2-6）を示したものの、資本財や建設財の出荷動向を踏まえると、2024年1-3月期は増勢が鈍化する可能性が高いと考えられます。

消費財出荷指数は2023年10-12月期の前期比+1.0%の後、2024年1月が前月比▲5.2%、2月が前月比▲0.7%と低下しています（図表2-4）。内訳では、品質不正による大手自動車メーカーの工場停止の影響から、2月の耐久消費財は前月比▲5.7%と1月（同▲10.6%）に続き大幅な低下となったほか、非耐久消費財は物価高の影響により前月比▲1.0%となっています。

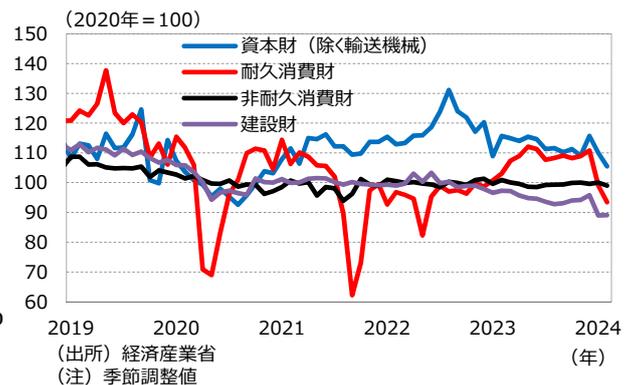
【図表2-3 鉱工業生産・出荷・在庫指数の推移】  
2019年1月～2024年2月、月次



【図表2-4 鉱工業生産指数（業種別）の推移】  
2019年1月～2024年2月、月次



【図表2-5 財別出荷指数の推移】  
2019年1月～2024年2月、月次



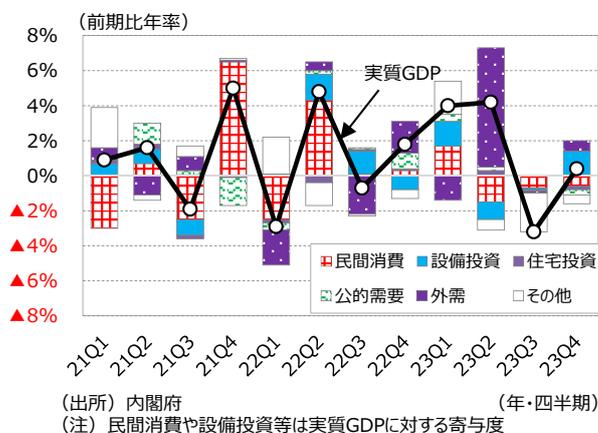
※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。  
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

2023年10-12月期のGDP統計（2次速報値）の民間消費は前期比▲0.3%と三四半期連続で減少しました（図表26）。コロナ禍での消費機会が抑制されることなどにより積み上がった過剰貯蓄の取り崩しが進むなか、物価高による実質賃金の減少もあり、個人消費は2023年度入後に弱めの動きが続いています。2024年1-3月期の民間消費は物価高が続くなか、生産停止に伴う自動車販売の落ち込みの影響が加わり、4四半期連続の減少となる可能性が高いと考えられます。

3月の生産予測指数は前月比+4.9%と、能登半島地震や大手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3か月ぶりに増加することが見込まれています（図表27）。もっとも、2月の生産指数を3月の予測指数で伸ばすと1-3月期は前期比▲4.7%となり、1月、2月の落ち込みが大きかっただけに大幅減産となることは避けられないと考えられます。落ち込み幅としては、新型コロナウイルス感染症の感染拡大に伴い緊急事態宣言が発令された2020年4-6月期（前期比▲15.1%）以来の大きさとなります。

【図表26 実質GDPの推移】

2021年1-3月～2023年10-12月期、四半期



【図表27 鉱工業生産指数及び予測指数の推移】

2019年1月～2024年4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、3月の毎月勤労統計や米CPIなどに注目

来週は、3月の毎月勤労統計（日本）や米CPIなどに注目しています（図表28）。

3月の食料品及びエネルギーを除いたコアCPIは前年比で2月の+3.8%から同+3.7%、前月比では2月の+0.4%から+0.3%へ小幅ながら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29参照）。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+4.3%、+3.8%と物価目標2%の達成にはまだ距離があり、FRB高官の利下げに対する慎重な姿勢を裏付ける結果になるとみられます。3月のFOMC後の記者会見でパウエルFRB議長は、インフレ率が低下基調に戻るとの考えを示しているだけに想定以上にインフレ率が高い伸びを示せば、FOMCや市場が予想する年内3回の利下げシナリオについて修正を迫られる可能性が高まると予想されます。

3月の毎月勤労統計では、短観で示された人手不足感の強まりを映じて、基本給にあたる所定内給与が高い伸びを維持できるかが焦点となりそうです（所定内給与の推移は図表30参照）。連合が公表した春闘回答集計結果（第3回）によると、基本給の底上げにつながるベースアップと基本給を合わせた賃上げ率は5.24%と、昨年の3.58%（最終集計）を大幅に上回ることが見込まれています。3月の所定内給与が高い伸びを示し、4月以降に春闘の結果が賃金に反映されれば、賃金と物価の好循環が実現する確度が高まったとして、日銀の追加利上げを後押しすることになると考えられます。

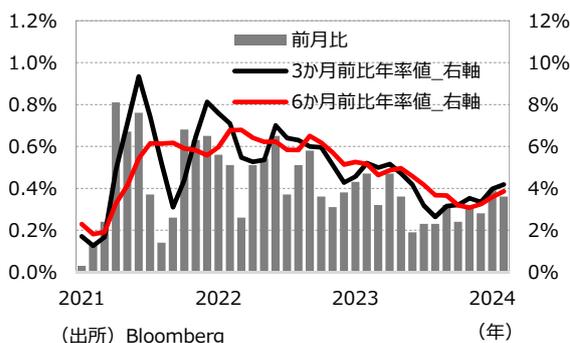
【図表28 来週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
8日 (月)	日本	2月所定内給与 (毎月勤労統計)	前年比+1.8%	同+2.0%
		3月現状判断DI	51.5	51.3
		3月先行き判断DI	53.5	53.0
9日 (火)	日本	3月工作機械受注	-	前年比▲8.0%
10日 (水)	日本	3月国内企業物価指数	前年比+0.8%	同+0.6%
	米国	3月消費者物価指数 (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+3.8%
		MBA住宅ローン申請指数	-	前週比▲0.6%
		FOMC議事録		
11日 (木)	中国	3月卸売物価指数	前年比▲2.8%	同▲2.7%
		3月消費者物価指数	前年比+0.4%	同+0.7%
	米国	3月卸売物価指数 (食料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	-	22.1万件
		失業保険継続受給者数	-	179.1万人
12日 (金)	中国	3月輸出	前年比▲1.8%	同+5.6%
		3月輸入	前年比+1.0%	同▲8.2%
	米国	3月輸入物価指数	-	前年比▲0.8%
		3月ミシガン大学消費者マインド	78.7	79.4
		3月ミシガン大学1年期待インフレ率	-	前年比+2.9%

(出所) Bloomberg (注) 5日10時時点のデータ

【図表29 コアCPIのモメンタムを示す指標】

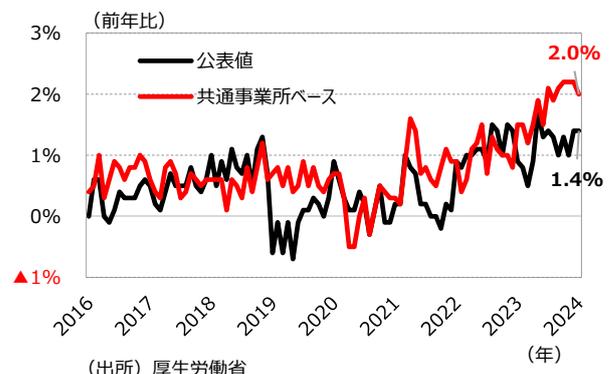
2021年1月～2024年2月、月次



(出所) Bloomberg

【図表30 所定内給与の推移】

2016年1月～2024年1月、月次



(出所) 厚生労働省

※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。