

～TMAMマーケットウィークリー（4/8～12）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic : 最大の注目材料である3月の米CPIは市場予想を上回る結果に

- 今週（4月8日～11日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、10日に3月CPIの公表を控え、週半ばにかけて様子見ムードとなりました。その後、3月のCPIが市場予想を上回りインフレの根強さを示したことなどを受け、利下げ開始時期が後ずれするとの見方から下落する場面があったものの、翌日に公表された3月のPPIがインフレ加速への過度な警戒感を和らげる内容となったことで上昇に転じ、前週末比ではほぼ横ばいとなりました。
- TOPIX（東証株価指数）は、前週末の力強い米雇用統計を受け米国株式市場が上昇したことを好感し、上昇して始まりました。その後、米商務省が半導体受託生産の世界最大手である台湾積体回路製造（TSMC）が米アリゾナ州に建設する新工場に補助金を支給すると発表したことで、製造装置の引き合いが高まると思惑に加え、為替市場で前週末に比べ円安米ドル高が進行したことも輸出関連株の支えとなり、上げ幅を拡大しました。
- 来週（4月15日～19日）は、3月の全国消費者物価指数（以下、CPI）などに注目しています。特に、日銀が追加利上げの判断で重視するサービス価格がどの程度伸びが高まるかが焦点となります。春闘回答集計結果（第3回目）によれば、2024年の平均賃上げ率は5.24%、ベースアップに相当する「賃上げ分」は3.63%となりました。サービス価格の上昇率とベースアップの連動性が高いことを踏まえれば、春闘の賃上げ率が賃金に反映される4月以降、サービス価格の上昇率は3%台まで高まる可能性があり、コアCPIは当面高止まりすると予想されます。

【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12日	39,523.55	1.36	531.47
	TOPIX		2,759.64	2.11	57.02
	NYダウ（米ドル）	4月11日	38,459.08	▲1.14	▲444.96
	S&P500		5,199.06	▲0.10	▲5.28
	ユーロ・ストックス50指数		4,966.68	▲0.96	▲48.07
1 利 回 年 利 率	日本（%）	4月12日	0.86	—	0.07
	米国（%）	4月11日	4.59	—	0.18
	ドイツ（%）		2.46	—	0.06
為 替	ドル円（円/米ドル）	4月12日	153.09	1.39	2.10
	ユーロ円（円/ユーロ）		164.17	0.27	0.45

(出所) Bloomberg

(注) ドル円、ユーロ円は対顧客外国為替相場の仲値

当レポートで使用する用語

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
8日 (月)	日本	2月所定内給与、共通事業所ベース (毎月勤労統計)	—	前年比+2.0%
		3月現状判断DI (景気ウォッチャー調査)	51.6	49.8
		3月先行き判断DI (景気ウォッチャー調査)	53.3	51.2
9日 (火)	日本	3月工作機械受注	—	前年比▲3.8%
10日 (水)	日本	3月国内企業物価指数	前年比+0.8%	同+0.8%
	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%
	FOMC議事要旨			
11日 (木)	中国	3月消費者物価指数	前年比+0.4%	同+0.1%
	ユーロ圏	中銀預金金利（ECB理事会）	4.00%	4.00%
	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+0.2%
		新規失業保険申請件数	21.5万件	21.1万件
12日 (金)	米国	3月ミンガン大学消費者マインド	79	

(出所) Bloomberg (注) 12日10時時点のデータ

※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。

(次頁へ続く)

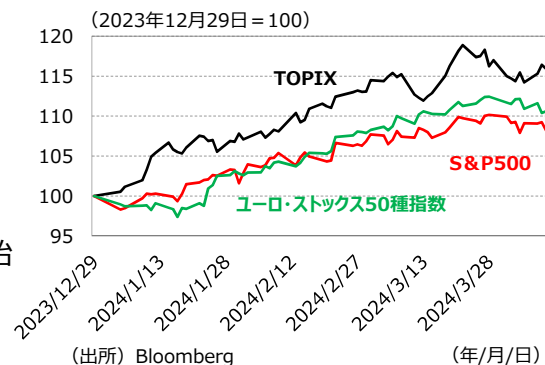
米国株式市場：前週末比でほぼ横ばい

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比▲0.1%とほぼ横ばいとなりました（図表3）。

週後半にCPIなど物価指標の公表や米大手銀の決算を控え、週半ばにかけて様子見ムードとなりました。その後、3月のCPIが市場予想を上回りインフレの根強さを示したことや、FOMC議事要旨（3月開催分）で「インフレ率が予想通り減速していない」との認識がFOMC内で共有されていたことが判明したことなどを受け、利下げ開始時期が後ずれするとの見方から下落する場面があったものの、翌日に公表された3月のPPIがインフレ加速への過度な警戒感を和らげる内容となったことで上昇に転じ、前週末比ではほぼ横ばいとなりました。

【図表3 株式市場の動向】

2023年12月29日～2024年4月11日、日次、現地通貨ベース



米国経済：コアCPIの上振れで、利下げ開始時期は後ずれの公算

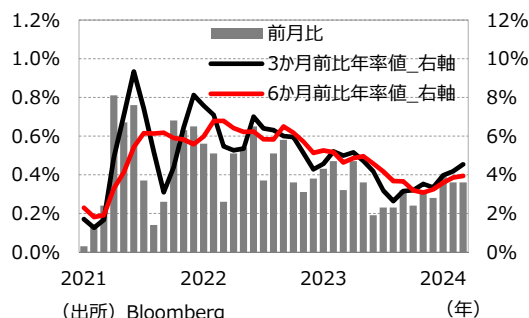
米労働省が公表した2024年3月のCPIは前年比+3.5%と市場予想の同+3.4%を上回りました。ガソリン価格や電力価格などのエネルギー価格（2月：前年比▲1.9%→3月：同+2.1%）が上昇に転じたため、CPIは2月（前年比+3.2%）から伸びを高めました。

変動の大きい食料品及びエネルギーを除くコアCPIは前年比+3.8%と市場予想（同+3.7%）から上振れるなど、1月、2月に続きインフレ圧力の根強さが示されました（図表4）。瞬間風速を映す前月比では+0.36%（2月：+0.36%）と高止まりしたほか、基調的なモメンタムを示す3か月前比年率値では+4.53%（2月：+4.18%）、6か月前比年率では+3.94%（2月：+3.85%）と小幅ながら伸びを高めています。

コアCPIの内訳をみると、コア財は前月比▲0.15%（2月：+0.11%）と下落に転じました（図表5）。サプライチェーンの改善といった供給制約緩和によって中古車（前月比▲1.11%）や新車（同▲0.17%）が下落したほか、家庭用品（同▲0.12%）や娯楽用品（同▲0.46%）など全般的に軟調となっています。一方、コアサービス（2月：前月比+0.46%→3月：同+0.52%）については賃金の増加を背景に高い伸びを維持しています。コアサービスのうち、民営家賃（2月：前月比+0.46%→3月：同+0.41%）やウェイト

【図表4 コアCPIのモメンタムを示す指標】

2021年1月～2024年3月、月次



【図表5 コアCPI（前月比）の内訳】

2024年1月～3月、月次

(前月比)

	24年3月	24年2月	24年1月
コアCPI	0.36%	0.36%	0.39%
コア財	▲0.15%	0.11%	▲0.32%
家庭用品	▲0.12%	▲0.31%	▲0.13%
衣料品	0.65%	0.55%	▲0.70%
娯楽用品	▲0.46%	▲0.20%	0.77%
新車	▲0.17%	▲0.10%	▲0.04%
中古車	▲1.11%	0.52%	▲3.37%
コアサービス	0.52%	0.46%	0.66%
民営家賃	0.41%	0.46%	0.36%
帰属家賃	0.44%	0.44%	0.56%
スーパーコア	0.65%	0.47%	0.85%
宿泊料	0.08%	0.15%	1.78%
航空運賃	▲0.37%	3.57%	1.40%
医療ケア	0.56%	▲0.05%	0.70%
自動車保険	2.58%	0.85%	1.42%

(出所) Bloomberg

(注) スーパーコアは家賃を除くサービス

※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)

の大きい帰属家賃（2月：前月比+0.44%→3月：同+0.44%）に物価上昇の加速感はみられなかったものの、パウエルFRB議長が重視する家賃を除いたスーパーコアは前月比+0.65%と2月（同+0.47%）から大きく上昇し、特に医療ケアや自動車保険などの伸びが目立ちました。自動車の価格低下は最終的に保険などの自動車関連サービスを下押しすることになるものの、現状では労働市場の堅調さがサービス価格全般に押し上げ圧力をかけ続けているとみられます。

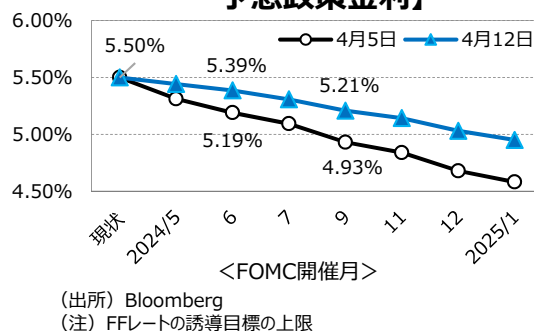
前回3月のFOMCでパウエルFRB議長は、「1月の物価指標は季節性の影響もあって、やや高めに出了。2月はそれほど高い数字ではなかった。年後半は従来、物価は弱めに出るのが常だ」と1、2月の上振れを挙げた上で、「インフレ率のデータが少し高めに出自ていることでインフレ率の見通しを上方修正した人もいると思うが、あくまでインフレ率は順調に低下していると評価している」と、最近の力強いインフレ指標がインフレ鈍化のシナリオを根本的に変えるものではないとの見解を示しています。こうした中で、3月のCPIは過去2か月（1月、2月）の結果を季節性の問題に帰着させることが困難となり、年3回の利下げを見込むFRBにとって不都合な結果と言えます。

今回の結果を受け、FF金利先物が織り込む6月、9月のFOMCでの予想政策金利はそれぞれ5.39%（CPI公表前：5.19%）、5.21%（CPI公表前：4.93%）へ改められ、利下げ開始時期（1回の利下げ幅：0.25%）は6月から9月へ後ずれするとの見方に改められています（図表6）。これは、前回のFOMCで提示された年内3回の利下げシナリオが修正を迫られることを意味しています。

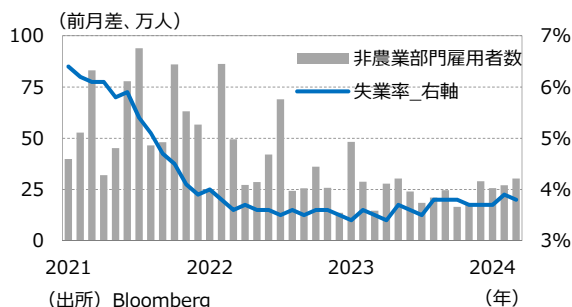
米労働省が公表した2024年3月の雇用統計によると、失業率（家計調査）は3.8%と市場の予想通り、2月の3.9%から低下しました（図表7）。非農業部門雇用者数（事業所調査、季節調整済み）は前月差+30.3万人と2月改定値（同+27.0万）、市場予想（同+21.4万人）を大幅に上回りました。四半期平均でみると、2023年4-6月期の+27.4万人から7-9月期が+21.3万人、10-12月期が+21.2万人へ減速した後、2024年1-3月期には+27.6万人へ加速しています。

3月の雇用増の内訳をみると、これまで雇用増をけん引してきたヘルスケアサービス（前月差+8.1万人）や政府部門（同+7.1万人）以外の幅広い業種でも雇用の増加がみられました。昨年秋にはヘルスケアサービスや政府部門以外の雇用者増加数がゼロに近づき景気後退入りが懸念されたものの、労働市場はそこから着実に回復しているように見受けられます。こうした雇用の創出は移民増加（次頁図表8）や働き盛り世代の職場復帰などに支えられているとみられます。

【図表6 FF金利先物が織り込む
予想政策金利】



【図表7 非農業部門雇用者数と失業率】
2021年1月～2024年3月、月次



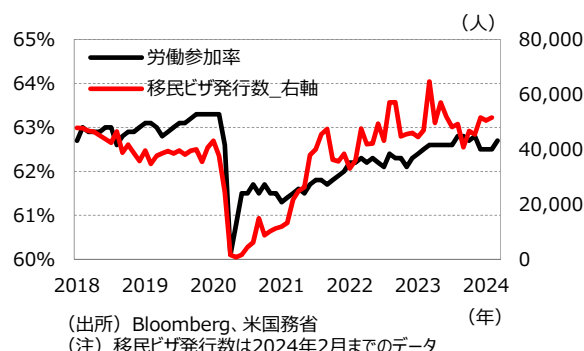
※ 上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

(次頁へ続く)

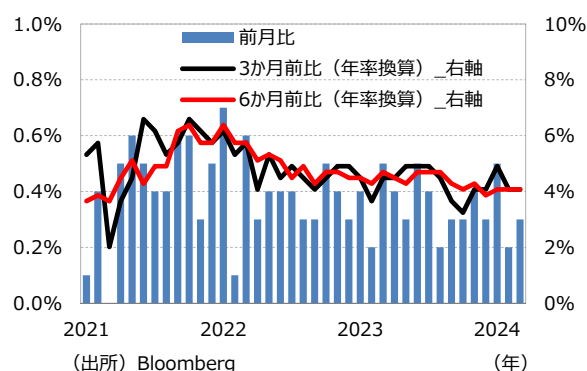
労働需給を反映して変動するとされる平均時給（事業所調査）は、前月比+0.3%（年率+4.2%）と市場予想通りの結果となりました（図表9）。寒波に伴う労働時間の減少を映じて1月に前月比年率+6.1%に急増した後、労働時間の増加に伴い2月には同+2.1%へ巻き戻されていました。平均賃金を均して3か月前比年率、6か月前比年率でみると、それぞれ+4.1%（2月：同+4.1%）、+4.1%（2月：同+4.1%）と賃金の伸びが加速する事態は回避されており、インフレリスクを高めるほどの状況にはないと考えられます。賃金の加速が避けられている背景には、移民など労働供給の増加が一定程度影響している可能性があります。

前回のFOMCでパウエルFRB議長は、「力強い雇用自体は利下げを見送る理由にはならない」、「労働市場において十分な需要と供給が得られれば、インフレ圧力が高まらず経済が拡大する可能性」と発言し、好調な雇用統計であっても利下げ開始は可能との見方を示していました。しかし、前述のとおり3月のCPIではインフレ抑制が進展していない可能性を示唆する結果となったことで、FRBが早期に利下げに踏み切るとの見方は後退しています。

【図表8 労働参加率の推移】
2018年1月～2024年3月、月次



【図表9 平均時給の推移】
2021年1月～2024年3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)

ユーロ圏経済：ECBは政策金利据え置きも、声明で利下げを示唆

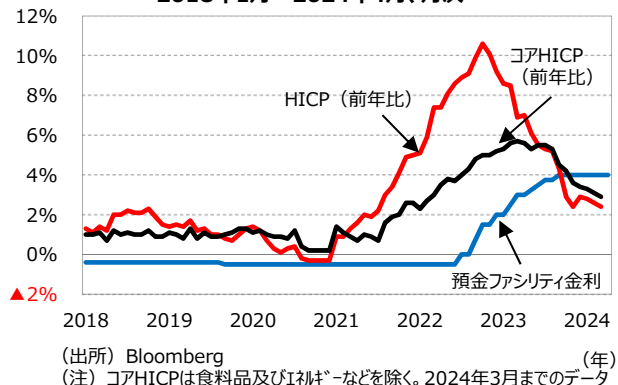
ECBは11日に開催した理事会で、5会合連続で政策金利を据え置くことを決定しました（図表10）。米CPIの上振れにより、FRBの利下げ開始時期が後ずれするとの見方が強まったことでECBが利下げ時期を曖昧にする可能性があったものの、声明文やラガルドECB総裁の記者会見では6月の利下げ開始が示唆されました。

声明文では、金融政策に関連する文言が大きく修正されました。前回3月の会合では、「政策金利の水準は、十分に長い期間維持されれば、目標達成に大きく貢献する」とされていたものの、今回は「インフレが持続的に目標に収束しつつあるという確信が更に高まるのであれば、現在の制約的な政策金利の水準を引き下げることが適切だろう」との文言が盛り込まれ、利下げへの転換が示唆されました。

ラガルドECB総裁は理事会後の記者会見で、「我々はデータ次第であり、FRBに依存しているわけではない」と指摘した上で、「（次回6月会合では）より多くの情報が得られる」とも明らかにしました。これまでラガルドECB総裁はデータの蓄積が必要で、4月よりも6月に多くのデータが集まるとしてきたため、判明するデータにサプライズがない限り、6月に利下げが採択される可能性が高いことが示されました。また、FRBの利下げ開始時期が後ずれする可能性が高まっていることから、政策の自由度を確保する選択肢があったものの、ラガルドECB総裁の発言内容は3月会合以降の複数のECB高官からの情報発信に概ね沿ったものとなりました（図表11）。

今回の会合では声明文に利下げの意思が明記され、ラガルドECB総裁からも利下げを志向したメンバーが複数いたことが明らかにされました。5月末に判明する1-3月期の妥結賃金がインフレ圧力を高めるものとならない限り、6月利下げが規定路線になったと考えられます。なお、市場ではECBは6月に利下げを開始した後、0.5%（2回）の追加利下げが実施されることを見込んでいます（図表12）。

【図表10 預金ファシリティ金利とHICP】
2018年1月～2024年4月、月次

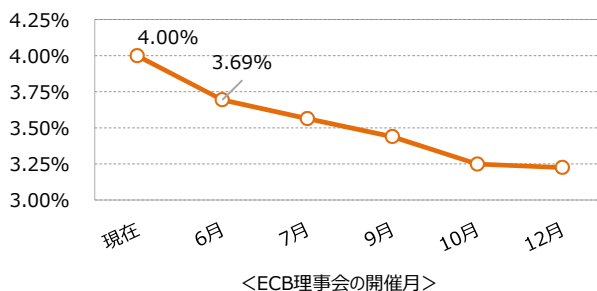


【図表11 最近のECB高官の発言】

日付	発言者	発言内容
3/14	オランダ中銀 クノット総裁	個人的には利下げ開始を6月に暫定的に考えている
3/22	ドイツ連銀 ナーゲル総裁	8月の夏季休暇前に最初の利下げがある可能性が増している
3/31	ギリシャ中銀 ストウルナラス総裁	個人的には年内に4回、0.25%ずつの利下げは可能だと思う
4/3	オーストリア中銀 ホルツマン総裁	6月利下げに原則として反対していないが、まずはデータをみてみたい
4/3	スペイン中銀 デコス総裁	6月が初回の利下げに実際なり得ると思うものだと思う

(出所) 各種報道資料とともに東京海上アセットマネジメント作成

【図表12 OIS金利先物市場が織り込む
将来の政策金利水準】
4月12日時点



(出所) Bloomberg

(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。

日本株式市場：円安米ドル高などを受け、堅調に推移

TOPIX（東証株価指数）は、前週末比+2.1%の上昇となりました（前掲図表3）。

前週末の力強い米雇用統計を受け米国株式市場が上昇したことを好感し、上昇して始まりました。その後、米商務省が半導体受託生産の世界最大手である台湾積体回路製造（TSMC）が米アリゾナ州に建設する新工場に補助金を支給すると発表したことで、製造装置の引き合いが高まると思惑に加え、為替市場で前週末に比べ円安米ドル高が進行したことも輸出関連株の支えとなり、上げ幅を拡大しました。

為替市場では、引き続き政府・日銀による為替介入への警戒感が熾るなか、米雇用統計を受けた日米金利差の拡大を意識した円安米ドル高の流れが継続し、週半ばにかけて1米ドル＝151円台後半で推移しました。10日には3月の米CPIの結果を受け、FRBの利下げ開始時期が後ずれするとの見方から円安米ドル高が加速し、12日には1米ドル＝153.09円（5日：150.99円）と約34年ぶりの円安米ドル高水準となりました（図表13）。

為替市場では、2022年、2023年と続けて跳ね返された1米ドル＝152円台に乗せて円安が加速しています。歴史的な円安の背景には、日銀が緩和的な金融環境を継続する方針を掲げる中で、米CPIをきっかけにFRBによる利下げ時期が後ずれするとの見方が広がったことがあります。神田財務官は、為替市場で円安が進んでいることに関して「（経済の）ファンダメンタルズ（基礎的条件）に沿った方向というわけではなく、明らかに投機が背景にある」との認識を示した上で、「行き過ぎた変動に対しては、あらゆる手段を排除せずに適切な行動を取っていきたい」、「（為替介入も含めて）常に準備できている」と市場を強いトーンでけん制しています。

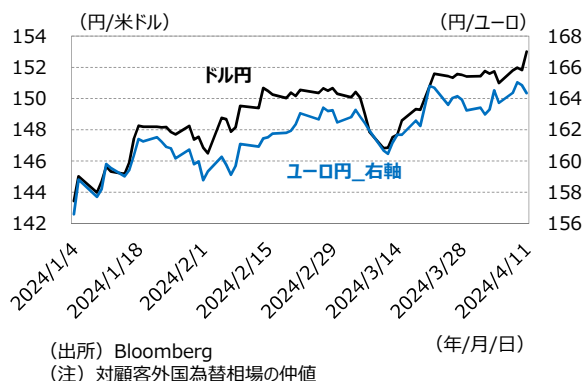
シカゴ通貨先物市場IMMにおける投機筋による円のポジション※（持ち高）をみると、ネットの円ショートポジションは4月2日締めを集計で14.3万枚と、円売り・ドル買いポジションに大きく傾いています（図表14）。これは2022年に実施された3回の介入のうち、初回時点（9月22日）の約8万枚を大きく上回っています。この時は介入によって一日で6円程度円高に振れたものの、今回介入に踏み切った場合に一時的とはいえ、それを上回る円高方向の効果が期待できると思われます。

（※）IMMポジションについて

米国のシカゴマーカンタイル取引所（CME）に上場している「IMM通貨先物」のポジション動向のことです。為替市場の参加者の間で特に注目されるのが、Non-Commercialと呼ばれる非商業部門（投機筋）の数値で、ネットで円のロング（買い越し）ポジションが大きくなりすぎれば円安米ドル高、円のショート（売り越し）ポジションが大きくなりすぎれば円高米ドル安となる可能性が高まっていると考えられます。

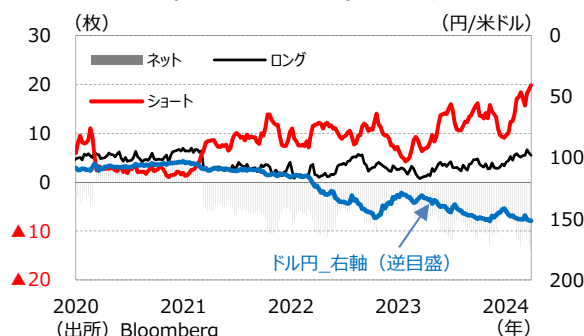
【図表13 為替市場の動向】

2024年1月4日～4月12日、日次



【図表14 シカゴIMMの非商業部門（投機部門）の円先物ポジションの推移】

2020年1月7日～2024年4月2日、週次



（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。

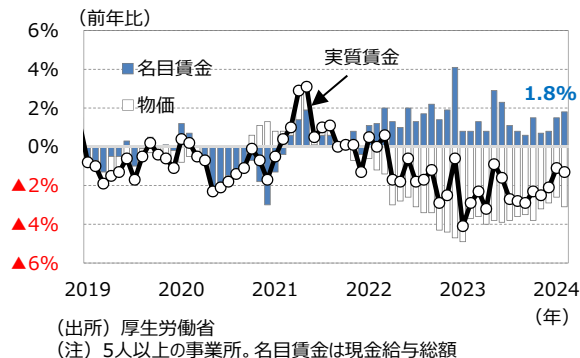
日本経済：所定内給与は着実に増加

厚生労働省が公表した2024年2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+1.8%と市場予想通り、1月の同+1.5%から伸びを高めました（図表15）。内訳では、所定外給与（1月：前年比▲1.5%→2月：同▲1.0%）、ボーナスなどの特別に支払われた給与（1月：前年比+12.4%→2月：同▲5.5%）がマイナスとなる一方で、所定内給与（基本給）は前年比+2.2%（1月：同+1.3%）と1994年10月以来の高い伸びを示しました。所定内給与については公表値（前年比+2.2%）に加え、共通事業所ベース（※）も2%台を維持しており着実に増加しています（図表16）。

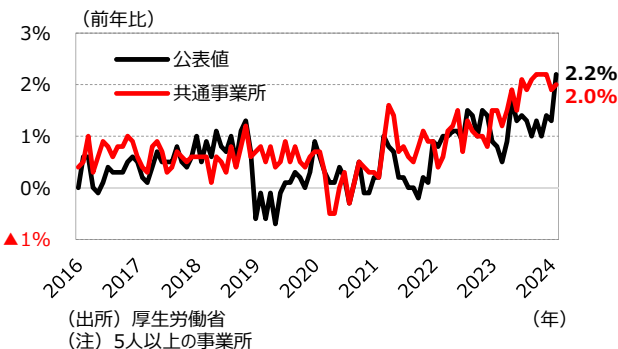
4月5日に連合が公表した春闘の第3回答集計結果によると、基本給を底上げするベースアップと定期昇給分を合わせた平均賃上げ率は5.24%と、1991年（5.66%）以来33年ぶりに5%を超える高い伸びとなったほか、焦点となる中小企業も4.69%と第2回（4.50%）を上回りました。日銀短観（3月調査、4/1公表）の雇用人員判断DI（「過剰」-「不足」）からは雇用不足の傾向が続いていることが確認され、人員確保の観点から長期的にも賃上げ圧力が加わりやすい状況にあると考えられます。

こうしたなか、植田日銀総裁は朝日新聞のインタビュー（4/5付け）で、「春闘の結果が夏にかけて賃金に反映されていき、夏から秋にかけて物価にも反映され、その力が少しずつインフレ率を押し上げていきます。物価上昇率2%目標の持続的・安定的な達成が見通せており、その可能性がどんどん高まるとみています」と述べています。春闘の最終的な賃上げ率が賃金に反映される期間（4月～6月）において、物価上昇率2%目標を達成する確度がより高まれば、日銀は追加利上げに踏み切ると予想されます。市場では、年内1回程度の利上げ（0.25%）が実施されることを織り込むなか（図表17）、賃金から物価への波及が広まれば更なる追加利上げが実施される可能性もあります。

【図表15 名目賃金と実質賃金】
2019年1月～2024年2月、月次

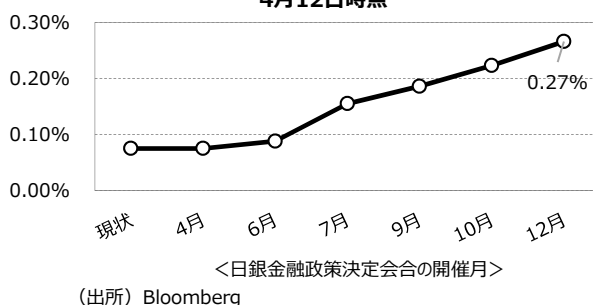


【図表16 所定内給与の推移】
2016年1月～2024年2月、月次



（※）共通事業所ベースについて
毎月勤労統計は、毎年1月にサンプル入れ替え（30人以上規模の事業所について、全体の3分の1ずつ調査対象事業所を入れ替える）が実施されることにより賃金（公表値）の連続性が保たれず、断層（不連続な変動）が生じます。このため、断層が生じにくい共通事業所ベース（調査対象が同じ事業所）の方が賃金の実態を把握しやすいと考えられます。

【図表17 OIS金利先物市場が織り込む
将来の政策金利水準】
4月12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。

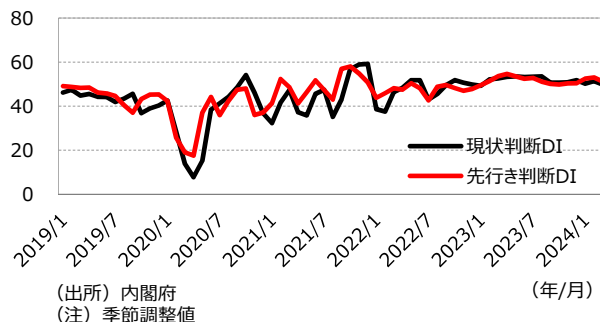
（次頁へ続く）

内閣府が公表した2024年3月の景気ウォッチャー調査によると、現状判断DI（季節調整値）は49.8と2月の51.3から低下し、景気拡大・縮小の分かれ目である50を1年2か月ぶりに下回りました（図表18）。物価高により節約志向が続くなか、3月は天候不順による消費の下押しや大手自動車メーカーの不正問題の影響が景況感の悪化につながったとみられます。2～3か月先の見通しを示す先行き判断DI（季節調整値）も51.2と、2月の53から低下しました。

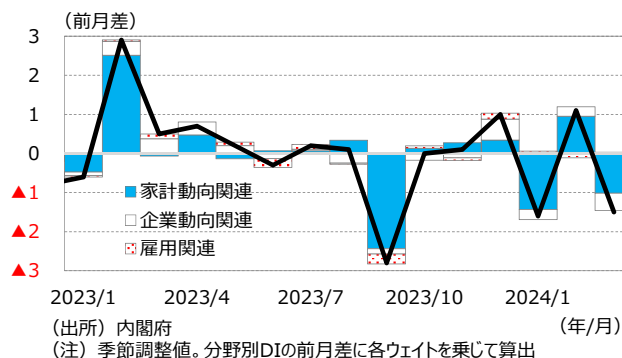
現状判断DI（季節調整値）の内訳をみると、雇用関連が52.5（前月差+0.3ポイント）と上昇した一方で、家計動向関連が49.4（前月差▲1.5ポイント）、企業動向関連が50.0（前月差▲2.0ポイント）と低下しました（図表19）。家計動向関連の内訳として、小売関連が47.7（前月差▲1.8ポイント）と回復の鈍さが目立っています。

小売関連のコメント（現状判断）をみると、「物価上昇の影響で洋服を見る客が少ない。また、天候不順も重なり、来客数が減少している。」（南関東・衣料品専門店）や、「物価が上がっているにもかかわらず収入は増えないので、余計な物は買えないという声をよく聞く。客は商品購入にかなりシビアで、財布のひもが固いと感じる。」（東海・商店街）といったように、物価高や天候不順などの影響を指摘するコメントが多く見受けられています。コメントをキーワード別にカウントすると、物価高を懸念するコメントが依然多い一方で、調査時点（3月末）の為替レートが2022年秋頃の円安水準にあるにもかかわらず円安を懸念するコメントは当時に比べ少数にとどまっています（次頁図表21）。他方、3月は春闘集中回答日を迎え、企業から高水準の賃上げ率の回答が相次いだことで賃上げの効果を期待するコメントが増えています。

【図表18 現状判断DI、先行き判断DIの推移】
2019年1月～2024年3月、月次



【図表19 現状判断DIの変動要因】
2023年1月～2024年3月、月次



【図表20 現状判断DI、先行き判断DI】
2023年4月～2024年3月、月次

	景気の現状判断（季節調整値）				景気の先行き判断（季節調整値）			
	合計	家計動向 関連	企業動向 関連	雇用関連	合計	家計動向 関連	企業動向 関連	雇用関連
2023年4月	53.3	53.6	52.1	54.2	54.6	55.1	52.8	55.1
5月	53.5	53.4	53	55.1	53.5	53	53.2	57.3
6月	53.2	53.5	52.4	52.9	52.4	52	52.7	54.3
7月	53.4	53.6	52.6	54.1	52.8	52.8	52	54.2
8月	53.5	54.1	51.5	53.8	51.1	51.3	50	52.7
9月	50.7	50.5	50.9	51.3	50.1	50.2	49.6	49.9
10月	50.7	50.7	50.1	51.9	49.8	49.4	49.8	51.9
11月	50.8	51.1	49.6	51.2	50.3	50.4	49.3	51.6
12月	51.8	51.6	52.1	52.7	50.4	50.2	50.1	52.9
2024年1月	50.2	49.5	50.9	53.3	52.5	52.6	51.7	53.2
2月	51.3	50.9	52	52.2	53	52.8	53.7	52.8
3月	49.8	49.4	50	52.5	51.2	51.5	51	49.4

(出所) 内閣府
(注) 季節調整値

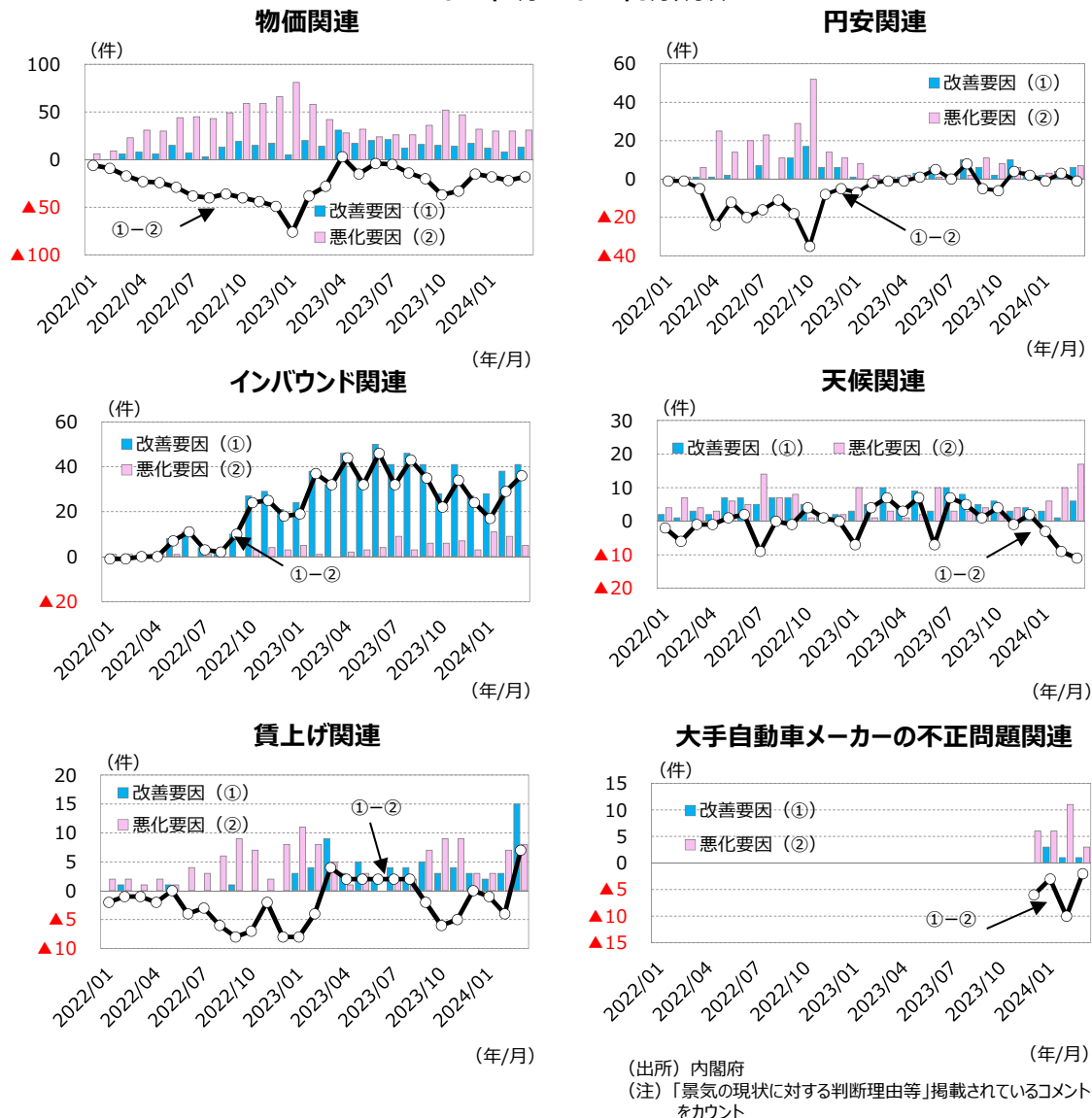
※ 上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※ 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)

【図表 2 1 現状判断に関する各種コメント数の推移】

2022年1月～2024年3月、月次



先行き判断DI（季節調整値）の内訳をみると、家計動向関連が51.5（前月差▲1.3ポイント）、企業動向関連が51.0（前月差▲2.7ポイント）、雇用関連が49.4（前月差▲3.4ポイント）といずれも低下しました（前頁図表 2 0）。家計動向関連の内訳では、小売関連が51.9（前月差+0.3ポイント）と小幅に持ち直す一方で、飲食関連が53.5（前月差▲5.5ポイント）と大幅に低下しています。

小売関連のコメント（先行き判断）をみると、引き続きインバウンド需要や賃上げの効果への期待が景況感を下支えするなか、「4月から値上がりするといったネガティブな報道が多いため、客は消費を少し控えるとみている。」（東北・一般レストラン）や「マイナス金利政策の解除により、地方都市においては、個人消費の落ち込みなど、マイナスの影響が出てくるのが懸念される。」（北海道・求人情報誌制作会社）など、年度替わりの価格改定や日銀のマイナス金利政策解除による消費への影響を懸念する声が散見されました。

※ 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）

来週は、3月の米小売売上高や全国CPIなどに注目

来週は、3月の米小売売上高や日本の全国消費者物価指数（以下、CPI）などに注目しています（図表22）。

2月の米小売売上高は、年末商戦の反動からオンライン通販などの無店舗小売が2か月連続の減少となったほか、ヘルスケアや衣料品など生活必需品の低調も目立ちました（図表23）。3月は前月比 +0.4%と、2月の同+0.6%から減速することが予想されています。高金利や金融機関の貸出態度の厳格化に伴うクレジットカードの延滞率上昇や、学生ローンの返済再開といった懸念材料がある中で、個人消費が底堅さを保てるか注目されます。

3月のコアCPI（生鮮食品を除く総合）は前年比+2.7%（2月：同+2.8%）と高止まりすることが予想されています。特に、日銀が追加利上げの判断で重視するサービス価格がどの程度伸びが高まるかが注目されます。春闘回答集計結果（第3回目）によれば、2024年の平均賃上げ率は5.24%、ベースアップに相当する「賃上げ分」は3.63%となりました。

サービス価格の上昇率とベースアップの連動性が高いことを踏まえれば、春闘賃上げ率が賃金に反映される4月以降、サービス価格の上昇率は3%台まで高まる可能性があり、コアCPIは当面高止まりすると予想されます（図表24）。

【図表22 来週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
15日 (月)	日本	2月コア機械受注	前月比+0.6%	同▲1.7%
	米国	3月小売売上高	前月比+0.4%	同+0.6%
		4月NAHB住宅市場指数	51	51
16日 (火)	中国	1-3月期実質GDP	前年比+5.0%	同+5.2%
		3月小売売上高	前年比+5.0%	—
		3月鉱工業生産	前年比+6.0%	—
	米国	3月住宅着工件数	148万件	152.1万件
		3月建設許可件数	152万件	152.4万件
		3月鉱工業生産	前月比+0.4%	同+0.1%
		3月設備稼働率	78.5%	78.3%
17日 (水)	日本	3月貿易収支	3,153億円	▲3,778億円
	米国	MBA住宅ローン申請指数	—	前週比+0.1%
		ページブック		
18日 (木)	米国	新規失業保険申請件数	—	21.1万件
		失業保険継続受給者数	—	181.7万人
		3月景気先行指数	前月比▲0.1%	同+0.1%
		3月中古住宅販売件数	416万件	438万件
19日 (金)	日本	3月全国消費者物価指数	前年比+2.8%	同+2.8%
		3月全国消費者物価指数 (生鮮食品を除く総合)	前年比+2.7%	同+2.8%

(出所) Bloomberg (注) 12日10時時点のデータ

【図表23 米小売売上高（主要業種別）】

2023年12月～2024年2月、月次

	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%
ヘルスケア	▲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%

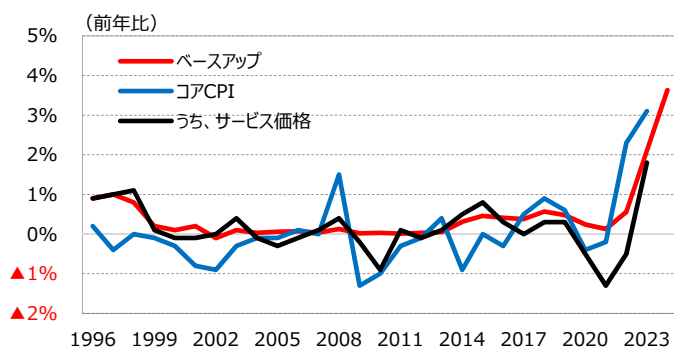
(出所) Bloomberg

※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24 コアCPIとベースアップ】

1996年～2024年、暦年



(出所) 総務省、中央労働委員会、連合

(注) 2024年のベースアップは連合公表の回答集計結果（第3回）
コアCPIは消費増税の影響を除く、2023年までのデータ

(年)

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费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）をご覧の上、ご自身でご判断ください。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。