

～TMAMマーケットウィークリー（6/3～7）～

東京海上アセットマネジメント
投信情報部

Topic：労働需給の緩和を示唆する米経済指標が米国株式市場の支えに

- 今週（6月3日～6日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、エヌビディアのジェンソン・ファンCEOが新たな人工知能（AI）向け半導体の投入計画を明らかにしたことをきっかけに半導体関連株に買いが入ったことに加え、4月のJOLTS求人件数などの雇用関連指標が労働需給の緩和を示し、利下げ観測が高まったことが相場の支えとなり、堅調に推移しました。
- 今週（6月3日～7日）の日本株式市場（TOPIX（東証株価指数））は、前週末に米国で公表された4月のコアPCEデフレーターがインフレ懸念を和らげる結果となったことを受け、米国株式市場が上昇した流れを引き継ぎ、上昇して始まりました。その後は日本でも半導体関連株に買いが入る場面があったものの、為替市場で円高米ドル安が進行したことや国内大手自動車メーカーの認証不正発覚を受け、自動車関連株を中心に売りが入ったことなどから、軟調に推移しました。
- 来週（6月10日～14日）は、FOMCや日銀金融政策決定会合などに注目しています。FOMCでは、ドットチャートで示される年内の利下げ回数が3月時点の3回（計0.75%）から減ることが予想されています。日銀金融政策決定会合では、政策金利の据え置きを決定すると同時に、国債買入れ減額の方針を示す可能性があり、この点にも注目しています。

【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）	6月7日	38,683.93	0.51	196.03
	TOPIX		2,755.03	▲0.63	▲17.46
	NYダウ（米ドル）		38,886.17	0.52	199.85
	S&P500	6月6日	5,352.96	1.43	75.45
	ユーロ・ストックス50指数		5,069.09	1.71	85.42
1 利 回 年 利 率	日本（%）	6月7日	0.98	—	▲0.09
	米国（%）	6月6日	4.29	—	▲0.21
	ドイツ（%）		2.55	—	▲0.12
為 替	ドル円（円/米ドル）	6月7日	155.81	▲0.59	▲0.93
	ユーロ円（円/ユーロ）		169.69	▲0.05	▲0.09

(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
3日 (月)	日本	1-3月期法人企業統計		
	米国	5月ISM製造業景況指数	49.5	48.7
4日 (火)	米国	4月JOLTS求人件数	835万件	805.9万件
		4月製造業受注	前月比+0.6%	同+0.7%
5日 (水)	日本	4月所定内給与、共通事業所 (毎月勤労統計)	前年比+2.1%	同+2.1%
	中国	5月サービス業PMI（財新）	52.5	54.0
	米国	5月ADP雇用統計	前月差+17.5万人	同+15.2万人
		5月ISM非製造業景況指数	51.0	53.8
6日 (木)	ユーロ圏	中銀預金金利（ECB理事会）	3.75%	3.75%
	米国	新規失業保険申請件数	22.0万件	22.9万件
7日 (金)	日本	4月家計支出	前年比+0.5%	同+0.5%
	米国	5月非農業部門雇用者数 (雇用統計)	前月差+18.0万人	
		5月失業率（雇用統計）	3.9%	
		5月平均時給（雇用統計）	前月比+0.3%	

(出所) Bloomberg (注) 7日10時時点のデータ

(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。

米国株式市場：雇用関連指標が利下げ観測を後押し

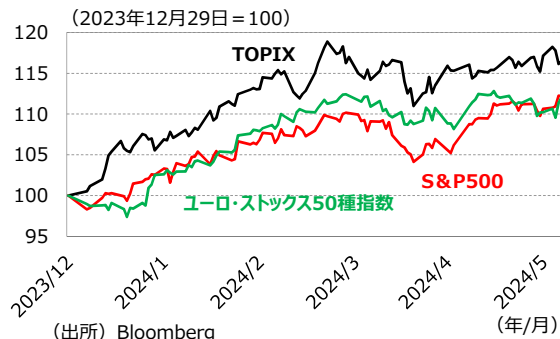
米国株式市場（S&P500種指数）は、前週末比+1.4%の上昇となりました（図表3）。

5月のISM製造業景況指数などが米景気の減速を示したことが相場の重石となったものの、エヌビディアのジェンスン・ファンCEOが新たな人工知能（AI）向け半導体の投入計画を明らかにしたことをきっかけにハイテク株に買いが入ったことに加え、4月のJOLTS求人件数や5月のADP雇用統計などが労働需給の緩和を示し、利下げ観測が高まったことが相場の支えとなり、堅調に推移しました。

労働需給の緩和を示す米経済指標が相次いだことで、FRBが年内にも2回、計0.5%の利下げに踏み切るとの見方が優勢となっています。利下げ観測の高まりを受け、米長期金利は前週末（5/31）の4.5%台から6日には3月以来となる4.2%台へ低下しています（図表4）。

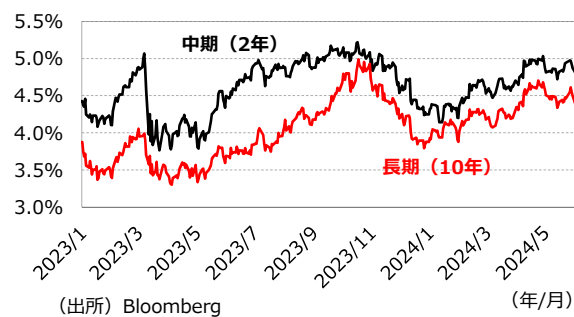
【図表3 株式市場の動向】

2023年12月29日～2024年6月6日、日次、現地通貨ベース



【図表4 米国債利回りの推移】

2023年1月2日～2024年6月6日、日次



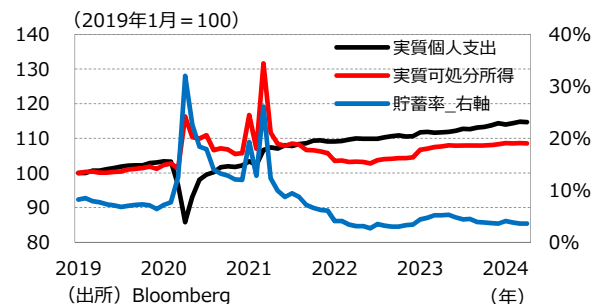
米国経済：4月のPCEデフレーターはインフレ加速を示唆せず

米商務省が公表した2024年4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▲0.1%（3月：同+0.4%）と、増加すると市場予想に反して減少しました（図表5）。四半期ベースでは、2023年10-12月期の前期比+0.9%から2024年1-3月期に同+0.5%へ減速した後、4月は1-3月期（平均）を+0.3%上回る水準にとどまるなど、個人消費は減速感を強めています。

実質個人支出の内訳をみると、特に財支出は2024年入りに増加ペースの減速が目立っています（図表6）。年末商戦の反動もあり2024年1月（前月比▲1.3%）、2月（同▲0.1%）と落ち込んだ後、3月（同+0.9%）こそ持ち直したものの、4月（同▲0.4%）に再び減少しました。加えて、サービス支出は増加基調を維持しているものの、増加ペースは鈍化しています。2月の前月比+0.5%から3月に同+0.2%、4月に同+0.1%へ減速

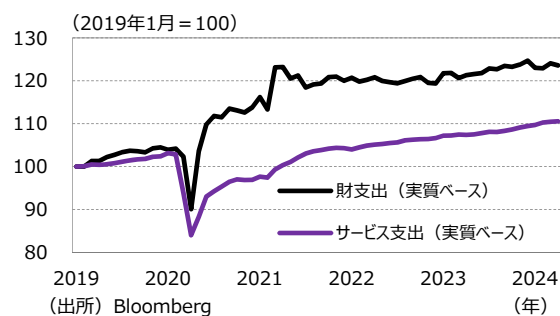
【図表5 実質個人支出の推移】

2019年1月～2024年4月、月次



【図表6 実質個人支出（財・サービス別）の推移】

2019年1月～2024年4月、月次



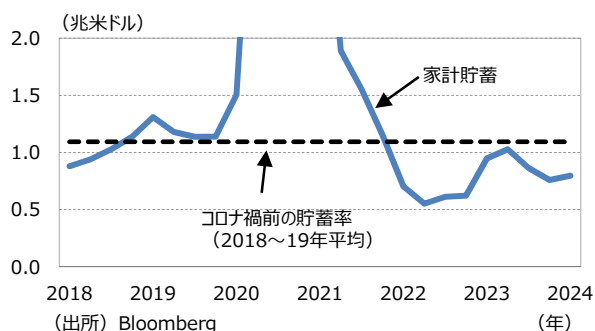
（次頁へ続く）

※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。

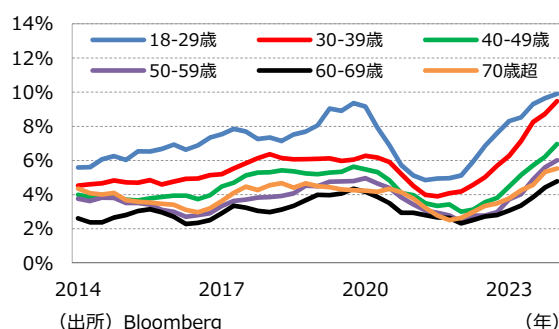
しました。長く続いたコロナ禍からの経済活動正常化に伴うペントアップ（繰り越し）需要がようやく一巡しつつあります。

足もとではコロナ禍で積み上がった過剰貯蓄の取り崩しが進んでいるほか（図表 7）、クレジットカードローンの延滞率が上昇する（図表 8）など消費を取り巻く環境は厳しさを増しつつあります。先行きを展望すると、労働需給の緩和を背景に賃金の伸びが鈍化していくことが見込まれることから、今後も個人消費は減速感を強めていくことが予想されます。

【図表 7 家計貯蓄の推移】
2018年3月～2024年3月、四半期



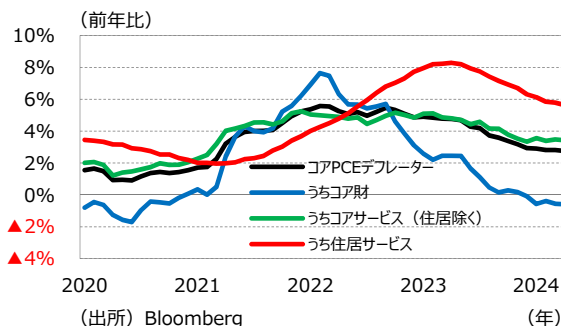
【図表 8 クレジットカードローンの延滞率（年齢階層別）】
2014年3月～2024年3月、四半期



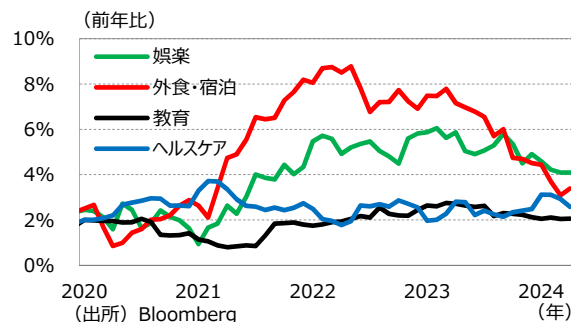
2024年4月の食料品及びエネルギーを除いたコアPCE（個人消費支出）デフレーターは前年比+2.8%（3月：同+2.8%）と、概ね市場予想通りの結果となりました（図表 9）。内訳では、コア財（3月：前年比▲0.6%→4月：同▲0.6%）は下落傾向にある一方で、コアサービス（3月：前年比+4.0%→4月：同+3.9%）は僅かな減速にとどまっています。

コアPCEデフレーターはFRBの目標である2%を0.8%上回っているものの、その超過分は帰属家賃をはじめとする住宅インフレによるものです。その他の超過分は、外食や娯楽などの労働集約型サービス（図表 10）のほか、株価に連行する形で金融サービス手数料が上昇していることもコアPCEデフレーターを押し上げています（次頁図表 11）。

【図表 9 コアPCEデフレーターの推移】
2020年1月～2024年4月、月次



【図表 10 コアサービス（住居を除く）の主な内訳】
2020年1月～2024年4月、月次



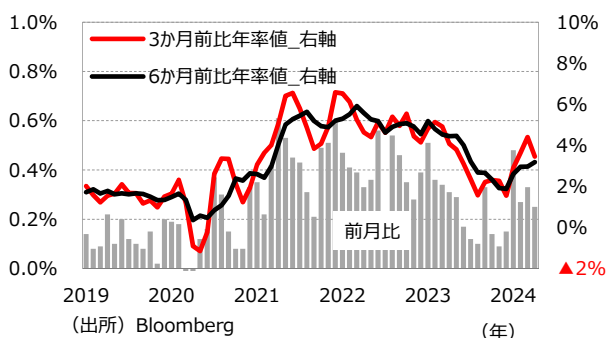
※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

（次頁へ続く）

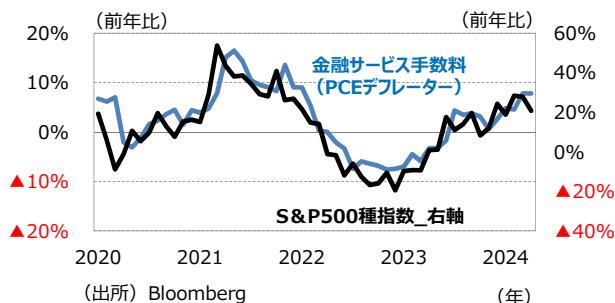
物価の瞬間風速を示す前月比では、コアPCEデフレーターは3月の+0.33%から4月に+0.25%へ小幅に縮小しました（図表12）。FRBがインフレのモメンタムを測る上で重視している6か月前比年率値は+3.2%（3月：+3.0%）と伸びが加速した一方で、3か月前比年率値（3月：+4.4%→4月：+3.5%）ではインフレ率が鈍化傾向に転じたことが示唆されました。もっとも、昨年後半はインフレが下振れたことで、今年の後半はベース効果によって前年比の伸びが拡大する可能性が懸念されます。

4月の上昇ペース（前月比+0.25%）が継続すると仮定した場合、コアPCEデフレーターの前年比上昇率は2024年末にかけて3%を超える水準に到達する計算になります（図表13）。これは、3月のFOMCで示された2024年末のコアPCEデフレーター予測値（中央値）である前年比+2.6%（10-12月期の前年比伸び率）の実現が困難であり、6月のFOMCにおいて2024年末のコアPCEデフレーター予測値が引き上げられる可能性を示唆しています。

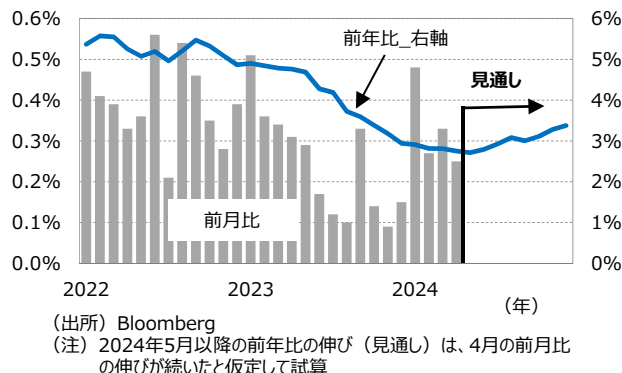
【図表12 コアPCEデフレーターの基調的な動き】
2019年1月～2024年4月、月次



【図表11 金融サービス手数料と株価】
2020年1月～2024年4月、月次

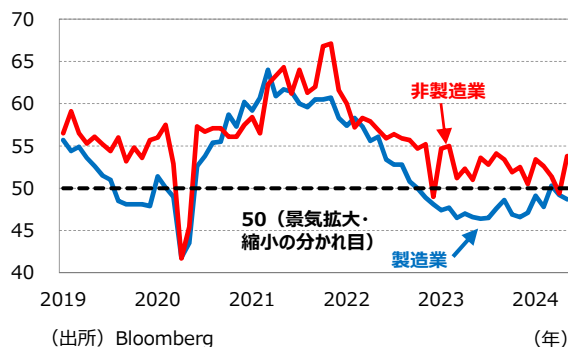


【図表13 コアPCEデフレーターの見通し
（簡易的なシミュレーション）】
2022年1月～2024年12月、月次



全米供給管理協会（ISM）が公表した2024年5月のISM製造業景況指数は48.7と、4月（49.2）から小幅に上昇するとの予想（49.5）に反して低下しました（図表14）。製造業の循環は2023年を通じて下降局面を辿った後、2024年入り後は持ち直しの動きがみられていたものの、足もとでは再び弱含んでいます。ISM製造業景況指数の算出に用いられる5指数のうち、ヘッドラインに対して雇用指数が押し上げに寄与、企業活動指数、新規受注指数、在庫指数の3指数が押し下げに寄与、入荷遅延指数はニュートラルとなりました。

【図表14 ISM景況指数の推移】
2019年1月～2024年5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。

新規受注指数は1月（52.5）から4月（49.1）まで50を挟み一進一退の動きが続いていたものの、5月（45.4）は2023年6月以来の水準まで低下しているほか、企業活動指数も4月の51.3から5月に50.2へ低下しており、需要が弱まっていることを示唆しました（図表15）。一方、雇用指数は3か月連続で上昇し、5月に51.1と8か月ぶりに中立水準（50）を回復するなど底入れが鮮明となっています。

一方、5月のISM非製造業景況指数は53.8と4月（49.4）、市場予想（51.0）ともに上回り、2023年8月以来の高水準となりました（前頁図表14）。最近ISM製造業景況指数を含め弱めのデータが相次いでいたため、今回の結果は米経済に対する一定の安心感をもたらす結果となりました。

ISM非製造業景況指数の算出に用いられる5指数のうち、価格指数を除く企業活動指数、新規受注指数、雇用指数、入荷遅延指数が揃って上昇しました（前掲図表15）。特に、企業活動指数（4月：50.9→5月：61.2）は大幅な上昇となり、2022年11月以来の高水準となりました（図表16）。もっとも、「調査への回答からは、成長ペースは業種や企業によってまちまちな状況が続いていることがうかがわれる」との公表元の報告内容を踏まえれば、企業活動の大幅上昇の理由は判然とせず、持続性も不透明な状況にあると考えられます。その他の項目では、雇用指数は4月から上昇も4か月連続で50割れが続いており、雇用情勢の軟化を示唆しています。

ISM非製造業景況指数は4月まで低下傾向にあった中で、5月の大幅上昇は調整の範囲内とも捉えられることができます。総合的に判断すれば、米経済は腰折れ回避も、金融引き締めの影響が広がる中で最終需要が弱まり、サービス業活動ひいては企業活動全体は徐々に軟化していると推察されます。

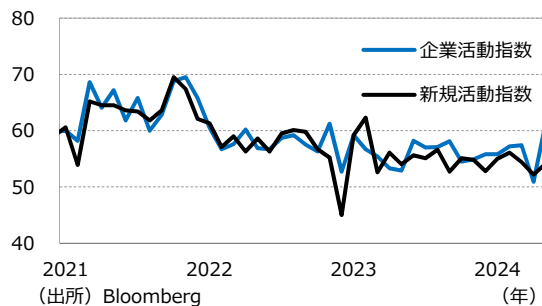
米労働省が公表した2024年4月のJOLTS（雇用動態調査）によると、求人数は805.9万件と3月（835.5万件）、市場予想（835万件）ともに下回り、2021年3月以来の低水準となりました（図表17）。求人数の減少は広範な業種にわたり、特にヘルスケア（前月差▲20.4万件）やレジャー・宿泊サービス（同▲10.9万件）の減少が目立ちました。自発的離職者数の減少基調が続いていること、パウエルFRB議長が労働市場の需給の尺度として重要視する失業者1人当たりの求人数が減少している

【図表15 ISM景況指数の主な調査項目】
2024年4月/5月、月次

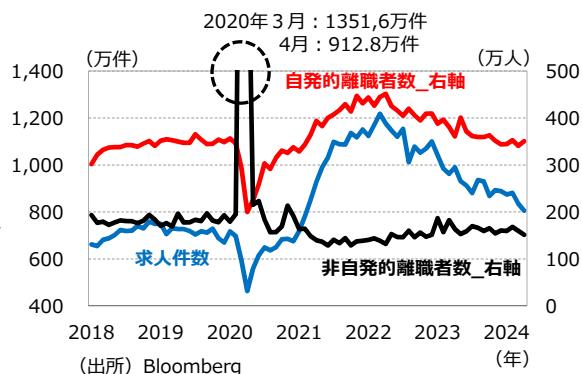
	製造業		非製造業	
	4月	5月	4月	5月
企業活動	51.3	50.2↓	50.9	61.2↑
新規受注	49.1	45.4↓	52.2	54.1↑
雇用	48.6	51.1↑	45.9	47.1↑
在庫	48.2	47.9↓	53.7	52.1↓
入荷遅延	48.9	48.9	48.5	52.7↑
輸出向け受注	48.7	50.6↑	47.9	61.8↑
受注残	45.4	42.4↓	51.1	50.8↓
価格	60.9	57.0↓	59.2	58.1↓

（出所）ISM（全米供給管理協会）

【図表16 企業活動指数、新規受注指数（ISM非製造業）の推移】
2021年1月～2024年5月、月次



【図表17 求人数（JOLTS）の推移】
2018年1月～2024年4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）

ことなどを踏まえれば、労働需要が一段と減退し需給は緩和しつつあると判断されます。

離職者数のうち、自発的離職者数は2023年10-12月期（平均）の353万人から2024年1-3月期（平均）に346万人に減少した後、4月は351万人と増加したものの、低水準にあります。求人数が減少する中で、労働者が雇用環境の悪化を意識して転職を躊躇している可能性があります。また、4月の非自発的離職者数は152万人と1-3月期（平均）の163万人から減少しており、依然コロナ禍前を下回る水準にあります。4月のJOLTSの結果は、大規模なレイオフを伴わない労働市場の軟化が続くソフトランディングに沿った内容と言えます。

労働市場の需給の尺度である失業率1人当たりの求人件数は、JOLTS及び雇用統計に基づく、2022年3月の2.03人をピークに減少傾向を辿り、2024年4月は1.24人とコロナ禍前の1.19人（2019年平均）に近づきつつあることから、労働需給は着実に緩和しているとみられます（図表18）。

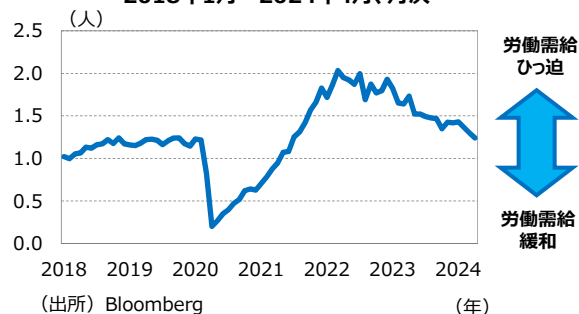
労働需給の緩和は、賃金上昇を抑制する方向に作用します

（図表19）。求人数（前年比伸び率）と平均時給（前年比伸び率）との時差相関係数を計測すると、求人数に対して平均時給は6か月程度遅行する傾向にあることが確認できます（図表20）。このため、年明け以降の求人数の減少は年後半の賃金への下押し圧力、ひいてはインフレ圧力の低下につながることを示唆しています。

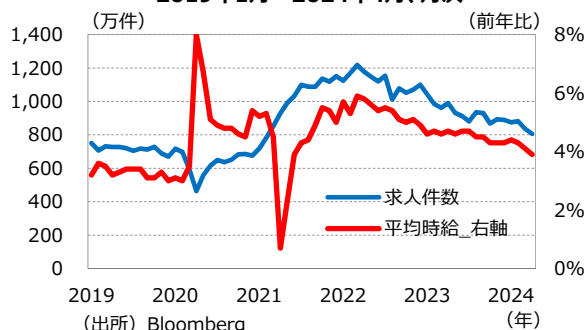
前述の米経済指標などを反映したGDPNow*1（アトランタ連銀公表）の試算によると、2024年4-6月期の実質GDPは前期比年率+2.6%と、ピークをつけた5月8日の同+4.2%から下方修正されています（図表21）。1-3月期（改定値）が前期比年率+1.3%となっているため、2四半期連続で1%の低い伸びにとどまる可能性が出てきています。当初は4%台と高い伸びが予想されていたものの、ここ1か月間でGDP予測が大幅に下方修正され、米景気の減速感が強まっています。

*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

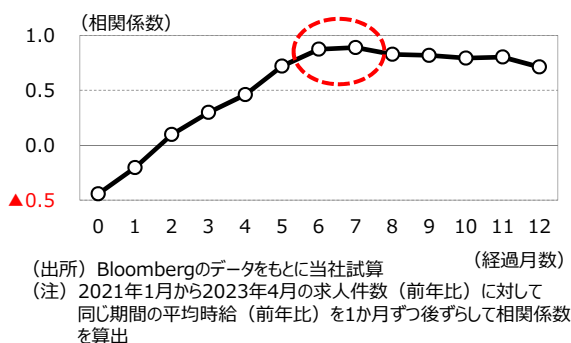
【図表18 求人数/失業者の推移】
2018年1月～2024年4月、月次



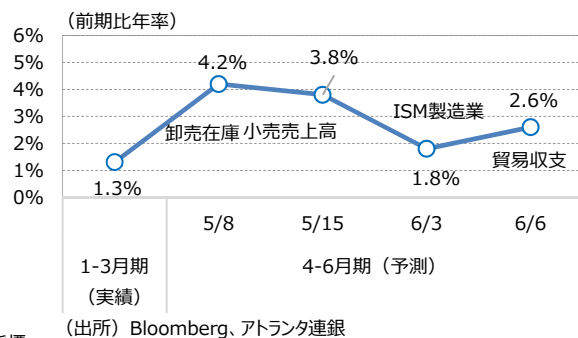
【図表19 求人数と平均時給】
2019年1月～2024年4月、月次



【図表20 求人件数と平均時給の時差相関関係】



【図表21 各種経済指標公表後の4-6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。（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。

ユーロ圏経済：ECBは4年9か月ぶりに利下げを決定

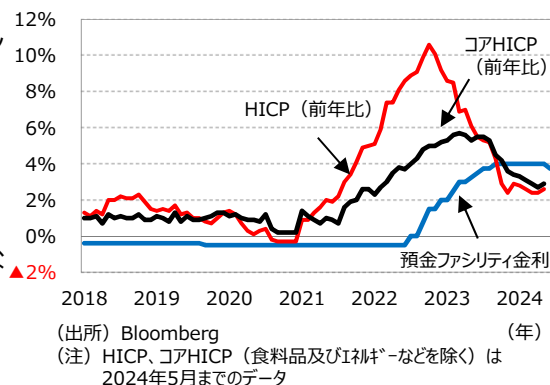
ECBは6日に開催した理事会で2019年9月以来、4年9か月ぶりとなる利下げを決定しました。預金ファシリティ金利は0.25%引き下げられ、3.75%となります（図表2-2）。インフレが中期的に落ち着くとして、金融引き締め具合を緩めるのが適切と判断したとみられます。

声明文では、インフレを中期的に目標の2%に戻すために、「政策金利は、必要な限り、十分に制限的」に維持するとの文言が残されたほか、今後も、「データ次第かつ会合ごとに判断するアプローチで、適正な水準、期間を決定する」とされました。今回の理事会では四半期に1度の経済見通しが発表されました（図表2-3）。注目のインフレ見通しでは、HICPコアが2024年：2.8%（3月対比+0.2%）、2025年：2.2%（同+0.1%）、2026年：2.0%となりました。2024、2025年のインフレ率の見通しは上方修正されたものの、これまでラガルドECB総裁が中期的なインフレ率として言及してきた予測期間の最終年の2026年が上方修正されなかったことから、特に利下げペースを大幅に遅らせる必要がないとの当局の判断があったとみられます。

ラガルドECB総裁は理事会後の記者会見で、インフレ基調の推移やインフレ見通しを踏まえ、「金融引き締め具合を緩めるのが適切だ」として、これまでの金融引き締めにより「インフレ見通しは大幅に改善してきた」とも語り、2%の物価目標達成へ自信を示しました。

今後の利下げペースについては、データ次第の方針を示し、「（追加利下げに）動くスピードやそれにかかる時間は非常に不確実だ」としたものの、先行きを示唆する発言もみられました。ラガルドECB総裁は、いつ追加利下げを行うかとの記者からの質問に対して、「今日、答えることはできないし、夏のずっと後半になるまで言うつもりはない」と回答しました。また、利下げ局面に入った可能性は「非常に高い」ものの、「デシインフレの軌道に乗っていることを確認するには、今後数か月間、更なるデータと分析が必要」との見解を示しました。これらの発言から、7月18日の次回会合は金利据え置き、9月12日の会合で何らかの判断を行うことが示唆されました。なお、市場ではECBが9月にも追加利下げに踏み切ることを織り込んでいます（図表2-4）。

【図表2-2 預金ファシリティ金利とHICP】
2018年1月～2024年6月、月次

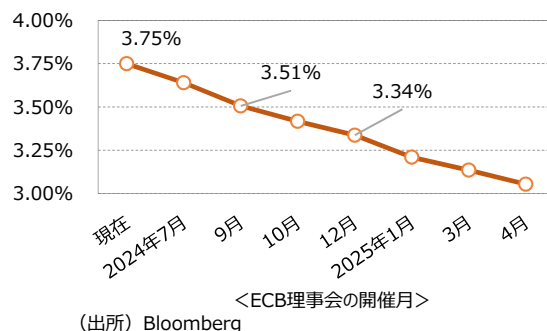


【図表2-3 ECBスタッフの経済見通し】

		2023年	2024年	2025年	2026年	
実質GDP (前年比)	6月	0.6% ↑	0.9% ↑	1.4% ↓	1.6%	
	3月	0.5%	0.6%	1.5%	1.6%	
HICP (前年比)	総合	6月	5.4%	2.5% ↑	2.2% ↑	1.9%
		3月	5.4%	2.3%	2.0%	1.9%
	コア	6月	4.9%	2.8% ↑	2.2% ↑	2.0%
		3月	4.9%	2.6%	2.1%	2.0%
失業率		6月	6.5%	6.5% ↓	6.5% ↓	6.3% ↓
		3月	6.5%	6.7%	6.6%	6.6%
雇用人 報酬		6月	5.2% ↓	4.8% ↑	3.5% ↓	3.2% ↑
		3月	5.3%	4.5%	3.6%	3.0%

(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3月からの変更箇所

【図表2-4 OIS金利先物市場が織り込む
将来の政策金利水準】
6月7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。（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。

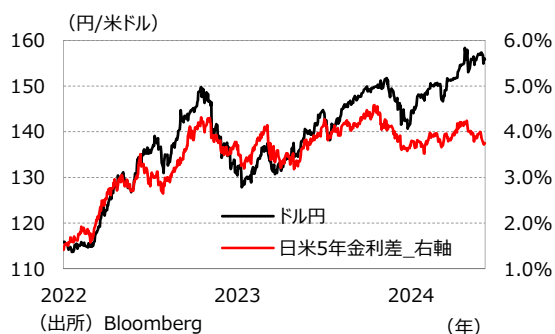
日本株式市場：円高や国内自動車メーカーの不正などを受け、軟調に推移

TOPIX（東証株価指数）は、前週末比▲0.6%と下落しました。

前週末に米国で公表された4月のコアPCEデフレーターがインフレ懸念を和らげる結果となったことを受け、米国株式市場が上昇した流れを引き継ぎ、上昇して始まりました。その後は、米ハイテク株の上昇を引き継いで半導体関連株に買いが入る場面があったものの、FRBによる利下げ観測を背景とした米金利の低下もあり、為替市場で円高米ドル安が進行したことや、国内大手自動車メーカーの認証不正発覚を受け、自動車関連株を中心に売りが入ったことなどから、軟調に推移しました。

為替市場では、5月のISM製造業景況指数や4月のJOLTS求人件数が労働需給の緩和を示し、利下げ観測が高まったことを受け、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、4日には1米ドル＝157円台から154円台まで急速に円高米ドル安が進行しました。急落後は米ドルの押し目買いが入ったことに加え、5月のISM非製造業景況指数の改善もあり、週末にかけては円高が一服したものの、7日には1米ドル＝155.81円と5月31日（156.74円）に比べ円高米ドル安となりました（図表2-5）。

【図表2-5 日米金利差とドル円の推移】
2022年1月4日～2024年6月7日、日次

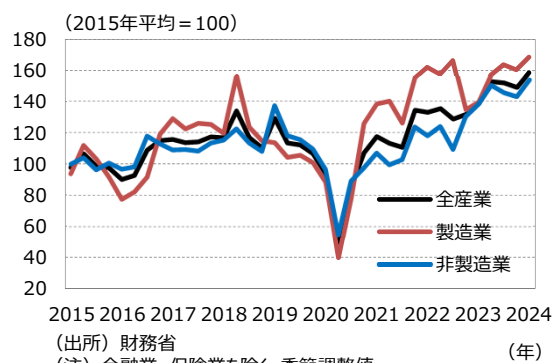


日本経済：2024年1-3月期の企業収益は過去最高を更新

財務省が公表した2024年1-3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）の売上は前年比+2.3%（2023年10-12月期：同+4.2%）、経常利益は前年比+15.1%（2023年10-12月期：同+13.0%）となりました（後掲図表2-9）。売上高、経常利益ともに5四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。季節調整済みの経常利益は、2023年4-6月期の前期比+10.1%の後、7-9月期（同▲0.6%）、10-12月期（同▲1.9%）と2四半期連続のマイナスとなったものの、2024年1-3月期には前期比+6.7%とプラスに転じ、過去最高を更新しています（図表2-6）。

経常利益を業種別にみると、製造業が前年比+23.0%（2023年10-12月期：同+19.9%）、非製造業が同11.5%（2023年10-12月期：同+9.5%）となりました。製造業の経常利益の伸びを要因分解すると、原油価格の上昇一服に伴い変動費の伸びが拡大したことが経常利益を押し上げました（次頁図表2-7）。

【図表2-6 経常利益の推移】
2015年1-3月期～2024年1-3月期、四半期



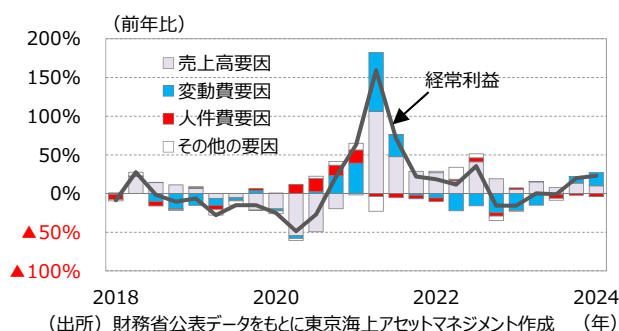
※ 上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

（次頁へ続く）

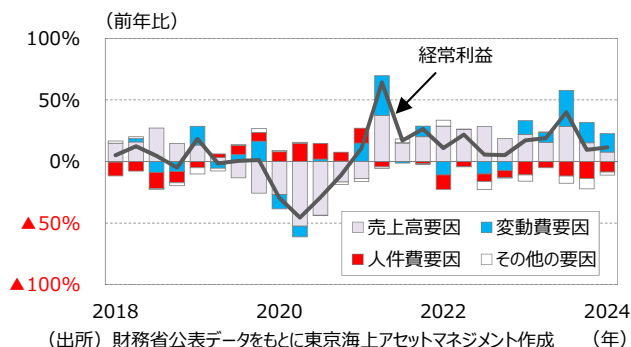
製造業の経常利益の内訳をみると、不正認証による一部自動車メーカーの工場停止があったものの、円安進行による為替差益などにより輸送用機械（前年比+33.1%）が高い伸びとなったほか、原材料コストの転嫁が進んだことで食料品（同+16.8%）、化学（同+37.8%）も大幅増益となりました。一方で、中国経済の停滞により半導体製造装置や建設機械などの生産用機械（前年比▲16.7%）や電気機械（同▲17.7%）は減少しています。

非製造業の経常利益を要因分解すると、個人消費の低迷などから売上高の伸びが鈍化したことに加え、人件費の増加が経常利益の下押し要因となった一方で、製造業と同様に変動費要因が押し上げました（図表28）。非製造業の経常利益の内訳をみると、不動産業（前年比+55.6%）、運輸業、郵便業（同+57.4%）が高い伸びとなったほか、価格転嫁の進展やインバウンド需要の高まりなどもあり卸売業、小売業（同+6.4%）やサービス業（同+29.9%）なども増益を確保したとみられます。

【図表27 製造業の経常利益の要因分解】
2018年1-3月期～2024年1-3月期、四半期



【図表28 非製造業の経常利益の要因分解】
2018年1-3月期～2024年1-3月期、四半期



製造業、非製造業ともに堅調な業績回復がみられる内容となりました。先行きについては、高い賃上げの実現が消費者マインドの改善にはつながるとみられるものの、実質賃金の低迷や貯蓄率が低下している中で、消費がどこまで回復するか不透明感が強い状況にあります。また、世界的な景気減速が輸出企業の逆風となる状況が続いていることから、企業業績の回復ペースは鈍化する可能性が高いと予想されます。

【図表29 主要項目の前年比の推移】
2021年1-3月期～2024年1-3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%
2024年	1-3月期	2.3%	2.8%	2.1%	15.1%	23.0%	11.5%	6.8%	8.7%	5.8%

(出所) 財務省
(注) 設備投資はソフトウェアを含む

(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。

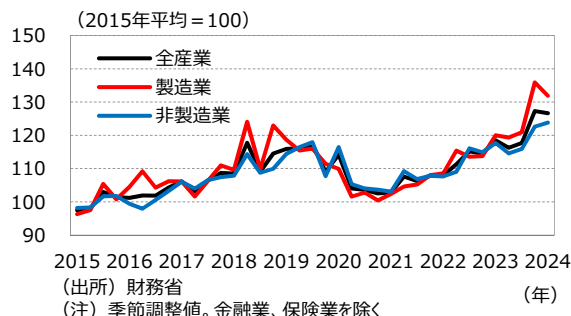
全産業・全規模の設備投資（金融業、保険業を除く、季節調整値）は前期比▲0.5%と小幅ながら減少に転じました（図表30）。非製造業が前期比+1.0%と増加が続いた一方で、製造業が同▲3.0%と減少したことによります。製造業は、年明け以降の能登半島地震や不正認証による一部自動車メーカーの工場停止の影響により、一時的に先行き不透明感が強まったことによる下押し圧力があつたとみられます。そうした中でも企業の設備投資は腰折れには至らず、均せば増加傾向を維持していると判断されます。先行きも、人手不足問題や省エネ化対応を中心に緩やかな増加が予想されます。

厚生労働省が公表した2024年4月の毎月勤労統計によると、現金給与総額は前年比+2.1%と市場予想（同+1.8%）、3月（同+1.0%）ともに上回りました（図表31）。内訳では、残業代などの所定外給与（3月：前年比▲0.5%→4月：同▲0.6%）は減少したものの、ボーナスなどの特別に支払われた給与（3月：前年比▲5.1%→4月：同+0.6%）や基本給に当たる所定内給与（3月：前年比+1.7%→4月：同+2.3%）の増加が名目賃金を押し上げました。また、所定内給与については公表値に加え、共通事業所ベース（3月：前年比+2.0%→4月：同+2.1%）も増加基調を維持しています。

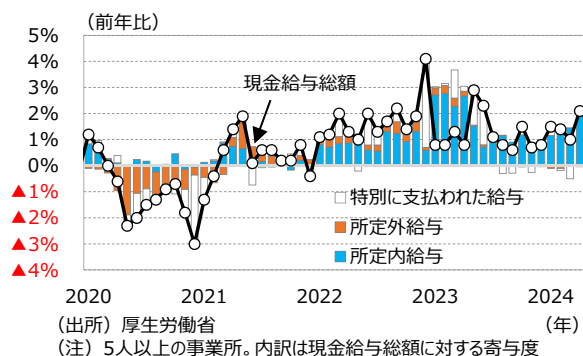
6月5日に連合が公表した春闘の第6回答集計結果によると、基本給を底上げするベースアップと定期昇給分を合わせた平均賃上げ率は5.08%と、1991年（5.66%）以来33年ぶりに5%台の実現が確実視されるほか（図表32）、焦点となる中小企業も4.45%（第5回：4.66%）と高い水準を維持しています。特に、中小企業については人員確保の観点から長期的にも賃上げ圧力が加わりやすい状況にあると考えられます。また、財務省が公表した1-3月期の法人企業統計によると、全規模・全産業（金融・保険業を除く）の経常利益（季節調整値）は過去最高を更新しており、賃上げ余力は大きい状況にあります。

このため、春闘の最終的な賃上げ率の大部分が賃金に反映される期間（6月～8月）において、賃金の基調を示す所定内給与が一段と伸びを高めることが予想されます。「物価から賃金」への波及だけでなく、「賃金から物価」への波及が広がり、「賃金と物価の好循環」実現への確度が高まれば、日銀による利上げに向けた後押しになるとみられます。

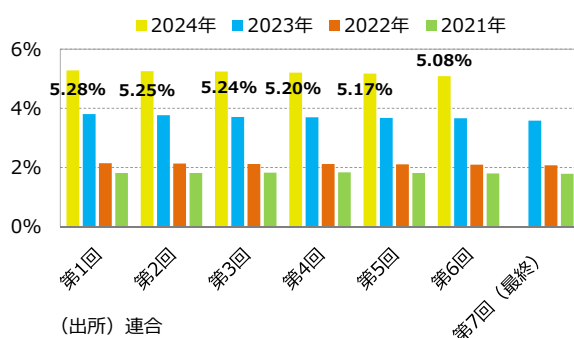
【図表30 ソフトウェアを除く設備投資の推移】
2015年1-3月期～2024年1-3月期、四半期



【図表31 現金給与総額の推移】
2020年1月～2024年4月、月次



【図表32 春闘賃上げ率の回答集計結果】
2021年～2024年、暦年



※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、日米金融政策決定会合に注目

来週は、FOMCや日銀金融政策決定会合に注目しています（図表33）。

FOMCでは、声明文やパウエルFRB議長の記者会見に加え、四半期毎に公表されるドットチャート

（FOMC参加者による政策金利見通し）の公表を控えており、今回ドットチャートで示される年内の利下げ回数は3月時点の3回（計0.75%）から減ることが予想されます（図表34）。

前述の通り、4月のPCEデフレーターはインフレ加速を示唆せず、市場に安心感をもたらす結果となりました。ただし、「インフレ率が2%に到達するには3年かかる」との分析結果（クリーブランド連銀が5/30に公表）が示すように、FRBが目標とする2%に達するには時間を要する可能性があります。利下げ開始時期と利下げ幅に市場の関心が集まっているだけに、パウエルFRB議長が物価の現状と見通しに対して、どのような認識を示すか注目されます。

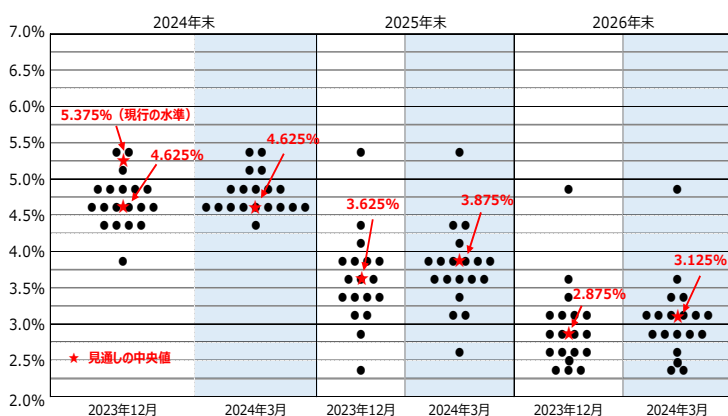
日銀金融政策決定会合では、政策金利の据え置きを決定すると同時に、国債買入れ減額の方針を示す可能性があります。Bloombergは4日、「日銀、早ければ今月会合で国債購入減額を具体的に検討も－関係者」との記事を配信しました。「減額が適切な市場環境かどうかを慎重に見極める。新たな方針の下で購入を縮小する場合でも、市場の大きな変動を回避する観点から、緩やかで段階的な減額の方針が示される公算が大きい」とされています。長期国債の月間買入れ額は6兆円程度となっており、報道の通り、具体的な金額が示されなければ、市場の反応は限定的にとどまることが予想されます。

【図表33 今週発表予定の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
10日 (月)	日本	1-3月期実質GDP（2次速報）	前期比年率▲2.0%	同▲2.0%
		5月現状判断DI（景気ウォッチャー調査）	48.5	47.4
		5月先行き判断DI（景気ウォッチャー調査）	—	48.5
11日 (火)	日本	5月工作機械受注	—	前年比▲8.9%
12日 (水)	日本	5月国内企業物価指数	前年比+2.0%	同+0.9%
	中国	5月卸売物価指数	前年比▲1.5%	同▲2.5%
		5月消費者物価指数	前年比+0.4%	同+0.3%
	米国	5月消費者物価指数	前月比+0.1%	同+0.3%
		5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+0.3%
13日 (木)	米国	FF金利の上限（FOMC）	5.50%	5.50%
		新規失業保険申請件数	—	22.9万件
		失業保険継続受給者数	—	179.2万人
		5月卸売物価指数	前月比+0.1%	同+0.5%
14日 (金)	日本	無担保コールレートの上限（金融政策決定会合）	—	0.10%
	米国	6月ミシガン大学消費者信頼感指数	73.0	69.1
		6月ミシガン大学1年期待インフレ率	—	3.3%

（出所）Bloomberg （注）7日10時時点のデータ

【図表34 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、2024年3月の比較



（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

（注）横軸はFOMC開催月

※ 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。