

～TMAMマーケットウィークリー(5/19～23)～

Topic:トランプ減税法案をめぐる財政悪化懸念等により、米国株式は下落

- 5月19日～22日の米国株式市場(S&P500種指数)は、前週末比で下落しました。19日は、16日(現地)の夕方に、大手格付け会社ムーディーズが米国債の格下げを発表したことから売り優勢で始まりましたが、米国と各国との関税交渉進展への期待等が相場を下支えし、値を戻す展開となりました。20日以降は、トランプ減税の恒久化を含めた法案をめぐる米国の財政悪化懸念から米国金利が上昇し、株式の相対的な割高感が意識されたこと等から下落に転じました。22日に米下院で同法案が可決されると、米国金利が一時上昇し、米国株式も下落したものの、その後は金利上昇の一服や同日発表された堅調な米経済指標を背景に底堅く推移しました。
- 5月19日～23日の日本株式市場(TOPIX(東証株価指数))は、週を通じて方向感のない動きとなり、前週末比では小幅に下落しました。19日は、米国債の格下げへの懸念と強い押し目買いの動きが交錯し、小幅な下落となりました。20日から21日にかけては、22日(日本時間)に予定される日米財務相会談で円安・ドル高の是正を求められるとの思惑から様子見ムードとなりました。22日には、前日の米国株式市場下落の影響を受ける格好で小幅に下落しましたが、23日は米国金利の上昇一服等を背景に上昇しました。
- 来週(5月26日～30日)は、5月のコンファレンスボード消費者信頼感指数などに注目しています。5月の消費者信頼感指数は、12日に米国が対中追加関税の大幅引き下げ(145%→30%)を発表したことを反映して、上昇に転じることが予想されます。消費者マインドの悪化一服を示唆する内容となれば、関税政策による個人消費下振れへの過度な懸念が和らぐ可能性があります。

【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)	5月23日	37,160.47	▲1.57	▲593.25
	TOPIX		2,735.52	▲0.18	▲4.93
	NYダウ(米ドル)	5月22日	41,859.09	▲1.87	▲795.65
	S&P500		5,842.01	▲1.95	▲116.37
	ユーロ・ストックス50指数		5,424.48	▲0.06	▲3.05
1 利 回 り 国 債	日本(%)	5月23日	1.54	—	0.08
	米国(%)	5月22日	4.53	—	0.05
	ドイツ(%)	5月22日	2.64	—	0.05
為 替	ドル円(円/米ドル)	5月23日	143.91	▲0.81	▲1.17
	ユーロ円(円/ユーロ)		162.59	0.01	0.01

(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
15日 (木)	米国	4月小売売上高	前月比0.0%	同+0.1%
16日 (金)	米国	5月ミシガン大学消費者信頼感指数	53.4	50.8
19日 (月)	中国	4月小売売上高	前年比+5.8%	同+5.1%
20日 (火)	ユーロ圏	5月消費者信頼感	▲16.0	▲15.2
21日 (水)	日本	4月貿易収支	2,153億円	▲1,158億円
22日 (木)	日本	3月コア機械受注	前月比▲1.6%	同+13.0%
		野口日銀審議委員講演		
	ユーロ圏	5月製造業PMI	49.2	49.4
		5月サービス業PMI	50.5	48.9
	米国	5月製造業PMI	49.9	52.3
		5月サービス業PMI	51.0	52.3
		5月中古住宅販売件数	410万件	400万件
23日 (金)	日本	4月全国消費者物価指数 (生鮮食品を除く)	前年比+3.4%	同+3.5%
	米国	4月新築住宅販売件数	69.5万件	

(出所) Bloomberg (注) 23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: 米国金利動向に振られ、下落基調で推移

5月19日～22日の米国株式市場(S & P500種指数)は、前週末比▲1.95%の下落となりました(図表3)。

週初19日は、16日(現地)の夕方に、大手格付け会社ムーディーズが米国債の格下げを発表したことや、米国長期金利が上昇したことから売り優勢で始まりました。しかしその後は、米国と各国との関税交渉進展への期待や米国長期金利の上昇が一服したことが相場を下支えし、値を戻す展開となりました。20日以降は、米国株式市場が4月につけた直近の安値から急速に回復したことによる警戒感が広がったことや、トランプ減税の恒久化を含めた法案をめぐる米国の財政悪化懸念から米国金利が上昇し、株式の相対的な割高感が意識されたこと等から下落に転じました。22日に米下院で同法案が可決されると、米国金利が一時約3ヵ月ぶりの水準まで上昇し、米国株式も下落したものの、その後は金利上昇の一服や同日発表された堅調な米経済指標を背景に底堅く推移しました。

米国経済: 関税発動前の駆け込み需要の反動により、4月の消費は減速

ミシガン大学が公表した2025年5月の消費者信頼感指数は50.8と、4月(52.2)、市場予想(53.4)をともに下回り、高インフレに見舞われた2022年6月以来の低水準となりました(図表4)。内訳をみると、現況指数が4月の59.8から5月に57.6へ、期待指数が47.3から46.5へ揃って低下しました。トランプ政権の関税政策を巡る不確実性の高まりを反映して、消費者マインドの悪化に歯止めがかからない状況が続いています。

消費者信頼感指数を支持政党別にみると、民主党支持層は33.9(4月:34.4)と小幅な低下にとどまり、消費者マインドの悪化に歯止めがかかりつつあります(図表5)。一方、共和党支持層は3月の87.4から4月に90.2へ上昇が続いていたものの、5月には84.2と低下に転じています。トランプ大統領の支持層でも消費者マインドが悪化している状況が見て取れます。

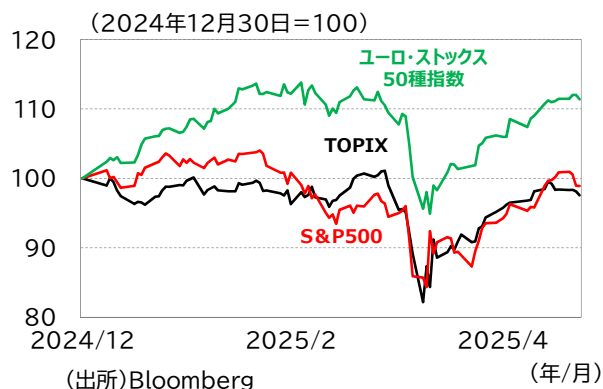
同時に公表された5-10年先の期待インフレ率は4.6%(4月:4.4%)へ一段と上昇しました(次頁図表6)。インフレ再燃を回避するためには、消費者の中長期のインフレ期待が安定的に維持されていることが重要です。もっとも、ミシガン大学調査におけるインフレ期待は高めに出やすい傾向があるため、FRBが重視するNY連銀の調査結果(6/9公表予定)においても、インフレ期待が上振れるか注目されます。

※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。

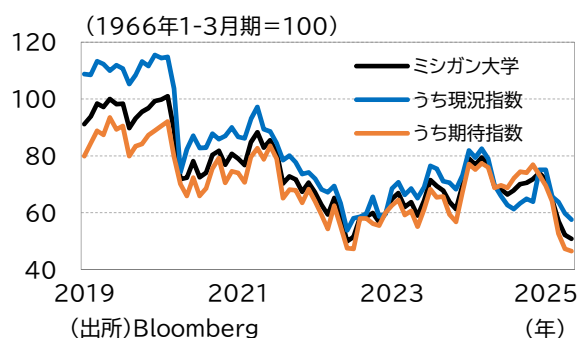
【図表3 株式市場の動向】

2024年12月30日～2025年5月22日
日次、現地通貨ベース



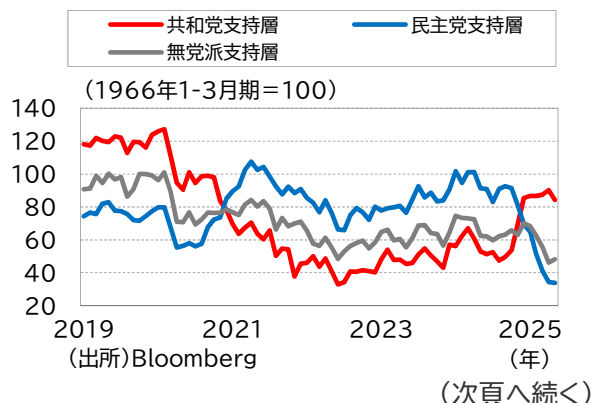
【図表4 ミシガン大学消費者信頼感指数の推移】

2019年1月～2025年5月、月次



【図表5 ミシガン大学消費者信頼感指数(支持政党別)の推移】

2019年1月～2025年5月、月次



(次頁へ続く)

米商務省が公表した4月の小売売上高は前月比+0.1%と、市場予想(同0.0%)を上回りました。トランプ政権による関税発動前に駆け込み需要で急増した3月(前月比+1.7%)の後にもかかわらず、4月もプラスを維持しており、駆け込み需要が一定程度発生した可能性があります。

小売売上高の内訳を見ると、外食(3月:前月比+3.0%→4月:同+1.2%)や建設資材(3月:前月比+2.9%→4月:同+0.8%)、電気製品(3月:前月比+1.5%→4月:同+0.3%)は堅調に推移したものの、それ以外は概ね低調な結果となりました(図表7)。

特に、中国からの輸入依存度の高い品目では、駆け込み需要による押し上げが続いているとみられる電気製品を除けば、娯楽用品(3月:前月比+3.8%→4月:同▲2.5%)や衣料品(3月:前月比+1.1%→4月:同▲0.4%)は下落に転じているほか、4月に25%の関税が発動された自動車同部品(3月:前月比+5.5%→4月:同▲0.1%)についても反動減の影響が出ているとみられます。

先行きを展望すると、消費者マインドが悪化していることや、関税発動前の駆け込み需要の反動が見込まれることから、個人消費の下振れリスクには注意する必要があります。

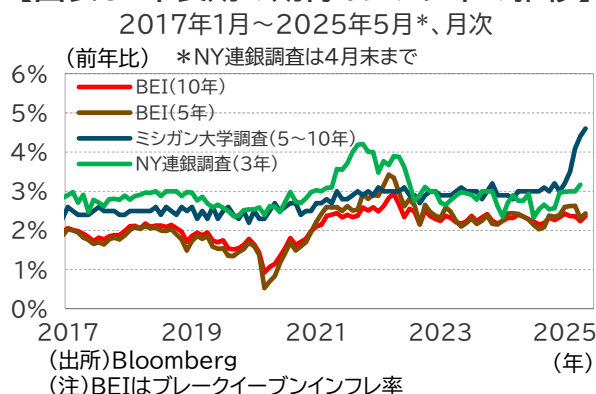
日本株式市場:為替動向をにらみ方向感のない展開

5月19日~23日のTOPIX(東証株価指数)は、前週末比▲0.18%と、小幅な下落となりました。

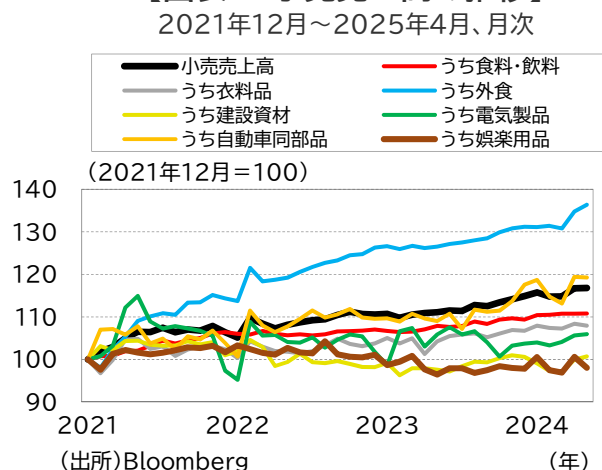
19日は、米国債の格下げへの懸念と強い押し目買いの動きが交錯し、小幅な下落で始まりましたが、20日から21日にかけては、22日(日本時間)に予定される日米財務相会談で円安・ドル高の是正を求められるとの思惑から様子見ムードとなりました。22日には、同会談で為替の水準に関する議論がなされなかったことが公表されましたが、株式市場への影響は限定的で、前日の米国株式市場下落の影響を受ける格好で下落しました。23日は米国金利の上昇一服を受けて国内金利も低下したこと等から上昇しました。

為替市場では、前週末に大手格付け会社ムーディーズが、財政赤字の拡大などを理由に米国債の信用格付けを最上位から1段階引き下げたこと(次頁図表8)や、米関税政策への不透明感の高まりを背景に再び米ドル離れが進むとの観測が強まったことに加え、日米財務相会談を前に米国が日本に対して円安是正を求めるとの思惑が広がったことなどから、22日にかけて円高米ドル安基調で推移しました。その後、日米財務相会談で為替水準の議論がなかったことが報じられると円高米ドル安が一服したものの、23日には1米ドル=143.91円と、16日(145.08円)に比べて円高米ドル安となりました(次頁図表9)。

【図表6 中長期の期待インフレ率の推移】



【図表7 小売売上高の推移】



※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)

【図表8 米国債の格下げを巡る主要機関の動き】

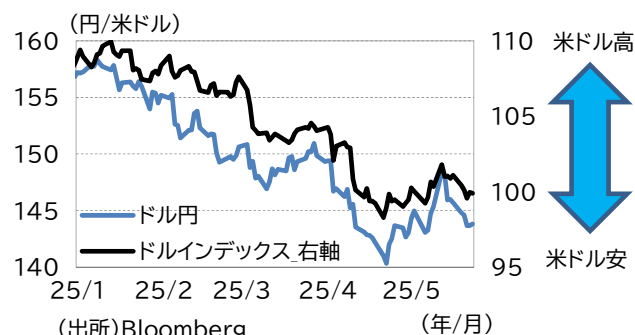
2011年8月	S&Pが最上位の「AAA」から「AA+」に1段階引き下げ
2023年8月	フィッチ・レーティングスが最上位の「AAA」から「AA+」に1段階引き下げ
2025年5月	ムーディーズが最上位の「Aaa」から「Aa1」に1段階引き下げ

米国債は最上位の格付けを大手3社からすべて失うことに

(出所)各種報道をもとに東京海上アセットマネジメント作成

【図表9 ドル円とドルインデックス】

2025年1月1日～5月23日、日次



(出所)Bloomberg

日本経済:米を中心に食料品価格の上昇が続く

総務省が公表した2025年4月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+3.5%(3月:同+3.2%)と、市場予想(同+3.4%)を上回る結果となりました(図表10)。4月から実施された公立高校授業料の無償化(所得制限撤廃)がマイナスに寄与した一方で、電気・ガス代補助金の縮小によりエネルギー価格の上昇率が高まったことや、食料(生鮮食品除く)が加速したことがプラスに寄与し、コアCPIは全体として上昇率を高める格好となりました。

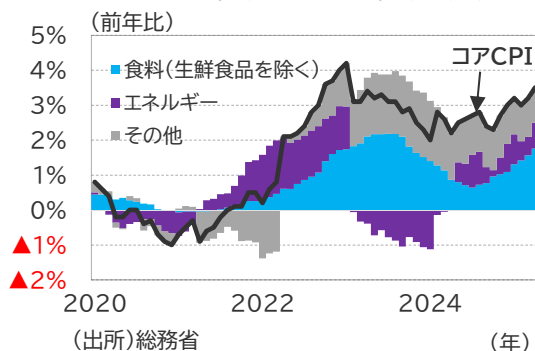
電気・ガス代補助金は4月使用分でいったん終了するため、5月のCPIで押し下げ寄与が剥落することになります。ただし、物価高対策の一環として、政府はガソリン価格の引き下げのほか、電気・ガス代補助金を7月～9月(CPIへの反映は8月～10月)に期間限定で再開する方針を表明していることから、エネルギー価格が再びCPIのかく乱要因となりそうです。

食料(生鮮食品を除く)については、過去の円安による輸入コスト上昇分を価格転嫁する動きが続いていることに加え、米価格高騰により食料品価格の大幅な上昇が続いていることなどから、上昇率を高めています(図表11)。4月は年度替わりの価格改定が活発な時期にあたるため、コスト上昇分を積極的に価格転嫁する動きも見られます。原材料費や人件費の増加を背景に、外食は前年比+4.1%と3月(同+3.6%)から伸びが加速しています。

もっとも、基調的な物価上昇圧力を反映する米国型コアは前年比+1.6%と3月(+1.6%)と同水準にとどまりました(図表12)。東京都区部の米国型コアCPIと比較しても、上昇率の拡大は限定的にとどまっています。これは、東京都区部と全国で、ウエイトの

【図表10 全国コアCPIの推移】

2020年1月～2025年4月、月次

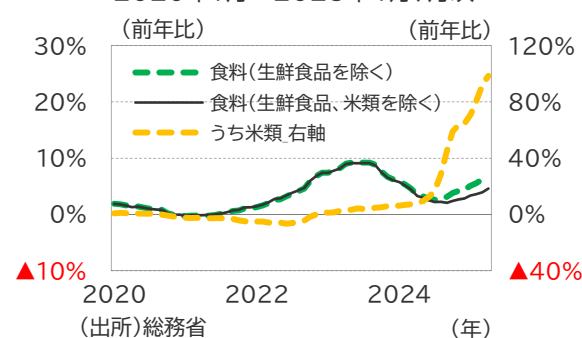


(出所)総務省

(年)

【図表11 食料(前年比)の推移】

2020年1月～2025年4月、月次

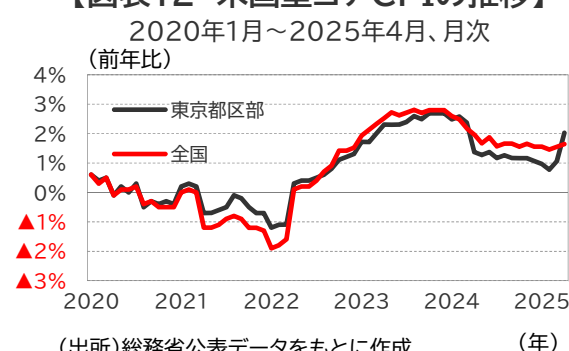


(出所)総務省

(年)

【図表12 米国型コアCPIの推移】

2020年1月～2025年4月、月次



(出所)総務省公表データをもとに作成

(注)米国型コアCPIから宿泊料、外国バック旅行費、高等学校授業料を除いたもの

(次頁へ続く)

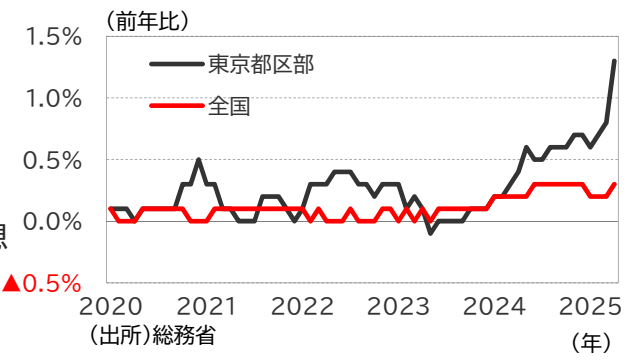
※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※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。

大きい家賃の動きに違いがあることが影響しています(図表13)。今後、東京都区部と同様に全国でも家賃の上昇が進むかどうかは大きな注目点となりそうです。

足もとで物価上振れが続く一方で、今後は物価下押し圧力が強まるとみられます。政府は物価高対策として、ガソリン価格の引き下げや電気・ガス代補助金の再開などを実施することを表明しており、これらが夏場にかけて物価下押し要因になることが予想されます。また、原油安や円高進行も物価上昇圧力を緩和する方向に作用するとみられます。これまでコアCPI上昇率の高止まりは、輸入物価の上昇を起点としたコストプッシュによるところが大きかっただけに、原油安や円高進行により輸入物価に下落圧力が加われば、コアCPI上昇率は鈍化に向かうと考えられます。

【図表13 家賃の推移
(全国と東京都区部の比較)】
2020年1月～2025年4月、月次



来週は、消費者信頼感指数や個人支出に注目

来週は、5月のコンファレンスボード消費者信頼感指数や4月の個人支出に注目しています(図表14)。

前述の通り、ミシガン大学調査では米関税政策を巡る不確実性の高まりにより、5月の消費者信頼感指数は一段と低下しました。一方、民間調査機関のコンファレンスボードが公表する5月の消費者信頼感指数は87.0と4月の86.0から上昇することが予想されます。ミシガン大学調査(調査時期:4月22日～5月13日)の大半が、5月12日に発表された米国の対中追加関税引き下げ(145%→30%)前に実施されたことが影響したものの、27日公表予定のコンファレンスボード調査結果は、関税の大幅引き下げを反映して消費者マインドが改善するとみられます。

4月の個人支出は前述の小売売上高と同様、3月から減速することが予想されています。ただし、コンファレンスボードの調査結果が消費者マインドの悪化一服を示唆する内容となれば、関税政策による個人消費下振れへの過度な懸念が和らぐ可能性があります。

【図表14 来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
27日 (火)	日本	4月企業向けサービス価格指数	—	前年比+3.1%
	米国	4月耐久財受注(除.輸送用機器)	前月比+0.0%	同▲0.4%
		5月コンファレンスボード消費者信頼感	87.0	86.0
28日 (水)	米国	MBA住宅ローン申請指数	—	前週比▲5.1%
		FOMC議事録(5月6、7日開催分)		
29日 (木)	米国	1-3月期実質GDP(改定値)	前期比年率▲0.3%	同▲0.3%
		新規失業保険申請件数	—	22.7万件
		失業保険継続受給者数	—	190.3万人
30日 (金)	日本	4月失業率	2.5%	2.5%
		4月有効求人倍率	1.26倍	1.26倍
		5月東京都区部消費者物価指数(生鮮食品を除く)	前年比+3.5%	同+3.4%
	米国	4月個人支出	前月比+0.2%	同+0.7%
		4月実質個人支出	前月比0.0%	同+0.7%
		4月PCEコアデフレーター	前月比+0.1%	同0.0%
31日 (土)	中国	5月製造業PMI	—	49.0
		5月サービス業PMI	—	50.4

(出所)Bloomberg (注)23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1.903%(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。

【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。

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