

～TMAMマーケットウィークリー(2/3～7)～

Topic:米国の関税政策や円高進行を受け、日本株は前週末比で下落

- 2月3日～6日の米国株式市場(S&P500種指数)は、トランプ米大統領が中国からの輸入品に対して関税を賦課する方針を発表し、米国経済や企業収益への影響が懸念されたことを受け、下落して始まりました。その後、市場予想を上回る決算発表をきっかけに、ハイテク株を中心に買いが優勢となったほか、1月ISM非製造業景況指数公表後の米長期金利の低下などを支えに、週末にかけて堅調に推移し、前週末比で上昇となりました。
- 2月3日～7日の日本株式市場(TOPIX(東証株価指数))は、前週末にトランプ米大統領がカナダ、メキシコ、中国からの輸入品に対して関税を賦課する方針を発表したことで、世界経済に与える影響が改めて懸念され、大きく下落して始まりました。その後、米政府がカナダ、メキシコからの輸入品に対する関税賦課を先送りすると発表したことや、米国株式市場の上昇などが支えとなったものの、日銀による追加利上げ観測の高まりを背景に円高米ドル安が進行したことが重石となり、前週末比で下落となりました。
- 来週(2月10日～14日)は、米国の先行きの利下げペースを見極める上で、1月の米CPIの結果に注目が集まることが予想されます。1月FOMC後の記者会見でパウエルFRB議長は、次回3月会合での利下げの可能性について、「政策スタンスの調整を急ぐ必要はない」と利下げに慎重な考えを示しました。市場では3月会合で利下げは見送られるとの見方が大勢を占めているだけに、1月のCPIがこうした見方を裏付けるものとなるか注目されます。

【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)	2月7日	38,787.02	▲1.98	▲785.47
	TOPIX		2,737.23	▲1.84	▲51.43
	NYダウ(米ドル)	2月6日	44,747.63	0.46	202.97
	S&P500		6,083.57	0.71	43.04
	ユーロ・ストックス50指数		5,356.63	1.32	69.76
1 利 回 年 利 率	日本(%)	2月7日	1.30	—	0.05
	米国(%)	2月6日	4.43	—	▲0.10
	ドイツ(%)		2.38	—	▲0.08
為 替	ドル円(円/米ドル)	2月7日	151.30	▲2.03	▲3.13
	ユーロ円(円/ユーロ)		157.05	▲2.06	▲3.31

(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	日銀の主な意見(1月会合)		
	ユーロ圏	1月消費者物価指数(食料品、アルコール、たばこ除く)	前年比+2.6%	同+2.7%
	米国	1月ISM製造業景況指数	50.0	50.9
4日 (火)	米国	12月JOLTS求人数	800.0万件	760.0万件
5日 (水)	日本	12月現金給与総額	前年比+3.7%	同+4.8%
		12月所定内給与(一般労働者、共通事業所ベース)	前年比+2.8%	同+2.8%
	中国	1月製造業PMI(財新)	50.6	50.1
		1月サービス業PMI(財新)	52.4	51.0
	米国	1月ADP雇用統計	前月差+15.0万人	同+18.3万人
		1月ISM非製造業景況指数	54.0	52.8
6日 (木)	日本	田村日銀審議委員講演		
	ユーロ圏	12月小売売上高	前月比▲0.1%	同▲0.2%
	米国	新規失業保険申請件数	21.3万件	21.9万件
7日 (金)	米国	1月非農業部門雇用者数	前月差+15.0万人	
		1月失業率	4.1%	

(出所)Bloomberg (注)7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:米金利の低下などを支えに反発

米国株式市場(S&P500種指数)は、前週末比+0.7%の上昇となりました(図表3)。

トランプ米大統領が中国からの輸入品に対して関税を賦課する方針を発表し、米国経済や企業収益への影響が懸念されたことを受け、下落して始まりました。その後、市場予想を上回る決算発表をきっかけに、ハイテク株を中心に買いが優勢となったほか、1月ISM非製造業景況指数公表後の米長期金利の低下などを支えに、週末にかけて堅調に推移し、前週末比で上昇となりました。もっとも、1月27日に株式市場を襲った「DeepSeekショック」以降、ハイテク企業の決算に対する警戒感が高まっているほか、週末に1月雇用統計を控えていることなどもあり、上げ幅は限定的となりました。

米国経済:関税政策に備え、企業活動の一部に駆け込み需要の動きも

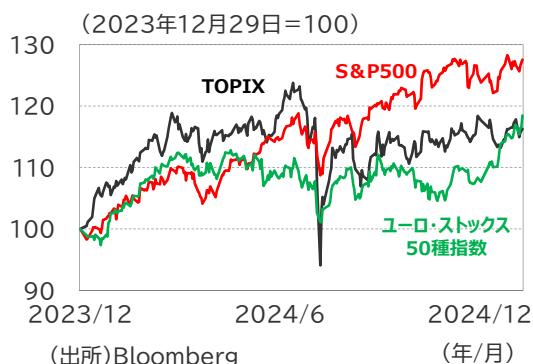
全米供給管理協会(ISM)が公表した2025年1月のISM製造業景況指数は50.9と、2024年12月(49.2)、市場予想(50.0)をともに上回り、2022年10月以来となる中立水準の50(景気拡大・縮小の分かれ目)を回復しました(図表4)。景気循環は足踏み状態が続いていたものの、ようやく本格的に持ち直しに向かい始めた可能性があります。

項目別では、新規受注指数(12月:52.1→1月:55.1)が上昇したほか、雇用(12月:45.4→1月:50.3)は8か月ぶりに中立水準を回復しました(図表5)。新規受注指数は、トランプ政権の下で想定される関税政策に備えた駆け込み需要が押し上げに寄与しているとみられ、2月以降に反動が出る可能性があります。在庫指数(12月:48.4→1月:45.9)をみても、在庫取り崩しの動きが出ており、駆け込み需要に対応した動きが発生したとみられます。雇用指数の上昇については、駆け込み需要に対応した一時的な労働力の確保によるものなのか見極める必要があります。

1月のISM非製造業景況指数については52.8と、12月(54.0)、市場予想(54.0)をともに下回りました。高金利が継続するなか、2024年半ば頃から勢いが落ち着きつつあり、米経済が巡行速度の成長へ向かいつつあることを示唆しています。項目別では、新規受注指数が51.3と関税発動前の駆け込み需要は見られず、12月(54.4)から低下しました。価格指数については11月の58.5から12月に64.4へ跳ね上がり、インフレ再燃懸念が高まっていたものの、1月に60.4へ巻き戻された格好となりました。もっとも、トランプ政権下で想定される関税政策がインフレを再燃させるリスクには注意する必要があります。

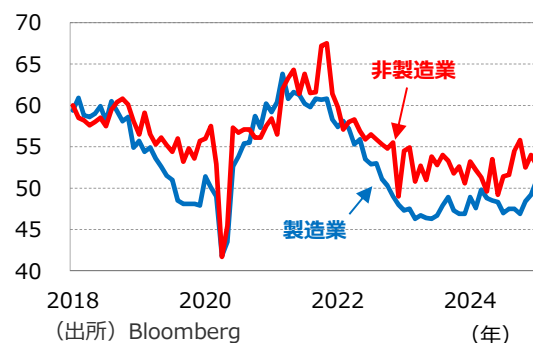
【図表3 株式市場の動向】

2023年12月29日～2025年2月6日
日次、現地通貨ベース



【図表4 ISM景況指数の推移】

2018年1月～2025年1月、月次



【図表5 ISM景況指数の主な調査項目】

2024年12月/2025年1月、月次

指数	製造業		非製造業	
	12月	1月	12月	1月
企業活動	49.9	52.5	58.0	54.5
新規受注	52.1	55.1	54.4	51.3
雇用	45.4	50.3	51.3	52.3
在庫	48.4	45.9	49.4	47.5
入荷遅延	50.1	50.9	52.5	53.0
輸出向け受注	50.0	52.4	50.1	52.0
受注残	45.9	44.9	44.3	44.8
価格	52.5	54.9	64.4	60.4

(出所)ISM

(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。

1月のISM景況指数などを反映したGDPNow^(※)(アトランタ連銀公表)の試算(2/5時点)によると、1-3月期の実質GDPは前期比年率+2.9%と、10-12月期(同+2.3%)から伸びを高めることが予想されています。

(※)アトランタ連銀準備銀行が、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

米経済の底堅さを示す指標が相次ぐなか、最大の焦点は7日に公表される1月の雇用統計になります。今週は雇用統計の結果を予想する材料として、JOLTS(雇用動態調査、米労働省公表)などの経済指標が公表されました。

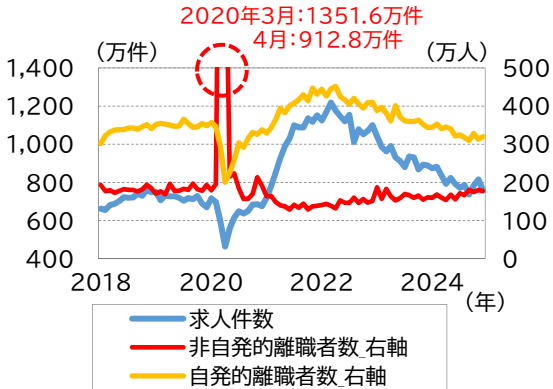
12月のJOLTSによると、求人件数は760.0万件と10月(783.9万件)、11月(815.6万件)に2か月連続で増加した反動から減少に転じ、市場予想(800.0万件)を下回りました(図表6)。離職者数のうち、非自発的離職者数は緩やかな増加傾向にあるものの、12月は177.1万人とコロナ禍前の水準(2019年12月:193.1万人)を依然下回っています。労働需要の緩和が緩やかに継続しているものの、レイオフに伴う失業は抑制されている状況が続いています。

JOLTS及び雇用統計を用いて、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人当たりの求人件数」を計算すると、12月に1.10件(11月:1.15件)と均衡点とも言える1.0件に近づき、労働需給は概ね安定した状況となっています(図表7)。

1月のFOMC後の記者会見でパウエルFRB議長は利下げの条件の一つとして、労働市場の弱さを挙げています。その後、FRB高官からも米経済の底堅さを示す経済指標や、米国の関税政策などによる経済・物価への影響を考慮して、利下げに慎重な発言が相次いでいるだけに(図表8)、1月の雇用統計が利下げの打ち止めを正当化する結果となるか注目されます。

【図表6 求人件数と非自発的離職者数の推移】

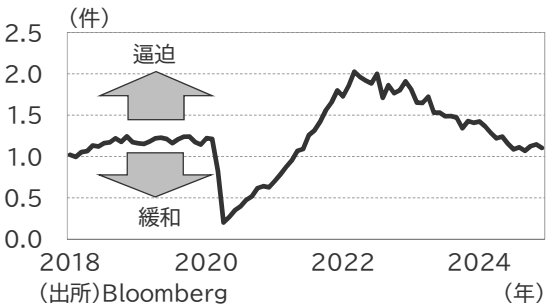
2018年1月～2024年12月、月次



(出所)Bloomberg

【図表7 失業者1人当たりの求人件数の推移】

2018年1月～2024年12月、月次



(出所)Bloomberg

【図表8 最近のFRB高官の発言内容】

日付	FRB高官	主な発言内容
1/29	パウエル FRB議長	(利下げの条件として)インフレ率の実質的な進展、もしくは労働市場の弱さの兆しが必要
1/31	ボウマン FRB理事	一段の調整を行う前に、インフレ抑制の進展が再開することを確認したい
2/4	ボスティック アトランタ連銀総裁	関税引き上げについては、FRBが対応すべきほどのインフレショックとなるかどうかは依然として不明だ。多くの分野で不確実性が大幅に高まっている。当面は様子見姿勢を取ることが適切だと考えている
	ジェファーソン FRB副議長	経済と労働市場が堅調に推移する限り、さらなる政策調整には慎重であることが適切だ
2/6	ローガン ダラス連銀総裁	需要が旺盛で労働市場が安定している場合、米政策金利は中立水準に近い可能性がある

(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

(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。

日本株式市場：日銀利上げ観測による円高が逆風に

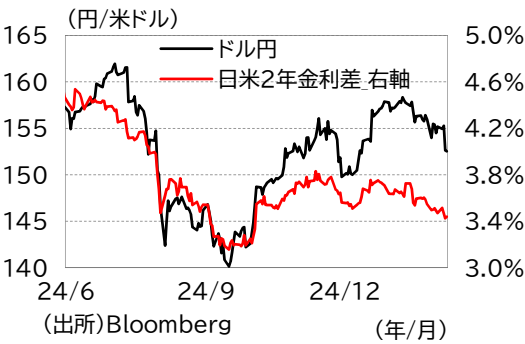
TOPIX(東証株価指数)は、前週末比▲1.8%の下落となりました。

前週末にトランプ米大統領がカナダ、メキシコ、中国からの輸入品に対して関税を賦課する方針を発表したことで、世界経済に与える影響が改めて懸念され、大きく下落して始まりました。その後、米政府がカナダ、メキシコからの輸入品に対する関税賦課を先送りすると発表したことや、米国株式市場の上昇などが支えとなったものの、日銀による追加利上げ観測の高まりを背景に円高米ドル安が進行したことが重石となり、前週末比で下落となりました。

為替市場では、米政府の関税政策への懸念が意識され、リスク回避姿勢が高まったことに加え、1月のISM非製造業景況指数が市場予想を下回ったことや、赤沢経済財政・再生相が「足もとはインフレの状態という認識、植田日銀総裁と齟齬(そご)はない」と発言したことで、日銀による早期利上げ観測が高まったことなどから、週を通じて円高米ドル安基調で推移しました。7日には1米ドル＝151.30円と31日(154.43円)に比べ円高米ドル安となりました(図表9)。

【図表9 ドル円と日米金利差】

2024年6月1日～2025年2月6日、日次



日本経済：日銀政策委員から円安の影響を懸念する意見が相次ぐ

日銀が公表した「金融政策決定会合の主な意見(1月23、24日開催分)」では、物価見通しの引き上げとともに利上げを決定した会合だけに、タカ派的な意見が目立ちました(図表10)。次の利上げのタイミングや利上げペースに関する直接的な示唆はなかったものの、円安によるインフレの上振れ傾向が継続するリスクを懸念する声が日銀内で強まりつつあることを窺わせるものとなりました。

特に、目を惹いたのは、「円安に伴う様々なコストの増加が家計や企業に及ぼす負の影響は、短期的な為替変動というよりも、中長期的な円安が累積した効果により生じていると考えられる」との意見です。過去数年間で相当に円安が進行したことを踏まえると、十分に価格転嫁できていない企業が多数存在するため、今後、過去の円安を反映した物価上昇が継続するとの認識だと推察されます。また、「業種によって違いはあるものの、労働力不足を受けて需給ギャップが実態的にプラスにあることが、高い物価上昇率が続く背景にある」との意見もありました。

円安によるインフレ圧力の持続性、労働需給の引き締めによるインフレ圧力の高まりといった観点から、日銀内では、物価上昇が継続する可能性が高まっていることへの警戒感が強まりつつある様子が窺えます。

【図表10 1月金融政策決定会合の主な意見(一部抜粋)】

経済情勢	・春季労使交渉での賃金上昇モメンタムの持続と、米や生鮮食品の価格上昇やドル高円安の継続に伴う物価の上振れの行方が現時点の焦点である ・円安に伴う様々なコストの増加が家計や企業に及ぼす負の影響は、短期的な為替変動というよりも、中長期的な円安が累積した効果により生じていると考えられる
物価	・業種によって違いはあるものの、労働力不足を受けて需給ギャップが実態的にプラスにあることが、高い物価上昇率が続く背景にある
金融政策運営	・利上げ後も、実質金利は大幅なマイナスであり、経済・物価がオントラックであれば、それに応じて、引き続き利上げをしていくことで、そのマイナス幅を縮小していく必要がある ・新年度に向けた価格転嫁の一段の進展や円安進行で、物価が上振れる可能性もあるほか、不動産も含めた資産価格上昇で投資家の期待も高まっている。今後、過度な緩和継続期待の醸成による円安進行や金融の過熱を避ける観点から、金融緩和度合いの調整を行うことも必要である

(出所)日銀公表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、米CPIや小売売上高などに注目

米国では、先行きの利下げペースを見極める上で、1月の消費者物価指数(以下、CPI)の結果に注目が集まることが予想されます(図表11)。事前の予想では、コアCPIは前月比+0.3%(12月:同+0.2%)と伸びが加速することが予想されています(コアCPIの推移は図表12参照)。1月FOMC後の記者会見でパウエルFRB議長は、利下げの条件について問われると、「利下げのためには、インフレの(2%に向けた)実質的な進展、もしくは労働市場の弱さが必要だ」と述べた上で、次回3月会合での利下げの可能性について、「政策スタンスの調整を急ぐ必要はない」と利下げに慎重な考えを示しました。FOMCからの情報発信を受け、FF金利先物が織り込む3月会合での利下げ確率は16%程度(7日執筆時点)と、市場では利下げ見送りとの見方が大勢を占めているだけに、1月のCPIがこうした見方を裏付けるものとなるか注目されます。

2025年1-3月期の米経済の動向を占う上で、1月の小売売上高にも注目しています(小売売上高の推移は図表13参照)。米商務省が1月30日に公表した2024年10-12月期の実質GDPは前期比年率+2.3%と、7-9月期(同+3.1%)から減速しました。ただし、ボーイング社のストの影響により設備投資が減少に転じたことなどが成長率減速の主因であり、個人消費は前期比年率+4.2%(7-9月期:同+3.7%)と高い伸びを維持しています。他方、トランプ米大統領は4日、中国からの輸入品に10%の追加関税を発動しました。中長期的な観点から、関税政策によるインフレ再燃が懸念される中で、個人消費の堅調さが維持されるか注目されます。

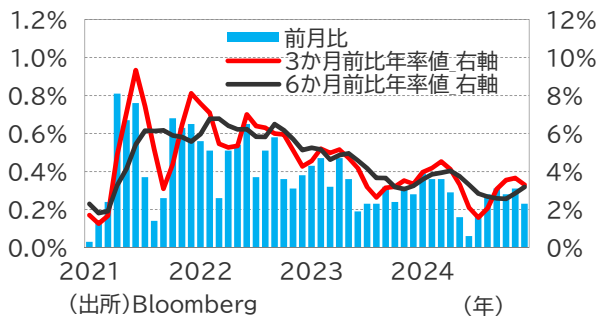
【図表11 来週発表予定の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
9日(日)	中国	1月消費者物価指数	前年比+0.4%	同+0.1%
		1月卸売物価指数	前年比▲2.2%	同▲2.3%
10日(月)	日本	1月現状判断DI(景気ウォッチャー調査)	49.7	49.9
		1月先行き判断DI(景気ウォッチャー調査)	49.1	48.8
11日(火)	米国	1月NFIB中小企業楽観指数	104.7	105.1
		パウエルFRB議長の議会証言(上院銀行委員会)		
12日(水)	日本	1月工作機械受注	—	前年比+12.6%
	米国	MBA住宅ローン申請指数	—	前週比+2.2%
		1月消費者物価指数	前月比+0.3%	同+0.4%
			前年比+2.9%	同+2.9%
		1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+0.2%
			前年比+3.2%	同+3.2%
13日(木)	日本	1月国内企業物価指数	前年比+4.0%	同+3.8%
	米国	1月卸売物価指数	前月比+0.2%	同+0.2%
			前年比+3.2%	同+3.3%
		1月卸売物価指数(食料品及びエネルギーを除く)	前月比+0.3%	同0.0%
			前年比+3.3%	同+3.5%
		新規失業保険申請件数	—	21.9万件
14日(金)	ユーロ圏	10-12月期実質GDP(改定値)	前期比0.0%	同0.0%
	米国	1月小売売上高	前月比0.0%	同+0.4%
		1月小売売上高(コントロールグループ)	前月比+0.4%	同+0.7%
		1月鉱工業生産	前月比+0.3%	同+0.9%

(出所)Bloomberg (注)7日10時時点のデータ

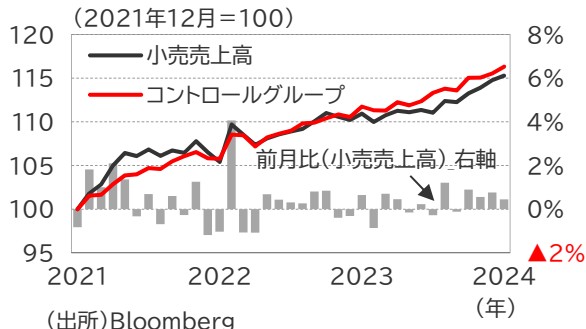
【図表12 コアCPIの推移】

2021年1月~2024年12月、月次



【図表13 小売売上高の推移】

2021年12月~2024年12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。

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