

～TMAMマーケットウィークリー(2/10～14)～

Topic:米国の関税政策が株式市場に影響を与える一週間に

- 2月10日～13日の米国株式市場(S & P500種指数)は、TSMCが発表した1月の売上高が過去2番目の高水準となったことで、半導体関連株を中心に買いが優勢となり、上昇して始まりました。その後は、1月の米CPIが市場予想を上回り、FRBによる利下げ時期が後ろ倒しになるとの見方から下落に転じる場面があったものの、トランプ米大統領が相互関税の即時発動を見送ったことで、インフレや貿易摩擦に対する懸念が和らいだことなどから上昇に転じ、前週末比では上昇となりました。
- 2月10日～14日の日本株式市場(TOPIX(東証株価指数))は、前週に続き日銀による追加利上げ観測を背景に国内長期金利が上昇傾向にあることに加え、トランプ米大統領が米国に輸入される鉄鋼、アルミ製品への25%の追加関税や、相互関税の導入を検討していることを明らかにしたことなどが嫌気され、下落して始まりました。その後、FRBによる利下げ観測の後退を背景に米長期金利が上昇したことで円安米ドル高が進行したことや、米国株式市場の上昇が支えとなったことなどから、前週末比では上昇となりました。
- 来週(2月17日～21日)は、2025年1月の全国コアCPIなどに注目しています。事前の予想では、円安に伴う輸入物価の上昇などを背景に2024年12月から伸びを高めることが予想されています。円安を巡っては、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、物価上昇が継続する可能性が高まっていることを懸念する意見が相次ぎました。1月のコアCPIがこうした懸念を改めて裏付ける結果となれば、日銀による追加利上げを後押しすることになります。

【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)	2月14日	39,149.43	0.93	362.41
	TOPIX		2,759.21	0.80	21.98
	NYダウ(米ドル)	2月13日	44,711.43	0.92	408.03
	S&P500		6,115.07	1.48	89.08
	ユーロ・ストックス50指数		5,500.50	3.29	175.10
1 利 回 り 国 債	日本(%)	2月14日	1.36	—	0.06
	米国(%)	2月13日	4.53	—	0.03
	ドイツ(%)		2.42	—	0.05
為 替	ドル円(円/米ドル)	2月14日	152.81	1.00	1.51
	ユーロ円(円/ユーロ)		159.85	1.78	2.80

(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
7日 (金)	米国	1月非農業部門雇用者数	前月差+17.5万人	同+14.3万人
		1月失業率	4.1%	4.0%
		1月平均時給	前月比+0.3%	同+0.5%
10日 (月)	日本	1月現状判断DI (景気ウォッチャー調査)	49.7	48.6
11日 (火)	米国	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+4.7%
	米国	パウエルFRB議長の議会証言(下院金融サービス委員会)		
	米国	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+0.4%
13日 (木)	日本	1月国内企業物価指数	前年比+4.0%	同+4.2%
	米国	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+0.3%
		新規失業保険申請件数	21.6万件	21.3万件
14日 (金)	ユーロ圏	10-12月実質GDP (改定値)	前期比0.0%	
	米国	1月小売売上高	前月比▲0.2%	
		1月鉱工業生産	前月比+0.3%	

(出所)Bloomberg (注)14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:相互関税の即時発動見送りなどから上昇

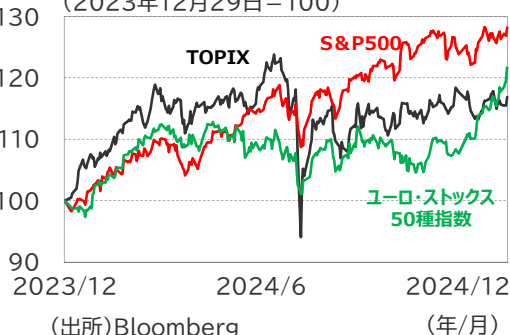
米国株式市場(S&P500種指数)は、前週末比+1.5%の上昇となりました(図表3)。

半導体受託生産の台湾積体回路製造(TSMC)が発表した1月の売上高が過去2番目の高水準となったことで、半導体関連株を中心に買いが優勢となり、上昇して始まりました。その後は、1月の米CPIが市場予想を上回り、FRBによる利下げ時期が後ろ倒しになるとの見方から下落に転じる場面があったものの、トランプ米大統領が相互関税^(注)の導入を指示するにとどめ即時発動を見送ったことで、インフレや貿易摩擦に対する懸念が和らいだことなどから上昇に転じ、前週末比では上昇となりました。

【図表3 株式市場の動向】

2023年12月29日～2025年2月13日
日次、現地通貨ベース

(2023年12月29日=100)



(出所)Bloomberg

(年/月)

(注)貿易の相手国が特定の製品に高い関税を課している場合、相手国から輸入されるその製品に対する関税を同率に引き上げる措置

米国経済:1月のCPIは、FRBの利下げに対する慎重な姿勢を裏付ける結果に

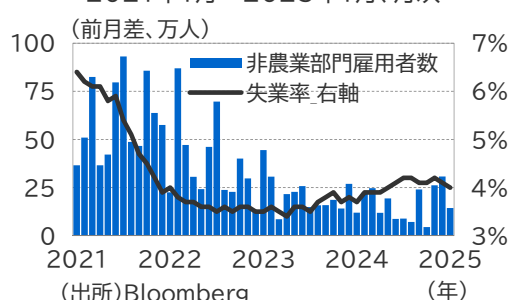
米労働省が7日に公表した2025年1月の雇用統計によると、非農業部門雇用者数(事業所調査)は前月差+14.3万人と、市場予想(同+17.5万人)を下回りました(図表4)。雇用の増加ペースは2024年10月に米南部を襲ったハリケーンやボーイング社のストライキなどの影響により大きく減速した後、11月、12月は加速したものの、1月には反動増が一巡した格好となりました。もっとも、過去2か月分(11月、12月)が計+10.0万人と大幅に上方修正されたこと、1月はカリフォルニアの山火事や寒波が雇用の抑制要因になったことを考慮すると、労働市場は引き続き底堅さを維持していると考えられます。6か月移動平均でも、直近は17.8万件と12月時点の16.9万件から雇用の増勢は加速しています。

1月の失業率(家計調査)は、米景気後退への懸念が高まった昨年半ば以降の上昇を巻き戻す低下(2024年5月:4.0%→11月:4.2%→2025年1月:4.0%)となりました。1月の平均時給は前月比+0.5%と、市場予想(同+0.3%)を大きく上回りました(図表5)。もっとも、山火事や寒波の影響により労働時間が減少した結果、平均時給が機械的に押し上げられたとみられるため、1月分については多少割り引いてみる必要があります。

1月の雇用統計は、山火事や寒波といった特殊要因を除けば全体的に良好であり、FRBが忍耐強く利下げを待つことを後押しする結果と言えます。今後は、移民政策の強化や政府部門のコストカット(一部解雇や新規雇用の停止)の影響が労働市場にどのような影響を及ぼすのか、週次で公表される新規失業保険申請件数などの結果を見極める時間帯となります。

【図表4 非農業部門雇用者数と失業率の推移】

2021年1月～2025年1月、月次

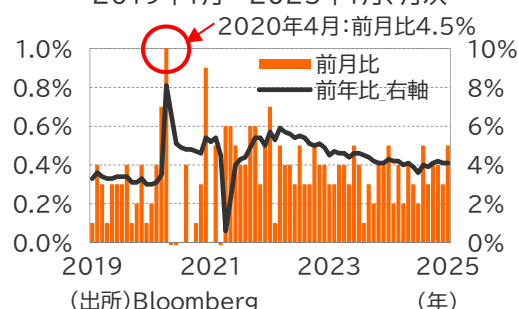


(出所)Bloomberg

(年)

【図表5 平均時給の推移】

2019年1月～2025年1月、月次



(出所)Bloomberg

(年)

(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。

米労働省が公表した2025年1月の消費者物価指数(以下、CPI)は前月比+0.50%、変動の大きい食料品及びエネルギーを除くコアCPIは前月比+0.45%とともに市場予想(それぞれ0.3%)を上回る結果となりました(図表6)。コアCPIについて、FRBが注目する基調的なモメンタムを確認すると、3か月前比年率値(2024年12月:+3.10%→2025年1月:+3.85%)、6か月前比年率(12月:+3.14%→1月:+3.67%)ともに加速した格好となりました。

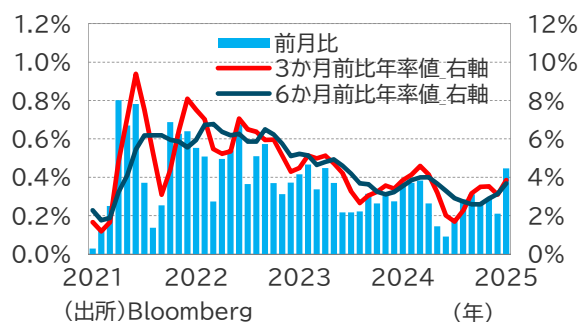
コアCPIのうち、コア財は前月比+0.28%と2023年5月以来の高い伸びを示しました(図表7)。価格上昇の大部分は、中古車(前月比+2.19%)や自動車部品(同+0.79%)などの上昇に起因するものであり、トランプ政権下で想定される関税賦課を前に駆け込み需要が価格を押し上げた可能性があります。

コアサービスについては前月比+0.51%と12月(同+0.26%)から伸びが急拡大しました。家賃を除くサービス、いわゆるスーパーコア(12月:前月比+0.20%→1月:同+0.76%)が上振れたことがコアサービスの押し上げに寄与しました。スーパーコアのうち、宿泊料(前月比+1.43%)や航空運賃(同+1.24%)、自動車保険(同+1.99%)が高い伸びを示しており、カリフォルニアの山火事に起因している可能性があります。

1月のCPIは、基調的なインフレ圧力が想定以上に強い可能性に加え、山火事の影響による需要増や関税賦課前の駆け込み需要が生じている可能性を示唆する結果となりました。パウエルFRB議長は12日、下院金融サービス委員会の議会証言で、今回のCPIについて「FRBの目標に近いところだが、達していない」「政策を維持し、インフレの持続的な進展の更なる証拠を待つ」と、引き続き利下げに慎重な考えを示しました。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として指摘した、「インフレ鈍化の進展」を確認できなかったことを踏まえると、労働市場が冷え込まない限り、年前半の利下げのハードルは高まったと言えます。なお、FF金利先物が織り込む政策金利予想(14日執筆時点)をみると、年前半は政策金利の据え置きが見込まれています(図表8)。

【図表6 コアCPIのモメンタムを示す指標】

2021年1月～2025年1月、月次



【図表7 コアCPI(前月比)の内訳】

2024年11月～2025年1月、月次

(前月比)

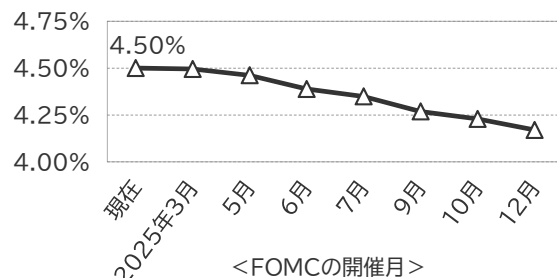
	24年11月	24年12月	25年1月
コアCPI	0.29%	0.21%	0.45%
コア財	0.21%	▲0.04%	0.28%
家庭用品	0.61%	▲0.22%	▲0.18%
衣料品	0.08%	0.13%	▲1.38%
家電製品	0.31%	▲2.09%	▲0.63%
娯楽用品	▲0.40%	▲0.45%	0.32%
新車	0.47%	0.36%	0.04%
中古車	1.29%	0.76%	2.19%
自動車部品	▲0.65%	0.09%	0.79%
コアサービス	0.29%	0.26%	0.51%
民営家賃	0.25%	0.30%	0.35%
帰属家賃	0.25%	0.31%	0.31%
スーパーコア	0.34%	0.20%	0.76%
宿泊料	2.60%	▲0.51%	1.43%
航空運賃	▲0.01%	3.03%	1.24%
医療ケア	0.31%	0.16%	0.02%
自動車保険	0.30%	0.46%	1.99%

(出所)Bloomberg

(注)スーパーコアは家賃を除くサービス

【図表8 FF金利先物が織り込む政策金利予想】

2月14日執筆時点



(出所)Bloomberg

(注)政策金利はFF金利の上限

(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：円安進行などを支えに反発

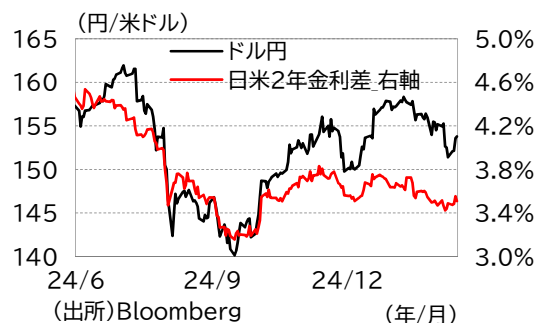
TOPIX(東証株価指数)は、前週末比+0.8%の上昇となりました。

前週に続き日銀による追加利上げ観測を背景に国内長期金利が上昇傾向にあることに加え、トランプ米大統領が米国に輸入される鉄鋼、アルミ製品への25%の追加関税や、相互関税の導入を検討していることを明らかにしたことなどが嫌気され、下落して始まりました。その後、FRBによる利下げ観測の後退を背景に米長期金利が上昇したことで円安米ドル高が進行したことや、米国株式市場の上昇が支えとなったことから、前週末比では上昇となりました。

為替市場では、トランプ米大統領の関税政策を巡る発言に振らされる展開が続くなか、パウエルFRB議長が上院銀行委員会や下院金融サービス委員会で利下げに慎重な姿勢を示したことや、1月の米CPIが市場予想を上回ったことで、FRBによる利下げ時期が後ろ倒しになるとの見方が広がったことなどを受け、14日には1米ドル=152.81円と7日(151.30円)に比べ円安米ドル高となりました(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13日、日次



日本経済：物価高で消費者の節約志向は継続

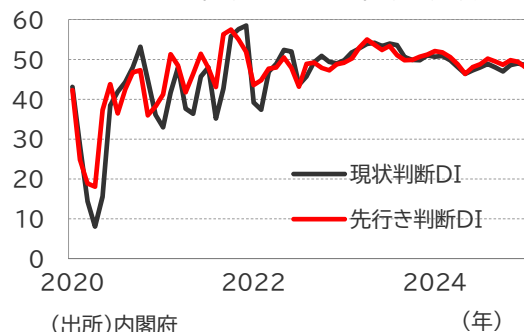
内閣府が公表した2025年1月の景気ウォッチャー調査によると、現状判断DI(季節調整値)は前月差▲0.4ポイントの48.6(2024年12月：49.0)と、3か月ぶりの低下となりました(図表10)。現状判断DIの内訳をみると、家計動向関連が前月差▲0.6ポイント、企業動向関連が同+0.3ポイント、雇用関連が同▲0.7ポイントとなりました(図表11)。今回の結果を受け、内閣府は景気の現状について、「緩やかな回復基調が続いている」との判断を維持しつつ、先行きについては、「価格上昇の影響等に対する懸念がみられる」へ修正しました。

家計動向関連では、特に飲食関連が前月差▲3.2ポイントと低下幅が大きく、「野菜の価格高騰のニュース等もあり、衣料品は今ある物で我慢するという声が聞こえる」(南関東・衣料品専門店)といったように、物価高による買い控えが景況感の下押しに寄与したとみられます。

2～3か月先の見通しを示す先行き判断DI(季節調整値)は前月差▲1.4ポイントの48.0となりました。先行き判断DIの内訳をみると、家計動向関連(前月差▲1.4ポイント)、企業動向関連(同▲1.6ポイント)、雇用関連(同▲0.3ポイント)のいずれも低下しました。家計動向関連では、引き続き物価高の影響を懸念するコメントがみられたほか、企業動向関連では、「米国大統領による輸入関税の引上げが、自動車産業にどのような影響を及ぼすかが不安である」(近畿・金属製品製造業)など、トランプ政権による関税政策の影響を懸念する様子が窺えます。

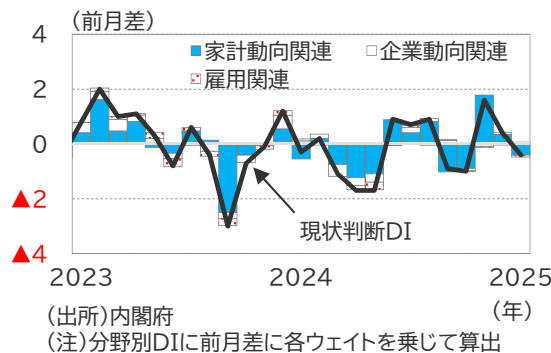
【図表10 現状判断DI、先行き判断DIの推移】

2020年1月～2025年1月、月次



【図表11 現状判断DIの変動要因】

2023年1月～2025年1月、月次



(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。

来週は、全国CPIや高田日銀審議委員の発言などに注目

来週は、2025年1月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)などに注目しています(図表12)。

事前の予想では、2024年12月の前年比+3.0%から2025年1月に同+3.1%へ伸びを高めることが予想されています(コアCPIの推移は図表13参照)。これに先だって公表された1月の東京都区部コアCPIの結果を踏まえると、全国においても政府による電気・ガス代の補助金が終了したことに伴い、エネルギーが高い伸びを維持するほか、食料(生鮮食品を除く)の伸びが拡大するとみられます。特に、食料(生鮮食品を除く)については、引き続き円安に伴う輸入物価の上昇などが食料(生鮮食品を除く)を押し上げるとみられます。

円安を巡っては、2月3日に日銀が公表した「金融政策決定会合の主な意見(1月23、24日開催分)」で、「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」などの意見が注目を集めました。過去数年間の大幅な円安によるコスト増を、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。円安によるインフレ圧力の持続性といった観点から、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。1月のコアCPIがこうした懸念を改めて裏付ける結果となれば、日銀の追加利上げを後押しすることになります。

また、19日には日銀の高田審議委員の講演が予定されています。これに先立ち、6日に田村審議委員が行った講演で、「2025年度後半には少なくとも1%程度まで短期金利を引き上げておくことが必要」と追加利上げに前向きな見方が示されています(図表14)。高田審議委員は田村審議委員に次ぐタカ派と位置付けられているだけに、同様の発言がみられるか注目されます。

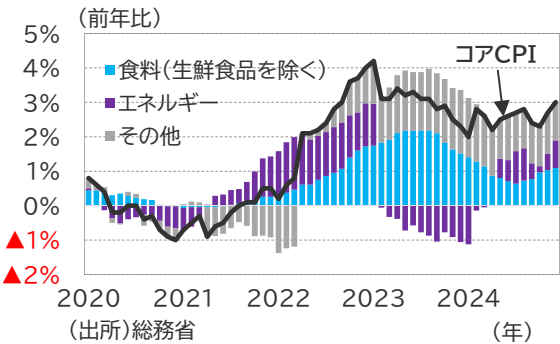
【図表12 来週発表予定の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
17日(月)	日本	10-12月期実質GDP	前期比年率+1.1%	同+1.2%
18日(火)	ユーロ圏	2月ZEW景気期待指数	—	18.0
	米国	2月NAHB住宅市場指数	47	47
19日(水)	日本	1月貿易収支	▲2兆1,065億円	1,325億円
		12月コア機械受注	前月比+0.5%	同+3.4%
		高田日銀審議委員講演		
	米国	MBA住宅ローン申請指数	—	前週比+2.3%
		1月住宅着工件数	139.4万件	149.9万件
		1月建設許可件数	144.8万件	148.2万件
		FOMC議事録(1/28、29開催分)		
20日(木)	米国	1月景気先行指数	前月比0.0%	同▲0.1%
21日(金)	日本	1月全国消費者物価指数(生鮮食品を除く)	前年比+3.1%	同+3.0%
		2月製造業PMI	—	48.7
		2月サービス業PMI	—	53.0
	ユーロ圏	2月製造業PMI	46.7	46.6
		2月サービス業PMI	51.5	51.3
	米国	1月中古住宅販売件数	415万件	424万件
		2月製造業PMI	—	51.2
		2月サービス業PMI	—	52.9

(出所)Bloomberg (注)14日10時時点のデータ

【図表13 全国コアCPIの推移】

2020年1月～2024年12月、月次



(出所)総務省

【図表14 田村日銀審議委員の主な発言内容】

物価 金融政策 運営	✓ 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
	✓ 足もとみられている企業の価格転嫁の状況や、人手不足を映じた人件費の上昇とその価格転嫁の動きを踏まえると、 上振れリスクが膨らんでいる
	✓ 中小企業まで含めた賃上げの実績を確認できる 2025年度後半には、「物価安定の目標」が実現したと判断できる状況に至るとみている
	✓ 2025年度後半には 少なくとも1%程度まで短期金利を引き上げておくことが必要

(出所)日銀公表資料をもとに作成

※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