

~TMAMマーケットウィークリー(2/17~21)~

Topic: 日銀による追加利上げ観測の強まりを背景に株安・円高

- 2月17日~20日の米国株式市場(S&P500種指数)は、トランプ政権による関税政策への警戒感が引き続き市場の重石となるなか、ニューヨーク連銀が公表した2月の製造業景況指数が米景気の底堅さを示唆する結果となったことや、FRBが公表したFOMC議事要旨で、バランスシート縮小(QT)の一時停止や減速の可能性が示唆され米長期金利が低下したことなどから、19日にかけて底堅く推移しました。20日は、米小売り大手ウォルマートが慎重な業績見通しを公表したことで、個人消費の先行きに対する懸念が高まったことなどから下落し、前週末比ではほぼ横ばいとなりました。
- 2月17日~21日の日本株式市場(TOPIX(東証株価指数))は、日銀による追加利上げ観測の強まりを背景に国内長期金利の上昇が続くなか、金利上昇の恩恵を受けやすい金融株や好決算を発表した銘柄を中心に買いが入り、18日にかけて底堅く推移しました。その後は、高田日銀審議委員が講演で追加利上げの必要性を強調したことや、為替市場で円高が急速に進んだことなどから軟調な展開となり、前週末比では下落となりました。
- 来週(2月24日~28日)は、2025年2月の東京都区部コアCPIなどに注目しています。2月の東京都区部コアCPIは、政府による電気・ガス代の補助金が復活することに伴い、前年比+2.3%(1月:同+2.5%)へ上昇率が縮小することが予想されています。また、食料品価格の動向にも注目しています。日銀は、円安により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を強めており、食料品価格が一段と上昇すれば、中立金利に向けた利上げ継続が正当化されることとなります。

【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21日	38,776.94	▲0.95	▲372.49
	TOPIX		2,736.53	▲0.82	▲22.68
	NYダウ(米ドル)	2月20日	44,176.65	▲0.83	▲369.43
	S&P500		6,117.52	0.05	2.89
	ユーロ・ストックス50指数		5,461.03	▲0.59	▲32.37
1 利 0 回 年 り 国 債	日本(%)	2月21日	1.43	—	0.07
	米国(%)	2月20日	4.51	—	0.03
	ドイツ(%)		2.53	—	0.10
為 替	ドル円(円/米ドル)	2月21日	149.86	▲1.93	▲2.95
	ユーロ円(円/ユーロ)		157.19	▲1.66	▲2.66

(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
14日(金)	米国	1月小売売上高	前月比▲0.2%	同▲0.9%
17日(月)	日本	2024年10-12月期実質GDP	前期比年率+1.1%	同+2.8%
18日(火)	米国	2月NAHB住宅市場指数	46	42
		2月NY連銀製造業景況指数	0.0	5.7
19日(水)	日本	1月貿易収支	▲2兆1,038億円	▲2兆7,588億円
		高田日銀審議委員講演		
	米国	1月住宅着工件数	139.0万件	136.6万件
20日(木)	米国	FOMC議事要旨(1/28、29開催分)		
		1月景気先行指数	前月比▲0.1%	同▲0.3%
		新規失業保険申請件数	21.5万件	21.9万件
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+3.2%
	ユーロ圏	2月製造業PMI	47.0	
		2月サービス業PMI	51.5	
	米国	1月中古住宅販売件数	413万件	
		2月製造業PMI	51.4	
		2月サービス業PMI	53.0	

(出所) Bloomberg (注) 21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。

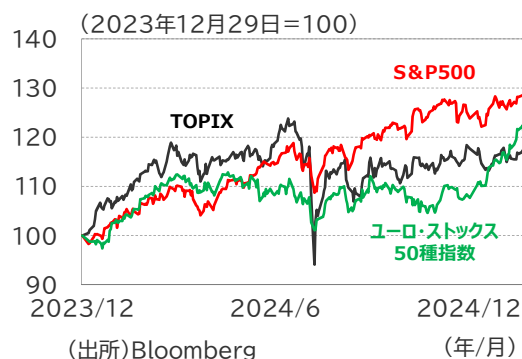
米国株式市場：個人消費の先行きへの懸念などが重石に

米国株式市場(S & P500種指数)は、前週末比でほぼ横ばいとなりました(図表3)。

トランプ政権の関税政策への警戒感が引き続き市場の重石となるなか、ニューヨーク連銀が公表した2月の製造業景況指数が米景気の底堅さを示唆する結果となったことや、FRBが公表したFOMC議事要旨で、バランスシート縮小(QT)の一時停止や減速の可能性が示唆され米長期金利が低下したことなどから、19日にかけて底堅く推移しました。20日は、トランプ米大統領が米国に輸入される自動車、半導体、医薬品などに対する関税について、「来月かそれより早く発表する」との意向を示したほか、米小売り最大手ウォルマートが慎重な業績見通しを公表したことで、個人消費の先行きに対する懸念が高まったことなどから下落し、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～2025年2月20日
日次、現地通貨ベース



米国経済：1月小売売上高は、反動から想定以上に減少

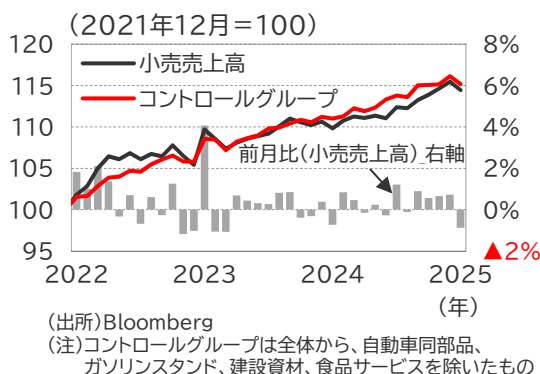
米商務省が公表した2025年1月の小売売上高は前月比▲0.9%(市場予想：同▲0.2%)、GDPのうち個人消費の推計に用いられるコントロールグループは前月比▲0.8%とともに市場予想を下回りました(図表4)。年末商戦にあたる2024年10-12月期は高い伸びとなったものの、年明けに失速した格好となりました。

1月は、娯楽用品(前月比▲4.6%)や自動車同部品(同▲2.8%)が大幅な落ち込みとなったほか、家具(同▲1.7%)や電気製品(同▲0.7%)、建築資材(同▲1.3%)など幅広い品目が減少しました(図表5)。これらは、1月の寒波やカリフォルニアの山火事が下押し要因となったほか、2024年後半にみられた関税引き上げ前の駆け込み需要の反動による一時的な落ち込みの側面が大きいと考えられます。一方、寒波にもかかわらず、1月の外食は前月比+0.9%と堅調な伸びを示しました。良好な雇用・所得環境が引き続き個人消費を下支えしていると考えられます。

1月の小売売上高は市場予想を下回ったものの、寒波やカリフォルニアの山火事の影響は一時的なものにとどまると考えられます。もっとも、関税引き上げを巡っては引き続き個人消費を下押しする可能性があります。2月のミシガン大学消費者マインド調査で示唆されたように、関税引き上げによる消費者マインドの悪化やインフレ懸念が、今後個人消費にどのような影響を及ぼすか見極めていく必要があります。

【図表4 小売売上高の推移】

2022年1月～2025年1月、月次



【図表5 小売売上高(品目別)の推移】

2024年9月～2025年1月、月次

	2024年				2025年
	9月	10月	11月	12月	1月
小売売上高	0.9%	0.6%	0.7%	0.7%	▲0.9%
家具	1.1%	0.6%	0.9%	1.9%	▲1.7%
電気製品	▲2.9%	3.0%	0.5%	0.1%	▲0.7%
食料・飲料	0.8%	0.3%	▲0.1%	1.0%	▲0.1%
外食	0.8%	0.9%	0.5%	0.1%	0.9%
ヘルスケア	2.1%	▲1.3%	0.3%	0.2%	▲0.3%
衣料品	0.8%	1.1%	▲0.6%	1.1%	▲1.2%
無店舗小売	2.1%	0.0%	0.4%	0.6%	▲1.9%
自動車同部品	0.6%	2.2%	3.1%	0.9%	▲2.8%
建設資材	1.1%	▲0.3%	▲0.7%	▲1.6%	▲1.3%
娯楽用品	1.4%	▲0.4%	▲0.8%	3.2%	▲4.6%
ガソリンスタンド	▲1.4%	0.2%	0.2%	2.1%	0.9%
コントロールグループ	1.3%	0.0%	0.1%	0.8%	▲0.8%

(出所) Bloomberg

※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。

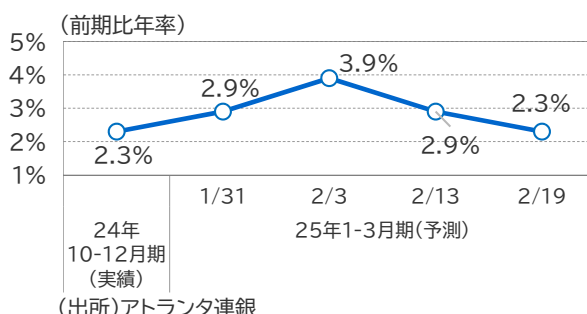
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

(次頁へ続く)

GDPのうち、個人消費の推計に用いられるコントロールグループを四半期ベースでみると、2024年7-9月期は前期比+1.4%、10-12月期が同+1.1%と高い伸びが続いたものの、2025年1月は10-12月期対比で▲0.2%となりました。コントロールグループなどの結果を反映したGDPNow※(2/19試算時点)によると、1-3月期の実質GDP(予測値)は前期比年率+2.3%と、ピーク(2/3)の同+3.9%から大幅に下方修正されています(図表6)。

(※)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6 2025年1-3月期実質GDPの予測(GDPNow)】



FRBが公表したFOMC議事要旨(2025/1/28、29開催分)では、労働市場の健全性に自信を示し、インフレについて2%に向けて進展しているという基本スタンスを維持しながらも、上振れリスクを警戒する意見が多く見受けられました。

FOMC参加者の殆どが、「2024年11月と12月のインフレ率はいくつかの主要なカテゴリーを含め、目標の2%に向けて顕著な進展を示した」と指摘しているほか、「住宅サービス(家賃)や非住宅サービスのインフレ率などの低下」も指摘されました。もっとも、労働市場が堅調であることや、米政府の政策に対する不確実性が存在していることもあり、多くの参加者が「インフレ率が持続的に2%に戻りつつあるという判断を裏付けるためには、デスインフレ継続に関する更なる証拠が必要」と結論づけています。

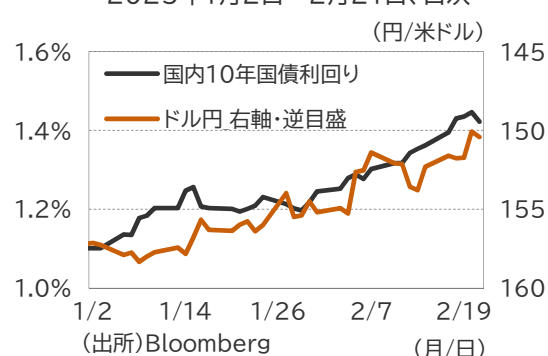
日本株式市場:日銀の追加利上げ観測を背景とした急速な円高を受け反落

TOPIX(東証株価指数)は、前週末比▲0.8%の下落となりました。

日銀の追加利上げ観測の強まりを背景に国内長期金利の上昇が続くなか、金利上昇の恩恵を受けやすい金融株や好決算を発表した銘柄を中心に買いが入り、18日にかけて底堅く推移しました。その後は、高田日銀審議委員が講演で、先行きの金融政策について「物価の上振れリスクや金融の過熱リスクが顕在化しないよう、今年1月に実施した追加利上げ以降も、ギアシフトを段階的に行っていくという視点も重要だ」と追加利上げの必要性を強調したことや、為替市場で円高が急速に進んだことなどから軟調な展開となり、前週末比では下落となりました。

【図表7 国内長期金利とドル円】

2025年1月2日~2月21日、日々



為替市場では、2024年10-12月期の国内実質GDPが市場予想を上回ったことや、高田日銀審議委員の発言などを受け、日銀の追加利上げ観測が強まり、円高米ドル安基調で推移しました。21日には1米ドル=149.86円と14日(152.81円)に比べ円高米ドル安となりました(図表7)。もっとも、21日午前、植田日銀総裁が衆院予算委員会で、長期金利が例外的に急上昇すれば、機動的に国債買い入れを増額する考えを示したことで、長期金利の低下とともに円高の進行が一服し、1米ドル=150円台まで水準を戻しました。

(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。

日本経済:食料品価格の上昇が継続

総務省が公表した2025年1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+3.2%(2024年12月:同+3.0%)と、市場予想(同+3.1%)を上回る上昇率となりました(図表8)。コロナ禍以降の累積的な伸びが反映され、2024年1月から前年比+60~+80%台の高い伸びが続いていた外国パック旅行費が、その影響一巡により上昇率が大きく低下した一方で、米類などの食料(生鮮食品を除く)が一段と上振れたことが押し上げ要因となったほか、ガソリン・灯油補助金の縮小もプラスに寄与し、コアCPIは全体として上昇率を高める格好となりました。

その他の品目を見てみると、2024年9月から11月の期間に復活していた政府による電気・ガス代補助金が終了したことで、1月は電気代が前年比+18.0%(12月+18.7%)、都市ガス代が前年比+9.6%(同+11.1%)と高止まりが続いています。ただし、電気・ガス代補助金は2月から4月に限り、再び復活することが決まっており、電気代、都市ガス代は再び押し下げられることになります。

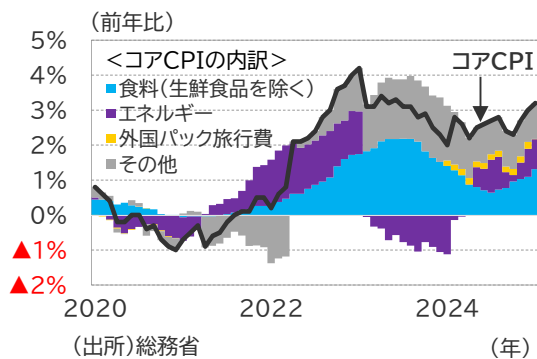
食料(生鮮食品を除く)については前年比+5.1%と、12月(同+4.4%)から上昇率が一段と拡大しました(図表9)。米類の上昇ペースが一段と加速したこと(12月:前年比+64.5%→1月:同+70.9%)に加え、円安に伴う輸入物価の上昇などが食料(生鮮食品を除く)に波及しているとみられます。もっとも、米類を除いた食料(生鮮食品を除く)を計算しても、1月は前年比+3.4%であり、12月の+2.8%から上昇率が加速している点には注意が必要です。

食料品価格上昇の背景には円安が挙げられます。円安が長期化していることから、企業が過去のコスト上昇分を価格転嫁する動きを継続していると考えられます。価格改定時期にあたる2023年10月には、食料(生鮮食品を除く)は前月比+0.4%となった後、2024年1月(前月比+0.0%)にかけて値上げが沈静化していたものの、今回は状況が異なる可能性があります(図表10)。2024年10月に前月比+1.2%へ急上昇した後、2025年1月(同+0.7%)でも高い伸びとなっており、2025年前半についても食料品の値上げが続く可能性を示唆しています。

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)」では、円安により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日銀内で強まりつつある様子が窺えました。今回のCPIはこうした懸念を改めて裏付ける結果となったことから、日銀の追加利上げを後押しすることになると考えられます。

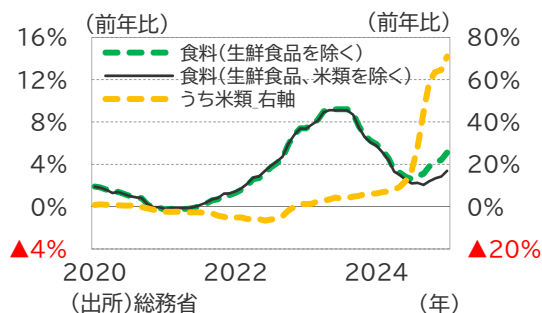
【図表8 全国コアCPIの推移】

2020年1月~2025年1月、月次



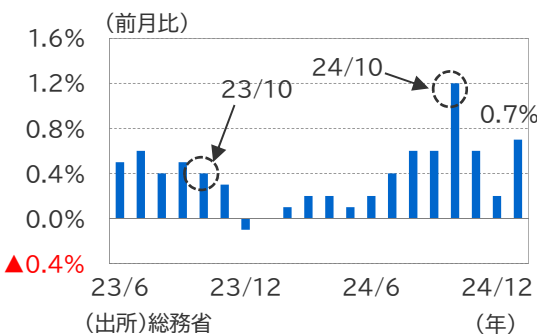
【図表9 食料(前年比)の推移】

2020年1月~2025年1月、月次



【図表10 食料(前月比)の推移】

2023年6月~2025年1月、月次



(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、東京都区部CPIやコアPCEデフレーターなどに注目

来週は、2025年2月の東京都区部消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）や、米国で公表される1月のPCEデフレーターなどに注目しています（図表11）。

東京都区部コアCPIは事前の予想で、1月の前年比+2.5%から2月に同+2.3%へ上昇率が縮小することが予想されています（東京都区部コアCPIの推移は図表12参照）。前述の通り、2月には政府による電気・ガス代の補助金が復活することに伴い、電気代、都市ガス代が押し下げられることが、コアCPIを下押しするとみられます。また、食料品価格の動向にも注目しています。日銀は、円安により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を強めており、食料品価格が一段と上昇すれば、中立金利に向けた利上げ継続が正当化されることになります。

1月のPCEデフレーターのうち、食料品及びエネルギーを除いたコアPCEデフレーターについては、FRBの利下げ判断に影響を与えるため注目しています（コアPCEデフレーターの推移は図表13参照）。これに先立って公表された1月のコアCPIは前月比+0.45%（12月：同+0.21%）と高い伸びを示したものの、コアPPI（卸売物価指数）ではコアPCEデフレーターの推計に用いられる医療サービスが小幅な伸びにとどまったことなどにより、1月のコアPCEデフレーターは前月比+0.3%（12月：同+0.2%）にとどまることが予想されています。もっとも、パウエルFRB議長は先々週の議会証言で、インフレについて、「1つや2つの良好なデータに興奮することはないし、1つや2つの悪いデータに強く反応することもない」と利下げを含め政策判断を慎重に進める姿勢を示していることから、次回3月FOMCでの利下げ判断に大きな影響を及ぼすことにはならないと考えられます。

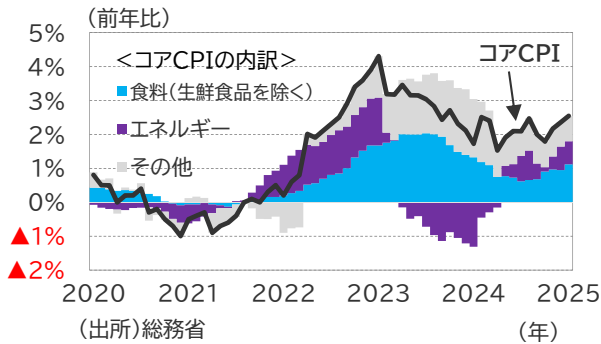
【図表11 来週発表予定の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
25日 (火)	日本	1月企業向けサービス価格指数	—	前年比+2.9%
		1月全国百貨店売上高	—	前年比+2.8%
	米国	2月コンファレンス・ボード® 消費者信頼感	103.0	104.1
26日 (水)	米国	MBA住宅ローン申請指数	—	前週比▲6.6%
		1月新築住宅販売件数	67.8万件	69.8万件
27日 (木)	米国	2024年10-12月期実質GDP(確報値)	前期比年率+2.3%	同+2.3%
		1月耐久財受注(輸送用機器を除く)	前月比+0.4%	同+0.3%
		1月製造業受注-資本財(航空機を除く非国防)	前月比+0.5%	同+0.4%
		新規失業保険申請件数	—	21.9万件
		失業保険継続受給者数	—	186.9万人
28日 (金)	日本	2月東京都区部消費者物価指数(生鮮食品を除く)	前年比+2.3%	同+2.5%
		1月鉱工業生産	前月比▲1.2%	同▲0.2%
	米国	1月個人支出	前月比+0.2%	同+0.7%
		1月個人所得	前月比+0.3%	同+0.4%
		1月コアPCEデフレーター	前月比+0.3%	同+0.2%
			前年比+2.6%	同+2.8%

(出所)Bloomberg (注)21日10時時点のデータ

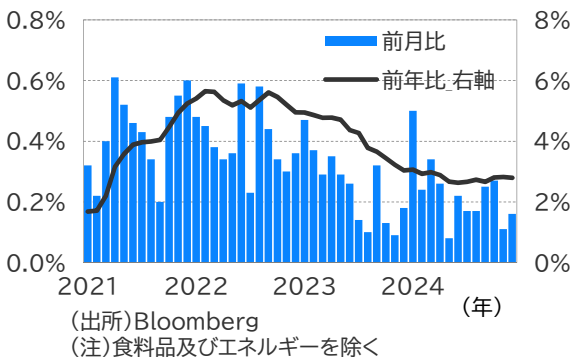
【図表12 東京都区部コアCPIの推移】

2020年1月～2025年1月、月次



【図表13 コアPCEデフレーターの推移】

2021年1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