

## ～TMAMマーケットウィークリー(3/3～7)～

### Topic:米関税政策を巡る不透明から米国株は大幅安も、日本株は上昇

- 3月3日～6日の米国株式市場(S&P500種指数)は、トランプ政権がカナダやメキシコ、中国からの輸入品に対して予定通り4日から関税を賦課したことで貿易摩擦や米景気への悪影響を警戒した売りが広がり、週前半は下落しました。その後、トランプ政権がカナダとメキシコから輸入する自動車への関税適用を1か月免除することを発表したことや、2月のISM非製造業景況指数が市場予想を上回ったことで上昇に転じる場面があったものの、トランプ政権による関税政策を巡る不透明感が引き続き重石となり、前週末比で下落となりました。
- 3月3日～7日の日本株式市場(TOPIX(東証株価指数))は、前週末の米国株式市場で主要株価指数が揃って上昇したことや、トランプ政権が4日に発動したカナダとメキシコへの追加関税について、自動車を1か月間適用免除とする方針を示したことで関税政策を巡る過度な警戒感が和らぎ、堅調に推移しました。7日には連合から発表された2025年春闘の賃上げ要求が1993年以来の高水準となり、日銀の追加利上げを後押しするとの見方から円高米ドル安が進行したことや米株安を受け下落に転じたものの、前週末比では上昇となりました。
- 来週(3月10日～14日)は、春闘の第1回回答集計結果などに注目しています。連合が6日に公表した賃上げ要求(定期昇給を含む)は6.09%と1993年以来の高水準となり、賃上げ気運の高まりを示唆する内容となりました。仮に、2024年春闘の第1回回答集計結果(5.28%)を上回れば、日銀が基調的な物価上昇率が高まっていくことに自信を深めることとなります。その場合、市場では日銀による利上げの前倒しや、ターミナルレートの上振れが意識される可能性があります。

【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)	3月7日	36,887.17	▲0.72	▲268.33
	TOPIX		2,708.59	0.99	26.50
	NYダウ(米ドル)		42,579.08	▲2.88	▲1,261.83
	S&P500	3月6日	5,738.52	▲3.63	▲215.98
	ユーロ・ストックス50指数		5,520.47	1.04	56.93
1 利 0 回 年 り 国 債	日本(%)	3月7日	1.52	—	0.14
	米国(%)		4.28	—	0.07
	ドイツ(%)	3月6日	2.83	—	0.43
為 替	ドル円(円/米ドル)	3月7日	148.07	▲1.07	▲1.60
	ユーロ円(円/ユーロ)		159.71	2.64	4.11

(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
2月28日 (金)	米国	1月実質個人消費支出	前月比▲0.1%	同▲0.5%
		1月コアPCEデフレーター	前年比+2.6%	同+2.6%
3日(月)	ユーロ圏	2月消費者物価指数(食品、エネルギー、アルコール、たばこ除く)	前年比+2.5%	同+2.6%
	米国	2月ISM製造業景況指数	50.7	50.3
4日(火)	日本	10-12月期法人企業統計調査		
5日(水)	日本	内田日銀副総裁講演		
	中国	全国人民代表大会		
	米国	2月ISM非製造業景況指数	52.5	53.5
		ページブック(地区連銀経済報告)		
6日(木)	ユーロ圏	預金ファシリティ金利(ECB理事会)	2.50%	2.50%
		1月小売売上高	前月比+0.1%	同▲0.3%
	米国	新規失業保険申請件数	23.3万件	22.1万件
7日(金)	ユーロ圏	ラガルドECB総裁講演		
	米国	2月非農業部門雇用者数	前月差+16.0万人	
		2月失業率	4.0%	
		パウエルFRB議長講演		

(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: 関税政策への懸念が依然強く、3週連続で下落

米国株式市場(S&P500種指数)は、前週末比▲3.6%の下落となりました(図表3)。

「中国企業は、米政府の輸出規制を迂回して米半導体大手エヌビディアの最新のAI向けチップを発注している」との一部報道を受け、米国が半導体の対中輸出規制を強化するとの警戒感から半導体関連株を中心に売りが優勢となったことや、トランプ政権がカナダやメキシコ、中国からの輸入品に対して予定通り4日から関税を賦課したことで貿易摩擦や米景気への悪影響を警戒した売りが広がり、週前半は下落しました。その後、トランプ政権がカナダとメキシコから輸入する自動車への関税適用を1か月免除することを発表したことや、2月のISM非製造業景況指数が市場予想を上回ったことで上昇に転じる場面があったものの、トランプ政権による関税政策を巡る不透明感が引き続き重石となり、前週末比で下落となりました。

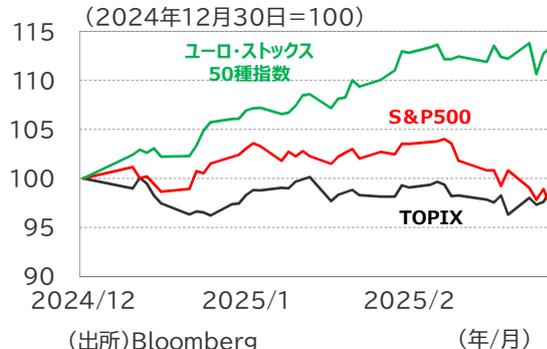
トランプ政権による関税政策は、インフレによる実質購買力の低下を通じて、経済活動を抑制することから、金融市場では米経済に悪影響を及ぼさないよう、関税政策が打ち出されるとの見方が大勢を占めていました。しかし、4日の関税措置(図表4)をきっかけに、金融市場では世界的な貿易摩擦へ発展するリスクが意識されています。また、今後予定されている鉄鋼やアルミニウムへの関税賦課、相互関税の導入が実行に移されれば、経済への悪影響が一段と強まることが予想されることから、再び金融市場の波乱要因になる可能性があるため注意が必要です。

## 米国経済: GDPNowは、2025年1-3月期のマイナス成長を予想

米商務省が公表した2025年1月の個人消費支出(価格変動の影響を除いた実質ベース)は前月比▲0.5%と、2024年12月(同+0.5%)、市場予想(同▲0.1%)をともに下回り、2024年1月以来のマイナスとなりました(図表5)。内訳をみると、新車や中古車などの財に加え、娯楽サービスが下落するなど裁量的支出の減少が目立っています。もっとも、1月の消費の下振れについては、小売売上高で既に確認されているように、昨年末の年末商戦における需要の強さやトランプ政権による関税賦課前の駆け込み需要の反動に加え、1月の寒波、カリフォルニアの山火事が影響したとみられます。

【図表3 株式市場の動向】

2024年12月30日～2025年3月6日  
日次、現地通貨ベース



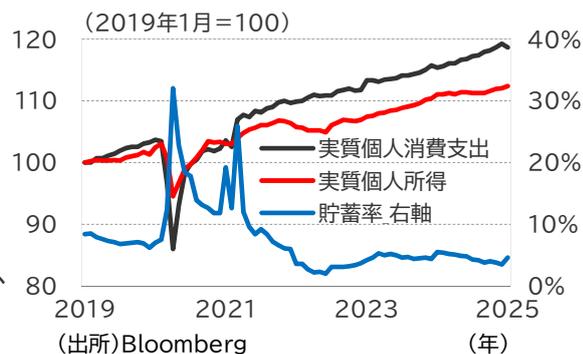
【図表4 最近の関税政策を巡る動き】

3月4日～	カナダとメキシコからの輸入品に25%の関税賦課、中国には10%の追加関税(中国は2月分と合わせて20%) ※トランプ政権は5日に、自動車への関税の1か月間延期、6日にUSMCA「米国・メキシコ・カナダ協定」に含まれる品目を4月2日まで関税措置の対象外とすることを発表
3月12日～	鉄鋼、アルミニウム製品の関税を25%へ引き上げ(関税免除などの例外措置は廃止)
4月2日～	米国製品に高い関税をかける国に対し、米国も同水準まで関税を引き上げ(相互関税の導入)

(出所)各種報道等をもとに東京海上アセットマネジメント作成

【図表5 実質個人消費支出の推移】

2019年1月～2025年1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。

1月の実質個人所得は前月比+0.3%(12月:同+0.1%)とプラスが継続しています。個人所得が増加する一方で、個人消費支出が減少したことで、フローの貯蓄率は12月の3.5%から1月に4.6%へ急上昇したものの、コロナ禍前の6~7%を下回る状況にあります。貯蓄率が低水準にある背景の一つに、高所得者が資産効果により貯蓄率を引き下げていることが挙げられます。

足もとでは、金融市場が米景気減速への懸念を強めているものの、良好な雇用・所得環境を踏まえれば、現時点で個人消費が大崩れする可能性は低いとみています。関税政策への懸念から消費者マインドが悪化している点は気付きであるものの、個人消費は巡行速度に落ち着くと予想しています。

1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+2.6%(12月:同+2.9%)、物価の瞬間風速を示す前月比では+0.28%(12月:+0.21%)と概ね市場予想通りの結果となりました(図表6)。

コアPCEデフレーター(前月比)の内訳では、懸念材料として、コア財が+0.41%と2023年1月以来の高い伸びとなったことです。コア財価格の上昇の大部分は、既に公表された1月CPIの結果が示す通り、中古車やヘルスケア用品などがけん引しました(図表7)。こうした財価格の上昇は、ミシガン大学調査における消費者マインドの悪化や財支出の減少をもたらしていると考えられます。

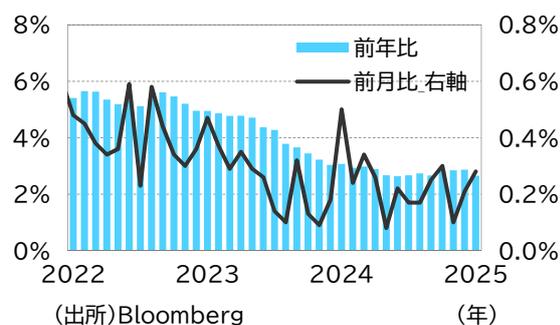
一方、コアサービスは+0.24%と12月(+0.37%)から上昇率が鈍化し、引き続き緩やかなデフレーションの進展を示しています。家賃などの住居が+0.32%と高止まりしているものの、家賃を除いたスーパーコアは+0.22%と12月(+0.39%)から上昇率が大きく鈍化しています。

先行きについては、ベース効果もあり、コアPCEデフレーターは前年比で今後一段と鈍化することが見込まれるものの、関税の影響により高止まりする可能性があります。

最近の低調な経済指標を受け、米景気への懸念が強まっています。GDPNow(アトランタ連銀公表)は、1-3月期の実質GDPが2月3日▲2%時点で前期比年率+3.9%の高成長を見込んでいたものの、その後▲4%公表された個人消費支出などの結果を反映して、足もとでは同▲2.4%と2022年1-3月期以来のマイナス成長となることが予想されています(図表8)。

【図表6 コアPCEデフレータの推移】

2022年1月~2025年1月、月次



【図表7 コアPCEデフレータの内訳】

2024年11月~2025年1月、月次

(前月比)

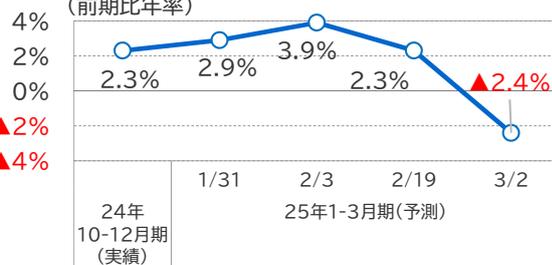
	24/11	24/12	25/1
コアPCEデフレーター	0.10%	0.21%	0.28%
コア財	▲0.12%	▲0.28%	0.41%
飲食料	0.26%	0.25%	0.32%
被覆・履物	0.05%	0.18%	▲1.17%
家具・家庭用品	▲0.11%	▲0.90%	0.09%
娯楽用品	▲0.56%	▲1.23%	0.73%
新車	0.47%	0.37%	0.05%
中古車	1.33%	0.77%	2.20%
ヘルスケア用品	▲0.24%	0.12%	1.98%
コアサービス	0.17%	0.37%	0.24%
住居	0.25%	0.31%	0.32%
スーパーコア	0.15%	0.39%	0.22%
ヘルスケア	0.10%	0.28%	▲0.13%
輸送	0.05%	1.82%	▲0.42%
娯楽	0.35%	0.27%	1.14%
外食・宿泊	0.62%	0.11%	0.40%

(出所) Bloomberg

(注) スーパーコアは家賃を除いたコアサービス

【図表8 1-3月期実質GDP予測の変化(GDPNow)】

(前期比年率)



(出所) アトランタ連銀

(注) アトランタ連銀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

(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。

もともと、1月はカリフォルニアの山火事などの特殊要因によって経済指標が下振れたことに加え、例年、1月は寒波などの季節的な要因によってデータに歪みが生じている可能性があります。このため、今後公表される経済指標によってGDPNowの予測値がプラス成長へ上方修正されるのか、市場の注目が一段と集まることが予想されます。

## 日本株式市場: 株価は上昇も、為替は円高方向に

TOPIX(東証株価指数)は、前週末比+1.0%の上昇となりました。

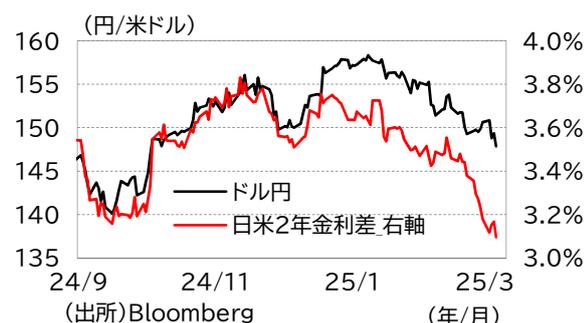
前週末の米国株式市場で主要株価指数が揃って上昇したことや、トランプ政権が4日に発動したカナダとメキシコへの追加関税について、自動車を1か月間適用免除とする方針を示したことで、関税政策を巡る過度な警戒感が和らぎ、堅調に推移しました。7日には、連合から発表された2025年春闘の賃上げ要求が1993年以来の高水準となり、「賃金と物価の好循環」の実現を重視する日銀の追加利上げを後押しするとの見方から円高米ドル安が進行したことや米株安を受け下落に転じたものの、前週末比では上昇となりました。

為替市場では、2月のISM製造業景況指数が市場予想を下回ったことやトランプ米大統領の円安けん制発言、連合から発表された2025年春闘の賃上げ要求が日銀の追加利上げを後押しするとの見方などから、円高米ドル安が進行しました。7日には1米ドル=148.07円と2月28日(149.67円)に比べ円高米ドル安となりました(図表9)。

年明け以降、日米金利差が大きく縮小しているにもかかわらず、急速な円高は回避されています。シカゴ通貨先物市場IMMにおける投機筋による円のポジション\*(持ち高)をみると、円ロング(買い)のポジションは2月25日締め集計で17.2万枚と過去最大級に積み上がっており、これ以上の円高米ドル安余地が小さいことを示しています(図表10)。日米金利差の縮小に歯止めがかかれば、金利負担が重い米ドル売り・円買いのポジションを一斉に巻き戻す動きが広がり、想定以上に円安米ドル高が進行することも考えられます。

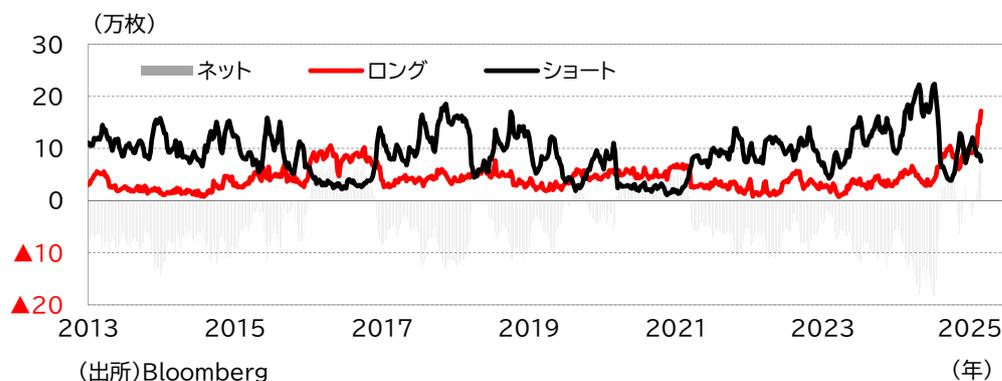
【図表9 国内長期金利とドル円】

2024年9月1日~2025年3月6日、日次



【図表10 シカゴIMMの非商業部門(投機部門)の円先物ポジションの推移】

2013年1月1日~2025年2月25日、週次



(\*) IMMポジションについて  
米国のシカゴマーカンタイル取引所(CME)に上場している「IMM通貨先物」のポジション動向のことです。為替市場の参加者の中で特に注目されるのが、Non-Commercialと呼ばれる非商業部門(投機筋)の数値です。

(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:内田日銀副総裁は、これまで通り利上げ路線を堅持

内田日銀副総裁は5日、静岡県金融経済懇談会で講演を行いました。経済・物価見通しや金融政策スタンスを巡る発言はこれまでの日銀執行部からの発信から逸脱するものではなく、米経済の不透明感や金融市場の不安定性が高まる中でも、今後の利上げペースの変化を示唆するものではなかったと考えられます。

内田日銀副総裁は金融政策運営について、「見通し期間の後半には、現実の物価と基調的な物価がともに2%程度になる」、「見通し通りなら金融緩和度合いを調整していく」と、これまで日銀が示してきた見解を改めて示し、「想定される程度のペースの利上げであれば、経済の反応を確認しながら進めていける」との考えを示しました。その上で、想定される程度のペースについて、「特定のペースを念頭に置いたものではない」と説明しました。基調的な物価上昇率は2%に満たないことから、日銀が利上げを急ぐ必要性は低下しており、「特定のペース」は市場で意識されている「半年に一度程度」のペースとみられます。なお、利上げペースについては「先行きの経済・物価・金融情勢次第」、ターミナルレートについては「利上げをしていく中で結果的に分かる」、自然利子率については「推計の幅が広すぎて、実勢の政策運営には使えない」と、市場の関心の高い事項について具体的な示唆はありませんでした。

特に興味深かったのは、内田日銀副総裁が昨年7月の利上げ後に、米経済指標の悪化も相まって金融市場が荒れる中で行った8月の講演において、「市場が不安定な状況で更なる利上げをすることはしない」と述べたことについて、今回の講演で改めて指摘したことです。その上で、トランプ政権の政策や地政学的な緊張などのリスク要因を指摘し、「世界経済についての不確実性は高く、引き続き十分注視していきます」と述べました。その一方で、内田日銀副総裁は、昨年8月の講演で「米経済がソフトランディングする可能性が高い」と述べたことを指摘し、実際に、その後、米国の経済指標は改善に向かったため、今年1月に日銀が再び利上げに至った経緯も説明しました。今後も、仮に金融市場が不安定な状況になった場合でも、経済・物価動向が概ね想定通りに推移すると判断すれば、緩やかに利上げを継続していくと考えられます。

これから本格化する春闘を前に、内田日銀副総裁は「物価の基調を考える上で最も重要なのは賃金」とし、「賃上げ率が高ければ高いほど基調的な物価上昇率を引き上げる可能性が高く、見通しが実現する確度は上がっていく」とも述べました。追加利上げの判断材料である基調的な物価上昇率が高まっていくかは、春闘がカギを握ると考えられます。

(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。

## 来週は、春闘の第1回回答集計結果などに注目

来週は、春闘の第1回回答集計結果などに注目していきます(図表11)。

労働団体の連合は昨年11月、2025年春闘における賃上げ目標を決定し、基本給を底上げするベースアップは3%以上、定期昇給を合わせた賃上げ率は5%以上に設定しました。大企業を含む全体の賃上げ率は2024年の春闘と同じ5%以上としたものの、中小企業については6%以上と、より高い水準の目標を掲げました。

2024年春闘では定昇込みの平均賃上げ率が全体で5.10%(2023年:3.58%)と、33年ぶりの高い水準となり(図表12)、2025年春闘では昨年を上回る賃上げが実現するかが注目されます。こうした中で、連合が6日に発表した賃上げ要求(定期昇給を含む)は6.09%と1993年以来の高水準となり、賃上げ気運の高まりを示唆する内容となりました。

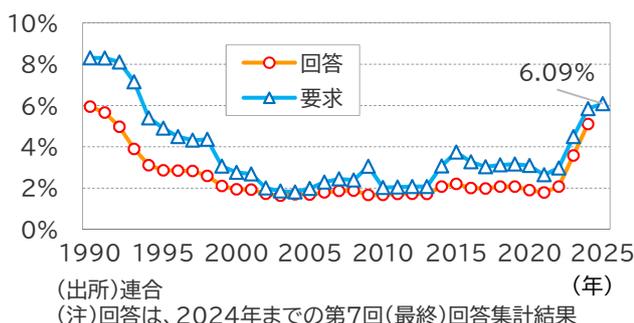
次の焦点は、12日に予定されている春闘の集中回答日です。多くの企業における労使交渉の回答が行われ、賃上げ気運の高まりが示される可能性があります。その結果を受けて、14日には連合から春闘賃上げ率の第1回回答集計結果が公表されます。仮に、2024年春闘の第1回回答集計結果(5.28%)を上回れば、日銀が基調的な物価上昇率が高まっていくことに自信を深めることとなります。その場合、市場では日銀による利上げの前倒しや、ターミナルレートの上振れが意識される可能性があります(2024年春闘の回答集計結果は図表13参照)。

【図表11 来週発表予定の主要経済指標】

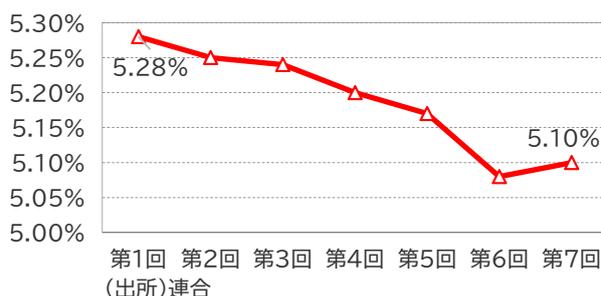
公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
10日(月)	日本	1月現金給与総額(毎月勤労統計)	前年比+3.0%	同+4.4%
		1月実質賃金総額(毎月勤労統計)	前年比▲1.6%	同+0.3%
		2月現状判断DI(景気ウォッチャー調査)	48.6	48.6
		2月先行き判断DI(景気ウォッチャー調査)	47.6	48.0
	米国	NY連銀1年インフレ期待	—	3.00%
11日(火)	日本	10-12月期実質GDP(2次速報値)	前期比年率+2.8%	同+2.8%
		2月工作機械受注	—	前年比+4.7%
	米国	2月NFIB中小企業楽観指数	100.9	102.8
		1月JOLTS求人件数	—	760.0万件
12日(水)	日本	2月国内企業物価指数	前年比+4.0%	同+4.2%
		春闘の集中回答日		
	米国	MBA住宅ローン申請指数	—	前週比+20.4%
		2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%
			前年比+3.2%	同+3.3%
13日(木)	ユーロ圏	1月鉱工業生産	前月比+1.0%	同▲1.1%
	米国	2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	—	前年比3.6%
		失業保険継続受給者数	—	22.1万件 189.7万人
14日(金)	日本	春闘第1回回答集計結果		
	米国	3月シカゴ大学消費者マインド*	64.0	64.7
		3月シカゴ大学1年期期待インフレ率	—	4.3%
		3月シカゴ大学5-10年期期待インフレ率	—	3.5%

(出所)Bloomberg (注)7日10時時点のデータ

【図表12 春闘賃上げ率の推移】  
1990年~2025年、暦年



【図表13 2024年春闘の回答集計結果】



※ 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