

~TMAMマーケットウィークリー(2/24~28)~

Topic:ハイテク株の調整や米関税政策に対する懸念から、日米株価はともに下落

- 2月24日~27日の米国株式市場(S&P500種指数)は、マイクロソフトが複数のデータセンターリース契約を解除したとアナリストがレポートで報じたことをきっかけに、AI(人工知能)関連需要が鈍化するとの懸念が高まったことや、2月のコンファレンスボード消費者信頼感指数が市場予想を下回り景気減速懸念が高まったことを受け、25日にかけて軟調に推移しました。また、27日はエヌビディアが公表した決算で短期的な利益率の悪化が嫌気されたことや、トランプ米大統領がカナダとメキシコからの輸入品に予定通り関税を課す考えを示したことを受け前日比▲1.6%となり、前週末比でも下落となりました。
- 2月24日~28日の日本株式市場(TOPIX(東証株価指数))は、米国株式市場でハイテク株の売りが優勢となった流れを引き継ぎ、国内株式市場でも半導体関連株が下落したことや、2月のコンファレンスボード消費者信頼感指数などが市場予想を下回ったことをきっかけに米景気減速への懸念が高まったことで円高米ドル安が進行したことなどから、26日にかけて軟調に推移しました。その後、自律反発狙いの買いが入ったものの、トランプ米大統領が関税政策に言及したことや米ハイテク株安を嫌気した売りが広がり、前週末比では下落となりました。
- 来週(3月3日~7日)は、内田日銀副総裁の講演などに注目しています。日銀政策委員会メンバーからの追加利上げに前向きな発言や強い経済指標が相次いだことで、債券市場は以前よりも高いターミナルレート(政策金利の最終到達点)を織り込んでいます。内田日銀副総裁は他のメンバーと同様、利上げの方向性を明確に否定しないと予想されるものの、早期の利上げに慎重な見方を示す可能性があります。

【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)	2月28日	37,155.50	▲4.18	▲1,621.44
	TOPIX		2,682.09	▲1.99	▲54.44
	NYダウ(米ドル)		43,239.50	▲0.43	▲188.52
	S&P500	2月27日	5,861.57	▲2.52	▲151.56
	ユーロ・ストックス50指数		5,472.56	▲0.04	▲2.29
1 利 0 回 年 利 率	日本(%)	2月28日	1.37	-	▲0.06
	米国(%)		4.26	-	▲0.17
	ドイツ(%)	2月27日	2.41	-	▲0.06
為 替	ドル円(円/米ドル)	2月28日	149.67	▲0.13	▲0.19
	ユーロ円(円/ユーロ)		155.60	▲1.01	▲1.59

(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
25日 (火)	日本	1月企業向けサービス 価格指数	前年比+3.1%	同+3.1%
	米国	2月コンファレンスボード 消費者信頼感指数	102.5	98.3
26日 (水)	米国	1月新築住宅販売件数	68.0万件	65.7万件
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+0.3%	同0.0%
		1月製造業出荷-資本財 (航空機を除く非国防)	前月比+0.3%	同▲0.3%
		新規失業保険申請件数	22.1万件	24.2万件
28日 (金)	日本	2月東京都部消費者物価 指数(生鮮食品を除く)	前年比+2.3%	同+2.2%
		1月鉱工業生産	前月比▲1.1%	同▲1.1%
	米国	1月個人支出	前月比+0.2%	
		1月実質個人支出	前月比▲0.1%	
		1月個人所得	前月比+0.4%	
		1月コアPCEデフレーター	前月比+0.3%	
		前年比+2.6%		

(出所) Bloomberg (注)2月28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。

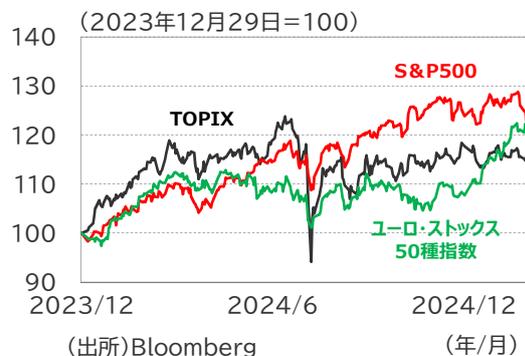
米国株式市場:景気減速懸念やエヌビディアの決算を受け下落

米国株式市場(S&P500種指数)は、前週末比▲2.5%の下落となりました(図表3)。

マイクロソフトが複数のデータセンターリース契約を解除したとアナリストがレポートで報じたことをきっかけに、AI(人工知能)関連需要が鈍化するとの懸念が高まったことや、2月のコンファレンスボード消費者信頼感指数が市場予想を下回り景気減速懸念が高まったことを受け、25日にかけて軟調に推移しました。また、27日はエヌビディアが公表した決算で短期的な利益率の悪化が嫌気されたことや、トランプ米大統領がカナダとメキシコからの輸入品に予定通り関税を課すほか、中国にも追加で10%の関税を課すとの考えを示したことを受け前日比▲1.6%となり、前週末比でも下落となりました。

【図表3 株式市場の動向】

2023年12月29日～2025年2月27日
日次、現地通貨ベース



米国経済:関税政策への懸念が消費者マインドを冷やす

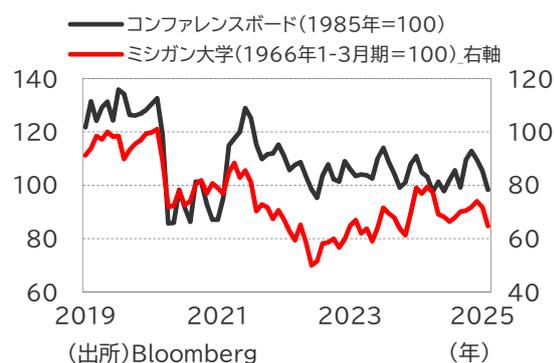
民間調査機関のコンファレンスボードが公表した2025年2月の消費者信頼感指数は98.3と1月(105.3)、市場予想(102.5)をともに大きく下回りました(図表4)。内訳をみると、現況指数が1月の139.9から2月に136.5へ、期待指数が82.2から72.9へ揃って低下しました。

コンファレンスボード消費者信頼感指数は2024年9月以降、雇用情勢が底堅さを維持したことや、物価上昇圧力が緩和しつつあることなどから上昇基調にあったものの、2025年入り後に急低下する格好となりました。公表元によると、主にトランプ政権による関税政策がインフレ再燃を招くとの見方が、消費者マインドに影を落とすとみられます。

同時に公表された1年先の期待インフレ率は6.0%(1月:5.2%)に上昇し、2023年5月以来の高水準となりました(図表5)。1年先の期待インフレ率は、2024年半ば以降にコロナ禍前をやや上回る水準で推移していたものの、トランプ政権による関税政策や鶏卵等の価格高騰を受け、足もとで急上昇しています。消費者の景況感の悪化とインフレ期待の上昇は、ミシガン大学調査でもみられており、NY連銀が3月10日に公表する2月の消費者調査を含め、その他の指標でも同様の傾向がみられるか注目されます。

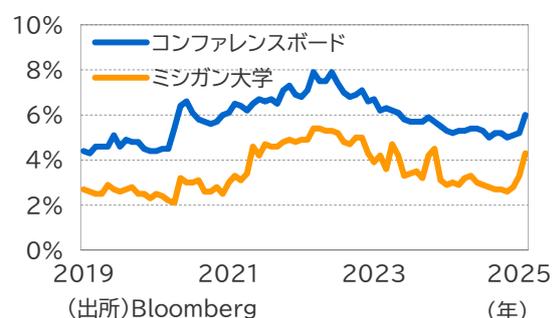
【図表4 消費者信頼感指数の推移】

2019年1月～2025年2月、月次



【図表5 1年先期待インフレ率の推移】

2019年1月～2025年2月、月次



トランプ政権による関税政策は、インフレ率上昇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、FRBの舵取りがより難しくなることが予想されます。FRBは、インフレ率の上昇に対しては金融引き締め、経済活動縮小には金融緩和で対応する必要があるため、ジレンマに陥る可能性があります。このため、金融政策に影響を及ぼす観点から、トランプ政権による関税政策の行方により注目が集まることが予想されます。

(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。

日本株式市場:米ハイテク株安などを受け下落

TOPIX(東証株価指数)は、前週末比▲2.0%の下落となりました。

米国株式市場でハイテク株の売りが優勢となった流れを引き継ぎ、国内株式市場でも半導体関連株が下落したことや、2月のコンファレンスボード消費者信頼感指数などが市場予想を下回ったことをきっかけに米景気減速への懸念が高まったことで円高米ドル安が進行したことなどから、26日にかけて軟調に推移しました。その後、自律反発狙いの買いが入ったものの、トランプ米大統領が関税政策に言及したことや米ハイテク株安を嫌気した売りが広がり、前週末比では下落となりました。

為替市場では、トランプ政権による関税政策が米国の物価上昇圧力を高め、FRBによる追加利下げが遠のくとの見方が円安圧力となる一方で、米景気減速への懸念や日銀による追加利上げ観測の高まりが円高圧力となり、方向感の出にくい一週間となりました。28日には1米ドル=149.67円と21日(149.86円)に比べ小幅な円高米ドル安となりました(図表6)。

【図表6 国内長期金利とドル円】

2025年1月2日~2月28日、日次



日本経済:電気・ガス代補助金復活で2月の物価上昇率は縮小

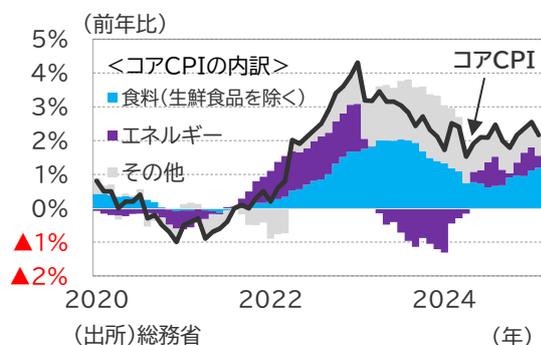
総務省が公表した2025年2月の東京都区部消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+2.2%(1月:同+2.5%)と、市場予想(同+2.3%)を下回る上昇率となりました(図表7)。米類などの食料(生鮮食品を除く)が一段と上振れた一方で、電気・ガス代補助金が2月から3か月間、再び復活したことで電気代、都市ガスが押し下げられ、コアCPIは全体として上昇率を縮小する格好となりました。

エネルギーの内訳をみると、電気代が前年比+9.0(1月+17.5%)、都市ガス代が前年比+3.7%(1月:同+10.5%)と上昇率が縮小したことで、エネルギー価格の上昇率も大きく縮小しています(図表8)。

食料(生鮮食品を除く)については前年比+5.0%と、1月(同+4.7%)から上昇率が一段と拡大しました(次頁図表9)。米類の上昇ペースが一段と加速したこと(1月:前年比+70.7%→2月:同+77.5%)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)を計算すると、2024年12月の前年比+2.7%から2025年1月に同+3.3%、2月に同+3.4%へ上昇率が加速しています。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が継続していると考えられます。

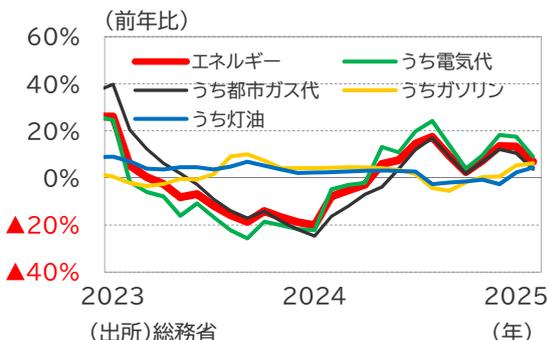
【図表7 東京都区部コアCPIの推移】

2020年1月~2025年2月、月次



【図表8 エネルギー価格の推移】

2023年1月~2025年2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。

基調的な物価上昇圧力を反映する食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合(以下、米国型コアCPI)は前年比+0.9%と、1月(同+1.0%)から小幅ながら上昇率は縮小しました(図表10)。米国型コアCPIは、宿泊料や外国パック旅行費、高等学校授業料によりかく乱されており、実勢が見えにくくなっています。そこで、これらの特殊要因を除いたものを試算すると、前年比+1.4%と2024年4月以降、前年比で+1.3%~+1.5%の狭いレンジでの推移が続いています。前年の伸びが高いことの裏が出やすいといった下押し要因がある一方で、過去の円安によるコスト増を価格転嫁するといった押し上げ要因もあり、安定的な推移が続いています。

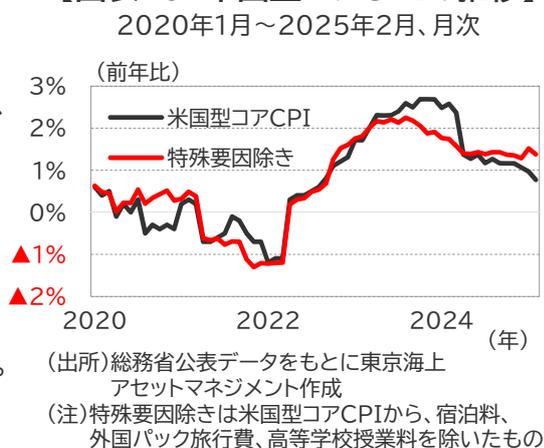
サービス価格については前年比+0.6%と1月と同水準となりました(図表11)。現時点で、サービス価格が鈍化しているわけではないものの、加速する動きもみられない状況が続いています。今後、人件費増加分を価格転嫁する動きが進むのか、もしくは消費の伸び悩みにより値上げが限定的なものにとどまるのか注目されます。

今回の東京都区部コアCPIの結果を踏まえると、2月の全国コアCPI(3/21公表)は1月の前年比+3.2%から鈍化することが予想されます。食料品価格が押し上げ要因になる一方で、電気・ガス代補助金の復活によりエネルギー価格が大きく押し下げられることが見込まれます。

【図表9 食料(生鮮食品を除く)の推移】



【図表10 米国型コアCPIの推移】



【図表11 財・サービス価格の推移】



(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、内田日銀副総裁の講演や米雇用統計などに注目

来週は、内田日銀副総裁の講演や2025年2月の米雇用統計などに注目しています(図表12)。

日銀政策委員会のメンバーの発言内容を振り返ると、追加利上げに前向きな発言が見受けられます(図表13)。こうした発言に加えて、強い経済指標が相次いだことも、日銀による追加利上げ観測を強めるきっかけになったと考えられます。具体的には、①2024年12月毎月勤労統計で実質賃金が2か月連続で前年比プラスを維持したこと、②2025年1月国内企業物価指数が前年比+4%を超えたこと、③2024年10-12月期実質GDPが市場予想を上回ったことなどが挙げられます。

日銀からのタカ派的な情報発信とこれらの経済指標から、一部の市場参加者の間では、日銀がより早く短い間隔での利上げに踏み切るとの見方が始まっています。債券市場は以前よりも高いターミナルレート(政策金利の最終到達点)を織り込むようになり、長期金利も大きく上昇しています(図表14)。

市場が織り込むターミナルレートの是非を判断する材料として、目先は内田日銀副総裁の講演が焦点となります。内田日銀副総裁は他のメンバーと同様、利上げの方向性を明確に否定しないと予想されるものの、早期の利上げに慎重な見方を示す可能性があります。逆に、利上げにより前向きな発言があれば、長期金利に対する上昇圧力が強まる可能性もあります。

【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
3月1日(土)	中国	2月製造業PMI	49.9	49.1
		2月サービス業PMI	50.5	50.2
3日(月)	ユーロ圏	2月消費者物価指数(食料品、エネルギー、アルコール、たばこ除く)	前年比+2.6%	同+2.7%
	米国	2月建設支出	前月比▲0.1%	同+0.5%
		2月ISM製造業景況指数	50.5	50.9
4日(火)	日本	10-12月期法人企業統計調査		
		1月失業率	2.4%	2.4%
		1月有効求人倍率	1.25倍	1.25倍
5日(水)	日本	内田日銀副総裁講演		
	ユーロ圏	1月卸売物価指数	—	前月比+0.4%
	米国	MBA住宅ローン申請指数	—	前週比▲1.2%
		2月ADP雇用統計	前月差+14.8万人	同+18.3万人
		2月製造業受注(輸送用機器を除く)	—	前月比+0.3%
		2月ISM非製造業景況指数	53.0	52.8
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	2.50%	2.75%
		1月小売売上高	—	前月比▲0.2%
	米国	新規失業保険申請件数	—	24.2万件
失業保険継続受給者数		—	186.2万人	
7日(金)	米国	2月非農業部門雇用者数	前月差+15.8万人	同+14.3万人
		2月失業率	4.0%	4.0%
		2月平均時給	前月比+0.3%	同+0.5%
		パウエルFRB議長講演		

(出所)Bloomberg (注)2月28日10時時点のデータ

【図表13 最近の日銀政策委員会メンバーの主な発言】

氷見野副総裁(1/30)	実質金利がはっきりとマイナスの状態がずっと続く、というのは、普通の姿とはいえない
田村審議委員(2/6)	この中立金利について、私は、最低でも1%程度だろうとみており、したがって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、物価上振れリスクを抑え、物価安定の目標を持続的・安定的に達成するうえで、必要だと考えている
植田総裁(2/12)	(生鮮食品を含む食料品の価格の上昇について) 値上がりが一時的なものでは必ずしもなく、人々のマインドや期待物価上昇率などに影響を与えていくというリスクはゼロではないというふうにいる
高田審議委員(2/19)	過度な緩和継続期待が醸成され、物価上振れリスクや金融の過熱リスクが顕在化しないよう、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やっていくという視点も重要だ

(出所)日銀公表資料等をもとに東京海上アセットマネジメント作成

【図表14 2年先1か月OIS金利と長期金利の推移】

2023年1月2日~2025年2月28日、日次



(出所)Bloomberg

(年/月)

(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。

最近の雇用統計を振り返ると、非農業部門雇用者数は2024年10月にハリケーンやボーイング社のストライキなどにより落ち込んだ反動から、11月が前月差+26.1万人、12月が同+30.7万人と加速した後、2025年1月には同+14.3万人へ減速しました(図表15)。2月はこうした影響が剥落することで前月差+15.8万人と、米経済の巡航速度に見合う水準に着地するとみられます。

失業率については4.0%と、12月と同水準となることが予想されています。週次の新規失業保険申請件数は引き続き低位にとどまっていることから、失業率が上昇する可能性は低いと考えられます。1月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るだけに、2月の雇用統計が事前の予想通りの結果となれば、改めてFRBの利下げ慎重姿勢を正当化することになります。

【図表15 非農業部門雇用者数と失業率の推移】



※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。

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