



## ～TMAMマーケットウィークリー（5/8～12）～

東京海上アセットマネジメント  
投信情報部

### Topics：米地銀破綻への過度な警戒感は一服も、米債務上限問題が重石

- 今週（5月8日～11日）の米国株式市場（S&P500種指数）は、前週にパックウェスト・バンコプ等の経営に対する不透明感から急落していた米地銀株に買い戻しが入ったことが、投資家心理の改善につながったものの、米債務上限引き上げを巡る協議に進展がみられなかったことや、FRB（米連邦準備制度理事会）による金融引き締めが長期化すると観測等から下落しました。
- 今週（5月8日～12日）の日本株式市場（TOPIX（東証株価指数））は、前週に米地銀を巡る不透明感や、利上げ打ち止めが示唆されたハト派なFOMC（米連邦公開市場委員会）の結果を受けた円高米ドル安の進行が重石となるなか、ハイテク関連株や好決算を発表した銘柄に買いが入り、堅調となりました。
- 来週（5月15日～19日）は、日本では1-3月期の実質GDP（速報）や4月の消費者物価指数等、重要指標の公表を控えているほか、米国ではこのところ消費の弱さを示している小売売上高や、底打ち感がみられる住宅関連指標の動向に注目です。特に、住宅関連指標については、銀行の貸出基準厳格化の影響がみられるか注目されます。また、バイデン大統領と共和党のマッカーシー下院議長らによる債務上限問題を巡る協議が予定されています。協議の進捗次第では、リスクオフムードが強まる可能性があるため注意が必要です。

【図表1 金融市場の動向】

		直近値		先週末との比較	
				変化率 (%)	変化幅
株 価	日経平均株価（円）	5月12日	29,388.30	0.79	230.35
	TOPIX		2,096.39	1.01	20.86
	NYダウ（米ドル）	5月11日	33,309.51	▲1.08	▲364.87
	S&P500		4,130.62	▲0.14	▲5.63
	ユーロ・ストックス50指数		4,309.75	▲0.71	▲30.68
1 0 回 年 利 回 り 国 債	日本（%）	5月12日	0.39	－	▲0.03
	米国（%）	5月11日	3.38	－	▲0.05
	ドイツ（%）		2.23	－	▲0.07
為 替	ドル円（円/米ドル）	5月12日	134.63	▲2.21	▲3.04
	ユーロ円（円/ユーロ）		146.96	▲2.75	▲4.15

（出所）Bloomberg

（注）日経平均株価、TOPIX、日本10年国債利回りの変化率及び変化幅は5月2日との比較。ドル円、ユーロ円は対顧客外国為替相場の仲値

【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
5/9（火）	日本	3月毎月勤労統計（現金給与総額）	前年比+1.0%	同+0.8%
	中国	4月貿易収支	+712.5億米ドル	+902.1億米ドル
10（水）	米国	4月消費者物価指数	前年比+5.0%	同+4.9%
		4月消費者物価指数（コア）	前年比+5.5%	同+5.5%
11（木）	日本	3月国際収支（経常収支）	+28,907億円	+22,781億円
		4月景気ウォッチャー調査（現状判断DI）	54.1	54.6
	中国	4月消費者物価指数	前年比+0.3%	同+0.1%
	英国	金融政策決定会合（政策金利）	4.500% (+0.25%)	4.500% (+0.25%)
		新規失業保険申請件数	24.5万件	26.4万件
		失業保険継続受給者数	182.0万人	181.3万人
12（金）	米国	4月生産者物価指数	前年比+2.5%	同+2.3%
		5月ミシガン大学消費者信頼感指数	63.0	

（出所）Bloomberg

※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）

## 米国株式市場：軟調な展開が継続

今週の米国株式市場（S&P500種指数）は前週末比▲0.14%下落しました。

先週、バックウェスト・バンコプ等の経営に対する不透明感から急落していた米地銀株に一時的に買い戻しが入ったものの（図表3）、FRB（米連邦準備制度理事会）による米銀行貸出態度に関する調査結果の公表を受け、企業の資金調達環境の悪化が米景気の下押しにつながるとの懸念が高まりました。

週末にかけては、好調な決算が好感されたハイテク関連株に買いが入ったものの、バイデン米大統領と共和党のマッカーシー下院議長らによる債務上限引き上げを巡る協議に進展がみられなかったことや、預金が約1割減少したことを公表した米地銀バックウェスト・バンコプに対する経営不安が再燃したことも下落要因となりました。

## 米国経済①：銀行の貸出態度は厳格化

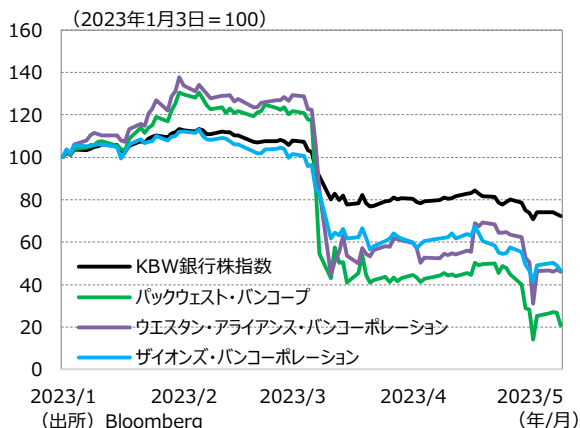
FRB（米連邦準備制度理事会）が四半期ごとに実施する上級銀行融資担当調査の結果が8日に公表され、2023年1月～3月に米銀行が貸出に慎重な姿勢を強めていることが示されました。同調査によると、大・中規模企業向けの貸出基準を引き締めた銀行の割合は46.0%と、前回1月調査の44.8%から上昇しました（図表4）。中小企業向けの貸出基準を引き締めた銀行の割合（前回：43.8%→今回：46.7%）も同様に上昇しました。

銀行の貸出基準が厳格化されれば、融資の減少につながる可能性があります。米銀行の融資残高は2021年10月以降増加傾向にあるものの、伸びとしては前年比+9.0%と昨年終盤の2桁台から鈍化傾向にあります（図表5）。

FRBによる大幅な利上げは、銀行からの借入コストの増加を通じて、借り手の資金需要の減少につながっているとみられます。今後、銀行の貸出基準の厳格化が更に強まれば、雇用や設備投資を下押しするリスクがあるため注意が必要です。

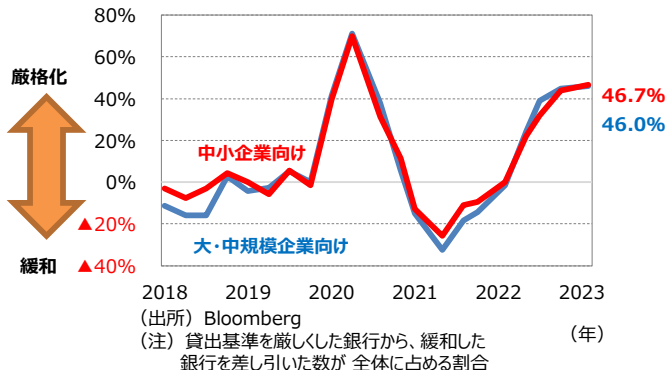
【図表3 米地銀株価の推移】

2023年1月3日～2023年5月11日、日次



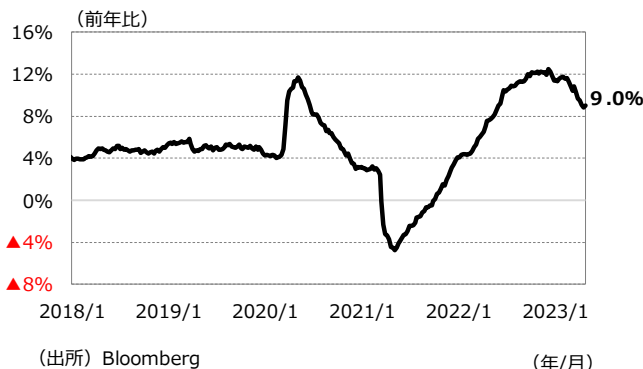
【図表4 米銀行の貸出態度の推移】

2018年1-3月期～2023年1-3月期、四半期



【図表5 米銀行の融資残高の推移】

2018年1月3日～2023年4月26日、週次



※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)

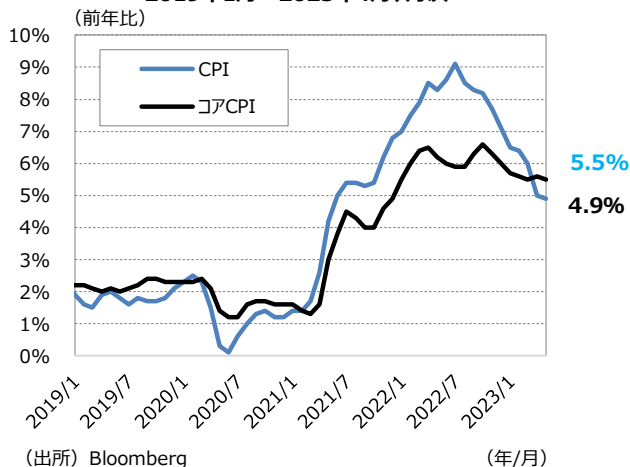
## 米国経済②：CPIの伸びは小幅に縮小も、インフレ鎮静化には程遠い状況

5月10日に米国労働省が公表した4月の消費者物価指数（以下、CPI）は前年比+4.9%（3月：同+5.0%）、変動の大きい食料品とエネルギーを除くコアCPIは前年比+5.5%（3月：同+5.6%）とともに伸びが小幅に縮小し、概ね市場予想通りの結果となりました（図表6）。

コアCPIの内訳をみると、ウエイトの大きい中古車・トラックの下落幅が縮小する一方で、賃金に連動しやすい住居家賃や医療ケアサービスの伸びが鈍化する等、粘着性の強いサービス部門のインフレに変調の兆しも見られます。

インフレ率がピークアウトしつつあることから、6月のFOMCで追加利上げは見送られ、FF金利（政策金利）は据え置かれる可能性が高いと考えられます。

【図表6 米消費者物価指数の推移】  
2019年1月～2023年4月、月次



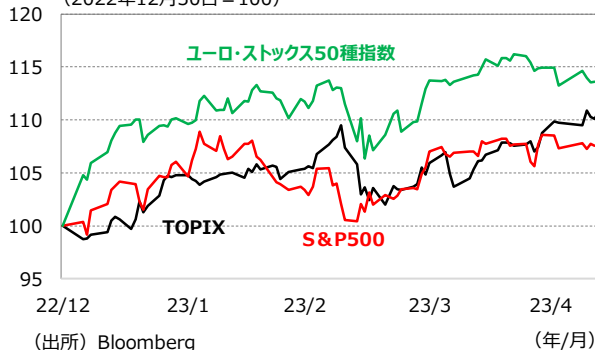
## 日本株式市場：堅調に推移

日本株式市場は堅調に推移しました（図表7）。TOPIX（東証株価指数）は、前週に米地銀を巡る不透明感の高まりや、利上げ打ち止めが示唆されたハト派なFOMCの結果を受けた円高米ドル安の進行が重石となるなか、ハイテク関連株や好決算を発表した銘柄に買いが入り、堅調となりました。また、金融緩和を継続する日本では欧米に比べ、金融システム不安が起こりにくいとの見方も海外投資家からの買いを誘ったと考えられます。

為替市場では、10日の米CPI公表を控え、様子見ムードが広がるなか、週半ばにかけて135円前後で推移しました（図表8）。インフレが加速するとの見方もあっただけに、米CPIの結果公表直後は134円前半まで約1円程度円高が進行しました（図表8）。週末（12日）のドル円は1米ドル＝134.63円と2日と比べ、2.21%の円高水準となりました。

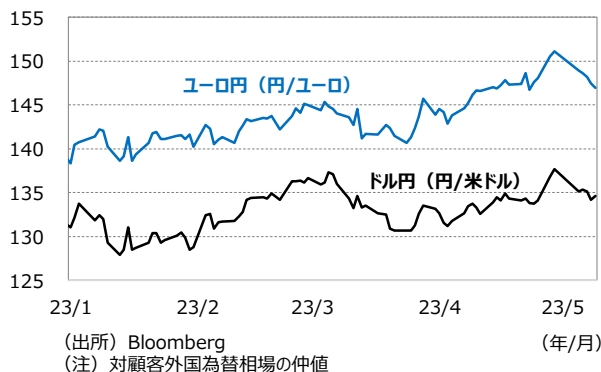
【図表7 株式市場の動向】

2022年12月30日～2023年5月11日、日次、現地通貨ベース  
(2022年12月30日 = 100)



【図表8 為替市場の動向】

2023年1月4日～2023年5月12日、日次



## 日本経済①：実質賃金はマイナスが継続

厚生労働省が公表した3月の毎月勤労統計によると、現金給与総額（以下、名目賃金）は前年比+0.8%と2022年1月以来、15か月連続でプラスとなりました（図表9）。名目賃金は、コロナ禍からの経済活動再開等を受けて前年を上回る水準が継続しているものの、力強さを欠いている状況にあります。内訳では、所定内給与※1）（2月：前年比+0.8%→3月：同+0.5%）、所定外給与※2）（前年比+1.2%→同+1.1%）が伸び悩んでいます。

物価変動の影響を除いた実質ベースでは、3月は前年比▲2.9%と依然マイナスが続いています。同月の物価上昇率（消費者物価指数の持ち家の家賃を除く総合）は前年比+3.8%と名目賃金の上昇率を大きく上回っていることが、実質賃金の下押しに作用しています。

連合（日本労働組合総連合会）が公表した2023年春闘労使交渉の回答集計の結果（5月10日時点）によると、2023年の平均賃上げ率（定期昇給+ベースアップ）は3.67%と約30年ぶりの高水準となりました（図表10）。大幅な賃上げが実現すれば、2023年度は所定内給与を中心に増加し、実質賃金はプラスに転じることが期待されます。

※1）所定内給与：きまって支給する給与のうち所定外労働給与以外のもの

※2）所定外給与：所定の労働時間を超える労働に対して支給される給与や、休日労働、深夜労働に対して支給される給与のこと

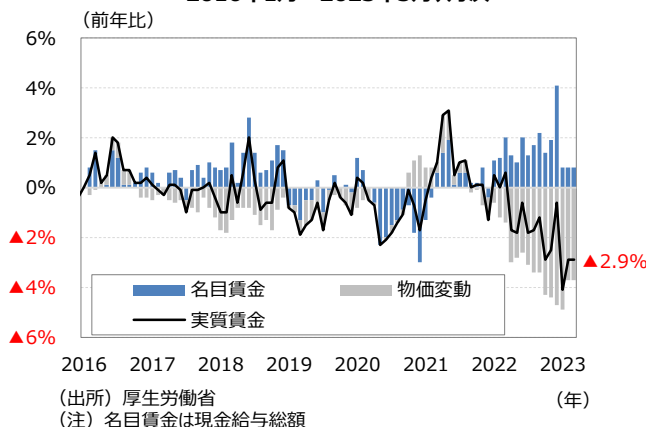
## 日本経済②：経済活動正常化の進展で、景況感は改善

景気動向を的確かつ迅速に把握できる景気ウォッチャー調査（内閣府）では、4月の景気の現状判断DIが54.6（3月：53.3）と、3か月連続で好不況の分かれ目である50を上回りました（図表11）。2～3か月先の景気の先行き判断DI（3月：54.1→4月：55.7）も3か月連続で50を上回りました。

物価高を懸念するコメントが寄せられたものの、訪日外国人旅行者の増加やマスク着用ルールの緩和などの新型コロナに関する経済活動の制限緩和が景況感の改善に寄与したとみられます。大幅な賃上げが実現すれば、消費者心理の改善を通じて、消費を後押しすることが予想されます。

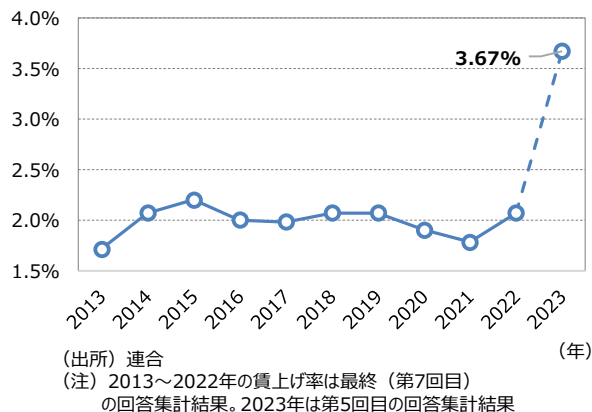
【図表9 名目・実質賃金の推移】

2016年1月～2023年3月、月次



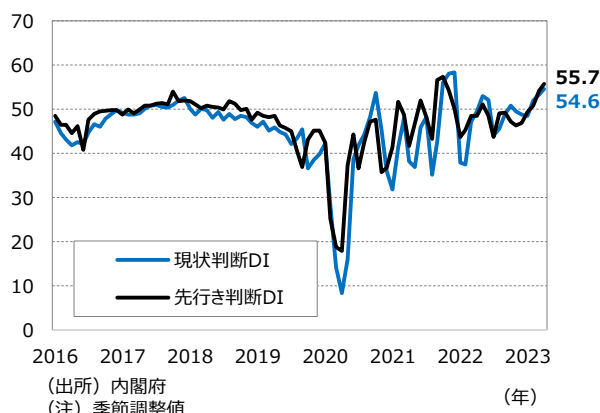
【図表10 春闘賃上げ率の推移】

2013年～2023年、年次



【図表11 現状・先行き判断DIの推移】

2016年1月～2023年4月、月次



※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）



## 来週は、米債務上限問題の行方に注目

来週の日本の注目材料は、4-6月期の実質GDPや4月の消費者物価指数です（図表12）。4-6月期の実質GDP成長率はリオープン効果（経済活動の再開）により、1-3月期から伸びが高まることが予想されています。インバウンド消費の回復によりサービス消費の増加が見込まれるほか、マスク着用ルールの緩和に伴って民間消費が増加することが予想されます。

4月の消費者物価指数は、総合、コアともに前月から伸びが高まることが予想されています。物価の上振れが確認されれば、日銀の金融政策の修正が意識され、国内金利の上昇や円高の進行の可能性も考えられます。

米国では、このところ消費の弱さを示している小売売上高や、底打ち感がみられる住宅関連指標の動向に注目です。特に、住宅関連指標については、銀行の貸出基準厳格化の影響がみられるか注目されます。また、来週はバ

イデン大統領と共和党のマッカーシー下院議長らによる債務上限問題を巡る協議が予定されています。協議の進捗次第では、リスクオフムードが強まる可能性があるため注意が必要です。

## ちょっと気になるキーワード：米債務上限問題とは

- 債務上限とは、米連邦政府が国債発行等で借金できる債務残高の枠（上限）のことです。債務が上限に達すると、政府は議会の承認を得て、上限を引き上げる必要があります。議会の承認が得られなければ、国債の元本償還や利払いの原資が調達できなくなり、債務不履行（デフォルト）に陥ります。米国では2008年の世界金融危機後に債務が膨れ上がり、議会から歳出削減を求める声も多くなっていることから、債務上限問題は与野党間の政治的な取引材料に使われることもあります。
- 債務上限の引き上げを巡る与野党の対立は過去にもありましたが、これまで米国債のデフォルトは回避されています。米国債は安全資産とみなされていますが、仮にデフォルトとなれば金利の上昇を通じて、家計・企業の負担増や雇用の喪失等、経済に甚大な影響を及ぼすことが予想されます。
- 過去、債務上限問題がマーケットで話題となったのは、2011年、2013年、2015年でした。このうち、2011年は債務上限引き上げに関する法案が、ぎりぎりのところで成立したものの、米格付け会社が米国債の格下げを発表し、マーケットに動揺が広がりました。
- 今回は、連邦議会の上下両院で支配政党が異なる「ねじれ議会」（上院：民主党、下院：共和党）となっているため、民主党と共和党の双方が歩み寄る必要がありますが、今回は一筋縄では行かない可能性があります。

【図表12 来週の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
5/15 (月)	日本	4月国内企業物価指数	前年比+5.6%	同+7.2%
	ユーロ圏	3月鉱工業生産	前年比+1.9%	同+2.0%
	米国	5月NY連銀製造業景況指数	▲4.0	+10.8
16 (火)	中国	4月小売売上高	前年比+22.0%	同+10.6%
		4月鉱工業生産	前年比+10.7%	同+3.9%
	ユーロ圏	4-6月期実質GDP（改定値）	前期比+0.1%	同+0.1%
		ZEW景況感調査	-	+6.4
	米国	4月小売売上高	前月比+0.7%	同▲0.6%
		4月鉱工業生産	前月比0.0%	同+0.4%
17 (水)	日本	4-6月期実質GDP（速報値）	前期比年率+0.8%	同+0.1%
	米国	4月住宅着工件数	139.6万件	142.0万件
		4月住宅許可件数	142.8万件	143.0万件
18 (木)	日本	4月貿易収支	▲6,000億円	▲7,551億円
	米国	5月フィッシャー連銀景況指数	▲21.1	▲31.3
		新規失業保険申請件数	-	26.4万件
		4月景気先行指数	前月比▲0.5%	同▲1.2%
19 (金)	日本	4月消費者物価指数（総合）	前年比+3.5%	同+3.2%
		4月消費者物価指数（コア）	前年比+3.4%	同+3.1%

（出所）Bloomberg  
（注）12日14時時点のデータ

※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。

## 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1.9525%（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。

### 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

### 【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。