

Market report

経済、金融市場の 動向と見通し



2024年7月

東京海上アセットマネジメント株式会社

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

1 主要国・地域の経済動向

- 世界経済は米国や一部の新興国がけん引しているものの、一部に弱さもみられます。特に、日本では物価高の影響などから、足もとで個人消費を中心に内需の低迷が続いています。
- ユーロ圏ではインフレ率の低下傾向を受け、6月に4年9か月ぶりとなる利下げを決定したほか、米国でも年内の利下げ開始が視野に入りつつあります。一方、日本では円安の進行がインフレ圧力を強めるとの見方から、追加利上げの可能性が浮上しています。

2 日米中央銀行の金融政策

- FRB（米連邦準備制度理事会）が6月に開催したFOMC（米連邦公開市場委員会）では、7会合連続で政策金利を据え置くことを決定しました。市場が年内2回程度の利下げを織り込むなか、FOMC後に公表されたドットチャート（FOMC参加者の政策金利見通し）では年内1回の利下げの可能性が示唆され、タカ派的な内容となりました。
- 日銀が6月に開催した金融政策決定会合では、金融政策の現状維持を決定すると同時に、長期国債の買入れを減額する方針を決定しました。植田日銀総裁は会合後の記者会見で、「減額する以上、相応の規模になる」、「最近の円安が基調的な物価上昇率に与える影響について、常に注意している」と述べるなど、タカ派的な発言が目立ちました。4月の会合では、植田日銀総裁の発言が円安を容認したと受け止められ、為替市場では1米ドル = 160円まで急速に円安が進行しただけに、6月の会合では円安をけん制する姿勢を示した格好となりました。

グローバル経済～IMFの経済見通し

世界経済はソフトランディング（軟着陸）が実現する見通し。長引く高インフレ、中国及び欧州経済の低迷、地政学リスクの上昇などの逆風に直面するなか、米国や一部の新興国が世界経済をけん引

世界経済見通し（実質GDP成長率）

2023年～2025年（2023年は推計値、2024、2025年は予測値）

（単位：％）

	推計 2023年	予測					
		2024年			2025年		
		前回予想 (2024年1月)	今回予想 (2024年4月)	修正幅 プラスは上方修正 マイナスは下方修正	前回予想 (2024年1月)	今回予想 (2024年4月)	修正幅 プラスは上方修正 マイナスは下方修正
世界	3.2	3.1	3.2	+0.1	3.2	3.2	0.0
先進国	1.6	1.5	1.7	+0.2	1.8	1.8	0.0
-米国	2.5	2.1	2.7	+0.6	1.7	1.9	+0.2
-ユーロ圏	0.4	0.9	0.8	▲0.1	1.7	1.5	▲0.2
-ドイツ	▲0.3	0.5	0.2	▲0.3	1.6	1.3	▲0.3
-英国	0.1	0.6	0.5	▲0.1	1.6	1.5	▲0.1
-日本	1.9	0.9	0.9	0.0	0.8	1.0	+0.2
新興国	4.3	4.1	4.2	+0.1	4.2	4.2	0.0
-中国	5.2	4.6	4.6	0.0	4.1	4.1	0.0
-インド	7.8	6.5	6.8	+0.3	6.5	6.5	0.0

（出所）IMF世界経済見通し（2024年4月）

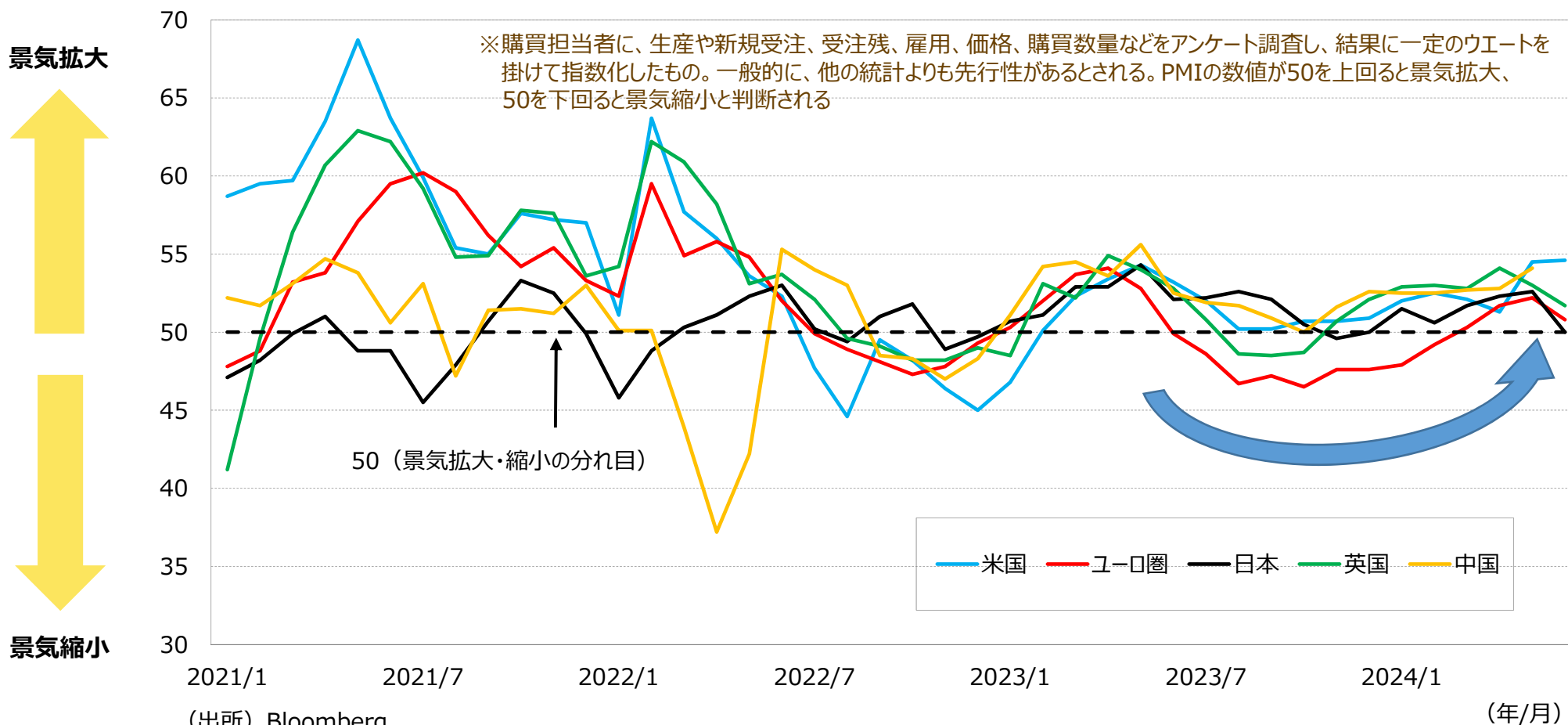
（注）インドは年度（4月～翌年3月）ベース

グローバル経済～短期的な景気動向

主要国・地域のPMIは概ね50を上回り、景気拡大を示唆

主要国・地域のPMI（購買担当者景気指数※）の推移

2021年1月～2024年6月、月次

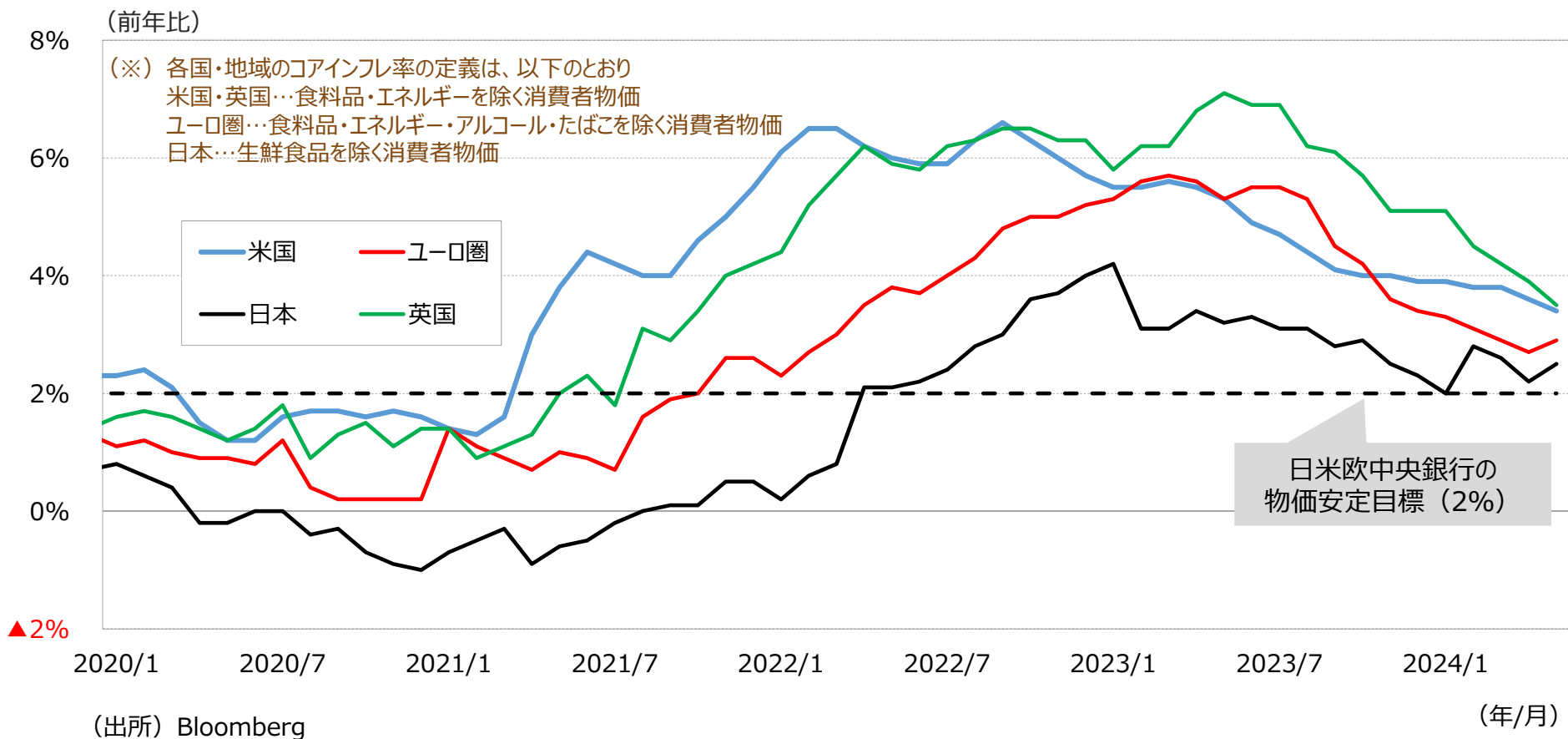


グローバル経済～物価動向（1）

変動の大きい品目を除いたコアインフレ率※の上昇率は中央銀行が目標とする2%に向け鈍化傾向

各国・地域のコアインフレ率の推移

2020年1月～2024年5月、月次

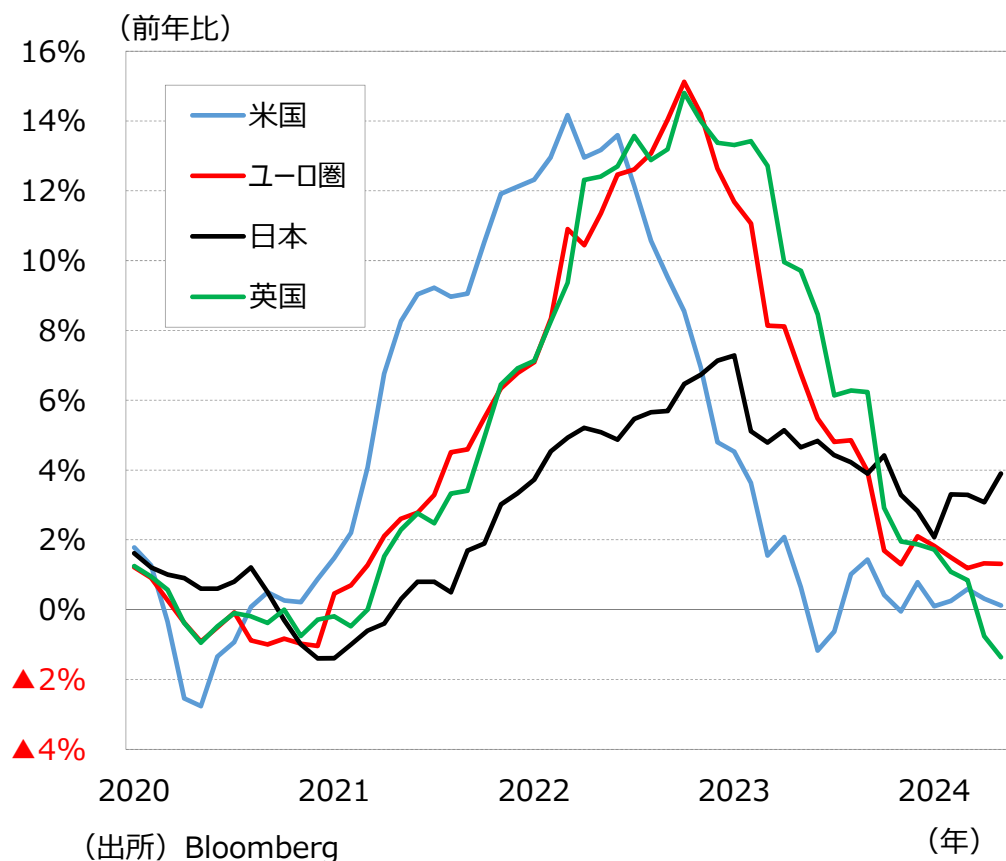


グローバル経済～物価動向（2）

財価格はデスインフレ（物価上昇率の伸びが低下）の傾向が継続。一方、家賃などのサービス価格は依然高止まり

各国・地域の財価格（前年比）の推移

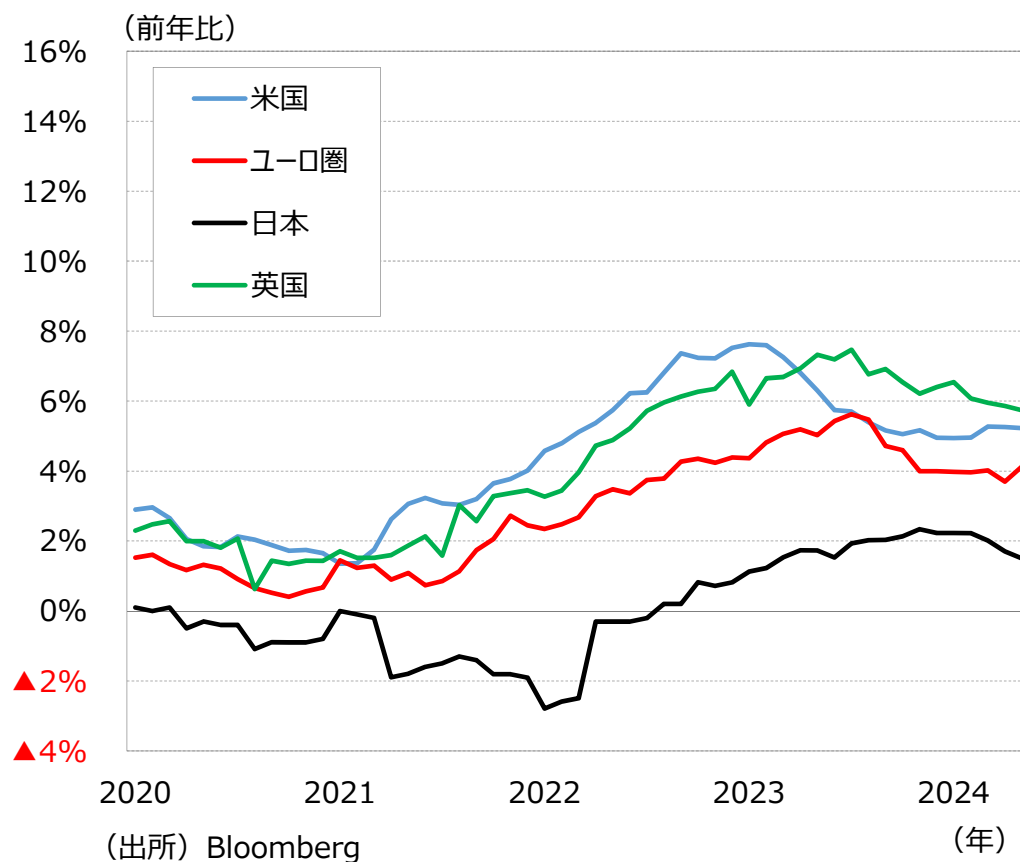
2020年1月～2024年5月、月次



財は、自動車や家電（耐久財）や食品（非耐久財）、衣類（半耐久財）など
サービスは、公共料金（電気代や水道代など）や外食、宿泊代など

各国・地域のサービス価格（前年比）の推移

2020年1月～2024年5月、月次



グローバル経済～物価動向（3）

世界的な需要の減退などが財価格の押し下げに寄与。一方、賃金の増加はサービス価格の高止まり要因の一つに

コモディティ価格（先物）の推移

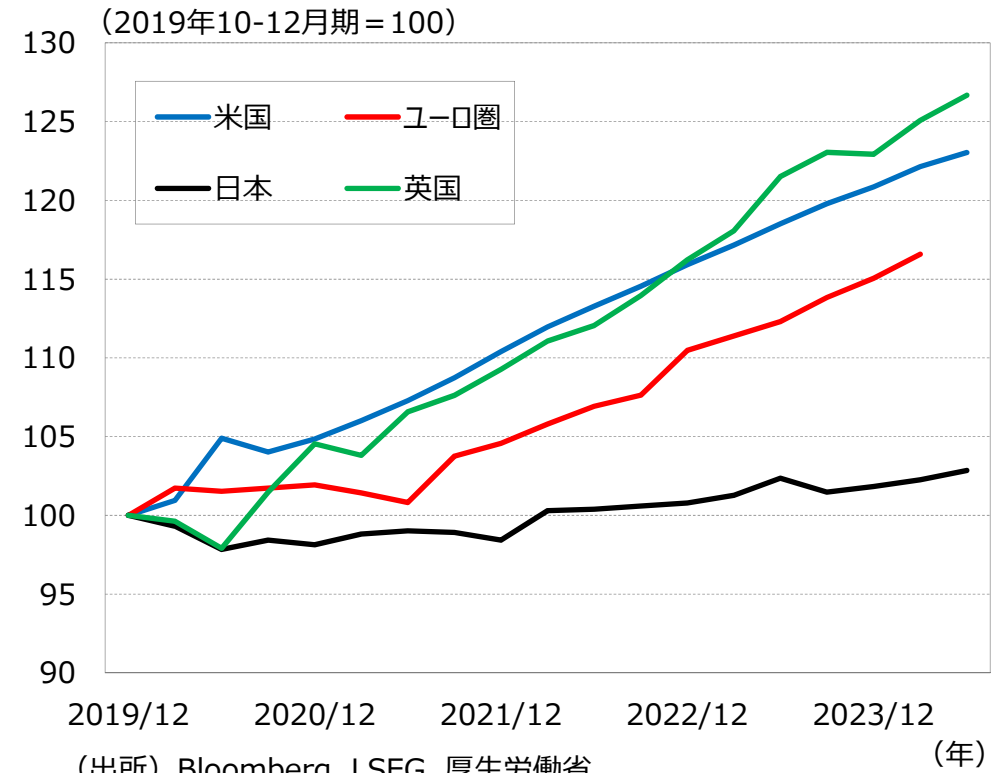
2020年12月31日～2024年6月24日、日次



(注) 原油：WTI先物（期近物）、天然ガス：ヘンリーハブ天然ガス先物（期近物）
銅：LME先物（期近物）、小麦：シカゴSRW小麦先物（期近物）

各国・地域の賃金動向の推移

2019年10-12月期～2024年4-6月期、四半期



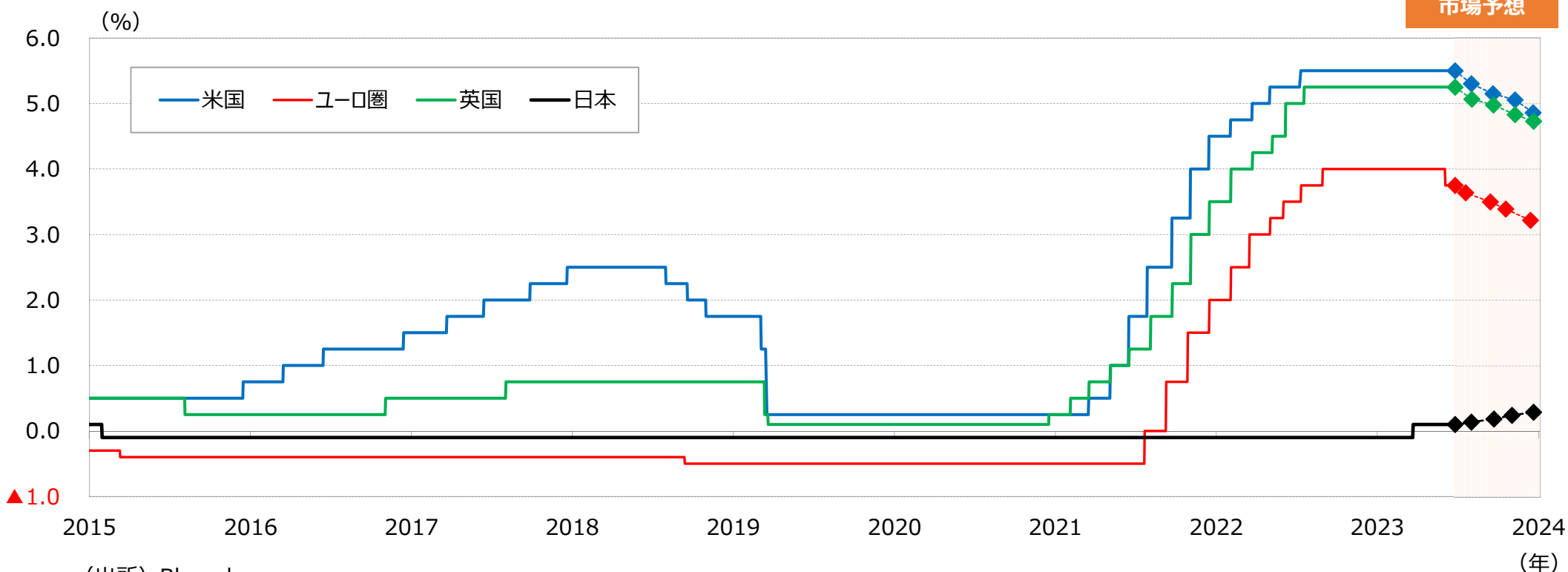
(注) 各国・地域の賃金は季節調整値。賃金の定義は以下のとおり
米国：時間あたり賃金（2024年4-6月期は4、5月の平均値）
日本：現金給与総額（2024年4-6月期は4月のデータ）
英国：週間賃金（2024年4-6月期は4月のデータ）
ユーロ圏：雇用コスト指数（2024年1-3月期までのデータ）

グローバル経済～金融政策

米国、ユーロ圏、英国で年内に0.5%程度（2回程度）の「利下げ」を予想。一方、日本では0.2%程度（1回程度）の「利上げ」を想定

米国・ユーロ圏・英国・日本の政策金利と市場予想

2015年12月末～2024年12月末、日次
(2024年6月25日以降は、Bloombergで取得可能な今後の各金融政策決定会合時における予測値)



(出所) Bloomberg

(注) 政策金利は、米国：FF金利誘導目標（上限値）、ユーロ圏：預金ファシリティ金利、英国：バンクレート、
日本：当座預金残高の金利（～2024/3/20）、無担保コールレート（2024/3/21～）

市場予想は、金利市場（ユーロ圏、日本、英国：OIS金利、米国：FF金利先物）が織り込む政策金利の水準（2024年6月24日時点）

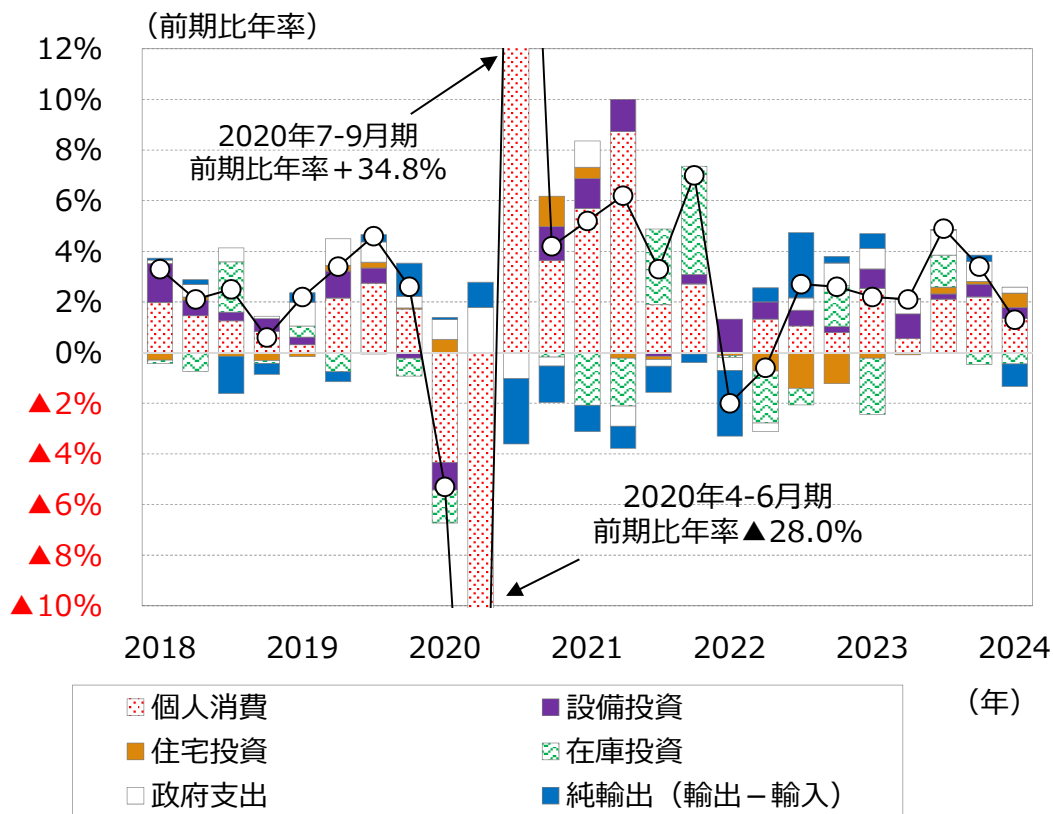
なお、米国の市場予想は、FF誘導目標の中央値

米国～実質GDP成長率

2024年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.3%と、潜在成長率とされる1.8%を下回った。
内訳をみると、個人消費は高い伸びを示した2023年7-9月期、10-12月期から減速感が鮮明となった

実質GDP成長率の推移

2018年1-3月期～2024年1-3月期、四半期



(出所) Bloomberg

(注) グラフの各項目は実質GDPに対する寄与度を示す

実質GDP成長率の内訳

2023年4-6月期～2024年1-3月期、四半期

(前期比年率)

	2023年 4-6月期	7-9月期	10-12月期	2024年 1-3月期
実質GDP成長率	2.1%	4.9%	3.4%	1.3%
個人消費	0.8%	3.1%	3.3%	2.0%
設備投資	7.4%	1.4%	3.7%	3.3%
住宅投資	▲2.2%	6.7%	2.8%	15.4%
在庫投資	—	—	—	—
政府支出	3.3%	5.8%	4.6%	1.3%
輸出	▲9.3%	5.4%	5.1%	1.2%
輸入	▲7.6%	4.2%	2.2%	7.7%

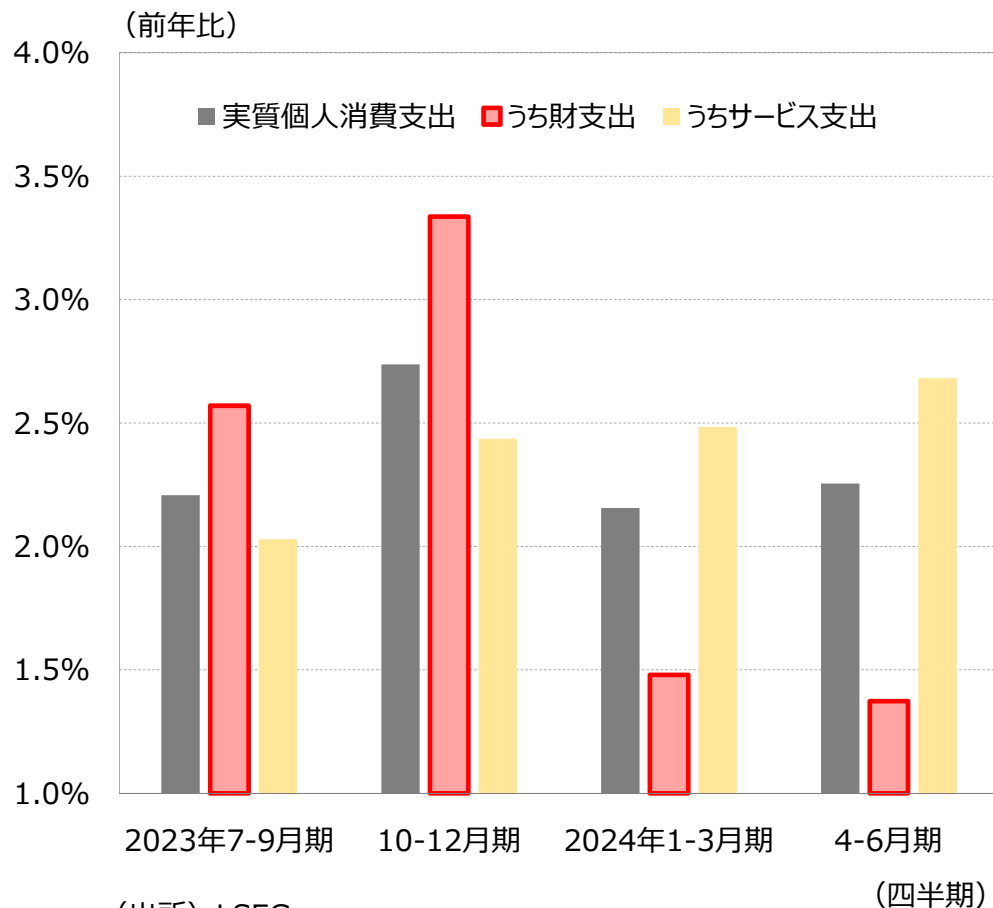
(出所) 米商務省

米国～家計の消費を取り巻く環境①

物価変動の影響を除いた実質個人消費支出は、財支出を中心に減速感がみられる。コロナ禍で積み上がった過剰貯蓄の取り崩しや借入審査の厳格化などが個人消費の重石となっているとみられる

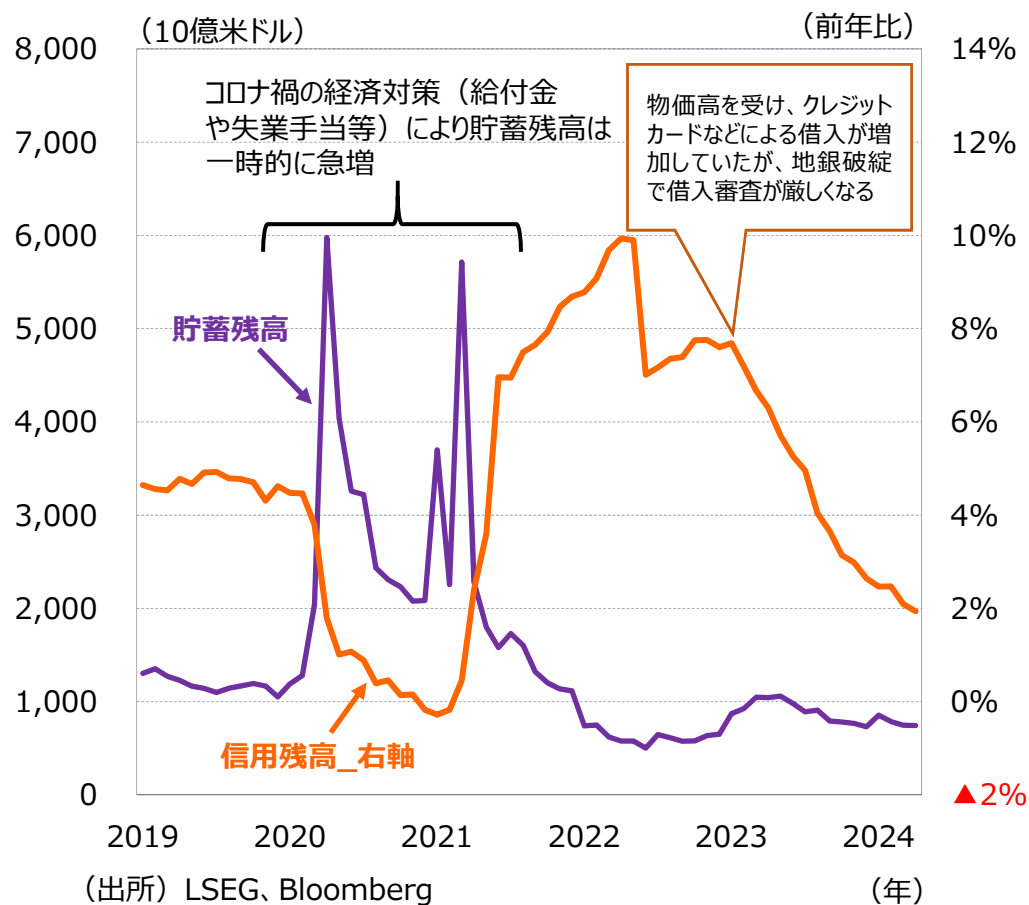
実質個人消費支出の推移

2023年7-9月期～2024年4-6月期、四半期



家計の貯蓄残高、信用残高の推移

2019年1月～2024年4月、月次

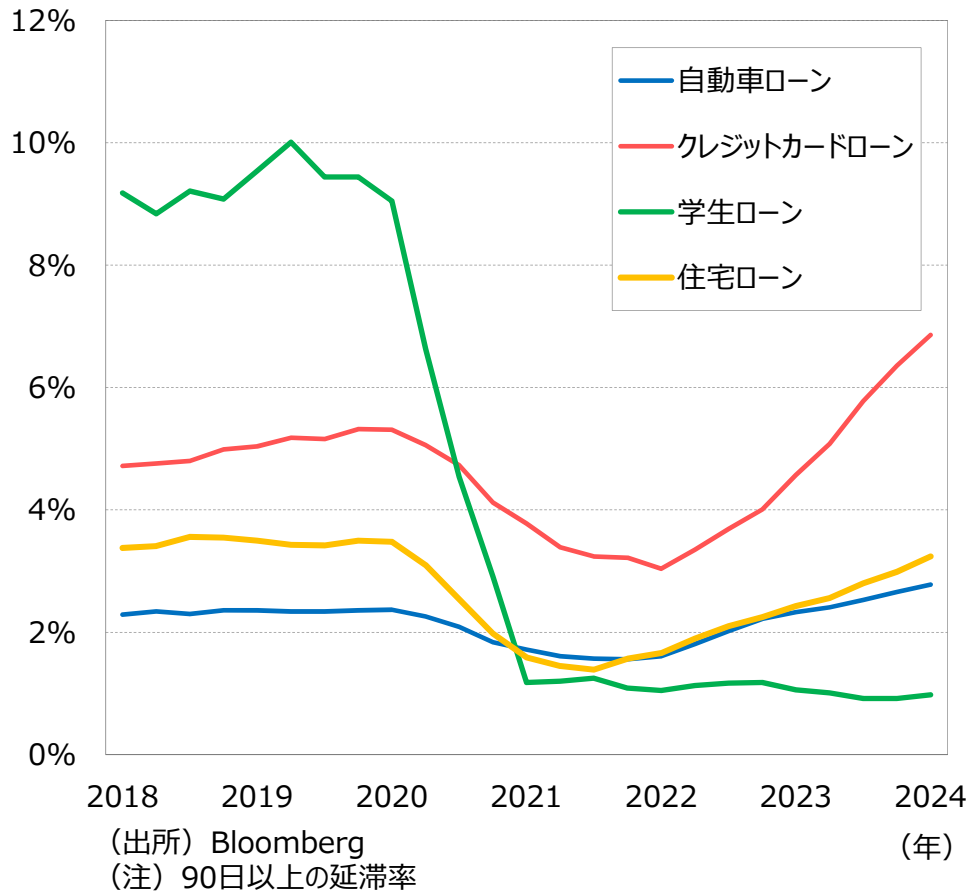


米国～家計の消費を取り巻く環境②

物価高を背景としたクレジットカードローン残高の急増に伴い、若年層を中心に延滞率は上昇。延滞率の上昇は個人消費の下振れリスクに

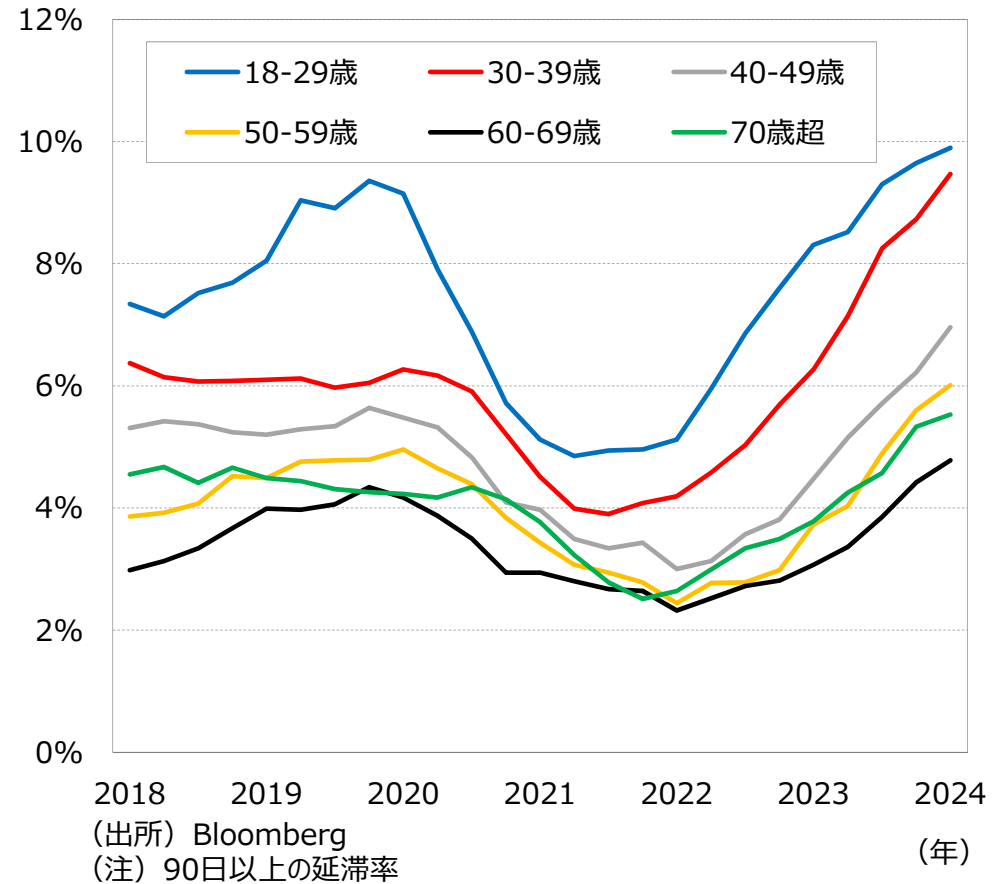
各種ローンの延滞率の推移

2018年3月～2024年3月、四半期



クレジットカードローンの延滞率の推移 (年齢階層別)

2018年3月～2024年3月、四半期



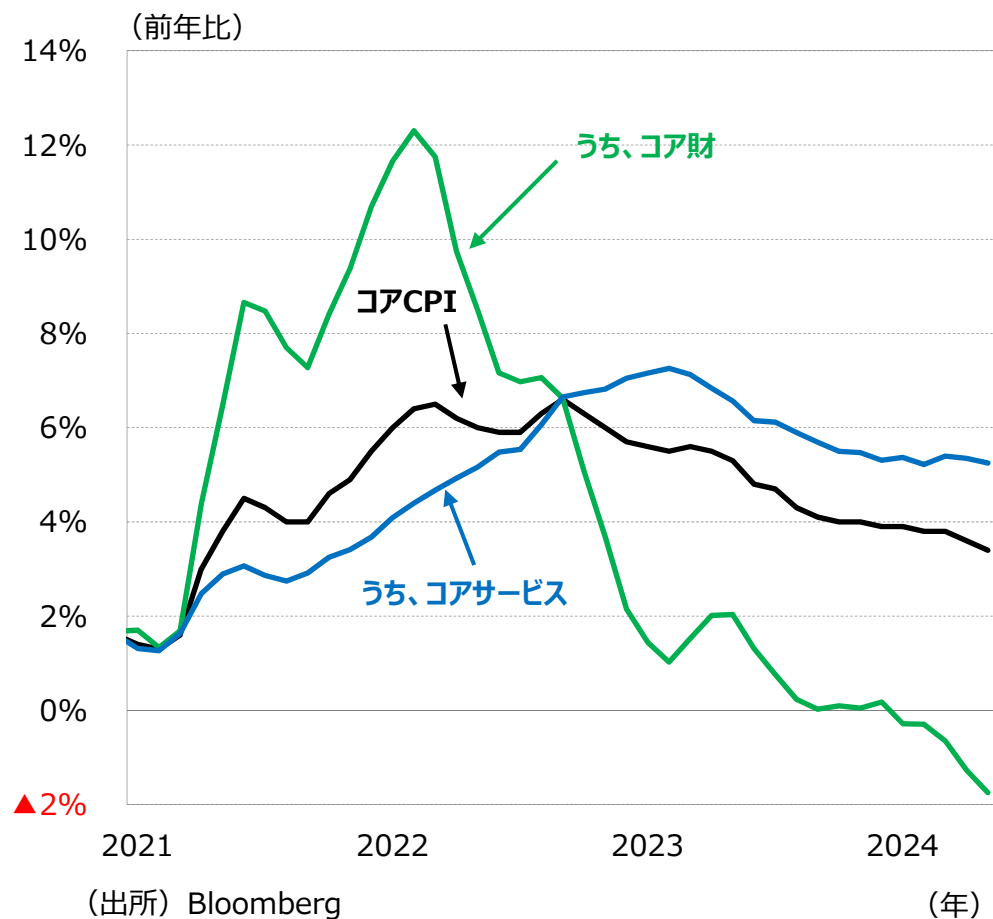
米国～物価動向

5月のコアCPI（※）は前年比+3.4%と、インフレは鈍化傾向が継続。もっとも、家賃などのコアサービス価格に根強いインフレ圧力が残存

（※）食料品及びエネルギーを除く総合

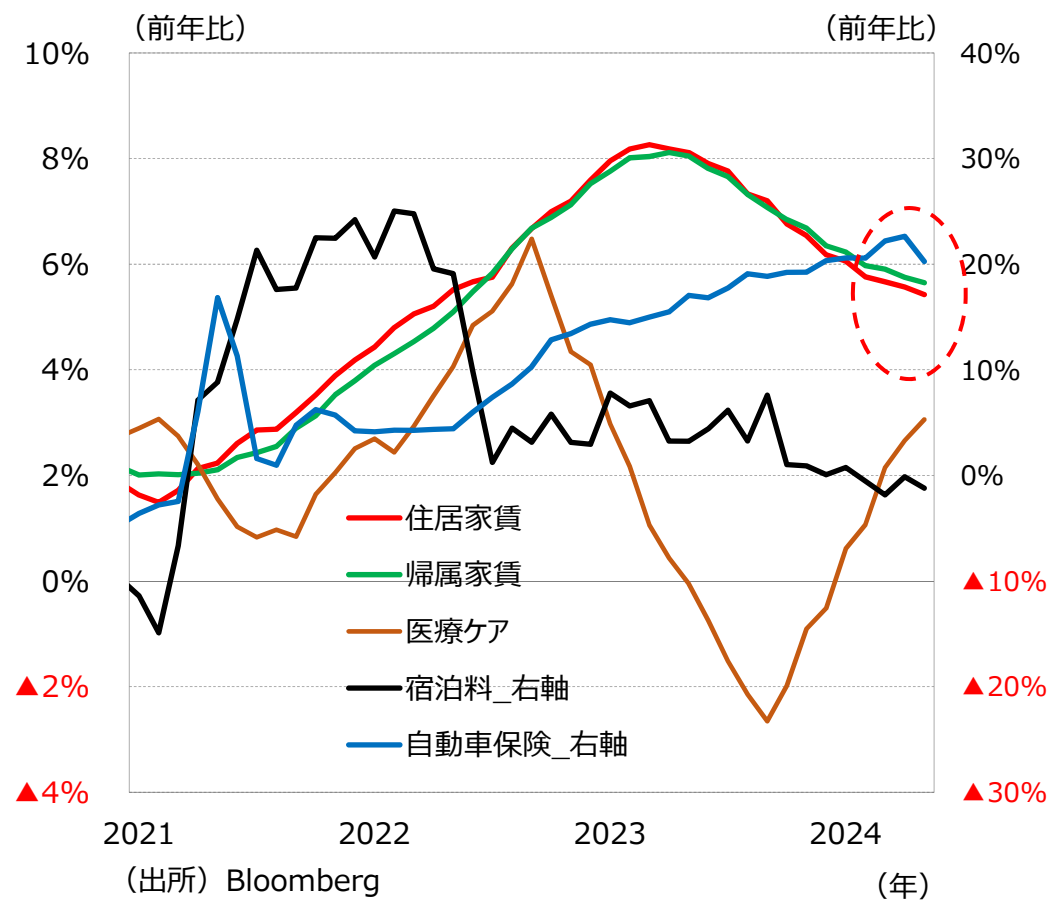
コアCPIの推移

2021年1月～2024年5月、月次



コアサービスの推移

2021年1月～2024年5月、月次

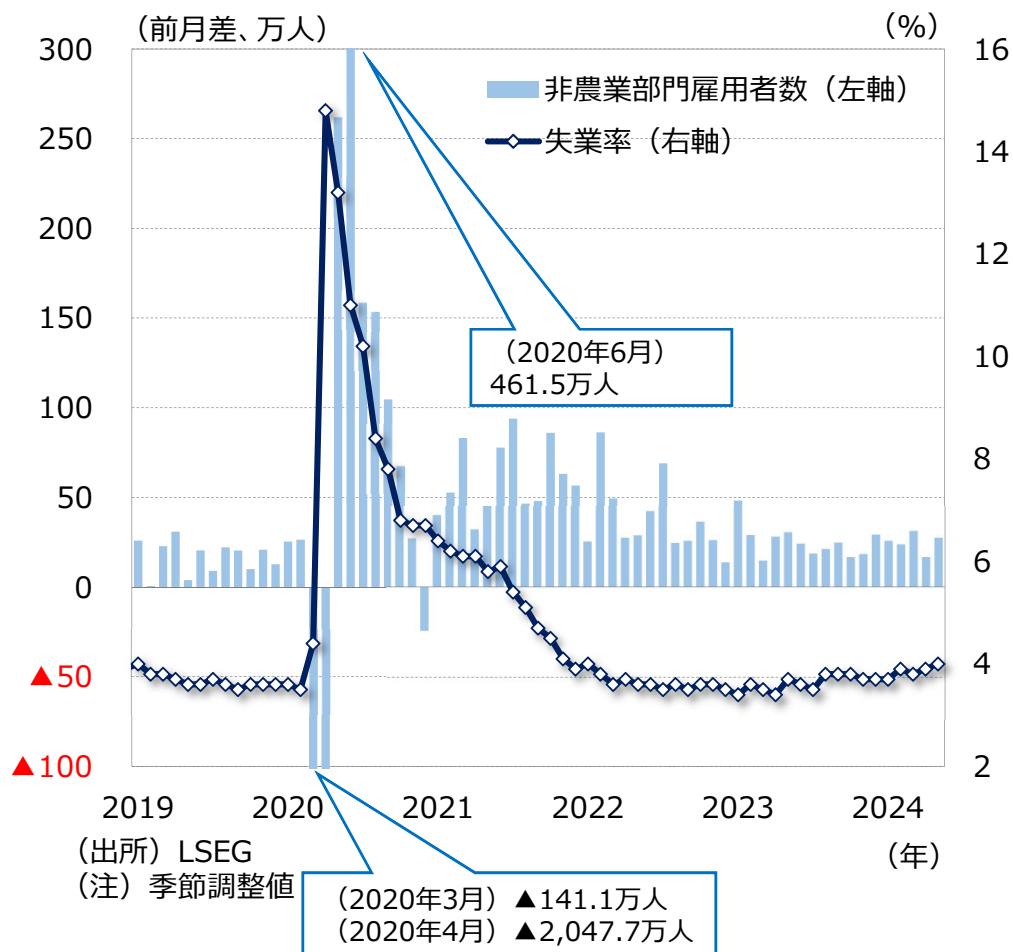


米国～雇用・所得環境

5月の非農業部門雇用者数は前月差+27.2万人と堅調さを維持。もともと、失業率は緩やかに上昇し、賃金の伸びは鈍化傾向にあるなど、労働需給は緩和が続いていることを示唆

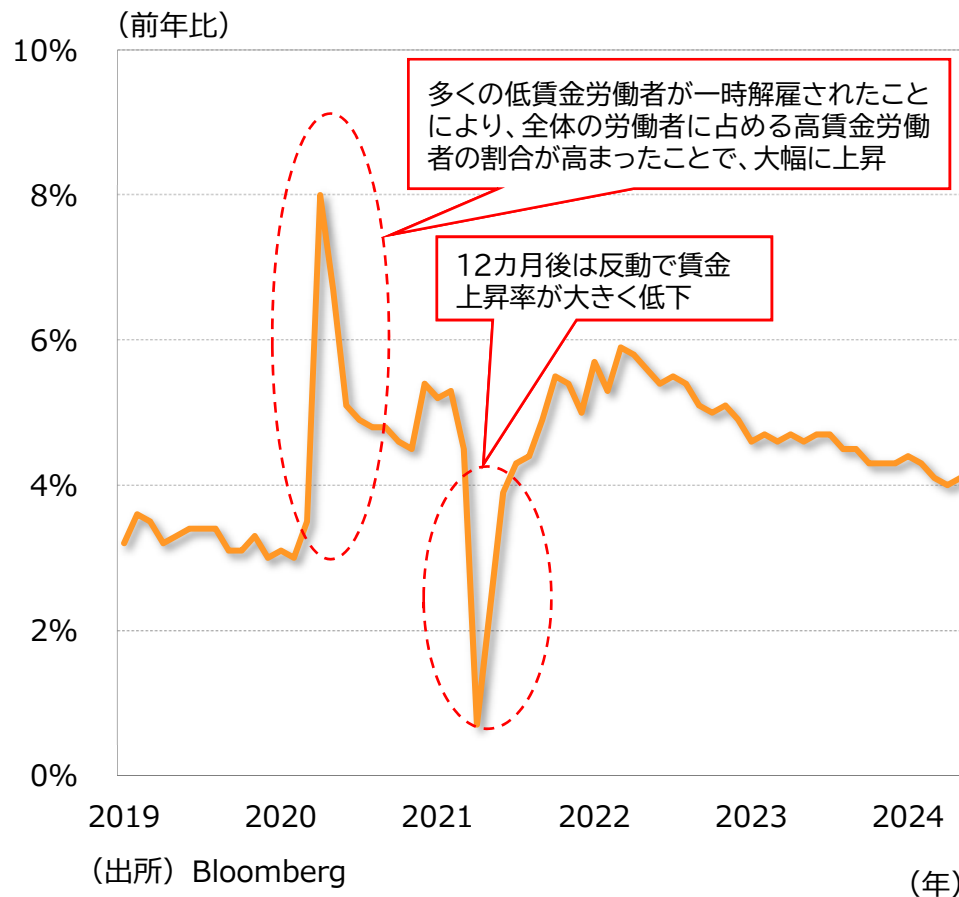
非農業部門雇用者数、失業率の推移

2019年1月～2024年5月、月次



時間当たり賃金の推移

2019年1月～2024年5月、月次

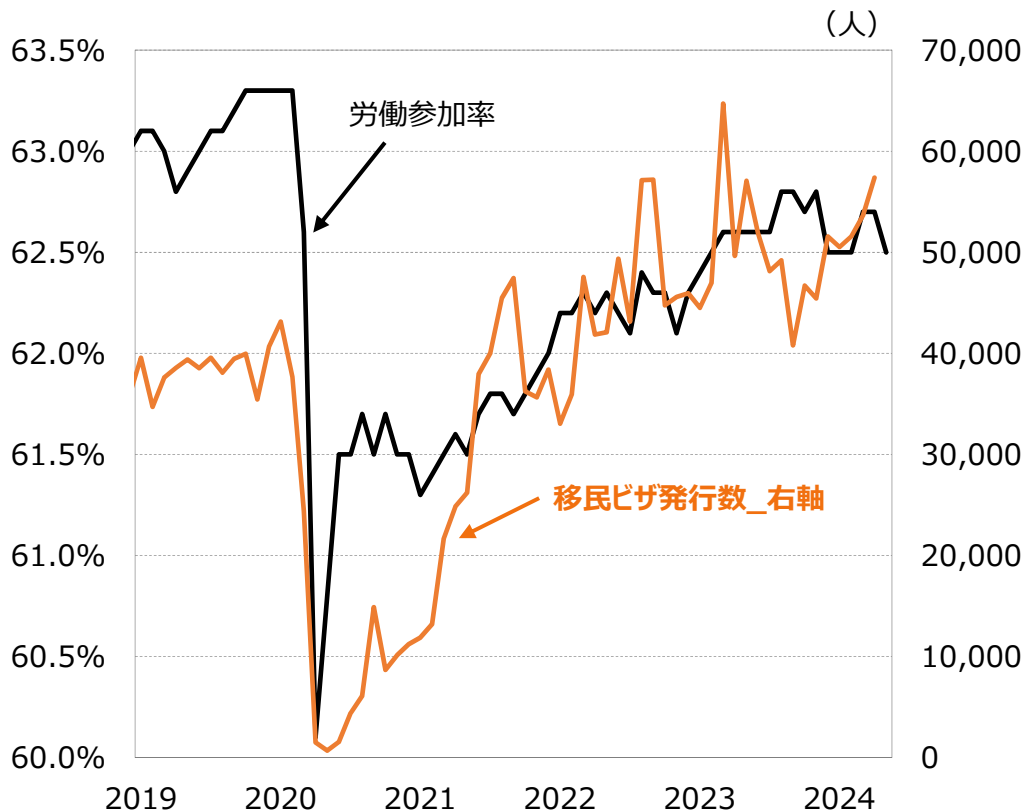


米国～雇用・所得環境

労働参加率の上昇は、主に比較的賃金水準の低い移民や働き盛り世代（25～54歳）の職場復帰などによるものであり、賃金の抑制に作用している可能性

労働参加率と移民ビザ発行数

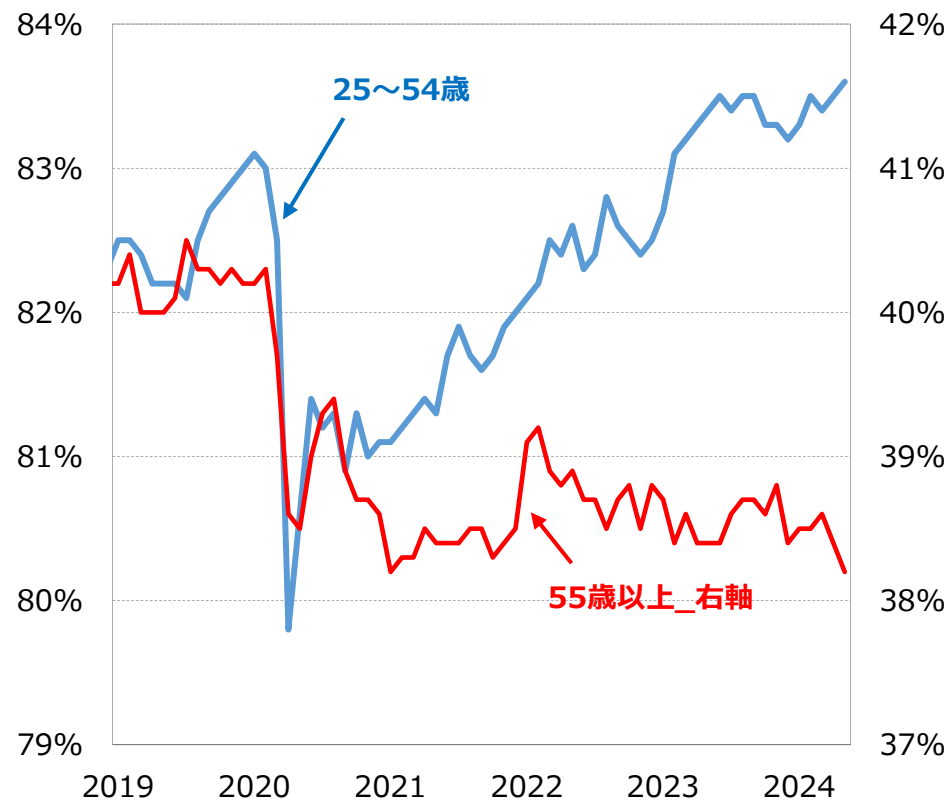
2019年1月～2024年5月、月次



(出所) Bloomberg、米国務省
(注) 移民ビザ発行数は2024年4月までのデータ

労働参加率（年齢階層別）の推移

2019年1月～2024年5月、月次



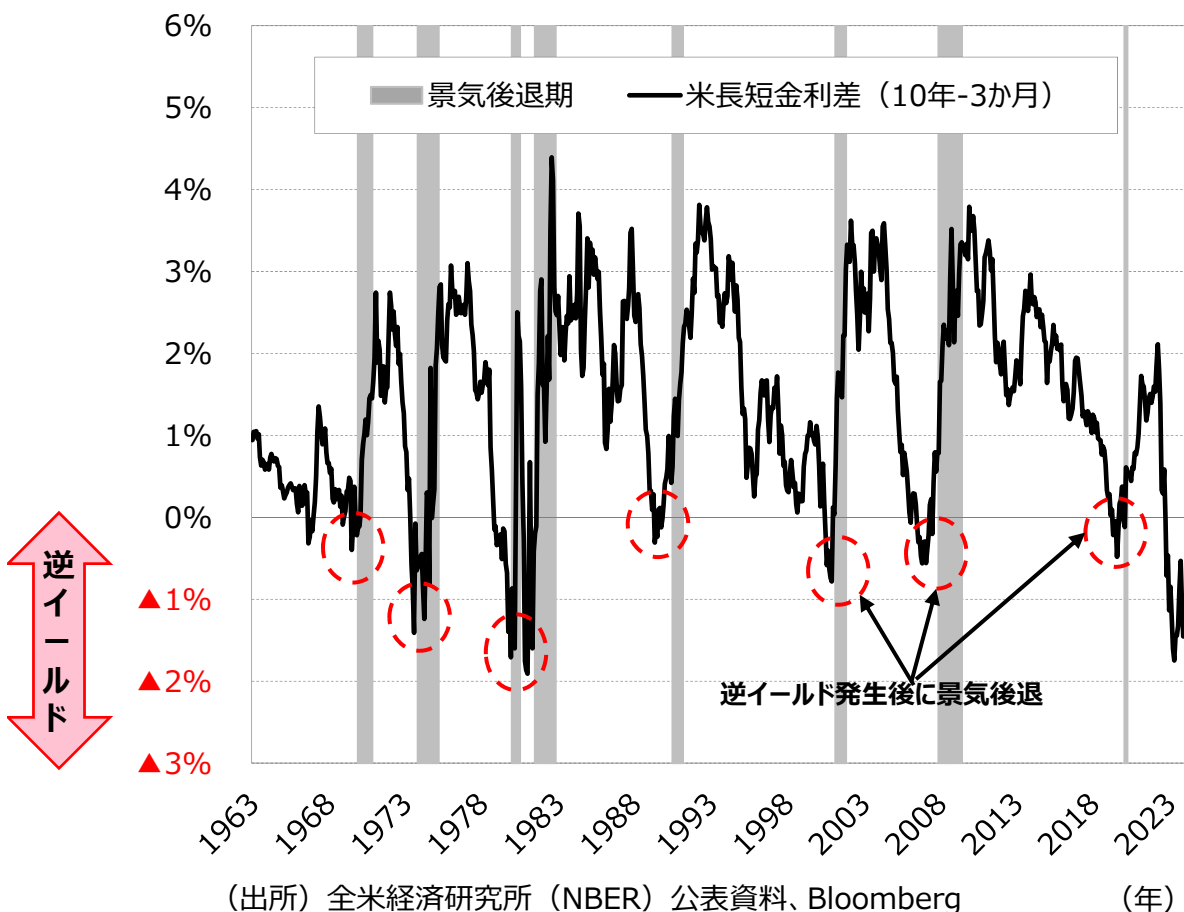
(出所) Bloomberg

(ご参考) 米国～長短金利差からみた景気後退の可能性

過去、米長短金利差が逆転（逆イールド）した後、1年半以内に景気後退入り。今回は2022年11月に逆イールドとなっ
てから1年半が経過

米長短金利差（10年-3か月）の推移

1963年1月～2024年5月、月次



逆イールド発生から景気後退までの期間

①逆イールド発生	②景気後退入り	①から②までの期間
1968年12月	1969年12月	1年
1973年6月	1973年11月	5か月
1978年11月	1980年1月	1年2か月
1980年10月	1981年7月	9か月
1989年5月	1990年7月	1年2か月
2000年7月	2001年3月	8か月
2006年7月	2007年12月	1年5か月
2019年5月	2020年2月	9か月
2022年11月	???	???

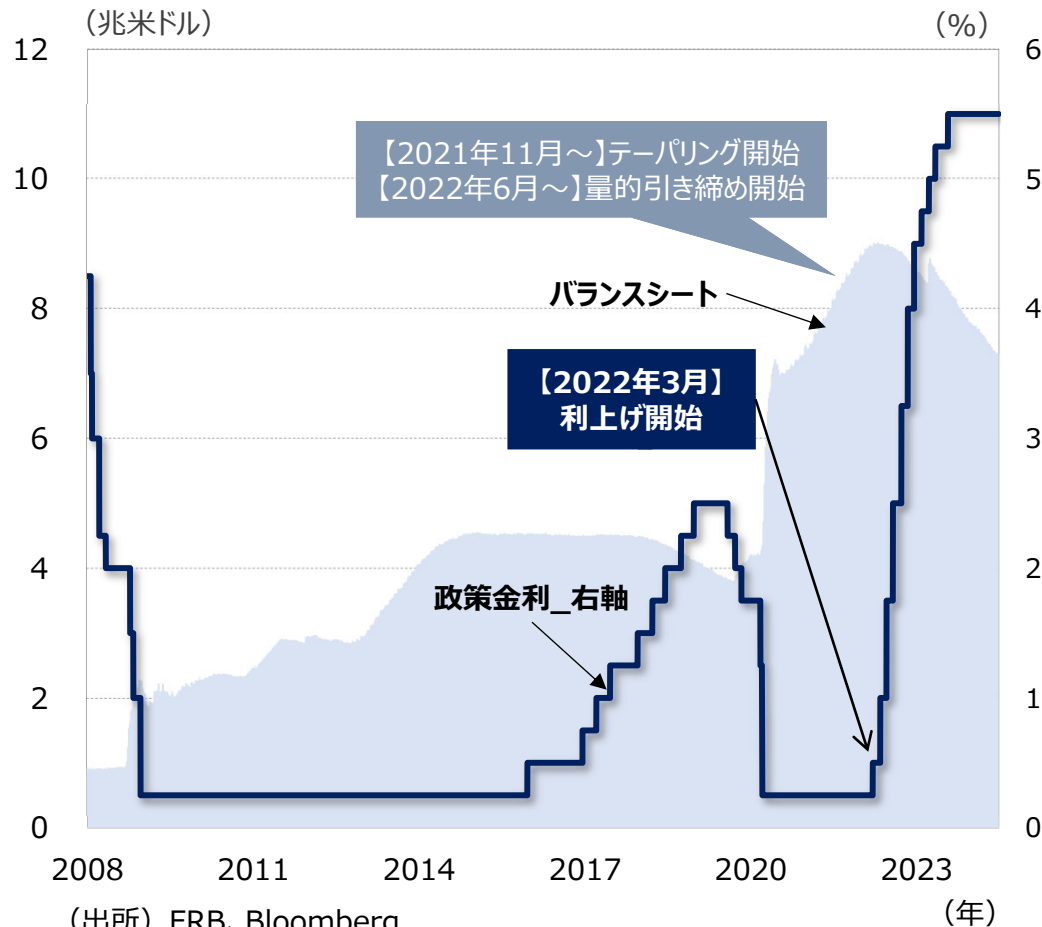
(出所) 全米経済研究所 (NBER) 公表資料、Bloombergデータをもとに
東京海上アセットマネジメント作成

米国～金融政策（1）

FRBが6月に開催したFOMCでは、7会合連続となる政策金利の据え置きを決定

FRBのバランスシート（資産残高）及び政策金利

2008年1月1日～2024年6月24日、日次



(出所) FRB, Bloomberg

(注) 政策金利は、FFレートの誘導目標の上限を表示

FRBの金融政策動向の振り返り（2022年～2024年）

2024年6月24日時点

時期	金融政策動向
2022年3月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策金利を0.25%引き上げ、実質ゼロ金利政策を解除 ✓ 5月からの量的引き締め（QT）開始を示唆
5月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策金利を0.5%引き上げ ✓ 6月からのQT開始を決定
6～11月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ QTを開始(9月から縮小規模を倍増) ✓ 6・7・9・11月の会合で政策金利を4回連続、各0.75%引き上げ
12月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策金利を0.5%引き上げ
23年2、3、5月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策金利を0.25%引き上げ
6月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策金利を据え置き ✓ ドットチャート（FOMC参加者の政策金利見通し）は、年内に2回の追加利上げ、2024年には4回の利下げを示唆
7月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策金利を0.25%引き上げ
9月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2会合ぶりに政策金利を据え置き ✓ ドットチャートは、2024年に2回の利下げを示唆
11月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2会合連続で政策金利を据え置き
12月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 3会合連続で政策金利を据え置き ✓ ドットチャートは、2024年に3回の利下げを示唆
24年1、3、5、6月	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 7会合連続で政策金利を据え置き ✓ ドットチャートは、2024年に1回の利下げを示唆

(出所) 各種資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

(注) 上記は2024年6月24日時点の情報であり、変更される可能性があります

米国～金融政策（2）

6月のFOMCで提示されたドットチャートでは、2024年の利下げ回数予想を従来の3回（0.75%）から1回（0.25%）へ変更。一方、市場（FF金利先物）ではインフレが鈍化傾向にあることから、年内2回程度の利下げを織り込む

FOMC参加者の政策金利見通し（ドットチャート）

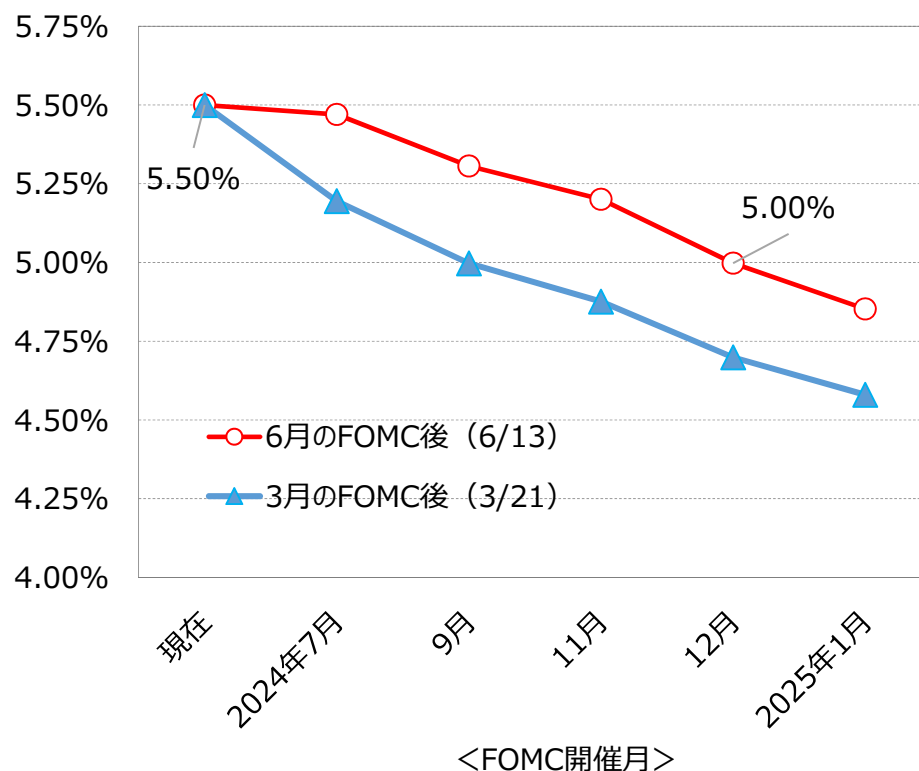
2024年3月、6月開催のFOMCでの見通し比較

	前回3月のドットチャート		今回のドットチャート	
	年末中央値	年間利下げ回数	年末中央値	年間利下げ回数
2024年	4.625%	3回	5.125%	1回
2025年	3.875%	3回	4.125%	4回
2026年	3.125%	3回	3.125%	4回
Longer run (中立金利)	2.5625%		2.75%	

(出所) FRB公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

(注) 1回の利下げ幅は0.25%

FF金利先物が織り込む予想政策金利



(出所) Bloomberg

(注) FFLレートの誘導目標の上限

米国～金融政策（3）

経済見通しでは、予測期間を通じて潜在成長率とされる1.8%を上回る底堅い成長が見込まれている。インフレ見通し（PCEデフレーター（コア含む））について、パウエルFRB議長は「保守的なものに過ぎない」と先行きに対する不確実性が高いことを強調

FOMC参加者の経済見通し（中央値）

2024年6月

		2024年	2025年	2026年	長期
実質GDP （前年比）	6月	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%
	3月	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%
失業率	6月	4.0%	4.2% ↑	4.1% ↑	4.2% ↑
	3月	4.0%	4.1%	4.0%	4.1%
PCEデフレーター （前年比）	6月	2.6% ↑	2.3% ↑	2.0%	2.0%
	3月	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
コアPCEデフレーター （前年比）	6月	2.8% ↑	2.3% ↑	2.0%	—
	3月	2.6%	2.2%	2.0%	—

（出所）FRB公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

（注）数字は、FOMC参加者の予測値の中央値

実質GDP、PCEデフレーター（コア含む）は10-12月期の前年比伸び率

失業率は10-12月期の平均

太文字は2024年3月からの変更箇所

パウエルFRB議長のインフレに関する発言 （FOMC後の記者会見）

- 昨年後半は物価鎮静を示す良好なデータが出たが、その後、今年1～3月にはその傾向に歯止めがかかった。**金融緩和を開始するのに必要な確信を得るには、おそらくまだ時間がかかりそうだ**
- **インフレ率が低下したのは事実だが、依然として高い水準にある**。輸入品や住宅関連などで特にインフレ圧力が根強い。**インフレ率を2%に戻すためには、より持続可能な水準への調整が必要だ**
- これは一種の保守的な予測にすぎない。今日のCPIのような数値がもっと出てくればもちろんそうではないが、経済見通しはあくまでも予測だ。**今日のような数値が出ることを歓迎し、さらにそのような数値が出ることを願っている**

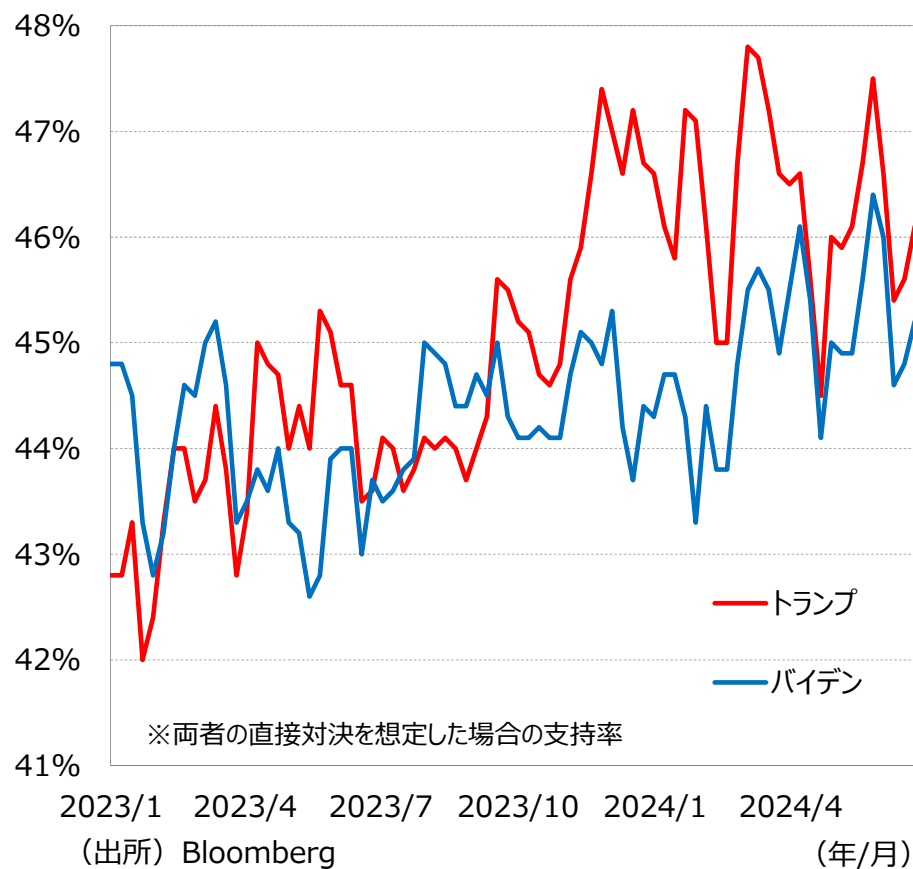
（出所）各種公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

米国～大統領選挙（1）

支持率では、現職のバイデン大統領とトランプ氏が拮抗

バイデン大統領とトランプ氏の支持率

2023年1月1日～2024年6月23日、週次



米大統領選挙に向けた主な日程

7/15-18

共和党大会
(トランプ氏スピーチ 副大統領の指名)

8/19-20

民主党大会
(バイデン大統領スピーチ)

9/10

第2回大統領候補者テレビ討論会

11/5

大統領選挙の投開票

2025/1/20

大統領就任式

(出所) 各種報道をもとに東京海上アセットマネジメント作成

米国～大統領選挙（2）

大統領選挙でトランプ氏が勝利した場合、金融市場の反応は2016年と同様に株高、金利上昇の可能性

2016年（前回トランプ氏勝利時）のマーケット動向

2016年1月4日～2017年12月29日、日次



トランプ氏が当選した場合のシナリオ

経済政策	<ul style="list-style-type: none"> ・所得税減税の延長や法人税率の再引き下げを実施する可能性（2016年と同様、株高で反応か） ・保護貿易主義へ更に傾斜し、中国以外にも関税を課す可能性
金融政策	<ul style="list-style-type: none"> ・FRBの独立性を軽視し、利下げなど金融緩和を要請する可能性 ・FRB議長及び副議長の交代を求める可能性
外交	<ul style="list-style-type: none"> ・ウクライナ支援を停止する可能性（ロシアがウクライナに勝利した場合、欧州の地政学リスクが高まる可能性）。 ・中東情勢を巡っては、イスラエル支援を強め、イランを刺激する恐れも。地政学リスク（イランによるホルムズ海峡の封鎖等）が高まれば、原油価格が上昇する可能性

(出所) 各種報道をもとに東京海上アセットマネジメント作成

米国～大統領選挙（3）

トランプ氏が大統領に返り咲いた場合、対中関税や移民政策の強化（人手不足に伴う賃上げ圧力の高まり）などによりインフレ再燃を招く可能性がある

米大統領選挙の結果（シナリオ別）

予想される政策と経済への影響

	確率	大統領	上院	下院	トランプ減税	関税 (※)	財政姿勢	移民政策 (※)	物価
ケース①	30-35%	トランプ	共和党	共和党	維持	増税	現状維持	強化	インフレ
ケース②	15-20%	トランプ	共和党	民主党	撤廃	増税	緊縮	現状維持	軽度なインフレ (スタグフレーション)
ケース③	30-35%	バイデン	共和党	民主党	撤廃	現状維持	緊縮	現状維持	デイスインフレ
ケース④	15-20%	バイデン	民主党	民主党	撤廃	現状維持	現状維持	現状維持	中立的

(出所) 各種報道をもとに東京海上アセットマネジメント作成

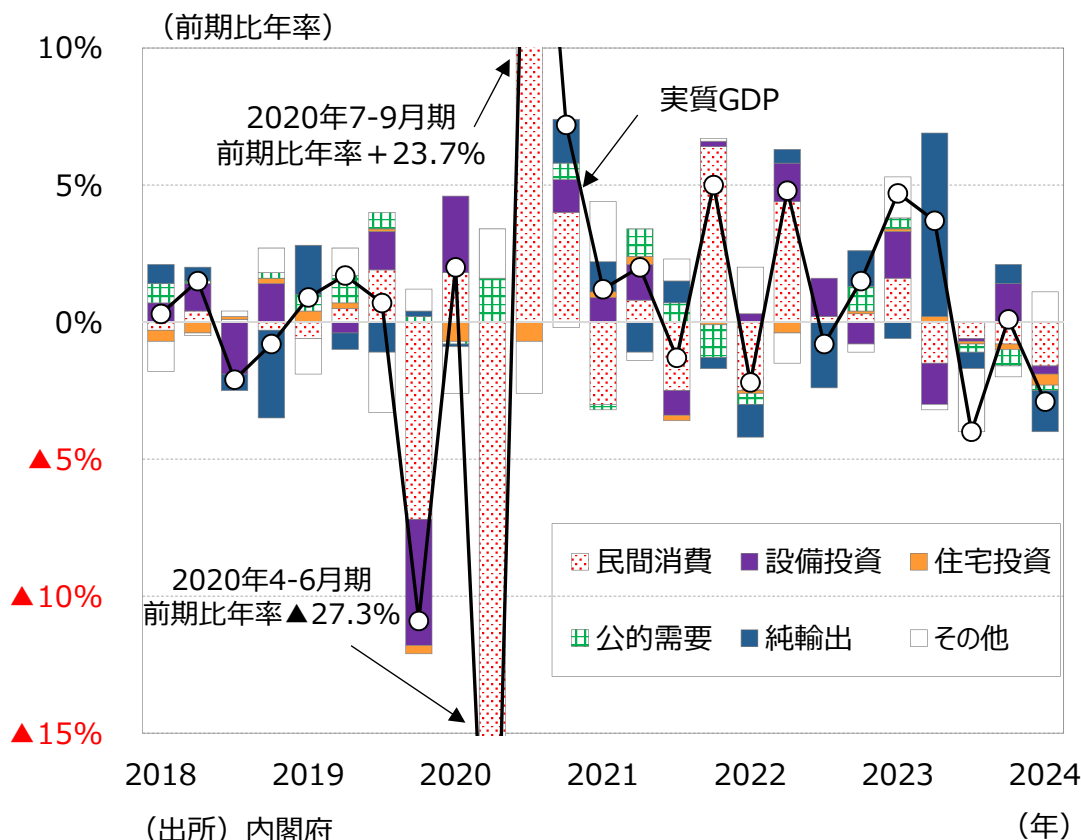
(※) 議会の承認を得ずに大統領令で実施することが可能

日本～実質GDP成長率

2024年1-3月期の実質GDP（2次速報）は前期比年率▲2.9%と、2四半期ぶりのマイナス成長。大手自動車メーカーの認証不正問題に伴う出荷・販売停止の影響が民間消費、住宅投資、設備投資などに幅広く波及

実質GDP成長率の推移

2018年1-3月期～2024年1-3月期、四半期



実質GDPの需要項目

2023年4-6月期～2024年1-3月期、四半期

(前期比)

	2023年			2024年
	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
実質GDP	+1.0%	▲0.9%	+0.1%	▲0.7%
(前期比年率)	+4.1%	▲3.7%	+0.4%	▲2.9%
国内需要	▲0.6%	▲0.8%	▲0.1%	▲0.4%
(寄与度)	(▲0.7%)	(▲0.8%)	(▲0.1%)	(▲0.4%)
民間需要	▲0.8%	▲1.0%	▲0.0%	▲0.4%
(寄与度)	(▲0.7%)	(▲0.8%)	(▲0.0%)	(▲0.3%)
民間消費	▲0.7%	▲0.3%	▲0.4%	▲0.7%
住宅投資	+1.8%	▲0.9%	▲1.4%	▲2.9%
設備投資	▲1.6%	▲0.2%	+1.9%	▲0.4%
民間在庫 (寄与度)	(▲0.1%)	(▲0.6%)	(▲0.1%)	(+0.3%)
公的需要	▲0.0%	+0.1%	▲0.1%	▲0.2%
(寄与度)	(▲0.0%)	(0.0%)	(▲0.0%)	(▲0.0%)
政府支出	▲0.4%	+0.2%	▲0.1%	+0.2%
公的固定資本形成	+2.2%	▲0.3%	▲0.2%	▲1.9%
外需 (寄与度)	(+1.7%)	(▲0.1%)	(+0.2%)	(▲0.4%)
財・サービスの輸出	+3.8%	+0.3%	+2.8%	▲5.1%
財・サービスの輸入	▲3.6%	+0.9%	+1.8%	▲3.3%
名目GDP	+2.5%	▲0.2%	+0.7%	▲0.2%

(出所) 内閣府公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

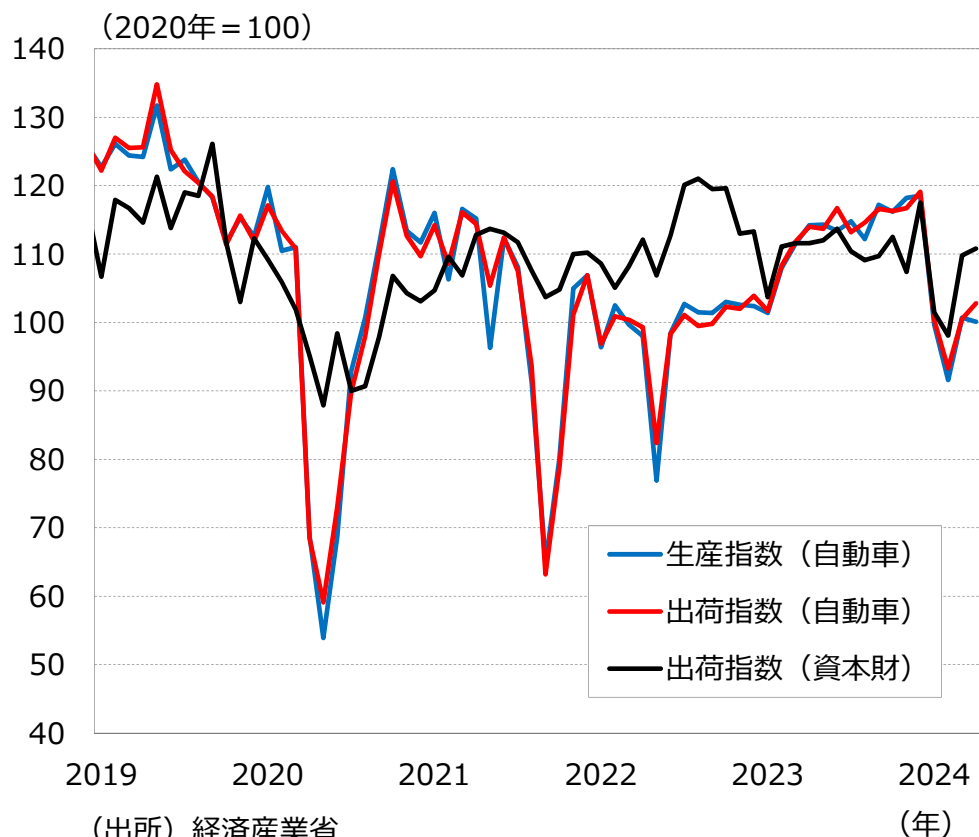
(注) 7月1日公表の2次速報 (改定値)

日本～大手自動車メーカーの認証不正問題の影響

大手自動車メーカーの認証不正問題に伴う生産・出荷の停止の影響により1月、2月は大幅なマイナス。その後は、生産・出荷が再開され、3月の生産（前月比伸び率）がプラスに転じたことで、自動車販売や輸出も小幅に反発

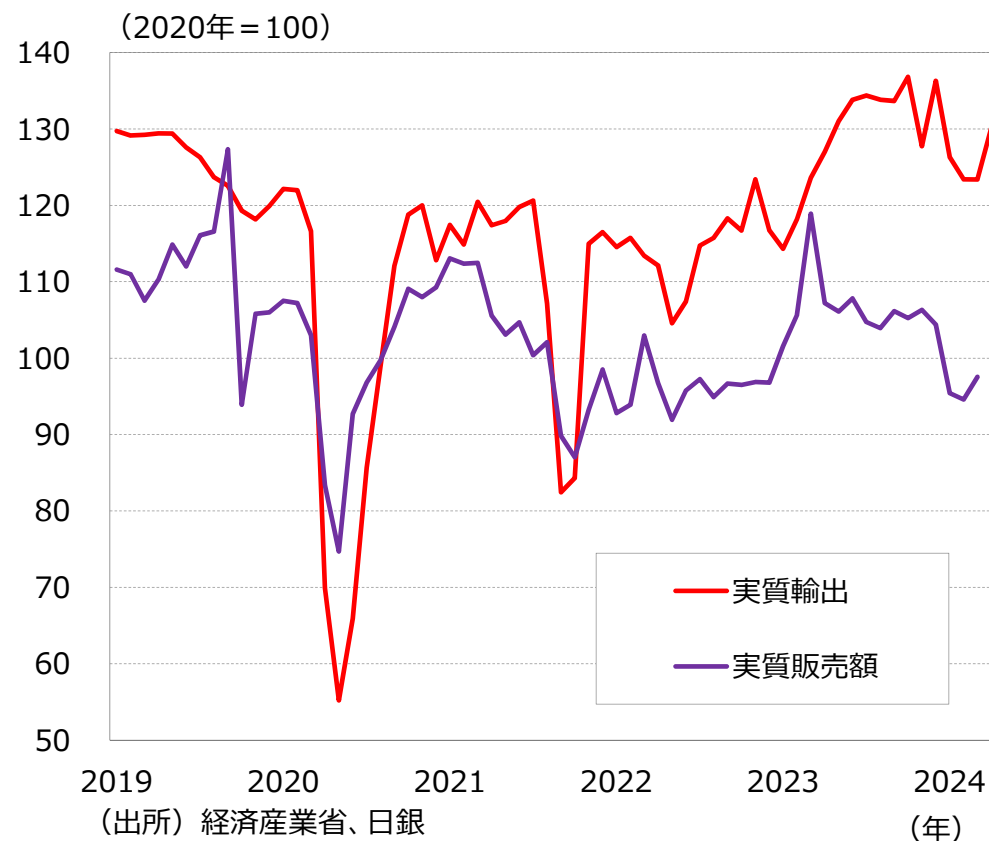
自動車の生産指数、出荷指数の推移

2019年1月～2024年4月、月次



自動車の販売額、輸出の推移

2019年1月～2024年4月、月次

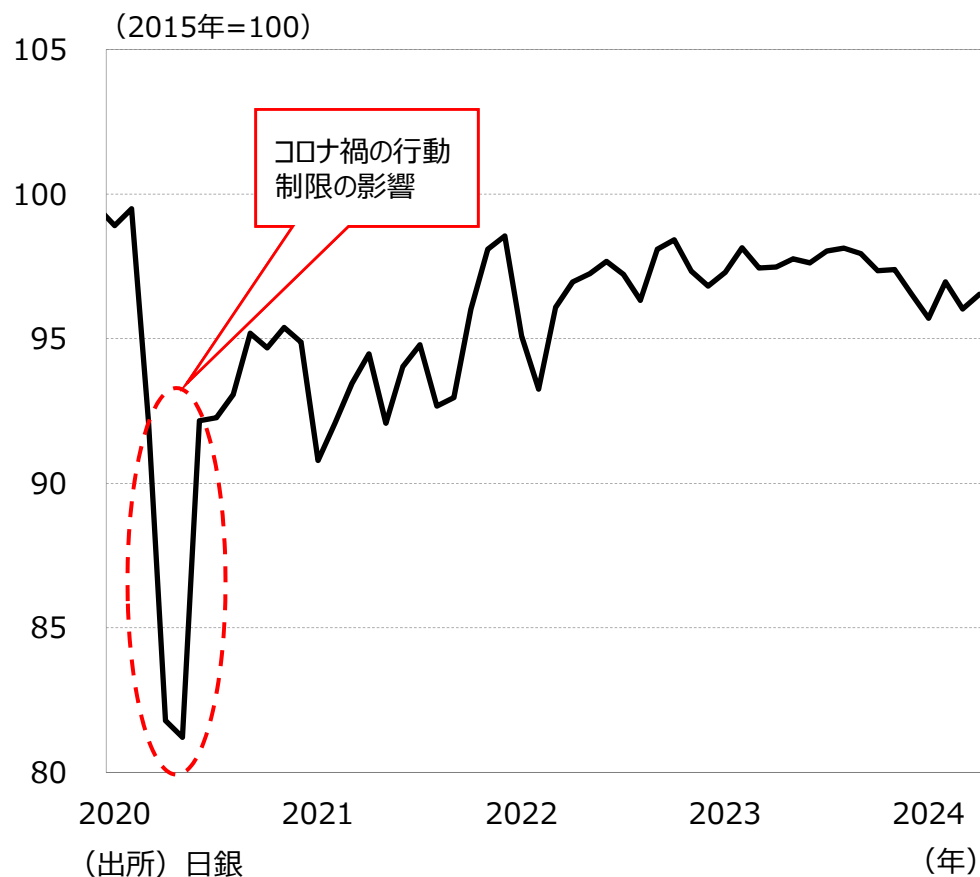


日本～個人消費

個人消費は持ち直しに足踏みがみられる。物価高により食料品や衣類などの非耐久財消費が弱めの動きが続いているほか、認証不正問題の影響から自動車などの耐久財消費も伸び悩んでいる

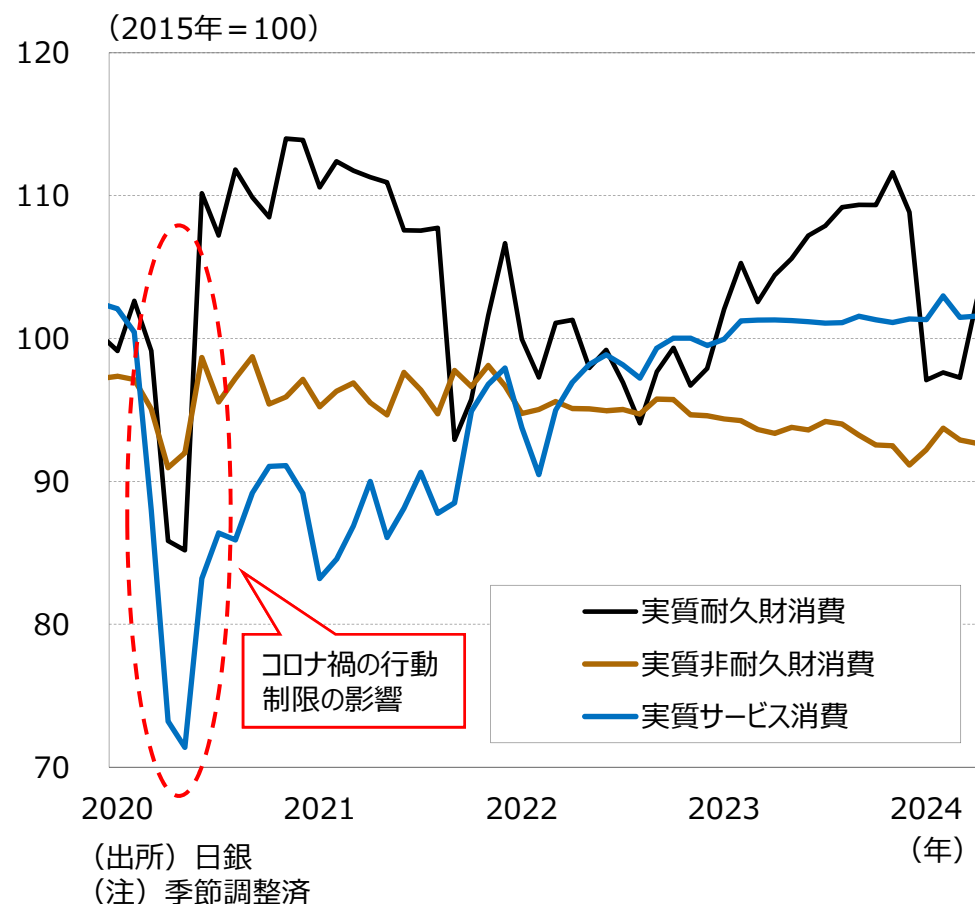
実質消費活動指数の推移

2020年1月～2024年4月、月次



実質消費活動指数の内訳

2020年1月～2024年4月、月次

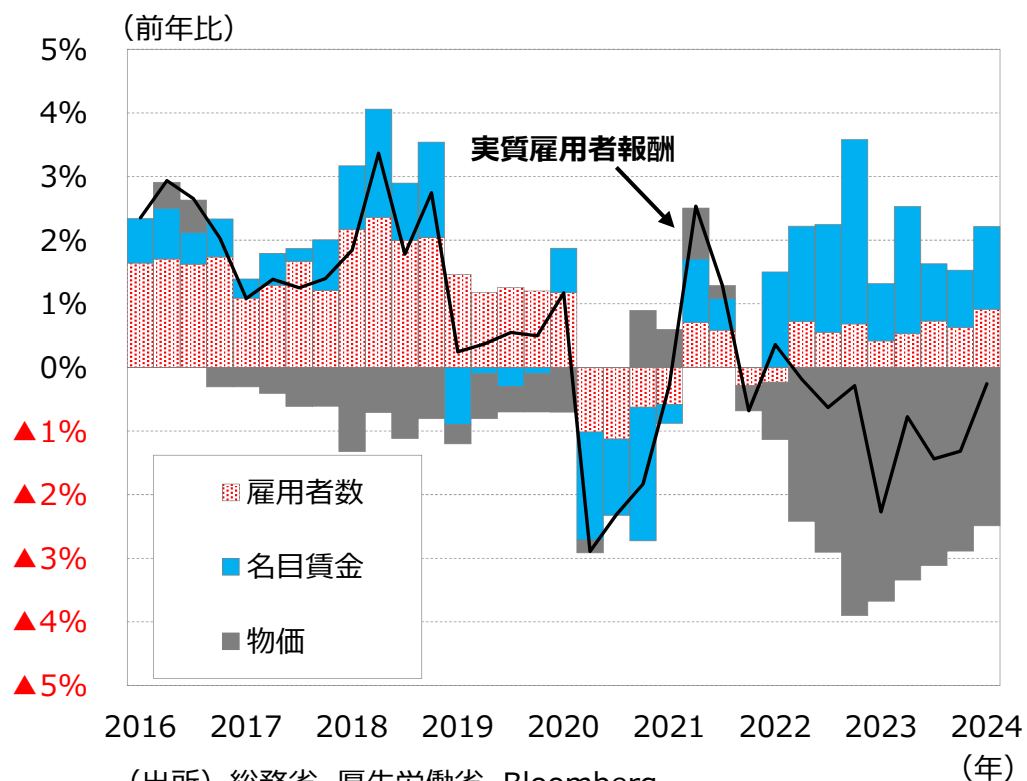


日本～消費を取り巻く環境①

マクロで見た個人消費の動向を左右する実質雇用者報酬はマイナス圏で推移。名目賃金の増加が続くものの、物価上昇に追い付かない状況が継続

実質雇用者報酬の推移

2016年1-3月期～2024年1-3月期、四半期

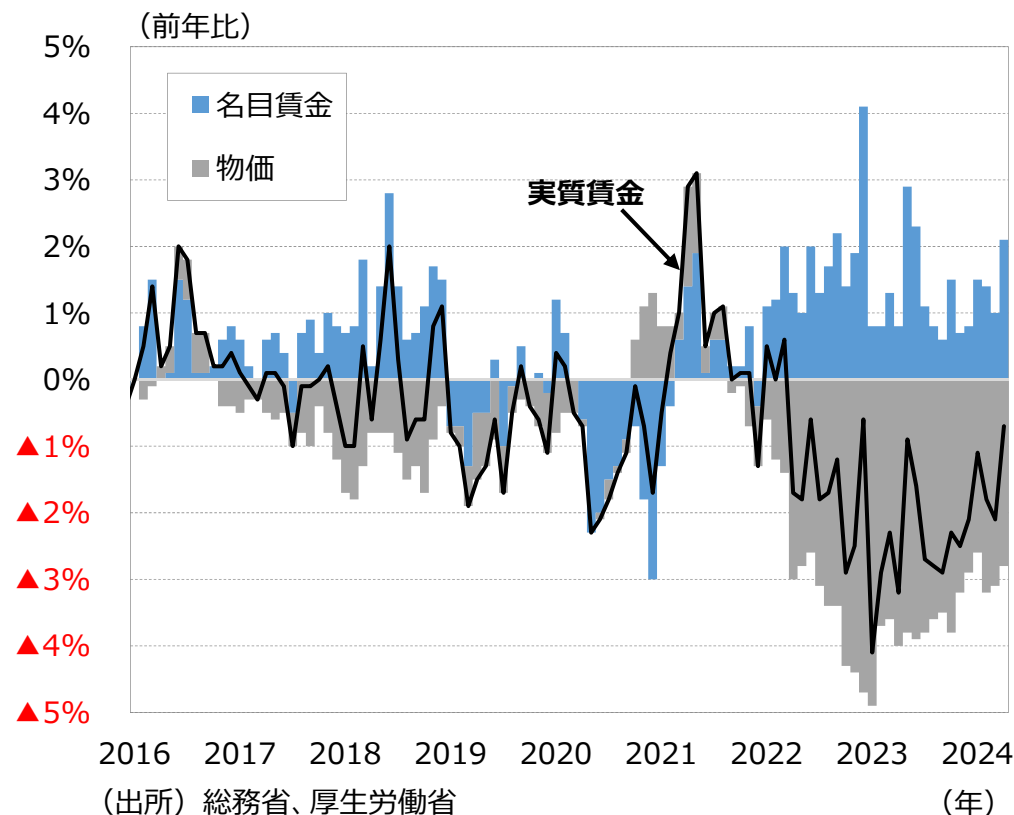


(出所) 総務省、厚生労働省、Bloomberg

(注) 実質雇用者報酬は名目雇用者報酬を消費者物価で実質化
 名目雇用者報酬 = 一人当たり賃金 × 雇用者数
 一人当たり賃金は現金給与総額 (従業員5人以上の事業所)
 物価は符号を逆にして表示

実質賃金の推移

2016年1月～2024年4月、月次



(出所) 総務省、厚生労働省

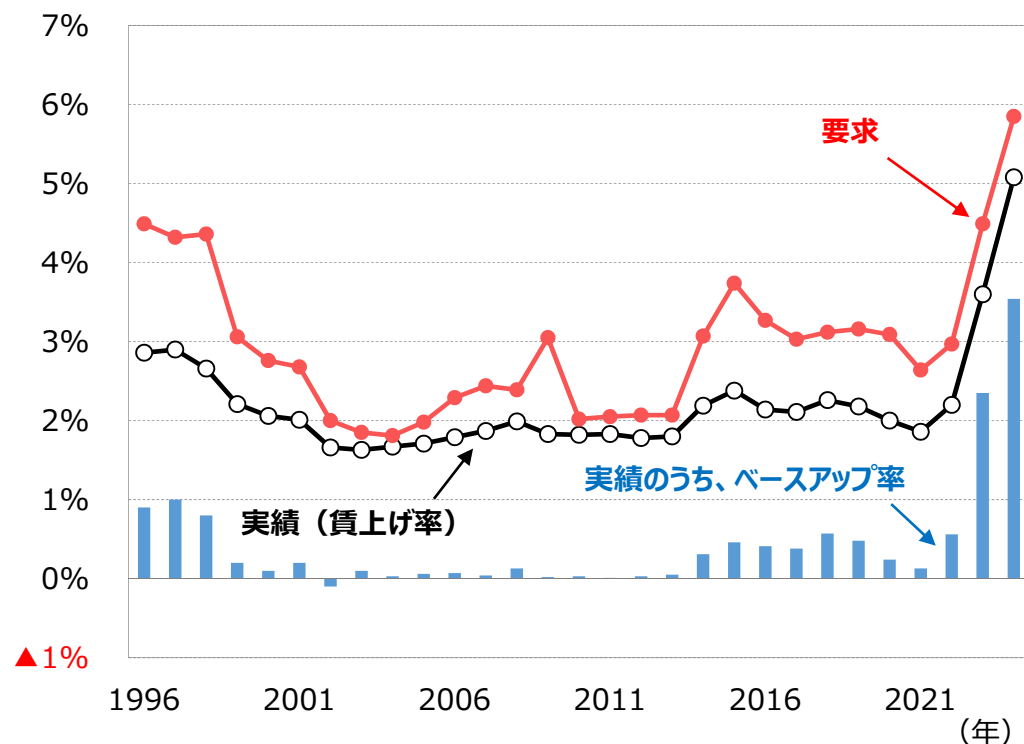
(注) 名目賃金は現金給与総額 (従業員5人以上の事業所)
 物価は消費者物価の総合 (前年比) の逆目盛り

日本～消費を取り巻く環境②

2024年の春闘では1991年以来、33年ぶりとなる5%の賃上げ率の実現が公算。2024年の春闘を取り巻く環境を確認すると、賃上げの原資となる企業収益は過去最高水準に達しているほか、人手不足感を高まっている状況

春闘賃上げ率の推移

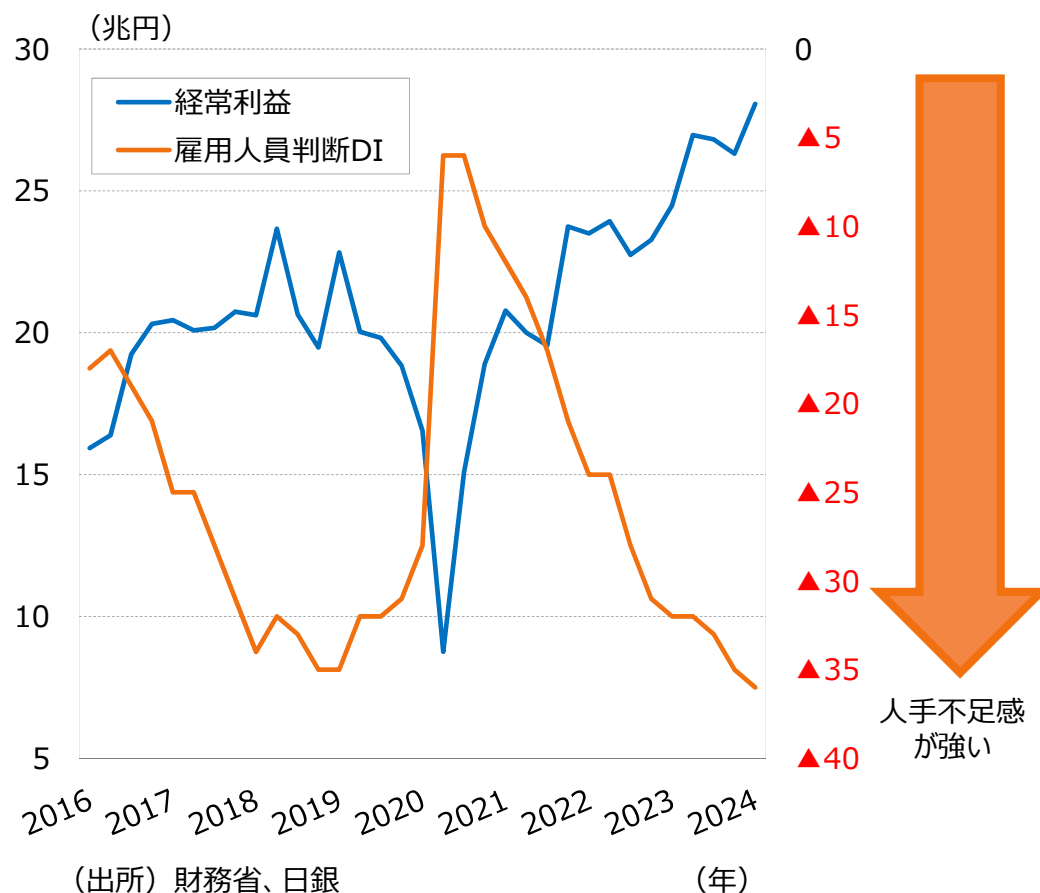
1996年～2024年、年次



(出所) 厚生労働省、連合、中央労働委員会
 (注) 賃上げ率は2023年までが「民間主要企業における春季賃上げ状況」(厚生労働省)、2024年が「第6回回答集計結果」(連合)
 ベースアップ率は2023年までが「賃金事情等総合調査」(中央労働委員会)、2024年が「第6回回答集計結果」(連合)の「賃上げ分」。要求は連合公表値

春闘を取り巻く環境（企業収益、雇用環境）

2016年1-3月期～2024年1-3月期、四半期



(出所) 財務省、日銀

(年)

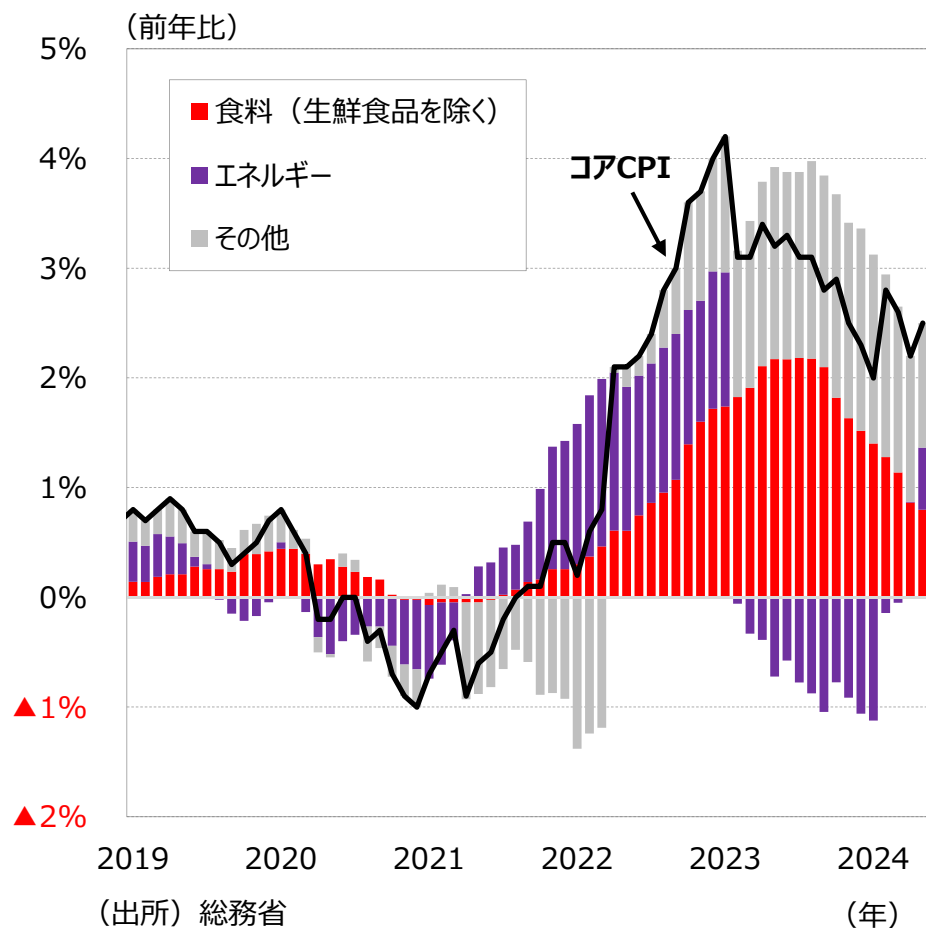
人手不足感が強い

日本～物価

5月は再生可能エネルギー発言促進賦課単価の引き上げによりエネルギーの伸びを高まったことなどから、コアCPI上昇率は前年比+2.5%と4月（同+2.2%）から拡大

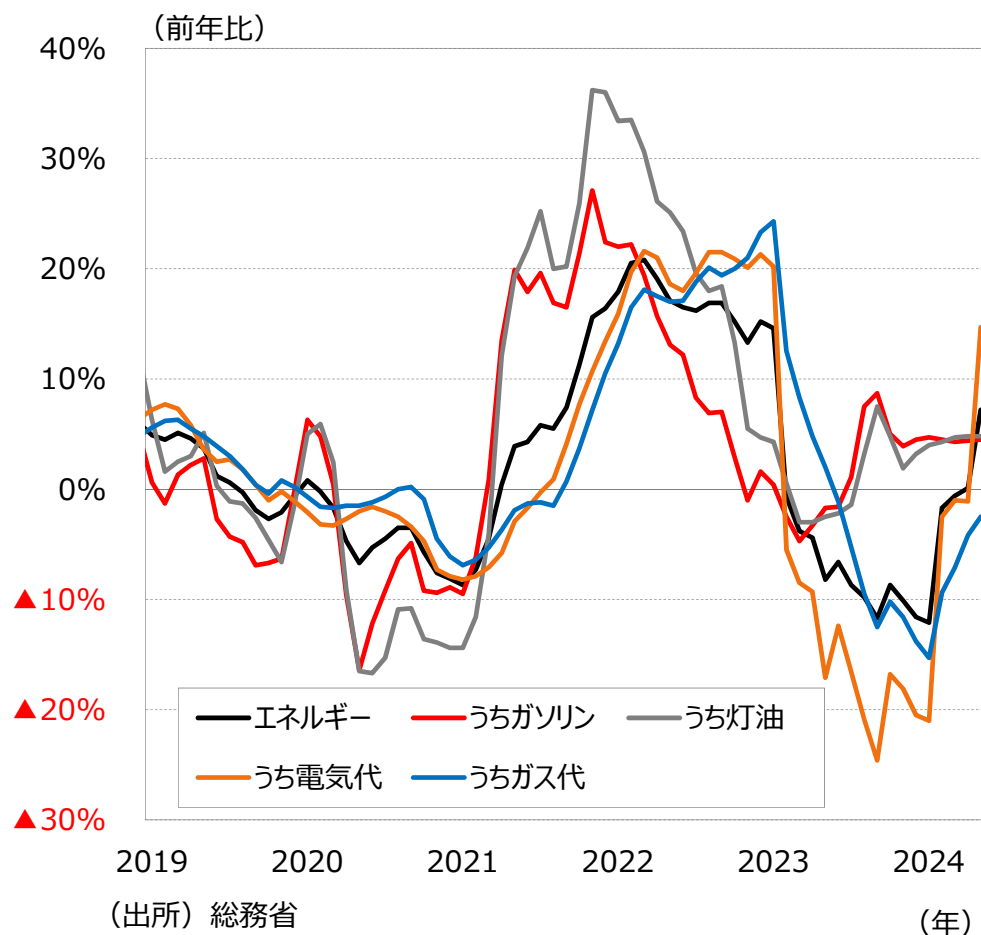
コアCPIの推移

2019年1月～2024年5月、月次



エネルギー価格の推移

2019年1月～2024年5月、月次

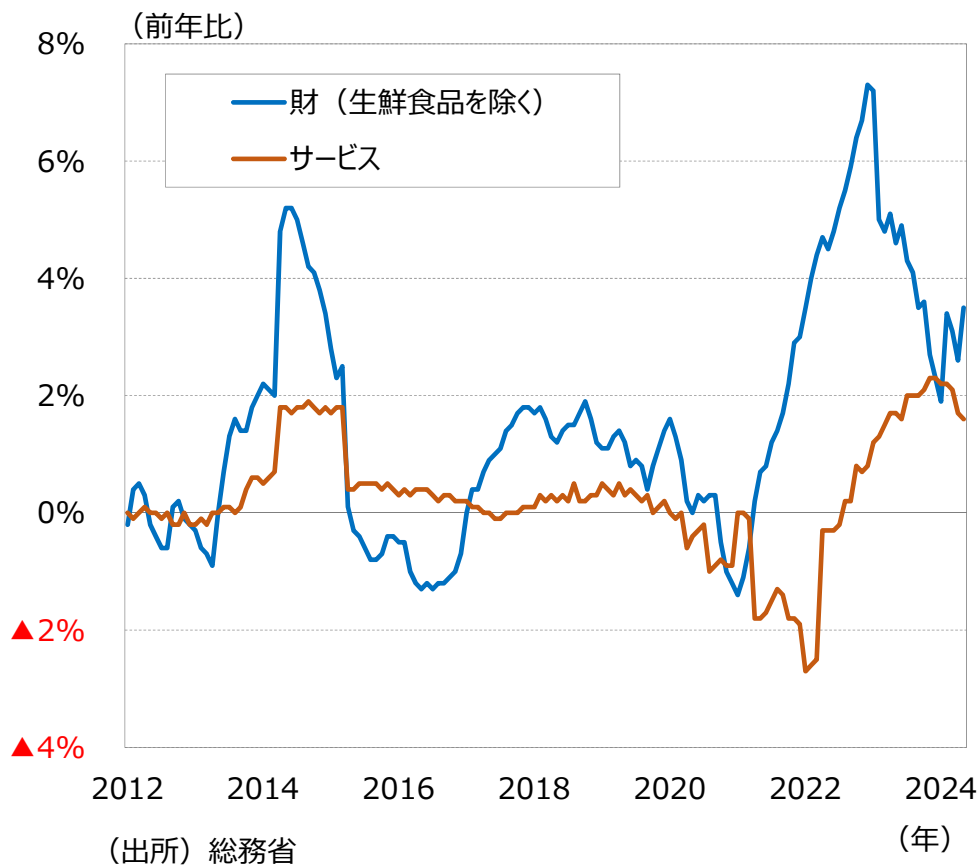


日本～物価

日銀が目指す「賃金と物価の好循環」の実現可能性を占う上で、春闘賃上げ率が賃金に反映される時期（4～8月頃）において、ベースアップとの連動性が高いサービス価格が高い伸びを維持できるかが今後の焦点

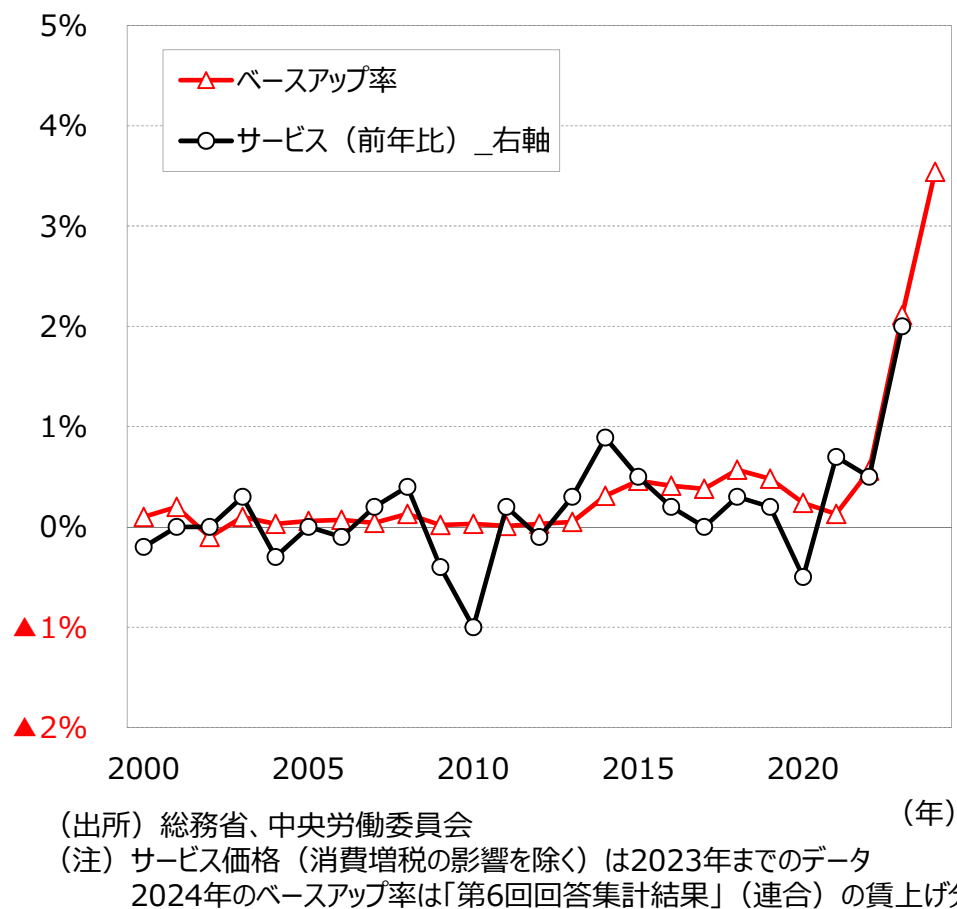
財、サービス価格（コアCPI）の推移

2012年1月～2024年5月、月次



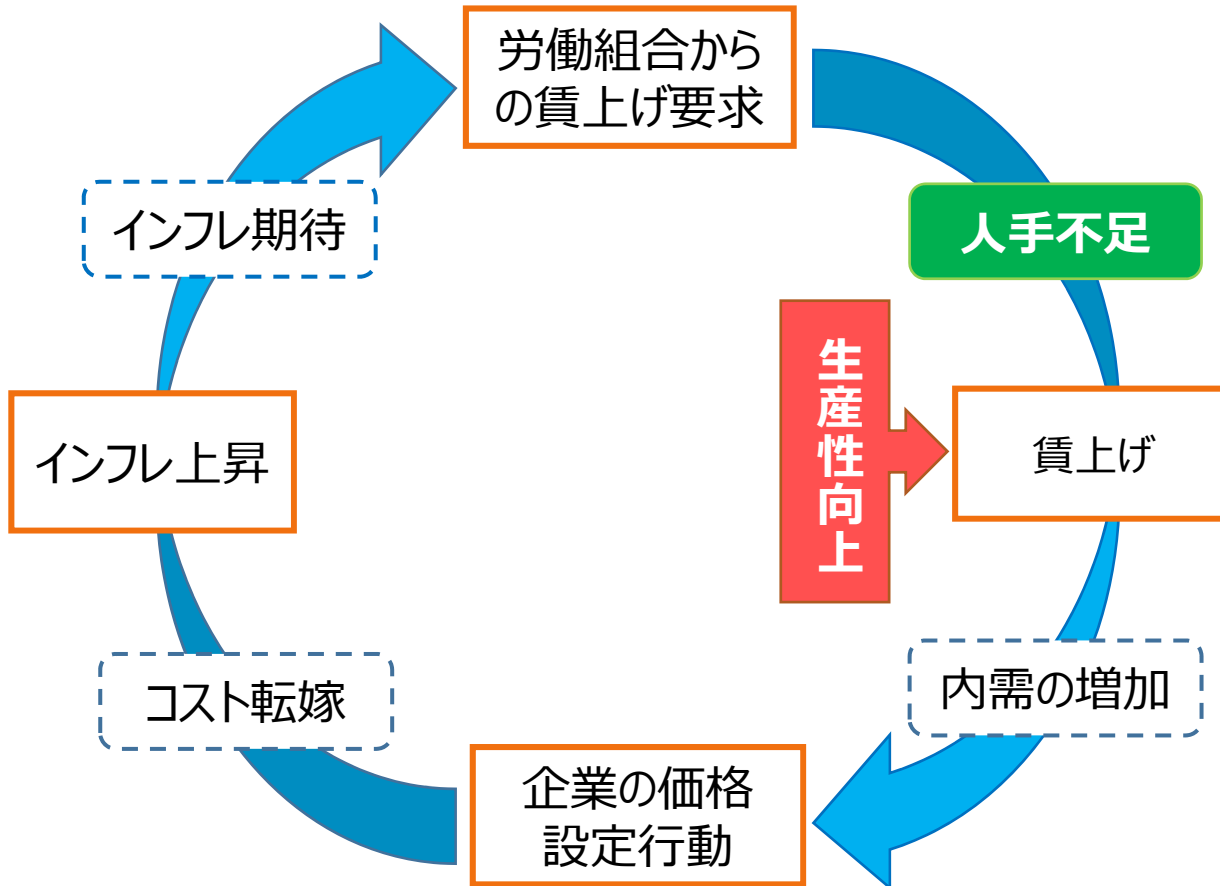
サービス価格、春闘賃上げ率の推移

2000年～2024年、年次



(ご参考) 日本～賃金と物価の好循環のイメージ図

日銀が目指す「賃金と物価の好循環」を実現するためには、持続的な賃上げが不可欠



- 賃金と物価上昇の好循環は、力強い賃上げが、内需の増加⇒企業の価格設定行動の変化⇒サービス価格の上昇⇒インフレ期待の高まりにつながる
- 「賃金と物価の好循環」を実現するには、持続的な賃上げが不可欠
- 持続的な賃上げが実現しなければ、「賃金と物価の好循環」の実現を通じて、持続的・安定的に2%を達成することは困難か

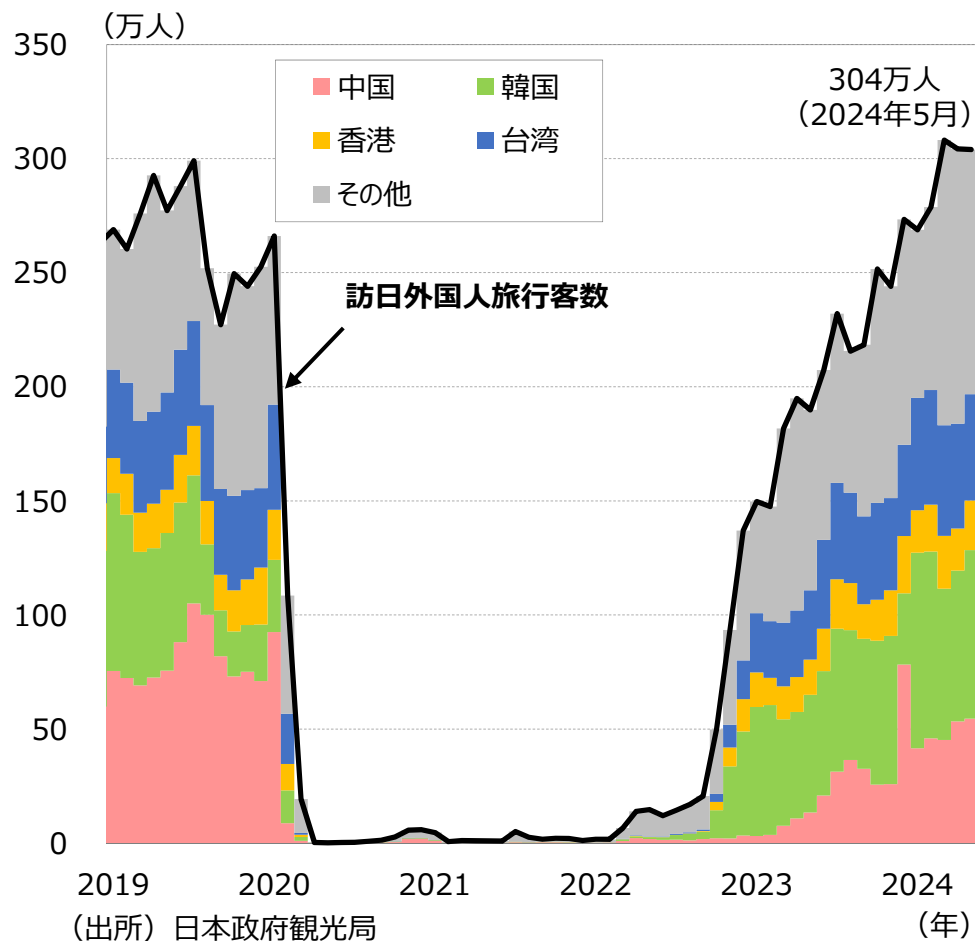
(出所) 各種報道をもとに東京海上アセットマネジメント作成

日本～訪日外国人旅行客の消費動向

5月の訪日外国人旅行客数は3か月連続で300万人を突破。1-3月期の訪日消費は1.75兆円とコロナ禍前の約1.5倍に

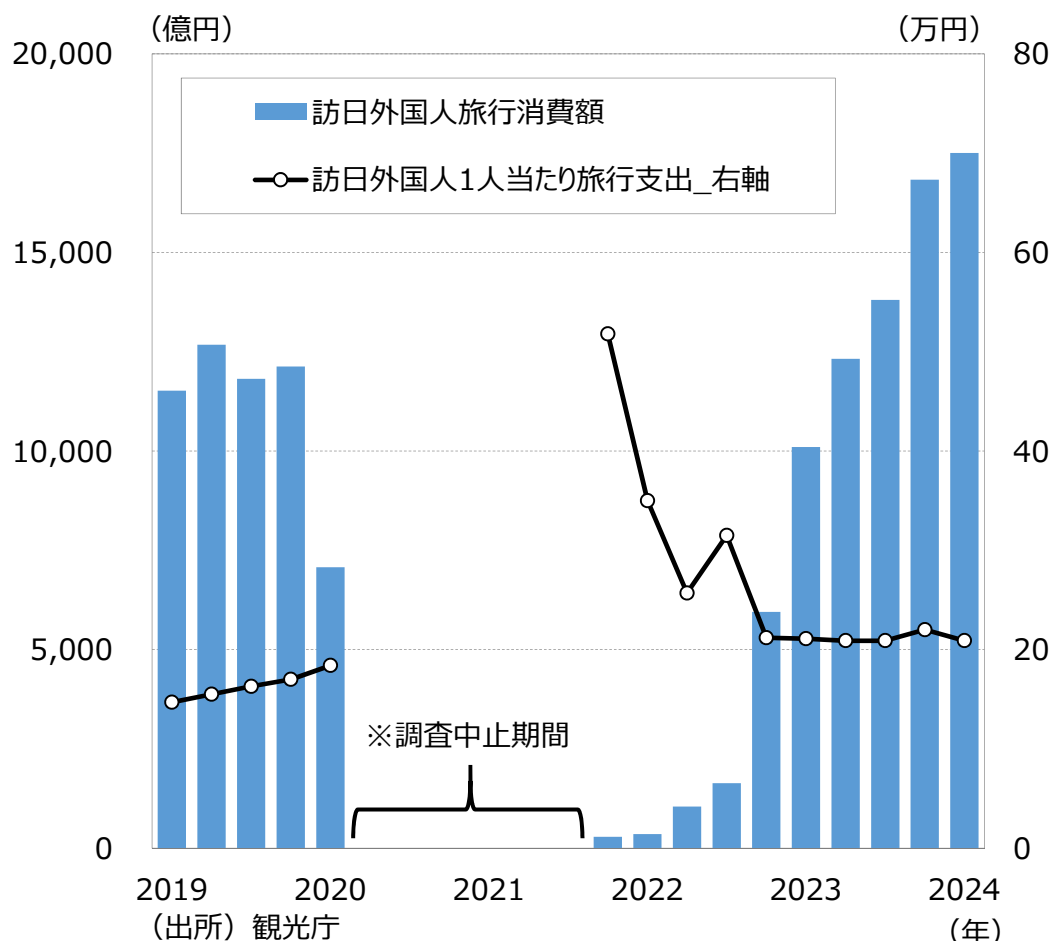
訪日外国人旅行客数の推移

2019年1月～2024年5月、月次



訪日外国人旅行消費額の推移

2019年1-3月期～2024年1-3月期、四半期

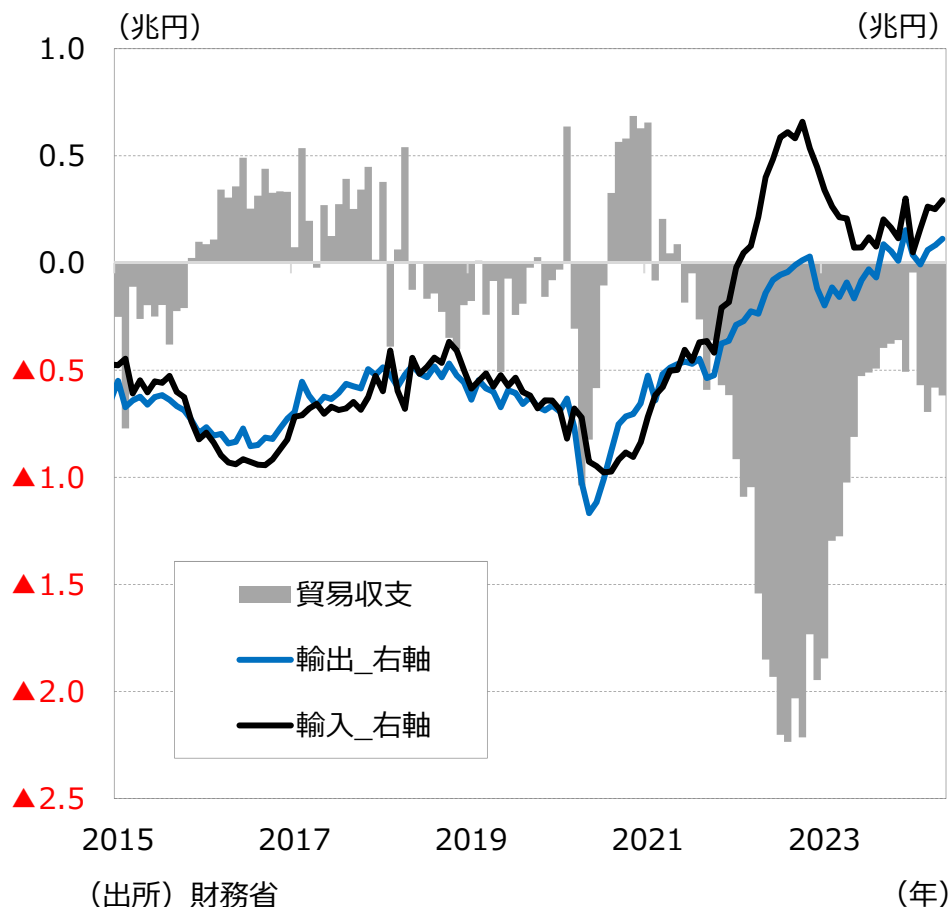


日本～輸出入の動向

原油などの資源高や円安の進行により輸入が膨らみ、貿易赤字が定着。輸出を品目別にみると、大手自動車メーカーの認証不正問題に伴う生産停止の影響により輸送用機器が伸び悩む一方で、ハイテク需要の高まりから電気機器は増加基調

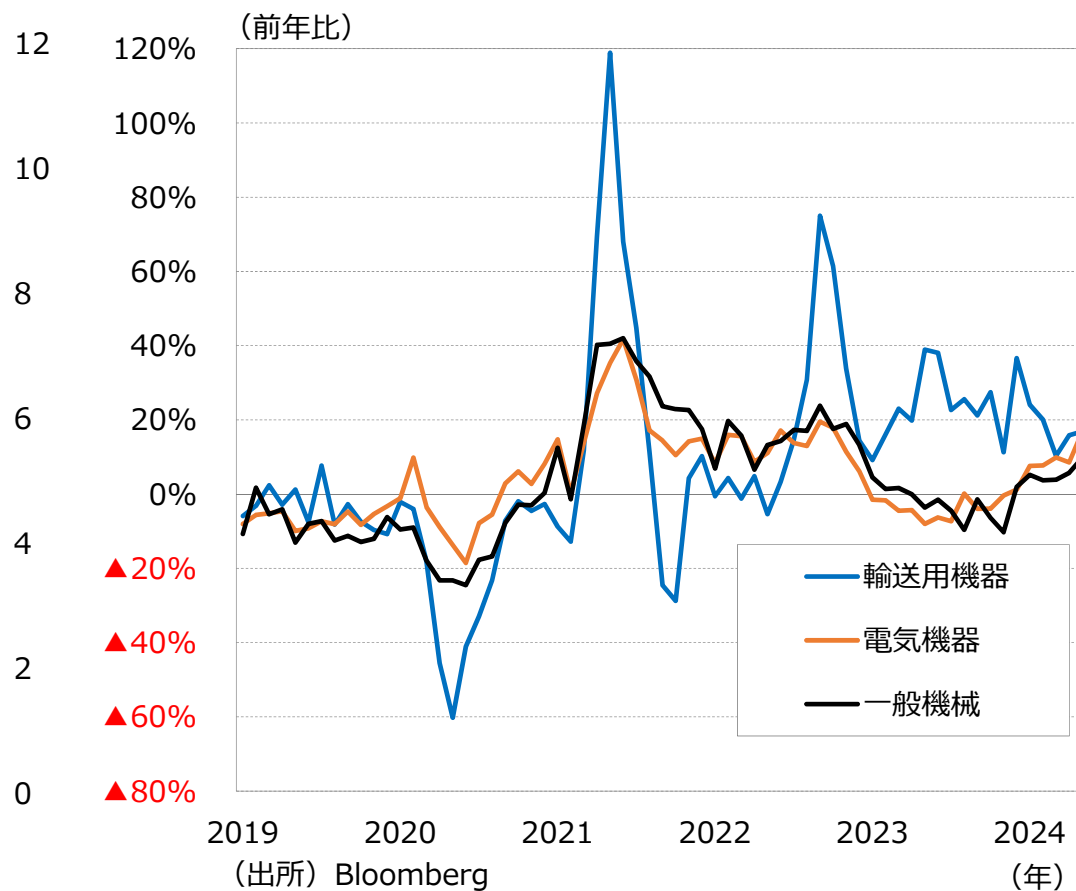
貿易収支の推移

2015年1月～2024年5月、月次



輸出金額 (主要品目) の推移

2019年1月～2024年5月、月次

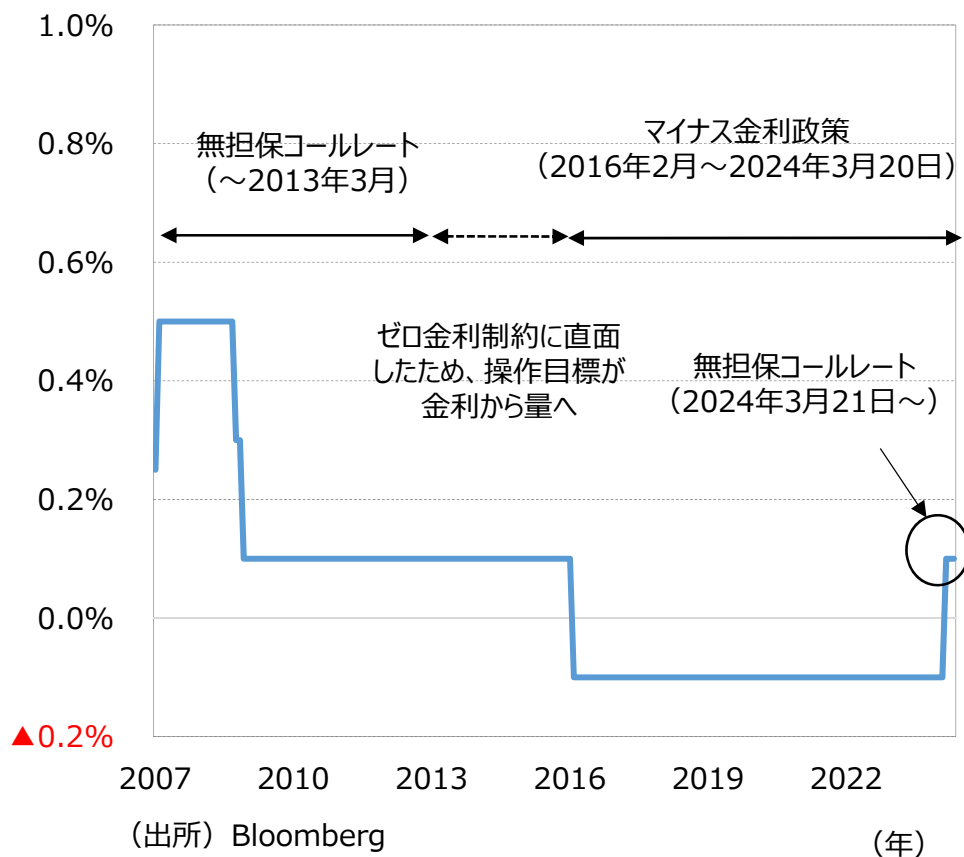


日本～金融政策（1）

日銀は6月の金融政策決定会合で、政策金利の据え置きを決定するとともに、金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、長期国債の買入れを減額する方針を決定

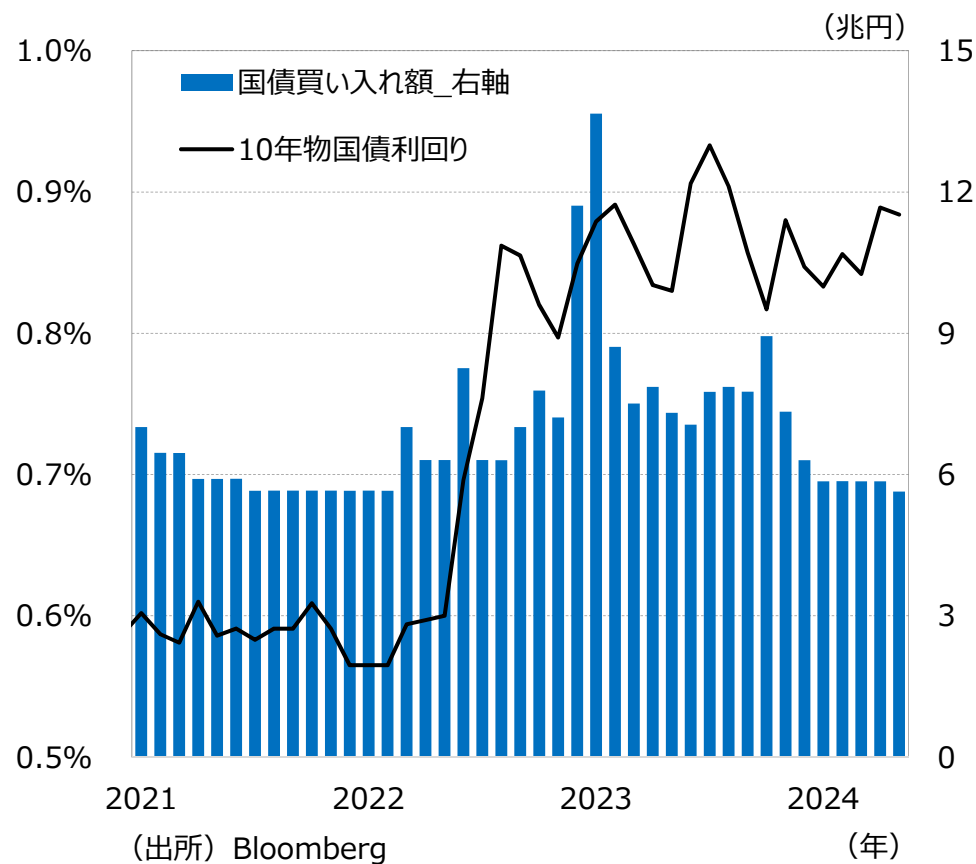
政策金利の推移

2007年1月～2024年5月、月次



日銀による国債買入れ額の推移

2021年1月～2024年5月、月次



日本～金融政策（2）

6月会合後の記者会見で植田日銀総裁は、国債買入れ減額の規模について「相応の規模になる」考えを示し、7月会合での国債買入れ減額と利下げの可能性を否定せず。また、4月会合とは異なり、円安進行をけん制する姿勢を示す

植田日銀総裁の主な発言（6月会合後の記者会見）

- 無担保コールレートを0～0.1%程度で推移するよう促す金融市場調節方針を維持することを、全員一致で決定した
- 金融市場において長期金利がより自由なかたちで形成されるよう、長期国債買入れを減額していく方針を賛成多数で決定した。今後、市場参加者の意見も確認し、次回金融政策決定会合において、今後1～2年程度の具体的な減額計画を決定する
- （国債買入れ減額の規模について）**減額する以上、相応の規模になる**
- （7月会合での国債減額と利上げの可能性について）**経済・物価情勢に関するデータないし入ってくる情報次第で、短期金利を引き上げて金融緩和度合いを調整することは当然あり得る**

（出所）日銀公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

植田日銀総裁の円安を巡る発言の変化

4月26日	基調的な物価上昇率にここまでの 円安が、今のところ大きな影響を与えているということではない （金融政策決定会合後の記者会見）
5月8日	・原油高や円安は 輸入物価上昇を起点とするコストプッシュ圧力が落ち着いていく、という見通しの前提を弱める 可能性がある。 ・過去と比べると、 為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある ことは、意識しておく必要がある（読売国際経済談話会における講演）
6月14日	・ このところの円安も含めて、輸入物価等に若干の再上昇の気配がみえる 。今後、基調的物価上昇の判断をする際に注視してみたい ・ 最近の円安が基調的物価上昇率に与える影響について、常に注意している （金融政策決定会合後の記者会見）

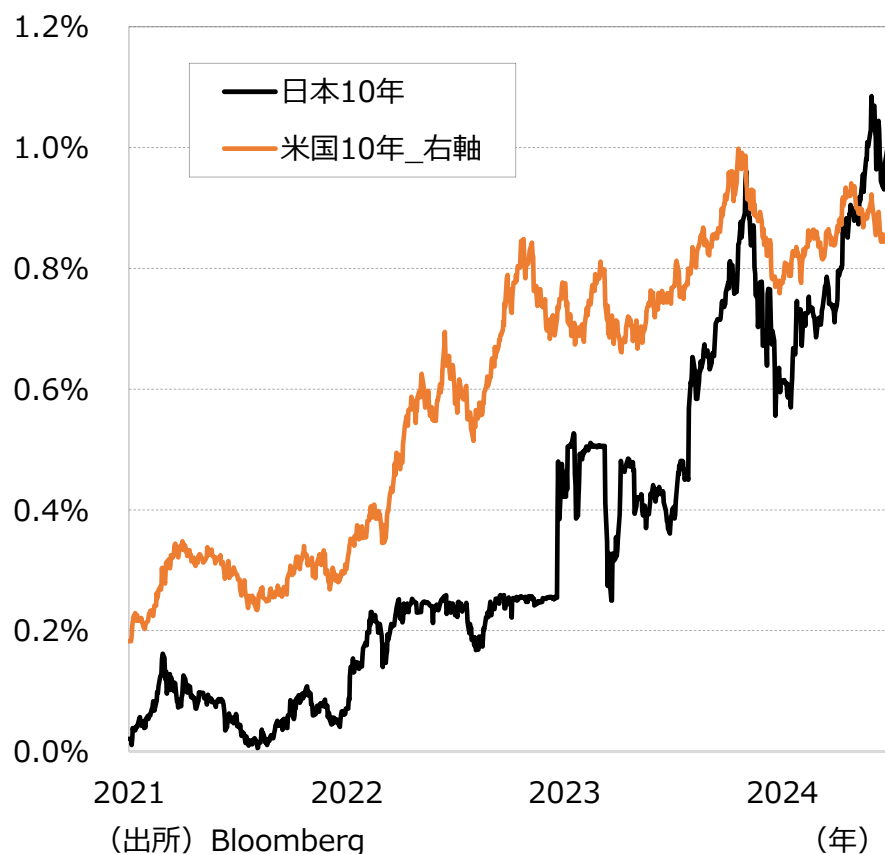
（出所）日銀公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

日本～金融政策（3）

日銀による追加利上げとFRBによる利下げへの思惑から、日米金利差は縮小。日米金利差が縮小しているにもかかわらず、為替市場では円安米ドル高が継続

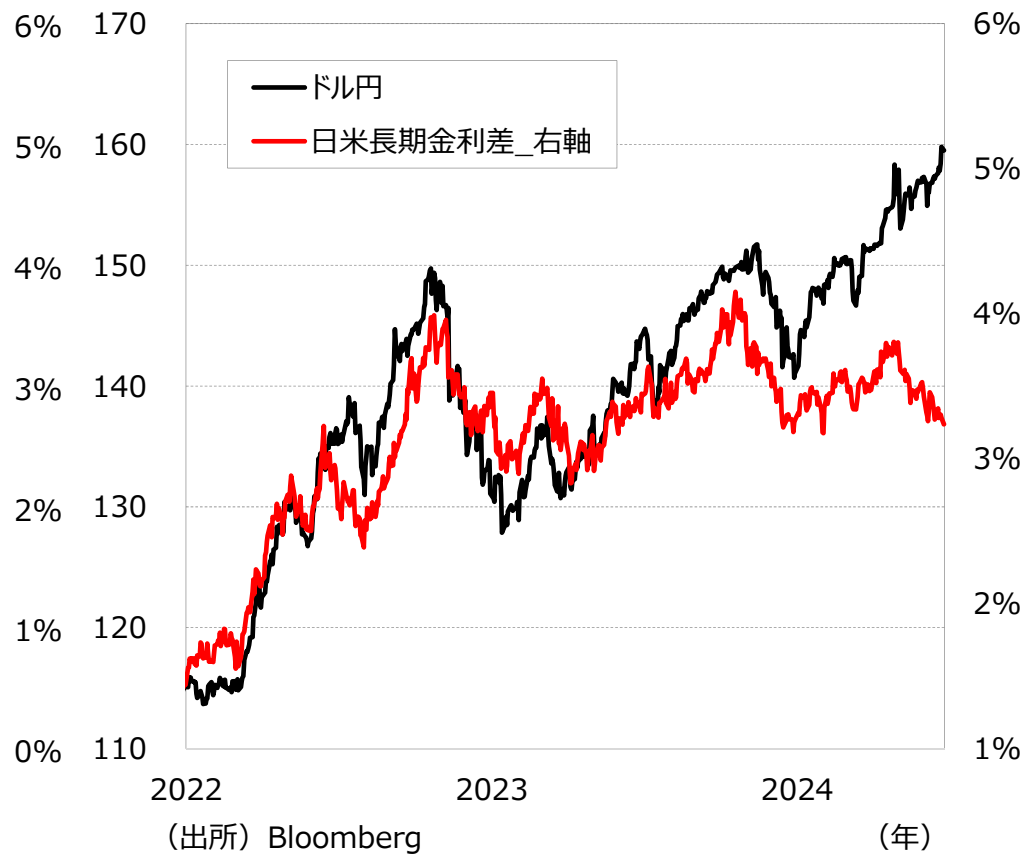
日米10年国債利回りの推移

2021年1月1日～2024年6月24日、日次



日米金利差とドル円の推移

2022年1月1日～2024年6月24日、日次

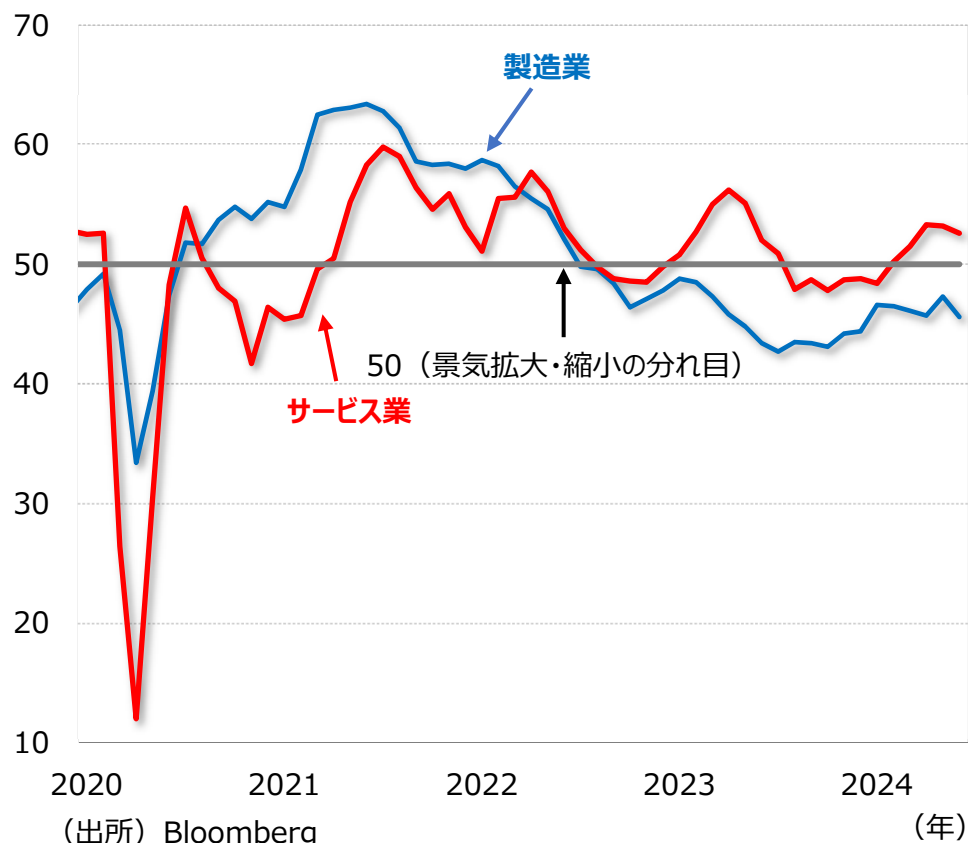


ユーロ圏～景況感と消費

ユーロ圏では中国を中心とした海外経済の減速などを背景に製造業の景況感（PMI）の悪化が続く。サービス業の景況感は改善が一服するなど、足もとでECB（欧州中央銀行）による利下げの影響は限定的

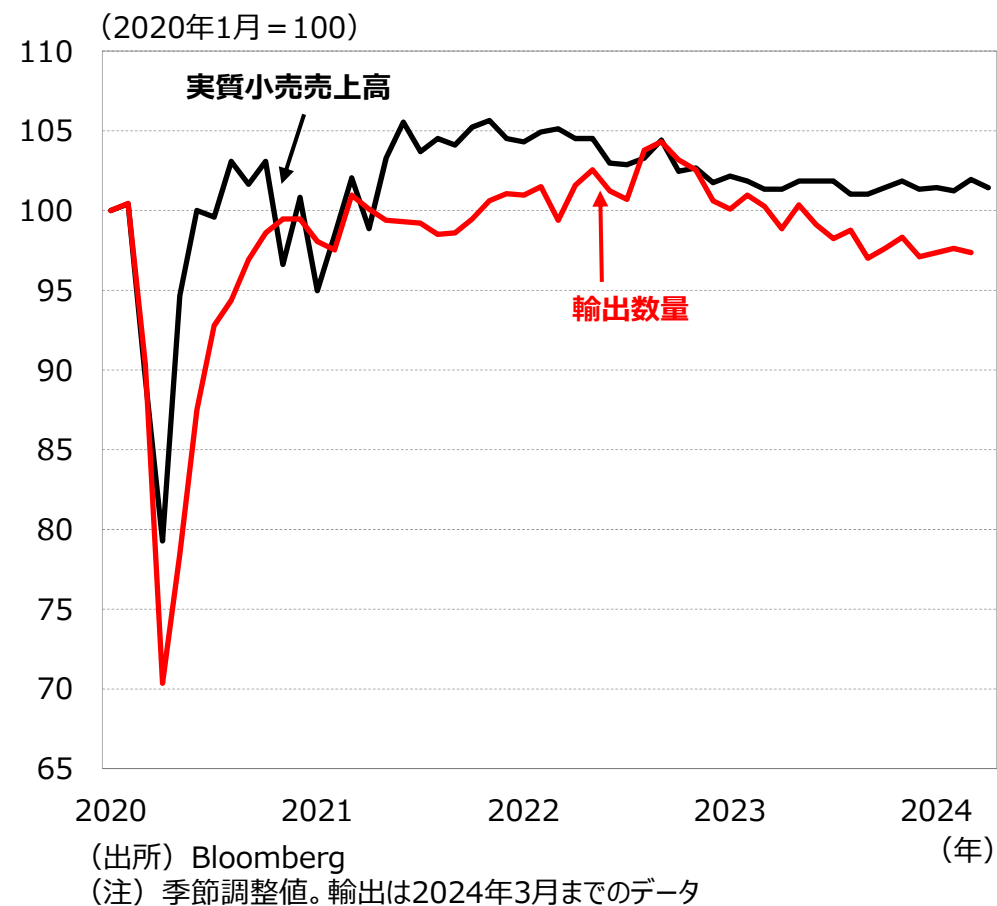
PMI（購買担当者景気指数）の推移

2020年1月～2024年6月、月次



輸出と小売売上高の推移

2020年1月～2024年4月、月次

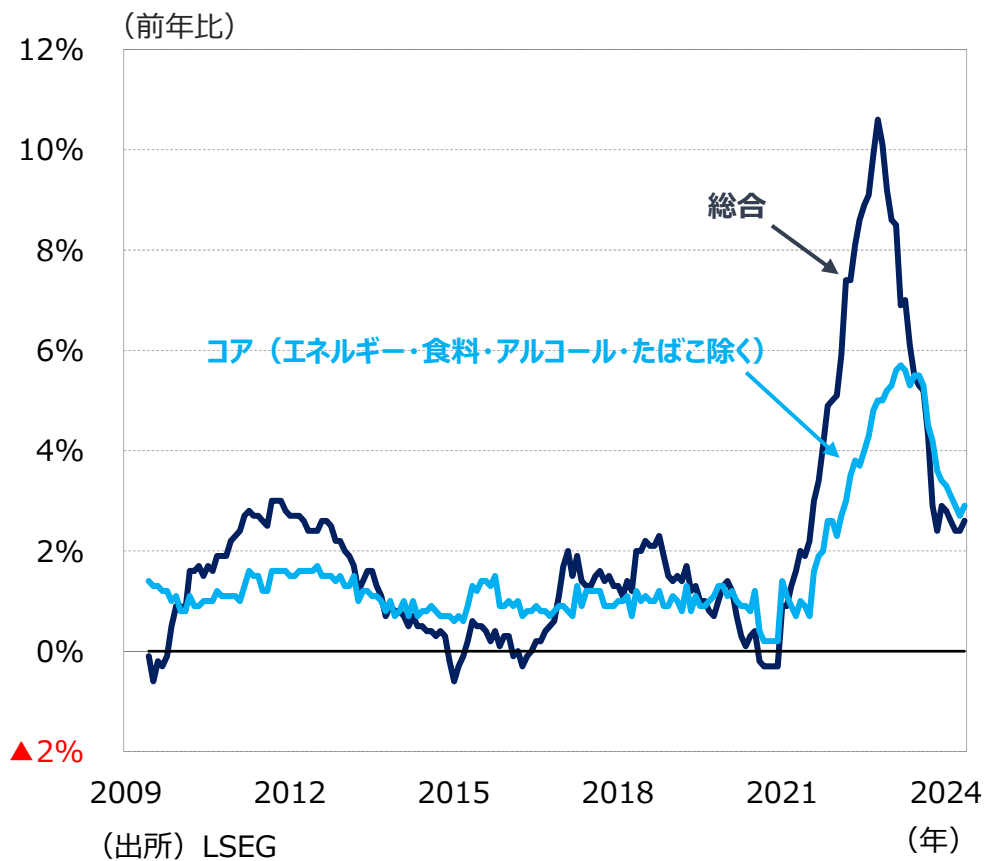


ユーロ圏～物価を取り巻く環境

消費者物価（コア）上昇率鈍化は一服。賃金の高止まりがインフレの押し上げ要因になる可能性も

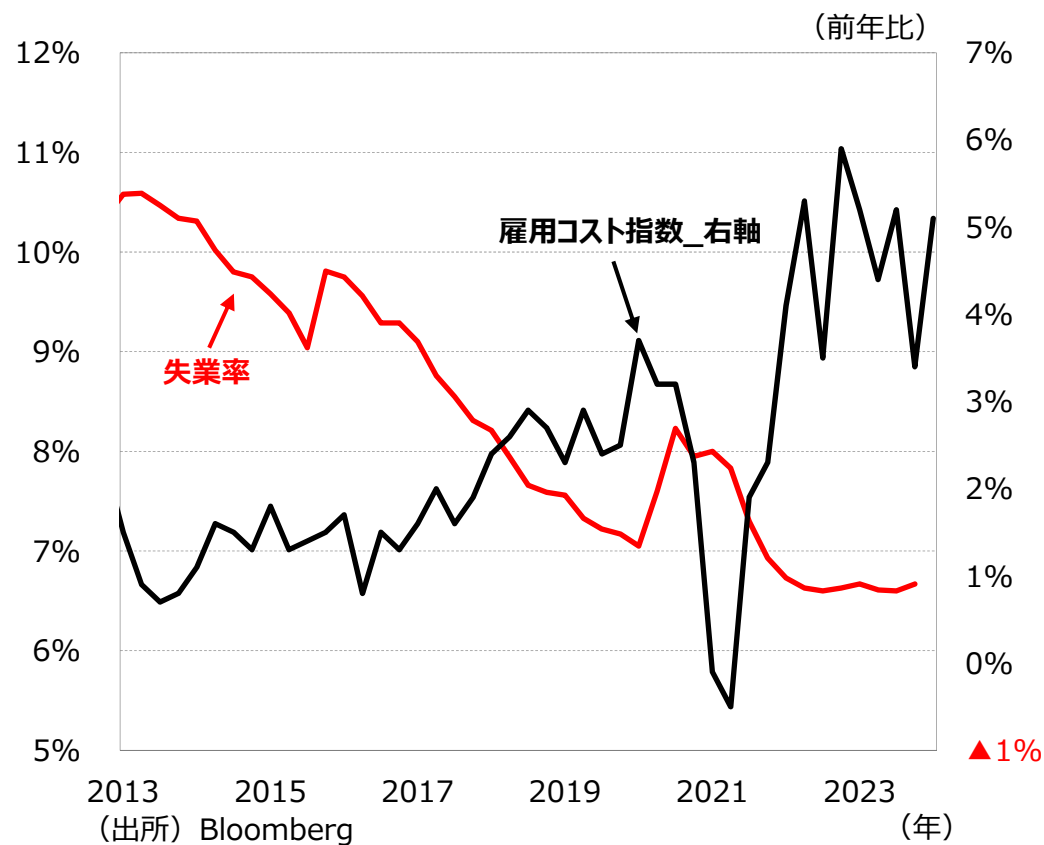
消費者物価の推移

2009年1月～2024年5月、月次



失業率と雇用コスト指数の推移

2013年1-3月期～2024年1-3月期、四半期



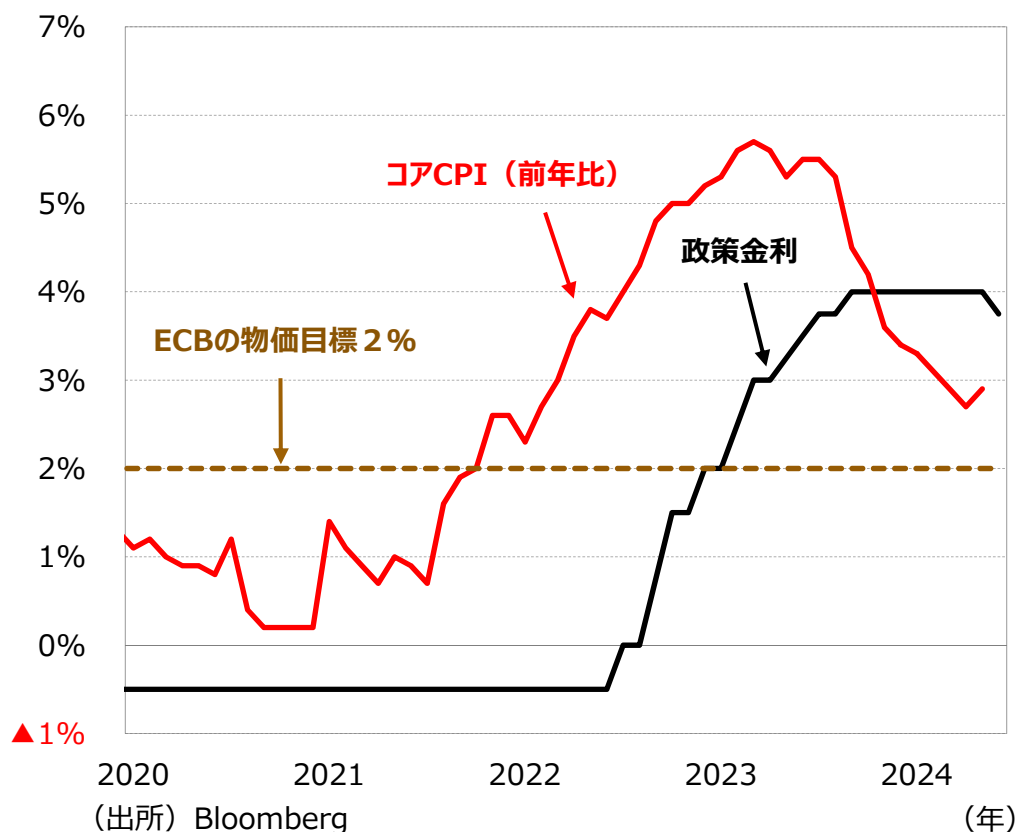
(注) 雇用コスト指数とは、従業員の労働時間あたりの報酬・賃金や給与・福利厚生等を指数化したもの
失業率は2023年10-12月期までのデータ

ユーロ圏～金融政策

ECBは6月会合で2019年9月以来、4年9か月ぶりとなる利下げを決定。記者会見におけるラガルドECB総裁の発言から、追加利下げは9月以降となる公算が大きい。市場では、10月会合での追加利下げを織り込む

ECBの主要政策金利

2020年1月～2024年6月、月次



(出所) Bloomberg
 (注) 政策金利は預金ファシリティ金利
 コアCPIは2024年5月までのデータ

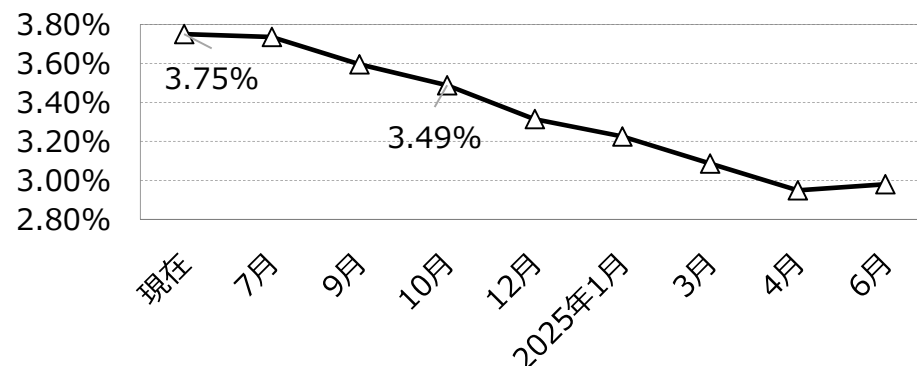
ラガルドECB総裁の主な発言内容 (会合後の記者会見)

- (追加利下げのタイミングについて) 今日、答えることはできないし、夏のずっと後半になるまで言うつもりはない。
- デイスインフレの軌道に乗っていることを確認するには、今後数か月間、更なるデータと分析が必要

(出所) 各種公表資料をもとに東京海上アセットマネジメント作成

OIS金利先物市場が織り込む政策金利水準

2024年6月24日時点



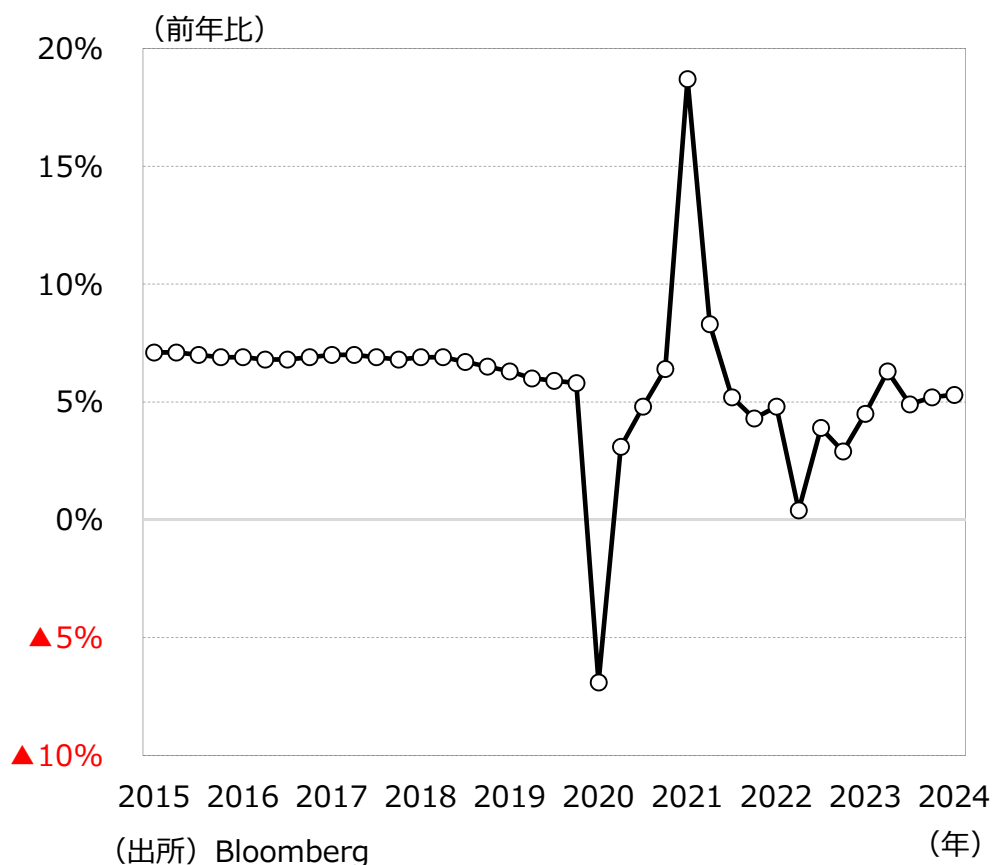
(出所) Bloomberg
 (注) 預金ファシリティ金利
 <ECB理事会開催月>

中国～実質GDP成長率

2024年1-3月期の実質GDPは前年比+5.3%と政府目標の「+5%前後」を上回る。一方、PMIは不動産や地方債務の問題が重石となり、景気拡大・縮小の分かれ目である50近傍での推移が続く

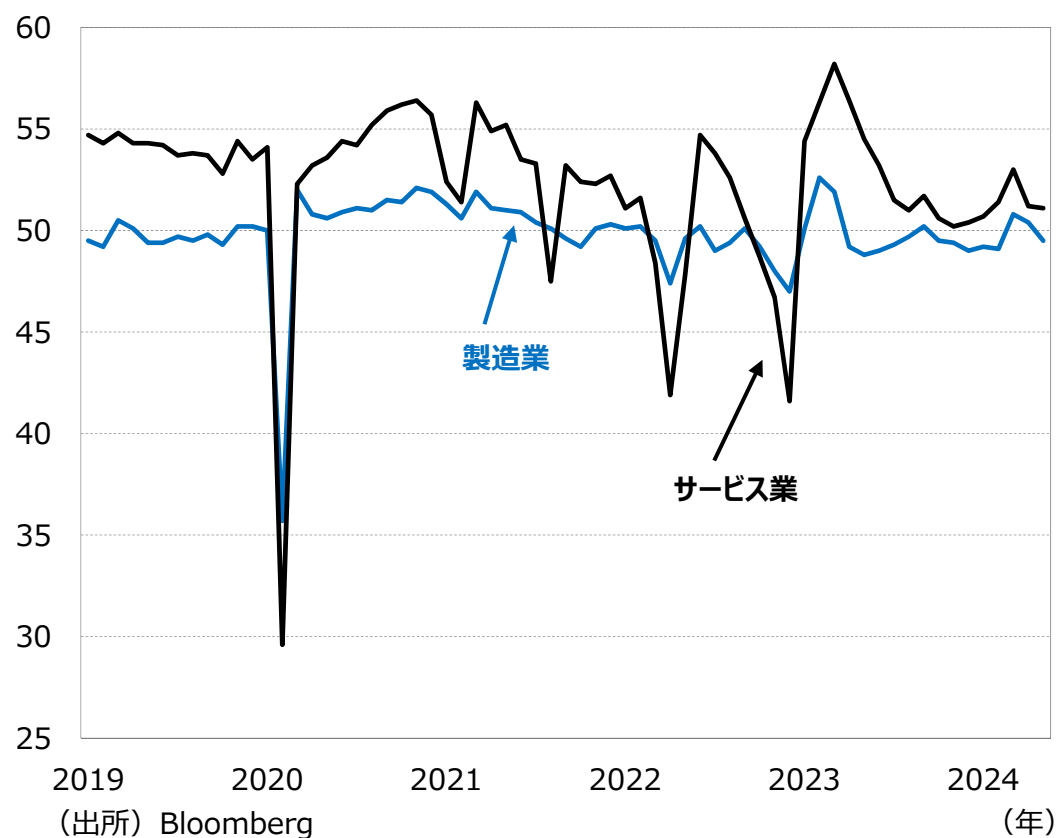
実質GDP成長率の推移

2015年1-3月期～2024年1-3月期、四半期



PMI (購買担当者景気指数) の推移

2019年1月～2024年5月、月次

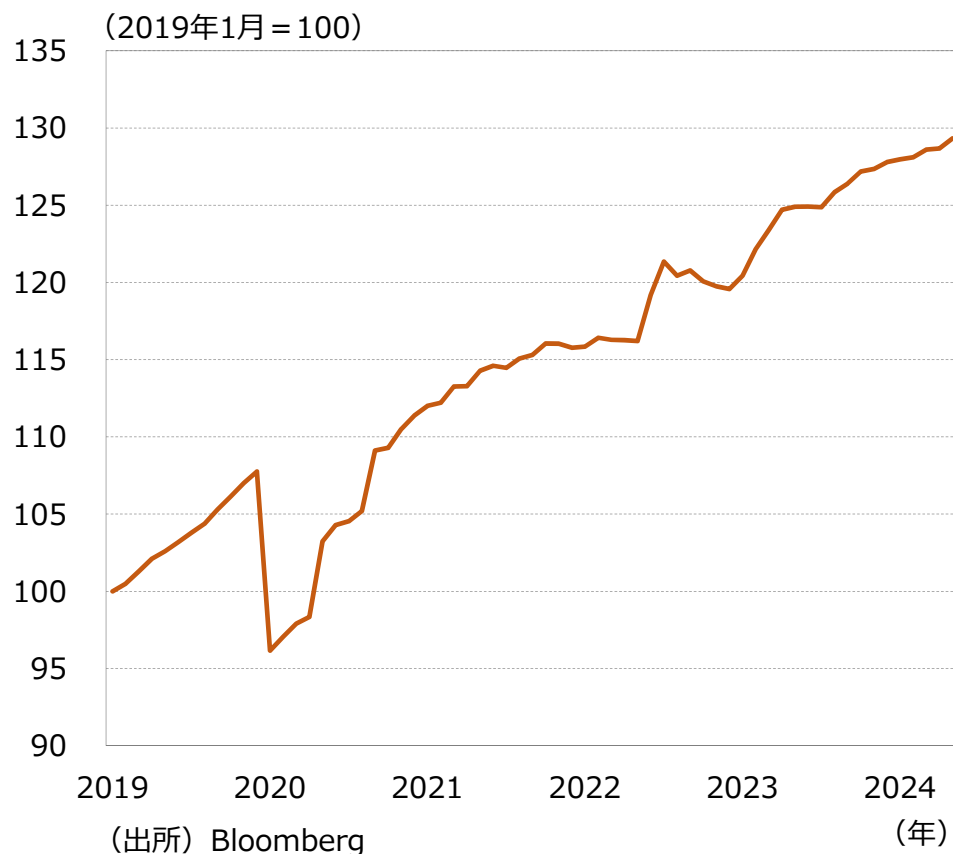


中国～個人消費

長引く不動産不況による逆資産効果などで消費者マインドが冷え込むなか、小売売上高は底堅さを維持。政府が3月に打ち出した、自動車や家電などの消費財の買い換え促進策が奏功した可能性

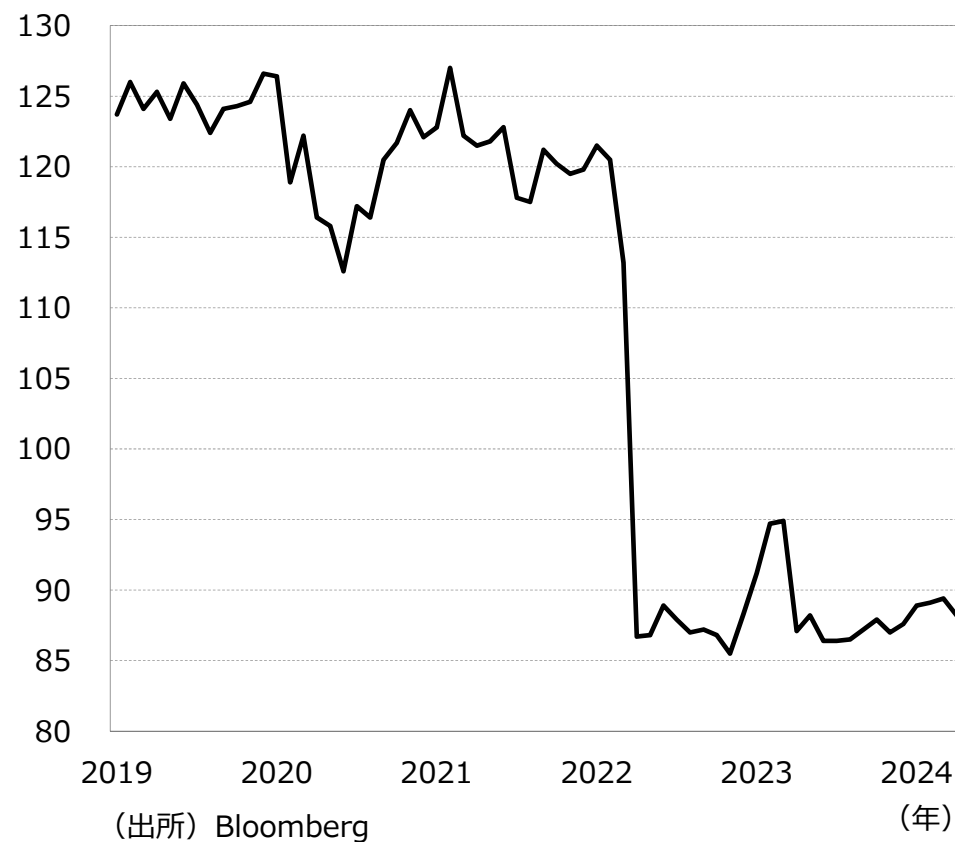
小売売上高の推移

2019年1月～2024年5月、月次



消費者信頼感指数の推移

2019年1月～2024年4月、月次



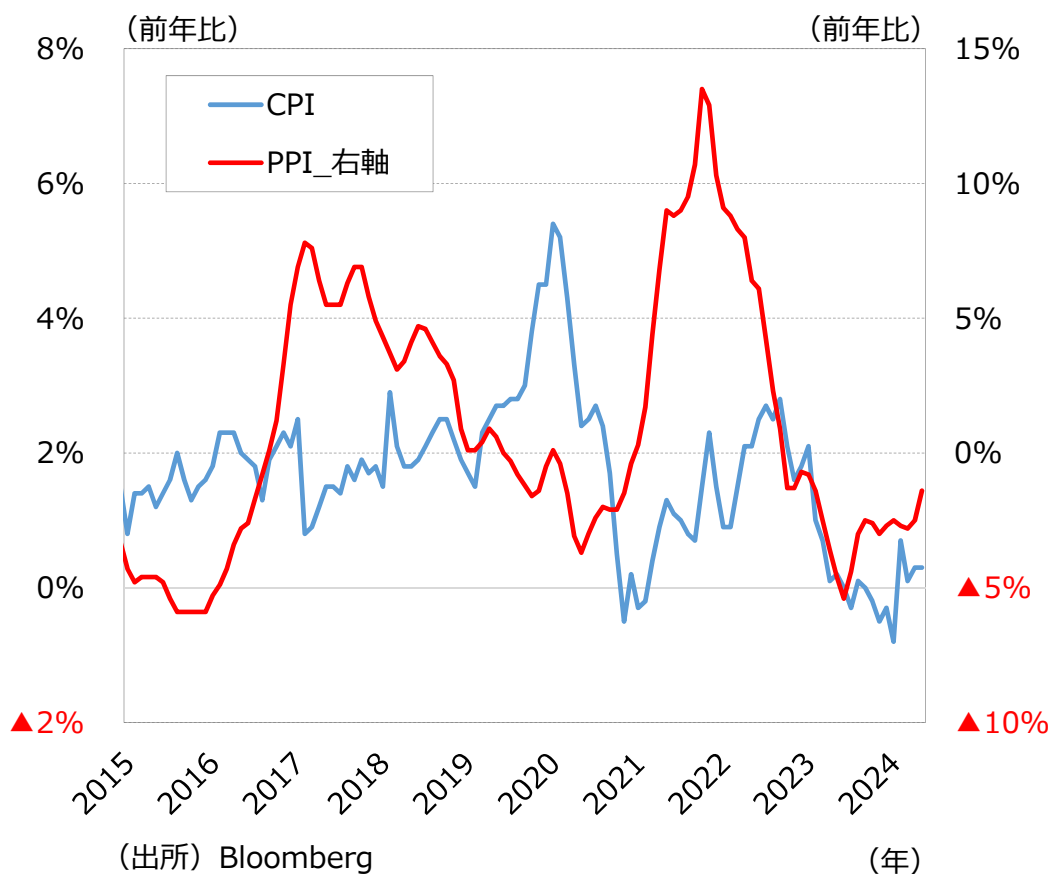
中国～物価情勢

需要の弱さを背景としたPPI ※ やCPIの下落は一服。もっとも、不動産市況の低迷は引き続きデフインフレ圧力になる可能性

(※) 卸売物価指数

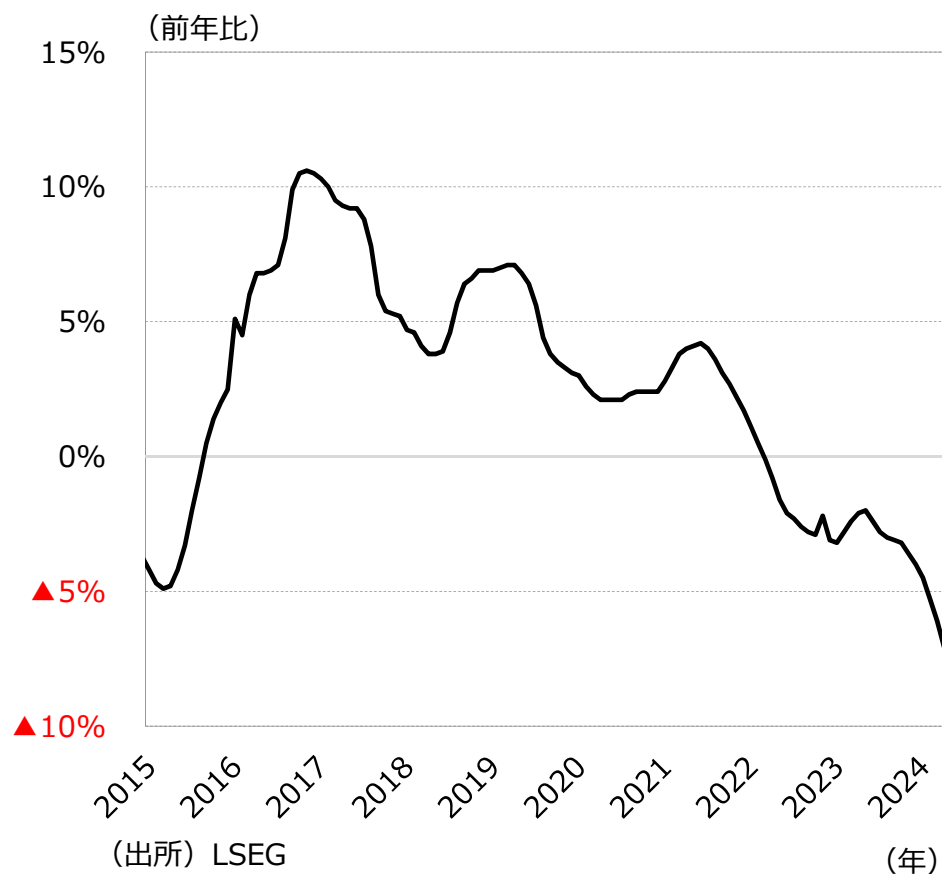
CPIとPPIの推移

2015年1月～2024年5月、月次



中古住宅価格（主要70都市）の推移

2015年1月～2024年5月、月次



※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

(ご参考) 2024年の主要イベント

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
米国	金融政策決定会合など	30-31	議会証言	19-20 (経済見通し)		4/30-5/1	11-12 (経済見通し)	30-31	ジャクソンホール会議	17-18 (経済見通し)		6-7	17-18 (経済見通し)
	政治	一般教書/予算教書		スーパーチューズデー			大統領選討論会			大統領選討論会		大統領選挙	
日本	金融政策決定会合など	22-23 (展望レポート)		18-19	25-26 (展望レポート)	多角的レビュー	14-15	30-31 (展望レポート)		19-20	30-31 (展望レポート)		18-19
	政治			春闘集中回答日									
欧州	金融政策決定会合	25		7 (経済見通し)	11		6 (経済見通し)	18		12 (経済見通し)	17		12 (経済見通し)
	政治			ロシア大統領選挙									
その他	政治	台湾総統選		(中国) 全国人民代表大会 (全人代)	IMF 経済見通し						IMF 経済見通し		(中国) 中央経済工作会議

(出所) 各種報道資料等をもとに東京海上アセットマネジメント作成

※上記は作成日時点の情報に基づき東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、将来予告無く変更されることがあります。

マーケット動向

	国内株式	国内債券	海外株式	海外債券	J-REIT	為替 (TTM)	
参考指数	TOPIX	NOMURA-BPI (総合)	MSCIコカイ指数 (米ドルベース)	FTSE世界国債インデックス (除く日本、米ドルベース)	東証REIT指数	(米ドル/円)	(ユーロ/円)
2023年5月末	2,130.63	375.27	2,891.88	951.77	1,880.45	139.77	150.04
2024年5月末	2,772.49	356.53	3,570.20	969.90	1,741.01	156.74	169.78
騰落(変化)率	30.1%	▲5.0%	23.5%	1.9%	▲7.4%	12.1%	13.2%

※日本の営業日ベースで記載しています。

金融市場 (各参考指数) の推移 (資産別)

2019年12月末～2024年5月末、日次

株式市場



債券市場



※上記は過去の実績であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

今後のマーケット見通し（概要）

対象資産	コメント
【国内株式】 TOPIX	国内では、6月から始まる定額減税などの物価高対策や国内設備投資への補助金などが個人消費や企業の設備投資活動を下支えすると考えるほか、足元株価が小幅に調整し、過熱感が和らいだことも国内株式市場にプラスに働くと予想。もっとも、海外では、欧米中央銀行の金融引き締め政策による消費および設備投資動向への影響に加え、海上運賃の上昇、イスラエルなど中東情勢をはじめとした地政学的リスクの高まりなど、今後の世界経済や金融政策などの動向には留意が必要
【国内債券】 10年国債利回り	日銀の金融政策運営に対する不透明感が高まっていることは、長期金利の上昇要因になることを想定。ただし、現在の長期金利は日銀による追加利上げを相当程度織り込んだ水準にあると考えられるため、さらなる金利上昇余地は限定的であり、基本的には狭いレンジ内で方向感のない展開が継続すると予想
【J-REIT】 東証REIT指数	今後の銘柄の物色動向では、金利コストの上昇や修繕コストを上回る賃料上昇が期待される賃貸住宅セクターの銘柄が投資家から選好されやすい投資環境を想定。また、引き続き、円安や増加基調にある訪日外国人旅行客数を背景に業績の成長性が見込まれる宿泊施設セクターの銘柄も底堅く推移すると予想
【米国株式】 NYダウ 工業株30種	6月にかけてはマクロ環境および金融政策動向に左右される展開も、堅調な企業業績が株価を下支えすることを想定。その後は、大統領選挙前に政治的な不透明感から上値の重い展開が見込まれるものの、利下げによる景気回復期待から株価は上昇していく展開を予想
【米国債券】 10年国債利回り	4月の米国雇用統計やCPIがともに事前予想より下振れしたものの、債券市場が織り込んだ年内の利下げ回数は2回を割り込む水準まで後退。利下げ開始が後ろ倒しされる可能性はあるものの、一部指標においては世界的な景気減速の兆候が見えつつあることから、米国債利回りは中長期的には低下基調で推移すると予想
【為替】 米ドル円	日銀の今後の金融政策に関しては引き続き不透明感が高いものの、中長期的には米国の利下げや日銀の金融政策正常化への思惑を受けて円高米ドル安基調となる展開を予想

※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年5月末時点の予想です。

※上記は将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

政府による経済・物価対策などがプラスに働くものの、欧米における金融引き締めの影響や地政学リスクもあり、横ばいを想定

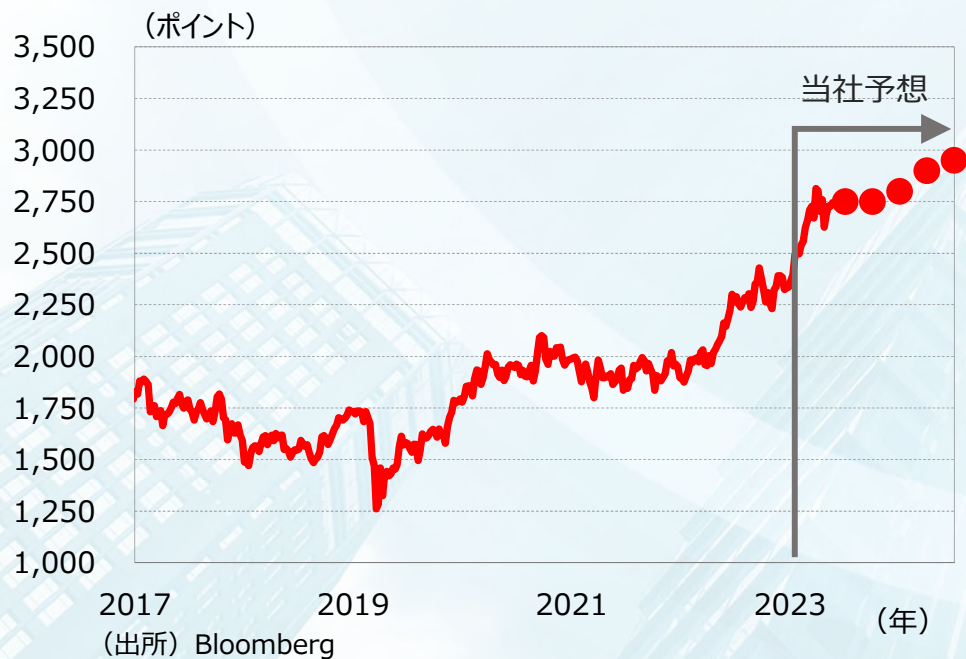
- 国内では、6月から始まる定額減税などの物価高対策や国内設備投資への補助金などが個人消費や企業の設備投資活動を下支えすると考えるほか、足元株価が小幅に調整し、過熱感が和らいだことも国内株式市場にプラスに働くと考えます。
- もっとも、海外では物価の高止まりに伴う欧米中央銀行の金融引き締め政策による消費および設備投資動向への影響に加え、海上運賃の上昇、イスラエルなど中東情勢をはじめとした地政学的リスクの高まりなど、今後の世界経済や金融政策などの動向には留意が必要と考えています。

TOPIXの推移と当社予想

2017年12月27日～2025年6月27日、週次

※実績値は2024年5月24日まで

※予想は2024年5月末時点の当社予想値（四半期毎）

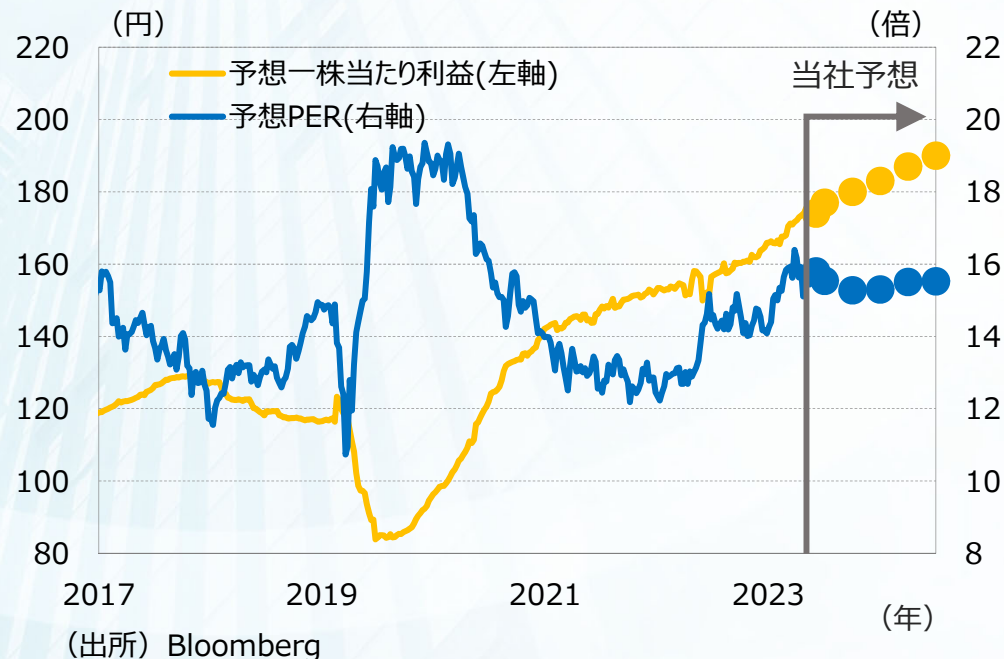


TOPIXの予想一株当たり利益と予想PER

2017年12月27日～2025年6月27日、週次

※実績値は2024年5月24日まで

※予想は2024年5月末時点の当社予想値（四半期毎）



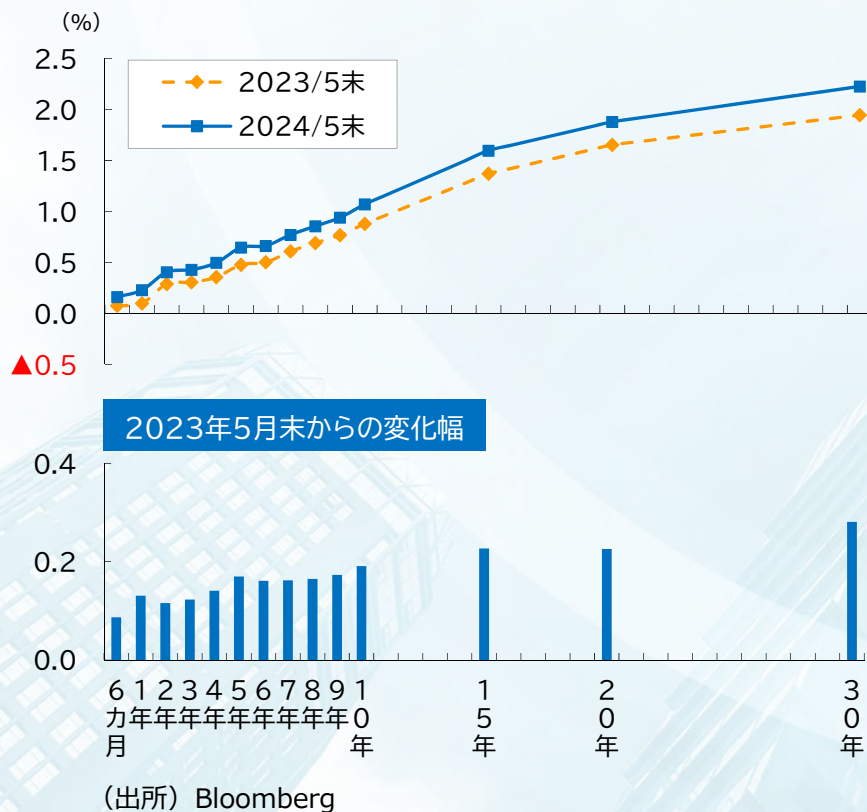
※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年5月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

日銀による追加利上げはほぼ織り込まれていることから、長期金利は当面レンジ相場が継続すると予想

- 日銀の金融政策運営に対する不透明感が高まっていることは、長期金利の上昇要因になると考えます。ただし、現在の長期金利は日銀による追加利上げを相当程度織り込んだ水準にあると考えられるため、さらなる金利上昇余地は限定的であり、基本的には狭いレンジ内で方向感のない展開が継続すると予想します。

日本国債 年限別利回りの変化



日本・米国・ドイツ 10年国債利回り



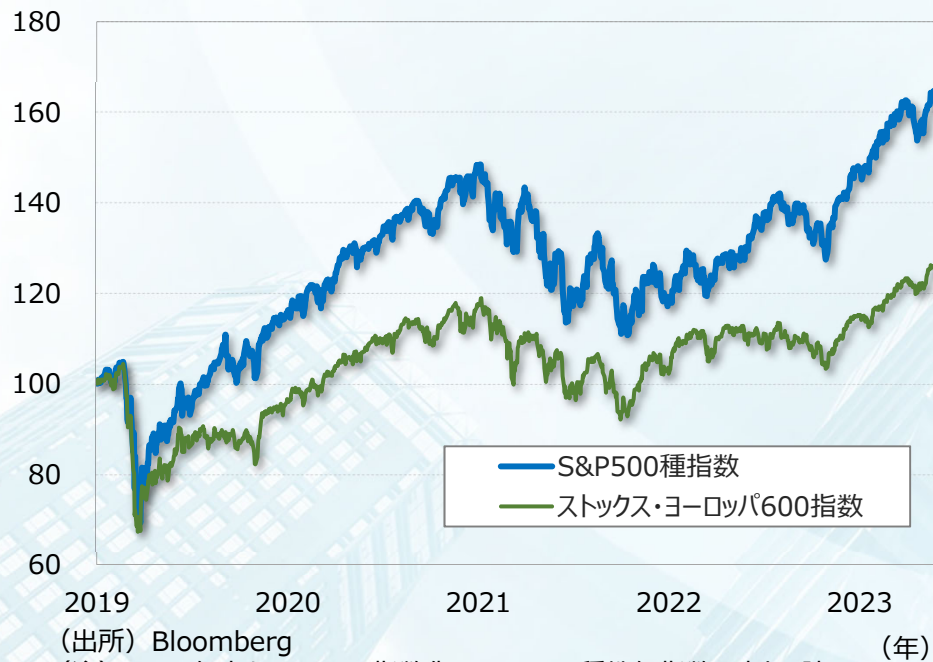
※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年5月末時点の予想です。
 ※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

短期的には堅調な企業業績が下支えも、利下げによる景気回復への期待から上昇する展開を予想

- マクロ環境および金融政策動向に左右される展開が見込まれるものの、短期的には堅調な企業業績が株価を下支えするとみています。
- その後、選挙前に政治的な不透明感から上値の重い展開が予想されるが、利下げによる景気回復期待から株価は上昇していく展開を予想します。

米欧の株価指数の推移

2019年12月末～2024年5月末、日次



先進国株式指数および一株当たり利益の推移

先進国株式指数：2015年12月末～2024年5月末、月次
一株当たり利益：2015年12月末～2024年9月末、四半期毎
(2024年6月末～9月末はBloombergの予測値)



※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年5月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

先進国債券市場（米国・ドイツ） 見通し

米・欧の長期金利は、景気減速とともに低下基調で推移すると予想

- 米国では、4月の米国雇用統計やCPIがともに事前予想より下振れしたほか、一部指標において景気減速の兆候が見えつつあることから、米国債利回りは中長期的には低下基調での推移を予想します。
- 欧州では、物価や賃金の伸びが減速することが見込まれることから、ドイツ国債利回りは中長期的には低下基調での推移を予想します。

米国 年限別国債利回り（2年・10年）

2019年12月末～2024年5月末、日次



ドイツ 年限別国債利回り（2年・10年）

2019年12月末～2024年5月末、日次



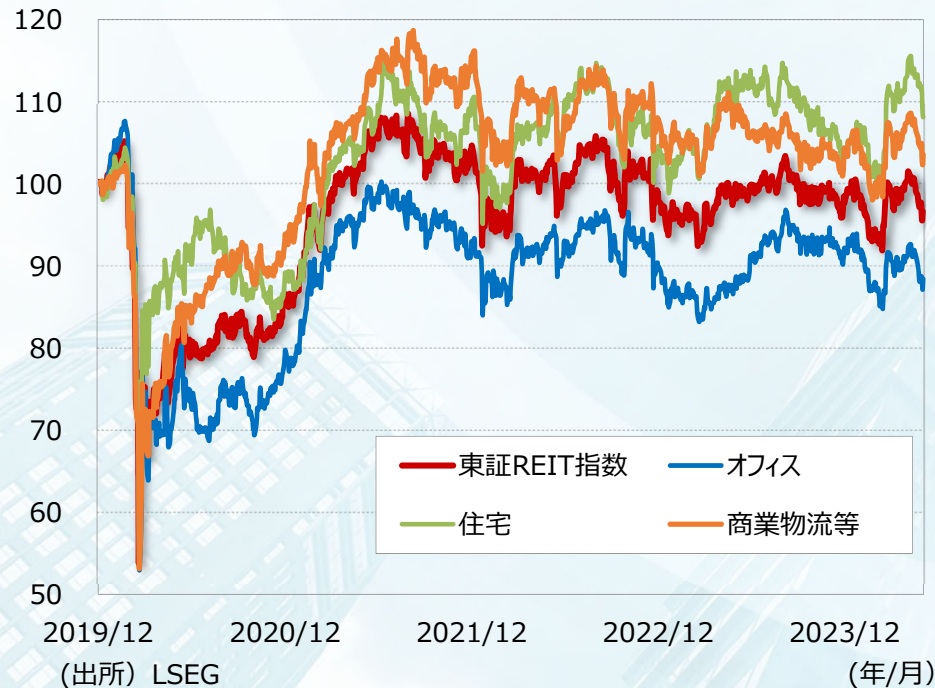
※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年5月末時点の予想です。
※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

訪日需要への期待から、宿泊施設セクターは底堅く推移すると予想

- 今後の銘柄の物色動向では、金利コストの上昇や修繕コストを上回る賃料上昇が期待される賃貸住宅セクターの銘柄が投資家から選好されやすいと想定します。
- また、引き続き、円安や増加基調にある訪日外国人旅行客数を背景に業績の成長性が見込まれる宿泊施設セクターの銘柄も底堅く推移すると想定します。

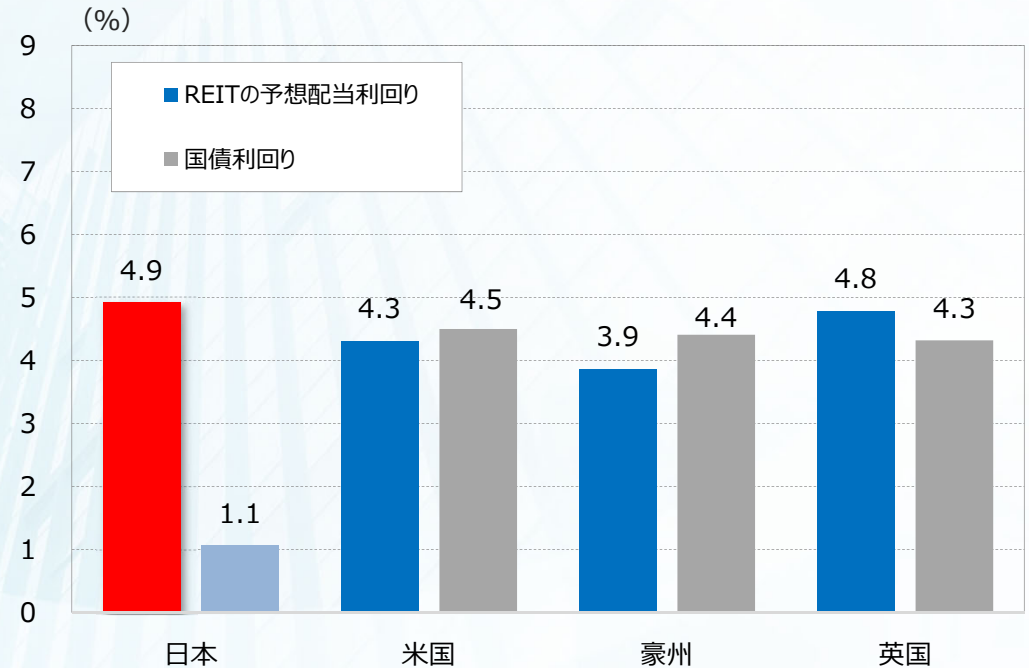
東証REIT指数と東証REIT用途別指数の推移（配当込み）

2019年12月末～2024年5月末、日次



主要国のREITと10年国債の利回り格差

2024年5月末時点



※上記は東京海上アセットマネジメントの2024年5月末時点の予想です。

※上記は過去の実績および将来の予想であり、将来の動向やファンドの運用成果等を示唆・保証するものではありません。

指数について

TOPIX

TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社(以下、JPXといいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、JPXにより提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。

NOMURA-BPI(総合)

NOMURA-BPI(総合)に関する著作権、商標権、知的財産権、その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社に帰属します。

MSCIコクサイ指数(米ドルベース)

MSCIコクサイ指数(米ドルベース)とは、MSCI社が発表している日本を除く主要先進国の株式市場の動きを捉える代表的な株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。

また、MSCIは同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCIの許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。

FTSE世界国債インデックス(除く日本、米ドルベース)

FTSE世界国債インデックス(除く日本、米ドルベース)は、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、日本を除く世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

東証REIT指数

「東証REIT指数」は、株式会社JPX総研が算出する株価指数であり、東証市場に上場するREIT全銘柄を対象とした浮動株ベースの時価総額加重方式により算出されます。東証REIT指数の指数値および東証REIT指数にかかる標章または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社(以下、JPXといいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等東証REIT指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証REIT指数にかかる標章または商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、東証REIT指数の指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、JPXにより提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。

S&P500種指数

S&P500種指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、スタンダード&プアーズ フィナンシャルサービシーズ エルエルシーに帰属します。

ストックス・ヨーロッパ600指数

ストックス・ヨーロッパ600指数はストックス・リミテッドの商標です。本商品はストックス・リミテッドによって資金提供、保証、売買、または販売促進されるものではなく、ストックス・リミテッドはその投資成果等についても責任を負いません。

投資信託にかかるリスク・費用、ご留意事項について

【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でご確認ください。

※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。

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。

【ご留意事項】

- 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。