

～TMAMマーケットウィークリー(5/12～16)～

Topic: 対立から緊張緩和へ、米国株は上昇、日本株はいったん踊り場へ

- 5月12日～15日の米国株式市場(S&P500種指数)は、前週末比で上昇しました。週初12日は、米中の貿易協議の結果、両国が追加関税を大幅に引き下げることで合意したことを受け、株式市場は大幅に上昇しました。13日発表の米国の消費者物価指数(CPI)は、先行きへの警戒が残る内容でしたが、4月から激しく対立してきた米中の緊張緩和から、楽観的な声が市場では増えてきており、株式市場は底堅く推移しました。14日は、AI技術の流出を警戒していた米国が、トランプ大統領が訪問中の中東への半導体輸出容認へ転換すると期待され、ハイテク株が上昇しました。15日も長期金利の低下などから上昇し、5月12日以降は4営業日連続で上昇しました。
- 5月12日～16日の日本株式市場(TOPIX(東証株価指数))は、前週末比で横ばいとなりました。週初、米中貿易協議の結果、米中両国が大幅に関税を引き下げることが発表されると、13日まで13営業日連続で上昇は継続しました。しかし、その間に約10%上昇したことを受け、利益確定などから、14日に14営業日ぶりに下落すると、米韓による為替協議が行われたとの報道から日本円でも同様の動きが警戒されたこと、内閣府が発表した1～3月期の実質国内総生産(GDP)がマイナス成長だったことなどから、連続した上昇が一服して今週を終えました。
- 来週(5月19日～23日)は、4月の全国消費者物価指数(総合指数、CPI)に注目しています。コアCPI(生鮮食品を除く総合指数)は、3月の前年比+3.2%から4月は同+3.7%へ伸びが加速することが予想されます。既に公表された4月の東京都区部コアCPIと同様、4月から実施される公立高校授業料の無償化が押し下げ要因になる一方、電気・ガス代の補助縮小や食料品価格の上昇などが押し上げ要因になるとみられます。

【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)	5月16日	37,753.72	0.67	250.39
	TOPIX		2,740.45	0.25	6.96
	NYダウ(米ドル)	5月15日	42,322.75	2.60	1,073.37
	S&P500		5,916.93	4.54	257.02
	ユーロ・ストックス50指数	5月15日	5,412.08	1.93	102.34
利回り年率 国債	日本(%)	5月16日	1.46	—	0.09
	米国(%)	5月15日	4.43	—	0.05
	ドイツ(%)	5月15日	2.62	—	0.06
為替	ドル円(円/米ドル)	5月16日	145.08	▲0.51	▲0.74
	ユーロ円(円/ユーロ)		162.58	▲0.64	▲1.04

(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
9日 (金)	日本	現金給与総額	前年比+2.5%	同+2.1%
		実質賃金	前年比▲1.6%	同▲2.1%
12日 (月)	日本	4月現状判断DI	44.6	42.6
		金融政策決定会合における主な意見(4月30、5月1日開催分)		
13日 (火)	米国	4月消費者物価指数 (食品及びエネルギーを除く)	前年比+2.8%	同+2.8%
			前月比+0.3%	同+0.2%
14日 (水)	日本	4月国内企業物価指数	前年比+4.0%	同+4.0%
15日 (木)	米国	4月小売売上高	前月比0.0%	同+0.1%
		新規失業保険申請件数	22.8万件	22.9万件
		4月鉱工業生産	前月比+0.1%	同0.0%
		5月NAHB住宅市場指標	40	34
		パウエルFRB議長講演		
16日 (金)	日本	1-3月期実質GDP	前期比年率▲0.3%	同▲0.7%
		中村日銀審議員講演		
	米国	4月住宅着工件数	136.4万件	
		5月ミシガン大学消費マード	53.5	

(出所)Bloomberg (注)16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：米中の貿易協議の結果を受けて上昇

5月12日～15日の米国株式市場(S & P500種指数)は、前週末比+4.54%の上昇となりました(図表3)。

10日からスイスで行われた米中の貿易協議の結果、両国が追加関税を大幅に引き下げることで合意したと12日に発表されると、株式市場は大幅に上昇しました。

13日発表の米国の消費者物価指数(CPI)は、関税による物価への影響は限定されたものの、先行きへの警戒が残る内容でしたが、4月から激しく対立してきた米中の緊張緩和から、楽観的な声が市場では増えており、株式市場は底堅く推移しました。14日は、AI技術の流出を警戒していた米国が、トランプ大統領が訪問中の中東への半導体輸出容認へ転換すると期待され、ハイテク株が上昇しました。

15日も長期金利の低下などから上昇し、5月12日以降は4営業日連続で上昇しました。

米国経済：関税による物価上昇の影響は限定的

米労働省が公表した2025年4月の消費者物価指数(以下、CPI)は、前年比+2.3%と事前予想(同+2.4%)を下回りましたが、変動の大きい食料品及びエネルギーを除くコアCPIは前年比+2.8%と市場予想通りの結果となりました(図表4)。4月には25%の自動車関税や10%の相互関税が発動されたことに加え、中国からの輸入品に対して125%の関税が上乗せ(145%の関税が適用)されたものの、4月のCPIへの影響は限定的なものにとどまりました。

コアCPIについて、物価の瞬間風速を示す前月比は+0.2%と市場予想(+0.3%)を下回りました(図表5)。また、FRBが注目する基調的なモメンタムを確認すると、3か月前比年率値(3月:+2.96%→4月:+2.10%)、6か月前比年率値(3月:+3.03%→4月:+2.97%)ともに減速した格好となり、基調的なインフレ率は緩やかながらも、FRBの2%目標に向けて低下していることが示されました。

コアCPIのうち、コア財は前月比+0.06%と小幅ながらプラスに転じました。中国からの輸入依存度が高い品目をみると、家電製品(前年比+0.84%)は高い伸びを示したものの、娯楽用品(同+0.41%)は3月に下落した反動という側面があるほか、衣料品(同▲0.20%)に至っては下落に転じています(次頁図表6)。

【図表3 株式市場の動向】

2024年12月30日～2025年5月15日
日次、現地通貨ベース

(2024年12月30日=100)



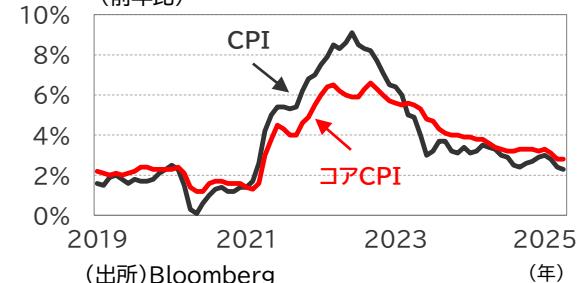
(出所)Bloomberg

(年/月)

【図表4 CPIとコアCPIの推移】

2019年1月～2025年4月、月次

(前年比)

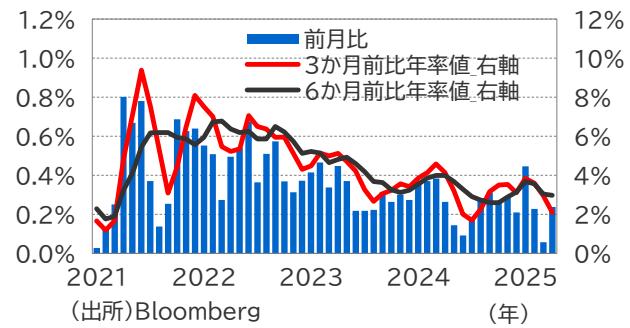


(出所)Bloomberg

(年)

【図表5 コアCPIのモメンタムを示す指標】

2021年1月～2025年4月、月次



(出所)Bloomberg

(年)

(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。

関税発動前に、駆け込み輸入によって在庫が急増したこともあり、関税の影響は限定的なものにとどまっている可能性があります。

関税の影響を見極める上で財価格の動向に注目が集まる一方で、サービス価格は緩やかながらも鈍化していることが示されました。コアサービスは、前月比+0.29%と単月で加速したものの、3か月前比年率(3月:+3.54%→4月:+2.62%)や6か月前比年率(3月:+3.58%→4月:+3.48%)は低下しており、前年比では+3.6%と2021年10月以来の低水準となりました。

特に、ウエイトの大きい家賃が安定化していることは、FRBに一定の安心感をもたらしていると考えられます。4月は民営家賃の伸びがやや加速した一方、より重要な帰属家賃は鈍化しました。前年比ベースでも、家賃を含めた住居費は8か月連続で緩やかな鈍化を続けています。

4月のCPIの結果を受けて、中国からの輸入品に対して大幅な関税が上乗せされたにもかかわらず、関税の影響は軽微であると評価するのは時期尚早と考えられます。輸入在庫が掃けた段階で、徐々に関税分が価格に上乗せされるとみられるからです。もっとも、最近の米中貿易協議の合意を受けて、関税が大幅に低下したことを考慮すると、インフレ率が大きく上振れる可能性は低くなつたとみられ、FRBは年後半にも利下げを再開することが予想されます。

日本株式市場：連続した上昇が一服

5月12日～16日のTOPIX(東証株価指数)は、前週末比+0.25%とほぼ横ばいとなりました。

連休前から米中間の貿易摩擦緩和を期待し、TOPIXは9日まで11営業日連続で上昇していましたが、米中貿易協議の結果、米中両国が大幅に関税を引き下げることが12日に発表されたことで、13日まで上昇は継続しました。

しかし、その間に約10%上昇したことを受け、利益確定などから、14日に14営業日ぶりに下落しました。その後、米韓で為替協議が行われたとの報道から日本円でも同様の動きが警戒されて15日も続落。内閣府が発表した2025年1～3月期の実質国内総生産(GDP)速報値が前期比、年率で0.7%減だったこともあり、米国の関税政策などによる不透明感が再度意識されて16日も一時下落となるなど、連続した上昇が一服する形で今週を終えました。

為替市場では、週初、米中貿易協議で相互に発動した関税を大幅に引き下げることで合意したとの発表を受け、リスク選好姿勢が高まり、一時1米ドル=148円台半ばまで円安米ドル高が進行しました。その後、4月の米CPIが市場予想を下回る内容となつたことや、米国と韓国が為替政策を協議したとの報道を受け、今後の日米貿易協議で為替が議論されるとの観測が広がつたことなどから、145円台後半まで円高米ドル安が進行するなど値動きの荒い一週間となりました。16日には1米ドル=145.08円と、9日(145.82円)に比べて円高米ドル安となりました(図表7)。

【図表6 コアCPI(前月比)の内訳】

2025年2月～2025年4月、月次

	(前月比)	25年2月	25年3月	25年4月
コアCPI		0.23%	0.06%	0.24%
コア財		0.22%	▲0.09%	0.06%
家庭用品		0.19%	0.02%	0.22%
衣料品		0.60%	0.37%	▲0.20%
家電製品		0.47%	▲0.10%	0.84%
娯楽用品		▲0.69%	▲0.32%	0.41%
新車		▲0.07%	0.10%	▲0.01%
中古車		0.88%	▲0.69%	▲0.53%
自動車部品		▲0.47%	▲0.13%	▲0.10%
コアサービス		0.25%	0.11%	0.29%
民営家賃		0.28%	0.33%	0.34%
帰属家賃		0.28%	0.40%	0.36%
スーパーコア		0.22%	▲0.24%	0.21%
宿泊料		0.18%	▲3.54%	▲0.10%
航空運賃		▲3.99%	▲5.27%	▲2.83%
医療ケア		0.31%	0.51%	0.51%
自動車保険		0.27%	▲0.76%	0.65%

(出所) Bloomberg

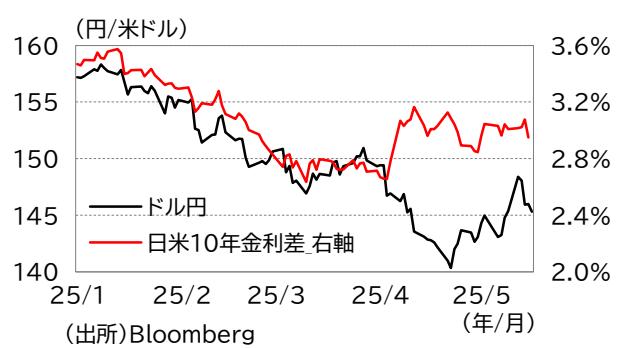
(注)スーパーコアは家賃を除くサービス

※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。

【図表7 ドル円と日米金利差】

2025年1月1日～5月16日(金利差は15日まで)、日次



(次頁へ続く)

日本経済:実質賃金は3か月連続のマイナス

厚生労働省が公表した2025年3月(速報)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+2.1%と、2月(同+2.7%)から伸びが縮小しました(図表8)。名目賃金から物価変動の影響を除いた実質賃金は前年比▲2.1%と、2月(同▲1.5%)からマイナス幅が拡大しました。食料品を中心に物価が高止まりしていることから、賃金の上昇が追い付かない状況が続いているです。

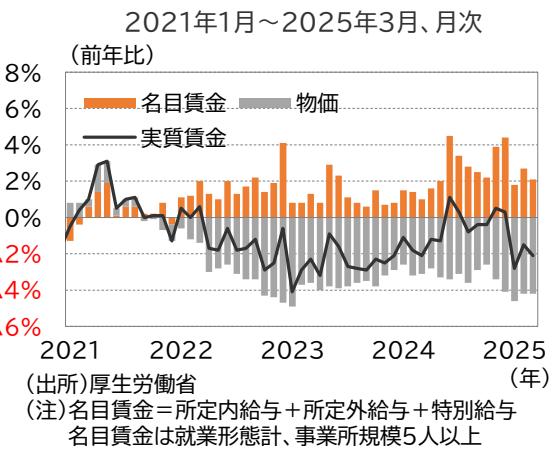
名目賃金のうち、賃金動向の基調を示す所定内給与は1月の前年比+2.1%から2月、3月には同+1.3%と伸びが鈍化しました(図表9)。また、日銀が重視している共通事業所(1月:前年比+2.7%→2月:同+1.9%→3月:同+1.8%)でも同様の傾向がみられています。1月以降の賃金データは、①サンプル入れ替えや②うるう年といった特殊要因によって伸びが抑制されたと考えられます。

①については、過去にサンプルに入っていた、賃金の伸びが強かった事業所が1月にサンプルから外れたことが影響したとみられます。②については、うるう年であった2024年2月と比べて、2025年2月の営業日数は1日少なく、実際に、共通事業所ベースの一般労働者の所定内労働時間は前年比▲2.5%と大きく減少しており、これが所定内給与の伸びを抑えた可能性があります。

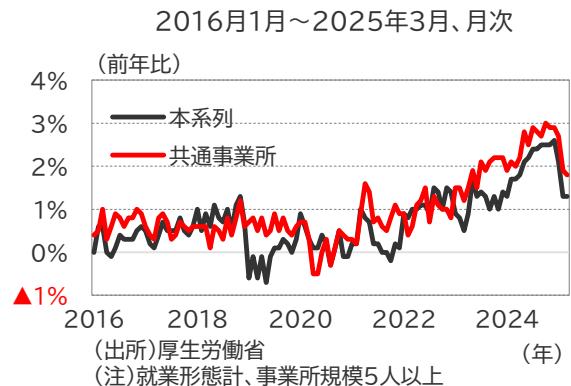
こうしたうるう年要因の影響は2025年2月だけでなく、3月にも分散されたと考えられます。給与締日が月末の事業所の場合、2024年2月29日は2月分に含まれるもの、給与締め日が月末以前の場合、2月29日は3月分に含まれるため、3月の営業日数は1日多くなります。このため、2025年3月の所定内給与も、うるう年要因の影響によって押し下げられたと考えられます。

4月以降の所定内給与は、うるう年要因の影響が剥落することに加え、今年の春闘賃上げが反映されることから、伸びが高まることが予想されます。一方、物価については伸びが縮小していくとみられます。4月以降、公立高校授業料無償化が開始されており、また今後政府によるガソリン価格の引き下げや電気・ガス代補助金の再開が実施されれば、物価下押し圧力が強まることになります。このため、実質賃金は名目賃金の増加と物価の鈍化により、緩やかながらもマイナス幅が縮小していくことが見込まれます。

【図表8 現金給与総額の推移】



【図表9 所定内給与の推移】



(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、4月の全国CPIに注目

来週は、4月の全国消費者物価指数(総合指数、CPI)に注目しています(図表10)。

4月の全国コアCPI(生鮮食品を除く総合指数)は前年比+3.7%と3月(同+3.2%)から伸びが加速することが予想されます(全国コアCPIの推移は図表11参照)。既に公表された4月の東京都区部コアCPIと同様、公立高校授業料の無償化(4月から実施)が押し下げ要因になる一方、電気・ガス代の補助縮小や食料品価格の上昇などが押し上げ要因になるとみられます。

足もとで物価上振れが続く一方で、今後は物価下押し圧力が強まるとみられます。政府は物価高対策として、ガソリン価格の引き下げ(5/22～)や電気・ガス代補助金の再開(7～9月)などを実施することを表明しており、これらが夏場にかけて物価下押し要因になることが予想されます。また、原油安や円高進行も物価上昇圧力を緩和する方向に作用するとみられます(輸入物価、為替レート、原油価格の推移は図表12参照)。これまでのコアCPI上昇率の高止まりは、輸入物価の上昇を起点としたコストプッシュによるところが大きかっただけに、原油安や円高進行により輸入物価に下落圧力が加われば、コアCPI上昇率は鈍化に向かうと考えられます。

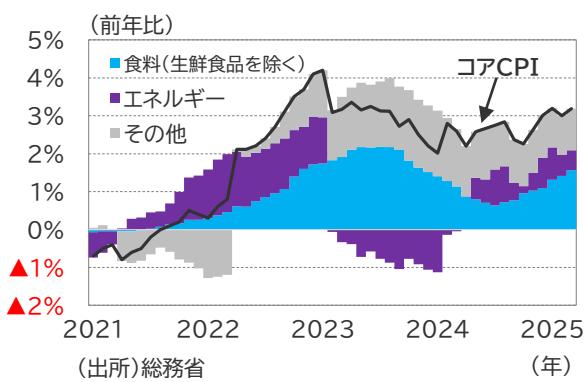
【図表10 来週発表予定の主要経済指標】

公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
19日 (月)	中国	4月小売売上高	年初来前年比+6.0%	同+5.9%
		4月鉱工業生産	年初来前年比+6.4%	同+6.5%
		4月固定資産投資(除農村部)	年初来前年比+4.3%	同+4.2%
20日 (火)	ユーロ圏	4月景気先行指数	前月比▲0.8%	同▲0.7%
		5月消費者信頼感	▲15.5	▲16.7
21日 (水)	日本	4月貿易収支	1,948億円	5,994億円
	米国	MBA住宅ローン申請指数	—	前週比+1.1%
22日 (木)	日本	3月コア機械受注	前月比▲1.5%	同+4.3%
		3月製造業PMI	—	48.7
		3月サービス業PMI	—	52.4
		野口日銀審議委員講演		
	ユーロ圏	5月製造業PMI	49.4	49.0
		5月サービス業PMI	50.6	50.1
	米国	新規失業保険申請件数	—	22.9万件
		失業保険継続受給者数	—	188.1万人
		4月製造業PMI	—	50.2
		4月サービス業PMI	—	50.8
23日 (金)	日本	4月中古住宅販売件数	415万件	402万件
	米国	4月消費者物価指数(生鮮食品を除く)	前年比+3.5%	同+3.2%
	米国	4月新築住宅販売件数	70.0万件	72.4万件

(出所)Bloomberg (注)16日10時時点のデータ

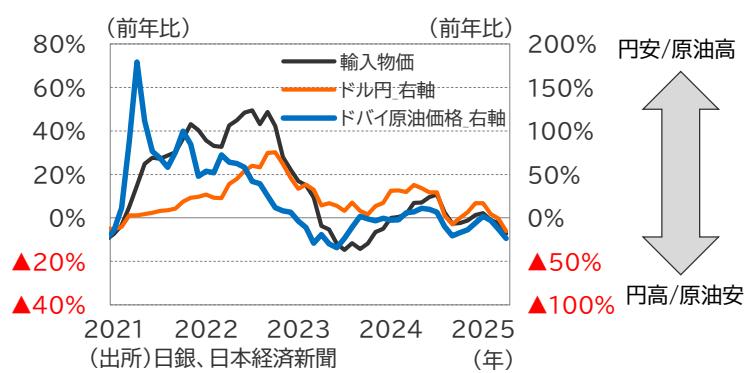
【図表11 全国コアCPIの推移】

2021年1月～2025年3月、月次



【図表12 輸入物価、為替レート、原油価格の推移】

2021年1月～2025年4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