

～TMAMマーケットウィークリー(1/27～31)～

Topic: DeepSeekショックで、米国のAI関連株は急落

- 1月27日～30日の米国株式市場(S&P500種指数)は、中国のAI(人工知能)開発企業DeepSeekが低コストで開発する高性能AIが、米国のAI開発の優位性を揺るがしかねないとの懸念が高まったことで、エヌビディアなどのAI関連株が急落したことや、FOMC後の記者会見でパウエルFRB議長が今後の利下げに慎重な考えを示したことなどから、29日にかけて軟調に推移しました。30日には、メタ・プラットフォームズやテスラが好決算を発表したことなどを好感し上昇に転じたものの、前週末比で下落となりました。
- 1月27日～31日の日本株式市場(TOPIX(東証株価指数))は、週前半、DeepSeekショックを背景に国内AI関連株は軟調に推移したものの、内需関連株が堅調に推移したこと、全体として底堅く推移しました。その後も、米国株式市場で主要3指数が揃って上昇したことや、半導体関連株に買い戻しの動きが広がったことなどが支えとなつたことで週末にかけて堅調に推移し、前週末比で上昇となりました。
- 来週(2月3日～7日)は、1月の米雇用統計などに注目しています。非農業部門雇用者数は2024年10月にハリケーンやボーリング社のストライキなどにより大きく減速した後、その反動から11月、12月は加速しました。2025年1月は反動増が一巡することで、前月差+15.0万人(12月:同+25.6万人)へ雇用の増加ペースが鈍化することが予想されています。1月の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、1月の米雇用統計が早期の利下げを支持する内容となるか注目されます。

【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)	1月31日	39,572.49	▲0.90	▲359.49
	TOPIX		2,788.66	1.37	37.62
	NYダウ(米ドル)	1月30日	44,882.13	1.03	457.88
	S&P500		6,071.17	▲0.49	▲30.07
	ユーロ・ストックス50指数		5,282.21	1.20	62.84
1利0回年り国債	日本(%)	1月31日	1.25	—	0.01
	米国(%)	1月30日	4.52	—	▲0.11
	ドイツ(%)		2.52	—	▲0.05
為替	ドル円(円/米ドル)	1月31日	154.43	▲1.22	▲1.90
	ユーロ円(円/ユーロ)		160.36	▲1.55	▲2.52

(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	予想	結果
27日(月)	米国	12月新築住宅販売件数	67.5万件	69.8万件
28日(火)	日本	12月企業向けサービス価格指数	前年比+3.2%	同+2.9%
	米国	1月コンファレンスボード消費者信頼感	105.7	104.1
	米国	FFレート上限(FOMC)	4.50%	4.50%
30日(木)	日本	氷見野日銀副総裁講演		
	ユーロ圏	10-12月期実質GDP	前期比+0.1%	同0.0%
		預金ファシリティ金利(ECB理事会)	2.75%	2.75%
	米国	10-12月期実質GDP	前期比年率+2.6%	同+2.3%
		新規失業保険申請件数	22.5万件	20.7万件
31日(金)	日本	12月失業率	2.5%	2.4%
		1月東京都区部消費者物価指数(生鮮食品を除く)	前年比+2.5%	同+2.5%
		12月鉱工業生産	前月比+0.2%	同+0.3%
	米国	12月実質個人支出	前月比+0.3%	
		12月コアPCEデフレーター	前月比+0.2%	

(出所)Bloomberg (注)31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:DeepSeekショックへの警戒感が燻る一週間

米国株式市場(S&P500種指数)は、前週末比▲0.5%の下落となりました(図表3)。

中国のAI(人工知能)開発企業DeepSeekが低コストで開発する高性能AIが、米国のAI開発の優位性を揺るがしかねないとの懸念が高まったこと(以下、DeepSeekショック)で、エヌビディアなどのAI関連株が急落したことや、FOMC後の記者会見でパウエルFRB議長が今後の利下げに慎重な考えを示したことなどから、29日にかけて軟調に推移しました。30日には、メタ・プラットフォームズやテスラが好決算を発表したことなどを好感し上昇に転じたものの、前週末比で下落となりました。

なお、主要ハイテク株ではエヌビディアが前週末比▲12.6%の大幅下落となり、AIを巡る市場の警戒感が根強い状況がうかがえます。

米国経済:FRBは、4会合ぶりとなる政策金利の据え置きを決定

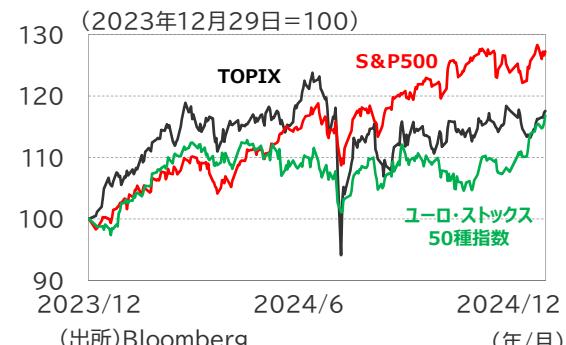
FRBが1月28日～29日に開催したFOMCで事前の予想通り、政策金利であるFF(フェデラルファンド)レートの誘導目標レンジを4.25%～4.50%に据え置くことを決定しました(図表4)。政策金利の据え置きは4会合ぶりとなります。

声明文では、景気に関する判断について、「経済活動は堅調なペースで拡大を続けている」との表現が維持されつつ、「年初来、労働市場は概ね緩和し、失業率は上昇したものの、低水準を維持している」との文言から、「失業率は最近低位で安定し、労働市場は底堅い」へ変更されました(図表5)。この点は、2024年12月雇用統計における失業率の低下を反映したものと考えられます。また、インフレに関する判断については、「インフレはFOMCの2%目標に向けて進展したものの、引き続きやや高い水準にある」から、「FOMCの2%目標に向けて進展したものの」との文言が削除され、FOMC内でインフレ再加速への懸念が高まっている可能性が示唆されました。

記者会見でパウエルFRB議長は、利下げの条件について問われると、「利下げのためには、インフレの実質的な進展、もしくは労働市場の弱さが必要だ」と述べた上で、次回3月会合での利下げの可能性について、「政策スタンスの調整を急ぐ必要はない」との考えを繰り返しました。パウエルFRB議長が利下げに慎重になっている理由の一つとして、トランプ米大統領がどのような政策を採用し、それが経済にどの程度の

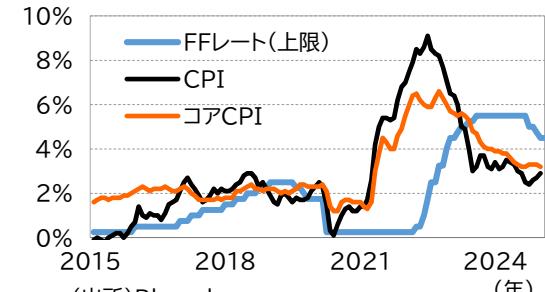
【図表3 株式市場の動向】

2023年12月29日～2025年1月30日
日次、現地通貨ベース



【図表4 FFレートの推移】

2015年1月～2025年1月、月次



(注)政策金利は、FFレートの誘導目標レンジの上限を表示。CPI、コアCPI(食料品及びエネルギーを除く)は2024年12月までのデータ

【図表5 声明文の内容(一部掲載)】

主な項目	2024年12月 (前回)	2025年1月 (今回)
	最近の指標によれば、経済活動は堅調なペースで拡大を続けていると示唆される	
景気	年初来、労働市場は概ね緩和し、失業率は上昇したものの、低水準を維持している	失業率は最近低位で安定し、労働市場は底堅い
インフレ	インフレはFOMCの2%目標に向けて進展したものの、引き続きやや高い水準にある	インフレは引き続きやや高い水準にある

(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

(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。

時間差で影響を及ぼすかについて、不確実性が高まっているためと考えられます。トランプ米大統領は、関税政策、減税政策、移民政策の強化などを約束しており、これらは物価上昇につながる可能性があることから、パウエルFRB議長は「関税、移民、財政、規制の政策4分野における重大な政策転換のために不確実性が高まっている」と述べました。

パウエルFRB議長が利下げに慎重な見方を示したことを受け、次回3月会合での利下げのハードルはやや上がったとみられます。3月会合で利下げが実施されるためには、それまでに公表されるインフレ指標や雇用統計などで、インフレ鈍化の進展、労働市場の更なる減速が示される必要があると考えられます。なお、FF金利先物は3月会合では政策金利を据え置き、6月、12月にそれぞれ0.25%の利下げを織り込んでいます(図表6)。

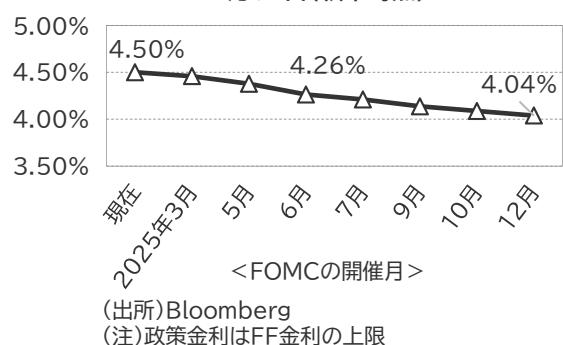
ユーロ圏経済:ECBは4会合連続となる利下げを決定

ECBが30日に開催した理事会では、4会合連続となる0.25%の利下げが決定され、預金ファシリティ金利は2.75%へ引き下げられました(図表7)。インフレ鈍化や景気減速を受け、追加利下げにより金融引き締めの度合いを一段と緩めるのが適切と判断したとみられます。これに先立ってFRBは政策金利を4会合ぶりに据え置くことを決定しており、欧米の中央銀行で利下げペースに差が生じたことになります。

ラガルドECB総裁は理事会後の記者会見で、「インフレ鈍化は順調に進んでいる」との認識を示した上で、「年内に目標の2%に戻る見込みだ」とも述べ、インフレ抑制に自信を見せました。こうした背景には、ECBが賃金の先行指標として参考する賃金トラッカーが、賃金の先行きの伸び鈍化を示唆していることが挙げられます(図表8)。今後の利下げペースを巡っては、「特定の経路を確約しない」としつつ、「どこで止まるかは時期尚早であるため議論していない」と利下げの継続を示唆しました。

景気については、「当面は低迷が続く模様だ」と景気下振れリスクに言及しました。景気の先行きを展望すると、不安材料もあります。トランプ米大統領は貿易赤字を問題視してEUへの関税賦課を検討しています。この点については、ラガルドECB総裁は「貿易摩擦はユーロ圏の成長にとって重荷になりうる」と懸念を示しました。また、ドイツでは総選挙を控え、景気立て直しと並んで移民問題が焦点となります。こうした不安材料が浮上する中で、当面、景気下支えのためにECBは利下げを継続するとみられます。

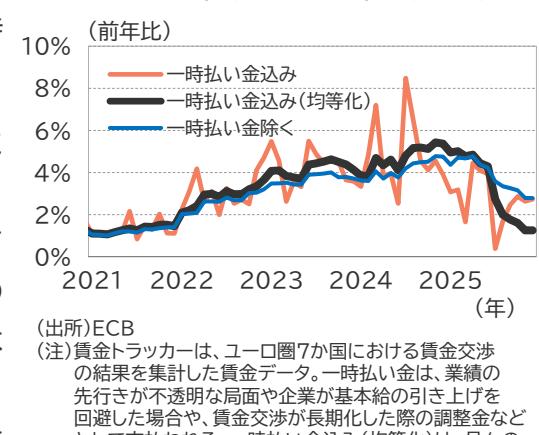
【図表6 FF金利先物が織り込む政策金利の推移】
1月31日(執筆時点)



【図表7 預金ファシリティ金利とHICP】
2018年1月～2025年1月、月次



【図表8 賃金トラッカーの推移】
2021年1月～2025年12月、月次



(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。

日本株式市場：米株安でも、堅調に推移

TOPIX(東証株価指数)は、前週末比+1.4%の上昇となりました。

週前半、DeepSeekショックを背景に国内AI関連株は軟調に推移したものの、内需関連株が堅調に推移したこと、全体として底堅く推移しました。その後も、米国株式市場で主要3指数が揃って上昇したことや、半導体関連株に買い戻しの動きが広がったことなどが支えとなったことで週末にかけて堅調に推移し、前週末比で上昇となりました。

為替市場では、DeepSeekショックを背景にリスクオフムードが広がり、27日には一時1米ドル=153円台まで円高米ドル安が進行する場面があったものの、トランプ米大統領が全ての輸入品に課す一律関税について、2.5%より大幅に高く設定するとの考えを示したこと、インフレ圧力の上昇とともに米長期金利が高止まりするとの見方が広がったことなどから、30日には155円台まで水準を切り上げる展開となりました。しかし、その後に米国で公表された2024年10-12月期の実質GDPが市場予想を下回ったことを受け円高米ドル安に転じ、31日には1米ドル=154.43円と24日(156.33円)に比べ円高米ドル安となりました(図表9)。

【図表9 ドル円と日米金利差】

2024年6月1日～2025年1月30日、日次



日本経済：氷見野日銀副総裁は、需給ギャップのマイナスに疑問を呈す

氷見野日銀副総裁は30日、一橋大学政策フォーラムで「金利のある世界」をテーマに講演を行いました。氷見野日銀副総裁は、「金利のある世界は、金利があるというだけではなくて、成長のある世界、賃上げのある世界、一つひとつの商品の価格が凍り付いていない世界、積極的な投資が行われ、生産性も改善していく世界もある」とし、自然利子率(経済に対して中立的な実質金利)も上昇していく可能性に言及しました。その上で、経団連が実施した会員企業へのアンケートで、「金利のある世界」について、ポジティブな印象を有する企業は約7割、ネガティブな印象を有する企業は約3割だったことに触れ、理想的な姿に近づいているとの見方を示しました。

氷見野日銀副総裁は14日の横浜市での講演に続き、実質金利についても論じました。「ショックやデフレ的な諸要因が解消された状態であれば、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、普通の姿とは言えないのではないか」と改めて述べました。日銀は自然利子率について、マイナス1.0%～プラス0.5%との推計を示している点について、「推計値のうち、マイナス1%前後の値は過去の強い緩和時期のデータに引きずられているのではないかという見方もあるが、他方、ゼロ近傍の値の方が正しいのであれば、実質金利がはっきりとしたマイナスにある中で、需給ギャップ^(※)の推計値がなぜ目立って改善していないのか」といった疑問も挙げました。

日銀が推計する需給ギャップは2020年4-6月期以降、マイナス圏にあります。実質金利がマイナスにもかかわらず、需給ギャップに改善がみられないことを踏まえると、自然利子率が想定以上に低い可能性が考えられます。日銀による自然利子率の推計値に基づけば、中立金利(自然利子率+期待インフレ率(2%と仮定))は1.0%～2.5%となります。日銀は政策金利を0.5%へ引き上げたものの、自然利子率が想定以上に低ければ、追加利上げ余地は乏しい可能性があります。

(※)需給ギャップとは、一国の経済全体の総需要と供給力の差。需給ギャップがマイナスになるのは、需要よりも供給が多いときで、企業の設備や人員が過剰で物価が下落する要因になる。逆に、供給より需要のほうが多いとプラスになり、物価が上昇する要因になる。

(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、米ISM景況指数や米雇用統計などに注目

来週は、米国で公表される2025年1月のISM景況指数や雇用統計などに注目しています(図表10)。

事前の予想では、1月のISM非製造業景況指数は54.5と好不況の分かれ目である50(中立水準)を上回り、サービス需要の底堅さが維持されるとみられます。前回12月のISM非製造業景況指数の内訳である価格指数は11月の58.2から64.4へ急上昇しており、インフレ再燃に対する懸念を高めるものとなりました。トランプ政権下で想定される関税政策や移民政策などはインフレを再燃させるリスクがあるため、金融政策に及ぼす影響の観点から、1月の価格指数が一段と上昇するか注目されます(ISM景況指数の推移は図表11参照)。

一方、ISM製造業景況指数は49.3と12月(49.2)から小幅に上昇することが予想されています。12月は11月(48.4)から反発し、景気循環が回復局面に移行しつつあることを示唆しただけに、2022年10月以来となる中立水準を回復するか注目されます。

最近の雇用統計を振り返ると、非農業部門雇用者数は10月にハリケーンやボーアイグ社のストライキなどにより前月差+4.3万人と大きく減速した後、その反動から11月(同+21.2万人)、12月(同+25.6万人)は加速しました(図表12)。1月は反動増が一巡することで、前月差+15.0万人へ雇用の増加ペースが鈍化することが予想されています。一方、失業率は4.1%と12月と同水準となることが見込まれています。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、1月の雇用統計が早期の利下げを支持する内容となるか注目されます。

【図表11 ISM景況指数の推移】

2018年1月～2024年12月、月次



【図表12 非農業部門雇用者数と失業率の推移】

2021年1月～2024年12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。

【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	予想	前回
2月3日 (月)	日本	日銀の主な意見(1月会合)		
	ユーロ圏	1月CPI(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	1月自動車販売台数	162.0万台	168.0万台
		12月建設支出	前月比+0.2%	同0.0%
	米国	1月ISM製造業景況指数	49.3	49.2
		1月製造業PMI(確報値)	50.1	50.1
4日 (火)	米国	12月JOLTS求人件数	—	809.8万件
		12月製造業受注	前月比+0.5%	同▲0.4%
5日 (水)	日本	12月現金給与総額	前年比+3.4%	同+3.9%
	中国	12月所定内給与(一般労働者、共通事業所ベース)	前年比+2.7%	同+2.7%
		1月製造業PMI(財新)	50.6	50.5
	ユーロ圏	1月サービス業PMI(財新)	52.5	52.2
		12月卸売物価指数	前年比+0.2%	同▲1.2%
	米国	MBA住宅ローン申請指	—	前週比▲2.0%
		1月ADP雇用統計	前月差+15.3万人	同+12.2万人
		1月サービス業PMI(確報値)	—	52.8
		1月ISM非製造業景況指数	54.5	54.0
6日 (木)	ユーロ圏	12月小売売上高	前月比0.0%	同+0.1%
	米国	新規失業保険申請件数	—	20.7万件
		失業保険継続受給者数	—	185.8万人
7日 (金)	日本	12月家計支出	前年比+0.5%	同▲0.4%
	米国	景気先行CI指数	—	107.5
		1月非農業部門雇用者数	前月差+15.0万人	同+25.6万人
		1月失業率	4.1%	4.1%
		1月平均時給	前月比+0.3%	同+0.3%
		2月ミシガン大学消費者マ	—	71.1

(出所)Bloomberg (注)31日10時時点のデータ

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