

グローバル・マーケット・レター

金融市場部

エコノミック・データ

日付	経済指標	内容	予想比／前回比	
4/7	日：現金給与総額(2月)	前年比 3.1%	↑	↑
(月)	ユーロ：小売売上高(2月)	前月比 0.3%	↓	↑
4/8	日：貿易収支(2月)	7129 億円	↑	↑
(火)	日：景気ウォッチャー調査・現状(3月)	45.1	↓	↓
4/9	日：消費者態度指数(3月)	34.1	↓	↓
(水)	米：卸売売上高(2月)	前月比 2.4%	↑	↑
4/10	日：国内企業物価(3月)	前年比 4.2%	↑	↑
(木)	米：消費者物価指数(3月)	前年比 2.4%	↓	↓
4/11	英：GDP 成長率(2月)	前月比 0.5%	↑	↑
(金)	米：ミシガン大学消費者信頼感指数(4月)	50.8	↓	↓

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

2月の中小企業楽観度指数は3か月連続、4月のミシガン大学消費者信頼感指数は4か月連続で低下、企業・消費者共にトランプ政権の政策に懐疑的だ。3月の消費者物価指数は前年比2.4%と2か月連続で鈍化し昨年9月以来の低水準となったが、今後は関税引き上げの影響が懸念される。FRBは3/18-19開催のFOMC議事要旨を公表、スタフグレーションのリスクを指摘。パウエル議長は講演で、政策変更に伴う物価高を警戒し金利据え置きが妥当とした。トランプ大統領は貿易赤字解消に前向きな国に対する相互関税の上乗せ部分を90日間停止すると発表。市場は次々回6月会合での利下げ再開を織り込む。

・欧州

ユーロ圏2月の小売売上高は5か月ぶりの前月比プラス、財政積極化を掲げる独中心に消費は持ち堪える。一方で独2月の鉱工業生産は2か月ぶりの前月比マイナス転換、米政権の関税引き上げに伴う景気減速が懸念される。フォンデアライエン欧州委員長は米国関税引き上げへの報復措置を90日間保留すると表明、一方で主要貿易相手国の中国は米への報復関税を発動、貿易戦争激化が進む。ECB政策委員会メンバーは、景気減速リスクとインフレ懸念の高まりを指摘し意見は割れる。市場では次回4/17理事会での25bpsの利下げ継続を織り込む一方、利下げの到達点が意識される。

・日本

2月の現金給与総額は伸びが加速し38か月連続の前年比プラス、一方で実質賃金は2か月連続でマイナス。3月の国内企業物価指数は前年比4.2%と再加速、コメ価格の上昇が影響する。3月の消費者態度指数は4か月連続で低下、景気ウォッチャー調査の現状DIは13か月連続の50割れと物価高や米関税政策への懸念から消費者、企業ともにマインドは低下する。植田日銀総裁は国会で、米国の関税政策の影響を丁寧に確認すると指摘した一方、利上げ継続の姿勢を維持。市場では4/30-5/1会合での金利据え置きを見込む一方、同時に公表される経済・物価情勢の展望での米政権が注視する円安への評価が注目される。

世界株式

	直近値(4/11)	先週比%	昨年初来%	
			現地通貨ベース	円貨ベース
(北・南米)				
ダウ工業株	40,212.71	5.0 %	6.7 %	8.9 %
S&P500種	5,363.36	5.7 %	12.4 %	14.8 %
ボベスパ	127,682.40	0.3 %	- 4.8 %	- 20.0 %
(欧州)				
ユーロ・ストックス50	4,787.23	- 1.9 %	5.9 %	10.5 %
FT	7,964.18	- 1.1 %	3.0 %	7.5 %
DAX	20,374.10	- 1.3 %	21.6 %	26.9 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	33,585.58	- 0.6 %	0.4 %	0.4 %
上海総合	3,238.23	- 3.1 %	8.9 %	8.2 %
ASX200	7,646.46	- 0.3 %	0.7 %	- 5.9 %
SENSEX	75,157.26	- 0.3 %	4.0 %	2.6 %

出所 (Bloomberg)

・日本

トランプ大統領は相互関税発表の 13 時間後には、中国を除く一部の国に対し関税賦課の 90 日間延期を決定、気紛れな発言の度に世界の株式市場は急騰急落を繰り返す。特に中国に対しては、貿易赤字が解消するまで関税の手を緩めない事も予想される。米中間の貿易は激減するものの、代替商品を供給できる欧州やアジアには好機とも言える。それら同盟国で自由貿易圏を形成すれば、技術力で優位な日本の立ち位置は悪くない。日本政府が貿易協定締結を主導できれば日本企業の利益につながり、日本株が早期回復となる可能性もあろう。

世界債券

(%)

債券利回り(4/11)	2年債	5年債	10年債	先週比 (10年債)
米国	3.966	4.163	4.495	0.495
英国	4.048	4.210	4.753	0.305
フランス	2.010	2.619	3.352	0.019
ドイツ	1.789	2.132	2.570	- 0.008
イタリア	2.187	2.992	3.812	0.044
スペイン	2.036	2.548	3.298	0.024
日本	0.607	0.820	1.324	0.107
オーストラリア	3.261	3.613	4.403	0.185

出所 (Bloomberg)

・米国

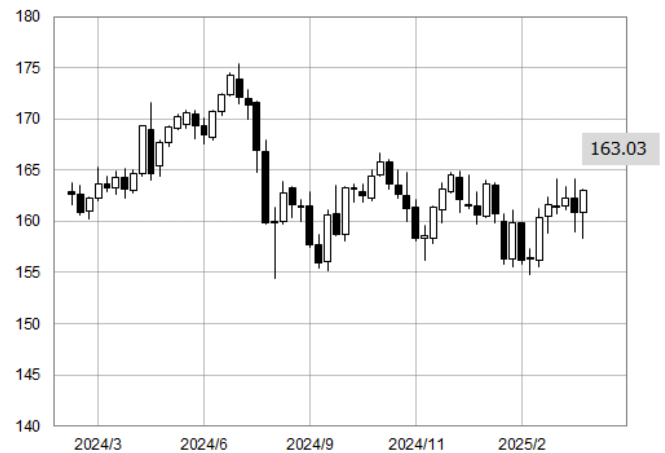
当初、関税政策は物価上昇要因になるとして金利は上昇。その後、景気後退懸念から株価が急落し金利は低下、年内利下げの織込みは5回を超えた。そして、米国債の需給悪化によるドル安進行とともに市場はスタグフレーションリスクを警戒し始め、金利は反転。更に、米下院では10年間で5兆ドルのトランプ減税を可決、同時に債務上限も5兆ドル引上げられ、金利上昇が加速した。但し、原油安や世界景気の減速はインフレ抑制要因であり、一方でドル安は輸出拡大につながるのでスタグフレーションの可能性は低い。市場が落ち着けば、景気下支えのための利下げ再開が予想され、金利上昇も限定的と思われる。

為替

(ドル・円 週足チャート)



出所 (Bloomberg)
(ユーロ・円 週足チャート)



(豪ドル・円 週足チャート)



(ブラジルレアル・円 週足チャート)

・オーストラリア

2月の小売売上高は2か月連続で増加、4年ぶりの利下げとインフレ鈍化が支える。貿易収支は黒字幅が縮小し2020/11以来の低水準、主要貿易相手国中国の景気低迷が影響する。3月の企業景況感指数は2か月連続で改善する一方、信頼感指数は2か月連続の悪化、4月の消費者信頼感指数は昨年10月以来の低水準、今後は米政権による関税引き上げの影響が懸念される。豪中銀のブロック総裁は、関税の影響を見極めるには時間が必要であり、金利を決めるのは時期尚早と発言。市場は5月会合での25bps利下げを織り込む。通貨豪ドルは米政権の関税政策に伴う景気減速が見込まれ、対米ドル、対円ともに弱含みが見込まれる。

今週の予定

- 4月14日(月) 日：鉱工業生産(2月)、中：貿易収支(3月)
- 4月15日(火) 独：ZEW 景況感指数(4月)、米：NY連銀製造業景気指数(4月)
- 4月16日(水) 米：小売売上高(3月)、中：GDP成長率(1-3月期)
- 4月17日(木) ユーロ：ECB理事会、米：住宅着工件数(3月)
- 4月18日(金) 日：消費者物価指数(3月)

今週のトピック---日本の政策は異次元

日本は通常の政策では長期にわたるゼロ成長から抜け出せなかったことから、最近の政策には「異次元」の形容詞が付くことが見られる。代表例としては「異次元の少子化対策」や「異次元緩和」がある。

異次元の少子化対策…石破首相は、少子化とその結果生じる人口減少は、国の根幹にかかわる課題、いわば『静かな有事』であると指摘した上で、岸田政権から続く「異次元の少子化対策」として①若い世代の所得向上、②共働き共育ての推進、③全ての子育て世帯を対象とする支援の拡充、といった取組みに力を入れていくことを訴えた。初婚同士の夫婦が持つ子どもの数は 1970 年の 2.1 人から 2022 年の 2.0 人でほぼ横ばいだが、婚姻数は同じ約 50 年間で半減した。つまり少子化の主因は、実は子の減少ではなく、「未婚化」と言える。結婚しない理由としては、自由と気楽さの確保に加え、経済的理由が挙げられる。しかしながら、「異次元の少子化対策」は主として子育て世代を対象とする。本丸である未婚の若手世代からの意見を聞くと、保育無償化、小中学校の給食費補助や高校無償化、子供医療費の無料化と言われても、そもそも子供はいないし、却って税金と社会保険料は増えるので効果を感じられないという。少子化対策の本丸である結婚予備軍にとって、子供誕生後の異次元の政策であり逆効果のようだ。

異次元緩和…異次元とされる金融緩和策は日銀によって 2013 年に開始された。デフレと低成長から脱却することを目的に、国債の大量買入れやマイナス金利政策、ETF や J-REIT の買入れなどが実施された。今年発表された日銀によるレビューでは、「国債の市場機能への影響など一定の副作用はあったが、全体として経済にプラスの効果があった。それでも異次元緩和で用いられた非伝統的な政策手段（国債の大量買入れなど）の効果は、伝統的な政策手段（短期金利の上げ下げ）よりも不確実である」と予想外に厳しい評価だった。確かに、マイナス金利が導入されても一般人がマイナス金利で借金できるわけではなく、資金運用を担う金融機関と貯蓄を多く持つ個人に対するペナルティとなる一方、国の借入れコストは減少、大半の国民にとっては正に異次元での出来事だった。結果的に見ると、経済学の授業で必ず習う、「流動性の罠」（金利が低下すると金融緩和の効果が薄れる）や「MMT」（現代貨幣理論：国債をいくら発行しても財政破綻は起きない）の実験を行った形だったともいえよう。筆者としては、実験結果としての 30 年にわたるゼロ成長を経てもなお、足元で金融緩和再開と財政支出拡大を叫ぶ識者が散見されるのは驚きである。但し、賛否両論のある ETF の買入れに関しては、巨大な含み益とともに日銀のバランスシート健全化に大きく貢献しており、黒田前総裁の胆力と相場観は異次元とも言える。

さて、異次元と評価される政策は、当然ながら相当な違和感がある。そして異次元の形容詞が付かなくとも、近年の政府政策は一般常識からずれている。例えば、足元では国民が悲鳴を上げる物価高対策として、全国民に 5 万円の現金給付案が浮上するが、お金をばらまくと基本的に物価は上昇する。また物価高政策と称するガソリン補助金も、原油輸入量高止まりで円建て支払い代金増となり円安を加速させる。加えて、ガソリン車から EV など新エネルギー車へのシフトを抑制することで、新しい技術開発や EV、水素ステーションなどのインフラ整備意欲を後退させる。また足元では、農業を守るとして減反政策を進めた挙句、お米がスーパーから蒸発し令和の米騒動を勃発させたにもかかわらずなぜか輸出促進策を進めるなど支離滅裂である。例えば、米国が指摘するコメ関税 700%（≠実効税率）を引下げ、相互関税の減免交渉に活用するくらいの英断があっても良さそうである。そろそろ政策を 3 次元実社会で効果あるものへと変更する時期だ。

担当 清水

【免責事項】

本書は、あおぞら証券株式会社（以下「当社」という。）が、当社及び株式会社あおぞら銀行（以下「あおぞら銀行」という。）のお客さまへ投資の参考となる情報提供を目的に作成したものであり、金融商品に係る取引を勧誘するものではありません。

本書は、当社が、公表されたデータ等又は信頼できると判断した情報に基づいて作成しており、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、当社は、あおぞら銀行その他当社の関係会社（以下「あおぞら銀行等」という。）と独立した立場で本書を作成しており、あおぞら銀行等からお客さまへ提供される他の情報・資料等と分析・見通し・予測・見解等が相違する場合があります。また、本書に記載された見解等の内容のすべては作成時点のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。

投資に際しては、取引の内容及びリスク等を十分にご理解の上、お客さまご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

本書の一部又は全部を無断で複製、送信又は配布等行わないようお願いいたします。

当社及び当社の関係会社は、本書に記載された金融商品についてポジションを保有している場合があります、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社及び当社の関係会社は、本書に記載された会社に対し、引受等の投資銀行業務、その他のサービスを提供し、かかる同サービスの勧誘を行うことがあります。

【金融商品取引法に係る重要事項】

手数料等について

当社との取引にあたっては、各金融商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。外貨建ての金融商品等の場合、円貨と外貨、又は異なる通貨間で交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向に応じて当社が決定した為替レートによるものといたします。

リスク等について

当社が取扱う各金融商品には、株式相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の変動等や、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品、カバードワラント等（以下「裏付け資産」といいます。）の価格や評価額の変動に伴い、金融商品等の価格が変動することにより損失が生ずるおそれがあります。また、発行者又は保証会社等の業務や財産の状況に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者又は保証会社等の業務や財産の状況の変化が生じた場合、金融商品等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

上記の手数料等およびリスク等は、金融商品ごとに異なりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目論見書、又はお客さま向け資料等をよくお読みください。なお、詳細については、当社担当営業員までお問い合わせください。

商号等：あおぞら証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1764号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会