

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	
4/14 (月)	日：設備稼働率(2月) 中：貿易収支(3月)	前月比▲1.1% \$1026.4億	↓ ↑	↓ ↑
4/15 (火)	独：ZEW 景況感指数(4月) 米：NY 連銀製造業景気指数(4月)	▲14.0 ▲8.1	↓ ↑	↓ ↑
4/16 (水)	米：小売売上高(3月) 中：GDP 成長率(1-3月期)	前月比 1.4% 前年比 5.4%	→ ↑	↑ →
4/17 (木)	独：生産者物価指数(3月) 米：フィラデルフィア連銀景況指数(4月)	前年比▲0.2% ▲26.4	↓ ↓	↓ ↓
4/18 (金)	日：消費者物価指数(3月)	前年比 3.6%	↓	↓

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

3月の小売売上高は2か月連続の増加、トランプ政権による関税発動前の駆け込み需要が影響する。一方で3月の鉱工業生産は4か月ぶりのマイナス、4月のNY連銀製造業景気指数は2か月連続、フィラデルフィア連銀指数も3か月連続の悪化、関税政策が製造業のマインドを冷やす。3月の住宅着工件数は前月から減少、住宅ローン金利の高止まりや関税引上げに伴うコスト増が懸念される。パウエルFRB議長は講演で、関税政策による物価上昇に重点を置いて対応すると強調、市場は次回5月会合での金利据え置きを織り込む。トランプ大統領は自身のSNSで、利下げ判断が遅すぎるとしてパウエル議長の退任を要求、市場は金融政策の政治からの独立性維持を不安視する。

・欧州

ユーロ圏2月の鉱工業生産は2か月連続のプラスと関税引上げ前の駆け込み需要で上昇、一方で4月のZEW景況感指数は2023/9以来のマイナス、米政権の関税策に伴う景気減速が懸念される。ECBは4/17の理事会で6会合連続となる0.25%の利下げを決定。声明ではインフレ鈍化が進む中での貿易摩擦による経済成長見通しの悪化に言及。ラガルド総裁は会見で関税引上げの経済への悪影響を指摘、一方でショック状態にある中で中立金利の概念は機能しないと示した。市場は少なくとも年内2回の利下げを見込む。

・日本

2月のコア機械受注は3か月ぶりに前月から増加、3月の貿易収支は2か月連続の黒字、米政権の関税引上げに備えた前倒しの動きが影響する。3月の消費者物価コア指数は前年比3.2%とコメ価格の高騰により、4か月連続で3%を超える。赤沢経財相は米国と関税交渉に臨み、早期合意を目指すことで一致、今後は安全保障、為替などテーマ別の交渉が始まる。植田日銀総裁は国会で、米政権の関税政策により不透明感が高まるとした一方、経済・物価見通しが実現すれば金融緩和の度合いを調整する考えを改めて示した。市場は不確実性の高まりから利上げペース鈍化を見込む。

**世界株式**

	直近値(4/18)	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	39,142.23	- 2.7 %	3.9 %	5.0 %
S&P500種	5,282.70	- 1.5 %	10.8 %	12.0 %
ボブスバ	129,650.03	1.5 %	- 3.4 %	- 18.5 %
(欧州)				
1-0・ストックス50	4,935.34	3.1 %	9.2 %	13.3 %
FT	8,275.66	3.9 %	7.0 %	12.4 %
DAX	21,205.86	4.1 %	26.6 %	31.4 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	34,730.28	3.4 %	3.8 %	3.8 %
上海総合	3,276.73	1.2 %	10.1 %	8.2 %
ASX200	7,819.14	2.3 %	3.0 %	- 2.7 %
SENSEX	78,553.20	4.5 %	8.7 %	7.2 %

出所 (Bloomberg)

・欧州

トランプ政権による関税政策で米中貿易は急減速が予想される。一方で周辺国にとっては、米国による対ロシア制裁を見るまでもなく、代替貿易先を求める動きからチャンス到来と見ることもできる。なかでも GDP 世界 3 位、ユーロ圏の 3 割を稼ぐ独には注目だ。足元で 12 年間で総額 5,000 億ユーロのインフラ基金を設立、防衛費上限を GDP 比 1%とする債務ブレーキの対象外とするなど、戦後一貫して緊縮財政を貫いてきた基本方針を転換、加えて米中貿易の代替需要は製造業が強い独経済にとり追い風となろう。更に、欧州は米国からの逃避資金流入も期待できることから、欧州株の上昇余地も大きいと思われる。

世界債券

(%)

債券利回り(4/18)	2年債	5年債	10年債	先週比 (10年債)
米国	3.802	3.940	4.327	- 0.168
英国	3.920	4.044	4.566	- 0.187
フランス	1.880	2.487	3.241	- 0.111
ドイツ	1.686	2.019	2.472	- 0.098
イタリア	2.027	2.803	3.645	- 0.167
スペイン	1.916	2.410	3.171	- 0.127
日本	0.646	0.846	1.293	- 0.031
オーストラリア	3.299	3.601	4.289	- 0.114

出所 (Bloomberg)

・日本

物価高対策として国民への現金給付や消費税減税の可能性まで浮上、財政支出拡大懸念の高まりから円金利は超長期エリアを中心に上昇。言うまでもなく日本の財政赤字はGDPの2倍超と突出しており、英トラスショック同様の動きがいつ起きても不思議ではない。一方で立憲民主党の枝野顧問が指摘した通り、国債を財源に困っている人に補助金を配るだけが政治ではないはずで、与党自民党は今国会中の補正予算提出を見送るなど従来とは異なる動きも見られる。今後、財政に配慮する動きが強まればイールドカーブ平坦化の可能性も高まり、引続き超長期金利の大幅な変動が想定される。



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)



(ブラジルリアル・円 週足チャート)

・ブラジル

2月の小売売上高は2か月連続で増加、経済活動指数も2か月連続でプラスを維持、物価高に伴う中銀の利上げが続く中、経済は底堅さを維持する。3月の消費者物価指数は前年比5.48%と2023年2月以来の高水準、中銀のインフレ目標上限4.5%(=3%+1.5%)を大きく上回る。政府は、金利上昇に伴い政府債務のGDP比が2028年に向け拡大するとの予測を発表。ガリポロ中銀総裁は利上げサイクル継続が必要との認識を示し、市場は次回会合(5/6-7)での利上げ継続を織り込む。通貨リアルは、米政権の関税策に伴う景気減速が予想され、対米ドルでもみ合い、対円では弱含みが見込まれる。

今週の予定

- 4月21日(月) 米：景気先行指数(3月)、中：最優遇貸出レート
- 4月22日(火) ユーロ：消費者信頼感(4月)、米：リッチモンド連銀製造業指数(4月)
- 4月23日(水) ユーロ：購買担当者指数(4月)、米：購買担当者指数(4月)
- 4月24日(木) 独：Ifo景況感指数(4月)、米：中古住宅販売件数(3月)
- 4月25日(金) 日：東京都区部消費者物価指数(4月)、米：ミシガン大学消費者信頼感指数(4月)

本資料は、あおぞら証券株式会社(以下「当社」という)が情報の提供のみを目的として作成したものです。当社が提供する情報は十分信頼に足るものと信じておりますが、それを保証するものではありません。記載された見解等の内容は全て作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。この資料及びここに掲載された情報等の権利は当社に帰属します。従って、当社の書面による同意なくして、その全部若しくは一部を複製し、又その他の方法で配布することはご遠慮ください。

今週のトピック---トランプ関税の行く末

トランプ大統領は突然、一部の相互関税を90日間延期するとしたが、90日後には結局関税による脅し再開も予想される。今回の突然延期の背景は不明だが、一説には関税率の計算式が間違っていたとの指摘もある。関税による弾性値が輸入品の場合は0.945と当然高いはずが、間違えて小売価格の弾性値0.25を使用したという説だ。仮にそれが事実だとすると、政策のあまりの杜撰さに驚きを禁じ得ないが、90日後には恐らく新たに計算した関税率が発表されよう。因みに弾性値を変えると日本の相互関税率は現状の24%から10%へ低下するらしい。計算ミス of 真偽のほどは不明だが、いずれにせよ各国は米国に脅される都度あらたな貢物が必要となるなど、対米貿易は不透明として将来を見据えた投資などの動きは一旦凍結、或いは被害を最小限にすべく縮小も選択されよう。中にはフィリピンのように周辺国（ベトナムやカンボジア）より関税率が低いことで、対米ビジネス拡大のチャンスととらえる向きもあるが、対米貿易が増加すれば、貿易黒字拡大による相互関税強化が想定されるため、おいそれと対米貿易投資を拡大するわけにはいかない。結果として米国は鎖国状態に近づき、経済の発展は阻害される。但し冷戦終結後の一人勝ちの影響から、米国のGDPは世界の25%を占めるまでに拡大し世界経済に与える影響が大きくなり過ぎた一方、貿易赤字も膨らみ続け、もはや健全とはいえない状態に近づいた。

因みにトランプ政権が関税策の主要ターゲットとするのは、GDP第2位のライバル中国と見られる。表1は、米中の貿易状況。これを見ると、米国は対中貿易が消滅しても、輸入の方が輸出よりシェアが高く貿易赤字の削減効果が期待できる一方、中国は対米貿易が消滅すると輸入より輸出の方がシェアが高く貿易黒字の縮小が見込まれる。確かにトランプ関税は対中戦略が主目的と言えそうで、関税騒動により短期的に米GDP上昇、中GDP下落が予想される(*)。長期的には米中双方のGDPが減速する一方、その他国家が成長率を高める可能性もあり、トランプ政権は世界経済にとり必要悪と言えるかもしれない。

表1. 米中の主要国・地域別輸出入割合 (%) 出所 (JETRO)

	米国	中国	EU	日本	インド
米国 (輸入)	—	13.9	18.7	4.8	2.7
(輸出)	—	7.3	18.2	3.8	2.0
中国 (輸入)	6.4	—	11.0	6.3	0.7
(輸出)	14.8	—	14.8	4.7	3.5

*米国にとって輸入縮小と、各国への米製品購入強要による輸出拡大はともに GDP 上昇要因

米中の貿易戦争は、恐らく米国にとり中国の脅威を退けたと判断されるまで継続する。この間、米国による対口、対中経済制裁の結果が示すように、米国・中国は、新たな貿易相手の開拓や自国での技術革新など抜け穴を探すことになる。つまり、米中以外の国にとっては、米中の代替貿易相手となるビジネスチャンスでもある。因みに日本で期待できる代替分野としては、トップが電子・電機、その他製造業、鉱業と続く。同様に欧州、インド、韓国なども代替需要が期待できる。つまりこれらの国家を束ねた貿易圏を作れば、米中を相手としたビジネスが発展できることになる。ここでたたき台となるのが、地域的な包括的経済連携協定 (RCEP : 15 か国) に加え、昨年英国が加わった包括的・先進的環太平洋経済連携協定 (CPTPP : 12 か国) だ。RCEP には既に中国が加盟しており、対中ビジネスの枠組み。CPTPP は米国が前身の TPP から離脱した経緯はあるが、関税策の言い出しっぺでもある米国とのビジネスの枠組みに利用すればよいだろう。既に欧州、中国は新たな貿易圏の主導権を握るべく動き始めており、日本政府も先を見越した早急な行動が望まれる。

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