

～TMAMマーケットウィークリー(3/31～4/4)～

Topic:米国の相互関税の公表を受け、株式市場は世界的に下落

- 3月31日～4月3日の米国株式市場(S&P500種指数)は、前週末に公表された米経済指標を受けて、米国のインフレ圧力の強さや消費センチメントの弱さが意識されたことや、トランプ政権による関税政策への警戒が重石となり、下落して始まりました。その後、機関投資家による持ち高調整の買いにより反発する局面があったものの、現地2日夕方に公表される予定の米政権による相互関税の内容を見極めようと、方向感を欠く展開となりました。公表された相互関税の内容が市場の想定よりも厳しい内容になると、世界経済の悪化や貿易戦争への懸念が広がり、3日の米国株式市場は急落し、前週末比でも下落となりました。
- 3月31日～4月4日の日本株式市場(TOPIX(東証株価指数))は、トランプ政権の関税政策に対する警戒や米国のインフレ再燃への警戒から、前週末の米国株式市場の下落の流れを引き継ぎ、大きく下落して始まりました。その後、米国の相互関税の詳細発表を控え様子見ムードとなりましたが、3日(現地2日)に詳細が発表され、日本には想定より高い24%の追加関税が適用されることが明らかになると、日本株式市場は、経済や企業業績の悪化懸念から下落し、前週末比で大幅な下落となりました。
- 来週(4月7日～4月11日)は、3月の米CPI(消費者物価指数)やミシガン大学消費者信頼感指数に注目しています。米国では、先行きの利下げペースを見極める上で、3月のCPIの結果に注目が集まることが予想されます。また、4月のミシガン大学消費者信頼感指数は、米国の関税政策の影響により、3月から一段と低下することが予想されています。

【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)	4月4日	33,780.58	▲9.00 ▲3,339.75
	TOPIX		2,482.06	▲9.98 ▲275.19
	NYダウ(米ドル)	4月3日	40,545.93	▲2.50 ▲1,037.97
	S&P500		5,396.52	▲3.30 ▲184.42
	ユーロ・ストックス50指数		5,113.28	▲4.09 ▲218.12
10年利回り	日本(%)	4月4日	1.17	— ▲0.37
	米国(%)	4月3日	4.03	— ▲0.22
	ドイツ(%)		2.65	— ▲0.08
為替	ドル円(円/米ドル)	4月4日	146.03	▲3.36 ▲5.08
	ユーロ円(円/ユーロ)		161.51	▲0.93 ▲1.52

(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	経済指標	予想	結果
31日(月)	日本	2月鉱工業生産	前月比+2.0%	同+2.5%
	中国	3月製造業PMI	50.4	50.5
		3月サービス業PMI	50.6	50.8
4月1日(火)	日本	短観		
	ユーロ圏	3月消費者物価指数(食品、エネルギー、アルコール、たばこを除く)	前年比+2.5%	同+2.4%
	米国	2月建設支出	前月比+0.3%	同+0.7%
		2月JOLTS求人数	765.8万件	756.8万件
		3月ISM製造業景況指数	49.5	49.0
2日(水)	米国	3月ADP雇用統計	前月差+12.0万人	同+15.5万人
		2月製造業受注(除.輸送用機器)	前月比+0.4%	同+0.4%
3日(木)	ユーロ圏	2月卸売物価指数	前月比+0.3%	同+0.2%
	米国	新規失業保険申請件数	22.5万人	21.9万人
		3月ISM非製造業景況指数	52.9	50.8
4日(金)	米国	3月非農業部門雇用者数	前月差+14.0万人	
		3月失業率	4.1%	

(出所) Bloomberg (注)4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。

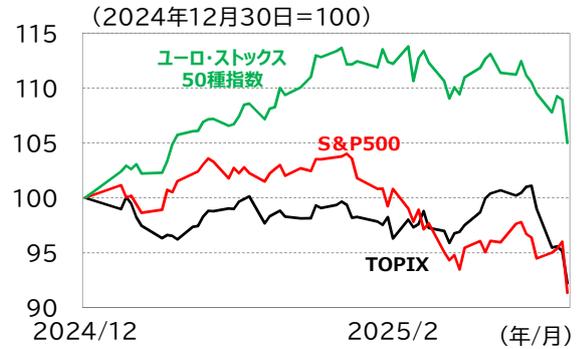
米国株式市場：景気悪化や貿易戦争への懸念が高まり、下落

3月31日～4月3日の米国株式市場(S&P500種指数)は、前週末比▲3.3%の下落となりました(図表3)。

前週末に公表された米経済指標を受けて、米国のインフレ圧力の強さや消費センチメントの弱さが意識されたことや、トランプ政権による関税政策への警戒が重石となり、米国株式市場は下落して始まりました。その後、機関投資家による持ち高調整の買いにより反発する局面があったものの、現地2日夕方に公表される予定の米政権による相互関税の内容を見極めようと、方向感を欠く展開となりました。公表された相互関税の内容が市場の想定よりも厳しい内容になると、世界経済の悪化や貿易戦争への懸念が広がり、3日の米国株式市場は急落しました。

【図表3 株式市場の動向】

2024年12月30日～2025年4月3日
日次、現地通貨ベース



(出所)Bloomberg

米国経済：関税政策により製造業活動は縮小を示唆

全米供給管理協会(ISM)が公表した2025年3月のISM製造業景況指数は49.0(2月:50.3)と市場予想(49.5)を下回り、中立水準の50(景気拡大・縮小の分かれ目)を下回りました(図表4)。トランプ政権による課税賦課に伴うコスト上昇を回避するための駆け込み需要が一巡したことなどが製造業の景況感を押し下げた格好となりました。

項目別では、新規受注指数は1月に55.1と2022年5月以来の高水準を記録したものの、2月(48.6)に中立水準を下回り、3月には45.2へ一段と低下しました。輸出向け受注指数(2月:51.4→3月:49.6)や輸入指数(2月:52.6→3月:50.1)も揃って低下しており、総じてみれば、関税賦課を控えた駆け込み需要が一巡したと考えられます。受注指数の軟化を受けて、生産指数も2月の50.7から48.3へ低下し、中立割れとなりました。

そのほか、雇用指数は1月(50.3)に2024年5月以来の中立超えとなったものの、2月(47.6)に再び中立割れとなり、3月には44.7へ低下しました。トランプ政権による関税政策を巡る不確実性が高まるなか、需要の減少を見越して、企業は雇用拡大に慎重姿勢を強めている様子がうかがえます。また、価格指数は2月の62.4から3月に69.4へ大幅に上昇しており、関税政策がインフレを再燃させるリスクは一段と高まっています(図表5)。

トランプ政権の発足前は景気循環が持ち直しに向かう環境が整いつつあったものの、同政権が関税政策に動きだしたことで先行き不透明感が高まり、製造業活動は萎縮しつつあると考えられます。

【図表4 ISM景況指数の推移】

2018年1月～2025年3月、月次



(出所) Bloomberg

【図表5 ISM景況指数の主な調査項目】

2025年2月/3月、月次

指数	製造業	
	2月	3月
新規受注	48.6	45.2↓
生産	50.7	48.3↓
雇用	47.6	44.7↓
在庫	49.9	53.4↑
入荷遅延	54.5	53.5↓
輸入指数	52.6	50.1↓
輸出向け受注	51.4	49.6↓
受注残	46.8	44.5↓
価格	62.4	69.4↑

(出所)ISM

(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。

米経済の先行き不透明感が高まる中で、今週は4日公表の雇用統計の結果を予想する材料として、JOLTS(雇用動態調査、米労働省公表)などの経済指標が公表されました。

2月のJOLTSによると、求人件数は前月比▲2.5%減の756.8万件と1月(776.2万件)、市場予想(765.8万件)をともに下回りました(図表6)。離職者数のうち、非自発的離職者数は前月比+6.9%増の179.0万人と1月(同+0.3%、167.4万人)から急増しました。特に、DOGE(政府効率化省)により連邦政府の非自発的離職者数は2.2万人と1月(0.4万人)から急増し、2020年11月以来の高水準となりました。これに対して、転職などが中心の自発的離職者数は2月こそ前月比▲1.9%の減少となったものの、1-2月平均は2024年10-12月期対比で+3.6%とプラスに転じており、転職活動の動きが活発化しつつある状況が見取れます。

JOLTS及び雇用統計を用いて、パウエルFRB議長が労働市場の需給の尺度として重要視する「失業者1人当たりの求人件数」を計算すると、1月の1.13件から2月に1.07件へ低下しました(図表7)。2024年6月以降、均衡点とも言える1.0件近傍の推移が続き、労働需給は概ね安定した状況となっています。

今回の結果は、労働市場が引き続き緩やかな減速傾向にあることを示しました。3月雇用統計の事前予想では、非農業部門雇用者数が前月差+14.0万人と2月(同+15.1万人)から伸びが小幅に鈍化し、JOLTSと同様、労働市場が漸進的に減速することが予想されています。

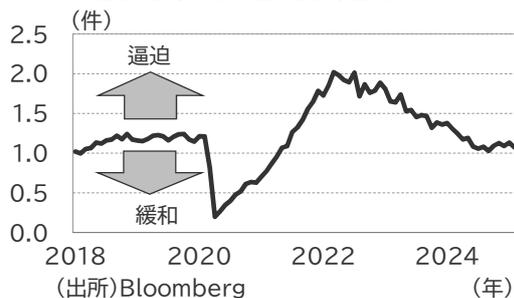
【図表6 求人件数と非自発的離職者数の推移】

2018年1月～2025年2月、月次



【図表7 失業者1人当たりの求人件数の推移】

2018年1月～2025年2月、月次



日本株式市場:相互関税公表を受け前週末比で大幅な下落

3月31日～4月4日のTOPIX(東証株価指数)は、前週末比▲10.0%の下落となりました。

トランプ政権の関税政策に対する警戒や米国のインフレ再燃への警戒から、前週末の米国株式市場の下落の流れを引き継ぎ、大きく下落して始まりました。その後、米国の相互関税の詳細発表を控え様子見ムードとなりましたが、3日(現地2日)に相互関税の詳細が発表され、日本には想定より高い24%の追加関税が適用されることが明らかになると、経済や企業業績の悪化懸念から大きく下落しました。

為替市場では、3月31日、前週に発表された米経済指標を受けて米景気の減速懸念が広がり、米長期金利が低下したことから、円買いの動きが優勢となりました。その後は、強弱入り混じる米経済指標や、米国の相互関税の内容を見極めたい投資家の動きから方向感のない展開となりましたが、2日に米財務長官の発言により相互関税に対する過度な警戒感が薄れて、一時1米ドル=150円近辺まで円売りが進む場面もありました。しかしその後、想定より厳しい相互関税の内容を受けて、世界景気悪化や貿易戦争への懸念から投資家のリスク回避姿勢が強まると、円高ドル安が進み、4日には一時1米ドル=145円前半と、6ヵ月ぶりの円高水準をつけました(図表8)。

【図表8 日米金利差とドル円】

2024年9月1日～2025年4月3日、日次



※ 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。

(次頁へ続く)

日本経済:短観はオントラックとの見方を裏付ける内容

日銀が公表した短観(3月調査)では、注目度の高い大企業製造業の業況判断DIは12と前回12月調査から▲2ポイント低下しました(図表9)。

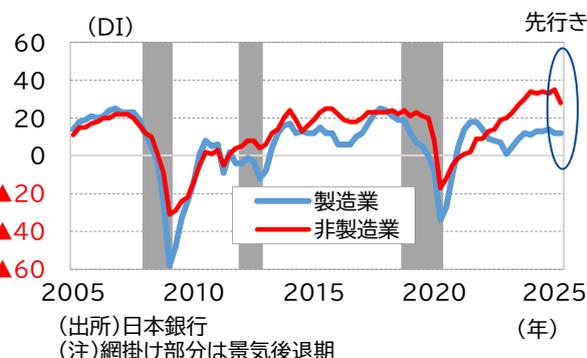
特に、前回調査から低下幅が大きかった業種は、繊維(▲23ポイント)や石油・石炭(▲17ポイント)、トランプ政権による関税政策が影響した鉄鋼(▲10ポイント)などとなりました。その他の業種では、中国経済の減速により生産用機械(▲4ポイント)やはん用機械(▲2ポイント)が低下したほか、米などの価格上昇を受けた食料品(▲2ポイント)などで低下がみられました。一方、認証不正問題の影響剥落により生産が持ち直した自動車(+5ポイント)や電気機械(+3ポイント)、非鉄金属(+3ポイント)などが上昇しました。先行きについては、自動車への関税賦課の影響が懸念される自動車(▲4ポイント)に加え、非鉄金属(▲9ポイント)、金属製品(▲9ポイント)などの下落が目立ちました。

大企業非製造業の業況判断DIは前回調査から+2ポイント上昇の35となりました。業種別では、好調なインバウンド需要などが追い風となった宿泊・飲食サービス(+6ポイント)、対個人サービス(+6ポイント)、小売(+8ポイント)などで上昇がみられました。先行きについては、宿泊・飲食サービス(▲10ポイント)、小売(▲4ポイント)、運輸・郵便(▲6ポイント)のほか、人手不足感の強い建設(▲10ポイント)、不動産(▲11ポイント)などで低下しました。

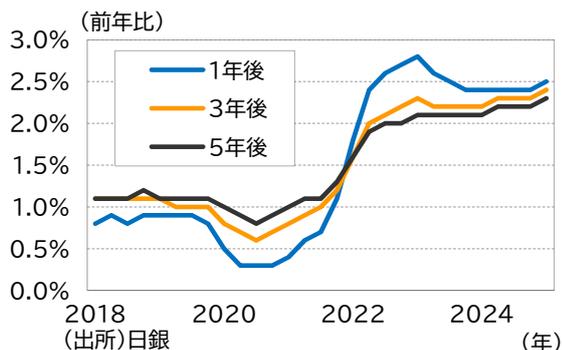
物価関連項目である企業の、物価全般の見通し(全規模・全産業)は引き続き2%を超える水準で高止まりしています。具体的には、1年後が前年比+2.5%、3年後が+2.4%、5年後が+2.3%と、前回調査からそれぞれ+0.1%ポイント上方修正されています(図表10)。また、企業の販売価格の見通し(全規模・全産業)も前回調査から、1年後が+0.1%、3年後と5年後が+0.2%ポイント上方修正されており、中長期的な値上げ意向もやや強まっています(図表11)。

今回の短観では、企業のインフレ期待が高止まりしていることや値上げ意向が示されていることが確認されました。こうした結果は、既に集計結果が示唆している春闘での高い賃上げ実現とともに、日銀が追加利上げの判断材料としている「経済・物価がオントラック(見通し通り)」との見方を裏付ける材料になる可能性が高いと考えられます。

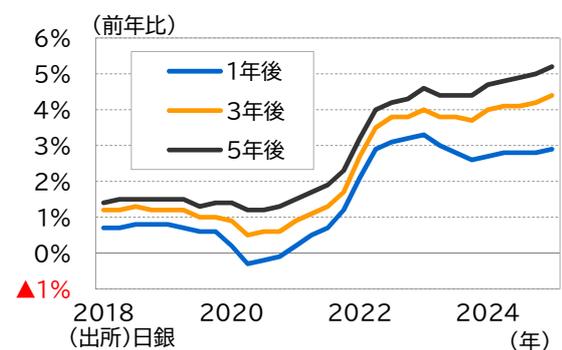
【図表9 業況判断DI(大企業)の推移】
2005年3月～2025年3月、四半期



【図表10 物価全般の見通し】
2018年3月～2025年3月、四半期



【図表11 販売価格の見通し】
2018年3月～2025年3月、四半期



(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、3月の米CPIやミシガン大学消費者信頼感指数に注目

来週は、3月の米CPI(消費者物価指数)やミシガン大学消費者信頼感指数に注目しています(図表12)。米国では、先行きの利下げペースを見極める上で、3月のCPIの結果に注目が集まることが予想されます。米国が3月に発動したカナダやメキシコ、中国、鉄鋼・アルミニウム製品を対象とした関税措置の影響などもあり、3月のコアCPIは前月比+0.3%と2月(同+0.2%)から伸びが幾分加速することが予想されています(コアCPIの推移は図表13参照)。

4月のミシガン大学消費者信頼感指数は55.0と3月から一段と低下することが予想されています。年明け以降、トランプ政権による関税政策などによりインフレ期待が大きく上昇し、消費者マインドは大きく悪化しています(図表14・15)。

もっとも、3月のCPIや4月のミシガン大学消費者信頼感指数は、相互関税の導入が決定される前の調査結果である点に注意が必要です。今後、インフレの上振れにより消費者マインドの悪化、ひいては消費行動に悪影響を及ぼすことになれば、景気の悪化とインフレ圧力が強まるスタグフレーションのリスクが高まることになります。

【図表12 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
7日(月)	日本	2月現金給与総額(毎月勤労統計)	前年比+3.0%	同+2.8%
		2月実質賃金(毎月勤労統計)	前年比▲1.3%	同▲1.8%
		2月景気先行指数	107.8	108.3
	ユーロ圏	2月小売売上高	—	前月比▲0.3%
8日(火)	日本	3月現状判断DI(景気ウォッチャー調査)	45.3	45.6
		3月先行き判断DI(景気ウォッチャー調査)	45.8	46.6
	米国	3月NFIB中小企業楽観指数	—	100.7
9日(水)	日本	3月工作機械受注	—	前年比+3.5%
		植田日銀総裁講演		
	米国	MBA住宅ローン申請指数	—	前週比▲1.6%
		FOMC議事録		
10日(木)	日本	3月国内企業物価指数	前年比+3.9%	同+4.0%
	中国	消費者物価指数	前年比+0.1%	同▲0.7%
		卸売物価指数	前年比▲2.3%	同▲2.2%
	米国	3月消費者物価指数(食料品及びエネルギーを除く)	前月比+0.3%	同+0.2%
			前年比+3.0%	同+3.1%
新規失業保険申請件数		—	21.9万件	
		失業保険継続受給者数	—	190.3万人
11日(金)	米国	3月卸売物価指数(食料品及びエネルギーを除く)	前月比+0.3%	同▲0.1%
			—	前年比+3.4%
		4月ミシガン大学消費者信頼感指数	55.0	57.0

(出所)Bloomberg (注)4日10時時点のデータ

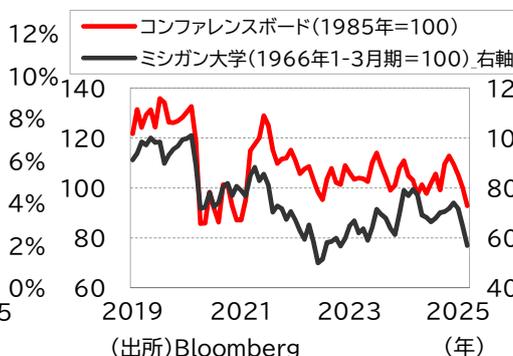
【図表13 コアCPIの推移】

2021年1月～2025年2月、月次



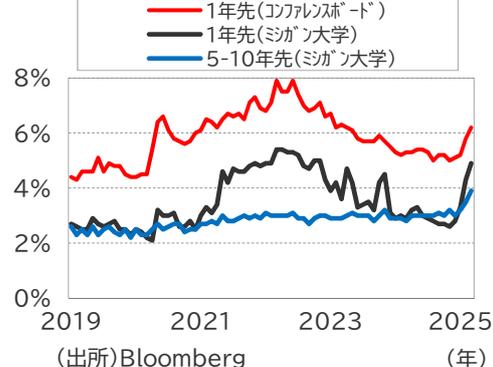
【図表14 消費者マインドの推移】

2019年1月～2025年3月、月次



【図表15 期待インフレ率の推移】

2019年1月～2025年3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