

# ～TMAMマーケットウィークリー(4/7～11)～

## Topic: 関税措置の「発動」・「報復」・「停止」に反応し、株式市場は乱高下

- 4月7日～4月10日の米国株式市場(S&P500種指数)は、前週末比で上昇となったものの、変動の大きい展開となりました。2日に米国が発表した相互関税について、9日の完全発動を控え、関税措置の延長や譲歩への期待感と、米中間の関税率引き上げの応酬を受けた両国の対立激化への警戒感が入り混じり、7日から8日にかけては乱高下する展開となりました。9日にはトランプ大統領が、相互関税の一部を90日間停止すると発言したことを好感して大幅に上昇したものの、翌10日にトランプ政権が対中関税率を145%に引き上げると発表したことから、米中貿易摩擦の激化に対する懸念が再び高まり、米国株式市場は反落しました。
- 4月7日～4月11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感や、日米関税協議への期待などから、7日から9日にかけては乱高下する展開となりました。9日にトランプ政権が報復措置を講じていない日本を含む一部の国や地域に対する上乗せ関税を一時停止すると表明したことで、10日に大きく上昇したものの、同政権が現地10日に対中関税率を145%に引き上げると発表したことや、為替市場で円高米ドル安が進んだことが嫌気され、翌11日の日本株式市場は下落しました。
- 来週(4月14日～4月18日)は、ECB理事会などに注目しています。ECBは17日の会合で0.25%の利下げを実施し、政策金利を2.25%に引き下げることが予想されます。トランプ米大統領による相互関税の発表以降、ECB高官は関税政策を注視する姿勢を示しています。特に、ユーロ圏にとっても主要な貿易相手国である中国にはトランプ米大統領の就任以降大幅な関税引き上げが行われていることから、景気の急減速が懸念されます。

【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)	4月11日	33,585.58	▲0.58	▲195.00
	TOPIX		2,466.91	▲0.61	▲15.15
	NYダウ(米ドル)		39,593.66	3.34	1,278.80
	S&P500	4月10日	5,268.05	3.82	193.97
	ユーロ・ストックス50指数		4,818.92	▲1.22	▲59.39
10年 国債	日本(%)	4月11日	1.36	-	0.14
	米国(%)	4月10日	4.42	-	0.43
	ドイツ(%)		2.58	-	0.00
為 替	ドル円(円/米ドル)	4月11日	143.54	▲1.71	▲2.49
	ユーロ円(円/ユーロ)		162.30	0.49	0.79

(出所) Bloomberg

(注)ドル円、ユーロ円は対顧客外国為替相場の中値

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
4日	米国	3月非農業部門雇用者数(雇用統計)	前月差+14.0万人	同+22.8万人
		3月失業率(雇用統計)	4.1%	4.2%
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+3.1%
		2月所定内給与(一般労働者、共通事業所ベース)	前年比+3.0%	同+1.9%
	ユーロ圏	2月小売売上高	前月比+0.5%	同+0.3%
8日(火)	日本	3月現状判断DI(景気ウォッチャー調査)	45.2	45.1
9日(水)	日本	植田日銀総裁講演		
	米国	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+4.2%
	中国	消費者物価指数	前年比+0.1%	同▲0.1%
	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+0.1%
新規失業保険申請件数		22.3万件	22.3万件	
11日(金)	米国	4月ミシガン大学消費者信頼感指数	53.5	

(出所) Bloomberg (注)11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。

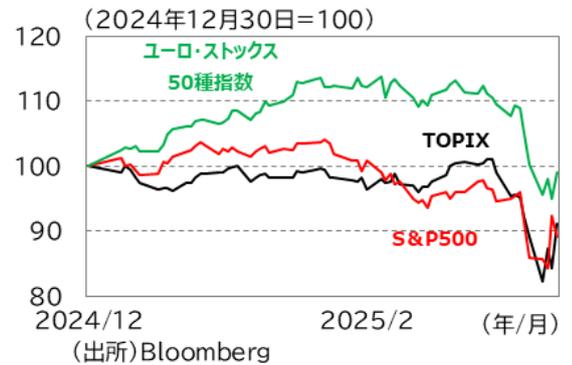
## 米国株式市場: 関税措置の「発動」・「報復」・「停止」に反応し、株式市場は乱高下

4月7日～4月10日の米国株式市場(S & P500種指数)は、前週末比+3.8%の上昇となりました(図表3)。関税措置の延長や譲歩への期待感と米中間の関税の報酬を受けた対立激化への警戒感が入り混じり、変動の大きい展開となりました。

7日から8日にかけては、関税措置の延期や譲歩への期待が高まり、取引時間中に一時上昇する場面も見られたものの、米国政府高官らがこれらを否定したことで、相互関税が予定通り完全発動されるとの見方が広がり、2日から4営業日連続で下落しました。9日には、トランプ米大統領が一転して相互関税の一部を90日間停止すると発言したことが好感され、株式市場は急反発しました。しかし、翌10日には、中国に対する関税率を145%に引き上げるとのトランプ政権(ホワイトハウス)の公式発表を受けて、米中貿易摩擦の激化に対する警戒感が高まり、米国株式は反落しました。

【図表3 株式市場の動向】

2024年12月30日～2025年4月10日  
日次、現地通貨ベース

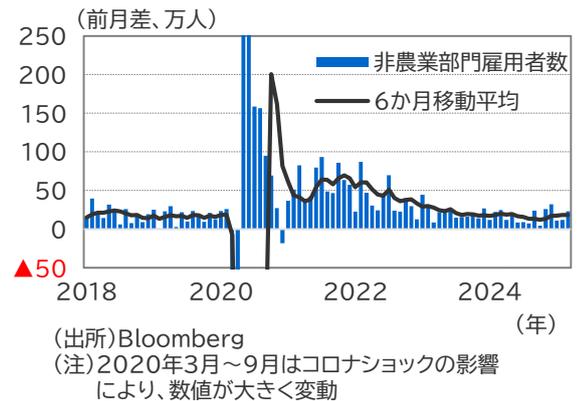


## 米国経済: 大幅な関税発動前に労働市場は堅調さを維持

米労働省が7日に公表した2025年3月の雇用統計によると、非農業部門雇用者数(事業所調査)は前月差+22.8万人と市場予想(同+14.0万人)を大きく上回りました(図表4)。過去2か月分が計▲4.8万人下方修正されたことで、雇用のモメンタムを示す3か月移動平均は+15.2万人(2月:+18.4万人)と減速したものの、6か月移動平均でみると、+18.1万人(2月:+18.3万人)と堅調なペースを維持しています。パウエルFRB議長は雇用拡大の長期的な巡航速度は推定10万人増/月との考えを示していることや、DOGE(政府効率化省)による連邦政府職員の削減が進んでいることなどを踏まえると、労働市場は依然底堅さを維持していると考えられます。

【図表4 非農業部門雇用者数の推移】

2018年1月～2025年3月、月次



内訳をみると、製造業が前月差+0.1万人(2月:同+0.8万人)と増勢が鈍化したものの、サービス業(2月:前月差+9.0万人→3月:同+19.7万人)、政府部門(2月:前月差+0.1万人→3月:同+1.9万人)が拡大しました(図表5)。もともと、政府部門のうち、州政府及び地方自治体(2月:前月差+1.2万人→3月:同+2.3万人)では雇用の増加が維持されているものの、DOGE(政府効率化省)による雇用削減の影響から、連邦政府(2月:前月差▲1.1万人→3月:同▲0.4万人)は減少が続いています。サービス業ではヘルスケアが前月差+5.4万人と安定推移しているほか、天候の改善により娯楽・宿泊が増加に転じました。

【図表5 非農業部門雇用者数の内訳】

2024年12月～2025年3月、月次

(前月差、万人)

	24年12月	25年1月	25年2月	25年3月
全体	32.3	11.1	11.7	22.8
製造業	▲1.0	▲0.5	0.8	0.1
サービス業	28.3	9.0	9.0	19.7
ヘルスケア	4.9	3.9	4.3	5.4
娯楽宿泊	4.7	▲1.4	▲1.7	4.3
建設	1.5	▲0.3	1.4	1.3
その他	17.2	6.8	5.0	8.7
政府部門	3.6	3.2	0.1	1.9
連邦政府	0.3	0.3	▲1.1	▲0.4
州政府	1.9	1.2	▲0.4	0.6
地方自治体	1.4	1.7	1.6	1.7

(出所) Bloomberg

(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。

今後については、製造業で関税の影響により解雇が増える可能性や、連邦政府では給与支払期間が終了することで失業者に転じる人が増加する可能性があるため、雇用の勢いがどの程度減速するか注目されます。

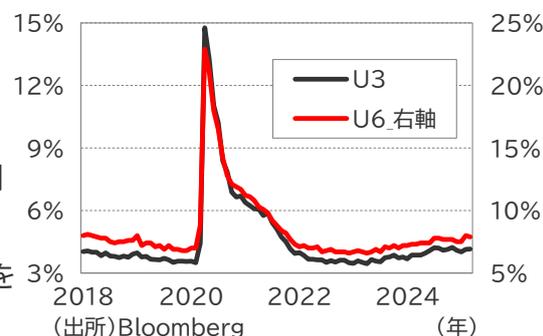
3月の失業率(U3、家計調査)は4.152%と2月(4.139%)とほぼ同水準となりました(図表6)。失業率は、2023年4月の3.4%を底に緩やかに上昇しているものの、足もとはFOMC参加者が3月の会合で示唆した長期均衡水準に合致しており、依然低水準にとどまっていると言えます。

失業率(U3)に「現在職探しをしていないものの、過去1年間に求職活動を行った人」と「正規雇用を探しているものの、パートタイムで働いている人」を加えた広義の失業率(U6)は2月の8.0%から3月には7.9%へ低下し、労働市場の軟化が緩やかにとどまっていることを示しています。

3月の雇用統計では、雇用が想定より堅調なペースで増加しているほか、失業率はほぼ変わらず、全体としては労働市場の底堅さが維持されていることを示す内容となりました。パウエルFRB議長は雇用統計公表後の講演で依然として経済は良好な状態にあるなどとして、利下げの判断は急がず、慎重に金融政策を決定していく考えを強調しました。しかし、今回はトランプ政権による関税引き上げが本格化する前の結果である点に注意が必要です。トランプ政権による関税政策は、経済と労働市場の見通しを根本的に変化させており、パウエルFRB議長は関税の引き上げが予想よりも大幅に大きいとの認識を示しています。関税引き上げによる景気悪化が懸念されるなか、労働市場がどの程度減速するか注目が集まっています。

【図表6 失業率の推移】

2018年1月～2025年3月、月次



## 日本株式市場:米国の関税措置を巡り乱高下

4月7日～4月11日のTOPIX(東証株価指数)は、前週末比▲0.6%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感や、日米関税協議への期待感などから、7日から9日にかけては乱高下する展開となりました。9日にトランプ政権が報復措置を講じていない日本を含む一部の国や地域に対する上乗せ関税を一時停止すると表明したことで、10日に大きく上昇したものの、同政権が現地10日に対中関税率を145%に引き上げると発表したことや、為替市場で円高米ドル安が進んだことが嫌気され、翌11日の日本株式市場は下落しました。

為替市場では、トランプ米大統領が2日に相互関税を発表したことで、貿易摩擦の激化や世界経済の悪化への警戒感から、円高米ドル安基調で推移した一週間となりました。9日、中国を除く複数の国・地域を対象に相互関税の一部を90日間停止すると発表したことで、一時1米ドル=148円まで円安米ドル高が進行した後、ベッセント米財務長官が最近の円高について、「日本経済の強い成長とインフレ期待上昇の結果だ」との見解を示したことや、中国が米国からの輸入品に対する関税を84%に引き上げると発表したことで貿易摩擦が一段と激化するとの懸念が高まったことなどから、週末にかけて円高米ドル安に転じるなど、値動きの荒い展開となりました。11日には1米ドル=143.54円と、4日(146.03円)に比べ円高米ドル安となりました(図表7)。

【図表7 日米金利差とドル円】

2024年9月1日～2025年4月10日、日次



(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。

## 日本経済:特殊要因で所定内給与が下振れ

厚生労働省が公表した2025年2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+3.1%と、1月(同+1.8%)から伸びが大きく加速しました。名目賃金の上昇率が拡大したことに加え、物価上昇率が鈍化したことで、実質賃金(名目賃金から物価変動の影響を除く)は前年比▲1.2%と、1月(同▲2.8%)からマイナス幅が縮小しました(図表8)。

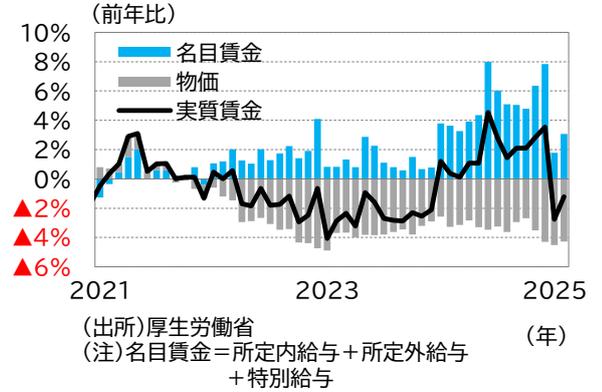
名目賃金のうち、賃金動向の基調を示す所定内給与が前年比+1.6%と1月(同+2.1%)から伸びが大きく縮小し、日銀が重要視している共通事業所(1月:前年比+2.7%→2月:同+1.8%)でも同様の傾向がみられました(図表9)。2月分の賃金データは、サンプル調整などの特殊要因により伸びが抑制されたと考えられます。過去にサンプルに入っていた、賃金の伸びが強かった事業所が1月にサンプルから外れたことが影響したとみられます。

また、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▲2.2%と大きく減少しており、これが所定内給与の前年同月比の伸びも抑えた可能性があります。

今後の実質賃金を展望すると、今年の春闘賃上げ率は昨年の5.10%(ベースアップ:3.56%)を上回ることが予想されます。物価動向については、4月以降、高校授業料無償化が押し下げ要因になるものの、電気・ガス代補助金の規模縮小・廃止により相殺されることとなります。食料品価格の高止まりもあり、当面は物価の高止まりが見込まれるものの、コメ価格の上昇率鈍化や関税による景気減速を受けた需要の減少により、物価は落ち着くことが予想されます。このため、実質賃金は緩やかながらも持ち直すことが見込まれるものの、明確なプラス圏に浮上するかは物価の動向次第であると言えます。

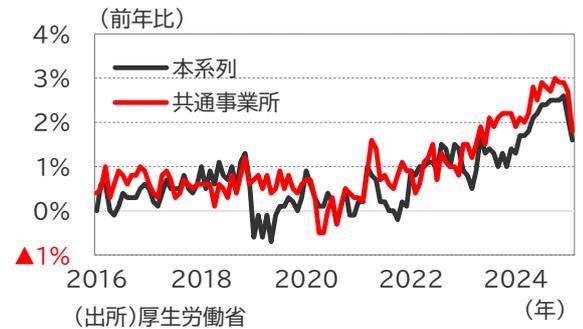
【図表8 現金給与総額の推移】

2021年1月~2025年2月、月次



【図表9 所定内給与の推移】

2016年1月~2025年2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。

## 来週は、3月の米小売売上高やECB理事会に注目

来週は、3月の米小売売上高やECB理事会に注目しています(図表10)。

小売売上高は、寒波やカリフォルニアの山火事、2024年後半にみられた関税引き上げ前の駆け込み需要の反動により1月(前月比▲1.2%)と大きく落ち込んだ後、2月は前月比+0.2%と1月の落ち込みを取り戻すに至りませんでした(図表11)。2月は寒波や山火事による下押しがほぼ剥落したとみられるものの、低い伸びにとどまったのは関税引き上げ前の駆け込みの反動が続いている側面が大きかったと考えられます。3月は、駆け込みの反動が和らぐとみられることから、前月比+1.4%へ伸びを高めると予想されています。もっとも、関税政策によるインフレ懸念を反映した消費者マインドの低下などが懸念材料として浮上しており、個人消費が底堅さを維持できるか注目されます。

ECBは17日の会合で0.25%の利下げを実施し、政策金利(預金ファシリティ金利)を2.25%に引き下げることが予想されます(政策金利の推移は図表12参照)。3月時点で、ドイツとEUの財政拡張方針が経済・物価の押し上げに作用する可能性があるため、ECBは利下げ継続に慎重な姿勢を示していました。しかし、トランプ米大統領による相互関税の発表以降、

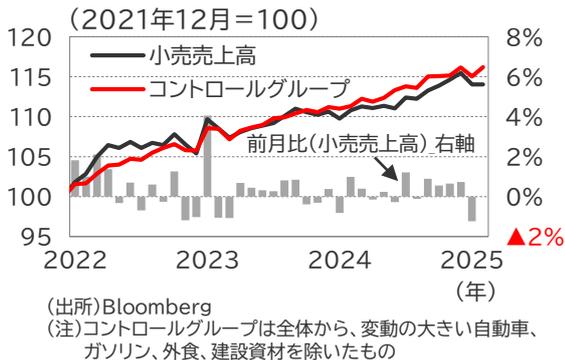
ECB高官は関税政策を注視する姿勢を示しています。特に、ユーロ圏にとっても主要な貿易相手国である中国にはトランプ米大統領の就任以降大幅な関税引き上げが行われていることから、景気の急減速が懸念されます。こうした点を踏まえると、4月会合でも0.25%の利下げが行われる可能性が高いと考えられます。

【図表10 来週発表予定の主要経済指標】

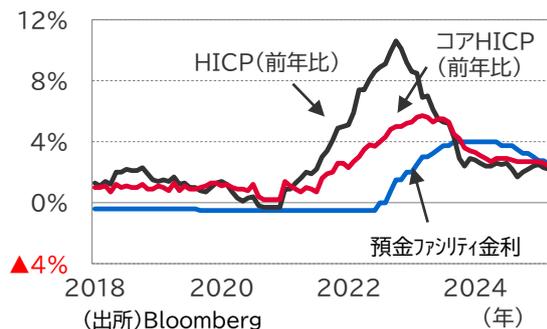
公表日	国・地域	経済指標	予想	前回
14日(月)	中国	3月輸出	前年比+4.4%	同▲3.0%
		3月輸入	前年比▲2.1%	同+1.5%
	米国	NY連銀1年インフレ期待	—	3.13%
15日(火)	ユーロ圏	4月ZEW景気期待指数	—	39.8
		2月鉱工業生産	前月比▲0.5%	同+0.8%
	米国	3月輸入物価指数	前月比0.0%	同+0.4%
16日(水)	日本	2月コア機械受注	前月比▲0.5%	同▲3.5%
	中国	1-3月期実質GDP	前年比+5.2%	同+5.4%
	米国	3月小売売上高	前月比+1.4%	同+0.2%
		3月小売売上高(コントロールグループ)	前月比+0.5%	同+1.0%
		3月鉱工業生産	前月比▲0.3%	同+0.7%
4月NAHB住宅市場指数		37	39	
17日(木)	日本	3月貿易収支	2,344億円	5,905億円
	中川日銀審議委員講演			
	ユーロ圏	預金ファシリティ金利(ECB理事会)	2.25%	2.50%
	米国	3月住宅着工件数	141.0万件	150.1万件
		3月建設許可件数	145.0万件	145.9万件
		新規失業保険申請件数	—	22.3万件
失業保険継続受給者数		—	185.0万件	
18日(金)	日本	3月消費者物価指数	—	前年比+3.7%
		3月消費者物価指数(生鮮食品を除く)	前年比+3.2%	同+3.0%

(出所) Bloomberg (注) 11日10時時点のデータ  
(注) 小売売上高(コントロールグループ)は全体から、変動の大きい自動車、ガソリン、外食、建設資材を除いたもの

【図表11 小売売上高の推移】  
2022年1月～2025年2月



【図表12 預金ファシリティ金利とHICP】  
2018年1月～2025年3月



※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