
馬淵治好の週刊「世界経済・市場花だより」

第 722 号 (2025/4/27) トランプ大統領の全面敗北による政策修正期待から、世界株価はいったん上昇、為替は円安に／今週の内容は多いが

☆過ぎし花～先週 (4/21～4/25) の世界経済・市場を振り返って

<トランプ大統領の全面敗北により世界的に株高、米国による円高誘導思惑も後退し円安展開>

(まとめ)

トランプ政権が、関税引き上げを中心とするこれまでの政策について、米国内でも米国外でも「全面敗北」の様相に陥っていることから、徐々に関税策を緩和する様子を示しています。それを「最悪の事態よりまし」として、先週はほぼ全面的な世界株高となりました。

また為替政策も、トランプ大統領が「輸出促進のための米ドル安」を志向するとの観測もあって、一時は米株安・米債券安・米ドル安のトリプル安の局面が生じ、それが米国からの資本逃避を加速させるとの懸念を抱いたからか、ベッセント財務長官が日本に対し日本円の特定水準を目標とすることはしない、と語ったため、円高思惑が薄らいで、全面的な円安となりました。

(詳細)

トランプ政権の、関税引き上げを中心とした政策は、国内の家計や企業から反発を招き、米国の株式・債券市場や米ドル相場に大いに波乱をもたらしたうえ、諸外国に対して交渉を有利に導くとの効果も乏しく（製造業が米国に移転するとの大統領の期待も相当部分空振りに終わりそうで）、全面敗北の様相が色濃くなっています（そうしたトランプ政権の敗北については、後の「盛りの花」で詳述します）。

このためか、関税緩和に向けての動きを、徐々にですがトランプ政権は模索しているようです。

先週の出来事だけを取り上げても、4/22 (火) にトランプ大統領は、対中関税について「145%はとても高い」との認識を語り、中国の出方によっては関税率をゼロにはしないがかなり下げる、と述べました。またウォール・ストリート・ジャーナル紙は、4/23 (水) に、「米国の対中関税の税率は 50～65%程度に引き下げられる可能性が高い」と報じています。

また、関税政策についての動きではありませんが、トランプ大統領はパウエル連銀議長について、4/17 (木) に SNS 上で「一刻も早く解任すべきだ」と投稿したため、中央銀行の独立性を大統領が理解していないのでは、として、市場に波乱を引き起こしていました。ところが大統領は 4/22 (火) に、記者団に対し議長を「解任するつもりはない」と前言を撤回し、市場では安堵感が生じました。

また為替市場では、円安商状となりました。これは、元々は、トランプ大統領が、米国からの輸出を促進しようと、米ドル安を志向しているとの思惑があり、その思惑から、日米通商交渉での担当大臣となったベッセント財務長官が、日本に対し円高を求めるとの観測がありました。しかしベッセント財務長官は 4/23 (火) に、日本に

対して要求するような「通貨目標のようなものはない」と語ったため、円安に市況が振れ戻った形です。

先週の世界市場は、こうした米国の政策姿勢を取りざたしてもっぱら動く形で、経済統計や個別企業の決算については、結果的には大きな材料とはなりませんでした。

こうした世界市場の動向を、騰落率ランキングで確認しましょう。

まず、先週の主要な株価指数の騰落率ランキング（現地通貨ベース）で、ベスト10は、メキシコ、ナスダック総合、ポーランド、ドイツ、ハンガリー、S & P 500、ブラジル、TOPIX、日経平均、イタリア、でした。

一方、先週を通じて株価が下落した国は3か国しかなく、ほぼ全面的な株高だったと言えます。その3か国とは、パキスタン、デンマーク、ニュージーランド、でした。

先週の外貨相場（対円）の騰落率ランキングで、ベスト10は、チリペソ、ブラジルレアル、イスラエルシェケル、コロンビアペソ、メキシコペソ、フィリピンペソ、ノルウェークローネ、マレーシアリングgit、ハンガリーフォリント、チェココルナ、でした。

メキシコは、株価も通貨も上昇率が高めとなりました。これは、トランプ政権の関税政策が大きく緩和されるのであれば、対米貿易に頼るメキシコの状況が改善するだろう、との思惑によると推察されます。

一方、先週対円で下落した（円高になった）通貨は2つしかなく、全面的な円安商状でした。その2通貨とは、アルゼンチンペソ、韓国ウォン、でした。

☆来たる花～今週（4/28～5/2）の世界経済・市場の動きについて

<極めて材料が多い週だが、引き続き米国の政策スタンスに振り回されそう>

（まとめ）

今週は、通常であれば市場が材料視しそうなイベントが、目白押しです。

ただ、実際の市場動向は、引き続きトランプ政権の政策動向に振り回されそうです（逆に言えば、米政権の政策について今週特に動きがなければ、諸材料の市場への影響度が高まるとも考えられますが、それほど大きな市況の動きとはなりにくいでしょう）。

（詳細）

今週は、通常であれば市場が材料視しそうなイベントが、極めて多いです。

日本の経済統計では、4/30（水）に3月の鉱工業生産が発表されます。2月は前月比で2.3%増加しましたが、3月は0.5%減が見込まれており、世界的な景気のもたつきで日本企業の輸出がなかなか明るくはならないなか、国内での生産高も圧迫された状況だと言えます。

5/1（木）には4月の消費動向調査が公表予定で、そのなかの消費者心理を推し量る消費者態度指数は、3月の

34.1 から 4 月は 33.9 に悪化するとの見通しです。日本の消費者が、先行きについて慎重になっていることがうかがえるでしょう。

投資家の方から、よく「これからの日本の株式市場では、輸出株と内需株のどちらがドカン！と物色の火柱となるのですか？」と尋ねられるのですが、日本は輸出もだらだら、内需もだらだらで、火柱は立ちにくいと思います。「これさえ買っていれば大儲け！」というものは見出しにくく、日本株全般として、まあまあぼちぼちの良い相場に向かうと見込みます。

とは言っても、まだ海外経済に不安が根強く、足元の円安がそのまま続くとも想定しがたいため、年央辺りまではどちらかと言えば内需株が優位でしょう。そこから先は、どちらかと言えば輸出株が切り返して優位だとは予想します。

話を今週の材料に戻すと、日銀の金融政策決定会合が、4/30（水）～5/1（木）に開催されます。また 3 か月に一回公表される、日銀「展望レポート」（後の「理解の種」もご参照ください）が、5/1（木）に発表予定です。米国の関税引き上げ策の影響などがあまりにも不透明で、今回は日銀は利上げを見送るとの観測が有力です。

日本の 3 月決算の決算発表社数は、今週ぐっと増えてきます。

米国では、マクロ経済統計は「普段は」注目されるものが多く、具体的には下記の通りです（下記はすべて 4 月分の統計、日付は発表予定日、カッコ内は（3 月分実績→4 月分市場予想））。

4/29（火）消費者信頼感指数（コンファレンスボード）（92.9→87.3）

4/30（水）ADP 雇用統計（雇用者数前月比：15.5 万人増→12.5 万人増）

5/1（木）ISM 製造業指数（49.0→48.0）

5/2（金）雇用統計（非農業部門雇用者数前月比：22.8 万人増→13.3 万人増）

また 4/30（水）には、1～3 月期の GDP 統計が公表予定で、前期比年率ベースの実質経済成長率は、10～12 月期の 2.4%から 0.4%に減速しそうです。

こうした諸統計からは、米国景気は急激な悪化ではないがスピードが落ちてきている、という評価が有力となるでしょう。

米国企業の 1～3 月期の決算発表は終盤に近くなりますが、今週もメタ、マイクロソフト、アップル、アマゾンなど大型企業の発表が予定されています。

このように、今週は材料自体は極めて多いものの、市場は引き続きトランプ政権の政策に注目が集まりそうです。とは言っても、今週に米政権から関税等の政策に関して何か動きがあるかどうか自体もわからず、何もない場合は、これまで述べてきた材料で市場が動くこともあるでしょう。

ただし、先週進んだ株高や円安が、今週も無条件でそのまま進むとは見込みがたいです。というのは、たとえば関税策を米政権が縮小するとしても、トランプ大統領の就任前の状況まで戻すわけでもなく、やはり何らかの米経済への悪影響は免れないため、市場では、実際の経済や企業収益がどうなるのか見極めたい、との慎重な心理が、根強く残ると予想されます。

一方で、先週の株高は、当方の基本的な見解である、「日米等主要国の株価は底値圏を形成した」との見解に沿ったものであったと判断します。

しばらく世界株価は、短期的な上下動を繰り返しながら、5月辺りまでは底堅めに近い基調にあり、その後は上昇色を強めていく、との予想を堅持します。

一方で、トランプ政権の失策により、じわじわと米国から他国（主として先進国）への資金シフトが継続する恐れがあり、米ドル安があと一段進む（たとえば米ドル円相場が1ドル140円を割れる）可能性が残っていると見込みます。

☆盛りの花～世界経済・市場の注目点

＜全面敗北の様相が濃くなったトランプ政権と、それに対する市場の反応は＞

第二次トランプ政権のこれまでの政策は、全面敗北の様相を強めています。

関税引き上げ策については、事前に多くの専門家が、「トランプ大統領が他国との交渉道具として関税を上げるだけであって、他国が交渉に応じ譲歩すれば、関税を最終的には撤回していく」との楽観論を唱えていました。つまり、トランプ政権が勝利する結果、関税が撤回される、との説でした。

しかし実際には、諸外国は米国にただ屈するような姿勢は示していません。これまでの同盟国では、カナダや欧州諸国は関税引き上げに対し大いに反発しています。

肝心の対中では、中国は米国に対して報復関税を課すなど、譲る姿勢をみせません。4/24（木）には、中国商務相の報道官が、「米国が問題を解決したければ、すべての関税措置を撤廃すべきだ」と述べました。つまり、米中間で通商協議を行ないたいければ、最初に喧嘩を売ってきたのは米国なのだから、まず米国が「すみません」と頭を下げて関税を撤回してからだろう、という強硬姿勢です。

こうした対外圧力の空振りという「敗北」をトランプ大統領は認めず、各国との交渉が進んでいると一方的に述べています。大統領は4/24（木）に、米中両国の関係者が会合を持ったと語りました。

それに対し中国外務省の報道局長は、4/24（木）の記者会見で、米中間で何らかの協議が始まったとの観測は「すべて偽情報だ」と否定しました。中国も自国内向けに対米強硬姿勢を示したい、という意向はあるでしょうが、トランプ大統領が根拠なく、都合のいい言説を振りまいている可能性もあるでしょう。

対日本でも、大統領は4/25（金）に、日本との通商交渉は「合意にとっても近づいている」とは述べましたが、具体的には何も語らず、ただうまくいっていると言い張っているだけかもしれません。

こうした関税策だけではなく、外交・安全保障面でも政策が功を奏している感が乏しいです。

ウクライナ停戦は全く実現していません。ロシアには、トランプ大統領がウクライナ停戦を手柄にしたい、といった足元を見られ、ロシアに一方的に有利な停戦条件に乘せられていました。そうしたロシアに対する屈服策にウクライナのゼレンスキー大統領が抵抗すると、腹立ちまぎれに Bannon 大統領と一緒に、ゼレンスキー大統領の服装に難癖付けたうえホワイトハウスから叩き出すといった醜態でした。

今度はロシアがキーウを4/23（水）から4/24（木）にかけて爆撃すると、トランプ大統領は「ロシアのウラジーミル・プーチン大統領は攻撃をやめるべきだ」「プーチンは戦争を止めたくないのかもしれない」とキレ、ロシアに対する制裁を行なう可能性を示唆しました。

挙句の果ては、4/25（金）に米タイム誌が公開したインタビューで、トランプ大統領が昨年11月の選挙で「就

任初日に戦争を止める」などと訴えていたことを指摘されて、「面白半分で言っていただけだ。みんな分かっていた」などと開き直りました。

対欧州では、欧州諸国が米国の軍事力に頼り過ぎていた（それ自体は事実だと思います）として、突き放す姿勢を強めました。それを受けて欧州では、ドイツが憲法を改正して財政面で軍事費の拡大を可能にすることを推し進めるなど、「自立」の動きを強めています。そうすると、武器も欧州国内で調達する比率を高め、米国製の兵器に対する依存度を下げることとなり、米経済にはマイナスとなりえます。

トランプ政権の対外政策が失敗している一方で、国内での評価も低下し、内政的にも失敗だと言えます。

先々週の 4/16（水）に発表された 3 月の小売売上高は、前月比で 1.4% 増と大きな伸びとなりましたが、もっぱら関税の影響による値上がりを見込んでいた、駆け込み消費によるものだったと分析されています。つまり米国の個人が、これから先は輸入インフレが深刻化するのではないかと、生活防衛に走っているわけです。

企業は、関税が上がることでコスト増につながり悪材料ですが、最終的に関税がどうなるのかが不透明なため、部品や原材料の調達、国をまたいだ生産などの計画が立てにくく、設備投資も行ないにくい事態に陥っています。

こうした個人（家計）や企業の不満が高まっている結果、トランプ政権の支持率が低下基調をたどっています。主要なメディアによる世論調査を集計している、RealClearPolitics によれば、トランプ政権の不支持率と支持率の逆転は 3/13（木）に始まり、その後は概ね不支持率が高まるばかりです。直近の 4/24（木）のデータによれば、支持率が 45.8%、不支持率が 51.7% と、不支持率の方が 5.9% 高く、この差は第二次トランプ政権における最高値となっています。

こうしたトランプ政権に対する不満は、共和党の議員にも向かっています。このため、このままでは来年 11 月の中間選挙（大統領選挙がない年の議会選挙）で落選してしまうと、共和党議員からトランプ政権に批判が寄せられるものと見込まれます。

こうした国内での全方位的な不満の高まりに加え、米国の株式・債券市場や、米ドル相場も、これまで波乱を余儀なくされました。特にベッセント財務長官が市場の波乱に対し危機感を覚えたものと推察され、今のところ政策面ではベッセント長官の意見が重用されているように見えます。その結果として、市場に負けたトランプ政権が、政策の修正に追い込まれた、との解釈もできるでしょう。

ただ、市場としては、短期的には、トランプ政権が当初の期待通り、対外交渉などに勝利して関税引き上げを撤回しようと、トランプ政権が現実起こっているように全面的な敗北に陥って関税を撤回しようと、関税が縮小して経済への悪影響が軽減されるのであれば、別に政権の勝敗はどちらでも構わないわけです。

それが先週のように株価の戻りを演じましたが、かといってこれまでの関税引き上げがすべて消えてなくなったわけでもないの、市場はどうあっても関税が経済や企業収益に与える影響を見極める必要は残ります。

また中長期的には、まともなグローバル投資家は、「こんなひどい政権が米国経済を長い目でも傷め続けるかもしれない」と懸念し、足元起こっている米国からの資金逃避を、今後も継続する恐れがあります。

だからと言って、米国株や米ドル相場が下がり続けるとは見込みませんが、世界的に株価や外貨相場（対円）が上昇していくとしても、米国株や米ドル相場は相対的には低めの上昇率にとどまる、あるいは他国株や他通貨と同程度の上昇率に甘んじる、という展開は、十分にありうるでしょう。

結局の投資姿勢としては、これまで流行していたような、「米国株さえ買っていれば安心」「A I 関連株さえ買っていれば安心」「エヌビディアさえ買っていれば安心」といった「さえ」投資が終わった、と認識すべきでしょう。「では、それに代わる「さえ」の対象は何ですか？」という質問をよくいただくのですが、「そんなものはない」というのが答えです。

☆理解の種～世界経済・市場の用語などの解説

<展望レポート>

日銀の展望レポートは、正式には「経済・物価情勢の展望」という名前です。1月、4月、7月、10月の金融政策決定会合に、展望レポートの原案が提出され、同会合で点検され承認されて、公表に至ります。以前は、決定会合の翌日に公表されていましたが、現在では決定会合の最終日（2日目）に公表されています。

このレポートには、金融政策決定会合の委員が、経済成長率や物価上昇率について、どう見込んでいるかが表記されています。ここでは、各委員の見通しを集め、そのうち最大値と最小値を1つずつ除いて、どの範囲に予想数値があるかを示しています。

今週発表の展望レポートで、日銀が経済成長率や物価上昇率の予想値をどちら方向にどの程度修正するかを注目すべきだ、との声があります。しかし、足元ではトランプ関税の日本を含む世界経済への影響がどうなるか、と言うより、トランプ関税そのものがどうなるのかが、まったく不透明で、日銀としても予想を策定する自信はない、というところでしょう。

今回の展望レポートでの実体経済の予想値が修正されても、だから今後の金融政策がどうなるかは、（日銀自身にも）見通しがたいものと考えます（それでも、今のところの金融政策の方向性は、極めてゆっくりとした利上げだと見込みます）。

【中長期シナリオ結論】（2025/4/13時点）

（毎号最後に掲載します。変える必要がないと考えている間は、まったく変えません。）

1）今年半ばにかけて

トランプ関税の項目はかなり出そろった。また、米国経済のソフトデータ（企業や家計の心理を測るデータ）の悪化も、市場はかなり織り込んでいる。予測P E Rでみた割高感、米株価についてはだいぶ解消されてきており、日本株はかなり割安と言える。このため、日米等の株価が大きく底抜けていくような事態は見込んでいない。一方で、市場の関心は、トランプ関税により、米国経済のハードデータ（実際の経済活動を測るデータ）や企業収益が、どの程度悪化していくかに移っている。その度合いを織り込むには、4～5月分の米経済のハードデータや1～3月期並びに2～4月期の米企業業績発表時に示される企業側の業績見通しなどを待たないといけな

いだろう。こうしたデータの発表が一巡する5月辺りまでは、日米等の株価の頭は重いだろう。市場心理はまだ不安定な状況が続くと想定されるため、短期的に内外の株式市況は上下に荒れながら、基調としては横ばい（底堅め）が続くと予想する。

2) その後の展開

今年末やその先に向けては、世界株価の上昇基調を予想する。その要因としては、世界経済の長期回復基調が挙げられる。中期的にも、米国経済が深刻化すれば、たとえば米連銀は追加緩和など打つ手はある。年後半の米国では減税も打ち出されるだろう。