

# April 2025

## Monthly Report

- 米国経済
- 欧州市場
- コラム

# 米国経済(1/2)

## ■ 緩やかに減速する米国経済

3月に発表された米経済指標については、堅調な成長率を記録した2024年から米国経済が緩やかに減速しているという内容を補強するものとなりました。2025年2月の小売売上高は前月比+0.2%と下方修正された1月の同-1.2%から増加したものの、市場予想を下回り、2か月移動平均の推移は約2年ぶりの低水準となっています。一方で2月の鉱工業生産は前月比+0.7%と前月の同+0.3%から伸びが加速し、市場予想をも上回りました。自動車の生産が全体をけん引しましたが、メキシコやカナダに対する関税発動を控え、生産が前倒しされた可能性があることには留意が必要です。

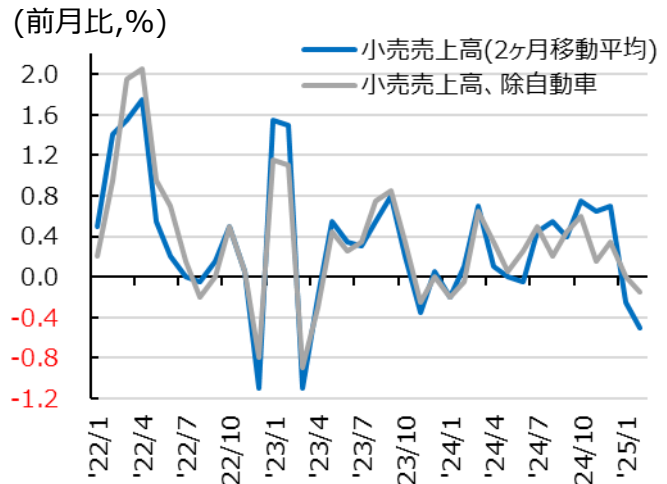
雇用環境は緩やかに悪化しており、2月の非農業部門雇用者数は前月比+15.1万人と前月から増加しました。水準としては堅調なもの、1月分が下方修正され2か月移動平均は着実に減少しており、労働市場の鈍化が見て取れます。

## ■ 「慣性」が働く金融政策

3月のFOMC(連邦公開市場委員会)では市場予想通り政策金利が4.25%–4.50%で据え置かれました。FOMC参加者の経済見通しでは、コアインフレ率が2025年のみ引き上げられた一方、経済成長率は2025年から2027年に渡って引き下げられました。インフレ圧力は一時的と捉える反面、経済成長率に対する下振れリスクをより認識していることが浮き彫りとなっています。

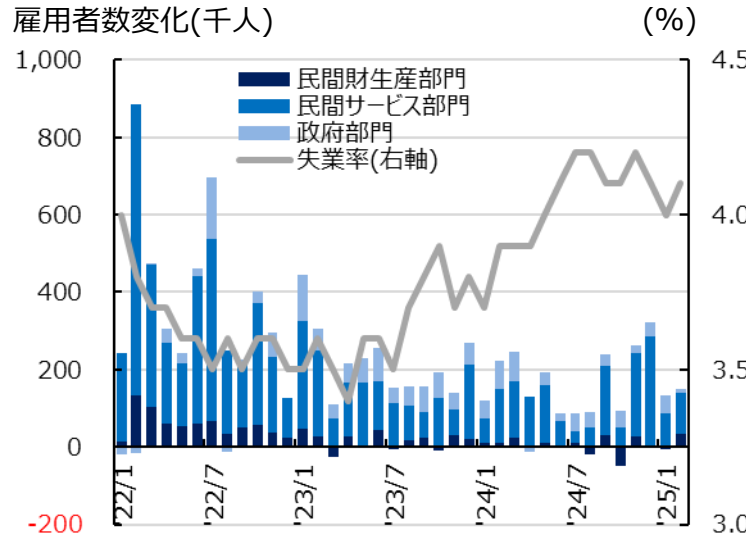
また、ドッツ(FOMC参加者の政策金利見通し)の中央値はすべて据え置かれたものの全体の分布は上方にシフトしており、2025年の利下げ予想を0回もしくは1回と予想するメンバーが4名から8名に増加しました。発表された声明文では「リスクはほぼ均衡している」との文言が削除され、「不確実性は高まっている」との文言が追加されています。先行きが見通しにくい中ではとりあえず現状を維持しようという「慣性」が働くことが指摘されており、今後の金融政策の硬直性は高いままとなりそうです。

## 駆け込み需要を消化し減速する個人消費



(出所)米商務省公表データよりFintegrity作成

## 雇用は2024年夏の弱さに近づく



(出所)米労務省公表データよりFintegrity作成

## 3月FOMC参加者 経済見通し

FOMC参加者の 経済見通し	2025	2026	2027	長期予想
実質GDP成長率	1.7% (2.1%)	1.8% (2.0%)	1.8% (1.9%)	1.8% (1.8%)
失業率	4.4% (4.3%)	4.3% (4.3%)	4.3% (4.3%)	4.2% (4.2%)
PCEインフレ率	2.7% (2.5%)	2.2% (2.1%)	2.0% (2.0%)	2.0% (2.0%)
コアPCEインフレ率	2.8% (2.5%)	2.2% (2.2%)	2.0% (2.0%)	

(出所)米連邦準備制度理事会公表データよりFintegrity作成

# 米国経済(2/2)

## ■ボラティリティの高い状況が続く

金融市場では、2月中旬の弱い米経済指標発表後に加速したリスクオフの動きが、トランプ大統領の強硬な関税政策に対する懸念なども相まって加速し、3月中旬まで米株下落・ドル安が続きました。関税政策については矢継ぎ早の施行・撤回・延期が決定されており、状況を正確に把握するだけでも一苦労という不透明感が重しとなっています。例えば、発動時期が2月初から延期されていたメキシコ・カナダに対する25%の関税措置は予定通り3月初に発動されましたが、その後わずか一日でUSMCA(米国・メキシコ・カナダ協定)に準拠した製品に対する関税を4月初まで延期すると発表されました。50%への引き上げにも言及されていた鉄鋼・アルミニウム関税は結局25%にて施行されたほか、中国への10%追加関税については2月に続いて3月に予定通り施行されました。

今後は、4月初に相互関税に関する何らかの発表があると見込まれており、自動車関税やベネズエラ産石油・ガスを輸入している国に対する制裁関税なども言及されています。

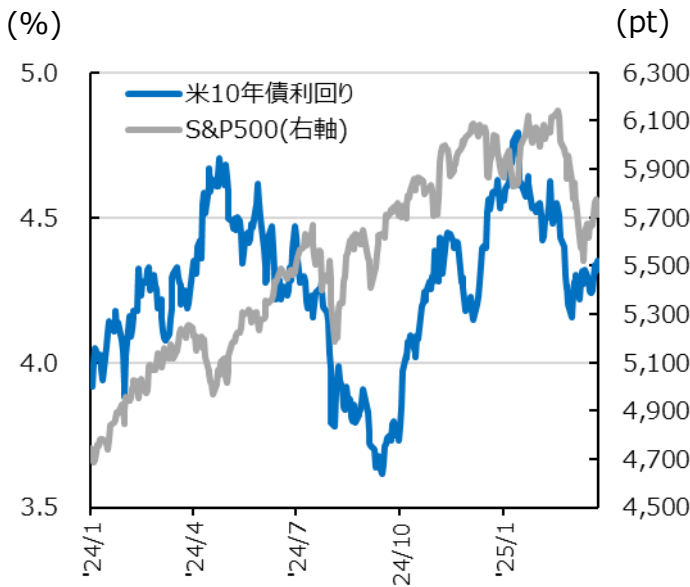
3月中旬以降はリスクオフの動きが一服しました。米国上院で2025年9月末までの暫定予算が通過し、政府閉鎖が回避されたことなどが材料視されました。

トランプ大統領の発言に一喜一憂する展開は続いています。関税が米経済に悪影響を及ぼし始めたらFRBが利下げすべきである、というソーシャルメディアへの投稿が経済への悪影響をも辞さない姿勢と捉えられリスクオフの動きを誘発した一方、詳細を発表予定の相互関税に関して一部の国や地域に猶予措置を設ける可能性が示唆されたことは市場に好感されました。

## ■経済見通し

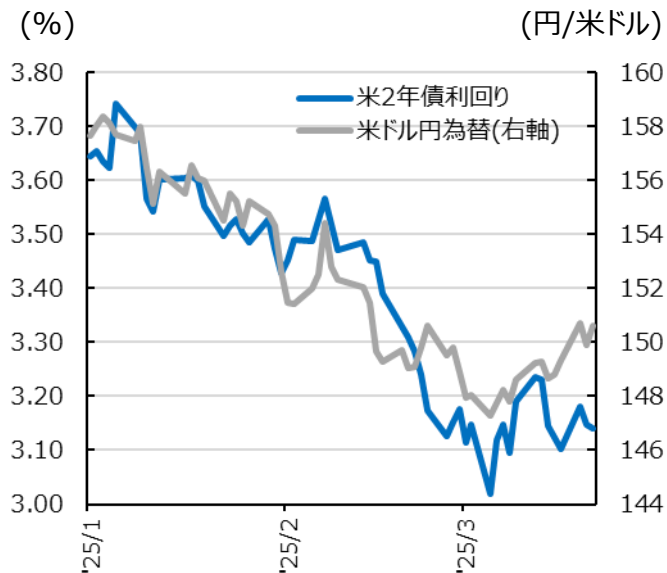
米国経済は第2・第3四半期にかけて、追加関税の実施による個人消費などへの悪影響が顕在化してくるとみています。一方で、関税のインフレに対する影響は一時的であり、年後半の政策金利引き下げに道を開くと考えています。また、年後半にはトランプ減税の恒久化や追加減税の議論が深堀されるため、その進展には注意が必要です。

### 米10年債利回り・S&P500推移



(出所) RefinitivデータよりFintegrity作成

### 日米金利差・為替推移



(出所) RefinitivデータよりFintegrity作成

# 欧州経済

## ■歴史的な転換点となりうるドイツ

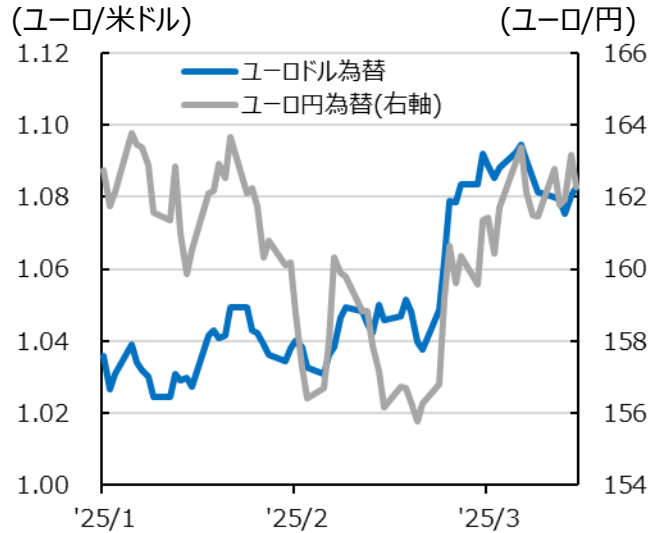
欧州では、ECB(欧州中央銀行)が3月の政策理事会にて政策金利を0.25%引き下げており、5会合連続の利下げとなりました。声明文は金融政策が景気抑制的ではなくなりつつある、との文言に変更されており、金融緩和の終わりが近づいていることが示唆されました。

また、トランプ米大統領とゼレンスキー宇大統領との会談が稀に見る決裂となったことを受け、欧州では防衛強化のための財政支出を拡大する動きが広がっています。欧州委員会のフォンデアライエン委員長は、防衛強化のための1,500億ユーロの融資を提案すると発表しました。財政規則適用への免責条項発動も提案されており、実現すれば加盟国は4年間で6,500億ユーロを防衛費として追加的に支出が可能になります。

長らく緊縮財政を堅持してきたドイツも、2月に解散総選挙を経て大きな転換点を迎つつあります。ドイツのメルツ次期首相は防衛費増額に向けて債務ブレーキ条項(財政赤字を国内総生産対比で0.35%未満に抑える基本法)の改正に言及し、GDP比1%を超える防衛費については条項から免除する方針を示しました。向こう10年のインフラや教育への投資のため5,000億ユーロ規模のファンド創設も提言され、これらを盛り込んだ財政パッケージは3月中旬には上下院で承認されています。

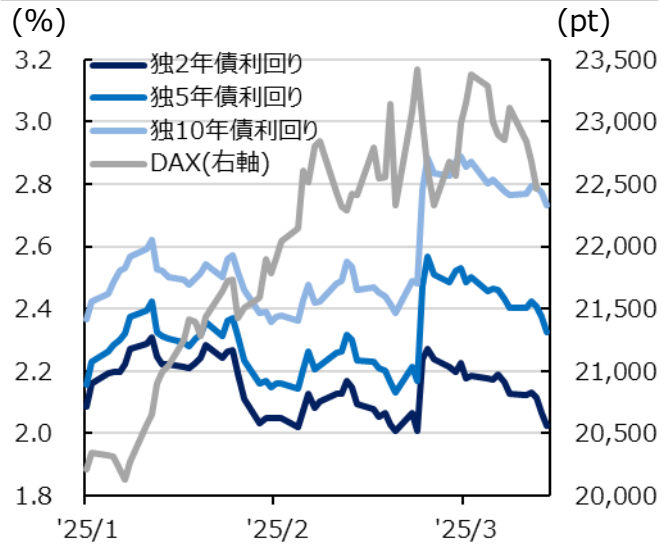
ドイツは2022年以降、実質GDP成長率(前期比)が2四半期連続でプラスになったことがないほど景気の低迷が長引いています。今回の財政拡張路線への大胆な転換により経済復調が期待されユーロが上昇する一方で、独10年債利回りは2月末対比で0.5%上昇する場面もありました。この先、期待に応える実体経済指標が着実な景気回復を示すかどうか焦点となるでしょう。

## ユーロ円・ユーロ米ドルの推移



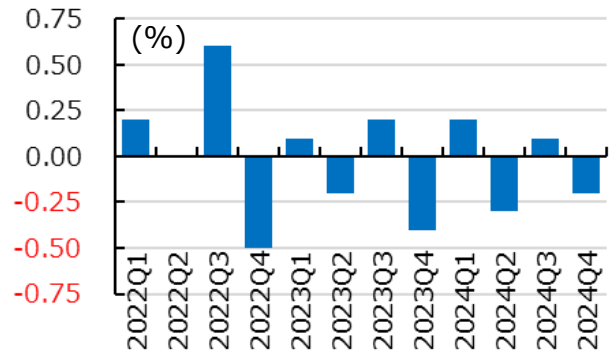
(出所) RefinitivデータよりFintegrity作成

## 独債利回りおよびDAX推移



(出所) RefinitivデータよりFintegrity作成

## 独実質GDP成長率(季節調整済,前期比)



(出所) ドイツ連邦統計局公表データよりFintegrity作成

# コラム『銀行株 大相場の予感』

## 今月の山岡コラム

トランプ政権の通商政策による影響もあり、日米株式市場は年初から不安定な動きをしている。そんな中でも昨年来好調なセクターはあり、上場来高値を記録する銘柄も少なくない。例えば銀行株、中でもメガバンク3銘柄の株価は好調である。例えば、三菱UFJFG(8306)の株価は今年に入り2006年4月につけた上場来高値の1,940円を抜き、3月21日には2,239.5円と更に高値を更新している。「なぜ今、メガバンク株は好調なのだろうか？」という問いに答えるためには、「前回高値を付けた2006年とはどんな年だったのか？」という疑問を解消すると良いだろう。

2006年は2001年から続いていたゼロ金利政策を日銀が解除した年である。当時の内閣府政策統括室のレポートでは「景気回復」、「デフレ脱却」、「金融市場の正常化」が記されており、東京都の地価公示価格もバブル崩壊以降久方ぶりに大幅上昇を記録した年である。

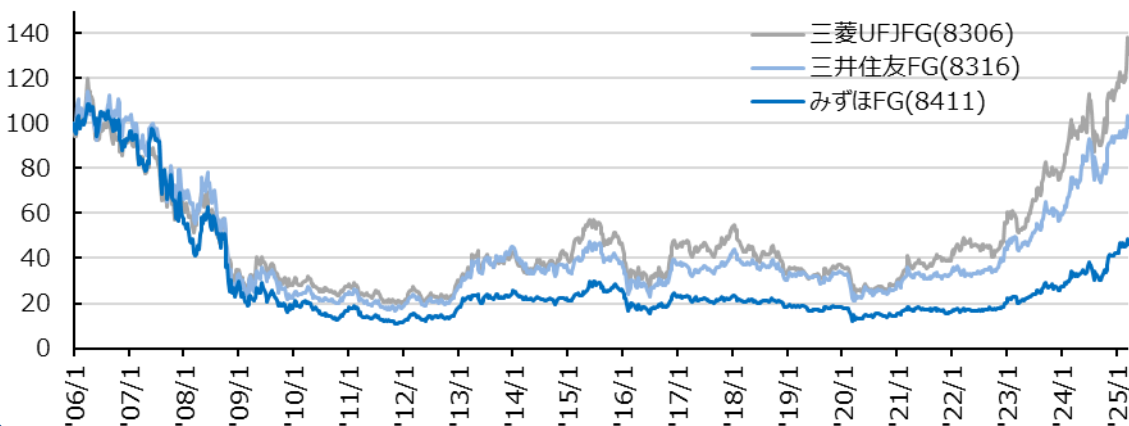
翻って2025年現在の状況としては、まずは2024年の春闘以来、久方ぶりの賃金上昇を記録しその流れは今年も続いて

いる。日銀は2024年3月に「マイナス金利」を解除し、17年ぶりの利上げと「金融市場の正常化」を実施した。加えて、2024年(令和6年)の東京都地価公示価格は3年連続でプラスとなった。このように、前回銀行株が上場来高値を記録した2006年に現在の経済状況は似ており、株式市場も同様の動きが期待されるのだ。

前述の通り三菱UFJFG(8306)は上場来高値を更新したものの、三井住友FG(8316)は2006年の高値4,633.3円に対し3月21日終値は4,140円と、未だ12%程度下回る水準であり、みずほFG(8411)に至っては同10,300円に対し3月21日終値は4,503円と半値以下の水準である。過去のメガバンク3行の株価推移を見ると上昇の順序はあるものの、比較的同じ動きをしていることが多く、後者2銘柄の株価は追従が期待できる。

「デフレ脱却(=インフレ)」、「金融正常化」、「景気回復」、「資産価格上昇」、このキーワードは日本経済の復活を意味するものであり、銀行株大相場を予感させるものである。

メガバンク比較チャート



(出所) RefinitivのデータよりFintegrity作成 ※2006年1月を100とする



# Disclaimers

- ・本資料は、ご参考のためにFintegrity株式会社が独自に作成したものです。
- ・本資料は、投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、有価証券の購入または売却を勧めるものではありません。また、本資料によって何らかの行動を勧誘するものでもありません。また、将来の投資成果を保証するものでもございません。銘柄の選択、投資の最終決定はご自身のご判断で行ってください。
- ・本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。
- ・本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、Fintegrity株式会社はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。
- ・また本資料のいかなる部分も一切の権利はFintegrity株式会社に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

# 金融商品取引法に基づく表示事項

## 広告等の規制（金融商品取引法66条の10）

金融商品仲介業者 Fintegrity株式会社  
登録番号 近畿財務局長（金仲）第482号

### 【所属金融商品取引業者等】

あかつき証券株式会社金融商品取引業者関東財務局長（金商）第67号

### 【加入協会】

日本証券業協会 一般社団法人金融先物取引業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

### 【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

### 【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等の取扱商品等に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

## 商号等の明示（金融商品取引法66条11）

- ・弊社は所属金融商品取引業者等の代理権を有しておりません。
- ・弊社は、いかなる名目によるかを問わず、その行う金融商品仲介業に関して、お客様から金銭若しくは有価証券の預託を受けることはありません。
- ・所属金融商品取引業者等が二以上ある場合、お客様が行おうとする取引につき、お客様が支払う金額または手数料等が所属金融商品取引業者等により異なる場合は、商品や取引をご案内する際にお知らせいたします。
- ・所属金融商品取引業者等が二以上ある場合は、お客様の取引の相手方となる所属金融商品取引業者等の商号または名称を商品や取引をご案内する際にお知らせいたします。

