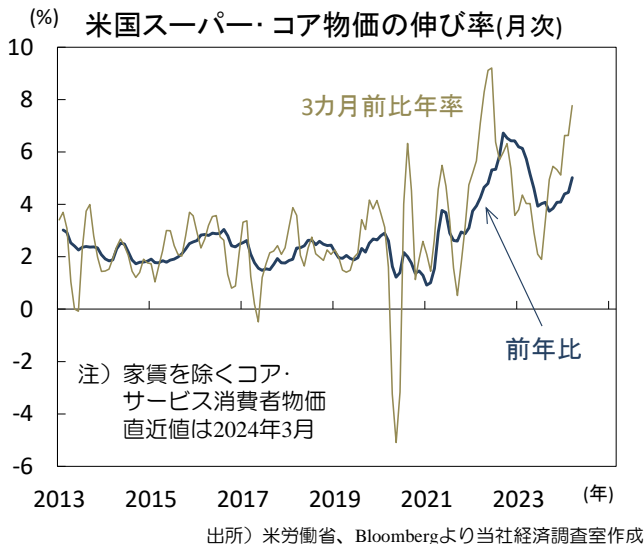


## 米消費者物価の下げ渋りから米金利と米ドルが上昇、円安が進展

## ● 米消費者物価の下げ渋りへの懸念が台頭



## ■ 米消費者物価ショックで米利下げ期待が後退

先週は米長期金利が上昇、米ドル高が進展し、米欧の株価が下落。米10年国債利回りは一時4.5886%と昨年11月以来の水準に上昇しました。引き金となったのは予想を上回る米消費者物価でした(4頁)。同物価が公表された先週10日、先物(OIS)市場が織り込む今年12月の米政策金利は4.937%(前週末の5日4.690%)へ上昇。米利下げ期待の後退が市場を動かしました。同物価の公表直後、米ドル円相場は日本の当局の防衛ラインとみられていた1ドル152円を突破し、153円台まで急伸。翌11日には日本の財務相や財務官が円安をけん制しました。11日のECB理事会は政策金利を据え置きつつ、今年6月の利下げ開始を示唆(5頁)。ユーロは対米ドルで下落しました。12日にはイランがイスラエルに報復攻撃を行う可能性が報じられ米欧の株価が下落。週末13日にはイランが無人機とミサイルによる対イスラエル攻撃を開始しました。

## ■ 各国当局者発言や中国の景気指標に注目

今週は15-20日にIMF世銀総会、17-18日にG20財務相・中銀総裁会議(ともに米ワシントン)があり主要国当局者の発言機会が多数。今週末に米FRB高官の発言自粛期間入りを控えて地区連銀総裁等による発言も注目されます。米国は15日に小売売上高(3月)、16日に鉱工業生産(3月)を、日本は19日に消費者物価(3月)を、中国は16日に1-3月期のGDPと3月の主要景気指標(生産・小売・投資)を公表予定。中東情勢が緊迫化する中で中国景気の底打ちの兆しも見れば一次産品価格がいっそう上昇し、米欧の物価下げ渋りの懸念を高める可能性があります。(入村)

巻末の「本資料に関してご留意頂きたい事項」および「本資料中で使用している指数について」を必ずご覧ください。

## ● 今週の主要経済指標と政治スケジュール

★は特に注目度の高いイベント

## 4/15 月

- ★ (米) 3月 小売売上高(前月比)  
2月:+0.6%、3月:(予)+0.3%
- (米) 4月 ニューヨーク連銀製造業景気指数  
3月:▲20.9、4月:(予)▲7.5
- (他) IMF(国際通貨基金)・世界銀行  
春季会合(~20日、米ワシントン)

## 4/16 火

- ★ (米) バウエルFRB議長 討議参加
- (米) ジェファーソンFRB理事 講演
- ★ (米) 3月 鉱工業生産(前月比)  
2月:+0.1%、3月:(予)+0.4%
- ★ (中) 1-3月期 実質GDP(前年比)  
10-12月期:+5.2%、1-3月期:(予)+4.6%
- ★ (中) 3月 鉱工業生産(前年比)  
1-2月:+7.0%、3月:(予)+5.4%
- ★ (中) 3月 小売売上高(前年比)  
1-2月:+5.5%、3月:(予)+4.5%
- ★ (中) 3月 都市部固定資産投資(年初来、前年比)  
1-2月:+4.2%、3月:(予)+4.3%
- (他) IMF(国際通貨基金)世界経済見通し公表

## 4/17 水

- ★ (米) ベージュブック(地区連銀経済報告)
- (米) ボウマンFRB理事 討議参加
- (他) G20(20カ国・地域)財務相・中銀総裁会議  
(~18日、米ワシントン)

## 4/18 木

- ★ (米) 4月 フィラデルフィア連銀製造業景気指数  
3月:+3.2、4月:(予)▲0.5
- (米) 新規失業保険申請件数(週間)  
4月6日終了週:21.1万件  
4月13日終了週:(予)21.5万件
- (米) ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁 討議参加

## 4/19 金

- ★ (日) 3月 消費者物価(全国、前年比)  
総合 2月:+2.8%、3月:(予)+2.8%  
除く生鮮 2月:+2.8%、3月:(予)+2.7%  
除く生鮮・エネルギー  
2月:+3.2%、3月:(予)+3.0%
- (日) 植田日銀総裁講演(米ワシントン)
- (印) 総選挙投票開始(~6月1日)

注) (日)は日本、(米)は米国、(欧)はユーロ圏、(英)は英国、(独)はドイツ、(仏)はフランス、(伊)はイタリア、(豪)はオーストラリア、(中)は中国、(伯)はブラジルを指します。日程および内容は変更される可能性があります。

出所) 各種情報、LSEGより当社経済調査室作成



## 金融市場の動向

### ● 主要金融市場の動き（直近1週間）

※騰落幅および騰落率は直近値の1週間前比

株式		(単位:ポイント)	4月12日	騰落幅	騰落率%
日本	日経平均株価(円)		39,523.55	531.47	1.36
	TOPIX		2,759.64	57.02	2.11
米国	NYダウ(米ドル)		37,983.24	-920.79	▲2.37
	S&P500		5,123.41	-80.93	▲1.56
	ナスダック総合指数		16,175.09	-73.43	▲0.45
欧州	ストックス・ヨーロッパ600		505.25	-1.30	▲0.26
ドイツ	DAX®指数		17,930.32	-244.72	▲1.35
英国	FTSE100指数		7,995.58	84.42	1.07
中国	上海総合指数		3,019.47	-49.82	▲1.62
先進国	MSCI WORLD		3,351.01	-51.35	▲1.51
新興国	MSCI EM		1,041.70	-4.01	▲0.38
リート		(単位:ポイント)	4月12日	騰落幅	騰落率%
先進国	S&P先進国REIT指数		240.73	-4.97	▲2.02
日本	東証REIT指数		1,775.67	21.88	1.25
10年国債利回り		(単位:%)	4月12日	騰落幅	
日本			0.865	0.094	
米国			4.518	0.118	
ドイツ			2.358	-0.042	
フランス			2.866	-0.046	
イタリア			3.743	-0.043	
スペイン			3.188	-0.049	
英国			4.137	0.067	
カナダ			3.661	0.069	
オーストラリア			4.295	0.179	
為替(対円)		(単位:円)	4月12日	騰落幅	騰落率%
米ドル			153.28	1.67	1.10
ユーロ			163.12	-1.15	▲0.70
英ポンド			190.80	-0.77	▲0.40
カナダドル			111.26	-0.29	▲0.26
オーストラリアドル			99.02	-0.71	▲0.71
ニュージーランドドル			90.99	-0.16	▲0.18
中国人民幣元			21.178	0.222	1.06
シンガポールドル			112.582	0.186	0.17
インドネシアルピア(100ルピア)			0.9671	0.0106	1.11
インドルピー			1.8337	0.0147	0.81
トルコリラ			4.737	0.006	0.13
ロシアルーブル			1.6428	0.0041	0.25
南アフリカランド			8.124	0.008	0.10
メキシコペソ			9.208	-0.002	▲0.02
ブラジルリアル			29.946	0.021	0.07
商品		(単位:米ドル)	4月12日	騰落幅	騰落率%
原油	WTI先物(期近物)		85.66	-1.25	▲1.44
金	COMEX先物(期近物)		2,362.00	28.30	1.21

注) MSCI WORLD、MSCI EM、S&P先進国REIT指数は米ドルベース。  
原油は1バレル当たり、金は1オンス当たりの価格。  
騰落幅、騰落率ともに2024年4月5日対比。  
当該日が休場の場合は直近営業日の値を使用。

出所) MSCI、S&P、LSEGより当社経済調査室作成

### ● 株式市場の動き

(日経平均株価:円、NYダウ:米ドル、DAX®:ポイント)



### ● 長期金利（10年国債利回り）の動き

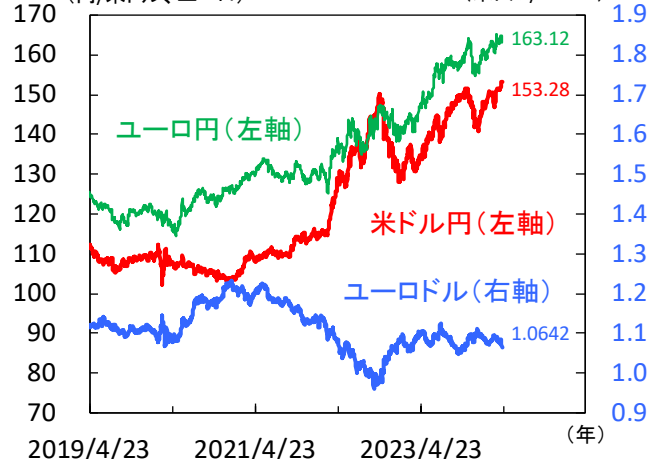
(%)



### ● 為替相場の動き

(円/米ドル、ユーロ)

(米ドル/ユーロ)



注) 上記3図の直近値は2024年4月12日時点。  
当該日が休場の場合は直近営業日の値を記載。

出所) LSEGより当社経済調査室作成



# 日本 ドル円相場は34年ぶりの円安水準、日経平均株価は3週ぶりに上昇

## ■ 賃金上昇率は前月から伸び率加速

2月の現金給与総額は前年比で+1.8%増加し、伸び率は1月の同+1.5%から上昇幅が拡大しました（図1）。内訳を見ると、所定内給与が同+2.2%と大幅に伸びたことが上昇に寄与した一方、所定外給与が同▲1.0%、特別に支払われた給与が同▲5.5%と減少したことが押し下げ要因になりました。一方、共通事業所ベースでは同+1.9%（1月は同+2.0%）と伸び率が鈍化しました。実質ベースでは前年比▲1.3%となり1月の同▲1.1%からマイナス幅が拡大。先行きについては、連合が発表した2024年春闘の賃上げ要求が30年ぶりに5%を上回ったことから、今後の実質賃金の上振れが期待されます。

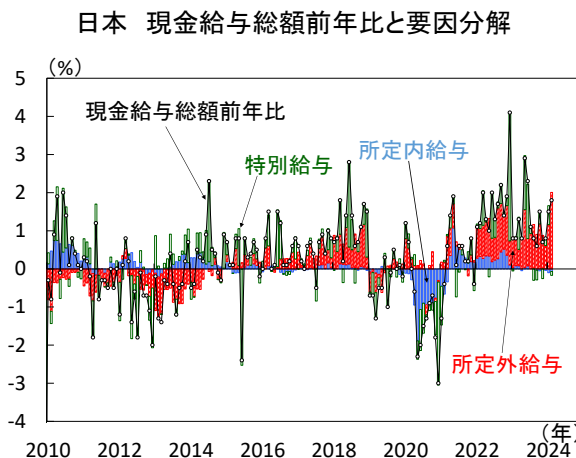
## ■ 景気の判断DIは現状、先行きともに悪化

3月の景気ウォッチャー調査は、景気の現状判断DIが49.8（2月は51.3）と前月から悪化し3カ月ぶりに中立水準（=50）を下回りました（図2）。内訳をみると雇用関連で改善したものの、家計動向関連は住宅、小売を中心に悪化、企業動向関連でも製造業が悪化しました。景気判断理由では長引く物価高や自動車の生産調整がマインドを冷やしているとの声が挙がりました。また、先行き判断DIも51.2（同53.0）と3カ月ぶりに悪化しました。内訳を見ると、家計動向関連は飲食、住宅、サービスが悪化、企業動向関連は製造業、非製造業ともに悪化、雇用関連についても悪化しました。3月の国内企業物価は前年比+0.8%（2月は同+0.7%）と伸び率が加速する中、先行きの景気判断理由ではインフレの高止まりによる購買力低下を懸念する意見が多くみられました。一方、3月の消費者態度指数は39.5（2月は39.0）と改善。家計のマインドが改善する中、消費支出が上向きかに注目です。

## ■ 為替が円安に振れるなか日経平均株価反発

先週の日経平均株価は週末比で+1.4%と3週ぶりに上昇しました。業種別に見ると、非鉄金属が堅調。ドル円相場は週の前半は1ドル=151円台で推移していましたが、後半から急速に円安が進行しました。11日に神田財務官が「行き過ぎた動きには適切に対応する」と口先介入を行った後は一時円高に振れたものの、再び円安基調となり、12日には153円台をつけ1990年6月以来の円安水準となりました（図3）。背景には、米金利上昇による米ドル高が挙げられます。円安進行を受けて株価は堅調に推移しました。今週は、ハイテク株を中心に米国株が軟調な中で国内株も上値は重くなると見ています。また、行き過ぎた円安に対し当局による実弾介入への警戒感が高まる可能性があり、為替動向にも注目です。（本江）

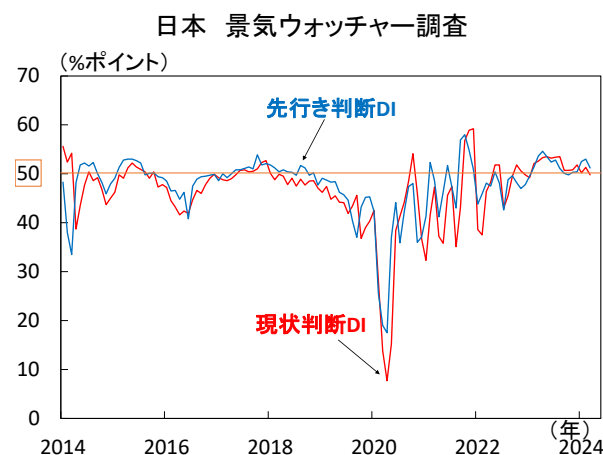
## 【図1】 現金給与総額の上昇率は加速



注) 直近値は2024年2月。

出所) 厚生労働省より当社経済調査室作成

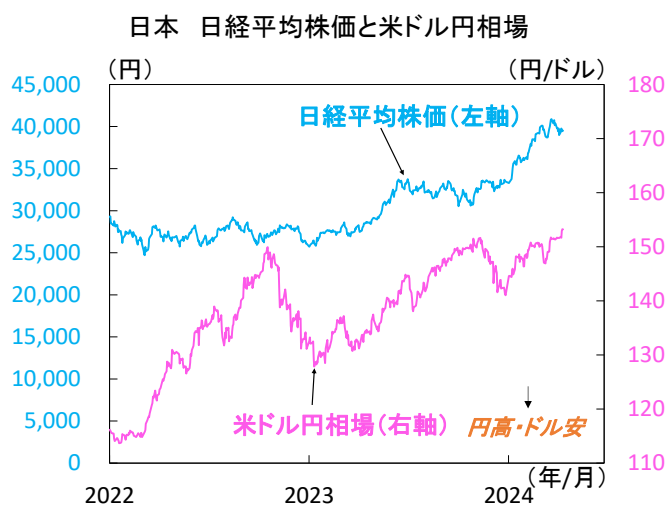
## 【図2】 景気判断DIは悪化



注) 直近値は2024年3月。「50」は中立水準。

出所) 内閣府より当社経済調査室作成

## 【図3】 円安が株価の下支え要因に



注) 直近値は2024年4月12日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



## 米国 3月米消費者物価が上振れ、米長期金利は4.5%台に上昇

### ■ 利下げ観測後退や地政学リスクが重し

先週のS&P500は前週比▲1.6%と2週連続で下落し、米10年国債利回りは4.5%台と年初来の高水準を付けました。3月米消費者物価(CPI)の予想比上振れによる利下げ観測後退や、イランがイスラエルに直接攻撃するとの報道を背景とした地政学リスクが警戒され、米株市場ではリスク回避的な展開となりました。市場では根強い物価上昇圧力を受けて高水準の政策金利が長期化するとの見方が広がりつつあり、先物市場で見た利下げ回数予想は年内1.6回(3月米FOMC見通しは3回)まで縮小しました。

### ■ 3月CPIは3カ月連続で予想上振れ

3月米CPIは総合が前年比+3.5%(市場予想+3.4%)、コア(除く食品・エネルギー)が同+3.8%(同+3.7%)と上振れました。食品やコア財、住居費は鈍化が続く一方、エネルギーや住居除くコアサービスは上昇しました(図1)。中東情勢緊迫化や中国景気回復等による原油高など資源価格反発に加え、粘着的なサービス価格も上昇しており、2%物価安定目標に向けた道筋は不透明感を増しています。

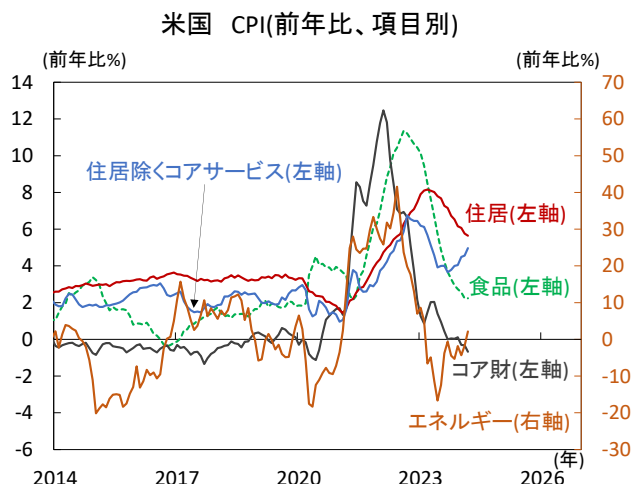
3月米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事録では、FOMCメンバーのほぼ全員が年内の利下げが適切と判断した一方、3月CPI公表前の時点でインフレ率の見方は割れていた事が確認されました。年初来の物価統計上振れは季節要因で一時的とみなす声があった一方、物価上昇が比較的広範囲に及ぶため単なる統計要因として無視すべきでないとの声もみられました。3月CPI公表後には、シカゴ連銀のグールズビー総裁が「今年最初の3カ月は間違いなく悪化している」、ボストン連銀のコリンズ総裁も「利下げ回数が従来想定より少なくなる事を示唆」と発言しており、インフレ高止まりや底堅い米景気を受けて早急な利下げは必要ないとの見方が広がっています。

### ■ インフレへの警戒を緩められるか

直近のインフレ上振れはコスト高の影響が大きいとみており、住居除くコアサービスに関しても自動車保険・自動車修理など個別要因が大きく押し上げている側面もあります(図2)。足元ではサービス業の賃金上昇率が移民流入等を背景に緩やかに鈍化しています(図3)。中東情勢緊張で原油高が続く可能性には注意が必要ですが、先行きのインフレ率は緩やかな減速が続くとみえています。

今週は3月米小売売上が注目されます。堅調な米国景気が続く下では、需要増加に伴う物価上昇への懸念が残りのため、個人消費の伸びが減速するかが鍵とみえます。米株市場は米金利上昇で軟調な展開が続く中、インフレ再燃への警戒が弱まるかが焦点です。(田村)

### 【図1】 エネルギーや住居除くコアサービス価格が上振れ

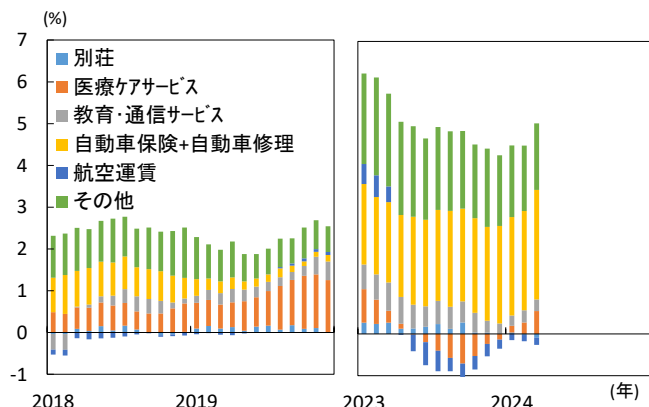


注) 直近値は2024年3月時点。

出所) 米BLSより当社経済調査室作成

### 【図2】 自動車保険・自動車修理の価格上昇が目立つ

米国 CPI 住居除くコアサービス(前年比、要因分解)

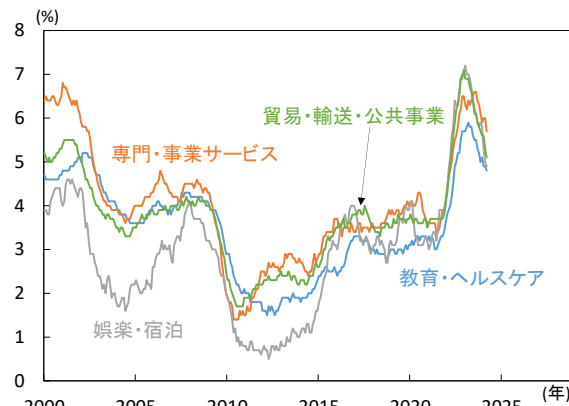


注) 直近値は2024年3月時点。その他は娯楽サービス、水道・下水・ごみ収集サービス、生活関連、その他個人サービスで構成。

出所) 米BLSより当社経済調査室作成

### 【図3】 サービス業種の賃金上昇率は鈍化傾向

米国 サービス業の賃金上昇率(前年比)



注) 直近値は2024年3月、賃金上昇率は前年比の3カ月移動平均。

出所) 米アトランタ連銀より当社経済調査室作成



## 欧州 ECBは6月利下げを示唆、ユーロ圏景気の持ち直し期待強まる

### ■ユーロ圏景気への回復期待がより鮮明に

8日に公表されたユーロ圏の4月投資家センチメント指数は▲5.9と6カ月連続の改善となり(図1)、ロシアによるウクライナ侵攻が開始した2022年2月以来の水準に回復しました。現況・期待指数ともに改善し、欧州中央銀行(ECB)による利下げへの期待も支えに期待指数はプラス圏に浮上。投資家心理の明るさは増している模様です。加えて、域内で最も懸念されるドイツの総合センチメント指数も4カ月ぶりに改善。公表元のSentix社は、ユーロ圏景気への判断を「景気後退 → 安定化」へ、ドイツ景気への判断を「不況 → 景気後退」へと上方修正しました。

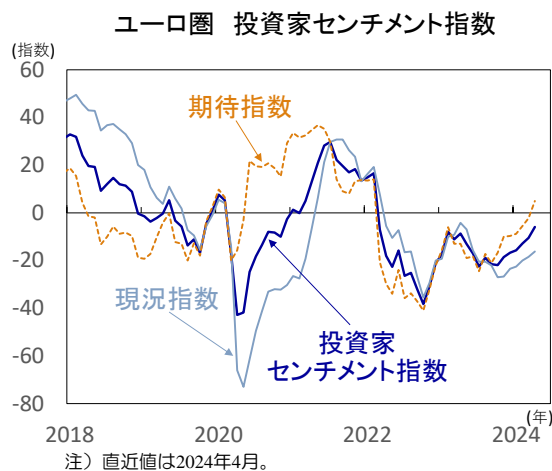
また、同日に公表されたドイツの2月鉱工業生産も前月比+2.1%と事前予想(同+0.3%)を大きく上回り、1月値も上方修正(図2)。鉱業や建設業の大幅な増産が影響したほか、製造業生産も2カ月連続で増加し、化学製品や輸送機器の持ち直しが際立ちました。製造業受注や景況感指標は引き続き生産活動の弱さの継続を示唆しながらも最悪期は脱しつつあるとみられます。今週16日に公表予定のドイツの4月ZEW景況感指数も改善が見込まれ、ユーロ圏やドイツ景気の持ち直しを示唆しそうです。

### ■ECBは6月利下げの可能性を示唆も、データ次第の政策運営姿勢は維持

ECBは11日、事前予想の通り、5会合連続で主要政策金利の据え置きを決定。声明文では、域内のインフレ圧力は強く、サービスインフレは高止まりしていると指摘しました。一方、賃金上昇率は徐々に鈍化し、企業は人件費上昇の一部を利益で吸収しつつあるとして、インフレ見通し・基調的なインフレ動向・金融政策の波及状況を鑑み、インフレが物価目標にむけて持続的に収束しているとの確信が強まれば、政策金利の水準を引き下げることが適切になるとの文言を加え、近く利下げに着手する可能性を強調した印象です。ラガルドECB総裁は記者会見でも同様の見解を示し、6月にはより多くの情報を得られると述べ、6月会合での利下げ開始を示唆しました。

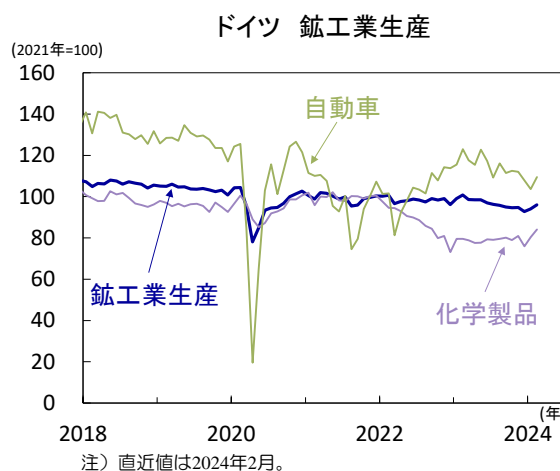
ただし、ラガルドECB総裁は特定の金利軌道を事前に確約していないとも強調。データ次第の政策判断姿勢は変わらず、6月会合での政策金利据え置きの可能性も残しました。足元ではサービスインフレの勢いは再加速の兆しを覗かせています(図3)。加えて、域内景気の持ち直しに伴うインフレ鈍化の遅延も意識され、6月にECBがインフレ見通しを上方修正せざるを得ない可能性も否めません。初回利下げ後の利下げ軌道を巡る不透明も強く当面は利下げペースを探る展開が続くそうです。(吉永)

【図1】ユーロ圏 先行きの回復期待がさらに強まり、投資家心理の改善が継続



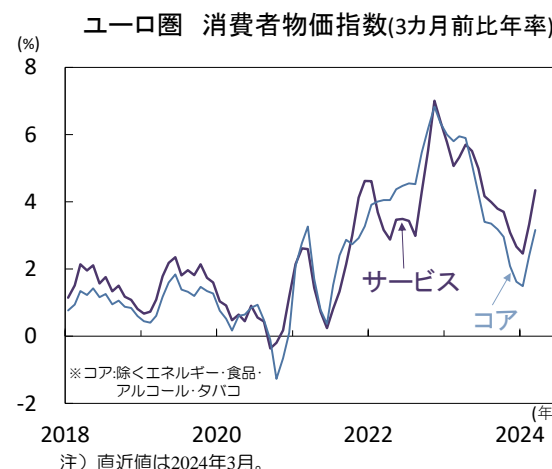
出所) Sentixより当社経済調査室作成

【図2】ドイツ 2月生産活動は事前予想を大きく上回って持ち直し



出所) ドイツ連邦銀行より当社経済調査室作成

【図3】ユーロ圏 サービスインフレは根強く、インフレ鈍化を巡る不透明感は拭えず



出所) 欧州統計局(Eurostat)より当社経済調査室作成



# フィリピン 物価再上昇のリスクを警戒し政策金利を高水準に維持

## ■ 4回連続で政策金利を据え置き

物価が下げ渋るフィリピン。当局は政策金利を高い水準に保ち物価の沈静化を待っています。先週8日、フィリピン中央銀行(BSP)は政策金利を6.5%に維持。金利据え置きは昨年11月以降4回連続です(図1)。

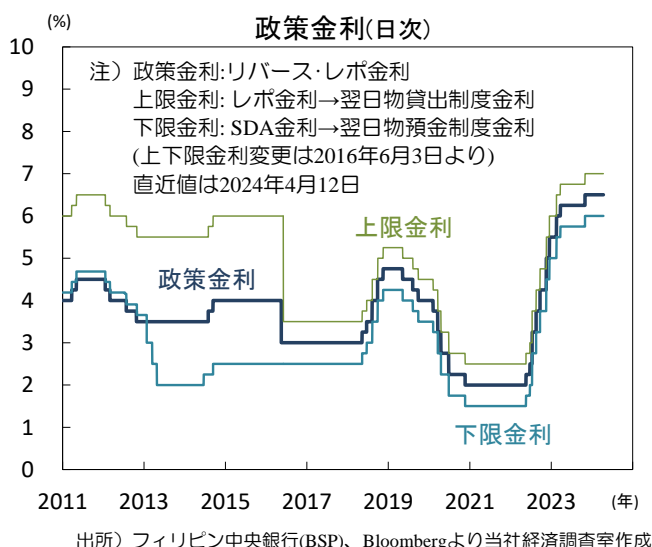
BSPの政策声明は、足元の物価はやや上昇したが物価目標(+2-4%)の範囲内であると記述。今年の物価予想(リスク調整済)を+4.0%(従来+3.9%)へ引き上げました(来年の予想は+3.5%に据え置き)。3月の総合消費者物価は前年比+3.7%(2月+3.4%)へ上昇。1月に+2.8%まで低下した後2カ月連続で加速しました(図2)。食品物価が同+5.6%(同+4.6%)へ上昇し(図3)総合物価を押し上げ。コメが同+24.4%(同+23.7%)へ加速し、野菜も同▲2.5%(同▲11.0%)と下げ幅を縮小しました。同国では天候不順に伴って昨年1月にかけて野菜価格が急騰し、その後は4月にかけて同物価が急落。足元の食品物価の前年比は前年同月の野菜物価の下落からの反動(ベース効果)によって押し上げられています。今年4月には上記のベース効果がさらに強まり総合物価の前年比は目標上限の+4%を超える見込み。その後は同効果がはく落し、同物価の伸びは今年末に+3.5%前後に低下する見込みです。一方、3月のコア物価は同+3.4%(同+3.6%)と12カ月連続で鈍化。今のところ、需要側からの物価上昇圧力は見えません。

## ■ 物価沈静化を待ち今年8月より利下げ開始か

ベース効果のはく落によって鈍化が見込まれる食品物価。しかし、総合物価が再上昇するリスクもくすぶります。BSPは物価見直しには上振れリスクがあるとし、(a)公共運賃の引き上げ、(b)食品物価の高止まり、(c)電力料金の引き上げ、(d)国際原油価格の動向、(e)最低賃金の引き上げとその二次波及の可能性などに言及しました。2月19日、議会上院が1日当たり最低賃金を100ペソ引き上げる法案を可決。現地報道によれば、現在同法案を審議する下院では引き上げ幅を150-350ペソとする提案も行われた模様です。声明は、インフレ上振れリスクによって押し上げられたものの、期待インフレ率は依然物価目標の範囲内であると指摘。しかし、賃金が大きく上昇しこれが物価の上昇を促せば期待インフレ率がさらに上振れコア物価を押し上げるリスクもあるでしょう。

声明は、経済活動は金融環境の引き締まりの影響を受けているものの、中期的な経済成長の見通しは揺らいでいないと記述。当面政策金利を維持し物価の沈静化を待つ構えとみられます。BSPは今後も政策金利を6.5%に保った後、今年8月より利下げを開始、年末までに政策金利を5.75%へと引き下げると予想されます。(入村)

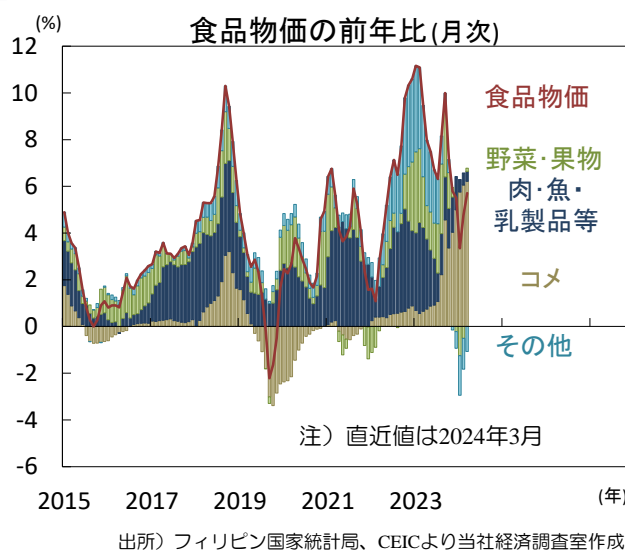
【図1】昨年11月以降、政策金利を6.5%に据え置き



【図2】コア物価は鈍化、総合物価は小幅に再加速



【図3】コメ価格の上昇などが食品物価を押し上げ





## 本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJアセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJアセットマネジメント戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

## 本資料中で使用している指数について

「日経平均株価」に関する著作権、知的財産権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。

TOPIX（東証株価指数）、東証REIT指数に関する知的財産権その他一切の権利は株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社に帰属します。

ドイツ「DAX®」：本指数は、情報提供を目的としており、売買等を推奨するものではありません。

STOXXリミテッドはストックス・ヨーロッパ600指数に連動する金融商品を推奨、発行、宣伝又は推進を行うものではなく、本金融商品等に関していかなる責任も負うものではありません。

FTSE International Limited(“FTSE”)©FTSE。 “FTSE®”はロンドン証券取引所グループ会社の登録商標であり、FTSE International Limitedは許可を得て使用しています。FTSE指数、FTSE格付け、またはその両方におけるすべての権利は、FTSE、そのライセンサー、またはその両方に付与されます。FTSEおよびライセンサーは、FTSE指数、FTSE格付け、もしくはその両方、または内在するデータにおける誤りや省略に対して責任を負わないものとします。FTSEの書面による同意がない限り、FTSEデータの再配布は禁止します。

MSCI WORLD、MSCI EM、MSCI ACWIに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。

S&P先進国REIT指数はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス（S&P DJI）の商品であり、これを利用するライセンスが三菱UFJアセットマネジメント株式会社に付与されています。S&P DJIは、S&P先進国REIT指数の誤り、欠落、または中断に対して一切の責任を負いません。



三菱UFJアセットマネジメント

三菱UFJ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404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

