

2019年5月27日

グローバル・マーケット・レター

金融市場部

## エコノミック・データ

日付	経済指標	内容	予想比／前回比	
5/20 (月)	日：GDP 成長率(1-3 月) 米：シカゴ連銀全米活動指数(4 月)	年率 2.1% ▲0.45	↑ ↓	↑ ↓
5/21 (火)	ユーロ：消費者信頼感(5 月) 米：中古住宅販売(4 月)	▲6.5 前月比▲0.4%	↑ ↓	↑ ↑
5/22 (水)	日：コア機械受注(3 月) 英：消費者物価指数(4 月)	前月比 3.8% 前年比 2.1%	↑ ↓	↑ ↑
5/23 (木)	ユーロ：総合購買担当者指数(5 月) 米：総合購買担当者指数(5 月)	51.6 50.9		↑ ↓
5/24 (金)	日：全国消費者物価指数(4 月) 米：耐久財受注(4 月)	前年比 0.9% 前月比▲2.1%	→ ↓	↑ ↓

出所 (Bloomberg)

## マクロ経済

## ・米国

最近持ち直しつつあった住宅関連だが、4月新築住宅販売件数(前月比▲6.9%)や中古住宅販売などは足元の価格上昇の影響で予想対比下振れた。加えて5月購買担当者指数もサービス業、製造業共に50割れ目前となり総合指数は36か月ぶりの低水準。米政府によるファーウェイ等中国ハイテク企業をターゲットとする貿易規制強化もあり、市場には今後の米経済下振れ懸念が漂う。

## ・欧州

英メイ首相が辞任を表明したが Brexit の行方は相変わらず混沌としている。後任と目されるジョンソン元外相は10月までのEU離脱を目標としているが、EUと合意するのは引続きハードルは高く、いよいよ合意無き離脱か再国民投票かの2択となりそうだ。EU議会選挙では下馬評ほどポピュリズム政党の躍進は見られず、一方でリベラル派とされる勢力が得票を伸ばした模様。

## ・日本

注目の1-3月期GDP成長率は前期比+0.5%、年率+2.1%と予想外に上振れた。内容的には輸入減少と公共投資がGDP上昇に貢献しており数字ほど強い印象はないが、2四半期連続で前期比プラス、GDPデフレーターも1年ぶりのプラスとなり、結果として日本経済が底堅い事を示した。また、4月全国消費者物価は前年比0.9%と前月の0.5%から上昇し、物価下落基調に歯止めがかかりつつある。



## ・オーストラリア

27年間の景気回復が続く豪州だが、最大の貿易相手国である中国の影響もあり景気後退リスクが高まる。住宅市場減速と労働市場の先行き不透明感が広がりつつあるとして、豪準銀のロウ総裁は5/21に6月理事会での利下げを示唆した。5/18総選挙では市場予想に反して与党が勝利しモリソン首相続投が決まり安心感が広がったものの、年内2回の利下げを予想する向きもあり豪ドルは当面売られ易い。

## 世界株式

		直近値(5/24)	先週比%	年初来%	
				現地通貨ベース	円貨ベース
(北・南米)					
ダウ工業株	米国	25,585.69	-0.69%	9.68%	9.40%
S&P500種	米国	2,826.06	-1.17%	12.73%	12.45%
ボベスパ	ブラジル	93,627.80	4.04%	6.53%	1.55%
(欧州)					
ユーロ・ストックス50	ユーロ圏	3,350.70	-2.19%	11.64%	8.95%
FT	英国	7,277.73	-0.96%	8.17%	7.62%
DAX	ドイツ	12,011.04	-1.86%	13.75%	10.37%
(アジア・太平洋)					
日経平均	日本	21,117.22	-0.63%	5.51%	5.51%
上海総合	中国	2,853.00	-1.02%	14.40%	12.97%
ASX200	オーストラリア	6,456.04	1.43%	14.34%	12.02%
SENSEX	インド	39,434.72	3.96%	9.33%	9.53%

出所 (Bloomberg)

## ・日本

米中貿易摩擦の影響で中国向けを中心に外需の落込みが懸念されたが、GDP成長率は年率+2.1%と加速したうえ、消費者物価の下落も一旦底を打ったようだ。米中貿易摩擦激化の影響は今後2年間の上場企業利益率で▲2.3%程度に留まるとの試算もあり、足元の底堅い経済状況を考えると4月以降5%以上下落した日本株はやや売られ過ぎと思われ、今後買戻しが期待できよう。

## 世界債券

債券利回り	2年債	5年債	10年債	先週比(10年債)
米国	2.17	2.12	2.32	-0.07
英国	0.64	0.71	0.96	-0.08
フランス	-0.57	-0.32	0.28	-0.00
ドイツ	-0.63	-0.52	-0.12	-0.01
イタリア	0.48	1.52	2.55	-0.11
スペイン	-0.34	0.04	0.83	-0.05
日本	-0.15	-0.17	-0.07	-0.02
オーストラリア	1.11	1.19	1.52	-0.12

出所 (Bloomberg)



・米国

足元で低下基調の経済指標や米中貿易摩擦の長期化懸念から市場は年内利下げの予想を強め、米金利は低下傾向。一方で、5/22 発表の FOMC 議事要旨(4 月分)ではインフレの減速傾向は一時的なもので、予防的利下げは必要ないとして中立姿勢を強めている。FRB の現状認識に加え、関税引上げによる影響が目先は物価高となることも考慮すると、足元の金利低下はやや行き過ぎの感がある。

為替

(ドル・円チャート)



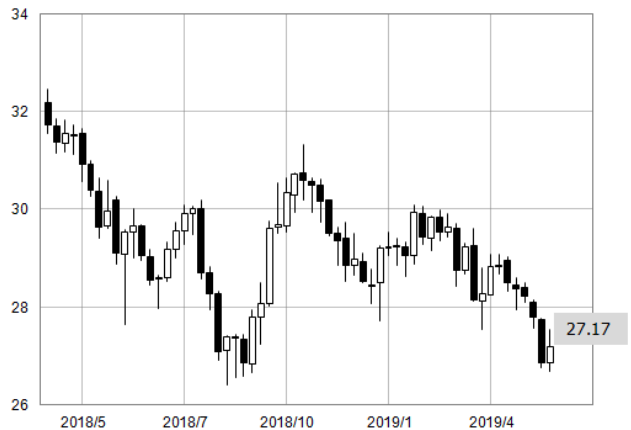
(ユーロ・円チャート)



(豪ドル・円チャート)



(ブラジルレアル・円チャート)



出所 (Bloomberg)

今週の予定

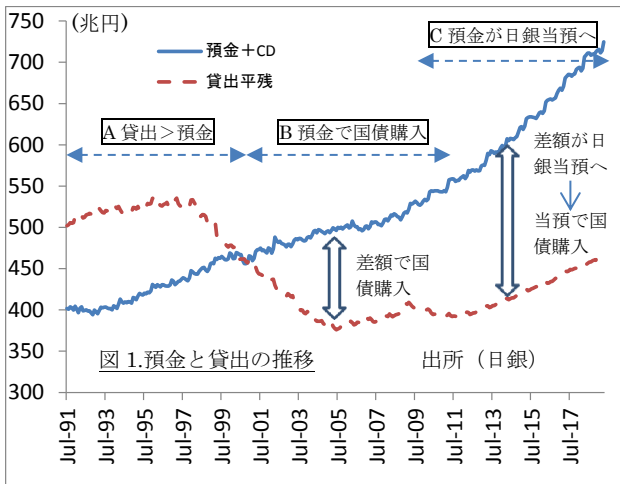
- 5月27日(月) 日：景気先行指数(3月)、景気一致指数(3月)
- 5月28日(火) ユーロ：消費者信頼感指数(5月)、米：消費者信頼感指数(5月)
- 5月29日(水) 独：失業率(5月)、米：リッチモンド連銀製造業指数(5月)
- 5月30日(木) 米：GDP成長率(1-3月期)
- 5月31日(金) 日：東京都区部消費者物価指数(5月)、米：個人消費支出(4月)

**今週のトピック---なぜ日本の財政は破綻しないのか**

日本政府の債務は 1,200 兆円となり GDP の 240%と先進国では断トツで、2 位は財政不安から最近長期金利が上昇気味のイタリアの 130%。債務と比較するのは収入(GDP)ではなく資産であり、国民への課税余地(約 3 千兆円)と連結対象としての日銀を加味した資産ではまだ政府は債務超過ではないとの指摘もあるが、ここでなぜ日本の財政は破綻せず、長期金利もイタリアのように上昇しないのかを考える。

まず日銀券の発行残は 110 兆円しかないのに、誰が政府に巨額のお金を貸しているのかという疑問があるが、それは預金である。財政支出と預金の一般的な関係を説明すると、①政府が国債を発行して公共事業等に支出する。②国債は銀行等の金融機関が預金で購入する。③一方で公共事業等の請負業者に支払われた代金は従業員給料や会社の内部留保となり再び銀行預金に戻ってくる。④その預金で銀行は再び国債を購入する、というループとなっており、これは預金の乗数効果と呼ばれる。乗数係数は、プロセス途中で誰かがタンス預金等としない限り預金準備率の逆数で、準備率 1%であれば 100 倍。現在の全預金が日銀券による乗数効果で形成されたとすると、日銀券発行残が 110 兆円、ただしタンス預金が 50 兆円なので残り 60 兆円としても **6 千兆円まで政府は借金が可能**で、今後も財政支出をするほど預金は増え財政破綻はしない。さらに**追加の紙幣発行や預金準備率を下げればほぼ無限**となる。

これは公共事業等ではなく銀行貸出による一般事業も同様だが、通常は事業利益が借入金利を上回ることから周辺ビジネスが盛り貸出がさらに増えて預金を吸収する。図 1 は預金と貸出の推移だが、事実 2000 年以前は貸出残高が預金残高を上回っていたため銀行は資金調達が必要であった(図中 A)。



ところが消費が低迷し企業も手元資金確保を進め公共事業等の乗数効果が低下、戻ってくる預金は滞留し貸出残を預金残が上回る(図中 B)。銀行は余った預金の運用として国債を購入するが、国債金利がマイナスとなり日銀の当座預金に積上げる(図中 C)。一方日銀はその当座預金を使い異次元緩和の一環として大量の国債買入れを行い、政府の国債大量発行に応える。ただし政府は国債発行によって得たお金で公共事業等を行うので、銀行預金を経て日銀当座預金が再び増える。

これは米国で最近話題の MMT(現代金融理論)でも解説されており、自民党西田議員は「日本はすでに MMT を行っている」と国会で発言している。つまり米国がコルテス議員やサンダース議員が推奨する MMT 政策を執った場合、財政支出対象の収益性が低ければ**日本同様に国債発行残が増加するにも拘らず金利が低下するという現象が起こる可能性は高い**。

MMT によれば金利低下により無限に国債発行ができるかのように思われるが、上限としては国債発行残が政府および国民と企業の資産合計約 4 千兆円を越えると、B/S 上で日本国が債務超過と見なされ金利上昇が起こるかもしれない。

担当 清水



## 【免責事項】

本書は、あおぞら証券株式会社（以下「当社」という。）が、当社及び株式会社あおぞら銀行（以下「あおぞら銀行」という。）のお客さまへ投資の参考となる情報提供を目的に作成したものであり、金融商品に係る取引を勧誘するものではありません。

本書は、当社が、公表されたデータ等又は信頼できると判断した情報に基づいて作成しており、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、当社は、あおぞら銀行その他当社の関係会社（以下「あおぞら銀行等」という。）と独立した立場で本書を作成しており、あおぞら銀行等からお客さまへ提供される他の情報・資料等と分析・見通し・予測・見解等が相違する場合があります。また、本書に記載された見解等の内容のすべては作成時点のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。

投資に際しては、取引の内容及びリスク等を十分にご理解の上、お客さまご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

本書の一部又は全部を無断で複製、送信又は配布等行わないようお願いいたします。

当社及び当社の関係会社は、本書に記載された金融商品についてポジションを保有している場合があります。今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社及び当社の関係会社は、本書に記載された会社に対し、引受等の投資銀行業務、その他のサービスを提供し、かかる同サービスの勧誘を行うことがあります。

## 【金融商品取引法に係る重要事項】

### 手数料等について

当社との取引にあたっては、各金融商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。例えば国内の金融商品取引市場に上場されている株式等の場合は、約定金額に対して最大 0.108% + 577,800 円（税込）、最低 1.242%（税込）の委託手数料をお支払いいただきます。また、外国の金融商品市場に上場されている外国株式の場合は、約定金額に対して最大 0.270% + 117,720 円（税込）、最低 0.864%（税込）の他に現地委託手数料、及び租税公課その他の費用等が発生する場合があります。また、募集・売出し等又は当社との相対取引により購入される場合は、購入対価のみお支払いいただきます。外貨建ての金融商品等の場合、円貨と外貨、又は異なる通貨間で交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向に応じて当社が決定した為替レートによるものといたします。

### リスク等について

当社が取扱う各金融商品には、株式相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の変動等や、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品、カバードワラント等（以下「裏付け資産」といいます。）の価格や評価額の変動に伴い、金融商品等の価格が変動することにより損失が生ずるおそれがあります。また、発行者又は保証会社等の業務や財産の状況に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者又は保証会社等の業務や財産の状況の変化が生じた場合、金融商品等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

上記の手数料等およびリスク等は、金融商品ごとに異なりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目論見書、又はお客さま向け資料等をよくお読みください。なお、詳細については、当社担当営業員までお問い合わせください。

商号等 : あおぞら証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1764 号

加入協会 : 日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会