

2019年6月3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	
5/27 (月)	日：景気一致指数(3月)	99.4	↓	↓
5/28 (火)	ユーロ：経済信頼感指数(5月) 米：消費者信頼感(5月)	105.1 134.1	↑ ↑	↑ ↑
5/29 (水)	独：失業率(5月) 米：リッチモンド [®] 連銀製造業指数(5月)	5.0% 5	↑ ↓	↑ ↑
5/30 (木)	米：GDP成長率(1-3月期) 米：新規失業保険申請件数(週次)	年率 3.1% 21.5万件	→ →	↑ ↑
5/31 (金)	日：鉱工業生産(4月) 米：個人消費支出コアデフレーター(4月)	前月比 0.6% 前年比 1.6%	↑ →	↑ ↑

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

1-3月期 GDP 改定値は速報値の年率 3.2%から下方修正されたものの引続き高水準で、5月消費者信頼感指数も堅調な労働市場と賃金上昇を反映し6ヵ月ぶりの高さだった。しかしながら米政府によるファーウェイに対する事実上の禁輸措置とそれに対する中国によるレアアース禁輸などの報復措置、加えてトランプ氏が週末に表明したメキシコへの追加関税は米企業にとって大きな損害となりそうで、米保護貿易政策の影響は世界規模に広がりつつある。

・欧州

ユーロ圏経済信頼感指数は前月まで10ヶ月連続で低下していたが、サービス業や製造業で楽観的な見方が増えたことで5月は前月比上振れた。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。欧州委員長のポストは最大勢力の中道右派政党が推すウェーバー欧州議員と仏マクロン大統領が推すバルニエ主席交渉官の争いとなりそうだ。

・日本

4月失業率は2.4%と2ヶ月ぶりに低下、有効求人倍率も1.63倍となるなど引続き労働需給がひっ迫する中、4月鉱工業生産は前月比+0.6%と持直しの兆しが見られる。しかしながら、日本の電子関連企業は6,000億円分をファーウェイへ輸出しており、またメキシコは日本車の対米生産拠点であることから、米によるファーウェイへの禁輸措置とメキシコへの追加関税は日本企業の業績見通しを悪化させている。



・ブラジル

年初来鈍化傾向を示す経済に加え米中貿易摩擦激化の影響で資源国通貨のレアルおよびボベスパ株は下落基調だったが、4月雇用統計が6年ぶり高水準になったうえ、上院で省庁統廃合に関する暫定令が承認されたことなどを好感しレアルおよび株は反発した。1-3月期GDP成長率は前年比0.5%と鈍化したものの、リオ五輪以降の100年に一度といわれる景気後退局面でもレアルの最安値は4.1レアル/\$程度だったことを考えると、現状はやや売られ過ぎとの見方が広がる。

世界株式

		直近値(5/31)	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	24,815.04	-3.01%	6.38%	5.27%
S&P500種	米国	2,752.06	-2.62%	9.78%	8.64%
ボベスパ	ブラジル	97,030.32	3.63%	10.40%	7.11%
(欧州)					
ユーロ・ストックス50	ユーロ圏	3,280.43	-2.10%	9.30%	5.42%
FT	英国	7,161.71	-1.59%	6.44%	4.36%
DAX	ドイツ	11,726.84	-2.37%	11.06%	6.50%
(アジア・太平洋)					
日経平均	日本	20,601.19	-2.44%	2.93%	2.93%
上海総合	中国	2,898.70	1.60%	16.23%	13.80%
ASX200	オーストラリア	6,396.85	-0.92%	13.29%	10.35%
SENSEX	インド	39,714.20	0.71%	10.11%	9.12%

出所 (Bloomberg)

・日本

米中貿易摩擦の影響でファーウェイなど中国向けを中心に外需の落込みが懸念されるうえ、米によるメキシコへの関税は対米生産拠点を抱える日本の自動車産業に痛手となる。ただしファーウェイへの禁輸措置は需要が周辺国へ広がる可能性が高く、すでにベトナムなどでは電子関連の輸出が増加しており日本企業にもその可能性がある。また対メキシコ関税は米にも打撃となるため早期解決が見込まれ、悪影響は短期間に留まると予想すれば日本株は売られ過ぎか。

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	1.93	1.91	2.13	-0.20
英国	0.60	0.64	0.89	-0.07
フランス	-0.61	-0.39	0.21	-0.07
ドイツ	-0.66	-0.58	-0.20	-0.09
イタリア	0.71	1.72	2.67	0.12
スペイン	-0.38	-0.02	0.72	-0.11
日本	-0.17	-0.19	-0.09	-0.02
オーストラリア	1.12	1.17	1.46	-0.06

出所 (Bloomberg)



・米国

米保護貿易政策の激化懸念から米金利は低下し、市場では年内2回の利下げを織込んだ結果10年までの金利は全期間でFFレート2.25~2.5%を下回った。一方で、全体的には堅調な米経済指標を受け金融政策に関し中立と見られる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

- 6月3日(月) ユーロ：製造業購買担当者指数(5月)、米：ISM製造業景況指数(5月)
- 6月4日(火) ユーロ：消費者物価指数(5月)、米：製造業新規受注(4月)
- 6月5日(水) ユーロ：小売売上高(4月)、米：ISM非製造業景況指数(5月)
- 6月6日(木) ユーロ：GDP成長率(1-3月期)、ECB政策理事会
- 6月7日(金) 日：現金給与総額(4月)、景気先行指数(4月)、米：雇用統計(5月)

今週のトピック---日銀のETF購入

日銀は金融緩和策の一環として2010年12月よりETFおよびJ-REITの買入れを開始した。そのうちETFは年6兆円のペースで買入れた結果、保有残高は25兆円程度まで拡大し、上場企業の約50%で日銀が大株主となるなど市場に大きな影響を及ぼしつつある。ETF買入れに対する内外投資家等の評判は芳しくなく、OECDは「市場の規律を失いつつある」と懸念を示しているが、その考えられる弊害および今後の出口策を考えてみる。

<流動性低下>表1は日銀が筆頭株主と見られる企業上位10社。日銀の実質保有比率が多い企業で15%だが、即座に売却する予定はなく、適正価格近辺での取引のため(価格発見機能)なら残りの85%でも十分だ。需給は多少逼迫するが、信用売り等の手段もあり現状は流動性に問題はない。さらに日銀は日経平均型ETFは225社に購入が集中するとして主たる投資対象を日経型からTOPIX型へと変更したうえ、ETFの貸出を可能とすることで売方の利便性を高めるなどの措置を取った。図1は日経平均と実質保有上位5社の株価推移だが、企業株価は日経平均以上に下落しており、需給が逼迫している様子は今のところ全く見られない。

一方で、業績に拘わらず幅広く株式を購入するため、市場の売買高が少なく毎年のように赤字を計上しているような中小型株の株価が下がりづらいという弊害が指摘される。

銘柄	実質保有比率(%)
日東電工	15.3
ファナック	12.7
オムロン	12.5
日本ハム	12.2
宝HD	11.7
東海カーボン	11
安川電機	10.3
サッポロHD	8
ユニチカ	6.7
京王電鉄	6.3

表1.日銀保有比率の高い企業

出所(日本経済新聞)

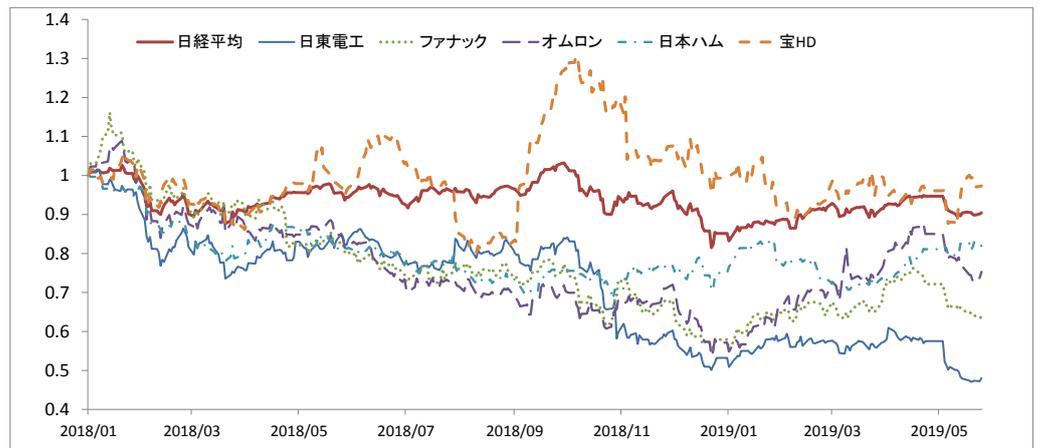


図1.日経平均と日銀保有比率の高い企業の株価推移(2018年初を1とする)

出所(Bloomberg)

<日銀の損失懸念>先日雨宮副総裁が日銀保有のETFの簿価は18,000円と国会で発言した。2010年以降に受取った配当総額は凡そ1兆5千億と思われ、過去の配当込損益分岐点は17,000円となる。現在の株価から計算した日経17,000円時点のPBRは約0.8倍で、リーマンショック時の0.9倍をさらに下回る。つまりリーマンショック級以上の危機がない限り、日銀にとってETF購入は損失とならない。

<出口戦略>日銀は2002年~2004年(金融システム安定化のため)と2009年~2010年(国際的な金融システム混乱を受け)の2回、金融機関から保有株式の買入れを行ったことがあり買入れ総額は約2.5兆円。現在は計画通り2016年から2026年まで10年かけて売却中である。一方現状のETF保有残は約25兆円で、同様に市場への影響に配慮すれば出口戦略は100年近くかけてゆっくり売却していく可能性がある。つまり企業の永久劣後債に投資している形に近い一方、インデックスなので倒産という事態はほぼない。保有期間は配当が見込めるうえGDP成長に歩調を合わせて株価が上昇すれば過大な損失は想定しづらく、中小型株の流動性問題はあるが当面ETF買入れ策は持続可能と思われる。 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