

2019年7月8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	
7/1 (月)	日：日銀短観大企業製造業(4-6月期) 米：ISM製造業景況指数(6月)	7 51.7	↓ ↑	↓ ↓
7/2 (火)	ユーロ：生産者物価指数(5月) 独：小売売上高(5月)	前年比 1.6% 前月比▲0.6%	↓ ↓	↓ ↑
7/3 (水)	中：サービス業購買担当者指数(6月) 米：ADP民間雇用統計(6月)	52 前月比 10.2万人増	↓ ↓	↓ ↑
7/4 (木)	ユーロ：小売売上高(5月) 豪：小売売上高(5月)	前月比▲0.3% 前月比 0.1%	↓ ↓	↓ ↑
7/5 (金)	日：景気一致指数(5月) 米：非農業部門雇用者数(6月)	103.2 前月比 22.4万人増	↑ ↑	↑ ↑

出所 (Bloomberg)

## マクロ経済

## ・米国

6月非農業部門雇用者数は前月比22.4万人増と先月の7.2万人から大きく回復した。堅調なGDPなど経済指標に加え、先月下振れた雇用関連も回復したことで今月末のFOMCでの利下げの蓋然性は低下しつつある。ただしインフレ率は引続き2%を下回っており、7/11の消費者物価指数(6月)が注目される。予想外に物価が上振れないかぎり、FOMCで予防的利下げに踏み切る可能性が高いと市場は見ている。

## ・欧州

ユーロ圏5月の小売売上高(前月比▲0.3%)や独5月の製造業受注(前月比▲2.2%)など欧州経済指標は全般的に低調。難航していたEU首脳人事は、仏出身のラガルドIMF専務理事がECB総裁、独国防相のフォンデアライエン氏がEU委員長と独仏で分け合う形となり、ハト派と目されるラガルド氏による金融緩和策継続が予想される。ギリシア総選挙では野党中道右派がチプラス首相率いる与党急進左派連合を破り、ポピュリズム政権から中道右派への政権交代となった。

## ・日本

日銀短観は米中貿易戦争の影響を反映し、大企業製造業が下振れする一方、大企業非製造業は堅調で、内訳を見ると自動車などの外需が悪化しているのに対し内需が健闘している。5月の景気一致指数は103.2と2ヶ月連続で改善したことから、内閣府は景気基調判断を先月までの「悪化」から「下げ止まり」へと引き上げた。



・豪州

豪準銀は、「雇用の増加をサポートしインフレが目標に到達する確信度を高めるため」として、前回アナウンス通りに2会合連続で政策金利を引下げ過去最低の1%とした。足元で利下げによる住宅・設備投資の回復が期待されるうえ、今後の状況次第では追加利下げの可能性も示唆するなど市場に安心感を与える内容だった。豪株は利下げに加えて米中貿易戦争が一旦休戦となったことなどを受け堅調で、豪ドルは金利低下にもかかわらず反発基調。

世界株式

		直近値(7/5)	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	26,922.12	1.21%	15.41%	14.24%
S&P500種	米国	2,990.41	1.65%	19.29%	18.08%
ボベスパ	ブラジル	104,089.50	3.09%	18.44%	18.03%
(欧州)					
ユーロ・ストックス50	ユーロ圏	3,527.98	1.56%	17.54%	13.99%
FT	英国	7,553.14	1.72%	12.26%	9.08%
DAX	ドイツ	12,568.53	1.37%	19.03%	14.76%
(アジア・太平洋)					
日経平均	日本	21,746.38	2.21%	8.65%	8.65%
上海総合	中国	3,011.06	1.08%	20.74%	18.44%
ASX200	オーストラリア	6,751.28	2.00%	19.57%	17.21%
SENSEX	インド	39,513.39	0.30%	9.55%	10.23%

出所 (Bloomberg)

・欧州

昨年の欧州株は日本株同様米株に比べ低迷していたが、年初からの欧州株は上昇基調を維持しており、市場は現状を最悪期と見て今後欧州経済は回復基調を辿ると予想しているようだ。地勢的にも米中貿易戦争の悪影響を日本ほど受けないとの見方があることに加え、通信関連機器等の代替需要が見込めるとして、先行きの企業収益好転を予測する向きもあり、当面欧州株は堅調な動きが期待できそうだ。

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	1.87	1.83	2.04	0.03
英国	0.56	0.54	0.74	-0.10
フランス	-0.67	-0.55	-0.08	-0.08
ドイツ	-0.75	-0.64	-0.36	-0.04
イタリア	0.09	1.05	1.75	-0.36
スペイン	-0.46	-0.21	0.32	-0.07
日本	-0.21	-0.25	-0.16	0.00
オーストラリア	0.95	0.99	1.29	-0.04

出所 (Bloomberg)



・米国

FRB が警戒する米中貿易戦争が一旦休戦となり雇用関連指標も好調さを取戻したことを反映し、7/30,31 に予定される FOMC での 0.5%利下げ織込み度合いは 4%まで後退したものの、0.25%予想は相変わらず 100%。生産関連や雇用関連指標は持ち直しつつあるが、インフレ率は引続き FRB の目標 2%に届かない状態が続いており、今週の消費者物価指数(6 月)が注目材料。

為替

(ドル・円チャート)



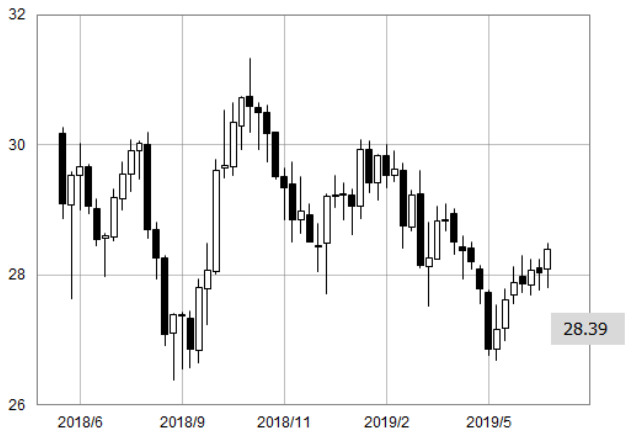
(ユーロ・円チャート)



(豪ドル・円チャート)



(ブラジルリアル・円チャート)



出所 (Bloomberg)

今週の予定

- 7月8日(月) 日：機械受注(5月)、独：鉱工業生産(5月)
- 7月9日(火) 日：現金給与総額(5月)、英：小売売上高(6月)
- 7月10日(水) 米：FOMC 議事要旨(6月分)、パウエル議長議会証言(~11日)、中：物価指数(6月)
- 7月11日(木) 日：第3次産業活動指数(5月)、米：消費者物価指数(6月)
- 7月12日(金) 日：鉱工業生産(5月)、ユーロ：鉱工業生産(5月)、中：貿易収支(6月)

**今週のトピック---現代金融理論(MMT)**

財政赤字の積極的拡大を推奨する理論、MMTに関する論争が注目されている。これは共和党トランプ政権がすでに減税などで財政赤字を拡大しているのに対し、対抗する民主党候補が社会保障やインフラ拡充などさらなる財政赤字拡大の財源確保を正当化できるため支持していることにも起因するが、旧来の主流派経済学者だけでなく、リフレ派として有名なクルーグマン氏も含め総じて批判的である。

**<MMTとは>** 現代と言いながら源流は1930年代から始まるMMT理論を簡単に2つにまとめると、①金融政策が民間の経済活動に対して適切な水準に金利をコントロールしていれば、財政政策で完全雇用とインフレ目標を達成できる…つまり雇用と物価を決定するのは財政政策(含む税金)であって中銀による金融政策は補完的なもの、という考え方で、日欧中銀が異次元緩和を行っても物価を上げられない状態を説明している。MMTでは、日欧が物価を上げるためにさらなる財政政策が必要となる。②国の借り入れが自国通貨で行われる場合、インフレ率が抑制されていれば財政赤字は問題ではない…GDPの240%まで国債を増発しつつ財政赤字を拡大しても、国債がほぼ自国内で消化されインフレとならない日本がその例とされている。誰か(政府)の借入は誰か(国民)の資産なのでB/Sを纏めれば問題ないとするが、P/L上は翌年以降に資産が劣化するとB/S上の債務だけが膨らんで行く。

**<日本では>** 支持者はMMTを上手に実践している国として日本を挙げている。麻生財務相も黒田日銀総裁もMMTに懐疑的だが、金利をマイナスにしてもマネーサプライを増やしても物価が上昇しない、巨額の政府債務でも財政支出拡大路線を続けている、国債を大量発行しても金利は低下する、などMMTの主張を凡そ裏付ける状況となっている。さらに日本リフレ派の拠所であるクルーグマン氏も最近では「金利がゼロ%以下の場合には財政刺激策が必要で異次元緩和は失敗」として、条件付きながらMMT的な発言をしており、国内リフレ派は梯子を外された形となっている。

**<歴史的には>** MMT理論に関係なく過去に財政赤字を膨らませた例と出口策を見ると、  
1.英でナポレオン戦争が行われたときに巨額の軍事費により債務がGDP比230%→増税と産業革命  
2.日で昭和恐慌時の日銀引受けで債務がGDP比200%→緊縮財政失敗(2.26事件)、第2次大戦  
3.米で大恐慌後のケインズ政策および第2次大戦により債務がGDP比120%→朝鮮・ベトナム戦争  
4.日・英で第2次大戦により債務がGDP比200%超→増税、インフレ、通貨切り下げ  
5.日でバブル崩壊後の景気減速とデフレ対策により債務がGDP比240%→(バランス取りながら増税?)

**<出口戦略は>** MMTでは、インフレとなるタイミングで財政支出拡大を停止するとともに課税によりインフレを調整するとしているが、実行は難しい。過去においても結局戦争や通貨切り下げ、ハイパーインフレによって実質債務縮小を行っており、上記例では英国のみが増税と経済成長でMMT的債務縮小に半世紀近くかけて成功している。2%の消費税上げにも手間取る日本で課税強化が適時に行われるとは考えづらく、MMTとは異なる出口戦略が必要と思われる。逆に一時的な景気対策と同時に行う今回の消費税増税は、将来出口へと向かう過程で景気対策を縮小することにより結果として増税効果を適時に発揮できる戦略として有効と思われる。

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