

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	
11/27 (月)	日：企業向けサービス価格指数(10月) 米：新築住宅販売件数(10月)	前年比 2.3% 前月比▲5.6%	↑ ↓	↑ ↓
11/28 (火)	独：Gfk 消費者信頼感(12月) 米：消費者信頼感(11月)	▲27.8 102	↑ ↑	↑ ↑
11/29 (水)	独：消費者物価指数(11月) 米：GDP 成長率・改定値(7-9月期)	前年比 3.2% 年率 5.2%	↓ ↑	↓ ↑
11/30 (木)	ユーロ：消費者物価指数(11月) 米：PCE コアデフレーター(10月)	前年比 2.4% 前年比 3.5%	↓ →	↓ ↓
12/1 (金)	日：有効求人倍率(10月) 米：ISM 製造業景気指数(11月)	1.3倍 46.7	↑ ↓	↑ →

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

7-9月期のGDP改定値は年率5.2%へ上方修正され2年ぶり高水準となった。一方で10月の個人消費支出は伸びが鈍化、11月の消費者信頼感指数は4か月ぶりに上昇したものの低水準、ISM製造業景気指数も13か月連続の50割れとなり、足元で経済は減速しつつある。またPCEコアデフレーターは鈍化基調を維持しており、米国経済のソフトランディングの可能性は高まる。パウエル議長は会見で「追加の引き締めが適切になる場合は、対応する用意がある」とした一方で「かなり景気抑制的な領域に入ってきている」と発言、市場はハト派的なスタンスとの見方が強まった。

・欧州

ユーロ圏11月の経済信頼感指数は2か月連続の改善、独12月のGfk消費者信頼感指数も前月から上昇した一方、ユーロ圏11月の消費者物価指数(CPI)は前年比で7か月連続鈍化、ECBの目標値である2%が視野に入る。物価高と景気後退の同時進行によるスタグフレーションリスクが燻っていた欧州経済だが、最悪期を脱しつつある。市場は米国同様に来年前半の利下げ開始を織込むが、CPI低下はエネルギー価格下落に拠るところが大きく、コアCPIは前年比3.6%とまだ高く、ECBの早期政策転換は見込みづらい。中東紛争の戦闘停止合意は1週間で失効、紛争継続に伴い中東と西側諸国の対立拡大が懸念される。

・日本

10月の鉱工業生産は前月比1%と2か月連続でプラス、生産関連は回復基調だ。一方で小売売上高は同▲1.6%と4か月ぶりの減少、経済活動正常化の恩恵が物価高により相殺されつつある。10月の失業率は2.5%に改善、労働需給はひっ迫度が増しており企業向けサービス価格指数はコロナ禍前2020年1月以来の高い伸びとなり、賃金上昇に伴うインフレ圧力は続く。日銀の安達審議委員は会見で「緩和出口の見極めは新年度明け以降」と発言、早期利上げ観測をけん制した。

世界株式

	直近値(12/1)	先週比%	昨年末%	
			現地通貨ベース	円貨ベース
(北・南米)				
ダウ工業株	36,245.50	2.4 %	9.3 %	22.6 %
S&P500種	4,594.63	0.8 %	19.7 %	34.1 %
ボベスパ	128,184.91	2.1 %	16.8 %	39.9 %
(欧州)				
ユー・ストックス50	4,418.51	1.1 %	16.5 %	32.6 %
FT	7,529.35	0.5 %	1.0 %	18.8 %
DAX	16,397.52	2.3 %	17.8 %	34.1 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	33,431.51	- 0.6 %	28.1 %	28.1 %
上海総合	3,031.64	- 0.3 %	- 1.9 %	6.4 %
ASX200	7,073.18	0.5 %	0.5 %	10.2 %
SENSEX	67,481.19	2.3 %	10.9 %	23.5 %

出所 (Bloomberg)

・米国

第4四半期に入り生産に加え消費関連の経済指標も徐々に鈍化、経済は徐々に減速しつつある。一方で物価はエネルギー関連を主体とする上昇が峠を越え、代わって住宅関連と労働需給がひっ迫。但し、足元では住宅関連は既に減速基調に転じ、労働需給も緩和を示唆する指標が相次ぐことから、今後はインフレの鈍化が見込まれる。FRBの目指すソフトランディングの可能性が高まると共に、金融緩和局面を迎えるとのシナリオのもと、米株は当面上昇基調が続きそうだ。

世界債券

債券利回り(12/1)	(%)			
	2年債	5年債	10年債	先週比(10年債)
米国	4.543	4.127	4.197	- 0.273
英国	4.538	4.106	4.140	- 0.143
フランス	3.112	2.644	2.926	- 0.274
ドイツ	2.682	2.264	2.362	- 0.281
イタリア	3.250	3.450	4.101	- 0.297
スペイン	3.161	2.980	3.360	- 0.274
日本	0.050	0.267	0.697	- 0.080
オーストラリア	4.167	4.146	4.496	- 0.053

・日本

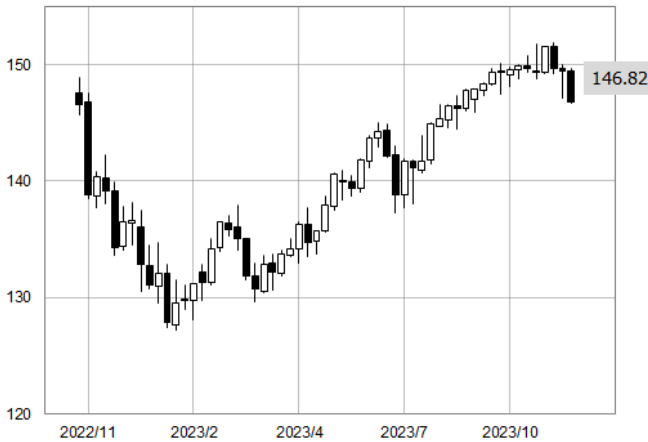
出所 (Bloomberg)

欧米におけるインフレ鈍化の要因は、主として原油下落に伴うエネルギー価格の下落と労働需給の緩和による。一方日本では、補助金政策によりエネルギー価格は抑制されており原油下落の影響は少なく、今後補助金給付を止めれば却って物価は上昇に転じる。加えて人手不足は深刻化しており、来年の春闘に向けた賃上げ目標も今年より高く見込まれることから、賃金上昇はさらに加速しそう。足元では久しぶりの高金利となったところに欧米の金利低下が重なったことから、円債に大量の買いが入り金利は一気に低下した。但し、欧米とは異なる経済状況の下、年明け以降、日銀による利上げ開始となれば、金利の再上昇が見込まれよう。

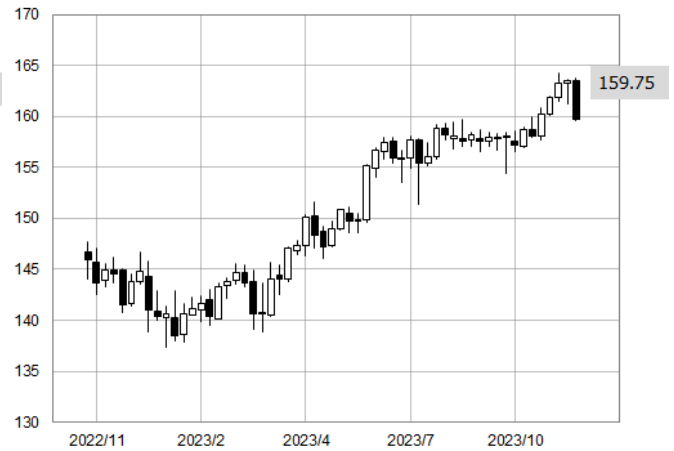


為替

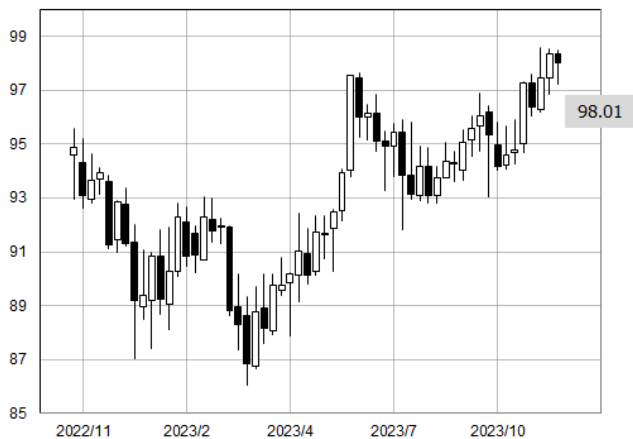
(ドル・円 週足チャート)



(ユーロ・円 週足チャート)



(豪ドル・円 週足チャート)



(ブラジルリアル・円 週足チャート)



出所 (Bloomberg)

・豪州

10月の小売売上高は前月比▲0.2%と4か月ぶりのマイナス、高金利の影響が広がる。主要貿易相手国中国とはワイン関税見直しに着手するなど関係正常化が進む一方、同国11月の製造業PMIは2か月連続で50割れとなり資源輸出への影響が懸念される。10月の消費者物価指数は前年比+4.9%と3か月ぶりの低水準、豪準銀による追加利上げの可能性は低下する。通貨豪ドルは対ドルではFedの利下げ観測が先行することから引き続き底堅く、対円では日銀のマイナス金利解除を織り込む動きからもみ合いが想定される。

今週の予定

- 12月4日(月) 米：製造業新規受注(10月)、耐久財受注(10月)
- 12月5日(火) 日：東京都区部消費者物価指数(11月)、米：ISM非製造業景気指数(11月)
- 12月6日(水) ユーロ：小売売上高(10月)、米：ADP雇用者数(11月)
- 12月7日(木) 日：景気指数(10月)
- 12月8日(金) 日：現金給与総額(10月)、米：雇用統計(11月)

本資料は、あおぞら証券株式会社（以下「当社」という）が情報の提供のみを目的として作成したものです。当社が提供する情報は十分信頼に足るものと信じておりますが、それを保証するものではありません。記載された見解等の内容は全て作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。この資料及びここに掲載された情報等の権利は当社に帰属します。従って、当社の書面による同意なくして、その全部若しくは一部を複製し、又その他の方法で配布することはご遠慮ください。

今週のトピック---実質金利

最近、日銀当局者は度々実質金利に言及している。植田総裁も先日の講演で「金融政策が経済・物価に与える効果を捉えるうえでは、予想物価上昇率(BEI)を勘案した実質金利が重要。先行きも実質金利はマイナス圏で推移すると見られ、十分に緩和的な金融環境は維持される」と発言した。ここで改めて実質金利が持つ意味を確認してみる。

一般的に、**実質金利=名目金利-物価上昇率**と表されるが、個別国の物価状況や金融政策にどのような指標(年限)を用いるかによって、その意味合いは異なる。

・**高インフレ国(例:トルコ)** 高インフレ国の場合、人々が注目するのは概ね1年以内の短期金利と消費者物価上昇率(CPI)であり、トルコの場合は政策金利40%に対しCPIは前年比60%となるため実質金利(短期)は▲20%となる。金利水準40%は魅力的に見えるものの、物価上昇に金利収入が追い付かず、預金すると購買力は目減りすることになる。このため国民は様々なモノを購入、物価はさらに上昇、金や米ドルなどCPIに負けないと期待される資産購入にも回る。エルドアン大統領は大幅なマイナス実質金利により経済活動活性化を狙うものの、上記行動の結果、通貨トルコリラは実質金利である年▲20%を超える下落を続け、通貨安と物価高がスパイラルに加速する。

・**低インフレ国(例:日本)**…図1は日本の金利とBEI、及びそれらを元にした年限毎の実質金利。日本のように長期に渡りCPIがゼロ近辺に止まった国の場合、足元のCPIが多少上昇しても粘着質なデフレーション(ノルム)の効果で長期BEIは上昇せず、結果的に政策金利の引上げは遅れ中長期金利も低位に止まる。一方で足元のCPIは供給制約や円安の影響もあり大きく上昇、短期の実質金利はかなり低い状態にある。一般的にキャリートレード(低金利通貨を調達、高金利通貨で運用)におけるタイムスパンは短期であり、実質金利は日本の▲3.4%に対し米国は+2%、つまり日米の実質金利差は5.4%(=2%-▲3.4%)と歴史的に見ても高く、足元では円安基調が続く。

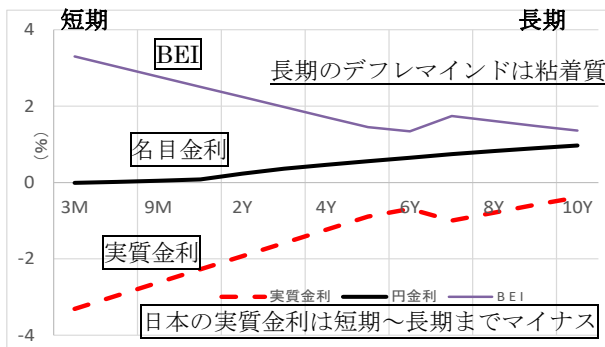


図1.日本の金利とBEIと実質金利

出所 (Bloomberg)

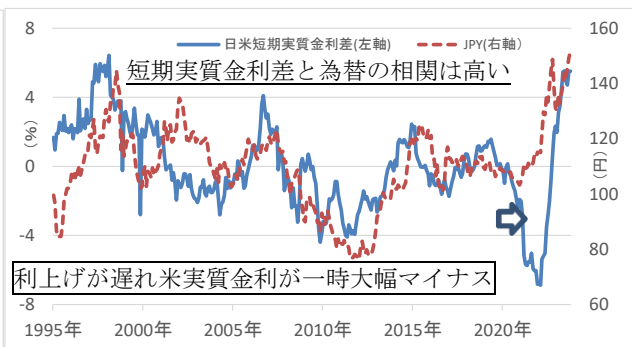


図2.日米実質金利差とドル円(JPY)

今後の展開だが、日銀が目標に置く予想CPIの年限は、足元ではなく5年程度と想定される。現在の5年BEIは1.5%程度であるのに対し5年の名目金利は0.25%に止まるため、実質金利は▲1.25%。日銀の指摘通り、多少の利上げでは恐らく実質金利はプラスとはならない。また図2を見ると日米の短期金利差と為替(JPY)は相関が高く、足元の金利差は過去30年で最も拡大した状態にある。今後日銀が政策金利の修正に動いても当面は実質金利(短期)のマイナスは変わらず、高インフレ国のトルコのように通貨安とインフレは続きそうだ。

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。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