

## 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 |   |
|------------|--------------------|-------------|---------|---|
| 3/4<br>(月) | 日：設備投資(10-12月期)    | 前年比 16.4%   | ↑       | ↑ |
|            | 日：企業利益(10-12月期)    | 前年比 13.0%   | ↓       | ↓ |
| 3/5<br>(火) | 日：東京都区部消費者物価指数(2月) | 前年比 2.6%    | ↑       | ↑ |
|            | 米：ISM非製造業景気指数(2月)  | 52.6        | ↓       | ↓ |
| 3/6<br>(水) | ユーロ：小売売上高(1月)      | 前月比 0.1%    | ↑       | ↑ |
|            | 米：ADP雇用者数(2月)      | 前月比 14万人増   | ↓       | ↑ |
| 3/7<br>(木) | 日：現金給与総額(1月)       | 前年比 2.0%    | ↑       | ↑ |
|            | 独：製造業新規受注(1月)      | 前月比▲11.3%   | ↓       | ↓ |
| 3/8<br>(金) | 日：景気一致指数(1月)       | 110.2       | →       | ↓ |
|            | 米：非農業部門雇用者数(2月)    | 前月比 27.5万人増 | ↑       | ↑ |

出所 (Bloomberg)

## マクロ経済

## ・米国

1月の製造業新規受注は2か月連続で前月比マイナス。一方で2月のISM非製造業景気指数は前月から減速したものの14か月連続で50を上回ったほか、米地区連銀報告（ページブック）でも年明け以降の経済活動はわずかに拡大とした。2月の非農業部門雇用者数は上振れしたが、失業率は2年ぶりの高水準、平均賃金も前年比4.3%と減速しつつあり、労働市場の過熱感は薄らぎつつある。パウエルFRB議長は議会証言で「米経済は強く当面高めの金利を維持するが、年内に利下げが適切となる可能性が高い」と発言した。スーパーチューズデーを経てトランプ前大統領の再選可能性を市場は織り込みつつある。

## ・欧州

ユーロ圏10-12月期のGDP成長率確報値は前期比0%と横ばい、年率換算では▲0.2%とマイナス成長に転落しテクニカルリセッション入りとなった。1月の小売売上高は前月比0.1%と2か月ぶり、独1月の鉱工業生産は同1%と9か月ぶりのプラスとなり、欧州経済は土俵際の攻防が続く。ECB理事会は、予想通り4会合連続の政策金利据置きを決定。ラガルド総裁は、インフレ率が2%に到達するまで行動しないわけではないと発言。足元で消費者物価（CPI）が前年比2.6%と順調に低下していることを受け、市場は6月会合での利下げを見込む。

## ・日本

10-12月期の法人企業統計では設備投資は前年比16.4%と11四半期連続で増加。1月の景気動向指数では一致指数が低下、自動車不正問題が影響した。一方で2月の景気ウォッチャー調査では現状・先行き共に連続で50超、賃上げ期待が消費を支える。2月の東京都区部コアCPIは2か月ぶりに前年比2%台に上昇、政府補助金の抑制効果剥落から再加速した。1月の実質賃金は前年比▲0.6%と22か月連続のマイナス、但し現金給与総額は同2%と25か月連続でプラスを維持する。植田日銀総裁は参院で物価目標の実現確度は少しづつ高まっていると発言、市場は3月会合でのマイナス金利解除を織り込む。

**世界株式**

|             | 直近値(3/8)   | 先週比%    | 昨年初来%   |        |
|-------------|------------|---------|---------|--------|
|             |            |         | 現地通貨ベース | 円貨ベース  |
| (北・南米)      |            |         |         |        |
| ダウ工業株       | 38,722.69  | - 0.9 % | 16.8 %  | 31.1 % |
| S&P500種     | 5,123.69   | - 0.3 % | 33.4 %  | 49.8 % |
| ボヘスバ        | 127,070.79 | - 1.6 % | 15.8 %  | 35.8 % |
| (欧州)        |            |         |         |        |
| 1-0・ストックス50 | 4,961.11   | 1.4 %   | 30.8 %  | 49.9 % |
| FT          | 7,659.74   | - 0.3 % | 2.8 %   | 22.5 % |
| DAX         | 17,814.51  | 0.4 %   | 27.9 %  | 46.6 % |
| (アジア・太平洋)   |            |         |         |        |
| 日経平均        | 39,688.94  | - 0.6 % | 52.1 %  | 52.1 % |
| 上海総合        | 3,046.02   | 0.6 %   | - 1.4 % | 6.2 %  |
| ASX200      | 7,846.98   | 1.3 %   | 11.5 %  | 21.5 % |
| SENSEX      | 74,119.39  | 0.5 %   | 21.8 %  | 37.7 % |

出所 (Bloomberg)

## ・日本

第4QのGDP成長率は設備投資の上振れを受けプラスに転じ、テクニカルリセッション入りは避けられた。但し、能登半島地震に加え自動車不正問題の影響もあり、今年の第1Qは再びマイナス成長が予想される。このような状況下、日経平均株価は過去最高値を更新中であり、GDPゼロ成長でも株価上昇が止まらない欧州株に似てきた。今後、遅ればせながら日本も利上げ局面入りが予想されるが、デフレ脱却と堅調な企業収益を背景に、長期抵抗線を上にブレイクした日本株の上昇局面継続が見込まれる。

**世界債券**

| 債券利回り(3/8) | 2年債   | 5年債   | 10年債  | 先週比(10年債) |
|------------|-------|-------|-------|-----------|
| 米国         | 4.478 | 4.048 | 4.077 | - 0.107   |
| 英国         | 4.251 | 3.908 | 3.976 | - 0.138   |
| フランス       | 2.739 | 2.563 | 2.720 | - 0.183   |
| ドイツ        | 2.759 | 2.278 | 2.267 | - 0.147   |
| イタリア       | 3.314 | 3.118 | 3.582 | - 0.306   |
| スペイン       | 2.925 | 2.761 | 3.080 | - 0.230   |
| 日本         | 0.197 | 0.386 | 0.735 | 0.018     |
| オーストラリア    | 3.730 | 3.644 | 3.977 | - 0.167   |

## ・日本

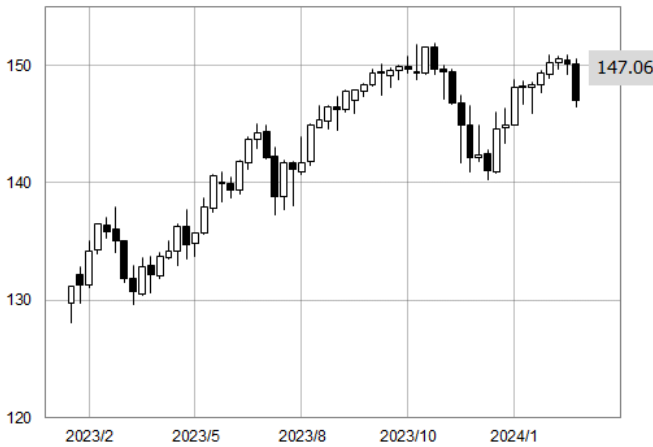
出所 (Bloomberg)

植田日銀総裁を含む日銀幹部からはマイナス金利解除に関する発言が相次ぎ、政策変更に関して凡その内容が見えてきた。また経済ファンダメンタルズもCPIが22か月連続で目標の前年比2%以上、現金給与総額も25か月連続で前年比プラスを維持するなど堅調さを見せる。加えてマーケット環境も日経平均株価は過去最高値を更新中であり、いつ利上げしても不思議ではない。今後賃金上昇が続けば早晚実質賃金の前年比プラス転換、さらに予定通りエネルギー補助金が停止となればCPIは夏以降も3%近辺で高止まると見込まれ、追加利上げの思惑も台頭しよう。まずは金融緩和策修正の一環としてYCC撤廃となった場合の、10年国債金利の上昇幅が注目される。



**為替**

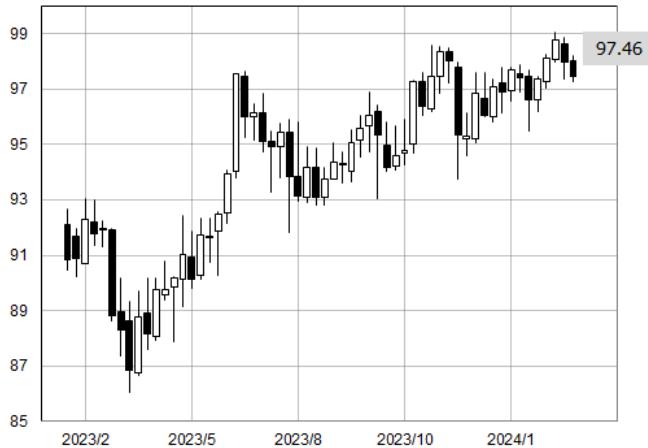
(ドル・円 週足チャート)



(ユーロ・円 週足チャート)



(豪ドル・円 週足チャート)



(ブラジルレアル・円 週足チャート)



出所 (Bloomberg)

・ **ブラジル**

2月の購買担当者景気指数は製造業、サービス業ともに前月から改善し総合指数は55.1と2022年7月以来の高水準を付けた。一方で、昨年10-12月期のGDP成長率は前期比+0.0%と2四半期連続で横ばい、1月の鉱工業生産は前月比▲1.6%と大きく減少し、高金利政策の影響が出ている。2月中旬までのインフレ率は前年比+4.49%とブラジル中銀の目標上限値(+4.50%)を下回っており、中銀は引き続き政策金利引き下げを示唆する。通貨ブラジルレアルは、対米ドルでは米金利低下観測からもみ合い、対円では、日銀のマイナス金利解除など金融政策の修正観測から弱含みが想定される。

**今週の予定**

- 3月11日(月) 日：GDP成長率改定値(10-12月期)
- 3月12日(火) 日：大企業業況判断(1-3月期)、米：消費者物価指数(2月)
- 3月13日(水) 英：鉱工業生産(1月)、ユーロ：鉱工業生産(1月)
- 3月14日(木) 米：生産者物価指数(2月)、小売売上高(2月)
- 3月15日(金) 米：鉱工業生産(2月)、ミシガン大学消費者信頼感指数(3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--- マイナス金利解除**

内田日銀副総裁は2月月初の講演で異次元緩和からの出口戦略に言及。マイナス金利解除時の引上げ幅については導入前の水準を前提に「0.1%の利上げ」になると指摘。イールドカーブコントロール(YCC)は「あくまで量的緩和の一類型」であり撤廃後も国債買入れはやめることはないとの説明。一方でETFなどリスク資産の買入れは、緩和修正時にやめるのが自然とした。その後2月末に高田審議委員は「物価目標の実現が見通せる状況になってきたとの認識で、3月その次も対応していきたい」と発言、3月にも政策変更との思惑が広がった。その後、植田日銀総裁はG20で「物価目標の達成は未だ見通せる状況に至っていない」と発言、マイナス金利解除時期の予想を4月まで押し戻した。さらに3月月初に中川審議委員は物価目標の実現に向けて「着実に歩を進めている」と指摘、改めて3月の変更が射程に入った。

足元の経済状況を見ると、昨年第4QのGDP成長率速報値は年率▲0.4%と第3Qの▲3.3%に続き2期連続のマイナス成長となりテクニカルリセッション入り。消費者物価(CPI)は1月の総合指数が前年比2.2%と3か月連続の減速傾向にあり、一部ではすでに利上げは難しくなりつつあるとの見方もあった。但し設備投資が前年比16.4%と17年ぶりの高水準となったことで、第4QのGDP改定値は年率+0.4%へとプラス転換。加えて企業業績を見ると、昨年4-12月期の上場企業全業種36種のうち6割の業種が増益・黒字、売上高純利益率も前年比6.4%と堅調、日経平均株価は過去最高値を更新中。また物価推移も、足元の減速基調は各種補助金制度の抑制効果によるところが大きく、その影響が薄れた2月の東京都区部CPIは前年比で再加速、今後は補助金停止に伴うCPIのさらなる上昇も予想される。また日銀が物価上昇要因として挙げるコストプッシュインフレ(第1の力)は、その中心であるエネルギー価格上昇はほぼ世界共通の事象であり、日本と同様エネルギーの多くを輸入に頼る中国はデフレに陥いるなど、物価への影響は限定的。つまり日本では日銀が想定する以上に賃金上昇によるデマンドプル(第2の力)の効力と、株や住居など資産価格上昇による影響が物価上昇に寄与していると思われる。実質賃金は前年比▲0.6%と22か月連続でマイナスだが、現金給与総額は前年比2.0%と25か月連続でプラスを維持、マイナスの実質賃金(=名目賃金上昇率-インフレ率)は2022年当時の欧米同様の現象であり、今後はプラス転換が見込まれる。

以上から日銀は4月までにマイナス金利の解除に動く予想する。解除幅は内田副総裁の発言通り0.1%となろうが、問題は現状日銀当座預金に付与される3層構造の何れの金利を0.1%引上げるのか。現状+0.1%が付利される基礎残高を上げると+0.2%と数字面のインパクトが大きい。一方▲0.1%が付利される政策金利残高は残高自体が少ないため、利上げによる経済への波及効果も小さい。そこで0%が付利されるマクロ加算残高と政策金利残高の2つを0.1%引上げることで、金利構造を2層へシンプル化、併せて無担保コール金利のプラス化を目指すと思込む。一方、長期金利は現時点での国債のスワップスプレッドは10年が▲15bpに対し20年は+10bp。つまりYCCの影響を最も受ける10年国債の金利が相対的に低く押さえられており、YCC撤廃に伴い10年国債の金利は上昇しよう。ちなみに米国10年国債のスワップスプレッドはQT(量的引き締め)の影響もあり+30bpである。ところで世間には金利上昇による日銀の財務悪化を懸念する向きもあるが、日銀は国債保有額約600兆円に対しすでにETFの含み益が34兆円ほどあり杞憂と言える。また国の借金をGDP対比2.5倍まで増やした政府に関しても、来年度予算で国債の利払い費の想定金利を1.9%まで引上げており、長期金利が2%を大きく超えない限りは心配は無用だろう。

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