



Global Market Monthly

No.128
Aug 2024

※本書に掲載されている記事およびコメントにつきましては、2024年8月7日現在のものとなっております。

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



Global Market Monthly (No.128) Index

| | |
|----------------------------------|----|
| 展望 | 2 |
| 地域経済サマリー | 3 |
| 株式サマリー | 4 |
| 債券サマリー | 5 |
| 為替サマリー | 6 |
| 商品サマリー | 7 |
| 日・米 経済指標 | 8 |
| 新興国等サマリー | 9 |
| グローバルマーケットレター『今週のトピック』（バック・ナンバー） | 10 |

【 展 望 】

- ・日本：6月の小売売上高は前月比0.6%と前月から下振れ、鉱工業生産も同▲3.6%とマイナス転換、物価高と自動車メーカーの不正問題の影響から、消費・生産ともに減速気味だ。一方で失業率は2.5%と5か月ぶりに改善、労働需給はタイトな状況が続く。日銀は7月の政策決定会合で量的引締めを決定するとともに、政策金利を0.25%へと上げた。植田総裁は会見で今後も利上げ継続を示唆した。
- ・米国：4-6月期のGDP成長率は前期比年率2.8%と個人消費がけん引し伸びが加速、7月の総合購買担当者指数も約2年ぶり高水準となった。一方、7月のISM製造業景況指数は4か月連続で50割れ、雇用関連では失業率が4.3%と4か月連続の上昇となるなど、経済減速の動きが見える。FRBは7月のFOMCで8か月連続となる政策金利の据え置きを決定した一方、パウエル議長は会見で9月の利下げ開始を示唆した。
- ・ユーロ圏：ユーロ圏4-6月期のGDP成長率は前期比0.3%と前期から横ばい、主要国の独はマイナス成長となり欧州経済は低迷が続く。6月の失業率は前月から悪化したものの低水準、7月のユーロ圏消費者物価指数は前年比2.6%と再加速、インフレ再燃の可能性は残る。英中銀は8月の政策委員会でインフレ沈静化が進んだとして、4年半ぶりとなる利下げを決定した。

<相場見通し>

| | 株式 | | 長期金利 | | 為替(*) | |
|----|------|---|-------------|---|-------------|---|
| 日本 | やや上昇 |  | やや上昇 |  | <u>やや上昇</u> |  |
| 米国 | やや上昇 |  | <u>やや低下</u> |  | <u>やや下落</u> |  |
| 欧州 | やや上昇 |  | もみ合い |  | やや下落 |  |
| 豪州 | やや上昇 |  | やや上昇 |  | <u>やや下落</u> |  |

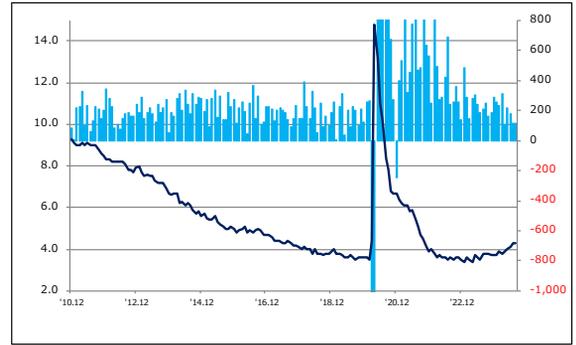
(*)日本は対米ドル、その他は対円。下線は先月からの変更部分。

- ❖ 日本株は、足元で急落したものの、堅調な企業業績と賃金上昇期待を背景に先行きはやや上昇。金利は日銀による追加利上げ観測によりやや上昇。円は日米金利差縮小観測でやや上昇を予想。
- ❖ 米国株は、景気後退懸念はあるがAI関連企業の躍進と金融相場入りへの期待感からやや上昇。金利は、9月利下げはほぼ織り込み、追加利下げ期待からやや低下。米ドルは日米金利差縮小観測でやや下落を予想。
- ❖ 欧州株は、政局不安の一旦解消と金融緩和継続期待でやや上昇。金利は次の利下げタイミングを見極めるためもみ合い。通貨ユーロは、金利差縮小の思惑から対円でユーロ安を予想。
- ❖ 豪州株は、堅調な消費動向を背景にやや上昇。金利は、堅調な経済に対しインフレ高止まりでやや上昇。通貨豪ドルは、日豪金利差縮小への警戒感からやや下落を予想。

米国

7月のISM景況指数は製造業が8か月ぶりの低水準、4か月連続で50割れとなった一方、非製造業は再び50超え。7月失業率は4.3%と4か月連続の上昇、非農業部門雇用者数および平均時給は下振れるなど、労働需給は緩和基調だ。7月のFOMCでは8会合連続となる金利据え置きを決定、声明では足元の雇用指標の下振れを反映し、物価と雇用の2大責務両面のリスクに留意するとした。パウエル議長は会見で、9月にも利下げの可能性があると指摘するなどハト派的な姿勢であり、株価急落を受けた市場は9月大幅利下げを含む年内3回の利下げを織り込みつつある。

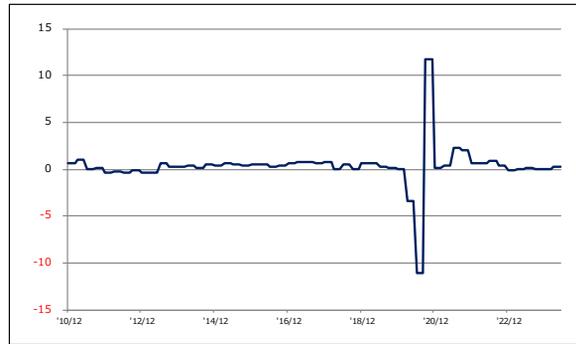
雇用統計 (右軸：非農業部門有効求人数 (千人)、左軸：失業率)



欧州

ユーロ圏4-6月期のGDP成長率は前期比0.3%と1-3月期から横這い、主要国の独は▲0.1%とマイナス成長となり欧州経済の低迷が続く。6月の失業率は前月から悪化したものの依然として低水準、小売売上高も前月比▲0.3%と低迷、欧州経済指標は強弱マチマチ。英中銀は8月の政策委員会でインフレ鎮静化が進んだとし、4年半ぶりとなる利下げを決定した。一方でECBのシュナーベル専務理事はインタビューで、インフレとの戦いは依然として厳しいと指摘、追加利下げに慎重な姿勢を維持する。

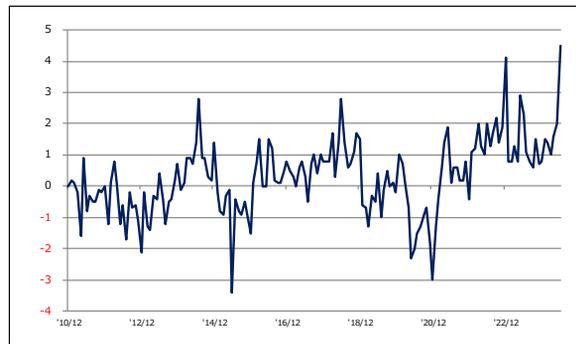
ユーロ GDP成長率(前期比)



日本

6月の小売売上高は前月比下振れ、鉱工業生産も前月比マイナス転換、物価高と自動車型式不正問題の影響から、消費・生産ともに減速気味だ。一方で現金給与総額は前年比4.5%と27年ぶり高水準、実質賃金も27か月ぶりにプラスとなった。日銀は7月の政策会合で、量的引締めを決定。加えて円安進行や賃上げによる基調的な物価上昇が確認できたとして政策金利を0.25%へと上げた。植田総裁は会見で、経済が日銀の想定通りなら今後も利上げを継続すると発言、金融引き締め継続を示唆したが、市場は円高への急転と株価急落となった。

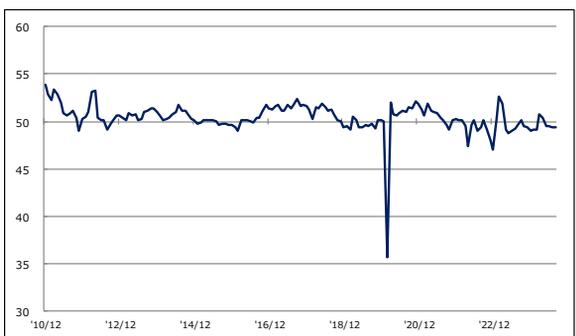
日本現金給与総額 (前年比)



アジア・オセアニア

中国の4-6月期のGDP成長率は前年比4.7%と前期の同5.3%から減速。不動産関連産業の不振が目立つ。政府は不動産関連企業および地方政府の財政状況を支援するため、政策金利を引き下げた。ただし引き下げ幅は0.1%と小幅で金融緩和効果は限定的との見方から、株価と通貨の下落は続く。アジア・オセアニア各国では、中国経済の低迷に加え、日米欧の株価下落を反映し、先行きに対し慎重な見方が広がる。

中国 製造業購買担当者指数



米国株式

企業業績が期待に届かなかったことと7月雇用統計下振れを受け、米景気後退に対し利下げが後手に回ったとの見方が広がり米株は急落。買われていたハイテク大型銘柄中心に株価調整が進んだ。ただし購買担当者指数やISM景況感などの企業マインドは比較的堅調、加えて11月の大統領選挙を前に、財政支出拡大による景気浮揚効果も期待できる。足元の混乱が収まり利下げ期待が高まれば、金融緩和相場への思惑から株価再上昇が期待できよう。

S&P 500種



欧州株式

ユーロ圏の4-6月期GDP成長率は前期比0.3%と1-3月期から横ばいもプラス成長を維持。欧州経済は粘り腰を見せる。足元では中国景気後退と世界的株価下落が不安材料だが、仏のオリンピック関連や観光需要の高まるスペインなどが、不調の独経済を補完する。ハングパーラメントながら仏政局も比較的落ち着いており、利下げ継続と独の経済回復への期待感から再び欧州株の上昇が見込まれる。

1-0・スツクス50指数



日本株式

FRBの9月利下げ示唆と日銀による追加利上げ決定を受け、金利差縮小観測から円高が進行、金利敏感株や輸出株を中心に日本株は大幅に下落した。8/5は米株下落も手伝い日経平均株価の下落幅は過去最大となった。植田日銀総裁は今後も利上げを継続するとしており、米国が利上げ局面入りした2022年の米株同様、当面の日本株は上値の重い展開が続くそうだが。但し、実質金利の大幅マイナスの継続に加え、急激な円高巻き戻しが収まり為替が安定した後に堅調な企業業績継続が確認できれば、日本株の再上昇が期待できよう。

日経平均株価



アジア・オセアニア株式

中国では、金融緩和に加え、政府による在庫不動産の買取政策や株式の空売り規制などにより持ち直した株価が、低迷する経済指標と世界的株価下落を受け再び下落に転じた。消費者物価も前年比0%近辺で推移しており、不動産バブル崩壊と若年層の就職難など、1990年代後半の日本と同様に失われた数十年となる可能性がある。アジア・オセアニアは、低迷する中国経済と世界株安を背景に、株式は上値の重い展開が予想される

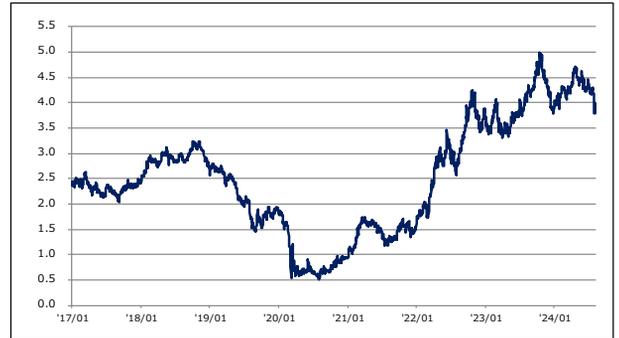
中国 上海総合指数



米国債

7月のISM景況指数は、非製造業は再び50を超えたものの、製造業が8か月ぶりの低水準、4か月連続で50割れとなった。雇用統計では、非農業部門雇用者数は鈍化し、失業率も3年ぶり高水準に上昇、平均時給も前年比3.6%に低下するなど、足元で米経済の減速を示唆する指標が相次ぐ。FRBはデータ次第としながら、株価急落もあり9月の利下げは0.5%を見込む向きも多い。緊急利下げや大幅な追加利下げが続くとの思惑もあり、金利は緩やかながらも低下基調が予想される。

米国国債10年



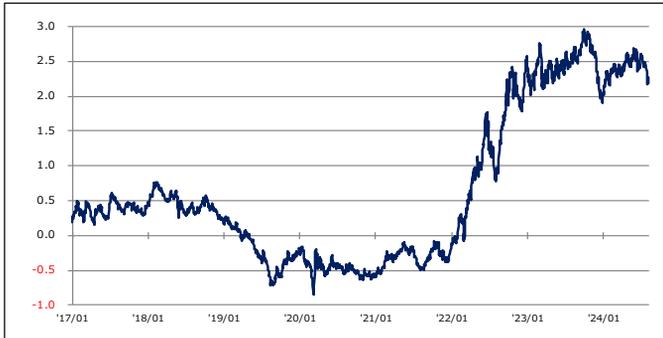
日本国債

日銀によるQTと追加利上げに加え、植田総裁によるタカ派発言があったにもかかわらず、株価急落を受け円金利は低下。内田日銀副総裁の追加利上げに慎重な姿勢もありリスク回避の動きとなった。但し、金融緩和の可能性は低く、株価が落ち着けば過度な円安終了と賃金上昇を反映し、金融正常化に向け利上げ再開となる可能性は高い。2022年の米債券市場のように、金利低下は一時的で、連続利上げとQTの効果が浸透するにつれ金利が再上昇となるリスクもあり、注意が必要だ。

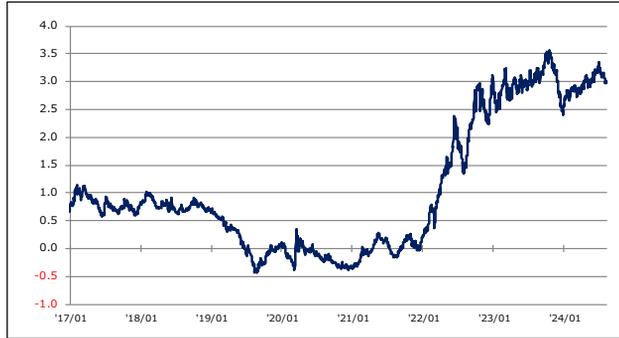
日本国債10年



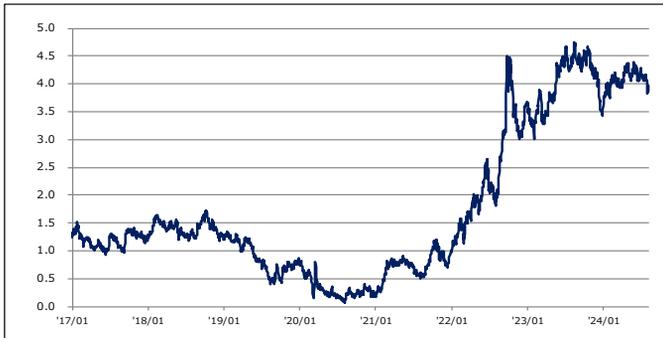
ドイツ国債10年



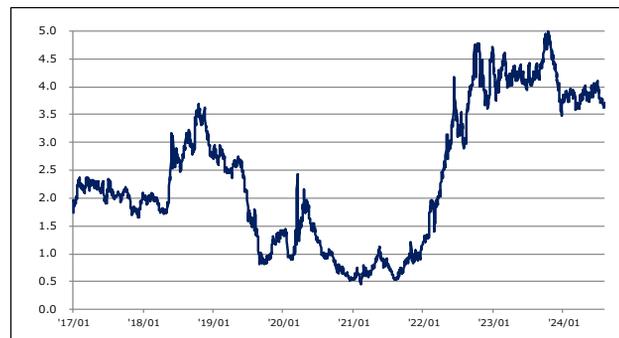
フランス国債10年



英国国債10年



イタリア国債10年



Data: Bloomberg 2024/08/08

円・米ドル

日本の利上げ局面入りに対し、米利下げ局面入りは明らかとなり、日米金利差縮小の思惑から円キャリー取引の手じまいが一気に進み、為替は急激な円高となった。大手輸出企業が想定するドル円レベルを突破する円高の勢いに、慌ててドル売りヘッジをする動きも加わり、1か月で20円と大幅な円高が進んだ。足元の株価急落を受けて日銀の利上げ観測は一旦後退したものの、株価が落ちれば利上げへの警戒感から再び円買い圧力が高まる可能性もあろう。

円・米ドル



円・ユーロ

仏政局の行方に対する不安感が一旦後退したことに加え、欧州経済指標が低レベルながらも安定していることから通貨ユーロは大幅利下げ観測が持ち上がる対ドルで堅調な展開。ただしECBによる利下げ継続に対し日銀の利上げ継続が予想され、日欧金利差縮小予想と地政学リスク面での不安感からも、通貨ユーロは対円では弱含みか。

円・ユーロ



円・豪ドル

6月の小売売上高は前月から伸びが減速、住宅建設許可件数は5か月ぶりの減少、金利高止まりの影響が出る。加えて、6月のCPIは3.8%と高水準ながらも前月から伸びが鈍化したことを受け、豪中銀は8/6の政策決定会合で政策金利の据え置きを決定。利上げ期待の剥落と低調な中国経済の影響から、通貨豪ドルは上値の重い展開が想定される。

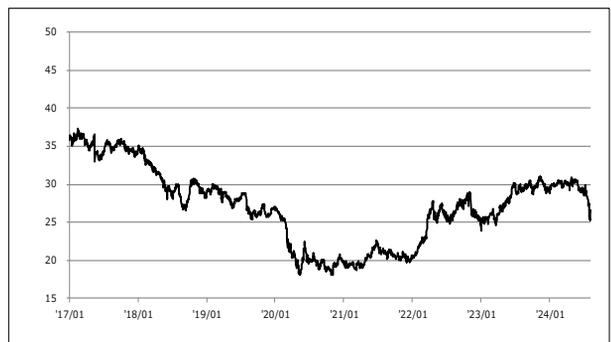
円・豪ドル



円・ブラジルレアル

6月の失業率は6.9%と2015年以来の低水準まで低下、7月の消費者信頼感指数は92.9と2か月連続で上昇、雇用環境の安定が消費を支える。7月前半の消費者物価指数は前年比4.45%と2か月連続で加速、中銀のインフレ目標上限値（4.50%）に接近、通貨安とサービス価格の上昇が影響する。中銀は7月の政策委員会で政策金利の据置を決定、声明ではインフレ再燃への警戒を指摘した。通貨レアルは、対円では日銀による追加利上げ観測の高まりから弱含みが想定される。

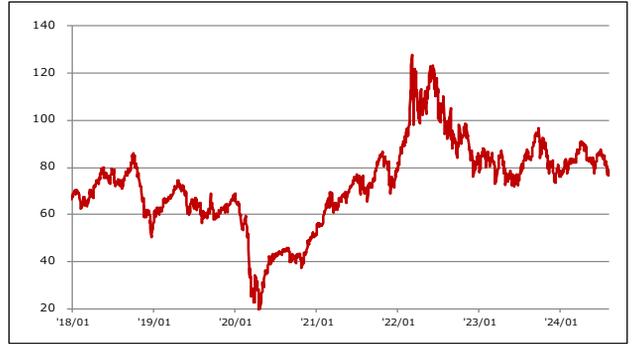
円・ブラジルレアル



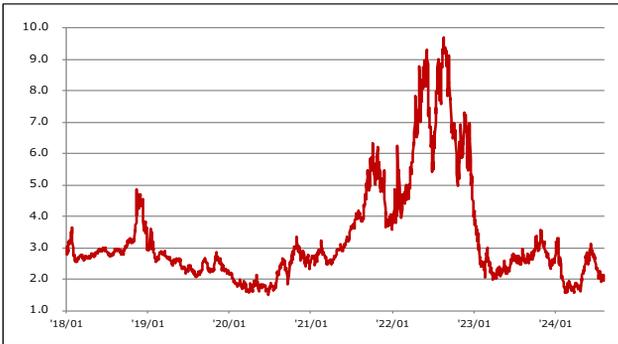
WTI 原油(NIMEX 軽質スイト)



ICEブレント原油先物



NY天ガス (ヘンリーハブ)



Gold Spot \$/Oz



Silver Spot \$/Oz



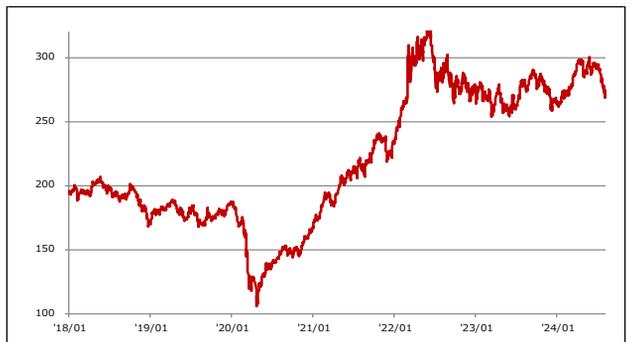
CMX銅



フィテールピア 半導体株指数

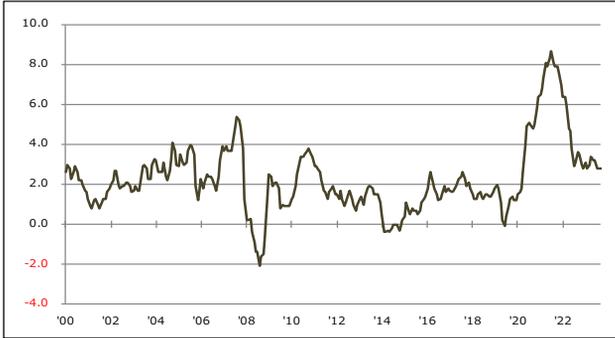


CRB指数

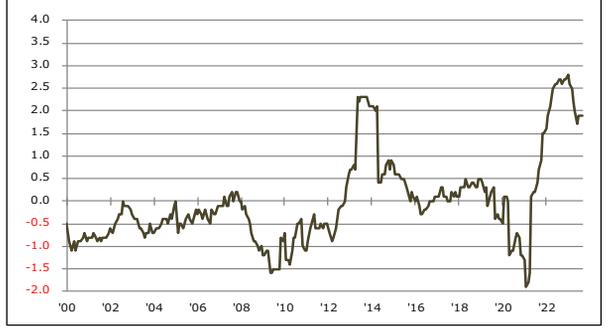


Data:Bloomberg 2024/08/08

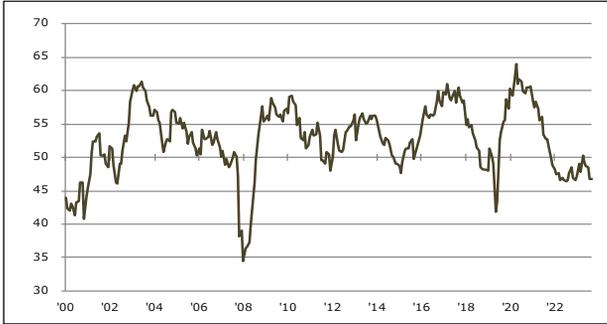
米国・CPI



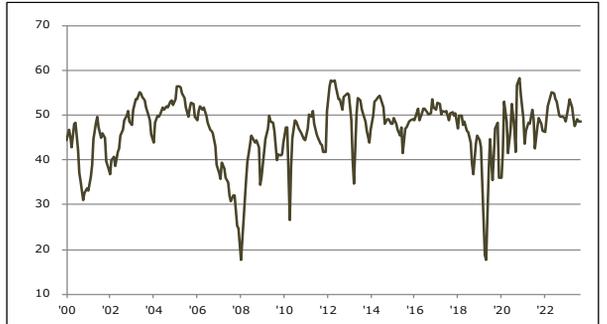
日本・CPI



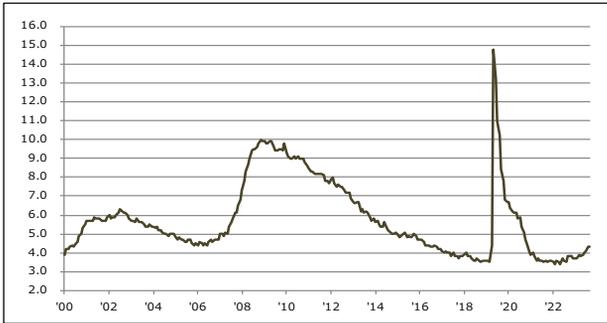
米国・PMI製造業指数



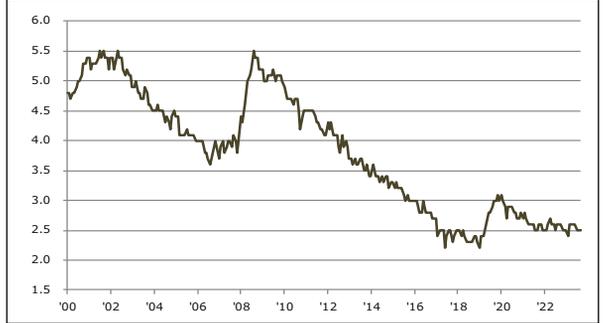
日本・景気ウォッチャー指数（先行）



米国・失業率



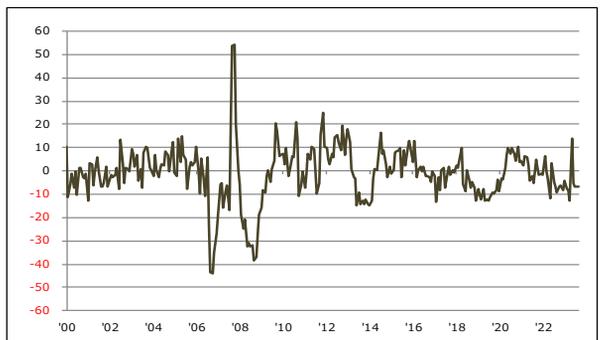
日本・失業率



米国・民間住宅着工件数



日本・住宅着工件数（前年同月比）



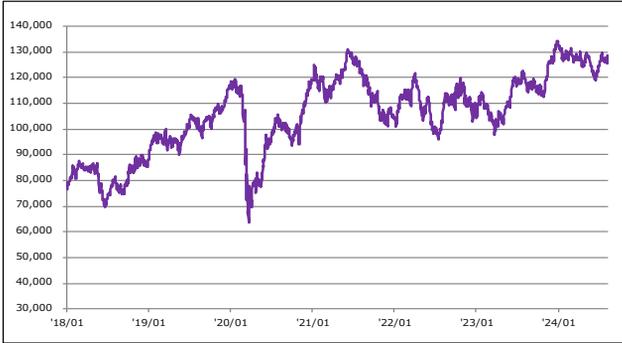
中国 上海総合指数



人民元・円



ブラジルボヘミアン指数



ブラジルレアル・円



豪州 S&P/ASX200指数



豪ドル・円



インド SENSEX指数



インドルピー・円



【付録】グローバルマーケットレター『今週のトピック』（バック・ナンバー）

□ 弊社の週間発行誌「グローバルマーケットレター」に掲載中の『今週のトピック』を、直近4週分転載しました。記載内容については、多少古いものもありますが、ご笑読いただけましたら幸いです。

7月1日号

日本株を再評価

日本株は年初に史上最高値を更新して以降、欧米株がその後も堅調に推移しているにもかかわらず、なかなか上昇トレンドに乗れていない。ここで日本株の現状を4つの観点から評価してみる。

・潜在成長率

各国の代表的な株価指数は、およそその国の名目 GDP 成長率に同期する。一般的に潜在成長率は米国 1.8%、欧州 0.8%、日本 0.4%と見られており、各成長率に各国中銀の物価目標 2%を加え、長期的に想定される名目 GDP 成長率を求めると米国 3.8%、欧州 2.8%、日本 2.4%となる。一方、株価の直近3年間の年率上昇率は米国 8%、欧州 6%、日本 11%であり、コロナ禍からの回復局面とは言え少々日本がスピードオーバー気味である。今後、労働生産性の向上などにより日本の潜在成長率が飛躍的に高まらない限り、日本株の足元でのスピード調整は致し方なしといったところか。

・為替

足元では急激な円安を日本経済の悪材料として警戒する向きもあるが、企業収益から見るとトータルではやはりプラス要因。今後は日本で利上げが予想されるのに対し米国では利下げが見込まれ、その結果、日米金利差縮小となれば円高が予想される。最近の円安に対する日本株の反応は、将来的に予想される円高転換による企業収益悪化への警戒感を示しているとの考え方もできよう。

・金融政策

FRBは2022年3月、ECBは7月に利上げをスタートした。図1は欧米の10年金利（軸は上下逆転）と株価の3年間推移だが、欧米ともに利上げ局面入りと同時に株価はもみ合い相場となり、10年金利が天井を打った時を起点として基調転換。その後は、金融緩和相場への期待感から欧米株価は上昇局面入りとなった。ところで欧米が2022年に利上げをスタート、欧州は今年6月には利下げ局面入りとなったのに対し、日本は2年ほど遅れて今年3月ようやく利上げをスタートした。利上げ局面入りに対する日本株の動きが欧米株と同じであれば、今後円金利が天井を打つまではもみ合い相場が続くことになり上値の重さもうなずける。但し、近年日本の絶対金利水準は低く、10年金利の天井が米国5%や独3%に対し2%程度に留まれば、実際の企業収益や株価に対する影響は限定的と思われる。

・株価相関

欧米の利上げスタート時期が4か月しか離れていなかったこともあり、欧米株価の相関は過去3年間で0.87と高い。一方、図2は円10年金利と日米株価の3年間推移だが、日米株価の相関も0.83と比較的高い。米株との相関の高さから、米株上昇時には渋々ながらも日本株が追随すると思われる。

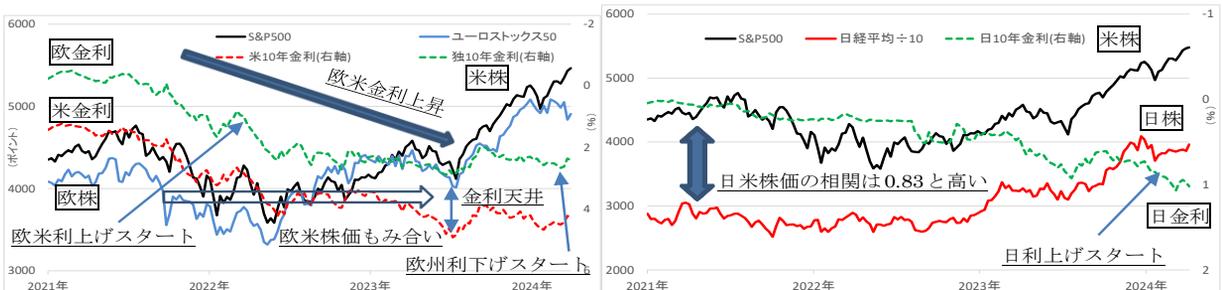


図1. 欧米の株価と10年金利動向 出所(Bloomberg) 図2. 日米の株価と円10年金利動向

【付録】グローバルマーケットレター『今週のトピック』（バック・ナンバー）

□ 弊社の週間発行誌「グローバルマーケットレター」に掲載中の『今週のトピック』を、直近4週分転載しました。記載内容については、多少古いものもありますが、ご笑読いただけましたら幸いです。

7月8日号

政府の役割

資本主義社会における政府の役割は、簡潔に言えば税金としてお金を徴収し、そのお金で社会資本を整備、公共サービスなどを提供することである。その際、政府がどのような将来像を描き、いかなる分野にお金を供給、或いは規制するかにより、その国の経済の方向性が決定づけられる。

<過去の政策>…日本政府は第2次大戦終結後、戦後復興が一段落した時点で所得倍増計画を策定、狙い通り国民の所得は増加し高度成長期に突入、アジアの奇跡と絶賛された。その後1985年のプラザ合意による円高不況時には低金利政策を採用、結果的にバブル期を迎え地価が高騰したため、利上げと貸出総量規制により政府の目論見通り不動産バブルは崩壊した。また1980年代以降の日米貿易摩擦では、米政府からの圧力を受け、外国製の鉄鋼や半導体などの購入数値目標を設定。日本企業は韓国等に製造技術を供与するとともに品質向上も指導、それが現在の韓国、中国の鉄鋼、半導体産業繁栄の基礎となり国内企業は衰退した。また国内の保険会社に対しては、第3保険分野の取り扱いを禁止、がん保険などは外資系が独占することとなった。足元では、ゼロゼロ融資に代表される中小企業支援策により低生産性企業の多くが存続、ゾンビ企業増殖により一般企業も低価格・低賃金競争へと巻き込まれ、デフレを演出した。こう見ると、失われた30年は政府の考えに沿った、想定通りの結果だったかもしれない。

<出る杭を打つ習性>…日本ではGAFAMのように市場を席巻する圧倒的技術力を持つ新興企業が生まれにくいとされるが、これも政府による既存企業温存バイアスと出る杭を打つという政策的習性の影響が強いように見える。かつての日本では、インターネットビジネスや音楽配信、アクティビスト型ファンドなどで若い起業家が台頭、時代の寵児としてもてはやされた。一方で政府はそれらを出る杭と見做し規制と法律を駆使して駆逐、既存産業を守る政策を摂った。その後、警戒感から若者の起業熱は低下しイノベーションの意欲がそがれた一方、政府の思惑通り既存企業と従業員は守られた。因みに米中では、政府はスタートアップ企業の成長を妨げるよりはバックアップする傾向が強く、数多くの新興企業の躍進に役立っていると思われる。但し、大きくなり過ぎた場合は、叩かれるようではあるが。

<最近の政策>…最近では日本経済にプラスとなる政策も見られる。足元で話題となっている、個人の金融資産を貯蓄から投資へと振り向ける新NISA制度や、熊本県や北海道への半導体工場建設への補助金などは、経済成長に資すると期待できる。また様々な政府支援を受けて、大学発ベンチャー企業が昨年度に4,288社と5年前から9割増加するなど変化の兆しも見られる。特に半導体に関しては、2000年代以降に目立ち始めた中国における補助金政策や他国企業の国内進出時に最先端技術の移転・開示を迫る政策などの成功例を見習い、先進各国政府も中国型経済運営の一部を流用し始めており、米国や韓国では成長企業への補助金政策が盛んだ。一方で日本は、従来より政府支援を受けた割安製品販売はダンピングに当たりWTOルールに反するとしていたため、今回の方針転換も遅きに失する可能性はある。また選挙対策とも揶揄される、ガソリンやガス・電力補助金の延長・復活は、結果的に渋滞激化や炭酸ガス排出量の増加、貿易赤字拡大および新エネルギーへの転換を遅れさせる政策とも言える。さらに政府は、ここに来て円安への警戒を強め、インフレ対策と称した各種補助金などのバラマキ政策を次々と繰り出す。これらの施策は財政と貿易の赤字拡大促進策とも言え、過去の新興国においては自国通貨安へと繋がった。相変わらずの迷走ぶりにも見えるが、政府には国家の若返りを目指した政策立案を期待したい。

【付録】グローバルマーケットレター『今週のトピック』（バック・ナンバー）

□ 弊社の週間発行誌「グローバルマーケットレター」に掲載中の『今週のトピック』を、直近4週分転載しました。記載内容については、多少古いものもありますが、ご笑読いただけましたら幸いです。

7月16日号

名目GDPと株価



図1～4は、米国、日本、中国、トルコの名目GDPと主要株価指数の推移だが、株価は経済の鏡と言われるように、名目GDPと株価との相関は基本的に高い。そこで、この代表的な4国の経済状況を、相関の観点から評価してみる。

- 1. 米国**…名目GDPが順調に成長するのに対し、株価(S&P500)もコンスタントに上昇している。50年間の年率複利を算定すると、名目GDPの6%に対し株価は9%、良好な関係が実現している。
- 2. 日本**…名目GDPは1990年のバブル崩壊以降ほぼゼロ成長が続いたが、2012年のアベノミクス開始から名目GDPと株価(TOPIX)は上昇基調に移行。足元では名目GDP最高値更新と歩調を合わせ、株価も34年ぶりに最高値を更新した。異次元緩和に加え、GDP比250%まで膨らんだ財政支出拡大による経済浮揚効果が認められるが、副作用として日米金利差拡大と財政持続性への不安が台頭し34年ぶりの円安となった。このため世界標準の米ドル建で見ると、名目GDPと株価は過去最高値更新には至らない。
- 3. 中国**…名目GDPはコロナ禍まで順調に成長し世界第2位となったが、2022年以降は横ばい。一方で株価(上海総合)は2008年のリーマンショック以降ほぼ横ばいが続き、名目GDPと株価の相関も他の3国に比べ低い。この株価低迷にはリーマンショック当時、世界を救ったと言われた積極的な財政支出(当時のレートで57兆円)が名目GDPを押し上げた一方、生産性の低い分野への資金投入が企業業績の向上に繋がらなかったことが背景にあるとも考えられる。また足元の経済は、不動産価格の下落、少子高齢化と若年層の大量失業発生及びデフレ経済の拡大など、日本化と揶揄される状況にある。名目GDP成長も1990年以降の日本と同様横ばいとなり、経済の長期停滞を予想する向きもある。
- 4. トルコ**…コロナ禍以降の名目GDPの成長は年率52%と高く、株価も年率110%で上昇している。この背景には、名目GDPを「実質GDP+インフレ率」に分解すればわかる通り、物価の高騰がある。コロナショックによるサプライチェーン問題やロシアによるウクライナ侵攻に伴う食糧・エネルギー価格上昇を発端として、物価は急上昇。一般的な経済学に沿えばインフレ対策として利上げを行うが、エルドアン大統領は高金利がインフレの原因として利下げを中銀に要求。結果としてインフレは却って加速したため、昨年6月に中銀は利上げへと舵を切った。足元では物価高の勢いは弱まりつつあるものの、6月のインフレ率は前年比で71.6%と依然として高い。一方で高インフレの影響で通貨安が進んでおり、米ドル建ての株価は長期間ほぼ横ばい、海外勢の投資対象として魅力的ではなかった。

こうしてみると、長期間に渡りGDP成長と株価上昇が続く米国がお手本であり、日本においては財政支出や企業活動が効率よくGDP成長に結び付くかがキーポイントになる。一方でトルコのように通貨安が拡大すれば、新興国でよく見られるスタグフレーションに直面することになるため、財政規律の確保と金利・物価動向への配慮が必要だろう。

【付録】グローバルマーケットレター『今週のトピック』（バック・ナンバー）

□ 弊社の週間発行誌「グローバルマーケットレター」に掲載中の『今週のトピック』を、直近4週分転載しました。記載内容については、多少古いものもありますが、ご笑読いただけましたら幸いです。

7月22日号

「もしトラ」と円安

日米金利差拡大に伴うキャリートレードの隆盛や新NISAによる米国を中心とした海外株式への投資急増に伴う円売り、加えてエネルギー価格上昇やデジタルコンテンツ代金支払い増加に伴う貿易赤字の拡大などを背景として、2021年以降に円安が急激に進行、7月初旬には1米ドル161.95円と37年半ぶりの円安をつけた。但し、足元では11月の米国大統領選に向け、低金利とドル安を志向するトランプ氏が支持率を伸ばし、市場では「もしトラ(もしもトランプ氏が当選したら)」トレードが活発化。トランプ氏が「円は安すぎる」と発言したため、円は一時的に155円台をつけた。円安の現状を分析し、今後の展開を占ってみる。

「もしトラ」トレード…2016年11月の米大統領選トランプ氏勝利後に、株価は上昇、物価と金利も上昇し為替はドル高となった。今回も同様の動きを予想する向きもあるが、当時のドル高に関しては、株高、物価高、金利高の結果と見ることもできる。今のところ物価と金利は低下基調にあり、前回とはやや異なる。トランプ氏が発表した政権構想では、「基本的に低金利、低課税を目指し、為替に関しては人民元と日本円が対米ドルで安すぎる」とした。更に為替介入抑制や低金利誘導などの政策を駆使して、ドル高是正を目指すことも予想される。

日米金利差…キャリートレードの源泉であり、図1に示す通り過去のドル円動向は日米金利差との相関が高い。今後は、米国利下げに対し日本の利上げが予想され、円売り巻き戻しの可能性がある。

日本政府の意向…円安は輸入物価上昇などを通して実質賃金の低下につながるうえ、海外旅行代金の高騰などから国民の不満を高める。更に日本における物品価格や人件費などの割安さが国力低下を表すとの意見もある。河野デジタル相はインタビューで、円安是正策として日銀の利上げを要求したようだ。

為替介入…図1に示すように、過去において介入はドル円のトレンド転換に成功してきた。今回も7月11、12日に合計5兆円程度の介入を行った可能性がある。規模感では新NISAに伴うドル買いが毎月1兆円程度に対し、介入規模は1回約5兆円と大きく、一方で介入原資となる外貨準備は約200兆円と潤沢である。



図1.ドル円と日米2年金利差の長期推移 出所(Bloomberg)

11月の大統領選までまだ予断を許さないが、トランプ氏はパウエルFRB議長を任期満了(2026年5月)まで解任しないとしており、現状の日米金融政策からは金利差縮小が予想される。加えてトランプ氏再選となれば、日米両政府が円安ドル高是正を目指すことになること、更に過去の為替介入実績を考慮すれば、円安の動きは

今後は是正されていく可能性が高い。その場合、チャート的には一旦150円。その後円高が続くようであれば、2023年に一時的につけた130円がターゲットとなる。

【付録】グローバルマーケットレター『今週のトピック』（バック・ナンバー）

□ 弊社の週間発行誌「グローバルマーケットレター」に掲載中の『今週のトピック』を、直近4週分転載しました。記載内容については、多少古いものもありますが、ご笑読いただけましたら幸いです。

7月29日号

日米金融政策の行方

7月30、31日に日米の中銀による金融政策会合が予定されている。日銀政策決定会合では量的引き締め(QT)に加えて利上げの可能性も指摘される。一方で米国FOMCでは政策金利の据え置きが読み筋だが、一部には利下げ期待もある。ファンダメンタルズ等を見ながら日米の金融政策を予想してみる。

日本…図1の消費者物価指数(CPI)とコアコアCPIの前年比推移を見ると、6月のCPIは前年比2.8%と高止まったものの、政府による電気・ガス補助金の再開で8~10月分だけは再低下が予想される。補助金に伴う変動を除いた本来のインフレ動向としてコアコアCPIを見ると、同2.2%と再加速しており核となる物価は上昇基調、21か月連続で2%超と日銀による金融正常化への舞台は整う。また年初来の円安進行に伴う政府による5兆円規模の為替介入観測、加えて岸田首相、河野デジタル相、加えて茂木自民党幹事長も利上げを含む金融正常化に前向きスタンスを表明している。7月の会合では、国債買入れ額の月間3兆円程度への2年以内の減額は既定路線。一方で利上げは、8月以降のCPI低下や9月の自民党総裁選への影響を踏まえ、市場が織り込む0.25%への利上げ確率は4割程度に止まる。筆者は、最近の日銀は政策修正を事前に市場に織り込ませることを考慮し、今会合では9月利上げのアナウンスに止めると予想。

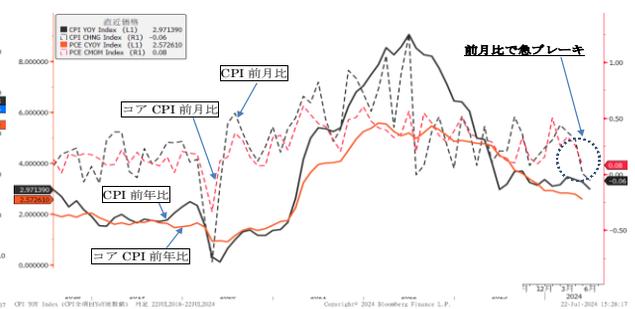
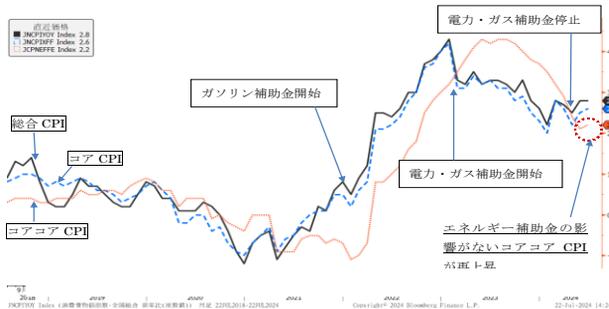


図1. 日本の総合CPIとコアコアCPI推移

出所 (Bloomberg) 図2. 米国の総合CPIとコアCPI推移

米国…総合CPIは年初に再加速したものの足元では鈍化、FRB目標である2%の年内達成が視野に入る。一方で米経済は減速基調にあり、労働関連指標にも息切れが見られる。FRBは物価の安定と雇用の最大化を政策目標としており、パウエルFRB議長はインフレが目標2%を上回っていても雇用環境が悪化すれば利下げに動くとしている。図2は総合CPIとコアCPIの前年及び前月比の推移だが、6月の総合CPIは前年比3%と減速、前月比は▲0.1%と4年ぶりのマイナスとなった。また雇用環境は6月の失業率が4.1%と3年半ぶりの高水準、加えて景気に対し先行性のあるISM(全米供給管理協会)非製造業景況指数は6月が4年ぶりの低水準となり、次々回9月のFOMCでは利下げ条件が整いそうだ。一方で11月の大統領選を控え年末に向け政治的な不安定さが高まることが予想されることから、市場は7月の早期利下げ開始を1割程度織込む。筆者は7、9月は五分五分と見る。

7月末の日米中銀の政策判断が注目されるものの、将来に向けては日銀の利上げとFRBの利下げは既定路線であり、当面は円金利の上昇、米金利の低下が予想される。結果的に日米金利差の縮小が見込まれること、加えて日本政府による円買い介入や日米両政府要人による円安けん制発言を反映し、当面は円高進行が見込まれる。

【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。これらの情報により生じた損害等に対し、当社は一切責任を負いません。
- 本書は、公表されたデータ等又は当社が信頼できると判断した情報に基づいて作成しておりますが、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・見直し・予測・見解等が相違する場合があります。
- 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。本資料に記載されている情報に変更されても、本資料を再発行する義務はありません。
- 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・リスクについて

- 当社で取扱う商品等へのご投資には、商品ごとに所定の手数料等をご負担いただく場合があります。
- 当社で取扱う各商品等には価格の変動や為替の変動等により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、各金融商品ごとに異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。また、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。

【本資料に関するお問合せ先】

あおぞら証券株式会社 03-6752-1020
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