

2025 年 2 月 10 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	
2/3 (月)	ユーロ：消費者物価指数(1 月) 米：ISM 製造業景気指数(1 月)	前年比 2.5% 50.9	↑ ↑	↑ ↑
2/4 (火)	米：JOLTS 求人件数 (12 月) 米：製造業新規受注 (12 月)	760 万人 前月比▲0.9%	↓ ↓	↓ ↓
2/5 (水)	日：現金給与総額(12 月) 米：ISM 非製造業景気指数(1 月)	前年比 4.8% 52.8	↑ ↓	↑ ↓
2/6 (木)	独：製造業新規受注(12 月) ユーロ：小売売上高(12 月)	前月比 6.9% 前月比▲0.2%	↑ →	↑ ↓
2/7 (金)	日：景気先行指数(12 月) 米：非農業部門雇用者数(1 月)	108.9 前月比 14.3 万人	↑ ↓	↑ ↓

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

1 月の ISM 景気指数は製造業が中立水準の 50 を上回り 2022 年 10 月以来の高水準となった一方、非製造業は悪化、トランプ政権の関税引上げ策などが影響する。雇用統計では非農業部門雇用者数は減少した一方で、失業率は低下し平均時給は高止まり、労働市場は依然底堅い。2024 年通年の貿易赤字は前年比 14%増となり過去最大を更新。トランプ政権はメキシコとカナダへの 25%の関税賦課を土壇場で 1 か月延期したものの、中国には 10%の追加関税を予定通り発動、中国も報復関税に動く。複数の連銀総裁は新政権の関税政策などに伴うインフレ再燃リスクを指摘、利下げペース鈍化の可能性が高まる。

・欧州

ユーロ圏 12 月の小売売上高は、前月比マイナスで個人消費が伸び悩む。独 12 月の鉱工業生産指数は前月から減少、主要国経済の低迷が続く。ユーロ圏の生産者物価指数は前年比 0%と 2023 年 5 月以来のマイナス圏を脱し、消費者物価指数も同 2.5%と 4 か月連続で伸びが加速、エネルギー価格の上昇が影響する。ECB は中立金利の推定値を 1.75~2.25%と公表、今後少なくとも 0.5%の利下げが想定される。複数の中銀総裁は、経済が減速する中でインフレは鈍化基調にあり追加利下げが視野にあることを指摘、一方でトランプ政権の関税政策に伴う影響に懸念を示した。市場は 3 月の追加利下げを織り込む。

・日本

12 月の現金給与総額は前年比 4.8%と約 28 年ぶりの高い伸びとなり実質賃金も 2 か月連続のプラス、家計消費も同 2.7%と拡大。但し、2024 年通年の実質賃金は同▲0.2%と 3 年連続のマイナス、円安に伴う物価高が影響する。12 月の景気指数は一致・先行共に 2 か月ぶりの上昇、内閣府は基調判断を「下げ止まり」に据え置く。日銀の田村審議委員は講演で、2025 年度後半には政策金利の少なくとも 1%までの引き上げが必要とタカ派的な認識を示し、市場では早期の利上げ観測が高まる。石破首相は訪米しトランプ大統領と初会談、トランプ氏は共同会見で対日貿易赤字の解消に言及、関税引上げが懸念される。

世界株式

	直近値(2/7)	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	44,303.40	- 0.5 %	17.5 %	26.6 %
S&P500種	6,025.99	- 0.2 %	26.3 %	36.1 %
ボベスバ	124,619.40	- 1.2 %	- 7.1 %	- 16.2 %
(欧州)				
ユーロ・ストックス50	5,325.40	0.7 %	17.8 %	18.3 %
FT	8,700.53	0.3 %	12.5 %	17.7 %
DAX	21,787.00	0.3 %	30.1 %	30.7 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	38,787.02	- 2.0 %	15.9 %	15.9 %
上海総合	3,303.67	1.6 %	11.1 %	16.4 %
ASX200	8,511.43	- 0.2 %	12.1 %	10.7 %
SENSEX	77,860.19	0.5 %	7.8 %	10.0 %

出所 (Bloomberg)

・日本

堅調な欧米株に対し日本株は出遅れ気味、日経平均は 4 万円を上限とした頭の重い展開が続く。ところで 2 年連続のマイナス成長となった独の DAX 指数が最高値を更新するのには多少の違和感もあるが、ECB の緩和継続が寄与する。株式サイクルでは金融緩和相場の次に業績相場入りとなり、長期の上昇相場が期待できるとされ、金融緩和途上の欧州株は引続き買いとなる。一方の日本株は現状、利上げ局面にあり上値は重い。但し、欧米株は 2023 年の利上げ途中から緩和相場を先取りして上昇相場に転じており、日本株も今年後半には来年以降の利上げ終了を見越し上昇に転じ、最高値更新となる可能性もあろう。

世界債券

(%)

債券利回り(2/7)	2年債	5年債	10年債	先週比 (10年債)
米国	4.291	4.350	4.497	- 0.046
英国	4.168	4.173	4.476	- 0.062
フランス	2.212	2.638	3.095	- 0.111
ドイツ	2.048	2.153	2.372	- 0.088
イタリア	2.350	2.790	3.466	- 0.087
スペイン	2.269	2.543	3.001	- 0.067
日本	0.800	0.987	1.302	0.057
オーストラリア	3.764	3.950	4.360	- 0.072

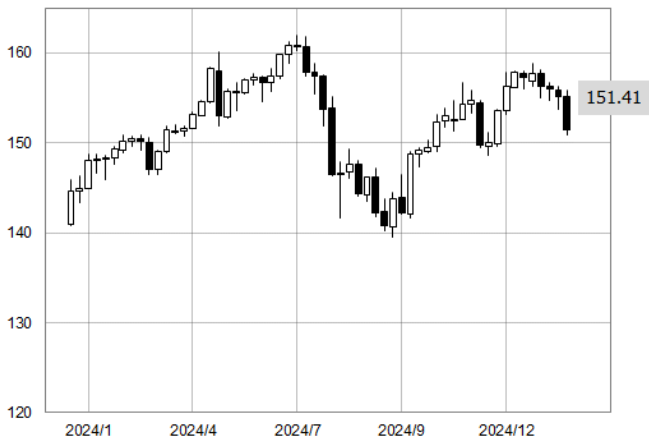
出所 (Bloomberg)

・日本

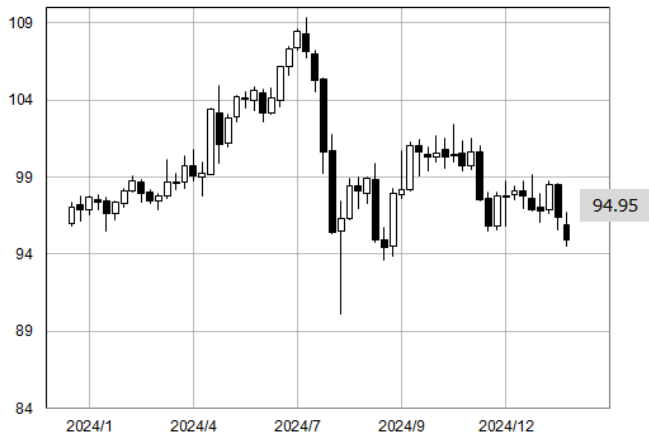
田村日銀審議委員は、中立金利は少なくとも 1% 以上で、今年度中にも到達の可能性があるとのタカ派的な発言。日銀が注目する物価・賃金動向を見ると、12 月の消費者物価は前年比 3.6%、現金給与総額は同 4.8% と高く、早期の追加利上げに動いても違和感はない。物価動向で先行する欧米では、インフレ高進を受けイールドカーブが一時的に逆イールドとなったが、日本も同じ道を辿る可能性はある。そう仮定すると金利は短期が超長期と同レベルの 2% 超えとなり、日銀が想定する中立金利 (1~2.5%) の上限に近い物価とのバランスは良い。当面の投資対象は、金利上昇余地に限られる超長期債が適当と思われる。

為替

(ドル・円 週足チャート)



(豪ドル・円 週足チャート)



出所 (Bloomberg)

(ユーロ・円 週足チャート)



(ブラジルレアル・円 週足チャート)



・ブラジル

12月の鉱工業生産指数は前月比▲0.3%と3か月連続で減少、1月の消費者信頼感指数は86.2と2023年2月以来の低水準に下落。1月の購買担当者景気指数では製造業は中立水準の50超を維持した一方、サービス業と総合指数は共に16か月ぶりの50割れ、政策金利の引上げに伴い国内景気は減速しつつある。ブラジル中銀は1/28-29の政策理事会で12月に続き1%の利上げを決定。声明ではインフレ再加速を警戒、次回3月会合でも同規模の利上げが想定されるとした。通貨レアルは、対米ドルではFRBの利下げペース鈍化が予想されもみ合い、対円でも日銀の利上げ継続姿勢からもみ合いが想定される。

今週の予定

2月10日(月) 日：貿易収支(12月)、景気ウォッチャー調査(1月)

2月11日(火) 仏：失業率(10-12月期)

2月12日(水) 日：工作機械受注(1月)、米：消費者物価指数(1月)

2月13日(木) ユーロ：鉱工業生産(12月)、米：生産者物価指数(1月)

2月14日(金) 米：小売売上高(1月)、鉱工業生産(1月)

今週のトピック---ディープシーク・ショック

中国のスタートアップ企業「ディープシーク」が米テック会社の10分の1の開発費用で作った生成AI、これが米アップルでのダウンロード数1位となり、世界のテクノロジー業界にショックが広がった。米スタンフォード大による試算では、生成AIの基盤となる大規模言語モデルの開発費用は、米グーグル社の1世代前のAI「Gemini ウルトラ」には約300億円、米オープンAI社の「GPT-4」には約120億円かかったのに対し、ディープシーク（DS）社のAIモデルは約9億円だったらしい。

同社が革新的とされるAIモデルを開発できた背景には、中国AI業界における「2つのない」と「2つのある」の存在があるという。まず「ない」は資金力と最先端の半導体であり、中国のスタートアップ企業は巨額なマネーをふんだんに使える米テック企業と異なり資金力は限られ、また米の経済制裁により最先端の半導体を使うことが出来ない。一方で「ある」は人材と自由であり、現在世界のトップAI技術者の半数近くが中国人であることに加え、中国AI業界は共産党の統制下にありながらそれほど規制されず放任とも言える状態で、黎明期のグーグル社などに通じる自由な業界風土があるようだ。

ところで低コストで高度なAIモデルを開発するために、DS社は誰でも利用可能なオープンソースとして公開されているAIモデルを活用したとされる。既存のAIモデルの入力と出力データのペアを新たなAIモデルの学習に使うことで、大量のデータを集める手間が省けるという。この手法はAI業界で「蒸留」と呼ばれており、一部のAI企業は自社モデルの第3者による蒸留への無断使用を禁じている。実際、オープンAI社とマイクロソフト社はDS社が非公開モデルを不正利用したとしており、DS社の関係者がオープンAIのデータを大量に盗み出したとも報じられる。一方で、低コスト生成AIの開発はDS社に止まらず、中国で後続企業が次々と生まれている。米ではカリフォルニア大バークレー校（コスト450ドル未満、所要19時間で開発したモデルが大手AI社の性能に匹敵すると公表）や日本のサカナAI社なども挙げられるが、これらが蒸留モデルに該当するかは不明だ。各国の規制が、業界の成長スピードに追い付けない様子が伺える。

今回の件を受け、米政府は先端半導体の対中輸出規制を強化、海軍はDS社のAI使用を禁止した。一方、中国のテック企業はあらゆる手法での半導体のかき集めに動き、更に米国への技術依存度を減らすため新たな開発手法を模索するなど、いたちごっことなりつつある。

さて振り返って日本における生成AI業界を眺めてみると、元グーグル社員が創業したサカナAI社以外の有力先は見当たらず、なかなか世界を驚愕させる企業は出ていない。そこで上述のDS社が指摘した2つの「ない」と「ある」で日本の現状を診断してみる。日本では起業に向けた資金力は十分ではないが、先端半導体は手に入る。またAI関連の人材は不足しており、更にルネサス社やラピダス社などの例を見るまでもなく、開発現場は政府や大手企業によりがんじがらめで自由もない。つまり3つの「ない」と1つの「ある」の状態だ。しかし、ここにきてソフトバンク社とオープンAI社が日本で合弁会社を設立、年間30億ドルを投資すると発表した。しかもオープンAIが教育した社員1,000人が業務を担うという。つまり資金と人材の「ない」が一気に解決されるわけだ。残るは、中国を見習って自由を取り戻せば4つの「ある」となる。今後、同社に加え国内におけるAI企業群の厚みが増せば、日本も世界的な生成AI業界の先頭集団に追い付くことが出来るだろう。早期の実現を期待したい。

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