

## 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	
2/24 (月)	独：Ifo 景況感指数(2月) 米：シカゴ連銀全米活動指数(1月)	85.2 ▲0.03	↓ ↑	→ ↓
2/25 (火)	米：消費者信頼感指数(2月) 米：リッチモンド連銀製造業景気指数(2月)	98.3 6.0	↓ ↑	↓ ↑
2/26 (水)	独：Gfk 消費者信頼感(3月) 米：新築住宅販売件数(1月)	▲24.7 前月比▲10.5%	↓ ↓	↓ ↓
2/27 (木)	ユーロ：景況感指数(2月) 米：新規失業保険申請件数(週次)	96.3 24.2万件	↑ ↑	↑ ↑
2/28 (金)	日：東京都区部消費者物価指数(2月) 米：PCE コアデフレーター(1月)	前年比 2.9% 前年比 2.6%	↓ →	↓ ↓

出所 (Bloomberg)

## マクロ経済

## ・米国

1月の個人消費支出は2023/3以来の減少、2月の消費者信頼感指数は8か月ぶりの低水準になるなど、インフレ再燃や公務員の大量解雇などトランプ政策への不透明感から個人消費は減速する。1月の耐久財受注は3か月ぶりに増加、2月のシカゴ購買部協会景気指数は2か月連続で改善、トランプ政権の関税策や規制緩和が製造業を支える。1月のPCEコア価格指数は8か月ぶりに伸びが鈍化、金利の高止まりや景気減速懸念が影響する。トランプ大統領はカナダ・メキシコへの関税25%引上げを3/4から発動、中国には追加で10%引上げを表明、貿易戦争への警戒感が高まる。複数のFRB高官はトランプ政権の新政策や方針転換に伴い高インフレの継続が予想されると指摘、タカ派発言が相次ぐ。

## ・欧州

ユーロ圏2月の景況感指数は2か月連続で改善、金利低下と好調な企業業績が支える。独2月の企業景況感指数は前月から横ばい、3月の消費者信頼感指数は2か月連続で低下、政権交代とともに財政支出拡大への期待が高まるものの、ウクライナ情勢の不透明感から消費者マインドは盛り上がり欠ける。ECBは1/30理事会の議事要旨を公表、インフレは鈍化しつつあるものの依然として懸念があり、一段の金融緩和には慎重姿勢が必要とした。米ワシントンでのウクライナのゼレンスキー大統領とトランプ大統領の会談は冒頭で激しい口論となり、資源権益の協定は見送り、停戦交渉への影響は避けられない。

## ・日本

1月の鉱工業生産は3か月連続で低下、米国による関税引上げを懸念する動きが出る。一方で小売売上高は2か月ぶりに上昇、物価上昇が影響する。企業向けサービス価格指数は47か月連続のプラス。2月の東京都区部消費者物価コア指数は電気・ガス補助金再開により4か月ぶりに伸びが鈍化、一方でコアコア指数は前月から横ばい、賃上げなどの価格転嫁が進む。日銀の内田副総裁は基調的な物価上昇率が2%の物価目標に向けて高まっていると発言、早期の利上げが予想され、円高進行が警戒される。

**世界株式**

	直近値(2/28)	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	43,840.91	1.0 %	16.3 %	24.2 %
S&P500種	5,954.50	- 1.0 %	24.8 %	33.3 %
ボブスバ	122,799.09	- 3.4 %	- 8.5 %	- 19.6 %
(欧州)				
1-0・ストックス50	5,463.54	- 0.2 %	20.8 %	21.2 %
FT	8,809.74	1.7 %	13.9 %	20.0 %
DAX	22,551.43	1.2 %	34.6 %	35.1 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	37,155.50	- 4.2 %	11.0 %	11.0 %
上海総合	3,320.90	- 1.7 %	11.6 %	16.3 %
ASX200	8,172.35	- 1.5 %	7.7 %	4.4 %
SENSEX	73,198.10	- 2.8 %	1.3 %	3.0 %

出所 (Bloomberg)

**・米国**

米国ファーストを掲げるトランプ氏が大統領となり、当初は米企業業績の上振れが期待されたものの、関税引上げ、不法移民排除、減税と予算削減、対ウクライナ紛争などの政策は、米経済に対し期待ほどの効果をもたらさないとの見方が広がる。目先は、連邦政府職員の削減や関税引上げが個人消費を減速させるとして、消費関連や政府関連企業の株価は低迷。更にウクライナ停戦協議の混乱もあり、今後、トランプ政策の軌道修正などがない限り、米株の上値は重そうだ。

**世界債券**

(%)

債券利回り(2/28)	2年債	5年債	10年債	先週比 (10年債)
米国	3.993	4.021	4.210	- 0.223
英国	4.174	4.173	4.482	- 0.089
フランス	2.186	2.580	3.145	- 0.073
ドイツ	2.025	2.150	2.406	- 0.064
イタリア	2.326	2.731	3.538	- 0.016
スペイン	2.239	2.536	3.046	- 0.049
日本	0.810	1.010	1.378	- 0.052
オーストラリア	3.734	3.892	4.297	- 0.218

出所 (Bloomberg)

**・米国**

マスク氏が率いる政府効率化省(DOGE)による連邦職員の削減策が失業者の増加につながり、個人消費減速を通して米景気は後退する恐れがある。一方でトランプ大統領が次々と繰り出す関税策は物価上昇につながる可能性が高い。景気後退と物価上昇リスクの綱引きで、債券市場にとり判断の難しい局面入りとなる。但し、関税引上げが消費者物価指数に影響するには時間を要するのに対し、雇用環境の悪化に伴う失業率上昇が先行すると思われる、この先は金利低下を予想する。

**為替**

(ドル・円 週足チャート)



出所 (Bloomberg)  
(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)

・オーストラリア

1月の景気先行指数は2か月ぶりに上昇、2月の購買担当者景気指数は総合指数が5か月連続で50超を維持。1月の失業率は2か月連続で上昇したものの、雇用者数は10か月連続でプラスと労働市場は堅調。10-12月期の賃金指数は7-9月期から鈍化した一方、1月の消費者物価コア指数は3か月ぶりに上昇。豪中銀は2/18の政策理事会で0.25%の利下げを決定、利下げは4年ぶり。ブロック総裁は連邦議会で、堅調な労働市場を指摘し追加利下げには慎重姿勢を示す。通貨豪ドルは、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、対円では日銀による早期利上げ観測の高まりから弱含みが想定される。

**今週の予定**

- 3月3日(月) ユーロ：消費者物価指数(2月)、米：ISM製造業景気指数(2月)
- 3月4日(火) 日：失業率(1月)、ユーロ：失業率(1月)
- 3月5日(水) ユーロ：生産者物価指数(1月)、米：ISM非製造業景気指数(2月)
- 3月6日(木) ユーロ：小売売上高(1月)、ECB理事会、米：貿易収支(1月)
- 3月7日(金) ユーロ：GDP成長率確報値(10-12月期)、米：雇用統計(2月)

## 今週のトピック---円高

トランプ政権は公約に掲げた関税政策を漸進的に発動。従来、米国による関税政策は米ドル高に繋がるとされたが、足元ではどちらかと言えば米ドル安の動きとなっている。ここで改めて米ドル・円 (JPY) 相場を考えてみる。

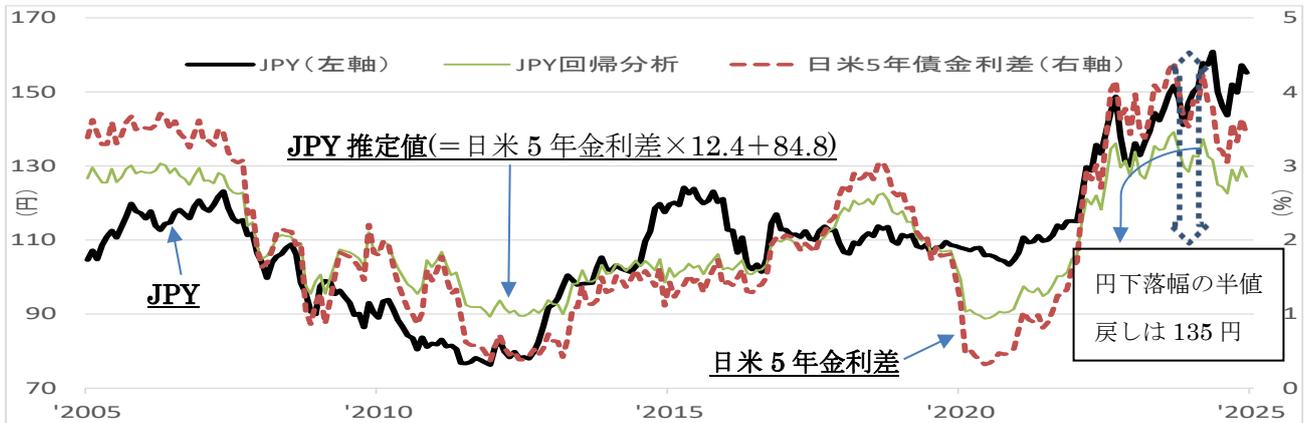


図1. 日米5年金利差と米ドル・円 (JPY) の推移 出所 (Bloomberg)

為替動向は人気投票にも例えられるなど、購買力平価以外ではなかなか理論値すら導き出せないものの、キャリートレードの収益期待値となる2通貨間の金利差との連動は目立つ。図1は日米の5年国債の金利差とJPYの20年間推移を示したもの。この金利差とJPYの相関係数を計算すると0.75と連動性は相応に高く、JPYの動向を占うには日米の5年金利を予想するのが有効と考えられる。

**米金利**…Fedにはデュアルマンドレート(2つの目標)として「物価の安定」と「雇用の最大化」とが課せられている。物価については、米CPIは足元で前年比3%まで上昇しているが、弊社試算では今後鎮静化を予想する。一方で雇用について、失業率は緩やかな悪化傾向にあるが、今後マスク氏による政府職員削減の影響で一時的に失業率の上昇が加速する可能性がある。以上から、Fedは中立金利に向け更に年内0.5% (=0.25%×2回)の利下げに踏み切ると予想する。

**円金利**…日銀にもデュアルマンドレートがあり、「物価の安定」と「金融システムの安定」を目指す。ここで物価については、1月の総合CPIはエネルギー関連補助金縮小の影響で前年比4%まで上昇、欧米を追い越しブラジル(同4.56%)に迫る勢いだ。今後、補助金停止となれば、急激な円高や原油安などが起きない限り1年間はCPIの高止まりが予想される。以上から、日銀は中立金利に向けて参院選前と年末の年内2回 (=0.25%×2回)の利上げに動く予想する。更に日本の金融政策は欧米を後追いしており、イールドカーブは2022年の利上げ局面における欧米同様、利上げ局面が続けば一時的に逆イールドに向かう可能性がある。その場合、5年金利は現状の1.0%から超長期と同レベルの2.0%まで上昇することになり、上昇幅は1.0%となる。

以上を踏まえ、5年金利が米国で0.5%低下する一方、日本で1%上昇すると仮定した場合、日米金利差は1.5%縮小することになる。ここで、日米5年金利差とJPYの回帰分析(JPY推計値=日米5年金利差×12.4+82.8)を用いて、金利差の1.5%縮小を反映したJPYを推計すると132円となる。一方でチャートの示したように今回の円安局面(2021/9~2025/7:110→160円)の半値戻しは135円となる。今後、本格的な円高局面入りとなれば、130円台まで考慮に入れておくべきだろう。

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