

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	
5/5 (月)	米：ISM 非製造業景気指数(4 月)	51.6	↑	↑
5/6 (火)	ユーロ：生産者物価指数 (3 月) 米：貿易収支 (3 月)	前年比 1.9% \$▲1405 億	↓ ↓	↓ ↓
5/7 (水)	独：製造業新規受注(3 月) ユーロ：小売売上高(3 月)	前月比 3.6% 前月比▲0.1%	↑ →	↑ ↓
5/8 (木)	独：鉱工業生産(3 月) 米：新規失業保険申請件数(週次)	前月比 3.0% 22.8 万件	↑	↑ ↓
5/9 (金)	日：現金給与総額(3 月) 日：景気先行指数(3 月)	前年比 2.1% 107.7	↓ ↑	↓ ↓

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

1-3 月期の GDP 成長率は前期比年率▲0.3%と 3 年ぶりのマイナス成長、トランプ関税発動前の駆け込み輸入が押し下げた。3 月の貿易収支は過去最大の赤字。4 月の ISM 景況感指数は製造業が悪化した一方で非製造業は改善、関税政策の企業への影響は不透明。消費者信頼感指数は 5 か月連続の低下、消費者マインドは悪化する。失業率は前月から横ばいの低水準、労働市場は底堅い。3 月の PCE 価格指数は昨年 10 月以来の低水準へと鈍化。FRB は 5/6-7 の FOMC で 3 会合連続となる金利据置きを決定。声明では、経済見通しの不確実性は一段と高まり、失業率とインフレ率の上昇リスクが高まっていると指摘。米政府は英国との貿易協定での合意を発表、今後は中国など他国との 2 国間協議の進展期待が高まる。

・欧州

1-3 月期のユーロ圏 GDP 成長率は前期比 0.4%と伸びが加速、独や仏も 2 四半期ぶりのプラス成長、関税引上げ前の駆け込み輸出が押し上げる。3 月の小売売上高は 5 か月ぶりの減少、4 月の景況感指数は 2023/10 以来の低水準、米政権の関税政策に伴う先行き不透明感が影響する。4 月の消費者物価コア指数は前年比 2.7%と前月から加速、インフレ圧力は根強い。独では首相指名選挙 1 回目でメルツ新政権発足が決まらず 2 回目で選出、政治の不安定さが懸念される。英中銀は経済の先行き不確実性の高まりとインフレ鎮静化を受け、2 会合ぶりの利下げを決定。

・日本

3 月の鉱工業生産は 2 か月ぶり、小売売上高は 3 か月ぶりに前月比マイナス転。4 月の消費者態度指数は 5 か月連続の悪化、内閣府は基調判断を「消費者マインドは弱含んでいる」に下方修正。3 月の現金給与総額は前年比で減速したものの 39 か月連続のプラスを維持、一方で実質賃金は 3 か月連続のマイナス、物価高に賃上げは追い付かない。日銀は 4/30-5/1 会合で 2 会合連続の金利据置きを決定。展望レポートでは実質 GDP 成長率とインフレ率の見通しを下方修正、基調的物価上昇の目標達成時期の後倒しを示唆。

世界株式

	直近値(5/9)	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	41,249.38	- 0.2 %	9.4 %	12.9 %
S&P500種	5,659.91	- 0.5 %	18.7 %	22.4 %
ボベスパ	136,511.88	1.0 %	1.7 %	- 10.0 %
(欧州)				
ユーロ・ストックス50	5,309.74	0.5 %	17.4 %	23.3 %
FT	8,554.80	- 0.5 %	10.6 %	19.0 %
DAX	23,499.32	1.8 %	40.3 %	47.3 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	37,503.33	1.8 %	12.1 %	12.1 %
上海総合	3,342.00	1.9 %	12.3 %	13.7 %
ASX200	8,231.20	- 0.1 %	8.4 %	5.0 %
SENSEX	79,454.47	- 1.3 %	10.0 %	10.4 %

出所 (Bloomberg)

・日本

トランプ政権は英国との間で、相互関税 10%は維持するものの、自動車などの関税障壁を削減することで合意。加えてトランプ氏が対中貿易協議も進行中で関税率引下げの可能性を示唆したことで、世界中の株式が上昇した。日本株も買われたが、与野党は消費税減税を検討、財源のないまま減税となれば英のトラスショック同様のトリプル安リスクが高まる。債務が GDP 比 2 倍以上(英は約 1 倍)の状態では、英以上の下落可能性があり、国債増発と減税論が沈静化するまで日本株の上値追いは控えたい。

世界債券

(%)

債券利回り(5/9)	2年債	5年債	10年債	先週比(10年債)
米国	3.893	4.002	4.382	0.070
英国	3.908	4.027	4.567	0.059
フランス	1.930	2.490	3.265	0.016
ドイツ	1.785	2.099	2.562	0.029
イタリア	2.044	2.766	3.609	- 0.027
スペイン	1.976	2.445	3.206	0.016
日本	0.645	0.890	1.369	0.105
オーストラリア	3.381	3.628	4.293	0.069

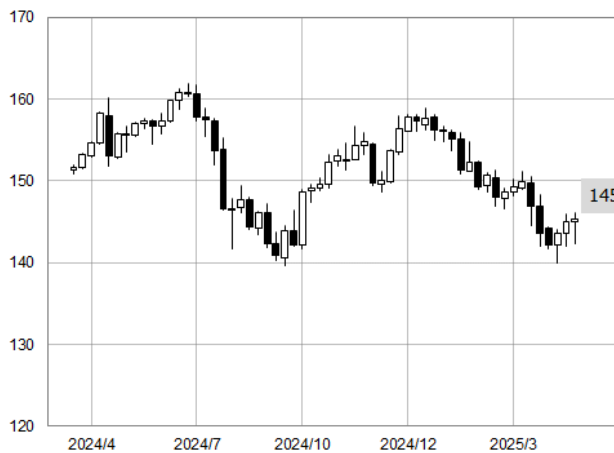
出所 (Bloomberg)

・日本

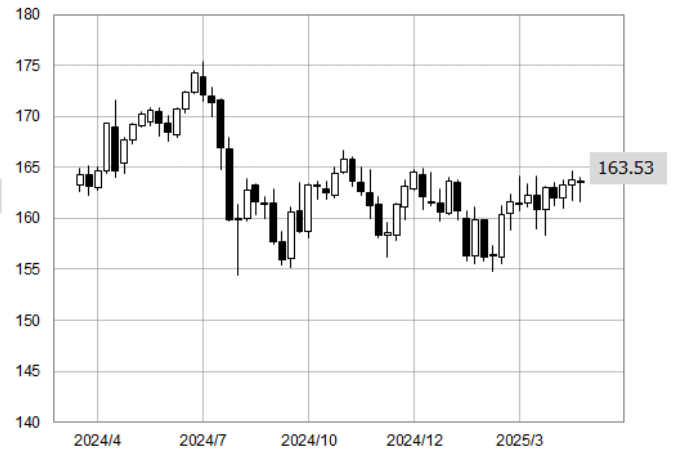
参院選に向けての人気取り政策として、与野党で消費税を中心とする減税論が浮上する。但し各党とも財源のあてはなく、基本的に国債増発が念頭にある。現在、超長期エリアの国債売買高の約5割を海外勢が占めており、足元では国債増発への警戒感から金利は上昇傾向。万が一消費税減税が実現すれば、海外勢の債券の見切り売りで超長期金利急上昇の可能性は高まる。現状、普通国債発行残高は1,100兆円、仮にイールドカーブ全体が1%上昇すると年間利払いはいは約11兆円増加する。1兆円の防衛費増額の財源に苦勞するなかで利払い費増加の財源は、和製イーロン・マスク氏がいらない限り国債増発となろう。つまり減税にはスパイラルな金利上昇リスクがあるため、当面は参院選の行方を見守りたい。

為替

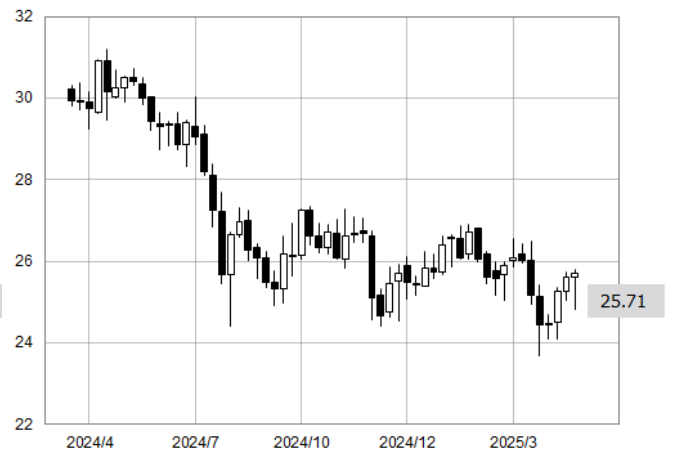
(ドル・円 週足チャート)



出所 (Bloomberg)
(ユーロ・円 週足チャート)



(豪ドル・円 週足チャート)



(ブラジルレアル・円 週足チャート)

・オーストラリア

3月の小売売上高は3か月連続で前月比増、インフレ鈍化や金利低下が消費を支える。貿易収支は昨年2月以来の黒字幅に拡大、米政権の関税策に伴う輸出前倒しが影響する。4月の購買担当者景気指数は総合指数が7か月連続で50超を維持。米中貿易摩擦緩和に伴う資源価格上昇が期待される。1-3月期の消費者物価コア指数は前年比2.9%と3期連続の鈍化、3年ぶりに中銀目標の2~3%レンジを回復。5/3の総選挙では与党・労働党が大勝、同首相の再選は21年ぶり、反トランプ米政権への支持が集まる。市場は次回5/20会合での25bps利下げを織り込む。通貨豪ドルは、対米ドルでは米関税策に伴う経済不確実性の高まりからもみ合い、対円でも日銀による利上げペース鈍化が見込まれもみ合いが想定される。

今週の予定

- 5月12日(月) 日：貿易収支(3月)、景気ウォッチャー調査(4月)
- 5月13日(火) 独：ZEW景況感指数(5月)、米：消費者物価指数(4月)
- 5月14日(水) 日：国内企業物価(4月)、独：消費者物価指数(4月)
- 5月15日(木) ユーロ：鉱工業生産(3月)、米：小売売上高(4月)
- 5月16日(金) 日：GDP成長率(1-3月期)、米：住宅着工件数(4月)

今週のトピック---物価高対策で物価上昇？

内閣府による世論調査では、政府が力を入れるべき事案として「物価対策」を挙げた割合が 66.1%とトップだった。それを受けてか、石破内閣は物価高対策として現金給付に加え、消費税減税やエネルギー補助金の検討を表明。但し、過去において現金給付は、その殆どが貯蓄にまわったとの分析もある。

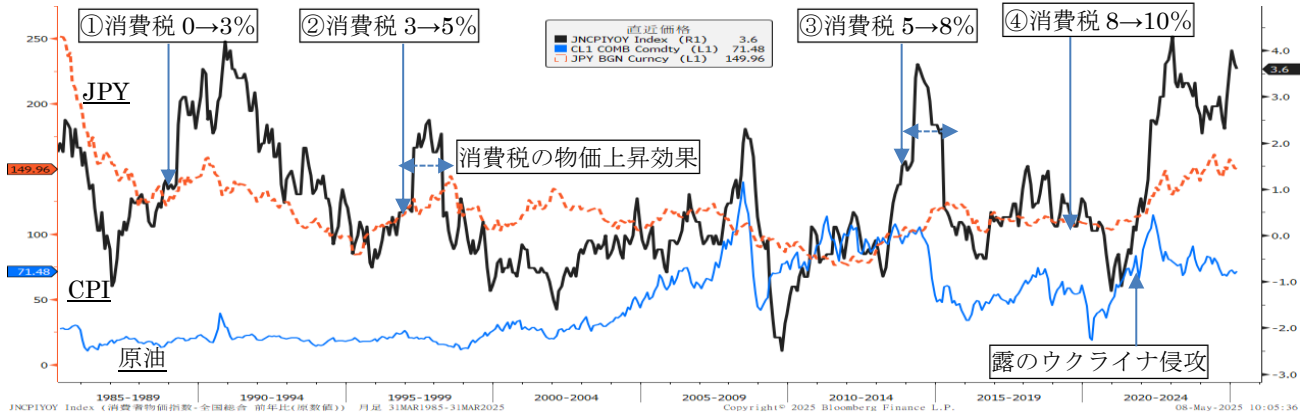


図.1 消費者物価指数(CPI)、原油価格、為替 JPY の推移

出所 (Bloomberg)

・**消費税減税**：今まで物価高対策として消費税を下げた例はないものの、消費税増税時を分析することでその反対の効果を推察できる。図 1 は直近 35 年間の消費者物価指数と日経平均株価および原油価格の推移で、過去の消費税増税のタイミングは①1989 年 4 月、②1997 年 4 月、③2014 年 4 月、④2019 年 10 月。デフレ脱却を目指して消費税を上げたわけではないが、消費税で物価を変動させられるかという視点で図を見ると、②や③で物価上昇が顕著だが、効果は前年比で文字通り 1 年しか続かないようだ。一方で、消費税は社会保障費に充てられる。2024 年度の社会保障給付費は 140 兆円（うち年金 56 兆円、医療 49 兆円）。現役世代から健康保険を含む社会保険料など 60 兆円をかき集め、不足分 80 兆円に対し消費税収 24 兆円を含む税収 50 兆円が社会保障費に振り向けられるが、残り 30 兆円は国債発行で賄う。つまり消費税をゼロにした場合、代替財源として国債増発しか見当たらない。GDP 比 2 倍を超える借金を抱える日本政府がさらに新規国債発行倍増となれば英国のトラスショックのような日本売りを誘発するリスクがある。減税は恒常的な物価下落効果が望めない一方でインフレ促進策でもあり、加えて円安となれば、日銀が指摘する第 1 の力として物価上昇圧力が強まろう。そして過去の例を見るまでもなく、消費税の再引上げは支持率が低い政権にとり至難の業であり、国債増発が続くことになる。

・**エネルギー補助金**：日本は資源を持たず、原油価格上昇はそのまま物価上昇に繋がる。その悪影響の緩和策としては、為替の円高誘導、原油の消費抑制などが挙げられる一方、エネルギー補助金は消費促進効果があるうえ、原油高による海外への円支払い増加は円安圧力となり、原油高スパイラルとなる。つまり、補助金策は物価高に対し全く逆の効果であり、更に代替エネルギー開発の停滞にも繋がる。また、露によるウクライナ侵攻以降、政府はエネルギー補助金に 18 兆円を費やしたが、物価上昇を抑える効果は図 1 を見る限り消費税同様 1 年程度、補助金を停止した足元ではむしろ反動で物価は上昇する。

現状の為替動向は、トランプ政権の過激な政策を嫌気したドル売りに対し、物価高対策と称し国債増発でバラマキを続ける円売りの戦いが、絶妙なバランスを保っている状態ともいえる。今後は、日本がバラマキ戦略と日銀による利上げ先延ばしとなるならトルコのように通貨円安と物価高進行、逆に緊縮財政と早期利上げとなるなら円高と物価安定が予想される。

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