

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	
5/19 (月)	日：第3次産業活動指数(3月) 米：景気先行指数(4月)	前月比▲0.3% 前月比▲1.0%	↓ ↓	↓ ↓
5/20 (火)	独：生産者物価指数(4月) ユーロ：消費者信頼感(5月)	前年比▲0.9% ▲15.2	↓ ↑	↓ ↑
5/21 (水)	日：貿易収支(4月) 英：消費者物価指数(4月)	▲1,158 億円 前年比 3.5%	↓ ↑	↓ ↑
5/22 (木)	ユーロ：総合購買担当者指数(5月) 米：総合購買担当者指数(5月)	49.5 52.1	↓ ↑	↓ ↑
5/23 (金)	日：消費者物価指数(4月) 米：新築住宅販売件数(4月)	前年比 3.6% 前月比 10.9%	↑ ↑	→ ↑

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

4月の景気先行指数は5か月連続のマイナス、トランプ関税に伴う景気減速懸念が強まる。一方、5月の購買担当者景気指数(PMI)は、製造業・サービス業ともに改善、関税引上げの一時停止により悲観的な見方が和らいだ。4月の中古住宅販売件数は6か月ぶりの低水準、住宅ローン金利の高止まりが影響する。連邦議会下院はトランプ大統領が重要施策として掲げる減税法案を僅差で可決、減税による財政悪化リスクが高まる。複数の連銀総裁は、今後の政策展開やその影響を見極める必要があり、当面は静観すべきと指摘する。市場は次回6月会合での金利据え置き、年内25bps×2回の利下げを織り込む。

・欧州

ユーロ圏5月の消費者信頼感指数は前月から小幅改善、インフレ鈍化が消費者マインドを支える。ユーロ圏5月のPMIは、製造業は5か月連続で改善したものの、サービス業が前月から悪化し総合指数は5か月ぶりの50割れ、米関税に伴う経済減速懸念が広がる。一方、主要国独5月のIfo景況感指数は3か月連続で改善、関税政策懸念の後退と新政権の財政支出拡大への期待が高まる。ECBは4/16-17理事会の議事要旨を公表、複数のメンバーはインフレ鎮静化と経済減速を前提とした利下げ継続を指摘。トランプ氏は対EU関税の一律50%への引上げを6月から7月に延期と表明、朝令暮改が続く。

・日本

3月のコア機械受注は2か月連続の増加、4月の貿易収支は3か月ぶりの赤字、米関税策の影響は未だ限定的。5月のPMIは、製造業は改善したものの、サービス業が前月から悪化し総合指数は再び50割れ、トランプ関税に伴う不確実性が影響する。4月の消費者物価コア指数は前年比3.5%と2か月連続で伸びが拡大し2023/1以来の高水準、日銀目標2%を37か月連続で上回る。石破首相は国会で、財政状況はギリシャより良くないと発言、参院選を控え財政規律の重視をアピールする。日銀の野口審議委員は会見で、超長期金利上昇に対し日銀は介入すべきでないと発言、イールドカーブのスティープ化が進む。

世界株式

	直近値(5/23)	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	41,603.07	- 2.5 %	10.4 %	11.8 %
S&P500種	5,802.82	- 2.6 %	21.7 %	23.2 %
ボベスバ	137,824.29	- 1.0 %	2.7 %	- 11.3 %
(欧州)				
ユーロ・ストックス50	5,326.31	- 1.9 %	17.8 %	22.5 %
FT	8,717.97	0.4 %	12.7 %	21.0 %
DAX	23,629.58	- 0.6 %	41.1 %	46.7 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	37,160.47	- 1.6 %	11.0 %	11.0 %
上海総合	3,348.37	- 0.6 %	12.6 %	12.7 %
ASX200	8,360.88	0.2 %	10.1 %	5.9 %
SENSEX	81,721.08	- 0.7 %	13.1 %	11.9 %

出所 (Bloomberg)

・日本

米中貿易協議が一旦合意に達し、その他諸国も米国との合意を目指す中で、当初貿易協議の先頭ランナーとされた日本は遅れ気味。対米貿易協議の落としどころは未だ見えない。1-3 月期 GDP は対米駆込み輸出からの押し上げが期待されたもののマイナス成長、このまま貿易協議に進展がなければ 4-6 月期もマイナスとなりテクニカルリセッション入りの可能性もある。一方、参院選を前に石破政権の支持率は低下、与党過半数割れの可能性が高まる。仮に政権交代となれば、財源のない減税策推進によるトリプル安リスクも煽ることになり、日本株の上値は当面重そうだ。

世界債券

(%)

債券利回り(5/23)	2年債	5年債	10年債	先週比 (10年債)
米国	3.998	4.083	4.515	0.032
英国	3.983	4.130	4.681	0.032
フランス	1.911	2.489	3.262	- 0.001
ドイツ	1.764	2.097	2.567	- 0.023
イタリア	2.024	2.744	3.584	- 0.012
スペイン	1.953	2.425	3.193	- 0.021
日本	0.725	1.025	1.538	0.075
オーストラリア	3.405	3.694	4.427	- 0.031

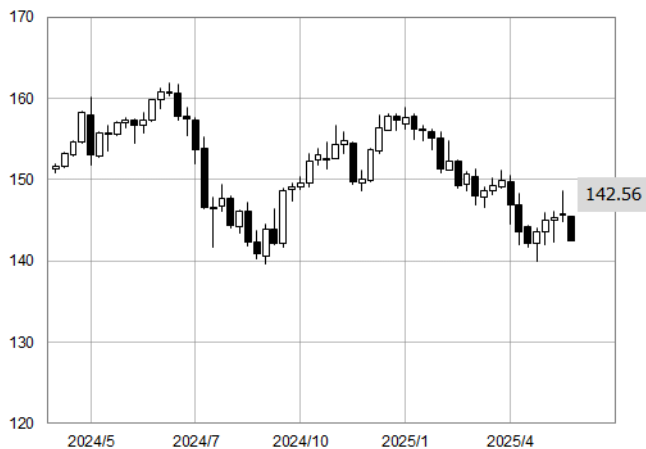
出所 (Bloomberg)

・米国

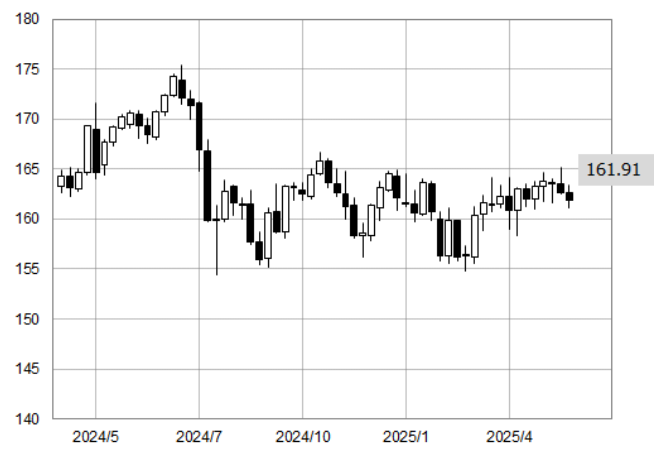
米国債の格下げに続き20年債入札も不調となり、超長期国債を中心に金利は上昇。最近是需要不足から30年アセットスワップレート(国債金利-スワップ金利)=90bpsと国債は割安な状況にあったが、足元では割安さが更に広がる。ヘッジファンドは「国債買い&スワップ払い」のポジションを積み上げてきたが、足元では追証発生など状況は苦しい。下院を通過したトランプ減税法案も財政悪化に拍車をかけるが、いずれトランプ氏が痼癪を起し米国債の償還期限延長などに言及する可能性がある。そうなればヘッジファンドの投げ売りで米国債は急落、逆に言えばそこが米国債購入の絶好タイミングとなろう。

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

4月の企業景況感指数は悪化し2022/1以来の低水準、景気先行指数も2か月連続で低下。一方で5月のPMIは総合指数が8か月連続の50超を維持、米関税交渉の進展が企業マインドを支える。5月の消費者信頼感指数は前月から小幅改善したものの2022/3以来100割れ、悲観的な見通しが続く。1-3月期の賃金指数は前期から上昇、失業率も低水準を維持するなど労働市場は底堅い。豪中銀は5/20会合で25bpsの利下げを決定。声明ではインフレリスクは低減する一方、国際情勢が国内経済を圧迫するとした。市場は次回7月会合での利下げ継続を織り込む。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の鈍化が見込まれもみ合いが想定される。

今週の予定

5月26日(月) 日：景気指数(3月)

5月27日(火) ユーロ：景況感指数(5月)、米：消費者信頼感指数(5月)

5月28日(水) 独：失業率(5月)、米：リッチモンド連銀製造業指数(5月)、FOMC議事要旨(5月分)

5月29日(木) 日：消費者態度指数(5月)、米：GDP成長率改定値(1-3月期)

5月30日(金) 日：鉱工業生産(4月)、米：個人消費・所得(4月)

今週のトピック---トランプ政策の世界株への影響

トランプ政権による関税政策の予先は主に中国であり、対中関税引上げにより米国 GDP は上昇、中国 GDP は低下が予想され、米国の世界覇権の座は安泰となるはずである。一方で米中関税合戦によりお互いの商品売上は減速するが、その穴を他の地域、国家の商品が埋めることになる。つまり代替商品を扱う国にとってはチャンスでもあり、その商品領域はエネルギーやレアアースなど資源から日用品や食糧まで多岐に渡ろう。

トランプ氏は関税だけではなく、教育や移民政策などでも大蛇を振るう。特に教育に関しては、有名大学への補助金減額や外国人留学生への差別的な政策もみられ、米国から優秀な人材が流出する可能性がある。日本の明治維新後や第2次大戦後の復興、最近では教育熱心な中国、韓国、シンガポールなどの台頭に見るまでもなく、国家の長期的繁栄には教育が必要条件である。米国でも、第2次大戦期にユダヤ系科学者が、冷戦終結後は世界中から優秀な頭脳が集まり繁栄の時代を迎えたにも関わらず、今後はトランプ政策により転換点となりそうだ。優秀な人材は資金が豊富で比較的にリベラルな環境を好む傾向があり、移住候補先としては欧州に加え日本、シンガポールそして印などが挙げられよう。

図1は昨年末からの、米、中、日、独、ブラジル、英、印の株価推移の比較。これを見るとパフォーマンスの良い順に、独、ブラジル、英、印となり、その次に関税合戦の当事者である米、中と続き、日本が最下位となる。つまりトランプ政策の被害者は米、中、日で、「漁夫の利」は独、ブラジル、英、印といった見立てになる。確かに、独は財政支出拡大への政策転換と EU の自由貿易圏を主導する振舞いが好感され、ブラジル、印は中国への穀物輸出や米国への電子部品輸出の代替先としての「漁夫の利」が期待できる。更に、世界の大学ランキングを見ると、米中を除くと欧州が多く、EU は即座に 5 億ユーロの研究者誘致資金を用意するなど、米中からの頭脳流出先としての誘致を進める。

翻って日本を見ると、対米駆け込み輸出が見込まれた 1-3 月期 GDP はマイナス成長、米関税交渉に進展がないと輸出減で 4-6 月期もマイナス成長となり、テクニカルリセッション入りのリスクも燦る。当初は対米貿易協議の先頭ランナーだったはずが、未だ難航中。石破政権は自由貿易圏形成を主導するどころか支持率が低迷、参院選での政権交代の可能性もある。加えて、参院選後に政権が消費税など減税策をとれば、英トラスショック同様のトリプル安リスクもあり、日本株の上値は重そうだ。

トランプ政策により日本経済は惨事に見舞われるとも言えるが、世界経済から見ると米中に集中し過ぎていた富（米中で世界 GDP の 4 割）と頭脳が分散されるとも言え、必ずしも目標の MAGA 通りではないかもしれないが、トランプ氏の意外な功績として歴史に名を遺す可能性もある。 担当 清水

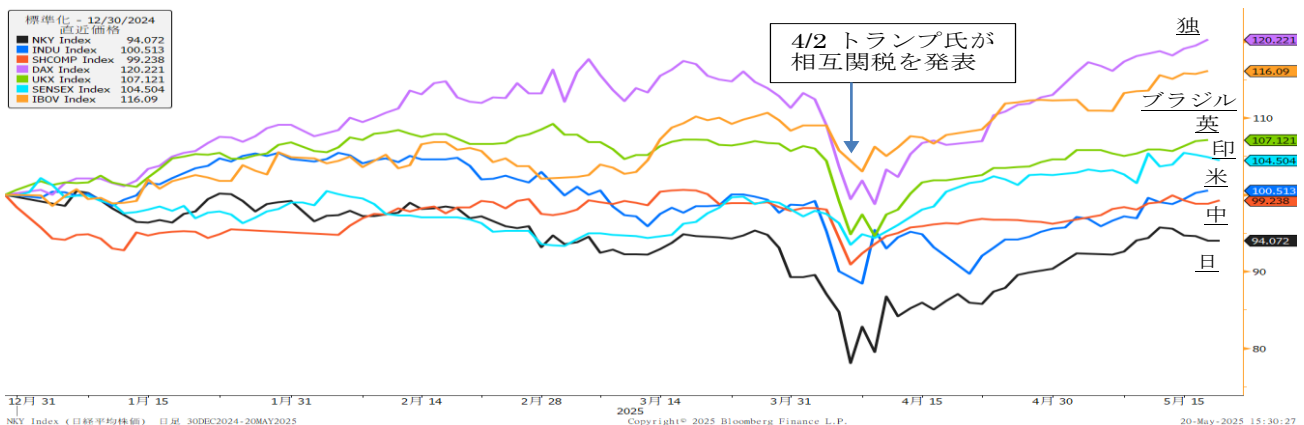


図1. 昨年末からの各国株価推移（昨年末を 100 とする）

出所（Bloomberg）

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。

【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