

2025 年 6 月 2 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	
5/26 (月)	日：景気一致指数(3 月)	115.9	↓	↓
5/27 (火)	ユーロ：景況感指数(5 月)	94.8	↑	↑
	米：消費者信頼感指数(5 月)	98.0	↑	↑
5/28 (水)	独：失業率(5 月)	6.3%	→	→
	米：リッチモンド連銀製造業指数(5 月)	▲9.0	→	↑
5/29 (木)	日：消費者態度指数(5 月)	32.8	↑	↑
	米：GDP 成長率改定値(1-3 月期)	前期比年率▲0.2%	↑	↑
5/30 (金)	日：鉱工業生産(4 月)	前月比▲0.9%	↑	↓
	米：PCE コアデフレーター(4 月)	前年比 2.5%	→	↓

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.2%に小幅上方修正。4 月のコア資本財受注は 2 か月ぶりの減少、関税策に伴う不透明感が設備投資を抑制する。5 月の消費者信頼感指数は 2024/11 以来の前月比プラス、リッチモンド連銀製造業指数も前月から回復、関税引上げの一時停止で見通しが改善する。4 月の PCE コア価格指数は前年比 2.5%と伸びが鈍化、関税策の影響は未だ見えないが、失業保険受給者数は 2021/11 以来の高水準、労働市場は軟化する。FRB は 5/6-7 の FOMC 議事要旨を公表、インフレの高止まりリスクを指摘、経済を巡る不確実性の高まりから慎重なアプローチが必要との認識を示した。国際貿易裁判所はトランプ関税を違法とした一方、二審の連邦控訴裁判所は関税継続を許可。トランプ大統領はさらに、鉄鋼・アルミ関税を現行の 2 倍 50%に引上げると表明、混乱は続く。

・欧州

ユーロ圏 5 月の景況感指数は前月から改善、米関税引上げの一時停止が企業マインドを支える。主要国独 5 月の消費者物価指数は前年比 2.1%と横ばい、6 月の GfK 消費者信頼感指数は 3 か月連続で回復、インフレ鈍化や新政権の財政積極化による景気回復期待から消費者マインドは改善する。ラガルド ECB 総裁は講演で、トランプ政策の混乱は通貨ユーロの国際的な役割を強化する絶好の機会と指摘、ユーロ圏経済の環境改善に言及した。市場は次回 6/5 会合での 25bps の利下げ継続を織り込む。

・日本

4 月の鉱工業生産は 3 か月ぶりに前月比マイナス、関税引上げ前の駆け込み需要の反動が出る。4 月の小売売上高は 2 か月ぶりの前月比プラスとなった一方、5 月の消費者態度指数は改善したものの依然として低水準、物価高から個人消費は弱含む。5 月の都区部消費者物価コア指数は前年比 3.6%と伸びが加速、コメ価格高騰が幅広く影響する。植田日銀総裁は国会で、足元の超長期金利上昇について、経済への影響が大きい長期以下の金利に及ぶ可能性に留意が必要との見解を示した。

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。

世界株式

	直近値(5/30)	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	42,270.07	1.6 %	12.2 %	14.6 %
S&P500種	5,911.69	1.9 %	23.9 %	26.6 %
ボブスバ	137,026.62	- 0.6 %	2.1 %	- 11.5 %
(欧州)				
ユーロ・ストックス50	5,366.59	0.8 %	18.7 %	24.4 %
FT	8,772.38	0.6 %	13.4 %	22.2 %
DAX	23,997.48	1.6 %	43.3 %	50.2 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	37,965.10	2.2 %	13.4 %	13.4 %
上海総合	3,347.49	- 0.0 %	12.5 %	13.4 %
ASX200	8,434.71	0.9 %	11.1 %	6.7 %
SENSEX	81,451.01	- 0.3 %	12.8 %	12.1 %

出所 (Bloomberg)

・米国

米中貿易協議が一旦合意に達し、対 EU への 50%関税も 7/9 まで発動延期、株式市場は安心感から買い戻し基調で NY ダウは 4/2 の関税発動前の水準まで戻した。トランプ氏の行動パターンを「いつも尻込む (TACO)」とする流行語も広がる。但し、不法移民追放や大学補助金削減などトランプ政策は徐々に進行しており、経済データはソフト・ハードともに減速基調にあるのは確か。米国は景気後退局面に近づく。チャートの NY ダウが 42,000 ドルでダブルトップを形成、中長期的には米株の上値は重そうだ。

世界債券

(%)

債券利回り(5/30)	2年債	5年債	10年債	先週比 (10年債)
米国	3.904	3.963	4.406	- 0.109
英国	4.023	4.144	4.647	- 0.034
フランス	2.078	2.589	3.160	- 0.102
ドイツ	1.776	2.064	2.500	- 0.067
イタリア	2.000	2.671	3.480	- 0.104
スペイン	1.939	2.377	3.092	- 0.101
日本	0.741	1.014	1.501	- 0.037
オーストラリア	3.287	3.551	4.262	- 0.164

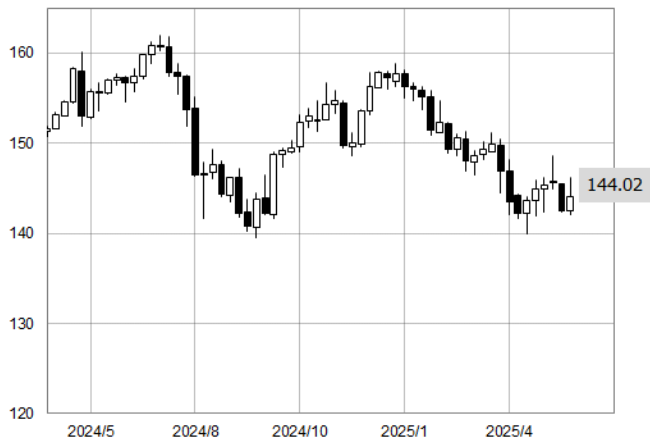
出所 (Bloomberg)

・日本

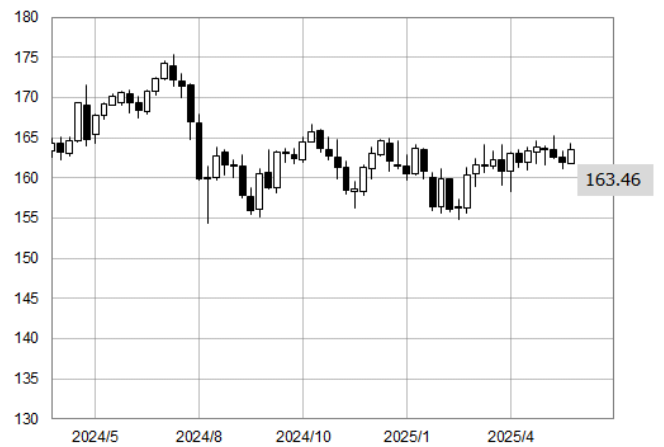
5/20の20年国債入札は、応札倍率が2.5倍と13年ぶりの低水準。テール（落札価格の最低と平均の差）も1円14銭と1987年以来の水準に拡大し、超長期金利は急上昇した。トランプ減税による財政赤字拡大懸念で上昇する米債金利と歩調を合わせる。一方で日本の政府債務はGDP比250%と米国の2倍超、参院選を控えた与野党による財源無しの減税大合唱が金利上昇に拍車をかける。この様な状況を踏まえ、財務省は7月以降の超長期債の発行額減額を表明、加えて石破政権は消費税減税を否定、一旦金利上昇に歯止めがかかる。今後、参院選の結果次第で与党過半数割れとなれば政権交代の可能性もあり、引続き財源無しのバラマキに伴う英トラスショック(トリプル安)的な動きに注意が必要だ。

為替

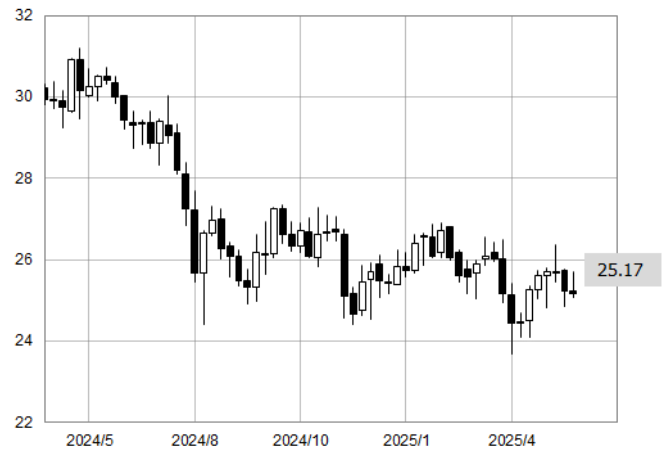
(ドル・円 週足チャート)



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)

・ブラジル

1-3 月期の GDP 成長率は前期比 1.4%と 2024/4-6 月期以来の高水準、3 月の経済活動指数は 3 か月連続で上昇、4 月の失業率は 5 か月ぶりに低下、高金利下でも国内経済は堅調さを維持する。5 月の消費者信頼感指数は 3 か月連続で改善、5 月前半の消費者物価指数は前年比 5.4%と 4 か月ぶりに伸びが鈍化、インフレ沈静化が消費を支える。ガリポロ中銀総裁は講演で、高金利を長期間維持する必要があるとの認識を示し、市場は 6/19 理事会での政策金利据置きを織り込む。通貨レアルは、対米ドルでは関税策に伴う米国経済の減速が見込まれもみ合い、対円でも日本の財政悪化懸念からもみ合いが想定される。

今週の予定

- 6 月 2 日(月) 日：設備投資 (1-3 月期)、米：ISM 製造業景気指数(5 月)
- 6 月 3 日(火) ユーロ：消費者物価指数(5 月)、米：JOLTS 求人件数(4 月)
- 6 月 4 日(水) 米：ADP 雇用者数(5 月)、ISM 非製造業景気指数(5 月)
- 6 月 5 日(木) 日：現金給与総額(4 月)、ユーロ：ECB 理事会、米：貿易収支(4 月)
- 6 月 6 日(金) ユーロ：小売売上高(4 月)、米：雇用統計(5 月)

今週のトピック---米超長期国債金利が上昇

2022年のロシアによるウクライナ侵攻に対する制裁として、西側諸国はロシアが保有する対外資産を凍結、親米派以外の国々は外貨準備として米ドル資産を保有するリスクに気付いた。更に足元におけるトランプ政権の政策は、関税を含め諸外国に対し容赦ないものが多いことから、標的とされる中国などは保有する米ドル資産の売却に動いたと思われる。実際、図1に示した日英中の米国債保有残高を見ると、中国が保有する米国債総額は、3月末時点で7,650億ドルと2010年代のピークである1.3兆ドルから一貫して減少している。

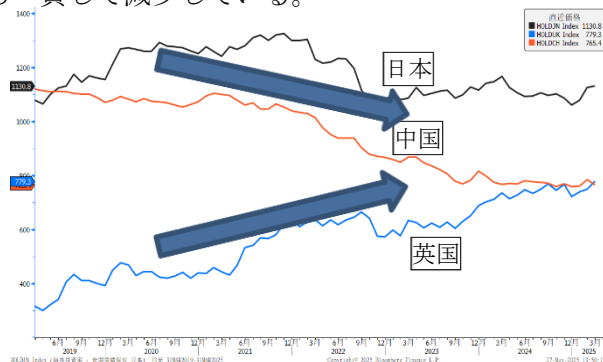


図.1 日英中の米国債保有残高推移

出所 (Bloomberg)

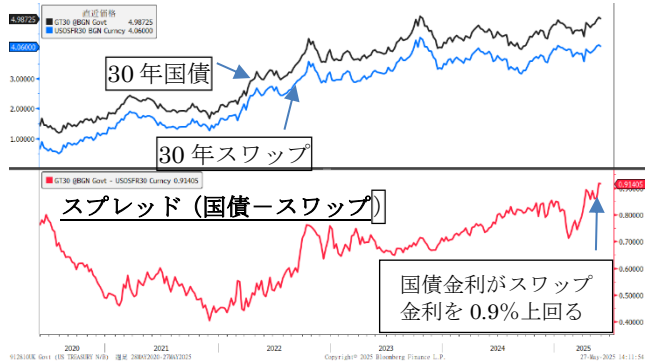


図.2 米30年国債とスワップ金利および金利差推移

さて多くの国が、保有する米国債の売却に動けば、当然需給は悪化し金利は上昇する。加えて、トランプ減税が下院を通過したことで財政赤字拡大懸念も広がっており、投資家は英トラスショックを教訓として米超長期債への投資を手控えている。結果として、米超長期国債の金利は上昇基調にあり、スワップ金利を大幅に上回る。図2は期間30年の米国債とスワップ金利とそのスプレッド推移だが、2022年以降はスプレッドの拡大が続き、足元では国債金利がスワップ金利を90bps上回る。つまり、30年米国債をレポ取引を利用して購入、同時に30年スワップで固定金利払い（アセットスワップ取引）を組めば、米国債がデフォルトとされない限り、資金負担ほぼゼロで年間90bpsの利益を30年間見込める。このような環境下、多くのヘッジファンド（HF）がこの取引に参入、FRBによるとHFが保有する米国債残高は24年末に2.6兆ドルで、日本の保有残高の約2倍、発行残高に占める割合も過去10年で2%から10%に急増。結果的に、5割から3割に減った海外勢の保有分を穴埋めする。因みに5/21の米金利急上昇は、レポ取引の相手方に立つ金融機関がマージンコール（追加担保の差入れ要求）を迫ったのが要因の一つとされる。高レバレッジ取引が逆回転し、長期金利の急上昇を招いた形だ。ところでHFは、英語が公用語で、かつアジアと米国の中間の取引時間帯にあるロンドンに拠点を持つことが多く、図1にある英国の米国債保有残高の増加は、足元で7,790億ドルと今世紀に入って初めて中国を上回り、日本に次ぐ2位となるなど、HFの行動を裏付ける。

一方で米国としては、国債の買い手をHFに頼り続けるわけにはいかないため、ベッセント財務長官は銀行の自己資本比率規制である補間的レバレッジ比率（SLR）の見直しに言及。SLR算定の分母から国債が除外となれば、銀行はより多くの国債を保有できる算段だ。仮にHFが破綻となると、その市場への影響は1998年のLTCMショックが参考になる。LTCMはノーベル賞受賞者を擁して立ち上げた高度な金融工学を駆使したクウォンツ型ファンドの先駆けだったが、ロシアの財政危機を契機に高レバレッジ取引が破綻。銀行14行が出資する奉加帳方式での救済となったが、NYダウは約20%下落、JPYは145円→110円への円高となった。米国に限らず、今般の超長期金利の動きには注意が必要だ。

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