

## 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	
6/2 (月)	日：設備投資(1-3 月期) 米：ISM 製造業景気指数(5 月)	前年比 6.4% 48.5	↑ ↓	↑ ↓
6/3 (火)	ユーロ：消費者物価指数(5 月) 米：JOLTS 求人件数(4 月)	前年比 1.9% 739.1 万人	↓ ↑	↓ ↑
6/4 (水)	米：ADP 雇用者数(5 月) 米：ISM 非製造業景気指数(5 月)	3.7 万人 49.9	↓ ↓	↓ ↓
6/5 (木)	日：現金給与総額(4 月) 米：貿易収支(4 月)	前年比 2.3% \$▲616 億	↓ ↑	→ ↑
6/6 (金)	ユーロ：小売売上高(4 月) 米：非農業部門雇用者数(5 月)	前月比 0.1% 13.9 万人	→ ↑	↓ ↓

出所 (Bloomberg)

## マクロ経済

## ・米国

4 月の製造業新規受注は 5 か月ぶりの減少、貿易収支は前月から赤字幅が減少、トランプ関税導入前の駆け込み需要の効果が薄れる。5 月の ISM 景気指数は製造業が 3 か月連続、非製造業は 11 か月ぶりの 50 割れ、トランプ政策の不透明感が影響する。5 月の失業率は 3 か月連続の横ばい、非農業部門雇用者数および平均時給は予想対比で上振れ、労働市場は堅調さを維持する。FRB はベージュブックを公表、関税政策など不確実性の高まりが企業や家計の消極姿勢に繋がる一方、インフレは加速するとの見通しを示す。一部の連銀総裁は貿易政策の不確実性解消を前提に、利下げの可能性を指摘。市場は 9 月までに 25bp の利下げを織込む。

## ・欧州

ユーロ圏 1-3 月期 GDP 成長率確定値は 0.6%と上方修正、2022/7-9 期以来の高水準。4 月の小売売上高は前月比でプラスを維持、欧州経済は底堅い。一方、5 月の消費者物価指数は 8 か月ぶりに ECB 目標値 2%を下回り、インフレ鈍化が進む。ECB は 6/5 の理事会で 7 会合連続となる 25bp の利下げを決定。声明では、貿易を巡る不確実性が企業の投資や輸出を抑制する一方、防衛やインフラへの政府支出が今後の成長を支えるとの見通しを示した。市場は 7 月に利下げ一時停止、年内あと 1 回利下げを予想する。

## ・日本

4 月の家計消費支出は前月比で 2 か月ぶりの減少、物価高が影響する。現金給与総額は前月から伸びは横ばい、実質賃金も横ばいとなり 4 か月連続のマイナス、物価上昇に賃金の伸びは追いつかない。景気動向指数では一致指数は 2 か月、先行指数も 3 か月連続で悪化し 2020/8 以来の低水準、トランプ関税の不透明感から景気減速が懸念される。市場では減税策に伴う財政悪化懸念から超長期金利の上昇が加速。植田日銀総裁は国会で、来年以降の国債買入方針は市場参加者から現状の減額が適切との意見が多いと指摘し、市場への介入を否定。一方で財務省は、国債発行年限の変更を検討すると一定の配慮を示す。

**世界株式**

	直近値(6/6)	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	42,762.87	1.2 %	13.5 %	16.8 %
S&P500種	6,000.36	1.5 %	25.8 %	29.5 %
ボベスパ	136,102.10	- 0.7 %	1.4 %	- 9.4 %
(欧州)				
ユーロ・ストックス50	5,430.17	1.2 %	20.1 %	27.2 %
FT	8,837.91	0.7 %	14.3 %	24.6 %
DAX	24,304.46	1.3 %	45.1 %	53.7 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	37,741.61	- 0.6 %	12.8 %	12.8 %
上海総合	3,385.36	1.1 %	13.8 %	15.7 %
ASX200	8,515.73	1.0 %	12.2 %	9.6 %
SENSEX	82,188.99	0.9 %	13.8 %	13.6 %

出所 (Bloomberg)

**・欧州**

欧州経済の3割を占める独において、政府が企業向け減税パッケージを閣議決定するなど、戦後一貫して財政規律を重視してきた政策スタンスの転換が見込まれる。そしてこの動きが、これまで財政拡大路線に踏み出せなかったユーロ圏経済にとって、強い支えとなる可能性がある。またトランプ政権の関税や留学生排除政策に関しても、米からの逃避資金や優秀な頭脳の欧州への流入が期待される。ラガルド ECB 総裁はトランプ政権による混乱は欧州にとりチャンスと指摘。欧州は勝ち組と認識されつつあり、欧州株は中長期的に堅調な展開が予想される。

**世界債券**

(%)

債券利回り(6/6)	2年債	5年債	10年債	先週比 (10年債)
米国	4.039	4.122	4.510	0.104
英国	4.013	4.155	4.644	- 0.003
フランス	2.180	2.696	3.245	0.085
ドイツ	1.880	2.175	2.576	0.076
イタリア	2.099	2.744	3.502	0.022
スペイン	2.024	2.463	3.153	0.061
日本	0.764	1.012	1.455	- 0.046
オーストラリア	3.330	3.573	4.271	0.009

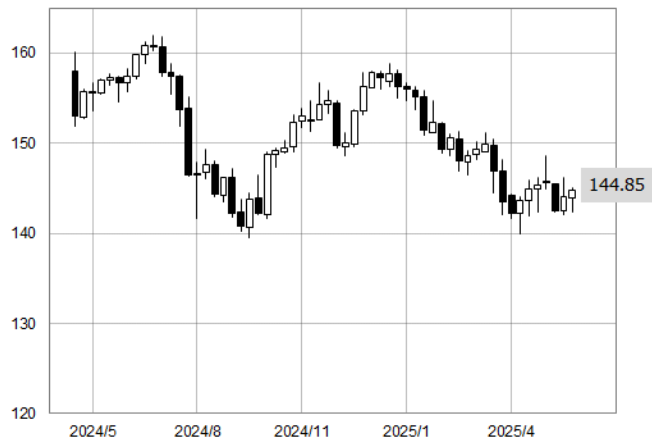
出所 (Bloomberg)

**・日本**

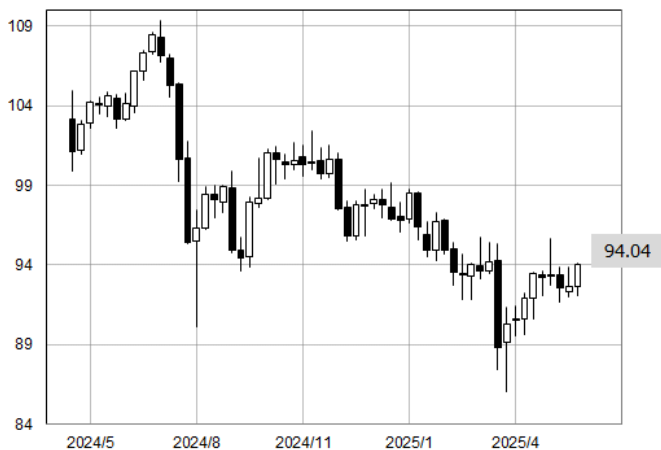
足元で超長期金利の上昇が続く中、日銀による今後の国債買入方針に注目が集まったが、植田日銀総裁は6/3の会見で、現状の減額ペースを維持する姿勢を示した。今後、金利上昇が加速すれば、まずは買入年限の機動的な配分調整等で対処すると思われる。一方、財務省は国債の発行年限構成を再検討すると表明、借入コストを高金利の超長期債で確定するよりは、低金利の中短期債による調達で様子を見るのは当然と思われる。今後、参院選を受け消費税などの減税となれば、超長期金利の一時的な上昇の可能性は残るが、上記の安全弁効果から上昇幅は限定的と思われる。引続き市場は参院選の結果待ちだ。

## 為替

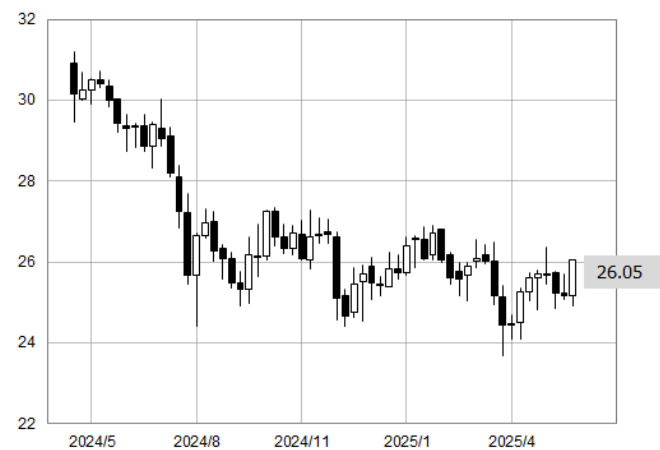
(ドル・円 週足チャート)



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)

### ・豪州

1-3 月期の GDP 成長率は前期比 0.2%と前期から減速、個人消費は底堅いものの、輸出と設備投資の減少および公的部門の不振が影響した。4 月の貿易収支は前月から黒字幅は縮小したものの堅調を維持、トランプ関税適用前の前倒し輸出が支える。中銀は 5/19-20 政策会合の議事要旨を公表、50bp 利下げを検討したが、国内景気の堅調さを踏まえ金融政策を拡張的スタンスに移行する時期ではなく 25bps 利下げに止めたことを明らかにした。通貨豪ドルは、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 9 日(月) 日：GDP 成長率 (1-3 月期)、景気ウォッチャー調査(5 月)

6 月 10 日(火) 日：工作機械受注(5 月)、英：失業率(4 月)

6 月 11 日(水) 日：国内企業物価(5 月)、米：消費者物価指数(5 月)

6 月 12 日(木) 英：鉱工業生産(4 月)、米：生産者物価指数(5 月)

6 月 13 日(金) ユーロ：鉱工業生産(4 月)、米：ミシガン大学消費者信頼感指数(6 月)

## 今週のトピック---今後の金融政策への期待

一般的に政策金利の引上げ(金融引締め)は景気にブレーキをかけるとされ、経済学の授業では中央銀行は景気が過熱して物価が上昇する局面で金利を上げ、反対に景気悪化局面では下げると習った。これは、金利が上がると民間の借入れが減少し企業活動が鈍化、雇用環境の悪化をもたらすとともに消費も落ち込み景気は減速する一方、反対に金利が下がると借入が増加し企業活動が活発化して景気が加速するから。したがって政治家には、基本的に景気を良くして支持率を上げるべく利下げを好む傾向があり、トランプ米大統領や自民党の高市氏などは、物価が多少上昇していてもあからさまに利下げを推奨する。

しかしながら近年、金融政策が景気や物価に教科書通りには作用しない例が見られる。例えば日本は、ゼロ金利政策を30年近く続けたがデフレ経済から脱却できず、一方でブラジルは足元で政策金利を15%近くまで引上げたにもかかわらず、GDP成長率は前期比1.4%と加速中で経済は力強さを維持する。

これは金融政策の効果が行き渡るにはタイムラグがあることも一因ではあるが、古典的経済学が現代社会に合致しなくなってきたことも背景にあると思われる、2010年代に日欧では古典的経済学では通常あり得ないとされたマイナス金利政策まで採用した。但し、マイナス金利政策に対する米経済学者の評価は厳しく、現在検証中ではあるものの効用には疑問符が付く。ところで古典的経済学が通用しなくなった理由の一つとしては、民間部門の資金余剰がある。日本では、家計と企業部門がともに資金余剰の状態にあり余剰額は合算で約2,200兆円、対する政府部門が借金経営が続く。つまり日本で金利をゼロ近辺にまで引下げても活性化するのは政府だけで、民間は「流動性の罠」に陥っており、金利収入減を考慮すると経済効果は却ってマイナスである。加えて、政府が低クーポン国債発行による財政支出拡大により不振企業への補助金を増やすと、低成長企業が温存され社会全体の成長率は低迷、結局政策金利に近付く。これが失われた30年に発生していた事象とも考えられる。

図1は、日経平均、5年金利と無担保コール金利の30年間の推移だが、政策金利に近い無担保コールは日経平均に遅行する一方、民間の定期預金金利や貸出金利の基準となる5年金利の同期性は高い。金利と株価は卵と鶏の関係にあり、足元の景気が良いから利上げ期待で5年金利が上昇することもあるが、逆に景気悪化を予想して5年金利が低下基調に転じなければ、日経平均の上昇は続くとも解釈できる。実際、日本企業のROEが10%に近付く中、政策金利が現在の0.5%でも2倍の1%でもビジネス判断に大きな影響を与えないのかもしれない。つまり、民間部門の活力向上と同時に、政府部門のワイズスペンディングが望める利上げは、今の日本の超低金利社会には多少苦くても良薬なのかもしれない。

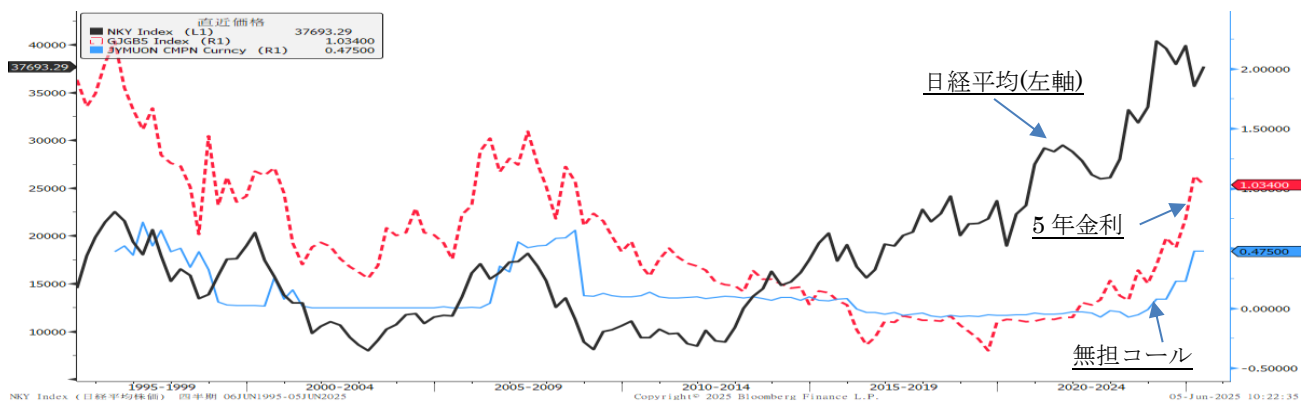


図.1 日経平均と5年金利、無担保コールの推移

出所 (Bloomberg)

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