

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	
9/15 (月)	ユーロ：貿易収支(7月) 米：NY 連銀製造業景気指数(9月)	124 億ユーロ ▲8.7	↓	↑
9/16 (火)	独：ZEW 景況感指数(9月) 米：小売売上高(8月)	37.3 前月比 0.6%	↑	↑
9/17 (水)	日：貿易収支(8月) 米：住宅着工件数(8月)	▲2,425 億円 前月比▲8.5%	↑	↓
9/18 (木)	日：コア機械受注(7月) 米：フィデラル連銀景況指数(9月)	前月比▲4.6% 23.2	↓	↓
9/19 (金)	日：消費者物価指数(8月) 独：生産者物価指数(8月)	前年比 2.7% 前年比▲2.2%	↓	↓

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

9月の連銀景気指数は、NY 連銀製造業が下振れた一方、フィデラル連銀景況指数は上振れるなどマチマチ。消費は堅調で8月の小売売上高は予想対比上振れ、3か月連続で前月比プラスだった。注目の雇用関連では、週次の新規失業保険申請件数と失業保険継続受給者数がともに改善。FOMC では予想通り0.25%の利下げが決定された。利下げは6会合ぶり。メンバーの金利予想チャートでは、市場予想通り年内あと2回の利下げが示唆された。経済見通しでは、来年度の物価上昇と4QのGDP成長率を上方修正したが、パウエルFRB議長は「雇用はもはや堅調とは言えない」と発言、ややちぐはぐな印象だった。

・欧州

ユーロ圏の7月鉱工業生産は前月比0.3%と前月の▲0.6%からプラス転換。9月のZEW景況感指数は独で改善、ユーロ圏も8月の25.1から26.1へと上昇するなど、欧州経済全般は対米関税紛争が一旦合意に至ったことで安心感から底堅い。仏新首相に就任したルコルニュ氏は、緊縮財政政策の一部修正を発表したが、市民の不満は収まらずデモは激化している。英中銀は政策金利を4%で据え置いた。据え置きは2会合ぶり。8月CPIが前年比3.8%と高止まっていることからインフレへの警戒感を示した。

・日本

7月のコア機械受注は前月比でマイナス転換した一方、第3次産業活動指数は前月比0.5%と6月の▲0.2%からプラス転換となるなど、経済指標は強弱マチマチ。8月の貿易収支は▲2,425億円と2か月連続の赤字。特に対米輸出が前年比▲13.8%と落込み、自動車輸出価格下落が影響した。これはメーカーが関税負担を吸収しているため。16日から日米合意に基づき対米主要関税率が27.5%から15%に引き下げられ、改善が期待される。また8月CPIは、伸びが鈍化したものの依然として高水準。日銀は政策会合で予想通り政策金利の据え置きを決定した。据置きは5会合連続だが、同時に保有するETFとReitの売却を発表した。売却ペースは銀行保有株の買取分売却とほぼ同じで、市場への影響は小さい。

世界株式

	直近値(9/20)	先週比%	年初来%	
			現地通貨ベース	円貨ベース
(北・南米)				
ダウ工業株	46,315.27	1.0 %	8.4 %	2.0 %
S&P500種	6,664.36	1.2 %	12.1 %	5.5 %
ボベスバ	145,865.11	2.5 %	23.1 %	34.6 %
(欧州)				
ユーロ・ストックス50	5,458.42	1.3 %	12.0 %	20.3 %
FT	9,216.67	- 0.7 %	12.1 %	14.5 %
DAX	23,639.41	- 0.2 %	18.8 %	27.5 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	45,045.81	0.6 %	12.9 %	12.9 %
上海総合	3,820.09	- 1.3 %	19.0 %	15.1 %
ASX200	8,773.54	- 1.0 %	6.3 %	6.2 %
SENSEX	82,626.23	0.9 %	4.3 %	- 4.4 %

出所 (Bloomberg)

・日本

週末は日銀の ETF 売出し決定で日本株が弱含んだが、売却ペース自体は緩慢で影響は軽微。AI 関連の基幹企業は米中に集中するものの、ケーブルや製造装置等周辺では日本企業も強い。また、不動産高騰による資産価格上昇は、土地持ち企業の PBR や Reit の NAV を低下させるため割安感から買われ易い。加えて対ユーロで日本円は低下基調で、今後自由貿易の御旗の下、対米貿易の一部が対欧州へと移れば、かつての自動車産業のように円安をてこにした輸出拡大も期待でき、日本株の上昇基調は続きそうだ。

世界債券

(%)

債券利回り(9/20)	2年債	5年債	10年債	先週比 (10年債)
米国	3.574	3.680	4.129	0.059
英国	3.982	4.132	4.715	0.044
フランス	2.251	2.846	3.554	0.047
ドイツ	2.023	2.326	2.748	0.033
イタリア	2.243	2.760	3.533	0.010
スペイン	2.099	2.524	3.295	0.006
日本	0.921	1.204	1.645	0.051
オーストラリア	3.371	3.658	4.244	0.025

出所 (Bloomberg)

・米国

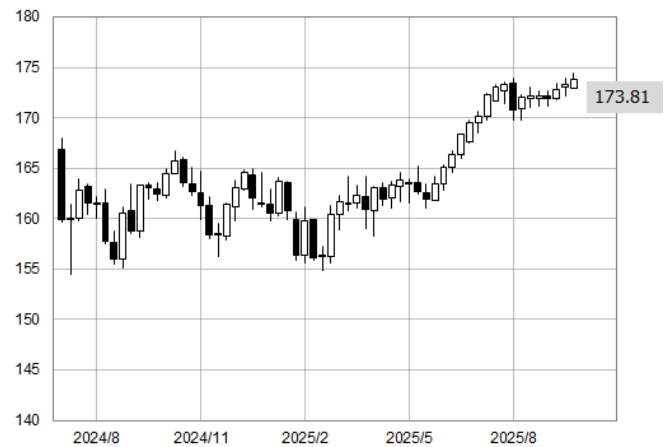
週次の新規失業保険申請件数は 3 週ぶりに改善し 4 年ぶりの大幅減となった。失業保険継続受給者数も 4 週連続で改善し、8 月の雇用統計をはじめとした一連の雇用関連指標の悪化に一旦歯止めがかかった。FOMC では予想通り利下げが決定され、反対は急遽メンバー入りしたミラン氏のみ。前回トランプ氏の緩和要求に応じる形で利下げに票を投じたウォーラー、ボーマン両理事は、予想外に 0.25% 利下げに賛成だった。経済見通しでは。失業率は当面横ばい、来年度の物価と 10-12 月期 GDP 成長率を上方修正するなど、全般的に経済に強気だったが、パウエル FRB 議長は会見で雇用に対する警戒感を表明。今後も雇用統計で悪い数字が出れば利下げ加速の可能性もあり、米金利は引続き低下が予想される。

為替

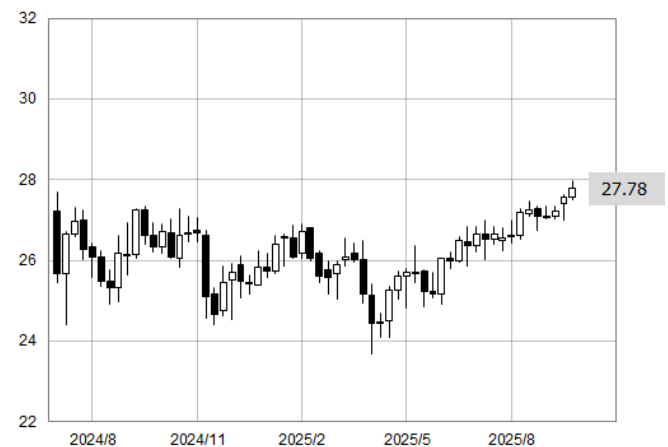
(ドル・円 週足チャート)



出所 (Bloomberg)
(ユーロ・円 週足チャート)



(豪ドル・円 週足チャート)



(ブラジルレアル・円 週足チャート)

・ブラジル

7月の失業率は5.6%と6月の5.8%から改善、3月の7%から4か月連続で低下した。一方、物価に関しては、8月CPIは前年比5.13%と高止まるが、民間調査による9月インフレ率は同2.88%と落ち着きを示し、ルラ政権による政権運営は全体的に順調だ。先週中央銀行は2会合連続で政策金利を15%に据置くことを決定。経済活動はやや軟化しているが、労働需給は逼迫し、インフレ率も高水準にあるとして、長期に亘り高金利を維持する方針を示した。金融緩和への転換は当面先と見込まれ、トランプ政権で信認が落ち米ドルが弱含む中、同盟国である日本円の上値も重く、通貨レアルは強含みが予想される。

今週の予定

9月22日(月) ユーロ：消費者信頼感(9月)

9月23日(火) ユーロ：購買担当者指数(9月)、米：購買担当者指数(9月)

9月24日(水) 独：Ifo景況感指数(9月)、米：新築住宅販売件数(8月)

9月25日(木) 独：GfK消費者信頼感指数(10月)、米：GDP成長率確報値(4-6月期)

9月26日(金) 米：個人所得・消費(8月)

今週のトピック---非常識的政策への慣れ

21 世紀の米国政治における特別な現象の一つは、トランプ大統領の登場である。彼の強硬かつ挑発的な発言や政策は、従来の民主主義的規範や国際協調の枠組みから逸脱するものとして、当初は国内外で大きな驚きをもって受け止められた。移民排斥、保護貿易主義、司法への干渉的言動、選挙結果の正当性への執拗な疑義の提起などは、民主政治の安定を揺るがす行為とみなされた。しかし時間が経過するにつれ、こうした非常識的な「逸脱」は次第に社会の中で織り込まれ、政治文化の一部として扱われる傾向が強まった。すなわち、驚きが常態化し、異常が日常に転化していった。この現象は、歴史的に 1930 年代ドイツにおけるヒトラーの台頭過程と似ているところが多い。

第一次世界大戦後のドイツは、ヴェルサイユ条約による過酷な賠償負担と世界恐慌による経済危機の中で深刻な社会的不安を抱えていた。その状況下でヒトラーは、民族主義的言説やユダヤ人排斥を通じて大衆の不満を吸収し、政治的支持を拡大した（トランプ政策の MAGA や不法移民排除に似ている）。当初は極端かつ危険な扇動と見られていた思想も、公共事業と軍備に重点を置いた積極財政による急速な景気回復と、反復的な宣伝活動と議会を通じた合法的な権力獲得を経て、徐々に社会的正当性を帯びた。結果として、民主的制度は崩れて全体主義体制が確立された。この過程は、異常を異常と認識する感覚が麻痺したことで実現したとみられており、現在までに多くの研究と制度改革がなされてきた。

米国の政治体制や社会的背景は 1930 年代ドイツとは大きく異なる。合衆国には三権分立を支える制度的枠組みや、多様な社会、自由な報道環境が存在する。しかし、トランプ現象が示したのは、米民主主義が「形式的制度」のみによって維持されるものではなく、市民の規範意識と批判精神に依存するという事実である。彼の繰り返される過激な言動や敵対勢力への恐喝がメディア報道を通じて日常的光景となり、次第に各社会組織内にトランプ氏を支持する人材を配置し、敵対勢力を排除。やがて選挙を通じて政治的正統性を帯びる姿は、ナチス期ドイツの「異常の常態化」と共通の過程を進んでいるようだ。

さらに注目すべきは、政治だけでなく制度の自己修復力にも限界が存在することである。裁判所や議会は形式的にはトランプ氏の過激な行動に対する歯止めをかけてきたが、慣例とされた最高裁判事の保守と革新との暗黙のバランスを破り、自らの息のかかった保守系判事を過半数とすることで司法を掌握した。これは米司法制度の脆弱性を示す。すなわち、制度が逸脱行為を抑制しきれないことに加え、逸脱が繰り返されることで市民がそれを受容し、司法が守るべき正義自体が揺らぐということである。

結論として、トランプ政策をめぐる社会の「慣れ」は、1930 年代ドイツと同様に、民主主義の規範が徐々に麻痺する危険性を浮き彫りにしている。歴史的教訓が示すのは、全体主義は一举に成立するのではなく、日常に潜む小さな逸脱の積み重ねによって実現するという点である。加えて初期段階での政策的成功も不可欠である。当初多くの経済学者がトランプ政策は失敗すると予想したが、貿易赤字削減は GDP 成長に貢献し、移民排除は失業率の低位安定に寄与するなど経済指標的には成功している。今後、トランプ政策が危惧するほど全体主義へと走らなければ大きな問題とはならないかもしれないが、大統領の再選制限の変更や私設軍隊の政敵への派遣や迫害、報道規制など、全体主義的な動きが助長されるようであれば問題だ。現代社会において民主主義維持に必要なのは、制度的防波堤の強化のみならず、市民が「驚きを驚きとして保持する」批判的感受性を失わないことである。トランプ現象は、まさにこの二重の教訓を現代に投げかけているといえよう。

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