

2025 年 11 月 17 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	
11/10 (月)	日：景気先行指数(9月) 日：景気一致指数(9月)	108 114.6		↑ ↑
11/11 (火)	日：経常収支(9月) 独：ZEW 景況感指数(11月)	4.48 兆円 38.5	↑ ↓	↑ ↓
11/12 (水)	日：機械受注(10月) 独：消費者物価指数(10月)	前年比 16.8% 前年比 2.3%	→	↑ →
11/13 (木)	日：国内企業物価(10月) ユーロ：鉱工業生産(9月)	前年比 2.7% 前月比 0.2%	↑ ↓	↓ ↑
11/14 (金)	日：第3次産業活動指数(9月) 中：鉱工業生産(10月)	前月比 0.3% 前年比 4.9%	→ ↓	↑ ↓

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

10月の中小企業楽観指数は98.2と6か月ぶり低水準となった。一方、シカゴ連銀の小売売上高は前月比0.4%と5か月連続でプラス圏を維持するなど、発表された経済指標は強弱入り混じる。過去最長となった43日間の政府機関の閉鎖がついに解除、今後は主要経済指標の公表が待たれる。ただし、10月分の雇用統計が失業率を含まず発表の可能性が高まるなど、経済情勢の判断は難しい状況が続く。FRB高官からは、利下げに慎重な意見が相次ぎ、まずは20日発表予定の9月分雇用統計が注目される。

・欧州

ユーロ圏9月の鉱工業生産は、独伊がけん引し前月比でプラス転換したものの、市場予想には届かなかった。11月のZEW景況感は、独でやや下振れた一方でユーロ圏全体では上昇し、域内経済の回復期待は維持される。英では7-9月期のGDPが前期比0.1%と、辛うじて4四半期連続でプラス成長を確保したが、前期の0.3%からは減速、9月単月では前月比▲0.1%とマイナス成長に転じている。物価は、9月の消費者物価指数が前年比3.8%とやや下げ渋った一方、失業率は8月の4.8%から5%へと悪化した。景気減速への懸念が強まっており、財務相は所得税の引上げを撤回、市場では利下げ観測が高まる。

・日本

9月の景気指数は、一致・先行とも上振れ、10月の景気ウォッチャー調査も現状・先行きともに6か月連続で改善した。これを受け、内閣府は基調判断を「持ち直しの動き」から「持ち直している」へと上方修正した。9月の貿易収支は予想外に黒字幅が拡大し、経常収支も貿易に加え海外からの利息収入など一次所得収支が増加が寄与し、単月・上半期とも過去最大の黒字を記録した。物価面では、10月の国内企業物価が2.7%と前月から0.1%減速したものの高止まり。コメなどの食料品に加え、銅など資源価格上昇と円安が価格を押し上げる。高市政権は補助金や減税による物価抑止策を検討するが、一般的にはインフレ策である事に加え通貨安是正の観点からも、日銀の利上げ姿勢が注目される状況は続く。

世界株式

	直近値(11/14)	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	46,987.10	- 1.2 %	10.0 %	7.1 %
S&P500種	6,728.80	- 1.6 %	13.2 %	10.3 %
ボベスバ	154,063.53	3.0 %	30.0 %	46.7 %
(欧州)				
ユーロ・ストックス50	5,566.53	- 1.7 %	14.3 %	25.2 %
FT	9,682.57	- 0.4 %	17.7 %	21.6 %
DAX	23,569.96	- 1.6 %	18.4 %	29.7 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	50,276.37	- 4.1 %	26.0 %	26.0 %
上海総合	3,997.56	1.1 %	24.5 %	24.6 %
ASX200	8,769.66	- 1.3 %	6.3 %	8.1 %
SENSEX	83,216.28	- 0.9 %	5.0 %	- 1.0 %

出所 (Bloomberg)

・日本

欧米株市場が連日のように過去最高値更新となるなか、日本株の上値は重く、先週末は結局米株の急落に連れて日経平均も大幅安となった。ただし、高市首相は「責任ある積極財政」を推進する姿勢を強めており、物価高対策としてガソリンの暫定税廃止や年収の壁引上げに加え、電気・ガス料金補助金や中小企業支援金、地方交付税拡充といった財政拡大策を国債増発によって賄う方針が見込まれる。国債増発と政権による日銀利上げへの干渉は通貨安に繋がる一方、円安は輸出関連企業の業績を押し上げる。日本株は足元で調整局面が続いても、来年にかけては再び上昇基調に戻ると期待される。

世界債券

(%)

債券利回り(11/14)	2年債	5年債	10年債	先週比(10年債)
米国	3.564	3.685	4.099	0.020
英国	3.798	3.928	4.466	0.057
フランス	2.224	2.759	3.463	0.042
ドイツ	1.990	2.256	2.666	0.033
イタリア	2.182	2.701	3.433	0.049
スペイン	2.056	2.537	3.185	0.042
日本	0.942	1.252	1.681	0.012
オーストラリア	3.590	3.821	4.356	0.056

出所 (Bloomberg)

・米国

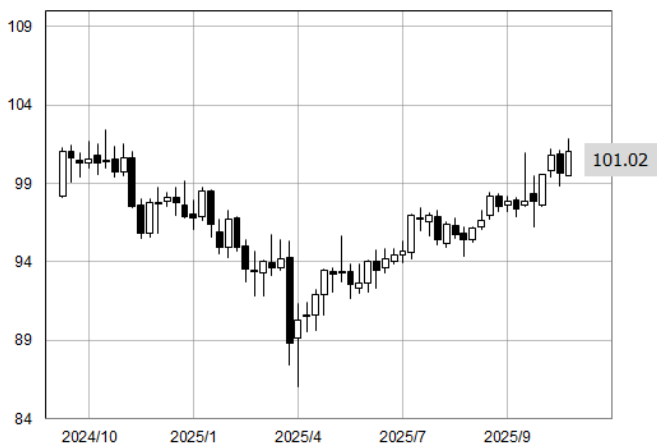
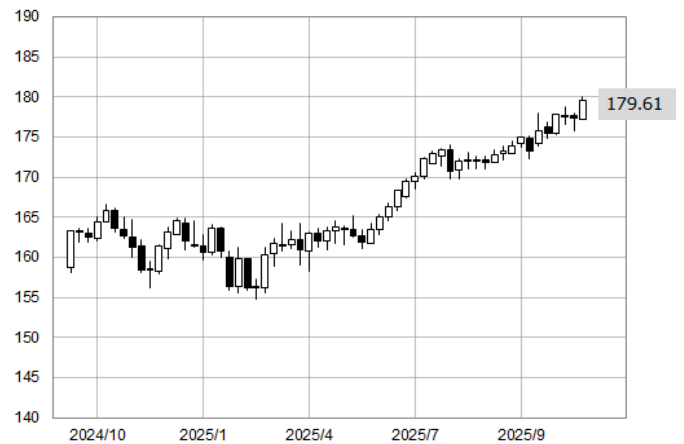
43 日間に及ぶ過去最大の政府機関の閉鎖がようやく解除された。今後、物価や雇用関連などの重要指標の公表が相次ぐ見通しであり、特に雇用関連に注目が集まる。一部政府機関の閉鎖に伴う雇用削減に加え、AI による業務効率化で若年ホワイトカラーの失業者増加も指摘される。実際、ADP の週次集計では 10 月後半には民間雇用者数が週平均 1 万人ペースで減少したとされる。一方、FRB 高官はインフレへの警戒感から、揃って利下げに慎重な姿勢を表明しており、市場の利下げ観測は後退。20 日発表予定の 9 月分雇用統計で悪化が確認された場合は、追加利下げの可能性が再び高まり、米金利は低下しよう。

為替

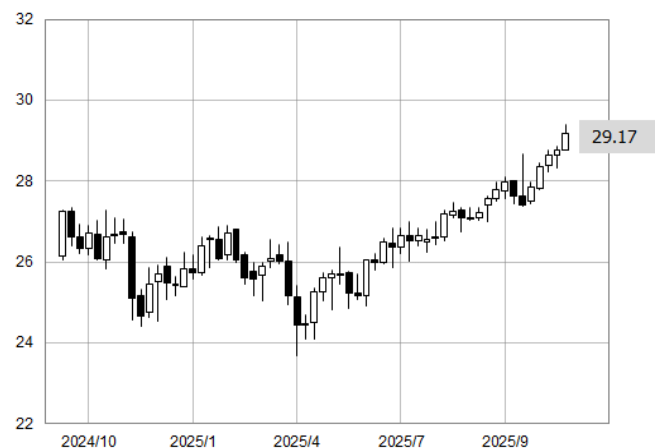
(ドル・円 週足チャート)



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)

・豪州

10月の労働力統計では、雇用者数が前月比4.22万人と9月の1.28万人から増勢を強めた。また、失業率は4.3%となり、約4年ぶりの水準に悪化した前月(4.5%)から0.2pt低下するなど予想外に改善した。11月の消費者信頼感指数は103.8と、10月の92.1から大幅に上昇し、2022年3月以降で初めて中立水準(100)を上回った。堅調な雇用環境と想定以上の物価上昇圧力を示した7-9月期の四半期CPIを背景に、中銀による追加利下げの可能性は大きく後退した。通貨豪ドルは、高市政策に伴う円安に対し、豪中銀の利下げ予想の後退を背景に、対円で底堅い展開が期待される。

今週の予定

11月17日(月) 日：GDP成長率(7-9月期)、米：NY連銀製造業景気指数(11月)

11月18日(火) 米：鉱工業生産(10月)、小売売上高(10月)、消費者物価(10月)

11月19日(水) 欧：消費者物価指数(10月)、米：住宅着工件数(10月)

11月20日(木) 欧：消費者信頼感指数(11月)、米：雇用統計(9月)、景気先行指数(10月)

11月21日(金) 日：消費者物価指数(10月)、欧：購買担当者指数(11月)、米：購買担当者指数(11月)

今週のトピック---サナエノミクス

高市首相は、「3本の矢」(①金融政策②財政政策③成長戦略)を組み合わせた「アベノミクス」を継承する「サナエノミクス」を掲げ、日本経済の強化を目指す政策を打ち出した。主として、所得、消費者マインド、企業収益、税収を押し上げ、経済回復の好循環の促進を狙う。当面の経済対策として物価抑制に焦点を当て、具体策としては、電気・ガス料金の支援、ガソリン暫定税率の廃止(与野党6党が12月末廃止で合意)、中小企業の賃上げ補助、地方交付税の拡充、成長戦略の一環として造船業向け基金の設立、防衛力強化などが議論されている。いずれも財政支出拡大を伴う政策であり、同時に日銀の利上げをけん制するなど、金融・財政両面でアベノミクスを踏襲している。

財源については、政府・与野党ともに明確な議論を避けており、最終的に2025年度補正予算案を編成し、今国会で成立させる方針だ。単年度でのプライマリーバランス黒字化目標も封印し、各省庁からの政策要求に上限額(財政キャップ)を設けない方向で調整が進む。政権内には、非常事態として24年度補正予算の約13兆9000億円を上回る規模が必要との声もある。城内実経済財政相は「財政の信認が揺るがない限りあらゆる手段を使ってもいい」と発言し、国債増発を示唆した。

高市政権は、健全財政を掲げる維新と連立を組み、麻生氏・鈴木氏を副総裁・幹事長に、また財務に詳しい片山氏を財務相に起用したことで、当初はバラマキ懸念が後退した。しかし、経済財政諮問会議や日本成長戦略会議のメンバーにリフレ派を登用し、公約に掲げた積極財政路線へと舵を切りつつある。

リフレ派が拠り所とするのは「減税乗数」と「税収弾性率」に関する仮説である。減税乗数(1の減税がどれだけの最終需要を生むか)を2~3倍、税収弾性率(1%のGDP成長が税収を何%押し上げるか)を過去10年平均の3.23倍と仮定する。GDP比1%にあたる6兆円の減税は12~18兆円の需要を創出し、GDPを2~3%押し上げる結果、税収を6.46~9.69%増加させる。現在の税収約80兆円を基準にすると、6兆円の減税が5.17~7.7兆円の税収増をもたらす、翌年度に減税分をほぼ相殺できる計算となる。ただし、この仮説が成立するなら税金をゼロにすべきという極論が成り立ってしまう。政府の公式見解による税収弾性率は1.2倍程度に過ぎず、また近年の可処分所得の減少は増税ではなく社会保険料負担の増加に起因している点も看過できない。

アベノミクスの3本の矢のうち成長戦略に対しては評価が分かれるが、デフレ対策としての金融緩和と財政支出拡大は一定の効果を上げたと言われる。高市首相は物価高対策を最優先に掲げるものの、現在の消費者物価が3%程度に上昇しているのはコメなど食品価格の上昇によるもので、「デフレ脱却宣言までには至らない」と改めて語った。また、「適切な金融政策運営を大いに期待する」と述べ、日銀に対して緩和継続を事実上求めた。一方、ガソリン税廃止による税収減の穴埋めに研究開発税制の見直しを充てる案が浮上しており、近年日本の基礎研究軽視の姿勢を継続する懸念もある。良くも悪くも、サナエノミクスはアベノミクスの継承である。

サナエノミクスの市場への影響としては、赤字国債増発による財政支出拡大で円安要因となる。物価高対策を掲げながらも、財政拡張は結局物価上昇を誘発する。利上げが遅れば円安とともにさらに物価上昇が加速するので、インフレトレードが基本となる。つまり、株式、不動産、金などのインフレヘッジ資産価格は上昇し易い。一方、財政の信認が揺るぐまで国債増発を止めなければ、最終的には信認が揺るぐので、金利は長期的に上昇すると思われる。

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