

2025 年 12 月 1 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	
11/24 (月)	独：Ifo 景況感指数(11 月)	88.1	↓	↓
11/25 (火)	米：小売売上高(9 月)	前月比 0.2%	↓	↓
	米：生産者物価指数(9 月)	前年比 2.7%	→	→
11/26 (水)	日：企業向けサービス価格指数(10 月)	前年比 2.7%	→	↓
	米：新規失業保険申請件数(週次)	21.6 万件	↓	↓
11/27 (木)	独：Gfk 消費者信頼感(12 月)	▲23.2	↑	↑
	ユーロ：景況感指数(11 月)	97.0	↑	↑
11/28 (金)	日：東京都区部消費者物価指数(11 月)	前年比 2.7%	→	→
	日：有効求人倍率(10 月)	1.18 倍	↓	↓

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

11 月の総合購買担当者指数は 10 月から改善したものの、シカゴ購買部協会景気指数は 36.3 と 1 年半ぶりの低水準、コンファレンスボード消費者信頼感も 88.7 と 7 か月ぶり低水準となり、ようやく公表された 9 月分の小売売上高も、物価高と景気不安で支出の鈍化傾向が見られる。物価面では、9 月の生産者物価指数は前年比で 8 月から横ばい。雇用指標はまちまちで、週次の新規失業保険申請件数は 4 月以来の低水準となる一方、ADP 雇用統計の 4 週平均は▲1.35 万人と低迷する。雇用は総じて徐々に悪化しているとの見方が強まり、FOMC での利下げ観測は高まる。

・欧州

ユーロ圏の 11 月景況感指数は 10 月から上昇。総合購買担当者指数は前月からやや低下したものの横ばい圏で推移した。域内 GDP の 3 割を占める独では、11 月の Ifo 企業景況感指数が下振れるなど、米関税の影響を受け企業マインドは依然として弱い。12 月の Gfk 消費者信頼感指数は改善。年末商戦を控えて消費者心理には持ち直しの動きもみられる。一方、南欧は観光需要が堅調で、域内経済を下支える。英では、財政拡張姿勢をとってきたスターマー政権への不信感から金利上昇と通貨安が進行。こうした状況を受け、所得税増税などを含む年次予算案が公表され、市場には一旦安心感が広がった。

・日本

10 月の鉱工業生産は前月比 1.4%と 9 月から減速したもののプラスを維持、小売売上高も同 1.6%と 9 月から加速するなど、トランプ関税を乗り越えて生産・消費は総じて堅調だ。雇用指標では、失業率が 2.6%と 9 月から横ばいだったが、有効求人倍率は 9 月の 1.2 倍から 4 年ぶり低水準に低下、人手不足感にピークアウトの兆しが見られる。物価面では、10 月企業向けサービス価格指数、11 月東京都区部消費者物価指数ともに 3%近辺で高止まる。堅調な経済と物価上昇を受け、今日の日銀会合での利上げ観測は高まる。高市政権は 18.3 兆円の補正予算案を閣議決定、財源の不足分は 11.6 兆円の国債増額で補う。

世界株式

	直近値(11/28)	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	47,716.42	3.2 %	11.7 %	11.0 %
S&P500種	6,849.09	3.7 %	15.3 %	14.6 %
ボエスバ	159,072.13	2.8 %	34.2 %	54.6 %
(欧州)				
ユーロ・ストックス50	5,668.17	2.8 %	16.4 %	30.3 %
FT	9,720.51	1.9 %	18.2 %	25.2 %
DAX	23,836.79	3.2 %	19.7 %	34.1 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	50,253.91	3.3 %	26.0 %	26.0 %
上海総合	3,888.60	1.4 %	21.1 %	24.5 %
ASX200	8,614.07	2.3 %	4.4 %	9.4 %
SENSEX	85,706.67	0.6 %	8.2 %	3.2 %

出所 (Bloomberg)

・日本

先週の日経平均は、金融緩和期待で上昇した米株の影響で買い戻された。ただし、日本では早期利上げ観測が浮上しており、金融緩和相場が続く米株とは環境が異なる。高市政権による財政拡大策への期待もあるが、内容は引続き補助金などが中心だ。一方、財源はプライマリーバランスを一旦棚上げし、国債増発に頼る形で、英トラスショック的トリプル安の懸念も広がる。米株が堅調な間は日本株も値持ちすると思われるが、米雇用悪化が確認された場合は、米株以上に下落しやすい点には注意したい。

世界債券

(%)

債券利回り(11/28)	2年債	5年債	10年債	先週比 (10年債)
米国	3.493	3.598	4.017	- 0.050
英国	3.745	3.887	4.440	- 0.106
フランス	2.248	2.735	3.409	- 0.064
ドイツ	2.029	2.288	2.689	- 0.014
イタリア	2.177	2.684	3.399	- 0.060
スペイン	2.068	2.524	3.164	- 0.045
日本	0.979	1.326	1.812	0.034
オーストラリア	3.814	4.065	4.519	0.054

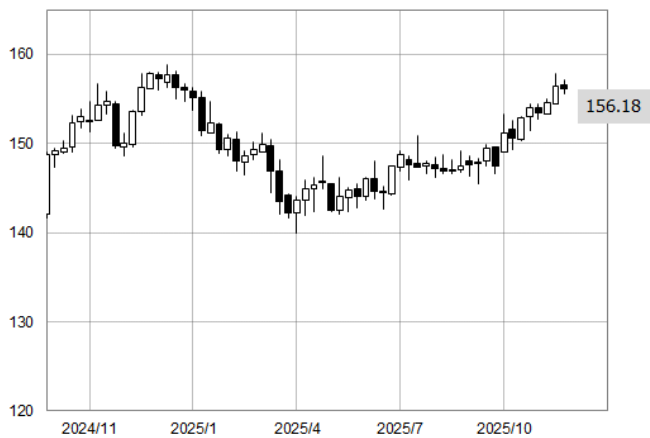
出所 (Bloomberg)

・日本

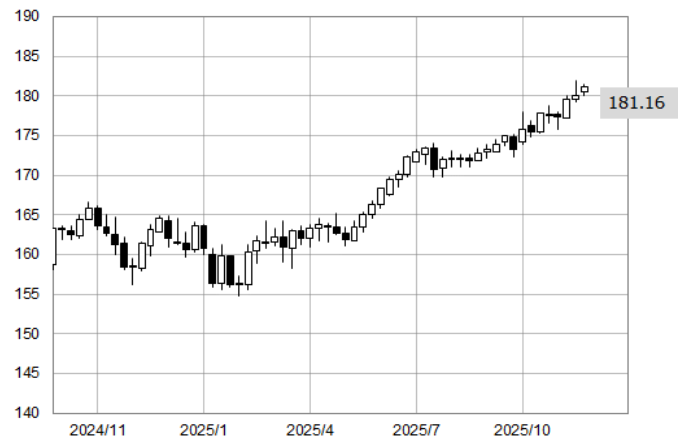
高市政権のブレインであるリフレ派は、「積極財政は円高を促す」とするマンデル・フレミングモデルを主張する。すなわち、財政赤字の拡大は物価を上昇させるとともに、クラウディングアウトを引き起こし、金利は上昇し通貨高につながるというもの。これには2つの問題点があり、第一に国債発行残が多い国でクラウディングアウトが起こるとデフォルトリスクが高まり金利はさらに上昇する。第二にモデル上、通貨高には実質金利の上昇が不可欠であり、そのためには名目金利を現在のCPI(3%)以上に引き上げる必要がある。いずれにせよ金利上昇圧力は避けられない。一方、モデルに従えば、仮に今日日銀が利上げをしても、実質金利は▲2%程度と低いため、足元の円安圧力に対し効果は限定的と思われる。

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)



(トルコリラ・円 週足チャート)

・トルコ

10月の貿易収支は▲75.8億ドルと、前月から赤字拡大、9月の経常収支も11.1億ドルと小幅の黒字にとどまる。他方、10月の外国人観光客数は前年比4.3%となり、10月として過去最大を記録した。高インフレは続いているものの、同時にトルコリラが年率20%で減価しているため、外国人旅行者にとっては依然として割安な渡航先となっている模様。一時80%まで上昇したCPIが33%に低下したのに対し、政策金利は39.5%と実質金利がプラスに転じていることから、通貨安のペースも鈍化しつつある。トルコリラは、高市政策に伴う円安に対し、プラスの実質金利を背景に、対円で底堅い展開が期待される。

今週の予定

12月1日(月) 米：ISM製造業景気指数(11月)

12月2日(火) ユーロ：消費者物価指数(11月)、米：JOLTS求人情数(10月)、生産者物価指数(10月)

12月3日(水) 米：ADP雇用者数(11月)、ISM非製造業景気指数(11月)、鉱工業生産(9月)

12月4日(木) ユーロ：小売売上高(10月)、米：新規失業保険申請件数(週次)

12月5日(金) 日：景気指数(10月)、米：個人支出・所得(9月)

今週のトピック---銅価格上昇と通貨

近年、再生可能エネルギー関連や電気自動車（EV）の普及を背景に銅の需要が増加し、銅価格は過去最高を更新した。その結果、銅メッキを施す米 1 セント硬貨は製造・流通コストが額面価値の 4 倍近い 3.69 セントに達した。このため、トランプ大統領は 2 月に製造終了を命じ、米造幣局は 11/12 に最後の 1 セント硬貨を製造した。日本でも 1 円玉の製造原価が額面以上なのは広く知られるが、足元の銅価格上昇と円安の進行により、銅を主原料とする 5 円玉、10 円玉の製造原価も額面を超えつつある。

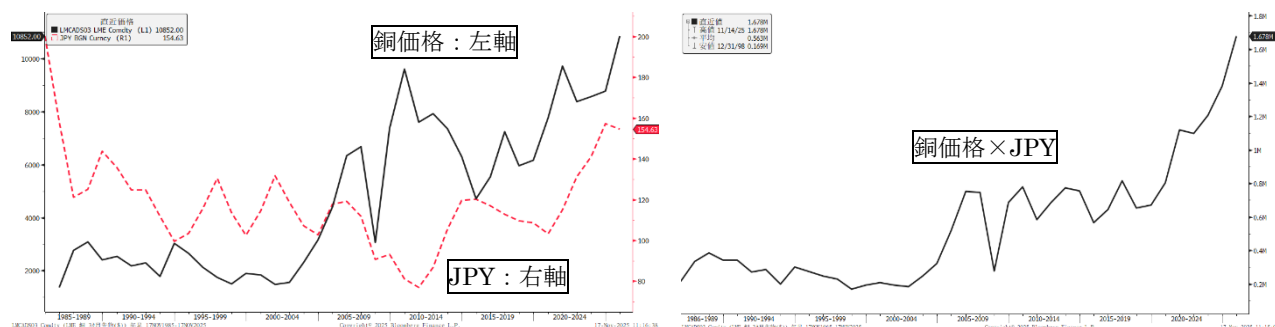


図 1.銅価格と為替 JPY の 40 年間推移 出所 (Bloomberg) 図 2.銅価格×為替 JPY の 40 年間推移

表 1.日本の硬貨と製造原価

硬貨	1 円玉	5 円玉	10 円玉	50 円玉	100 円玉	500 円玉
製造原価	3.1 円	6.3 円	7.8 円	20 円	25 円	30 円

現在の 5 円玉は、戦時中の薬莢など黄銅（真鍮）製軍需品を再利用する形で、1948 年に登場した。黄銅は、銅と亜鉛の合金で 5 円玉の重量は 3.7 g。銅価格が現在 1.7 円/g なので、5 円玉の製造原価は $3.7 \text{ g} \times 1.7 \text{ 円/g} \approx 6.3 \text{ 円}$ となり、1 円玉同様すでに額面を上回る。一方、10 円玉の原料は青銅で、銅を主成分に、わずや亜鉛を少量加えた合金。製造原価は約 7.8 円と額面を下回るものの、設備費や流通費を加えると原価はほぼトントンとなる。1 円玉と 5 円玉は、取得後に溶融して原材料として売却すると利益が出る状態であり、コストを無視すれば裁定取引が成立し得る。

通貨の裁定取引として有名なのは、江戸末期の金銀取引だ。当時、世界の金銀価格比 15 : 1 に対し日本の金銀価格比は 5 : 1 だった。そこで、海外から持込んだ銀を金に交換する裁定取引が大量に行われ、「黄金の国」と呼ばれた日本から大量の金が流出。一方で、近年世界遺産となった石見銀山は、最盛期には世界の銀産出量の約 3 割を占め、20 万人が暮らす一大鉱山都市だったが、その後、産出量減少に加え、裁定取引に伴う銀の大量流入も影響し衰退。現在では約 400 人が暮らす静かな集落となった。人口 20 万人の大都市から、400 年かけて寒村となった時の流れが、良好に保存されている点が世界遺産となった評価ポイントの一つだ。ただし、遺産登録当初に年間 30 万人訪れていた観光客数は、近年では減少傾向である。通貨の裁定取引を政治的に応用した例としては、江戸時代の 5 代将軍綱吉による金貨の品位下げが挙げられる。金含有量を減らすことで通貨発行量を増やしインフレを誘発すると同時に、新旧金貨の強制交換を通じて政府に通貨発行益（シニョレージ）をもたらした。

さて、銅価格が高止まりし、かつ円安が進行した場合、外国通貨で日本の 5 円玉や 10 円玉を購入し、精錬した銅を売却すると利益が生じる可能性がある。その結果、今度は日本から大量の銅流出となるリスクが生じ得る。ただし、日本では硬貨の溶融は法律で禁じられている。

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