

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	
2/23 (月)	独：Ifo 景況感指数(2月) 米：製造業新規受注(12月)	88.6 前月比 ▲0.7%	↑ ↓	↑ ↓
2/24 (火)	米：リッチモンド連銀製造業指数(2月) 米：消費者信頼感指数(2月)	▲10.0 91.2	↓ ↑	↓ ↑
2/25 (水)	日：企業向けサービス価格指数(1月) 独：Gfk 消費者信頼感(3月)	前年比 2.6% ▲24.7	↓	→ ↓
2/26 (木)	ユーロ：景況感指数(2月) 米：新規失業保険申請件数(週次)	98.3 21.2万件	↓	↓ ↑
2/27 (金)	日：東京都区部消費者物価指数(2月) 米：シカゴ購買部協会景気指数(2月)	前年比 1.6% 57.7	↑ ↑	↑ ↑

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

地域連銀の発表した経済指標は、1月のシカゴ連銀全米活動指数はプラス転換、2月の製造業指数はダラスとカンザスシティで上振れた一方、リッチモンドで下振れるなど強弱入交じる。全米ベースでも、12月の製造業新規受注は前月比でマイナスに転換したが、2月の消費者信頼感は上昇するなど総じて方向感に欠ける結果となった。最高裁が相互関税を違憲と判断したことを受け、トランプ政権は代替関税として全世界に10%の関税を発動、今後税率を15%に引き上げることを表明した。週末には米とイスラエルがイランに対し大規模なミサイル攻撃を開始。最高指導者ハメネイ氏を殺害した。

・欧州

ユーロ圏の2月景況感指数は1月の99.3から小幅に低下した。域内GDPの3割を占める独では、2月のIfo企業景況感指数が半年ぶり高水準となった一方、3月のGfk消費者信頼感は、関税問題や政府の社会政策への懸念を背景に予想外に悪化。巨額の財政支出が奏功し企業マインドは堅調だが、個人消費には盛上がりを欠く。物価面では、ユーロ圏1月の消費者物価指数は前年比1.7%と安定している。このため、ECBは政策金利を当面据え置くと予想される。一方、英ではベイリーBOE総裁が「利下げ余地がある」と発言しており、3月会合での利下げが見込まれる。

・日本

1月の小売売上高は前月比4.1%（先月▲2%）、鉱工業生産も同2.2%（先月▲0.1%）と揃ってプラス転換。高市政策を好感し、生産と個人消費の両輪が好転する。一方物価面では、ガソリン税廃止とエネルギー補助金の影響で、2月の東京都区部CPIは2%を下回る。今後、中東情勢緊迫化に伴う原油高に対し、コメ価格の前年比上昇率の鈍化と高校授業料無償化、東京都の水道料金補助などの影響で、CPIの変動が増幅される。物価高対策として、食料品の消費税減税に関する国民会議が始動したが、財源問題に加え、目的の物価沈静化を背景に、本命とされる給付付き所得税還付へと舵が切られる可能性もある。

世界株式

	直近値(2/27)	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	48,977.92	- 1.3 %	14.9 %	13.2 %
S&P500種	6,878.88	- 0.4 %	16.2 %	14.5 %
ボヘスバ	188,786.98	- 0.9 %	57.6 %	83.9 %
(欧州)				
1-0・ストックス50	6,138.41	0.1 %	22.3 %	38.6 %
FT	10,910.55	2.1 %	31.1 %	41.6 %
DAX	25,284.26	0.1 %	24.4 %	41.0 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	58,850.27	3.6 %	48.6 %	48.6 %
上海総合	4,162.88	2.0 %	29.6 %	36.7 %
ASX200	9,198.60	1.3 %	10.4 %	25.2 %
SENSEX	81,287.19	- 1.8 %	4.7 %	- 2.5 %

出所 (Bloomberg)

・日本

衆院選での勝利による政権基盤強化に加え、積極財政実行への期待感から日本株は上昇した。食料品の消費税減税に関しては「国民会議」に委ねる形となったが、与党以外のメンバーは今のところ消費税減税反対を表明する「チームみらい」のみ。早期の減税実現と国債増発は遠のいた。米国の相互関税違憲の判断に伴う新たな関税措置は、日本企業から見れば実質的に現状維持に近い。中東情勢の悪化による石油価格上昇と円安が警戒されるものの、紛争が短期間で終われば日本株の調整も小幅に留まり、上昇基調へと戻ることが期待される。

世界債券

(%)

債券利回り(2/27)	2年債	5年債	10年債	先週比 (10年債)
米国	3.381	3.503	3.945	- 0.141
英国	3.525	3.679	4.233	- 0.120
フランス	2.123	2.534	3.218	- 0.082
ドイツ	1.998	2.239	2.643	- 0.094
イタリア	2.156	2.583	3.271	- 0.069
スペイン	2.115	2.490	3.062	- 0.087
日本	1.234	1.587	2.120	- 0.001
オーストラリア	4.192	4.315	4.655	- 0.077

出所 (Bloomberg)

・日本

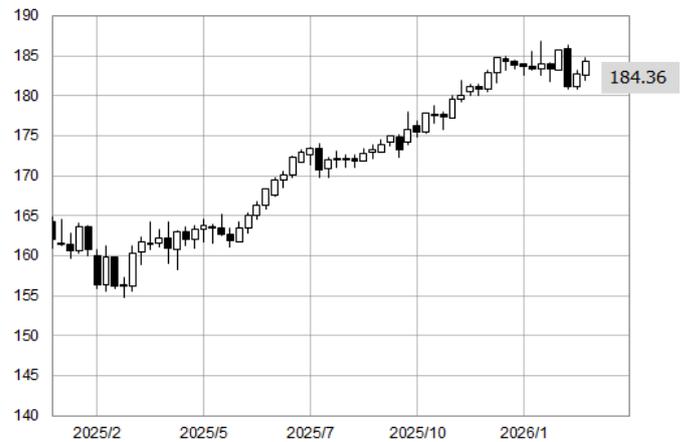
食料品の消費税減税については国民会議に委ねられたことで、目先の国債増発懸念は後退。加えて、政権が毎年の補正予算に決別する意向を示したほか、社会保障と税の一体改革など、財政構造の問題点にメスを入れる姿勢を市場は好感する。国債利払い費の増加に関しても、新規国債発行を中短期ゾーンにシフトしたうえで政策金利を低位に保つ間に、財政改革と税収増が進展すれば、財政の破綻を避けられる可能性はある。足元の補助金や減税による一時的なCPI減速も、金利上昇ペースの鈍化要因だが、中東情勢悪化に伴う石油価格の上昇と円安が続けば、日本では急激な物価高に繋がるため注意が必要だ。

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)



(ブラジルリアル・円 週足チャート)

・ **ブラジル**

1月のプライマリーバランスは1,037億リアルと12月の63億リアルから黒字幅が拡大。債務GDP比も65%と主要先進国と比較して健全な状態を保つ。50%の高関税が適用されていた米関税も、違憲判断により10%への大幅低下が見込めることも、ブラジル経済の支援材料だ。一方、物価に関し2月のインフレ率は前年比4.1%と1月の同4.5%から一段と沈静化。中銀は3月会合で利下げに転じると予想される。ただし、引続き実質金利は高く、経済成長と健全財政を背景にリアルは堅調な展開が続こう。

今週の予定

- 3月2日(月) 独：小売売上高(1月)、米：ISM製造業景気指数(2月)
- 3月3日(火) 日：失業率(1月)、ユーロ：消費者物価指数(2月)
- 3月4日(水) 米：ADP雇用者数(2月)、ISM非製造業景気指数(2月)
- 3月5日(木) ユーロ：小売売上高(1月)、米：チャレンジャー人員削減数(2月)
- 3月6日(金) ユーロ：GDP成長率改定値(10-12月期)、米：小売売上高(1月)、雇用統計(2月)



今週のトピック--- 実質金利と株価

任期満了を迎える日銀審議委員の後任人事案として、高市政権はリフレ派とされる大学教授 2 名を人選。現在の日銀は、政策金利 0.75% に対し消費者物価指数が約 2% なので、実質金利 (= 金利 - 物価) は ▲1.25% と低過ぎるとして、利上げ継続の姿勢を示してきた。しかし、後任候補は、いずれも過去に金融緩和と積極財政を重視する姿勢を示しており、今後の日銀の追加利上げのタイミングやペースの決定に影響を及ぼす可能性がある。ここで実質金利が低いとどのような問題が生じるのかを考える。

実質金利がマイナスの状態では、預金金利がインフレ率に通常追いつかない。その結果、家計はお金をインフレに連動する物、あるいはインフレに連動すると期待される外貨などに交換する行動が広がる。このような行動は、インフレを加速するとともに自国通貨安を招き易い。また、インフレヘッジ手段として、金や不動産、株式といった資産価格も上昇することが多い。図 1 は日本の実質金利と日経平均株価 (対数) の過去 55 年推移。

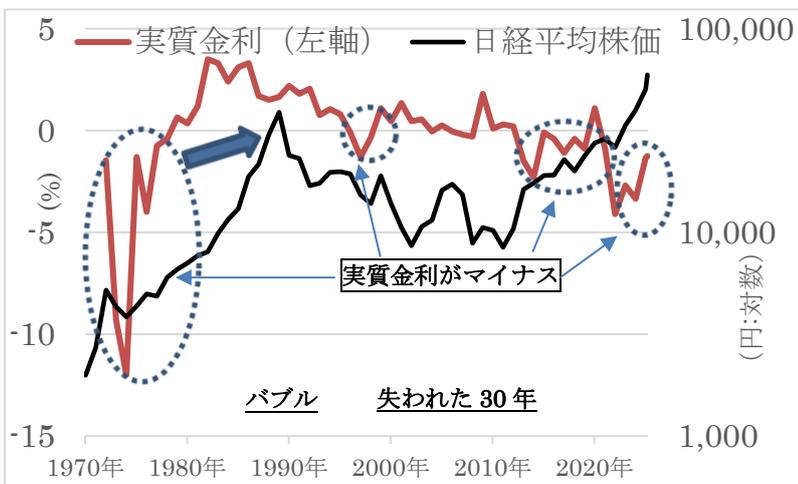


図 1. 日本の実質金利と株価推移 出所 (Bloomberg)

1980 年代までは、長期にわたり大幅なマイナスの実質金利を継続し、プラザ合意後の通貨高により利上げが遅れバブルが発生したとされる。その後、日銀三重野総裁がバブル退治と称して急速な利上げを実施し、経済は減速。バブル崩壊後はデフレの悪影響に対する認識が遅れ、政策金利引下げが後手に回り、実質金利は概ねプラス圏で推移。本格的に実質金利がマイナスとなる

のは黒田日銀総裁の異次元緩和以降である。デフレ下では、現金が実質的購買力が高まる資産となる。加えて、銀行預金からの引出し手数料有料化の進展もありお金はタンス預金へと移行し、タンス預金は 60 兆円まで膨らんだ。日本人は金融リテラシーが低いと言われるが、当時の環境下では合理的判断だった。ただし、当時の日銀券発行残が 120 兆円程度だったので、長年積上げたお金による乗数効果が一気に半分まで逆行したとも考えられ、経済停滞が 30 年に及んだ要因の一つとも考えられる。

かつての中銀による金融調節は、日本に限らず世界的に大雑把でやや遅れ気味だったため、物価や経済成長の振幅は大きかった。例えば米国では 1980 年頃に CPI が 10% を超え、FRB は慌てて政策金利を 20% 程度まで引上げた。しかし近年は、物価と雇用を金融政策のマンデートとし、中立金利に関する研究も進んだことで、物価や経済成長の振幅は抑制されつつある。現在の日本のインフレ率は、ここ 2 年ほど日銀目標の 2% を上回っている (足元は、ガソリン税廃止やエネルギー補助金の影響で 1 年間は抑制されるが、補助金を積増さない限り来年は元に戻る)。図 1 を見ると、実質金利は約 50 年ぶりの大幅マイナス水準としたので、株価や不動産価格が上昇し通貨安も進む。通常であれば政策金利を引上げるべき局面だ。しかし、高市政権が掲げる積極財政と金融緩和のポリシーミックスは、安倍政権下で検証された通り、インフレと資産価格上昇と通貨安を加速する可能性が高い。市場では、株価上昇スピードが速過ぎるとの警戒感も広がるが、金融面で合理的な判断をする日本国民が高市政権を受けインフレヘッジに走ったとも解釈できる。マイナスの実質金利を維持する限り、株高が続く可能性がある。

担当 清水

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。



【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