

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	
3/2 (月)	独：小売売上高(1月) 米：ISM 製造業景気指数(2月)	前月比▲0.9% 52.4	↓ ↑	↓ ↓
3/3 (火)	日：失業率(1月) ユーロ：消費者物価指数(2月)	2.7% 前年比 1.9%	↑ ↑	↑ ↑
3/4 (水)	米：ADP 雇用者数(2月) 米：ISM 非製造業景気指数(2月)	6.3万人 56.1	↑ ↑	↑ ↑
3/5 (木)	ユーロ：小売売上高(1月) 米：新規失業保険申請件数(週次)	前月比▲0.1% 21.3万件	↓ ↓	↓ →
3/6 (金)	米：非農業部門雇用者数(2月) 米：失業率(2月)	前月比▲9.2万人 4.4%	↓ ↑	↓ ↑

出所 (Bloomberg)

マクロ経済

・米国

2月のISM景気指数は、製造業が2か月連続で50を上回り、非製造業は2022年以来の高水準となるなど堅調だった。一方、1月の小売売上高は前月比▲0.2%とマイナス。雇用関連では、2月のADP雇用者数が上振れ、チャレンジャー人員削減数も前年比▲71.9%と大幅に改善したものの、非農業部門雇用者数は前月、前々月を下方修正したうえで大幅減少、失業率も悪化した。中東ではイランがホルムズ海峡の封鎖を表明するとともに、周辺国の米軍施設や原油生産所を攻撃するなど情勢は一段と緊迫化。最高指導者にはトランプ大統領が認めないとしたモジタバ師が選出され、戦争の早期終結期待は後退する。

・欧州

ユーロ圏の10-12月期GDP成長率確報値は前期比0.2%に下方修正された。1月の小売売上高は前月比でマイナスに転じ、個人消費にはやや弱さも見られる。物価面では、2月消費者物価指数は1月の前年比1.7%から小幅に加速したものの、1月の生産者物価指数は同▲2.1%と依然マイナス圏にあり、足元の物価は概ね落ち着いている。ただし、中東情勢の緊迫化を受け原油やLNGなどエネルギー価格は上昇しており、紛争が長期化すれば、ウクライナ危機時と同様にインフレ圧力が高まるリスクがある。

・日本

10-12月期の企業売上高は前年比0.7%（前期0.5%）、設備投資も同6.5%（前期2.9%）と上振れた。企業利益は同4.7%と前期の19.7%から減速したものの、高収益を維持する。2月の消費者態度指数は40と2か月連続で上昇し、内閣府は基調判断を「持ち直し」から「改善に向けた動きが見られる」へと上方修正した。雇用面では、1月の有効求人倍率が1.18倍に低下し、失業率も2.7%に上昇、中国からの渡航者数減少により宿泊・飲食業で雇用が軟化した。国民民主党が食料品の消費税減税を議論する国民会議への参加を表明。中道・立民・公明も参加を検討するが、4党はいずれも食料品の消費税減税には否定的。一方、給付付き税額控除に前向きなので、財政負担の少ない後者案実現の可能性は高まる。

世界株式

	直近値(3/6)	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	47,501.55	- 3.0 %	11.4 %	11.0 %
ナスダック	22,387.68	- 1.2 %	14.9 %	14.5 %
ボヘスバ	179,364.82	- 5.0 %	49.7 %	71.9 %
(欧州)				
ユー・ストックス50	5,719.90	- 6.8 %	14.0 %	28.1 %
FT	10,284.75	- 5.7 %	23.6 %	34.3 %
DAX	23,591.03	- 6.7 %	16.1 %	30.5 %
(アジア・太平洋)				
日経平均	55,620.84	- 5.5 %	40.4 %	40.4 %
上海総合	4,124.19	- 0.9 %	28.4 %	36.3 %
ASX200	8,851.00	- 3.8 %	6.3 %	20.0 %
SENSEX	78,918.90	- 2.9 %	1.7 %	- 5.2 %

出所 (Bloomberg)

・米国

トランプ大統領による予測不可能な行動を背景に、中東情勢は緊迫の度合いを高めている。ただし、軍事力では米国がイランに対して圧倒的優位にあることから、米経済にとって当面のリスクは原油・LNG高に伴う物価上昇とみられる。もっとも、米国は世界最大の原油・LNG生産国であり、エネルギー価格の上昇は資源関連企業の収益を押し上げる側面もある。このため、マクロ経済への悪影響は他地域に比べ相対的に限定的と考えられ、米国株の下値も限定的となる可能性もある。また、為替面でも基軸通貨として米ドルが買われる可能性は高く、日本から投資する場合は世界株の中でも米株は選好され易い。

世界債券

(%)

債券利回り(3/6)	2年債	5年債	10年債	先週比(10年債)
米国	3.565	3.729	4.142	0.197
英国	3.873	4.120	4.627	0.394
フランス	2.467	2.882	3.511	0.293
ドイツ	2.311	2.523	2.860	0.217
イタリア	2.541	2.983	3.619	0.348
スペイン	2.463	2.810	3.351	0.289
日本	1.254	1.624	2.174	0.054
オーストラリア	4.390	4.522	4.846	0.192

出所 (Bloomberg)

・日本

野党の参加が見込まれる国民会議で、食料品の消費税減税の代替として給付付き税額控除実現の可能性が高まった。前者の必要財源約5兆円に対し、後者は約2兆円とされ、目先の国債増発懸念はやや後退した。一方、消費者物価は補助金政策により低下が見込まれていたが、中東情勢緊迫化によるエネルギー価格上昇が補助金効果を上回る可能性が出てきた。日本は原油価格上昇への耐性が低く、ウクライナ危機時には、総額約11兆円のエネルギー補助金を投入したものの、CPIは一時4%を超えた。紛争が長引けば、今回も円安・物価高が進む可能性があり、その場合は長期金利を中心に金利は上昇しそうだ。

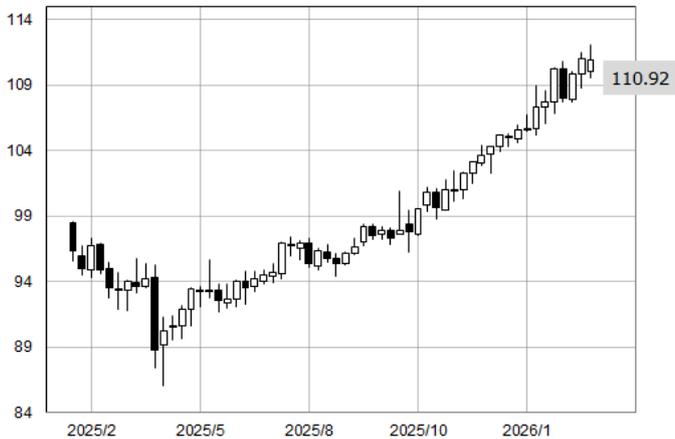
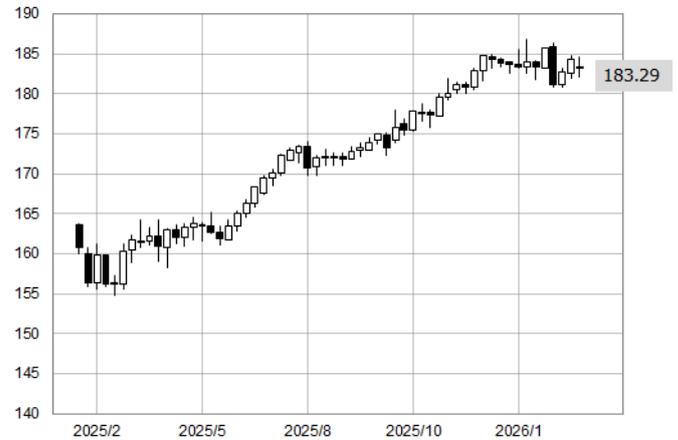
為替

(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)



(トルコリラ・円 週足チャート)

・トルコ

10-12 月期の GDP 成長率は前年比 3.4%と前期の同 3.8%から小幅に減速。物価面では、2 月 CPI が同 31.53%、PPI が同 27.56%と、いずれも 1 月から小幅に加速した。物価高を背景に、中銀は高金利政策を維持する可能性が高い。隣国イランでの戦闘拡大は地政学リスク拡大要因で、トルコの原油生産量は世界 43 位とエネルギー価格上昇への耐性も高くはない。ただし、ホルムズ海峡封鎖が長期化した場合、陸続きで中東と欧州との中間に位置するトルコの地政学的重要性は高まり、通貨リラは対円では意外と底堅い展開が続く可能性もある。

今週の予定

3 月 9 日(月) 日：現金給与総額(1 月)、景気ウォッチャー調査(2 月)

3 月 10 日(火) 日：GDP 成長率改定値(10-12 月期)、中：貿易収支(2 月)

3 月 11 日(水) 日：国内企業物価(2 月)、米：消費者物価指数(2 月)

3 月 12 日(木) 米：貿易収支(1 月)、住宅着工件数(1 月)

3 月 13 日(金) ユーロ：鉱工業生産(1 月)、米：GDP 成長率改定値(10-12 月期)、個人所得・消費(1 月)

今週のトピック--- 米国とイスラエルがイランを攻撃

米国とイスラエルは、イランによる先制攻撃のリスクが高いとして、2/28に同国を軍事攻撃。最高指導者のハメネイ師を殺害した。イランは、周辺国の米軍基地などを標的に報復攻撃を行うとともに、ホルムズ海峡の封鎖を表明。ホルムズ海峡は世界のエネルギー供給における重要なチョークポイントで、原油とLNGの世界貿易量の約2割が同海峡を経由して輸送されている。海峡の最狭部は約33kmと極めて狭く、歴史的にエネルギー輸送の要衝とされてきたが、これまで完全に封鎖された例はない。今回の封鎖により域内では原油の貯蔵余地が不足しているとして、イラクは原油生産を停止したほか、サウジアラビア最大の製油所も操業停止した。原油生産量の世界1位は米国で、サウジ、ロシア、カナダ、イラク、中国、UAE、イランと続いており、今回の攻撃により米、カナダを除く先進国で原油調達リスクが高まる。イランは軍備面で米に劣るため、エネルギー価格上昇を誘発することでトランプ大統領の支持率低下による米軍撤退を狙っているとされる。

紛争の早期終結が望まれる中、NYタイムズはイラン情報省が米CIAに接触し、戦争終結に向けた条件協議を提案したと報じた。しかし、イラン国内ではハメネイ師の次男モジタバ師が次期最高指導者に選出された。師は革命防衛隊と近い関係にあり、ジハードの象徴ともされた父を殺害した国との交渉に前向きとは俄かに信じ難い。実際、イラン国営放送は条件協議提案の事実を否定している。

紛争が長期化し海峡封鎖が続いた場合、原油とLNGの価格上昇が予想される。参考となるのは、湾岸戦争とウクライナ紛争である。いずれのケースでも、武力衝突直後に原油価格は急騰し、衝突前の水準に戻るまでに概ね100日を要した。もっとも、湾岸戦争ではイラク1国の原油生産が止まったのに対し、ウクライナ紛争ではロシアの原油生産・輸出が停止したわけではない。西側諸国が購入を停止した原油を中国やインドが買取り、中印へ輸出していた分を西側諸国が代わりに購入する、いわば輸出先のシャッフルだったので、WTIの上昇は130ドルで止まった。しかし今回は、中東諸国が原油生産を一部停止しており、ウクライナ紛争以上に原油需給はひっ迫する可能性がある。

日本は、原油輸入の9割以上が中東産（サウジとUAEからの輸入が8割）で、その8割がホルムズ海峡を通る。一方、LNGの中東からの輸入分は、ロシア等からの調達もあり10.6%と比較的低い。

ウクライナ紛争時、日本は補助金政策でガソリン価格を欧米より安く維持。ガソリン消費が抑制されず貿易赤字は拡大した。政府は約11兆円のエネルギー補助金を投入し、海外に支払われたため、貿易赤字は拡大しドル円（JPY）は115円から150円へと上昇した。高市政権は高支持率を背景に今回も補助金によるエネルギー価格維持を目指す予想され、結果として貿易赤字拡大、財政悪化、円安が進む可能性がある。一般にJPYは日米金利差との相関が高いとされるが、貿易収支との相関も無視できない。

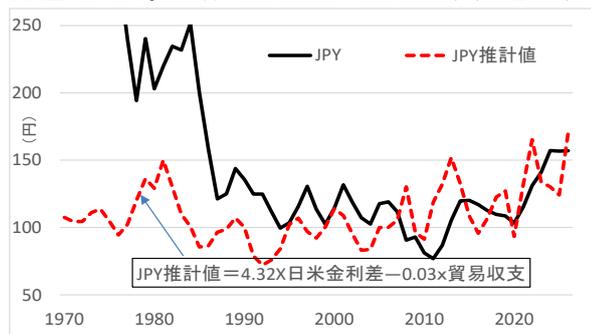


図1はJPYを主成分分析により日米金利差と貿易収支により推計したもので、決定係数は1985年以降で0.54と比較的高い。ウクライナ紛争時、貿易赤字は1.3兆円まで拡大し、JPYは115円から150円まで円安が進行した。今回も赤字が1.3兆円に拡大した場合、本モデルのJPY推計値は170円となるが、その場合は果たして為替介入で円安を食い止めることができるだろうか。

担当 清水

図1. JPYを日米金利差と貿易収支で推計 作成（あおぞら証券）

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