

## よそうかい.com デイリー マーケット レポート

by Eiki Matsumoto

## [金融市場、マクロ経済]

株式:続落、新たな買い材料に欠ける中でポジション調整の売りに押される

ダウ工業平均:48461.93▼249.04

S&amp;P500 種:6905.74▼24.20

NASDAQ 総合指数:23474.35▼118.75

NY 株式は続落、新たな買い材料に欠ける中、先週金曜の流れを継いだポジション調整の売りが相場を主導する展開となった。ダウ平均は寄り付きから売りが先行、中盤にかけてジリジリと値を切り下げる格好となり、昼過ぎには 300 ポイントを超えるまでに下げ幅を拡大した。その後は売りも一方、買い戻しが集まつたものの、流れを強気に変えるには至らず。引けにかけては改めて上値が重くなった。

セクター別では、エネルギー関連に買いが集まつたほか、公益株や不動産、生活必需品も堅調に推移。一方で金鉱株は大幅に下落、素材や一般消費財、運輸株、情報も値を切り下げた。ダウ銘柄ではウォルマート(WMT)が 0.71% の上昇となつたほか、シェブロン(CVX)やウォルト・ディズニー(DIS)も堅調に推移。一方でゴールドマン・サックス(GS)は 1.64% の下落、アメリカン・エクスプレス(AXP)や JP モルガン・チェース(JPM)、エヌビディア(NVDA)の下落も 1% を超えた。

目先は流れが改めて弱気に傾いてくると予想する。FRB が年明け以降も利下げを継続するとの見方や、AI に対する期待が下支えとなる中、投機的な買いの勢いも簡単には衰えないと見ておいたほうがよいが、ここから相場を一段と押し上げるだけの勢いがあるとも思えない。それよりも強気材料のほとんどが既に相場に織り込み済みとなっている可能性が高い中、この先悪材料が出た場合に市場が敏感に反応、大きく価格調整が進むシナリオに対する警戒感を高めておいたほうがよいだろう。

中長期的には景気や雇用の本格的な落ち込みやインフレの高止まり、AI への過剰投資に対する懸念などが改めて材料視される中、流れが本格的に弱気に傾いてくるとの見通しを維持したい。懸念材料は他にも多く残っていることも忘れるべきではなく、思わぬところから弱気のサプライズが飛びだしてくることも十分にあり得るだろう。プライベート・クレジットに対する懸念は、現時点ではそれほど深刻なものと受けとめられていないようだが、今後新たな金融不安に発展する可能性もゼロではない。トランプ関税に関しても、いずれかの時点でインフレや景気に及ぼす影響が一気に強まってくることも十分にあり得るだろう。不法移民の大量送還に伴う労働力不足の問題や連邦政府職員の人員削減が、中長期的に景気の足枷となる恐れも完全に払拭されたわけではない。景気や雇用の本格的な悪化が現実のものとなるにつれ、市場の楽観的な見方が一気に崩れてしまい恐れは高く、その際には現時点で想定されている以上に大きく値を崩す展開となることがあっても何ら不思議ではないのではないか。

## FX:円小幅高、クリスマス明けで材料難の中でポジション調整の買い戻し

ドル/円:156.05、ユーロ/ドル:1.1773、ユーロ/円:183.72 (NY17:00)

為替は円が小幅高、クリスマスの休み明けで材料も少なく、全体的に動意に欠ける中でポジション調整の円買い戻しが全体を主導した。ドル/円は東京から売りが優勢、156 円台前半を中心としたレンジ内でのみ合いとなった。ロンドンではやや買いが優勢となつたが、NY に入ると改めて売り圧力が強まり、156 円を割り込むまでに反落。その後は値を持ち直し、156 円をやや上回ったあたりでの推移が続いた。

ユーロ/ドルは東京では 1.17 ドル台後半のレンジ内での上下を繰り返す展開、ロンドンでは売りが膨らみ、1.17 ドル台半ばまで値を切り下げる。NY 朝には買い戻しが集まつたものの、その後再び売りに押され昼には日中安値を更新、売り一巡後は 1.17 ドル台後半まで値を回復した。ユーロ/円は東京では売りが優勢、午後には 183 円台後半まで値を切り下げる。ロンドンに入ると買い戻しが集まり、184 円台前半まで値を回復。NY に入ると改めて売り圧力が強まり、中盤には 183 円台半ばまで値を崩した。午後には買い戻しが集まり、183 円台後半でのみ合いが続いた。

目先は米景気や雇用の悪化に対する懸念が重石となる中、流れがドル安に転じると予想する。インフレに対する懸念が徐々に後退する中、FRB が今後も利下げを継続するとの見方は、今後もドルの大きな重石になり続けると見てよいだろう。日銀は緩慢なペースながらも利上げを継続すると見られているし、ECB も次の一手は利上げになると見方が浮上している。日欧と米国の金利差が縮小の方向に進んでいくことになるのは間違いない、少なくともここから更に積極的にドルを買い進む理由になるとは思えない。この先米国で景気や雇用悪化のペースが速まるなら、利下げ観測が一段と高まる中でドル売りが加速するのではないか。

一方では米国で再びインフレ圧力が強まり、FRB が利下げを見送らざるを得なくなるシナリオもしっかりと頭に入れておくべきだが、その場合でも米株に売り圧力が強まるなら、米国市場からの資金流出が加速するとの懸念を背景に返ってドル売りの勢いが強まることになるだろう。AI に対する過剰投資に対する懸念が急速に高まるなど、米株に関しては不安材料が多く残っているだけに、今後は米株式市場の動向がドルの方向性により大きく影響するようになる可能性は、かなり高いと見ておいたほうがよいと思われる。

短期的には政府日銀による介入の可能性にも、十分な注意が必要だ。近年の状況下で介入がどの程度の影響力を持つのかは微妙なところだが、市場でも日銀が利上げを打ち出したことを受けて急速に円安が進んだ動きは行き過ぎとの見方が強まっているのも事実。年末にかけてポジション調整の動きが強まりやすいというタイミングの問題もあり、思った以上に大きな動きをもたらすことがあっても不思議ではないだろう。現時点で円売りを仕掛けるのは、かなりリスクが高いのではないか。

## 経済指標・マクロ経済ニュース

- 11 月の住宅販売ペンドイング指数は 79.2 と前月から 3.26% 上昇した、2023 年 2 月以来の高水準で、市場予想も上回った。前年比では 2.59% の上昇、北東部、中西部、南部、西部の全 4 地域で前月から上昇した。

## [エネルギー・メタル]

### 原油: 反発、地政学リスクが改めて材料視される中で買い集まる

NYMEX 原油 2 月限終値: 58.08 △ 1.34

NY 原油は反発、ウクライナの和平交渉は東部の領土問題やザポリージャ原発の扱いで依然として隔たりが大きく、簡単には解決しないとの見方が改めて強まる中、投機的な買いが相場を押し上げる展開となった。トランプ大統領がベネズエラ国内の施設に攻撃を加えたことを明らかにしたこと、同国の供給不安を煽る格好となった。2 月限は夜間取引から買いが先行、58 ドル台まで値を切り上げてのもみ合いとなった。通常取引開始後に 58.30 ドルの高値をつけた後は売りに押し戻される格好となり、昼過ぎには 57 ドル台後半まで値を下げたものの、押し目では買い意欲も強く、引けにかけては改めて 58 ドル台まで値を回復した。

目先は流れが改めて弱気に傾くと予想する。まだしばらくはベネズエラ情勢の更なる緊迫やロシアに対する追加制裁によって石油輸出が減少するとの懸念が投機的な買いを呼び込むかもしれないが、こうした地政学リスクを背景とした動きは意外に長続きしないことも多いことを忘れるべきではない。中国がベネズエラを擁護する姿勢を鮮明にしている中、米国がどこまで強硬な姿勢を維持できるのかは微妙なところ。また中国は今後も積極的にロシア産の購入を続けると思われるし、インドにしても完全にロシアとの関係を断ち切ることはないだろう。戦闘の長期化や制裁によってロシアの国力がかなり落ち込んでいることを考えれば、和平交渉が一気に進展するというシナリオにも、十分な注意が必要となりそうだ。

一方で OPEC プラスや米国の生産が増加、世界的な景気の減速に伴って需要が低迷する中、来年前半にかけて市場が大幅な供給過剰に陥るとの見方は、引き続き相場の大きな重石になると見ておいたほうがよい。OPEC プラスは先の会合で 3 月まで増産を見送る方針を維持することで合意しているが、この程度の生産調整で需給見通しに大きな変化が生じるとは思えない。年明け以降は暖房需要もピークを過ぎ、季節的に在庫積み増しのペースが速まる可能性も高くなる。景気や雇用の本格的な悪化を嫌気する形で株価が下落基調を強めることができれば、それにつれて売り圧力が一段と強まる可能性は高いと思われる。春までに 50 ドルの節目割れを試すまで値を切り下げる展開となっても何ら不思議ではないし、売り一巡となった後もかなりの期間、安値近辺で上値の重い展開が続くことあり得るのではないか。

- ・ 米軍がベネズエラ国内の施設を攻撃、トランプ大統領
- ・ ウクライナとロシアの和平交渉進展も、東部の領土問題やザポリージャ原発の処遇で依然大きな隔たり
- ・ EIA 在庫: 原油は 40.5 万バレルの積み増し、クッシングは 70.7 万バレル増加
- ・ ガソリンは 286.2 万バレル増、留出油 20.2 万バレル増、暖房油 39.9 万バレル減少
- ・ 製油所稼働率は 94.6% と 0.2% 低下、国内原油生産は 1,382.5 万バレルと 1.8 万バレル減少

### 天然ガス: 続伸、週末の寒波で暖房需要の増加観測強まる

NYMEX 天然ガス 2 月限終値: 3.986 △ 0.109

NY 天然ガスは続伸。週末に中西部や北東部が冬の嵐に見舞われたことを受け、暖房需要の増加観測がしっかりと買いを呼び込む展開となった。2 月限は夜間取引から買いが先行、通常取引開始後には 4 ドルの大台まで一気に値を切り上げた。その後は買いも一服、在庫統計の発表後には一旦ポジション整理の売りに押される場面も見られたが、押し目では買い意欲も強くその後 4.029 ドルの高値まで上げ幅を拡大。引けにかけては上値が重くなり、4 ドルをやや割り込んだあたりで取引を終了した。

目先は天気予報を睨んで投機的な売り買いが交錯、激しい上下を繰り返す展開が続くと予想する。この週末の寒波によって、マンハッタンでも再び大雪に見舞われたものの、年明け以降は北東部を除く米国の大い範囲で平年以上の気温が続くとの予報がでており、暖房需要の増加観測がどこまでの押し上げ要因となるのかは微妙なところ。一方本日の在庫統計は 1,660 億立方フィートの大幅取り崩し、在庫は過去 5 年平均を 0.7% 下回るまでに切り下がっており、足元の供給過剰感はほぼ解消されたと考えてよいだろう。もちろん年明け以降に気温が上昇、暖冬が続くことがあれば 3 ドルを割り込むまで値を切り下げる可能性もゼロではないが、冬の寒さはこれからが本番、長期に渡って厳しい寒波に見舞われるような状況となるなら、直近の高値を抜けて更に値を切り上げることも十分にあり得ると見ておいたほうがよいと思われる。

中長期的には、LNG の輸出需要の増加期待が改めて下支えとなるとの見通しを維持したい。ロシアからの供給が大幅に減少する中、供給不足傾向は世界的に強まっており、アジア諸国や欧州の需要は強まる一方となっている。米国の LNG に対する需要はこの先一段と伸びてくるこそあれ、後退することはないと思われる。また AI ブームが過熱する中でデータセンターの建設が急速に進み、電力需要が大幅に増加するとの見通しも、将来的に新たな買いを呼び込むことになるのではないか。

- EIA 天然ガス在庫は前週から 1,660 億立方フィートの取り崩し、前年を 3.6%、過去 5 年平均を 0.7% 下回る

### ゴールド: 大幅反落、買われ過ぎ感高まる中でポジション整理の売りが加速

COMEX 金 2 月限終値: 4343.6 ▼ 209.1

NY 金は大幅反落。ここまで上昇で買われ過ぎ感が高まる中、ポジション整理の売りが大きく相場を押し下げる展開となった。2 月限は夜間取引から売りが先行、4,400 ドル台後半までレンジを切り下げる推移となった。通常取引開始後は改めて売り圧力が強まり、4,316.0 ドルの安値まで一気に下げ幅を拡大。その後は売りも一服となったものの、押し目で積極的に買いを入れる向きもなく、最後まで安値近辺での推移となった。

目先は米株やドル、長期金利の動きを睨んで投機的な売り買いが交錯、幅の広いレンジで上下に激しく振れる展開が続くと予想する。ベネズエラやウクライナ情勢緊迫や米国によるナイジェリアのイスラム過激派への攻撃など、地政学リスクの高まりは引き続き大きな下支えになると見ておいたほうがよいが、今の相場が安全資産としての需要によってのみ動いているとは考えないほうがよいだろう。先週の上昇も、潤沢な流動性を背景とした投資資金の受け入れ先として、再び金に注目が集まったという部分が大きいのではないか。

もしそうなのであれば、この先安全資産ではなくリスク資産として投機的な売り買いに振り回されることが多くなり、値動きが激しく方向感に欠けるものとなるのは避けられない、見ておいたほうがよいだろう。FRB が年明け以降も利下げを継続するとの観測も、引き続き下支えになるとは思われるが、インフレが目標とする 2% を依然として上回った水準にあることや、FRB 内に依然としてタカ派的な見方が残っていることも忘れるべきではない。今後の物価や景気動向次第では、追加利下げ観測が後退することも十分にあり得ると思われる。

長期的には、流れが大きく弱気に傾いてくるとの見通しを維持したい。今後景気が本格的に減速基調を強めてくるならば、投資家がパニックに陥るような急落局面が見られる可能性もゼロではないし、インフレに対する警戒感から FRB が追加利下げに踏み切れない状況が続くなら、深刻なりセッションに陥るシナリオも現実味を帯びてくる可能性も十分に高いと見ておいたほうがよい。株価が大きく値を崩す中でリスク回避の動きが加速、金市場からも資金が一気に流出するような展開となれば、思った以上に大きく値を崩す展開となっても、何ら不思議ではないと考えておいたほうがよい。

## [農産物]

### 小麦: 続落、需給見通しの弱さが改めて売り呼び込む展開

CBOT 小麦 3 月限終値: 513-0 ▼ 6-0

シカゴ小麦は続落、世界市場に供給が潤沢になるという見通しの弱さが改めて材料視される中で売り圧力が強まった。3 月限は夜間取引から売りが先行、510 セント台半ばまで値を切り下げるのみ合いがとなった。通常取引開始後には一段と売り圧力が強まり、512-0 セントの安値まで一気に下げ幅を拡大。その後は一旦買い戻しが集まつたものの、中盤以降は改めて売りに押される格好となり、日中安値近辺で取引を終了した。

目先は流れが弱気に転じると予想する。先の需給報告は世界需給でカナダやアルゼンチン、欧州、豪州、ロシアといった主要国の生産見通しが前月に続いて上方修正、期末在庫も引き上げられるという弱気の内容となった。世界市場に供給が潤沢になるとの見方は依然として相場の大きな重石となっており、生産者を中心とした売り圧力も簡単には後退しないと見ておくべきだろう。足元ではウクライナ情勢の悪化に伴う黒海からの輸出減少に対する懸念などが買いを呼び込んでいるが、地政学リスクを背景とした動きは長続きしないことが多いもの。米国の生産地で高温乾燥傾向が強まっていることも、冬小麦が休眠期に入る中では持続的な買いを呼び込む材料とはならないのではないか。

中長期的には、米産に対する消費国の需要がどの程度回復してくるのかが、大きな鍵を握ることになりそうだ。輸出が好調さを維持するなら投機的な買い戻しも集まりやすくなってくると思われるが、世界的に景気の減速が懸念されている中では、逆に割高な米産に対する需要が一段と落ち込むシナリオに対する警戒感を高めておきたい。輸出の低迷が続くなら、軟調な流れが長期化することも十分にあり得るだろう。

- USDA 輸出検証高は 30.2 万トンと前週から 52.5% 減少
- ウクライナの穀物・豆類在庫は 1 日時点での 2,060 万トンと前月から 420 万トン増加、小麦は 780 万トン

### コーン: 続落、材料難の中でポジション整理の売りが加速

CBOT コーン 3 月限終値: 442-1/4 ▼ 7-3/4

シカゴコーンは続落。需給面で新たな材料が出たわけではなかったが、需給の弱さが改めて重石となる中でポジション整理の売りが加速した。3 月限は夜間取引から売りが優勢、ややマイナス圏に入ったあたりでの推移となった。通常取引開始後は一段と売り圧力が強まり、440 セント台半ばまで下げ幅を拡大。中盤以降も軟調な流れが継続、引け間際には 4420-0 セントの安値をつけるに至った。

目先は需給見通しの弱さが重石となる中、改めて売り圧力が強まつくると予想する。先の USDA 需給報告では輸出の引き上げによって期末在庫が予想以上の下方修正となつたが、生産の大幅な増加を受けて在庫が前年から 5 億ブッシュル近く増加するという弱気見通しが崩れた訳ではない。一旦流れが弱気に転じれば、直近の安値を試すあたりまでなら簡単に値を切り下げる気になるだろう。

輸出の動向にも、引き続き注意を払いたい。米中首脳会談では大豆の買い付け再開が合意されたが、コーンに関してはこれまで買い付けが完全に止まっていたわけではなく、結局は中国国内の需要動向次第ということになりそうだ。この先輸出がしっかりと増えてくるなら新たな買いを呼び込むと思われるが、世界的な景気の減速や消費国への伸び悩みによってペースが鈍つてくるなら、売り圧力が一段と強まることが十分にあ

り得るのではないか。

- ・ USDA 輸出検証高は 130.1 万トンと前週から 25.5% 減少
- ・ ウクライナの穀物・豆類在庫は 1 日時点で 2,060 万トンと前月から 420 万トン増加、コーンは 840 万トン

### 大豆: 続落、穀物市場の下落やレアル安嫌気し売りの流れ継続

CBOT 大豆 3 月限終値: 1063-1/2 ▼9-0

シカゴ大豆は続落、需給面で新たな材料が見当たらない中、穀物市場の下落につれてこれまでの流れを継いだ投機的な売りが膨らんだ。ブラジルレアル安の進行も重石となった。3 月限は夜間取引から売りが先行、朝方には 1060 セント台半ばまで値を切り下げた。通常取引開始後は一旦買い戻しが集まつたものの、早々に息切れ。中盤にかけては改めて売り圧力が強まると、1063-0 セントの安値まで下げ幅を拡大。売り一巡後も安値近辺で上値の重い展開が続いた。

目先は当面の底値を探る展開になると予想する。ポジション整理の売りの勢いが衰える兆しは見えておらず、下落の流れには無理に逆らうべきではないが、一方でファンダメンタルズが弱気に変化してしまったわけではないこともしっかりと頭に入れておきたい。先の需給報告は、生産、需要見通しと共に前月から据え置き、在庫が前年から 8.2% 減少するという需給見通しの強さが再び材料視される可能性は高いと考える。

米中首脳会談を受けて、中国が春から停止していた米国産大豆の買い付けを再開したこと、改めて強気に作用する可能性は高いと思われる。買い付けのペースは必ずしも市場の期待に沿うものとはならないかもしれないが、元々逼迫気味となっていた需給を一段と引き締めるのには十分だろう。これ以上の下落局面ではしっかりと買いが集まつてくるのではないか。

- ・ USDA 輸出検証高は 75.0 万トンと前週から 19.3% 減少
- ・ USDA にエジプト向けで 10 万トンの大豆輸出成約報告

### 砂糖: 小幅反発、ブラジルの乾燥予報や原油高の進行下支え

ICE-US 砂糖 3 月限終値: 15.26 △0.09

NY 砂糖は小幅反発、ブラジルで乾燥予報が強まる中、同国の生産が引き下げられるとの見方が強まる中で投機的な買いが集まつた。地政学リスクの高まりを受けた原油高の進行も下支えとなった。3 月限は夜間の時間帯から買いが先行、朝方に 15.34 セントの高値まで値を切り上げた、NY に入ってからは売りに押し戻されたものの、プラス圏はしっかりと維持したまま取引を終了した。

目先は流れが弱気に転じると予想する。売られ過ぎ感は完全に払拭されておらず、原油やブラジルレアルの動向によってはまだしばらくポジション整理の買い戻しが入りやすい状況が続くと思われるが、それで大きなトレンドが上向きに転じることはないだろう。インドの生産増加観測やタイでも生育が順調に進んでいることを背景に、世界市場が供給過剰に陥るという見通しは、今後も大きな重石となる可能性が高いと考える。更なる上昇局面では生産者を中心とした売りが上値を押さえるのではないか。

中長期的には、ブラジルの生産動向が次の方向性の鍵を握ることになりそうだ。足元ではブラジルの生産地で乾燥傾向が強まっていることを受け、生産が当初の予想を下回るとの見方が買いを呼び込むことが多くなっているが、製糖所においてエタノールから砂糖への生産シフトが進んでいることもあり、同国の供給不安は

今後解消に向かう可能性も高いと考える。一方ではパキスタンが大幅な買い付けを継続的に行っていることや、中国が輸入のペースを速める可能性など、消費国の需要増加に対する期待が下支えとなることもあり得るが、世界的な景気減速に対する懸念が根強く残る中では、需給見通しが強気に転じてしまうほどの大きな材料となるのかは微妙なところだろう。

- ・ インドネシア政府、2026 年に砂糖生産を現在の 268 万トンから 300 万トンに増やす目標
- ・ 印度マハラシュトラ州の 25/26 年度砂糖生産、28 日時点 447.8 万トン、前年同期は 283.2 万トン

### コーヒー：続伸、ブラジルの高温乾燥予報支えに買い集まる

ICE-US コーヒー 3 月限終値 : 352.15 △1.90

NY コーヒーは続伸、ブラジルで高温乾燥傾向が続くとの予報が出る中、作柄悪化懸念が改めて投機的な買いを呼び込む格好となった。3 月限は夜間の取引開始時こそ売りに押されたものの、その後買い意欲が強まり朝方にはプラス転換、NY に入ると 354.30 セントの高値まで値を切り上げた。買い一巡後は売りに押し戻されたものの、最後までプラス圏をしっかりと維持したまま取引を終了した。

目先はブラジル生産地の天候や生育状況を睨んで投機的な売り買いが交錯、方向感の定まらない展開が続くことになるだろう。高温乾燥を背景としたブラジルの作柄悪化懸念は引き続き大きな相場の下支えになると思われるし、米国内の指定在庫の取り崩しも強気に作用すると見ておいたほうが良いが、4 ドルの大台を上回る価格を長期間維持できるほど、世界需給の逼迫が進むとも考えにくい。ブラジルで再び降雨予報が出てくれば売り圧力が一気に強まる恐れも高く、当面は上下どちらの方向にも、明確なトレンドが生じることはないを見ておいたほうがよいのではないか。

中長期的には、やはりブラジルの動向が大きな鍵を握ることになりそうだ。特に 2021 年に大規模な降霜に見舞われた際に被害を受けた多くのコーヒー樹が植え替えられたことの影響が思った以上に長期化、改めて供給不安が高まるシナリオには注意が必要だ。植樹からの年数が経っていない若い樹には、天候面のストレスに対する耐性が十分に備わっていないし、生産コストの高騰によって資金力に乏しい農家が肥料や農薬を十分に使用できていないことも、供給面でのリスク要因として残っている可能性も高い。生産が現時点での予測以上に大きく落ち込むことがあれば、需給見通しが一変することがあっても不思議ではないし、その際には再び最高値を更新する展開となることも十分にあり得るだろう。

#### プロフィール - 松本英毅

米国金融、商品市場ストラテジスト。ニューヨークを拠点に活動し、実際のトレードに役立つ情報提供を身上とする。金融から商品市場まで幅広い知識を有しており、一つの銘柄に捉われることなく総合的な判断を下すことができるのが強み。中でも、1 バレル=10 ドル時代から追いつけてきた原油市場については造詣が深い。トレード経験を活かした切り口の鋭い分析に定評がある。