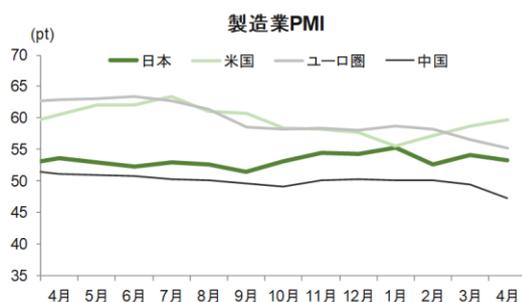




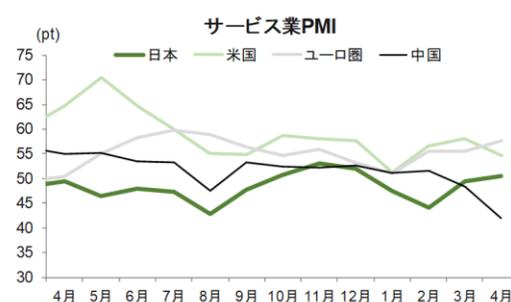
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済はインフレの長期化やロシア・ウクライナ情勢の緊迫化に加え、中国のゼロコロナ対策の影響により、下押し圧力を強めている。債券市場ではインフレ長期化による中銀のタカ派化が強く意識され、株式市場も長期・超長期金利の上昇に加えポスト・コロナに本格的に移行するなかで IT 関連銘柄を中心に業績懸念が台頭している。為替市場では、ロシア・ウクライナ情勢緊迫化を背景にしたユーロや英ポンドの下落、中銀間の金融政策スタンスの違い等を要因とする円安などが米ドル高に寄与した。インフレ長期化懸念が根強きのなか、マクロ経済環境が変化することに市場は敏感になっており、各市場とも不安定な状況が続く可能性が高い。
- **注目材料:** グローバル金融市場において、中国経済への懸念が高まりつつある。足もとの中国マクロ経済統計は冴えず、4月の PMI も製造業、非製造業とも景況判断の分岐点となる 50 を下回った。懸念の背景には、中国政府によるゼロコロナ対策や改善が遅れているマクロ経済がある。一方、ゼロコロナ対策によるマクロ経済への下押し圧力は既に峠を越えている可能性が高く、経済政策も政府主導で名目 GDP を維持・拡大することは然程難しくない。一方、グローバル金融市場は常に中国経済に対して過剰反応する傾向があり、それに中銀のタカ派化が加わったとき、市場のリスクオフ・センチメントが高まることを意識しておきたい。

1. マクロ経済展望 ~ 金融引き締め懸念の台頭

グローバル・マクロ経済は、インフレ長期化やロシア・ウクライナ情勢の緊迫化に加え、中国のゼロコロナ対策の影響により、下押し圧力を強めている。足もとでは米国はインフレ長期化にもかかわらず、労働需給のひっ迫と賃金上昇が続き堅調に推移している。欧州や日本も、ポスト・コロナに本格的に移行するなかリベンジ消費が出ている可能性があり、サービス業 PMI が相対的に堅調である。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

一方、中国は北京冬季五輪後にゼロコロナ対策が緩和されるとの期待とは裏腹に、(他国比で圧倒的に人口当たりの感染者数が少ないものの) 上海市のロックダウンに踏み切るとともに、4月下旬以降は北京市での部分的な外出制限措置を導入している。中国の主要都市が外出制限に直面するなか当該措置が長期化すれば、中国のマクロ経済減速につながるほか、物流網の混乱から世界的な供給制約要因になる可能性があり、世界経済への負の影響が生じる可能性がある。後述するように4月は株式を含むリスク資産価格が大幅に下落したが、主因の一つは中国経済への懸念にあるとみている。

4月28日に発表された米国の22年1-3月期GDP成長率(年率)は、実質で▲1.4%となり市場予想(+1.0%)を大幅に下回った。在庫投資の低下や輸出入(輸入増に対し輸出減)がネガティブに作用したことに加え、インフレ率上昇も寄与した。実際、名目GDPは+6.5%とむしろ強く、個人消費、企業投資、および住宅投資も強さを維持している。過去の実質GDP

がマイナスになった際にみられたような需要減が見られていないため、むしろ強すぎるマクロ経済がインフレの要因との見方を支援しているとの見方が根強い。一方、インフレ長期化や限定的な政府支出が続くことによる米国経済のスローダウンを既に市場が意識しているため、今般の実質 GDP のマイナス化はこのような意見をドライブさせる可能性もある。

また、4月19日には、国際通貨基金 (IMF) は世界経済見通し (World Economic Outlook) を公表し、22 年は前年比+3.6% (1 月時点の見通しは+4.4%)、23 年は同+3.6% (同+3.8%) からいずれも下方修正した。下方修正の背景には、当然にロシア・ウクライナ情勢の混乱に加え、今後の資源・エネルギー価格やサプライチェーン混乱等への不透明感を示した。更に、中国がゼロコロナ対策を維持し、移動制限や地域的なロックダウンを実行していることや、都市部の雇用回復が緩慢であることも懸念材料としており、今後の見通しについても悲観的な見方にシフトしている。

以上のように、過去 1 か月でグローバル・マクロ経済見通しは下方修正されつつあり、今後の注目材料も当然に、グローバル・マクロ経済がインフレ長期化、ロシア・ウクライナ情勢、そして中国などの材料に対して、マクロ経済がどの程度影響を受けるのかになるろう。足元は力強さを残す米国、本格的なポストコロナへの移行によるペントアップ需要など、マクロ経済が急激に失速する懸念は依然として少ないものの、

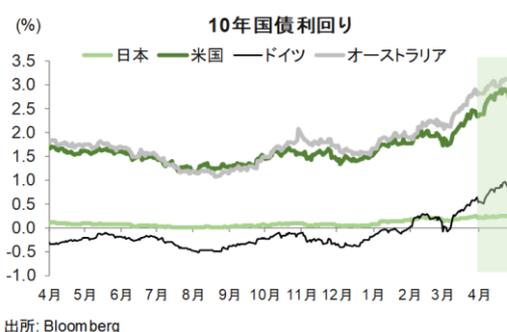
マクロ経済の先行指標となりうる個人消費関連統計 (例えば、消費者信用残高など) に注目する必要があろう。また、5月3-4日のFOMCでは利上げ幅やバランスシート縮小策 (QT) が注目されるが、市場に一時的な安心材料になる可能性と逆にリスクオフ材料になる可能性の双方がある。18年に経験したように、中国マクロ経済への懸念とFRBのタカ派化 (特に中立金利以上の利上げを市場が意識する局面) は、金利水準を一時的ながら過度な水準に上昇させ、株式やクレジット等のリスク資産価格に対する大きな下落圧力になる。マクロ経済のスローダウンに対して、「データ次第」の姿勢を堅持するFRBがタカ派化を維持するかどうか、市場センチメントの観点から重要になるろう。



2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ インフレ長期化懸念が強まる

4月の債券市場は、月間を通じて金利上昇・クレジット・スプレッドのワイド化となった。ウクライナ情勢は依然として不透明感が強いが、ウクライナ国内での局地戦に終始しており、ロシア・ウクライナから地理的に遠い米国をはじめ多くの金融市場では材料視されにくくなった。このようななか、市場の注目はインフレと中銀の金融政策になった。



世界中から注目される米国の債券市場では、イールド・カーブ全体で各目金利が上昇したが、10年~30年金利の上昇幅が大きく、結果として3月末にみられた2年-10年のカーブの

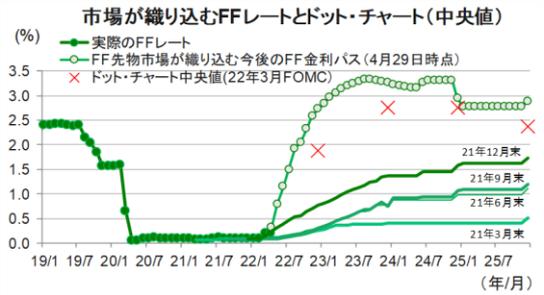
インバート（逆イールド化）は解消された。インフレ長期化にもかかわらず力強い米マクロ経済を前に、3月のFOMCで上方修正されたドット・チャート中央値（23年末：2.75%）程度の利上げでは、インフレ抑制が困難との見方が強まり、利上げのゴール（ターミナル・レート）や中期的な長期金利水準への不透明感が高まった。このようななか、FOMCメンバーからのタカ派発言が続いたため、5月～7月のFOMCでは、50bp～75bp/回の利上げが織り込まれるようになった。

また、3月の米CPI（対前年同月比）は総合指数が+8.5%（2月は同+7.9%）まで上昇するも、エネルギー・食料品を除くコア指数は同+6.5%（2月は同+6.4%）となった。総合指数は、ロシア・ウクライナ情勢緊迫化後の資源・エネルギー価格上昇影響した。食料品（化学肥料価格上昇）、住居（建築コスト上昇）、および輸送サービスの寄与度上昇の背景にも資源・エネルギー価格上昇がある。なお、耐久財は中古車価格下落影響が大きく寄与度を低下させた。このように、足もとのインフレ率高止まりはもはや需要の強さだけを反映しておらず、長引く資源・エネルギー価格上昇が背景にある。当然にFRBの利上げやQTが資源・エネルギー価格に直接影響するわけではないため、インフレ率の高止まりは長期化するとの見通しになるのも無理はない。

米欧諸国に比べると日本の長期金利上昇は限定的ながら、日本国債市場では3月に続き日銀YCCの金利振れ幅上限とされる0.25%を試す展開となった。これに対し日銀は固定利回り0.25%での国債買入オペ（指値オペ）を金額無制限で実施するとともに、4月28日の金融政策決定会合では、連続指値オペの運用を明確化し、10年国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き毎営業日実施することを示したことにより、長期金利はその後下落した。

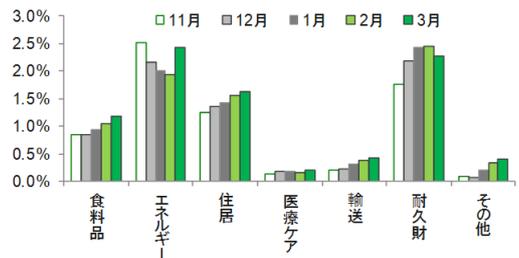
クレジット市場は、前述のような長期金利に対する不透明感の台頭に加え、ロシア・ウクライナ情勢の緊迫化（ロシアによる一部国への天然ガス供給停止、およびその背景にあるNATO加盟国によるウクライナへの戦車等の武器供与など）、および中国経済への警戒感の台頭（後述）などが影響し、クレジット・スプレッドは大幅にワイド化した。特に、ロシア・ウクライナ情勢緊迫化やECBの金融引き締めへのシフトにより、ユーロ建て社債市場のスプレッド・ワイド化幅が大きく、対米国社債市場でアンダーパフォームした。

債券市場の注目材料は、まずは5月のFOMCにあるが、それと同じくらい今後のマクロ経済見通しが重要である。市場は、利上げのゴールと長期金利水準の2つに「迷い」を持っており、債券市場の不透明性（ボラティリティ）は高い。背景には市場予想よりも粘り強いインフレと米経済があるが、米国の22年1-3月期実質GDPが対前年比▲1.4%になったことで、市場の注目度が更に高まるとみている。当該GDPは、基本的には一時的要因が大きくこれだけで米国経済の失速を懸念する材料にはならないだろうが、今後のマクロ経済への不透明感は残り、債券利回りは上下双方に振れうる状態にある。



出所: FRB, Bloomberg

米CPI総合(主要品目別寄与度)



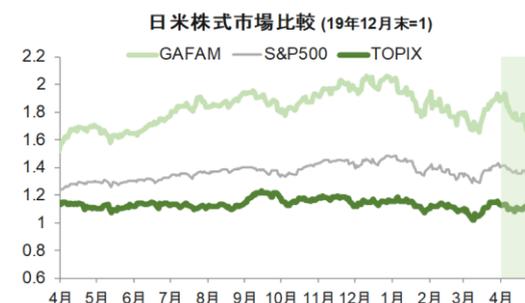
出所: Bloomberg

② 株式市場 ～ 世界的に下落

4月の株式市場は、世界的に下落基調となった。下落幅の大きな米国は、長期・超長期金利の上昇や、GAFAMを含む大型IT関連銘柄の下落が相場下落に影響した。IT関連銘柄は、コロナ禍でむしろ業績を伸ばしたが、世界的にポスト・コロナに移行するなか、コロナ禍での堅調な業績の一部が剥落しつつあり、市場の失望を買った。

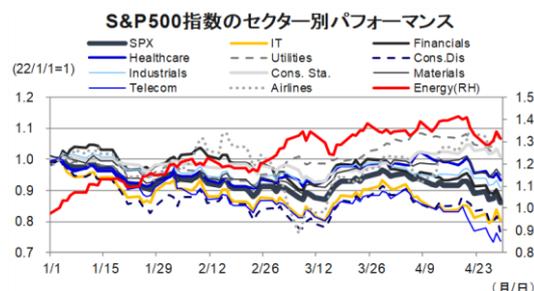


出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

S&P500 指数のセクター別パフォーマンスをみると、4月はエネルギーセクターが横ばい～下落になったほか、Consumer Discretionary (耐久消費財) や IT セクターのアンダーパフォームが目立つ。一方、Airlines (空輸)、Utility (電力・ガス等のインフラ) などは指数をアウトパフォームしている。このような傾向を見る限り、ポスト・コロナへの移行や市場センチメント低下だけでなく、マクロ経済減速の可能性を織り込んでいるように見える。



出所: Bloomberg

その他、株式市場に対する悲観的な見方の背景には、①米実質金利の急上昇（10年実質金利は4月29日時点でゼロ付近）、②インフレ長期化による企業の業績下方修正懸念、および③中国・上海市のロックダウン長期化によるサプライチェーンの混乱と部品供給の滞り懸念（上海港の稼働率低下によりコンテナ船への荷積みが滞っている）、などがある。いずれも、今後一層顕在化する可能性の高い材料であり、株式相場のボトム形成にはなお時間を要する可能性が高い。

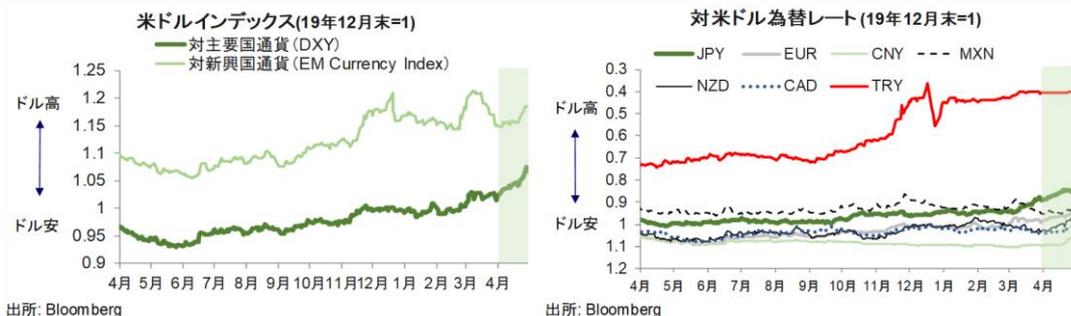
一方、S&P500 指数は年初来高値から既に14%下落している（4月29日時点）。上記のようなリスクは相応に織り込まれつつあるとの見方も可能である。例えば、マクロ経済への悲観的な見方が台頭し、米長期・超長期金利が下落する局面では、バリュエーション指標改善への期待から短期的に底堅い展開になる可能性もあろう。ロシア・ウクライナ情勢の急展開（停戦合意）などのヘッドラインも出やすい局面にあり、相場は上下双方に振れうる難しい状況が続くとみている。

③ 為替市場～ 米ドル高が加速

4月の為替市場は、米ドル高が加速した。背景には、米金利の持続的な上昇に加え、ロシア・ウクライナ情勢の緊迫化（欧州通貨の下落）や、中国経済への懸念（中国元の下落）、日本円に対する思惑（長期的な金融緩和期待等）など、米ドル以外の主要通貨への市場の期待がある。

ユーロ・米ドルは、ロシア・ウクライナ情勢の緊迫化、具体的にはポーランドやドイツなどのNATO諸国が、ウクライナに対して攻撃型兵器（戦車等）の供与を表明したことに対し、ロシアがポーランド等への天然ガス供給停止を表明するなどに反応し、月末にかけて一時

1.04 米ドル台まで下落した（3月末は 1.10 米ドル後半）。エネルギー価格上昇によるインフレ懸念が根強く、ECB の利上げ時期に対する市場予想が前倒しされるなか、ドイツ国債利回りも上昇し続けたが、それ以上にユーロ圏の不透明性が強かったとみている。



中国元（米ドル・中国元）は、月央まで安定していたが月末にかけて急落し、月末は 6.60 円台（3月末は 6.34 台）となった。前述の通り中国元急落の背景には、米国長期金利上昇やFRBのタカ派化よりも、中国マクロ経済への不透明感があるとみられる。

日本円（米ドル・円）は、米金利上昇に加え中銀間の金融政策スタンスの違い等も影響し、米ドル高・円安が進んだ。前述の通り 4月 28 日の金融政策決定会合を経て、会合前の 128 円台から一気に 131 円台に下落する局面もあった。なお、月末には米国マクロ経済への懸念材料が出たこともあり、129 円台まで回復した。

新興国通貨（対米ドル）は、資源・エネルギー価格の安定化に加え、ロシア・ウクライナ情勢緊迫化や中国経済への懸念等がリスクオフ・センチメントに作用した可能性が高く、対米ドルで下落基調となった。ただし、ロシア・ルーブルは対米ドルで上昇した。ロシア産原油や天然ガスの購入に際し、ロシア政府がルーブルによる支払いを要求しているとの報道により、ルーブルへの需要が強くなるとの見方が強くなった可能性があるほか、ロシア政府およびロシア企業が外貨建て債務に対する元利払いを続けていることも影響したとみられる（4月 29 日時点では米ドル建てロシア国債の米ドルでの元利払いが実施されたとの報道あり）。

このように、為替市場は米国一極集中ではなく、各国・地域の事情に基づき変動しているため、今後も各国・地域の情勢次第で（対米ドルで）上下双方に変動する可能性がある。

3. 注目材料～ 中国経済への懸念をどうみるべきか

前述のとおり、グローバル金融市場において、中国経済への懸念が高まりつつある。中国の 22 年 1-3 月期実質 GDP 成長率は前年比+4.8%となり、政府の年間目標とされる+5.5%前後に対して下振れている。不動産業や小売売上高も冴えない。4 月の PMI も製造業、非製造業とも景況判断の分岐点となる 50 を下回るなど、マクロ経済統計をみても減速感が出ている。

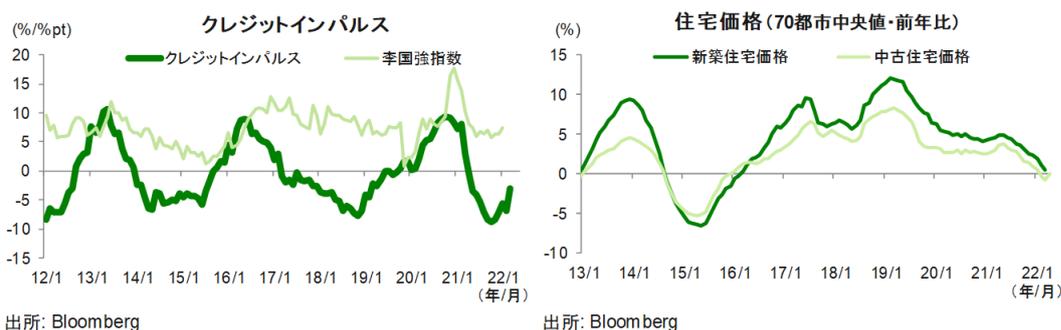
中国経済に対する警戒感の高まりは、マクロ経済指標の減速に加え、今後に対する以下のようないくつかの悲観的な見方も影響している。

まず、中国政府が続ける「ゼロコロナ対策」が挙げられる。新型コロナウイルス感染症感染確認数ゼロを目標とする「ゼロコロナ対策」が、中長期的な視点からマクロ経済に負の影響を与える可能性が高く、必ずしも有効な感染予防・抑制策にならないとの認識が世界的に共有されつつある。「ゼロコロナ対策」は主にアジア諸国で採用されてきたが、最近では韓国でもマスク着用義務の一部が撤廃されるなど、「ゼロコロナ対策」の放棄が進んでいる。反面、中国は上海市の厳しい行動制限（ロックダウン）が市場予想よりも長期化したほか、首都・北京市でも局所的に行動制限が実施されている。20 年初旬に武漢市のロックダウンを

いち早く決断し、世界に先駆けて経済活動を再開させてきた中国では、政府による「ゼロコロナ対策」が有効との見方を維持している。しかし、ウイルスは変異を続け、主流である mRNA ワクチンのオミクロン株に対する発症予防効果はデルタ株より低いという報告もみられるなか、「ゼロコロナ対策」よりも with コロナを前提にした経済活動維持の有効性が世界的に支持されつつある。グローバル金融市場では、今更、中国政府が「ゼロコロナ対策」よりも with コロナが重要との認識を示すことが難しく、「ゼロコロナ対策」を放棄するには相応の時間を要するとの見方が根強い。世界経済をけん引する中国において、経済活動が長期的に停滞する可能性があるシナリオは、金融市場が注目する材料になっている。

「ゼロコロナ対策」は、世界的な物流網の混乱に拍車をかけるとの懸念に至っている。上海港は世界の物流ハブであり、上海市のロックダウンによる物流機能停滞が世界的な物流網混乱を招いている。このため、20 年前半にみられたような供給制約、具体的には製造業が必要とする部品や素材が製造拠点に届かなくなる事態が想定されており、企業の生産活動や GDP に負の影響を与える可能性が高まっている。

更に、上記を主因に 4 月中旬以降、中国元が対米ドルで急落した。中国にとって元安は輸出促進につながる一方、内需関連銘柄多い上海総合指数にとっては重荷である。また、インフレ期待につながることを通じて利下げ期待が後退するほか、過度に進行すれば資金流出傾向が強まる可能性もある。このため、中国人民銀行は 4 月 25 日、金融機関の外貨預金準備率を 9.0%から 8.0%に引き下げ、急激なドル高・元安を阻止するシグナルを発したが、市場の懸念を払しょくできるかどうかは不透明である。



21 年 12 月の経済工作会議において、22 年のマクロ経済政策を「安定」を軸に景気刺激策を使いつつ回復させる方針とされているなか、クレジット・インパルス（名目 GDP に対する与信総額の対前年比）や住宅価格の回復が期待されているが、両指標とも冴えない状態が続いている。21 年半ばには中国恒大集団が注目されるなど、中国政府は不動産開発業者向けの規制強化を続けたものの、金融機関による過度な与信引き締めを誘発し、中小不動産開発業者の経営破たんが相次ぐなど社会的な混乱を招いた。この反省もあり、21 年後半以降は不動産開発業者向けの銀行の与信基準緩和に乗り出し不動産市況回復を目指しているが、足もとの市況はむしろ悪化傾向にある。

要は、中国に対するグローバル金融市場の懸念は、ゼロコロナ対策というポスト・コロナに移行する世界の潮流から外れた政策と、「安定」を目指す 22 年のマクロ経済政策が機能していない可能性の双方への疑問が背景にある。

ゼロコロナ対策については、4 月末時点で上海市の新型コロナウイルス感染症新規感染確認数は減少に転じており、ロックダウンも部分的に解除されつつある。北京市への対応は、上海市の状況を再発させないようにする予防的措置の側面が強く、政府の威信をかけて上海市と同様の状態にはさせない可能性が高い。すなわち、ゼロコロナ対策によるマクロ経済への下押し圧力は既に峠を越えている可能性が高い。

また「安定」に向けた経済政策については、ゼロコロナ対策を続けるなかで、どうしても回

復時期が先送りされる傾向が強いものの、名目 GDP に占める個人消費のウエイトが先進諸国比で相対的に低いこともあり、政府主導で名目 GDP を維持・拡大することは然程難しくない。今年秋の共産党大会に向け、過度な景気減速を回避する方針は明確とみられ、市場が当初期待した実質 GDP 成長率年率+5.5%程度が達成困難としても、マクロ経済が失速する可能性は低いだろう。

15 年後半や 18 年後半など、グローバル金融市場は、定期的に中国経済への不安を募らせる局面を経験しているが、いずれも過度な懸念に終始した。例えば、18 年後半は米国がトランプ政権下で中国との間で貿易摩擦が加速し、中国からの大半の輸入品に対して関税が導入されたことにより、中国経済の失速懸念が台頭した。しかし、実際にマクロ経済への負の圧力は大きくなく、中国の対米貿易も北ベトナム等を経由して継続された。ゼロコロナ対策という前例の無い事象ゆえに、その影響を見積もることへの不透明感が残るものの、社会主義・中央集権的な中国において、体制崩壊などのリスクが顕在化しない限り、マクロ経済が大失速する可能性は低いとみている。

一方、グローバル金融市場への影響については留意を要する。18 年後半は、中国経済への懸念が台頭するなかで、米国では積極的な利上げが続いた。18 年 10 月初旬に FRB のパウエル議長は中立金利以上の利上げの可能性を示唆したことをきっかけに、19 年初頭まで株式市場の下落や社債の対国債スプレッドがワイド化したのは記憶に新しい。グローバル金融市場は常に中国経済に対して過剰反応する傾向があり、それに中銀のタカ派化が加わったとき、市場のリスクオフ・センチメントが高まることを意識しておきたい。



(了)

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

上田八木短資株式会社

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551
（代表）

加入協会 日本証券業協会