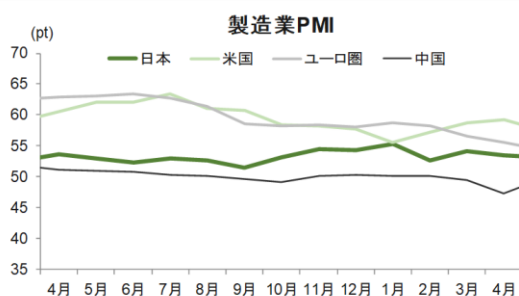




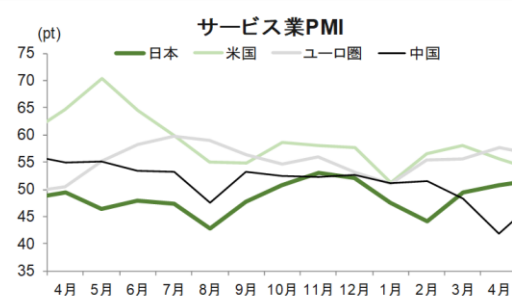
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は先行き不透明感を増している。インフレ長期化やロシア・ウクライナ情勢の緊迫化に加え、中国の失速が鮮明になってきた。このため、債券市場では景気失速によるインフレ率低下や中銀のタカ派シフトに変化が生じる可能性が意識された。景気減速と企業業績への懸念により株式やクレジットなどのリスク資産は売り優勢となった。米長期金利のピークアウトにより、米ドル高基調にも変化が生じた。5月下旬には、中国政府が矢継ぎ早に経済対策を打ち出し、市場センチメントに変化が生じているものの、中国経済の回復には確信が持てない。ロシア・ウクライナ情勢も長期化に伴い資源・エネルギー・穀物高を長期化させている。中国経済の回復、米国個人消費、そして資源・エネルギー・穀物高の行方など、グローバル・マクロ経済動向から目が離せない。
- **注目材料:** 5月は米長期金利がピークアウト感を強めた。背景には、パウエル議長を含むFRB関係者からのハト派色の強いコメントに加え、中国の失速やインフレ長期化による米経済（具体的には個人消費）への懸念の高まりがある。事実、消費財や小売業で業績下方修正が目立ち始め、住宅関連指標やクレジットカード等利用額のピークアウトもみられる。持続的に金利が低下するためには、インフレ率が持続的に低下する必要があるが、米国のインフレ率（総合もコアも）は資源・エネルギー・穀物高が続く限り高止まりする可能性がある。需要減退だけではなく、ロシア・ウクライナ情勢の沈静化も、期待インフレ率の更なる低下に対して必要十分条件になろう。

### 1. マクロ経済展望 ～ 金融引き締め懸念の台頭

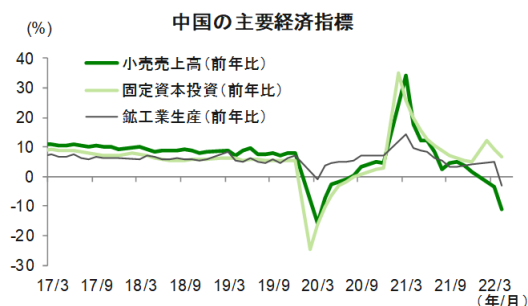
グローバル・マクロ経済は、先行き不透明感を強めている。インフレ長期化やロシア・ウクライナ情勢の緊迫化に加え、中国の失速が鮮明になってきた。日本や欧州はコロナ禍明けのリベンジ消費が続いており、主にサービス業PMIが堅調だが、米国の伸び悩みに加え、中国の落ち込みが足もとでは著しくなっている。



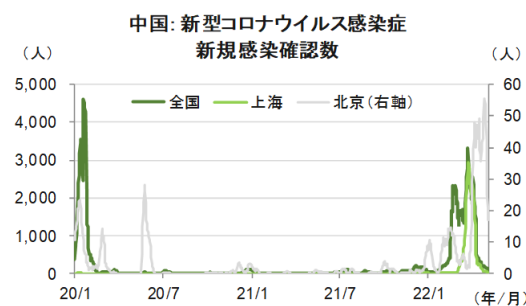
出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



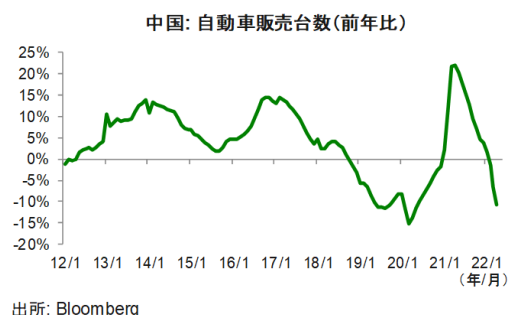
出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

中国では、上海市等の主要都市でいわゆる「ゼロコロナ政策」が長期化しているが、足もとでは当該政策が奏功しつつある。上海市の新型コロナウイルス感染症新規感染確認数は大幅に減少しており、また首都・北京市も感染抑制には至っていないものの、感染者数が爆発的に増加しているわけでもない。経済指標を確認すると行動制限強化により小売売上高や鉱工業生産の落ち込みが激しいが、固定資本投資は比較的堅調な状態にある。4月の経済指標の落ち込みを踏まえ、5月下旬に中国政府は公共事業、減税、補助金、規制緩和、金融緩和（ローン・プライムレートの引き下げ）などの経済対策を矢継ぎ早に発表した。また、上海市が6月1日以降本格的に外出制限を解除することになったこともあり、5月下旬には株価が反転・上昇するとともに、米長期金利の反転も確認された。5月のPMIも低水準ながら市場予想以上に反発しており、経済指標の落ち込みは一旦4月でボトムを打ったとの見方が根強い。

しかし、今年秋の共産党大会に向けて、感染者数抑制を続ける必要もあり、本格的にヒトの行動制限が緩和されるには相当な時間を要するとの見方もある。新型コロナウイルス感染症新規感染確認数の推移を見守るとともに、今後発表される個人消費関連指標、とりわけ日米欧経済に大きな影響を与えうる自動車販売台数は重要になろう。



また、5月は米国経済に対する悲観的な見方も強くなった。特に市場が注目する個人消費関連指標に変化が見られた。4月の米国住宅販売が3月に続いて大幅減になったほか、クレジットカード・リボルビングプラン利用額も頭打ち感が出ている（詳細は第3章をご参照）。ウォルマートやターゲットなどの小売大手の22年1-3月決算発表では、22年の業績見通しが下方修正され、その後の株式市場のセンチメントを冷やす場面もみられた。

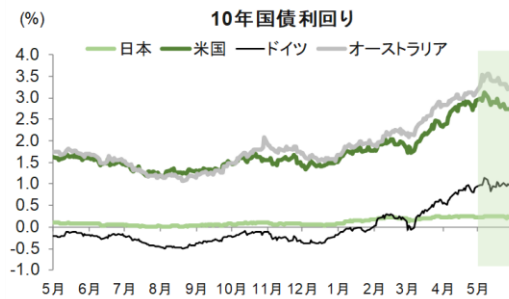
4月以降、グローバル・マクロ経済見通しは下方修正されており、今後の注目材料も当然に、グローバル・マクロ経済がインフレ長期化、ロシア・ウクライナ情勢、そして中国などの材料に対してどの程度影響を受けるのかになる。力強い個人消費を背景に堅調さを維持してきた米国も、足もとでは個人消費の減速が意識される状況にある。世界的に本格的なポスト・コロナへ移行するなか、ペントアップ需要と夏のバカンスシーズンに向けた消費拡大圧力も強く、マクロ経済の急速な失速懸念は依然として小さい。しかし、市場はペントアップ需要やバカンス需要「後」を織り込み始めており、ある意味持続不可能と思われる資源・エネルギー高のもとで、本格的な需要減退とマクロ経済の失速を意識している。市場センチメントにとって最も重要なのは中国の回復とみており、仮に回復ペースの鈍さが確認されるようなことになれば、グローバル・マクロ経済に対する信認が悪化する可能性もある。

また、今後のFRBおよびECBの金融政策方針も引き続き重要である。ロシア・ウクライナ情勢の長期化による資源・エネルギー・穀物高の長期化は、ピークアウトしつつある米国のCPIを今後も高止まりさせる懸念が残る。欧州では景気減速懸念が強いなか、ECBが7月以降利上げする可能性が高まっている。欧州でも米国同様に賃金上昇圧力がじわりと高まっており、ECBとしてはペントアップ需要やバカンス需要が残るうちに、インフレの芽を摘んでおきたいということなのだろうが、マクロ経済が利上げに耐えられるのかという不安は根強い。当面、グローバル・マクロ経済動向から目が離せない。

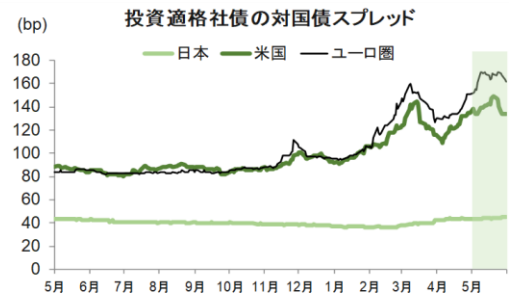
## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場 ~ インフレ長期化懸念が弱まった?

5月の債券市場は、各国・地域で異なった動きとなった。米国は5月3-4日のFOMC直後に長期金利が一時3.2%台まで上昇するも、その後は月末に向けてほぼ一貫して下落した。日本は、日本銀行のイールドカーブ・コントロールが効いており、長期金利は0.25%を越えず、米国長期金利の低下もあり若干下落した。一方、欧州は7月に向けてECBの利上げ観測が浮上し、長期金利が上昇した。



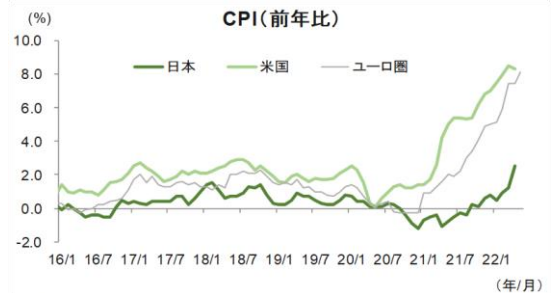
出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

社債市場のクレジット・スプレッドは急速にワイド化した。年初来、金利上昇による需給軟化（投資適格社債は固定利付債が多く、国債利回りの上昇により価格が下落する）を主因にクレジット・スプレッドがワイド化していたが、5月は米国で金利低下局面となるなかクレジット・スプレッドのワイド化が加速した。背景には、マクロ経済や企業業績への懸念があるとみられる。また、欧州が米国に比べてアンダーパフォーム（クレジット・スプレッドのワイド化幅が大きい）しているが、ECBの金融引き締めへの警戒（特に周縁国の利回り上昇を誘発する）と脆弱なマクロ経済環境の双方を織り込んでみるとみられる。

中銀の金融政策はマクロ経済環境により変化しうるものの、インフレ率が重要であるのは言うまでもない。米国は4月のCPI（総合）が前年比+8.3%（3月は同+8.5%）と若干ながらピークアウトしたが、日欧は上昇を続けている。米国とは異なり日欧では雇用市場が逼迫しているわけではなく、インフレの主因は資源・エネルギー高（主に輸入物価インフレとも言える）である。このため、理論的には中銀による金融引き締めが



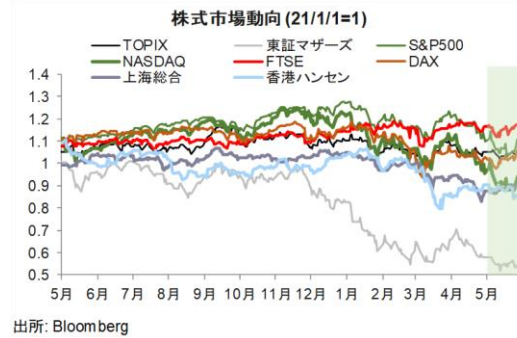
出所: Bloomberg

インフレ抑制に寄与するかどうかは不透明である。しかし、欧州では①預金に対するマイナス金利付与が一般化していること、②賃金上昇の兆しがみられることなどを背景に、ECBが利上げを模索しており、市場では7月からの利上げが予想されている。日本では、日銀のイールドカーブ・コントロールが効いているにも関わらず、米欧市場における長期金利水準に対する不透明感が根強い。

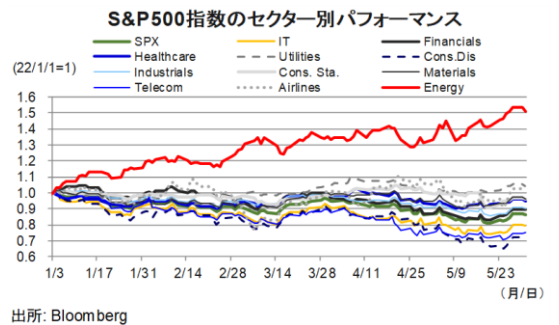
債券市場の注目材料は、マクロ経済動向やインフレ率であるが、イベントとしては6月14-15日のFOMCが重要とみている。利上げ（50bp）やQT方針にサプライズは無いとみられるが、注目したいのは経済予想サマリー（SEP: Summary of Economic Projections）である。ドット・チャートが足もとの利上げペースに合わせて上方修正されるのは概ねコンセンサスだが、利上げペースを加速するなかで、①23年以降のインフレ率見通しや②失業率見通しに変更されるかが重要である。換言すれば、急速な金融引き締めによる期待インフレ率の沈静化と経済のソフトランディングの双方を実現することを目指すFRBの「自信」の度合が現れるとみている。

## ② 株式市場 ～ 下落後反発

5月の株式市場は、米国市場を中心に下旬まで下落基調となったが、最終週は大幅に持ち直した。米国市場では、ダウ平均が8週連続の下落となり1932年の世界大恐慌以来の最長記録となったほか、S&P500とナスダックも7週連続の下落となり、ドットコム・バブルがはじけた2001年以来最長の下落となった。中国経済への不透明感、インフレ長期化を主因にした米国個人消費の減速懸念に加え、ポスト・コロナへの本格的な移行のなかで、コロナ禍で業績を伸ばした銘柄（例えばNetflix）の業績予想下方修正などが影響した。



S&P500 指数のセクター別パフォーマンスをみると、5月はエネルギーセクターが再び上昇したほか、リベンジ消費関連（Airlines）やディフェンシブセクター（Utility）などが相対的に安定的だった。耐久消費財（Consumer Discretionary）や通信（Telecom）はアンダーパフォームした。マクロ経済への懸念が強まるなか、ディフェンシブ性の強い銘柄のほか、コロナ禍明けのペントアップ需要をにらんだ銘柄選別が進んだ。



なお、5月終盤は、中国経済への楽観的な見方が広がり、株式市場はグローバルに急速に回復した。しかし、①中国経済の持続的な回復への不透明感が残ること、②仮に中国経済が改善すれば米国のインフレ期待が再び高まる可能性があること（結果、長期・超長期金利が再び上昇する可能性がある）、③上海や香港市場の回復が鈍いこと、など懸念材料も多い。引き続き相場は短期的なヘッドラインで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～ 米ドル安に転じた

5月の為替市場は、米金利の低下を背景に米ドル安となった。対主要国通貨では、ECBの利上げ期待の高まりによりユーロ高（英ポンドも連れ高）になったことも影響した。新興国通貨は米ドル安に加え、資源・エネルギー高を背景に再び資源国通貨が堅調になった。

中国元（米ドル・中国元）は、月央まで下落を続けたものの、①上海市の新型コロナウイルス感染症新規感染確認数が激減したことや、②中国政府による経済テコ入れ策が出されたこと、などに反応し月後半は元高となった。

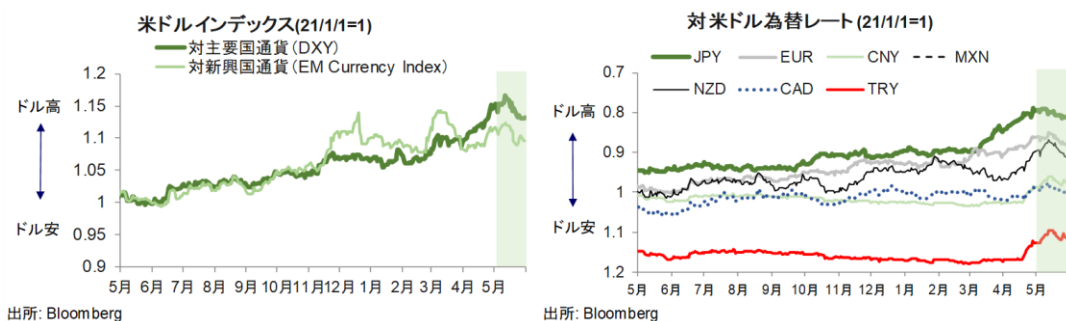
日本円（米ドル・円）は、3月以降急速に上昇（円安）してきたが、5月は米金利低下による日米金利差縮小が確認されたこともあり、米ドル安・円高基調になった。今回の相場は概ね日米金利差で説明できており、円安は日本の経済力・国力の衰退や資源・エネルギー高を主因とした貿易収支悪化などによるとの論調は的を射ていない。数か月間で日本の経済力・国力が大きく衰退するわけではなく、貿易収支悪化やインバウンド不足等の需給要因は為替市場全体の取引高に比して小さい。また、物価上昇が円安によるものとの「誤解」から、急速な円安が日銀批判にも転じたが、物価上昇の大半は資源・エネルギー・穀物等の価格上



昇が要因であり、円安による影響は限定的である。為替相場はそうした「センチメント」で動いているわけではなく、マクロ経済環境を素直に織り込んでいる。今般は日米金利差が重要であり、今後も当面は、米ドル-円相場は日米金利差に連動する傾向が強いとみている。

新興国通貨（対米ドル）は、資源・エネルギー価格の高止まりをうけ、再び資源国通貨が上昇したほか、米金利低下による米ドル安圧力も強まったため、総じて対米ドルで上昇した。なお、ロシア・ルーブルは対米ドルで堅調ながら、ロシアおよびロシア企業の外貨建て債務の元利金支払いに関し、米国が送金を阻止する制裁を発動するとの方針を示しており、近日中に外貨建て債務の債務不履行（デフォルト）が発生する可能性が高まっている。既にロシア関連資産の評価損や減損を経て、債権保有者からの資産売却などは期待されなくなっているが、一時的に新興国通貨に下押し圧力が掛かる可能性があり留意したい。

為替市場の注目材料も、グローバル・マクロ経済や米国マクロ経済、およびインフレの行方になろう。特に米金利水準は為替市場全体、特に日本円相場に影響を与える可能性が高い。



### 3. 注目材料～ 米金利上昇は終わったのか

5月の金融市場の注目材料は、やはり米長期金利の低下だっただろう。5月のFOMC直後の5月9日（現地時間）に長期金利は3.2%台まで上昇したが、その後月末に向けて2.7%台まで低下した（5月末は2.8%台半ばまで再上昇）。中国のマクロ経済失速懸念、米国個人消費のスローダウンなどの材料があるものの、FRB関係者の発言も市場センチメントに大きく影響した。ここでは、米長期金利低下の背景にあるいくつかの要因を検証することで、今後の米長期金利の行方を考える。

まず、足もとのFRB、特にパウエル議長のスタンスを確認するために、改めて5月3-4日に行われたFOMCを確認する。FOMCでは50bpの利上げ、およびバランスシート縮小についても米国債300億米ドル/月、MBS175億米ドル/月のキャップ（6月～8月、9月にそれぞれ倍額（600億米ドル/月、350億米ドル/月）に増額予定）で6月1日から開始されることが決定され、概ね市場予想通りの内容だった。ただし、ステートメント発表後のパウエル議長の記者会見ではいくつかの注目すべき発言があった。

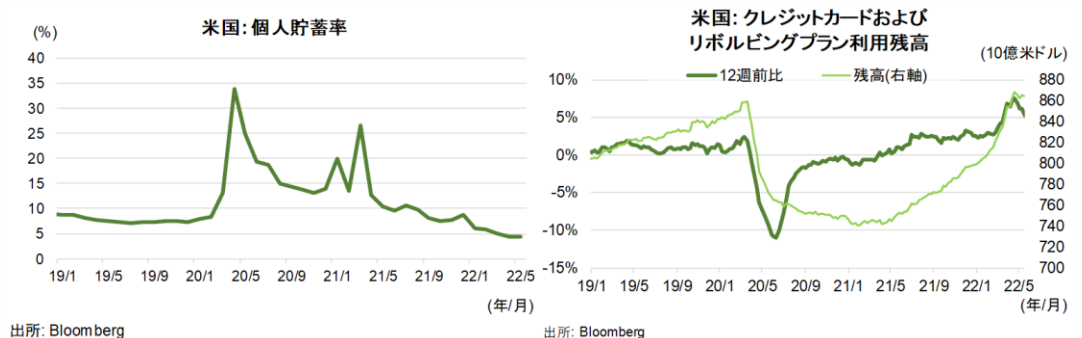
一つ目は、1回で75bpの利上げをかなり明確に否定したことである。75bpの利上げの可能性を排除したわけではないが、今後の2回に関しては50bpの利上げを事実上予告する発言をした。FRBが市場の織り込みを迫認する姿勢の転換が見られた。また、同記者会見では、インフレ率が低下し、失業率が上昇した場合の政策金利引き上げ幅が小さくなる可能性にも言及するなど（実際にインフレが抑制され、低下し始めていることを実際に確認しても利上げ継続（1回25bp）も示唆）、景気や雇用への配慮もにじませた。

パウエル議長の発言は、債券市場参加者にとって、フラットナー（イールド・カーブがフラット化することを予想する取引）の解消を呼び込み、長期金利が売られる展開を誘発し、FOMC後に長期金利が一時的に上昇した。しかし、FRBが景気や雇用を犠牲にしてまでタカ派を継続する可能性が低いと認識する材料にもなった。結果、市場の注目材料は、マクロ経済動向、および期待インフレ率にシフトすることになった。

その後も FRB 関係者の「ハト派」を意識させるコメントが続いた。5月18日には、ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁（6月末まで代理投票予定）が、6月と7月のFOMCにおいてそれぞれ50bpの追加利上げを示唆したうえで、「その後に関しては、インフレ率がFOMCの目標に向かって低下していくと自信が持てるまで、一連のFF金利の引き上げを慎重なペース（measured pace）で行っていくと予想している」、および「利上げをやりすぎることを我々は望んでいない」とコメントした。5月20日は、ブラード・セントルイス連銀総裁（22年投票権あり）がテレビ番組にて、年末までに3.5%まで利上げすべきとの従来の主張に加え、来年以降の利下げに言及し、これまでのタカ派トーンが弱まっている印象を与えた。更に、23日にはボステック・アトランティック連銀総裁（22年投票権なし）は、9月に利上げを一時停止させることがメインシナリオと発言した。

次に力強さを維持する米国経済とインフレであるが、変化を感じさせる材料が出てきた。4月の米国住宅販売は、新築住宅販売（前月比▲16.6%）、中古住宅販売（同▲2.4%）となり3月に続いて大幅減となった。販売戸数はいずれもコロナ禍（20年4-6月期）以来の水準まで落ち込んだ。新築住宅の販売在庫は9.0か月分となり2010年5月以来の高水準まで積みあがっている。先行指数（中古住宅販売成約指数等）も販売低迷を示唆している。一方、販売価格は上昇を続けており、住宅ローン金利上昇もあり、住宅取得能力指数（HAI）は2008年以来的水準まで急低下している。米国では引っ越しの際に家具や耐久消費財を買い替える人が多く、住宅販売はその後の耐久消費財等の販売に大きく影響するとされている。

株式市場では、ディスカウントストア大手・ターゲットの決算が注目された。通期の売上高利益率予想を2%ポイント低下させ6%程度としたことが嫌気され、同社株だけではなく、株式市場全体の下落を誘った。コスト増が背景にあるとされ、具体的には従業員給与増に加え、マージン悪化（値ごろ品への需要増に対して高額品消費が減少）もみられた模様。経営陣からは「消費者は体験重視の商品購入にシフトした」と発言したが、コロナ禍からポスト・コロナに本格的に移行するなか、消費者が旅行などのレジャー消費を増やしていることを意図しており（実際、ガソリン価格は高騰を続けている）、個人消費が減速している材料にはなりにくい側面があることに留意する必要はある。しかし、この状況はウォルマートなどの小売業全体で生じており、エネルギーや食料品などの生活必需品の価格高騰により、裁量的消費を抑制せざるを得ない家計事情も見え隠れする。

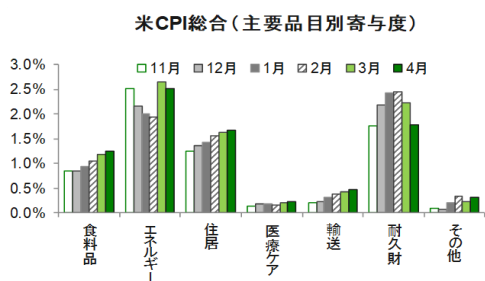


先月の当レポートで紹介した、クレジットカードおよびリボルビングプラン利用額も5月に頭打ちが鮮明になってきた。米国の個人貯蓄率は、コロナ禍で急増したがその後急落し、足もとでは過去平均を下回る水準まで低下している。一方、今年1月以降はクレジットカード・リボルビングプラン利用額が急増しており、力強い個人消費の象徴とされてきた。しかし、いわば借金をして消費する行動にも翳りが見え始めたことで、個人消費減速が今後鮮明になる可能性がある。

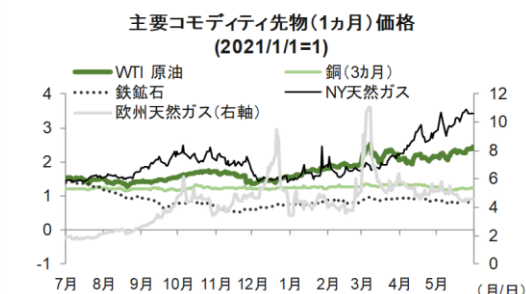
債券市場は、これらの一連の動きを確認しつつ、物価連動国債価格から逆算されるブレーク・イーブン・インフレ率（BEI。期待インフレ率の重要な指標）も低下基調にある。特に、

FRB が重要視する 5 年先 5 年 BEI の下落も確認されていることから、前述の FRB 関係者の発言と整合的との見方もある。

ただし、引き続きインフレ率は予断を許さない。現在の米国では、個人消費が減速すればインフレ率が沈静化するとは限らないことを理解する必要がある。4 月の米国 CPI は総合で対前年同月比+8.3%（3 月は同+8.5%）と若干低下した。これを主要項目別寄与度で確認すると、下落に寄与したのが耐久財（主に自動車価格低下による）で、エネルギーの寄与度も若干低下した。一方、食料品、住居、輸送などは着実に上昇している。食料品価格上昇の背景は、①化学肥料の価格高騰（背景には資源価格高騰がある）、②輸送コスト増加（①と同じ）、および③天候不順（昨年から続くラニーニャ現象）であり、エネルギー価格高騰と無縁ではない。住居は足もとで需要低迷が顕在化しているが価格は高止まっている。これは、住宅価格の上昇は需給要因よりも建築コストの増加が寄与しているからである。当然に建築コスト上昇の主因は資源・エネルギー価格の高騰に他ならない。このように、米国の CPI はエネルギー価格が低下トレンドにならない限り、簡単には下がらないという構造上の問題を抱えている。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

エネルギー価格高騰は、ロシア・ウクライナ情勢緊迫化による影響が大きく、今後の趨勢も不透明である。むしろ、足もとではロシアから欧州の一部に対する天然ガス等の供給停止や、EU 側も脱ロシアを目指すべく、天然ガスから代替資源（当面は石炭、原油、および原子力等）にシフトするがゆえに、天然ガスのみならず原油や石炭価格高騰を招いている。更に、今後中国が景気対策を打つほど、資源・エネルギー価格が高止まる可能性すらある。

以上を踏まえれば、米長期金利低下が持続性を持つためにはまだ時間を要し、同時にインフレ鎮静化に向けた材料が必要になるろう。短期的には、中国経済の回復期待が強いため、インフレ期待が再び高まる可能性もある。このような相場観は、金利、クレジット、株式、為替などすべての資産クラスにとって重要なため注目したい。

(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