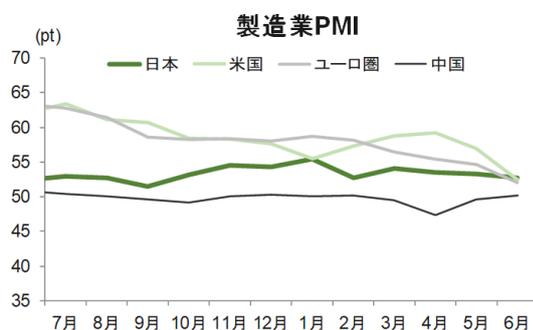




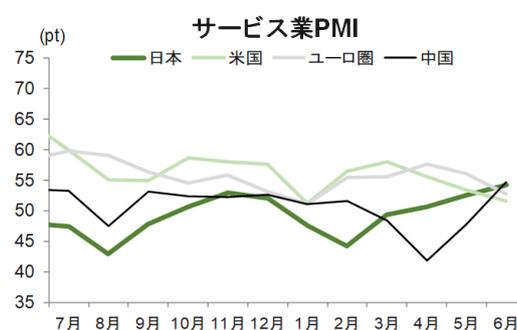
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、米欧を中心に鈍化基調にある。インフレ長期化、金融政策引き締め、本格的なポスト・コロナへの移行による消費行動の変化などが影響している。一方、中国は上海市のロックダウン解除と経済活性化策を進めるなか、当面は回復が期待される。金融市場では米国経済に注目が集まっているが、住宅販売低迷に加え、大手企業によるレイオフが発表されるなど、これまで強気一辺倒だった雇用情勢にも変化が見られ始めている。インフレ長期化とマクロ経済失速が、主要中銀の金融政策にどのような影響を与えるのか。不安定な市場環境は当面続きそうである。
- **注目材料:** インフレ長期化とマクロ経済失速が、FRB や ECB の金融政策にどのような影響を与えるのか、金融市場では意見が分かれている。インフレ率上振れは、一時的に金利上昇を招くが、一方、利上げ加速がいわゆる「オーバーキル」(利上げが過度に景気を冷やす)を意識させ金利低下圧力になる。このような市場の「迷い」に対して、中銀のアクションをどのように理解すべきか。利上げのゴール(利上げ後の政策金利のピーク水準)や今後のインフレ率に対する不透明感が残るなかでは、金利が一方面で下落する可能性は低く、リスク資産価格の本格的な反転にも時間を要しよう。FRB や ECB の金融政策に影響を与えるインフレ率とマクロ経済環境に関する指標やヘッドラインに再三の注意を払いつつ、相場反転のタイミングを見極めたい。

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、米欧を中心に鈍化基調にある。インフレ長期化、金融政策引き締め、本格的なポスト・コロナへの移行による消費行動の変化、そして中国・上海市のロックダウンを主因にしたグローバル・サプライチェーンの混乱による部品供給の不安定化(ロックダウンはすでに解除されたが部品調達への影響は今後数か月程度続く見通し)が製造業の稼働率低下懸念を招いている。一方、中国は上海市のロックダウンを6月1日に解除後、経済活性化策が矢継ぎ早に導入され、景況感は回復基調にある。日本も、米欧比で数か月遅れでポスト・コロナへの本格的な移行期にあり、サービス業 PMI を中心に回復が著しい。



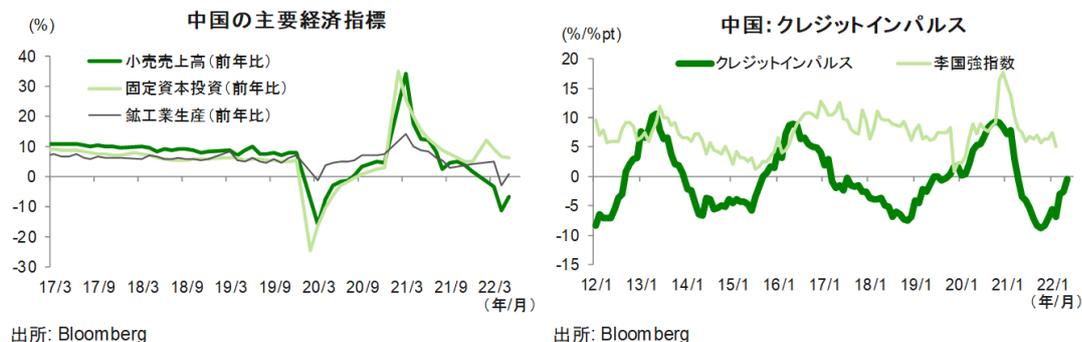
出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

中国は、6月1日に上海市のロックダウンが全面解除されたことや、公共事業やEV販売促進策等のマクロ経済活性化策を背景に、足もとでマクロ経済活動が回復している。中国政府はいわゆる「ゼロコロナ政策」と「安定成長」の両輪を目指す方針を示しているものの、上海市については現実路線(つまり安定成長優先)が取られつつあるとの見方が根強い。経済指標もPMIは製造業・非製造業ともに急回復しており、小売売上高や鉱工業生産も6月は反発が予想されている。景気指標として多くの市場参加者が注目しているクレジットイン

パルス（総与信量対 GDP 比率の前年比）も回復基調にある。経済刺激策は、公共投資（固定資本投資）や耐久消費財購入支援（主に自動車）であるが、7月初旬には自動車会社から6月の生産・販売実績が公表されるため、中国経済の回復ペースをみるうえで注目したい。また、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るため、感染者数推移も確認したい。足もとでは上海市が日次新型コロナウイルス感染症新規感染確認数ゼロを実現するなど、感染抑止策は奏功しているが、今後の趨勢も忘れずに確認したい。



6月は、米国経済に対する悲観的な見方も強くなった。個人消費関連指標に加え、住宅関連指標も下落圧力が続いた。Tesla、Netflix、JPMorgan などの大手企業によるレイオフが発表されるなど、これまで強気一辺倒だった雇用情勢にも変化が見られ始めている。米国のインフレは、もはや過剰消費や供給制約が主因ではなく、主役は資源・エネルギー・穀物高に移行している。6月は米欧マクロ経済の失速見通しの台頭と共に、主要資源・エネルギー先物価格が下落する場面もあった。景気とインフレ（その主因である資源・エネルギー・穀物高）は、今後も市場が最大限注目すべき材料である。

また、今後のFRBおよびECBの金融政策方針も重要である。6月はインフレ懸念の高まりを主因にしたFRBやECBの金融政策引き締めが市場に意識され金利上昇となったものの、月後半はマクロ経済失速期待を主因にした金利低下もみられた。

インフレ長期化とマクロ経済失速が、主要中銀の金融政策にどのような影響を与えるのか、市場の悩みは深く、また不透明性も高い。不安定な市場環境は当面続きそうである。

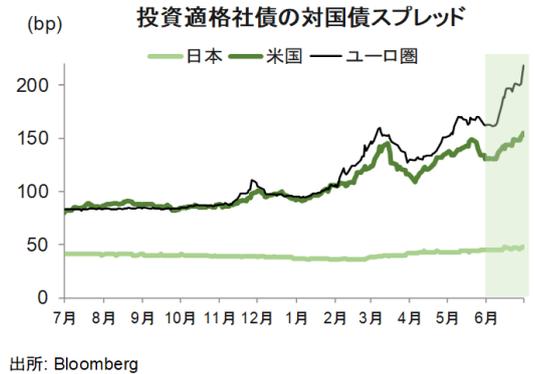
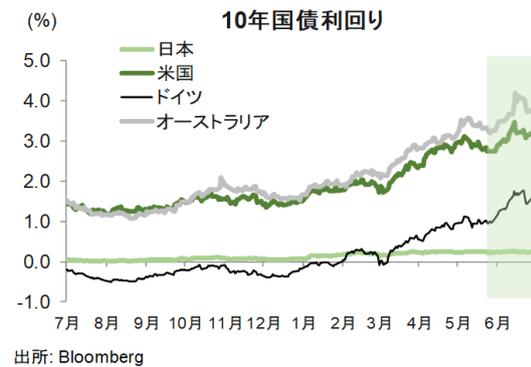
2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ インフレ長期化懸念が弱まった？

6月の債券市場は、前半は金利上昇、後半は逆に金利低下基調となった。米国は5月のCPIが市場予想比上振れしFOMCで75bpの利上げが実施されたことに反応したが、その後は急速な利上げがマクロ経済を「オーバーキル」するとの見方も台頭し月後半の金利低下につながった。欧州は、ECB理事会にて7月の25bpの利上げだけでなく9月に50bp以上の利上げの可能性が言及されたことにより、ドイツ国債利回りが上昇するだけでなく、イタリアやギリシャ等のいわゆる周縁国の国債利回りの上昇（および対ドイツ国債スプレッドの上昇）をもたらした。また日本は、日銀金融政策決定会合で金融政策の現状維持が決定されたが、当会合前後には時間中もしくは日本の深夜時間帯等で長期金利が0.25%を上回る場面が見られた。

社債市場のクレジット・スプレッドは米欧を中心にワイド化した。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、マクロ経済や企業業績への懸念が根強く、クレジットリスクへの懸念が高まりつつある。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、前述のとおり、周縁国の対ドイツ国債スプレッドのワイド化や、米国に比べて脆弱なマクロ経済環境への懸

念を織り込みつつある。

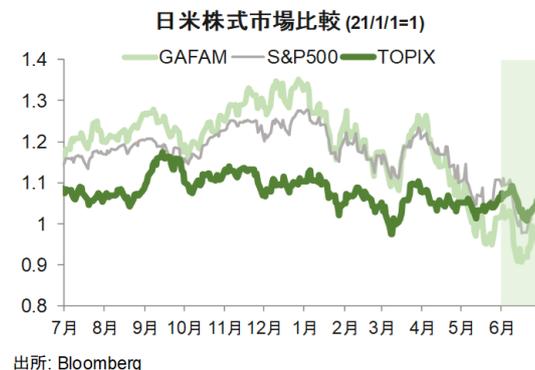
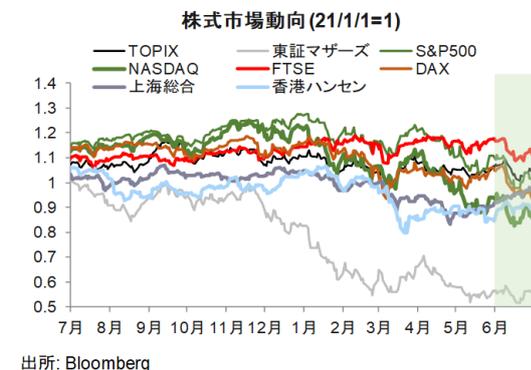


今後の債券市場の注目材料は、FOMC および ECB 理事会になろう。6 月は FRB および ECB の一層のタカ派化が鮮明になっており、7 月のアクションへの警戒感が強い。米国は FOMC 前に発表される 6 月の CPI が高止まる可能性が高いとみており、75bp の利上げを既に市場は織り込んでいる。ただし、9 月の利上げ幅については 50bp~75bp のレンジで推移しており、ステートメント次第では短期的な金利上昇要因になろう。ECB は 25bp の利上げ方針を表明しているが、50bp 以上の利上げなど更なるタカ派化への警戒感も根強い。また、6 月 15 日の臨時理事会で議論された周縁国の「分断化」（周縁国債利回りの急上昇）を防ぐための新たな仕組みを導入する方針を示したが、7 月の理事会でその概要が明らかになる可能性が高い。「新たな仕組み」は資産買入プログラムの柔軟化（周縁国債買入額の増額など）が予想されており、足もとではこの動きを好ましイタリア国債等の対ドイツ国債スプレッドは安定化している（ただし水準自体は高い）。しかし、ECB が利上げを続けるかぎり、周縁国債への市場からのチャレンジは続く可能性も十分にある。

世界の中央銀行は、引き続きインフレ抑制とマクロ経済の安定化という、非常に難しい課題にチャレンジしており、債券市場の高いボラティリティも継続するとみている。

② 株式市場 ~ 下落後反発

6 月の株式市場は、総じて下落基調になった。FRB および ECB がタカ派姿勢を一層鮮明にするなか、リセッションが強く意識され、月央までは軟調に推移した。一方、月後半は特段ヘッドラインが無いなか値を切り返す場面もみられたが、不安定な値動きが続いた。



主要市場で唯一堅調だったのが中国（および香港）市場である。6 月 1 日に上海市のロックダウンが解除され、マクロ経済浮揚策が次々と投入されるなか、今後の経済活動回復を好感する動きが続いた。

S&P500 指数のセクター別パフォーマンスをみると、6 月は全般的に軟調だったが、特徴的だったのは 1 月以降唯一累積パフォーマンスがプラスだったエネルギーセクターの急落で

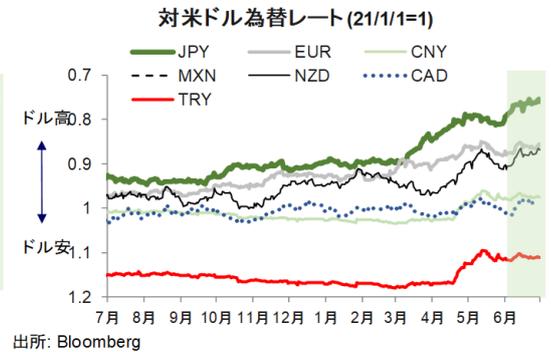
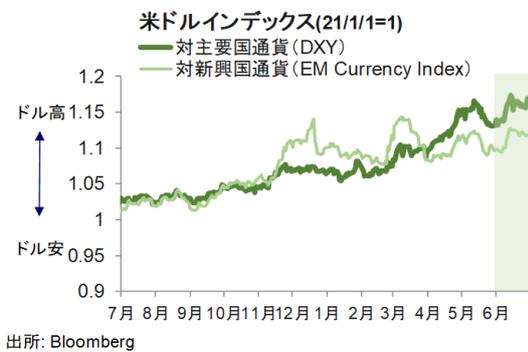
ある。また、リベンジ消費関連として注目された航空（Airlines）が下落した一方で、ディフェンシブセクター（ヘルスケア）は相対的に安定的だった。

これらの動きは、株式市場におけるセクター・ローテーションの活発化を象徴している。すなわち、22年前半にみられたグロースからバリューへのローテーションに対し、足もとではリセッションを意識したローテーション（バリューの中でもディフェンシブ）が生じているといえよう。

株式市場も、債券・クレジット市場と同様に、主要中銀のタカ派姿勢が続くなかで、マクロ経済や企業業績への影響に敏感になっている。インフレ長期化は、いずれ価格転嫁力の低迷を通じてマージン悪化につながりうる。その経路は、小売り、耐久消費財、素材・機械等を経て多くのセクターに波及する可能性がある。22年1-3月決算では小売り大手のマージン悪化が話題になった。既に、インフレ長期化による個人消費減速は始まっており、マージン悪化が小売りから他のセクターに波及することを前提に、慎重な投資スタンスが求められるよう。

③ 為替市場 ～ 米ドル安に転じた

6月の為替市場は、引き続き米金利に影響を受けつつ、前半は強い米ドル高基調、中盤以降は緩やかに米ドル安基調となった。主要国通貨では、FRB同様にECBがタカ派化姿勢を鮮明にするなか、ユーロ通貨圏の国債利回りは上昇を続けたが、ユーロは対米ドルで下落した。ECBの金融政策に対する不信感が鮮明になっているとみられる。米国に比べ経済のファンダメンタルズが弱い欧州において、積極的な利上げが正当化されるのかという疑問に加え、イタリア等のいわゆる周縁国債への売り（国債利回りの上昇）が欧州ソブリン危機（2010年～11年にかけて発生した欧州周縁国のファンディング危機（2011年中央のギリシャ国債のデフォルトを含む））に発展するのではないかと懸念もみられた。



中国元（米ドル・中国元）は、若干のボラティリティを伴いながらも、緩やかに上昇した。また、4月～5月に急落したトルコリラも対米ドルで安定的に推移した。24日にトルコ政府が企業にリラ買い・外貨売りを促す新たな規制策を発表したこともあり、月末にかけてリラの買い戻しがみられた。ただし、トルコのファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）は弱く、リラ高の持続性を疑問視する見方も根強い（21年12月に（リラ建て預金を外貨換算の価値で保証する）預金保護策を導入した際も上昇は一時的だった）。

日本円（米ドル・円）は、日米中銀間の金融政策に対するスタンスの違いを背景に月前半に急落した。その後はFRBが急速にタカ派化したことによる「オーバーキル」懸念や日銀政策決定会合声明文に「為替市場の動向を十分に注視する」との一文が追加されたことで一時的に上昇する局面もみられたが、月央以降は安値圏でもみ合い状態が続いた。

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る。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～ 米欧中銀のタカ派化をどう理解すべきか

先月の当レポートは、5月中旬にみられた米長期金利低下に焦点を当て、今後の米長期金利の行方を探った。結論は、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、である。中国経済の回復期待によるインフレ期待の高まりにも言及した。さて結果はどうかと言えば、6月はFRBおよびECBのタカ派化鮮明により前半は金利上昇基調となったが、後半は逆に金利低下基調が鮮明になった。

金利の上下動に影響しているのが、市場の迷いである。前半はインフレ率上振れに対してFRBが75bpの利上げを実施したほか、ECBも7月の25bpの利上げだけでなく9月の50bp以上の利上げを示唆した。市場はこれに反応し、国債利回りは急上昇し株価は下落した。一方後半は、利上げ加速がいわゆる「オーバーキル」（利上げが過度に景気を冷やす）が意識されたほか、マクロ経済指標が軒並み失速したことにより、マクロ経済の急失速とテクニカル・リセッション（2四半期連続で実質GDP成長率がマイナスに転じること）が強く意識されるようになり、金利低下をもたらした。

以下では、このような市場の「迷い」に対して、中銀のアクションをどのように理解すべきかを考える。

FOMC参加者の経済見通し(SEP=Summary of Economic Projections)

指標 (単位はいずれも%)		中央値				レンジ			
		22年	23年	24年	Longer-run	22年	23年	24年	Longer-run
実質 GDP 成長率	22年6月	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0
	22年3月	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0
	21年12月	4.0	2.2	2.0	1.8	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0
失業率	22年6月	3.7	3.9	4.1	4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1	3.5-4.2
	22年3月	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2
	21年12月	3.5	3.5	3.5	4.0	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2
インフレ率 (PCE)	22年6月	5.2	2.6	2.2	2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5	2.0
	22年3月	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0
	21年12月	2.6	2.3	2.1	2.0	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0
インフレ率 (PCEコア)	22年6月	4.3	2.7	2.3	-	4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5	-
	22年3月	4.1	2.6	2.3	-	3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4	-
	21年12月	2.7	2.3	2.1	-	2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2	-
FF金利	22年6月	3.4	3.8	3.4	2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6	2.3-2.5
	22年3月	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5
	21年12月	0.9	1.6	2.1	2.5	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2.9	2.3-2.5

まず米国から考える。前述の通り、6月のFOMCでは政策金利の75bpの利上げ（およびFF金利見通しの上方修正）に加え、実質GDP見通しやインフレ率の修正が注目されよう。22年の実質GDP成長率見通しは、22年3月時点では年率+2.8%だったが6月は+1.7%に下方修正されたほか、23年～24年も下方修正された。失業率も22年～24年すべてが上方修正された。いずれも年間を通じたりセッションを想定していないが、FF金利見通しの大幅な上方修正により、マクロ経済に負の影響が出るとの見方をFRBが認めたと言ってもよいだろう。また、中間選挙前という時期に鑑みれば、極端に悪いシナリオを織り込むことが難しい可能性があることも意識する必要があるだろう。このため、市場は既に22年後半から23年前半にテクニカル・リセッションの可能性を織り込みつつある。

インフレ率も22年は大幅な上方修正となった。しかし23年や24年はむしろ3月時点の見通しから下方修正されている。これは、上記のマクロ経済指標の悪化方向への修正と整合的であり、景気減速によりインフレ率が沈静化するシナリオを描いているといえよう。

更に、FOMC後のパウエル議長の記者会見において、FRBはコアインフレを予測精度を高めるために使用しているが、ヘッドラインインフレ（総合）と戦うこと、およびFRBとしては市場期待との差を埋めることが容易ではないこともある、との趣旨の発言がみられた。米国のインフレ率は、需給ギャップ（過剰消費と供給制約）から資源・エネルギー・穀物高にその主因がシフトしており（当レポート6月号にて主張したとおり）、それを踏まえた発言と捉えられなくもない。つまり、資源・エネルギー・穀物高への対応は政治マターであり、

中銀の領域を逸脱しているとのメッセージを發した可能性がある。

資源・エネルギー・穀物価格は、足もと動意がみられている。米欧マクロ経済の失速懸念が台頭するなか、今後の需要減速を意識して原油や銅などの主要資源価格が低下基調にある。一方、7月13日に発表予定の6月のCPIに反映されるエネルギー価格は4月～5月の実績を参照している可能性が高く、当該期間の主要産品化価格は前月比2桁%の上昇となっている。6月下旬の世界的な長期金利低下は、米欧マクロ経済失速とエネルギー価格の下落に反応している可能性が高いが、7月のCPIは高水準かつ前月比で上振れする可能性も十分にある。

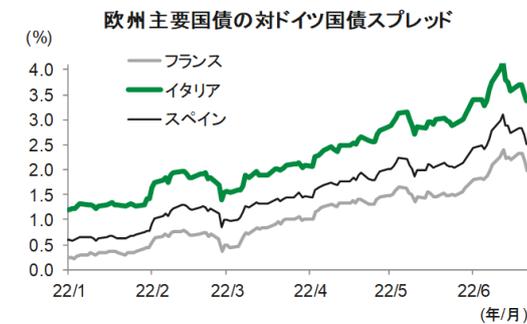
ただし、足もとの米国経済指標は鈍化基調にある。経済指標に反映されない情報でも、例えばIPO前の新興企業の資金調達難とレイオフ、GAFAMの新規採用停止、テスラの非正規従業員のレイオフ開始、JPMorgan Chaseのモーゲージ担当者のレイオフなど、既に雇用情勢は軟化しつつある。

以上を総合的に評価すれば、

- 米インフレ率は、資源・エネルギー・穀物価格に大きく依存しており、7月は前月比上振れする可能性が高い。7月FOMC時点では、複数月のエビデンス（インフレ率の低下トレンドが確認できるもの、もしくは雇用情勢の悪化が確認できるもの）を確認することは難しいため、75bpの利上げが実施される可能性が高い。
- 9月については「データ次第」となるものの、複数月のエビデンスが揃う可能性は現時点では低い。このため、市場は9月も75bpの利上げが実施されるシナリオを排除しきれない。
- ただし、複数月のエビデンスが揃い、テクニカル・リセッションに陥るような事態になれば、その後は利下げを含む金融緩和および財政拡張策でマクロ経済や金融市場がサポートされる可能性が高いとの見方も、根強く残るだろう。

とまとめることが出来る。6月の金融市場では、FRBの急速な金融引き締めは、むしろ米経済の失速やテクニカル・リセッションに陥る時期を早めるとの認識のもとで、利下げタイミングの前倒しや、それに伴う株式市場の底入れが意識される展開もみられた。しかし、FRBの利上げのゴール（利上げ後のFF金利のピーク水準）や今後のインフレ率に対する不透明感が残るなか、米金利が一方向で下落する可能性は低く、よって、リスク資産価格の本格的な反転にはまだ時間を要しよう。FRBの金融政策に影響を与えるインフレ率とマクロ経済環境に関する指標やヘッドラインに再三の注意を払いつつ、相場反転のタイミングを見極めたい。

欧州については、6月9日のECB理事会にて7月に資産購入プログラム（APP）の純購入終了に加え、7月理事会にて25bp幅の利上げを行う方針が発表された。また、中期的なインフレ見通しが不変あるいは悪化する場合、9月理事会にて大幅な利上げ（50bp～）が適切になるとした。欧州のインフレ率は、米国以上に資源・エネルギー・穀物に依存しており、9月時点ではタカ派が要求を通しやすい条件が並ぶ可能性が高い。



出所: Bloomberg

よって、9月理事会では50bp以上の利上げ幅となる可能性が意識されたこともあり、イタリアやスペイン等のいわゆる周縁国債の対ドイツ国債スプレッドが急拡大した。

これに対し、6月15日にECBは臨時理事会を招集し、イタリアやギリシャなどのいわゆる

る周縁国債利回りの急上昇（指標としてはドイツ国債との利回り格差（スプレッド））を軽減するための「新たな仕組み」を講じることが発表された。基本的にはパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の柔軟運用（再投資の一部をイタリアやスペインなどの周縁国債の買い入れに回す）や、何らかの新たな防止策（市場の需給を緩和する策）の策定が予想されている。これらを踏まえ、イタリアやスペイン等の周縁国の対独国債利回り格差（スプレッド）はタイト化に転じた。

ユーロ圏は通貨連合であるが、財政統合が実現していない。複数国が共通通貨を使用するため、経済力の強い（弱い）国は自らの体力・能力に比して割安（割高）な通貨を使うことになるため、経済に関する域内格差が生じ、それが経常収支にも影響する。このような域内不均衡のリスクが顕在化したのが 2010 年のギリシャ危機に端を発した欧州ソブリン危機であった。EU および IMF はユーロ圏の国債市場の流動性および利回り安定化を目的に、様々な資産買入ファシリティを導入した（EMS など）が、2011 年にはギリシャ国債が債務不履行に追い込まれたほか、他の周縁国（イタリアやスペイン）の国債利回りが急上昇し、ファンディング危機に陥った。これを断固として阻止したのが ECB であり、具体的には 11 年 12 月に導入された LTRO（Long-term refinancing operations）や、12 年央に導入された OMT（Outright Monetary Transaction: 必要と認められた場合、ECB がユーロ建て国債を無制限に買い入れるプログラム）である。

現状、ECB の金融引き締めは、LTRO や OMT に影響していない。このため、2010 年～2011 年に発生したようなソブリン危機が再発する可能性は低いだろう。しかし、ユーロ圏のリスクは継続しているため、ECB の金融政策引き締めは短期的に周縁国債の対ドイツ国債スプレッドをワイド化させる方向に働く。ECB は自らがユーロ圏域内格差是正の肝を握っているとの自覚のもと、6 月 15 日の臨時理事会を開催したのだろう。しかし、ECB が利上げを含むタカ派姿勢を続ける限り、独国債利回りは上昇し続けるため、周縁国債利回りも上昇を続け、マクロ経済に負の影響を与える可能性が高い。

6 月の一連の ECB 理事会後、利上げ方針や周縁国への支援対応が表明されたにもかかわらずユーロ相場（対米ドル）が下落した。金融市場は、ECB の金融政策に対する市場の信認低下や、米国以上に不透明なマクロ経済環境への市場の警戒が現れたといえよう。

世界の金融市場に対し、再び欧州ソブリン危機時を思い出させてしまった ECB が、インフレ退治と周縁国支援の双方をどのように実現するのか。「二兎を追うものは一兎も得ず」にならないか、市場参加者は不安な日々が続くそうである。

（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