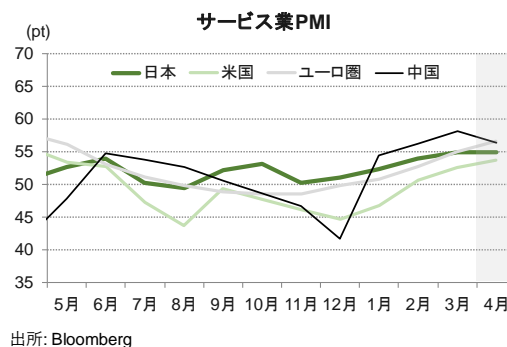
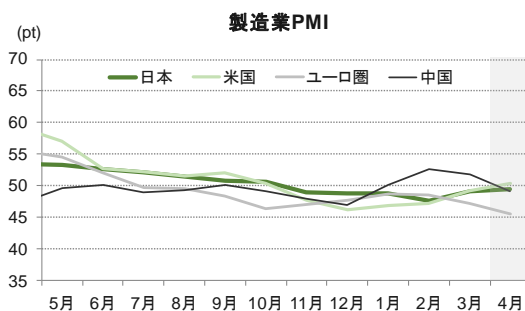




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、緩やかながら底打ち感がみられつつある。3月に生じた米欧金融不安は、その後4月末時点で米中堅銀の経営不安につながっているが、金融システム懸念には至らないだろう。また、銀行経営の保守化による信用収縮の可能性については今後も注意深くモニタリングする必要があるものの、金融システム不安が軽微ななかで急激な信用収縮が生じる可能性は低い。このため、金融市場の注目は米欧金融不安からマクロ経済やインフレにシフトしている。4月末時点では債券市場を中心にマクロ経済のスローダウンを織り込んでいるが、根強いインフレに加え底堅いマクロ経済が意識されれば、金利上昇、米ドル高、株安、クレジット・スプレッドのワイド化を招くことになり留意を要する。
- **注目材料:** 米欧金融不安が与信収縮を通じてマクロ経済に負の影響を与えるとの懸念は根強い。銀行預金残高推移、銀行によるFRB等からの借入残高、および貸出残高を確認すると、3月末以降は市場を騒がせているヘッドラインとは対照的に大幅な変化は生じておらず、急速な与信収縮が生じているという合理的な根拠は得られていない。一方、銀行経営者の心理への影響は根強く、FRBからの借入残高は高水準であり、銀行の利ザヤ縮小も視野に入っている。当面は各種データを継続的に確認する必要があるが、金融市場は今後金融不安が信用収縮に至るプロセスを一時的に軽視する可能性がある。実際、4月中旬以降金融市場の注目は底堅いマクロ経済環境、サービス業の底堅さと雇用逼迫、そしてこれらがもたらすインフレ長期化の可能性にシフトしている。5月は初旬にFOMCおよびECB理事会が控えている。利上げ停止期待が根強いなか、利上げ継続となった場合の相場への影響に留意を要する。

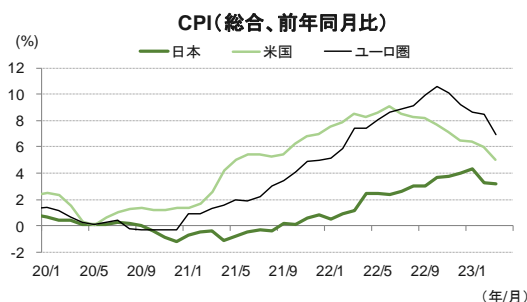
1. マクロ経済展望 ～ 緩やかな回復基調も持続性には疑問も

グローバル・マクロ経済は、緩やかながら底打ち感がみられつつある。3月に生じた米欧金融不安は4月末時点で米中堅銀の経営不安につながっているが、金融システムへの懸念には至らないとの見方が根強い。また、銀行経営の保守化による信用収縮の可能性については今後も注意深くモニタリングする必要があるものの、金融システム不安が軽微ななかで急激な信用収縮が生じる可能性は低い（詳細は後述）。

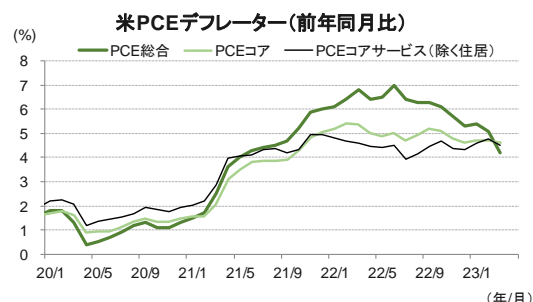


コロナ禍におけるサプライチェーンの混乱を契機に、製造業は積極的な在庫積み増しを行った。22年後半以降はサプライチェーンの回復を背景に在庫調整が加速し、製造業の景況感が悪化した。ただし、在庫調整は終盤を迎えつつあるとの見方が根強く、日米の製造業PMIが回復基調にあるなど、23年4-6月期以降の製造業回復期待は強い。中国の製造業PMIは4月に再び50を割ったものの、今後は製造業の回復時期に焦点が当たるとみている。サービス業PMIは、引き続き各地域ともに50を大幅に上回って推移しており、堅調な需要に加え雇用逼迫が寄与している。

このようななか、世界の金融市場の注目材料は金融不安から再びインフレに向かいつつある。米国のCPI（総合）は22年6月の+9.1%（前年同月比）をピークに9か月連続で下落し3月は同+5.0%となった。下落基調にあるのはエネルギーおよび耐久財の年次効果剥落に因るもので、市場は既に織り込んでいる。むしろ、FRBが重視するPCEデフレーターはコア指数およびコアサービス（除く住居）が高止まったことで、4月下旬の金融市場は再びインフレ長期化を意識する展開となった。ユーロ圏のHICP（総合）は22年10月の同+10.6%をピークにその後5か月連続で低下し3月は同+6.9%となった。ユーロ圏は米国と異なり住居が含まれず、過去の上昇はエネルギーおよび食料品の上昇が大きく寄与してきたが、昨年後半以降エネルギーおよび食料品価格が安定化しており、米国よりも数か月遅れで年次効果剥落が生じている。ただし、米欧ともサービス業を中心に雇用逼迫が続いており、インフレ長期化懸念も根強い。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

日本のCPI（総合）は23年1月に同+4.3%でピークをうった後、2~3月は上昇率が低下基調にある。2月以降の上昇率の低下は、政府による電力・ガス料金への補助金が影響しているが、燃料費は昨年後半にピークアウトしていることに鑑みれば、（政府補助が無くとも）電力・ガス料金はピークアウトしつつある。一方、食料品の価格転嫁は続いており、サービス業の雇用逼迫とサービス価格上昇もみられる。4月28日に発表された東京都区部4月のCPI（中旬速報値）は生鮮食品を除くコアCPIが同+3.5%と3月の同+3.2%から再び上昇した。日銀は4月27-28日に開催した金融政策決定会合にて23~25年度の物価見通しを発表し、23年度のCPI（除く生鮮食料・エネルギー）が前年度比+2.5%（前回公表値は+1.8%）と大幅に上方修正したが、24年以降は物価目標とする+2.0%を下回ると予想している。インフレの「ノルム」が形成されるか否かは、市場でも意見が分かれるところであり、現時点では予断を許さない状況にあるといえよう。

サービス業の雇用逼迫を主因にしたインフレ懸念は、ある程度マクロ経済が減速しないと解消しないだろう。3月以降は、米欧金融不安がマクロ経済減速のカタリストになるとの見方が有力になり、世界的に長期金利は低下した。しかし、米欧金融不安のマクロ経済への影響が軽微となり、市場が再び足元の根強いインフレに目を向けることになれば、中銀のタカ派継続期待を経て長期金利が再び上昇するほか、米ドル高、株安、クレジット・スプレッドのワイド化に波及する可能性に留意したい。

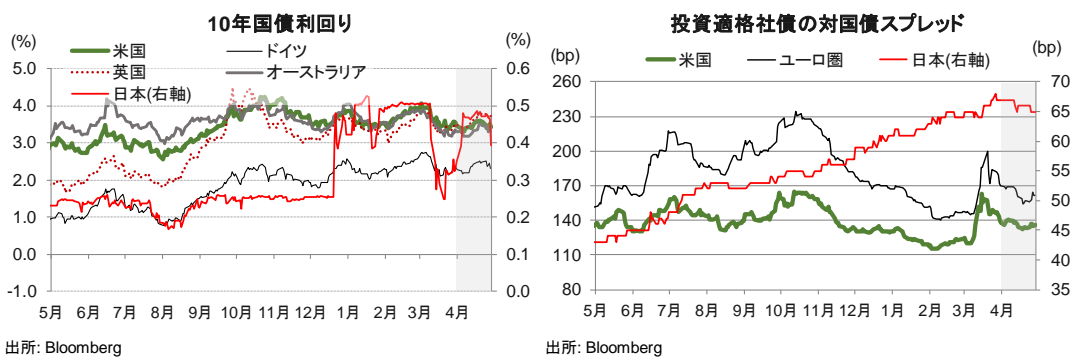
2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ 根強い景気減速期待

4月の債券市場は、まちまちの展開となった。米欧金融不安は4月以降沈静化しつつあり債券市場も金利上昇で反応したが、4月下旬には米中堅行の経営不安が台頭したほか、今後のマクロ経済減速やインフレ鎮静化が意識され、金利は再び低下基調になった。社債のクレジット・スプレッドは3月の米欧金融不安時に急上昇したが、金融システムへの影響は軽微との見方が強くなり、銀行社債を中心にしっかりとタイトニングした。

市場の関心が金融不安からインフレにシフトしつつあるなか、日米欧中銀の金融政策が注目されよう。日銀は4月27-28日に開催した金融政策決定会合で大規模な金融緩和策の維

持を決定した。一方、①フォワードガイダンスを修正し、②1年～1年半かけて98年以降の25年間で対象にした金融緩和策の検証を行うとしたほか、③「展望レポート」において25年度の物価見通し（対前年比）を+1.6%（除く生鮮食料）とした。①はコロナ禍で追加された文言の削除が主であるものの政策金利の先行き指針を削除したことは債券市場関係者の思惑を呼んだ（政策金利の「利下げ含み」のくだりが削除され、文言以上にタカ派ではないかとの見解もみられた）。②は、植田総裁が目先の政策変更とは結び付けない考え方を示し、レビューの途中であっても必要であれば政策変更を実施する方針を示した。③は2%の物価安定目標を持続的・安定的に達成することが依然として困難であることを示したといえ、少なくともマイナス金利政策解除を含む事実上の「利上げ」が視野に入っていないことが示されたといえよう。当面は賃金上昇とインフレの「ノルム」を注視しつつ、自らの金融政策が「ノルム」形成の邪魔にならないような配慮をしつつも、インフレ上振れ時にはイールドカーブ・コントロール（以下、YCC）再修正・撤廃、インフレ下振れ時には副作用に手を打ちつつ緩和継続に含みを持たせる趣旨とみられる。総じて、円長期金利は、日本のインフレ率、米国のインフレ率および政策金利に依存する状態が続くことになろう。



FRBは5月2-3日（現地時間）のFOMCで25bpの利上げを実施後、政策金利を当面据え置くのか、それとも緩やかな利上げを継続するのかが債券市場のみならず金融市場への影響が異なるだろう。仮に利上げ継続を意識させる場合、23年後半の利下げ織り込み剥落で長期金利の上昇、米ドル上昇、および株価下落が想定される。一方、利上げ休止が意識される場合全く逆の動きが想定されよう。同様の動きは5月4日（現地時間）に予定されているECB理事会にも当てはまる。

4月末時点の債券市場は米欧金融不安を契機にしたマクロ経済減速やインフレ鎮静化を依然として強く織り込んでいる。5月はこのようなマクロ経済への悲観的な見方が正しいか否かがチャレンジされることになろう。インフレ、サービス業を中心にした雇用逼迫、そしてこれらへの中銀のアクションに神経質な展開が予想される。

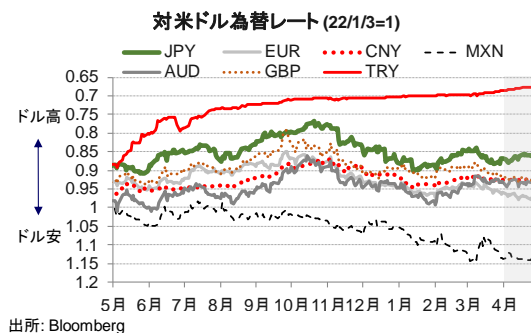
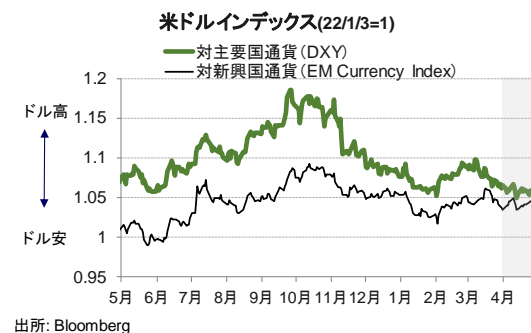
② 株式市場 ～ 楽観的見通しを維持

4月の株式市場は、国・地域によりまちまちの展開ながら、総じて堅調に推移した。米欧金融不安が金融システムに波及する可能性は低下しているが、米国では中堅銀行の経営不安が台頭し株価下押し材料になった。一方、底堅いマクロ経済への信認が強いほか、長期金利低下がIT関連銘柄の株価を大幅に上昇させるなど、株式市場にポジティブな材料もみられた。

米欧市場が総じて底堅く推移するなか、中国市場（上海および香港）はアンダーパフォームした。23年1-3月期の実質GDP成長率（前年同期比）は+4.5%と政府目標「+5%前後」に届かず、製造業を中心に回復が鈍いことが確認されたほか、ゼロコロナ後の消費回復力や不動産関連の成長回復力の鈍さも意識されている。

日本市場は、日銀による金融政策（YCC）の再修正・撤廃が意識されていたが、4月の金融政策決定会合では大規模緩和策が維持されたことで長期金利が急低下し、株価上昇につな

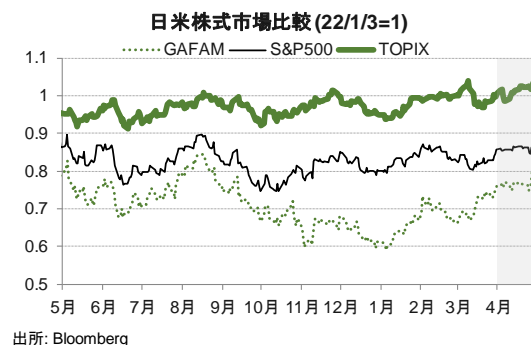
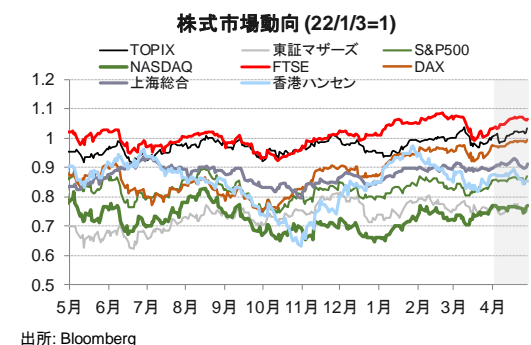
がった。



株式市場も、米欧金融不安という材料をこなし、今後はインフレと中銀の金融政策に左右されることになる。とりわけ、インフレ長期化懸念による長期金利上昇が、IT 関連銘柄の下落等を通じて株式市場にネガティブに作用する可能性があり留意を要する。

③ 為替市場～ 通貨個別要因が強く米ドル安基調継続

4月の為替市場は総じてドル安基調継続ながら、通貨によってまちまちの展開となった。債券・株式市場と同様に、為替市場でも米欧金融不安がマクロ経済に与える影響に注目が集まっているが、4月はこれに加え、各通貨固有の要因も影響した。



日本円(対米ドル)は、日銀の金融政策が強く意識され、円安(米ドル高)基調になった。4月27-28日の金融政策決定会合で大規模緩和策が維持されることになったが、当該方針は4月中旬以降複数メディア経由で報道されていたこともあり、為替市場も緩やかに円安基調となっていた。

中国元(対米ドル)も緩やかな元安(米ドル高)となった。中国経済の回復が市場想定よりも鈍く、株式市場が軟調に推移するなかで通貨元も軟化した。

一方、ユーロ(対米ドル)は堅調に推移した。弱い製造業と強いサービス業のコントラストが一層強まっているものの、全体的にみればマクロ経済は回復している。23年1-3月の実質GDP成長率も前期比+0.1%を確保した(フランス、スペインが成長をけん引したがドイツはゼロ成長にとどまった)。失業率が過去最低レベルで推移するなか労働市場逼迫もみられ、既に賃金の伸びは加速している。このため、ECBの利上げ継続期待が強くユーロ相場を支えている。

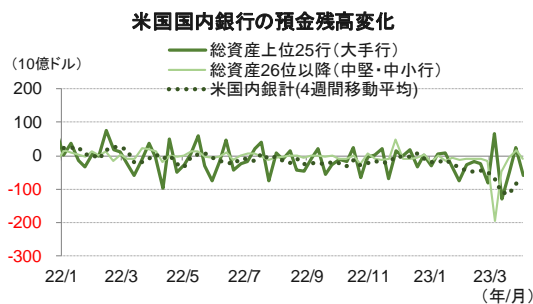
為替市場の注目材料は、他の資産市場と同様、米欧金融不安からマクロ経済環境やインフレ動向に一層シフトすることになる。特に中銀の金融政策に対する為替市場の感応度は高く、インフレ動向と中銀の金融政策に対して神経質な展開が予想される。

3. 注目材料：金融不安が信用収縮に至るプロセスは「長期」

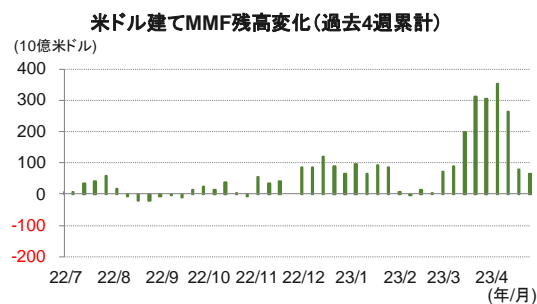
3月に生じた米欧金融不安。4月末時点で米中堅行のヘッドラインが残っているものの、金融市場では個別行の問題と認識されており、金融システム危機に波及する可能性は大幅に低下している。また、欧州でもAT1債のクレジット・スプレッドが安定的にタイト化するなど概ね鎮静化している。一方、米国を中心に銀行経営の保守化を通じた信用収縮とマクロ経済の失速懸念は根強く残っている。とりわけ、米中堅・中小銀行の与信残高が大きい商業用不動産や中小・零細企業向け与信の収縮が、マクロ経済への負の圧力になるのではないかとこの見方がある。4月の金融市場は、金融不安がマクロ経済に負の影響を与えるとの悲観的な見方と、米国マクロ経済の底堅さやインフレ長期化を意識するマクロ経済への楽観的な見方が錯綜していたため、与信収縮懸念を理解することは今後のマクロ経済や様々な金融資産市場を予測するうえで重要である。

今次局面で信用収縮が生じるとすれば、銀行経営の保守化、具体的には預金流出を抑止するための①預金金利引き上げ、および②手元流動性の確保が過剰になることにより、融資残高が減少することを經由するとみられる。このため、市場参加者がモニタリングすべきは、①銀行預金残高推移、②銀行によるFRB等からの借入残高を含む資金繰り状況、および③貸出残高になる。

銀行預金残高は、3月中旬は中堅・中小行で大幅な減少がみられたが、減少規模に鑑みれば破綻処理された2行の動きで大宗が説明できそうで、他の中堅・中小行への波及は限定的とみられる。また、中堅・中小行の預金残高は、3月下旬以降安定化している。大手行の預金残高減少が続いているが、大手行は預金超過状態にありこの程度の預金残高減少で手元流動性が逼迫することはない。預金からMMFへのシフトも4月以降は沈静化しており、金融不安を背景にした預金流出懸念は（特定銀行を除き）概ね終息しつつあるとみている。なお、米国ではコロナ禍で約4兆ドルという巨額の預金積み上がりが確認され、22年以降は長引くインフレのもとで預金残高が緩やかに減少している。預金残高減少が続いていることが、金融不安と関係のない背景要因を持っていることも認識したい。

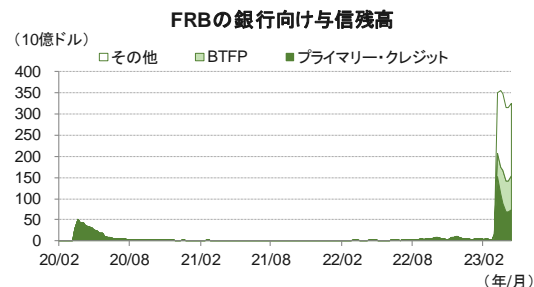


出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

次にFRBからの借入残高は、3月中旬に急増したのち、4月以降も高水準で推移している。預金流出は個別行以外で確認されていないものの、銀行経営者は手元流動性を厚くしておきたいと考えているのであろう。FRBからの借入金利は概ね政策金利と連動しているため、当該借入を続けることは銀行にとって利ザヤ縮小につながる。利ザヤ縮小は銀行の経営体力低下を通じて与信基準厳格化にもつながりうるため、当面の間継続してモニタリングする必要がある。



出所: Bloomberg

貸出残高は、3月中旬に商工業向けおよび商業用不動産向けで減少したが、3月下旬以降は安定化している。こちらも、破たん処理された2行の新規融資が停止している可能性が高

いことや当該統計の対象から除外された可能性があるため、米銀全体で見た場合、急激な信用収縮が生じているとの合理的な材料にはならないと思われる。

米中堅・中小行は、商業用不動産向け融資に傾注していることで知られているため、与信収縮懸念は概ね商業用不動産向け融資に集中している。商業用不動産向け融資は、①長期、②固定金利が主であり、太宗は不動産物件を担保にしたノン・リコース・ローンである。不動産物件から得られる賃料等の収入（ネット・オペレーティング・インカム）は相応に高い水準であることが見込まれるほか、固定金利型であることから、商業用不動産向け融資がデフォルトするタイミング、ローンの満期、つまりリファイナンスが困難になるときに集中する傾向がある。商業用不動産向け融資に何らかの変化が生じるには相応の時間を要する（複数年の可能性もある）。

米国国内銀行の貸出残高推移

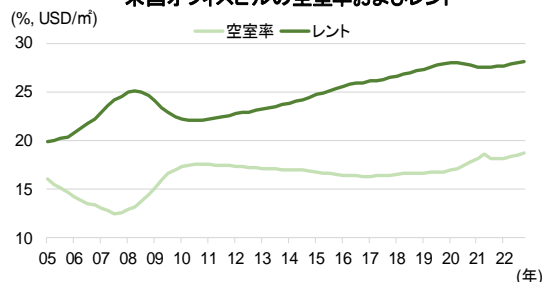
(単位: 10億米ドル)

	米銀計		大手行		中堅中小行	
	3/1→ 4/19	3/29→ 4/19	3/1→ 4/19	3/29→ 4/19	3/1→ 4/19	3/29→ 4/19
ローン・リース計	7	41	33	23	-26	18
商工業	-32	8	-7	10	-25	-1
不動産	5	20	16	6	-11	15
商業用不動産	-21	5	-1	-2	-20	6
個人	23	7	16	2	7	5
その他	11	5	8	5	3	-1

出所: Bloomberg

FRB が 3 か月毎に行っているシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイ (SLOOS) をみても、商業用不動産向け融資の貸出基準はすでに 22 年後半には厳格化しており、与信引き締めは 3 月の金融不安を契機にしているわけではない。しかも、足もとの商業用不動産向け融資の延滞率は低位で安定しており、最も懸念が強いオフィス物件ですら、パフォーマンス指標の推移はまちまちである（空室率は上昇基調ながら、賃料は底堅く、また還元利回り（キャップ・レート）も上昇は限定的である）。

米国オフィスビルの空室率およびレント



出所: Bloomberg

米国オフィスビルのキャップレートおよびローン延滞率



出所: Bloomberg

以上を総合的に評価すれば、①足もとまでのデータを確認する限り信用収縮の兆しは見られないが、②銀行経営の保守化が長期化すれば緩やかなペースで信用収縮が続く可能性がある。4 月末時点では米中堅行の経営不安がヘッドラインになっており、銀行経営者の心理に負の影響を与えている可能性が高い。このような状況が長期化する可能性は低いものの、銀行経営者の心理状態を表現しているとみられるデータ（FRB からの借入残高、貸出残高推移等）は今後も継続して確認する必要がある。

一方、金融市場は今後金融不安が信用収縮に至るプロセスを一旦忘れる可能性が高い。金融システム危機が生じていないなかでの信用収縮は、それが生じるとしても相応の時間を要するからである。金融市場が短期的にネガティブに評価する材料に乏しく、銀行の破たん処理等のヘッドラインは今後更に減る可能性も高い。そのため既に、金融市場の注目は金融不安がマクロ経済に負の影響を与えるのではないかとの見方から、底堅いマクロ経済環境、サービス業の底堅さと雇用逼迫、そしてこれらがもたらすインフレ長期化の可能性にシフトしている。5 月は初旬に FOMC および ECB 理事会が控えている。利上げ停止期待が根強いなか、利上げ継続となった場合の相場への影響に留意を要する。

(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