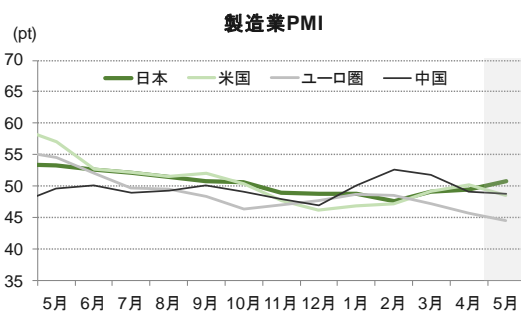




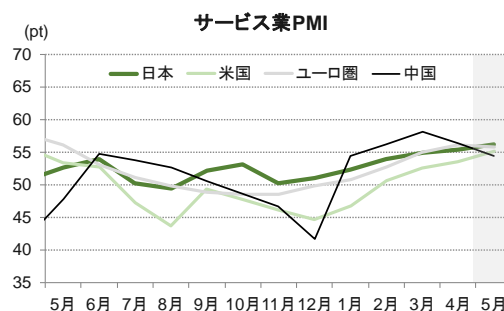
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は緩やかながら底打ちトレンドにあるが、製造業とサービス業で景況感の差がみられるほか、足もとでは脆弱性も確認されている。3月に生じた米欧金融不安は、信用収縮を経てマクロ経済に負の影響を与えるのではないかと懸念が根強いものの、金融システム不安が軽微ななかで急激な信用収縮が生じる可能性低い。このため、5月の金融市場のセンチメントは総じて改善しつつあった。一方、米欧マクロ経済は依然として力強さに欠いており、インフレ長期化と中銀のタカ派継続が、市場のリスクセンチメントを冷やしやすいために(株安やクレジット・スプレッドのワイド化など)。不調が続く中国経済に関するヘッドラインにも留意を要する。
- **注目材料:** 我が国の消費者物価指数(CPI)が上昇基調にあり、日銀の金融政策に影響を与える可能性がある。このため、今後の日本のCPIがどのようなトレンドを辿りそうか、予想するうえでの注目材料は何かを考えることは、金融市場参加者にとって重要である。21年後半以降CPI上昇をけん引してきた光熱・水道および食料は、24年に向けてCPIにおける寄与度を低下させる可能性が高い。財・サービスは寄与度を上げているが、その背景には①光熱費や材料費の増加に加え、②人件費高騰(23年の賃上げ)があろう。①・②共に現時点では不透明性を孕んでおり断定的な議論が出来ないが、市場参加者の間では②の継続期待が強く、その背景にある雇用逼迫と足もとの日本経済の底堅さに注目すべきである。どちらもインフレ長期化に寄与する可能性を孕んでいるものの、現時点でエビデンスは十分ではない。インフレの「ノルム」が緩やかながら形成されつつあるなか、現時点から23年後半に向けたインフレ見通しを探るべく、これらの注目材料を遅滞なくフォローすることが重要になる。

1. マクロ経済展望 ~ 金融不安後は不安定なマクロ経済とインフレ長期化に留意

グローバル・マクロ経済は緩やかながら底打ちトレンドにあるが、製造業とサービス業で景況感の差がみられる。3月に生じた米欧金融不安は、信用収縮を経てマクロ経済に負の影響を与えるのではないかと懸念が根強いものの、前回の当レポートで指摘したように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。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

製造業は、コロナ禍におけるサプライチェーンの混乱を契機に、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ている。在庫調整は終盤を迎えつつあるとの見方は根強いものの、5月末時点では回復ペースは鈍く、中国の製造業PMIは4月以降2ヵ月連続で50を割った。ただし、今後は在庫調整最終局面が意識されやすく、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いるが、中国は2ヵ月連続で低下している。

また、5月は米国の債務上限問題が市場の関心を誘った。前例のない「チキンレース」にな

ることが予想されてきたこともあり、5月中盤以降は6月償還の米短期国債利回りが急上昇したほか、米国ソブリンを参照するCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）のプレミアムが急拡大した。一方、資産市場間で当該問題への見方は分かれており、米国債の（テクニカル）デフォルト・リスクをある程度意識していたのは米国債・CDS市場のみで、為替（米ドル高基調）、株式（上昇基調）、クレジット（スプレッドは安定的）の反応は鈍かった。

金融不安や米債務上限問題をクリアし、世界の金融市場の注目材料は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10か月連続で下落し4月は同+4.9%となった。4月のCPIの注目点は、住居（主に帰属家賃）の上昇ペース鈍化が鮮明になりつつあることである。4月のコアCPIは同+5.5%だが、うち+2.8%は住居が寄与している。インフレの見極めのためには「住居を除くサービス」が重要との見方も多いが、住居の寄与度が下落しはじめればCPIに対する警戒感は低下する可能性がある。米国のCPIは、エネルギーおよび耐久財の年次効果剥落影響が6月までは続くと思われる、その後は住居や住居を除くサービス価格の動向に注目が集まることになるだろう。足もとの水準から今後数か月間は下落する可能性が高いものの、エネルギーや耐久財の年次効果剥落影響がなくなった後に、どの程度の「根雪のように残るインフレ率」の水準に今後焦点が移っていくことになるとみている。

欧州は、4月のユーロ圏HICPが前年比+7.0%と6か月ぶりに前月（同+6.9%）を上回りインフレ鈍化基調が足踏みすることになった。前月にマイナス寄与に転じたエネルギーが小幅ながら上昇に転じたほか、食品やサービス価格の上昇が続いており、高水準のインフレが長期化する懸念がぬぐえていない。また、英国の4月のインフレ率は市場予想を大幅に上回る前年同月比+8.8%（BOE予想は+8.4%）となり、BOEの追加利上げ観測を高めることになった。ただし、ドイツは2四半期連続のマイナス成長となりテクニカル・リセッションに陥ったほか、5月末に向けて発表されたインフレ指標は鈍化基調が鮮明になるなど、市場の思惑が交錯しやすい不安定な状況にある。

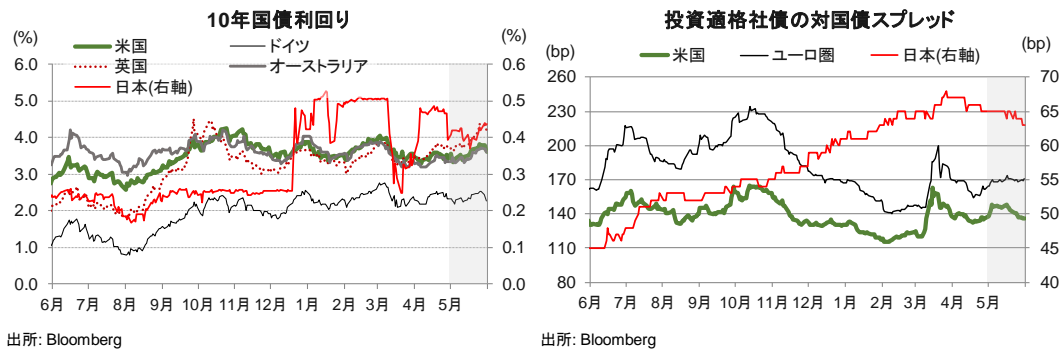
日本のCPI（総合）は、23年1月に同+4.3%でピークをうち2~3月は下落基調にあったが、4月は再び上昇に転じ、総合は前年比+3.5%（前月は同+3.2%）、生鮮食料・エネルギーを除くいわゆる「コアコア」は同+4.1%（前月は同+3.8%）となった。食料の上昇が続いているほか、足もとでは住居を除くサービスの上昇も顕著になっている。日銀は4月の金融政策決定会合で、市場が注目するYCCの再修正をせず金融政策を現状維持とした。植田総裁は、今後インフレ率は鈍化するとして、基調的なインフレを実現するまで大規模緩和を継続する方針を表明した。しかし、足もとで上昇トレンドにあるCPIも影響し、市場では根強いインフレ懸念が残っている。日本のCPIを見る際に注目すべき材料を後段でまとめた。

金融不安や米債務上限問題などの「テイル・イベント」が去り、5月末にむけて金融市場のセンチメントは改善しつつある。一方、米欧マクロ経済は引き続き前年比でスローダウン基調にあるなか、市場がインフレ懸念を高め中銀のタカ派継続期待が高まれば、マクロ経済への負の影響につながりかねない。逆に、景気悪化懸念が強まれば、金利低下を誘発する可能性が高いものの、むしろ市場センチメントを更に悪化させる可能性がある。中国経済の不調も目立っており、中国市場発のヘッドラインが一時的に市場センチメントを悪化させる可能性にも留意したい。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ 根強いインフレ長期化懸念

5月の債券市場は、前半はしっかり、後半は軟調な展開となった。5月前半は金融不安が信用収縮につながるとの見方が根強く残るなか、金利は横ばい~低下となったが、後半以降は複数要因（米債務上限問題や、インフレと中銀のタカ派姿勢長期化懸念など）により金利上昇となったものの、月末に向けて再び金利は低下基調になった。クレジット市場（社債の対国債スプレッド）も月前半はワイド化基調、後半はタイト化~安定化した。



米債務上限問題は、6月償還予定の米短期債の金利上昇を招いたが、5月末時点で議会採決が行われる方針となったことからその後鎮静化した。ただし、金利低下幅は限定的であり、市場は「マクロ経済」と「インフレ長期化」を意識しつつある。

前述のとおり、日本のインフレ率が上振れしているほか、米国もFF金利が5%超となるなかでも底堅い雇用市場やサービス価格を背景に、債券市場では日米欧中銀の金融政策に注目が集まっている。日銀は4月の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が、その後も債券市場では早期のYCC再修正・撤廃への期待が残っている。背景には上昇基調にある日本のCPIへの思惑がある。日本の長期金利は、米長期金利上昇の影響もあり、5月下旬に向けて上昇基調になった。

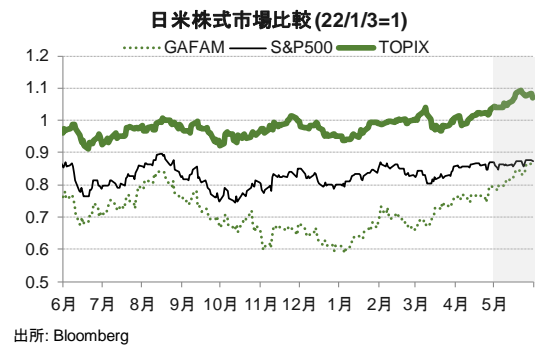
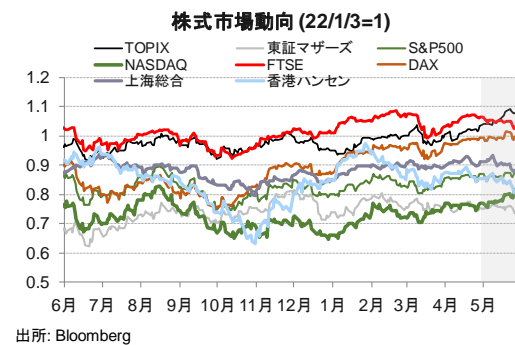
FRBは5月のFOMCで25bpの利上げを実施後、6月13-14日（現地時間）の次回FOMCで利上げ（25bp）を継続するか否かで市場の見方は分かれている。足もとまで底堅い米経済のほか、5月のFRB高官の発言内容が分かれていることが主因である。パウエル議長は信用収縮の進展を念頭に政策金利は想定されていたほど上昇する必要がないかもしれないと述べたほか、ジェファーソン理事やグールズビー総裁（シカゴ連銀）は、信用収縮懸念に加え金融引き締め効果の累積効果（ラグ）を見極めるべきとの「利上げ慎重派」である。一方、カシュカリ総裁（ミネアポリス連銀）、ローガン総裁（ダラス連銀）、ボウマンおよびウォラー両理事はインフレが高止まりすれば追加利上げが必要になるとの見解を示す「利上げ容認派」である。

ECBやBOEも足もとの景況感が不安定に推移するなか、根強いインフレに対抗すべく、利上げ幅は縮小しつつも利上げ継続を強く意識している。しかし、ドイツの実質GDP成長率が2四半期連続のマイナスになったことに象徴されるように、インフレ長期化と金融引き締め継続により、マクロ経済に負の影響が出るのではないかと懸念は根強い。このため、英国およびユーロ圏では金利下押し圧力が加わった状態にある。

金融不安や米債務上限問題という「テイル・イベント」をクリアし、当面の債券市場はインフレと中銀による金融引き締め長期化に対し、非常に神経質な状態が続くことが予想される。

② 株式市場 ～ 力強い日本株上昇の背景要因とは

5月の株式市場は、国・地域によりまちまちの展開となった。金融不安や信用収縮懸念が低下するなか、米国は業績が概ね市場予想を上回った IT 関連株や AI 領域に注目が集まるなか半導体関連株が上昇した。欧州はまちまちの動きとなり、英国は下落したが、ドイツは過去最高値を更新し株価は高水準で推移した。また、日本株の上昇が著しく市場の注目を集めた。一方、中国（上海総合および香港帆船）は他市場を大幅にアンダーパフォームした。中国経済がゼロコロナ政策からの「リ・オープン」に転換するなかでも冴えず、特に製造業や不動産の回復が鈍いことが嫌気された。製造業は 1-3 月にボトムを打った可能性が高いとみているが、その後の回復ペースは鈍いことが予想される。また、不動産は極端な販売不振に陥っており、一部地方では事実上の価格統制にシフトするなど、不振に拍車がかかる状況にある。不動産の不振が金融システム不安に発展する可能性は依然として低いとみているが、中国経済の低迷は長期化する可能性があり留意を要する。



5月に注目を集めた日本市場の力強い上昇の背景には、主に外国人投資家による①日本企業の収益改善・改革期待、②インフレ継続期待、③円安期待、および④経済・安全保障領域を中心とした大規模財政支出期待、などがある。①は昨年来堅調な設備投資が本格的に企業収益に寄与するとの期待のほか、22年後半から続く製造業の在庫調整が概ね終焉しつつあるのではないかと期待も含まれている。また④は半導体関連に加え、航空・宇宙・防衛、素材など幅広い分野に貢献するとみられる。力強い上昇のカタリストになったのが4月の日銀金融政策決定会合（現行の金融政策を維持）だったため、緩和長期化や円安進行が意識されているほか、パークシャー・ハザウェイによる日本株投資などが話題になっているが、実際は日本企業のファンダメンタルズの変化に注目が集まっているとみている。

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がマクロ経済や企業業績にどのような影響を与えるのかに注目している。米欧マクロ経済は前年比スローダウンが基本シナリオであり、過度な金融引き締めは株安要因になる可能性があることに留意したい。

③ 為替市場～ 力強いドル高に反転

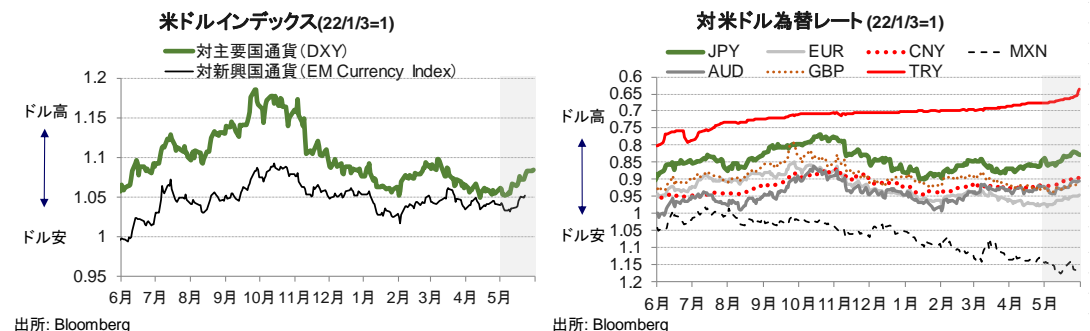
5月の為替市場は米ドル高基調に転じた。米債務上限問題が米ドル安になることはなく、為替市場は当初から土壇場で解決するとみていた可能性があるほか、日欧主要国側の要因もあり、結果的に米ドル高基調になった可能性がある。

日本円（対米ドル）は、円安基調が継続した。日銀の金融緩和継続が強く意識されているほか、経常収支の改善が先送りされる（特にその他サービス収支の悪化が市場で注目されている）可能性も指摘されている。米国経済の底堅さや次回 FOMC での追加利上げが意識されるなかで、米ドル高圧力も加わった。

ユーロも下落に転じた。インフレ懸念が根強く ECB が利上げ継続を主張しているが、ドイツ経済がテクニカル・リセッションに陥ったこともあり、インフレと金融引き締めの長期化がマクロ経済にネガティブになるとの見方も強かった。

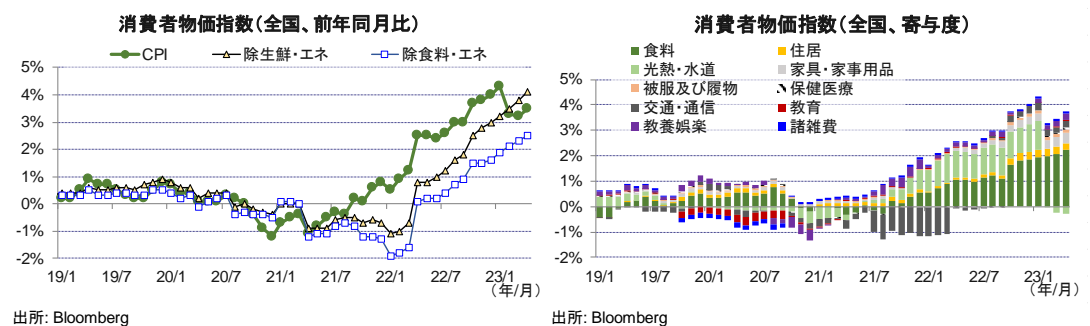
中国元（対米ドル）も元安基調が続いた。中国経済の回復が市場想定よりも鈍く、株式市場が軟調に推移するなかで通貨元も軟化した。

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。ただし、インフレや利上げ継続がマクロ経済にネガティブとの見方も根強く、中銀のタカ派化が必ずしも通貨高につながらなくなっている点に留意したい。引き続き、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: 上昇を続ける我が国の消費者物価の行方

上昇基調にある我が国の消費者物価指数（CPI）に市場の注目が集まっている。23年1月にCPIの対前年伸び率が+4.3%でピークをうち、2～3月は電力・ガス価格への政府補助が寄与し下落に転じたが、4月は再び上昇に転じた。4月は総合が同+3.5%（前月は同+3.2%）、生鮮食料・エネルギーを除く「コアコア」は同+4.1%（前月は同+3.8%）となった。日銀は4月の金融政策決定会合で、市場が注目するYCCを修正せず金融政策を現状維持とした。植田総裁は、今後インフレ率は鈍化するとして、基調的なインフレを実現するまで大規模緩和を継続する方針を表明している。一方、足もとで上昇トレンドにあるCPIのほか、企業マインドの変化（価格転嫁を継続する姿勢など）を指摘する声もあり、市場では根強いインフレ懸念が残っている。このため、今後の日本のCPIがどのようなトレンドを辿りそうか、予想するうえでの注目材料は何かを考えることは、金融市場参加者にとって重要である。



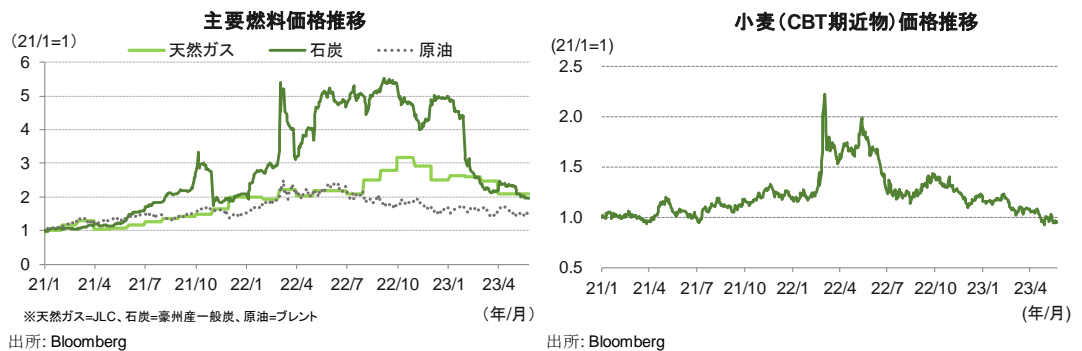
消費者物価指数(全国): 前月比伸び率(主要項目)

	総合	除生鮮・エネ	除食料・エネ	食料	住居	光熱・水道	家具・家事用品	被服及び履物	保健医療	交通・通信	教育	教養娯楽	諸雑費
ウェイト	100%	88.92%	67.81%	26.26%	21.49%	6.93%	3.87%	3.53%	4.77%	14.93%	3.04%	9.11%	6.07%
2023/4/30	0.6%	0.7%	0.1%	1.1%	0.1%	-0.2%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	1.7%	0.0%
2023/3/31	0.4%	0.6%	0.1%	0.4%	0.0%	-0.5%	2.0%	2.6%	0.4%	0.4%	0.1%	1.1%	0.1%
2023/2/28	-0.6%	0.4%	-0.9%	0.4%	0.1%	-11.0%	0.6%	1.3%	0.5%	-0.1%	0.3%	0.4%	0.3%
2023/1/31	0.5%	0.1%	0.1%	1.4%	0.0%	0.9%	0.0%	-2.4%	0.1%	0.0%	0.0%	1.1%	0.1%
2022/12/31	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	2.0%	-0.9%	-1.3%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.0%
2022/11/30	0.2%	0.3%	0.7%	0.6%	0.1%	1.1%	0.8%	1.1%	0.1%	0.2%	0.0%	-1.4%	0.1%
2022/10/31	0.6%	0.6%	0.0%	1.5%	0.5%	1.0%	0.3%	0.5%	0.4%	0.1%	0.0%	-0.8%	0.2%

出所: Bloomberg

まず、日本のCPIの上昇要因を確認する。21年後半から寄与度が増加してきたのが光熱・水道、つまり電力・ガス料金である。また、22年以降は食料の寄与度が最大になっている。加えて、最近では財やサービス関連でも幅広く緩やかながら寄与度が増加している。短期的なトレンドを確認するために前月比伸び率を確認すると、食料の伸びが著しいほか、家具・家事用品、教育、教養娯楽などの項目の伸び率が上昇している。

電力・ガス料金は、23年2月からは政府補助が入ったことでインフレへの寄与はほぼゼロ～マイナスに転じている。6月料金から規制料金値上げにより再び寄与度が一時的にプラスに転じるとみているが、燃料費（大宗を占める液化天然ガスおよび石炭価格）のトレンドに鑑みれば、8月以降は再び寄与度がマイナスに転じる可能性がある。電力・ガス料金は、燃

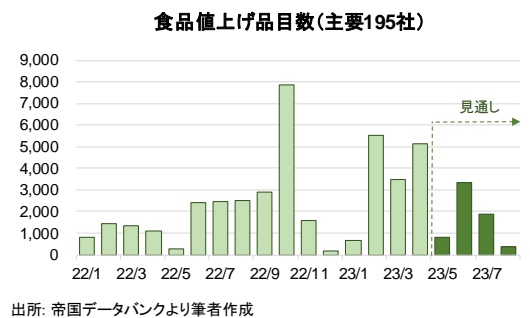


料費調整制度により燃料調達から概ね3～5か月で料金に価格転嫁されるが、天然ガスおよび石炭価格は22年後半にピークを打ちその後は低下基調にあるためである。燃料価格が足元の水準にとどまるかぎり、政府補助が終了する10月以降の電力・ガス料金の前年同月上昇率も低水準になり、いずれにせよ24年初頭に向けて寄与度はゼロ近辺に低下する可能性が高い。

また、食料価格の上昇は、①原材料費の高騰に加え、②光熱費（電力・ガス）の上昇が背景にある。①は小麦粉やトウモロコシなどの使用原料価格は既に安定化しているほか、輸送コスト（大半を海外から輸入しているため）も安定化している。光熱費も前述の通り既に下落基調にある。食品価格転嫁状況を確認すると、値上げ品目数は緩やかながら減少基調にあるが、過去に生じた価格転嫁要因が剥落しつつあることを反映しているとみている。食品価格の本格的な上昇は22年前半からであり、年次効果を勘案すると23年6-7月まで食料のCPIに対する寄与度が上昇する可能性がある。一方、その後は価格転嫁が一服すれば、食料の寄与度も緩やかに低下する。現時点では不透明な側面もあるが、過去1年間にみられたような力強い寄与度上昇は近い将来ピークアウトする可能性が高まっている。

このように、21年後半以降のCPI上昇をけん引してきた光熱・水道および食料の双方の寄与度が23年央以降低下する可能性が高く、23年央以降のCPIは下落基調になる可能性が高い（ただし、過度な円安になる場合、再び価格上昇が生じる可能性があることに留意）。

一方、財・サービス価格はどうか。足もとで価格上昇率が高い家具・家庭用品、教育、お



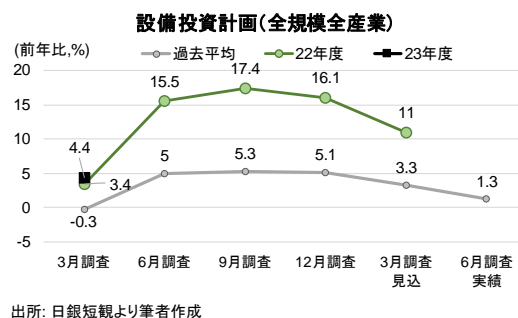
よび教養娯楽の3つは、CPIに占めるウェイトの合計が約16%ある。これらが仮に前月比+1%で上昇を続けた場合、年間約12.7%の上昇となり、ウェイトで換算したCPIへの寄与度（前年同月比）は約+2%に達する。足もとでは家具・家事用品や教養娯楽はいずれも+1%（前月比）を大幅に上回る上昇になっているため、金融市場が警戒するのも無理はない。

財・サービス価格の上昇は、①光熱費や材料費の増加に加え、②人件費高騰（23年の賃上げ）も影響しているとみられる。一方、前述のとおり①は足もとで沈静化しつつあるものの、為替相場が過度な円安になる場合再び円建て価格が上昇する可能性を孕む。②は23年春闘において久方ぶりの賃上げ率になり、その持続性が注目を集めている。①も②も現時点では不透明性を孕んでおり、確定的な議論が出来ない状態にある。

また、日銀が4月28日の金融政策決定会合においてフォワードガイダンスに「賃金上昇を伴う形で」の文言が追加されたこともあり、市場は②を注目している。市場では②の持続性に関して意見がわかれているが、賃上げ継続可能と考える参加者が注目しているのは、雇用逼迫と足もとの日本経済の底堅さにある。

雇用逼迫は特段説明する必要はなかろう。安倍政権下の「アベノミクス」において、女性および高齢者雇用が加速したことで、我が国はなんとか一定の雇用者数を確保してきた。一方、既に女性および高齢者雇用は限界に近づいているとの指摘もあり、人材確保の中心は既に外国人労働者にシフトしている。一方、円安基調に加えデフレ長期化に伴い、人材確保の点で我が国の競争力は著しく低下しており、外国人から見た日本の賃金水準は既に魅力的ではない。加えて、コロナ禍からのリ・オープンによるペントアップ需要の発現や、インバウンド需要の増加により、レジャー関連産業を中心に雇用逼迫が一層加速している。レジャー関連産業の雇用状況、特に賃上げと価格転嫁は、今後の我が国のCPIを占ううえで重要になろう。

また、日本経済の底堅さ、とりわけ設備投資の強さにも注目すべきであろう。日銀短観（23年3月）によれば、我が国の設備投資は22年に大幅な増加となったが、23年も引き続き増加基調にある。強い設備投資の背景には、①経済・安全保障（防衛予算増額、サプライチェーン確保（半導体等）のための政府支出の増加）、②カーボン・ニュートラルや省力化投資に加え、③国内回帰（長期的な円安を視野に入れた生産拠点の国内への回帰）や④付加価値投資（新商品・サービス提供による事実上の価格改定（付加価値上昇）の継続）などが挙げられる。これらのうち、相応に規模感が確認できつつあるのは①および②だが、今後は③および④に注目が集まろう。いずれも賃上げ（国内拠点での人材確保）や価格転嫁（高付加価値商品・サービスの提供）につながり、中長期的なインフレ率に影響する可能性がある。



繰り返しになるが、現時点で24年に向けて持続的・安定的にインフレ率が+2%以上になる確証はない。しかし、インフレの「ノルム」が緩やかながら形成されつつあるのも事実であろう。現時点から23年後半に向けたインフレ見通しを探るべく、前述した注目材料を遅滞なくフォローすることが重要になろう。

(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