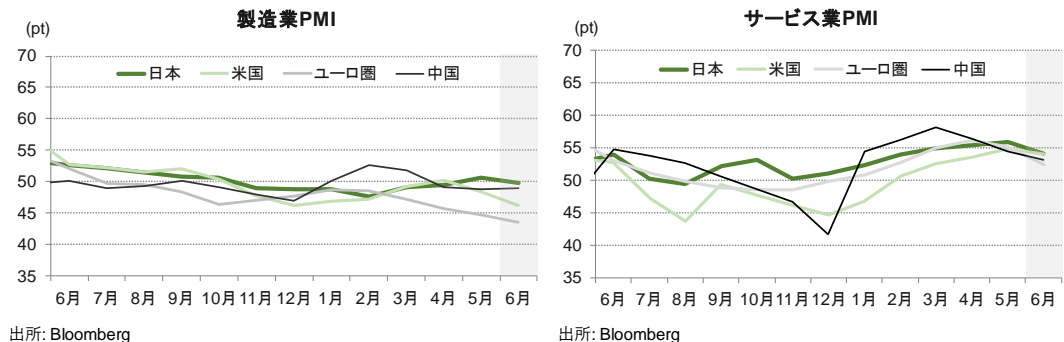




- マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は5月までの緩やかな底打ちトレンドから、6月は減速基調になった。弱めのマクロ経済環境のなか、6月は日米欧英の中銀会合で、各々の国・地域が置かれている状況の違いが鮮明になった。米欧英中銀がタカ派スタンスを維持している背景には、当然にインフレ長期化に対する懸念がある。一方日本は、6月の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定した。日本のインフレ率は、食料に加えサービス価格の上昇もみられているが、24年に向けて下落基調に転じる可能性が高く、日銀が金融政策変更を見通せる状態にはない。ただし、力強いマクロ経済環境がインフレの持続力を高める可能性がある。また、中国経済の不調が長期化しているが、市場では中国政府による経済活性化策の期待が強いほか、7-9月期には製造業の景況感がボトムアウトするとの見方も根強い。仮に中国経済の低迷が長期化する場合、米欧英マクロ経済や金融政策に影響する可能性もあり留意したい。
- 注目材料:** 金融市場における米国マクロ経済への見方は二分している。今後を見通すには難しい局面が続いているようにみえるが、米国経済の底堅さ（個人部門と住宅市場）と脆弱性（商業用不動産と（主に低格付け）企業）の双方からみた場合、①米国マクロ経済は引き続きスローダウンを続けるものの23年中にリセッションに陥る可能性は低い、ただし②24年以降はFRBが利下げに転じない限り、企業部門や不動産市場の脆弱性が一層顕在化する可能性があるとみている。このため、24年に向けて金融市場にとって大きな下落圧力になる要因を中心に、注意深いモニタリングが必要と考えている。今次局面は、コロナ禍での変化が大きかった分だけ、FRBがビハインド・ザ・カーブに陥る可能性があることに留意したい。

### 1. マクロ経済展望 ～ 不安定なマクロ経済と中銀利上げが焦点に

グローバル・マクロ経済は5月までの緩やかな底打ちトレンドから、減速基調に転じつつある。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（新規発注の停止）が加速したことで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が根強いものの、6月末時点では回復ペースは鈍く、中国の製造業 PMI は3か月連続で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を大幅に上回っているものの、中国が3か月連続で低下トレンドになったほか、日米欧でも6月は悪化した。コロナ禍後のペントアップ需要が失速気味に推移している可能性があるほか、サービス業を中心に雇用逼迫が一層深刻化していることが影響している模様である。

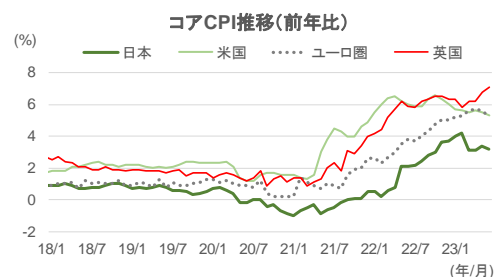


6月は、日米欧英の中銀会合で、各々の国・地域が置かれている状況の違いが鮮明になった。米国は6月のFOMCにて利上げを一時停止したものの、年内2回の追加利上げを示唆した。ECBは6月の理事会において25bpの利上げを継続し、次回の利上げ継続を事実上事前予

告した。BOEは6月の金融政策委員会において50bpの利上げを実施し、前回から利上げペースを再加速させた。一方、日銀は6月の金融政策決定会合において、現行の大規模緩和策の維持を決めた。米欧英中銀がタカ派スタンスを維持するのとは対照的に、日銀が今後積極的な引き締め路線に転じるには時間を要するとの見方が根強くなった。

米欧英中銀がタカ派スタンスを維持している背景には、当然、インフレ長期化に対する懸念がある。ただし、各国・地域によってインフレ（コア）の状況には差があり、インフレが深刻な順に並べると、①英国、②ユーロ圏、③米国になる。

米国は労働市場のひっ迫は続いているが、サービス価格（特に住居）の寄与度鈍化が期待されるなか、CPIコアは減速基調を続ける見通し。ただし、鈍化ペースは緩やかであり物価目標を上回る状態が当面続くだろう。FRB（は利下げの最終到達地点（ターミナルレート）に向けた利上げの最終盤に差し掛かっているといえよう。



出所: Bloomberg

ユーロ圏は、労働市場のひっ迫は続いている

ものの、HICP コアはピークを付けつつある。ただし水準は依然高く、賃金上昇がインフレを長期化させる可能性が残っている。ECBもターミナルレートに近づきつつあるとみられるが、賃金上昇とインフレ長期化懸念が残っており、当面はタカ派姿勢を維持する可能性が高い。

英国は、労働需給のひっ迫が続くなか、CPIコアが再加速しており、既に賃金上昇とインフレ長期化懸念が顕在化している。

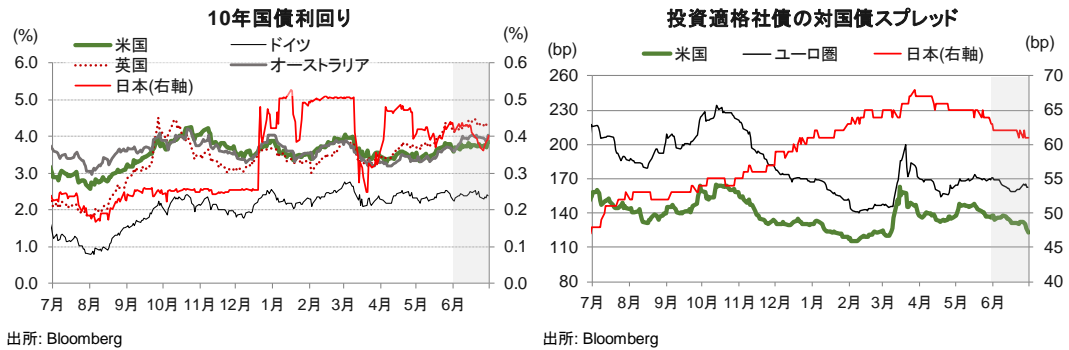
日本のCPI（5月）は、総合が前年同月比+3.2%（前月比▲0.3ポイント）、生鮮食料を除くコアは同+3.2%（同▲0.2ポイント）と減速基調となったが、生鮮食料およびエネルギーを除くコアコアは同+4.3%（同+0.2ポイント）と上昇基調を続けた。コアコアの上昇は、生鮮を除く食料価格の上昇継続に加え、サービス価格の上昇も寄与している。サービス価格上昇の背景には、コロナ禍からのリ・オープンによる需要増加（ペンタアップ需要やインバウンド需要の増加）がある。食料価格の上昇は、今後数か月間は続く可能性が高いが、原料価格（小麦粉やトウモロコシなど）が下落基調にあるほか、電力・ガス料金も下落基調にあることから、値上げの持続力は弱いとみている。このため24年に向けて日本の基調的なインフレが強い状態にあるかを現時点で判断することは難しい。ただし、日本はコロナ禍からのリ・オープンに加え、非常に力強い設備投資、積極的な財政政策（経済・安全保障領域を中心に）などにより、久方ぶりにマクロ経済環境が良好とみている。このため、賃上げの継続や価格転嫁動向は継続してモニタリングする必要がある。

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月下旬以降、世界の金融市場の注目は、インフレと金融政策にシフトした。米欧英は中銀のタカ派姿勢が意識される展開ながら、足もとのマクロ経済環境に脆弱さも垣間見える。一方、日本は足もとの力強いインフレ基調は今後鈍化することが予想されるものの、力強いマクロ経済環境がインフレの持続力を高める可能性がある。このように国・地域による足もとのトレンドの違いに加え、中銀の金融政策スタンスの違いを理解しておくことが重要であろう。また、中国経済の不調が長期化しているが、市場では中国政府による経済活性化策の期待が強いほか、7-9月期には製造業の景況感がボトムアウトするとの見方も根強い。仮に中国経済の低迷が長期化する場合、米欧英マクロ経済や金融政策に影響する可能性もあり留意したい。

## 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

6月の債券市場は、全般的には横ばい圏ながら、中銀の金融政策スタンスの違いによりトレンドに差がみられた。クレジット市場（社債の対国債スプレッド）は、5月からのトレンドを引き継ぎタイト化基調となった。



前述のとおり、6月の債券市場はインフレと中銀のアクションに注目が集まった。米欧英は中銀のタカ派姿勢が意識されるなか、長期金利は上昇基調となったが、タカ派姿勢の強さの割には長期金利の上昇は限定的だった。日本は、4月に続き6月も日銀が金融政策を現状維持としたことで、長期金利は下落基調になったが、月末にかけて米国経済の底堅さやFRBのタカ派姿勢継続を意識して金利上昇に転じた。

債券市場では、インフレやマクロ経済に対する見方が分かれている。その典型は米国であり、債券市場では米国債2年-10年カーブのインバート幅が拡大すると共に、インバート期間が長期化していることもあり、米国経済が今後リセッションに陥るとの見方は依然として根強い。一方、労働市場や個人消費などをみれば短期的に米国がリセッションに陥る可能性は低いとの見方もある。見方が分かれるなか、政策金利引き上げやインフレ懸念の割に、長期金利上昇幅は限定的である。

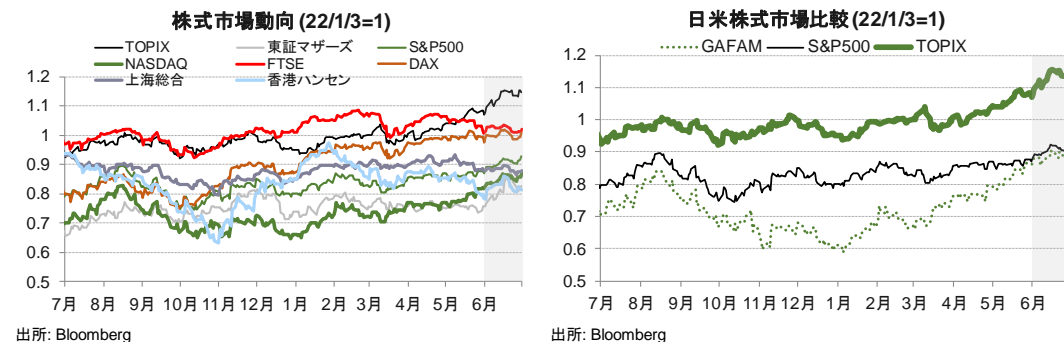
日銀については、7月の金融政策決定会合は展望レポートの公表タイミングということもあり、物価見通しの上方修正に伴う緩和修正が意識されやすい。ただし、市場参加者が期待するイールドカーブ・コントロール（YCC）の再修正もしくは撤廃については、その条件とされる金融市場機能の低下という「副作用」は現時点で顕在化していない。米ドル円の上昇がYCC再修正のトリガーになるとの見方もあるが、昨年と異なり輸入物価は安定化・下落していることから、米ドル円が150円に到達する局面でも、我が国国民がインフレ・プレッシャーを感じることは無いだろう。このため、当面は日銀の政策修正を期待することは難しく、債券市場では23年の債券投資収益確保の観点から継続的な円債・一般債（社債を含む）投資が続くとみている。長期金利は狭いレンジでの推移、クレジットスプレッドはタイト化継続を予想している。

### ② 株式市場 ～ 中国以外は堅調維持

6月の株式市場は、中国（上海および香港）以外の主要市場は堅調さを維持した。債券市場で意識されているインフレ長期化と中銀のタカ派化は、株式市場にとってポジティブではないものの、米国経済がリセッションに陥る可能性が低下しているとの見方が台頭するなかでは、中銀のタカ派化が株式市場にネガティブに作用しにくくなっている。また、インフレ鎮静化と中銀の利上げ停止が意識される局面では、グロース銘柄を中心に底堅く推移することから、株価指数が堅調になりやすい。マクロ経済が堅調でも不調でも株価が下がりにくいという「いいとこ取り」相場の様相を呈している。

中国（上海および香港）の株式市場は、折からの製造業および不動産市場の低迷が長期化し

ていることや、中国政府による景気刺激策が市場の期待ほど大きいものではないとの見方が根強く、株式市場は下落基調となった。不動産市場の低迷は、もはや政府が価格維持政策や金融緩和で解決できるほど単純なものではなくなりつつある。共同富裕路線継続による中国経済の低成長化を国民が強く意識するなか、一種のバブルだった不動産価格に対する長期的かつ深い不信感が醸成されているからである。日本が不動産バブル崩壊後、20年にわたって経験した資産デフレのリスクが中国に迫りつつある。



日本の株式市場は、6月中旬までは力強い上昇となったが、その後は一進一退の展開になった。4月以降の上昇ペースが速かったことや、FRBのタカ派姿勢が鮮明になるなかで、短期的な調整局面に入っているとみられる。一方、①強い設備投資、②安定的な政治環境、③経済・安全保障領域を中心にした積極財政策、④日本企業の収益改善・改革期待、⑤インフレ継続期待、および⑥円安期待など、株価上昇の持続性を担保する材料も多い。7-9月期には製造業の在庫調整も終了するとの見方が強い。

今後の注目材料は、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であろう。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。逆に日本は、24年に向けて好調なマクロ経済環境が日銀の金融政策変更を誘発する可能性が残るなか、仮にそれが実現した場合の影響（金利上昇と円高）も意識されるが、マクロ経済の堅調さと企業業績の回復が下支えになるとみている。日本株は調整局面を経て再び増勢を強めるとみている。

### ③ 為替市場～ 日本政府による為替介入は当面先!?

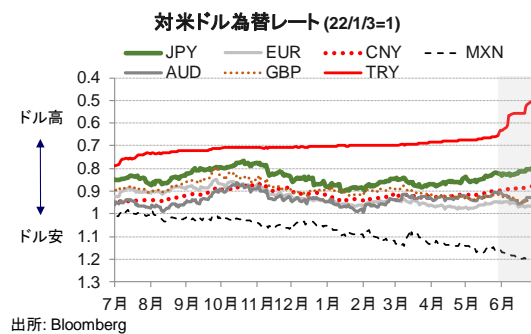
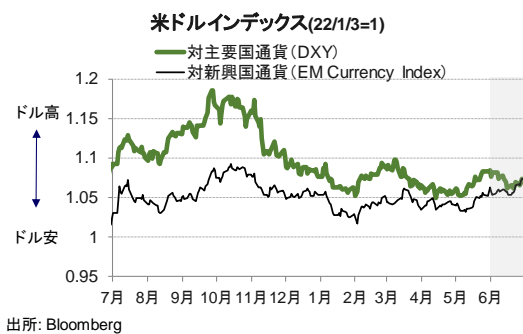
6月の為替市場は、まちまちの動きとなった。FRBが6月のFOMCにて年内に2回の利上げ方針を示したことを主因に、中国元を含む新興国通貨に対し米ドルは上昇したが、FRB以上のタカ派姿勢を示したECBやBOEを背景に、欧州主要通貨に対し米ドルは下落した。

日本円は、対米ドルで下落した。日銀が4月に続き6月の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定したことに加え、FRBの利上げ姿勢が意識された。このようななか、昨年9月に米ドル円が145円台に突入したタイミングで為替介入に至ったこともあり、為替市場では日本政府による円買い・米ドル売り為替介入が意識され始めている。ただし、為替介入は異色の政策であることや、基本的には為替水準で介入の可否を決めるわけではないとみられる。基本的には、為替変動の大きさや、円安が日本経済に与える負の影響を総合的に評価したうえで実施されることになる。昨年は、エネルギーや食料などの国民生活に最も大きな影響を与えるものの価格上昇が著しかった局面で急激な円安（対米ドル）が生じたことにより、円安に対して国民が批判的であった。一方、今年はエネルギーや食糧などの価格は下落基調にあり、また、為替相場変動も昨年に比べ大きくないことから、政府が為替介入を実施する条件は整っていないのではないかと見方が為替市場では根強い。換言すれば、為替介入リスクが低いなかで、米ドル円は続伸する可能性が高くなっている。

新興国通貨のなかで極端な変動になったのがトルコリラである。大統領選で「金融緩和によるインフレの抑止」の継続を主張した現職のエルドアン氏が当選したことが主因である。一



方、選挙後に新たな財務相に起用されたシムシェキ氏、および中銀総裁に就任したエルカン氏は、マクロ経済理論や金融政策に精通している。シムシェキ氏は、伝統的な経済学の考え方に即した金融政策の採用によるインフレ退治への転換を示唆し、実際、6月22日に開催された中銀の金融政策決定会合では、政策金利が15.00%（前回比+6.5%）まで引き上げられた。しかし、市場予想（変更後の政策金利は20.00%）に対してハト派な印象をめぐえず、リラ相場の反転には至らなかった。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。



為替市場の注目材料も、他の資産市場と同様、マクロ経済環境やインフレ動向に一層シフトするだろう。日本円は当面は対米ドルで下落基調になる可能性が高いとみているが、日本経済が久方ぶりに堅調であることや、財・サービス価格の上昇が確認されつつあるなか、24年に向けて日銀の金融政策変更を意識する場面が出る可能性がある。その場合、円金利上昇期待と共に円高にシフトする可能性があることに留意したい。

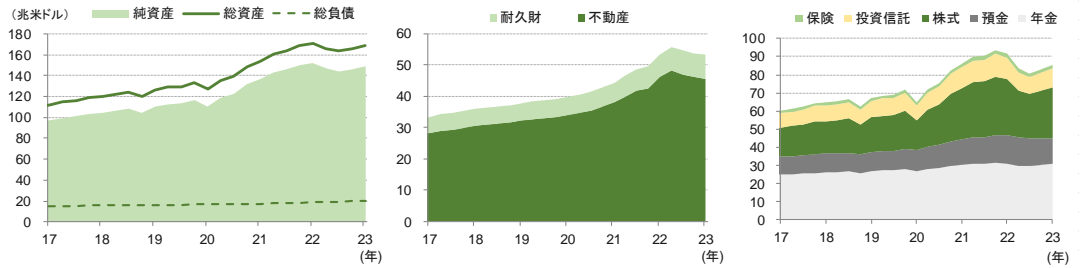
### 3. 注目材料: 米国マクロ経済をどう見るべきか～ 底堅さと脆弱性の双方が混在

6月の金融市場は、米国マクロ経済の底堅さを改めて意識することになった。力強い雇用に加え、堅調な個人消費、新築住宅販売件数等の主に個人部門の力強い数字が意識された。また、IT関連株が牽引する形で米国株式市場の回復も見られたほか、足もとでは中小型株も堅調に推移している。一方、FRBは6月のFOMCにおいて、年内に2回(50bp)の利上げに加え、当面の利下げは困難との見方を示している。このため、米国債利回りカーブ(2年-10年)のインバート幅は一層拡大し、またインバート期間は更に長期化しており、今後米国経済がリセッションに陥るとの見方も根強く残っている。

このように、金融市場における米国マクロ経済への見方は二分している。今後を見通すには難しい局面が続いているようにみえるが、筆者は、米国経済の底堅さと脆弱性の双方からみた場合、①米国マクロ経済は引き続きスローダウンを続けるものの23年中にリセッションに陥る可能性は低い、ただし②24年以降はFRBが利下げに転じない限り、企業部門や不動産市場の脆弱性が一層顕在化する可能性があるとみている。このため、24年に向けて金融市場にとって大きな下落圧力になる要因を中心に、注意深いモニタリングが必要と考えている。以下では、米国経済の底堅さと脆弱性から確認してゆく。

米国経済の底堅さの主因は個人部門にある。個人部門のバランスシートを確認すると、20年以降総資産の急増に対し総負債の上昇が限定的だったため純資産も急増した。主要資産の内訳をみると、株式や不動産の増加幅が著しいほか、預金の増加も著しい(20年3月末から22年末までで約4兆米ドルの増加)。資産価値増加の背景には、コロナ禍における給付金・補助金のバラマキに加え、超金融緩和による資産価格の増加がある。一方、足もとでは不動産価格や株価の下落に加え、インフレ長期化と給付金・補助金の減少に因る預金残高の減少もみられつつある。純資産規模が依然として高水準にあることや、負債水準が高くないため個人債務のデフォルトが急増する可能性は低いとみているが、不動産価格の下落や預金残高の減少は、消費者心理を緩やかながら悪化させる可能性がある。

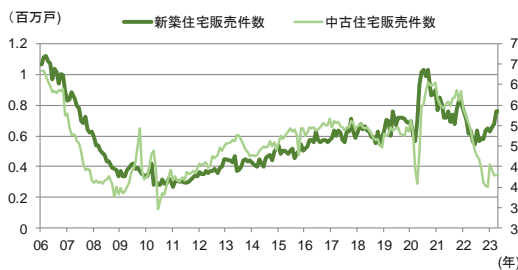
### 米国個人部門のバランスシート



出所: Bloomberg

新築住宅販売件数の増加も市場の注目材料になっている。モーゲージ金利の上昇にも関わらず住宅販売件数が足もとで増加しているのは、確かにマクロ経済の底堅さを示している面もあるが、米国住宅市場で生じている「供給制約」が影響していることに留意を要する。米国ではリーマンショック以降、ほぼ一貫して販売用中古住宅在庫が減少を続けており、足もとでは過去最低の百万戸前後に至っている。新築住宅供給の低迷は、建築従事者の不足、部材の高騰や供給制約など複数の要因がある。コロナ禍で郊外を中心に住宅需要が急増したことにより、住宅市場の需給は更にタイトになっている。このため、米国では賃貸住宅への需要シフトが生じ、賃料の急上昇につながった（米 CPI が高水準になった要因の一つ）。賃料が上昇したため、足もとではモーゲージ金利が高くとも（≒月次返済額が多くとも）再び新築住宅に需要が戻っていると見える。このような状況を理解したうえで、改めて新築住宅販売件数の増加が、底堅いマクロ経済を表していると理解すべきなのか。例えば、新築住宅販売件数と中古住宅販売件数の合計を確認すると、中古住宅販売件数の下落が大きく、住宅販売件数全体で見れば「低迷」と見える。

### 米国住宅販売件数



出所: Bloomberg

### 販売用中古住宅在庫



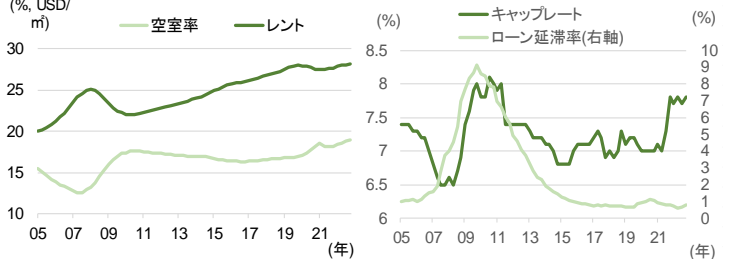
出所: Bloomberg

### 米国不動産価格



出所: Bloomberg

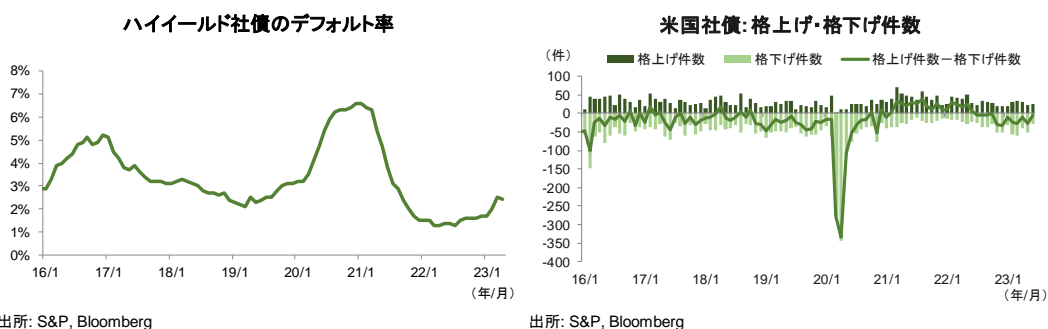
### 米国オフィスビルのパフォーマンス指標



次に、米国マクロ経済の脆弱性を示す領域を複数確認する。具体的には商業用不動産と企業（特に低格付け企業）である。

米国の商業用不動産価格は、リーマンショック時に約 30% の下落を経験したのち、22 年半まで一貫して上昇したが、22 年央以降下落に転じている。FRB による急速な利上げによって名目金利が上昇したことにより、リファイナンス環境が悪化したほか、オフィス物件に

についてはコロナ禍以降の在宅勤務の定着によるオフィス需要減退も影響している（空室率の上昇）。物件価格の下落が始まっており、またリファイナンスが難しさを増しているものの、商業用不動産担保ローン（CRE ローン）の延滞率は依然として低水準である。これは、①満期が到来した CRE ローンの一部はリファイナンスができない状態にあるものの、②期限延長によって引き続きリファイナンスを模索しているなか、③担保物件からの収入によって利払いを継続しているからとみている。不動産やローンのように金融市場で常に時価評価されないアイテムがマクロ経済や金融システムに甚大な影響を与えるようになるまでには相応の時間を要するため、短期的に急激な変化が生じる可能性は低い。しかし、FRB が利下げをしない限り CRE ローンのリファイナンス環境の悪化が続くとみられ、今後も警戒感を持ってモニタリングを続ける必要がある。



また、企業部門にかかるプレッシャーも無視できない。23 年以降の株価指数は堅調さを取り戻しているが、例えば S&P500 に関して言えば、特定銘柄（GAFAM 等）の貢献が大きく、残り 490 以上の銘柄は年初来の株価がさえないことに加え、キャッシュフローも減少基調にある。23 年になり本格的な負債調達タイミングに入りつつあるが、既に調達金利は大幅に上昇しており（例えばハイイールド社債なら 10% 程度の調達金利は当たり前）、FF 金利の上昇が企業部門に負の影響を与えるのは、むしろこれからと言える。既に、ハイイールド社債のデフォルト率は上昇基調にあるほか、社債の格下げ件数も増加基調にある。

このように、米国経済は個人部門のバランスシートの健全性や住宅市場の特殊性に支えられ、外見上は「底堅く」見えるものの、実態は必ずしも「底堅い」わけではない。また、商業用不動産や企業部門は、既に金融引き締めによる負の影響が顕在化しつつある。すなわち、米国マクロ経済は「底堅い」というよりは「減速基調」を継続しているとみられる。ただし、商業用不動産や企業部門が短期的かつ大規模に悪化する可能性も低く、23 年中にリセッションに陥る可能性も低いとみている。

市場の関心は、24 年以降の「いつ」FRB が利下げを開始するかにあるが、FRB が「データ次第」で今後の金融政策を決定するスタンスを取っているため、「減速基調」にある米国マクロ経済の実態を見誤るリスクをはらんでいる。換言すれば、過去の状況（バックミラー）を反映したマクロ経済統計をみて今後の金融政策を判断するスタンスである限り、金融政策はビハインド・ザ・カーブになりやすい。今次局面は、コロナ禍での変化が大きかった分だけ、ビハインド・ザ・カーブの「幅」も大きくなる可能性があることに留意しておきたい。

(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