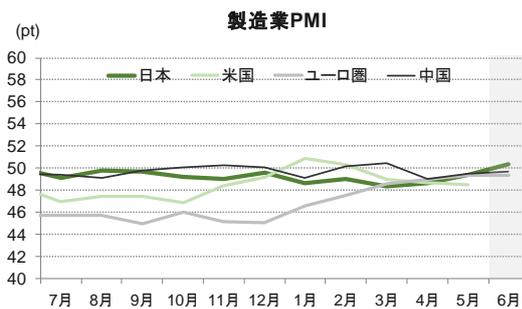




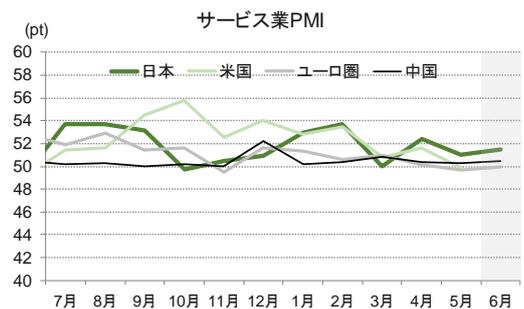
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、米国トランプ政権による幅広い国・地域・産品への関税発動に伴い、依然として不透明な状況にある。今後一定規模の「反動減」が顕在化する可能性が高いことに鑑みれば、楽観は禁物である。マクロ経済の不透明感、中銀の金融政策にも影響している。FRBは6月のFOMCで4会合連続、日銀は6月の金融政策決定会合で3会合連続の政策金利据え置きを決定した。一方、金融市場は4月中旬以降回復基調にある。関税によるマクロ経済に対する悲観論が後退しリスクオンが続いたとみることもできるが、FRBの早期(予防的)利下げ期待が影響した。
- **注目材料:** 足もとの金融市場で注目されるFRBの早期(予防的)利下げは、米トランプ大統領による度重なる利下げ要請に加え、ウォラーFRB理事およびボウマンFRB副議長が早期利下げを示唆したことも影響している。とりわけタカ派とみられていたボウマン氏のハト派発言に市場は反応し、米ドルは下落を続け、米長期金利も下落基調となった。金融市場における米国マクロ経済に対する見方は楽観論・悲観論で二分されており、FOMCメンバー内でも意見が分かれているようである。意見の相違がウォラー・ボウマン両氏の発言に表れている可能性もあるが、実はパウエル議長も頑なに利下げを拒んでいるわけではなく、9月利下げを支持する可能性はある。当面は利下げに向けたエビデンスの確認が重要で、特に7月雇用統計および6月CPIに注目したい。7月の利下げは市場コンセンサスではないため、7月利下げを織り込む場面では、長期金利低下、リスク資産価格上昇、米ドル安等を誘発するだろう。

1. マクロ経済展望 ~ コンセンサス不在

グローバル・マクロ経済は、米国トランプ政権による幅広い国・地域・産品への関税発動に伴い、依然として不透明な状況にある。PMIでみるマクロ経済環境はさほど悪化しておらず足もとまでは安定的に推移しているが、関税に伴う駆け込み需要が影響している可能性が高い。今後一定規模の「反動減」が顕在化する可能性が高いことに鑑みれば、楽観は禁物である。実際、4月のIMFに続き6月にはOECDも世界経済見通しを引き下げ、25年の成長率予想はいずれも3%を下回った。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

マクロ経済の不透明感、日米欧3極の金融政策にも影響している。FRBは6月のFOMCで4会合連続、日銀は6月の金融政策決定会合で3会合連続の政策金利据え置きを決定した。ECBは6月も利下げを行ったが、ラガルドECB総裁は記者会見で利下げサイクルの終わりに言及し、次回は金利据え置きの可能性が高まった。このように、3極の中銀は、いずれもトランプ関税によるマクロ経済への影響は今後発生する可能性があるとの見方に立ちつつ、特に米国から高い関税率が実施される場合、各国のマクロ経済環境が大きく変わりうる一方、関税によるコストプッシュ・インフレの懸念も残るため、予防的な金融政策を取りにくいとの見方が優勢である。

これに対し、金融市場は4月中旬以降回復基調にあり、株式は3月末の水準を超えたほか、

社債の対国債利回り格差（クレジットスプレッド）も 3 月末の水準まで回復した。そして、国債市場では主要国長期金利が緩やかに低下し、リスクセンチメントを更に改善させた。

金融市場を見る限り、関税によるマクロ経済に対する悲観論が後退しリスクオンが続いたとみることもできるが、一方で、米長期金利の低下や米ドル安も継続したことに鑑みれば、金融市場の注目材料はマクロ経済とは別のものにあると思われる。その筆頭候補が、FRB による早期（予防的）利下げ期待であろう。パウエル FRB 議長は、関税によるインフレ率再上昇を警戒しており、依然としてインフレターゲットである+2%を上回るインフレ率（5 月）に鑑みれば、利下げを急ぐ理由に乏しい。一方、トランプ関税によるマクロ経済への負の影響を警戒する声や、関税前の駆け込み需要の反動減が期待されること、および米国のインフレ率が鈍化基調にあること等もあり、予防的な利下げを期待する声も FOMC メンバー内に見られる。当該論点については、当レポート後半にて詳説するが、当面の間は FRB の利下げ期待がグローバル金融市場に影響を与える可能性が高いことに留意を要する。

なお、6 月はイスラエル・イラン間の紛争により、原油価格が一時 80 米ドル/バレルを超える水準に上昇したほか、米国がイランの核施設を攻撃するなど、地政学リスクの高まりが意識される場面があったが、6 月下旬までに当該不透明性は一旦鎮静化している。これは、①イランの核開発に対し中東主要国を含む多くの国が懸念を持っているためイランを支援する国が皆無であり、②イランの核開発への反発も相まってイスラエル（および米国）を批判する声も小さく、③米国が参戦したことでイランが停戦を余儀なくされる可能性が高まったこと、などを金融市場が比較的短時間に織り込み、実際にその方向で政治決着が図られたことに因る。地政学情勢に対して予断を持つべきではないことはロシア・ウクライナ戦争で経験済ながら、中東情勢は過去からの積み重ねもあり金融市場の経験値も高い。引き続き、当該情勢には留意を要するが、当面は金融市場の不安材料にはならないとみている。

関税を取り巻く不透明感は今後も当面続く可能性が高く、米国経済に対する市場の見方も楽観論（トランプ関税影響は限定的で、米国マクロ経済は底堅く、インフレ率上昇も限定的との見方）と悲観論（トランプ関税がインフレ率再上昇につながりスタグフレーションの懸念が高まるとの見方）で大きく分かれている。今後、関税影響が含まれるマクロ経済指標が発表され、また、米国と貿易相手国との関税協議も緩やかながら進展することを通じて、どちらの見方が正しかったのかを確認することになる。金融市場は落ち着きを取り戻しつつあるように見えるが、背後にあるマクロ経済環境は依然として不透明感が強く、金融市場にはコンセンサスと呼べるほど強い相場観があるわけでもないことを認識すべきであろう。

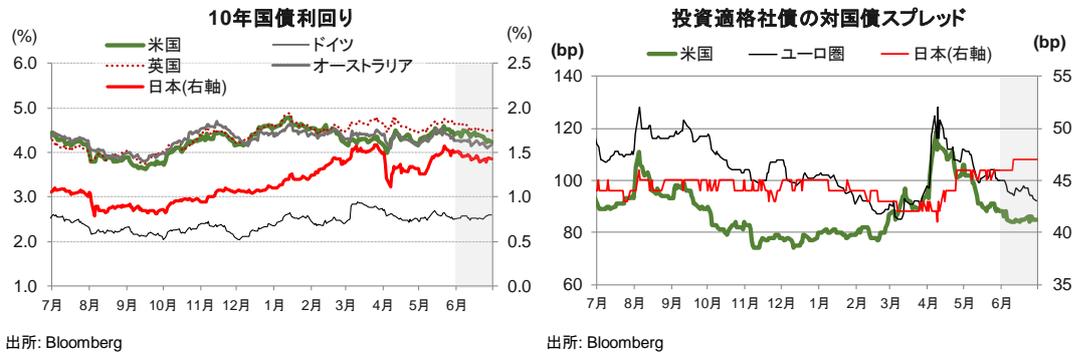
2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ 長期金利安定化の背景にあるもの

6 月の債券市場（長期金利）は、世界的に堅調に推移（長期金利は低下）した。5 月にはいわゆる TACO（Trump Always Chickens Out）を織り込む形でマクロ経済やリスク資産への警戒感が後退し、長期金利は世界的に上昇に転じたが、6 月は逆に緩やかに低下基調を続けた。

6 月の世界的な長期金利低下をけん引したのは米国だろう。6 月に発表された 5 月の主要経済指標が総じて底堅かったほか、インフレ指標も財価格を中心に 5 月も安定的だったことも TACO 期待をサポートしている。イスラエル・イラン情勢の緊迫化も長期金利低下に一定程度作用した。一方、関税を見込んだ駆け込み需要（3 月まで）の反動減は、自動車を中心にした耐久財ではすでに見られ始めているほか、関税によるコストプッシュを国内価格に反映できない小売事業者のマージン悪化懸念も高まっている（潜在的な失業率上昇

要因になるとの見方も)。債券市場では今後の米国マクロ経済に対する見方が強弱双方にかなり大きく乖離しているが、そのようななかで債券市場の注目を集めたのが FRB 高官 2 名（ウォラー理事およびボウマン副議長）による早期利下げは可能との言説である。特にタカ派とみられていたボウマン氏の「変節」に違和感を覚えた市場参加者も多かった（詳細は後述）。



本邦国債市場において超長期債（特に 30 年債および 40 年債）利回りが低下したことも、グローバル債券市場の安定化に寄与した可能性がある。きっかけになったのが、財務省による超長期債発行額減額および日銀による国債買い入れの減額幅の圧縮である。保険会社向けの新規制の影響で保険会社による超長期債購入が減少した（25 年 3 月には大幅な売り越しに転じた）こともあり、需給悪化が著しくなっていたところでの当該ヘッドラインは、わが国の長期インフレ期待に対して過度に割安化しているとの見方が強かった超長期債への安心材料になった。

このように、5 月の長期金利上昇時にささやかれていた各国の財政悪化懸念や米国の信認低下といった材料は、6 月以降はなりを潜める形になった（前回の当レポートで予想した通り）。

当面の債券市場の注目材料は、FRB による利下げ期待とその背景にある米国マクロ経済状況およびインフレ率になろう。関税によるコストプッシュを財価格に転嫁する動きは、6 月以降本格化するとみており、まずは 6 月の米国インフレ指標を確認する必要がある。ただし、6 月末時点でインターネット等の書き込みなどをデータ解析しても、米国内で財価格が上昇しているとの材料は乏しく、債券市場が織り込む「トランプ関税による米国インフレ率上昇は限定的」との見方が依然として支持されている可能性が高い。この限りにおいて、FRB の早期利下げ論は後退することはなく、米長期金利の安定化を経て日欧主要国長期金利も低下させることになるだろう。

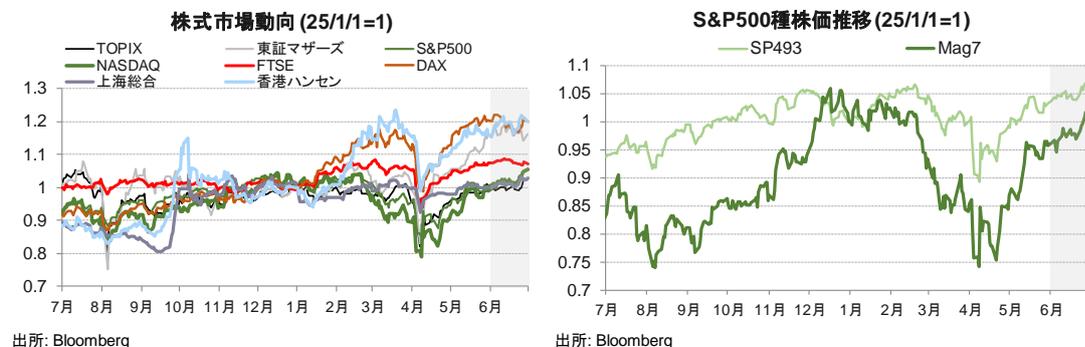
一方、今後長期金利が上昇に転じる可能性のある材料も依然として多い。とりわけ、米国における大型減税を含む政府予算案、債務上限問題、そして引き続きトランプ政権が繰り出す政策が世界の米国に対する信認を低下させるとの言説、などに留意を要する。これらはいずれもファンダメンタルズの大きなトレンドに対しては「ノイズ」程度のもので一時的な相場変動要因にはなるものの、中長期的な相場形成には影響しないとみているが、今後数か月間については（23 年 8 月～11 月と同様に）持続的な長期金利上昇をもたらす可能性のある材料として意識しておきたい。

② 株式市場 ～ 米国は再び過去最高値へ

6 月の株式市場は、総じて底堅く推移したが、米国の強さが目立った。堅調な株式市場の背景には債券市場同様に TACO 期待が強いほか、米国が強かった背景の一つに FRB による早期利下げ期待があったとみている。

5 月の米国株式市場（S&P500 種）では、引き続き Mag7 の上昇幅が大きかったが、Mag7 を除く 493 銘柄（SP493）も上昇した。Mag7 の上昇は 4 月以降の汎用半導体市況の急回

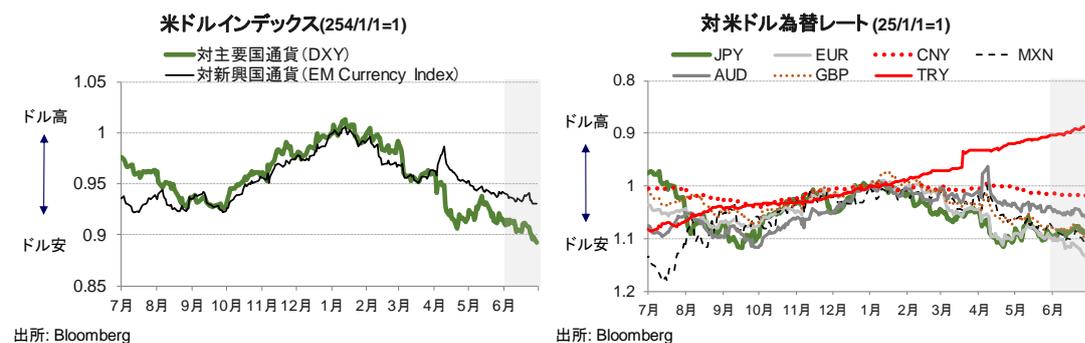
復やトランプ大統領が中東各国を歴訪した際に発表した中東地域における AI 開発関連プロジェクト（データセンターや発電設備への投資）への期待も強いが、FRB による早期利下げ期待もサポート材料になった可能性がある。そして、SP493 の上昇は FRB による早期利下げ期待もあるだろうが、トランプ関税が米国マクロ経済に与える影響が大きい（≒TACO 期待）によるものであろう。



前述の通り、米国マクロ経済に対する見方が大きく分かれるなか、株式市場の持続的な上昇は楽観的なように見える。関税交渉は依然として不透明であるほか、6 月以降はマクロ経済統計の減速（駆け込み需要に対する反動減）や、関税影響を本格的に織り込んだインフレ指標に留意を要する。個人消費等の「反動減」が生じる可能性は高く、それに伴う失業率の上昇にも留意を要する。マクロ経済を犠牲にしてまで関税措置を強行する可能性は低い（TACO 期待）とみているが、3 月末の関税率に戻る可能性も低く、関税によるマクロ経済や企業業績への影響は今後時間をかけて出る可能性を常に意識しておきたい。

③ 為替市場～米ドル安継続

6 月の為替市場は、引き続き米ドル安基調だった。株式やクレジット市場は TACO 期待を背景に、米国マクロ経済や企業業績への負の影響は限定的との見方に傾いているが、為替市場ではそれが必ずしも米ドル高につながらなかった。



米ドルは、対主要国通貨、対新興国通貨いずれも下落した。米長期金利低下とその背景にある FRB による早期利下げ期待が影響した可能性が高い。4～5 月は、米トリプル安が意識される局面が見られたが、足もとでは米長期金利が低下基調（米国債高）にあり、5 月までの「米国の信認低下」との論説はなりを潜めた。

前述のとおり、米国マクロ経済の見方は金融市場内で大きく乖離しており、楽観論と悲観論双方で一定の合理性を持つ状況にある。6 月末時点では、為替市場は楽観論を前提にして、FRB の早期利下げ期待に傾いているようにみえるが、このような状況は一つの経済指標で大きく変化する可能性もあることを認識すべきであろう。例えば、米ドルの信認や米ドル建て資産に対する海外投資家の需要が緩やかに変化しているのであれば、米金利上昇を経て市場がリスクオフに転じる可能性も残る。

換言すれば、金融市場には、6 月末時点では「コンセンサス」に近いようなものは存在していない。

3. 注目材料: FRB の早期（予防的）利下げはあるのか

前述のとおり、足もとの金融市場で注目されているのが、FRB の早期（早ければ 7 月）利下げ期待である。米国マクロ経済に対する市場の見方は楽観論・悲観論に二分されており、楽観論に基づけば利下げは当面先送りとなり、悲観論では早期（予防的）利下げが正当化される。市場では過去数か月間、FRB の利下げ再開時期について、意見が分かれる状態にあったが、6 月は FRB の早期（予防的）利下げ期待が高まった。

FRB の早期利下げ期待は、そもそも米トランプ大統領の意向が効いている。トランプ大統領は、米国のインフレは既に鎮静化していると主張し、利下げを躊躇しているパウエル FRB 議長を「Stupid（ばか）」や「知能指数（IQ）が低い」などと批判しつつ早期利下げを迫っている。最近では、パウエル氏の議長職が任期満了となる 26 年 5 月よりも前（25 年 9-10 月頃との観測あり）に次期議長を指名し「影の FRB 議長」として FRB 内や債券市場に影響力を与えるとの意向も示している。4 月にはこのようなトランプ氏の発言により中銀の独立性に疑義が生じるとして「米トリプル安」を招いた側面もある。ベッセント米財務長官は、このようなトランプ発言に対して常にバランス感のある発言を続け、市場が過度に「米国の信認低下」に傾かないように配慮しているようにみえる。

そのようななか、6 月は 2 人の FRB 高官が 7 月の早期利下げを示唆した。ウォラー FRB 理事は、20 日に「我々はそれ（利下げ）を実施できる状況にある。早ければ 7 月にもできる」と発言し、23 日には金融監督担当の FRB 副議長であるボウマン氏が「インフレ圧力が抑制されたままなら、早ければ（7 月）次回会合での利下げを支持する」と語った。

とりわけタカ派とみられていたボウマン氏のハト派発言に市場は反応し、米ドルは下落を続け、米長期金利も下落基調となった。

2 人は共に第 1 次トランプ政権で FRB 理事に任命され、現在もトランプ氏との関係が近いとされている。ボウマン氏は 6 月に金融監督担当の副議長に昇格し、トランプ政権が掲げる金融規制緩和に前向きとされる（前任のパー氏は規制重視派とされトランプ氏との対立を避けるため自ら職を辞した（理事としては留任））。ウォラー氏は次期 FRB 議長候補として名前が挙がる「無類のハト派」であり、トランプ氏の方針に従順とされている。債券市場の一部ではトランプ氏に近い 2 人の FRB 高官発言を「パウエル氏に対する造反」との憶測も広がっている。

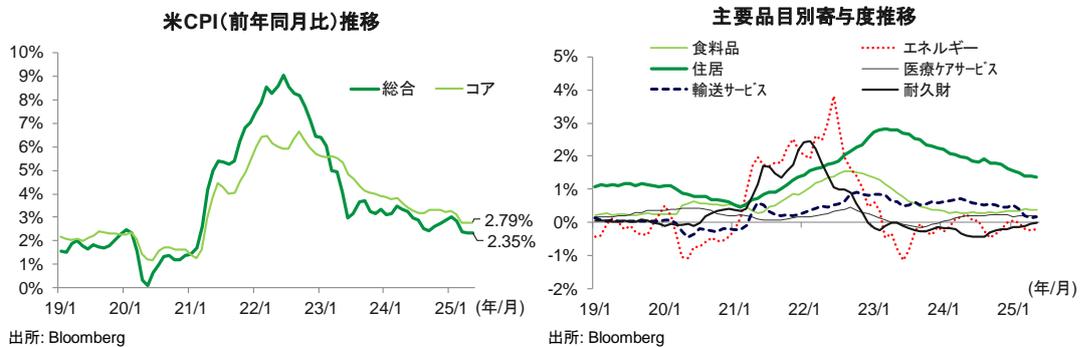
一方、パウエル議長は 6 月 24 日に下院金融サービス委員会で証言し、関税引き上げで今夏にインフレが加速し始める可能性があるとして、利下げを急がない姿勢を改めて表明した。共和党議員らがトランプ大統領の要求通り政策金利を引き下げるべきとしたことに対しても、インフレ上昇見通しがエコノミストの間で広く共有されていると反論し、貿易政策の主要部分が依然として流動的であることもあり、利下げに消極的であると説明した。特に、7 月の利下げが正当化される可能性があるとしたボウマン・ウォラー両氏の発言に言及し、利下げの具体的な時期は示さないと強調しつつ、労働市場が引き続き堅調で、関税の影響をめぐる不確実性が非常に高いことを踏まえ、特定の会合について指摘すべきではなく、利下げを急ぐ必要もないとした。ただし、関税による物価上昇が予想されることについては、6 月～7 月に関税影響が表れる可能性が高いとしたうえで、もし表れなければ消費者への価格転嫁がより小幅になるとの見方を受け入れることができるとし、その場合は早期の利下げの可能性も含ませた。

実は、パウエル議長は市場の一部が想定するほど頑なではないかもしれない。6 月 17-18 日に開催された FOMC では、金融政策の現状維持が決定されたが、声明文では関税のマクロ経済への悪影響に対する FOMC の懸念が前回（5 月）FOMC よりも若干ながら和らいだ

ほか、パウエル議長の記者会見において「忍耐強い (patient)」という表現が利用されなかったことも注目される。「patient」という表現は、14年12月のFOMCにてイエレンFRB議長(当時)が少なくとも2回政策変更しないという具体的な時間軸と紐づけて対外的に示した表現であり、パウエル議長時代でもFOMC声明文に幾度か掲載されてきた。6月FOMCで「patient」という表現が意図的に使われなかったとすれば、2回会後の9月FOMCでの利下げを支持する可能性がある。

6月FOMCのドットチャートを確認すると、25年12月末のFFレート想定として現状維持を見込む参加者が25年3月時点の4名から7名(19人中)に急増しており、FOMC内で意見が割れている可能性が高い。7月(30-31日)FOMCで利下げを実施するためには、やはり利下げを支持するようなエビデンスが必要になる。

7月末までには7月雇用統計(7月3日発表)、6月CPI(15日発表)、8月雇用統計に向けたJOLTS求人数等の雇用関連統計(求人数は29日発表)、およびFOMC直前ながら25年4-6月期実質GDP成長率(30日発表)もあるため、関税がインフレやマクロ経済に与える影響の「一部」を確認することが可能である。



足もとのインフレ率(CPI、前年同月比、5月)を確認すると、総合は+2.35%、コアは+2.79%まで鈍化している。第二次トランプ政権誕生が決まった昨年11月から今年2月くらいまで、市場参加者の多くはトランプ政権下で米国マクロ経済が堅調に推移するため、米国のインフレ率は+3%を下回らないと主張していたが、実際はインフレターゲットである+2.0%に近づきつつある。足もとまでのインフレ率鈍化は、「住居」(主に帰属家賃)および「輸送サービス」(主に自動車保険)の寄与度低下に因る。米国の家賃相場は、既にコロナ前の水準(前年同月比+4%程度)で安定化しており、コロナ前の「住居」の寄与度である+0.8~1.0%程度まで寄与度が鈍化する可能性が高い。「輸送サービス」の寄与度は、既にコロナ前の水準にまで下落している。「住居」および「輸送サービス」以外の主要品目のインフレに対する寄与度も、総じてコロナ前の水準に下落していることに鑑みれば、米国のインフレ率は今後コロナ前の水準(+2%前後)まで下落する可能性がある。

一方、トランプ関税の影響が「財」に与える影響は今後顕在化する可能性がある。米財務省によれば、4月以降関税収入は急増しており、米国に輸入される産品に関税負担が発生している。関税発動を見越し3月までに相当規模の駆け込み輸入が生じ、米国内在庫も高水準とみられるため、概ね5月末までは関税影響のない財が米国内で販売されていた可能性が高い。実際、5月のCPIでは財価格の変化はほとんど見られなかった。一方、6月以降は関税によるコストプッシュ分を米国内の販売価格に転嫁する動きが加速するとの見方が根強い。しかし、例えば日本車の対米輸出価格(米ドル建て)は5月に急落していることに鑑みれば、関税の一部は輸出企業が負担している可能性がある。また、非耐久財の多くは中国から輸入されているが、対中関税率は30%(相互関税10%+フェンタニル関連の懲罰関税20%)であり、非耐久財は低価格品が多くマージンも薄いことに鑑みれば、関税負担は米国側(輸入業者)が負っている可能性が高い。当該輸入業者(≒小売り業者)が米国内の小売り価格に転嫁すればインフレ率上昇要因になるが、値上げをした結果需要

が急減すると予想するなら価格転嫁を躊躇する可能性もある。この場合、米国インフレ率の上昇は限定的になる一方で、小売業者を中心に企業業績に負の影響を与えることになる。

このような見方を背景にして、金融市場における米国インフレ率に対する見方も二分されており、FRB が利下げ判断を先送りする原因の一つになっている。7 月の米 CPI（コア）の市場コンセンサスは、前月比+0.3%、前年比+3.0%となっており、大幅なインフレ率上昇はリスクシナリオになっているが、前年比+3.0%となれば FRB が利下げを躊躇するのやむをえまい。一方、(前述の通り) 7 月雇用統計が若干でも軟調で、6 月の CPI（特に財価格）がさほど上昇しなかった場合、FRB が 7 月に利下げ（25bp）に踏み切る可能性もある。

FRB が 7 月に利下げすることは市場のコンセンサスではないため、仮に 7 月利下げが実現する場合、米長期金利の大幅低下、株価上昇、クレジットスプレッドのタイト化、そして欧州や日本の長期金利を低下させる可能性がある。

(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