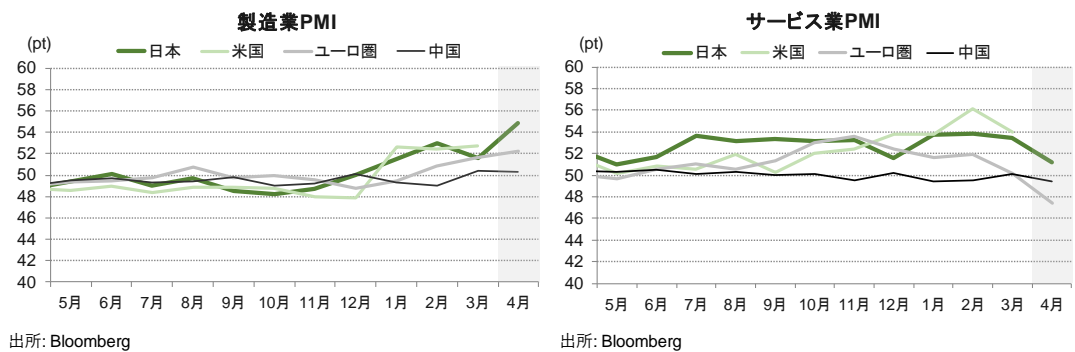




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル経済は、引き続き中東情勢の不安定化のなかで方向感のない状態が続いている。日米欧マクロ経済は、ホルムズ海峡の事実上の封鎖という地政学ショックを起点としながら、各国・地域の経済構造の違いを通じて異なる課題に直面している。日欧は、原材料の供給制約に直面する可能性が高まっており、単純なスタグフレーションではない複雑なマクロ経済、インフレ、そして金融市場への影響が生じる可能性が残る。一方、原油・天然ガスを自給する米国は、供給制約懸念に乏しく、足もとのマクロ経済も底堅い。中東情勢の不透明感が漂うなか、4月は株式等のリスク資産価格が回復したほか、米ドル安や長期金利の安定化もみられた。
- **注目材料:** 4月の金融市場は、中東情勢の不透明感が残るなか、3月とは逆に、リスク資産価格上昇、長期金利安定化、米ドル安となった。ただし、中東情勢緊迫化とホルムズ海峡封鎖が続くなか、多くの金融市場関係者はこのような金融市場動向に疑問を持っているのではなかろうか。4月の金融市場は、中東情勢とは直接関係のない要因（AI やプライベート・クレジットへの過度な懸念の後退等）に加え、中東情勢の短期終結期待の継続や、エネルギーを自給する米国マクロ経済の底堅さに対する信認が続いたことが影響したとみている。ただし、ホルムズ海峡封鎖が長期化する場合、米国内で一部の原材料・部品等の供給制約が生じる可能性は否定できないほか、半導体製造プロセスで必要不可欠なヘリウムの供給制約が生じる可能性があるなど、4月の金融市場が織り込み切れていないと思われる懸念材料も残る。

### 1. マクロ経済展望 ～ 中東情勢不安定な中での楽観論

グローバル経済は、引き続き中東情勢の不安定化のなかで方向感のない状態が続いている。製造業 PMI は投入価格上昇による上昇が鮮明だが、サービス業 PMI の落ち込みを見る限り、製造業に対する負の圧力が今後高まる可能性が高いとみるべきであろう。



中東情勢緊迫化から2か月が経過し、事態は当初米政権が主張していたような短期決着にはならず、停戦に向けた協議が繰り返し報じられるものの依然として予断を許さない。ただし、4月は株価上昇、クレジットスプレッドのタイト化、米ドル安、そして（日本を除く）主要国の長期金利は安定化した（詳細は後述）。

日米欧マクロ経済は、ホルムズ海峡の事実上の封鎖という地政学ショックを起点としながら、各国・地域の経済構造の違いを通じて異なる課題に直面している。前月の当レポートでも指摘したが、中東情勢の注目材料は「供給制約」とみている。日本を含むアジア諸国や欧州（特にドイツ）は、化石燃料の多くを中東に依存しているため、ホルムズ海峡封鎖が長期化すると、資源価格高騰に加え、国内産業活動の制限が生じる可能性がある。事実、4月以降石油化学・基礎化学企業は石油精製施設の稼働率を低下させているほか、特定商品の供給停止を発表する企業も現れ始めた。5月以降はより多くの企業や産業で減産を含

む工場稼働率低下や商品の供給停止が発現するとみている。我々の日常生活に直結する可能性のある医療・食料関連の必要不可欠な産品（医療用ゴム手袋、化学肥料・農薬など）は、一定量の在庫を確保している模様だが、既に国民の多くが供給制約を意識するなか、24年以降のコメ価格上昇と同じように、流通の各段階で在庫積み増し需要が高まること等を通じて、供給制約と価格急騰が生じる可能性が一層高まっている。

一方、米国は化石燃料を自給しているため、資源価格高騰は生じても極端な産業活動の制限が生じる可能性は低い。ただし、米国産の原油や天然ガスでは生産できない原材料も一部存在しているため、ホルムズ海峡封鎖が長期化する場合は、（時間差はあるが）米国にも供給制約の波が押し寄せる可能性があることに留意を要する。

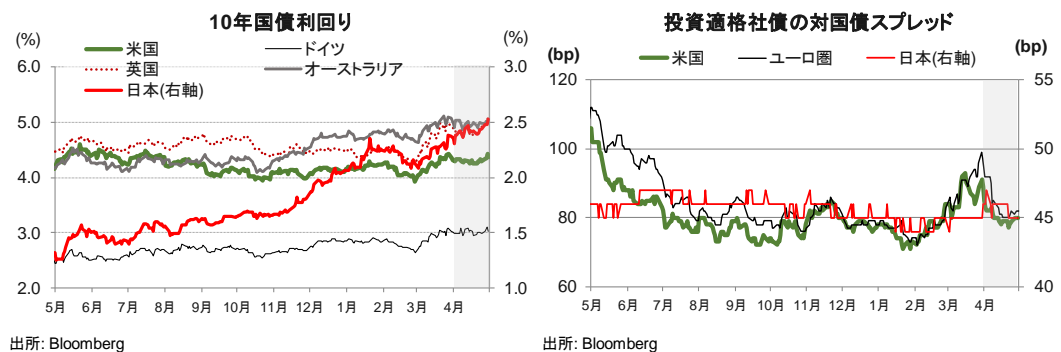
このように、中東情勢が各国・地域経済に与える影響は、その度合いや中身が異なる可能性がある。仮にホルムズ海峡封鎖が長期化する場合、米国はインフレと景気鈍化によるスタグフレーションになる可能性があるが、日本を含むアジア諸国や欧州は、インフレと経済活動制限という単純なスタグフレーションとも異なる状況が発現する可能性がある。当然、このような局面における金融市場の反応も、スタグフレーション時とは異なる可能性もある。

ホルムズ海峡封鎖が長期化する場合のグローバルマクロ経済への負の影響が大きいため、紛争当事者による早期解決への期待は依然として根強い。しかし、当事者間で思惑やインセンティブが異なっている可能性も否定できず、予断を許さない状況が続くとみられる。不透明な状況が続けば、今後金融市場における極端な「現金需要」の高まりを通じて極端な相場変動と短期金融市場等の動揺を経て金融不安が生じる可能性もあり、細心の注意を払いたい。ただし、コロナ禍と同様に、そのような金融市場の不安定性に対しては、政府・中銀による支援が期待できるため、相場の大きな変動は短期間で終わる可能性も高い。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場 ～ 中長期のインフレ期待に影響するか

4月の債券市場は、主要市場間で異なる動きとなった。



日本は、独自の利上げサイクルと財政懸念を背景に、10年債利回りが97年6月以来の高水準まで上昇を続けた。米国は、原油高によるインフレ再燃懸念からFRBの利下げ期待が後退するなかで、市場のリスクセンチメント回復もあり、国債利回りは高水準ながら概ね横ばい圏で推移した（ただし月末には上昇基調に転じた）。欧州は、景気下押しとインフレ上昇が同時進行するスタグフレーション的な環境を前に、今後のECBの金融政策に対する意見が分かれ、米国と同様に長期金利は高水準ながら横ばい圏で推移した。クレジット市場も3月にワイド化したクレジットスプレッドは4月にタイト化に転じ、中東情勢緊迫化前の水準まで戻した。

日本は、4月以降も長期金利の上昇が続き、4月30日には2.5%超えまで上昇した。日銀は4月の金融政策決定会合で短期政策金利を0.75%に据え置いた（4会合連続の据え置き）

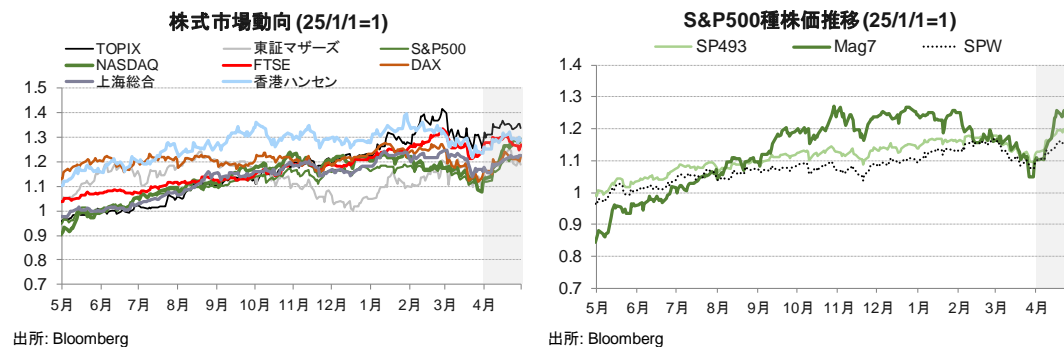
が、政策委員 3 人が 1.0%への利上げを主張して反対票を投じるなど、市場ではタカ派的に捉えられた。また、同時に公表された展望レポートにおいて、26 年度のコアインフレ見通しを 1.9%から 2.8%に引き上げたほか、実質 GDP 成長見通しを 1.0%から 0.5%に下方修正するなど大胆な修正を行った。

米国は、中東情勢緊迫化後 3 月末には長期金利が 4.4%を超える水準まで上昇したが、4 月に入ると米・イランの停戦合意（4 月 8 日）を受けた原油価格の一時的な落ち着きや根強い「TACO」期待もあり、4.3%を下回る水準まで下落する局面もあった。ただし、和平交渉関連のヘッドラインに一喜一憂するなか、月末に向けて原油価格が再び上昇し FRB が今後タカ派化するとの懸念が強まり、再び長期金利は 4.3%台まで上昇した。

今後の注目材料は、①地政学リスクとそれに伴う②主要中銀の次のアクションになる。米・イラン間の停戦・和平交渉は 4 月末時点でも予断を許さない状態にあり、ホルムズ海峡の事実上の封鎖も続いている。市場は当該ヘッドラインに一喜一憂する状況にあるが、仮にホルムズ海峡封鎖が更に長期化する場合、日本を含む東南アジア諸国や欧州（特にドイツ）を中心に、原油・天然ガス由来の原材料（特にナフサ、ヘリウム、尿素など）の供給制約により、製造業を中心に生産活動が制限される可能性がある。主要中銀の金融政策は、中東情勢緊迫化によりインフレ率が上昇することが確実視されるなか、鍵を握るのは中長期のインフレ期待になる。インフレが一時的と評価される限り極端な金融引き締めには至らず長期金利上昇も一時的になるが、中長期のインフレ期待が上振れする場合、中銀がインフレ撲滅に向けて利上げを加速する可能性がある。

## ② 株式市場 ～ 力強い回復は本物か？

4 月の株式市場は、世界的に力強く回復した。中東情勢に対する不透明感が続くなかではあったが、堅調な企業業績や半導体セクターの強さ等に支えられた（詳細は後述）。



米国は、月前半の調整から回復し 4 月 22 日に最高値を更新した。DRAM 等の半導体価格が高止まりするなか、AI 関連需要への期待は根強く、フィラデルフィア半導体株指数（SOX）は 16 営業日続伸の過去最長の連騰を記録した。企業決算も注目材料になり、大手金融機関決算が好調だったことも、相場センチメントの回復に寄与した。一方、FRB の金融政策については、イラン情勢を受けた原油高によるインフレ再燃懸念からタカ派化するとの見方が広がった。4 月 29 日の FOMC では政策金利は据え置かれたが、長期金利は大きく上昇基調を続け、株式市場の重石となった。

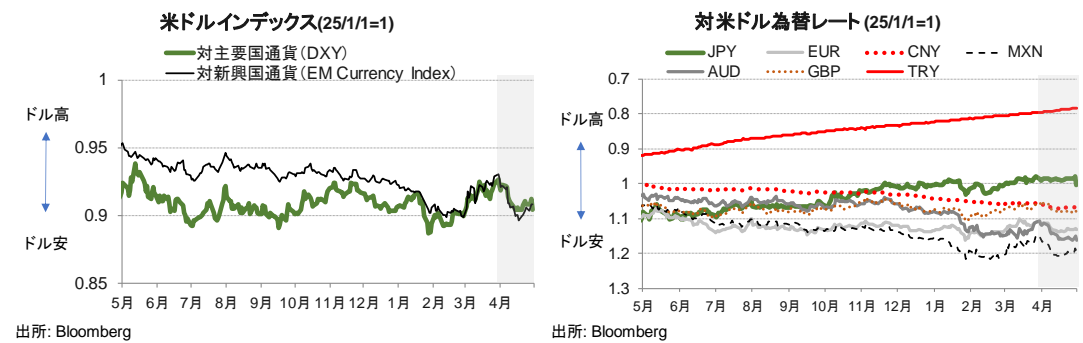
日本も、4 月は堅調に回復し、日経平均株価は 4 月 23 日に一時 6 万円の大台に到達した。米国株が AI 関連銘柄主導で回復するなか、日本でも値高株を中心に株価上昇に転じたほか、非鉄・機械・銀行等も強かった。底堅い企業業績に対する期待も根強い。なお、月末に向けては、ホルムズ海峡封鎖の長期化懸念に加え、AI 関連のヘッドライン（OpenAI の業績予想未達や TSMC による ARM 株式売却等）もあり軟化した。

今後の注目材料は、①地政学リスクおよび②FRB を含む中銀のタカ派化リスクになる。ホルムズ海峡封鎖状態がいつ終わるのかが読めない状況が続くなか、エネルギー高とイン

フレ懸念に加え、化学品（ナフサなど）の供給制約懸念による景気下押し圧力が強まる場合、先物主導の需給要因で回復した株式市場が大幅な下落に転じる可能性も残る。また主要中銀は、4月は政策金利を据え置く判断をしたが、根強く残るインフレ懸念のなか今後利上げに転じる可能性は残る。足もとのインフレが一時的に判断される限り過度なタカ派化リスクは意識する必要はないだろうが、長期のインフレ期待が上振れる場合、中銀がタカ派化する可能性があるため留意を要する。

### ③ 為替市場～一転してドル安だが・・・

4月の為替市場は、米ドルが下落基調となった。米ドル円は高値圏（円安）で推移したが4月30日に一時155円台まで急落した（日経新聞によれば日本政府・日銀が米ドル売り・円買い介入を実施したとのこと）。米ドル指数は2月末以降、経済指標よりも「有事のドル買い」と「停戦期待によるドル売り」に振れる展開になっている。



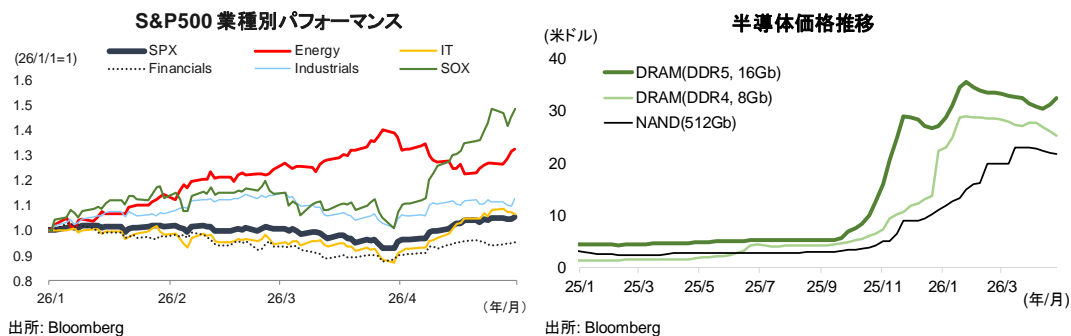
米ドル円は、主要国通貨が対米ドルで上昇に転じるなか高値圏で推移した。ヘッドラインとしては、資源価格上昇に伴う貿易収支の悪化、日銀が地政学リスクを理由に利上げに慎重になるとの見方、FRBの利下げ期待の剥落などが重なり、米ドル円の上昇（円安）に寄与したとの見方が根強い。また、160円という水準が日本当局の為替介入ラインとして強く意識され、一種の天井を形成した側面もある。一方、ホルムズ海峡に依存する国や地域（ユーロ圏、中国を含む東南アジア諸国など）比でも円は安値圏で推移した。日銀が利上げを、FRBも利下げを見送った4月末には、再び地政学情勢に対する不透明感が台頭し、原油価格が2月末以降で最高値に達するなか、4月下旬には節目とされる160円を突破した。これに対し、日本政府・日銀は、4月30日に米ドル売り・円買い介入を実施した模様で（日経新聞報道）、米ドル円は一時155円台まで急落した。

今後の注目材料は、債券や株式と同様に引き続き中東情勢、およびそれがもたらすインフレやマクロ経済に対する影響が主要中銀のアクションにどのように影響するかであろう。為替市場の視点からは、地政学情勢の不安定化は、短期的には米ドル高（リスクオフによる安全資産（≒米ドル）需要増）になる傾向があるが、中長期的には原油価格・米金利・財政等の不透明要因に加え米国による主権国家侵略が続くことで、米ドル覇権の脆弱化や米国財政赤字拡大等をもたらし、米ドル安要因になる可能性もある。米ドル円は、日本政府・日銀による為替介入の効果がどの程度持続するかに注目が集まるが、中東情勢が不安定ななかで、介入効果の持続力にも不透明感が残るものの「160円」は非常に強い心理的な抵抗線になる可能性は高まったとみている。

### 3. 4月の金融市場は何を織り込み何を織り込んでいないのか

前述のとおり、4月の金融市場は株価上昇、クレジットスプレッドのタイト化、金利安定化（日本を除く）、および米ドル下落基調となり、3月とは異なった動きが続いた。ただし、中東情勢緊迫化とホルムズ海峡封鎖が続くなか、多くの金融市場関係者はこのような金融市場動向に疑問を持っているのではなかろうか。4月の金融市場は何を織り込み何を織り込んでいないのかを考えてみた。

4月の金融市場で注目されたのは、やはり米株の上昇であろう。米株上昇の背景には中東情勢とは直接関係のないものを含む複数の要因があるとみられる。



- SOX/IT 関連銘柄の急上昇: 昨年 11 月以降続いている AI 関連への巨額投資に対する警戒感が徐々に後退していることが挙げられる。特に SOX 指数の急上昇は、DRAM を含む半導体市況が非常に強いなか、業績改善期待を本格的に反映しつつあるといえる。強い半導体市況の背景には、堅調な AI データセンター向け需要がある。
- 中東情勢の短期終結期待: 米株市場は 3 月末をボトムしたが、きっかけとなったのは 23 年 11 月と同様に 3 月 30 日のビル・アックマン氏の X (旧 Twitter) 上での発言「世界でも最高品質の企業のいくつかは、極めて割安な価格で取引されている。主流メディアの報道は無視しなさい。これは歴史上最も一方的な戦争の一つで、米国と世界にとって良い結末を迎えるだろう。そして、我々は大きな平和の配当を得る可能性を秘めている。質の高い銘柄を買うには、久々に訪れる絶好の機会である。弱気派の意見は無視しなさい。」(日本語翻訳は筆者による)である。当該発言の根拠は定かではなく、4 月末時点でも中東情勢は予断を許さない状態が続いている。一方、ミサイルやドローンが飛び交うような戦闘状態は一旦終息しているほか、米・イラン双方が対話姿勢を続けていることも、一定の安心感を呼んでいる可能性がある。
- エネルギーと食料品を自給している米国: 米国はエネルギーと食料品を自給している国であるほか、米国産シェールガスはブタン経由でナフサを精製可能である。ホルムズ海峡への依存度が低く、また、化学品を中心とした供給制約懸念が小さいため、米国内のマクロ経済に対する見方は非常に楽観的である。
- インフレ期待の台頭: 上記に基づけば、インフレに見舞われる可能性が高まるなかでも米国マクロ経済は底堅く推移するとの見方が根強い。インフレのもとでマクロ経済が失速しなければ、企業は価格転嫁によりマージンを改善させることが可能であり、株価上昇に寄与しているとの見方もある。

このような米株市場を押し上げる複数の要因により、日欧株も主に値高株を中心に上昇したため株価指数も上昇した。

また、26 年入り後クレジット市場において観測されるクレジットスプレッドのワイド化も続いてきたが、4 月以降は反転・タイト化した。上記のような株式市場におけるセンチメント改善も寄与したが、3 月末までのクレジットスプレッドのワイド化に強く影響していたプライベート・クレジットへの懸念が後退したことも大きい。プライベート・クレジット関連のヘッドラインは依然として多いが、4 月は相場底打ちを意識させるような材料も多くみられるようになった。例えば、4 月 15 日付 Bloomberg 記事によれば、米パシフィック・インベストメント・マネジメント (PIMCO) は、ブルー・アウル・キャピタルのプライベート・クレジット・ファンドが 14 日に発行した 4 億ドルの社債を全額購入したとのこと。PIMCO は、ブルー・アウル・キャピタルを中心にプライベート・クレジットに対するネガティブなヘッドラインが台頭するなか、プライベート・クレジット・ファンド

(BDCs: Business Development Companies) が発行する社債スプレッドが大幅にワイド化したことで「割安」と判断した可能性がある。4月下旬には、米大手金融機関の26年1-3月期決算発表が相次いだが、いずれの金融機関もプライベート・クレジットへのエクスポージャーは限定的であると主張したほか、金融機関の決算が概ね堅調だったことも、クレジットスプレッドのタイト化に寄与したとみている。

以上のように、中東情勢の不透明感が残るなかでの4月の相場反転には違和感があるかもしれないが、要因を分けて考えると、必ずしも中東情勢と直接関係のある要因だけではない複数の要因が相場反転に寄与した可能性が高いとみている。換言すれば、金融市場は依然として中東情勢に対して一定の緊張感を持ちながら対峙しているとみており、相場反転が過度な楽観論を背景にしているわけではない可能性もある。

一方、4月末時点で金融市場が織り込んでいない可能性のある材料もある。筆者は、中東情勢を占ううえで重要なのは「供給制約」とみているが、金融市場は供給制約の発現に対して楽観的（≒供給制約をさほど織り込んでいない）とみている。

確かに、米国は原油・天然ガスを自給しており、シェール由来の天然ガスから産出されるブタンを使えばエチレン等の化学誘導品を精製することが可能である。しかし、米国製造業が使用する部品のすべてを米国を含む中東への依存度が低い国・地域から供給されているわけではない。例えば、GMやFord等の米国自動車産業は、何万点にも及ぶ部品のすべてをホルムズ海峡封鎖の影響を受けない地域から確保しているわけではなく、日本を含む東南アジア諸国に一定程度の部品供給を依存している。供給元の国がホルムズ海峡封鎖の影響を受けるなら、時間差はあるものの、いずれは米国が必要とする部品供給が滞る可能性はある。

SOX指数上昇の背景にある半導体についても懸念がないわけではない。NVIDIAやArmなどの半導体関連銘柄の多くは製造プロセスを持たないファブレスであり、実際の製造プロセスを担っているのはファウンドリーである。その代表格は台湾のTSMCであり、韓国勢の影響力も大きい。天然ガスから産出されるヘリウムは、半導体製造プロセスに無くてはならないものであるが、世界最大のヘリウム生産拠点（世界供給量の1/3を担う）であるカタールのラス・ラファンは、3月初旬のイランによる攻撃とホルムズ海峡封鎖を受けて、大部分が操業停止状態にあるとされている。

日本を含む東南アジア諸国および欧州（特にドイツ）政府は、ホルムズ海峡への依存度低下と足もとの需要を満たすべく資源・原材料の代替調達に奔走しており、例えば、日本の高市首相は、日本国内の需要量を十分に満たすナフサを確保していると表明している。ただし、仮に高市首相の発言が事実だとしても、市場参加者の「意識」が供給制約を引き起こす可能性は否定できない。24年以降2年にわたって生じた「米類」不足と価格高騰が好例である。政府は備蓄米放出を含む十分な量の米類の供給を行っていたにも関わらず、流通価格は高騰し、一時的ではあったが店頭から米類が無くなる事態を招いた。市場参加者が供給制約を意識し在庫積み増しを行うだけで、流通在庫は一気に枯渇し、価格高騰と在庫不足が顕在化する。米類は日本国内だけの問題であり、比較的可視化しやすい材料であったが、原油・天然ガス由来の原材料の場合、市場参加者が確信できるような「十分に供給量は確保されている」情報は乏しい可能性もある。

また、インフレ率上昇が確実視されるなか、個人消費を中心にマクロ経済が減速する可能性がある。22年以降の高インフレ期にて個人消費が失速しなかったのは、コロナ禍で米政府が巨額のバラマキをした（≒超過貯蓄）ことが影響している。一方、足もとではコロナ禍で生じた超過貯蓄は払底し、むしろ比較的高水準のインフレが残るなかで、米国個人消費は質の悪化を含め緩やかに鈍化しているとの見方が根強く、今後再びインフレ率が上昇すれば、個人消費に負の影響を与える可能性がある。

---

今般の中東情勢不安は、単なる地政学リスクの発現ではなく、資源価格上昇と資源および副産物等の供給制約を通じてマクロ経済活動が強制的に制限される可能性がある。4月の金融市場が回復したように見えるのは、必ずしも中東情勢とは直接関係のない要因が、ある意味偶然このタイミングで織り込まれた可能性があり、株価に代表されるような相場回復は必ずしも市場が過度に中東情勢に楽観的になっているわけではない。もちろん、政府および関係者の知見や関係各国との協調等を通じ、極端な供給制約が発現する可能性は高くないとみている。しかし、地政学情勢に予断や決めつけは禁物である。供給制約を軸に、今後生じるヘッドラインとそれに伴う経済・財政・金融市場の変化を注視し続ける必要がある。

(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