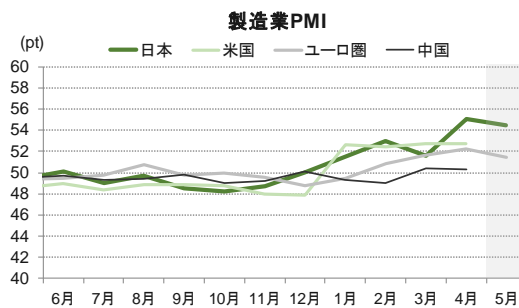




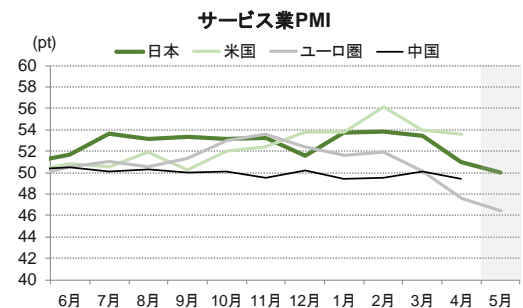
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル経済は、中東情勢の不安定化のなかで依然として不透明感が残る状況にある。マクロ経済は失速していないものの、エネルギー高・中東情勢・金利上昇でインフレ再燃リスクが強まりつつある。金融市場は、中東情勢の緊迫化による原油高やインフレ懸念が意識されたものの、AI投資ブームが株式市場を支え、日米株価は過去最高値圏まで上昇した。債券市場では、インフレ懸念を背景に世界的に長期金利が上昇したほか、日本では需給悪化を背景に長期金利が大きく上昇した。今後は中東情勢、インフレ期待、中銀の金融政策が最大の焦点であり、ホルムズ海峡封鎖の長期化は世界経済や企業収益の下押し要因になる可能性がある。一方、AI・半導体関連投資は引き続き市場を支える見通しである。
- **注目材料:** 日本の長期金利上昇が金融市場で注目されているが、背景には中東情勢を受けた原油高や円安、日銀の追加利上げ観測に加え、タームプレミアムの上昇がある。タームプレミアムは、インフレ、流動性リスク、国債の信用リスク等に対するリスクプレミアムで形成されているが、インフレ率は当面上昇しづらい可能性が高いことや、政府債務/GDP比率は低下基調にあるなか、タームプレミアムの主体は流動性リスクにあるとみている。日銀の国債買入れ減額や、IRRBB・経済価値ベース規制の導入により銀行や保険会社の国債保有余力が低下し、国債市場の需給が構造的に軟化していることが影響しているのだろう。このため、金融規制緩和や日銀の国債買入姿勢の変化への期待が根強いが、金利上昇が鎮静化するためには、中東情勢の安定化とインフレ懸念の後退が必須になるだろう。

### 1. マクロ経済展望 ～ 中東情勢が不安定な中での楽観論

グローバル経済は、中東情勢の不安定化のなかで依然として不透明感が残る状況にある。マクロ経済は失速していないものの、エネルギー高・中東情勢・金利上昇でインフレ再燃リスクが強まりつつある。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

日本は、26年1-3月期実質GDPが年率+2.1%と市場予想を上回り、輸出・内需とも底堅さを示した。ただし、4-6月期は中東情勢緊迫化に伴う原油高、円安、交易条件悪化により、家計実質所得と企業収益が圧迫される可能性が残る。4月のCPI総合・コア（生鮮食品除き）はいずれも前年比+1.4%、東京都区部の5月のCPI総合は同+1.4%、コアは同+1.3%といずれも日銀の物価安定目標である前年比+2%を下回っている。ただし、政府によるガソリンへの補助金、米類の価格下落や公共サービス価格上昇の年次効果剥落等、中東情勢と直接関係のないテクニカル要因も大きく、生鮮食品および特殊要因（政府による補助金や一時的な要因）を除いたインフレ指標は4月に+2.8%（前月は同+2.5%）に加速しており、インフレ懸念は払しょくできない状況にある。このため、債券市場では日銀が6月に利上げに踏み切るとの見方が優勢となっている。

米国は、26年1-3月期実質GDPが年率+1.6%と前期の+0.5%から加速したほか、雇用

も4月に非農業部門雇用者数が11.5万人増、失業率は4.3%で横ばいと底堅く推移している。物価は4月のCPI総合は前年比+3.8%、コア（エネルギー・食品除き）は+2.8%へ上昇し、PCE価格指数（総合）も同+3.8%、コアは同+3.3%だった。エネルギー高が効いているが、価格転嫁が比較的早く進みやすい米国において、当該ショックが「一時的」なのか「中長期のインフレ期待に影響するのか」が今後の焦点になる。

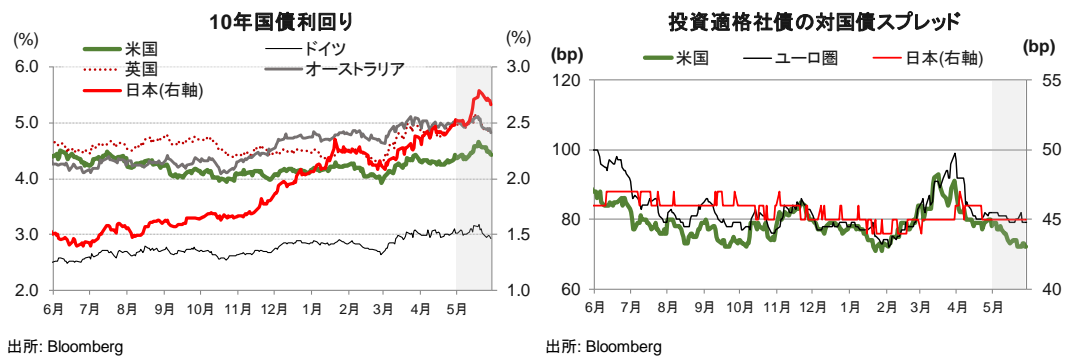
今後の注目材料は、中東情勢とインフレ率、およびそれに影響を受ける中銀の金融政策、長期金利動向である。ホルムズ海峡封鎖が長期化し供給制約が長引けば、日米欧すべてでインフレ再燃、実質所得悪化、企業マージン悪化につながりかねない。また、中東情勢は、日米欧中銀の政策判断に大きく影響する可能性がある。米国は利下げ期待が後退するなか、今後利上げ再開観測が加速する可能性がある。日本は6月に日銀が利上げするとの見方が根強いものの、中東情勢が供給制約を経てマクロ経済に負の影響を与える可能性も否定できず、日銀は難しいかじ取りが求められる局面にある。更に、5月は世界的に長期金利上昇が注目された。各国の財政赤字が拡大するなか、長期金利上昇は財政懸念につながりやすく、長期金利の上昇が続けば株式等のリスク資産価格に負の影響を与える可能性もあり留意を要する。

中長期的な視点からは、AI投資サイクルが最も重要とみている。世界的にAI・半導体・データセンター投資が設備投資を支えており、株式・クレジット市場にも大きな影響を与えている。AI投資をけん引しているのがAgentic AIであり、その導入は端緒に着いたばかりであることを踏まえれば、当該投資ブームは当面（～4-5年程度）続くとの見方が根強い。一方、AnthropicのMythosに代表される高機能化したAIの出現により、人類が築いてきたシステムに対する脅威になることや、ホワイトカラーの失業が社会問題になること等を通じて、人類にとってAIが「脅威」になれば、AIの利活用制限や規制強化等を経て投資ブームが終焉する可能性もある。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場～中長期のインフレ期待は上振れするのか

5月の債券市場は、中東情勢・原油高によるインフレ懸念を背景にボラタイルに推移した。



日本は、中東情勢による原油高、円安、日銀の追加利上げ観測、米国債利回り上昇、国債買入れ減額など金利上昇に結び付きやすいヘッドラインが多いこともあり、長期金利は一時2.8%台まで上昇した（約29年ぶり）。また、30年債利回りは一時4%を超え過去最高を更新した。金利上昇はインフレ懸念もある程度織り込まれているものの、いわゆる「タームプレミアム」（10年利回りと将来の短期金利予想の差）の上昇が影響している。従来、国債保有主体である預金取扱金融機関や保険会社は、金融規制（預金取扱金融機関向けのIRRBB（Interest Rate Risk in the Banking Book）、保険会社向けの経済価値ベースのソルベンシー規制）の影響もあり、従来よりも国債保有が難しくなっているなか、日銀による国債買入れ減額も影響し、日本国債市場は構造的な需給軟化に陥っている。このようなか、中東情勢緊迫化によるインフレ期待の高まりに加え、政府による財政拡張の継続

も強く意識され、更に需給が軟化するという悪循環に陥っている。なお、月末に向けては中東情勢安定化期待の高まりを背景にした原油価格の安定化と米国債利回りの低下に伴い、イールドカーブ全体で金利低下基調になった。

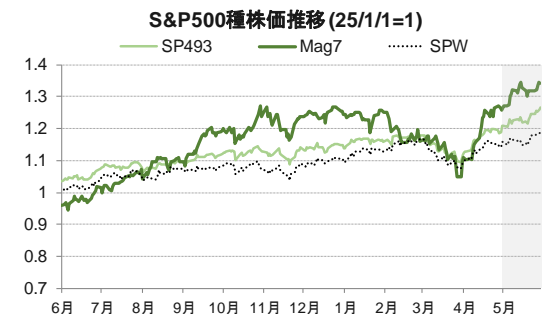
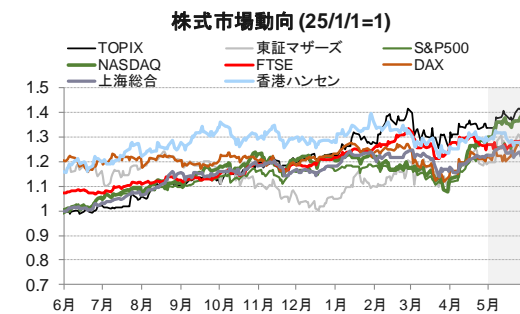
米国も、中東情勢緊迫化によるガソリン価格上昇がインフレ率上昇に直結したこともあり、FRB の利下げ期待剥落および 26 年後半には利上げに転じるとの憶測もみられるなか、長期金利は一時 4.6%台まで上昇した。インフレ期待の高まりの中でも、引き続き底堅いマクロ経済環境が続いていることも金利上昇に寄与した。一方、月末にかけては中東情勢安定化期待の高まりとともに原油価格が下落するなか、長期金利は急落した（月末値は 4.4%台前半）。

今後の注目材料は、①中東情勢とそれに伴う②主要中銀の次のアクションになろう。5 月末に向けて金融市場は米・イラン間の停戦・和平交渉を楽観視する方向に傾いているが、依然として予断を許さない状態にある。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ろう。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。まずは、6 月の日米欧中銀のアクションに注目したい。

## ② 株式市場 ~ AI 投資が中東や金利上昇を凌駕

5 月の株式市場は、中東情勢や金利上昇懸念を、AI 投資ブームが圧倒し、引き続き上昇基調で推移した。



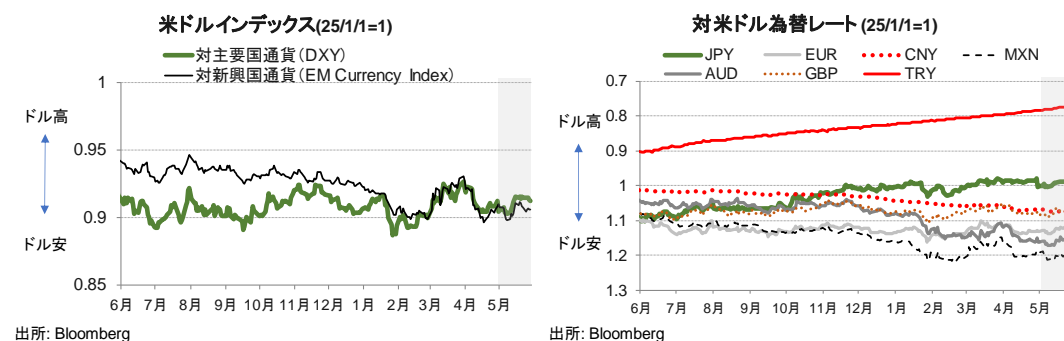
日本は、4 月に続き AI 関連銘柄主導で株価は大幅な上昇となった。値高株の影響を強く受ける日経平均は、5 月末に 6 万 6 千円台まで上昇し過去最高値を更新し続けた。東証株価指数（TOPIX）も月末値が 3,957.17 となり過去最高値を更新した。業種別には AI 投資ブームを背景に半導体製造装置、データセンター関連、電力インフラ等の銘柄が好調だったほか、円安も株高の支援材料になった。

米国も、半導体関連銘柄（SOX 指数対象銘柄）の上昇が著しかったほか、GAFAM を含む IT 関連企業の株高を主因に S&P500 種および NASDAQ 総合ともに過去最高値を更新した。AI データセンター需要が著しく強く、DRAM 等の半導体価格が高止まりするなか、今後も AI 関連投資が続くとの見方が根強い。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り、長期金利が上昇したことで株式相場に対してネガティブに作用する局面もあったが、AI 投資ブームがこれらの懸念を圧倒した。

今後の注目材料は、①中東情勢、②AI 投資継続の有無、③米国における巨大 IPO 等であろう。ホルムズ海峡封鎖状態がいつ終わるの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下落に転じる可能性はある。また、根強く残るインフレ懸念のなか、主要中銀は今後利上げに転じる可能性も残る。足もとのインフレが一時的と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。加えて、米国では SpaceX の上場が予定されており、5 月末時点では時価総額 1.5-2.0 兆米ドルで調達額は 500-750 億米ドル程度と予想されている。仮に時価総額が 2 兆米ドル程度になる場合、S&P500 で上位 10 社前後の巨大企業が誕生することになり、市場への影響としては巨額の調達額（その結果として投資家が売却する銘柄が発生する可能性）に加え、世界中のパッシブ資金の投資対象になるなどインデックスへの組み入れや機関投資家の組み換えによる資金移動の方が株式市場への影響が大きくなるとみられる。SpaceX のほか、OpenAI や Anthropic の上場も控えていることから、短期的な株式市場における流動性と価格変化には留意を要する。

### ③ 為替市場～ 10 兆円の為替介入の効果は 1 円!?

5 月の為替市場は、米ドルが底堅く推移した。米ドル円は日本政府・日銀による米ドル売り円買いの為替介入の影響で一時 155 円台まで急落したが、その後は再び高値圏（円安）で推移し月末には為替介入前の水準比で 1 円程度円高の 159 円台まで上昇した。



米ドル円は、前述の通り日本政府・日銀による米ドル売り・円買いの為替介入により、4 月 29 日～30 日にかけて急落し、5 月初旬には一時 155 円台まで下落した。一方、その後は根強いインフレ懸念と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、米ドル円は再び上昇基調となった。財務省は 5 月 29 日に 4 月 28 日～5 月 27 日に日本政府・日銀が実施した為替介入の総額が 11 兆 7,349 億円だったと発表し、円安局面での介入としては過去最大となった。日本政府・日銀は 24 年 4 月～5 月に米ドル円が 160 円付近にあるなかで、10 兆円規模の米ドル売り・円買いの為替介入を実施したが、その後 2 か月程度で再び介入前の水準に戻した。今回は 1 か月程度で介入前比で 1 円程度円高水準にまで値を戻しており、24 年比でも介入の効果は短くなっているとの見方もある。

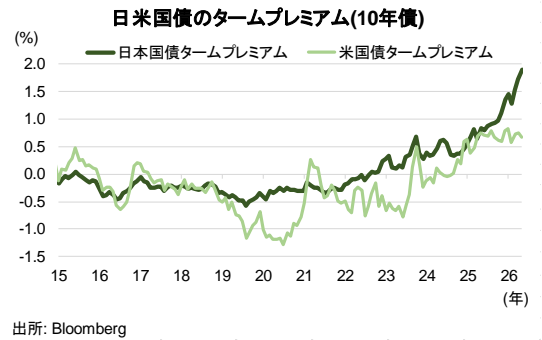
足もとの米ドル円の上昇基調は、投機的というよりもファンダメンタルズに沿ったものとの見方が根強いなか、今後も米ドル円の上昇期待は根強い。ゴールデンウィーク前には市場をけん制する発言を繰り返していた片山財務相や三村財務官の口からは、連休以降積極的な発言は多くない。為替介入「前」の発言で介入効果が限られたため、次は「サプライズ介入」で追撃するとの見方も根強い。

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、資源価格動向、日銀や FRB の金融政策の方向性などの要因が重層的になる場面では、為替市場が一気に 160 円を突き抜ける可能性は残る。

### 3. 日本国債利回り上昇の要因を探る ～ タームプレミアムの正体

前述のとおり、日本の長期金利は一時 2.8% 台まで上昇し（約 29 年ぶり）、30 年債利回りも一時 4% を超え発行開始以来過去最高を更新した。中東情勢による原油高を主因にしたインフレ懸念、円安、日銀の追加利上げ観測、米国債利回り上昇、国債買入れ減額など金利上昇につながる要因が多いことも指摘した。

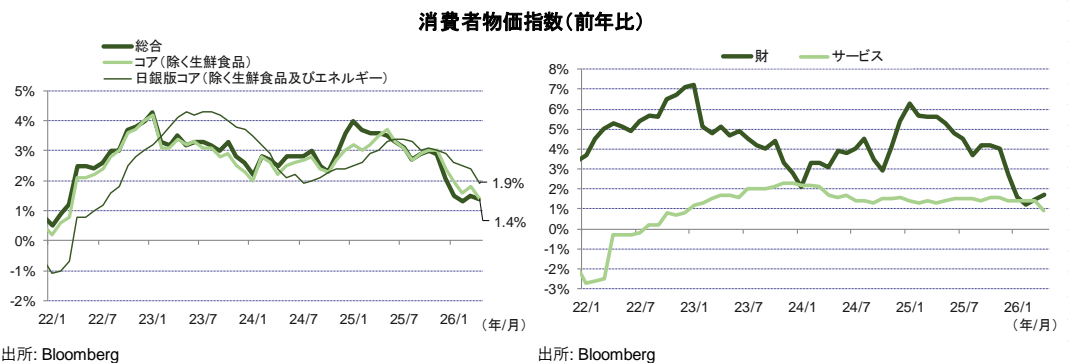
一方、このような金利上昇は、インフレ懸念もある程度織り込まれているものの、いわゆる「タームプレミアム」（10 年利回りと 10 年債利回りに含まれる将来の短期金利予想の差）の上昇が意識されている。日米 10 年国債に含まれるタームプレミアム（推計値）を確認すると、20 年以降は日米共にタームプレミアムが上振れしているが、25 年以降は日本のタームプレミアムの上昇ペースが速くなっていることがわかる（タームプレミアムの推計方法は複数存在していることに留意）。



一般的なファイナンスの教科書によれば、タームプレミアムには以下のリスクが含まれている。

- インフレの不確実性: 将来のインフレ率が現在予想されている水準から乖離するリスクへの対価（リスクプレミアム）
- 流動性リスク: 国債保有者の需要が変化したり国債発行量が増加することによる、市場流動性の変化への対価
- 発行体の信用リスク: 発行体（ここでは日本政府）の信用力が変化することへの対価

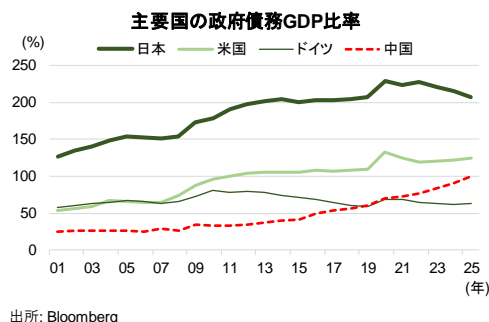
足もとの日本に鑑みれば、上記 3 つの要因が複合的に作用しているとの見方が根強いのであろう。一方、「インフレの不確実性」および「発行体の信用リスク」については異なる見方もあろう。



まず「インフレの不確実性」であるが、足もとの日本の消費者物価指数（CPI）を確認すると、中東情勢を背景にしたインフレ期待のなかで減速基調にある。主因は、①ガソリンに対する補助金によりエネルギー価格の上昇が限定的であること、②米類の価格下落が続いていること、③公共サービスの年次効果剥落（昨年公共サービス価格が上方改定された）、④民間サービスに含まれる主要項目の寄与度が緩やかに低下していること、そして⑤財価格の上昇も限定的であること、がある。主要製造業の 27 年 3 月期業績見通しを確認すると、原油・天然ガス由来の原材料価格の高騰による製造原価の上昇を見込んでいるものの、小売価格への転嫁は短期間では出来ないとみている企業が多いと思われ、減益見通しを発表する企業が多い印象である。また、高市政権は補正予算を編成し、7-9 月の電気・ガス

料金に補助金を支給する方針であり、エネルギー価格高騰による電気・ガス料金の上昇も限定的になる見通しである。金融市場が先走って織り込みつつあるインフレ期待に対し、実際に日本のインフレ率が上昇するとしても少し先（9月以降）になる可能性がある。無論、「インフレの不確実性」は中東情勢を主因にしたものだけではなく、日本がデフレから脱却しつつあるなか、少子高齢化・人口減少を主因にした供給制約の発現という前例の乏しい状況下、今後基調的なインフレ率がどこまで上がるかという不透明性もあろう。しかし、基調インフレの上昇ペースが加速していると考えている市場参加者は少ないだろう。

次に「発行体の信用リスク」である。高市政権の財政懸念は主要メディアで報じられているが、当該メディア報道と現実の間には乖離がある。発行体（ソブリン）の信用力評価上最も重要な指標の一つである「政府債務 GDP 比率」（＝政府債務残高÷名目 GDP）を確認すると、日本は水準こそ高いもののトレンドとしては過去には無いペースで下落している。他国（米国：大規模減税や関税収入減に因る、ドイツ：歴史的な軍事費増強等の財政拡張策に転じている、中国：不動産市況悪化と地方政府等の債務増大など）が軒並み政府債務 GDP 比率を上昇させているなか、特徴的な動きと言えよう。



日本の政府債務 GDP 比率が顕著に下落しているのは、①税収増（政府債務増加を抑制）、②名目 GDP の増加（政府債務 GDP 比率の分母に寄与）の双方が影響しており、無論、共通するのは「インフレ」である。日銀が主張するように、日本の基調的なインフレ率は緩やかに上昇しているとみられ、主因の一つである「少子高齢化・人口減少による供給制約懸念」は短期間に終息するものではなく「構造的」である。①や②はマクロ経済が失速しない限り続くと思われる。

このように考えれば、日本国債のタームプレミアムの正体は「流動性リスク」とみられる。ただし、「流動性リスク」のうち「国債発行量の変化による需給軟化」については、26年度一般会計予算による新規国債発行額（約29.6兆円）は必ずしも多くなく（22年～24年は約35-36兆円程度）、今後補正予算編成が予定されているものの、税収が上振れているなか国債増発は限定的とみられる。したがって、「流動性リスク」の正体は国債消化構造、つまり投資家側にあると思われる。

前述のとおり、従来の国債保有主体である預金取扱金融機関や保険会社は、金融規制（預金取扱金融機関向けの IRRBB、保険会社向けの経済価値ベースのソルベンシー規制）の影響もあり、従来よりも国債保有が難しくなっており、日銀による国債買入れ減額も影響し、日本国債市場は構造的な需給軟化に陥っている。中東情勢緊迫化によるインフレ期待の高まりや、政府による財政拡張の継続も強く意識されるなど、金利上昇バイアスがかかりやすい環境が続くなか、国債市場の需給軟化が一層堅調になりつつあり、過度な金利上昇が生じる可能性もある。

では、国債市場の需給軟化を背景にした「流動性リスク」を主因にした「タームプレミアム」は、何をきっかけにして低下するのだろうか。需要側（国債の投資家側）からみれば①日銀の国債買入れ減額停止 and/or 国債買入れ増額、②預金取扱金融機関および保険会社向け規制緩和（特に国債保有を制限している領域）等であり、供給側（国債発行体側）からみれば③日本政府による国債発行額の安定化や減少、ならびに日本政府による国債の買入れ償却（ディスカウント価格での買戻し）等になろう。①は基調インフレが緩やかに上昇しているなかでは選択しづらいものであり、③も世界的な地政学情勢の不安定化に伴い「経済・安全保障」を旗印にした政府支出は今後も増加傾向にあるとみられ機能しない。結局のところ、②に影響するような金融規制緩和が効果的な手段になるとの見方も根強い。

一方、相場は常にファンダメンタルズに収れんするので、まずは中東情勢を主因にしたインフレ懸念の後退が確認されること、具体的には日本のCPIが当面上昇しにくいことを債券市場が認識すれば、長期金利は一旦落ち着くとみている。

(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