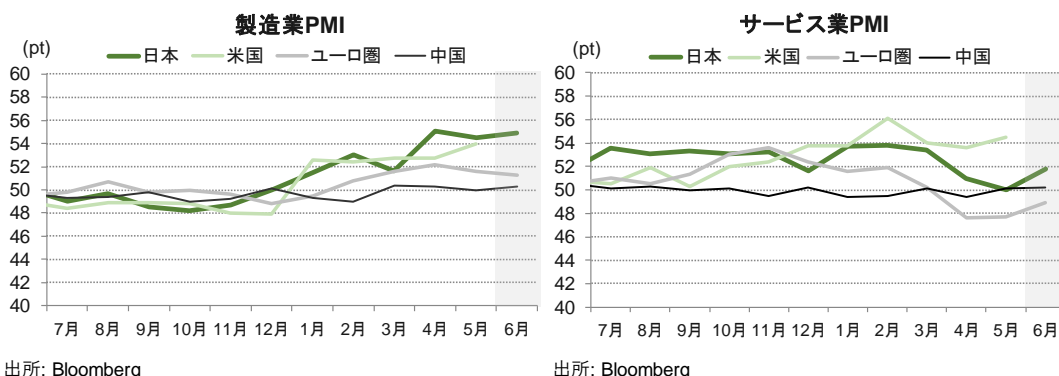




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル経済は、概ね堅調に推移している。ただし、中東情勢緊迫化による石油・天然ガス関連商品価格の上昇をうけ、インフレ再燃リスクは残っている。米・イラン間の停戦協定調印や資源の代替調達が進んでいることもあり、金融市場の注目材料は「中東後」、具体的にはインフレ動向と AI 投資の持続性にシフトしている。金融市場も「中東後」を見据え、AI 関連投資の恩恵を受ける米国経済の強さが意識される展開となり、AI 関連銘柄を中心に株高、そして、為替市場の米ドル高トレンドを形成した。
- **注目材料:** 中東情勢緊迫化により米国でもインフレ懸念が台頭し、債券市場では FRB が年後半にも利上げに転じることを織り込みつつある。そのようななか、ウォーシュ新議長の初陣となる 6 月の FOMC が注目された。市場の大方の予想通り政策金利は据え置かれたが、ウォーシュ氏は FOMC 改革を提案するなど、今後の米国の金融政策の大変化を予感させるものになった。FOMC、ウォーシュ議長の記者会見等の概要に加え、債券市場内で意見が分かれる「年内利上げ」と「年内据え置き」双方の意見をまとめるとともに、今後の注目点などをまとめた。

### 1. マクロ経済展望 ～ 「中東後」の注目材料

グローバル経済は、概ね堅調に推移している。ただし、中東情勢緊迫化による石油・天然ガス関連商品価格の上昇をうけ、インフレ再燃リスクは残っている。



米国・イラン間の交渉は6月も紆余曲折を経たが、17日に軍事行動の即時終結を宣言する覚書に両国首脳（米国：トランプ大統領、イラン：ペゼスキアン大統領）がそれぞれ署名し発効した。イランの核開発問題や制裁解除などの重要課題を巡っては「最終合意」を目指し、最大60日間の交渉を行っている。その後も、双方からの単発的な攻撃が続いているが、停戦合意自体は崩れておらずホルムズ海峡を通過する船舶数も増加している。

日本はホルムズ海峡に依存しない「代替調達」を加速した結果、6月以降は石油備蓄の放出も行っていない。ナフサやケロシン等の国際市況も2月末水準付近まで急落している。

つまり、代替調達が機能するなか、ホルムズ海峡情勢に影響されにくいマクロ経済・金融市場環境が形成されつつあると言えよう。また、原材料調達難による生産停止等の経済活動への負のショックが生じる可能性は大幅に低下した。もはや、マクロ経済・金融市場の注目は「中東後」にシフトしており、具体的には①インフレ率と中銀の金融政策および②AI投資に注目が集まっている。

インフレに関して、6月末時点では企業物価指数（PPI）の上昇が確認されているが、消費者物価指数（CPI）の上昇は限定的である。米国はCPI総合の上昇がみられているが、資源・食料除きのコアの上昇は限定的である。しかし、金融市場では、インフレ率は今後上

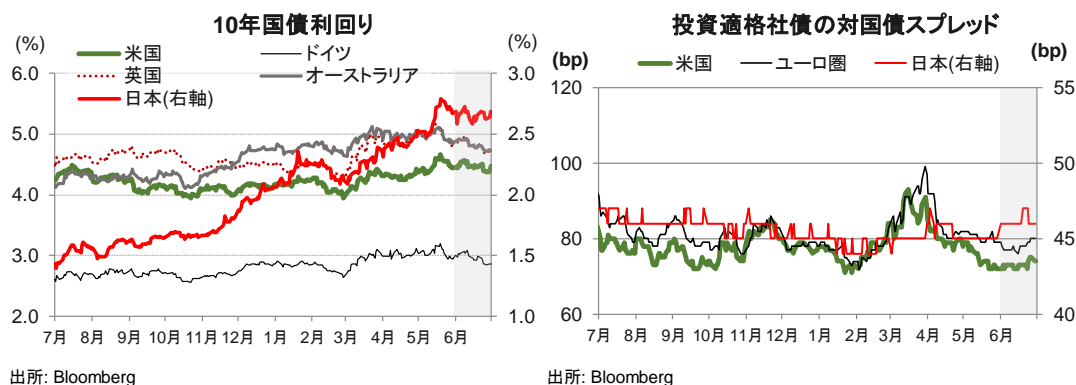
昇するとの見方が根強い。今後のインフレ率の見方は、当レポート後段にて米国を材料に考察しているが、筆者はインフレ率の上昇は一時的・限定的とみている。

AI 投資への期待は依然として根強い。DRAM や NAND 型フラッシュメモリ価格は上昇を続けており、背景にある Agentic AI とデータセンター需要が非常に強いことを表している。ただし、中長期的な視点からは、AI 投資サイクルの変調にも留意を要する。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。現時点では AI 脅威論は限定的で、AI 導入に批判的な意見も稀有だが、若年層の就職難（既に米国で顕在化している）、ホワイトカラーの失業が注目される局面では、世論動向に細心の注意を払いたい。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場 ~ インフレ期待の高まりのなかでの長期金利低下

6 月の債券市場は、主要国で長期金利が低下基調となった。中東情勢を背景とするインフレ再燃懸念と主要中銀の金融政策変更が注目され、日本では追加利上げ、米国ではウォーシュ新議長体制下での年後半に向けた利上げ観測、欧州では ECB の追加引き締め余地が意識されるなか、短中期主導で金利上昇となった。一方長期金利は、5 月までの上昇基調のなかでインフレ期待がすでに織り込まれた可能性が高く、中東情勢安定化期待と原油等の資源価格が下落基調となりインフレが一時的であるとの見方が根強くなったことに加え、テクニカル要因（スティーブナー・ポジションのアンワインド）もあり低下基調になった。



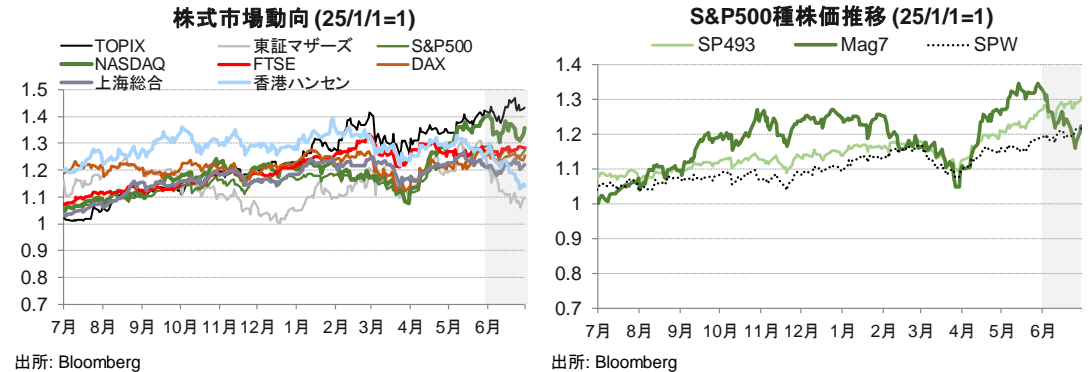
日本は、6 月 15~16 日の金融政策決定会合において政策金利が 1.00%へ引き上げられ、政策金利は約 31 年ぶりの水準に上昇した。決定会合では複数の委員が「中立金利（約 2%）に向けて、より速いペースで利上げを進めるべき」と主張した一方、景気や雇用への影響を懸念する慎重意見も示された。このため短中期主導で金利上昇となったが、長期金利は 6 月を通じて狭いレンジでの推移となった。5 月までの金利上昇でインフレ懸念を一定程度織り込んだとの見方があるほか、高市政権の財政政策（特に 26 年度の「骨太方針」への警戒感）を意識して債券買いを躊躇する声も聞かれた。

米国は、6 月の FOMC で政策金利は据え置かれたものの、インフレ抑制を最優先する姿勢が強調されたほか、ドットチャートもタカ派化（中央値の上方修正、および利上げ織り込みも）した。債券市場では年後半の利上げ確率が大きく上昇し、特に 2~5 年ゾーンを中心に利回りが上昇した。一方で、インフレの再加速はまだ確認されていない。高金利の累積効果が景気を冷やす可能性から、「利上げにはなお距離がある」との慎重論も根強く残っている（詳細は後述）。

今後の注目材料は、中東情勢を受けた各国のインフレ動向、中銀の金融政策、および（特に日本については）財政政策（および国債増発リスク）になろう。いずれもヘッドラインとしては「金利上昇」に傾きやすい環境にあるが、ファンダメンタルズの変化（特にインフレ動向）には留意を払いたい。

## ② 株式市場 ~ AI 相場が継続

6月の株式市場は、「AI 関連株主導の上昇」と「金利上昇・バリュエーション調整懸念」の綱引きで不安定な動きとなった。



月前半は中東情勢や長期金利上昇を嫌気して調整する場面があったが、月末にかけては中東情勢の緊張緩和や企業業績への期待から主要指数は回復基調になった。一方、AI 投資ブームが継続するなか、高値警戒感とともに特に下期はボラティリティが高い展開となった。

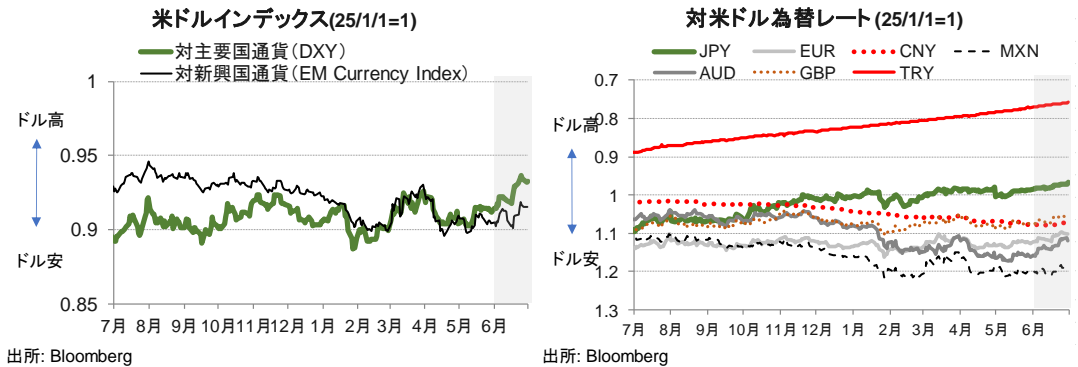
日本は、5月に続き AI 関連銘柄主導の相場となった。値高株の影響を強く受ける日経平均は、一時 7 万 3 千円台まで上昇し過去最高値を更新した。東証株価指数 (TOPIX) も 6 月 22 日に 4,095.05 まで上昇し過去最高値を更新した。一方、月末に向けては半導体関連銘柄に対する市場センチメントの変化に一喜一憂され、株価はボラタイルに推移した。

米国も、半導体関連銘柄 (SOX 指数対象銘柄) が上昇基調を続けたものの、高値警戒感が根強いなかで短期的なセンチメントで株価が大きく上下動した。巨額 IPO として注目された SpaceX (正式名称: Space Exploration Technologies Corp.) は、6 月 12 日に NASDAQ 市場に上場し、公募価格は 135 ドルに対し初値は 150 ドル (公募価格比 +11.1%) となった。その後は一進一退を続けつつも公募価格を上回る価格を維持している。更に、GAFAM は株価を大幅に修正し、インデックスの上値を抑えた。DRAM 価格は引き続き堅調で半導体関連銘柄の業績不安は小さいが、FRB が年後半にも利上げに転じるとの見方が台頭するなかで、株式市場のセンチメントが大きく変化した。

今後の注目材料は、①AI 投資継続の有無、②FRB の金融政策、③AI を含む企業決算等であろう。AI 投資は今後も力強く継続するとみており、依然として非常に強いメモリ価格動向をみても、Agentic AI の実装需要は極めて強い。一方、関連銘柄の株価上昇が著しくかつ速いため、高値警戒感も出やすく株式市場のボラティリティを高めている。株式市場のセンチメントの揺れは今後も当面続くとみられ、株価は不安定な状態が続くとみている。また、債券市場では FRB が年後半にも利上げに転じることを織り込みつつあり、値高株のバリュエーション修正を通じて株価にネガティブに作用する可能性もある。結局、これらの不安や懸念を払しょくするには、AI を含む企業決算が市場予想をアウトパフォームする必要がある。非常に強い AI 投資需要を背景に、企業業績も底堅く推移するとみているが、短期的なセンチメント変化に伴う株価上下動の可能性も高い。

### ③ 為替市場～ 10兆円の為替介入の効果は1円!?

6月の為替市場は、米ドルが上昇基調になった。月前半は中東情勢の緊迫化による原油高・インフレ懸念、月後半は中東停戦による原油安がドルをやや押し下げる局面もあったが、市場全体ではFRBの追加利上げ観測が最も注目され、米ドル指数(DXY)は約1年ぶりの高水準、米ドル円も続伸した。



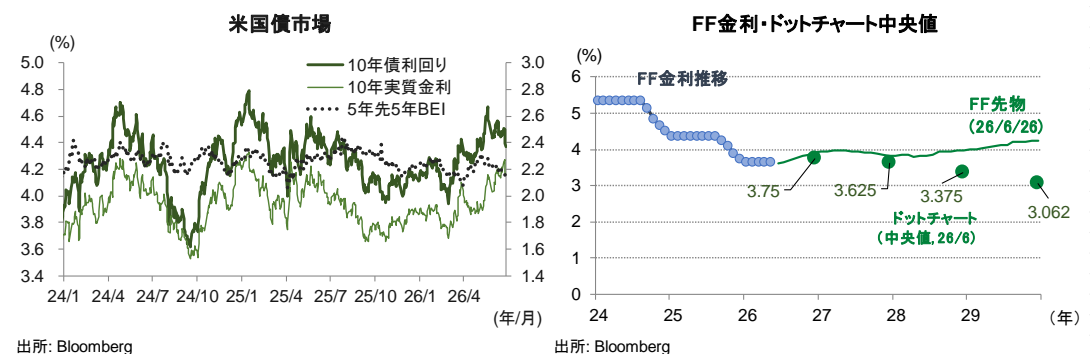
米ドル円は、米ドル高主導の上昇を続けた。日銀が政策金利を1%まで引き上げ今後も利上げ姿勢を崩していないが、AI投資に沸く米国経済の底堅さや、FRBが年後半にも利上げに転じるとの見方が台頭するなか、上昇基調を続けた。

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に米ドル売り・円買いの為替介入を行った日本政府は、米国との会話を続けており、為替市場には為替介入への警戒感が一定程度残っている。しかし、強い米国経済を背景にした米ドル高が主因とみられるなかでは、為替介入の効果は限定的との見方も根強い。また、日銀が利上げ継続を示唆しているものの、足もとでは高市政権の財政政策にも市場の注目が集まりやすく、円安トレンドに大きな変化は見られないとの見方が優勢である。

このため、今後の注目材料は、①米国経済(特に雇用とインフレ)、②FRBの金融政策などの米国側の材料に加え、③日銀の政策姿勢や④日本政府による為替介入の有無、になる。米ドル高が強く意識されるなか、今後は何が米ドル安のカタリストになるかに注目が集まるとみている。

### 3. ウォーシュ体制下での初のFOMCと今後のFRBの金融政策

2月末に生じた米国・イスラエルによるイラン攻撃とホルムズ海峡封鎖により、原油および原油由来の石油製品価格が高騰した。22年前半のロシア・ウクライナ戦争時も、原油や天然ガス価格が上昇し、その後急激なインフレを招いたこともあり、今回も(一定の時間差を経て)インフレ率が再び上昇するとの懸念が台頭している。米国債市場では3月以降長期金利が上昇したほか、FF先物は年後半に利上げを織り込んでいる。



このようななか注目されたのが、6月16-17日に開催されたFOMCであった。事前予想通り政策金利の誘導目標を3.50-3.75%で据え置くことが全会一致で決定されたが、市場の注目は、ウォーシュ議長にとって初となるFOMCにおいて同氏が記者会見でどのような発言をするか、および、中東情勢緊迫化を受けてFOMCの経済見通し(SEP)がどのように変化するかにあった。

まず、6月のFOMCだが、新体制下での大きな変化を意識させるものであった。概要は以下の通り。

- 金融政策（市場予想通り据え置き、全会一致）：FF金利の誘導目標レンジを3.50～3.75%に維持したほか、金利の技術的調整も無かった。また、バランスシート政策も変更されなかったが、同政策に関するタスクフォースを立ち上げ改革に乗り出すとのこと（後述）。
- 声明文（大幅に簡素化、全会一致）：フォワードガイダンスに該当する一文を含め金融政策関連の記述を大部分削除した。また、「生産性の伸びと設備投資は力強い。雇用の伸びは労働力に見合うペースを維持しており、失業率はほぼ変わっていない」や「インフレ率はFOMCの2%目標対比で依然高水準にあるが、一因としてエネルギーを含む特定のセクターの価格上昇を引き起こした供給ショックを反映」とした。
- 記者会見（制度的な改革関連の発言が多く具体的な政策方針は語らず）：年末までにコミュニケーション手段全般を見直すとのこと（後述）。
- ドットチャートを含むSEP（タカ派的、ウォーシュFRB議長は予測提出せず）：ドットチャート中央値パスは市場予想比で上振れた。SEPのインフレ率もエネルギー高が反映され総合・コアともに大きく上方修正された。

新自由主義的な経済思想を有しているとされるウォーシュ議長の記者会見では、主に以下の主旨の発言が注目された。

- 金融市場が、新たな情報に対してFRBがどう反応するだろうかという問題を考え始めると市場の予想能力が落ちる。市場が実体経済で何が起きているかに注目し、どのデータが良くてどのデータがあまり良くないかを判断することで、市場の予想機能は高まる。
- 金融市場が、我々が述べていることを反映しているだけだとすれば、最も重要な情報源を持ちながら我々に目隠しをされていることになる。この目隠しを外せる仕組みを作りたい。市場が適切に信頼できると判断したデータを追いかけ、市場も我々もデータを注視し、市場価格を通じてより良い情報が我々にもたらされる。

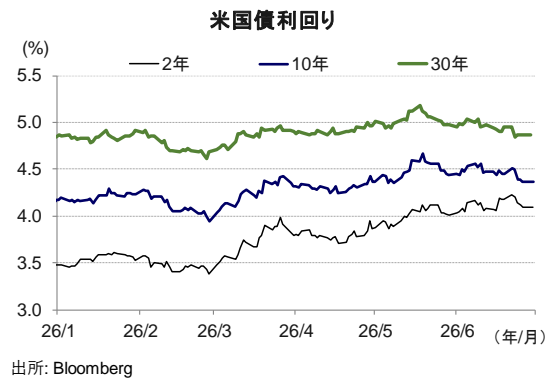
また、ウォーシュ議長は5つのタスクフォースを立ち上げることを明らかにした。具体的には①コミュニケーション、②バランスシート、③既存データソースの利用と依存の在り方、④生産性と雇用、および⑤インフレ枠組み、である。数週間以内に活動を開始し、大部分は年末までに結論が出せるとの見方を示した。概要および筆者の見解をまとめた。

- ① FRBのコミュニケーションのあり方は、記者会見、ウォーシュ氏が最も重視する分野とみられ、ドットチャート、会合、議事録、議事要旨などを含むFOMCのコミュニケーション全般が見直されるとされた。前述のとおり「話過ぎるFRBが金融市場機能をかえって低下させている可能性がある」との見方が背景にある。ドットチャートに関しては最終的に廃止されるとみられるほか（6月FOMCではウォーシュ氏はドットチャート見通しを提出しなかった）、議事要旨は声明文と同様に簡素化される可能性はあるが、極端にFRBからの情報発信が制限されることはないだろう。記者会見は今後毎回行われることがなくなる可能性はあるが、記者会見自体が廃止される可能性は低

いだろう。

- ② FRB のバランスシートに関しては、FRB 内で規模の縮小に関する論点の整理が既に進んでいる（3月27日付「米金利デイリー：FRB がバランスシート縮小のためのユーザーガイドを公開」）。ミラン（マイラン）元 FRB 理事と FRB スタッフが執筆した論文には「バランスシートを著しく縮小するプロセスには、実務上の準備およびルール策定に多大な作業を要し、FRB がバランスシートの縮小を開始できるまでには、少なくとも 1 年、かなりの確率で何年もの時間を要する」と記述がある。少なくともバランスシート政策に関しては、現在の方針を簡単には撤回できないだろう。
- ③ 経済データの検証に関しては、ウォーシュ議長は政府統計が古いやり方で作られていることなどを問題視しており、民間データの活用などを含めてデータソースの拡大やデータの作成方法の変更などにも前向きであることを示した（いくつかの代替的インフレ指標を採用すればインフレ率は低くなるとの見方が債券市場内では根強い）。
- ④ 生産性と雇用は、AI が経済とインフレにどのように影響するかを検証することが目的となっている模様である。
- ⑤ インフレ枠組みに関しては、2%のインフレ目標を達成前に変更することはないとしており、インフレの原因は何か、FRB のインフレに対する責任は何か、インフレをどのように測定するか、というテーマを扱うと説明された。③と重複する部分もあるが、関税や原油高などの要因でのインフレについては FRB は基本的に対応する必要がないとの結論になるとみている。

債券市場は、これを受けツイスト・フラットニング（2年金利の上昇、長期・超長期金利の低下）で反応し、FF 先物市場は 26 年後半に 1 回（25bp）以上の利上げを織り込んだ。債券市場は主に、ドットチャート中央値が前回（3月）FOMC 比で上方修正されたこと、ウォーシュ氏の記者会見においてインフレ率が依然として 4% 前後であり当面は雇用よりも物価を重視する姿勢を繰り返したこと等に注目したとみられる。

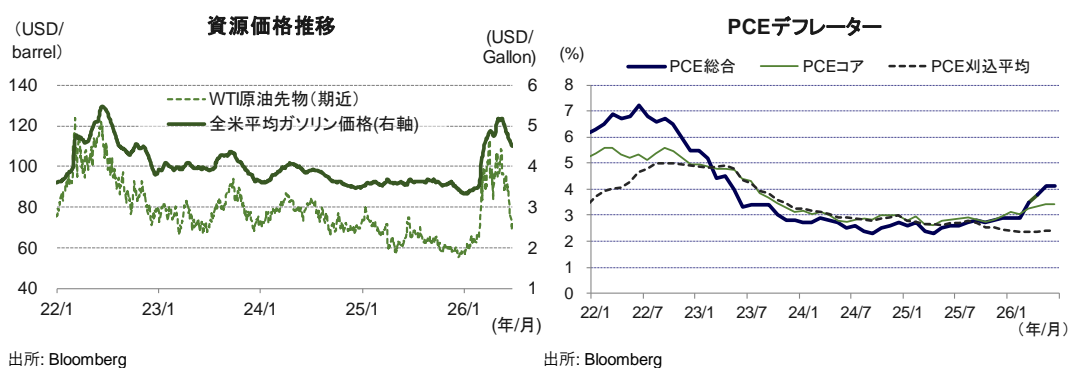


一方、利上げには距離があるとの見方も根強い（ロイター等のメディア調査では約 8 割のエコノミストは年内利上げ無しとしている）。利上げ慎重派の主張は、

- 米・イラン間で停戦合意がされて以降原油価格が急落しており、資源価格高騰を受けたインフレ率の上昇は一時的とみられること
- 現在の政策金利は 3.50~3.75%だが、実質金利は依然として高い。足もとの米国景気は AI 向け投資の「一本足」に支えられている感も強く、追加利上げがなくても金融引き締め効果は続くとみられること
- 5 年先 5 年 BEI を見る限り、インフレ率上昇は一時的で、いわゆる「インフレのノルム」に影響する可能性は低いこと（債券市場がツイスト・フラットニングで反応したことの主因とみられる）
- CPI・PCE デフレーターは依然として高いものの、エネルギー（主にガソリン）では必ずしも急加速しているわけではないこと
- FRB のパウエル前議長は、ロシア・ウクライナ戦争当時の 22 年 8 月のジャクソンホ

ール会議において「インフレは一時的」と主張したが、その後 75bp の利上げに追い込まれた。FRB はこの苦い経験を踏まえ、今次局面において一定程度インフレを織り込む必要があるためドットチャートは利上げと政策金利据え置きの 2 派に分かれ、結果として中央値が上方修正されたが、このような事情に鑑みれば必ずしも利上げにコミットしているわけではない（ウォーシュ議長の記者会見でも必ずしも利上げの可能性が高いとの主張ではなかった）

などである。



筆者の立場は「利上げ慎重派」である。なぜなら、以下の観点から米国のインフレ率の上昇は一時的とみているからである。

- 米国は原油・天然ガスを自給しており（結果、両者から得られる一次製品も事実上自給可能）、日本で生じているようなサプライチェーンの目詰まりが長期化する可能性は低いこと
- 仮に石油・天然ガス製品の価格上昇が生じて、当該製品はサプライチェーンの「川上」に位置するもので、単価が非常に安く、製造原価全体に与える影響は大きくないこと
- 米国個人消費は全体としては底堅いものの、インフレ率を決めるボリューム層、つまり中・低所得者層はガソリン価格高騰等の影響を受け消費センチメントは必ずしも良くなり、製造業は原材料価格高騰によるコストプッシュを最終小売価格に転嫁することを躊躇する可能性が高いこと（同様の構造は、25 年 4 月に米国が輸入関税を課したが、結果、インフレ率の上昇は限定的だったことにも表れている）

6 月末時点の債券市場では、「次の一手は利上げ」という見方が優勢になりつつあるが、筆者を含む利上げ慎重派の意見の正当性が判明するまでに一定の時間（数か月程度）を要す。足もとでは、米国・イラン間の停戦合意違反とみなされるような双方からの攻撃も続いており、インフレに対する不透明感が完全に払しょくされたわけでもない。

加えて、ウォーシュ議長が推進する「改革」により、債券市場参加者の「道標」が一時的であるにしても喪失する可能性もある。過去 10 年間はパウエルならこう動く、イエレンならこう動くというある程度の予測が可能だったが、ウォーシュ氏は FRB が「話し過ぎる」ことを回避し、FRB による呪縛から市場を解放する方針である。債券市場は「どの経済指標をどの程度重視するのか」を十分に把握できない状態が続く可能性が高く、このことも FRB の金融政策に関する「意見の相違」に繋がっているであろう。

5 月以降続く「ツイスト・フラットニング」は、ステープナー（短中期債売り、長期・超長期債買いなど）ポジションを持っていた投資家からのアンwindがもたらす需給主導の相場との見方も根強い。

新しい時代の始まりは、常に「不透明」であるが、不透明さは市場にとってのチャンスで

もある。今後も関連指標を中心に細心の注意を払って相場を見守りたい。

(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