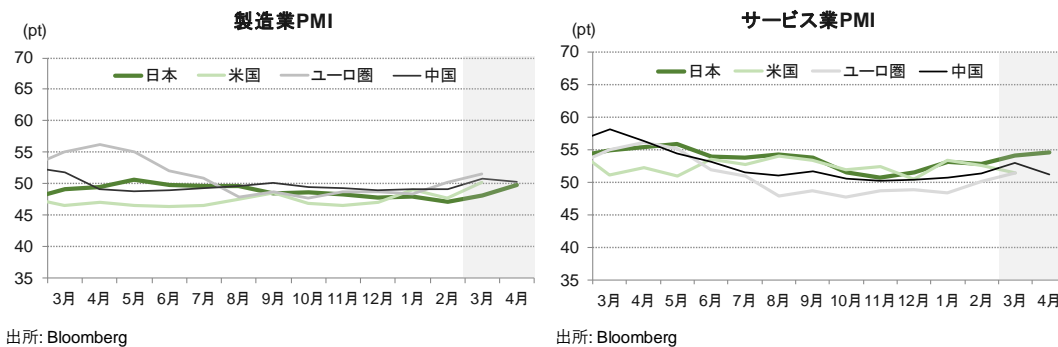




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、国・地域間で差があるものの、総じて回復が鮮明になりつつある。製造業は日本や米国が改善基調にあるほか、中国もボトムアウトが鮮明になっている。サービス業も各地域とも PMI が節目である 50 を超えており総じて底堅い。ただし、根強いインフレ懸念がマクロ経済や金融市場に負の影響を与える可能性に引き続き留意を要する。4月には世界的に長期金利が上昇したほか、地政学情勢の緊迫化もあり、米ドル高や金利上昇によるリスクオフも生じたが、月後半には長期金利低下とリスクセンチメントの改善がみられた。為替市場では米ドル円が 160 円を突破し 4 月末時点でも 150 円台後半で推移しており、為替市場の不透明感が高まっている。
- **注目材料:** 非常に強い米ドル円相場が続いている。4月30日付日本経済新聞等によれば、財務省が29日に5兆円規模の円買い介入を実施した可能性が高いとされているが、為替介入が実施されたとしても米ドル円上昇の背景要因が排除されない限り、介入による円高は一時的なものになる可能性がある。米ドル円相場に重要な影響を与えている米国経済は、FRBによる度重なる利上げにも関わらず底堅く推移している。その背景には、個人部門の資産効果、インフレによる企業マージンの改善など利上げが効きにくい構造的な要因がある。このため、高金利だけでは米国経済が減速する可能性は低い。一方、米国経済の循環的もしくは構造的な減速の可能性は残る。鍵を握るのは、①企業マージンの低迷、および②更なる利上げである。①や②をメインシナリオとは見ておらず、米ドル円相場の底堅さは残る可能性が高い。しかし、市場が楽観視するこれらの材料を注意深く見守ることで、米ドル円反転のタイミングをとらえることが出来るかもしれない。

1. マクロ経済展望 ～ 回復基調が鮮明に

グローバル・マクロ経済は、国・地域間で差があるものの、総じて回復が鮮明になりつつある。製造業は日本や米国が改善基調にあるほか、中国もボトムアウトが鮮明になっている。サービス業も各地域とも PMI が節目である 50 を超えており総じて底堅い。



IMFによる最新(24年4月発表)の世界経済見通しによれば、世界の実質GDP成長率は24年が+3.2%、25年も+3.2%とされ前回(24年1月発表)比横ばいとなった。ただし内訳をみると、米国の

**IMF世界経済見通し(24年4月)**

	2023	4月発表		1月発表	
		2024	2025	2024	2025
世界実質GDP成長率	3.2%	3.2%	3.2%	3.1%	3.2%
日本	1.9%	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%
米国	2.5%	2.7%	1.9%	2.1%	1.7%
ユーロ圏	0.4%	0.8%	1.5%	0.9%	1.7%
中国	5.2%	4.6%	4.1%	4.6%	4.1%

出所: IMF

の上方修正幅が大きく、ユーロ圏は24年・25年共に若干の下方修正、日本および中国は24年の修正は無いが25年の日本は上方修正されている。IMFは、主要中銀が物価安定を取り戻すために大幅に利上げしてきたにもかかわらず、世界経済は予想外にレジリエンスを示していると指摘した。また、米国を中心に先進諸国のGDP成長率が加速する反面、新興国・発展途上国の経済成長は減速基調としている。さらに、世界経済を押し上げる原動力

は弱まりつつあり、中期的な見通しに疑念が生じていると指摘、成長が弱含む要因として全要素生産性の広範かつ著しい鈍化を取り上げた。この背景には、セクター内の企業間で資本と労働力が誤配分されていることがあり、また人口動態の圧力と民間資本形成の低迷が成長を一段と鈍化させているとしている。ヒトやモノの制約があるなか、中期的な成長率は適切な資源配分（労働力に加え、AI（人工知能）等の活用など）が必須としている。

米国の 24 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.6%となり、市場予想の同+2.5%を大幅に下回った。需要項目別にみると、住宅投資や在庫投資の成長率への寄与度が改善した反面、個人消費、設備投資、政府支出の成長率への寄与度が低下した。寒波等の季節要因も影響している可能性があるが、当期の PCE 価格指数が前期比年率+3.7%（前期は同+2.0%）と伸びが加速していることに鑑みれば、米国経済のソフトランディングシナリオに疑義が生じかねない内容であり留意を要する。

ユーロ圏の 24 年 1-3 月期実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比+0.3%、前年比+0.5%だった（市場予想は共に+0.2%）。ドイツのプラス成長（前期比+0.2%）への復帰や好調なスペイン経済が寄与した。フランスも個人消費と企業投資が上向き、市場予想を上回る成長となった。

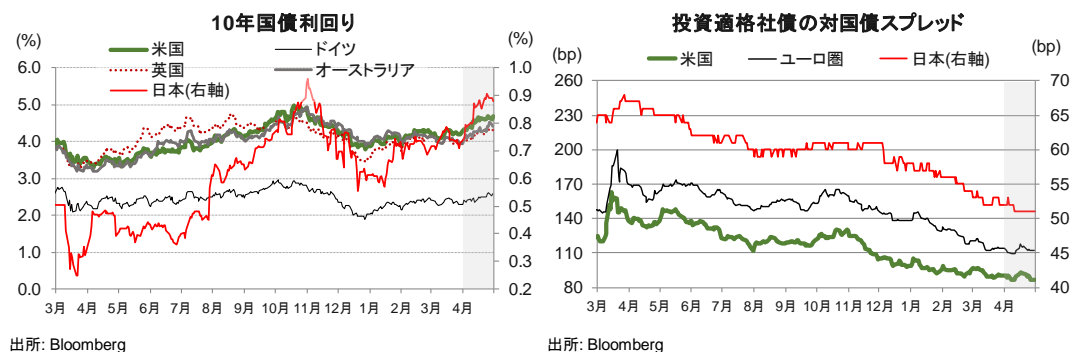
中国は、24 年 1-3 月の実質 GDP 成長率が前年比+5.3%となった。最終消費や政府支出の低迷が続いているものの、製造業（第 2 次産業）の回復がみられた。なお、非製造業（第 3 次産業）は、不動産や金融など幅広い業種で低迷が続いており、マクロ経済の足腰は依然として冴えない。

以上のように、主要国経済は強弱まちまちながら概ね底堅い状況にある。底堅さを支えている要因は、循環的なもの（在庫調整一巡、中国経済の底打ちなど）に加え、金融緩和期待に伴う資産効果（リスク資産価格の安定化）も含まれよう。このため、仮にインフレ率が再び上昇し長期金利が 23 年後半の水準以上に上昇する場合、リスク資産価格の調整（特に不動産への影響が大きくなる可能性がある）を経て、マクロ経済に負の影響を与えることも想定されるため留意を要する。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場 ~ 再び金利上昇基調に

4 月の債券市場は、主に米国経済の底堅さやインフレ再加速懸念の高まりを背景に、再び金利上昇となった。一方、社債の対国債スプレッドはタイト化基調を続けた。



日本の長期金利は、4 月 26 日に一時 0.93%台まで上昇した。米長期金利の上昇に加え、米ドル円の急激な上昇により、日銀が長期国債買入額の減額や利上げタイミングを前倒しするのではとの見方が強まったことによる。一方、日銀は 4 月 26 日、金融政策の据え置きを決定したほか、長期国債買入方針も変更しないと発表し、月末にかけて長期金利は 0.86%台まで下落した（月末値は 0.87%台後半）。3 月の CPI は、総合が対前年同月比+2.7%（前月は同+2.8%）、生鮮食品を除くコアが同+2.6%（同+2.8%）、生鮮食品お

よびエネルギーを除く日銀版コアで同+2.9%（同+3.2%）となった。いわゆる「第一の力」（輸入物価が国内物価に波及する力）が弱まるなか、インフレ率は引き続き低下局面にある。今後は、賃金上昇に伴い実質賃金がプラス化し、個人消費が底堅く推移することを通じて、いわゆる「第二の力」（≒インフレのノルム）が回復するか否かに注目が集まる。4月26日の植田日銀総裁記者会見では、基調的なインフレ率は緩やかに回復しているとの認識が示されたほか、「特に（展望レポートの）見通し期間後半についてこの通り（2%の物価安定目標達成）になれば、そこでは政策金利もほぼ中立金利近辺にある状態になるとの展望は持っている」との発言もみられ、にわかに自然利子率（実質中立金利）が市場の関心を集めた。金融政策の多角的レビューに関するワークショップ第1回時点では、自然利子率を▲1%～+0.5%程度と推計していたとみられ、今後これらの手法を用いながら、日銀による中立金利に関する情報発信が一層注目されよう。

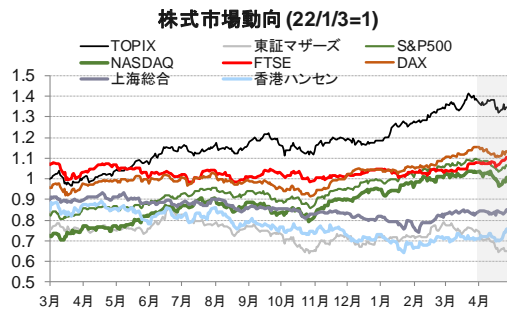
米国は、雇用やインフレ率の底堅さを背景に、FRBが24年中に利下げを開始できないのではとの見方が根強くなるなか、米国債イールドカーブ全体で金利上昇がみられた。雇用統計（3月）は非農業部門雇用者数（NFP）が+30.3万人（市場予想平均は+21.4万人）、完全失業率は3.8%（市場予想平均も3.8%）と堅調な結果となった。一方、平均時給の前月比伸び率は+0.3%（市場予想と一致）、前年同月比では+4.1%（市場予想と一致）と1月（同+4.4%）や2月（同+4.3%）から鈍化した。また、3月のCPI（住居を除くコア（スーパーコア））は前年同月比+4.8%、前月比も+0.65%と強いほか、3月のPCEデフレーター（住居を除くサービス）の前月比が+0.40%（年率換算で+5%程度）と強含んでいる。これらの材料に反応して米国債利回りは上昇したが、平均時給の伸び率は鈍化基調にあるほか、（先述の通り）24年1-3月実質GDP成長率は前期比で鈍化するなど、マクロ経済指標は強弱入り交じる状況にある。加えて、OIS先物市場では既に23年10月下旬に長期金利が5%越えとなった時期とほぼ同程度まで戻しており、FRBの利下げ期待剥落は既に織り込まれている。23年後半は長期金利上昇に対する金利スワップを使った金利リスクヘッジが増加したことも長期金利上昇の要因となったが、24年は金利リスクヘッジ需要が23年比減少するとの見方も根強く、長期金利が5%を力強く上回るためには、FRBが再び利上げに転じるような大規模な政策転換が必要になる。4月末時点では、FRBが24年中に1回は利下げするとの期待が残っているほか、再利上げに転じる可能性は低いとみられており、長期金利が5%を大幅に超える可能性は低いとみている。

当面の債券市場の注目材料は、引き続き日米欧主要中銀の金融政策であろう。日銀は利上げの有無やそのタイミング、米国および欧州は利下げタイミングおよび利下げのペースである。これらを決めることになるマクロ経済環境（主に雇用）やインフレ動向に最大限の注目をしたい。

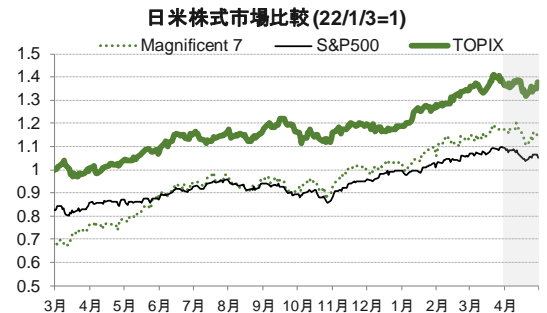
## ② 株式市場 ～ 上昇基調継続も材料は強弱まちまち

4月の株式市場は、金利上昇に対する警戒感や今後の企業業績に対する不透明感（特にIT関連銘柄）に加え、イスラエル-イラン間の関係緊張化もあり月半ばまでは下落基調となったが、月末にかけて値を戻す展開となった。

日本は、上下動を繰り返しつつも下落基調となった。日本独自の要因というよりも、米国株式市場につられた動きになったほか、米長期金利上昇と急激な円安に伴い日銀の金融政策変更が意識され円長期金利が0.9%超まで上昇したことにより、株式市場のリスクセンチメントの悪化がみられた。一方、月末にかけて円長期金利が下落基調に転じたほか、米国株式市場の回復に伴い、日本株も戻す展開になった。なお、TOPIX構成銘柄の予想EPS（アナリスト予想平均）が緩やかながらピークアウトしつつある。25年3月期企業業績見通しが控えめであるほか、24年に向けて賃上げ分の価格転嫁が十分に出来ないのではないかとの懸念も見られつつあり、今後の注目材料になりそうだ。



出所: Bloomberg



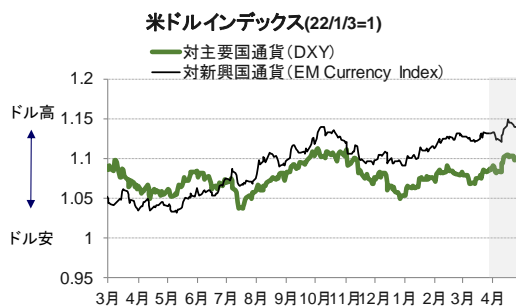
出所: Bloomberg

米国市場も月半ばまでは下落基調となったが、後半にかけて上昇基調となった。月半ばまでの相場下落の背景には、イスラエル-イラン情勢の緊迫化とそれに伴う原油高懸念の台頭、米長期金利の上昇とそれに伴う IT 関連銘柄の不振に加え、Magnificent 7 を中心にした今後の業績への警戒感などがある。一方、月末に向けては Tesla や Alphabet の決算発表を好感した買いに加え、米長期金利が下落基調になったこともあり、市場センチメントは若干回復した。ただし、25 年企業業績への警戒感は根強く、4 月末時点では 3 月末時点での直近最高値を下回る水準にあるほか、インフレ懸念も根強い（4 月 30 日に発表された雇用コスト指数は市場予想を上回り、株価下落を招いた）。バリュエーションが既に高いこともあり、これまでの「ゴルディロックス」シナリオから、25 年業績の見極めが重要な局面になりつつある。

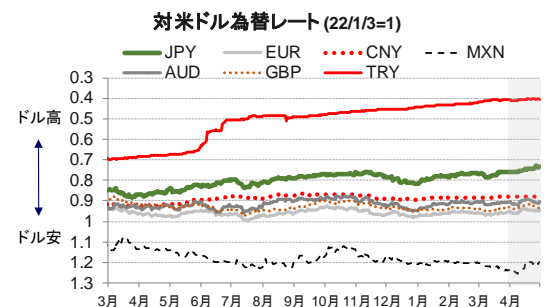
当面の株式市場の注目材料は、企業業績、日米欧中銀の金融政策や長期金利動向になる。在庫調整一巡や自動車生産台数の回復に加え半導体市況のボトムアウトもあり、主に製造業の業績回復が続いてきたが、足もとでは在庫調整一巡後の在庫積み増しが冴えないことや、自動車生産台数の回復が一服するとの見方も台頭している。4 月にみられた世界的な長期金利上昇は 4 月末時点で一旦終息しているが、米国ではサービス価格の高止まり懸念が根強く、企業が今後もマージン改善を意図した価格転嫁を続けることが出来るかに注目が集まっている。

### ③ 為替市場～ 米ドル高基調が続く

4 月の為替市場は、総じて米ドルを中心にボラティリティが高まった。基本的には堅調な米国経済を背景にした米ドル高が続いているが、月後半にかけて米ドルインデックスは下落に転じるなか、円独歩安の様相を呈した。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米ドル円は大幅上昇となった。背景には、イスラエル-イラン情勢の緊迫化による米ドル高基調の発現、資源価格上昇懸念の台頭によるインフレ懸念、堅調な米国経済指標とそれに伴う日米金利差の拡大（その背景には円金利の上昇は限定的との見方もある）などがある。一方、4 月中旬以降は地政学情勢が膠着するなど米ドル高要因が剥落しつつあり、米国の GDP 統計など弱含む経済指標もみられるなか日米金利差の拡大も安定化したが、米ドル円は月末にかけて大幅な上昇となった。4 月 26 日の日銀金融政策決定会合に向けて、日

銀が米ドル円相場に鑑みて長期国債買入減額等に踏み切るとの観測記事が見られたが、日銀は長期国債買入方針の維持を含む現行金融政策の維持を決定したことで、短期的に投機筋が米ドル買い・円売りを加速させた可能性がある。日本が祝日の4月29日には米ドル円が160円を突破するなど、短期的に急激な米ドル高になったが、まとまった円買い（4月30日時点で日本政府は為替介入についてコメントを避けている）が入り、150円台半ばまで一気に下落（円高）するなど、非常に不安定な状態にある。為替市場では、米ドル円相場上昇の背景にある堅調な米国経済に大きな変化が見られないなか、米ドル円は再び上昇に転じるとの見方が根強い。一方、日本政府による円買い・米ドル売り為替介入への警戒感も強く、短期的には非常に不透明な状態が続くだろう。一方、中長期的には米国経済の減速期待や日本の基調的なインフレ率上昇も期待されており、既に高値圏にある米ドル円の相場反転の可能性にも留意を要する。

新興国通貨（対米ドル）も、地政学情勢緊迫化を主因として月半ばまでは対米ドルで減価したが、その後は急速に回復した。相対的にはメキシコペソの強さが続いたほか、トルコリラも久方ぶりに対米ドルで安定化した。ただし、トルコの3月のコアCPIは前年比+75.21%に達しており、根強いインフレ懸念は残っている。

当面の為替市場の注目材料も、引き続きFRBの金融政策および米マクロ経済になる。FRBが利下げ姿勢を続ける限り米ドル高に限界があるとの見方もあるが、堅調な米国経済とインフレ下げ止まり懸念に鑑みれば、基本的に米ドルは堅調な推移となろう。

### 3. 注目材料: 米ドル円上昇の背景要因と今後の展望

4月下旬、米ドル円は34年振りとなる160円を突破した。米ドル円は22年3月以降急激な上昇となり、22年10月には150円を突破した時点で日本政府（財務省）は米ドル売り・円買いの為替介入を実施しその後急落したのち、（数か月の上下動を繰り返しつつ）23年前半以降再び上昇している。4月30日付日本経済新聞等によれば、今次局面も財務省が29日に5兆円規模の円買い介入を実施した可能性が高いとされているが、為替介入が実施されたとしても米ドル円上昇の背景要因が排除されない限り、介入による円高は一時的なものになる可能性がある。米ドル円相場やそれに影響を受けている日本株、日本国債市場などの今後を考える上でも、米ドル円上昇の背景要因の整理は重要である。

為替市場に長年身を置く人にとって、米ドル円と日米金利差に明確な相関関係がないことはよく知られている。米ドル円は米国経済の強弱で決まる傾向があるため、結果として日米金利差に一定の説明力があると考えられるべきであろう。

例えば、22年以降の米ドル円相場の上昇は、市場予想以上に力強い米国経済が背景にある。22年前半以降の米ドル円の上昇は、ロシア・ウクライナ戦争を契機にしたインフレ期待や地政学リスクを背景にした米ドル高が影響しているが、何よりも米国が主要資源や穀物を自給自足し武器輸出国であること、ロシア・ウクライナ戦争から地理的に離れていること、そして米ドルが基軸通貨であることの強みを背景にした「米国一強」を表した相場だったと言える。一方、22年10月以降の米ドル円の下落は、FRBによる急速な利上げにより米国経済がリセッション（スタグフレーション）に陥るとの見方が台頭したほか、米インフレ率がピークアウトしつつあったことなどが影響している。そして23年前半以降の持続的な米ドル円上昇は、無論、米国経済のソフトランディング（もしくはノーランディング）シナリオの台頭を背景にしており、足もとまでその期待に変化は無い。むしろ、24年初以降はFRBの利下げ期待剥落も支援材料となり、急激な米ドル円相場の上昇となっている。つまり、日米金利差は米国経済の強さに対する「見せかけの相関」を演出しているにほかならず、その説明力に長期的な安定性はないとみている。

このため、基本的には米国経済がスローダウンしなければ、（仮に日本政府が為替介入をしたとしても）米ドル円の持続的な下落にはつながらない可能性がある。換言すれば、どの

ようなシナリオで米国経済のスローダウンが期待できるのか。

まず、なぜ米国経済は高金利環境の長期化にも関わらず減速しないのかに触れる。高い金利水準は、債務者に対して負の影響を与えるものの、現金保有者や債権者にとってプラスの影響を与える。米国 GDP の約 7 割を占める個人消費は高金利継続にも関わらず堅調に推移しているが、その背景には個人部門の負債規模が小さいことがある。コロナ禍を通じて個人部門の総資産は約 49 兆米ドル（約 7,600 兆円）増加したが（主に株高が影響しているが、住宅価格も底堅く推移している）、総負債は約 4 兆米ドル（約 600 兆円強）しか増えておらず、結果、純資産は約 45 兆米ドル（約 7,000 兆円）も増加している。いわゆる「資産効果」により個人消費が底堅いと言える。加えて、堅調な雇用市場も個人部門のセンチメントにプラスの影響を与えている。なお、クレジットカードやサブプライムオートローン等の個人ローンの延滞率上昇は見られるが、いずれも過度な上昇には至っていないほか、高金利による利ザヤ改善に沸く銀行業界にとって、当該問題は減益要因にすぎない状況にある。

米国個人部門のバランスシート

(単位: 兆米ドル)	20/3末①	23/12末③	②-①
<b>総資産</b>	<b>127</b>	<b>177</b>	<b>49</b>
非金融資産	41	58	17
不動産	34	49	15
金融資産	87	119	32
預金	12	14	3
株式	16	32	16
<b>総負債</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>4</b>
<b>純資産</b>	<b>111</b>	<b>156</b>	<b>45</b>

出所: FRB

次に、高金利にも関わらず住宅価格が堅調に推移していることを挙げる。22 年後半の金融市場では、FRB による急速な利上げによりモーゲージ金利も急上昇し、住宅需要を減退させ、住宅価格は下落に転じるとの見方が根強かった。しかし、米国住宅市場では、2010 年代初頭以降、長期にわたる供給制約（背景に厳格な用途地域制限がある）により中古住宅在庫数が大幅に減少しており、事実上の供給制約に直面している。コロナ禍で郊外への転居需要が増加したことで需給ひっ迫に拍車がかかり、住宅価格はむしろ上昇基調に転じている。

米国戸建て住宅関連指標



出所: Bloomberg

出所: Bloomberg

企業部門にとっても、高金利は負債調達コストの増加を通じて、利益やキャッシュフローに負の影響を与えるほか、企業経営者のマインド低下を通じて、例えば設備投資減少等によりマクロ経済に負の影響を与えるとの見方が根強かった。しかし、21 年以降の急激な値上げ（その結果高インフレ率になった）により企業部門のマージンは急激に回復したほか、ロシア・ウクライナ戦争の影響もあり、保守的な財務戦略（手元現金を温存、大規模な M&A は株式買い戻し等を控えるなど）を取る企業が増えたこともあり、結果として、高金利が企業部門に与える影響は一部（高レバレッジ企業等）に限られた。

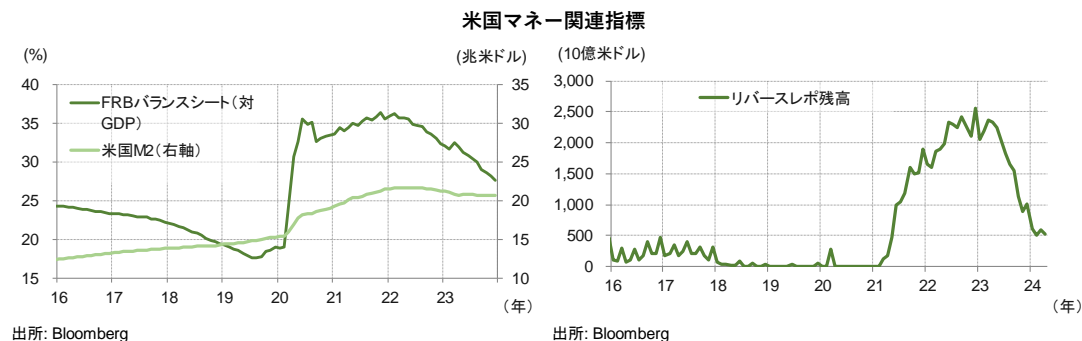
唯一、高金利が負の影響を与えているセクターが商業用不動産であろう。商業用不動産価格は 22 年央をピークに下落に転じているが、その背景にあるのが商業用不動産を購入する際に設定されるノンリコースローン（不動産を担保にした借入）の借り換えが困難になっていることである。ノンリコースローンの借り換えの際に再設定される金利が急上昇し、物件から得られる収入（NOI: Net Operating Income）とのバランスが悪化していること

や、既存のノンリコースローンのパフォーマンス悪化（期限延長案件の増加等）による投資家需要の減少が影響している。このため、担保物件の売却が増加しており、物件価格を下落させている。ただし、不動産やノンリコースローンは市場で日々時価評価されるものではなく、不動産価格の下落が銀行のバランスシートやマクロ経済に負の影響を与えるまでに相応の時間を要する。米国の場合 22 年央が不動産価格のピークとすれば、まだ 2 年程度しか経過しておらず、24 年中に商業用不動産をカタリストにしたマクロ経済の失速シナリオを描くのは難しい。

このように、高金利の継続だけでは米国経済が失速する可能性は低いと言えよう。一方、米国経済の循環的もしくは構造的な減速の可能性は残る。鍵を握るのは、①企業マージンの低迷、および②更なる利上げである。

まず、①企業マージンの低迷から説明しよう。コロナ禍は、極端な財政支出や金融緩和に加え、物流網の混乱等を背景にした供給制約をもたらし、その後のインフレを引き起こした。企業はこの状況でマージンを大幅に改善させることが出来た。また、自動車産業は部品不足が長期化し、受注残が積みあがったことで、23 年までは「作れば売れる」状況が続いた。マージン回復が高金利継続による調達コスト増を吸収しているほか、自動車産業が好調なため、素材・部品等の幅広い産業に恩恵をもたらしている。しかし、製造業の在庫積み増し意欲は鈍く、自動車生産台数もピークアウトする可能性がある。足元の株式市場は 22 年～23 年にかけて企業マージンが改善したことをうけ、今後もマージン改善が続くことを前提に株価が形成されているため、マージン悪化だけでも急激な株価下落を引き起こす可能性がある。株価下落は資産効果に支えられる個人消費失速のカタリストになることに留意を要する。

次に、②更なる利上げである。4 月末時点で、FRB が今後追加利上げに踏み切る可能性は低いとの見方が根強い。しかし、堅調な雇用を背景に賃金上昇圧力は残っており、これがサービス価格に転嫁される状況になれば、FRB は追加利上げに踏み切る可能性は残されている。追加利上げになる場合、長期金利は 5% を大幅に超える水準に上昇する可能性があり、株式等のリスク資産価格の大幅下落に加え、商業用不動産への懸念を通じて金融不安を誘発する可能性が高まる。加えて注目されるのが、過剰流動性に与える影響であろう。FRB はバランスシートを圧縮中であるが、市場では利下げ期待を背景に、バランスシート圧縮の終了時期が近いとの見方が根強い。一方、足もとの FRB のバランスシート規模はコロナ前よりもはるかに大きく、また M2 やリバースレポ残高もコロナ前までのトレンドには戻っていない。当然、利上げとなれば過剰流動性が更に吸収されることによって、金融市場の様々な場所で負の影響が生じる可能性がある。



足元の金融市場では、①や②をメインシナリオとは見ていない。このため、米ドル円相場の底堅さは残る可能性が高い。しかし、市場が楽観視するこれらの材料を注意深く見守ることで、米ドル円反転のタイミングをとらえることが出来るかもしれない。

(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