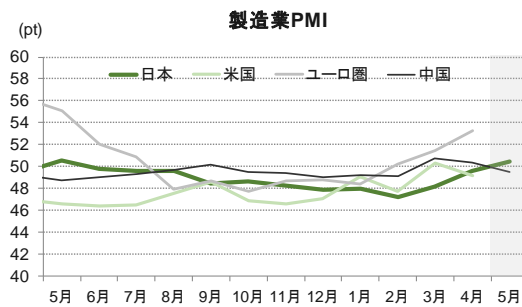




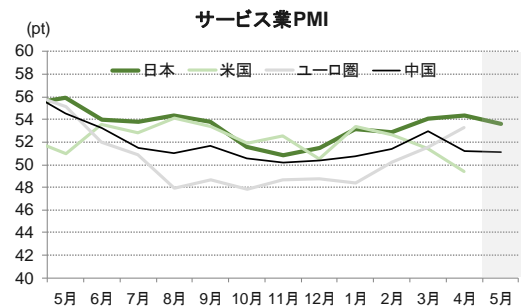
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、総じて底堅く推移しているものの国・地域によりトレンドに変化が生じつつある。製造業は日本やユーロ圏が底堅く推移しているが、米国および中国はまちまちな状態にある。サービス業も日本およびユーロ圏が相対的に安定しているが、米国のスローダウンが目立っているほか、中国も24年初旬の回復期待が鈍化しつつある。5月は米国経済の変調の可能性に市場の注目が集まった。低所得者層を中心に個人消費に鈍化がみられ、今後の企業の価格転嫁行動(=インフレ)に影響するのではとの見方が台頭した。また、中国政府は在庫住宅の買取などの新たな不動産市場支援策を発表し、一時株式市場は急騰した。日本は事実上23年半ば以降ほぼゼロ成長に陥るなか、長期金利が急上昇し、米国比で軟調な株式市場や為替市場(円安定着)の要因になっている可能性がある。
- **注目材料:** 中国経済は、21年以降の不動産市場の低迷に加え、期待されたコロナ禍後の経済活動回復が低調で、依然として冴えない状態が続いている。このようななか、中国政府は新たな不動産市場支援策を発表し、不動産関連株の急騰も見られたが、当該支援策の効果には疑問も残る。中国の不動産セクターが抱える課題は、どの程度の価格調整が出来るかにあるが、中国政府は急激な不動産価格調整は容認していない模様である。「共同富裕」の下での国の成長率の鈍化は認めず、当該支援策にも関わらず不動産市場の本格的な回復にはまだ時間を要するだろう。ただし、不動産市場の軟化が続いても、それによって金融危機やマクロ経済がリセッションに陥るわけではない。中国経済に対する見方は、低成長(3~5%程度の実質GDP成長率)の長期化である。過度な楽観も悲観も不要である。

1. マクロ経済展望 ~ 米国のスローダウンは本物か

グローバル・マクロ経済は、総じて底堅く推移しているものの国・地域によりトレンドに変化が生じつつある。製造業は日本やユーロ圏が底堅く推移しているが、米国および中国はまちまちな状態にある。サービス業も日本およびユーロ圏が相対的に安定しているが、米国のスローダウンが目立っているほか、中国も24年初旬の回復期待が鈍化しつつある。



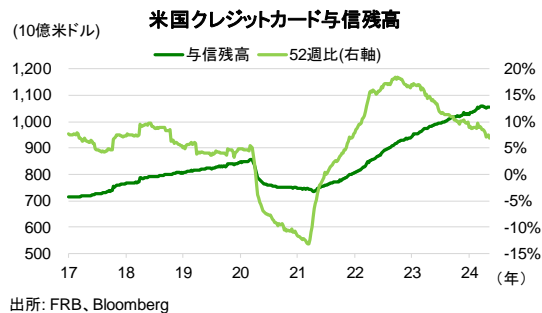
出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

5月に世界の注目を集めたのが米国経済である。24年1-3月期企業決算において、消費財セクター(例えば Starbucks Corporation や McDonald's Corporation など)が低所得者層の購買行動の変化、具体的には外食を回避する動きがあることを指摘し、今後の価格転嫁行動に影響を与える可能性があることを示唆した。クレジットカード利用残高も足もとでは伸び悩みつつあり、インフレ下で個人消費が本格的に鈍化するのではないかと見方が台頭した。これに加え、5月30日に発表された24年1-3月期の米国実質GDP成長率(改定値)は前期比年率+1.3%と速報値(同+1.6%)から下方修正された。主に個人消費の伸びが弱かったことを反映した。個人消費については、足もとで自動車などの耐久消費が鈍化しており、コロナ禍で積みあがった貯蓄の減少や所得の伸び鈍化などが家計を圧迫しているのだろう。米国のインフレ指標も、CPI および PCE デフレーター共に住居を

除くコア（スーパーコア）が前月比で鈍化基調にある。このため、債券市場では 24 年 12 月までに少なくとも 1 回（0.25%）は利下げするとの見方が残っており、長期金利の過度な上昇を抑制している。また、5 月は米議会予算局（CBO）が米国の潜在成長率が上振れとの分析したことが話題になった。CBO によれば、23 年の米国の潜在成長率は +2.2% に拡大したが、労働力人口の増加が大きく寄与しているとのこと。労働力人口の増加は移民の増加と女性の労働参加の拡大が寄与している模様で、24 年もこの傾向が続いていると見られる。労働力人口の増加はマクロ経済にポジティブな要因であるが、インフレへの影響については見方が分かれている。移民や女性の平均賃金が低いとされており、平均賃金の上昇圧力を鈍化させているとの見方が根強い。米国経済の方向性と FRB の金融政策を占ううえで、今後数か月が重要になるとみている。



日本は、企業の景況感は安定的ながら、マクロ経済の回復には足踏みがみられる。5月16日に発表された24年1-3月実質GDP成長率は前年比年率▲2.0%となり2四半期ぶりのマイナス成長となった。自動車生産台数の減少等の要因もありマイナス成長自体は事前に予想されていたものの、民間内需が弱かったほか輸出が大きくマイナスとなり、事前予想比でも悪かった。1-3月の生産活動の弱さは、前述の通り製造業の弱さのほか、非製造業（第3次産業）の弱さにも現れている。個人消費もインフレ下で依然として伸び悩んでいる。今後実質賃金がプラスに転じ、消費に底堅さが見えるようになるのか注目される。4月のCPIは、生鮮食料およびエネルギーを除くコア（日銀版コア）が前年同月比+2.4%（前月は同+2.9%）まで鈍化した。今後は電気・ガス料金への政府補助終了や、電気・ガス料金の値上げもあり、総合およびコアを中心に前年同月比2%台半ば程度を維持するとみられるものの、財・サービス共に足もとは鈍化基調を辿っている。今後は労働需給のひっ迫を背景にした供給制約が、どの程度インフレや賃金に影響するか、注目される。

中国は、政府が総合的な不動産支援策を発表した。不動産開発会社への流動性支援や在庫となつて住宅の買取も含まれる。これを踏まえ、不動産関連株が急上昇するなど、金融市場における期待は高い。中国経済の現状と当該支援策については後段でまとめた。

以上のように、主要国経済は概ね底堅い状況にあるが、国・地域によってトレンドはまちまちで、今後は楽観できる状況にはない。特に米国経済に変調の兆しが表れつつあることに注目する必要がある。また、中国経済に対する期待も依然として根強いが、「共同富裕」政策のもとで長期的な成長率鈍化が見込まれており、過去のような高成長に戻る可能性は低い。米欧を中心にインフレ長期化が懸念されており、米欧中銀が利下げを躊躇するとの見方も残っているが、リスクはむしろマクロ経済のスローダウン側にあるとみている。

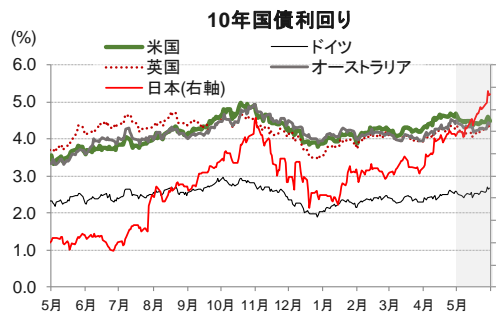
2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ 日本の金利上昇が注目材料に

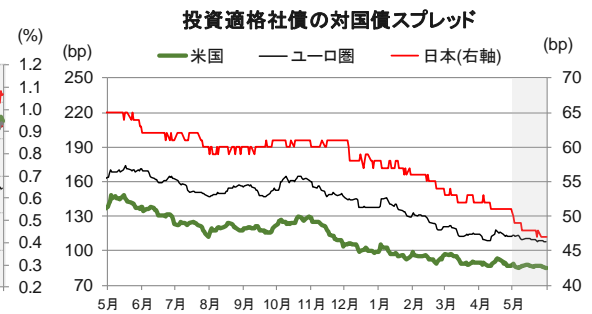
5月の債券市場は、米欧市場では長期金利は比較的狭いレンジでの推移となったが、日本の長期金利は急上昇した。社債の対国債スプレッドはタイト化基調を続けた。

日本の長期金利は5月も上昇し、30日には一時1.1%を超える水準に達した。米長期金利は5月中旬まで下落基調だったものの後半は再び増加に転じたこと、および米ドル円が155円超で高止まりするなか、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ないかと見方が強まったことによる。債券投資家の金利上昇「待ち」姿勢は、足もとでは長期・超長期ゾーンで顕著に表れており、イールドカーブのスティープ化と主

に超長期ゾーンの割安化（対円金利スワップ）をもたらしている（ファンダメンタルズから乖離したリスクプレミアムの上昇＝悪い金利上昇との指摘もある）。債券市場では日銀の利上げタイミングとして7月を有力視する方向にあり、その後の利上げペースに対する不透明感も残っている。我が国は事実上23年7月以降ほぼゼロ成長に陥っているが、CPIも鈍化基調を続けている。供給制約により賃上げと値上げの循環は以前よりも出来つつあるとみられるが、依然として2%の物価安定目標には距離がある。このため日銀は緩和的な金融環境を続ける必要がある。このため、基本的には5月下旬に向けて若干冷静さを失っているように見られた債券市場は、若干時間をかけて冷静さを取り戻す（過度な金利上昇は一旦終息する）とみている。そして、長期金利は2%の物価安定目標の達成確度が高まったと市場が判断するまでは、1～1.5%程度のレンジで推移するとみている。



出所: Bloomberg



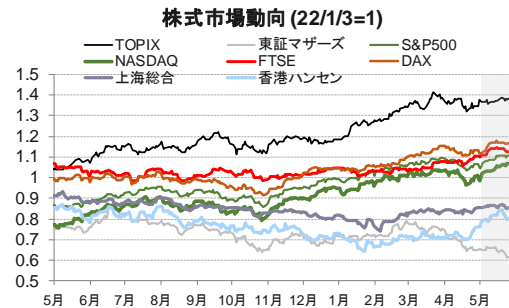
出所: Bloomberg

米国は、5月初旬の雇用統計で平均賃金の伸び率鈍化になったほか、4月のCPIでインフレ率の鈍化（特に住居を除くコアの前月比伸び率が鈍化したこと）が評価され、月央までは金利低下となった。一方、その後は強いマクロ経済指標が確認され、月末にかけて再び金利上昇となった。ただし、月末に発表された4月のPCEデフレーターはCPI同様、コアおよびサービスの鈍化がみられたこと、および複数の消費財企業で価格転嫁が困難になりつつあるとの見方が示されたこともあり今後の金利低下期待を残しつつ5月を終えた。

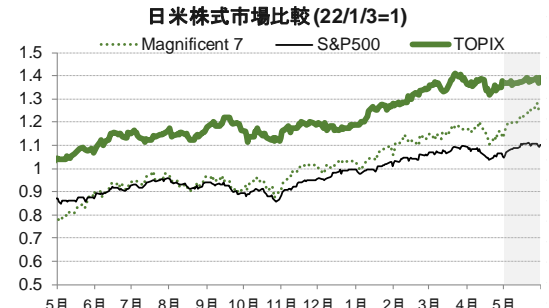
当面の債券市場の注目材料は、日本は供給制約がもたらすインフレ、米国は個人消費の減速がインフレ鎮静化をもたらすかにある。欧州ではECBが6月に利下げを開始するとの見方が根強いが、実際に利下げに転じることが出来るかに注目が集まっている。

② 株式市場 ～ 企業の価格転嫁力に注目

5月の株式市場は、米国が牽引し概ね安定的に推移した。また中国では不動産市場テコ入れ策（後述）が出されたことや、製造業の循環的な回復期待もみられ大幅上昇となった。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

日本市場は、企業の25年3月期業績ガイダンスが弱いほか、改善しない日本経済への懸念も見られ、株式市場は一進一退になっている。米国のAI関連銘柄の好業績や半導体価格の回復もありグロース銘柄は底堅く推移しており、バリュー銘柄も高値圏にある。ただし、米国では主要株価指数が軒並み過去最高値を更新する力強さを発揮するなか、日本の主要株価指数は3月に付けた直近高値を抜けられない。これは、業績ガイダンスの弱さや日本

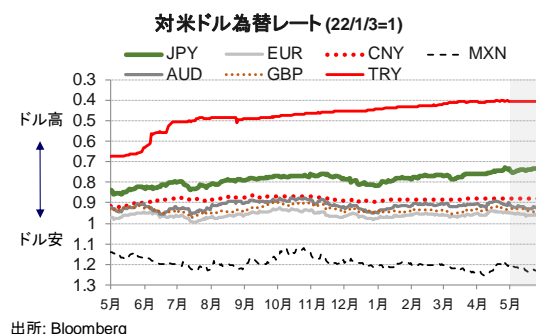
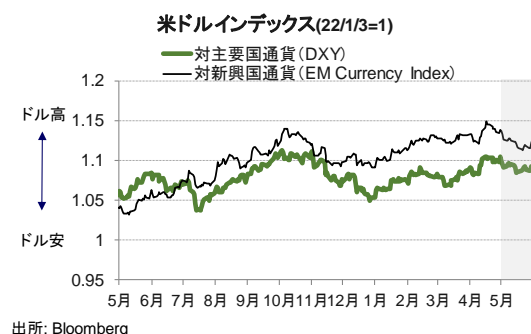
経済への懸念に加え、日銀の金融政策に対する不透明性が影響しているとみられる。債券市場のセンチメントが株式市場に影響する状態が当面続きそうである。

米国市場は、5月以降力強く回復した。前半は長期金利低下が好感され、後半はAI関連銘柄の好業績に牽引されたといえよう。S&P500種採用銘柄のEPSは過去数か月間横ばい〜微減となっているが、株式市場は前述の2つのテーマに一喜一憂する状態にある。5月末に向けても、個人消費失速による長期金利低下期待が株価を支えているが、個人消費が本格的に失速するならば、金利低下と共に株価も下落する（いわゆる逆業績相場の発現）可能性もあり留意を要する。

当面の株式市場の注目材料は、企業の価格転嫁の持続性であろう。24年1-3月期決算発表を経て、企業は今後の販売や価格転嫁に自信を無くしつつあるとの見方が台頭しているが、米国は堅調なマクロ経済環境、日本は人口減を主因にした供給制約を背景に、今後も企業が価格転嫁を続けられるか否かが重要になる。企業が十分な価格転嫁を実現する場合、インフレ率は高止まりする可能性が高まり、最終的には長期金利上昇（もしくは高止まり）をもたらすだろう。長期金利上昇は短期的には株価に悪影響を与えるだろうが、中長期的には価格転嫁がマージン改善につながることを評価して株価は上昇するだろう（いわゆる業績相場の発現）。

③ 為替市場～ 米国の変調に敏感な為替市場

5月の為替市場は、総じて米ドル安となった。米国経済は依然として底堅いが、今後のインフレ率鈍化期待が強まり、月央に向けて長期金利が下落したほか、月末にかけても今後の長期金利低下期待が残るなか、米ドルは主要通貨に対して減価した。



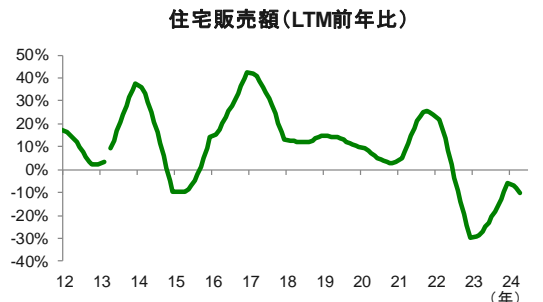
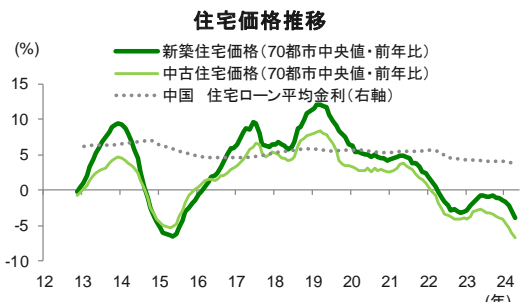
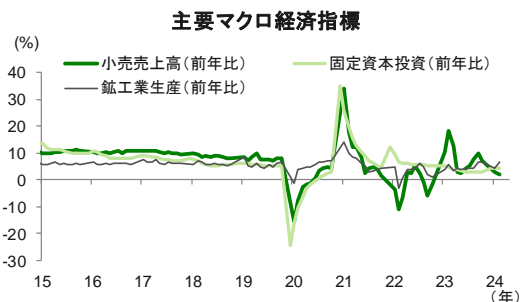
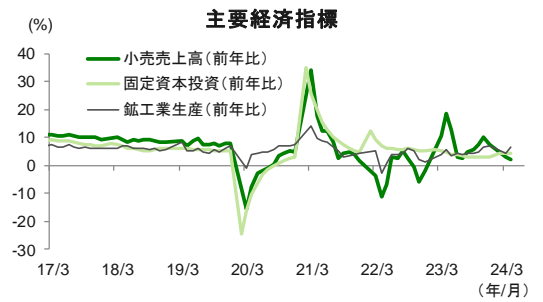
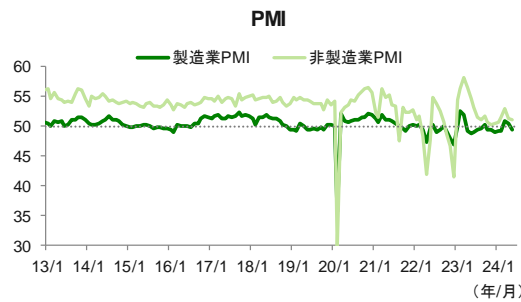
米ドル円は、4月29日に一時160円を超えたが、その直後150円台半ばまで一気に下落（円高）した。財務省は5月31日、4月26日～5月29日の為替介入額が9兆7,885億円だったと発表した。月次ベースの介入額としては過去最大となった。5月3日には米ドル円は152円台まで急落したが、6日以降は緩やかに戻し5月末は157円前半で終了した。5月の米ドル円相場は、日米金利差では説明できない複雑かつ不透明な状況にあった。背景には、日銀の金融政策に対する不透明性の台頭（円金利に対するリスクプレミアムの上昇）、日本のマクロ経済に対する懸念に加え、（債券市場では意見が分かれているが）FRBの利下げ期待の後退も影響しているとみている。米ドル円は、基本的には日米金利差よりも米国マクロ経済の堅調さに依存して動く傾向があるため、日本経済や金融政策への不透明感が残るなか日銀が利上げをしても利上げ幅が小さい限り、そして米国マクロ経済が底堅い限り、米ドル円の下落は限定的になる可能性がある。なお、為替市場の需給が米ドル買いに傾いているとの指摘（キャッシュフローベースの経常収支や、新NISA関連のフローが影響する金融・資本収支など）は根強いが、既にキャッシュフローベースの経常収支は黒字に転じているほか、新NISA関連のフローも前半に集中する傾向があるとみられ今後は安定化するとみられる。米国経済のスローダウン期待の高まりと共に、22年以降の米ドル高・円安を形成していたとみられる材料は徐々に剥落しつつあることも認識すべきであろう。

新興国通貨（対米ドル）も、米金利安定化期待を背景に総じて増価に転じたが、特にトルコリラの高パフォーマンスが注目された。4月のインフレ率は前年同月比+69.8%と依然として高水準で、トルコ中銀は5月23日に政策金利を50.00%に据え置いた。従来は、インフレ高止まりのなか政策金利を引き上げることで、マクロ経済にネガティブに作用するとの見方もあったが、足もとでは今後のインフレ率鈍化期待が強く、政策金利引き上げにより実質金利上昇期待が台頭しており、リラ相場をけん引している。

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ろう。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: 中国経済の現在地～住宅購入策の効果を中心に

中国経済は、21年以降の不動産市場の低迷に加え、期待されたコロナ禍後の経済活動回復が低調で、依然として冴えない状態が続いている。景況感（PMI）は在庫調整終了に伴う製造業の回復が見られたものの、足もとでは再び下落基調にあるほか、非製造業も一進一退を続けている。経済活動の低迷は小売売上高の低迷にも表れているが、足もとの鉱工業生産は回復基調にあるほか、固定資本投資は底堅い水準にある。また、自動車販売台数の回復（電気自動車に対する優遇措置に加え、電気自動車の販売価格下落も寄与）も顕著である。

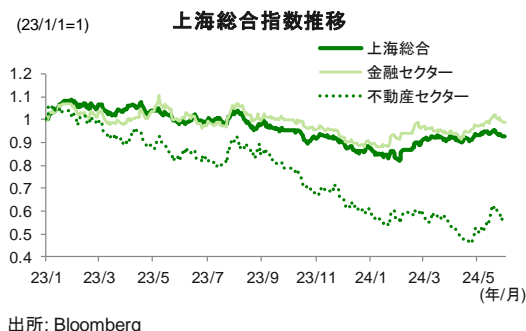


一方、不動産市場の不振は続いている。主要都市（70都市）の新築・中古住宅価格は、いずれも24年以降下落基調に転じており、前年比下落率は15年の水準に近づいている。住宅販売額も、23年に回復基調になったものの、24年以降再び下落基調にある。過去に販売した住宅在庫や未完成在庫の積み上がりに加え、大手不動産開発業者の経営破たん懸念や、今後のマクロ経済成長率の鈍化が影響しているとみられる。中国人民銀行（中銀）は度重なる利下げにより需要喚起に努めてきたが、これまではその効果は限定的といえよう。

このようななか、5月17日に中国政府は総合的な不動産支援策を発表した。具体的には、不動産開発会社への流動性供給策の強化（1兆元規模の貸付制度の創設）に加え、地方政府による（販売在庫となっている）住宅の直接買い取りが含まれている。地方政府による住宅買い取りは、これまでもその可能性が指摘されることはあったが実現しなかったため、過去の対応と比較して注目すべき支援策である。

21年に不動産開発業者向けの貸出抑制策を発表後、不動産開発業者の資金繰り悪化と不動産市況の悪化を背景に、中国政府はこれまでもいくつかの不動産支援策を実施してきた。22年半ば以降、①不動産需要の刺激策（住宅購入時の頭金比率の引き下げや住宅ローン金利の下限撤廃など）、②不動産開発会社への流動性支援（融資に適した不動産プロジェクトを特定し、同プロジェクト向けの貸出を承認するなど）という形で、不動産市場に対する「間接的な」支援を行ってきた。しかし、足もとでは1級都市（北京、上海、広州、深セン）の住宅需要も上海を除いて低迷しつつあるほか、在庫処分にも時間を要するようになっているとの指摘もある。5月17日に発表された追加支援策は、もはや1級都市にも波及しつつある不動産市況の更なる悪化の兆しによるものであろう。

金融市場では、当該支援策を好感し、不動産セクターを中心に株価が急騰した。一方、5月下旬には不動産セクターは再び下落に転じるなど、当該支援策への評価は定まっていない。市場が不安視するのは、当該支援策が中国の不動産セクターが抱える課題を解決できるか否かであり、それに対する不透明感が払しょくされていないからであろう。



中国の不動産セクターが抱える課題は、どの程度の価格調整が出来るかにある。我が国が80年代までに経験した、そして米国がリーマンショック前までに経験した「価格神話」（不動産価格が持続的に上昇するという俗説）が崩壊した場合、その後の不動産市場の回復のためには、当該神話崩壊後の価格下落をどの程度許容するかが重要である。換言すれば、価格下落による「値ごろ感」の形成に他ならない。そして「値ごろ感」は、国の経済成長期待や不動産需給などの複数の要因に依存する。

今般の支援策は、不動産開発業者への継続的な流動性供給や在庫削減を通じた需給改善を企図するものであり、「値ごろ感」の形成に寄与するか否かが不透明である。そもそも、21年以降の不動産価格の下落は、前述の通り不動産需給だけではなく国の経済成長率鈍化が影響している。簡単な例で説明すれば、仮に10%の持続的な経済成長期待があれば、若干割高な価格でもできるだけ早いタイミングで不動産を購入すべきである。なぜなら、持続的に10%成長をする国の不動産価格は国の成長率を大幅に上回るペースで上昇する可能性が高いからである。一方、国の成長率が鈍化し鈍化が長期化するならば（≒共同富裕の下での現在の中国）、成長期待の剥落と共に不動産の「値ごろ感」も下落する。

「値ごろ感」は国の成長率鈍化期待が変化し、再び国の成長率が回復するとの見方に転じれば、当然に回復する。しかし、「改革開放」以降の急激な資本主義化とそれに伴う貧富の差の拡大の是正を目的とする「共同富裕」は、中国が「改革開放」以降の高度成長から脱

却し、持続的・安定的な経済成長を目的としているため、結果として「値ごろ感」は上昇しにくくなる。

結局、中国政府が不動産価格の「値ごろ感」までの下落を短期的には容認せず、事実上の価格維持政策を続けていることが、不動産市場の不透明感が残るにつながっているのではなかろうか。急激な価格下落を容認すれば、銀行の不良債権問題に発展し、金融危機を誘発する可能性が高まることもあり、中国政府の方針は「緩やかな価格下落の容認」とみている。この限りにおいて、「値ごろ感」の形成には複数年の時間を要することになる。

極端なことを言えば、政府が在庫住宅をすべて買い取り、かつ、新築住宅供給戸数を極限まで削減することが出来れば、「値ごろ感」は回復する可能性はある。国の経済成長要因というよりも、供給制約による価格安定化に至る可能性がある。しかし、不動産売買が地方政府の重要な税源になっていることや、既存在庫の大宗を政府が買い取ることは非現実的であることに鑑みれば、不動産価格が「値ごろ感」に下落するまで、軟調な不動産市場が続くことになると考えている。

結論として、不動産市場に対する今般の追加支援策の効果は限られるだろう。

ただし、不動産市場の軟化が続いても、それによって金融危機やマクロ経済がリセッションに陥るわけではない。不動産は資本市場で日々取引されているわけではなく（金融市場で時価評価されていない）、流動性を確保することで価格維持政策を続けることも可能だからである。中銀が利下げを続けているものの、まだゼロ金利制約にも達しておらず、金利低下余地も残っている。

人口 14 億人の巨大市場を抱える中国は、今後人口オーナス期に入ることになるが、依然として世界最大の消費市場を抱えている。電気自動車や通信インフラ、そして昨今では半導体分野でも目覚ましい発展を遂げているほか、我が国を凌駕する「モノづくり」へのこだわりと深化を感じさせるポテンシャルもある。不動産の不調だけで中国が地盤沈下するとの見方は悲観的過ぎ、この国のポテンシャルを軽視している。

中国経済に対する見方は、低成長（3～5%程度の実質 GDP 成長率）の長期化である。過度な楽観も悲観も不要である。

(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