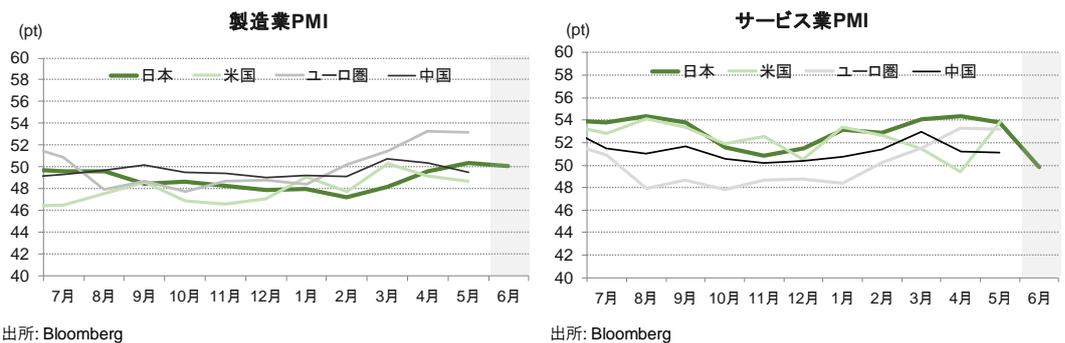




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、大きな変動はなく総じて底堅く推移している。製造業は日本やユーロ圏が底堅いが、日本は今後軟化する可能性がある（自動車産業を中心に）。米国および中国はまちまちな状態にある。サービス業は米国の回復が見られる反面、他の国・地域はまちまちな状況にある。6月は米国のインフレ鈍化が意識されるなか、長期金利安定化、株高、そして米ドル高（主に他国要因（ユーロ圏はECBの利下げ、日本は日銀の金融引き締め期待の一時的な剥落、そして新興国はメキシコ大統領・議会選挙後のペソ下落など）になった。一方、欧州は欧州議会選挙結果（極右・極左の更なる台頭）とフランス国民議会選挙などによりリスクオフに転じた。マクロ経済に関するボラティリティが低下する一方で、今後は政治情勢が市場のボラティリティを形成する可能性がある。
- **注目材料:** 6月は欧州の政治情勢の変化が金融市場の注目材料になり、欧州金融市場は軒並みリスクオフに見舞われた。欧州のみならず世界の主要国では、ポピュリズム的な政策が有権者から評価される傾向があり、金融市場は今後の財政拡張やソブリン（国債）格下げを強く意識している。一方、17年のフランス大統領選当時とは異なり、極右・極左双方ともEU・ユーロ圏離脱を主張しているわけではなく、金融市場が懸念する「最悪シナリオ」が生じる可能性は低い。また、過去の事例（ギリシャ、イタリアなど）を見る限り、極右・極左の台頭によって当該国の流動性（資金調達）危機が生じる可能性も必ずしも高くないのではなかろうか。ユーロ圏では、域内諸国の流動性危機に際して使用可能な複数のプログラムが存在することに加え、極右・極左も最終的には「現実路線」に回帰していることは見逃せない。「極右・極左」という言葉に惑わされないようにしたい。

1. マクロ経済展望 ～ 大きな変化はないが短期的なボラティリティの上昇に警戒

グローバル・マクロ経済は、大きな変動はなく総じて底堅く推移している。製造業は日本やユーロ圏が底堅く推移しているが、日本は今後軟化する可能性がある（自動車産業を中心に）。米国および中国はまちまちな状態にある。サービス業は米国の回復が見られる反面、他の国・地域はまちまちな状況にある。



6月に世界の注目を集めたのが米国と欧州である。米国は賃金上昇圧力が残るが、雇用環境の軟化や個人消費の鈍化に加え、インフレ指標（CPI および PCE デフレーター）がサービス価格上昇率の鈍化を示したことで、今後のインフレ率鈍化が強く意識された。6月のFOMCでは24年12月までの利下げ回数（ドットチャート中央値）が3月の3回（75bp）から1回（25bp）に修正されたことを受け、米金利上昇と米ドル高を誘った。

欧州は、欧州議会選挙において、極右・極左勢力の台頭が著しかった。これを受け、フランスのマクロン大統領は国民議会を解散・総選挙を実施すると表明したが、極右・極左の更なる台頭を懸念し金融市場はリスクオフに傾き、とりわけフランスはトリプル安（通貨安、債券安（金利上昇）、および株安）になった。極右・極左勢力はポピュリスト的政策を

掲げており、財政不安やソブリン格付けの低下に加え、マクロ経済への負の影響も意識されている。フランス情勢を含む極右・極左勢力の台頭をどのように考えるべきかについて後段にて詳説した。

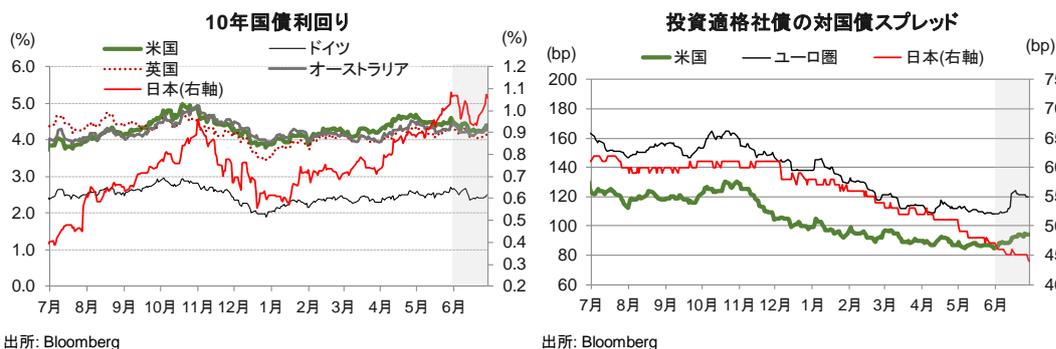
日本は、マクロ経済の回復には足踏みがみられる。24年1-3月実質GDP成長率は前年比年率▲1.8%となり2四半期ぶりのマイナス成長となったほか、5月のCPI(全国)は生鮮食品・エネルギーを除く「日銀版コア」が前年比+2.1%(4月は同+2.4%)まで減速している。ただし、6月の東京都区部(中旬速報値)のCPIは、日銀版コアが同+1.8%(前月は同+1.7%)と若干ながら反転した。少子高齢化と人口減少がもたらす「供給制約」が意識されるなか、わが国のインフレ率が再び上昇しないか、注目される。

以上のように、世界経済は上下双方に大きな動きはみられず、引き続き底堅い状況が続くとみている。米国のインフレ鎮静化が続けば、24年後半にもFRBが利下げを実施する確度が高まり、グローバル経済の安定性にも寄与するだろう。一方、欧州における政治情勢の不安定化は、現時点ではマクロ経済に与える影響よりも、市場センチメントを一時的に変化させる「ボラティリティ」要因になるほか、ソブリンの信用力にも影響しうる材料であり、今後も細心の注意を払って確認する必要がある。これに加え、今後は米大統領選も市場のボラティリティをもたらす材料になるだろう。過去にはない早い時期での開催となった6月27日の大統領選討論会では、バイデン氏のパフォーマンスの悪さが目立ち、討論会直後から米ドル高・米金利上昇が意識される相場となった。米大統領選の結果も、それが米国のマクロ経済情勢を大きく変化させるわけではないと考えているが、一時的な市場のボラティリティを上昇させるため、留意しなければならない時期に差し掛かりつつある。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場～円長期金利の再上昇と欧州政治情勢が注目材料に

6月の債券市場は、世界的に月半ばまでは利回りは低下基調、その後は上昇基調に転じた。FRBの利下げ期待剥落に加え、底堅い米国経済、さらにはフランスにおける政治情勢の不安定化などが影響した。社債の対国債スプレッドは、ユーロ圏では欧州議会選挙の結果を受けワイド化したほか、米国もユーロ圏のリスクオフの影響を受けワイド化した。日本の社債市場では、長期債への需要が低迷する一方で短中期債への需要は続き、スプレッドはほぼ横ばいで推移した。



日本の長期金利は6月初・中旬は下落基調になったが、中旬以降は再び上昇に転じ6月末は再び1%を超えた。初中旬の金利低下は米長期金利低下や米ドル円相場の安定化がドライバーになったとみているが、中旬以降の金利再上昇は日米双方に要因がある。日本側の要因は、6月13-14日の日銀金融政策決定会合にて国債買入減額が決定されたものの、実施時期は7月に先送りされたほか、政策変更による長期金利急上昇に懸念を示したと評価されたことで、米ドル円相場が上昇したことである。米ドル円の上昇は、日銀が債券市場が想定するよりも前倒して金融引き締めを進めるとの見方につながり、債券市場の需給を軟化させ、金利上昇につながったと思われる。米国側の要因は、6月11-12日(現地時間)

の FOMC において、24 年 12 月までの利下げ回数が 3 月時点の 3 回（75bp）から 1 回（25bp）に修正されたことを主因に、米長期金利が再び上昇に転じたことである。日銀の植田総裁は、7 月に国債買入減額と再利上げを同時に実施する可能性を示唆しているものの、金融市場ではその可能性は低いとみられている。米ドル円の上昇と円長期金利上昇がシンクロする状況が続いている。

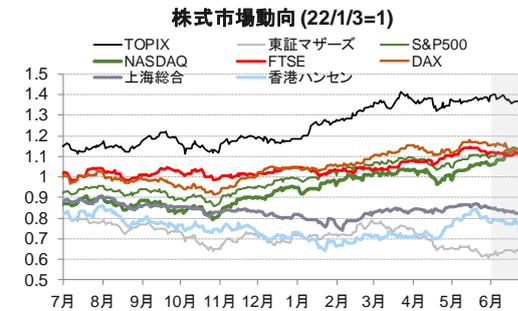
米長期金利は、安定化～下落基調となった。6 月初旬の雇用統計が強い結果となったものの、雇用の質は緩やかに軟化しているとの評価が優勢になったほか、5 月の CPI および PCE デフレーターがいずれもサービス価格の伸び鈍化を示唆したこと、および個人消費関連指標のスローダウンが寄与した。

欧州は、欧州議会選挙における極右勢力の台頭を背景に、リスクオフ（通貨安、株安、債券安）を誘発するとともに、質への逃避によるドイツ国債の買い（利回り下落）も見られた。クレジット市場でもリスクオフが生じ、社債の対国債スプレッドがワイド化したほか、フランスを中心に銀行社債のクレジットスプレッドもワイド化した。

当面の債券市場の注目材料は、日米の金融政策、および欧州の政治情勢になろう。日銀が 7 月の金融政策決定会合に於いて国債買入減額幅を決めるほか、追加利上げの有無に関する市場の意見は分かれている。米国はインフレ指標の鈍化がみられるなか、24 年中の利下げ開始時期に焦点が当たろう。欧州は、ECB の利下げペースに加え、不透明感が強い政治情勢により、金利は上下双方に振れうる難しい状況にある。

② 株式市場 ～ 国・地域による格差が拡大

6 月の株式市場は、まちまちの動きとなった。米国では S&P500 とナスダック総合指数がいずれも史上最高値を更新した（ダウ平均は横ばい推移）。日本も月半ば以降は堅調に推移した。一方、欧州は政治情勢の不安定化に伴い上値が重い展開になったほか、中国は足もとの経済指標がさえず、一時の景気回復期待剥落もあり下落基調となった。



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。日銀の金融政策が急速な引き締めに向かっていることを確認したのはポジティブだが、やはり市場は今後の業績に対する不安に加え、弱い個人消費（実質）、円安基調が続くなかで日銀の金融政策に対する不透明性などを抱えているとみられる。債券・為替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。

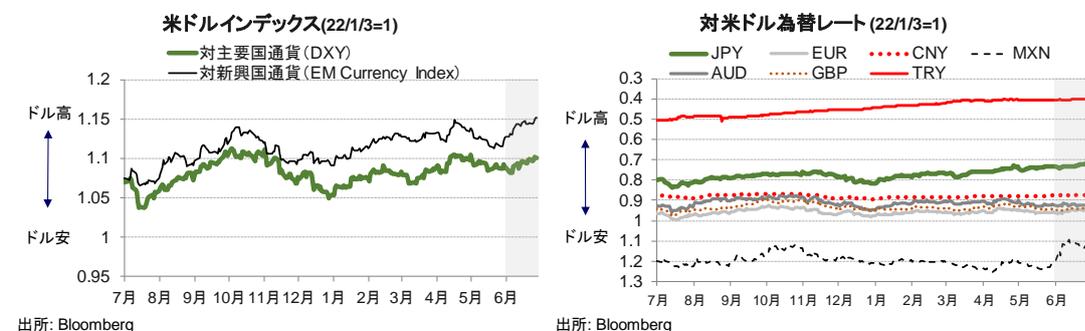
米国市場は、月半ば以降力強く回復し、主要株価指数は史上最高値を再び更新した。ハイテク銘柄の好業績に加え、インフレ率が鈍化基調にあるなか、米長期金利の安定化も市場センチメントを改善させた。

欧州市場は、欧州議会選挙結果を受け、政治情勢の不透明感の高まりから軒並み下落する展開となった。特にフランス(CAC40)の下落が著しく、今後の財政赤字拡大や金融機関への負の影響が意識されている。

当面の株式市場の注目材料は、日米市場は企業の価格転嫁の持続性、欧州は政治情勢であろう。米国は堅調なマクロ経済環境、日本は少子高齢化と人口減少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問われている。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）。欧州は、フランス国民議会（下院）選挙（6月30日に1回目、7月7日に決選投票）が焦点になるが、与党連合の大敗が視野に入るなか市場の不透明感は当面拭えないとみられる。

③ 為替市場～ 根強い米ドル高

6月の為替市場は、強い米ドル高基調となった。米国は6月のインフレ指標が鈍化したほか個人消費の弱含みも意識されているが、主に他国要因（ユーロ圏はECBの利下げ、日本は日銀の金融引き締め期待の一時的な剥落、そして新興国はメキシコ大統領・議会選挙後のペソ下落など）で米ドル高となった。



米ドル円は再び増勢を強め、6月下旬には再び160円を突破した（月末は160.88円で引け）。米国マクロ経済は、個人消費の減速に加え6月のインフレ指標（CPIおよびPCEデフレーター）がインフレ減速基調を示したものの、6月のFOMCにおいて24年末までの利下げ回数（ドットチャート中央値）が1回程度（25bp）に後退（3月時点は3回の織り込み）したことや、利下げに対するFOMCメンバー間の意見の相違も見られた。また、日銀は6月の金融政策決定会合にて市場が強く意識していた国債買い入れ額の減額を決定したものの、開始時期を7月に先送りしたほか、減額幅は市場参加者の意見を踏まえたうえで決定するとした。金融市場は6月に国債買い入れ減額開始と7月の追加利上げを強く織り込んでいたため、円長期金利は1%割れまで下落した。このような日米双方のイベントが、米ドル円の上昇につながったとみている。

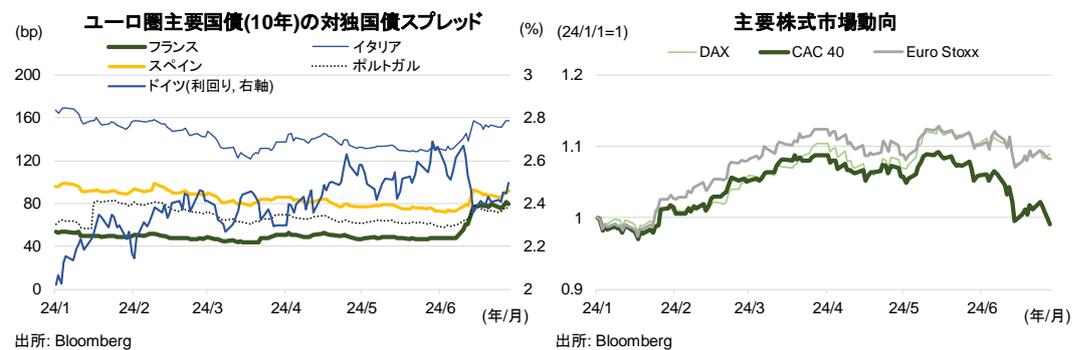
新興国通貨（対米ドル）は、米ドルインデックスへの寄与度が大きいメキシコ・ペソの下落（対米ドル円）が注目された。6月2日の大統領選・議会選において左派与党が圧勝したが、市場は新政権の財政政策への懸念（公共支出の拡大や社会福祉プログラムの強化が財政赤字を拡大させる可能性）につながった。加えて、メキシコ・ペソが年初来、主要新興国通貨のなかで上昇（対米ドル）していたことの反動も加わったとみられる。メキシコ・ペソ以外の主要新興国通貨は、下落気味（対米ドル）で推移するも、大きな変化は見られなかった。

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国マクロ経済になろう。米国経済は雇用環境軟化と個人消費のスローダウンがインフレ鈍化につながるとの見方に傾いているが、依然としてインフレ率は前年同月比で+3%前後で下げ止まる可能性が残る。このため、FRBによる利下げ時期が先送りされるとの見方も根強く、足もとの米ドル高を支えている。短期的には米ドルは底堅いとみているが、中期的には米ドルは米国のインフレ率とFRBの利下げ開始時期次第で推移するだろう。

3. 注目材料: 欧州政治情勢の読み方～「極右・極左」だけで惑わされないように

6 月は、欧州の政治情勢の変化が金融市場の注目材料になった。6 月初旬の欧州議会選挙の結果、フランスではルペン氏率いる国民連合（RN）が 30% 超の票を獲得した一方で、与党連合の得票率は 14.6% にとどまった。これをうけ、マクロン大統領は国民議会（下院）を解散し総選挙（6 月 30 日に第 1 回投票、7 月 7 日に決選投票）を決定した。過去の国民議会選挙では、与党連合と左派連合が結束することで極右の国民連合（以下、RN）を退けてきたが、足もとの世論調査によれば極右の国民連合（RN）が優勢、左派連合が僅差で続き、与党連合は 3 番手に甘んじている。与党連合と左派連合は現時点では結束する方針ではない模様である。このため、与党連合がこれまで以上に議席を減らし、大統領会派と下院の多数派が一致しない「コアピタシオン」が生じる可能性がある。この場合でも、マクロン大統領が辞任しない限り、外交を含むフランス政治全体が大きく変化する可能性は低い。現状の世論調査で優勢となっている RN から首相（RN 党首のバルデラ氏が有力視されている）が任命される可能性もあり、マクロン政権の政策運営がこれまで以上に厳しくなることが予想される。

金融市場は、フランスの政治情勢をめぐる不透明感から総じてリスクオフとなり、特にフランスはトリプル安（フランス株安、フランス国債安（利回り上昇）、通貨安（ユーロ安））に見舞われた。半面、安全資産需要によりドイツ 10 年債利回りは低下（価格は上昇）した。クレジット市場でもリスクオフムードからスプレッドがワイド化した。ユーロ建て投資適格社債スプレッドがワイド化に転じたほか、特にフランス企業クレジットスプレッドのワイド化が目立った。金融機関が発行する社債のクレジットスプレッドも総じてワイド化した。



コロナ禍とその後のインフレに伴い、世界的に社会的な分断が注目されるなか、ポピュリズム的な政策が有権者から評価される傾向がある。高インフレによる家計負担増に配慮したバラマキ政策、不法入国した移民への厳重な対処などに加え、フランスではマクロン政権下で進められた年金改革（年金の受給開始年齢の引き上げ）に対する不満、EV 推進といった野心的な環境政策への反発などが、極右・極左双方の躍進を支えている。

RN を率いるルペン氏はかつて 17 年の大統領選挙にて反 EU を掲げるなど、過激な主張が注目された。ただし、その後のルペン氏は穏健な姿勢をアピールして支持者層を拡大しており、今回の選挙で勝利をしてもマクロン大統領と協力する意向を示すほか、フランスの EU 離脱ではなく EU への影響力を強めることを通じて EU 自体を変えることを目標としている。このため、EU 離脱やユーロ圏からの離脱という、金融市場が最も懸念する事態が生じる可能性は低い。

一方、フランスのみならず極右・極左の台頭が著しい国（ドイツ、イタリアなど枚挙に暇がない）では、政府による財政拡張策がソブリン（国債）格付けの低下や、EU との関係悪化懸念につながりやすい。足もとのリスクオフも、過去にみられたような EU/ユーロ圏離脱という最悪シナリオではなく、財政懸念がテーマになっている。

極右・極左の台頭は、当該国の流動性（資金調達）危機につながるのか。実際は、以下の2つの点でその可能性は必ずしも高くないと言えよう。

一つ目は、ユーロ圏各国が使用できるプログラム（資金調達手段）の存在である。ユーロ圏は、域内各国が共通通貨ユーロを使う一方で、財政統合が未実現であるため、ちょっとしたきっかけで域内格差（分断化とも呼ぶ）が生じやすい（ユーロ圏の脆弱性）。ユーロ圏の脆弱性が最初に露見したのが、10年以降のギリシャ危機と欧州ソブリン危機である。ソブリン危機発生にもかかわらず各国政府の動きは鈍く、流動性（資金調達）危機に直面した国を支援するプログラム（10年6月の欧州安定メカニズム（EFSF）の創設以降も、十分な支援を欠いていた。こうしたなか、市場の安定化に寄与したのが ECB であり、11年12月に導入された LTRO（Long Term Refinance Operation：36か月の長期資金融資を低金利（1%の固定金利）で金融機関に提供するプログラム）が大きな効果を発揮した。加えて、12年7月に ECB のドラギ総裁（当時）が「ユーロを防衛するためには何でもやる」と発言し、9月にはユーロ建て国債を無制限に購入できるプログラムである OMT（Outright Monetary Transaction）が導入された。OMTには、①ソブリンがユーロ圏ないし EU 圏に属することや、②EFSF/ESM（欧州安定メカニズム、EFSFの後継）の支援プログラムに従うこと（≒財政規律を維持）等のハードルがあるものの、市場に一定の安心感（バックストップの役割）をもたらしている。OMTに加え、22年7月に導入された TPI（Transmission Protection Instrument）も周縁国の分断化を防ぐことを目的としたプログラム（資金調達手段）である。TPIの発動要件は OMT よりも緩やかとの見方もあり、流動性危機に陥った国の政府が妥協しやすい条件をさらに整えていると考えられる（TPI を発動するためには、健全で持続可能な財政およびマクロ経済政策を推進していると判断される必要があるが、その判断材料は定性的な面も多い）。

二つ目は、ユーロ圏における過去の事例（右派や左派が EU・ユーロ圏離脱を主張したり、EU ルールを逸脱する財政拡張を主張した事例）が、いずれも当該騒動後、財政安定化路線にシフトしていることである。ギリシャは10年代前半にソブリン危機に陥ったのち、国債のデフォルトを経ても依然として財政危機が続いたことで、いったん EU や IMF が求める財政再建策に合意するが、国民は当該財政再建策に耐えられず、15年の総選挙において急進左派連合（SYRIZA）のチプラス氏が政権を掌握した。SYRIZA は EU 離脱も辞さない姿勢だったが、政権発足後早々に EU との交渉に行き詰まり、公約に反し年金カットや増税などの緊縮財政を実施した。その後、19年7月には総選挙により新民主主義党が勝利し、財政再建路線を続けており、ギリシャ国債格付けは現在、（一部の格付け会社で）投資適格クラスに復帰している。

イタリアのメローニ政権（22年10月に発足）は、選挙戦および政権発足当初、財政運営を巡って欧州委員会との意見衝突がみられたが、22年末の23年度予算の可決期限まで時間もなく、過去の経験から学び、コロナ危機およびロシア・ウクライナ危機時対応で EU の財政規律が適用停止となっていたこともあり、EU との全面衝突を回避した。その後も EU との全面衝突を通じて譲歩を引き出そうとするのではなく、EU のインナー・サークルに加わったうえで必要な要求をしていくという現実的な EU 外交を展開しており、G7 諸国で唯一の安定政権（政権支持率が高い）と評されている。

このように、ユーロ圏において極右・極左勢力が政権奪取に至った例は複数存在が、それらの多くが選挙戦で公約した「極端なポピュリズム」を実現できず、いわゆる「現実路線」に回帰していることは見逃せない。選挙戦を理想論で戦えたとしても、合理的な思考の極みである金融市場を欺くことは出来ないということであろう。

フランス政治情勢は依然として不透明であり、当該不透明性は次回大統領選（27年）まで残るとの見方も根強い。しかし、既に RN が EU・ユーロ離脱という強硬姿勢を修正しているのに表れているとおり、今後ルペン氏が大統領に選任されても、RN を含む右派性勢力が極端なポピュリズムには走らない（むしろ「走れない」）可能性もある。極右・極左とい

う言葉の響きが短期的に市場のボラティリティを高める可能性は残るものの、政権を担う政治家の胆力に焦点を当て、彼らが主張するような極端な政策の実現可能性を冷静に評価する必要があるだろう。

(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