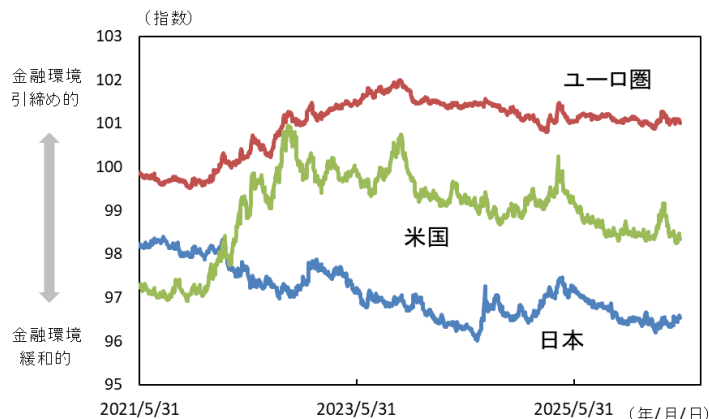


## 景況感下振れでも、インフレ圧力の増大に応じ利上げの可能性を高めるECB

## ● ユーロ圏の金融環境は相対的に景気抑制的

日米欧の金融環境指数 (FCI)



注) 金融環境指数とは、長短金利や株価、為替等の金融環境が先行きの景気に対し、どれだけ抑制・緩和的であるかを指数化したもの。数字はGS FCI、直近値は2026年5月22日。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## ■ 利回り上昇は小休止、株価は反発

米・イラン間での和平合意に向けた取り組みの膠着状態が続く中、原油価格の上昇等によるインフレ懸念の高まりなどから、先週火曜までは米債券利回りは上昇基調が継続。これを受け米株式市場も下落が続く展開に。しかし20日に米トランプ大統領の、イランとの交渉は最終段階にあるとの発言を好感し原油価格が急低下したことなどから米債券利回りも低下。エヌビディアの四半期決算への期待などもあり半導体株中心に上昇し、米株式市場は反転上昇。米国株の反発を受けた日本株は21日、出資先の米オープンAIの新規株式公開を巡る報道でソフトバンクグループがストップ高となったことなどもあり、6営業日ぶりに反発、日経平均は3%超の大幅高に。翌金曜も日経平均は続伸し、最高値更新となりました。

## ■ 景気軟調下でも6月利上げの公算増すECB

21日に各国・地域の5月購買担当者景気指数 (PMI) 速報値が発表。製造・サービス業を合わせた総合で、日本や米国は前月より若干鈍化するも、景況判断の分かれ目である50を上回り推移。一方ユーロ圏では、4月に続き5月も50を下回り続落、景況感の悪化を示唆。他方、ユーロ圏PMIの仕入・販売価格指数とも、日米以上に上昇ピッチが強く、先行きのインフレ加速懸念が高進。このため、FCIでみたユーロ圏の金融環境は日米に比べ相対的に景気抑制的(上図)ながら、欧州中銀 (ECB) は6月会合でインフレ抑制に向けた利上げを開始する可能性が高まってきており、欧州債中心に債券利回りには上昇圧力がかかり続けるものと見込まれます。(渡部)

## ● 今週の主要経済指標と政治スケジュール

★は特に注目度の高いイベント

## 5/26 火

- ★ (米) 5月 消費者信頼感指数(コンファレンス・ボード)  
4月:92.8、5月:(予)92.0

## 5/27 水

- ★ (日) 植田日銀総裁 記者会見あいさつ  
(国際コンファレンス、~28日)
- ★ (日) 4月 企業向けサービス価格(前年比)  
3月:+3.1%、4月:(予)+3.0%

## 5/28 木

- ★ (米) ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁 講演
- ★ (米) 4月 個人所得・消費(前月比)  
所得 3月:+0.6%、4月:(予)+0.4%  
消費 3月:+0.9%、4月:(予)+0.5%
- ★ (米) 4月 PCE(個人消費支出)デフレーター(前年比)  
総合 3月:+3.5%、4月:(予)+3.8%  
除く食品・エネルギー  
3月:+3.2%、4月:(予)+3.3%
- (米) 4月 製造業受注  
(航空除く非国防資本財、前月比、速報)  
3月:+3.4%、4月:(予)+0.4%
- (米) 新規失業保険申請件数(週間)  
5月16日終了週:20.9万件  
5月23日終了週:(予)21.2万件

## 5/29 金

- ★ (日) 4月 失業率  
3月:2.7%、4月:(予)2.7%
- ★ (日) 4月 有効求人倍率  
3月:1.18倍、4月:(予)1.18倍
- ★ (日) 4月 鉱工業生産(速報、前月比)  
3月:▲0.4%、4月:(予)▲0.5%
- ★ (日) 5月 消費者物価(東京都都区部、前年比)  
総合 4月:+1.5%、5月:(予)+1.6%  
除く生鮮 4月:+1.5%、5月:(予)+1.5%  
除く生鮮・エネルギー  
4月:+1.9%、5月:(予)+1.8%
- (米) 5月 シカゴ購買部協会景気指数  
4月:49.2、5月:(予)50.5
- (独) 5月 失業者数(前月差)  
4月:+2.0万人、5月:(予)+1.0万人
- ★ (独) 5月 消費者物価(EU基準、速報、前年比)  
4月:+2.9%、5月:(予)+2.9%

注) (日)は日本、(米)は米国、(欧)はユーロ圏、(英)は英国、(独)はドイツ、(仏)はフランス、(伊)はイタリア、(豪)はオーストラリア、(中)は中国、(伯)はブラジルを指します。日程および内容は変更される可能性があります。

出所) 各種情報、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 金融市場の動向

### ● 主要金融市場の動き（直近1週間）

※騰落幅および騰落率は直近値の1週間前比

株式		(単位:ポイント)	5月22日	騰落幅	騰落率%
日本	日経平均株価(円)		63,339.07	1,929.78	3.14
	TOPIX		3,892.46	28.49	0.74
米国	NYダウ(米ドル)		50,579.70	1,053.53	2.13
	S&P500		7,473.47	64.97	0.88
	ナスダック総合指数		26,343.97	118.83	0.45
欧州	ストックス・ヨーロッパ600		625.12	18.20	3.00
ドイツ	DAX®指数		24,888.56	937.99	3.92
英国	FTSE100指数		10,466.26	270.89	2.66
中国	上海総合指数		4,112.90	-22.49	▲0.54
先進国	MSCI WORLD		4,801.11	59.50	1.25
新興国	MSCI EM		1,686.05	17.88	1.07
リート		(単位:ポイント)	5月22日	騰落幅	騰落率%
先進国	S&P先進国REIT指数		290.79	6.04	2.12
日本	東証REIT指数		1,801.98	-36.73	▲2.00
10年国債利回り		(単位:%)	5月22日	騰落幅	
日本			2.760	0.060	
米国			4.559	-0.035	
ドイツ			3.038	-0.129	
フランス			3.665	-0.155	
イタリア			3.769	-0.178	
スペイン			3.468	-0.136	
英国			4.897	-0.275	
カナダ			3.533	-0.158	
オーストラリア			4.922	-0.150	
為替(対円)		(単位:円)	5月22日	騰落幅	騰落率%
米ドル			159.18	0.44	0.28
ユーロ			184.71	0.17	0.09
英ポンド			213.77	2.23	1.05
カナダドル			115.18	-0.29	▲0.25
オーストラリアドル			113.46	-0.06	▲0.05
ニュージーランドドル			93.05	0.29	0.32
中国人民元			23.410	0.113	0.49
シンガポールドル			124.385	0.386	0.31
インドネシアルピア(100ルピア)			0.8986	-0.0037	▲0.41
インドルピー			1.6631	0.0087	0.53
トルコリラ			3.482	-0.001	▲0.02
ロシアルーブル			2.2304	0.0548	2.52
南アフリカランド			9.666	0.157	1.65
メキシコペソ			9.188	0.032	0.35
ブラジルリアル			31.625	0.249	0.79
商品		(単位:米ドル)	5月22日	騰落幅	騰落率%
原油	WTI先物(期近物)		96.60	-8.82	▲8.37
金	COMEX先物(期近物)		4,523.20	-38.70	▲0.85

注) MSCI WORLD、MSCI EM、S&P先進国REIT指数は米ドルベース。

原油は1バレル当たり、金は1オンス当たりの価格。

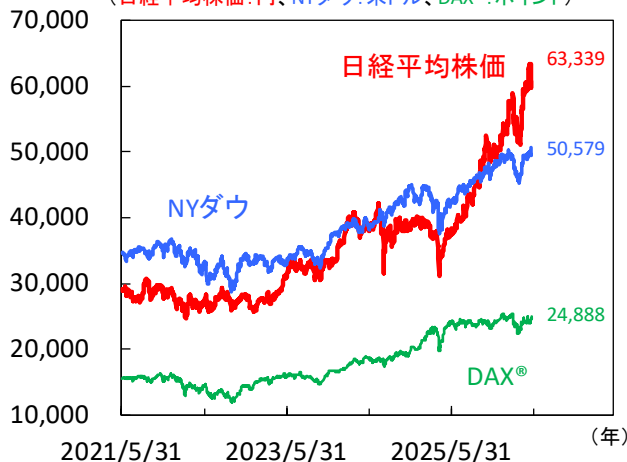
騰落幅、騰落率ともに2026年5月15日対比。

当該日が休場の場合は直近営業日の値を使用。

出所) MSCI、S&P、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

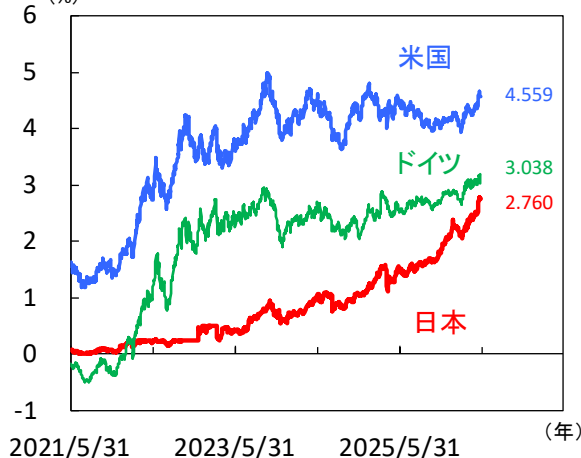
### ● 株式市場の動き

(日経平均株価:円、NYダウ:米ドル、DAX®:ポイント)



### ● 長期金利（10年国債利回り）の動き

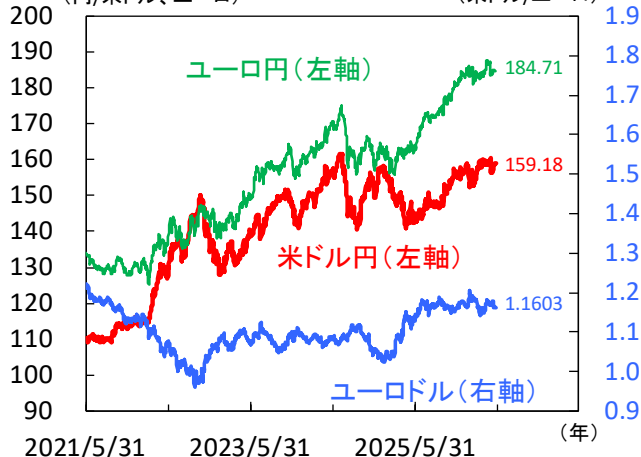
(%)



### ● 為替相場の動き

(円/米ドル、ユーロ)

(米ドル/ユーロ)



注) 上記3図の直近値は2026年5月22日時点。

当該日が休場の場合は直近営業日の値を記載。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

# 日本 金利高止まりも、日経平均株価は最高値を更新

## ■ 国内株は堅調、円は再び1米ドル159円台へ

先週の国内株は、国内金利が高止まるなかでも堅調でした。週の前半は金利上昇への警戒感から日経平均株価は一時6万円を下回るも、21-22日にかけてイラン戦争終結期待による米金利低下や原油価格の下落を追い風に、大型グロース株がけん引し大幅上昇。22日には63,000円台を回復し最高値を更新しました。他方、為替市場では、1米ドル159円台を突破し、4月末の円買い介入前の水準に接近。今週は介入警戒感が再び強まりそうです。

## ■ 中東情勢混乱前の日本経済は良好

19日公表の2026年1-3月期の実質GDPは前期比年率+2.1%と市場予想の同+1.7%を上回りました（図1）。輸出が米関税を受けた落ち込みから回復したことで伸びをけん引、また、個人消費も実質賃金の前年比プラス転換を背景に堅調でした。ただし、1-3月期は限定的だった中東情勢悪化の影響が、4-6月期以降に顕在化（輸出や設備投資・個人消費減など）する可能性には要注意です。

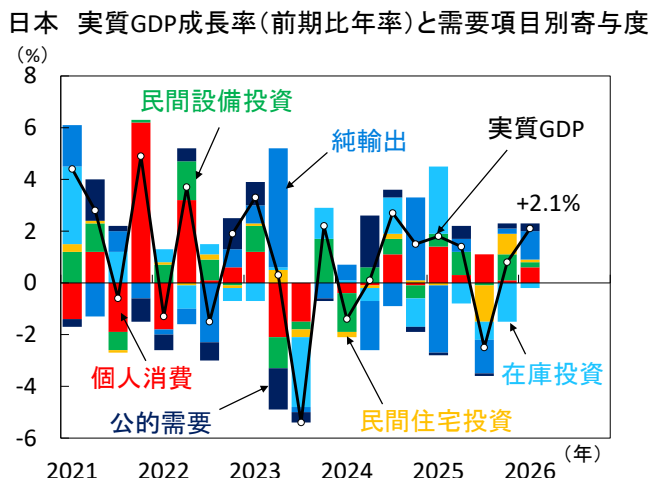
1-3月期の成長をけん引した輸出は4月も堅調で、円安や物価高に伴う価格上昇の影響もあり、前年比+14.8%と8カ月連続で増加。他方、輸入に関しては、ホルムズ海峡封鎖の影響などで数量面で落ち込んでいます。4月輸入数量は同▲3.4%と減少し、特に、原油が同▲63.7%と急減（図2）。原油高などの輸入価格上昇を数量減が相殺し、4月の貿易収支は3,019億円の黒字に。短期的には供給制約が輸入数量減少を通じ、貿易黒字が続く可能性もありますが、原油高が長期化すれば、輸入価格上昇が数量要因を上回り、貿易収支は悪化する可能性が高そうです。

## ■ コアCPIは鈍化傾向もインフレ期待は急上昇

4月全国消費者物価は、コア（生鮮除く総合）が前年比+1.4%と3月の同+1.8%から大きく低下しました。ガソリン補助金や教育無償化などの政策要因がインフレ率を押し下げている一方、市場のインフレ期待は5月に入り急上昇、足元は日銀の物価目標2%を上回っています（図3）。背景には人手不足による賃金上昇圧力や、原油高や円安がもたらした輸入インフレ、さらには補正予算編成に伴う財政拡張への警戒感などが考えられます。

期待インフレ率の上昇は金利高・円安にも波及しており、日銀の小枝審議委員も21日の講演で、原油高によるインフレリスクの高まりや財政政策に対する市場の見方が国債金利に反映している可能性を指摘。今週は27-28日に日銀の正副総裁の発言機会がありますが、足元の金利上昇などに対する言及がみられるか注目です。（大畑）

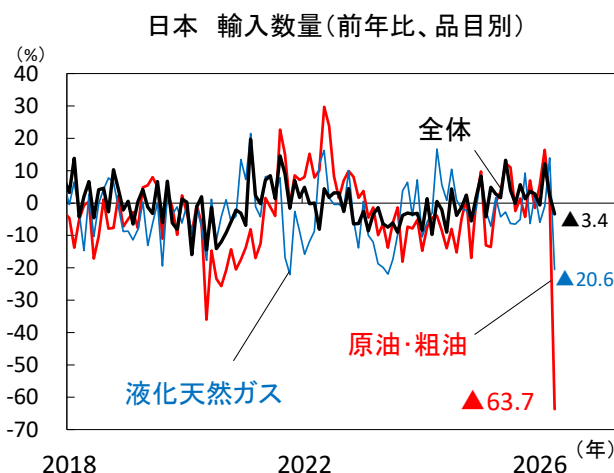
【図1】1-3月期実質GDPは輸出と個人消費が伸びをけん引



注) 直近値は2026年1-3月期（一次速報）。

出所) 内閣府より三菱UFJアセットマネジメント作成

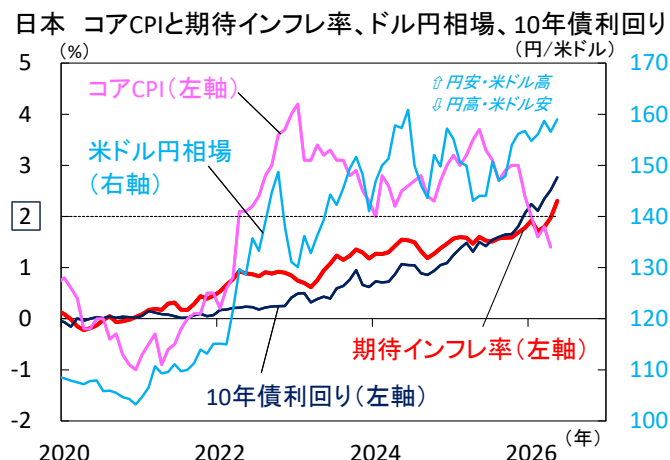
【図2】原油・粗油の輸入量は4月に急減



注) 直近値は2026年4月。

出所) 財務省より三菱UFJアセットマネジメント作成

【図3】市場のインフレ期待は、日銀の物価目標を上回る



注) 期待インフレ率はブレークイーブン・インフレ率（10年債）。直近値はコア（生鮮除く総合）CPIが2026年4月、米ドル円相場、10年債利回り、期待インフレ率が2026年5月22日。

出所) 総務省、Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

## 米国 イラン和平は「〇度目の正直」なるか 物価高進行への注目は継続

### ■ 主要指標公表無く市場は和平期待に再注目

先週のS&P500は上昇。5月中旬以降、インフレ懸念と利上げ観測の進展を受けた金利の急上昇(図1)を契機に、割高感が意識されていた半導体銘柄を中心に一時調整しました。しかし先週は主な経済指標の公表が無い中でエヌビディア決算も無難に消化し、市場の視線は再度イラン情勢へと回帰。膠着状態にあった両国の交渉が、「最終段階にある」とするトランプ大統領の発言から改めて和平期待が高まり、株価は再度上昇しました。

核兵器保有を巡るイラン側の強硬姿勢は変わらず、さらに同大統領の発言は二転三転しており交渉が進展との発言も鵜呑みにはできません。和平时には市場急騰が予想されるため、弱気姿勢への傾斜も難しく、今後も和平交渉関連の観測を材料に上下する展開が見込まれます。

### ■ AIブーム一本足打法で成長期待保つ米国経済

先週公表の購買担当者景気指数(PMI)では、物価高を受けた消費者の支出抑制姿勢がサービス業の活動を下押し一方で、AIブームの恩恵を受ける製造業は堅調さを保ち(図2)、総合は57.0と前月比横ばい。仕入価格指数(総合)はピークアウトの様子を見せず、上昇を継続しました。

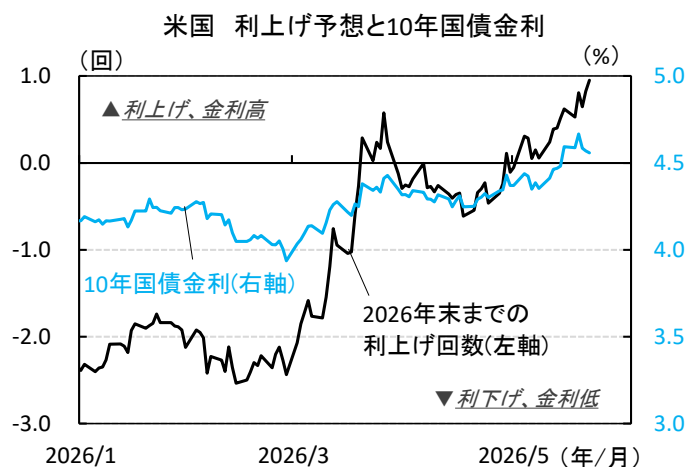
こうした物価高と製造業を中心とした企業活動の堅調さが続く中で、4月米連邦公開市場委員会(FOMC)の議事要旨では大部分の参加者がインフレ率の目標を上回る推移が継続した場合の政策調整の必要性を示唆。さらに多数の参加者が声明文での利下げガイダンス削除を主張し、利上げ目線の強まりを意識させる内容となりました。

### ■ 来週は再度物価指標に注目集まるか

フィラデルフィア連銀が5月中旬に行った地区製造業へのアンケートでは、約半数の企業が今後のコスト高を予想(図3)。さらに、うち7割超の企業が競合企業はコスト高を販売価格に転嫁するだろうと回答したほか、その転嫁タイミングの目途は3カ月後と言及しました。コスト上昇の最終価格への転嫁は未だ途上といえ、今後も引き続き物価指標に注目が集まりやすいと考えられます。

そんな中、今週木曜日に米連邦準備制度理事会(FRB)が最も重視する物価指標であるPCEデフレータが公表されます。5月以降は消費者物価(CPI)や生産者物価(PPI)の上振れを契機に市場の利上げ織り込みが進んでおり、本指標が上振れた際には再び金利上昇と株安が進みやすい見込み。さらに同日公表の耐久財受注指標や実質個人消費支出が下振れた際には、景気悪化懸念が高まり株安が進みやすいと考えられます。(牧)

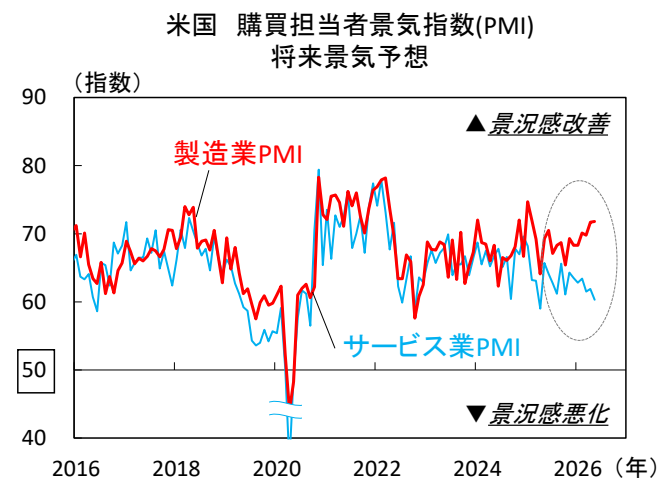
【図1】金利下落は朗報だが、年内利上げ予想は進展



注) 直近値は、2026年5月22日。  
利上げ回数は、1回あたりの変動幅を0.25%ptとして計算。

出所) Bloombergより三菱UFJアセットマネジメント作成

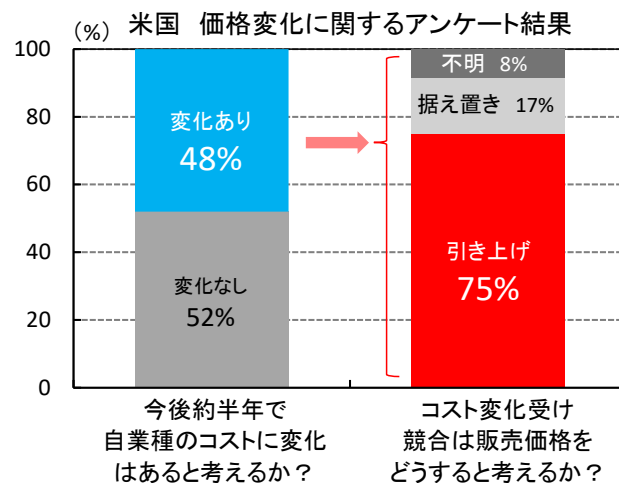
【図2】将来景況感改善を維持も、「K字型」の差が拡大



注) 直近値は2026年5月(速報値)。

出所) S&Pグローバルより三菱UFJアセットマネジメント作成

【図3】資源高の価格転嫁は未了、物価上昇圧力は続く



注) 調査は2026年5月11-18日。対象はフィラデルフィア地区製造業。

出所) フィラデルフィア連銀より三菱UFJアセットマネジメント作成

## 欧州 企業景況感は依然低調、BOEによる利上げ観測は後退

### ■ユーロ圏の総合PMIは約2年半ぶりの低水準に

21日に公表されたユーロ圏の5月総合購買担当者景気指数(PMI、速報値)は47.5と、市場予想を下回って悪化。2カ月連続で中立水準「50」を割り込み、2023年10月以来の低水準となりました。域内の経済活動が一段と縮小している状況を示し、公表元は4-6月期の前期比成長率▲0.2%を示唆していると指摘しました。製造業PMIは「50」超えを維持するも前月から低下。原材料価格の上昇や供給制約を見越した在庫積み増しなどが引き続き下支えとなっています。一方で、サービス業PMIは46.4へ低下し、コロナ禍以来の大幅悪化。新規受注や輸出受注が弱含むなど、需要環境は明確に悪化しています。雇用指数も両部門で悪化し(図1)、雇用調整が進めば、域内内需を支えてきた消費の冷え込みにつながる可能性も懸念されます。他方、価格指数の上昇は継続し、景気低迷・物価上昇が併存する厳しい環境が続いています。

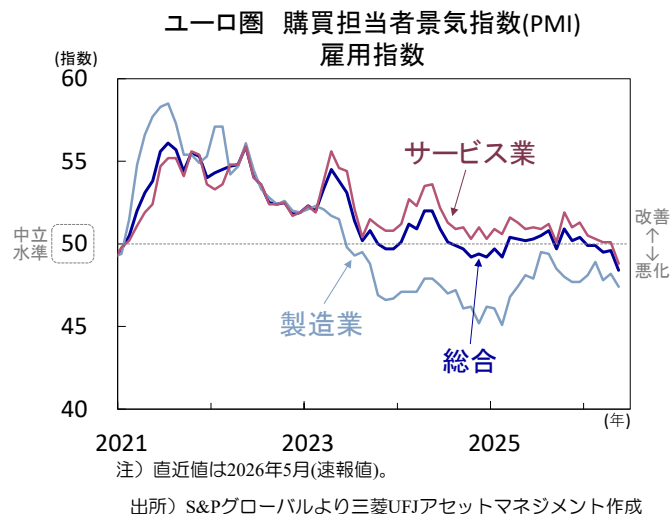
### ■英雇用・物価はともに鈍化

19日に公表された英国の3月失業率は5.0%と市場の横ばい予想に反して小幅に上昇。イングランド銀行(英国中銀、BOE)が4月時点で想定していた水準(同4.9%)も上回り、労働市場は軟化が進んでいることが示唆されます。また、3月平均週給(除くボーナス)は前年比+3.4%と伸びが鈍化し、民間・公的部門ともに賃金上昇圧力の緩和が続いています(図2)。さらに、20日に公表された英国の4月消費者物価は前年比+2.8%と、市場予想(同+3.0%)を下回り、伸び率は鈍化(図3)。昨年4月の公共料金引き上げからの反動が影響したほか、コア物価(除くエネルギー・食品・アルコール・タバコ)やサービス価格も予想以上に鈍化しました。総じて、BOEに早期利上げを促す結果とはならず、当局者の多くも利上げを急がない姿勢を示しています。短期金融市場では、6月利上げ確率は2割弱に留まり、7月会合での利上げ観測も後退しています。

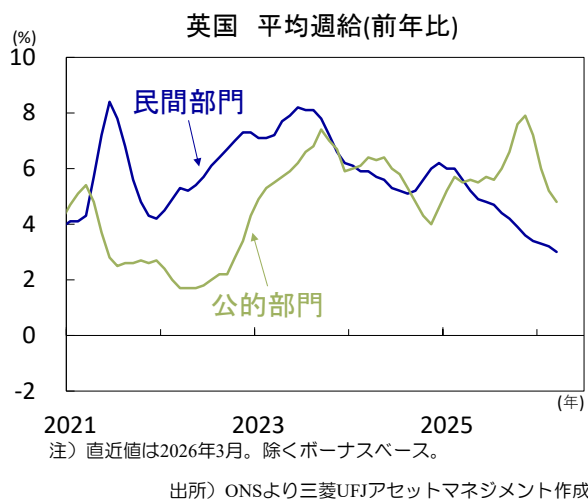
### ■英次期首相有力候補が下院補欠選に出馬へ

英国与党・労働党は19日、6月に実施予定の下院補欠選挙にバーナム・マンチェスター市長が立候補すると発表。高い人気を背景に党首選出馬を視野に入れる同氏の動きを受け、スターマー首相の求心力低下や退陣観測は一段と強まっています。バーナム政権となった場合、政策の左傾化や財政悪化リスクが警戒されるものの、同氏は先週、現行の財政規則維持を明言しており、市場の過度な懸念はやや後退しています。英国金利は高止まりを続けつつも、足元で上昇圧力は一服しています。リフォームUKの支持拡大が続く中、当面は補欠選挙の結果や党内力学の変化、さらには同氏の政策主張が焦点です。(吉永)

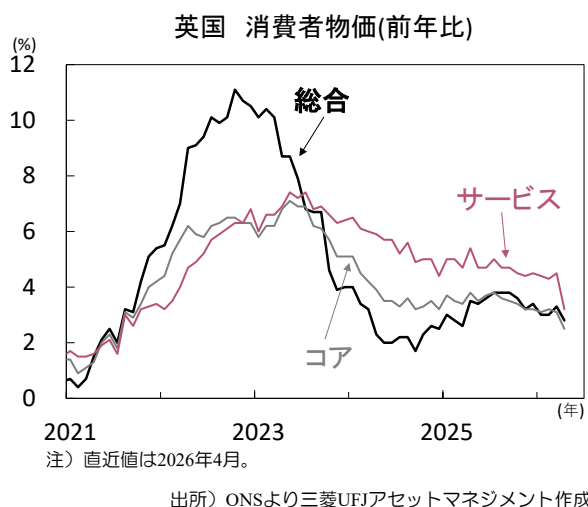
【図1】ユーロ圏 5月PMIは一段と悪化、雇用調整に伴う消費の冷え込みにも懸念



【図2】英国 民間・公的部門ともに賃金上昇圧力の緩和は継続



【図3】英国 4月消費者物価は市場予想を下回り、伸びが鈍化



# 中国 年初に回復した景気が急速に悪化、景気刺激策強化は不可避か

## ■ 4月の景気指標は予想以上の大幅悪化

1-3月期に加速した中国の景気は、4月に予想以上に悪化。従来より弱かった家計消費と国内投資がさらに冷え込み、輸出にけん引され堅調だった鉱工業生産も軟化しました。年初より景気刺激策を前倒して投入して景気を押し上げた北京政府。しかし、その実績に安心し景気支援の手を緩めたところ内需は失速しました。

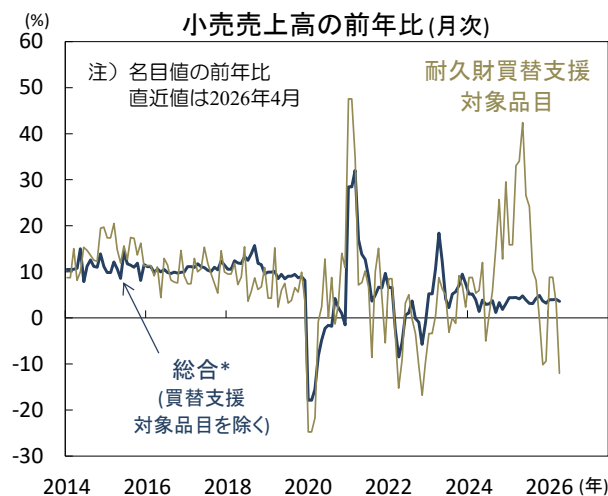
先週18日、政府は4月の主要景気指標を公表。小売売上高はほぼゼロ成長、固定資産投資は4カ月ぶりのマイナス、鉱工業生産は2年9カ月ぶりの水準へ低下と、市場予想を大きく下回りました。小売売上高(名目)は前年比+0.2%(3月+1.7%)へ鈍化(図1)。年初の補助金交付に伴って急回復した買替支援対象品目の伸びは予想以上に早く失速しました(図1)。都市部固定資本投資(名目、単月換算)は同▲8.0%(同+1.6%)へ反落。不動産の下げ幅が急拡大し(図2)、製造業投資とインフラ投資も反落しました。インフラ投資は同▲3.7%(同+7.2%)へ反落。3月にかけて加速した地方政府債の発行は足元で鈍化、4月半ばに公表された投資認可手続き厳格化の影響もあった模様です。

## ■ 今年のGDP成長率は+4.6%前後へ鈍化か

鉱工業生産は同+4.1%(同+5.7%)へ減速。輸出にけん引されてハイテク部門が好調であったものの、内需関連(粗鋼やセメント等)が軟調で、中東紛争による供給混乱も重しとなりました。精製燃料が同▲5.8%(同▲2.2%)、エチレンが同▲4.1%(同+6.8%)、硫酸も同▲2.2%(同+6.2%)と軟調。中東産の原油、ナフサ、硫黄等の供給が滞った影響とみられます。また、化学が同+5.3%(同+9.0%)、医薬品も同+1.3%(同+6.8%)へ鈍化。石油ガス由来の投入財価格が上昇し企業収益を圧迫した模様です

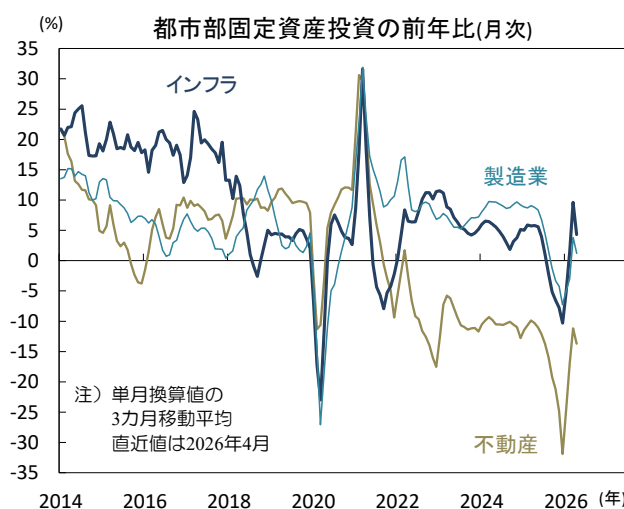
家計消費は今後も勢いを欠くでしょう。軟調な雇用環境や住宅価格低迷による逆資産効果も重し。耐久財買替支援策の規模は昨年より縮小しており、これまでの支援による需要先食いの反動も加わります。不動産投資はマイナスの伸びを続ける見込み。内陸部の過剰住宅在庫の解消には時間がかかりそうです。製造業投資は過剰設備部門の低迷が続くものの、政府の高度化支援対象分野は堅調な伸びを続ける見込み。インフラ投資は、4月の低迷を経て緩やかに回復する見込み。第15次5カ年計画の主要開発計画は多くのインフラ計画を含んでおり、初年度の今年は北京政府の支援の下で多くの投資が実行されるとみられます。1-3月期に加速した景気は4-6月期より急速に鈍化した後に追加的な景気刺激策を受けて年末にかけて緩やかに回復し、今年通年のGDP成長率は+4.6%前後(昨年+5.0%)へ鈍化すると予想されます。(入村)

【図1】買替支援対象品目の消費が再びマイナスに



出所) 中国国家统计局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

【図2】不動産、製造業、インフラ投資のすべてが軟化



出所) 中国国家统计局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成

【図3】鉱工業生産が鈍化、中東紛争の影響も



出所) 中国国家统计局、CEICより三菱UFJアセットマネジメント作成



## 本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJアセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJアセットマネジメント ストラテジック・リサーチ部リサーチグループの見解です。また、三菱UFJアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

## 本資料中で使用している指数について

- 「日経平均株価」に関する著作権、知的所有権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。
- TOPIX（東証株価指数）、東証REIT指数に関する知的財産権その他一切の権利は株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社に帰属します。
- ドイツ「DAX®」：本指数は、情報提供を目的としており、売買等を推奨するものではありません。
- STOXXリミテッドはストックス・ヨーロッパ600指数に連動する金融商品を推奨、発行、宣伝又は推進を行うものではなく、本金融商品等に関していかなる責任も負うものではありません。
- FTSE International Limited(“FTSE”)©FTSE。 “FTSE®”はロンドン証券取引所グループ会社の登録商標であり、FTSE International Limitedは許可を得て使用しています。FTSE指数、FTSE格付け、またはその両方におけるすべての権利は、FTSE、そのライセンサー、またはその両方に付与されます。FTSEおよびライセンサーは、FTSE指数、FTSE格付け、もしくはその両方、または内在するデータにおける誤りや省略に対して責任を負わないものとします。FTSEの書面による同意がない限り、FTSEデータの再配布は禁止します。
- MSCI WORLD、MSCI EM、MSCI USA、MSCI JAPAN、MSCI GERMANYに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。
- S&P先進国REIT指数はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス（S&P DJI）の商品であり、これを利用するライセンスが三菱UFJアセットマネジメント株式会社に付与されています。S&P DJIは、S&P先進国REIT指数の誤り、欠落、または中断に対して一切の責任を負いません。
- ラッセル・インデックスに関連するトレードマーク、サービスマークおよび著作権は、Frank Russell Companyに帰属します。



三菱UFJアセットマネジメント

三菱UFJアセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号  
加入協会：一般社団法人資産運用業協会