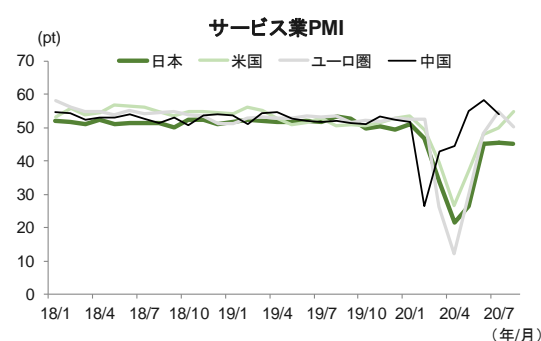
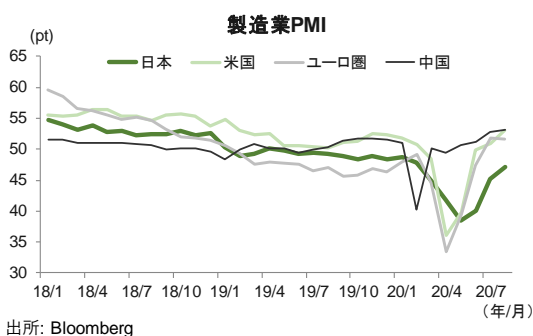
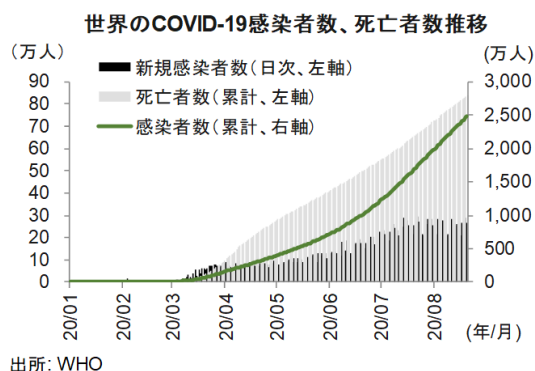




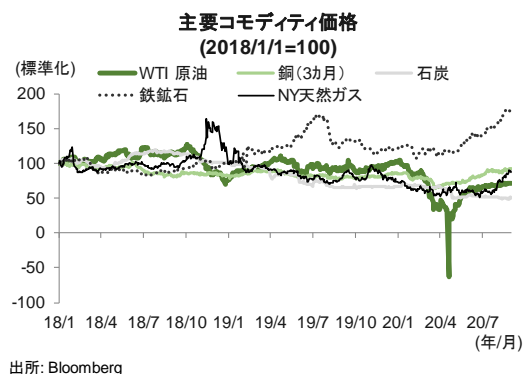
- **マクロ経済展望:** 世界的に新型コロナ感染拡大懸念が後退しつつある。中国経済の急激な回復、ワクチン開発への期待、そして政府・中銀による支援継続への期待が続く限り、経済活動・企業業績回復は続く。
- **主要資産市場動向:** FRBは8月27日に金融政策戦略の見直しを発表し、実質的にフォワードガイダンスを強化したが、反面、足元の資産インフレへの警戒も垣間見える。雇用回復が遅れるなか、金融緩和長期化への期待は高いが、それゆえに資産インフレを警戒せざるを得ないという、難しいかじ取りが要求されている。
- **注目材料:** 安倍首相辞任により、安倍政権の成果である金融政策と外交政策に今後変化が生じる可能性がある。短期的には経済・市場への影響は軽微とみるが、両者の恩恵を受けてきた本邦産業界への負の影響は中期的な注目材料になる。

1. マクロ経済展望 ~ 経済活動再開への期待が続く

8月のグローバルマクロ経済は、新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の新規感染者数が横ばい推移となるなか感染再拡大懸念が徐々に後退し、また、ワクチンへの期待や政府・中央銀行によるマクロ経済支援策継続も材料となり、改善基調を続けている。足元の景況感は、世界に先駆け経済活動が回復している中国、およびその中国からの恩恵を受ける欧州(特にドイツ)、そしてワクチン開発期待等もあり期待先行で回復しつつある米国、そして、製造業の回復が遅れる日本となっている。8月は米国のサービス業PMIの回復が著しく、足元の相場上昇のカタリストの一つとなっている。



このようなマクロ経済の好調さは、コモディティ市場にも表れている。原油相場(WTI)は、最近では安定してUSD40台を維持しているが、供給抑制による面も大きく、マクロ経済のバロメーターとしては必ずしも適切ではない。そこで、「ドクター・コパー」との異名も持つ銅や、鉄鉱石などの天然資源価格を確認すると、持続的な上昇を続けていることがわかる。背景にあるのが中国の需要回復と思われる、持続性もあるだろう。



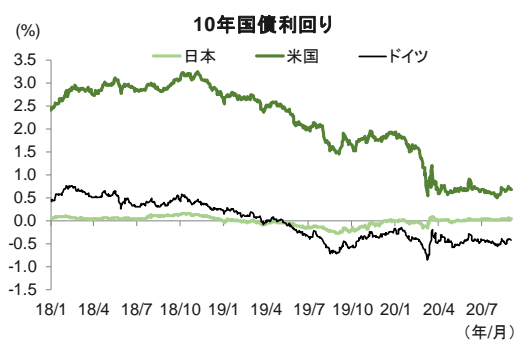
金融市場は、今後、コロナ禍からの回復後の世界、すなわち、アフター・コロナの世界感を意識するようになるだろう。各分野別に注目点を列挙する。

- 政府部門：今年前半は、急速な経済活動落ち込みに対する迅速かつ大胆な支援策を打ち出した。今年中は雇用の回復も遅く、支援継続の可能性が高いだろう。しかし、来年に向けては、支援継続インセンティブが強い反面、財政赤字拡大が国（ソブリン）の信用力に影響する可能性や、市場からの安定した調達を持続可能性など、懸念材料が一部の国・地域で顕在化する可能性もある。最近では、新興諸国（例えばインドネシア）で、中央銀行による国債引き受け（MMTの実験的实施）が主張されるなど、信用力やインフレへの懸念になりうる材料もあり注目すべきである。
- 金融政策：量的緩和に加え「信用緩和」を実施中の各国中銀は、徐々に緩和余地をなくしつつある（典型例は日銀）。このようななか、FRBは8月27日に新たな長期目標と金融政策を全会一致で承認した。インフレの一時的なオーバーシュートを認めると共に、雇用を一層重視する方針へシフトすることで、実質的なフォワードガイダンスの強化を導入した。足元は、マネーストック（M2+CDなど）が大幅に増加するなか、インフレ期待の高まりがみられるが、財政拡張的な政策が長引くほど、各国政府・中銀は名目金利を低位で安定させたいインセンティブを強くするだろう。名目金利やインフレ期待の上昇に対し、金融政策がどのようなメニューにより対抗するか注目したい。
- 企業部門：政府・中銀の迅速な政策対応により、多くの大・中堅企業が概ね今年中をめどに資金繰り破綻を回避できたと思われる。ただし、本格的な格下げは今年後半以降とみられることに加え、今後は高水準となった債務と悪化した財務バランスの修正のために、with コロナ時代を見据えた本格的なリストラクチャリング（業務の再構築）が行われることになろう。当然に、正規労働者の失業率上昇は避けられず、経済回復の重石になる可能性が高い。
- 家計部門：政府による給付金や、米国等では失業手当の割り増しもあり、7月までは消費の底割れが回避されてきたが、今後は企業のリストラ行動の本格化や、政府による支援が弱体化を通じて、消費センチメントが悪化する可能性がある。消費者の自粛ムードも残るため、個人消費はコロナ前の水準を下回る状況が長引くだろう。

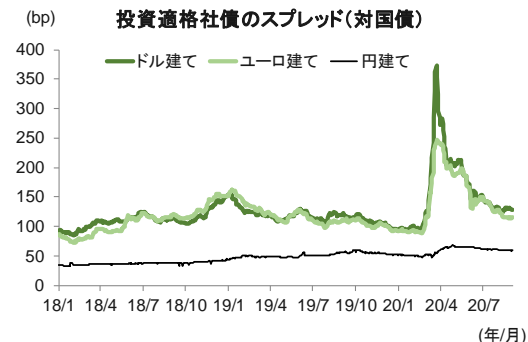
2. 主要資産市場動向

① 債券市場～FRBのアクションの注目が集まる

8月の債券市場は、原油を含む堅調なコモディティ相場や、経済活動回復期待等によるインフレ期待の高まりにより、名目長期金利は上昇基調となった。また、8月27日にFRBが長期目標と金融政策戦略の見直しを発表すると、短期的に長期金利は上昇した。市場は、フォワードガイダンスの明確化や、量的緩和策の強化などを期待していた反面、具体性に欠ける内容だったことが主因とみられる。



出所: Bloomberg



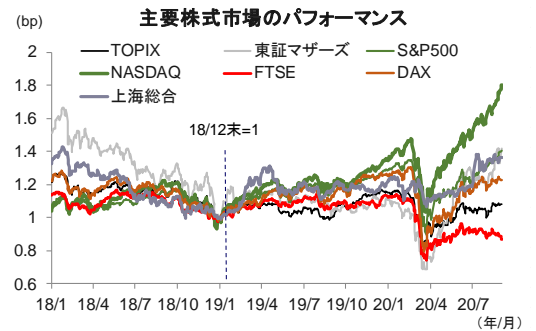
出所: Bloomberg

FRB は、今後の資産バブル懸念を強めている可能性もある。反面、雇用の回復は当面期待できないため、金融緩和の長期化も期待されている。緩和継続がリスク資産のバブルを誘発する懸念が残るなか、緩和継続を余儀なくされるといふ、難しい局面を迎えている。クレジット市場は、4-6 月期決算を踏まえ、今後の企業業績回復への期待が高まったほか、中銀による緩和的な金融政策が継続するとの期待が強く、クレジットスプレッドは低位で安定している。

② 株式市場～社会システムの変化と成長期待のある銘柄への注目が続く

世界経済がマイナス成長に落ち込むなか、3 月には大規模なバリュエーションの調整、業績見通しの下方修正などを急速に織り込んだ世界の株式市場だが、その後、各国政府・中銀による大規模な経済支援策を受けて落ち着きを取り戻し上昇相場に転じた。8 月も米国市場を中心に堅調を維持している。

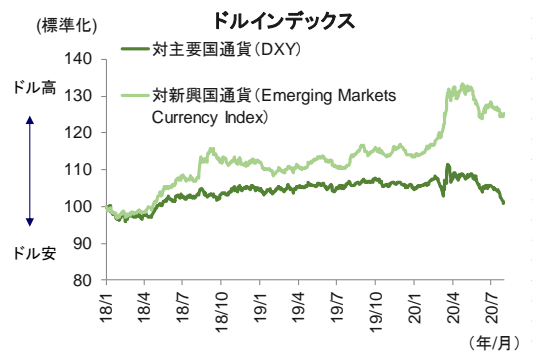
米国株式市場が相対的に堅調なのは、GAFAM のような IT 関連銘柄が with コロナ時代に即した堅調な業績となり続伸しているほか、COVID-19 のワクチン開発への期待、更には、with コロナ時代の社会システムの変化による需要増加が期待される銘柄（非接触型のサービス提供事業など）などが、概ね米国に集中していることによる。出遅れ気味な日本市場も、8 月は回復ペースを加速させた。



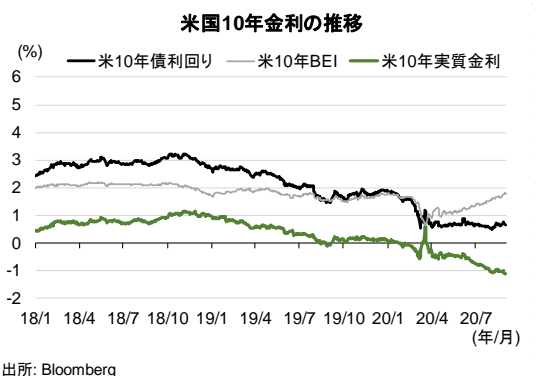
また、4-6 月期決算を踏まえ、米国企業を中心に業績見通しの上方修正も増えた。雇用を中心に冴えないマクロ経済環境に対し、企業業績の回復が顕著なことは特筆すべきであろう。企業は、雇用調整、コスト削減等を経て、トップライン（売上高）が伸び悩むなかでも利益をねん出することが可能である。一方、このような企業行動は、すべてマクロ経済にとって負の圧力となる。企業業績とマクロ経済の「温度差」は今後の焦点の一つになる。

③ 為替市場～米ドル安が注目材料に

COVID-19 は世界経済をほぼ一律に悪化させているが、そのため、単純に経済基盤が弱い国ほど通貨安になり、逆に米ドルへの需要集中を背景に米ドル高をもたらした。4 月以降は、FRB による大量の米ドル供給に支えられ、極端な米ドル需要は収まり、逆に米ドル安になる局面もみられた。しかし、7 月は再び米ドル安が市場の関心事になっている。



米ドル安の背景には、①米実質金利の低下（米名目金利の低下）、②米国の経済回復期待の剥落（COVID-19 感染拡大傾向）、③FRB による米ドル供給が安定しており市場での米ドル需要が一服、④米中摩擦深刻化による米ドルへの信認低下、および⑤米ドル安に大きく貢献している通貨の固有要因（ユーロなど）、などが指摘されてきた。しかし、8 月以降は、世界経済の回復期待の高まりが主因になりつつあるとみている。事実、8 月は総じて新興国通貨が対米ドルで上昇した（トルコリラなどの例外もあるが）。景気拡大期待と



新興国市場を含むリスク資産への投資資金の回帰（リスクオン）も、米ドル安の要因になっていると思われる。

仮に、リスクオンが米ドル安の背景と考えるなら、米ドル＝円相場への影響は「米ドル安」ではなく「米ドル高」になる。米ドル安＝円高との構図は現れにくいと考えている。

3. 注目材料～ 安倍首相辞任と今後の日本経済・金融市場

8月28日、安倍首相は記者会見を開き、持病（潰瘍性大腸炎）の再発を主因に、辞任する意向を表明した。8月以降、午前中はほぼ執務をせず私邸で過ごすなど、健康不安は既知のものであったが、自民党総裁任期があと1年に迫るこのタイミングでの辞任発表は市場のサプライズを誘った。28日午後の金融市場は、株安・円高・債券安（金利上昇）で反応した。一方、既に市場の注目はポスト安倍にシフトしており、9月2日時点では菅官房長官が最有力とされている。金融市場では、安倍政権からの政策の継続性が強く意識されるなか、影響は軽微との見方が根強い。ましてや、当レポートでも指摘しているように、足元は世界経済回復期待が強く、日本独自の要因で相場が下落することは考えづらい。短期的には、安倍首相辞任が相場不安定要因になる可能性は低いと考えて問題ないだろう。

基本的に、ヒトは急激な環境変化を嫌うため、過去からの連続性を重視するという「バイアス」を持つ。金融市場も当然に、自民党政権が継続し、その結果、安倍政権の政策を継続することを前提に考える。しかし、果たして、ポスト安倍政権の時代に、日本経済および金融市場は、安倍政権の政策を踏襲できるのか。

金融市場では、安倍政権の経済政策「アベノミクス」が最近数年間、影響力を低下させていることは周知の事実である。それでも、安倍首相辞任報道直後に、株安・円高・債券安で反応したのは、安倍政権がもたらした金融政策への、一種の畏怖の念があったからであろう。アベノミクスへの評価は低くなったが、「第一の矢」である金融政策への評価は依然として高いと考えている。

2012年12月に第二次安倍政権が発足する前から、リフレ的な金融政策への期待は高かった。その後日銀総裁に就任した黒田東彦氏は、当時としては常識を大きく超える大胆な金融政策「量的・質的緩和策」を2013年4月に発表した。市場は、それまでの期待を大きく上回る大胆な政策を前に、更なる円安・株高で反応したのは記憶に新しい。しかし、当初2年で2%の物価安定目標達成とされたものの、現在に至るまで物価安定目標は達成されておらず、マイナス金利政策やイールド・カーブ・コントロール導入以降は、金融政策に対する期待は大幅に低下した。

それでも金融市場では、「黒田バズーカ」の幻想を完全には払しょくできず、日銀が袋小路に追い詰められているにもかかわらず、黒田バズーカ第二弾の幻想を「ある程度」持ち続けている。これは、黒田東彦という特異な個人に依存するところが大きいのではないかと。伝統的なセントラル・バンカーが懸念する非伝統的な金融政策を、安倍首相在任中一貫して続けてきたことに対し、やはり畏怖の念を抱かざるを得ない。

すなわち、懸念していることは、ポスト安倍政権において、黒田総裁は23年の任期満了まで日銀総裁を続けるのだろうか。また、黒田氏は、これまで市場が畏怖の念を抱いてきたような強い信念・意志（日銀の「持ち球」が無くなるなかでも、追加緩和の可能性を常に頭の片隅に置かざるを得なかったような「強い意志」）を持ち続けることができるのだろうか、である。

安倍首相辞任により、実は、日銀の金融政策の正常化への期待は静かに高まっている。金融政策の枠組み自体が変わる可能性は低いだろう。しかし、黒田総裁の「胆力」の変化を市場が嗅ぎ取れば、予期せぬ円高・株安・債券安が生じる可能性がある。

金融政策と並ぶ安倍政権の成果・功績は「外交政策」であろう。世界のメディア等の論調を

見れば明らかであるが、例えば、世界の地政学分析の専門家であるユーラシア・グループのイアン・ブレマー氏は、常に安倍首相の外交能力を高く評価していた。G7 首脳会議でも、米トランプ大統領と EU 各国首脳との橋渡し役を安倍首相が担ってきたのも事実であろう。

安倍外交の最大の成果は、やはり、米国がトランプ政権に移行した後も、米国との間に厳しい通商摩擦が生じていないことに尽きる。同盟国の米国が中国との摩擦を劇化させるなか、中国の習近平首席の国賓としての来日を確定させたことも、今更ながら、素晴らしい外交成果と言えるのではなかろうか。実現には至っていないが、ロシアとの平和条約締結ならびに北方領土の一部返還（2 島+αと言われていた）も合意寸前まで至ったのは、歴史的偉業であろう。

このように、個人に大きく依存してきた外交政策について、ポスト安倍政権は、安倍政権の外交政策を「踏襲」することはできるとしても、同じ成果を出すことが出来るとは限らない。

以上のような安倍政権の功績、つまり金融政策と外交政策の恩恵を受けてきたのが、日本の産業界である。第二次安倍政権発足後、金融政策を原動力にして、通貨安・資産価格上昇を実現させ、一方では主要国との通商問題は発生していない（TPP を含む各国との関税協定も、実は日本は他国比大幅に先行している）状況に、輸出主導の日本の産業界は大きな恩恵を受けてきた。ポスト安倍政権下で、産業界が受けていた恩恵を継続できるかは、注目材料になると考えている。

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