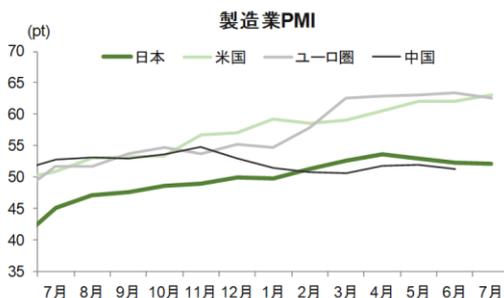


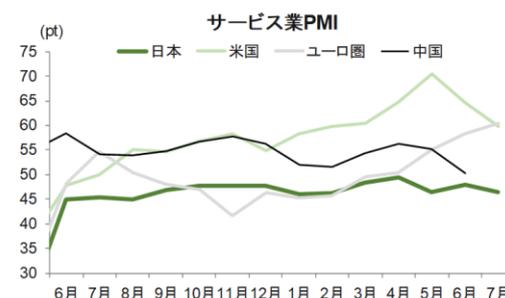


- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** 世界的に依然としてコロナ禍が続くなか、世界のマクロ経済はピークアウトしつつある。米国におけるインフレ率の上振れは一時的との見方は依然として優勢ながら、サプライチェーンの混乱やコモディティ価格の高止まりなどにより、インフレ率の上振れは長期化するリスクもはらむ。米長期金利は低下を続けているが、合理的に説明できる材料に乏しい。株式市場では中国関連株が急落するなど、これまでの上昇一辺倒の相場に変化もみられている。つまり、各資産市場で注目材料が微妙に異なり、また資産間の動きも整合的ではない状態にあり、市場予想が難しい局面にある。8月はジャクソンホール会議における米FRBの動きが注目されているが、米金融政策以外の材料、例えば、サプライチェーンの混乱、中国経済や政府の政策などへの配慮も重要になりつつある。
- **注目材料:** 中国経済のスローダウン、特にクレジットインパルスのマイナス化に市場の関心が集まっている。クレジットインパルスがマイナスになるだけでは中国経済が失速したりグローバル経済に影響する可能性は低いが、例えば米国が拙速に金融引き締めに向かう場合や、リスク資産価格に負の影響を与えるような材料が出た場合は、18年後半と同様にリスク資産価格の急落を招く可能性もあり留意を要する。その意味では、足もとの中国政府によるIT関連産業への規制強化は、大型銘柄の価格急落をもたらす金融危機の発端になるのではないかと懸念もある。しかし、7月に生じたヘッドラインの多くは特定産業へのものであり、例えば米国市場に上場している中国関連ADR銘柄に広く影響する可能性は低いだろう。中国関連のヘッドラインは、常々極端に解釈されがちだが、事実を冷静に分析する姿勢が求められるよう。

1. マクロ経済展望 ~ ピークアウト感が強いが欧米のスローダウンは回避されるだろう
 グローバル・マクロ経済は、昨年11月以降のワクチン接種進展による経済活動回復トレンドが一服しつつある。PMIでみる景況感は引き続き欧米主導で高水準にあるが、日本は東京オリンピック期間中の緊急事態宣言や蔓延防止等特例措置もあり他国比で低水準にある。中国は、コロナ禍においていち早く回復したものの、回復後は意図的にスローダウンさせていると思われる。また、オンライン教育産業に対する規制強化などにより、グローバル金融市場の関心事になりつつある（「3. 注目材料」にて詳述）。



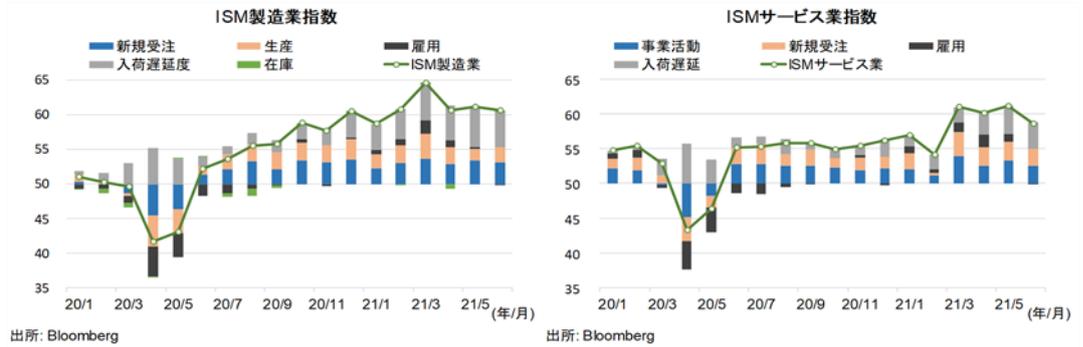
出所: Bloomberg



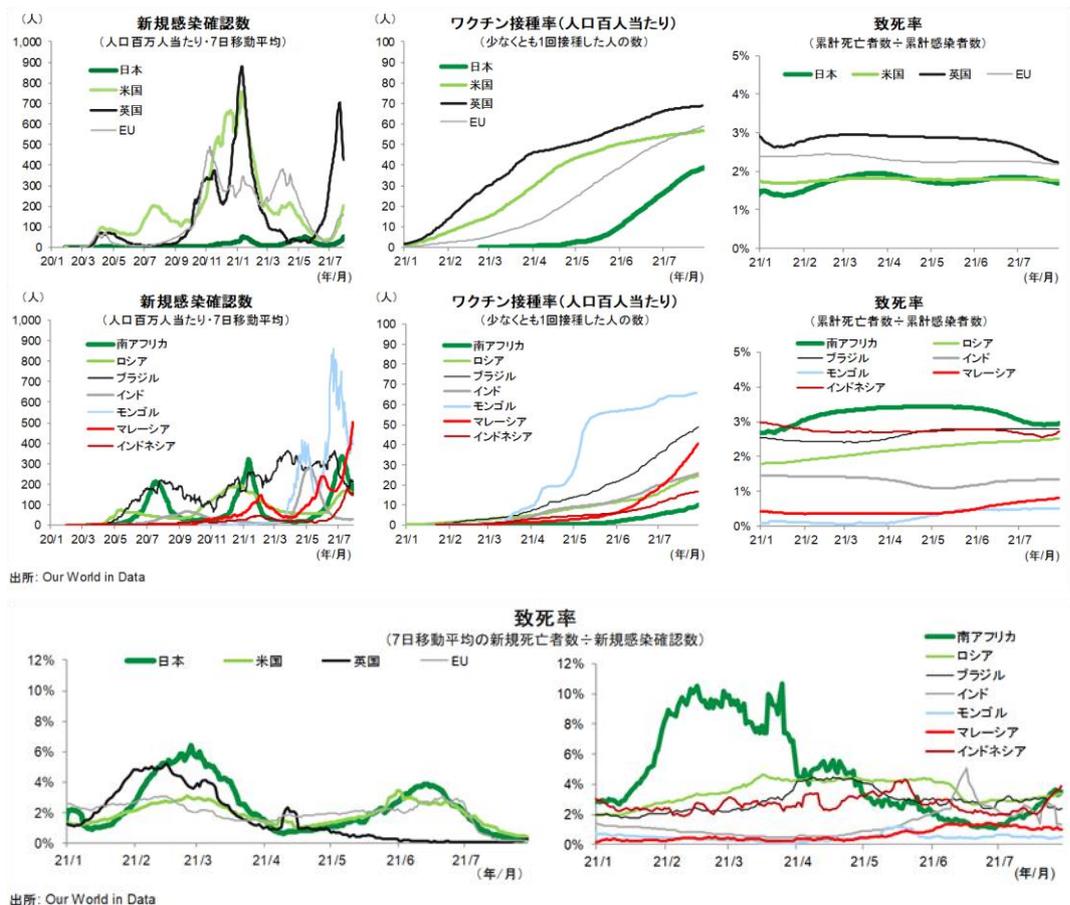
出所: Bloomberg

米国について ISM 指数を使って足元の景況感を分析すると、製造業および非製造業ともに景況判断の分かれ目となる 50 を大幅に上回っているが、製造業は 3 月をピークにスローダウンしており、サービス業も足元は下落基調にある。製造業指数の内訳（50 越えに貢献している項目の内訳）を確認すると、サプライチェーンの混乱・遅延（入荷遅延度）が高水準であることに加え、新規受注および生産も下落基調にある。サプライチェーンについては、半導体のみならず幅広い産品に影響が及びつつあるとの指摘もあり、少なくとも 21 年中は解消されない可能性が高まるなか、消費者物価にどの程度影響するかが今年後半の最大の

注目材料になりつつある。



新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の日次新規感染確認数は、国や地域によりまちまちである。感染急拡大がみられた英国は7月半ば以降減速気味だが、依然として絶対水準は高い。米国もワクチン接種率の低い州を中心に感染拡大が続いているものの、国全体では過去の水準に比べると抑制されている。新興諸国はブラジルの感染者数がようやくピークアウトしつつあるが、足もとで気になるのが東南アジア諸国である（下図ではマレーシアおよびインドネシア）。これらの国は、日本のみならず世界の製造業が部品調達先としており、前述のサプライチェーンの混乱に輪をかけている。



上記のトレンドをワクチン接種率との関係でみると、基本的にはワクチン接種率の高い国ほど新規感染確認数を抑制できているが、接種率が60%以下程度であれば比較的大規模な感染拡大が確認されているのも事実である。また、2回接種率が高いか否か、ワクチンの種類によっても、新規感染確認数に違いがあるように見える。例えば、英国は1回接種を優先

したが、数か月前から政府が2回接種を加速させ、2回接種率は50%を越えている（Our World in Dataによる）。しかし、ワクチンの種類（ウイルス・ベクター・ワクチンが主）によっては、感染抑制効果に違いがあるとの治験結果もあり（mRNA ワクチンの感染予防効果が大きいとされている）、結果として感染確認数は高水準にある。

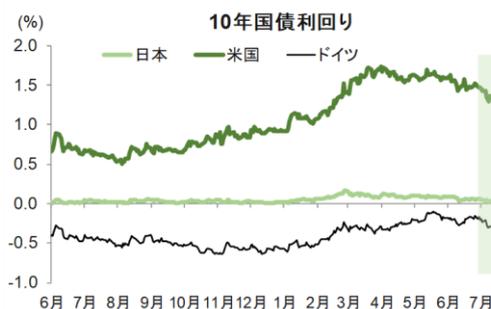
ただし、COVID-19 との共存（撲滅は困難）が確実視されるなか、人類が COVID-19 と共存するための必要十分条件は、致死率がインフルエンザ並み（0.1%以下）になるか否かである。そこで、足もとのトレンドをみるべく、累積の致死率（累積死亡者数÷累積感染確認数）ではなくフローベースの致死率（7日移動平均の新規死亡者数と新規感染確認数の除算）を確認すると、先進諸国の致死率は既に1%を大幅に下回る水準で推移しているのに対し、新興国は南アフリカ、ロシア、インドネシアなどで致死率の上昇が確認されており、その水準も4%近くに達している。ただし、当該数値は上下動を繰り返す傾向があり、趨勢としては必ずしも上昇しているわけでもないだろう（基本的には感染力と毒性は反比例する）。我が国でも、COVID-19 の感染症法の分類を2類から5類（インフルエンザ同等）にすることを要望する意見がみられるが、インフルエンザ同等とみなすための条件の一つとして、フローベースの致死率の推移を確認することは有効である。すなわち、本格的な経済活動回復が達成されるかどうか、そのタイミングがいつかを予想するための重要な指標になりうる。

経済活動はグローバルにピークアウトしつつあるが、主要国の財政・金融政策によるサポートも続いており、欧米に関して言えばスローダウンする可能性は低いだろう。一方、中国は意図的にスローダウンさせており、それ自体はグローバル経済に負の影響をもたらさないとみているが、米インフレ率の上振れが長期化しFRBが金融引き締めを加速させる場合などは、18年後半と同様にリスク資産価格の急変動をもたらす可能性もあるため、（リスクシナリオではあるが）頭のなかでシミュレーションをしておきたい。

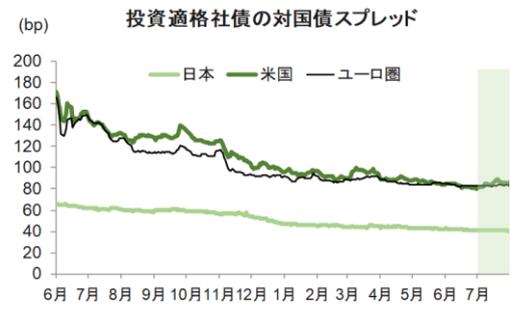
2. 主要資産市場動向

① 債券市場～ FOMC 後に動意づくも総じて小動き

7月の債券市場は、米国を中心に金利低下トレンドが加速した。米国では、短期的には比較的ボラタイルに動く局面もみられたが、下落方向への圧力が強く、一時1.1%台まで下落した。国債利回りの低下を合理的かつ明確に説明できる材料に乏しいなか、①景気のピークアウトによりFRBの利上げ時期の前倒し期待が後退した、②物価上昇が一時的である可能性を一層織り込んできたなどのマクロ視点からの指摘に加え、③金余りが続いていることや、④市場参加者のポジション（期待）が金利上昇側に残るなか仕掛け的な動き（短期的な需給要因）によりショート・ポジション解消を誘発している、との意見もみられている。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

クレジット市場は、引き続き総じて安定的な推移となったが、月央から20日までのリスクオフ局面（金利低下と株価低下が同時発生）では、米国投資適格社債・ハイイールド社債ともにスプレッドがワイド化する局面もみられた。既にコロナ前よりもタイトな水準にあるクレジット・スプレッドへの市場の警戒感が高く、短期的に需給が乱れた可能性はあるが、マクロ経済が安定的であり企業業績も回復基調にあるなかでは、格下げや債務のデフォルト率が上昇する可能性も低く、押し目買い期待も強いとみられ、結局スプレッド水準はタイ

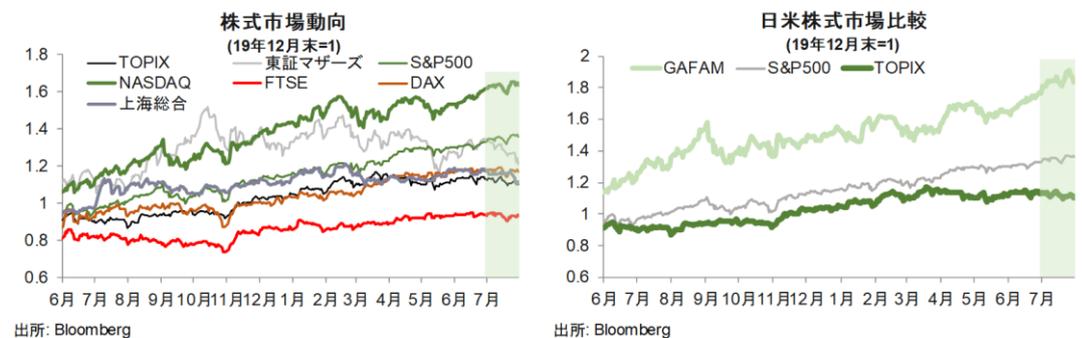
トなまま月末を迎えた。

米大手証券 JPMorgan が定期的を実施している米国債券投資家サーベイ（Bloomberg Ticker: TINSALNL Index）によれば、直近値（7月26日公表）でも大幅なネット・ショート（カーブ全体で売り持ちポジション）になっている。4月以降の持続的な金利低下局面で相応のショート・ポジションは解消されたとの見方もあるが、現実はそのたびに低い金利水準で新たなショート・ポジションが構築されているのかもしれない。換言すれば、債券市場のセンチメントは、金利低下局面を説明するような材料（マクロ経済のピークアウト、インフレ率の上振れは一時的など）とは別のところ（特にインフレ率に対する警戒感が強く、FRBのテーパリング時期やテーパリング終了時期の前倒しなど）にあるのかもしれない。

当面の注目材料は8月のジャクソンホール会議であるが、当該会議においてFRBのパウエル議長がテーパリング開始時期を明示するとの意見と、テーパリング開始時期の表明は9月以降になるとの見方（特に雇用情勢についてあと数か月程度確認したいとの見方。ブレイナードFRB理事も同様のコメントをしている（7月31日付Bloomberg記事など））に分かれている。短期的には金利は上昇・下落双方になりづらい状況が想定されるが、前月の当レポートでも指摘したように、今年後半から来年にかけては、金利上昇・低下双方の要因が想定される。

② 株式市場～ 中国株急落がグローバル市場にもたらす影響は軽微

7月の世界の株式市場は、地域によってまちまちの展開となった。日欧が軟調に推移した反面、金利低下が著しくなった米国はボラティリティを伴いつつも最高値を複数回更新するなど堅調な推移となった。また、日米欧にくらべ中国株のアンダーパフォームが目立った。背景には、7月23日に「義務教育段階の学生の宿題と課外学習の負担を一段と軽減するための意見」との政府文書が複数のメディアを経由して報道されたことにある（24日に中国新華社や中国国務院教育部等の政府部門によって正式発表された）。



中国政府によるプラットフォーム企業に対する規制強化は、既にアリババ、テンセント等に対する政府方針によって市場で意識されており、オンライン教育産業に対する規制強化も6月には政府によって方針が示されていたが、市場が想定するよりも厳しい内容だったため、今後政府方針が硬化するとの懸念が拡がり、米国市場にADR（米国預託証券）が上場されている中国企業が軒並み下落するなど（米中摩擦と今般の中国政府の措置によりADRが上場廃止になるのではないかと懸念）影響は多岐に拡がった。

ただし、①オンライン教育産業に対する規制強化は少子高齢化対策等の中国固有の事情があること、②アリババは米国ADRと香港市場でも上場しているが、ストックコネクト（上海証券取引所と香港証券取引所の相互間で行われる人民元建て上場株式の取引のこと。海外個人投資家による上海市場への投資が香港経由で、中国本土の投資家は香港市場への投資が上海経由で可能になった）により中国本土の投資家が相応のエクスポージャーを保有しているため価値が急変するようなことを実施しにくいと考えている。このため、中国の株式市場のみならず米国等の主要国株式市場への影響も大きくないとみている。

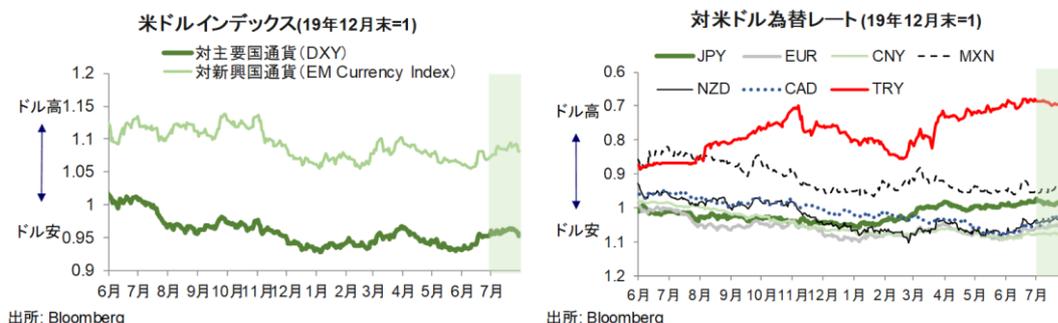
米国一人勝ちの様相が強くなった 7 月だが、コモディティ価格の上昇やサプライチェーンの混乱が継続することで生産者物価が高止まりするなか、7-9 月期以降の製造業の業績に負の影響が出るとの見方も強くなっている（4-6 月期決算発表の際に、業績ガイダンスを下方修正した企業も多くみられた。米長期金利が上昇せず実質金利もマイナス圏で推移していることは株式バリュエーションの視点からは好感されるかもしれないが、そもそもマクロ経済環境がピークアウト（もしくはスローダウン）するのであれば、高値圏にある株式市況が軟化する可能性も残る。変異株の脅威、ワクチン効果の減退を背景にした COVID-19 新規感染確認数の増加に注目が集まりやすい状況にあるが、むしろマクロ経済や企業業績が市場の織り込み（シナリオ）と異なる可能性を強く意識したい。

③ 為替市場～ FOMC 後は米ドル高が鮮明に

7 月の為替市場は、前半は米ドルが堅調に上昇、中盤以降は下落する展開となった。米ドル金利は持続的に下落しているが、米ドルとの相関性は基本的には低下している（一時的に連動性を高めることもあるが長続きしない）。

米ドル円は、引き続き狭いレンジ圏での推移ながら、7 月は緩やかな円高基調が続いた。日本国内では COVID-19 新規感染者数の増加や緊急事態宣言の影響などが懸念されているが、新規感染者数（人口 100 万人当たり）は米国の方が圧倒的に多く、為替相場の材料でもないだろう。むしろ、7 月中旬以降は米長期金利と米株価の連動性が高まる局面もあり、素直なリスクオフからの円買いが見られたとみられる。

新興国通貨は総じて対米ドルで堅調だった。ただし、7 月中旬以降の「リスクオフ」のなかで若干ながら資源価格の調整が入ったことや、マレーシアやインドネシアなど東南アジア諸国や豪州で新型コロナウイルスの感染再拡大による実体経済への悪影響懸念がつかまるなど、個別国通貨では動意もみられた。



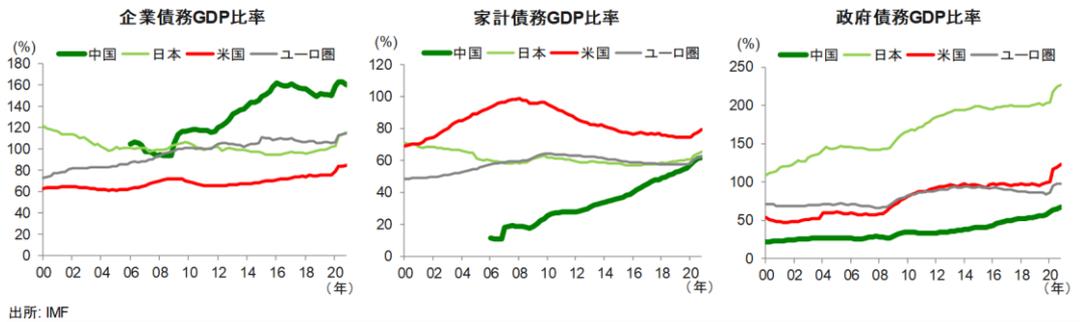
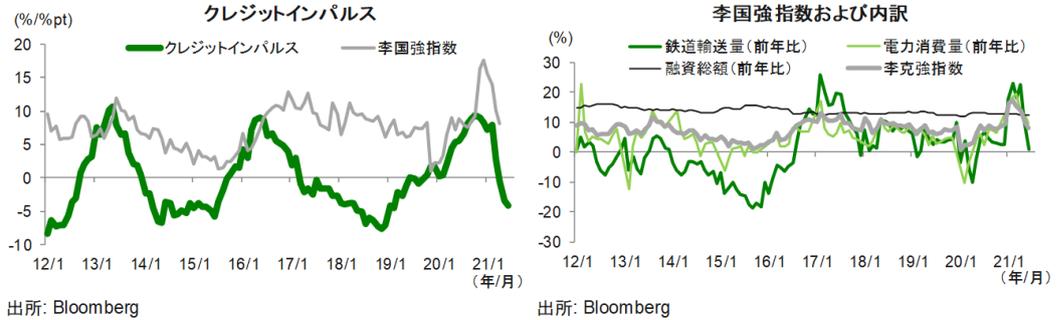
世界の為替相場は、引き続き米国の金融政策（長期金利）を起点にしつつ、ボラティリティを伴いながらも方向感に乏しい展開になるとみている。前述のとおり、米債券市場には根強い金利上昇期待が残っているが、それゆえに金利低下が生じている側面もある。メインシナリオは金利上昇と米ドル高の継続とみているが、7 月と同様に短期的かつ急激な金利低下は「リスクオフ」と捉えられ、米ドル高と円高が再現される可能性もある。

3. 注目材料～ 中国経済のスローダウン、規制強化などをどのように理解すべきか

① 中国経済のスローダウンの本質と評価

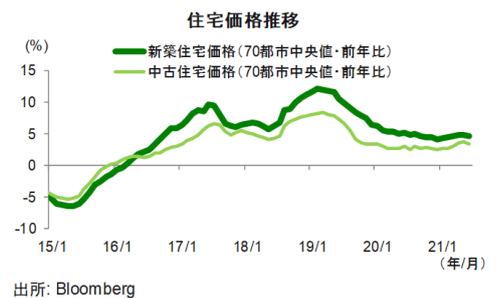
前述のとおり、PMI でみる中国のマクロ経済環境はスローダウン気味である。スローダウンを確認できる経済指標はいくつかあるが、市場参加者の間で注目度が高いのが「クレジットインパルス」（国内総与信の対 GDP 比の前年度比増減）である。実態が分かりにくいと言われる中国のマクロ経済指標のなかで、クレジットインパルスは多くの市場参加者が注目するものの一つであり、製造業の動きを比較的的確にとらえているとされる李国強指数との連動性も高い。

クレジットインパルスがマイナスに転じると、その後時間差を経てグローバル金融市場に負の影響を与えてきた。そして、今年5月以降マイナスに転じてきたことが注目されている。李国強指数も低下基調だが、内訳をみると鉄道輸送料や電力消費量が減速しており、製造業を中心に何らかの理由で生産調整局面に入っているように見える（気候変動影響による工場稼働率低下なども局所的には影響している）。



中国がこのタイミングでスローダウンしているのは、今後、少子高齢化による人口減少を主因とする潜在成長率の低下が予想されるなか、過去に積み上げた経済政策の「ツケ」を（時間をかけて）解消することで、中期的かつ安定的な経済成長を目指す政府方針が影響しているとみている。経済政策の「ツケ」とは、過剰債務と資産（不動産バブル）懸念である。

中国は、リーマンショック以降の度重なる経済政策等により、民間（企業および家計）債務対GDP比率が急増してきた。とりわけ企業債務GDP比率は主要国比で高水準にあり懸念されてきた。このため、例えば企業債務GDP比率は、シャドバンキング規制の強化や供給能力調整を目的とした企業破たん（金融システムの安定性の範囲内）などを経て、16年以降抑制気味になっていた。ところが、コロナ禍の発生により武漢市が閉鎖されるなど極端な経済活動停止に至ったことから、その後の経済活動再開局面では企業債務GDP比率の急増に至った。



また、家計債務GDP比率は企業債務GDP比率よりも低水準ながら伸びが著しい。中国は本来、個人が金融機関等から借金をすることを回避する（必要であれば家族や親せきなどからの贈与等が一般的）傾向があったが、住宅価格の高騰による住宅ローン等の不動産担保ローンの急伸に加え、インターネット経由での無担保借入が急増したことにより、家計部門の債務が急増している。インターネット経由での借入れについては、17~18年に規制強化がされたにも関わらず、債務GDP比率は一貫して上昇している。

ちなみに政府債務GDP比率は他の先進国比で低水準だが、今後の高齢化社会の到来を控え、本格的な社会保障制度（年金など）が必要になる場合は、米国の水準を上回る可能性も指摘

されている。

このような国内債務問題を背景に、中国は17年以降実質GDP成長率を緩やかに低下させ、将来的には年率+5%程度で落ち着かせるような運営をしているとの見方がある。コロナ禍からいち早く経済活動が戻ったため、他国に先駆けてスローダウンさせていると考えられる。

経済成長率をスローダウンさせているものの、それでも実質GDP成長率は年率+5%を超える水準をターゲットにしているとみられ、日米欧などの主要国の成長率よりも高く、世界経済や金融市場に「ショック」を与えるものではない。しかし、過去にクレジットインバルスがマイナスに転じた時期（例えば14年、17年）を確認すると、その後1年程度を経て金融市場が動揺したのも事実である。14年の場合、中国経済は既に14年初頭以降スローダウンしていたが、一方で中国株（例えば上海市場）がバブル的に急騰したことから（背景には株式担保ローンの多用などもあった）、レバレッジ投資等への規制強化もあり株価が急落。また、15年8月には中国政府が突然の元切り下げを発表し、16年2月まで世界の金融市場の動揺が続いた。17年については、翌年18年2月および9月以降に世界のリスク資産市場が動揺した。トリガーを引いたのはFRBの利上げであるが、市場変動後期（18年10月以降）は中国経済の懸念が台頭した。

足もとの中国経済のスローダウンを理解すれば、それ自体が世界経済を揺るがす問題に発展する可能性は低いことがわかる。ただし、中国経済のスローダウンは世界経済にとって「アクセル」が無くなるようなもので（≒アクセルから足を離して惰性で走る状態）、別途ブレーキ要因が生じる場合には、グローバル経済やリスク資産市場に影響を与える。「ブレーキ要因」になりえるものは、FRBによる金融引き締め、世界の株式市場に影響を与える材料（≒金融危機を想起させるような材料）などである。

この意味では、最近の中国政府によるIT関連企業への規制強化は、多くの投資家にとって「気持ち悪い」材料になりつつあるのではないか。大型株の価格急落が発生すれば、市場流動性が悪化し金融危機に発展するのではないかと懸念も（少しではあるが）聞かれる。

② IT関連産業への規制強化

7月は中国の主要株価指数に加え、米国にADR上場している大型株の急落が市場の注目を集めた。きっかけになったのが、オンライン教育産業への規制強化（実質的なNPO化で市場想定よりも厳しくかつ急ピッチな印象）であった。教育産業のみならず、これまでもアリババ、テンセントなどのIT大手に加え、最近では配車アプリ大手のDiDi（滴滴出行）がADRを米国市場に上場させた際にも、政府による関与があったとの指摘がある（Bloombergなど）。

ただし、今般のオンライン教育産業への規制強化は、例外的との見方が優勢である。近年、中国は一人っ子政策による少子高齢化への対策として、三人っ子政策を導入したが思うような効果が得られていない。そのうえ、コロナ禍によってオンライン教育産業が急成長した。従前より子供の教育熱の高い中国において、出生率が改善しないなか、オンライン教育の過熱により教育費の上昇に拍車がかかっていた模様である。そして最近では、教育費の急騰が出生率低迷の影響ではないかと懸念も高まっていた。すなわち、三人っ子政策を推進する政府の政策に真っ向から反する可能性があることから、規制が強化されたとの見方が根強い（なお、今般の規制強化領域は、義務教育（小・中学校）の学科科目（英語、国語、数学、中学校は物理・化学など）である。素質教育と言われる分野（体育、美術、英語以外の外国語習得、プログラミングなど）や、成人向けの資格・スキル習得などの領域は、規制対象外。このため、オンライン教育の上場企業にとっては、規制対象外の領域で成長を模索することも可能である）。

政府が主要産業に規制を導入するのは、初めてでもなく珍しくもない。例えば、オンライン

融資が社会問題化した 17 年には、オンライン融資業界に対する規制強化を実施した。最大手だった Yirendai（ADR が米国市場に上場）の株価は、当該規制発表後急落し、その後も株価は回復していない。しかし、オンライン融資業界に対する規制強化が、中国のマクロ経済や株式市場に広範に影響した形跡はない。



出所: Bloomberg

また、米中対立激化を背景に、米国が中国関連銘柄の ADR 上場を廃止するのではないかと懸念も根強い。実際、トランプ政権下で発出された大統領令により、チャイナモバイルが上場廃止に追い込まれた（バイデン政権発足後、当該大統領令を撤回しなかったことによる）。しかし、同社は香港でも株式を上場しており、米国上場されていた ADR は香港市場で上場されている株式に（基本的には）転換することが出来るため、ADR の価値が棄損されるわけではない（ただし、香港上場株への投資が出来ない投資家にとってリスクは残る）。

更には、中国本土市場と香港市場をつなげる「ストックコネク」の対象銘柄については、中国本土の投資家がストックコネクを通じて香港上場されている銘柄へのエクスポージャーを持っている。先述のとおり、株式担保ローンによる資金調達等でレバレッジをかけて株式投資をする個人投資家も少なくなく、多銘柄で株価が急落する事態は、政府も望んでいない。アリババ、テンセントなどの有力 IT 銘柄は概ね香港上場しており、ストックコネクを経由して中国本土の個人投資家が多数保有しているため、短期的かつ極端な規制変更がされる可能性は低いとの見方もある。

以上を総合的に評価すれば、中国政府がオンライン教育産業以外の産業に対して、オンライン教育産業と同じく厳格かつ急激な規制強化を実施する可能性は低いだろう。すなわち、一般の規制強化が他の中国企業、とりわけ米国上場銘柄に与える影響は軽微とみてよいだろう。

ただし、米中対立激化が継続するなか、米中両政府とも、中国銘柄の米国上場（ADR 上場）を回避する動きは続く可能性は残る。中国政府は、IT 関連産業等の成長著しい銘柄については、極力、香港市場（そして中国本土とはストックコネクでつながる）での上場に誘導する可能性もある。また、中国のみならず欧州域内でも大量のデータによる市場独占への警戒心もある。インターネットは重要な社会インフラとみなされ、インフラ産業が国有化される可能性もある。短期的には生じないとみているが、中期的なテーマとして認識しておきたい。

中国関連のヘッドラインは、常々極端に解釈されがちだが、事実を冷静に分析する姿勢が求められよう。

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