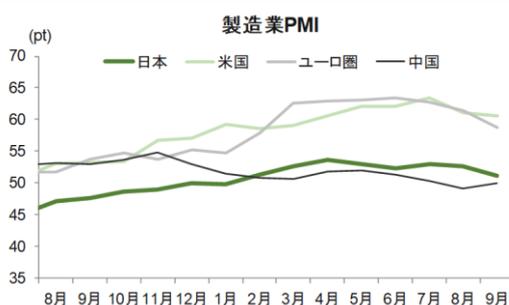




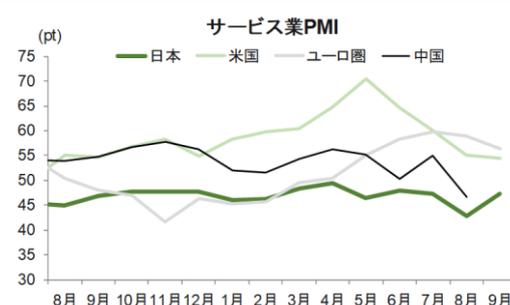
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** 世界経済のピークアウト感が一層鮮明になりつつある。サプライチェーン混乱影響に加え、9月はエネルギー価格上昇も影響してきた。中国の減速も一層鮮明になりつつあるなか、中国恒大集団の債務危機が世界の金融市場の懸念材料となった。これらは金利上昇（債券価格下落）、株価下落、米ドル高というスタグフレーションを連想させる形で市場に影響した。FRBが一層タカ派化するなか、グローバル経済の減速やインフレ率の長期化が話題になりつつあり、市場の不透明性が高まっている。
- **注目材料:** 中国恒大集団の債務危機が市場で注目されている。中国恒大集団の経営危機自体は中国国内の問題と考えられるが、市場が懸念しているのは、既にバブル域とされる不動産市場や金融システムへの波及であろう。ただし、過去に見られた大企業の経営危機時の政府対応と同様に、仮に中国恒大集団が今後経営破たん（債務はデフォルト）するとしても、政府による「秩序だったデフォルト」が選択される可能性が高く、不動産市場や金融システムへの影響も極小化されるだろう。

### 1. マクロ経済展望 ～ 減速が顕在化

グローバル・マクロ経済は、減速基調が鮮明になってきた。PMIでみる景況感は、欧米主導で鈍化基調にある。製造業は、サプライチェーンの混乱（半導体不足、輸送運賃上昇、米デルタ株蔓延による工場稼働率低下など）による生産減の影響が大きい模様だが、エネルギー価格の上昇継続（後述）も影響している模様である。非製造業は、with コロナを实践している米欧も低下基調にあり、足もとではデルタ株を含む変異株の蔓延による部分的な行動制限も影響している。一方、注目される中国は、デルタ株蔓延や自然災害などの複合要因による減速から、若干回復する兆しも見られている。ただし、足もとでは電力不足も顕在化しており、「ゼロコロナ」を前提としたコロナ対策も必ずしも機能しておらず、今後も低調な状態が続く可能性もある。そして日本は、10月以降の行動制限解除を織り込み、サービス業の回復が鮮明になっている。ただし、製造業は他国・地域と同様に、サプライチェーンの混乱を主因として低調な推移となっている。



出所: Bloomberg

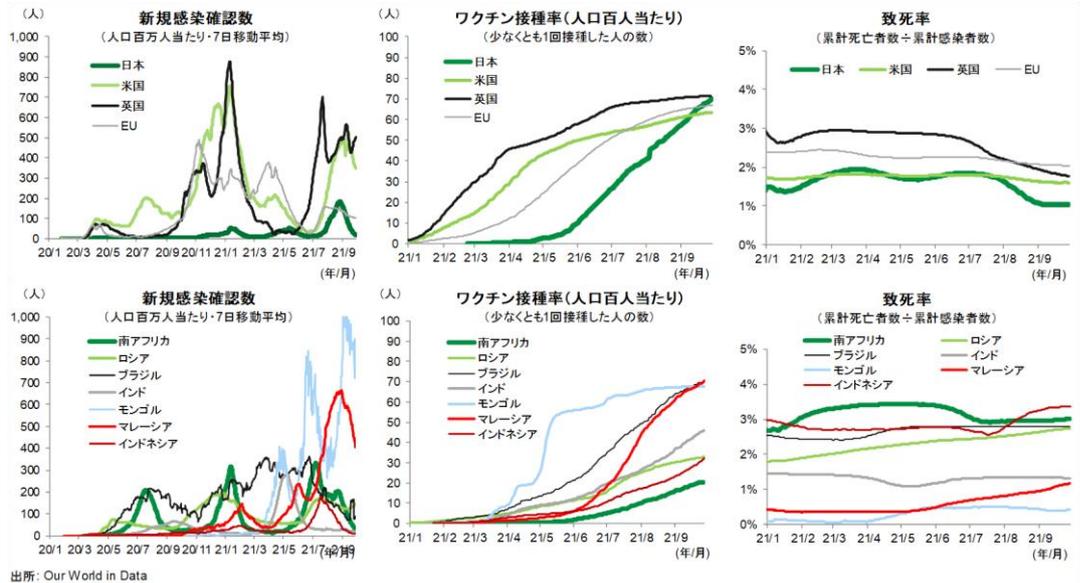


出所: Bloomberg

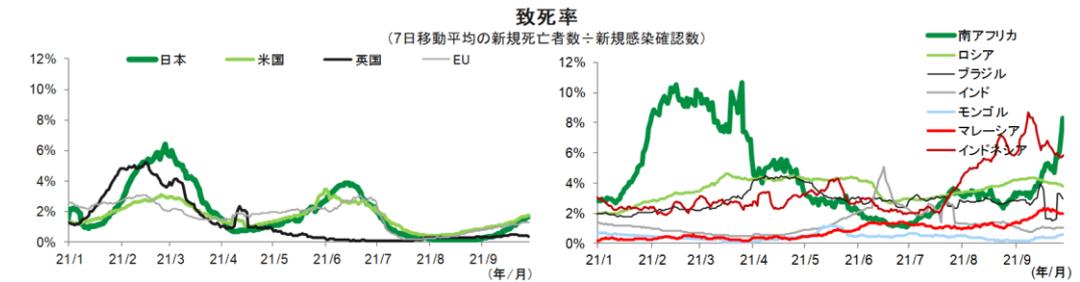
新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) の日次新規感染確認数は、引き続き国や地域により異なったトレンドで推移している。日本やEU諸国、およびマレーシア等の一部を除く新興国では感染抑制トレンドにあるが、米国や英国に加えマレーシアなどの一部の新興国では、感染爆発継続には至らないまでも高水準で推移している。

このような新規感染確認数のトレンドは、必ずしもワクチン接種率に比例しているわけではない。デルタ株のような感染力の高い変異株の出現や、ワクチン接種や感染後の抗体値低下により、いわゆるブレークスルー感染も発生している。一方、ワクチン接種による重症化率や死亡率の低下は多くの国で報告されており、事実、致死率は概ね低下もしくは低位で安定化しつつある。足もとの致死率（過去7日間の移動平均）を確認すると、感染者数とは関

係なく上昇している国もみられるが、国や地域によって医療現場への負荷や衛生状況、そして習慣も異なるため、致死率の上昇の背景要因には留意する必要があるが、このようなトレンドが先進諸国にあらわれない限り、金融市場への影響は軽微とみている。



出所: Our World in Data



出所: Our World in Data

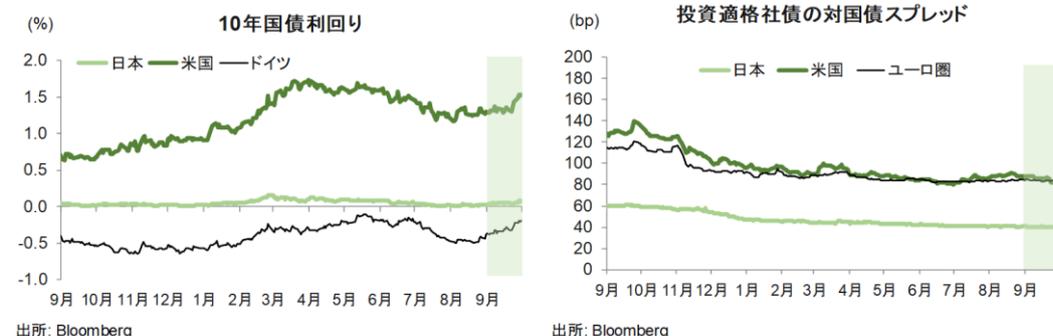
マクロ経済分野での今後の注目材料は、世界的にマクロ経済がスローダウンするなか、米国をはじめ複数国で実施される金融政策の正常化（金融引き締め）や、サプライチェーンの混乱がインフレ率に与える影響、更には中国経済のスローダウンによる世界経済（特に欧州と東南アジア）への影響に一層シフトするだろう。9月のFOMCではFRBのタカ派化が確認され、その後米国長期金利が上昇するなかで世界の株式市場が軟化する場面もみられた。これまでのグローバル金融市場はコロナ禍後の高い経済成長と企業業績を相当織り込んできたため、マクロ経済活動のピークアウト、中国のスローダウン、そして米金融政策のタカ派化は、今後もリスク資産にネガティブに作用しうる。リスク資産価格の調整は短期で終息しない可能性があることを認識しておきたい。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場～インフレ率の上振れ長期化を懸念

9月の債券市場は、世界的に金利上昇となった。米国の長期金利は7月に1.1%台まで下落したものの、その後狭いレンジ圏での推移を1ヵ月以上続けたのち、9月下旬にかけて急上昇し9月末には1.5%台に達した。米国長期金利の上昇は9月23日以降生じており、タイミングからみて9月のFOMCにおけるいわゆる「ドット・チャート」の上方修正がカタリストとみられるが、長引く生産者物価指数の高止まりと、その背景にあるサプライチェーン混乱の長期化やエネルギー価格の持続的な上昇、すなわちインフレ率の上振れが想定よりも長期化するリスクを懸念し始めているとの指摘もある。

長期金利の上昇に対し、クレジット市場は安定的に推移した。長期金利は上昇しているが、依然として過去に比べて低水準であることや、長期的な視点からは低金利長期化を意識する市場参加者も多く、利回り確保の投資家需要が根強いことも背景にあらう。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いが、企業業績の回復による財務指標の改善も著しく、格下げ件数や債務のデフォルト率も低下基調にあるため、クレジット・スプレッドがワイド化に転じる可能性は依然として低いだらう。



経済予想サマリー (Summary of Economic Projections: SEP)

予想指標	中央値					上下3予想を除外したレンジ				
	2021	2022	2023	2024	Longer-run	2021	2022	2023	2024	Longer-run
21年9月 実質GDP成長率	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8	5.8-6.0	3.4-4.5	2.2-2.5	2.0-2.2	1.8-2.0
21年6月 実質GDP成長率	7.0	3.3	2.4	2.0	1.8	6.8-7.3	2.8-3.8	-	-	1.8-2.0
21年9月 失業率	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0	4.6-4.8	3.6-4.0	3.3-3.7	3.3-3.6	3.8-4.3
21年6月 失業率	4.5	3.8	3.5	3.5	4.0	4.4-4.8	3.5-4.0	3.2-3.8	-	3.8-4.3
21年9月 インフレ率(PCE)	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0	4.0-4.3	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0
21年6月 インフレ率(PCE)	3.4	2.1	2.2	2.1	2.0	3.1-3.5	1.9-2.3	2.0-2.2	-	2.0
21年9月 インフレ率(PCEコア)	3.7	2.3	2.2	2.1	-	3.6-3.8	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2	-
21年6月 インフレ率(PCEコア)	3.0	2.1	2.1	-	-	2.9-3.1	1.9-2.3	2.0-2.2	-	-
21年9月 FF金利	1.0	1.3	1.0	1.8	2.8	0.1	0.1-0.4	0.4-1.1	0.9-2.1	2.3-2.5
21年6月 FF金利	0.1	0.1	0.6	2.5	2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1	-	2.3-2.5

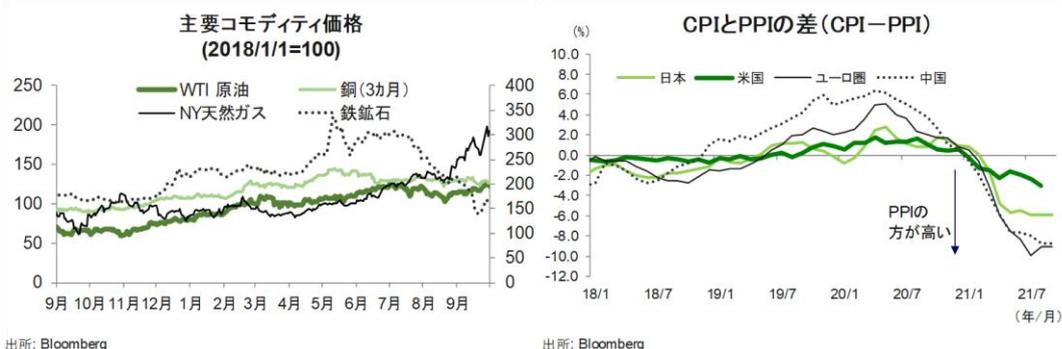
注目された9月のFOMCは、市場予想を上回るFRBのタカ派化が鮮明になった。FF金利の誘導目標レンジは市場予想通り0.00%~0.25%に、オーバーナイトレポ金利も0.05%で維持されたが、1カウンターパーティあたりの利用限度額が800億ドルから1,600億ドルに引き上げられた。債務上限問題が依然として解決されていないことも考慮に入れた保守的な対応とみられる。

パウエル議長はFOMC後の記者会見において、11月FOMCでのテーパリング決定を強く示唆するとともに、声明文において22年半ばにテーパリングを終了することが適切であるとの見方も示された。テーパリングの具体的な内容は示されなかったが、債券市場は米国債▲100億米ドル/月、MBS▲50億米ドル/月を念頭におき、21年12月からテーパリングに着手した場合には22年7月に終了することを織り込んでいる。

加えて「ドット・チャート」も、6月のFOMCに続き市場予想比でタカ派的な内容だった。市場想定よりも早い利上げパスが示されたため、発表当日の米金利カーブはツイスト・フラット化したが、翌日は大幅にベア・スティーブ化した。国債市場の需給要因（ポジション調整等）が影響したとみられるほか、市場予想がドット・チャートを織り込んだともいえる。

FOMC参加者の経済見通し（Summary of Economic Projections）も公表されたが、実質GDP成長率は足もとのデルタ株の影響を反映し21年は下方修正され、22年は反動から上方修正された。失業率もデルタ株の影響が考慮されたとみられる。一方、インフレ率（PCE、コアPCE）は6月FOMC以降も高止まりが続いたため、21年見通しが大幅に上方修正されたほか、22年も上方修正された。今回追加された24年も総合・コア共に2.1%とされ長期目標である2.0%を若干上回っている。

米長期金利の上昇は FOMC 結果を反映した動きとみられるものの、気になるのは欧州でも金利上昇がみられていることである。EU 圏では天然ガス価格の急上昇が見られることに加え、英国では EU 離脱やコロナ禍が影響し、運輸産業従事者が減少したことによる物流逼迫がガソリンを含む物資不足を招く事態に直面している。天然ガス価格の上昇は、基本的にはカーボン・ニュートラルの最先端を走る欧州において、石炭火力発電所の稼働を低下させると共に LNG 火力への需要が強まるなど、カーボン・ニュートラルを軸にしたエネルギー需要の変化が背景にあるとされる（需要変動に対して供給側の制約もある（つまりカーボン・ニュートラルを意識するあまり、原油や LNG の供給余力を確保することに躊躇したり設備資金確保が難しいなどの事情もある））。物流従事者を短期間に増加させることは困難とみられており、物流混乱は長期化する可能性がある。これらはいずれも潜在的なインフレ要因である。



エネルギー価格の上昇はコア指標に直接的に影響しないが、それが長期化すれば生産者物価の上振れが長期化することを通じていずれ消費者物価に影響する可能性がある。既に生産者物価の上振れは長期化する様相を呈していることから、今後は、サプライチェーンの混乱やエネルギー価格の上振れを背景にしたインフレ率の高止まりに対し、中央銀行は金融引き締めで対抗するか否かが焦点になる可能性がある。理論的には、金融政策は需要側の調整弁であり、サプライチェーンの混乱に無力である。一方、(皮肉にも)カーボン・ニュートラルを契機にした需要構造の変化に対しては、金融引き締めによる景気減速は一定の効果があるともいえる。過去に類例がないインフレ率の上振れの長期化が顕在化すれば、市場の不透明性が高まる可能性がある。

なお、市場で懸念されるインフレ率長期化懸念に対して、物価連動国債価格に織り込まれる市場で観測されるインフレ率であるブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI) は 5 月以降 2.3% 台の狭いレンジ圏で推移している。このため名目金利の上昇は国債市場の需給悪化 (例えば、米債務上限問題などが背景にある) との指摘もあるが、一方の債券市場では米債務上限が話題になることはほとんどない (過去の経験に照らして時間が解決する問題と理解されている)。BEI 市場の動きから国債市場を観察するのは、BEI 市場の流動性は低く短期的な需給要因に左右される傾向があることに鑑みれば、参考程度に見ておくべき材料であろう。

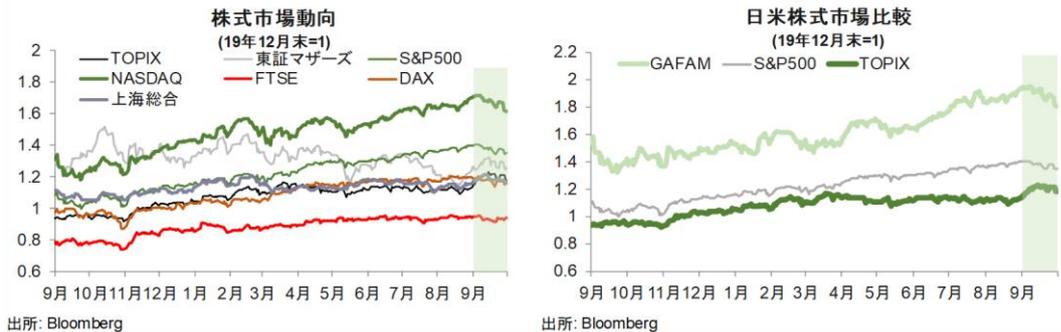
## ② 株式市場～ 中国株急落がグローバル市場にもたらす影響は軽微

9 月の世界の株式市場は、日本を除き総じて軟化した。ヘッドラインとしては、中国恒大集団の債務危機、サプライチェーンの混乱に加え、長期金利上昇も影響した。一方、日本市場は菅首相辞任を契機に急反発したが、月末にかけては世界的な長期金利上昇や自民党総裁選結果に反応したとみられ下落した (主に海外投資家は岸田氏よりも河野氏の構造改革に期待していた可能性がある)。

中国市場は今後の政府による景気刺激策への期待も強く上海総合指数は安定推移となったが、「共同富裕」への社会システムのシフトに向けた規制強化への警戒感が残り、米国上場 ADR 銘柄の軟調は続いた。更に、中国恒大集団の債務危機が世界的な話題になるなか、総

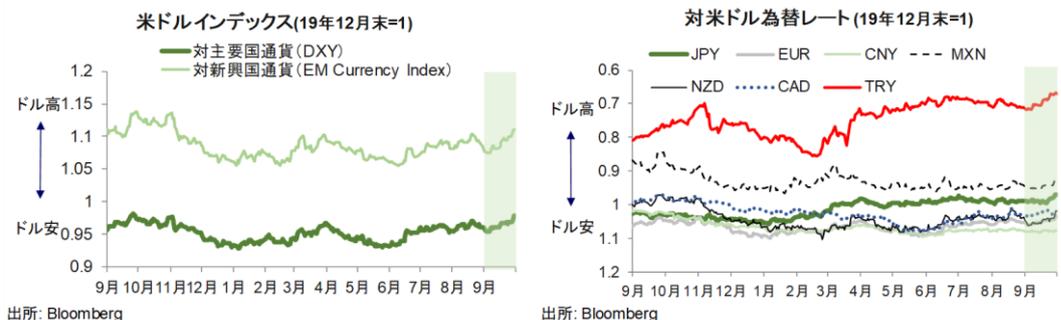
じて不動産セクターや金融セクター（特に中国恒大集団への多額の与信があるとされる銘柄）が軟化した。中国恒大集団の債務危機は、中国国内の問題であることに加え、政府による「秩序だった流動化」が期待されており、不動産市場や金融システムへの影響は軽微とみている（後述）が、市場はそれを確認するまではヘッドラインに一喜一憂する不安定な状態を続けよう。

前月の当レポートでも指摘したように、株式市場にとってネガティブな材料がそろいつつある。中国のスローダウンがグローバル経済に与える影響、インフレ率の高止まり（≒生産者物価の高止まりを通じたマージン圧迫へ）、FRBのタカ派化などは、いずれも株式市場に対する逆風になりうる。COVID-19への関心低下は想定通りながら、今後は業績ガイダンスの下方修正の可能性を含め、株式市場にネガティブな材料が顕在化するとみている。



### ③ 為替市場～ 米ドルは行って来いに

9月の為替市場は、米ドルの上昇が顕著になった。月前半は米国長期金利がレンジ圏で推移するなかで米ドルは上昇基調となったが、主因は米ドルではなく他国通貨にある（利下げを実施したトルコ、英ポンドやユーロの下落など）。一方、月後半の米ドル高は米国主導であろう（米国長期金利の急上昇など）。一般的にリスクオフトレンドになったことも米ドル高を誘発したとみられる。



前月まで狭いレンジ圏にあった米ドル円も、さすがに足元の米ドル高圧力に屈し円安（米ドル高）に振れ、一時112円台に達した。

新興国通貨も、資源価格上昇による資源国通貨高のトレンドは終わり、9月は対米ドルで減価した。トルコによるサプライズ利下げも市場センチメントを悪化させた。

今後の為替市場は、インフレ率の高止まりや、世界的な景気減速によるリスクオフを主因に、米ドル高が続く可能性が残る。9月下旬の動きが急速ゆえに、短期的には相場の戻りもあるうが、サプライチェーンの混乱が長期化する可能性が高いなか、米ドル高継続がメインシナリオと考えている。

### 3. 注目材料～ 中国恒大集団の債務危機と今後の金融市場への影響

9月以降、中国恒大集団（China Evergrande Group）の債務危機がグローバル金融市場の注目材料になっている。中国の不動産価格がバブル的とされ、中国政府による不動産セクターへの締め付けは数年前から進められているものの、これまでに目立ったヘッドラインが無かったことや、中国恒大集団の負債規模（1.97兆元、約33.8兆円）が巨額であることから、同社の破たんが不動産市況や金融システムに波及するのではないかと懸念を誘発したとみられる。

中国恒大集団は「広州の皇帝」との異名を持つ許家印氏が一代で築き上げた、中国不動産最大手の一角（売上高で中国第2位（2020年））を占める巨大グローバルリットである。過去10年間は、本業の不動産開発業から電気自動車、ネットメディア、老人ホーム、レジャー施設、ミネラルウォーター販売、そしてプロサッカーチーム経営まで、積極的かつ派手に多角化した。一方、資金調達には負債調達（レバレッジ）に依存していた。

しかし、コロナ禍での財政拡張や金融緩和がもたらした住宅価格の上昇加速に対して、中国政府が20年8月に打ち出した不動産開発会社の財務改善要求、いわゆる「3つのレッドライン」（三条紅線）を含む不動産業向けの融資の総量規制により、中国恒大集団の資金調達環境は急速に悪化した。20年12月末時点で3つの指標はいずれも未達であり、指標達成に向けた負債削減が収益悪化に直結、株価下落が信用不安と資金繰り懸念に至る負の連鎖を招いた。積極的な多角化や許家印氏の派手な人脈に加え、理財商品絡みのヘッドライン（中国恒大集団の関連企業が発行した理財商品を購入した中国恒大集団の経営陣の一部が独自に自ら保有する理財商品のみ償還したこと）もあり、市場の標的になった側面も否めない。21年6月時点では最終黒字を計上し、財務指標も改善しつつあったが、新規の資金調達が閉ざされ、流動性危機に直面しているといえよう。

中国政府が安易に救済に乗り出すとの期待も低く、中国恒大集団の債務は近い将来にデフォルトすることを既に社債市場は織り込んでいる。主要格付会社は同社債に対する格付けを既にC格クラス（CCC格以下は近い将来のデフォルトを織り込んだ水準）に落としており、同社債価格（米ドル建て）も年限に関係なく概ね額面の25～30%程度付近にある。そして、グローバル金融市場は中国恒大集団の経営破たん（債務のデフォルト）が金融市場や金融システムに負の影響をもたらすのではないかと警戒している。

しかし、中国恒大集団の問題が中国国内のみならずグローバル金融市場に与える影響は必ずしも大きくないだろう。以下順に説明する。

中国恒大の開示資料によれば、21年6月末の負債総額は1.97兆元（約33.8兆円）で、うち有利子負債残高は5,718億元（約9.8兆円）、純有利子負債は4,101億元（約7.0兆円）である。有利子負債以外の負債は、買掛金（Trade and other payables）や契約上の負債（Contract liabilities）等であり、簿外の負債（未完成物件に対する債務保証等）も5,796億元（約10兆円、20年12月末）ある。有利子負債のうち社債残高（21年6月末）は192.36億米ドル、1.01億香港ドル（計約2.1兆円）、および535億元（約0.9兆円）だが、中国恒大集団は長年シングルB格クラスのハイイールド銘柄であり、銀行や保険会社等の金融システム上重要な投資家による保有は限定的であろう。また、同社債を使った借入等の取引も皆無に近いとみられる。

銀行借入については200を超える金融機関からの借入がある模様で、特定行に突出した残高がある可能性は低いだろう。仮に特定の銀行に与信費用が集中し、自己資本不足に陥れば、当該銀行が金融システム上重要な銀行と判断されれば、公的資金注入による資本回復が十分に期待できるだろう。

メディア報道によれば、既に中国政府は「秩序だった流動化」、つまり①個人向け等の負債の優先弁済をしつつ、②中期的には会社解体を含む流動化に向けた関与を始めている模様

である。すなわち、政府関与のもとで市場混乱を避けつつ同社の解体を含む経営破たんが選択される可能性が高く、国際金融市場への影響を極小化するような対策（例えば既に中国人民銀行は短期資金供給を実施している）も施されるだろう。

一方、中国恒大集団だけの問題であれば影響は軽微であっても、不動産価格下落と金融システム問題に発展する「伝播リスク」の懸念は熾っている。しかし、こちらも中国政府の関与によってそのリスクは顕在化しない可能性が高いだろう。

中国政府が不動産価格の上昇を「抑制」することを意識しているのは事実だろうが、日本の90年代のような不動産価格の過度な下落を望んでいるわけではない。既に不動産は巨大な資産であり、その価格下落は日本が経験したような長期的なデフレ要因になることは、長年にわたり日本のバブル崩壊を研究してきた中国政府が一番理解している。加えて、不動産価格の下落を長期的に放置すれば、銀行のバランスシート問題を経て金融危機を誘発することも、政府は十分に理解しているだろう。金融危機が発生すれば、その後の社会更生コストが莫大になることは日本のバブル崩壊を見れば明らかであり、それを避けるような「マクロ・プルーデンス政策」が実行されるだろう。具体的には、①第二の中国恒大集団探しによる特定企業の流動性危機が生じる局面では政府により債権者（主取引銀行）への残高維持要請を發出すること、②流動性危機に瀕する不動産開発業者が流動性確保のために資産売却をする際には「相応の値段」で買い取ることを政府が要請すること、および③政府が関与しつつ負債の返済順位をつけること等を通じて社会不安や金融システム不安を極小化すること、などがあげられる。

今年2月に破産申し立て・法的整理された海航集団も、政府による実質的な公的管理下に置かれ「秩序だった流動化」がすすめられた後に破たん処理が実施された。中国恒大集団を政府が救済する可能性は低く、いずれ経営破たんに追い込まれるのだろうが、社会システムが「社会主義・共産主義」であることから、政府にインセンティブがある限り、金融危機等への波及リスクは杞憂とみてよいだろう。

中国政府による不動産業に対する実質的な引き締めは数年前から継続しているが、不動産価格の下落は限られた地域のみで生じている。中国の不動産価格が高いのは、高い値段でも買いたいという「需要」があることを忘れてはならない。平均年収では日本よりも低い中国では、少なくとも2億人と言われる中産階級が成長している。筆者の経験に鑑みれば、中国の中産階級の平均年収は、日本人の平均年収を圧倒している（～数千万円程度）。中産階級にとっては必ずしも主要都市の住宅は「手が出ないほど高い」わけではない。

また、中国政府は信用力の高い個人に対して、住宅ローン金利の引き下げなどの実質的な金融緩和策も実施されている。住宅ローンの返済負担（アフォーダビリティ）は支払い利息に大きく依存しているため、借入金利の低下は債務返済余力を高めることになる。

このように、日本から見た中国の不動産市況は、情報不足や「思い込み」もあり過度に不安視される傾向がある。しかし、日本とは異なる社会システム（社会主義・共産主義）を採用する中国では、政府に能力と意志がある限り、不動産市況崩壊や金融システム不安の台頭を避けることが可能であることを理解したい。

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