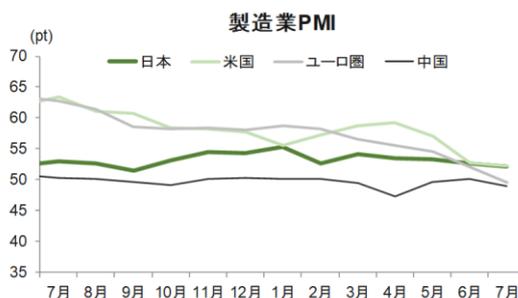




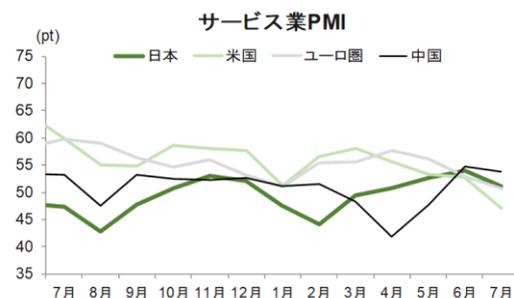
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、鈍化基調が一層鮮明になりつつある。一方、金融市場では、中銀が積極的な利上げをするなかで長期金利が低下し、株式や社債などのリスク資産価格が回復したほか、為替市場でも米ドル円相場が急反落した。金融市場は、近い将来に金融引き締めが終了するとの見立てのなかで、リスク資産投資を再開しているようにみえる。また、23年央までのインフレ率鎮静化と利上げ停止を想定する限り、マクロ経済のスローダウンは短期的かつ規模も小さいと評価している。一方、インフレ率動向は依然として不透明であり、とりわけ資源・エネルギー価格は地政学情勢が絡むため予測困難である。80年代初頭の経験も踏まえれば、市場には悲観論も残ろう。市場の楽観が長期化するか、再びリスクオフになるか。不安定な状態が当面続く可能性が高い。
- **注目材料:** ECBは政策金利を50bp引き上げるとともに、断片化防止手段であるTPI(Transmission Protection Instrument)を承認した。TPIはその実施にあたっていくつかの要件を求めているが、当該要件自体は厳しくなくECBの裁量で実施することも可能で、また債券購入量も無限であり、ツールとしては強力である。しかし、現状は①TPIの発動条件が明確ではない(対独国債スプレッドがどの程度まで拡大すれば発動するのか)こと、②ECBのタカ派化(利上げ等)に対する市場見通しが不透明なこと、および③イタリアで政局不安が生じていることにより、イタリアを含む周縁国の対独国債スプレッドは非常に不安定になっている。このため、TPIを含む断片化防止策が十分に機能するとしても、それ単独では周縁国債の対独スプレッドを十分にタイト化させることは難しいだろう。まずはECBの金融政策の不透明性が低下すること(特に利上げのゴールに対する市場の期待が安定化すること)や、イタリア政局が落ち着くことが重要である。

1. マクロ経済展望 ~ 金融引き締め懸念の台頭

グローバル・マクロ経済は、鈍化基調が鮮明になりつつある。インフレ長期化、金融政策引き締めに加え、欧州では今冬に向けたエネルギー危機(厳しい供給制限)も意識されつつある。足もとのPMIはポスト・コロナ本格化とバカンスシーズンによるペントアップ需要が残っているが、今後はこれらが剥落するとともに、長引くインフレによる消費減速が本格化する可能性が高まっている。また、COVID-19の感染者数は引き続き世界で多く(イギリスなど感染者数のカウントをやめた国も多いが、感染者数はかなり高水準に達しているとみている)、少なからず経済活動に影響しているとみるべきだろう。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

中国も、上海市のロックダウンを6月1日に解除後、経済活性化策を矢継ぎ早に導入し景況感は回復基調にあるが、上昇が期待された7月のPMI製造業・サービス業ともに予想外にスローダウンとなった。上海市以外の大都市では部分ロックダウンが実施されるなど、ゼロコロナ政策も根強く残っているほか、不動産市況が回復せず不動産開発会社の業績が上向かないなか、個人向け住宅の未完成工事が社会問題化しつつあるなど、回復ペースの鈍さ

を印象付けた。足もとでは、政府が矢継ぎ早に不動産開発会社向けの与信・資本注入プログラムを導入するなど、金融システムへの波及を未然に防ぐべく対応しているが、逆にそのような政府方針が市場を不安にさせている側面もある。中国の失速は22年のリスクとはみえていないが、23年以降に注目すべき材料であり、今後も注視したい。

7月28日に発表された米国の4-6月期実質GDP1次速報は、前年比年率換算で▲0.9%と市場予想の同+0.4%を大きく下回った。22年1-3月の同▲1.6%に続くマイナス成長となり、テクニカル・リセッションに陥った。なお、名目GDP成長率は同+7.8%（前期同+6.6%）と強かった。需要項目別にみると、外需や個人消費が堅調な一方、政府支出、在庫投資、および住宅投資の大幅減がみられた。個人消費は、財消費が2期連続でマイナス成長となった一方で、サービス消費は伸びが加速し、財からサービスへのシフトがより鮮明になった。

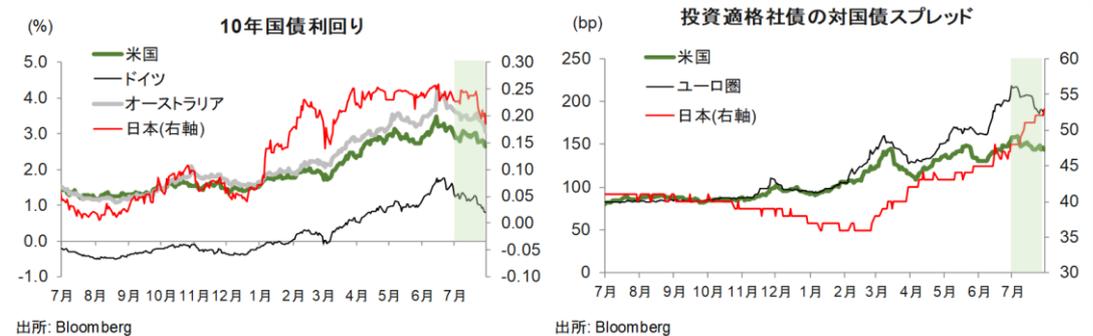
また、7月は米欧中銀の大幅利上げが実施された。FRBは市場予想通り75bpの利上げを実施し、FOMC後のパウエル議長の記者会見では、9月以降の利上げペースの事前予告はせず、今後発表されるマクロ経済データ（個人消費、雇用、およびインフレ率）を確認しつつ柔軟に金融政策を誘導するとの方針が示された。ECBは市場予想（25bpの利上げ）に反し50bpの利上げを決定し、同時に断片化（国債利回りの極端な上昇）防止手段であるTPI(Transmission Protection Instrument)を承認した。今後の理事会において、さらなる政策金利の正常化を進めることが適切であり、政策金利経路は引き続きデータに依存する旨も表明した（詳細は後述）。

以上のような中銀のアクションおよびマクロ経済統計に対する金融市場の反応は、長期金利低下、株式や社債等のリスク資産価格の回復、米ドル高の修正（米ドル円は急落）であった。金融市場は、近い将来に金融引き締めが終了するとの見立てのなかで、リスク資産投資を再開しているようにみえる。また、23年央までのインフレ率鎮静化と利上げ停止を想定する限り、マクロ経済のスローダウンは短期的かつ規模も小さいだろう。一方、インフレ率動向は依然として不透明であり、とりわけ資源・エネルギー価格は地政学情勢が絡むため予測困難である。80年代初頭の経験も踏まえれば、市場には悲観論も残ろう。市場の楽観が長期化するか、再びリスクオフになるか。「インフレ」と「リセッション」が今後もテーマとして注目されるなか、金融市場は不透明な状態が続く可能性が高いとみている。

2. 主要資産市場動向

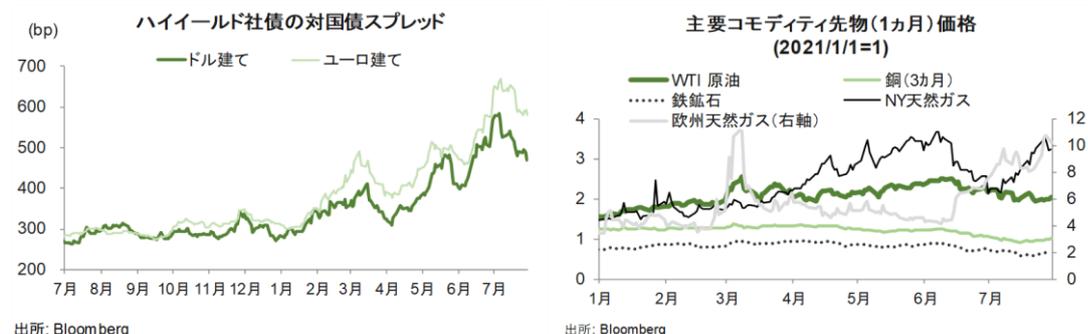
① 債券市場 ~ インフレ長期化懸念が弱まった？

7月の債券市場は、世界的に金利低下が鮮明になった。米国は6月のCPI(前年同月比+9.1%)が市場予想比上振れしFOMCで75bpの利上げが実施されたものの、長期金利は持続的に低下した。欧州は、ECB理事会にて市場予想を上回る50bpの利上げが実施されたにもかかわらず、理事会直後から金利は低下した。日本も、日銀金融政策決定会合で金融政策の現状維持が決定されたが、当会合前から長期金利は低下基調に転じていた。



社債市場のクレジット・スプレッドも米欧市場でタイト化に転じた。22年は年初来、金利上昇による需給軟化（投資適格社債は固定利付債が多く、国債利回りの上昇により価格が下

落する)を主にクレジット・スプレッドがワイド化していた。4月以降はマクロ経済や企業業績への懸念も強くなり、ハイイールド社債などの低格付け社債のスプレッド・ワイド化幅が大きくなっていった。また、欧州が米国に比べてアンダーパフォーム(クレジット・スプレッドのワイド化幅が大きい)していた。7月はこれらのトレンドが一転した。なお、本邦社債市場のクレジット・スプレッドはワイド化が続いたものの、7月下旬以降の長期金利低下・安定化局面の発現により、今後需給改善が期待される。



足もとの世界的な長期金利低下は、リセッション懸念の高まりに加え、インフレ期待剥落を織り込んでいる。ポスト・コロナに移行するなか、コロナ禍により発生した超過需要(ペントアップ需要)や供給制約によるインフレは徐々に鎮静化しており、インフレの主因は資源・エネルギーにシフトしている。一方、主要資源・エネルギー価格は6月以降下落基調に転じている(天然ガスを除く)。特に米国のインフレ率に強い影響を与える WTI 原油やガソリン価格が持続的に低下するなか、インフレ期待が大幅に低下した。

仮に、資源・エネルギー価格がこれ以上上昇しなければ、インフレ率は足もとの水準がピークになり23年に向けて持続的に低下することが期待される。インフレ率の低下がトレンド化すれば、中銀の利上げペース減速もしくは停止も期待できる。その限りにおいて、利上げがマクロ経済を「オーバーキル」する可能性は低く、米国のようにテクニカル・リセッションに陥っても、名目 GDP の落ち込みも一時的かつ軽度との見方が台頭したといえよう。結果、金利低下とリスク資産価格上昇が同時に生じたとみている。

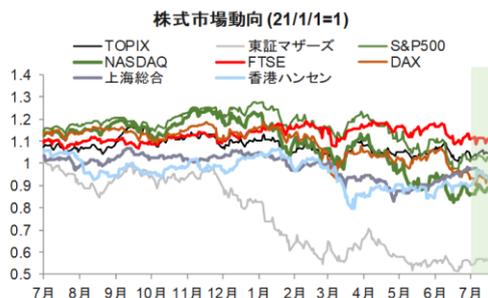
一方、インフレ率が資源・エネルギー価格の将来を予想するのは難しい。これらが地政学情勢に大きく依存しているからである。その典型例は欧州天然ガス価格であり、足もともロシアが欧州向けに天然ガス供給を絞っていることを主に価格と価格ボラティリティの上昇が生じている。米バイデン大統領は7月にサウジアラビアを訪問し、サウジアラビアに対し原油増産を要請したが、石油輸出国機構(OPEC)と非加盟産油国でつくる「OPECプラス」は8月3日の会合で、米国から供給増の要望が出ているにもかかわらず、9月の生産水準を現状維持とする方向で検討する、との報道もある。実際、当該報道により7月末にWTIは再び一時100米ドル/バレル台を回復した。

8月は主要中銀の金融政策決定会合は開催されないが、引き続きマクロ経済統計(個人消費、雇用、インフレ)が注目されよう。また、米国では8月25~27日にジャクソンホール会議が開催される(3年ぶりに対面開催予定)。FRBのパウエル議長が9月以降の利上げやインフレ対応についてどのような見方を示すのか大変注目される。世界の中央銀行は、引き続きインフレ抑制とマクロ経済の安定化という、非常に難しい課題にチャレンジしており、債券市場の高いボラティリティも継続するとみている。

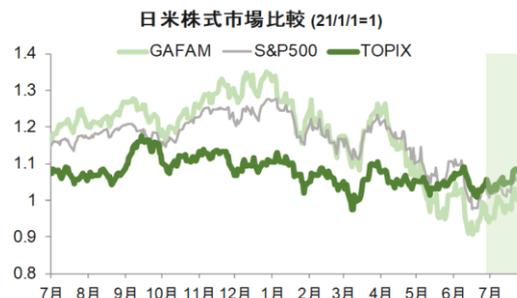
② 株式市場 ~ 主要市場で反発に転じる

7月の株式市場は、総じて反発した。FRBやECBのタカ派化とリセッションが強く意識されるなか、前述のとおり、インフレ鎮静化と利上げが意識されたことにより長期金利が低下する展開になり、株式市場、特にグロース株の回復に寄与した。一方、主要市場で唯一不調

だったのは中国（および香港）市場である。上海市のロックダウン解除後、マクロ経済浮揚策が次々と投入されているが、不動産市況が回復せず、ハイテク企業への締め付けが続くと
の見方も台頭した。IT 大手アリババ集団が、米当局の監査を受け入れないため、米国上場
廃止となる可能性がある企業の暫定リストに追加されたことも嫌気された。



出所: Bloomberg



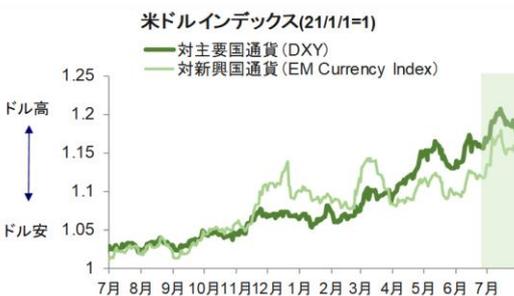
出所: Bloomberg

株式市場も、債券・クレジット市場と同様に、近い将来にインフレのピークアウトと利上げ
終了を強く織り込んでいる。しかし、前述の通りインフレのピークアウトは不透明であるほ
か、インフレと個人消費減速による企業業績悪化のピークはむしろ今後訪れる可能性も十
分にある。米 4-6 月期 GDP 統計をみても、モノからサービス消費へのシフトが鮮明になる
なか、住宅販売の低迷もあいまって、耐久消費財を含む幅広い消費財関連銘柄の低迷も想定
されよう。今後の株式市場は、インフレや利上げのピークアウト期待と、業績下方修正懸念
のはざままで、ボラタイルな展開が続くとみている。

③ 為替市場 ~ 米ドル安に転じた

7 月の為替市場は、前半は強い米ドル高基調、中盤以降は逆に強い米ドル安基調となった。
主要国通貨では、FRB 同様に ECB がタカ派化姿勢を鮮明にするなか、欧州経済への悲観的
な見方が勝り、ユーロやポンドなどの欧州通貨が対米ドルで下落したが、月央以降は世界的
な米ドル安トレンドに乗り回復した。新興国通貨も、おおむね同様の展開となった。

米ドル円相場も同様に、7 月 14 日に一時 139 円台をつけたが、その後は伸び悩み、米 4-
6 月 GDP1 次速報が発表されたのちは月末に向けて 133 円台前半まで急落した。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

7 月にみられた米ドル安は、基本的には米長期金利の低下を織り込んだものであるが、今後
を占ううえでは、米金利低下が必ずしも米ドル安にならない可能性があることも指摘して
おきたい。例えば、中国のマクロ経済失速が長期化する場合、世界的なリセッション懸念の
高まりにより、極端なリスクオフセンチメントが発生するだろう。その場合、米金利は一層
低下するとともに米ドルは世界の逃避通貨としての特徴を発揮することで上昇する可能性
がある。米金利低下と米ドル安は、米国経済のスローダウンが軽度なリセッション程度でと
どまるとの市場の見方を織り込んでいることも理解しておきたい。

世界の為替市場は、米ドルを中心に展開されるようになってきているため、上記の認識のもとで、

まずは米長期金利水準に引き続き注目したい。すなわち、米国のインフレ率、雇用、および個人消費や住宅投資等を含むマクロ経済情勢に依存した状態が続くだろう。また、リスクシナリオとして、中国のマクロ経済動向にも留意したい。

3. 注目材料 ~ ECB の断片化防止策 (TPI) の評価

前述のとおり、ECB は 7 月 21 日の理事会において、政策金利を 50bp 引き上げるとともに、断片化防止手段である TPI(Transmission Protection Instrument)を承認した。TPI は、ユーロシステムの安定化を通じて、欧州社債市場にも大きく影響する可能性がある。そこで、以下では TPI の概要を確認するとともに、TPI が断片化防止にどの程度威力を発揮しそうか議論する。

ECB は 6 月 15 日に臨時理事会を開催した。市場金利の急激な上昇（特定国を前提に他国比で極端に金利が上昇する状態を「断片化」と呼ぶ）、とりわけイタリア等のいわゆる周縁国国債利回りの急上昇への対応を議論することになり、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）による買入れ資産の再投資の柔軟化を確認したほか、新たな政策手段の検討を急ぐことを決定した。これを踏まえ、7 月の理事会では、新たな政策手段として、TPI が承認された。

TPI の主な内容を確認すると、残存期間 1-10 年の公的セクター（中央および地方政府、ECB が定義する政府機関が発行するもの）を対象とするが、適切であれば民間セクターの購入も検討されうるとした。また、購入可能な債券の量に上限は設定されておらず ECB は事実上無制限に債券を買入れることが可能であり、その判断は ECB の裁量で行うことができる。

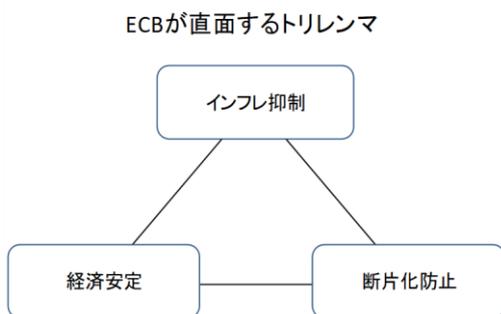
また、TPI で購入対象となる国は、基本的にはユーロ圏のすべての国であり、以下の条件を満たすことが求められる。

- EU 財政枠組みの順守（過剰財政赤字手続き（EDP: Excessive Deficit Procedure）の対象外等）
- 深刻なマクロ経済不均衡がないこと（過剰不均衡手続き（EIP: Excessive Imbalance Procedure）の対象外等）
- 財政の持続可能性（EU、ESM、IMF、その他機関と ECB 内部での分析を考慮すること等）
- 健全かつ持続可能なマクロ経済政策（財政再建計画、欧州セメスターの下での国固有の財政関連勧告の順守等）

更に、TPI によって購入された債券は、債券の条件に従って民間や他の債権者と同じ（パリパス）扱いを受け入れること、およびユーロシステムのバランスシート全体や金融政策スタンスに持続的な影響を与えないように実施されるとされ、債券購入のために市場に放出された流動性は原則不胎化される模様である。

TPI の導入により、ECB が断片化防止に活用できる手段は、要件が低いものから順に、PEPP の柔軟化（再投資を断片化防止に活用する）、TPI、そして OMT（アウトライト・マネタリー・トランザクション：2012 年 9 月に導入された欧州中央銀行(ECB)が主に重債務国の国債を直接買入れるプログラム）となった。OMT は買入が無制限ながら、ESM のマクロ経済調整プログラム等に正式申請し財政・構造改革実行に関する条件を受け入れる必要があることから、活用のハードルは相応に高い。反面、TPI は ESM 等に関係なく、基本的には ECB の裁量で発動可能であるが、前述のようないくつかの条件が付与されている。ECB は、まずは PEPP による再投資柔軟化を最大限活用しながら、断片化防止に対応することになるう。

ECB が新たに導入した TPI が機能するか否かについて、市場では意見が分かれている。ECB は、ユーロ圏のインフレ率高騰が続くなか、インフレ抑制のための金融引き締め策（利上げ等）を開始したが、TPI を含む断片化防止策は金融緩和的側面を持つ。また、ロシア・ウク



ライナ情勢の緊迫化により欧州のエネルギー・安全保障に揺らぎが生じるなか、無暗な金融引き締めはマクロ経済を「オーバーキル」してしまいかねない。このように、インフレ抑制、断片化防止、経済安定というトリレンマ問題に直面する ECB の金融政策の実行可能性に関し、市場参加者の不安は募っている。

ユーロ圏は、複数国が共通通貨ユーロを使う一方で、各国で財政は独立している。このため、域内格差が生じやすいことが知られている（ドイツのような経済が強い国は自国の実力よりも常に安い通貨を使うことが出来る（逆は逆））。域内格差が市場リスクとして顕在化したのが 2010～2011 年のギリシャ危機・欧州ソブリン危機である。2011 年後半にはギリシャ危機がイタリアやスペイン等のいわゆる周縁国全体に拡大するなか、ユーロ圏で国債残高が最も多いイタリア政府の資金調達が困難になった。この危機を救ったのが ECB である。2011 年 12 月に銀行向けの低利資金供給プログラムである Long Term Refinancing Operation (LTRO) を発動するとともに 2012 年には OMT を導入した。2012 年以降も一時的に周縁国の対独国債スプレッドがワイド化する局面はあったが（18 年など）、2011 年のような「危機」には至っていない。

今般も、OMT が機能しており、PEPP 再投資の柔軟化だけでも十分に対応可能だったとみられるなか、新たな断片化防止策として TPI が導入されたため、ECB の断片化防止措置は強化されたことになる。TPI だけではなく、PEPP や OMT を含めた 3 層構造の断片化防止措置は、ECB がやる気になれば非常に強力な手段になる。しかし、現状は、①TPI の発動条件が明確ではない（要は対独国債スプレッドがどの程度まで拡大すれば発動するのか）こと、②ECB のタカ派化（利上げ）に対する市場の予想が不透明なこと、および③イタリアではドラギ首相が辞任し政局が不透明化していることにより、イタリアを含む周縁国の対独国債スプレッドは非常に不安定になっている。

足もとの欧州社債スプレッドのワイド化幅が米国社債スプレッドよりも大幅にワイド化している（欧州が米国をアンダーパフォームしている）のは、欧州経済に対する悲観的な見方が台頭しているというよりも、ECB の金融政策への不信感・不透明性の高まりが主因である。そして、周縁国はその影響をダイレクトに受けている。TPI を含む断片化防止策が十分に機能するとしても、それ単独では周縁国債の対独スプレッドを十分にタイト化させることは難しいだろう。まずは ECB の金融政策の不透明性が低下すること（特に利上げのゴールに対する市場の期待が安定化すること）や、イタリア政局が落ち着くことが重要である。

TPI の実効性とは関係なく、欧州債券市場のボラティリティは当面高い状態が続くとみている。

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