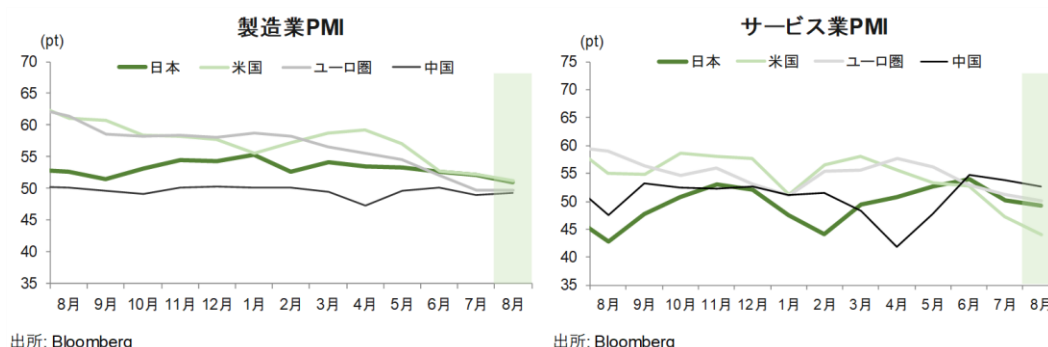




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、引き続き減速基調にある。インフレ長期化、金融引き締めに加え、欧州では今冬に向けたエネルギー危機（厳しい供給制限）も意識されつつある。一方、債券市場では金利上昇が続き、株式・クレジット等のリスク資産も売られた。また、ジャクソンホール会合における米欧中銀のタカ派発言が注目された。いずれも、インフレ抑制のためにはマクロ経済へのある程度の痛み（some pain）も辞さないことを強く主張したことにより、金利上昇やリスク資産価格の下落に拍車をかけた。金利上昇圧力は当面続く可能性が高く、リスク資産価格も下落圧力が続くだろう。
- **注目材料:** 当レポートの 22 年 5 月号にて、中国経済の現状を解説した。当時は上海市の都市封鎖（ロックダウン）が実施されており、中国のマクロ経済への影響に加え、世界的な物流網の混乱や部品供給制約など、幅広い分野への懸念が最も強い時期だった。6 月以降は上海市のロックダウンが解除されるとともに、政府によるマクロ経済刺激策が矢継ぎ早に実施されており、経済指標も底打ち傾向にあるが、市場の期待ほどには回復せず一進一退を続けている。加えて、住宅価格の低迷、若年層失業率の急上昇、通貨相場下落など、新たな不安材料も台頭している。格差是正を目指す再分配政策である「共同富裕」のもとで、テクノロジー産業を中心に締め付けが強化されるなど、中国経済の高度成長を支えてきた「高成長の持続」という期待が剥落しつつあるなか、中国がマクロ経済安定をいかにして実現するのか。当面は不安材料と共存しつつ、金融市場参加者は趨勢を見守り続ける必要がある。

1. マクロ経済展望 ～ 金融引き締め加速とリセッション懸念の本格化

グローバル・マクロ経済は、引き続き減速基調にある。インフレ長期化、金融引き締めに加え、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 はコロナ禍でのペントアップ需要の剥落に加え、長引くインフレによる消費減速が本格化するなかで下落トレンドにある。



そして、見逃してはならないのは中国の低迷であろう。上海市のロックダウンを 6 月 1 日に解除後、経済活性化策が矢継ぎ早に導入され景況感は回復基調にあるとの見方が根強いものの、上昇が期待された 8 月の PMI 製造業・サービス業はともに（市場予想を若干上回ったものの）冴えなかった。多くの大都市で依然として部分ロックダウンや行動制限が実施されるなど、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、マクロ経済回復ペースの鈍さを印象付けた。政府は LPR（ローン・プライム・レート）の引き下げなどの追加金融緩和策や、インフラ投資などで景気浮揚策を続けているが、若年層（16～24 歳）失業率（7 月）が 19.9%に達するなど、マクロ経済低迷の芽は残っている。中国経済の本格的な失速は 22 年のリスクとはみていないが、23 年以降に注目すべき材料であるた

め、後段で詳細を解説する。

8 月は、金融市場関係者が注目する「ジャクソンホール会合」（カンザスシティ連銀主催の年次シンポジウム）が開催された。最大の注目だったパウエル FRB 議長講演では、23 年の利下げを否定するタカ派発言に加え、ECB の積極的な利上げ姿勢も表明されるなど、総じてタカ派色の強い内容となった。米欧中銀は、いずれも、インフレ鎮静化のためにはマクロ経済への負の圧力がかかること（リセッション）を辞さないとの姿勢であり、7 月の FOMC 以降市場が織り込んできた「データ次第」との期待を打ち砕くものであった。パウエル議長のタカ派発言は、債券市場では概ね織り込まれていたとみられるが、「データ次第」を否定したとの見方が台頭したことで、ジャクソンホール会合後も米国 2 年金利は上昇を続け、10 年金利も上昇基調となった（2 年-10 年のカーブは一層インバートした）。

欧州でも ECB が 9 月の理事会で 50bp 以上の利上げを実施するとの見方が優勢となり、国債利回りの上昇が続いている。欧州のインフレ率は、これまではエネルギーや食料品価格に大きく依存していたが、これらに加え、足もとでは人材不足を背景にした賃金上昇圧力がみられつつあることが背景にある。一方、ロシアからの天然ガス供給不安が根強く残るなか、電力・ガス価格の異常といえるほどの上昇がみられており（8 月末に向けて急



落しているが）、利上げとインフレ長期化によるリセッション懸念は米国よりも強い。電力やガスなどの主要エネルギー相場が先物市場で取引される状況にある欧州では、先物市場が金融商品の投機の間と化しつつあるなか、22 年冬に向けて当面の間はボラタイルな動きを続ける可能性が高い。欧州各国政府はエネルギー価格抑制策の導入を検討しているとの報道もあり、予断を許さない状況が続くだろう。

今後のグローバル・マクロ経済は、インフレ退治に躍起になる中銀の金融引き締めと、それによるマクロ経済の「オーバーキル」懸念の狭間で、右往左往する状態が続くだろう。リーマンショック以降、米欧経済が不調ななかで常にグローバル経済をサポートしてきた中国が、今次局面では期待できないなか、マクロ経済失速懸念は今後も高まり、また、金融市場も不安定な状態が続くとみている。

2. 主要資産市場動向

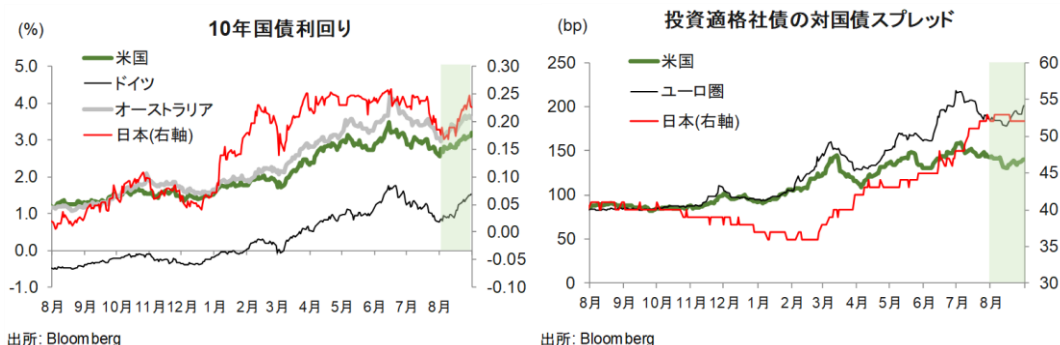
① 債券市場 ～ 金融引き締め継続への警戒感が高まる

8 月の債券市場は、世界的に金利上昇に見舞われた。金利上昇のドライバーになったのは、断続的に発せられた FOMC メンバーや ECB 理事会メンバーからのタカ派発言や、堅調な米国マクロ経済指標（雇用統計、消費者センチメントなど）に加え、ジャクソンホール会合におけるパウエル FRB 議長や ECB 理事会メンバーの講演内容であった。

パウエル議長講演では、非常に簡潔にタカ派メッセージを伝え、7 月の FOMC 後の記者会見のようなハト派的な印象を与える表現を含まない内容であった。23 年の利下げ織り込み剥落を狙った発言自体は債券市場が概ね織り込んでいたものであるが、市場はデータ次第ではなく（つまりマクロ経済に痛み（some pain）をもたらしてでも）インフレ率が沈静化するまで引き締めを続ける可能性がある、という部分に反応したとみている。同時に ECB からインフレ鎮静化に向けた強い決意と 9 月理事会における大幅利上げが示唆されたことで、欧州主要国債利回りもジャクソンホール会合後に急上昇した。

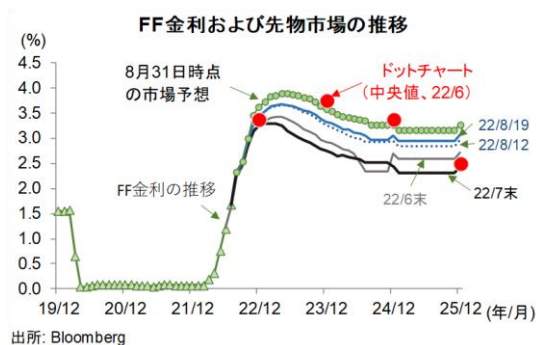
また、ジャクソンホール会合では日銀の黒田総裁は金融緩和継続を改めて表明したものの、日本の長期金利は米欧長期金利につられるように上昇に転じている。米国の FF 金利の上限

水準に対する市場の期待が切り上がるなかで米ドル円相場が上昇基調になったこともあり、6月中旬のような相場展望を意識した市場参加者もいたと思われる。



社債のクレジット・スプレッドは、米欧市場では8月前半まではタイト化基調だったが、8月中旬以降は緩やかにワイド化に転じ、ジャクソンホール会合後は、ワイド化のペースを早めている。4-6月期企業決算は市場予想よりも堅調に推移しており、足もとで社債のデフォルト率が上昇しているわけでもない。クレジット・スプレッドは、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）やFRBのバランスシート縮小が9月以降本格化することによる市場流動性低下に反応している可能性が高い。

8月31日時点のFF金利先物が織り込む今後のFF金利パスを確認すると、7月末をボトムにして8月は徐々にFF金利水準が上方修正され、23年の極端な低下シナリオも徐々に剥落している。しかし、依然として23年後半に緩やかながらFF金利の低下を織り込んでいる。8月に頻出したFOMCメンバーからのタカ派発言に鑑みれば、市場が23年の低下織り込みをあきらめるまでタカ派発言が続く可能性が高く、金利上昇余地は残っていると言えるだろう。当然、9月のFOMCでは75bpの利上げの可能性が高いとみている。



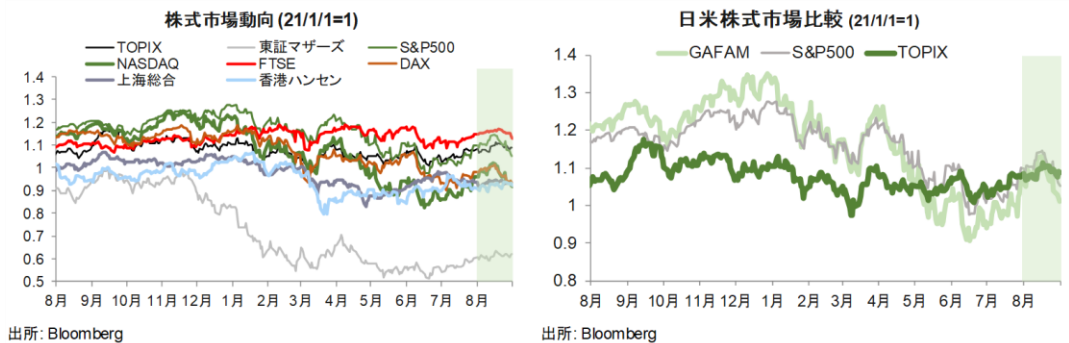
一方、リセッション懸念の高まりにより、金融政策に対する政治側の動きも徐々に見られ始めている。例えば、8月27日に民主党急進派の有力議員であるウォーレン上院議員がCNNに出演し、FRBが米国経済をリセッションに陥らせようとしていると痛烈に批判した。当発言の要旨は、①インフレ率が高いのはサプライチェーン問題や新型コロナウイルス感染拡大、ロシア・ウクライナ戦争であり、それらに対処するのは中銀の仕事ではない、②パウエル議長が主張するいくらかの痛み（some pain）は失業率の増加と金利上昇（調達金利上昇）による中小企業の倒産をもたらす、などで、これ自体は合理的な意見であろう。パウエル議長は、このような政治介入の可能性も意識して、あえてジャクソンホール会合では言葉を慎重に選びつつも非常に簡潔なスピーチに徹したとの見方もあるが、11月の中間選挙に向けて政治介入の可能性が一つのテーマになる可能性があり留意したい。

短期的にインフレが鎮静化する可能性は低く、足もとの米国経済が底堅いのも事実であるため、早期に長期金利が安定化～低下する可能性は低いだろう。今後の注目指標としては9月2日の米雇用統計、13日のCPI（8月）、20日～21日の住宅関連統計（住宅着工件数など）、および21日のFF金利（FOMC）（いずれも現地時間）に注目している。

② 株式市場 ～ 主要市場で反落

8月の株式市場は、月央以降下落基調に転じた。FRBやECBの一層のタカ派化とそれに伴う金利上昇に反応したことに加え、FRBがバランスシート縮小（QT）を続けるなかでマネーサプライの伸び率が急速に低下していることや、実質金利がプラス圏で推移していることなども嫌気されているとみている。

世界の株式市場のなかで唯一安定的だったのが中国（上海および香港）である。ゼロコロナ政策が継続するなか、マクロ経済活動の戻りが鈍く、不動産市況が持続的に下落し、また米国市場で株式を上場している銘柄の上場廃止が強く意識されているが、中国政府によるマクロ経済刺激策や米国上場銘柄に対する短期的な上場廃止観測が（一時的に）後退するなど、個別要因が目立った。

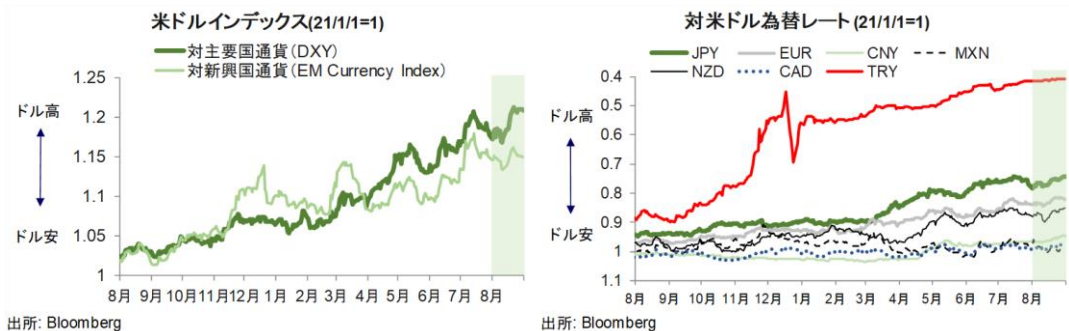


今後の注目材料は、債券・クレジット市場と同様に9月の重要指標とFOMCを含む中銀の金融政策、および長期金利水準になる。FRBのQT本格化によるマネーサプライ伸び率低下は、金融市場の流動性を低下させるとの懸念につながる可能性もある。

4-6月期の企業業績は市場予想比で堅調であった。ただし、小売りや耐久財などの「対個人」向けセクターの予想利益率が緩やかに悪化しており、インフレを契機にした個人消費減速の影響は既に出始めている。インフレの長期化は価格転嫁力低下を伴って企業マージンを圧迫する可能性も高まっている。当面の間株式市場は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

8月の為替市場は、中盤以降強い米ドル高基調になった。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、日本円や中国元の対米ドル相場の上昇も市場の注目材料となった。



米ドル円相場は8月末に向けて上昇を続け、8月末に139円台をつけた。前述のとおりFRBがマクロ経済を犠牲にしてもインフレ抑制のために金融引き締めを続けるとの見方が強くなったことで、政策金利見通しとの連動の高い米2年金利が上昇し、それに連動するように米ドル円相場も上昇した。

また、強気の米ドル相場を支えているのは、米国側だけに要因があるわけではなく、欧州通貨の下落が寄与している。とりわけユーロは、電力・ガスを中心にエネルギー価格の高騰が続き、ロシアからの天然ガス供給が途絶える懸念が強まるなかで、本格的なスタグフレーション懸念が台頭したため、ECB がタカ派化姿勢を鮮明にするなかで下落を続けた。

更に、8 月は中国元 (対米ドル) 相場の下落も市場の注目を集めた (6.7 元台→6.9 元付近)。海外投資家による中国元建て債券売りや資本逃避が生じているとの懸念もみられたが、7 月以降は海外投資家の中国元建て債券保有額は増加に転じている。過去にこの程度の相場変動が生じたこともある。このため、8 月末時点で市場センチメントに大きな影響を与えるには至っていない。

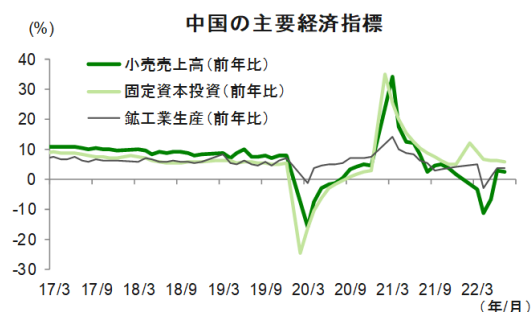
世界の為替市場は、引き続き米ドルを中心に展開されるようになっているため、上記の認識のもとで、米金利水準に引き続き注目したい。債券や債券市場と同様に、今後発表される米国マクロ経済統計や 9 月の FOMC が最大の注目材料になろう。また、リスクシナリオとして、中国のマクロ経済動向にも引き続き留意したい。

3. 注目材料～ 中国経済アップデート

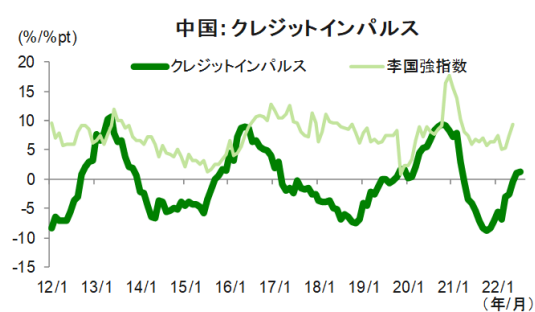
当レポートの 22 年 5 月号にて、中国経済の現状を解説した。当時は上海市の都市封鎖 (ロックダウン) が実施されており、中国マクロ経済への影響に加え、世界的な物流網の混乱や部品供給制約など、幅広い分野への懸念が最も強い時期だった。当時の主な結論は、

- 5 月初旬時点でゼロコロナ対策によるマクロ経済への負の圧力は峠を越えている可能性が高く、実質 GDP 成長率+5.5% (市場期待値) の達成は難しいとしても、マクロ経済が失速する可能性は低い
- 中国経済への懸念がグローバル金融市場における市場センチメントを冷やす可能性には留意すべき

であった。その後、6 月 1 日に上海市のロックダウンが解除され、中国政府が矢継ぎ早にマクロ経済刺激策を打ち出すなか、主なマクロ経済指標も底打ちしつつある。また、5 月中旬以降は米金利低下と株価下落が同時に発生するなど、短期的ながらリスクオフ相場に陥ったが、中国経済への懸念が強まった時期と一致しており、グローバル市場が中国経済への警戒を強めた可能性が高いとみている。



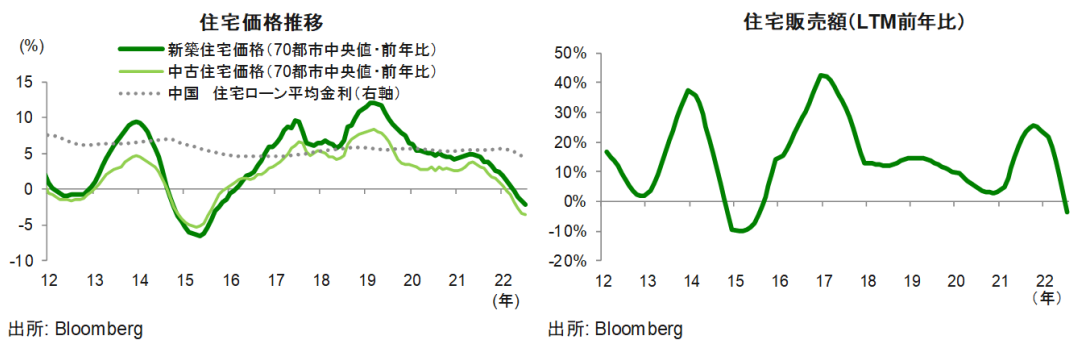
出所: Bloomberg



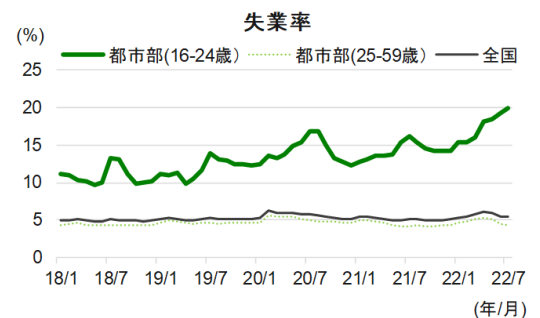
出所: Bloomberg

6 月以降は、緩やかながら確実なマクロ経済の回復を予想する市場参加者が多かったものの、ゼロコロナ対策は意外にも強く残っており、また天候不順を主因とした電力不足の影響もあり、マクロ経済活動の回復は鈍い。インフラ投資 (固定資本投資) やそれを支える融資総量 (クレジットインパルス) は回復しているものの、5 月以降懸念が浮上している以下の 3 つの注目材料の影響もあり、中国経済の安定成長の実現に対して不安視する声も多い。

- **住宅市場の低迷:** 21 年央に中国不動産開発大手の中国恒大集団 (China Evergrande Group) の経営危機が注目されたが、中国恒大集団はその後も経営破たんすることなく存続している。一方、中国恒大集団以外の不動産開発会社の経営危機や主に外貨建て社債のデフォルトのヘッドラインは今も絶えない。中国では個人が住宅を購入する際に、未完成物件に対して頭金を払って完成前に住宅ローンを組成することが一般的である。一方、この行為は不動産開発業者の信用リスクを負う行為であり、不動産開発業者の経営不振や、住宅建設工事が未完成のまま頓挫することによる損失リスクを負っている。このため、中国恒大集団等の不動産開発大手企業の経営不安により、住宅投資マインドが極端に悪化している。中国政府は、貸出金利を低下させる金融緩和策を続けているが、足もとではその成果が出ていない。中国では 14 年～15 年にかけても住宅価格が下落する局面があり、その後 15 年 8 月の中国元相場の突然の切り下げ (いわゆるチャイナ・ショック) を誘発するなど、グローバル金融市場の混乱を招いたこともあり、足もとの不動産市況への関心が高い。



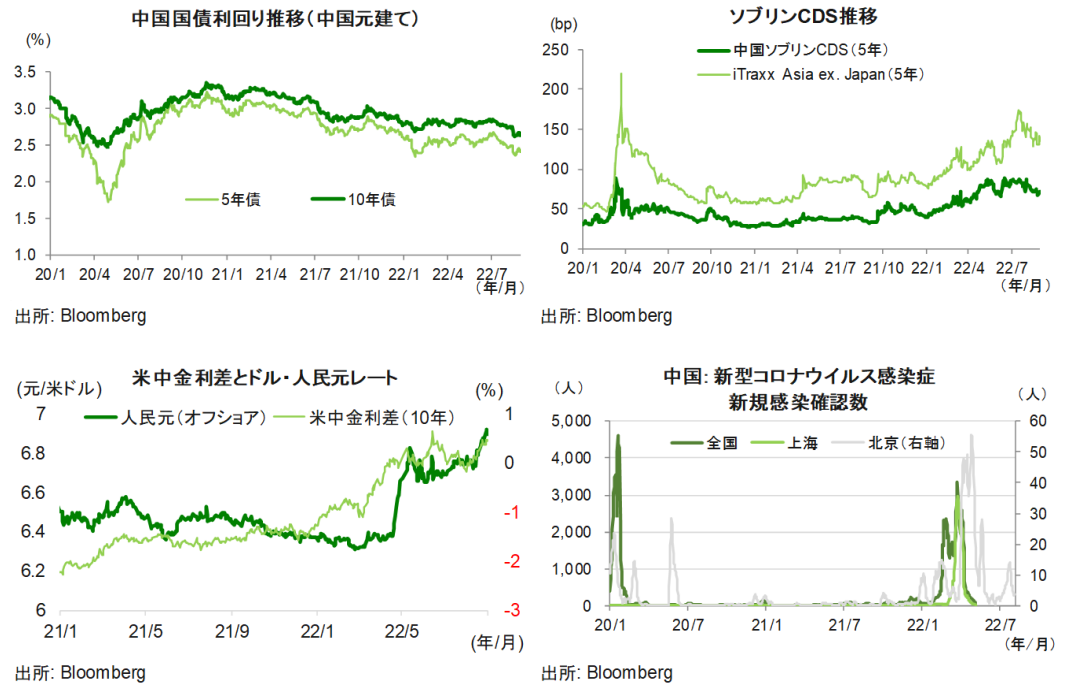
- **若年層 (16-24 歳) 失業率の高騰:** 国家統計局が発表した 7 月の失業率 (全国) は 5.4%に対し、若年層は 19.9%である。失業率のトレンドも「全国」は若干下落基調ながら、「若年層」は急増している。習近平政権が掲げる再配分政策である「共同富裕」のもとで、近年、テクノロジー業界に対する締め付けが強化されているが、その結果、企業成長が阻害されていることを通じて主に若年層の雇用環境を悪化させているとの指摘がある。事実、アリババグループやテンセント・ホールディングスなどは 22 年以降大量解雇を実施している。また、ゼロコロナ政策を継続するなか、大学を卒業する新卒者の雇用情勢が大幅に悪化しているとの指摘もある。米国株式市場への新規上場が実質的に難しくなっているなか、中国国内の未上場企業の資金調達が困難を極め、これも主に若年層の雇用環境を悪化させている。「一人っ子」政策の影響により、若年層の政治に与える影響力は (日本同様) 大きくない。しかし、我が国では想像すら困難な雇用環境の悪化が、中国経済や政治の安定化にどのような影響を与えるのか、注目される。



- **中国元相場:** 為替市場欄でも言及したが、8 月は中国元の為替相場が下落したことが注目された。当該下落について、直接の原因は外国人投資家の中国債券売りや資本逃避であり、金融危機懸念があるのではないかと見方も見られた。ただし、7 月以降は外国人による中国国債保有残高は増加しており、中国国債利回りも着実に低下している。また、中国ソブリン CDS プレミアムは 7 月以降むしろタイト化している。このため、中国の金融危機が市場の懸念材料になっている可能性は低いとみている。今般の中国元下落は、例えば日本円が対米ドルで下落していると同様に、米金利上昇による金利差拡大が影響している。ただし、中国元は 1 月以降 8%強下落しており、今後の動き

には留意すべきである。

中国の新型コロナウイルス感染症新規感染確認数は、足もと低調に推移している。しかし、1,000 万人以上の人口を抱える大都市を多く抱える中国では、オミクロン株以降の変異株の感染確認数ゼロを継続することは難しい。新たな変異株の出現により、再び大規模なロックダウンが実施されないのか、不透明性は残っている。



また、中国共産党は、第 20 回党大会（共産党大会）を 10 月 16 日から北京で開くことを決めた。習氏が異例の 3 期目続投を目指しており、習氏の続投と首相など新体制の布陣が注目される。複数メディアによれば、「共同富裕」や「人類運命共同体」といった習指導部が掲げてきたスローガンの推進も改めて強調されるとのことである。しかし、格差是正を目指す再配分政策である「共同富裕」は、テクノロジー産業を中心に締め付けや、中国経済の高度成長を支えてきた「高成長の持続」という期待を剥落させる主因との見方が根強いなか、中国が安定成長をいかにして実現するのか。当面は不安材料と共存しつつ、金融市場参加者は趨勢を見守り続ける必要がある。

(了)

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