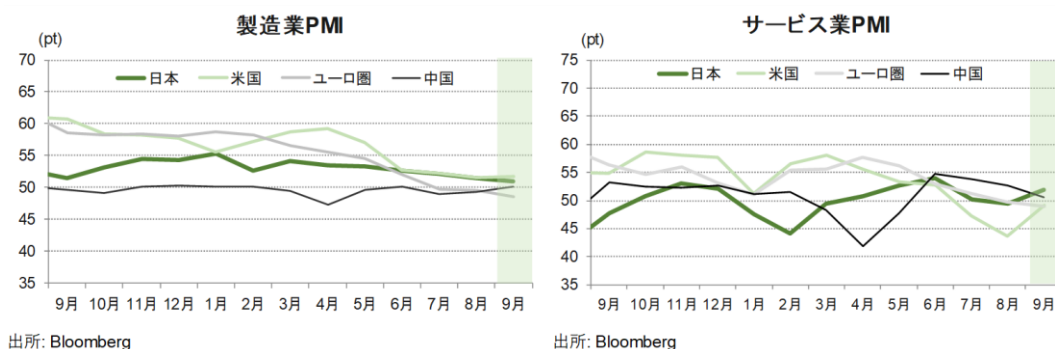




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、引き続き減速基調にある。インフレ長期化や金融引き締めに加え、9月は英国発の世界的な長期金利上昇や、ロシア・ウクライナ情勢の再緊迫化もあり、マクロ経済へのセンチメント、および金融市場のリスク・センチメントが悪化した。インフレ下での金融引き締めと財政拡張策という政策矛盾（インフレに対する「ブレーキ」と「アクセル」を同時に踏む政策）は、金融市場の不透明性を著しく高めている。イングランド銀行による超長期国債買入等の介入は、金融システム支援の観点からは合理的であり、一時的に市場を安定化させる効果はあろうが、政策矛盾に対する抜本的な解決策ではなく、不透明なマクロ経済・金融市場環境が続くだろう。
- **注目材料:** 9月は世界の金融市場が大きく動いたが、英国の財政・金融政策が金融市場に与えた影響は大きい。トラス新政権による巨額減税策は、世界で最もタカ派姿勢を示すイングランド銀行の金融引き締め策との政策矛盾を鮮明にし、対外純債務国である英国のファンディングの持続性や通貨の信認が問われた。イングランド銀行が国債市場安定化のための緊急・時限措置として超長期国債買入を決定したことで、9月末に向けて英国債利回り・英ポンド（対米ドル）相場は安定化した。しかし、当該措置終了後は市場の関心は再び政策矛盾にシフトするだろう。最終的にはトラス政権が政策パッケージ修正（若干の予算規模の縮減）を打ち出すとの期待が強いものの、国際通貨基金や格付会社からの警告もあり、それだけでは市場安定化にはつながらない可能性がある。また、同様の政策パッケージは既にドイツから出されており、今後イタリアも続く可能性もある。ドイツは英国と同じような状況になる可能性は低いが、イタリアは英国の轍を踏む可能性がある。

1. マクロ経済展望 ～「アクセル」と「ブレーキ」で混乱が増長

グローバル・マクロ経済は、引き続き減速基調にある。インフレ長期化や金融引き締めによる個人消費低迷が、小売りや消費財セクターの企業業績に悪影響を与えつつある。また、欧州では今冬に向けたエネルギー危機や中国経済の不振も影響し、製造業・サービス業ともに冴えない。日本は、米欧から周回遅れで国内需要改善がみられているが力強くない。



マクロ経済の減速に加え、9月は英国トラス政権が打ち出した財政拡張策（主に減税）による英国債利回り急上昇・英ポンド急落や、ロシアがウクライナ東・南部4州の併合を一方向的に宣言したことなどにより、金融市場のリスクオフ・センチメントが一層強くなった。地政学リスクの高まりに対しては、通常は米国を含む先進諸国の国債利回りは低下で反応するが、今次局面はインフレ下での金融引き締めという「ブレーキ」と、インフレ対策としての財政拡張という「アクセル」が混在するなか、世界的に金利上昇をもたらしており、本格的なスタグフレーション懸念が高まりつつある。

また、9月は金融市場の急変に対し、政策当局による「介入」が実施された。我が国では急速な米ドル高・円安を抑制すべく、政府・日銀は22日に約24年ぶりとなる円買い・ドル

売りの為替介入を行った。財務省によれば当該介入額は2兆8,382億円で、すべて9月22日に実施された模様。イングランド銀行は、英トラス政権による大規模減税策発表後の英国債利回り急上昇と、それによる金融システム不安を緩和すべく、国債の緊急買入を発表した（対象は残存期間20年超で必要な額だけ無制限で実施、10月14日まで）。また、10月上旬に予定していた保有国債の売却は同月末に延期した。

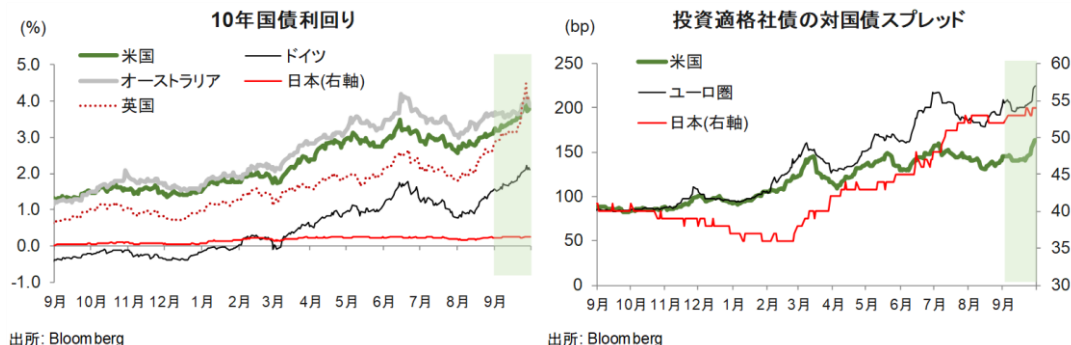
これらの政策当局による「介入」の背景には、根強い米ドル高がある。このため金融市場では、今後市場安定化のための「米ドル売り協調介入」を含む、市場安定化に向けた政府・中銀による政策実施への期待も醸成されている。前述の通りインフレに対する「ブレーキ」と「アクセル」を同時に踏む主要国政府に対し、金融市場の不安定性が増大することを通じて金融システム不安が生じるならば、中銀は今後も遅滞なく「介入」を実施する可能性は高い。しかし、「介入」は金融市場参加者の過剰な安心感につながりかねず、それがインフレ期待に繋がる懸念も残る。今後のインフレ懸念が残るなか、当該懸念が金融システム不安につながりかねず、マクロ経済活動にも負の圧力をかけることになろう。

また、「ブレーキ」と「アクセル」を同時に踏む政策は、米国をはじめ欧州諸国でも実施されていることから、英国で観察される金融市場動向は、今後の他国動向を予想するうえで重要な情報になる可能性があり、注目している。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 英国債金利上昇につられ大幅な金利上昇に

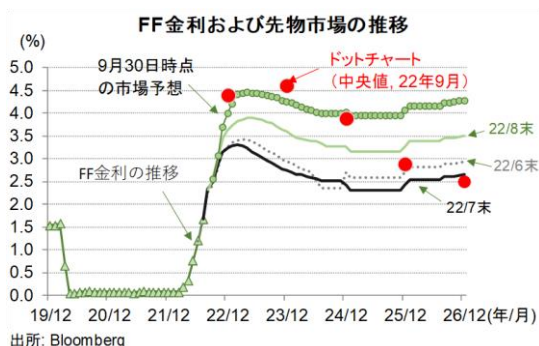
9月の債券市場は、8月に続き世界的な金利上昇となった。金利上昇のドライバーは、8月以降の各国中銀の一層のタカ派転換に加え、8月の米CPIが市場予想比で上振れたこと、そして前述の通り英国債利回りの急上昇などである。



英トラス政権による大規模減税策の発表は、急速な利上げとバランスシート縮小（QT）でインフレに対抗するイングランド銀行の政策との矛盾を強く顕在化させ、国債市場の流動性が低下するなか、市場の価格調整機能が不能になる事態に陥った。一部メディアでは、英国年金および生命保険が規制対応のための厳格なALM（超長期の固定金利負債に対し、資産側で多額の金利スワップの受け（固定金利受け）を行うなか、金利急上昇によるマージンコールが発生したものの、担保としている英国債の売却が滞る事態になったとのこと。この事態に対処すべく、イングランド銀行は、市場機能回復のための超長期国債買入を表明した。これにより、急上昇を続けていた英国債利回りは月末にむけて急低下すると共に、英国債利回り上昇につられて上昇していた米国、ドイツなどの主要国債利回りも低下した。日本の長期債利回りも8月以降上昇を続けたが、YCCの実質的上限である0.25%付近で一進一退となった。

クレジット市場も、当該金利上昇やそれに伴う景気減速懸念の高まりを反映し、クレジット・スプレッドは再度上昇に転じた。特に、9月末の英国債利回りの急上昇や、ロシア・ウクライナ情勢の緊迫化に反応し、リスクオフ・センチメントが強くなった模様。起債市場も世界的に低迷しており、これが長期化する場合、企業の資金調達に与える影響が懸念される。

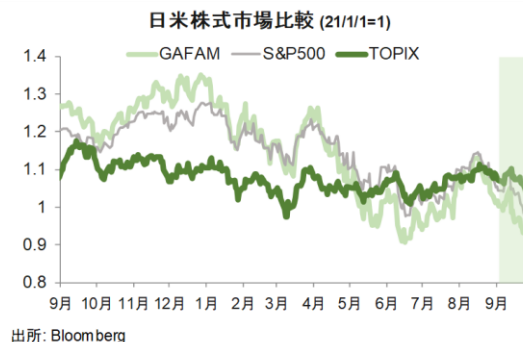
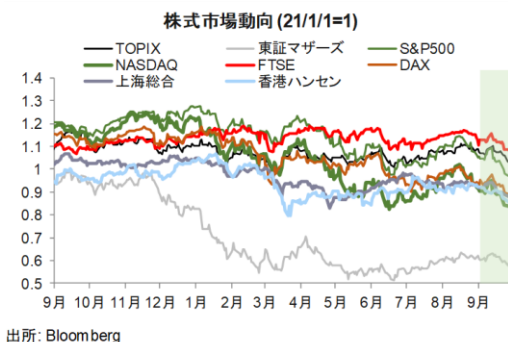
9月30日時点のFF金利先物が織り込む今後のFF金利パスを確認すると、7月末をボトムにしてFF金利水準が上方修正され、22年末は約4.0%、23年央は4.5%程度、23年末は4.3%程度となっている。また、23年の利下げシナリオもほぼ剥落している。しかし、22年末および23年末のドットチャート中央値（22年末：4.4%、23年末：4.6%）に対して低く、24年以降はドットチャート中央値に対して高い。市場では、9月FOMCでは、金融市場が決して過度な楽観に走らないよう、FOMCメンバーが強めの数字を出したとの思惑があるほか、10月以降のマクロ経済統計の悪化を織り込んでいるとの見方もある。一方、今後数か月ではすぐにCPIの低下が期待されないなか、11月および12月の合計で1.00%～1.25%の利上げは確実であろう。また、FOMCメンバーが25年に向けてインフレ率が沈静化すると予想しているのに対し、市場ではインフレ長期化を予想している点も、今後の注目材料になろう。



イングランド銀行による超長期国債買入により、9月末時点では世界的な金利上昇は一段落しているが、今次局面はインフレ長期化がすべての原因であり、インフレ率は依然として高い。債券およびクレジット市場はいずれも非常に不安定な状態が続く可能性が高い。

② 株式市場 ～ 主要市場で反落

9月の株式市場は、世界的に下落した。世界の主要中銀が一層のタカ派化姿勢を示すほか、英国金融市場の動揺、そしてロシア・ウクライナ情勢の緊迫化も、株式市場にはネガティブに作用した。また、上記のようなマクロ要因だけではなく、足もとの企業業績が緩やかに減速していることも見逃せない（典型例は半導体、小売り、住宅関連、および耐久財（スマホやPCなど））。



株式市場では、年初から6月中旬までの下落幅に対して、8月中旬までに半値以上の戻りを見せた（例えばS&P500は、21年12月末：4,766→22年6月16日：3,666→22年8月16日：4,305）。半値戻しは全部戻しとの期待もみられたが、その後あっけなく下落に転じ9月末は多くの市場で6月中旬の直近安値を下回った。今後7-9月期業績が発表されるが、長引くインフレと中銀の金融引き締めは、累積的に企業業績に負の影響を与えるのは確実で、業績下方修正による株価の更なる下落圧力は当面続くともみている。

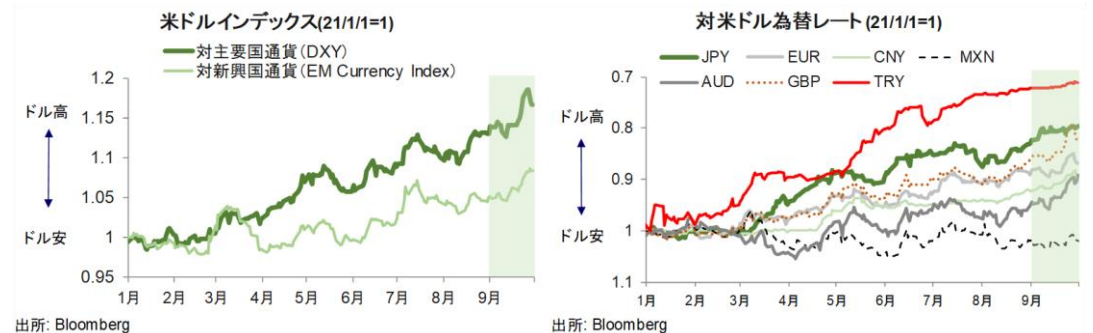
また、ロシア・ウクライナ情勢の緊迫化は、株式市場にとって最大の脅威になる可能性がある。ロシアがウクライナ東・南部4州を一方向的に併合すると宣言したが、ウクライナ軍の攻勢は続いており、地上戦が展開され続ける限り、兵力で勝るウクライナ有利の展開も十分に予想される。こうしたなか、該当4州をウクライナが奪還する事態になれば、ロシアは自国防衛を根拠に戦術核の使用に踏み切る可能性も否定できない。ロシアがウクライナ国内にて戦術核を使用した場合、NATOへの正式な加盟申請（9月30日）をしたウクライナに対

する NATO の対応は注目される。NATO 加盟を先送りするのか、それとも集団的自衛権行使の可能性を示唆するのか。NATO は難しい判断を迫られることになる。今年 2 月にロシアがウクライナ侵攻を開始した時点でも、ロシアによる戦術核使用の可能性は議論されたが、当時はその可能性は極めて低く、また仮に使用するに至るまでに複数のプロセスを経る必要があるとの認識であった。現状は残念ながら、ロシアによる戦術核使用の可能性が徐々にではあるが高まっているといえよう。

株式市場と長期金利の関係に市場の関心が集まりがちだが（つまり、21 年までの「金融相場」に対し 22 年は「逆金融相場」とされている）、これからは「逆業績相場」（業績悪化→株価下落）も本格的に織り込む必要があろう。

③ 為替市場～米ドル安に転じた

9 月の為替市場は、米ドル高が一層鮮明になった。米ドルインデックスを確認すると、日本円、英ポンド、そしてユーロなどの先進諸国通貨の対米ドルでのアンダーパフォームが目立っている。新興国通貨は、主に資源国を中心に堅調に推移してきたが、9 月末に向けて下落基調となった。



非常に強い米ドルは、FRB のタカ派化だけでは説明できない。その代表例は英ポンドである。前述の通り、英国債利回りは急上昇し、米英金利差はむしろ縮小基調にあったものの、英ポンドは対米ドルで急落した。英国トラス政権が打ち出した大型減税策がイングランド銀行のタカ派姿勢と大きく矛盾していることも然ることながら、対外純債務額で米国に次ぐ 2 位で、資源高による経常赤字に苦しむ英国に対する「信認」の低下も背景にあるとみられる。既に対米ドルでパリティ水準を下回ったユーロも、英国と同様に金融引き締め（ブレーキ）と財政拡張（アクセル）を同時に実施している。ユーロ圏のなかでも対外純債務・経常赤字の傾向にある（いわゆる）周縁国が、英国と同様の政策を打ち出す可能性は否定できず（どの国も概ねポピュリスト政治家が台頭しているため）、中銀の利上げが通貨安の歯止めにならない可能性を意識すべきであろう。

英ポンド急落の影で話題になっていないが、中国元の下落（対米ドル）にも留意すべきであろう。9 月下旬には 1 ドル=7.2 元台まで下落し、年初来の対米ドルでの下落率はユーロに次ぐ規模になっている。濃淡の差はあれゼロコロナ対策を続けるなか、マクロ経済の回復の鈍さが目立っているほか、不動産市況の改善がままならず、市場心理悪化の要因になっている。中国元の下落は、日本円を含むアジア諸国の通貨安（対米ドル）につながる可能性があるほか、市場ではリスクオフのバロメーターと捉えられる傾向がある。

インフレと FRB の金融引き締め（米金利上昇）を中心に展開してきた世界の為替市場は、インフレへの「アクセル」である財政拡張が材料として加わり、更には地政学リスクの高まりという混沌材料も台頭しつつあることから、不透明感が高まっているとともに、過去の相場展開を今後の予想に使えないという難しい局面にある。

3. 注目材料～ 英国で起こったこと、世界への波及の可能性

既に述べたとおり、9月は世界の金融市場が大きく動いたが、最も影響を与えたのが英国の財政・金融政策であろう。

エリザベス女王の国葬が終わり、トラス新政権が本格始動するなか、クワテング財務相は23日、総額450億ポンドの大型減税を発表した。また、ジョンソン政権時代に決めた来年春に法人税率の19%→25%への引き上げと、今年4月の国民保険料の1.25%引き上げを撤回したほか、来年4月から所得税の基本税率を20%→19%に引き下げ、所得税の最高税率(45%)を廃止するとともに、初回の住宅購入者に対する不動産取得税(印紙税)の引き下げを決めた。発表済みのエネルギー料金の凍結は22年10月～23年3月までの6ヶ月間で600億ポンドの財政悪化要因になる模様だが、仮にガスの卸売価格が現状程度で推移した場合、エネルギー料金凍結の財政負担は総額1,530億ポンドに増加する可能性もある。その他減税などの経済対策は初年度に200億ポンド、2026/27年度に450億ポンドの財政負担を見込み、合計するとGDP比で8%を超える財政悪化要因になるとの試算もある。

当該経済政策発表をうけ、23日の金融市場では英国10年国債利回りが3.8%を突破した(1日の変化幅としては1989年以来の大幅上昇を記録)ことに加え、英ポンドの対米ドルレートが1ポンド=1.1ドルを割り込み、37年振りの水準に下落した。歴史的なインフレのもとでイングランド銀行が大幅利上げを続けるなか(インフレに対するブレーキ)、政府がバラマキと揶揄される財政拡張策(インフレに対するアクセル)をすることに対し金融市場が混乱に陥った。換言すれば、通貨(ソブリン)の信認が問われかねない事態とも言えよう。

市場沈静化に向けて、26日には英財務省とイングランド銀行が声明を発表したが、具体的なアクションは取られず、緊急利上げを含む即時対応に期待していた金融市場の失望を誘い、英ポンド・英国債売りが加速した。

こうしたなか、イングランド銀行は28日に、10月14日までの時限措置として英国債を市場安定に必要な額だけ無制限に買い入れること、および10月上旬に予定していた保有国債の市中売却開始を10月末に延期することを発表した。前述のとおり、この決定の背景には年金や保険会社の厳格なALMと金利急上昇による金利デリバティブ取引のマージンコールが絡んでいるようである。このため当該措置は、いわゆる「金融緩和」とは別の「金融システム安定化策」と捉えることができよう。実際、当該措置が「金融緩和」と捉えられないようにすべく、イングランド銀行は利上げ継続を示唆するとともに、国債の売却時期を延期したものの年間800億英ポンドの売却目標は維持している。当該発表をうけ、英国債利回りは大幅に低下し、市場の不安心理の増幅を一旦は食い止めた。しかし、時限買い入れ終了後は、トラス政権が方針転換しない限り、国債需給悪化が予想される。

今次金融市場変動をうけ、今後のトラス政権の政策変更有無に市場の注目が移りつつある。基本的には、大型減税はトラス政権の目玉政策であり、減税方針を撤回するのは難しいとされる。一部の減税見直しと歳出削減を組み合わせる程度で「お茶を濁す」ことは可能かもしれないが、国際通貨基金が英国政府に対して大型減税の見直しを求める異例の声明を発表したほか、格付け会社Moody'sも財源を伴わない大型減税措置が「クレジット・ネガティブ」に相当すると警告を発しており、「お茶を濁す」程度では市場の混乱が収束しない可能性もある。

また、市場の関心は、英国で生じたことが他国・他地域にどのような影響を及ぼすかにも拡がっている。ドイツは、インフレ対策として光熱費補助等を含む累計950億ユーロの財政拡張策を発表していたが、これに加え、29日には、高騰するガス価格を抑制するためのガス料金への上限設定を発表した。対策規模は最大2,000億ユーロと巨額である。従来は、エネルギー企業を救済するため利用者から「賦課金」を徴収するとしていたが撤廃した。現

時点までに発表されたインフレ対策は、総額 3,000 億ユーロ前後に達し、GDP 比 7%を超える水準と試算される。

イタリアでは、25 日の総選挙で極右とされるイタリアの同胞が勝利し、同盟とフォルツァ・イタリアとともに右派の連立政権を発足する。次期首相就任が有力なメローニ氏は、過去に過激な発言を繰り返してきたが、最近では政権奪取を視野に、EU の財政規律を遵守する方針や対ロシアでの米欧との協調姿勢を強調するなど、EU に懐疑的な主張を封印している。イタリアは EU がコロナ危機からの復興資金を加盟国に供給する復興基金の最大の受益国である。また、エネルギー危機に直面しつつあるイタリアにとって財政の安定化は必要不可欠であり、ECB の金融引き締めや世界的な景気減速のあおりを受けて利回り上昇が続くイタリア国債の利回り安定化（資金調達コストの安定化）のために親 EU の立場を採るとの期待が高い。一方、次期政権は選挙戦で税・社会保障負担の軽減、エネルギー料金の負担軽減、子育て世帯支援、年金改革、固定資産税の軽減などを公約にしており、英トラス政権と同様に、まずは財政拡張策を掲げる可能性もある。政権発足後に来年度予算の策定に着手するが、10 月 15 日の欧州委員会への提出期限は間に合わない。それ自体が問題視されることはないだろうが、イタリア議会は 12 月末までに欧州委員会の勧告内容を踏まえた予算を成立させる必要がある。EU との意見相違をどう乗り越えるか、次期政権の現実姿勢が早速試されることになる。

ここで重要なのは、英国同様に巨大予算による「アクセル」を表明しているドイツで、目立った金融市場の混乱はみられていない。その背景には、「ユーロ圏」という巨大通貨市場があること、ドイツが対外純債権国であること、安定的な経常黒字国であること（エネルギー高のなかでも経常黒字継続）、政府債務 GDP 比率が低いこと、および財政再建へのコミットメントの「トラックレコード」があることなどが影響しているのであろう。

一方、イタリアが英国やドイツと同様の巨額財政拡張策を発表すれば、イタリア国債の対独国債スプレッドの拡大や、ユーロ（対米ドル）の急落を招く可能性はある。イタリアはドイツとは異なり、対外純債務国であり、経常赤字国であり、政府債務 GDP 比率は相対的に高く、そして財政再建へのコミットメントも曖昧だったからである。イタリア国債の対独国債スプレッドの拡大に対して、ECB の断片化防止策（TPI）の発動も視野に入れるだろうが、発動の前提となっているのがイタリア政府による財政再建へのコミットメントである。イタリア国債利回りの急上昇は、英国と同様に金融システム不安を誘発する可能性があるため、イタリア政府の方針とは関係なく、最終的には ECB が金融システム支援の名のもとで市場介入することになるのだろう。しかし、金融引き締め策との矛盾、TPI 発動要件との矛盾など、市場の信認を悪化させる要素も多く、市場がどのように反応するのか不透明である。

我が国はどうか。欧州のように「ブレーキ」（金融引き締め）を踏んでいるわけではなく、財政拡張（アクセル）とセットで大きな矛盾はない。しかし、我が国のインフレ率は遅効性がある。10 月以降の電気・ガス料金の度重なる値上げや、食料品やサービス価格の上昇も本格化する可能性も残り、今後数か月程度は CPI が高止まりする可能性がある。これを抑制するために、政府がエネルギーへの補助金を導入すれば、予算規模は 10 兆円単位になる。一方、日本は対外純債権国であり、足もとは経常赤字基調ながら過去に蓄積した国内貯蓄は潤沢であるため、高水準の政府債務 GDP 比率を下支えしている。「日本衰退論」が喧伝されるなかでも、案外粘り強く、金融市場の動揺が抑制されるのではないかとみている。

インフレに対する「ブレーキ」と「アクセル」への金融市場の反応は、実際に自動車を運転する際に、アクセルとブレーキの双方を目いっぱい踏み込んだ場合、車がどのような挙動をするかを想像すればわかりやすいかもしれない。車は回転・スピンするかもしれないし、急ブレーキによる横転を引き起こす可能性もあれば、急加速による衝突事故につながるかもしれない。どれが生じるかは運転者本人もわからないのである。

(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