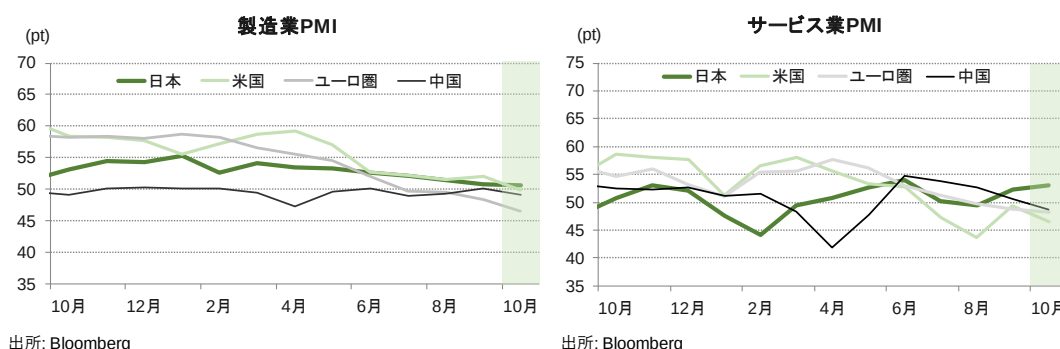




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、引き続き減速基調にある。インフレや金融引き締めによる累積効果が効きはじめており、小売りや消費財セクターを中心に企業業績に悪影響を与えつつある。ただし、市場混乱の一要因となった英国は、政権交代と巨額財政拡張策の撤廃等を経て安定化している。むしろ、英国債利回りの急上昇と金融システムへの負荷が生じたことにより、G7 諸国が過度な利上げへの警戒感を示しつつあり、10 月中旬以降世界の長期金利は安定化した。ただし、中国経済への不透明感の高まりや、主要中銀の利上げ等の金融引き締め、そして依然として高水準にあるインフレ率など、グローバル・マクロ経済を取り巻く不透明感は依然として強い。マクロ経済および金融市場安定化のための必要十分条件は、引き続き「インフレ鎮静化」にあるため、金融市場安定化実現までの道のりはまだ短くないとみている。
- **注目材料:** 第 20 回中国共産党大会が閉会し、金融市場の中国への関心が高まっている。3 期目となる習近平体制のもと、同氏への権力集中が一層顕在化したほか、22 年 7-9 月の GDP 統計や 9 月の主要経済統計の発表が延期されたことや、共産党大会最終日には胡錦濤元国家主席がひな壇最前列の習近平氏の横の席から退席する場面があるなど「異例づくめ」であった。このため、共産党大会終了後の中国の金融市場は「売り」で反応した。しかし「異例づくめ」になったことによる市場の過剰反応の側面もあるとみている。今後の中国を考えるうえで注目すべき材料をまとめた。

1. マクロ経済展望 ～ 一難去ってまた一難

グローバル・マクロ経済は、引き続き減速基調にある。インフレや金融引き締めによる累積効果が効きはじめており、小売りや消費財セクターを中心に企業業績に悪影響を与えつつある。欧州は、エネルギー・食料品を主体にしたインフレに見舞われ、その水準は足もとで米国以上になっている。中銀が拙速な利上げを続けるなか、英国政府（トラス政権）によるインフレ支援策を含む巨額の財政拡張策が、債券・株式・為替のトリプル安を招き、市場が大きく混乱したことにより、イングランド銀行（中銀）が超長期国債買入に乗り出す局面もあった。トラス首相が在任わずか 44 日で辞任を表明し、財政拡張策のうち「ばら撒き」に近い減税策の大半を撤回したことにより、英国金融市場の不透明感は一旦後退している。



中国は、ゼロコロナ政策と共同富裕路線継続により経済活動が低迷している。22 年の実質 GDP 成長率目標（前年比 +5.5%）の達成はほぼ困難とみられるなか、第 20 回共産党大会期間中に発表予定の 22 年 7-9 月の GDP 統計や 9 月の主要経済統計の発表が延期されるなど、市場の動揺を誘うイベントもみられた。習近平氏が 3 期連続で総書記（のちに国家主席）に選出され、政治局常務委員からリベラル・資本主義重視とされる共青团出身者（李国強氏や胡春華氏など）が外れたことで、今後の中国の経済運営への不透明感が台頭し、株式や為替（中国元の対米ドルレート）は下落した（詳細は後述）。共産党大会閉会後に発表さ

れた 22 年 7-9 月実質 GDP 成長率は、前年同期比+3.9%と 4-6 月期（同+0.4%）から上昇したが、内需を中心に回復の勢いが緩慢なことが確認された。

日本は、他国比でインフレ率が低いこと、日銀の金融緩和策の継続、そして、米欧から周回遅れながらポスト・コロナに向けた本格的な行動制限解除の影響で、底堅い推移となっている。ただし、世界景気の悪化と物価高が同時に進行するなか、家計は購買力があっても支出拡大に慎重になっているとみられ、マクロ経済回復ペースは緩慢になろう。

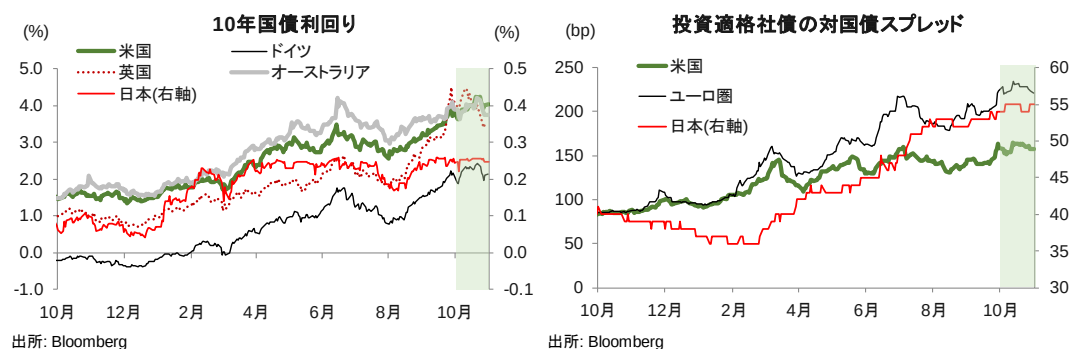
なお、10 月 12 日に発表された主要 7 カ国（G7）財務相・中央銀行総裁会議声明には、日本からの強い働きかけを受けて「最近の急激な変動」を注意深く監視するとの文言が盛り込まれた。これに続き、21 日（現地時間）には Wall Street Journal 誌の著名 FED ウォッチャーである Nick Timiraos 氏が、11 月 3 日（現地時間）の FOMC で 12 月以降の利上げペース鈍化が議論される旨の発言をしたほか、10 月 27 日の ECB 理事会で ECB は 75bp の利上げを決定したものの、今後の利上げに関するコミュニケーションは全体的にトーンダウンした。いずれも、G7 声明を踏襲するかのような動きであるが、背景には英国債利回りの急上昇とイングランド銀行の市場介入というトラウマ、すなわち金融システムへの波及懸念があるのだろう。各国中銀はマクロ経済の安定化よりもインフレ鎮静化を選択しているが、インフレ鎮静化よりも金融システム安定化を選択することが改めて確認されたとも言えよう。

このように、拙速な利上げに対する一定の配慮はされつつあるが、中国経済への不透明感の高まりや、主要中銀の利上げ等の金融引き締め、そして依然として高水準にあるインフレ率など、グローバル・マクロ経済を取り巻く不透明感依然として強い。マクロ経済および金融市場安定化のための必要十分条件は、引き続き「インフレ鎮静化」にあるため、安定化実現までの道のりはまだ短くないとみている。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 利上げペース鈍化期待が高まる

10 月の債券市場は、月央までは総じて金利上昇基調となったが、月末にむけて金利低下に転じた。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、9 月の米 CPI が市場予想比で上振れたこと、そして英国債利回りの急上昇などである。

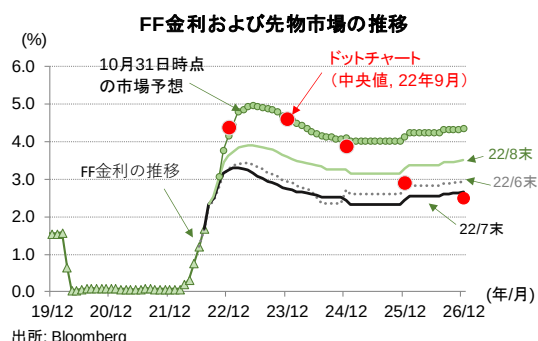


一方、イングランド銀行による市場介入に加え、英トラス政権が 44 日という史上最速で辞任し大半の減税策を撤廃したことで英国債利回りは急低下し、10 月末時点でトラス政権の大規模財政拡張策発表前の水準まで戻った。加えて、前述のとおり G7 財務相・中銀総裁会議声明にて「最近の急激な変動」を注意深く監視するとの文言が盛り込まれたほか、Wall Street Journal 記事、ECB のコミュニケーションなどにより、11 月以降の利上げペース減速への期待が強くなり長期金利は下落基調となった。

社債市場も概ね長期金利と同様の動きとなった。10 月初中旬までは不透明性の高まりを背景にクレジット・スプレッド（対国債利回り格差）は拡大基調となったが、月末に向けてタ

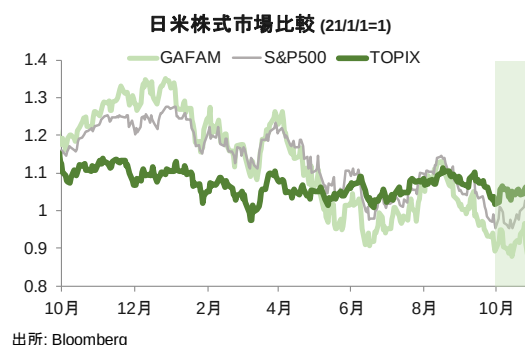
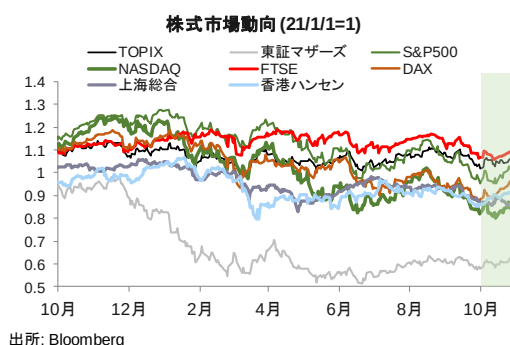
イト化基調が鮮明になった。ただし、日本は長期金利の上昇圧力が強まったこと等により、社債市場の需給が一層悪化しており、クレジット・スプレッドはワイド化基調で推移している。

なお、10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、22年末は4.2%弱、23年前半には5.0%弱、23年末は4.6%程度となっている。債券市場は利上げペース鈍化への期待をしつつも、依然として高水準のインフレ率を背景に、利上げ継続への警戒感を緩めているわけではない。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

10月の株式市場は、国・地域によってまちまちな動きとなった。米欧主要市場は10月初旬以降強い回復となった。背景には、英国市場の安定化、中銀の利上げペース鈍化期待、欧州におけるエネルギー危機懸念後退（天然ガスの今冬の需要量に見合う備蓄を既に確保）などがある。当面の天然ガス確保に伴い、天然ガス先物（オランダ TTF）や電力先物市場も急落し、株式市場にとって安心材料になった。



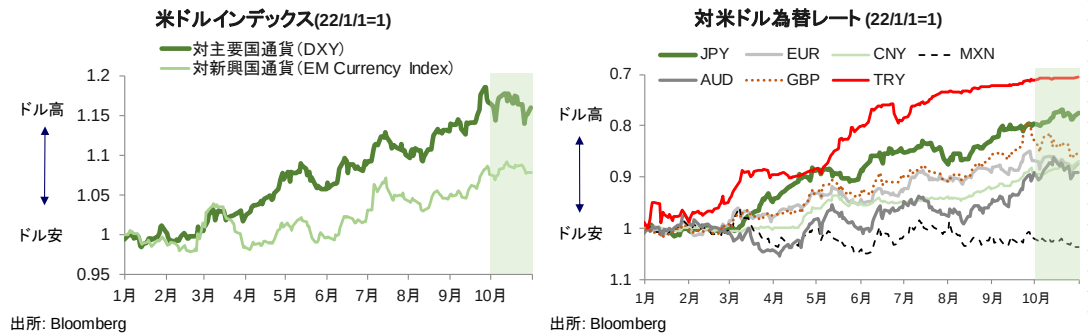
一方、軟調な推移に終始したのが中国市場（上海総合・香港ハンセン）である。習近平体制3期目入りによるマクロ経済への不透明感が背景にある。ただし、中国経済の減速や「共同富裕」強化によるハイテク業界への逆風は、既に昨年から続くトレンドであり、共産党大会の結果により、これまでのトレンドに大きな変化があるわけではない。政治局常務委員人事等でサプライズがあったことから生じた短期的な動きであろう。

また、22年7-9月期企業決算発表が本格化するなか、株式指数に大きな影響を持つGAFAMの決算に市場の注目が集まった。結果は、5社とも売上高成長率が急減速したほか、市場予想をビート出来ず、株価は大幅に軟化した（ただしアップルは、5社のなかでは相対的に堅調な決算だったため、10月末にかけて買い戻された）。Googleの運営会社であるアルファベットやFacebookの運営会社であるメタ・プラットフォームズ社の業績ガイダンスを確認すると、広告収入の伸び鈍化が示唆されており、米国マクロ経済に関するインプリケーションもあろう。22年7-9月期企業業績は依然として「底堅い」との印象だが、インフレと金融引き締め効果により、今後も減速基調をたどる可能性が高いとみている。

10月末に向けて回復基調となった米欧株式市場は、中銀の利上げペース鈍化期待を背景にしているが、インフレ長期化懸念が続いていること、および企業業績に下落圧力が続くなか、一本調子で上昇するのは、依然として材料不足とみている。

③ 為替市場～ 米ドル安に転じた

10月の為替市場は、米ドル高が一服した。米ドルインデックスを確認すると、先進国通貨の対米ドルでのアウトパフォームが目立ったが、新興国通貨は9月末比で横ばい推移となった。先進国通貨については、FRBの利上げペース鈍化期待が高まるなかで米国金利が低下したほか、9月末に緊張が高まっていた英ポンドがトラス氏の辞任等により急速に戻した。新興国通貨は、米金利上昇一服期待の反面、資源価格が軟調に推移したことや、中国元の下落（対米ドル）が影響し、一進一退になった。



中国元は、21年末の6.35元台から下落し、4月末に6.60元台、8月末に6.89元台と下落を続け、9月～10月は下落幅が加速し10月末は7.25元台となった。習近平政権継続のなか、根強いマクロ経済への不透明感に加え、台湾有事を含む政治リスクの台頭も影響した。中国元の下落は、日本円を含むアジア通貨にとってネガティブである。エネルギー等の輸入国にとってはインフレ圧力にもつながるため留意を要する。

為替市場の注目材料は、引き続きインフレとFRBの金融政策である。11月のFOMCでFRBが利上げペース鈍化を示唆すれば米ドルの下落基調は続くだろうが、インフレ期待長期化を背景にして、11月時点では利上げペース鈍化を示唆しない可能性も十分にある。後者の場合、10月中旬以降の米ドル安の巻き戻しが生じ、米ドル円も再び150円を目指す展開になることも予想される。短期的には非常に神経質な展開が続くとみている。

3. 注目材料～ 異例尽くしの共産党大会後の中国の見通しは「経済よりも政治」

第20回中国共産党大会が閉会し、党中央委員会第1回全体会議（1中全会）を経て、習近平（シー・ジンピン）国家主席が再選出され、政治局常務委員（実質的な最高指導部。チャイナセブンとも呼ばれる）など次期指導部も確定した。習国家主席の権力基盤が強化され、同氏の意向が今後の政策により強く反映されることになる。

政治局常務委員は、習氏を除く6人中5人が習氏に近い人物となった。序列24位以内の政治局員でも約7割とみられ、習氏への権力集中が更に進んだ。習氏と距離があるとされる共産党青年団（共青团）出身の李克強（リー・クーチャン）氏や胡春華（フー・チュンファ）氏はいずれも降格し、特に李克強氏は党の序列上位約200人の中央委員からも外れた（胡春華氏は中央委員に降格）。

新たな最高指導部をみると、序列2位は習氏に近い李強（リー・チャン）氏が次期首相候補（22年3月までは副首相）となった。上海市のトップとして2か月に亘る上海市のロックダウンを実行し、経済界から批判を受けてきた人物である。通例として首相には副首相経験者が就いてきたこともあり、李強氏が経済政策を担う首相候補として序列2位に名を連ねたことは、世界の金融市場関係者のサプライズを誘った。序列5位となった北京市党委書記（北京市トップ）の蔡奇（ツァイ・チー）氏も、習氏に忠誠を誓う人物として有名である。中国初の冬季五輪を北京市トップとして迎え、金メダル数は中国として冬季五輪過去最多となった。北京冬季五輪における挨拶にて、習近平氏を褒め称えた逸話は有名である。序列4位の王滬寧氏は、習氏や江沢民氏、胡錦濤氏の3代にわたる総書記に仕え「三代帝師」と

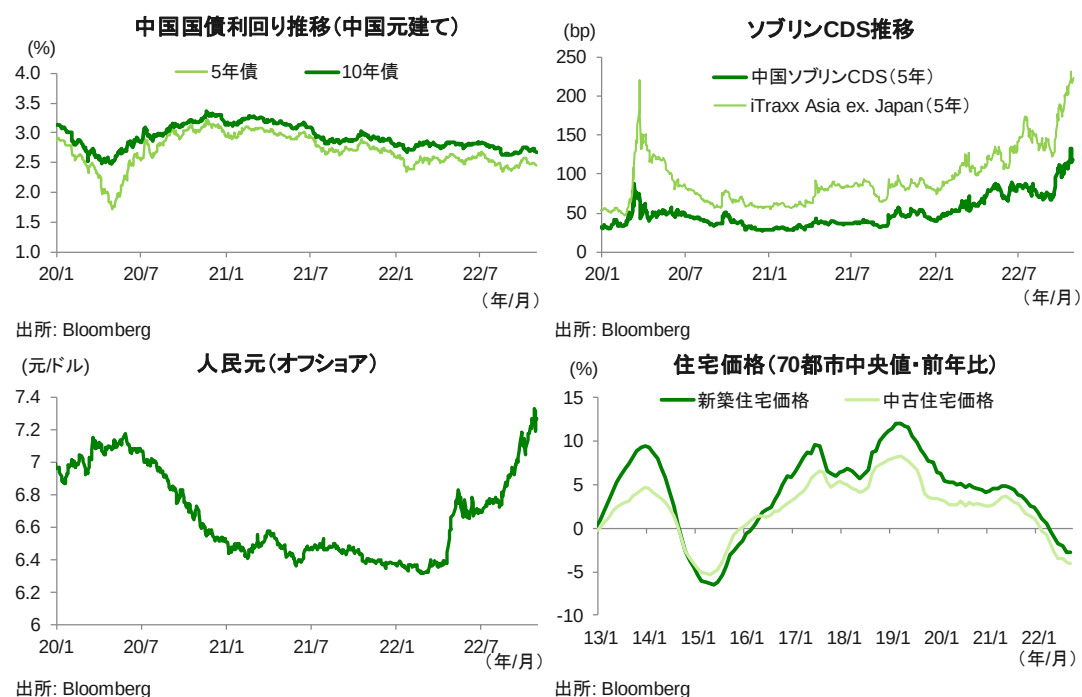
の異名を持ち、基本的には習派には該当しないとされているが、習氏への忠誠を尽くしているとされている。

最高指導部の平均年齢は 5 年前の 63 歳から 65 歳に上昇し、最高齢は習氏（69 歳）である。また、中国共産党は胡錦濤氏の時代まで、指導部が新しくなるごとに、後継者と目される若手を登用してきた。習氏も胡氏の 2 期目である 2007 年に、李克強氏とともに常務委員に抜てきされている。今回、最も若い 60 歳の丁氏はこれまで党最高指導部への登竜門とされる地方トップの経験がなく、党全体を率いるまでには時間を要すると考えられる。習氏への忠誠による「後継者選びが進む」と市場で評価されるのはこのためである。

また、政治局員の人数（これまでは 25 名）が 1 人減り 24 人となった（採決の際に多数決で選ぶため奇数とすることが多かった）ほか、女性の政治局員登用が 25 年ぶりにゼロとなった。

以上のような異例の人事に加え、共産党大会期間中に発表予定の 22 年 7-9 月の GDP 統計や 9 月の主要経済統計の発表が延期されたほか、共産党大会最終日には胡錦濤（フー・チンタオ）元国家主席がひな壇最前列の習近平氏の横の席から退席させられる場面があるなど、10 月の中国は「異例づくめ」であった。

共産党大会での活動報告（経済政策）を確認すると、経済の安定を重視する方針は踏襲されているが、従来通り内需中心の経済成長を目指すものであり、米国との摩擦を意識したものになっている。公共事業や新規事業への政府支援を中心とした景気下支え策は今後も期待できよう。一方、中間層拡大を謳った再配分政策である「共同富裕」の推進は加速するとみられ、ゼロコロナ政策も継続される見通し。「共同富裕」の推進は、先端技術（ハイテク）企業への締め付けや、これまでの中国経済の躍進を支えてきた「改革・開放路線」の一層の後退を改めて印象付けた。

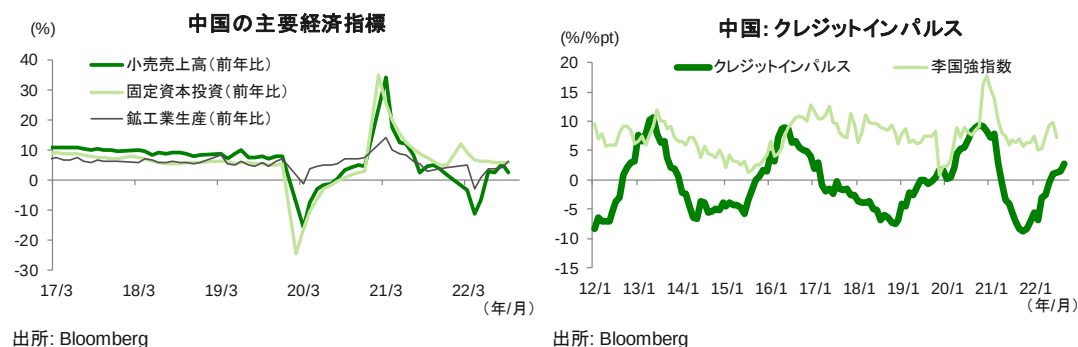


このため、共産党大会終了後の中国の金融市場は「売り」で反応した。上海総合株価指数に加え香港ハンセン指数も急落、中国元相場は対米ドルで 7 元を大幅に上回る水準まで下落したほか、ソブリン CDS プレミアムが 100bp を超える水準まで拡大した。ただし、中国国債利回りは安定的に低下しており、英国債相場のような「全部売り」には至っていない。

金融市場の反応のとおり、今後の中国に対する不安が台頭するのはやむを得ない。しかし、前述のとおり「異例づくめ」になったことによる市場の過剰反応の側面もあるのではと考えている。今後の中国を考えるうえで注目すべき材料を以下にまとめた。

ゼロコロナ政策は、世界がポスト・コロナへ移行し行動制限を大幅に緩和するなか、もはや時代遅れ・非合理的な政策と揶揄されている。一方、中国国内在住の聡明かつ合理的な人々（海外での教育経験、金融市場での経験が豊富な人たち）からも、ゼロコロナ政策はやむを得ないとの声を聞く。中国の人口は約 14 億人であるが、主要都市は日本人の想像を超える「過密」とされる。人口 1,000 人当たりの病床数は約 4 人とされ世界の平均レベルであるが、主要都市の病院は常に人であふれ、コロナ無しでも医療現場が逼迫しているようである。医療崩壊を防ぐために、ある程度の行動制限はやむを得ないとのことである。我々は上海市の 2 か月に渡る厳格なロックダウンを「ゼロコロナ政策」の象徴としがちであるが、上海市の厳格かつ 2 か月に渡るロックダウンは例外であり、大半の都市では PCR 検査（原則毎日）結果が陰性であれば、日本とほぼ同等の行動の自由が確保されている。事実、上海市のロックダウン解除後、中国の経済活動は低迷しながらであるものの回復基調にある。ゼロコロナ政策は、中国マクロ経済を低迷させる要因の一つであるものの、極端な成長鈍化を誘発するものでもないとみている。

不動産価格の下落への不安もあろう。前頁の図表のとおり、主要 70 都市の住宅価格は低下トレンドにあり、対前年同月比でマイナスに転落するのは 2014 年以來である。中国人民銀行による金融緩和（住宅ローン金利引き下げ）や、不動産開発会社への流動性支援（銀行による融資継続）にも関わらず、国内投資需要が冷え込んでいる。これに対し、共産党大会において習氏は「住宅供給のための複数のチャネル」を提供することに言及し、政府が公営住宅を強化する可能性を示唆した。政府としては、新規開発案件を拡大することによる物件価格高騰を抑制しつつ、投機需要を背景としない不動産開発を推進したいのであろう。実質 GDP 成長率が今後も鈍化することが予想され、不動産価格の上昇も限定的になることが期待されるなか、不動産開発自体が国家管理の下で行われることになり、不動産開発会社は実質的には国営事業の下請けになる構図が予想される。換言すれば、我が国の 90 年代以降とは異なり、中国の不動産は「バブル崩壊」ほどの負の圧力を受けず、金融システム不安にもつながらないものの、価格変動が乏しくなる「鳴かず飛ばず」になるのだろう。



共産党大会を経て中国の最高指導部（政治局常務委員）は習氏の独裁色が強くなることになったが、習氏への権力集中は今に始まったものではない。共青团排除もある程度は想定されていた（ただし、胡春華氏の失脚はサプライズだが）。共産党大会を経て、中国が劇的に変化するわけではなく、むしろ、これまで市場参加者が見てきたトレンドが一層鮮明になったということであり、マクロ経済に非連続な段差が生じる可能性は低い。台湾有事を含む地政学的情勢や、習氏への権力集中が中国の政治体制や対外政策に与える影響の方が不透明だが、これらを市場が織り込むにはまだ相当な時間を要するとみている。共産党大会後の相場変動は、いずれ行き過ぎとの評価と共に巻き返されるとみている。

（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