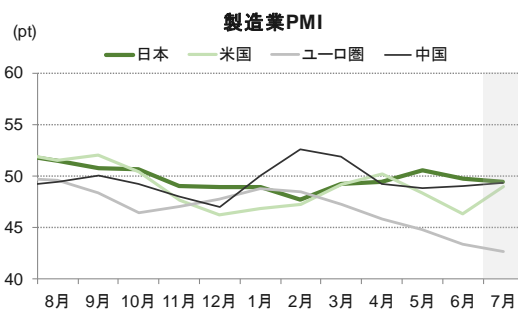




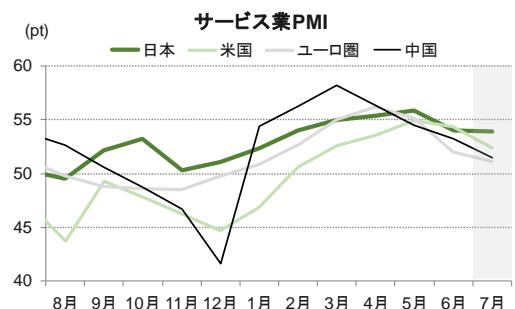
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、底堅さのなかに地域格差がみられつつある。23年前半にリセッション入りが意識された米国が市場予想よりも堅調に推移している反面、中国やユーロ圏の不振が目立ち始めている。ただし、堅調に見える米国も今後のマクロ経済に対する見方は分かれており、金融市場はインフレと高金利がマクロ経済にどのように影響するのか、負の影響が生じる時期がいつになるかを判断しきれずにいる。また、7月の最大のイベントとなったのは日銀の長短金利操作 (YCC) の運用の柔軟化であろう。月末までの金融市場の動きは限定的ながら、円金利上昇や為替市場への影響について市場は目線を持っておらず、短期的にはボラティルな市場変動が予想される。
- **注目材料:** 中国経済の不振が続いている。諸統計を見る限り製造業と不動産の不振が目立つが、中国経済の現状を理解するためには、改めて中国経済が抱える問題を俯瞰的に確認する必要がある。中国経済を探るうえでのキーワードは「共同富裕」路線のもとでの経済成長期待の減退であり、不動産市況や国民の活力低下に影響している。製造業も、成長期待減退のもとで需要減に苦しんでおり国内企業間での厳しい淘汰が生じている (その結果、企業物価指数が大幅に低下しておりデフレ化を招いている) ほか、グローバル製造業の在庫調整の影響を強く受けている。一方、製造業の在庫調整は23年末までに一巡するとみられており、製造業は近い将来ボトムアウトするとみている。総じて「共同富裕」を背景にした構造的な問題は、政府による財政・金融政策では解決できず、問題は長期化するだろう。ただし、不動産の不振や国民の活力低下は、少なくとも23年中は政府による金融・財政政策で取り繕うことが可能であり、製造業も少なくともボトムアウトする可能性が高いなか、短期的に中国経済を過度に悲観視する必要はない。一方、「共同富裕」のもとで抱えてしまった構造問題を解決するには、高度成長期に蓄積した「歪み」の解消が必須であり、そのために長期間を要する可能性が高く、中国経済が再び力強さを回復する見通しは立っていないといえよう。

1. マクロ経済展望 ~ 底堅さのなかに地域格差が見られる

グローバル・マクロ経済は、底堅さのなかに地域格差がみられつつある。23年前半にリセッション入りが意識された米国が市場予想よりも堅調に推移している反面、中国やユーロ圏の不振が目立ち始めている。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米国は、FRBによる積極的な利上げやインフレが長期化しているにも関わらず、マクロ経済は底堅さを維持している。主因は底堅い個人部門にあるとみられ、具体的には堅調な雇用、賃金上昇の継続に加え、コロナ禍で一層潤沢となった純資産を挙げることができる。リーマンショック時に個人部門を苦しめた負債は、コロナ禍を通じてほとんど増加しておらず、FRBによる利上げが効きにくい構造にあると言えよう。一方、金融引き締めはレバレッジ (負債の活用) によって成長してきた商業用不動産、ハイイールドクラス (ハイイールド社債やレバレッジドローンの発行体) の企業等に負の影響を与えつつある。7月のFOMCで

は、23年中のリセッション入りが否定されたため、FRBが利下げに転じるのは早くても24年央あたりになるとみられている。高金利環境の継続がレバレッジを活用して成長してきた主体に負の影響を与え続けることになり留意を要するものの、金融市場は当面の間、米国経済の底堅さを意識し続けることになる。

欧州は、圏内外の需要低迷（特に中国の需要減速が影響）を受け、製造業を中心に企業の景況感は悪化、生産は減少傾向にある。比較的底堅いサービス業についても、コロナ禍からのリベンジ需要は一巡しつつある。また、高インフレにより実質可処分所得は低位で推移しており、財消費は低迷している。ただし、インフレ率が低下基調にあることで消費者マインドは低水準ながらも改善を続けているほか、周縁国を中心に夏休みシーズンのサービス消費の底堅さも意識されており、なんとかリセッションを回避している印象である。

中国は、製造業および不動産業の不振が目立ち、景況感は冴えない。一方、市場では政府による景気刺激策、とりわけ不動産市場活性化策への期待が根強く、7月後半には株式および社債市場で不動産開発企業が買われた。中国経済は、過去20年以上にわたりグローバル経済の成長のドライバーであり、今後のグローバル経済を占ううえで重要である。当レポート後段で、不振にあえぐ中国経済の今後を詳説した。

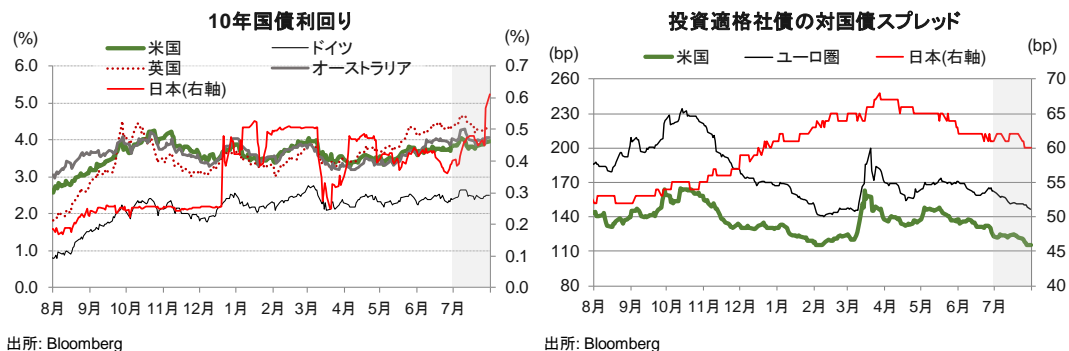
日本は、PMIは下落基調にあるものの、4-6月期実質GDP成長率は財・サービス輸出の伸びに加え高水準の設備投資が寄与し、力強い成長が予想されている。また、高水準のインフレを背景にGDPデフレーターが高水準の伸び率になるとみている。マクロ経済は、堅調さを維持しているとみている。

このようにグローバル経済は、金融不安や米債務上限問題などの「テイル・イベント」をこなしつつ、足もとではトレンドに差がみられつつある。米国や日本は底堅さが意識されやすい状況である反面、欧州や中国は不振が目立っている。マクロ経済に対する見方は当面の間、金融市場内で分かれ続けるとみられ、短期的な金融市場のボラティリティの主因になるとみている。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ 日銀がYCC運用を柔軟化

7月の債券市場は、月末まで概ね安定した推移となったが、7月28日に日銀が長短金利操作（YCC）の運用を柔軟化したことにより動意づいた。債券市場は月末に動意づいたが、クレジット市場で観察されるクレジット・スプレッドはほぼ一貫してタイト化した。マクロ経済環境が想定以上に安定的であることが依然として好感されている印象である。



日銀は7月28日の金融政策決定会合において金融政策の現状維持を決定した。ただし、事前の日経新聞報道のとおり、短期金利を▲0.1%、長期金利を0%±0.5%程度に据え置くというYCCの枠組み自体は残しつつも、連続指値オペの発動水準を1.0%へと変更した。債券市場では、日銀が事実上長期金利の誘導目標上限値を1%に引き上げたとの見方が根強い（新たな長期金利誘導目標は0.5~1.0%になったとの見方）。植田総裁は、会合後の記者

会見において、インフレ期待が上方修正される場合、YCC の副作用が顕在化する可能性が高くなるが、実際に副作用が顕在化した場合債券市場の混乱が避けられないため、YCC の副作用が顕在化する前の未然の措置として今般の決定に至ったと説明した。

展望レポートの物価見通し（生鮮食品を除いたコア）は 23 年度が +2.5%へ上方修正されたが、24 年度は +1.9%へと 0.1%pt 下方修正され（年次効果影響によるとみられる）、25 年度は +1.6%で据え置かれた。日銀は依然として賃金上昇を伴った物価上昇の持続性に懐疑的であることが窺えるものの、植田総裁は記者会見において、展望レポートの物価見通しのレンジの上限が上方修正されていることに言及した。このため、債券市場参加者の間では、日銀内でインフレ見通しに微妙な変化が生じているのではないかとの見方が残っている。

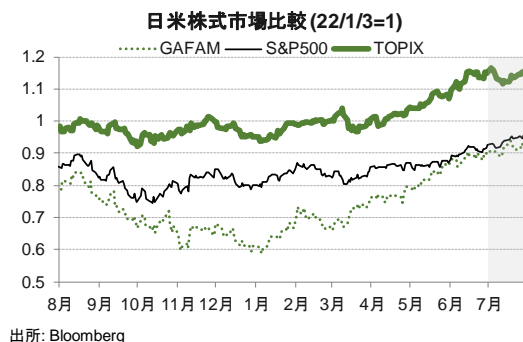
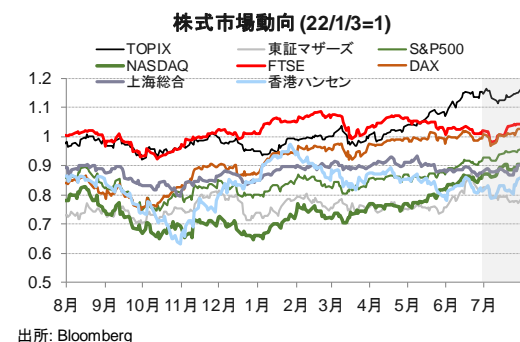
今後の長期金利水準は、日本のインフレ率次第といえよう。換言すれば、マイナス金利政策の解除を織り込めるか否かが重要になる。足もとのインフレ率（除く生鮮食料・エネルギーでみたコアコア）は前年比 +4.2%で推移しているが、電気・ガス料金や食料価格のピークアウトが鮮明になるなか、24 年以降に持続的・安定的に +2%以上のインフレが実現するかは不透明である。このため、現時点で債券市場はマイナス金利政策解除を織り込むことは出来ないとみている。当面の間、債券市場は日銀が強要する長期金利上限を探るべく、短期的にはボラタイルな動きが予想される。ただし、日銀はインフレのノルムが醸成されつつある「千載一遇の好機」を逃さないように、長期金利上昇に対して厳正な対応をするとみられる（実際 31 日には臨時の国債買い入れオペを実施）。 当面の長期金利レンジは 0.6~0.8%とみている。

FRB は 5 月の FOMC で 25bp の利上げを実施後、6 月は利上げを見送ったが、7 月は再び 25bp の利上げを実施した。高金利と高インフレにも関わらず底堅い米経済のほか、3 月に生じた金融不安がマクロ経済に与える影響は限定的との見方も背景にあるのだろう。

今後は、本邦マクロ経済が底堅く推移するなか円金利がどこまで上昇するのかが重要になるとみている。円金利上昇は米長期金利上昇を誘発しやすい環境のため（本邦投資家による米国債投資の減少期待を経て）、円金利と同時に米長期金利の動きにも注目すべきであろう。

② 株式市場 ~ 不安材料のなかで底堅く推移

7 月の株式市場は、グローバルに底堅く推移した。もはや 3 月に生じた金融不安を懸念する声は聞こえなくなったほか、年初来の IT 関連株をけん引してきた生成系 AI ブームも一巡するなか、銀行や製造業が業績回復期待も強く相場をけん引した。



米欧市場は、マクロ経済に対する不安心理が残るなか中銀が利上げを継続しており、この材料に関して株価はネガティブに反応するも、昨年来のリセッション懸念が後退するなかで今後の企業業績が底堅いとの見方も根強い。また、米国は FRB の利上げ終了時期が近いとの見方が根強いいため、7 月の利上げに対しても株式市場の反応は鈍かった。利上げを継続しつつも中銀のバランスシート規模はコロナ前比で依然として圧倒的に大きいことからわかるように、市場にはリスクマネーが溢れており、リスク資産価格を下支えしている構図も垣間見える。

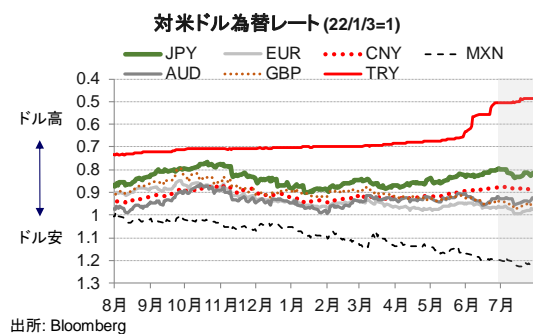
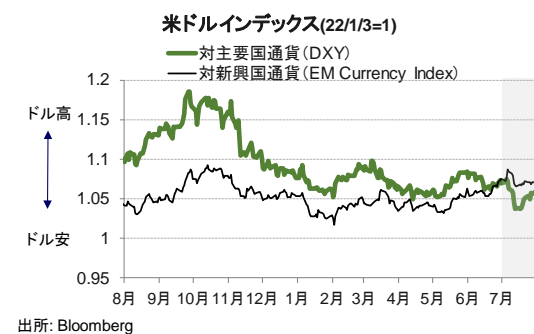
中国は、不動産市況の低迷に加え製造業の低迷が続くなか、頼みの綱だったサービス業の景況感も鈍化しつつあり、市場の一部ではデフレが意識されるほどになっている。一方、市場参加者は今後中国政府が何らかの経済刺激策を出すのではないかと期待を強く持っており、実際それに関するヘッドラインが出るだけで株価が切り返す場面が何度も見られた。景気が悪いから株価が落ちるという構図ではなく、景気が悪いから政府支援を期待するという「催促相場」が支配している。

日本は、7月上旬は3月以降の急速な株価上昇に対しさすがにペースダウンとなったが、月央以降は切り返し、月末にかけて高値圏で引けた。日銀のYCC運用柔軟化に対して、一時的に円高となるなか株価も下落したが、翌日には米ドル円が大幅に切り返すなか株価も戻った。日本のマクロ経済が回復基調にあるなか、①日本企業の収益改善・改革、②インフレ継続、③円安、および④経済・安全保障領域を中心にした設備投資の拡大、をテーマにして強気な見方が支配している。

このように、株式市場は米欧経済がリセッションに陥らずソフトランディングすることを意識しつつ、また不振に喘ぐ中国経済も政府支援によりボトムアウトすることを想定している。一方、米欧は利上げが継続しているほか、日銀の今般のアクションも市場センチメントに影響を与える可能性がある。特に、円長期金利が上昇をし続ける場合、世界の株式市場にネガティブに作用する可能性がある。欧州は製造業を中心に足もとのセンチメントが鈍化していることもあり、マクロ経済環境も必ずしも盤石ではない。米欧マクロ経済は前年比スローダウンが基本シナリオであり、過度な金融引き締めは株安要因になる可能性があることに留意したい。

③ 為替市場～ 底堅い日本円の背景にあるものとは

7月の為替市場は先進国を中心にした主要国通貨を中心に米ドル安に転じた。FRBが利上げ姿勢を鮮明にしており7月に25bpの利上げをしたものの、主に欧州(ECBおよびBOE)の利上げ姿勢継続に市場は反応し、対米ドルで上昇した。ただし、月央以降は景況感悪化に反応して、欧州主要通貨は対米ドルで下落基調になった。

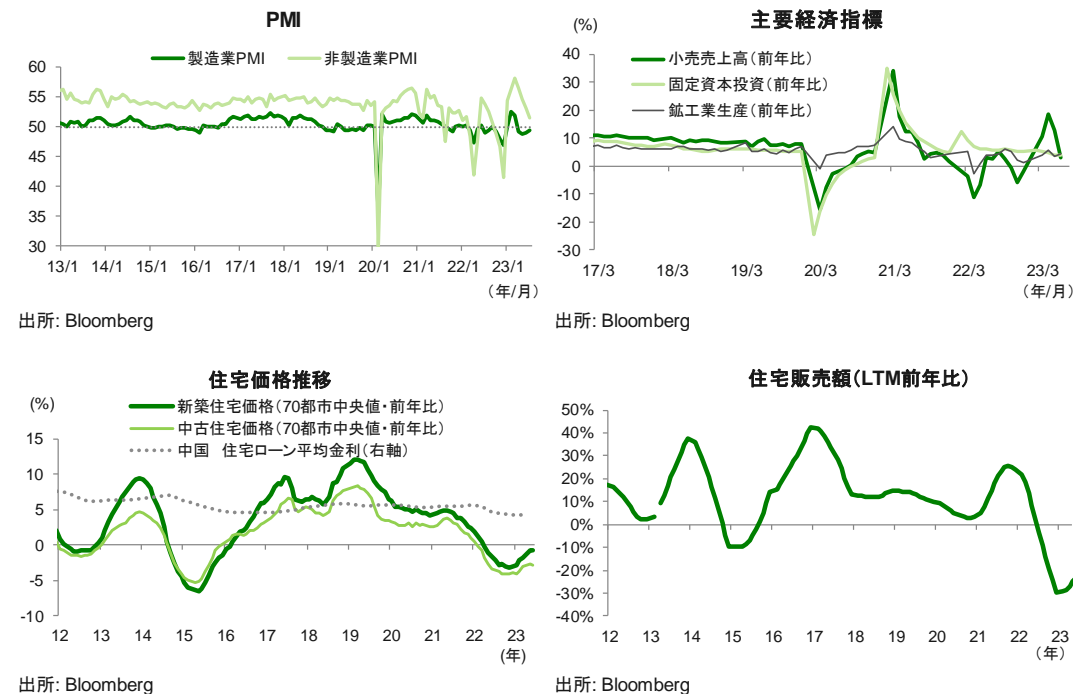


日本円(対米ドル)は、日米金利差や経常収支(主に貿易赤字とその他サービス収支の赤字)を意識した円売りに伴い7月初旬までは145円付近まで下落基調となったが、その後は日銀による政策修正期待が高まったことにより138円台前半まで大幅上昇となった。その後は再び141円台後半まで下落する場面もあったが、7月28日に日銀がYCC運用柔軟化を発表したことで再び139円台まで上昇した。しかし、31日には再び下落基調となり142円台前半で7月を終えた。日銀アクション後に円長期金利が0.6%台まで上昇し、今後も上昇期待が残るなか、日本円が素直に上昇しないことに多くの市場参加者は違和感を持っているかもしれない。しかし、31日に日銀は臨時的な国債買い入れオペを実施したことにあらわれているように、急激な金利上昇を阻止する姿勢を鮮明にしているほか、日銀の次のアクションを市場は織り込みにくい状態にある。依然として経常収支構造に大きな変化が生じているわけではないほか、9月にはFRBが再び利上げする可能性が高いことに鑑みれば、短期的には円安基調が残ることも想定される。

為替市場の注目材料は、他の資産市場と同様、米欧金融不安からマクロ経済環境やインフレ動向に一層シフトすることになろう。日銀が YCC 運用柔軟化を決断したことで、日本円についても今後はインフレ動向が一層重要になろう。ただし、米欧マクロ経済は長引くインフレと高金利により今後もスローダウンがメインシナリオである。このため、中銀のタカ派化が必ずしも通貨高につながらなくなる可能性もあることに留意したい。引き続き、インフレ動向と中銀の金融政策に対して神経質な展開が予想される。

3. 注目材料：中国経済低迷の背景と今後の見通し

中国経済を巡っては、22 年後半にゼロコロナ政策を突如終了したのち、米欧諸国同様のリ・オープンに踏み切ったことから、景気底入れが期待されてきた。23 年前半はサービス業を中心に回復基調となったものの、足もとでは早くも息切れが意識され始めている。諸統計を見る限り製造業と不動産業の不振が目立つが、中国経済の現状を理解するためには、改めて中国経済が抱える問題を俯瞰的に確認する必要があるだろう。そうして初めて今後の見通しを語る事ができる。

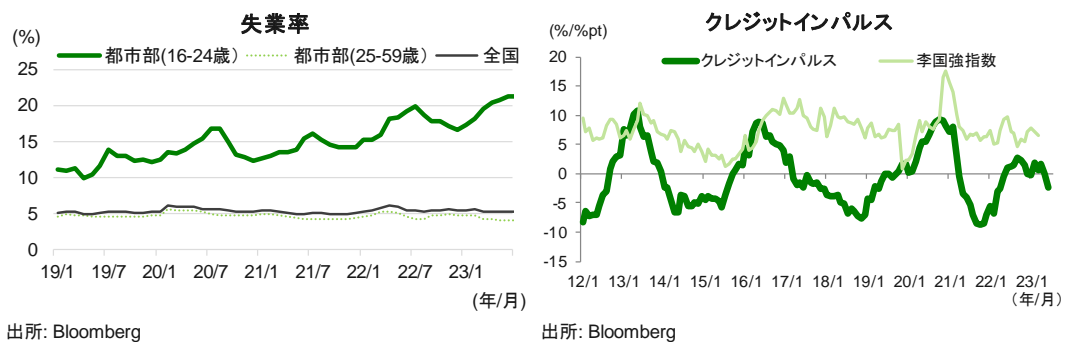


まず、足もとの主要経済統計を確認する。7月のPMIは製造業が49.3、非製造業は51.5となった。製造業の不振が続いているほか足もとでは非製造業も減速基調にある。小売売上高が減速基調にあるなか、相対的に固定資本投資や鉱工業生産は安定していることから、政府が一定規模の財政支出を継続していることが垣間見える。住宅価格は足もとで回復基調にあるように見えるが、実態は政府による一種の価格統制が行われている可能性がある。事実、住宅販売額は前例のない落ち込みを経験しており、消費者は不動産価格の更なる下落を予想しているとみられる。

中国経済を俯瞰する際に重要なのは、習近平政権以降の「共同富裕」に象徴される「再分配」と「低成長路線」へのシフトであろう。14億人ともされる巨大な人口と広大な国土を少数の中国共産党員が支配する構図のもとで、中国は経済成長継続が政治的安定に寄与するとし、鄧小平以降の「改革・解放」政策の推進により経済成長を促し世界第2位のGDPを誇る大国となった。一方、習近平政権は、中国経済を成長させてきた資本主義的な枠組みの一部を否定し「共同富裕」を標ぼうするようになった。中国は少子高齢化による人口オーナス期に入りつつあるなか、過去の高度成長の歪み（具体的には民間部門の過剰債務や不動産価格の高騰等）や未熟な社会保障制度などを抱えている。政府はこのような現実を鑑みた場合、

これまでのような高度成長を持続することは困難であるほか「歪み」を増長させかねないと考えているようである。「共同富裕」はこれらを是正するためのスローガンでありプロパガンダでもある。

その結果、足もとの中国では不動産市況の低迷と国民の活力低下という構造的な問題を抱えることになった。不動産市況の低迷は、21年に中国政府が掲げた「3 Red Lines」と呼ばれる不動産開発業者への与信基準引き締めを契機としているものの、実態は、中国の成長期待の剥落が影響しているとみている。仮に国が年率10%で成長すると確信するならば、不動産価格が割高でも購入することが正当化される。数年も経てば経済成長とともに不動産の価値も上昇することが期待できるからである。これまで中国の不動産価格は「バブル」と称されてきたし、鬼城と呼ばれるゴーストタウンの存在も指摘されてきた。それでも中国で不動産価格の下落が稀だったのは、多くの国民が中国経済の高成長を確信していたからであろう。



国民の活力低下は、都市部における若年層（16-24歳）失業率の高さにあらわれている。コロナ禍以前より若年層失業率は高かったが、コロナ禍でその水準は一層上昇することになった。端的にはコロナ禍で人材採用を停止した企業が続出したことにより、大卒者の就職先が無くなったことが主因であるが、「共同富裕」のもとで国の成長余力が低下していることや、アリババやテンセント等の資本主義経済下での成功者が政府の批判にされるなど極端な資本主義の考え方が否定されるなかで、将来への希望を見失っていることも影響しているとみている。

では、製造業の不振はどのように説明できるのだろうか。キーワードは総需要の減退と国内での競争激化、およびグローバル製造業の在庫調整である。総需要の減退は、むしろコロナ禍が関係している。極端なロックダウンを採用したことにより、個人の消費センチメントが大きく後退したほか、将来の経済成長への不透明感もあり総需要が減退している。中国の製造業は、高度成長の下で著しい発展を遂げてきたが、成長と需要のペースが鈍化するなかで供給過剰が生じ、企業間競争の激化（基本的には値下げと製造原価低下のデフレスパイラル）が生じている。

これに加え、22年後半以降はグローバルに大半の製造業が在庫調整に走っていることで、中国の製造業が負の圧力を受けている。コロナ禍の20~21年にかけてサプライチェーンの混乱や製造拠点の操業停止等により、多くの製造業では部品調達が困難になった。このため、ほぼ全世界の製造業が一斉に在庫積み増しに走った。20年後半から21年にかけて製造業の業績が著しく改善したのは、在庫積み増しを背景にした強い需要と容易な価格転嫁（値上げ）による。一方、22年に入るとサプライチェーンの回復が著しくなったことから、製造業は在庫調整、すなわち部品業者への新規発注を減少（もしくは停止）させた。依然として「世界の工場」は中国にあるため、在庫調整による負の影響は中国の製造業を直撃した。ただし、在庫調整は23年後半にも概ね終了するとの見方があり、実際に足もとでは海運株の上昇が目立っている（年後半の荷物量の増加を意識した動き）。

以上の考察を総括すると、

- 不動産の不振は構造的であり、利下げ等の金融緩和策や需要創出策（労働者向け住宅の供給等）では解決できない。最終的には日本がたどった道、すなわち不動産価格の適正価格への修正と、その結果生じる大量の不良債権処理を実施することで、初めてボトムアウトする
- 活力の低下も同様で、高度成長期の「歪み」を是正し、その後のマクロ経済の在り方を示すことで、初めて回復軌道に乗る
- 製造業の不振は、グローバル製造業の在庫調整の終了によりボトムアウトする可能性は高い。ただし、依然として供給過剰を背景にした国内企業間の淘汰は続く可能性が高く、企業物価指数の低迷と消費者物価の低迷、つまりデフレ基調が続く可能性がある

不動産の不振や国民の活力低下は、少なくとも 23 年中は政府による金融・財政政策で取り繕うことが可能であろう。製造業も少なくともボトムアウトする可能性が高いなか、中国が 23 年の実質 GDP 成長率目標（前年比+5%程度）を達成することも可能であろう。その限りにおいて短期的に中国経済を過度に悲観視する必要はないとみている。一方、「共同富裕」のもとで抱えてしまった構造問題を解決するには、高度成長期に蓄積した「歪み」の解消が必須であり、そのために長期間を要する可能性が高く、中国経済が再び力強さを回復する見通しは立っていないといえよう。

（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