マクロ経済レポート（2023 年 9 月）

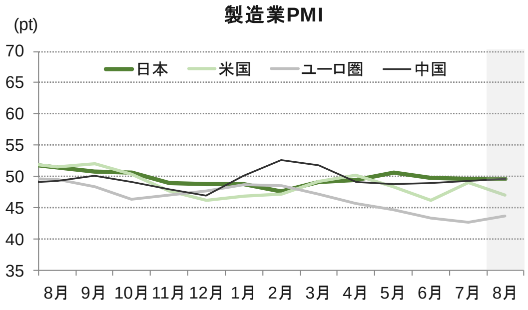
2023 年 9 月 1 日

- **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、依然として底堅さが残るものの、国・地域により異なった動きになりつつある。米国は、製造業 PMI は小幅下落となったが、在庫調整の進展を印象付けるものであり懸念は小さい。サービス業 PMI は賃金上昇によるコスト増加の影響が強く 3 か月連続の下落となった。ユーロ圏は、コロナ後のペントアップ需要が一巡しつつありサービス業が失速しつつあるほか、中国経済の不振を受け製造業（特にドイツ）の不振が続いている。とりわけ中国経済の不振は、不動産という巨大資産を経由してグローバル金融システムへの伝播（コンテージョン）リスクへの警戒が強まっているが、中国政府および地方政府の支援意志と能力は十分で、ヘッドラインの大きさの割にグローバル金融市場に与える影響は軽微とみている。

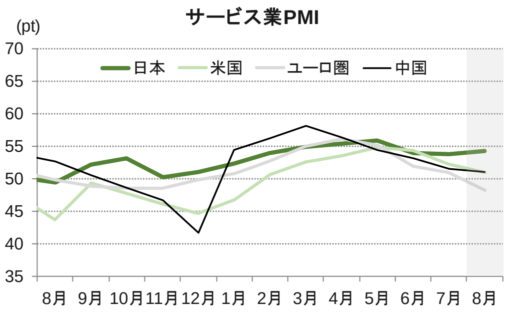
- **注目材料**: 8 月のグローバル金融市場では、米長期金利の上昇が注目された。月初から米国債の格下げや発行計画を背景にした需給懸念に加え、底堅いマクロ経済統計、そしてジャクソンホール会合への警戒感等の材料が重なった結果とみている。8 月末に向けて債券市場は落ち着きを取り戻しつつあるが、米長期金利への警戒感は根強い。そこで、8 月に金利上昇を誘発した材料をテクニカル要因（米国債格下げや発行計画）とファンダメンタルズ要因（雇用やインフレ率等のマクロ経済指標、および自然利子率（r*: アール・スター））に分けて検証し、今後注目すべき指標を確認することを通じて今後の米長期金利の居所を考えた。8 月末時点では 8 月に生じた米長期金利上昇の背景要因の多くは剥落しつつあるほか、FRB の利下げ時期が先送りされつつあることも既に長期金利見通しに織り込まれている。雇用情勢は緩やかに悪化するなか、CPI は 24 年前半に対前年同月で+2%台後半まで下落するとみており、そのタイミングにおいて市場は利下げを織り込むとみている。この見通しを踏まえ、米長期金利は直近に付けた 4.3%台後半をピークにして 9 月の利上げを経て緩やかに低下することをメインシナリオにしている。

１． マクロ経済展望 ～ 日本の堅調さが目立つ展開に

グローバル・マクロ経済は、依然として底堅さが残るものの、国・地域により異なった動きになりつつある。米国は、製造業 PMI は小幅下落となったが、在庫調整の進展を印象付けるものであり懸念は小さい。サービス業 PMI は賃金上昇によるコスト増加の影響が強く 3 か月連続の下落となった。ユーロ圏は、コロナ後のペントアップ需要が一巡しつつありサービス業が失速しつつあるほか、中国経済の不振を受け製造業（特にドイツ）の不振が続いている。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

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。ゼロコロナ政策解除後堅調さを維持していたサービス業の失速も著しい。金融市場では通貨元（対米ドル）の下落が注目されている。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いものの、8 月末時点では市場の期待ほど大規模な策は取られていない。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が、中国経済の不振がグローバル経済に与える「負の影響」は当面の間然程問題にはならないとみている。例えば、中国経済の不振は、①資源・エネルギー価格の下落に寄与するほか、②インフレに苦しむ米欧諸国にとってインフレ抑制要因になりうる、など、負の側面ばかりではない。中国政府は地方政府（その背景にある融資平台等）や不動産開発業者などへの流動性支援を継続しつつ、金融システムへの波及は必要最低限にとどめるとみられ、グローバル金融市場が大きく動揺する可能性も高くないとみている。

日本は、PMI は製造業・非製造業ともに安定的に推移しており、マクロ経済は回復基調にある。4-6 月期実質 GDP 成長率は、前期比+1.5%（年率+6.0%）と高成長となった。自動車やインバウンドなど輸出が増加した一方で、輸入が資源価格下落等を主因に大幅に減少し、外需（純輸出）が成長率を大幅に押し上げた。ただし、インフレが重石となっている個人消費を中心に内需はマイナス寄与となったほか、輸入減は内需・生産の弱さを反映している面もあるため、景気の実態はヘッドラインの成長率から若干割り引いて評価する必要もあろう。

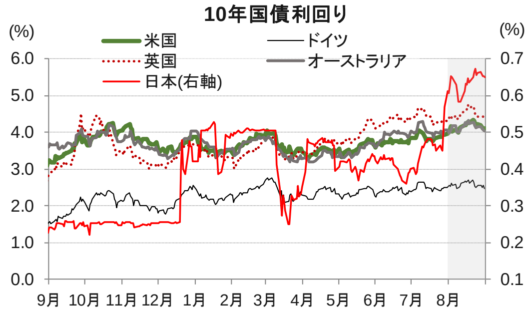
このようにグローバル経済は、コロナ禍からのリ・オープン、国内インフレ事情、そして個別要因により、トレンドに差がみられつつある。米国や日本は底堅さが意識されやすい状況である反面、欧州や中国は不振が目立っている。マクロ経済に対する見方は当面の間、金融市場内で分かれ続けるとみられ、短期的な金融市場のボラティリティの主因になるとみている。

2．主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 8 月は空騒ぎ!?

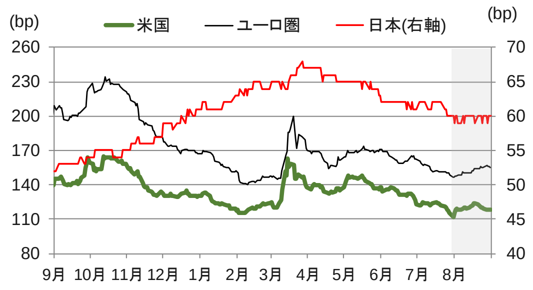
8 月の債券市場は、全般的に金利上昇基調となった。米国債の格下げ（フィッチ・レーティングスによる）や米国債発行増を主因にした需給懸念のほか、8 月末のジャクソンホール会合への警戒感が強かった。一方、ジャクソンホール会合はほぼ無風に終わったこともあり、月末にかけてグローバル債券市場は安定化した。クレジット（社債）市場は、米金利上昇に反応したというよりは、米銀の格下げや中国経済の不透明感を嫌気し、クレジット・スプレッドはワイド化基調になった。

10年国債利回り



出所: Bloomberg

投資適格社債の対国債スプレッド



出所: Bloomberg

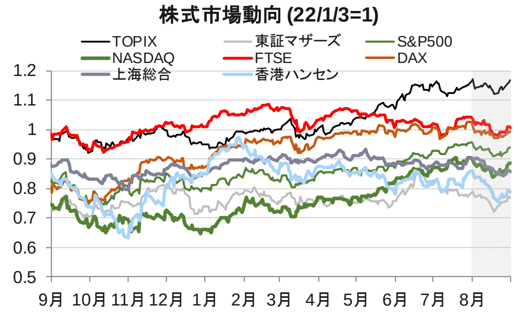
米長期金利は、22 年 10 月に 4.2%台を付けて以降概ね 4%以下の水準で推移してきたが、8 月は一時 4.3%台半ばをつけるなど力強い金利上昇となった。月初には格付け大手フィッチ・レーティングスが米国債の格下げを発表し、その直後に米国債発行計画が発表されると需給懸念が台頭し、長期金利は 4.1%台後半まで拡大した。一方、7 月雇用統計（8 月 4 日）で雇用者数が市場予想を下回ったこともあり、長期金利は 4.0%付近まで低下し、短期間で非常にボラタイルに動いた。しかし、その後は米インフレ指標の再上昇や、米景気の底堅さが意識されるなか、ジャクソンホール会合に向けた警戒感（様子見ムード）も強まったこともあり、金融引き締め長期化と利下げ時期の先送りが強く意識されるなかで、長期金利は上昇した。ジャクソンホール会合では、市場が予想していた「自然利子率」や「中立金利」はほとんど話題にならず、金融引き締め継続が強調されるにとどまったほか、米雇用動態調査（JOLTS）等の雇用関連統計が冴えなかったことから、長期金利は下落基調になり月末を迎

えた。8 月の米長期金利上昇については、当レポート後段で詳説している。

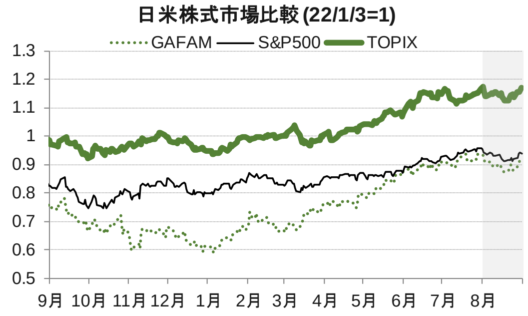
日本の長期金利は、日銀が 7 月 28 日の金融政策決定会合において長短金利操作（YCC）の運用の柔軟化を賛成多数で決定したのち、8 月に入ってからも債券市場では根強い金利上昇懸念が残るなか、長期金利は上下動を伴いつつ上昇基調になった。債券市場では、8 月 2 日の日銀・内田副総裁の発言内容に注目が集まった。具体的には、①YCC 運用柔軟化は粘り強く金融緩和を続けていくことを狙いとするもので出口を意識したものではないこと、②YCC の枠組み自体は 2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っていないためこの枠組みを継続していること、そして③マイナス金利の解除は基調的な物価が 2%から上振れし続けるリスクが高まったと判断される場合に需要の強さに由来する物価上昇目標を抑え込む狙いから実施されるが現在の経済・物価情勢からみるとそうした判断に至るまでには大きな距離がある、との趣旨だった。市場では依然として③が実現する可能性は低いとみており、長期金利の上昇には限界があるとの見方が根強い。今後の長期金利水準は、日本のインフレ率次第ではあるものの、7 月のインフレ率（除く生鮮食料・エネルギーでみたコアコア）は前年同月比+4.3%で推移しているが、食料価格のピークアウトが見通されるなか、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。当面の間、債券市場は日銀が許容する長期金利上限を探るべくボラタイルな動きが予想されるが、マイナス金利政策解除を見通せないなかで、長期金利の上昇にも限界があろう。当面の長期金利レンジは 0.6～0.8%とみている。

② 株式市場 ～ 不安材料のなかで底堅く推移

8 月の株式市場は、月前半は下落するも後半にかけて底堅く推移した。月前半は、米国の追加利上げ観測や米金融機関の格下げ、そしてジャクソンホール会合への警戒感も強く、米国株が軟調に推移するなか、他国市場もそれにつられた側面もある。また、中国経済の不透明感の台頭も株価への重石となった。月後半は、ジャクソンホール会合が無風に終わったことや、米長期金利が落ち着きを取り戻すなど、株式市場にポジティブな材料が揃い、回復基調になった。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

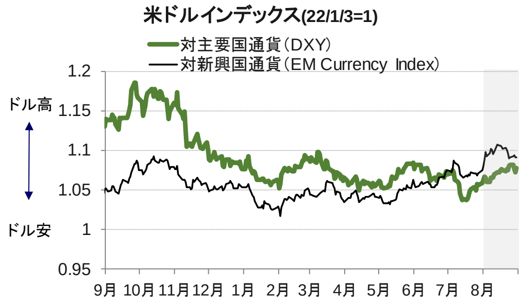
米欧市場では、マクロ経済に対する不安心理が残るなか中銀が利上げを継続しており、この材料に関して株価はネガティブに反応するも、昨年来のリセッション懸念が後退しているほか、今後の企業業績が底堅いとの見方もある。事実、米国の企業業績（EBITDA）は、1-3 月期に対して 4-6 月期は若干回復した。一方、欧州は米国とは逆に企業業績はさえない。中国経済の減速や BEV（電気自動車）化が加速するなかで、欧州メーカーの自動車販売台数が低迷しているほか、欧州における個人消費の弱さ（背景にはインフレと利上げの累積効果がある）も影響しているのであろう。

日本市場も、4-6 月期企業決算は半数強の企業が市場予想対比上振れし、概ね良好な結果となったが、米株安や中国経済の不透明感が嫌気され下落基調になった。年後半には製造業の在庫調整終了が近づくとの見方が根強く、また国内設備投資が旺盛であることから、企業の業績回復が続き株価は底堅いとみている。

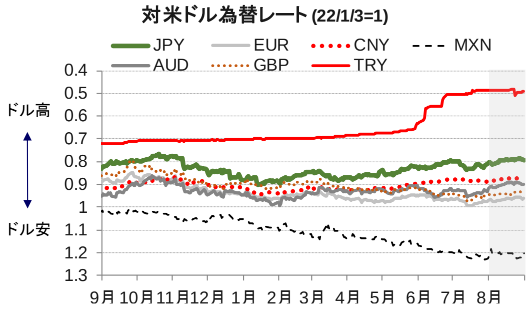
このように、強弱両方の材料があるなか、今後の見通しについては国・地域で異なったトレンドになるとの見方が根強い。ただし、8 月に株価に下押し圧力となった材料、例えば中国経済や米金利上昇については、9 月以降は大きな材料にはならないのではないかとみている。中国は政府による事実上の問題先送り策により、当面の間、マクロ経済や金融システムに過度な負荷を与えるような状態にはならないとみている。米金利も 8 月に上昇の原因となった材料の過半は一過性もしくは市場の誤解に基づくものと理解している。ただし、当面はインフレ長期化懸念が根強くのこるなかで、長期金利は下がりづらく、株式市場が力強さを回復するにはまだ若干時間を要するとみている。

③ 為替市場～ 底堅い日本円の背景にあるものとは

8 月の為替市場は米ドル高となった。米ドルは米景気が底堅いなか、FRB による追加利上げや利下げ時期の先送りが意識され米長期金利の上昇とともに上昇基調になった。中国経済の不透明感が台頭したことで若干ながらリスクオフ・センチメントにつながり、米ドル高を誘った側面もあろう（特に対新興国通貨）。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米ドル円は、日銀の YCC 運用柔軟化後の円長期金利上昇にも関わらず、8 月は大幅に下落した。22 年 9 月に為替介入を実施した水準に円安が進行したが、財務省高官は強い警戒感を示していない。投機筋の円売りが限定的なほか、基本的には日本円以外の他通貨も米ドル高基調にあることも、財務省が静観している背景にあるのかもしれない。ただし、市場では依然として米ドル円=150 円超で為替介入への警戒が残っているため、当面の間は上値抑制要因になるだろう。

為替市場の注目材料は、他の資産市場と同様、マクロ経済環境やインフレ動向であろう。米ドル円については、日銀が YCC 運用柔軟化を決断したものの、マイナス金利解除を市場が強く織り込まない限り円金利の上昇は限定的であろう。反面、底堅い米経済を背景に FRB は追加利上げの余地を残しているほか、利下げ時期が市場予想よりも更に先送りになる可能性もあり、米長期金利には上昇余地があるとの見方も根強い。このため、米ドル円には上昇余地が残るとみている。一方、中期展望としては、米ドル円の 150 円超までの上昇は、日本の財務省による為替介入の警戒感を高めるほか、米長期金利の更なる上昇が米マクロ経済に与える負の影響にも配慮が必要になろう。このため、中銀のタカ派化が必ずしも米ドル円の上昇要因にならない可能性もある。

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: 8 月の米金利上昇は本物かまやかしか

8 月のグローバル金融市場では、米長期金利の上昇が注目された。前述の通り、月初から米国債の格下げや発行計画を背景にした需給懸念に加え、底堅いマクロ経済統計、そしてジャクソンホール会合への警戒感等の材料が重なった結果とみている。ジャクソンホール会合が事実上「無風」となったことから、8 月末に向けて債券市場は落ち着きを取り戻しつつあるが、今後の米長期金利への警戒感が払しょくされたわけではないだろう。以下では、8 月に金利上昇を誘発した材料をテクニカル要因（米国債格下げや発行計画）とファンダメンタルズ要因（底堅い米国マクロ経済）に分けて検証し、今後注目すべき指標を確認することを通じて今後の米長期金利の居所を考えた。

テクニカル面では、8 月 1 日に格付け大手フィッチ・レーティングス（以下、フィッチ）が、米国ソブリン格付けを従来の AAA 格から 1 ノッチ引き下げ AA+格にすると発表した（見通しは安定的）。また、その後米財務省は 23 年 8～10 月の米国債発行計画を発表し、幅広い年限で段階的に発行額を増やすとした。当該発行計画発表直前にフィッチによる格下げが発表されたため、市場では様々な憶測を呼ぶとともに、国債需給軟化懸念が台頭した。

一方、フィッチのリリース文をみると、一般的に理解されているような財政赤字や政府債務の拡大が格下げの主因ではなく、最も重視しているものは「ガバナンスの低下」であることがわかる。ガバナンスの低下は、当然に債務上限問題を常にチキンレースでしか解消できない現政権や議会の現状を指しており、今般の格下げは米国政府に「お灸を据える」という意味合いが強いのだろう。また、クレジット分析の視点からは AAA 格と 1 ノッチ下の AA+格の差はほとんどない。信用力が極めて高い発行体のこの手の格下げは、象徴的な事象によって生じる傾向があり、発行体の信用力の変化をトリガーにしているわけではないことを認識したい。加えて、市場の一部ではフィッチが米国債発行計画に合わせて格下げを発表したとの思惑もあるが、通常、格付け会社はソブリン（国債）格付けの見直し時期をあらかじめ公表するか、毎年同時期に行う傾向があるため、そのような指摘は的を射ていない。

国債発行増は、短期的には国債市場の需給軟化要因と捉えられがちだが、先進諸国の国債残高が一本調子で増加するなか、需給軟化を背景にして長期金利が上昇し続けている国はない。国債需給は、国際収支構造や国内貯蓄の粘着力に加え、ソブリンの信用力により影響を受けるため単純に議論することは難しいが、米ドルの基軸通貨性が揺るがず、その背景にある米国の「国力」が維持されている限り、米国債の流動性に重大な懸念が生じる可能性は低いだろう。その結果、過去に何度も国債発行増が短期的な需給軟化懸念になったが、いずれも概ね数週間程度でその影響は解消されており、今般もそのような評価で問題ないだろう。

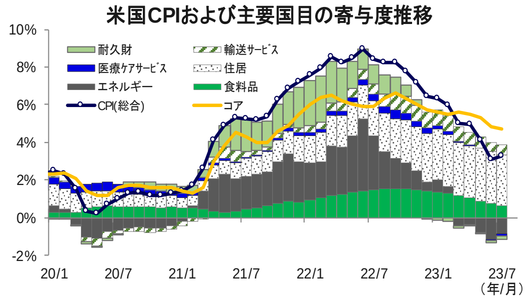
今後の米国債格付けへの懸念も杞憂に終わろう。フィッチのリリース文後半には、米国の格付けを下支えしているのが「並外れた強み」と表現されており、具体的には米ドルが基軸通貨であることを指摘している。米国の「双子の赤字」（財政赤字と経常赤字）は有名だが、米ドルの基軸通貨性を背景にして資金調達能力が「並外れている」と評価されている。基軸通貨性の背景には「国力」があるが、足もとの米国の「国力」に何ら疑いの余地は無いだろう（中国の低迷、ロシア・ウクライナ戦争勃発後の事実上の一人勝ちなど）。フィッチも、米国の非常に強い「国力」を背景に、当面の間格下げは想定していないとコメントしている（8 月 3 日付け日経新聞記事「フィッチ「米国債の追加格下げなし」与野党は非難の応酬」など）。

既に市場は上記の認識を織り込みつつあるとみているが、8 月に生じたテクニカル面からの懸念は既にほぼ影響していないと考えてよいだろう。

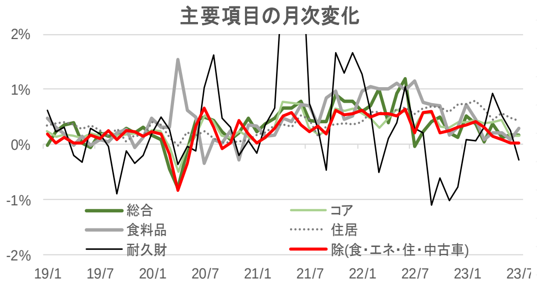
次にファンダメンタル面だが、更に①マクロ経済統計（雇用と物価）および②自然利子率（r*：アール・スター）に分けて議論する。8 月に米国のマクロ経済統計で注目を集めたのが雇用と物価であろう。米労働省が 8 月 4 日発表した 7 月の雇用統計によると、非農業部

門雇用者数は 18.7 万人増（市場予想平均は 20 万人増、6 月は同 20.9 万人増）と市場予想を下回った。失業率は 3.5%（市場予想平均は 3.6%、6 月は 3.6%）、平均時給は前月比 0.4%増（同前年比 4.4%増）と強い指標も目立ったが、非農業部門雇用者数の 5～6 月分もさかのぼって下方修正されたことから、市場では労働需要が減速しつつあると評価された。8 月 29 日に発表された米労働省雇用実態調査（JOLTS）によると、7 月の求人数も 882.7 万人（市場予想平均は 950 万人）と市場予想を大幅に下回ったほか、水準自体は 2 年ぶりの低水準になった。また、6 月分も 916.5 万人に下方修正された。

一方、7 月の消費者物価指数（CPI）は、総合指数が対前年同月比+3.2%（6 月は同+3.0%）、コア指数は+4.7%（6 月は同+4.8%）となった。総合指数が前月比で上振れたほか、コア指数の下落が限定的だったこともあり、インフレ長期化懸念につながった。しかし、総合指数が前月比で上振れたのは、エネルギーのマイナス寄与剥落影響が大きいためであり、インフレに対する最大寄与となっている住居（≒帰属家賃）やサービス項目の寄与度は着実に低下しているほか、21～22 年のインフレ率上昇に大きく寄与した耐久財も寄与度はほぼゼロ近辺にある。コア指数は前年同月比+4.7%と依然としてインフレターゲットである同+2.0%を大幅に上回っているが、足もとのインフレトレンドは低下基調にあるといえる。インフレ指標は前年同月比で表現されるため、一旦物価が上昇すると、物価上昇率が低下するまでに時間を要する。例えば、ある品目の価格が 10%上昇し、その後価格上昇率がゼロになるとしても、当該品目の物価上昇率は価格上昇から 11 ヵ月後まで 10%となり、12 ヵ月後にようやくゼロになる。21 年以降の米国のインフレ率は、コロナ禍やロシア・ウクライナ戦争等の非連続かつ非日常なイベントが継続したことによる影響が大きく、その影響が解消されるまでに時間を要している。このため、足もとのトレンドを確認するためには、対前年よりも対前月や対 3 ヵ月前等で確認するべきである。主要項目の月次変化を確認すると、コア項目は全般的に減速基調にあるほか、除く食料品、エネルギー、住居、中古車（事



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

実上のサービス項目の合計に近い値）の低下が著しいことがわかる。雇用逼迫が著しいサービス業では賃金上昇が続き、サービス価格への転嫁が続くとの見方を否定する状態が続いている。むしろ、8 月に発表された雇用関連統計に対する市場の評価に近い内容といえよう。

なお、エネルギーのマイナス寄与剥落影響により、23 年 12 月までは総合指数は下がりにくい状態が続くとみられ、その限りにおいては 23 年後半の利下げ織り込み剥落による長期金利上昇は正当化されよう。

ファンダメンタルズ面の 2 つ目は、自然利子率（r*：アール・スター）である。8 月 9・10 日に NY 連銀のスタッフが自然利子率について「推計方法によってはかなり高い数値が得られる」といった趣旨の論文を発表したことにより、それがジャクソンホール会合に向けた議論の布石ではないかとの思惑が広がった。一方、パウエル議長の講演内容は前回の FOMC 後の定例記者会見の内容に近いもので、自然利子率に関する言及もなく、無風に終わった。

自然利子率とは、マクロで投資と貯蓄をバランスさせる実質金利であり、景気に中立的でインフレにもデフレにもならない実質金利を表す。実質政策金利（名目政策金利－物価上昇率）が自然利子率よりも高ければ引き締めとなり、低ければ緩和的になる。FED は現在、自然利

子率を 0.5%程度とみなしており（FOMC ドットチャートの Longer-run の中央値からインフレ目標 2%を控除した値）、その観点からは実質金利はかなりの引き締め気味になっている。一方、8 月に実質金利（10 年）が 2%水準に到達するなかでも、マクロ経済は底堅い（雇用逼迫、個人消費堅調など）ため、自然利子率が実は上昇しているのではないかとの見方にシフトした（22 年からこの議論は燻っていたが）。

ただし、自然利子率は実際には目に見えず推計も難しい。また、仮にその水準に変化があるとしても、それを実証するためには相当な時間（～10 年程度）を要すると考えるべきであろう。コロナ禍やロシア・ウクライナ戦争という非日常がインフレ率に与えた影響が大きいと考えられるなか、高水準のインフレ率や政策金利にも関わらずマクロ経済が底堅く推移しているのは、自然利子率の上方シフト（≒潜在成長率の上昇）ではなく、コロナ禍での「過剰な」財政拡張や金融緩和のほか、金融緩和の影響を受けた資産価格の急上昇などの影響を受けている可能性も十分にあろう。自然利子率が主に短期間に上昇している可能性は否定しないものの、長期金利に影響しうる「長期の自然利子率」が上昇している可能性を債券市場が織り込むことは当面の間できないと考えるべきであろう。

このように、8 月末時点では 8 月に生じた米長期金利上昇の背景要因の多くは剥落しつつあるほか、FRB の利下げ時期が先送りされつつあることも既に長期金利見通しに織り込まれている。筆者は 9 月に FRB が再度 25bp の利上げをしたのち、利上げは当面の間休止されるとみているが、必ずしも利下げを近いうちに実施することを意味しているわけでもない。結局、9 月以降の FRB の金融政策が「データ次第」である限り、重要データ、具体的には「雇用」や「物価」を注視する必要がある。雇用情勢は緩やかに悪化するなか、CPI は 24 年前半に対前年同月で+2%台後半まで下落するとみており、そのタイミングにおいて市場は利下げを織り込むとみている。この見通しを踏まえ、米長期金利は直近に付けた 4.3%台後半をピークにして 9 月の利上げを経て緩やかに低下することをメインシナリオにしている。

（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