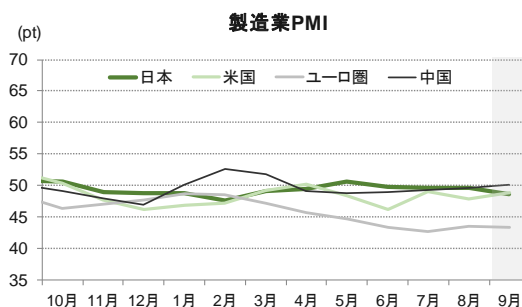




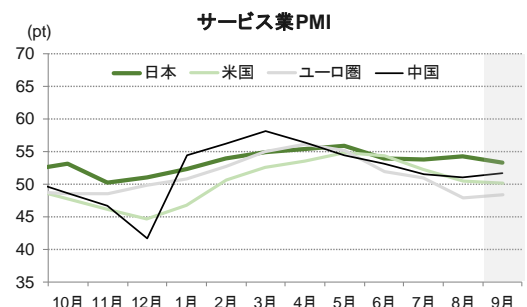
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、依然として底堅さが残るものの、国・地域により異なった動きがみられている。日米欧はインフレ、中国はデフレがテーマになっており、異なったマクロ経済トレンドと金融政策が繰り広げられている。このようななか、9月は主要国債利回りが上昇を続け、最終的には金融市場のリスクセンチメントを低下させた。特に米国債利回りの上昇と米ドル高は、株式、クレジットに加え、新興国等のリスク資産価格にネガティブに作用した。このため、当面は米国債利回りや米ドルに多くのリスク資産価格が影響を受ける状態が続くとみている。ただし、足元の米国債利回り上昇は、米国債発行量増加や米政府機関閉鎖懸念、労組のストなど、必ずしも長期的な影響にはならない要因も含まれている（注目材料にて詳説）。また、グローバル製造業の在庫調整終了が近づいているとみており、今後中国や欧州のマクロ経済を底上げする可能性もある。市場の見方は分かれているが、リスク資産に対して過度に悲観的になる必要もないとみている。
- **注目材料:** 9月は世界的に国債利回りが上昇し、金融市場のリスクセンチメントを悪化させた。特に注目されたのが米国債利回りの上昇であろう。米国債利回りの上昇は、ファンダメンタルズ要因（米国経済の強さ、FF金利の高止まり懸念など）とテクニカル要因（5月の債務上限問題に絡む混乱時に米国債発行が滞ったツケにより8月以降米国債発行量が増加していること（需給軟化懸念）、フィッチ・レーティングスによる米国債格付けの格下げ（AAA格→AA+）、政府機関閉鎖懸念（9月1日時点で翌月まで先送りされた）、およびUAW（全米自動車労組）による大規模なスト決行など複数の要素）等が影響しているが、期待インフレ率（BEI）の上昇が確認されていないことに鑑みれば、テクニカル要因（≒リスクプレミアム）が大きく影響しているとの見方が根強い。テクニカル要因はいずれも短期的に終息するとみており、同要因を背景にした米国債利回りの上昇には限りがあるとみている。

### 1. マクロ経済展望 ～ 中国はボトムアウト!?

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がみられている。日米欧はインフレ、中国はデフレがテーマになっており、異なったマクロ経済トレンドと金融政策が繰り広げられている。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米国は、製造業 PMI が小幅上昇に転じ、在庫調整進展と生産回復がみえつつある。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4か月連続の下落となった。企業業績は23年1-3月をボトムに足もとは回復基調にあるほか、安定的な雇用情勢を背景にしてインフレ長期化のなかでも個人消費は底堅い。ただし、9月のFOMC以降FF金利が長期間にわたって高水準になるのではないかと期待（Higher for Longer）が高まるなか、高金利がマクロ経済に与える負の影響に注意が必要である。

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。ただし、雇用逼迫を背景に雇用環境は安定しており、景気底割れ懸念は高くない。ECBは9月14日に3つの政策金利（主要リファイナンスオペ金利、限界貸出ファシリティ金利、預金ファシリティ金利）を25bp引き上げることを決定した。先行きの政策金利については data-dependent であるとしたものの、市場では利上げ打ち止めとの見方が優勢になっている。

中国は、製造業および不動産業の不振が目立ち景況感はやえないが、PMIは製造業およびサービス業ともに緩やかながら改善した。製造業の在庫調整進展に伴う受注回復が期待されているほか、不動産市場活性化策（利下げ、頭金率引き下げ、投資用物件向け融資基準緩和等）への期待もあり、景況感はボトムアウトしつつある。ただし、政府による不動産活性化策は短期間（数か月程度）で失速するとの懸念も強く、回復力に不透明感も残る。

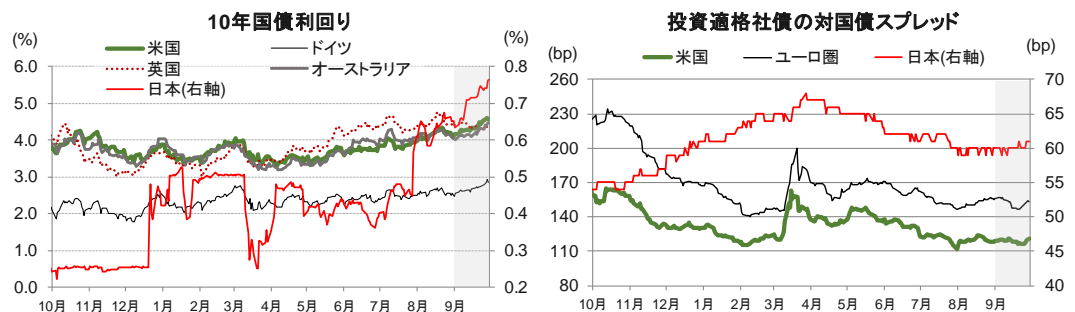
日本は、9月のPMIは製造業・非製造業ともに前月比で下落したものの、他国比では安定的に推移している。8月のCPI（除く生鮮・エネルギー）は、前年同月比+4.3%と高水準だが、今後は食料価格下落を主因に下落基調に転じる可能性が高い。ただし、サービス価格の上昇が続いていることから、今後もインフレ長期化懸念が残るだろう。加えて、企業業績が23年10-12月期以降回復するとの見方も根強く、来年に向けた賃上げ期待も残るだろう。日銀は9月22日の金融政策決定会合で現状の金融政策を維持すると決定したが、植田総裁の記者会見では、今後の金融政策は data-dependent であると強調するとともに、実際に賃金上昇やインフレ長期化を確認しなくとも、その兆候を表す十分な材料が整い期待インフレが上振れする場合、金融政策変更を含む追加アクションを行う可能性があることを否定しなかった。このため、長期金利は下がりにくい状況が続くだろう。

このようにグローバル経済は、コロナ禍からのリ・オープンと需要改善動向、インフレ事情、そして個別国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。加えて、足もとは再び原油価格が力強く上昇しており、今後のかく乱要因になる可能性もある。一方、グローバル製造業の在庫調整終了の期待も高く、今後は製造業の景況感が回復する可能性もある。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 ～ 世界的な金利上昇がリスクオフを誘う

9月の債券市場は、世界的に国債利回り上昇に見舞われた。社債市場で観測されるクレジットスプレッド（対国債利回り格差）も、国債利回り上昇基調のなかで、9月後半にかけてワイド化した。



そのなかでも米国債利回りの上昇は世界の注目を集めた。予てから米国債増発による需給懸念が残るなか、米国政府機能停止、UAWによる大規模スト実施、そして原油価格上昇に伴うガソリン価格上昇など、インフレ加速や米国の信認に関するヘッドラインが相次いだ。そして金利上昇を決定づけたのが9月のFOMCにおいて、FF金利は据え置かれたものの、

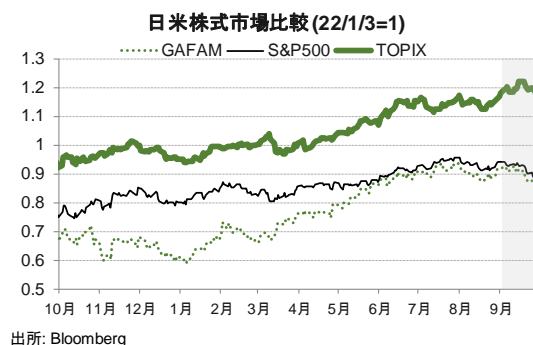
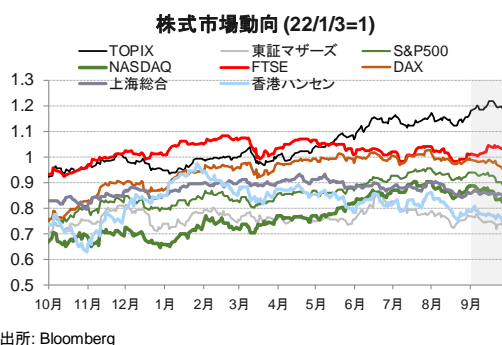
同時に発表された経済見通しサマリー（SEP）において 24 年の利下げ想定幅が前回公表比半減となったことで、FF 金利の高水準・長期化（Higher for Longer）が意識され、イールドカーブ全体で国債利回り上昇を誘発し、長期金利（10 年金利）は一時 4.6% 台半ばまで上昇した。このような米国債利回りの上昇は、株式市場、クレジット市場、そして新興国市場等の様々な市場に負の影響を与えた。改めて今後の米国債利回りの行方と注目材料について、当レポート後段で解説した。

日本の長期金利は、7 月 28 日の金融政策決定会合後概ね 0.6% 台前半で推移していたが、9 月 9 日の読売新聞による日銀・植田総裁インタビュー記事以降、一気に 0.7% 台まで上昇した。債券市場では、8 月 2 日の日銀・内田副総裁の発言内容以降、マイナス金利政策解除までは依然として距離があるとの評価が主流になったが、当該新聞記事以降、マイナス金利政策解除が近い将来に実現するのではないかと期待が高まった。植田総裁は、9 月 22 日の金融政策決定会合後の記者会見において、当該記事に対する債券市場の反応を牽制したものの、金融政策変更時期や政策変更の順番などについては常に data-dependent でありその時に応じて柔軟に対応するとの方針を示し、現時点で債券市場参加者が「決め打ち」出来ない状態を作ったといえよう。

今後の長期金利水準は、偏にインフレの行方に依存している。8 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。一方、教養・娯楽を中心にサービス価格上昇が続いていることに加え、24 年以降も大企業を中心に賃上げ余力があるとの見方も根強く、インフレ長期化懸念も根強い。このため、債券市場では長期金利に上方バイアスが残るとみている。

## ② 株式市場 ～ 不安材料のなかで底堅く推移

9 月の株式市場は、月下旬にかけて世界的に下落した。下落の主因は、世界的な国債利回り上昇、特に米国債利回りの上昇や米ドル高であろう。高インフレと金融政策のタカ派継続を背景に、世界的に株式バリュエーションも高い。米中経済安全保障は先鋭化することが予想され、グローバル企業などミクロのリスクは拡大する可能性も残る。また 3 月に米欧で生じた金融不安の影響として今後の金融規制強化によって与信が一層萎縮することも予想される。金利上昇や米ドル高は、そのような株式市場の不安を表面化させたといえよう。



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、米国企業（S&P500 種、銀行を除く一般事法）のキャッシュフロー（EBITDA）や EPS（1 株当たり利益）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）

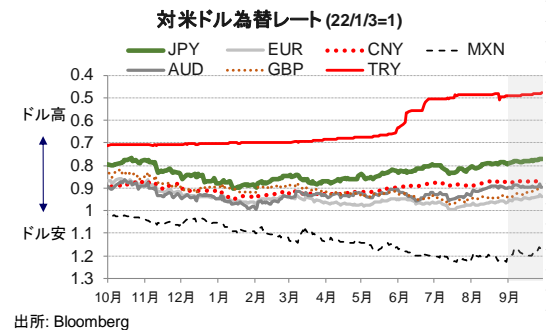
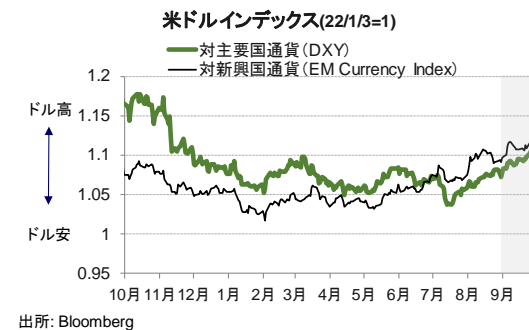
も影響しているのであろう。

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、9 月は世界的な金利上昇、特に米国債利回り上昇と米ドル上昇により、市場センチメントが大きくリスクオフに傾いたといえよう。このため、当面の株式市場は、米国債利回りや米ドル相場に影響を受ける可能性が高い。単純に、米金利が低下すればリスクオンの株高、金利上昇に対してリスクオフの株安として反応するだろう。一方、ファンダメンタルズ面の変化も注目材料になろう。中国の製造業がボトムアウトしつつあるのは、グローバル製造業の在庫調整終了の兆しかもしれない。半導体の在庫サイクルもボトムアウトしつつあるとの見方が根強い。これらの材料が本格的に相場に織り込まれるならば、株式市場が底堅さを回復する可能性も十分にありう。

### ③ 為替市場 ～ 底堅い日本円の背景にあるものとは

9 月の為替市場は力強い米ドル高となった。米ドルは、①相対的に底堅い米国経済、②FRB による FF 金利高止まりへの期待 (Higher for Longer)、③原油価格上昇に伴うインフレ期待の再燃に加え、④ECB の利上げ打ち止め観測の台頭によるユーロ・米ドル相場の下落などの要因が複合的に作用した結果とみている。



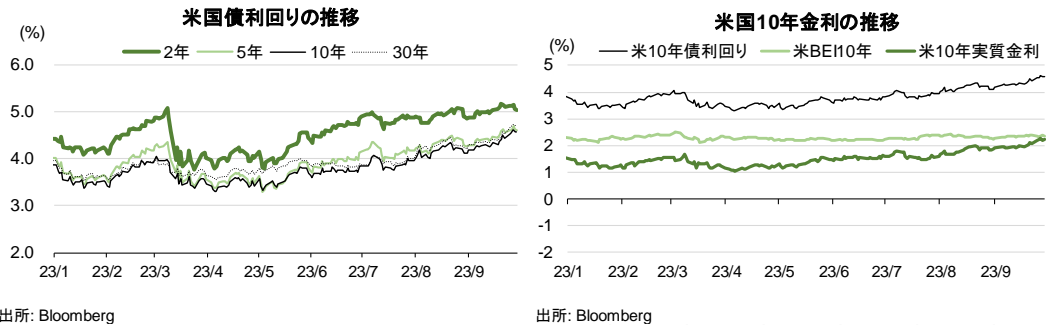
米ドル円は、円長期金利上昇にも関わらず 9 月も下落を続け、9 月下旬には一時 149 円台後半をつけた。相対的な米経済の底堅さに加え、米長期金利の上昇幅が円長期金利の上昇幅を上回ったことも影響した。市場では、日本政府による為替介入への警戒感が高まっており、具体的には 150 円超えの水準では為替介入が実施されるとの見方が根強い。為替介入は為替「水準」ではなく、過度な「変動」への対処になるため、足もとの米ドル円相場の「変動」の評価に依存するものの、22 年の為替介入実績もあるため、ある程度の「水準」を越えた場合為替介入が実施される可能性は残るだろう。

ユーロドルは、軟調な欧州景気や ECB の利上げ打ち止め観測を背景にユーロ安が継続した。今後も独米金利差や ECB の金融政策に加え、その背景にある欧州景気やインフレ率に強く影響を受ける状態が続くだろう。

当面の為替市場は、強い米ドルとその背景にある米長期金利動向に左右されるだろう。仮に米長期金利が安定的に低下する場合、米ドル安がトレンド化する可能性がある。為替市場は二国通貨間の相対関係が重要であるが、8-9 月の米ドルの強さはやや特殊な状態（米国側の短期的な事情。例えば政府機関閉鎖、労組のスト、米国債格下げ等のテクニカルな要因など）と思われ、米長期金利が下落する場合、素直に米ドル安・他通貨高を誘発するだろう。米ドル円も、日本政府による為替介入への警戒感が強いなか、150 円を大幅超過するような円安にはなりにくいとみている。

### 3. 注目材料: 米長期金利上昇と今後の見通し ~ 背景要因の整理と注目材料

9月には世界的に国債利回りが上昇し、金融市場のリスクセンチメントを悪化させた。特に注目されたのが米国債利回りの上昇であろう。米長期金利は一時4.6%台後半まで上昇し、2007年以來の高水準となった。



米国債利回り上昇の背景は、ファンダメンタルズ要因とテクニカル要因に分けることができる。ファンダメンタルズ要因とは、米国経済の底堅さやインフレ長期化懸念（足もとの原油・ガソリン価格の上昇等）が高水準のFF金利を長期化させるのではないかと市場の期待を指す。テクニカル要因とは、5月の債務上限問題に絡む混乱時に米国債発行が滞ったツケにより8月以降米国債発行量が増加していること（需給軟化懸念）、フィッチ・レーティングスによる米国債格付けの格下げ（AAA格→AA+）、政府機関閉鎖懸念（9月1日時点で翌月まで先送りされた）、およびUAW（全米自動車労組）による大規模なスト決行など複数の要素が絡んでいる。

別の角度からも議論できよう。FRBのパウエル議長は9月のFOMC後の記者会見において、米国債利回りの上昇理由として「基本的に金利は上昇しているが、これはインフレのせいではない。おそらく経済成長の強さや国債供給の増加などが関係していると言えるだろう。」と説明した。換言すれば、米国債利回り上昇の理由を期待インフレ率の上昇ではなく、リスクプレミアムあるいは実質金利の上昇と述べたことになる。この2つを動かしたと考えられる要因として、①米経済の強さ、②米国債供給増に伴う需給悪化等の2つを挙げたと考えよう。

ここでいう実質金利とは、 $\text{名目金利} = \text{実質金利} + \text{BEI}$  という一般的なフィッシャー方程式を利用したものである。実際、市場で観察される期待インフレ率（BEI）は足もとで上昇しておらず、名目金利の上昇は実質金利の上昇で説明できる。より具体的には、実質金利に「予想値」+「リスクプレミアム」が存在すると考えるべきであり、BEIが過去1年程度大きく動いていないことに鑑みれば、名目金利の上昇は実質金利の構成要素である「予想実質金利」が「リスクプレミアム」のどちらかの上昇に因ると整理できる。

ただし、予想実質金利とリスクプレミアムを分解することは難しく、市場で取引されているわけでもない。そのため、これらの推計はモデルに依存せざるを得ず、その結果にも差がある。予想実質金利が上昇するとすれば、米国の潜在成長率が回復するという「 $r^*$ 」（アール・スター）の議論が登場するが、実際に観察することが難しいことに加え、短期間に大きく変化するものでもない。米国債市場参加者は、このような事情を理解していると推察されるため、足もとの名目金利上昇は「リスクプレミアム」の上昇が影響しているのではなかろうか。

リスクプレミアムにはパウエル議長が提示した需給関係に加え、米国債の信認（米国債格付け、米ドルの基軸通貨性、FRBの信認など相互が関係しあう複数の要素）等が含まれる。つまり、前述したような米国債格下げ、政府機関閉鎖懸念、UAWによる大規模スト、などが関連しており、これらが今後どのように展開するのか、そして米国債の需給や信認にどのような影響を与えるのかを理解することが、今後の米国債利回りを予想するうえで重要にな

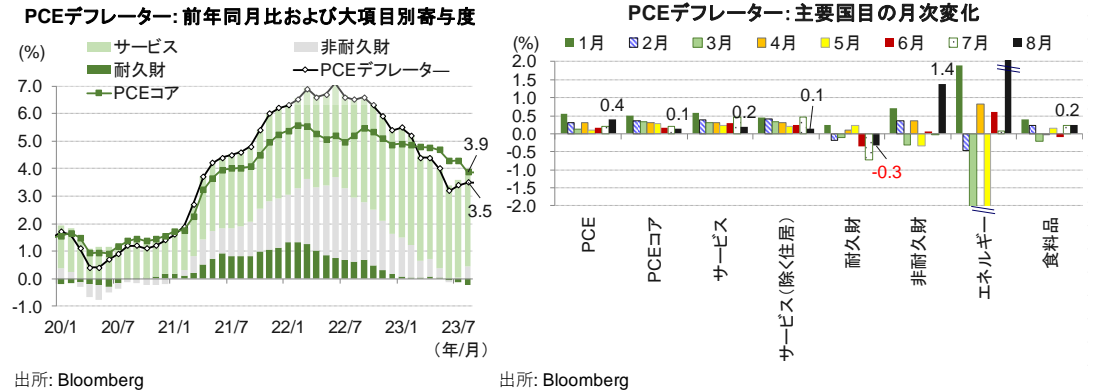
る。

フィッチによる米国債格下げと米政府機関閉鎖は、いずれも米国債格下げ懸念に伴う、米国債に対する要求金利（リスクプレミアム）の上昇期待と解釈できる。例えば、9月25日にムーディーズは米政府機関閉鎖が米国債の格下げにつながる可能性を示唆したほか、2011年には債務上限問題を契機にして S&P が米国債格付けを AAA 格から 1 ノッチ格下げし AA+とした。では、米政府機関閉鎖が米国債利回りを上昇させているとすれば、そのような市場のリアクションは合理的なのだろうか。これを解くカギは、8月1日にフィッチが発表した米国債格下げに関するリリース文にある。サマリーには、今般の格下げ理由として、財政赤字拡大に加え債務上限問題に関する混乱に代表される米国政府のガバナンスの低下を挙げている。一方本文をみると、格下げ理由の最初に登場するのがガバナンスの低下である。格付け会社からみると、何らかの手違いにより米国債の利払いが数日間停止するような事態になった場合、やはり AAA 格を付与していたことに違和感を持つことは十分に想像できる。米国債にクロスデフォルト条項は明示されておらず、債務上限問題を背景にした数日程度かつ個別債務の利払い停止が、米国政府の資金調達に支障をきたすわけではないが、格付け会社の定義と格付クライテリアに即せば、1本でもタイムリー・ペイメントが実施されない状態を格付けアクション無しに放置することは現実的ではない。このため、格付大手3社はいずれも債務上限問題や政府機関閉鎖といった米国政府や議会のガバナンス低下を懸念しているのである。一方、フィッチのリリース文の続きを読めば、米国の「並外れた強み」具体的には強力な国力を背景にした米ドルの基軸通貨性が米国債格付けを強力にサポートしているとしている。これらを総合すれば、格付け各社は米国政府や議会のガバナンス低下に対して「お灸を据える」ことを目的に1ノッチ格下げしたものの、米ドルの基軸通貨性に疑義が生じない状態であるため、それ以上の格下げを見通していないと言えよう。クレジット分析の基本であるが、AAA格とAA+格の信用リスクの差（例えばデフォルト率の差）は無視できるほど小さい。米国債格下げが米国債利回り上昇に影響しているとするれば、それは市場の誤解であり、時間の経過とともにこれに該当するリスクプレミアムは縮小するだろう。

米国債発行量の増加による需給軟化は、詳細な説明は不要であろう。例えば、日本国債の発行量は過去20年間で大幅に上昇したほか、日本国債の信用力（格付け）は必ずしも改善したわけではないにも関わらず、日本国債利回りは低下を続けた。ユーロ圏のように独立した複数国が共通通貨を使うものの財政統合が実現していない場合は、国の信認が共通通貨圏での国の選別につながる可能性がある（ギリシャ危機を契機とした欧州ソブリン危機は代表例）。しかし、米国のような一国・一通貨の場合、ユーロ圏のような選別が生じることはないほか、米ドルの基軸通貨性が維持されている限り、米ドルの流動性や米国政府の資金調達能力に大きな変化が生じる可能性は低い。つまり、国債発行量の増加による需給軟化は、あくまでも債券市場内の「期待」以上のものではなく、過去の経験に照らせばそのような期待はせいぜい数か月以内に沈静化してきた。今回も需給軟化懸念によるリスクプレミアムの剥落は時間の問題であろう。

UAWのストに代表されるような労働需給のひっ迫がインフレ期待を加速させるとの見方が、リスクプレミアムに作用している可能性はある。しかし、足もとのPCEデフレーターを確認すると、市場で最も注目されるサービス（除く住居）の上昇率は鈍化基調にあるほか、財価格の上昇も確認されていない。UAWが関与する自動車（耐久財に含まれる）については、コロナ禍で半導体不足に陥り生産台数が縮小し「供給制約」による価格上昇が生じたが、足もとでは半導体供給が回復するなか生産台数は回復基調にある。このため、中古車価格は下落に転じるなど、もはやインフレ懸念は払しょくされている。仮にUAWの言い分が支持され大幅な賃上げに至るとしても、メーカー側はそれを価格転嫁できるほど需要が強いわけではなく、インフレ率に与える影響は軽微とみてよいだろう。

このように、足もとの米国債利回り（名目金利）の上昇要因となっていると思われる「リスクプレミアム」の上昇の多くは、今後剥落する可能性が高い。9月は力強い米国債利回りの上昇が世界の金融市場のリスクオフを誘ったが、この状態が長期化する可能性は低いのではないかと。実際9月30日に米議会は政府機関の閉鎖を回避するため11月17日までのつなぎ予算案を可決した。今後も「チキンレース」が続く可能性は否定しないが、米国政府・議会のガバナンス低下が米国債の信認を極端に悪化させるわけではない。むしろ米国の信認にとっては、ロシア・ウクライナ戦争後の事実上の「米国一人勝ち」の台頭の方が重要であり、米国債の信認は一層強固になっていると考えるべきである。



(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