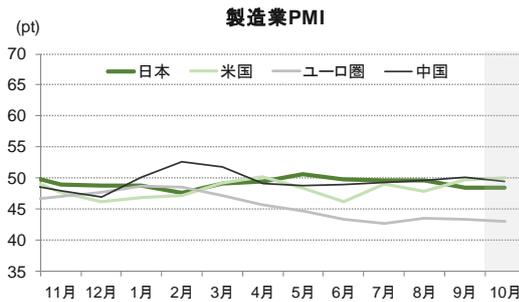




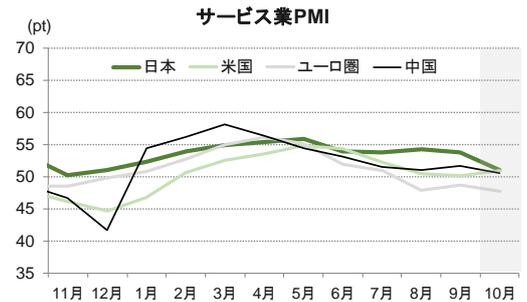
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、依然として底堅さが残るものの、徐々に不安定化している。米欧ではインフレが落ち着きを見せ始めているものの、高金利継続による今後の景気への不透明感が残っている。中国は軟調な内需に加え、不動産が足を引っ張っている。日本は他国比では堅調ながら、内需に弱さがみられている。このようななか、日米長期金利の上昇や地政学情勢（ロシア・ウクライナ戦争におけるロシア優勢との報道に加え、イスラエル・パレスチナ情勢の緊迫化）が、金融市場のリスクセンチメントを悪化させた。日銀は10月31日の金融政策決定会合でイールド・カーブ・コントロール（YCC）再柔軟化を決定したが、為替市場では米ドル円の上昇が続くなど、不安定な状態にある。
- **注目材料:** 金融市場では、円長期金利上昇が日本国債格下げにつながるのではないかとの見方が一部で言われている。政府債務の増加が続くなか、金利上昇による利払い負担増加が日本国債格付けにネガティブに作用するとの見方が根強い。円金利上昇は日本ソブリン（国債）の格下げトリガーになるのか。格付会社のソブリン格付け手法に基づき注目すべき指標を確認すると、経常黒字の継続や収増など、日本ソブリンの信用力を安定化させている指標も確認でき、円金利上昇だけでは日本ソブリンの格下げに至る可能性は低い。ただし、中長期的な日本ソブリンの信用力は安定的～やや悪化と評価でき、今後の格付けの安定性維持のためには、名目GDPの維持・改善、スタグフレーションを避けること、および政府・中銀の信認を維持する努力が欠かせない。

1. マクロ経済展望 ～ 底堅さと不安定さ

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、徐々に不安定化している。米欧ではインフレが落ち着きを見せ始めているものの、政策金利は高水準であり、今後の景気への不透明感が残っている。中国は軟調な内需に加え、不動産が足を引っ張っている。日本は他国比では堅調ながら、内需に弱さがみられている。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米国は、7-9月期の実質GDP成長率が前年同期比+4.9%（4-6月期は同+2.1%）となり、マクロ経済は底堅さを維持している。5%を超える政策金利環境にも関わらずマクロ経済が驚くほど底堅く推移していることで、FRBによる利下げのタイミングが相当先になるとの見方が台頭している。9月のFOMCでは、23年～24年の実質GDP成長率見通しが上方修正されたほか、いわゆる「ドット・チャート」の中央値もそれぞれ上方修正された。また、議会の混乱を背景にした米国の信認への疑義（≒米国債の格下げ懸念）、国債需給軟化懸念（中国の米国債保有額減少、国債発行量の増加等）に加え、イスラエル・パレスチナ情勢などのヘッドラインが続いており、10月央に向けて長期金利が大幅に上昇した。長期金利の上昇は今後のマクロ経済への懸念を誘発するとともに、87年10月の「ブラック・マンデー」のような短期的な金融市場急変動を懸念する声にもつながり、株式やクレジット

ト等のリスク資産価格を下落させた。24年には大統領選を控えるなかで、バイデン政権は従前の拡張的な財政政策に加え、イスラエル・パレスチナ情勢やウクライナ情勢に鑑みて追加予算を計上する方針である。インフレ率は沈静化基調にあるものの、高金利でも経済は安定した状態が続く可能性が高まっており、当面は高水準にある長期金利が金融市場の不安材料になるとみている。

ユーロ圏は、インフレによる需要抑制や金融環境の引き締まりを背景に低空飛行を続けている。インフレ率は高水準にあるが、エネルギー価格の安定化や金融引き締め効果の浸透から、鈍化傾向にある。景気減速の兆しが広がるなか、ECBは10月の定例理事会において政策金利を11回分りに据え置いた。インフレ率の鈍化や旅行需要の回復が景気拡大を後押しする一方、利上げ効果の更なる浸透や中国を中心に世界経済の低迷が足を引っ張るなか、当面の景気は緩やかな成長にとどまる可能性が高い。

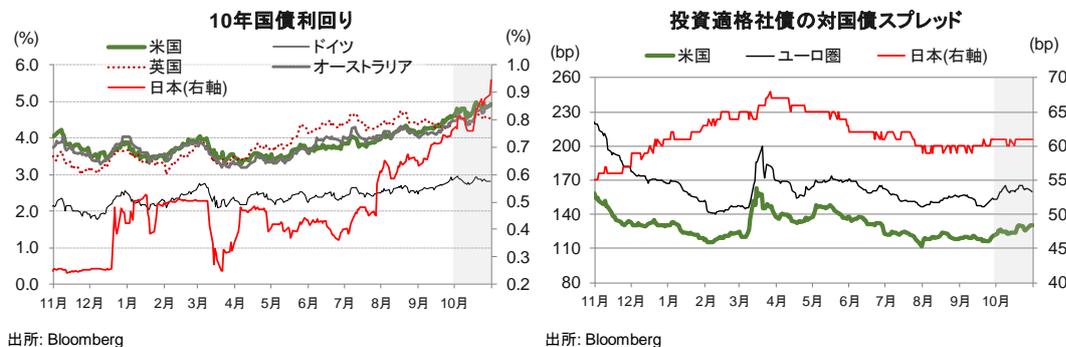
中国は、7-9月期の実質GDP成長率が前年同期比+4.9%となった。不動産や外需は冴えないものの個人消費が力強く回復したほか、工業生産や固定資産投資も堅調だった。23年の政府目標である実質5%成長も視野に入っている。金融緩和や内需刺激策に加え、製造業の緩やかな回復が期待されるなか、中国経済のボトムアウトは今後鮮明になるとみている。一方、不動産の改善は見られておらず、ボトムアウト後の回復力に不透明感も残る。

日本は、ポスト・コロナへの移行、インバウンド需要、および自動車生産の持ち直し等を背景に、景気は緩やかに持ち直している。ただし、足もとまでは中国の不振、コストプッシュを背景にしたインフレによる製造原価・サービス原価の上昇などの悪材料に加え、内需が冴えない状態にある。7-9月期実質GDP成長率は外需のテクニカルな修正を主因に前期比でマイナスに転じる可能性も残る。一方、岸田政権が主導する国内での資本蓄積（経済安全保障領域への政府補助を伴う投資等）、在庫調整終了に伴う製造業の回復なども寄与し、マクロ経済は底堅く推移する可能性が高い。このようななか、金融市場では日銀の金融政策への注目が高まっており、とりわけマイナス金利政策の解除を視野に入れてつつある。円金利上昇が米長期金利上昇から影響を受けており、米ドル円相場の上昇も相まって、日銀の金融政策変更が前倒しされるのではないかとの思惑にもつながっている。底堅いマクロ経済環境のなかで、当面は日銀の金融政策に注目が集まり、短期的な金融市場動向を左右することになる。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 長期金利上昇が続く

10月の債券市場は、日米は長期金利を中心に国債利回りの上昇が続いたが、欧州は長期金利の上昇が一服した。日米欧の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）は、国債利回り上昇基調のなかでワイド化した。



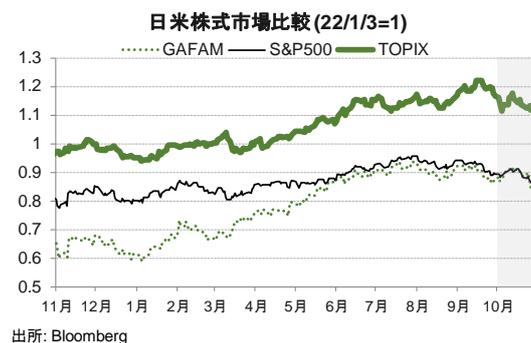
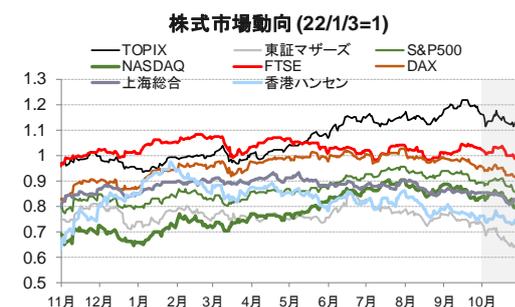
引き続き注目度の高い米国債利回りは、10月も長期・超長期債主導で上昇が続き、10年金利は一時5%台に達した。30年金利も一時5.1%台まで上昇した。予てから米国債増発による需給懸念が残るなか、米国政府機能停止、UAWによる大規模スト実施、そしてイス

ラエル・パレスチナ情勢の緊迫化もあり原油価格上昇期待も高まり、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。一方、インフレ率（9月のCPIおよびPCEデフレーター）は、コア指標の前年同期比はいずれも鈍化ながら、サービス価格の前月比は再度上昇に転じるなど、底堅いインフレを印象付けるものになった。加えて、7-9月期実質GDP成長率は前年比+4.9%と好調なマクロ経済を裏付ける形になり、いわゆる「high(er) for longer」を意識させた。10月に向けて一旦沈静化している米長期金利だが、当面は更なる金利上昇余地を残しているとみている。

日本の長期金利も、米長期金利に歩調を合わせるように上昇が続いた。9月22日の金融政策決定会合後の植田総裁の記者会見において、事実上 YCC 撤廃とマイナス金利政策の解除はほぼ同条件（2%以上の持続的・安定的なインフレが確認できること）とされたことに加え、非常に強いドル円相場もそのような市場の期待の背景にある。10月31日の日銀金融政策決定会合では、YCC 運用の再修正を決定した。具体的には、長期金利の誘導目標を引き続きゼロ%程度としつつ、「上限」としていた1%は「目途」に変更され、大規模な国債買い入れと機動的なオペ運営を中心に金利操作を行うとし、上下0.5%程度としていた長期金利の変動幅は削除した。同時に公表された経済・物価情勢の展望（展望レポート）では、消費者物価指数（生鮮食品を除くコア）の前年比上昇率（中央値）を23年度は2.8%（従来は2.5%）、24年度は2.8%（同1.9%）、25年度は1.7%（同1.6%）にそれぞれ引き上げた。22年度の実績値が3.0%だったので、22年度から3年連続で2%を超える見通しとなる。また、2%の持続的・安定的な物価上昇への「距離」は近づいているとの認識を示した。物価見通しの上方修正は、主に輸入物価上昇によるもの（日銀の表現では「第一の力」）が大宗を占めているとのことで、足もとの円安や原油価格再上昇に加え、幅広い産品への価格転嫁が長期化・広範囲化していることを織り込んでいる模様である。事実上長期金利の1%超えを容認したこと、堅調な企業業績を背景に賃上げ期待が続いていること、および今般の物価見通しの上方修正を受け、長期金利は引き続き上昇基調を続ける可能性が高いだろう。

② 株式市場 ～ 不安材料続出で下落

10月の株式市場は、月央以降は世界的に下落した。下落の主因は、長期金利上昇によるバリュエーション修正期待の高まり、米ドル高に加え、イスラエル・パレスチナ情勢の緊迫化による不透明性の高まりもあろう。



10月中旬以降7-9月期決算発表が続いているが、総じて堅調な結果であるものの、市場予想が高水準だったこともあり株価は総じてさえない。金融機関の決算は米欧市場を中心に利上げによる利ザヤ改善効果が大きく堅調に推移しているが、長期金利上昇による有価証券ポートフォリオの評価損拡大が市場センチメントを若干ながら冷やしている印象である。いわゆるGAFAMに加え、NVIDIAおよびTESLAを加えた「マグニフィセント・セブン」も同様に、決算内容は総じて堅調ながら、市場予想の高さ故に株価は下落基調になった。

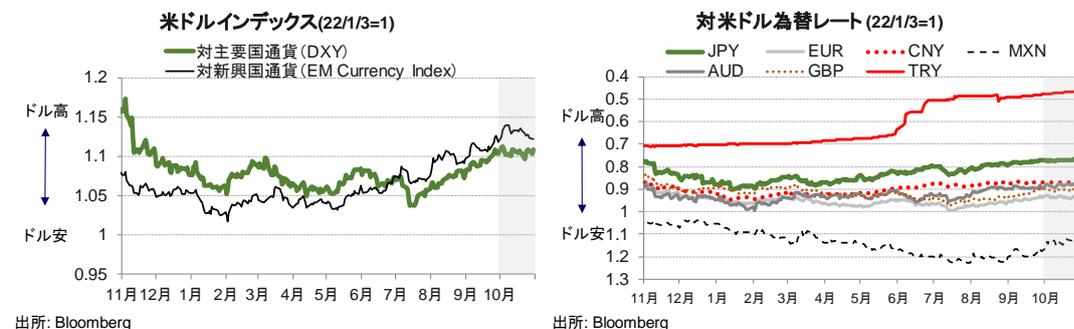
10-12月期以降は製造業の在庫調整終了や製造原価の低下が期待できるなか、株価は底堅く推移するとの見方は根強い。一方、長期金利の上昇、イスラエル・パレスチナ情勢の緊

迫化など、企業経営者が強気になれない材料も多い。そのため、期待されていた通期業績見通しの上方修正が先送りされている印象で、足元の弱い株式市場の背景にあるのだろう。換言すれば、企業業績トレンドと株価に乖離が生じている可能性が高く、株式市場は総じて割安な状態にある。

長期金利上昇や地政学リスクは短期的に終息する可能性は低く、当面は株式市場の重石になるだろうが、企業業績の底堅さが確認されるにつれ、株式市場が底堅さを回復する可能性も十分にありそう。

③ 為替市場～ 底堅い日本円の背景にあるものとは

10月の為替市場は、通貨間で動きに差が生じた。先進国通貨ではユーロ、英ポンドが対米ドルで強含んだほか、新興国通貨ではメキシコ・ペソやブラジル・レアルなどの資源国通貨を中心に対米ドルで回復した。一方、日本円、中国元、およびトルコリラは対米ドルで下落した。為替市場でも米長期金利上昇が意識されているものの、各国の事情、とりわけインフレ率の沈静化によるマクロ経済見通しの改善の影響のほか、原油価格上昇による資源価格上昇期待もあり、米ドルとの関係はまちまちとなった。



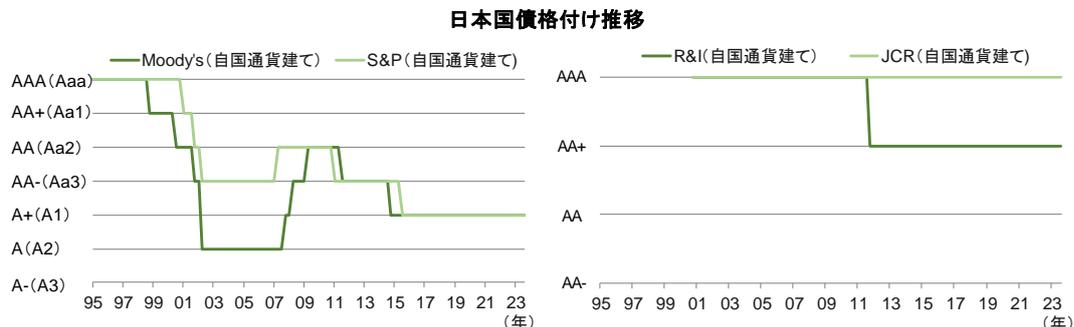
米ドル円は、円長期金利上昇にも関わらず 10 月も下落基調となり、150 円を何度も突破する場面があった。一方、150 円を抜けようとする一時的に相場が急落する場面が何度もあり、市場では政府による為替介入があったのではとの思惑がみられた。ただし、財務省は 10 月 31 日、9 月 28 日～10 月 27 日の為替介入実績がゼロだったと発表した。このため、為替市場において 150 円前後に非常に厚い心理的な「壁」が存在していることも印象付けた。なお、10 月 31 日の日銀金融政策決定会合後、米ドル円相場は再び 151 円台後半まで下落しており、日銀の金融政策変更の思惑や日本国債利回り上昇だけでは、米ドル円相場を反転させる力が弱い可能性がある。

米ドル円相場は、22 年以降日米金利差との連動性を強めてきた。一方、過去の米ドル円相場は必ずしも日米金利差と連動していたわけではない(典型例は 17 年: 年間を通じて円高となったが、日米金利差は拡大した)。このため、日銀が金融政策変更に踏み切り、日本国債利回りが更に上昇するとしても、必ずしも米ドル円の下落(円高)を誘発しない可能性があることに留意したい。換言すれば、米ドル円相場は、日本側の事情で動くことは少なく、基本的には米国の事情(≒米国経済の強さ)に依存することが多い。今後も米国経済が底堅い限り、米ドル円の下落は一時的かつ限定的との見方の説得力は高い。

3. 注目材料: 円金利上昇は日本国債格下げのトリガーになるのか

22 年 12 月 20 日に日銀がイールドカーブコントロール(YCC)の長期金利変動許容幅を拡大して以降、日本国債利回りは上昇を続け、長期金利は足もとで 0.9%台に達した。このようななか、債券市場では円長期金利上昇が日本国債格下げにつながるのではないかとの見方が一部で言われている。政府債務の増加が続くなか、金利上昇による利払い負担増加が日本国債格付けにネガティブに作用するとの見方が根強い。円金利上昇は日本ソブリン(国債)の格下げトリガーになるのか。以下では、格付会社のソブリン格付け手法に基

づき、注目すべき指標を確認し、円金利上昇だけでは日本ソブリンの格下げに至らない可能性が高いことを示す。



出所: 格付各社、Bloomberg

まず、主要格付会社による日本ソブリン格付けの推移を確認する（以下ではいずれも自国通貨建て長期債務格付け。Moody's および S&P はいずれも無登録）。90 年台後半以降格付け各社は日本ソブリン格付けを付与しはじめたが、R&I および JCR の日系 2 社の格付けは概ね安定的に推移している反面、Moody's および S&P の外資系 2 社の格付けは 00 年代前半までに大幅な格下げを経験したのち、00 年代後半に一時的に改善したが、その後緩やかに低下している。ただし、16 年以降格付け水準の変更はない（20 年 6 月に S&P はアウトルックをポジティブから安定的に変更している）。10 月末時点では、R&I:AA+、JCR:AAA、Moody's:A1、そして S&P:A+u となっている（アウトルックはいずれも安定的）。

我が国の債務 GDP 比率は既に 250%を越えており、過去 20 年以上にわたってほぼ一貫して増加している。一方、格付け各社の日本ソブリン格付けの推移は、債務 GDP 比率の変化とは異なっている。イタリア（Moody's:Baa3、S&P:BBBu、いずれも見通しは安定的）は日本よりも格付が 4 ノッチ以上低いが、債務 GDP 比率は 150%程度で足もとは減少基調にある。



出所: IMF、Bloomberg

このように、ソブリン格付けは必ずしも政府債務の「規模」に連動しているわけではない。では、主要格付会社のソブリン格付け手法はどうなっているのだろうか。

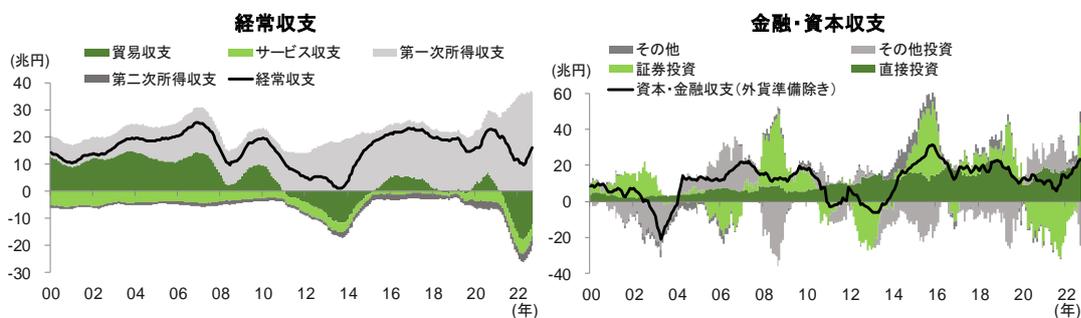
主要格付会社のソブリン格付けクライテリアを概観すると、ソブリンの信用力評価の主軸は、債務返済の「能力」と「意志」に分類することができる。債務返済の「能力」は、債務返済原資を十分に確保しているか、また資金調達安定しているかを評価する。具体的には、債務返済原資は名目 GDP や経常収支（≒税収）、資金調達の安定性は国内貯蓄（≒経常黒字の累積）に加え、外部支援の可能性を評価する。外部支援とは、例えば、米国は双子の赤字（財政赤字と経常赤字）が続いているものの、米ドルの基軸通貨性（≒米国の国力が群を抜いている）を背景に、非常に安定した資金調達能力を有している。日本の場合、安定して経常黒字が続いており国内貯蓄が潤沢ななか、債務返済原資および資金調達の安定性が高く評価されているといえよう。また、債務返済「能力」の評価には、政治的安定性、技術力等に加え、最近では ESG 的側面も影響している。

債務返済の「意志」は、ソブリン独自の評価軸である。ソブリンは非政府部門（民間等）の債務者と異なり、立法権、徴税権、および紙幣発行権などを通じて、少なくとも自国通貨建て債務については償還原資を確保することが可能である。極端な例を挙げるなら、税収や政府保有資産が枯渇するなどの債務返済原資に窮する局面になるとしても、政府は非

政府部門が保有する資産に対する課税を強化したり（資産課税）、自国通貨を発行したりすることで償還原資を確保することが出来る。このため、基本的には自国通貨建て債務の返済に窮する可能性は極めて低い。しかし、政府が資産課税や自国通貨の乱発をすれば、政府への信認低下や通貨安を通じて、金利が急上昇やハイパーインフレが発生し、マクロ経済が事実上崩壊する危険性を高める。ソブリンは債務返済が事実上可能であっても、それを続けることにより経済崩壊の危機が生じる場合（ハイパーインフレの発現）や、戦争や大規模災害に見舞われる場合など、経済の持続可能性に疑義が生じるような局面では、自国通貨建て債務であっても債務のデフォルトを「選択」する可能性がある。また、金利急上昇やハイパーインフレは、政府債務の保有者（固定金利型が大宗を占める）にとっては、結果的に保有債権の元利金が期日通り返済されるとしても、実質的な債権価値は（ハイパーインフレを通じて）暴落することを意味する。格付会社は、このような債権者からみた場合の政府債務価値の暴落を事実上の「デフォルト」とみなしている。

以上を踏まえると、ソブリン格付けは、債務返済原資や資金調達の安定性の観点からは、名目 GDP や経常収支（税収）が重要であり、また定性評価として政府の債務返済の「意志」を確認することが求められる。

Moody's は、02 年 5 月に日本ソブリン格付けを Aa3(無登録)から 2 ノッチ格下げし A2（無登録）としたが、その後 07 年～09 年にかけて Aa2（無登録）まで 3 ノッチ引き上げた。日本政府債務 GDP 比率が上昇し続けるなかでの当該格付けアクションの背景には、Moody's が当時重視していた政務による債務返済の「意志」が関係している。当時 Moody's は、日本政府債務 GDP 比率の上昇を懸念していたが、その背景には、政務債務の増加が、いずれ過度なインフレを招くのではないかとの見方があった。しかし、日本は政務債務を積み上げるなかでも、むしろインフレ率は低位で安定し続け Moody's の懸念は表面化しなかったのである。結果、Moody's は政府債務残高よりも、名目 GDP や経常収支などを一層重視するようになってきているとみている。



出所: Bloomberg

次に、足もとの重要指標を確認しよう。日本の名目 GDP はコロナ禍以降低迷しているが、23 年以降はポスト・コロナへの移行により回復が期待されている。名目 GDP が低迷するなか、政府債務が増加しているため、結果として政府債務 GDP 比率は上昇を続けている。一方、経常収支は黒字を維持している。コロナ禍以降、資源・エネルギー価格の上昇や円安による貿易収支の悪化に加え、サービス収支の大幅赤字が注目を集めているが、それらをすべて補う規模の第一次所得収支の改善がみられている。足もとでは、①資源・エネルギー価格の安定化、②旅行収支の改善（≡インバウンド需要の回復）を主因に、経常黒字は回復基調にあるほか、今後は③原発再稼働等によるエネルギー輸入量の減少（貿易収支の改善要因）も期待できる。日本の経常黒字は今後も続くと思われる。

一方、名目 GDP の低迷は気になるところである。日本の産業競争力が低下しているとの指摘があるほか、我が国の名目 GDP にとって重要な自動車産業の変化（EV 化など）も留意すべきであろう。一方、注目すべきは、日本政府の税収（一般会計税収）は急上昇しており、22 年はバブル期を超える水準に達しているほか、23 年も予算比で大幅に上振れる可

能性が高くなっている。税収増は、複数回の消費増税による税構造の変化と安定化に加え、足もとの日本のマクロ経済および企業業績の回復と無縁ではない。

改めて、当レポートの目的である「金利上昇が日本国債格下げのトリガーになるのか」を考えてみる。単純な仮定として、政府債務残高（地方債務を含む）を 1,000 兆円、政府債務の利息が 2% 上昇、年間の借り換えは債務残高の 10% としよう。この場合、政府の利払い負担は年間 2 兆円の増加にとどまる（1,000 兆円×2%×10%）。金利上昇が日本経済の堅調さや企業業績の回復と連動しており、その結果として税収が



出所: 財務省

増加するならば、金利上昇「だけ」では国債格下げのトリガーにはならないと考えられよう。

無論、足もとの「税収増」の一部を「減税」するとの政府方針がみられる。しかし、当該減税が時限的かつ税収増の一部を使用する限り、そして、その他の指標（経常収支や名目 GDP 等）が安定的である限り、格付各社による日本国債格付けの変更は 24 年よりも先になる可能性が高い。以上を踏まえると、日本ソブリンの信用力は安定的～（中長期的には）やや悪化、と評価することができる。

また、今後日本ソブリンが格下げを免れるためには、以下の複数の視点が重要になろう。

- 名目 GDP: コロナ禍からのリ・オープンが現実的には 22 年後半から始まっているため、23 年以降の名目 GDP がどの程度回復するかが重要である。仮に名目 GDP が低迷し、その傾向が 24 年も続く可能性が高まる場合、外資系格付会社の格付見直しに下方圧力がかかる。
- スタグフレーション: インフレとリセッションが共存するようなスタグフレーションに近い状態は、名目 GDP、政府債務 GDP 比率、経常収支などの債務返済「能力」にかかる指標が悪化を通じて、ソブリンの信用力評価上ネガティブである。ただし、5%以下のインフレ率（前年比）であれば、インフレ長期化だけで格付会社の信用力評価が大幅に悪化する可能性は低い。
- 政府・中銀の信認: 巨額の財政赤字と米欧比で極端な金融緩和が今後も長期化する場合、円安が更に加速するとともに、円金利の一層の上昇を通じて、政府・中銀の信認が低下する可能性がある。政府・中銀の信認低下といえ、最近ではトルコを取り上げることができよう。日本とトルコでは、経常収支、国内貯蓄、そしてインフレ率など重要指標に大きな差があるため、短期的に日本がトルコのようになるとは考えていないが、今後の財政・金融政策が少なくとも金融市場の信頼を回復するベクトルを持っているかどうかは重要である。プライマリー・バランスへのこだわり、税収増を債務削減に充てる姿勢などは、政府・中銀の信認を安定化させるために実は重要である。

(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