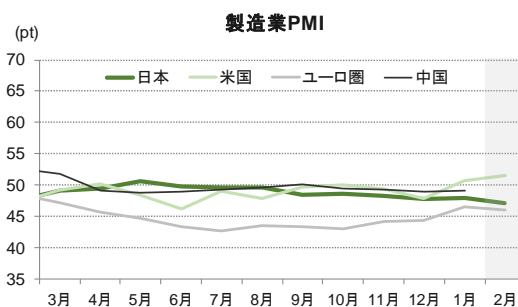




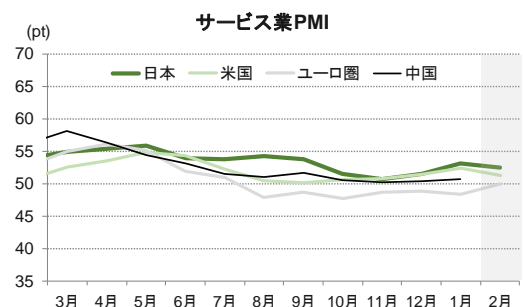
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、底打ち感が見られつつあるも力強さにかける展開が続いている。製造業は米国やユーロ圏の改善幅が大きく、日本や中国も底堅い動きとなっている。サービス業は概ね横ばい推移も、PMIは50越えとなっており概ね堅調といえよう。このため、2月の債券市場ではインフレと長期金利上昇期待が残っており、株式市場も堅調な企業業績（特にAI関連銘柄）も相まって力強い上昇となった。底堅い米国経済を背景に米ドルも堅調な推移となっている。ただし、仮にインフレ率が再び上昇し長期金利が23年後半の水準以上に上昇する場合、リスク資産価格の調整（特に不動産への影響が大きくなる可能性がある）を経て、マクロ経済に負の影響を与えることも想定されよう。特に米国商業用不動産（主に都市部のオフィス）への負の圧力が高まり、金融不安が生じる場合は、長期金利や株価の下落を招く可能性もあり留意を要する。
- **注目材料:** 米国の商業用不動産価格（特に都市部のオフィス）の下落への警戒感が台頭している。オフィス価格下落は、①在宅勤務の定着による空室率の上昇に加え、②長期金利上昇による割引率（キャップレート）の上昇、の影響も受けている。空室率は今後も上昇を続ける可能性が高いため、市場センチメントは極めて悪い。この状況下で、仮に長期金利が再び5%を超える状況になれば、オフィス以外の商業用不動産（概ね賃料や空室率は安定的に推移している）への負の影響も避けられない。商業用不動産向けノンリコースローンを大量に抱える中堅・中小行に関して、今後貸倒引当金計上等のヘッドラインが増加することが見込まれ、一時的に市場センチメントが悪化する可能性に留意を要する。一方、金融システム上重要な大規模金融機関（G-SIBs）への影響は軽微とみられ、金融不安が金融システム危機に発展する可能性は依然として低い。当面は商業用不動産のパフォーマンス推移に細心の注意を払いたい。

1. マクロ経済展望 ～ 底打ち感がみられるも力強さにも欠ける

グローバル・マクロ経済は、底打ち感が見られつつあるも力強さに欠ける展開が続いている。製造業は米国やユーロ圏の改善幅が大きく、日本や中国も底堅い動きとなっている。サービス業は概ね横ばい推移も、PMIは50越えとなっており概ね堅調といえよう。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

日本は、23年10-12月期の実質GDP成長率（速報値）が前期比年率▲0.4%となり、2四半期連続のマイナス成長となった。輸入が増えたこと、個人消費が3四半期連続でマイナスになったことが主因である。個人消費は実質賃金がマイナス圏で推移するなか市場予想以上に低迷しており、設備投資も建設業における雇用ひっ迫や建築コストの上昇もあり冴えない。また、足もとでは能登半島地震による生産停止影響があり鉱工業生産指数が大幅にマイナスに転じるなど不安材料もある。一方、堅調な企業業績を背景に24年春闘は23年比で賃上げ率が上振れする可能性が高く、鈍化基調にあるインフレ率の効果もあり、24年央にも実質賃金はプラス化する可能性が高い。24年に向けて実質GDP成長率はプラス圏に回復することが見込まれる。

米国は、23年10-12月期の実質GDP成長率（速報値）が前期比年率+3.3%となるなど、堅調なマクロ経済環境が続いている。このようななか、1月の雇用統計では平均時給の増加幅が拡大したほか、消費者物価指数（CPI）やPCEデフレーターにおけるサービス関連価格の伸び率が再び増加するなど、インフレ再加速への警戒が強くなった。このため、債券市場ではFRBの利下げ織り込みの後退（利下げタイミングが6月以降、回数も24年中に3回程度（計75bp程度））がみられた。ただし、マクロ経済指標は強弱が混在しており、金融市場ではFRBの利下げ期待は続いている。

ユーロ圏は、23年10-12月期実質GDP成長率（一次推計値）が前期比年率で+0.1%となった（前年同期比は+0.1%）。2四半期連続のマイナス成長にはならず、かろうじてテクニカルリセッションを回避したが、引き続き低調な推移となっている。1月のECB理事会の声明文はややハト派的な内容と市場は受け止めたものの、足もとではECB当局者から賃金動向の見極めを重視する発言が多く見られており、6月に利下げが開始されるとの見方が根強くなっている。

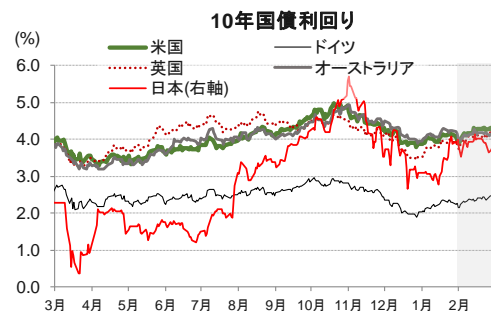
中国は、引き続き冴えない状況にあるものの、最悪期は脱した感がある。グローバルに製造業の在庫循環がボトムアウトした影響で製造業に回復の兆しがみられつつあるほか、総資本形成も堅調である。ただし産業別には不動産の不振が続いており、今後も比較的成長を続ける可能性が高いことをうかがわせている。政府による株式市場テコ入れ策への期待は続いているが、低成長化を見越した株式市場の低迷は長期化する可能性がある。

以上のように、主要国経済は強弱まちまちながら概ね底堅い状況にある。底堅さを支えている要因は、循環的なもの（在庫調整一巡、中国経済の底打ちなど）に加え、金融緩和期待も含まれよう。このため、仮にインフレ率が再び上昇し長期金利が23年後半の水準以上に上昇する場合、リスク資産価格の調整（特に不動産への影響が大きくなる可能性がある）を経て、マクロ経済に負の影響を与えることも想定されよう。当レポートの後半では、市場で懸念が高まりつつある米国商業用不動産（特に都市部のオフィス）の現状と今後の見通しをまとめた。

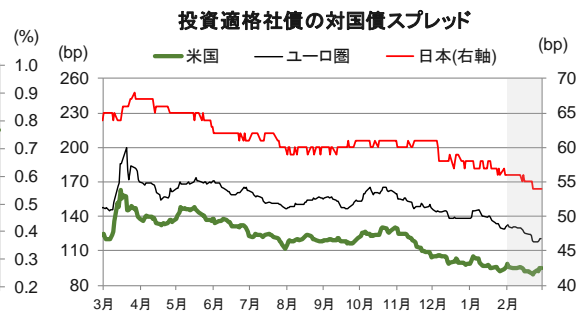
2. 主要資産市場動向

① 債券市場～金利上昇懸念がくすぶる

2月の債券市場は、金利上昇懸念がくすぶるなかで、概ね狭いレンジ圏で推移した。金利上昇懸念の背景には、インフレ率の下げ止まり（もしくは再上昇）への懸念の高まりや中銀による利下げ時期や回数に対する期待の変化がある。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米国は、雇用統計（1月）において非農業部門雇用者数が市場予想比で上振れたほか、平均時給の伸び率が上昇し、統計発表後の長期金利上昇を誘った。また、CPI（1月）も市場予想比で上振れたが、とりわけ住居を除くコア（スーパーコア）の前月比伸び率が急上昇したことが材料視され、長期金利はさらに上昇し一時4.3%台をつけた。その後は債券市場が注目する材料が乏しいなかで狭いレンジ圏での推移となった。2月末時点での利下げ織り込みは概ね23年12月のドットチャート中央値と同じく年3回程度（75bp）となっ

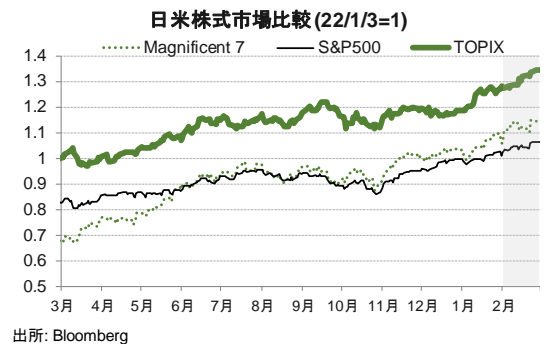
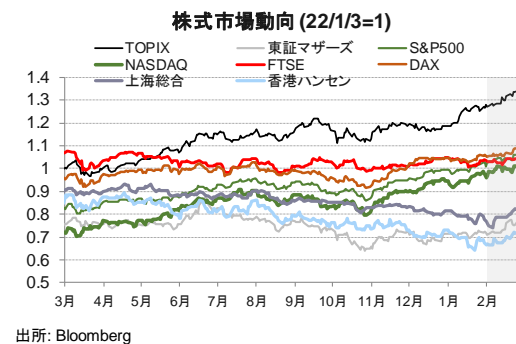
ている。なお、29日に発表された1月のPCEデフレーターは総合指数が前年同月比+2.4%、コア指数が同+2.8%と市場予想と一致したが、前月比では総合指数が+0.3%、コア指数は+0.4%と上昇率が再加速しており、金利再上昇の警戒感が残っている。

日本の長期金利も、米国長期金利につられ一時0.7%台まで上昇したが、その後は一進一退の展開となった。2月初旬には日銀の内田副総裁発言が材料視され、マイナス金利政策解除後も急激な利上げが回避されるとの見方が根強いことや、1月のコアCPI（1月）が前年同月比で2.0%（23年12月は同2.3%）に鈍化するなど、日本の要因で長期金利が持続的に上昇する材料に乏しかったことも影響した。ただし、2月のCPIは電気・ガス料金に対する政府補助影響が剥落するため、同2%半ばまでテクニカルに上昇することが見込まれるほか、一般サービス価格の堅調さも確認されており、金利低下要因にも乏しいことに留意を要する。市場は日銀がマイナス金利政策の解除（およびYCCの撤廃）を3月か4月に実施することを既に織り込んでいるものの、今後の金利水準は利上げタイミングやそのペースに依存するが市場では意見が分かれており、短期的にボラティリティが高い状況が予想される。

当面の債券市場の注目材料は、引き続き日米欧主要中銀の金融政策であろう。日銀はマイナス金利政策解除の時期およびその後の利上げの有無、米国および欧州は利下げタイミングおよび利下げのペースである。これらを決めることになるマクロ経済環境（主に雇用）やインフレ動向に最大限の注目をしたい。

② 株式市場 ～ 力強い上げ相場に

2月の株式市場は、グローバルに力強い上昇となった。



米国市場は堅調な企業決算に加え、ARMやNVIDIAの好決算を踏まえAI関連銘柄への注目が続いた。また、各国の財政拡張策が続くとの見方（特に米国は大統領選挙を控えているため）や利下げ期待が残っていることもサポート材料となった。ただし、バリュエーションが既に高く市場は神経質になっているほか、FRBの利下げ開始時期や回数についての不透明感も残っており、今後については不透明感が残っている。

日本は、米欧以上に力強い上昇となった。2月22日には日経平均株価が39,098円と1989年12月末の高値を抜き史上最高値を更新した。NVIDIAの好決算を受けて、半導体関連銘柄が上昇したほか、指数構成比の高い銘柄を中心に上昇を続けた。新NISA導入に伴う新規の買いが株価を押し上げた可能性があるほか、23年10-12月期の堅調な企業業績を好感している側面もあろう。日銀の政策修正（金利上昇と円高）や高いバリュエーションに対する懸念は残っているものの、24年1-3月業績への懸念は依然として小さく、底値は堅い状態が続くとみている。

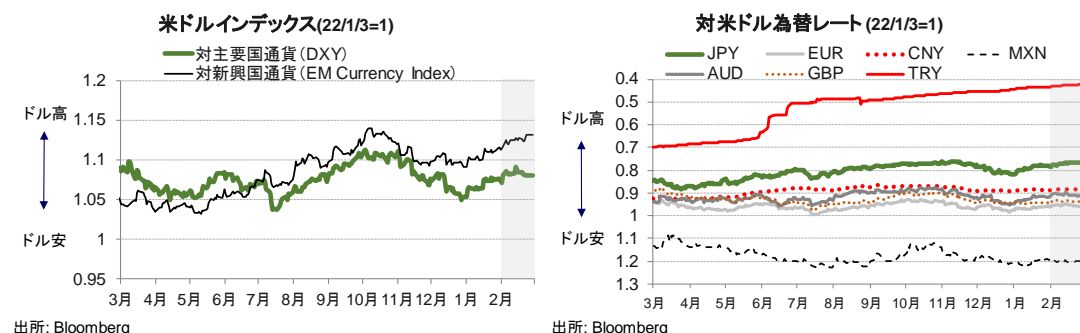
中国市場も堅調に推移した。半導体や通信関連銘柄が買われたほか、製造業にも買いが入り上海総合指数は節目となる3,000ポイントを回復した。中国の国会に相当する全人代の開催（3月5日から2週間）を控え、景気支援策を強化するとのシグナルが政府関係者から発せられていることも影響した。ただし、「共同富裕」路線のもとでのマクロ経済の低成

長化が既成事実になるなかでは、市場センチメントを持続的に改善させるのは難しいとの見方も根強い。株価浮揚には企業業績改善に対する明確なシナリオとエビデンスが必要になろう。

当面の株式市場の注目材料は、日米欧中銀の金融政策や長期金利動向になろう。在庫調整一巡や自動車生産台数の回復に加え半導体市況のボトムアウトもあり、主に製造業の業績回復期待が残っており、下値不安は大きくない。一方、23年後半以降の上昇幅は大きく、市場では高値警戒感が根強い。また、22年後半以降の持続的な株価上昇に寄与した要因のうち自動車生産台数の回復は、コロナ禍後のペントアップ需要（および部品不足による供給制約が長期化したことによる受注残の増加）を背景にしているが、24年はこのトレンドが一巡する可能性も十分にある。23年が堅調な業績となる可能性が高いため、24年に向けて利益成長を続けることができるか否かも、バリュエーション指標が高い環境下では留意すべきポイントであろう。

③ 為替市場～米ドル高基調が続く

2月の為替市場は、総じて米ドル高トレンドが続いた。堅調な米国経済とインフレ指標を背景に、米長期金利が上昇基調を維持したことが材料視された。ただし、主要国のうち欧州通貨もインフレ指標や中銀アクションに対する見方が分かれており、2月後半には対米ドルで上昇に転じるなど、通貨毎に異なった動きもみられた。



米ドル円は、2月も上昇基調となった。日銀の政策変更への警戒は続いているものの、マイナス金利政策解除後の利上げペースは緩慢との見方が強くなったほか、堅調な米国経済などファンダメンタルズを反映した動きとなった。また、新 NISA 関連のフロー（為替ヘッジ無しの外貨建て資産への資金流入）やサービス収支赤字が根強く残るとの見方もある。これに加え、当面はトランプ氏が大統領に指名される可能性（いわゆる「もしトラ」シナリオ）を意識して、米ドル高が続くとの意見もある。なお、2月末には高田日銀審議委員発言がタカ派的と捉えられ、日銀の3月会合でのマイナス金利政策解除の可能性が意識されたことから、米ドル円は149円台まで下落した（3月1日午前時点では再び150円台に回復）。

新興国通貨では、概ね安定的な動きとなったものの、トルコリラは対米ドルで下落を続けた。2月初旬にトルコ中銀総裁のエルカン氏が退任し、カハラン新体制がスタートした。22日の中銀定例会合では政策金利を45.00%で据え置いたが、インフレや賃金上昇が続いており状況は予断を許さない。カハラン総裁はエルカン前総裁の姿勢を維持するとの考えを示しており、インフレ期待が悪化すれば再利上げに動く可能性に含みを持たせている。一方、エルドアン政権下での政策運営への不信は根強く、結果としてリラ下落が続いている。

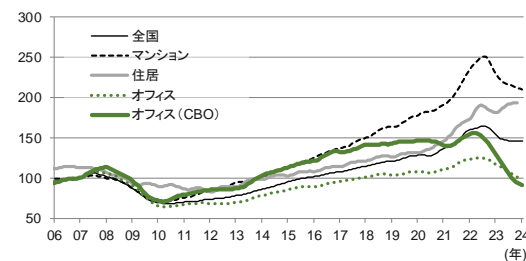
当面の為替市場の注目材料も米金利とFRBの金融政策になろう。FRBが利下げ姿勢を続ける限り米ドル高に限界があるとの見方もあるが、堅調な米国経済とインフレ下げ止まり懸念に鑑みれば、基本的には米ドルは堅調な推移となろう。

3. 注目材料: 米国商業用不動産（主にオフィス）の環境変化と金融市場への影響

23 年以降、米国商業用不動産（CRE）に関わる懸念がくすぶっている。とりわけオフィス物件については、コロナ禍以降の在宅勤務（Working From Home: WFH）の定着によるオフィス需要の減退に加え、FRB による急激な利上げにより、CRE を担保にしたノンリコースローン（以下、CRE ローン）の借り換えに支障が生じるなど、前例のない下押し圧力に晒されている。また、日米双方で一部の銀行が CRE ローンの貸倒引当金を計上するなど、ヘッドラインも増えている。

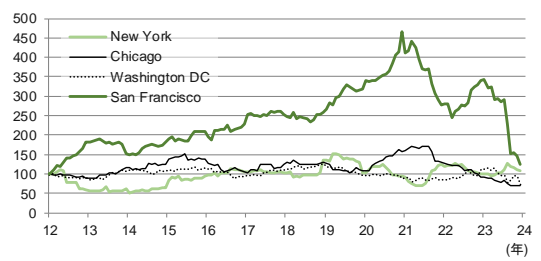
足元の米国 CRE 価格を確認すると、オフィスの価格下落が大きいことがわかる（22 年央から 23 年末）。そのなかでも都市圏（Central Business Districts: CBD）の価格下落が著しく、既にリーマンショック時（08 年初～09 年末）よりも下落幅が大きくなっている。一方、オフィス以外の種別では総じて価格下落幅は限定的である（インダストリアルはプラス圏を確保している）。ただし、オフィス価格の下落幅は地域により異なっており、オフィスの空室率が高いサンフランシスコなどの西部の価格下落率が大きい。

(06/01=100) 米国CRE価格推移(種類別)



出所: Bloomberg

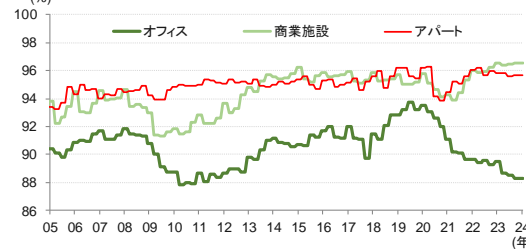
(12/1=100) 米国オフィス価格(スクエアフィート当たり)



出所: Bloomberg

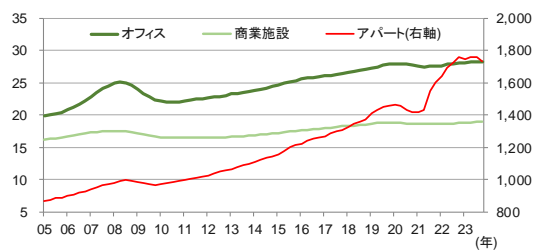
オフィス（とりわけ CBD）の価格下落が著しいのは、①空室率の上昇や賃料の伸び悩みによるパフォーマンスの悪化、および②資金調達環境が厳しくローンのリファイナンスが難しくなっていることにある。オフィスの空室率（以下の左図では稼働率の下落として表示）は、商業施設やアパートなどの他の CRE 種類に比して圧倒的に高い。また、オフィスの賃料も、アパート等の他の CRE 種類に比して冴えず、21 年以降のインフレに伴い実質では下落している。

米国CRE稼働率推移



注: 稼働率=1-空室率
出所: Bloomberg

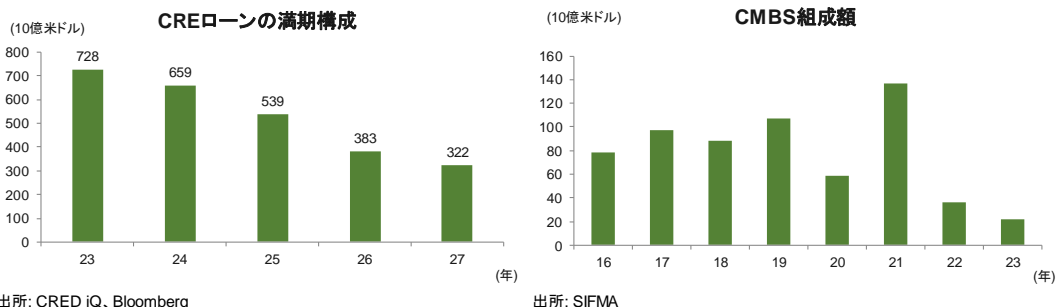
米国CREの賃料推移



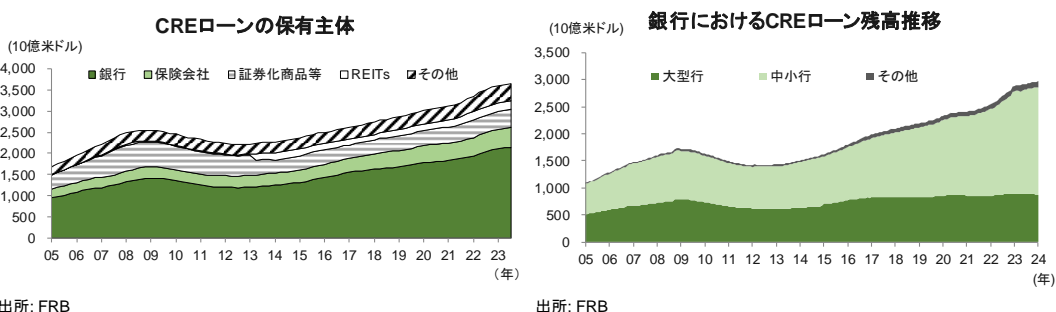
注: sf=square foot
出所: Bloomberg

リファイナンスについては、高金利に伴うリファイナンス難は、オフィスだけでなく CRE 全体に共通する問題である。CRE ローンの満期構成を確認すると、今後 1 年から 2 年にわたって償還負担が重いことがわかる。CRE ローンは満期を迎えても期限延長や条件変更等により、物件売却による不動産市場の急激な需給軟化を避けることを目指すため、23 年まではそのような努力が続いてきた。しかし、金融機関の CRE ローンの与信基準は厳格化しており、今後も厳格姿勢を続けるとの回答が多い（FRB の SLOOS（24 年 1 月）による）。22 年以降は CMBS の発行額も低迷しており、CRE ローン市場全体で与信収縮が生じているといえよう。

ただし、一般的に商業用不動産の NOI（ネット・オペレーティング・インカム：賃料収入から管理費等諸経費を除いた純収入）は、CRE ローンの利息よりも大きいいため、賃料や空室率に大きな変化が見られない物件（都市部のオフィス以外の商業用不動産を中心に）については、プライベートファンド（潤沢な待機資金を抱えている）からの買い需要も見られており、極端な価格下落に至る可能性は依然として低い。



米国 CRE 向けローン（FRB の資金循環統計によるマルチファミリー・モーゲージを除くコマーシャル・モーゲージ）の保有主体は、預金取扱金融機関（銀行等）、保険会社、ABS 発行体（CMBS 等）、モーゲージ REIT など、なかでも預金取扱金融機関が全体の 50% 以上を占めている。また、預金取扱金融機関のバランスシートを確認すると、大手行（総資産上位 25 行）の CRE 向けローン残高よりも、中堅・中小行（大手行以外）の残高が大きい。大手行はリーマンショック以降の金融規制強化もあいまって CRE ローンへの依存はみられるが、商工業ローンや消費者ローンなど分散されたポートフォリオを有している。一方、中堅・中小行はリーマンショック後 CRE ローンの残高を大幅に増やしており、その構成比は貸出残高の 40% 超に及ぶ。



米国のオフィス契約は日本に比して長期（5 年超など）が多く、コロナ禍後の WFH の定着によるオフィス使用率の低下により、今後も空室率が上昇する可能性は否定できない。換言すれば、オフィス物件の NOI が今後も低下する可能性があるため、空室率の上昇と NOI の低下の可能性が残る物件については、今後も価格下落が続く可能性もある。

このような米国オフィスのパフォーマンスの悪化は、少なくともコロナ禍前には想定できなかった事態であり、まさにコロナ禍が起こした事案といえよう。

当該問題が金融市場に与える影響があるとすれば、金融機関の不良債権処理が増加することによる金融不安の台頭と、それに伴うリスク資産価格の下落や長期金利の低下になろう。一方、どの金融機関がどの種類の CRE ローンを保有しており、どの程度の物件で時価（鑑定評価額）の下落が生じているかを推測するのは難しい。これは換言すれば、CRE ローンに関する損失処理は、リーマンショック時のような有価証券の時価下落のドミノ倒しのような急速かつ過剰に生じる可能性は低く、年単位の時間をかけて進む可能性が高いことも意味する。

また、大規模金融機関（G-SIBs）については、高水準の期間収益と自己資本、分散されたポートフォリオに加え、保守的な CRE ローンへの与信姿勢や金融監督当局による厳格なストレステスト等が奏功し、CRE ローンにおいて追加の貸倒引当金を計上する局面になるとしても、市場から過度に不安視されるには至らない可能性が高い。

当面の間は、CRE のパフォーマンスを細心の注意をもって継続してモニタリングすることを要し、（断続的に発生する可能性が高い）金融機関（主に中堅・中小行）による CRE ローンの貸倒引当金計上というヘッドラインに留意を要する。ただし、当該問題がシステム上重要な大規模金融機関（G-SIBs）に波及する可能性は依然として低く、過度に不安視しないよう冷静に判断することが求められよう。

（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