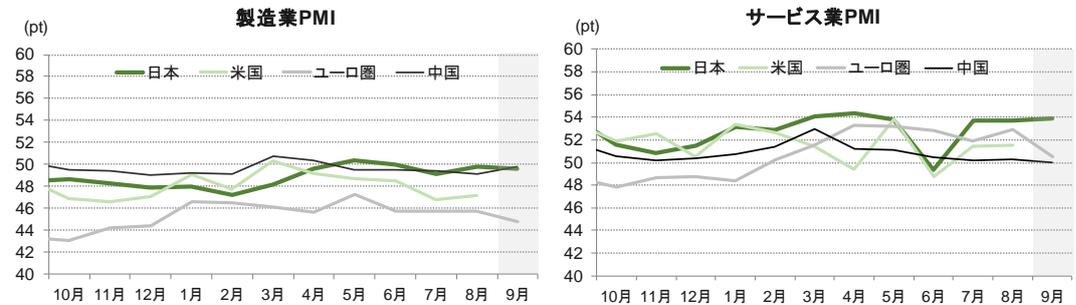




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、引き続き米国経済に対する市場予想が分かれるなか、欧州や中国の減速が意識されるなど、総じて弱さが目立ちつつある。米国は底堅い指標も確認されているが、インフレ鈍化が顕著になりつつある。欧州は独仏の減速が目立ち、その背景には中国経済の不調がある。その中国は景気刺激策を矢継ぎ早に発表し、足もとの金融市場はこれを好感している。日本では自民党総裁選で一時的に金融市場が急変動するなど、政治イベントに振らされる月となった。日米欧の金融政策が転換点をむかえるなか、金融市場内の今後の見通しに対する意見は分かれやすく、市場ボラティリティは当面の間高い状態が続くだろう。
- **注目材料:** 自民党新総裁に石破茂氏が選出された。金融市場では9月中旬以降高市氏の新総裁選出を意識したトレード（米ドル円上昇、株価上昇、債券利回り低下）が活発化したが、石破氏選出が確定した直後から、その巻き戻し（米ドル円下落、株価下落、債券利回り上昇）に見舞われた。石破氏の主要政策に対する市場の見方は必ずしも定まっておらず、とりわけ財政緊縮、利上げに対するタカ派姿勢、そして金融所得課税などに対して、過剰反応しがちである。実際は、近い将来に実施予定の衆院解散・総選挙をにらみつつ、当面は岸田政権の主要政策を踏襲するとみられ、政策の不連続性は生じないとみている。当面の相場は、「自民党総裁選」、「米国」、そして「衆院選」という複数の異なる材料により影響を受ける可能性がある。相場予想や投資戦略を立案する際は、相場変動がどの要因によるものかを峻別したうえで行う必要があるだろう。

1. マクロ経済展望 ~ 米国だけではないマクロ経済失速の芽

グローバル・マクロ経済は、引き続き米国経済に対する市場予想が分かれるなか、欧州や中国の減速が意識されるなど、総じて弱さが目立ちつつある。



出所: Bloomberg

出所: Bloomberg

市場の注目度が高い米国は、雇用とインフレの鈍化が続いているが、マクロ経済指標は全般的にみれば底堅い。個人消費（小売店売上高など）は底堅く、賃金上昇率は底堅く失業率の上昇も限定的である。一方、小売業の値引き（マクドナルドなど）や自動車販売にかかる値下げ（インセンティブ）幅が増加するなど、消費の「質」に変化が生じるなか、PCE デフレーター（コア、8月）は前月比+0.1%（市場予想は同+0.2%）に鈍化したことで、金融市場は本格的に米国のインフレ鈍化を意識し始めている。FRBは9月のFOMCにて50bpの利下げを実施した。当初、50bpの利下げはFRBが焦って利下げしているとの見方につながりリスクオフになるとの見方もあったが、上記の状況に鑑み、むしろピハインド・ザ・カーブに陥らないように予防的に実施したとの見方に傾いたことや、FRBが足もとのマクロ経済環境の底堅さを強調したことで、その後の株価上昇を誘発した。新たに公表されたドットチャート（中央値）に基づけば、24年12月末までにさらに50bp、25年はさらに100bpの利下げを予想している。この見通しに対して、市場では根強いインフレ懸念や名目中立金利上昇期待が残っており、今後の利下げペースや利下げのゴール

に関する市場コンセンサスは形成されていない。

日本は、8月のCPI（日銀版コア（除く生鮮食品・エネルギー））が前年同月比+2.0%（7月は同+1.9%）になるなど底堅く推移しており、最新版の日銀・展望レポートで示されているようにサービスの底堅さがみられ始めている（外食、教養娯楽などの寄与度が上昇している）。賃金も着実に上昇していることから、金融市場が落ち着きを取り戻す局面では日銀が追加利上げを行うとの見方が根強い。一方、米国ではFRBが利下げサイクルに入ったことで、長期金利が上昇しにくい状況にあるため、日本の長期金利の上昇もある程度抑制される状態が続く可能性もある。

欧州は、ユーロ圏全体で見れば「南高北低」傾向が鮮明になっている。南欧は好調なインバウンド需要が景気を底上げしているが、中国の欧州メーカーを含む輸入車需要減に直面する独仏の純輸出のマイナス転嫁に加え、パリ五輪効果の剥落もあり景気指標は総じて弱い。9月のユーロ圏総合PMIは48.9（7月:51.0）から大幅に低下し7か月ぶりに50を割った。足もとでは賃金上昇率が比較的高い状況にあるが、サービス需要鈍化を受けて今後労働市場が軟化する可能性もある。

中国は、サービス業を中心に景況感が悪化している。内需低迷が続き、生産も鈍化しているほか、不動産市況も下落基調にある。内需低迷に対し外需は堅調のようにみえるが、国内生産拡大に伴う輸出拡大策が背景にあり、単価下落（＝収益悪化）を伴う輸出ドライブとの見方も根強い。事実、8月の製造業PMIは鉄鋼の生産指数が50割れになるなど、製造業の景況感はさえない。このようななか、中国政府は一連の景気刺激策を発表した。金融緩和策（預金準備率引き下げや7日物リバースレポ金利の引き下げなど）に加え、住宅購入にかかる頭金規制の緩和、さらには不動産セクターの安定化に向けた財政支援方針として2兆元の特別国債発行や大手国有銀行への最大1兆元の資本注入を検討しているとの報道も出た。これらを好感し株価は急上昇したほか、人民元（対米ドル）も急上昇した。一連の景気刺激策への市場の期待は高いが、中国が抱える問題を抜本的に解決するような内容ではないとの見方もある。すなわち、中国が抱える問題はマクロ経済成長鈍化懸念の広がり、それに付随する不動産価格適正化に向けた不動産価格の大幅な下落を通じた金融機関が抱える潜在的な不良債権処理を断行することだからである。当面の市場センチメントは改善する可能性が高いものの、これらの政策が中国経済を反転させるか否か。中国政府の本気度と政策の有効性が試されることになる。

## 2. 主要資産市場動向

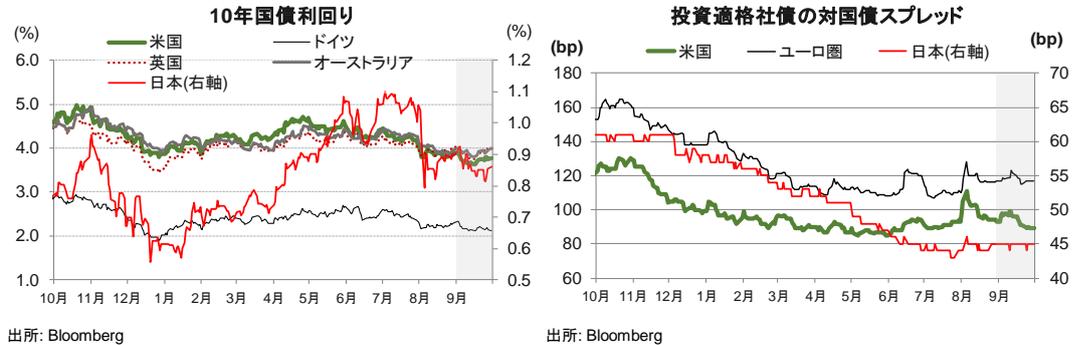
### ① 債券市場 ～ 景気見通しが不安定ななか債券相場も方向感のない展開に

9月の債券市場は、若干のボラティリティを伴いながらも、日米欧それぞれで長期金利は概ね安定的に推移した。米欧経済に対する悲観的な見方が残るなか、9月のFOMCでは50bpの利下げが実施され、24年12月末までに更に50bpの利下げが見通された（ドットチャート中央値）が、9月中旬以降の米国マクロ経済統計はおおむね底堅く、月末に向けて長期金利は緩やかに上昇した。一方ドイツはマクロ経済低迷懸念の台頭を背景に長期金利は狭いレンジながら下落基調になった。日本は、米国景気に加え自民党総裁選の影響を受け短期的な上下動が確認されたが概ね狭いレンジ圏での推移となった。

クレジット市場は8月初旬のワイド化後は安定化し、米国の社債スプレッドはタイト化した。欧州はワイドな水準で一進一退となった。

米国は、雇用とインフレの鈍化が続いているが、マクロ経済指標は全般的にみれば底堅い。9月前半はマクロ経済に対する警戒感が強く金利低下、後半は主に個人消費関連指標の底堅さを確認しつつ金利上昇となった。ただし、9月末の長期金利は3.80%程度で7月や8月の水準よりも低下している。前述のとおり、インフレ指標の本格的な鈍化を徐々に織り込む動きになっているほか、FRBによる利上げ継続を強く意識しているとみられる。

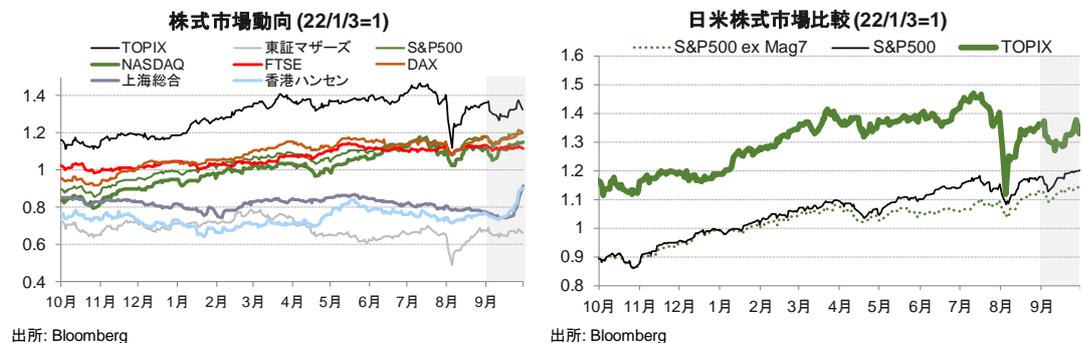
日本の長期金利は、7月31日の日銀による利上げ後も1%を下回る水準で推移している。8月初旬には米国経済に対する不透明感の台頭により一時0.8%を下回る水準に低下したが、その後は0.8~0.9%の狭いレンジ内で推移している。9月中旬以降は金融市場が自民党総裁選で高市早苗氏が有利との見方に傾くなか、日銀の追加利上げ見通し後退に伴い長期金利は低下したが、石破茂氏が自民党新総裁に選出されたことで、月末に向けて金利は上昇に転じた。



当面の債券市場の注目材料は、日米の金融政策、および米国マクロ・米大統領選になろう。今後の金融政策や金融政策変更ペース、そして金融政策変更のゴール（日銀は利下げのゴール、FRBは利下げのゴール）に関する市場の意見は依然として乖離しており、債券市場のボラティリティは比較的高い状態が続くとみている。

## ② 株式市場 ~ 「石破ショック」ならぬ「高市氏ではなかったショック」

9月の株式市場は、月初はマクロ経済に対する見方が悲観側に傾くなか総じて下落基調だったが、月央以降は堅調な推移となった。特に中国は、矢継ぎ早に出された景気刺激策を好感し月末にかけて急上昇した。



米国市場は、主要3指数が一時大きく下振れしたが、その後月末に向けて力強く上昇した。8月ISM製造業景況指数などが市場予想を下回ったことで景気減速懸念が浮上し月初は大きく下落したが、その後は下落の反動や良好な8月小売売上高の結果などを受け回復した。9月FOMCで50bpの大幅利下げが決定されたが、米景気は堅調であることも示されたことで、追加利下げに対する期待も株価上昇につながった。AIに関する市場の懸念は完全にはぬぐえていないが、足もとの台湾半導体輸出が好調なため、NVIDIAの8-10月期への期待も高く、当面株価は底堅く推移するとみている。

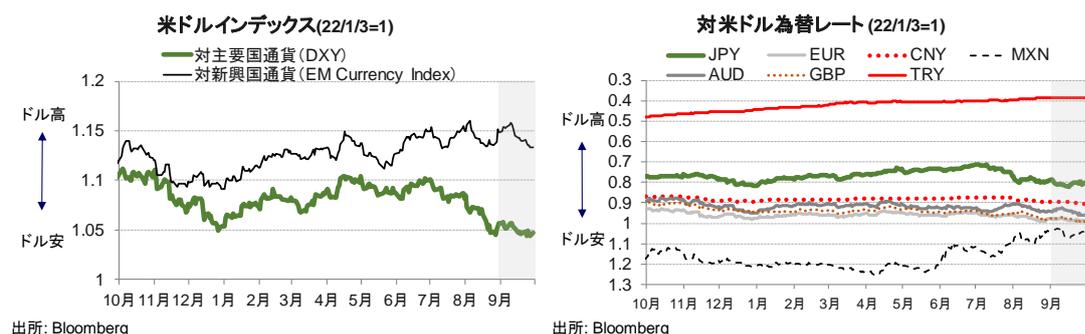
日本市場は、9月上旬の米国株下落と円高・ドル安が重石になるも、月央以降は自民党総裁選で高市氏が有利との報道が相次ぎ、米ドル円の上昇とともに株価も上昇した。一方、自民党新総裁に石破氏が選出されることになったことで、月末は急落した。当該急落を「石破ショック」と評する向きもあるが、月央以降の相場上昇が明らかに高市氏当選を意識したものであったことから、「高市氏ではなかったショック」と表現した方が適切であろう。今後の日本株は石破新政権の政策、および近い将来に実施される可能性が高い衆院選の結

果に大きく依存することになるため、当面はボラティリティが高い状態が想定されよう。

当面の株式市場の注目材料は、7-9 月期企業決算、AI 関連銘柄の業績に加え、日米金融政策になる。FRB による利下げを「金融相場」と理解する市場参加者も多いが「逆業績相場」の可能性も残ることを頭の片隅に置いておきたい。

### ③ 為替市場 ~ 米ドル円の反落

9 月の為替市場では、米ドルの下落が続いた。9 月初旬は主要国・新興国ともに米ドルが上昇する場面もみられたが（主にリスクオフ・センチメントが台頭したことにより）、その後はほぼ一貫して米ドル安となった。



米ドル円相場は、主に米国経済に対する悲観的な見方が強くなるなか、9 月半ばまでは下落基調となり 16 日には一時 140 円を下回ったが、その後は米国経済に対する楽観論が台頭したほか、自民党総裁選で高市氏が有利との報道もあり、月末に向けて一時 146 円を超える水準まで上昇した。しかし、自民党新総裁に石破氏が選出されることが確定した直後から米ドル円は急落し、30 日は一時 142 円を下回る水準まで下落した。9 月 30 日の NY 時間では 143 円台後半まで回復したが（FRB の大幅利下げの可能性を低下させるパウエル FRB 議長の発言など）、石破氏の政策に対する不透明感（詳細は後述）もあり、当面は不安定な相場展開になるだろう。

また、米ドル-中国元は、月初は中国・米国双方のマクロ経済に対する悲観論が台頭するなか方向感のない展開となったが、その後米 FOMC で 50bp の利下げが実施されたのちは持続的な下落（中国元の上昇）となり、9 月下旬には 7.0 元を割る水準に達した。加えて、9 月下旬に発表された一連の景気刺激策により、中国経済やリスク資産（株価や不動産価格）に対する楽観的な見方が台頭し、中国元の上昇に拍車がかかった。ただし、今般の景気刺激策は中国が抱える問題を抜本的に解消しないとの見方（前述通り）もあり、今後の方向感依然として不透明である。

当面の為替市場の注目材料は、日米の金融政策および米国と中国のマクロ経済になる。米国経済が急失速する可能性は低い、インフレ鈍化は続くとみており、日米金利差の持続的な縮小を通じて、米ドル円も基本的には下落するとみている。また、米ドル円の持続的な下落は日本株に負の影響を与える可能性も高く、留意すべきであろう。中国は前述の通り一連の景気浮揚策が中国経済が抱える抜本的な問題を解決できるとはみていないが、市場の期待は強く当面は楽観ムードが続く可能性がある。中国経済の回復期待は、欧州経済や米国経済に対する楽観論に至る可能性もあり、米ドル相場のかく乱要因になる。一方、米ドル円は「上昇」よりも「下落」側にテールリスクが残っている。

### 3. 注目材料: 自民党総裁選と金融市場への影響 ~ 岸田政権からの大幅な政策転換は当面ないが不透明要素も残る

9月27日の自民党総裁選挙では、石破茂氏が第28代自民党総裁に選出された。10月1日の臨時国会において、第102代総理大臣に指名される。

一般の自民党総裁選を振り返ると、高市氏がアベノミクスの継承や夫婦別姓問題への対応など右派色を鮮明に打ち出したのに対し、石破氏は岸田政権の政策踏襲を全面に出しつつ（岸田氏周辺の取り込みを図ったとみられる）、夫婦別姓問題などではリベラル色も打ち出した。一般の自民党総裁選の争点は、「政治とカネ」問題で国民からの信任が低下した自民党のイメージ「刷新」にあり、また立憲民主党党首に野田佳彦氏が就いたこともあり、次の総選挙に向けてリベラル・中間層の取り込みが重要との認識も根強かった。高市氏は（推薦人の顔ぶれを見ても明らかだが）アベノミクスの踏襲を強く押し出すことで、旧安倍派を含む自民党右派層の取り込みを目論み、それに成功した。しかし、決選投票では前述の立憲民主党党首選の結果や次期総選挙への「刷新感」の観点から、自民党内では高市氏の右寄り政策への懸念が強まったとみられ、結果として（やや消去法的に）石破氏支持が強くなったとみている。石破氏は、岸田政権継承を強く押し出すことで岸田首相周辺の票を取り込んだほか、決選投票では小泉氏や林氏などの支持層も幅広く取り込むことに成功し、5回目の挑戦で自民党総裁ポストを勝ち得た。

これらから垣間見えるように、石破氏は当面の間（特に衆院解散・総選挙終了までは）、独自の強い政策を繰り出すのではなく、岸田政権の政策を踏襲する可能性が高い。岸田氏は政権発足時に「新しい資本主義」を標榜し、格差是正、再分配促進、および金融所得課税などを打ち出したが、株価下落を含む金融市場からの反発は根強く、その後あっさり方針転換したことは記憶に新しい。ただし、「新しい資本主義」における主張はそれなりに踏襲されており、例えば、25年以降は超富裕層に対する追加課税措置としていわゆる「ミニマムタックス」（高額所得者に対する事実上の増税。ただし、新聞報道等によれば当該影響を受ける納税者は全国で数百人程度と言われている）が導入されることが23年度税制改正で導入された。石破氏自身も、増税と税制改正には前向きであるため、岸田政権と同様に世論や金融市場への配慮をしつつも、基本的には岸田政権の政策を踏襲するとみている。

石破新総裁の誕生に対し、金融市場は株安・円高・金利上昇で反応した。東京外国為替市場では、総裁選結果判明直後から米ドル円相場が146円台から143円台まで急騰し、日経平均株価の先物でも一時2,000円超の急落となった。また、国内債券市場でも、日銀の利上げ期待が高まり、長期金利の指標となる新発10年物国債は一時0.855%と総裁選の結果発表前の0.805%から上昇した。「石破ショック」と表現されることが多い金融市場の急変動だが、財政刺激・金融緩和を主張する高市早苗氏の勝利を事前に織り込んでいた反動が強く出た側面が強く「高市氏ではなかったショック」と表現した方が正確だろう。また、（日本時間）27日夜に発表された米PCEデフレーター（8月）が市場予想比で弱く出たことで、米ドル円相場が142円台まで下落し、日経平均先物が2,500円近くまで下落するなど、「米国要因」による変動も加わった。

今後はこうした相場急変動がいつ落ち着くのかに焦点が集まっているが、前述のとおり、「自民党総裁選による影響」と「米国要因」とは別に議論する必要があることに加え、不透明要因になる可能性があるのが「衆院解散・総選挙」である。

「自民党総裁選による影響」については、金融市場では「新しい資本主義」を標榜した岸田政権発足直後の株価下落をイメージする声も聞こえ、総裁選後の相場変動（株安・円高・金利上昇）が当面続くとの見方もある。一方、現実的には石破氏は当面の間、岸田政権の政策を踏襲するとみられる。まずは、金融市場に耳を傾け、現実的な政策、具体的には①デフレ脱却に向けた賃上げや、投資拡大推進、インフレ対策（電力・ガス料金等への

補助金など)、②地方経済の再生(自律的な経済基盤の構築に向けた補助金、農業や観光業支援など)が推進されるとみている。

「新しい資本主義」実現に向けては、石破氏自身は消費税増税には否定的ながら、企業・富裕層に対する増税には反対していない。しかし、岸田政権が目指した「インフレと賃上げの好循環」はそれが実現すれば企業業績好転、株高と賃上げを通じて名目 GDP 成長を促し、結果として税収増につながる。事実、日本の名目 GDP 成長率は近年にはない高水準にあり、拡張的な財政政策を続ける岸田政権下でも政府債務 GDP 比率は低下基調にある。また、市場からの懸念が根強い金融所得課税は、前述のとおりすでに 25 年以降課税強化が確定している。石破氏にとっては、「インフレと賃上げの好循環」という岸田政権の大方針をそのまま踏襲すれば、結果として「新しい資本主義」が目指す世界の一部を実現することが可能になるのである。

また、足もとはデフレ脱却と成長促進のための財政支出を続けるなかでも、財政規律を重視する石破氏の存在は、主要格付け会社による日本ソブリン格付けの安定化にも寄与しよう。むしろ、高市氏が首相に就任し、自らの主張を押し通す場合、22 年 9 月の英国金融市場の混乱(いわゆる「トラスショック」)と同じような金融市場のタントラム(痼癢)を引き起こすとの見方が根強かったため、今後の市場ボラティリティを低下させるのではないかとの見方もある。

日銀の金融政策への影響については、石破氏は基本的には金融政策の正常化や財政健全化を志向し、「異次元緩和の長期化で国の財政と日銀財務が悪化した」と述べているほか、最近の為替動向について「円安ではなく円弱だ」とも述べている。こうした石破氏のスタンスは、「物価目標の安定的な達成が視野に入った」として金融政策の正常化を進めたい日銀にとって逆風になることはないだろう。

上記以外に、今後金融市場が注目する可能性のある材料は以下の通り。

- ・ エネルギー政策：石破氏は原発に対して必ずしも否定的ではなく再稼働できる原発の再稼働には寛容である。一方、再生可能エネルギー比率を高めることを通じて、結果的に原発比率を低下させたいとの意向もある。こちらも岸田政権の方針から大きく逸脱するものではなく、まずは再稼働可能な原発の再稼働が着々と進められるとみている。
- ・ 地方経済の再生：石破氏は、都市と地方の経済格差を是正し地方創生を進めることを強調している。特に、地方の自立的な経済基盤の構築や人口減少に対応するための支援を重視しており、地方の産業振興(農業や観光業など)を図る政策を優先する可能性がある。
- ・ 防衛・経済安全保障：専守防衛の見直し(敵基地攻撃能力(反撃能力)を含む抑止力の強化(自衛隊の能力強化など))、集団安全保障の強化(日米同盟を軸としつつ、多国間での安全保障協力を深め、中国や北朝鮮に対する抑止力を強化する)、およびこれらを担保する防衛産業の強化も視野に入れている。

防衛・経済安全保障領域は、石破氏が得意とする分野であり思い入れも深いとみられる。全般的な方針は岸田政権から大きく逸脱するものではないが、岸田政権よりもより踏み込んだ防衛・経済安全保障策がとられる可能性がある。無論、これらの政策は対米関係強化を前提にしており、仮に米国の次期大統領がトランプ氏になった場合にも十分に機能するだろう。一方、財政再建を意識する同氏が増額される防衛予算をどのようにねん出するかは、金融市場内でコンセンサスがあるわけではなく、次の焦点になる可能性がある。

次に「米国要因」については、8 月の PCE デフレーターが市場予想比で弱めだったことに象徴されるように、米国のインフレ率(前年同月比)は+2%に向けて着実に鈍化してい

る。マクロ経済データは依然として米国経済のスローダウンを示唆するもののリセッションを示唆しているわけではなく、いわゆる「ソフトランディング」が市場コンセンサスになっている。債券市場ではマクロ経済のソフトランディングの下でFRBが利下げを実施した過去事例として95年を意識する声が多く、9月のFOMCで示されたいわゆる「ドットチャート」の中央値（24年末：4.375%、25年末：3.375%、26年末：2.875%、Longer-run：2.875%）に比べ利下げ幅は小さいとの見方がある（FF先物市場は25年末まではドットチャート中央値よりも早く利下げされることを織り込んでいるが）。このため、米国長期金利の低下幅は限られ、日米金利差もさほど縮小せず（せいぜい3%程度まで）、結果として米ドル円相場は140円程度がボトムになり、日本株も底堅く推移するとの見方も根強い。しかし、米国のインフレ率が2%に向けて低下するだけでなく、仮に2%を下回る可能性が高まれば、FRBは「ディスインフレーション」を意識せざるをえず、FF金利を当面の名目中立金利である「2.5~3.0%程度」まで引き下げるインセンティブを持つことになろう。このシナリオが実現する場合、日米金利差は2%程度まで低下し、米ドル円相場は130円前後まで下落する可能性がある。無論、米ドル円のさらなる下落は日本株に対してネガティブになる。FRBの金融政策が転換点を迎える局面においては、たいいていの場合、市場参加者の意見も割れる。上記のように、当面は米国経済に対する楽観論と悲観論が錯綜する状態が続き、市場ボラティリティは総じて高い状態が続くとみている。

そして最後に「衆院解散・総選挙」である。9月30日時点では日程は確定していないものの、すでに複数メディアでは10月15日公示、27日投開票で最終調整とされている。自民党総裁選のテーマは、複数の事案により傷ついた自民党のイメージ「刷新」にあるが、9月30日時点の世論動向を見る限り、石破氏や自民党に対する世論の見方が劇的に改善しているという印象は少ない。野田氏を党首とする立憲民主党の発信力が高まっていることで早期解散に対する不信感が残っているほか、自民党が次期衆院選で不祥事を抱えた議員を公認するのか（もしくは小選挙区のみ公認し比例代表名簿には掲載しない）など、石破新政権が足もとで抱える課題は山積している。次回衆院選は、自民党の議席数が大幅減になることが確実視されており、焦点は「どの程度の負けで収まるか」にある。「火中の栗」を拾った石破氏が、自らの政権を延命させることができるか、そして自公連立政権による政策の安定性を実現できるのか。仮に自民党の議席数が大幅減となり自公で過半数割れになるような事態になれば、今後の政策に対する不透明感から一時的ながら市場センチメントが悪化することも想定される。

石破氏のもとでは当面の間、岸田政権からの大幅な政策転換は想起されず、自民党総裁選が金融市場に与える影響は「高市氏ではないショック」が過ぎ去ればその後は限定的と言えよう。一方、米国経済に対する市場の意見が割れている状況下、特に米ドル円は神経質に動くことが予想され、それにつれ日本株の値幅も大きい状態が続くだろう。加えて、近い将来に実施される見通しの衆院解散・総選挙の結果次第では、市場のボラティリティが残る可能性もある。当面の相場変動が「自民党総裁選」によるものか「米国」によるものか、そして「衆院選」によるものかを峻別したうえで、市場予想や投資戦略を構築する必要があろう。

(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