

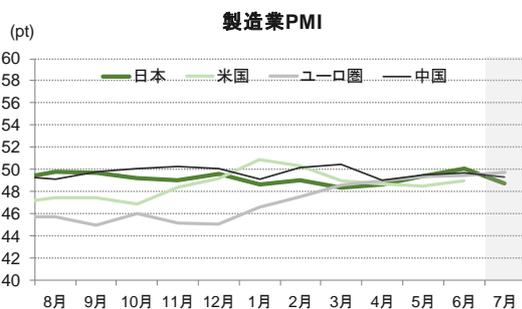


- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、引き続き不透明な状況にある。不透明感の背景にあるのは、米国トランプ政権による関税措置が米国マクロ経済に与える影響が出るまでの「ラグ」にあり、その結果、今後の米国マクロ経済に対する見方も分かれている。7月は米国マクロ経済に対する楽観論が優勢になるなか、リスク資産市場が堅調に推移したが、債券市場は国・地域によってまちまちの動きになった。米金利は7月後半に下落に転じたが、引き続き9月に利下げ再開が市場コンセンサスになっている。また、7月は円金利上昇が金融市場で注目されたが、背景には参院選結果を受けた財政拡張への警戒・懸念があり、「日本版トラスショック」の可能性が指摘されるに至った。今後の注目材料は、今まで以上に米国マクロ経済（特に雇用とインフレ率）に集中するとみている。結果次第で、多くの資産・為替市場が上下双方に大きく振れる可能性がある。
- **注目材料:** 7月は円金利上昇とともに「日本版トラスショック」が生じる可能性が一時期話題になった。22年9月に英国はトリプル安（トラスショック）に陥ったが、財源を示さない財政拡張策や根強いインフレなど当時の英国と足もとの日本では類似している点はある。一方、経常収支構造、国債市場の需給、中銀の姿勢など異なる面も多く、日本版トラスショックは杞憂に終わるとみている。これに加え、今後日本のインフレ率は鈍化する可能性が高まっており、インフレ率鈍化とともに、国債市場には様々な思惑が巡り、金利上昇が続くとの見方が剥落する可能性が高いとみている。

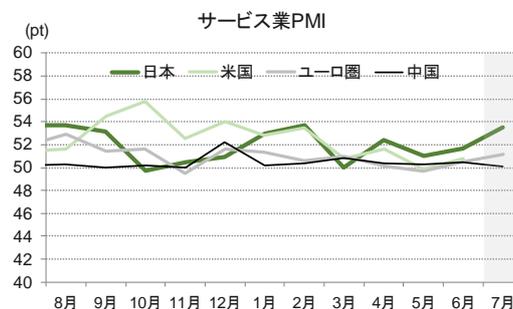
### 1. マクロ経済展望 ～ 市場の見方が二分されている

グローバル・マクロ経済は、引き続き先行き不透明な状況が続いている。PMI でみるマクロ経済環境はさほど悪化しておらず足もとまでは安定的に推移しているが、関税影響は時間差を経て今後生じるとの見方も根強い。

足元では米国との関税交渉に合意する国・地域が増えているが、企業からみれば関税率が確定したのち具体的な関税対策を実行することになる。換言すれば、7月までは企業が関税負担をしている可能性が高く、結果として米国インフレ率の上昇は限定的と言える。関税率が決まり、企業が関税影響を極小化するための事業戦略を実行するに伴い、米国内の小売価格に関税負担の一部を転嫁する動きが加速する可能性があり、特に8月以降のCPIに留意を要する。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

一方、リスク資産価格は上昇基調にあり、関税影響を無視しているようにもみえる。FRBによる利下げ再開時期は9月がコンセンサスとなっており、米長期金利が上昇しにくい状況にあるほか、半導体価格上昇に伴いIT/半導体関連銘柄の業績が好転していることも価格上昇を支えている。

このようななか、7月は円金利上昇が金融市場の注目材料になった。円長期金利は一時

1.6%を上回り 17 年ぶりの水準になったほか、超長期債利回りも再び上昇した。円金利上昇には複数の要因があるとみているが、特に 7 月は参院選結果を踏まえた財政拡張への懸念が強まり、一時「日本版トラスショック」の可能性が話題になった。本稿後半では、日本版トラスショックが発生する可能性について議論している。

また、日本に関して言えば米国との合意事項のうち 5,500 億米ドル（約 80 兆円）の「investment」について日米間で解釈の乖離があることが気になる。日本政府が主張するような①総額のうち数パーセント程度がエクイティ出資であり出資比率が日本対米国で 1:9 である、②資金調達は日本の政府系金融機関による出融資や保証枠である等であるかぎり、財政懸念と円金利上昇には至らないとみているが、米国（ラトニック商務長官など）が主張するような内容（5,500 億米ドルを米国の指示で投資する）の場合、金融市場の不透明要因になる可能性があり、引き続き注目すべきであろう。

今後の注目材料は、米国マクロ経済に集まるだろう。一部の FRB 高官が主張するような雇用環境の悪化がみられるのか、関税によるインフレ率の上昇は限定的なのか、それに伴い米国マクロ経済は底堅く推移するのか、それとも失速するのか。これによって、様々な資産価格や為替市場に影響を与えるため、細心の注意を払う必要がある。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場 ～ 円金利上昇が注目材料に

7 月の債券市場（長期金利）は、前半は長期金利は上昇基調になったが、後半は安定化～下落基調になった。7 月前半の金利上昇は、雇用統計や小売売上高等のマクロ指標が堅調なことに加え、7 月の FOMC において利下げ再開との期待が剥落したことによる。一方、7 月後半の債券市場の安定化は、9 月の FOMC において利下げ再開との見方が根強くなったことや、関税影響により 4-6 月期の一部の企業業績が不振であることなどに反応した可能性がある。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

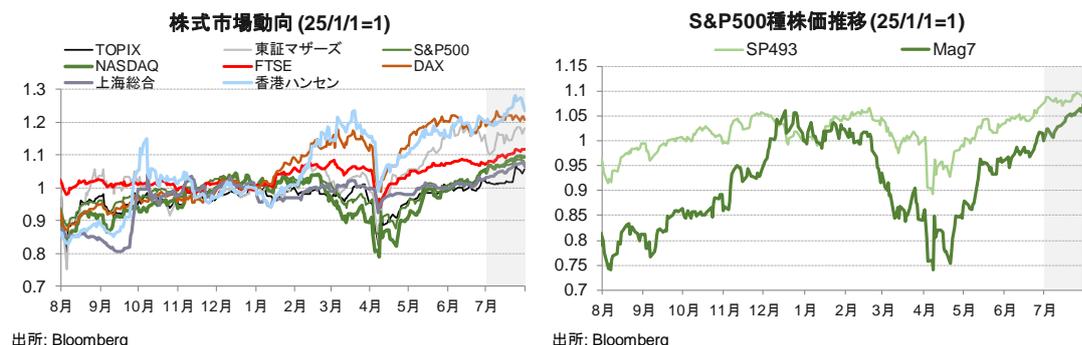
そのようななか、債券市場で注目されたのが円金利の上昇であろう。円長期金利は 17 年ぶりに 1.6%台まで上昇したほか、超長期金利も再び上昇した。前述のとおり、背景には参院選結果を受けた財政拡張懸念に加え、日米関税合意のうち 5,500 億米ドルの「investment」の調達手段に対する不透明性などがあろう。加えて、財政拡張懸念による金利上昇がアセット・スワップのインワインドを誘発したほか、10年・30・40年のフラットナー構築（30年・40年国債の買い、10年国債の売り）もみられた。財政懸念が需給軟化を誘発したことで、金利上昇に拍車をかけた可能性がある。

クレジット市場は、株式市場等のリスク資産価格と連動するように安定的に推移した。企業決算を踏まえ、関税影響が業績見通しに本格的に織り込まれるタイミングであり、市場が織り込んでいる材料と織り込んでいない材料に分かれる可能性があるが、マクロ経済や金融システムに与える影響は軽微とみられ、市場全体のクレジットスプレッドは今後も安定的に推移するだろう。

当面の債券市場の注目材料は、米国のインフレ率を含む米国マクロ経済になろう。9月のFOMCまでに利下げ実行のためのエビデンス（安定的なインフレ率、雇用環境の悪化）がみられるかが注目される。仮に、インフレ率が上昇し雇用が堅調な場合、FRBの利下げ再開時期に対する期待が9月から先送りされることを通じ、グローバルに金利上昇を誘発する可能性がある。日本においては、自民党総裁選の有無に加え首班指名の動向も注目されるが、実際に参院選後の政権の枠組みや財政政策の骨子が判明するのは9月以降であり、当面は不安定な相場環境が続くとみている。

## ② 株式市場～株高の背景にあるもの

7月の株式市場は、総じて堅調に推移した。引き続き堅調な米国市場に加え、香港や上海市場の堅調さも目立った。

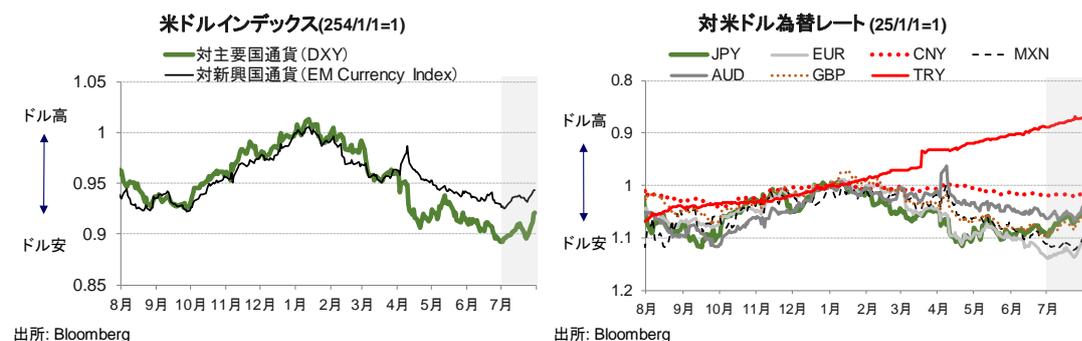


足もとも株式市場、特に米国市場が堅調なのは、①半導体価格の上昇を受けた半導体・IT関連銘柄の株価上昇が続いていること（4-6月業績も総じて堅調）、②TACO期待を背景に米国のインフレ率上昇は限定的で9月にもFRBが利下げを再開するとの期待に加え、③秋にも予定されている規制緩和メニューへの期待（特に金融規制緩和）などが貢献しているとみている。自動車等の製造業で関税影響に伴う減益決算が発表され、株価が大幅に下落する銘柄も散見されるほか、バリュエーション指標は総じて割高を示していることから、市場では株高に対する警戒感も根強いが、株価指数に影響のある銘柄の事業環境（半導体市況の急回復など）の好転が続く限り、今後も株式市場は底堅く推移するだろう。

ただし、前述のとおり、FRBの利下げ時期の先送りや長期金利上昇には警戒を要する。特に米国のインフレ率が目立って上昇する場合、米長期金利上昇を経て株式市場のセンチメントを悪化させる可能性があることを常に意識しておきたい。

## ③ 為替市場～日米金利差縮小 vs. 米ドル円の上昇

7月の為替市場は、米ドル安基調に一服感がみられた。米ドル指数への寄与が大きいユーロやポンドは対米ドルで底堅く推移したが、円は対米ドルで下落した。



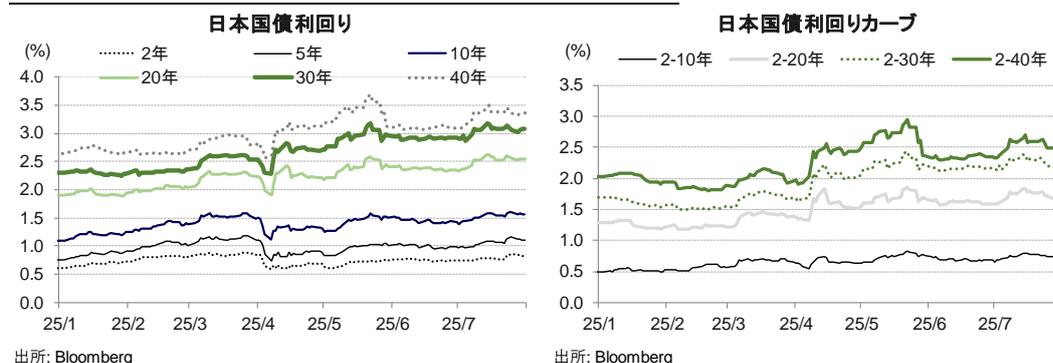
前述のとおり、7月は円金利上昇が目立ち日米金利差は縮小したが、米ドル円は上昇した。一般的に日米金利差が縮小するのは米ドル安（円高）要因と考えられているが、日米金利

差と米ドル円相場の相関は実はあまり高くない。今般は、円金利上昇が行き過ぎており日米金利差の縮小も一時的との見方をすることが可能で、むしろ米ドル円は米国経済の底堅さを反映した結果と考えることができよう。すなわち、6月までは関税影響による米国経済への影響について市場の意見は大きく乖離していたが（景気後退 vs. 景気は底堅い）、7月以降は米国経済に対する楽観論が優勢になるなか、米ドル安基調に歯止めがかかったとの見方ができる。

このため、今後の為替市場の注目材料も、米国マクロ経済になろう。金利・株式と同様に、米国経済指標（特に雇用とインフレ率）次第では、急激な米ドル高・安双方に触れる可能性がある。

### 3. 注目材料: 日本版トラスショックは起こるのか?

第27回参議院議員選挙（7月20日投票）は、自由民主党・公明党（以下、自公）の連立与党が過半数割れになる一方で、国民民主党や参政党などの新興勢力が大幅に議席を伸ばす結果となった。衆参両院で自公が過半数割れに追い込まれるなか、今後の国会運営の不透明性が高まったほか、参院選ですべての野党が消費減税を含む財政拡張策を提唱していたこともあり、金融市場では今後の日本の財政政策に対する不透明感が高まり、一部では「日本版トラスショック」が生じるとの見方も台頭した。



実際、日本国債利回りは6月中旬以降急上昇し、10年国債利回りは一時17年ぶりに1.6%台まで上昇したほか、米ドル円も149円台まで上昇（円安）する局面もあった。一方、日本株は堅調に推移し、日経平均株価は一時42,000円の過去最高値を更新した。7月末までを見る限り、日本が「トリプル安」に陥っているわけではなく、為替安（円安）幅も大きくない。「日本版トラスショック」は杞憂に終わるのだろうか？

「トラスショック」とは、22年9月にイギリスのトラス政権（当時）が発表した減税と財政拡張策を組み入れた「ミニバジェット」が引き金となったトリプル安（ポンド安、英株安、英国債利回り上昇）を指す。金融市場は、トラス政権が財源を明確に示さないまま所得減税などの大規模恒久減税を打ち出したことで、財政規律軽視や国債増発リスク、およびインフレ加速を懸念した。混乱収束のため、トラス政権は減税政策の多くを撤回し、辞任に追い込まれた。

今般の参院選でも、野党の多くが提唱する減税策や財政拡張策は国債増発を前提にしており、財源を明確に示していない点では「トラスショック」時の英国に似ている面もある。「トラスショック」は「ミニバジェット」がトリガーになったが、そこに至るまでの経緯（背景）についても、コロナ禍により急拡大した財政赤字と政府債務、高インフレに対する中銀による積極的な利上げ、EU離脱の余波、景気低迷に伴う拡張的な財政政策への国民からの要求などは、足もとの日本と同じように見えるかもしれない。一方、22年9月当時の英国と日本は多くの面で異なっていることも理解すべきであろう。

まず、英国と日本の経常収支構造の違いがある。英国は恒常的な経常赤字国で対外純資産がマイナスであるほか国内貯蓄が潤沢ではない。このため、英国政府の資金調達には海外投

資家に大きく依存している。日本は、経常収支が安定的に黒字で対外純資産も巨額であるため、国内貯蓄で国債消化が可能であるほか対外資産の売却を通じて政府債務の返済原資を確保することも理論上は可能である。

次に、国債市場の需給環境である。英国の企業年金が LDI (Liability Driven Investment: 22 年当時は低金利環境下で金利デリバティブを活用してレバレッジを高め利回りを確保する戦略) を採用していたことから、金利上昇に伴いマージンコール (追証) が発生し保有国債の売却に迫られたこともあり、金利上昇が更なる金利上昇を招くことになった。日本では英国のような状況にはないと考えられる。

また、中銀の姿勢にも違いがあろう。トラスショック前の英国中銀は、コロナ禍後のインフレに対応し 21 年 12 月以降利上げに転じたほか、新規の資産買い入れを停止したのち、22 年 10 月からは保有国債の売却 (量的引き締め) の開始を予定していた。一方日銀は、24 年 7 月に長期国債の買い入れ減額を開始したが、急激な買い入れ減額による長期金利急騰や市場の混乱を回避する観点から、26 年春以降は減額ペースを縮小する予定である。

以上のように、トラスショック時の英国と足元の日本の状況に一定の相似性はあるものの、当時の英国とは異なる面、特に経常収支構造や LDI に代表されるようなレバレッジ・ポジションの巻き戻しにより国債市場の需給が大幅に悪化する可能性は低く、「日本版トラスショック」が生じる可能性は低いとみてよいだろう。

このような考察に加え、今後円長期金利が安定化する材料もある。筆者が注目しているのは、日本のインフレ率が今度鈍化する可能性である。

日本のインフレ率 (6 月、前年比) は、総合が +3.3%、生鮮食品を除く総合 (コア) が +3.4%、食料 (酒類を除く) およびエネルギーを除く総合 (欧米版コア) が +1.6% である。総合と欧米版コアの差は無論、食料 (酒類除き) とエネルギーであり、両品目が足元の日本のインフレ率を (前年比) +3% を超える水準に押し上げていると言えよう。食料 (酒類を除く) のうちインフレへの寄与度の高い品目は米および生鮮食品である。エネルギー、米、生鮮食品の 3 品目が足元の日本のインフレに寄与しているが、今後当該 3 品目のインフレ率に対する寄与度は低下する可能性がある。

CPI の価格指数をみると、すでに生鮮食品は 25 年 2 月以降失速している (6 月 CPI で既に生鮮食品はマイナス寄与になっている)。米の CPI 価格は 6 月まで上昇基調にあるが、米の市場価格はすでに緩やかな下落に転じているほか、今後は米国産米の輸入拡大も予想されている。筆者は今後米価格が高値ながら安定化すると予想している。エネルギーは、主要品目である電力・ガス価格に大きな影響を与えるドバイ原油価格が米ドル建て・円建て共に足もとの価格は 24 年平均を下回って推移しているため、CPI 価格は今後下落に転じる可能性が高い。以上を踏まえれば、総合と欧米版コアの差は今後縮小する可能性があり、26 年前半には総合が +2% を割る可能性も否定できない状況にある (25 年の食料の作付けが安定し価格も安定することが前提)。

日銀はインフレ率について総合やコアを一定程度参照しつつも、重要視しているのは「基調」であるため、総合やコアの減速が日銀の利上げを直接阻止するわけではない。一方、インフレ率が +2% に近づくにつれ、国債市場には様々な思惑が巡り、金利上昇が続くとの見方が剥落する可能性が高いとみている。

(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