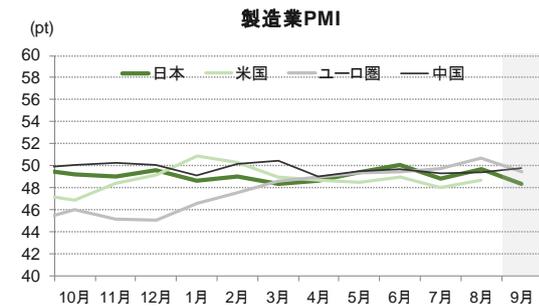




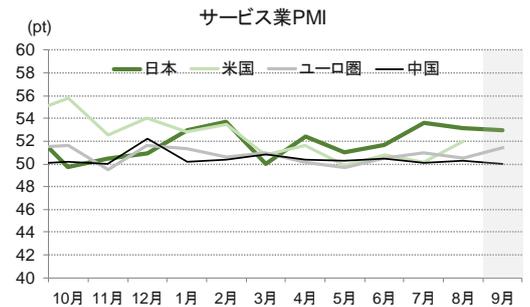
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:**米国による関税がマクロ経済に与える影響が限定的との見方が有力になるなかでも、グローバル・マクロ経済に対する見方は依然として分かれている。PMI でみるマクロ経済環境はさほど悪化していないが、良好と言える水準にもない。米国は雇用環境鈍化を主因にFRB が利下げに踏み切り、堅調な AI 投資も相まって株式などのリスク資産価格は堅調に推移した。日本も自動車を中心に関税影響は残るが、円安や輸入物価下落などの追い風に加え省力化投資も堅調で、マクロ経済環境は底堅い。堅調な AI 投資を主因に米株が底堅く推移するなか、リスク資産価格も総じて底堅い。一方、米国の雇用に対する懸念は根強いほか、各国の財政拡張が今後金利上昇を招くとの懸念もある。9月末の金融市場は金利上昇が限定的との見方をコンセンサスにしているため、金利上昇は相場変動の材料になり得る。
- **注目材料:**7月の参議院議員選挙以降、財政拡張が金利上昇につながるとの見方が根強くなった。一方、米国大手格付会社のスタンダード&プアーズは、日本政府が更なる財政拡張に踏み切っても当面の間(2~3年程度)日本国債格付けを引き下げる可能性は低いとのコメントを発表した。この背景には、インフレ下で名目GDPや税収が増加に転じることで、政府債務GDP比率が抑制気味に推移していることや、経常黒字の拡大などが影響している。10月4日には自民党総裁選が行われるが、誰が自民党総裁(事実上の次期内閣総理大臣)になろうとも、自民党内で意見が割れる政策を実現することは困難で、極端な財政拡張策に転じる可能性は高くない。名目GDPの成長を主因に20兆円程度の追加財政拡張余地があると試算されるなか、財政懸念による長期金利上昇は一時的とみられ、今後はファンダメンタルズ(特に基調インフレ)が一層重要になるとみている。

1. マクロ経済展望 ~ 引き続き強弱双方の意見に分かれている

米国による関税がマクロ経済に与える影響が限定的との見方が有力になるなかでも、グローバル・マクロ経済に対する見方は依然として分かれている。PMI でみるマクロ経済環境はさほど悪化していないが、良好と言える水準にもない。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

経済協力開発機構 (OECD) は9月23日公表の最新経済見通しにおいて、関税引き上げを見越した需要前倒しの動きを背景に、25年の世界経済と主要国の成長予測が上方修正した。世界の成長率は+3.2%と前回6月の見通しから+0.3ポイント上方修正された。日本は+1.1%と前回から+0.4ポイント引き上げられた。米国の成長率は+0.2ポイント引き上げられ+1.8%とされ活発な人工知能 (AI) 分野

	25年実質GDP 成長率見通し	6月見通し比	26年実質GDP 成長率見通し	6月見通し比
全世界	+3.2%	+0.3%	+2.9%	+0.0%
日本	+1.1%	+0.4%	+0.5%	+0.1%
米国	+1.8%	+0.2%	+1.5%	+0.0%
EU圏	+1.2%	+0.2%	+1.0%	-0.2%
ドイツ	+0.3%	-0.1%	+1.1%	-0.1%
フランス	+0.6%	+0.0%	+0.0%	+0.0%
イタリア	+0.6%	+0.0%	+0.6%	-0.1%
英国	+1.4%	+0.1%	+1.0%	+0.0%
中国	+4.9%	+0.2%	+4.4%	+0.1%
インド	+6.7%	+0.4%	+6.2%	-0.2%
ブラジル	+2.3%	+0.2%	+1.7%	+0.1%

出所: OECD

への投資が見込まれている。一方、26年の予測に大きな修正を加えず、関税引き上げと不透明感の高まりを背景に世界の成長率は+2.9%、米国は+1.5%へ鈍化するとの見通しを据え置いた。米国の実効関税率は19.5%と、1933年以來の高水準に達しているが、高関税による負の影響は依然として全面的には表れていない。

米国は、引き続き雇用統計が注目材料となり、9月の非農業部門の就業者数が前月から2.2万人増で市場予想の8万人程度を下回った。6月分は下方修正で減少に転じ、失業率は4.3%と21年10月以來の高水準となった。また9月9日に公表された雇用統計の年次改定（暫定値）によると、25年3月の非農業部門雇用者数は従来の公表値に比べ91.1万人下方修正される見通しで、米国の雇用が従来の見方より弱かった可能性を示唆している。これを受け、金融市場では米国の雇用情勢軟化が強く意識されるようになり、9月のFOMCにおいて25bpの利下げが決定されたほか、ドットチャート中央値では25年12月までに更に50bpの利下げが織り込まれた。

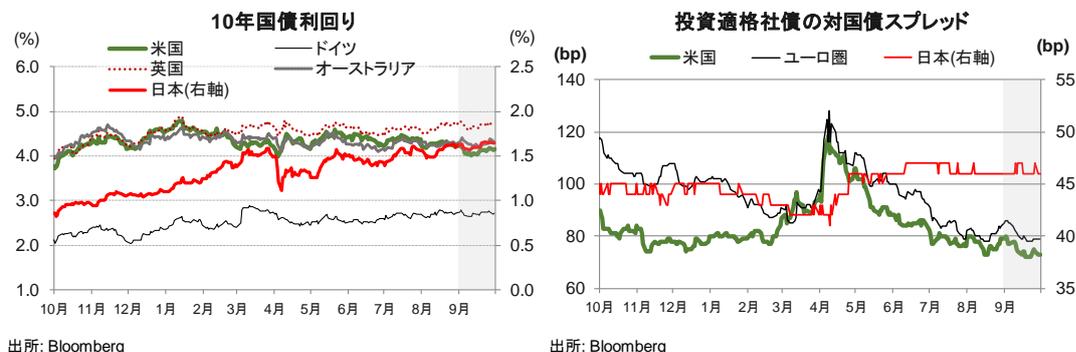
日本は、自動車の対米輸出減などトランプ関税の影響が本格化しているが、為替相場が円安気味に推移しているほか輸入物価の安定化もあり、下半期に向けて企業業績は底堅くなるとの見方が根強い。25年の設備投資見通しも、省人化などを中心に強含む可能性が高く、マクロ経済を一定程度下支えするとみられる。このようななか、7月の日銀決定会合では政策金利の据え置きが決定されたが、2名の審議委員が9月会合で利上げを提案したことに加え、ETF・J-REITの売却を決定したこと（年3,000億円程度で市場に影響を与えない規模とされている）もあり、日銀が10月にも利上げを再開するとの見方が台頭している。

このように、9月も米マクロ経済とFRBの利下げが大きな注目材料になったほか、各国・地域でマクロ経済に対する見方が分かれるなかでも、株式等のリスク資産価格の上昇が続き、市場のリスク選好が更に高まった。米国債利回りは総じて低位で推移したものの、欧州ではフランス国債利回りが不安定に推移したほか、新興国（例えばインドネシア）でも財政懸念を主因にした国債利回り上昇が見られた。FRBが今後も利下げを継続するとの見方が根強いなか世界的に金利上昇に転じる可能性は低いとみているが、財政懸念や政情不安を背景にした金利上昇の懸念は払しょくされていない。マクロ経済は総じて底堅く推移することをメインシナリオにしているが、金利上昇を通じてマクロ経済や金融市場に負の影響を与える可能性があることも引き続き意識すべきであろう。

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

9月の債券市場（長期金利）は、前半は金利低下、後半は金利上昇で推移した。投資適格社債の対国債利回り格差（スプレッド）は、日本はほぼ横ばい、米欧は過去最タイト水準を更新しつつタイト化した。



米国は、9月の雇用統計が市場予想比弱い結果になったほか、雇用統計の年次改定（暫定値）で非農業部門雇用者数が従来の公表値に比べ91.1万人下方修正される見通しとなったことで、米国の雇用情勢に対する悲観的な見方が台頭するなか、9月のFOMCにおいて

25bp の利下げが決定され、ドットチャート中央値では 25 年 12 月までに更に 50bp の利下げが織り込まれた。一方、インフレ率は足もとで底堅く推移しており、財価格に対する関税影響も緩やかながらみられつつある。9 月の米個人消費支出（PCE）統計でも消費支出が市場予想を上回り 3 か月連続で堅調な増加を示した。このため、債券市場内でも年内 2 回の利下げには疑問の声が根強く、26 年以降の利下げ継続に対しても意見が分かれている。これらを踏まえ、9 月中央以降米長期金利は緩やかに上昇した。なお、10 月 1 日から米政府機関の一部閉鎖が始まる可能性があり、重要経済指標発表が遅れる可能性があるなど、金利上昇と低下双方の材料が混在するなか、当面は方向感の無い状況が続くとみている。

日本は、9 月の日銀金融政策決定会合が注目材料となった。前述の通り、政策金利の据え置きを決定したが、2 名の審議委員が物価目標の達成（高田委員）や物価上振れリスク（田村委員）を理由に 9 月会合で利上げの提案したこと、および ETF・J-REIT の売却開始を決定した（債券市場のサプライズを誘った）ことで、日銀が 10 月にも利上げを実施するとの見方に傾いている。9 月 29 日には「ハト派」とされる日銀の野口審議委員が講演の中でタカ派的な発言をしたことも材料視された。国債イールドカーブは、10 月利上げを強く織り込み、2 年国債利回りは 17 年振りの水準を記録したほか、長期金利（10 年国債利回り）も 1.6%台半ばまで上昇した。

欧州は、インフレ率が鎮静化（8 月の消費者物価は前年比+2.0%で前月比横ばい）するなか、ECB は 9 月理事会で政策金利（預金ファシリティ金利）を 2.0%で据え置いた。一方、フランスを中心に個別国では引き続き長期金利が不安定な状況にあり、政情不安と財政拡張懸念を背景にした長期金利上昇の可能性は残っている。国ごとに財政リスクを市場が反映しやすい局面に入っていると言えよう。

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引き続き安定的に推移した。米国では関税影響による企業業績への負の影響が一部セクターで表れているが、半導体・IT 関連企業の決算は引き続き堅調で、株価続伸の原動力となった。また、関税がマクロ経済に大きな負の影響を与える可能性が低いことがコンセンサスになるなか、クレジット市場への影響も限定的とみられる。米国ではサブプライム・オートローン会社の経営破綻に加え、過去 10 年間で急激に市場が拡大したプライベート・クレジットにおいて債務のデフォルト率が増加しているなど一定の不安材料はあるが、金融システムに与える影響は軽微とみている。クレジットスプレッドは過去最タイト水準を更新し、今後も緩やかにタイト化する可能性が高まっている。

当面の債券市場の注目材料は、米国を中心にマクロ経済が底堅いのかそれとも減速するのか、そして、財政拡張がもたらす金利上昇の有無になる。個別には、日本では日銀の利上げ時期や利上げのゴール（ターミナルレート）、そして欧州はフランス政治と対独国債スプレッドになる。米国では、9 月末時点では 25 年 12 月末までに更に 2 回（50bp）の利下げを一定程度織り込んでいるが、インフレ率が鈍化しにくい状況下では過度な利下げ織り込みも禁物である。また、25 年度中の利下げ幅よりも 26 年以降の利下げ継続の有無に注目したい。

② 株式市場 ~ AI・半導体市況継続も地域間格差も

9 月の株式市場は、米利下げ期待の高まりに加え、半導体・IT 関連企業の好業績期待が続き総じて堅調だった。月末にかけて AI 関連で利食いが出つつも、米国の主要インデックスは過去最高を更新した。

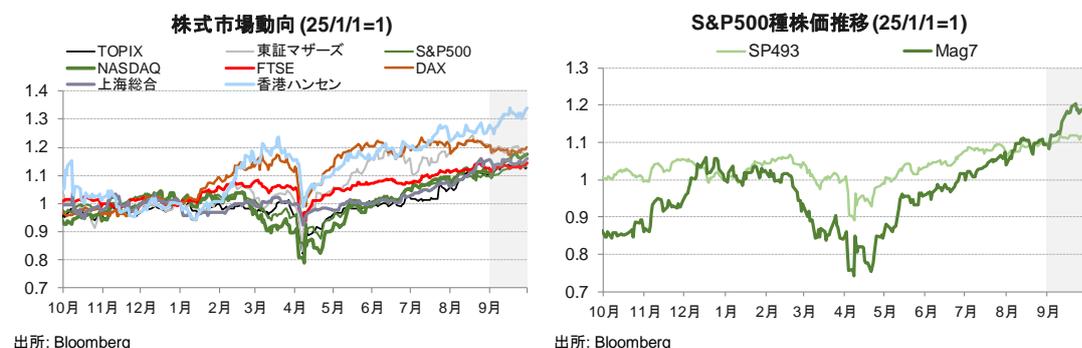
米国は、半導体・IT 関連企業の業績期待に加え、FRB の利下げ期待が継続していることもあり堅調に推移した。それを象徴するように、米オラクルが 9 月 9 日に発表した 25 年 6-8 月決算では、8 月末時点の受注残高が 5 月末の 3.3 倍に急増し、クラウド基盤事業で米オープン AI など複数社と大型契約を結び、売上が急拡大する見通しが示された。AI 開

発に加え AI エージェント需要が急拡大していることを裏付けるもので、当該決算発表後、株式市場は過去最高値を更新し続けた。

日本も、引き続き上昇基調を維持した。AI・半導体など値がさ株が米国市場につれ高となり相場全体をけん引した。10月4日に予定される自民党総裁選をめぐる思惑で短期的に相場が上下動する局面もみられた。

欧州も、自動車株や金融株を中心に、他国比では軟調に推移した。自動車セクターでは電気自動車（EV）の計画見直しや 25 年 12 月期業績予想の下方修正も相次ぎ株価が一時急落する局面もみられた。ドイツでは国外に生産拠点を移転する動きも続いており、他国とは異なった動きもみられており、今後の動静に留意を要する。

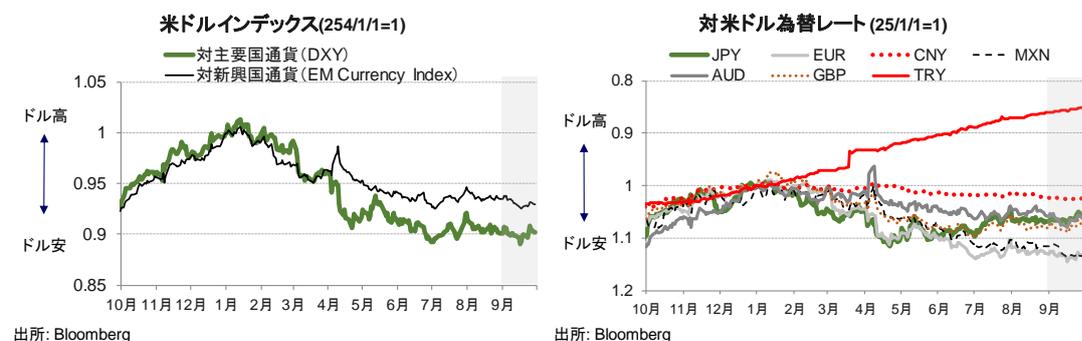
中国・香港は、主要市場のなかで引き続き堅調なパフォーマンスを維持した。不動産市況の低迷は続いているが中国政府が国内の過剰供給状態を是正する方針を示しているほか、相場をけん引したのが、アリババなどの AI 関連銘柄である。米国による対中関税交渉もとん挫した状態が続いており、市場では米中貿易戦争は「休戦」と評価されている可能性もある。ハイテク銘柄投資で著名なファンドマネージャーが中国銘柄への投資を再開すると報道もあり、見直し買いの需給も相場を下支えした。



今後の注目材料は、米国における半導体・IT 関連企業の業績（背景にある半導体価格動向）、FRB の利下げ期待に加え、日本では日銀の利上げタイミングや長期金利動向、欧州ではフランス政治情勢（信任投票や予算審議）、中国は政府による改革プログラムの内容等になる。加えて、10月以降に発表される可能性の高い米トランプ政権による「規制緩和」にも注目したい。半導体・IT 関連銘柄の業績は底堅く推移する可能性が高いとみており、当面の間株価は底堅く推移するとみている。

③ 為替市場～ 円安がもたらす影響

9月の為替市場は、月央までは米ドル安基調が続いたが、月央以降は米ドル高に転じた。



前述のとおり、9月には米労働市場の鈍化が意識され米長期金利が緩やかに鈍化する一方、欧州主要国の国債利回りや日本国債利回りは上昇した。このため、米国と各国の金利差は縮小したが、米ドル指数に与える影響は限定的だった。米ドル相場の膠着は、FRB の利下

げ期待による米マクロ経済回復期待が残るほか、対米関税影響が今後主要国経済に負の影響を与えたとの見方が残っていることも影響しているのだろう。

一方、米ドル円は、8月以降の147円を挟んだ狭いレンジ圏から、9月FOMCを経て200日移動平均線（148.4円程度）を上抜けし一時149円台へ上昇した。また、円は米ドル以上にユーロに対する下落幅が大きい。ユーロはドイツを中心に再軍備やインフラ投資が加速するとの期待やECBの利下げ打ち止め観測もあり堅調に推移している。円の下落要因としては7月の参院選や10月4日に投開票予定の自民党総裁選をめぐる政治情勢の不透明感等を挙げることは可能だが、9月末に向けて日銀が10月にも追加利上げに動くとの見方が根強くなるなか、米ドル円は再び147円台後半まで下落した。

今後の為替市場の注目材料は、FRBや日銀の金融政策に加え、フランスを中心に欧州諸国の財政拡張策とそれに伴う各国国債利回りになろう。ただし、どの材料も中期トレンドを形成するほど強い材料にはならず、特に米ドル円のトレンド形成には至らないとみている。

3. 注目材料: 日本政府の財政拡張余力を考える

7月の参議院議員選挙では財政拡張を訴える野党が勢力を伸ばし、自公連立政権が衆院に続き参院でも少数与党になったこともあり、日本国債市場では財政拡張懸念を背景に長期金利が上昇する局面がみられた。また9月以降は石破首相の辞任に伴い自民党総裁選（10月4日投開票）となり、財政拡張を唱える候補者が自民党総裁（事実上次の内閣総理大臣に最も近い人物）になる場合、もはや財政拡張に歯止めが効かなくなるのではないかと懸念が煽っている。

一方、大手格付け会社スタンダード&プアーズ（以下、S&P）は7月30日、日本国債格付けに関するリリース文を発表した。主旨（筆者による解釈を含む）は以下の通り。

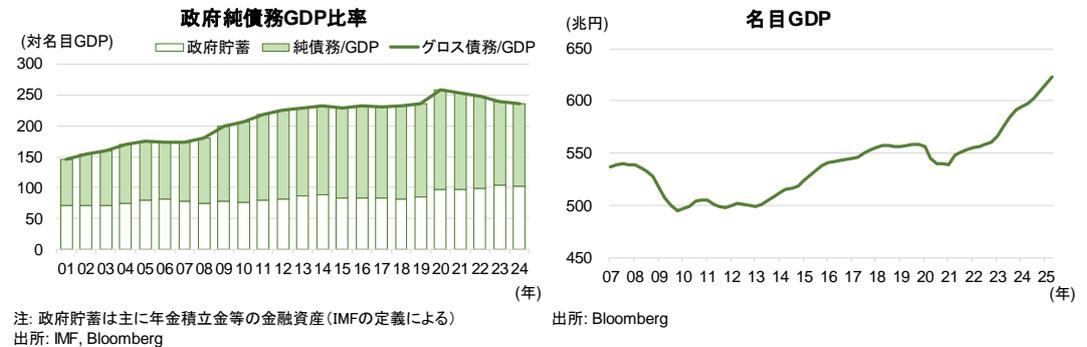
- 参院選結果を踏まえ、今後日本では一層緩和的な財政政策と厳格な移民規制が行われる可能性が高まった。このような状態が続けば、日本ソブリン（政府および政府債務を包括的に表す）の信用力は時間の経過とともに弱含む可能性がある。
- しかし、日本の「A+」（無登録格付け）格には信用力の大きなバッファがあり、政策変更によって信用力指標が多少悪化したとしても、今後2-3年でソブリンの格下げにつながる可能性は低い。
- いわゆる「バラマキ的」な財政政策が実施されとしても、それが翌年以降も繰り返されない限り日本ソブリンの信用力評価への影響は軽微であろう。ただし、消費税率の大幅な引き下げが実施されれば、財政赤字GDP比を6%以下に継続して抑えることは難しくなり、信用力評価上ネガティブになり得る。
- また、日本政府が厳しい移民規制を導入すれば、経済成長余力を鈍化させるとともに、更なるインフレを誘発しかねず、信用力に対する圧力が高まる可能性がある。

日本ソブリン（国債）格付け評価に厳しい海外の主要格付け会社が、当面格下げを行わない可能性が高いことをわざわざリリース文で告知することは稀であるが、S&Pはなぜそこまで楽観的（達観しているように見える）なのだろうか。

まず、S&Pのリリース文にあるように「A+」格は、日本の経済規模や経常黒字が継続するなかで政府債務の調達環境（≒流動性）が安定的であること等に鑑みれば、「信用力の大きなバッファ」がある。換言すれば、S&Pは日本が今後も財政拡張を続けることを予見しており、当該予見（メインシナリオ）の範囲内では格下げはしないと主張しているように見える。

加えて、日本の政府債務GDP比率が下落基調にあることも重要であろう。日本の政府債務

GDP 比率（グロス政府債務÷名目 GDP）は 20 年のコロナ禍での 100 兆円規模の財政政策により 250%を上回ったものの、その後緩やかな下落基調にある。主因は、①税収増による純債務 GDP 比率の低下（単年度財政赤字の縮減）、および②名目 GDP の伸長にある。これらはいずれも、久方ぶりに（前年比）+2%を上回るインフレになったことが寄与している。「インフレ税」という言葉があるが、インフレになれば当然に税収が増え、（単年度）



財政赤字や政府債務 GDP 比率を抑制することになる。インフレによる財政拡張余地が生まれているという側面もある。

ソブリンは徴税権や経済政策を差配することが可能（極端なシナリオではハイパーインフレを誘発することで政府債務負担を大幅に低減することが可能）など、民間の債券発行体とは異なる特殊性がある。しかし「政府債務 GDP 比率」はソブリンの信用力評価の基軸となる重要指標の一つである。日本の政府債務 GDP 比率は 240%程度で、今後も同比率を維持することができれば、現行格付け水準を維持できると考えることは可能であろう。

足もとの名目 GDP は 620 兆円程度、名目 GDP 成長率は+4%程度、そして政府債務残高は年間 40 兆円程度増加していると想定すれば、政府債務 GDP 比率を 240%程度で維持するためには、

● $240\% = (\text{追加財政拡張余力} + 40 \text{ 兆円}) \div (620 \text{ 兆円} \times 4\%)$

となり、追加財政拡張余力は約 20 兆円となる。

参院選を総括すれば、自民党を中心にした次期政権は、野党が主張するインフレ対策を含む財政拡張策を一定程度採用する必要がある。場合によっては、主要野党（立憲民主党、国民民主党、日本維新の会等）が自らの政策実現を条件に連立政権入りする可能性もある。財政拡張策は様々あるが、基本的にはガソリン税の暫定税率廃止（1.6 兆円程度の税収減見通し）、消費税や社会保険料の限定的／部分的な引き下げ、および給付付き税額控除が採用される可能性もある。給付付き税額控除の予算規模は設計次第で増減するが、当該案が浮上している背景は、大規模な消費減税や社会保険料引き下げのハードルは極めて高いとの認識があるとみている。



自民党が主体となる連立与党である限り急激な財政政策の転換は期待されない。自民党は右派から中道まで非常に幅広いウィングを持つ政党であり、理想とする政策のウィングも広い。自民党総裁選の立候補者の一部が主張するような急激な財政拡張策は、自民党の枠組みから出ない限り実現可能性は低いだらう（要は、自民党である限り総裁が誰であろう

と基本的な政策に大きな変化は生じない)。

このように考えれば、誰が自民党総裁になろうとも、前述の追加財政拡張余地である約 20 兆円を大幅に超えるような財政拡張策が実現する可能性は低いだろう。そして、財政拡張懸念による長期金利上昇も一時的な現象になるのではないか。

中長期的な視点からは、円金利水準はファンダメンタルズ（インフレ率および日銀の金融政策）に依存すべきと考えている。

(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