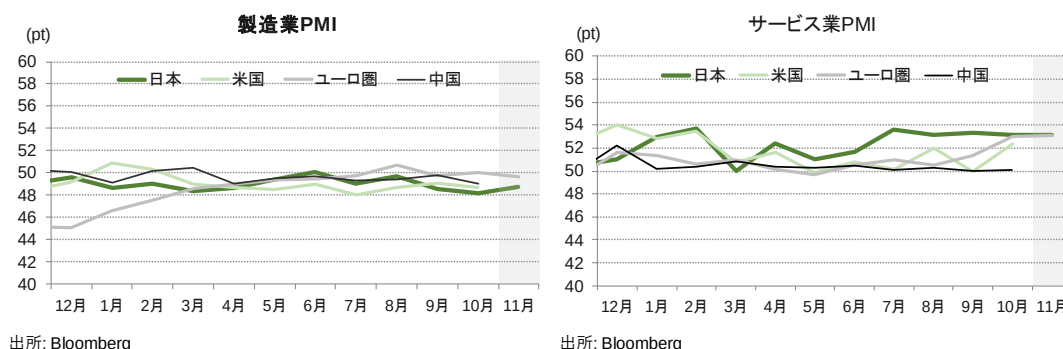




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル経済は、総じて底堅く推移しているが、根強い警戒感も残っている。PMI でみるマクロ経済環境はさほど悪化していないが、良好と言える水準でもない。米国は AI 実装化等による雇用情勢軟化に注目すべきで、中国は低成長化に伴う供給過剰および不動産価格下落が長期化している。このようななか、11 月は AI 投資に対するセンチメントの悪化により世界的に株価が軟調に推移したほか、日本では日米金利差縮小にも関わらず米ドル円が上昇し、円長期金利は上昇した。今後の注目材料は、米国の雇用情勢、中国の経済対策等になろう。日本は、高市政権の財政・金融政策に注目が集まっているが、日本の財政・金融政策よりも米国や中国を中心にした「外需」が重要とみている。
- **注目材料:** 7 月の参院選以降、円安（米ドル円の上昇）と日本国債利回り（長期金利）の上昇が続いている。11 月は米ドル円が 157 円後半まで上昇したほか、長期金利も 1.8% 台まで上昇した。円安と金利上昇に対する金融市場内の意見は割れている。ただし、対立する意見のどちらが正しいか否かを評価するには、相応の時間を要する。むしろ、当面注目すべき材料は日本以外にあるのかもしれない。日本経済は「外需レバレッジ経済」と称されることがある。外需依存であるほか外需が好調（不調）の際は円安（円高）になりがちであるため、外需に対してレバレッジが掛かっているとの見立てである。米国経済は、雇用情勢の軟化を主因にスローダウンするとの見方が根強く、それ次第では円高・円金利低下のシナリオも描ける。このように、金融市場内で意見が分かれる状況下、特に米ドル円と長期金利は上下双方に大きく振れやすい環境にある。過度な相場変動は、結果的に高市政権の経済対策の効果を相殺する可能性もある。

1. マクロ経済展望 ～ 底堅さのなかに残る警戒感

グローバル経済は、総じて底堅く推移しているが、根強い警戒感も残っている。PMI でみるマクロ経済環境はさほど悪化していないが、良好と言える水準でもない。



米国は、雇用情勢が弱いなかでも比較的堅調な個人消費や設備投資がマクロ経済を支えているが、AI 実装化に伴う若年層（16 歳～24 歳）失業率の上昇など雇用環境の悪化懸念などの不透明性が残っている。10 月の雇用統計は、非農業部門雇用者数（前月比）が増加したが、年末商戦を迎えるなかでは低調で前年比でも冴えなかった。完全失業率は 4.4%（前月は 4.3%）に上昇した。AI 実装化に伴うホワイトカラーの大量失業懸念が燃っており、今後も雇用情勢は緩やかに軟化するとみている。

日本は、25 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率▲1.8%(前期比▲0.4%)と 6 四半期ぶりのマイナス成長だった。米国の関税政策の影響で財輸出が減少したが、それ以上に住宅投資と民間在庫の鈍化が影響した。住宅投資は 3 月に生じた建築基準法改正前の駆け込み需要の反動減が遅行して表れた。ただし、個人消費や設備投資が増加を続けたことな

どを踏まえると、日本経済は足元でも緩やかな回復基調が続いているとみられる。

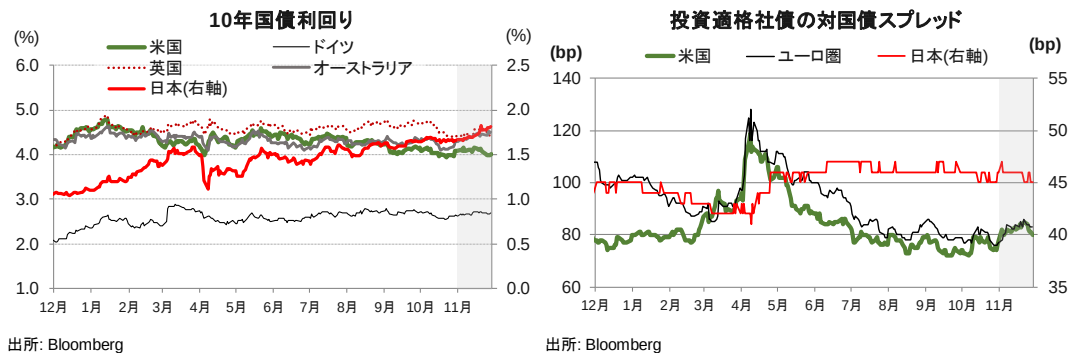
中国は、依然として供給過剰や不動産不況を主因にしたデフレ基調が続き、マクロ経済の持ち直しにも勢いが欠けている。10月20日に発表された25年7-9月期実質GDP成長率は前年同期比+4.8%（前期は同+5.2%）に減速したが、25年1-9月期は同+5.2%となり政府目標の+5.0%を上回った。GDP成長を支えてきた固定資産投資は前年比マイナスに転じ、内訳も不動産開発投資の大幅減少に加えインフラ投資の増加幅減少もみられる。供給過剰解消のための企業の合従連衡や、不動産価格の大幅下落の容認が見られない限り、中国のマクロ経済が反転する可能性は低いとみている。

世界経済における今後の注目材料は、米国の雇用情勢、中国のデフレ脱却策、そして日本の財政・金融政策になろう。米国は民間企業によるAI実装化の最先端であり、今後ホワイトカラーの大量失業が予想されている。一方、農業、宿泊、工場等の現場労働者の需給はひっ迫しており、これらがバランスして米国の雇用関連統計は総じて安定的に推移している。ホワイトカラーが現場労働に転じることができれば、米国経済はインフレ鎮静化、底堅いマクロ経済、金利低下や株価上昇等を経て、最良の状態が実現する可能性はある。中国経済の問題点は、低成長にシフトするなかで供給過剰が残っていること、および不動産価格を適正価格まで下落させていないことに尽きるが、現時点で修正に向けた兆候は見られない。日本は、高市政権の財政・金融政策に注目が集まっているが、日本の財政・金融政策よりも米国や中国を中心にした「外需」が重要とみている。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 根強い財政懸念

11月の債券市場（長期金利）は、国・地域によってまちまちの動きとなった。投資適格社債の対国債利回り格差（スプレッド）も、米欧はワイド化した。日本は安定的に推移した。



米国は、雇用情勢への懸念が払しょくされないなか、政府閉鎖解除をきっかけに長期金利が上昇基調になる局面もみられた。インフレ率も依然として3%程度（総合・コアともに）で推移しているため、12月のFOMCで追加利下げが実施されるか否かで債券市場の意見は分かれている。ただし、債券市場はインフレ率よりも雇用情勢悪化懸念を強めており、月末にかけて長期金利は4%割れになる局面もみられた。

日本は、高市政権による財政政策が注目材料となった。11月21日の臨時閣議で決定した総合経済対策は、民間支出などを合わせた事業規模が42.8兆円とされ、充当する国費は大型減税（2.7兆円）を含め21.3兆円程度となり、市場参加者が注目する一般会計の歳出規模は17.7兆円程度とされた。11月28日には25年度補正予算案を閣議決定し、一般会計の総額は約18.3兆円（24年度は同約13.9兆円）とされ、歳入は国債の追加発行が約11.6兆円（24年度は同約6.6兆円）の見通しである。このようななか、長期金利は一時1.8%台まで上昇した。国債の主たる保有者である金融機関が持続的な金利上昇により保有資産に評価損を抱えるなか、構造的に買い手不足に陥っているという側面もあるが、高市政権の財政拡張策への懸念は根強い。高市政権が健全財政に一定の配慮を示す方針を示

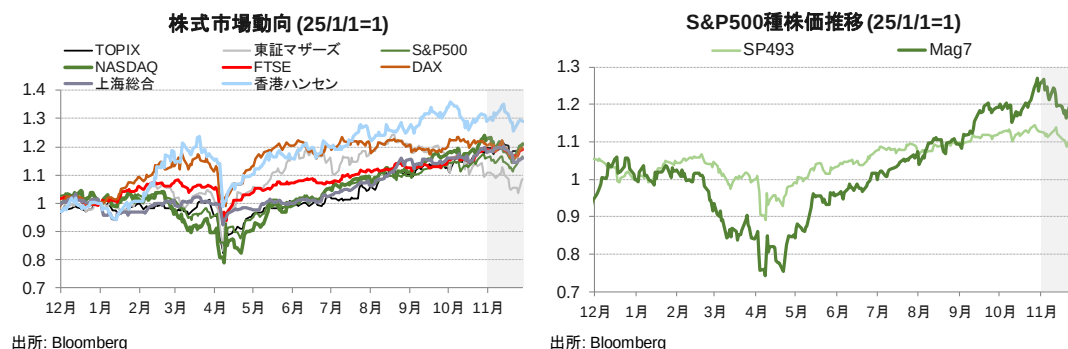
すなかでも反応は鈍かった。

クレジット市場は、米欧市場でクレジットスプレッドがワイド化した。AI に対する懸念の高まりにより AI 関連銘柄の株価がボラタイルに推移したことで、AI 関連銘柄の社債を中心にクレジットスプレッドがワイド化した。特に注目されたのが Oracle である。発行体格付けが BBB 格相当で 9 月に巨額の社債発行をしたことを懸念する声が多く、11 月は株式相場下落に呼応するように Oracle 社債スプレッドおよび同社参照 CDS プレミアムのワイド化が続いた。なお、10 月までヘッドラインに上がっていたプライベートクレジットやサブプライム・オートローン等への懸念は一旦後退している。

当面の債券市場の注目材料は、日本は高市政権の財政・金融政策、米国は雇用情勢になる。米国は、12 月の利下げ期待が残っているが、今後の雇用情勢次第の側面が強い。雇用情勢は AI 実装化に伴うホワイトカラーの失業が継続し当面は軟調に推移する可能性が高いとみており、FRB の利下げ継続期待は根強く残り、長期金利は安定～低下基調になるとみている。日本は、高市政権の財政拡張策に注目が集まるなか長期金利は 1.8% 台に上昇するなど不安定な状況にある。円安基調になっていることもあり日銀は 25 年 12 月か 26 年 1 月に利上げするとの見方が根強く、長期金利は当面高止まりする可能性が高いとみている。

② 株式市場 ～ AI への期待により一喜一憂

11 月の株式市場は、半導体・IT 関連企業の好業績にも関わらず下落基調で推移したのち、月末にかけて急回復するという上下動の激しい月となった。



米国は、半導体・IT 関連企業の 25 年 7-9 月業績が堅調で相場の下支えになるとの期待とは裏腹に、月初から持続的に下落した。当該下落は AI に対する期待剥落懸念の側面も否定しないが、個別要因も影響した。Alphabet は傘下の Google が Gemini3 を発表しユーザーの高評価を得たことに加え、Gemini3 の開発において Google が独自に開発した TPU (Tensor Processing Unit) を利用していることに加え、Meta が TPU を大量購入するとの報道もあり、同社株は急伸した。一方、NVIDIA は Google の TPU により同社の GPU の市場シェアが低下したほか売価の伸び悩みなどの懸念が台頭したことにより、株価は大幅下落となった。Meta は、Oracle と同様に巨額の資金調達が目立っており、AI 相場が軟化するなか市場を大幅にアンダーパフォームした。ARM は、親会社の Softbank Group が保有する NVIDIA 株を全株売却したことで、ARM と NVIDIA 間で今後の GPU 開発競争に拍車がかかるとの懸念が高まったこともあり下落した。

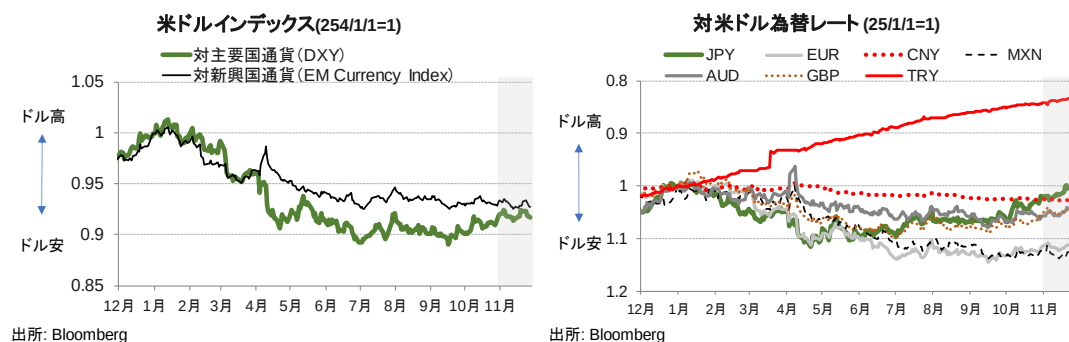
日本も、米国同様に AI 関連銘柄に対するセンチメントに左右された。特に日経平均株価は、ソフトバンクグループ、アドバンテスト、および東京エレクトロンの 3 社の指数に対する寄与度が高いため、米国の AI・半導体株価に左右される展開が続いた。ただし、高市トレード関連と称される航空・宇宙・防衛、建設、造船などは、底堅く推移した。

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 の利下げ有無に加え、日本では日銀の利上げタイミングや長期金利動向等にな

ろう。また、米トランプ政権による「規制緩和」が株式市場に与える影響も注視したい。11 月末までの汎用半導体相場は引き続き堅調で、AI データセンターの需要が急上昇しているため、基本的には半導体・IT 関連銘柄の業績は底堅く推移する可能性が高く、主要株価指数も底堅く推移するとみている。

③ 為替市場～ 円安の背景要因は何か

11 月の為替市場は、主要国通貨を中心に米ドルは底堅く推移した。



米ドル円は大幅上昇となった。日米金利差が縮小するなかでの米ドル円の上昇に対し、金融市場では高市政権による財政拡張策への警戒感が主因との見方が根強いが、実際は為替市場内で意見が大幅に割れている。リフレ派のエコノミストは、マンデル・フレミング・モデルを用い、日本の積極財政が成長期待に繋がり結果として円高にシフトすると主張しており、円高シフトは時間の問題としている。半面、円安は構造的な問題とする向きもあり、具体的には少子高齢化・人口減少や国際競争力の低下による構造的な日本衰退論を背景に、特に日本国民による根強い円安バイアスが意識されているとの見方もある。筆者は、米ドル円相場にとって重要なのは「米国経済」であり、円安の主因の一つは 26 年の米国経済に対する楽観論とみている（中間選挙の年で、財政拡張、金融緩和に加え規制緩和も合わせてさほど落ち込むことはないとの見方）。

今後の為替市場の注目材料は、高市政権の財政・金融政策に加え、米国のマクロ経済になるろう。高市政権は市場想定内ではあるが拡張的な財政政策を打ち出しつつある。これをマンデル・フレミング・モデルで評価するのか、それとも財政懸念と円安と評価するのか、予断を許さない。ただし、足もとの円安基調は、コストプッシュ懸念を経て日銀の早期利上げ期待に繋がっている。ただし、日銀の利上げにより日米金利差は更に縮小するため円高シフトとの見方がある反面、日銀の利上げは既に織り込まれており、円安基調に歯止めをかける材料にはならないとの見方もある。米国のマクロ経済環境は、AI 実装化を背景に雇用環境が悪化し続ける可能性が残る。FRB が 25 年 12 月に利下げをするか否かも、雇用情勢次第と言えよう。仮に雇用情勢軟化を主因に米国経済が減速する場合、米ドル下落・円高・ユーロ高に転じる可能性が高くなるだろう。

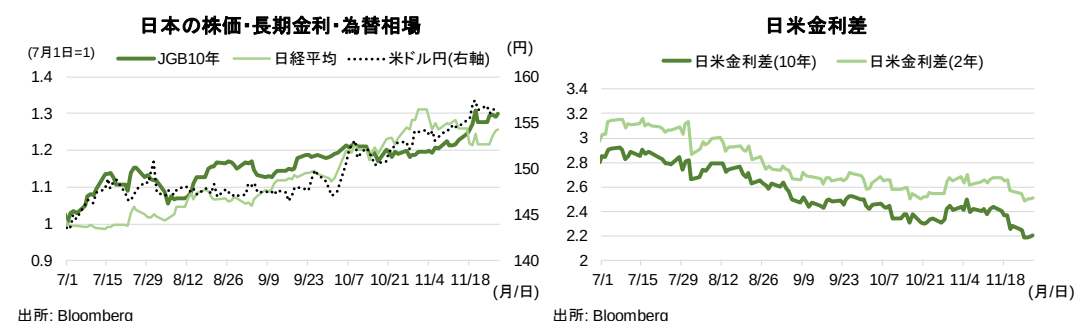
3. 注目材料: 円安と金利上昇の同時進行をどのように理解すべきか

7 月の参院選以降、円安（米ドル円の上昇）と日本国債利回り（長期金利）の上昇が続いている。11 月は米ドル円が 157 円後半まで上昇したほか、長期金利も 1.8% 台まで上昇した。米国では FRB が 9 月に利下げを再開し米長期金利は 4% 付近まで低下しており、日米金利差は縮小基調にある。一般的な為替の教科書によれば、米ドル円相場は日米金利差に大きく影響を受けるとされているが（日米金利差が拡大（縮小）すれば米ドル円は上昇（下落））、足もとの数か月間は日米金利差縮小にも関わらず円安（米ドル円上昇）がみられている。

このような局面は、一般的に、金融市場の意見が分かれている局面で見られることが多い。そこで、足もとの金融市場で観察される円安・長期金利上昇に対する解釈を確認し、今後

の注目材料を整理した。

まず、円安と金利上昇が同時に生じているのは、高市政権の財政政策に対する懸念を市場が表明しているとの見方がある。11 月は日本株安・日本国債利回り上昇・米ドル円上昇（円安）が同時に生じる「トリプル安」も生じ、議論に拍車がかかった側面もある。



高市政権は「責任ある積極財政」を標ぼうしており、11 月 21 日の臨時閣議で決定した総合経済対策は、民間支出などを合わせた事業規模が 42.8 兆円とされ、充当する国費は大型減税（2.7 兆円）を含め 21.3 兆円程度となり、市場参加者が注目する一般会計の歳出規模は 17.7 兆円程度とされた。これを受け、11 月 28 日には 25 年度補正予算案を閣議決定した。一般会計の総額は約 18.3 兆円（24 年度は同約 13.9 兆円）とされ、歳入は国債の追加発行が約 11.6 兆円（24 年度は同約 6.6 兆円）の見通しである。高市首相は「今年度の補正後の国債発行額は昨年度の補正後 42.1 兆円を下回る見込み」と発言したが、42.1 兆円は新規国債（赤字国債および建設国債）のみを対象としており、財政投融资が新たに 4.2 兆円追加されていることに鑑みれば財投債（国債）の増発も見込まれる。25 年度は当初予算時点で新規国債発行予定額（28.6 兆円）が 24 年度（同 35.4 兆円）より大幅に少なかったが、高市首相発言に鑑みれば、補正時点で新たに増発される新規国債が 13.5 兆円（42.1-28.6）を下回ることを意味する。日本国債市場では当該発表後に金利上昇は生じていないものの、健全財政を意識した高市首相発言に対しても反応が鈍かった。増発額が大きくなることへの不安心理が残っているのであろう。

また、高市政権は政府の財政健全化指標として「政府純債務 GDP 比率」を提唱している。プライマリーバランスの目標を見直し、単年度ごとの黒字化目標を数年単位で確認する方向に見直すことも検討している。

これらのリフレ色の強い主張は、単純に解釈すれば、すべての結論が「政府による財政拡張」に繋がっていることから、今後の財政拡張方針継続を想起させ国債利回り上昇と円安に至っているとの見方は根強いとみられる。

一方、円安・金利上昇は財政拡張懸念が主因ではないとの意見がリフレ派エコノミストを中心にみられる。例えば、

- マンデル・フレミング・モデルに基づけば、政府が財政拡張をすることにより、国債増発への思惑や将来の成長期待で金利が上昇するが、その結果、海外から投資資金が入り円高にシフトする。
- 長期金利上昇も、将来成長期待によるものであり、過度な金利上昇にならない限り（≡名目利子率<名目成長率である限り）長期的にみて政府債務 GDP 比率を押し上げない。
- 日本は第一次所得収支を主因に安定的な経常黒字にあり、円安は国全体で考えればプラス面も多い。過度な円安はコストプッシュインフレや日本に対する信認低下につながりかねないものの、足もとの米ドル円水準は過度な円安ではない。

などである。

これに対し、リフレ派以外のエコノミストを中心に強い違和感もみられる。例えば、

- 財政拡張で日本の成長力が高まるわけではない。政府債務 GDP 比率が 200%を超える水準なのは、過去に行った財政拡張が結果的に GDP に繋がらなかったことを表している。財政リスクに加え少子高齢化・人口減少が当面続くなかで、日本経済を忌避したいという思惑が日本国民の中に芽生えつつある。
- マンデル・フレミング・モデルは、本来は財政政策の効果を検証するためのモデルであり、為替のメカニズムや水準を説明するモデルではない。
- 仮に財政政策が「将来の成長」に向けた投資であるとしても、実際に投資を実行し GDP を稼ぐ主体は「民間」である。財政拡張が民間の投資を誘発しなければ、「将来の成長」に向けた投資は、結果的に「バラマキ」（≒長期的な GDP 成長に寄与しない財政支出）になる。民間企業の貯蓄超過は長年の円高が影響しているが、それよりも人口減少・少子高齢化、根強い規制環境や既得権益者の利益など、アベノミクスが実現できなかった「第三の矢」（規制緩和）の影響が大きい。国民の手取りを増やすことを平均給与引き上げで実現するのなら、そしてアベノミクスを再定義するのなら、まずは財政拡張よりも「規制緩和」を最優先すべきである。

などである。

このような意見の対立に対し、現時点で正否を語ることに大きな意味はないだろう。第二次安倍政権においてもいわゆる「3本の矢」に対する批判は根強かったが、13年央以降は円安シフトや株高により、批判の勢いが鈍った。高市政権の経済・財政・金融政策の正否や批判の趨勢は、その後の比較的長期間にわたる評価が必須であろう。

例えば、高市政権が政府純債務 GDP 比率を意識していることについて、それ自体を真正面から否定することはできない。民間企業の財務分析においても、名目債務よりも純債務で評価することの方が一般的である。一方、政府の財務評価の際に留意しなければならないのは、政府の財政・金融政策がマクロ経済や金融市場に大きく影響し、その影響が自らを窮地に追い込む可能性があることであろう。財政拡張が続くことで財政出動の歯止めが効かなくなり、円安にもブレーキが掛りづらい状況になれば、輸入物価インフレを通じたインフレ加速と名目金利の上昇が続くことで、名目成長率<名目利子率となることで財政赤字が発散する可能性が高まる可能性もある。アベノミクス「第一の矢」である金融緩和も、日本において前例の無い「量的・質的緩和」や「マイナス金利政策」を敢行したことで足もとのインフレに繋がっているのではなく、少子高齢化・人口減少が本格化するなかで「供給制約」による「供給者による自由な価格設定」に繋がった結果との見方も根強い。これらはいずれも第二次安倍政権発足当初から議論されてきた材料であるが、現在に至るまで「結論」が出ているわけではない。

むしろ、今後の金融市場を占ううえで重要なのは、高市政権の財政・金融政策ではなく、日本以外にあるのかもしれない。第二次安倍政権発足後、米ドル円相場は80円台から120円台まで上昇したが、16年央には再び100円近辺まで下落した。16年1月には日本初のマイナス金利政策が示され円長期金利が急低下するなかでも16年央まで米ドル円が下落したのは、米国や中国経済に対する懸念が主因であった。日本経済は「外需レバレッジ経済」と称されることがある。外需依存であるほか外需が好調（不調）の際は円安（円高）になりがちであるため、外需に対してレバレッジが掛かっているとの見立てである。筆者もこの意見に賛同している。米国経済は、雇用情勢の軟化を主因にスローダウンするとの見方が根強い。個人消費は底堅いものの、今後AIの実装化によるホワイトカラーの大量失業の懸念も燦る。仮に、米国経済の失速が本格化すれば、高市政権下で懸念されている円安や円金利上昇はいずれも逆転する可能性が高い。

このように、金融市場内で意見が分かれ、米国や中国経済に不安材料が残るなか、米ドル円と円長期金利は上下双方に大きく振れやすい環境にある。過度な相場変動は、結果的に高市政権の経済対策の効果を相殺する可能性もある。

年末年始に向けて、シートベルトをしっかりと締めて金融市場に向き合いたい。

(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