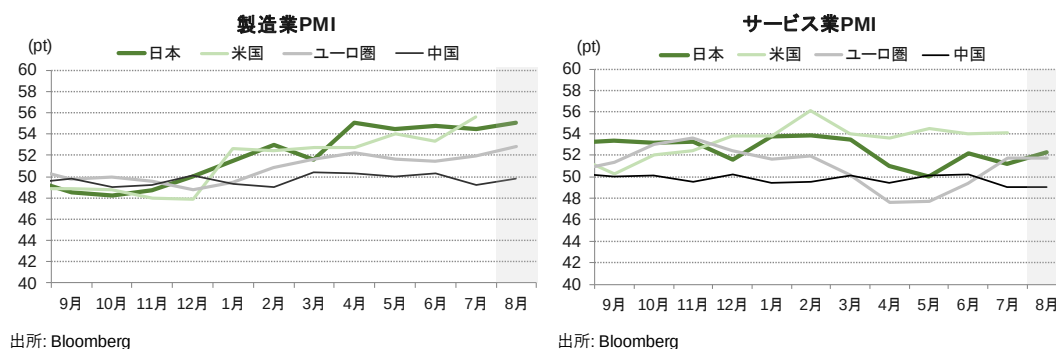




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル経済は、引き続き中東情勢が不安定ななかで資源価格変動とインフレ、主要中銀の利上げ有無、および AI 向け投資に影響されやすい状況にある。中東と資源価格に不透明感が残るなか、8 月の金融市場では世界的な長期・超長期金利の上昇が注目材料になった。7 月末の日米協調による米ドル売り・円買い介入に続き、米財務省は米超長期債のバイバック増額を発表するなど、当局による金融市場への関心の高まりも注目された。一方、7 月末まで下落基調だった株式市場は、底割れを回避し緩やかながら回復基調になった。AI・半導体関連銘柄の決算が好調なほか、汎用 DRAM 価格の上昇も続いている。当面の注目材料は、中東情勢とインフレ率、それに影響を受ける中銀の金融政策や長期金利動向、そして AI に対する市場センチメントになる。う。
- **注目材料:** 米財務省が 8 月 19 日に発表した米超長期債のバイバック増額は、そのタイミングが唐突だったことに加え、ファンダメンタルズのトレンドから乖離しているとの見方など賛否両論が渦巻くなか、市場の注目材料になった。米財務省は、基本的には超長期債の需給軟化を回避する観点から、このような批判を承知で実施したとみられるが、当該政策が単なる流動性対策なのか、本格的な長期金利抑制策に変わるのかが重要とみている。今後注目すべき点として、11 月 4 日の Quarterly Refunding でバイバックをさらに増額するのか、20 年・30 年債の発行額を減額（T ビル比率を引き上げ）するのか、FRB が米財務省のバイバック増額に対してどのようなスタンスを示すかに加え、30 年金利が再び 5.3~5.5% へ上昇した際の米財務省の対応方針が挙げられよう。これらによっては、金利水準や米ドル相場にも影響を及ぼす可能性があり留意を要する。

1. マクロ経済展望 ~ インフレと中銀の利上げが焦点に

グローバル経済は、引き続き中東情勢が不安定ななかで資源価格高騰とインフレ、主要中銀の利上げ有無、および AI 向け投資に影響される状況にある。



日本は、コア CPI（全国、7 月）は前年比+1.8%となり 6 か月連続で 2%を下回ったものの前月（同+1.6%）を上回った。生鮮食品・エネルギーを除くコアコア（日銀版コア）指数も+1.9%（前月は同+1.7%）と上昇基調にある。8 月 11 日~13 日にかけて複数のメディア（Bloomberg やロイターなど）は、日銀が 9 月にも再利上げを実施するとの観測を出した、および 4-6 月期実質 GDP 成長率は年率+1.1%と市場予想（+2.0%）を下回ったものの引き続き底堅い動きがみられているため、債券市場では日銀による 9 月の利上げが確実視されている。

米国は、強弱双方のマクロ経済統計が続くなかで、インフレ懸念が根強く残っている。7 月の非農業部門雇用者数（NFP）は前月比▲2.3 万人と減速した。完全失業率は 4.1%と悪化していないものの、米国景気に対する警戒感が台頭する局面がみられた。また、7 月の小売売上高は前月比▲0.6%と 9 か月ぶりに減少した。一方、ウォルマート等の主要小売企業の業績は底堅く、強弱材料が混在している。7 月の CPI は総合が前年比+3.4%、コア

が同+2.5%となり、エネルギー価格のピークアウトに伴い上昇率は鈍化しつつあるが、依然として高水準である。このようななか、8月28日のJackson HoleでFRBのケヴィン・ウォーシュ議長は、インフレについて「2%へ明確かつ迅速に戻っている証拠がなければ追加対応が必要」との趣旨の発言をしたことで、債券市場では9月利上げ確率が上昇した。

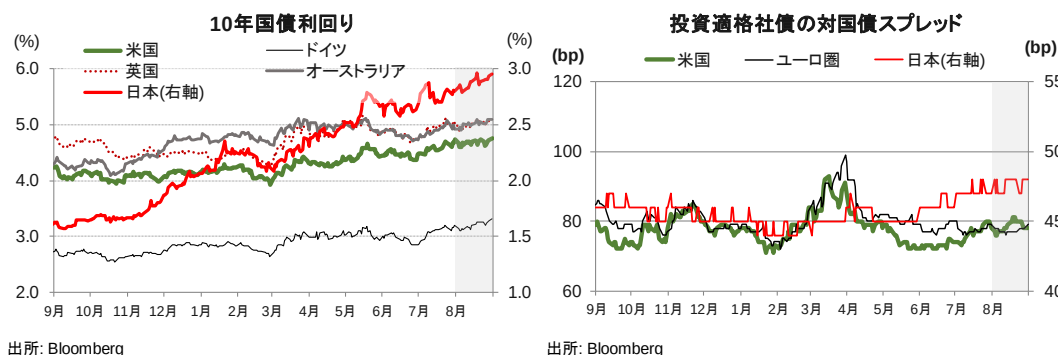
今後の注目材料は、中東情勢とインフレ率、およびそれに影響を受ける中銀の金融政策、長期金利動向である。中東情勢の不透明性が続くなか、インフレ懸念が熾っている。一方、ホルムズ海峡に加え紅海側の航行の安全性に疑義が生じる局面でも、資源価格の上昇は一時的かつ限定的で、企業が小売価格にどのタイミングでどの程度転嫁できるかは予断を許さない。このため、日米欧中銀の政策判断も難しい局面が続く可能性が高く、債券市場の不透明性も高い状況が続くだろう。

また、中長期的な視点からは、AI投資サイクルが最も重要とみている。世界的にAI・半導体・データセンター投資が設備投資を支えており、株式・クレジット市場にも大きな影響を与えている。AI投資をけん引しているのがAIエージェントであり、米国のクラウド事業を手掛けるハイパースケーラーの決算をみても、AI向け投資は足もとでも一層拡大している。AI向け投資が巨額ゆえ、その投資のトレンドが変化すれば、マクロ経済や金融システムに与える影響も考慮に入れる必要があるため、今後も細心の注意を払って動向に注目したい。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 根強いインフレ懸念のなかで主要中銀は利上げにシフトか

8月の債券市場は、世界的にタームプレミアムの上昇を通じた長期金利の上昇、およびクレジットスプレッドの緩やかなワイド化が続いた。



日本は、中東情勢の不安定化、インフレ懸念、円安、日銀の利上げ観測、米国債利回り上昇に加え、高市政権の財政政策が市場の関心事になるなか、長期金利は一時3%付近まで上昇し96年以来の高水準となった。国債市場の需給不安が根強く残るなかで、金利上昇を想起させるような材料が重なったことが影響したと言えよう。特に、円安の原因が日銀にある（ビハインド・ザ・カーブに陥っているとの主張や、実質金利がプラス圏になるまで利上げを急ぐべきとの論調など）との見方が根強いなか、8月11日～13日にかけて主要メディア（Bloomberg等）が9月に日銀が利上げを模索しているとの報道をしたこともあり、金利上昇に拍車をかけた。金利低下を示すような材料も当面出る可能性は低く、非常に不安定な状態が続く可能性がある。

米国も、長期金利が4.7%台まで上昇し、30年金利は一時5.3%台と07年以来の高水準まで上昇した。主因は、①原油価格上昇によるインフレ懸念の台頭（ガソリン・電気代から、輸送費や期待インフレへの二次波及を懸念）、②FRBが9月に利上げするとの見通しが再度浮上したこと、および③財政懸念である。米財務省は8月19日に、長期・超長期国債を対象としたバイバックの規模を最大20億米ドルから少なくとも40億米ドルへ引き上げると発表した。通常とは異なるタイミングでの発表は市場のサプライズで、発表直後

は長期・超長期金利は低下した。しかし、底堅いマクロ経済やインフレ懸念が残るファンダメンタルズのメインシナリオに反することもあり、債券市場では当該バイバック増額の影響は限定的との見方が優勢である。また、②については、8月28日の Jackson Hole 会合において FRB のケヴィン・ウォーシュ議長が市場予想に対してタカ派姿勢を示したことが影響した。10 年金利が 5% に近づく局面では、金融市場全体のセンチメントが悪化することも想定され、相場の不安材料の一つになりつつある。

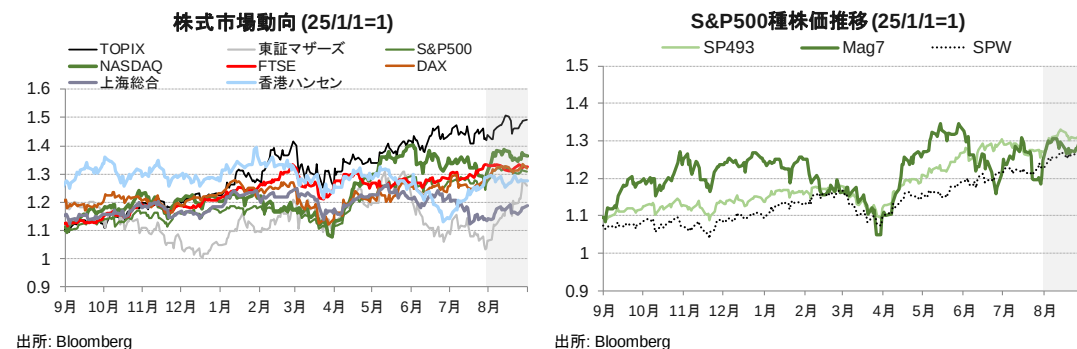
クレジット市場は、世界的にクレジットスプレッドは安定的に推移している。ただし、日本の社債市場では国債利回りの上昇が続く社債の需給が軟化しつつあるなか、日本の発行体による外債や個人向け社債の起債が増加している。米国は、インデックスは安定的ながら、クラウド事業を手掛けるハイパースケーラーの社債スプレッドは、今後も高水準の起債が予想されるなかで引き続き軟調に推移した。

今後の注目材料は、①インフレ動向、②主要中銀の次のアクション、および③財政リスクと国債需給になろう。中東情勢関連のヘッドラインが続いているが、仮にホルムズ海峡封鎖が更に長期化する場合、日本を含む東南アジア諸国や欧州（特にドイツ）を中心に原油・天然ガス由来の原材料（特にナフサ、ヘリウム、尿素など）の供給制約により、製造業を中心に生産活動が制限される可能性がある。この場合、金利低下、株価下落、クレジットスプレッドのワイド化に至る可能性が残る。

主要中銀の金融政策は、中東情勢緊迫化によりインフレ率が上昇することが確実視されるなか、鍵を握るのは中長期のインフレ期待になろう。インフレが一時的と評価される限り極端な金融引き締めには至らず長期金利上昇も一時的になるが、中長期のインフレ期待が上振れする場合、中銀がインフレ撲滅に向けて利上げを加速する可能性がある。8 月末時点で期待インフレ率の上昇は限定的とみているが、今後の動きに注目したい。

② 株式市場 ～ 金利上昇が新たな火種に

8 月の株式市場は、若干のボラティリティを伴いながらも総じて底堅く推移した。7 月まではネガティブ材料だった AI・半導体が底打ちしたことが大きい。一方、金利上昇は株式市場の新たなネガティブ材料になりつつある。



AI・半導体関連株は、7 月までネガティブ材料になっていた中国関連のヘッドライン（中国製 DRAM の台頭や中国製 AI の進化等）が根強く残るなか、関連銘柄の好決算が続いたこともあり、株価は底打ちした。汎用 DRAM（DDR4 や DDR5）のスポット価格も上昇基調にある。一方、中国関連のヘッドラインを市場が消化した印象もなく、上値も重い展開が続いている。このようななか、8 月下旬には世界的な長期金利上昇（および FRB が 9 月にも利上げするとの見方が台頭したこと）に加え、中国関連のヘッドラインも完全に消化されていないこと、および対カナダ関税問題などから上値が重くなる展開となった。

日本は、TOPIX を中心に高値圏での推移となったが、AI・半導体関連銘柄の上昇に加え、①円安継続期待、②インフレ下での企業の価格転嫁への期待、および③金利上昇による金融機関の収益改善等も相場の下支え材料となった。

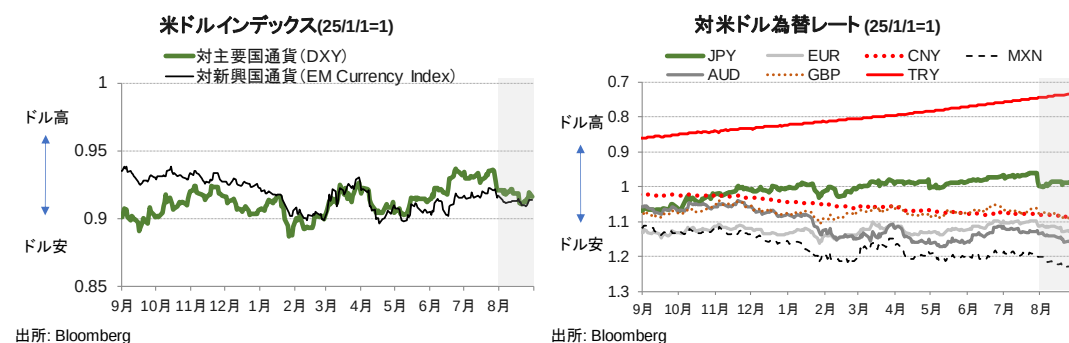
ただし①については、米ドル円が 160 円前後まで進んだことで、政府・日銀・米国政府が円安を問題視し、実際に日米共同介入が実施されたため、輸出関連銘柄などの上値が重くなっている。一方、③については日銀が 9 月に再利上げする（市場予想は 0.25%の利上げ）との観測が強まり、利ザヤ改善期待から金融株が底堅く推移している。

今後の株式市場の注目材料は、AI・半導体関連銘柄の業績、および金利上昇である。ハイパースケーラーが抱えるクラウド事業（データセンター事業）の受注残が積みあがるなか、巨額の設備投資が続いているが、AI エージェントへの巨額の需要が背景にあるとみており、AI 向け投資の回収に疑義が生じる可能性は依然として低いとみている。データセンター需要の強さは、足もとの DRAM 価格にも表れており、AI・半導体関連銘柄の業績（ESP）の伸長は今後も続く可能性が高いだろう。

一方、長期金利動向には留意を要する。長期金利については、米国は 5%、日本は 3%という心理的節目に近づいており、仮にこの水準を突破して金利が上昇する場合、市場センチメントの悪化を招く可能性がある。

③ 為替市場～ 為替介入に対する強い警戒感が続くが・・・

8 月の為替市場は、米ドル高と米ドル安材料が混在するなか、米ドル指数は比較的狭いレンジでの推移となった。



米ドル円は、7 月末からの日米協調による米ドル売り・円買いの為替介入（財務省によれば今般の介入額は約 15.4 兆円と過去最大規模だった）にも関わらず、その効果は大方の市場予想通り一時的となり、8 月末には再び 160 円台を回復した。米財務省による長期・超長期債のバイバック増額と同様に、ファンダメンタルズのトレンドに大きな変化が生じる可能性が低いなか、換言すれば、米国経済が底堅く米金利が高止まりする限り、米ドル円が本格的に反転・下落する可能性は低いとの見方が根強いからであろう。一方、日米協調介入であることや 4 月末と 7 月末の 2 回の為替介入により、日米政府は 160 円を大幅に上回る円安を容認しない可能性が高い。米国が協調したことで 3 度目の為替介入の可能性も意識されるだろう。為替市場では当面 160 円を大幅に上回る水準には心理的な抵抗が残り、今後の米ドル円は膠着状態になる可能性がある。

また、前述の通り、8 月の米ドル指数は強弱双方のヘッドラインのなかで、結果的に狭いレンジでの推移となった。米金利上昇は米ドル高材料であるほか、8 月 28 日のウォーシュ発言後には FRB の利上げ確率上昇とともに米ドル指数の上昇もみられた。一方、米財務省による長期国債買い戻し拡大は、米ドル安の雰囲気醸成する材料になった。政府が金利上昇を嫌い、実質的に金融環境を緩和するなら、米ドル安要因になり得るとの見方が台頭したことが背景にある。8 月末時点では米ドル高期待が高い状態にあるが、米ドル円の為替介入と同様に、米財務省の強い意志を確認する局面が今後見られれば、米長期金利上昇への警戒感が台頭することを通じて、結果的に米ドル高が抑制される可能性もある。

今後の為替市場の注目材料は、日米中銀の次のアクション、為替介入の有無、および米長期金利になろう。中東情勢緊迫化と資源価格高騰によるインフレ懸念が根強く、世界的に

長期金利が上昇するなか、市場が中銀の背中を押す形で利上げ期待が醸成されている。特に米国が利上げに転じる場合は、米ドル高トレンドを誘発する可能性が高い。一方、米ドル円が再び 160 円から更に上昇に転じる場合、再び為替介入が実施されるかに注目が集まることになろう。

3. なぜ米財務省は超長期債のバイバック増額に踏み切ったのか

米財務省は 8 月 19 日、9 月 9 日から 11 月 4 日まで、10～20 年および 20～30 年ゾーンの流動性支援目的の米国債買入消却（バイバック）について、1 回当たり上限を 20 億ドルから少なくとも 40 億ドルへ拡大すると発表した（対象は基本的に流動性の低い off-the-run 銘柄）。発表当日は長期・超長期債利回りは急低下したが、その後米国債利回りは一進一退を続けており、市場参加者も賛否両論に分かれている。為替介入と同じように、ファンダメンタルズのトレンドを無視するような市場介入の効果の持続性への疑問に加え、債務管理の予見可能性の低下などの観点から批判的な声も少なくない。超長期のみに絞ったことに対しても恣意的に市場（イールドカーブ）をコントロールしようとしているとの批判もある。

まず、米財務省が何を意図しているかを考察する。米財務省はバイバック増額の理由について、長期ゾーンのバイバックに市場参加者から一貫して強い需要があり、高品質の売却オファーが多いことを挙げている。実際、足もとの米国債買入消却入札の応札倍率（26 年 1 月～8 月）をみると、今般増額が発表されたオペ区分である 10-20 年、20-30 年は他の区分と比べて応札倍率が安定して高く推移している。また、10 年超の区分については、買入消却オペの充足率（応札額÷上限額）が 100%である。市場実勢付近で売却したいニーズが他の区分対比で相応に強いとみられ、需給が相対的に悪いことを表している可能性が高く、タームプレミアムの上昇を主因にした足もとの超長期金利上昇との見方とも整合的である。米財務省は、超長期のみに増額措置を取ることで、需給軟化に陥っている同セクターの需給改善に焦点を当てている可能性が高い。

米国債買入消却入札結果

年限区分	オペ回数	オファー額	上限額	応札額	応札倍率	応札額/上限額
1Mo-2Y	10	412.75	112.00	109.60	3.69	97.9%
2Y-3Y	3	26.10	12.00	5.45	2.18	45.4%
3Y-5Y	3	29.80	12.00	6.05	2.48	50.4%
5Y-7Y	3	19.00	12.00	3.10	1.58	25.8%
7Y-10Y	3	14.30	12.00	0.88	1.19	7.3%
10Y-20Y	11	216.80	22.00	22.00	9.85	100.0%
20Y-30Y	11	298.60	22.00	22.00	13.57	100.0%
TIPS 1Y-10Y	5	18.36	3.75	3.41	4.90	90.8%

※単位は回、10億ドル、1Mo-2Yはキャッシュマネジメントオペを含む。
出所：米財務省

一方、当該措置に疑問を呈する市場参加者も多い。その典型が著名投資家であるスタンレー・ドラッケンミラー氏（ベッセント財務長官のヘッジファンド時代の元上司・メンター）であろう。同氏は、市場機能が壊れていない局面におけるバイバックの増額は、単に金利上昇に対して政府が市場介入している懸念が生まれ、米国債市場の信認を損ねる可能性を指摘すると共に、8 月に生じた米国債利回り上昇がインフレ懸念、拡大する財政赤字と国債供給増加等を主因にしたファンダメンタルズに即した動きとの見方を支持している。

また、ベッセント米財務長官が民間時代に、米財務省による米国債発行計画の変更を批判していた（当時のイエレン財務長官に対しても批判）ことも注目されている。24 年 7 月にミラン元 FRB 理事が、ヌリエル・ルービニ氏（経済学者）とともに「ATI：日和見的米国債発行と金融政策との綱引き（ATI: Activist Treasury Issuance and the Tug-of-War Over Monetary Policy）」と題した論文を発表し、そのなかで、米財務省は米国債の発行年限構成を調整することで債券市場が保有する金利リスク量（デュレーション）を変化させることを通じて、金融環境や長期金利に影響を与えているとした。換言すれば、米財務省が日和見的な発行計画を変更することで FRB の金融政策効果を一部相殺し、金融政策に影響を及ぼしている可能性があるとの主張であり、FRB の独立性を脅かす可能性があることをも示唆する批判的なものである。今回の超長期に限定したバイバック増額は、積極的に金利リスク量（デュレーション）に影響を与える措置と言えます。ATI を批判していたベッセント長官が ATI よりも踏み込んだ措置を取っていることを皮肉る声が聞こえるのも仕方

がないかもしれない。

FRB の独立性を脅かす可能性がある点については、ウォーシュ議長が Jackson Hole 会議においてタカ派姿勢を強調したことで 9 月の FOMC での利上げ予想が台頭しているなかで、FRB と財務省が「逆方向」を向いている矛盾も指摘されている（アリアンツの経済顧問モハメド・エラリアン氏は、これをかつての「オペレーション・ツイスト」になぞらえ副作用を懸念している）。また、ウォーシュ議長はインフレ退治のためにバランスシートを縮小し、足元では利上げ機会をうかがうタカ派姿勢を見せるなか、それに対して財務省が長期債を買い支えようとする行為は、引き締め効果を相殺する「事実上の金融緩和」のようになり、中央銀行の独立性やインフレ対策への足並みを乱すと批判されている。

以上のほか、突然のバイバック増額措置の発表は米財務省の「定期的かつ予見可能（regular and predictable）」という発行方針にも反する可能性があるほか、TBAC（米財務省借入諮問委員会）の意見（市場性国債残高の加重平均満期（WAM）のようなより広範な指標は、流動性支援バイバック・プログラムではなく、米財務省の国債発行方針によって管理されるべきである）にも反する可能性がある。

これらの批判を背景にして、8 月の米ドル指数は弱含む局面も見られた。

おそらく米財務省は上記のような批判を承知のうえで、今回の増額措置を行ったのであろう。前述のとおり、超長期ゾーンの需給環境が想定よりも崩れているとの認識によるものとみられ、日本との協調為替介入後のタイミングということもあり、米国債需給の軟化（タームプレミアムの拡大）に対して比較的緊急性を意識しつつ、何らかの対策を講じる必要性に迫られたものとみている。なお、米財務省がバイバックの増額分をどのように賄うのかについては現時点では判明していないが、関係筋の情報として TGA（財務省一般勘定）の資金を取り崩して対応（国債増発を避ける）するとの観測もある。TGA 資金には余裕があるとみられ、目先に今回のバイバック増額の原資を賄う余裕はある。一方、中長期的には、T ビルを含む国債発行によりその原資を確保する可能性も高い。

債券市場は、バイバック増額の効果を概ね限定的とみている。債務残高に対してバイバック額が少額であること、Off-the-run 銘柄中心であること、中銀の QE とは異なり貨幣供給量に対して中立であること、バイバック資金は別の国債で調達する必要があること等が背景にある。実際、8 月のバイバック増額直後には一時的に長期・超長期金利が低下したが、わずか 1 日で金利は元の水準（30 年債で 5% 超など）へ戻り、その後も一進一退を続けている。

しかし、中長期的には、当該政策が単なる流動性対策なのか、本格的な長期金利抑制策に変わるのかが重要とみている。具体的には①11 月 4 日の Quarterly Refunding でバイバックをさらに増額するのか、②20 年・30 年債の発行額を減額（T ビル比率を引き上げ）するのか、③30 年金利が再び 5.3～5.5% へ上昇した際の米財務省の対応方針、および④FRB が米財務省のバイバック増額に対してどのようなスタンスを示すかが鍵になる。特に③が生じた際に追加バイバックが出れば、市場は米財務省が本格的な長期金利抑制策に踏み込むとの見方を強くするだろう。逆に米財務省が何もしなければ、今回の措置はあくまで一時的な市場流動性管理と評価することになる。これらは、米国債利回りに限らず、米ドル指数にも影響する可能性があり留意を要する。

（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