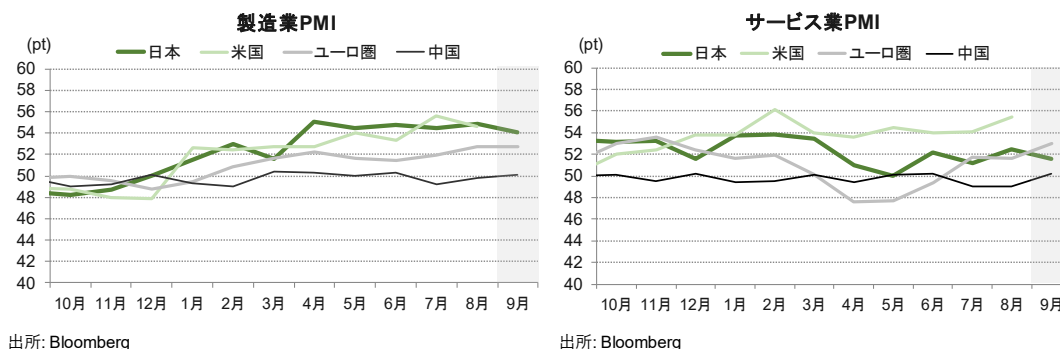




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル経済は、中東情勢や AI 向け投資の持続性等の不透明要因が残るなか、引き続き底堅く推移している。特に米国経済の強さが意識されており、8 月雇用統計、GDP、個人消費、そしてアトランタ連銀の GDPNow の強さ等が意識され、強い米ドル高トレンドになったほか、FRB の利上げや長期金利上昇 (5%超)、そして金利上昇のなかでも底堅い株価推移となった。円金利も、インフレ懸念、日銀の利上げ、高市政権の財政拡張策等のヘッドラインに加え、米金利上昇も相まって、長期金利が 3%超えとなった。当面の注目材料は、エネルギー価格上昇が一時的か否か、もしくは賃金・サービス・コア財へ二次波及するかであろう。中東情勢は依然として不透明ながら、仮に米国・イラン間でホルムズ海峡解放を含む合意形成がされれば、資源価格は急低下する可能性も残されており、一方向にインフレと決めつけるべきではない。
- **注目材料:** 9 月 FOMC における 25bp の利上げは市場予想通りだったが、FOMC 後も米長期・超長期金利は上昇を続け、足もとでは原油価格等との連動性も低下している。今後の政策金利パスやそれが長期・超長期金利にどのように影響するかを考えるうえで、今回の利上げやその前座となった 8 月のジャクソンホール会議におけるウォーシュ議長の発言、FOMC 声明文、およびウォーシュ議長の記者会見等から、重要な示唆があるとみている。注目材料は、2%インフレ目標への強いコミットメント、予防的な金融政策措置、そして 2%インフレ目標に回帰する速度やトレンド、である。これらを踏まえ、今後の米金融政策を 3 つのシナリオにまとめると共に、注目材料を整理した。

1. マクロ経済展望 ~ 景気後退なきインフレ再加速が共通テーマに

グローバル経済は、中東情勢や AI 向け投資の持続性等の不透明要因が残るなか、引き続き底堅く推移している。



日本は、4~6 月期実質 GDP が前期比+0.4% (年率+1.4%) となったが、外需の寄与度が大きく内需は冴えない (特に個人消費の回復が鈍い)。8 月の全国 CPI は前年比+1.9% であるが、エネルギー補助金の影響が大きく、補助金等の特殊要因を除けば+2%台半ばで推移している。10 月以降はエネルギー補助金の剥落等もあり CPI 総合を中心にインフレ率が大幅に上昇する可能性が高いことから、インフレ上振れが強く意識されやすい状況にある。このようななか、日銀は 9 月 18 日に政策金利を 25bp 引き上げ 1.25%とした。債券市場では 12 月だけではなく 10 月の利上げも意識される展開にある。

米国は、4~6 月期実質 GDP が前期比年率+1.5%と 1~3 月期の+2.1%から減速したものの、個人消費・民間設備投資を合わせた民間最終需要は年率+4.2%と堅調である。さらにアトランタ連銀の GDPNow は 9 月 25 日時点で 7~9 月期を年率+5.0%と推計しており、8 月の雇用統計も堅調であることから、マクロ経済の加速が意識される状況にある。8 月の CPI は前年比+3.4%、前月比+0.4%と引き続き強めの推移となっているが、コア CPI は

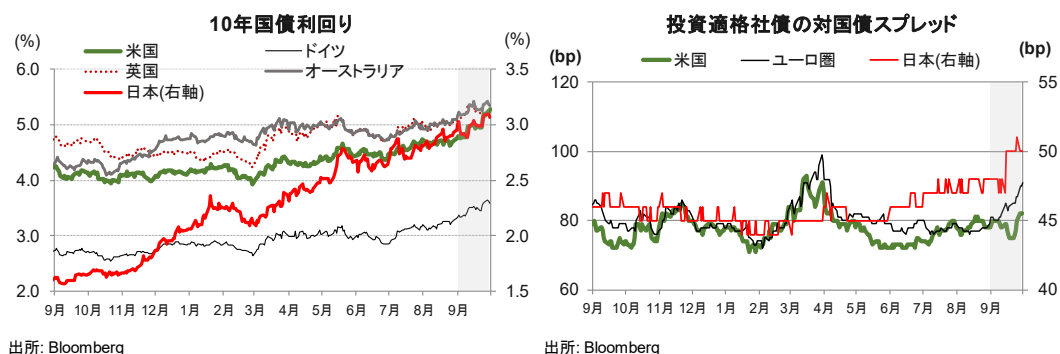
前年比+2.4%にあり、エネルギー価格高騰以外の領域でインフレ率上振れは見られていない。こうした状況のなかで注目された9月のFOMCにて、FRBはFF金利誘導目標を25bp引き上げた。ウォーシュFRB議長は、景気が十分に強いうちにインフレ期待の再上昇を防ぐ予防的引き締めであることを強調した。債券市場は10月・12月の追加利上げを相当程度織り込んでいる。

今後の注目材料は、エネルギー価格上昇が一時的か否か、もしくは賃金・サービス・コア財へ二次波及するかであろう。中東情勢は依然として不透明ながら、仮に米国・イラン間でホルムズ海峡解放を含む合意形成がされれば、資源価格は急低下する可能性も残されており、一方向にインフレと決めつけるべきではないだろう。イベントとしては、米国では雇用・PCE・10月FOMC、日本では10月CPI・賃金・日銀会合、欧州では9月HICPと賃金指標が重要になる。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 世界的な「higher for longer」への再評価

9月の債券市場は、金利上昇がテーマになった。長期金利は、米国で5%、日本で3%、そしてドイツで3.5%という、年初段階での市場予想を大幅に上回る水準に達した。クレジット市場では、ハイパースケーラーを中心に旺盛なAI関連投資を背景に社債の起債額が増加しており、需給軟化によるクレジットスプレッドのワイド化が局所的にみられたほか、9月末に向けて米ハイイールド社債のスプレッドが40bp程度上昇し注目された。



日本は、長期金利が9月初めに3%を突破し、96年以来約30年ぶりの水準となった。日銀の利上げに加え、国債買入れ縮小、資源高、財政拡張懸念等のネガティブ材料が重なったほか、米長期金利上昇に連動した動きが加速した。日銀は9月の金融政策決定会合において0.25%の利上げを実施した。6月の利上げから3月での利上げとなり、過去の利上げペースから加速したが、背景には基調インフレがインフレ目標である2%に接近しているとの見方があり、今後の利上げ継続も強く示唆した。債券市場では次回の利上げは12月との見方が優勢だが、円安懸念が残るなか、FRBの利上げペースに合わせるべく10月利上げを余儀なくされるのではとの見方もある。このため、長期金利を中心に不安定な動きが続くとみられる。

米国は、長期金利が9月末には5.29%まで、30年債も5.64%まで上昇した。金利上昇の背景には複数要因があるとみられる。まず、不透明な中東情勢が長期化しているなか、サウジアラビアの東西パイプライン（East-West Crude Oil Pipeline）がフーシにより破壊されたことを契機にした資源価格上昇とインフレ懸念再発が大きく影響した。次に、堅調な雇用、強いPMIやアトランタ連銀のGDPNowなど、米景気の再加速が意識されたこともある。更に、財政赤字・国債供給増加等を背景にするタームプレミアム上昇も影響したとみている。これらのヘッドラインにつられ長期金利が上昇するにつれ、モーゲージ投資家からのコンベクシティヘッジのための長期債売りが加速したとの見方もある。もはや、債券市場は名目中立金利が従来考えられていたより高い可能性が意識されつつあり、27年

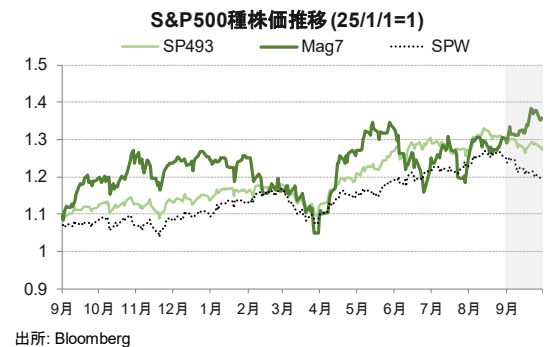
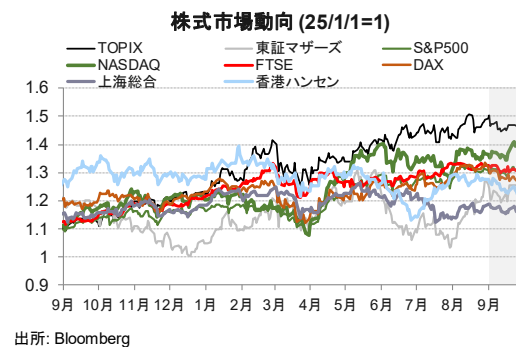
には利下げとの従来の見方から 4%超の政策金利が長期化するシナリオにシフトした。

クレジット市場は、債券市場に比べると安定的に推移した。しかし、世界的な長期金利上昇や AI 向け巨額投資をファイナンスするための多額の社債発行等により、特定銘柄を中心に需給軟化によるクレジットスプレッドのワイド化が生じている。また、米長期金利が 5%を超えたことで、商業用不動産向けノンリコースローンやプライベートクレジット等の資産に負の圧力が生じており、これに呼応するように米ハイイールド社債のスプレッドは月末にかけて急速にワイド化した。一方、それでもインデックスのスプレッド水準は 300bp を若干上回った程度で、過去平均水準よりも依然としてタイトである。

今後の注目材料は、長期金利がどこまで上昇するか、そしてそれを左右するインフレ上振れの有無であろう。足もとでは中東情勢緊迫化のなかで根強いインフレ懸念が残っているが、例えば米国債券市場で観測される長期の BEI（例えば 5 年先 5 年 BEI）は上振れしておらず、資源価格高騰によるインフレは一時的との見方も根強い。また、長期金利上昇による金融引き締め効果（借り入れコスト上昇、株式バリュエーション指標の悪化等）も無視できない。日米欧主要中銀の利上げが続くとの見方が根強いなか、短期的には長期金利の不透明感が高い状況が続くものの、10 月～11 月のインフレ指標次第では、長期金利の落ち着きどころが見えるかもしれない。

② 株式市場 ～ 金利上昇でも崩れない米株、AI 相場と金利の綱引き

9 月の株式市場は、世界的な長期金利上昇のなかで主要株価指数が大崩れせず底堅く推移した。



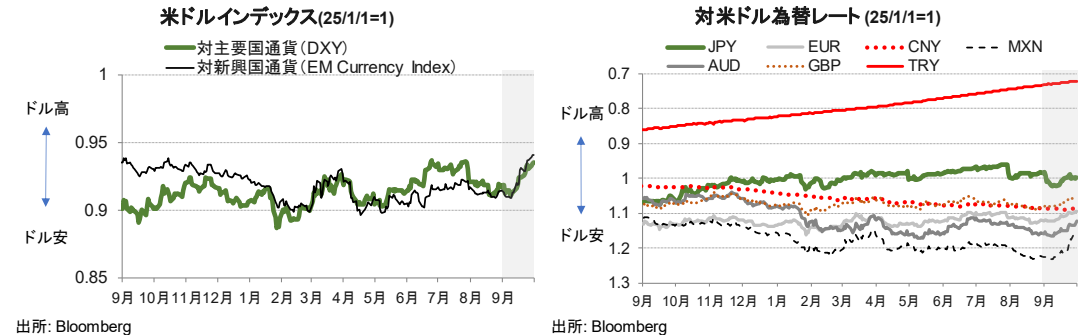
米国は、9 月央まで下落基調となったのち、月後半には回復した。下落の主因は、資源高と長期金利上昇だが、当該状況下でもその後は AI・半導体株を中心に持ち直した。AI・半導体株は、AI データセンター関連のネガティブヘッドライン（例えばオラクルがデータセンター建設資金の返済猶予を宣言するなど。背景には電力不足がある）があるなかでも、総じて堅調な DRAM 相場や関連銘柄の EPS 改善期待が上回り、月央以降は株価が持ち直した。一方、株価指数は底堅く推移したものの、S&P500 構成銘柄を均等ウェイトにした指標（SPW）は 8 月中旬以降続落している。株式相場全体が必ずしも強いわけではなく、特定分野の銘柄が株式インデックスを支える構図となっている。

日本も、日銀利上げと長期金利が 3%超えとなるなかで、底堅く推移した。AI・半導体関連株に加え、過度な円高バイアスが解消されたことで輸出関連銘柄も底堅く推移した。

今後の注目材料は、EPS 成長と金利上昇の綱引きになろう。EPS は、インフレと底堅いマクロ経済が続くこと、および AI 関連投資が堅調に推移することを想定すれば、更に伸長する可能性が高く、長期金利上昇の中でも底堅い株価形成に繋がろう。一方、インフレ率鈍化や AI 関連投資への不安感が台頭すれば、株価下落につながる。特に AI 関連投資については、米国内の電力不足、資金調達難もヘッドライン化しているなか、短期的には市場センチメントをボラタイルにさせる材料として残るため留意を要する。

③ 為替市場～ 米ドル高復活、ドル円は再び 160 円を意識した展開に

9 月の為替市場は、対主要国・新興国双方でドル高が鮮明になった。DXY は、想定以上に強い米景気、FRB の利上げ、そして米金利上昇等により上昇を続けた。



一方、米ドル円は上下動が激しい動きとなった。9 月前半は 160 円前後で推移したが、日銀利上げ観測と円ショート巻き戻しから一時 152 円台まで大幅な下落（円高）となった。その後、FRB のタカ派化と米長期金利上昇を受けて再びドル高・円安となり、9 月末は 157 円台まで戻った。日銀の利上げにも関わらずむしろ円安になったのは、①FRB も利上げに転じ日米金利差縮小期待が剥落したこと、②リフレ派とされる 2 人の日銀審議委員が利上げに反対したことに加え、③利上げによって日米経済に大きな変化は無く円安トレンドを止めることが難しいと金融市場が織り込んでいるからとみている。資源高が続くなか、資源輸入国である日本の交易条件悪化が意識された面もあろう。

今後の注目材料は、日米中銀の追加利上げのタイミング、米長期金利、その背景にある米国マクロ経済指標（特に雇用、個人消費、設備投資、インフレ率）、為替介入の有無になる。足もとでは強い米国経済が強く意識され、米ドル高基調が続く可能性が高いが、このトレンドが反転する材料にも留意したい。例えば、米国・イラン間での停戦合意、それに伴う資源価格の下落、米国マクロ経済に対する見方の変化（市場コンセンサスほど米国経済が強くない材料が出るなど）、そして FRB の利上げペースが遅いことなどであろう。また、米ドル円が 160 円を大幅に超える場合は、再度の為替介入が実施されることが意識されるとみており、結果として、当面の米ドル円は 150 円台半ば～160 円前後での狭いレンジでの推移になるとみている。

3. 9 月 FOMC の評価と今後の米金融政策

9 月 15～16 日に開催された FOMC では、FF 金利の誘導目標レンジが 25bp 引き上げられ、3.75～4.00%となった。利上げは市場予想通りで、決定は全会一致だった。IORB など FRB が設定する金利について技術的な調整は行われず、バランスシート政策にも変更はなかった。

一方、FOMC 後も米長期・超長期金利は上昇を続け、足もとでは原油価格等との連動性も低下している。今後の政策金利パスやそれが長期・超長期金利にどのように影響するのかを考えるうえで、今回の利上げやその前座となった 8 月のジャクソンホール会議におけるウォーシュ議長の発言、FOMC 声明文、およびウォーシュ議長の記者会見等から、重要な示唆があるとみている。

9 月 FOMC を理解するうえで出発点となるのが、8 月のジャクソンホール会議におけるウォーシュ議長の講演である。ウォーシュ議長は、FRB の 2%の物価安定目標を「firm, fixed target」と位置づけたうえで、基調的なインフレ率が 2%に向けて「明確かつ十分な速度」で進んでいるとの確信を持つ必要があり、それが確認できなければ FRB にはなお「やるべき仕事が残っている」との考えを示した。ウォーシュ議長は、インフレが実際に再加速することを確認する必要はなく、予防的な政策アクションを行うことを示唆してい

る。9月の利上げは、この考え方を実際の政策決定に適用したものと解釈される。

また、ウォーシュ議長は、ジャクソンホール会議において、米国経済と金融環境の強さにも注目していた。失業率は4%程度にとどまり、個人消費も底堅く、AI関連を中心に設備投資が拡大している。企業利益も堅調で、株価は高水準、クレジットスプレッドも低位で安定的である。このためウォーシュ議長は、広範な金融環境を「restrictive」と呼ぶことには慎重だった（FRBは政策金利の絶対水準だけで金融政策の引き締め度合いを判断していないとも言えよう）。したがって、FRBにとって9月利上げの条件は、インフレ率が十分に低下していないことのほかに、失業率が低く、需要も強く、金融環境も比較的緩いため、25bpの追加利上げを経済が吸収できるという判断も存在していたのだろう。

ウォーシュ議長の政策コミュニケーションにも注目が集まった。ウォーシュ議長は従来型のフォワードガイダンスに慎重であり、ドットチャートを含むFRBからの政策金利見通しに市場が過度に依存する状況から脱したいとの考えを示し、市場参加者自身が経済指標とFRBの政策反応関数から政策金利を予測することを望んでいると思われる。しかし実際には、ジャクソンホール会議での発言を受けて市場の利上げ織り込みは大きく上昇した。つまり、ウォーシュ議長は、利上げを示唆するという従来型のフォワードガイダンスではないものの、どのような指標や事象を重視しているかを示すことで、次のFRBのアクションを債券市場に考えさせるアプローチを採ったと考えることも出来よう。

9月記者会見でウォーシュ議長は、7月FOMCについて「buy time」と表現し、7月時点では自分を含む多くのFOMC参加者が次回までの7週間を待つことには価値があると考えていたと説明し、「少しだけ時間を買いたかった」と述べた。9月SEP（Summary of Economic Projections）を見ると、成長率は上方修正、失業率は下方修正、そしてインフレ率は上方修正された。FRBにとっては、景気が強いと金融引き締めに耐えられる一方、失業率も十分に低く、労働市場からのインフレ圧力も完全には消えていない。そしてインフレ率自体も2%を大きく上回っている。したがって9月利上げは、短期的な原油価格上昇によるインフレ懸念を背景にしているのではなく、力強いマクロ経済環境により従来想定より引き締めを必要とする方向へ動いた結果と理解する必要があるのだろう。

9月FOMC声明文の変更も重要である。前回までは、インフレ率が2%目標を上回っている背景として、エネルギー価格を含む供給ショックへの言及があった。しかし今回はその記述が削除された。これは、インフレ高止まりを、単純にFRBではコントロールできない外生的な供給ショックとして扱わなくなったことを示唆する。これに代わって追加されたのが、今回の利上げがインフレ率の2%目標への「より迅速な（timelier）回帰」を支援するとの表現である。FRBはインフレはいずれ2%に戻ると考えて待つのではなく、2%へ戻るスピードが遅すぎるなら政策を変更するという姿勢を明確にした。この意味で9月の25bp利上げは、原油などの供給ショックそのものに反応したというより、供給ショックも含めたインフレが期待インフレや賃金、サービス価格などに波及し、2%への収束を遅らせることを防ぐための予防的措置と捉える方が適切である。

利上げの合理性については以上のように説明できるが、足もとまでの長期・超長期金利の上昇や、今後のFOMCを占ううえで何が重要かを推測することもできる。

ドットチャート中央値は、26年末：4.125%、27年末：4.125%、28年末：3.875%、29年末：3.625%、そしてLonger-run：3.250%となった。6月との比較では、2026年末が37.5bp、2027年末と2028年末がそれぞれ50bp、Longer-runが18.75bp上方修正された。特に2027年末4.125%は市場予想より明確にタカ派だった。Bloomberg集計の事前予想では2027年末3.875%程度が中央値だったため、FOMCのドットはそれを25bp程度上回った。債券市場は、9月に25bp利上げしたこと以上に、FOMC参加者は27年になっても4%を超える政策金利を維持する可能性を想定している点に注目し、「higher for longer」が強く意識された。一方、FRBはインフレに対してタカ派化してい

るものの、22 年のようにビハインド・ザ・カーブに陥っているわけではない。基調インフレを見極めながら、必要な範囲で政策を「調整」している状況にある。

9 月 FOMC を新たな大規模利上げサイクルの始まりと判断するのは時期尚早かつ材料不足の可能性はある。失業率が低く、景気が強く、インフレ低下速度が不十分であるなか、26 年中に追加利上げを行う合理性は高い。一方、今後インフレ率が低下すれば、27 年末ドット 4.125%であっても 27 年以降も利下げが出来ないわけではない。

ウォーシュ議長は、ジャクソンホール会議でタカ派的なスタンスを示したことで、将来の FF 金利予想が上昇し、それが 2 年国債利回り上昇を経て長期・超長期金利上昇をもたらしたことで、債券市場を通じて利上げ前に一定の金融引き締め効果をもたらした。つまり、FRB が実際に何度も追加利上げをしなくても、市場が将来の利上げを先取りして織り込むだけで、相当程度の金融引き締めが実現する。これは、ウォーシュ議長がフォワードガイダンスから距離を置こうとしていることとも整合的である。

以上をまとめると、今後の米国金融政策は 3 つのシナリオに整理することが出来る。まず、SEP に比較的近いもので、26 年中に再度程度利上げした後、27 年の相当期間まで政策金利を維持するが、インフレ率が 2%へ低下する確度が高まった時点で緩やかに利下げするシナリオである。2 つ目は、債券市場が警戒している追加利上げシナリオである。原油高や AI 投資、強い個人消費などによってコアインフレが 3%台で高止まりし、失業率も 4%前後にとどまれば、ウォーシュ議長の「timelier」の基準から追加利上げが必要になる。この場合、2027 年前半まで利上げが継続し、政策金利が SEP 中央値を上回る可能性がある。そして 3 つ目は、27 年利下げ再開シナリオである。26 年末までの追加利上げと長期金利上昇によって金融環境が十分に引き締められ、労働市場が軟化したりコアインフレ率が 2%に向けて低下する確度が高まれば、27 年半ば以降に中立金利へ向けた段階的利下げが再開する可能性がある。

これら 3 つのシナリオを分ける最大のポイントは、インフレ率が上昇するか低下するかだけでなく、2%へどの程度の速度で近づいているかである。したがって今後は前年比の PCE や CPI の数値だけではなく、コア PCE の 3 か月年率、6 か月年率、住居費を除くサービスインフレ、賃金上昇率、インフレ期待等になろう。前年比インフレ率が 3.5%から 3.2%へ低下していても、3 か月年率が 4%であれば、FRB は十分な速度で 2%へ向かっていないと判断する可能性がある。反対に前年比がまだ 3%程度でも、3 か月・6 か月年率が 2%台前半へ低下していれば、FRB は将来の 2%回帰に自信を持ち、追加利上げを停止できる可能性が高まる。

また、失業率も重要とみている。今回の SEP では 26~29 年まで失業率が 4.1%と、Longer-run の 4.2%を下回る予測になっている。この予測が実現する限り、FRB には物価安定を優先する余裕がある。しかし、政策金利 4%超、10 年金利 5%前後という金融環境が長期間続けば、住宅、設備投資、企業採用などを通じて失業率が上昇する可能性がある。例えば、FRB が重視していると言われる政策ルール（Balanced-approach rule）は失業率ギャップへの反応が大きいため、失業率が 4.5%方向へ上昇し始めれば、政策ルールが導く適正政策金利も急速に低下する。この意味で、次の政策転換を決めるのはインフレ率だけではなく、失業率が 4.1%前後を維持できるかどうかであろう。

(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