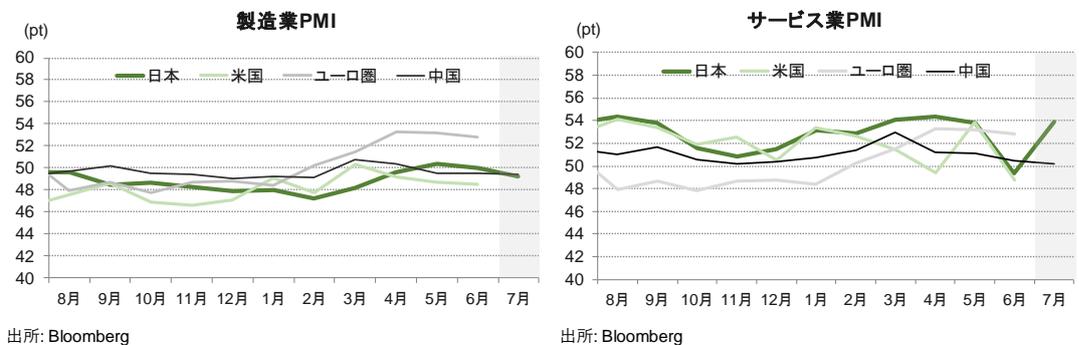




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、引き続き大きな変動は見られないが、米欧ではスローダウンを示す材料も出始めている。また、日米欧それぞれで金融政策が動き始めているほか、その方向性にも変化が生じている。米欧が利下げにシフトするなか、日本は利上げ姿勢を堅持している。金融政策に動きが生じるなか、債券、株式、為替それぞれの市場でボラティリティが上昇しており、過去のトレンドにも変化が生じている。その代表例が米ドル円相場の下落であり、日本株の下落を誘発した。また、7月は米大統領選情勢に大きな変化も生じた。今後、米国市場で最も大きな材料になるのが米大統領選になると見ており、当該材料が金融市場に与える影響を整理した。
- **注目材料:** 7月は米大統領選情勢に大きな変化が見られた（トランプ氏銃撃事件、およびバイデン氏撤退とハリス氏の台頭）。民主党はハリス氏を大統領候補に指名する可能性が高く、バイデン氏以上にトランプ氏と接戦を演じるとみているが、引き続きトランプ氏有利な情勢が続くなか、金融市場では「トランプ相場」として米ドル高、米金利上昇、米株上昇が意識されている。一方、トランプ前政権時代（17年1月～21年1月）を確認すると、持続的な米ドル高・米金利上昇は見られなかった（一方、米株は持続的に上昇した）。改めてトランプ氏の選挙公約（共和党の選挙綱領）を確認し、トランプ氏が目指す経済・財政政策が必ずしもインフレを誘発せず、金利上昇にも至らない可能性が高いことを示す。

1. マクロ経済展望 ～ 米大統領選への注目が増す

グローバル・マクロ経済は、引き続き大きな変動は見られないが、米欧ではスローダウンを示す材料も出始めている。



日本は、24年1-3月に実質GDP成長率が大幅なマイナスになったのち、4-6月期に緩やかに回復するとみている。毎月勤労統計に基づく実質賃金は依然としてマイナス圏にあるが7月はプラス圏に転じる可能性が高いほか、自動車の生産・販売台数の回復、さらには企業の設備投資や建設投資の回復も寄与する可能性が高い。足元のインフレ率はエネルギー・生鮮食品を除く「日銀版コア」の減速が続いているが、足元では建設工事、物流、家賃などが上昇基調にあるため、今後インフレ率は底打ちする可能性がある。日銀は7月31日に政策金利を0.25%程度に引き上げることを決定したが、利上げの背景には今後インフレ率が底入れする可能性を意識しているであろう。また、緩やかなインフレが続くことを前提にすれば、利上げがマクロ経済に与える影響は軽微とみている。

米国経済は、総じて景気のスローダウンを意識させる指標が続いた。24年4-6月期実質GDP成長率（速報）は前期比年率+2.8%（市場予想は同+2.0%）と市場予想比上振れした。個人消費が堅調で特に自動車や家具などの耐久財の持ち直しがみられたほか、インフラや企業による設備投資も寄与した。ただし当該材料に対する金融市場の反応は、米国のソフトランディングであり、ISM非製造業指数が再び50割れとなったことや、足元の雇

用指標（非農業部門新規雇用者数や失業率など）が鈍化基調にあることに鑑みれば、むしろ米国経済の失速が回避されとの見方に傾いている。このようななか、インフレ指標（CPI および PCE デフレーター共に）もサービス価格を中心に鈍化基調が確認されている。これらを総合すると、米国経済は緩やかな減速基調にあるものの、失速するほど悪化していないと評価できよう。FRB が 9 月以降の利下げする材料は整いつつある。

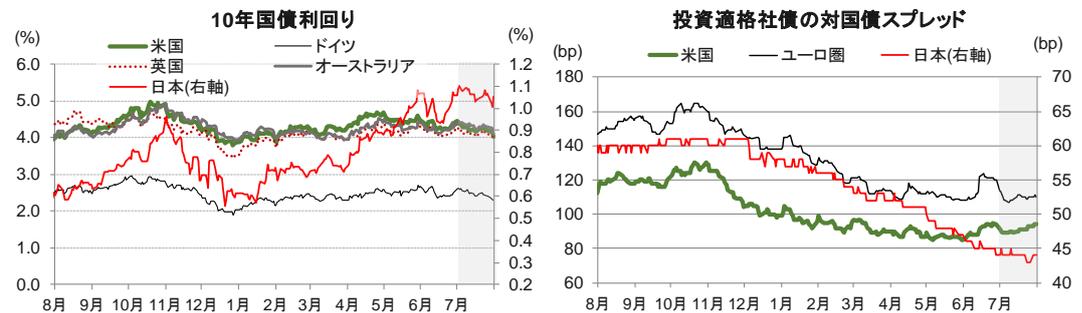
欧州は、フランス国民議会選挙で極右・国民連合の台頭を左派・与党連合が阻止したが、左派連合・新人民戦線が最多議席を獲得した。右派ポピュリズム的な政策がフランス・ソブリンの信用力低下につながるなどの危機シナリオは回避されたが、左派も右派同様に財政拡張を主張している。このため、フランス国債の対ドイツ国債スプレッドは縮小基調になったが、欧州議会選前の水準には戻っていない。欧州のマクロ経済は、24 年初以降緩やかに改善を続けてきたが、7 月のユーロ圏 PMI（速報）が総合、製造業、サービス業それぞれが市場予想比で下振れるなど、減速を示す材料も出ている。すでに ECB が利下げに転じるなか、景気底割れリスクは低いとみているが、各国におけるポピュリズムの台頭とともに、財政拡張とソブリンの信用力に一定の留意を要する時期が続くようである。

以上のように、主要国・地域のマクロ経済は基本的には小動きながら、米欧では減速を示す材料もみられつつある。このため、すでに利下げを始めた ECB に加え、FRB の利下げ開始も近いとみている。市場では 24 年 12 月末までに FRB が 2~3 回利下げすることをすでに織り込んでいる。利下げ継続が期待されるなかでは、マクロ経済が失速する可能性は低いとみているが、コロナ禍、その後のペントアップ需要、ロシア・ウクライナ戦争による資源・食料品価格上昇と物流網の混乱など、非連続な動きが続いた過去数年を経て、ようやく世界のマクロ経済が定常化しようとするなか、市場が軽視するリスクの蓄積（例えば米国商業用不動産、中国経済、パレスチナ情勢など）が顕在化する可能性は依然として残っており留意を要する。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ 日米金融政策が一層重要な局面に

7 月の債券市場は、総じて狭いレンジでの推移となった。株式市場や為替市場では米大統領選や日米中銀の金融政策が意識されボラティリティが上昇したが、債券市場は比較的安定的に推移した。クレジット市場も、6 月に生じた欧州政治不安によるスプレッド・ワイドニング後米欧ともにタイト化したが、月央以降は若干ワイド化した。



出所: Bloomberg

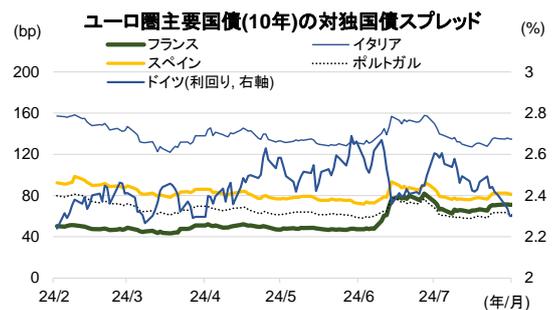
出所: Bloomberg

日本の長期金利は 1.0% 台の狭いレンジで推移した。7 月 31 日に日銀は政策金利を 0.25% 程度まで再度利上げするとともに、国債買入減額は原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額し 26 年 1-3 月に減額幅を 3 兆円程度にするとし 25 年 6 月には中間評価を行い必要となれば計画を上下双方に修正しうるとした。これを踏まえ、7 月 31 日の円金利相場は、長期金利が若干の上下動をしたのち概ね前月比横ばいで終了した。今般の日銀アクションは、債券市場のコンセンサス比でタカ派と評価される可能性が高いが、米金利は今後下落基調になる可能性が高いことに鑑みると、円金利が急激に上昇する可能性は低いとみ

ている。

米長期金利は、安定化～下落基調となった。7月はインフレ指標（CPI および PCE デフレーター共に）がサービス価格を中心に鈍化が続いたことにより、FRB が9月にも利上げを開始するとの見方に傾いた。雇用は、雇用統計（非農業部門新規雇用者数および平均賃金伸び率）で雇用の軟化が示唆されているほか、ADP 雇用統計や雇用コスト指数（ECI）等も軒並み鈍化しており、今後の雇用情勢軟化を強く示唆している。7月末時点では、債券市場は24年中にFRBは2～3回の利下げを織り込んでいるが、大統領選前後の金融政策変更事実上難しい可能性もあり、実際は1-2回の利下げにとどまるだろう。

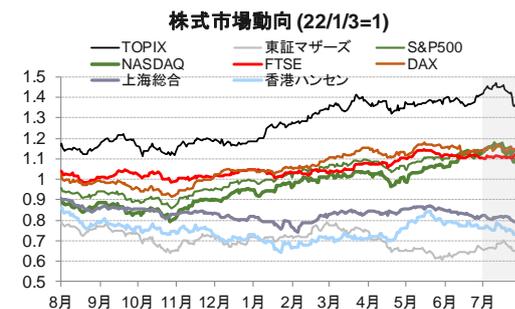
欧州は、英国で政権交代が実現したほか、フランス議会選挙でも左派勢力が躍進した。一方、市場は極右の台頭を阻止したことや、今後著しい財政拡張は困難との見方に傾き、フランス国債利回りおよびフランス国債の対ドイツ国債スプレッドは一時縮小した。ただし、スプレッド水準は6月初旬に戻っておらず、今後の財政拡張やソブリンの信用力への悪影響を一部織り込んでいるといえよう。



当面の債券市場の注目材料は、日米の金融政策、および米国マクロ・米大統領選にシフトするだろう。日本が利上げ基調になる反面、米欧は利下げが本格化する可能性が高まるなか、基本的には債券市場のボラティリティは上昇しやすい局面にある。

② 株式市場 ～ 上下動が激しいなか下落基調に

7月の株式市場は、まちまちの動きとなった。米国ではS&P500とナスダック総合指数がいずれも史上最高値を更新した（ダウ平均は横ばい推移）。日本も月半ば以降は堅調に推移した。一方、欧州は政治情勢の不安定化に伴い上値が重い展開になったほか、中国は足元の経済指標がさえず、一時の景気回復期待剥落もあり下落基調となった。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

日本市場は、企業の25年3月期業績ガイダンスが弱いほか、改善しない日本経済への懸念も見られ、株式市場は下落基調になった。加えて、日銀の利上げやFRBの利下げが意識されるなか、7月は米ドル円が大幅に下落したことも影響した。日銀の利上げ発表直後に株価上昇に転じたが、31日午後に米国の対中半導体輸出規制で日本・韓国・オランダが適用除外になるとの観測報道に反応したとみられる。基本的には、債券・為替市場のセンチメントが株式市場に影響する状態が当面続きそうである。

米国市場も短期的な上下動が激しく神経質な展開が続いた。月半ば以降は回復し、主要株価指数は史上最高値を再び更新した。ハイテク銘柄の好業績に加え、インフレ率が鈍化基調にあるなか、米長期金利の安定化も市場センチメントを改善させた。一方、月後半は下落基調になった。AI関連企業の巨額投資に対し収益化が遅れているとの見方が台頭し

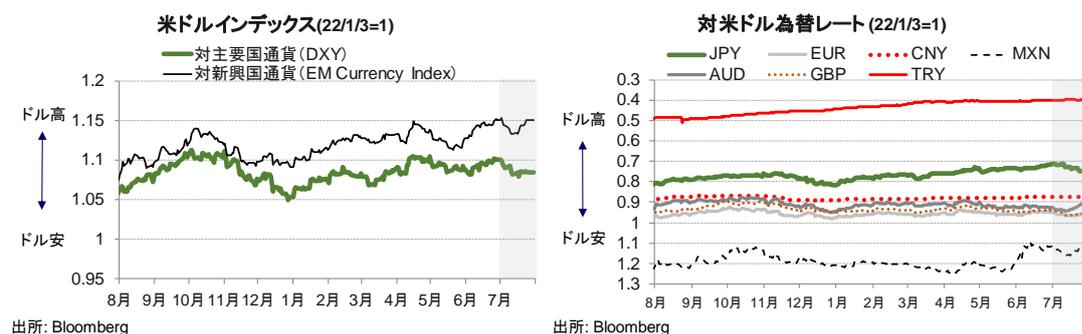
たほか、株式市場の高すぎる期待への修正も意識された。ただし、7月末から始まった AI 関連企業の決算は総じて堅調で、FRB の利下げ期待も加わり、今後の株式市場は底堅く推移するとの見方が根強い。

欧州市場は、欧州議会選挙結果を受け、政治情勢の不透明感の高まりから軒並み下落する展開となった。特にフランス (CAC40) の下落が著しく、今後の財政赤字拡大や金融機関への負の影響が意識されている。

今後の株式市場の注目材料は、日米金融政策および企業業績の持続にあらう。米国はインフレや雇用情勢の鈍化を背景に利下げ期待が高いが、今後は米大統領選が本格化することもあり、短期的な材料による上下動が大きくなる可能性もある (例えば、共和党綱領には AI、仮想通貨、宇宙などの分野を特定し今後の政府支出増を示唆している)。日本は、日銀の利上げ継続が強く期待されるなか、米ドル円がもはや円安基調となる可能性が低くなっており、輸出企業を中心に株価がさえない展開が予想される。もっとも、日銀が利上げを継続する場合は、日本でも相応のインフレが続くことを意味しており、企業業績改善による株高も十分に期待できる。インフレ継続有無と日銀の利上げ有無が当面の材料にならう。

③ 為替市場～ 米ドル円の反落

7月の為替市場は、これまでの米ドル高基調の一部に変化がみられた。米ドル指数は対新興国では高値で推移したが、対先進諸国で下落に転じた。対先進国通貨のなかでも、円の上昇が際立った。このため、米ドル以外の主要通貨比でも円は急上昇した。円相場変動の背景には、急速に積みあがってきた日本円ショート・ポジションの巻き戻し、具体的には足元の金融市場のボラティリティ上昇により、円キャリー取引 (米ドル買い-日本円売り) が一時的に巻き戻されたとの見方が根強い。これに加え、これまで円安の原因とされてきた要因にも変化がみられつつある。日米金利差は日銀の利上げに加え FRB の利下げが9月に実施されるとの見方が強まっているため、日米金利差は長期・短期ともに縮小基調にある。経常収支構造にも変化がみられており、キャッシュフローベースの経常収支 (貿易収支+サービス収支+所得収支のうち国内還流分のみ) の改善も著しい。日本の投資家による海外への投資意欲は残っているものの、今後も極端な円安はいったん終了するとの見方に市場参加者の意見が傾くことにならう。



当面の為替市場の注目材料も、引き続き日米の金融政策および米国マクロ経済にならう。米国経済は雇用環境軟化と個人消費のスローダウンがインフレ鈍化につながるとの見方に傾いているが、7月のFOMCでは9月の利下げ開始は明言されなかった。パウエル議長は9月利下げを強く示唆したものの、FOMC内部で意見が分かれている可能性がある。今後は米大統領選も控えるなか、利下げ開始タイミングおよび利下げペースが米ドル円相場を占ううえでさらに重要になるだろう。また、日銀は7月に再利上げを決定したうえで、今後の利上げ継続を強く示唆している。日本の基調的なインフレ率が緩やかに改善するとの見方が背景にあるとみているが、足元のインフレ率はむしろ鈍化基調にある。インフレ率の反転があるか否かが、今後の日銀の利上げ継続の有無を決めるとみており注目したい。

3. 注目材料: 米大統領選と金融市場への影響～トランプ相場の検証

7月の金融市場動向に大きな影響を与えた材料の一つが米大統領選であろう。共和党大会直前の13日にはトランプ氏銃撃事件が発生したことにより、市場は一時的にトランプ相場(米ドル高・米金利上昇・米株上昇)にシフトした。一方、21日にはバイデン氏が次期大統領選からの撤退を表明すると、ハリス氏が民主党大統領候補に急浮上した。現職大統領が次期大統領選に出馬しないことも稀だが、大統領選候補者が銃撃事件に巻き込まれることも稀で、(前述のとおり)短期的な思惑が絡み市場のボラティリティが増加した。

ハリス氏が民主党の大統領候補に急浮上して約一週間で、すでにバイデン氏の支持率を上回る勢いを見せていることに表れているとおり、今般も大統領選は接戦になる可能性が高い。7月にみられた市場のボラティリティは、大統領選の登場人物が変わったことで、市場に迷いが生じていることの現れでもあろう。

ただし、依然として世論調査ではトランプ氏がリードを保っているほか、議会選挙でも上院の共和党有利は揺るがないとの見方が根強い。このため、今後も金融市場はトランプ氏が大統領選に再選するシナリオ(トランプ2.0)を意識し続けるとみている。

7月8日に発表された24年米大統領選に向けた共和党の選挙綱領は10章で構成されるが、トランプ氏が最も力を入れると思われる政策は、最初の3章(第一章にインフレ抑制、第二章に移民問題、そして第三章に経済政策)に集約されている。

第一章(インフレ対策)には、石油・天然ガス増産、政府支出の抑制、およびロシア・ウクライナ戦争停戦など、インフレ抑制が期待できる政策が並ぶ。「石油・天然ガスの増産」はトランプ氏であれば容易に実現するだろう。政府支出の抑制は、義務的経費(主に社会保障関連)が持続的に増加

共和党大統領選綱領(概要)

- 第一章 インフレ対策: ①石油・天然ガスの増産、②政府支出抑制、③規制緩和、④世界的な平和の回復 他
- 第二章 移民政策: ①国境の壁完成・南部国境警備強化、②移民法の施行、③不法移民の強制送還強化 他
- 第三章 経済対策: ①規制緩和、②トランプ減税恒久化、③技術革新の促進(暗号通貨・AI・宇宙) 他
- 第四章 中低所得者層対策: ①住宅購入促進、②アクセスしやすい高等教育、③手の届く医療 他
- 第五章 貿易政策(関税): ①主要貿易国への関税導入、②中国最恵国待遇撤廃・関税引上げ 他
- 第六章 社会保障政策: ①社会保障・メディケアの強化、②高齢者の在宅ケアを守る 他
- 第七章 教育政策: ①優れた教育者の育成、②普遍的な学校選択、③親の権利の回復 他
- 第八章 保守文化保護: ①家族力を高める、②退役軍人のケア、③大学授業料の削減 他
- 第九章 イデオロギー対策: ①言論・宗教の自由確保、②人工妊娠中絶の記述緩和、③選挙の公正性確保 他
- 第十章 外交政策: ①国家利益最優先の外交、②軍の近代化、③同盟の強化と平和外交 他

するなかで、第三章では大規模減税を掲げているなかでは財政赤字拡大は避けられないだろうが、少なくともコロナ禍で行われたようなバラマキ的な政策や、極右・極左が支持するような単純な低所得者対策が選択される可能性は低く、インフレ抑制に寄与するだろう。ロシア・ウクライナ戦争については、例えばNATOが東側に加盟国を増やすことをしない等のコミットメントを前提にロシアの若干の譲歩(ウクライナ領内の占領地の一部の返還など)を経て、両国間の停戦を実現することは可能であろう。

第二章(移民政策)は、不法移民の流入を阻止するとともに、米国内にいる不法移民の「前例のない規模での」強制送還を目指すとしている。足元のインフレ指標鈍化に、不法移民が寄与しているとの見方が根強く、大規模に不法移民を強制送還させれば、国内の労働力不足に拍車がかかり再び賃金上昇率が拡大するとの見方が根強い。しかし、現実的には、不法移民の新規流入を一定程度抑制することは可能であろうが、「すでに米国内にいる不法移民を大量に強制送還すること」は難しいとみている。事実17年1月からのトランプ前政権時代も、不法移民の強制退去を試みたが、親子分断などが世論の強烈な批判となり短期で断念した実績もある。そもそも、移民問題は「賛否両論」が並立する政治的に難しくかつ不人気な政策であることを意識したい。

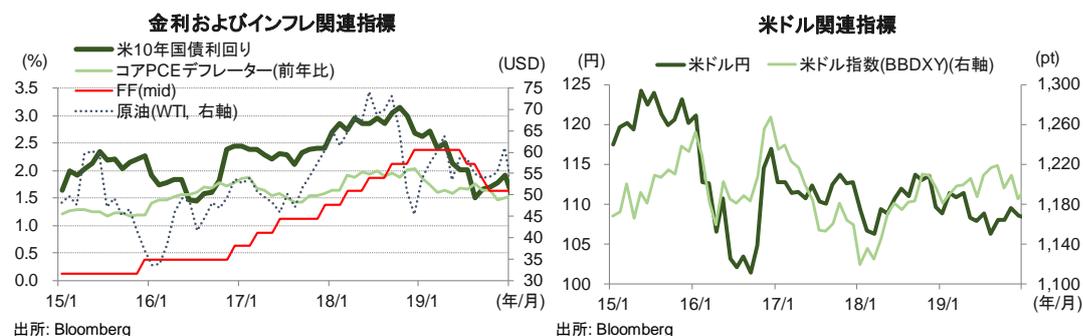
第三章(経済対策)には大規模減税、そして第五章(貿易政策)には輸入関税が含まれて

おり、それらがインフレ要因になるとの見方が根強い。しかし、(具体的な減税案が発表されているわけではないが)減税は企業や富裕層向けが大きい可能性が高く、中・低所得者向けが大きいわけではないだろう。そもそも、減税がインフレ要因になるか否かを実証するのは難しい。事実、トランプ前政権時(17年~20年)も大規模減税を実施したものの、インフレ率は低位で安定していた(17年後半以降のインフレ率の上昇は原油価格上昇によるもの)。輸入関税も、輸入金額と追加関税額から物価に与える影響を試算することは可能だが、実際に物価に与える影響は当該試算額よりも小さくなる可能性が高い。例えば、対中関税が強化された18年央以降、米中間の貿易額は明らかに減少したが、実際は第三国(例えばベトナム北部など)を經由した「迂回」輸出を経て、事実上中国資本による対米輸出は続いている。保護主義を背景にした関税強化は、今に始まったものではなく、輸出入の現場では相応の工夫や努力を経て、その影響を最小限に抑制することが可能である。

以上のように考えると、トランプ相場のうち、少なくとも米ドル高や米金利上昇は疑わしいと考えるべきであろう。

そもそも、金融市場でトランプ相場=米ドル高・米金利上昇・米株高とされているのは、16年後半の急激な相場変動を参照しているからであろう。実際、16年11月の大統領選結果が確定した直後の相場変動は急激である(米ドル高・米金利上昇・米株上昇)。一方、トランプ政権全体で見た場合(17年からコロナ禍前の19年末まで)、インフレ率の上昇は一時的であり、長期金利はFRBの利上げ・利下げに概ね連動しており、トランプ政権の政策との連動性は低いように見える。

インフレ率(コアPCEデフレーター)はほぼ一貫して2%前後以下で推移し、基調的なインフレ率上昇はみられなかった。17年以降は原油価格に連動してインフレ率が上昇基調に転じる場面もみられたが、18年後半以降は対中関税強化とグローバル経済への悲観的な見方が台頭するとともに原油価格が下落に転じたことでインフレ率も鈍化した。米国が対中関税を一層強化したり、同盟国に輸入関税を要求すれば、米国内のインフレ要因になるといよりも、世界経済に対する負の影響が意識されるというシナリオも意識しておきたい。



長期金利は、16年後半のトランプ氏当選直後に急上昇したのち、18年後半にかけて再び上昇した。インフレ率が上昇しないなかでの金利上昇は、当然にFRBによる利上げが影響している。FRBは、マクロ経済の底堅さが確認されるなか、もはや緩和的な金融環境を継続する理由がないとして政策金利を中立金利(≒2.5%程度)に向けて引き上げる「予防的な利上げ」を実施していた。18年央に対中関税が強化され、前述のとおり中国経済を含むグローバル経済への負の影響が強く意識されるなかでも、パウエル議長が「中立金利以上への利上げの可能性」を示唆したことなどもあり、18年後半に向けて長期金利は3.2%台まで上昇した。しかし、原油価格下落に伴いインフレ指標が前年比+2%以下に落ち込むなか、18年12月にFRBが利上げを停止したこともあり、その後の長期金利は下落基調に転じた。このように、長期金利推移もトランプ政権の政策とは直接関係なく推移していたとみるべきであろう。

米ドルは(米ドル指数(BBDXY)および米ドル円)は16年後半に上昇したが、トランプ

政権が発足した 17 年 1 月以降は下落基調になった。16 年後半に米ドル高を織り込みすぎた側面があるとともに、トランプ政権の政策が実行されるようになって以降は、米ドル高を強く意識する声は小さくなっていた。米中貿易摩擦が加速した 18 年以降は、リスクオフや FRB の利上げ継続等を背景に米ドル指数の上昇は見られたが、利上げが終わった 18 年末以降は横ばい基調に転じた。結果、トランプ政権時（コロナ禍を除く）の米ドル指数および米ドル円は、上昇基調だったと主張できる根拠がない。

7 月末時点の債券市場は、インフレ指標の鈍化とともに、24 年中に 2 回程度の利下げを織り込んでいる。サービス価格鈍化が続くなかで、FRB が少なくとも利上げをする可能性は大幅に低下している。トランプ 1.0 はマクロ景気循環の観点から FRB の利上げ局面にあったが、仮に 25 年 1 月以降にトランプ 2.0 がスタートするとしても、マクロ景気循環の観点からは FRB の利下げサイクルに位置する可能性が高い。FRB が利下げをするなかで長期金利が上昇したり米ドル高になるというシナリオを描くのは、現時点のマクロ経済統計や米ドルの基軸通貨性等に鑑みても難しいのではなかろうか。

(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