マクロ経済レポート（2024 年 9 月）

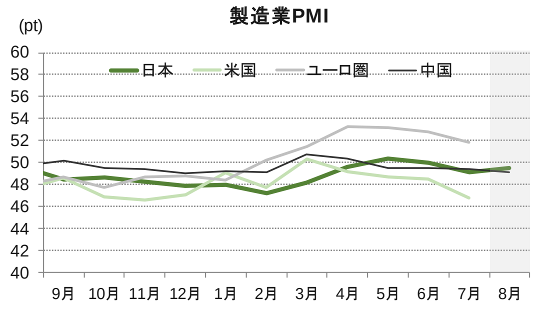
2024 年 9 月 2 日

- **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、米国マクロ経済への悲観的な見方が台頭した局面も見られたが、総じて大きな変動は見られていない。8 月に金融市場で注目されたのが米国で、雇用情勢およびマクロ経済の失速が懸念されたが、依然として消費関連指標は底堅く 4-6 月期企業業績も堅調なため、8 月末時点では米国経済の急失速の可能性は低下している。一方、8 月に発表されたインフレ指標はいずれも足もとで鈍化が鮮明になっており、FRB が 9 月に利下げを開始するとの見方が有力になっている。日本経済も底堅く推移しており、賃上げとインフレの好循環への期待は根強い。一方、日米金利差の縮小による米ドル円の更なる下落余地があり、輸出企業の業績への下押しおよび日本株への懸念が燻っている。

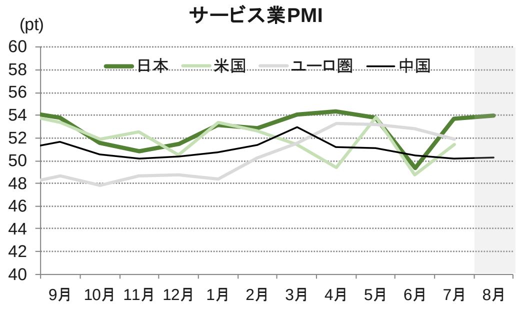
- **注目材料**：7 月末から 8 月初旬にかけて、米ドル円および日本株が急落した。金融市場では、今般の相場急変動は日銀と米国マクロ経済が主因との見方が有力だが、一部の市場参加者のポジション調整をきっかけに各市場のボラティリティが上昇し別の市場参加者のポジションが（強制的なものも含め）アンワインドされたという、極端な流動性悪化が背景にあると考えるべきであろう。一方、相場急変動の「きっかけ」になった日米中銀の金融政策変更への期待や今後の米国マクロ経済は、金融市場における最大の注目材料になろう。日銀は雇用ひっ迫による賃金上昇と人件費上昇分を製品・サービス価格に転嫁する動きが進展しているとみており、今後のインフレ指標に与える影響が注目される。米国は、マクロ経済が失速するような兆候は 8 月末時点では確認できないが、個人消費のスローダウンに留意すべきであろう。FRB が利下げに転じるだけではなく、いわゆる「ドット・チャート」中央値よりも早いペースで利下げが実施される可能性が残されている。

1． マクロ経済展望 ～ 米経済への懸念は杞憂か

グローバル・マクロ経済は、米国マクロ経済への悲観的な見方が台頭した局面もみられたが、総じて大きな変動は見られていない。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

8 月に金融市場で注目されたのが米国である。8 月 2 日に発表された 7 月の雇用統計は、非農業部門新規雇用者数（NFP）が+11.4 万人（前月は+20.6 万人）に失速したほか、失業率は 4.3%に上昇した。特に失業率はサームルール（直近 3 ヵ月の失業率の平均値が過去 12 ヵ月の失業率の最低値よりも 0.5%上昇していたら景気後退期に入る可能性が高いという一種のアノマリー）に抵触したとの解釈がされ、金融市場ではリスクオフ（リスク資産価格の下落と米国債利回りの上昇）が生じた。ただし、消費関連指標は底堅いほか 4-6 月期企業業績も堅調なこともあり、8 月末時点では米国経済の急失速の可能性は低下している。一方、8 月に発表されたインフレ指標はいずれも足もとで鈍化が鮮明になっており、FRB が 9 月に利下げを開始するとの見方が有力になっている。

日本は、4-6 月期の実質 GDP 成長率（1 次速報値）が前期比年率＋3.1%（前期比+0.8%）

とプラス成長に転じた。また、同期の個人消費は 5 四半期ぶりに増加した。1-3 月期は一部自動車メーカーの生産停止が広範に経済活動を下押ししたが、その反動から高めの成長率となった。7-9 月期の実質 GDP 成長率は、個人消費や設備投資の回復を主因に前期比年率＋2%台を確保できるとみているが、米国など海外経済の悪化による輸出の下振れに加え、円高の影響などには留意を要する。物価については、7 月のコア CPI（生鮮食品除き）は前年比+2.7%（前月は同+2.6%）、生鮮食品およびエネルギーを除く日銀版コアは同+1.9%（同+2.2%）となった。政府によるエネルギー高対策が終了した影響でエネルギーの伸び率は上昇したが、サービスは前月から伸び率が低下した。ただし、サービスは携帯電話料金以外の品目の伸びが底堅くなりつつあることに留意すべきであろう。雇用ひっ迫による賃上げがサービス価格に転嫁されつつあるとの見方も根強い。このため、日銀は金融市場のボラティリティが低下し、「展望レポート」の見通しに沿ったマクロ経済環境が続く限り利上げを模索するとみている。

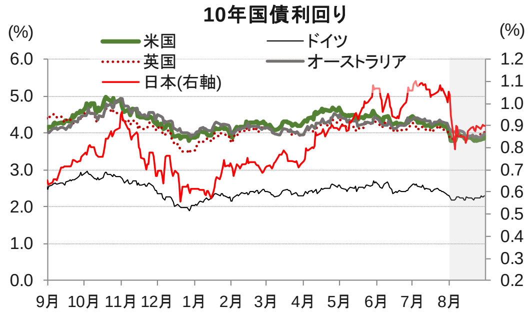
欧州は、ユーロ圏の 4-6 月期実質 GDP 成長率が前期比年率+1.2%と、前期並みの成長を維持した。ドイツの不況が続くなかでも、ユーロ圏全体ではインフレ率鈍化に伴う家計の実質購買力回復を背景に個人消費が持ち直した。個人消費の持ち直しは、底堅く推移する労働市場や賃金上昇率も影響している。ドイツは中国における自動車メーカー間の競争激化による逆風を受けており、景気の不透明感を背景に貯蓄率を伴って個人消費が低迷している。欧州中央銀行は 6 月に利下げを開始したが、足元のユーロ圏全体のマクロ経済が底堅く推移するなか、今後も緩やかなペースでの利下げを続けるとみている。

前述の通り 8 月は米国マクロ経済への悲観論が台頭する局面があったが、主要国・地域のマクロ経済は総じて小動きである。米欧では強弱双方の材料が見られているが、マクロ経済トレンドが一方向にシフトする可能性は依然として低い。このようななか、引き続き市場の注目材料は、米欧は中銀の利下げ、日本は日銀の金融政策にある。加えて、日本では自民党総裁選、米国では 11 月の大統領選を控えている。政治情勢がマクロ経済に影響するまでに時間を要するとみているが、政治がらみのヘッドラインが短期的な金融市場の材料になる可能性があるため留意を要する。

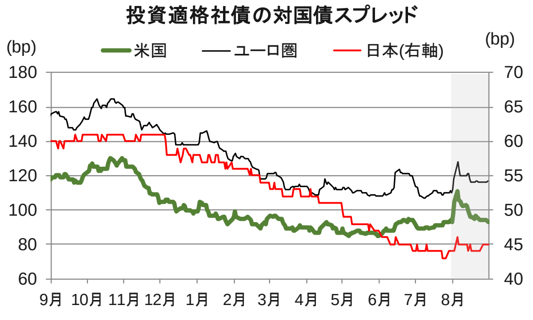
２．主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 米景気への悲観論は行き過ぎ

8 月の債券市場は、2 日に発表された米雇用統計をカタリストに米国経済に対する悲観論が台頭し、日米欧主要国の長期金利が低下した。また、クレジット市場でも月前半に社債のクレジットスプレッドがワイド化した。一方、月央以降は米国経済への悲観論が後退するなか長期金利は緩やかに上昇に転じたほか、社債のクレジットスプレッドもタイト化に転じた。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

日本の長期金利は、7 月 31 日に日銀が再利上げを実施した後も 8 月 2 日までは狭いレンジ圏で推移した。一方、8 月 2 日に米雇用統計が発表されその後米長期金利が 3.7%台まで低下するなか、0.7%台まで急落した。その後は米長期金利が 3.9%前後で推移するなか、

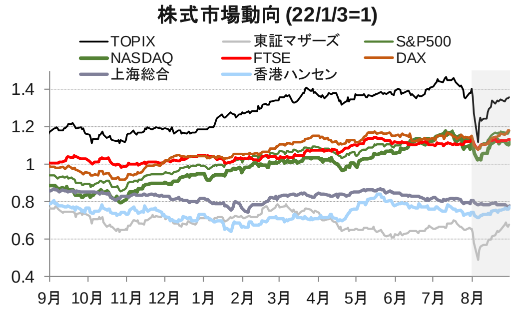
0.8-0.9%程度で推移している。日本の長期金利が米長期金利に大きく影響を受けることは広く知られているが、8 月の動きは米長期金利の重要性を改めて認識させられる材料となった。

米国のインフレは財価格だけではなくサービス価格も鈍化基調にあることから、9 月にも FRB が利下げに転じる可能性が高まっている（ジャクソンホール会合におけるパウエル議長発言など）。FF 先物市場では 24 年 12 月までに 4 回程度（≒100bp）の利下げを織り込んでいるが、足もとの底堅いマクロ経済環境に鑑みれば、実際に利下げが可能なのは 9 月および 12 月の 2 回で合計 50bp 程度とみるべきであろう。このため、9 月の FOMC 前後までには 24 年 12 月までの利下げ回数見通しの剥落を通じて、米長期金利が 4.0%台まで回復する可能性が残る。むろん、米長期金利の上昇は円長期金利の上昇を誘うが、米長期金利が 4.0%前後までしか上昇しないのであれば円長期金利はせいぜい 1.0%台までの上昇にとどまるだろう。

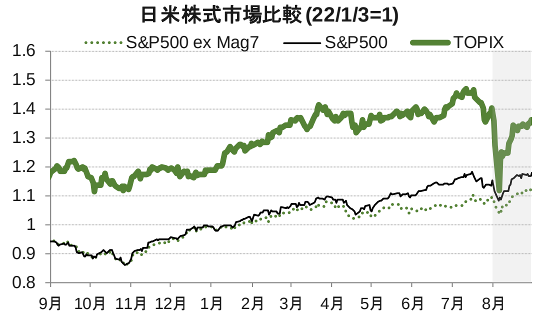
当面の債券市場の注目材料は、日米の金融政策、および米国マクロ・米大統領選にシフトするだろう。8 月初旬に債券市場が織り込んだような米マクロ経済の失速がなければ、日銀が利上げを模索し続ける可能性が高く、一方で米欧は利下げが本格化するだろう。日米欧それぞれで金融政策の転換期に差し掛かっており、基本的には債券市場のボラティリティは上昇しやすい局面にある。

② 株式市場 ～ 日本市場の急落が世界の話題に

8 月の株式市場は、月初に一時急落に見舞われたが、その後月末に向けて力強い回復となった（主要市場は上海市場を除きおおむね同じような動きとなった）。相場急変動の背景には、①米ドル円の下落（≒キャリー取引の巻き戻しとの見方）、②AI 関連銘柄の持続的成長に対する疑問、③米マクロ経済への悲観論、などが混在している。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

特筆すべきは、8 月初旬の日本株の急落であろう。日本株の急落は、米ドル円の急落が引き起こした流動性相場（投資家の日本株ロングポジションの解消が著しかった）とみているが（詳細は当レポート後段にて詳述）、上記②や③も影響したため一時的に相場は総悲観に見舞われた。一方、①には直接関係ない銘柄も急落したこと（内需関連株など）に加え、③は短期的には明らかに織り込みすぎと考えられたほか、4-6 月期決算が総じて堅調だったことから、急落後は素直に好業績に反応した買いが優勢になった。②は根強く残っているが、9 月以降は FRB が利下げを開始する可能性が高く、市場は「金融相場」を意識している可能性もある。以上のような複数の材料が、月初の相場急落を打ち消したとみられる。

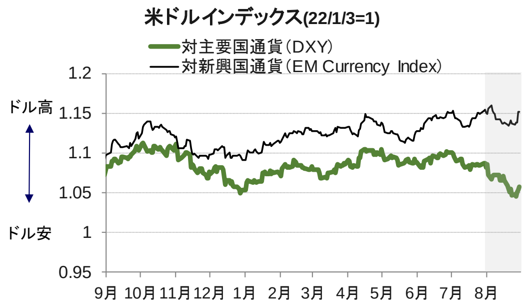
米国市場は②が残るなか、FRB が利下げを開始することで「金融相場」への期待も根強い。注目された NVIDIA の 5-7 月期決算は、売上高と純利益ともに四半期で過去最高を更新し、業績見通しも市場予想を上回ったが、決算発表後の 29 日の株価は 6%安で終えた。今後の売上高・利益（率）双方の成長率が鈍化するとの見方が強くなったほか、生成 AI への巨額投資を続ける顧客の AI 投資に関する収益率をめぐる不透明感もある。NVIDIA のバリュエーションは決して割高ではないとの見方も根強いことから、過度な下落にはつながらない

とみているが、AI 関連銘柄の主要株価指数に占める時価総額の割合は大きく、米国マクロ経済とは直接関係のない材料が今後も米国株式市場の重石になる可能性がある。

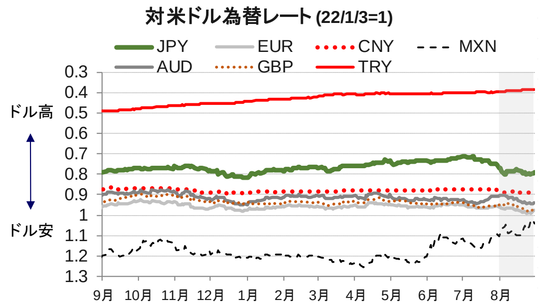
今後の株式市場の注目材料は、米国マクロ経済、日米金融政策に加え、AI 需要の持続性にあろう。米国マクロ経済は底堅く推移していることに加え、インフレ指標の鈍化により 9 月以降 FRB が利下げに転じる可能性が高いことは相場の下支えになろう。一方、個人消費のスローダウンには留意を要する。また、今後は米大統領選が本格化することもあり、短期的な材料による上下動が大きくなる可能性もある（例えば、共和党綱領には AI、仮想通貨、宇宙などの分野を特定し今後の政府支出増を示唆している）。日本は、日銀の利上げ継続期待に加え、FRB の利下げに伴い米ドル円に更なる下押し圧力がかかる可能性があり、輸出企業を中心に株価がさえない展開が予想される。一方、B to B 関連企業を中心に値上げによるマージン回復も期待されることや、内需関連の株価は底堅く推移するとみている。

③ 為替市場 ～ 米ドル円の反落

8月の為替市場では、米ドルの下落が顕著になり、特に米ドル円の急落が注目された。8月初旬は米ドル円の下落が際立ったが、月央以降はユーロ、ポンド、豪ドル等の主要通貨でも米ドル安となった。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米ドル円の下落は 7 月中旬あたりから現れ始めていた。7 月 11 日に日本政府が米ドル売り・円買いの為替介入を実施したほか、12 日にも米 CPI 発表直後とみられるタイミングで再度の為替介入を実施した。これにより、米ドル円は 161 円台から 157 円台まで下落した。その後も米ドル円は下落を続け 7 月 31 日の日銀による再利上げ、および 8 月 2 日の米雇用統計を経て、8 月 5 日には一時 141 円台まで急落した。その後、日銀の内田副総裁が「金融資本市場が不安定な状況で利上げをすることはない」と発言したことや、米マクロ経済に対する過度な悲観論が後退したことで、月央に向けて 149 円台まで回復したが、その後は FRB の利下げが強く意識されるなか、一方で底堅いマクロ経済統計も相まって、一進一退を続けている。

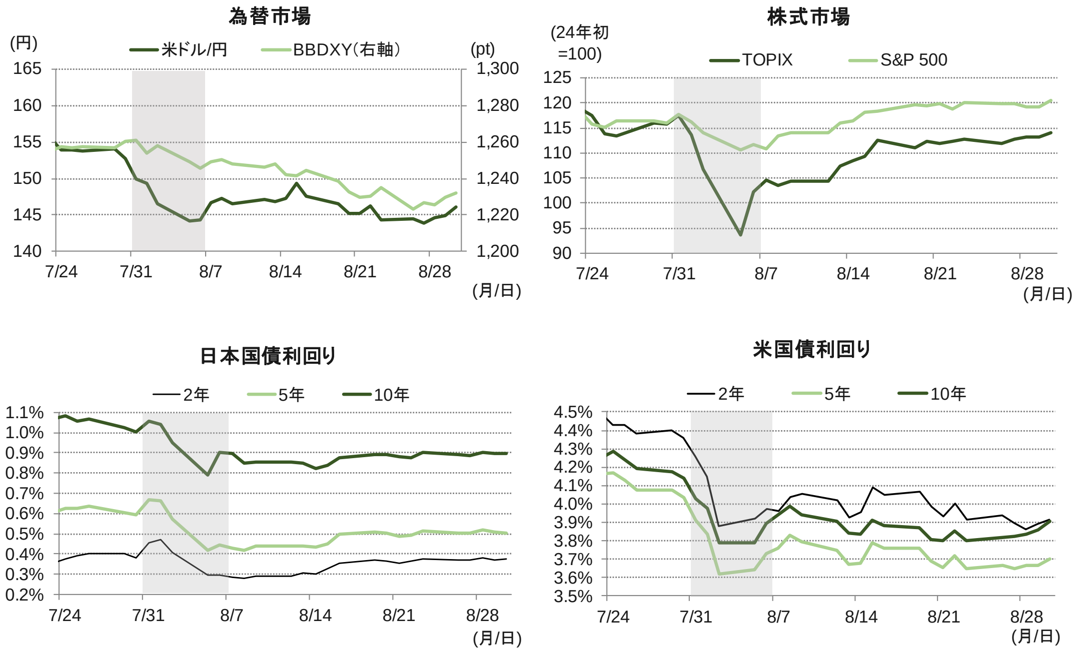
前月の当レポートでも示したが、円相場変動の背景には急速に積みあがってきた日本円ショート・ポジションの巻き戻し、具体的には足もとの金融市場のボラティリティ上昇により、円キャリー取引（米ドル円買い-日本円売り）が一時的に巻き戻されたとの見方が根強い。これに加え、これまで円安の原因とされてきた要因にも変化がみられつつある。日米金利差は日銀の利上げに加え FRB の利下げが 9 月に実施されるとの見方が強まっているため、日米金利差は長期・短期ともに縮小基調にある。経常収支構造にも変化がみられており、キャッシュフローベースの経常収支（貿易収支＋サービス収支＋所得収支のうち国内還流分のみ）の改善も著しい。今後の米ドル円は、上記の材料に加え、FRB がどの水準まで利下げできるか（≒日米金利差がどの程度縮小するか）に強く依存するだろう。

当面の為替市場の注目材料は、引き続き日米の金融政策および米国マクロ経済になろう。米国経済が急失速する可能性は低いが、個人消費の「質」の変化を通じて、インフレ鈍化は続くとみている。仮に、FRB が 3%程度まで利下げできると考えるなら日米金利差は

2%程度まで縮小する可能性が高く、その場合米ドル円の目線は 130 円台前半になる。足もとの為替市場では、米ドル円の下落はせいぜい 140 円台前半までとの見方が根強いため、140 円を下回る水準まで米ドル円が下落すれば相場は一気に 130 円台前半まで下落する可能性がある。また、米ドル円の持続的な下落は日本株に負の影響を与える可能性も高く、留意を要する。米ドル円は「上昇」よりも「下落」側にテールリスクが残っている。

3.　注目材料: 7 月末以降の相場急変動と今後の注目材料

7 月末から 8 月初旬にかけて、米ドル円および日本株が急落した。その後、相場は反転したが 7 月中旬までに比べると日中の変動幅は大きく、市場参加者の投資センチメントも完全には回復していないようにみえる。当該相場急変動の背景要因を考察することを通じて、今後注目すべき材料を整理するとともに、今後の相場の方向性を考えた。



注: 網掛けは相場急変動時(7月31日～8月7日)
出所: Bloomberg

金融市場では、今般の相場急変動は日銀と米国マクロ経済が主因との見方が有力である。実際、米ドル円は 7 月 31 日の日銀決定会合後急落し、それに伴い日本株が下落基調となるなか、8 月 2 日の米雇用統計を受け米株が下落した。8 月 5 日は朝から米ドル円が急落するなかで日本株がそれに呼応するように急落し、主要株価指数は 7 月末比でいずれも 20%前後の急落となった。

ただし、グローバル金融市場に目を向けると、米ドル円や日本株以外の市場はそれほど大きく動いていなかったことや、主要資産クラス間で必ずしも整合的な動きになっていなかったことは注目に値する。7 月下旬から 8 月初旬の主要資産市場を個別に確認しよう。

為替市場は、米ドル円の急落が目立ったが、米ドル指数（ここでは BBDXY 指数を採用）の下落は限定的だった。単純に解釈すれば、米ドル円下落の要因は「日本円」にあるとなり、8 月 2 日の米雇用統計発表後も米国景気減速から米ドル安に転じたわけではないことを示唆している。株式市場も同様に、日本株の下落幅が著しいが、米国株の下落は限定的だった。米国株の下落は、雇用統計に反応した面もあるが、AI 関連銘柄への懸念に加え、イスラエル情勢の緊迫化も重なり一時的なリスクオフが生じた側面もある。クレジット市場をみても、米国社債の対米国債スプレッドはワイド化したが、マクロ経済を懸念するような変動幅ではなかった。

では、7 月 31 日の日銀アクション（再利上げ）が米ドル円や日本株急落主因なのかといえば、必ずしもそうとも言えない。日本国債利回りを確認すると、7 月 31 日の日銀再利上げ決定後も、長期金利は安定的であった。7 月の利上げは一部の市場参加者にとってサプライズだったが、9 月～10 月には再利上げがあるとの見方が大宗を占めていたこともあり、利上げ自体はサプライズではなかったのだろう。多くの債券市場参加者にとって、日銀金融政策決定会合の声明文に加え植田総裁記者会見内容は「タカ派」と捉えられたものの、債券市場では今後 2 年以内に少なくとも 2～3 回程度の利上げが行われるとの見方が根強かったことから、利上げタイミングが市場コンセンサス対比で前倒しされたとしても、利上げ回数に対する期待が変化しない限り長期金利への影響は限定的だったと解釈することもできよう。そして、8 月 2 日以降は米国国債利回りが急低下するなか、日本国債利回りもつられて低下した。

そして注目すべきは、米国国債利回りの低下である。前述のとおり米国株式や米ドルの下落が限定的だった半面、雇用統計発表後の米国国債利回りの低下幅は大きく、今後の景気減速を意識した動きにみえなくもない。しかし、米国債利回り下落の主因は、FRB の金融政策に対するコンセンサスの変化にあろう。6 月の FOMC で示されたいわゆる「ドット・チャート」では、24 年末の利下げ回数（1 回=25bp）は 3 回程度から 1 回程度に修正されたことや、FOMC メンバー内で意見の相違があると考えられており、債券市場では 9 月の利下げ開始に対して懐疑的な意見も根強く残っていた。しかし、雇用統計を受け 9 月の利下げ確率が一気に高まるとともに、24 年 12 月末までに複数回（4～6 回程度）の利下げを織り込むに至った。換言すれば、米国国債市場内に残っていた根強いインフレ再燃・金利再上昇懸念が一気に巻き戻された需給相場の側面を持っており、必ずしも米景気失速を織り込んだものではないとみている（換言すれば、米国債利回りの低下は一時的には「過度」だった可能性が高い）。

では、米ドル円と日本株の急落は何だったのか。市場参加者の間でも様々に分析されているが、ファンダメンタルズに大きく反応したというよりも、一部の市場参加者のポジション調整をきっかけに、各市場のボラティリティが上昇したことにより、別の市場参加者のポジションが（強制的なものも含め）アンワインドされたという、極端な流動性悪化が背景にあると考えるべきであろう。きっかけはおそらく為替市場にある。米ドル円は 7 月初旬に 161 円台に達したが、7 月 11 日の米 CPI が弱い結果になった直後、および翌日の 12 日にも為替介入（米ドル売り円買い）が行われ、米ドルは 155 円台まで下落した。この時点で直近高値から 6 円程度の下落になっており、米ドル円をロングしている多くの市場参加者は評価損を抱えていた可能性が高い。そこに「日銀のタカ派化」というヘッドラインが飛び込んできたことにより、多くの米ドル円ロングの投資家はポジション調整に巻き込まれたとみられる。日本株も米ドル円が 150 円台半ばまで押し戻されるなかで 7 月以降は軟調に推移していたが、そこに米ドル円の急落が生じたことで、特に海外投資家（一般的に日本株をロングするとともに米ドル円をロング（日本円のリスクをヘッジ）している）が日本株のロングおよび米ドル円のロングの双方をアンワインドせざるを得なくなったのだろう。むろん、いわゆる「投機筋」と言われるキャリートレードを意識した米ドル円のロングポジションもアンワインドに巻き込まれたほか、CTA 勢もボラティリティ上昇のためにポジション・アンワインドに巻き込まれ、日本株の信用取引（日本株のロングポジション）もアンワインドに追い込まれたのだろう。このような近年稀にみる市場流動性の極端な悪化は、業績好調で足元までの株価上昇幅が大きかった銘柄や円高とは直接関係のない銘柄ほど下落幅が大きかったことにも表れている（銀行株を含む内需株など）。

このように、7 月下旬から 8 月初旬の相場急変動は、必ずしもマクロ経済や日米中銀の金融政策の急変動を織り込んだものではなかったとみている。一方、相場急変動の「きっかけ」になった日米中銀の金融政策変更への期待や今後の米国マクロ経済は、金融市場における最大の注目材料になろう。

日銀は、相場急変動後に内田副総裁が相場急変に配慮する発言をしたものの、8 月 23 日に開催された衆参両院の閉会中審査において、植田総裁は経済・物価が見通しに沿って推移すれば追加利上げをする方針であることを説明した。一方、債券市場では植田総裁発言に違和感をもつ参加者が少なくない。7 月の消費者物価指数は、最も基調的な動きを示していると評価される日銀版コア（生鮮食品およびエネルギー除き）が前年比＋1.9%まで下落するなど、足もとまでのトレンドは下落基調にある。一方、日銀は 8 月 20 日に 2 本のレポートを発表した。1 本は「消費者物価における最近の企業のサービス価格設定行動」で、もう 1 本は「人口動態の変化が労働市場や賃金の動向に与える影響」である。前者は少子高齢化と人口減少に伴う労働需給のひっ迫という構造的な問題に言及し、それが賃上げや雇用市場を変化させていると指摘しており、賃上げの持続性が高まるなかで企業が人件費の上昇を最終価格に転嫁する傾向が出ていると指摘している。実際、物流の 24 年問題を背景に物流コストの上昇がみられるほか、建築コストの増加も著しい（足元では資材価格は安定化しているが雇用ひっ迫による受注余力の低下を背景に受注単価は増加している模様）。不動産価格の持続的な上昇により、家賃相場にも上昇圧力がかかっているとの指摘もある。これらはいずれも足元までの消費者物価指数には反映されていないように見えるが、今後これらが消費者物価指数のサービス価格に反映される可能性もある。消費者物価指数という「バックミラー」を強く意識する債券市場は、日銀が描く我が国の基調的なインフレ率の緩やかな上昇に懐疑的だが、少子高齢化・人口減少がもたらす「構造的な変化」が賃上げと価格転嫁（インフレ）の持続性を高める可能性には留意すべきであろう。

米国経済は、労働市場の鈍化に加えインフレ率の鈍化も見られているが、マクロ経済が失速するような兆候は 8 月末時点では確認できない。米国企業の 4-6 月期業績は、前年同期比・前期比ともに増益で着地しているほか、7-9 月期の見通しも引き続き増益基調である。消費関連企業の一部で消費者行動の変化（価格感応度の高まり、節約志向の高まりなど）を指摘する声もあるが、マクドナルドに代表されるように値下げを実施すれば数量は確保できる状態にある（つまり、マージンを削って売上高を稼ぐ戦略）。このため、個人消費関連指標は引き続き堅調で、企業の売上高・利益ともに底堅い状態にある。ただし、この現象は今後のインフレ鈍化を裏付けるものであり、FRB が利下げに転じるだけではなく、いわゆる「ドット・チャート」中央値よりも早いペースで利下げが実施される可能性すら示唆する。マクロ経済に対する過度な悲観論が後退するなかでの利下げは、株式や社債等のリスク資産価格にポジティブに作用するが（いわゆる「金融相場」の発現）、8 月中旬以降の米国市場はそのような展開にシフトしていることを表している。

（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