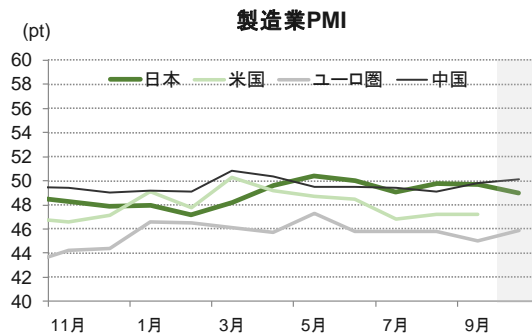




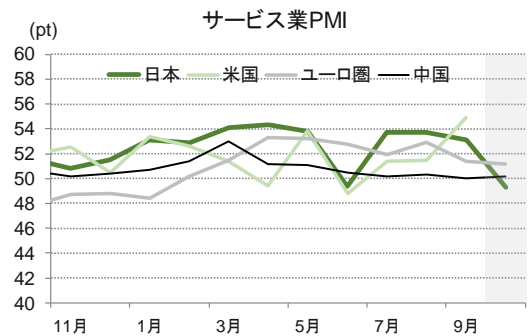
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、米国の底堅さが意識される状況にある。米国は10月以降マクロ経済の底堅さを示す経済指標が続いたが、米国以外の主要国・地域は製造業の不振に加え、足もとではサービス業の鈍化もみられつつある。底堅い米国経済の影響を受け、米ドル独歩高の様相になったほか、米金利上昇が主要国金利上昇につながった。株式市場は金利上昇を嫌気しつつも、マクロ経済に対する警戒感が後退するなか、総じて底堅く推移した。また、米ドル・米金利上昇は、米大統領選において大統領および上下院の過半数のいずれをも共和党が確保する「レッド・スweep」を強く意識したことも影響している。このため当面は米大統領選および米国経済動向により、グローバル金融市場が大きく影響を受けることになろう。特に「レッド・スweep」の巻き戻しには警戒を要する。
- **注目材料:** 10月27日に投開票された衆院選では、自公連立の過半数割れと立憲民主党や国民民主党などの野党が躍進する結果となった。自公過半数割れは政権基盤の不安定化や政策低迷を連想させ、いわゆる「トリプル安」も連想されたが、選挙後の金融市場は円安・債券安（金利上昇）となったものの、株価は上昇した。これらの背景には米国情勢（景気の底堅さやレッド・スweepなど）も影響しているが、自公過半数割れでも自民党を中心とした政権の枠組みに変化がないほか、中道リベラル勢力の協力を得て、当面の課題である補正予算や25年本予算などの重要法案を通すことが可能との見方がある。ただし、比較第一党である自民党に加え比較第二党の立憲民主党双方が抱える構造的な課題は根深く、政治基盤の安定には当面時間を要し、今後の政界再編につながる可能性も残る。

1. マクロ経済展望 ～ 米国景気は堅調、それともスローダウン？

グローバル・マクロ経済は、米国の底堅さが意識される状況にある。米国は10月以降マクロ経済の底堅さを示す経済指標が続いたが、米国以外の主要国・地域は製造業の不振に加え、足もとではサービス業の鈍化もみられつつある。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

10月は米国マクロ経済に対する見方に翻弄されることになった。8月以降、米国マクロ経済に対する悲観的な見方が優勢になってきたが、10月以降は9月の雇用統計や消費者物価指数(CPI)が市場予想比で上振れたことをカタリストに、米国経済に対する悲観論が大幅に後退した。これに加え、10月以降、米大統領選においてトランプ氏が優勢との世論調査結果が発表されるにつれ、大統領および上下院の過半数のすべてを共和党が確保する「レッド・スweep」が強く意識されるようになった。レッド・スweepが実現した場合の金融市場への影響についての市場コンセンサスは、米ドル高・米金利上昇・米株上昇である。これらが影響して、10月は米ドル独歩高となりそれが米金利上昇を招き、米金利上昇が主要国金利の上昇につながった。

日本は、9月のCPI（日銀版コア（除く生鮮食品・エネルギー））が前年同月比+2.1%（8月は同+2.0%）になるなど底堅く推移している。特にサービス項目（外食や教養娯楽）に底堅さが確認されているほか、今後は工事や家賃の底堅さも期待できる。このため、金融市場が落ち着きを取り戻し政治情勢が安定することを前提に、日銀が追加利上げするとの見方が債券市場内に根強く残っている。これに加え、10月は米ドル円の急上昇となったが、背景にある米国経済への懸念後退も日銀の利上げに対する支援材料になる可能性がある。10月31日、日銀は金融政策の据え置きを発表したが、決定会合後の記者会見において、植田総裁は米国経済への懸念が後退しているとの見解を示すとともに、利上げに向けた時間的余裕があるとの考え方を修正し、今後はデータ次第で都度利上げの必要性を判断するとの見方を示した。

欧州は、ユーロ圏全体で見れば「南高北低」傾向が鮮明になっている。南欧は賃上げを含む好調な労働市場に加えインバウンド需要が景気を底上げしているが、中国の欧州メーカーを含む輸入車需要減やエネルギーコストの高止まりに直面するドイツ経済の不振が目立っている。フランスも、パリ五輪効果の剥落もあり景気指標は総じて弱い。製造業の不振のほかサービス業の業況改善にも陰りが出始めている。物価鎮静化による消費拡大や、ECBの利下げ効果が浸透するまでの間、景気の停滞色が残るとみている。

中国は、少子高齢化やゼロコロナ政策下での需要減に加え、米国との貿易摩擦を主因にした中国への直接投資鈍化や不動産市況の悪化も影響し、景気低迷が続いている。中国政府は、9月下旬に金融緩和、株価や不動産価格の下支え策に加え、銀行の貸し出し余力確保のための資本注入や地方政府の資金調達支援策（地方債規模の拡大）などの大規模景気刺激策を発表した。これに伴い株式市場が急反発するなど、中国経済の本格回復を予想する声も聞かれる。一方、中国が抱える問題は成長期待の鈍化とそれに伴う国内供給過剰および不動産価格低迷を主因にしたバランスシート不況であり、抱える問題の構造は日本のバブル崩壊後と酷似している。日本は00年代前半までの10年以上の期間をかけて国内供給過剰解消に向けた企業間の合従連衡を含む生産設備削減を行ったほか、90年代後半には銀行に対する予防的公的資金注入を法制化し実行するなどを経て、これらの問題に対処した。今般、中国政府から発表されている内容を見る限り、日本が90年代に繰り返した景気刺激策と同様に、それ自体が半年程度の相場上昇要因になるとしても、マクロ経済が抱える問題を抜本的に解決するものではないだろう。当面の市場センチメントは改善する可能性が高いものの、これらの政策が中国経済を反転させるか否か。中国政府の本気度と政策の有効性が試されることになろう。

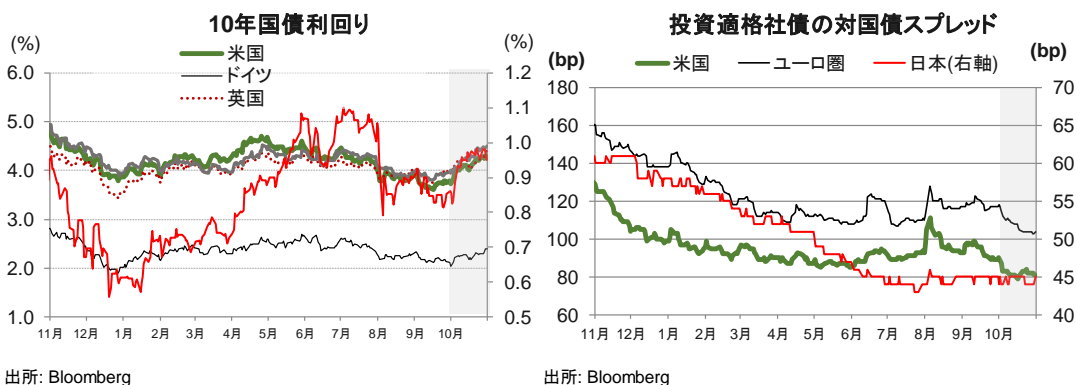
今後のマクロ経済の注目材料は、米国経済動向と米大統領選になろう。10月以降特に雇用環境の底堅さが確認されているが、米大統領選の年は大統領選にかかる臨時雇用の影響もあり年後半に雇用環境が改善するとの見方もある。自動車需要の鈍化と値引き販売の継続が示すように、製造業の経営環境はさえず、マクロ経済環境は必ずしも堅調とは言えない面もある。加えて、米大統領選で大統領に加え上下院とも共和党が牛耳る「レッド・スweep」が生じる場合、全世界関税の導入や中国向け関税率引き上げなど、マクロ経済に逆風となる政策が実施される可能性も残る。米国を中心に不透明な局面が続くとみている。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ 米金利上昇に伴いグローバルに金利上昇に転じたが・・・

10月の債券市場は、米金利上昇に伴い主要国の金利が上昇に転じた。米国の雇用や個人消費関連指標が底堅かったことに加え、米大統領選でトランプ氏有利との見方に傾き、いわゆる「レッド・スweep」を意識する展開となった。クレジットスプレッドは、米欧共に急激にタイト化し、米国社債のスプレッド水準は過去最低レベルまで低下した。日本のクレジット市場も、10月以降需給がタイト化するなか、スプレッドは緩やかにタイト化した。

米長期金利は、8月～9月にかけて米国経済に対する悲観的な見方が根強くなり、また9月のFOMCでは50bpの利下げが実施されたこともあり、一時3.6%台まで下落した。そこに、10月初旬の雇用統計、そしてCPIと強めの指標が続くなかで、債券ロングポジションのヘッジやアンwindを巻き込みながら、債券利回りは上昇を続けた。ただし、米長期金利を5年金利と5年先5年金利に分解した場合、5年先5年名目金利の上昇が著しいため、米長期金利の上昇は単にマクロ経済や期待インフレ率の上昇だけではなく、「ターム・プレミアム」の上昇も影響している。ターム・プレミアム拡大の主因は、レッド・スweepと思われる。



日本の長期金利も、米長期金利上昇に伴い上昇した。10月は政治情勢が目まぐるしく変化するなか、短期的には財政・金融政策に対する思惑が台頭し金利水準を上下双方に変化させたが、債券市場が最も影響を受けたのは米国金利であろう。

当面の債券市場の注目材料は、米大統領選および米国マクロ経済であろう。米国を含む主要国金利は、米大統領選の結果によって上下双方に大きく振れうる。前述のとおりハリス氏勝利の場合、およびトランプ氏が勝利しても上下院でねじれが生じる場合、金利低下を含むリスクオフに転じやすいが、「レッド・スweep」になる場合は米金利上昇・米ドル高が継続する可能性がある。ただし、米大統領選の結果にかかわらず、米国マクロ経済およびインフレは引き続き緩やかにスローダウンするとみており、大統領選後一定期間を経て市場が冷静さを取り戻せば、米長期金利は緩やかに低下トレンドに入るとみている。日本の長期金利もこれに合わせ、足もとは上昇バイアスを残すものの、25年以降は安定化するとみている。

② 株式市場 ～ 強弱双方の要因に翻弄された

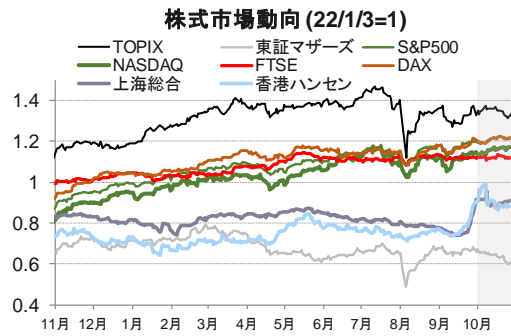
10月の株式市場は、市場によりまちまちな動きとなった。

米国市場は、総じて底堅く推移したが、強弱まちまちだった。米国経済や企業業績に対する懸念が後退したことは株価上昇に寄与したが、金利上昇はネガティブに作用した。いわゆるMAG7を含むAI関連銘柄の業績に対する不透明感が残っているが、10月はNVIDIAの業績に対する楽観論が出た一方で、半導体製造装置大手のASMLが業績を下方修正するなどネガティブな材料もあった。これらがミックスするなか、米国市場は結果として他の主要市場比で安定的に推移した。

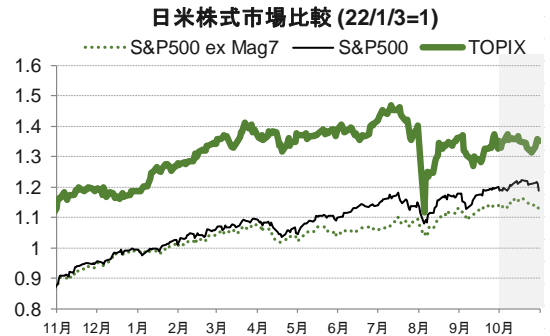
日本市場は、自民党総裁選および衆議院議員選挙という2つの政治イベントのなかで、やや弱含む展開となった。10月は米ドル円が大幅上昇となったため、通常であれば日本株は上昇基調になるべきであるが、自民党総裁選の結果を受けた「高市氏ではなかったショック」に加え、石破政権の支持率が発足当初としては低い水準にとどまるなど、衆院選に向けてリスク回避的なムードが高まった。一方、衆院選の結果自公連立で過半数割れとなったが、今後行われる首班指名において石破氏が選出される可能性は依然として高いほか（詳細は後述）、比較第二党になった立憲民主党の野田党首の政治姿勢（中道リベラル）に

に対する安心感もあり、むしろ選挙後に株式市場は買い戻し優勢になった。

中国市場は、9月下旬に発表された一連の政策パッケージを好感し、10月初旬まで株価上昇となるもその後は一進一退となった。株式市場では当該政策パッケージが中国経済の転換を促すとの見方がある反面、抜本的な解決策にはならないとの見方も根強い。日本の90年代に照らせば、高度成長期待が剥落した現在の中国に求められる政策は、過剰供給能力の削減（企業淘汰の加速）と不動産のオフバランスシート化（≒銀行等が抱える潜在的な不良債権の処理）である。財政拡張と金融緩和以外の政策が今後出されるかどうか注目したい。



出所: Bloomberg

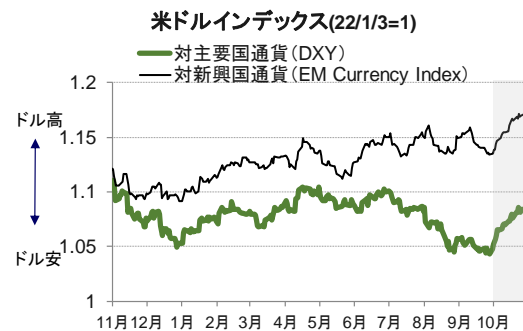


出所: Bloomberg

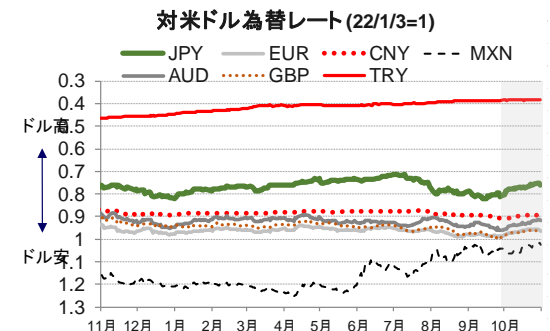
当面の株式市場の注目材料は、7-9月期企業決算、AI関連銘柄の業績に加え、米大統領選になろう。企業決算は総じて底堅いが、消費関連・小売りを中心に今後の業績ガイダンスの下方修正もみられている。自動車も値引き販売に伴う利益圧迫に加え、受注状況も不透明になりつつある。これらが加速すれば「逆業績相場」に転じる可能性も残る。また、10月は「レッド・スweep」を織り込んできたため、米大統領選でハリス氏が勝利したり、上下院でねじれになれば、レッド・スweepの織り込み剥落による株安も想起される。

③ 為替市場～強い米ドルの復活?

10月の為替市場は、急激な米ドル独歩高となった。8月以来米国の景気減速が強く意識されるなら、特に先進国通貨で米ドル安となったが、10月はその動きが反転した。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米ドル高の背景は、先述のとおり米国経済指標の底堅さに加え、いわゆるレッド・スweepも影響している。ただし、トランプ氏の主張がそのまま政策に実行された場合、米ドル高をもたらすかは不明である。事実、17年1月～21年1月の前回のトランプ政権時も、米ドル高にはならなかった（米ドル高になったのは16年11月の大統領選終了直後から16年12月末までの短期間であった）。

米ドル円相場も、強い米ドル独歩高の影響を受け上昇した。米ドル高要因に加え、自民党総裁選および衆議院議員選挙の結果を踏まえ、日銀の利上げタイミングが先送りされると

の思惑が生じたほか、当面は財政拡張的な政策が選択されるとの思惑もあり、円安に拍車がかかった面もある。ただし、10月31日の日銀政策決定会合では金融政策の据え置きが決定されたものの、植田総裁は記者会見において米国経済に対する不透明性の後退を背景に「今のような良い動きが続けば、時間的な余裕を持って見ていくという表現は不要になる」と述べたことが材料視され、米ドル円は下落した。

当面の為替市場の注目材料は、米大統領選になる。トランプ氏再選とレッド・スィープを織り込みつつあることから、仮にハリス氏が大統領に選出される場合、またトランプ氏が大統領に選出されても上下院でねじれが生じる場合、米ドル安にシフトする可能性があるとともに、政策低迷懸念による株安を誘発する可能性もある（株式市場もレッド・スィープを一定程度織り込んでいるとみている）。また、仮にレッド・スィープが実現しても、関税政策の行方によっては米ドル高にも米ドル安にもシフトする可能性がある（18年後半は中国に対する20%関税を導入したが、その後インフレ率は鈍化し長期金利は急低下した）。10月はレッド・スィープを織り込んだ金融市場だが、両者の差は僅差とみており結果は最後まで予測困難である。一方的な相場の織り込みはその後のリスクを増幅させているのではなかろうか。

3. 注目材料: 衆院選後の相場展望と注目材料

10月27日の衆院選挙は、自公与党合計で215議席（自民党:191、公明党:24）と、公示前の279議席から大きく減らした。一方、立憲民主党および国民民主党は議席を大幅に伸ばし躍進する結果となった。ただし、自公過半数割れは選挙前からある程度市場で予想されており、この結果自体が大きなサプライズではないとの見方もある。実際、選挙直後の28日以降の金融市場は為替がやや円安に振れたものの（米金利上昇が主因）、株高と若干の債券安（金利上昇）で反応した。

当面の注目材料は、次の首班指名とそれに向けた与野党連携の有無である。自公で過半数割れとなったが、旧安倍派5人衆のうち4人が選挙区で当選を果たしたほか、自民非公認候補を加えれば過半数に相応に近づくため、首班指名は自公+無所属議員で乗り切る可能性が高いとみている。一方、その後の政策協調には不透明感が残る。

立憲民主党が今回躍進したのは、野田氏という中道リベラル路線を前面に打ち出し、左派色を大きく後退させたことが効いているだろう。立憲民主党が中道リベラル路線を続ける限り（≒左派色の強い政策を封印する限り）、国民民主党や日本維新の会との連携も模索できよう。一方、共産党やれいわ新選組との距離は広がることになる。つまり、93年に誕生した細川政権発足時、つまり自民党が比較第一党ながら単独過半数を割り、野党が協力して大連立政権が誕生したときのような可能性は低い（故に、自公連立で首班指名を確保する可能性が高い）。一方、自公連立に国民民主党や日本維新の会が政策単位で協力できる可能性は残るが、自公に連立として政権参加するには、25年の参議院議員選挙をにらめばリスクも残る。

このような背景もあり、まずは24年補正予算、および25年本予算において、中道リベラル政党が要求する項目、つまり財政拡張的な政策の一部（最低賃金引上げに向けた企業支援、児童手当支給、教育費無償化範囲の拡大など）を段階的に導入することを通じて、当面の政策運営に必要な最小限の法案成立を目指すことなどが予想される。市場は財政拡張への警戒感を持つだろうが、自公政権自体コロナ禍後も拡張的な財政政策を行っており、そこから大きく逸脱するような予算規模（例えば消費減税など）にならない限り、金利上昇を想起させるような、例えば日本ソブリンの信用力を悪化させるほどの状況にはならないのではないか。

また、財政拡張と金融緩和はセットで議論されがちだが、利上げ余地を残す日銀の足元の金融政策に与える影響も大きくないとみている。日銀は、足もとの利上げは「超緩和の修

正」であり「引き続き緩和的な状態を続ける」としているからである。比較第二党に躍り出た立憲民主党も、野田党首は必ずしも日銀の利上げに否定的ではない。野田氏は12年に当時の民主党代表だったころ、異次元の金融緩和を唱える安倍元首相率いる自民党と論戦を繰り広げ、その後も異次元緩和、特にYCCが長期化したことを「ガラパゴス政策」と批判するなど過度な金融緩和に否定的である。また、10月13日付日経新聞の記事「立民の物価「0%超」目標の意味は 共同声明の綻び問う」の内容も興味深い。衆院選で立憲民主党が公約に日銀の2%の物価目標を「0%超」に見直すとしたことに対する論戦である。国民民主党の玉木代表は10月8日にX（旧ツイッター）に「現在2%前後の物価上昇率を0%近傍までに抑え込むためには、追加の利上げをはじめ、かなりのタカ派的な金融政策が必要」と投稿したことに対し、立憲民主党は同じX上で「誤解」と釈明した。泉前代表は「『0%近傍』という意味ではなく、『プラス領域』という意味」と説明したほか「次の内閣」のネクスト財務金融相、階猛氏も「我々は物価0ではなく実質賃金プラスを目標にしている」としたうえで「実質賃金プラスなら物価2%でも何ら問題ない」と弁明した。これらから見えるのは、①一定のインフレは必要で、②持続性を担保するためにも持続的な賃上げが必要、との主張であり、日銀が目指すものと大差ない。換言すれば、岸田前政権をみても明らかだが、政治家にとって最大の敵は「インフレ」である。過度な金融緩和が円安と輸入物価インフレの原因の一つであるとの見方は根強く、少なくともデフレから脱却しつつある我が国において、過度に緩和期的な金融環境を継続することは、再び過度な円安を招きかねないとの見方は根強い。

このように考えると、25年半ばの参院選挙（25年7月28日任期満了）までは、重要政策に大きな変化はなく、必要最低限の法案を通していくだけの政権運営が想定される。自公過半数割れという09年以来の事態にも関わらず、28日以降の金融市場がトリプル安のイメージに比べ落ち着いていたのは、このような市場の予想・期待があるのではなかろうか。

なお、中期的には以下の論点を整理する必要がある。

まず、自民党内に根強く残る「アベノミクス」支持との自民党内における「バランス」である。自民党は「保守政党」ながら、現実には「中道保守」から「国家主義的保守」までを包含するウィングの広い政党である（足元の立憲民主党も「中道リベラル」から「左派」までを取り込む幅広いウィングの政党である）。このウィングの広さが多くの有権者を惹きつけ、過去何度か生じた党の危機を救ってきた。つまり、自民党の中で主要政策をスイングさせることで「刷新感」を演出してきたと言える。一方、自民党政権が安定している時期は、常に中道保守と国家主義的保守のバランスが取れていた。安倍政権時の麻生氏、菅氏、そして岸田氏などである。岸田政権時も旧安倍派重鎮が主要閣僚に名を連ねていた（西村氏など）。ところが、足もとの自民党はこのバランスが大きく崩れている。旧安倍派が主体となる国家主義的保守層は、「政治とカネ」問題で今回の衆院選でも大きく勢力を後退させたほか、今後も当面は国民からの批判も根強く残ることが予想されるため、党および政権の重要ポストを担うことは難しい。このような「片肺」状態で自民党内の安定性を確保できるかは不透明である。過去にも自民党は分裂し、しかしその後は党勢を回復させつつ、連立の枠組みを通じて（一時的な下野時代を除き）政権を維持している。国家主義的保守層は地方を中心に自民党員に多いと言われており、高齢化の影響もあり、時間の経過と共に勢力を鈍化させるとの見方も根強い。こうした中期的な視点、および今般の立憲民主党の大勝とその背景にある「中道」政治に対するニーズの強さを踏まえ、自民党自体がどのように変化するのか、それとも連立の枠組みを拡大しつつ、結果としてこれまでの組織態勢を維持するのか。この視点が今後の日本の経済政策や諸外国との関係にも微妙に影響しうるため、注目している。

次に、自民党に負けにくいくらい広いウィングを持つ立憲民主党の政策の行方である。旧安倍政権以降「野党共闘」は一定の成果を挙げてきた。一方、左派色の強い政党との協調は、

国民の中に根強い「中道」「現実路線」ニーズを遠ざけてきたのも事実であろう。その反省もあり、中道色が強い野田氏が党首となり、今般の衆院選である程度の党勢の「刷新」が出来た。ただし、敵失（自民党が抱えた「政治とカネ」の問題）により、前例の無いほどのフォローが吹いたのも事実であり、今般確保した 148 議席は必ずしも実力ではない。政権を担うことが出来る「中道」の「現実路線」への転換は、それをすればするほど党内の反発を誘発するという矛盾を抱えている。

このように、比較第一党および第二党双方が内部に矛盾を抱える状況下、これが今後の政界再編のカタリストになる可能性も（足もとでは小さいながら）若干残っている。25 年参院選を経て、国民の意識の変化に加え、政党の枠組みの変化の有無にも注目したい。

(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