

2023年7月21日 全3頁

内外経済とマーケットの注目点 (2023/7/21)

東京市場では YCC の早期修正観測が一旦後退したと考えられる

リサーチ本部 理事 野間口毅

[要約]

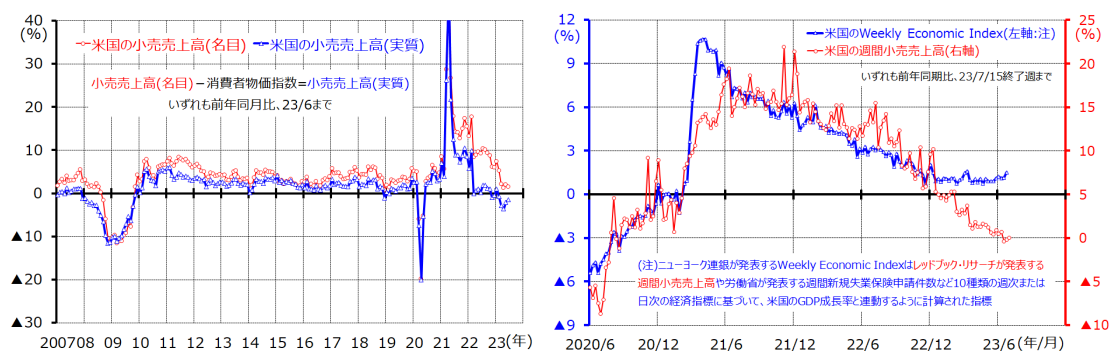
- 米国経済のソフトランディング期待や FRB の利上げ打ち止め期待が続く可能性がある。
- 中国では不動産不況が経済や株式相場の重荷になっている可能性が高い。

米国経済は失速することなく低空飛行を続けていると考えられる

米商務省が 7/18 に発表した 6 月の小売売上高は前月比で 0.2% 増と市場予想 (Bloomberg が集計したエコノミスト予想の中央値) の 0.5% 増を下回った。また、前年同月比では 1.5% 増だったが、米労働省が発表する消費者物価指数の前年同月比を差し引いた実質ベースでは 1.5% 減と 5 カ月連続で減少した。一方、レッドブック・リサーチが発表した 7/15 終了週の週間小売売上高は前年同期比で小幅ながら 2 週連続で減少したが、この週間小売売上高を含めた 10 種類の経済指標に基づいてニューヨーク連銀が発表する Weekly Economic Index は前年同期比で低水準ながらプラス圏を維持している。米国経済のメインエンジンである個人消費は力強さに欠けるが、米国経済は失速することなく低空飛行を続けていると考えられる。

バンク・オブ・アメリカが 7/18 に公表した 7 月の機関投資家調査 (7/6~13 実施) によると、今後 1 年で世界経済がソフトランディング (軟着陸) に向かうと予想した投資家の比率が 68% と前月の 64% から上昇したが、投資家は米国経済についてもソフトランディング期待を強めている可能性があるだろう。

図表 1：米国の小売売上高 (名目及び実質)、米国の Weekly Economic Index と週間小売売上高



(出所) Bloomberg より大和総研作成

大和証券グループ 株式会社大和総研 丸の内オフィス 〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号 グラントウキョウノースター

このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等とはご遠慮ください。

目先の米国市場では7/25～26のFOMCが最も注目される。CMEのFedWatchツール（FF金利先物レートから計算されるFF金利誘導目標の到達確率、日本時間7/21朝時点）によると、今回のFOMCでは0.25%の利上げがほぼ確実だが、9月以降のFOMCでは利上げは行われず、来年3月から利下げが始まる確率が優勢となっている。FRBのウォラー理事が7/13の講演で年内2回の利上げを支持したこともあり、FRBのパウエル議長も今回のFOMC後の記者会見では市場の利上げ打ち止め期待をけん制すると考えられる。しかし、目先の米国市場では米国経済のソフトランディング期待やFRBの利上げ打ち止め期待が続く可能性があるだろう。

図表2：FF金利先物レートから計算されるFF金利誘導目標の到達確率（日本時間7/21朝時点）

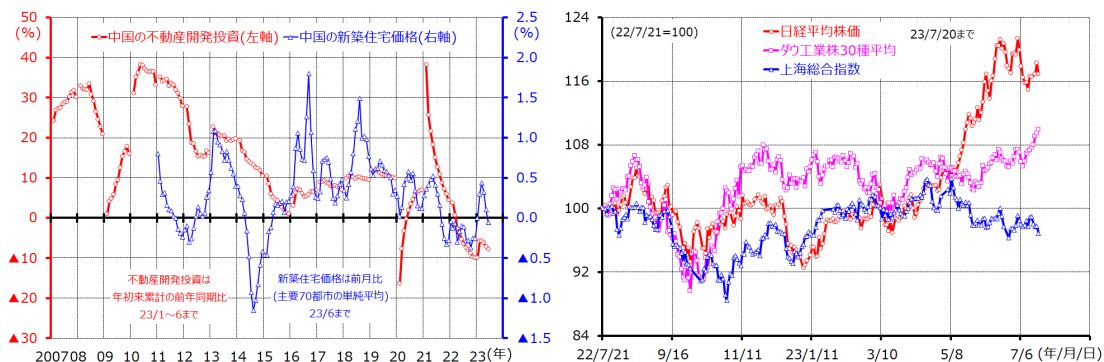
FOMC終了日	3.00～3.25%	3.25～3.50%	3.50～3.75%	3.75～4.00%	4.00～4.25%	4.25～4.50%	4.50～4.75%	4.75～5.00%	5.00～5.25%	5.25～5.50%	5.50～5.75%	5.75～6.00%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.6%	0.4%	0.0%
9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	82.6%	17.3%	0.1%
11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	63.9%	32.1%	4.0%
12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.1%	58.4%	27.2%	3.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	29.7%	46.1%	17.8%	2.0%
3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	18.0%	38.6%	30.8%	9.3%	0.9%
5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	17.9%	38.3%	30.9%	9.5%	1.0%	0.0%
6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	9.4%	27.1%	35.0%	21.2%	5.7%	0.6%	0.0%
7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	8.2%	24.6%	33.9%	23.2%	7.9%	1.3%	0.1%	0.0%
9/25	0.0%	0.0%	0.8%	7.0%	22.0%	32.4%	24.9%	10.3%	2.3%	0.3%	0.0%	0.0%
11/6	0.0%	1.1%	7.7%	22.5%	32.0%	24.2%	10.0%	2.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
12/18	0.1%	1.5%	8.8%	23.2%	31.5%	23.2%	9.4%	2.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

(注) 現在のFF金利誘導目標は5.00～5.25%

(出所) CMEのFedWatchツールより大和総研作成

中国国家统计局が7/15に発表した6月の新築住宅価格（主要70都市の単純平均）は前月比で小幅ながら値下がりした。中小都市を中心に住宅販売が低調で、2022年12月以来の値下がりとなった。低調な住宅販売は家電や建材の需要も下押ししている可能性が高い。また、中国国家统计局が7/17に発表した1～6月の不動産開発投資は前年同期比で7.9%減少した。一方、経営再建中の不動産大手、中国恒大集団は、発表を延期していた21年12月期、22年1～6月中間期、22年12月期の連結決算を7/17に発表した。発表によると、21～22年の最終損益合計が単純合算で約5800億元（約11兆2000億円）の赤字となり、債務超過に転落した。住宅市場が低迷したことによる開発用不動産の評価減（21～22年の合計で約3800億元）に金融資産の減損損失などが加わり、赤字が膨らんだ。中国の不動産業は関連産業を含めると国内総生産（GDP）の3割を占めるとの試算もあり、新築住宅価格の値下がり、不動産開発投資の減少、中国恒大集団の経営難で示される不動産不況は中国经济や上海株式相場の重荷になっている可能性が高い。

図表3：中国の不動産開発投資と新築住宅価格、日経平均株価及びダウ工業株30種平均と上海総合指数

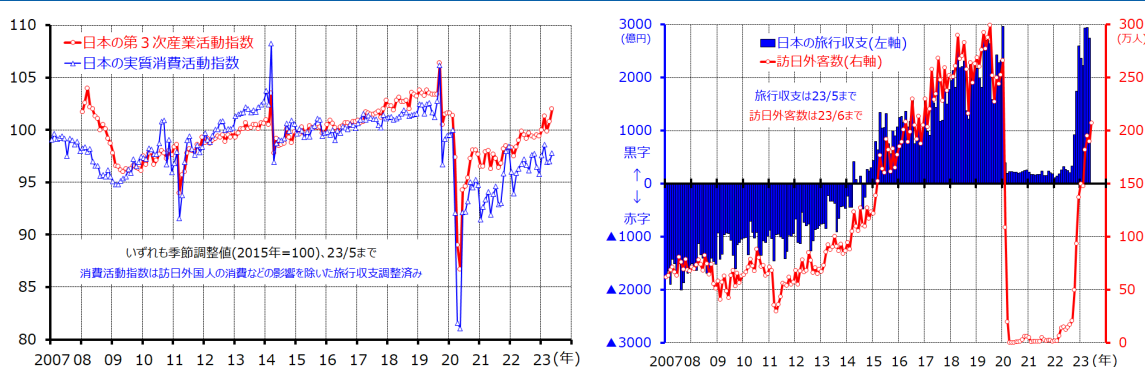


(出所) Bloombergより大和総研作成

日本では5月の第3次産業活動指数が上昇し、6月の訪日外客数も回復した

日本では経済産業省が7/18に発表した5月の第3次産業活動指数が、前月比で2カ月連続上昇して19年9月以来の高水準となった。新型コロナウイルス感染症が5/8から「5類」に移行したことなどを受け、個人向けサービス活動を中心に正常化が進んだ。また、日本政府観光局が7/19に発表した6月の訪日外客数は207.3万人と、コロナ禍前の19年6月(288.0万人)の約72%の水準まで回復した。中国政府が日本への団体旅行規制を続けており、中国本土からの訪日客は20.8万人と19年6月(88.0万人)の約24%の水準にとどまっているが、インバウンドの回復もサービス業を中心に日本経済の正常化に寄与していると考えられる。

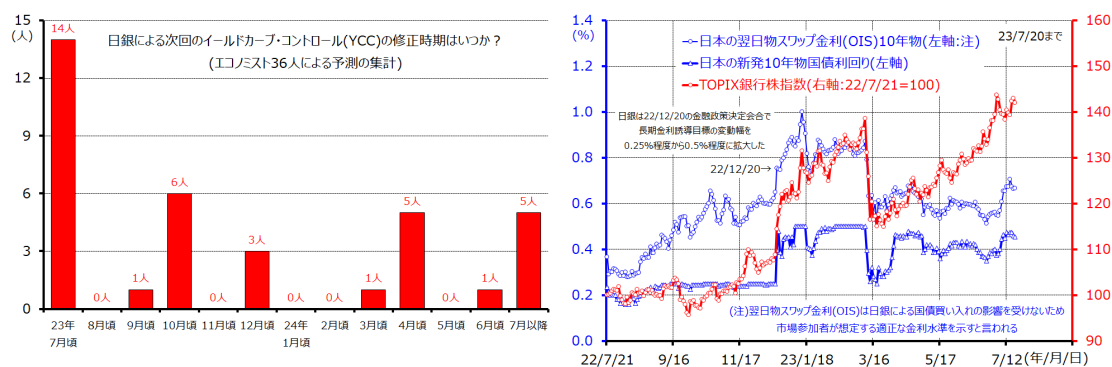
図表4：日本の第3次産業活動指数と実質消費活動指数、日本の旅行収支と訪日外客数



(出所) 経済産業省、日本銀行、財務省、日本政府観光局より大和総研作成

日本経済研究センターが7/11に公表した7月のESPフォーキャスト調査(エコノミスト36人による予測の集計、回答期間は6/28~7/5)によると、日銀による次回のイールドカーブ・コントロール(YCC)の修正時期は「7月頃」の予測が最も多く、具体的な修正内容は「YCCの廃止」と「長期金利誘導目標の変動幅拡大」の回答が多かった。また、7/18の東京株式市場では日銀が7/28~29の金融政策決定会合でYCCを修正するとの思惑から銀行株の上昇が目立った。一方、ロイター通信によると、日銀の植田総裁は7/18に、インドで開かれた20カ国・地域(G20)財務相・中央銀行総裁会議の終了後に記者団の質問に答えて「基本的に持続的・安定的な2%のインフレ達成というところにまだ距離がある、との認識がまだまだある」(ロイター)と言及した。植田総裁の発言を受けて、東京市場ではYCCの早期修正観測が一旦後退したと考えられる。

図表5：エコノミストによる日銀のYCC修正時期の予測、日本の翌日物スワップ金利(OIS)10年物及び新発10年物国債利回りとTOPIX銀行株指数



(出所) 日本経済研究センター、Bloombergより大和総研作成