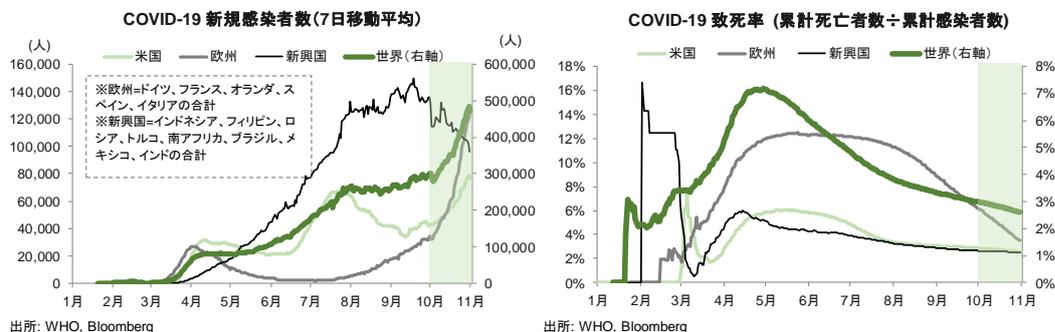




- **マクロ経済展望:** 新型コロナ感染再拡大とロックダウン、中国を中心に経済回復ペースが鈍化するなど複数のリスクオフ材料に見舞われた。一方、いずれの材料も将来に向けた市場の期待を剥落させるものではなく、金融・財政両面からの支援継続もあり、市場は3-4月のような極端なリスクオフにはなっていない。
- **主要資産市場動向:** 債券市場では米長期金利の上昇、株式市場は世界的に軟化、為替市場ではバイデン勝利を意識したいわゆる「バイデン銘柄」の動きが注目された。しかし、どの市場も必ずしもマクロ経済展望で主張したようなリスクオフ材料が強く影響しているわけではない。
- **注目材料:** 10月の債券、株式、為替の各市場では、異なった材料によって市場変動が説明されているようである。しかし、マルチアセットの予想をする際に重要なのは、各資産間での矛盾の無いシナリオ設定に他ならない。10月の相場を振り返り、矛盾のない説明を試みた結果、中期的なマクロ経済回復期待が継続しているとのシナリオで各市場の動きを説明することができる。

1. マクロ経済展望 ~ 複数のリスクオフ材料

10月は、欧州を中心に新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の新規感染者数（PCR ポジティブ判定者数）が再拡大するなか、米国の追加財政支出が議会決議できなかったことに加え、中国をけん引役とした4月以降の経済活動回復ペースが足元で鈍化するなど、マクロ経済活動の持続的回復に関する期待が緩やかながら剥落しているとの見方が広がった。

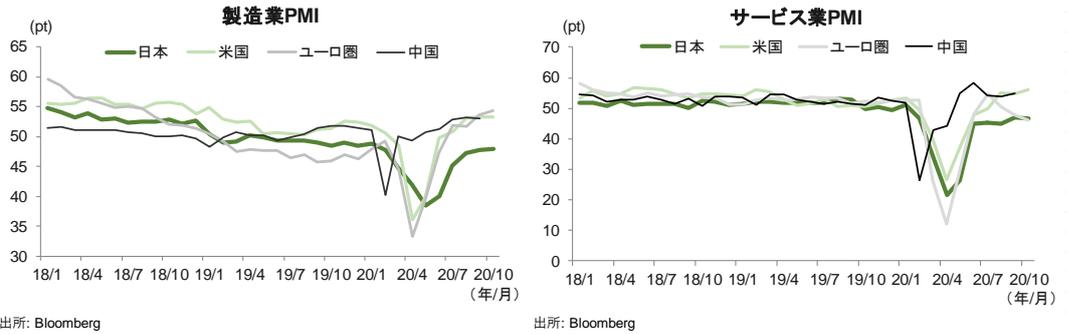


欧州における COVID-19 新規感染者数は、10月以降級数的な拡大となった。米国も欧州ほどではないが感染者数が拡大している。新興国の新規感染者数は減少基調にあるものの、世界全体では欧州および米国のトレンドを反映し急速に増加している。前月の当レポートで指摘したように、欧米諸国など感染急拡大が見られる地域でも COVID-19 による致死率は低下傾向にあるが、致死率が低下基調にあっても、2月の中国（新規感染者数はピーク時でも5,000人以下/日）を大幅に上回る規模の新規感染者数となり（10月末時点ではフランスの45,000人超/日を筆頭に、主要国の中では最も新規感染者数が少ないドイツも15,000人/日となっている）、フランスや英国などの欧州諸国を中心に、都市部を中心とした短期的かつ部分的な経済活動停止（実質的なロックダウン）を余儀なくされた（前月の当レポートで指摘したように、欧米では致死率10%超を一時的ながら経験しており、我が国で実感する以上に COVID-19 は身近でかつ恐怖の対象となっている）。

短期的には、欧州諸国で経済活動を犠牲にする手段が選択されたものの、中長期的な展望としては、with コロナを前提に経済活動を元の水準に戻せるか否かは COVID-19 による致死率が今後も継続して低下するか否かに依存するという見方に変わりはない。そして、COVID-19 による致死率は全世界的に緩やかな減少傾向にあるため、今般の短期的かつ部

分的なロックダウンは、該当国・地域の経済活動回復の時期を先送りすることは意味しても、元の状態に戻らないことは意味していないと考えている。

足元の世界経済は、5月以降の急速な回復を経て足元では回復ペースが緩やかになりつつある。そのけん引役である中国も足元はスローダウンの様相となっており、最近発表される経済指標（いずれも数か月～1カ月前の経済実態を表したもの）は堅調な反面、金融市場が織り込む将来のマクロ経済環境は、欧州諸国のロックダウンも相まって悲観的になりつつある。米国では、結局大統領選までに追加経済対策はまとまらなかった。



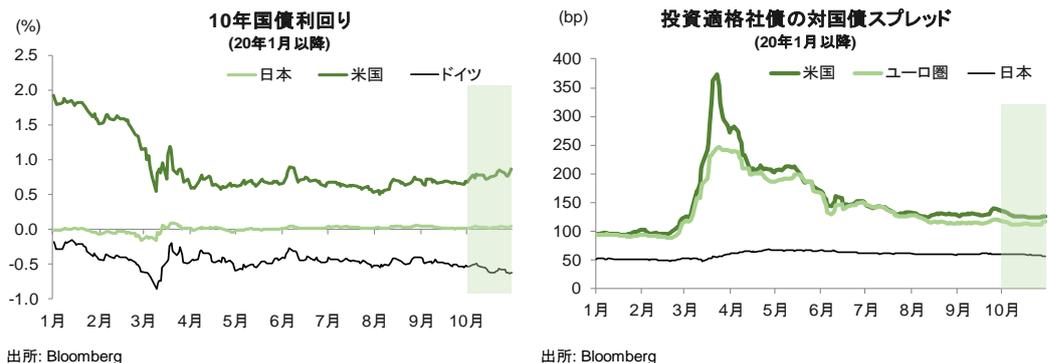
一方、それでも市場は3-4月のような極端な動きは見られていない。3-4月との違いとして、中銀による強力な金融市場支援策（特に米ドルの流動性を中心に市場流動性を潤沢にしていること）や各国政府による財政拡張策（企業支援目的のものが多い）が継続していることも忘れてはならない。しかし、本質的には、依然として今後のマクロ経済回復に関する楽観的な見方が優位にあり、市場の極端な動きを抑制しているとみている（詳細は後述）。

これから1か月近くは、上記よりも、米大統領選および米上下院選挙の結果、および新政権の政策に市場の関心が大幅にシフトするだろう。前月の当レポートで指摘したように、いわゆる「Blue Wave」（バイデン氏当選に加え上下院とも民主党が過半数を確保するシナリオ）は、彼らの政策綱領を実施するのであれば、中長期的には株式市場にとってネガティブとなることに加え、米国の潜在成長率を低下させることを通じて、米ドルの信認にも影響しうることを意識したい。この辺りの考え方は、来月の当レポートで、米大統領選結果を踏まえた分析を含めて改めてご披露したい。

2. 主要資産市場動向

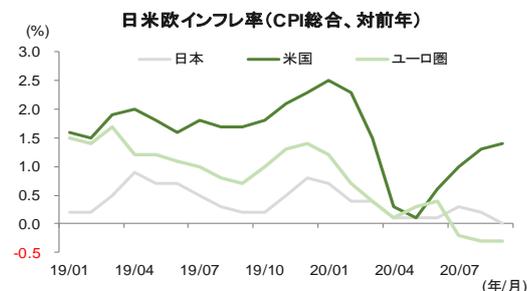
① 債券市場～日米欧中銀の緩和策長期化を織り込む

10月の債券市場は、ドイツ長期金利が低下基調になる一方で、米国長期金利が上昇し市場の注目材料となった。クレジット市場では、安定的な米国に比べ、欧州のクレジットスプレッドが若干ワイド化した（背景にはCOVID-19感染再拡大による経済活動低迷への懸念がある）、足元安定化しつつある企業業績や7月以降の格下げ件数の減少などもあり、総じて安定していた。



欧州の金利低下は、COVID-19 新規感染者数急拡大や足元の経済回復ペースの鈍化が意識されたものであるが、10月は米国でもCOVID-19は再度問題視されるようになってきている。そのなかでの米国の金利上昇は、「Blue Wave」による財政拡張策が国債需給を軟化させるとのシナリオが材料とされているが、財政拡張規模にバイデン氏とトランプ氏の間大きな差は無く説得力に欠ける。欧州金利が低下するなかで米金利が上昇していることを説明するためには、インフレ率の推移を重視する必要がある。

欧州は、今年半ば以降のユーロ高(対米ドル)やCOVID-19感染再拡大等を背景にした足元のマクロ経済回復ペースの鈍化などが相まって、インフレ率はマイナス化している。一方、米国は力強いエネルギー価格回復や堅調な帰属家賃に加え、多くの品目で安定した物価推移となっており、足元は1%を超える水準にまで回復している。その結果、将来の政策金利見通しも上昇しており、名目金利上昇の主因になったとみている。FRBが9月のFOMCで導入した新たな金融政策の枠組みは、必ずしも細部にわたって具体的かつ透明なものではなく、市場には株価の持続的な上昇等による資産バブル懸念が生じればインフレ率が回復しなくとも利上げが実施される可能性がある、との見方を持っている。市場は、実際に生じるのが数年先であっても、それが確実視されるならば、現時点で価格に織り込む。このため、米長期金利が安定化するためには、数年先まで政策金利は上がらないということだけではならず、例えば「資産バブル懸念が生じても、財政拡張策を支えるために名目金利を低位で安定させる」ようなFRBによる強いコミットメントの追加が必要になる。マクロ経済が依然として病んでいる状態もしくは病み上がり状態が長期化する可能性があるなか、長期金利の「上がりすぎ」は相場センチメントを崩す材料になる。当面は長期金利が1%を大幅に超えるかどうかが焦点の一つになる。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

今後は、米国は大統領選、欧州は12月のECB理事会(12月のECB理事会にて追加緩和が決定的となった。内容は、資産買入プログラム(PEPP)の拡大(および/もしくは)TLTROⅢの拡大が期待されている)が注目材料となるが、順番としてもインパクトとしても重要なのは米大統領選とみている。

② 株式市場～総じて下落も要因は明らか

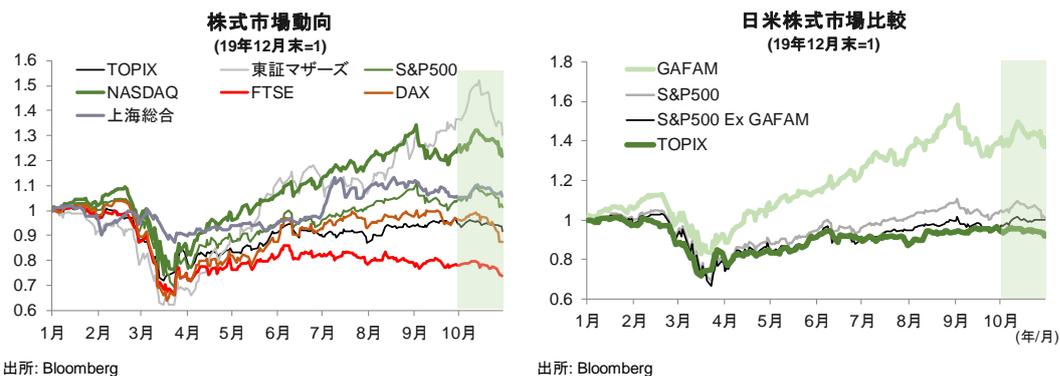
10月の世界の株式市場は、総じて下落基調となった。足元バブル的様相を呈していた東証マザーズ指数も、10月中盤をピークに下落に転じた。米株の下落が強調されがちだが、実態はGAFAMのパフォーマンス悪化を主因としており、必ずしもCOVID-19新規感染者数拡大による経済活動低迷への懸念が表れているわけではない。

GAFAMを中心としたIT関連株の下落は、①高値警戒感の台頭、②個別株オプション市場の過熱感への警戒等の短期材料に加え、③経済活動再開を見据えた調整、などが主因とされていたが、10月以降③要因が後退しつつ、④Blue Waveへの懸念、が徐々に織り込まれつつあるのではなかろうか。バイデン氏が政策綱領においては大きく主張されていないが、民主党左派は予めからGAFAMの解体を主張している。市場は「解体」は非現実的として注目していないが、GAFAMへの規制強化や徴税強化などが実施される可能性はある。

前月の当レポートで主張したように、バイデン氏が政策綱領通りに政策を実施すれば、短期的には大統領選確定による不透明性払しょくとして財政拡張への期待によりリスクオンになる

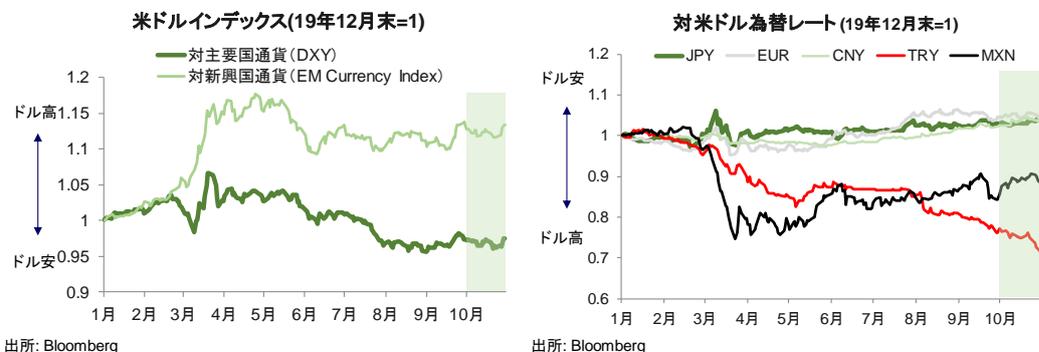
可能性は否定しないが、中期的には税制、環境、外交・安保等の各分野で、市場は不透明性を意識したりリスクオフになる可能性があることに加え、GAFAM への規制強化に乗り出すか否かは、株式指数に甚大な影響を与えるため注視したい（おそらく大統領選後半年程度の猶予をもって実際に規制強化をするか否かの方針が打ち出される可能性がある）。

なお、今後の株式市場については、上記 IT 関連銘柄以外については、足元の下落の背景が COVID-19 新規感染者数拡大や中国等の回復ペース減速などが主因であるならば、下落はトレンド化せず、中期的には下落局面が良好な買い場になるとみている。



③ 為替市場～米ドル安が注目材料に

10月の世界の為替市場は、Brexit にかかる不確実性の高まりや、COVID-19 新規感染者数増加等を主因に欧州通貨（ユーロおよびポンド）が伸び悩む（対米ドル）なか、日本円や中国元に加え、新興国通貨でもメキシコペソが堅調に推移した。一方、トルコリラは中銀の政策やインフレ懸念に加え地政学情勢もあり、下落基調となった。



以上のように対米ドルではまちまちの動きとなった背景には、為替市場でも Blue Wave が意識されつつあることがある。具体的には、20年入り後から足元までの対米ドル相場の変化をみると、COVID-19 の影響や各通貨の個別要因による面もあるが、ブラジルレアル、トルコリラ、ロシアルーブルが大幅に下落した一方、人民元は上昇している。メキシコペソも、市場が Blue Wave を本格的に織り込みはじめた10月以降上昇している。

中国元やメキシコペソの対米ドルでの上昇は、バイデン氏の外交政策（移民政策を含む）がトランプ政権との比較で同盟国との関係や国際ルールを重視したアプローチをとるとの見方を背景にしている。一方、ロシアに対しては国際ルールを重視するほど制裁強化になるだろうとの見方が根強く、そのロシアからミサイル防衛システムを導入したトルコへの制裁も予想される。環境政策においても、アマゾン熱帯雨林消失問題で批判されているブラジルのボルソナロ大統領への批判を強めるとの見方が根強い。ただし、このような為替市場の動きと米大統領選を絡める意見は「みせかけの相関」のリスクをはらむとみている。例えば中国元高は、米大統領選を市場が意識するまえから既に緩やかな上昇基調にある。基本的には、いち早く経済活動を回復させるなかで、中国元の評価が高まったと考えるべきであろう。現

在の為替市場が話題としている「バイデン銘柄」論は、とりわけバイデン氏の外交・貿易姿勢に対する市場の誤った見方を反映している可能性が高く、米大統領選後の一つのリスク要因となろう。

また、バイデン氏勝利の場合、米ドル安を主張する向きも多い（財政拡張策が米ドル安を招くとの見方）が、これも説得力に乏しい。そもそも財政拡張は米株高要因とされ（当レポートでは異なる視点を提供しているが）、その結果金利が上昇するのであれば、単なる米景気回復シナリオとなり（実際、米国債券市場はそれを織り込んでいる）、むしろ米ドル高になるのではないか。このシナリオは米ドル円相場を語る際に多用されており、確かに足元は緩やかながら米ドル安・円高基調となっているが、いささか短絡的ではないかとみている。

3. 注目材料～ 10月の各市場動向をどのように理解すべきか

マルチアセットの相場観を語る際に最も注視しなければならないのは、各市場の予想に際して用いる前提条件（マクロ環境、中銀の金融政策、市場が注目する材料など）に矛盾が無いようにすることである。しかし、当レポートの読者の多くは、10月の世界の金融市場の動きを顧みれば、まさに矛盾があるのではないかと感じるだろう。

例えば、10月の軟調な株式市場を説明する場合、多くはCOVID-19や米追加経済対策不発を主な理由としている。しかし、仮にCOVID-19が主要因であるならば、コロナ禍で飛躍的な業績拡大が期待されるGAFAMが売られることを説明できないし、米長期金利が上昇することも説明できない（通常、マクロ要因と需給要因ならマクロ要因が強い）。一方、為替市場では、COVID-19や米追加経済対策不発はあまり議論されず、もっぱら米ドル安が話題になっているが、米国の財政拡張（そしてそれは株高要因とされ）であるとされる（推測だが、米ドル安と主張する向きは、米ドルの信認の低下を意識しているのかもしれない）。

このように各資産市場によってテーマも予想も異なった10月を市場参加者はどのように考え、11月以降の相場観に活かすべきかを考える。

まず、マルチアセットの相場観を考える場合に最初に確定させたいのがマクロシナリオである。10月に相場のセンチメントを悪化させた要因は、COVID-19、米財政拡張策の先送り、中国経済の回復ペース鈍化などで、いずれもマクロ経済の本格的な回復時期を「先送り」するものであるが、それに対する（将来に向けた）期待が剥落したわけではない。COVID-19による致死率も緩やかに低下しており、withコロナを前提にした経済活動回復を否定するものでもない。理論的にも、将来キャッシュフロー水準が安定化するのであれば、足元の1-2年程度の期待キャッシュフローの減少が資産価格に与える影響は軽微であり、このような事象に対して市場は極端なリスクオフで反応することは少ない。

一般的に、流動性のある市場ほど市場参加者の相場観は短期的かつ場当たりのになりやすく（過去の事象を説明しやすいシナリオを因果関係の精査なく当てはめること）、そのような場当たりの相場観に多くの市場参加者は心理的に影響を受けてしまう。しかし、上記のことを理解すれば、今年3月に各国中銀が市場流動性の崩壊に対し爆発的な規模の流動性（主に米ドル）を供給したのちに、瞬く間に相場が回復したことが理解できる（流動性相場（金余り）が主因ではない）。まずは、しっかりとした中期シナリオとして、「経済活動回復」が崩れていないことを確認したい。

次に、米長期金利をどのように見るべきか。バイデン政権下での拡張的な財政政策が長期金利上昇の主因とされることが多いが、バイデン氏とトランプ氏の間で財政拡張規模に大きな差があるわけではなく説得力に欠ける。インフレ率と将来の政策金利への織り込み、およびその背景にある中銀の金融政策の本質を読み取れば、現状を説明することは難しくないことは前述したとおり。むしろ、将来のマクロ経済（≡インフレ率）や資産価格（リスク資産価格）を意識している点では、マクロシナリオと整合的と言える。ただし、今後のことに敷衍すれば、財政拡張策を続けることで景気下支えが実現し、結果としてインフレ期待や名

目金利を上昇させるというサイクルは、いずれ破たんする。米大統領選の結果に依存するものの、例えば米国の潜在成長率が長期的に低下すると考えれば、財政拡張と共に名目金利を低位に安定させるようなFRBによる強いコミットメントが必要になろう（さもなくば、名目金利上昇によりマクロ経済のモメンタムと市場センチメントが悪化し、2018年後半のような事象が生じる）。

次に、株式市場はどうか。株式市場の欄でコメントしたとおり、米国株式の基調は10月も然程悪くなかった（S&P500からGAFAMを除いた495銘柄のパフォーマンス）。指数が大幅に下落したように見えるのは、GAFAMを含むIT関連銘柄のパフォーマンスが悪かったからである。つまり、株式市場も中期的なマクロ展望を失望視しているわけではない。加えて、民主党政権になることによるGAFAM解体論を含むネガティブなヘッドラインに反応していると考えられるべきであろう。

最後に為替市場だが、個別銘柄の動き（対米ドル）よりも米ドルインデックスに注目したい。10月の米ドルインデックスは、対主要国通貨、対新興国通貨共に若干の上下動を伴いつつも安定していた。為替市場は相手通貨との「相対的なバランス」が重要になる。例えばCOVID-19対策が奏功している中国や日本が対米ドルで上昇しているものの、上昇幅は限られており、必ずしも10月の為替市場がCOVID-19を強く意識していたわけでもなさそうである。むしろ、中期的なマクロ経済活動の回復期待が剥落しないため、米ドルと日本円に加えユーロなどの先進国通貨との間での価値の大幅な変動は見られなかったと考えるべきであろう。

10月の相場のインプリケーションは、①注意深い分析に基づく中期的なマクロ経済シナリオの設定が重要であり（マクロ経済失速懸念が強いが、中期的なマクロ経済回復シナリオが崩れているわけではない）、②それに基づく各資産市場の予想を策定し、③市場コンセンサス（≒多くのマスコミが喧伝する相場材料）との乖離に注目し、④ポジションを形成・修正すること、である。当レポートの①に基づく、中期的には米長期金利の上昇は正当化され、株安は（GAFAM以外は）否定され、円高は否定される。

なお③は、短期的な材料が中期シナリオを変化させない場合に乖離が大きくなる傾向があり、今後特に注意したい。（逆説的になるが）今後仮に中期的なマクロ経済シナリオ（時間を要するかもしれないが数年後にはコロナ前の名目GDP水準に戻るという期待）が変化するような材料が出る場合、（短期的には多くの市場参加者が気付かなくても）中期的に相場センチメントが大幅に変化する可能性があることは強く意識しておきたい。足元、その材料になりうるのが、米大統領選挙である（Blue Wave発現の場合、新政権がどこまで政策綱領通りの政策を実施できるか、もしくは実施したいと思うか）。当領域は、来月の当レポートにて、米大統領選結果の分析を踏まえ、改めてご披露したい。

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