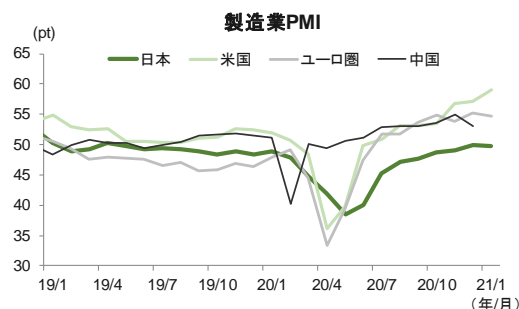




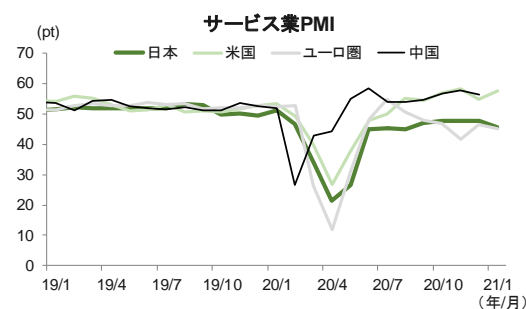
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** 当面のグローバル・マクロ経済は、緩やかな改善基調にあるとみている。1-3月は若干の減速となろうが、ワクチンへの期待や、主要国の財政・金融政策による支援もあり、過度な落ち込みは避けられよう。債券市場では米長期金利上昇が見られたが、持続的に長期金利が上昇する可能性は低い。米国株式市場における特定銘柄の価格乱高下が注目されるが、財政・金融政策の継続期待も強く株価下落局面は買い機会と捉えられよう。為替市場では米ドル高となったが、こちらも持続力に欠ける。総じて、2月は狭いレンジのなか1月の巻き戻しを中心とした動きになるだろう。
- **注目材料:** 米バイデン政権が発足した。いわゆる「トリプル・ブルー」を市場は好感しているが、金融市場は「薄氷のトリプル・ブルー」ゆえに、左派色の強い政策の実現可能性が低下していることを好感している。一方、今後のバイデン政権は、①追加経済対策、②対中政策、および③トランプ氏のレガシーとの戦いなど、困難な政権運営を迫られる可能性が高い。財務省とFRBが「一枚岩」であることが当面の「お守り」になろうが、お守りがどこまで政権を守れるのか注目される。

1. マクロ経済展望 ~ 回復ペース鈍化ながら、経済活動回復への期待は根強い

グローバル・マクロ経済は、新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) の影響により不確実性が残るなか、ワクチン開発や各国の財政・金融政策継続への期待もあり、緩やかな成長軌道をたどっている。12月の製造業購買担当者指数 (PMI) は中国の減速基調が鮮明になる反面、米国や日本は回復基調を維持した。なお、日本は製造業・サービス業ともに米欧および中国との対比で回復が遅れている状況に変わりはない。



出所: Bloomberg

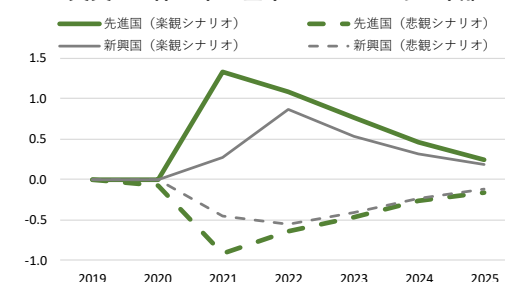


出所: Bloomberg

1月28日に発表された米国の20年10-12月期実質GDP成長率 (1次速報値) は、前期比年率 (季調済) +4.0% (前期は同+33.4%) となり、プラス成長を維持も成長ペースは大幅に鈍化した。実質GDP水準も19年10-12月期を▲2.5%下回っている。この結果、20年通年の成長率は前年比▲3.5%と09年以来のマイナス成長となった。

1月26日、国際通貨基金 (IMF) は世界経済見通しの改訂版を公表した。20年の世界の実質GDP成長率を前年比▲3.5% (20年10月公表値は同▲4.4%)、21年は同+5.5% (20年10月公表値は同+5.2%) と、いずれも上方修正した。22年は前年比+4.2%とされ、修正は無かった。IMFは今回の見直し修正を「政策支援とワクチンが経済活動を活性化させる見直し」としている。

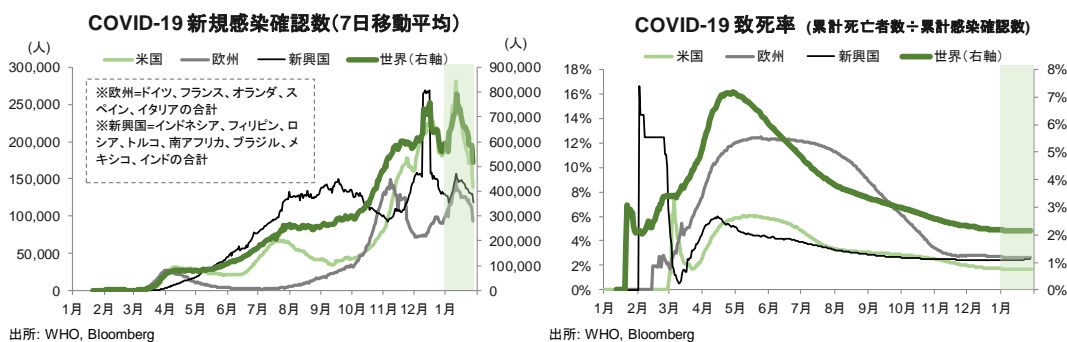
実質GDP伸び率の基本シナリオからの乖離



注: 2020年以降はIMFによる見直し

出所: IMF

同時に IMF は見通しについて、依然として不確実性が高いことを指摘。上振れリスクとして「ワクチン製造・普及や有効な治療法に関する好材料による感染収束の加速」「想定以上の財政政策の実施」を挙げる一方、下振れリスクは「予想よりも強固なロックダウン（ワクチンが普及する前の感染急拡大など）」や「医療の遅れ（ワクチン普及遅延・接種忌避・短い免疫有効期間・治療法改善の遅れ）」、「社会不安の高まり」「財政支援の縮小」を挙げている。これを踏まえた 2 種類の代替シナリオは、楽観シナリオの上振れ幅、悲観シナリオの下振れ幅についていずれも新興国より先進国の方が大きく、また新興国は先進国に遅れて影響が及ぶとしているのが特徴であり興味深い。



COVID-19 新規感染確認数は、世界的に高水準での推移となっているが、1 月下旬以降は下落基調にある。Sars-Cov-2 変異種（感染力が増したもの）への懸念がみられるが、それよりも懸念されるのが、足元の COVID-19 致死率が低下しなくなりつつあることである。通常、感染力を増したウイルスは、自然淘汰の結果としてその毒性を弱める傾向がある。反面、Sars-Cov-2 は発症（発熱・咳など）する数日前からウイルスを拡散する（不顕性感染）ため、感染したヒトの予後（≒致死率）はウイルスの生存戦略と乖離する（≒感染力が高い変異種が生存する一方で、毒性（≒致死率）が低下しない）可能性もある。中期的に 2% の致死率（インフルエンザの数十倍）を人類は容認できるのだろうか。

欧米諸国を中心に接種が進むワクチン（mRNA ワクチンやウイルスベクターワクチン）は、いずれも IgG 抗体（ウイルスがヒトの細胞に感染後に威力を発揮するもの）をヒトの体内に形成することを促すものであり、IgA 抗体（ヒトの粘膜にウイルスが付着するのを防ぐ（≒感染予防））が形成されるわけではないとされる。一方、mRNA ワクチンの治験では 90% 以上の治験者に中和抗体（ウイルスを駆除する力のある抗体）が形成されることが報告されるとともに、発症率も大幅に低下することが報告されているため、ワクチン接種が進むと発症者数減→重症者数減→死亡者数減を期待することはできる。

なお、ワクチン接種により抗体が形成されても、ウイルスに感染し未発症の状態ウイルスを拡散させることや、感染力を更に高めた変異種の出現の可能性も残る。ワクチン接種にも関わらず、感染率（感染者数÷人口）が上昇することを通じて感染者数が減らないことも視野に入れておくべきであろう。長期的には、ワクチンによって致死率が低下するか否かが、with コロナ前提で人類がヒトとヒトとの接触を通じた経済活動を元の水準に戻せるかのカギを握っている。

なお、①Sars-Cov-2 の変異はスパイクタンパク質で生じていること（極端な弱毒化の可能性は低くまたワクチン開発も比較的容易）、②mRNA ワクチン等の最先端の技術を活用すれば数か月程度で亜種対応のワクチン開発が可能であること、等に鑑み、中期的には楽観的な見通し（つまり with コロナ全体で人類は元の生活スタイルに戻せる）を持っている。

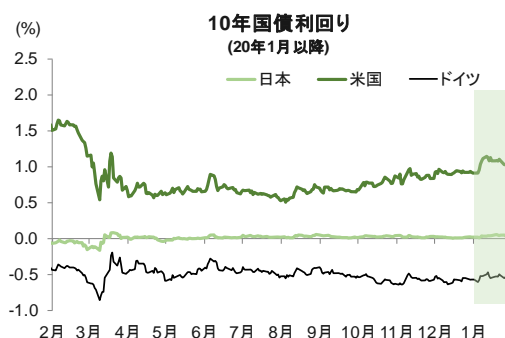
今後の注目材料は、①米新政権の政策（とりわけ議会民主党をどのように取りまとめ、一方で共和党と歩調を合わせていくのか。詳細は後述）、②新型コロナ対策（財政・金融政策）、および③新型コロナ情勢（ワクチン接種、感染者数、致死率など）であろう。足元の 1-3 月期は中国の若干の減速や、日本を含む主要国での部分的ロックダウンの影響もあり若干の

減速が予想されるが、それでも市場は更にその先、つまり「アフターコロナ」を一層意識するとみている。

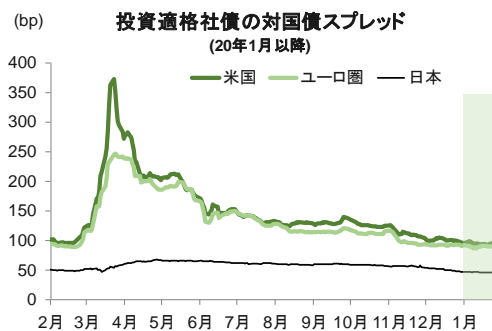
2. 主要資産市場動向

① 債券市場～ 米長期金利の行方に関心が高まる

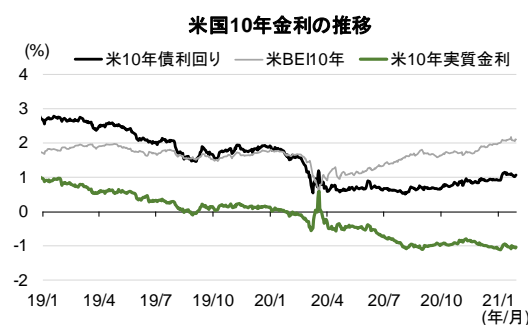
1月の債券市場は、前半は金利上昇、半ば以降は緩やかに低下しつつ安定化した。とくに米長期金利の上昇幅が大きく、注目された。日欧長期金利も米長期金利につられ一時的に上昇したが、月末にかけては安定化した。社債市場も1月以降は再び発行市場が活況となるなか、クレジットスプレッド（対国債利回り格差）は安定的に推移した。



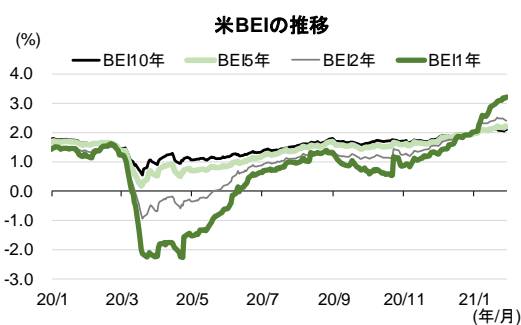
出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

引き続き、世界の債券市場は米長期金利の行方に注目している。1月のFOMC（連邦公開市場委員会）後の記者会見では、年後半に向けての経済回復見通しとともに、強力な金融緩和に伴うインフレ率や資産価格上昇などの「副作用」に関する議論が目立った。パウエルFRB議長は、財政拡張によるインフレの可能性への質問に対し、日欧を例に挙げつつ、高齢化やグローバル化、技術革新などによりフィリップス・カーブのフラット化に変化が生じるには時間を要すると説明したうえで、むしろ低インフレ継続を懸念しているとした。

また、資産価格上昇に対する複数の質問に対しては、足元の資産価格上昇は基本的にはファンダメンタルズで説明できると説明。金融緩和が資産価格バブルを招いている可能性については、それ自体を否定しなかったが、COVID-19 対応として現行金融政策を長期的に継続することを強調した。資産価格上昇がマクロブレンデンス上の問題となる可能性があるとの指摘に対しては、マクロブレンデンスの観点からの政策金利引き上げの可能性を否定した（むしろ、マクロブレンデンス手段の活用を優先すると回答）。

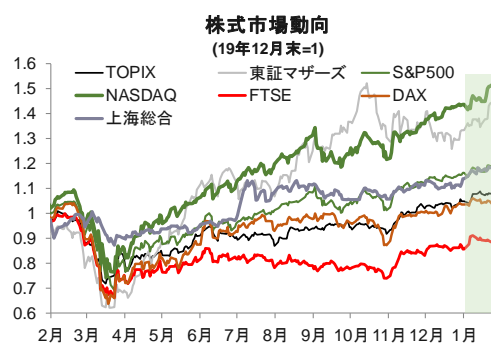
足もとでは米物価連動国債（ブレイク・イーブン・インフレ率：BEI）が短～中期ゾーンを中心に上昇しているが、5年超のゾーンでは2%付近で安定化しつつある。BEI1年が2%を大幅に上回る水準にあるものの、回復基調にあるエネルギー価格（主に原油）の上昇では説明できない状態にある。すなわち市場は、米国における過度なインフレ（2%を大幅に上回る水準）や資産価格の持続的な上昇に対し、当面はFRBの政策変更を意識しないとみて差

し支えないだろう。

1-3月は世界的に実質 GDP 成長率が鈍化する可能性が高いことに鑑みても、米国長期金利は 1.0-1.1%前後の狭いレンジでの推移とみる。日銀はこれまでの金融政策を点検し、3月を目途にその結果を公表するとしており、足元ではイールド・カーブ・コントロール政策の金利許容幅拡大なども観測されている。当件については来月の当レポートで詳細を解説するが、現時点では金融政策の「大枠」が変更される可能性は低いとみている。

② 株式市場～ 特定銘柄の乱高下で市場が混乱

1月の世界の株式市場は、まちまちの展開となった。米国市場は S&P500 および NASDAQ とともに概ね堅調推移となったが、月後半にかけて軟化した。米バイデン新政権による財政拡張策への不透明感の高まりや、11月以降の上昇ピッチに対する警戒感もさることながら、個人投資家による特定銘柄への短期的・投機的な取引によるボラティリティ上昇などが嫌気された。



米国市場の注目材料は、やはりゲーム小売チェーンの GameStop などの株価乱高下である。機関投資家（大手ヘッジファンド等）によるショート・ポジションが積みあがった銘柄に対し、人気ブログ「Wall Street Bets」に参加する個人投資家群が投資金額の少ない短期ディープ OTM のコールを集中的に購入し、証券会社による現物買いを誘発することを通じて、機関投資家側の（損失覚悟の）買い戻しに至り、株価は急騰した。その後、証券会社による取引制限がなされたことで逆に株価は急落。その後も、民主党議員による発言で一喜一憂する展開になり、極端な値動きとなった。大手機関投資家に人気のある銘柄を中心に価格下落したことから、当該ショート・スクイズによる損失を穴埋めするための「合わせ切り」が懸念され、相場全体がネガティブに反応することとなった。

この問題は一時的との見方も根強いが、機関投資家に対抗しようとの動きはリーマンショック後の「Occupy Wall Street（ウォール街を占拠せよ）」運動に似ており、災禍（リーマンショックとコロナ禍）後の民主党政権発足時という点でも共通点がある（左派色が強くなる傾向など）ため、当面の注目材料になりそうである。また、価格操作の可能性に加え、特定企業の財務戦略にも影響した（映画館チェーン会社が増資と借入れに成功との発表があった）ことに鑑みると、今後の金融規制への影響にも留意しておきたい。

今後の注目材料は、引き続き①財政拡張・金融緩和の継続、②中国をけん引役とした製造業主体の企業業績回復、③COVID-19 への警戒感低下（ワクチン接種、致死率が安定的に低下）であるが、いずれも継続可能性が高いことに鑑みれば、足もとの株価軟化は中期的には良好な買い場を提供するとの見方が根強い。

③ 為替市場～ 米ドル安基調が鮮明に

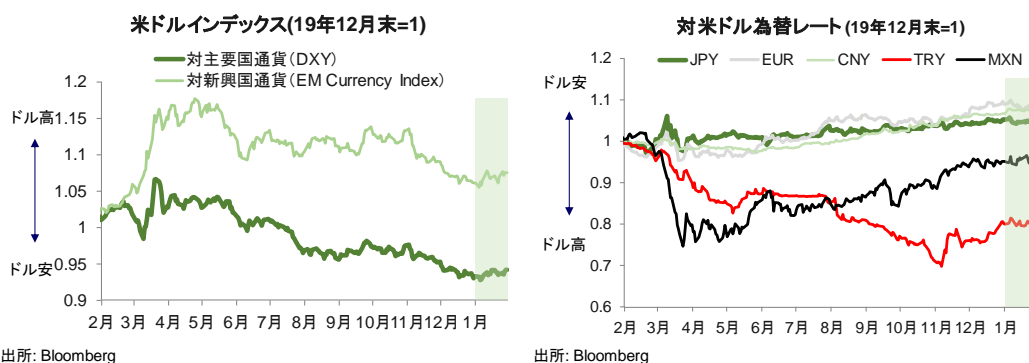
1月は、米ドルが底堅い展開となった。日欧主要通貨だけではなく、新興国通貨に対しても米ドルは底堅い展開となった。米ドル円は正月明けの5日に102円台まで下落後、若干の変動を伴いつつも切りあがり、月末は104円台後半で引けた。

米ドルの切り返しは、基本的には米長期金利上昇が背景にあるだろうが、米 BEI も上昇基調を維持しており（結果、実質金利は大幅マイナスが続いているため）、米債券市場との相関性が高いわけではない。むしろ、ユーロ安（米ドル高）や、米バイデン政権が無事に始動したことによる安心感の広まりが影響したとみている。

新興国・資源国通貨については、COVID-19 による経済への影響に対して耐性が低く経常

収支が悪化したり、インフレが上昇する通貨を中心に、対米ドルで劣勢になる可能性がある。足もとは米国以外の国々のインフレの落ち着きや米国実質金利がマイナス圏で推移するなか、相対的に米ドル安バイアスがかかっているため、今後米国の実質金利が上昇する局面では、再び通貨安（米ドル高）に見舞われる可能性はある。

当面は、米ドル円はレンジ圏での安定推移とみている。米長期金利の上昇は限定的で、円以外の通貨に対する米ドル高も長続きしないだろう。中期的には、米新政権の政策、中国経済の安定性に加え、市場が認識する「アフターコロナ」の金融政策の行方が注目材料になる。



3. 注目材料～ 米バイデン政権の注目材料

米国議会に暴徒が乱入するという米国民主義史の汚点から幕を開けた今年の米国。ジョージア州上院決選投票では、民主党が2議席を確保し「トリプル・ブルー」が実現することとなった。最後までトランプ氏による「大逆転劇」を予想した一部の市場参加者の淡い期待をよそに、20日にバイデン氏が新大統領に就任した。

昨年11月初旬時点では「トリプル・ブルー」は金融市場にとって「リスク・オフ要因」とされていたが、実際は11月初旬の一般投票直後から株式市場を中心に堅調である。また、バイデン政権発足により、米ドル高基調も鮮明になった。市場は依然として新政権の政策待ちと言えようが、バイデン政権が市場に与える影響について現時点で考え得る材料をまとめた。

まず、「トリプル・ブルー」の評価である。市場は「トリプル・ブルー」の実現を楽観視しているが、間違っているのか。トリプル・ブルーといっても、①史上最高齢の大統領で2期目が期待されないこと、②上院は50対50で一人でも離脱すれば均衡が崩れる状態にあること、および③下院も戦後最小の10議席差であること、に鑑みれば、「薄氷のトリプル・ブルー」である。しかも、実質的に民主党は中道と左派の対立があり一枚岩ではない。中道のバイデン氏が共和党の協力を得る観点から、左派色の強い政策は先送りする可能性が高いと思われる。すなわち、市場が懸念していたような企業に厳しい政策（法人税やキャピタルゲイン増税、IT大手およびエネルギー産業への規制強化等）は、最優先事項とはならず先送りされるか、実質的に骨抜きにされる可能性が高い。市場はこのシナリオを織り込んでいるのであろう。

では、このまま市場は新政権に対して楽観的でよいのか。前述の企業関連項目以外に、以下の3つの視点から論じたい。

一つ目はバイデン政権が何よりも優先するCOVID-19対策の財政政策である。バイデン新大統領が掲げる景気刺激策（「米国救済計画法」で予算規模1.9兆ドル）の行方が注目される。1.9兆ドルに含まれる現金給付は1,400ドル/人で、バイデン大統領は「超党派の協力を得たい」としているが、当該景気刺激策には共和党が強烈に批判してきた最低賃金引上げと州政府支援策が織り込まれており、共和党から反対意見が根強い。このため、今後の政策運営を考慮して、大統領も交渉の余地ありと示唆ははじめている。財政均衡法（原則年1-

2回使用可能で、上院は51票で通過できる)は、上院予算委員長となったサンダース氏が「緊急国民皆保険制度」に使用するとして景気刺激策に使えるかどうかは微妙である。最終的には、予算規模縮小のうで時間を要するものの成立するだろうが、市場には「ネガティブ」に映るのであろう。

二つ目は対中政策である。バイデン大統領を含む民主党中道派は、トランプ政権下での対中強硬策の修正を目指しているとみられるが、もはや米国民の反中感情は超党派で支持されている。このためバイデン政権も表向きは対中強硬姿勢を継続せざるを得ない(例えば、関税を当面継続するなど)。また、大統領選後もトランプ氏が繰り出した大統領令等(追加経済制裁、対台湾政策の変更、およびインド太平洋における戦略フレームワークの発表など)により対中関係の修復は短期的には困難であろう。反面、トランプ政権下で発出された中国軍と関係のある中国企業の非上場化を命じた大統領令に反し、ニューヨーク証券取引所は該当企業の上場継続を認めると発表した。背後にバイデン政権のサポートがあるとされているが、当該バイデン政権に影響力を行使しているのが、米大手金融機関とも言われている(20年以降、米大手金融機関の中国での事業拡大が中国政府によって相次いで許可されており、米金融界にとって対中強硬策は避けてほしい政策であるとの指摘もある)。COVID-19対策を含む内政重視姿勢を見せるバイデン政権にとって、そもそも外交は優先度が高くないとされていることに鑑みても、対中政策は表面的には「凧」、実質は「緩和」とみるのが自然だろう。市場はこれを好感するだろう。一方、中長期的には米国の国力低下や米ドル安を誘発する可能性もあり、今後も注目すべきである。

三つ目はトランプ氏のレガシー(遺産)である。トランプ氏の弾劾裁判は2月9日から始まる予定だが、共和党有権者の大半は依然としてトランプ氏を支持しているとみられ、多くの共和党議員は「有罪」を支持しないだろう。昨年11月の大統領選でトランプ氏に投票した有権者が、暴徒による連邦議事堂内乱入でトランプ氏から離れたと考えるべきではない。4年前、トランプ氏が泡沫候補から大統領選に勝利したのは、長年にわたり政治的に忘れられた人々(かつては中産階級だったが実際は貧困層に陥りそうな白人および移民など。以下、中間層)に目を向け、彼らの支持を得たことが影響している。人種、ジェンダー、年齢による差別はご法度の米国でも、教育格差は「能力主義」であり推奨される。そしてもはや中間層にも及ぶ教育格差を背景にした不平等感、これがトランプ現象の本質でありレガシーである(民主党左派支持者も同様の可能性がある)。これに対し、バイデン政権はこの4年前の敗北を忘れたかのように、高学歴(博士号取得者比率が高い)人材で脇を固めている(金融市場参加者は一般的に「高学歴」の「インテリ」であり、バイデン政権の人事を好感している可能性がある)。民主党はトランプ支持者を意識して「中間層のための外交」を標ぼうしているが、トランプ支持者を中心とした多くの中間層にとっては「上から目線」なのかもしれない。いずれにせよ、バイデン政権は中間選挙を見据えトランプ支持者を無視出来ない。しかし、おひざ元の民主党内は中道と左派で分裂している。COVID-19対策等の超党派で推進される政策以外、一体どのようにして政策実現するのだろうか。リスクシナリオとしてバイデン政権の早期のレームダック化を認識しておくべきであろう。当然に、レームダック化による政策停滞は金融市場のリスク・オフ要因となる。

以上を踏まえると、政権運営に不透明感が残り、米国経済や金融市場の安定性に不安が残る。それゆえに、金融政策の役割は一層重要になる。財務長官に就任したイエレン氏とFRB議長のパウエル氏が「二人三脚」なのが、現在の金融市場にとっての「お守り」だが、お守りがすべてを守るのかどうか。

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