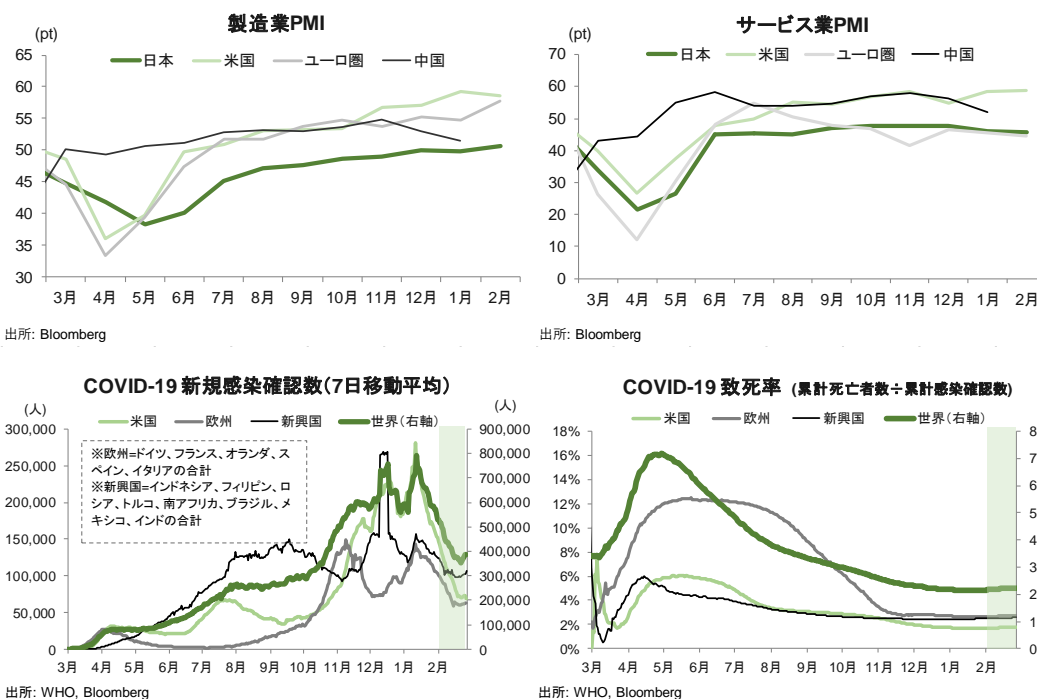




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** 当面のグローバル・マクロ経済は、引き続き緩やかな改善基調にあるとみている。ワクチンへの期待や、主要国の財政・金融政策による支援もあり、過度な落ち込みは避けられよう。2月はインフレ期待の高まりを主因に長期金利が上昇し、月末にかけて株式等他資産にも広く影響が出た。短期的には更に長期金利が上昇する可能性を否定しないが、中期的には金利上昇には限界があるだろう。長期金利上昇に限界があるならば、株安や米ドル高の持続性も強くなく、いずれ反転するとみている。
- **注目材料:** 長期金利上昇が金融市場に与える影響を整理した。最も動きの著しい米国債券市場を例にして、①長期金利上昇の背景要因の整理を通じて、②足もとの債券市場が織り込むシナリオと織り込んでいないシナリオを評価し、③今後の長期金利の見通しを探るとともに、④当該長期金利見通しのもとでの金融市場全体への影響を考えた。結論は、長期金利の上昇は長続きせず、リスク資産価格やマクロ経済に与える影響は軽微とした。金融市場が織り込む前提条件（財政拡張および超金融緩和継続、低インフレ、そしてコロナ禍からの回復）が担保される限り、長期金利上昇による相場下落は良好な買い機会と捉えられよう。

1. マクロ経済展望 ~ 緩やかな回復基調継続

グローバル・マクロ経済は、引き続き緩やかな成長過程にある。PMI でみる景況感は、昨年4月をボトムにして改善基調にある。対面サービス活動の縮小を受けて回復が鈍いサービス業に対し、製造業の回復が目立つ。製造業は、米国および欧州の回復が堅調だが、足もとでは中国の回復ペースが鈍化している（ただし、政府が意図的に安定成長ペースに移行していることが主因で懸念はない）。日本は回復途上ながら米欧比で回復が鈍い。サービス業は、米国の強さが際立っている。こちらも中国がペースダウンで、日本と欧州は感染再拡大による経済活動自粛の影響もあり足もとは若干減速気味である。



新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) の日次新規感染確認数は急激に減少した。一方、致死率の減少はみられなくなり、日本を含む一部の国・地域では若干上昇している。注目の

ワクチン接種だが、引き続きイスラエルが世界をリードしており、2月中旬時点で既に人口の5割以上が少なくとも1回の接種を終えている。欧州ではイギリス（同25%強）が突出して多いが、次点のドイツ、イタリア、フランスはいずれも同5%未満にとどまる。ただし、今後数か月間で劇的に接種率が上がることを期待されている。

ワクチン普及ペースが速いイスラエルの日次新規感染確認数はピークアウトしているが、それが行動制限の影響なのかワクチン接種の影響なのかは現時点では不明である。ただし、ワクチン接種の効果を検証する作業は順次進められており、一部報道によればワクチン接種により COVID-19 発症率が劇的に低下したとの報告もある。昨年来、mRNA ワクチンへの疑問の方が多かったが、既に世界で数億人がワクチン接種を受けても、①副作用や副反応は極めて限定的で、②ワクチン接種を原因とした死者が確認されていない事実は軽視すべきではない。少なくともワクチン接種がヒトの健康を害する可能性は低いと判断する材料が整いつつあるため、やはり注目は、ワクチン接種の効果になる。

mRNA ワクチンは、接種によって IgG 抗体が形成される。この抗体はヒトがウイルスに感染した後に体内でウイルスと戦う抗体であり、ウイルス感染の予防効果は無いとされている。一方、IgG 抗体が体内に形成されることで、ヒトがウイルスに感染しても発症しないことや（ただしウイルスを放出しなくなるかどうかは未解明）、発症後の重症化や死亡を抑制する効果は十分に期待される。このため、引き続き致死率が低下するかどうか注目しつつ、ワクチン接種の効果に関する研究成果も注意深く観察したい。

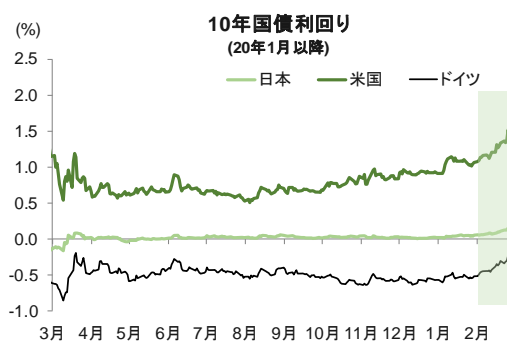
また、前月の当レポートでも指摘したが、多種確認されている Sars-Cov-2 の変異種については依然として過度に悲観視する必要はないとみている。その理由は、①Sars-Cov-2 の変異はスパイクタンパク質で生じていること（極端な弱毒化の可能性は低くまたワクチン開発も比較的容易）、②mRNA ワクチン等の最先端の技術を活用すれば数か月程度で変異種対応のワクチン開発が可能であること、等にある。

米バイデン政権が巨額財政拡張策を可決する可能性が高まり、ワクチン接種が世界的に進むなか、金融市場は本格的に「ポスト・コロナ」を意識しつつある。COVID-19 への警戒感
は人口当たりの感染者数が桁違いに多い欧米諸国を中心に強いため、「ポスト・コロナ」が意識されるなかでのペントアップ・ディマンドへの期待も、日本人が想像するよりもはるかに大きい。そのなかで今後の注目材料は、インフレ期待がどこまで続くか、および、それに伴う長期金利上昇がどこまで続くかシフトしている。当レポート後半で、長期金利上昇が金融市場に与える影響をまとめた。

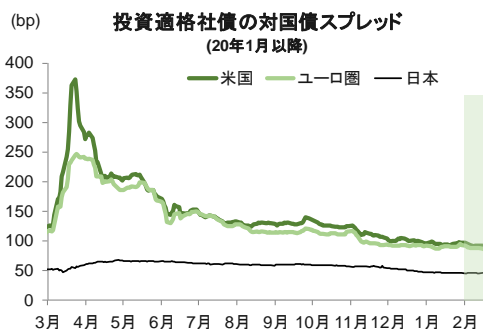
2. 主要資産市場動向

① 債券市場～ 米長期金利の行方に関心が高まる

2月の債券市場は、世界的な長期金利上昇に見舞われた。とくに米長期金利の上昇幅が大きく、金融市場全体から注目された。日欧長期金利も米国につられ上昇した。月末にかけて長期金利の上昇ペースが加速したことにより、株式市場が軟化するとともに、ボラティリティ指標（VIX 指数など）も急上昇した。



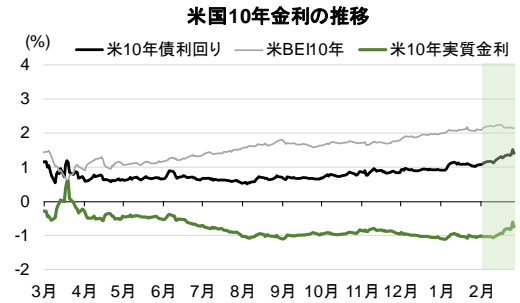
出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

市場のボラティリティの高まりの一方で、社債市場ではクレジットスプレッドの動きはほとんどみられず、タイトな水準で安定したまま月末を迎えた。市場の一部では、長期金利上昇のヘッジにハイイールド社債投資が有効との声も聞かれた。

2月に観測された長期金利の上昇は、ファンダメンタルズの視点からはインフレ懸念が背景にあるとみているが、需給面での市場のディスロケーションも見逃せない。2013年前半にも同じような現象がみられたが、モーゲージ投資家による金利リスクヘッジ(ネガティブ・コンバクシティ・ヘッジ)が需給関係悪化を引き起こした可能性に加え、市場ボラティリティの増加によりリスク・パリティ・ファンドの全資産売りも誘発した可能性もある。これらの短期的かつ大規模な売りにより、過度に長期金利が上昇した可能性がある。その結果、足もとでは実質金利が急上昇した。



出所: Bloomberg

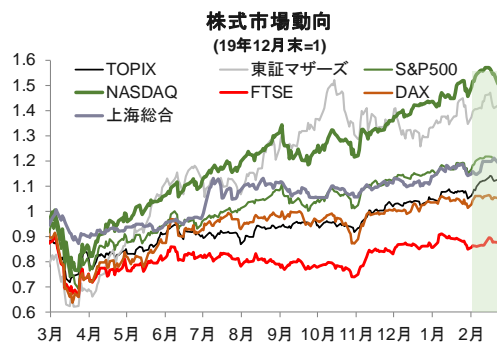
一方、実質金利に一喜一憂することは危うさをはらむ。そもそも BEI が市場の期待インフレ率を正確に表しているかは疑問（物価連動国債市場の流動性は限定的で短期的な需給変化により価格が変動する）であることに加え、BEI は原油先物の騰落に影響されやすく、そして、原油先物は株式市場に影響しやすい。このように、BEI は債券市場内の需給だけではなく、他市場の需給変化の影響も受ける可能性がある。

それでも、筆者が複数指標で確認したところ、足もとの実質金利上昇は否めないだろう。仮にこのまま実質金利が上昇し続ければ株価が更に下落することは避けられないだろうが、それよりも気になるのが、FRB が実質金利の持続的な上昇を容認するのかである。BEI の上昇と共に実質金利が上昇することに FRB は目くじらを立てないだろうが、BEI が安定するなかで実質金利が上昇すれば、(コロナ禍で景気や企業業績の回復が期待できる反面、雇用の回復は相当先送りされる可能性が高い状況下) FRB が長期金利上昇を容認しなくなる可能性もある（最近の債券市場は逆のシナリオを意識しているため、急激な金利低下をもたらす可能性もある）。

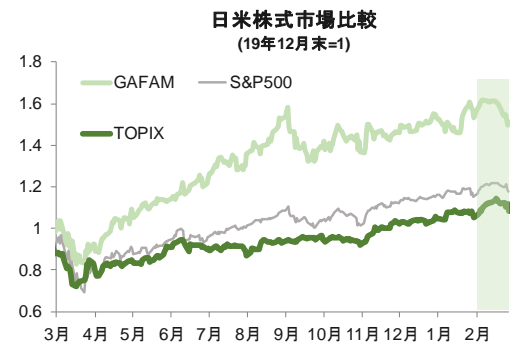
筆者は、2月末の長期金利水準は過度に高いとみており、短期的なボラティリティをこなしたのちに、中期的には足もとの水準よりも低下するとみている。

② 株式市場～ 長期金利上昇の影響をもちにうけた

2月の世界の株式市場は、月央までは堅調推移となった。米国では S&P500 指数およびNASDAQ 指数ともに史上最高値を更新した。しかし、その後は月末にかけて下落した。とりわけ長期金利上昇の影響を受け、バリュエーション指標が高いグロース銘柄の下落が著しくなったが、主要インデックスの2月のパフォーマンスはプラス圏を維持した。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

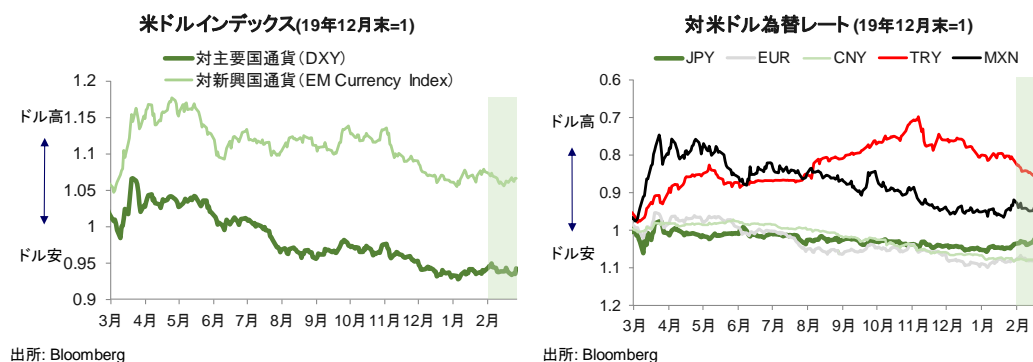
1月に米国市場で注目されたゲーム小売チェーンのGameStopなどの株価乱高下は、その後の証拠金率引き上げ等もあり沈静化した。ターゲットとなった銘柄の価格は引き続き乱高下しているが、大方の市場の見通し通り、当該事案が市場全体に与える影響は軽微だったと総括して良いだろう。

日本株市場では、3月18-19日の金融政策決定会合における「点検」に注目が集まっている。2月の日銀オペを確認すると18-19日（前場にTOPIXが0.5%超下落）はETF購入を見送ったものの、26日（同1.9%下落）には501億円のETFを購入した（2月のETF購入はこの1回のみで1月の4回合計2,004億円から減額）。「点検」では、ETF購入方針の見直し（減額）が意識されているが、コロナ禍からのマクロ経済回復が遅れる我が国に鑑みれば、政治家も日銀も足もとで株価下落は避けたいシナリオである。政策の持続可能性と当面の市場の安定性のどちらを取るのか。日銀の動きが注目される。

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

2月は、前半は米ドル安、後半は米ドルが切りあがる展開となった。一方日本円は、対米ドルでほぼ持続的に下落したため、世界最弱通貨の仲間入りをしている。



月前半の米ドル安は、基本的には「ポスト・コロナ」を見据えたグローバルなリスクオン・センチメントが主因であろう。世界経済の回復期待の反面、米ドルの流動性は引き続き潤沢で、FRBの超金融緩和も当面継続するとの見方が根強いことが背景にある。このため（月前半にも見られた）米長期金利上昇への為替市場の反応は鈍く、米ドルインデックスは下落した。

一方、月後半の米ドル高は、米長期金利上昇が続くなかで、グロース株を中心とした株価下落が生じ、徐々にリスクセンチメントが悪化したことが背景にある。ヘッドラインとしては、米国の実質金利が急上昇したことも影響した。

新興国通貨も、月後半にかけて米長期金利上昇に伴い下落基調となった。とりわけトルコリラやメキシコペソなどの比較的ベータの高い銘柄の下落が著しかった。

短期的には、米長期金利が更に上昇し米ドル高が続く可能性は否定しない。しかし、中期的には米長期金利上昇には限界があり「ポスト・コロナ」が意識されるなかで、米ドル高にも限界が訪れよう。米ドル円は当面は狭いレンジ圏（104円～107円程度）での推移を予想するも、「ポスト・コロナ」では緩やかな円安基調をたどるだろう。

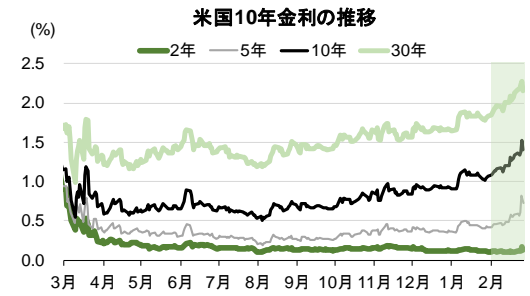
今後の注目材料は、米長期金利（インフレ指標）、中国経済の安定性に加え、市場が認識する「アフターコロナ」の金融政策の行方などを挙げるができる。

3. 注目材料～ 長期金利上昇と金融市場への影響

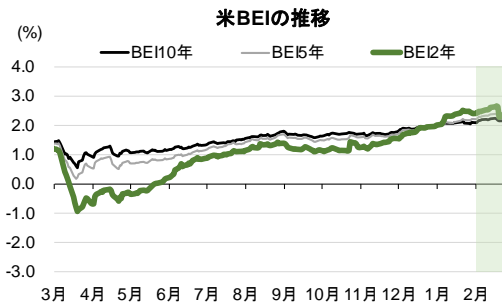
2月に生じた世界的な長期金利の上昇が金融市場にどのような影響を与えるのか。ここでは、最も動きの著しい米国債券市場を例にして、①長期金利上昇の背景要因の整理を通じて、②足もとの債券市場が織り込むシナリオと織り込んでいないシナリオを評価し、③今後の長期金利の見通しを探るとともに、④当該長期金利見通しのもとでの金融市場全体への影響を考えた。

① 長期金利上昇の背景要因

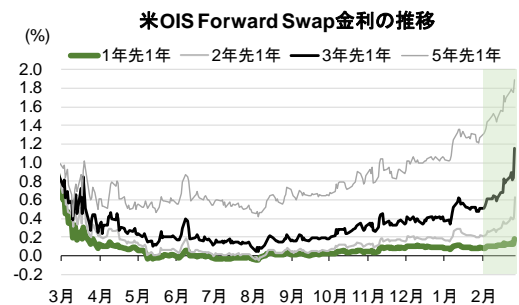
まず、米国債利回りの推移を確認しよう。最近の金利上昇の特徴は、イールド・カーブのステープ化、つまり長期金利ほど上昇幅が大きいことにある。また急激な金利上昇となった2月の動きを観察すると、10年や30年はほぼ一貫して上昇したのに対し、5年は月央までの金利上昇幅は限られたものの、月央以降は急上昇した。そして2年は月末に向けてむしろ金利低下が生じており月末もほぼ低位で安定している。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

一般的には、金利上昇の背景には根強いインフレ懸念があるとされている。確かに米 BEI を確認すると昨年4月以降持続的に上昇しており、昨年11月以降はそのペースが加速しているように見える。一方、今年1月以降は一進一退を続けており、必ずしも一方的な上昇にはなっていない。

次に、債券市場が織り込む将来の政策金利をみてみよう。OIS フォワード・スワップ金利をみると、こちらも1年先1年は安定しているが、2年先1年や3年先1年は2月下旬にかけて急激に上昇している。5年先1年は2月を通じてほぼ一貫して上昇した。

② 債券市場が織り込むシナリオ、織り込んでいないシナリオ

以上の考察から、債券市場は以下のシナリオを織り込んでいると考えることができる。

- インフレ率は中期的に2%程度まで上昇するが、それ以上のインフレの可能性は低い
- 少なくとも今後1年は利上げの可能性は低いが、2年以上先には比較的持続的な利上げがある

つまり逆に言えば、1年以内の利上げの可能性や2%以上のインフレを織り込んでいないともいえる。今後の長期金利を占ううえで重要なのは、インフレ率が2%超まで上昇しかつ持続するか(本格的なインフレになるか)、およびその結果としてFRBが利上げ時期を早める

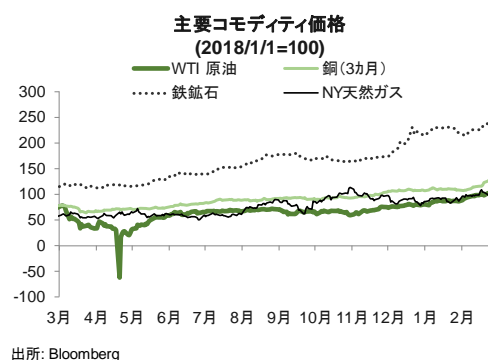
か否かになる。

③ 今後の長期金利の見通し

改めてインフレ期待を考察すると、市場が懸念するインフレには、正確には「モノのインフレ」と「資産インフレ」の2つがある。

このうち後者は、例えば株価が金融緩和の長期化を好感し一層上昇することにより「バブル懸念」が発生した場合、FRBは利上げしないのかということだが、1月のFOMC後の記者会見においてパウエル議長は、資産インフレに対して金融政策で対応することは否定しないものの、優先順位としてはマクロ・プルーデンス政策により対応するとコメントしたため、その芽はいったん消えていると考えるべきであろう。

「モノのインフレ懸念」の背景には、大規模な財政拡張策や金融緩和、マネーサプライの急増などの貨幣現象に近いものに加え、コモディティ価格の上昇やサプライチェーンの再分散化（例えば、米国が半導体の調達元を中国から分散させる政策に乗り出すなど）、そして「ポスト・コロナ」のペントアップ・ディマンド（コロナ禍で減少した需要がコロナ後に過度に増加して戻る現象）などの需給要因に近いものが加わっている。このような「インフレ要因のオンパレード」状態は少なくとも第二次世界大戦後に生じた例は無く、それゆえに市場は根強い懸念を持っているともいえる。



出所: Bloomberg

2月上旬にサマーズ元財務長官は World Press 紙に対し「第二次世界大戦時に近い規模の経済対策はこの世代が経験したことのないインフレ圧力を引き起こす可能性がある」と述べたことに加え、1月のPPI（生産者物価指数）が前月比で過去最大の伸び率を記録したこともあり、懸念に拍車をかけたと言える。

今後、本格的なインフレ時代が到来するかは依然として不透明である。しかし、筆者は以下の観点から、依然として本格的なインフレになる可能性は低いと考えている。

- 「ポスト・コロナ」は雇用回復が相当先送りされる可能性が高いことに加え、DX 推進に代表される「効率経営」のアジェンダが、強いデフレ圧力となる
- これに加え、環境重視政策は基本的には企業のコストプッシュ要因となるものの、当該コストは長期的に発生するものではなく概ね最初の数年に発生する。むしろコストプッシュによる減益圧力が、潜在成長率低下につながり、デフレ圧力が残る
- コロナ禍での財政・金融政策は、脱落する者を支援することを通じて過剰供給能力を温存させることにつながり、潜在成長率の低下とともにデフレ圧力となる
- パンデミック後の物価動向については、昨年9月にIMFが「The Impact of COVID-19 on Inflation: Potential Drivers and Dynamics」にまとめたが、過去のパンデミック後の正常化局面のインフレは食料や衣料品といった生活必需品中心であり、一時的に終息することが多いと結論づけられている。今般も同じシナリオになる可能性が高い

以上のことがすべて顕在化するにはまだ一定の時間を要しよう。短期的にはインフレ懸念が更に高まり、更なる金利上昇につながる可能性は否定しない。一方、上記の通り市場には根強いデフレ懸念が残っていることや、短期金利が上昇しない限り長期金利の上昇は長期債の期待リターン上昇につながりうることもあり、一方的な長期債売りも長続きしないと

みている。

④ 当該金利見通しのもとでの金融市場への影響

昨年 4 月以降の持続的なリスク資産価格の上昇は、前提条件として、大規模財政政策と金融緩和の継続、コロナ禍の短期的な終息を織り込んでいる。これらの条件に疑義が生じない限り、長期金利の上昇によるマクロ経済や企業業績への影響は軽微とみて差し支えない。逆に、財政政策や金融政策の持続性に疑義が生じる場合（つまりインフレ懸念の台頭）や、コロナ禍が長期化する場合（つまりウイルスの変異等によりワクチン効果が減退する場合など）は、長期金利の水準と関係なく、リスク資産価格に大きな影響を与えることを理解・認識しておきたい。

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