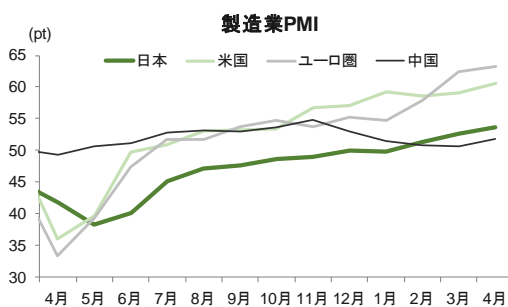




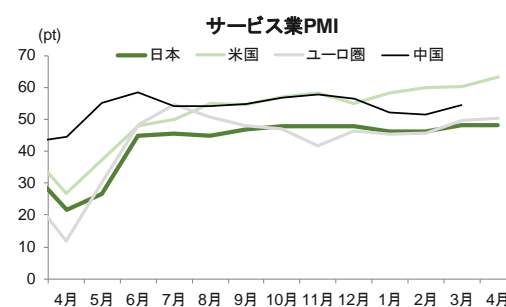
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** 3月以降の世界の金融市場（金利、株式、為替）は、ワクチン接種率（回数）によって強弱が鮮明になる傾向がある。そして先進国中最速域でワクチン接種が進む米国では、巨額財政を続ける米政府に対して過剰需要とインフレを懸念する声が高まり、債券市場がFRBに金融政策の正常化を催促しつつある。しかし、インドにおける多重変異株の発生と蔓延やワクチン接種率の鈍化は、ワクチン接種進展による経済活動回復期待に水を差す可能性があることを意識しておきたい。
- **注目材料:** FRB議長のパウエル氏がFOMCの度に早期の金融引き締めを否定しているにも関わらず、債券市場には金融政策の正常化への期待が根強い。市場の期待とFRBのアクションの間には乖離があるように見えるが、その背景要因は何か。そして、先進国で最速のペースで進むワクチン接種や、巨額財政拡張を続ける米国が、今後先進諸国の間で一人勝ち状態になり、インフレ率が想定以上に上昇する可能性は無いのか。平時とは異なるFRBの金融政策の本質を意識しつつ、これらに対する見解を述べた。債券市場はFRBの金融緩和長期化と、長期金利上昇の限界を意識するとみている。

1. マクロ経済展望 ~ インド変異株が足元の経済活動回復の阻害要因に!?

グローバル・マクロ経済は、新型コロナウイルスの不確実性が残るなか、ワクチン接種の進展や各国・地域の財政・金融政策によるサポートもあり、引き続き緩やかな成長過程にある。PMIでみる景況感は、これまでの製造業中心の回復から、サービス業の回復も鮮明になりつつある。ヒトとの接触機会の多いサービス業の回復は、新型コロナウイルスに対抗するワクチン接種の世界的な進展が背景にある。コロナ禍では耐久消費財やゲームなどの家庭内娯楽への強い消費などのいわゆる「巣ごもり消費」が強かったが、ポスト・コロナ（コロナ後）を見据えれば、「モノ」から「コト」（旅行、イベントなどの外出を前提としたモノ）へ消費トレンドがシフトするとの期待もあるのだろう。



出所: Bloomberg

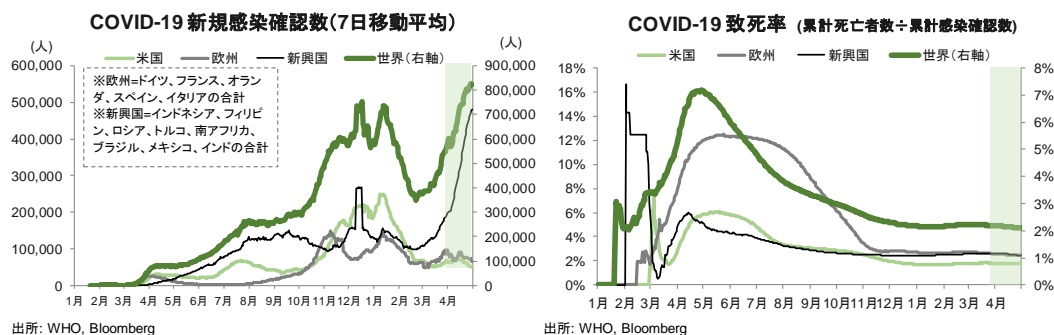


出所: Bloomberg

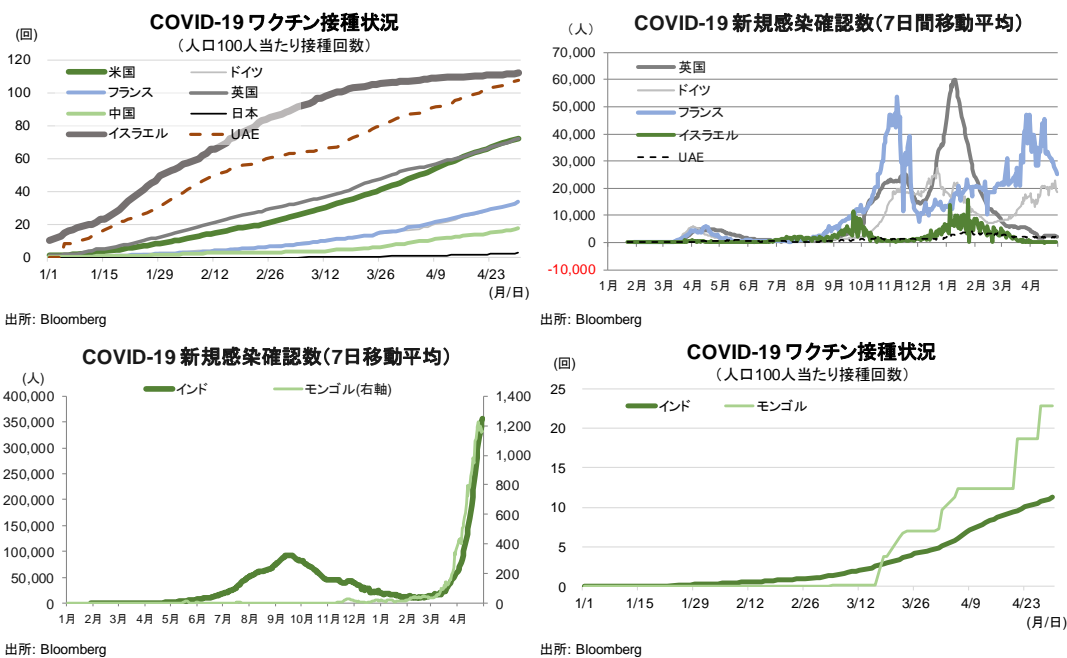
国・地域別には、製造業は米国に加え欧州の強さが目立つ。環境重視政策が世界的なトレンドとなるなか、自動車を中心に業況改善が著しい（短期的には半導体不足による生産調整もあるが）。中国も短期的な「スピード調整」を経て再び回復基調にある。一方、非製造業はワクチン接種が進む米国での回復が著しいだけでなく、ユーロ圏の回復も目立ちつつある。ユーロ圏では、国によって新型コロナウイルス影響は異なり、依然として外出自粛などを続ける国もあるなか、全般的にはワクチン接種により夏のバカンスシーズンに向けて回復期待が高い状態が続いている。

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、全世界では飛躍的な増加となった。ただし、国・地域によってトレンドはマチマチで、ワクチン接種が進展している国では減少基調（もしくは低位安定）となる一方、ワクチン接種が遅れる国・地域を中心

に感染再拡大が確認されている。とりわけ、新興国の過半はインド一国に集中しており、既に医療現場崩壊となるなか、グローバルな医療資源支援が表明される事態になっている。



インド（およびモンゴル）における COVID-19 感染拡大は、日本を含む東アジア諸国にとって脅威になる可能性がある。京都大学の山中教授が唱える「ファクターX」、すなわち、日本を含む東アジア諸国の人口当たりの COVID-19 感染確認数が欧米比で大幅に低いことの背景に「何かある」とされており、具体的には該当地域のヒトが持つ自然免疫や交叉免疫が関係している可能性が高いと言われている。インドやモンゴルも、日本同様に「ファクターX」を持つ国と認識されてきたが、足元の COVID-19 感染確認数の急増により、ファクターX の効果への疑問が生じる可能性がある。



インドの感染爆発は、①生活習慣（非常に密な状態で宗教行事を行うことなど）や、②医療体制不備（特に地方都市）に加え、③多重変異株（「二重変異」(L452R および E484Q) 等）が影響しているとの見方（例えば、東京新聞 5 月 1 日付け記事など）、④ワクチン接種が進捗していないこと、などが影響している可能性がある（いずれも 4 月末時点では未確認）。このうち①や②が主因であれば、問題はインドを含む特定国に限定されるが、③の場合は日本を含む東アジア経済に与える負の影響があり、そして④の場合は今後ワクチン接種が進むことで問題は終息する可能性はあるが、⑤そもそも多重変異株には既存ワクチンの有効性が大きく低下する可能性もある。既存ワクチンの効果が限定的な場合は、（既に日本を含む世界の多くの国に蔓延している可能性のある）多重変異株による感染拡大が世界規模で生じる可能性もある。

多重変異株に加え、多くの国が今後直面する可能性のある問題として、ワクチン接種をため

らったりワクチンを選別する人の存在がある。ワクチン接種が進む米国でも、若年層を中心にワクチン接種をためらう層が存在しているようである。我が国では、若年層のみならず医療従事者の間でもワクチン接種をためらう意見を聞くことが多い（その多くは、複数年経過後に副作用が発生する可能性を指摘している）。実効再生産数（R0）の水準にも依存するが、いわゆる「集団免疫」獲得のためには、ワクチン接種率が最低でも7割程度必要とされているため、イスラエルやUAEのように7割を大幅に超えるワクチン接種率を確保できるかどうか重要である。

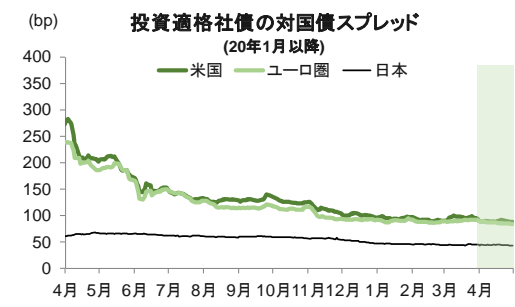
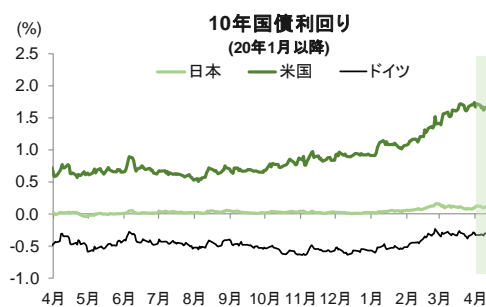
このため、インドにおける多重変異株の蔓延や、ワクチン接種率の低迷は、昨年11月以降ワクチン接種とポスト・コロナを強く織り込んできた世界のリスク資産市場に大きな影響を与える可能性がある。多重変異株については、仮に上記③や④となる場合でも、既存ワクチンによって得られる抗体が機能する場合や、⑤の場合でも多重変異株に対応するワクチンを短期間（～数か月程度）で開発することは可能との期待が続くだろう。このため、昨年3月中旬のような過度な市場変動には至らないとの見方もできる。しかし、Sars-Cov-2はインフルエンザなどの他のコロナウイルスよりも強い感染力を持つため、変異も激しくかつ早いとみられている。「変異」に対し「ワクチン開発」が後追いつることになることになれば、経済活動回復ペースの鈍化と、ポスト・コロナを達成する時期が更に先送りされる可能性もある。

3月以降の世界の金融市場（金利、株式、為替）は、ワクチン接種率（回数）によって強弱が鮮明になる傾向がある。そして先進国中最も早いペースでワクチン接種が進む米国では、巨額財政を続ける米政府に対して過剰需要とインフレを懸念する声が高まり、債券ベア派を中心にFRBに金融政策の正常化を催促しつつある。しかし、債券ベア派の期待が実現する可能性は依然として不透明であることに加え（詳細は後述）、多重変異株の発生と蔓延に加え、若年層を中心としたワクチン忌避層の存在が、ワクチン接種と早期の経済活動回復に水を差す可能性があることを強く意識しておきたい。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場～米長期金利の上昇は一服!?

4月の債券市場は、3月までとは異なり、米国は安定化、欧州は再上昇、そして日本はほぼ横ばいとなった。米長期金利は3月末に1.74%台まで上昇したが、4月以降は緩やかな低下基調になった。3月末の水準は22年中に利上げが開始され、また利上げ開始後の利上げペースは年1%程度が織り込まれる水準であり、これ以上の金利上昇に限界があったことに加え、（2月26日付け日経新聞や4月5日付のBloomberg記事によれば）大規模なコンベクシティ・ヘッジ（モーゲージ投資家によるヘッジ）が入ったとの指摘もあった。4月以降は米経済指標が更に過熱感を増す反面、米長期金利が低下基調になったことを疑問視する向きも多いが、このようなファンダメンタルズと違った動きをする場合、相場の需給要因が影響している可能性が高い。



クレジット市場は、米長期金利の上昇に対してほぼ無反応で、4月はスプレッドが更にタイト化した。3月までの長期金利上昇により、米国投資適格社債の年初来トータルリターンは

マイナスに転じ（固定金利でデフレーションが長いこと）投信等からの解約が増える場面もあったが、スプレッドへの影響はほとんど見られなかった。

数か月前からワクチン接種が世界的に注目されるなか、ワクチン接種率とマクロ経済活動回復時期および金融商品価格（債券、株式、為替）の相関性が高まったとの指摘が見られるようになった。事実、ワクチン接種が進む米国の長期金利は他国比で大幅に上昇し、4月にはドイツ長期金利も上昇に転じた。一方、先進国で最低水準のワクチン接種率の我が国の長期金利は低迷したままである。

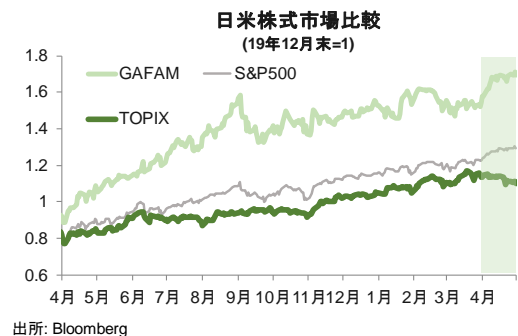
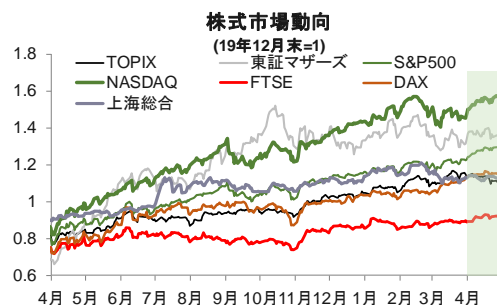
これに加え、3月31日に発表された米バイデン政権による追加財政拡張策は、ワクチン接種が進み7月にはコロナ前の経済活動に戻るとの期待が高まる米国が、先進諸国の中で一人勝ちするのではないかと市場の期待を高めている。このため、市場には根強い米長期金利上昇期待が残っており、足元の市場の最大の関心事になっているが、FRBは頑なに金融緩和の長期化を主張しているようにみえる。これを踏まえ、今月の「注目のトピックス」は、FRBと債券市場の期待の乖離を取り上げた（後述）。

当面は、世界の債券市場は材料不足のため狭いレンジでの推移となろう。とりわけ米国は、財政拡張策と過剰需要の継続、マネーサプライの過剰供給、コモディティや輸送コスト高を主因とした生産者物価の上昇、半導体に代表されるサプライチェーンの再構築・分断懸念などの「インフレ懸念」材料を既に織り込んでみるとみている。このため、今後金利上昇が生じるためには、やはり中央銀行の金融政策正常化のタイミングやペースが重要になるとみている。まずは8月の「ジャクソンホール会議」が注目されているが、（後述のとおり）金融政策正常化の期待は緩やかに後退するのではないかとみている。

② 株式市場～ 長期金利上昇からブロック取引に注目材料がシフト

4月の世界の株式市場は日本を除き概ね堅調に推移した。2月末までは米長期金利上昇にネガティブに反応したが、3月以降は米長期金利との相関性が低下し、4月は米長期金利が低下するなか、足元の好調な経済や企業業績に市場の関心がシフトした。

米国はGAFAMを中心にIT関連銘柄の業績が極めて好調だったことに加え、バイデン政権による増税策（法人税増税および富裕層を中心にしたキャピタルゲイン課税など）も短期的な材料となるのみで、むしろ足元の強い米経済への期待が高い状態が続いた。アルケゴス問題で懸念された金融機関の決算も過去最高水準近くに達するなど市場の警戒感を概ね払しょくし、S&P500およびNASDAQはいずれも過去最高値を更新した。なお、アルケゴス問題の株式市場への影響は、アルケゴス関連のポジションが整理された後も、証券会社が他の顧客に対してレバレッジ抑制を要求している可能性があり、今後数か月程度は潜在的なネガティブ材料として残る可能性はある。



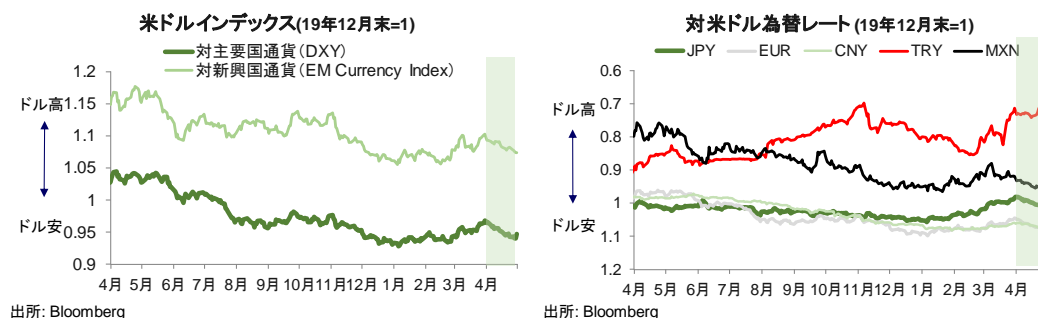
日本の株式市場は軟調となり、米国に対するアンダーパフォームが一層顕著になった。3月18-19日の金融政策決定会合における「点検」後に、日経平均株価が一進一退となったことに加え、ワクチン接種率の低さとそれに伴うコロナ禍継続（4月下旬からは4都府県に緊急事態宣言が発令されるなど）を嫌気しているようにみえる。4月下旬以降は、3月末決算企

業の業績発表や 22 年 3 月期の業績見通しが公表され始めているが、好決算銘柄でも市場の予想の範囲内であれば、むしろ発表後の価格が下落するなど、市場の反応は鈍い状態が続いている。

世界の株式市場の当面の注目材料は、①金融緩和の継続、②自動車をけん引役とした製造業主体の企業業績回復、③ワクチンの効果および接種率、などであろう。前述の通り、コロナウイルス関連では新たな不透明性が出ており、③のみに依存する相場観は修正すべきである。①は米国を中心に金融政策正常化への期待は高いものの、市場の期待は当面裏切られる可能性が高いとみている。②はコロナ禍での耐久消費財の需要先食い懸念も残るため、コロナ禍継続は今後ネガティブな材料になる可能性がある。今後の金融規制強化と高レバレッジ取引解消によるロング・ポジション解消の圧力が続くことも潜在的な懸念材料である。仮にコロナウイルス関連の不透明性が高まる局面でも、世界の株式市場は昨年 3 月中旬のような極端な価格下落にもならないものの、その後の回復も大きくないだろう。数か月間続いたグロースからバリューへの相場テーマのシフトは終焉し、再びグロース優位の状態になると考えている。

③ 為替市場～ 今度は一転、米ドル高に

4 月は、前月とは異なり米ドル安が顕著になった。日本円も、対米ドルでやや上昇基調になった。米ドル安の背景は、①米長期金利が 3 月末で短期的な天井を付けたこと、②ワクチン接種進展により世界的にポスト・コロナが意識されるようになったこと、③新興国やポンド・ユーロなどの欧州通貨が 3 月までの反動もあり上昇したことなどのテクニカルな要因もあったとみている。



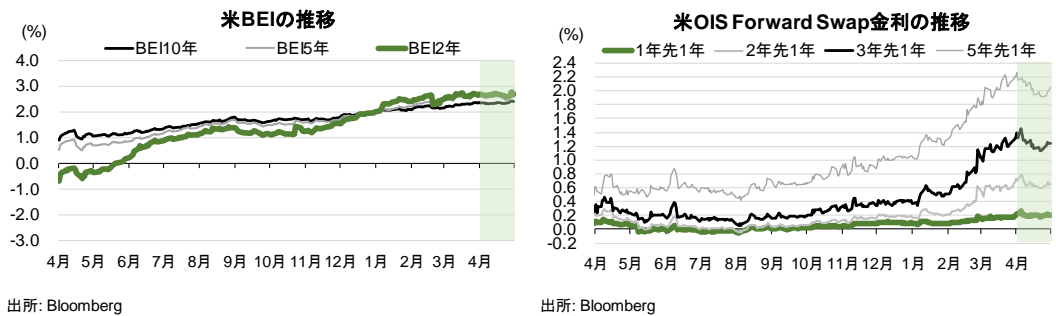
トルコリラは、3 月下旬の急落以降は一進一退の展開となっている。中銀新総裁が当初の市場予想よりも大統領寄りではないように振舞ったことで短期的に相場が戻る局面もあったが、エルドアン大統領の為替介入を継続するとの発言や、米大統領によるアルメニア人虐殺認定などを経て、月後半は再び史上最安値圏まで下落した。

ただし、新興国のすべてがトルコと同じような状態にあるわけではない。米ドル高懸念が根強くなった 4 月に多くの新興国が対米ドルでアウトパフォーマンスしたのは、前述のような米長期金利の低下が影響したのは確かだが、本源的には、①資源価格が上昇しており資源国通貨が軒並み回復していること、②ワクチン接種が進展することにより世界全体が回復の恩恵を受けることが出来るとの期待が根強いこと、および③通貨安にも関わらずインフレ懸念に乏しいこと（ただしブラジルは顕著に物価上昇が確認されており、また、気候変動の影響を受けた食料品価格の上昇にも留意すべきである）があらう。

今後の注目材料は、米長期金利（市場が注目する今後の FRB の方針）や、多重変異株による世界への影響などを挙げることができる。4 月は米ドル安基調となったが、市場には米国経済の強さゆえに、米長期金利が再び上昇し、米ドル高が再燃するとの見方が根強く残っている。この場合は、米ドル高の反対側で新興国を中心に通貨安が生じる可能性があるため留意を要する。

3. 注目材料～ 債券ベア派と FRB の戦いの行方

4月以降、米長期金利が落ち着きを取り戻すなかでも、依然として債券市場ではインフレ期待を背景にした根強い長期金利上昇懸念が残っている。確かに、足もとはインフレ期待を想起させる要因にあふれている。政府による極端なまでの財政拡張策、超金融緩和と中銀のバランスシート拡張、マネーサプライの急増などの需要サイドの要因に加え、コンテナ船市況の急騰に代表される輸送コストの上昇、コモディティや半導体価格の上昇などの供給サイドの要因も確認されている。これほどまでのインフレ材料の噴出は、近年に類例がない。



一方、米国物価連動国債の価格から逆算されるブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）を観察すると、緩やかな上昇を続けているものの極端な上昇には至っていない。米国では今年4-6月期にテクニカルな消費者物価指数の上昇（対前年比）が予想されており、市場はこれをフルに織り込んでいる。BEIは長期になるほど低水準になっており、短期的なインフレ率上昇後は年率+2%～+2.5%程度で推移することを織り込んでいる。

すなわち、米国債券市場参加者の意見が分かれていると考えられる。債券ブル派（金利は過度に上昇しないと考える参加者）はコロナ影響が経済の特定分野（レジャー、ヒトを運ぶ運輸など）に根強く残ることやコロナ後のデフレ圧力を意識しているとみられ、FRBもどちらかといえばこちら側にあるとみている。一方、債券ベア派はコロナ禍での過剰な財政・金融政策が今後インフレを誘発するとみているのだろう。そして、景気過熱感の高まりを根拠に、FRBに対して金融政策正常化（利上げ時期の前倒し）を催促している（例えば、OIS先物を確認すると、23年前半には既に2回程度の利上げを織り込んでいる）。仮に23年前半に利上げ開始となる場合、利上げ前に実施されると予想されているテーバリングについて、市場との対話を開始するのは21年8月（「ジャクソンホール会議」のタイミング）との見方も台頭している。

このような債券ベア派とFRBの期待の乖離は、今後収れんするのだろうか。以下では、債券ベア派が想定する相場観（早期利上げ期待）と、FRBの期待を比較し、筆者の相場観を踏まえたうえで、今後の米長期金利水準やFRBの金融政策関連のアクションを予想する。

債券ベア派の主張（懸念）は概ね以下の通り。

- インフレ率：米政府による過剰需要創出（度重なる現金給付、長期間のインフラ投資等）と一定の供給制約により、インフレ率（年率）が+2%を大幅に上回る
- 資産バブル懸念：コロナ禍にもかかわらず昨年3月下旬以降ほぼ持続的に上昇し既にコロナ前の水準を大幅に上回る水準で推移している米国株式市場は、金融緩和長期化を背景に既にバブル状態にあり、今後システミック・リスクにつながりかねない（アルケゴス問題も同様の筋道で説明されることが多い）

これに対し、今年1月以降、FRBのパウエル議長は、以下の主張を繰り返している。

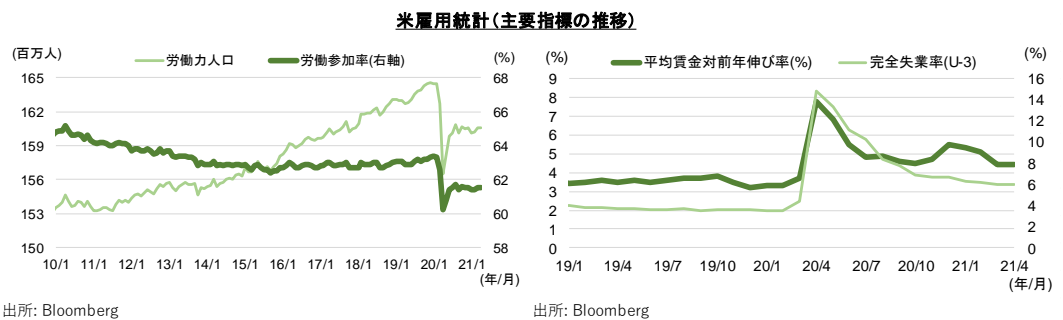
- インフレ率：短期的な上振れは想定範囲内だが、年率+2%を大幅に上回る状態が長期化する材料に乏しい

- **資産バブル懸念**: 金融政策によって資産バブルを抑制することは否定しないものの、政策の優先度はマクロ・ブロードベース政策にある（金融規制強化、デリバティブ証拠金率の引き上げ、金融モニタリングの強化などを含む）。また、長期金利が一時的に上昇することを容認することで、株式市場等のリスク資産市場が過度に加熱することを抑制することも期待している

このように両者の主張は見事に平行線をたどっている。筆者は、この背景にコロナ禍での金融政策に対する FRB の方針（期待）を債券ベア派が重視していない可能性があるとみている。すなわち、

- **雇用重視**: FRB はコロナ禍が経済に与える下押し圧力の長期化を懸念している（レジャーおよびヒトを運ぶ運輸関連産業など）。とりわけ、雇用の質の変化を重視していると考えている。例えば、ポスト・コロナ時代は企業による費用削減・リストラが強化される可能性が高く、雇用調整は長期化する可能性がある。このため、雇用情勢に対する FRB の期待は、一般的な市場の見通しに比べて悲観的かつ慎重である（例えば、完全雇用水準とされる完全失業率 4.0%を大幅に下回る（たとえば 3.5%）ことが「確認」されるまで利上げは無いとのパウエル議長の主張など）
- **期待よりもエビデンスが重要**: 前述したように、コロナ禍からの経済活動回復に至るまでに依然として紆余曲折があるとの見方は、必ずしも悲観的過ぎるわけではない。レジャー産業等で実際に甚大な負の影響が残っていることもあり、コロナ禍からのマクロ経済再生を担う FRB は、従来のリセッションからの金融政策正常化プロセスとは異なった経路と時間を想定していると考えべきである。それが「期待よりもエビデンス重視」の方針にあらわれている。

これに鑑みれば、今後の FRB の金融政策のカギを握るのは「雇用」であり、実際にエビデンス（例えば完全失業率が 3.5%まで低下すること）が発現する時期であることがわかる。

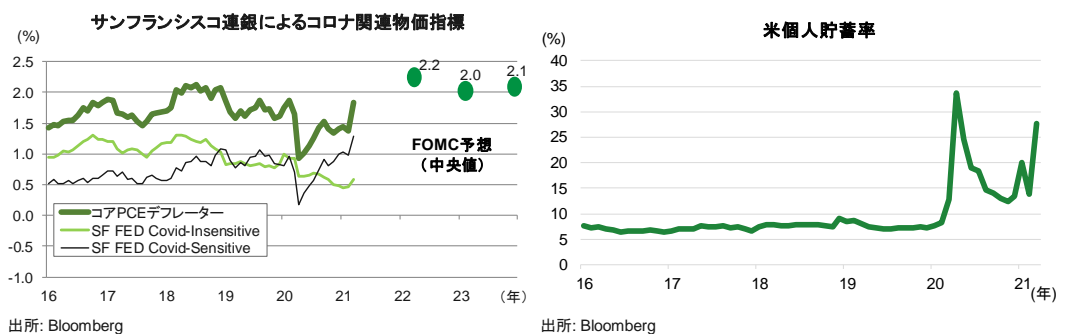


3月の米雇用統計は、ヘッドラインの数字をみれば極めて強い結果との評価になるが、今後についてはいくつか留意すべきポイントがある。

- 前述の通り、完全失業率が 3.5%まで低下することが重要になるが、今後は労働参加率が増加し、結果として完全失業率が下げ止まる可能性がある
- 足もとの雇用回復は、(平均賃金水準の低い) 対面型サービス産業（レジャー & ホスピタリティ業界）主導であるが、その結果、平均賃金の回復は一層緩やかになる可能性がある

すなわち、いずれも 21 年中にトレンドが確定するものではないため、FRB は今後もこれらの不確実性要因を注意深く観察し続けるとみている。筆者は、OIS 先物市場が織り込むようなシナリオ（21 年 8 月のテーパリング示唆、22 年 1 月からのテーパリング開始と、23 年初旬の利上げ開始）が実現する可能性は低いとみている。

それでもFRBが利上げ開始時期を前倒しせざるを得なくなる局面は、やはり想定外のインフレ率上昇であろう。確かに、FRBが重視する物価指標であるコアPCEデフレーターを確認すると、足もとで急激に上昇している。しかし、サンフランシスコ連銀が公表している新型コロナウイルスに影響を受けやすい(Covid-Sensitive)項目と受けにくい(Covid-Insensitve)項目別に物価上昇率の推移を確認すると、影響を受けやすい項目(具体的には中古車価格の上昇が大きく寄与している)の上昇が顕著であるものの、影響を受けにくい項目(電気機器・家賃(帰属家賃)・医薬品等)が低迷していることがわかる(足元では反転基調にあるが)。コロナ禍で中古車価格が上昇しているのは、需要先食いの可能性や、足元の新車生産台数の低迷(半導体不足に由来)が主因とみられ、長期化する可能性は低い。一方、影響を受けにくい項目のうち家賃(帰属家賃)は、コロナ禍で郊外志向が強まるなかで低迷しているが、こちらは逆にポスト・コロナになるにつれ戻り基調になると想定される。つまり、基調的な物価上昇の兆候は依然として見られないと考えるのが常識的であろう。



また、米国では現金給付による個人の過剰貯蓄が指摘されており、今後ポスト・コロナに向けて当該過剰貯蓄が消費に向かうことで、過剰なインフレを招くのではとの懸念もある。しかし、昨年前半も同様に現金給付に対して貯蓄率が急上昇したものの、その後は「巣ごもり消費」(耐久消費財への需要など)や株式投資等に使用されたことで貯蓄率は急速に減少した。足元もバイデン政権による「ばらまき」再開により貯蓄率は上昇しているが、当該資金が今後も耐久消費財等の「モノ」に使われる可能性は低く「コト」(レジャーなど)や投資に向かう可能性が高く、インフレ率に与える影響は大きくないとみている。

このように、足もとではインフレ懸念が台頭する材料が枚挙に暇がない状態にあり、債券市場がベア派優勢になるのは仕方がない。その結果、短期的には長期金利が再上昇する機会もあるだろう。しかし、上記の整理の通り、インフレ率が持続的に上昇するためには、まだまだエビデンスが不足しているのも事実である。このため、債券市場では短期的なインフレ懸念の台頭があっても、中期的には長期金利が上がりにくい(≒既に多くの材料を織り込んでいる)状態が続くとみている。FRBはまずは長期金利が2%水準までの上昇を容認しているとみており、これを上回る長期金利の上昇に対しては、株式市場等の反応を見ながら必要であれば長期金利上昇を抑制する(究極的にはイールド・キャップ戦略など)ことを目指すと考えている。

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