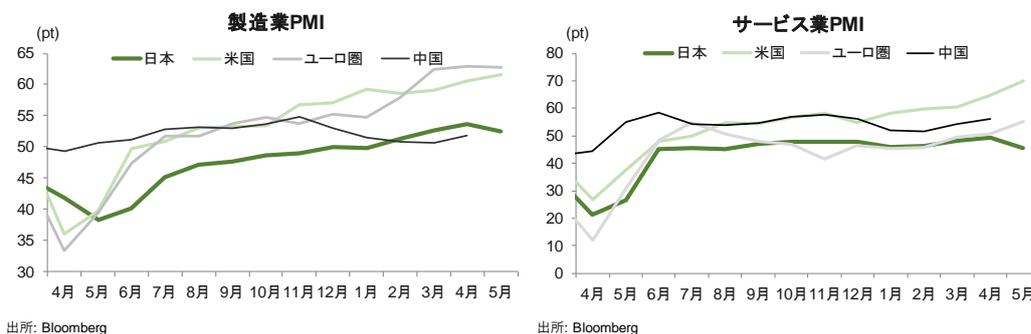




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** ワクチン接種率(回数)進展による経済活動回復をおりこむ展開が続いている。新型コロナウイルス変異株(とりわけインド変異株)による負の影響が懸念されたが、ワクチンによる一定の効果が確認されつつあり、グローバル経済の脅威にはならないだろう。当面は安定的なマクロ経済・金融市場環境が続くと予想する。債券市場では物価動向、株式市場ではポスト・コロナの銘柄選別、為替市場では中銀の金融政策正常化が強く意識されている。
- **注目材料:** 今年半ばにFRBがテーパリングに向けた議論を開始するとの見方が強まっている。背景にはFRB自身による早期のテーパリング開始をほのめかすイベント(要人発言など)がある。インフレ上振れが一時的であり(むしろ基調的にはデフレの様相も残る)、雇用の構造的な問題解決にも時間を要するという、FRBのデュアル・マンデートの観点からはテーパリングを急ぐ理由は見当たらないなか、なぜFRBがテーパリングを催促するのか。カギを握るのが、短期金融市場の機能停止のリスク(金融政策オペレーション上の問題)とみている。仮に金融政策オペレーション上の理由によりテーパリングに向かうことになっても、当面の間は債券市場の動意は乏しいとみている。

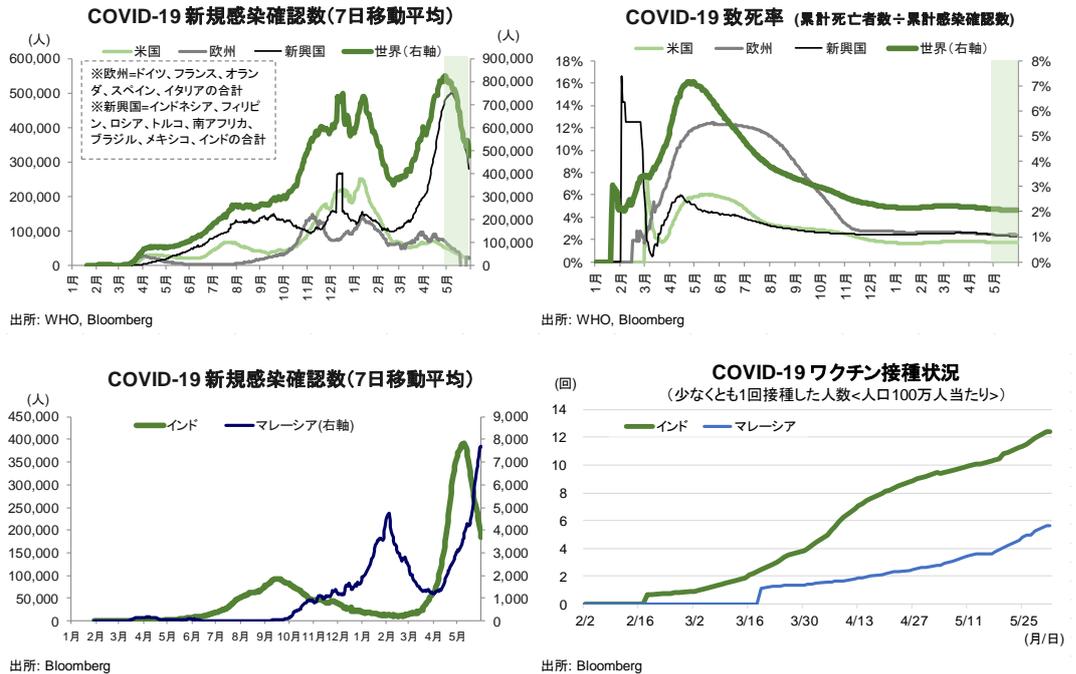
1. マクロ経済展望 ~ コロナ影響残るも当面は回復を維持しそう

グローバル・マクロ経済は、特定の国・地域における新型コロナウイルスの不確実性が残るなか、基本的には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継続を主因に緩やかな回復過程にある。PMIでみる景況感は、回復を続ける米欧が牽引する姿に変化はなく、とりわけ最近では米国のサービス業の回復が著しい。背景には新型コロナウイルスに対抗するワクチン接種の進展がある。中国は、従来の巡航速度である実質GDP成長率+5~7%程度(年率)に「減速」させる政策を継続しており(PMIの比較では)足元は米欧比で弱くみえるが、GDP世界2位の大国が年率+5%以上の成長を維持していることで、グローバル経済が大きな恩恵を受けていることに変わりはない。日本は緊急事態宣言の発出を受け、4-6月期に2四半期連続でマイナス成長になる可能性が高くなっている。ただし、今後は、先進国で最下位のワクチン接種率が急角度で上昇する可能性が高く、米国対比で3~4ヵ月程度遅れつつも今後の景況感回復が期待されよう。



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、全世界では新興国(特にインド)を中心に減少基調となった。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(もしくは低位で安定)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。新興国の過半を占めていたインドは5月以降大幅減少に転じたが、インド同様に過去に感染抑制に成功してきたマレーシアでは感染者数が急拡大している。マレーシアでは、新型コロナウイルスの英国型変異とインド型変異のハイブリッド型変異株が確認されており、当該変異種の蔓延が感染拡大の

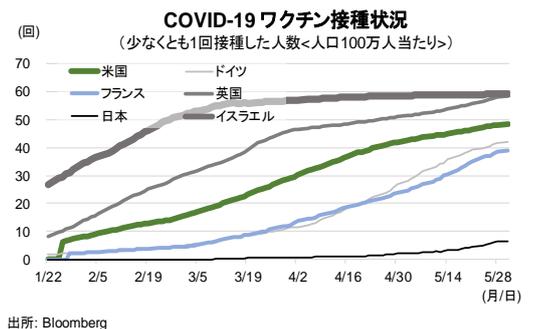
要因の可能性もある。



前月の当レポートでは、インド変異株の感染拡大に警戒すべきとコメントした。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、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とした(いずれも4月末時点では未確認)。その後の新規感染確認数の減少や、mRNA ワクチン等の既存ワクチンがインド変異株にも一定の効果があるとの研究成果などに鑑みれば、(5月末時点では)①や②が主因であり、ワクチン接種が進むこと(④の達成)で、感染拡大抑制を達成することは可能(③は杞憂になる)との見方が優勢になっている。

ただし、今般のインドやマレーシアでの感染急拡大は、新型コロナウイルスの感染力と生存力の高さを我々に見せつけている。コロナウイルスの変異は、流行当初から想定されていた。そして、変異自体はスパイクタンパク質の変異であり、その限りにおいて強毒化する可能性は低い。一方、過去の事例をみれば、ウイルスが感染力を拡大させる場合は概ね致死率も低下する傾向がみられたが、新型コロナウイルスでは感染力の拡大の反面、致死率は低下せず(日本では概ね2%程度、他国でも概ね2~5%程度で落ち着いている)、インフルエンザの10倍以上の水準にある。この事実は、人類がこの病をインフルエンザと同じ扱いにすることは難しいことを表しており(つまり毎年流行することは容認できない)、偏に、ワクチン接種による感染者数抑制が達成できるか否かが重要になっている。

ワクチン接種状況を確認すると、ワクチン接種で先行するイスラエル、そして英国や米国は、人口100人当たりの接種人数(少なくとも1回接種した人の数)が60人程度でほぼ横ばいになりつつある。一般的に、集団免疫を獲得するために必要なワクチン接種率は、実効再生産数(一人の感染者が何人にうつすか)に依存するが、実効再生産数が2.5(新型コロナウイルスはこの水準とされることが多い)とすれば、集団免疫の閾値は



60%である。実際は、自然免疫や獲得免疫などによりウイルスを撃退している人も相当数いると思われるため、集団免疫閾値は50%を大幅に下回るのではないかと主張もある(大阪大学の宮坂教授など)。このため、イスラエルに加え、米国および欧州主要国は既に集団免疫に近い状態にあるとの見方は今後一層強くなるだろう (現在観測される変異株に既存のワクチンが効力を持つことが前提)。

新型コロナウイルスに関する今後の注目点は、①ワクチン接種の進捗状況、②今後発生する変異株に対するワクチンの効果、③既存ワクチンの効果が無い場合でも変異株に対応したワクチンが開発できるか否か、にある。短期的にはネガティブなヘッドラインが出たとしても、③の確度が高い限り金融市場が大幅に下落する可能性は低いだろう。

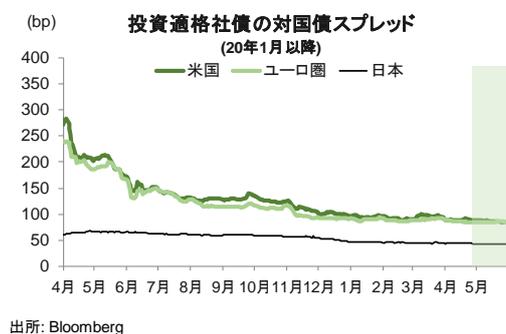
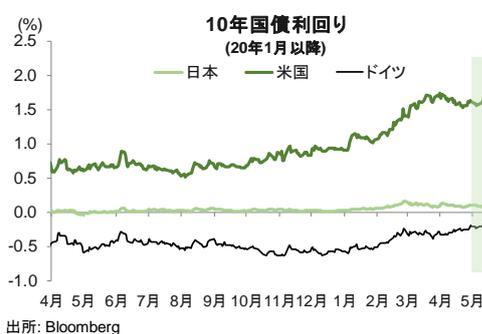
今後、世界の金融市場(金利、株式、為替)は、ワクチン接種の進展を前提に、経済活動が回復することを織り込む展開になる。債券市場では、米国を中心に物価情勢、株式市場ではポスト・コロナにおける銘柄選別、為替市場では中銀の金融政策正常化が注目材料になる。

とりわけ、先進国中最も早いペースでワクチン接種が進む米国の動きを、世界の金融市場は注目し続けている。先月は、FRBと市場の期待の乖離をテーマにしたが、5月はFRB自らが早期のテーパリング議論開始をほのめかすイベント(要人発言など)があった。FRBの真意とテーパリング議論の開始時期、そして、当面の長期金利の行方について、後段の「注目材料」にて議論する。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場～5月はレンジ圏での推移

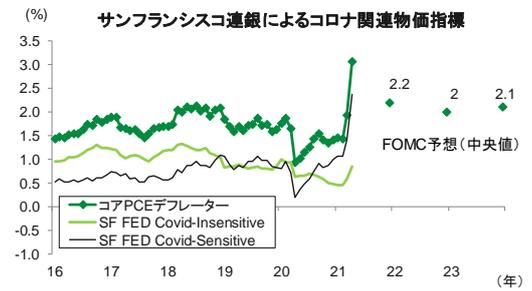
5月の債券市場は、引き続き米国を中心にレンジ圏での推移となった。米国ではFRBの金融政策正常化期待が根強いが、足元の強い経済指標に対して長期金利の反応は終始鈍かった。注目された5月の雇用統計は、季節調整済の非農業部門雇用者数は市場予想を大幅に下回ったものの、実態は、雇用のミスマッチが生じている可能性が高く、雇用の実態は強いとみるべきであり、市場もそれを認識していたが、結局長期金利の上昇は限定的だった。欧州では、ECBによるテーパリング観測が浮上し、長期金利が上昇する局面もみられたが、ECBが早期に政策転換するための材料(物価、雇用に加え、コロナ禍で巨額財政拡張を続けるなか、周縁国の調達金利が上昇するような政策を打つことの合理性など)に乏しく、金利上昇は続かなかった。そして日本は引き続きほぼ横ばい推移となった。



クレジット市場は、長期金利動向にほぼ無反応の状態が続き、5月もクレジットスプレッドは緩やかにタイト化した。クレジット市場では、ハイイールド社債やレバレッジドローンなどの低格付けの発行体による負債商品への人気が高まり、これらのクレジットスプレッドはコロナ前の水準よりも縮小している。とりわけレバレッジドローンは、変動金利型の商品であり、FRBの金融政策正常化を見据えた投資資金の受け皿になっている。これをバブルと評価する市場参加者も多いが、米国企業の業績および財務指標の改善は当面続く見通しで、クレジットスプレッドを拡大させるような格下げや債務のデフォルト率の上昇は期待

できないため、市場の警戒感の反面で、クレジットスプレッドは緩やかにタイト化を続ける可能性が高い。

米国の物価指標は確かに上振れており、上振れ幅は当初の市場予想以上になっている。しかし、先月の当レポートで紹介した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）項目別に足もとの物価上昇を確認すると、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）。基調的なインフレ率はむしろ低迷していると考えべきであり、債券市場においてもこの意見が徐々に強くなっている。

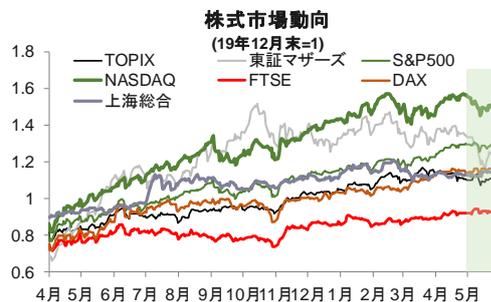


出所: Bloomberg

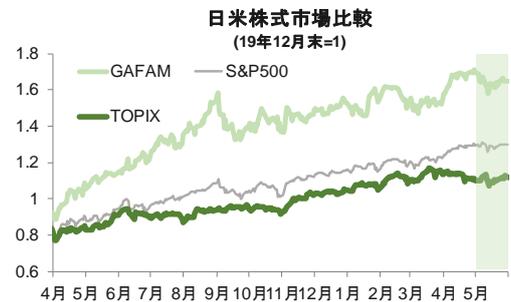
今後も物価が長期的に上振れるとのエビデンスを確保することは難しく、4-6月期の物価指標の上振れは「織り込み済」と解釈され、長期金利は上昇しづらい状態が続くとみている。

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

5月の世界の株式市場は国・地域によってまちまちの展開となった。欧州や中国は、4月に続き好調維持だったが、日本や米国は、IT・新興銘柄を中心に下落し、株価指数（TOPIX や S&P500 種）も横ばい圏で推移した。



出所: Bloomberg

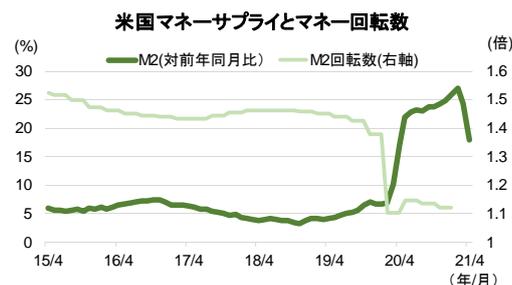


出所: Bloomberg

日本市場では、5月の日銀によるETF買い入れ額がゼロになったことが話題になった。5月11日はTOPIXの前場下落率が1.98%に達したものの買い入れは見送られ、その後も前場の下落幅が大きい日でも買い入れは実施されなかった。市場では、いわゆる「続落基準」として、前場下落率2%超が意識されている（最後に買い入れを実施した4月21日の同前場下落率は2.2%でその日の買い入れ額は700億円）。別途実施している個別株の売却を加味すると、5月は全体として株式の売り越しだった可能性もある。もっとも、株式市場が混乱する局面では日銀によるETF買いが期待されているため、足もとのような景気回復期待が高い状態が続く限り、日銀抜きでも相場が大幅に下落する可能性は低いだろう。

米国株の伸び悩みはいくつかの材料が背景にあらう。前月の当レポートで紹介したような高レバレッジ・ポジションは概ね5月中に解消されたとみているが（アルケゴス関連で損失を発表した証券会社のリリース等による）、①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。法人税は21→25%に引き上げで現在調整中）に加え、②マネーサプライの伸び率鈍化も心理的に影響している可能性がある。コロナ禍で市場関係者が注目してきた米マネーサプライ伸び率は、足元は昨年4月以降のマネーサプライ急増の影響の反動で減少しているが、今後は伸び率が一層緩やかになるとの見方が強くなっている。マネーの流れを人間の血流に例えるなら、コロナ禍で血流が停滞（マ

ネーの回転率が低下) したため、中銀は大量の輸血(マネーの量が大幅に増加)をしたが、ヒトの体力が回復し退院を間近に控えるなか血流が回復すると、もはや輸血は必要なくなると表現できよう。足元の短期金利(特にFF金利)が低位安定していることに鑑みれば、依然として市場のドル流動性は潤沢であるが、今後はマネーサプライの伸び率が一層低下することで、株式市場のセンチメントを低下させる可能性がある。

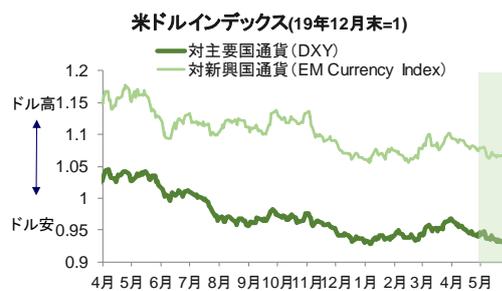


出所: Bloomberg

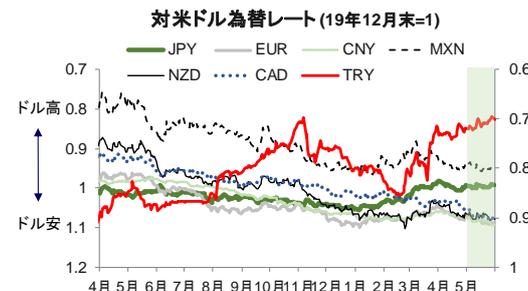
今後の株式市場の注目材料は、①ワクチン接種進展による経済活動再開や金融政策の正常化、に加え、②ポスト・コロナを見据えた変化(産業構造の変化、セクター/銘柄間格差の拡大)などであろう。①は市場に徐々に織り込まれつつあるが、ワクチン接種率が低い地域を中心にコロナ禍で大幅に業績が悪化したセクター(ヒトを運ぶ運輸、レジャー・サービスなど)を中心に上昇余地を残す。一方、中長期的には②が重要なテーマになる。鷹の目的には、数か月間続いたグロースからバリューへの相場テーマのシフトは終焉し再びグロース優位になると表現できるが、主戦場はミクロ(個別銘柄)にある。キーワードは、ソーシャル・ディスタンスの維持、SDGs(とりわけ環境重視)、DXなどである。

③ 為替市場～ 今度は一転、米ドル高に

5月は引き続き米ドル安基調となった。米経済回復への期待は高いが、①ワクチン接種で先行する米国の経済回復は市場が既に織り込みつつあること(米長期金利も上昇せず)、②ワクチン接種が進展するユーロ圏等の経済活動回復への期待が相対的に強いことなど(FRBに先駆けて金融政策正常化が模索されるカナダやニュージーランドなどを含む)が主因とみられる。また、米国が巨額財政赤字を続ける方針を表明するなか、長期的な米ドル安を意識する向きも一定程度存在すると考えている。一方、日本円は主要国通貨で最弱となり、対米ドルで減価(円安)した。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

為替市場でも、ワクチン接種進展による経済活動回復と、中銀の金融政策正常化が強く意識されている。FRBに先駆けて中銀がアクションを起こしつつあるカナダやニュージーランドがその典型で、対米ドルで増価が続いている。ユーロも概ね同じアジェンダで動いている。

新興国通貨も、一部を除き対米ドルで堅調である。4月初旬には、米国の巨額財政出動の継続と景気過熱感が米長期金利を上昇させ、新興国通貨にネガティブに作用するとの見方が支配的になったが、①米長期金利の上昇が限定的であること、②資源価格上昇により資源国通貨が回復していること、③ワクチン接種進展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④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)により、必ずしも対米ドルで弱いわけではないことを理解すべきであろう。なお、トルコリラは、エルドアン大統領による中銀副総裁の解任など

が重しになるなど、個別要因により下落基調となった。

今後の注目材料は、米国を含む主要国中銀の金融政策正常化になろう。5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おり、短期的なヘッドラインに反応して米長期金利が上昇し米ドルが増価する可能性は残る。しかし、①米国経済の好調さや長期金利上昇の可能性を既に市場は織り込んでいること、および②本格的な米長期金利上昇は当面先とみており、米ドル増価はトレンド化しないだろう。

3. 注目材料～FRBによるテーパリングと今後の米国長期金利の行方

前月の当レポートにて、筆者は、米OIS先物市場が織り込むようなFRBの金融政策正常化パス（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の見方を展開し、米国長期金利が持続的に上昇するためには、FRBが想定するようなインフレ率の上振れが短期間で終わらないなどのシナリオの実現が必要であり、当面の間、米国長期金利の上昇には限界があると主張した。この主張の根幹にあるもの、すなわち、インフレ率の上振れが短期間で終了する可能性が高く、雇用の構造的な問題解決には時間を要することへの見解にも変化はない。

一方、5月はFRBがテーパリング議論の開始をほのめかすイベント（要人発言等）が増えた。これを踏まえ、筆者の見解を修正し、テーパリング議論開始は21年8月のジャクソンホール会合後の9月のFOMCに修正する。一方、テーパリング開始と終了、および利上げ時期に加え、当面の長期金利見通しについても修正なしとする。この考え方の背景にあるものを、以下にて展開する。

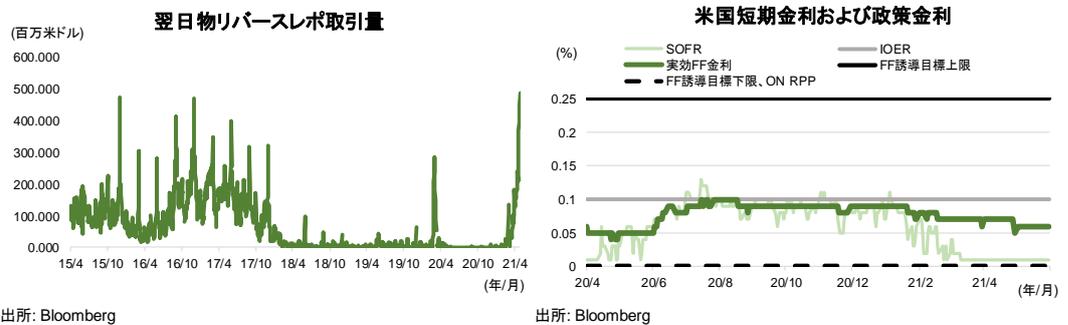
5月19日に発表された4月27-28日のFOMC議事要旨では、テーパリングの議論開始時期に関する言及がされたほか、議事要旨の発表後にクラリダFRB副理事長（パウエルFRB議長の理論的支柱）が議事要旨に沿った発言をした。とりわけ当該議事要旨のうち「一部の参加者（a number of participants）は、経済がFOMCの目標に向けて急速に前進し続けるならば、資産買い入れペースを調整するための計画について議論を開始することが、今後の会合（upcoming meetings）のある時点で適切になりうることを示唆した」とする文章が市場から注目された。また、25日にはクラリダFRB副議長は更に踏み込み、「おそらく、今後数回の会合（in upcoming meetings）のある時点で、資産買い入れペースの縮小（テーパリング）について議論を開始できる」や「今後、我々に入ってくる経済データ次第になると思う」と発言しただけではなく、26日にはクオールズFRB副議長（規制担当）がクラリダ副議長と同様の趣旨の発言をした。

FRB両副議長からテーパリング開始時期に関する示唆が行われたことで、FRBはテーパリングに向けて本格的に舵を切ったと考えるべきであろう。ただし、その時期については、短期市場のテクニカルな調整が先に行われる可能性が高いことや発表される経済指標が限定的であるため、6月FOMC（15-16日）や7月FOMC（27-28日）の可能性は低く、早くても8月のジャクソンホール会合後の9月FOMCになるだろう。また、仮に9月FOMCにてテーパリングの議論が開始される場合、テーパリング開始のアナウンスは21年末～22年初旬、テーパリング開始は22年初旬、テーパリング終了は22年末というのが市場コンセンサスになっている（5月20日に公表されたNY連銀による市場参加者への調査結果に基づく）。

ここで一つ疑問が生じる。債券市場における過半の見方がインフレは一時的であり雇用改善には相当な時間を要するというものに一層傾くなか（結果、長期金利の上昇は抑制されている）、なぜFRBはテーパリングを催促しているようにみえるのか。考え得る要因は二つある。一つは、2013年5月のいわゆるテーパータントラムの反省から、十分に事前に金融市場の地ならしをしておきたいという思惑である。すなわち、テーパリング議論開始時期が早

くても、実際にテーパリングを開始する時期や終了する時期については、必ずしも前倒しされるわけではないという考え方である。

そしてもう一つは、足元の翌日物リバースレポ取引の急増に代表される、短期金融市場の機能低下への対処（金融政策オペレーション上の要請であり、必ずしもマクロ経済の側面から金融政策正常化が求められているわけではないとの見方）である。



米国における翌日物リバースレポ取引（FRB が短期金融市場から資金を吸収するオペレーション）が急増していることは、米債市場関係者の間では既知である。超過準備に対する付利金利（IOER）は+0.1%だが、担保付翌日物調達金利（SOFR）は今年3月以降0.01%で推移するなか、実効FF金利が緩やかに低下している。FRBのバランスシートが拡大する一方で、政府による財政拡張策が続くことで政府預金口座の預金残高が減少することが予想されるなか、FRB準備預金の増加が続くとみられている。市場金利がゼロ付近に張り付き、ボラティリティが失われた状態が続くことは、マクロブルーデンス上の懸念材料となりかねない。この問題に対処すべく、積極的なリバースレポ取引を通じて、低下基調にある実効FF金利の更なる低下を防いでいる。

各種金利の間には差があるため、裁定取引（金利の低い市場で調達し、高い市場で運用する）も可能ではあるが、各種バランスシート規制の影響で、そのような取引にも限界がある。したがって金融規制緩和は一つの手段となりうるが、民主党政権下で実現する可能性は低い。

また、FRBが管理するIOERやリバースレポ金利（ON RRP）の引き上げも有力なツールとしてFRB内部で議論されているとみられる（事実、6月もしくは7月のFOMCで議論の俎上に載る可能性はある）。しかし、政府が長期にわたる財政拡張策を表明するなかで、抜本的な問題解決のためには、FRBが自らのバランスシート拡大のペースを緩めること、すなわちテーパリングが必要ではないかとの見方は合理的である。

ただし、上記のような金融政策オペレーションの観点からのテーパリング議論の開始は、金融引き締めを意味しないことに留意したい。経済活動が再開するなか、マネーの回転率が上昇すれば、当然にマネーストックは吸収されるべきである。あくまでもオペレーション上の調整の役割を果たすテーパリングである限り、本格的な金融引き締めである利上げやFRBのバランスシート縮小までの距離が短くなるわけではないと考えている。

既に市場はテーパリングの議論に近い将来開始されることを織り込み済みであるため、テーパリング議論が開始されることによる債券市場への影響は限定的だろう。しかし、時間の経過とイベント通過により、市場は「次の材料」を織り込む。債券市場が金利水準に対して上方バイアスをかけやすい環境下、早期テーパリング開始・終了と利上げを催促する可能性はある。しかし、前回のテーパリング局面がそうであったように、実際に利上げするタイミングを見据えるまでは、長期金利が大きく動意づく可能性は低いとみている。

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