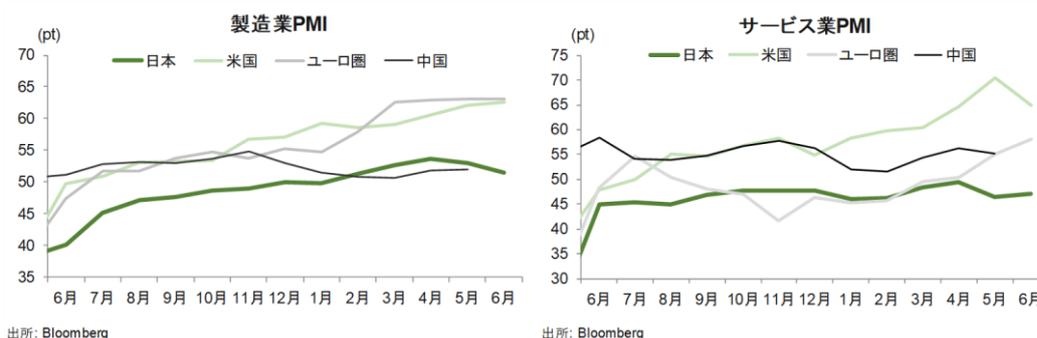




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** ワクチン接種進展による経済活動回復や、財政・金融政策双方からの支援継続により、引き続きマクロ経済環境は緩やかに改善している。一方、新型コロナウイルスの変異株による負の影響がじわりと浮上しつつあり、株式市場での銘柄/セクター間のパフォーマンス格差にも表れつつある。現時点では過度な心配は不要とみているが、ワクチンの効果に関するヘッドラインは注意深く観察したい。また、先進諸国に先駆けて中国経済のスローダウンが確実視されており、今後の動きには留意を要する。
- **注目材料:** 6月のFOMCは2023年のFF金利見通し(ドットチャート)中央値が0.6%に引き上げられ、実質2回の利上げが織り込まれたことでサプライズとなったが、その後の金融市場は一時的な動揺を経て安定化している。市場はFRBが変節したわけではないと理解していると思われるが果たしてそうなのか。市場安定化の背景にある市場コンセンサスの盲点を探ると、FRBが雇用からインフレ長期化に軸足を移しつつある可能性にたどり着く。現時点でインフレ長期化のエビデンスは無いものの、サプライチェーン混乱の長期化、住宅価格や資源価格上昇の長期化には注目しておきたい。反面、2021年の経済成長率やインフレ率が上振れすることは、2022年以降の「減速」にもつながりかねない。今年後半から来年にかけては金利上昇・低下双方のシナリオを描きうる。

### 1. マクロ経済展望 ~ 引き続き回復基調ながら微妙な変化もみられる

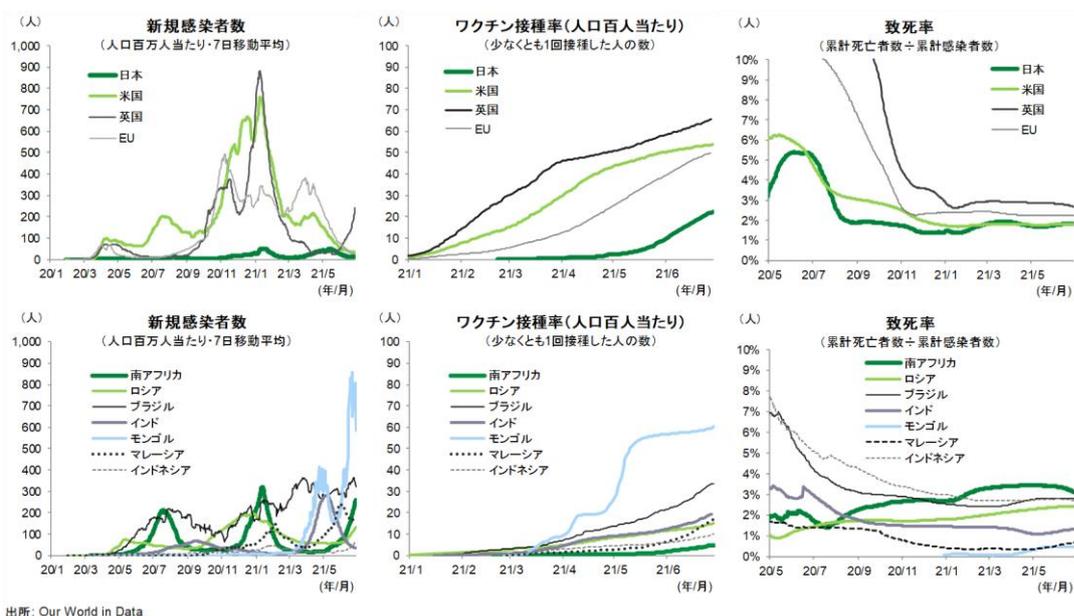
グローバル・マクロ経済は、基本的にはワクチン接種進展による経済活動回復や各国・地域の財政・金融政策によるサポート継続を主因に緩やかな回復過程にある。PMIでみる景況感では引き続き欧米主導で回復基調にあるが、とりわけ欧州はワクチン接種進展によるサービスの回復が著しい。反面、米国のサービス業PMIは、水準自体は高いがピークアウトしている。中国は、従来の巡航速度である実質GDP成長率+5~7%程度(年率)に「減速」させる政策を継続している。日本は緊急事態宣言の発出等による経済活動低迷に加え、製造業では半導体不足等による稼働率低下も影響しており、回復基調にあった製造業の減速が確認されている。



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、国や地域によりまちまちである。先進諸国では総じて抑制基調(特に米国とEU諸国)にあるが、英国では感染再拡大が確認されている(主にデルタ株)。新興国ではインドが沈静化する一方で、南アフリカ、ブラジル、ロシア等で感染再拡大トレンドにある。英国やモンゴルのようにワクチン接種が進む国でも感染再拡大が生じているが、重要なのはその結果として重症者や死亡者が増えるか否かである(≒医療現場への過度な負担が生じるか否か)。英国は、感染者再拡大の一方で新規死亡者数は低位にあるが、今度の動向には留意を要する。

また、米モデルナ社は6月29日、同社の新型コロナウイルスワクチンについて、デルタ株を含む変異株に対し中和抗体(ウイルスに結合して無力化する抗体)を生成することが初期

段階の研究で確認されたと発表した（ただし従来株比で中和抗体数は半減）。今後もウイルスは継続的に変異し、いつかは mRNA ワクチンを含む既存ワクチンの効果が低下する可能性はある。こちらにも予断なく動向に注目したい。



上記のような変異株への警戒により、株式市場では緩やかながらバリューからグロースへのシフトが生じているほか、コロナ関連銘柄（レジャー、サービスなど）の銘柄が冴えない展開になりつつある。過度な懸念には至っていないが、世界中の市場参加者が感染者数や致死率の増減などに注目するなか、市場が織り込んでいない材料、例えば既存ワクチンの効果の大幅な低下（既に中国製ワクチンがデルタ株に対して効果が低下するとの報道（中国新華社通信）がある）や、新たな変異株の登場により重症者数や死亡者数が増えることになれば、経済活動再停止が再度意識され、大規模なリスクオフ（金利低下、リスク資産価格低下、ドル円相場下落）が生じる可能性があることを頭の片隅に置いておきたい。

また、6月は上記のようなコロナ感染情勢の微妙な変化に加え、米FRBの金融政策(FOMC)にも注目が集まった。市場の予想よりも「タカ派」へのシフトと捉えられる変化（経済予想サマリー（SEP）における23年中の政策金利見通しの上方修正）に対し、市場が一時的に動揺する場面もあった（18日のサンフランシスコ連銀のブラド総裁発言後の米国株式の急落など）。今後は、金利上昇と金利低下の双方の可能性が残る（詳細は後述）。

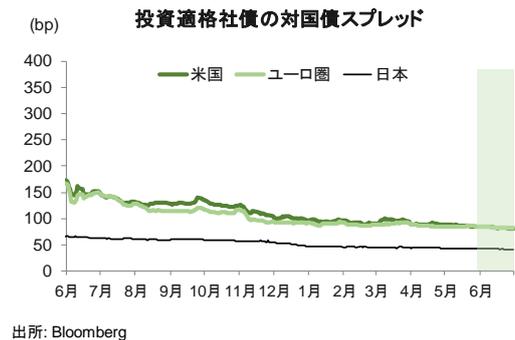
また、中国経済のスローダウンへの警戒感も高まりつつあるようにみえる。「クレジット・インパルス」として知られている中国の総与信量対GDP比率の前年比伸び率は、既にマイナス圏に入りつつある。リーマンショック後にクレジット・インパルスがマイナス圏に突入するなかで、米国の実質金利が上昇する局面において、グローバル金融市場に大きなショックが生じてきた。クレジット・インパルスがマイナス圏に入ってから間もなく、また、米国の実質金利も当面マイナス圏で推移する可能性が高いため、近い将来に市場の大きな変化が生じるとは見ていないが、今後の注目材料になりうるため近いうちに当レポートにて中国経済の現状をまとめてみたい。

当面のグローバル・マクロ経済シナリオは安定的とみているが、上記のような変化の芽にも留意する時期が来ている。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場～ FOMC 後に動意づくも総じて小動き

6月の債券市場は、FOMC後に動意づく場面もみられたが、レンジは引き続き広くなく金利上昇も限定的だった。米国では、FOMCが市場予想よりもタカ派にシフトしたと評価され、利上げ時期の前倒しが意識されるなか、中期ゾーンを中心に金利が上昇したが、長期・超長期セクターはFOMC直後には金利は上昇したもののその後は持続的に低下した（ツイスト・フラットニング）。クレジット市場は、国債市場の金利変動に対してほぼ無反応な状態が続き、むしろ金利上昇局面ではテクニカルにクレジットスプレッドが低下した。とりわけハイイールド社債のクレジットスプレッドはリーマンショック後の最タイト水準に達しており、過熱感が高まっている。



米大手証券 JPMorgan が定期的実施している米国債券投資家サーベイ（Bloomberg Ticker: TINSALNL Index）によれば、直近値（6月29日公表）でも大幅なネット・ショート（カーブ全体で売り持ちポジション）になっている。3月末までに積みあがったとみられる長期・超長期セクターのネット・ショート・ポジションは4月以降に解消されつつあったとみているが、FOMC後はショート・ポジションの主戦場が中期にシフトした可能性が高い。米国債券市場は緩やかながらFRBの利上げ時期前倒しを意識している（参考までに OIS Forward Swap 金利の推移をみても、3年くらいまでの上昇が著しい）。



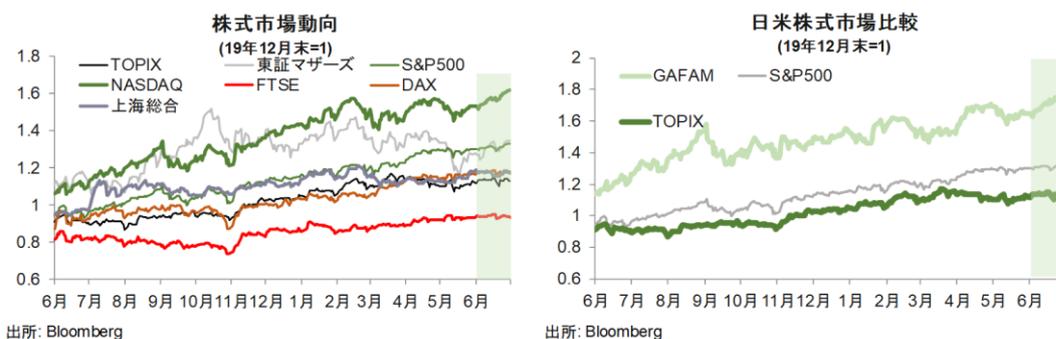
6月のFOMCと今後のFRBの金融政策についての詳細は後述するが、債券市場は今後のFRBの金融政策の不透明性を意識せざるを得ない状況にある。債券ブル・ベア双方から様々な意見が出るなかで、金利見通しも不透明感が強い。まずは7月2日の雇用統計が注目されるが、当該雇用統計の結果が良くても悪くても、それだけでFRBがテーパリング時期に関する意思決定はしないとみている。OIS Forward Swap市場が織り込む利上げタイミングも既に22年半ばを織り込んでいるため、過度な金利上昇につながるような材料にも乏しい。8月のジャクソンホール会合までは、発表される経済統計に対して一喜一憂しつつも、狭いレンジ圏での推移になるとみている。

### ② 株式市場～ 再びグロース銘柄が上昇

6月の世界の株式市場はFOMC後に一時的に下落したが、その後の回復も早く総じて堅調推移となった。とりわけNASDAQおよびS&P500種平均は過去最高値を再び更新したが、背景にはGAFAMに代表されるIT・半導体関連銘柄を含む、いわゆる「グロース銘柄」の回復がある。

足もとの株式市場を支える材料は、①米長期金利が上昇しないこと（≒実質金利がマイナス圏で推移していること）、②ワクチンの効果が必ずしも否定されず引き続き経済活動回復が

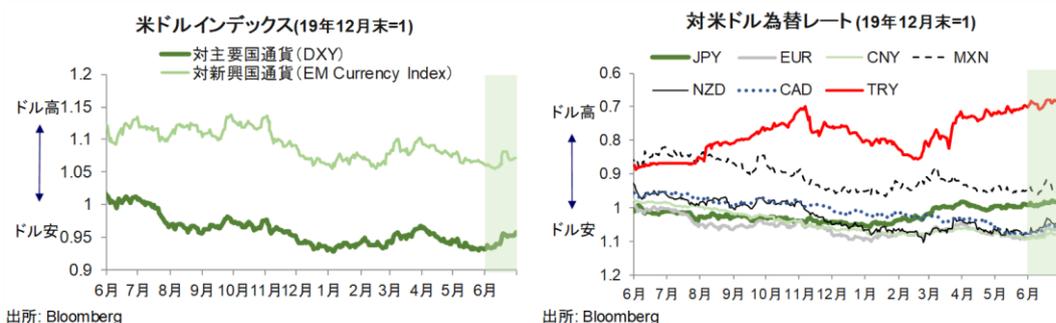
期待できること、③企業業績が堅調なことに加え、④ポスト・コロナに向けたDXの重要性が意識されていること（IT・半導体関連銘柄への期待）も含まれる。相場テーマもコロナ禍後が意識されるなかで過去数か月間はバリュー株が注目されてきたが、足もとではグロース株のパフォーマンス回復が目立つ。これは、上記の①や④が意識されていることに加え、⑤変異株への懸念（ワクチンの効果低減を含む）がじわりとにじみ出ているからではないかとみている。また①を敷衍すれば、FRBの利上げは少なくとも1年以上先であるため、利上げは株式市場のテーマにはなりにくい側面もあろう。



今後の株式市場は、短期的にはFRBの金融政策関連のヘッドラインで上下動することであっても、上記①～④を背景に緩やかな上昇トレンドになるとみている。注目材料は、①変異株とワクチン効果、②米国の利上げ時期、③各国の財政拡張策、④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）などとみている。

### ③ 為替市場～ FOMC 後は米ドル高が鮮明に

6月の為替市場はFOMCまでは緩やかな米ドル安となるも、FOMC後は急激な米ドルの上昇を経て、その後は一進一退を続けつつ、緩やかな米ドル高基調で終えた。米長期金利は必ずしも上昇していないが、短・中期金利の上昇や、根強い利上げ時期前倒し懸念が背景にある。



新興国通貨は総じて対米ドルで減価基調となった。米国側のヘッドラインに対する変動幅（デルタ）が大きく、コモディティ価格の上昇が一服する傾向になったことも資源国通貨に影響したとみている。米ドル円も、米ドル高基調のなかで緩やかに円安となった。

また、先月までに確認されたような「ワクチン・トレード」（ワクチン接種率の高い国や地域ほど為替レートが増価するという説）は注目材料ではなくなったようにみえる。

日本円については、実質実効為替レートの低下が顕著で、直近では2015年とほぼ水準に達している。2015年当時は米ドル円が120円を超えていたことに鑑みれば、実質実効為替レートに比べ名目為替レートが円高側に位置しているといえよう。15年当時は、（潜在的には中国がスローダウンしていたものの）世界経済への楽観論が強く米ドル円名目為替レートが米ドル高・円安に振れやすかったこと、FRBがテーパリングを終了し利上げモードに入るなかで日米短期金利差が拡大していたことなどが背景にある。今後FRBが金融政策の

正常化に一層シフトすると考えるならば、米短期金利上昇を通じて米ドル円が円安シフトする可能性は十分にありそう。一方、日米短期金利差が拡大したとしても、グローバル経済および米国経済がスローダウンする局面であれば、むしろ米ドル安・円高を誘発する可能性も残る（例えば、今期の実質 GDP 成長率が一層上振れることにより来期の成長率が鈍化することなど）。



今後の注目材料は、やはり米国の金融政策とそれに対する米国債券市場の動きになろう。前述のとおり債券市場には根強い金利上昇期待が残っており、メインシナリオは金利上昇と米ドル高の継続になろう。一方、債券市場にとってのペイン・トレードは金利低下であるため、一旦金利低下にシフトすれば、一時的に過度な金利低下が発生する可能性があり、その場合は円高になろう。

### 3. 注目材料～ FOMC をどう読むか

注目された6月のFOMCは、FRBが若干タカ派シフトするとの市場予想（中心的な見通しはテーパリング開始に関する議論の開始時期の明示や前倒しなど）を上回るものとなった。具体的には、SEPにおけるFF金利見通しについて23年の中央値が0.6%（実質2回の利上げ）とされ、FRBのタカ派化が顕著になったと評価された。米国国債利回りは10年～30年は低下、一方短・中期ゾーンは上昇し、イールドカーブはツイスト・フラットニングした。

SEPを確認すると、前回（3月）比で顕著に修正されたのは2021年の実質GDP成長率、インフレ率（総合・コア共）と、2023年のFF金利である。一方、Longer-runは各項目とも変化は無かった。レンジを確認しても概ね同様の

経済予想サマリー (Summary of Economic Projections: SEP) (単位: %)

予想指標	中央値				上下3予想を除外したレンジ			
	2021	2022	2023	Longer-run	2021	2022	2023	Longer-run
21年6月 実質GDP成長率	7.0	3.3	2.4	1.8	6.8-7.3	2.8-3.8	2.0-2.5	1.8-2.0
21年3月	6.5	3.3	2.2	1.8	5.8-6.6	3.0-3.8	2.0-2.5	1.8-2.0
21年6月 失業率	4.5	3.8	3.5	4.0	4.4-4.8	3.5-4.0	3.2-3.8	3.8-4.3
21年3月	4.5	3.9	0.4	4.0	4.2-4.7	3.6-4.0	3.2-3.8	3.8-4.3
21年6月 インフレ率(PCE)	3.4	2.1	2.2	2.0	3.1-3.5	1.9-2.3	2.0-2.2	2.0
21年3月	2.4	2.0	2.1	2.0	2.2-2.4	1.8-2.1	2.0-2.2	2.0
21年6月 インフレ率(PCEコア)	3.0	2.1	2.1	-	2.9-3.1	1.9-2.3	2.0-2.2	-
21年3月	2.2	2.0	2.1	-	2.0-2.3	1.9-2.1	2.0-2.2	-
21年6月 FF金利	0.1	0.1	0.6	2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1	2.3-2.5
21年3月	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-0.9	2.3-2.5

出所: FRB

傾向があるが、2022年のインフレ率がレンジ全体で上方修正されている。なお、インフレ率（PCE総合）の2022年および2023年が0.1%上方修正されたこと、および2022年の実質GDP成長率のレンジ下限が3.0%から2.8%に低下していることは興味深い。

6月18日のブラード総裁発言（ブラード氏は一般的にはハト派とされているものの、FOMC内の空気を読んで発言する「風見鶏」とも評されており、筆者は相場見通しの参考にしていない）により一時的に相場は動意づいたものの、その後は安定化した。FOMC後の金融市場の安定化は、①Longer-runに修正が無くFOMCメンバーが過度にタカ派しているわけではない、②ドットチャートの上方修正は市場の懸念を配慮したもの（インフレに対し金融引き締めタイミングが遅れる「ビハインド・ザ・カーブ」や、資産バブルなどの市場の懸念に対しFRBは対処する用意があるとの意思表示であり、必ずしも利上げ時期を前倒しする意図があるわけではないとの理解）、③政策の柔軟性を確保したい（インフレ・デフレどちらに振れても対処できる「柔軟性」を確保したい）との思惑（つまりタカ派シフトではない）、④これらを裏付けるように6月21日以降はパウエル議長を含むFOMCメンバーから相場急変動をなだめるような発言が相次いだこと、そして⑤FOMC後に長期金利が上昇しなかったことなどが絡み合っており、市場センチメントを改善させたのだろう。

しかし、FOMCメンバーは本当にタカ派化していないのか。一般的に中央銀行は金融システムの安定性を重視するため、自らの決定により市場が急変動する場合、その後に火消し発言をするのは当然であるため、④は説得力に欠ける。⑤も利上げ前倒しを債券市場が織り込む

のであれば当然にイーロドカーブはフラット化すると予想するため、10年金利のショート・ポジションは分が悪い（2年や5年のショートの方が勝つ確率が高いと思う市場参加者が多いだろう）。このため、10年ショート・ポジションのアンワインドが続いたことで「たまたま」低下したとの見方も多い。①も論理矛盾がある。もし長期的にインフレ懸念をしていないのであれば、これから2年も先の見通しを上方修正する理由にはならない。②も、予てからパウエル議長は資産バブルへの対処としてマクロ・プルーデンス政策を優先すると強調してきたため、資産バブルが気になるのであればFRBの権限でマクロ・プルーデンスの強化をすればよいだけである（実際、それだけで十分な資産価格抑制効果があるだろう）。一方、③は筆者も同意する。実際、前月の当レポートにてFRBがテーパリング開始に向けた議論を近いうちに開始するとの見方にシフトしたと指摘し、その理由として③を挙げていた。

ところが、これが厄介である。柔軟性を持ちたいという思惑は、すなわち、利上げタイミングの前倒しや利上げ開始後の利上げペースを加速させることにも繋がりがねない。柔軟性は、換言すれば「不透明性」になる。柔軟性を持ちたくなかった背景には、当然に、インフレか雇用情勢のどちらかにFOMCメンバーが不確実性を見出し始めたことがある。筆者は、雇用情勢が構造的な問題（需給ギャップ、DX加速等による人員削減圧力など）を抱えているのがほぼ確実ななか、FOMCメンバーのインフレ見通しに微妙な変化が生じたのではないかと考えている。前述のとおり、2021年のインフレ見通しの上方修正は当然としても、2022年と2023年も微妙に上方修正していることは注目される。

債券市場は、Average-Inflation Targeting (AIT)、いわば「埋め合わせ戦略」の不透明性（実際にどの程度の埋め合わせが生じれば金融政策正常化に向けた条件が整うのか）に関して21年以降は鈍感になっていた。FRBがインフレ率よりも雇用に重点をシフトするなかでは、当然の流れであった。しかし、FOMCメンバーはSEPにおけるインフレ率の上方修正により、2022年までに「埋め合わせ」は終了するとの見方を示し、インフレ率の視点からは金融政策正常化の条件が整いつつあるとの見方を市場に示した可能性がある。

残念ながら、現在確認できる情報では、インフレ懸念が長期化することを証明する材料は見当たらない。ただし、可能性のあるシナリオは、サプライチェーンの混乱、住宅価格（最終的に帰属家賃に影響）や資源価格の上昇が長期化することであろう。市場参加者は、この点に最大限の関心を持ちつつ、次のFRBのアクションを予想することになる。基本シナリオは、仮にこれらの懸念材料が長期化しないとしても、2022年以降のインフレ率が2%を少しでも上回る状態が続くと予想されるのであれば、テーパリング期間を（前回比で）短縮したり、利上げ時期が2023年よりも更に前倒しされる可能性も残る。この場合、米国債利回りは短・中期ゾーンを中心に上昇トレンドとなり、また10年金利も遅れて上昇する可能性がある。

一方、SEPにおいて2022年の実質GDP成長率のレンジ下限が低下していることを説明しておきたい。消費増税前の駆け込み需要と反動減と同様に、コロナ禍終息によるpent-up需要が大きいほど、その後の反動減の規模は大きくなる。消費できる資金には限りがあるし、コロナ後はコロナ前よりも潜在成長率が低下するとの見方も根強い。足元のインフレ率に過剰反応し債券利回りが上昇した場合、このシナリオがその後に発現すれば、むしろ金利は低下トレンドになる可能性もある。

短期的には金利上昇バイアス、2021年末以降は金利上昇・低下双方の可能性を意識しておきたい。

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