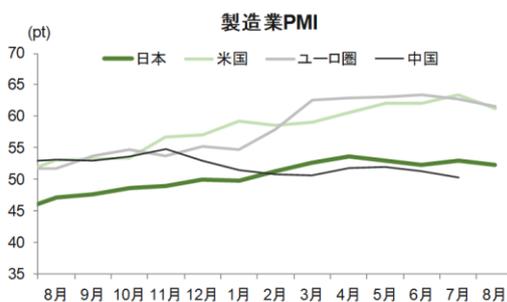




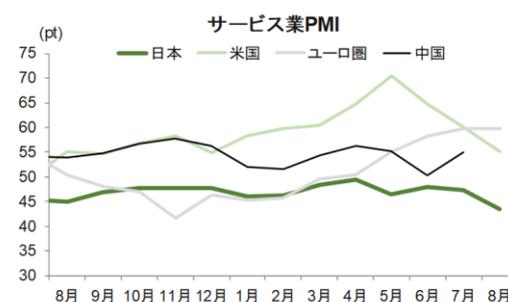
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** 世界経済のピークアウト感が鮮明になりつつある。デルタ株蔓延による特定地域での経済活動鈍化の影響もさることながら、中国経済の減速が緩やかに世界経済に波及しつつあるとみている。一方、FRBは今後タカ派化する可能性が高いとみており、米金利上昇が本格化すれば株式等のリスク資産価格への負の影響も生じよう。株式市場はジャクソンホール後も堅調だが、いつ調整が入っても不思議ではない状態になりつつある。
- **注目材料:** 8月27日のジャクソンホール会合におけるパウエルFRB議長講演の評価をふまえ、今後の米長期金利の方向性を議論する。具体的には、インフレ率の上振れが長期化する可能性に触れるとともに、米長期金利が1.5%以下で推移すれば、FOMCメンバーの潜在意志(のりしろ論)を背景に、FRBがタカ派化する可能性がある。結論は、今後年末に向けては金利水準が1.7%をターゲットに再上昇する可能性が高いと考える。

### 1. マクロ経済展望 ~ リスク資産への負の材料がそろいつつある

グローバル・マクロ経済は、緩やかながら減速基調が鮮明になってきた。PMIでみる景況感は引き続き欧米主導で高水準であるが、鈍化基調にある。米国は絶好調だったサービス業がデルタ株蔓延の影響等により急速に悪化している。中国も製造業の鈍化基調が続いていることに加え、サービス業の戻りも鈍い。日本は、東京オリンピックを無事終えたものの、緊急事態宣言対象地域は拡大し、経済活動再開には至っていない。中国は、コロナ禍においていち早く回復したものの、回復後は意図的にスローダウンさせていると思われる(前月の当レポートで指摘したとおり)。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

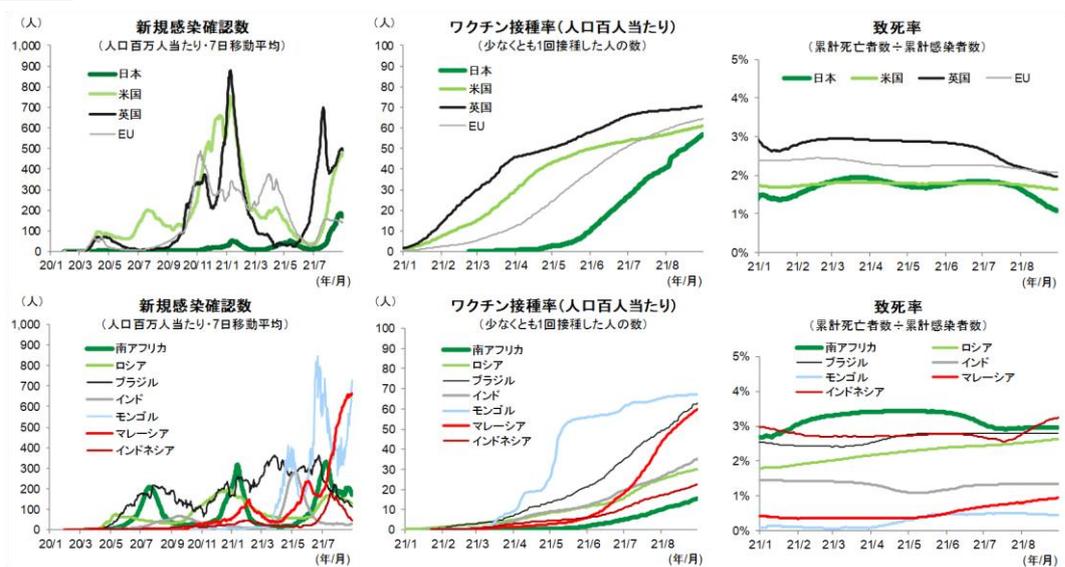
新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の日次新規感染確認数は、国や地域によりまちまちであるが、総じてデルタ株を中心に感染が終息していない。先進諸国では、英国に加え米国でも感染急拡大となり、我が国も例外では無い。新興諸国では、デルタ株の感染拡大が最初に確認されたインドは感染抑制に成功しているが、マレーシアは感染拡大基調にある。南アフリカやブラジルも感染者数は落ち着きつつあるが、依然として水準は高い。前月の当レポートでも指摘したように、マレーシアを含む東南アジア諸国における感染拡大は、製造業のサプライチェーンに与える影響があると主張していたが、実際、トヨタ自動車を含む世界の主要自動車メーカーが部品不足による減産に追い込まれる状況になっている。

このように感染者数の増加は経済活動に負の影響を与えているが、金融市場への影響は軽微である。短期的にデルタ株感染拡大が株価下落や金利低下の原因とされることもあるが、デルタ株の感染拡大が続くなかでも例えば米国では株価は堅調で、金利も8月はむしろ上昇した。米英がポスト・コロナの経済活動再開に関する最先端モデルを提示しているが、感染者数が増加しても医療現場崩壊を起こさず致死率が安定的に低下するのであれば、昨年各国が採用したようなロックダウンのようなアプローチは選択されない可能性が高い。

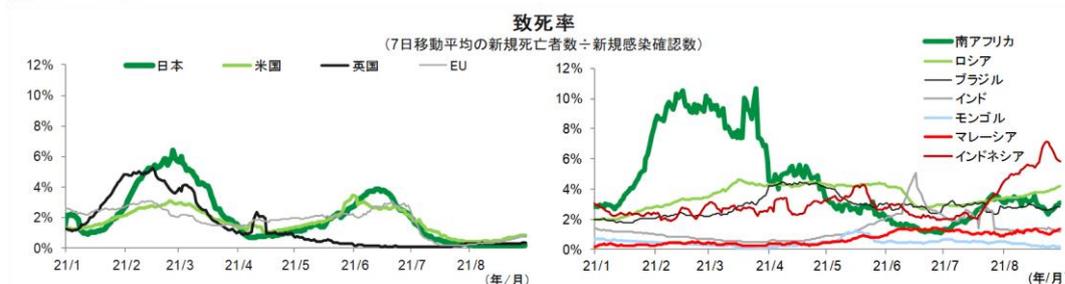
致死率を確認すると、こちらも国別に差があるが、先進諸国では致死率（7日間移動平均）は低位で安定している。ワクチン接種の進展により重症化や死亡を抑制することが出来るとのエビデンスが確認されていることに加え、治療薬（抗体カクテルなど）や治療法の進展もみられ、新たな変異株が出現しても致死率が上昇することは現時点では想定されにくくなっている。

もちろん、今後強力な変異株が現れ、既存ワクチンの効果が低下することは十分に想定される。それでも、変異がスパイクタンパク質の一部の変異である限り、新たな変異株に対抗するワクチンの開発は容易であり、経済が長期にわたって閉鎖されるリスクは低い。そして、仮に短期的なロックダウンが選択されるとしても、政府による追加財政政策や中銀による金融緩和強化によってマクロ経済はサポートされるとの見方も根強い。

このため、今後は COVID-19 が金融市場の中心的な材料になる可能性は更に低くなるとみている。



出所: Our World in Data



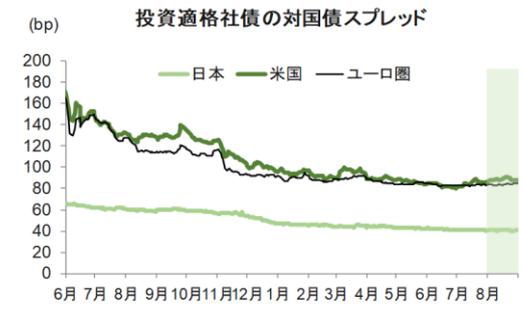
出所: Our World in Data

このように、マクロ経済分野での今後の注目材料は、COVID-19 から実体経済の動き、とりわけポスト・コロナを見据えた需要と供給の変化、および中国経済のスローダウンによる世界経済（特に欧州と東南アジア）への影響に一層シフトするだろう。米国の金融政策が今後タカ派化する可能性は高いが、これだけではグローバル金融市場の不安材料にはならないとみている。しかし、グローバル金融市場はコロナ禍後の高い経済成長と企業業績を相当織り込んでいるため、マクロ経済活動のピークアウト、中国のスローダウン、そして米金融政策のタカ派化は、いずれもリスク資産にネガティブに作用しうる。リスク資産価格はいつ調整してもおかしくない状況にあることを認識しておきたい。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場～ ジャクソンホール後も安定的

8月の債券市場は、米国を中心に若干の上下動を繰り返しつつも、金利上昇となった。米国の長期金利が7月に1.1%台まで下落したものの、金利低下に対する合理的な理由が見出しにくいなか、堅調な雇用情勢やインフレ率などに素直に反応した。短期的にはデルタ株、アフガン情勢、景気減速懸念などのヘッドラインがみられたが、市場はこれらのヘッドラインには中期的には反応しなかった。



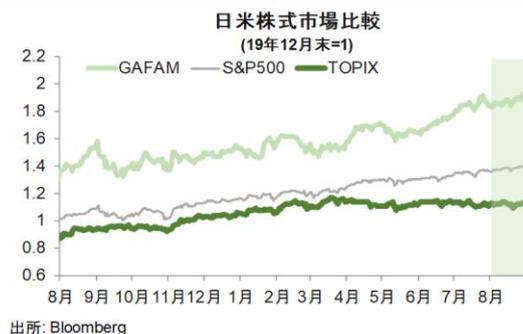
クレジット市場も引き続き安定的に推移した。米国社債市場では一時的にクレジット・スプレッドがワイド化した。主に個別銘柄（デルタ株の影響による航空およびレジャー・サービス産業など）を中心としたもので、市場全体としては夏休み期間における起債銘柄の減少もあり、タイトな需給環境が継続した。既にコロナ前よりもタイトな水準にあるクレジット・スプレッドへの市場の警戒感が高いが、企業業績の回復も著しく格下げ件数や債務のデフォルト率も低下基調にあるため、クレジット・スプレッドがワイド化に転じる可能性は低い。

注目されたジャクソンホール会議だが、パウエル FRB 議長講演は市場がポジションを傾けることが出来ないようにする「両論併記」に徹し、テーパリングと利上げを分けることに成功した。利上げ前倒しの可能性が後退したとの認識からリスク資産にポジティブ、一方でテーパリングの早期実施を示唆したものの長期金利の上昇は限定的となった。FRB はテーパリングに向けて市場をうまくマネージしたといえよう。

今後の注目材料は、テーパリング開始・終了時期を含む FRB のタカ派化にあるとみている。世界の債券市場が注目する、米国の長期金利動向については、当レポート後半で詳説した。

### ② 株式市場～ 中国株急落がグローバル市場にもたらす影響は軽微

8月の世界の株式市場は、高値警戒感が残るなかで、デルタ株、マクロ経済減速などのネガティブな材料に短期的に反応したものの、基本的には企業業績の力強い回復、FRB による金融緩和策の長期化（テーパリング開始を織り込んだ）を主因に上昇を続けた。とりわけ米国は力強く主要指数は史上最高値を更新し続けた。



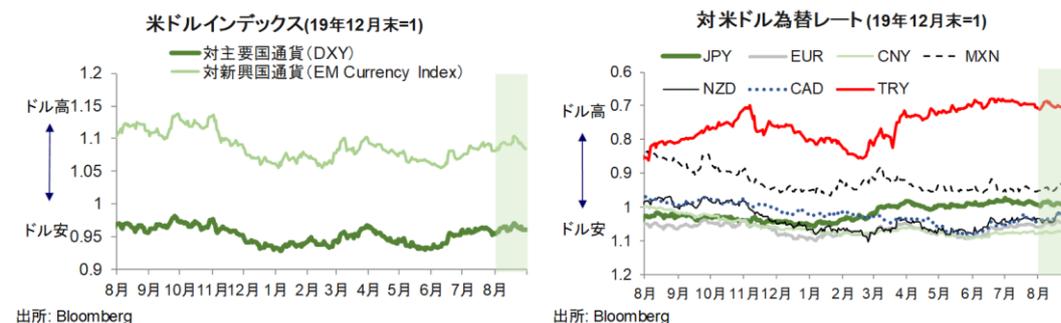
中国政府による規制強化は、データ規制を通じてプラットフォーム企業の事業拡大に影響する可能性が高まっている。8月20日に中国全人代常務委員会はインターネット上の個人情報保護法を可決、11月1日施行とした。同法は、ネット上の個人情報に特化したもので、ビッグデータを利用したマーケティング手法の禁止やプラットフォーム企業に対する個人情報保護に関連するコンプライアンス体制の導入などを盛り込んだ。中期的にも規制強化の流れは変わらないとみられており、予断を許さない状況が続く可能性が高い。

足もとは堅調に推移する世界の株式市場だが、ネガティブな材料がそろいつつある。中国のスローダウンがグローバル経済に与える影響、米国におけるインフレ率の高止まり、FRBのタカ派化などは、いずれも株式市場に対して逆風になりうる。デルタ株を含む COVID-19 への関心は低下するだろうが、引き続きマクロ経済や企業業績が市場の織り込み(シナリオ)と異なる可能性を強く意識したい。

### ③ 為替市場～ 米ドルは行って来いに

8月の為替市場は、前半は米ドル高、後半は米ドル安基調となった。前半は主にリスクオフトレンドのなかで米ドル高となったが、後半にかけては金融市場がリスクオンに転じるなかで米ドル安基調となった。また、米ドルと米長期金利との連動性は引き続き低い。

米ドル円は、引き続き狭いレンジ圏での推移となった。日本国内における COVID-19 新規感染者数の増加や緊急事態宣言の影響などが懸念されているが、為替市場も概ねこれには無反応で、引き続き円高にも円安にも触れにくい材料難の状態が続いている。



新興国通貨も、前半は対米ドルで下落、後半は上昇となった。ジャクソンホール会議でのパウエル FRB 議長講演が意識されるなか、テーパリングにより新興国通貨が下落するとの予想もみられたが、(前述のとおり)パウエル議長は市場をうまくマネージしながらテーパリングをフルに織り込ませることに成功し、新興国通貨の下落は一時的だった。

今後の為替市場は、再び米国の金融政策(長期金利)との連動性を高める可能性が高いとみている。COVID-19 関連のヘッドラインが重視されなくなるなか、市場の注目がマクロ経済や米国の金融政策に集まるとみている。FRB は市場の期待よりもタカ派化する可能性が高いとみており、米ドル高バイアスが継続とみている。

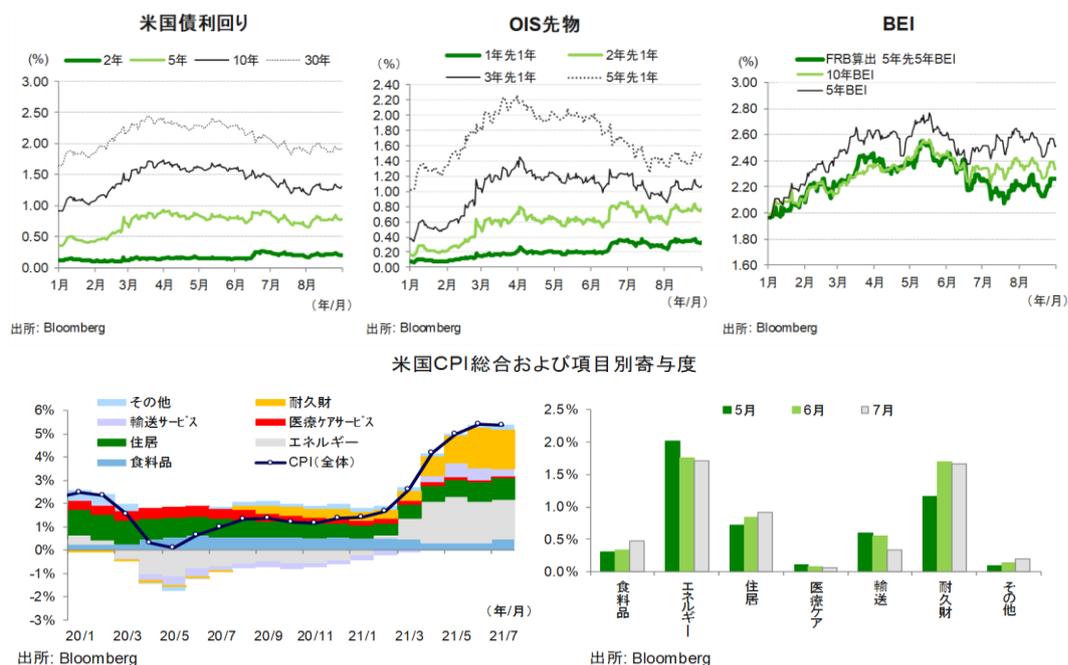
### 3. 注目材料～ 米国の金融政策および長期金利の見通し

#### ① ジャクソンホール会議におけるパウエル議長講演内容と評価

8月27日のジャクソンホール会議にて、FRBのパウエル議長は「新型コロナウイルス時代の金融政策」(Monetary Policy in the Time of COVID)と題した講演を行った。注目されたテーパリング時期については、年内のテーパリング開始の可能性を初めて示唆した。ただし、FOMCメンバーが想定している通りに経済活動が改善することを条件にするなど、リスク要因に触れることも忘れなかった。いわゆる「両論併記」と「条件付き」で年内のテーパリング開始を示唆したことに加え、テーパリングと利上げは別問題であることを強調したことで、市場が懸念していたテーパリングと利上げを切り離すことに成功したといえよう。株式市場は当講演後に上昇すると共に、米国債利回りは低下した。

また、パウエル議長はインフレと金融政策の関係について、一時的なインフレに対して引き締め政策を実施することを否定したうえで、現在のところ広範なインフレ圧力が無いこと、パンデミックの反動による高インフレ項目が低下し始めていることに加え、長期的なインフレ率が目標(+2%)付近にあることや、過去四半世紀に世界的なデフレが蔓延したことなどに触れ、インフレ上振れ懸念が少ないことも強調した。ただし、この場面でも、70年代には一時的なインフレと予想したが実際はインフレの上振れが長期化した例を挙げるなど、予断無く(≒柔軟に)対応することも指摘した。

一時的なインフレが他の品目に波及するか否かを判断する手段として、刈込平均のインフレ率や耐久財を除いたインフレ指標にも言及したが、中期的な期待インフレ指標としてはFRBスタッフの共通インフレ期待指数(CIE)を取り上げ、CIEが現在は2%の目標と合致する水準にあるとした。CIEは5年先5年BEIと連動性が高いため、5年先5年BEIの水準が当面のFRBの政策スタンスの指標になるとみられる。



#### ② 足もとの債券市場動向とパウエル議長講演で指摘された指標を確認する

まず、今年1月以降の米国債利回りの推移を再確認すると、3月末にかけてイールドカーブのステープ化が生じ10年利回りは1.7%台に達したが、4月以降は若干の変動はあるものの総じてイールドカーブはフラット化した。しかし、7月末以降はフラット化も一旦終息したように見える。債券市場が織り込む将来の政策金利(OIS先物)を確認すると、足もとの22年末までに1回の利上げ、23年末までに更に2回の利上げが織り込まれている(1回の利上げ=25bpとする)。

次に市場が織り込むインフレ率（期待インフレ率=Break Even Inflation rate）を確認すると、5月までは年限に限らず上昇基調だったが、5月中旬以降は水準を下げ、6月以降は狭いレンジ圏での推移となっている。FRBが重視する5年先5年BEIは2.2%台であり、パウエル議長講演の内容どおりである。

CPI（総合、7月まで）を確認すると、こちらもパウエル議長の指摘と同じく、パンデミックの影響を受けたエネルギーおよび耐久財のピークアウトが確認できる。一方、CPIへの寄与度が高い住居（シェルター）は緩やかながら上昇していることは注目される。

### ③ ただし「市場の期待」への誤解は理解しておきたい

ここで注意が必要なのは、債券市場で取引される価格（利回り）は、リーマンショック後の金融規制強化のもとで、一時的に流動性が低下した状態（つまり流動性リスクプレミアムが付加された状態）で取引された価格の可能性や、短期的な市場参加者による大規模なポジション調整の結果かもしれないということである。例えば、5月にFRBが発表したFinancial Stability Reportにおいて、2月下旬に10年金利が急上昇した局面では、市場流動性が低下していた可能性があるという指摘している（暗に短期的に過度な金利上昇が生じたことを示唆）。金利水準が安定化するなかで金利ヘッジに使われる傾向のあるBEIが安定化するのとは当然の結果であり、BEIが安定化しているから市場が期待するインフレ率も安定化していると評価するのは危険である。

興味深い調査結果を紹介しよう。NY連銀がFOMC前にプライマリーディーラーと市場参加者に対して定例で行っているアンケート調査があるが、7月の内容は注目に値する。これまでも同調査結果は、エコノミスト・ストラテジストの予想とは異なる市場コンセンサスを把握するうえで有用とされているが、7月調査結果を確認すると、テーパリング開始は22年1月、そして終了時期は22年第3四半期がコンセンサスとなっている。

また、今般の調査では、6月のFOMC以降7月13日までに米5年先5年名目金利の変化幅（▲30bp）について、その変動要因として具体的に8項目を示し、その重要度を5段階で評価する質問も行われている。金利低下要因として最も寄与したとの回答は「FOMCの金融政策（政策反応関数）に対する認識の変化」であり、次点は「ポジションの変化」である。ちなみに、4月以降の利回り低下要因として根強い人気のある金余り論（=国内外からの新規投資）や、長期的な中立金利推計値の変化（=ポスト・コロナ時代のデフレ見通し）、更に財政政策期待（=国債市場の需給要因）は、いずれも重要視されていない。上位2つは、いずれも「カーブ・ポジション」の変化が背景にあるとみられ、具体的にはスティーブナーからフラットナーへの変化を示しているとみられる。マクロ経済や財政政策への見通しよりも、FRBのタカ派化を意識したポジション調整が生じ、流動性が潤沢とされる10年金利でさえ、大量のショート・ポジションが解消されるなかで金利が低下した（結果、為替相場との関連性も低下した）と考えることが出来る。このようなポジション調整は概ね8月中に一旦終息した可能性が高く、現在ポジションは比較的中立的であり、金利は上下双方に変動しやすくなっているとみている。

このように、米国債市場は市場参加者の思惑の変化により、特に長期・超長期ゾーンは4月以降、マクロ経済動向との連動性に関する理論や常識とは「異なる」動きが見られたと考えるべきである。換言すれば、足もとの長期金利の落ち着いたと、そこから逆算される「市場が期待するインフレ率」等は、思いのほか示唆の無いものか、むしろ間違った認識に至る可能性がある。

### ④ 今後の見通し～ FRBのタカ派化に留意も過度な金利上昇も無いだろう

筆者は、市場が何を織り込んでいるかを見るのではなく、今後FRBが重視する指標がどのように変化するかを見るべきと考える。その意味では、雇用については「包摂的」の解釈が今後注目される可能性もあるが、足もと注目したいのはインフレ率である。

前述のとおり、コロナ禍でインフレ率が上振れた主因はエネルギーと耐久財であり、それに年次効果が輪をかけている。エネルギーは先物価格が既にピークアウトしていることから今後緩やかに寄与度は低下するだろう。耐久財は、給付金等や「コト」消費からの流入などの一時的な需要増加要因は今後剥落する可能性が高く、こちらも寄与度は低下する可能性が高い。一方、コロナ禍で寄与度を落とした項目である住居（シェルター）は今後寄与度を上げる可能性が高いのではないか。コロナ禍での当該項目は、端的には都市部から郊外へのヒトの移動が生じ、家賃（レント）が伸び悩んだことが主因とみられる。一方、GAFAMや大手投資銀行等が9月以降在宅勤務を順次解消しオフィス復帰を従業員に要請しているのは周知のとおり（ワクチン接種2回および定期的な抗原検査が条件）。デルタ株にもワクチンが効果を発揮し、昨年よりも都市部で生活することの恐怖が無くなるなか、郊外に流出した人は再び都市部に戻るだろう。結果、家賃はむしろ上昇幅を広げるのではなからうか。米国では原材料費や人件費の高騰に加え、需要増により新築・中古いずれも住宅価格が急騰している。当然、今後家賃相場に影響することも期待される。インフレ率の上振れが意外に長期化したとき、FRBがどのような政策判断をするのだろうか。

また、別の角度からFRBのタカ派化の可能性を指摘したい。6月FOMCにおけるドット・チャートの上方修正は、端的には、コロナ禍が終息すれば遅滞なく金融政策を正常化させたいというFOMCメンバーの思惑を反映している。前回の利上げ局面でも、必ずしも物価安定目標である+2%を達成していないにもかかわらず、緩和継続によるインフレ率上昇懸念を理由に、中国経済の減速等で市場が混乱している15年12月に利上げを開始したことは記憶に新しい。中銀には常に「金融引き締め」への誘因があり、FRBは日米欧で最もその伝統が残っている中銀である。財政拡張を続ける民主党政権への一定の配慮はあるとみられるが、それゆえに、長期金利が概ね1.5%を下回る水準にある限り、むしろそれを材料にしてテーパリングの早期終了と利上げ時期の前倒しを市場に意識させることを試みてくる可能性がある。前述のNY連銀によるアンケート調査結果が、FRBのタカ派化を織り込みつつあるのは、既に市場がこのようなことを感じ始めているからかもしれない。

以上の考察を踏まえ、①市場参加者のポジションは中立化している可能性が高く、②デルタ株に対しても市場は反応せず経済活動もスローダウンしても減速する可能性は低く、そして③市場への影響がないならば金融政策正常化を急ぎたいFOMCメンバーの思惑がある、とみており、金利低下よりも金利上昇バイアスがかかりやすいと考える。当面は2月末につけた10年1.7%をターゲットとし、若干の上下動を繰り返しつつも、金利水準が切りあがると予想する。

反面、既にマクロ経済がスローダウン気味になっていることや、ポスト・コロナ時代は潜在成長率の更なる低下と考えており、長期的には利上げ回数にも限界があろう。ドット・チャートのLonger-runが現時点でも2.5%であることに鑑みても、（一時的な需給悪化を除けば）長期金利が2%を超える可能性も低いとみる。現実的には、利上げが開始されても利上げ途中で利上げがとん挫するようなシナリオ（18年後半～19年前半）が想起されよう。

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