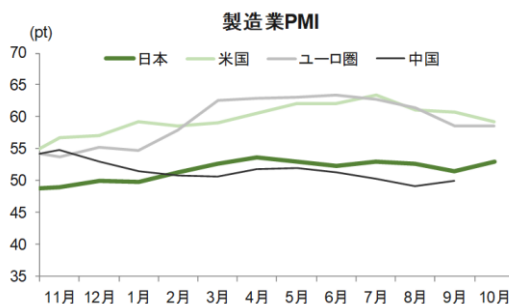




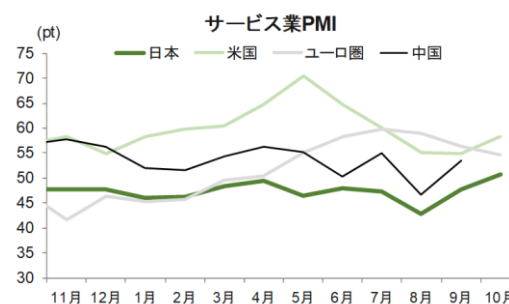
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** 世界経済は短期的な減速基調から緩やかな回復基調にある。エネルギー価格上昇等サプライチェーン混乱によるインフレ懸念や中国不動産への懸念は根強いが、10月はそれらの懸念に対して市場センチメントが回復した。中国への懸念は短期的な材料ではないことは前月の当レポートの主張通りだが、インフレ懸念は当面残るだろう。また、リスクオン基調となるなか株式市場が回復するとともに、為替市場でも米ドル安基調となった。一方、債券市場では金利上昇が続いており市場の不透明性は残っている。
- **注目材料:** 10月は米国のみならず欧州やオーストラリアでもインフレ率上振れの長期化が意識されるようになった。世界的なインフレ率上振れの長期化の背景には、需要要因(リベンジ需要)のみならず供給制約要因(雇用のミスマッチやエネルギー価格上昇など)がある。世界的な供給制約要因を主としたインフレは1970年代のエネルギー・ショックまでさかのぼる必要があり、また政治色が強いこともあり、市場参加者は予測しづらい。短期的に政治側からの「口先介入」によりエネルギー相場が安定化する可能性はあるが、エネルギー価格の上昇は長期化する可能性が高いとみており、インフレ長期化懸念は当面払しょくできないだろう。

### 1. マクロ経済展望 ~ 減速が顕在化

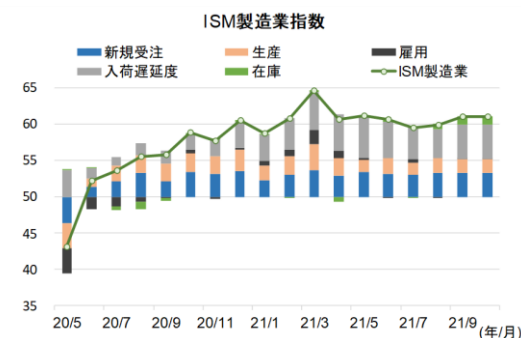
グローバル・マクロ経済は、過去数か月間の減速基調に歯止めがかかりつつある。製造業は依然としてサプライチェーンの混乱(半導体不足、輸送費用上昇、米デルタ株蔓延による工場稼働率低下など)による影響が大きいだが、新規受注や生産も必ずしも悪くなく、足もとでは在庫投資も確認されている。これに加え、サービス業は世界的にコロナ禍からの回復が鮮明になっており、とりわけ日本の回復が鮮明である。「ゼロコロナ」対策を続ける中国も、足もとでは急回復が確認されている。



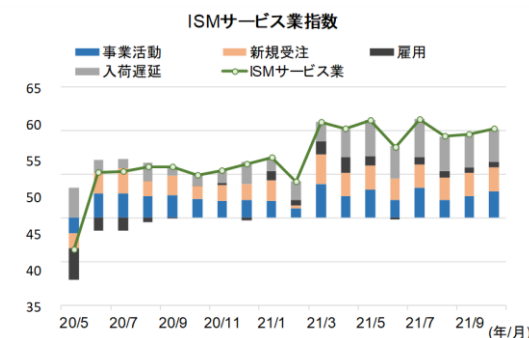
出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

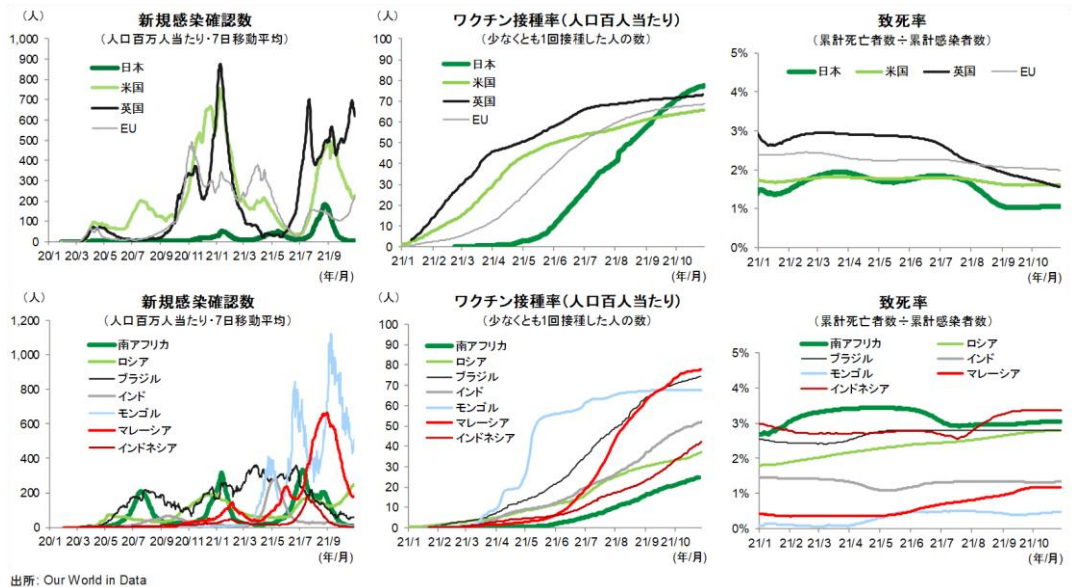


出所: Bloomberg

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、世界的に減速基調にあるが、気になるのは英国で高止まりしていることだろう。英国は他国に先んじてワクチン接種を加速させたが、足もとではワクチンによって獲得した抗体の効力が低下している可能

性に加え、変異株（デルタ株の亜種と言われている）蔓延の可能性も指摘されている。COVID-19の感染拡大の波は、基本的には変異種の出現により形成される傾向があるため、英国の状況は今後の日本を占ううえで重要になる可能性もあり、今後も注視したい。

日本では新規感染確認数が激減しているが、今後も変異株が出現もしくは他国から流入する可能性は否定できない。医療体制構築により新規感染確認数が増加しても対処できるようにとの国民の声は根強いものの、現実的には、民間の小規模病院が多いことや感染症法上の分類が2類であることに鑑みれば、医療体制拡充は困難とみている。一方、感染症法上の分類が2類から5類（インフルエンザ相当）に変更されれば、医療現場の負担が大幅に減少し、また入院が強制されることもないため、新規感染確認数のある程度までの増加に医療現場が耐えうる体制を確保することも可能になるのではないかと。ゆえに、衆院選挙後に政府がCOVID-19を5類に変更できるかに注目している。カタリストとなりうるものは、①感染確認数が引き続き低位で安定すること、②重症者数などのモニタリング数値が低位で安定することに加え、③経口治療薬の承認など自宅療養が可能な状態が確保されること、などとみている。



マクロ経済分野での今後の注目材料は、インフレ率上振れの長期化とそれによる米国をはじめ複数国で実施される金融政策の正常化（金融引き締め）になろう。中国不動産ならびに中国のスローダウンは、前月の当レポートでも主張したように短期的な材料というよりも長期的な材料と理解している。9月のFOMC議事録では11月中旬から8か月でテーパリングが終了する道筋が示されたが、債券市場では更に利上げ開始時期や利上げペースについて、いわゆるドット・チャートの中央値以上にタカ派シナリオを既に織り込んでいる。インフレ率上振れの長期化懸念は根強いいため、イールドカーブ全体での金利上昇懸念がくすぶっている。11月のFOMCではテーパリング開始が決定されるとみられるが、むしろステートメントやパウエル議長発言から「インフレ率上振れは一時的」との文言が残るか否かも注目されている。グローバル経済が本格的に「ポスト・コロナ」を織り込むなか、市場のテーマのシフトを強く意識しておきたい。

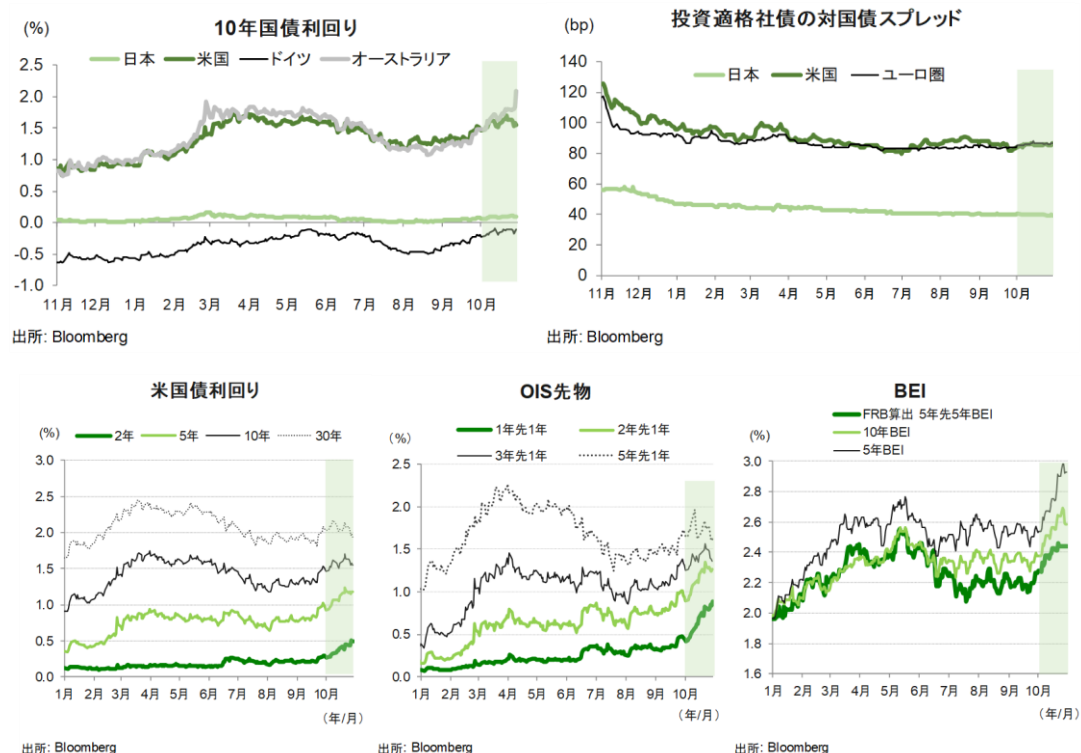
なお、10月31日に日本では衆議院選挙が行われ、自民党が単独で絶対安定多数を確保し、与党が実質的に大勝した一方、主要野党のうち立憲民主党や日本共産党は議席を減らした。今回の選挙の主要争点が経済・財政政策でなかったことから、選挙後の相場は株価上昇・円安で現れるとみているが（選挙というリスク要因の剥落や自民党政権継続を評価した動き）、市場の関心は半日もすればFOMCをはじめ米国のイベントにシフトするだろう。

## 2. 主要資産市場動向

## ① 債券市場～インフレ率の上振れ長期化を懸念

10月の債券市場は、9月に続き世界的に金利上昇となった。米国の長期金利は10月21日に1.7%台に到達するまで上昇を続けたのち下旬にかけては下落し、月末は1.55%台となった。一方、5年以下の金利は上昇を続けたことから、米国債のイールドカーブのフラット化が加速、月末には20年-30年のカーブがインバートしたことも話題になった。

長期金利の変動に対し、引き続きクレジット市場は安定的に推移した。長期金利は上昇しているが、依然として過去に比べて低水準であることや、長期的な視点からは低金利長期化を意識する市場参加者も多く、利回り確保の投資家需要が根強いことも背景にあらう。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、企業業績の回復による財務指標の改善も著しく、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依然として低いだろう。



世界的な金利上昇の背景には、インフレ率上振れの長期化懸念がある。例えば米国債利回り上昇の背景には、短・中期ゾーンまでの利上げ織り込みの加速に加え（OIS先物）、BEIの急上昇も見逃せない。FRBが注目する5年先5年BEIも10月は著しい上昇をしている。月末には豪州の長期金利が急上昇したことも話題になったが、いずれも背景にあるのはインフレ率上振れの長期化と、それに伴う中銀の政策変更（拙速な利上げへの懸念）である。

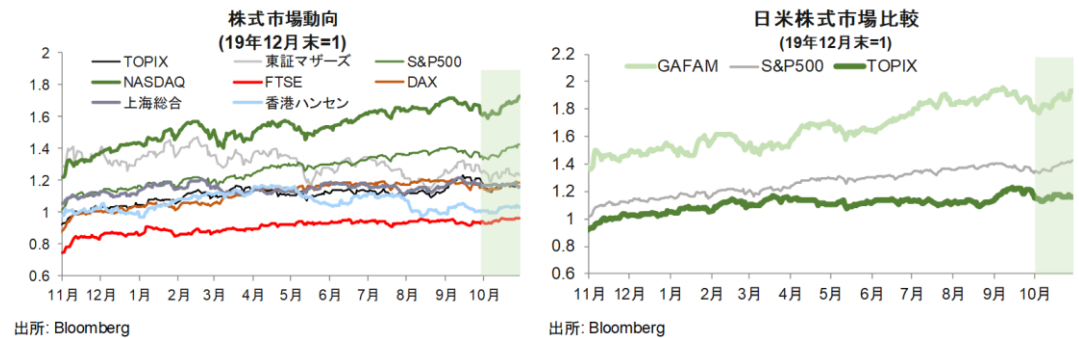
世界的なインフレ率上振れは、コロナ禍で生じた急激な景気減速の反動（すなわち年次効果）が主因で、当初は年後半には年次効果剥落によるインフレ率の安定化が予想されていた。しかし、足もとでは年次効果剥落を織り込んでも、引き続き上振れ基調が続くことが織り込まれつつある（例えば、FOMCの3月時点での21年末のPCEコアデフレーター予想値は年率+2.1%だったが、9月FOMCでは同+3.7%に上方修正されている）。

11月のFOMCではテーパリング開始が決定されることを市場は織り込んでいるが、実際に金融引き締めに向けたステップが踏まれることで金利は上昇しやすい局面が続くとみている。これに加え、当面の間はインフレ率上振れの長期化懸念が債券市場の最大のテーマであらう。世界の長期金利は不安定な状況が続くとみている。

## 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

10月の世界の株式市場は、初旬は9月からのトレンドを引き継ぎ軟化した<sup>1)</sup>が、その後は力強く回復した。ただし、9月に続き日本市場はアンダーパフォームした。

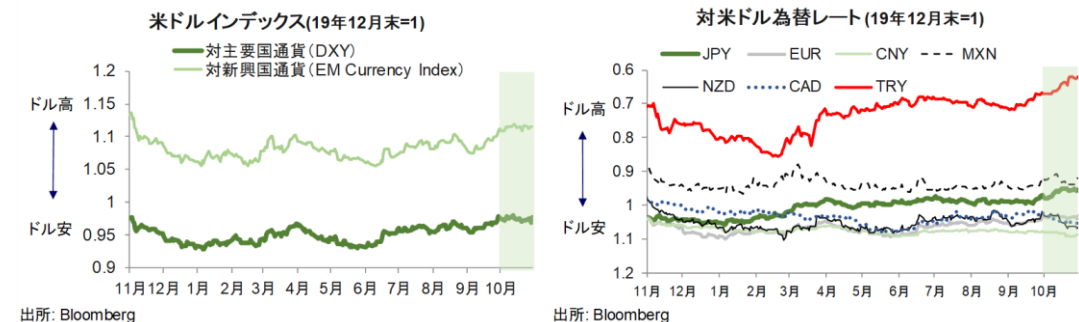
力強い回復は、①引き続き堅調な企業業績（特に金融は絶好調を維持）、②中国不動産に対する過度な悲観論の後退（香港ハンセン指数の回復と日米欧主要株価指数の回復が軌を一にしている）に加え、③欧州 LNG 先物が10月初旬にピークアウトしたことにより一部でささやかれていた「エネルギー危機」懸念が一時的に後退したことや、④米長期金利（名目金利）が横ばい化するなか米 BEI が力強く上昇したため、実質金利が低下した（ただし、実質金利が低下しても、インフレ率の上振れが長期化するならば、企業部門のマージン悪化を経て株式市場はいずれネガティブに反応するだろう）ことによるとみられる。



一方、株式市場にとってネガティブな材料は消えたわけではない。中国が抱える不動産セクターの問題が短期的な材料ではないことは前月の当レポートで指摘したが、長期的な視点からは中国のスローダウンがグローバル経済に与える影響は懸念材料の一つである。エネルギー価格の上昇を含むサプライチェーン発のインフレが長期化すれば、企業マージンの圧迫要因になるか、価格転嫁によるコアインフレ率への影響のどちらかが発現し、いずれも長期的には株式市場にとってネガティブに作用しうる。これらのプロセスのなかで、中銀のタカ派化などは警戒すべきシナリオであろう。COVID-19 への関心低下は想定通りながら、今後は業績ガイダンスの下方修正の継続など、株式市場にネガティブな材料が顕在化する可能性を引き続き注視したい。

## ③ 為替市場～ 米ドルは行って来いに

10月の為替市場は、米ドルが緩やかに下落した。株式市場がリスクオンに傾くなか、米ドルは主要国通貨比で下落した。欧州や豪州などの主要国で利上げ懸念が台頭し、長期金利が上昇し続けたことも、為替市場に影響したとみている。米ドル円相場は、引き続き米ドル高（円安）トレンドとなったが、10月下旬にかけて若干戻している（円高）。一方、新興国通貨は対米ドルでまちまちの動きとなった。とりわけトルコリラは、トルコ中銀による利下げ継続を嫌気して続落した。



米ドル円相場がにわかに注目されている。原油価格上昇による貿易収支悪化など短期的な要因を指摘する声も多いが、中長期的には別の視点もある。我が国が財政赤字を拡大できる

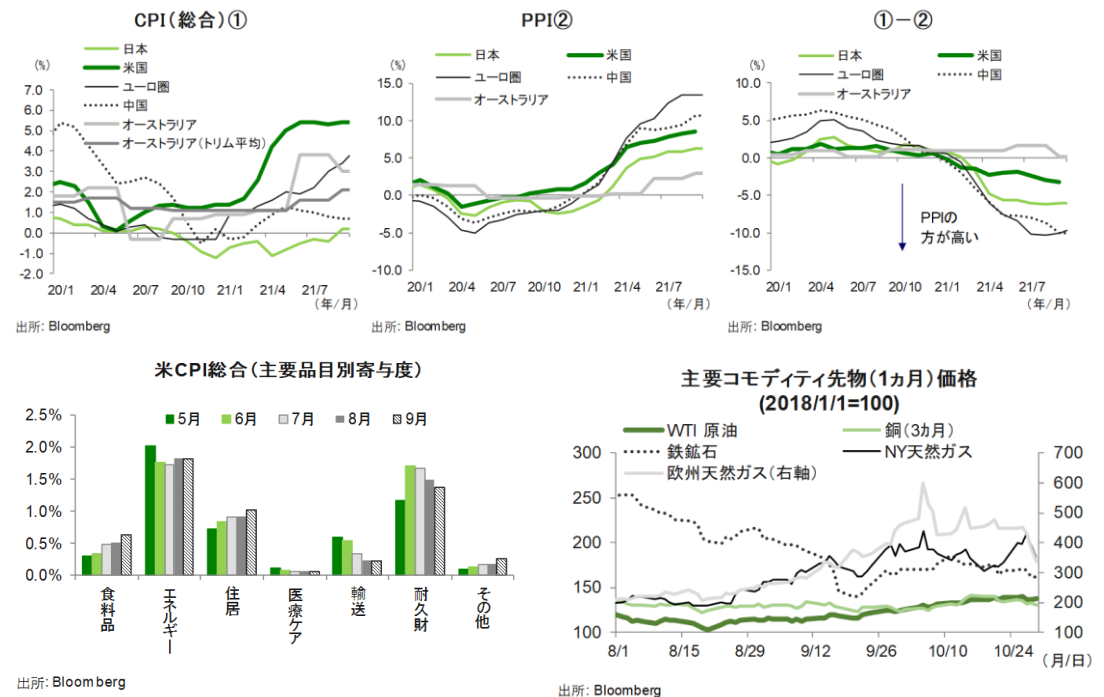


のはインフレにならないことが条件であるが、円安が続けばコストプッシュ型のインフレを誘発しかねない。先進諸国との比較で日本だけが過去 20 年間の実質所得が増えていないが、これは日本円の実質実効為替レートが史上最安値域にあることと無縁ではない。日銀の黒田総裁も、円安はもはや日本経済にとってプラスではないとの趣旨の発言をしている。10 月は世界の株価が回復するなかで、我が国の株価の戻りは鈍く、またリスクオンの円安も生じなかった。

今後の為替市場は、もはや米国だけではない世界的なインフレ率高止まりの長期化懸念や、足もとのリスクオンを織り込んで米ドル安のニュアンスは残るものの、中銀のタカ派シフト度合いの観点や、インフレ率高止まりによるリスクオフへのシフトの可能性も残るため、極端な米ドル安にもならないとみている。

### 3. 注目材料～ インフレ率上振れは長期化するのか

インフレ率上振れの長期化懸念は米国だけの問題ではないことが強く意識されるようになった。足もとのユーロ圏の CPI 上昇率が顕著になっているが、10 月末にはオーストラリアの CPI (トリム平均値) が 2 四半期連続で急上昇 (前四半期比+0.5%) したことから、豪州国債利回りが急上昇した。



従来、インフレ率の上振れの長期化が意識されてきたのは、米国 CPI が持つ特殊事情に因るところも大きい。米国 CPI は住居 (主に帰属家賃) の寄与度が大きく、足もとも寄与度が増加している。背景には、①年率 20%近い増加を続ける新築住宅価格に加え、②ポスト・コロナに向けて都市部の住宅需要が回復しつつあることもあろう。少なくとも④の要因により今後も力強く寄与度が上昇する可能性がある。耐久財は既に緩やかに減少しているが、サプライチェーンの混乱をきっかけにした自動車生産台数の調整により、中古車価格が高止まりしている。これらの要因は、米国の CPI が持つ特徴、すなわち CPI の構成目、ウェイト、および計算方法に依存している。

しかし、CPI の上昇は、その水準の差はあるが世界的なトレンドである。そして、それ以前に PPI の上昇が世界的なトレンドになっていることも見逃せない。オーストラリアの CPI トリム平均値が 2 四半期連続で急上昇 (各期とも対前四半期比+0.5%) したことは、PPI の上昇がいずれは製品価格に転嫁されるだろうとの見方を裏付けている可能性があり、オ

ーオーストラリア中銀が早期利上げを否定するなか、オーストラリア国債利回りが急上昇することになった。

改めて、世界的なインフレ率上振れの長期化懸念の背景要因を確認しよう。(前述のとおり)世界的なインフレ率上振れは、コロナ禍で生じた急激な景気減速の反動(すなわち年次効果)が主因で、当初市場では、年後半には年次効果剥落によるインフレ率の安定化が予想されていた。しかし、①今年中盤までにはコロナ禍からの経済活動再開に伴うペントアップ需要(リベンジ需要)が注目されるようになり、最近②コロナ禍からの雇用者の戻りの鈍さ(典型例は世界の物流業界での人材不足)や、③カーボンニュートラル(CN)を背景にしたエネルギー価格急騰という「サプライサイドの制約」が寄与するようになった。世界的なサプライサイド発のインフレは、1970年代のオイルショック以来経験されておらず、市場では予測困難な事象と捉えられている。とりわけ、エネルギー価格は「政治色が強い」こともあり、短期終息も長期化もいずれのシナリオも描きやすいため、市場関係者の予想も大きく分かれている。

このうち①は、米CPIの最近の傾向や、自動車生産に関するサプライチェーンが一時ほどひっ迫していないこと、およびリベンジ消費の特徴に鑑みても、長期化する可能性は低い。自動車のサプライチェーン混乱は当該要因を(当初見通し比で)長期化させているが、それが数年も続くトレンドになる可能性は低いだろう。

次に②であるが、コロナ禍による長期失業者の増加とその後の経済活動回復が急ピッチだったことによる短期的な雇用市場でのミスマッチの側面に加え、長期失業者が多額の給付金(補助金)を獲得したことによる労働意欲の減退、更には最近の賃金上昇をみて職業を選別する動きがみられること、などに因る。しかし、失業状態が続くことによる預貯金の減退により、近い将来に労働参加率は回復し雇用市場の需給ギャップも緩やかに解消されるとみている。

結局、予想が難しいのは③になる。例えば、「政治色が強い」ことを物語っているのは、10月以降の世界的な天然ガス価格(1か月先物)急落にも表れている。欧州では「風が吹かない」ことにより風力発電による電力供給不足が発生し、バックアップ電源である(主にLNG)火力発電所の稼働率が上昇した。スポットでのLNG調達が増加したことから、先物市場での調達も加速。本格的な需要期である冬を控え、投機的な資金も流入したとみられる。一時期は昨年の7倍近い水準に達した欧州LNG価格に対し、極度な懸念を表明した各国政府は、矢継ぎ早に「口先介入」を実施した。LNGの供給者であるロシアのプーチン大統領は、EU向けのLNG供給量を拡大することを示唆し、G20では各国政府がエネルギー価格上昇に懸念を表明したことに加え、EUでは安定的な電源として原子力を見直すとの意見が出るなど、9月末までの状況からは変化が見られている。

一方、CNがエネルギー供給の制約条件になっていることに留意したい。通常、これほどまでのエネルギー価格上昇が生じれば、供給量が増えることにより価格は安定化するのだが、CNの下で新規の設備投資資金を確保することが難しいことや、供給者側にもCNの意識が強くなっていることから安易な増産に前向きになれないとの側面もある。先物価格の急騰は、前述のとおり投機資金の流入に因るところも大きいですが、CNと経済成長を前提にするかぎり、供給制約を背景にしたエネルギー価格上昇は続く可能性の方が高いだろう。

エネルギー価格の上昇はコア指標に直接的に影響しないが、それが長期化すれば生産者物価の上振れが長期化することを通じていずれ消費者物価に影響する可能性がある。既に生産者物価の上振れは長期化する様相を呈していることから、今後は、サプライチェーンの混乱やエネルギー価格の上振れを背景にしたインフレ率の高止まりに対し、中央銀行は金融引き締めで対抗するか否かが焦点になるだろう。理論的には、金融政策は需要側の調整弁であり、サプライチェーンの混乱に無力である。一方、CNを契機にした需要構造の変化に対しては、金融危機締めによる景気減速が有効との指摘(皮肉)もある。

---

エネルギー価格上昇の長期化によるインフレ懸念は当面の間市場の注目材料となり、その結果、一層市場の不透明性が高まる可能性が残っている。

(了)

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