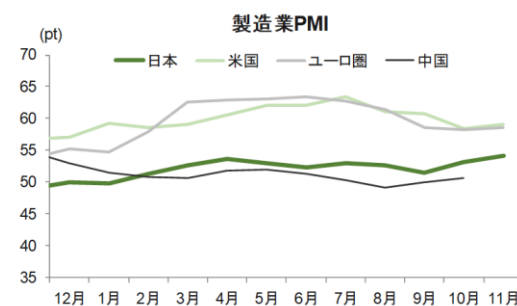




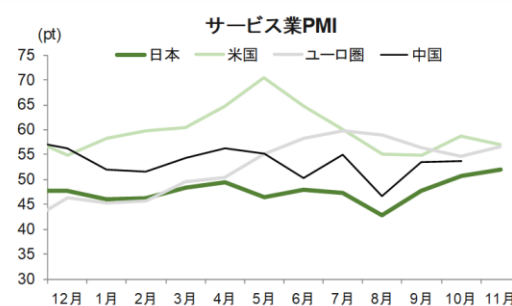
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** 世界経済は短期的な減速基調から緩やかな回復基調にある。エネルギー価格上昇等サプライチェーン混乱によるインフレ懸念や中国不動産への懸念は根強いが、11月はそれらの懸念に対して市場センチメントが回復した。一方、26日にはWHOが新型コロナウイルスの新たな変異株「オミクロン株」を懸念される変異株(VOC)に指定したことから、市場センチメントは急変し総じてリスクオフとなった。オミクロン株については依然として情報が不足しており、市場は短期的に上下ともに大きく変化する可能性が残されている。
- **注目材料:** オミクロン株の出現に対し、今後の市場動向をどのように考えるべきかを整理した。新型変異株の登場は直感的にはリスク資産にネガティブと考えられるが、①20年3月以降迅速に実施された財政・金融両面からの支援実績や、②これまでに蓄積された新型コロナウイルスに対する人類の英知・経験(mRNAワクチンの開発など)への期待がある限り、極端な動きには至らないだろう。ただし①は足もとのインフレ懸念長期化もあり、機能するか否かは不明であるため、市場の関心は②に集まるだろう。短期的にはネガ・ポジ双方のヘッドラインが出る可能性がありそれに一喜一憂する状況が続くだろう。②に関する明確なポジティブ材料が出るまでは、リスク資産に対する新たなロング・ポジション構築は避けたい。

1. マクロ経済展望 ~ 回復途上に突如現れた変異株が不透明要因に

グローバル・マクロ経済は、11月も引き続き緩やかな回復となった。各国でウィズコロナを前提にした経済活動回復が続くなか、耐久消費財を中心にした供給制約による企業活動低迷も底打ちしつつある。米国は雇用統計(10月)の非農業部門雇用者数が前月から53.1万人増加、失業率は前月から0.2%ポイント低下し4.6%まで改善した。一方、物価指標は再加速しており、インフレ懸念は一層深刻になっている。我が国は長期にわたるロックダウンの影響が残り足元の経済指標はさえないものの、今後の経済活動再開への期待は根強い。



出所: Bloomberg

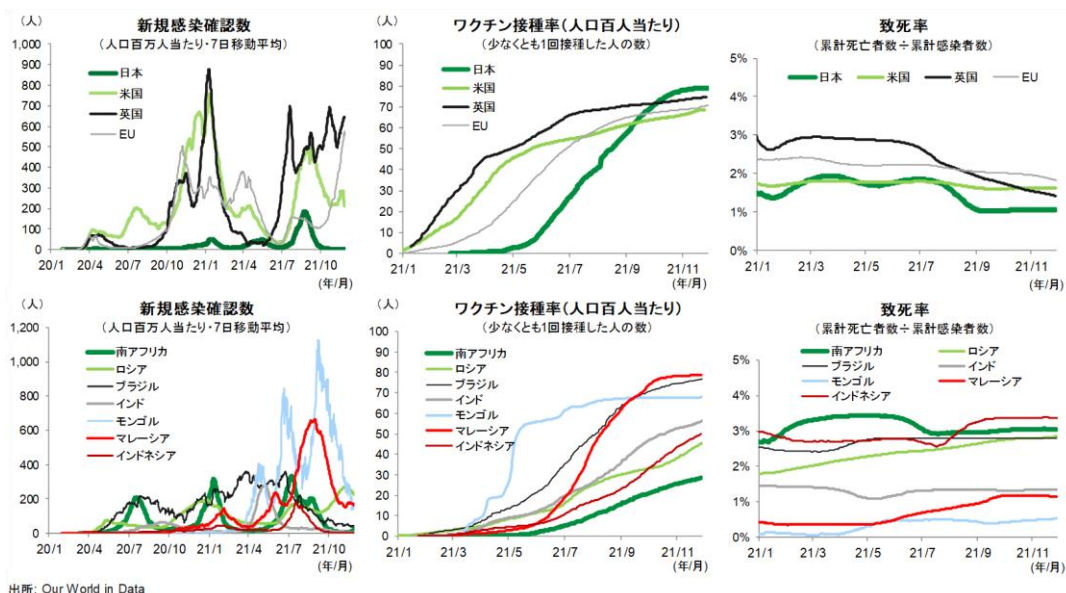


出所: Bloomberg

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、欧州および米国で再び拡大基調にある。英国は、新規感染確認数が過去最高水準付近まで増加しているが、大半は軽症の模様で、病床使用率が急激に上昇しているわけではない。このため、新規感染確認数が増えても、ウィズコロナを前提に経済活動を極端に止めていない。一方、オーストリア政府は11月22日に4度目となる全土ロックダウン(都市封鎖)を開始した(西欧で今秋、ロックダウンが再導入されるのは初めて)。レストラン、カフェ、バー、劇場などレジャー施設を中心に当初10日間の予定で閉鎖される。閉鎖期間は延期される可能性もある。

市場はオーストリア政府の選択に反応し、一時的にリスクオフに見舞われた。しかし、他国が追従しそうにないことを確認すると、関心は「インフレ」にシフトした。そこに現れたのが、新型コロナウイルスの新たな変異株である「オミクロン株」である。世界保健機関(WHO)による「懸念される変異株(VOC)指定のヘッドラインが出た11月26日のグローバル金

融市場は、債券高（利回り低下）、株安、米ドル安、資源価格安、およびボラティリティ指標の急増で反応した。総じてリスクオフと評価されているが、為替市場（米ドル円はドル安、一方欧州通貨は対米ドルでアウトパフォームした）等を見る限り、市場の「迷い」や「様子見」姿勢も垣間見られた（詳細は後述）。



マクロ経済分野での今後の注目材料は、オミクロン株の出現による各国政府の対応方針にシフトしているが、悩ましいのは、各国政府がオーストリアのような厳しい経済活動制限を選択した場合でも、昨年みられたような財政・金融によるサポート期待等を背景に、極端な相場変動にはならないとの見方がある反面、足もとはインフレ懸念が根強く、むやみな財政拡張策（バラマキ）や金融緩和はむしろインフレ懸念を増長するのではないかということである。まずは12月のFOMCをはじめ主要中銀のアクションが注目されるだろうが、例えばFOMCはすぐに利上げを目指していたわけでもないため、タカ派姿勢（テーパリング期間の短縮がメインシナリオ）を温存しつつも、マクロ経済が想定外に失速する場合は速やかに支援するという「両にらみ」の姿勢を維持する可能性が高い。

オミクロン株の実態を把握できる材料・研究成果などが出るまでは、マクロ経済に対する見方も非常に不安定な状態が続くだろう。一方、これまでに蓄積された人類の英知・経験（mRNA ワクチン技術、治療薬の開発など）への期待が極端に剥落する可能性も低いとみており、常に「将来」を織り込む金融市場が20年3月のような状態になる可能性も低いとみている。詳細は後段にて解説する。

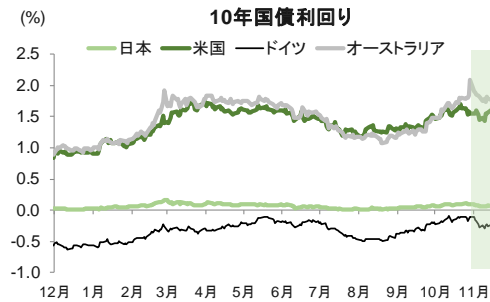
2. 主要資産市場動向

① 債券市場～ オミクロン株の影響は金利上昇？ 低下？

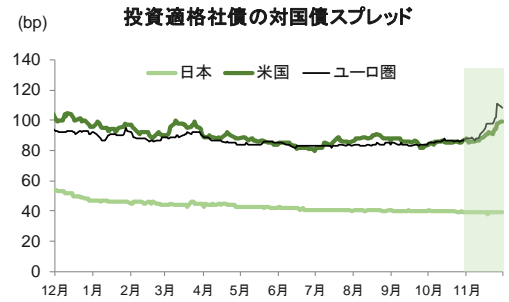
11月の債券市場は、持続的な金利低下となった。米国は長期・超長期金利が低下基調にある反面、短中期ゾーンは上昇し、金利カーブはツイスト・フラットニングとなった。ヘッドラインとしては10月のインフレ率（CPI）が予想以上に上昇したことや、ハト派FRB高官からタカ派姿勢が示される（12月FOMCに向けた観測気球とみられる）など、FRBがテーパリングを加速させ早期利上げに踏み切るのではないかとの思惑を織り込んだとみられる。なお、米BEI市場では、5年や10年などの長期BEIがピークアウトしている。金利カーブのフラット化の背景には、足もとのインフレ懸念と利上げの「先」はデフレになるのではないかとの見方も台頭している可能性がある。

クレジット市場は久しぶりに動意付き、クレジットスプレッドがワイド化した。債券ボラティリティ指標（MOVE）の持続的な上昇によるセンチメント悪化に加え、オーストリア政府

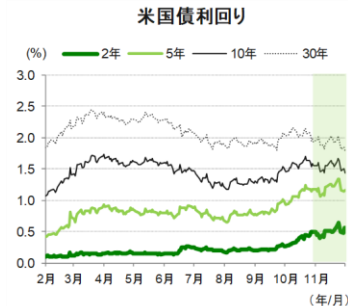
によるロックダウンなどもレジャー・サービス関連銘柄の業績回復遅延を想起させた面もある。なお、世界のクレジット市場で最も動意づいているのはアジアの米ドル建て社債市場であるが、中国恒大集団の米ドル建てオフショア社債のデフォルト懸念で一喜一憂している。ハイイールド社債のクレジットスプレッドが極端にワイド化したため、相対的に割高にみえる投資適格社債の気配値が下落（スプレッドがワイド化）するなど、影響は投資適格クラスにも及んでいる。



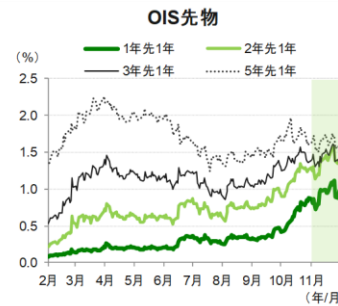
出所: Bloomberg



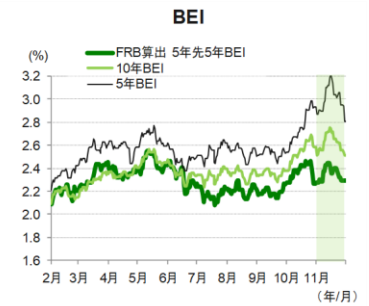
出所: Bloomberg



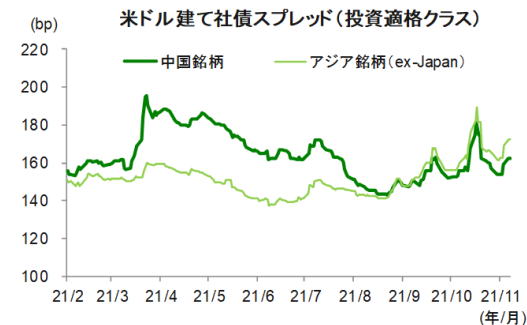
出所: Bloomberg



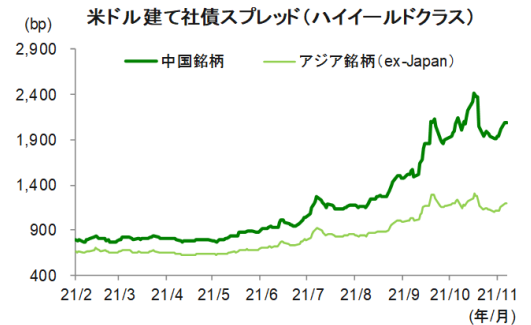
出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

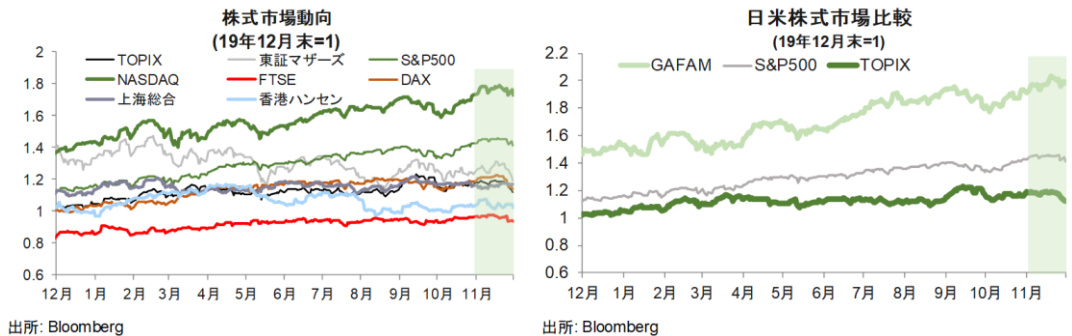
オミクロン株の出現により、債券市場のボラティリティは当面大きくなるだろう。コロナ禍の長期化はデフレ要因でもありインフレ要因でもあるなか、FRBを含む各国中銀のかじ取りは難しい局面に差し掛かっていることを敏感に感じ始めているからである。このため、長期金利は上下双方に動く可能性があることにも留意したい。

② 株式市場～ 月末にかけてオミクロン株に翻弄された

11月の世界の株式市場は、月末に向けて下落した。米欧でのデルタ株感染拡大懸念やFRBが年内にテーパリングを加速させるとの見方、そして中国の不動産問題などが悪材料視された。長期金利が低下したことでGAFANなどのIT関連銘柄がアウトパフォームしたが、資源価格の下落によるエネルギー株、および金利低下による金融株の下落等が相場の足を引っ張った。

一方、株式市場もオミクロン株の影響を受け、26日以降は世界中で価格が下落した。オミ

クローン株に関するネガティブ・ポジティブ双方のヘッドラインに一喜一憂する状況が続いている。日本は政府による外国人の入国制限をいち早く決めたこともあり、下落幅が大きかった。

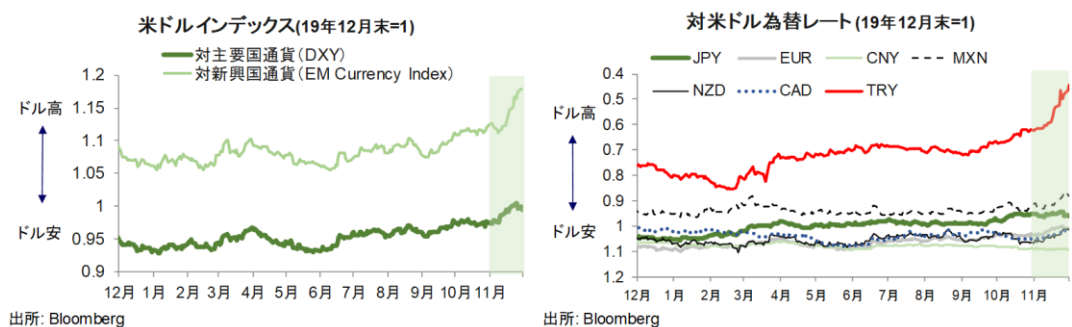


11月は月末以外安定推移となった株式市場だが、そもそもリスク要因は増えていた。インフレ長期化の背景がサプライチェーンの混乱である限り、企業活動が制限される可能性があることに加え、価格転嫁にも限界があるからである。中国の潜在成長率が低下し続けていることも懸念材料である。そして、仮にFRBがテーパリングを加速させるならば、GAFAMなどのIT関連銘柄のサポート材料となってきた超長期セクターの需給が変化する（金利上昇の）可能性もある。

当面の注目材料は、オミクロン株がマクロ経済に与える影響、インフレ率上振れに対するFRBのスタンスの2点になろう。オミクロン株については数週間をめぐりに追加情報を確認する必要があるが、過去に蓄積した人類の英知・経験への期待が剥落しない限り、株価を極端に下落させる可能性は低いとみている。一方、長期金利上昇は引き続き株式市場にとってネガティブに作用しうるので留意を要する。

③ 為替市場～米ドル高が顕著に

11月の為替市場は、米ドル高が顕著になった。ただし、米長期金利が低下するなかでの米ドル高は、米側の要因よりもむしろ相手国要因が大きかったという印象である。対主要国では欧州におけるデルタ株感染拡大や電力不足等のヘッドラインを背景にユーロや英ポンドが下落し、米ドルインデックスの上昇に大きく寄与した。対新興国通貨では、中銀の金融政策をめぐる混乱が続くトルコリラが対米ドルで急落したことで、新興国通貨が軒並み（対米ドルで）下落したことにより、米ドルインデックスを急上昇させた。米ドル円は月末までは緩やかな米ドル高だったが、オミクロン株のヘッドラインにより米ドルは急落（円高）、その後は一進一退を続けている。



為替市場も他の市場と同様に、オミクロン株の登場により先行き不透明感が漂っている。材料としてはインフレ、中銀（FRB）の金融政策、中国や欧州のマクロ経済などがくすぶっているが、オミクロン株がこれらにどう作用するか注目されよう。

なお、単純なリスクオフ、すなわち米ドル独歩高になっていないことにも留意を要する。例

例えば 11 月 26 日以降、ユーロは対米ドルで上昇している。米長期金利が低下するなかで米ドル安が素直に織り込まれていると考えるならば、為替市場は単純なリスクオフとみていない可能性もある。

3. 注目材料～ オミクロン株の蔓延と金融市場の反応

世界保健機関（WHO）は 11 月 26 日、南アフリカなどで検出された新型コロナウイルスの新たな変異株を「オミクロン株」と命名し、警戒度が最も高い分類の「懸念される変異株（VOC）」に指定した。デルタ株以来の VOC 指定であり、スパイクたんぱく質を中心に多数の変異が確認されていることから、感染力がデルタ株以上に高い可能性があることも影響し、発表直後から世界の金融市場は債券、為替、クレジット、株式、そしてコモディティなどのほぼすべての市場で価格急落となった。11 月 30 日には水際対策を強化している日本でもオミクロン株感染者を確認するなど、世界的に感染者数が増加する可能性が高い。加えて、mRNA ワクチンを開発した米モデルナ社は、オミクロン株に対して既存ワクチンの効果が減退する可能性が高いことを表明するなど、依然として不透明感が高い状態が続いている。

現時点では、オミクロン株に関する情報が不足しており、今後を予想することは困難である。一方、金融市場には楽観論も根強く残っている。楽観論の背景は、①20 年 3 月以降に実施された財政・金融両面からの支援実績、および②蓄積された人類の英知・経験、である。

①については、20 年 3 月時点では②がほぼ期待されないなか、未曾有の不確実性が台頭し、世界の金融市場は国債や金を含むほぼすべての資産を現金化する需要が発生したことで極端な流動性低下に直面し、リスク資産の価格急落につながった。しかし、20 年 3 月後半以降、過去に前例の無いペースと規模で世界の中央銀行が市場介入（政策金利引き下げだけでなく直接リスク資産を購入するなど）し、市場の安定化に絶大に寄与した。また、ロックダウンによる最終需要減退に対し、各国政府も大規模な財政拡張策（バラマキ）を実施した。20 年 3 月下旬以降の持続的な相場回復に大きく寄与した。

②は、やはり mRNA ワクチンの開発が重要である。mRNA ワクチンは、インフルエンザワクチンなどで使用されている不活化ワクチンとは異なり、迅速かつ大量に生産可能という大きなメリットがある。新型コロナウイルスの遺伝子型が特定され数か月のうちに mRNA ウイルスが完成し、治験を経て 20 年後半に米 FDA が承認するに至った。ワクチン接種の効果は大きく、リスク（ワクチン接種後の副反応、および長期的・潜在的な副作用など）を凌駕していると評価されている。その他、抗体カクテルや経口治療薬の開発、治療技術および経験の蓄積により、長期的な死亡率も低下基調にある。

このように、①や②に対する期待が剥落しない限り、20 年 3 月のような相場展開を想像することは難しく、常に「将来」を織り込む金融市場が大きな混乱に陥る可能性も低いだろう。

一方、悩ましい問題がないわけではない。①が迅速に実施できたのは、20 年 3 月時点ではインフレ懸念がほぼ無かったからに他ならない。財政拡張や金融緩和は、インフレ懸念のもとでは実施が難しくなる。そして、足もとはインフレ懸念が根強い。インフレ懸念が長期化する場合、市場の①に対する期待は剥落するだろう。

さらに厄介なのは、世界的なインフレ率高止まりの長期化の主因は「コロナ禍」の継続にあるとみられているからである。最近のインフレ率高止まりの長期化の主因は、①雇用のミスマッチ、②ペントアップ需要、および③エネルギー価格の上昇の 3 つに整理することができるが、いずれもコロナ禍の継続が影響しているとみられる。このため、オミクロン株などの新型変異株が世界中で蔓延し再び経済活動制限となれば、インフレの長期化につながるのではなからうか。事実、11 月 30 日のパウエル FRB 議長の議会証言において、コロナ禍の長期化は雇用の①の長期化につながり、インフレ懸念を長期化させる可能性があると考えられるなど、この議論は既に市場で認識されつつある。

このため、当面の金融市場は②を強く意識するとみている。11月30日時点では、限定的な情報および憶測にすぎないものの、オミクロン株に対応した mRNA ワクチンは数か月以内に用意することが可能（独ビオンテックによる）とされるなど、将来に期待が持てる材料もある。シンガポールを含む複数国では、新型コロナウイルス感染確認者の約98%は無症状か軽症とされており（9月23日付日経新聞など）、既に新型コロナウイルスの変異は強毒化をもたらしていない可能性もある。日本を含む多くの国で患者の大半を自宅療養に切り替え医療体制が逼迫するのを防いでいるのは、このようなエビデンスに基づく判断であり、「インフルエンザ同等」と捉えるために必要不可欠なプロセスでもある。依然として感染確認数の増減で一喜一憂する傾向は残っているが、重要な指標は病床利用率に代表される医療資源の余裕度に他ならない。このような背景もあり、米国や英国のような主要国で、オーストリアのようなロックダウンを選択する動きは見られていない。

以上のように整理すれば、金融市場は当面の間、オミクロン株による感染確認数が世界中で増加しても、人類の英知・経験の観点から、極端な医療現場崩壊と経済活動制限には至らず、20年3月のような極端な変化に至る可能性は低いと考えるだろう。しかし、短期的には発生するヘッドラインに一喜一憂し、上げ下げ両方向を模索する展開が続くだろう。

なお、オミクロン株の蔓延に対して主要国が経済活動制限やバラマキ策を実施する場合は、インフレ上振れの長期化が意識され、相場急落の可能性が有ることには留意したい。

少なくとも、人類の英知・経験に関する明確なポジティブ材料が出るまでは、リスク資産に対する新たなロング・ポジション構築は避けたい。

(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