

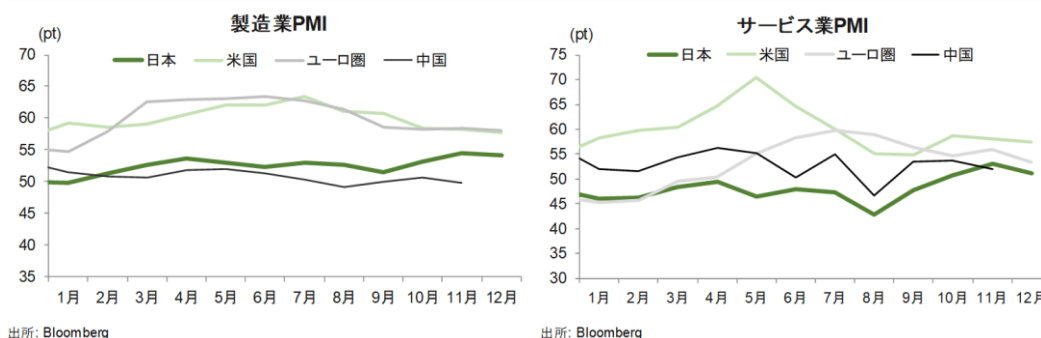


- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** 世界経済がコロナ禍からの回復を維持しているなか、12 月は主要国中銀の金融政策変更により市場の注目が集まった。FRB はテーパリングの加速と利上げペースの加速、ECB は PEPP 終了と APP 縮小により 23 年には利上げを視野に、BOE はサプライズ利上げ、そしてようやく日銀も社債・CP オペの縮小に乗り出した。インフレ懸念を強めているわけだが、インフレ率は 22 年 3~4 月以降緩やかな低下基調になるだろう。このため、FRB がドット・チャート中央値よりも早いペースで利上げする可能性は低いとみている。この限りにおいて、22 年 1-3 月は短期的な材料に一喜一憂しつつも、リスクオン・センチメントが崩れる可能性は低いとみている。
- **注目材料:** 22 年の金融市場の注目材料（主にリスク要因）がインフレであることに多くの市場参加者は異論ないなか、インフレが最も影響する国・地域のうち、米国と新興国を取り上げ、何に注目すべきか、および金融市場への示唆を考えた。米国のインフレ懸念長期化が FRB の更なるタカ派化を誘発し、米ドル高⇒新興国通貨安⇒新興国におけるインフレ長期化、を想像する向きが多いが、新興国を一括りにすることなく、国ごとの特徴・リスクを整理することを通じて、新興国エクスポージャーに向き合うべきであろう（前述のトルコ、ブラジル、ロシアが相対的に高リスクである反面、マレーシアやインドネシアのリスクは低いとみている）。

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

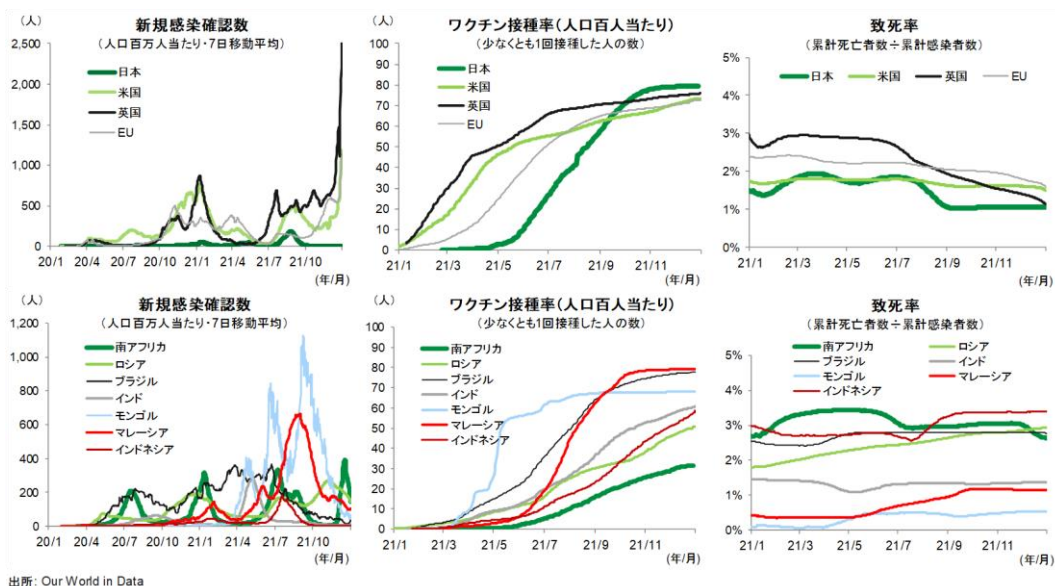
グローバル・マクロ経済は、コロナ禍での力強い回復を維持している。一方 PMI は高水準を維持しつつもピークアウトが鮮明になりつつある。各国でウィズコロナを前提にした経済活動回復が続くものの、コロナ禍で実施された財政・金融双方からの支援策が今後縮小されることが予想されるなか、経済活動を支えてきた「ペントアップ需要」のピークアウトも意識されつつある。このため、米国では追加財政支援策への期待も根強いが、折からのインフレ長期化懸念もあり、議会承認が得られるか否か不透明感も残る。

一方、グローバル経済に強い影響力を持つ中国は、12 月 8~10 日に開催された中央経済工作会议（22 年の経済政策方針を決定）では、経済の基本方針として「安定」を第一とし「稳中求進」（安定の中で前進を求める）という基本方針を堅持し、重点政策の筆頭に「マクロ政策は安定的で有効なものにする」ことを採択した。不動産開発を含む社会インフラ（≒不動産開発）の GDP 寄与度の低下が懸念されるものの、今後 1~2 四半期程度は実質 GDP 成長率を 5% 台半ば程度まで引き上げる可能性が高い。このため、22 年央あたりまでは中国の減速によるグローバル経済のスローダウンは避けられる可能性が高いだろう。

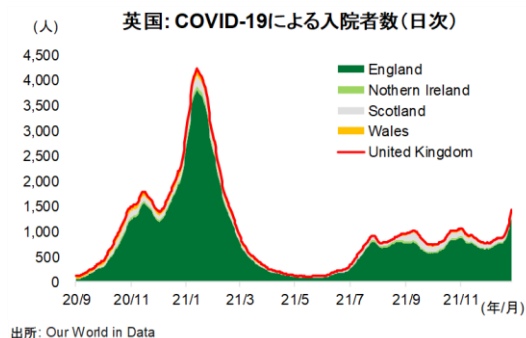


新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) の日次新規感染確認数は、主に欧米諸国で拡大基調が続いている。英国および米国は、オミクロン株の蔓延を主因として新規感染確認数が過去最高を大幅に上回っており、今後の政策運営に世界中の注目が集まっている。ワクチン接

種率が頭打ちになるなか、今後もオミクロン株の感染確認数が増えた場合、各国政府が再びロックダウン（もしくはそれに近い経済活動制限）を選択する可能性は否定できない。



デルタ株感染が終息しつつあるなか、主要先進国は経済活動制限の条件として新規感染確認数ではなく病床利用率（≒医療現場のひっ迫度合）を採用しつつある。金融市場も新規感染確認数よりも、病床のひっ迫度合に注目している。例えば、英国の入院者数を確認すると、感染確認数の急増にも関わらず入院者数の増加は限定的である。また、オミクロン株の発生源の一つとされている南アフリカの新規感染確認数は減少に転じて



いる。状況は依然として予断を許さないものの、これらに照らせば金融市場が過度に悲観的（リスクオフ）になる可能性は低いといえよう。

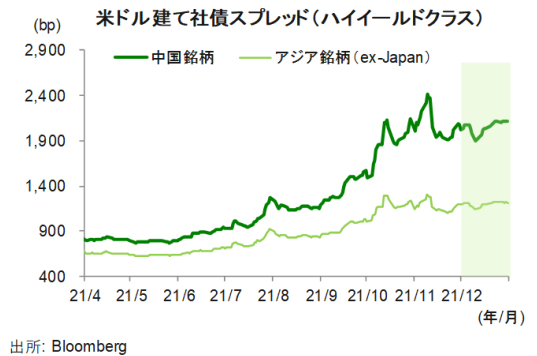
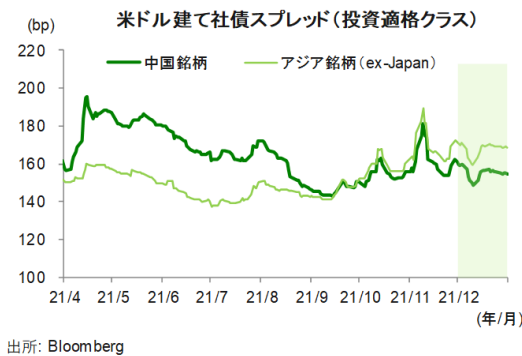
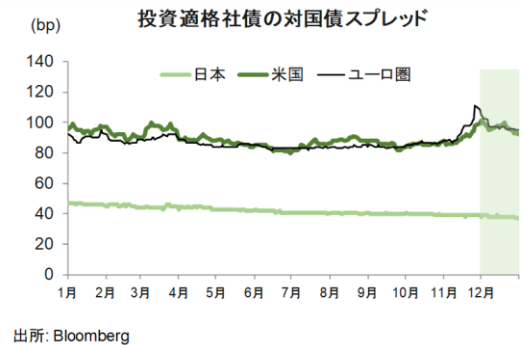
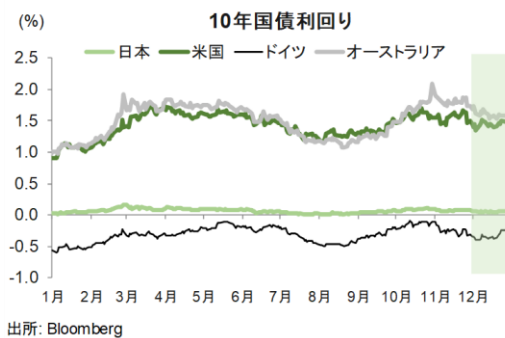
当面のマクロ経済分野での注目材料は、引き続きオミクロン株による各国政府の対応方針に加え、インフレ率の趨勢になろう。前者は前月の当レポートで指摘したとおり、各国政府が厳しい経済活動制限を選択した場合でも、昨年みられたような財政・金融によるサポート期待等を背景に、極端な相場変動にはならないとの見方に加え、病床利用率が極端に上昇しない可能性が高く、マクロ経済や金融市場に与える影響は限定的とみている。

一方後者は、12月のFOMCをはじめ主要中銀のアクションをみてもインフレ懸念が根強く、金融政策に影響を与えはじめている。ただし、インフレ率は22年3～4月以降、緩やかな低下基調になるとの見方が根強く、10月初旬をピークに低下基調にあるエネルギー価格もそのような見方をサポートする。このため、現時点では、FRBがドット・チャート中央値よりも早いペースで利上げする可能性は低いとみている。この限りにおいて、22年1-3月は短期的な材料に一喜一憂しつつも、リスクオン・センチメントが崩れる可能性は低いとみている。

2. 主要資産市場動向

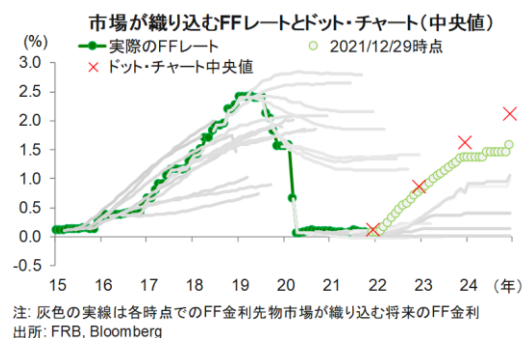
① 債券市場～ 主要中銀の政策転換が鮮明に

12月の債券市場は、総じて金利上昇となった。米国はカーブ全体で金利上昇となったが、10年～30年ゾーンの上昇幅が短中期に比べて大きく、イールド・カーブはベア・スティープ化となった。欧州でも ECB が PEPP の終了および APP の段階的縮小を発表し 23 年には利上げできる体制を整えたほか、BOE は市場の予想に反して利上げを発表した。日銀は、予定通りコロナ禍で導入した社債・CP オペの縮小（22 年 3 月）を発表するだけでなく、22 年 4 月以降は社債・CP の保有残高の減少にも踏み込むことを表明した。主要国中銀のこれらの動きの背景にはインフレ懸念があり、オミクロン株蔓延による経済下支えよりも、インフレ抑制を重視する姿勢が鮮明になったといえよう。



クレジット市場は、オミクロン株への過度な不安が後退し、また長期金利が安定的に推移するなかで 10 月以降のスプレッド・ワイドニングの半分程度を取り戻した。市場で注目を集める中国関連銘柄については、投資適格クラスでは市場の懸念は概ね払しょくされたとみてよいだろう。一方、ハイイールドクラスでは依然として中国関連銘柄への懸念が残っており、他のアジア銘柄にも影響を与えている。しかし、既に中国政府が実質的に介入し「秩序だったデフォルト（流動化）」が選択されている可能性が高く、特定企業が発行する社債のデフォルトが金融システムに大きな負の影響を与える可能性は低いとみてよいだろう。

さて、12月のFOMCでは、市場の予想通りテーパリングの加速(22年3月に終了予定)に加え、ドット・チャートが上方修正された。ドット・チャート中央値を確認すると、利上げ回数(1回=25bpと想定)は22年3回、23年3回、そして24年も2回予想されている。一方、12月末時点のOIS先物市場が織り込む22年～24年のFF金利は、22年末は概ねドット・チャート中央値と同水準ながら、23年末以降はドット・チャー



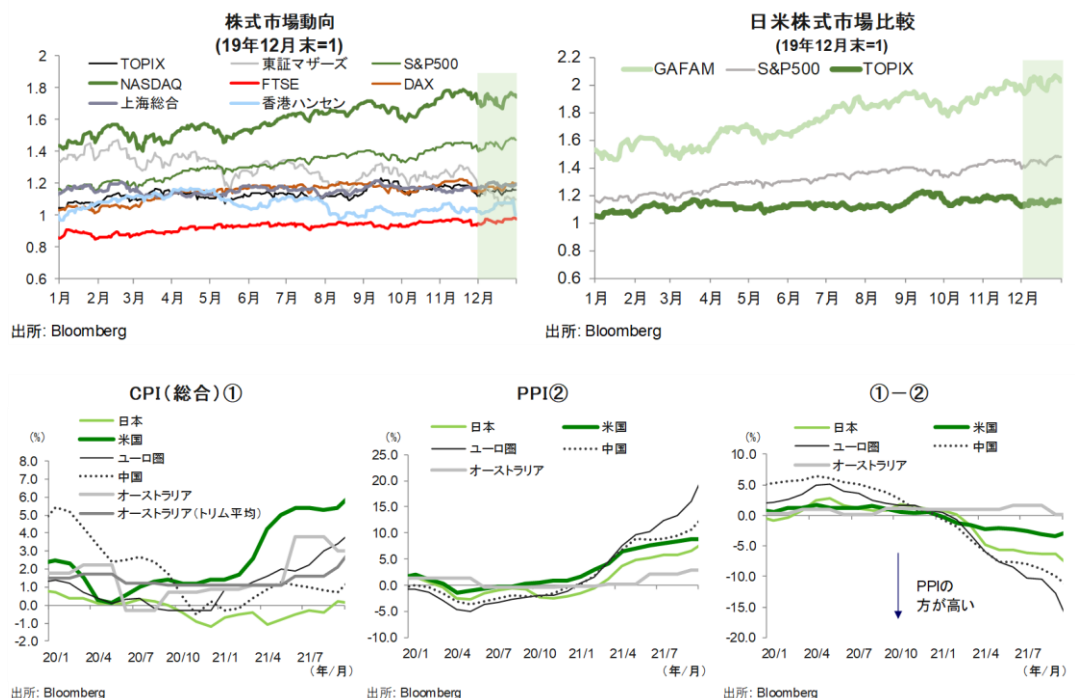
ト中央値よりも低い水準にある。つまり市場参加者は 22 年は概ね 3 回程度の利上げが実施されるとみているものの、23 年は 3 回未満、24 年についてはせいぜい 1 回程度とみていることになる。

市場では、両者の乖離が注目材料の一つになっており、00 年代中盤の利上げ局面（当時の FRB 議長はグリーンズパン氏）における流行り言葉「謎（conundrum）」（なぜ長期金利が上昇しないのか？）を彷彿させるとの指摘もある。意見は様々であろうが、一つの見方として、足もとはインフレ懸念が残るため FRB は積極的な利上げをするだろうが、インフレの背景にある供給制約の長期化はいずれ最終需要を減退させる（≒潜在成長率の低下要因）との意見は興味深い。15 年 12 月以降の利上げ局面では、利上げが本格化した 17 年には長期金利がむしろ低下し、イールド・カーブがフラット化したものの、18 年は長期金利の急上昇があったため、利上げ加速により長期金利は再度上昇するとの見方も根強い。しかし、17～18 年と現在ではマクロ経済環境が異なることに留意したい。すなわち、17～18 年は中国の安定化と共に欧米が好調で世界的なリスクオンを産むほど安定していた。もちろんインフレ率も 2%以下（米国）で推移していた。反面、足もとのマクロ経済環境はコロナ禍からのピークアウト、中国の減速、インフレ懸念など、17～18 年と異なる側面も多い。

当面は、オミクロン株の出現もありインフレ懸念は根強く残る可能性があり、債券市場のボラティリティは当面大きいだろう。短期的には長期金利は上昇バイアスが残るとみているが、中長期的には（具体的にはコロナ禍が終息するにつれ）長期金利は 2%付近を上限にして上昇しにくくなるかとみている。

② 株式市場～ 月末にかけて急回復

12 月の世界の株式市場は、前半は一進一退も後半に急回復した。ヘッドラインとしては、オミクロン株感染拡大、FRB を含む主要中銀の金融政策変更（引き締めへのシフト）、そして中国のスローダウンなど、株式市場にネガティブと思われる材料が多く、月央までは方向感のない展開が続いた。一方、月末に向けては、オミクロン株への過度な懸念の後退、FRB などの金融政策変更は想定内であるものの過度な引き締めには至らないとの見方が優勢になったこと、および中国政府によるマクロ経済テコ入れ策への期待もあり、急速に買い戻されたとみている。

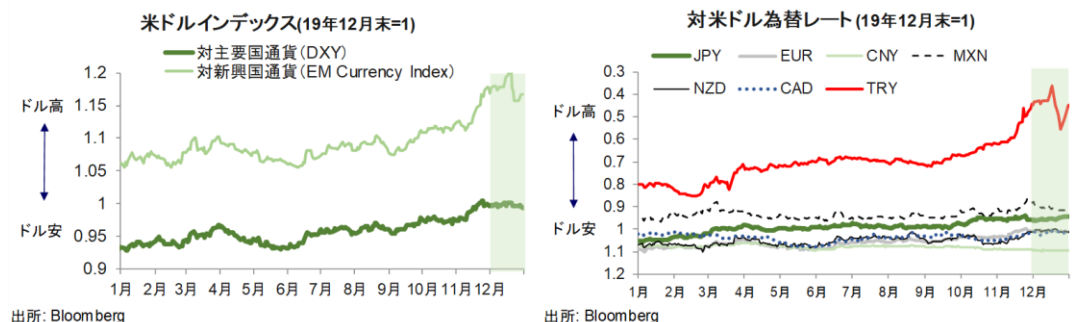


むしろ足元で注目したいのは 21 年 10-12 月期企業業績である。世界中でインフレ懸念が高まっているが、換言すれば、それだけ価格転嫁が進んでいる証左でもある。とりわけ米国は、企業物価指数（PPI）と消費者物価指数（CPI）の格差が小さく、マクロの視点からも企業が最終消費財に価格転嫁できていることをうかがわせる。インフレ長期化はマクロ経済だけではなく企業業績にとってもネガティブとみられるものの、足もとの株式市場は 1 月中旬以降の企業決算を織り込んだ展開になっているとみている。

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米長期金利の動きの 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～ 米ドル高が一服

12 月の為替市場は、米ドルの上昇が一服した。12 月の FOMC にて FRB が一層のタカ派姿勢に転じたものの、他国・地域の中銀も同様にタカ派に転じたことから、為替相場への影響は限定的だった。オミクロン株も欧米諸国を中心に拡大しているが、病床使用率が急上昇しているわけでもなく、最終的には為替相場に大きな影響を与えなかった。米ドル円は、グローバルにリスクオン・センチメントが回復するにつれ、緩やかに上昇した。



新興国通貨の対米ドル相場に大きな影響を与えたのは、トルコリラである。インフレ率が高止まりするなか（11 月の CPI 総合は前年同月比+21.3%）、トルコ中銀は 12 月の金融政策決定会合にて政策金利を 15.00%から 1%pt 引下げ 14.00%にしたほか、財務相の辞任、大統領による金融緩和継続発言に加え、12 月 19 日にはリラ建て預金者の為替差損の一部を政府が補てんするとの方針が示されるなど、混乱が極まっている。通貨安に対抗する為替介入（≒自国通貨買い（米ドル売り））は、外貨準備という制約条件があるだけではなく MMT 的な極端な財政赤字拡大を招きかねず、効果に疑問が残る。また、上記のリラ建て預金保護策は、補てんの財源というボトルネックを抱えた政策であり、その効果に市場は既に疑問を持っている。リラ相場は当面非常にボラタイルな動きを続ける可能性が高い。

為替市場の当面の注目材料は、他資産市場と同様に、オミクロン株、FRB を含む各国・地域中銀の金融政策と長期金利水準になろう。BOE 以外の主要中銀については利上げまでの期間が相応にあると思われ、中銀の政策変更が為替市場に大きく影響するとはみていないが、利上げタイミングおよび幅が大きな国ほど通貨が強くなる傾向は続こう。なお、市場は常に「先」を織り込むため、実際に利上げが始まるタイミングではその後の利上げは既に市場に織り込まれている。例えば、米ドル円相場については、日米短期金利差が今後も拡大するとみられているが、その情報は既に市場が織り込んでいるものである。ドット・チャート中央値程度のペースで米国が利上げしても、米ドル円の上昇要因にはならない。過去半年間の米ドル円相場が上昇したのは、米国の利上げタイミングおよび利上げペースが「上方修正」されたからである。22 年も現在の相場の織り込みに対して「修正」が入る通貨に注目したい。

3. 注目材料～ インフレを軸にした米国と新興国

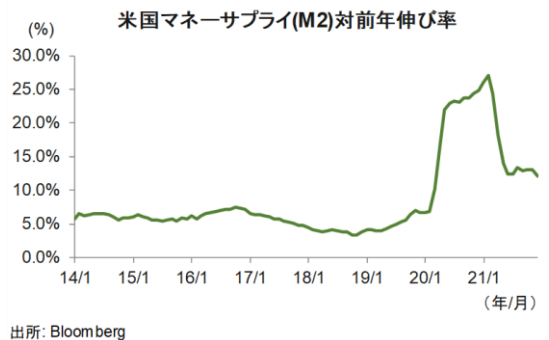
22 年の金融市場の注目材料（主にリスク要因）がインフレであることに、多くの市場参加者は異論ないだろう。以下では、インフレが最も影響する国・地域のうち、米国と新興国を取り上げ、何に注目すべきか、および金融市場への示唆を考えた。

① 米国

米国は、先進諸国のみならず比較的多くの新興国比でも高いインフレ率に悩まされている。米民主党政権が格差是正・弱者救済を標ぼうする限り、財政拡張的・大きな政府を趣向するとみられるため、名目金利の上昇になりかねないインフレは現政権が最も避けたい事象の一つと思われる。これを踏まえてか否かは不明ながら、FRB は 21 年後半に実質的に大幅な方針転換を行い、インフレ抑制を最大の政策課題にしている。

筆者（および比較的多くの債券市場参加者）は、米国のインフレ率は 22 年前半にピークアウトし、その後は緩やかに低下する可能性が高いとみている（生産者物価、消費者物価共に）。インフレ率に対する寄与度が最も高いエネルギーは、すでに 21 年 10 月以降軟化しており、半年程度はトレンド化する可能性がある。また、22 年 4 月以降はいわゆる「年次効果」剥落も期待されよう。サプライチェーンの混乱も緩やかに解消に向かうなか、耐久消費財のインフレ寄与度も徐々に低下する可能性が高い。このため、22 年前半まではインフレ長期化懸念は根強く残るものの、FRB がテーパリングを終了し実際に利上げを開始する頃までにはすでに CPI はピークアウトしている可能性が高く、FRB が過度な利上げを継続する可能性は低いだろう。

一方、22 年央でもインフレ率は FRB がターゲットとする 2% を大幅に超える水準に位置している可能性が高い（筆者の想定：22 年末で 3% 弱）。米国のインフレは、コロナ禍による供給制約が主因ではなく、コロナ対策を「やりすぎた」ことによる超過需要が背景にある（その結果として供給制約に陥っている）とみており、FRB は超過需要抑制によるインフレ鎮静化も視野に入れている可能性がある。米国のマネーサプライ伸び率はコロナ禍で急上昇したあと下落したが、足もとでも依然として高水準を保っておりコロナ禍前の水準に戻り切っていない。マネーが過剰にあふれた状態が続いていることが、超過需要を生み出す原動力になっている可能性もある。



このため、FRB はテーパリング終了後に利上げすべきか、それともバランスシート縮小（QT）を優先すべきかという問題も孕む。中間選挙を控えるなかで、過度な金融政策変更は行わないとの見方が有力ななか、インフレが鎮静化しない場合、国民の不満をどのように晴らすのか。極論するなら、インフレ抑制（≒景気や金融市場を一時的に犠牲にする）か景気下支えか（≒インフレ率高止まりを容認する）かの選択を迫られる可能性もある。インフレ抑制を優先する場合は QT が選択される可能性もあり、（リスクシナリオながら）長期金利の大幅な上昇を経て市場のリスクセンチメントを悪化させる可能性があるため留意を要する。

② 新興国

2021 年春以降、多くの新興国で物価目標を大きく上回るインフレが発生している。その代表格がトルコ、ブラジル、およびロシアである。20 年前半のコロナショックにより生じた物価下落の反動（ベース効果）がインフレ加速に寄与していたものの、ベース効果の剥落後もインフレが収まっていない。

新興国のインフレ率には先進国とは異なる特徴がある。国民一人当たりの所得水準が先進

諸国比で低い傾向があることから、(国によって濃淡はあるものの) 食品や輸送用燃料・光熱費(≒エネルギー価格)などの寄与度が高い傾向がある。中南米では 21 年の夏場にかけて天候不順が発生し、食品や光熱費が上昇した(ただし年末に向けて影響は剥落傾向にある)。また、賃金などの物価連動制度により、インフレが自己実現的に加速しやすいとの見解もある。



上記に加え、

- 先進諸国比で新型コロナウイルスのワクチン接種率が低い傾向があるため、新型コロナウイルス感染確認数が増加すれば先進諸国以上に供給制約要因になる可能性がある
- 経常赤字の継続による国内貯蓄不足のなかで、コロナ禍におけるマクロ経済支援策により政府債務 GDP 比率が上昇している国が多く、金融政策への政治介入が懸念される(≒名目金利上昇による追加財政政策余地の低下を嫌う政治による介入。典型例がトルコ)
- 米国インフレ率が高止まりする場合、FRB が一層タカ派化する可能性が残り、米ドル高懸念がくすぶるため、新興国通貨安を誘発し、それが輸入物価上昇を経てインフレ率を高止まりさせる可能性

などにも留意する必要がある。

ただし、新興国を一括りにして議論することに違和感もある。

- インフレの主因の一つが資源高であるならば、資源国のリスクは相対的に低いはずである(資源高の恩恵は経常収支に反映され財政リスクを軽減するため。典型例は南アフリカ)
- インフレ率が高くない国であれば、自国通貨安を気にせず積極的に財政拡張策を続けることもできる(典型例はマレーシア、インドネシア)

グローバル金融市場では、米国のインフレ懸念長期化が FRB の更なるタカ派化を誘発し、米ドル高⇒新興国通貨安⇒新興国におけるインフレ長期化、を想像する向きが多い。しかし、新興国を一括りにすることなく、国ごとの特徴・リスクを整理することを通じて、新興国エクスポージャーに向き合うべきであろう(前述のトルコ、ブラジル、ロシアが相対的に高リスクである反面、マレーシアやインドネシアのリスクは低いとみている)。

(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