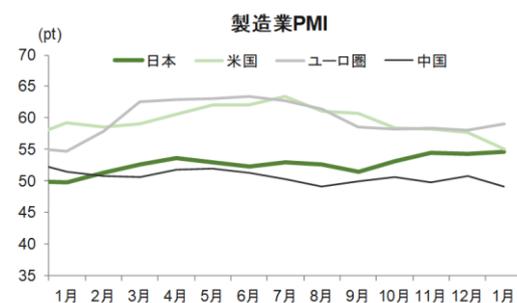




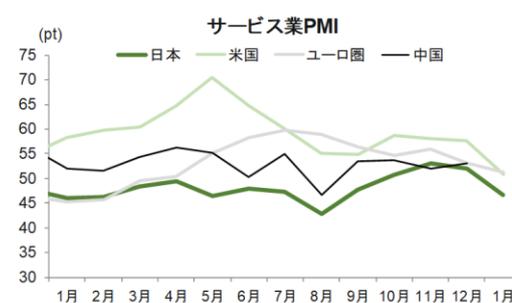
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は21年の力強い回復からまちまちの展開に移行している。新型コロナウイルス感染症は主に米英でピークアウトしつつあり、過度な経済活動自粛は選択されていない。ポスト・コロナが本格的に意識されようとするなか、1月は米国の金融政策に世界の金融市場の注目が集まった。利上げペースの加速に加えバランスシート縮小が市場予想よりも早まるとの見方が強まり、国債金利は上昇、株価は下落、為替は米ドル高で反応した。月末に向けて楽観論も台頭しつつあるが、3月のFOMCまでは金融政策パスに関する不透明感が残る可能性が高く、金融市場のセンチメントも一喜一憂する状態が続くだろう。
- **注目材料:** 21年半ば以降、FRBのタカ派化シフトが続いている。21年12月のCPI(総合)は対前年比+7.0%まで上昇する一方、22年1月末時点で政策金利は依然としてゼロ、バランスシートも拡大している。いわば、絶望的なまでに「ビハインド・ザ・カーブ」に陥っている。一方、緊急利上げなどの拙速な対応はされず、インフレ懸念論者が大声で批判しそうなペースで、市場と対話しながら金融政策パスの織り込みを重視し続けるFRBの真意は何か。コロナ禍懸念が残るなかでインフレに対峙する必要があるFRBは、実際に金融引き締めをする「前」に市場の期待に働かせて急激な金融引き締めを行うことを市場に織り込ませることを通じて、ビハインド・ザ・カーブの状態を是正しようとしているように見える。今後のインフレ率低下への期待も強く市場には楽観論が残るものの、楽観論の台頭はFRBの更なるタカ派化を誘発することを理解したい。

1. マクロ経済展望 ~ 金融引き締め懸念の台頭

グローバル・マクロ経済は、21年の力強い回復からまちまちの展開に移行している。21年に力強かった米国および欧州は21年央以降明らかに失速しつつあり、反面、日本および中国は横ばい〜若干回復基調を辿っている。



出所: Bloomberg



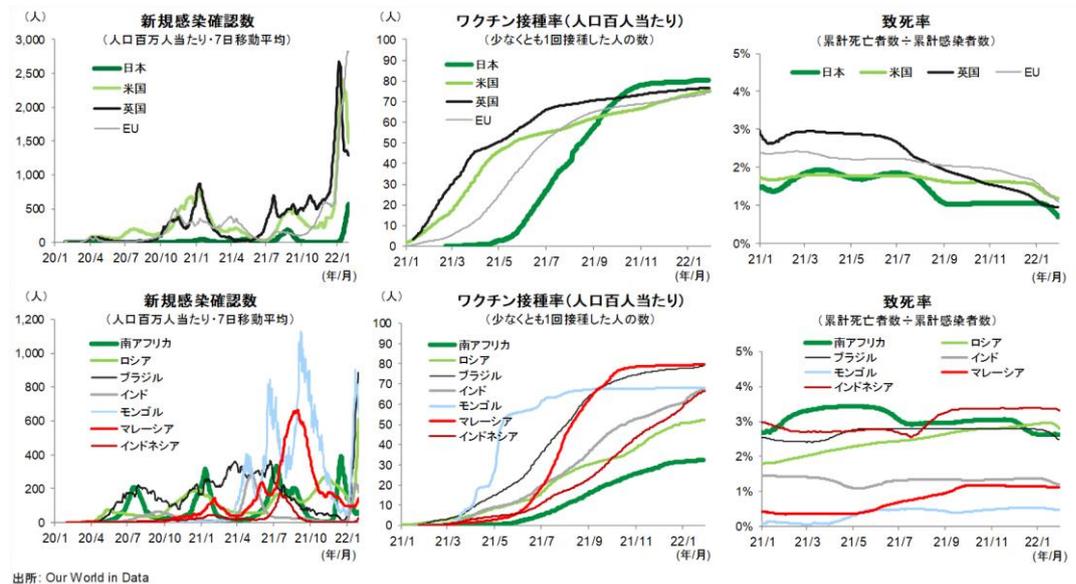
出所: Bloomberg

米国は、バイデン政権下での強力な財政拡張の影響が大きく、ポスト・コロナに移行するなかで当然にスローダウンするとの見方が根強い。欧州は、ポスト・コロナへの移行による財政拡張策の縮小だけでなく、エネルギー価格の高止まりや中国の減速の影響が出ている。ウクライナ情勢も、ロシアによる軍事侵攻の可能性は低いとの意見は根強いが、エネルギー市況の高止まりにつながるなど、マクロ経済に負の影響も出ており留意する必要がある。

中国は、21年半ばから後半にスローダウンしたのち、21年12月9日の経済工作会議にて22年の経済政策を「安定」と表現したことから、22年は実質GDP成長率の引き上げが期待されている。足もとは北京冬季五輪を控え、オミクロン株に対し「ゼロコロナ対策」が強烈に推進されていることから、短期的に失速する可能性が高いが、その後は財政・金融双方からマクロ経済対策が行われるとみている。

日本も、デルタ株の収束後順調に経済活動が戻りつつあったが、足もとはオミクロン株蔓延により失速懸念が高まっている。世界的に見ても非常に厳しい行動制限や国境規制に対する批判も根強いが、自民政権の支持率は高水準にあり、欧米並みのコロナ対策に修正されるには尚時間を要しよう。

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、主に米英で減少に転じており、行動制限解除も続いている。これに対し日本は、米英比で1-2か月遅れで感染のピークを迎えつつあり、新規感染確認数は過去最高を連日更新した。一方、オミクロン株による致死率はデルタ株比で大幅に減少しており、肺炎併発件数も激減している模様である。このため、欧米諸国では感染が確認されても患者は原則自宅療養とし、新規感染確認数の急増の割に病床使用率は過度に上昇していない。今後、オミクロン株から更なる変異株が出現し、感染確認数が増加することも十分に予想されるが、ワクチンのブースター接種を含め人類がまとう「鎧」（≒免疫機能）も強化されており、重症化率や死亡率は趨勢的に低下することが期待されよう。



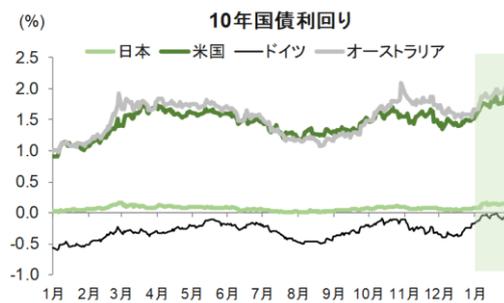
世界的にインフレが市場の懸念材料になるなか、1月以降はFRBのタカ派化シフトによる金利上昇と株価下落が生じた。前述のとおり、22年のマクロ経済は自然体でスローダウンが予想されるなか、拙速な利上げや中銀バランスシートの縮小（QT）は、景気をオーバーキルするのではとの観測も目立つ。ただし、実際にFRBが利上げを開始し、政策金利が1%を超えるまでにはまだ相応の時間があり、当該時間内にインフレ率が低下トレンドに入れば、過度な金融引き締めが行われる可能性は低いとみている。後段にて今後のFRBの金融政策について詳述する。

当面は不安定な相場環境が続きそうだが、全神経をインフレ動向に注ぎ、中銀の金融政策の行方を見守りたい。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ FOMC であく抜けとはならず

1月の債券市場は金利上昇が続いた。米国はカーブ全体で金利上昇が続くなか、短中期ゾーンの金利上昇幅が大きくベア・フラット化となった。欧州もインフレ率が更に上昇するなか、ECBのタカ派化への懸念も根強く金利水準が切り上がった。なお、金利上昇の背景の一つであったイタリア国債は、マッタレッタ大統領が再選、ドラギ首相留任により政治的混乱回避期待が高まったことで利回りが低下した。日本も22年3月以降にCPIが1%台半ばまで上昇する（携帯電話料金低下効果等の年次効果剥落による）ことが予想されるなか、一部報道により日銀が金融政策の枠組み修正を示唆するのではないかとの期待の高まりもあり、長期金利は上昇基調を辿った。

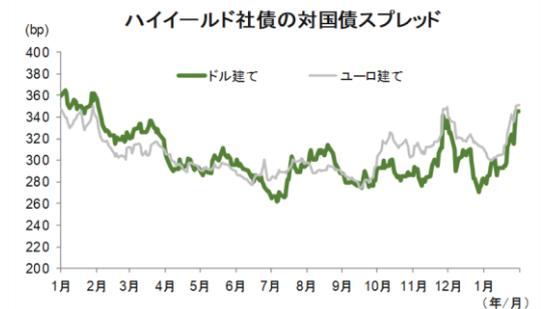


出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

クレジット市場は、金利水準に対する不透明感の高まりに加え、長期金利上昇による固定利付債のトータルリターン悪化もあり、主に需給軟化を主因にクレジットスプレッドがワイド化した。ただし、ワイド化幅は限定的であり、特に「炭鉱のカナリア」と呼ばれるハイイールド社債のスプレッドのワイド化も限定的だった。ハイイールド社債については、金利の不透明感は根強いものの、平均デュレーションが投資適格社債比で短いことや、依然としてマクロ経済および企業業績に対する過度な不透明感に至っていないことから、極端な売りが生じているわけではない。換言すれば、中銀の金融政策のタカ派化による「オーバーキル」懸念が一層高まれば、クレジットスプレッドは更にワイド化する可能性も残る。



出所: Bloomberg

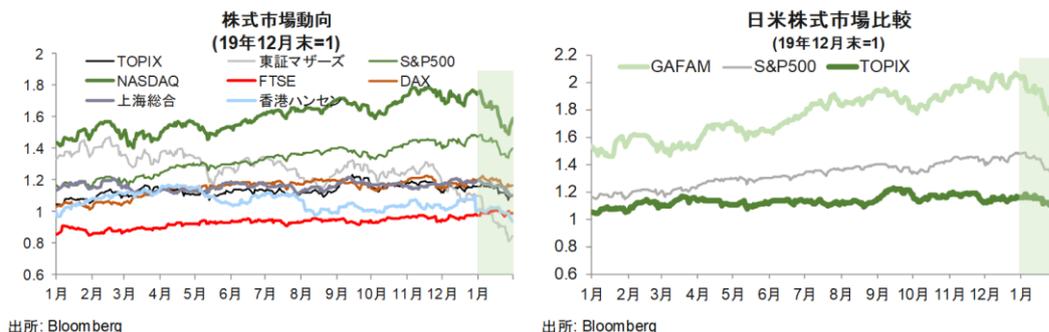
債券市場の当面の注目材料は、3月のFOMCとそれまでに五月雨式に発せられるであろうFRBからの「観測気球」の中身であろう。詳細は後述するが、市場がFRBのタカ派化に限界があると楽観する限り、FRBは一層タカ派化する可能性が残されており、当面は債券・株式双方ともボラティリティが高い状態が続くとみている。

② 株式市場 ～ 楽観論も根強い!?

1月の株式市場は主要市場すべてで下落した。FRBのタカ派化が続くなか、米超長期金利が上昇し、IT関連株を含むグロース株のパフォーマンスが悪化した。バリュー株も必ずしもパフォーマンスが良いわけではなく、総じて「コロナ禍における過度な財政・金融政策」の終焉を意識した相場となった。地域別には21年の上昇幅が大きかった米国の下落が大きく（1月の下落率はS&P500: ▲7.0%、TOPIX: ▲4.8%、DAX: ▲3.6%など）特にグロース株主体のNASDAQの下落が著しかった（同▲12.0%）。

21年10-12月期決算発表が続いているが、業績堅調が続いているものの、市場の織り込み

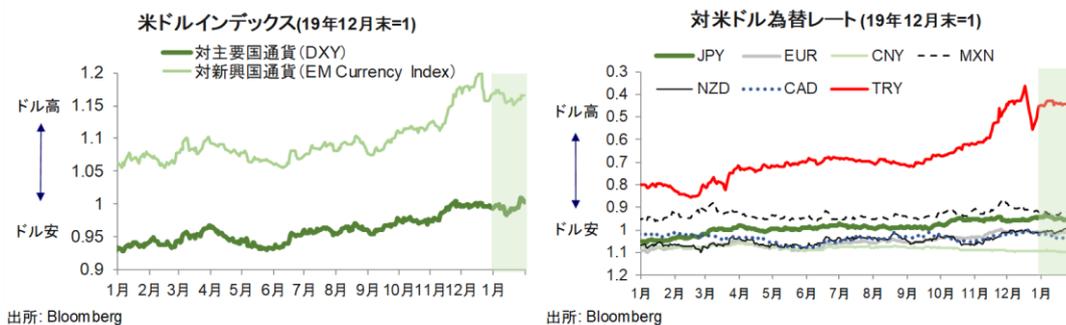
(期待)水準が高く、増益基調ながら TESLA は決算発表後急落し、APPLE は決算発表後急騰した。



当面の注目材料は、インフレ率と中銀の金融政策になろう。当レポート後半で詳述するが、FRB のタカ派化に対して市場の織り込みは十分ではない。株式市場が中途半端な下落にとどまる限り、大幅な「ビハインド・ザ・カーブ」に陥る FRB は一層タカ派化する可能性が否定できない。債券市場と同様に、株式市場も当面はボラティリティの高い状態が続くとみている。

③ 為替市場～ 米ドル高が一服

1月の為替市場は月後半にかけて米ドル高が顕著になった。1月以降は FRB のタカ派化への懸念が一層強まるなかでも月央までは米ドルの上昇は限定的だったが、月央以降は市場が織り込んでいない FRB のタカ派化シナリオ（例えば3月に50bpの利上げや、3月以降すべてのFOMCで利上げ（年7回）など）が意識されるなか、リスクオフと米金利の急上昇による米ドル高が生じた。米ドル円も FOMC までは米ドル安・円高基調だったが、FOMC 後は急速に米ドル高・円安となり1月末は115円台前半となった。



新興国通貨も月央までは対米ドルで安定的だったが、月央以降は米ドル高・新興国通貨安の流れが強まった。21年12月まで懸念が強かったトルコリラは、トルコ中銀の利下げ停止や、エルドアン大統領によるリラ安防止策もあり小康状態となった。

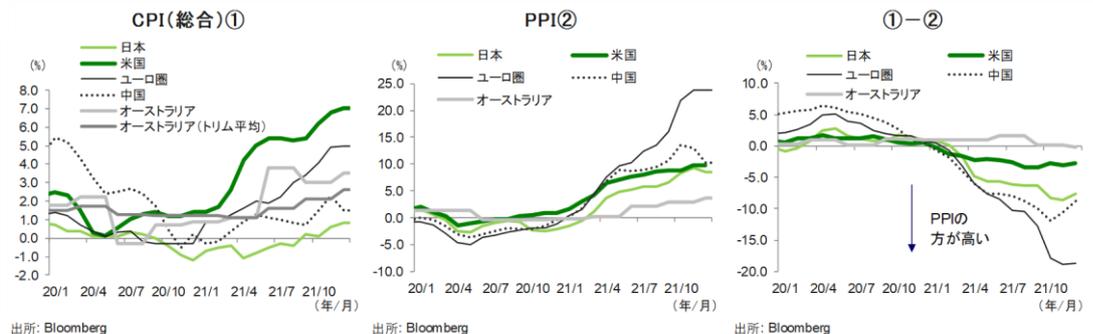
当面の注目材料は、他市場と同様に3月のFOMCと今後のFRBのタカ派化姿勢になろう。ただし、新興諸国もインフレ率の上昇が顕著になっており、利上げを実行する中銀も多い。このため短期的には米ドル高が修正される可能性もある。先進諸国も同様に、米ドル相場には既にFRBのタカ派化が相当織り込まれており（年5回程度の利上げ、および年央に向けてQTが実施されること）、今後の更なる米ドル高よりも、むしろ中銀の金融政策の織り込みが依然として弱いユーロや円が対米ドルで相対的に安定化する可能性もある。

3. 注目材料～ FRB の真意は？

1月のFOMC開催直前からFRBによる更なるタカ派化懸念が急速に高まった。一つのきっかけはFEDウォッチャーとして有名なWall Street Journal誌のNick Timiraos記者が1月23日に、今後の政策金利の軌道に関する重要な観測記事を出したことにある。記事の中で、過熱気味の雇用および景気を沈静化させるために必要なFF金利は2.5%としたうえで、FOMCの開催毎にコンスタントに利上げする必要性に言及した。仮に3月に利上げ開始として、22年末までにFOMCは3月開催を含め計7回ある。このため、市場参加者は、FRBが22年に7回の利上げ（1回の利上げ=25bpとすれば22年末にはFF金利は1.75%上昇）をする余地があるのではないかと考え、警戒を強めた。

1月25・26日のFOMCでは政策変更はなかったものの、声明文では3月利上げを事実上宣言するとともに、バランスシート縮小（QT）の基本方針も提示された。市場も概ねこれらを事前に織り込んでいたため、サプライズは無かった（実際、声明文発表直後は米ドル安・リスクオンの株高に転じた）。しかし、その後開催されたパウエル議長の記者会見で状況は一変し、米ドル高・リスクオフの株安に見舞われた。具体的には、記者からの質問に対し、利上げに関する事前の懸念（1回50bp以上の利上げ、and/or 3月以降7回の利上げ）に関し明確に否定しなかったことで、市場は想定よりもFRBがタカ派と解釈したとみられる。QTに関しては概ね市場の想定範囲内（保有資産の売却を含まないため、若干慎重な面もある印象）であった。

冷静に見れば、パウエル議長が今後の利上げペースに関して市場に言質を与えなかったのは、data-dependentを背景に、今後の政策の柔軟性を確保する観点からは当然であろう。しかし、パウエル議長の記者会見の印象は、インフレのリスクバランスは上振れとの認識を強めている可能性に加え、サプライチェーンや労働供給制約の長期化もあり、労働需給がタイトなため、利上げによって労働市場が損なわれることはないとの認識も示したため、今後のインフレ指標次第で利上げを加速させると思うに十分なものであった。



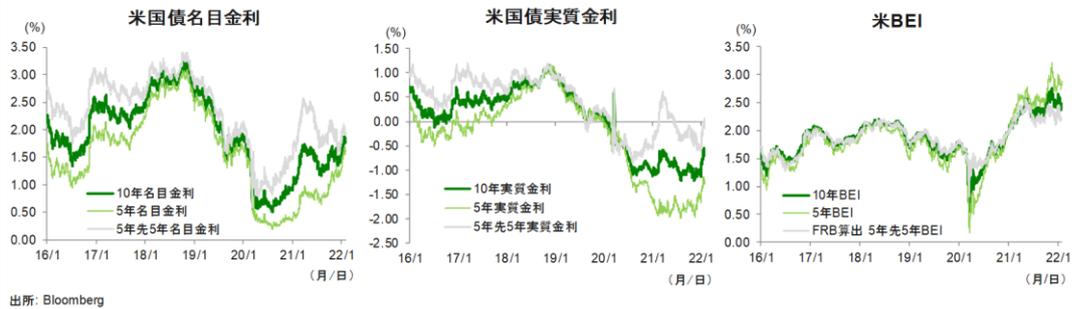
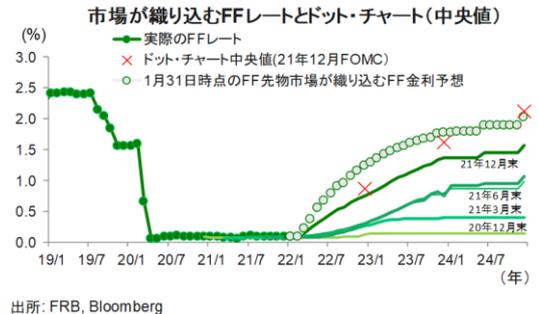
ここで改めて、FRBが置かれている現状を整理する。米国のCPI（総合、21年12月）は対前年比+7.0%まで上昇しているが、1月末時点で政策金利はゼロ、そしてテーパリングも終了せず依然としてバランスシートも拡大している。すなわち、絶望的な「ビハインド・ザ・カーブ」に陥っているのである。

今から思えば、21年央には利上げを含む金融引き締めへに転換していれば、これほどまでの酷い「ビハインド・ザ・カーブ」には陥らなかっただろう。しかし、デルタ株を含む変異株が次々と登場し、COVID-19に対する懸念が残るなかで、いくら景気過熱感や供給制約があるからといって、中銀が金融引き締めすることを賛成した人は皆無だろう。そして、コロナ禍をやり過ごす時期を経過するなかで、インフレ上振れが長期化している。

FRBがそれほどまでにインフレを懸念し、ビハインド・ザ・カーブを解消したいのなら、躊躇なく緊急会合を開催して利上げをすればよい。しかし、実際にはそのような拙速なやり方は選択されず、インフレ懸念論者が大声で批判しそうなのんびりとしたペースで、市場に利

上げタイミングを含む政策変更を十分に織り込ませるやり方に徹している。市場との対話
 と言えば聞こえは良いが、「ハト派」の側面すら垣間見える。つまり、FRBはタカ派化した
 のではなく、絶望的なビハインド・ザ・カーブの下でも、依然としてハト派としてふるまっ
 ているように見えるのは筆者だけだろうか。

そう考えているのは筆者だけではなさそう
 である。1月31日時点のFF金利先物市場
 が織り込む22年の利上げ回数は5回弱で
 ある。21年12月末比でも急激に利上げ回数
 の増加を織り込んでおり、1年前(20年12
 月末)は23年に1回の利上げを織り込んで
 いただけであることに鑑みれば、この1年間
 で急激に利上げを織り込んできたかわかる。



しかし、23年末~24年末にかけて、FF先物のカーブは急速にフラット化し、24年の利上
 げはせいぜい1回と評価されている。足もとの急速な利上げの織り込みは、主に短・中期ゾ
 ーンの米国債利回りを急上昇させたが、長期金利の上昇は限定的である。結果として、イー
 ルド・カーブは急速にフラット化した。実質金利は、インフレ率が高い環境下で依然として
 マイナス圏を脱していないものの、5年先5年実質金利はプラス圏に浮上しており、10年
 金利の上値余地が乏しくなりつつあることを示唆しているとの声も聞かれる。実際、5年先
 5年BEIも2%台前半で横ばい推移となっている。

このような市場の織り込みは何を意味しているのだろうか。筆者の見解は以下の通り。

- 22年はコロナ対策により過度に強か
 った21年比でマクロ経済はスローダ
 ウンが確実である(それでも実質GDP
 成長率は年率+2.5-3.0%程度に着地
 しそうだが)。米貯蓄率は、米政府の過
 剰なコロナ対策により20-21年につ
 けて急上昇したが、足もとはコロナ前
 の水準付近に戻っている。米国の個人が
 コロナ対策でばら撒かれたカネを迅速
 に消費した可能性が高く、今後の消費
 のための「原資」が既に枯渇している可能性がある。



- インフレ長期化は、需要が強すぎることに、それに対処できない供給体制という複合的
 な側面が強い。上記に鑑みれば、今後需要が安定化することを通じて、ある程度の供給
 制約が残るなかでもインフレ率は緩やかに低下するとの期待が根強い。
- 事実、米CPIは、3月以降エネルギーや耐久財の年次効果剥落影響もあり、22年央ま
 では緩やかに低下する可能性が高い(ただし、年央以降は足もとで再度上昇基調にある

エネルギー価格や、タイトな需給環境が続く耐久財、および住居の寄与に依存するため、予断を許さない)。

- 結果、仮にFRBが強力な金融引き締めをほのめかし、実際に3月以降に市場想定以上のペースで利上げやQTを実施したとしても、然程の時間の経過も無く、インフレやマクロ経済の減速が確認されれば、FRBは拙速な金融引き締めの合理性を失い、おのずと金融引き締めペースも減速する。
- それゆえに、FRBの度重なるタカ派化シフトにも関わらず、長期金利や株式市場の反応は鈍い(ディップは短期間で終了するとの見方)。

ただし、この見方は短期的にはリスクが残る。前述のとおり、FRBは絶望的な「ビハインド・ザ・カーブ」への対処も行いたい可能性が高く、それを実現するために、FRBは実際に過度な金融引き締めを実施する前に市場の期待に働きかけることを通じて、市場に過度な金融引き締めを意識させることを続ける可能性がある。そうすることで、実際に政策金利を過度に引き上げることなく(≒マクロ経済に配慮しつつ)、ビハインド・ザ・カーブへの一定の対処をすることが可能になる。換言すれば、FRBが繰り出すタカ派メッセージの波状攻撃に対し、市場が楽観を決め込む場合(長期金利の上昇が限定的、and/or 株価下落が一時的かつ限定的(直近高値からの下落率が<15%程度))、更なるタカ派メッセージを繰り出す可能性が高いとみている。

市場には、引き続き根強い楽観論が残っている。多くの株式投資家はいつか底値かを模索する日々を続けており、「恐怖におののく」のとは程遠い。このような楽観論ゆえに、底はまだ先と考える投資家も多く戻り売り圧力も強い。重要なのはそのような短期的な主観ではなく、本家本丸はFRBにあることを理解し、FRBの真意を鑑みれば市場における楽観論の台頭はむしろリスクを増加させることにつながることを理解したい。

(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