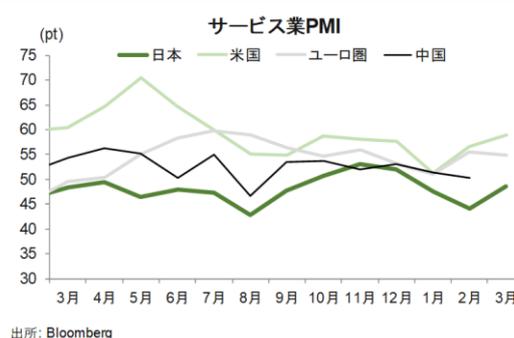
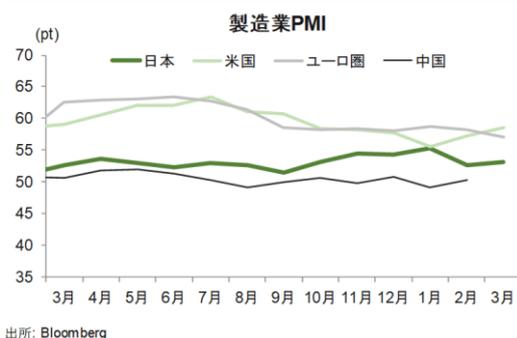




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済はウクライナ情勢の緊迫化、インフレ長期化、そして中国などでの COVID-19 感染拡大等により、減速リスクに晒されている。一方、日本や米欧主要国はポストコロナに向けて経済活動再開に舵を切っており、リベンジ需要が出やすい局面にある。ロシア・ウクライナ間の停戦合意期待の高まりにより、米国を中心にインフレと強い経済の両立が意識され、主要中銀のタカ派化姿勢の強まりにより債券利回りは上昇し、株式市場やクレジット市場も値を切り上げた。日本でも日銀が指値オペを含む大量の国債買入れを実施したことやドル円相場の急上昇など、相場材料が多かった。
- **注目材料:** 3月にみられたリスク資産価格の力強い回復は、ロシア・ウクライナ間での停戦合意期待の高まりを含む5つの要因が背景にあるとみている。5つの要因のうち3つは持続性のある材料であり、ロシア・ウクライナ間の緊張関係が第三次世界大戦に至るようなテイルシナリオに発展しない限り、リスク資産市場がウクライナ情勢を過度にリスク視する可能性は低下している。しかし、前門の虎、後門の狼である。インフレ懸念が残る限り、リスク資産価格調整は時間の問題である。市場ボラティリティも高く、積極的なロング・ポジションを構築しづらい難しい相場環境が続くとみている。

### 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、インフレ長期化に加えウクライナ情勢の緊迫化により、下押し圧力が強まっている。米国はポストコロナに移行するなかリベンジ需要が出ている可能性があるものの、主要国で最もCPI上昇率が高く消費者マインドの低下が懸念されつつある。欧州は、ウクライナと地理的に距離が近く、また歴史的にもロシアとの戦争を繰り返してきたこともあり、ウクライナ情勢緊迫化による消費者センチメントの低下が著しい。欧州経済研究センター（ZEW）が3月15日に発表した景況感指数（期待指数）はマイナス39.3と前月のプラス54.3から急落し、新型コロナウイルス禍が始まった2020年以來の低い水準となった（現状指数も悪化した）。

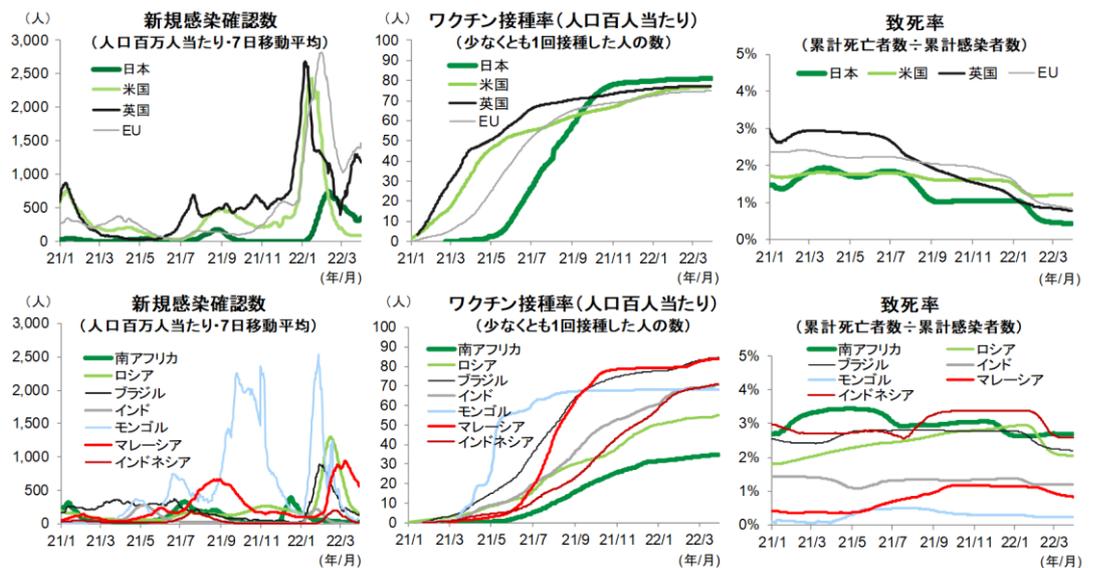


日本は新型コロナウイルス感染症対策に加え、自動車業界の生産調整の影響が大きく、他国比で大きく失速していたが、まん延防止等重点措置が解除されリベンジ消費を含む消費者センチメントの回復が期待されている。

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。一方、北京冬季五輪後の「ゼロコロナ対策」見直しが強固に期待されていたものの、現状は感染者数拡大により、上海市を含む大都市の一部がロックダウンされる事態に直面している。中国は「世界の工場」であり、ロックダウンの長期化および対象地域の拡大となれば、供給制約の長期化を通じてインフレ長期化懸念につながる可能性があるため留

意を要する。

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、一部の地域で再び増加に転じている。アジアでは、中国に加え韓国や香港の新規感染確認数の増加および致死率の増加が顕著である（ただし、死亡者に占めるワクチン未接種の高齢者の割合が高いため、ワクチン接種を前提にしたポストコロナへの移行自体は否定されていない）。もはや米欧の多くの国・地域は、新規感染確認数の増加だけで経済活動自粛を選択する可能性は低くなっているものの、今後も根強く変異株が出現する可能性は残るため、一気にコロナ前の世界に戻る可能性も低い。いわゆる「ハンマー&ダンス」を続けながら、COVID-19への警戒が強い状態が続くとみている。先述の通り、中国のコロナ対策は今後のグローバル・マクロ経済へのリスク要因になりかねないこともあり、ウクライナ情勢緊迫化の影で忘れられがちなCOVID-19動向を一定程度注目するべきであろう。



今後の注目材料は、ロシア・ウクライナ間での停戦合意の有無および時期、停戦合意後のロシアへの経済制裁の有無、欧州を中心にした消費者センチメントの悪化度合い、そしてこれらすべてを網羅しているインフレ率になろう。米国を見る限り、高水準のインフレは少なくとも22年末まで続き、FRBは非常に積極的な金融引き締めを続ける可能性がある。ただし、FRBもECBも常に「データ次第」の姿勢を崩しておらず、景気減速や金融市場の混乱を放置してまで積極的な金融引き締めを続ける可能性も低いとみている。逆に、リスク資産価格が堅調である限り、FRBのタカ派化姿勢は一層強まる可能性がある。

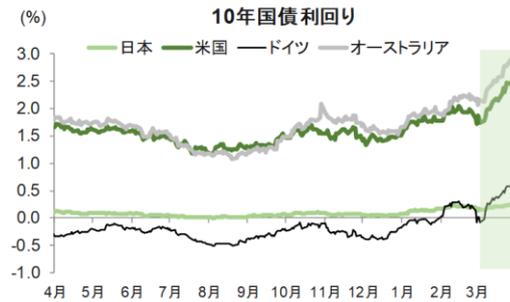
## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場 ~ インフレ長期化懸念が強まる

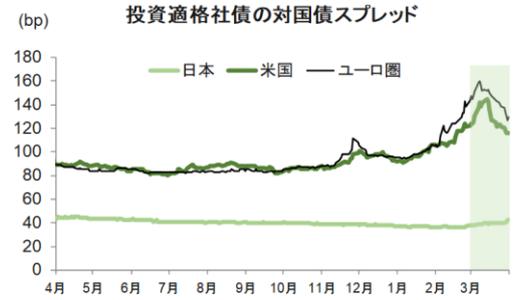
3月の債券市場は、月初は金利低下となったが、その後はほぼ一貫して金利上昇となった。ウクライナ情勢緊迫化は、マクロ経済への負の影響やリスクオフ・センチメントを誘発する点で利回り低下要因だが、資源・穀物価格の上昇や供給制約懸念を通じたインフレ長期化懸念は逆に金利上昇要因になりうる。3月は、中盤にかけてロシア・ウクライナ間で短期的に停戦合意に至る可能性が台頭し、ウクライナ情勢への注目よりもインフレが強く意識される展開となった。

FRBは3月のFOMCで政策金利を25bp引き上げるとともに、今後の政策金利見通しを大幅に上方修正した（ドットチャート中央値は22年末：1.875%、23年末および24年末：2.75%、Longer run: 2.375%）。このため、米国債市場では政策金利の影響を受けやすい2年債利回りを中心に金利水準が急上昇した。米国債イールドカーブは極端にフラット化

し、一部で逆イールド化した。1980年以降10年金利と2年金利の差でみた逆イールド化は6回発生しているが、すべてのケースでその後若干の時間差を経てリセッションが発生している。このため、市場では今後米国でリセッションが発生する可能性が強く意識されている。



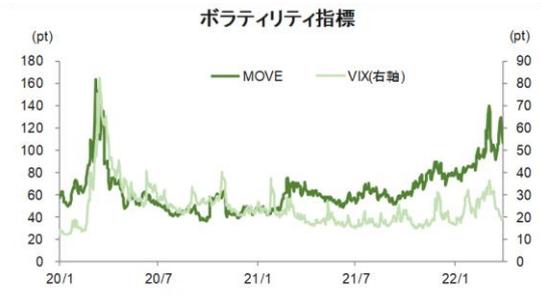
出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

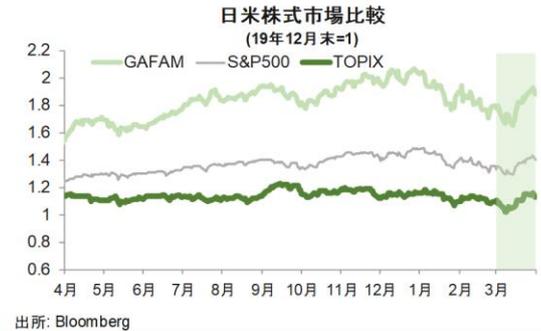
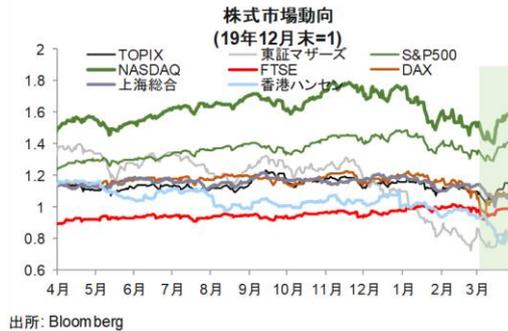
米欧諸国に比べると日本の長期金利上昇は限定的ながら、日本国債市場では日銀によるイールドカーブコントロール(YCC)の金利振れ幅上限とされる0.25%を試す展開となった。これに対し日銀は固定利回り0.25%での国債買入オペ(指値オペ)を金額無制限で実施し、市場の動揺を沈静化した。

クレジット市場も、ウクライナ情勢への楽観論の台頭により、クレジット・スプレッドは急速にタイト化した。米国に対してアンダーパフォームしていた欧州社債市場のクレジット・スプレッドも月末にかけて急激にタイト化した。後述するが、クレジット・スプレッドのタイト化の背景には、ウクライナ情勢の緊迫化による世界の金融システムに与える影響は限定的との理解が深まったことや、究極のリスクである第三次世界大戦発生の可能性が低下したことなどを反映している。

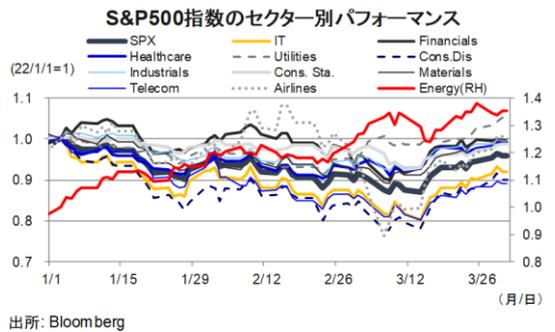
ウクライナ情勢については、第三次世界大戦等のテイルリスクが残るものの、当面の注目材料はインフレと中銀の金融政策になろう。米国のCPIを確認すると、1月以降幅広い品目で物価上昇が加速しており、今後年次効果剥落によりエネルギーや耐久財の寄与度が低下しても、当面の間、総合・コア共にCPIは高止まりする可能性が高まった。しかも、ウクライナ情勢の緊迫化により、今後サプライチェーンの再構築を余儀なくされる分野が増える。冷戦後のサプライチェーンは、グローバル水平分業を前提に「価格」と「技術」の双方のみを考えればよく、結果として長期にわたるデスインフレの主要因になってきた。しかし、今後は両者に加え「安全保障」を考慮する必要がある、一種のトリレンマ問題に直面している。安全保障を前提にすれば、価格か技術のどちらかをギブアップする必要があり、当然にコストプッシュ要因になる。債券市場のボラティリティ指標(MOVE)の高止まりが象徴するように、債券市場は「スタグフレーション」を意識している。当面は非常にボラタイルな状況が続く可能性が高い。

## ② 株式市場 ～ 3月は中旬以降急回復

3月の株式市場は、前半はウクライナ情勢を嫌気して下落したが、その後は金利上昇のなかでも強い展開となった。とりわけ米国株式市場の回復幅が大きかった。米国がウクライナ情勢から受けるリスクが小さいことに加え、資源・穀物高、防衛費増加、米ドル高はいずれも米国マクロ経済上ポジティブであること、および COVID-19 による経済活動自粛が本格的に解除され、リベンジ需要への期待も織り込まれている。



実際、S&P500 指数のセクター別パフォーマンスをみると、3月中旬以降は全セクターで回復している。とりわけ空運 (Airlines) の回復は、ウクライナ情勢緊迫化によるダウンサイド圧力からの戻りの側面もあるが、ポストコロナへの本格的な移行というシナリオも意識されているのであろう。GAFAM の力強い回復も注目された。これまで GAFAM を含むハイテク関連銘柄は、超長期金利の上昇に極めて弱かった。一方、3月は超長期金利の上昇にもかかわらず株価は上昇を続けた。インフレに直面するなか、債券から株式へのアセットアロケーションが進んでおり、ウクライナ情勢緊迫下でも業績安心感のあるこれらの銘柄が短期的に選好されたとの見方もある。



ただし、インフレ長期化懸念が強く欧州を中心に消費マインド悪化懸念が残るほか、FRB による積極的な利上げが過度な長期金利上昇をもたらす可能性も否定できないため、株式市場への下押し圧力は根強く残る。ロシア・ウクライナ間の停戦交渉長期化の可能性も含め、今後は一方向の回復とはならず、一進一退の展開になる可能性が高いとみている。

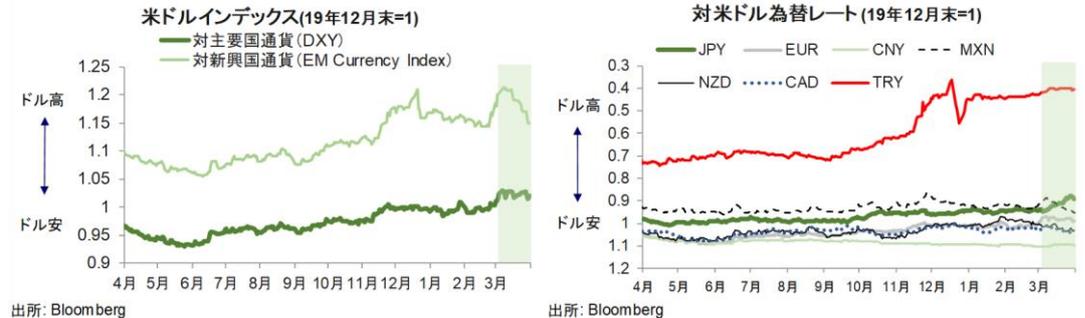
## ③ 為替市場～ 米ドル高が服

3月の為替市場は、米ドル高が沈静化した。資源・エネルギー価格上昇を背景に、資源国通貨が対米ドルで底入れしたほか、ロシア・ウクライナ間の停戦合意期待が強くなるなか、欧州通貨も (対米ドルで) 底打ちした。一方、米ドル円は米金利上昇に加え、日銀の指値オペにより円長期金利の上昇に歯止めがかかったことが影響し、急速に米ドル高・円安が進んだ。月末に向けて米ドル円は若干戻しているが、日本でも今後 CPI が上昇することが予想されるなか、日銀 YCC を背景にした指値オペに対する為替市場の反応が注目される。

2月末に対米ドルで暴落したルーブルは、3月中旬以降急激に切り返し、3月末時点で追加経済制裁後の下落の約 7 割を回復した。ロシア産原油や天然ガスの購入に際し、ロシア政府がルーブルによる支払いを要求しているとの報道により、ルーブルへの需要が強くなるとの見方が強くなった可能性があるほか、ロシア政府およびロシア企業が外貨建て債務に対する元利払いを続けていることも一定程度影響したとみられる。

為替市場も、基本的にはウクライナ情勢次第で短期的なセンチメントが動きがちだが、中期

的にはインフレ展望が最も影響するとみている。インフレは世界的な現象であり、米国が先行したことでこれまでは米ドル高基調が強かったが、今後は欧州や日本などのインフレ長期化と中銀の金融政策の「変化」に市場の関心が向く可能性が高く、米ドル高が続く可能性は低下しているとみている。



### 3. 注目材料～ 3月のリスク資産相場上昇の持続性: 前門の虎、後門の狼

3月は株式やクレジットなどのリスク資産価格が回復したが、インフレ懸念を背景に主要中銀がタカ派化するなかでのこの動きに違和感を持つ市場参加者も多い。一方、この背景には以下の5つの要因があるとみられ、必ずしも非合理的な動きでもない。

3月のリスク資産価格の回復の背景要因の1つ目は、前述の通り、ロシア・ウクライナ間での短期停戦合意期待の高まりである。金融市場が短期停戦合意期待を持つようになったのは、以下の通り、ロシア・ウクライナ・G7を含む米欧諸国の3者にとって戦争の長期化へのインセンティブが低いことが背景にあるとみている。

- **ロシア:** 苦戦を強いられていること（稚拙な戦略・計画、軍人の士気、軍事予算の限界など）、戦略変更（全土制圧→東部の実効支配へ）、国内の混乱（金融、経済）、厭戦ムード（SNSの威力）などを外形的にとらえた場合、長期戦を避けたがっているのが合理的であろう。
- **ウクライナ:** ロシアが領土内に侵攻することに対して「専守防衛」を貫いている。このため、戦争が長期化すれば国土が焦土化し、民間人を含む国民の犠牲者が増える。NATO/米国は武器や資金援助を続けているが、戦争当事者になることを明確に避けている。また、現実を直視すれば、既に東部・クリミア半島はロシアに実効支配されている。3月末時点ではゼレンスキー大統領に対して国際世論は好意的・支援的だが、戦争を続けることでウクライナが失うものも更に大きくなる。
- **G7を含む米欧諸国:** 経済制裁の「返り血」（物価上昇、エネルギー供給懸念等）を既に浴びていることに加え、厭戦ムードが根強い（戦争当事者になることを明確に避けている）。国際世論に押されウクライナを支援し続けているが、ロシアとの直接交戦を避けるべく、また、極端な経済制裁を科すことでロシアを追い詰めることもしていない。

2つ目は、金融システムリスクへの波及の可能性が低いことを市場が織り込み始めたことである。ロシア政府およびロシア企業は外貨建て債務の元利払いを外貨建てで継続していることに加え、仮にロシア政府およびロシア企業の債務がデフォルトしたとしても、ロシア向け債権を多く保有するフランス、イタリア、オーストリアなどの主要銀行や民間企業への負の影響は限定的とみられている（ロシア向けエクスポージャーの多い銀行は独自に対ロシアエクスポージャーを開示し、リスクシナリオに基づく自己資本への影響も開示している）。

3つ目は、EU域内の財政拡張策の可能性である。3月8日に、EUが共同債により巨額調達を行う可能性があるとの報道があったが、インフレ下で財政拡張は無理との見方が根強か

ただけに、リスク資産相場に対してサプライズになった可能性がある。3月末時点で何も確定的な情報はないが、調達資金をエネルギー・安全保障分野に活用する方針とのことで、ユーティリティ、素材、航空・宇宙・防衛等のセクターへのポジティブな効果が期待されている。

4つ目は、ポストコロナへの本格的な移行である。前述のとおり、国・地域によってCOVID-19新規感染確認数や致死率のトレンドに差はあるものの、米欧主要国は新規感染確認数の増加だけで経済活動を減速させる可能性は低く、コロナ禍で抑制されたヒトの移動や消費が本格化する可能性が高い。インフレやウクライナ情勢が消費者マインドを低下させる可能性は強いものの、その反対側で力強い消費マインドも残っている。米国株が他の地域・国に比べて力強く回復した一つの理由はここにあるとみている。

最後に5つ目は、ウクライナにおける戦局が停滞する中で生じた市場参加者の「耐性」であろう。ロシアによるウクライナ侵攻は、多くの市場参加者にとってもサプライズだったため、侵攻直後から2週間程度は「核」や「生物・化学兵器」にまで議論が飛躍し、多くの悲観的な情報が織り込まれた。しかし、戦争は依然として（ウクライナ国内限定の）局地的なものであり、大陸欧州以外の多くの国にとって眼前に迫った危機とは理解されなくなりつつある。戦局が変化しないなかで、多くの情報をもとに「戦後」の相場が予想されるような状態になっており、相場はこの話題に「耐性」ができつつあるようにみえる。

以上の5つのうち、1つ目と5つ目はロシア・ウクライナ間の今後の交渉次第で状況は大きく変化する可能性はある。一方、2つ目から4つ目はウクライナ情勢とは直接関係なく、比較的安定的なシナリオといえよう。第三次世界大戦を予期させるような戦局の極端な悪化に至らない限り、ウクライナ情勢はリスク資産市場にとって最大の注目材料ではなくなりつつあるのではなからうか。

では、リスク資産価格は持続的に上昇するのか。残念ながら、前門の虎、後門の狼である。インフレが続く限りその可能性は低いだらう。インフレと長期金利上昇に対して、歴史を振り返る限り、すぐにリスク資産価格がネガティブに反応することの方が稀である。インフレの背景には景気過熱感があったからに他ならない。それでも、インフレ長期化と金利上昇により、半年～1年程度のラグを経てマクロ経済の失速とリスク資産価格の調整に至った。

今回は、基調的なインフレに加え「安全保障」や「ブロック経済化」のリスクも孕み、供給制約が長期化する可能性もある。インフレや供給制約は、いずれも潜在成長率を低下させる。市場は「まだ大丈夫」と達観しているようにみえるが、インフレが続く限り市場の調整は時間の問題であろう。債券市場を中心にボラティリティが高い状態が続くなか、新規にロング・ポジションを形成しづらい「難しい」相場が続く可能性が高いとみている。

(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