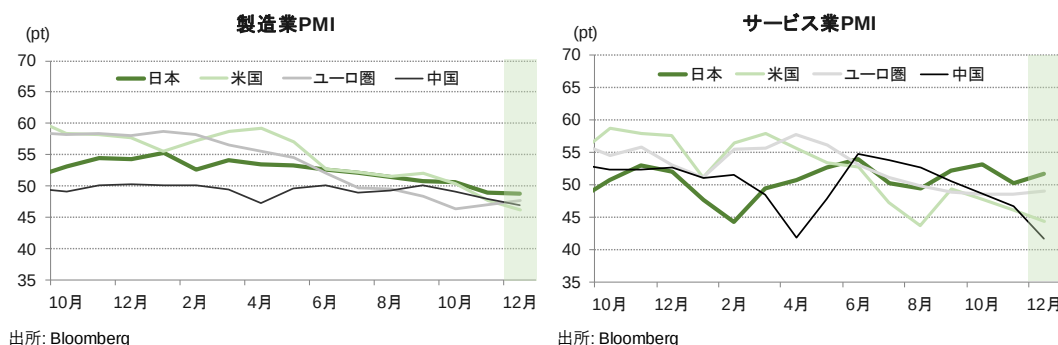




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、引き続き減速基調にあるが、足もとのトレンドは国・地域によって異なっている。米国は悪化基調ながら、欧州はボトムアウト、日本は相対的に安定的だが、中国はゼロコロナ政策から 180 度転換したのち感染者数拡大によりマクロ経済活動はむしろ悪化している。不透明なマクロ経済環境のもと、12 月は世界的に金利上昇と株安に見舞われ、為替市場では米ドル安基調となった。市場は、①インフレ長期化による景気減速がインフレ鎮静化をもたらすとの見方と、②高インフレが長期化する（≒景気は然程悪くなく高い金利水準とインフレ率を包摂する）との見方に分かれている。債券市場は②、為替市場は①、株式市場は①と②の間で迷っているイメージである。23 年の重要テーマは、インフレ率、中国経済、ロシア・ウクライナ情勢を含む地政学、の 3 つになろう。当面不透明感は払しょくされず、マクロ経済および金融市場安定化までの道のりは依然として短くないとみている。
- **注目材料:** 23 年はマクロ経済失速がリスク要因との主張が多いなか、筆者は米国経済が底堅く推移することが主要資産クラスのリスク要因と考えている。12 月以降のグローバル金融市場は、①インフレ長期化による景気減速がインフレ鎮静化をもたらすとの見方と、②高インフレが長期化する（≒景気は然程悪くなく高い金利水準とインフレ率を包摂する）との見方に分かれている。①は、債券高・米ドル安を経て、最終的には株式を含むリスク資産価格を底堅くする材料になろう。一方、②は主要中銀による更なる利上げへの懸念から債券安・米ドル高を経て、最終的には株式を含むリスク資産価格を一層下落させるだろう。②のシナリオが実現するか否かのカギを握るのは企業業績である。企業業績への市場の期待は必ずしも高くないが、22 年 7-9 月期までの企業収益は底堅い。23 年は、企業業績の趨勢を確認する作業からはじまり、米国をはじめ世界的なインフレの趨勢を判断し、各資産クラスへの影響を考え、アセット・アロケーションを実行する年になろう。

1. マクロ経済展望 ～

グローバル・マクロ経済は、引き続き減速基調にある。全般的にはインフレおよび金融引き締めによる長期化による累積的な悪影響が徐々に確認されつつあるが、足もとのトレンドは国・地域によって異なっている。



米国は下落基調を続け、既に製造業・サービス業共に PMI は節目となる 50 を大幅に下回っている。一方、欧州は 9-10 月にボトムをつけたのち低水準ながら回復基調にある。日本は米欧から周回遅れ位のコロナ禍からのリ・オープン基調のもとでサービス業を中心に回復が著しく、製造業・サービス業共に世界で最も PMI が高水準になっている。

中国は、ゼロコロナ政策からの 180 度転換を行った。外出や省外への移動制限の撤廃のほか、12 月にはコロナ感染者の全数調査も停止し、PCR 検査も強制ではなくなった。劇的なゼロコロナ政策緩和により人流が劇的に回復したことで、コロナ感染者が爆発的に増加し

た模様で、多くの国民は移動の自由を確保されていながらも、自らの判断で自宅にこもる状態となった。このため、12月はサービス業を中心に経済活動が急激に低迷した。なお、12月末時点では、中国国内の感染爆発により Sars-Cov-2 の新たな変異種が確認されたとの報道は確認されていない。ワクチン接種や感染による獲得免疫が機能しなくなるような新たな変異種が登場しない限り、中国国内の感染爆発により感染のピークアウトも比較的早く訪れるとの観測もみられる（特に中国国内において）が、今般の混乱により、部品供給に再び制約が入らないか、また、従前から不安定な中国経済が一層悪化しないか、今般の動きを継続して注視する必要がある。

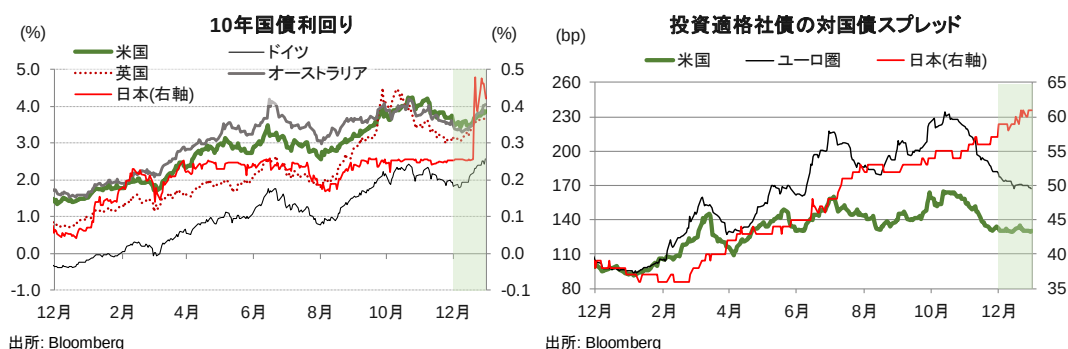
このように、不透明なマクロ経済環境が続くなか、12月は世界的に金利上昇と株安に見舞われ、為替市場では米ドル安基調となった。12月以降のグローバル金融市場は、①インフレ長期化による景気減速がインフレ鎮静化をもたらすとの見方と、②高インフレが長期化する（≒景気は然程悪くなく高い金利水準とインフレ率を包摂する）との見方に分かれている。債券市場は②、為替市場は①、株式市場は①と②の間で迷っているイメージである。

23年の重要テーマは、インフレ率、中国経済、ロシア・ウクライナ情勢を含む地政学、の3つになろう。当面不透明感は払しょくされず、マクロ経済および金融市場安定化までの道のりは依然として短くないとみている。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 12月は金利上昇基調に

12月の債券市場は、世界的に金利上昇基調となった。米国のインフレ率は引き続き市場予想を下回る低下基調ながら、12月のFOMCおよびECB理事会は共にタカ派姿勢を堅持した。また、12月20日には日銀が長短金利操作（イールド・カーブ・コントロール（以下、YCC））における長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大したこと（以下、YCC修正）をきっかけに、日本国債利回りが急上昇した。



12月のFOMCは、市場の想定通り政策金利（FF金利）の誘導目標を3.75%～4.00%から4.25%～4.50%へ50bp引き上げることを選定した。FOMC声明は11月とほぼ同じ内容で、利上げ継続が適切との文言や、利上げペースは金融引き締め効果の累積効果などを考慮して決めるなどの文言が維持された。市場が注目したFOMCメンバーが適切と考える「政策金利水準の分布図（ドットチャート）」は、2023年末から2025年末までのドット（中央値）が上方修正され、2023年末は5.125%、2024年末は4.125%、2025年末は3.125%となった。FOMC時点で債券市場は23年中央以降50bp程度の利下げを織り込んでいたが（12月末も同程度）、ドットチャートは23年中の利下げを事実上否定しており、両者の乖離が続いている。

また、12月の世界の債券市場の注目を集めたのが日銀によるYCC修正であろう。12月20日の政策決定会合後に公表された声明文によれば、YCC修正の主目的はイールドカーブのゆがみが生じるなど市場機能低下が著しくなったことによる社債発行等の企業金融への悪影響への対処であり、その結果、金融緩和の持続性を高めることを意図している。一方、海

外投資家を中心に、日銀の意図とは異なった解釈がされている模様で（非伝統的金融緩和の「終わりの始まり」との意見など）、20日以降の日銀による断続的な国債買入（国債買入れ額を「月間 7.3 兆円」から「9 兆円程度」に引き上げたほか、10 年近傍のみならず 2 年、5 年、および 20 年などの「各年限でさらなる買い入れ増額や指値オペを機動的に実施する」方針）にも関わらず、長期金利は上下双方に大きく変動した。

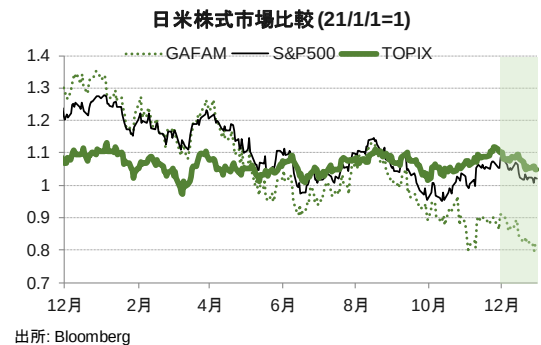
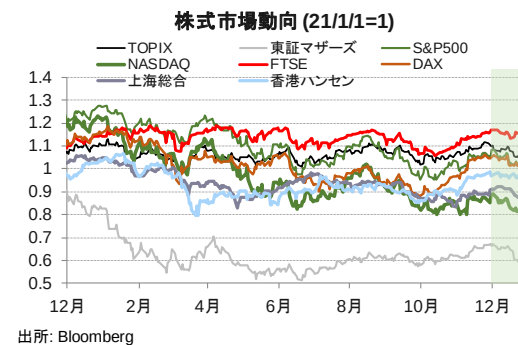
日銀アクション後、主要国・地域の長期金利も上昇したが、日銀アクションが直接影響したというよりは、12 月以降債券市場に根強く残る「米国経済リセッション回避」と「高インフレ長期化」期待が背景にあるとみている（詳細は後述）。

社債市場については、米欧社債市場で観察されるクレジット・スプレッドはタイト化基調を続けたものの、日本市場のクレジット・スプレッドはワイド化基調を続け、対照的な動きとなった。10 月中旬以降の長期金利低下に伴い、米欧社債市場は需給改善を背景にスプレッドがタイト化したとの見方もあるが、マクロ経済に対する楽観論、インフレ長期化の背景にある企業の価格転嫁力などを指摘する声も聞こえる。一方、日本市場は日銀の金融政策転換期待が根強く、今後も長期金利が更に上昇するのではとの思惑がくすぶるなか、社債市場の需給は改善されなかった。

エネルギー価格や耐久財価格の安定化等を背景に、依然としてインフレ鎮静化期待は強い。12 月は世界の主要中銀のアクションが金利上昇に寄与したとの見方が根強いものの、債券市場に根強く残る「米国経済リセッション回避」と「インフレ長期化」期待の実現確度に注目すべきと考えている。

② 株式市場 ～ 12 月は反落

12 月の株式市場は、総じて軟調に推移した。インフレと金融引き締め長期化懸念が強く、今後企業業績が本格的に悪化すると懸念がくすぶるなか、世界的に長期金利が上昇しハイテク株を中心に価格下落に転じた。



ただし、国・地域によってパフォーマンス格差がある。米国や日本は金利上昇のなかで軟調に推移したが、英国や香港は堅調さを維持した。中国本土市場は、Sars-Cov-2 感染再拡大懸念が強く多くの国民が巣ごもりに逆戻りするなか、景況感悪化懸念を背景に下落したが、香港市場は中国政府による再配分政策である「共同富裕」が一時的に緩和されるとの観測（ハイテク企業への締め付け緩和が期待されている）に加え、不動産開発会社への追加支援策などが材料視された。

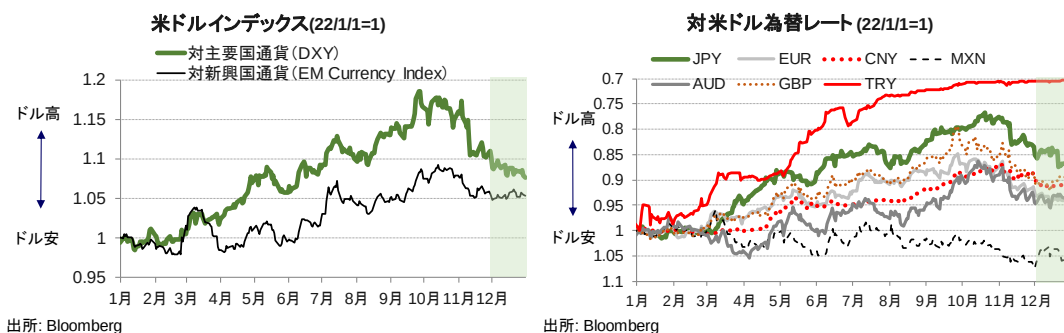
10 月～11 月は、金利低下を主因にした金融相場の様相を呈していたが、12 月以降は逆業績相場懸念（サプライチェーン回復に伴う在庫調整、インフレ長期化によるマージン減少、そして金利水準高止まりによる資金調達コストの増加など）と逆金融相場（金利上昇）の 2 つが株価への重石となった。しかし、企業業績悪化となるならインフレ鎮静化に向かうと考えるべきであり、金利低下から金融相場の様相が強くなる。一方、インフレ長期化ならばその前提として企業業績の底堅さが意識されるべきである。12 月の株式市場は、どちらの可能性も織り込み切れないものの、中途半端に意識しているようにみえた。

詳細は後述するが、23 年の株式市場の趨勢は、企業業績悪化→インフレ鎮静化か、企業業績の底堅さ→インフレ長期化（高水準の金利高止まり）のどちらかになるとみている。前者なら株価は底堅く、後者なら更なる下落を伴うだろう。

③ 為替市場～ まちまちの展開に

22 年 12 月の為替市場は、まちまちの展開となった。10 月の米国 CPI 発表後に米ドルインデックスは下落基調に転じ、12 月も対先進国通貨で米ドルの下落が続いたが、対新興国通貨では米ドルは安定化した。

日本円（対米ドル）は、11 月末水準（138 円台）から更に上昇し、12 月末は 131 円台前半となった。円高基調の背景には、12 月前半は米金利低下、後半は日銀の YCC 修正による円金利の上昇がある。日銀の YCC 修正は「金融緩和強化」との見方と、「金融緩和の終わりの始まり」との見方に分かれているが、為替市場でも前者（円安要因）と後者（円高要因）に意見が分かれている。ただし、資源価格が安定化し、インバウンドの増加が継続するなか、我が国の経常収支は今後改善するとの見方も根強く、為替市場では「円高」を予想する声の方が大きい。



中国元（対米ドル）は、共産党大会後の 10 月末の 7.3 元台から 11 月末に 7.0 元台まで上昇し、12 月末には 6.8 元台まで更に上昇した。中国のマクロ経済に対しては悲観的な見方が根強いものの、為替市場では①23 年の春節以降の景気拡大への期待と、②米ドル下落期待（つまりインフレ鎮静化と米金利低下期待）が上回っているように見える。

このように、為替市場は、国別の個別事情に加え、米ドル下落期待が依然として根強く、その背景にはリセッションとインフレ率低下による米金利低下期待がある。23 年の為替市場の注目材料は、引き続き「米国」になろう。

3. 注目材料～ 23 年のリスク要因となる「底堅い米国経済」

23 年のリスク要因として、米国をはじめ世界経済がリセッション（≒実質 GDP 成長率のマイナス化定着）に陥ることを指摘する声が多いが、筆者は逆に、米国経済が底堅く推移することの方が主要資産クラスにとってリスクになるとみている。

前述のとおり、12 月以降のグローバル金融市場は、①インフレ長期化による景気減速がインフレ鎮静化をもたらすとの見方と、②インフレ長期化が常態化する（≒景気は然程悪くなく高い金利水準とインフレ率を包摂する）との見方に分かれている。

12 月の FOMC メンバーの経済見通し（SEP）では、実質 GDP 成長率の予想中央値は 23 年が +0.5%、24 年が +1.6% と 9 月比で引き下げられ、失業率と物価上昇率の 23 年から 25 年までの予想中央値が引き上げられたものの、長引くインフレ予想と高水準の FF 金利の割に、実質 GDP 成長率がマイナス圏にまで落ち込まない「やや楽観的な見方」との意見も根強い。

米国経済が前述の①になるか②になるかで、各資産クラスのパフォーマンスが大きく異なる可能性がある。①は、債券高・米ドル安を経て、最終的には株式を含むリスク資産価格を底堅くする材料になる。一方、②は FRB の更なる利上げ懸念を背景に債券安・米ドル高を経て、最終的には株式を含むリスク資産価格を一層下落させるだろう。グローバル金融市場にとってリスクシナリオになるのは②である。

12月FOMCメンバーの経済見通し(SEP)

指標		中央値					レンジ				
		22年	23年	24年	25年	Longer-run	22年	23年	24年	25年	Longer-run
実質 GDP 成長率	22年12月	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8	0.2-0.5	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
	22年9月	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8	0.0-0.5	-0.3-1.9	1.0-2.6	1.4-2.4	1.6-2.2
	22年6月	1.7	1.7	1.9	-	1.8	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2	-	1.6-2.2
失業率	22年12月	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0	3.7-3.9	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
	22年9月	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0	3.7-4.0	3.7-5.0	3.7-4.7	3.7-4.6	3.5-4.5
	22年6月	3.7	3.9	4.1	-	4.0	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3	-	3.5-4.3
インフレ率 (PCE)	22年12月	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0	5.5-5.9	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
	22年9月	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0	5.0-6.2	2.4-4.1	2.0-3.0	2.0-2.5	2.0
	22年6月	5.2	2.6	2.2	-	2.0	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0	-	2.0
インフレ率 (PCEコア)	22年12月	4.8	3.5	2.5	2.1	-	4.6-5.0	3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	-
	22年9月	4.5	3.1	2.3	2.1	-	4.3-4.8	2.8-3.5	2.0-2.8	2.0-2.5	-
	22年6月	4.3	2.7	2.3	-	-	4.1-5.0	2.5-3.5	2.0-2.8	-	-
FF金利	22年12月	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5	4.4	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3
	22年9月	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5	3.9-4.6	3.9-4.9	2.6-4.6	2.4-4.6	2.3-3.0
	22年6月	3.4	3.8	3.4	-	2.5	3.1-3.9	2.9-4.4	2.1-4.1	-	2.0-3.0

出所: FRB

大方の予想通り、23年の成長率は大幅に低下する可能性が高い。これは、インフレや利上げの累積効果（遅行効果）よりも、22年に存在していたベントアップ需要の剥落による。米国家計の好調な消費の原動力となったコロナ禍での財政拡張策（失業給付上乗せを含む実質的な補助金等）は終焉し、また、22年は株価下落などに見舞われた。加えて利上げに伴う住宅投資と設備投資のマイナス寄与が全体の成長率を押し下げるだろう。

一方、22年末時点で23年のマイナス成長を予想することも容易ではない。まず、雇用逼迫継続により名目賃金の伸び率が高止まりするなか、インフレ率はエネルギー価格および財価格の低下を主因に当面は低下基調をたどる結果、実質賃金の伸び率が22年比で改善に向かう可能性がある。また、コロナ禍で蓄積された家計資産が残存していることから、資産効果も相応に残されている。米国個人部門の資産・負債動向を確認すると、22年9月末（最新値）の純資産は21年12月末比で約6.7兆米ドル減少したが、20年3月末比では約33兆米ドルも増加している。株式による貢献も大きい。不動産の底堅さも無視できない。このため、FRBをはじめ民間エコノミストの間でも、23年の米国経済は減速するも底堅いとの見通しになっている。

米国個人部門の資産・負債動向 (単位: 10億米ドル)

	20/3末①	21/12末②	22/9末③	②-①	③-②	③-①
総資産	126,891	168,374	162,513	41,483	-5,861	35,622
非金融資産	40,595	50,453	54,792	9,858	4,339	14,197
不動産	34,172	42,428	46,361	8,257	3,932	12,189
金融資産	86,295	117,921	107,721	31,625	-10,200	21,425
預金	11,534	15,580	15,629	4,047	49	4,095
株式	16,328	31,798	24,329	15,470	-7,469	8,001
総負債	16,562	18,364	19,234	1,802	870	2,673
純資産	110,329	150,010	143,278	39,681	-6,732	32,949

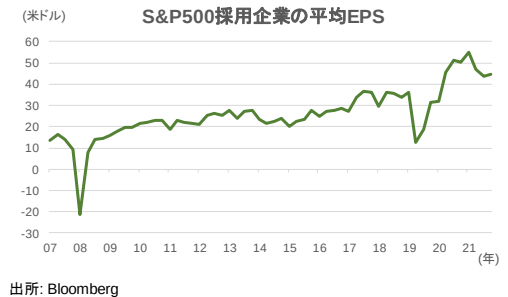
出所: FRB

底堅い米国経済を前提にすれば、インフレ率は2%物価目標に向けて低下せず、年率4-5%程度で高止まる可能性が高くなり、当然にFRBが利下げに転じる可能性は低くなる。すなわち、米国の物価上昇はサプライチェーンの混乱、資源価格高騰、住宅需給の逼迫、および労働需給の逼迫に起因するが、前3者は収束へと向かっている。他方で労働需給逼迫を主因にした賃金・サービスインフレが根強く残ることになり、足もとのサービス価格上昇トレンドに鑑みれば、年率4-5%程度のインフレ率が残存する可能性がある。FRBが23年央以降利下げに転じることを織り込んでいる債券市場にとって、このシナリオの発現は金利再上昇を意味する。金利上昇に加えFRBが5%を大幅に超える水準まで利上げを継続するとの懸念も強くなるとみられ、企業業績が底堅いとしても株価は軟化するだろう。また、米金利上昇は再び米ドル高を誘発し、社債や新興国通貨・資産市場に負の影響を与える可能性がある。

当該シナリオが考えている世界を表現すれば、5%程度でのFF金利では米国経済にとって十分に引き締めめではないということなのかもしれない。雇用逼迫と賃金上昇が常態化することを通じてインフレ率が+4-5%程度で安定化する、換言すれば、企業が提供する製品・

サービスにインフレ率を凌駕する程度の価格転嫁が可能な状態を意味し、それにより賃金上昇とインフレが常態化する世の中を想像すればよい。FRB が更なる利上げに踏み切る可能性のほか、潜在的には FRB のインフレターゲット引き上げや、米国の潜在成長率の上昇が意識される状態と考えることも出来よう。

当該シナリオが実現するか否かのカギを握るのは企業業績である。企業が提供する製品やサービスに価格転嫁できなくなれば、原材料や人件費等の費用増加を補いきれず収益率が低下する。反面、しっかりとした価格転嫁が可能であれば、収益率の低下は限定的であろう。22 年 7-9 月期までの企業の純利益動向は、依然として「底堅い」と表現できる。22 年 10-12 月期決算も底堅い状況が続くならば、企業は十分な価格転嫁を実現しており、マクロ経済はそれくらい底堅いと考えることが出来よう。



なお、企業業績への市場の期待は必ずしも高くない。既に小売り、耐久財（スマホ、PC など）などの消費財セクターでは、年初から EPS（一株当たり利益）の下方修正が続いている。ただし、当初の企業予想水準が高すぎただけで、実際は対前年で大幅な減益に陥る企業は多くない。また、FRB が実施するシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイ（銀行の与信担当者による与信判断 DI）を確認すると、銀行の与信担当者の与信判断は引き締め側にシフトしているものの、銀行が信用創造を逆回転させる可能性は低い。長短金利は逆転しているものの、米銀は邦銀と同様に「預金超過」に転じており、長短金利の逆転が調達コストの急上昇に至らず、むしろ政策金利上昇による恩恵（＝預金スプレッドの改善）を受けており、信用収縮の前提となるような資本不足や収益力の低下は見られていない。

23 年は、企業業績の趨勢を確認する作業からはじまり、米国をはじめ世界的なインフレの趨勢を判断し、各資産クラスへの影響を考え、アセット・アロケーションを実行する年になろう。

（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