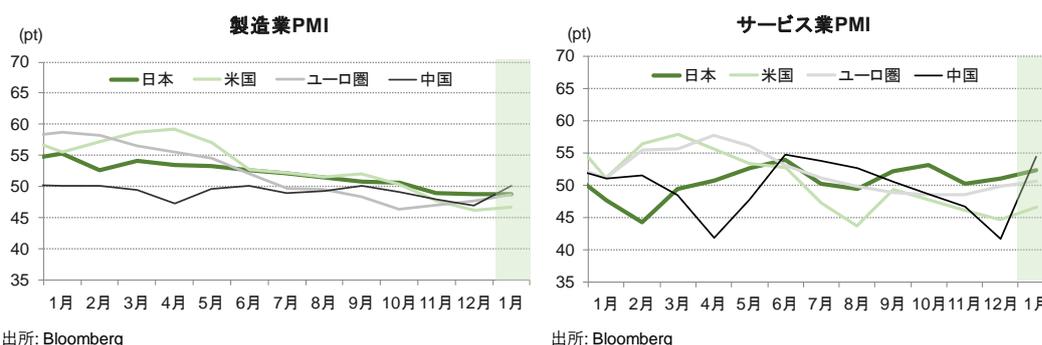




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、底打ち感がみられつつある。インフレおよび金融引き締め長期化による累積的な悪影響が懸念されるものの、米欧経済指標は底堅く、中国の回復期待も強まっている。金融市場は、マクロ経済の底堅さとインフレ鎮静化（および長期金利安定化）期待という「ゴルドロック」シナリオが優勢になった。一般的に金利は低下、株価は上昇、クレジット・スプレッドはタイト化、そして米ドル安が続いた。ただし、インフレと金融引き締めのマクロ経済への影響は時間差で生じるため、金融市場では今後経済環境が悪化する懸念が残っている。23年の重要テーマは、インフレ率、中国経済、ロシア・ウクライナ情勢を含む地政学の3つであり、それらがインフレ期待やマクロ経済環境にどのように影響するか注目が集まる。特に中国経済の回復は、グローバル・マクロ経済を安定化させる意味ではポジティブだが、インフレ再燃につながる可能性もあり、金融市場の注目材料になりつつある。
- **注目材料:** 「ゼロコロナ」策の撤廃や不動産市場の一層の活性化策などにより、中国経済の力強い回復が確実視されつつある。中国経済の回復は世界経済にとってポジティブと捉えられがちだが、世界のインフレ懸念を再度高めるのではないかと懸念も高まっている。中国経済の回復ペースは速くなる可能性が高まっているものの、それがグローバル・インフレにどの程度影響するかは、依然として不透明である。当面は、①3月に予定されている「全人代」とその後の経済政策、②中国からの海外渡航者の増加ペース、③李克強指数と構成要素の推移などを注視する必要がある。それらをいち早く織り込むものは、やはり化石燃料を中心とした資源価格になるだろう。23年入り後、米国を中心にインフレ率が沈静化するとの期待が高まっているようだが、中国経済の回復というワイルドカードの存在を忘れてはならない。

### 1. マクロ経済展望 ～

グローバル・マクロ経済は、底打ち感がみられつつある。インフレおよび金融引き締めの長期化による累積的な悪影響が懸念されるものの、足もとのトレンドは国・地域によって異なっている。



米国の PMI は製造業・サービス業ともに低位にあるが、足もとでは底打ち感がみられる。ユーロ圏は22年10～11月に底打ちし、その後は低位ながら緩やかに改善している（ユーロ圏の22年10-12月期実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.1%）。日本はポスト・コロナへの本格移行によりサービス業の改善が著しいが、製造業は低位で推移している。米欧経済への懸念は依然として強いが、23年入り後はマクロ経済に関する悲観論は影を潜め、いわゆるソフトランディングシナリオが優勢になっている。

また、中国は23年1月にサービス業を中心に劇的な改善となった。中国政府によるゼロコロナ政策の撤廃を受け、22年12月は感染急拡大と外出自粛が見られたものの、23年入り

後は感染による抗体保有者が増加したことや感染者数のピークアウトがあった模様で、人流が急速に回復した。経済活動の回復にともない、製造業 PMI も 50 を上回った。中国経済の回復期待が米欧経済の回復期待に繋がっている側面もある。

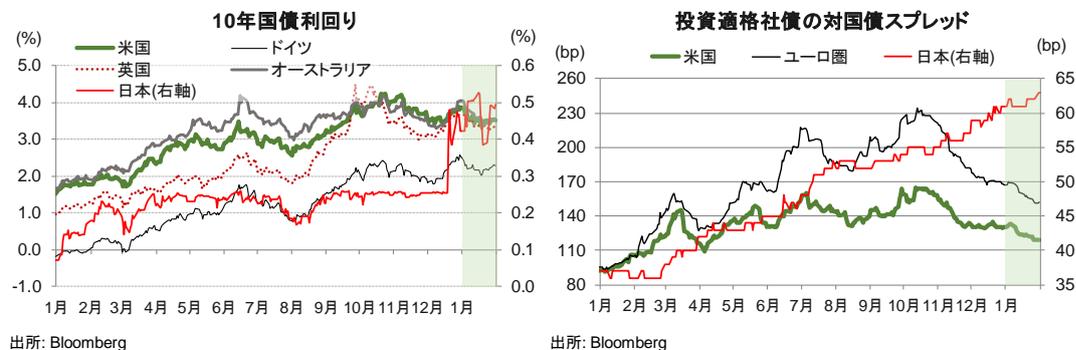
23 年 1 月の金融市場は、マクロ経済の底堅さとインフレ鎮静化（および長期金利安定化）期待という「ゴルディロックス」シナリオが優勢になった。全般的に金利は低下、株価は上昇、クレジット・スプレッドはタイト化、そして米ドル安が続いた。

ただし、インフレと金融引き締めのマクロ経済への影響は時間差で生じるため、金融市場では今後経済環境が悪化する懸念が残っている。IT 業界や金融業界に加え製造業でもリストラが発表されるなか、雇用環境の軟化も続くだろう。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 つであり、それらがインフレ期待やマクロ経済環境にどの程度影響するかに注目が集まる。特に中国経済の回復はグローバル・マクロ経済を安定化させる意味ではポジティブだが、インフレ再燃につながる可能性もあり、金融市場の注目材料になりつつある。当レポート後段にて当該材料を詳説する。

## 2. 主要資産市場動向

### ① 債券市場 ～ 米欧は金利低下、日本はボラタイル

1 月の債券市場は、米欧市場は金利低下、日本はボラタイルに推移した。米国の 22 年 12 月 CPI（前年同月比）が前月対比で大幅低下になったことや、軟調に推移する化石燃料価格などを背景に、米欧市場ではインフレ期待が低下した。日本は、22 年 12 月に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拡大した後も、長期金利は上下に大きく動く展開となり、長期金利は 1 月 17-18 日の金融政策決定会合までは YCC の許容上限である 50bp 付近で推移したが、会合後は 0.5% 以下の水準にとどまっている。



22 年 12 月の米 CPI は、総合指数が対前年同月比+6.5%（市場予想平均は+6.5%）、コア指数は同+5.7%（同+5.7%）と市場予想と一致した。一方、サービス価格の伸び率が鈍化したことから市場はこの結果を好感し、長期金利の低下とリスク資産価格の上昇をもたらした。サービス価格の安定化は、医療ケアサービスおよび運輸サービスの伸び率鈍化が背景にあるほか、娯楽サービスも前月比で+0.29%（11 月は同+0.91%）に低下した。今後もエネルギーおよび耐久財価格の安定化を背景に総合指数の低下が予想されており、長期金利が上昇しづらい環境が続くとの見方が優勢になっている。なお、2 月 2 日の FOMC では、FRB がタカ派姿勢を堅持する可能性が高いとみているが、インフレ率沈静化期待の下では金利上昇圧力も限界があるとみている。

日銀は、1 月 17-18 日の金融政策決定会合で、主要な金融政策の現状維持を決定した。同時に、「共通担保資金供給オペレーション基本要項」の一部改正を発表した。具体的には、金利入札方式の貸付期間を最大 1 年から 10 年に修正し、固定金利方式ではその利率を「貸付けのつど決定」するとした。その後の円金利（日本国債、円金利スワップ、および社債を含む一般債）市場は、共通担保オペへの関心を強めている。共通担保オペは、仮に落札利回

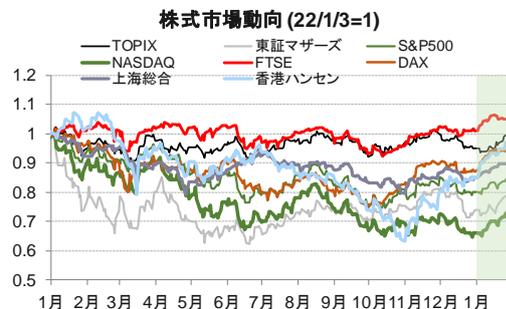
りが十分に低い場合、国債や円金利スワップ（固定受け）、更には地方債や財投機関債を含む高格付けの一般債への投資需要を喚起する可能性がある。反面、資産側の金利リスクが増加するほか、国際統一基準行においてはレバレッジ比率に影響を与えることもあり相応の制約要因もある。共通担保オペ活用のアペタイトは、相場観（金利上昇（安定化）期待が強まるほどアペタイトが低下（改善）する）にも依存することに留意すべきであろう。

社債市場は、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、特に中国経済の回復を好感している側面もある。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。

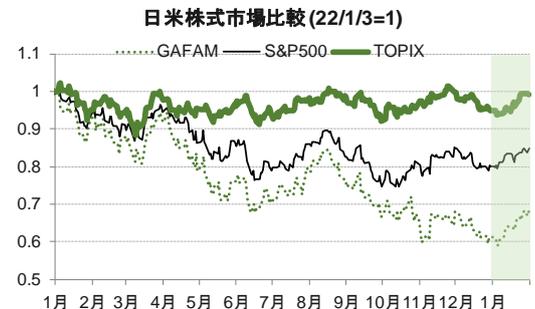
引き続き世界の債券市場は、インフレと金融政策に大きく依存する状態が続く。インフレ期待は、エネルギーや財価格が安定化するなか、今後数か月程度は安定化するだろう。一方、インフレ率が主要中銀のインフレターゲットである2%程度まで低下するか否か、予断を許さない。特に中国経済の回復がインフレに与える影響に加え、米欧マクロ経済が高水準の政策金利でもリセッションに陥らない可能性（この場合、少なくとも利下げの可能性が低下し金利上昇要因になりうる）などに留意を要する。

## ② 株式市場 ～ 反発の持続力は？

1月の株式市場は、総じて堅調に推移した。インフレのピークアウトと今後の沈静化に向けた期待が強くなるなか、長期金利が低下基調となったことで、株式も買いが優勢になった。IT 関連銘柄の業績低迷は続いているが、市場予想ほど業績が悪化していない銘柄もあり、短期的な買戻しを誘発した側面もある。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

引き続き力強い上昇となったのが中国関連（香港ハンセン指数および上海総合指数）である。いずれもゼロコロナ政策からの転換に加え、「共同富裕」政策の一時的な緩和期待（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。

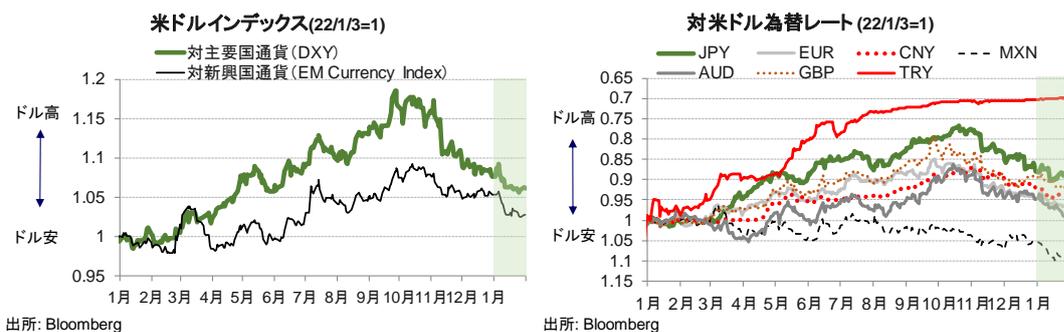
1月31日時点で、22年10-12月期企業決算発表が続いている。金融は与信費用計上が相次いだものの利上げによる利ザヤ改善効果も大きく、21年比では減益ながら高水準の利益を確保した。IT 大手の業績も不振が続いているが、決算発表後の市場の反応は鈍く株価が急落する銘柄は限られた。市場では23年の企業業績に対する見方が分かれており、ストラテジストなどのトップダウン・アプローチは低調、セクターアナリスト（個別企業）等のボトムアップ・アプローチは底堅い見通しとなっているが、1月31日時点ではボトムアップ・アプローチの結果に近い結果となっている。

株式市場は、当面はインフレと長期金利水準に大きく依存する状態が続くとみているが、仮にマクロ経済が失速し企業業績が悪化するとしても、市場の期待は既にその「先」を見据えている。23年半ばから後半にかけて業績回復が予想されるならば、業績悪化による株価下

落は一時的とみることも出来よう。このような株式市場にとって最大のリスクは、むしろ景気が失速せずインフレ率が高止まりすることで、中銀が金融引き締めを継続することであろう。その意味では、足もとの堅調な業績は素直に喜べない側面もある。

### ③ 為替市場～ まちまちの展開に

1月の為替市場は、ドル安基調となった。米ドル安は既に22年10月以降のトレンドになっているが、1月も米CPIが低下するとの見方が強くなり、米長期金利低下に伴って米ドルは多くの通貨に対して減価した。



日本円(対米ドル)は、12月末水準(131円台)から更に上昇し、1月末は130円台前半となった。円高基調の背景には日銀の金融政策変更期待とそれに伴う円金利の上昇圧力があり、1月半ばには127円台まで上昇した。一方、1月17-18日の日銀金融政策決定会合にて主要な金融政策が据え置きとなったほか、共通担保オペの拡充も発表されると急速に円安に転じた。

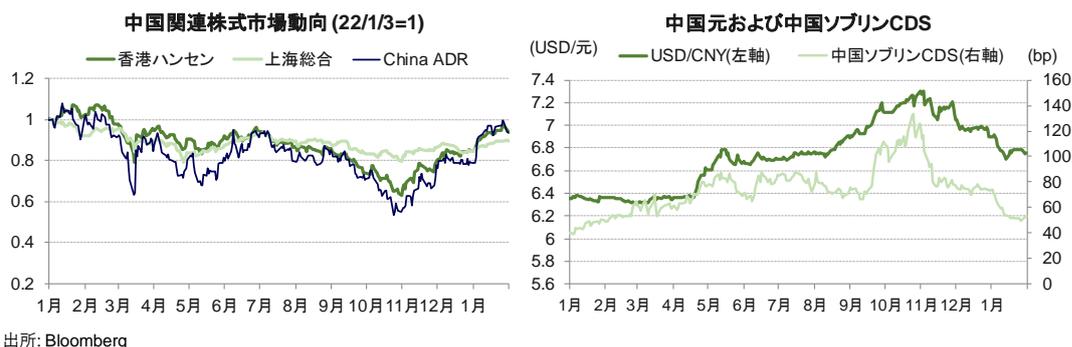
中国元(対米ドル)は、ゼロコロナ政策の撤廃が好感されたことや米ドル安期待もあり続伸した。主要国のなかではトルコリラ(対米ドル)は緩やかながら軟調に推移した。

為替市場も引き続き米国市場動向が注目材料になるろう。米CPIは今後数か月程度安定的に下落する可能性が高く、米長期金利が上昇しにくいなかで米ドルの上値は重いだらう。ただし、他市場と同様に今後インフレ期待が再燃するならば、一時的に極端な米ドル高を誘発する可能性もある。マクロ経済動向よりも、インフレ率に一層注目する必要がある。

### 3. 注目材料～ 中国経済がインフレのワイルドカードになる可能性

22年秋の中国共産党大会後の中国政府の政策転換、具体的には新型コロナウイルス感染症の感染を徹底的に封じ込める「ゼロコロナ」策の撤廃や不動産市場の一層の活性化策などは、いずれも世界の金融市場参加者にとってサプライズである。特に、20年初頭以降3年近くにわたり厳格な「ゼロコロナ」策を続けてきた中国が方針転換したことはビックサプライズである。そして、これらの政策変更が今後の世界経済に与える影響が大きい可能性があるため、金融市場における23年前半の最大の注目材料になりつつある。

過去約3年にわたり中国経済は世界経済成長をけん引してきた「ゼロコロナ」策撤廃等の政策変更は、素直に中国経済の回復期待に繋がっている。国際通貨基金(IMF)は1月31日公表した最新の世界経済見通しで、2023年の世界の成長率を2.9%と、昨年10月の予想から0.2%ポイント上方修正したが、主因の一つは中国の「ゼロコロナ」政策転換による経済活動の回復である。金融市場も既に中国経済の回復を織り込みつつある。中国関連株式市場(上海総合指数および香港ハンセン指数)の上昇は著しいほか、中国元(対米ドル)や中国ソブリンCDSはいずれも急回復している。



一方、中国経済の回復が、世界のインフレ懸念を再度高めるのではないかと懸念も高まりつつある。IMF（専務理事のゲオルギエフ氏）が世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）で「中国経済の成長加速という良いニュースが石油やガス価格の大幅上昇につながり、インフレ圧力を高めるとしたらどうするか」と問い掛けたことにも表れている。

中国がグローバル・インフレに悪影響を与えるか否かは、中国経済の今後の方向性と経済の回復ペースに依存している。

前者は、23年3月の全国人民代表大会（全人代）で退任が見込まれる劉鶴（リュウ・ハア）国務院副総理が、先述のダボス会議において18年以來5年ぶりに中国政府代表として演説したが、その内容にヒントがあるとみている。劉鶴氏は、中国政府内でマクロ経済や産業政策に最も精通した高級官僚であり、現在の中国の立ち位置を確認する意味でも、世界の金融市場関係者から注目された。劉鶴氏の発言内容をまとめると以下のようになる。

- 23年のマクロ経済は、全体的に改善し、成長率も正常な水準に達する可能性が高いと主張した
- 過去10年で中国経済が世界経済成長に大きく貢献するようになったが、今後は①発展を最優先にすること、②社会主義市場経済改革、③改革開放の拡大、④法による統治、および⑤イノベーション型の成長という5つを堅持するとした。市場が注目する②については、中国が計画経済に戻ることを明確に否定した
- 共同富裕については、平均主義（結果の平等を求めること）や福利主義（北欧諸国のような極端な社会福祉重視政策）ではないとしたうえで、長期的な目標であること（短期間に一気に実現するようなものではないこと）、および外国企業を含む企業家が重要な役割を果たすことを強調した
- 不動産市場は中国にとって支柱産業であると位置づけたうえで、「金融安定化法」等を通じた不動産業界からもたらされる可能性のある金融システム不安を回避することに主眼を置き、一方で未完成工事の竣工支援、不動産企業への流動性（融資）拡大、規制緩和（3 red linesの緩和）などの対策をうつことで、既に効果と改善が見られつつあると説明した
- 中国政府が掲げる国内・海外双循環については、内需拡大・産業構造改革で消費促進を通じて経済成長を追求すること、および対外開放を推進することで経済の「再グローバル化」実現するとしたうえで、米国を名指しし同様のコミットメントを要求した

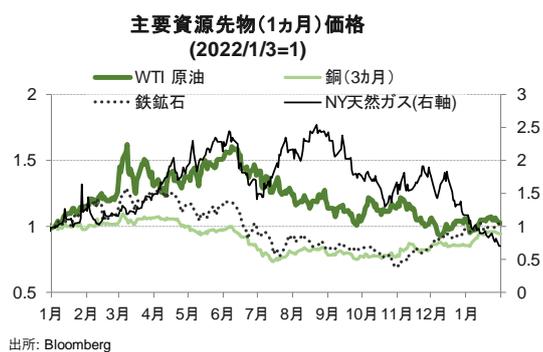
筆者は、「ゼロコロナ」策撤廃に加え、共同富裕路線の微修正、そして不動産市場活性化策、など、足元の中国政府の政策方針の「特徴」が表れているとみている。金融市場が懸念していた材料の多くが「一時的に先送り」される可能性が高まったと考えて差し支えなく、前述の株式、為替、クレジット市場はこれらを織り込む動きとみている。

中国経済が当面回復基調をたどる可能性が高まるなか、「回復のペース」も早くなる可能性

が高くなるとの見方が根強い。一方、回復ペースの早い中国経済がインフレに悪影響を与えるか否かについては、依然として複数の不確定要素がある。

IMF のゲオルギエフ専務理事が問いかけたとおり、中国国内の経済活動が活発化すれば、電力・ガス等のエネルギー需要拡大に伴い、中国が世界中から化石燃料（天然ガス、石炭、原油など）を調達することを通じて、これらの価格が上昇することが期待される。一方、例えば原油は、世界的な景気減速期待を踏まえ、OPEC 諸国は減産しており、ある程度の供給余力を背景に、価格上昇は限定的との見方もある。自動車や耐久財などの「財」需要が拡大することも確実視されており、財価格が上昇する可能性もある。一方、中国経済の正常化は生産能力の回復を意味するため、むしろ供給制約解消により、財価格は安定化するのではないかとの見方もある。

足もとの主要資源価格を確認すると、化石燃料価格は総じて安定的であり、中国経済回復期待が必ずしも織り込まれていないように見える。一方、銅や鉄鉱石は力強く回復しており、その背景には中国経済の回復期待がある（米国経済が底堅いことを織り込んでいるとの見方もある）。財価格については、既に世界的なサプライチェーンの回復は見られており、既に財価格は安定化しているが、その背景には既に中国の生産能力や物流網が正常化していることがある。このため、今後中国による財需要が増加する場合、中国の生産能力が更に回復することを通じて価格が安定化するかどうか不透明と言える。



これらの不透明性は今後数ヵ月程度で解消されるとみている。注目材料は、①3月に予定されている「全人代」とその後の経済政策、②中国からの海外渡航者の増加ペース、③李克強指数と構成要素の推移などであり、化石燃料を中心にした資源価格がこれらを先行して織り込むとみている。23年入り後、米国を中心にインフレ率が沈静化するとの期待が高まっているようだが、中国経済の回復というワイルドカードの存在を忘れてはならない。

(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