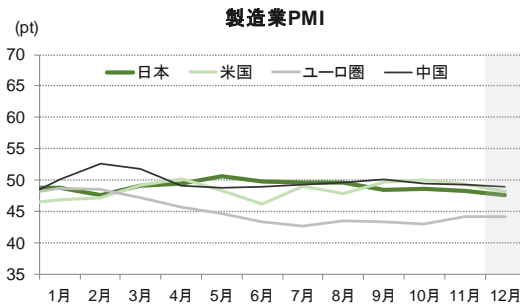




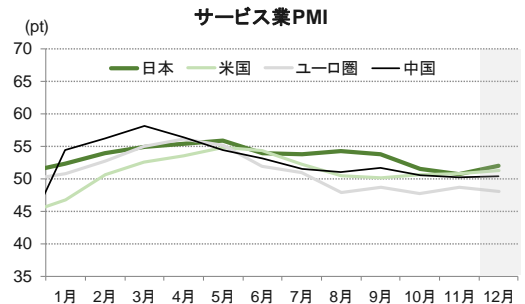
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、スローダウン基調のなかに底堅さが混在する状況にある。業種別にみれば製造業の弱さが続いていることに加え、サービス業もコロナ禍後のペントアップ需要等の勢いが沈静化しつつある。また、24年以降の世界経済は減速基調ながらマイナス成長には至らないという「ソフトランディング」が予想されている。24年中には米欧中銀が利下げに転じる可能性が高く、債券市場は中銀の見通し以上の利下げ幅を織り込んでいる。日本も日銀のマイナス金利政策解除は織り込み済だが、その後の利上げの有無については市場内で意見が分かれている。従って、マクロ経済や金融市場に対するリスク要因は、インフレ再燃とそれに伴う政策金利や長期金利の上昇になる。24年前半は米欧を中心に利下げ期待が先行しマクロ経済は安定的とみているが、24年中盤以降はインフレ再燃につながりかねない項目（賃金を含む雇用や、地政学情勢など）に注目する必要がある。
- **注目材料:** 23年12月の金融市場における最大のサプライズはFRBのピボット（利下げへの方針転換）だった。具体的には、今後の利下げの有無ではなく、利下げを前提としてそのタイミングを議論したというパウエルFRB議長の発言が大宗の市場参加者の予想外だった。同時に、なぜこのタイミングで利下げ観測を煽るのかという疑問も噴出した。FRBピボットの背景と考えられるのは、12月のFOMC声明文にも残された“Tighter financial and credit conditions”という文言にあるとみている。23年8月以降の米長期金利の上昇による金融環境の不安定化を懸念していたFRBは、足もとのインフレ率の沈静化を確認するに至り、テーラールールを理論的根拠にした利下げをあえて市場に示すことにより、長期金利上昇をけん制しているというのが、FRBピボットの背景にあるのではないかとみている。

1. マクロ経済展望 ～ インフレ再燃リスクに留意

グローバル・マクロ経済は、減速基調のなかに底堅さが混在する状況にある。業種別にみれば製造業の弱さが続いていることに加え、サービス業もコロナ禍後のペントアップ需要等の勢いが沈静化しつつある。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

そして、IMF や世界銀行等の主要機関による 24 年の主要国・地域の実質 GDP 成長率見通しは、減速もしくは低成長となっている。日本の 23 年の実質 GDP 成長率は、コロナ禍からのペントアップ需要やインバウンド需要の回復に加え、自動車生産台数の回復等も寄与し前年比+2.0%と前年を上回る見通し (IMF)。一方、24 年～25 年はプラス圏を維持する見通しであるが、ペントアップ需要の一巡やインフレ、そして海外経済の減速の影響もあり、23 年比では鈍化する見通しである。

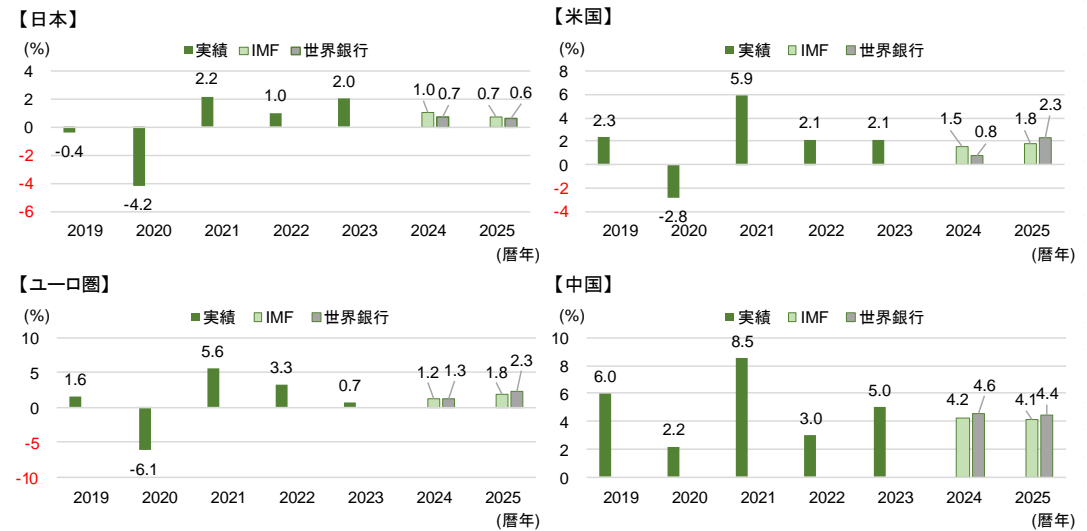
米国の実質 GDP 成長率は、堅調な雇用市場や政府の財政拡張に加え、コロナ禍における民間部門のバランスシート改善も寄与し、同+2.1%と 22 年並みになる見通し (IMF)。一方、24 年～25 年はプラス圏を維持するものの 23 年比では鈍化する見通しである。23 年下旬

には長期金利が低下基調になっているほか、当面は堅調な雇用環境が続く可能性が高く、リセッション懸念は大きくない。

ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、域内国間で格差があるものの、同+0.7%と22年比で伸びが大幅に鈍化するもののリセッションは回避される見通しである（IMF）。一方、24年～25年は低成長見通しではあるものの23年比では改善する見通しである。

中国の実質 GDP 成長率は、ゼロコロナ政策解除後の景気回復期待は剥落し、不動産および製造業の低迷等を主因に同+5.0%程度になると予想されている（IMF）。24年～25年は、不動産の低迷に加え製造業の回復力が鈍く、経済成長力はコロナ禍前の水準には戻らない見通しである。

実質GDP成長率予想



注: 2023年～2025年は見通し
出所: IMF、世界銀行

このように、24年以降の世界経済は減速基調ながらマイナス成長には至らないという「ソフトランディング」が予想されている。24年中には米欧中銀が利下げに転じる可能性が高く、債券市場は中銀見通し以上の利下げ幅を織り込んでいる。日本では、24年前半に日銀によるマイナス金利政策解除がコンセンサスとなっているが、プラス圏への政策金利の引き上げについては市場内で意見が分かれている。いずれにせよ、日米欧各市場で金利上昇は限定的もしくは金利水準は安定化するとの見方が優勢となっている。

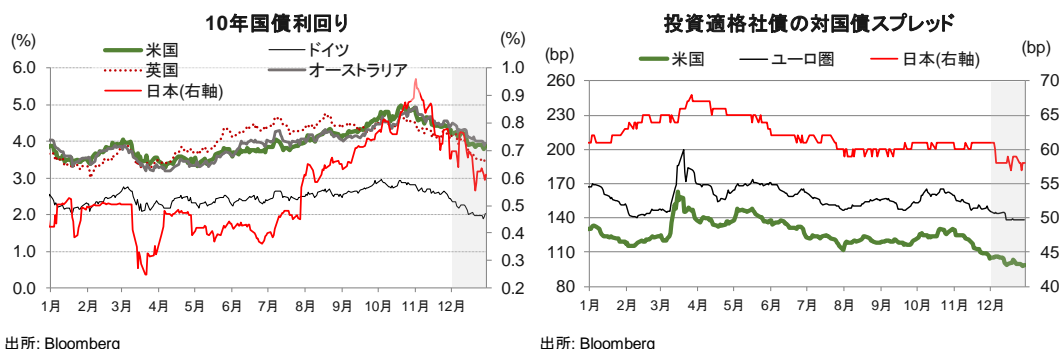
従って、マクロ経済や金融市場に対するリスク要因は、インフレ再燃とそれに伴う政策金利や長期金利の上昇になる。特に米欧においては、中銀の利下げ転換に伴い経済活動が再び活性化し、雇用環境の一層のタイト化と共に賃上げ圧力が上昇すれば、インフレ再燃につながりかねない。また、各国政府の財政拡張策も続くと思われるが、これが金利上昇を通じて財政を一段と悪化させる財政・物価スパイラルの懸念も残っている。24年前半は米欧を中心に利下げ期待が先行しマクロ経済は安定的とみているが、24年中盤以降はインフレ再燃につながりかねない項目（賃金を含む雇用や、地政学情勢など）に注目する必要がある。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 金利低下とクレジットスプレッドのタイト化が続く

12月の債券市場は、11月に続き世界的に金利低下基調になった。米欧はインフレ鎮静化やマクロ経済の減速が意識され、中銀の利上げ停止や24年前半からの利下げを織り込む展開となった。日本は、日銀が10月の金融政策決定会合においてイールドカーブ・コントロールの再柔軟化に踏み切り、債券市場はマイナス金利政策解除を織り込みつつあるも

この、米長期金利下落の影響もあり長期金利は低下した。また、世界的な長期金利の下落は、リスク資産市場にポジティブに作用し、日米欧社債市場のクレジットスプレッド（対国債利回り格差）はタイト化した。



12月の世界的な債券利回りの下落に最も貢献したのは、12月のFOMCであろう。FRBのパウエル議長は記者会見において政策判断はデータ次第で会ごとに決めるという従来の見解を繰り返したものの、「政策金利が利上げ局面のピークかそれに近い水準にあると考えている」、「きょうの会で利下げのタイミングを協議した」、「(政策金利の)現状維持が長すぎるリスクを認識している」等と述べ、特に利下げに言及したことが市場のサプライズを誘った。ユーロ圏でもインフレ率の沈静化が鮮明になりつつあることから、米欧中銀による利下げ期待が一気に高まった。

また、日銀も12月の金融政策決定会合において、24年1月以降のマイナス金利政策解除に向けたフォワードガイダンスの変更をしなかったため、市場の一部でささやかれていた早期のマイナス金利政策解除観測が後退した。

このように、債券市場における方向転換が世界の金融市場のセンチメントを大きく変化させることになったが、「なぜFOMCはピボットを踏んだのか」について疑問は残ろう。当件について、後段にて解説する。

当面の債券市場の注目材料は、日米欧主要中銀の金融政策に集まろう。日銀はマイナス金利政策解除の時期およびその後の利上げの有無、米国および欧州は利下げタイミングおよび利下げのペースである。これらを決めることになるマクロ経済環境（主に雇用）やインフレ動向に最大限の注目をしたい。

② 株式市場 ～ 金利低下が追い風に

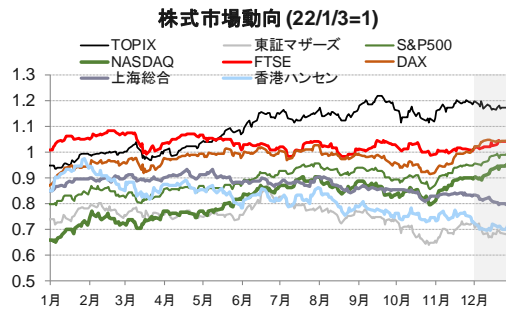
12月の株式市場は、世界的な長期金利低下が追い風になり堅調推移となった。米欧市場は中銀による利下げ期待の高まりを背景に、グロース株を中心に値を上げた。日本では、米欧株式市場の上昇に加え、日銀の金融政策維持も好感された。

23年の年間パフォーマンスは、TOPIXが+25.1%、S&P500が+24.2%に対しNASDAQは+43.4%、Magnificent7が+75.7%となった。10月までは金利上昇が目立ったものの、22年の下落幅が大きかったグロース銘柄の戻りが大きかった。一方、バリュー銘柄も23年11月以降は堅調になった。

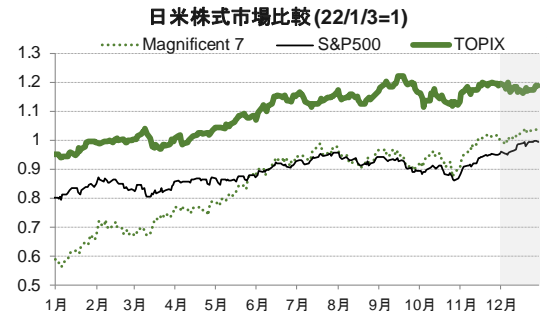
24年も株式市場関係者の見通しは明るい。利下げ期待が強いほか、在庫調整一巡や自動車生産台数の回復に加え半導体市況のボトムアウトもあり、主に製造業の業績回復期待が強い。債券市場の利下げ織り込みが著しいことから米欧マクロ経済の失速懸念もあるが、仮にマクロ経済が失速すれば大幅な利下げや政府による財政拡張策も期待できるため、株式市場にとっての大きなリスクにはならないだろう。

むしろ、既に利下げを織り込んでいる株式市場のリスクは、インフレ長期化と長期金利の

再上昇とみている。23年11月のPCEデフレーターを確認する限りサービス価格の鈍化が確認されており今後もインフレ鎮静化の可能性が高いものの、インフレ率再上昇の有無は24年前半の最大のテーマになろう。



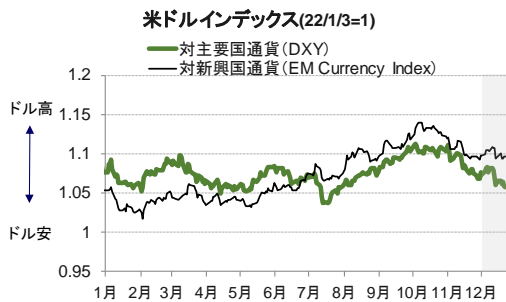
出所: Bloomberg



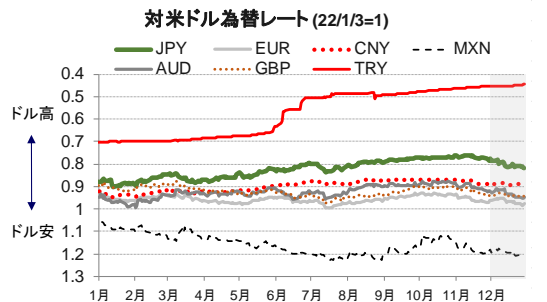
出所: Bloomberg

③ 為替市場 ~ 米ドル安継続

12月の為替市場は、11月に続き米ドル安となった。先進国通貨の対米ドルでの増価が大きく、新興国通貨についてはトルコリラを除き対米ドルで上昇幅は限定的だった。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

23年も為替市場は米長期金利に大きく影響を受けた。米ドルインデックスは対主要国通貨および対新興国通貨ともに、米長期金利が5%を超えた23年10月に向けて上昇し、その後は米長期金利の低下に歩調を合わせるように下落した。主要国と新興国の比較では、新興国通貨は対米ドルで若干ながら下落したが、先進国は小幅に上昇した。新興国は米長期金利上昇に対して脆弱な構造をもち、米長期金利上昇期において対米ドルでの下落幅が大きくなったことが影響した。

米ドル円は、22年末の131.12円に対し23年末は141.04円に上昇した。22年同様に、米ドル円は一時150円を上回る水準まで上昇したが、22年と異なり日本政府による円買い・ドル売りの為替介入は実施されなかった模様である。資源や食料価格(米ドル建て)が22年比で下落基調になるなか、22年後半ほどのコストプッシュ・インフレ懸念が強くなかったことが影響しているとみている。また、23年後半の急速な米ドル円の下落は、米長期金利低下や「FEDピボット」が大きく影響した。

24年の為替市場も、米ドルを中心にした展開が予想される。FRBが利下げ姿勢を続ける限り、米ドル高は抑制され長期金利の低下とともに米ドル安基調が続く可能性もあるが、既に23年末に3.9%台まで低下している米長期金利に鑑みれば、FRBの利下げタイミングが市場コンセンサスよりも早く、また利下げペースも23年12月のFOMC見通し(ドットチャート中央値)よりも早くならない限り、米ドルの下落も限界があろう。米ドル円も同様に、既に米利下げと日銀のマイナス金利政策解除が織り込まれているなか、日米双方に市場想定を上回る中銀アクションが無い限り、米ドル円の下落にも限界があろう。

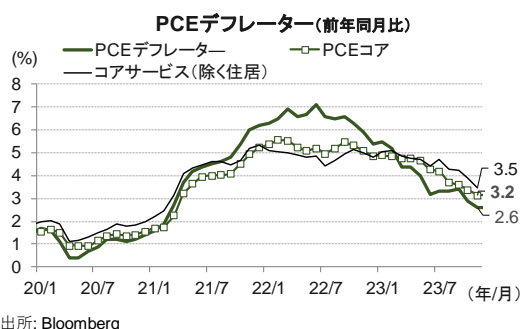
3. 注目材料: なぜ FRB はピボットを踏んだのか

ピボット (pivot) とは、回転軸、つまり摩擦を少なくするため旋回または回転する軸の支持端を円錐状にしたものを指すが、バスケットボール、ハンドボール、バドミントンなどの球技やダンスなどで、踵 (かかと) または足先で「回転する」ことも表現する。これが転じて、企業などが事業などの「方針を変更する」ことを指す。

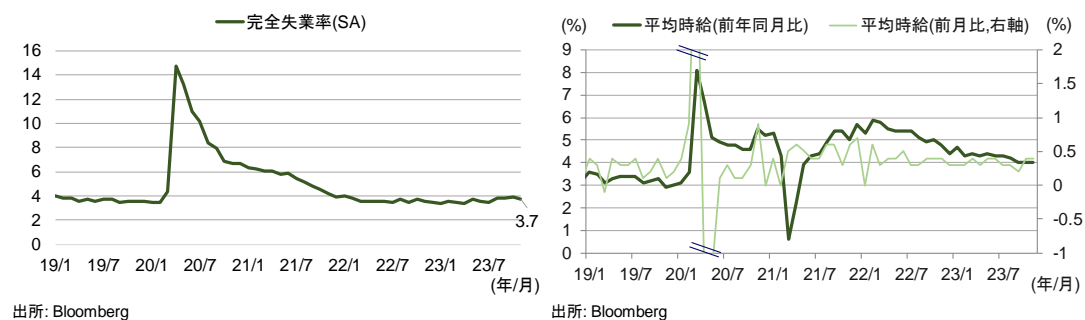
前述の通り 23 年 12 月の最大のサプライズは FRB のピボット (利下げへの方針転換) だった。FRB のパウエル議長は、12 月 1 日の講演で 24 年の利下げ観測について「推測するのは時期尚早 (premature)」と述べて牽制していた。一方、11 月 28 日にはウォラーFRB 理事がインフレ率の着実な低下を条件に (テーラールールに則して) 利下げが可能との発言があったほか、12 月 1 日のパウエル議長の対話トーンがタカ派から中立程度に軟化したのではないかとの見方も見られていた。ただし、12 月の FOMC において、利下げの有無ではなく利下げを前提としてそのタイミングを議論したという発言を予想する市場参加者は少なく、市場のサプライズを誘っただけではなく、なぜ利下げ観測を煽るのかという疑問も噴出した。FRB ピボットの背景は何か。ヒントとなる材料を探ってみよう。

まず、パウエル議長の記者会見において利下げの時期を議論したと発言したが、その背景とされた「物価上昇ペースが鈍化していること」および「労働市場の逼迫度が低下していること」を確認する。

23 年 11 月の PCE デフレーター (前年同月比) は、総合が+2.6%、コアが+3.2%、そして金融市場参加者が最も注目するコアサービス (除く住居) は+3.5%だった。23 年 12 月の FOMC における PCE 総合およびコアの予想中央値は、それぞれ +2.8%、+3.3%なので、FOMC メンバーの想定を上回るペースでインフレ率は鈍化していることになる。とりわけコアサービス (除く住居) の前月比 (10 月から 11 月の変化幅) は▲0.02%となり、インフレ鈍化が鮮明になりつつある。



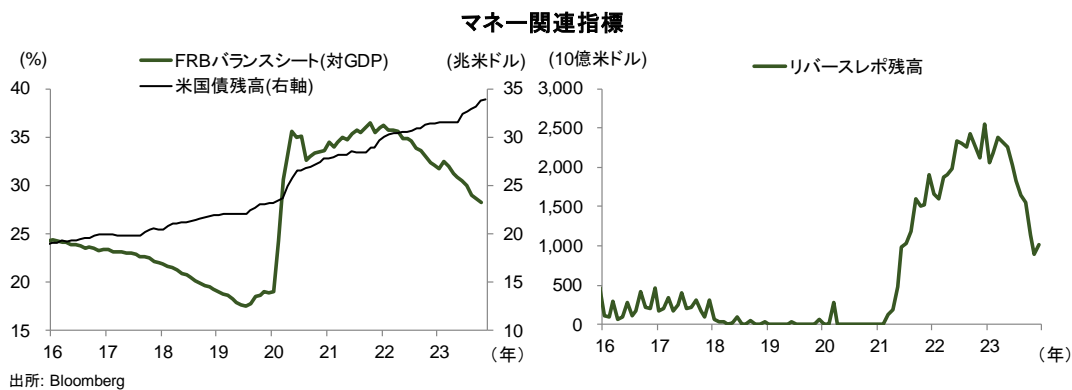
雇用関連指標



次に労働市場だが、引き続き堅調である。23 年 11 月の完全失業率は 3.7% (前月比▲0.2%) とほぼ完全雇用状態にある。平均時給の前年同期比伸び率は順調に低下しつつあるが、同前月比は足もと上昇している。求人数が減少基調にあること等に鑑みれば、雇用環境は「逼迫」というよりも「堅調」と言えよう。

このように、FRB のデュアル・マンドートである「インフレ」と「雇用」に関しては、インフレは想定以上に鈍化基調ながら、雇用は堅調であり、これらだけでは FRB のピボットを説明するには不十分と思われる。

ここで注目したいのが、23年12月FOMCの声明文である。23年9月のFOMC以降に生じた長期金利上昇を受け、金融市場環境が厳格化したことを背景に、23年11月のFOMC声明文に“Tighter financial and credit conditions”との文言が追加された。23年12月のFOMC声明文にも当該文言が残ったが、12月FOMC時点の長期金利水準（4.0～4.2%程度）は11月FOMC時点（同4.7%程度）や9月FOMC時点（同4.3～4.4%程度）よりも低下していることに鑑みれば、当該文言が残ったことに違和感がある。



そこで、複数のマネー関連指標を確認する。FRBのバランスシートは着実に減少しているものの、コロナ禍における増加幅の半分程度の減少にとどまっている。ただし、23年3月の金融不安の際に導入されたBTFP（Bank Term Financing Program）が24年3月に終了することに鑑みれば、バランスシート削減ペースが速まる可能性があるほか、高金利が継続している場合、中堅・中小銀行の資金繰り懸念が再燃する可能性もある。また、リバースレポ残高も足もとで急減しており、高金利下での「金余り」という環境にも大きな変化が生じている。

“Tighter financial and credit conditions”という文言は、（特に大きなカタリストが無いにも関わらず）米長期金利が上昇している局面で追加されたが、22年9月の英国の経験（当時のトラス政権による財政拡張策に対し金融市場が拒絶反応を示し、英国債利回りが急上昇すると共に英ポンドが（主要通貨に対して）急落した）がFOMCメンバーの心理的に影響した可能性がある。米国でも金利上昇がリスク資産価格急落をもたらした経験もある（87年10月のブラック・マンデーなど）。

高金利の継続は商業用不動産向けローンの不振に加えクレジットカード債権の延滞率の上昇など、マクロ経済に負の影響を与えつつある。コロナ禍で負債残高を最も増やした政府部門にとっても、高金利の継続は様々な不安定性をもたらす可能性もある。

米長期金利の上昇による金融環境の不安定化を懸念していたFRBは、足もとのインフレ率の沈静化を確認するに至り、テーラールールを理論的根拠にした利下げをあえて市場に示すことにより、長期金利上昇をけん制しているというのがFRBピボットの背景にあるのではなからうか。このため、23年12月末時点の債券市場の利下げ織り込みは、現時点では「過度」である可能性が高いとみている（実際24年1月3日に公表された23年12月FOMC議事録でも早期利下げへの強い警戒感が示されている）。

したがって、FRBの意図とは異なり、インフレ長期化と金利再上昇が24年の米国にとっての最大のリスクになると考えている。既に足もとでは地政学リスクの再燃、企業活動の活発化と堅調な雇用環境が確認されており、インフレ長期化懸念が完全に払しょくされているわけでもないことに留意すべきであろう。

（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