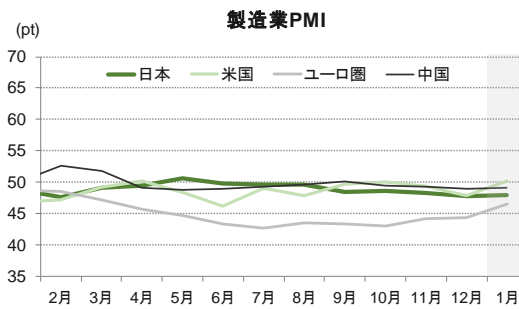




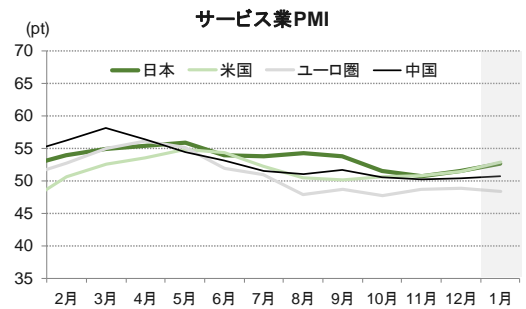
- マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、底打ち感が見られつつある。製造業は米国やユーロ圏の改善幅が大きく、日本や中国も底堅い動きとなっている。サービス業も日米で回復の兆しを見せつつある。底堅さを支えている要因は、循環的なもの（在庫調整一巡、中国経済の底打ちなど）に加え、金融緩和期待も含まれよう。このため、仮にインフレ率が再び上昇し長期金利が23年後半の水準以上に上昇する場合、リスク資産価格の調整（特に不動産への影響が大きくなる可能性がある）を経て、マクロ経済に負の影響を与えることも想定されよう。また、各国政府が財政拡張策を続けるなかソブリン（国）の信用力評価（格付け）に負の影響を与える可能性も残っており留意を要する。このようなか、1月の金融市場は金利上昇、株高、米ドル高基調となったが、月末にかけて逆の動きも見られており、中銀の金融政策やマクロ経済環境についても市場の「迷い」が残っている。短期的には方向感のない相場が続くそうだ。
- 注目材料:** FRB がピボットを踏んだ（利下げ方針に転換した）ことで、23年12月末に向けて米長期金利は急低下したが、24年1月は逆に上昇基調に転じた。ただし、月末にかけて長期金利は再び下落基調になるなど、市場には「迷い」があるほか、足もとまでの堅調なマクロ経済指標に鑑みれば、金利再上昇の懸念すら残っている。そこで、米長期金利が再び上昇する可能性を把握するうえで重要な指標を確認した。具体的には、雇用統計（特に平均時給）、金融環境（流動性）指数、および個人消費関連指標および周辺指標を確認しつつ、PCE デフレーター（特にサービス（除く住居））の前月比変化のトレンドを毎月確認することが重要と考えている。

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、底打ち感が見られつつある。製造業は米国やユーロ圏の改善幅が大きく、日本や中国も底堅い動きとなっている。サービス業も日米欧で回復の兆しを見せつつある。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

日本は、23年7-9月期の実質GDP成長率（2次速報）が前期比▲0.7%、同年率▲2.9%となった。内需の低迷が大きく影響した。個人消費は実質賃金がマイナス圏で推移するなか市場予想以上に低迷しており、設備投資も建設業における雇用ひっ迫や建築コストの上昇もあり冴えない。一方、堅調な企業業績を背景に24年春闘は23年比で賃上げ率が上振れする可能性が高く、鈍化基調にあるインフレ率の効果もあり、24年央にも実質賃金はプラス化する可能性がある。24年1月1日に発生した能登半島地震も、復旧には相当な時間とコストを要する可能性があるものの、日本経済「全体」に与える影響は軽微であるほか、今後は兆円単位の政府支出も見込まれている。このため、23年10-12月期以降の実質GDP成長率はプラス圏を回復し、比較的堅調な推移をするとみている。

米国は、23年10-12月期の実質GDP成長率（速報値）が前期比年率+3.3%となり市場予想（同+2.0%）やアトランタ連銀が推計しているGDPナウに基づく予想（同+2.4%）

をも上回る高い伸びとなった。個人消費が引き続き堅調で設備投資も伸びが加速したほか、住宅投資も2期連続のプラスとなった。23年通年でみると、実質GDP成長率は+2.5%になる。24年は23年比で実質GDP成長率は鈍化するとの見方が根強いが、FRBの利下げ期待や堅調な企業業績等に支えられ、比較的高水準の経済成長を続ける可能性も残る。

ユーロ圏は、23年7-9月期実質GDP成長率（確報値）が前期比年率で▲0.4%となった（前年同期比は+0.1%）。ドイツの落ち込み（前期比▲0.1%）が冴えないほか、フランス、イタリア、スペインなどの経済規模が大きい国も一律鈍化した。個人消費や政府支出は相対的に堅調ながら、輸出の減少が大きい。一方、雇用は比較的堅調である。輸出の減少は中国経済の低迷が大きく影響しているが、中国経済は底打ち傾向にあるほか、堅調な雇用情勢に鑑みれば、ユーロ圏経済も今後緩やかな回復軌道を辿るとみている。

中国は、23年10-12月期の実質GDP成長率が前年同期比+5.2%となり、政府が目標としていた+5%前後の成長が達成された。需要項目別には最終消費が回復基調にあるほか、総資本形成も堅調だった。ただし産業別には不動産の不振が続いており、今後も比較的低成長を続ける可能性が高いことをうかがわせている。低成長化を見越した株式市場の低迷も、今後逆資産効果として個人消費に負の影響を与える可能性があり留意を要する。

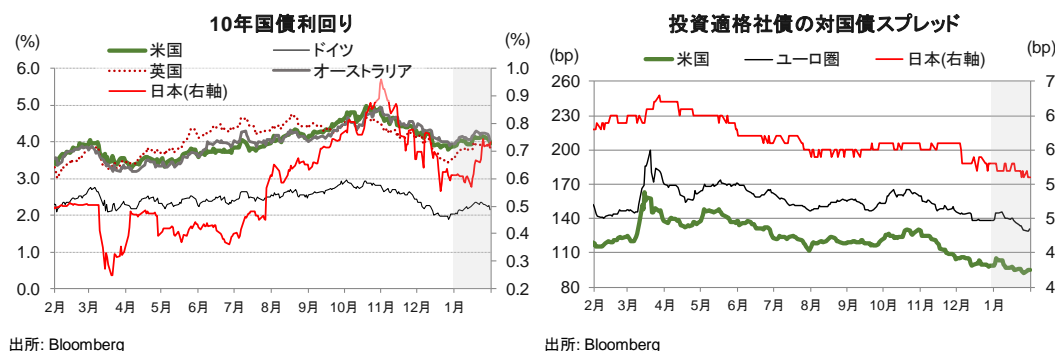
なお、国際通貨基金（IMF）は1月30日に最新の世界経済見通しを発表し、24年の成長率は+3.1%（前回（23年10月公表）公表比+0.2%）、25年は+3.2%（同±0%）とした。地域別には米国が24年に同+2.1%（同+0.6）や中国が24年に同+4.6%（同+0.4%）と上方修正された。一方、景気低迷が続くユーロ圏は24年に同+0.9%（同▲0.3%）と下方修正された。

以上のように、主要国経済は23年央までに概ね底打ちし、足もとは緩やかな回復基調にある。底堅さを支えている要因は、循環的なもの（在庫調整一巡、中国経済の底打ちなど）に加え、金融緩和期待も含まれよう。このため、仮にインフレ率が再び上昇し長期金利が23年後半の水準以上に上昇する場合、リスク資産価格の調整（特に不動産への影響が大きくなる可能性がある）を経て、マクロ経済に負の影響を与えることも想定されよう。また、各国政府が財政拡張策を続けるなかソブリン（国）の信用力評価（格付け）に負の影響を与える可能性も残っており留意を要する。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 金利上昇に転じたが・・・

1月の債券市場は、金利上昇基調に転じた。23年末に向けて急激な金利低下になったことからの反動が出た形だが、その背景には依然として底堅いマクロ経済環境やインフレ率の下げ止まりへの期待も根強く残っている。社債市場は、堅調な企業業績や安定的な金融システムを評価し、金利上昇局面でも急激にスプレッドはタイト化した。



世界的な金利上昇をけん引したのは米国であろう。米国債券市場では23年12月末時点で、24年のFRBによる6回の利下げ（1回の利下げを25bpと想定）を織り込んだが、23年

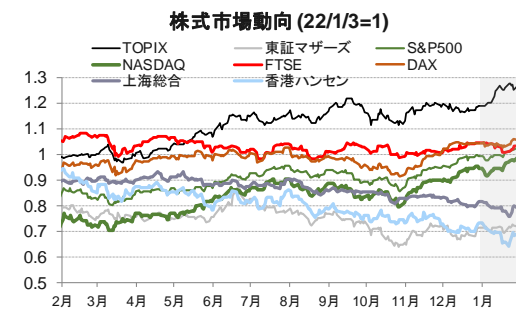
12月のFOMCにおけるいわゆるドットチャート中央値は24年の利下げ回数は3回と想定されており、両者の乖離が見られていた。そのようななか、1月は雇用統計（特に平均時給増加率）、個人消費、およびGDP統計など米国経済の堅調さを示す材料が続いたことで、緩やかながらFRBによる利下げ回数や利下げ開始の時期について市場の織り込みが剥落する展開となった。なお、月末に向けては弱いマクロ経済指標（ADP雇用統計や米雇用コスト指数など）に反応して金利は低下基調になったほか、1月31日のFOMCでは足元の堅調なマクロ経済に鑑み、利下げを必ずしも急がない姿勢も見せた。24年における利下げ開始のタイミングや利下げ回数については、依然として不透明感が残っており、今後も長期金利の上下動を誘発することになる。

日本の長期金利も、米国長期金利につられ1月以降は下げ止まり、中盤以降は上昇に転じた。金利上昇を決定づけたのは1月の日銀金融政策決定会合であろう。金融政策は据え置かれたものの、植田総裁の記者会見等に対し、債券市場は日銀が3月もしくは4月にもマイナス金利政策を解除する（基本的にはYCCも同時に撤廃。ただし長期金利抑制のための何らかの枠組みは残す可能性はある）との見通しに大きく傾き、ポジション調整の売りも巻き込んで長期金利は上昇した。既に債券市場はマイナス金利政策解除までは織り込んでいたため、今後の長期金利動向はマイナス金利政策解除後に日銀が政策金利をプラス圏に利上げできるか否かにかかっている。サービス価格の持続的な上昇や24年春闘における高い賃上げ率が実現する可能性があることを背景に、インフレのノルム形成の確度が徐々に高まっているとの見方は根強いが、サービス価格上昇が一時的なものとの見方（全国旅行支援や携帯電話料金など）もある。今後数か月間のサービス価格の推移が最大の注目材料になる。

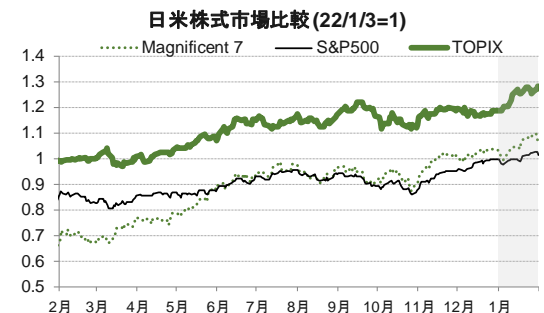
当面の債券市場の注目材料は、引き続き日米欧主要中銀の金融政策であろう。日銀はマイナス金利政策解除の時期およびその後の利上げの有無、米国および欧州は利下げタイミングおよび利下げのペースである。これらを決めることになるマクロ経済環境（主に雇用）やインフレ動向に最大限の注目をしたい。

② 株式市場 ～ 金利上昇でも力強い上げ相場に

1月の株式市場は、長期金利が上昇するなかでも上昇基調となった（中国および香港を除く）。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米欧市場は前述の通り金利上昇基調となるなか、堅調なマクロ経済や企業業績に加え、各国の財政拡張策が続くとの見方（特に米国は大統領選挙を控えているため）も意識された。ただし、バリュエーションが既に高く市場は神経質になっているほか、FRBの利下げ開始時期や回数についての不透明感も残っており、月末にかけて市場センチメントは悪化した。

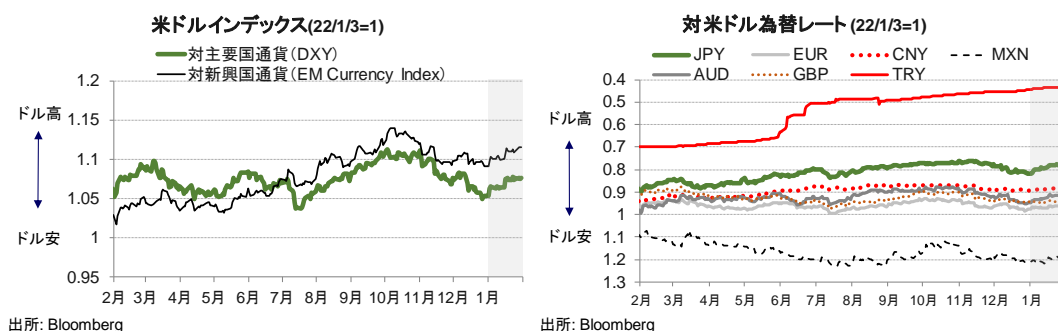
日本は、新NISA導入に伴う新規の買いが株価を押し上げた可能性があるほか、23年10-12月期の堅調な企業業績を好感している側面もあろう。日銀の政策修正（金利上昇と円高）や高いバリュエーションに対する懸念は残っているものの、24年1-3月業績への懸念は依然として小さく、底値は堅い状態が続くとみている。

主要国のなかで軟調気味に推移した中国は、不動産市場への懸念が継続するなか、マクロ経済の持続的な成長期待が剥落している。政府は空売り制限等の株価てこ入れ策を実施しているが、「共同富裕」路線のもとでのマクロ経済の低成長化が既成事実になるなかでは、市場センチメントを改善させるには至っていない。株価浮揚には企業業績改善に対する明確なシナリオとエビデンスが必要になろう。

当面の株式市場の注目材料は、日米欧中銀の金融政策や長期金利動向になろう。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残っており、下値不安は大きくない。一方、23年後半以降の上昇幅は大きく、市場では高値警戒感が根強い。このような局面で長期金利が持続的に上昇すれば、株式市場にとって逆風になることも十分に想定される。また、22年後半以降の持続的な株価上昇に寄与した要因のうち自動車生産台数の回復は、コロナ禍後のペントアップ需要（および部品不足による供給制約が長期化したことによる受注残の増加）を背景にしているが、24年はこのトレンドが一巡する可能性も十分にある。23年が堅調な業績となる可能性が高いため、24年に向けて利益成長を続けることができるか否かも、バリュエーション指標が高い環境下では留意すべきポイントであろう。

③ 為替市場～米ドル高に転じた

1月の為替市場は、総じて米ドル高に転じた。前述の通り米長期金利が上昇に転じたことで米実質金利のプラス幅が拡大したことが材料視された。新興国通貨についても、トルコ以外の主要国のインフレ率は鎮静化基調をたどり利下げに転じる中銀もみられるなか、1月は対米ドルで減価した。



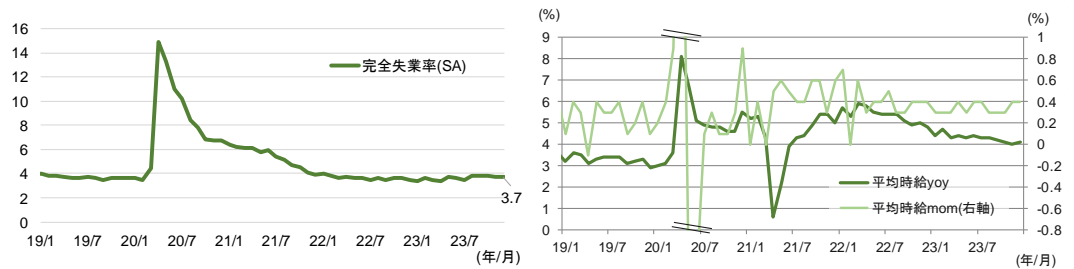
米ドル円は、1月以降値を切り上げた。1月1日に発生した能登半島地震により市場では円高を予想する声も聞かれたが、実際は円高に振れたのは非常に短時間で、ほぼ一貫して米ドル高・円安基調となった（有事の円買いは過去のものになりつつある）。新NISAの導入により為替リスクをヘッジせずに外貨建て資産を購入する動きが加速しているとの見方（円売り要因）に加え、サービス収支赤字が根強く残るとの見方（需給要因）もある。ただし、これらは円高トレンドを阻止する要因としては機能しているとみられるが、1月の米ドル高は円以外の主要通貨でも生じているものであり、基本的には米金利上昇（名目、実質ともに）による米ドル高を主因としているとみている。また、米ドル高を誘発した可能性のある要因として、大統領選においてトランプ氏が共和党候補として指名される可能性が高まったことも意識しておきたい。

当面の為替市場の注目材料も米金利とFRBの金融政策になろう。FRBが利下げ姿勢を続ける限り米ドル高に限界があるとの見方もあるが、1月にみられたような米長期金利上昇とその背景にある好調な米国経済に鑑みれば、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すでに織り込まれていることに鑑みれば、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: 米国長期金利再上昇を警戒するために

FRB がピボットを踏んだ（利下げ方針に転換した）ことで、23 年 12 月末に向けて米長期金利は急低下したが、24 年 1 月は逆に上昇基調に転じた。月末に向けて長期金利は再び下落基調になったものの、FOMC では利下げを急がない方針が示されたこともあり、23 年 12 月のような急激な金利低下には至っていない。債券市場は利下げ開始時期や回数に対して「迷い」があるほか、足もとまでの堅調なマクロ経済指標に鑑みれば、金利再上昇の懸念すら残っている。前述の通り、24 年の最大のリスクが金利再上昇である限り、市場関係者は金利低下の可能性よりも金利再上昇のリスクに敏感になるべきであろう。そこで、以下では、米長期金利が再び上昇する可能性を把握するうえで重要な指標を確認する。

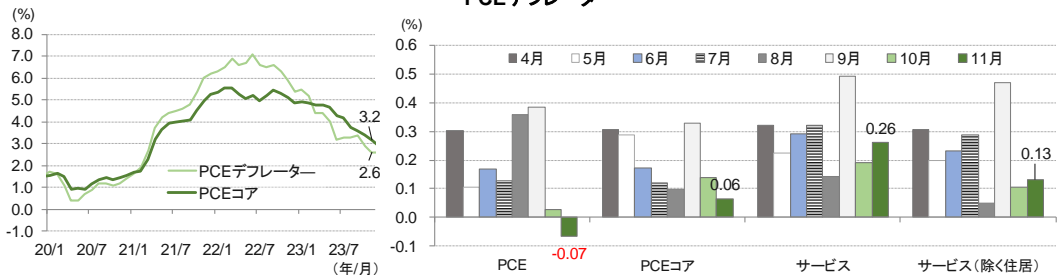
米国雇用関係指標



出所: Bloomberg

出所: Bloomberg

PCEデフレーター



注: いずれも前年同月比
出所: Bloomberg

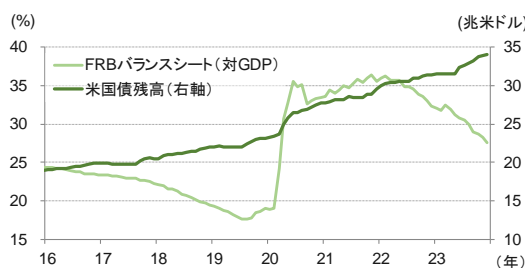
注: いずれも前月比
出所: Bloomberg

コロナ禍以降生じたインフレは、「給付金や補助金」に加え「賃金上昇」によって需要が押し上げられたこと、およびコロナ禍における「供給制約」（工場停止、物流網の混乱など）や「地政学リスク」（資源・食料品価格の高騰：供給制約懸念とも言える）などによる供給側によるものに分類できる。ただし 22 年後半以降、需要側の「給付金や補助金」による影響はほぼ剥落しているほか、供給側の「供給制約」や「地政学リスク」は概ね沈静化している。残る「賃金上昇」についても、足もとまでの賃金上昇率（前年同月比）は緩やかに減速してきた。このため、22 年中盤以降インフレ率は鈍化の一途を辿っている。

しかし、「賃金上昇」については一定の警戒が必要である。足もとの平均時給の前月比推移は+0.4%を維持しており、同前年同月比も若干ながら上昇している。仮に毎月 0.4%の賃金上昇が続けば年間では 5%近い賃金上昇率になる。仮に賃金上昇率が再び上昇することになれば、サービス価格（例えば PCE デフレーター「住居を除くサービス」）の伸び率が再び拡大することを通じて、インフレ懸念を台頭させることになりかねない。

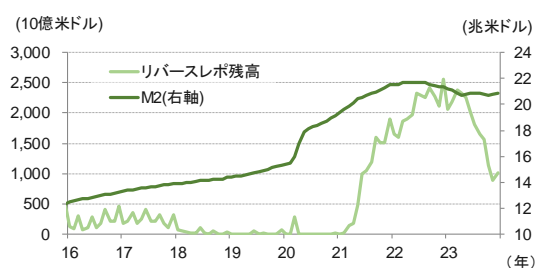
米国の雇用情勢は 23 年前半までの「逼迫」状態からは緩やかな緩和基調になりつつあるが、完全失業率は完全雇用水準と言われている 4%を下回る 3.7%（23 年 12 月）であるほか、求人数（JOLTS）も 800 万人台後半で歴史的にも高水準にある。金融や IT 関連産業ではリストラが増加しているとの報道もあるが、雇用関連指標を見る限り依然として雇用環境は堅調といえよう。インフレ再燃に直接結びつきかねない平均賃金の伸び率や、それに伴うサービス価格の上昇率は、最も注目したい指標である。

FRBのバランスシート規模および米国債残高



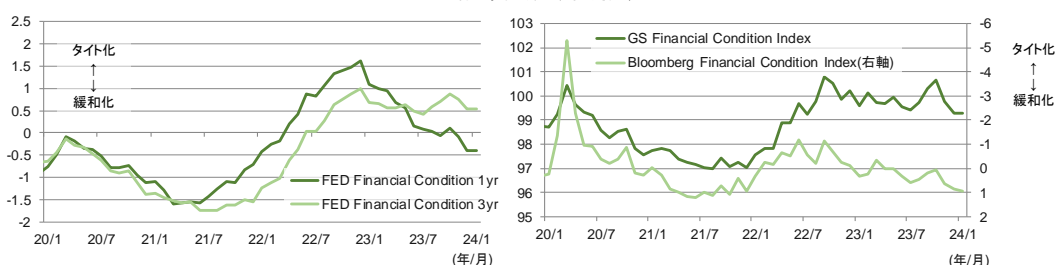
出所: Bloomberg

リバースレポ残高およびM2



出所: Bloomberg

金融環境(流動性)指数

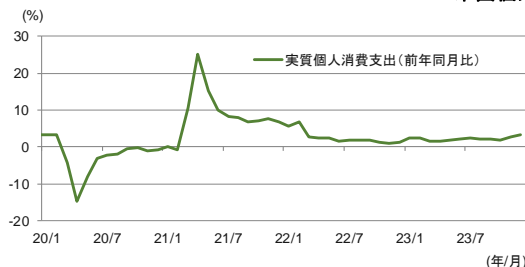


出所: Bloomberg

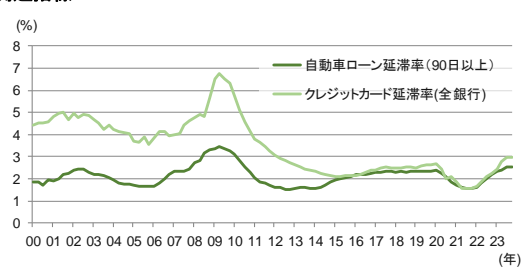
出所: Bloomberg

次に、FRB が 23 年 12 月にピボットを踏んだ（利下げ方針に転換した）主要因とみられる「金融環境（流動性）」も重要である。24 年 1 月の当レポートでも指摘したが、FRB のバランスシートは順調に減少しているが、一方で、米国政府の拡張的な財政政策の影響もあり米国債残高は急増を続けている。ただし、マネー指標を確認すると、M2 やリバースレポ残高は足元で下げ止まっているほか、FRB が公表している「financial conditions index」を確認すると、1年インデックスは既に緩和基調にあるほか、FRB が重視していると言われる3年のインデックスが足元で緩和方向に動いている。Bloomberg 等が公表する他の financial conditions index を確認しても、いずれも緩和基調に転じている。無論、この動きの背景には 23 年 12 月末に向けて米長期金利や社債利回りが低下したことや株価が上昇したことが影響しているとみているが、FRB のピボット（利下げ方針への転換）が「過度」な金融環境の「緩和化」をもたらす場合、FRB の利下げタイミングが先送りされたり、利下げ回数が減少する可能性がある。「financial conditions index」も継続的にウォッチしたい指標である。

米国個人関連指標



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

個人消費関連指標の確認も重要であろう。足元の実質個人消費支出（前年同月比）は上昇基調にあるが、クレジットカードの与信残高の増加幅は減速気味である。消費者ローン（自動車ローンやクレジットカード）の延滞率も増加基調にある。個人消費関連指標は「まちまち」な動きになりつつあるが、直近に発表された 23 年 10-12 月期実質 GDP 統計では堅調な個人消費が確認されている。23 年 10-12 月期は金利低下と株高が顕著になった時期であり、いわゆる「資産効果」が寄与している可能性がある。

このように、FRB がピボットを踏んだ背景要因とされる「インフレ率の鈍化」や「金融環境（流動性）」に変化の芽になる可能性がある動きがみられているほか、GDP の最大項目である個人消費が堅調であることなど、インフレ再燃と FRB による利下げタイミングや利下げ回数に対する市場予想を変化させかねない動きもみられている。これらを中心にその周辺統計を確認しつつ、今後数か月間の長期金利動向に細心の注意を払いたい。

(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