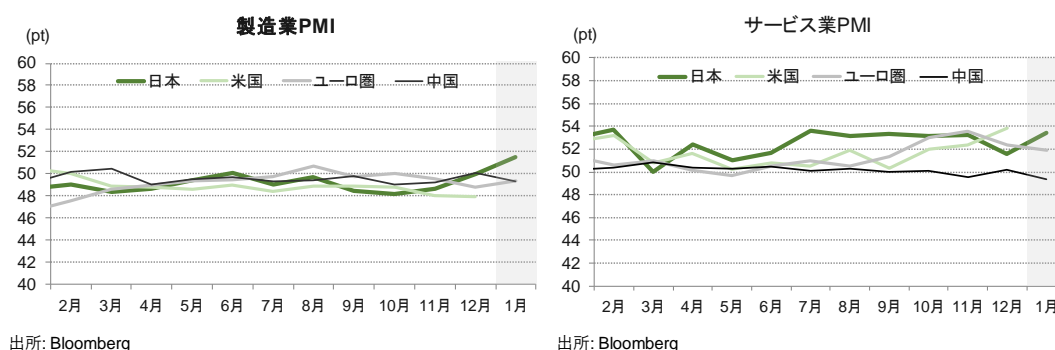




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル経済は、楽観的な見方が支持されつつある。背景には財政拡張やインフレ率の鈍化がある。日本も、インフレ定着と外需の安定化により、マクロ経済に対する見方は概ね安定的である。このようなか、主要国長期金利は上昇基調にあり、特に財政懸念等を背景に円金利上昇が世界の債券市場の注目材料になった。株式市場は総じて底堅いが、グリーンランド問題等の地政学関連のヘッドラインに加え、各国の財政政策が相場を左右した。為替市場は、米ドル安が鮮明になるなか、今後は次期 FRB 議長候補にノミネートされたケビン・ウォーシュ氏の言動に注目が集まっている。日本では、高市政権の財政政策に注目が集まるなか、今般の衆院選結果が今後の金融市場に与える影響は大きい。
- **注目材料:** 世界の金融市場で円金利上昇が注目されており、その要因として財政懸念が挙げられることが多いが、債券市場参加者の多くは円金利上昇の主因は財政懸念だけではなく複数の要因が複雑に絡まりあった結果と考えている。具体的には、底堅いインフレと日銀の利上げ継続、超長期セクターの需給軟化、および財政懸念である。これらを反転させる材料も複数あるが短期的に顕在化する可能性は低く、結果、円金利の不透明感は今後も続くと考えている。「米国経済の失速」など、日本国外に視野を広げると円金利が安定化するカタリストもあるが、依然としてテイルシナリオである。まずは衆院選結果とそれに伴う日本政府の財政政策の行方を追うことになるが、特に自民党単独で過半数を確保する場合などは、金利の不透明感が一層強まる可能性がある。

1. マクロ経済展望 ～ 楽観的な見方が支配的に

グローバル経済は、楽観的な見方が支持されつつある。背景には財政拡張やインフレ率の鈍化がある。日本も、インフレ定着と外需の安定化により、マクロ経済に対する見方は概ね安定的である。



米国は、雇用情勢が弱いなかでも個人消費や設備投資がマクロ経済を支えており、26 年に向けて楽観論も根強い。12 月の非農業部門雇用者数は前月から 5.0 万人（事業所調査）の増加となり、3 か月平均では▲2.2 万人となった。11 月の個人消費デフレーターは総合・コア共に前年比+2.8%となった。1 月 27-28 日開催の FOMC では、政策金利を 3.50-3.75%で据え置くことが決定された。声明文には、経済活動は堅調に推移し、雇用の伸びは低いままであり、失業率は安定化の兆しを幾分か示したとされ、景気判断は若干ながら上方修正されたとみられる。一方、AI 実装化に伴う若年層（16 歳～24 歳）失業率の上昇など、雇用環境の悪化懸念などの不透明性は残っている。大手テック企業によるレイオフは続いているほか、26 年は AI エージェントの本格導入が始まるとみられ、今後もホワイトカラーを中心にした失業者数の増加は注目材料である。

日本は、物価高止まりのなか実質賃金が前年比マイナスの状態が続いているが、政府の物

価高対策のほか 26 年前半はインフレ率が鈍化することが見込まれているなか、実質賃金もプラスに転じる可能性があり個人消費の回復が見込まれている。設備投資は低調ながら AI 関連投資もあり底堅く推移している。なお、1 月 6 日に発表された中国による対日輸出規制強化（レアアースなど）で供給制約が発生する場合は、輸送機械などの生産が下振れるリスクがある。

欧州は、EU の 25 年 7-9 月期実質 GDP 成長率（確定値）は前年比年率+1.5%となった。政府支出拡大のほか輸出も米国向けが持ち直し、固定資本形成も増加した。インフレ率が安定化するなか民間消費の底堅さが期待されるほか、財政拡大もあり底堅く推移するとみられる。

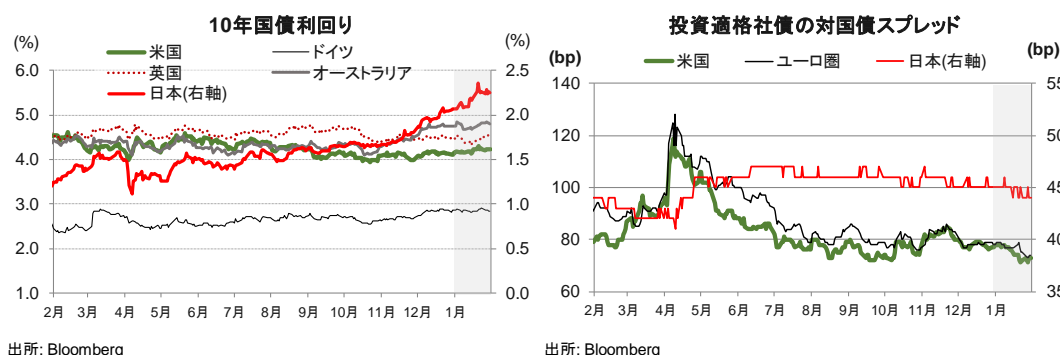
中国は、25 年 10-12 月期実質 GDP 成長率が前年比+4.5%となり 3 期連続で減速した。25 年の成長率は前年に続き+5.0%となり政府目標の「5%前後」を達成した。輸出は米国以外の新興国向け等が底堅い反面、投資は不動産や製造業の減少により、消費も伸びが鈍化した。国内企業の過当競争や供給過剰によるデフレの継続、および不動産価格の更なる下落余地があるなか、今後もマクロ経済の減速基調が続く可能性が高い。政府は今後も金融緩和や財政拡張でマクロ経済底上げを目指すだろうが、その効果は一時的であろう。

世界経済における今後の注目材料は、米国の雇用情勢、日本の財政・金融政策、および中国のデフレ脱却策の有無になる。米国は民間企業による AI 実装化の先頭に立っており、今後もホワイトカラーの失業が予想されている。一方、農業、宿泊、工場等の現場労働者の需給はひっ迫しており、これらがバランスして米国の雇用関連統計は総じて安定的に推移している。ホワイトカラーが現場労働者に転じることができれば、米国経済はインフレ鎮静化、底堅いマクロ経済、金利低下や株価上昇等を経て、最良の状態が実現する可能性はある。日本は、高市政権の財政・金融政策に注目が集まっているが、日本の財政・金融政策に加え米国や中国を中心にした「外部要因」も重要である。中国経済の問題点は、低成長にシフトするなかで供給過剰が残っていること、および不動産価格を適正価格まで下落させていないことに尽きるが、現時点で修正に向けた兆候は見られない。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 円金利が更に上昇

1 月の債券市場は、主要市場で金利上昇となった。世界的に財政拡張に注目が集まっており、財政がマクロ経済やインフレ率を底上げするとの見方も根強い。



そのようななか、特に金利上昇が著しかったのが日本である。底堅いインフレ率や日銀の利上げ継続が強く意識されていることに加え、保険会社の超長期債需要の鈍化、そして高市政権の財政政策への懸念も影響したとみている。円金利の持続的な上昇により、国内投資家の債券投資需要が減退しており需給軟化が著しいが、これに加え、高市政権が食品の消費税を時限的にゼロにすることを衆院選の選挙公約に掲げる方針との報道により、市場センチメントの悪化が極まった。米金利はトランプ政権がグリーンランドを買い取るとの主張や財政拡張懸念もあり 25 年末以降上昇基調にあるが、これに加え次期 FRB 議長候補

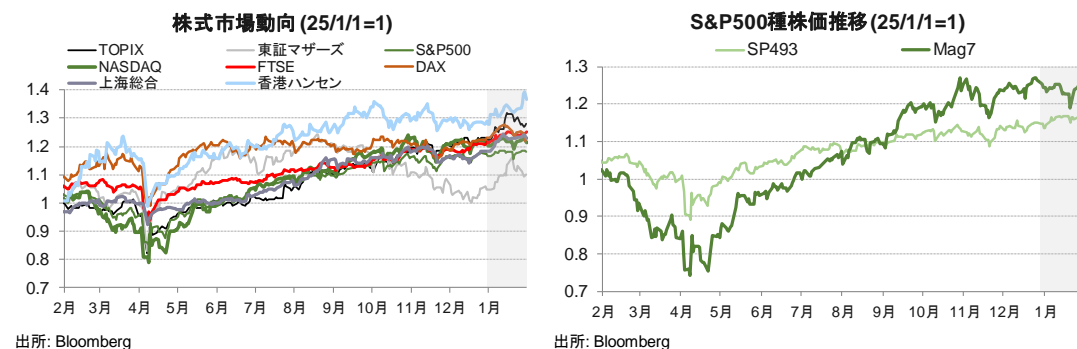
にケビン・ウォーシュ氏がノミネートされたことを踏まえ、米ドル高・米金利上昇（短期金利低下・長期金利上昇のツイスト・スティーピング）が続くとの見方も台頭している。ウォーシュ氏の今後の動静に細心の注意を払う必要がある。

クレジット市場は金利上昇のなかでも堅調に推移した。米欧投資適格社債の対国債利回り格差（スプレッド）は過去最低水準までタイト化している。金利上昇の背景にマクロ経済の底堅さが意識されていることに加え、最近ではAI活用の進展による市場流動性の回復や中小型銘柄へのアクセスの増加（≒アルファの縮小）、およびプライベートクレジット資産の積み上がりや債務者のキャッシュフロー（債務支払いスケジュール）を柔軟にしているとの見方もあり、これらがクレジットスプレッドを更にタイト化させている可能性がある。また、日本の社債スプレッドも安定的に推移している。1月の円長期金利の急上昇が財政懸念に因るとの見方は根強いが、仮に市場が本格的に財政懸念を織り込むのであれば、日本国債格下げを経て社債発行体の信用力にも負の影響が出ることを通じて、クレジットスプレッドはワイド化するはずである。市場は依然として財政懸念を看過できる程度の材料とみている可能性は否定できない。

今後の注目材料は、日本は衆院選挙結果とその後の政府の財政政策であり、米国はウォーシュ氏の動静になろう。特に日本は、衆院選結果が自民党圧勝か、自維連立政権の薄氷の勝利か、それとも自維連立政権の過半数割れかにより、金利、株式、為替、クレジットそれぞれの市場変動に大きな差が生じる可能性がある。世論調査では軒並み自民党優勢とされているが、SNS時代の選挙は投票2-3日前までは予断を許さない。ただし、衆院選が非常に大きなイベントになっているため、当該イベントをクリアすることでボラティリティは比較的落ち着くとみている。

② 株式市場 ～ 政治関連ヘッドラインに左右された

1月の株式市場は、総じて底堅く推移するも、月央以降は国・地域によって異なる動きになった。



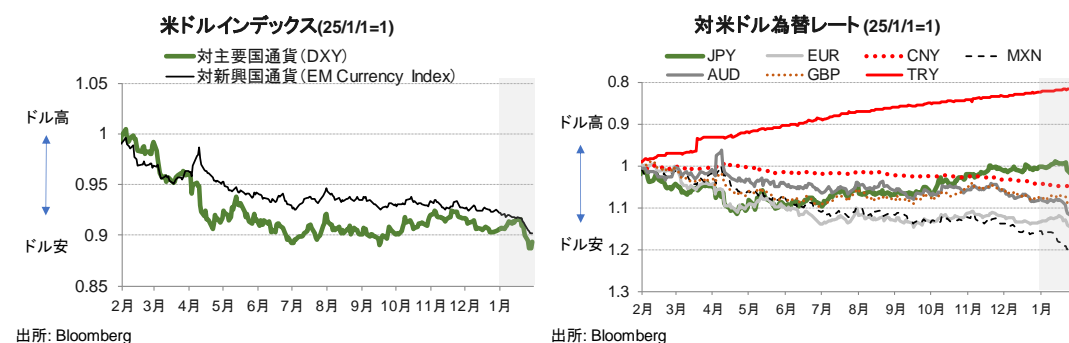
米国は25年11月以降のAI投資に対する懸念は根強く残っているものの、DRAM価格の急騰が続くなか半導体関連銘柄（SOX 指数対象銘柄）を中心に底堅く推移した。一方、日本は高市政権が衆院選挙を選択し一時的に「高市トレード」が意識される株高になったが、月末にかけては米ドル円の下落とともに株価も下落した。欧州は、インフレ鎮静化、エネルギー価格の安定化に加え、ドイツを中心に財政拡張が強く意識されるなか、株式市場への期待は高いが、米トランプ政権によるグリーンランド領有に向けた圧力（欧州に対する追加関税を課すとの方針など）を主因に月央以降はさえない動きになった。香港は、中国政府による不動産業向け規制（債務誇張を抑制するために設けられた財務指標等に絡む報告義務）を撤廃するとの報道をきっかけに、不動産株を中心に月末に向けて急伸した。

今後の株式市場の注目材料は、日本は衆院選と高市政権の財政政策、米国はAI関連銘柄やウォーシュ氏の言動や今後の金融政策、欧州は財政拡張と米国との交渉になろう。いずれも政治的要素を絡んでいることから予断を許さない状況にあるが、TACOに象徴されるよ

うな米トランプ政権の現実外交が続く可能性が高いほか、日本の衆院選も自民党優勢とみているため、これらのヘッドラインにより短期的に相場変動が生じて、大きな動きにはならないとみている。

③ 為替市場～ 円安の背景要因は何か

1 月の為替市場は、米ドルが対主要国通貨および対新興国通貨でいずれも下落し、米ドル安が鮮明になった。米ドル安は、米国がグリーンランド領有を主張するなか、欧州に対する関税強化をほのめかすなど欧州との対立が激しくなるなかで加速した。欧州に対する追加関税は 1 月末時点では回避されるなどいわゆる「TACO」が意識される状況になったが、米ドルは 1 月末に向けて下落を続けた。一方、1 月 30 日にトランプ米大統領は FRB の次期議長としてケビン・ウォーシュ元理事を指名すると発表したことにより、急激な米ドル高に見舞われた。ウォーシュ氏は過去に金融緩和に消極的な「タカ派」の姿勢を示していたことがあり、大幅な利下げを要求するトランプ氏の思惑ほど金融緩和が進まないとの見方が広がったほか、量的緩和に対する懐疑的な見方を持っているとの思惑から 1 月 31 日の米債市場はツイスト・スティーピング（短期金利下落・長期金利上昇）に見舞われたこともあり、米ドル高に寄与した。



また、1 月は日本市場の動きが世界的に注目された。円金利上昇が米金利上昇に波及するなか、1 月 23 日、市場が東京時間帯から欧州（ロンドン）時間帯に移ると米ドル円は一時 159 円台前半まで上昇したが、その時点で日銀によるレートチェック（為替介入を行う当局が市場参加者に相場水準を確認すること）の噂が流れ米ドル円は 157 円台まで下落した。しかしその効果は一時的で再び米ドル円が 158 円台に戻るなか、米国時間帯でニューヨーク連銀もレートチェックを実施したとの観測が流れ、米ドル円相場は 158 円台から 155 円台に一気に円高に動いた。その後も米ドル円は下落を続け、27 日には 152 円台前半まで下落した。レートチェックの実施有無が当局から公表されておらず、1 月末時点では米ドル円売りの協調介入の実施は見送られたが（財務省が 1 月 30 日に公表した為替介入実績による）、①160 円以下の水準での②日米当局による協調的な動きは為替市場にとってサプライズであり、特に米国が協調的な動きを示したことの合理性が不明であり、市場心理に大きな影響を与えた。ただし、前述のとおり 1 月 30 日に次期 FRB 議長候補にケビン・ウォーシュ氏が指名されたことを受け、米ドル円は 154 円台後半まで戻した。

今後の為替市場の注目材料は、日本では衆院選結果やそれを踏まえた米ドル円の動きを踏まえた日米金融当局による協調的な動きが続くか否か、米国ではウォーシュ氏の動静になろう。自民党で単独過半数（233 議席）を確保すれば高市首相の求心力が高まることを通じて、一方で、自維政権で過半数割れになる場合は主要野党の政策を更に受け入れる必要性が生じることを通じて、いずれにせよ財政懸念が高まる可能性がある。米国マクロ経済が底堅く推移するかぎり、為替介入の効果は限定的との見方も根強く、日米金融当局による協調的な動きにも関わらず、米ドル円の下値として 150 円前後が意識される状況が続くとみている。また、トランプ政権で指名されたウォーシュ氏が今後自らの過去の言動と異なった主張をするか否かにも注目が集まっている。

3. 注目材料: 円金利上昇の背景要因の整理と今後の注目材料

世界の金融市場で円金利上昇が注目されている。円金利の上昇は 21 年後半以降持続的に続いているが 1 月の金利上昇が急激で、その背景が日本の財政懸念であるとされていることもあり（22 年 9 月の英国におけるいわゆる「トラスショック」と比較されがちであることもあり）、世界的に注目されているのであろう。

ただし、債券市場参加者の多くは、円金利上昇の主因は財政懸念だけではなく、複数の要因が複雑に絡まりあった結果と考えている。また、金利上昇が続くことで市場心理が悪化し続けており、足もとでは債券市場の需給が極端に軟化しており、もはや金利上昇が特定要因に依存しているかもわからなくなっている。

金利上昇の要因は、まず、底堅いインフレ率と日銀の利上げ継続である。消費者物価指数（CPI）は日銀の物価安定目標を約 3 年半にわたり上回り続けているが、26 年前半は一時的に総合・コア共に久方ぶりに前年比 2% を割る可能性が高い（ガソリン税の暫定税率廃止、26 年 1-3 月実施の電気・ガス代に対する補助金、生鮮食品の前年度効果など）。ただし、4 月以降は電気・ガス代に対する補助が剥落するほか、生鮮食品のマイナス寄与度の低下等が見込まれており、26 年央以降は 2% 前後で推移する可能性がある。サービス項目のなかでも「帰属家賃」の寄与度が徐々に上昇しており、帰属家賃の特性（遅効性と粘性）に鑑みれば、寄与度は今後も増加し続ける可能性が高い。このようななか、債券市場におけるターミナルレート（日銀がどの水準まで利上げするか）の予想に上方修正が生じ、長期金利も上昇したと思われる。

二つ目の要因は、超長期セクターにおける保険会社からの需要が減退していることである。（死亡保険を中心に）生命保険契約の負債は 50 年を超えるラダーを含む超長期のデュレーションを持つ。90 年代以降の金利低下局面における「逆ザヤ」の反省もあり、資産と負債のデュレーション（厳密にはキャッシュフローのラダー）を合わせる「マッチング型 ALM」が主流となり、26 年 3 月からは保険会社の資本規制もマッチング型 ALM に即した内容に大きく変更される予定である。しかし、新規制は金利上昇に伴い保険契約の解約率が大きく上昇することを織り込んでいること、および 50 年超のラダーを持つ保険負債は資産（最長 50 年債）に比べてコンベクシティが大きいいため、金利が上昇すればするほど保険会社は資産側のデュレーションを圧縮するインセンティブを持つ。結果、超長期セクターは買い手不在により極端な需給軟化に陥っている。このような局面で財政懸念がヘッドライン化することにより、少額の売りが大幅な金利上昇を引き起こしやすい状況にある。超長期セクターの不安定化が、国債のイールドカーブ全体の不安定化につながっている側面もあろう。

三つ目の要因は、高市政権の財政政策への懸念である。高市政権は「責任のある積極財政」を掲げており、アベノミクスを見習う方針も示している。アベノミクスはデフレ脱却のための処方箋としては一定の成果があったとの見方もあるが、足もとではむしろインフレ長期化が意識されているため、アベノミクスを模倣するような財政政策はインフレを更に加速させるとの見方につながり、金利上昇に至っている面もある。ただし、26 年度一般会計予算案は、歳出規模こそ大きいだが、税収増等の影響もありプライマリーバランスが大幅に悪化する計画ではない。また、インフレ定着に伴い名目 GDP も年率 3% 程度上昇しているため、仮に食料品の消費税ゼロを実施しても政府（純）債務 GDP 比率が大幅に上昇する可能性は低い。米系格付け 2 社（Moody's および S&P）も当面日本国債格付けを変更する意思を示していない（1 月 21 日日経新聞記事）。それでも債券市場が財政懸念を意識せざるを得ないのは、① 25 年度補正予算や 26 年度一般会計予算は石破政権下で策定された 25 年度骨太の方針に縛られており高市首相のカラーが全面的に出ているわけではない可能性が高いこと、② 仮に衆院選で自民単独過半数を確保した場合高市首相は自ら実現したい政策（主に経済安全保障領域やインフラ強靱化とみているが）を掲げ複数年予算も視野に名目で大胆な支出を提案する可能性があること、および③ そのような高市政権のカラーが出た

財政政策に対し市場（特に為替市場および円債市場）がどのように反応するか不透明であること、などが意識されているからであろう。

以上をまとめると、債券市場では 23 年以降、日銀の利上げが続くなか日銀がどの程度まで利上げし長期金利がどの程度まで上昇するか（つまりカーブ形状がどうなるか）を探る動きが続いており、これに伴い上下動を伴いつつ緩やかに金利水準が上昇してきた。また、24 年以降は保険会社の新資本規制に関係した保険会社による超長期債の買い控え等を背景に、超長期金利のボラティリティが上昇した。超長期セクターが買い手不在で不安定になるなか、その不安定性は国債利回りカーブ全体に波及し、金利の不透明感を増長している面もある。超長期セクターの金利水準やボラティリティの高さに注目した外国人投資家の動きも活発になり、国内債券投資家の論理や経験とは異なった動きになっている側面もある。更に、足もとでは財政懸念というヘッドラインが台頭し、国債投資家の買い需要を一層後退させている。

では、どのようなカタリストにより円金利は安定するのか。前述の 3 つの要因に鑑みれば、以下のようにまとめることが可能である。

- 中期的なインフレ見通しに対する市場の予想が収れんし、日銀の利上げのゴールに対する市場予想も収れんすること
- 超長期セクターの需給改善に向け、財務省が超長期債の発行を停止、もしくは一定額の買入消却（バイバック）を行うこと
- 日本政府が政府債務（純）GDP 比率を緩やかに低下させるなど、わかりやすい形で財政懸念に配慮している姿勢を示すこと

これらはいずれも短期的に解決できるものではなく、結果、円金利の不透明感は当面続くとみている。

ただし、上記以外にも円金利が安定化する材料はある。基本的には日本国外情勢の変化が該当し、具体的には「米国経済の失速」等がある。米国経済の失速は 1 月末の金融市場にとってはほとんど生じる可能性がないテイルシナリオであり、それが生じるパスすら想定されていないだろう。しかし、エージェント AI の実装化によるホワイトカラーの失業、AI 実装化に対し人類が反旗を翻すような事態（AI への批判の高まりや AI 実装化に対する規制強化がされるなど）は、AI 投資が巨額になっていることに鑑み、金融不安を経て米国マクロ経済に甚大な影響を与える可能性がある。これ以外にも、地政学情勢の不安定化やサプライチェーンの混乱等は、米国経済が失速する要因になり得る。

以上に留意しつつ、まずは衆院選結果とそれに伴う日本政府の財政政策の行方を追うことになる。そして、仮に自民党が単独過半数以上を確保する場合、高市政権の財政政策の枠組み、具体的には高市政権下で策定される 26 年度骨太の方針を確認するまで、少なくとも日本政府の財政懸念が市場の関心事として残留することになり、金利上昇を伴いつつ金利の不透明感も残る可能性がある。

（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