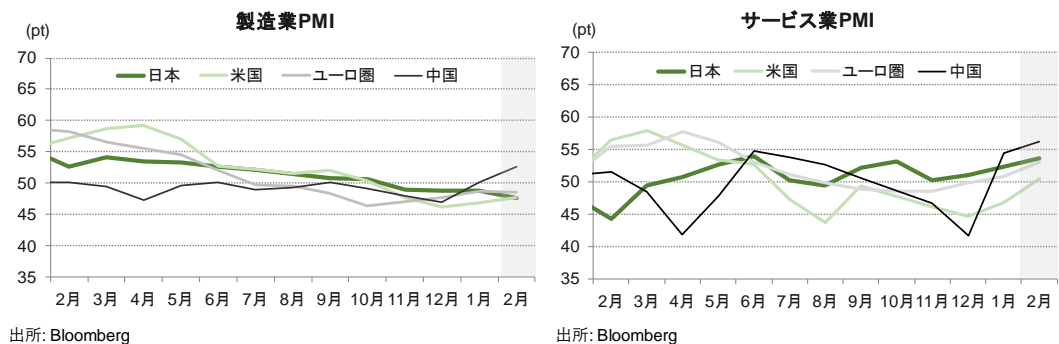




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、底打ち感がみられつつある。インフレおよび金融引き締め長期化による累積的な悪影響が引き続き懸念されるものの、昨年後半にみられたリセッションを含む過度な悲観論から一旦後退している印象である。このようななか、2月の金融市場は米国のインフレ長期化が強く意識され、米ドル高・金利上昇により、株式市場や社債市場も軟化した。ただし、1月のCPIはガソリン価格の上昇を含む22年12月の大寒波影響からの反動があった可能性が残り、力強さの持続力を確認するには今後数か月程度の時間を要しよう。インフレと金融引き締めのマクロ経済への影響は時間差で生じることもあり、金融市場では引き続きマクロ経済やインフレの持続可能性について意見が分かれた状態が続き、結果、金融資産価格は比較的狭いレンジで上下に振れうる展開になるとみている。
- **注目材料:** 22年12月以降、日銀の金融政策の行方に注目が集まっている。2月初旬には政府が日銀正副総裁人事案を発表し、下旬には国会質疑が行われた。足元の債券市場は「イールドカーブ・コントロール (YCC) 見直し」と「マイナス金利政策解除」を意識しており、長期金利は0.5%前後で推移している。今後の日銀アクションへのヒントは、日銀新総裁候補の植田和男氏の国会での発言にある。当該内容を筆者なりに解釈したが、日銀新体制発足後早期に「YCC撤廃」を実行する可能性が高いとみている。一方、「マイナス金利政策解除」のタイミングは依然として不透明であろう。日銀は「YCC撤廃」による名目金利上昇を一定水準までは容認する可能性が高いものの、短期的かつ過度な上昇を抑制する観点から「フォワードガイダンスの強化」等の政策パッケージが導入される可能性もあろう。その結果「YCC撤廃」がカタリストになり、債券市場のセンチメントが改善する可能性がある。

1. マクロ経済展望 ～ 緩やかな回復基調も持続性には疑問も

グローバル・マクロ経済は、底打ち感がみられつつある。引き続き、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、昨年後半にみられたマクロ経済への過度な悲観論から一旦後退している印象である。



米国は、サービス業 PMI が持続的に回復し1月は50.5まで回復したほか、製造業 PMI も47.8 (前月は46.8) に改善した。22年12月の大寒波の時期がボトムとなっていることから、22年末に向けた米国経済のスローダウンは一時的な現象の可能性もある。ユーロ圏は、製造業・サービス業共に鈍いながら回復基調にある。22年後半にエネルギー危機とリセッション懸念が強まったが、その後の暖冬や資源価格下落もあり、一旦それらの懸念が後退している。

日本は、ポスト・コロナへの本格移行やインバウンド拡大等によりサービス業の改善が続いているが、製造業は逆に落ち込みつつある。PCやスマホなどの販売低迷を受けた部品供給

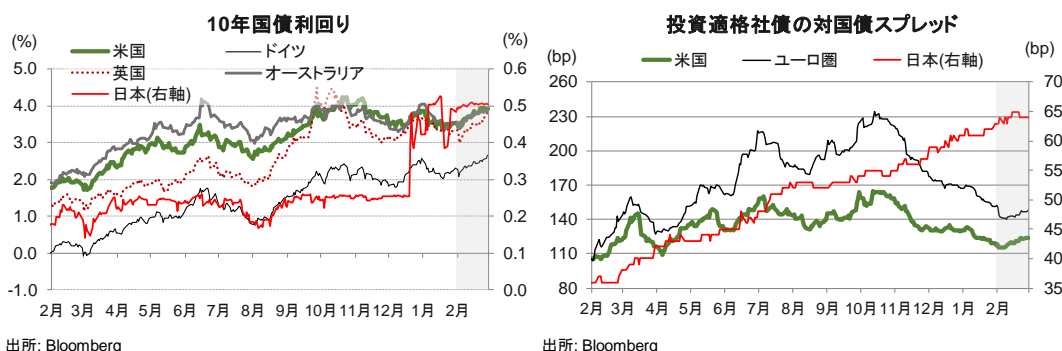
の滞りに加え、サプライチェーン回復による在庫調整も影響しているとみている。中国は、製造業・非製造業ともに PMI は 50 を超え、ゼロコロナ政策解除以降の力強い景気回復基調が続いている。

これに加え、2月の金融市場は米国のインフレ長期化が強く意識され、米ドル高・金利上昇により、株式市場や社債市場も軟化した。23年1月の米CPIは、輸送サービスや娯楽サービス等幅広いサービス関連項目で価格上昇幅が市場予想を上回った。ただし、1月のCPIはガソリン価格の上昇を含む22年12月の大寒波影響からの反動があった可能性が残り、力強さの持続力を確認するには今後数か月程度の時間を要しよう。2月以降は再びガソリン価格が下落しているほか、耐久財価格に大きな影響を与える中古車価格も（昨年末にボトムアウトしたものの）回復ペースは鈍い。クレジットカードや自動車ローンの延滞率も（依然低水準ながら）上昇基調にある。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こともあり、金融市場では引き続きマクロ経済やインフレの持続可能性について意見が分かれた状態が続き、結果、金融資産価格は比較的狭いレンジで上下に振れうる展開になるとみている。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 再び金利上昇に

2月の債券市場は、世界的に金利上昇となった。1月の米雇用統計やCPIが市場予想比で上振れたほか、マクロ経済や企業業績の底堅さも意識された。1月の債券市場が22年12月の米国マクロ経済統計の鈍化を受け急激な金利低下で反応していたことの反動もある。前述の通り、マクロ経済やインフレ率が底堅く推移するか否かは、依然として予断を許さない状況が続くとみており、金利は比較的狭いレンジで上下に振れうるとみている。



日本は、長期金利が長短金利操作（イールドカーブ・コントロール。以下YCC）の上限である+0.5%前後で推移したが、2年や5年金利は安定化した。日銀が1月17-18日の金融政策決定会合で発表した「共通担保資金供給オペレーション基本要項」の一部改正に基づき、2月に期間5年の共通担保オペの入札を複数回実施したが、応札額・落札額とも当初市場見通しよりも多いこともあり、当該資金が円金利スワップ（レシーブ）や国債買いに向かっていると見方がある。10年金利が0.5%前後で膠着しているのは、既に市場が「YCC見直し」を織り込みつつあるためとみている。

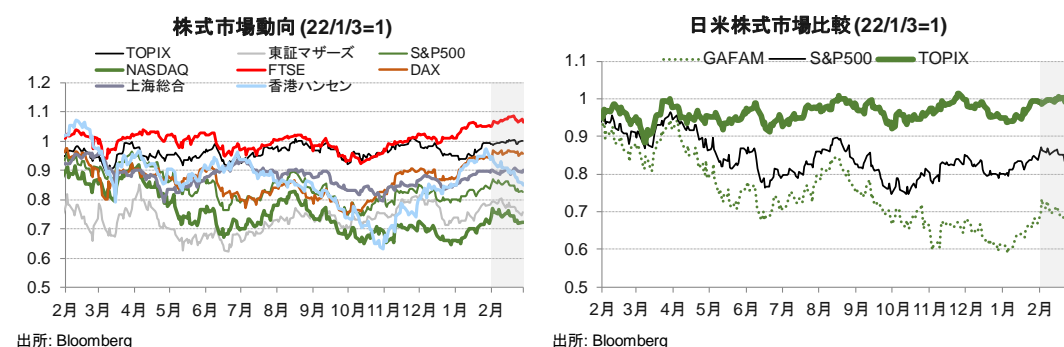
社債市場は、米欧社債市場で観察されるクレジット・スプレッドはワイド化に転じ、日本市場のクレジット・スプレッドはワイド化後安定化した。米欧市場は長期金利が反転・上昇となるなか、1月までの急速なスプレッド・タイト化への警戒感も台頭した。日本は、日銀の金融政策変更期待の高まりを背景に長期金利水準への不透明感が強いが、共通担保オペ拡充の影響もあり中期ゾーンの需給は安定化し、月後半にはクレジット・スプレッドは安定化した。

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。1月の米CPIは一時的な上振れの可能性が残り、エネルギー・財価格の上昇が続かない限り、年次効

果剥落影響が大きく 2 月以降の CPI は下落基調を続ける可能性が高い。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は、依然として予断を許さない。中国経済の回復ペースも 3 月の全人代で決定される経済政策を確認する必要がある。また、日本では、日銀正副総裁交代後の金融政策に注目が集まる。インフレの「ノルム」が芽生え始めている可能性があるなか、過度な金利上昇によるインフレマインド低下も避けたい日銀が繰り出す一手は何か。後段で詳述する。

② 株式市場 ～ 国・地域によりパフォーマンス格差が生じた

2 月の株式市場は、まちまちの展開となった。米国は米金利上昇と共に株式市場は軟化基調になったが、欧州はインフレ率のピークアウト期待や底堅い経済指標を背景に安定的に推移した。日本も TOPIX は円安も寄与して安定的だった。中国上海総合指数は安定的ながら、香港市場は下落した。



このような国・地域による株式パフォーマンスの差は、マクロ経済とインフレ期待に因る。米国は、底堅い企業業績がマクロ経済の「ノーランディング」（リセッションも減速もない）期待につながり、長期金利上昇につながった。「ノーランディング」自体は株価下落要因にはならないものの、金利上昇が続いたことでバリュエーション指標への悪影響が嫌気された格好だろう。日本は、米欧から周回遅れとなったコロナ禍からのリ・オープンに加え、インバウンド需要増加、そして円安による企業業績回復期待が株式相場を下支えした。欧州は、インフレ率がピークアウトしつつあり、また暖冬影響もあり資源・エネルギー価格が低下基調にあり今後のインフレ率低下が意識されるなか、マクロ経済の底割れ懸念後退と長期金利のピークアウト期待が強くなった。インフレ率や長期金利に対する市場の期待は、国・地域でまちまちになっているといえよう。

株式市場は、引き続き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。そして、前月の当レポートでも指摘したように、株式市場にとって最大のリスクは、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。

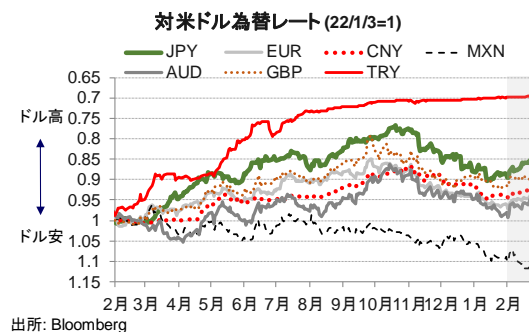
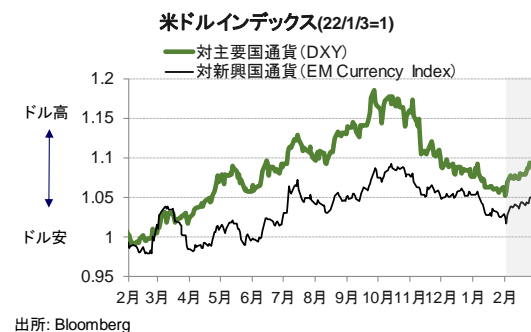
③ 為替市場～ 再びドル高基調に

2 月の為替市場は、ドル高基調となった。22 年 10 月以降 23 年 1 月までは強い米ドル安基調だったが、2 月は 1 月の米雇用統計や CPI が市場予想比で上振れたことで、米長期金利が上昇基調になるなか、急速に米ドル高に転じた。

日本円（対米ドル）は、1 月中旬に一時 127 円台まで上昇したが、日銀が金融政策を据え置いたほか、2 月以降は米長期金利の上昇に伴い下落した。

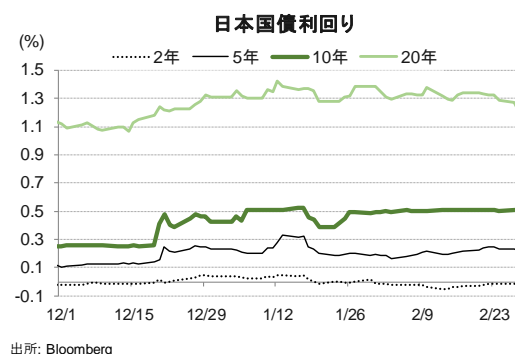
中国を含む新興国通貨（対米ドル）も米ドル高基調のなかで下落したが、メキシコペソは市場予想を上回るメキシコ中銀の利上げもあり逆行高となった。中国元（対米ドル）は、ゼロコロナ政策の撤廃や米ドル安もあり 1 月末までは上昇を続けたが、2 月は下落した。中国経済の回復ペースは、市場期待を下回る可能性が高くなっているとの見方もある。

為替市場は、引き続き米国市場動向が注目材料になろう。1月の米国経済指標は総じて市場予想を上回ったが、22年12月の大寒波による一時的な下落後の「一時的な反動」の可能性もあり、2月以降も米国経済が底堅さを発揮するかは不透明である。我が国では日銀の金融政策が米ドル円相場にも影響するとの見方が根強いが、米ドル円相場は、伝統的に米国側に主導権があるとみてよい。日銀が金融政策を「異次元」から「普通の」緩和にシフトする場合でも、米国経済が底堅く米長期金利が上昇する局面では、円安基調になるとみている。引き続き、米インフレ率を含む米国マクロ経済に注目したい。



3. 注目材料: 日銀金融政策の行方 ~ 早期にイールドカーブ・コントロール撤廃へ

22年12月20日のYCCの運用の一部見直し(国債買入れ額を大幅に増額しつつ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)以降、我が国金融市場の関心は日銀の金融政策にシフトしている。これ以降、長期金利は上限である0.5%前後に上昇後、一時的に下落する場面もみられたが、1月17-18日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持が決定されたのちは、2月末まで概ね0.5%付近で推移した。



なお、1月18日に「共通担保資金供給オペレーション基本要領」の改正(貸付期間を1年以内から10年以内に変更)が発表され、2月末までに期間5年の入札が4回行われた。金融市場では、当該オペの利用により5年以下の国債およびスワップ(固定金利受け)需要が高まり、金利水準の安定化に寄与するとの見方が根強いが、実際、2~5年金利は2月以降上昇トレンドにはない。

そのようななか、2月10日、複数メディアが日銀黒田総裁の後任に経済学者で元日銀審議委員の植田和男氏、副総裁に日銀理事の内田眞一氏、および前金融庁長官の氷見野良三氏を起用すると報道し、14日には政府が同人事案を国会に提示した。24日には衆議院、27日には参議院にて、同候補者への所信聴取と質疑が行われた。今後、各党が人事案の賛否を検討し、3月19日までに両院本会議にて採決が行われる予定である。

これらの一連の流れのなか、長期金利が0.5%前後で推移しているのは、債券市場が「YCC見直し」や「マイナス金利政策解除」を視野に入れているからであろう。これを考えるうえで、2月24日および27日に開催された国会質疑における植田和男氏の発言は注目に値する。植田氏の発言のうち筆者が注目すべきと考えた点は以下の通り。

- 丁寧かつ分かりやすい説明で、慎重な言い回しで安全運転に終始した。市場との対話姿勢を重視している可能性があるとともに、将来の政策修正の際に言質を問われないようにすることや、債券市場への影響を最小限にしたかったのだろう。
- 「金融緩和の継続が妥当」とし、金融政策は経済、物価の先行きの見通しを踏まえて判

断するとした。2%物価見通しの修正については、物価に改善の基調が見られることに鑑みて、当面は継続する方針としたが、「できるだけ早期に実現を目指す」との表現の修正については含みを残した。

- 「YCC 見直し」については、衆議院での所信聴取にて「基調的な物価見通しが一段と改善していく姿になっていく場合、YCC についても見直し、ないし正常化の方向での見直しを考えざるを得ない」と述べ、参議院では「当面は YCC 政策のもと、短期と長期の金利を現在の水準に誘導しつつ、必要に応じて国債を買う政策を続ける」とした。一方、量的緩和策の効果に対しては懐疑的な見方を示した。
- 「マイナス金利政策解除」に関する情報は乏しかった。
- 物価に対する見解として、足もとは輸入物価によるコストプッシュ圧力によるものであり、23 年半ば以降 2%以下に低下していくとした。また、インフレ率は財の需給で決まるとしつつ、通貨（貨幣）は物価安定の一因と位置付け、マクロ需給ギャップやインフレ予想、および賃金上昇を伴うことが重要とした。また、政策効果のタイムラグが 2 年程度あるため基調的なインフレを見ていくとした。
- 物価安定の総仕上げをしたいとの決意表明があった。

以上を踏まえ、筆者が持った印象は以下の通り。

- 「金融緩和の継続が妥当」と「YCC 見直し」は別々に議論される可能性がある。
- マネタリスト的な金融緩和（≒量的緩和）よりも、实体经济活動（賃金、需給ギャップ、企業金融など）を重視する可能性がある。
- いわゆる「日銀アコード」の「できるだけ早期に実現を目指す」との文言は修正の可能性が残る。2%の物価目標自体を修正する可能性は現時点では低いが、仮に今後一向に基調的なインフレ率が 2%を上回らないことが確実視される局面では、総括検証を経て一層柔軟化される可能性がある。

以上を踏まえれば、足もとで債券市場が「YCC 見直し」を織り込むことに違和感はない。「YCC 見直し」の主目的が金融市場機能回復であり、2 月末時点でも国債イールドカーブ形状は不安定で国債市場の流動性低下やリスクヘッジが機能しない状態が続いているほか、それ自体が金融緩和継続と矛盾しないからである。

一方、「マイナス金利政策撤廃」については依然として不透明だろう。マイナス金利政策のもとで短期金利（無担保コール翌日物金利）は事実上 0%～マイナス 10bp の間で推移しているが、マイナス金利政策を撤廃すれば、短期金利の水準は 0%以上になるため、事実上「金融引き締め」と解釈される可能性がある（「金融引き締め」にはいわゆる日銀アコードの条件成立が必要）。また、YCC のように明白な副作用があるわけでもない（マイナス金利政策や YCC 導入当時のような「名目金利の過度な低下」はもはや問題ではない）。

また、政策変更・修正は「条件が整うか否か」次第であることを認識すべきである。政策変更・修正の条件とは、

- 政策変更・修正により、芽生え始めたインフレのノルム（規範や社会通念）を壊さないこと。具体的には、円高・株安や急激な名目金利上昇などを生じさせないこと。
- 一方、22 年後半にみられたような過度な円安と輸入物価インフレを招くことを通じて、国内経済活動や消費者センチメントが想定以上に悪化することを避けること。

であろう。「YCC 見直し」や「マイナス金利政策解除」は、短期的な名目金利上昇を誘発する可能性があり、円高・株安要因になりうる。このため、円高・株安基調が生じている場面

でのアクションは困難になる。その意味では、2月末のような円安・底堅い株式市場は、政策変更・修正の条件に適合している可能性がある。一方、ある程度の名目金利の上昇はやむを得ないかもしれないが、過度な名目金利上昇が長期化することは避けたいだろう。また、政策変更・修正を躊躇して先送りした結果、22年後半のような市場からの攻撃を受けることも避けたいだろう

以上を総合的に評価すれば、当面債券市場が想定しうるシナリオは、

- 副作用が続く YCC については、条件が整う場合、早期に解除される可能性を捨てきれないだろう。最速で新体制発足後最初の金融政策決定会合がある 4 月（展望レポートにて 24 年のインフレ見通しを再上方修正することを経て）の可能性もあろう。なお、「年限短期化」（例えば 2 年や 5 年）は、参議院での植田氏の発言に鑑みれば、後述する「フォワードガイダンスの強化」とセットで年限短期化が選択される余地はあるが、市場機能低下を見直しの理由とする限り合理性に乏しいのではなかろうか。
- 長期金利が 1%程度までの上昇は短期的には許容せざるを得ないだろうが、短期的かつ過度な名目金利上昇への対処のために、複数の対応策が実施・導入される可能性がある。具体的には、①「ゼロ金利政策解除」の条件を明示することを含む「フォワードガイダンスの強化」、②資産買入の強化（例えば、無制限買入を表明しつつ、具体的な金利水準やタイミングを明示しないことで市場心理が過度に悲観的にならないようにするなど）、および③共通担保オペの一層積極的な活用（期間 10 年の積極化など）、などが考えられる。

名目金利上昇を抑制するために特に重要なのが、市場の期待に働きかける「フォワードガイダンスの強化」であろう。国債金利水準は一般的に、①政策金利、②2 年や 5 年などの中期ゾーンの金利、および③米国債金利で、概ね説明可能である。③は外生変数だが、名目金利水準に大きく影響するのは①である。債券市場が「当面マイナス金利政策解除を含む利上げの可能性は低い」と考えるならば、長期金利上昇にも限界が生じ、債券市場の期待を通じて長期金利の過度な上昇を抑制することは可能であろう。逆に言えば、マイナス金利政策が導入された経緯に鑑みて、「マイナス金利政策解除」の条件について債券市場内で意見が分かれていることが、長期金利の不安定化を招いているといえよう。

「マイナス金利政策解除」は、植田氏の発言に鑑みれば、少なくとも 24 年まで、賃金上昇の持続性や基調的なインフレ率などの実体経済指標を確認してからの判断になるだろう。総務省が 2 月 24 日に発表した 1 月の消費者物価指数(CPI)は、総合が前年同月比+4.3%、生鮮食品を除くコアは同+4.2%、生鮮食品とエネルギー除き（コアコア）は同+3.2%と、いずれも日銀インフレ目標 2%を大幅に上回っている。しかし、サービス価格の伸びは依然として低く、国内発のコストプッシュの様相は依然として強くない。既に資源・エネルギー価格がピークアウトしているほか、食料品価格上昇の主因である小麦・トウモロコシ・油などの原材料価格も安定化していることから、植田氏が主張するように 23 年央以降、CPI 伸び率は低下する可能性が高い。食料品価格の上昇は年央まで続く可能性が高いため、23 年末の CPI 伸び率は 2%超になる可能性が残っているが、24 年に向けては 2%以下になる可能性が高い。このため、現時点で債券市場が利上げを織り込むことは難しく、仮に YCC 撤廃となっても、（米国債金利が 4%を優に超えて上昇しない限り）長期金利の上昇には限界があるとみている。

債券市場が仮に上記のようなシナリオを織り込み、米長期金利が持続的に上昇しなければ、YCC 撤廃は債券市場のセンチメントがブルに転換するカタリストになる可能性がある。

(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