

## マーケット・アイ

### 1. 情勢判断

#### (1) 内閣府

- 内閣府は、6月20日に発表した月例経済報告において、日本経済の現状について、「景気は、持ち直しの動きがみられる。先行きについては、感染対策に万全を期し、経済社会活動の正常化が進む中で、各種政策の効果もあって、景気が持ち直していくことが期待される」と前月の判断を据え置いた。
- こうした中、下振れリスクについては、「ウクライナ情勢の長期化や中国における経済活動の抑制の影響などが懸念される中での原材料価格の上昇や供給面での制約に加え、金融資本市場の変動等による下振れリスクに十分注意する必要がある」とした。

—— 前月との比較では、ウクライナと中国に関する言及の順序が入れ替わった。

- 世界経済に関しても、「世界の景気は、一部の地域において足踏みがみられるものの、持ち直している。先行きについては、持ち直しが続くことが期待される」と前月の判断を踏襲した。下振れリスクについては、「ただし、ウクライナ情勢等による不透明感がみられるほか、中国で経済活動抑制の影響が残る中で、原材料価格の上昇や供給面での制約等による下振れリスクに留意する必要がある。また、世界的に金融政策正常化が進む中で、金融資本市場の変動等による下振れリスクに留意する必要がある」とした。

アメリカ	アメリカでは、景気は持ち直している。先行きについては、持ち直しが続くことが期待される。ただし、金融政策正常化が進む中で、金融資本市場の変動の影響等を注視する必要がある。
ユーロ圏	ユーロ圏では、景気は一部で厳しい状況が残る中で、持ち直している。ドイツにおいては、景気は厳しい状況が残る中で、持ち直している。先行きについては、持ち直しが続くことが期待される。ただし、ウクライナ情勢が経済活動に与える影響によっては、景気が下振れするリスクがある。また、金融資本市場の変動の影響等を注視する必要がある。
中国	中国では、景気は一部地方での経済活動の抑制の影響が残り、持ち直しの動きに足踏みがみられる。先行きについては、各種政策の効果もあり、持ち直しに向かうことが期待される。ただし、当面は一部地方での経済活動の抑制の影響が残ると見込まれる。また、金融資本市場の変動等の影響を注視する必要がある。

## (2) 日本銀行

- 日本銀行では6月17日に公表した「当面の金融政策運営について」において、「わが国の景気は、新型コロナウイルス感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している」、「海外経済は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば回復している」とし、4月28日に公表した「経済・物価情勢の展望」で示した現状認識を踏襲した。
- また、先行きについても、当面は、「ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、新型コロナウイルス感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる」とし、認識に変化はみられなかった。
- 経済にかかる当面のリスク要因については、「引き続き、内外の感染症の動向やその影響、今後のウクライナ情勢の展開、資源価格や海外経済の動向など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある」とし、このところ変動が大きい為替市場にも言及した。
- 物価については、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、「当面、エネルギーや食料品の価格上昇の影響により、2%程度で推移するとみられるが、その後は、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される」とした。一方、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の前年比は、「マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率・賃金上昇率も高まっていくもとで、原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、プラス幅を緩やかに拡大していくとみられる」との見方を示した。

## 2. 金融政策

### (日本)

- 日本銀行では6月17日に終了した金融政策決定会合において、以下のとおり、これまでの金融市場調節や買入れ等を継続する方針を決めた。

#### (1) 長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)

- ① 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

短期金利: 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利: 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

- ② 連続指値オペの運用の明確化

上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。

## (2) 資産買入れ方針

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

①ETFおよびJ-REITについては、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。

②CP等、社債等については、2022年3月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、買入れを行う。同年4月以降は、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準(CP等:約2兆円、社債等:約3兆円)へと徐々に戻していく。

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

○ 黒田総裁は、会合後の記者会見において、次のように発言した。

- ✓ 最近の急速な円安の進行は、先行きの不確実性を高め、企業による事業計画の策定を困難にするなど、経済にマイナスであり、望ましくないと考えています。
- ✓ 仮に変動幅の上限を引き上げれば、長期金利は0.25%を超えて上昇すると予想され、金融緩和効果は弱まると考えられますので、そういうことを行おうとは考えていません。
- ✓ 現在の物価上昇は、基本的には国際的な資源価格の上昇によるものですので、一種のコストプッシュ型のインフレで、日本の交易条件が悪化して、所得が海外に流出するという形で起こっていますので、私どもが目指している物価上昇とは異なっているということはありません。

## (海外)

○ 米国FRBでは、6月14、15日に開催されたFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを0.75%引き上げ、1.5~1.75%とすることを決めた。また、引続き、財務省証券等の保有量を削減する方針も示した。

—— 声明文では、「ここ数ヶ月、雇用の増加は堅調で、失業率は低水準で推移している。インフレ率は、パンデミックに関連する需給の不均衡、エネルギー価格の上昇、およびより広範な価格圧力を反映して、依然として高い水準にある」との背景認識を示した。

—— また、同じタイミングで公表された経済見通し(Economic Projections)でも、FOMCメンバーによる2022年末の政策金利見通し(中央値)は、前回(3月)の1.9%から3.4%へと大

幅に引き上げられた。

—— FRBのパウエル議長は、会合後の会見で、「本日の75bpの利上げは異例の大きさであり、このような規模の利上げが普通に行われるとは思っていない」としたうえで、「本日の時点では 次回の会合で50ベーシスポイントまたは75ベーシスポイントの引き上げが最も可能性が高いと思われる」と述べた。

“Clearly, today’s 75 basis point increase is an unusually large one, and I do not expect moves of this size to be common. From the perspective of today, either a 50 or 75 basis point increase seems most likely at our next meeting.”

○ 一方、欧州ECBでは、6月9日の定例理事会において、7月の会合で0.25%の利上げを行うことを予告し、声明文の中で、9月にもう一段の引き上げを行う可能性を示した(“Looking further ahead, the Governing Council expects to raise the key ECB interest rates again in September.”)。

—— また、6月15日に臨時理事会を急遽開催し、PEPPポートフォリオにおいて償還期限が到来する資金を再投資する際に柔軟性を適用することを決定した。金融政策を正常化する過程において、ユーロ圏内での国別不均衡が生じるリスク(fragmentation risks)を未然に防ぐことを意図しているものとみられる。

○ この間、英国BOEが、6月15日に終了した会合で政策金利を+0.25%引き上げ、1.25%としたほか、スイス中銀(SNB)も6月16日に政策金利をマイナス0.75%からマイナス0.25%に+0.5%引き上げることを決めた。

—— BOEは、6月16日に出した公表文の中で、「英国のコア消費財価格インフレ率は、ユーロ圏や米国よりも高い水準にある。CPIインフレ率は今後数カ月間、9%を超え、10月には11%をやや上回るだろう」との見方を示した。

—— また、SNBのJordan総裁は、会合後の記者会見の中で、「新しいインフレ予測をみると、中期的な物価安定と整合的なレンジ内にインフレ率を安定化させるためには、当面、さらなる政策金利の引き上げが必要かもしれない(further increases in the SNB policy rate may be necessary in the foreseeable future)」と追加利上げの可能性を示唆した。

### 3. 当面の短期金融市場見通し

○ 無担保コール市場については、各金融機関におけるマクロ加算残高の余裕枠が、6月積み期のマクロ加算残高にかかる基準比率の大幅上昇(14.0%→21.0%)や、28日のコロナオペの期落ち(12.4兆円)により、大きく変動することが想定される。こうした中、地銀など当該余裕枠が減少する一部の先では、コールマネーを調達して日銀当座預金に積み上げるなどの資金裁定取引を削減する動きがみられ始めており、コールレートも一時に比べて水準がやや切り下がっている。9月末にかけて、コロナオペの大量期落ちが予定されているため、基準比率のさらなる引き上げが見込まれるが、基礎残高が少ない地銀などでは、コロナオペの期落ちに

より、マクロ加算残高の余裕枠が一段と減少することが見込まれるため、当面は、▲0.05～▲0.03%近辺で推移することが予想される。

- 債券レポ市場については、長期金利の上昇に伴い、6月7日以降、連続指値オペへの応札が増加した。その結果、マーケットでの品薄感が高まり、レート水準は低下傾向となっている。現時点において、日本銀行が、現行のイールドカーブコントロールを大きく修正する可能性は低い一方、円安進行や物価上昇による金利上昇を見込む投機筋も増えてきており、連続指値オペへの応札が続くことも考えられる。この場合、市中での品不足が一段と強まるため、日本銀行では、国債や短国の買い入れの減額や国債補完供給のさらなる弾力化などの対応策を講じる可能性はあるが、品薄感の解消は難しく、レートの中心レンジは、当面、▲0.15～▲0.08%程度を見込む。
- 短期国債市場についても、連続指値オペへの応札増加や長期国債からの資金シフトなどから、需給が改善している。当面は、新規発行の入札間隔がやや開くこともあり、足許の地合いは崩れにくく、▲0.15～▲0.08%程度での推移が予想される。なお、日銀による短国買入オペについては、1,000～5,000億円程度となるか。
- CP市場については、6月15日に市場残高が27兆円台に達し、過去最高を更新。6月末の市場残高は、例年同様、多少減少するとみられるが、その後は、このところの円安、原材料、エネルギー高などを背景に石油、電力、鉄鋼業態などにおける資金調達ニーズは旺盛となっているため、急速に回復することが予想される。レート面では、コロナオペのニーズがなくなったことでマイナス圏での発行はほとんど消え、一部にプラス圏での発行も散見されるようになっているが、マイナス金利の日銀当座預金を抱える先などによるキャッシュ潰しの購入ニーズも依然として底流しているため、当面の中心レンジは0%近傍となることが予想される。

#### 4. 当面の注目点

##### (1)内外の金融政策

- 欧米等の各国中央銀行では、このところ、利上げや資産圧縮に関する動きを活発化させている。当面は、インフレ抑制に軸足を置いた金融政策運営が続けられるものとみられ、ドルやユーロの長期金利が大幅に上昇する展開も予想される。その場合には、世界経済の急激な落ち込みや、新興国等における債務問題のきっかけとなることも想定されるため、株式や低格付債券といったリスク性資産の値下がりには十分注意しておく必要があるだろう。
- 一方、わが国に関しても、消費者物価がやや上昇しているものの、日本銀行では今のところ一過性として景気回復を優先する姿勢を崩しておらず、当面、利上げの可能性は低い。もともと、急速な円安は、物価上昇の原因として政治問題化しており、この関連でマイナス金利政策や連続指値オペ等を通じて長期金利を強力に抑え込むイールドカーブコントロールに対する風当たりも強まっている。現時点において、日銀が現在の金融政策運営を大きく変更する可能性は低いが、今後、一段と円安が進み、政府が物価上昇に対する警戒感を強めるような場合には、両者の政策的整合性を巡って様々な思惑が交錯しやすく、長期金利や為替相

場などの振れが大きくなる可能性がある。

- なお、7月の定例会合は、日銀が20、21日、ECBが21日、FRBは26、27日にそれぞれ開催が予定されている。

## (2)ロシア侵攻の帰趨と影響

- ロシアによるウクライナ侵攻は依然として終息する兆しがみられず、すでに資源価格の高騰など、世界経済にも大きな影響が表れている。戦局の展開や国際的な経済制裁の動向を含め、先行きに関する不確実性が高い状態が続いており、今後も、エネルギーを中心とした商品市場や金融資本市場等を大きく変動させる可能性もある。

## (3)中国経済の動向

- 中国経済では、感染症の急拡大に伴う下押しの影響もあって、改善ペースが鈍化した状態が続いている。先行きについては、インフラ投資などを通じた財政刺激策の効果もあって、安定した成長経路に復していくとの見方がされているが、感染症の動向次第では、経済活動が一段と鈍化する可能性もあり、株価や地価の下落への波及ひいては、不動産関連などの高レバレッジ企業の経営不安に発展するリスクについて、引き続き、警戒しておくべきだろう。

以上



# セントラル短資株式会社

総合企画部企画調査グループ

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 3-3-14

Tel:03-3246-2651 Fax:03-3242-5012

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。ここに記載されているデータ、意見などはセントラル短資が信頼に足り、且つ正確であると判断した情報に基づき作成されたものではありませんが、当社はその正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容が事前連絡無しに変更されることもあります。当資料に記載された条件などはあくまでも仮定的なものであり、かかる取引に関するリスクを全て特定・示唆するものではありません。なお、本レポートに記述された意見に関する部分は執筆者の個人的見解によるもので、当社の見解を示すものではありません。

金融商品のお取引には価格変動によるリスクがあります。金融商品のお取引には手数料等をご負担頂くものがあります。金融商品取引法に基づきお渡しする書面や目論見書をよくお読み下さい。

セントラル短資株式会社登録金融機関関東財務局長(登金)第526号日本証券業協会加入