

マーケット・アイ

1. 情勢判断

(1) 内閣府

- 内閣府は、7月26日に発表した月例経済報告において、日本経済について、前月の「景気は、持ち直しの動きがみられる」から、「景気は、緩やかに持ち直している」に上方修正した。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。
 - 個別項目でみると、個人消費が「持ち直しの動きがみられる」から「緩やかに持ち直している」、雇用情勢が「持ち直しの動きがみられる」から、「持ち直している」にそれぞれ上方修正された。
- こうした中、下振れリスクについては、「世界的に金融引締めが進む中での金融資本市場の変動や原材料価格の上昇、供給面での制約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、ウクライナ情勢や中国経済に関する言及が削除された一方、「世界的に金融引締めが進む中での」との文言が加わった。
- 世界経済に関しては、「世界の景気は、一部に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、前月の判断を概ね踏襲した。一方、下振れリスクについては、「世界的な金融引締めが進む中での金融資本市場の変動や物価上昇、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。」とした。
 - 地域別にみると、中国について、前月の「持ち直しの動きに足踏みがみられる」から、「このところ持ち直しの動きがみられる」にやや前進した。一方、ドイツについては、「景気は厳しい状況が残る中で、持ち直している」から、「景気は持ち直しのテンポが鈍化している」へとやや後退する表現となった。

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、金融引締めに伴う影響等による下振れリスクに留意する必要がある。
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、景気は持ち直しのテンポが鈍化している。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、金融引締めに伴う影響、ウクライナ情勢が経済活動に与える影響等による下振れリスクに留意する必要がある。

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るものの、このところ持ち直しの動きがみられる。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を注視する必要がある。
----	---

(2) 日本銀行

- 日本銀行は7月21日に公表した「経済・物価情勢の展望」において、日本経済の現状判断について、「わが国の景気は、資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症の影響が和らぐもとで、持ち直している」とし、6月17日に公表した「当面の金融政策運営について」での認識を概ね踏襲した。海外経済については「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、前回の認識を据え置いた。

- また、当面の見通しについて、「資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、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。

—— 「2022～2024年度の政策委員の大勢見通し」の政策委員見通しの中央値をみると、実質GDPの前年度比は、2022年度は、4月時点の+2.9%から+2.4%に低下、2023年度は同+1.9%から+2.0%と概ね横這いとなった。

- 経済にかかる当面のリスク要因については、①内外における新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響、②ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向、③海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向、を挙げた。

—— 黒田総裁は、会見後の記者会見で、「海外経済については、展望レポートにも書いてあるように、特に欧米の高インフレで、金利の引き上げが始まっているわけですが、それが続いた場合に欧米の成長率がある程度減速するのではないかということは言われていますし、そういうことはあり得るとは思いますが、何かりセッションになるとか、スタグフレーションになるとか、そういうことまで考える必要は今のところはないと思います」と述べた。

- 物価については、「消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、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。この間、変動の大きいエネルギーを除いた消費者物価(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や賃金上昇率も高まっていくもとで、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。

—— 「2022～2024年度の政策委員の大勢見通し」の政策委員見通しの中央値をみると、

2022年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)前年度比は+2.3%と日銀が目標とする2%を超えたが、2023年度は+1.3%に低下。また、生鮮食品とエネルギーを除いたベースでは、2022年度も+1.3%に止まっている。

2. 金融政策

(日本)

- 日本銀行では7月21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、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、「今回の展望レポートでは、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的

に実現する見通しとはなっていないので、先ほど申し上げた通り、金融緩和を継続する必要があると考えています」と述べた。

(海外)

- 米国FRBが、7月27日に終了したFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを0.75%引き上げ、2.25~2.5%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を示した。

—— 声明文では、「最近の消費と生産に関する指標は軟化している。しかしながら、ここ数ヶ月の雇用増加は堅調であり、失業率は低水準に留まっている。インフレ率は、パンデミックに関連する需給の不均衡、食品・エネルギー価格の上昇、およびより広範な物価上昇圧力を反映して、依然として高い水準にある。」との背景認識を示した。

—— パウエル議長は、会合後の会見で利上げの継続を示唆したが、今後の判断はデータ次第であるとし、次回会合について具体的な見通しを示さなかった。

「我々は、フェデラルファンド・レートの目標レンジを継続的に引き上げることが適切であると予想しており、その引き上げペースは、得られるデータと経済の進展見通しに引き続き依存する。」

“We anticipate that ongoing increases in the target range for the federal funds rate will be appropriate; the pace of those increases will continue to depend on the incoming data and the evolving outlook for the economy.”

「次回の会合で、再び異例の大幅な引き上げが適切となる可能性はあるものの、その決定は現在から次回までに得られるデータ次第である。」

“While another unusually large increase could be appropriate at our next meeting, that is a decision that will depend on the data we get between now and then.”

—— また、将来的な利上げペースの減速について言及した。

「金融政策のスタンスがさらに引き締まるにつれて、累積的な政策調整が経済やインフレに与える影響を評価しつつ、引き上げペースを減速させることが適切になると見込まれる。」

“As the stance of monetary policy tightens further, it likely will become appropriate to slow the pace of increases while we assess how our cumulative policy adjustments are affecting the economy and inflation.”

- 一方、欧州ECBは、7月21日の定例理事会において、0.50%の利上げを決定した。この結果、中銀預金金利(the interest rates on the deposit facility)が▲0.50%から0%となり、マイナス金利政策は終了した。また、金融政策の波及を妨げる市場の混乱を防止するための資産買

入措置として、トランスマッション・プロテクション・インストルメント(TPI)の導入を承認した。

- ラガルド総裁は、前回、6月9日の理事会で予告した0.25%ではなく、0.50%の利上げを決定した背景について、「インフレ率の上昇リスクを明確に認識したこと」、「金融政策の波及効果への懸念に対して、PEPPの柔軟な再投資と、TPIによって対応しうることを挙げた。

“clear realisation of upside risk to inflation”

“the fact that the concern that we had about monetary policy transmission is addressed by, number one, the deployment of the PEPP flexible reinvestment policy, and second, the unanimous support of the entire Governing Council to a strong and powerful transmission protection instrument that I have just described earlier on”

- 今後の政策スタンスについては、「9月にどのような決定があるかは9月までに得られるデータ次第だが、2%という中期目標を達成するために正常化を進める過程にあることは明確である」と発言し、利上げを継続する方針を示唆したものの、その幅やペースには言及しなかった。

“So what happens in September is going to depend on what data we have for September, but we are definitely on a normalisation path, in order to reach our medium-term objective of 2%.”

- TPIについては「予め定められた基準を満たすことを条件に、ユーロシステムは、波及メカニズムにおけるリスクに対抗するため、必要な範囲で、各国のファンダメンタルズに見合わない資金調達状況の悪化が生じている国の金融資産を流通市場で購入することができるようになる」と説明した。

“Subject to fulfilling established criteria, the Eurosystem will be able to make secondary market purchases of securities issued in jurisdictions experiencing a deterioration in financing conditions not warranted by country-specific fundamentals, to counter risks to the transmission mechanism to the extent necessary.”

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、コロナオペの残高が一定程度残るなか、基準比率の上昇も加わり、7月1日以降再び資金調達ニーズが高まっている。この流れを受け、8月前半のO/N物は、▲0.03～▲0.005%近辺で堅調な推移が見込まれる。16日以降は、さらに基準比率の上昇が見込まれるが、31日のコロナオペの期落ち額が20兆円程度と大きいことから、調達サイドの勢いはやや鈍化する事が想定される。O/N物のレート水準は▲0.05～▲0.02%近辺での推移を予想する。
- 債券レポ市場については、長期金利の上昇が一服し、連続指値オペへの応札は、6月28日を

最後に見られていない。国債補完供給オペの利用状況は、一時期に比べると減少傾向となっているが、マーケットでは依然として国債の品薄感も残っており、レート水準が定まりにくい日も散見される。品薄感の解消には、相応の時間かかると思われ、GCT/Nのレート水準は、当面▲0.15～▲0.08%近辺での推移を予想する。

- 短期国債市場については、国債の品薄感が残るなか、8月は6M物の発行額減少もあり、引き続き需給の締まった展開が見込まれる。足許の地合いは崩れにくく、レート水準に関しては、▲0.18～▲0.09%程度での推移を予想する。短国買入オペに関しては、当面1,000～5,000億円程度で継続されると思われるが、需給の悪化が見られるようであれば増額される可能性も考えられる。
- CP市場については、引き続き企業からの資金調達ニーズは強い。発行残高に関しては、6月末に有利子負債圧縮により一時的に減少となった。しかし期明け以降、再び増加傾向となり、7月下旬には過去最高を更新した。その後も高水準での推移が続いており、9月下旬まで減少しにくい状況も想定される。レート面では、発行残高の多い銘柄や期間が長い物に関しては、上昇圧力が掛かりやすく、当面は0%～小幅なプラス圏が中心となろう。

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が現在警戒しているのは、足許のインフレ進行が、予想インフレ率の上昇を通じて加速するという展開だろう。一方、利上げにより、実体経済が悪化する懸念が高まりつつあるほか、ドル金利の上昇については新興国等で債務問題を誘発するリスクなどもある。金融政策当局にとっては当面、難しい舵取りを余儀なくされる局面が続くことが予想される。
- 今後の政策運営に関する、一つのシナリオとしては、まずは、さらなる利上げによって、過度な予想インフレ率の上昇を抑制、実体経済に持続的悪化の兆候がみられる場合には、利下げを含めて機動的に対応することをアナウンスし、実際の状況に応じて対応していくといった流れが考えられる。いずれにしても、先行きの金利見通しを含め、不確実性が高い状況が続くとみられることから、その時々のお惑などを通じ、株価や為替相場が大きく変動する可能性には、引き続き、注意が必要だ。
- 一方、わが国に関しては、消費者物価が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、金融政策の大きな変更は考えにくい。また、先般の選挙で安定性を高めた岸田政権は、現行の金融政策に特段の異論を唱えておらず、一部で囁かれている総裁交代による金融政策への影響もないだろう。
- なお、8月中は、日銀、FRB、ECBとも定例会合は予定されていない。

(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の兆しがみられていない。現時点では、世界経済に深刻な影響は与えていないが、今後の、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

- 中国経済は、一時に比べて改善の方向にあるものの、コロナ感染が再拡大する動きもみられるなど、依然として不安定な状態が続いている。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、一方で、不動産関連では、未完成物件の住宅ローン支払い問題や、高レバレッジ企業の経営を巡るリスクも抱えており、引続き、先行きの動向には注意が必要だ。

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