

## マーケット・アイ

(要旨)

- 内閣府は、9月30日に発表した月例経済報告において、日本経済の現状、先行きとも持ち直し方向にあるとの前月の認識を据え置いた。世界経済についても、緩やかな持ち直しが続いているとの判断を示した。
- 日本銀行は9月21日から22日に開催された金融政策決定会合で、日本経済の現状について、7月に公表した「経済・物価情勢の展望」での認識を概ね踏襲。金融政策面では、新型コロナ対応金融支援特別オペの延長と金額無制限の共通担保資金供給オペの実施を決めた一方、金融市場調節や買入れ等についての変更はなかった。物価については、上昇傾向にあるが、来年度以降は2%を割る水準に低下するとの見方を示し、賃金が上昇し物価も安定的に2%程度上昇するという状況になるまで金融緩和を続けるとの姿勢を示した。
- 海外主要国では、インフレが進行するなか、利上げの動きが相次いだ。米国FRBでは、9月20日から21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、3～3.25%とした。また、欧州ECBは9月8日の定例理事会において、0.75%の利上げを決定、英国BOEも、9月21日に終了した金融政策委員会において、0.5%の利上げを決めた。
- 金融政策の先行きについては、FRBやECBでは、年内にさらなる利上げを行う可能性が高い一方、日銀は、現在の物価上昇を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、利上げに踏み切る可能性は極めて低い。
- わが国の短期金利に関しては、無担保コールO/N物レート水準は▲0.08～▲0.03%近辺、債券レポGCT/Nのレートは▲0.13～▲0.08%近辺、短期国債3Mレートは▲0.25～▲0.10%程度での推移を予想。

### 1. 情勢判断

#### (1) 内閣府

- 内閣府は、9月30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、緩やかに持ち直している。」と前月の判断を維持した。先行きについては、「ウィズコロナの新たな段階への移行が進められる中、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。」と前月の判断を概ね据え置いた。
- こうした中、下振れリスクについては、「世界的な金融引締め等が続く中、海外景気の下振れが我が国の景気を下押しするリスクとなっている。また、物価上昇、供給面での制約、金

融資本市場の変動等の影響に十分注意する必要がある。」とした。

—— 前月との比較では、「金融資本市場の変動等の影響」についての言及が再び加わった。

- 世界経済に関しては、「世界の景気は、緩やかな持ち直しが続いている」とし、前月の「世界の景気は、持ち直しのテンポが鈍化している」から表現をやや前進させた。先行きについては、「緩やかな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、「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の高まりに留意する必要がある。」とし、リスクへの警戒感がやや高まった。

—— 地域別にみると、アメリカに関しては、前月の「持ち直しのテンポが鈍化している。」から、「緩やかな持ち直しが続いている。」とやや前進した。一方、英国については、「持ち直しのテンポが鈍化している」から、「このところ持ち直しに足踏みがみられる。」とやや後退した。

アメリカ	アメリカでは、景気は緩やかな持ち直しが続いている。先行きについては、緩やかな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の高まりに留意する必要がある。
ユーロ圏	ユーロ圏では、景気は一部でテンポの鈍化がみられるものの、持ち直している。ドイツにおいては、景気は緩やかな持ち直しが続いている。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、エネルギー情勢が経済活動に与える影響等による下振れリスクの高まりに留意する必要がある。
中国	中国では、景気は一部に弱さが残るものの、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、不動産市場の動向や金融資本市場の変動、経済活動の抑制の影響等を注視する必要がある。

## (2) 日本銀行

- 日本銀行は9月21日から22日に開催された金融政策決定会合で、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抑制と経済活動の両立が進むもとで、持ち直している。」とし、7月に公表した「経済・物価情勢の展望」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、総じてみれば緩やかに回復しているが、先進国を中心に減速の動きがみられる。」と、前回の認識をやや下方修正した。
- また、当面の見通しについて、「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、回復していくとみられる。その後は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まるもとで、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。」とし、認識に大きな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、①内外の感染症の動向やその影響、②今後のウクライナ情勢の展開、③資源価格や海外の経済・物価動向、を挙げた。
- 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、これら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、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、基調的な物価上昇圧力は高まっていくと考えられる。」との見方を示した。

—— 黒田総裁は会合後の記者会見で、足元の為替市場の動向について「こうした円安の進行は、企業の事業計画策定を困難にするなど、先行きの不確実性を高め、わが国経済にとってマイナスであると思います。望ましくないと考えています。」と発言。一方、「円安の原因である金融緩和を少し弱めるなど、そういった選択肢はないのでしょうか」との質問に対して、「為替介入の話は、あくまでも財務大臣の所管」としたうえで、「今の為替動向を日米金利格差だけで説明したり、云々するということがいかかかと思っています。」と応じ、金融政策面での円安対応には否定的な姿勢をみせた。

—— 今後の物価見通しについて「現在の消費者物価の上昇は、2.8%と相当高くなっていますし、年内に更に上昇する可能性もあります。」としたうえで、「来年度以降はまた 2%を割る水準まで落ちていくとみています。」との見方を示した。

## 2. 金融政策

### (日本)

- 日本銀行は9月21日から22日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において、以下のとおり、新型コロナ対応金融支援特別オペを段階的に終了しつつ、幅広い資金繰りニーズに応える資金供給による対応に移行していくことを決定した。

#### (1) 新型コロナ対応金融支援特別オペの取り扱い

- ① 感染症対応にかかる中小企業等向けのプロパー融資分は、期限を半年間延長し、2023年3月末に終了することとする。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。
- ② 感染症対応にかかる中小企業等向けの制度融資分は、期限を3か月間延長し、2022年12月末に終了することとする。この間、毎月1回、3か月物の資金供給を実施する。

#### (2) 金額無制限の共通担保資金供給オペの実施

上記オペの期限到来後も中小企業等の資金繰りを支えるとともに、より幅広い資金繰りニ-

ズに應える観点から、幅広い担保を裏付けとして資金を供給している「共通担保資金供給オペ」について、金額に上限を設けずに実施することとする(9月 27 日に予定している次回実施分から変更)。

—— 「共通担保資金供給オペ」については、このところ、1回当たり2兆円が上限となっていた。なお、「より幅広い資金繰りニーズに應える観点」に関し、黒田総裁は、「例えば、原材料価格上昇に伴う運転資金需要などへの対応」と説明した。

○ また、金融市場調節や買入れ等については、次のとおり、従来方針を継続することを決めた。

#### (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

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1800億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、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、「現時点では基本的に輸入物価の上昇が消費者物価の上昇に反映され、そしてその影響は来年度以降減衰していったり2%を割るということで、いわゆる好循環、賃金が上がり物価も安定的に上がっていくというかたちには今はなっていません」、「金融緩

和を続けて、賃金が上昇し物価も安定的に 2%程度上昇するという状況を作り出すことが、日本銀行としての使命であると考えています。」と、金融緩和を継続する姿勢を示した。

## (海外)

- 米国FRBは、9月20日から21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、3~3.25%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、「最近の指標では、消費と生産が緩やかな増加(modest growth)示されている。ここ数ヶ月、雇用の増加は堅調で、失業率は低水準にとどまっている。インフレ率は、パンデミックに関連した需給の不均衡、食品・エネルギー価格の上昇、および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(elevated)。」との背景認識が示された。
  - 同時に公表されたドットチャートでは、2022年末の政策金利見通し中央値が4.4% (4.25~4.5%が9名、4~4.25%が8名)となり、6月公表時の3.4%から引き上げられた。11月、12月のFOMCで合わせて1~1.25%の追加利上げが想定される。2023年末の見通し中央値は4.6% (4.75~5%が6名、4.5~4.75%が6名、4.25~4.5%6名)、2024年末は3.9%となり、2023年まで緩やかな利上げを継続した後、2024年以降利下げに転換する予想である。
  - パウエル議長は記者会見で、今後の政策運営について「我々はフェデラルファンド金利の目標レンジを継続的に引き上げること(ongoing increases)が適切であると予想しているが、その引き上げペースは今後入ってくるデータと経済の見通しの進展に左右されるだろう。」と発言。また、「インフレ率を引き下げるにはトレンド以下の経済成長が持続する必要があると見込まれ、労働市場は弱含む可能性が非常に高い(there will very likely be some softening of labor market conditions)。物価安定の回復は、雇用の最大化と長期的な物価安定実現の前提として不可欠である。我々は、この仕事が完了したと確信できるまで、この仕事を継続する。」と、インフレ抑制を重視する姿勢を示した。
- 欧州ECBは、9月8日の定例理事会において、0.75%の利上げを決定し、中銀預金金利0.75%、リファイナンス金利1.25%、限界貸付金利1.5%とした。また、中銀預金金利がプラス圏となったことから、マイナス金利政策を前提とした、超過準備に係る二層構造を終了することとした。
  - ラガルド総裁は、前回7月の理事会での0.50%を上回る0.75%の利上げを決定した背景について、「この大きな一歩は、現在の極めて緩和的な政策金利水準から、インフレ率をECBの中期目標である2%に適時に戻すことを確実にする水準への移行を前倒しで進めるものだ。」「極めて高いインフレ率、しかも部門により異なるその規模や持続性に直面している状況では、当然ながら断固とした措置が必要だった(determined action had to be taken)。」と述べた。

- 今後の政策スタンスについては、「現在の評価に基づけば、今後数回の会合で(over the next several meetings)、需要を抑制し、インフレ期待の持続的な上方シフトのリスクを回避するために、さらに金利を引き上げることを想定している(we expect to raise interest rates further)。」と発言し、利上げを継続する方針を示唆した。
- 今後の具体的な政策金利の経路については、「我々は、今後得られる情報やインフレ見通しの進展に照らして、政策方針を定期的に再評価する。将来の政策金利の決定は、引き続きデータに依存し、会合ごとのアプローチに従うだろう(follow a meeting-by-meeting approach)。」とし、今後のデータを重視して判断すると説明した。
- 英国BOEは、9月21日に終了した金融政策委員会において、0.5%の利上げを決定し、政策金利を2.25%とした。一方、9月28日に臨時の英国国債買入の実施について公表した。
  - 9月21日の金融政策委員会声明文では、政府によるエネルギー価格対応措置により、インフレ率の急上昇が抑制される面はあるものの、「CPIインフレ率実測値のピークは8月報告の予測より低く、10月に11%弱になる可能性が高い。」「エネルギー価格が引き続き上昇することに加え、エネルギーコスト上昇の間接的な影響もあり、インフレ率は今後数ヶ月10%を超えて推移し、その後下落に転じると予想される。」とした。また、今後の政策スタンスについては、「総需要の強まりを含め、インフレ圧力が持続的になると判断されれば、委員会は必要に応じて強力に対応するだろう(the Committee will respond forcefully, as necessary)。」と発言し、インフレを引き続き警戒する方針を示した。
  - 一方、9月28日には、臨時の国債買入を公表。その理由に関し、「英国及び世界の金融資産の価格変動はこの一日でより顕著になっており、特に長期の英国国債に影響を与えている。この市場の機能不全が継続または悪化した場合、英国の金融安定に重大なリスクが生じるだろう。これは資金調達条件の不合理な引き締めと実体経済への信用供与の減少につながるだろう。」とし、足元の金融市場変動と、その実体経済への波及リスクに配慮したものであることを示した。ただし、「買い入れは厳密に時間を限定したもの(strictly time limited)である。」「MPCの年間目標である800億ポンドの保有残高削減は影響を受けず、変更されない。現在の市場環境に鑑み、BOE執行部は来週開始予定であったギルト売却オペの開始を延期した。」とし、従前予定されていた保有国債の売却措置を延期すること、臨時の国債買入は無制限に実施すること、これが時限的な措置であることを示した。

### 3. 当面の金融政策

- FRBとECBは、このところ急ピッチで利上げを進めるなど、インフレ抑制に軸足を置いた金融政策を行う姿勢を鮮明にしており、今後も、さらなる利上げが行われる可能性が高い。一方、株価が世界的に下落しているほか、住宅関連など実体経済へ負の影響も目立ち始めている。その点は、各国中央銀行とも認識しており、先行きのインフレ収束につれて経済成長に軸足を

移していくことが予想されるものの、そのタイミングや舵取り次第では想定以上の落ち込みや世界同時不況に発展するリスクもある。こうした中、金利、為替、株価といった主要マーケットの変動率が全般的に大きくなっており、突発的なイベントが発生しやすい環境にあると言える。このため、引続き、低格付債券などの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。

- わが国に関しても、急速な円安や物価上昇が進行する中、企業活動や日常生活にマイナスの影響が出始めており、政府は為替介入などの対応策に乗り出している。一方、日銀では、現在の物価上昇を一過性として景気回復を優先する姿勢を崩しておらず、為替対策として金融政策を用いることにも否定的なスタンスを堅持しているため、当面、利上げに転じる可能性は極めて低い。現時点では、政府は日銀の考えを理解しているように見受けられるものの、円安や物価上昇が続いた場合には、政府と日銀の政策的整合性を巡り、再検討を求める声が高まる可能性もある。来年4月に日銀総裁の交代が予定されていることもあり、その後任人事とも絡め、様々な予想や思惑が交錯しやすく、市場はその時々で敏感に反応する展開となる可能性がある。
- なお、10月の政策決定会合は、日銀が27、28日、ECBが27日の開催予定（FRBは予定なし）。

#### 4. 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、コロナオペ残高の大半が期日を迎えたことで、ビッド数や1先当たりの調達量が減少しており、レート水準は一時期に比べ低下し落ち着いて推移している。10月前半は、引き続き軟調な展開が見込まれるものの、積み最終日近辺では一時的にレートが上昇する可能性も考えられる。16日以降は、基準比率が更に高まると見込まれるが、影響は限定的と思われ、レート水準は引き続き低位での推移となるであろう。O/N物のレート水準は▲0.08～▲0.03%近辺での推移を予想する。
- 債券レポ市場については、直近では落ち着いた展開が続いている。長期金利の上昇により、9月8日以降、指値オペへの応札が確認される日が多くなっているが、マーケットに目立った混乱は見られていない。16日以降は、基準比率の上昇が見込まれることもあり、引き続きオフアニーズがしっかりとした展開となろう。GCT/Nのレート水準は、当面▲0.13～▲0.08%近辺での推移を予想する。
- 短期国債市場については、12月末越えの担保ニーズが強く、3M物を中心に全ゾーンで堅調に推移する中、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、▲0.25～▲0.10%程度での推移を予想する。短国買入オペに関しては、需給の底堅さから、当面は1,000億円程度で継続される可能性が高いと考える。
- CP市場の9月末の発行残高は、23兆579億円（前月比5兆1178億円の減少、前年同月比1兆7663億円の増加）となった。9月末は、例年通り有利子負債圧縮の影響により、一時的な発行残高の減少が見られたものの、期明け以降は再び増加傾向となっている。発行レートに大きな変化はなく、0%から小幅なプラス圏での推移が続いている。一部、発行残高の多い銘柄や

期間が長い物に関しては、レート上昇圧力が掛かりやすいと見込まれる。

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