

マーケット・アイ

(要旨)

- 内閣府は、10月25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10月28日に公表した「経済・物価情勢の展望」で、日本経済の現状について、前回9月の金融政策決定会合での認識を概ね踏襲した。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、本年末にかけて上昇傾向が続いた後、来年度半ばにかけてプラス幅を縮小していくとの見方を示した。引き続き、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継続するとした。
- 海外主要国では、インフレ率が高止まりしており、大幅な利上げの動きが継続された。米国FRBでは、11月1日から2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、さらなる利上げを行う見通しが示された。会合後の会見でパウエル総裁は、「ある時点で引き上げペースを落とすことが適切になる」、「早ければ次の会合かその次の会合かもしれない。」と述べつつも、「利上げペースをいつ緩やかにするかよりも、どこまで利上げを行い、どのくらいの期間引締め的な金融政策を継続するか主要な焦点だ。」と語った。

一方、欧州ECBも10月27日の定例理事会において、0.75%の利上げを決定、ラガルド総裁は、「インフレ率が中期目標である2%に適時に戻ることを確保するため、さらに利上げを行うことを想定している。」と述べた。このほか、英国BOEも11月3日の金融政策委員会で、政策金利を0.75%引き上げ、さらなる利上げの可能性を示唆した。

- 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低い。なお、金融政策と為替相場の関係については「日米の金利差だけに着目して最近の為替動向を説明することは、一面的ではないかというふうに思っております。」とし、従来通り、金融政策面での円安対応に否定的な立場を示した。
- ドル金利の上昇は、米国以外の国々にとっても、輸出の減少や債務負担増大など様々な経路を通じてマイナスの影響を及ぼす可能性がある。とくに新興国については、保有する外貨準備額はかつてより増えているが、ドルによる資金調達残高も大きく、金利水準のさらなる上昇にどこまで耐えられるかは不透明である。また、米国内を含め、高レバレッジ企業の債務負担は大きいいため、引き続き、長期金利や株式、為替相場の動向のほか、とりわけ低格付債など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。

1. 情勢判断

(1) 内閣府

- 内閣府は、10月25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。先行きについても「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。」と前月の判断を据え置いた。
- 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。」と前月と同様の認識を示した。
- 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、前月の認識を据え置いた。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」、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、前月と同様の認識を示した。

—— 地域別にみると、ユーロ圏について「景気は総じてみれば緩やかに持ち直している」とし、前月の「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」からやや判断が前進したものの、「ドイツにおいては、景気はこのところ持ち直しに足踏みがみられる」と慎重な見方を示した。また、中国に係るリスク要因の中で「金融資本市場の変動」への言及が削除された。

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、景気は総じてみれば緩やかに持ち直している。ドイツにおいては、景気はこのところ持ち直しに足踏みがみられる。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、金融引締めやエネルギー情勢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。
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28日に公表した「経済・物価情勢の展望」で、日本経済の現状判断について、「資源高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、9月の金融政策決定会合での認識を概ね踏襲した。海外経済については「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、前回の認識を据え置いた。

- また、当面の見通しについて、「見通し期間の中盤にかけては、資源高や海外経済減速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、緩和的な金融環境や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。」「見通し期間の中盤以降は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。」とした。「緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果」への言及が追加されたが、全体の認識に大きな変化はなかった。
- 経済にかかる当面のリスク要因については、①海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向、②ウクライナ情勢の展開やそのもとの資源・穀物価格の動向、③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、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、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。その後は、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、再び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。

—— 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「為替介入につきましては財務大臣の所管であり」と強調した上で、「為替相場は、経済・金融のファンダメンタルズを反映して安定的に推移することがきわめて重要であります。その意味で最近の円安の進行は、急速かつ一方的なものであります。こうした円安の進行は、先行きの不確実性を高め、企業の事業計画策定を困難にするなど、わが国経済にとってマイナスであり、望ましくないと考えております。政府は、投機による過度な変動は容認しない、過度な変動に対しては適切な対応を取る、との方針を継続されているものと承知しておりまして、この方針に沿って、適切に判断しておられるものと考えております。」と発言した。また、金融政策と為替相場の関係については「日米の金利差だけに着目して最近の為替動向を説明することは、一面的ではないかというふうに思っております。」とし、従来通り、金融政策面での円安対応に否定的な立場を示した。

—— また、物価の現状認識と今後の見通しについて「物価についてですが、ご指摘の通り、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、直近 9 月の計数で+3.0%となっております。その背景としては、主として、国際商品市況や為替円安の影響によって、輸入品価格が上昇していることが影響しております。年明け以降は、こうした海外からのコストプッシュ要因の押し上げ寄与が減衰していくため、消費者物価の前年比は、来年度半ばにかけてプラス幅を縮小していくと考えております。今回の展望レポートにおける消費者物価の中心的な見通しでも、今年度は 3%程度となるものの、来年度以降は 1%台半ばとな

ると予想しております。」と、足許の物価上昇が一過性であるとする従来の見解を繰り返した。

2. 金融政策

(日本)

- 日本銀行は10月27日から28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、これまでの金融市場調節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。

- ① ETF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。
- ② CP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、「経済が力強く成長して、企業の収益が拡大し、そして賃上げ率が上昇し、物価が上がっていくという好循環というのが一番好ましいことであり、それを目指して、現在の金融政策を行っている」、「賃金の上昇を伴って2%の物価安定目標が持続的・安定的

に達成されるということが私どもの目的でありますので、今のところ、2024 年度でもそういう状況になるという見込みでない」と、金融緩和を継続する姿勢を示した。

(海外)

- 米国FRBは、11月1日から2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、3.75~4.0%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)が示されている。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、前回9月と同様な背景認識が示された。また、「理事会は、十分に抑制的な金融政策スタンスを達成し、インフレ率を長期的に2%に戻すため、目標レンジの継続的な引き上げが適切であると予想している。」と、利上げを継続する見通しが示された。

—— パウエル議長は記者会見で、今後の政策運営について、「将来の目標レンジの引き上げペースを決定する際には、金融政策の累積的な引き締め(the cumulative tightening of monetary policy)、金融政策が経済活動やインフレに影響を与える際に生じるラグ(lags with which monetary policy affects economic activity and inflation)を考慮する」と述べた。また、「ある時点で引き上げペースを落とす(slow the pace of increases)ことが適切になる」、「早ければ次の会合かその次の会合(as soon as the next meeting or the one after that.)かもしれない。」と述べつつも、「利上げペースをいつ緩やかにするかよりも、どこまで利上げを行い、どのくらいの期間引締めの金融政策を継続するか(how high to raise rates and how long to keep monetary policy restricted)が主要な焦点だ。」と語った。

—— また、「9月に予想した金利水準については、得られているデータによれば、実際には更に高くなる(actually going to be higher)と考えている」、「望んでいたほどインフレ率は下がっていない(not to the extent that we had hoped)」と、従来よりもややインフレ見通しが高まっている可能性を示唆した。

- 欧州ECBは、10月27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1.5%、リファイナンス金利2.0%、限界貸付金利2.25%とした。また、金融政策の波及効果を確実なものとする為、TLTROⅢへの適用金利に係るルールの変更を決定した。

—— ラガルド総裁は、前回9月に続いて0.75%の大幅利上げを決定した背景について、「インフレ率は依然として高すぎる(inflation remains far too high)」、「需要の下支えを緩和し、インフレ期待の持続的な上方シフトのリスクを防ぐ(reducing support for demand and guarding against the risk of a persistent upward shift in inflation expectations)」と述べた。

- 今後の政策スタンスについては、「インフレ率が中期目標である2%に適時に戻ることを確保するため、さらに利上げを行うことを想定している(expects to raise interest rates further)。理事会は、インフレと経済の進展する見通しに基づき、会合ごとの判断に従って将来の政策金利の経路を決定する(following its meeting-by-meeting approach)。」と、前回の見通しを踏襲した。
- TLTROⅢの適用金利を変更した理由について、「金融政策の伝達を阻害させない(there is no deterrent to the transmission of our monetary policy)」ことに加え、繰り上げ返済を促すことで、「ユーロシステムのバランスシートを縮小させる(reduce the size of the overall Eurosystem balance sheet)」こと、「担保余力を増加させる(increase the pool of collateral that will be available going forward)」ことを挙げた。
- 英国BOEは、11月3日に終了した金融政策委員会において、0.75%の利上げを決定し、政策金利を3.0%とした。
 - 声明文では、物価見通しについて、「2022年第4四半期には11%程度まで上昇すると予想される(projected to pick up to around 11% in 2022 Q4)」と、前回と同様な認識を示しつつ、「インフレ率が目標まで持続的に回復するためには、さらなる政策金利の引き上げが必要になる可能性がある(further increases in Bank Rate may be required)」と、利上げが継続される見通しを示唆した。

3. 当面の金融政策見通し

- FRBは12月13、14日、ECBは同15日に金融政策決定会合を予定しており、それぞれで利上げが行われることはほぼ確実とみられる。急速な利上げにより、実体経済が悪化することへの懸念も強まっているが、当局としては、足許は、それによる心理的効果も含め、インフレ加速に繋がる予想物価上昇率の切り上げを抑える方が優先課題とみているのだろう。そして、実体経済が想定以上に落ち込む兆しが見えてくれば、連続利上げで政策金利の「糊代」も厚くなっていることもあり、利下げに踏み切り、下支えを行うという算段なのかもしれない。
- もっとも、基軸通貨であるドル金利の上昇は、米国以外の国々にとっても、輸出の減少や債務負担増大など様々な経路を通じてマイナスの影響を及ぼす可能性がある。とくに新興国については、保有する外貨準備額はかつてより増えているが、ドルによる資金調達残高も大きく、金利水準のさらなる上昇にどこまで耐えられるかは不透明である。また、米国内を含め、高レバレッジ企業の債務負担は大きいと、引続き、長期金利や株式、為替相場の動向のほか、とりわけ低格付債など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、わが国については、日本銀行が、足許の消費者物価上昇を一過性と認識しているため、当面、金融政策が変更される可能性は低い。今後、円安やエネルギー価格の上昇が一段と進行し、賃上げが広がるような状況になれば、イールドカーブコントロールやマイナス金利政策などの見直しに向けた動きが出てくることが予想される。

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、コロナオペ残高の減少に伴いマクロ加算残高の余裕枠が減少した先も多く、全体的に調達ニーズが後退している。また、為替介入の影響は現時点で明確には見られていない。レート水準については、調達ニーズの後退に伴い▲0.06～▲0.04%近辺で落ち着いた推移となっている。10月の積み最終日近辺では一時的に上昇する可能性もあるが、11月積み期となる16日以降は、9ヶ月ぶりに基準比率の低下が見込まれることもあり、引き続き低位で落ち着いた推移が予想される。
- 債券レポ市場については、直近では▲0.09%前後で落ち着いた展開が続いている。16日以降は、基準比率の低下が見込まれることもあり、オファーニーズがやや後退することも想定される。GC、T/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。この間、指値オペへの応札が継続的に見られる中、一部のSC銘柄ではオファーが出難い場面も散見されている。
- 短期国債市場については、10月から3M物の入札が60,000億円に増額されたことで、12月末越えの担保ニーズは一時期に比べ後退し、全体的に落ち着いた展開となっている。需給面では、期間の短い3M物と来年3月末越え物となる6M物へのニーズは引き続き堅調な地合いが見込まれるが、1Y物に関しては、日銀総裁任期も意識され軟調な展開となることも想定される。短国買入オペに関しては、引き続き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10月末の発行残高は、26兆1,011億円(前月比+3兆431億円、前年同月比+1兆8,066億円)となった。事業法人からの発行ニーズは根強く、9月末に一時的に減少した発行残高は、10月以降、再び緩やかな増加傾向にある。今後も年末にかけて、税金や賞与の支払いに備えた発行増加が見込まれる。発行レートに関しては、一部で極めて浅いマイナス金利も見られているが、概ね0%から小幅なプラスレートが多く、横這い圏での推移となっている。ただし、発行残高の多い銘柄や期間が長い物に関しては、引き続き上昇圧力がかかりやすい状況である。

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、确实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