

## マーケット・アイ

### 要旨

#### (景気)

- 内閣府は、12月21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。世界経済については、一部の地域において足踏みがみられるものの、緩やかな持ち直しが続いているとし、前月よりもやや慎重な認識を示した。日本銀行も、12月21日に公表した「当面の金融政策運営について」で、日本経済の現状判断について9月の金融政策決定会合での認識を踏襲する一方、海外経済については「回復ペースが鈍化している。」と、前回に比べて慎重な認識を示した。

#### (金融政策)

- 海外主要国では、インフレ率が引き続き高く、利上げの動きが継続された。米国FRBでは、12月13日から14日に開催されたFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを0.5%引き上げた。利上げ幅は前回11月の0.75%から縮小したが、会合後の会見でパウエル議長は、利上げを継続する見通しを示した。一方、欧州ECBも12月15日の定例理事会において、0.5%の利上げを決定し、ラガルド総裁は、さらなる利上げを予想する発言を行った。英国BOEも12月14日の金融政策委員会で、政策金利を0.5%引き上げ、さらなる利上げの可能性を示唆。

依然としてインフレ率が高水準であるため、さらなる引き上げを行う方針の表明やタカ派的な発言を通じ、インフレ加速に繋がる予想物価上昇率の切り上がりを阻止したい意向が窺われる。一方、これまでの連続的な利上げの結果、各種金利は相応の水準になっており、实体经济への影響もみられ始めている。こうしたなか、年明け以降、政策運営をめぐる不確実性は高まる可能性があり、金融市場は、その時々ニュースや思惑などに敏感に反応しやすいボラタイルな地合いとなることも想定される。インフレや労働需給等に関する統計指標の発表や要人発言などには要注意。

- 日本銀行は12月19日から20日に開催された金融政策決定会合において、長短金利操作の運用を一部見直し、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」に拡大することを決定。
- 一方、足許の消費者物価上昇を一過性とする認識は変えていないほか、一時150円台に達した円ドルレートも130円台前半に復帰しているため、当面、マイナス金利政策を見直す可能性は低く、短期金利は、概ね現行レンジで推移することが予想される。このところ機運が高まりつつある賃上げ動向が今後の注目点。

## 1. 情勢判断

### (1)内閣府

- 内閣府は、12月21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「ウィズコロナの下で、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。
- 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や、中国における感染動向に十分注意する必要がある。」とし、中国における感染動向への言及が加えられた。
- 世界経済に関しては「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、緩やかな持ち直しが続いている」とし、前月よりもやや慎重な認識を示した。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、中国について「景気は感染の再拡大の影響により、持ち直しの動きに足踏みが見られる。」とし、認識をやや引き下げた。

|      |   |
|------|---|
| 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見られる。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、景気は感染の再拡大の影響により、持ち直しの動きに足踏みが見られる。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12月20日に公表した「当面の金融政策運営について」で、日本経済の現状判断について、「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の、持ち直している。」とし、10月の金融政策決定会合での認識を踏襲した。海外経済については「回復ペースが鈍化している。」と、前回に比べて慎重な認識を示した。

- また、先行きの展望については、「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、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の、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な循環メカニズムが徐々に強まるもとの、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。」とし、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・物価動向、②今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、③内外の感染症の動向やその影響、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の、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。

## 2. 金融政策

### (海外)

- 米国FRBは、12月13日から14日に開催されたFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを0.50%引き上げ、4.25～4.5%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、「最近の指標では、消費と生産の緩やかな増加(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11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、利上げ幅を前回の0.75%から0.5%に縮小した背景について、「本日の措置により、我々は今年4.25%の金利引き上げを実施したことになる」と述べ、「金融引き締めとの累積と、金融政策が経済活動やインフレに与える影響の遅れを考慮」と説明した。
  - また、今後の政策運営については、「継続的な引き上げが適切である(ongoing increases will be appropriate)」、「当面制限的な政策スタンスを維持する(maintaining a restrictive policy stance for some time)必要があると見込まれる」、「インフレ率の低下には、トレンドを下回る成長率の持続と労働市場の軟化(below-trend growth and some softening of labor market conditions)が必要となると見込まれる」と述べた。
  - 足元のインフレ動向については、「10月と11月のインフレ率データは、毎月の物価上昇ペースの歓迎すべき低下を示している。しかし、インフレの持続的低下を確信するに

は、相当多くの証拠が必要だ」と述べた。

—— 公表された政策金利見通しでは、2023年末の中央値が5～5.25%となり、9月時点に比べて0.5%上昇した。2024年末は4～4.25%、2025年末は3～3.25%となっており、2024年中には利下げに転換するものの、ロンガーラン金利とされる2.5%より高い水準で維持される予想が示された。

- 欧州ECBは、12月15日の定例理事会において、0.5%の利上げを決定し、中銀預金金利2.0%、リファイナンス金利2.5%、限界貸付金利2.75%とした。また、資産買入プログラム(APP)の残高削減を2023年3月に開始することを表明した。

—— ラガルド総裁は、今後の政策スタンスについて、「インフレ率を2%の中期目標に適時に戻すために、十分な制限的水準に到達するには、金利はなお安定したペースで大幅に引上げられるだろう(interest rates will still have to rise significantly)と判断している。」と発言した。前回の「さらに利上げを行うことを想定している(expects to raise interest rates further)」よりも、やや強い表現となった。また、「現時点のデータに基づけば、一定期間、0.50%のペースでの利上げを予想すべき(we should expect to raise interest rates at a 50-basis-point pace for a period of time)」と述べた。

—— 資産買入プログラム(APP)の残高削減については、「2023年の3月以降」と表明し、「減額は2023年第2四半期末まで月平均150億ユーロ、その後のペースは時間をかけて決定される(its subsequent pace will be determined over time.)」とした。

- 英国BOEは、12月14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3.5%とした。

—— 声明文では、「労働市場は引き続きタイトであり、国内の物価と賃金にインフレ圧力が更に強く持続することを示す証拠があることから、さらに強い金融政策対応が適切である(justifies a further forceful monetary policy response.)。委員の大多数は、経済が11月の金融政策報告書の予測にほぼ沿って推移する場合、インフレ率を目標に持続的に戻すために、政策金利の更なる引き上げが必要になる可能性がある(further increases in Bank Rate may be required)と判断している。」と、利上げの継続が示唆された。

## (日本)

- 日本銀行は12月19日から20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、長短金利操作の運用を一部見直すことを決定した。

### (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長短金利操作の運用

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」に拡大する。10年物国債金利について0.5%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。上記の金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施する。

## (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。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

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。

—— 声明文では、長短金利操作の運用を一部見直すことについて、「緩和的な金融環境を維持しつつ、市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促していくため」であり、「本年春先以降、海外の金融資本市場のボラティリティが高まっており、わが国の市場もその影響を強く受けている。債券市場では、各年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定などの面で、市場機能が低下している。国債金利は、社債や貸出等の金利の基準となるものであり、こうした状態が続けば、企業の起債など金融環境に悪影響を及ぼす恐れがある。日本銀行としては、今回の措置により、イールドカーブ・コントロールを起点とする金融緩和の効果が、企業金融などを通じて、より円滑に波及していくと考えており、この枠組みによる金融緩和の持続性を高めることで、「物価安定の目標」の実現を目指していく考えである。」とした。

—— 黒田総裁は会合後の記者会見で、長期金利操作の運用を一部見直すことについて「まず

今回の措置は、市場機能を改善することで、イールドカーブ・コントロールを起点とする金融緩和の効果が、企業金融等を通じてより円滑に波及していくようにする趣旨で行うものでありまして、利上げではありません。今回の措置により、国債金利の変動幅が広がるものの、企業金融等を通じてイールドカーブ・コントロールを起点とする金融緩和の効果が、より円滑に波及していくというふうに考えております。日本銀行としては、この枠組みによる金融緩和の持続性を高めることで、物価安定の目標の実現を目指していく考えであります。」「イールドカーブの形状がやや歪んだ形になって、それが将来、企業金融等にもマイナスの影響を与える恐れがあるということが認識されてきましたので、このタイミングでその是正を図り、市場機能の改善を図ったということであります。」と説明した。

—— また、金融緩和の効果について「このイールドカーブの歪み、その 10 年のところを是正することが何かイールドカーブ・コントロール全体の効果を削ぐとかいうことは全くないというふうに考えています。」「春先から現在にかけての、いわゆる予想物価上昇率の上昇からいって、実質金利は春先よりも、また夏よりもずっと下がってしまっていて、金融緩和の効果というか力は、ものすごく増加しているということも背景としてあるということと言えます。」と説明した。

—— 今後の政策運営については、「このイールドカーブ・コントロールの運用の一部の見直し、これはイールドカーブ・コントロールをやめるとか、あるいは出口というようなものでは全くありません。」「現在は経済をしっかりと支えて、賃金の上昇を伴うかたちで物価安定の目標を持続的・安定的に実現するために、金融緩和を継続することが適当である」との考えを述べた。

### 3. 当面の金融政策見通し

- 欧米の中央銀行は、予想通り、12月に追加利上げを行ったが、依然としてインフレ率が高水準であるため、さらなる引き上げを行う方針の表明やタカ派的な発言を通じ、インフレ加速に繋がる予想物価上昇率の切り上がりを阻止したい意向が窺われる。一方、これまでの連続的な利上げの結果、各種金利は相応の水準になっており、实体经济への影響もみられ始めている。こうしたなか、年明け以降、政策運営をめぐる不確実性は高まる可能性があり、金融市場は、その時々ニュースや思惑などに敏感に反応しやすいボラティルな地合いとなることも想定される。インフレや労働需給等に関する統計指標の発表や要人発言などには注意が必要だ。
- 日本銀行では、20日の金融政策決定会合で、意表を突くイールドカーブ・コントロールの運用見直しを行ったが、足許の消費者物価上昇を一過性とする認識は変えていないほか、一時150円台に達した円ドルレートも130円台前半に復帰しているため、当面、マイナス金利政策を見直す可能性は低く、短期金利も概ね現行レンジで推移することが予想される。このところ機運が高まりつつある賃上げ動向が今後の注目点。

#### 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、▲0.05%を下回る比較的低いレート水準での取引が続く中、12月後半は、新積み期の営業日日数が年末年始を挟んで少なく、基準比率が上昇(44.0%→46.5%)したこともあり、積極的に調達する動きも窺われ、レート水準は緩やかに上昇している。年明け後も、最終日(15日)に向けた調整の動きから、レート水準が一時的に上振れする可能性もあるが、基本的には、▲0.05%を下回るレート水準が続くことが予想される。なお、20日の金融政策決定会合による特段の影響は今のところ表れていない。
- 債券レポ市場のGC(T/N)については、▲0.11～▲0.085%近辺での取引が中心となってきたが、20日の金融政策決定会合以降、オファーサイド(債券の出し手)で取引を手控える動きがみられ、レート水準もやや低下しており、当面は、▲0.13～▲0.08%近辺で推移することを予想。この間、年越えの取引に関しては、期間に関わらず一段のレート低下が見込まれる。また、SCに関しては、一部の銘柄で引き続き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、年末越えの担保ニーズから12月前半は、3M物、6M物を中心にしっかりと推移となったが、月の後半に入ると担保ニーズの一巡や、海外勢の休暇入りもあり、やや軟調な展開となった。年明け後は、入札が立て続けに行われる中、6M物の増額も見込まれるが、YCCの運用見直しにより、一時的に短期にシフトする資金も想定されることや、3月末越えが意識される事もあり、3M物を中心に堅調な地合いが見込まれる。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市場の発行残高は、12月入り後、税金や賞与の支払いに備えた資金需要の高まりから、緩やかな増加傾向を続ける中、22日には過去最高となる約29兆1,500億円に達した。年末に向けて期末要因から減少するものの、年明けには再び緩やかな増加傾向に転じる展開が予想される。発行レートは引き続き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が、発行残高の多い銘柄や年度末越え物に関しては、引き続き上昇圧力が掛かりやすい状況となっている。金融政策決定会合による影響は、今のところ特段みられていない。

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