

マーケット・アイ

要旨

(景気)

- 内閣府は、1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「このところ一部に弱さがみられるものの、緩やかに持ち直している。」とし、前月の判断から下方修正。世界経済に関しても、「世界の景気は、一部の地域において弱さがみられるものの、緩やかな持ち直しが続いている。」とし、前月に比べやや慎重な認識を示した。
- 一方、日本銀行は、「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の、持ち直している。」と景気判断を据え置き。物価については、目先、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から高めの伸びとなったあと、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踏襲、政策委員による2023年度、2024年度の物価見通しとも引き続き日銀が目標とする前年比2%を下回っている。

(金融政策)

- 欧米では追加利上げの動きが相次ぎ、3月の次回会合(ECB3/16日、FRB3/21~22日)でも、追加利上げを行う姿勢を示している。一方、FRBは2月の利上げ幅を前回の0.5%から0.25%に縮小したほか、ECBのラガルド総裁も、足許のインフレ率について、予想以上に低下しているとの認識を示すなど、若干の変化も窺われる。
- 引き続き、労働市場の需給バランスがタイトな状態にあるため、インフレ抑制重視の姿勢を一気に転換する可能性は低いが、今後、これまでの連続利上げによる影響が、今後、タイムラグを伴いながら实体经济に及んでくることも予想される。引き続き、労働市場の動向や中央銀行幹部の発言には注意が必要。
- 日本銀行は1月17日から18日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において長短金利操作、ならびに資産買入れ方針を据え置く一方、共通担保資金供給オペを拡充すること等を決定。
- 来年度以降、消費者物価上昇率が2%以下に低下するとの認識が大勢を占めており、総裁交代後も、金融政策がドラスティックに変更される可能性は低いと思われる。今後の政策変更に関しては、イーールドカーブ・コントロールのレンジ幅拡大や撤廃、マイナス金利の廃止などが考えられるが、急速な円高進行や株価の下落、实体经济の悪化を招くリスクもあるため、実施には慎重な検討が必要になるだろう。いずれにしても、今回の賃上げの機運が、来年度以降も継続する構造的な動きに繋がるかどうか、当面のポイントと言えよう。

1. 情勢判断

(1) 内閣府

- 内閣府は、1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「このところ一部に弱さがみられるものの、緩やかに持ち直している。」と前月の判断から下方修正した。先行きについては「ウィズコロナの下で、各種政策の効果もあって、景気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拡大の影響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やや強められた。
- 世界経済に関しては、「世界の景気は、一部の地域において弱さがみられるものの、緩やかな持ち直しが続いている。」とし、前月に比べて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に伴う影響、中国における感染拡大、物価上昇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、中国における感染動向への言及がやや強められた。

—— 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、このところ弱さがみられる。」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、景気は感染の再拡大の影響により、このところ弱さがみられる。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、感染拡大の影響の長期化による下振れリスクに留意する必要がある。

(2) 日本銀行

- 日本銀行は1月18日に公表した「経済・物価情勢の展望」(基本的見解)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、12月の金融政策決定会合での認識を踏襲した。また、海外経済についても「回復ペースが鈍化している。」と、前回の認識を踏襲した。

- 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、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」、その後は、「所得から支出への前向きな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。ただし、ペントアップ需要の顕在化による押し上げ圧力が和らいでいくほか、経済対策の効果の反動もあって、成長ペースは鈍化していく可能性が高い。」とした。経済対策による押し上げ効果とその反動についての言及が加わったものの、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、引き続き、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、目先、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響から高めの伸びとなったあと、そうした影響の減衰に加え、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果もあって、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、経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果の反動もあって、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。政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果への言及が追加された。
 - なお、政策委員による消費者物価(除く生鮮食品)の見通しをみると、2023年度が前年比+1.6%~+1.8%、2024年度が同+1.8%~+1.9%と、いずれも、日銀が目標とする2%を下回っている。

2. 金融政策

(海外)

- 米国FRBは、1月31日から2月1日に開催されたFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを0.25%引き上げ、4.5~4.75%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。インフレ率はやや落ち着いたものの、依然として高い水準にある(Inflation has eased somewhat but remains elevated)。」とした。前回12月で記載された「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」が削除されたが、「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、利上げを継続する姿勢を示した。
 - パウエル議長は記者会見で、利上げ幅を前回の0.5%から0.25%に縮小した背景につ

いて、「金融引き締め^の累積(the cumulative tightening of monetary policy)と、金融政策が経済活動やインフレに与える影響の遅れ(the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation)を考慮」したと述べ、「今後、理事会が、十分に抑制的な金融政策スタンスの達成に必要な利上げ幅を決定する際に、目標に向けた経済の進捗をより適切に評価するためには、緩やかな利上げペースに移行することが望ましいだろう(Shifting to a slower pace will better allow the Committee to assess the economy's progress)」と説明した。

—— また、今後の見通しについて、「継続的な利上げが適切であると引き続き考えている(ongoing increases will be appropriate)」、「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、「過去3ヶ月のインフレデータは、毎月の上昇ペースの歓迎すべき低下を示している。直近のインフレ動向は心強いもの(recent developments are encouraging)だが、インフレが持続的な低下経路にあると確信するには、さらに相当の証拠が必要(need substantially more evidence to be confident)だろう。」と述べた。

○ また、欧州ECBは、2月2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2.5%、リファイナンス金利3.0%、限界貸付金利3.25%とした。また、次回3月の理事会で更に0.5%の利上げを行った上で、その後の金融政策運営について評価するとの意向を示した。

—— 声明文では、「安定したペースで金利を大幅に引き上げ、インフレ率を2%の中期目標に適時に戻すために、十分抑制的な水準に維持する方針を堅持する(stay the course in raising interest rates significantly at a steady pace and in keeping them at levels that are sufficiently restrictive)」と、利上げを継続する方針が示された。

—— ラガルド総裁は、記者会見で、物価動向について「ヘッドラインのインフレ率が低下したのは事実であり、私たちが予想していた以上に、また多くの人々が予想していた以上に低下してきた。しかし、根底にあるインフレ圧力は非常に強い(alive and kicking)。」、「我々には更に考慮すべき領域があり、なすべきことがある(we are not done)。」と述べた。

○ 英国BOEも、2月1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4%とした。

—— 声明文では、今後の政策運営について「国内のインフレ圧力がどの程度緩和されるかは、これまでの大幅な利上げの影響も含め、経済の進展に左右される。見通しにはかなりの不確実性がある。金融政策委員会は、労働市場の逼迫度、賃金上昇率やサービスインフレ率の動向など、インフレ圧力が持続する兆候を引き続き注意深く監視していく。より持続的なインフレ圧力を示す証拠がある場合には、さらなる金融政策の引

き締めが必要となるだろう(If there were to be evidence of more persistent pressures, then further tightening in monetary policy would be required.)。』とした。

—— 物価動向については「ヘッドラインCPIインフレ率は下がり始め、エネルギーやその他の商品価格の過去の動きの結果、年内に急激に低下する可能性がある(likely to fall sharply over the rest of the year)。しかし、労働市場は依然としてタイトであり、国内の物価・賃金圧力は予想以上に強く(the labour market remains tight and domestic price and wage pressures have been stronger than expected)、基調的なインフレがより持続するリスクを示唆している。」と評価した。

(日本)

○ 日本銀行は1月17日から18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、ならびに資産買入れ方針を据え置くことを決定した。同時に、共通担保資金供給オペを拡充すること等を決定した。

1. 長短金利操作、ならびに資産買入れ方針について。

(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

長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、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整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において、機動的に、買入れ額の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。

2. 日本銀行は、①「貸出増加を支援するための資金供給」の貸付実行期限を1年間延長すること、②「気候変動対応オペ」の対象先を拡大し、新たに、系統会員金融機関を含めること、③「共通担保資金供給オペ」を拡充すること、を決定した。

—— 「共通担保資金供給オペレーション基本要領」を一部改正し、従来は金利入札方式（1年以内）と固定金利方式（10年以内）で分かれていた貸付期間を一本化し、いずれも「金融市場の情勢等を勘案して貸付けのつど決定する10年以内の期間」とした。

3. 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で、12月の金融政策決定会合における長短金利操作の運用を一部見直した効果について、機動的な市場調節運営を続けることで、今後、市場機能は改善していくとの見解を示した。

—— また、「共通担保資金供給オペ」の拡充については、スワップその他、様々な裁定行動を行うことを通じて、現物国債の需給に直接的な影響を与えることなく、長めの金利の低下を促すことができるとの考えのもと、必要に応じて、様々な年限や方式を有効に組み合わせながら実施していくとの方針を述べた。なお、この拡充以降、貸付期間5年の共通担保資金供給オペレーションが入札方式で2回実施されたが、それぞれ上限額を上回る応札結果となった。

—— 今後の政策運営については、「物価安定の目標を持続的・安定的に達成できる状況が見通せるようになったとは考えておりません」との認識を示し、金融緩和を継続する姿勢を示した。

3. 金融政策に関する今後の注目点

- 欧米の中央銀行は、3月の次回会合（ECB3/16日、FRB3/21～22日）でも、追加利上げを行う姿勢を示している。一方、FRBは2月の利上げ幅を前回の0.5%から0.25%に縮小したほか、ECBのラガルド総裁も、足許のインフレ率について、予想以上に低下しているとの認識を示すなど、若干の変化も窺われる。引き続き、労働市場の需給バランスがタイトな状態にあるため、インフレ抑制重視の姿勢を一気に転換する可能性は低いが、今後、これまでの連続利上げによる影響が、今後、タイムラグを伴いながら実体経済に及んでくることも予想される。引き続き、労働市場の動向や中央銀行幹部の発言には注意が必要だ。

- 日本銀行では、来年度以降、消費者物価上昇率が2%以下に低下するとの認識が大勢を占めており、総裁交代後も、金融政策がドラスティックに変更される可能性は低いと思われる。今後の政策変更に関しては、イールドカーブ・コントロールのレンジ幅拡大や撤廃、マイナス金利の廃止などが考えられるが、急速な円高進行や株価の下落、実体経済の悪化を招くリスクもあるため、実施には慎重な検討が必要になるだろう。いずれにしても、今回の賃上げの機運が、来年度以降も継続する構造的な動きに繋がるかどうか、当面のポイントと言えよう。

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、年明け以降、臨時の国債買入オペや長期の共通担保資金供給オペなどにより、多額の資金供給が行われてきたが、1月積み期(1/16日～2/15日)のマクロ加算残高にかかる基準比率が大幅に上昇(12月 46.5%→1月 53.0%)したことから、邦銀を中心に積極的な資金調達が行われ、無担保コールO/N物については、比較的高いレート水準での取引が続いている。2月積み期(2/16日～3/15日)の基準比率も高水準となることが見込まれるなか、調達ニーズの強い展開が想定され、▲0.05%以上での推移が予想される。
- 債券レポ市場のGC(T/N)については、高水準の基準比率を背景とした潜在的な資金調達ニーズはあるものの、国債買入オペの影響により品薄感も強いため、引続き、▲0.150%～▲0.080%を中心レンジとしたレート推移が予想される。この間、品薄感の強いSCに関しては、引き続きオファーが出辛い状況となっており、全般的に深めのレートが見込まれる。
- 短期国債市場については、年明け以降、複数回実施された共通担保資金供給オペ用の担保差入れや買い入れオペへの応札に向けた保有ニーズが強く、タイトな需給関係が続いている。一方、日銀の政策変更による金利上昇に対する警戒感も強まりつつあり、1年物など比較的長めの銘柄を中心にボラティルな値動きとなることも想定される。なお、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思われるが、金利水準が切り上がる地合いにある場合には増額もあるか。レートの中心レンジは、3か月物▲0.20%～▲0.13%、6か月物▲0.13%～▲0.06%、1Y物▲0.13%～▲0.03%を予想。
- CP市場の発行残高は、12月末に25兆円程度まで減少したものの、1月中旬には28兆円台まで回復、引き続き、企業における運転資金の調達ニーズは根強いため、当面は、高水準で推移することが予想される。発行レート面では、発行残高の多い銘柄や3月の年度末越えの案件で上昇圧力が掛かりやすい状況となっているが、キャッシュ潰しの購入ニーズも根強いため、中心レンジは、0～0.1%となるか。

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