

マーケット・アイ

(情勢判断)

- 内閣府は、6月22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は、「緩やかに回復している。」、世界経済に関しては「一部の地域において弱さがみられるものの、持ち直している。」といずれも前月と同様の認識を示した。また、物価に関し、日本銀行では、「輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくも、今年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。」とした。

(金融政策)

- FRB は、6月14日のFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを据え置き、5.00～5.25%とした。また同時に公表された2023年末の政策金利見通し中央値は5.6%と3月時点の見通しから0.5%引き上げられた。一方、パウエル議長は記者会見で、「委員会参加者のほぼ全員が、今年中に何らかの追加利上げが適切であろうと考えている」などと述べており、次回のFOMCで0.25%の利上げが行われる可能性がある。
- ECBも、6月15日の定例理事会で、前回同様0.25%の利上げを決定した。引き続き、高水準のインフレが続く中、域内金融システムも比較的安定している中、ラガルド総裁は記者会見で、「ベースラインに重大な変更がない限り、次回の会合で利上げを継続するだろう」と述べているため、次回の理事会(7月27日)において、0.25%程度の追加利上げが行われる可能性が高い。
- 日本銀行は6月15日から16日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において、従来の政策を据え置いた。植田総裁は会合後の記者会見において、従来の政策運営方針を繰り返しつつ、物価については見通しと比べて下がり方がやや遅いとの感触を述べたほか、賃金・物価の設定行動にある程度の変化がみられつつあるとも語り、当面は政策不変がメインシナリオながら、情勢認識に多少の変化が生じている印象も感じられた。
- 先行きの展開については、なお流動的な状況にあるが、植田総裁はデータ次第では、ある程度のサプライズが発生する可能性も示唆しており、先行きの動向を予想するうえでは、総裁など幹部発言や物価、為替動向等を継続的かつ注意深くフォローすることが一段と重要な局面にあると言えそうだ。
 - なお、レビューの暫定的なテーマとして、①過去25年間に実施してきた各種の非伝統的金融政策手段の効果と、②副作用を含めた金融市場や金融システムに及ぼした影響、③1990年代以降の経済のグローバル化やわが国の少子高齢化といった様々な環境変化が、企業・家計の行動や賃金・物価形成メカニズムなどに及ぼした影響、およびその金融政策への含意、が挙げられた。

1. 情勢判断

(1) 内閣府

- 内閣府は、6月22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「緩やかに回復している。」、先行きについて「雇用・所得環境が改善する下で、各種政策の効果もあって、緩やかな回復が続くことが期待される。」とし、いずれも前月の認識を据え置いた。
- 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「一部の地域において弱さがみられるものの、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」とし、いずれも前月の認識を据え置いた。下振れリスクについては「世界的な金融引締めに伴う影響、物価上昇等による下振れリスクに留意する必要がある。また、金融資本市場の変動の影響を注視する必要がある。」とし、前回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「景気は足踏み状態にある」、「先行きについては、足踏み状態が続くことが見込まれる。」とし、前回から認識をやや引き下げた。

アメリカ	アメリカでは、景気は緩やかに回復している。先行きについては、緩やかな回復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、景気は足踏み状態にある。ドイツにおいては、景気は足踏み状態にある。先行きについては、足踏み状態が続くことが見込まれる。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に留意する必要がある。
中国	中国では、景気は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、不動産市場の動向等を注視する必要がある。

(2) 日本銀行

- 日本銀行は6月16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、「既往の資源高の影響などを受けつつも、持ち直している。」、海外経済について、「回復ペースが鈍化している。」とし、4月の展望レポートでの認識を踏襲した。
- 先行きについては、「既往の資源高や海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかに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、4月の展望レポートでの認識を踏襲した。

- 経済にかかるリスク要因としては、①海外の経済・物価動向、②ウクライナ情勢の展開や資源・穀物価格の動向、を挙げた。
- 物価については、「輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとで、今年度半ばにかけて、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、企業の価格・賃金設定行動などの変化を伴う形で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、振れを伴いながらも、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる」とし、見通しに変更はなかった。

2. 金融政策

(米国)

- FRBは、6月14日のFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを据え置き、5.00～5.25%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が示された。

—— 声明文では、景況判断について、「緩やかなペースで拡大した(expanded at a modest pace)」、物価については、「依然としてとして高い水準にある(Inflation remains elevated)」とし、ともに前回と同様の見解を示した。また、金融システムについては「健全かつ頑健である(sound and resilient)」との認識を踏襲した。また、

——パウエル議長は記者会見で、政策金利を据え置いた背景について、「追加の情報と、それが金融政策判断に与える影響を評価する(assess additional information and its implications for monetary policy)ため」と説明し、情勢判断が難しい局面にあることを滲ませた。

(欧州)

- ECBは、6月15日の定例理事会で、前回同様0.25%の利上げを決定し、中銀預金金利3.5%、リファイナンス金利4.0%、限界貸付金利4.25%とした。また、資産購入プログラム(AAP)に基づく再投資を6月末までで終了するとした。次回以降の政策運営については、利上げを継続する見通しを示した。

—— 声明文では、利上げを実施した背景について、「基調的な物価上昇を示す指標は、一部で軟化の兆しが見られるものの、依然として強い(Indicators of underlying price pressures remain strong)」とした。

—— APP再投資の終了については、「市場で十分に吸収されている(well-absorbed by markets)」、「混乱は起きていない(not observed any disruption)」との認識を示した。

(日本)

- 日本銀行は6月15日から16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。

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統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。

- ① ETF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。

- ② CP等は、約2兆円の残高を維持する。社債等は、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(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、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。

「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。引き続き企業等の資金繰り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。

— 植田総裁は会合後の記者会見で、ヘッドラインのインフレ率が、2%のインフレ目標と比べれば大きく上振れている点について、「海外発のコストプッシュ・インフレーションであるとい

うことです。難しいことではありますが、それは日本の金融政策で、直接どうこうするということはなかなかできないわけでございます。」と説明した。

—— 足元の株高等について、「株ないしその他資産価格の上昇が、一部消費あるいは設備投資にプラスの影響を与えるという可能性もあるかなと思います。ただし、もちろん行き過ぎますと、ある種の金融的不均衡につながって、将来どこかでマイナスの影響を及ぼすというリスクもあるわけですので、全部含めて注視してまいりたいとは思っています」と述べた。

3. 当面の金融政策見通し

- 米国に関しては、今回の会合と同時に公表された経済見通しにおいて、2023年末の政策金利見通し中央値が5.6%と3月時点の見通しから0.5%引き上げられた。パウエル議長は記者会見で、「委員会参加者のほぼ全員が、今年中に何らかの追加利上げが適切であろうと考えている」、「重要な問題は、どの程度の早さで金利を引き上げるかだった」と述べており、金融システム不安の再燃や失業率の急上昇といったマイナス材料が浮上しなければ、次回のFOMCで0.255%の利上げが行われる可能性がある。
- また、欧州においても、引き続き、高水準のインフレが続き、域内金融システムも比較的安定している。こうした中、ラガルド総裁は記者会見で、「ベースラインに重大な変更がない限り、次回の会合で利上げを継続するだろう」、「一時停止は考えていない」と述べているため、次回の理事会(7月27日)において、0.25%程度の追加利上げが行われる可能性が高い。
- 一方、日本については、日銀の植田総裁は会合後の記者会見において、従来の政策運営方針を繰り返し、政策変更を示唆する特段の発言は聞かれなかった。一方、物価については、先行きの不確実性が高いと留保しつつ、見通しと比べ、「下がり方が思っていたよりもやや遅いかなという感触は持っております」との見解を述べたほか、「賃金・物価の設定行動にある程度の変化がみられつつあるというようなことを、特にヒアリング情報等でかなりつかみ始めています。」とも語り、当面は政策不変がメインシナリオながら、情勢認識に多少の変化が生じている印象も感じられた。
- 植田総裁は、現時点では、早すぎる政策変更による負の影響を強調しているため、先行きの展開については、なお流動的な状況にあるが、「一つの決定会合から次の決定会合の間に、様々な新しいデータや情報が入ってきますので、それに基づいて、前回とは違った結果になるということも含めて、ある程度のサプライズが発生するということも、他の政策でもそうですけれども、やむを得ないのかなというふうに思っております。」とも語っており、先行きの動向を予想するうえでは、総裁など幹部発言や物価、為替等の動向を継続的かつ注意深くフォローすることが一段と重要な局面にあると言えそうだ。

—— なお、レビューの暫定的なテーマとして、①過去25年間に実施してきた各種の非伝統的金融政策手段の効果と、②副作用を含めた金融市場や金融システムに及ぼした影

響、③1990年代以降の経済のグローバル化やわが国の少子高齢化といった様々な環境変化が、企業・家計の行動や賃金・物価形成メカニズムなどに及ぼした影響、およびその金融政策への含意、が挙げられた。

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、6月16日以降、マクロ加算残高にかかる基準比率が上昇した(5月積み期66.5%→6月積み期69.0%)ほか、19日に貸出増加支援オペ残高が3.2兆円増加したものの、30日に新型コロナオペの最後の期落ち(▲5.2兆円)を迎える。こうした中、基礎残高が少ない地銀を中心に調達意欲が低下することが想定され、レート水準は▲0.07～▲0.05%近辺での落ち着いた推移となることが予想される。
- 債券レポ市場のGC(T/N)取引については、5月積み期は▲0.10%を下回る水準で推移する日が多くあったが、6月16日以降は、▲0.09%前後で落ち着いた推移となっている。ビッドサイドの一部に資金運用ニーズの後退が見られ、一時期に比べレートが上昇する要因となった。今後は、6月末にかけてやや低下する事も想定されるが、月末を通過後は、再び▲0.11～▲0.08%近辺での推移が見込まれる。この間、SCに関しては、引き続きオファーが少ない銘柄も多く、全般的に深めのレート推移が見込まれる。
- 短期国債市場については、6月15日の3か月物の入札以降、やや軟調な展開となっているが、7月14日以降、3か月物の発行額が減少予定(6.8→5.8兆円)となっていることもあり、今後、レートは低下することが予想され、▲0.10%台半ばから後半で推移することが見込まれる。なお、円安の進行に伴う海外勢の動向には注意を払いたい。
- CP市場の発行残高については、6月中旬に26兆円台を回復した。6月末には例年同様、一旦、減少するものの、企業の資金調達ニーズは根強く、その後は再び緩やかに増加することが予想される。発行レートは、引き続きキャッシュ潰しによる購入ニーズもあるため、0%近傍に留まる見込み。ただし、発行残高の多い銘柄や期間が長いものに関しては、投資家が限定されるため、上昇圧力が掛かりやすい。

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、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