

### (情勢判断)

- 内閣府は、9月26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、日本銀行も景気や物価に関する従来の見方を踏襲した。

### (金融政策)

- FRB は、9月20日のFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを据え置き、5.25~5.5%とした。また、引続き、財務省証券等の保有量を削減する方針を決めた。声明文では、「最近の指標は、経済活動が堅調なペースで拡大していることを示唆している。雇用の増加はここ数カ月で鈍化した。依然として堅調で、失業率は低水準を維持している。インフレ率は依然高水準にある」との認識を示した。

今回の会合と同時に公表されたSEP(Summary of Economic Projections)において、年内1回の追加利上げの可能性が示されたほか、パウエル議長も、必要に応じて追加利上げをする用意がある旨の発言をしており、次回会合(10/31日、11/1日)で、0.25%の利上げが行われる可能性はある。

- ECB は、9月14日の定例理事会で、0.25%の利上げを決定し、中銀預金金利4.0%、リファイナンス金利4.5%、限界貸付金利4.75%とした。声明文では、「物価上昇は伸び率の低下を続けているが、依然として高すぎる状態が長期間継続すると予想される」との認識を示した。

景気悪化と高インフレが併進するスタグフレーション的な様相がみられている。こうした中、ラガルド総裁は、政策運営に関する方向感を示しておらず、次回会合(10月26日)での決定内容は、今後の状況次第ということになる。

- 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、長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)ならびに資産買入方針を前回から据え置いた。

植田総裁が読売新聞とのインタビューで行った発言をきっかけに政策変更の早期化観測が高まったが、今回会合後の記者会見では、従来の認識を変更したことを示唆する発言は聞かれなかった。先行きの動向を予想するうえでは、「物価変動の背後にある需給ギャップ、予想物価上昇率、賃金上昇率、これらを総合的にみて判断していく」とする日銀の基本スタンスを念頭に置き、年明け以降の政策変更の可能性も視野に入れながら、引続き、経済、物価、為替等の動向や総裁など幹部発言を継続的かつ注意深くフォローすることが必要だろう。

# マーケット・アイ

## 1. 情勢判断

### (1) 内閣府

- 内閣府は、9月26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、「世界的な金融引締めに伴う影響や中国経済の先行き懸念など、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、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、中国経済について言及した。
- 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や中国における不動産市場の停滞に伴う影響、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、前月と同様の認識を示した。

—— 地域別では、前月の認識から大きな変更はなかった。

アメリカ	アメリカでは、景気は回復している。先行きについては、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、弱さが見込まれる。さらに、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に足踏みがみられる。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、不動産市場の停滞に伴う影響等に留意する必要がある。

### (2) 日本銀行

- 日本銀行は9月22日に公表した「当面の政策運営について」で、日本経済の現状判断について、「緩やかに回復している」、海外経済については、「回復ペースが鈍化している」とし、いずれも7月の金融政策決定会合での認識を据え置いた。
- 先行きについては、「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、pent-up需要の顕在化などに支えられて、緩やかな回復を続けるとみられる」、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、7月の認識を概ね踏襲した。

- 経済にかかる当面のリスク要因としては、「海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など」、を挙げ、「そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある」、とした。
- 消費者物価(除く生鮮食品)の前年比については、「既往の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プラス幅を縮小したあと、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の賃金・価格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、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる」と、前回同様の見通しを示した。

—— 会合後の記者会見で植田総裁は、インフレ率が下がらない理由について聞かれ、「現象面としましては、輸入物価が国内物価に転嫁される動きがある経済主体、企業については大体終了したんだけど、次の瞬間になってみるとまた違う企業群が、輸入物価をここまで転嫁してなかったのを転嫁するという動きがやや続いているかなというふうに思っています」と答えただけで、そうした動きも、「そろそろピークに近いのかなとは思っています」との見通しを示した。

## 2. 金融政策

### 【FRB】据置き

- FRBは、9月20日のFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを据え置き、5.25～5.5%とした。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、「最近の指標は、経済活動が堅調なペースで拡大していることを示唆している。雇用の増加はここ数カ月で鈍化したが、依然として堅調で、失業率は低水準を維持している。インフレ率は依然高水準にある。」との認識を示した。

—— 会合後の記者会見でパウエル議長は、「今年に入ってからの実質GDP成長率は予想を上回っている。個人消費に関する最近の数値は特に堅調」と認識を示した。一方、「名目賃金の伸びには緩和の兆しが見られ、求人数は今年に入って減少している」ことにも言及した。

### 【ECB】利上げ

- ECBは、9月14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4.0%、リファイナンス金利4.5%、限界貸付金利4.75%とした。

—— 声明文では、「物価上昇は伸び率の低下を続けているが、依然として高すぎる状態が長期間継続すると予想される」と記述。今後の政策運営については「ECBの主要金利は十分に抑制的な水準(sufficiently restrictive levels)に設定される」とした。

—— ラガルド総裁は、会合後の記者会見で、「景気は今後数ヶ月間、低迷が続くだろう。今年前半の景気は概ね停滞し、最近の指標では第3四半期も低調だったことが示唆されている。ユーロ圏の輸出需要の低下と逼迫した資金調達環境の影響が、住宅投資や企業投資の減少を含め、成長を鈍らせている。これまでは底堅かったサービス部門も弱体化している。」との認識を示した。一方、「景気の減速にもかかわらず、労働市場は今のところ底堅く、7月の失業率は6.4%と歴史的低水準を維持した。」とも述べた。また、インフレ率に関しては、「ほとんどの指標が緩和を始めたとはいえ、基調的な物価上昇圧力は依然として高い」との現状認識を示す一方、「今後数カ月のうちに、2022年秋に記録した急激な物価上昇は年率ではなくなるため、インフレ率は低下する」との見通しも示した。

### 【日本銀行】据置き

- 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、長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)ならびに資産買入方針を前回から据え置いた。

#### 【今回決定の概要】(変更なし)

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
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 変動幅は「±0.5%程度」を目標 10年物国債金利について1.0%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
ETF	年間約12兆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
J-REIT	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。
CP等	約2兆円の残高を維持
社債等	感染症拡大前と同程度のペースで買入れ 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。

- 植田総裁は、会合後の記者会見で、物価情勢について、「企業の賃金・価格設定行動の一部に従来よりも積極的な動きがみられ始めていますが、物価安定の目標の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っていません」と従来の認識を繰り返した。

—— 長期金利が上昇している点については、「7月に修正しました後のYCCの運用方針のもとでの調節方針と整合的にその後形成されている」、「インフレ率、インフレ期待の上昇の中での動きですので、それほど心配する動きではない」との見方を示した。

### 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SEP(Summary of Economic Projections)で示された2023年末の政策金利見通しの中央値は、前回と同じ5.6%とされ、引続き、年内1回

の追加利上げの可能性が示唆されている。こうした中、パウエル議長は記者会見で、「結論を出すには、さらなる進展を確認する必要がある」としつつも、「引き締めの効果はまだ十分に現れていない(the full effects of our tightening have yet to be felt.)」、「適切であればさらに金利を引き上げる用意があり(We are prepared to raise rates further if appropriate)、インフレ率が目標に向かって持続的に低下していると確信できるまでは、制限的な水準で(at a restrictive level) 政策を維持するつもりである」と発言しており、次回会合(10/31日、11/1日)で、0.25%の利上げが行われる可能性はある。

- 欧州については、景気悪化と高インフレが併進するスタグフレーション的な様相がみられている。ラガルド総裁は、今後の政策運営に関し、「十分に制限的な(金利)水準と期間という両方の要素が重要です。しかし、おそらく焦点はもう少し継続期間に移っていくことは明らかです。しかし、今がそのピークだとは言えない(But it's obvious that the focus is probably going to move a bit more to the duration. But we can't say that now we are at that peak.)。というのも、データ、分析、専門家から得たさまざまな情報、そして予測やスタッフが提供する情報に対して、毎回評価を行わなければならないからです」と述べており、次回会合(10月26日)での決定内容は、今後の状況次第ということになる。
- 日本については、植田総裁が、読売新聞とのインタビューで、「十分だと思える情報やデータが年末までにそろそろ可能性もゼロではない」と発言したことなどが報じられた(9月9日朝刊)ことを受けて、政策変更の早期化観測が高まったが、今回会合後の記者会見では、従来の認識を変更したことを示唆する発言は聞かれなかった。先行きの動向を予想するうえでは、「物価変動の背後にある需給ギャップ、予想物価上昇率、賃金上昇率、これらを総合的にみて判断していく」とする日銀の基本スタンスを念頭に置き、年明け以降の政策変更の可能性も視野に入れながら、引続き、経済、物価、為替等の動向や総裁など幹部発言を継続的かつ注意深くフォローすることが必要だ。

#### 4. 当面の短期金融市場見通し

- 無担保コール市場では、貸出増加支援オペ残高の増加等を背景とした積極的な資金調達がみられる一方、レポ市場で調達した資金を放出する動きも増加しており、O/Nレートは、▲0.07～▲0.05%近辺での取引が中心となっている。10月入り後は、積み最終日が近づくにつれ一時的に上昇する可能性があるものの、その後は、現行レンジに戻ることが予想される。なお、来積み期の基準比率については、10月後半の資金需給が年金定時払いにより余剰地合いとなることから、現行の66%から若干上昇することが見込まれる。
- 債券レポ市場のGC(T/N)取引については、四半期末要因や円安進行の影響等から、オファーが出にくい状況となっており、レートは▲0.10%を大きく下回る水準で推移している。10月以降は、幾分上昇することが見込まれるが、品薄感が大幅に後退するには至らず、当面は、▲0.10%を下回る水準で推移することが予想される。この間、SC取引に関しても、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。

- 短国市場については、金融政策変更への警戒感などから、1年物レートは、▲0.05%を超える水準に上昇している。一方、3M物に関しては、根強い担保需要のもと、レポレート低下の影響もあって、引続き、▲0.10%を下回って推移している。当面は、良好な需給環境の中で、現行水準で推移することが予想されるが、年末にかけて利上げ観測が高まるような場合には、長めのタームから上昇する展開も想定される。なお、短国買入オペに関しては、当面1,000億円程度で継続されると思われるが、需給の悪化が見られるようであれば増額される可能性もあるか。
- CPの市場残高は、例年、9月末にみられる企業の有利子負債圧縮の動きから、一旦、減少するものの、運転資金などに向けた発行体の調達ニーズは依然として根強いため、再び、現状の27兆円レベルまでに回復することが予想される、発行レートについては、利上げ観測の動向にもよるが、引き続きキャッシュ潰しのニーズなどにより、0%近傍での推移が予想される。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