

マーケット・アイ

(情勢判断)

- 内閣府は、12月の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」と11月の判断を据え置いた。世界経済に関しても、11月同様、「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」とした。また、日本銀行は、12月19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、「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、いずれも前回10月の金融政策決定会合における認識を据え置いた。

(金融政策)

- FRBは、12月13日のFOMCにおいて、政策金利を据え置いた。一方、同時に公表されたSEPでは、来年中に0.75%の利下げを見込むかたちとなった。こうした中、パウエル議長は会合後の記者会見で、政策金利が引き締めサイクルのピークか、その近辺にあるとの認識を示した一方、さらなる利上げの可能性があることにも言及した。今後の政策運営に関しては、インフレ率や労働需給の動向次第となろうが、「引き締めの効果はまだ十分に現れていない可能性が高い」との発言も聞かれており、次回会合(1月30、31日)でも、据置きがメインシナリオとなると考えられる
- ECBも、12月14日の定例理事会で、主要政策金利を据え置いた。パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)に関しては、保有資産の再投資を2024年末に終了する方針を新たに示した。ラガルド総裁は、国内物価圧力は依然として高いとの認識を示し、利下げ観測の高まりを牽制したが、その一方で、景気後退リスクに配慮する姿勢もみせた。利上げと利下げの間の「高原状態」があることにも言及していることなどから、次回会合(1月25日)においても、政策金利の据置きがメインシナリオとなるか。
- 日本銀行は12月18日から19日に開催された政策委員会・金融政策決定会合で、金融政策運営方針を維持することを決定した。植田総裁は会合後の記者会見で、賃金と物価の好循環が実現する確度が、さらに強まっていくかは見極めが必要な段階にあるとの従来の認識を繰り返した。次回会合(1月22、23日)に関しては、引続き、「わが国経済・物価を巡る不確実性はきわめて高い」との認識に変化はみられておらず、マイナス金利解除など大幅な政策変更については慎重に判断するものと考えられる。なお、マイナス金利解除後の短期金融市場運営に関しては、政策金利や日銀当座預金の階層構造のあり方を含め、現時点では、決め打ちをできる段階にないとしているが、引続き、発信情報については注意深いフォローが必要だ。

1. 情勢判断

(1) 内閣府

- 内閣府は、12月の月例経済報告において、日本経済の現状について「このところ一部に足踏みもみられるが、緩やかに回復している」、「先行きについては、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。
- また、世界経済に関しても、「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、中東地域をめぐる情勢、金融資本市場の変動の影響を注視する必要がある」とした。

—— 地域別でも、前月の認識を据え置いた。

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、景気は弱含んでいる。ドイツにおいては、景気は弱含んでいる。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12月19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、「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10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、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかな回復が続けるとみられる」、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の、潜在成長率を上回る成長が続けると考えられる」とし、10月の認識を踏襲した。
- 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、「そのもとの、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、「来年度にかけて、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が残ることなどから、2%を上回る水準で推移するとみられる。」との見通しを示した。

2. 金融政策

【FRB】 据え置き

- FRBは、12月13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。
 - 声明文では「最近の指標は、経済活動の伸びが第3四半期の力強いペースから鈍化したことを示唆している。雇用の増加は年初から緩やかになったが、依然力強く、失業率は低水準を維持している。インフレ率はこの1年で緩和したが、依然として高水準にある。」との認識が示された。
 - 同時に公表されたSEPでは、2024年末の政策金利見通し中央値が4.5～4.75%となり、来年中に0.75%の利下げを見込むかたちとなった。
- パウエル議長は会合後の記者会見で、「我々は、政策金利はこの引き締めサイクルのピークか、その近辺にあるだろうと考えている (we believe that our policy rate is likely at or near its peak for this tightening cycle)」との認識を示す一方、SEPの結果に関し、「FOMC参加者は、金利をさらに引き上げることが適切である可能性は高くないと考えているが、その可能性をテーブルから外すことも望んでいない (While participants do not view it as likely to be appropriate to raise interest rates further, neither do they want to take the possibility off the table.)」とも述べた。
- 当面の政策運営に関しては、今後のインフレ率や労働需給の動向次第となろうが、「引き締めの効果はまだ十分に現れていない可能性が高い (the full effects of our tightening likely have not yet been felt.)」との発言などを踏まえると、次回会合(1月30、31日)でも、据置きがメインシナリオとなると考えられる。

【ECB】 据え置き

- ECBは、12月14日の定例理事会で、主要政策金利を維持し、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%に据え置くことを決定した。一方、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)に関しては、保有資産の再投資を2024年後半から月間平均75億ユーロのペースで減額し、2024年末に終了する方針を新たに示した。
- ラガルド総裁は会合後の記者会見で、「基礎インフレ率はさらに緩和したが、主に単位労働コストの力強い伸びにより、国内物価圧力は依然として高い」との認識を示したほか、「私たちは利下げについて全く議論していません (We did not discuss rate cuts at all.)」と述べ、利下げ観測の過度な高まりを牽制した。一方、「私たちのベースラインには景気後退はない」、「私たちの使命は景気後退を引き起こすことではない」と述べ、景気後退リスクにも配慮する姿勢を

みせた。「利上げと利下げの間には、高原状態(a whole plateau)がある」と語っていることなどを踏まえると、次回会合(1月25日)においても、政策金利の据置きがメインシナリオとなるか。

【日本銀行】据え置き

- 日本銀行は12月19日の金融政策決定会合で、金融政策運営方針を維持した。

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。 長期金利の上限は1.0%を目途とし、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、共通担保資金供給オペなどを実施する。 指値オペの利回りは、金利の実勢等を踏まえて、適宜決定する。
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、賃金と物価の好循環への距離感について聞かれ、「基調的な物価上昇率が、2025年度にかけて物価安定の目標に向けて徐々に高まっていくという見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まってきている」としたうえで、さらに強まっていくかは見極めが必要な段階にあるとの認識を示した。

—— 因みに、12月7日の参議院財政金融委員会において、「年末から来年にかけて一段とチャレンジングである」と答弁した意図については、仕事の取り組み姿勢一般について答えたものであり、政策変更のタイミングとは関係ないことを示唆した。

3. 次回会合(1月22、23日)に関しては、引き続き、「わが国経済・物価を巡る不確実性はきわめて高い」との認識に変化はみられておらず、マイナス金利解除などの大幅な政策変更については慎重に判断するものと考えられる。なお、マイナス金利解除後の短期金融市場運営に関しては、政策金利や日銀当座預金の階層構造のあり方を含め、現時点では、決め打ちをできる段階にないとしているが、引き続き、発信情報については注意深いフォローが必要だ。

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増加に伴うマクロ加算残高枠の拡大や年末年始の連休要因もあり、年明け後も、資金調達ニーズの強い状況が続くことが見込まれ、年明け後のレート水準は▲0.03～▲0.005%近辺で推移することが予想される。1月積み期間は、季節的に基準比率の低下が想定される一方、1月30日に気候変動オペが予定されているため、資金調達ニーズが底堅い状態が続き、レートは比較的高水準で推移す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、年明け後も、長期金利の上昇を警戒してオファーを手控える動きや根強い担保ニーズを背景に▲0.15～▲0.12%近辺での推移が想定される。とくに、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も、年明け後も、旺盛な担保ニーズや利上げを警戒した退避資金の流入が続くことが予想され、3M物に関しては年明け後も▲0.25～▲0.15%のレンジで推移することが見込まれる。一方、期間が長めの銘柄に関しては、利上げを織り込む動きが強まり、とくに1Y物に関しては、プラス圏内に浮上する可能性もある。
- CP市場の市場残高は、年明け後も、運転資金の増加等を背景とした事業法人による旺盛な発行が予想されるが、投資家サイドが政策変更への警戒を強めているため、期間の短縮化や発行レート上昇が増えてくる可能性がある。とくに、発行残高の多い銘柄や年度末越え物に関しては、より強い上昇圧力が掛かりやすい。



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