

金融市場パネル 2022年9月会合 (事務局資料)

シニア研究員 井上 哲也

株式会社野村総合研究所
金融デジタルビジネスリサーチ部

2022年9月

NRI

Share the Next Values!



1. 米欧日の物価動向

想定される論点

- 品目別の価格の動きにはどのような特徴がみられるか
- 供給要因の寄与はどう推移しているか
- 賃金への二次的効果はどの程度顕在化しているか

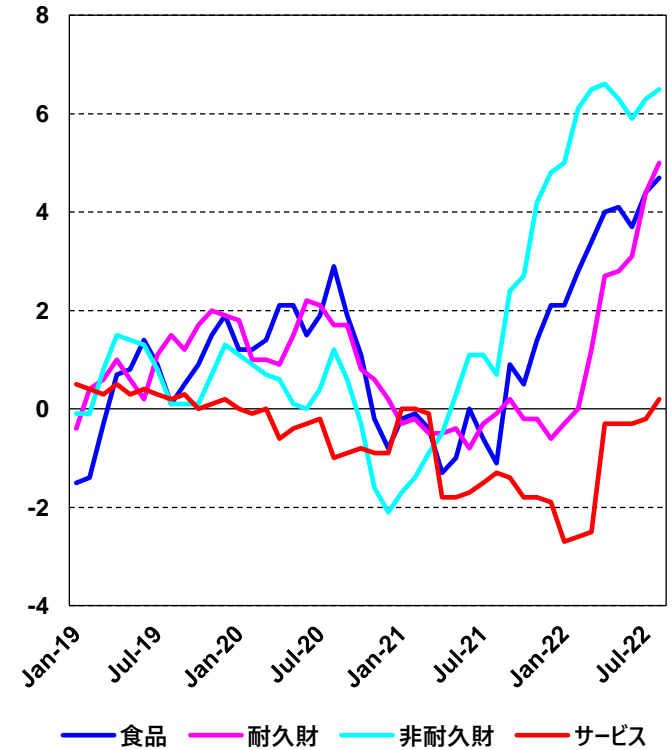
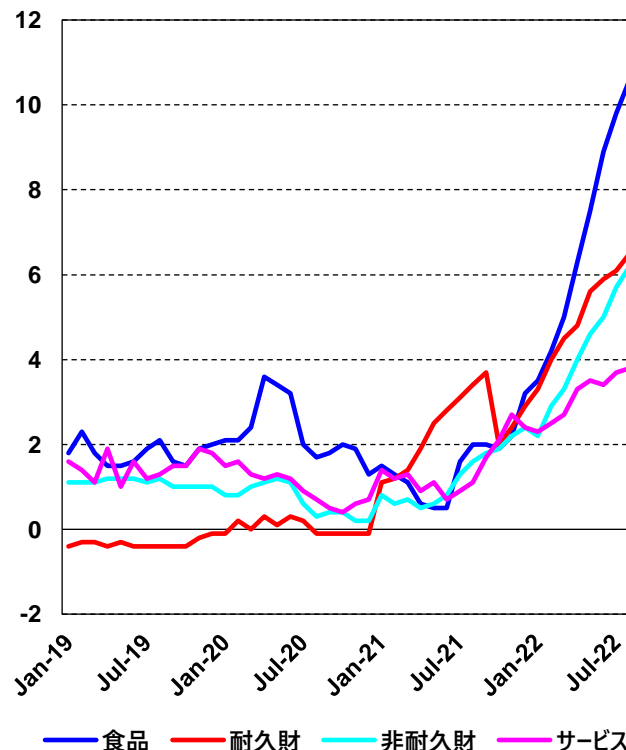
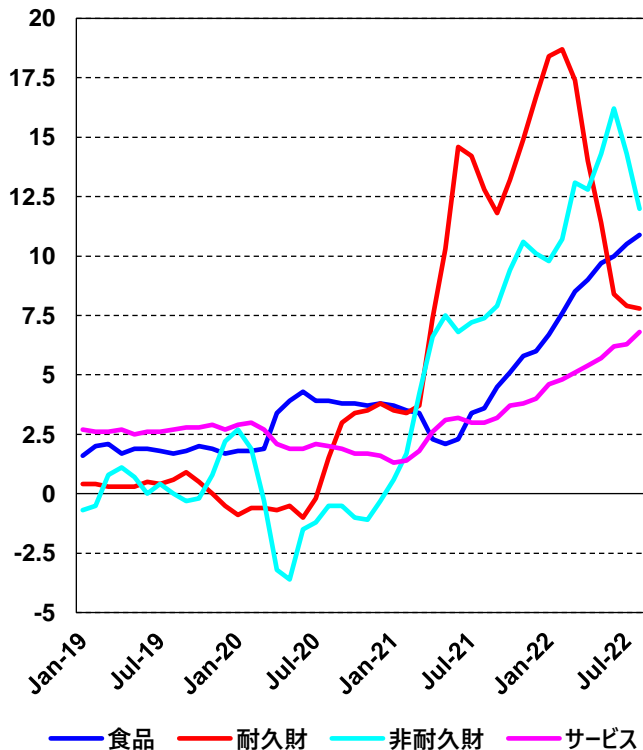
1. 米欧日の物価動向

資料：BLS, Eurostat, 総務省

米欧日の消費者物価インフレ率

- 米欧日の消費者物価インフレ率を種類別にみると、米国は耐久財に加えて非耐久財でも減速の兆しがみられる一方で、食品やサービスは加速を続けている。一方、ユーロ圏では食品価格の上昇率が米国に匹敵する高さとなったほか、耐久財や非耐久財、サービスも一様に加速を続けている。これに対し日本でも、非耐久財は既にユーロ圏と同様な伸びとなったほか、食品と耐久財も足元で加速が目立つようになった。しかし、サービスは依然としてゼロ近傍の動きとなっている。

種類別の消費者物価インフレ率の推移（前年比％）
（左：米国、中央：ユーロ圏：右：日本）



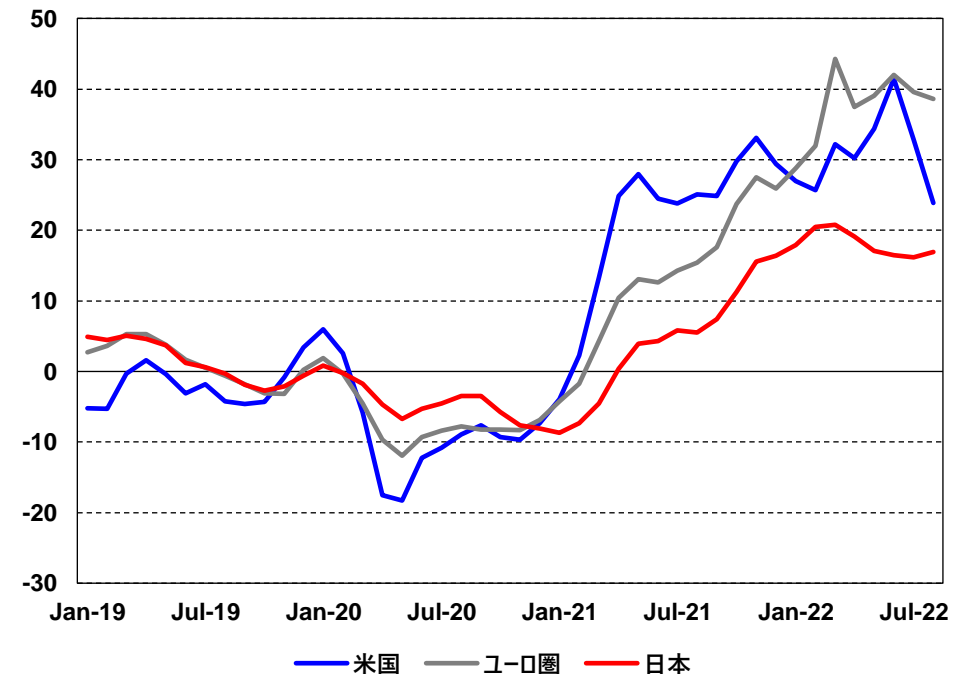
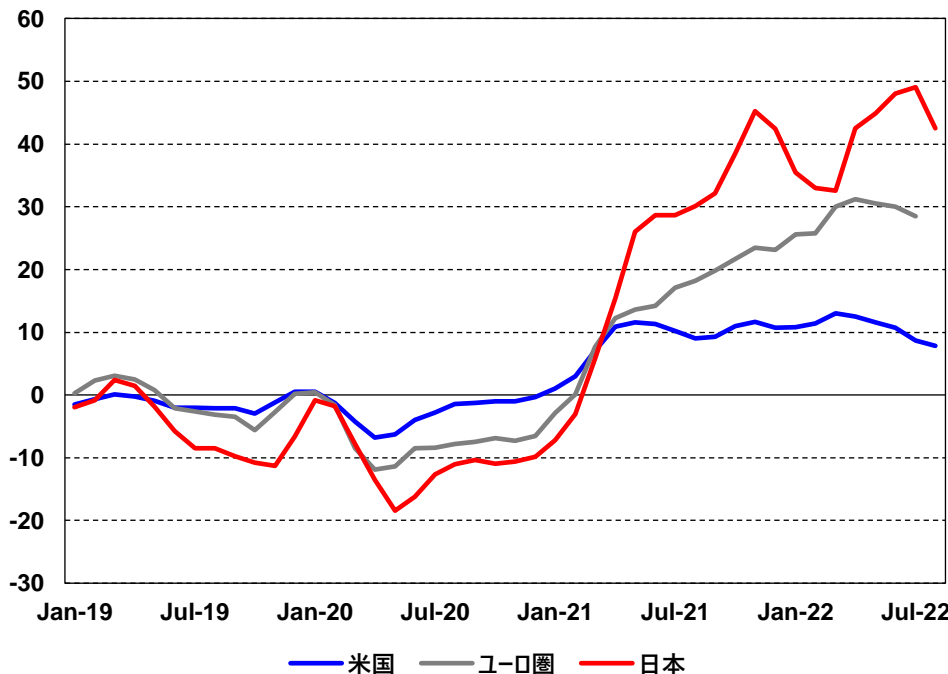
1. 米欧日の物価動向

米欧日の輸入物価上昇率

資料：BLS, Eurostat, 総務省, 日本銀行

- 米欧日の輸入物価インフレ率を比較すると、対ドルでの大幅な円安もあって、引続き日本の上昇率の高さが目立っている。対照的に米国の上昇は抑制されており、その意味で「ホームメイド・インフレーション」の特徴を示している。また、消費者物価のうちエネルギー価格を比較すると、米国とユーロ圏はともに40%近い上昇に達したのに対し、日本も加速したが20%程度の伸びに抑えられたこともわかる。しかも、足元では、米国で頭打ち感が顕在化した一方、ユーロ圏では上昇率が高止まっている。

種類別のインフレ率の推移（前年比％）
（左：輸入物価、右：消費者物価のうちエネルギー）



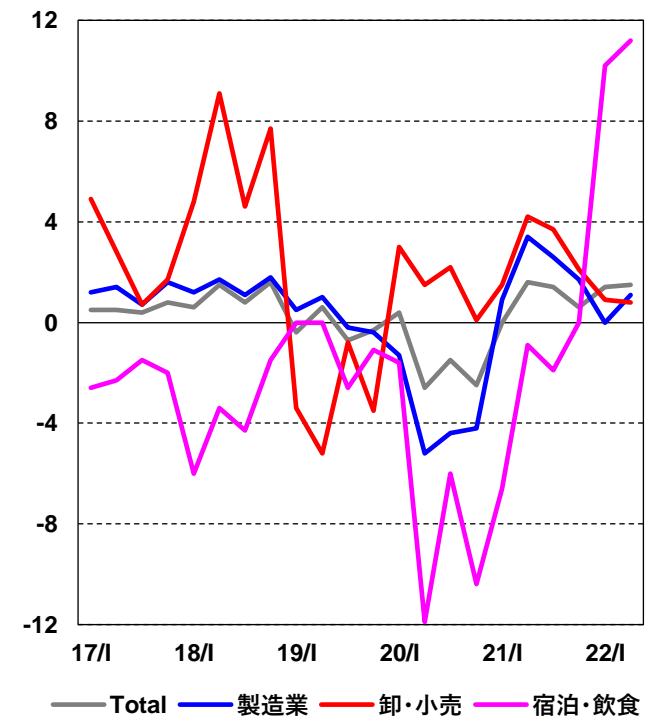
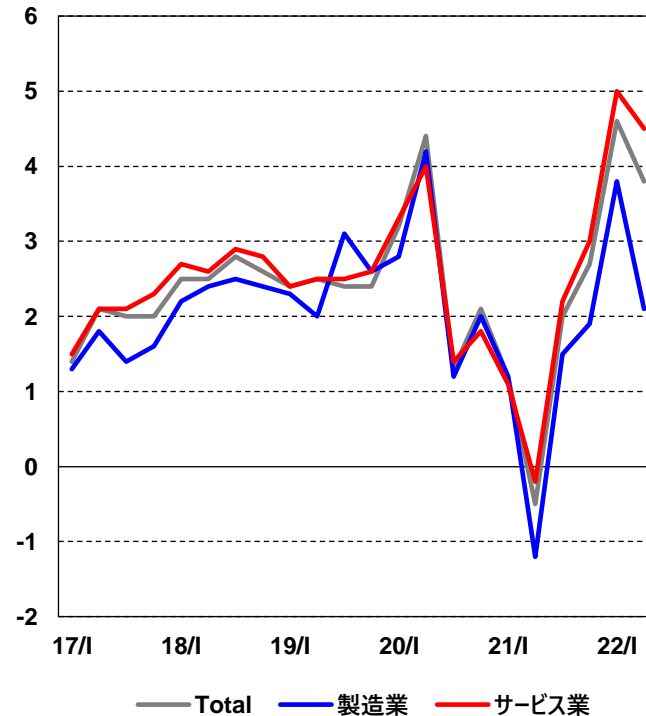
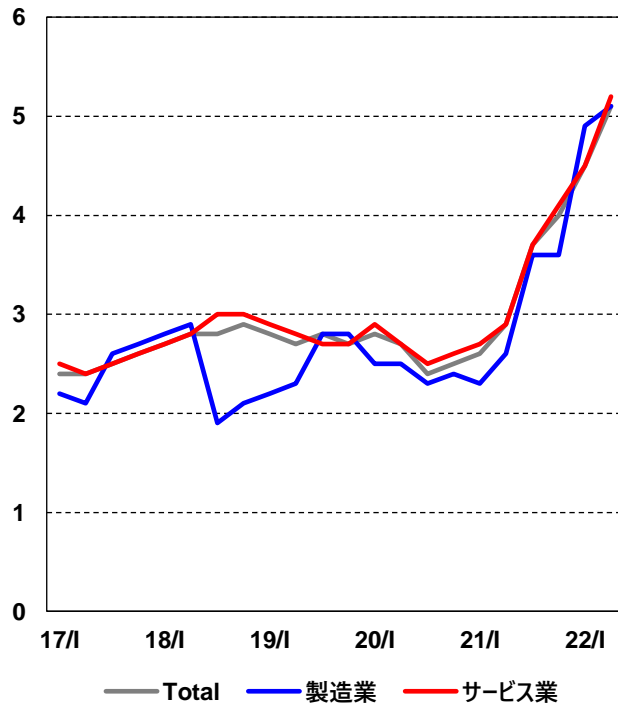
1. 米欧日の物価動向

資料：BLS, Eurostat, 厚生労働省

米欧日の賃金上昇率

- 米欧の賃金上昇率をlabor cost indexによってみると、米国は製造業もサービス業もともに加速を続けており、賃金上昇が広がりを持っていることが確認できる。これに対しユーロ圏では、本年前半にかけて製造業とサービス業がともに加速したあと、足元では製造業を中心に頭打ちの動きもみられる。
- 日本については毎勤の現金給与総額でみると、総じてみれば2021年の反動増が抑制的であり、かつ足元にかけて Momentum を失ったことが確認できる。もっとも、宿泊・飲食については、2021年も減少を続けたこともあって、本年入り後の前年比増加率は極めて高い。

賃金上昇率の推移（前年比%）
（左：米国、中央：ユーロ圏：右：日本）



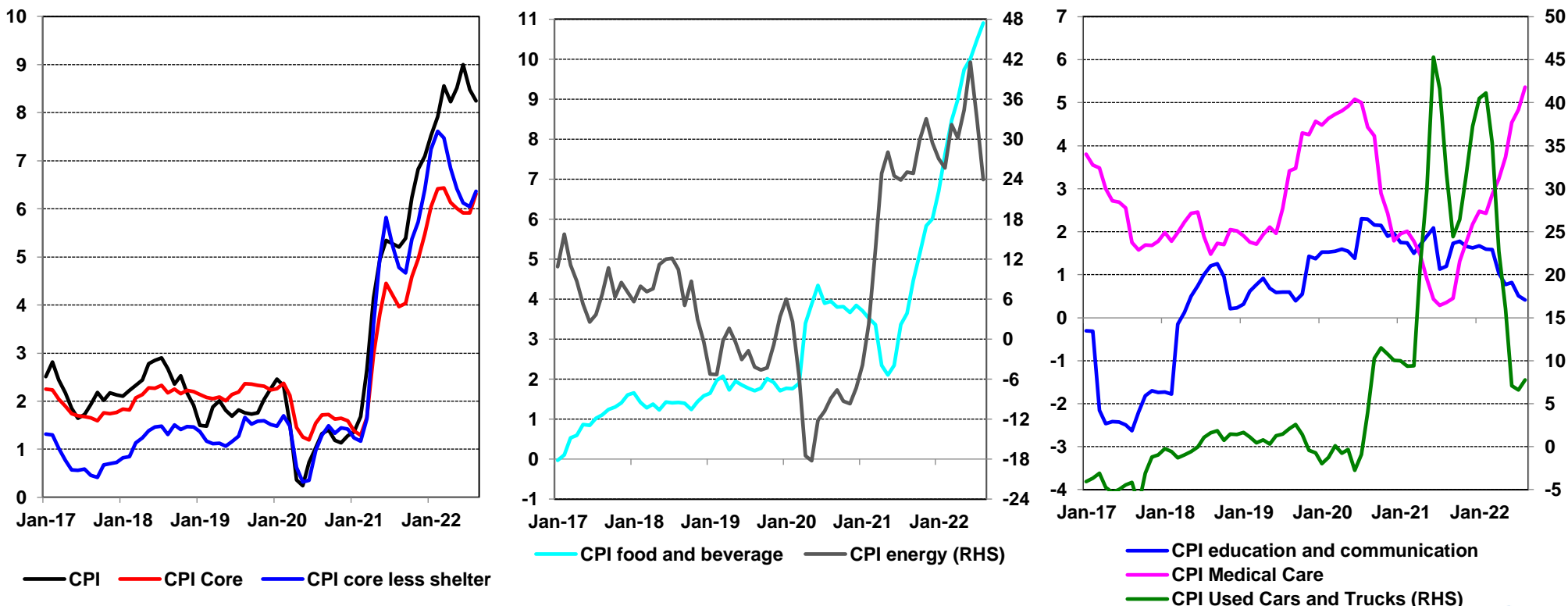
1. 米欧日の物価動向

資料：BLS

米国の物価（その1）

- CPIインフレ率には頭打ちの兆しもみられるが、コアには更なる加速の可能性が残っている。
 - －直近（8月時点）でCPI総合はピークから減速したがコアはむしろ高まった。帰属家賃を除いてもコアとほぼ同じ動きとなっており、家賃の影響が突出している訳ではない。
 - －エネルギー価格（ウエイト約6%）の上昇率が2021年初当時まで減速した一方、食品価格（ウエイト約14%）の伸び率は一貫して加速している。この間、中古車価格の上昇率は顕著に減速したほか、教育・通信の価格も減速したが、医療費は2021年央以降に再び加速している。

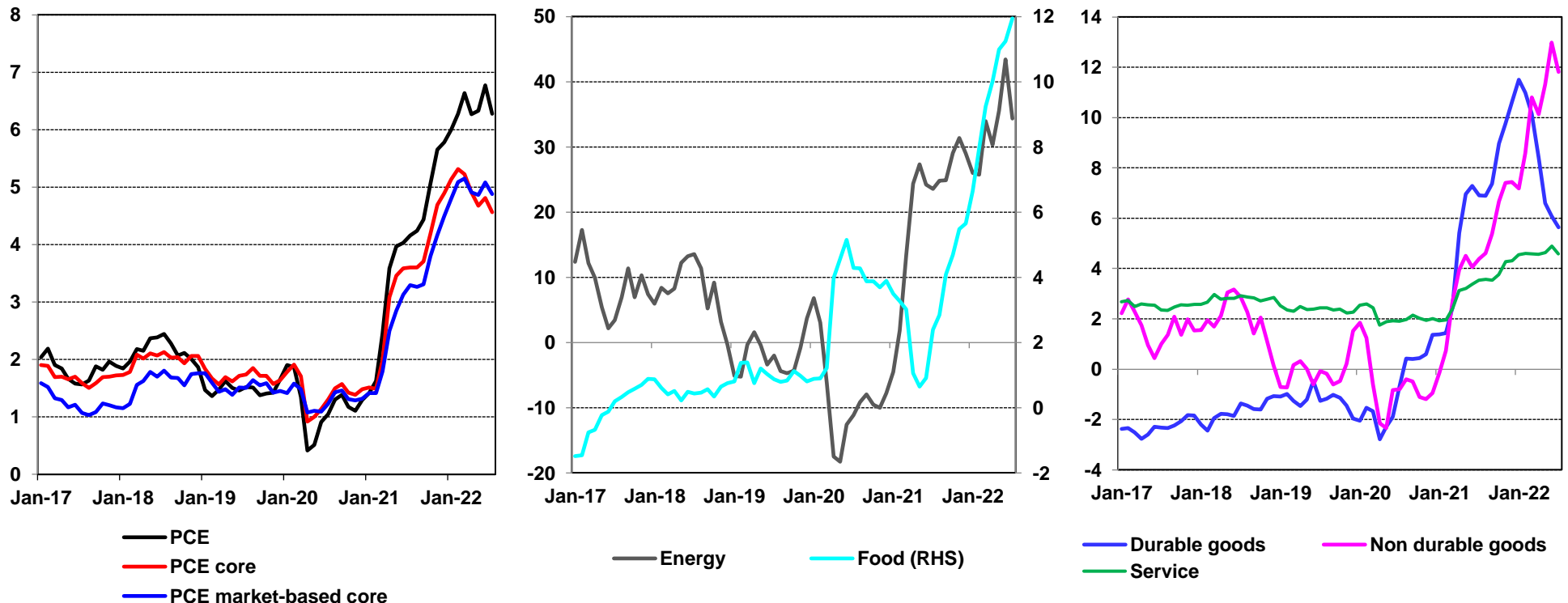
インフレ率（CPIベース：前年比%）



米国の物価（その2）

- FRBが政策目標として使用するPCEインフレ率にも頭打ちの兆しがみられる。
 - － PCE総合は前年比6%台中盤で上下しているほか、コアも5%を割り込む動きをみせている。もっとも、エネルギー価格のモメンタムはCPIより強いほか、食品価格の上昇率も加速を続けている。
 - － 種類別には、エネルギーを含む非耐久財価格の上昇率と、自動車を含む耐久財価格の上昇率が本年入り後に逆転したほか、後者の減速が目立っている。この間、サービス価格は相対的に地味ではあるが、足許で5%近傍まで高まるなど、インフレ圧力は広がりをもっている。

インフレ率（PCEベース：前年比%）



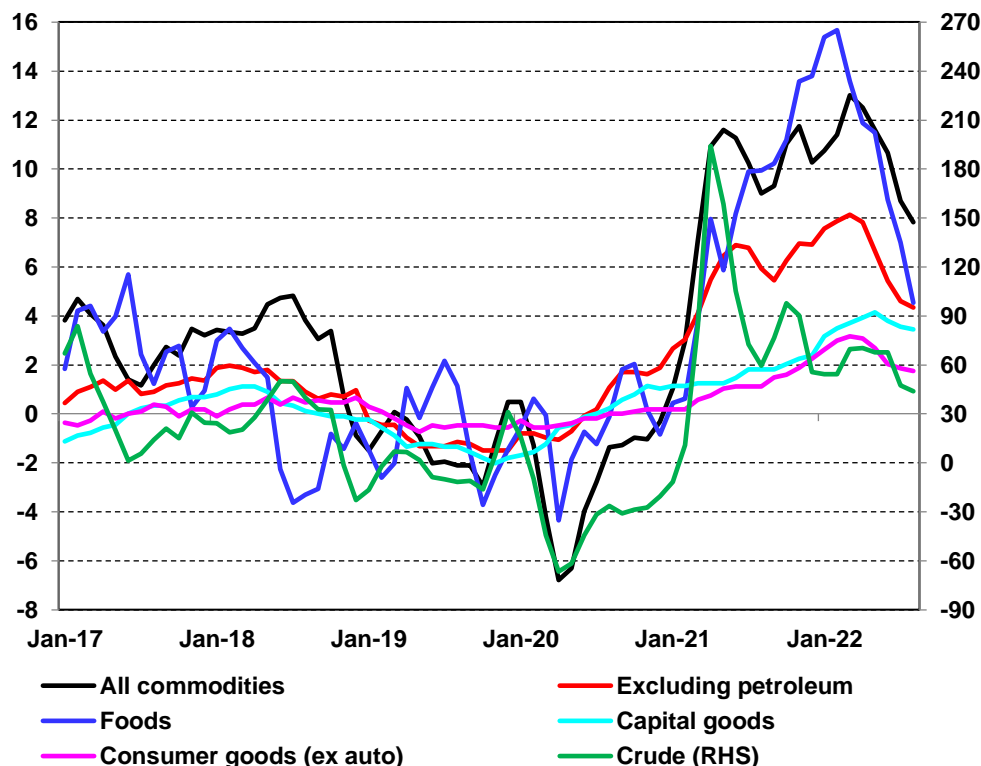
1. 米欧日の物価動向

資料：BLS

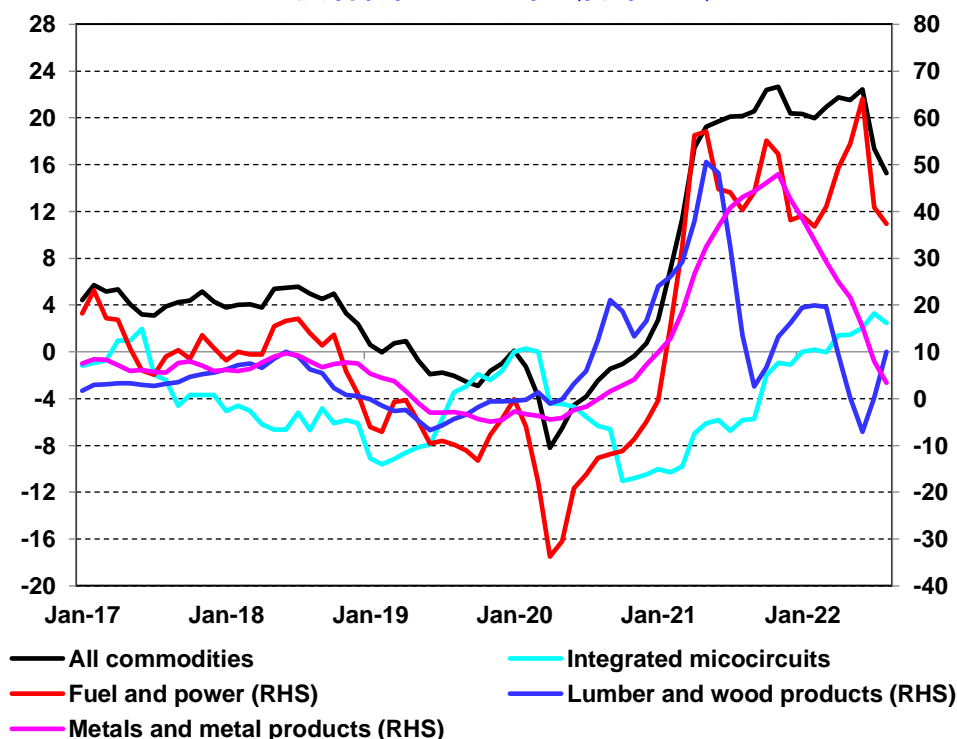
米国の物価（その3）

- 輸入物価インフレ率は明確に減速している。
 - － 直近（8月時点）で総合は8%まで減速した。原油価格の上昇率が2021年初の水準まで減速してきたほか、除く原油では5%前後となり、食品価格の上昇率も急減速している。この間、資本財や消費財の価格上昇率も低位に止まっている。
- 生産者物価インフレ率にも頭打ちの兆しがみられる。
 - － 直近（8月時点）で総合は16%付近にあり、消費者物価との乖離はなお大きい。金属製品の価格は顕著に減速したが、燃料・電力価格の上昇率は高止まっている。

輸入物価インフレ率（前年比%）



生産者物価インフレ率（前年比%）

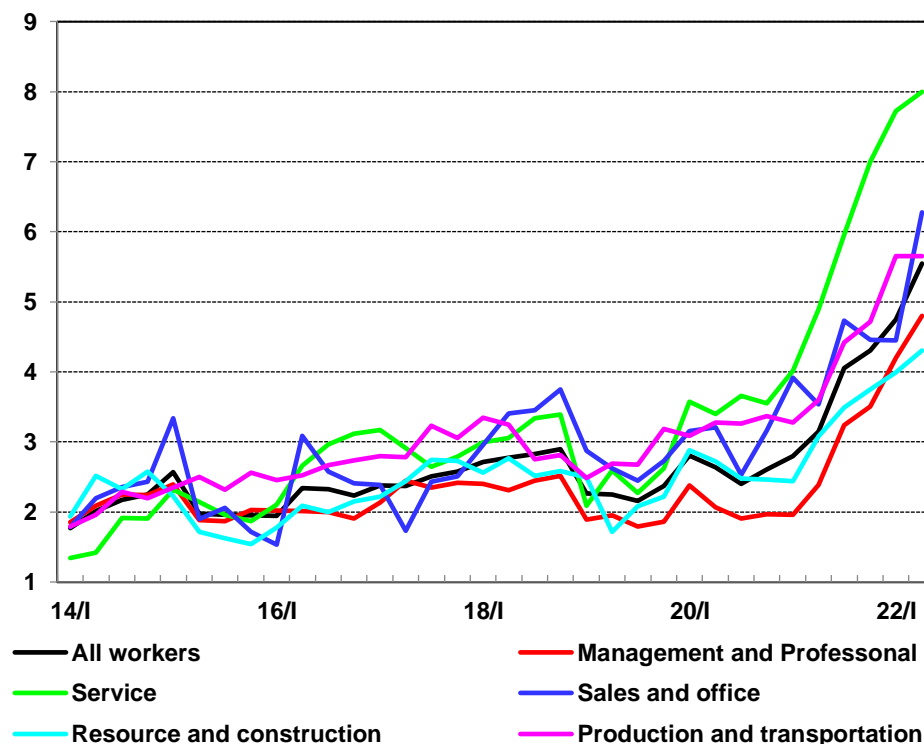
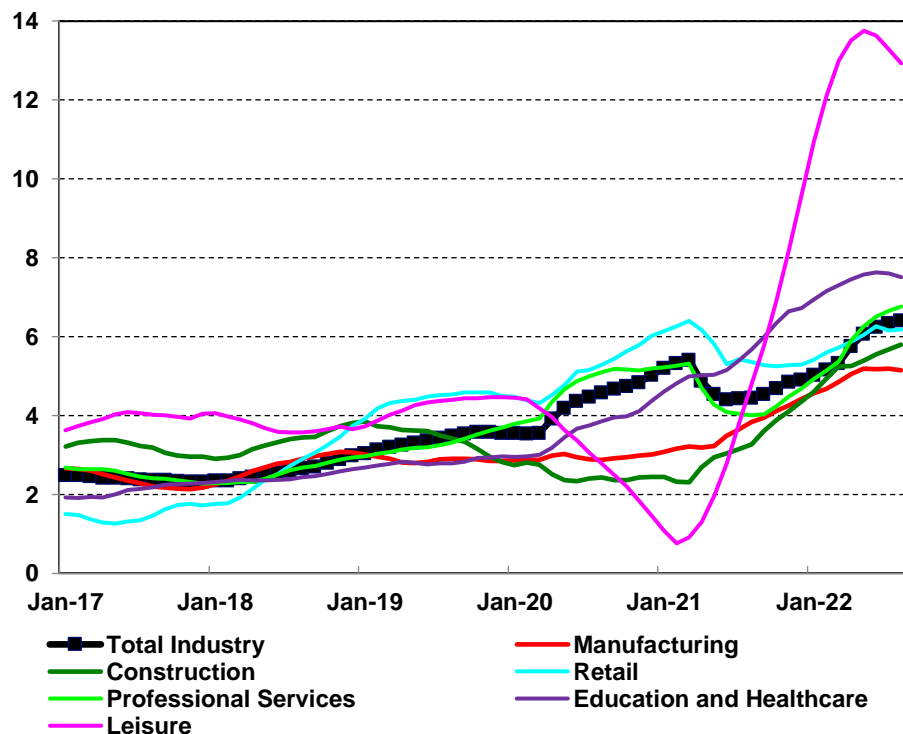


米国の賃金

■ 賃金上昇率は着実に加速を続けている。

- －雇用統計による賃金上昇率（全産業）は加速を続けており、12か月移動平均でも6%を超えている。娯楽には頭打ちの兆しもみられるが上昇率は顕著であり、その他の職種も上昇率が収斂しながら加速している。
- －雇用コスト指数（ボーナスや諸報酬を含む）の伸びも加速が明確になっている。サービスが顕著に加速したほか、販売、生産・運輸の伸びが相対的に高い一方、資源・建設や管理・専門職でも上昇率が加速した。

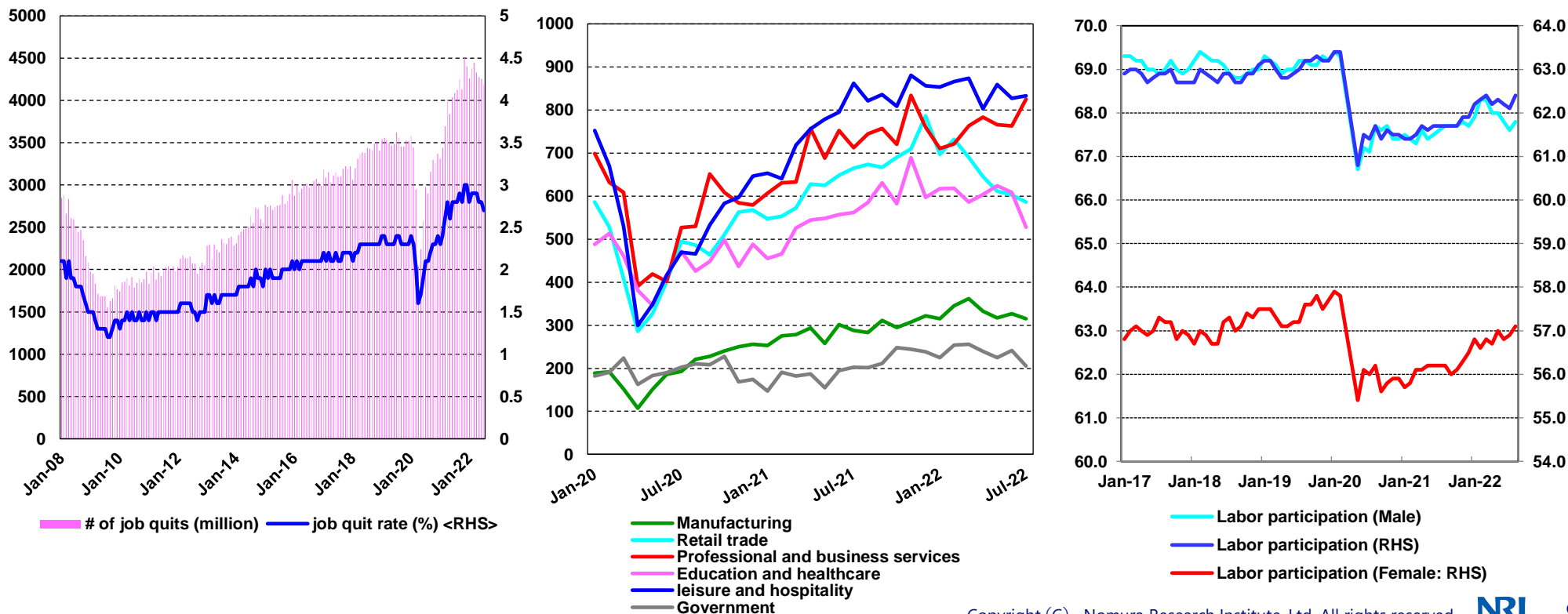
（左）主要産業別賃金（前年比：12ヶ月MA・%）、（右）主要職種別賃金（前年比・%）



米国の労働供給

- 離職者数や離職率はコロナ後は従前のトレンドとは不連続に増加してきた。直近（7月）時点では頭打ちの兆しもみられるが、各々400万人と3%弱と高水準にある。主要な業種別にみると、娯楽・宿泊、専門・ビジネスサービスが引続き多い一方で、小売や教育・ヘルスケアでは減少の兆しもみられる。
- 労働参加率も、コロナ期に大きく低下した後、女性は徐々に回復を辿っている一方で、男性の回復は必ずしも明確でなく、全体の回復も緩やかに止まっている。

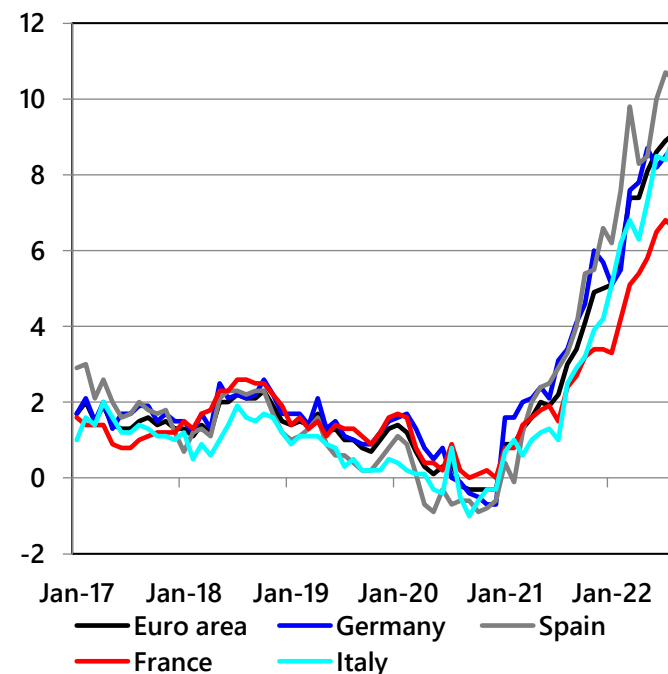
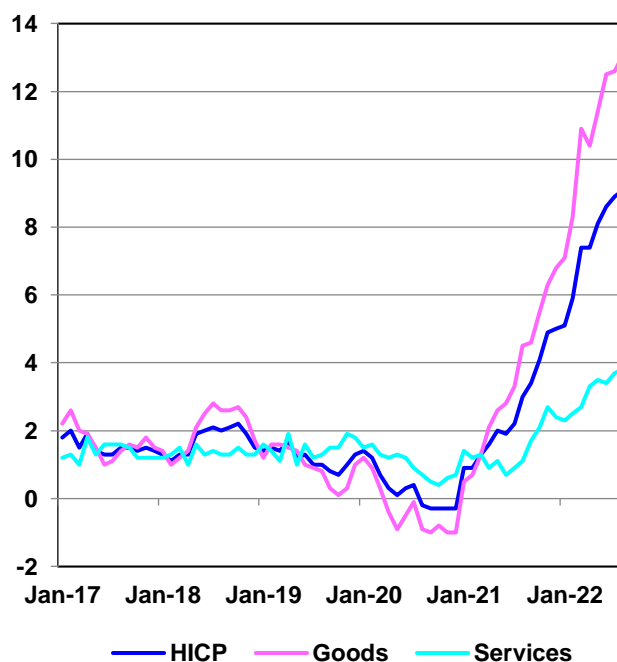
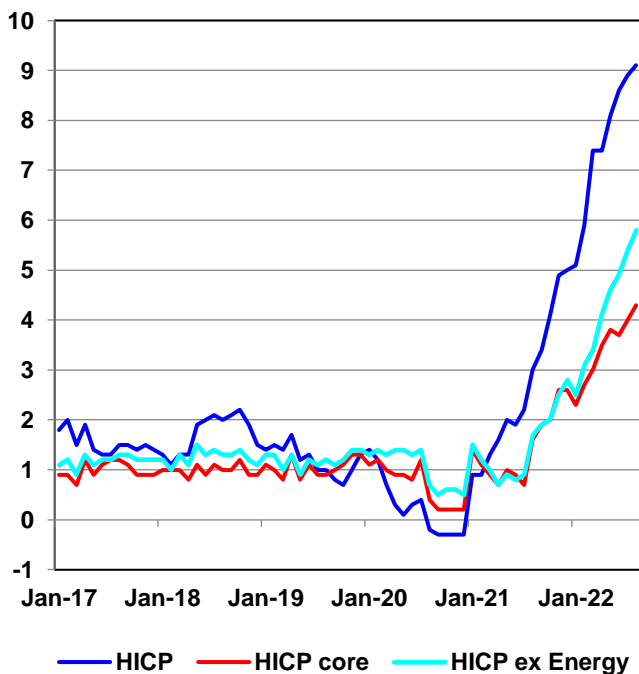
<左> 離職者と離職率（千人：％）、<中央> 主要業種別の離職者（千人）
 <右> 労働参加率（％）



ユーロ圏の物価（その1）

- HICP総合インフレ率は顕著な加速を続けており、直近（8月時点）では9%を超えた。エネルギー価格の寄与は大きいですが、コアも4%台中盤まで上昇している。また、サービス価格も緩やかながら着実に加速し、足元では4%に近づくなど、インフレ圧力は拡大を続けている。
- 各国別には、ドイツとイタリアがユーロ圏全体の動きに収斂する一方、フランスが下振れし、スペインが上振れするという興味深いパターンを示している。また、足元でも頭打ちの兆しは米国ほど明確ではない。

HICPインフレ率（＜左＞前年比、＜中央＞種類別、＜右＞国別：いずれも前年比%）

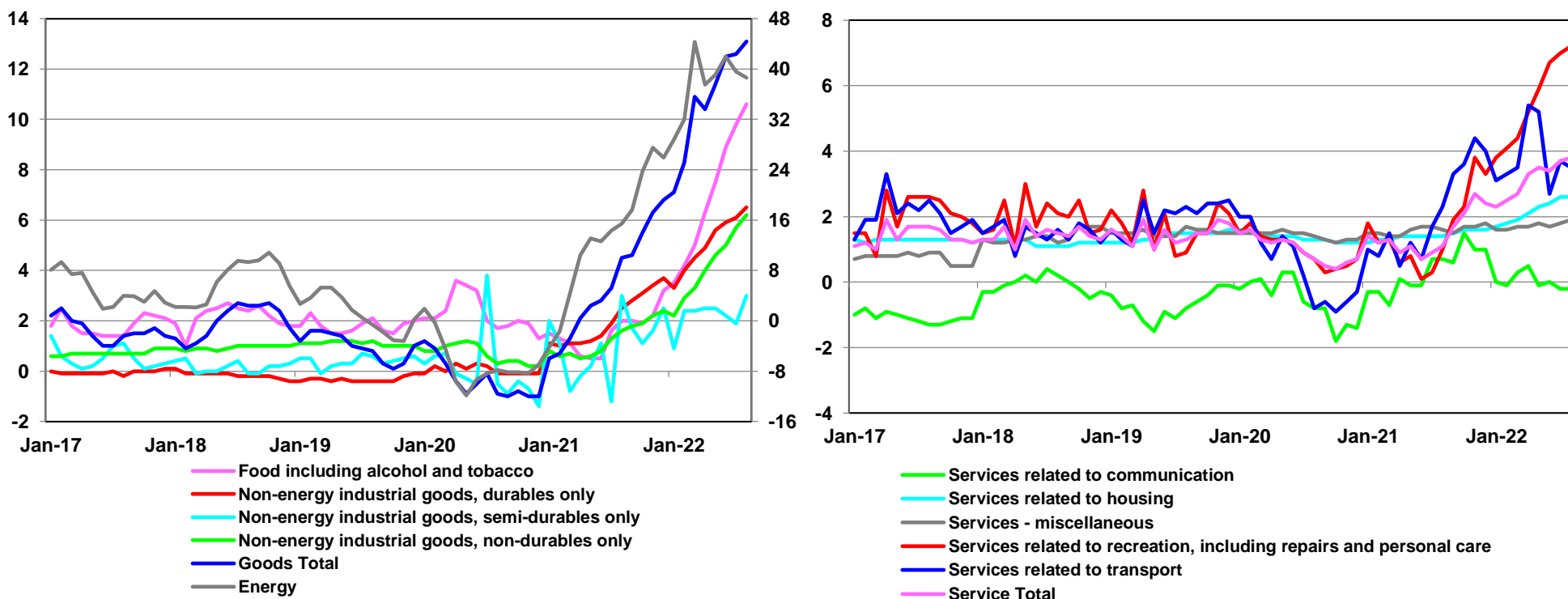


1. 米欧日の物価動向

ユーロ圏の物価（その2）

- HICP総合インフレ率を主要な財別にみると、エネルギー価格の上昇率は依然として40%付近にあり、HICP上昇の約40%の寄与を占めている。もっとも、以前に比べてその寄与度は低下したほか、足元では食品や耐久財の価格上昇率も加速している。
- 主要なサービス別には、運輸の上昇率が減速した一方で、消費活動の回復を映じて娯楽の加速が顕著になっている。この間、通信は低迷しているが、それ以外の価格の広範な上昇によってサービス価格全体が押し上げられている。

HICPインフレ率（＜左＞財の主要項目、＜右＞サービスの主要項目：いずれも前年比%）



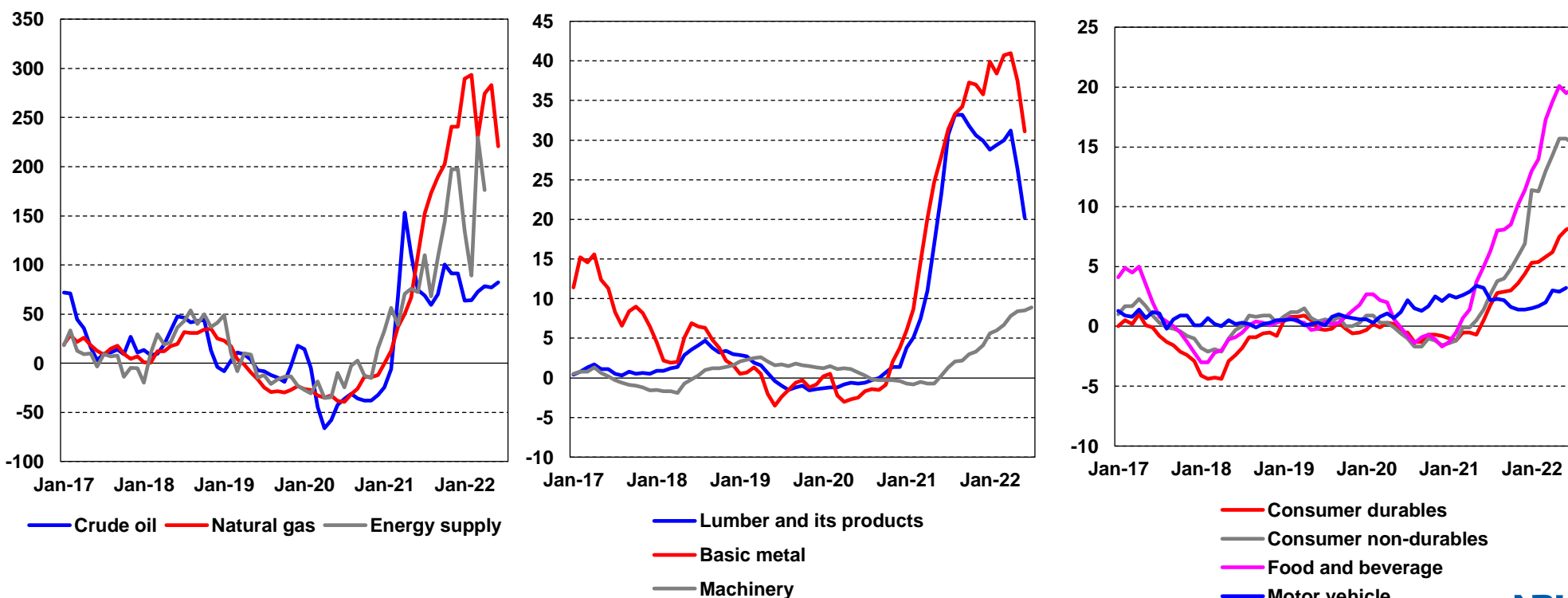
1. 米欧日の物価動向

ユーロ圏の物価（その3）

- ユーロ圏全体としてみた非ユーロ圏からの輸入物価インフレ率（7月まで）を種類別にみると、エネルギーに関しては、原油以上に天然ガスや電力等の上昇が引続き顕著である点が目立つ。
- 生産関連では金属や木材の価格上昇率が顕著に加速したが、足元では頭打ちの兆しもみられる。もっとも、産業機械のインフレ率は緩やかに高まっている。この間、消費関連では非耐久財以上に食品・飲料の価格上昇率が高まった点が目立つ。また、耐久財のインフレ率も徐々に高まっている。

輸入物価インフレ率（前年比%）

<左> エネルギー関連、<中央> 生産関連、<右> 消費関連

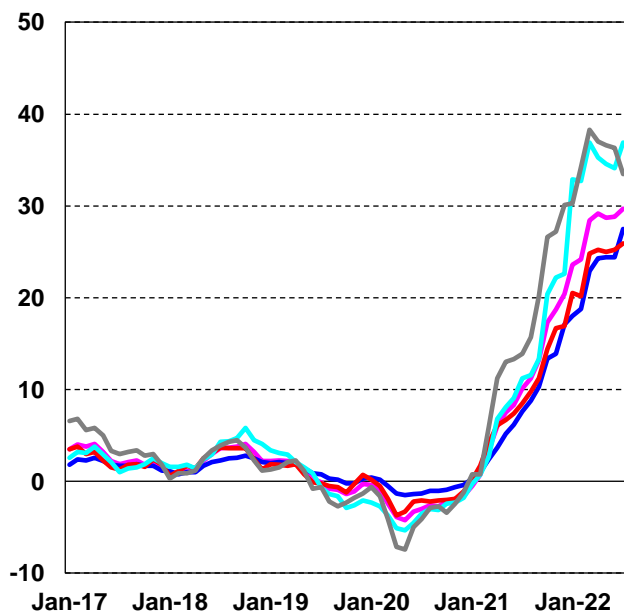


1. 米欧日の物価動向

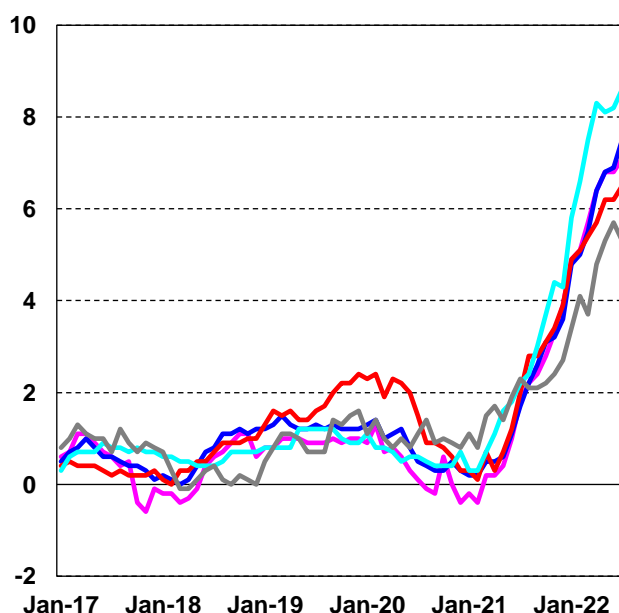
ユーロ圏の物価（その4）

- 生産者物価インフレ率を各国別にみると、総合についてはイタリアとスペインがやや上方にあるが、総じてみれば主要国で同様な加速を見せている。
- このうち資本財についてはスペインがやや下振れ、イタリアがやや上振れしているが、他の主要国の上昇率はユーロ圏全体と同じく7%近傍にある。消費財については、逆にイタリアがやや下振れしているが、主要国の上昇率はより明確に収斂し、12%近傍に達している（総合との乖離は主としてエネルギーによる）。

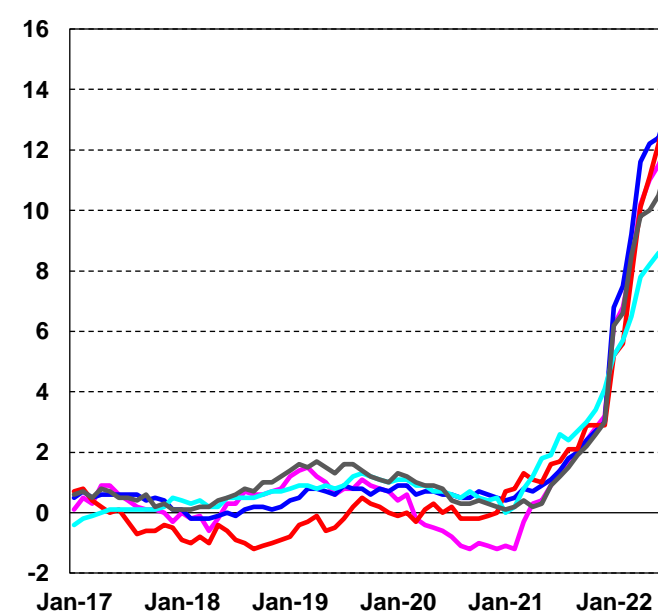
生産者物価インフレ率（前年比%）
 <左>総合、<中央>資本財、<右>消費財



— Euro area — Germany — France
 — Italy — Spain



— Euro area — Germany — France
 — Italy — Spain



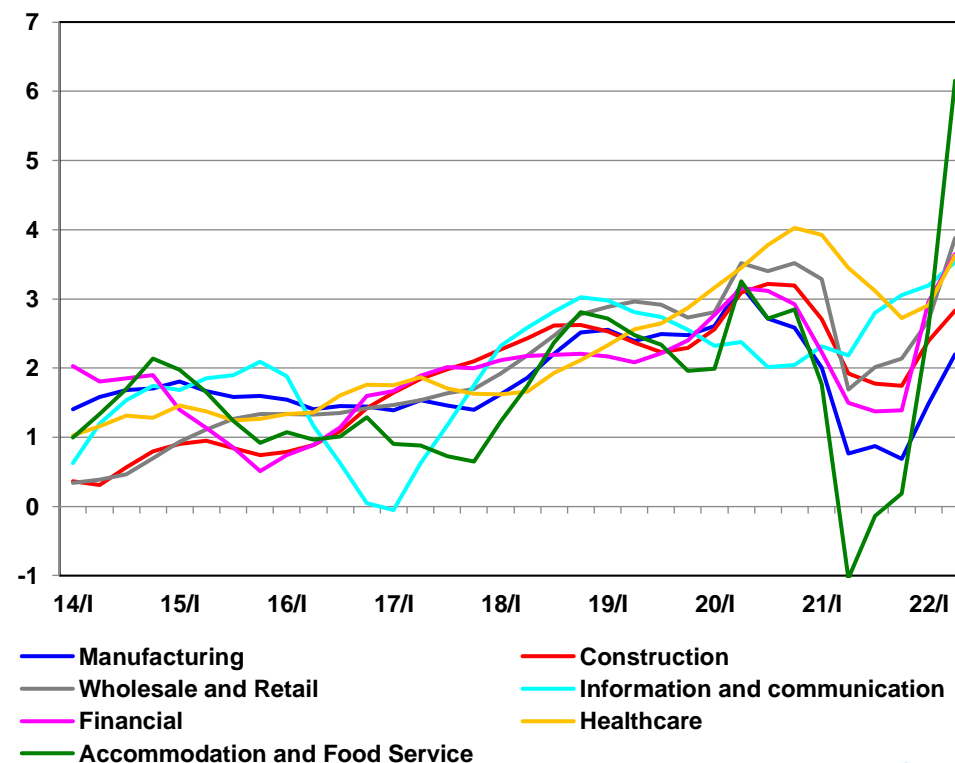
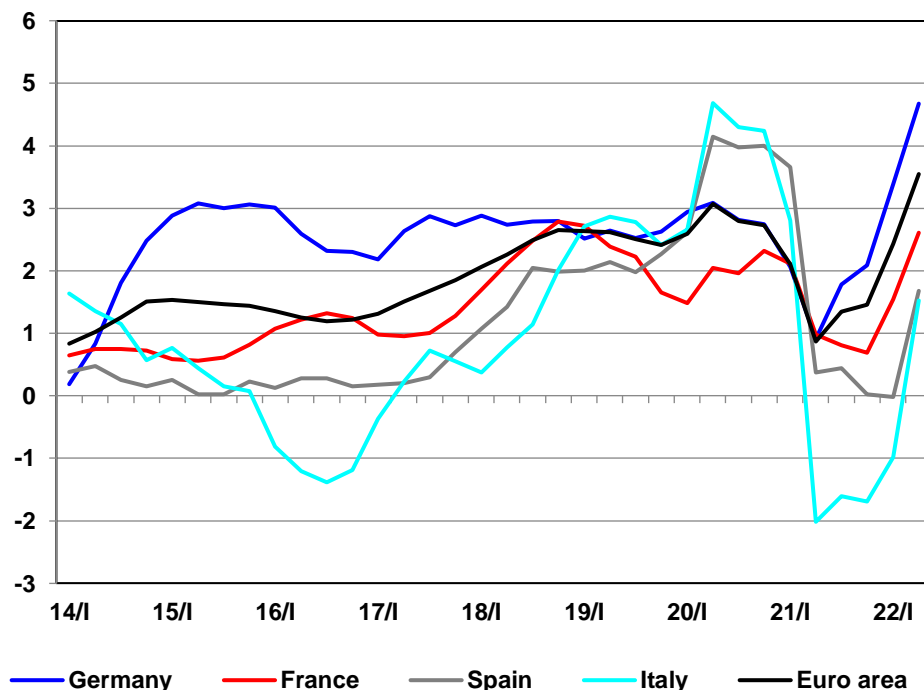
— Euro area — Germany — France
 — Italy — Spain

1. 米欧日の物価動向

ユーロ圏の賃金動向

- 労働コスト（ボーナスや諸報酬を含む：4四半期移動平均）をみると、昨年後半から伸び率が顕著に反発したことがわかる。主要国別にはイタリアとスペインの上げ幅が相対的に低い一方、ドイツの堅調さが目立つ。産業別にも同様な動きを見せているが、飲食・宿泊の急上昇が目立つほか、出遅れていた製造業でも2%を超える動きとなっている（国別には次頁を参照）。

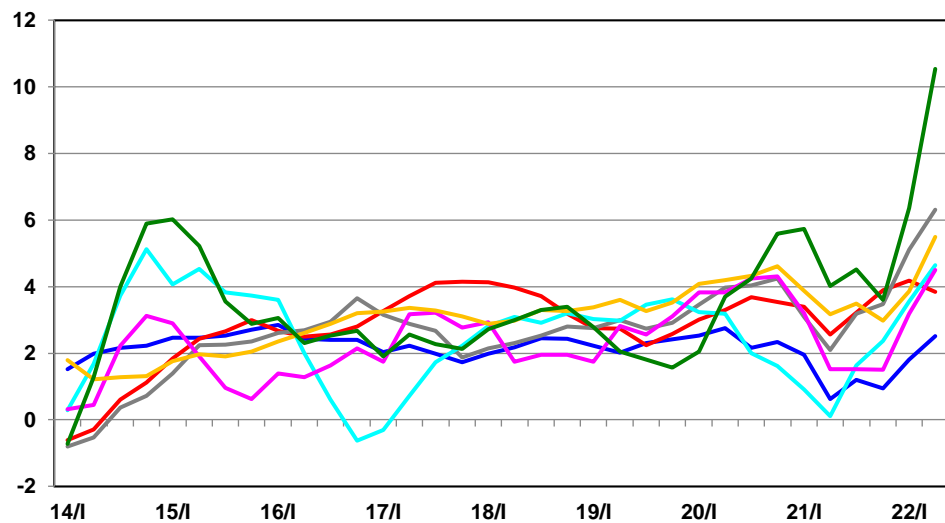
労働コスト指数（＜左＞主要国別、＜右＞産業別：4期MA、前年比%）



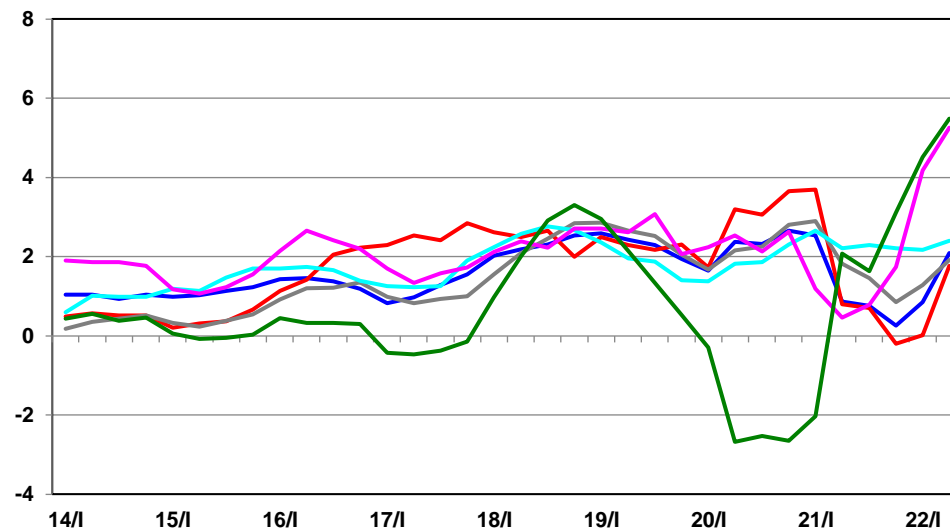
1. 米欧日の物価動向

(参考) 主要国の労働コスト

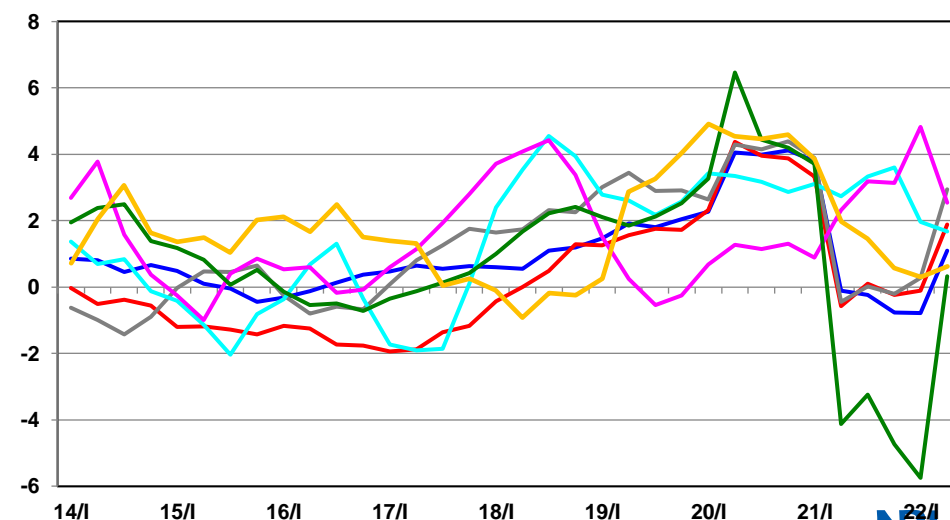
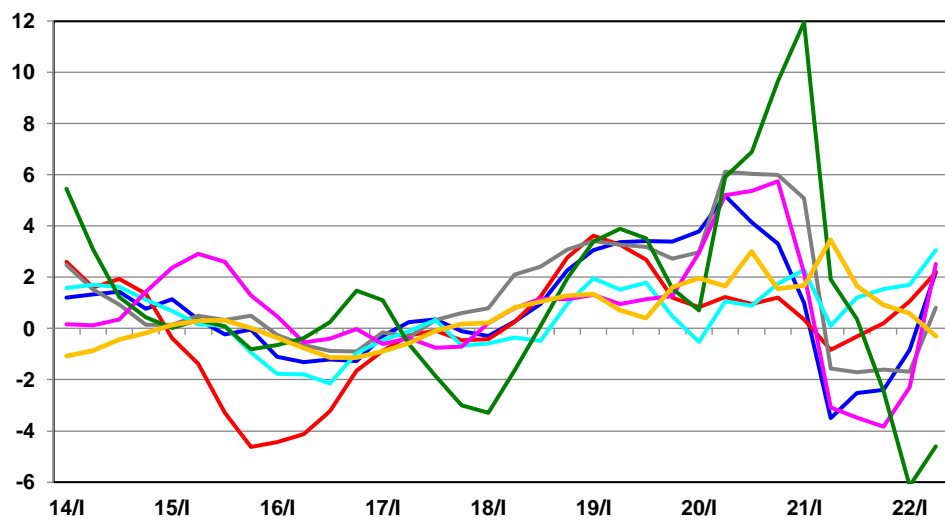
(産業別：4期MA、前年比%)
 <左上：ドイツ、右上：フランス、左下：イタリア、右下：スペイン>



- Manufacturing
- Wholesale and Retail
- Financial
- Accommodation and Food Service
- Construction
- Information and communication
- Healthcare



- Manufacturing
- Wholesale and Retail
- Financial
- Accommodation and Food Service
- Construction
- Information and communication



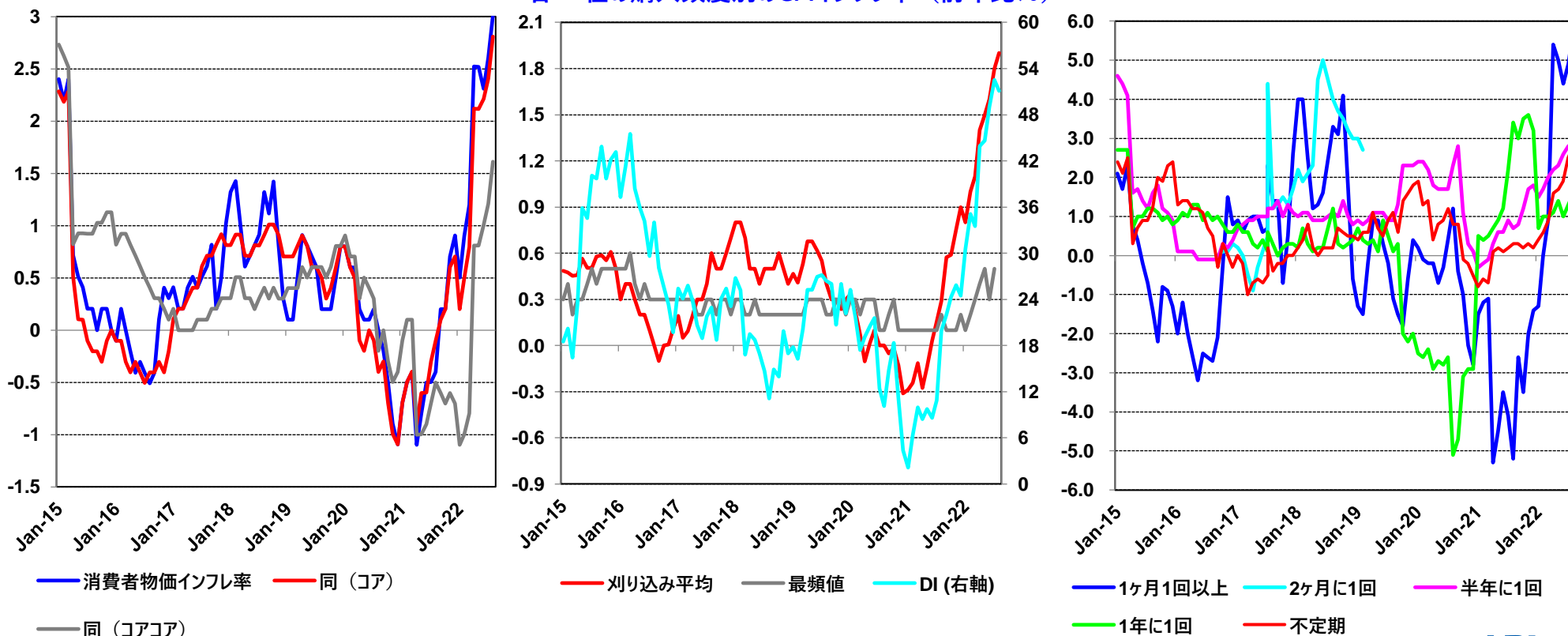
日本の物価（その1）

資料：総務省・日銀

- CPIインフレ率は本年春以降に急上昇している。総合インフレ率は直近（8月時点）で3%となったほか、コアコアも1.6%まで上昇している。また、刈込平均も2%に接近したほか、DI（上昇品目と下落品目のシェアの差）も50近傍に達するなど、基調的インフレの指標にも明確な変化がみられる。
- この間、CPIインフレ率を財の購入頻度別にみると、購入頻度の低い財の価格高騰が引続き目立っており食品や日用品の価格上昇を示唆している。一方で、そのほかの購入頻度の財の価格上昇率も加速しつつあり、その意味で価格上昇圧力には広がりが見られる。

<左> コアCPIインフレ率（前年比%）、<中央> 基調的インフレ率（前年比%：指数）

<右> 在の購入頻度別のCPIインフレ率（前年比%）

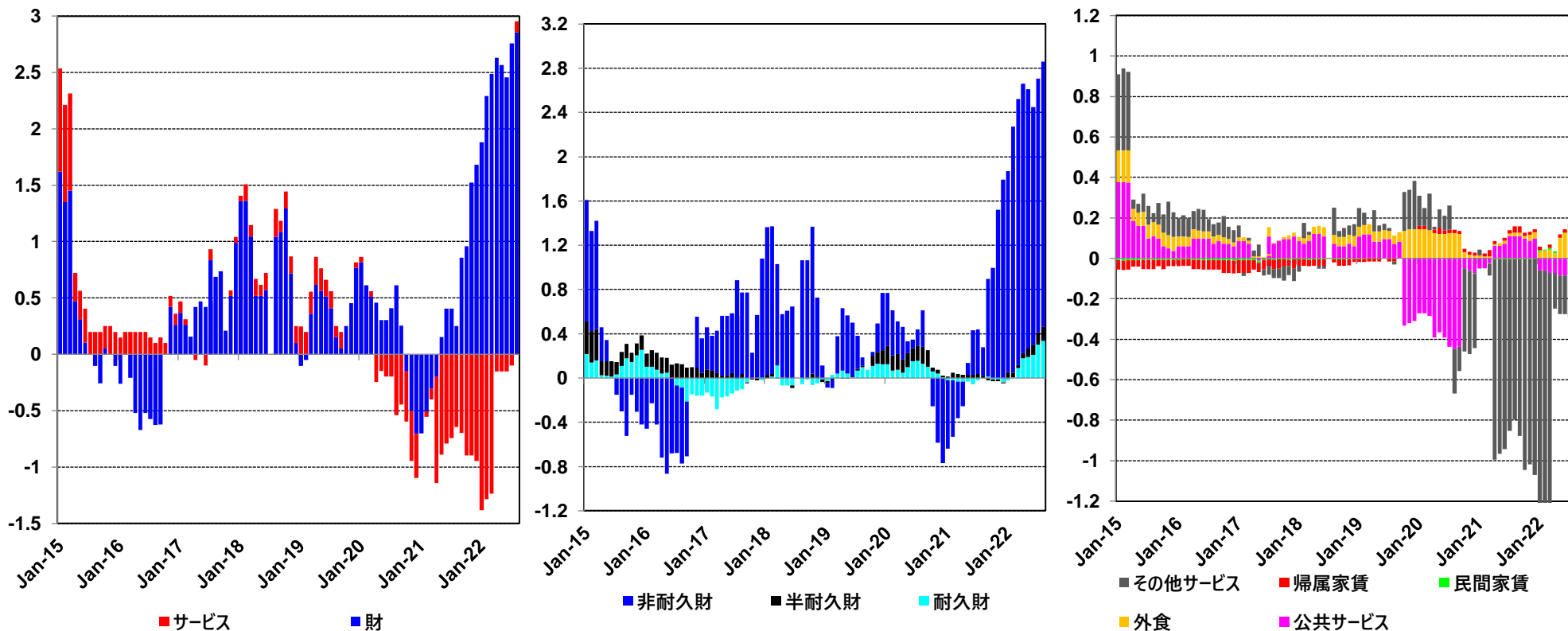


日本の物価（その2）

資料：総務省

- この間のインフレ率の加速は殆ど財の寄与によるものであり、サービスの寄与は足元でわずかなプラスに転じたに過ぎない。このうち財は、引続き非耐久財の動きが支配的であるが、耐久財も徐々に寄与し始めたことが注目される。一方でサービスは、携帯電話通信料の影響がさらに縮小する中で、公共サービスのマイナス寄与を外食のプラス寄与が若干上回る状況となっている。

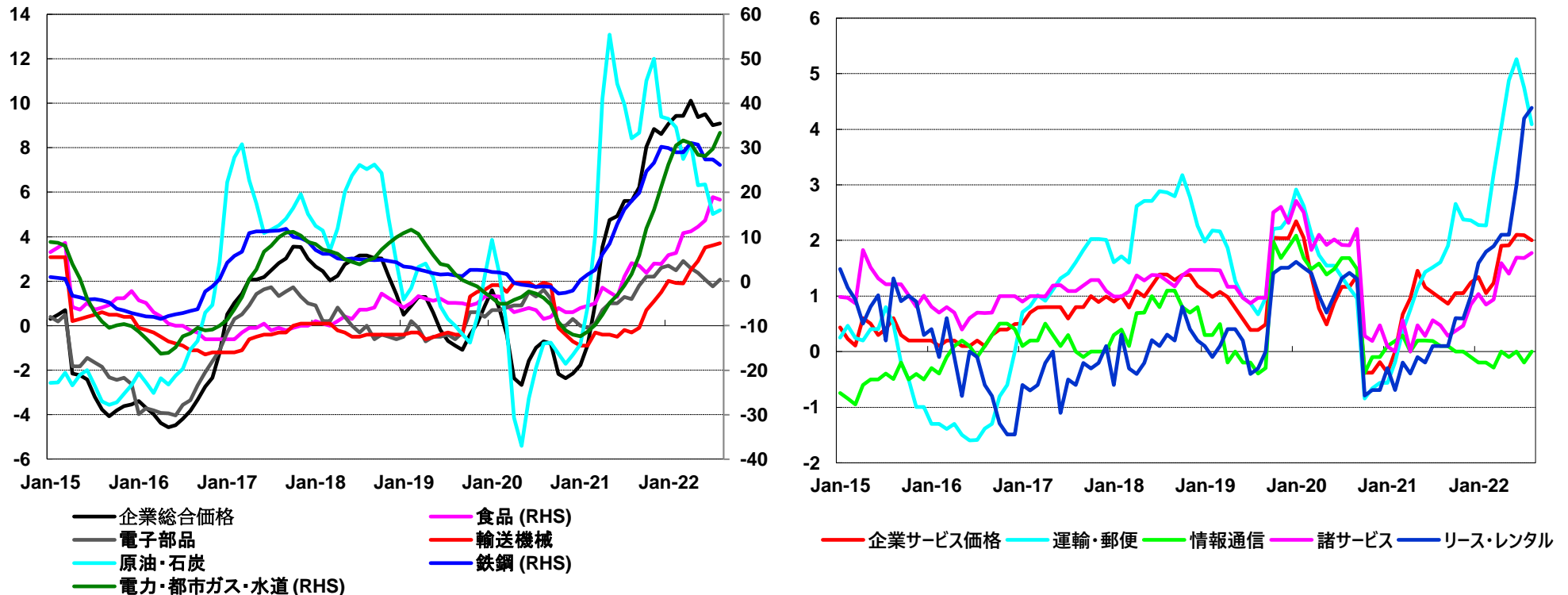
<左> 財とサービスの寄与度、<中央> 財における要素別の寄与度
<右> サービスにおける要素別の寄与度（前年比%）



日本の物価（その3）

- CGPIインフレ率のうち、原油や石炭の価格は明確に減速しているが、素原材料や電力・都市ガス・水道の価格には、天然ガスを含む国際商品の価格上昇の影響が顕著に現れている。もっとも、足元では食品や輸送機械へも価格上昇が拡大している。また、CSPIインフレ率も2020年中の急落から顕著に反発しており、エネルギー価格の影響を受ける運輸・郵便だけでなく、リース・レンタル等へも価格上昇が広がりつつある点が注目される。

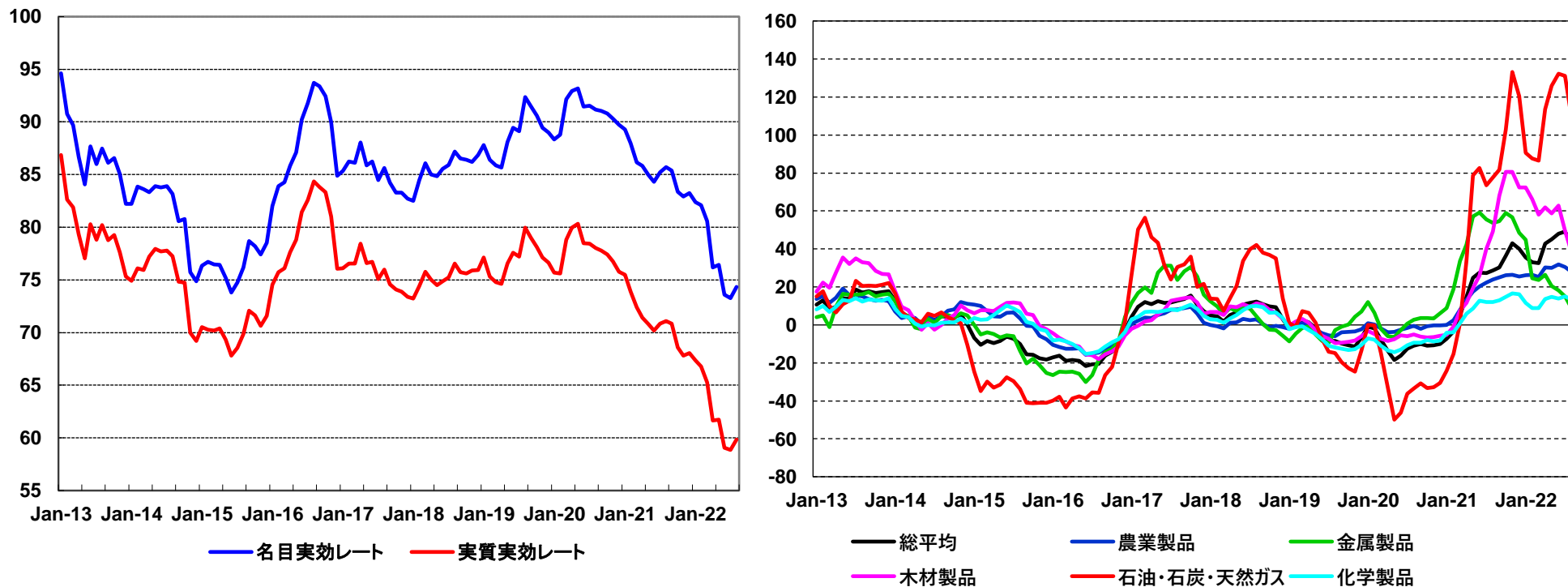
<左>CGPIインフレ率、<右>CSPIインフレ率（ともに前年比%）



日本の物価（その4）

- 実効為替レートは一方向的に加速的な減価を続けている。ただし、実質実効レートが「量的質的金融緩和」を通じて最低水準にある一方、名目実効レートはなお2015年のボトム付近にある。
- 円建ての輸入物価インフレ率には頭打ちの兆しもみられる。エネルギー関連は振れを伴いつつ高水準を維持しているが、木材製品や金属製品の価格上昇率は明確に減速した。一方、農業製品や化学製品の価格上昇率は足元で横ばいとなっている。これらは、同様に円安が顕著であった2015年とは逆方向の動きを示していることも注目される。

<左>「量的質的緩和」の下での実効為替レート、<右>輸入物価インフレ率（前年比%）

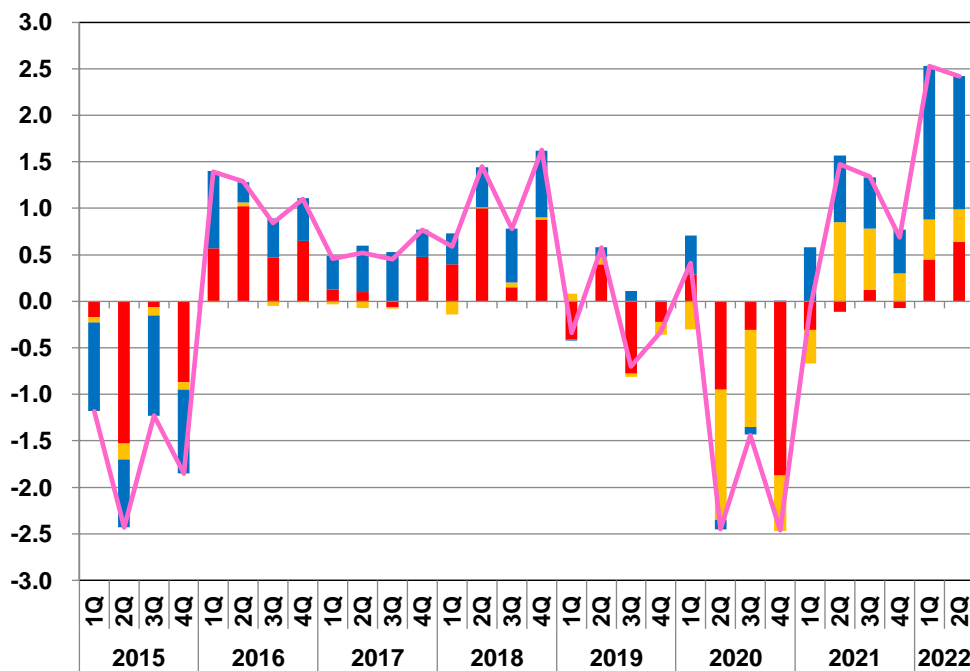


日本の賃金動向（その1）

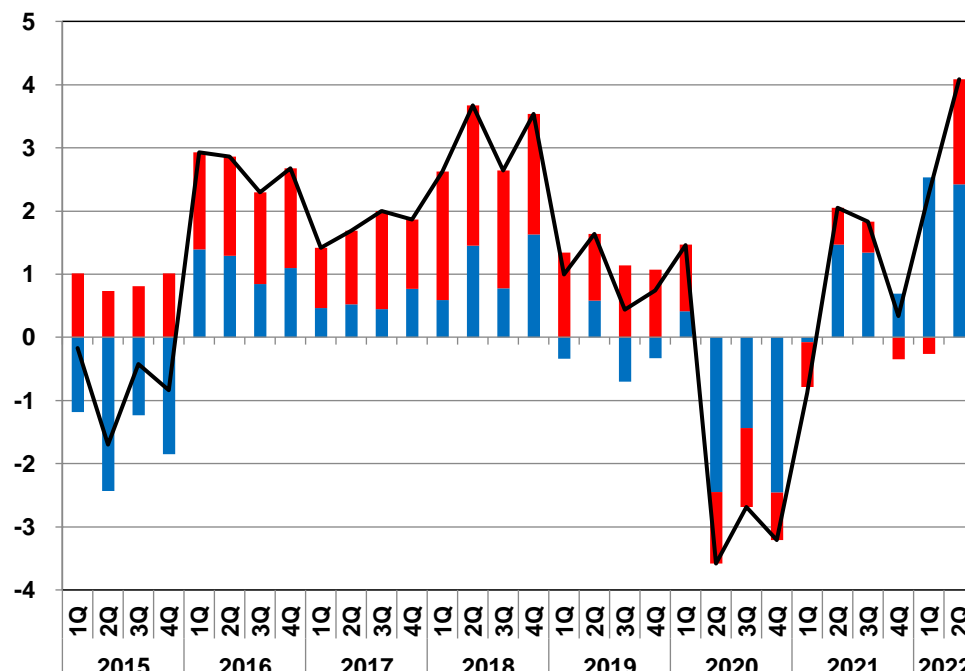
資料：厚労省、総務省

- 名目賃金（第2四半期まで）の増加ペースは本年入り後に高まっている。所定内給与の増加が目立つほか、特別給与（夏季賞与を含む）も相応にプラスに寄与している。
- 雇用者報酬（賃金に雇用者数を乗じたもの・第2四半期まで）は一段と伸び率を高めている。現金給与総額の伸びに加えて、第2四半期には雇用者数の前年比での増加が久しぶりに明確に寄与した。

名目賃金の寄与度分解（前年比%）



雇用者報酬の寄与度分解（前年比%）



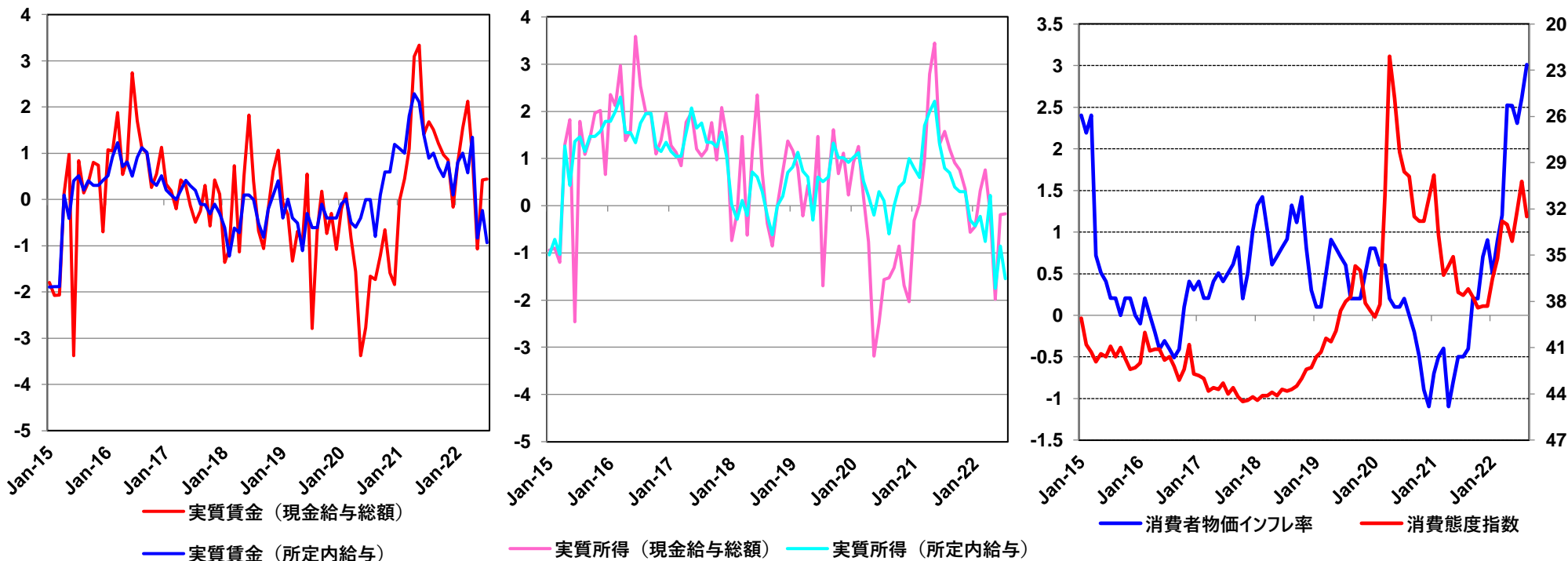
特別給与 所定外給与 所定内給与 現金給与総額

現金所得 雇用者数 雇用者所得

日本の賃金動向（その2）

- 実質賃金の増加率は昨年春をピークに減速傾向を辿り、直近（7月）には夏季賞与によって現金給与総額ベースではプラスとなったが、所定内給与ベースでは明確にマイナスとなった。実質所得（実質賃金に雇用者数を乗じたもの）も同様のパターンで推移しており、足許で雇用者数が減少に転じたことを映じて、現金給与ベースと所定内給与ベースがともにマイナスとなった。
- 足元でインフレが加速する中で、消費態度指数も下落傾向を辿っており、実質購買力の低下と消費マインドの悪化は少なくとも同時並行的に進行している。

<左> 実質賃金（CPIベース）、<中央> 実質所得（CPIベース）
 <右> CPIインフレ率と家計のセンチメント（前年比%・指数）



2. 米欧日の経済動向

想定される論点

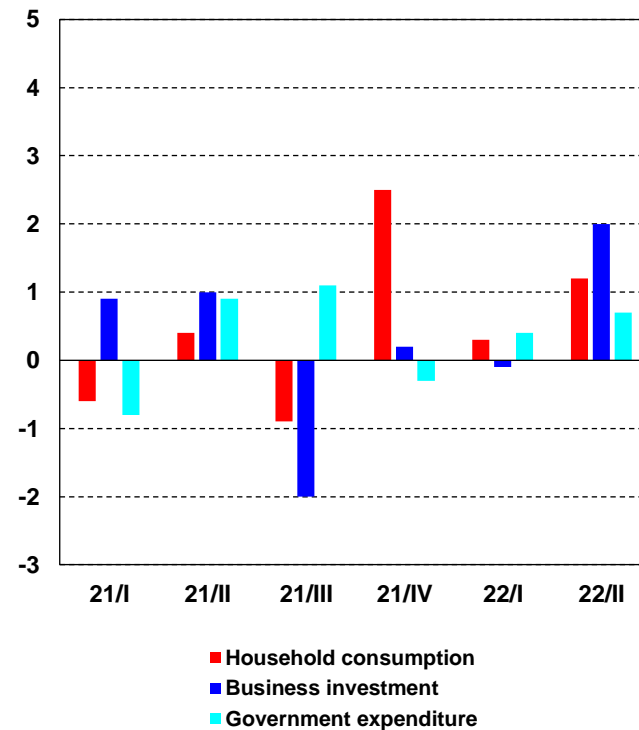
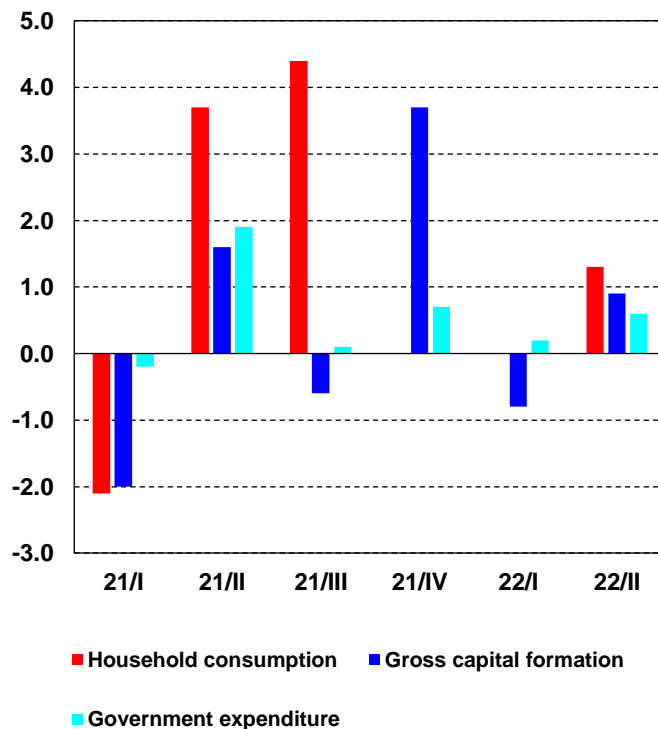
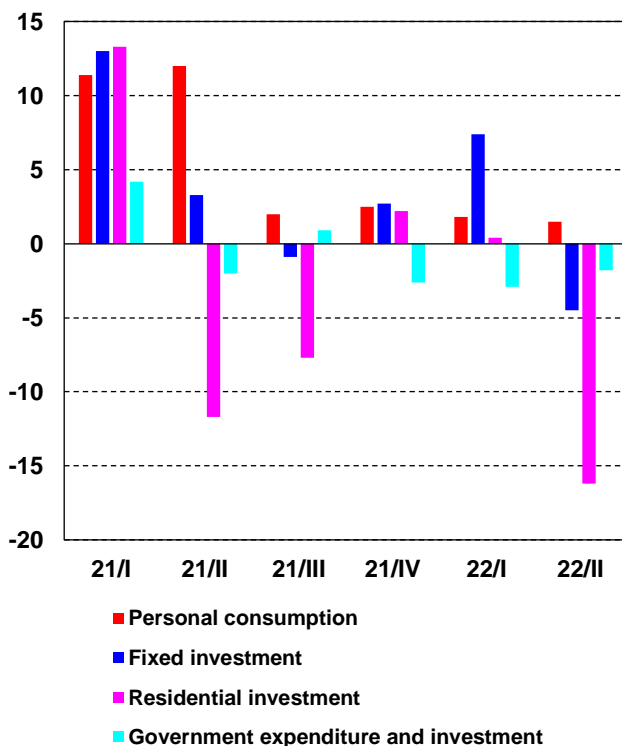
- 財の生産に対する供給制約は改善しているか
- コロナ後の経済活動の再開は消費をどの程度回復させているか
- マクロの需給バランスはどう推移しているか

2. 米欧日の経済動向

需要項目別の成長率

- 米国では、2021年初頭には内需の主要項目が急速な回復を示していたが、その後は住宅投資が縮小する中で、消費の拡大ペースは巡航速度に回帰し、設備投資は足元で減少に転じた。ユーロ圏の回復のピークは2021年の年央に到来したが、その後は消費の拡大が止まった一方、財政支出は小幅な増加を続けている。
- この間、日本では相対的に消費回復の弱さが目立つ一方、ユーロ圏と同じく財政支出が総じて増加を示した。また、足元では設備投資に回復の兆しがある。

実質GDPの主要項目の前期比増加率（％）
（左：米国、中央：ユーロ圏、右：日本）

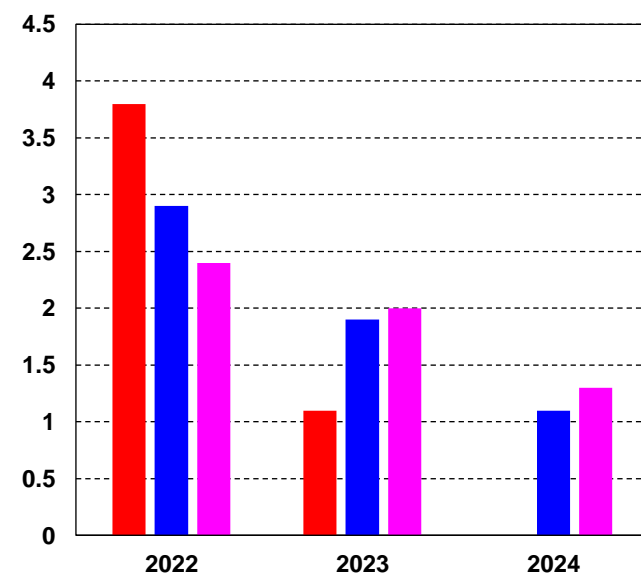
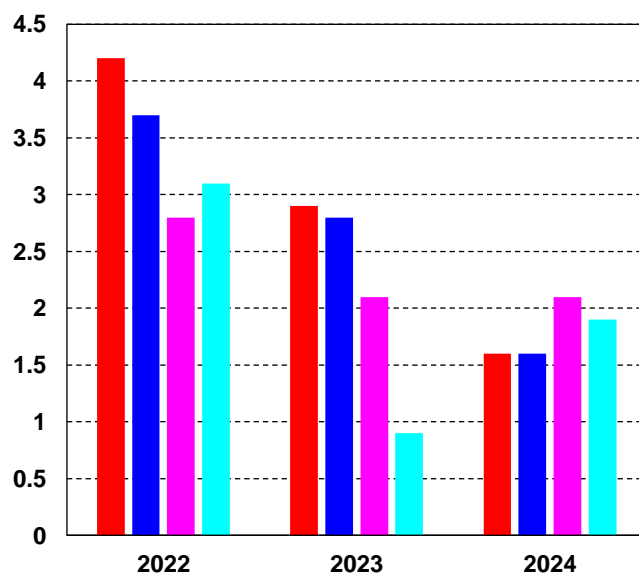
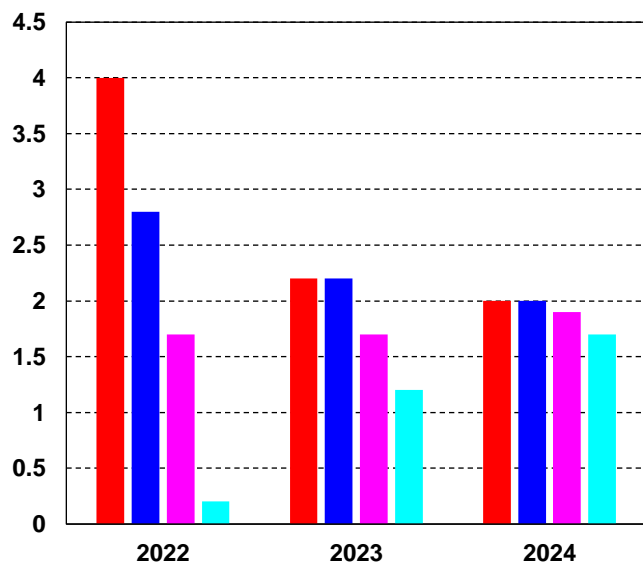


2. 米欧日の経済動向

GDP成長率の見通し

- FRBは、急速な金融引き締めの影響を考慮し、本年の実質GDP成長率がゼロ近傍まで減速するとの見方を示した一方、その後の回復も緩やかに止まるとしている。一方、ECBは今年冬から来年春にかけてのエネルギー確保のリスクやマインド面の影響を踏まえて、来年の実質GDP成長率が1%を割り込むことを中心シナリオとする一方、2024年には潜在成長率付近への回復を見込んでいる。
- これに対し日銀（7月時点）は、今年と来年ともに潜在成長率を上回る2%台の成長を見込んでいるほか、2024年もGDPギャップの好転が続くと予想している。

各中央銀行による実質GDP成長率見通しの推移（前年比%）
（左：FRB、中央：ECB、右：日本）



■ 2021年12月 ■ 2022年3月 ■ 2022年6月 ■ 2022年9月

■ 2021年12月 ■ 2022年3月 ■ 2022年6月 ■ 2022年9月

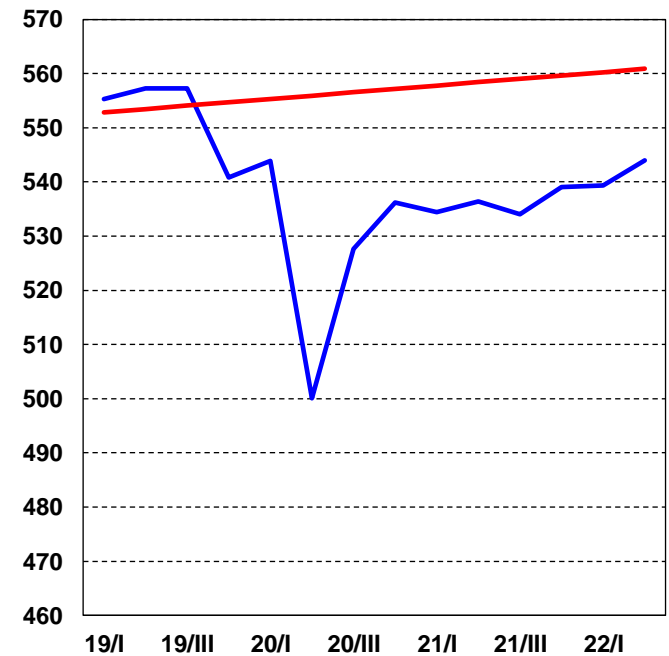
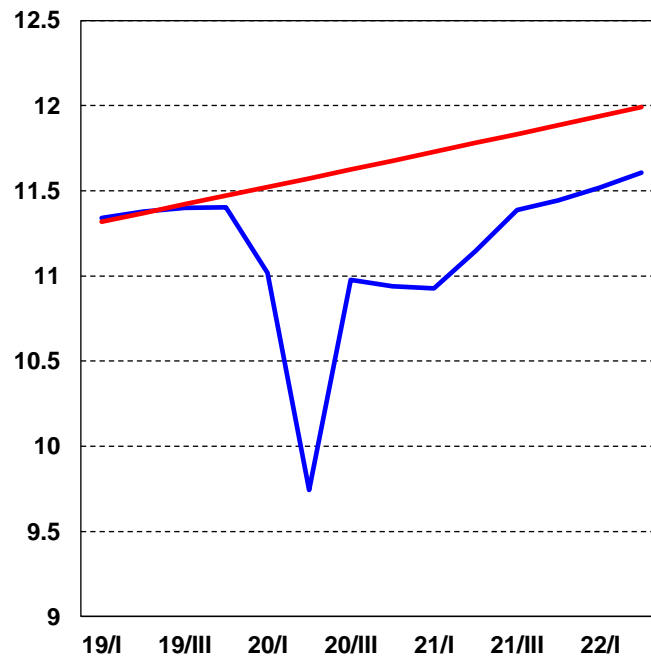
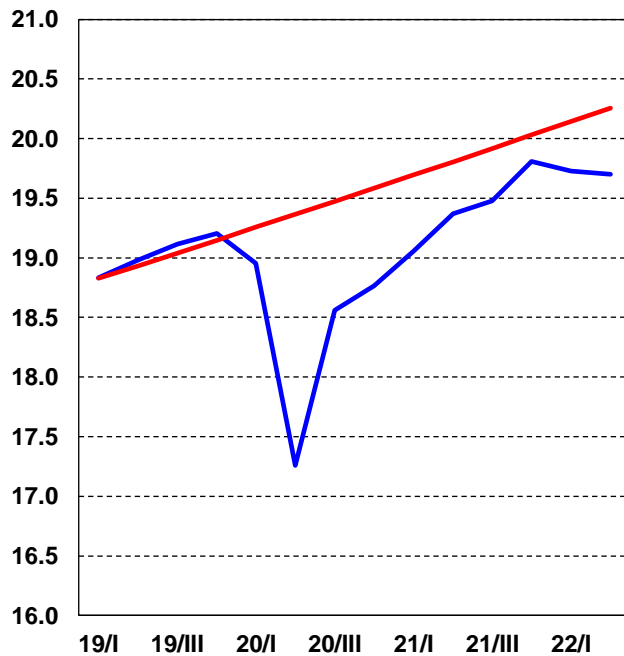
■ 2022年1月 ■ 2022年4月 ■ 2022年7月

2. 米欧日の経済動向

米欧日の総需要の回復度

- 米欧日の各々の実質GDPの推移を、直近の景気拡大局面（2017～18年）の平均成長率に基づくトレンドと比較すると、足元での米国の減速やユーロ圏の停滞の結果、実は日米欧の乖離率は約3%に収斂している。もっとも、日本はコロナ前（2020年第1四半期）をようやく回復したところであり、その意味では依然として回復のモメンタムが相対的に弱いといえる。

実際の実質GDPと2017～18年のトレンドによる実質GDPの推移
(左：米国<兆ドル>、中央：ユーロ圏<兆ユーロ>、右：日本<兆円>)



— 実際の実質GDP — 2017-18年のトレンドによる実質GDP

— 実際の実質GDP — 2017-18年のトレンドによる実質GDP

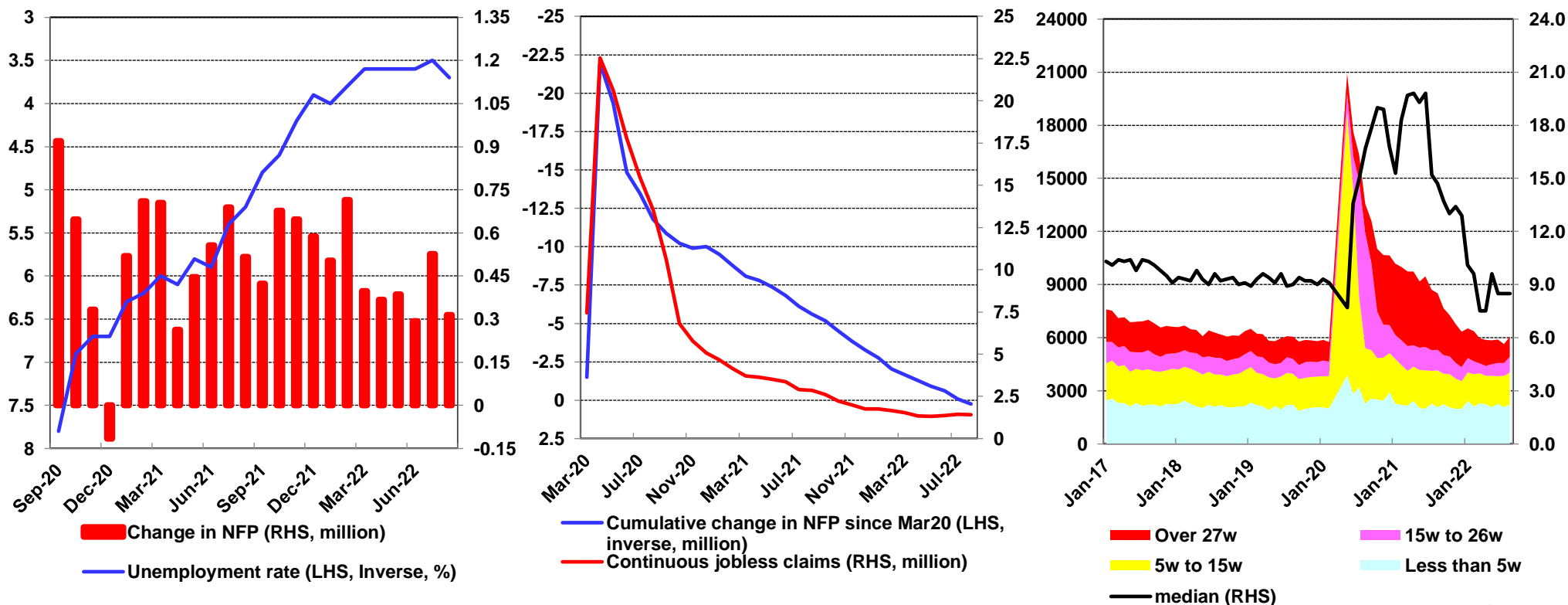
— 実際の実質GDP — 2017-18年のトレンドによる実質GDP

米国の雇用

- 雇用者数の増加は本年春以降に減速したが依然として高水準で推移している、失業率も3%台中盤と長い目で見て極めて低い水準を維持している。2020年春に2000万人以上喪失した雇用機会も、足許（8月）で全て回復した。この間、失業保険の継続受給者数は低水準で横ばいとなり、長期失業者も概ねコロナ前の状況に戻っている。

<左> 非農業雇用者数と失業率（前月比増加数・%）

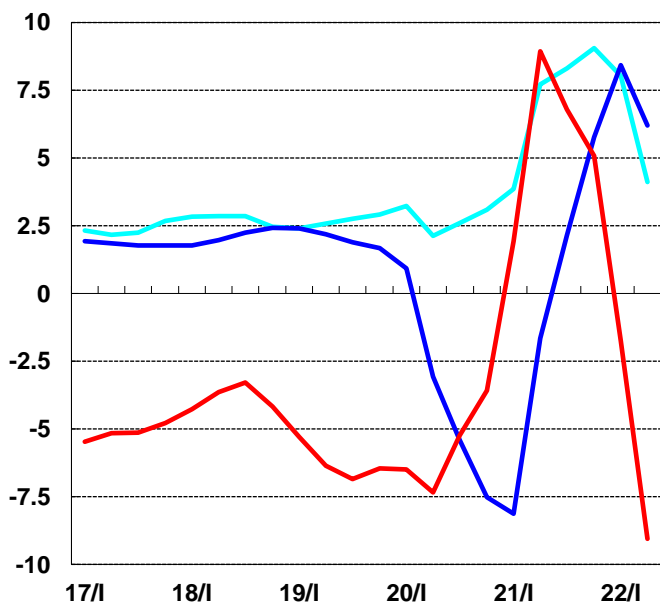
<中央> 非農業雇用者数と雇用保険の継続受給者数、<右> 期間別の失業者数（千人・週）



米国の家計消費

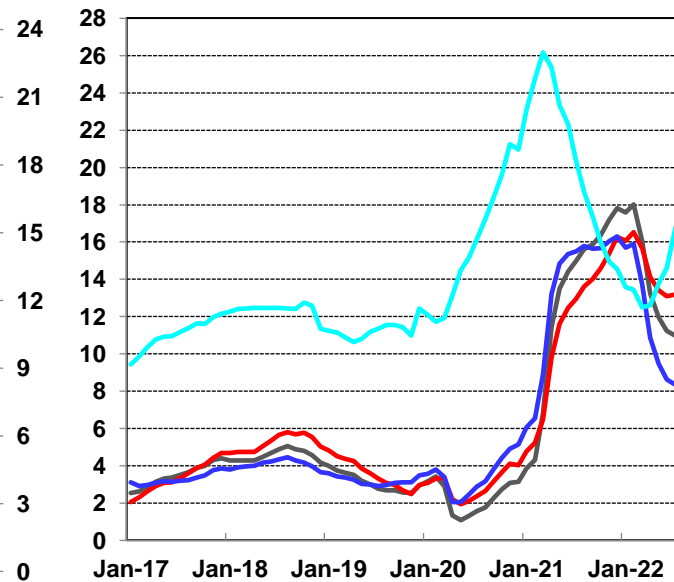
- 個人消費は拡大を続けているが、減速の兆しもみられる。
 - － SNAベースで見ると、サービス消費が高い伸びを示している一方、非耐久財消費には頭打ちの兆しがみられるほか、耐久財消費の伸びは急減速している。
 - － 小売売上高も拡大しているが増加率は低下している。この間、非店舗販売の増加率は再加速している。内容別には、衣服や電気製品、自動車、住宅資材の減速が目立つ一方、飲食は依然として高い伸びを示しているほか、ヘルスケアも底堅さを示している。

消費支出（SNA：4 四半期MA・前年比％）

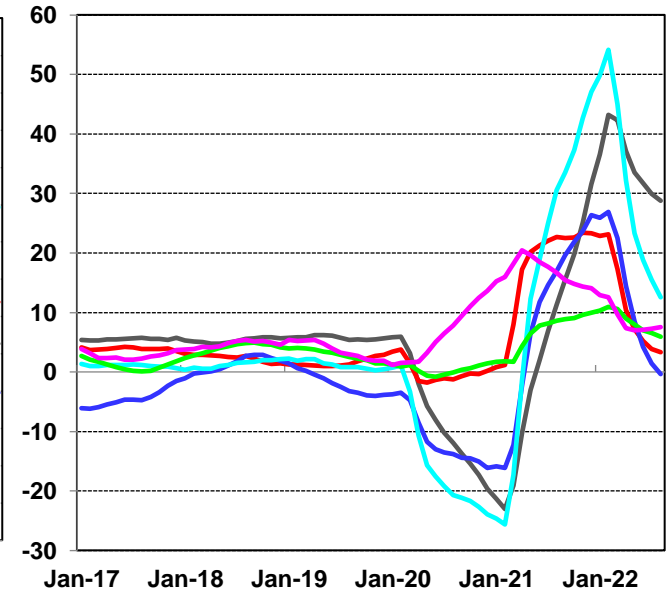


— Non-durable goods <22.4>
— Services <65.1>
— Durable goods <12.5> (RHS)

構成別の小売売上高（12ヶ月MA・前年比％）



— Total
— Total ex MV and Parts
— Total ex Gas
— Nonstore



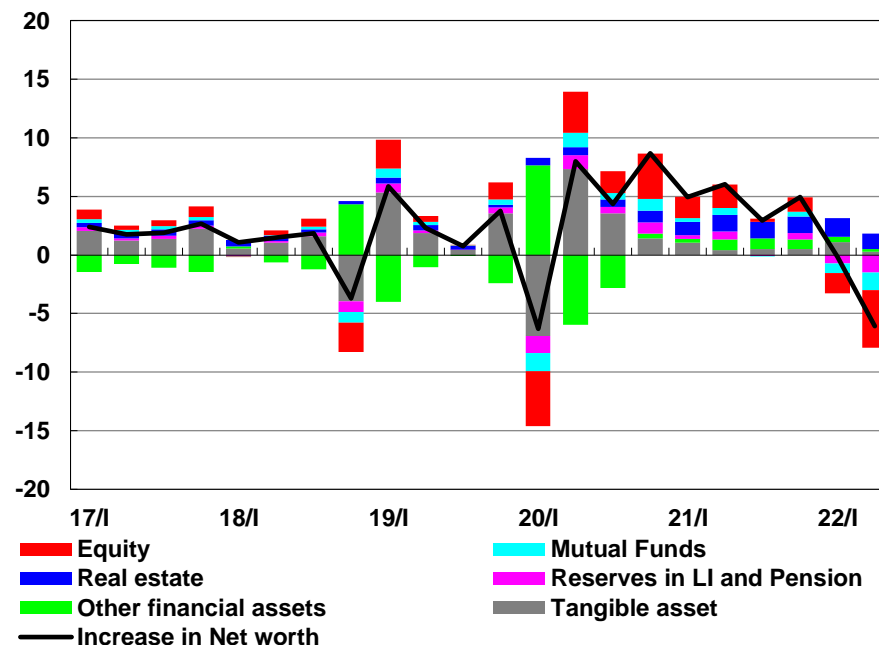
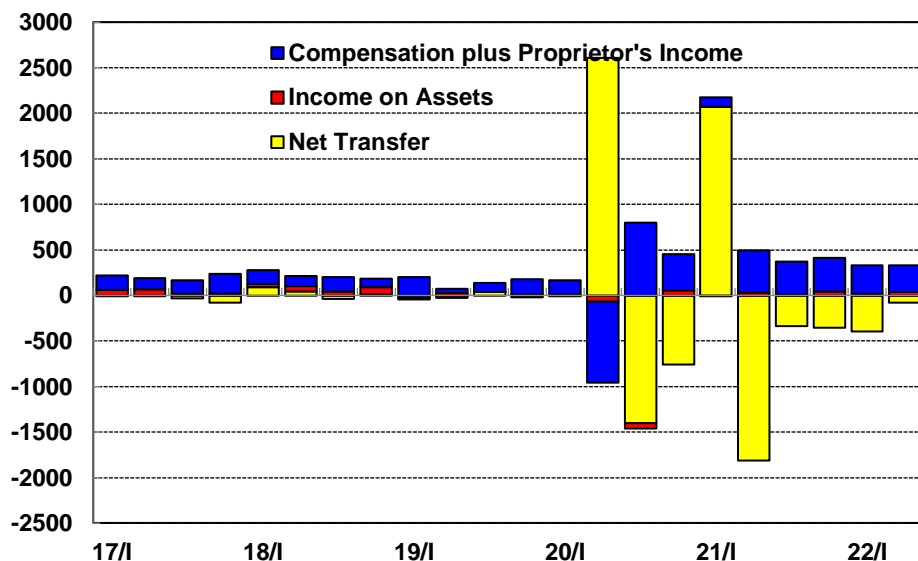
— Food services
— Electronic App.
— Health Care
— MV and Parts
— Clothing
— Building materials

2. 米欧日の経済動向

資料：BEA, FRB

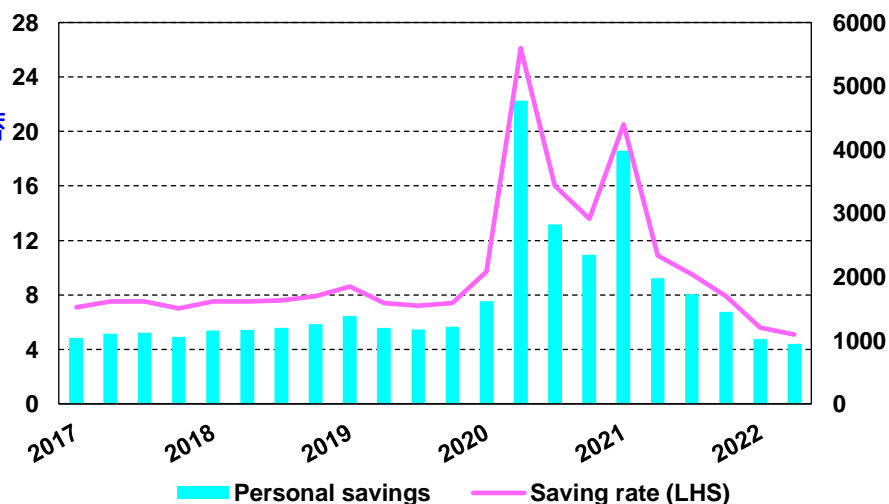
米国の家計所得と資産

(左) 源泉別の個人所得 (年率・10億ドル)
 (右) 種類別の純資産 (前期比兆ドル)



- 家計所得は、財政移転がマイナスを続ける中で、雇用者所得や事業所得のコロナ前を上回る伸びが続いている。
- 一方、家計の純資産の増加額は株価の下落を主因として、足元にかけてマイナスを幅を拡大しており、実物資産のみがプラスに寄与していた。
- この間、貯蓄率と貯蓄額はともにコロナ前の水準をやや下回っている。

(右) 家計貯蓄
 (%、10億ドル)



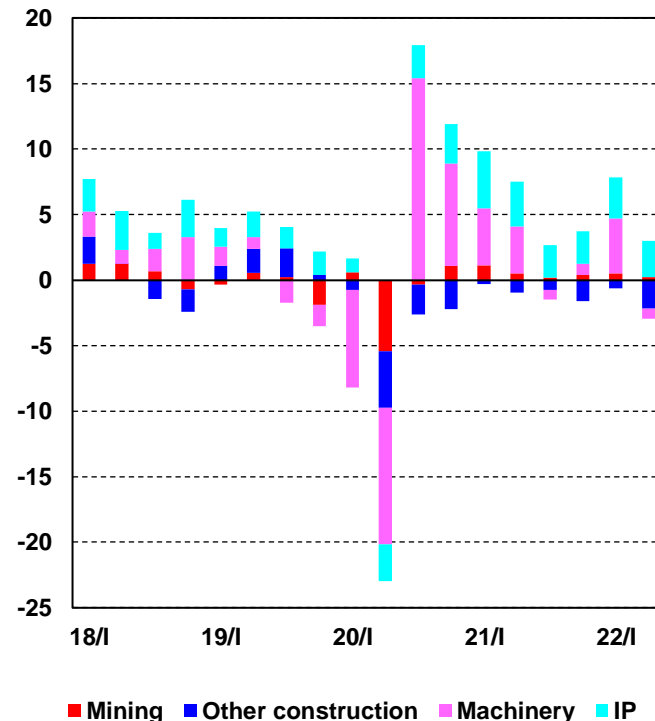
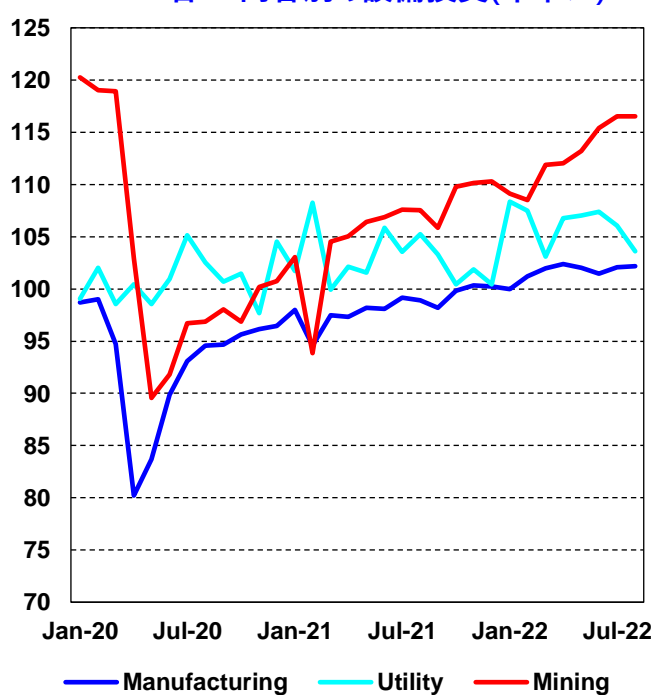
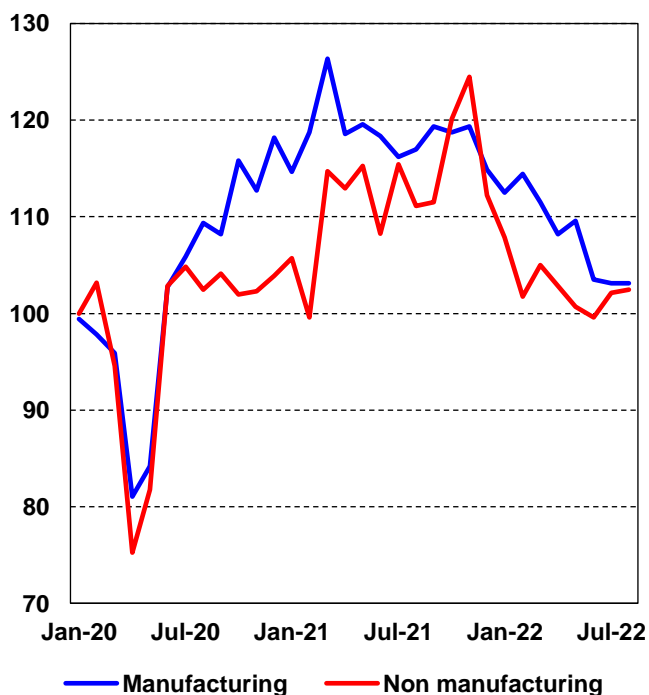
2. 米欧日の経済動向

資料：Census Bureau, BLS, BEA

米国の企業活動（その1）

- 生産活動は製造業と非製造業ともに年初から減速しており、直近（8月時点）では2019年の平均付近まで低下したとみられる。この間、鉱工業生産をみても、製造業の増加は極めて緩やかに止まっており、鉱業の一貫した拡大と対照的になっている。
- 設備投資は、コロナ後の調整過程が昨年央に終了して巡航速度に戻っている。もっとも、その他構造物（工場など）や機械はなお減少を続けている。

<左> ISMの推移（2019年平均=100）、<中央> 鉱工業生産（2017=100）
<右> 内容別の設備投資(年率%)



米国の企業活動（その2）

- 製造業の生産活動は2019年央頃の水準まで減速した一方、非製造業は急減速した後、足元で底打ちの兆しもみられる。この間、受注も製造業で顕著な減速が続いている一方、非製造業の減速には歯止めがかかりつつある。なお、ISMは、1月の総合指数が製造業は実質GDPで年率1.4%成長、非製造業は同2.5%成長に相当するとしており、全体として潜在成長率近傍の動きが推察される。
- 製造業の在庫は振れを伴いつつも高水準を維持しており、供給制約への警戒感が根強いことを示唆している。これに対し非製造業の在庫は再び減少し、足許では2020年のボトムと同様な水準にある。

(左) ISM生産指数、(中央) ISM受注指数、(右) ISM在庫指数<いずれもDI：3ヶ月MA>



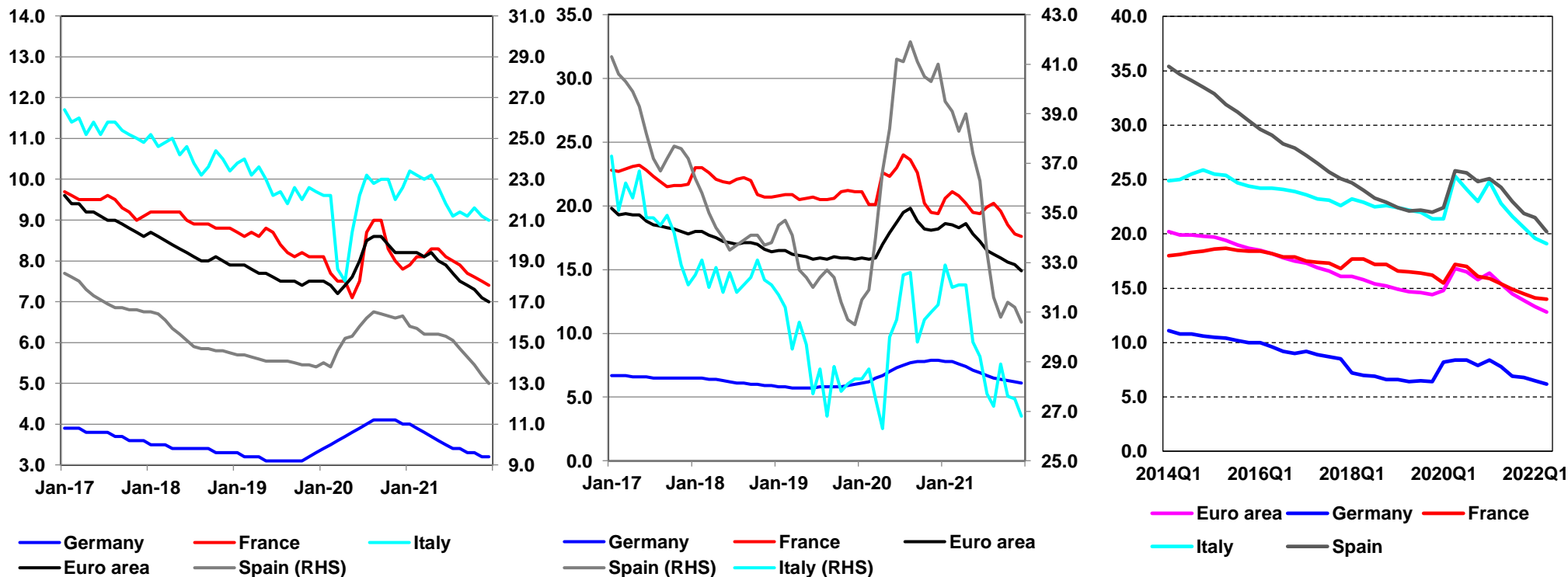
2. 米欧日の経済動向

資料：Eurostat

ユーロ圏の雇用動向

- ユーロ圏の失業率は、域内国の政策対応によってコロナの下でも上昇が抑制された後、足元にかけて低下を続けており、全体では約7%と既往ボトム水準にある。改善の動きは主要国に共通しているほか、若年失業率でも主要各国とも明確な低下を続けている。
- 失業に「underemployment」を加えた実質的なslackも、2020年にやや上昇した後はコロナ前の緩やかな低下トレンドに回帰しており、水準は下がり続けている。

<左>失業率（%）、<中央>失業率（25歳未満%）、<右>労働市場のslackness（%）



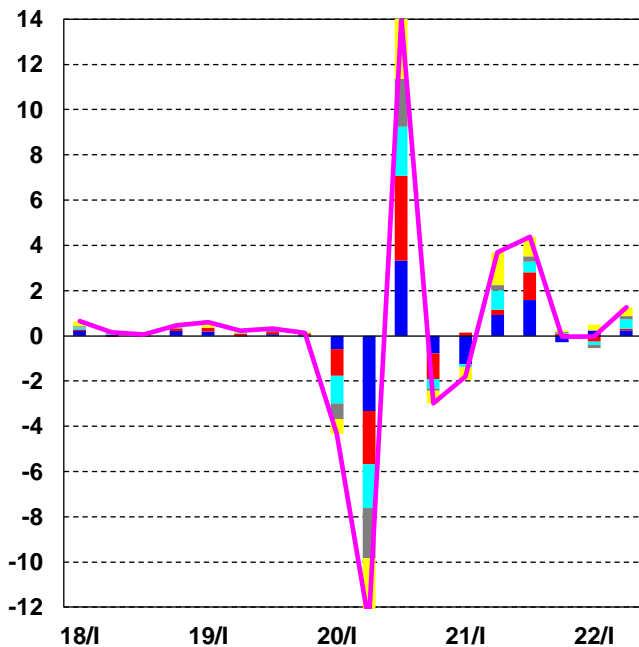
2. 米欧日の経済動向

資料：Eurostat, European Commission

ユーロ圏の家計消費（その1）

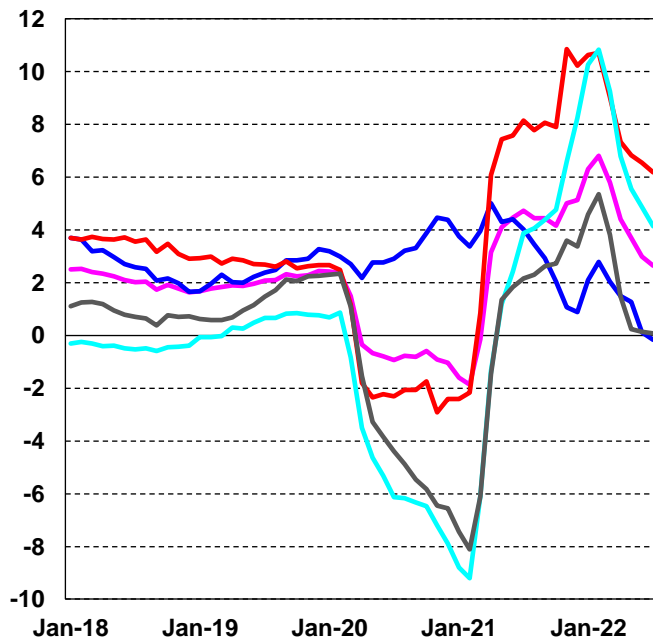
- 消費支出（GDPベース）は第2四半期にかけて回復を見せたが、昨年央に比べて増勢は弱い。この間、主要国の小売売上（除く自動車・7月まで）も、足許にかけてドイツとスペインの減速が目立つ一方、フランスやイタリアでも頭打ちとなっている。また、欧州委員会による小売業のセンチメント指数も、ドイツやスペインを中心に悪化が目立つが、観光の再開を映じてイタリアの底堅さも注目される。

主要国における個人消費（前期比%）



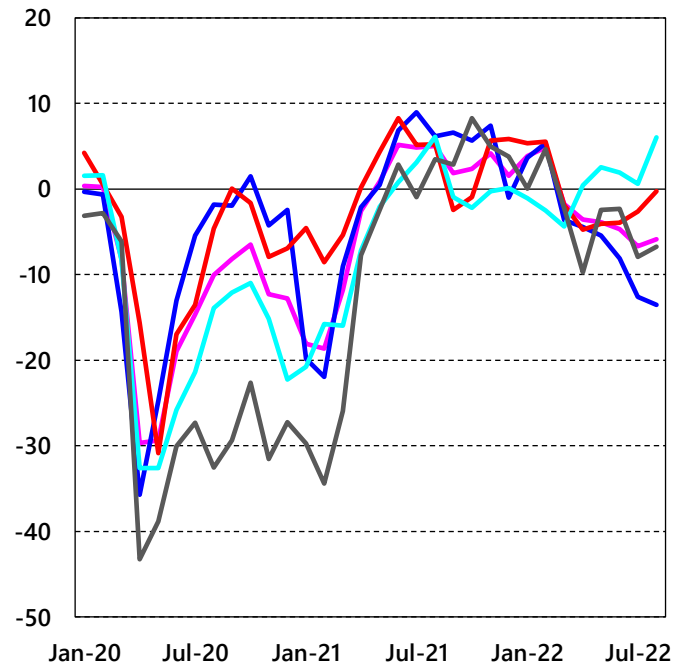
Germany France Italy
Spain Others Euro area

主要国における小売売上（実質・前年比%）



Euro area Germany France
Italy Spain

小売業のセンチメント（主要国・DI）
（2019年平均からの乖離）

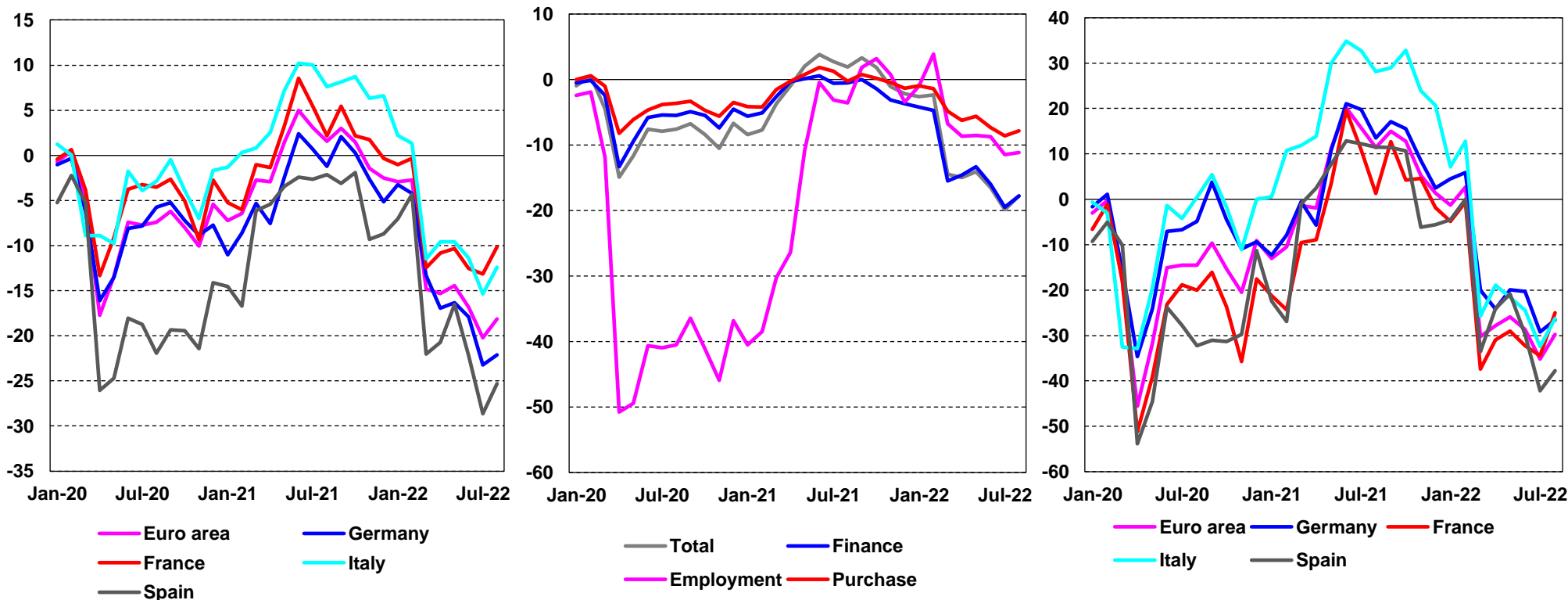


Euro area Germany France
Italy Spain

ユーロ圏の家計消費（その2）

- 家計のセンチメントは足元にかけて全体として明確に悪化している。
 - － 国別には、ドイツとスペインの悪化が顕著である一方、フランスとイタリアでは下げ止まりの兆しもみられる。
 - また、ユーロ圏全体を項目別にみると、金融面での懸念が相対的に強いほか、足元では堅調な雇用にも先行きの懸念が示唆されている。さらに、景気指数を主要国別にみると、主要国の悪化はより収斂しており、2019年平均と比べた悪化幅も極めて大きい。

センチメントの推移(2019年平均からの乖離)
 <左> 国別の総合指数、<中央> ユーロ圏全体の項目別指数、<右> 国別の景気指数



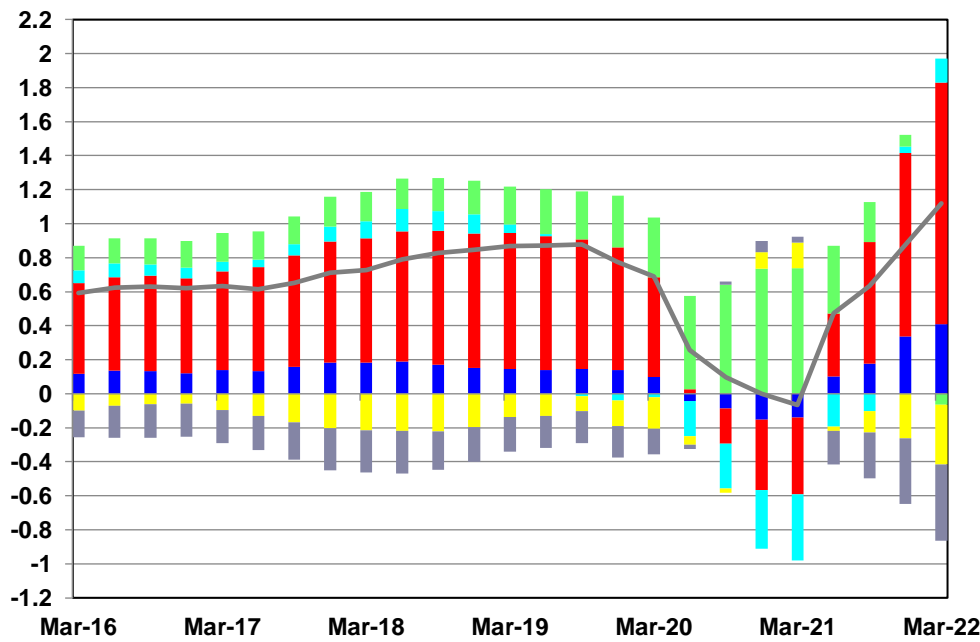
2. 米欧日の経済動向

資料： ECB

ユーロ圏の家計所得と資産

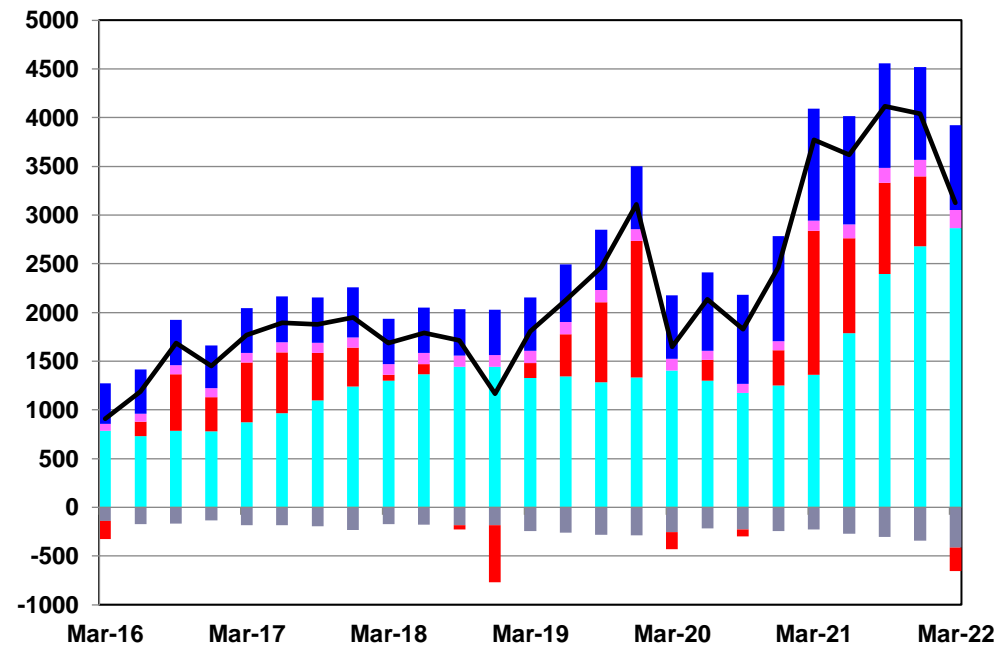
- ユーロ圏の家計所得（第1四半期まで）は、政府移転が徐々に縮小した一方、雇用者報酬が顕著な回復を続け、自営業収入も貢献を拡大したことで、コロナ前を大きく上回るペースで増加していた。
- 家計の純資産（第1四半期まで）も、足元では株価の調整の影響も受けているが、堅調な貯蓄に加えて、実物資産（主として住宅）の価値が顕著な増加を続けたため、同様にコロナ前を大きく上回るペースで増加していた。

ユーロ圏の可処分所得（要素別・4期MA 前期比%）



Social contribution
 Social benefits
 Compensation of employees
 Disposable income
 Tax
 Property income
 Operating surplus

ユーロ圏のNet worth（要素別・4期MA 10億ユーロ）



Financial investment
 Net capital formation
 Other changes in financial assets
 Other change in non-financial assets
 Financing
 Net worth

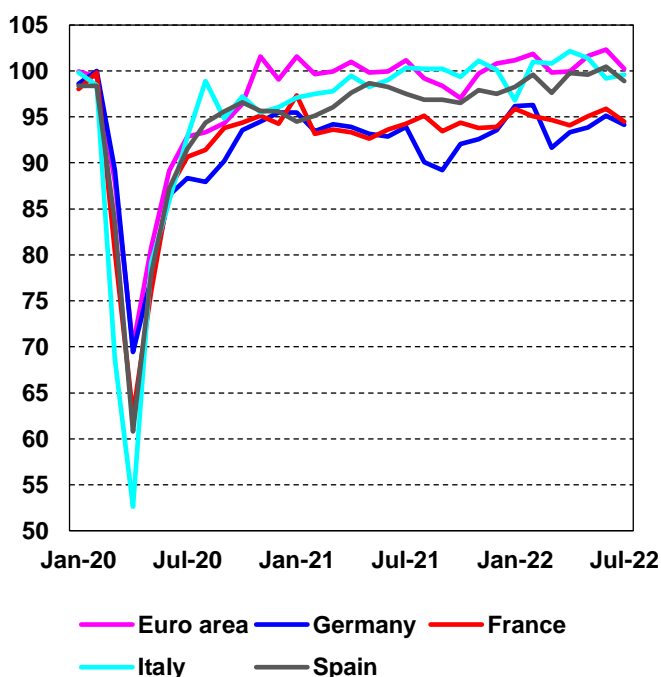
2. 米欧日の経済動向

資料：European Commission, Eurostat

ユーロ圏の企業活動（その1）

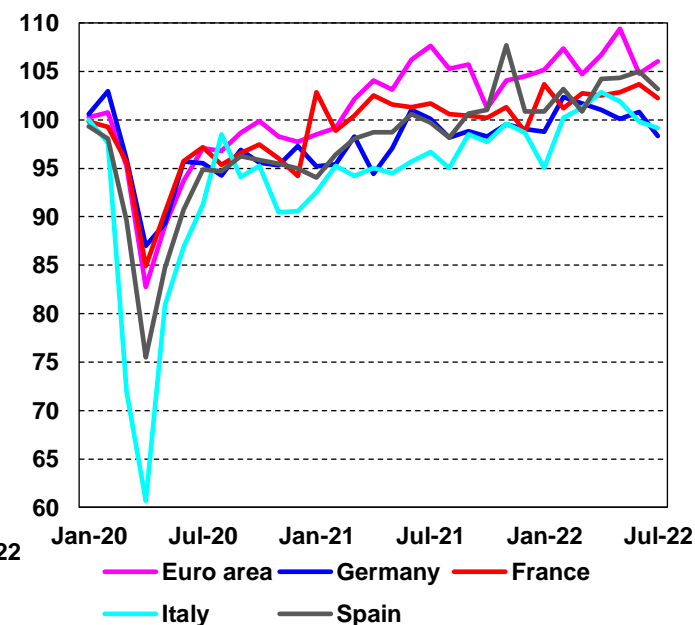
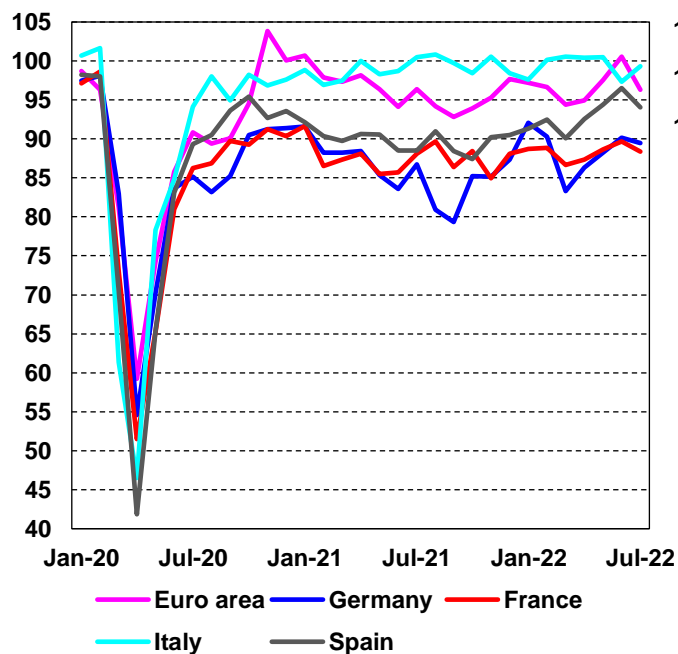
- 製造業の生産は、総じて横ばい圏内で推移している。国別にはイタリアとスペインが相対的に堅調に推移している一方、ドイツやフランスは依然として2019年の平均を回復していない。
- これを財の種類別にみると、資本財の停滞感が相対的に強く、ドイツやフランスの軟調さが明確になるほか、ユーロ圏全体としてもなお2019年平均を下回っている。一方、消費財は総じて緩やかな回復を示しているが、ドイツとイタリアは足元で軟調となり、2019年平均を下回っている。

製造業生産指数（2019年平均=100）



製造業生産指数（2019年平均=100）

<左>資本財、<右>消費財



2. 米欧日の経済動向

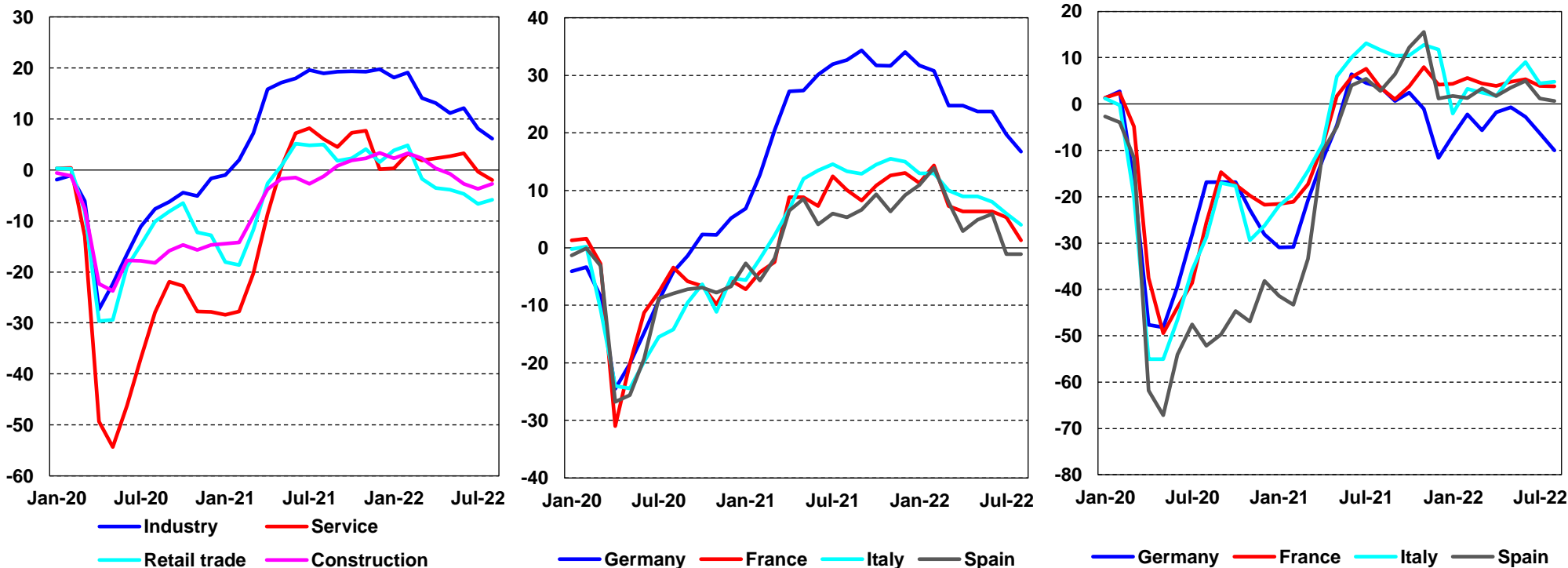
資料：European Commission

ユーロ圏の企業活動（その2）

■ 企業のセンチメントも足元にかけて緩やかに軟化している。

― 業種別には、製造業の減速感が目立つほか、サービスや小売も総じて緩やかな軟化をみせており、これらの業種では既に2019年の水準を下回っている。国別には、製造業ではドイツの低下が目立つほか、他の主要国でも緩やかに軟化している。これに対し、サービス業もドイツの不振が目立つが、そのほかの主要国は足元にかけて横ばい圏内の動きを維持している。

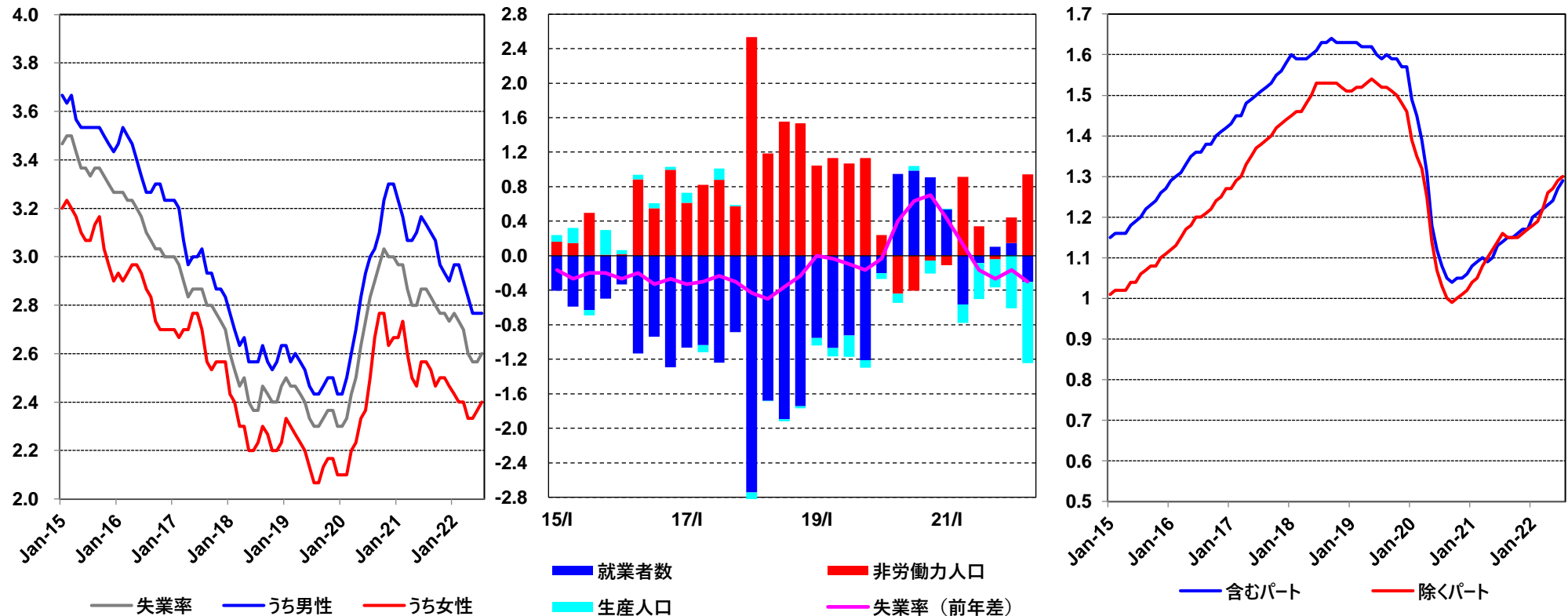
企業センチメントの推移(2019年平均からの乖離)
(左：ユーロ圏全体の業種別、中央：主要国の製造業、右：主要国のサービス業)



日本の雇用（その1）

- 失業率は男女ともに緩やかな改善を辿っているが、依然としてコロナ前の水準は回復していない。ただし、昨年中の失業率の低下は生産人口の減少による面が大きく、就業者数の増加はようやく足許で表れつつある。この間、有効求人倍率も底打ち後に改善しているが、同様にコロナ前のピークには達していない。

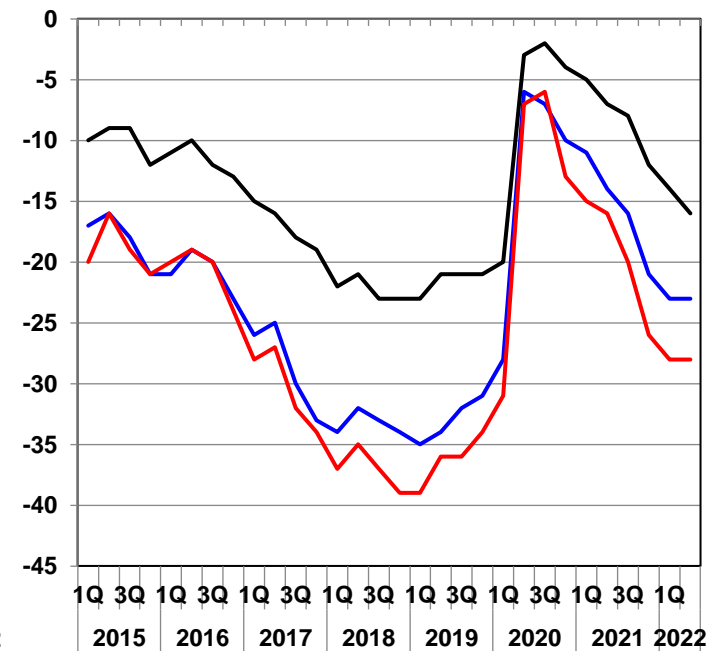
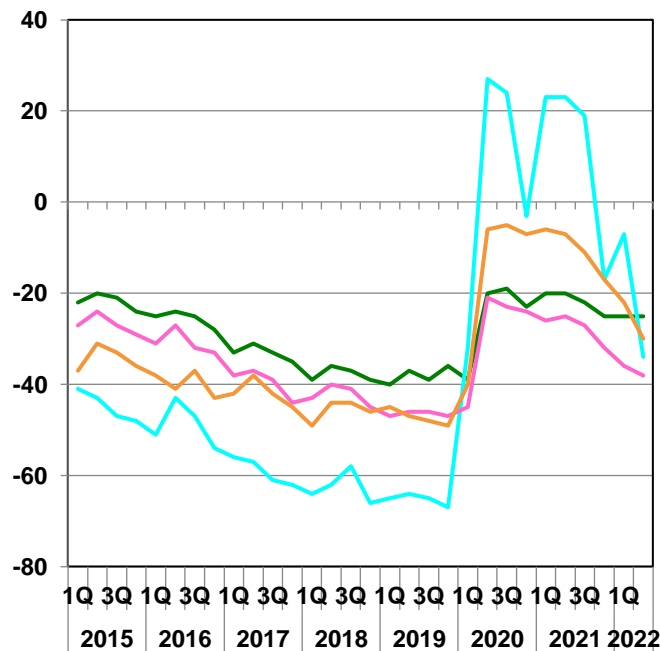
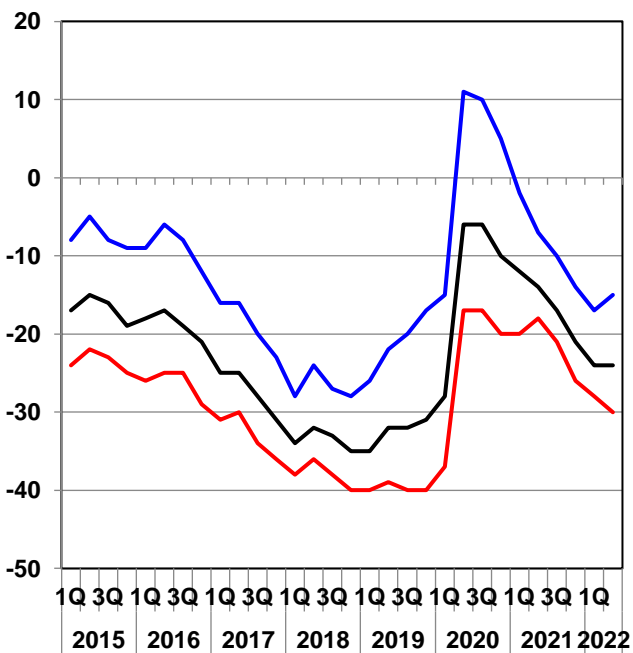
<左> 失業率（3か月MA・%）、<中央> 失業率変化の寄与度分解（前年比・%ポイント）、<右> 有効求人倍率



日本の雇用（その2）

- 雇用判断は、総じてみれば、昨年以降の改善傾向を辿っている。もっとも、こうした傾向は非製造業にも広がっているが、飲食・宿泊の件とな改善に比べるとその他のサービスの改善は緩やかに止まっている。また、DIの水準自体も、コロナ前の好況期には戻っていない。企業規模別にも同様なパターンを示しているほか、好況期と同じく中小企業の方が相対的な人手不足感が根強い。

雇用判断（DI）



— 全産業 — 製造業 — 非製造業

— 小売 — 宿泊・飲食
— 企業向けサービス — 個人向けサービス

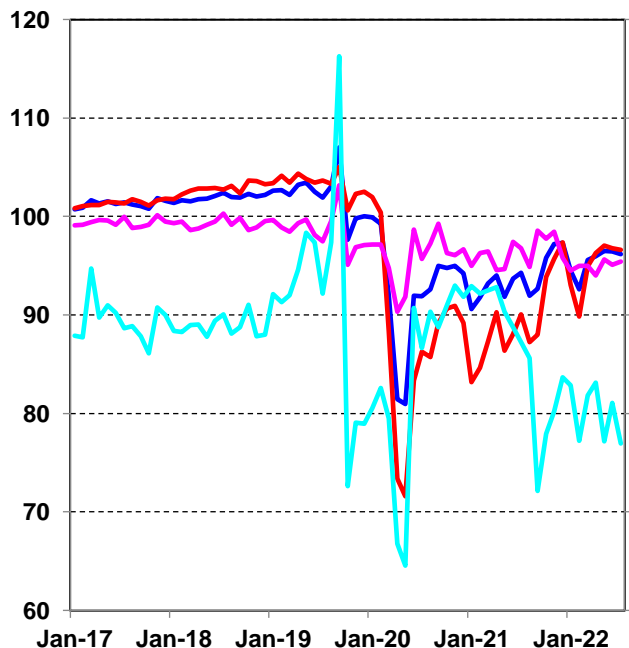
— 大企業 — 中堅企業 — 中小企業

日本の家計消費

資料：日銀、経産省

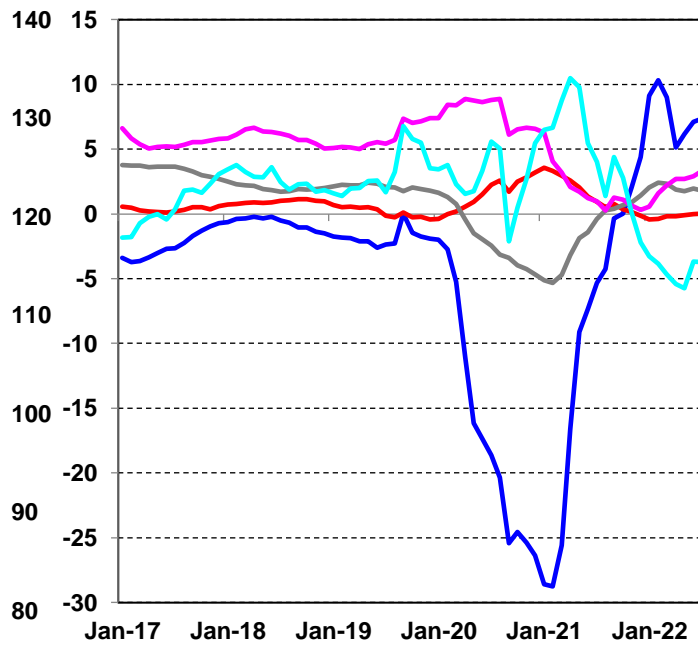
- 家計の消費は全体としては横ばい圏内で推移している。耐久財消費は供給制約の影響を受けて急落した後、停滞が続いている一方、サービス消費は緩やかな回復が続いている。業態別には百貨店売上げの顕著な回復が目立つほか、ドラッグストアも減速傾向に歯止めがかかりつつあるが、家電量販店の低迷が続いている。
- 家計の消費関連の業態でのセンチメントにも改善がみられるが、いずれも直近（月時点）ではコロナ前の水準を回復していない。

消費活動指数（日銀）



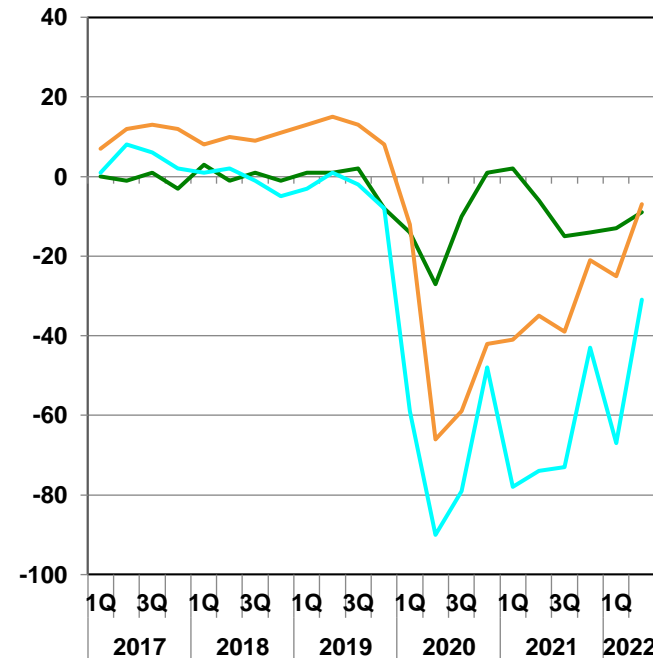
総合
サービス
非耐久財
耐久財（右軸）

小売売上指数（前年比%）



百貨店
コンビニエンスストア
スーパー
ドラッグストア
家電量販店

業況判断指数（DI）



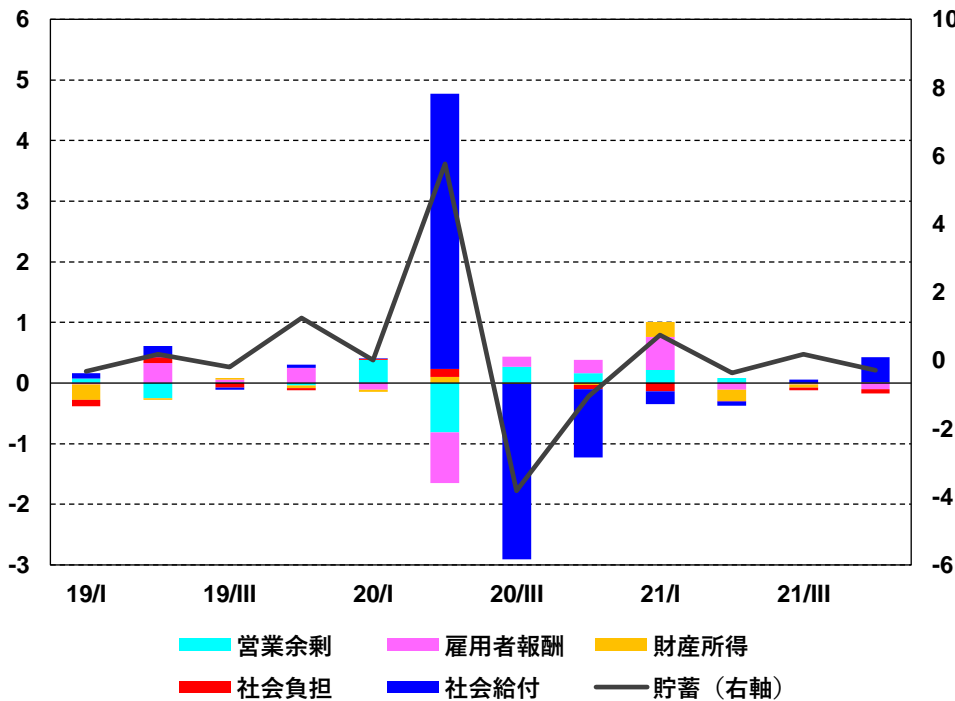
小売
宿泊・飲食
個人向けサービス

日本の家計所得と金融資産

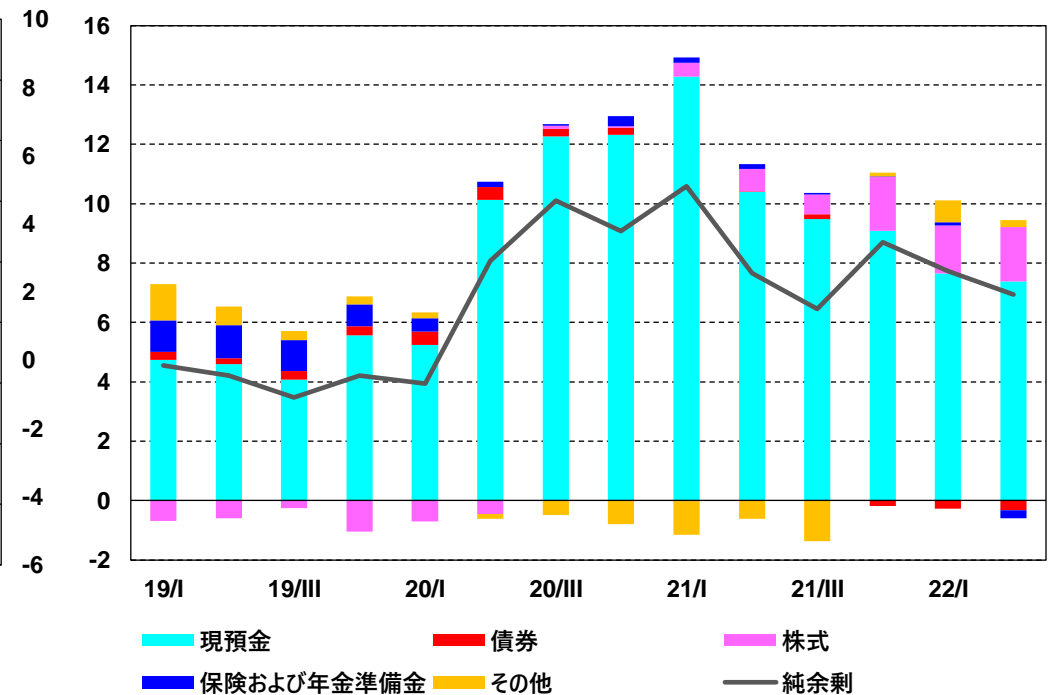
資料：内閣府、日銀

- SNAベースで可処分所得の動き（第1四半期まで）をみると、政府からの社会給付は概ね元の水準に戻っている一方、雇用者報酬の増加は目立っていない。また、貯蓄の動きも概ねコロナ前と同様な増加ペースに回帰していた。
- この間、家計の金融資産（第2四半期まで）も増加ペースがコロナ前の水準に回帰しつつある。内容別には、引続き現預金のウェイトが高く、予備的な貯蓄動機を示唆している。もっとも、昨年後半以降は株式の貢献が目立つようになった一方、保険および年金準備金の動きがみられない。

家計の可処分所得と貯蓄
(SNAベース：年率前期比・兆円)



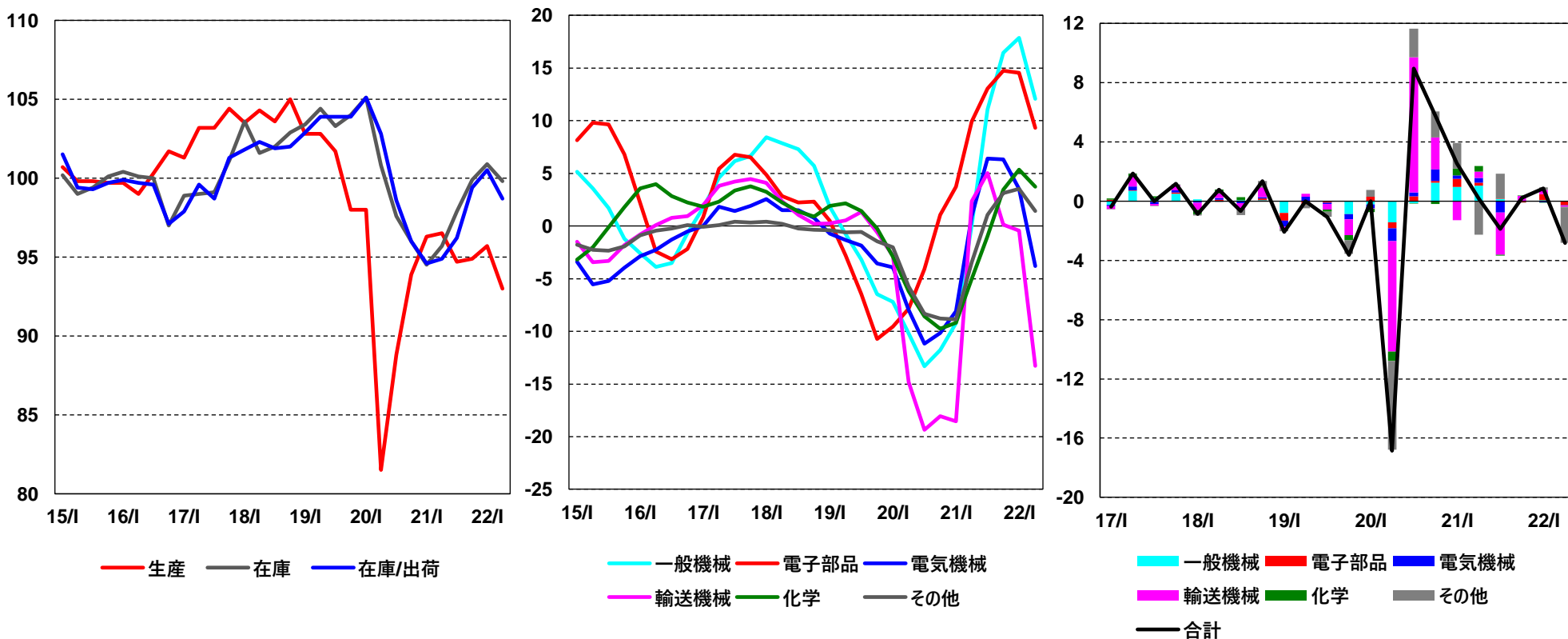
家計の金融資産の増減と純資金余剰
(資金循環勘定・4四半期MA・兆円)



日本の企業活動（その1）

- 鉱工業生産（第2四半期まで）には総じてみれば停滞感が残っていた一方、足元にかけて在庫の増加がみられていた。生産を産業別にみると、電子部品や一般機械には頭打ちの兆しもみられたが顕著な増加ペースを維持した一方、輸送機械の大幅な落ち込みが目立ち、電気機械もマイナスに転じていた。ただし、昨年後半に鉱工業生産の回復が顕著であったことを映じて、全体の落ち込みは小幅に止まっている。

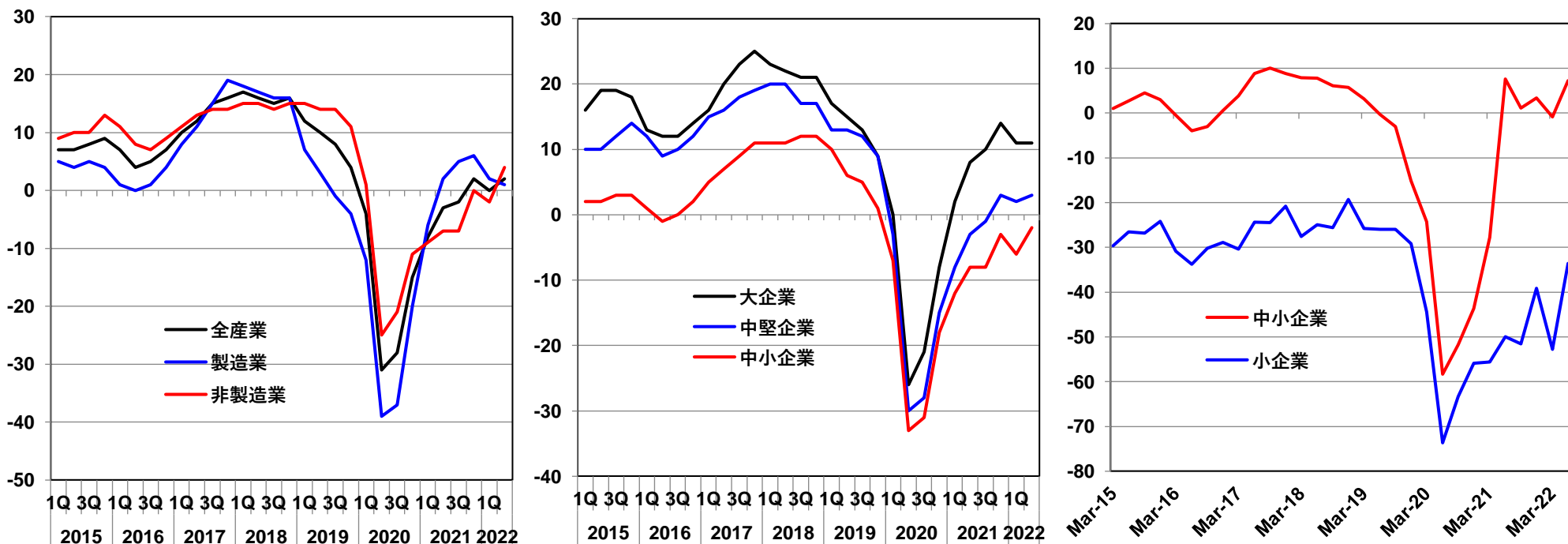
<左> 主な指数, <中央> 主要業種の生産指数（前年比・4四半期MA）
 <右> 主要業種の生産指数に対する寄与度（前年比%ポイント）



日本の企業活動（その2）

- 日銀短観（6月時点）によれば、企業経営者のセンチメントの改善は製造業では停滞していた一方、非製造業では継続していた。前者は供給制約の長期化や海外経済の不透明化、後者は経済活動の緩やかな再開等を映じているとみられる。もっとも、センチメントの改善度合いは、引続き企業規模によるばらつきが大きい。
- 政策公庫の調査（6月時点）によると、中小企業と小企業でセンチメントの改善には引続き大きな乖離がみられる。前者には大企業のサプライチェーンに関わる企業などが含まれる一方、後者の主体が個人の消費関連サービスに関わる企業が多い点を反映しているとみられる。もっとも、足元の改善は後者の方がやや強い。

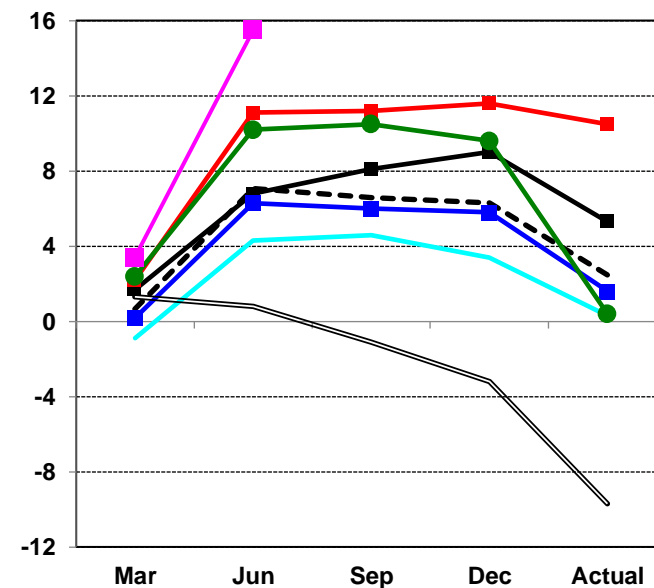
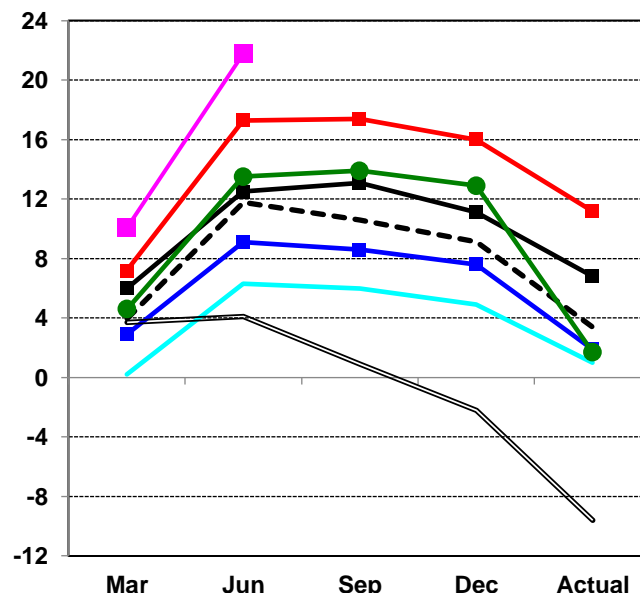
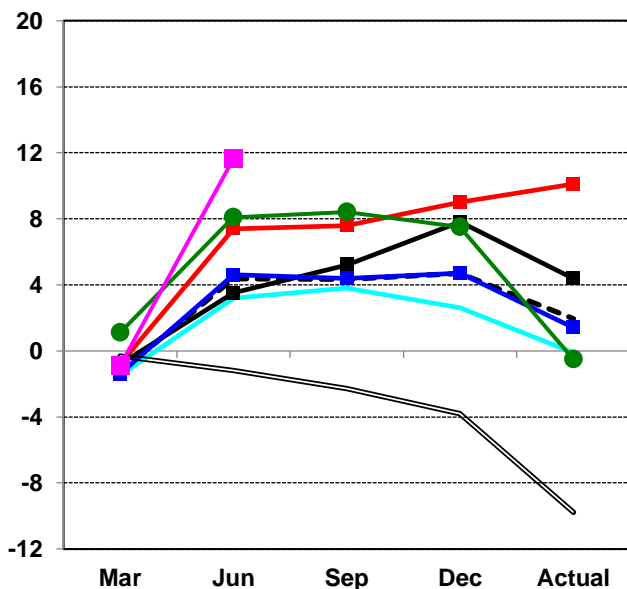
業況判断（DI）＜左と中央：日銀短観、右：政策公庫調査＞



日本の企業活動（その3）

- 本年度の設備投資計画（6月時点）は、海外を中心とする不透明性の高さには拘らず、堅調な内容となっていた。こうした特徴は製造業だけでなく、非製造業にも該当しており、前年比伸び率は「量的質的緩和」を通じた平均を明確に上回っていた。日銀の展望レポートは、こうした設備投資が、ビジネスモデルやサプライチェーンの転換、競争力強化のための研究開発や気候変動対応など、多様な要因に基づくとの見方を示唆している。

<左> 非製造業、<中央> 製造業、<右> 全産業（前年比%）



- - - Average (2013-2022) 2016
 ■ 2017 ■ 2018
 ■ 2019 — 2020
 ● 2021 ■ 2022

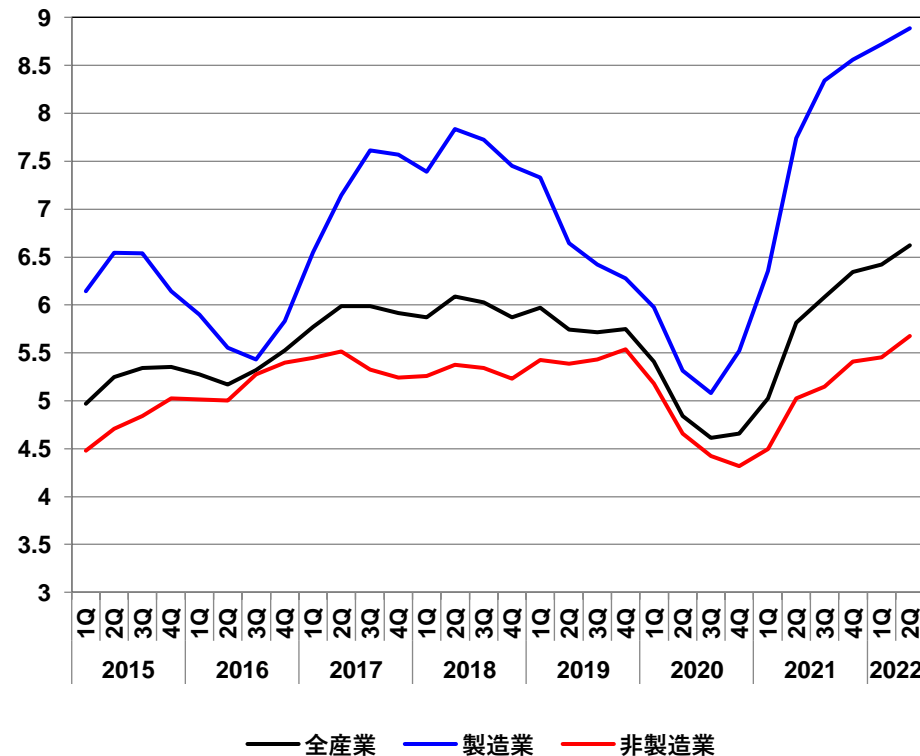
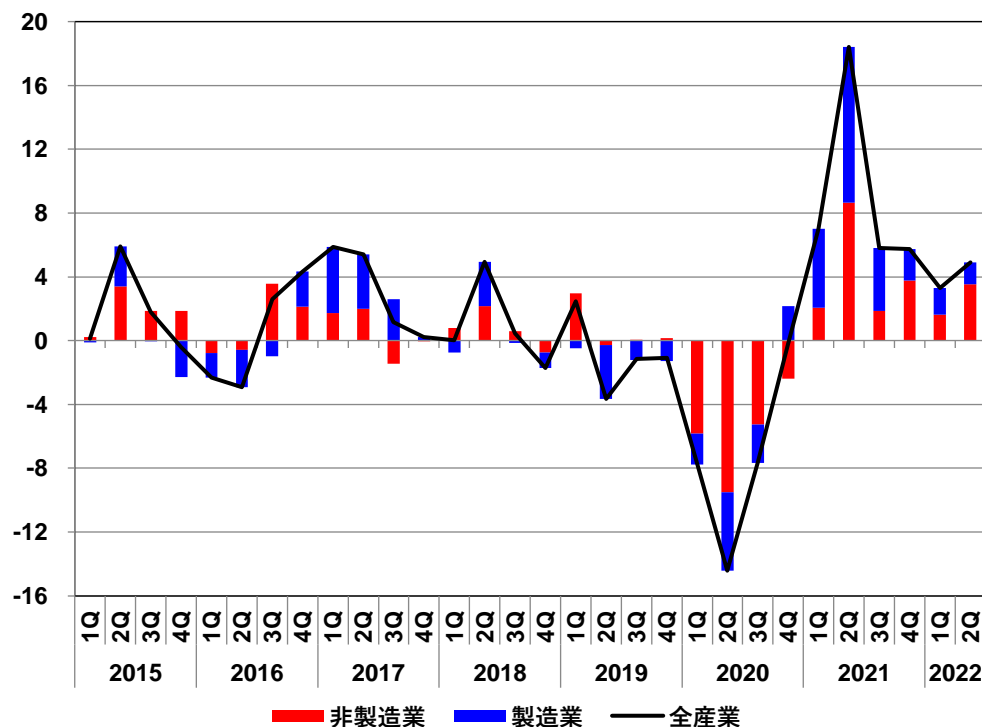
- - - Average (2013-2022) 2016
 ■ 2017 ■ 2018
 ■ 2019 — 2020
 ● 2021 ■ 2022

- - - Average (2013-2022) 2016
 ■ 2017 ■ 2018
 ■ 2019 — 2020
 ● 2021 ■ 2022

日本の企業活動（その4）

- 法人企業統計（第2四半期まで・4四半期MA）によって企業収益の推移をみると、昨年後半以降は成長率が比較的高い伸びを維持していたことがわかる。また、足元では非製造業の寄与が相対的に大きくなったことも注目される。さらに、収益性を売上高経常利益率でみると、製造業は顕著に回復し、直近の好況期を明確に上回ったほか、非製造業も緩やかな改善を続け、コロナ前の水準を回復した。

<左> 経常利益（前年比%・4四半期MA）、<右> 売上高経常利益率（%・4四半期MA）



3. 金融政策の運営

想定される論点

- 米欧における金融引締め¹の運営や効果をどう評価するか
- 日本における金融緩和²の維持をどう評価するか
- 金融政策によるインフレ期待³の制御はどのように実現しうるか

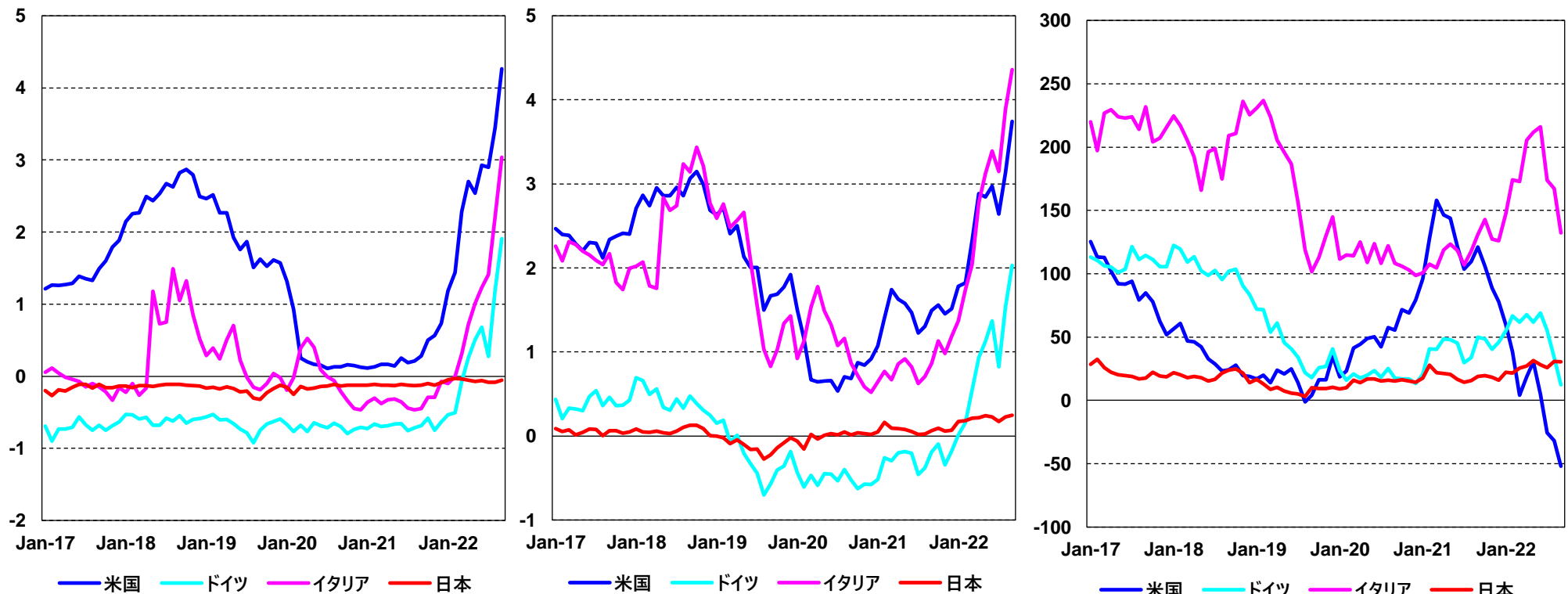
3. 金融政策の運営

米欧日の国債利回り

- 2年国債については、利上げを加速する米国で利回りが急上昇しているほか、足元ではユーロ圏でも金融政策に対する期待の急速な修正を映じて、利回りが顕著に上昇している。10年国債についても、米国での利回りの上昇が顕著である一方、ユーロ圏についてはドイツとイタリアとの利回り格差が拡大しつつある。この間、日本においては、2年国債の利回りが安定を維持する一方、10年国債の利回りが若干強含んでいる。
- 米国では既に逆イールドが明確化しているほか、ユーロ圏でも足元でイールドスプレッドの縮小が生じている。この間、日本では若干の増加がみられる。

国債利回りの推移

(左：2年債<%>、中央：10年債<%>、右：10年債と2年債の差<bp>)



3. 金融政策の運営と

米欧日の政策運営に関するコミュニケーション（9月会合）

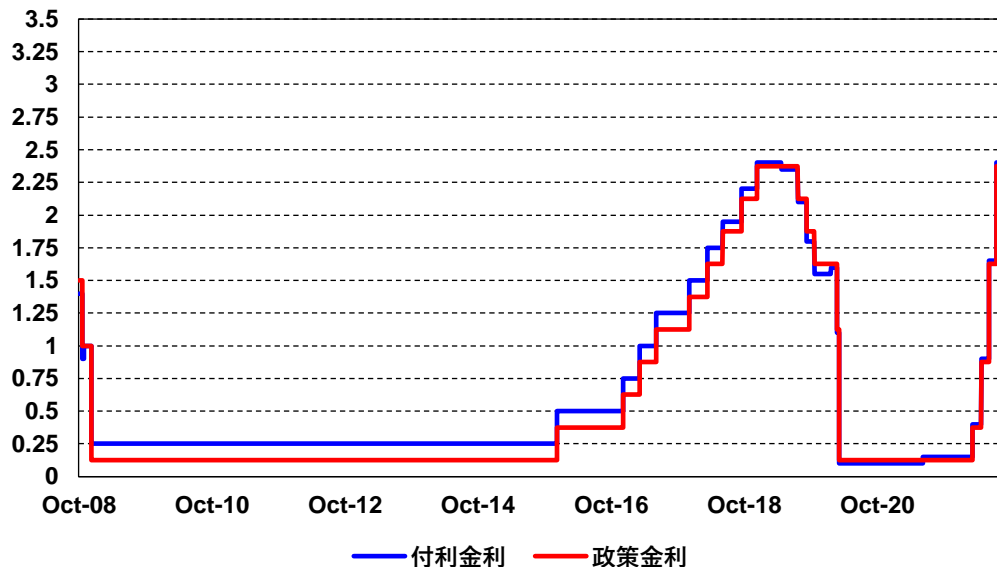
ポイント	政策金利	保有資産
FRB	<ul style="list-style-type: none">・インフレ率が物価目標に収斂することに確信が持てるまで引き締めを継続（forward-looking?）・物価安定の回復には十分に引き締めの状況の維持が必要（実績?）	<ul style="list-style-type: none">・再投資の調整による保有資産の削減を継続-ただし、政策金利を主たる政策手段と位置付け
ECB	<ul style="list-style-type: none">・総需要の抑制とインフレ期待の上昇防止のため、今後数回の会合でも利上げを継続（forward-looking?）	<ul style="list-style-type: none">・APPによる保有資産の再投資については、次回（10月）の会合で検討・PEPPによる保有資産の再投資は、少なくとも2024年末まで継続
日銀	<ul style="list-style-type: none">・インフレ率2%を安定的に達成するまで「量的・質的金融緩和」を維持（実績）・コロナの影響が続く限り、政策金利は現状またはより低い水準に維持（実績）	<ul style="list-style-type: none">・コアインフレ率が2%目標を安定的に達成するまで、マネタリーベースの増加を継続（実績）

3. 金融政策の運営

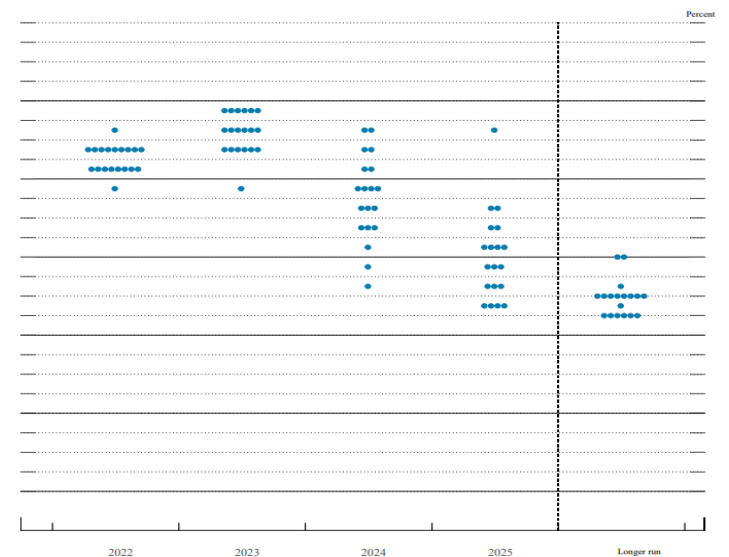
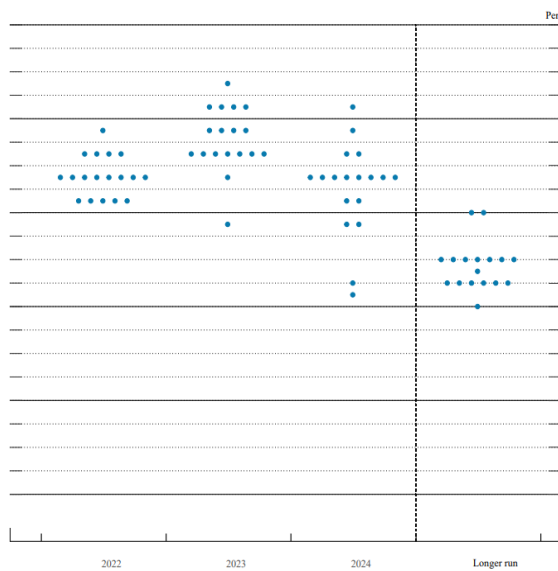
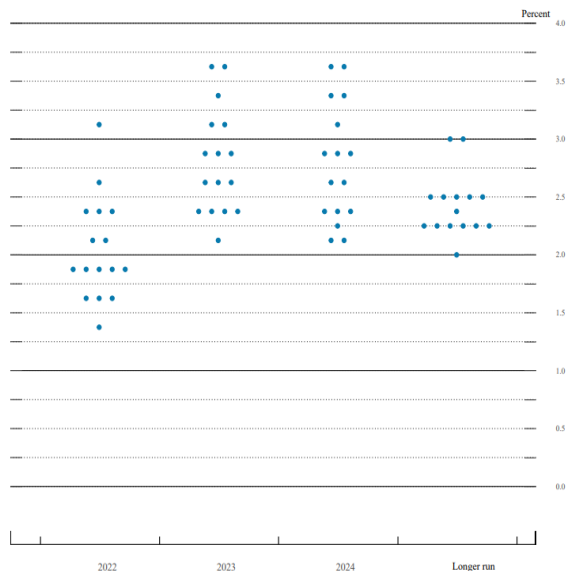
資料：FRB

FRBによる利上げ（その1）

- FRBは本年3月から利上げを開始したが、そのペースは前回の「正常化」を大きく上回るだけでなく、FRB自身の想定を大きく上回るものとなった。
- 当初は、漸進的な利上げによって金融経済への負担を軽減する考えを示唆していたが、インフレが夏に向けて加速した中で、経済活動の減速を伴っても物価安定を回復することを優先する姿勢に転換した。



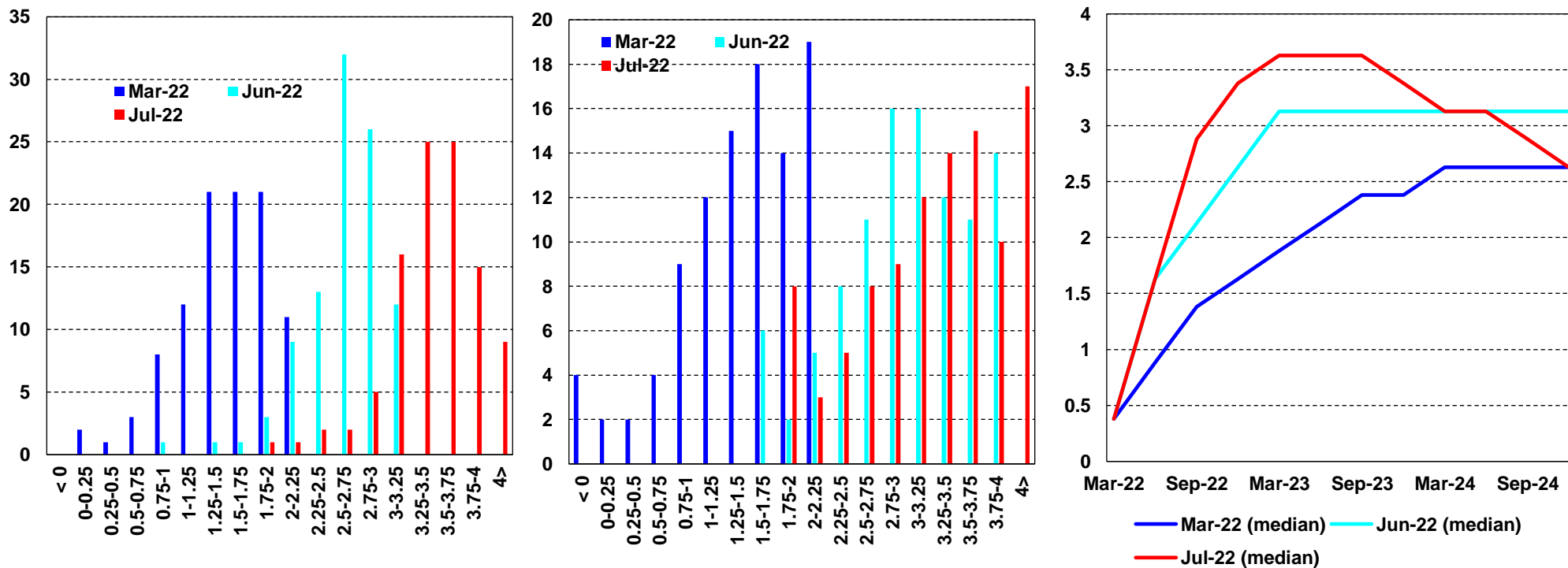
<左> 世界金融危機後の政策金利 (%)
 <下> dot chartの推移 (3月、6月、9月：%)



FRBによる利上げ（その2）

- 市場の政策金利予想をPri3月y Dealer Survey（直近は7月調査）からみると、市場参加者も本年中を通じて予想を上方修正させ続けてきたことが確認できる。もっとも、2023年末の政策金利見通しについては、6月時点と7月時点で重複する面もあった。一方、medianによって政策金利の予想パスをみると、2023年にかけてのパスが上方修正されてきた一方、直近調査では2023年末から利下げに転ずるとの見方が大勢であったこともわかる。

<左> Pri3月y Dealer Surveyによる2022年末の政策金利予想（分布・%）
 <中央> Pri3月y Dealer Surveyによる2023年末の政策金利予想（分布・%）
 <右> 同Surveyによる政策金利予想（median・%）



FRBによる利上げ（その3）

- FRBによる政策金利運営の考え方は、Powell議長によるJackson Hole会合での講演（8月）に示されており、9月FOMCでもこの考え方に変わりがない点を確認した。

講演テキスト（抜粋）

ポイント	議論
Dual mandate	<ul style="list-style-type: none"> • ...without price stability, we will not achieve a sustained period of strong labor market conditions that benefit all. The burdens of high inflation fall heaviest on those who are least able to bear them. • Reducing inflation is likely to require a sustained period of below-trend growth. Moreover, there will very likely be some softening of labor market conditions.
政策スタンス	<ul style="list-style-type: none"> • We are moving our policy stance purposefully to a level that will be sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent...In current circumstances, with inflation running far above 2 percent and the labor market extremely tight, estimates of longer-run neutral are not a place to stop or pause.
過去からの教訓	<ol style="list-style-type: none"> 1) central banks can and should take responsibility for delivering low and stable inflation...Our responsibility to deliver price stability is unconditional. 2) the public's expectations about future inflation can play an important role in setting the path of inflation over time...One useful insight into how actual inflation affects expectations about its future path is based in the concept of "rational inattention." 3) we must keep at it until the job is done...History shows that the employment costs of bringing down inflation are likely to increase with delay, as high inflation becomes more entrenched in wage and price setting.

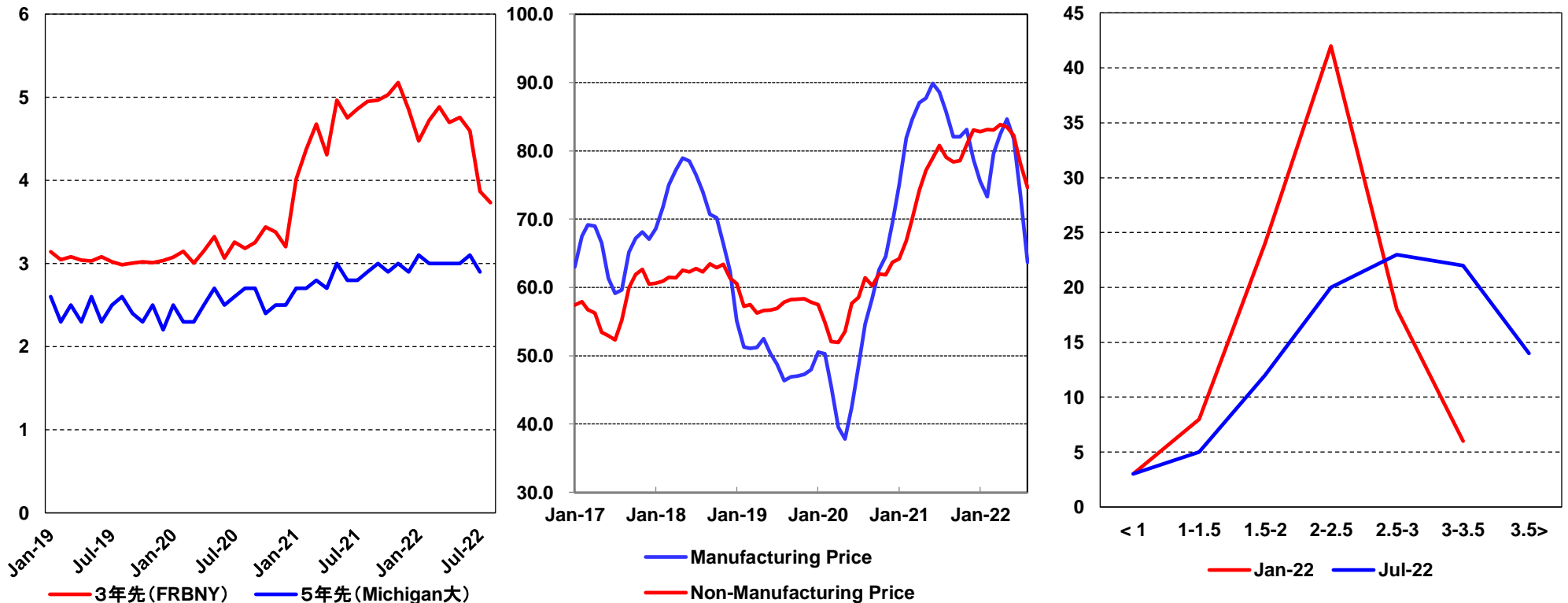
3. 金融政策の運営

米国のインフレ期待

- 米国の家計の中長期インフレ期待は、インフレ率が加速した下でも安定を維持し、足元ではガソリン価格の反落等を映じて軟化の兆しもみられる。これに対し、企業の短期インフレ期待は、製造業を中心に急落しており、2020年中ごろの水準に戻っている。
- 一方、市場関係者の長期（5年）のインフレ期待は、本年を通じて上昇し、直近（7月時点）では3%近傍を見込む向きが多くなっている。

インフレ期待の推移

（左：家計<FRBNY, University of Michigan>、中央：企業<ISM>、右：市場関係者<Pri3月y dealer>）



FRBによる保有資産の削減（その1）

- 1月のFOMCはバランスシートの規模の削減に関する原則を決定し公表した。

原則の主な内容

- ・金融政策のスタンスの調整のためには、FFレートの誘導目標の変更を第一次的手段と位置づけ
- ・バランスシートの規模縮小の時期やペースは、最大雇用と物価安定の促進の観点から決定
- ・バランスシートの規模縮小は、利上げ開始後に開始と予想
- ・保有証券の縮小は、主として再投資の調整により予見可能な方法で実施
- ・超過準備の下で金融政策を効率的で効果的に運用するのに必要な規模の証券保有を維持
- ・与信の配分への影響を最小化するため、長期的には国債のみを保有
- ・金融経済動向に即して、アプローチの細部を調整

- 5月のFOMCは上記の原則に沿って、6月から実施に移すことを決定した。

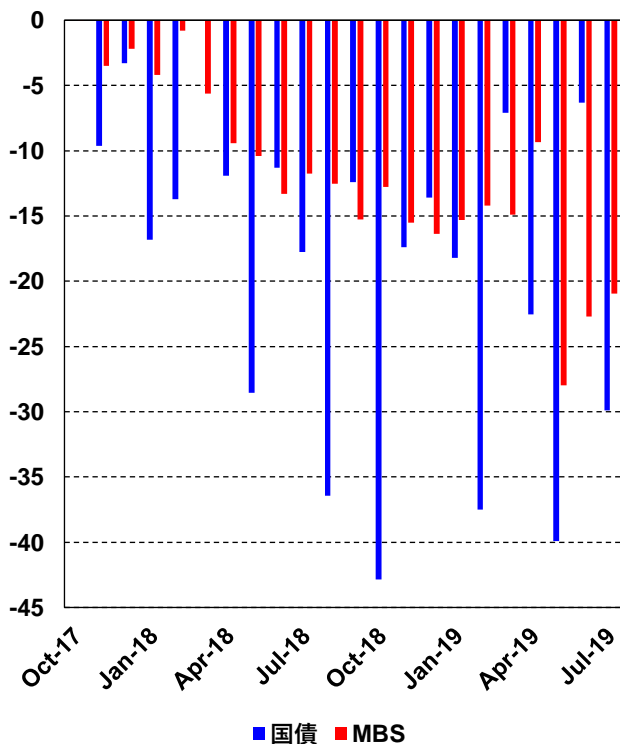
5月FOMCの決定内容（抜粋）

- ・米国債の削減額は当初は300億ドル／月とし、3か月後に600億ドル／月に加速
- ・MBSの削減額は当初は175億ドル／月とし、3か月後に350億ドル／月に加速
- ・こうした削減は、準備預金が十分な水準をやや上回るところで減速し停止
- ・保有資産の削減停止後も資産規模は負債の動きに応じて当面は減少
- ・その後は準備預金の十分な水準を維持するように保有資産を運営

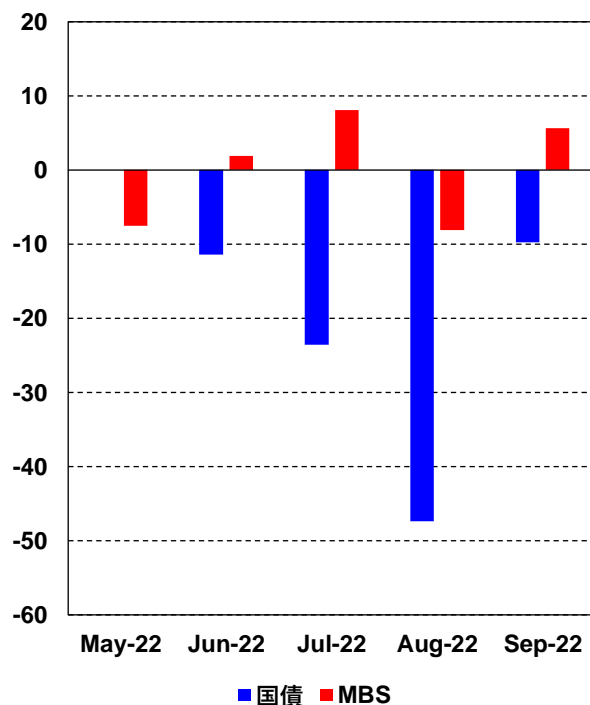
FRBによる保有資産の削減（その2）

- 因みに前回の保有資産の削減は、段階的な引上げを行った上で、開始1年後（2018年10月）以降に国債が300億ドル/月、MBSが200億ドル/月とされた。これに比べて顕著に早いペースでの削減が実施されている。もっとも、特に国債はコロナ対応での買入れが大きかっただけに、依然として5兆ドル近い残高が残っている。

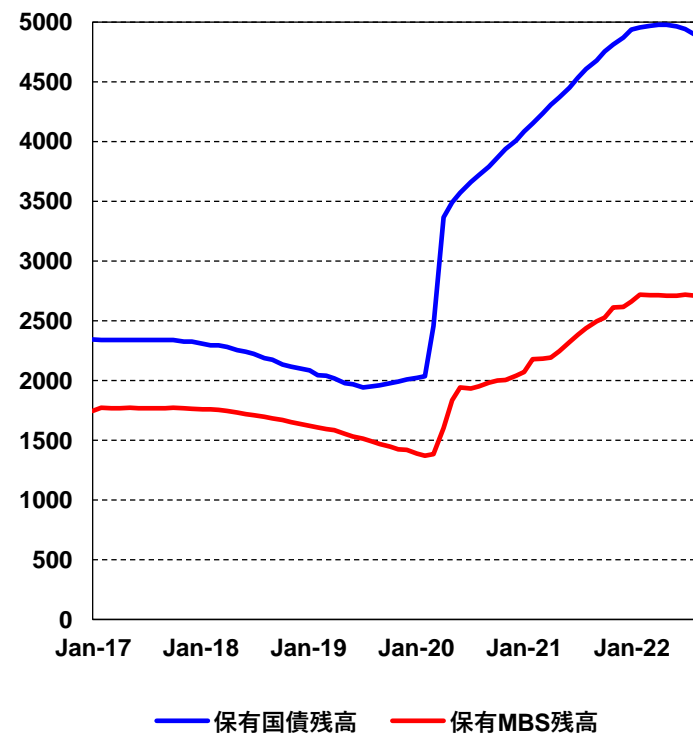
前回局面（2017～19年）における削減幅
（10億ドル<4週間前との残高差を表示>）



今回局面（2022年）における削減幅
（10億ドル<4週間前との残高差を表示>）



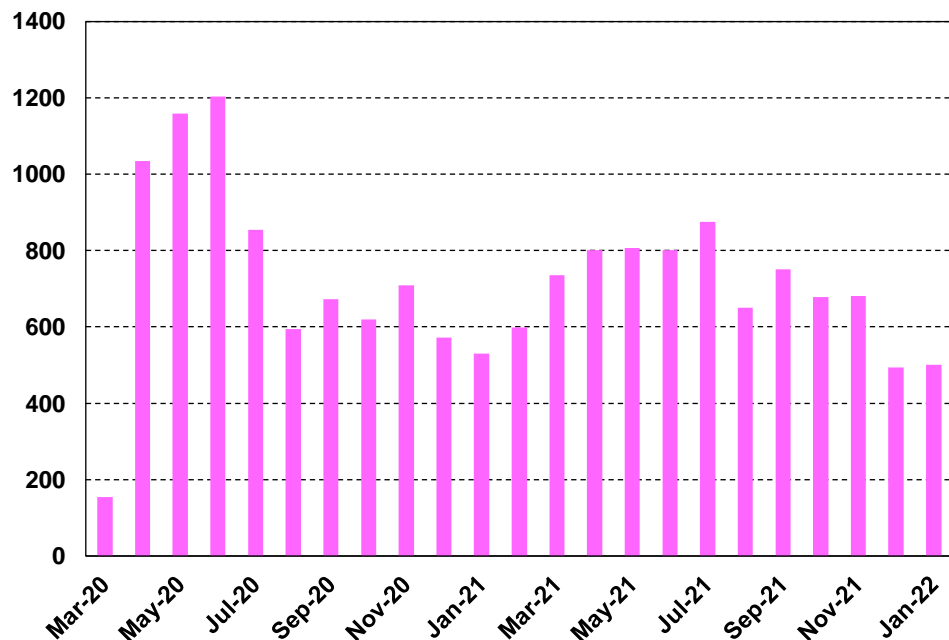
米国債とMBSの保有残高
（10億ドル）



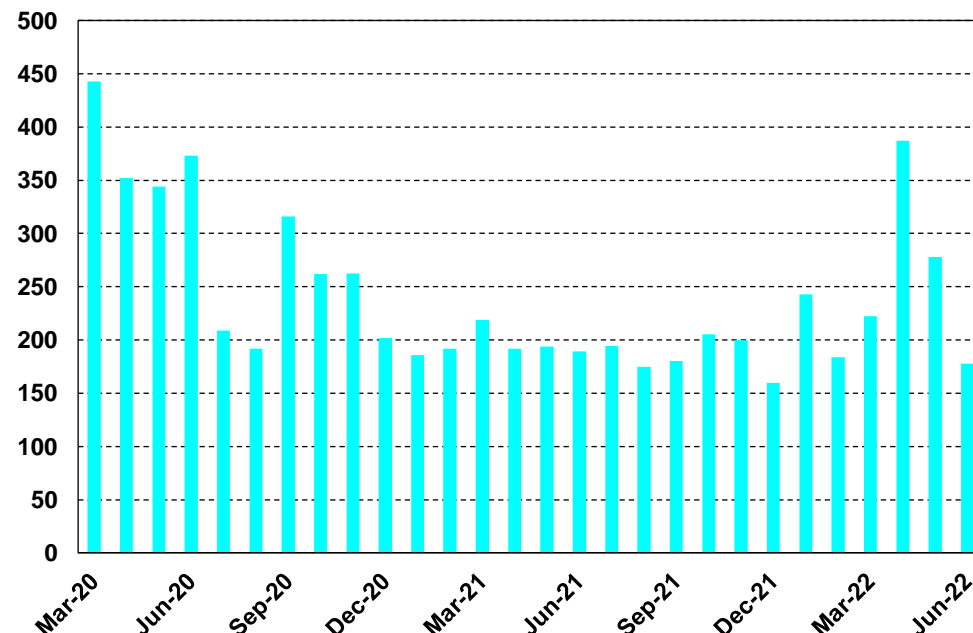
ECBによる資産買入れの運営

- ECBは昨年12月の理事会で、金融政策の正常化に着手することを決定し、まず、PEPPによる資産買入れを2022年3月に終了することを決定した。一方、APPについては、2022年の第2四半期には既往の200億ユーロ／月から400億ユーロ／月へ増額した上で、第3四半期には300億ユーロ／月、10月以降は200億ユーロ／月へ漸減させる方針を決めた。
- ところが本年3月の理事会では、APPの買入れペースの減速を決定し、4月は400億ユーロ／月を維持するものの、その後は毎月100億ユーロ／月ずつ減額し、第3四半期は状況をもて判断することを決定した。さらに、6月の理事会ではAPPによる資産買入れの終了を7月1日（第3四半期の初日）に前倒しすることを決定した。

PEPPによる資産買入れ
(10億ユーロ)



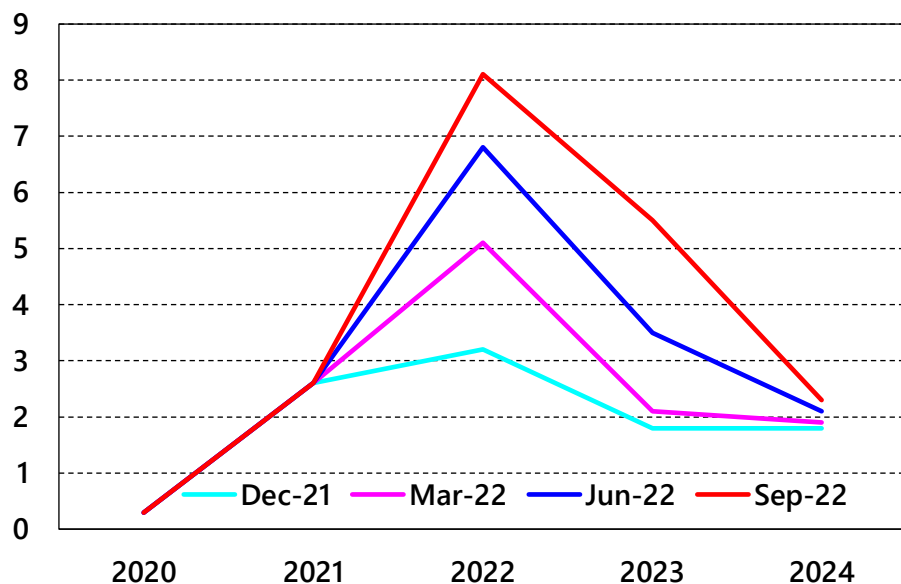
APPによる資産買入れ
(10億ユーロ)



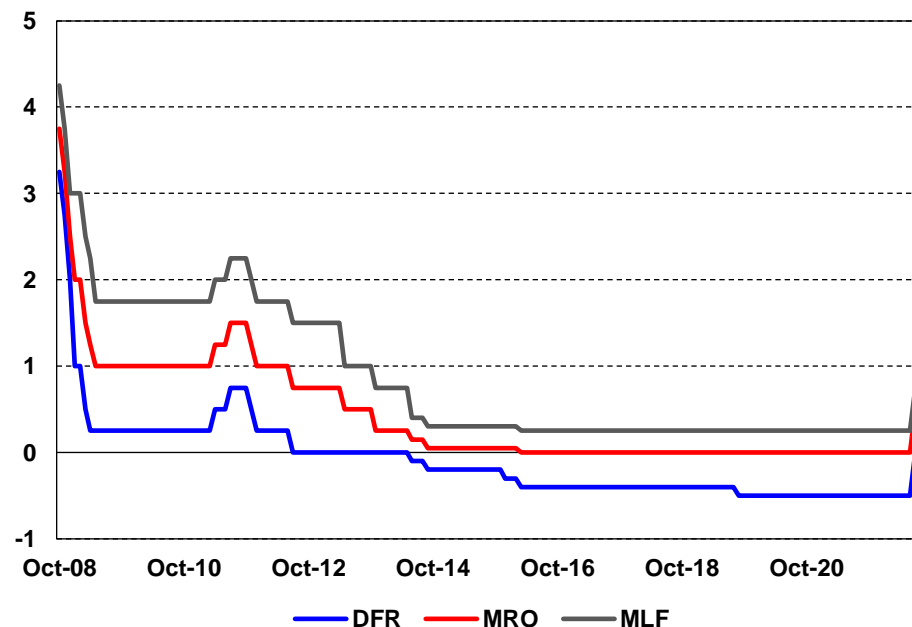
ECBによる利上げ（その1）

- 続いてECBは、本年7月の理事会で0.5%の利上げを行い、いわゆるマイナス金利政策を解除した。さらに、9月の理事会では0.75%の利上げを実施したほか、Lagarde総裁は今後数回の利上げを継続することを明言した。もっとも、ECBは6月の理事会では次回（7月）会合での0.25%の利上げを予告したほか、7月の理事会でも次回（9月）会合での0.5%の利上げを示唆したため、結果的には自らの予告を覆した形となった。
- この点に関してECBは物価見通しの大幅かつ累次の引き上げを踏まえて、物価上昇圧力の長期化と拡大に対応するためと説明している。

ECB執行部によるHICPインフレ率の見通し（%）



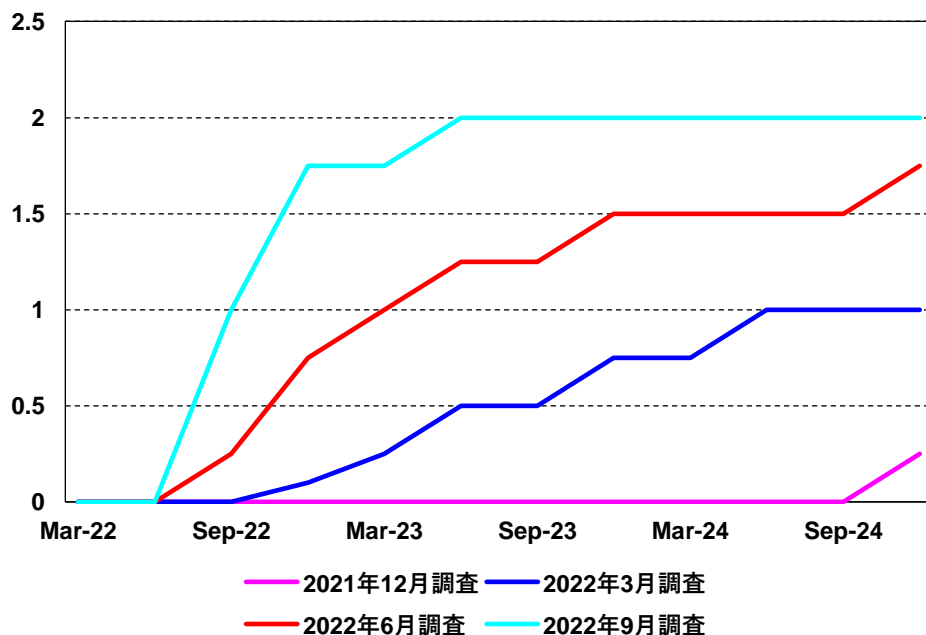
世界金融危機後の政策金利（%）



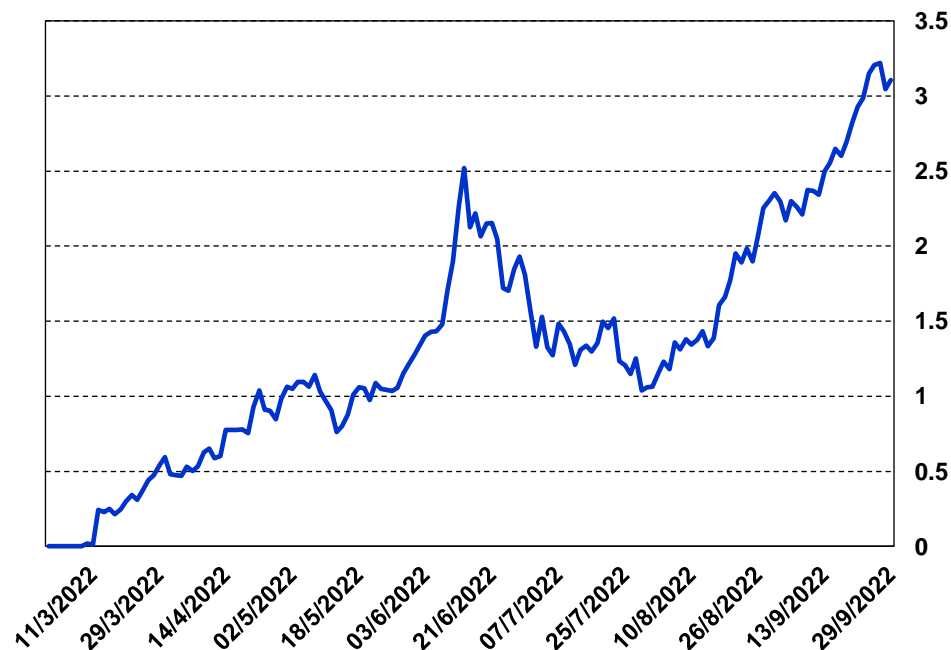
ECBによる利上げ（その2）

- ECBが主要な市場参加者を対象に実施しているサーベイ（Survey of Monetary Analysts）の結果をみると、政策金利のパスの見通しは上昇を続けてきたことが確認できる。もっとも、直近（9月調査）でも2023年第1四半期に2%（中立金利の上限とみられる）に達した後はその水準が維持されるとの見方が多い。
- これに対し、市場金利から推計される見通しは足元でより強気になっており、2023年の秋には政策金利が3%に達するとの予想が示されている。

政策金利に関する見通し（%）



1年後の政策金利に対する予想（%ポイント）

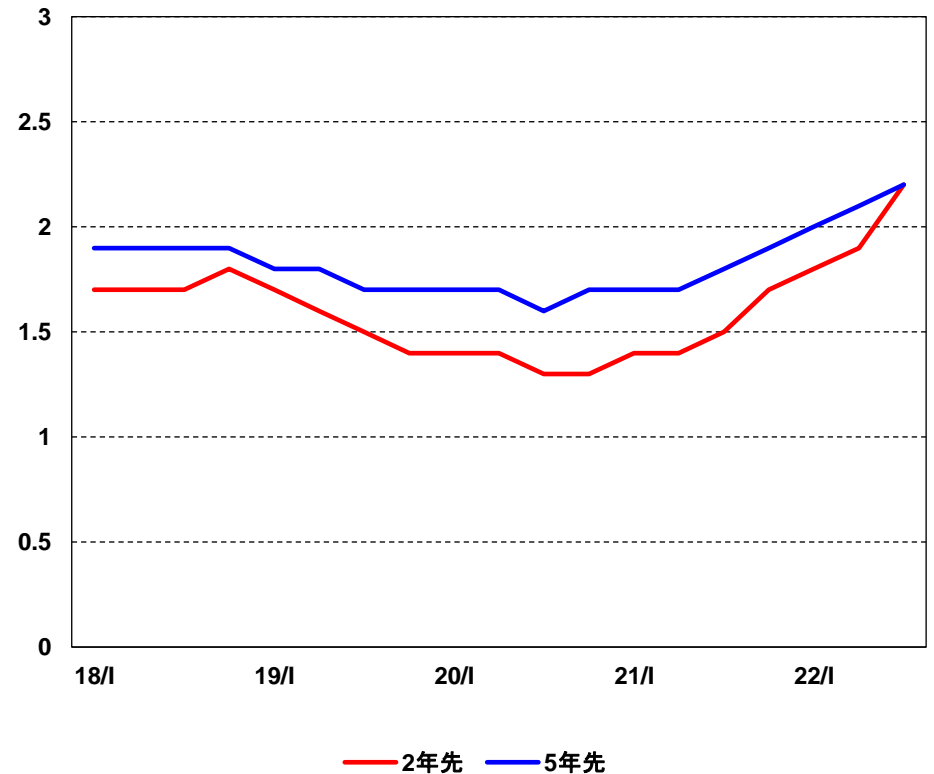
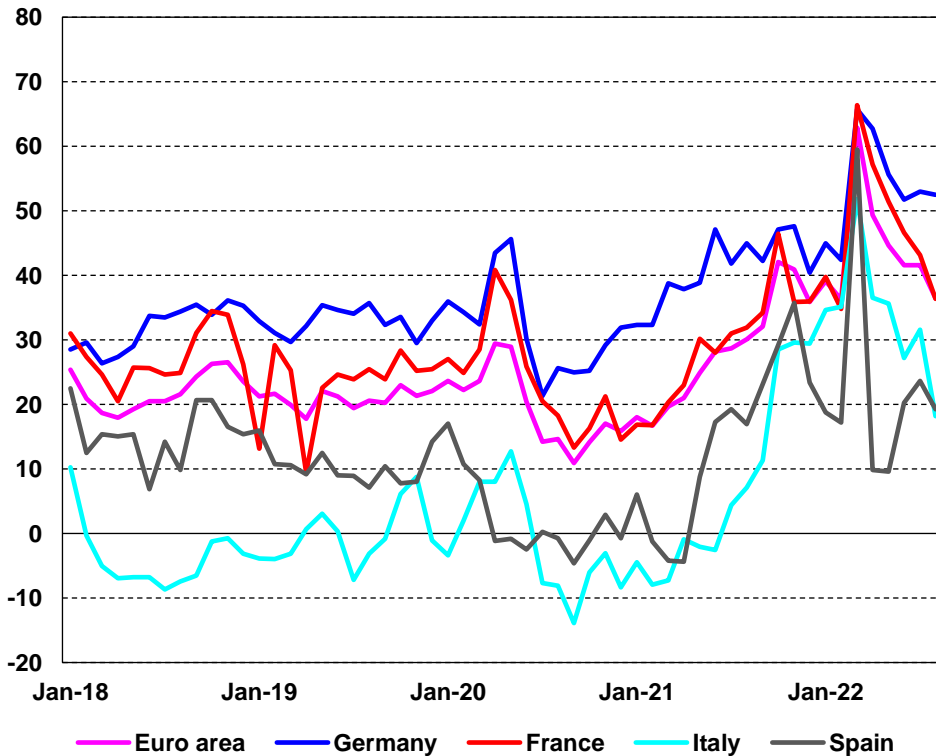


3. 金融政策の運営

ユーロ圏のインフレ期待

- ユーロ圏の家計の短期インフレ期待は、本年春にピークを付けた後、足元にかけて軟化している。主要国別には、イタリアとスペインの下落が目立つ。もっとも、足元の水準は長い目で見てもなお高いほか、ドイツやフランスには高止まりの兆しがみられる。
- 一方、エコノミストによる中長期のインフレ期待は緩やかに上昇している。水準としてはわずかに2%を超えたに過ぎないが、長らく極めて安定してただけに、最近の動きが注目を集めている。

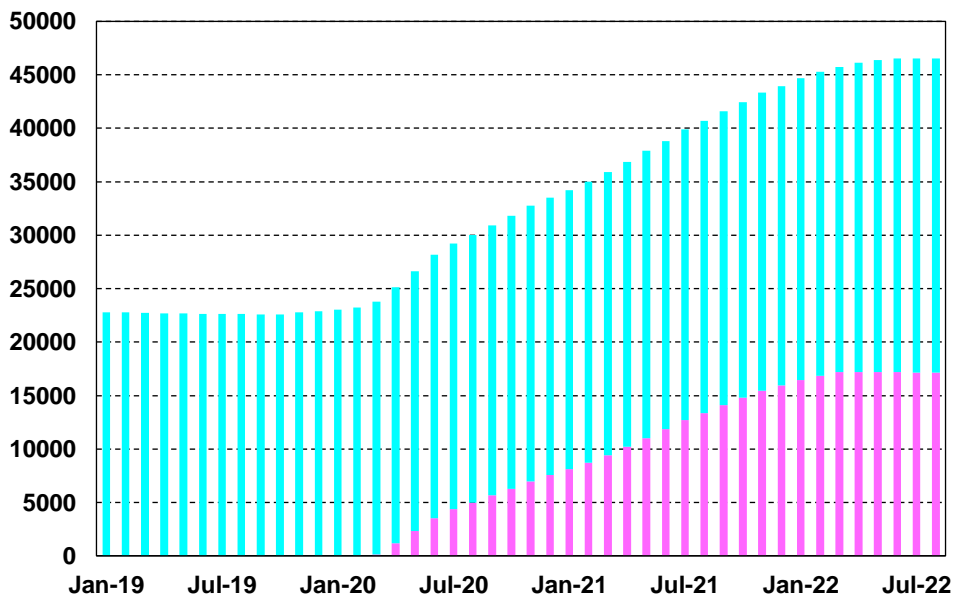
インフレ期待の推移
(左：家計<欧州委>、右：エコノミスト<ECB>)



ECBによる保有資産の削減

- 保有資産に関するECBのフォワードガイダンスは、現在、以下のようになっている。
 - 1) APP：利上げ開始後十分な期間は再投資を継続
潤沢な流動性環境と適切な政策スタンスの維持に必要な期間は再投資を継続
 - 2) PEPP：少なくとも2024年末までは再投資を継続
適切な金融スタンスに支障を講じないように運営
- Lagarde総裁は次回（10月）の理事会でAPPによる保有資産の再投資について検討する方針を表明している。この点には、ECBが7月理事会で導入した政策波及保護措置（TPI）の運用が関係するとみられる。

APPとPEPPの残高（10億ユーロ）



TPIの概要

- ・残存期間1～10年の公共債を買入れ
- ・発行国は①EUの財政政策の枠組みを遵守、②深刻なマクロ不均衡が存在しない、③EUによる財政の持続可能条件を遵守、④健全で持続的なマクロ政策を運営といった条件を満たす必要
- ・ECBは市場や金融政策の波及に関する包括な指標をチェックした上で実行
- ・ストレスが発行国のファンダメンタルズに基づく場合には買入れを停止
- ・ECBは他の投資家との間でpari passuの立場に立つ

日銀による危機対策（その1）

- 日銀は昨年12月の金融政策決定会合で、コロナ対策の大半を本年3月末で終了する方針を決定した。その理由として金融環境の全体的な改善を指摘した。
 - －特に大企業については、CP・社債の発行環境が良好である点や、貸出市場における予備的な資金需要の落ち着きを指摘した。これに対し、中小企業については、総じて改善傾向にあるが一部に厳しさが残っているとの認識を示した。

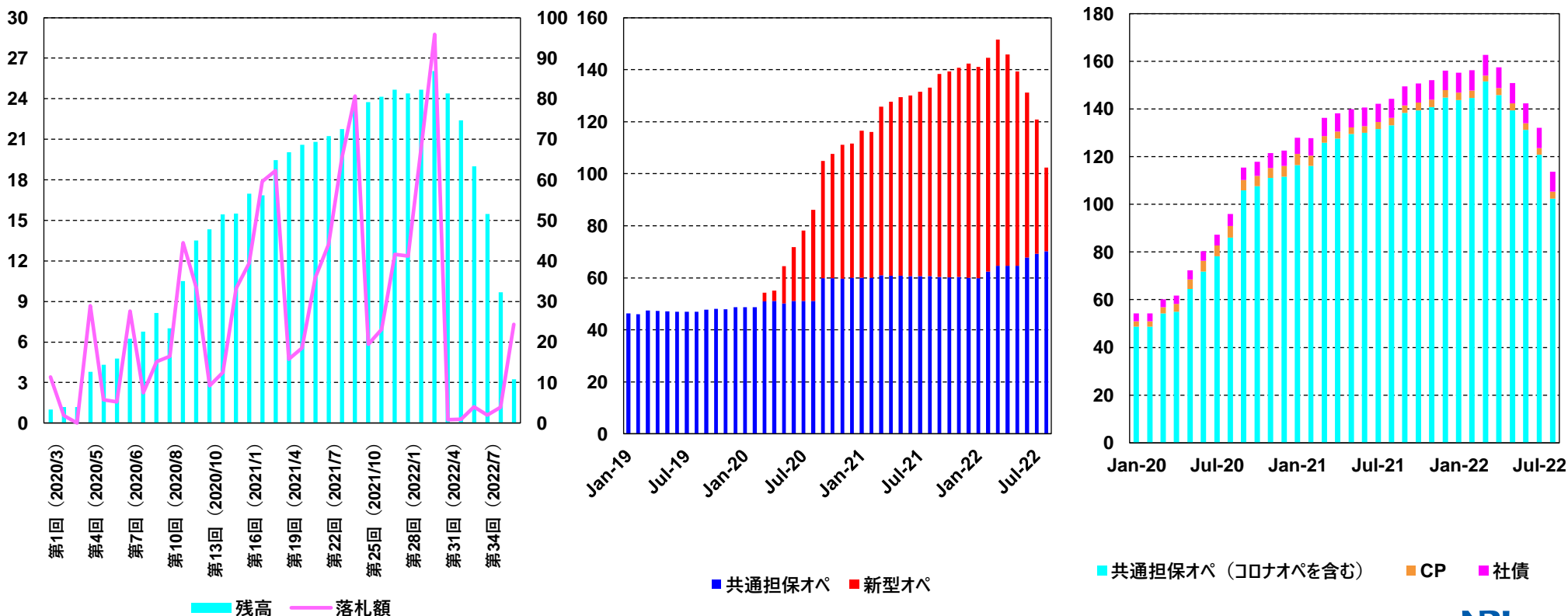
要素	内容
コロナ対策としての特別オペ	<ul style="list-style-type: none"> ・大企業向けや住宅ローン等の民間債務担保分は2022年3月末で終了 ・中小企業等向けの制度融資分は2022年9月末まで延長 <ul style="list-style-type: none"> －ただし4月以降は付利金利を0%、マクロ加算への参入を1倍に各々引下げ ・中小企業向けのプロパー融資分はそのまま継続
CP・社債の買入れ	<ul style="list-style-type: none"> ・買入れ増額措置を2022年3月末で終了 <ul style="list-style-type: none"> －上限を合計20兆円に引き上げていたもの ・買入れ残高もコロナ前の水準（CP2兆円、社債3兆円）に向けて順次縮小 <ul style="list-style-type: none"> －償還を通じて実施

- もっとも、9月の金融政策決定会合では、特別オペについてプロパー分は来年3月まで、制度融資分は本年12月末まで各々延長することを決定した。黒田総裁はコロナ感染が再び高まるリスクを指摘した。
 - －加えて9月会合では、中小企業の資金繰りを幅広い観点から支えることを目的として、共通担保オペの毎回の実施額に上限を設けないことも決定した。

日銀による危機対策（その2）

- 特別オペの実行額は本年春以降に急減したほか、既往実行分の償還もあって、残高は急速に減少し、直近（9月）の実行分を加えても10兆円強とみられる。
- このため、オペ全体に占めるウェイトも大きく低下し、直近（8月時点では）既存の共通担保オペが約70兆円と再びドミナントになっている。また、企業向け与信の一連の支援策の総残高も110兆円程度と2020年央の水準まで戻っている。

<左>新型コロナウイルス対策としてのオペの実績（兆円）
 <中央>オペ全体の残高（兆円）、<右>企業向け与信の支援策の実績（兆円）



日銀によるイールドカーブ・コントロール（その1）

- 現在の運営方針は、2021年3月会合での金融政策運営の「点検」の結果に基づくものである。結果的には、緩和的なスタンスを維持しつつ、柔軟性や副作用の重要性を示すという中間的な内容となった。
 - － もっとも、変動幅の拡大が極めて抑制的であったことに加え、政策反応関数の非対称性が示唆されたこともあって、市場は緩和スタンスの確認と理解した面が強かった。
 - － なお、日銀は「点検」に関する背景説明の中で、50bp程度の変動の範囲内であれば实体经济（特に設備投資）への影響は無視しうるとの実証分析を併せて示した。

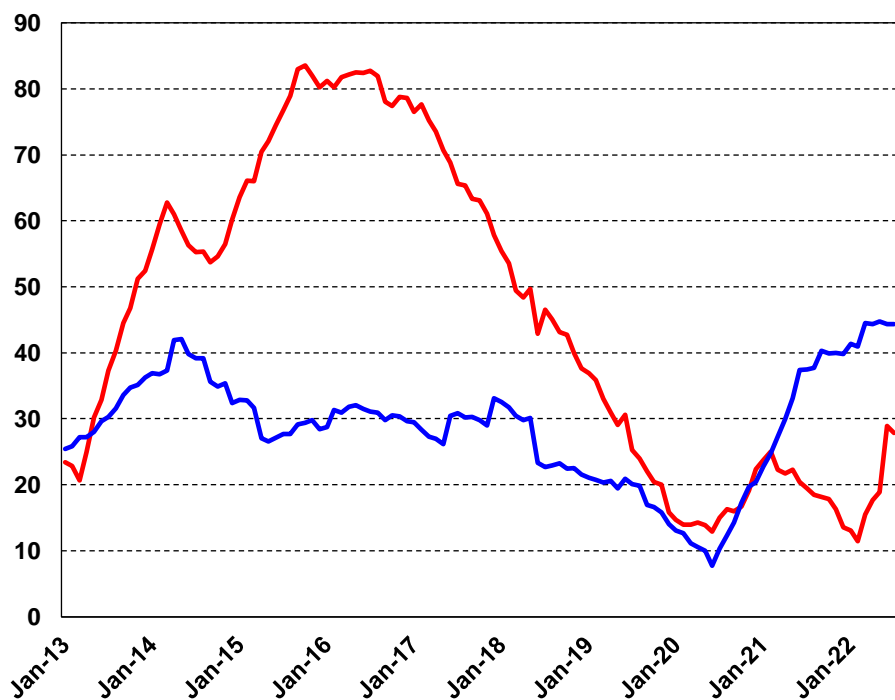
「点検」の結果として示された考え方（ポイント）

項目	内容
変動許容幅の運営	<ul style="list-style-type: none"> ・ 目標を0%に維持しつつ、許容しうる変動幅が$\pm 0.25\%$である点を明確化 ・ 利回り変動の一時的な減少に対応することが目的 <ul style="list-style-type: none"> － 前回の見直しは2018年（$\pm 0.1\%$を概ね2倍に拡大） ・ 一時的に下限を下回った場合も、厳格に対応しない考えも示唆
連続的な指値オペの導入	<ul style="list-style-type: none"> ・ 複数の営業日に亘って連続的に国債を買入れるオペを導入 <ul style="list-style-type: none"> － 既存の指値オペ（金額を明示せず）の強化
イールドカーブの運営	<ul style="list-style-type: none"> ・ コロナの影響が残存する限り、イールドカーブの低位安定を指向 <ul style="list-style-type: none"> － 同時に、過度に低位な利回りが長期的に経済に及ぼす副作用も意識

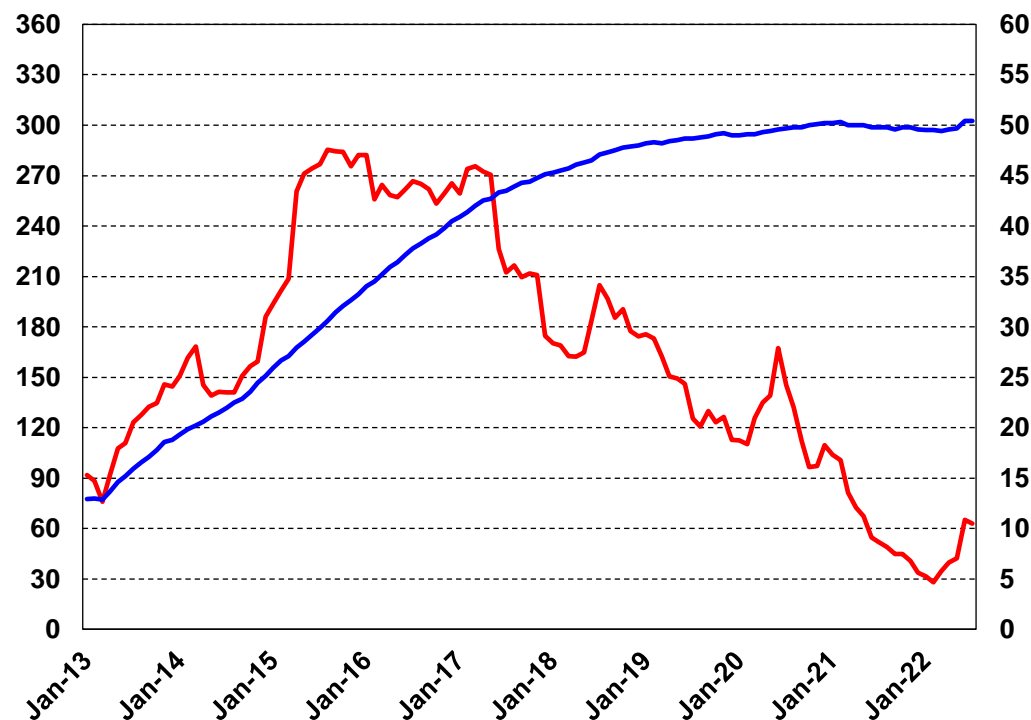
日銀によるイールドカーブ・コントロール（その3）

- 日銀は、金融政策運営の「点検」以降は国債買入れを抑制したが、本年春以降は指値オペ（詳細は後述）を含めて再び国債買入れを強化している。この結果、足元では年率30兆円近い増加に戻っているが、これは2019年頃の水準にあたる。
- －この間、国債の新規発行が増加したにも関わらず、フローで見た国債買入れ比率も60%まで回復した一方、ストックの保有比率は50%をやや超える水準にある。

<左> 国債保有残高と国債発行残高(億円)、<右> 日銀による国債買入れのシェア (%)



— 日銀による国債保有額（前年差） — 国債発行残高（前年差）



— 日銀による国債買入れシェア（ネット） — 日銀による国債買入れシェア（グロス）

3. 金融政策の運営

指値オペの運営（4月まで）

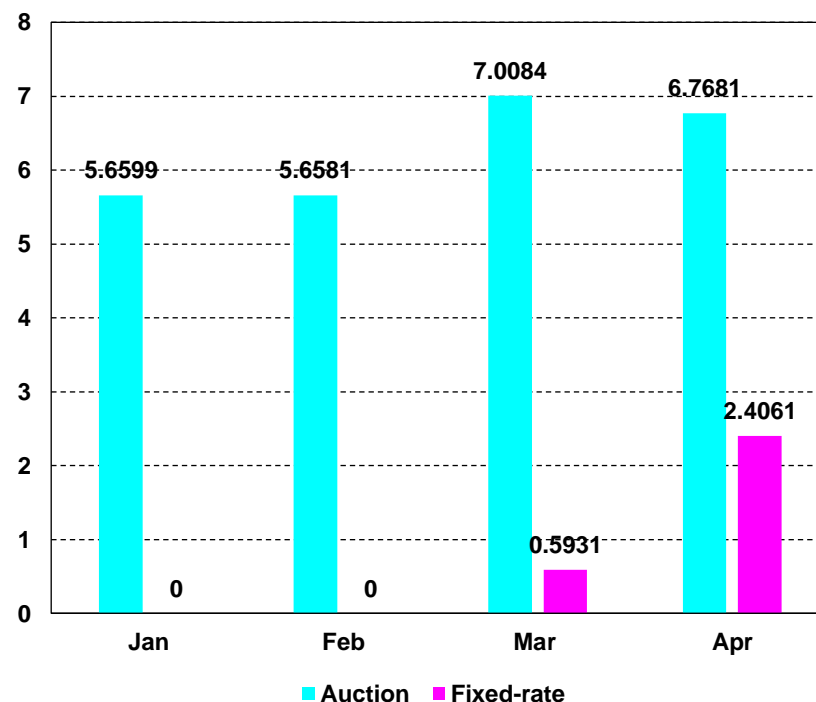
資料：日銀

- 10年国債金利が誘導レンジの上限に接近したことを受けて、日銀は2月中旬から指値オペのオフアを開始した。当初は単発の買入れとしてオフアしていたが、3月下旬には連続指値オペを初めて発動した。
- 指値オペにおいては、日銀は10年国債の「カレント」銘柄のみを購入している。

運営方針と実行額 (10億円)

月日	運営方針	実行額
2月14日	・単発の買入れ	0
3月28日	・単発の買入れ	64.5
3月29日～31日	・連続指値オペ	3月 29: 528.6 3月 30: 0 3月 31: 0
4月20日	・単発の買入れ	225.1
4月21日～26日	・連続指値オペ	4月 21: 0 4月 22: 427.7 4月 25: 727.5 4月 26: 444.2
4月27日～28日	・連続指値オペ	4月 27: 0 4月 28: 581.6

毎月中の国債買入れ（兆円）



3. 金融政策の運営

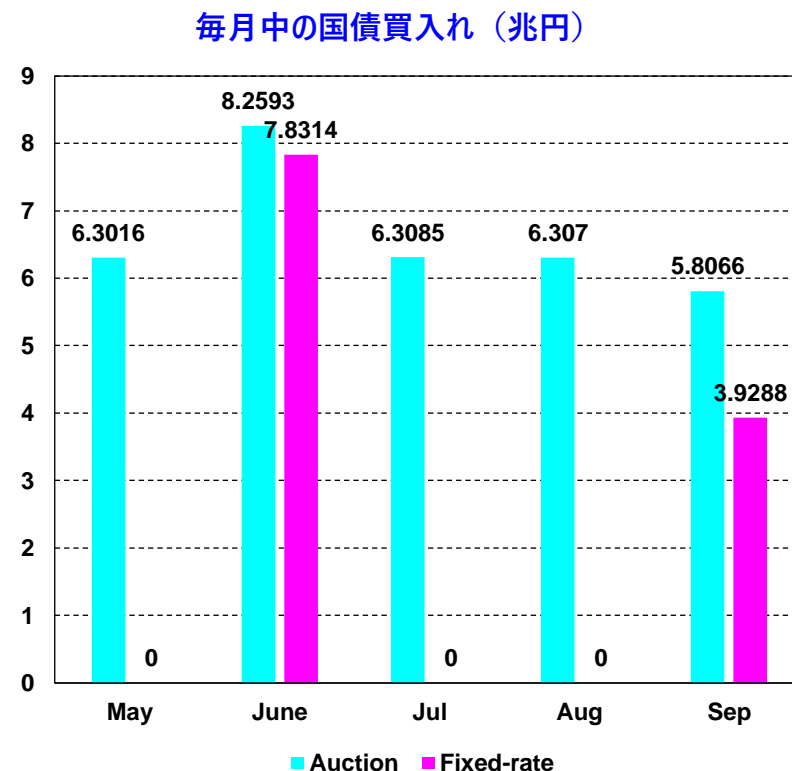
資料：日銀

指値オペの運営（5月以降）

- 日銀は、4月末の金融政策決定会合で、指値オペを当面は原則として毎営業日実施する方針を決定した。5月は応札が皆無であったが、6月には10年国債金利が上振れする中で、約8兆円に達する多額の応札が見られた。しかし、7月の金融政策決定会合にかけては長期金利の動きも抑制的で、応札は再びゼロに転じた。
- 応札は8月もゼロが続いたが、9月中旬から再び増加し、足元（29日）までに約4兆円と6月に次ぐ規模に達している。

運営方針と実行額 (10億円)

月日	運営方針	実行額
5月2日以降	・当面は原則として毎営業日実施	2日～31日：0
6月	・(同上)	1日～6日：0 7日：93.4, 8日：0 10日：88, 13日：1533.7 14日：2212.6, 15日：1266.5 16日：733.8, 17日：1759.9 20日～27日：0, 28日：137.5 29日～30日：0
7月	・(同上)	1日～29日：0
8月	・(同上)	3日～31日：0
9月	・(同上)	12日：184.5, 14日：159.8 15日：186.9, 16日：445.8 20日：836.1, 21日：1263.7 22日：371.3, 26日：85.2 27日：147.4, 28日：248.1



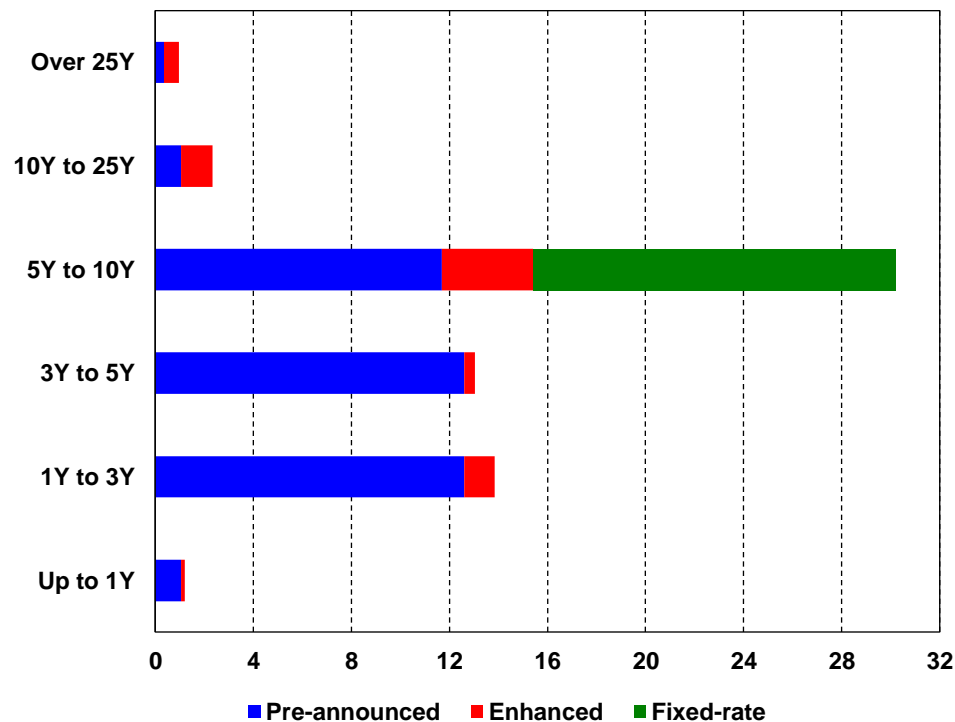
国債買入れ全体の運営（3月以降）

- 日銀は、指値オペに加えて、競争入札方式の国債買入れについても、状況に応じて回数を増やす等の対応を講じてきた。そうした措置はすべての年限に亘っているが、実際の買入れ増加額が大きかったのは残存5～10年のゾーンであった。もっとも、残存1～3年や残存10～25年のゾーンも相応の規模に達していることがわかる。

運営方針と実行額 (10億円)

年限	以前の方針	実績(指値を除く)
1年未満	150	3月 150, 4月 150, 5月 150 6月 150, 7月 150 9月 300
1～3年	1800	3月 1802, 4月 2377, 5月 1902 6月 2052, 7月 1901 9月 1901
3～5年	1800	3月 1952, 4月 1901, 5月 1902 6月 2052, 7月 1902 9月 1425
5～10年	1700	3月 3095, 4月 2003, 5月 2004 6月 3102, 7月 2003 9月 1802
10～25年	150	3月 401, 4月 253, 5月 252 6月 602, 7月 251 9月 326
25年超	50	3月 201, 4月 101, 5月 101 6月 301, 7月 100 9月 50

3月以降の累積買入れ額（年限別：兆円）



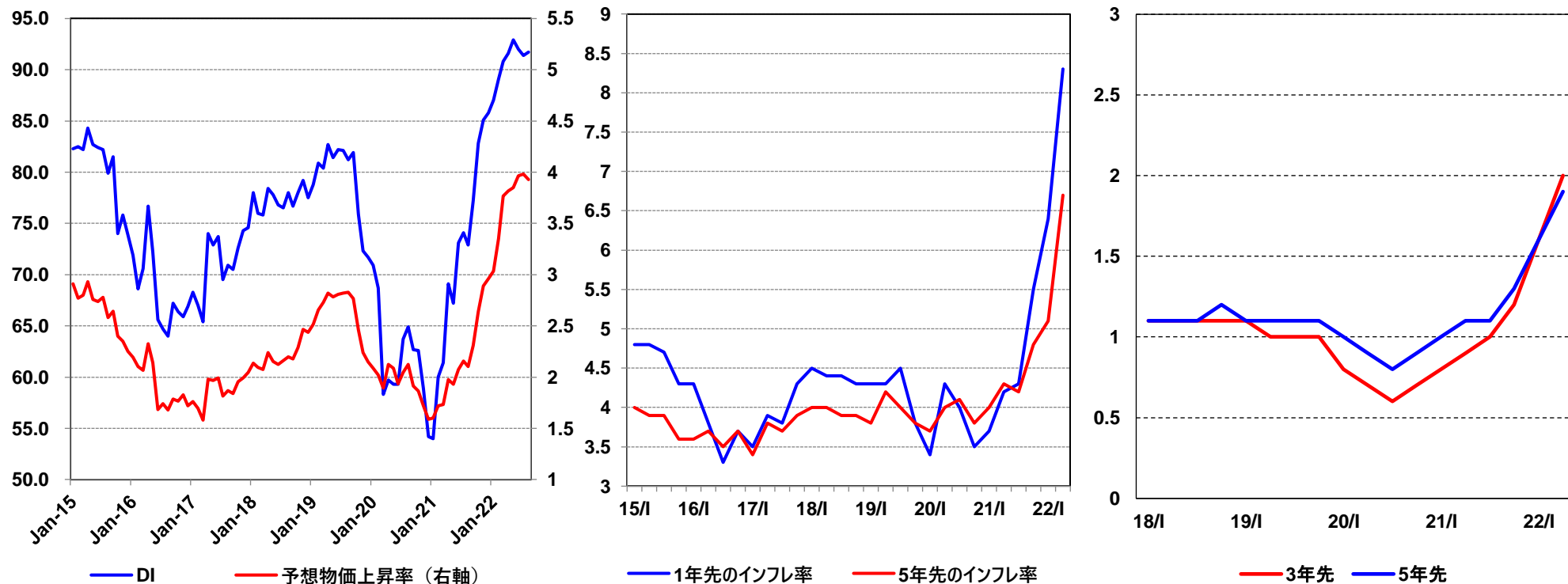
3. 金融政策の運営

日本のインフレ期待

- 日本の家計の短期インフレ期待も急速に上昇しており、長い目で見ても大きな動きとなっている。また、中長期のインフレ期待も急速に上昇し、コロナ前に比べて2~3%ポイントの上方シフトを示している。
- この間、日本の企業の中長期インフレ期待も、足元で明確に上方へシフトしつつあり、これまで低位安定を維持してきたことに照らすと注目すべき動きとなっている。

インフレ期待の推移

(左：家計<消費動向調査>、中央：家計<生活意識調査>、右：企業<短観>)





Share the Next Values!

本資料は情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本資料に記載された情報は、正確かつ完全であることを著者が保証するものではありません。本資料に記載された意見は著者のものです。