金融市場パネル2024年第1回会合 (事務局参考資料)

<事務局> 野村総合研究所 金融デジタルビジネスリサーチ部 井上哲也

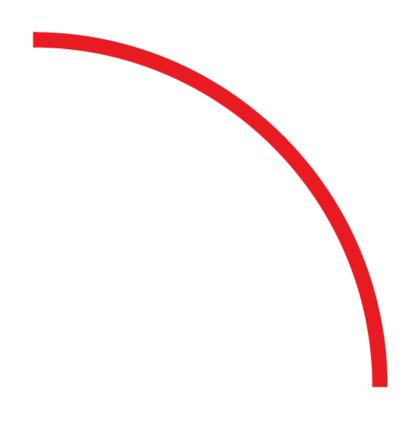
2024年9月







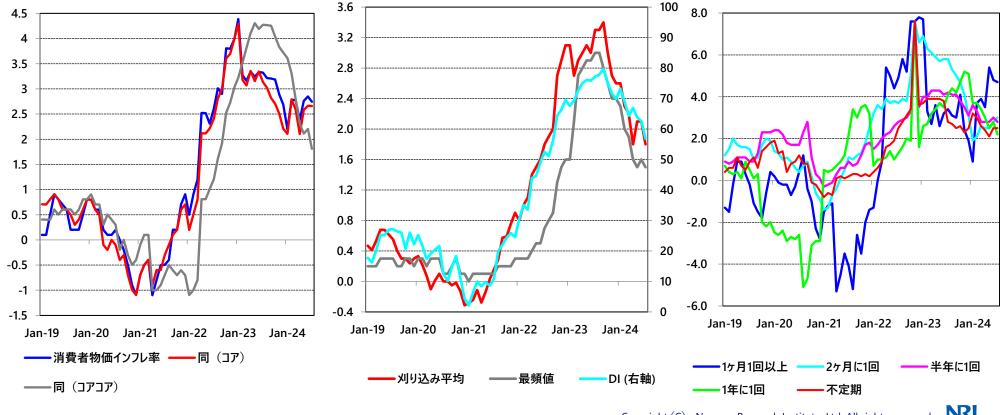
1. 経済と物価の動向



消費者物価(1)

- 消費者物価の上昇率(総合およびコア)は、本年入り後は2%台中盤を挟む動きとなっている一方、コア・コア (除く生鮮・エネルギ-)は減速を続け、2%を割り込んでいる。この間、日銀の推計によるインフレ基調は、昨 年初をピークに反落傾向を辿っており、足元では2%近傍にある。
- 消費者物価の上昇率を購入頻度別に分解してみると、総じて2%に向けた収斂の動きを示しているものの、高 頻度の購入品目だけが高止まっている。

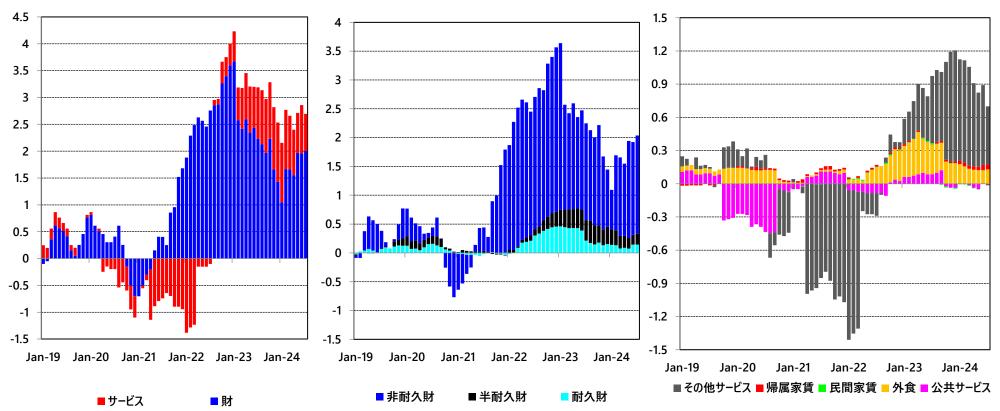
<左> 消費者物価上昇率 (前年比%), <中央>基調的物価の指標 (前年比%: DI), <右> 購入頻度別の価格上昇率 (前年比%)



消費者物価(2)

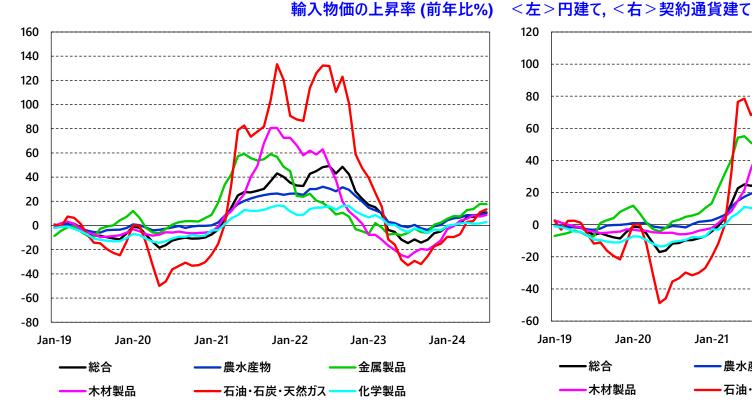
財価格の上昇率は足元で再加速しているのに対し、サービス価格の上昇率は緩やかに減速している。このう ち財価格では非耐久財の寄与度の上昇が目立つ。一方、サービス価格では、その他サービスの寄与度が支 配的となっており、外食の寄与度は昨年に比べて低下している。

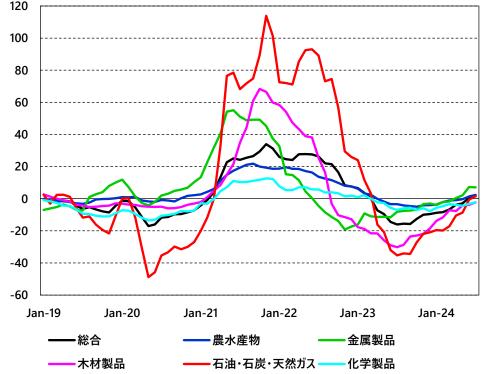
<左> 財とサービスの価格上昇率, <中央> 財の主要品目別の価格上昇率, <右> サービスの主要品目別の価格上昇率 (いずれも前年比%)



輸入物価

- 円建てでみた輸入物価の上昇率は、昨年央に底打ちした後、緩やかな加速を続けている。こうした傾向は 多くの主要品目に共通している。これに対し、契約通貨建て(多くは米ドルとみられる)でみても、変動の パターンは同様であるが、上昇率自体は円建てに比べて明確に低い(7月時点の総合で比較すると、 ال.8% (1.6%) ،
- つまり、国際商品価格に上昇の兆しがあるとしても、前年比で見た為替相場の動向が依然として大きな影 響を与えていることがわかる。

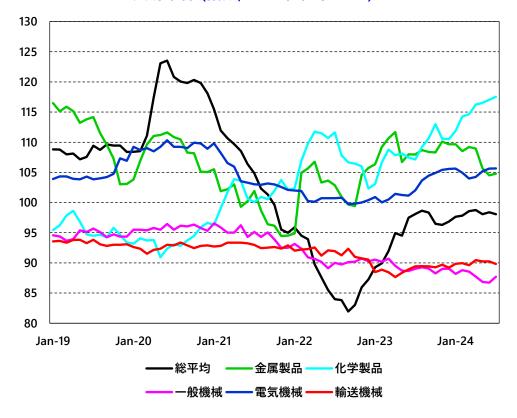




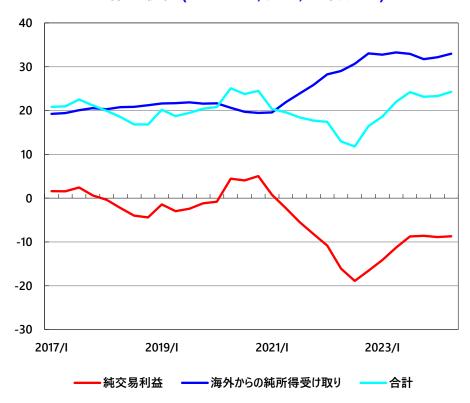
交易条件と所得の内外移転

- 輸出物価指数と輸入物価指数の比率で見た交易条件指数は、総じてみれば横這いとなっている。主要品 目別には、化学製品や電気機械が改善している一方、一般機械や輸送機械は緩やかに悪化している。
- SNAベースで見た海外との所得移転も、受取超過は横這いとなっている。つまり、交易利益の悪化が底打ち した一方で、純所得受取は高水準で安定している。

交易条件 (指数, 2012年平均 = 100)



所得の移転 (SNAベース, 兆円, 四半期MA)



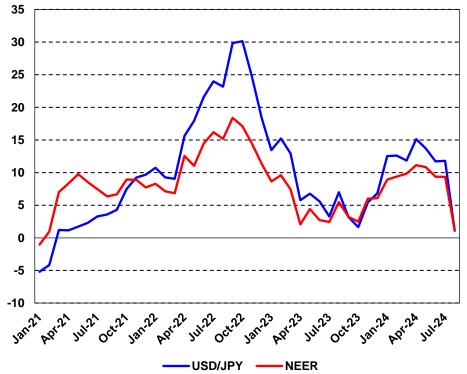
資料: BIS、日銀

円相場の推移

- 円の実効レートは足元にかけて下落のモメンタムを強めており、実質と名目ともに昨年後半のボトム付近にある。 また、長い目でみたボトムである2015年頃に比べても、名目では5%、実質では15%程度低い。
- 輸入インフレにより直接的な関係を有する前年比で動きをみると、本年中盤には米ドル/円、円の名目実効 レートともに10%を上回る上昇となっていたが、足元では急速に伸び率を縮小し、両者ともにゼロ近傍へと収斂 している。

<左> 円の実効レート、<右> 前年比で見た為替レート (%)

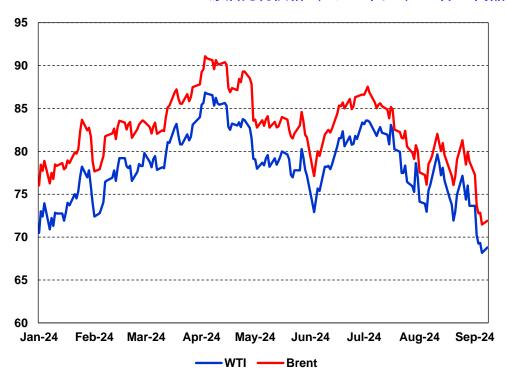


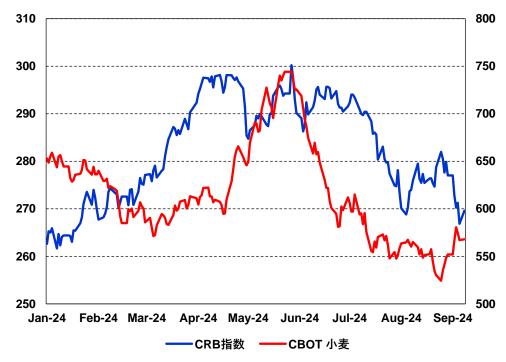


国際商品価格の推移

- 本年入り後の原油価格は、春にピークを付けた後、7月以降は振れを伴いつつ下落を続けており、足元では 年初の水準を明確に下回っている。市場では米国や中国の景気後退見通しが材料視されている。
- 商品価格を広くカバーするCRB指数も同様なパターンで推移しているが、足元では年初の水準を若干上回っ ている。農産物の代表として小麦の先物価格をみると、6月にかけて急上昇した後に反落した。足元では反 発の兆しもあるが、年初の水準を明確に下回っている。

<左> 原油先物価格(バレル/米ドル)<右> 商品価格指数と小麦の先物価格(小麦はブッシェル/米ドル)

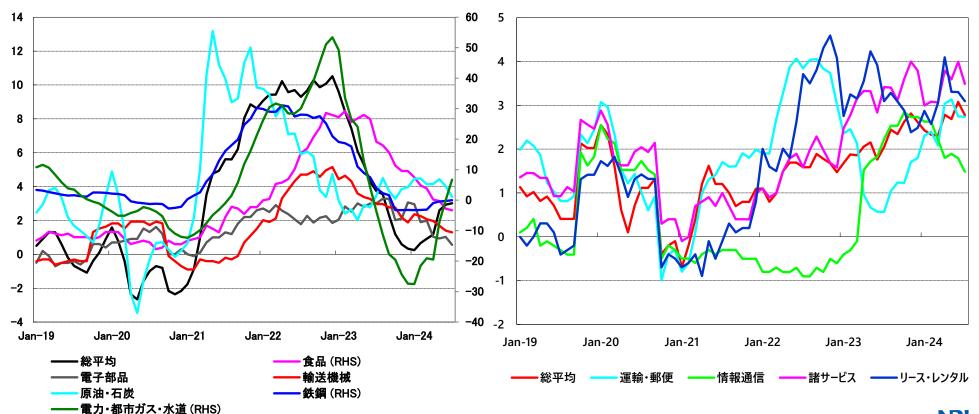




企業関連の物価

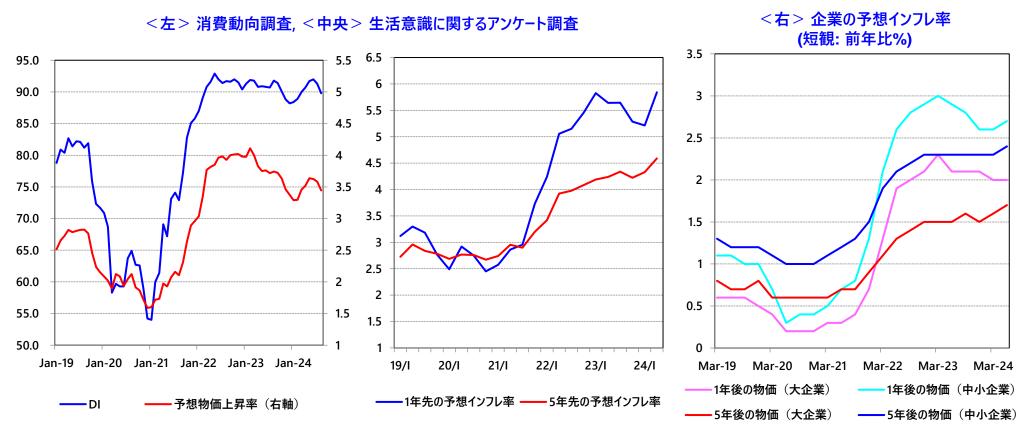
- CGPIインフレ率は、多くの品目で減速傾向を示している。もっとも、エネルギー関連が明確な反発を示している 結果、総平均では3%前後で推移している。
- この間、CSPIインフレ率は振れを伴いつつも、概ね横ばい圏内で推移している。内容別には、情報通信の減速 が目立つ一方、諸サービスは高めの水準となっている。これら以外のサービスは概ね3%付近にある。

<左> CGPIインフレ率, <右> CSPIインフレ率 (前年比%)



インフレ期待(1)

- 家計による短期のインフレ期待には頭打ちの兆しもみられるが、水準自体は長い目で見ても高い。また、日銀の サーベイ調査によれば、中期のインフレ期待は緩やかな上昇を続けている。
- 短観の結果から企業のインフレ期待をみると、全体として横ばい状態を維持している。もっとも、その水準自体は 高いほか、中小企業の方が相対的に高いインフレ率を意識する構図にも変化はない。

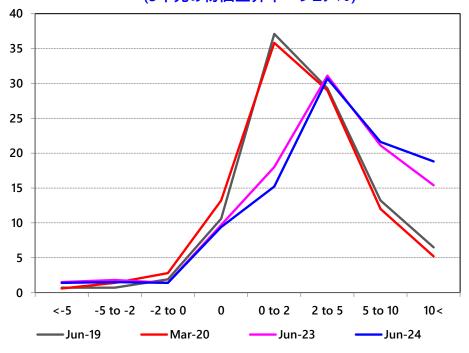


- 資料: 日銀
- 市場参加者による中長期インフレ期待も、足元では家計と概ね同様に緩やかな上昇傾向を辿っている。
- 日銀の生活意識に関するアンケート調査の結果をもとに、家計の5年後のインフレ率に関する回答の分布をみる と、昨年以降に上方へのシフトが明確化した点がわかる。

サーベイ結果(日銀の展望レポート)

著作権の関係で非掲載

生活意識に関するアンケート結果における回答の分布 (5年先の物価上昇率:シェア%)

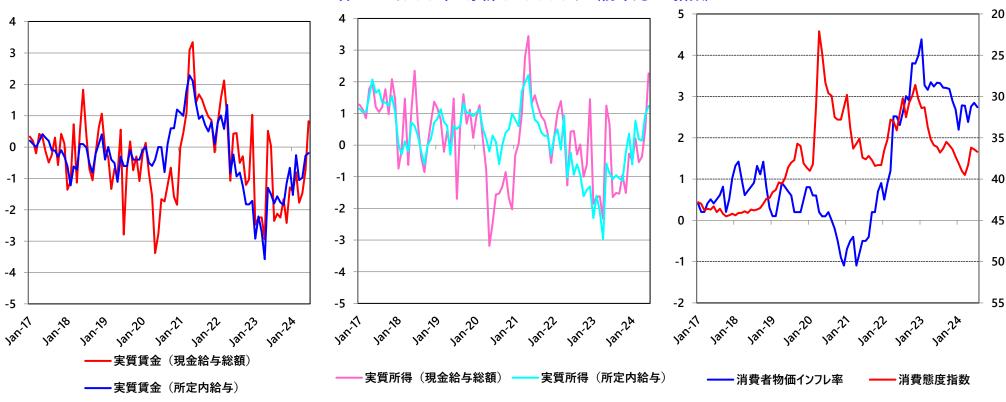


賃金

資料:総務省、厚労省

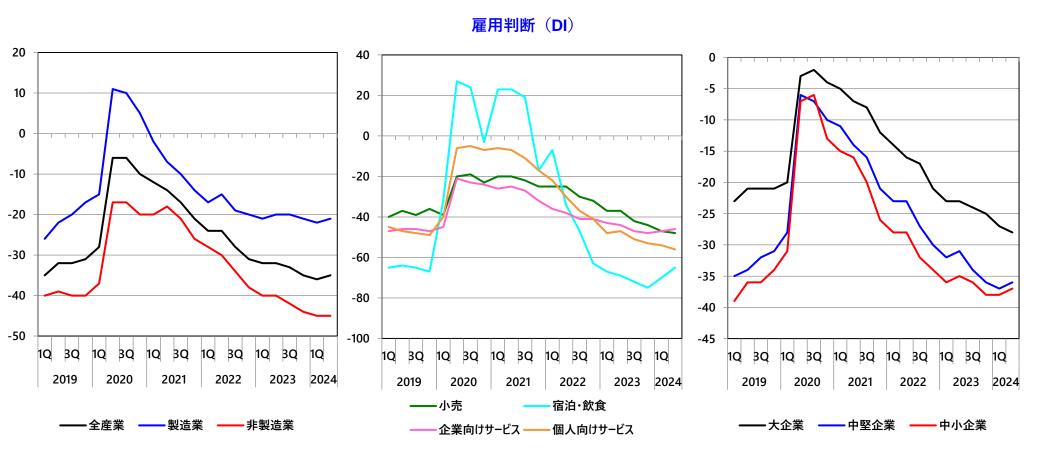
- 実質賃金の増加率は、現金給与総額ベースが足元でプラス圏に回帰した。夏季賞与の貢献が大きかったとみ られる。これに対し、所定内給与も回復傾向を辿っているが、6月時点で依然としてマイナス圏にあった。もっと も、雇用を加味した所得ベースで見ると、既にプラス圏で推移していた。
- 消費者物価上昇率と消費態度指数との逆相関は維持されており、足元ではインフレの減速とともに家計のマ インドは緩やかに改善している。





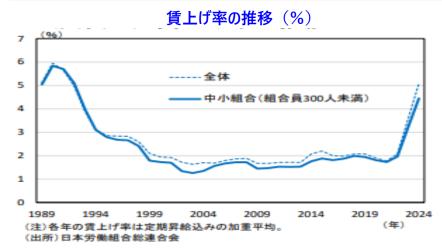
企業の雇用判断

- 日銀短観の結果によれば、企業の人手不足感は依然として強いものの、足元で横ばいに転ずる兆しもみられ る。業種別には、非製造業の人手不足が引続き明確であり、DIの水準はコロナ前を下回っている。
- 中でも、個人消費に関連する業種の人手不足感は明確に強まっており、特に飲食/宿泊の動向が顕著になっ ている。加えて、企業規模別にみると、中小企業での相対的な人手不足の強さが確認できる。

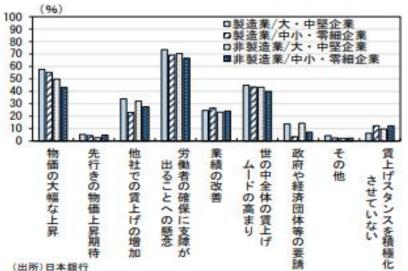


賃上げの広がりと持続性

日銀は7月中旬に公表した「さくらレポート」の別冊で、地域の中堅・中小企業へのヒアリング結果として、賃上 げの動きの広がりと、継続した賃上げに向けた企業行動の変化を指摘している。



賃上げスタンス積極化の背景(%)



企業行動の変化(抜粋)

第1に、価格設定スタンスの変化である。今年の賃上げに関しては、既往 の原材料コスト等の価格転嫁の進捗が賃上げ原資の確保につながったと いう声が多い...非製造業では、サービス業など、人件費比率が高い業種や 人手不足感の強い業種を中心に、転嫁を実施・検討する動きに広がりが みられている。製造業についても、最近の政府の後押しもあって、価格転嫁 が進めやすい環境に向かいつつあるとの声が聞かれた。

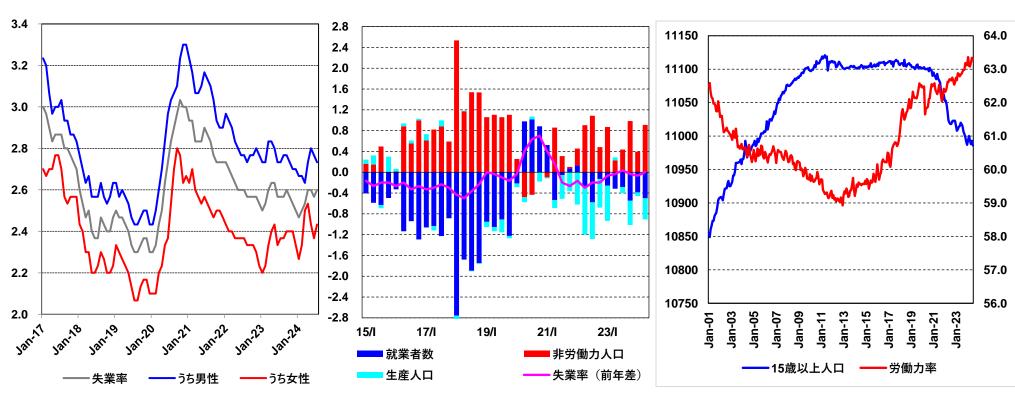
第2に、生産性の向上に向けて、設備投資やAIなどのデジタル活用が 活発化している。ただし、専門人材やノウハウの不足、財務面の弱さなどが、 投資の制約になる事例も増えており、今後注意が必要である。

第3に、事業再構築、他社や大学等との連携強化、M&Aなど、経営の 持続性や成長力を高めるための抜本的な経営変革の動きも徐々に増えて いる。

労働供給

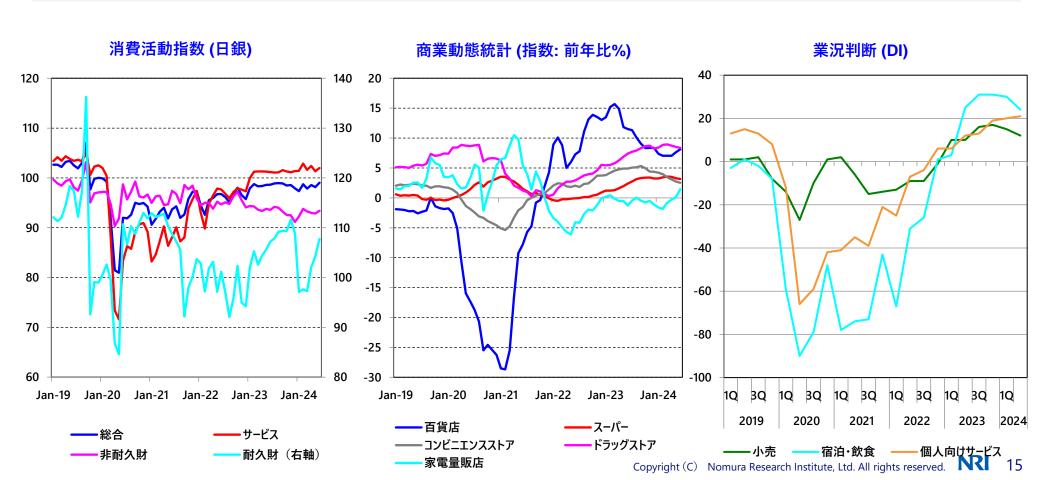
失業率は長い目で見ても低い水準で推移している。もっとも、四半期べ−スの前年差を構成要素に分解すると、 コロナ前の失業率低下では就業者数の増加が大きく寄与したのに対し、足元では15歳以上人口の減少が相 応に寄与している点が異なる。実際、近年では労働力率が顕著に回復した一方で、15歳以上人口は明確な 減少に転じている。

(左) 失業率(%)、(中央) 失業率の前年差の寄与度(%pp)、(左) 生産人口(万人) と労働化率(%)



個人消費

- 個人消費には停滞感がみられる。日銀の消費活動指数によれば、サービス消費や非耐久財消費は横這いを続けているほか、耐久財消費は供給制約もあって大きな振れを示した。商業動態統計をみても、多くの業態で横ばいとなっており、百貨店の伸びも足元で落ち着いている。
- 日銀短観の結果をもとに消費関連業種の業況判断をみると、主要業種で改善の動きに頭打ちの兆しがみられる。ただし、3業種ともに足元のDIの水準はコロナ前を上回っている

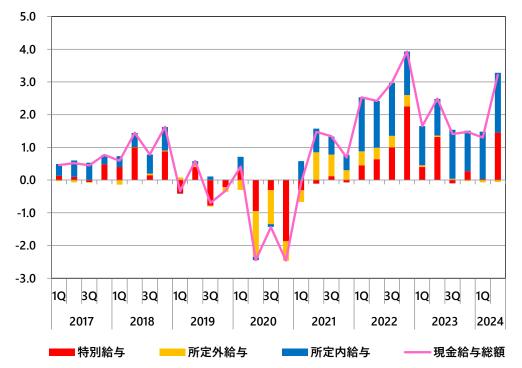


資料: 総務省, 厚労省

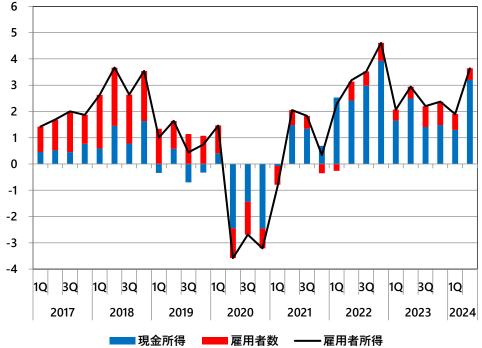
雇用者報酬

- 名目賃金の伸びは、中盤以降に一服した後、足元(第2四半期)に再び高まった。構成要素別には、ボーナ スを含む特別給与の寄与が大きいが、所定内供与も安定的に寄与している。ただし、先に見たように、足元で はCPIインフレ率の伸びが高いため、実質賃金の伸びは抑制されている。
- 名目賃金に雇用者を乗じて名目雇用者報酬の動きをみても、同様なパターンを辿ってきた。また、2016年や 2018年のように同様に高い伸びを示した局面と比較すると、今回は現金給与所得の貢献が大きい特徴が維 持されている。

名目賃金の寄与度 (前年比%)



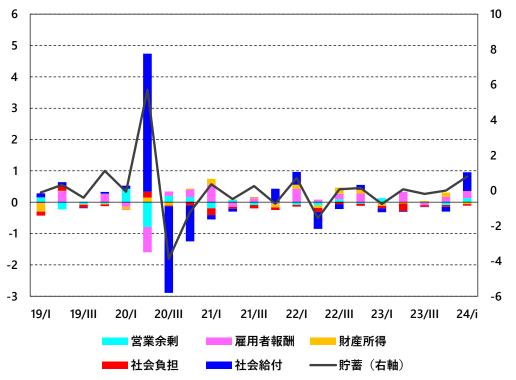
名目報酬の寄与度(前年比%)



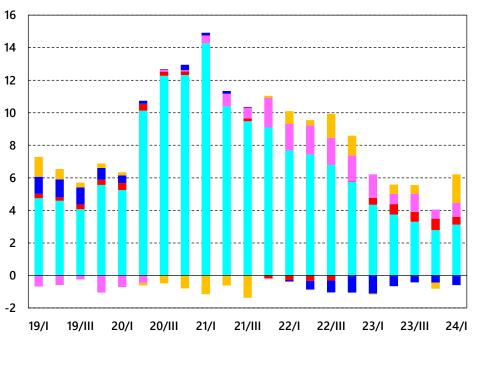
家計の貯蓄と金融資産

- SNAベースで家計の可処分所得の推移をみると、足元では緩やかに伸びが加速している。構成要素別には、 営業余剰(自営業者の利益)と雇用者報酬が寄与している。
- この間、資金循環ベ−スで見た家計の金融資産残高は、第1四半期に減速傾向に歯止めがかかり、概ね コロナ直前の水準に戻った。構成要素別には、現預金の寄与がコロナ前より低い一方、株式やその他資産 のプラス寄与が目立っており、保険および年金準備金は小幅ながらマイナス寄与を続けている。

名目可処分所得と貯蓄 (SNAベース: 年率換算の増減: 兆円)



家計の金融資産残高の増減 (グロス) (資金循環ベース:4四半期MA, 兆円)



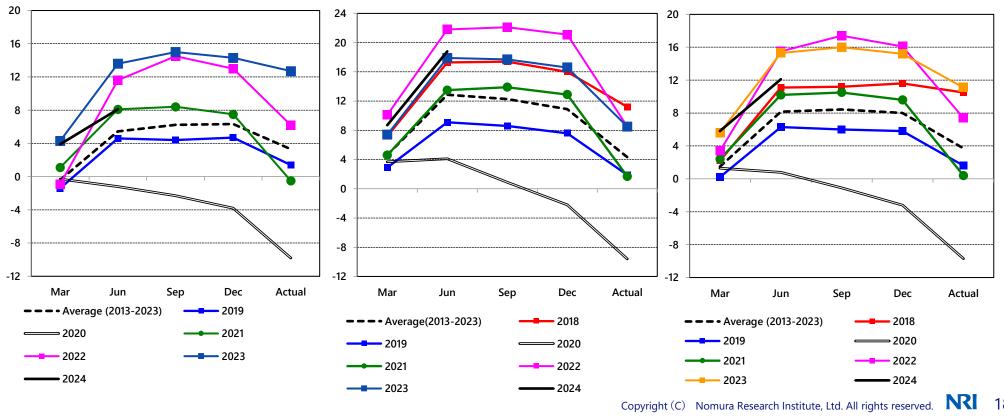
■株式 ■保険および年金準備金

産業別の設備投資計画

資料: 日銀

- 日銀短観の結果によれば、本年度の非製造業の設備投資計画は、前年度の高い伸びから下振れしつつも、 長期平均を上回っている一方、製造業は前年度の高い伸びが維持されている。この結果、全産業ベースでは、 ここ数年の高い伸びには達しないが、長期平均を明確に上回っている。
- 日銀は、情報技術革新の進展や気候変動対応、ビジネスのデジタル化といった景気循環との関係が比較的 弱い要因によっても、企業の設備投資意欲が維持されていると評価している。

<左> 非製造業, <中央> 製造業, <右> 全産業 (前年比%)

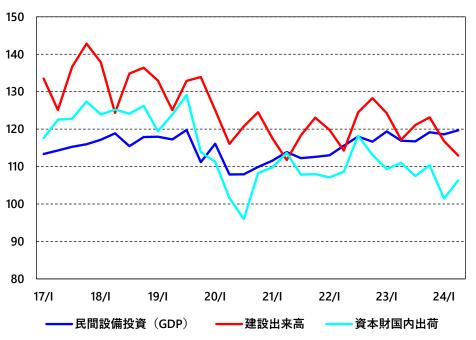


設備投資の関連指標

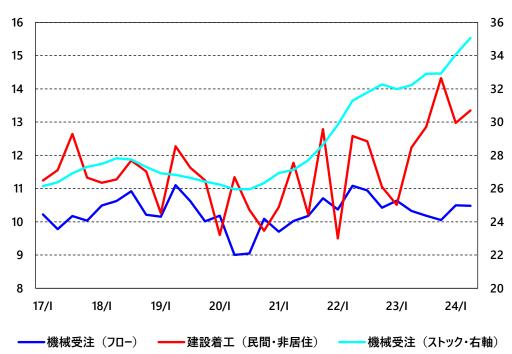
資料:国交省、経産省、内閣府

- 建設出来高が振れを伴いつつも横ばい圏内で推移している一方、民間設備投資は緩やかな回復を示している。 もっとも、資本財の国内出荷には停滞感がみられる。
- 先行きに関しては、フローの機械受注に停滞感がみられる一方、ストックの機械受注の増加ペースは依然として 高い。また、建設着工も、大きな振れを伴いつつも、基調としては増加を示唆している。

設備投資の一致指標 (指数: 2012=100)



設備投資の先行指標 (フローデータは年率換算: 兆円)

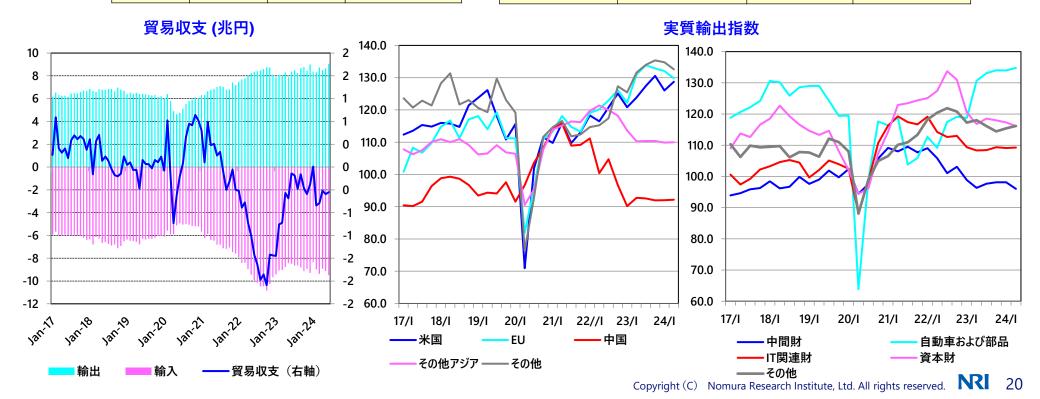


■ 貿易収支は、昨年中に顕著な改善を示したものの、本年入り後は再び赤字幅を拡大した。この間、輸出は高水準で推移しつつも停滞感がみられる。この間、地域別の輸出は、米国向けの改善が続いた一方で、EU向けが頭打ちとなる中、中国向けの低迷が続いている。また、品目別の輸出は、自動車および自動車部品が顕著な回復を見せた一方、IT関連財や中間財の停滞が続いている。

ウエイト (2023年:%)

米国	EU	中国	Asia NEEDs ASEAN
20.1	10.3	17.6	34.4

中間財	自動車・ 自動車部品	IT関連財	資本財
20.1	24.4	19.0	16.8

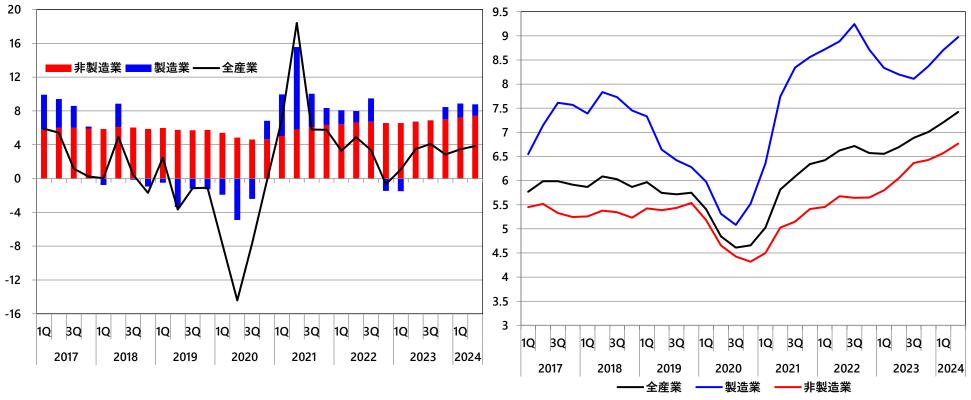


資料:財務省

企業収益

- 経常利益の増加率は緩やかな改善を続けている。もっとも、製造業の寄与は引続き小さかったのに対し、非製 造業の大きな寄与が維持されている。
- 売上高経常利益率をみると、製造業では昨年後半に底打ちした後、再び長い目で見て高い水準に回帰して いる。この間、非製造業の水準はなお相対的に低いが、緩やかな増加基調を維持しており、コロナ前を明確に 上回っている。

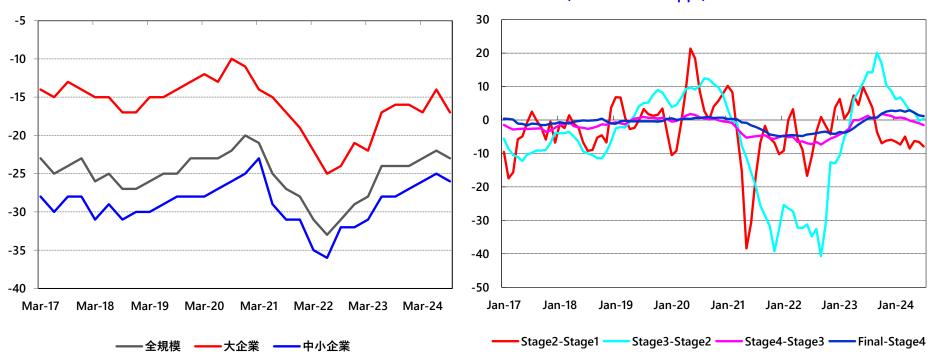
<左>経常利益 (前年比%: 4 四半期MA), <右>売上高経常利益率 (%: 4四半期MA)



企業の収益マージン

- 日銀短観の結果をもとに、企業の収益マージンに対する判断を投入価格DIと産出価格DIの差によってみると、 足元で底打ちの兆しが窺われる。もっとも、その水準はコロナ前より悪化しているほか、中小企業の状態が相 対的に厳しい点も確認される。
- 日銀がCGPIインフレ率を用いて推計した財の生産段階ごとのコスト上昇の違いをみると、マージンを改善させ る方向での動きが昨年後半にピークアウトした後、足元では総じてマージンを縮小する方向に推移している。こ うした変調は、相対的には川上段階で顕著に生じている。

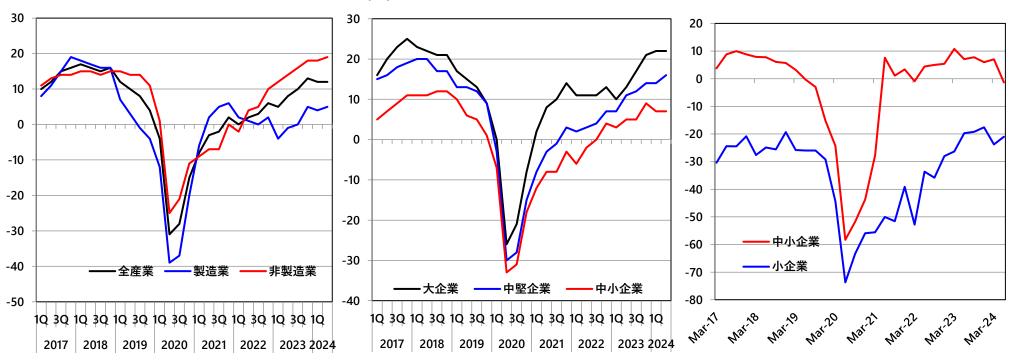
<左>投入価格DIと産出価格DIの差 <右>生産チェーンの段階別のインフレ率の違い (CGPIインフレ率: ppt)



企業の業況判断

- 日銀短観の結果によれば、景況感の改善には全体としては一服感がみられる。このうち、製造業は海外経済 の先行きの不透明性等を映じて停滞している一方、非製造業は内需の拡大等もあって改善を維持している。 こうした特徴は、企業規模別の業況判断の動きにも共通している。
- 一方、日本政策公庫による四半期調査(より小規模な企業が対象)の結果も、上記の特徴と整合的と なっている。つまり、中小企業(典型的には大手企業のサプライチェーンを構成)の業況判断が横這いを続け ているのに対し、小企業(典型的には個人向けサービスに従事)は振れを伴いつつ回復を続けている。

業況判断 (DI) <左と中央: 日銀短観, 右: 日本政策金融金庫>

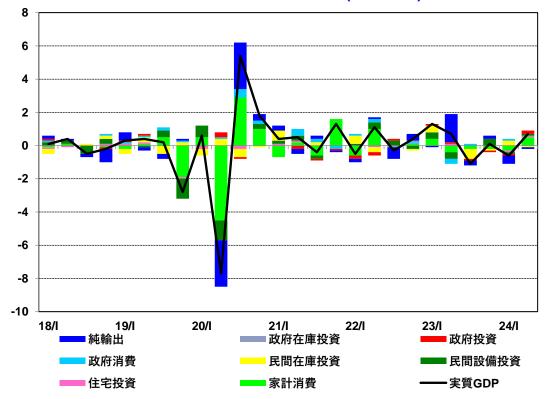


経済成長率の推移

資料: 内閣府、日銀、IMF、OECD

- 昨年入り後の実質GDP成長率は方向感の乏しい動きを示している。個人消費が本年第1四半期にかけてマイ ナス寄与を続けたほか、設備投資にも目立った動意は窺われず、純輸出の寄与も総じて低調になっている。 もっとも、足元(第2四半期)で個人消費が回復したほか、今後は供給制約の改善による輸出の回復も期 待される。
- 日銀や主要な国際機関は、今年の経済成長率は低位に止まるとしても、来年には潜在成長率を超えるペー スに回復するとみている。

実質GDP成長率の寄与度分解 (前期比 %)



実質GDP成長率の見通し

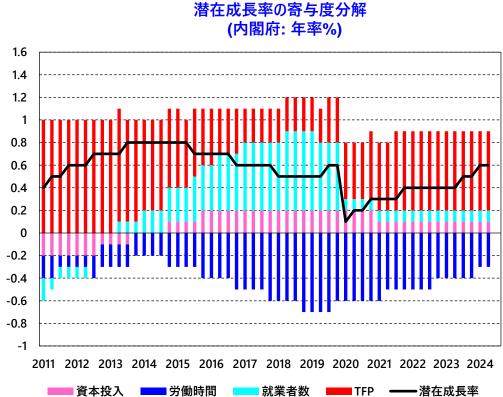
	日銀 (7月)	IMF (7月)	OECD (6月)
2024	+0.6%	+0.7%	+0.5%
2025	+1.0%	+1.0%	+1.1%
2026	+1.0%	n.a.	n.a.

資料:日銀、内閣府

- 内閣府によるGDPギャップの推計値は、本年入り後も第2四半期までマイナス圏で推移している。日銀の推 計がもとより高めに出やすい点を踏まえても、本年前半はマイナス圏で推移したと推察される。
- 内閣府による四半期ベースの推計によれば、潜在成長率は、依然として低位ながら徐々に改善しているとみ られる。もっとも、近年の改善は労働時間の改善(マイナス寄与の縮小)による面が強く、資本投入と就 業者数の寄与がともに極めて小さい点に注意を要する。

GDPギャップの推計値 (%) 4.0 2.0 0.0 -2.0 -10.02013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024

内閣府推計 —— 日銀推計

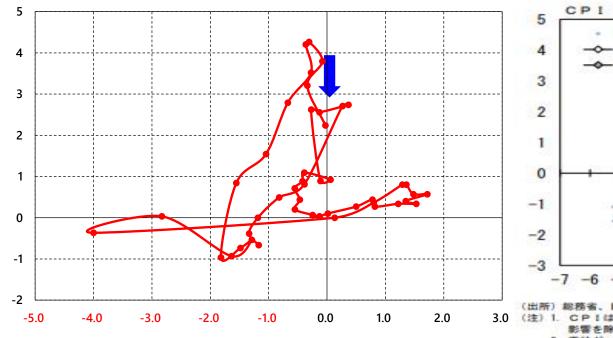


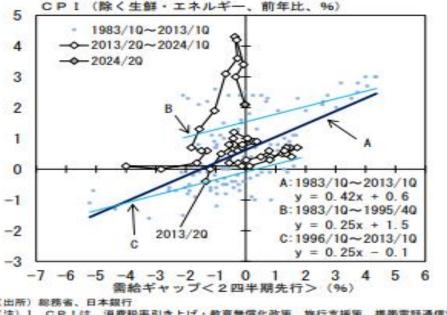
資料: 日銀、内閣府、総務省

フィリップスカーブ

- フィリップスカーブは、近年ではほぼ垂直方向に上下動する特徴を示しており、その意味でインフレ率とGDP ギャップとの関係は不明確になっている。直近では需給ギャップがゼロに対して2%インフレが実現している。
- より長い目で見れば、家計や企業の中長期のインフレ期待の改善(切片の上昇)と賃金や価格の需給 への感応度の上昇(傾きの上昇)が重要になるが、その点では変化の兆しは必ずしも明確ではない。

<左> フィリップスカーブ (X-軸: GDPギャップ: 2四半期先行 %) (Y-軸:コアコアCPIインフレ率: 前年比%) <Right> 日銀による長期推計





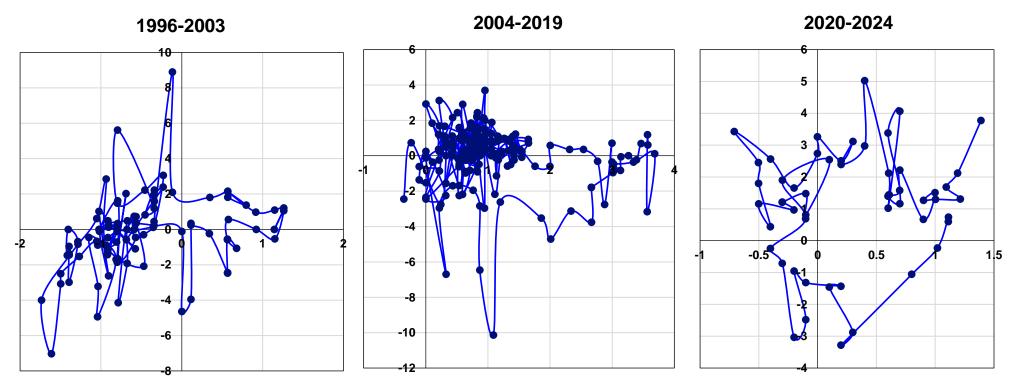
を除いた日本銀行スタッフによる試算値

2. 実給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

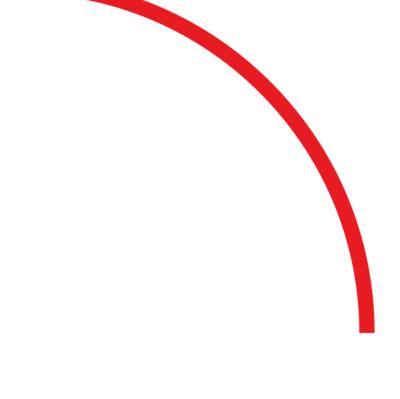
資料: 総務省、厚生労働省

(参考) 雇用と賃金との関係

- 長い目で見た雇用と賃金との関係を、毎月勤労調査による指数の前年比(X軸:常用雇用指数、Y軸: 現金給与総額)でみると、時期別の特徴が浮かび上がる。
- バブル崩壊と金融危機の時期には雇用が削減される中で賃金への下押しがみられた。その後、コロナ期までは 雇用の拡大傾向が続いたが、賃金上昇はゼロ近傍に集中していた。そして、コロナ以降は、賃金上昇がプラス 領域に分布する傾向が明確になったことに加え、雇用との間で正の相関も窺われるようになった。

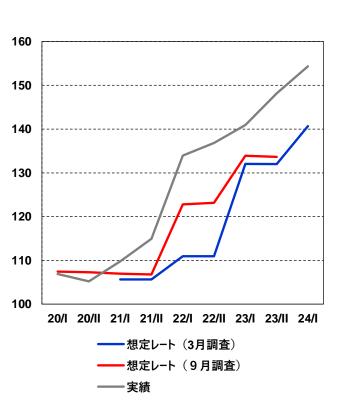


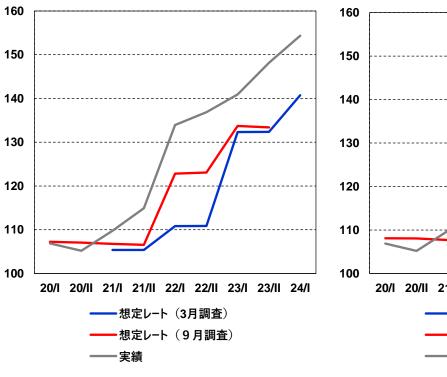
2. 金融市場の動向

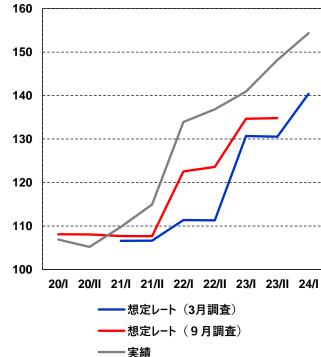


日銀短観の結果をもとに、ドル円レートに関する企業の想定レートと実績を比較してみると、2021年以降 は一貫して実際の相場が想定以上に円安化してきたことがわかる。この間、製造業と非製造業との間では、 想定レートに大きな差がなく、同様なパターンで推移してきたこともわかる。

<左>全産業、<中央>製造業、<右>非製造業





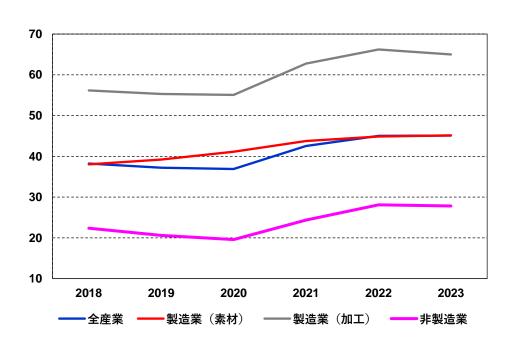


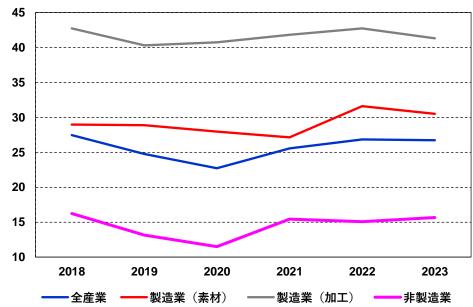
主要企業の海外活動

資料: 日銀

同じく日銀短観の結果をもとに、連結売上高と設備投資の各々について海外比率の推移をみると、前者 については2022年にかけて上昇した後、横ばいになったことがわかる。これに対し、後者は全体的な傾向が 明確でないほか、製造業では足元でやや下落した一方で、非製造業では概ね横ばいとなっている。

<左> 売上高、<右> 設備投資



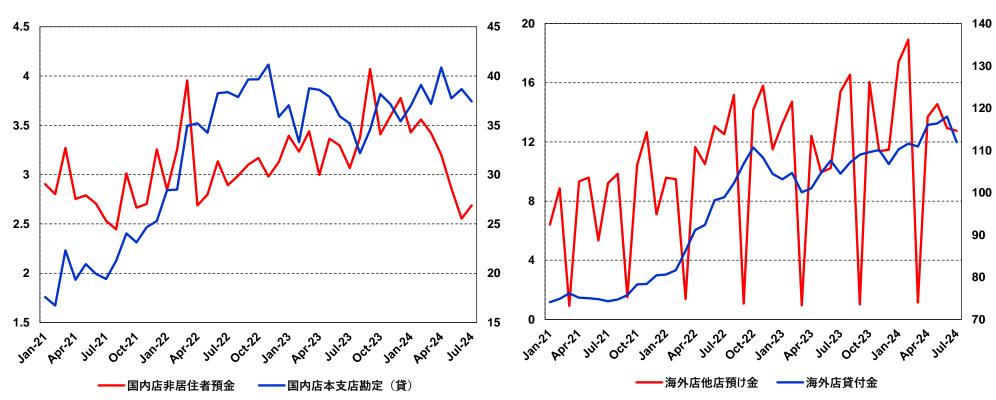


国内銀行の資産・負債

資料:日銀

海外投資家が円ベースの外為取引を行う場合に国内銀行に生じうる影響をみるために、国内店勘定と海 外店勘定の代表的な項目を抽出してみると、前者に関しては本支店勘定(貸)が2022年以降に明確 に増加したことがわかる(足元の残高は約38兆円)。この間、後者については、貸付金が同様に2022年 以降に明確に増加している(足元の残高は約110兆円)。

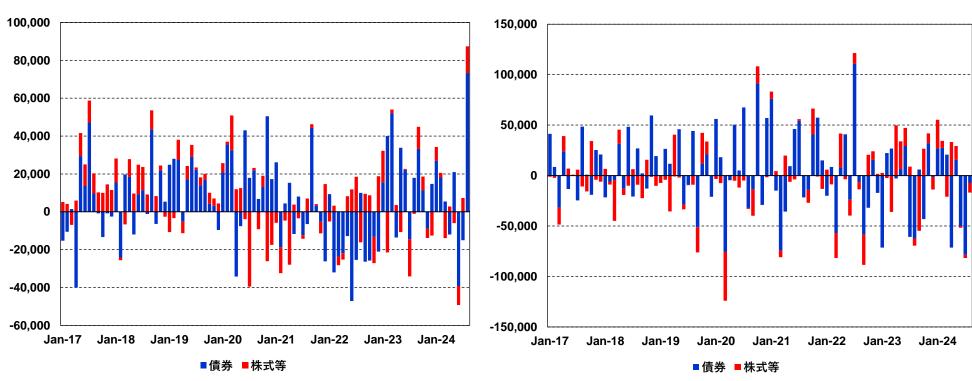
<左> 国内銀行国内店勘定(兆円)、<右> 国内銀行海外店勘定(兆円)



対内外証券投資(1)

- 資料:財務省、日銀
- 対外証券投資は、2022年に処分超となったあと取得超に転じているが、足元にかけて減速感が目立つ。種 類別には債券の寄与が大きく、海外市場の金利動向が影響しているとみられる。ただし、足元(8月)には 米金利の低下見通しもあって、債券の取得超が急増した。
- これに対し、対内証券投資には明確な方向感は見られない。2023年以降は、日本株の堅調な動きを映じて 株式の取得超が目立つ局面もあった。これに対し、債券は足元で大きな処分超となる期間も多く、この点も 国内金利の動向や為替動向(特に短期債)が影響している可能性がある。

<左> 対外証券投資(億円)、<右> 対内証券投資(億円)



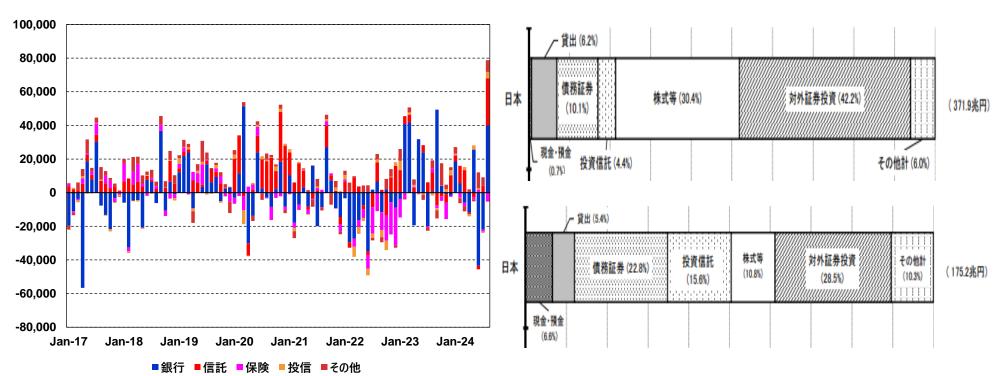
対内外証券投資(2)

資料:財務省、日銀

対外証券投資のうち中長期債投資を主な主体別にみると、2020年頃には信託の取得超が非常に大きく、 従って円安圧力として作用した可能性がある。もっとも、2022年には保険が大幅な処分超に転じたほか、 その後銀行のプレゼンスが高まるなど、円安方向の作用は長い目で見て弱まった可能性がある。

この間、家計による外貨資産の取得がどう変化したかを直接に把握することは困難であるが、資金循環か らみる限り、保険や年金を通じた保有は相応の水準に達したとみられる。

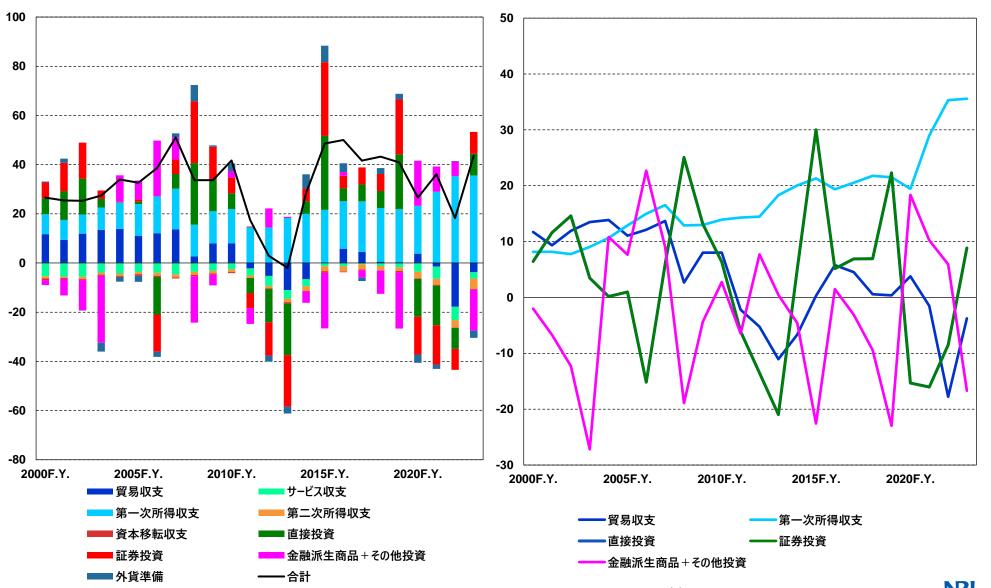
<左>対外中長期債投資(億円)、<右>投信と年金の資産構成(%)



(参考) 国際収支の推移

資料:財務省

主要項目別の国際収支(兆円)

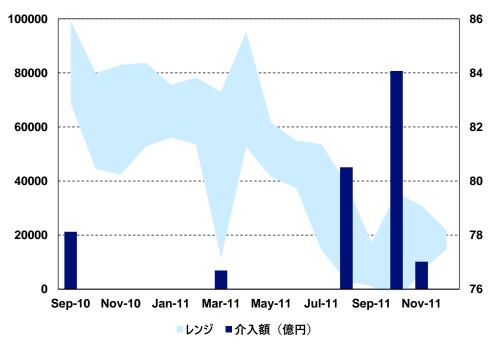


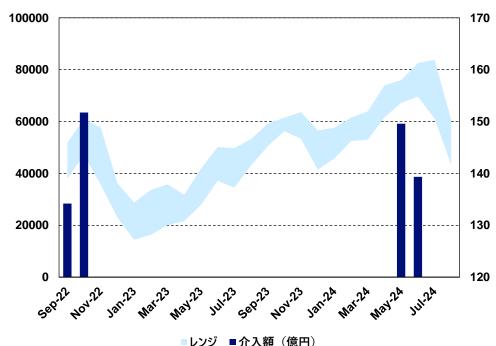
政府の為替介入

資料:財務省、日銀

- 逆方向の為替介入となった2011年局面と2022/24年局面とを比較してみると、1月当たりの介入規模は前 者の中で2011年10月が最大である一方、後者では連続2か月で高水準の介入を行ったことが特徴的である。
- また、各月中のドル円レートのレンジを参照すると、前者では一貫して円高圧力が生じたものの、値幅は比較 的小さかった一方、後者では根強い円安圧力が生じたほか、レンジも相対的に大きかったことも注目される。

<左> 2011年の円売り介入、<右> 2022年と24年の円買い介入





(参考) 為替市場の規模

資料:BIS

■ 2022年4月時点でのBISのTriannual Surveyによれば、世界の為替市場における円取引は1.25兆ドルに 達していた(このうちスポット取引は4400億ドル)。もっとも、2013年に比べて殆ど増加しておらず、米ドル やユーロの取引が顕著に拡大したこととは対照的な動きとなった。

<左> 手段別取引高、<右> 総取引高の推移

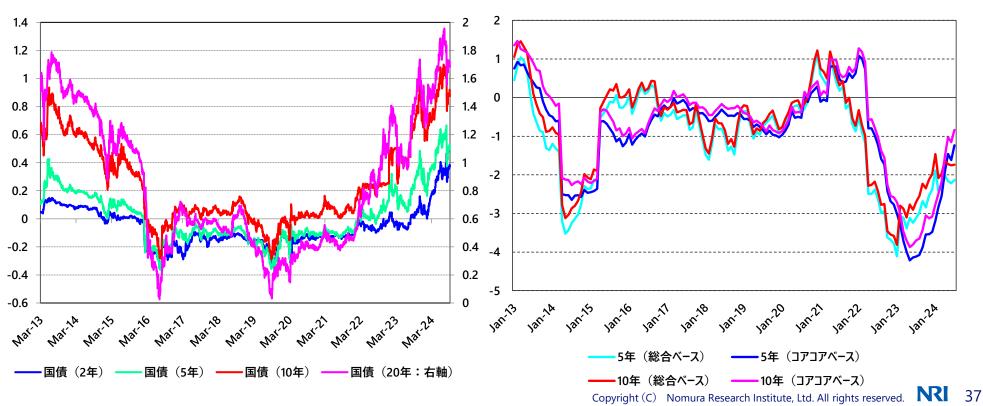
	Currency/ counter party	Total	Spot transact tions	Outright forwards	Foreign exchange swaps	Currency swaps	FX options	C
	Total By	7,506	2,104	1,163	3,810	124	304	
	currency							
	USD	6,639	1,807	994	3,457	116	265	
	EUR	2,292	616	286	1,263	36	91	Ŀ
	JPY	1,253	439	183	557	14	60	
•	GBP	968	231	136	560	18	23	
	CNY	526	175	65	231	3	53	

Curren								
су	2013		2016		2019*		2022	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
USD	4,662	87.0	4,437	87.6	5,811	88.3	6,639	88.4
EUR	1,790	33.4	1,590	31.4	2,126	32.3	2,292	30.5
JPY	1,235	23.0	1,096	21.6	1,108	16.8	1,253	16.7
GBP	633	11.8	649	12.8	843	12.8	968	12.9
CNY	120	2.2	202	4.0	285	4.3	526	7.0

国債利回りの動向(1)

- 国債利回りは2022年から上昇に転じ、日銀の政策変更に対する思惑を背景とする短期的な振れを伴いな がら、上昇を続けてきた。現時点の水準は概ねQQEの開始当時よりもやや高い。
- 消費者物価上昇率によって実質利回りの推移をみると、昨年以降の急速な反発に拘わらず、5年債と10年 債のいずれでみても明確なマイナス圏にあり、水準はコロナ前の時期に近い。QQEの開始当時の経済環境も 踏まえると、国債利回りで見た金融環境は当時より緩和的になっている。

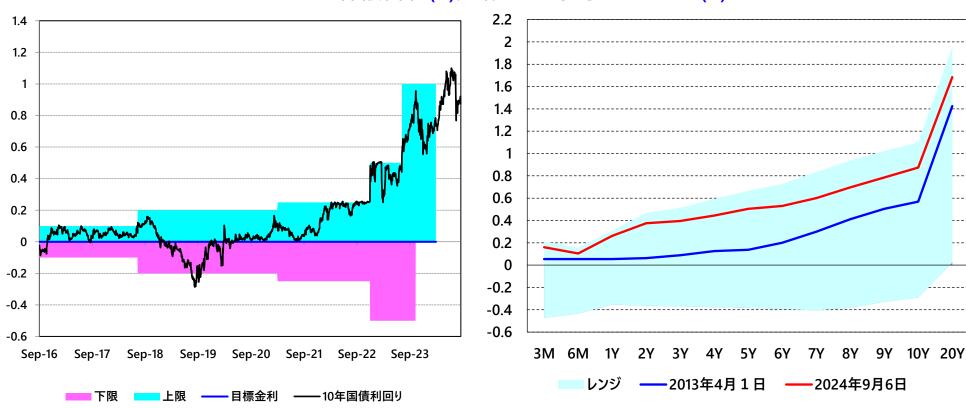
<左>主要年限別の国債利回り(%)、<右> QQE導入後の実質長期金利 (%)



国債利回りの動向(2)

- YCCの運営期間を通じて、日銀は総じてみれば長期金利をレンジ内に安定的に誘導した。本年3月のYCC撤 廃後には、10年国債利回りが顕著に上昇したが、足元では頭打ちとなっている。
- イールドカーブ全体をみても、変動幅は総じて抑制されていた。因みに直近のイールドカーブの位置や形状は、 2013年4月1日時点に比べて20~30bp高い。

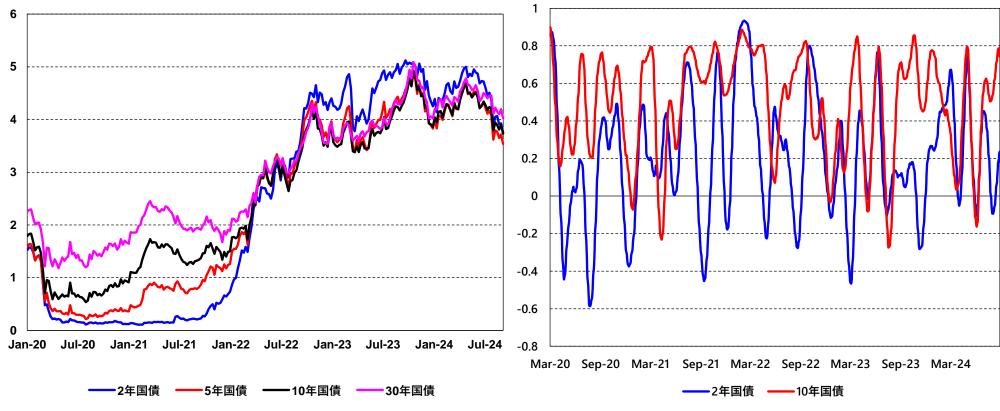
< 左 > 10年国債利回り(%)、 < 右 > QQE導入後のイールドカーブ(%)



米国債の利回りと日米間の相関

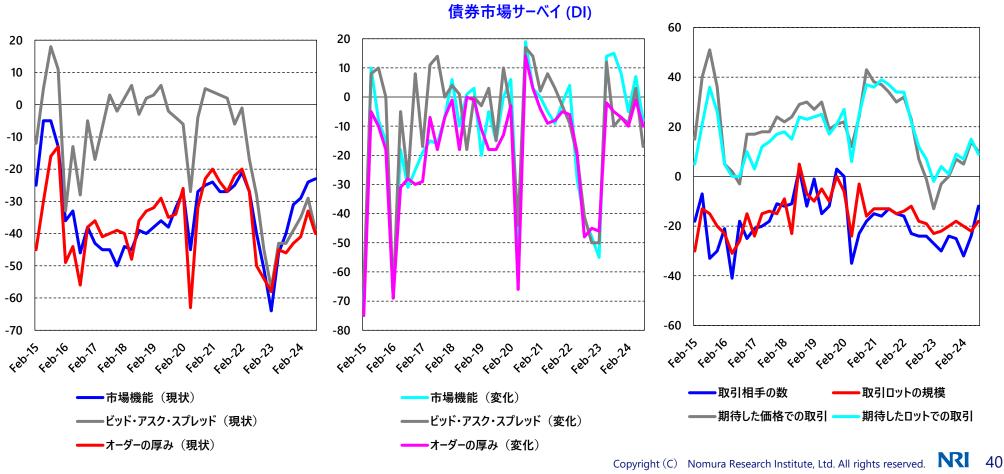
- 米国債の利回りは、FRBによる政策金利の引き上げとともに昨年中盤まで上昇傾向を辿ったが、その後は反 落と反発を見せた後、本年後半には低下に転じている。同時に年限ごとの利回り格差は縮小し、イールドカー ブのフラット化が進行している。
- 日米の国債利回りの相関係数は、大きな振れを伴いつつも、10年債については本年入り後に高めの水準を 維持している。これに対し、2年債は総じて低い。





国債市場の機能(1)

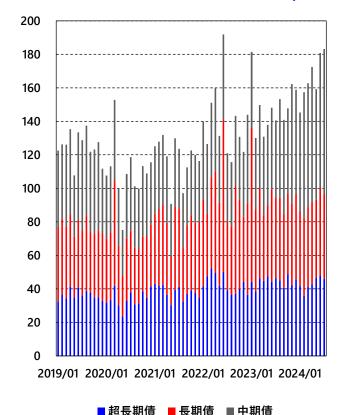
日銀が実施する債券市場サーベイ(直近は8月調査)によれば、足元で各項目は区々の動きを示している。 ビッド・アスク・スプレッドやオーダーの厚みに対する評価の改善は頭打ちとなったほか、その変化も再び悪化方向 となっている。これに対し、期待したロットでの取引や取引相手の数、取引ロットの規模などの評価は緩やかな改 善を示している。総じてみれば、市場機能の現状はやや改善している。

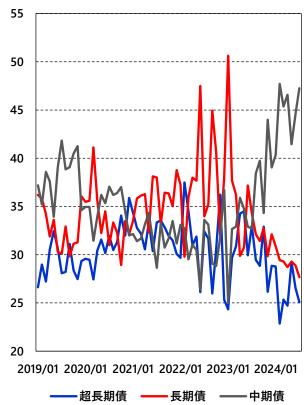


国債市場の機能(2)

- 国債の売買高(7月まで)は、昨年入り後の増加基調を維持しており、コロナ以降では明確に高い水準となっている。この間、10年国債を含む長期債や超長期債のシェアが明確に低下する一方、金融政策の見通しの影響をより受けやすい中期債のシェアが顕著に高まったことが注目される。
- なお、財務省のイールドカーブモデルによる推計によれば、YCCの最終局面では10年国債利回りの推計値は上限を明確に下回っていたことがわかる。一方、足元の推計値は実際の利回りに収斂している。

国債の売買高 (左:金額 <兆円>, 右:シェア <%>)





10年国債利回りの推計値 (%)

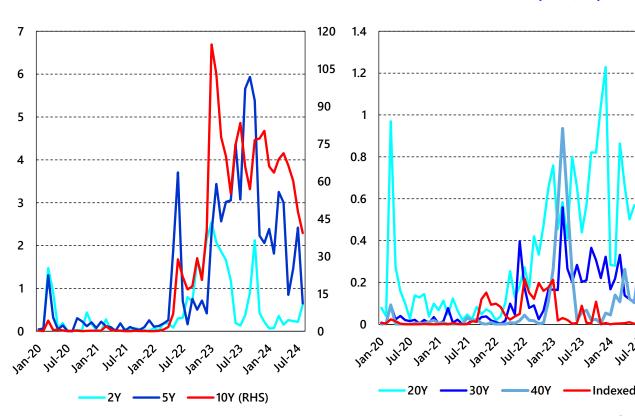


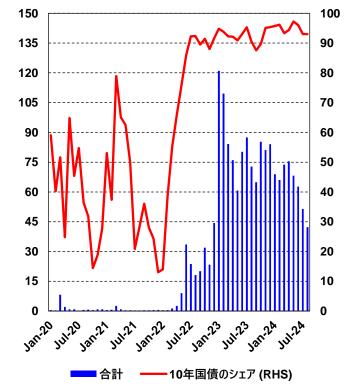
----10年国債利

参考)SLFの利用状況

- 日銀が提供するSLFの落札額は本年入り後に明確な減少傾向を辿っている。種類別には、中長期の国債が顕 著に減少した一方、もともと流動性が相対的に低位な短期および超長期には明確な傾向がみられない点で対 照的な動きとなっている。
- この間、SLFの落札額全体に占める10年国債のシェアは極めて高い水準で横ばいとなっている。

SLFの利用状況 (兆円,%)

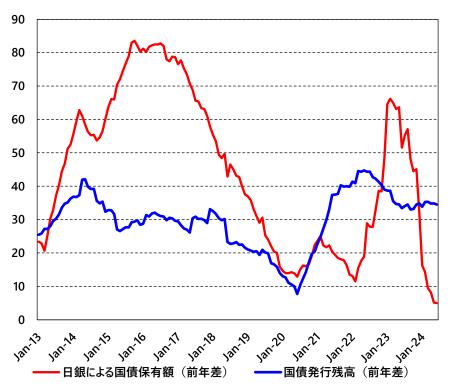


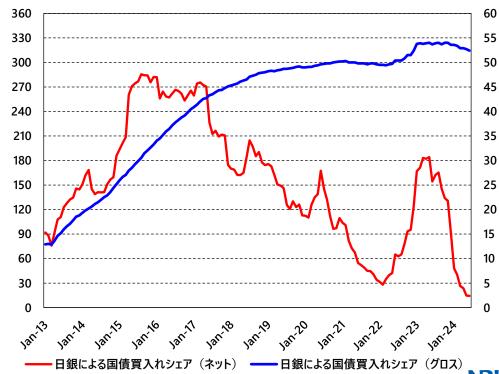


日銀による国債買入れ

- 日銀による国債買入れのペースは足元で顕著に減速し、前年差の増加額も7月末時点で3兆円弱まで縮小した。この間、政府による国債発行残高の前年差は30兆円台中盤で横ばいとなっている。
- これらの結果、日銀による国債買入れのフローのシェアは約180%から約15%へと急速に低下した。もっとも、 ストックのシェアの低下はわずかに止まり、依然としては50%をやや上回っている。

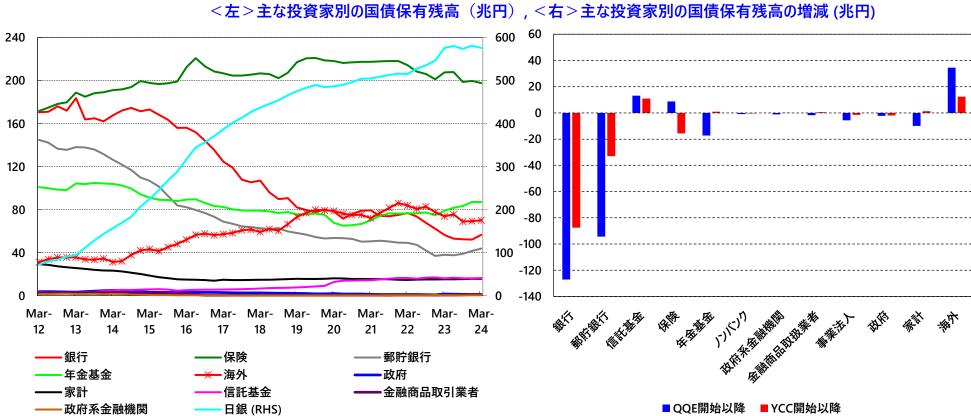
<左> 日銀の保有国債残高と国債の市場残高 (前年差: 兆円)、<右> 日銀による国債買入れのシェア (%)





量的・質的金融緩和の導入後の国債保有

- ■量的・質的金融緩和の期間を通じて、日銀は前例のない規模で国債保有を増加させた。これに対し、銀行 とゆうちょ銀行は国債保有を顕著に削減した。一方で、保険会社による保有残高は概ね安定していたほか、 海外投資家(公的部門を含む)は緩やかに増加させてきた。
- ■量的・質的金融緩和の初期に政策効果としてアピールされた「ポートフォリオ・リバランス」は、実際に主として 初期段階で生じた。これに対し、YCCの導入後は日銀を除く主要な投資家による国債保有残高の変化は 相対的に小さい。



資料:日銀

(参考) 国の債務管理に関する研究会 (取り纏め)

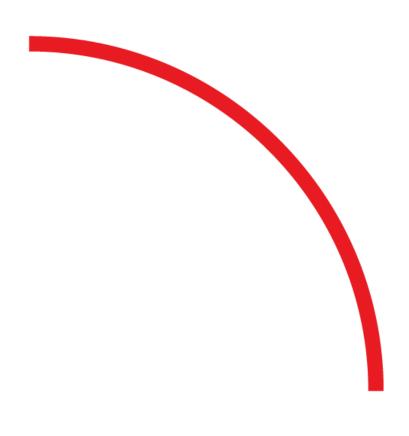
■財務省は、本年6月に、日銀による金融政策の枠組み見直しを含む環境変化を踏まえて、中長期的な調 達コストを抑制しつつ、確実かつ円滑な国債の発行を実現するための取り組みに関する議論の整理を公表 した。その中では、主な投資主体別の国債保有の促進に関して次のような考えを示した。

主な投資主体別の取り組みの方向性(抜粋)

銀行	・銀行はALMの観点から国債を保有する構造的なニーズを有しており今後の国債の安定消化に果たす役割は大きいと考えられる。ただし資本等に関する規制やリスク管理の枠組みによる制約がある。
型X1 J	・銀行の国債保有を促進する観点からは、今後は、市場の状況やニーズを踏まえつつ、発行年限の短期化や変動 利付国債の行発行等、市中に供給する金利リスク量の縮減を図る対応も必要となっていく。
	・生命保険会社はALMの観点から超長期債を保有する構造的なニーズを有している今後も超長期債の購入主体として位置付けられる。
生保	・総じてみれば、規制対応の進捗により、ロールオーバーでの国債購入が中心となっていくことが想定される人口動態等の構造的な制約を踏まえれば、中長期的に国債保有額が大幅に増加していくという展望は見込み難い。
	・国債発行当局は生命保険会社のニーズも踏まえ超長期債の発行額を増額してきたが、実際の投資動向を注視 しつつ、超長期債の発行額を調整していく必要がある。
	・今後は「貯蓄から投資へ」の流れの中で、個人の預貯金の減少を通じ金融機関等による国債投資に影響が生じ得る…多様な投資家が国債を保有することは、市場の状況が変化した場合に取引が一方的に流れることを防ぎ、市場を安定させる効果もあると考えられ…個人等が国債の保有を増やしていくことは重要である。
個人	・国債を購入する際の利便性を高めていくかも重要である。中長期的には…個人投資家のニーズと国債発行当局としての必要性を踏まえ、国債の商品性の拡充を検討することが望ましい…他国では個人向け国債や税制優遇措置の適用など、様々な購入促進策が講じられており、そのような他国の事例も踏まえ今後の取組を考えていく必要がある。

資料:財務省

3. 金融政策の正常化



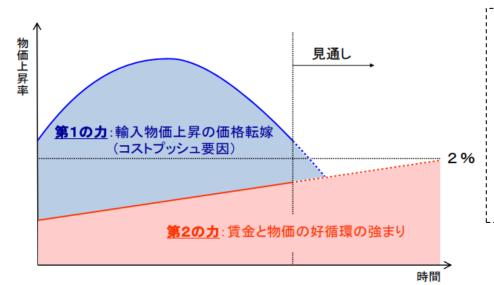
政策金利の引き上げ(1)

- 日銀は、本年3月のMPMで「量的・質的金融緩和」の終了とともにマイナス金利政策を解除したあと、7月 のMPMでは25bpの追加利上げを行った。その理由について植田総裁は、①経済と物価が既往の見通し通 りに推移していること、②輸入物価の上振れリスクが高まったこと、の2点を挙げた。
- つまり、日銀が説明してきた物価上昇に対する「第1の力」と「第2の力」の双方が理由として挙げられている。 ただし、以前は「第1の力」(輸入物価上昇を起点としたコストプッシュ)は一時的としていた。

7月MPM後の植田総裁会見(抜粋)

- ・わが国の経済・物価は、これまで展望レポートで示してきた見通しに概ね沿って推移しています。また、加えまして、これまでの為替 円安もあって、輸入物価が再び上昇に転じていまして、物価の上振れリスクには注意する必要もあると考えています。
- ・こうした状況を踏まえ、物価安定目標の持続的・安定的な実現という観点から、今回、政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを 調整することが適切であると判断しました。

5月の植田総裁講演(抜粋)



- ・「第1の力」とは、輸入物価上昇を起点としたコストプッシュ圧力が 物価を押し上げる力のことです。これに対して、「第2の力」とは、景 気が改善するもとで、労働需給の引き締まり等を背景に、賃金と 物価が相互に連関しながら伸び率を高めていく力、つまり賃金と物 価の好循環を指します。
- ・「第1の力」は、起点となる輸入物価の上昇圧力が止まれば次第 に和らいでいく、一時的な性質のものです。それに対して、「第2の 力」は、企業の賃金・価格設定行動の変化を伴いつつ、より持続 的に物価上昇率を高めていくことが想定されます。

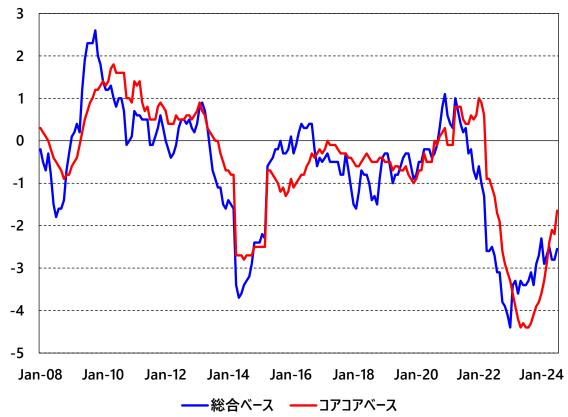
政策金利の引き上げ(2)

■ 加えて、日銀は7月のMPMで、経済と物価が「展望レポート」の見通し通りに推移すれば、それに応じて政 策金利を引き上げる方針を明示した。その際には、現在の実質金利が極めて低い水準にある点を指摘しつ つ、金融緩和の度合いの調整であると説明した。

7月MPM後の植田総裁会見(抜粋)

・金融政策運営は、先行きの経済・物価・金融情 勢次第ですが、現在の実質金利が極めて低い水 準にあることを踏まえますと、今回の展望レポートで 示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、 それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融 緩和の度合いを調整していくことになると考えてい ます。

世界金融危機後の実質政策金利 (%)



経済の見通し

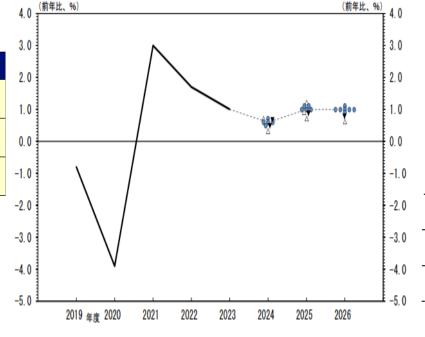
資料: 日銀

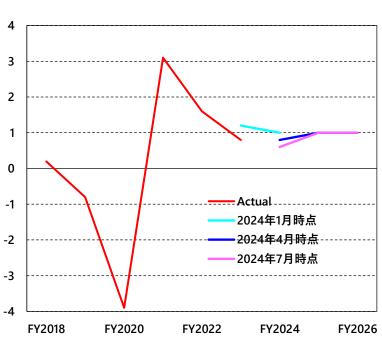
- 日銀の「展望レポート」(7月時点)によれば、本年度の実質GDP成長率は停滞する一方、来年度以降は潜 在成長率をやや上回る成長を見込んでいる。その理由として、海外経済の緩やかな成長の下で、緩和的な金 融環境などを背景に所得から支出への循環メカニズムが徐々に強まることを挙げている。
- リスクバランスチャートをみても、見通しに関するリスクは上下にバランスしている。また、本年入り後の見通しの 推移も、2025年度以降については安定している。

実質GDPの成長率見通し(7月時点:前年比%)

実質GDP成長率見通しの推移 (前年比%)







物価の見通し

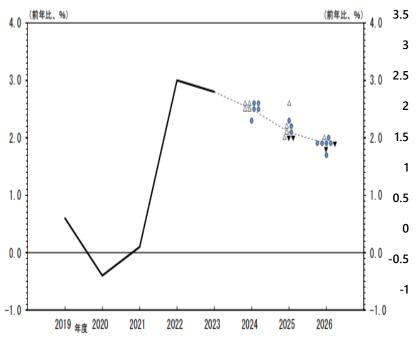
- 日銀の「展望レポート」(7月時点)によれば、本年度のコアCPIインフレ率は高止まるものの、来年度以降は 物価目標に収斂していく姿を見込んでいる。その理由として、輸入物価の影響が減衰する点を挙げており、コ アコアによって政府の価格抑制策の影響を除外すれば、基調的には安定して推移するとみている。
- リスクバランスチャートをみると、2025年度について上振れリスクが意識されているほか、2026年度の見通しに はばらつきも大きい。なお、本年入り後の見通しの推移は、本年度について下方修正されている。

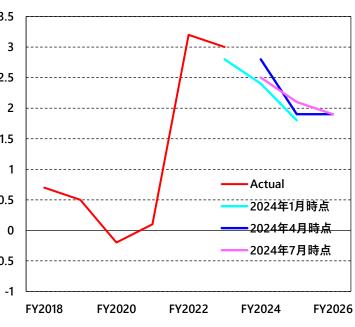
消費者物価コアの上昇率見通し (7月時点:前年比%)

消費者物価コアの上昇率見通しの推移 (前年比%)

	コアCPI
2024年度	+2.5%~+2.6%
2025年度	+2.0%~+2.3%
2026年度	+1.8%~+2.0%

	コアコアCPI
2024年度	+1.8%~+2.0%
2025年度	+1.8%~+2.0%
2026年度	+1.9%~+2.1%

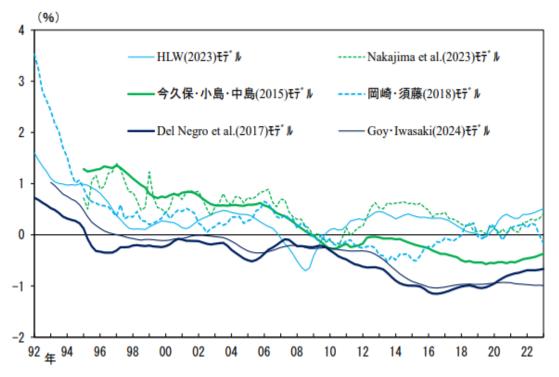




〔参考〕中立金利の推計

- 植田総裁は、中立金利の推計値にはモデルによって大きな幅があり(1%~2.5%程度)、政策金利が実際 に近付いてみないとわからないという米欧の中央銀行と同様な説明を行っている。
- ■なお、日銀のワーキングペーパー (No24-J9:8月) によれば、2023年第1四半期時点における自然利子 率(実質)の推計は、モデルによって-0.99%から+0.51%に分布している。

「自然利子率 |の推移

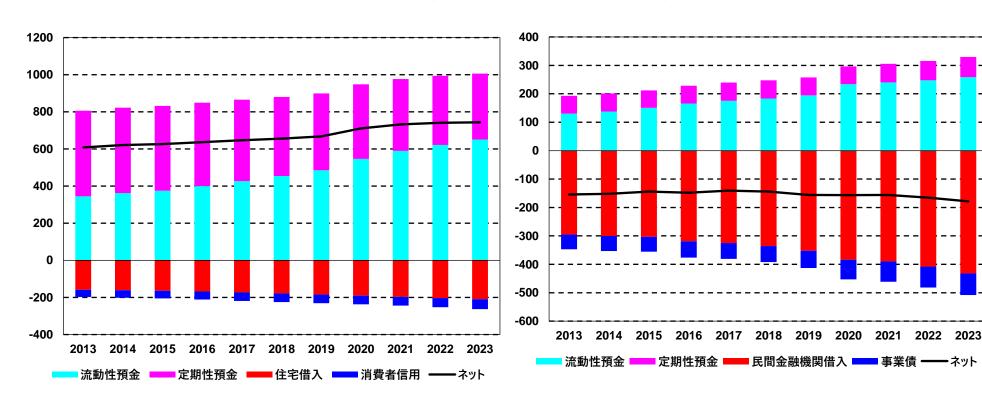


推計手法	類型	概要・特徴	
Del Negro et al. (2017)	時系列	■ 短期・長期名目金利・インフレ率・インフレ予想などから実質金利のトレンド成分を抽出し、r*と見做す。■ 観察される実質金利の影響を受けやすい。	
Goy and Iwasaki (2024)	時系列	■ 各年限の実質金利から、共通トレンドとしてr*を推計。その際に、需給ギャップ等を用いて実体経済の情報も加味。■ 観察される実質金利の影響を受けやすい。	
Holston, Laubach and Williams [HLW] (2023)	準構造	■ IS曲線・フィリップス曲線等の構造方程式を仮定し、各期の需給 ギャップをゼロとする利子率の水準をr*とする。 ■ インプットとして用いている実質GDPの影響を受けやすい。	
今久保・小島・中島 (2015) 準構造		■ HLWの手法を拡張したもの。単一年限のr*だけでなく、景気中立的な	
Nakajima et al. (2023)	準構造	イールドカーブの形状(均衡イールドカーブ)を推計。 ■ インブットとして用いている潜在成長率の影響を受けやすい。	
岡崎・須藤 (2018)	構造	■ 標準的なセットアップに金融市場の不完全性や 人口動態等の 要因を加えたDSGEモデルに基づいて、r*を推計。	

上げの影響

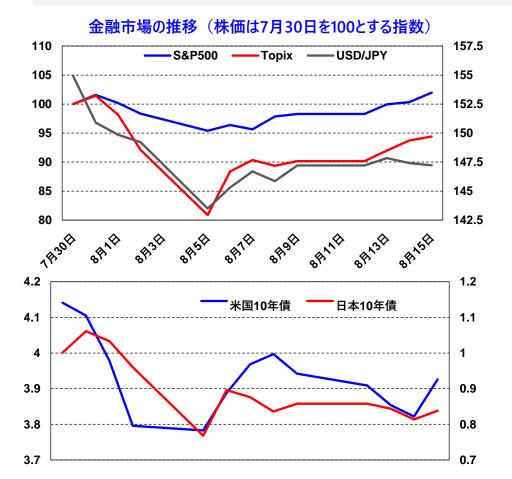
- ■政策金利の引き上げは、企業や家計の借り入れコストを上昇させる。もっとも、植田総裁は家計を中心に保 有する巨額の預金からの利子収入も増加するため、マクロ的なインパクトは抑制されると説明している。
- ■もっとも、この点は金融機関が預金金利の引き上げをどの程度追随させるかに依存する。また、変動金利型 の借り入れコストには比較的早く波及しうる一方、固定金利型の条件変更には時間的なラグを伴う。

預金と借入の残高(左:家計、右:非金融法人。兆円)



市場との対話

- 日銀が7月MPMで政策変更に踏み切った後、8月上旬には株価や為替レートを中心に金融市場が顕著に不 安定化する局面もあった。このため、日銀による市場との対話についての批判もみられた一方、少なくとも事後 的には、主要指標の悪化に伴う米国経済への悲観論の急速な台頭が主因との見方が多くなっている。
- ■この間、内田副総裁は8月7日の講演と記者会見で、金融資本市場の不安定性が経済や物価に与える影 響を考慮する考えを確認するとともに、こうした状況での利上げ継続にには否定的な考えを示唆した。



内田副総裁の講演と記者会見 (8月:抜粋)

<講演>

・市場の変動の結果として、見通しやその上下のリスク、見通し の確度が変われば、当然金利のパスは変わってきます。もともと、 欧米の利上げプロセスとは異なり、わが国の場合、一定のペース で利上げをしないとビハインド・ザ・カーブに陥ってしまうような状況 ではありません。したがって、金融資本市場が不安定な状況で、 利上げをすることはありません。

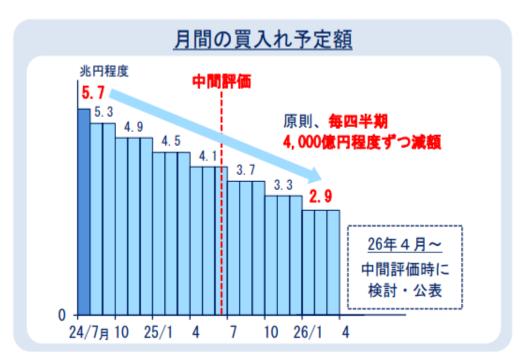
<記者会見>

- ・リスク、確度、もちろん見通し自体が変われば当然ですけど、 そういったものに影響すれば変わるし...わざわざ危ない時にやるこ とはないという意味では、今申し上げた要素が確実に変わってい なくても、それは当然要素になり得るということです。
- ・条件が満たせばというのは、その条件を満たせばというのは何 かっていうことを真剣に毎回議論しているわけであり...「こうであれ ばこうです」というふうに一言で答えられるくらいであればですね、 それは決定会合であれだけ議論を重ねる意味はない

国債買い入れの減額(1)

- ■日銀は、7月MPMで国債買い入れの減額方針を決定した。植田総裁は、YCCの終了後は長期金利は金 融市場で形成されることが基本との考えを確認した上で、国債市場の安定性に配慮しつつ予見可能な形で 減額していくことが適切と説明した。
- 具体的には、毎四半期に4000億円ずつ減額し、2026年第1四半期には3兆円程度とすること、および2025 年6月のMPMで中間評価を行うとともに、2026年4月以降の方針を公表することを示した。

日銀の説明資料





国債買い入れの減額(2)

- ■また、金融市場局は、国債買い入れ予定について、①月ごとでなく四半期ごとに作成すること(日程のみは 毎月)、②オファー金額を1回あたりのレンジでなく月間合計として示すことを決定し、残りの四半期(8~9 月分)を公表した。
- ■これをみると、4000億円減額は、残存1~3年(1000億円)、同3年~5年(2000億円)、同5年~10年 (1000億円) のみに振り分けられ、残りの残存年限は現状維持となったことがわかる。

金融市場局による買い入れ予定(左:7月分、右:8~9月分)

	残存期間 Residual maturity	1回当たりオファー金額 ² Purchase size per auction (単位:億円) (100 million yen)	オファー回数 ³ Frequency of auction	オファー日程 (7月分) Scheduled dates (July)
	1年以下 Up to 1 year	1, 500	月1回 Once a month	_
	1年超3年以下 More than 1 year and up to 3 years	3, 000~4, 500	月4回 Four times a month	7/3、10、17、23
利付国債 ¹ JGBs with	3年超5年以下 More than 3 years and up to 5 years	3, 500~5, 000	月4回 Four times a month	7/3、10、23、29
coupons	5年超10年以下 More than 5 years and up to 10 years	4, 000~5, 500	月4回 Four times a month	7/10、17、23、29
	10年超25年以下 More than 10 years and up to 25 years	1, 000~2, 000	月3回 Three times a month	7/3、17、29
	25年超 More than 25 years	500~1,000	月2回 Twice a month	7/10、29
物価連動債 Inflation-indexed bonds		600	月1回 Once a month	_

	残存期間 Residual maturity	1回当たりオファー金額 ² Purchase size per auction (単位:億円) (100 million yen)	月間オファー金額 Monthly purchase size (単位:億円) (100 million yen)	オファー日程 ^{3, 4} (8月分) Scheduled dates (August)
	1年以下 Up to 1 year	1, 500	1, 500	8/2
	1年超3年以下 More than 1 year and up to 3 years	3, 500	14, 000	8/2、7、15、21
利付国債 1 JGBs with	3年超5年以下 More than 3 years and up to 5 years	3, 750	15, 000	8/2、7、21、28
coupons	5年超10年以下 More than 5 years and up to 10 years	4, 000	16, 000	8/2、15、21、28
	10年超25年以下 More than 10 years and up to 25 years	1, 500	4, 500	8/7、15、28
	25年超 More than 25 years	750	1, 500	8/15、28
物価連動債 Inflation-indexed bonds		600	600	8/28
			計 53, 100	

減額ペースのあり方

- ■日銀は、6月MPMで国債買い入れ減額を予告した後、市場参加者との密接な意見交換を実施した。実際 に決定された内容は、債券市場参加者会合(7月)での大勢意見に概ね即している。
- なお、FRBやECBによるQTも段階的な拡大というステップを踏んだ一方、最終的なペースは相対的に速い。

債券市場参加者会合(7月)の議事要旨(抜粋)

<減額幅>

- ・海外中銀のOTの事例などを踏まえると、2~3兆円程度までの 減額が望ましい
- ・投資家の保有余力等を勘案すると、「量的・質的金融緩和」導 入前の3兆円程度が一旦のめどとなる
- ・3兆円程度まで減額すれば、大幅な減額を行うというメッセージ が明確となるほか…市場機能度の改善が期待できる。

<減額ペース>

- ・急激な減額は、ボラティリティ上昇をもたらし、市場機能悪化やリ スク調整後のリターン悪化によって…投資需要を減退させるおそれ があるため、段階的な減額が望ましい。
- ・買入れ減額の材料が出尽くすだけで投資家需要が大きく増える かは不透明である。段階的な減額の方が望ましい
- ・預金取扱金融機関がどこまで金利リスクを取れるかは、外債投 資スタンスや国内の預貸金の動向など…に左右されるため、不確 実性が大きい。減額は慎重に進めるべき
- ・急激な減額は…不必要なボラティリティを発生させる可能性があ り…国債消化の不安定化を招くリスクがある。2年程度かけて段 階的かつ予見可能な形で減額を行うべき。

FRB & ECB OOT

	FRB
2022年9月	・国債は償還600億ドル/月を超える分を再投資・MBSは償還350億ドル/月を超える分を再投資
2024年6月	・国債は償還250億ドルを超える分を再投資 ・MBSは償還350億ドル/月を超える分を国債に 再投資

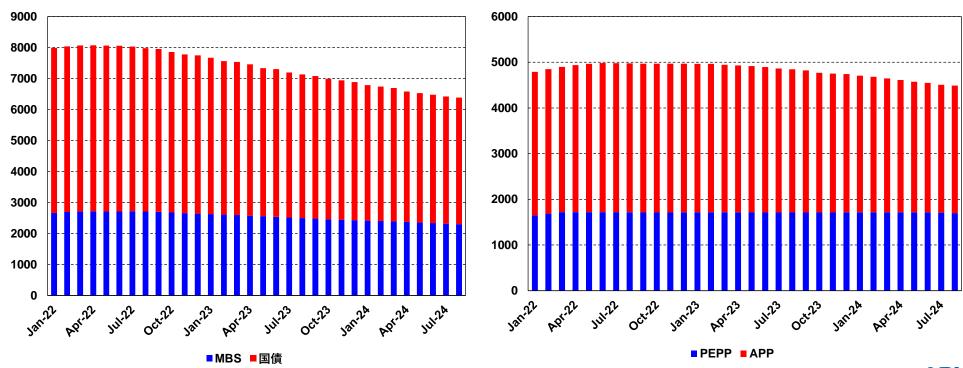
	ECB
2023年3月	・APP保有分の再投資を150億ユーロ/月で削減
2023年7月	・APP保有分の再投資を停止
2024年7月	・PEPP保有分を750億ユーロ/月で削減

資料:FRB、ECB

参考)FRBとECBのQT

- FRBは、当初の1年間(2022年10月末~2023年10月末)の間に、約6500億ドルの保有資産を削減 した。これは、当初の保有資産残高(約8兆ドル)に対して8%強に相当する。
- 一方、ECBは、当初の1年間(2023年3月末~2024年3月末)の間に、約3000億ユーロの保有資産 を削減した。これは、当初の保有資産残高(約4.94兆ユーロ)に対して6%に相当する。

QEによる保有資産の推移 (左:FRB、10億ドル、右:ECB、10億ユー□)



買入れ方法

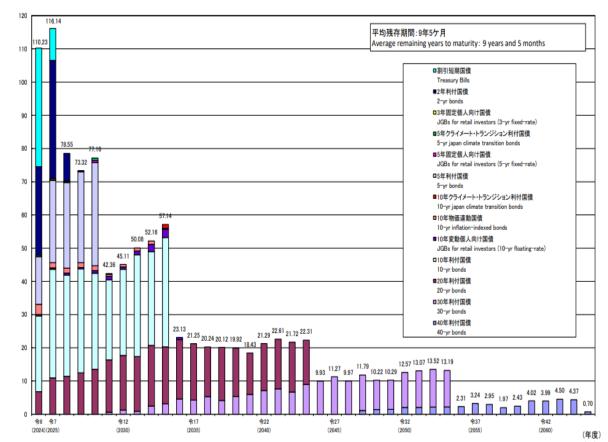
- 市場参加者の大勢は、国債市場の安定維持や民間部門による安定消化の観点から、短期~中期ゾーンを中心に減額を進めるべきと主張したほか、超長期ゾーンの減額に懸念を示した。
- なお、普通国債の満期構成は、短期~中期ゾーンに大きなウエイトが存在するため、日銀の方針は市場中立的とは言えない面がある。

債券市場参加者会合(7月)の議事要旨(抜粋)

<残存期間別の減額>

- ・ボラティリティ抑制の観点から、短中期ゾーン中心に 減額を進めるべき
- ・海外投資家の需要がコンスタントにある中期ゾーンを 中心に減額すべき
- ・日本銀行に代わる国債保有主体として預金取扱金融機関を想定するのであれば、中長期ゾーンを中心に減額する方が、需給バランスが崩れにくい
- ・発行額に対する日本銀行の買入れ比率や日本銀行の保有比率が高い、10 年以下のゾーンを優先して減額すべき
- ・超長期ゾーンは需給が緩んでいるほか、発行に対する 買入れ比率が 10 年以下のゾーンと比べて低いので、 減額の優先度は低い
- ・年限別の買入れ額は、10 年以下のゾーンで厚く、10 年超のゾーンでは薄くなっておりアンバランス

普通国債残高の満期構成(兆円)



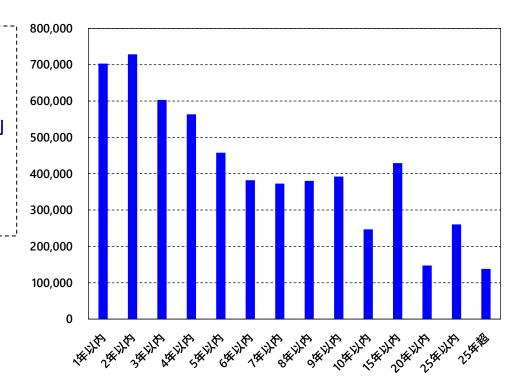
〔参考〕長い目で見た保有国債の運営方針

■ 日銀は、少なくとも現時点では保有国債の削減を緩やかなペースで進める方針にあり、総資産の規模は高水 準で推移することが見込まれる。

国会の閉会中審査における植田総裁の発言ポイント(抜粋)

- ・(保有国債の削減を図る中でも)市場で売却する考えはない。
- ・保有国債を原価法で評価しているのは満期保有が前提である。
- ・現在の保有国債の加重平均年限は約6.6年である。
- ・償還分の国債が全て1%利回りになった場合、保有国債全体の利 回りは来年度以降以下のように推移する。
- $-0.35\% \rightarrow 0.44\% \rightarrow 0.52\% \rightarrow 0.59\% \rightarrow 0.65\%$
- ・同様に全て2%利回りになった場合には、以下のように推移する。 $-0.44\% \rightarrow 0.66\% \rightarrow 0.85\% \rightarrow 1.02\% \rightarrow 1.16\%$

日銀が保有する残存期間別保有残高(8月末:億円)



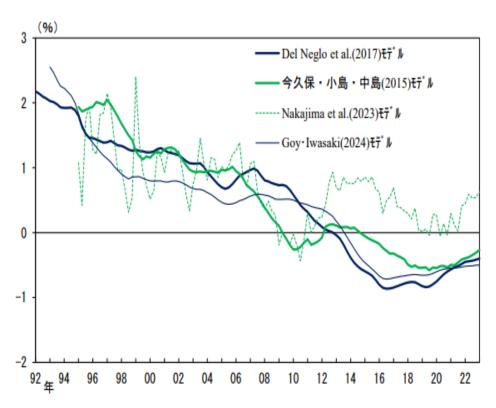
金融緩和効果

日銀のワーキングペーパー(No24-J7:6月)は、国債買い入れのフロー効果とストック効果について、多様な モデルによる推計を行っている。このうち、代表的なモデルの平均として、10年債利回りに対するストック効果が 1%ポイント弱に達しているとしている。また、別のワーキングペーパー (No24-J9) は、長期均衡金利 (実質) の推移を以下の通り推計し、足元(2023年第1四半期)で-0.5%前後としている。

10年国債利回りの変動要因(推計)

買入れのストック効果

長期実質均衡金利の推移(推計)



ストック効果の変数としては、国債保有割合(実額ないしリスク量、およびそれらの 差)、国債保有割合の予想(リスク量ないし実額<変化幅>)を使用。

Envision the value, Empower the change