

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は2月の月例経済報告で、景気の基調判断を、「輸出が引き続き弱含むなかで、製造業を中心に弱さが一段と増した状態が続いているものの、緩やかに回復している」とした。項目別の判断では、生産を「一段と弱含んでいる」から「引き続き弱含んでいる」とした。
- 内閣府が発表した10～12月期実質GDP2次速報値は、前期比 $\Delta 1.8\%$ （1次速報値同 $\Delta 1.6\%$ ）、前期比年率 $\Delta 7.1\%$ （1次速報値同 $\Delta 6.3\%$ ）となった（7～9月期前期比 $+0.0\%$ 、前期比年率 $+0.1\%$ ）。個人消費が前期比年率 $\Delta 10.6\%$ （7～9月期同 $+1.8\%$ ）、設備投資が同 $\Delta 17.3\%$ （7～9月期同 $+0.9\%$ ）と大幅なマイナスとなった。消費税、台風、暖冬などが成長の押し下げ要因となった。
- 総務省が発表した1月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比 $+0.8\%$ （12月同 $+0.7\%$ ）となった。エネルギーなどが押し上げに寄与した。総合は同 $+0.7\%$ （12月同 $+0.8\%$ ）となった。生鮮食品などが押し下げに寄与した。物価の基調をみるうえで参考となる生鮮食品およびエネルギーを除く総合ベースは同 $+0.8\%$ （12月同 $+0.9\%$ ）となった。消費税率引き上げと幼児教育・保育無償化を調整したコアCPI上昇率は同 $+0.4\%$ （12月同 $+0.4\%$ ）であった。

2. 金融政策

- 日銀の金融政策決定会合の次回開催予定は3月18、19日となっている。

3. 短期金利の動向

（1）インターバンク市場

- コール市場をみると、月初は、地銀・証券を中心に調達意欲が強い状態が続いていたが、買現先などの資金供給オペを受けて、一部の先で調達意欲が落ち着き始めたことで、無担保コール 0/N 加重平均レートは低下基調となった。

（2）オープン市場

- レポ市場では、積み期間後半に入ったことや国債の発行要因などで、レートが上昇基調となっていたものの、月初に国債買現先オペが連続で実施されたことでレートは低下し、 $\Delta 0.10\%$ を下回っての取引となった。

- 短国市場では、新型肺炎による世界的な景気減速懸念から債券相場全体が強含みとなったことで、短国も3M物から1Y物まで堅調な展開となった。3日の短国買入オペは、国債買現先オペが実施されたこともあって、5,000億円で実施された。
- CP市場では、2月末の発行残高は22兆7,812億円（前月比+4,577億円、前年同月比+20,981億円）となった。今年は例年と違って2月でも残高が減少せず、月末残高としては過去最高となった。前年同月比での増加は36か月連続となる。3月に入ってから、2007年12月中に記録した過去最高残高を更新した。発行レートは0%近傍で変わらずの推移となっている。

4. 今後の見通し等

- ユーロ圏経済をみると、10～12月期の実質GDP（確報値）は前期比+0.1%（7～9月期同+0.3%）となり、低水準の成長となっている。設備投資が同+4.2%（7～9月期同△3.8%）となったものの、個人消費が同+0.1%（7～9月期同+0.5%）と低調であった。また、輸入が同+2.2%（7～9月期同△1.3%）となり、純輸出の寄与度が△0.8%ポイントと成長の鈍化の要因となった。
- ユーロ圏経済の先行きについて、市場では、景気下振れ要因が少なからず存在していることから、景気の基調は弱く、低成長が続く可能性が一段と高まっているとみられている。特に、新型コロナウイルスの拡大による影響が懸念されている。感染者が増加している国を中心に、外出の手控えやイベントの中止による影響、消費活動や生産活動の停滞などが続く可能性がある。また、域内でのサプライチェーンへの影響も心配されている。こうしたことから、景気は一時的にマイナスに転じる可能性も指摘されている。さらに、感染拡大の影響が大きい観光、飲食、小売業などへの影響が懸念されている。こうした大きな懸念に加え、その他の下振れ材料としては、域内での政治を巡る不確実性、英国のEU離脱後の移行期間における通商交渉などの動向、米国による通商政策、中国をはじめとする世界経済の減速、地政学的リスクなどによる経済的な影響なども指摘されている。こうしたリスク要因により、企業および家計のマインドが悪化することを通じて、実体経済に悪影響が及ぶリスクが懸念材料として指摘されている。
- ユーロ圏の2月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.2%（1月同+1.4%）と伸びが鈍化した。エネルギー価格の下落が鈍化の主因となった。変動の激しいエネルギー、食品、酒・タバコを除いたコア指数は前年比+1.2%（1月同+1.1%）となった。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、景気が減速していること、賃金による物価押し上げ圧力がさほど強くないことなどから、物価上昇感の弱い状況が続くとみられている。
- ECBは3月12日に開催した定例理事会で、中銀預金金利を△0.50%、リファイナンス金利を0.00%、限界貸出金利を0.25%にそれぞれ据え置いた。先行きの政策金利に関するフォー

ドガイダンスについては、「インフレ見通しが予測対象期間において2%をやや下回るものの、十分に近い水準に向かって確り上昇するまで、そしてそうした物価の上昇が基調的なインフレの動きに一貫して反映されるまで、政策金利については現行もしくはより低い水準に止まる見込みである」との文言を維持した。

今回は、①追加の長期リファイナンスオペによって銀行に直ちに流動性を供給すること、②条件付き長期リファイナンスオペ第3弾（TLTRO3）はより借り手に有利な条件とすること、③民間部門を中心に追加で1200億ユーロ（約14兆円）の資産を購入すること、を新たに決定した。

- ラガルド総裁は、理事会後の記者会見で公表した声明文で、「新型コロナウイルスの感染拡大が世界経済およびユーロ圏経済の成長見通しの大きな衝撃となっており、市場のボラティリティが高まっている」とした。特に、「サプライチェーンの混乱と内外需の減退から生産が減速する」ことへの懸念を示した。さらに、「不確実性の高まりにより支出や金融にネガティブな影響を与える」ことにも言及した。そうしたなかで、「理事会は、現在の経済的混乱と不確実性の高まりに直面する中で、家計と企業を支援することを決意している」とし、「その結果として、金融政策の包括的なパッケージを決定した」と説明した。これにより、「すでに実施されている実質的な金融刺激策と合わせて、家計、企業。銀行の流動性と資金調達環境を下支えし、実体経済への円滑な信用供与を維持するのに役立つ」と評価した。また、「理事会は新型コロナウイルスが先行きの経済、物価、金融政策の波及に如何なる影響を与えるかを注意深く見極めていく」とした。今後の金融政策については、「インフレが目標に持続的に近づくのを確保するため、あらゆる手段を適切に活用する用意がある」、「中期的に2%弱のインフレ率の回復を持続的に支えるには、十分な金融緩和が依然として必要である」との方針を続けた。
- ECBの金融政策の先行きについて、市場では、新型肺炎による影響の拡大から、景気が一段と下振れる場合には、引き続き追加緩和を決定する可能性があるとみられている。その場合の施策については、資産買入額の引き上げや延長や貸出支援の長期資金供給策の拡充などの可能性が指摘されている。利下げについては、新型コロナウイルスの感染が一段と拡大し長期化し、経済への影響がさらに大きくなった場合には可能性があるが、その弊害などからハードルが高いともみられている。こうした中、追加の緩和については様子見姿勢を続け、新型肺炎への対応としての財政出動や治療方法の開発などを見守る姿勢を取る可能性もあるといった指摘もある。ラガルド総裁は3月の定例会議後の記者会見で、「第一義的な対応は何を置いても財政政策であり、金融政策ではない」と述べ、政府による対応の必要性を強調した。
- 英国経済の先行きについて、市場では、雇用・所得環境などが下支え要因となっているほか、離脱の混乱に一定の道筋がついたことで先行きの不透明感が低下するなど明るい材料も出てきている。また、財政出動による景気対策も期待されている。しかしながら、新型コロナ

ウイルスによる影響が、今のところは限定的であるとみられているが、新たな下振れ要因となっており、輸出などへの影響を見極めていく必要が出ています。また、離脱後の新たな通商協定に係る動向がなお見通せないなど不確実性が残されており、これによる景気への重石がなお続くとみられていることなどから、基調としては緩慢な成長に止まるとみられています。さらに、将来への不確実性などから、先行きに対する見通しは幅を持ってしておく必要があります。離脱後の移行期間における帰趨によっては、物流・生産や金融市場の混乱などから景気後退に陥る可能性があるといった懸念もみられています。離脱に伴う移民や海外からの投資の減少が、英国経済の成長力を抑制する可能性も指摘されています。

- 英国の1月の消費者物価指数は前年比+1.8%（12月同1.3%）と伸びが高まった。エネルギー、自動車燃料、航空運賃などが押し上げ要因となった。価格変動の大きいエネルギー、食品、アルコール飲料およびたばこを除いたコア消費者物価は前年比+1.6%（12月同+1.4%）となった。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、1%台での水準で推移すると予想されている。物価の上昇を抑制する要因としては、国内景気が基調として減速していくことなどが挙げられている。一方、物価押し上げ要因としては、タイトな労働需給などによる賃金の上昇要因が存在していること、EU離脱後の移行期間中に行われる通商交渉などを巡る先行きの不透明感からポンド売りが進行する可能性もあるとみられていること、などが指摘されている。
- BOEは、3月10日に臨時の金融政策委員会を開催し、政策金利を0.75%から0.25%に引き下げることを全会一致で決定したことを11日に発表した。利下げは国民投票によるEU離脱を決定した際に行った2016年8月以来となる。
国債買入枠は4,350億ポンド、投資適格社債の買入枠は100億ポンドにそれぞれ維持することを全会一致で決定した。
声明では、利下げについて、「困難な時期に企業と消費者の信頼感を支え、企業および家計の資金の流れを促し、コストを低減、資金利用の改善を助けるものである」と説明した。また、「新型コロナウイルス感染拡大による経済への影響の度合いについては、極めて不透明であるが、英国の経済活動は向こう数か月で大きく落ち込む可能性が高い」との認識を示した。また「中銀は、英経済と金融システムの支援に向け、さらに必要な政策をすべて取る」とした。
- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、緊急利下げが実施されたことにより、新型コロナウイルスによる影響を見極めつつ、当面の間、金融緩和的な環境の維持に努めることで金融政策を進めていくとみられている。量的緩和も政策手段の一つとなるとみられている。
- 米国経済をみると、10～12月期の実質GDP（改定値）は前期比年率+2.1%（7～9月期同+2.1%）となった。純輸出の寄与度が+1.53%ポイント（7～9月期△0.14%ポイント）と成

長に寄与したほか、住宅投資も前期比年率+6.2%（7～9月同+4.6%）と高い伸びを示した。一方、個人消費は同+1.7%（7～9月同+3.2%）と伸びが鈍化した。また、設備投資は同△2.3%（7～9月同△2.3%）と3期連続で減少した。

- 米国の2月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+27.3万人（1月同+27.3万人）と引き続き高めの伸びとなった。失業率は3.5%（1月同3.6%）となった。時間当たり賃金は前年同月比で+3.0%（1月+3.1%）となった。
- 米国経済の先行きについて、市場では、政策対応などにより、景気は底堅い成長を維持する可能性があるともみられているが、下振れリスクとなる要因が少なからず存在していることから、成長ペースの減速懸念が一段と強まっている。景気拡大基調を維持する要因としては、個人消費が雇用・所得環境の改善基調が続くことを前提に増加基調が続くことが見込まれている。また、FRBが金融緩和政策を強めていることも景気の下支えになっているともみられている。さらに、大統領選を控えたトランプ大統領が景気に配慮した政策運営を行うとみられていることなども、景気への前向きな材料となると指摘されている。しかしながら、新型コロナウイルスによる影響が新たな大きな懸念材料となっており、この拡大や長期化によっては、世界的な景気減速が一段と強まることによる影響が見込まれる。これまでのところ、米国内の感染者数や死亡者数は限定的となっているものの、今後、感染が拡大するリスクもあり、資本市場ではリスク回避の動きが強まっていることなどによる影響が懸念されている。また、感染拡大が旅行や観光業に悪影響を及ぼしてきているとの指摘もみられているほか、今後のサプライチェーンの隘路による生産への影響や感染拡大による雇用環境の悪化などに繋がる可能性も予想されている。そのほかの材料としては、トランプ政権の通商政策の動向に改善の兆しがみられているものの、なお予断を許さない状況が続いていることによる影響も指摘されている。また、新型コロナウイルスなどによる景気の先行きに対する不透明感や、大統領選を控えていることによる政策面での不確実性などが、家計・企業マインドの重しとなる場合には、景気が下振れるリスクがあるとみられている。さらに、これまでの財政拡張政策の効果が薄れてくることも、景気の先行きに対する不安材料となっている。このほか、長期にわたる景気拡大が続いている中で景気循環の観点から景気後退の可能性を排除できないといった見方もある。
- 米国の物価動向をみると、2月のコア消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前年比+2.4%（1月同+2.3%）となった。住居費、医療サービスなどの上昇がみられた。総合では同+2.3%（1月同+2.5%）となった。
また、1月の個人消費支出価格指数をみると、コア指数（除く食料品・エネルギー）は前年比+1.6%（12月同+1.5%）となった。総合では同+1.7%（11月同+1.5%）となった。
- 米国の物価の先行きについて、市場では、インフレの上昇要因と抑制要因がみられている中、原油価格による影響等から振れはあるものの、現状程度の水準で推移すると見込まれている。

物価上昇要因としては、労働需給のタイト化を背景とした賃金の上昇、堅調な内需を背景としたサービス物価の上昇、ドル安による影響などが指摘されている。一方で、景気減速の影響が指摘されていること、雇用の増大や失業率の低下の割には賃金の上昇率が今のところ大幅に加速するとはみられていないこと、インフレ期待が低下していることなどが、物価抑制要因として指摘されている。また、価格競争の高まりや技術革新の進展の影響などがインフレ上昇圧力を限定する要因ともみられている。

- FRBは3月3日に緊急のFOMCを開催し、FFレートの誘導目標を1.50%～1.75%から1.00%～1.25%に引き下げることを全会一致で決定した。
FRBが年8回開催される定例のFOMC以外で利下げを実施したのは、リーマン・ショック直後に協調利下げを行った2008年10月以来となる。
- 委員会後に発表した声明文では、「米経済のファンダメンタルズは引き続き力強い。しかしながら、新型コロナウイルスは経済活動に対するリスクとして台頭しつつある。こうしたリスクを踏まえ、さらに、最大雇用と物価安定の目標を達成するために、連邦公開市場委員会は本日、FFレートの誘導目標を引き下げることを決定した。委員会は今後の動向と経済見通しへの影響を注意深く見守り、景気を支えるため、政策手段を活用して、適切に行動する」とした。
- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、新型コロナウイルスによる影響が軽微であれば、昨年の利下げ後の経済・物価の動向等を当面見守る様子見姿勢を続けるとみられていたが、3月3日の緊急利下げにより、新型コロナウイルスの影響などから経済の下振れリスクが一段と強まる場合などには、追加の利下げが実施される可能性があるともみられている。3日の声明では、「景気を支えるため、政策手段を活用して、適切に行動する」としており、市場では、これを受けて早ければ3月17、18日のFOMCで実施されとの予想もみられている。また、今年は大統領選を控えており、これまで金融政策を批判してきたトランプ大統領の言動による影響にも留意する必要があるといった指摘もみられている。
ただ、FFレートの事実上での下限と考えられる0.00～0.25%までは限られた回数の利下げしかできない状況となっているともみられている。また、利下げだけでは新型コロナウイルスの感染拡大を止めることはできず、財政出動や治療方法の開発等の動向を見守りつつ、慎重に対応する可能性があるとの見方もある。
- 日本経済の先行きについて、市場では、振れを伴いつつも緩やかな拡大を続けるとするこれまでの見方が後退してきており、新型コロナウイルスによる影響が大きな懸念材料とした浮上している。感染拡大の影響により内需のさらなる減退や、中国経済をはじめとする世界経済の減速による輸出の停滞などを背景に、景気は不透明感の強い停滞した状況が続く可能性が高いとみられており、景気後退を懸念する指摘も多くなっている。
新型コロナウイルスの国内での影響については、まずインバウンドやサプライチェーンを通

じた弊害が指摘されている。中国では、春節後に感染拡大が深刻化したことともなう工場の稼働制限や停止などから、日本における中国からの部品供給制約による影響がみられている。また、国内では外出・旅行、イベントを控えることやレジャー施設の休止に伴う消費の下押しなどがあると指摘されている。こうした状況下、企業は先行きの業績が見通しにくくなっているなか、設備投資に対する慎重姿勢が広がると見込まれている。また、感染拡大が長期化すれば、マイナス成長が続く可能性が高まり、企業業績の下振れ、それともなう雇用・所得環境の悪化や設備投資のさらなる減退等が生じる可能性がある。さらには、新型コロナウイルスを発端とする金融・株式市場や為替市場での大きな変動による景気への影響にも注意する必要があるとみられている。こうした状況下、景気後退が長期化・深刻化するリスクがあるといった指摘もみられている。

このほかの景気減速の要因としては、トランプ政権による通商政策や同政権を巡る政治的な混乱の可能性等による日本への影響が不安材料とみられている。また、中東や北朝鮮での地政学リスクの高まりも懸念材料として留意する必要がある。

- 国内物価の先行きについて、市場では、物価押し上げ要因と押し下げ要因が存在しているが、物価押し下げないし伸び悩みの要因が多く、基調としては低調な推移が続くとみられている。物価押し上げ要因としては、人件費や原材料費などの上昇による価格転嫁が指摘されており、人手不足などの供給制約に伴う構造的なコストプッシュ圧力が存在するとみられている。一方、押し下げないし伸び悩みの要因をみると、景気が力強さに欠けていること、賃金の上昇力が弱いこと、マクロ的な需給環境の改善が後退していること、円高が進行していること、新型コロナウイルスによる消費などへの影響などが挙げられている。また、先行きの不透明感などによる家計の節約志向が物価下押しに作用するとみられていることや、そうした中で企業がコストの上昇を消費者に多くを転嫁するのが難しいとみられている。さらに、感染拡大に伴うイベントなどの中止、外出の手控えなどから消費が低迷し、物価の下押し圧力が強まる可能性があるとみられている。こうしたことに加え、ネット通販の普及などが物価押し下げ要因として指摘されている。このため、消費者物価の基調的な動きとしては、原油価格要因による振れはあるものの、低調な推移が続くと予想されている。

消費税関係の影響については、10月からの消費税率引き上げにより物価が押し上げられている一方、幼児教育無償化の導入等は押し下げ要因となっている。さらに、2020年4月実施の高等教育無償化も押し下げ要因となる。消費税引き上げによる押し上げ効果と教育無償化による押し下げ効果のネットの影響は今のところ+0.3%~0.4%ポイント程度とみられている。これらの制度変更要因も含めたコア消費者物価の前年比上昇率でみてもゼロ%台での低調な水準で推移すると見込まれており、増税および無償化要因を除いたベースではゼロ%台前半から半ば程度での推移が続く可能性が高いとみられている。

- 日銀の金融政策の先行きについて、市場では、課題である2%の「物価安定の目標」を維持し続けている中でその達成が今のところ見通し難いとみられていること、現行の政策金利のフォワードガイダンスにより金融緩和姿勢がより強く示されていることなどもあって、強力

な緩和策を粘り強く長期間にわたって続けるとみられている。

こうした中、追加緩和については、新型コロナウイルスの影響などから景気の下振れリスクが強まっているため、各国中銀に呼応して実施する可能性が高いとみられている。円高が進行したこともあって、利下げもあり得るといった見方が増えている。ただ、その一方で、大きな政策変更には引き続き慎重であり、マイナス金利や緩和の長期化に伴う銀行への収益圧迫や機関投資家の運用難などの副作用への配慮等から、困難な判断になるといった見方も続いている。そのため、3月2日の総裁談話で明記された「適切な金融市場調節や資産買入れの実施を通じて、潤沢な資金供給と金融市場の安定確保に努めていく方針である」を着実に実行することで、新型コロナウイルスによる影響への対処と市場の混乱の鎮静化を図っていくのではないかとといった見方もある。また、ETFに関連する施策があるのではないかとといった予想もみられている。現状では、マイナス金利政策などの副作用が強く意識されている中、さらなる緩和は金融不均衡の蓄積や金融仲介機能の低下により、政策効果が薄れることや金融市場の混乱をかえってきた恐れがあることに繋がる可能性があるとは指摘されており、マイナス金利の深堀による追加緩和には踏み切りにくく、また、その他の追加緩和の手段が乏しいとみられている。

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