

マーケット・アイ

1. 景況判断

- 内閣府は3月の月例経済報告で、景気の基調判断を、「輸出が弱含むなかで、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」から、「新型コロナウイルス感染症の影響により、足下で大幅に下押しされており、厳しい状況にある」と下方修正した。今回は6年9か月振りに「回復」の文言を削除した。主要な個別項目をみると、個人消費は「感染症の影響により、このところ弱い動きとなっている」、設備投資は「おむね横ばいとなっている」、住宅投資は「弱含んでいる」、輸出は「弱含んでいる」とした。また、雇用情勢については「改善してきたが、感染症の影響がみられる」とした。
- 日本銀行は3月16日に開催した臨時の金融政策決定会合後に公表した景気の現状判断を、「新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、このところ弱い動きとなっている」とした。そうした判断については、「昨年来の海外経済の減速に加え、中国を中心とする外需の減少や生産停止に伴う国際的なサプライチェーンへの影響により、わが国の輸出・生産も減少している。また、インバウンド観光客の減少に加え、国内におけるイベントや外出自粛の動きが、関連業種の業績悪化をもたらしている。わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、中小企業の資金繰りなど企業金融の一部で緩和度合いが低下している」とした。物価面では、「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっている」との判断を維持した。予想物価上昇率については、「やや長い目でみれば横ばい圏内で推移しているが、このところ弱めの指標もみられている」と判断を引き下げた。
- 日銀が4月1日に発表した短観（3月調査）をみると、各業態とも景況感が悪化しており、非製造業での悪化度合いが特に目立った。新型コロナウイルスの感染拡大に起因する景気の悪化は、今回の短観にはフルには反映されていないとみられるが、影響がみられつつあるとの結果となっていると捉えられている。また、感染の影響がその後も拡大していることに鑑みると、今後より厳しい判断が行われていくとみられている。

最近の業況判断DIをみると、大企業・製造業では「△8」と前回比△8ポイントと悪化幅が拡大し、悪い超に転じた。この水準は、大規模緩和が開始される前の2013年3月調査（△8）以来の低水準となる。新型コロナウイルスによる影響があるとみられているほか、景気悪化懸念やそれに伴う需要の減退、暖冬や市況悪化による影響なども影響したとみられている。大企業・非製造業では「+8」と前回比△8ポイントと景況感が一段と悪化した。宿泊・飲食サービス、対個人サービス、運輸・郵便、卸売などの悪化が目立ち、インバウンド需要の急減、各種イベント休止や外出自粛など新型コロナウイルスの影響が加わったことで景況感が明

確に悪化したとみられている。中小企業では、製造業が「△15」と前回比△6ポイントの悪化となり、悪い超が続いている。非製造業では「△1」と前回比△8ポイントの悪化となり、悪い超に転じた。先行きの判断については、大企業の製造業（「△11」、△3ポイント）、非製造業（「△1」、△9ポイント）、中小企業の製造業（「△29」、△14ポイント）、非製造業（「△19」、△18ポイント）と軒並み悪化する見通しとなっており、特に中小企業の悪化幅が大きくなっている。こうした点については、新型コロナウイルスの感染拡大の動向や終息時期など不透明要因が多く、経済への悪影響が長期化することへの警戒感が表れているとみられている。

大企業の事業計画をみると、2020年度の経常利益の計画は、大企業の製造業では前年度比△2.8%と引き続き減益の見通しとなっているが、前年度（同△13.3%）の減益幅より縮小する見通しとなっている。非製造業では同△1.2%となり、前年度（同△4.5%）に引き続き減益の見通しとなっている。2020年度の設備投資計画をみると、大企業・製造業では前年度比+4.3%と前年度（同+8.3%）を下回るものの、プラスの伸びとなる計画となっている。大企業・非製造業では同+0.3%と前年度（同+4.8%）を下回る伸びとなる見通しである。この結果、大企業・全産業では同+1.8%（前年度同+6.1%）と前年度を下回る計画となっている。なお、今後、事業計画は、新型コロナウイルスの影響拡大とともに、逐次下方修正されていく可能性が高いとみられている。

- 総務省が発表した2月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年同月比+0.6%（1月同+0.8%）と伸びが鈍化した。電気代や都市ガス代、外国パック旅行などが押し下げに寄与した。総合は同+0.4%（1月同+0.7%）となった。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+0.6%（1月同+0.8%）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+0.2%（1月同+0.4%）であった。

2. 金融政策

- 日銀は、3月16日に臨時の金融政策決定会合を前倒しで開催し、「新型感染症拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化について」を決定した。
公表文では、「新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、世界経済の不透明感が高まり、内外金融資本市場では不安定な動きが続いている。こうしたもとで、わが国の景気は、このところ弱い動きとなっている（別紙）。また、金融環境も中小企業の資金繰りなど企業金融の一部で緩和度合いが低下している。新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響により、世界経済の不透明感が高まり、内外金融資本市場では不安定な動きが続いている。こうしたもとで、わが国の景気は、このところ弱い動きとなっている。また、金融環境も中小企業の資金繰りなど企業金融の一部で緩和度合いが低下している」と現状を評価した。こうした情勢を踏まえ、「日本銀行は、企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から、①国債買入れやドルオペを含む一層潤沢な資金供給の実施、②新たなオペレーションの導入を含めた企業金

融支援のための措置、③ETF・J-REITの積極的な買入れ、により金融緩和を強化することが適当と判断した」として決定した措置を発表した。ETFおよびJ-REITについては、「当面は、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う」とした。

なお、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）を賛成7反対2で現状の方針を維持することを決定した。

政策金利については、「『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意する必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」とのフォワードガイダンスを維持した。そのうえで、「当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」との姿勢を示した。

- 黒田日銀総裁は、3月16日に召集された決定会合後の定例記者会見で、会合を前倒して金融緩和の強化を決定したことについて、「新型コロナウイルス感染症の拡大が、わが国の経済・金融情勢に与える影響を点検したうえで、本年度末を含めて、企業金融の円滑確保と金融市場の安定維持に万全を期すために、金融政策面から必要な措置を早急に検討して実施していくことが必要と判断した」と説明した。また、今回の対応は、「主要国の協調の枠組みの中で行われたということである」とした。今回の措置を採用した理由については、「今の時点で何が必要かという、やはり企業金融の円滑を万全の措置をもって確保するということが一番重要と考えた」と述べた。利下げをしなかったことについては、「更にマイナス金利の深掘りなり何なりを行うことは可能だと思うので、必要があればそれを行う」としたうえで、「今必要なのは企業金融、特に中小企業の企業金融について万全を期すことと、マーケットが不安定化してリスクテイクの考え方が非常に弱まっている中で、リスク・プレミアムに働きかけてそうならないようにすることである」と強調した。今後より状況が悪化した場合の対応については、「新型コロナウイルス感染症にせよ何にせよ、経済・物価に対して下押し圧力が出てきた場合には、当然、それに対抗するための追加的な金融緩和措置を考えていく」とした。

今後の経済の見通しについては、「感染が収束すれば回復はかなり急速だろうということもみんな言っている」状況であり、「これは、例えば地震や津波、洪水などによって、生産設備やインフラが破壊されるとか、そこに住んでいた人が離れてしまうということではなく、設備もあるし人もいるからである」と説明した。日本経済についてみると、「日本にとって最大の輸出先の一つである中国で、新型コロナウイルスの感染が収束に向かっている」との認識を示し、「生産も戻ってきていることから、第1四半期の中国の成長率は非常に落ちていると思うが、第2四半期にはフルに回復していてもおかしくないと思う」と述べた。このため、「日本にとって最大の輸出市場である中国が、あるいは中国から様々な部品等を輸入しているのでサプライチェーンに関する問題も、かなり改善される可能性はあると思う」と説明した。日本自身の新型コロナウイルス感染症が収束すれば、「政府は最大の努力をして

感染の拡大を防ぐとともに、感染者の医療にも最大の努力をしておられると思う」中で、「需要や供給面でも回復に向かっていくというように思っている」とした。物価については、「一番大きいのは、消費が今低迷しているということもあるが、その先を考えると、原油価格が大幅に下がっていることが、下押し圧力となってくる可能性があると思っている」とし、「マイナスになることはないと思っており、新型コロナウイルス感染症の収束により消費が戻ってきて、物価が再び上昇に向かっていく傾向はあると思うが、そこに今のような原油価格の大幅な下落があると、足許の物価やインフレ予想に影響を与える可能性もあるので、その辺はよく注意してみていく必要がある」との見解を示した。

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、米ドル資金供給用担保国債供給オペによる当座預金の減少や、貸出増加支援オペの増加や新型コロナオペによるマクロ加算残高の増加などもあって、月初は地銀・証券を中心に調達意欲が強かった。その後は、業務削減やスプリット体制などの制約などもあってビッドが減少しており、無担保コール0/N加重平均レートは低下傾向にある。

(2) オープン市場

- レポ市場では、積み期間後半に入り、月初はレートが落ち着いていたものの、オファーサイドが薄いこともあってレートは低下基調となり、 $\Delta 0.10\%$ を大きく下回っての取引となっている。
- 短国市場では、新型肺炎による世界的な景気減速懸念は続いているものの、海外勢の買いが一旦落ち着いたことや、短国の増発などの要因もあって、3M物から1Y物までレートは上昇基調となっている。7日の短国買入オペは、2,500億円で実施された。
- CP市場では、例年であれば、有利子負債の削減といった季節的要因から3月末の市場残高は大きく減少するが、今年は新型コロナウイルスへの対応から、20兆9,318億円（前月比 $\Delta 18,494$ 億円、前年同月比 $+54,024$ 億円）と前月比では大きく減少したものの、一般事業法人の予防的な発行が大幅に増加しているため、前年同月比では5兆円近く増加した。前年同月比での増加は37か月連続となる。直近の発行レートは銘柄によってマチマチで、非常にボラタイルな状況が続いている。

4. 今後の見通し等

- 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中、新型コロナウイルスの感染拡大による影響が広がっており、先行きが不透明な状況となっており、景気の拡大が途切れ、景気の下押しが強まる見通しとなっている。域内でのサプライチェーンへの影響、また、感染拡大を抑えるため、人々の移動や活動を制限する措置が取れていることから、消費、生産、物流などの経済活動の妨げがどの程度続くかが心配されてお

り、外出制限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広がっている。また、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。地域別にみると、イタリアが深刻な景気後退に陥るとみられており、フランス、スペイン、ドイツ、などでも感染拡大阻止のために企業や消費者の活動に制限がかかっている。このため、景気は一時的にマイナスに転じる可能性が指摘されている。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。こうしたこともあって、新型コロナウイルスによる混乱が一巡した後でも、各国の減税策などの財政政策が景気を下支えするとみられているものの、政策効果を除けば下振れ要因が多く存在し、景気回復のペースは緩慢なものに止まるといった予想がみられている。

- ユーロ圏の3月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+0.7%（2月同+1.2%）と伸びが大幅に減速した。エネルギー価格の下落などが減速の要因となった。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+1.0%（2月同+1.2%）となった。
- ユーロ圏の物価の先行きについて、市場では、新型コロナウイルスの感染拡大から景気が減退してきていること、賃金による物価押上げ圧力が強くないこと、原油価格が下落していることなどから、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ワ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は3月18日に緊急会合を開催し、新型コロナウイルスの流行で経済への影響が広がることに対処するため、7,500億ユーロ（約89兆円）の緊急債券買入プログラム（PEPP）を開始すると発表した。買入は2020年末まで実施し、現行の資産買入プログラムの対象資産全てが含まれるとした。非金融業発行体によるCPも対象になる。なお、緊急プログラムは新型コロナウイルス感染の危機的段階が過ぎれば終了するとした。
- ECB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。ただ、3月の追加緩和については、新型コロナウイルスが経済に与える悪影響や各国の政策動向等を考慮すると不可欠であったが、今後の追加緩和の余地は着実に狭まっていると捉えられている。今後の施策については、資産買入額の引き上げや延長、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・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、その副作用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、新型コロナウイルス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。
- 英国経済をみると、10~12月期の実質GDPは前期比0.0%（7~9月同+0.5%）と横這いに止まった。
- 英国経済の先行きについて、市場では、不透明感が強まっている。従来は、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いた。しかしながら、新型コロナウイルスによる国内経済への影響が広がっており、移動や外出への制限、サプライチェーンへの影響などから消費や輸出などの停滞が懸念されている。英国での感染ピークは、ジョンソン首相の演説によれば、春から夏場にかけてと想定されているため、今後、経済への影響がさらに拡大する可能

性が高いと予想されている。また、これまで存在していた不透明要因として、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る。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、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る。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る。

- 英国の2月の消費者物価指数は前年比+1.7%（1月同1.8%）と伸びがやや鈍化した。燃料価格などが低下した。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+1.7%（1月同+1.6%）となった。
- 英国の物価の先行きについて、市場では、新型コロナウイルスもあって国内景気が停滞していること、原油価格が下落していることなど、弱含みで推移するとみられている。
- BOEは、3月19日に臨時の金融政策委員会の結果を発表し、政策金利を0.25%から0.10%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。また、国債と社債の買入枠を+2,000億ポンド引き上げて6,450億ポンドとすることを決定した。
声明では、新型コロナウイルスの感染拡大や感染の封じ込め策は、急激で大規模な経済的ショックを英国にもたらす可能性があるとは指摘した。
- BOEは、3月26日に金融政策委員会の結果を発表し、19日に引き下げた政策金利を0.10%に据え置くことを全会一致で決定した。また、19日に引き上げた国債と社債の買入枠を6,450億ポンドに据え置いた。
- 金融政策委員会の議事要旨などによれば、新型コロナウイルスの感染拡大で経済が受ける衝撃の大きさを現時点で正確に予想することはできていないが、「必要に応じ資産購入をさらに拡大することは可能である」と表明した。また「状況を引き続き注視し、容認できない金融状況の逼迫への対処や景気支援が必要となれば、追加緩和措置を講じる用意がある」との判断を示した。さらに、「新型コロナウイルスの感染拡大による経済活動に対する衝撃の規模や期間は不透明であるが、大規模で急激となる見通しである」と指摘した。ただ、「雇用喪失と企業倒産が抑制できれば、影響は最終的に一時的なものになる」との見解を示した。
なお、ベイリー総裁はマイナス金利政策を導入しない姿勢をこれまで示している。
- BOEの金融政策の先行きについて、市場では、3月に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。新型コロナウイルスによる影響がさらに拡大、長期化し、景気がさらに悪化す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

られている。ただ、0.10%にまで低下した政策金利をさらに引き下げるのには慎重な判断を要するとみられている。今後、状況が一段と悪化した場合には、フォワードガイダンスの強化、資産買入の拡充、中小企業向けタームファンディングスキーム（TFSME）の拡大などによる対応が選択肢として予想されている。

- 米国経済をみると、10～12月期の実質GDP（確報値）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+1.51%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+6.5%（7～9月同+4.6%）と高い伸びを示した。一方、個人消費は同+1.8%（7～9月同+3.2%）と伸びが鈍化した。また、設備投資は同△2.4%（7～9月同△2.3%）と3期連続で減少した。
- 米国の3月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比△70.1万人（2月同+27.5万人）と2010年9月以来のマイナスとなった。新型コロナウイルスの感染拡大により大幅に悪化した。失業率は4.4%（2月同3.5%）となった。2017年以来の水準となる。時間当たり賃金は前年同月比で+3.1%（2月+3.0%）となった。
- 米国経済の先行きについて、市場では、新型コロナウイルスの影響による懸念が続いており、先行きの不透明感が強く、感染の拡大や長期化によっては、景気後退のリスクが高まるとみられている。米国では国家非常事態宣言が出されており、トランプ大統領は3月に記者会見で、新型コロナウイルスへの対応は7、8月まで続く可能性があり、そうした状況下では米国経済が景気後退入りする可能性があることを指摘している。感染の拡大から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、実体経済面では、サプライチェーンの隘路が続いていること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出てきており、企業活動の停滞が懸念されている。さらに、感染拡大を抑えるため、人々の移動や活動を制限する措置が取れており、個人消費の落ち込みが懸念されている。こうした中、宿泊・観光関連、交通関連、娯楽関連の企業などに悪影響を及ぼしてきている。パウエルFRB議長は、3月26日のテレビインタビューで、「米国経済はおそらく景気後退入りする」としたうえで、「経済活動の完全な再開は新型コロナウイルスの制御にかかっている」という認識を示した。また、経済が年内に底堅く持ち直すことは可能とも指摘し、「ウイルスを制御下に置き、現在の状態を収束する時期が早まれば、景気回復の時期も同様に早まる。経済はおそらく第2四半期に大幅に落ち込む見通しだが、私を含め多くの方が経済活動は年後半に再開し持ち直す」と予想している」と述べた。こうした中、市場では、年央以降に新型コロナウイルスの感染が緩和し、感染に伴う下押し圧力が低下すれば、景気は回復軌道に復帰するといった期待もみられている。また、過去最大規模の景気対策に対する期待もある。しかしながら、新型コロナウイルスの感染を封じ込めることができなければ、経済の悪化はなお続き、この巨額の景気対策でも米国の景気を支えるには十分では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、2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+1.8%（1月同+1.7%）となった。総合では同+1.8%（1月同+1.8%）となった。
- 米国の物価の先行きについて、市場では、抑制要因がみられている中、弱含みで推移するとみられている。新型コロナウイルスもあって景気の停滞感が強まっていること、雇用者数の減少や失業率の上昇などから賃金の上昇率が加速するとはみられていないこと、原油価格下落による影響がみられること、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15日に臨時のFOMCを開催し、FFレートの誘導目標を1.00~1.25%から0.00~0.25%に引き下げることを決定した。3月3日に続く緊急の利下げとなった。
また、今後数か月間に米国債を少なくとも5,000億ドル（訳54兆円）、住宅ローン担保証券（MBS）を2,000億ドル（約22兆円）それぞれ買い入れる量的金融緩和策も導入することを決定した。
委員会後の声明文では、「新型コロナウイルスによる影響が短期的に経済活動を圧迫し、経済見通しにリスクをもたらしている」と指摘した。今回は、「こうした状況を踏まえ、誘導目標の引き下げを決定した」と説明した。また「委員会は経済がこの状況を乗り切り、最大雇用と物価安定という目標の達成に向けた軌道にあると確信が持てるまで、この目標水準を維持する見込みである」とするフォワードガイダンスを示した。さらに、「家計と企業への資金の流れを支え、雇用最大化と物価安定の目標を達成するため、全手段を講じる用意がある」と表明した。
- さらに、3月23日に臨時のFOMCを再度開催し、新型コロナウイルスへの対応として、量的緩和政策として米国債や住宅ローン担保証券（MBS）を当面は金額に制限を設けず必要なだけ買い入れることなどを決定した。また、社債市場での買入も発表した。
委員会後の声明では「新型コロナウイルスによる危機に伴い、経済が深刻な混乱に直面することが明白になってきた」とした上で、「市場の円滑な機能への支援や経済・金融情勢全般に対する金融政策の効果的な波及を促す」と表明した。
- 米国の金融政策の先行きについて、市場では、FRBはこれまでに採用可能な手段を総動員しており、今後とも金融危機などを誘発せず、感染拡大が制御できた後に景気回復へと繋げる施策が引き続き期待されている。こうした中、追加利下げについては、FFレートの実事実上の下限と考えられる0.00~0.25%まで達しているため、これまでマイナス金利政策に否定的であったFRBがその領域に踏み込むかは不透明との見方が多い。また、利下げだけでは新型コ

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。このため、市場では、金融政策に関しては一旦打ち止め感が生じる可能性もあるといった指摘もある。

- 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なっている。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にもなう工場の稼働制限や停止などから、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、それにもなう雇用・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、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。こうした中、東京五輪が延期されたことにより、その経済効果も当面は期待できなくなった。こうした状況下、景気後退が長引いて深刻化するリスクがあるといった指摘もみられている。

ただ、こうした中でも、中国では感染拡大が緩和しているとされており、比較的早期に経済活動が回復する可能性があるとの予想もみられ、日本でもこの面での外需やサプライチェーンの回復が進むとする見方もみられている。また、国内での感染が収束に向かえば、大災害とは違い、生産設備、インフラ、生活基盤などが損壊しているわけではないため、それまで手控えられていた需要が一気に戻り、経済活動が正常化する過程は比較的早いのではないかとの見方もある。新型コロナウイルスの影響は感染拡大時には甚大であるが、基本的には一過性の事象であり、終息後には一旦はV字回復となることを期待する予想もみられている。

- 国内物価の先行きについて、市場では、物価押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。新型コロナウイルスによる影響から景気の停滞感が強まっており、特に、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。また、4月以降は高等教育無償化もコアCPIを下押しする。さらに、原油価格の下落が影響してくる可能性が高いとみられている。こうしたことに加え、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、などが挙げられている。さらに、こうした中、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、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。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低調な推移が続くと予想されている。増税および無償化要因を除いたベースではマイナスに転じるとの見通しもみられている。

- 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、新型コロナウイルスの感染が拡大している中での今後の緩和手段については、引き続き利下げの可能性は低く、資金供給、企業金融支援、信用緩和を実施することに力点が置かれた施策となると予想されている。新型コロナウイルスの感染が拡大している中での経済活動への悪影響に対しては、マイナス金利の深堀は効果がないとみられている。また、3月の金融緩和の強化を決定した際に利下げを実施しなかった背景には、今後、追加緩和措置の実施が必要となる可能性がまだある中、今回は利下げ措置を温存したとの見方もある。このため、利下げが実施されるとすれば、新型コロナウイルスの感染拡大が収束に向かう段階に至って、市場の混乱を収束し、景気の早期回復への手段として温存されるとの指摘がみられている。また、円相場が100円を割り込むほどの円高が進行した場合には、その可能性があるといった予想もある。ただ、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、さらなる利下げは金融不均衡の蓄積や金融仲介機能の低下により、企業金融のマイナス効果が出るなど、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して指摘されており、マイナス金利の深堀による追加緩和には踏み切りにくいといった見方は続いている。こうした中、市場では、今後は金融政策よりも、投資減税、消費減税などを含めた財政政策の効果への期待が強い。

以 上



セントラル短資株式会社

総合企画部 企画調査グループ

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 3-3-14

Tel:03-3246-2651 Fax:03-3242-5012

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。ここに記載されているデータ、意見などはセントラル短資が信頼に足り、且つ正確であると判断した情報に基づき作成されたものではありませんが、当社はその正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容が事前連絡無しに変更されることもあります。当資料に記載された条件などはあくまでも仮定的なものであり、かかる取引に関するリスクを全て特定・示唆するものではありません。なお、本レポートに記述された意見に関する部分は執筆者の個人的見解によるもので、当社の見解を示すものではありません。

金融商品のお取引には価格変動によるリスクがあります。金融商品のお取引には手数料等をご負担頂くものがあります。金融商品取引法に基づきお渡しする書面や目論見書をよくお読み下さい。

セントラル短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第 526 号 日本証券業協会加入