

マーケット・アイ

1. 情勢判断

(1) 内閣府

- 内閣府は、4月21日に発表した月例経済報告において、日本経済の現状について、「景気は、新型コロナウイルス感染症による厳しい状況が緩和される中で、持ち直しの動きがみられる」とし、前月の判断から上方修正した。上方修正は、2021年12月以降、4か月ぶり。

—— 先月の判断は、「景気は、持ち直しの動きが続いているものの、新型コロナウイルス感染症による厳しい状況が残る中で、一部に弱さがみられる」であった。

- 先行きについては、「感染対策に万全を期し、経済社会活動が正常化に向かう中で、各種政策の効果や海外経済の改善もあって、景気が持ち直していくことが期待される」とし、前月の見方を踏襲した。

—— また、リスクに関しても、前月同様、「ただし、ウクライナ情勢等による不透明感がみられる中で、原材料価格の上昇や金融資本市場の変動、供給面での制約等による下振れリスクに十分注意する必要がある。また、感染症による影響を注視する必要がある」とした。

- 世界経済に関しても、「世界の景気は、新型コロナウイルス感染症による影響が緩和される中で、持ち直している。先行きについては、持ち直しが続くことが期待される。ただし、ウクライナ情勢等による不透明感がみられる中で、原材料価格の上昇や金融資本市場の変動、供給面での制約等による下振れリスクに留意する必要がある。また、感染の動向等を注視する必要がある」とし、前月の認識を踏襲した。

—— 地域別にみると、各地域において、前月と同様の認識が示された。

アメリカ	アメリカでは、景気は持ち直している。先行きについては、持ち直しが続くことが期待される。ただし、金融資本市場の変動の影響や感染症による内外経済への影響等を注視する必要がある。
ユーロ圏	ユーロ圏では、景気は一部で厳しい状況が残る中で、持ち直している。ドイツにおいては、景気は厳しい状況が残る中で、持ち直している。先行きについては、持ち直しが続くことが期待される。ただし、ウクライナ情勢が経済活動に与える影響によっては、景気が下振れするリスクがある。また、金融資本市場の変動の影響や感染症による内外経済への影響等を注視する必要がある。

中国	中国では、景気は感染の再拡大の影響により、一部地方で経済活動が抑制されているものの、持ち直しの動きがみられる。先行きについては、持ち直しの動きが続くことが期待される。ただし、当面は一部地方での経済活動の抑制の影響が続くと見込まれる。また、金融資本市場の変動等の影響を注視する必要がある。
----	---

(2) 日本銀行

○ 日本銀行では4月28日に公表した「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)において、「わが国の景気は、新型コロナウイルス感染症の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している」、「海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している」とし、3月の金融政策決定会合時に示した現状認識を踏襲した。

○ また、先行きについても、当面は、「資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる」と従来と同様の認識を示した。

—— 「2021～2024年度の政策委員の大勢見通し」では、実質GDPの前年比見通しが、2022年度は1月時点に比べて下方修正(1月時点+3.3～+4.1%＜中央値+3.8%＞→今回+2.6～+3.0%＜中央値+2.9%＞)、2023年度については上方修正された(1月時点+1.0～+1.4%＜中央値+1.1%＞→今回+1.5～+2.1%＜中央値+1.9%＞)。

○ 経済にかかる当面のリスク要因としては、①新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響、②資源価格の動向、③国際金融資本市場・海外経済の動向、を挙げた。

—— リスクバランスに関しては、「当面は、感染症やウクライナ情勢の影響を主因に下振れリスクの方が大きい」との認識を示した。

—— 資源価格に関しては、「供給要因による資源価格の上昇は、海外需要の拡大や輸出の増加を伴わないため、わが国のような資源輸入国にとっては、輸入コストの増加を通じた経済への下押しの影響が大きくなる」とした。

—— 為替相場に関して黒田総裁は、会見後の記者会見において、「現状、全体として円安がプラスという評価を変えたわけではありません」としたうえで、過度に急激な変動は、マイナスに作用することも考慮する必要があるとの考えを述べた。

○ 物価について、「2021～2024年度の政策委員の大勢見通し」をみると、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比が、2022年度は1月時点に比べ上方修正(1月時点+1.0～+1.2%＜中央値+1.1%＞→今回+1.8～+2.0%＜同+1.9%＞)、2023年度については概ね横這い(1月時点+1.0～+1.3%＜同+1.1%＞→今回+0.9～+1.3%＜同+1.9%＞)となった。

—— 2%程度の上昇率が持続しない理由について、黒田総裁は、「第一に、海外中銀や国際機関と同様、原油等の資源価格が見通し期間を通じて上昇を続けるとは想定しておらず、そのもとでガソリンや電気代等のエネルギー価格の物価押し上げ寄与は先行き減衰していくと見込んでいるためです。第二に、資源輸入国であるわが国にとっては、最近の資源価格の上昇は、海外への所得流出につながるため、経済にマイナスに作用し、ひいては基調的な物価上昇率に対しても下押し圧力をもたらすと考えられます」と説明した。

2. 金融政策

(日本)

- 日本銀行では4月28日に終了した金融政策決定会合において、以下のとおり、これまでの金融市場調節や買入れ等を継続する方針を決めた。

—— 個別にみると、「連続指値オペの運用の明確化」の記述が今回追加された。この点について黒田総裁は、「金融資本市場の一部で、このオペ実施の有無から日本銀行の政策スタンスを押し量ろうとする動きもみられていたわけですがけれども、そうした憶測を払拭して、日本銀行の従来からのスタンスを明確にすることが、市場の不安定性を減じることにつながると考えて行ったわけです」と説明した。

(1) 長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)

- ① 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、以下のとおりとする。

短期金利: 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用する。

長期金利: 10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。

- ② 連続指値オペの運用の明確化

上記の金融市場調節方針を実現するため、10年物国債金利について0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施することとした。

(2) 資産買入れ方針

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおりとする。

- ① ETFおよびJ-REITについては、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、必要に応じて、買入れを行う。

- ② CP等、社債等については、2022年3月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、買入れを行う。同年4月以降は、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準(CP等: 約2兆円、社債等: 約3兆円)へと徐々に戻していく。

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、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。

(海外)

- 海外では、このところの顕著な物価上昇を背景に、5月4日に終了した金融政策会合において、英国BOEが政策金利を0.25ポイント引き上げ1.0%としたほか、米国FRBも0.5%引き上げ、0.75%~1.0%とすることを決めた。
 - また、FRBでは、6月1日以降、バランスシートの縮小開始を決めたほか、BOEでも英国国債の売却戦略について検討し、8月の会合で報告させる方針を明確にした。
 - FRBのパウエル議長は、会合後の会見で、今回利上げの背景について、「労働市場は極めてタイトであり インフレ率は高すぎる(“The labor market is extremely tight, and inflation is much too high”)と述べた。また、今後の方向性に関し、「もし予想通りの結果が確認できれば、次の2回の会合では50ベースポイントの引き上げが検討されるだろう(“… our expectation is, if we see what we expect to see, then we would have 50 basis point increases on the table the next two meetings.”)と踏み込んだ発言を行い、インフレ加速の予防に向けた強い姿勢をみせた。
- 一方、欧州ECBでは、4月14日に終了した理事会において、政策金利を据え置いた。ロシアによるウクライナ侵攻が实体经济に与えるマイナスの影響とインフレ進行の両方に直面する中、金融政策面では難しい運営を余儀なくされている。
 - 利上げに関しては、引続き、「APPに基づく純購入の終了後、しばらくしてから行われ、緩やかなものとなるであろう」としており、9月末までに実施される可能性は低い。また、ラガルド総裁は、会合後の会見において、「ユーロ圏の経済で起きていることは、米国の経済で起きていることとは全く異なる」、「両国の金融政策を比較することは、リンゴとオレンジを比較することである」と述べ、米国の利上げとは一線を画す姿勢を見せた。
 - ただし、「インフレ率は大幅に上昇し、主にエネルギーコストの急激な上昇により、今後数ヵ月間高止まりする見込み。インフレ圧力は多くのセクターで強まっている」との状況認識も示しており、資産買入れプログラム(APP)における純購入を第3四半期に終了させる方針を改めて強調した。

3. 当面の短期金融市場見通し

- 無担保コール市場については、4月積み期間以降は地域金融強化のための特別当座預金制度に係る経過措置が終了することから資金調達が弱まることも予想されていたが、高水準の新型コロナオペ残高を背景にマクロ加算枠を埋める資金調達需要は依然強く、足元ではレートが下がりにくい状況が続いている。レートは▲0.03～▲0.01%程度が中心か。
- 債券レポ市場については、国債買入オペの増額や指値オペの影響から担保玉が不足し、一時的に大きくレートが低下する等、ややボラタイルな動きとなっている。短国の需給がやや緩和したことで極端なレート低下は見られなくなったが、レートが上下に変動しやすい状況は続く可能性がある。レートの中心レンジは▲0.15～▲0.07%程度を見込む。
- 短期国債市場についても、国債買入オペの増額や指値オペによる担保玉の不足、長期国債からの資金シフトの動きなどから、レートが低下している。中心は3ヶ月物であるが、6ヶ月物、1年物にもレート低下が波及してきている。一方、短国買入オペの減額等の要因で需給が緩和すれば、若干のレート上昇余地がある。当面は▲0.15～▲0.10%程度が中心か。
- CP市場については、4月以降に実行される新型コロナオペの対象から外れたことで、発行レートは前月に比べて上昇している。一方、政策金利残高保有先などによる購入ニーズもあるため、上昇余地も限られ、当面は、0%近辺で推移すると予想される。発行残高は比較的しっかりと回復しており、大型連休明け後の発行動向が注目されるところ。

4. 当面の注目点

(1) ロシア侵攻の影響

- ロシアによるウクライナ侵攻は終息する兆しがみられず、すでに資源価格の高騰など、世界経済にも大きな影響が表れており、戦局の展開や国際的な経済制裁の動向を含め、先行きに関する不確実性は著しく高まっている。
- こうした地政学リスクは、今後も、実体経済に対して複合的なかたちでマイナスの影響を及ぼすことが懸念され、エネルギーを中心とした商品市場や金融資本市場等を大きく変動させる可能性もあるため、それらの動向には、引続き注意が必要であろう。

(2) 米国金融政策の動向

- 米国では、歴史的なインフレに見舞われており、6月以降、さらなる利上げが見込まれるほか、連邦準備銀行の資産圧縮も開始される予定となっている。今後、ドル金利が大幅に上昇した場合、米国における債券相場や株価の下落のほか、米国外におけるドル高進行による輸入コストやドル建て債務負担の増大などを通じ、世界の金融資本市場や実体経済にマイナスの影響が波及するリスクも想定される。
- わが国に関しても、日米金利差の拡大などを背景に円安が急速に進んでおり、資源価格の

高騰とも相俟って、コストプッシュインフレを懸念する声も聞かれ始めている。現時点において、日銀が金融政策を転換する可能性は低いが、日米間での方向性の違いが鮮明化する中、様々な思惑が交錯しやすい地合いが高まっており、パウエル議長を始めとする米国当局者の発言には注意深くフォローしておく必要がある。

—— 円安について黒田総裁は、「現状、全体として円安がプラスという評価を変えたわけはありません」としたうえで、過度に急激な変動は、不確実性の高まりを通じて、マイナスに作用することも考慮する必要があるとの見方を述べた。

- なお、6月の定例会合は、ECBは9日、FRBは14・15日、日銀は16・17日に開催が予定されている。

(3) 中国経済の動向

- 中国経済では、持ち直しの動きが続いているものの、感染症の急拡大に伴う下押しの影響もあって、改善ペースが鈍化した状態が続いている。先行きについては、インフラ投資などを通じた財政刺激策の効果もあって、安定した成長経路に復していくとの見方がされているが、感染症の動向次第では、経済活動が一段と鈍化する可能性もあり、株価や地価の下落への波及ひいては、不動産関連などの高レバレッジ企業の経営不安に発展するリスクについて、引き続き、警戒しておくべきだろう。

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