

マーケット・アイ

(情勢判断)

- 4月の国内経済、世界経済に対する現状および先行きに関する内閣府、日本銀行の従来の見方に大きな変更はなかった。また物価に関して日本銀行は、引続き、「消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、今年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していく可能性が高い。」との見方を踏襲した。

(金融政策)

- FRBは、5月3日のFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを0.25%引き上げ、5.00~5.25%としたほか、引続き、財務省証券等の保有量を削減する方針を示した。先行きについては、依然として、労働市場はタイトな状態にあるため、当面、インフレ抑制的な政策を継続することが予想されるが、今回の公表文では、利上げ継続を示唆する文言が久しぶりに削除されており、次回会合(6月13~14日)では、政策金利が据え置かれる可能性も出てきた。もともと、金融システムの頑健性に対する信頼回復が確認され、労働需給の緩和が見通せないような場合には、インフレ抑制の観点から、追加利上げを行うこともあり得るため、今後公表される各種統計データや要人発言が注目される。
- ECBも、5月4日の定例理事会において、0.25%の利上げを決定し、中銀預金金利3.25%、リファイナンス金利3.75%、限界貸付金利4.00%とした。利上げ幅は前回理事会の0.50%から縮小したが、引き続き、高水準のインフレが続く中、域内金融システムは比較的安定していることもあり、次回の理事会(6月15日)でも、0.25~0.5%の追加利上げが行われることがあり得る。
- 日本銀行は、4月27日から28日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において、長短金利操作、ならびに資産買入れ方針を据え置いた。植田新総裁は、会合後の記者会見において、「引き締めが遅れて2%を超えるインフレ率が持続するリスクよりも、拙速な引き締めで2%を実現できなくなるリスクの方が大きく、基調的なインフレ率の上昇を待つことのコストは大きくない」と発言しており、今年度中に利上げに踏み切る可能性は低下したと推測される。今後の賃上げや需給ギャップの動向が注目される。

一方、イールドカーブ・コントロールに関しては、足許、不自然な歪みは修正されているものの、日銀自身、副作用があることを認めているため、今後の物価や国債市場の機能度の動向等を踏まえて、機動的に見直しが検討される可能性がある。この過程において、関連する情報発信が行われることも想定されることから、総裁など幹部発言や、日銀が1年から1年半程度をかけて実施するとしたレビューの中間報告等も含む公表資料を継続的かつ注意深くフォローすることで、先行きの動きに関する何らかのヒントが得られるかもしれない。

1. 情勢判断

(1) 内閣府

- 内閣府は、4月25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「一部に弱さがみられるものの、緩やかに持ち直している。」、先行きについて「ウイズコロナの下で、各種政策の効果もあって、景気が持ち直していくことが期待される。」とし、いずれも3月の判断を据え置いた。
- 下振れリスクについては、「世界的な金融引締め等が続く中、海外景気の下振れが我が国の景気を下押しするリスクとなっている。また、物価上昇、供給面での制約、金融資本市場の変動等の影響に十分注意する必要がある。」と、前回と同様の認識を示した。
- 世界経済に関しては「世界の景気は、一部の地域において弱さがみられるものの、緩やかな持ち直しが続いている。」、先行きについては「緩やかな持ち直しが続くことが期待される」とし、3月の認識を据え置いた。下振れリスクについては「世界的な金融引締めに伴う影響、物価上昇等による下振れリスクに留意する必要がある。また、金融資本市場の変動の影響を注視する必要がある。」とし、前回と同様の認識を示した。

—— 地域別にみると、中国について「このところ持ち直しの動きがみられる」とし、前回から「一部に弱さが残るものの」との文言を削除し、認識をやや引き上げた。

アメリカ	アメリカでは、景気は緩やかな持ち直しが続いている。先行きについては、緩やかな持ち直しが続くことが期待される。ただし、金融引締めに伴う影響等による下振れリスクに留意する必要がある。
ユーロ圏	ユーロ圏では、景気は持ち直しに足踏みがみられる。ドイツにおいては、景気はこのところ足踏み状態にある。先行きについては、緩やかな持ち直しが続くことが期待される。ただし、金融引締めやエネルギー情勢に伴う影響等による下振れリスクに留意する必要がある。
中国	中国では、景気はこのところ持ち直しの動きがみられる。先行きについては、各種政策の効果もあり、持ち直しに向かうことが期待される。ただし、不動産市場の動向等を注視する必要がある。

(2) 日本銀行

- 日本銀行は4月28日に公表した「経済・物価情勢の展望」で、日本経済の現状判断について、「既往の資源高の影響などを受けつつも、持ち直している。」とし、3月の金融政策決定会合での景況判断を概ね踏襲した。「新型コロナウイルス感染症抑制と経済活動の両立が進むもとで」との文言は削除された。海外経済については「回復ペースが鈍化している。」と、前回の認識を踏襲した。

- 先行きについては、「既往の資源高や海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果などにも支えられて、緩やかに回復していくとみられる。」、その後は、「所得から支出への前向きの循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる」とした。前回から「新型コロナウイルス感染症や供給制約の影響が和らぐもとで」との文言を削除し、代わって「ペントアップ需要の顕在化」、「緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果」に言及した。
- 経済にかかるリスク要因としては、①海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向、②ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向、に加え、やや長い目でみたリスク要因として、③企業や家計の中長期的な成長期待、を挙げた。
- 物価については、「国際商品市況がひと頃に比べて下落し、輸入物価の前年比もプラス幅を縮小しているもとで、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰していくため、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、今年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していく可能性が高い。その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の価格・賃金設定行動などの変化を伴う形で中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、振れを伴いながらも、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。」とした。「政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果」と、その「押し下げ効果の反動」についての言及が削除されたが、全体の見通しに大きな変更はなかった。

2. 金融政策

(米国)

- FRBは、5月3日のFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを0.25%引き上げ、5.00～5.25%とすることを決めた。また、引続き、財務省証券等の保有量を削減する方針が示された。一方、今後の政策運営について、利上げの継続を示唆する文言を削除した。
 - 声明文では、景況判断について、「緩やかなペースで拡大した(expanded at a modest pace)」と、概ね前回同様の認識を示した。物価については、「依然として高い水準にある(Inflation remains elevated.)」との見解を示した。また、金融システムについては「健全かつ頑健である(sound and resilient)」との認識を踏襲した。今後の政策見通しについて、「インフレ率を長期的に2%に戻すため、追加の政策引き締めがどの程度適切かを判断する際には、理事会は、金融引締めの累積、金融政策が経済活動やインフレに影響を与えるラグ、経済・金融情勢を考慮する」とした。
 - パウエル議長は記者会見の冒頭で、シリコンバレー銀行、シグネチャー銀行、ファースト・リパブリック銀行の破綻を念頭に、「銀行セクターの状況は3月上旬以降、幅広く改善し、米国の銀行システムは健全で弾力的である」との認識を強調した上で、「3月上旬に銀行セクターで生じたひずみは、家計や企業の信用状況を、より厳しくしている(tighter credit conditions)ように思われる」、「これらの影響の度合いは、まだ不透明だ

(The extent of these effects remains uncertain)」との警戒感も滲ませた。

—— 利下げに関しては、「インフレ率はそれほど急には下がらず、時間がかかる(not so quickly, but it'll take some time)」、「そうした見通しが概ね正しいとすれば、利下げは適切ではない(it would not be appropriate to cut rates)」と述べた。

(欧州)

○ ECBは、5月4日の定例理事会において、0.25%の利上げを決定し、中銀預金金利3.25%、リファイナンス金利3.75%、限界貸付金利4.00%とした。利上げ幅は前回理事会の0.50%から縮小した。次回以降の政策運営については、利上げを継続する見通しを示した。

—— 声明文では、利上げを実施した背景について、「ヘッドラインインフレはここ数カ月で低下したが、基調的な物価圧力は依然として強い(underlying price pressures remain strong)」とした。こうした中、ラガルド総裁は記者会見で、「利上げのプロセスを継続している(continuing this hiking process)」と述べた。

—— 金融システムの状況について、デ・ギンドス副総裁は、「金融市場における潜在的なストレスや緊張という点で、欧州の銀行は米国に比べて明らかに良好である(clearly outperforming)」と述べた。

(日本)

○ 日本銀行は4月27日から28日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において、以下のとおり、長短金利操作、ならびに資産買入れ方針を据え置くことを決定した。政策金利のガイダンスについては、新型コロナウイルス感染症に紐づいた表現を変更した。また、わが国経済がデフレに陥った1990年代後半以降の金融政策運営について、1年から1年半程度の時間をかけて、多角的にレビューを行うこととした。

1. 長短金利操作、ならびに資産買入れ方針について。

(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長短金利操作の運用

長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について0.5%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。上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各

年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペを実施する。

(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、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等は、約2兆円の残高を維持する。社債等は、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(約3兆円)へと徐々に戻していく。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

2. 日本銀行は、内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく。

「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。引き続き企業等の資金繰り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。

3. わが国経済がデフレに陥った1990年代後半以降、25年間という長きにわたって、「物価の安定」の実現が課題となってきた。その間、様々な金融緩和策が実施されてきた。こうした金融緩和策は、わが国の経済・物価・金融の幅広い分野と、相互に関連し、影響を及ぼしてきた。このことを踏まえ、金融政策運営について、1年から1年半程度の時間をかけて、多角的にレビューを行うこととした。

—— 植田総裁は会合後の記者会見で、「引き締めが遅れて2%を超えるインフレ率が持続するリスクよりも、拙速な引き締めで2%を実現できなくなるリスクの方が大きく、基調的なインフレ率の上昇を待つことのコストは大きくないというふうに判断しております」と述べ、当面、現行の政策を継続する姿勢をみせた。

—— また、レビューについては、①目先の政策変更結びつけてはいない、②政策変更は、1年半の間であっても必要があれば実行していく、③最後にまとめたものを出す、外に問うことが有益であると考えられる場合には、随時発表する、との考えを述べた。

3. 当面の金融政策見通し

- 米国では、依然として労働市場はタイトな状態にあるため、インフレ抑制的な政策の継続が予想されるが、今回のFOMC公表文では、利上げ継続を示唆する文言が久しぶりに削除されており、次回会合(6月13~14日)では、政策金利が据え置かれることも想定される。もともと、金融システムの頑健性に対する信頼回復が確認され、労働需給の緩和が見通せないような場

合には、インフレ抑制の観点から、追加利上げを行うこともあり得るため、今後公表される各種統計データや要人発言が注目される。

- 一方、欧州においては、引き続き、高水準のインフレが続く中、域内金融システムは比較的安定していることもあり、次回の理事会(6月15日)でも、0.25~0.5%の追加利上げが行われることが予想される。
 - 日本については、日銀の植田新総裁が会合後の記者会見において、「引き締めが遅れて2%を超えるインフレ率が持続するリスクよりも、拙速な引き締めで2%を実現できなくなるリスクの方が大きく、基調的なインフレ率の上昇を待つことのコストは大きくない」と発言しており、今年度中に利上げに踏み切る可能性は低いものと推測される。この点、賃上げや需給ギャップの動向が注目される。
4. 一方、イールドカーブ・コントロールに関しては、足許、不自然な歪みは修正されているものの、日銀自身、副作用があることを認めているため、今後の物価や国債市場の機能度の動向等を踏まえて、機動的に見直しが検討される可能性がある。この過程において、関連する情報発信が行われることも想定されることから、総裁など幹部発言や、日銀が1年から1年半程度をかけて実施するとしたレビューの中間報告等も含む公表資料を継続的かつ注意深くフォローすることで、先行きの動きに関する何らかのヒントが得られるかもしれない。

5. 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月下旬以降、GCレポレートの低下を受けて出合い水準が急速に低下した。5月積み期となる16日以降も、基準比率が71.5%から66.5%に低下することもあり、O/Nレートは、▲0.05%前後で推移することが予想される。
- 債券レポ市場のGC(T/N)については、5月入り後の米欧で金融政策決定会合を前に、国債の貸出を控える動きが強まり、レート水準が切り下がった。会合後は、取引再開などからやや上昇に転じたが、担保調達ニーズや5月積み期の基準比率の低下要因が下押し方向に働く結果、引き続き、▲0.10%を下回る水準での取引が中心になると予想される。この間、SCIに関しては、引き続きオファーが少ない銘柄も多く、全般的に深めのレート推移が見込まれる。
- 短期国債市場については、長期金利の動向が見極めにくい中、待機資金の流入や担保ニーズ、海外需要などが相俟って、レートは、▲0.10%台半ばでの推移が続くと予想される。なお、短国買入オペに関しては、引き続き1,000億円程度での実施が見込まれる。
- CP市場は、資源価格の上昇の一服などから、調達を圧縮する動きもみられるが、経常運転資金や社債発行までの繋ぎ資金等にかかる調達需要も根強いいため、発行残高は底堅く推移するものとみられる。こうしたなか、発行レートは、キャッシュ潰しの購入ニーズもあるため、0%近傍に止まる見込み。ただし、発行残高の多い銘柄や期間が長いものに関しては、投資家が限定されるため、上昇圧力が掛かりやすい。

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、确实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