



## 日銀は、実質 GDP および CPI（除く生鮮食品）の 25・26 年度見通しを下方修正

### 1. 国内経済情勢

#### （経済・景況判断）

1日に日銀が発表した短観（全国企業短期経済観測調査、3月調査）において、全産業・全規模合計の業況判断DIは15となり、前回12月調査（同15）から横ばいとなった。また今回調査の同「先行き」は10となった。

3日に日銀は、2024年10-12月期GDP（2次速報）後のGDPギャップ推計値について▲0.27%と公表した（これに対し、先に公表された内閣府による推計は+0.2%となっている）。

政府は、18日に発表した月例経済報告において、4月上旬にあった米国による相互関税政策の公表を反映し、国内景気の基調判断を「景気は、緩やかに回復しているが、米国の通商政策等による不透明感がみられる」とし、先月までの「景気は、一部に足踏みが残るものの、緩やかに回復している」から表現を変更した。個別項目では、業況判断の項目を下方修正したほか、個人消費の項目において「消費者マインドが弱含んでいるものの、雇用・所得環境の改善の動きが続く中で、持ち直しの動きがみられる」とし、「持ち直しの動き」については先月の判断を踏襲したものの、「消費者マインド」の弱含みに言及した。

18日に発表された3月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比3.2%の上昇（2月は3.0%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を36か月連続で上回った。なお「除く生鮮食品・エネルギー」では2.9%の上昇（2月は2.6%の上昇）であった。その後25日に発表された4月の東京都区部消費者物価指数（中旬速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比3.4%の上昇（3月は2.4%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では3.1%の上昇（3月は2.2%の上昇）となり、共に前月から上昇幅を大きく拡大させた。これは、昨年4月に実施された高校授業料無償化の影響で指数の上昇幅が抑えられた要因が剥落したのが主因。

なお本稿執筆中に、日銀が4月30日・5月1日の2日間会合で、金融政策を据え置くことを決定している（政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標は0.50%程度。採決は全員一致）。会合後に公表されたいわゆる「展望レポート」では、国内景気の現状について「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」とし、米国による相互関税政策の公表があったものの、前回3月会合時の声明文から表現を据え置いた。一方物価面の現状については、「…消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くも、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとは3%台半ばとなっている。予想物価上昇率は緩やかに上昇している」とした。

米関税政策をきっかけとする各国の通商政策による影響が注目された先行きの見通しについては、景気の先行きに関しては、「各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるも、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考えられる。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくも、成長率を高めていくと見込まれる」とし、成長率鈍化に言及した。一方、物価の先行きについては、「これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるも人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」とした。（但し、年度替わりに伴い、今回見通し期間が2027年度まで1年延長されていることには留意。また次項も参照。）

「展望レポート」における政策委員による2025年度の実質GDP（対前年度比）の見通し

の中央値は+0.5%（1月展望レポート時点では同+1.1%）、2026年度の見通しは+0.7%（同+1.0%）と、共に前回から引き下げられた。一方、2025年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）の見通し（対前年度比）の中央値は+2.2%（1月展望レポート時点では同+2.4%）、26年度の見通しは+1.7%（同+2.0%）と、こちらも共に引き下げとなり、特に26年度では「物価安定の目標」とする2%を下回る事となった。なお、今回から公表されることとなった2027年度見通しは、実質GDPで+1.0%、消費者物価指数（除く生鮮食品）で+1.9%であった。

## 2. 短期金融市場の動向

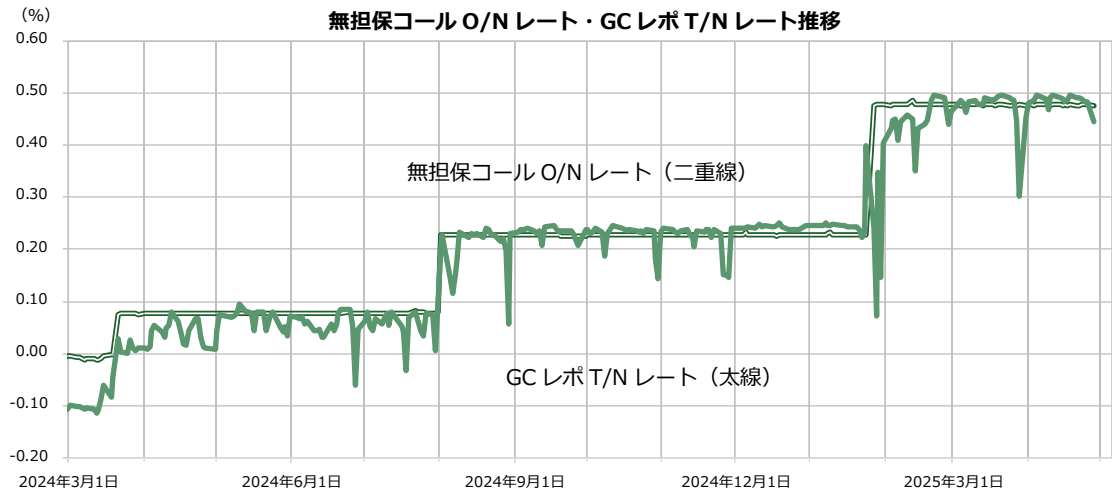
### （4月の短期金融市場動向等）

無担保コールオーバーナイト物加重平均金利は、補完当座預金制度の適用金利との裁定による資金調達サイドの動きにより、月を通して概ね0.476~0.477%のレンジで推移した。債券レポGCレート（東京レポレートトムネベース）については、9日こそ0.468%と一時的に低下したものの、月を通してオフア（資金調達）サイドの積極的な動きが見られたことにより、25日まで0.48~0.50%のレンジで推移した。その後、月末跨ぎとなる28日は現物需要の強まりから0.446%に低下し、更に翌営業日の30日もオフアサイドの様子見姿勢から0.408%に低下し越月した。なお、この間の日銀による国債補完供給の応札額は、月初・月末を除き1,000~3,000億円台で推移し、レポ市場における現物需要の弱まりがうかがえた。

4月は月上旬にあった米国の相互関税政策の発表を受け、為替市場は円高に推移し、債券市場では利上げ観測が後退した。その結果、4月のわが国債券市場では中長期債を中心に金利が低下し、TDB市場についても9日入札の6か月物（1298回債）の募入最高利回りが0.4237%と前回債（3月6日入札、1291回債、0.4533%）から低下、17日入札の1年物（1300回債）も0.5454%と前回債（3月18日入札、1294回債、0.6275%）より低下した。一方、新発TDB3か月物の金利水準については、ボラタイルながらも3月より上昇した。月初回の入札となる1297回債（4日入札）は、3月末発行・6月末償還と使いづらさのあった前回債（3月28日入札、1296回債、募入平均利回り0.2934%、募入最高利回り0.3472%）から、応札倍率こそ3.03倍（前回債：2.37倍）となったものの、担保需要が12月末や年度末ほど強くない中で金利の上昇余地を探る展開となり、募入平均利回り（0.3870%）、募入最高利回り（0.3974%）ともに上昇した。以降の入札については、11日入札（1299回債）は玉確保の動きから募入最高利回り（以下、同じ）が0.3572%に低下した一方、18日入札（1301回債）では応札倍率が2.31倍と3月28日入札以来の低水準となったことから0.4329%に上昇し、テールも6bps以上流れる軟調な結果となった。ただし、その後の25日入札（1302回債）については0.3974%に低下し、月を通して神経質な展開が続いた。

CP発行市場では、年度末で発行を控えた先が資金調達を再開したことにより、4月末の発行残高は前月比で約3兆4,200億円増額し、約23兆4,100億円となった。一方、前年同月比では約3,400億円の減額であった。発行レートは期間や銘柄によりばらつきは見られたものの、0.50%台前半~0.60%台半ばが中心であった。

日銀当座預金残高は、2年債の発行・償還（償還金額2.9兆円に対して発行金額は2.6兆円と減額発行ながらも、償還額には日銀保有分が1.5兆円含まれており、差引1.2兆円の財政揚げ要因）等により前月末比約1.9兆円減少の約529兆円でスタートした。以降は減少要因として税・保険揚げ（2日）や月を通しての国債発行があった一方、普通交付税交付金の交付（2日）や年金定時払い（15日）、出納調整期間における各種財政資金の払いに加えて、こちらも月を通しての日銀による国債買入オペにより、約543兆円で越月した。



### (5月の短期金融市場見通し)

前述の通り、本日公表の「展望レポート」では、各国の通商政策等の影響による成長率の鈍化と、それを受けた物価の基調的な上昇率の伸び悩みの可能性が示唆された。一方で、今後の金融政策運営については、これまでと同様に、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると」、「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」方針が確認されている。他方、「各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性がきわめて高い状況にある」ことが強調されており、これらの点について、13日公表の同会合の「主な意見」や当局者からの発言などで確認したい。

無担保コールオーバーナイト物金利は、引き続き補完当座預金制度の適用金利との裁定による資金調達サイドの動きにより、0.40%台後半での推移を予想する。

債券レポ GC (トムネ) については4月28・30日に低下したものの、本日の債券レポ GC レート (東京レポレートトムネベース) は0.467%とそれまでの金利水準に戻りつつあり、こちらも補完当座預金制度の適用金利を下回る0.40%台後半での推移を予想する。

新発 TDB3 か月物については、4月に神経質な展開となったことに加えて、5月には大型連休を挟んで入札が行われることなどから、レートがボラティルとなる展開には注意したい。

CP市場は、事業法人を中心とする発行ニーズが引き続き見込まれることに加えて、借入や社債など他の調達手段に移行していた先が、金融市場の不透明感を背景に期間の短いCPでの調達を再開すれば、残高増加の展開もありうるか。発行レートについては基本的に前月と横ばいの水準を予想するものの、日銀の利上げ観測の変化によるレートの動きには留意したい。

## 3. 海外経済情勢

### (経済・景況判断)

米国では3月のISM製造業景況感指数が49.0 (前月比▲1.3ポイント) と大幅に低下した。3月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は22.8万人の増加 (2月は11.7万人の増加 (先月公表の15.1万人から下方修正))、(2)失業率は4.2% (2月は4.1%)、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.3%の増加、前年同月比では3.8%の増加となった。3月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比2.4%の上昇 (2月は2.8%の上昇)、除く食品・エネルギーでは同2.8%の上昇 (2月は3.1%の上昇) となった。

3月のユーロ圏製造業購買担当者指数 (PMI) 改定値は48.6 (前月比+1.0ポイント) となり、景気判断の分かれ目となる50を引き続き下回ったが、2023年1月以来の高い値を記録した。一方、3月の中国の財新/S&Pグローバル製造業PMIは51.2 (前月比+0.4ポイント) と、6か月連続で景気判断の分かれ目となる50を上回った。なお、4月30日には同PMIの4月分が公表され、50.4を記録している。

#### 4. 主要経済指標カレンダー

※米国等の経済指標の発表日付は現地日付です。各国の祝休日は原則として銀行休業日（ユーロ圏は TARGET 休業日）です。

	日本		米国等
		国債入札等	
5月1日	金融政策決定会合（4月30日～）		ISM 製造業景況感指数（4月）、ユーロ圏祝日（メーデー）
2日	労働力調査（3月）	国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（1～5年）、交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	雇用統計（4月）、製造業新規受注（3月）
5日	祝日（こどもの日）		ISM サービス業景況感指数（4月）
6日	振替休日		
7日			<b>FOMC（6日～）</b>
8日	金融政策決定会合議事要旨（3月18・19日会合分）	国庫短期証券（6か月）、10年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	
9日	景気動向指数（3月速報）	国庫短期証券（3か月）	
12日	景気ウォッチャー調査（4月）		
13日	金融政策決定会合における主な意見（4月30日・5月1日会合分）	30年利付国債、交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	消費者物価指数（4月）
14日			
15日		5年利付国債	小売売上高（4月）、生産者物価指数（4月）
16日	GDP（1-3月期1次速報）、鉱工業生産指数（3月確報）、中村日銀審議委員講演（西日本政経懇話会）	国庫短期証券（3か月）	
19日		国庫短期証券（1年）	
20日		20年利付国債、交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	
21日			
22日	機械受注（3月）	10年物価連動国債、交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	中古住宅販売件数（4月）、ECB金融政策理事会議事要旨（4月16・17日会合分）
23日	全国消費者物価指数（4月）	国庫短期証券（3か月）	新築住宅販売件数（4月）
26日	景気動向指数（3月改定）	流動性供給入札（5～15.5年）	米国祝日（メモリアルデー）
27日			耐久財受注（4月）
28日		40年利付国債	FOMC議事要旨（5月6・7日会合分）
29日		交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	GDP（1-3月期改定）
30日	労働力調査（4月）、東京都区部消費者物価指数（5月中旬速報値）、鉱工業生産指数（4月速報）	国庫短期証券（3か月）、2年利付国債	PCEデフレーター（4月）
6月2日			ISM 製造業景況感指数（5月）

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

#### 上田八木短資株式会社

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第243号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町1丁目2番3号 tel: 03-3270-1711（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋2丁目4番2号 tel: 06-6202-5551（代表）

加入協会 日本証券業協会