

## マーケット・アイ

### 1. 景況判断

日銀は9日に発表した3月の金融経済月報で、景気の現状について「着実に回復を続けている」とし2か月連続で総括判断を維持した。個別項目では、「個人消費」の判断を上方修正した。

また、内閣府が15日に発表した3月の政府月例経済報告でも、基調判断は「景気は、回復している」として前月の基調判断が維持された。個別項目はすべて据え置きとなった。

総務省が3日に発表した1月の全国CPI（除く生鮮食品）は、石油製品価格の上昇などが寄与し、前年同月比で+0.5%と98年3月以来8年ぶりの高い伸びを記録した。これで、10月から4か月連続でゼロ%以上となった。

### 2. 金融政策

日銀は8、9日に開催した金融政策決定会合で、01年3月から続けた「量的緩和政策」の解除を7対1の賛成多数で決定した。金融調節の操作目標を日銀当座預金残高から無担保コールレート（ON物）に変更し、次回会合までの方針を、「無担保コールレート（ON物）を、概ねゼロ%で推移するよう促す」こととした。併せて、新たな金融政策運営の枠組みを導入し、政策委員が中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率（「中長期的な物価安定の理解」）として、生鮮食品を含む総合ベースのCPI伸び率「0~2%程度（中心値1%前後）」を示した。総裁は、この目安について「ルールに縛られることを排除した枠組み」と説明しており、利上げ判断とは直接リンクしていないものといえるが、数字が独り歩きするリスクもはらんでいる。

福井総裁は会合後の会見で、景気の現状について「企業部門と家計部門、内需と外需のバランスがとれた回復を続けている」と強調した。また、3月に解除を行ったことについては、「解除の条件が満たされたと判断したので直ちに実施した」と述べた。その後の衆院財務金融委員会などでは、「（利上げ時期を）具体的に論じるのは早すぎる」としながら、「ゼロ金利というのはかなり緩和的で異例の政策。いつまでも続けるわけにはいかない。いずれ、経済、物価の実勢に見合った中立的水準に修正されていく」と、今後の利上げに意欲を示した。

### 3. 短期金利の動向

#### (1) インターバンク市場

コール市場では、当座預金残高が 30 兆円前後で維持されているため、落ち着いた取引となっている。無担 0/N の加重平均レートは解除前よりやや高めの 0.002~0.003%を中心に推移している。期越えのターム物は 2~3W で 0.03~0.04%のオファーとなっている。

#### (2) オープン市場

レポ市場では、GC取引S/Nは借り手側が慎重で、0.008~0.010%と強含んでいる。期末にかけても下がりにくい地合いが続くものとみられる。期末越え2Wのターム物は0.030%程度で推移している。SC取引は引き合いが活発で、取引額が膨らんでいる。

短国市場では、「3か月以内のゼロ金利解除はない」との見方を背景に、FBのレートはやや弱含んでいる。アウトライトレートは3Mが0.06~0.08%、6Mは0.08~0.20%、1Yが0.20~0.30%程度の気配。現先レートには今のところレポレート上昇の影響はみられない。

短期社債市場では、期末を前に応札を控えていた都銀ディーラーが購入に動き出したため、発行レートは小幅低下している。今後は先行きの金利上昇を織り込みスティーブ化したレート形成が続くものとみられる。発行レートは、a-1+格が0.06~0.10%、a-1格一般事業法人が0.12~0.15%、a-1格リース・ノンバンクが0.13~0.20%程度となっている。

### 4. 今後の見通し

日銀は20日、金融機関の資金担当者を対象とした金融調節に関する懇談会で「4月以降、コールレートは徐々に上昇に転じると予想されるが、0.1%を上限とするゼロ金利の範囲内であればある程度容認していく。市場参加者は目安として0.05%（99年2月から00年8月までのゼロ金利政策時は0.02~0.03%程度で推移）を少し下回る水準とイメージしているようだ。当座預金残高の削減は、市場に衝撃を与えないよう様子を見ながら、数か月かけてゆっくりと下げていきたい」と説明した。手形オベの期落ちなどを勘案して、4月末に20~25兆円、5月末に15~20兆円、6月末に10~15兆円程度となるとの見方も一部にはあるが、市場の状況次第では、さらに時間をかけ緩やかなペースで削減される可能性もあろう。その後、日銀は市場機能の回復状況を慎重に点検して、所要準備額の6兆円程度に向け引き下げを図ることとなる。

量的緩和解除後は、これまでのような「コアCPI」という明確な解除条件や時間軸を持たない「ゼロ金利政策」に移行する。このため、今後の金融政策運営は日銀の総合判断に委ねられることになる。

ゼロ金利解除の時期については、基本的には今後の経済・物価情勢次第となるが、市場では本年9～12月ごろとみる向きが増えている。利上げ実施の最初のタイミングは、所要準備額である6兆円程度まで当座預金残高の引き下げが行われたとき、小泉首相の任期中にも見込まれる政府による「デフレ脱却宣言」が行われたとき、となろう。早ければ8～9月にかけてこうした局面が到来する可能性がある。

政府は、月内に「デフレ脱却の判断基準」を明確にする見込みである。具体的には、CPI（生鮮食品を除くベース06/1前年同月比+0.5%）、GDPデフレーター（05/10～12前年同期比-1.6%）などの物価関連指標や、経済の潜在的な供給力と総需要の差を示す需給ギャップ（05/10～12前年同期比+0.7%）や単位労働コスト（05/10～12前年比-1.3%）などマクロ的な物価変動要因により総合的に判断する見通しである。またデフレ脱却とは「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」と定義する模様。政府はこれまで、GDPデフレーターを重視する姿勢であったが、総合判断に切り替えることで、政府による「デフレ脱却宣言」が前倒しされる可能性が出てきた。今後、政府は「賃金」の動向などを見極め、デフレ脱却の判断を行う見通しである。

ただし、米国景気の来年度後半からの減速懸念や原油価格の高止まりなど景気面の不安材料も多い。また、4月以降のCPIが8月の基準年改定の影響などもあり伸び悩むとの見方も根強い。さらに、財政再建を進める政府・与党から量的緩和解除時を上回る抵抗も予想されるなど利上げ実施を巡っては不透明な要因も多く、今後の経済・物価動向を注視していきたい。

以 上



## セントラル短資株式会社

総合企画部

〒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。