

マーケット・アイ

(情勢判断)

- 内閣府、日本銀行とも、3月中に発表した景気判断に関して、緩やかな持ち直し方向にあるとする従来の認識を踏襲した。また、世界経済に関する情勢認識にも大きな変更はなかった。

(金融政策)

- FRBは、3月22日のFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを0.25%引き上げ、4.75~5.00%とすることを決定した。景気認識やインフレ抑制のスタンスに大きな変更はみられなかったが、3月に発生したシリコンバレー銀行等の破綻に関し、「家計や企業へのクレジットを引き締め、結果として経済に影響する可能性がある」と懸念している(パウエル議長)との認識が示され、過去数回の会合で行ってきた「利上げ予告」は見送られた。
- また、欧州ECBでも、3月16日の定例理事会において、0.5%の利上げを決定する一方、次回以降の政策運営に関する具体的な見通しは示されなかった。ラガルド総裁は、「インフレ対策へのコミットメントを弱めてはいない」としつつも、クレディ・スイスなどの経営不安に絡み、「ユーロ圏の物価の安定と金融の安定を維持するために、必要に応じて対応する用意がある」との姿勢をみせた。英国BOEも、3月22日の金融政策委員会において、0.25%の利上げを決定した。
- 日本銀行は、3月9日から10日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において、特段の政策変更を行わなかった。黒田総裁は、労働需給の面では賃金が上がりやすい状況になりつつあるとしつつも、当面は、現在の大幅な金融緩和を続けることが重要との認識を示した。

(当面の金融政策見通し)

- 欧米では、引き続き、インフレ圧力は強いと見られ、FRB、ECBとも、引き締め方向での政策運営を急転換する可能性は高くないが、今後、金融機関の経営問題が新たに表面化するような場合には、信用不安の波及、拡大の防止に配慮した政策を行うことも想定される。
- 日本銀行では、4月から植田新総裁体制がスタートする。2月に行われた国会での所信表明からすると、就任早々、大きな政策変更に踏み切る可能性は低いと思われるが、現行のイールドカーブ・コントロールについては、政策的な効果や妥当性の検証に着手する可能性はあるか。一方、金融政策の変更については、急速な円高進行や株価の下落、实体经济の悪化を招くリスクもあるため、実施には慎重な検討が必要になるだろう。いずれにしても、今回の賃上げの機運が、来年度以降も継続する構造的な動きに繋がるかどうか、マイナス圏にある需給ギャップが安定的にプラス圏に移行するかどうか、当面のポイントと言えよう。

1. 情勢判断

(1) 内閣府

- 内閣府は、3月22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2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。」とし、中国における感染動向への言及が削除された。
- 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、2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、中国における感染動向への言及を削除した一方、金融資本市場の変動の影響について言及した。

—— 地域別にみると、中国について「一部に弱さが残るものの、このところ持ち直しの動きがみられる」と、認識をやや引き上げた一方、ユーロ圏について「景気は持ち直しに足踏みが見られる」とし、認識をやや引き下げた。

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見られる。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、景気は一部に弱さが残るものの、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3月10日に公表した「当面の金融政策運営について」で、日本経済の現状判断について、「資源高の影響などを受けつつも、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、持ち直している。」とし、1月の金融政策決定会合での認識を踏襲した。また、海外経済についても「回復ペースが鈍化している。」と、前回の認識を踏襲した。

- 先行きの展望については、「資源高や海外経済減速による下押し圧力を受けるものの、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の、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な循環メカニズムが徐々に強まるもとの、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。」とした。全体の認識に大きな変化はなかった。
- 経済にかかる当面のリスク要因については、引き続き、①海外の経済・物価動向、②今後のウクライナ情勢の展開や資源価格の動向、③内外の感染症の動向やその影響、を挙げた。
- 物価については、「消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、政府の経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果に加え、輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響も減衰していくことから、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していくと予想される。その後は、マクロ的な需給ギャップが改善し、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の、経済対策によるエネルギー価格の押し下げ効果の反動もあって、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。」とし、認識に変化はなかった。

2. 金融政策

(海外)

- 米国FRBは、3月12日に、米国財務省、連邦預金保険公社(FDIC)と共同声明を発表し、経営破綻したシリコンバレー銀行とシグネチャーバンクについて、預金を全額保護するとした。また、3月19日に、米国財務省と共同で「米ドル流動性供給を強化するための中央銀行の協調行動(Coordinated central bank action to enhance the provision of U.S. dollar liquidity)」を発表し、カナダ銀行、イングランド銀行、日本銀行、欧州中央銀行、およびスイス国民銀行と共に、米ドル・スワップ取極を通じた流動性供給を拡充するとした。
- 3月22日のFOMCでは、政策金利の誘導レンジを0.25%引き上げ、4.75~5.00%とすることが決定された。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。
 - 声明文では、消費、生産、雇用について「最近の指標では、消費と生産の緩やかな増加(modest growth)が示されている。ここ数ヶ月、雇用の増加は堅調で、失業率は低水準にとどまっている。」と、前回と同様の景気認識を示した。一方、物価については「依然として高い水準にある(Inflation remains elevated.)」とし、前回の「やや緩和されたが(has eased somewhat but)」という文言が削除された。今後の政策見通しについては「追加的な政策対応が適切である可能性がある(some additional policy firming may be appropriate)」とした。
 - 政策金利見通しのドットチャートでは、2023年末の中央値が5.0~5.25%であり、前回公表された12月から不変だった。
 - パウエル議長は記者会見で「FRBは、財務省およびFDICと協力し、米国経済を保護し、銀行システムに対する国民の信頼を強化するために断固とした行動をとった。」「銀行システムは健全かつ頑健であり、強固な資本と流動性を有している。FRBは銀行

システムを引き続き注意深く監視し、安全かつ健全に維持するために、必要に応じてあらゆる手段を用いる用意がある。」と発言し、金融システムを維持する方針を強調した。

—— その上で、「前回のFOMC以降、経済指標は総じて予想を上回り、経済活動とインフレの勢いが増していることを示している。しかし、FRBは、過去2週間の銀行システムにおける出来事が、家計や企業へのクレジットを引き締め、結果として経済に影響する可能性がある」と懸念している。」との認識を示した。

—— 今後の政策対応については、「こうした影響の程度を判断するには時期尚早であり、したがって、金融政策対応について判断するには時期尚早である。」、「そのため、インフレを抑制するために継続的な利上げが適切だろうという記述を削除した(no longer state that we anticipate that ongoing rate increases will be appropriate)」、「今後のデータを注意深くモニターし、クレジットの引き締まりが、経済活動、労働市場、インフレ率に及ぼす影響とその予想について慎重に評価する」と述べた。

- 欧州ECBは、3月16日の定例理事会において、0.5%の利上げを決定し、中銀預金金利3.0%、リファイナンス金利3.5%、限界貸付金利3.75%とした。また、次回以降の政策運営については具体的な見通しを示さなかった。

—— 声明文では、「不確実性が高まっているため、政策金利の決定についてデータ・ディペンデントなアプローチがより重要になる」、「理事会は、現在の市場の緊張を注意深く監視している」と、経済状況について、これまでより慎重な見方を示した。その上で、「ユーロ圏の銀行セクターは頑健であり、強固な資本と流動性を有している。」、「ECBの一連の政策手段は、ユーロ圏の金融システムにおける流動性を必要に応じてサポートする十分な備えを有している。」との認識を示した。

—— ラガルド総裁は、記者会見で、今後の政策運営においては「①経済・金融データに照らしたインフレ見通しの評価、②基調的なインフレ率、③金融政策の波及の強さ」を特に重視するとした。また、「インフレ対策へのコミットメントを弱めてはいない(not waning on our commitment to fight inflation)」、「物価の安定と金融の安定との間にトレードオフの関係はないと考えている」と発言した。

—— 直近のクレディ・スイスやシリコンバレー銀行等の状況と、過去に生じた金融危機の予兆との類似性に関する質問では、「ユーロ圏の物価の安定と金融の安定を維持するために、必要に応じて対応する用意がある。」、「私は2008年を経験しており、何が起こり、何をしなければならなかったか、はっきりと記憶している。」と答えた。

- 英国BOEは、3月22日の金融政策委員会において、0.25%の利上げを決定し、政策金利を4.25%とした。

—— 声明文では、金融セクターの動向について「英国の銀行システムは強固な資本と強い流動性を維持しており、金利上昇期を含む幅広い経済シナリオにおいて経済を支え続

けることができる状況にあると判断している。金融政策委員会は、英国の銀行システムは引き続き頑健と評価している。」とした。

(日本)

- 日本銀行は3月9日から10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。

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、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。

- 黒田総裁は会合後の記者会見で、「ここにきて、女性や高齢者の労働参加率が相応に高くなり、追加的な労働供給が徐々に難しくなる中で、労働需給の面では賃金が上がりやすい状況になりつつあります。」、「われわれが10年間期待しつつ、努力してきた2%の物価安定目標が賃金の上昇を伴うかたちで達成されるというものが、少し近づいてきたというふうには思います。」との認識を示した。その上で、金融政策については、「当面、現在の大幅な金融緩和を続けて、企業が賃上げをしやすい環境を、引き続き整えていくということが非常に重要ではないかというふうには私は思っております」と述べた。
- 債券市場の動向については、「新たな運営方針のもとで市場の金利形成が定着していくには、ある程度時間を要するのではないかというふうには思っておりますし、様々な手段を有効に組み合わせて機動的な市場調節運営を続けることで、市場機能は順次回復していく、あるいは改善していくというふうには考えております。」との見解を示した。

3. 当面の金融政策見通し

- FRBやECBは、3月の金融政策決定会合において、インフレ抑制を重視した政策運営を継続する姿勢を示したが、シリコンバレー銀行等の破綻やクレディ・スイスの経営悪化に伴う不確実性の高まりも警戒し、ここ数回の会合で行ってきた「利上げ予告」を行わなかった。引き続き、インフレ圧力は強いため、現時点では、引き締めの方角での政策運営を急転換する可能性は高くないが、今後、金融機関の経営問題が新たに表面化するような場合には、信用不安の波及、拡大の防止に配慮した政策を行うことも想定される。
- 日本銀行では、4月から植田新総裁体制がスタートする。2月に行われた国会での所信表明からすると、就任早々、大きな政策変更には踏み切る可能性は低いと思われるが、現行のイーールドカーブ・コントロールについては、政策的な効果や妥当性の検証に着手する可能性はあるか。一方、金融政策の変更については、急速な円高進行や株価の下落、実体経済の悪化を招くリスクもあるため、実施には慎重な検討が必要になるだろう。いずれにしても、今回の賃上げの機運が、来年度以降も継続する構造的な動きに繋がるかどうか、マイナス圏にある需給ギャップが安定的にプラス圏に移行するかどうか、当面のポイントと言えよう。

4. 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、マクロ加算残高にかかる基準比率の上昇(2月積み期61.0%→3月積み期68.0%)や貸出増加支援オペの残高増加を背景に資金調達ニーズの強い展開が続いている。4月は、財政資金の支払いが予定されており、金額次第ではO/Nレートが低下する可能性はあるものの、資金調達ニーズも根強く、中心レンジは、▲0.050%～▲0.005%程度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、引続き、市場における国債の品薄感が強く、当面、▲0.10%を下回る水準での推移が見込まれる。新年度入り後は、4月上旬に数回の国債入札が予定されているため、ファンディングニーズの高まりから、レートが強含む可能性もあるが、上昇幅は限定的か。この間、SC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、国内外の金融政策等を巡る不透明感を背景とした低リスク資産選好や金融機関の担保ニーズ、海外からの需要などが相俟って、レートは、総じて▲0.150%を下回って推移しており、次回の金融政策決定会合(4/27、28日)近くまでは、この地合いが続くことが予想される。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見込み。
- CP市場の発行残高は、引続き、企業の旺盛な資金需要や長期金利を巡る不透明感を背景に前年同期を上回る高水準で推移。こうした基調は新年度も続くと予想されるが、投資家サイドの購入ニーズも根強く、発行レートは、引き続き小幅なプラスレートが中心となる見込み。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、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