

マーケット・アイ

(情勢判断)

- 内閣府は、3月22日の月例経済報告において、日本経済の現状について、「このところ足踏みもみられるが、緩やかに回復している」、世界経済について、「一部の地域において弱さがみられるものの、持ち直している」とし、いずれも前月の認識を据え置いた。また、日本銀行は3月19日に公表した「経済・物価の現状と見通し」で、日本経済の現状判断について、「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、1月の認識から引き下げた。

(金融政策)

- FRBは、3月20日のFOMCで、政策金利の誘導レンジを据え置き、5.25～5.5%とした。パウエル議長は、「雇用とインフレの目標を達成する上でのリスクは、よりバランスが取れてきている」との認識を示す一方、利下げについては、依然として慎重な姿勢をみせており、4月会合(4月30日、5月1日)では、政策金利は据え置かれるとの見方が大勢。
- ECBも、3月7日の定例理事会で、主要政策金利について、各種政策金利を据え置いた。ラガルド総裁は、景気は依然低迷する一方、インフレ率は物価目標に向けて前進しているとの認識を示したものの、利下げに対する慎重な姿勢は崩しておらず、4月11日に予定されている次の定例理事会でも政策金利は据え置かれるとの見方が強い。
- 日本銀行は3月19日の金融政策決定会合で、2016年1月に導入されたマイナス金利の解除を含む、金融政策の変更を決定した。今回の変更により、短期金利の操作が主たる政策手段とされ、政策金利は日銀当座預金の政策金利残高に適用される付利金利(変更前▲0.1%)から、無担保コールレート・オーバーナイト物となった。こうした中、実施日の3月21日の平均金利は19日の▲0.001%から+0.074%に上昇した。長期金利については、目標目途が撤廃される一方、これまでと同程度の金額での買入れを継続し、機動的な買入れ額の増額等により、急激な上昇を抑え込む方針が示された。一方、ETFおよびJ-REITの新規の買入れは終了、CP・社債等の買入れについても、1年後をめどに終了されることとなった。
- 当面の政策運営に関して植田総裁は、「急激な上昇というような経路は避けられる」との認識を示しているが、OIS市場では、2024年中に政策金利が0.25%程度引き上げられるとの見方が多く、早ければ7月会合までの実施を織り込む動きもみられている。足許、過度な円安を警戒する声が聞かれ、欧米での利下げや日銀の追加利上げのタイミングなどを巡る思惑が交錯しやすい局面にあることから、今後の金利、為替相場のボラティリティ上昇にも備えておく必要がある。

1. 情勢判断

(1) 内閣府

- 内閣府は、3月の月例経済報告において、日本経済の現状について、「景気は、このところ足踏みもみられるが、緩やかに回復している」、先行きについて、「雇用・所得環境が改善する下で、各種政策の効果もあって、緩やかな回復が続くことが期待される」とし、いずれも前月の認識を据え置いた。
- また、世界経済について、「一部の地域において弱さがみられるものの、持ち直している」、先行きについて、「持ち直しが続くことが期待される」とし、いずれも前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や中国における不動産市場の停滞に伴う影響による下振れリスクに留意する必要がある。また、中東地域をめぐる情勢、金融資本市場の変動の影響を注視する必要がある」とした。

—— 地域別でも、前月の認識を据え置いた。

アメリカ	アメリカでは、景気は拡大している。先行きについては、拡大が続くことが期待される。ただし、金融引締めに伴う影響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、景気は弱含んでいる。ドイツにおいては、景気は弱含んでいる。先行きについては、弱さが見込まれる。さらに、金融引締めやエネルギー情勢に伴う影響、物価上昇による下振れリスクに留意する必要がある。また、中東地域をめぐる情勢を注視する必要がある。
中国	中国では、景気は持ち直しの動きに足踏みがみられる。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、不動産市場の停滞に伴う影響等に留意する必要がある。

- なお、日本銀行が3月19日に金融政策の枠組みの見直しを決定したことを受けて、「政策の基本的態度」の記述を、前回の「大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略を一体的に進めつつ、デフレに後戻りしないとの認識を広く醸成し、デフレ脱却につなげる」から、「デフレに後戻りしないとの認識を広く醸成し、デフレ脱却につなげるとともに、新たな成長型経済への移行に向け、あらゆる政策手段を総動員していく」に変更した。

(2) 日本銀行

- 日本銀行は3月19日に公表した「経済・物価の現状と見通し」で、日本経済の現状判断について、「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、1月の「経済・物価情勢の展望」で示した認識から引き下げた。海外経済については、「回復ペースが鈍化している」とし、認識を据え置いた。

- 先行きについて、当面は、「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などに支えられて、緩やかな回復を続けるとみられる」、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、認識を据え置いた。
- 経済にかかる当面のリスク要因について、「海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など」を挙げ、「そのもとの、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある」とした。
- 消費者物価(除く生鮮食品)の前年比について、「既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰するもとの、政府による経済対策の反動がみられることなどから、2%を上回る水準で推移するとみられる」との見通しを示した。

2. 金融政策

【FRB】据え置き

- FRBは、3月20日のFOMCで、政策金利の誘導レンジを据え置き、5.25～5.5%とした。
 - 声明文では「最近の指標は、経済活動が堅調なペースで拡大していることを示唆している。雇用の増加は力強く、失業率は低水準を維持している。インフレ率はこの1年で緩和したが、依然として高水準にある。」との認識を示した。
 - 同時に公表されたSEPでは、2024年末の政策金利見通し中央値が4.6%に据え置かれた一方、2025年末の政策金利見通しは3.9%に引き上げられた(前回12月は3.6%)。
- パウエル議長は会合後の記者会見で、「雇用とインフレの目標を達成する上でのリスクは、よりバランスが取れてきている(moving into better balance)」、「インフレ率は徐々に2%に向かって低下していく」との認識を示す一方、「インフレが持続的に2%に向かって下がっているという確信を得るまでは、政策金利の目標レンジを引き下げることは適切でないだろう」と述べた。
 - また、「今回の会合では、保有資産削減ペースの減速に関する問題について議論した」と述べ、今後、削減ペースを減速させる可能性を示唆した。
- 今後については、年内3回の利下げがメインシナリオであるが、4月会合(4月30日、5月1日)では、政策金利は据え置かれるとの見方が大勢。

【ECB】据え置き

- ECBは、3月7日の定例理事会で、主要政策金利について、中銀預金金利4.0%、リファイナンス金利4.5%、限界貸付金利4.75%で据え置くことを決定した。
- ラガルド総裁は会合後の記者会見で、「景気は依然低迷している(The economy remains weak)」、「明確なインフレ率の低下が見られ、物価目標に向けて良好に進展している」との認識を示した。

—— 一方、3月13日に金融調節の枠組み(the operational framework)の見直しを公表。これまで主要政策金利(key ECB interest rates)として、限界貸付ファシリティ金利(Marginal Lending Facility rate)、主要リファイナンス・オペ金利(Main Refinancing Operation rate)、預金ファシリティ金利(Deposit Facility rate)の3つの金利を示してきたが、9月18日からは、預金ファシリティ金利(Deposit Facility rate)を通じて金融政策スタンスを調整する方針を明確化し、主要リファイナンス金利、限界貸付金利との乖離をそれぞれ0.35%縮小することとした。

- 今後については、足許の景気情勢からすると、利下げ方向で進むと予想されるが、「今回の会合では利下げについては議論していない」、「十分な確信を持つためには、今後数ヶ月の間(in the next few months)に多くの情報が入ってくる必要がある」とも述べていることなどから、4月11日に予定されている次回の定例理事会でも政策金利は据え置かれるとの見方が強い。

【日本銀行】「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」および「マイナス金利政策」を終了

- 日本銀行は3月19日の金融政策決定会合で、2016年1月に導入されたマイナス金利の解除を含む、大きな政策変更を決定。春季労使交渉の動向等を踏まえ、物価安定の目標が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断した。

金融市場調節方針	無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0~0.1%程度で推移するよう促す *この方針を実現するため、日本銀行当座預金(所要準備額相当部分を除く)に0.1%の付利金利を適用する
長期国債の買入れ	これまでと概ね同程度の金額で長期国債の買入れを継続する。長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する
長期国債以外の資産の買入れ	ETFおよびJ-REITについて、新規の買入れを終了する CP等および社債等について、買入れ額を段階的に減額し、1年後をめどに買入れを終了する
貸出増加支援資金供給等(新規実行分)の扱い	貸出増加支援資金供給、被災地金融機関支援オペ、気候変動対応オペについては、貸付利率を0.1%、貸付期間を1年として実施する。貸出増加支援資金供給については、貸出増加額と同額までの資金供給が受けられる仕組みとする

- 植田総裁は会合後の記者会見で、「これまでのイールドカーブ・コントロールおよびマイナス金利政策といった大規模な金融緩和は、その役割を果たした。また、マネタリーベースの残高に

関するオーバーシュート型コミットメントについても、その要件を充足した」と述べた。

- 今回の変更により、短期金利の操作が主たる政策手段とされ、政策金利は日銀当座預金の政策金利残高に適用される付利金利(変更前▲0.1%)から、無担保コールレート・オーバーナイト物となった。こうした中、実施日の3月21日の平均金利は19日の▲0.001%から+0.074%に上昇した。また、長期金利の目標用途は撤廃されたが、現行6兆円程度となっている長期国債の月間買入れ額は据え置かれ、機動的な買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどにより、長期金利の急激な上昇を抑え込む方針が示された。一方、ETFおよびJ-REITの新規の買入れは終了、CP・社債等の買入れについても、1年後をめどに終了されることとなった。このほか、貸出増加支援資金供給の貸付期間が最長4年から1年に短縮された。
- 当面の政策運営に関して植田総裁は、「急激な上昇というような経路は避けられる」との認識を示しているが、OIS市場では、2024年中に政策金利が0.25%程度引き上げられるとの見方が多く、早ければ7月会合までの実施を織り込む動きもみられている。足許、過度な円安を警戒する声が聞かれ、欧米での利下げや日銀の追加利上げのタイミングなどを巡る思惑が交錯しやすい局面にあることから、今後の金利、為替相場のボラティリティ上昇にも備えておく必要がある。

3. 当面の短期金融市場見通し

- 無担保コールO/N物は、金融政策の変更が実施された3月21日以降、0.078%近辺での取引が中心となっている。今回の変更により、補完当座預金制度対象先の日銀当座預金全額(所要準備額相当部分を除く)に+0.1%の付利が行われることとなったことで、資金の出し手は、付利対象外の投信や年金等に偏る形となっている。当面は、足許のレート水準が続くことが予想されるが、2024年度前半に0.25%への追加利上げが行われるとの見方もあり、ターム物については、早い段階で上昇していく可能性がある。
- 債券レポGC(T/N)取引レートについては、金融政策変更により、レート水準は切り上がったものの、国債需給や年度末要因もあって、3月中は0%を挟んでのボラタイルな値動きとなった。もっとも、4月以降は、年度末要因の剥落に加え、国債発行に伴うファンディングニーズの増加が見込まれることから、0%近傍ないし若干のプラス圏での取引増加が予想される。
- 短国3か月物については、政策変更によりレートは上昇したものの、担保目的の需要は根強く、当面、▲0.03%~0%近傍で推移することが見込まれる。一方、6M物や1Y物に関しては、政策金利0.25%への追加利上げを織り込み始めるため、当面、それぞれ0.03~0.07%、0.06~0.11%程度で推移した後、徐々に水準を切り上げていく展開が予想される。
- CP発行レートは、金融政策の変更により、マイナス金利の回避目的や日銀当座預金への付利金利以下での購入ニーズが剥落し、+0.1%以上に上昇している。今後も、追加利上げを織り込む動きや日銀によるCP買入れ額の減額により、発行レートは緩やかな上昇が想定される。市場残高については、足許は、26兆円前後の高水準で推移しているものの、発行金利の上

昇や金利先高観の強まりによる中長期社債へのシフト等から、減少することが予想される。



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