

## マーケット・アイ

### 【概要】

#### (情勢判断)

- 内閣府、日本銀行とも、日本経済が緩やかに回復しているとの従来の認識を踏襲。

#### (金融政策)

- 日本銀行は3月19日の金融政策決定会合で政策金利を据え置き。その際植田総裁は、「経済・物価見通しが実現していくとすれば、それに応じて金利を引き上げ、金融緩和度合を調整していく」とした。その後、4月3日には米国の相互関税発表を踏まえ、「外部環境が大きく変われば経済・物価見通しも変化する」とし、「それに合わせて適切な施策対応をとっていきたい」と語った。こうした中、OIS市場では、利上げの実施時期の後ずれを示唆する動き。
- FRBは、3月19日のFOMCで、政策金利の誘導レンジを2会合連続で4.25～4.50%に据え置き。一方、4月1日より、バランスシートの縮小ペースを月間250億ドルから50億ドルへ引き下げた。パウエル議長は、インフレ率は依然やや高い水準にあるとの認識を示す一方、貿易政策の影響を巡る不確実性に言及、政策判断を急ぐ必要はないとの考えを示した。OIS市場では、次回会合での政策金利据え置きを示唆。
- ECBは、3月6日の定例理事会で、0.25%の利下げを実施(2024年9月以降5会合連続)。ラガルド総裁は、デフインフレ・プロセスは順調に進んでいるとの認識を示したほか、世界の通商政策の不透明感、ウクライナ情勢や中東情勢などの地政学リスクを言及、データ次第では緩和も停止もあるとの考えを示した。OIS市場では、次回会合における利下げを示唆。

#### (当面の短期金融市場見通し)

- 無担保コールO/Nレート(TONA)は、次回の利上げ直前まで現状水準で推移する見込み。ターム物については、利上げタイミングを見計らいながら徐々に切り上がる展開か。
- 債券レポGC(T/N)レートは、日銀当座預金との裁定取引や在庫ファンディングに伴う資金調達圧力が強まり、在庫状況や担保需要などに応じた振れを伴いながら、0.40～0.50%近辺で推移。
- 短期国債は、早期の追加利上げや担保需要が意識されるなか、期間が短い物へのニーズは根強く、3M物レートは0.28～0.35%程度。一方、6M物、1Y物レートは、当面、0.40～0.45%、0.58～0.62%程度で推移し、次回利上げ観測や思惑による振れを伴いながら、徐々に切り上がる見込み。
- CP発行額は、4月に入り緩やかに増加し、再び25兆円前後で推移する見込み。発行レートについては、利上げ観測の高まりとともに、期間の長いものから上昇していくことを予想。

## 1. 政府の情勢判断

- 内閣府は、3月の月例経済報告で、日本経済の現状について、「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」、先行きについては、「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、いずれも認識を据え置いた。
- また、世界経済について、「一部の地域において足踏みがみられるものの、持ち直している」、先行きについて、「持ち直しが緩やかになる可能性がある」とし、前月の「持ち直しが続くことが期待される」から認識を変更した。
- 下振れリスクについては、「通商政策などアメリカの政策動向による影響の広がり等による下振れリスクや金融資本市場の変動の影響等に留意する必要がある」とした。

—— 地域別では、アメリカの先行きについて、やや認識を引き下げた。

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、マインド悪化に伴う影響から、その勢いが緩やかになる可能性がある。また、高い金利水準の継続に伴う影響による下振れリスク、通商政策など政策動向による影響に留意する必要がある。
ユーロ圏	ユーロ圏では、景気は一部に足踏みがみられるものの、持ち直しの動きがみられる。ドイツにおいては、景気は足踏み状態にある。先行きについては、次第に持ち直しに向かうことが期待される。ただし、エネルギー情勢に伴う影響等による下振れリスク、アメリカの政策動向による影響に留意する必要がある。
中国	中国では、政策効果により供給の増加がみられるものの、景気は足踏み状態となっている。先行きについては、各種政策効果が発現し、徐々に足踏み状態を脱することが期待される。ただし、不動産市場の停滞の継続や物価下落の継続、通商問題の動向による影響等に留意する必要がある。

## 2. 金融政策

### 【日本銀行】 政策金利を据え置き

- 日本銀行は3月19日の金融政策決定会合で、金融市場調節方針を「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%程度で推移するよう促す」とし、政策金利を0.50%に据え置いた。

—— 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」、海外経済については、「総じてみれば緩やかに成長している」とし、いずれも1月の「経済・物価情勢の展望」で示した認識を据え置いた。

—— 通商政策に関するリスクに関して植田総裁は、「関税がかかるといときに、直接それが貿易を通じて、経済、つまり生産量やインフレ、物価にどう影響があるかというメカニズ

ムもあるし、関税がかかること、あるいはかかるかもしれないというようなことが、マインドやコンフィデンスに影響を与えて、それが市場に影響を与えたり、あるいはマインド、企業・家計のコンフィデンスを通じて直接支出に影響を与えるというルートもある」との考え方を示した。

—— この間、物価に関しては、「生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとの、政府によるエネルギー負担緩和策の縮小もあって、足元は3%台前半となっている」とする一方、「基調的な物価上昇率については、徐々に高まってきていますが、なお2%を下回っているという認識に変わりない」との認識を示した。

- 金融政策に関しては、「現在の実質金利はきわめて低い水準にある」との認識のもと、引き続き、「経済・物価見通しが実現していくとすれば、それに応じて引き続き金利を引き上げ、金融緩和度を調整していく」との姿勢を示した。
- 4月2日に米国が発表した相互関税の内容に関しては、想定より厳しいと受け止める向きが多く、植田総裁は、4月3日に国会で「外部環境が大きく変われば日銀の経済・物価見通しも変化する」とし、「それに合わせて適切な施策対応をとっていきたい」と語った。こうした中、OISレートから推計される利上げの実施時期は、全体的に後ずれした。

#### 【FRB】 政策金利を4.25～4.50%に据え置き

- FRBは、3月19日のFOMCで、政策金利の誘導レンジを2会合連続で4.25～4.50%に据え置いた。一方、4月1日より、バランスシートの縮小ペースを月間250億ドルから50億ドルへ引き下げた。
- パウエル議長は、会合後の記者会見で、「インフレ率は過去2年間で大幅に緩和されたが、長期目標である2%と比較すると、依然やや高い水準にある」との認識を示したほか、「特に最近進展している貿易政策の金融政策への影響を巡る不確実性は大きい。今後入手するデータや見通しを注視し、その影響が明確になるまで政策判断を急ぐ必要はない」と述べた。

—— 政策・経済見通し(SEP)をみると、2025年中に想定する利下げ幅を0.5%とするメンバーが引き続き大勢を占めているが、前回と比べ、据え置きや0.25%を予想する人数も増えている。

- こうした中、OIS市場では、次回会合(5月7日)での政策金利据え置きが示唆されている。

#### 【ECB】 政策金利を0.25%引き下げ

- ECBは、3月6日の定例理事会で、0.25%の利下げを実施し、預金ファシリティ金利を2.50%とした。利下げは2024年9月以降5会合連続となった。

- ラガルド総裁は、「国内のインフレ率は依然として高い」としつつも、「デイスインフレ・プロセスは順調に進んでいる」としたほか、「経済成長に対するリスクは依然として下向きに傾いている。貿易摩擦の激化は、輸出を減退させ、世界経済を弱体化させることにより、ユーロ圏の成長を低下させるだろう。世界の通商政策に対する不透明感が続けば、投資の足を引っ張る可能性がある。ロシアのウクライナに対する不当な戦争や中東の悲劇的な紛争など、地政学的な緊張も依然として不確実性の大きな要因となっている。金融引き締めが遅効性が予想以上に長引けば、成長率は低下する可能性がある」と述べた。

—— 2025年と2026年の経済成長率については、今回輸出の減少と投資の継続的な弱さを背景にそれぞれ0.9%、1.2%へと下方修正された。

- 今後の金融政策については、「適切な金融政策は利下げであるべきであるとデータが示しているのであれば、我々はそうするが、逆に、データがそうではないことを示しているのであれば、我々は利下げせず、一時停止する」としたが、OIS市場では、次回会合(4月17日)における0.25%の利下げが示唆されている。

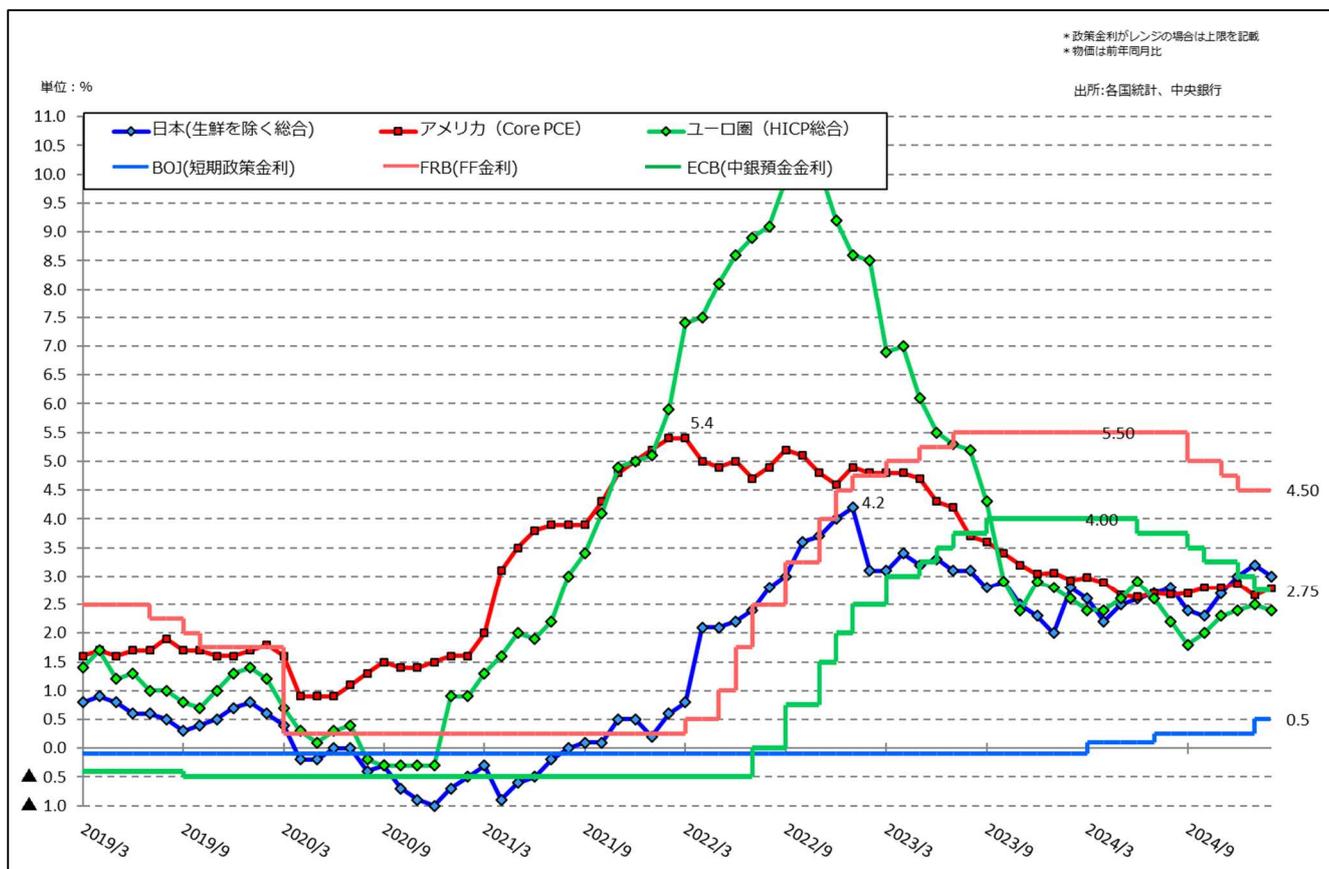
### 3.当面の短期金融市場見通し

- 無担保コールO/Nレート(TONA)は、日本銀行当座預金の付利対象である銀行等が、その対象外である投信等から資金を調達する動きが続いており、レート水準は付利金利に近い0.477%程度で推移している。先行きについては、TONAは次回の利上げ直前まで現状水準で推移することが見込まれる一方、ターム物については、利上げタイミングを見計らいながら徐々に切り上がる展開が予想される。
- 債券レポGC(T/N)レートについては、3月末越えの取引で一時的にレートが低下したものの、年度末要因剥落後は再び日銀当座預金との裁定取引や在庫ファンディングに伴う資金調達圧力が強まり、TONAに近い水準での推移となっている。今後も、こうした資金調達ニーズが底流にある中、在庫状況や担保需要などに応じた振れを伴いながら、0.40~0.50%近辺を中心に推移することが予想される。
- 一方、短国市場については、早期の追加利上げや担保需要が意識されるなか、引き続き期間が短い物へのニーズが強い展開が予想される。こうした状況のなか、3M物は付利金利を下回る0.28~0.35%程度水準での推移が見込まれる。一方、6M物や1Y物については、当面、0.40~0.45%、0.58~0.62%程度で推移し、次回利上げのタイミングを巡る観測や思惑による振れを伴いながら、徐々に切り上がる展開が予想される。
- CP市場については、3月下旬に期末の有利子負債削減を目的とした発行額の減少が見られたが、4月入り後は緩やかに増加し、再び25兆円前後で推移することが見込まれる。こうした中、発行レートについては、利上げ観測の高まりとともに、期間の長めのものから上昇していくことが予想される。

以上

(参考計表)

▼主要国の中銀政策金利と物価動向



▼金融政策決定会合の日程

	日銀	FRB	ECB
2025/1月	23-24	28-29	30
2月			
3月	18-19	18-19	6
4月	30-5/1		17
5月		6-7	
6月	16-17	17-18	5
7月	30-31	29-30	24
8月			
9月	18-19	16-17	11
10月	29-30	28-29	30
11月			
12月	18-19	9-10	18

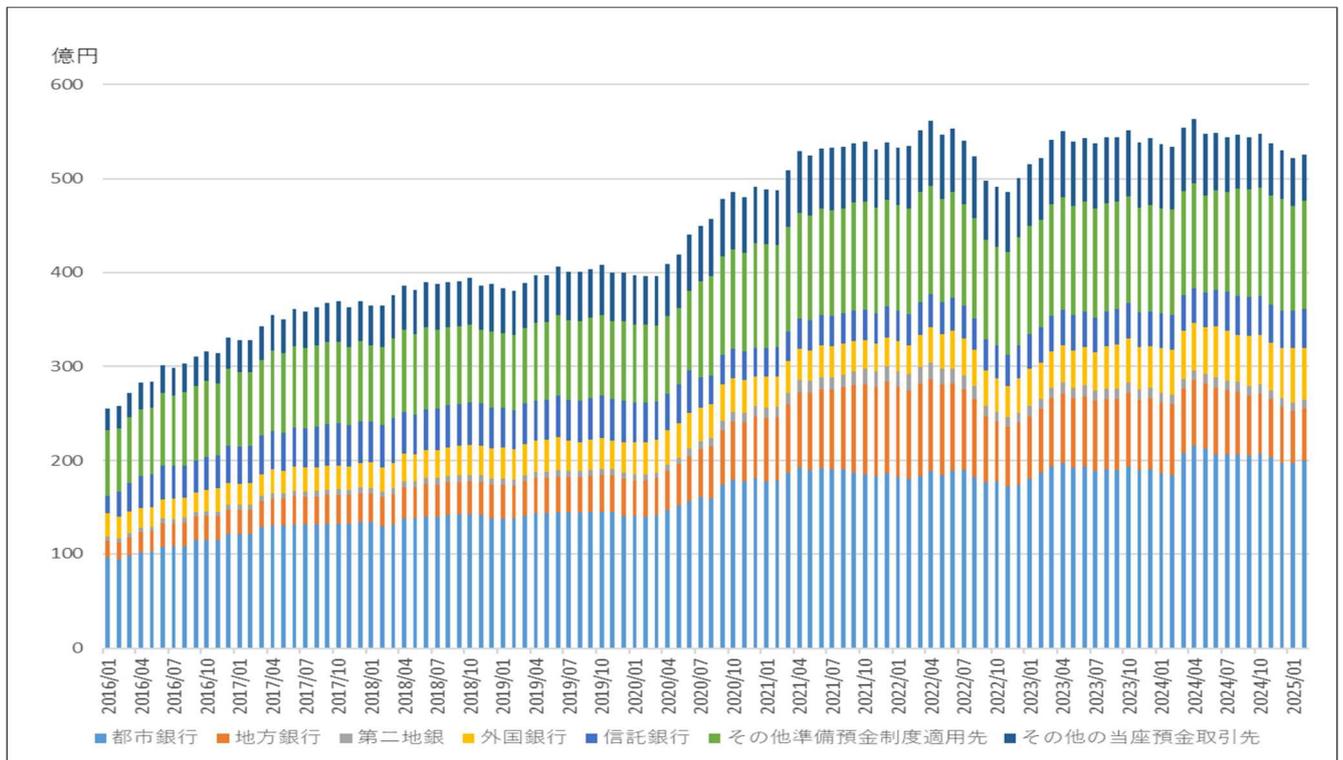
▼日米欧の金融政策

政策金利			主な付随政策
日本銀行	無担保コールO/N	0.50%	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2026年3月まで長期国債買入額を四半期毎に4,000億円ずつ減額（2025年6月に中間評価を実施）</li> <li>・貸出増加支援オペを2025年6月末で終了</li> </ul>
F R B	フェデラルファンド金利	4.25~4.50%	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2025年4月からバランスシート縮小ペースを引き下げ</li> <li>国債の月間償還額の上限を250億ドルから50億ドル</li> <li>住宅ローン担保証券（MBS）は月間350億ドルで維持</li> </ul>
E C B	預金ファシリティ金利 主要リファイナンスオペ金利 限界貸出ファシリティ金利	2.50% 2.65% 2.90%	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産購入プログラム（APP、PEPP）の方針について再投資を終了し、慎重かつ予測可能なペースで減少</li> </ul>

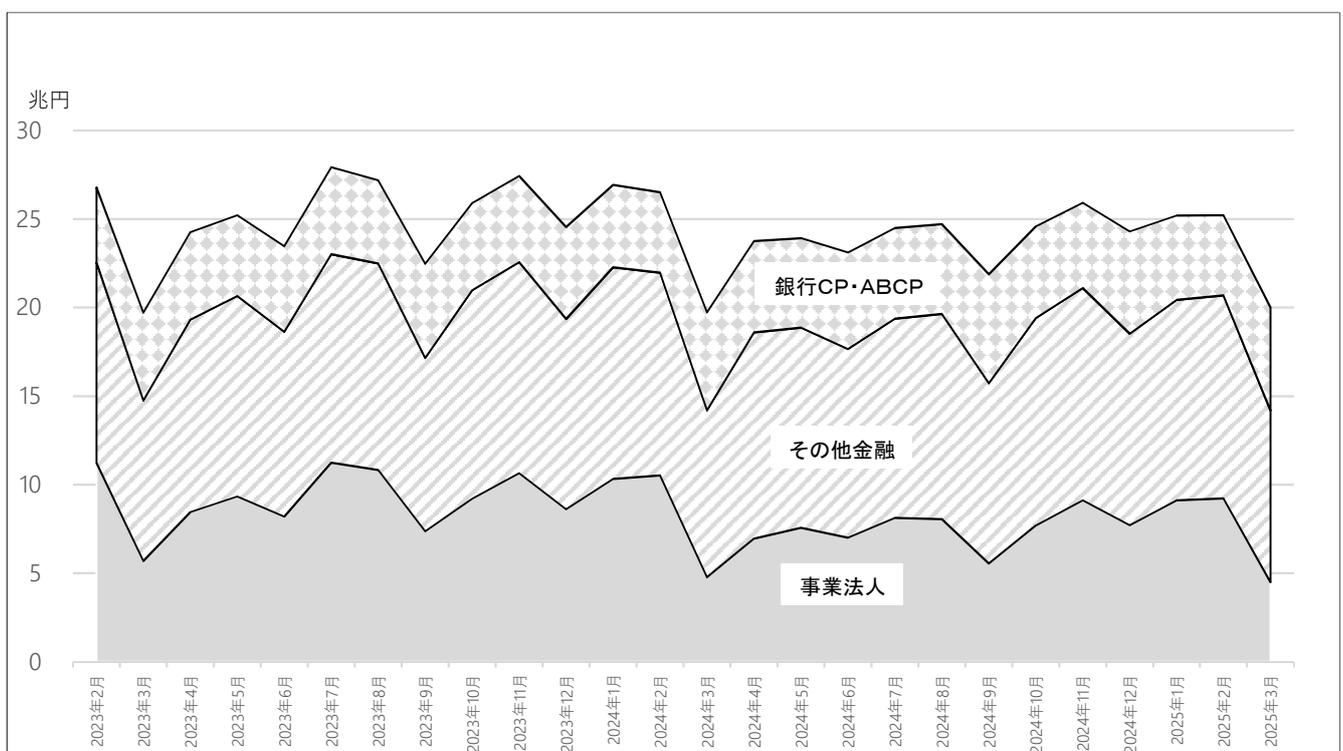
▼主な短期金利の状況

種類	直近のレート				
無担保コール	(O/N)	0.475	～	0.478	%
東京レポレート	(T/N)	0.400	～	0.500	%
	(1W)	0.410	～	0.500	%
国庫短期証券	(3M)	0.280	～	0.350	%
	(6M)	0.400	～	0.450	%
	(1Y)	0.580	～	0.620	%
CP (3か月物)	a-1+	0.600	～	0.630	%
	a-1事法	0.600	～	0.640	%
	a-1リース	0.650	～	0.700	%

▼業態別日銀当座預金残高



▼短期社債市場残高





# 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。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