



## マイナス金利政策解除後も、債券レポ・短国・CP はなお水準感を模索か。

### 1. 国内経済情勢

#### （経済・景況判断）

11日に発表された2023年10-12月期の実質GDP成長率（2次速報値）は、前期比0.1%（年率換算0.4%）となり、1次速報値から上方修正され、プラス成長となった。またGDPデフレーターの前年同期比は3.9%（1次速報値では3.8%）となった。なお、内閣府によれば、この2次速報値を反映したGDPギャップの推計値は▲0.6%となった。（日銀による推計値は4月3日に公表予定。）

22日に発表された2月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比2.8%の上昇（前月は2.0%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を23か月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では3.2%の上昇（前月は3.5%の上昇）であった。一方、29日に発表された3月の東京都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2.4%の上昇（前月は2.5%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では2.9%（同3.1%）であった。

政府は22日発表の月例経済報告で、国内景気の基調判断を「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」とし、前月から判断を据え置いた。個別項目では設備投資の上方修正した一方、輸入を下方修正した。（なお、4月1日に日銀が発表した短観（全国企業短期経済観測調査）において、全産業・全規模合計の業況判断DIは12となり、前回12月調査（同13）からわずかに悪化した。また今回調査の同「先行き」は9となっている。）

日銀は18・19日に開催された定例会合において、「賃金と物価の好循環を確認し、先行き、「展望レポート」の見通し期間終盤にかけて、2%の「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、「現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続する」とした上で、「金融政策の枠組みの見直し」として以下を決定した。

①「マイナス金利政策」を解除し、金融市場調節方針として、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。またこの方針を実現するため、日銀当座預金（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。（共に翌営業日（21日）から適用。）

②長短金利操作（イールドカーブ・コントロール（YCC））については廃止し、長期国債の買入れは、これまでと概ね同程度の金額で継続する。長期金利が急激に上昇する場合には、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。

③長期国債以外の資産の買入れについては、ETFおよびJ-REITについては新規の買入れを終了し、CP等および社債等については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。

④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」については、その要件を充足したものと判断。

⑤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。

また、これらの決定を受け、「市場調節面の対応」として以下を講じることとした。

⑥2022年9月以降、金額無制限で実施してきた短期の共通担保資金供給オペについては、今後は、適宜の金額で実施する。

⑦国債補完供給（SLF）については、当面の間、現状の取扱いを継続する。ただし、「10年物国債のカレント3銘柄にかかる金融市場調節面の措置について」（2023年2月16日公表）は取り止めることとする。

会合後の記者会見で植田日銀総裁は、「2%の物価の持続的・安定的な実現が見通せる状況に至ったと申し上げましたけれども、例えば予想物価上昇率というような観点からみてみま

すと、まだ 2%には多少距離がある」ので「緩和的な環境を維持することが大事」と述べた。また、国債保有のストック効果に関連し、「…無視できない影響を長期金利に及ぼして、(国債を) たくさん持っているということですので、緩和方向の力が働いている」としつつも、「(今後は) 買いオペや残高の調整を能動的な金融政策、金融調節手段としては用いず、主たる調節手段としては短期金利の調節をもって行う」とした。

## 2. 短期金融市場の動向

### (3月の短期金融市場動向等)

3月の無担保コールオーバーナイト物加重平均金利は、月初▲0.005%とマイナス金利政策導入後のレンジの上限近辺で始まった。その後もビッドサイドの調達意欲は強かったものの、14日まではオファーサイドの金額が増加したことにより若干レートは低下し▲0.011%~▲0.007%のレンジで推移した。積み最終日の15日はオファーサイドの放出量減少もあり、再び▲0.005%に上昇した。新積み期入りした後もビッドサイドの調達意欲は強く、18日には▲0.003%と、マイナス金利政策(2016年2月16日からの積み期間から適用)直後の2016年3月31日(▲0.002%)以来の高水準となった。金融政策決定会合の結果公表当日となる19日は、前場では▲0.001%~0.001%の出会いが中心、後場では決定会合の結果を待ち運用を控えていた先から▲0.003%~▲0.001%での運用が見られたことで▲0.001%に上昇した。21日以降は、日銀当座預金(所要準備額相当部分を除く)の付利金利である0.10%との裁定が意識される展開となった。21日には2016年2月15日以来の0.074%に上昇し、22~28日までは0.077%で推移した。年度末越えとなる29日は一部のビッドサイドが調達を見送ったこともあり、0.074%で越月した。なお、無担保コール市場残高は、月初~19日までは約13兆円~約19兆円で推移したが、決定会合を機に減少し、21日以降は8兆円台半ば~9兆円台での推移となった。

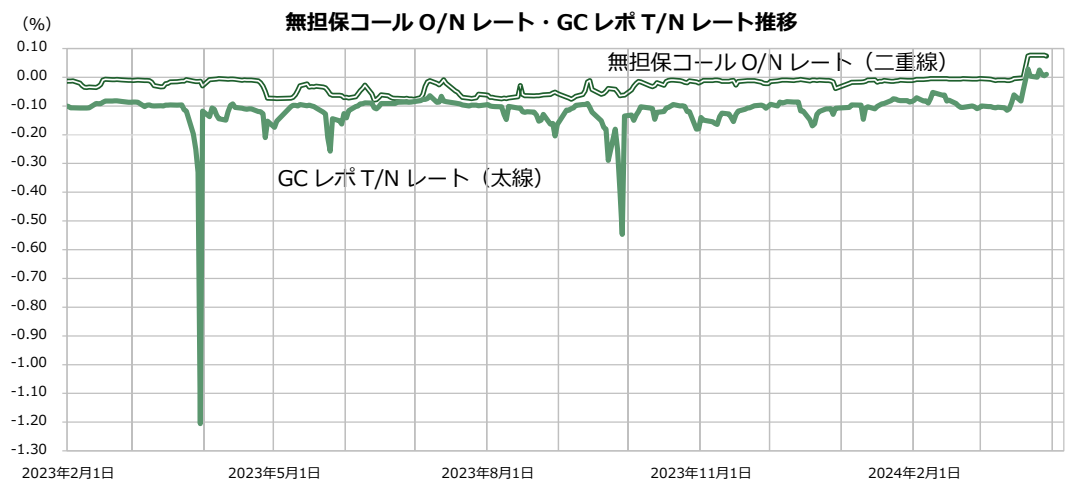
債券レポ GC レート(東京レポレートトムネベース)は月初▲0.100%で始まった。その後4~13日は前月後半と横ばい圏の▲0.115%~▲0.102%のレンジで推移し、積み最終日のスタートとなる14日は▲0.088%、国庫短期証券(3か月物)の入札と重なった15日は▲0.061%に上昇した。週明け18日は前週末の地合いを引き継ぎ朝からレートは強含みとなっていたが、これを受けて日銀から国債買現先オペ(トムネ:3兆円)がオファーされたことから▲0.083%に低下。しかし決定会合の結果公表当日の翌19日には▲0.045%に上昇した。金融政策決定会合後はプラス圏に上昇し、21日には0.029%こそ2016年2月12日(0.056%)以来のプラス金利となったものの、その後はゼロ%~0.025%のレンジでの推移となった。

新発 TDB3 か月物は、月初入札の1216回債は募入最高利回り(以下同じ)▲0.0856%と前回債(2月26日入札1215回債、▲0.0986%)より若干の上昇となった。その後の1218回債(8日入札)は▲0.0409%に上昇し、1219回債(15日入札)はマイナス金利解除を織り込む動きからか、0.0279%と3か月物としては2015年3月26日入札(0.0320%)以来の高金利となった。金融政策決定会合後の入札である1221回債(22日入札)は前回債比で金利上昇が予想されたものの、玉確保のニーズからか0.000%(平均落札利回りは▲0.0145%と再びマイナス圏入り)となった。なお、6か月物については7日入札の1217回債が0.0418%と前回債(2月8日入札1211回債、▲0.0882%)より上昇し2014年11月5日入札(0.0177%)以来のプラス金利となった。また1年物についても18日入札の1220回債が0.1231%と前回債(2月19日入札1214回債、0.0468%)より上昇し、2011年6月13日入札(0.1318%)以来の高金利となった。なお、日銀による月間の国債買入額(オファー日ベース)は約5.9兆円と前月より横ばい、国庫短期証券買入オペは各1,000億円が2回オファー(前月は各1,000億円が4回)された。

CP発行市場では、発行残高は事業法人による決算期末の有利子負債圧縮に向けた動きから、月末時点で約19兆7,400億円と前月比で約6兆7,800億円の減少、前年同月比では約300億円の増加となった。発行レートは日銀金融政策決定会合前までは前月より若干の上昇となる0.05%前後~0.10%台前半が中心であったが、21日以降は日銀当座預金の付利金利0.10%を上回る水準に上昇し、また銘柄・期間等によりばらつきが見られた。日銀によ

る CP 等買入オペは、予定通り 7 日・26 日にそれぞれ 4,000 億円オファーされた。案分レートは発行レートの上昇の影響を受け、7 日は 2 月下旬のオペ (0.011%) を上回る 0.032% に上昇し、26 日は 0.080% と、2020 年 4 月 14 日オファー (0.106%) 以来の高水準となった。

日銀当座預金残高は、月初は約 3.7 兆円の財政資金揚げにより約 535 兆円で始まった。その後は税・保険揚げ (2 日) や源泉税揚げ (13 日) 等により、15 日には約 530 兆円に減少したものの、貸出増加支援資金供給オペ (18 日: 約 4 兆 5,900 億円の返済に対して約 9 兆 8,500 億円億円の応札と、約 5 兆 2,600 億円の増額) および 2 週間物の共通担保資金供給オペ (19 日: 8,300 億円の期落ちに対して 2 兆 3,500 億円と、約 1 兆 5,200 億円の増額) の大幅増額や、国債の大量償還 (21 日)、年度末の各種財政資金の支払い (25・26・29 日) などにより約 561 兆円に増加し、越月した。なお、当座預金残高が 560 兆円台となるのは 2022 年 6 月以来。



#### (4 月の短期金融市場見通し)

3 月決定会合において「2%の「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」と判断された理由を理解するうえで、4 月 25・26 日の金融政策決定会合で公表予定の「展望レポート」における景気・物価の現状および先行き見通しや、政策委員による消費者物価指数の 2026 年度までの見通しには注目したい。

無担保コールオーバーナイト物金利は、引き続き 0.070% 台での推移を予想する。前述の通り既に日銀当座預金残高はヒストリカルに見ても大きなものとなっており、加えて当月は月央に年金定時払いなどの財政等要因で更に残高増となる見込みだが、日銀当座預金への付利金利 0.10% との間の裁定から、コールレート低下の余地は限定的と思われる。

一方、債券レポ GC (トムネ) については、無担保コールレートとは異なりマイナス金利解除後もレート上昇圧力が掛かりにくい展開が続いている。4 月に入り年度末越えの担保確保ニーズは剥落したものの、日銀による大量の国債買入れの「ストック効果」を背景とする債券の現物需要は引き続き底堅いものと思われ、政策変更後の金利水準を模索する展開が続くか。

新発 TDB3 か月物についても相応の担保需要は見込まれることから、マイナス金利政策解除後の上昇余地を模索する展開か。なお、3 月 4 日に財務省が公表した財政資金対民間収支によると、4 月の国庫短期証券 (TDB) の発行見込額は 1 年物の金額レンジが約 2.2~4.2 兆円となっており、中央値の 3.2 兆円はこれまでの 1 回あたりの発行額 (3.5 兆円) を下回っている。一方、6 か月物についてはレンジの中央値は従来通り (約 4.0 兆円) であるが、これに対し昨年 12 月に財務省から公表済である国債の「カレンダーベース市中発行額」では、6 か月物割引短期国債 (TB) の発行予定はゼロへ減額 (年度ベースで▲8.7 兆円) となっており、今後の TDB 発行予定額への影響については留意したい。

日銀による当月の国債買入オペ予定については、オファー回数は前月と同様であるが、1 年以内を除くすべての年限ゾーンで 1 回あたりオファー金額のレンジ上限が引下げられた (1

年超3年以下：6,500億円→4,500億円、3年超5年以下：7,500億円→5,000億円、5年超10年以下：9,000億円→5,500億円、10年超25年以下：5,000億円→2,000億円、25年超：3,500億円→1,000億円)。

CP市場は、調達環境を見極める展開が続きながらも期明けの発行ニーズもあり、事業法人を中心に発行再開の本格化が見込まれる。発行レートについては目線感の落ち着きどころを探る展開が予想される。なお、4月のCP等買入オペは、10日・24日にそれぞれ4,000億円のオファーが予定されているが、5月については、決定会合の内容を受け、1回あたりのオファー額が3,000億円に引き下げられている。

### 3. 海外経済情勢

#### (金融政策)

米FOMC(連邦公開市場委員会)は19・20日の定例会合で金融政策を据え置いた(フェデラルファンド(FF)金利の誘導目標レンジは5.25~5.50%)。会合後に公表されたFOMCメンバー全体の金利予想分布図(ドットチャート)では、2024年末のFF金利の予想中央値が4.625%(=年内に75bpの利下げがあることを示唆するもの)と、昨年12月会合時点での予想中央値と同水準となった。

会合後の記者会見でパウエル議長は、「我々は、政策金利がこの引き締めサイクルのピークに達している可能性が高く、経済が予想通りに幅広く進展すれば、今年のある時点で政策引締めを縮小し始めるのが適切であろうと考えている("We believe that our policy rate is likely at its peak for this tightening cycle and that, if the economy evolves broadly as expected, it will likely be appropriate to begin dialing back policy restraint at some point this year.")と述べた。

#### (経済・景況判断)

米国では2月のISM製造業景況感指数が47.8(前月比▲1.3ポイント)と前月から低下した。景況判断の分かれ目となる50を下回るのは16か月連続。2月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は27.5万人の増加(1月は22.9万人の増加。なお、1月に加え12月も前月発表時から下方修正されている)、(2)失業率は3.9%(1月は3.7%)、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.1%の増加(前年同月比では4.3%の増加)となった。2月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比3.2%の上昇(前月は3.1%の上昇)、除く食品・エネルギーでは3.8%の上昇(前月は3.9%の上昇)となった。

2月のユーロ圏製造業購買担当者指数(PMI)改定値は46.5(前月比▲0.1ポイント)と前月から微減となった。2月の中国の財新/S&Pグローバル製造業PMIは50.9(前月比+0.1ポイント)とこちらは微増となった。

#### 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	国債入札等	米国等
4月1日	日銀短観（3月調査、概要および要旨）		ISM 製造業景況感指数（3月）、ユーロ圏祝日（イースター）
2日	日銀短観（3月調査、調査全容）	10年利付国債	製造業新規受注（2月）
3日		国庫短期証券（3か月）、交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	ADP 雇用統計（3月）、ISM サービス業景況感指数（3月）
4日	日銀支店長会議における報告（さくらレポート）	30年利付国債	
5日	景気動向指数（2月速報）	国庫短期証券（3か月）、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（3月）
8日	景気ウォッチャー調査（3月）		
9日		国庫短期証券（6か月）、5年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	
10日			消費者物価指数（3月）、FOMC 議事要旨（3月19・20日開催分）
11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）	生産者物価指数（3月）、 <b>ECB 金融政策理事会</b>
12日	鉱工業生産指数（2月速報）	国庫短期証券（3か月）	
15日	機械受注（2月）		小売売上高（3月）
16日		流動性供給入札（5～15.5年）	
17日			
18日		国庫短期証券（1年）、流動性供給入札（15.5～39年）	中古住宅販売件数（3月）
19日	全国消費者物価指数（3月）	国庫短期証券（3か月）	
22日			
23日		2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）	新築住宅販売件数（3月）
24日			耐久財受注（3月）
25日	景気動向指数（2月改定）		GDP（1-3月期速報）
26日	東京都都区消費者物価指数（4月中旬速報値）、 <b>金融政策決定会合（25日～）</b>		PCE デフレーター（3月）
29日		祝日（昭和の日）	
30日	労働力調査（3月）、鉱工業生産指数（3月速報）		
5月1日			ADP 雇用統計（4月）、ISM 製造業景況感指数（4月）、 <b>FOMC（4月30日～）</b> 、ユーロ圏祝日（レーバーデー）

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