



次回会合に向けた日銀当局者からの情報発信に注目

1. 国内経済情勢

（経済・景況判断）

11日に発表された10-12月期の実質GDP成長率（2次速報値）は、前期比0.6%（年率換算2.2%）と、1次速報値（それぞれ0.7%、2.8%）から下方改定となった。またGDPデフレーターの前年同期比は2.9%と、こちらも1次速報値（2.8%）から下方改定となった。内閣府推計によるこの2次速報後のGDPギャップ推計値は+0.2%となった。この推計値がプラスの値となるのは2023年4-6月期以来。（なお、日銀による推計結果は4月3日に公表予定。）

政府は、19日に発表した月例経済報告において、国内景気の基調判断を「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。」とし、8か月連続で表現を据え置いた。個別項目では企業収益の判断を前月から上方修正した。（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、3月調査）において、全産業・全規模合計の業況判断DIは15となり、前回12月調査（同15）から横ばいとなった。また今回調査の同「先行き」は10となっている。）

21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3.0%の上昇（1月は3.2%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を35か月連続で上回った。なお「除く生鮮食品・エネルギー」では2.6%の上昇（1月は2.5%の上昇）であった。その後28日に発表された3月の東京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（2月は2.2%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では2.2%の上昇（2月は1.9%の上昇）となった。なお、来月公表予定の4月の東京都区部消費者物価指数だが、昨年4月に高校授業料無償化の影響で指数の上昇幅が抑えられた要因が剥落することで、前年同月比の上昇率は上振れするものと思われる。

日銀は18・19日に開催された定例会合において、金融政策を据え置いた（政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標は0.50%程度。なお採決は全員一致）。会合後に公表された声明文における景気に関する判断では、国内景気の現状について「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」、また物価面の現状についても「…消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、…足もとは3%台前半となっている。予想物価上昇率は緩やかに上昇している。」とし、前回1月会合時のいわゆる「展望レポート」から共に表現を概ね据え置いた。（なお次項も参照。）

2. 短期金融市場の動向

（3月の短期金融市場動向等）

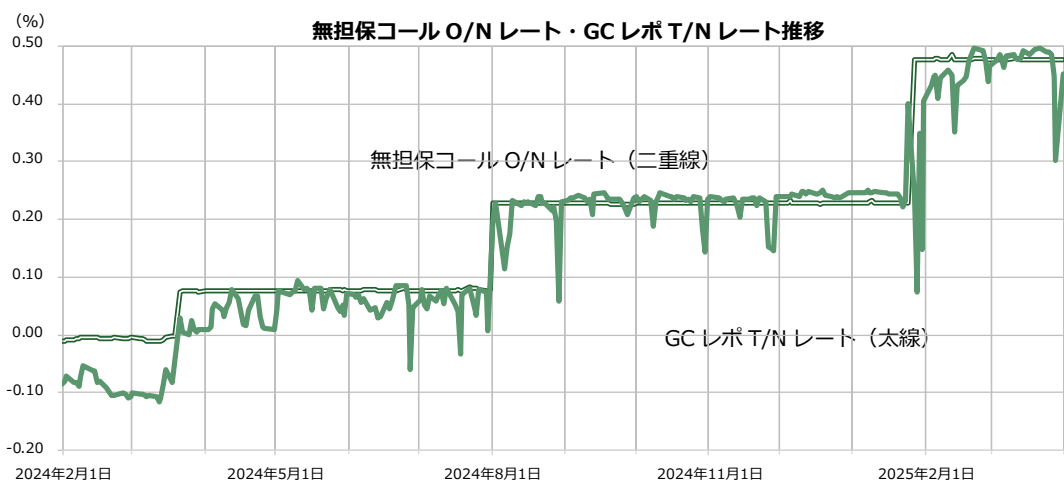
無担保コールオーバーナイト物加重平均金利は、補完当座預金制度の適用金利との裁定による資金調達サイドの動きにより、月を通して概ね0.476~0.479%のレンジで推移した。債券レポGCレート（東京レポレートトムネベース）については、月を通してオフアー（資金調達）サイドの積極的な動きが見られたことにより、27日までは概ね0.47~0.50%のレンジで推移した。28日は月末・年度末跨ぎとなることから債券の貸し手が取引を控えたことで現物の需給がタイトとなったことに加え、キャッシュ潰しのニーズも散見されたことで0.301%に低下した。翌31日は年度末要因が剥落したことで0.452%に戻り越月となった。

新発TDB3か月物については、月初回の発行となる7日の入札（第1292回債）は募入最高利回り（以下、同じ）で0.3532%となり、2月の流れを引き継ぎ、前回入札（2月28日入札、第1290回債、0.3432%）比で金利上昇となった。しかしその後は年度末越えの担保需要や債券市場が調整色を強めたことでの短期債への現物需要等を背景に、14日入札の1293回債が0.3131%、21日入札の1295回債が0.2990%と金利低下となった。31日発行となる28日入札の1296回債については、平均落札利回りこそ0.2934%（前回債

対比+0.0036%) とほぼ横ばいだったものの、発行日が 3 月末、償還日が 6 月末という「使いづらさ」や期末で必要額のみを確保したいという応札姿勢からか、募入最高利回りは 0.3472% (同+0.0482%) となり、テールが約 5.4bp と大幅に流れ、応札倍率も 2.37 倍と 1 月 7 日入札の 1278 回債 (2.35 倍) 以来の低い倍率となるなど、軟調な結果となった。

CP 発行市場では、発行体による有利子負債圧縮の動きから、3 月末の発行残高は前月比で約 5 兆 2,100 億円減少し、約 20 兆円となった。一方、前年同月比では約 2,600 億円の増額となった。発行レートは期間や銘柄によりばらつきは見られたものの、0.50%台前半～0.60%台半ばが中心であった。

日銀当座預金残高は、財政融資資金の回収や 2 年債の発行・償還 (償還金額 3.1 兆円に対して発行金額は 2.6 兆円と減額発行ながらも、償還額には日銀保有分が 1.1 兆円含まれており、差引 0.6 兆円の財政揚げ要因) 等により前月末比約 4 兆円減少の約 528 兆円でスタートした。以降は税・保険揚げ (4 日)、10 年債・5 年債の発行 (10 年債 : 5 日、5 年債 : 11 日) や貸出増加支援資金供給の貸付総額が約 4.1 兆円減少 (17 日 : 約 6.0 兆円のエンドに対して約 1.9 兆円の応札) したことなどにより、17 日には約 514 兆円に減少したものの、その後は国債の大量償還 (21 日) や年度末の各種財政資金の払いにより、約 530 兆円に増加し越月した。



(4 月の短期金融市場見通し)

3 月 19 日の金融政策決定会合後の総裁会見で植田総裁は、各国の通商政策やそれを受けた海外経済の動向に関する質問に対し「不確定なところは非常に大きい」とした上で、「インフレ・経済見通しにどのような影響を及ぼすかということを精査して、政策を決めていく」と述べた。一方、同会見では、「4 月の初めにはある程度のところが出てくるかもしれない」との発言もあったことや、春闘の第一次集計結果について「見通しの中の強めのところ」としたこと、食料品価格の上昇については「家計のマインドや予想物価上昇率の変化を介して基調的な物価上昇率に二次的な影響を及ぼし得る点は認識しておく必要がある」とした。その後の「主な意見」では物価について上振れを意識する声などが目立っていたほか、CPI や短観での企業の物価見通しなども強めの結果となるなど、こうした流れに概ね沿うものであったが、一方で、足許の海外の通商政策の動向は不確実性をさらに高めていることから内外株価の下落などの動きもみられた。こうしたことから、5 月政策変更の可能性を占う意味で今後の日銀当局者による情報発信には引き続き注視したい。また、本会合後には「展望レポート」も公表予定であり、新たに公表される 27 年度の経済物価の見通しなども確認したい。

無担保コールオーバーナイト物金利は、引き続き補完当座預金制度の適用金利との裁定による資金調達サイドの動きにより、0.40%台後半での推移を予想する。

債券レポ GC (トムネ) については、年度末要因の剥落により本日 4 月 1 日の東京レポレート (トムネベース) は 0.481% とそれまでのレンジに戻ってきており、引き続きオフアースの積極的な動きからこちらも補完当座預金制度の適用金利を下回る 0.40%台後半

での推移を予想する。

新発 TDB3 か月物については、3 月中旬の入札結果により現物需給が引き続きタイトであることが確認されたことから、金利が上昇しにくい展開が続くことが予想される一方で、前述の通り債券レポ GC 金利が 0.40%台後半のレンジに戻ってきたことや、決定会合が近づくにつれての利上げの織り込みの変化には留意したい。

なお、当月の国債買入オペでは、25 年超を除くすべての年限で 1 回あたりオファー金額が 3 月の実績から減額（1 年以下：1,500 億円→1,000 億円、1 年超 3 年以下：3,000 億円→2,750 億円、3 年超 5 年以下：3,000 億円→2,750 億円、5 年超 10 年以下：3,250 億円→3,000 億円、10 年超 25 年以下：1,500 億円→1,350 億円）され、月間オファー金額合計では約 4,000 億円の減額となることが日銀から公表されている。

CP 市場は、年度末要因の剥落から、事業法人を中心とする発行再開による残高増が見込まれる。発行レートについては基本的に前月と横ばいの水準を予想するが、5 月決定会合における利上げの思惑次第では、会合が近づくに連れ発行レートや期間への影響が出る可能性もあるか。

3. 海外経済情勢

(金融政策)

米 FOMC（連邦公開市場委員会）は 3 月 18・19 日の定例会合で、FF（フェデラルファンド）金利の誘導目標レンジを据え置いた（フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標レンジは 4.25～4.50%）。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、2025 年末の FF 金利の予想中央値は 3.875%と 12 月会合時点と同水準となった。

会合後の記者会見でパウエル FRB 議長は、「将来を展望すると、新政権は貿易、移民、財政政策、規制の 4 つの分野で重要な政策変更を実施中である。経済や金融政策の行方を左右するのは、これらの政策変更のネット効果である。これらの分野の一部、特に通商政策では最近の進展が見られるものの、その変更と経済見通しへの影響をめぐる不確実性は高い。("Looking ahead, the new Administration is in the process of implementing significant policy changes in four distinct areas: trade, immigration, fiscal policy, and regulation. It is the net effect of these policy changes that will matter for the economy and for the path of monetary policy. While there have been recent developments in some of these areas, especially trade policy, uncertainty around the changes and their effects on the economic outlook is high.") として、「我々は政策スタンスの調整を急ぐ必要はなく、(事態が) より明確になるのを待つことができる。

("We do not need to be in a hurry to adjust our policy stance, and we are well positioned to wait for greater clarity.")」、また「こうした個々の予想には常に不確実性がつきまとうが、先に述べたように、今日の不確実性は異常に高まっている。("While these individual forecasts are always subject to uncertainty, as I noted, uncertainty today is unusually elevated.")」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 50.3（前月比▲0.6 ポイント）となった。景気判断の分かれ目となる 50 を上回るのは 2 か月連続。2 月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は 15.1 万人の増加（1 月は 12.5 万人の増加（先月公表の 14.3 万人から下方修正））、(2)失業率は 4.1%（1 月は 4.0%）、(3)時間当たり平均賃金は前月比 0.3%の上昇、前年同月比では 4.0%の上昇となった。2 月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比 2.8%の上昇（1 月は 3.0%の上昇）、除く食品・エネルギーでは同 3.1%の上昇（1 月は 3.3%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 47.6（前月比+1.0 ポイント）となり、景気判断の分かれ目となる 50 を依然として下回ってはいるものの、2023 年 2 月（48.5）以来 2 年ぶりの高い水準となった。2 月の中国の財新/S&P グローバル製造業 PMI は 50.8（前月比+0.7 ポイント）であった。

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		米国等
		国債入札等	
4月1日	労働力調査（2月）、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）
2日	日銀短観（3月調査、調査全容）		ADP 雇用統計（3月）、製造業新規受注（2月）
3日		10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）	ISM サービス業景況感指数（3月）、ECB 金融政策理事会議事要旨（3月5・6日会合分）
4日		国庫短期証券（3か月）	雇用統計（3月）、中国祝日（清明節）
7日	景気動向指数（2月速報）、日銀支店長会議における報告（さくらレポート）		
8日	景気ウォッチャー調査（3月）	30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）	
9日	植田日銀総裁講演（信託大会）	国庫短期証券（6か月）	FOMC 議事要旨（3月18・19日会合分）
10日		5年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	消費者物価指数（3月）
11日		国庫短期証券（3か月）	生産者物価指数（3月）
14日	鉱工業生産指数（2月確報）		
15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）	
16日	機械受注（2月）		小売売上高（3月）
17日	中川日銀審議委員講演（群馬）	国庫短期証券（1年）、流動性供給入札（5～15.5年）	ECB 金融政策理事会（16日～）
18日	全国消費者物価指数（3月）	国庫短期証券（3か月）	ユーロ圏祝日（聖金曜日）
21日			ユーロ圏祝日（復活祭月曜日）
22日		流動性供給入札（15.5～39年）	
23日			新築住宅販売件数（3月）、ページブック（地区連銀経済報告、5月6・7日会合分）
24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）	耐久財受注（3月）、中古住宅販売件数（3月）
25日	東京都都区消費者物価指数（4月中旬速報値）	国庫短期証券（3か月）	
28日			
29日	祝日（昭和の日）		
30日	鉱工業生産指数（3月速報）		ADP 雇用統計（4月）、GDP（1-3月期速報）、PCE デフレーター（3月）
5月1日	金融政策決定会合（4月30日～）		ISM 製造業景況感指数（4月）、ユーロ圏祝日（メーデー）

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