



1. 国内経済情勢

(金融政策)

日本銀行は3月15日の金融政策決定会合で、「マイナス金利付き量的緩和・質的金融緩和」の政策方針現状維持を7対2の賛成多数で決定した。金融機関が日銀に預ける当座預金の一部に課す金利はマイナス0.1%で据え置き、マネタリーベースも年80兆円増の維持を決めた。

(経済・景況判断)

1月の景気動向指数(GI)一致指数(改定値)は、前月と比較して2.5ポイント上昇し113.5となった。政府は3月の月例経済報告で、国内景気の基調判断を「このところ弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている」に引き下げた。下方修正は5カ月ぶり。海外経済減速や金融市場混乱を背景に、個人消費や企業活動に弱さがでてきたことが背景。

2月の消費者物価指数(除く食品及びエネルギー)は前年同月比0.8%上昇した。

2. 短期金融市場の動向

(3月の短期金融市場動向等)

3月はマイナス金利が導入されて1か月目であったが、市場参加者が短期金融市場の行動原理を見定め切れておらず、総じて取引量は低調であった。月初から15日までの積期間は、無担保コールオーバーナイトレートは概ね▲0.01~0%程度、債券レポGC TNレートは▲0.05%~0%と前月とほぼ同水準のレンジで推移した。16日の新しい積期間に入ってから、無担保コールオーバーナイトレートの金利水準こそあまり変化しなかったが、積みの当初は取引を手控える動きが強まる傾向が観察され、無担保コール市場の取引は前積期間よりも減少した。債券レポGCレートは、22日の国債大量発行・償還日にスタートする取引でレート変動が大きくなり、TN・SNレートが▲0.10%近辺まで低下する場面が見られた。また、日本銀行が22日スタートで国債買現先オペを実施したことは驚きをもって受け取られた。その後、債券レポGC・TN・SNレートは▲0.10%をターゲットに取引された。オープン市場では、CPの発行レートがa-1格の銘柄で0.001%を割れる水準となっていたが、証券保管振替機構がマイナス金利発行に対してシステム対応を実施、月末にはマイナス金利での発行も見られた。TB3Mについては、▲0.15%~▲0.08%のレンジとなっている。

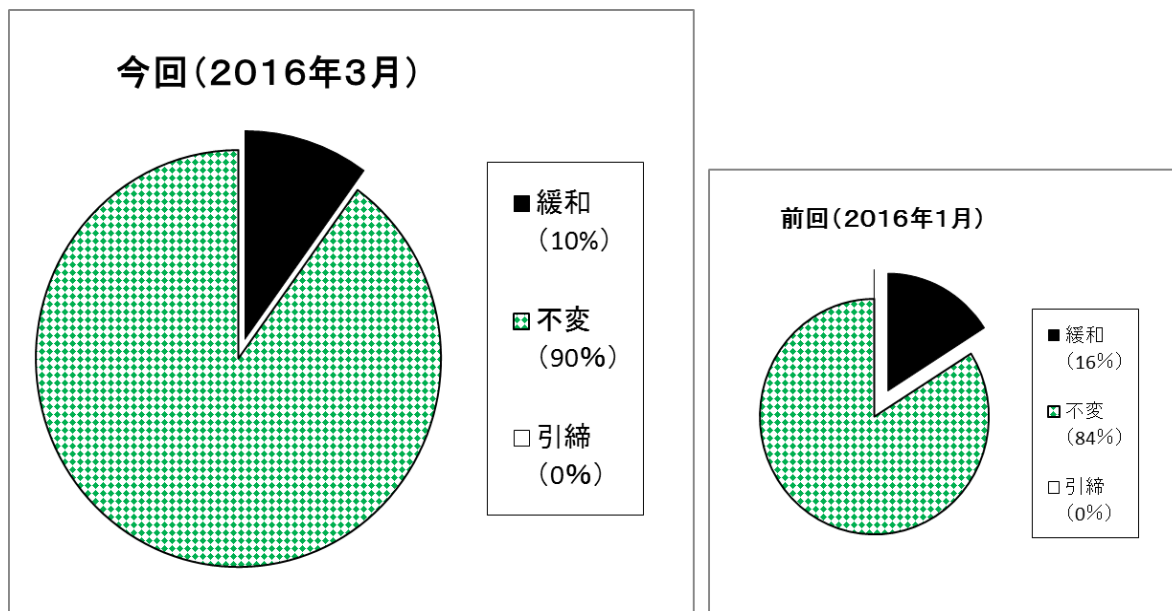
(4月の短期金融市場動向)

無担保コールオーバーナイトレートや債券レポGCレートは、積みの進捗を睨みながら、最終日に向けて徐々にマイナス金利幅を深めていくパターンが出来つつある。4月8日に日銀当座預金へのマクロ加算残高が発表される予定だが、この動向によって、無担保コールオーバーナイトレート、債券レポGCレートが決まってくるだろう。その際、コール市場の取引高が減少しており、債券レポGCレートがより敏感に変動すると予想される。総じて、短期金融市場レートはマイナス金利幅を深める傾向にあるが、特に0%近辺に集約していた無担保コールオーバーナイトレートはマイナス幅を深めると予想する向きが多い。発行レートについては、マイナス金利での発行があったことは事実だが、購入する投資家が限られており、しばらくはマイナス金利での発行はそれほど増加しないと予想する。

(3月の上田八木・金融政策サーベイ)

3月の金融政策決定会合では、マイナス金利幅を拡大させたり、日銀が購入する資産の量を拡大させたり、買い入れる資産の質を変更するような金融緩和策は取られなかった。3月

11日に公表した第2回上田八木・金融政策サーベイの「Q1. 日本銀行の次回の政策決定会合（3月14～15日）における決定について」の回答では、回答者全体の90%が「不変」を予想する一方、10%が「緩和」とみており、「引締め」を予想する先はなかった。上田八木・金融政策インデックス（「引締め」－「緩和」構成比%）は、▲10と、前回対比6%ポイントの上昇となった。前回（1月調査）との比較では、「緩和」とみる先が減少した一方、「不変」が増加した。概ね市場予想と実際の金融政策は一致したこととなる。次回は4月21（木）～25日（月）調査、26日（火）14：00発表を予定している。



3. 海外経済情勢

（金融政策）

欧州中央銀行（ECB）は3月10日、3つの政策金利引き下げと量的緩和（QE）の拡大を決定した。中銀預金金利を0.1ポイント引き下げマイナス0.4%とした。リファイナンスオペの最低金利を0.0%と従来の0.5%から引き下げ、限界貸出金利も0.25%（従来0.3%）に引き下げた。量的緩和に関しては、月間購入額を600億ユーロから800億ユーロに増額し、買入れ対象に高格付けユーロ建社債を加えることも決定した。

一方、米連邦準備制度理事会（FRB）は3月15日、16日に開催したFOMCで、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標レンジの据え置き（0.25～0.5%）を決定した。また、世界経済の弱い成長や金融市場の混乱を理由に、年内の利上げ見通しを下方修正した。

（経済・景況判断）

米国では、2月のISM製造業景況感指数が49.5と前月から1.3ポイント上昇した。節目の50を5カ月連続で割り込んだものの、2カ月連続の上昇を示し製造業に底入れの兆しが出てきた。2月の非農業部門雇用者数は前月比24万2千人増となり、市場予想を大きく上回る結果となった。失業率は4.9%と前月から横ばい、時間当たり賃金は前月比で0.1%減少した。

3月のユーロ圏製造業景気指数（PMI）速報値は51.4と、前月から0.2ポイント上昇した。2月の中国製造業景気指数（PMI）は49.0と前月から0.4ポイント低下し、2011年11月以来の低水準となった。景気判断の節目となる50を7カ月連続で割り込んだ。

4. 海外市場動向

米国債利回りは横ばい。リスク回避からの安全資産買いは月後半にかけ薄まり、金利水準は緩やかに上昇する結果となった。

海外株式は上昇。先進国、エマージング株式共に総じて堅調。月間の回復は5%超となり、昨年10月以来の月間上昇率となった。恐怖指数（株価ボラティリティ）は低位安定。

為替円相場はもみあい。中旬には110円台まで円買いが進んだが、その後は買いが続かず緩やかにドルが買い戻される展開。

5. 今月の注目点

『FRB 式対話術』

米連邦準備制度理事会（FRB）は3月15日、16日に開催したFOMCで、金融政策据え置きを決定したが、その後複数の地方連銀総裁は「経済指標次第では次回会合（4月26日、27日）で追加利上げを議論する」、と発言した。内容は足並みが揃う。

過去頻繁に繰り返されたFRB式市場対話術は、先ず投票権持たない地方連銀総裁が市場にメッセージを発し、次に投票権持つ要人が同様の主旨を繰り返す。発言機会は異なるが連携プレーで市場の反応を確かめる意図がある。今回も投票権持つブラード・セントルイス連銀総裁が一連の最後を占めた（3月23日）。

FRBの真意が市場の反応を見極めつつ追加利上げのタイミングを計っているのであれば、4月は米国追加利上げの思惑が再び台頭する可能性がある。日本および欧州で未曾有の金融緩和が進むなか、「2極化した金融政策」は2016年相場テーマの一つ。昨年秋、潤沢な資金流動性に支えられた相場は一旦の終焉をみた。今回、市場が2極化した金融政策をいかに受け容れるのか、今後の相場展開を見極める上で重要な試金石となる。

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

大阪本社 〒541-0043 大阪市中央区高麗橋2丁目4番2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

加入協会 日本証券業協会