



上田八木マーケットレポート（2020年4月）

～材料山積だがレポ市場におけるモノ（国債）の需給動向がカギか？

2020年4月1日

上田八木短資株式会社

1. 国内経済情勢

（経済・景況判断）

日銀は3月18、19日に予定していた金融政策決定会合を（現地15日にあった米FOMCによる緊急利下げ（後述）も受け）16日に前倒しして開催し、新型コロナウイルス感染症の拡大などの影響を踏まえ、①国債買入れやドルオペを含む一層潤沢な資金供給の実施、②新たな企業金融支援特別オペの導入とCP・社債等の買入の増額、③ETF・REITの買入の増額、を骨子とする追加金融緩和策を決定した。声明文では景気認識として「このところ弱い動きとなっている」とし、1月会合での「緩やかに回復している」から下方修正した。

政府は26日発表の月例経済報告で、国内景気の基調判断を「新型コロナウイルスの影響により、足下で大幅に下押しされており、厳しい状況にある」とし、日銀と同様、これまでの「緩やかに回復している」の表現から下方修正した。一方24日に発表された1月の景気動向指数（CI一致指数）（改定値）は95.2（前月比+0.8ポイント）と上昇したが、基調判断は「悪化を示している」で据え置かれた。

2月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は前年同月比で0.6%の上昇（前月は0.8%の上昇）となった。

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ON加重平均レートは前月末までの調達先行の流れを引き継ぎ▲0.02%台でスタートしたが、月央にかけて徐々に放出圧力が強まる流れとなり、新積み期入り後には▲0.068%まで低下。しかしその後は23日の国債大量償還で日銀当座預金残高が大幅増加したにもかかわらず、米ドル資金供給用担保国債供給オペ（売現先）への大量の応札が連日続いたこと等から月末にかけて調達圧力が高まる地合に転じ、加重平均も▲0.017%まで上昇。31日は年度末要因から取引が控えられ▲0.07%で越月した。なお日銀は市場での「不安定な動き」を受け2日に「総裁談話」を発し、2016年3月以来となる国債買現先オペによる資金供給を実施。この日はオファー5,000億円に対し応札5,710億円と案分にかかったが、翌3日の同オペはオファー5,000億円に対し札割れ（1,500億円）、13日にも再度オファーされたが応札は5億円に留まった。13日には「年度末に向けた金融市場調節面での対応について」として、①共通担保オペや国債買現先を通じた潤沢な資金供給と必要に応じた国債買入の実施、②国債補完供給のオファー銘柄の拡大と必要に応じた国債売現先オペの実施によるレポ市場の安定確保、の方針を公表した。また16日の決定会合で導入された「新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペ」が24日に実施され、約3.4兆円の資金（期間3か月）が供給されている。無担保コール残高は月末を除き概ね10兆円を上回る水準で推移、6日には13.66兆円と約11年半ぶりの水準まで増加。一方で有担保コール残高は担保の逼迫から減少、月末には年度末要因もあり6,685億円と、日次統計が入手可能な2001年以降で最低水準となった。

債券GCLレポTNレート（東京レポレートベース）は月初▲0.068%でスタートしたが、その後は債券需給の逼迫からレート低下し、24日には過去最低となる▲0.88%を付けた。しかしその後はコールレートの上昇もありレポで資金調達する動きからレート上昇に転じ、年度末越えとなる30日には一旦▲0.575%まで低下したものの、月末には▲0.243%まで戻し越月となった。なお債券需給の逼迫を受け日銀は23～27日の連日に渡り国債売現先をオファー（年度末残高4兆円）。またこれとは別に米ドル資金供給用担保国債供給のための売現先が17日以降オファー（同18.9兆円）されている。一方国債補完供給オペに適用される上限期間利回りは24日に▲0.85%まで低下し、同日の応札額（午前・午後の合計）は2.2兆円を記録したほか、25日以降は平均落札レートが全取レートから乖離する結果が観測されている。

新発TDB3か月物は荒れの展開。3日の米FRBによる緊急利下げにより国内でも早期の金融緩和が期待される中、6日入札の892回債は平均落札レート▲0.2697%と前回債から13bp以上低下するも、18日入札の896回債では平均落札レートこそ▲0.2897%だったがテールが過去最高の8.73bpを記録。27日入札の897回債は6/29償還が嫌気されたためか応札倍率（2.11倍）は過去最低、また平均落札レート▲0.1884%に対し案分レート▲0.1022%と再び大幅にテールが流れる結果となった。

CP市場では手元流動性を確保する動きから発行残高は増加し、週次統計ベースで19日には24.8兆円と過去最高を記録、年度末にかけての残高圧縮も例年比では限定的となった見込み。発行レートは上昇傾向となる中、26日オファーのCP買入オペは前回（18日）オペオファー金額（5,000億円）からの増額が期待されたが、オファー額が5,500億円に留まったこともあり、案分レートは0.003%とマイナス金利政策導入後初めてプラスとなり売却圧力の強さをうかがわせた。

（4月の短期金融市場見通し）

新型コロナウイルスの影響による市場の不安定な動きは収束したとは言い難く、（臨時会合も含めた）金融政策の動向や日銀による日々の金融調節には引き続き注意を払いたい。3月後半にかけて米ドル資金供給オペの応札額が膨らんだことに併せて、担保用国債供給オペ（売現先）によって国債の供給がされた引き換えに資金吸収が示現しており、コールには引き続き金利上昇圧力がかかりやすいか。一方で債券需給の引き締めも依然意識されており、コールとレポのデカップリングにも注意したい。新発TDBについては目線を定めにくいものの、直近の入札での金利上昇は償還日要因による特殊性もあり、新年度入り以降は担保ニーズを背景に徐々に落ち着きを取り戻すものと予想。CPについては新年度入り後の残高回復も含めた発行増に注目。発行レートについては引き続き上昇圧力がかかりやすい地合いが継続すると思われるが、日銀による買入オペが上値を抑えると考えられる。

3. 海外経済情勢

(金融政策)

新型コロナウイルスの拡大による経済への悪影響と不安定な金融市場を踏まえ、米FRBとNY連銀は矢継ぎ早に各種政策を打ち出した。まず現地3日朝に行われた緊急のG7財務相・中央銀行総裁会議の直後にFRBはFOMCを臨時開催し、FF金利誘導目標レンジの50bp引き下げを決定。その後現地15日(日)の夕方に再びFOMCを臨時開催(当初17・18日予定のものを前倒し)し、100bpの大幅利下げと国債やモーゲージ債の買入による量的緩和を決定したほか、日銀・ECB他主要中銀との間で米ドルスワップ取極を通じた流動性供給の拡充(適用金利の25bp引き下げと期間3か月物の追加)を決定。更に23日にもFOMCを臨時開催し、国債・モーゲージ債の買入量を当面无制限とすることを決定した。FRBはこれ以外も、窓口借入(Discount Window Borrowing)の適用金利引き下げを含む運営の弾力化・準備預金率をゼロ%へ引き下げ・資本及び流動性バッファ運営の弾力化・資金供給のための各種ファシリティ(CP(CPFF)、プライマリーディーラー(PDFF)、MMF(MMLF)、社債(PMCCF/SMCCF)、ABS(FALF)(カッコ内はファシリティ略称))等の創設・米ドルスワップ取極の対象となる中銀の臨時追加/海外中銀等との間でのレポファシリティの臨時創設、等の施策の導入を決めた。またこの間、NY連銀はレポを通じたドル資金供給を期間と金額の両面で大幅に拡充している。

(経済・景況判断)

米国では2月のISM製造業景況感指数が50.1(前月比▲0.8ポイント)となった。2月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は27.3万人増加、(2)失業率は3.5%(前月比▲0.1ポイント)、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.3%増加(前年同月比3.0%増加)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49.2(前月比+1.3ポイント)となった。2月の中国の財新/マクロイット製造業PMIは40.3(前月比▲10.8ポイント)となり、2004年4月の調査開始以来最も低い水準を記録している。

4. 主要経済指標カレンダー

	日本	米国等
		国債入札等
4月1日	日銀短観(3月調査)	ISM製造業景況感指数(3月)、ADP雇用統計(3月)
2日		10年利付国債、交付税及び贈与税配布金特別会計一時借入金(6ヶ月)
3日		製造業新規受注(2月)
6日		ISM非製造業景況感指数(3月)、雇用統計(3月)
7日	景気動向指数(2月速報)	30年利付国債
8日	機械受注(2月)	交付税及び贈与税配布金特別会計一時借入金(6ヶ月)
9日		国庫短期証券(3ヶ月)
10日		国庫短期証券(6ヶ月)、5年利付国債
13日		生産者物価指数(3月)
14日		国庫短期証券(3ヶ月)、エネルギー対策特別会計借入金(12ヶ月)
15日		消費者物価指数(3月)
16日		流動性供給入札(15.5~39年)
17日	鉱工業生産指数(2月確報)	国庫短期証券(1年)、流動性供給入札(5~15.5年)、交付税及び贈与税配布金特別会計一時借入金(6ヶ月)
20日		国庫短期証券(3ヶ月)
21日		20年利付国債
22日		中古住宅販売件数(3月)
23日	景気動向指数(2月改定)	交付税及び贈与税配布金特別会計一時借入金(6ヶ月)
24日	全国消費者物価指数(3月)	2年利付国債
27日		新築住宅販売件数(3月)
28日	労働力調査(3月)、金融政策決定会合(27日~)	国庫短期証券(3ヶ月)、交付税及び贈与税配布金特別会計一時借入金(6ヶ月)
29日		耐久財受注(3月)
30日	鉱工業生産指数(3月速報)	GDP(1-3月期速報)、FOMC(28日~) PCEデフレーター(3月)、ECB理事会

※米国経済指標の発表日付は現地日付です。

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 大阪府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