



Weekly Market Report

Feb 19, 2024

FX, JPY Interest Rate, Topics

1. 為替相場概況

堅調な米経済指標の発表によりドル高円安が進行。今週は複数のFRB高官の発言に注目

USD/JPY (1週間の値動き)



コメント

先週の為替市場は150円台までドル高円安が進行。週初は、市場予想を上回る堅調な米1月消費者物価指数（CPI）の発表を受け、ドル円は一時150円88銭と昨年11月中旬以来の水準を付けた。その後、週央にかけて日銀の為替介入への警戒感や米1月小売上高が市場予想を下回ったことでドル円は下落が続いたものの、週末発表の米1月生産者物価指数（PPI）が市場予想を上回ったことで米連邦準備理事会（FRB）の早期利下げ観測が後退。ドル円は再び150円台まで上昇して引けた。市場参加者の中では、先週発表された一連の堅調な米経済指標の発表を受け、FRBが24年後半まで政策金利を据え置くとの見方も出てきており、今週予定されている複数のFRB高官の発言には注目。（市場営業部/平田）

今週の経済指標（予定）

日付	イベント	予想
2/19(月)	(米国) プレジデントデーの祝日	—
2/21(水)	(米国) ボウマンFRB理事発言	—
2/21(水)	(米国) FOMC議事要旨	—
2/22(木)	(米国) 新規失業保険申請件数	218 k
2/22(木)	(米国) ウォラーFRB理事発言	—

USD/JPY (5年間)



今週のレンジ予想 (USD/JPY)

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
一色梓	149.00 – 151.00	米利下げ時期が後ずれするとの見方が強くなっていることからドル高が継続しそう。ただし、為替介入には注意が必要。
下出康平	148.80 – 151.20	21日に公表されるFOMC議事録にて利下げ開始時期を見極めたいとの見方から、150円を中心とした小動きを予想。

2. 円金利相場概況

日銀の金融政策正常化への期待から円金利の低下余地は限定的か

10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）



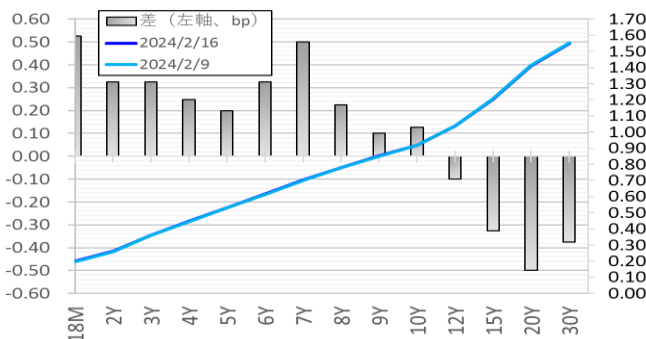
コメント

(出所) Bloomberg

先週の10年国債金利は上を試すも反落。日本の三連休明けとなる2/13は前週末と同水準の0.72%台からの開始となったが、火曜日の米消費者物価指数が総合で前年比+3.1%、コア指数+3.9%と予想を上回る結果となったことで米金利が大幅に上昇し、10年国債金利も0.77%を付ける展開。水曜日には世界で初めての10年GX経済移行債8000億円の入札がイールドダッチ方式で行われ、最高落札金利0.74%、応札倍率は2.9倍と比較的弱めの結果となった。事前に織り込まれていた環境債のプレミアムが高く、入札での購入を敬遠した投資家が多く存在した模様だ。その後、木曜日に日本の10-12月期GDP速報値が市場予想に反してマイナス成長となると10年国債金利は0.72%まで低下したが、0.73%台まで小幅に上昇して越週している。今週も米金利の動向が10年国債金利に大きな影響を与えそうだが、日銀の金融政策正常化への期待から円金利の低下余地は限定的とみられる。(チーフ・マーケット・ストラテジスト/諸我)

金利スワップ変化（1週間）

(%)



10年円金利スワップ推移（5年間）

(%)



(出所) Bloomberg

今週のレンジ予想（10年国債利回り）

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
遠藤風翔	0.70% - 0.78%	今週は国内の材料が乏しく、円金利は値動きの小さい展開を予想。FOMC議事録や20年債入札の結果には注目したい。
小野口裕美子	0.70% - 0.76%	国内は3月の日銀会合前までは海外金利に振られる展開が続きそう。20日のFOMC議事要旨の内容次第で上下可能性も。

3. 今週のトピックス 円金利アップデート

マイナス金利解除が近づく中での3月・日銀政策決定会合へ向け、2月CPI、春闘の結果にも注目

◆1月日銀政策決定会合の主な意見

1月の日銀政策決定会合の「主な意見」では、金融政策の正常化に前向きな姿勢が示された。金融政策運営につき、前回12月に「賃金と物価の好循環を確認し、目標の実現が見通せる状況に至れば、マイナス金利を含む大規模金融緩和策の継続の是非を検討していくことになる」との文言が追加され、今回は更に「マイナス金利解除を含めた政策修正の要件は満たされつつある」との意見も挙げた。また、その他の政策については、「オーバーシュート型コミットメントの検討も必要」、「ETFとJ-REITの買入れについては2%目標の持続的・安定的な実現が見通せるようになれば、買入れをやめるのが自然」といった内容が示された。【図表1】は現在の金融政策の枠組みとなっているが、本稿では、1か月後に迫った次回の日銀政策決定会合前に、現時点の材料を改めて整理したい。

◆内田日銀副総裁の講演と、物価・賃金の状況

2月8日に内田日銀副総裁が、金融経済懇談会において「マイナス金利解除のタイミングについては決め打ちすることはない」としつつ、政策修正する場合の基本的な考え方について述べた。政策金利について、マイナス金利導入前の状況に戻すと仮定すれば、その解除は「0.1%の利上げになる」とし、解除後の政策金利のパスに関しては、「マイナス金利を解除しても、その後にごんごん利上げをしていくようなパスは考えにくく、緩和的な金融環境を維持していくことになる」とし、一部で囁かれていたような利上げ局面の訪れではなく、マイナス金利政策の終了にとどまることを示唆した。

ここで【図表2】で、消費者物価指数(除く生鮮食品)と賃金(現金給与総額)の推移について確認すると、賃金は今春の春闘の結果が注視されるものの概ね横ばい推移しており、消費者物価指数は1年ほど前にピークアウトしている。そのほか、先週公表された10-12月期のGDPは2四半期連続のマイナス成長で、国内景気は既にテクニカルリセッション入りしていることを鑑みると、マイナス金利解除後にさらに利上げを行っていく必要はなさそうな環境に見え、先の内田副総裁の発言と整合的である。

また、【図表3】は2006～07年にかけての政策金利上昇局面での長期金利の推移である。2007年初のように、寧ろ長期金利と政策金利は逆方向に動いている時期もあり、利上げが有意に長期金利上昇を引き起こすようには見えない。

マイナス金利解除については、先の副総裁発言のように、既に市場にも相当織り込まれた上での変更となるが、長期金利は【図表1】の上限の1%よりも手前の0.7%台で推移している。これらのことから、短期金利誘導目標が0-0.1%に変更された上でも、金利カーブはベアフラットニング気味に推移し、長期金利の上昇幅は限られるのではないかと料する。

◆今後の日銀政策決定会合と重要指標について

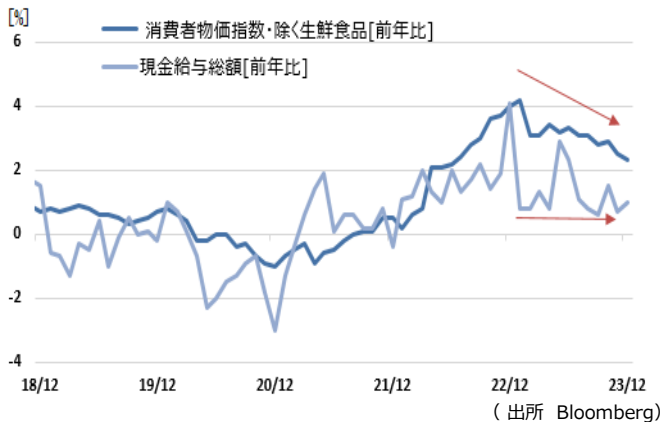
次回の日銀政策決定会合は3月18・19日に開催される。これまでの経済指標は、2月27日の全国1月CPI、3月11日の10-12月実質GDP(確報)、15日の春闘・第一回答集計などに注目したい。また、2月末にサンパウロで開催されるG20財務相・中銀総裁会議での植田総裁の会見にて、何らかの政策への言及があるかも注視したい。(市場営業部 飯野)

【図表1】現在の金融政策の枠組み

金融市場調節方針	
短期金利	▲0.1% (日銀当座預金残高のうち政策金利残高に適用)
長期金利	10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けずに必要な金額の長期国債の買入れを行う。
長期金利操作の運用	長期金利の上限は1.0%を目途とし、上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限において機動的に買入れ規模の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。
ETFおよびJ-REIT	ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に必要に応じて買入れを行う。
CP・社債等の買入れ	CP等は、約2兆円の残高を維持する。社債等は感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準(約3兆円)へと徐々に戻していく。ただし、社債等の買入れ残高の調整は社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。

(出所 日銀HP)

【図表2】コアCPIと賃金の推移



(出所 Bloomberg)

【図表3】過去の政策金利上昇時の長期金利
(緑：政策金利[左軸] 青：10年国債利回り[右軸])



(出所 Bloomberg)

ご留意事項

- ・本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、取引の申し込みでも、取引締結の推奨でもなく、売買若しくは何らかの取引を行うことを助言したり、または勧誘したりするものではありません。
- ・本資料の内容につき、当行はその正確性及び完全性を保証するものではなく、一切の責任を負いません。ご利用に際しては、ご自身のご判断をお願いします。
- ・本資料に基づき、お客さまが投資のご判断をされた結果に基づき生じた損害・損失等については、当行は一切責任を負いません。
- ・本資料は著作物であり、著作権法により保護されております。無断で本資料の全部または一部を複製、送信、転載、譲渡および配布することはできません。
- ・本資料に掲載された各見通しは本資料作成時点での各執筆者の個人的見解に基づいており、それらは必ずしも当行の見解を反映しているとは限らず、また、予告なしに変更される場合があります。



商号：株式会社あおぞら銀行（登録金融機関 関東財務局長（登金）第8号）
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会