

**無担保コールON物金利は引き続き高止まり、レポ金利とのデカップリング継続****1. 国内経済情勢****（経済・景況判断）**

日銀が13日に発表した短観（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13となり、前回9月調査（同10）から改善した。（なお、今回調査の「先行き」は8。）政府は19日発表の月例経済報告で、国内景気の基調判断を「景気は、このところ一部に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。個別項目では業況判断を上方修正したが、消費者物価は「このところ上昇テンポが緩やかになっている」と、前月の「上昇している」から表現を変更した。

22日に発表された11月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比2.5%の上昇（前月は2.9%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を20か月連続で上回ったが、昨年7月（同2.4%）以来の低い伸び率となった。また「除く生鮮食品・エネルギー」では3.8%の上昇（前月は4.0%の上昇）であった。

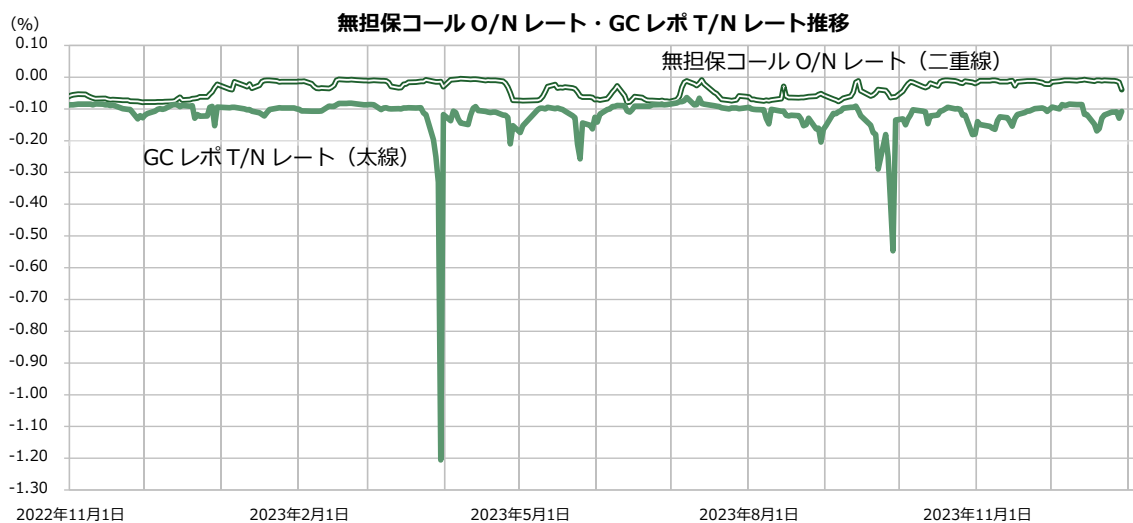
日銀は18・19日に開催された定例会合において、金融政策を据え置いた。会合後の記者会見で、マイナス金利政策解除後の金融政策に関し「短期金融市場の機能に対して、総裁の政策思想は…どういふものなのか」と問われた植田総裁は、「これはマイナス金利を解除するときに短期の政策金利として何を採用するかということ、あるいは当座預金の階層構造をどう変えていくか、維持するか変えていくかということと関連すると思いますが、現時点でまだ決め打ちできる状況ではございませんので、重要な論点とは認識していますが、よく考慮のうえ、適切なところを選んでいきたいと思っております」と述べるに留まった。

2. 短期金融市場の動向**（12月の短期金融市場動向等）**

12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▲0.015%から始まった。その後もビッドサイドの調達意欲が強い展開が続き14日には▲0.008%まで上昇、積み最終日となる15日も▲0.009%での着地となった。新積み期に入り、マクロ加算残高にかかる基準比率は引き下げられた（66.0%→63.5%）ものの、引き続きビッドサイドの調達ニーズは強く、28日までは▲0.01%台での推移となった。年末をまたぐ29日は一部ビッドサイドで調達を控える動きも見られ、前営業日比▲0.023%となる▲0.039%まで低下し越月した。債券レポGCレート（東京レポレートトムネベース）は月初▲0.094%でスタート。月前半は前月までの流れを引き継ぎオフアースサイド（資金調達サイド）のニーズが強い展開が続き、13日まで▲0.100%～▲0.085%のレンジで推移した。14日以降は債券確保ニーズが強まったことにより、レートは19日には▲0.169%まで低下したが、20日に▲0.162%となった後は、▲0.10%台前半での推移となった。年末またぎとなる28日は、朝方こそ▲0.20%台半ばより始まったものの、その後はビッドサイド（資金運用サイド）のニーズの弱まりが見られたことで徐々にレートは上昇し、▲0.129%とレンジ内でのレート推移に留まり、29日は▲0.108%で越月した。新発TDB3か月物は、月初に入札があった1198回債（1日入札）は募入最高利回りで▲0.1507%と前回債（1197回債、11月24日入札、同▲0.2047%）対比で上昇、1200回債（8日入札）も同▲0.1433%という結果が続いたものの、その後は1201回債（15日入札）が同▲0.1619%、1203回債（22日入札）が同▲0.1950%と強い結果が続き、市場の玉確保の姿勢が強かったことがうかがえる展開となった。また、TDB1年物の1201回債（18日入札）は、日銀のマイナス金利解除への警戒感からか、募入最高利回りがゼロ%と2015年3月18日入札（同ゼロ%）以来約8年9か月ぶりの高金利となっている。

CP発行市場では、発行残高は冬季賞与や納税・配当対応の資金ニーズ等により堅調に推移し、15日時点で28兆6,447億円と、週次統計ベースで2023年で最大の残高を付けた。月末残高は四半期末における有利子負債圧縮のため、24兆5,500億円と前月末比▲2兆

8,800 億円程度の減少となったが、前年同月比では▲4,500 億円の減少に留まった。発行レートについては、期間の短い銘柄はゼロ～小幅プラス金利が中心であったが、3月末を越える銘柄では前月の水準を上回る約定も一部で見受けられた。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 7 日については、11 月下旬のオペ（0.000%）より若干の上昇となる+0.001%であったが、26 日については+0.005%と 2023 年 1 月 25 日オファー分（+0.005%）以来となる高水準であり、CP 発行金利の目線が上昇傾向にある中、案分レートもやや上昇したものと思われる。日銀当座預金残高は月初約 539 兆円からスタートすると、税・保険料揚げや国債発行等により 13 日には約 529 兆円まで減少した。その後は 13 日オファーの貸出増加支援オペ（約 2 兆 2,700 億円の返済に対して約 5 兆 1,100 億円のオファーと、約 2 兆 8,400 億円の増額）や、15 日の年金定時払い、20 日の国債大量償還等により約 544 兆円まで増加し越月した。日銀による月間の国債買入額（オファー日ベース）は約 6.3 兆円（前月は約 7.3 兆円）となった。このうち 4 日オファーの国債買入オペは 10 年超 25 年以下が減額（4,500 億円→4,250 億円）、25 日オファーの同オペでは、残存期間 3 年超 5 年以下と残存期間 5 年超 10 年以下の買入額が減額（3 年超 5 年以下：4,500 億円→4,250 億円、5 年超 10 年以下：5,250 億円→4,750 億円）された。また国庫短期証券買入オペについては当月は各 1,000 億円が 2 回のオファーに留まり（前月は各 1,000 億円が 3 回）、この結果日銀による前月末時点の国庫短期証券の買入額は 1 兆 8,594 億円となり、量的・質的金融緩和策が開始された 2013 年 4 月以降では初の 2 兆円割れとなった。



(1 月の短期金融市場見通し)

前月に引き続き 22・23 日に開催される金融政策決定会合が注目となるだろう。前月は 6 日の大分県での講演会にて、氷見野副総裁が金融緩和策からの正常化の局面における家計や企業、金融機関に与える影響に言及したことや 7 日に植田総裁が参議院財政金融委員会にて「年末から来年にかけて一段とチャレンジングになるというようにも思っている。」との発言を受け、19 日の金融政策決定会合における政策変更の思惑も強まり、7 日の長期金利（新発 10 年債金利）は前営業日比+0.105%となる 0.750%に急上昇した。しかし、19 日の決定会合では金融政策の現状維持が決定され、会合後の記者会見で植田総裁は「(チャレンジングであるとの答弁は) 今後の仕事の取り組み姿勢一般について問われましたので、…一段と気を引き締めてというつもりで、…発言を致しました。」と説明している。22・23 日の会合については、決定会合における主な意見（12 月 18・19 日開催分）にて、「2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現の確度は更に高まってきており、金融正常化のタイミングは近づいている。拙速はよくないが、「巧遅は拙速に如かず」という言葉もある。」と金融正常化のタイミングをうかがう意見もあったことから、今後の日銀関係者の発言を引き続き注視したい。一方で、1 月 1 日に発生した能登半島地震の影響の見極めや賃金動向を

中心としたデータの分析等になお期間を要すると判断することも考えられる。また本会合で公表予定の「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等についても注目である。

無担保コールオーバーナイト物金利は、前月後半の流れを引き継ぎ、月前半は▲0.02%台～▲0.01%台のレンジでの推移を予想する。月後半についてはマクロ加算残高にかかる基準比率次第か。債券レポ GC (トムネ) についても前月後半の流れを引き継ぎ▲0.10%台前半での推移と予想する。新発 TDB3 か月物については、引き続き玉確保のニーズが強く低位安定推移を予想する。なお、当月の国債買入オペ予定については、1年超3年以下と3年超5年以下、5年超10年以下のオファー金額のレンジの下限が切り下げ(1年超3年以下: 3,500億円→3,000億円、3年超5年以下: 4,000億円→3,500億円、5年超10年以下: 4,500億円→4,000億円)られ、25年超の買入回数は削減(月3回→月2回)された。なお、10年クライメート・トランジション利付国債(いわゆる「GX国債」)の初の入札(発行予定額は8,000億円程度)が2月14日に行われることが正式に決定された。(その後、5年物のGX国債(発行予定額は同じ)と併せ、各1回/月の発行を予定。)発行後のレポ市場での流通やJSCCにおける清算の動向について注目したい。CP市場は、年末の大量償還により投資家の再運用ニーズは底堅いものと想定される。発行期間については期間の長い案件では目線のばらつきが大きく足切りが流れやすいため、期間1~2か月物の発行が先行される可能性も考えられる。なお、当月のCP等買入オペは、前月までと同様に月2回(11日・26日)、各4,000億円のオファーが予定されている。

3. 海外経済情勢 (金融政策)

米FOMC(連邦公開市場委員会)は12・13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%となり、2024年中に75bpの利下げがあることを示唆するものとなった。会合後の記者会見でFRBのパウエル議長は、「いつになったら現状の引締めの政策を緩めるのが適切なのかという問いが浮かび始めたが、明らかに世界中で議論されているトピックであり、また今日の会合でも議論された。("... the question of when will it become appropriate to begin dialing back the amount of policy restraint in place, that, that begins to come into view and is clearly a discussion - topic of discussion out in the world and also a discussion for us at our meeting today.")」と述べ、利下げに向けた議論が開始されたことが伺えた。(なお、米金融政策の先行きについては、本日発行の当社「マクロ経済レポート」も併せてご参照ください。)

(経済・景況判断)

米国では11月のISM製造業景況感指数が46.7(前月比変わらず)となり、景気判断の分かれ目となる50を13か月連続で下回った(なお、1月3日に発表された12月の指数は47.4となっている)。11月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は19.9万人の増加(前月(10月)は15.0万人の増加)、(2)失業率は3.7%(前月は3.9%)、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.4%の増加(前年同月比では4.0%の増加)となった。11月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比3.1%の上昇(前月は3.2%の上昇)、除く食品・エネルギーでは4.0%の上昇(前月も同じ)となった。

11月のユーロ圏製造業購買担当者指数(PMI)改定値は44.2(前月比+1.1ポイント)と前月からは上昇したが、17か月連続で50を下回った(なお、1月2日に発表された12月の指数は44.4となっている)。11月の中国の財新/S&Pグローバル製造業PMIは50.7(前月比+1.2ポイント)となった。50を上回るのは9月以来(なお同様に1月2日に発表された12月の指数は50.8となっている)。

4. 主要経済指標カレンダー ※米国経済指標の発表日付は現地日付です。

	日本		米国等
		国債入札等	
1月1日			
2日			
3日			ISM 製造業景況感指数 (12月)
4日			ADP 雇用統計 (12月)
5日		国庫短期証券 (3か月)、流動性供給入札 (1~5年)	雇用統計 (12月)、ISM サービス業景況感指数 (12月)、製造業新規受注 (11月)
8日			
9日	東京都都区消費者物価指数 (12月中旬速報値)	国庫短期証券 (6か月)	
10日		10年利付国債、交付税及び贈与税配付金特別会計借入金 (6か月)	
11日	景気動向指数 (11月速報)		消費者物価指数 (12月)
12日		国庫短期証券 (3か月)、30年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金 (12か月)	生産者物価指数 (12月)
15日			
16日		5年利付国債、交付税及び贈与税配付金特別会計借入金 (6か月)	
17日			小売売上高 (12月)
18日	機械受注 (11月)、鉱工業生産指数 (11月確報)	国庫短期証券 (1年)、20年利付国債	
19日	全国消費者物価指数 (12月)	国庫短期証券 (3か月)	中古住宅販売件数 (12月)
22日		流動性供給入札 (5~15.5年)	
23日	金融政策決定会合 (22日~)		
24日		交付税及び贈与税配付金特別会計借入金 (6か月)	
25日		40年利付国債	GDP (10-12月期速報)、耐久財受注 (12月)、新築住宅販売件数 (12月)、 ECB 金融政策理事会
26日	東京都都区消費者物価指数 (1月中旬速報値)、景気動向指数 (11月改定)	国庫短期証券 (3か月)、交付税及び贈与税配付金特別会計借入金 (6か月)	PCE デフレーター (12月)
29日			
30日	労働力調査 (12月)	2年利付国債、交付税及び贈与税配付金特別会計借入金 (6か月)	
31日	鉱工業生産指数 (12月速報)		ADP 雇用統計 (1月)、 FOMC (30日~)
2月1日		10年利付国債	ISM 製造業景況感指数 (1月)

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