



「こうした見通しを実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」

1. 国内経済情勢

（経済・景況判断）

19日に発表された12月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比2.3%の上昇（前月は2.5%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を21か月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では3.7%の上昇（前月は3.8%の上昇）であった。一方、26日に発表された1月の東京都部消費者物価指数（中旬速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比1.6%の上昇（前月は2.1%の上昇）と、2022年5月（同1.9%の上昇）以来の上昇率2%割れとなった。なお、「除く生鮮食品・エネルギー」では3.1%（同3.5%）であった。

政府は25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。個別項目では輸出の判断を引き下げたほか、消費者物価の表現を「このところ緩やかに上昇している」へ変更した（実質据え置き）。

日銀は22・23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（なお、貸出増加支援資金供給の貸付実行期限を1年間延長（2024年6月30日→2025年6月30日）することを決定した）。会合後に公表されたいわゆる「展望レポート」では、国内景気の現状について「緩やかに回復している」、また物価面の現状についても「予想物価上昇率は緩やかに上昇している」とし、前回10月の展望レポートから共に表現を据え置いた。一方、物価の先行きについては、「先行きの不確実性はなお高いものの、こうした（注：「消費者物価の基調的な上昇率が、見通し期間終盤にかけて「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくと考えられる」という）見通しを実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」という一文が追加され、近い将来の政策変更の可能性をより意識させるものとなった。なお、政策委員による2024年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）の見通し（対前年比）の中央値は+2.4%（10月展望レポート時点では+2.8%）、25年度の見通しは+1.8%（同+1.7%）とされている。

会合後の記者会見で植田総裁は、「マイナス金利政策の解除に当たっての留意点」について問われた際に、「…現時点での物価・経済・金融見通しを前提としますと、大きな不連続性が発生するような政策運営は避けられるというふうに思っている」と述べたが、解除後の当座預金の階層構造や誘導対象となる金利などの具体的な内容に言及することはなかった。この点、31日に公表された同会合の「主な意見」において、「政策変更のタイミングがどうなるにせよ、その前後で市場に不連続な動きを生じさせないよう、コミュニケーション、オペレーションの両面で工夫する必要がある。こうした観点からも、現段階から、マイナス金利やイールドカーブ・コントロールの枠組みの解除についての基本的な考え方を、各時点で可能な範囲で少しずつ、対外説明していくことは、有益である」との意見が述べられており、今後の日銀からの情報発信に注目したい。

2. 短期金融市場の動向

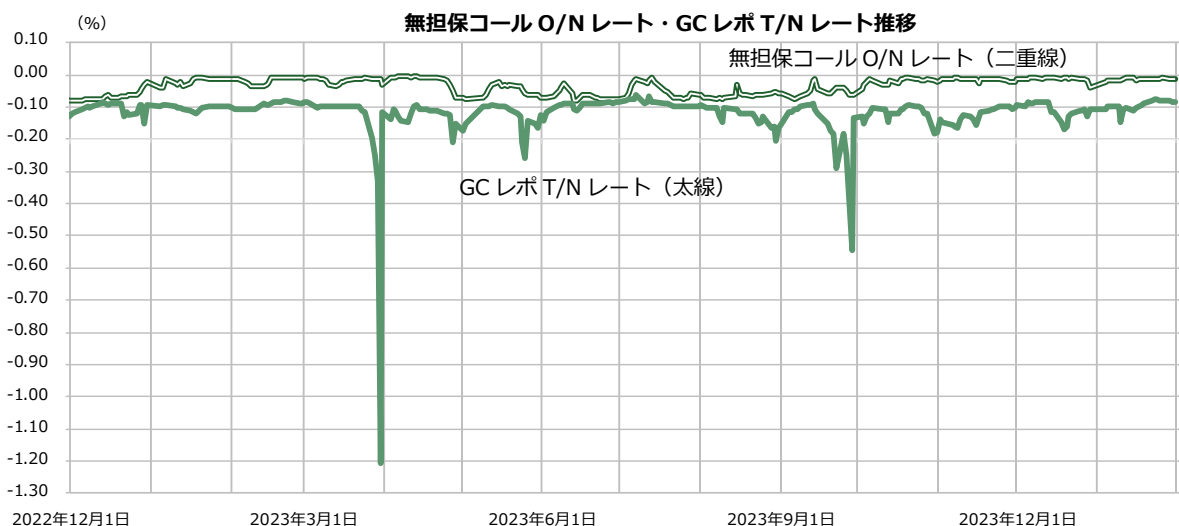
（1月の短期金融市場動向等）

1月の無担保コールオーバーナイト物加重平均金利は4日に前営業日比+0.018%となる▲0.021%から始まった。その後もビッドサイドの調達ニーズは強く同金利は上昇基調を辿り、積み最終日の15日は▲0.009%となった。新積み期に入ると、マクロ加算残高にかかる基準比率は引き下げ（63.5%→61.5%）られたが、ビッドサイドの調達ニーズは引き続き堅調であった。積み初日の16日こそ前営業日比▲0.008%の▲0.017%となったが、その後は▲0.014%～▲0.010%のレンジで高止まりしたまま推移し、▲0.011%で越月した。債券レポ GC レート（東京レポレートトムネベース）は4日に▲0.105%から始まり、10日にはオファー（資金調達）サイドの調達意欲が弱まったことにより▲0.146%まで低下し

たものの、月前半は▲0.11%～▲0.09%台のレンジで推移した。月後半についてはオファー（資金調達）サイドのニーズが一層強まり、▲0.08%台～▲0.07%の狭いレンジで推移し、31日は▲0.084%となった。新発 TDB3 か月物は、月初回の入札となった 1204 回債（5 日入札）は年末の担保ニーズが剥落したこともあり、募入最高利回りは▲0.1621%と前回債（1203 回債、12 月 22 日入札、同▲0.1950%）よりレートが上昇した。その後は 1206 回債（12 日入札）こそ同▲0.1944%と低下したものの、レポレートが上昇した影響などもあり、1208 回債（19 日入札）が同▲0.1723%、1209 回債（26 日入札）が同▲0.1437%と上昇し、12 月上旬の水準に戻った。

CP 発行市場では、発行残高は月末時点で約 26 兆 9,300 億円と、前月末比では約 2 兆 3,800 億円の増加となったが、前年同月末比では約 8,700 億円の減少であった。発行レートについては、期間が 1 か月を下回る銘柄については前月と金利目線は大きく変わらずゼロ%～小幅のプラス金利での出会いとなったが、期間が 1 か月を上回る銘柄については金融政策修正への警戒感もあり、前月よりも若干高い水準での出会いとなった。日銀による CP 等買入オペは、予定通り 11 日・26 日にそれぞれ 4,000 億円オファーされた。案分レートは両日とも 0.003%と 12 月下旬のオペ（0.005%）と比較して若干の低下となったものの、プラス圏での決着であった。

日銀当座預金残高は 4 日に約 544 兆円からスタートすると、税・保険揚げ（9 日）や国債発行（11 日、17 日ほか）等により 19 日には約 536 兆円まで減少した。その後は各種財政資金の払いや 29 日オファーの気候変動対応オペが増額（2 兆 8,261 億円の期落ちに対して 4 兆 7,268 億円のオファーと、約 1 兆 9,000 億円の増額（期日は 30 日））したこと等により、31 日には約 544 兆円と 4 日の水準に戻した。日銀による月間の国債買入額（オファー日ベース）は約 5.9 兆円（前月は約 6.3 兆円）となった。月間の国庫短期証券の買入額（オファー日ベース）については、新発 3 か月物の入札が底堅く推移するなか、前月同様の回数・金額（月 2 回・各 1,000 億円）がオファーされた。なお、12 月積み期における日銀当座預金残高（平均残高）では、マイナス金利適用残高が前積み期比+5 兆 8,980 億円の 28 兆 1,660 億円と 2023 年 1 月（29 兆 1,097 億円）以来の高水準であった。業態別では都市銀行が 3 兆 1,640 億円（前積み期比+2 兆 5,940 億円）と大幅に増加しており、2016 年 3 月積み期（2 兆 1,164 億円）を上回る過去最高規模であった。



（2月の短期金融市場見通し）

無担保コールオーバーナイト物金利は、月前半はビッドサイドの強めの調達意欲から前月後半同様に▲0.01%台での高止まりを予想する。月後半はマクロ加算残高にかかる基準比率次第ではあるものの、ビッドサイドの調達意欲が引き続き堅調と予想されることや、前述の通り 12 月積み期におけるマイナス金利適用残高の急増から推測されるようにオファーサイドが資金放出しきれていない状況を勘案すると、金利低下しにくい展開か。債券レポ GC（トムネ）については前月の流れを引き継いで▲0.10%台前半～▲0.08%台での推移を

予想するが、コール金利が高止まりする中ではレポ金利も金利上昇しやすい展開か。新発 TDB3 か月物については、3 月末を控え、担保ニーズ等を背景に金利は低位安定推移することが考えられる一方で、早期の金融政策修正の思惑から金利上昇圧力が生じる可能性も意識したい。なお、当月の国債買入オペ予定については、前月と同様の金額レンジ・回数が公表されている。CP 市場は、投資家の運用ニーズは底堅いものと予想されるが、発行期間は金融政策修正への警戒感から 1 か月程度までの銘柄が発行の中心となることが考えられる。なお、当月の CP 等買入オペは、前月までと同様に月 2 回（8 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 30・31 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声明文では、前回 12 月会合での「インフレ率を長期的に 2%に戻すために適切と思われる追加的な政策引締めを決定する際、…」(In determining the extent of any additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, …) の句が落とされ、代わりに「FF 金利の目標レンジの調整を検討する際、…」("In considering any adjustments to the target range for the federal funds rate, …") とされたほか、その後に「委員会は、インフレ率が持続的に 2%に向かっているという確信が深まるまで、目標レンジを引き下げることが適切ではないと考えている。」("The Committee does not expect it will be appropriate to reduce the target range until it has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent.") との一文が追加されるなど、次のアクションは利下げとなることが意識されるものとなった。

(経済・景況判断)

米国では 12 月の ISM 製造業景況感指数が 47.4（前月比+0.7 ポイント）と前月からは上昇したが、景況判断の分かれ目となる 50 は 14 か月連続で下回った。12 月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は 21.6 万人の増加（11 月は 17.3 万人の増加）、(2)失業率は 3.7%（11 月も同じ）、(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 4.1%の増加）となった。12 月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比 3.4%の上昇（前月は 3.1%の上昇）、除く食品・エネルギーでは 3.9%の上昇（前月は 4.0%の上昇）となった。12 月のユーロ圏製造業購買担当者指数（PMI）改定値は 44.4（前月比+0.2 ポイント）と前月からはわずかに上昇したが、18 か月連続で 50 を下回った。12 月の中国の財新/S&P グローバル製造業 PMI は 50.8（前月比+0.1 ポイント）とこちらも前月をわずかに上回った。

31 日に IMF は「世界経済見通し（WEO）」の昨年 10 月時点からの改訂版を公表した。これによれば、米国の 2024 年の実質 GDP 成長率予測値は 2.1%（10 月時点対比で +0.6 ポイント）、中国は 4.6%（同+0.4 ポイント）と共に上方修正された。一方、日本は 0.9%（同▲0.1 ポイント）、ユーロ圏は 0.9%（同▲0.3 ポイント）と下方修正されている。なお、2025 年の予測値については、米国（1.7%）や中国（4.1%）は 2024 年対比で成長率縮小、一方ユーロ圏は拡大（1.7%）、日本はほぼ横ばい（0.8%）とされている。

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	
2月1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）	ISM 製造業景況感指数（1月）
2日		国庫短期証券（3か月）	雇用統計（1月）、製造業新規受注（12月）
5日		10年物価連動国債	ISM サービス業景況感指数（1月）
6日			
7日	景気動向指数（12月速報）	30年利付国債	
8日	景気ウォッチャー調査（1月）	国庫短期証券（6か月）、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	
9日		国庫短期証券（3か月）、5年利付国債	
12日	振替休日（建国記念の日）		
13日			消費者物価指数（1月）
14日		10年クライメート・トランジション利付国債、国有林野事業債務管理特別会計借入金（5年）	
15日	GDP（10-12月期1次速報）、鉱工業生産指数（12月確報）		小売売上高（1月）
16日		国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（15.5～39年）	生産者物価指数（1月）
19日	機械受注（12月）	国庫短期証券（1年）	米国祝日（ワシントン誕生日）
20日		20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）	
21日			FOMC 議事要旨（1月30・31日開催分）
22日		国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（5～15.5年）	中古住宅販売件数（1月）
23日		天皇誕生日	
26日			新築住宅販売件数（1月）
27日	全国消費者物価指数（1月）	5年クライメート・トランジション利付国債、交付税及び贈与税配付金特別会計借入金（6か月）	耐久財受注（1月）
28日	景気動向指数（12月改定）		GDP（10-12月期改定）
29日	鉱工業生産指数（1月速報）	2年利付国債	PCE デフレーター（1月）
3月1日	労働力調査（1月）	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）	ISM 製造業景況感指数（2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