

**政策変更への地ならしか。日銀関係者の物価見通しに関する前向きな発言が続く。****1. 国内経済情勢****（経済・景況判断）**

15日に発表された2023年10-12月期の実質GDP成長率（1次速報値）は、前期比▲0.1%（年率換算▲0.4%）と2四半期連続のマイナス成長となった。またGDPデフレーターの前年同期比は3.8%となった。

27日に発表された1月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比2.0%の上昇（前月は2.3%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を22か月連続で上回ったが、2022年3月の0.8%以来の低水準となった。また「除く生鮮食品・エネルギー」では3.5%の上昇（前月は3.7%の上昇）であった。（なお、2月の東京都区部消費者物価指数（中旬速報値）は3月5日に公表予定。）

政府は21日発表の月例経済報告で、国内景気の基調判断を「景気は、このところ足踏みもみられるが、緩やかに回復している」とし、前月までの「…このところ一部に足踏みもみられるが、…」の「一部に」を削除し判断を引き下げた。個別項目では個人消費と生産の項目を下方修正した。

22日の衆院予算委員会において、植田日銀総裁は、「（日本経済は）デフレではなくインフレの状態にある」と述べたと報じられた。市場や各種報道においては、これまでの認識から一歩踏み込んだと受け止められており、金融政策変更、特にマイナス金利政策の解除に向けた地ならしを着実に進めていることが示唆されるものとなった。29日には、高田審議委員が滋賀県での懇談会にて、「粘り強く金融緩和を続けるなか、私自身としては、現在の日本経済について、不確実性はあるものの、2%の「物価安定の目標」実現が漸く見通せる状況になってきたと捉えています。」と、目標達成について前向きな見通しを述べた。

**2. 短期金融市場の動向****（2月の短期金融市場動向等）**

2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▲0.010%から始まった。その後は2日の税・保険揚げや国債発行（10年）を主因とする約10兆円の財政の揚げ要因等によるビッドサイドの調達意欲の強さから、8日には2023年4月7日以来となる▲0.005%に上昇した。月後半は2月積み期にかかる基準比率が引き下げ（61.5%→59.0%）となったものの、引き続き旺盛な調達意欲を背景に▲0.006%～▲0.005%で高止まりし、▲0.005%で越月した。

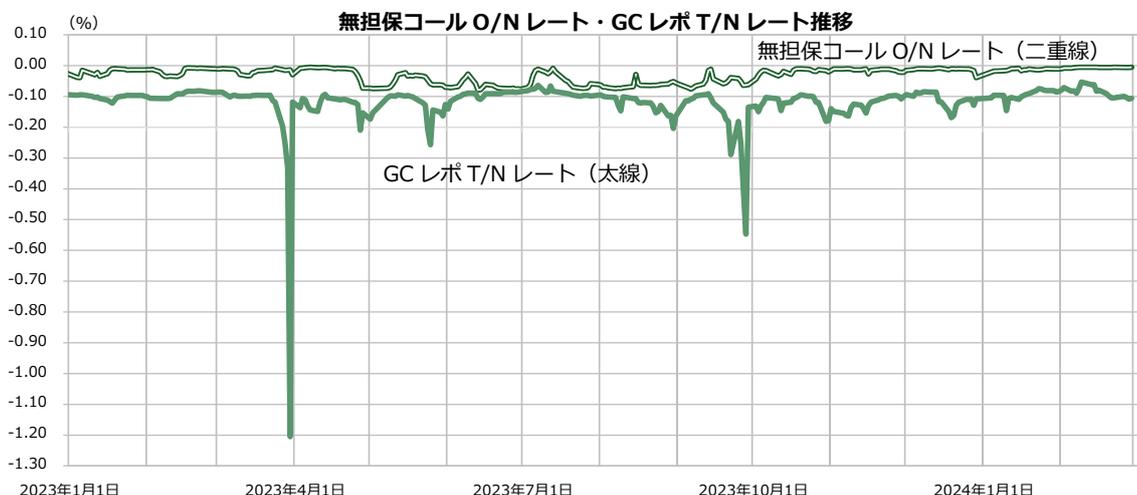
債券レポGCレート（東京レポレートトムネベース）は月初▲0.080%からスタート。2日には一部でゼロ%の出合いが観測されるなどもあり、▲0.071%に上昇した。その後5日には日銀による国債買現先オペが2023年7月以来にオファー（即日：5兆円、翌日スタート16日エンド：4兆円）され、5日～8日までは▲0.090%～▲0.074%での推移となった。9日は13日に国庫短期証券（6M）の発行と国債発行（5年）が重なるためか2020年6月16日以来となる▲0.053%に上昇し、同日午後には国債買現先オペが再びオファー（トムネ：3兆円）され、13日・14日は▲0.062%に低下した。なお、14日には積み期跨ぎとなる国債買現先オペがオファー（トムネ：2.5兆円）された。月後半は新積み期入りしたこともあり若干の落ち着きが見られ、▲0.109%～▲0.080%のレンジで推移し、▲0.106%で越月した。

新発TDB3か月物は、月初回の入札となった1210回債（2日入札）は募入最高利回り▲0.1340%と前回債（1209回債、1月26日入札、同▲0.1437%）から若干上昇し、その後も1212回債（9日入札）が同▲0.1109%、1213回債（16日入札）が同▲0.1098%、1215回債（22日入札）が同▲0.0986%と緩やかな上昇基調を辿った。またTDB1年物の1214回債（19日入札）は募入最高利回りが0.0468%（前回債は同▲0.0461%）と1年物としては2014年4月16日入札（同0.0431%）以来となる0.0400%台まで上昇した。

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 兆円と前月より横ばい、国庫短期証券買入オペは各 1,000 億円が 4 回オファー（前月は各 1,000 億円が 2 回）された。CP 発行市場では、発行残高は月末時点で約 26 兆 5,200 億円と、前月末比では約 4,100 億円の減少、前年同月末比でも約 2,600 億円の減少であった。発行レートについては 1M を切る期間の短い銘柄については前月とほぼ横ばいのゼロ%～小幅のプラス金利であったが、1M を超える銘柄については日銀による金融政策変更への警戒から前月を上回る水準での出合いが見られた。CP 等買入オペは、予定通り 8 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 1 月下旬のオペ（0.003%）と比較して上昇しており、8 日オファーは 0.007%と 2020 年 4 月 24 日オファー（0.052%）以来の水準となり、26 日オファーは 0.011%と CP 発行レート上昇の影響を受けたと思われる結果になった。

日銀当座預金残高は、1 日は約 3.4 兆円の財政資金揚げにより約 540 兆円で始まり、2 日の税・保険揚げ・国債発行等により約 530 兆円まで減少した。6 日には前述の国債買入先オペにより約 536 兆円となった。その後は減少要因として国債発行（13 日・21 日）、源泉税揚げ（15 日）、財政資金の貸付回収（21 日）やクライメート・トランジション利付国債の初回発行（10 年：15 日発行・約 8,000 億円・募入最高利回り 0.7400%、5 年：28 日発行・約 8,000 億円・同 0.3390%）等があったものの、増加要因として年金定時払い（15 日）や各種財政資金の払い（22 日）もあり約 538 兆円で越月した。

なお、1 月積み期における日銀当座預金のゼロ金利適用残高は約 280.7 兆円（積み期間中の平均残高、以下同じ）で、この上限値（約 300.4 兆円）に対する比率は約 93.43%となった。これは、11 月積み期（適用残高：約 285.4 兆円、上限値に対する比率：約 93.79%）、12 月積み期（適用残高：約 284.0 兆円、上限値に対する比率：約 93.75%）からは金額、比率共に減少となっている。また、12 月積み期においてはマイナス金利適用残高が 11 月積み期から大幅増となり、中でも都市銀行業態で 3 兆円を超える残高となったことが注目されたが、1 月積み期では都市銀行業態のマイナス金利適用残高はゼロとなり、全体でも 25 兆 3,100 億円（前積み期比▲2 兆 8,560 億円）と減少した。



### (3 月の短期金融市場見通し)

18・19 日に予定されている金融政策決定会合は注目。前述の植田総裁・高田審議委員の発言を受け、早期のマイナス金利解除の思惑が働くことも考えられるが、GDP 成長率が 2 四半期連続のマイナス成長となるなど弱めの指標も見られる中、賃金と物価の好循環の動きを確認するために、なお時間を要すると判断する可能性もある。なお、2 月 8 日の奈良県で行われた内田副総裁の講演では、マイナス金利を解除する場合の短期の政策金利の論点として、超過準備に 0.10%を付利したマイナス金利導入前の例示があったことから、仮に政策変更がある場合の短期金利の水準としては、ゼロ%～0.10%が意識されることとなろう。無担保コールオーバーナイト物金利は、2 月は月を通して当座預金残高が概ね 530 兆円台で推移する中で高止まりが続いたことから、3 月前半についてもこの流れを引き継ぎ、高い水準での推移が予想される。月後半では国債の大量償還や年度末の財政資金の払いがある

一方で、14日オファアの貸出増加支援オペの落札結果次第ではマクロ加算残高をさらに埋める動きから調達意欲が強まることも考えられる。

債券レポ GC (トムネ) については前月から横ばい~若干の金利上昇方向を予想する。3月末近辺での現物需給の引き締まりによる急激なレート低下には要注意だが、国債市場が小康を取り戻していることもあり波乱は限定的か。新発 TDB3 か月物については、政策変更を見据えた金利上昇が予想される (なお、1日入札の 1216 回債は募入最高利回り▲0.0856%と前回債より上昇した)。一方で、四半期末の担保需要による金利低下についても意識したいがこちらも波乱の可能性は大きくないか。なお、当月の国債買入オペ予定については、前月と同様の回数・レンジが公表されている。

CP市場は、月内エンドの銘柄については横ばいの金利水準を予想するが3月末を超える銘柄については投資家がレートの上昇余地を探る展開となることが考えられる。なお、当月のCP等買入オペは、7日と26日に各4,000億円のオファアが予定されている。

### 3. 海外経済情勢

#### (金融政策)

21日に公開されたFOMC (米連邦公開市場委員会) 議事要旨 (1月30・31日開催分) によれば、「…参加者 (participants) は、…特に、インフレの上振れリスクは減少しているが、インフレはまだ委員会の長期目標を上回っていると指摘した。」としつつ、更に、「ほとんどの参加者 (Most participants) は、政策スタンスを緩和する動きが早すぎるリスクを指摘し、インフレ率が2%まで持続的に低下しているかどうかを判断する上で、入手されるデータを注意深く評価することの重要性を強調した。しかし、何人かの参加者 (A couple of participants) は、過度に引締めのスタンスを長く維持することに伴う経済の下振れリスクを指摘した。」と、FOMCの中では早期の利下げに対して慎重なメンバーが依然として多数派であることが窺われる内容となった。

#### (経済・景況判断)

米国では1月のISM製造業景況感指数が49.1 (前月比+2.0ポイント) と前月から大幅に上昇したが、景況判断の分かれ目となる50は15か月連続で下回った。1月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は35.3万人の増加 (12月は33.3万人の増加)、(2)失業率は3.7% (12月も同じ)、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.6%の上昇 (前年同月比では4.5%の上昇) となった。1月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比3.1%の上昇 (前月は3.4%の上昇)、除く食品・エネルギーでは3.9%の上昇 (前月も同じ) となった。

1月のユーロ圏製造業購買担当者指数 (PMI) 改定値は46.6 (前月比+2.2ポイント) とこちらも前月から大幅に上昇した。1月の中国の財新/S&Pグローバル製造業PMIは50.8 (前月比横ばい) であった。

#### 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		国債入札等	米国等
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）
4日	東京都都区消費者物価指数（2月中旬速報値）	10年利付国債	製造業新規受注（1月）、ISM サービス豪景況感指数（2月）
5日			ADP 雇用統計（2月）
6日			ECB 金融政策理事会
7日		国庫短期証券（6か月）、30年利付国債	雇用統計（2月）
8日	景気動向指数（1月速報）、景気ウォッチャー調査（2月）	国庫短期証券（3か月）	
11日	GDP（10-12月期2次速報）	5年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	消費者物価指数（2月）
12日			
13日			
14日		20年利付国債	小売売上高（2月）、生産者物価指数（2月）
15日		国庫短期証券（3か月）	
18日	機械受注（1月）	国庫短期証券（1年）	
19日	鉱工業生産指数（1月確報）、金融政策決定会合（18日～）		
20日		春分の日	FOMC（19日～）
21日		流動性供給入札（5～15.5年）	中古住宅販売件数（2月）
22日	全国消費者物価指数（2月）	国庫短期証券（3か月）	
25日	金融政策決定会合議事要旨（1月22・23日会合分）、景気動向指数（1月改定）	流動性供給入札（1～5年）	新築住宅販売件数（2月）
26日			耐久財受注（2月）
27日		40年利付国債	
28日	金融政策決定会合主な意見（3月18・19日会合分）		GDP（10-12月期確報）
29日	労働力調査（2月）、東京都都区消費者物価指数（3月中旬速報値）、鉱工業生産指数（2月速報）	2年利付国債	PCE デフレーター（2月）、ユーロ圏祝日（グッドフライデー）
4月1日	日銀短観（3月調査、概要および要旨）		ISM 製造業景況感指数（3月）、ユーロ圏祝日（イースター）

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