



## 債券レポ GC 金利は TDB 入札カレンダーを睨みながらボラタイルな展開。

### 1. 国内経済情勢

#### （経済・景況判断）

19日に発表された3月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比2.6%の上昇（前月は2.8%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を24か月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では2.9%の上昇（前月は3.2%の上昇）であった。一方、26日に発表された4月の東京都区部消費者物価指数（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2.4%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では1.8%の上昇（前月は2.9%の上昇）と、高校授業料無償化の影響から共に上昇幅を縮小させた。

日銀が1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12となり、前回12月調査（同13）からわずかに悪化した。また今回調査の同「先行き」は9となっている。政府は23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、前月から判断を据え置いた。個別項目では、業況判断について、「改善している」との表現は据え置きつつも、「ただし、製造業の一部では、一部自動車メーカーの生産・出荷停止による影響がみられる」との文言を追加した。

日銀は25・26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。また国債の買入れ方針については、「2024年3月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施する」とされた。（なお、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」に関して、平成28年（2016年）熊本地震をオペレーションの対象となる災害から削除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「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」、また物価面の現状についても「物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、…足もとは2%台半ばとなっている。予想物価上昇率は緩やかに上昇している。」とし、前回3月会合後に公表された「経済・物価の現状と見通し」から共に表現を概ね据え置いた。また、金融政策運営については、「先行きの経済・物価・金融情勢次第であり、この点を巡る内外の経済・金融面の不確実性は引き続き高い」としつつも、「以上のような経済・物価の見通しが実現し、基調的な物価上昇率が上昇していくとすれば、金融緩和度合いを調整していくことになるが、当面、緩和的な金融環境が継続すると考えている」とされた。この点、会合後の記者会見で植田日銀総裁も「先行き、基調的な物価上昇率が見通しに沿って2%に向けて上昇していけば、政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくことになると考えている」と述べ、条件付きではあるものの将来的な金融引締めを示唆するものとなった。

政策委員による2024年度の実質GDP（対前年度比）の見通しの中央値は+0.8%（1月展望レポート時点では+1.2%）、2025年度の見通しは+1.0%（同+1.0%）と、24年度については1月時点比で下振れとなった。一方、24年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）の見通し（対前年度比）の中央値は+2.8%（1月展望レポート時点では+2.4%）、25年度の見通しは+1.9%（同+1.8%）とこちらは上振れとなった。（なお、26年度見通しも+1.9%となっている。）

会合後の記者会見で国債買入れに関して問われた植田日銀総裁は、「長期的に（国債買入）オペの金額を減らしていくという際には、政策委員会で決定して、きちんとアナウンスをして進めていく」とした上で、「今日の会合では（月間買入れ額を）6兆円で続けることに関して特に反対は出なかったということでございます。それ以外にどういう議論があったかということについては、今後、主な意見等で主要なものについてお示しできるかと思っております」と述べた。（なお、本会合の主な意見の公表は5月9日に予定されている。）

## 2. 短期金融市場の動向

### (4月の短期金融市場動向等)

無担保コールオーバーナイト物加重平均金利は、年度末の取引を控えた先が調達を再開したこともあり、月初 0.077% (前営業日比+0.003%) に上昇した。その後もビッドサイドの調達意欲は強く、月を通して 0.077% (23・30 日のみ 0.076%) の横ばい推移となった。無担保コール市場残高は月を通して 7 兆円台~8 兆円台で推移、23 日には 2020 年 1 月 16 日 (7 兆 3,386 億円) 以来となる 7 兆 3,130 億円に減少した後、月末残高は 8 兆 5,556 億円 (前月末比▲8,865 億円) となった。

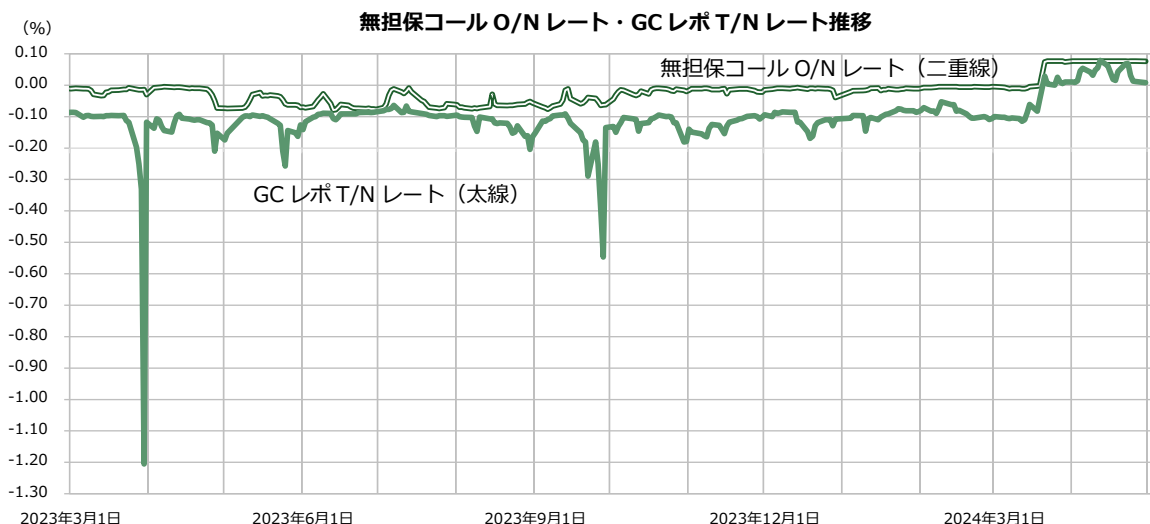
債券レポ GC レート (東京レポレートトムネベース) は国庫短期証券 (TDB) の入札スケジュールを睨みながら日々レートの水準感を探る展開が続いた。月初 0.010% からスタートすると 3 日までは 0.01% 前後で推移したが、週末 3 日積みとなる 4 日に 0.045% に上昇すると 11 日までは 0.032%~0.055% のレンジで推移した。その後、TDB (3 か月物) の入札のあった 12 日 (3 か月物としては当月 3 回目の入札) には 2016 年 2 月 10 日 (0.085%) 以来の高水準となる 0.079% に上昇し、無担保コール ON 物金利を上回る水準となった。月後半に入り、18 日には様子見姿勢から 0.015% まで低下したものの、その後はオファー (資金調達) サイドの調達ニーズの強まりにより、19 日には 0.043%、22・23 日には 0.068% に上昇した。一方、24 日の輪番オペ経過後にはオファーサイドの資金調達姿勢が弱まったこともあり、レートは低下基調を辿り、0.008% で越月した。

新発 TDB3 か月物は、月初回の入札となった 1222 回債 (3 日入札) は募入最高利回り (以下、同じ) は 0.0134% と前回債 (3 月 22 日入札、1221 回債、0.000%) より上昇した。その後は担保ニーズ等を背景に、1223 回債 (5 日入札) が 0.0110%、1225 回債 (12 日入札) が 0.0111%、1227 回債 (24 日入札) が 0.0148% と比較的 low 水準での結果となった。なお、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、3 月 12 日のオファーを最後に見送りとなった。

CP 発行市場では、発行残高は、決算期末の有利子負債圧縮に向けて発行を見送っていた先が調達を再開したことにより、月末時点で約 23 兆 7,400 億円と前月比で約 4 兆円の増加となった。一方、前年同月比では約 5,100 億円の減少となった。発行レートは、銘柄や期間等によりばらつきは見られたものの、0.10% 台前半~0.20% 近辺で出合いが見られた。日銀による CP 等買入オペは、予定通り 10 日・24 日にそれぞれ 4,000 億円 オファーされた。案分レートは、発行レート上昇の影響を受け、10 日が 0.100%、24 日が 0.120% と前月下旬のオペ (3 月 26 日 オファー、0.080%) より上昇した。

日銀当座預金残高は、月初、前営業日比▲1 兆 5,800 億円の 559 兆 6,100 億円で始まった。その後は 3 日に税保険揚げ等により、555 兆円台まで減少したものの、15 日には年金定時払い等により、2022 年 6 月 21 日の 565 兆円を上回り、過去最高となる 568 兆円台に増加し、以降も出納整理期間における財政資金の払い等により、571 兆円台まで増加し、570 兆 3,400 億円 (前月末比+9 兆 1,500 億円) で越月した。なお、29 日の外国為替市場で米ドル円が 160 円台から 154 円台に急落したことで、為替介入の観測が高まった。当社の資金需給予想では、5 月 1 日の財政等要因について 2 兆 3,000 億円の財政資金揚げを予想 (26 日発刊の当社デイリーシグナルを参照

<https://www.uedayagi.com/dailysignal/2024-4-26/>) していたが、30 日に日銀が公表した「日銀当座預金増減要因と金融調節」によると、同日の財政等要因 (予想) は 7 兆 5,600 億円の財政資金揚げとされた (なお、財務省による「外国為替平衡操作の実施状況 (4 月 26 日~5 月 29 日分)」は 5 月 31 日に公表される)。



### (5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、引き続き、日銀当座預金の付利金利 0.10%との裁定が意識される展開から 0.07%台での推移が予想される。

債券レポ GC (トムネ) については、4月の金融政策決定会合において日銀の国債買入方針に変更がなく、また当月の国債買入オペ予定についても前月と同様の回数・金額レンジが公表されたことなどから、引き続き現物需要の強い環境が予想されるが、大型連休後半を挟んで TDB の入札が相次ぐことから、レートのボラティリティが高まる展開もあるか。一方新発 TDB3 か月物については、引き続き相応の担保需要が見込まれる中、レートは上昇しにくい展開を予想する。なお、前述の通り、国債買入れオペの将来的な減額方針に関する議論を確認する上で、9日に公表予定の4月金融政策決定会合の主な意見には注意を払いたい。CP市場は、期間・銘柄によるばらつきは見られるものの、マイナス金利解除下での金利水準が定まりつつあり、前月と横ばい圏での推移を予想する。なお、当月のCP買入オペ予定については、前月の月2回4,000億円から、月2回・各3,000億円に減額、6月については月2回・3,000億円が予定されている。

## 3. 海外経済情勢

### (金融政策)

10日に公開されたFOMC(米連邦公開市場委員会)議事要旨(3月19・20日開催分)によれば、「政策見通しに関する議論では、参加者は政策金利が今回の引き締めサイクルのピークに達している可能性が高いと判断し、ほぼすべての参加者が、経済が予想通りに幅広く進展すれば、今年のある時点で政策をより抑制的なスタンスに移行させることが適切であると判断した("In discussing the policy outlook, participants judged that the policy rate was likely at its peak for this tightening cycle, and almost all participants judged that it would be appropriate to move policy to a less restrictive stance at some point this year if the economy evolved broadly as they expected.")」としつつも、「参加者は、ここ数カ月、経済の勢いが強いことを示す指標や、インフレ率が期待外れであったことを指摘し、インフレ率が持続的に2%に向かっているとの確信が深まるまでは、フェデラルファンド金利の目標レンジを引き下げることが適切ではないとの見解を示した("Participants noted indicators pointing to strong economic momentum and disappointing readings on inflation in recent months and commented that they did not expect it would be appropriate to reduce the target range for the federal funds rate until they had gained greater confidence that inflation was moving sustainably toward 2 percent.")」とされ、足元のインフレ率の下げ止まり(なお次項も参照)による利下げ時期の後倒しが示唆されるものとなった。

### (経済・景況判断)

米国では3月のISM製造業景況感指数が50.3(前月比+2.5ポイント)と前月から上昇

し、景気判断の分かれ目となる 50 を 2022 年 10 月以来 17 か月ぶりに上回った。3 月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は 30.3 万人の増加 (2 月は 27.0 万人の増加)、(2)失業率は 3.8% (2 月は 3.9%)、(3)時間当たり平均賃金は前月比 0.3% の増加 (前年同月比では 4.1% の増加) となった。3 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 3.5% の上昇 (前月は 3.2% の上昇)、除く食品・エネルギーでは 3.8% の上昇 (前月も同じ) となった。

3 月のユーロ圏製造業購買担当者指数 (PMI) 改定値は 46.1 (前月比▲0.3 ポイント) と前月から低下した。3 月の中国の財新/S&P グローバル製造業 PMI は 51.1 (前月比+0.2 ポイント) と前月から上昇した。

16 日に IMF は「世界経済見通し (WEO)」を公表した。これによれば、米国の GDP 成長率予測値は 2024 年に 2.7% で、1 月時点対比で +0.6 ポイントと上方改定された。一方、日本 (0.9%) と中国 (4.6%) は 1 月時点から変わらず、ユーロ圏 (0.8%) は同▲0.1 ポイントとわずかに下方改定された。なお、2025 年の GDP 成長率予測値については、米国 (1.9%) と中国 (4.1%) は 2024 年比で鈍化、ユーロ圏 (1.5%) は加速、日本 (1.0%) はほぼ横ばいとされている。(なお、IMF「世界経済見通し」の詳細については、本日発刊の当社「マクロ経済レポート」をご参照ください。)

#### 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
5月1日			ADP 雇用統計（4月）、ISM 製造業景況感指数（4月）、 <b>FOMC（4月30日～）</b> 、ユーロ圏祝日（レーバーデー）
2日	金融政策決定会合議事要旨（3月18・19日会合分）	国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（1～5年）	製造業新規受注（3月）
3日	祝日（憲法記念日）		雇用統計（4月）、ISM サービス業景況感指数（4月）
6日	振替休日（こどもの日）		
7日			
8日		10年利付国債、交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	
9日	景気動向指数（3月速報）、金融政策決定会合主な意見（4月25・26日会合分）	国庫短期証券（6か月）	
10日	景気ウォッチャー調査（4月）	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）	ECB 金融政策理事会議事要旨（4月11日開催分）
13日			
14日		5年利付国債、交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	生産者物価指数（4月）
15日			消費者物価指数（4月）、小売売上高（4月）
16日	GDP（1-3月期1次速報）、鉱工業生産指数（3月確報）	国庫短期証券（1年）、20年利付国債、国有林野事業債務管理特別会計借入金（5年）	
17日		国庫短期証券（3か月）	
20日		10年物価連動国債	
21日		交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	
22日	機械受注（3月）	40年利付国債	中古住宅販売件数（4月）、FOMC 議事要旨（4月30日・5月1日開催分）
23日		交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	新築住宅販売件数（4月）
24日	全国消費者物価指数（4月）	国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（5～15.5年）	耐久財受注（4月）
27日	景気動向指数（3月改定）		米国祝日（メモリアルデー）
28日		10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一時借入金（6か月）	
29日			
30日		2年利付国債	GDP（1-3月改定）
31日	労働力調査（4月）、東京都区部消費者物価指数（5月中旬速報値）、鉱工業生産指数（4月速報）	国庫短期証券（3か月）	PCE デフレーター（4月）
6月3日			ISM 製造業景況感指数（5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