

**"This time is different.（今回こそはこれまでと違う）"****1. 国内経済情勢****（経済・景況判断）**

16日に発表された2024年1-3月期の実質GDP成長率（1次速報値）は、前期比▲0.5%（年率換算▲2.0%）と2四半期ぶり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3.6%となった。

24日に発表された4月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比2.2%の上昇（前月は2.6%の上昇）となり、上昇幅を前月から縮小させたものの、日銀が「物価安定の目標」とする2%を25か月連続で上回った。なお上昇幅縮小の主因は「生鮮食品を除く食料（前月との寄与度差は▲0.26）」等であり、同月の東京都都区消費者物価指数（中旬速報値）において上昇幅縮小の主因であった「授業料等」の寄与度差は▲0.06に留まった。また「除く生鮮食品・エネルギー」では2.4%の上昇（前月は2.9%の上昇）であった。一方、31日に発表された5月の東京都都区消費者物価指数（中旬速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比1.9%の上昇（前月は1.6%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では1.7%の上昇（前月は1.8%の上昇）と、こちらは前月に引き続き高校授業料無償化の影響から2%を下回った。

政府は27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、公共投資、輸入および生産の判断を引き上げた。

27-28日に開催された日本銀行金融研究所主催国際コンファレンスの基調講演において、内田副総裁は「この10年間、QQEやYCCおよびマイナス金利政策のもとでの経験を経て、日本銀行は、今年3月に、これらの一連の非伝統的な政策手段がその役割を果たしたと判断して、短期政策金利の操作を通じて2%の物価安定の目標を目指す伝統的な金融政策の枠組みに戻りました。このことは、ゼロ金利制約を克服したことを意味します。引き続き、インフレ予想を2%にアンカーしていくという大きな課題は残っていますが、デフレとゼロ金利制約との闘いの終焉は視野に入りました。最後に、この言葉で締め括りたいと思います。

『今回こそはこれまでと違う（This time is different）』と述べた（なお講演は英語で行われている）。

2. 短期金融市場の動向**（5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、月初0.077%でスタートすると、ビッドサイドの調達意欲は堅調であるものの上値を追って調達するまでには至らず、その後も0.077%~0.078%の狭いレンジで推移した。

債券レポGCレート（東京レポレートトムネベース）は、大型連休を挟んだことでTDB入札が月前半に集中したことによる現物の余剰感もあり、10日には、0.094%に上昇し、2016年1月25日（0.092%）以来の0.090%台を記録するなど、月前半は0.069%~0.094%のレンジで推移した。新積み期入り後は入札スケジュールの集中が徐々に解消されたこともあり、0.033%~0.079%レンジ内で日によって上下する展開となった。

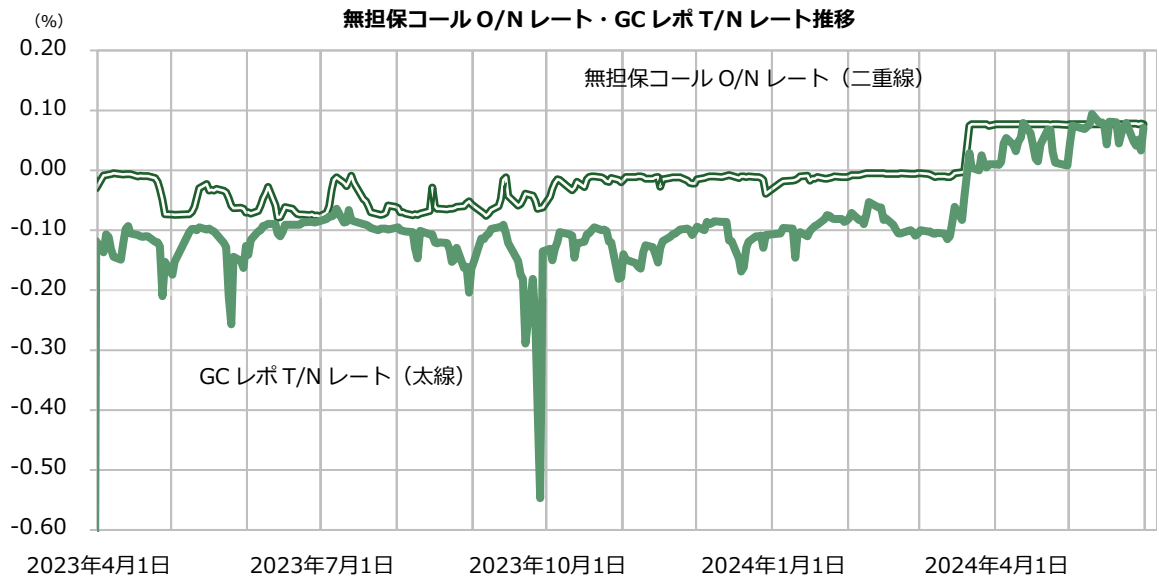
日銀による国債買入オペでは、5年超から10年以下のゾーンが前月から減額（4,750億円→4,250億円）となり、この結果、月間の国債買入額（オファー日ベース）は、約5.7兆円（4月は約5.9兆円）となった。なお、23日オファーの国債買入オペでは、残存期間1年超3年以下のゾーンで、応札額が買入予定額に満たない「札割れ」が発生（3,750億円の買入予定額に対し、応札は3,564億円にとどまり、全額が落札）した。一方、TDB買入オペは、前月に引き続き見送りとなった。

新発TDB3か月物についても月前半は、入札の日程の集中からか、月初回の入札となる1228回債（2日入札）が、募入最高利回り（以下、同じ）0.0344%、と前回債（4月19

日入札、1227 回債、0.0148%) から上昇、1230 回債 (10 日入札) についても 0.0535% と 3 か月物としては 2014 年 5 月 8 日入札 (0.0561%) 以来の水準となった。その後は、月末が近づくにつれて発行スケジュールの集中も解消されたことで、1232 回債 (17 日入札) が 0.0481%、1233 回債 (24 日入札) が 0.0421%、1234 回債 (31 日入札) が 0.0381% と徐々に低下した。

CP 発行市場では、発行残高は、月末時点で約 23 兆 9,100 億円と前月比約 1,900 億円の減少、前年同月比で約 1 兆 3,000 億円の減少となった。発行レートは銘柄・期間等によりばらつきが見られ、0.10%前半～0.25%近辺での出合が中心であった。日銀による CP 等買入オペは、14 日と 28 日にそれぞれ 3,000 億円と、予定通りではあるが前月より 1 回当たり 1,000 億円減額されてオフアールされた。案分レートは、日銀の早期利上げへの警戒感からか 14 日が 0.154%、28 日は 0.161%と、4 月下旬オフアール時 (同 0.120%) から上昇傾向となった。

日銀当座預金残高は、1 日に 8 兆 2,800 億円の財政資金揚げを主因に約 562 兆円 (前営業日比▲8 兆 600 億円) へ減少して始まった。2 日には税・保険揚げ等から約 559 兆円に減少すると、7 日には再び 4 兆 500 億円の財政資金揚げにより 554 兆円に減少、更に国債発行 (9 日 : 10 年、13 日 : 30 年、15 日 : 5 年、17 日 : 20 年) や源泉税揚げ (14 日) などの財政要因により、17 日には約 550 兆円まで減少した。その後月末にかけては国債買入オペ (20 日・24 日) や財政投融资資金の払い (28 日) などの増加要因に対し、10 年クライマート・トランジション利付国債の発行 (29 日) 等の減少要因もあり、約 551 兆円で越月した。なお、月初にあった財政資金揚げについてだが、31 日に財務省が公表した「外国為替平衡操作の実施状況」によると、4 月 26 日～5 月 29 日の期間における外国為替平衡操作 (為替介入) が合計 9 兆 7,885 億円だったことから、その太宗が円買い為替介入によるものと推測される。(日次ベースの実績については 8 月上旬に財務省から公表予定。)



(6 月の短期金融市場見通し)

前述の内田副総裁発言に代表されるように、日銀当局者から「2%の物価目標の達成」に向け自信をより深めていると思われる発言が続いていることから、市場では早期の再利上げに対する見方が浮上している。これを確認する上で、13・14 日の金融政策決定会合における総裁記者会見や「主な意見」の公表 (24 日予定) には注視したい。

無担保コールオーバーナイト物金利は、ビッドサイドのニーズに大きな変化はなく、0.07%台での推移と予想。月末は一部の先で調達を控える動きも想定されるものの、金利低下は限定的と思われる。

債券レポ GC (トムネ) については、オフアールサイドの資金調達ニーズは底堅いことや、イ

ールドカーブ全体が金利上昇基調にあることによる現物の弱い需給を通じたレポレート上昇要因に対し、国債の大量償還月であることや四半期末越えの現物需要を通じたレート低下要因も考えられ、神経質な展開を予想する。新発 TDB3 か月物についても、今後の利上げを見据えた金利上昇も想定される一方で、四半期末越えの担保需要が見込まれる中、こちらも見通し難い展開か。

CP 市場は、金利水準が定まりつつある中、今後の金利上昇を見据えた投資家による金利上昇余地を探る展開も考えられ、横ばい圏～若干の上昇を予想する。なお、6月のCP買入オペについては、回数・金額（月2回・各3,000億円）共に前月から横ばいの予定が公表されている（7月についても同様）。

3. 海外経済情勢

（金融政策）

米 FOMC（連邦公開市場委員会）は4月30日・5月1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%）。なお、FRB保有の米国債について、その償還（減額）ペースの上限をそれまでの月間600億ドルから6月からは月間250億ドルへと引き下げ、またエージェンシー債・エージェンシーMBS債については、再投資先をそれまでのエージェンシーMBS債から米国債へ変更することが公表された。

会合後に公表された声明文では、前回国会合と比し、「ここ数か月、委員会のインフレ目標2%に向けた進展は見られない（"In recent months, there has been a lack of further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective."）」との一文が新たに付け加えられた。その後、22日に公表された議事要旨でも、「複数の参加者は、インフレに対するリスクが顕在化し、そのような措置が適切となった場合には、さらに政策を引き締める意向を示した（"Various participants mentioned a willingness to tighten policy further should risks to inflation materialize in a way that such an action became appropriate."）」との言及があるなど、総じてタカ派的な内容となった。

（経済・景況判断）

米国では4月のISM製造業景況感指数が49.2（前月比▲1.1ポイント）となり、3月に2022年10月以来初めて景況判断の分かれ目となる50を上回ったところから再び50割れとなった。4月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は17.5万人の増加（3月は31.5万人の増加）、(2)失業率は3.9%（3月は3.8%）、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.2%の増加（前年同月比では3.9%の増加）となった。4月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比3.4%の増加（前月は3.5%の増加）、除く食品・エネルギーでは3.6%の増加（前月は3.8%の増加）と、共に前月から上昇幅を縮小させた。

4月のユーロ圏製造業購買担当者指数（PMI）改定値は45.7（前月比▲0.4ポイント）と前月から低下した。4月の中国の財新/S&Pグローバル製造業PMIは51.4（前月比+0.3ポイント）と前月から上昇した。

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		米国等
		国債入札等	
6月3日			ISM 製造業景況感指数 (5月)
4日		10年利付国債	製造業新規受注 (4月)
5日			ADP 雇用統計 (5月)、ISM サービス業景況感指数 (5月)
6日		国庫短期証券 (6か月)、30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)	ECB 金融政策理事会
7日	景気動向指数 (4月速報)	国庫短期証券 (3か月)	雇用統計 (5月)
10日	GDP (1-3月期2次速報)、景気ウォッチャー調査 (5月調査)		
11日		流動性供給入札 (5~15.5年)、エネルギー対策特別会計借入金 (12か月)	
12日			消費者物価指数 (5月)、 FOMC (11日~)
13日		国庫短期証券 (3か月)、流動性供給入札 (15.5~39年)	
14日	鉱工業生産指数 (4月確報)、 金融政策決定会合 (13日~)		
17日	機械受注 (4月)		
18日			小売売上高 (5月)
19日	金融政策決定会合議事要旨 (4月25・26日会合分)	国庫短期証券 (1年)	米国祝日 (ジュンティーンズ)
20日		5年利付国債	
21日	全国消費者物価指数 (5月)	国庫短期証券 (3か月)	中古住宅販売件数 (5月)
24日	金融政策決定会合主な意見 (6月13・14日会合分)		
25日	景気動向指数 (4月改定)	20年利付国債	
26日			新築住宅販売件数 (5月)
27日		2年利付国債	GDP (1-3月確報)、耐久財受注 (5月)
28日	東京都都区消費者物価指数 (6月中旬速報値)、労働力調査 (5月)、鉱工業生産指数 (5月速報)	国庫短期証券 (3か月)	PCE デフレーター (5月)
7月1日	日銀短観 (6月調査、概要および要旨)		ISM 製造業景況感指数 (6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