



利上げ後も政策金利は「中立金利に対して、まだ相応の距離がある」

1. 国内経済情勢

（経済・景況判断）

政府は23日に発表した月例経済報告において、国内景気の基調判断を「景気は、一部に足踏みが残るものの、緩やかに回復している。」とし、6か月連続で表現を据え置いた。個別項目では倒産件数の判断を上方修正した。

24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3.0%の上昇（11月は2.7%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を33か月連続で上回った。なお「除く生鮮食品・エネルギー」では2.4%の上昇（11月も同じ）であった。その後31日に発表された1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2.5%の上昇（12月は2.4%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では1.9%の上昇（12月は1.8%の上昇）となった。（なお、わが国のファンダメンタルズに関しては、本日公表された当社「マクロ経済レポート」も併せてご参照ください。）日銀は23・24日に開催された定例会合において、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準を、それまでの0.25%程度から、0.50%程度へと利上げすることを決定した（賛成8、反対1。なお適用は翌営業日の1月27日から）。またこれに併せて、貸出増加支援資金供給について、本年6月末をもって新規の貸付けを終了することを決定した。なお、経過措置として、7月以降、2025年中は、満期到来額の半分を上限として、貸付期間1年の借り換えを認めることとした（全員一致）。（なお次項も参照。）

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」とし、前回12月会合時の声明文から表現を据え置いた。一方、物価面の現状については「…消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くも、政府によるエネルギー負担緩和策の縮小もあって、足もとは3%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、前回12月会合時の声明文に下線部の一節を追加した上で、足もとの物価上昇率を反映し「3%台半ば（12月会合では2%台前半）」とした。また、物価の先行きについても、12月会合声明文では「…政府による施策の反動が押し上げ方向で、既往の原油等の資源価格下落の影響などが押し下げ方向で…」と両方向の要因が示されていたのに対し、今回の展望レポートでは「…米価格が高水準で推移すると見込まれることや政府による施策の反動が生じることが押し上げ方向で作用すると考えられる」と、押し上げ方向のみの言及となった。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+0.5%（10月展望レポート時点では同+0.6%）、2025年度の見通しは+1.1%（同変わらず）、26年度は+1.0%（同変わらず）と著変ないものとなった。一方、2024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+2.7%（10月展望レポート時点では同+2.5%）、25年度の見通しは+2.4%（同+1.9%）、26年度見通しは+2.0%（同+1.9%）と、すべてにおいて引き上げとなった。

2. 短期金融市場の動向

（1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、補完当座預金制度の適用金利との裁定による資金調達サイドの動きにより、月初から24日までは0.227~0.232%のレンジで推移した。その後前述の通り24日の日銀の利上げにより、翌営業日の27日からは無担保コールオーバーナイト物の誘導目標が0.50%に引き上げられたことで、それ以降は0.476~0.477%のレンジで推移した。

債券レポGCレート（東京レポレートトムベース）についても23日までは0.222~0.250%と補完当座預金制度の適用金利を若干下回る水準で推移した。その後、24日については利上げが織り込まれたことにより0.399%に上昇したものの、27日にはオファー

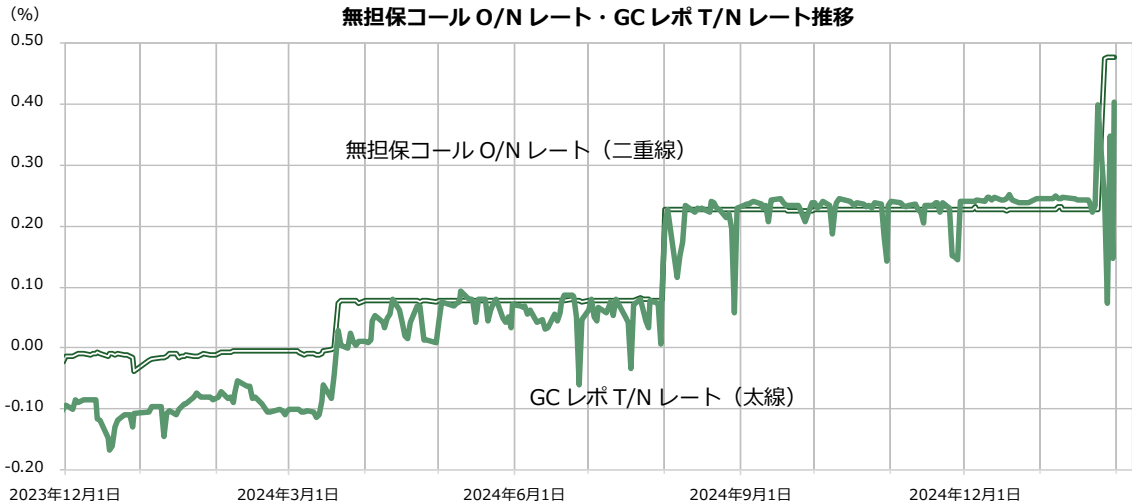
(資金調達) サイドの様子見姿勢が強く、同金利は 0.073%と 2024 年 8 月 29 日 (0.058%) 以来の水準に低下し、月末にかけては 0.147~0.404%のレンジで推移するボラティルな展開となった。またこの間、日銀による国債補完供給も、27 日には応札額が約 4.7 兆円と 2024 年 3 月 22 日 (約 5.0 兆円) 以来の水準を記録し、翌 28 日についても 2.6 兆円程度の応札となった。その後月末にかけて GC レートが落ち着きを取り戻すと、国債補完供給の応札額も 5,000 億円程度まで減少し越月している。

新発 TDB3 か月物については、年初に入札スケジュールが集中したことにより、月初回の発行となる 7 日の入札 (第 1278 回債) は募入最高利回り (以下、同じ) が 0.2178%と前回入札 (12 月 20 日入札、第 1277 回債、0.1453%) から上昇すると、10 日入札の 1282 回債についても 0.2516%とほぼ横ばいの水準となった。その後は 14 日の氷見野副総裁の横浜市での講演や 15 日の全国地方銀行協会における植田総裁の講演を受け、1 月会合における追加利上げを織り込む動きが強まったことから、17 日入札 (第 1282 回債) が 0.3653%と 3 か月物としては 2008 年 12 月 18 日入札 (FB560 回債、0.3689%) 以来の高金利を記録し、23 日入札 (第 1283 回債) についても 0.3733%に上昇した。なお、金融政策決定会合後の入札となる 31 日入札 (1284 回債) については 0.3397%と若干低下した。

CP 発行市場では四半期末における有利子負債圧縮から発行を見送っていた先が調達を再開したことにより、1 月末の発行残高は前月比で 9,100 億円程度増加し 25 兆 2,000 億円程度となった。一方、金利上昇を受け、発行量を絞ったり一時的に他の調達手段に切り替えたりする動きなどから、前年同月比では 1 兆 7,300 億円程度の減少となった。発行レートについては、決定会合までは会合が近づくにつれて利上げの織り込みが進み 0.40%台前半~0.50%台後半が出合いの中心であったが、決定会合後は 0.50%台前半~0.60%台後半程度が出合いの中心となった。当月で最終となる日銀による CP 買入オペは、28 日に 2,000 億円オファーされたが、発行市場でのレートの上昇により、案分レートは 0.540%と前回オファー分 (0.457%) を上回った。

日銀の国債買入オペは 2024 年 7 月の金融政策決定会合で決定された減額計画に従い、前月比約 4,000 億円の減額となる約 4.5 兆円がオファーされた。共通担保資金供給オペについては、2023 年 1 月にオファーされた期間 2 年物のオペのエンドが 1 月に相次いで到来 (6・10・14・16・20 日の 5 日間で計 9 兆 1,200 億円) し、ロールされずにそのまま期落ちとなった。一方で期間 2 週間物については、決定会合跨ぎとなる 21 日オファー分 (22 日スタート・2 月 5 日エンド、8,000 億円、0.25%) の案分率が 22.2%と前回 (1/8) オファー分 (案分率 55.9%) から急低下した。また、気候変動対応オペについては 30 日に 4.7 兆円程度のエンドに対して 7.0 兆円程度の応札があり、貸付総額は 2.3 兆円程度増加した。

日銀当座預金残高は月初約 530 兆円でスタートし、その後は前述の期間 2 年の共通担保オペの期落ちによる減少や気候変動対応オペの貸付総額増加に加えて、税・保険揚げ (8 日) や源泉税揚げ (15 日)、月を通しての国債発行などの財政等要因により、528 兆円で越月した。



(2月の短期金融市場見通し)

1月24日の金融政策決定会合では、なお利上げの余地があることが声明文および会合後の総裁会見にて示唆された。この点、声明文では「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、今回の『展望レポート』で示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている」とされたことに加え、会合後の総裁会見でも「中立金利に対して、現在の政策金利が0.5%になったとしても、まだ相応の距離がある」との発言があった。さらに総裁会見では、「今後、中立金利に近づいてきたときに、利上げをどのぐらいのペースで進めていくか」について問われた際に「今回の利上げの影響はどういうふうに出てくるかということも確かめつつ、今後の進め方を決めていきたい」と回答しており、引き続き決定会合毎に景気・物価の先行き見通しを確認するライブな会合が続くことになると思われる。

無担保コールオーバーナイト物金利は、利上げ後の補完当座預金制度の適用金利(0.50%)を若干下回る0.40%台後半の水準で推移するものと予想する。債券レポGC(トムネ)については、決定会合後には金利が急低下する不安定な展開も見られたものの、1月末には0.404%に上昇したことや2月の第1週には10・30年債やTDB3・6か月物の入札が予定されていることから、徐々に落ち着きを取り戻し、補完当座預金制度の適用金利に近づくものと予想する。

新発TDB3か月物については、債券レポレートが不安定な中、1月末入札の1284回債こそ0.3397%に低下したものの、当月については利上げ後の金利水準の落ち着きどころを徐々に探る展開を予想する。一方、3月末を控えた担保需要が金利の頭を抑える可能性には注意したい。

なお、前述の通り、貸出増加支援資金供給については6月末で新規の貸付実行が終了するが、経過措置として、2025年中の満期到来分についてはその額の半分を上限とする借り換えが可能となっている。仮に9月・12月に満期到来分の半分で借り換えが行われた場合も、日銀当座預金は9月に7.5兆円、12月に2.7兆円程度、経過措置終了後の26年3月には満期分全額の10.5兆円程度と計20.5兆円の減少が見込まれる。これは、2024年7月会合で公表された長期国債買入れの減額計画における2024年7月～2026年3月の減額幅(おおよそ40～50兆円の当座預金残高の減少)の半分程度に相当する。中期的ではあるが、市場の資金調達サイドの動向や、担保需要を通じてのTDB相場に与える影響には留意したい。

CP市場は、発行レートについては利上げ後の目線が定まりつつあり、1月下旬の流れを引きついで水準で推移すると予想する。

3. 海外経済情勢 (金融政策)

米FOMC(連邦公開市場委員会)は1月28・29日の定例会合で、FF(フェデラルファン

ド) 金利の誘導目標レンジを据え置いた。(FF 金利の誘導目標レンジは 4.25~4.50%)。会合後の記者会見で、パウエル FRB 議長は、「しかし、今のところ、我々は金融政策的にも経済的にも本当に良い状態にあると見ており、金融政策の調整を急ぐことは考えていない ("But, right now we, we don't see that, and we see things as in a really good place for policy and for the economy and so we feel like we don't need to be in a hurry to make any adjustments.")」と述べ、当面の政策維持を示唆した。

(経済・景況判断)

米国では 12 月の ISM 製造業景況感指数が 49.3 (前月比+0.9 ポイント) と、景気判断の分かれ目となる 50 を 9 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 25.6 万人の増加 (11 月は 21.2 万人の増加 (先月公表の 22.7 万人から下方修正))、(2)失業率は 4.1% (11 月は 4.2%)、(3)時間当たり平均賃金は前月比 0.3%の増加 (11 月は 0.4%の増加)、前年同月比では 3.9%の増加 (11 月は 4.0%の増加) となった。12 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 2.9%の上昇 (11 月は 2.7%の上昇)、除く食品・エネルギーでは同 3.2%の上昇 (11 月は 3.3%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 45.1 (前月比▲0.1 ポイント) となった。12 月の中国の財新/S&P グローバル製造業 PMI は 50.5 (前月比▲1.0 ポイント) であった。

17 日に IMF は「世界経済見通し (WEO)」を公表した。これによれば、各国の 2025 年 GDP 成長率予測値は、米国で 2.7% (10 月時点対比で+0.5 ポイント)、ユーロ圏は 1.0% (同▲0.2 ポイント)、日本は 1.1% (同変わらず)、中国は 4.6% (同+0.1 ポイント) とされた。

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。

※2月8日（土）は中国において春節に伴う振替出勤日となります。

	日本		米国等
		国債入札等	
2月3日	金融政策決定会合における主な意見（1月23・24日会合分）		ISM 製造業景況感指数（1月）、中国祝日（春節）
4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）	製造業新規受注（12月）、中国祝日（春節）
5日			ADP 雇用統計（1月）、ISM サービス業景況感指数（1月）
6日	田村審議委員講演	国庫短期証券（6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）	
7日	景気動向指数（12月速報）	国庫短期証券（3か月）	雇用統計（1月）
10日	景気ウォッチャー調査（1月）		
11日	祝日（建国記念の日）		
12日		10年物価連動国債	消費者物価指数（1月）
13日			生産者物価指数（1月）
14日		国庫短期証券（3か月）、5年利付国債、国有林野事業債務管理特別会計借入金（5年）	小売売上高（1月）
17日	GDP（10-12月期1次速報）、鉱工業生産指数（12月確報）		米国祝日（ワシントン誕生日）
18日		20年利付国債	
19日	機械受注（12月）、高田審議委員講演	国庫短期証券（1年）、交付税及び贈与税配付金特別会計借入金（6か月）	FOMC 議事要旨（1月28・29日会合分）
20日		流動性供給入札（5～15.5年）	
21日	全国消費者物価指数（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）	中古住宅販売件数（1月）
24日	振替休日（天皇誕生日）		
25日		流動性供給入札（15.5～39年）	
26日	景気動向指数（12月改定）	交付税及び贈与税配付金特別会計借入金（6か月）	新築住宅販売件数（1月）
27日		2年利付国債	GDP（10-12月期改定）、耐久財受注（1月）、ECB 金融政策理事会議事要旨（1月30日会合分）
28日	東京都都区消費者物価指数（2月中旬速報値）、鉱工業生産指数（1月速報）	国庫短期証券（3か月）	PCE デフレーター（1月）
3月3日			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