



日銀は決定会合で長期金利の変動幅の拡大を決定、市場にはサプライズ

1. 国内経済情勢

（経済・景況判断）

日銀は、19・20日の定例会合で、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）の運用において、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大することを決定した。また、国債買入れ額を大幅に増額（国債買入オペの予定額を、従来の月間7.3兆円から9兆円程度に増額）するほか、金融市場調節方針（短期金利：政策金利＝▲0.10%、長期金利：10年物国債金利＝ゼロ%）と整合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入額の更なる増額や指値オペを実施することとした。（なお、次項も参照。）会合後に公表された声明文では、景気の現状については「持ち直している」とし、前回会合時の「展望レポート」における表現を据え置いた。

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、緩やかに持ち直している」とし、前月の表現を据え置いた。個別項目では業況判断を上方修正した一方で、生産の判断を下方修正した。22日に発表された10月の景気動向指数（CI一致指数、改定値）は99.6（前月比▲1.2）と2か月連続で下落したが、基調判断は「改善を示している」で据え置かれた。

11月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は前年同月比3.7%の上昇（前月は3.6%の上昇）と、1981年12月（4.0%）以来の上昇幅となった。また日銀が「物価安定の目標」とする2%は8か月連続で上回った。「除く生鮮食品・エネルギー」では2.8%の上昇（前月は2.5%の上昇）であった。

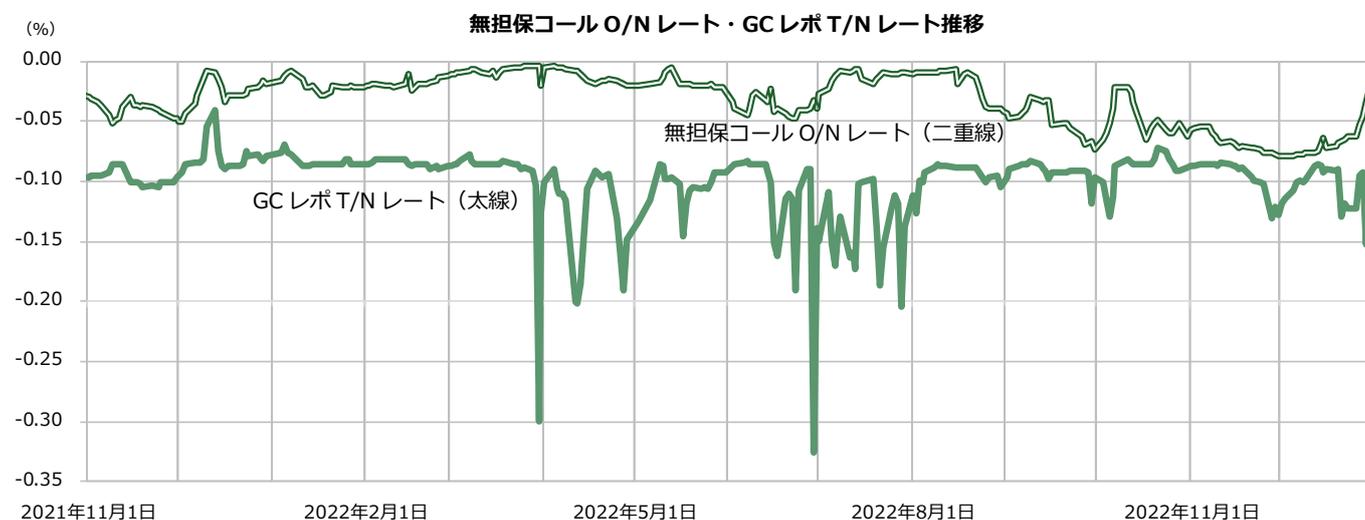
2. 短期金融市場の動向

（12月の短期金融市場動向等）

前述の通り日銀は決定会合において長期金利の変動幅を拡大し、上限を+0.5%へ引き上げた。この点、例えば9月26日の大阪における講演会後の質疑応答において、記者から「上限を引き上げることは金利引き上げ、あるいは金融引締めになるのか」と問われた際に、黒田総裁は「それはなると思う」と回答した上で、「±0.25%の幅をより広くしたら、仮にその上の方に行けば、明らかに金融緩和の効果を阻害しますので、そういうことは考えていません」と上限の引き上げに対し否定的な見解を示していたこと、また11月に実施された日銀による「債券市場サーベイ」において、「長期金利の先行き見通し（中央値）」で新発10年債利回りは2023年9月末まで0.25%が続くと予想されていたこと、さらに当社「上田八木・金融政策サーベイ」の12月調査（<https://www.uedayagi.com/survey/2022-12/>）でも回答者のほぼ全員（99%）が「今回の決定会合での政策変更なし」と回答していたこと等、この変動幅拡大は市場に対し全くのサプライズであった。なお、決定会合後には臨時で国債買入オペと5～10年ゾーンの指値オペの他、1～3年ゾーン（対象は2年443回債で買入利回りは0.020%）、3～5年ゾーン（対象は5年154回債で買入利回りは0.170%）、10～25年ゾーン（対象は20年182回債で買入利回りは1.245%）の指値オペが初めて実施された（指値オペで落札があったのは3～5年ゾーンのみ（10,189億円））。

12月の無担保コールO/N加重平均金利は月初▲0.079%から始まり、その後は▲0.079%～▲0.075%の狭いレンジで推移したが、積み期終盤の14日からは調達ニーズの強まりから上昇し、積み期最終日の15日には▲0.064%となった。新積み期に入った16日はビッドサイドの様子見姿勢もあり▲0.072%で始まったが、徐々に上昇した後に年末にかけて上げ幅を加速、年末越えは▲0.022%で越月した。債券レポGCレート（東京レポレートT/Nベース）は、月初▲0.119%から始まったがその後は徐々に強含み、こちらも積み期終盤にかけては▲0.08%台後半まで上昇した。新積み期入り後は▲0.09%を挟んだ水準が続いたが、決定会合があった20日以降は、大量の国債買入オペの影響等による債券需給の引き締めから▲0.12%前後まで一時低下するも、28日には▲0.092%まで上昇、ところが年末越えとなる29日のTNレートは▲0.153%を付けると実質新年入りした30日には▲0.094%となるなど、ボラタイルな展開となった。新発TDB3M物は、月を通して平均落札利回りは低下したが、16日入札の1127回債は、平均落札利回り▲0.1790%に対し最高落札利回り▲0.1321%と、償還日（3/27）が年度末間際であることが嫌気されたため大きくテールが流れる結果となった。CP市場の市場残高は引き続き高水準で推移。22日時点で29兆1,518億円に増加し、過去最高残高である29兆853億円（2022年8月29日）を更新した後、事業法人による期末の負債圧縮の動き等から減少して月末残高は約25兆円（前年同月比では約1兆円強の純増）となった模様。発行レートは0%から小幅なプラス圏での出会いが中心であった。日銀当座預金残高は、月中

旬までは 470 兆円台後半～480 兆円台後半で推移、12 日には 475 兆 6,100 億円と 2020 年 10 月以来の水準まで減少したが、その後は 15 日の年金定時払いや 20 日の国債大量償還に加え、長期国債金利変動幅拡大決定を受けた大量の国債買入れオペ（指値オペを含む）により 27 日には 503 兆 6,300 億円まで増加した。月間の国債買入額（オファー日ベース、物国を除く）は約 17.0 兆円と、月間ベースで過去最高となった。



（1 月の短期金融市場見通し）

まず、17・18 日予定の金融政策決定会合については政策変更なしを予想。但し、「展望レポート」における消費者物価指数についての政策委員の大勢見通しの結果次第では、近い将来の政策変更への思惑が高まる可能性には留意か。無担保コール O/N 物金利は、年末にかけて急上昇した地合いを引き継ぎ、強含みで推移すると予想。機動的な国債売買や買入オペ応札への備えのため資金調達手段をレポからコールにシフトする動き等から金利上昇圧力がかかりやすい展開か。また特に 12 月積み期中は残り営業日数が少ないこともあり、積み終盤にかけての動向には留意。なお、4 日に期間 2 年（2023 年 1 月 5 日から 2025 年 1 月 6 日）の共通担保オペ（貸付利率は 0%、全店貸付）が予定されている。債券レポレート（GC）は TDB 入札が連続する年明け 1 週目の動向には注意したいが、日銀による国債買入オペの影響からの現物需給の引き締めにより、レートは引き続き低水準での推移を予想する。なお国債補完供給オペの残高が高水準で推移（12 月 30 日付けで 36,084 億円）しており、現物需給の観点から今後の動向に注目したい。TDB3 か月物は、国債需給の引き締めによる担保ニーズ等からレポ市場同様に低水準の推移を予想。なお、今月から 6 か月物発行額が増額（4.5 兆円（前月比 +0.5 兆円））となる。12 月号の当欄では 6 か月物が月 2 回発行になると予想したが、政府短期証券（FB）を一部減額することで TDB としての増額幅を圧縮し月 1 回発行を維持したものと推測される。また長期国債の買入れ予定については、前述の通り月間買入金額は 9 兆円程度の見込みとされているが、利回り格差方式・指値オペ共に機動的なオファーが見込まれる。なお、足元の指値オペにおける買入利回り水準は、決定会合直後からは上昇したものの、2 年 444 回債で買入利回り 0.030～0.040%、5 年 154 回債で同 0.230～0.240%で収斂しつつあり、この傾向が続くのかにも注目したい。CP 市場では年末に落ち込んだとみられる発行残高が、期明けで増加することが見込まれる。なお、CP 買入オペは 11 日・25 日にそれぞれ 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、13・14 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 50bp 利上げし 4.25～4.50%とした。同時に公表された FOMC メンバー全体の金利予想分布図（ドットチャート）では、2023 年末の FF 金利の予想の中央値が 5.125%となり、9 月時点（4.625%）からは 50bp 上昇、また足元の誘導目標から見ると 75bp の追加利上げを示唆する内容となった。会合後の記者会見でパウエル議長は、「インフレ率が持続的に 2% まで低下していると委員会が確信するまで、我々が利下げを検討するようなことはない。…経済予測要約（Summary of Economic Projections、SEP）において 2023 年の利下げはない。（"I wouldn't see us considering rate cuts until the Committee is confident that inflation is moving down to 2 percent in a sustained way. ... There are not rate cuts in the SEP for 2023."）」と述べ、早期の利下げ転換に否定的な見方を示した。

ECB（欧州中央銀行）は15日の政策理事会で各種政策金利を50bp引き上げた。利上げ自体は4会合連続だが、9月・10月会合の際の75bpからは利上げ幅を縮小させた。理事会後の記者会見でラガルド総裁は、「着実なペースでの大幅な上昇とは、一定期間、50bpの利上げを続けることを意味する（"... significant rise at a steady pace means that we should expect to raise interest rates at a 50-basis-point pace for a period of time."）」と述べた。また、前日に米FRBが利上げ幅を前会合から縮小させたこととの関連を聞かれた際には、「これは転換点ではなく、我々は減速していない（"This is not a pivot. We're not slowing down."）」と述べ、警戒感の強さを伺わせた。

（経済・景況判断）

米国では11月のISM製造業景況感指数が49.0（前月比▲1.2）となった。景気判断の分かれ目となる50を下回るのは2020年5月以来30か月ぶり。11月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は26.3万人の増加（前月は28.4万人の増加）、(2)失業率は3.7%（前月と変わらず）、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.6%の増加（前年同月比では5.1%の増加）となった。11月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比7.1%（前月は7.7%）、除く食品・エネルギーでは6.0%（同6.3%）と、共に前月から上昇幅を縮小させた。

11月のユーロ圏製造業購買担当者指数（PMI）改定値は47.1（前月比+0.7ポイント）と、5か月連続で50を下回った。一方11月の中国の財新/S&Pグローバル製造業PMIは49.4（前月比+0.2ポイント）と、こちらは4か月連続で50を下回った。

4. 主要経済指標カレンダー ※米国経済指標の発表日付は現地日付です。

	日本		米国等
		国債入札等	
1月2日			
3日			
4日			
5日		国庫短期証券（3か月）、10年利付国債	ISM製造業景況感指数（12月） ADP雇用統計（12月）
6日		国庫短期証券（6か月）	雇用統計（12月）、製造業新規受注（11月）、ISMサービス業景況感指数（12月）
9日			
10日		国庫短期証券（3か月）	
11日	景気動向指数（11月速報）	30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）	
12日			消費者物価指数（12月）
13日		国庫短期証券（3か月）、5年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	
16日			
17日		流動性供給入札（5～15.5年）、交付税及び贈与税配付金特別会計借入金（6か月）	
18日	機械受注（11月）、鉱工業生産指数（11月確報）、 金融政策決定会合（17日～）		生産者物価指数（12月）、小売売上高（12月）
19日		国庫短期証券（1年）、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）	
20日	全国消費者物価指数（12月）	国庫短期証券（3か月）	中古住宅販売件数（12月）
23日			
24日		流動性供給入札（1～5年）、交付税及び贈与税配付金特別会計借入金（6か月）	
25日	景気動向指数（11月改定）		
26日		40年利付国債	GDP（10-12月期速報）、耐久材受注（12月）、新築住宅販売件数（12月）
27日		国庫短期証券（3か月）	PCEデフレーター（12月）
30日			
31日	労働力調査（12月）、鉱工業生産指数（12月速報）	2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）	FOMC1日目（※金融政策公表は翌2月1日予定）

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