

**基調的物価上昇と不透明な海外経済が「何か相打ちのようなかたち」になっている****1. 国内経済情勢****（経済・景況判断）**

9日に発表された2024年4-6月期の実質GDP成長率（2次速報値）は、前期比0.7%（1次速報値では同0.8%）、年率換算2.9%（同2.9%）と、1次速報値からは小幅に下方改定となった。またGDPデフレーターの前年同期比は3.2%と、1次速報値（3.0%）から上方改定となった。また内閣府推計によるこの2次速報後のGDPギャップ推計値は▲0.6%となった。内閣府による需給ギャップ推計値がマイナスとなるのは4四半期連続。（なお、日銀による推計結果は10月3日に公表予定。）

政府は18日発表の月例経済報告で、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、前月から判断を据え置いた。個別項目では、倒産件数について「このところ増勢が鈍化している」とし、前月の「増加がみられる」から判断を上方修正した。

20日に発表された8月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比2.8%の上昇（7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29か月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では2.0%の上昇（7月は1.9%の上昇）となった。その後27日に発表された9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2.0%の上昇（8月は2.4%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では1.6%の上昇（8月も同じ）となった。内訳では「エネルギー」の8月からの寄与度差が▲0.39ポイントとなっており、「除く生鮮食品」での上昇幅の縮小の主因となった。

（なお、東京都区部の全国に対する下方乖離は、東京における高校授業料の無償化によるもの。）

日銀は19・20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（政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標は0.25%程度）。会合後に公表された声明文における景気に関する判断では、個人消費の項目を、7月展望レポート時の「底堅く推移している」から、今回は「緩やかな増加基調にある」と上方修正した。また利上げを決めた前回7月会合にあった「今後の金融政策運営について」の記述は今回省かれた。この点について会合後の記者会見で問われた植田総裁は、「…確か6月のときも、公表文では、先行きの金融政策運営に関する記述を省いています。考え方として、展望レポートの回に、従って3か月に1回に、展望レポートの中で一番終わりのところに、そこまでの経済についての見方とリスクについての考え方を記した後、金融政策についての基本的な考え方を書き入れるということにして、それについての変更がない限りは、展望レポート以外の回では特に記述をしないという方針に致しました」と述べた。（なお次項も参照。）

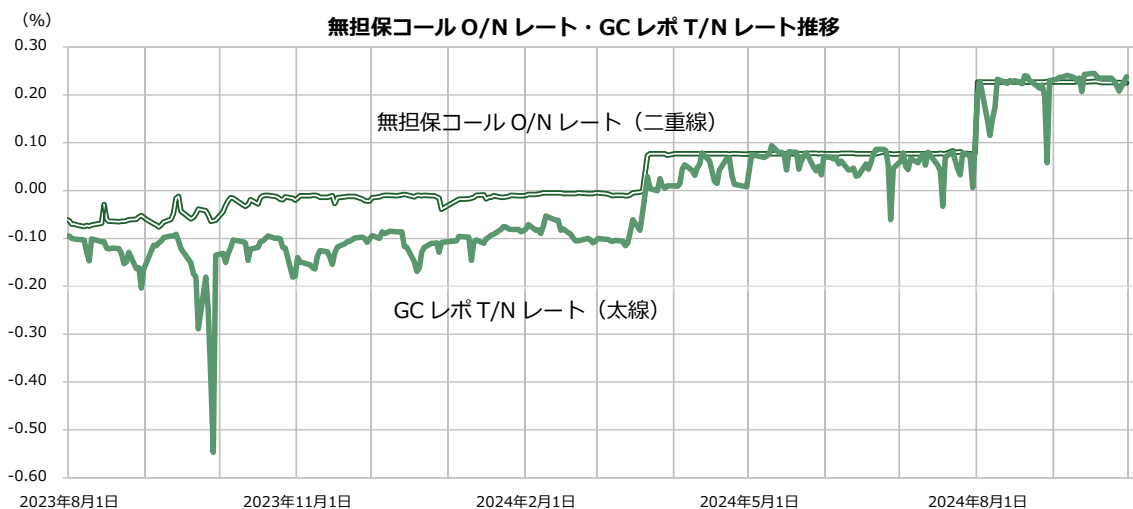
2. 短期金融市場の動向**（9月の短期金融市場動向等）**

無担保コールオーバーナイト物加重平均金利は、月初～14日までは概ね0.227%で推移した。その後17日以降は「地域金融強化のための特別当座預金制度」の付利が終了した地銀勢の調達レートの水準がわずかに低下し、概ね0.226%で推移した。（10・12・17・18日には一部金融機関の試し取りが行われたこともあり、0.228～0.229%と若干上昇した。）なお、月末の30日は四半期末越えの調達を控える動きもあり0.225%に低下し、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、オファー（資金調達）サイドの調達意欲が強い展開が続き、月を通して0.219～0.245%のレンジで推移したものの、新積み期に掛かる12日（0.207%）や四半期を跨ぐ27日（0.208%）には一時的にオファーが薄くなったことにより金利が低下した。日銀による国債買入オペは予定通り約5.3兆円オファーされ、TDB買入オペは見送られた。なお、当月の国債補完供給オペの応札額は約1兆5,000億円～約2兆円と前月（約1兆5,000億円～約3兆円）から減少した。また、

20日の午後オフアワーについては、3,815億円の応札があったが、その太宗を、この日に受渡決済期日を迎えた長期国債先物9月限のチーベスト銘柄である10年364回債(3,739億円)が占めた。

新発TDB3か月物については、四半期末越えの担保需要の強まりを背景に、一度の入札で大きな金額を確保でき、かつ中期債等との比較で金利変動リスクが低いTDBへの資金流入の動きにより、債券レポGCを大きく下回るレートで推移した。加えて、1回あたりの発行金額が、1253回債(8月30日入札)の4.9兆円から、9月入札分は4.6兆円に減額され、償還額見合いでは1銘柄当たり9,000億円の償還超となったことも金利低下圧力として働いたことが考えられる。月初回の発行となった6日の入札(1254回債)は募入最高利回り(以下、同じ)が0.0822%と前回債(1253回債(8月30日入札)、0.1023%)から低下し、その後も1256回債(13日入札)が0.0669%、1258回債(19日入札)が0.0567%、1259回債(27日入札)が0.0365%(募入平均利回りは0.0047%)と低下基調を辿った。CP発行市場では、月末の発行残高は四半期末の有利子負債圧縮の動きから、約2兆8,900億円と前月比で約2兆7,500億円減少し、前年同月比では約5,900億円減少した。発行レートは銘柄や期間等によりばらつきが見られたものの、0.25%~0.30%台後半での出会いとなった。日銀によるCP等買入オペは、予定通り25日に前回(8月27日オフアワー)と同額の4,000億円オフアワーされた。案分レートは、応札金額が減少(前回の8,685億円から3,430億円の減少となる、5,255億円)したことにより、0.270%と前回オフアワー分(0.299%)より低下した。

日銀当座預金残高は月初、財政資金揚げにより前営業日比2兆円減となる約548兆円で始まった。その後は税・保険揚げ(3・4日)や源泉税揚げ(12日)、地方公共団体・機関からの貸付回収(27日)などの減少要因があった一方で、増加要因として月を通しての国債買入オペに加えて、普通交付税交付金の払い(3・4日)や国債の大量償還(20日)などがあり、約549兆円で越月した。



(10月の短期金融市場見通し)

9月20日の金融政策決定会合後の会見で、植田総裁は「われわれの見通し通りに経済は足元動いてきている」、「これは若干なりとも、基調的物価上昇率に対する判断を上げてもいいような材料」との見方を示した一方、海外経済等については「米国をはじめとする海外経済の先行きは引き続き不透明であり、金融資本市場も引き続き不安定な状況にある。当面はこれらの動向を極めて高い緊張感を持って注視し、我が国の経済物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度をしっかりと見極めていく」と発言した上で、「基調的物価上昇」と「海外経済の不透明性」が「何か相打ちのようなかたち」と述べ、「政策判断に当たって、…時間的な余裕はあると考えています」と、利上げを急がない姿勢を示した。

今月30・31日の金融政策決定会合では「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」が公表予定である。7月の同レポートにおける政策委員の大勢見通しでは、消費者物価指数(除く生鮮食品、対前年度比)の2025・2026年度における中央値は2025年度が+2.1%、2026

年度が+1.9%であったが、今回公表分では8月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）や9月の東京都都区部消費者物価指数（中旬速報値）などの指標を受けた政策委員の見通しを確認するとともに、為替動向とそれが物価見通しに与える影響に関する判断についても注視したい。また、前述の通り「今後の金融政策運営について」には「金融政策についての基本的な考え方」が記載されるが、7月のもの（「金融政策運営については、…、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、以上のような経済・物価の見通しを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。）から変化がないか確認したい。

無担保コールオーバーナイト物金利は、引き続き補完当座預金制度の付利金利である0.25%との裁定が意識され、0.20%台前半での推移を予想する。

債券レポ GC（トムネ）については、オファーサイドの資金調達意欲が引き続き強いことが予想され、債券現物需要を睨みながら無担保コールオーバーナイト物金利に近い水準で推移すると考えられる。一方、新発 TDB3 か月物については、資金流入の動きや発行金額の更なる減少（10月の公募発行見込額は、4日入札の1260回債は前回債と同額の約4.6兆円だが、その後は発行額レンジの中心値が約4.2兆円と再び減額見込みとなっている）が金利低下要因として働かなかで、金利上昇しにくい展開か。なお、当月の国債買入オペでは、1年超3年以下と3年超5年以下、5年超10年以下のオファー金額が9月の実績から減額（1年超3年以下：3,500億円→3,250億円、3年超5年以下：3,750億円→3,250億円、5年超10年以下：4,000億円→3,750億円）され、月間のオファー金額は4兆9,100億円と約4,000億円の減額が予定されている。

CP市場は、事業法人を中心に発行再開が見込まれる。発行レートについては、政策金利引き上げ後の水準感が定まるなか前月と同水準での推移を予想する。なお、10月のCP買入オペは、前月と同様の金額・回数（月1回・4,000億円）が予定されている一方、11月については2,000億円に減額予定である。

3. 海外経済情勢

（金融政策）

米FOMC（連邦公開市場委員会）は9月17・18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利下げし4.75～5.00%とした。利下げは新型コロナウイルス感染症の拡大に対応するため臨時会合で実施した2020年3月以来。決定は賛成11、反対1と、ボウマン理事が25bpの利下げを主張して反対票を投じた。

会合後に公表されたFOMCメンバー全体の金利予想分布図（ドットチャート）では、2024年末のFF金利の予想中央値が4.375%となり、今後の会合1回あたりの利下げ幅を25bpとすると、年内2回の利下げを示唆するものとなった。またFOMCメンバー19名中、9名が計50bpの利下げ、7名が計75bpの利下げを示しており、利下げ幅としてもややばらつきが残る結果となった。なお、今年のFOMCは11月6・7日と12月17・18日の、残り2回の開催予定となっている。（なお、海外金融政策動向については、本日発行の当社「マクロ経済レポート」もご参照ください。）

（経済・景況判断）

米国では8月のISM製造業景況感指数が47.2（前月比+0.4ポイント）と前月から上昇したが、景況判断の分かれ目となる50は5か月連続で下回った。8月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は14.2万人の増加（7月は8.9万人の増加（先月公表の11.4万人から下方修正））、(2)失業率は4.2%（7月は4.3%）、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.4%の上昇（7月は0.2%の上昇）、前年同月比では3.8%の上昇（同3.6%の上昇）となった。

8月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比2.5%の上昇（7月は2.9%の上昇）、除く食品・エネルギーでは3.2%の上昇（前月も同じ）となった。

8月のユーロ圏製造業購買担当者指数（PMI）改定値は前月から横ばいの45.8となった。

8月の中国の財新/S&Pグローバル製造業PMIは50.4（前月比+0.6ポイント）と2か月ぶりに50を上回った。

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
10月1日	労働力調査（8月）、日銀短観（9月調査、概要および要旨）、金融政策決定会合における主な意見（9月19・20日会合分）	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（9月）
2日	日銀短観（9月調査、調査全容）		ADP 雇用統計（9月）
3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（8月）、ISM サービス業景況感指数（9月）
4日		国庫短期証券（3か月）	雇用統計（9月）
7日	景気動向指数（8月速報）、日銀支店長会議における報告（さくらレポート）		
8日	景気ウォッチャー調査（9月）	30年利付国債	
9日		国庫短期証券（6か月）	FOMC 議事要旨（9月17・18日会合分）
10日		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（9月）、ECB 金融政策理事会議事要旨（9月12日会合分）
11日		国庫短期証券（3か月）	生産者物価指数（9月）
14日	祝日（スポーツの日）		米国祝日（コロンブス・デー）
15日	鉱工業生産指数（8月確報）	流動性供給入札（5～15.5年）	
16日	機械受注（8月）	交付税及び贈与税配付金特別会計借入金（6か月）	
17日		国庫短期証券（1年）、流動性供給入札（15.5～39年）	小売売上高（9月）、 ECB 金融政策理事会
18日	全国消費者物価指数（9月）	国庫短期証券（3か月）	
21日			
22日		10年クライメート・トランジション利付国債	
23日		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（9月）
24日		20年利付国債	新築住宅販売件数（9月）
25日	東京都都区消費者物価指数（10月中旬速報値）、景気動向指数（8月確報）	国庫短期証券（3か月）	耐久財受注（9月）
28日			
29日	労働力調査（9月）	2年利付国債	
30日			ADP 雇用統計（10月）、GDP（7-9月期速報）
31日	鉱工業生産指数（9月速報）、 金融政策決定会合（30日～）		PCE デフレーター（9月）
11月1日		国庫短期証券（3か月）	雇用統計（10月）、ISM 製造業景況感指数（10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