



## 「時間的な余裕がある」状況から、「予断を持たない」ライブな会合へ

### 1. 国内経済情勢

#### （経済・景況判断）

1日に日銀が発表した短観（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14となり、前回6月調査（同12）からは微増となった。また今回調査の同「先行き」は11（6月調査では10）となっている。

政府は29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、生産について、「このところ横ばいとなっている」とし、前月までの「持ち直しの動きが見られる」から判断を下方修正した。

18日に発表された9月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比2.4%の上昇（8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30か月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では2.1%の上昇（8月は2.0%の上昇）となった。その後25日に発表された10月の東京都区部消費者物価指数（中速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比1.8%の上昇（9月は2.0%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では1.8%の上昇（9月は1.6%の上昇）となった。日銀から3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）に基づくGDPギャップ推計値は▲0.55%となった。（なお、これに先んじて9月17日に公表された内閣府による同推計値は▲0.6%であった。）

日銀は30・31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9月会合時の声明文から共に表現を概ね据え置いた。一方、金融政策運営の見通し（9月会合声明文では言及なし）については、7月展望レポートの文言を概ね踏襲しつつも、「…そのうえで、米国をはじめとする海外経済の今後の展開や金融資本市場の動向を十分注視し、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を見極めていく必要がある」との一文が付け加えられた。（なお、次項も参照。）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+0.6%（7月展望レポート時点から変わらず）、2025年度の見通しは+1.1%（同+1.0%）、26年度は+1.0%（同変わらず）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+2.5%（7月展望レポート時点から変わらず）、25年度の見通しは+1.9%（同+2.1%）、26年度見通しは+1.9%（同変わらず）となり、いずれも著変ないものとなった。

### 2. 短期金融市場の動向

#### （10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、月初四半期末越えの調達を控えていた一部金融機関が調達を再開したことにより、前営業日比+0.002%の0.227%で始まり、その後も月を通して0.227~0.228%と狭いレンジで推移した。

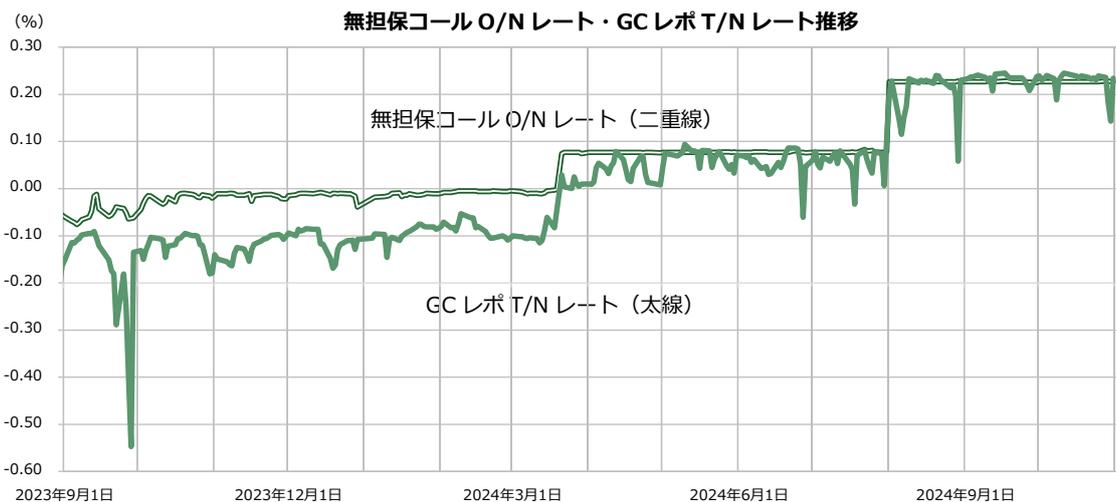
債券レポGCレート（東京レポレートトムネベース）は、オファー（資金調達）サイドの調達意欲が強い展開が続き、補完当座預金制度の付利金利0.25%との裁定から、月を通して概ね0.230~0.245%のレンジで推移した。なお、8日（0.188%）・29日（0.183%）・30日（0.143%）には一時的にオファーが薄くなったことからレンジ外に低下した。日銀による国債買入オペは、7月の金融政策決定会合で決定された減額計画に従い、前月比約4,000億円の減額となる約4.9兆円がオファーされた。またTDB買入オペは見送られた。

新発TDB3か月物については、月初回の発行となった4日の入札（1260回債）は募入最高

利回り（以下、同じ）が0.0202%と前回債（1259回債（9月27日入札）、0.0365%）から低下し、その後も1262回債（11日入札）が0.0131%、1264回債（18日入札）が0.0074%、1265回債（25日入札）が0.0011%と低下基調を辿った。この背景としては年末越えの根強い担保需要から、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への資金流入が集中したことや10月11日入札分より発行額が4.3兆円と約3,000億円減額され、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などが考えられる。また、年末越えのドル調達プレミアムの拡大等を受け、海外投資家の購入意欲が強まったとの見方もある。

CP発行市場では、四半期末の有利子負債圧縮を目的に発行を見送った先が調達を再開したことから、約24兆5,900億円と前月比で約2兆7,000億円増加した。なお、前年同月比では約1兆3,100億円減少した。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28日に前回（9月25日オファー）と同額の4,000億円オファーされた。案分レートは、応札金額の増加（8,130億円と前回の5,255億円から2,875億円の増加）により、0.345%と前回オファー分（0.270%）より上昇した。

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約3兆円減となる約547兆円で始まった。その後は税・保険揚げ（2日）や源泉税揚げ（15日）、月を通しての国債発行などの減少要因があった一方で、増加要因としてこちらも月を通しての国債買入オペに加えて、年金定時払い（15日）などがあり、約548兆円で越月した。



### (11月の短期金融市場見通し)

10月31日の金融政策決定会合後の会見で、植田総裁は「国内のデータについては、…賃金・物価の動きは見通し通りのものが一応続いている」とオントラックであることに触れたうえで、海外経済については「下振れリスクを重視して見ていたわけですがけれども、少しその霧が晴れつつある」との見方を示した。また9月の決定会合以降に発信してきた「時間的な余裕がある」という表現については、「6・7月から9月上旬くらいまでに心配されていた米国経済のダウンサイドリスク…を見極める…という意味で使っていますので、これがなくなるとともに、この表現も使わなくなる」と言及したことに加えて、政策判断の方針については「見極めに必要な時間や利上げのタイミングについて予断は持っておらず、…経済・物価の現状評価や見通しをアップデートしながら…行っていく」との発言が報じられており、今後の決定会合については、所謂ライブなものとなるだろう。

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。なお、当月の国債買入オペは前月と同様の金額・回数が予定されている。

新発 TDB3 か月物については、再利上げへの織り込みが進むことにより、金利上昇の可能性が考えられるものの、依然として担保需要が底堅いことや価格変動リスクの小さい TDB を選好する動きなどが金利低下圧力として働く点は意識したい。(なお、本日入札の 1266 回債は募入最高利回りが 0.0150%と前回債より上昇した。)

CP 市場は、発行期間は再利上げを警戒する動きから 1 か月程度のが銘柄が中心となり、金利水準については 10 月と同水準での推移を予想する。なお、11・12 月の CP 買入オペは、10 月より 2,000 億円の減額 (月 1 回・2,000 億円) が予定されている。

### 3. 海外経済情勢

#### (金融政策)

9 日に公表された FOMC (米連邦公開市場委員会) 議事要旨 (9 月 17・18 日開催分。50bp の利下げを賛成 11 対反対 1 で決定) によれば、「…経済成長が堅調で失業率が低水準にある一方、インフレ率は依然としてやや高めに推移していることに留意し、一部の参加者は今回の会合で 25bp の利下げを実施することを希望しており、また他の一部の参加者は、そのような決定を支持し得ると述べた」とされ、前回会合での利下げ幅について小幅に留めるべきとの意見があったことを伺わせるものとなった。(なお、米大統領選の動向を含む米経済の見通しについては、本日発行の当社「マクロ経済レポート」も併せてご参照ください。)

#### (経済・景況判断)

米国では 9 月の ISM 製造業景況感指数が 47.2 (前月比変わらず) となった。景気判断の分かれ目となる 50 を下回るのは 6 か月連続。9 月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は 25.4 万人の増加 (8 月は 15.9 万人の増加 (先月公表の 14.2 万人から上方修正))、(2)失業率は 4.1% (8 月は 4.2%)、(3)時間当たり平均賃金は前月比 0.4%の上昇 (8 月は 0.5%の上昇)、前年同月比では 4.0%の上昇 (同 3.9%の上昇) となった。

9 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 2.4%の上昇 (8 月は 2.5%の上昇)、除く食品・エネルギーでは同 3.3%の上昇 (8 月は 3.2%の上昇) となった。

9 月のユーロ圏製造業購買担当者指数 (PMI) 改定値は前月比▲0.8 ポイントの 45.0 となり、昨年 12 月 (44.4) 以来の低い値となった。9 月の中国の財新/S&P グローバル製造業 PMI は前月比▲1.1 の 49.3 と景気判断の分かれ目となる 50 を下回った。

22 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 2024 年 GDP 成長率予測値は、米国で 2.8% (7 月時点対比で +0.2 ポイント)、ユーロ圏は 0.8% (同▲0.1 ポイント)、日本は 0.3% (同▲0.4 ポイント)、中国は 4.8% (同▲0.2 ポイント) とされた。なお、2025 年の予測値については、米国 (2.2%) と日本 (1.1%) は 7 月時点の予測値から上方修正、ユーロ圏 (1.2%) は下方修正された。中国 (4.5%) は 7 月時点の予測値から横ばいであった。

#### 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
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）
4日	振替休日（文化の日）		製造業新規受注（9月）
5日			ISM サービス業景況感指数（10月）
6日	金融政策決定会合議事要旨（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）	
7日		国庫短期証券（6か月）、10年利付国債	<b>FOMC（6日～）</b>
8日	景気動向指数（9月速報）	国庫短期証券（3か月）、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	
11日	景気ウォッチャー指数（10月調査）、金融政策決定会合における主な意見（10月30・31日会合分）	10年物価連動国債	米国祝日（退役軍人の日）
12日		交付税及び贈与税配付金特別会計借入金（6か月）	
13日		30年利付国債	消費者物価指数（10月）
14日		国有林野事業債務管理特別会計借入金（5年）	生産者物価指数（10月）、ECB 金融政策理事会議事要旨（10月17日会合分）
15日	GDP（7-9月期1次速報）、鉱工業生産指数（9月確報）	国庫短期証券（3か月）、5年利付国債	小売売上高（10月）
18日	機械受注（9月）		
19日		国庫短期証券（1年）、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）	
20日			
21日		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）	中古住宅販売件数（10月）
22日	全国消費者物価指数（10月）	国庫短期証券（3か月）	
25日	景気動向指数（9月改定）	流動性供給入札（1～5年）	
26日		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（10月）、FOMC 議事要旨（11月6・7日会合分）
27日		40年利付国債	GDP（7-9月期改定）、耐久財受注（10月）、PCE デフレーター（10月）
28日			米国祝日（感謝祭）
29日	労働力調査（10月）、東京都都区消費者物価指数（11月中旬速報値）、鉱工業生産指数（10月速報）	国庫短期証券（3か月）、2年利付国債	
12月2日			ISM 製造業景況感指数（11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