



12月会合に向けた日銀当局者の更なる情報発信に注目

1. 国内経済情勢

（経済・景況判断）

15日に発表された7-9月期の実質GDP成長率（1次速報値）は、前期比0.2%（年率換算0.9%）と2四半期連続のプラス成長となった。またGDPデフレーターの前年同期比は2.5%となった。この1次速報後の内閣府によるGDPギャップ推計値は▲0.5%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5四半期連続。

22日に発表された10月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比2.3%の上昇（9月は2.4%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を31か月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では2.3%の上昇（9月は2.1%の上昇）となった。その後29日に発表された11月の東京都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2.2%の上昇（10月は1.8%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では1.9%の上昇（10月は1.8%の上昇）となった。

政府は26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、緩やかに回復してきている」と、4か月連続で同じ表現とした。個別項目では、公共投資の判断を前月の「堅調に推移している」から「底堅く推移している」と引き下げた一方で、輸入については前月の「おおむね横ばいとなっている」から「このところ持ち直しの動きが見られる」へと上方修正した。また、国内企業物価については、前月の「このところ上昇テンポが鈍化している」から「このところ緩やかに上昇している」に変更した。

2. 短期金融市場の動向

（11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、月を通して0.227~0.228%の狭いレンジで推移した。なお、有担保コール取引（ブローキング方式）では26日に2016年4月14日（0.001%）以来となるオーバーナイト物の出会い（0.18%）が観測された。

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0.204~0.240%のレンジで推移したが、26~28日については一時的な債券現物需要の強まりから0.145~0.152%とレンジ外への低下が見られた。

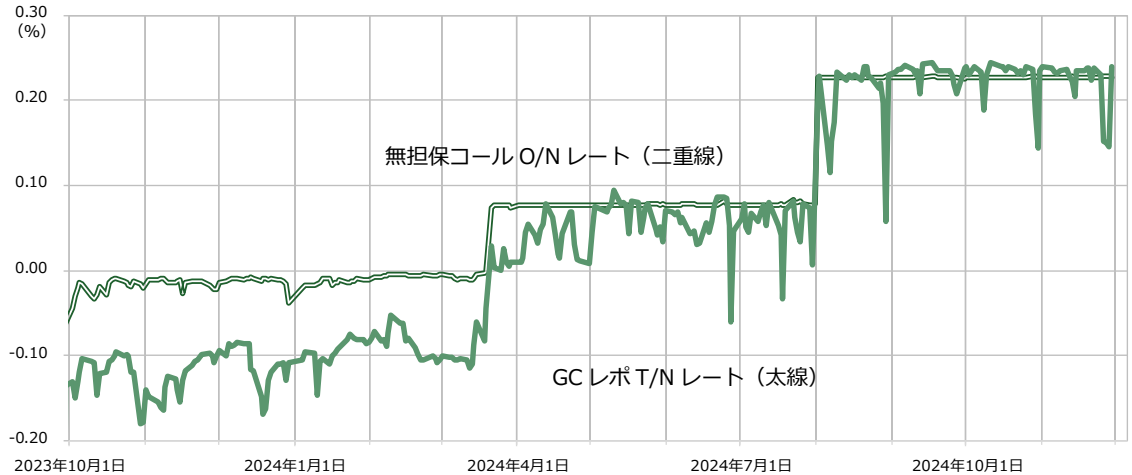
新発TDB3か月物については、1日の入札（1266回債）は募入最高利回り（以下、同じ）が0.0150%と前回債（1265回債（10月25日入札）、0.0074%）から上昇した。その後も1268回債（8日入札）が0.0502%、1269回債（15日入札）については3か月物としては2011年3月16日入札（0.1501%）以来となる0.1419%に上昇した。その後は1271回債（22日入札）が0.1341%、1272回債（29日入札）が0.1434%と概ね横ばいで推移した。この金利上昇の背景としては、四半期末越えの担保需要は引き続き底堅かったものの、近い将来の日銀による利上げが意識され始めたことや、1268回債から償還額見合いでは1銘柄当たり6,000億円の償還超（1266回債は9,000億円の償還超）となったことなどが挙げられるだろう。なお、1年物については19日の入札（1270回債）で募入最高利回りが0.4449%と前回債（1263回債（10月17日入札）、0.2987%）から上昇し、1年物としては2008年12月16日入札のTB442回債（0.4512%）以来の高金利であった。

CP発行市場では、月末の発行残高は年末賞与や納税対応による資金調達ニーズにより、25兆9,100億円程度と前月末比で1兆3,200億円程度増加した。なお、前年同月比では1兆5,200億円程度の減額となった。発行レートについては月後半にかけて徐々に利上げを織り込む動きが見られ、銘柄や期間等によりばらつきが見られたものの、0.25%~0.40%台前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（10月25日オファー）から2,000億円減額の2,000億円オファーされた。応札金額は減少（5,749億円と前回の8,130億円から2,381億円の減少）したものの、確実に売却したい動きや発行市場の金利上昇などを背景に、応札倍率は前回から上昇（2.03倍→2.88倍）、案分レ

トも0.452%と前回オファー分(0.345%)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2兆円減となる約546兆円で始まった。その後は増加要因として、普通交付税交付金の払い(4日)や月を通しての日銀国債買入オペなどがあった一方で、税・保険揚げ(4日)や源泉税揚げ(13日)、こちらも月を通しての国債発行などの減少要因があったため、約543兆円で越月した。

無担保コールO/Nレート・GCレポT/Nレート推移



(12月の短期金融市場見通し)

12月18・19日の金融政策決定会合では政策金利の再利上げの有無に注目。11月18日の植田総裁の名古屋市での講演では、賃金の環境について「最低賃金は今後も上昇が見込まれる」とし、来年の春闘についても「大企業を中心に、…前向きな発言がみられています」と言及した。加えて、米国経済については「ソフトランディング・シナリオが実現する可能性は高まる方向」とした上で、「インフレが再燃する逆方向のリスクも否定はできません」と上振れリスクに関して説明があった一方、「海外経済の展開や金融資本市場の動向を含め…様々なリスク要因を十分注視する」と発言した。その後30日に報じられた大手新聞社のインタビューにおいては、利上げのタイミングについて「経済データがオントラック(想定通り)に推移しているという意味では近づいている」と前向きな発言も見受けられたものの、「米国の経済政策の先行きがどうなるか、大きなクエスチョンマークがある」「春闘がどういうモメンタム(勢い)になるか。それはみたい」など慎重な姿勢もみられた。12月決定会合における再利上げの可能性に対し、それには更なる見極めに時間が必要とする可能性の両面を警戒する必要がある、今後の日銀当局者による更なる情報発信とそれを受けた金融市場の反応に注意したい。

なお、本会合後には「金融政策の多角的レビュー」結果の公表が予定されている。レビュー結果に関しては、10月会合後の会見で「政策運営について直ちに影響を与えるものではない」としながらも「今後の金融政策のあり方を考えるうえで役に立つ材料は提供できるのかな、と…思っております」としており、その内容を確認したい。

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を若干下回る水準で推移するものと考えられる。債券レポGC(トムネ)についても、オファーサイドの資金調達意欲が引き続き強いことから、付利金利をやや下回る水準での推移を予想する。仮に12月会合で利上げがある場合でも、利上げ後の付利金利に応じた水準に収斂すると思われる。ただし債券レポ金利については、20日の国債大量償還および利払いを控えオファーが一時的に薄くなる可能性や、下旬の国債発行予定が限られていることによる債券現物需給の引き締めなどにより神経質な展開も予想されるか。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、引き続き年末越えの底堅い担保需要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の頭を抑える要因として働くものの、時間の経過とともに利上げ時期が近づくことに加え12月会合での利上げ前倒しの思惑には警戒したい。なお、12月は3・6か月・1年のすべての銘柄で引き続き償還超の見込みとなっているが、29

日に閣議決定された 2024 年度補正予算案を受け、同日に財務省が公表した国債発行計画のカレンダーベース市中発行額（補正後）によると、割引短期国債（6 か月物）の 2.4 兆円（8,000 億円を 3 回）の増発が見込まれており、今後の需給面での環境変化には留意したい。

CP 市場は、発行残高は年末賞与や納税・配当対応等による資金調達ニーズから発行残高は積み上がりやすい時期である。発行レートは再利上げを織り込む動きから上昇余地を探る展開となることを予想する。なお、29 日に日銀が公表した「CP・社債等買入のオファー日程等」によると、12・1 月の CP 買入オペは、11 月と同額（月 1 回・2,000 億円）が予定されており、同オペについては 1 月のオファー分をもって終了することが発表された。

3. 海外経済情勢

（金融政策）

米 FOMC（連邦公開市場委員会）は 11 月 6・7 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 25bp 利下げし 4.50~4.75%とした。決定は全会一致（なお、50bp の利下げを決めた前回 9 月会合で、利下げ幅を 25bp とすべきとして反対票を投じたボウマン理事も、今回は賛成票を投じた）。

26 日に公表された同委員会の議事要旨によれば、「…一部の参加者は、インフレ率が高止まりした場合、委員会は政策金利の緩和を一時停止しまた引締めの水準に据え置く可能性がある」と指摘したが、（他の）一部の参加者は、労働市場が悪化したり経済活動が停滞したりする場合、緩和を加速させる可能性がある」と指摘した。多くの参加者は、中立金利の水準に関する不確実性が金融政策の引締めの程度の評価を複雑にしており、引締めの金融政策を徐々に解除していくことが適切であるとの見解を示した。（"… some participants noted that the Committee could pause its easing of the policy rate and hold it at a restrictive level if inflation remained elevated, and some remarked that policy easing could be accelerated if the labor market turned down or economic activity faltered. Many participants observed that uncertainties concerning the level of the neutral rate of interest complicated the assessment of the degree of restrictiveness of monetary policy and, in their view, made it appropriate to reduce policy restraint gradually."）」とされ、更なる連続利下げについて慎重な見方が存在することを窺わせるものとなった。

（なお、米大統領選の結果を踏まえた米国金融政策および金融市場の見通しについては、本日発刊の当社「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 10 月の ISM 製造業景況感指数が 46.5（前月比▲0.7 ポイント）と、今年になってからの最低を記録した。また景気判断の分かれ目となる 50 を下回るのは 7 か月連続となった。10 月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は 1.2 万人の増加（9 月は 22.3 万人の増加（先月公表の 25.4 万人から下方修正））、(2)失業率は 4.1%（9 月から変わらず）、(3)時間当たり平均賃金は前月比 0.4%の上昇（9 月は 0.3%の上昇）、前年同月比では 4.0%の上昇（9 月も同じ）となった。

10 月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比 2.6%の上昇（9 月は 2.4%の上昇）、除く食品・エネルギーでは同 3.3%の上昇（9 月も同じ）となった。

10 月のユーロ圏製造業購買担当者指数（PMI）改定値は前月比+1.0 ポイントの 46.0 と、引き続き 50 を下回ってはいるものの、5 か月ぶりの高い水準となった。10 月の中国の財新/S&P グローバル製造業 PMI は前月比+1.0 ポイントの 50.3 と、景気判断の分かれ目となる 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
12月2日			ISM 製造業景況感指数（11月）
3日		10年利付国債	
4日		交付税及び贈与税配付金特別会計借入金（6か月）	ADP 雇用統計（11月）、製造業新規受注（10月）、ISM サービス業景況感指数（11月）
5日		30年利付国債	
6日	景気動向指数（10月速報）	国庫短期証券（3か月）	雇用統計（11月）
9日	GDP（7-9月期2次速報）、景気ウォッチャー調査（11月調査）	国庫短期証券（6か月）	
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）	
11日			消費者物価指数（11月）
12日		流動性供給入札（5～15.5年）	生産者物価指数（11月）、 ECB 金融政策理事会
13日	日銀短観（12月調査、概要および要旨）、鉱工業生産指数（10月速報）	国庫短期証券（3か月）	
16日	日銀短観（12月調査、調査全容）、機械受注（10月）		小売売上高（11月）
17日		20年利付国債	FOMC（17日～）
18日		国庫短期証券（1年）	GDP（7-9月期速報）、中古住宅販売件数（11月）
19日	金融政策決定会合（18日～）		PCE デフレーター（11月）
20日	全国消費者物価指数（11月）	国庫短期証券（3か月）	
23日			
24日	金融政策決定会合議事要旨（10月30・31日会合分）	流動性供給入札（15.5～39年）	耐久財受注（11月）、新築住宅販売件数（11月）
25日	景気動向指数（10月改定）		米国・ユーロ圏祝日（クリスマス）
26日		2年利付国債	ユーロ圏 TARGET 休業日
27日	東京都都区消費者物価指数（12月中旬速報値）、労働力調査（11月）、鉱工業生産指数（11月速報）、金融政策決定会合における主な意見（12月18・19日会合分）		
30日			
31日	銀行休業日		
1月1日	祝日（元日）		米国・ユーロ圏祝日（元日）
2日	銀行休業日		
3日	銀行休業日		ISM 製造業景況感指数（12月）
6日			製造業新規受注（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