



## 「次の利上げの判断に至るには、もうワンノッチほしい」

### 1. 国内経済情勢

#### （経済・景況判断）

9日に発表された2024年7-9月期の実質GDP成長率（2次速報値）は、前期比0.3%（1次速報値では同0.2%）、年率換算1.2%（同0.9%）と、1次速報値から上方改定となった。またGDPデフレーターの前年同期比は2.4%と1次速報値（2.5%）から下方改定となった。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▲0.4%となった。（なお、日銀による推計結果は1月8日に公表予定。）

日銀が13日に発表した短観（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15となり、前回9月調査（同14）から改善した。（なお、今回調査の「先行き」は10。）一方、政府は20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、5か月連続で表現を据え置いた。個別項目では企業収益の判断を下方修正した。

同じく20日に発表された11月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比2.7%の上昇（10月は2.3%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を32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（10月は2.3%の上昇）であった。その後27日に発表された12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2.4%の上昇（11月は2.2%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では1.8%の上昇（11月は1.9%の上昇）となった。

日銀は18・19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。なお、採決は賛成8：反対1となり、田村審議委員が0.25%の利上げを主張し反対票を投じた）。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、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「…消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、…足もとは2%台前半となっている。予想物価上昇率は緩やかに上昇している。」とし、前回10月会合時のいわゆる「展望レポート」から共に表現を概ね据え置いた。（なお、次項も参照。）

### 2. 短期金融市場の動向

#### （12月の短期金融市場動向等）

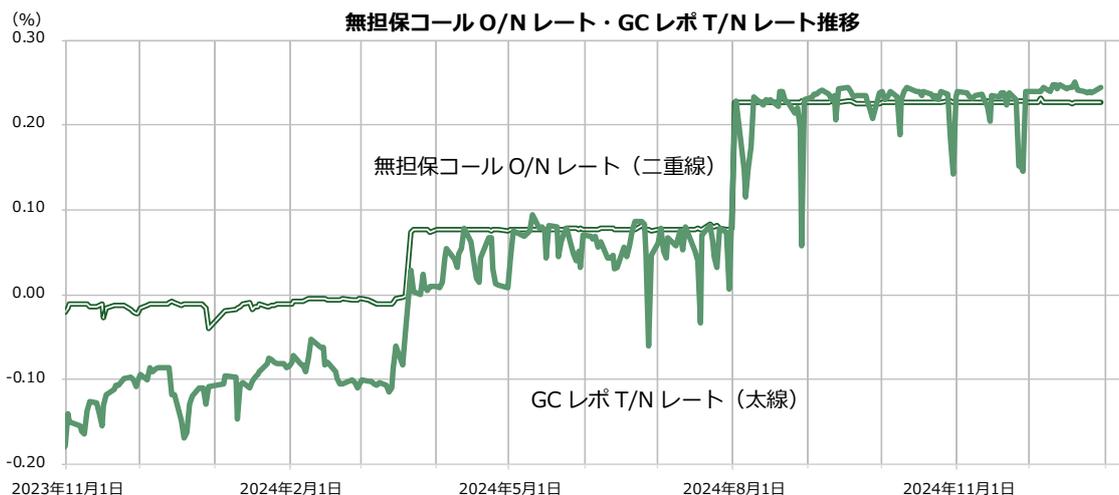
無担保コールオーバーナイト物加重平均金利は、5日こそ複数の金融機関の試し取りにより0.232%に上昇したものの、それを除くと月を通して0.227%で推移した。債券レポGCレート（東京レポレートトムネベース）は、オファー（資金調達）サイドの調達意欲が強い展開が続き、月を通して概ね0.238～0.248%のレンジで推移した。なお、金融政策決定会合2日目の19日は、ビッド（資金運用）サイドが様子見姿勢を見せたことから0.251%に上昇した。

新発TDB3か月物については、月初回（6日）の入札となった1273回債は募入最高利回り（以下、同じ）が0.1583%と前回債（1272回債（11月29日入札）、0.1434%）から上昇した。その後1273回債から1銘柄当たり3,000億円の償還超と1272回債（6,000億円の償還超）比でネットの償還額が減少したことによる需給悪化要因はあったものの、四半期末越えの担保需要が底堅かったことや12月決定会合が近づくに連れ追加利上げ見送りの観測が高まったことなどから、1275回債（13日入札）は0.1546%、年内最後の入札となる1277回債（20日入札）が0.1453%と一段の金利上昇には至らなかった。

CP発行市場では、発行体による四半期末の有利子負債残高圧縮のため、月末の発行残高は24兆2,900億円程度と前月末比で1兆6,200億円程度の減少となった。前年同月比では2,600億円程度の減少であった。発行レートについては銘柄や期間によりばらつきが見られたものの、0.25%～0.50%台後半での出会いとなった。日銀によるCP買入オペは、予定通り25日に前回（11月28日オファー）と同額の2,000億円でオファーされた。四半

期末を控え償還期日が集中したこと等もあり、買入オペへの応札金額は減少した（4,677億円と前回の5,749億円から1,072億円の減少）ものの、発行レートの上昇を受け、案分レート（0.457%（前回：0.452%））はほぼ横ばいながら、平均落札レート（0.534%（前回：0.483%））は上昇した。

日銀当座預金残高は月初、国債発行により前月末比約2兆円減となる約541兆円で始まった。その後は増加要因として、年金定時払い（13日）や国債の大量償還・利払い（20日）、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（3・4日）や源泉税揚げ（12日）に加えて、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532兆円で越月した。



### （1月の短期金融市場見通し）

まずは、1月23・24日の金融政策決定会合に向けた日銀当局者からの情報発信に注目したい。12月19日の金融政策決定会合後の会見で植田総裁は、「最近の経済・物価に関する各種の指標は、概ね見通しに沿って推移している」と「オントラック」であるとの見解を示し、「経済・物価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、金融緩和度合いを調整していく」と発言したものの、「来年の春季労使交渉に向けたモメンタムなど、今後の賃金動向について、もう少し情報が必要」、「米国次期政権の経済政策を巡る不確実性が大きく、その影響を見極めていく」とした上で、「次の利上げの判断に至るには…もうワンノッチほしい」と利上げに慎重な姿勢を見せた。その後も25日の経団連会合における総裁講演では同様の趣旨の発言があったほか、27日に公表された12月会合における「主な意見」においては、国内における税制・財政を巡る議論の行方や米国新政権の政策スタンスについて不確実性があるとの意見が見受けられている。9日の支店長会議（同日に地域経済報告（さくらレポート）の公表）や14日の氷見野副総裁の横浜市での講演を含め、1月決定会合に向けた情報発信に注視したい。

また、本会合後には展望レポートが公表予定となっている。10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ともに+1.9%であったが、前述の通り11月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）や12月の東京都区部消費者物価指数（中旬速報値）などの指標がこれらの中央値を上回る中、政策委員の見通しの変化も確認したい。

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適用金利を若干下回る水準で推移するものと予想する。債券レポGC（トムネ）についても、補完当座預金制度の適用金利との裁定を意識した取引が想定される。加えて、当月の国債買入オペ予定では、中長期ゾーンを中心に12月の実績から減額（1年超3年以下：3,250億円→3,000億円、3年超5年以下：3,250億円→3,000億円、5年超10年以下：3,750億円→3,250億円、物価連動債：600億円→500億円と月間のオファー金額は4,100億円の減額）されたことによる影響も留意したい。

新発TDB3か月物については、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、7日入札の1278回債から1回あたりの発行金額が4兆5,000億円に増加することによる需給面でのネガティブ要因に加え、利上げ時期を意識することによる利回り上昇の思惑には警戒したい。なお、先月の本レポートでは、2024年度補正予算案を受けた国債発行計画のカレンダーベース市中発行額（補正後）において割引短期国債（6か月物）で2.4兆円（8,000億円を3回）の増発が見込まれている旨を指摘したが、12月3日に財務省が公表した「財政資金対民間収支（令和6年12月中見込）」によれば、1月における6か月物の公募発行見込み額の中央値は3.5兆円と、12月の実績額からほぼ横ばいとなっている。一方、12月27日に公表された2025年度国債発行計画の「カレンダーベース市中発行額」によれば、割引短期国債（6か月）が年間2.4兆円の増額とされている。今後の需給面での環境変化には留意したい。

CP市場は、追加利上げを織り込む動きから金利上昇余地を探る展開となることを予想する。なお、日銀によるCP買入オペは12月と同額（月1回・2,000億円）が予定されているが、当月オフアワーをもって終了予定である。

### 3. 海外経済情勢 （金融政策）

米FOMC（連邦公開市場委員会）は12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25bp利下げし4.25～4.50%とした。（なお、採決は賛成11：反対1となり、ハマック・クリーブランド連銀総裁が据え置き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、2025年末のFF金利の予想中央値が3.875%となり、あと50bpの利下げを示唆するものとなった。なお前回公表されたドットチャート（9月17・18日会合分）では2025年末の予想中央値は3.375%であったことから、そこからは50bpの上昇となっている。

会合後に公表された声明文では、前回会合までの「FF金利の目標レンジの追加調整について検討する上で、…（"In considering the additional adjustments to the target range for the federal funds rate, ..."）」の箇所が、今回「FF金利の目標レンジに対する追加的な調整の範囲と時期を検討する際には、…（"In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, ..."）」と変化した。この点を記者会見で問われたパウエルFRB議長は、「タイミング」とは、経済が予想通りに発展すると仮定した場合、調整のペースを緩めることが適切となる水準か、それに近いところにいることを示唆している（"Timing" just suggests, again, that we're at a place where we, we, assuming the economy develops as expected, we're at or near a level that will make it appropriate to slow the pace of adjustments.）」と述べ、利下げの休止を示唆するものとなった。

#### （経済・景況判断）

米国では11月のISM製造業景況感指数が48.4（前月比+1.9ポイント）と、景況判断の分かれ目となる50を8か月連続で下回った。11月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は22.7万人の増加（10月は3.6万人の増加（先月公表の1.2万人増加から上方修正））、(2)失業率は4.2%（10月は4.1%）、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.4%の上昇（10月も同じ）、前年同月比では4.0%の上昇（同）となった。11月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比2.7%の上昇（10月は2.6%の上昇）、除く食品・エネルギーでは同3.3%の上昇（10月も同じ）となった。

11月のユーロ圏製造業購買担当者指数（PMI）改定値は45.2（前月比▲0.8ポイント）となった。11月の中国の財新/S&Pグローバル製造業PMIは51.5（前月比+1.2ポイント）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。

※1月26日（日）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	
1月1日		祝日（元日）	米国・ユーロ圏・中国祝日（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）
7日		国庫短期証券（3か月）、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）	ISM サービス業景況感指数（12月）
8日			ADP 雇用統計（12月）
9日	日銀支店長会議における報告 （さくらレポート）	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）	
10日	景気動向指数（11月速報）	国庫短期証券（3か月）	雇用統計（12月）
13日		祝日（成人の日）	
14日	景気ウォッチャー調査（12 月）、氷見野日銀副総裁講演	5年利付国債	生産者物価指数（12月）
15日		交付税及び贈与税配付金特別会計借入金（6 か月）	消費者物価指数（12月）
16日		国庫短期証券（1年）、20年利付国債	小売売上高（12月）、ECB 金融政策理事會 議事要旨（12月12日会合分）
17日		国庫短期証券（3か月）	
20日	機械受注（11月）、鉱工業生産 指数（11月速報）		米国祝日（マーティン・ルーサー・キング牧 師の日）
21日		40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）	
22日			
23日		国庫短期証券（3か月）、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）	
24日	全国消費者物価指数（12月）、 <b>金融政策決定会合（23日～）</b>		中古住宅販売件数（12月）
27日	景気動向指数（11月改定）	流動性供給入札（5～15.5年）	新築住宅販売件数（12月）
28日			耐久財受注（12月）、中国祝日（春節）
29日	金融政策決定会合議事要旨（12 月18・19日会合分）	5年クライメート・トランジション利付国 債、交付税及び贈与税配付金特別会計借入金 （6か月）	<b>FOMC（28日～）</b> 、中国祝日（春節）
30日			GDP（10-12月期速報）、 <b>ECB 金融政策理 事會</b> 、中国祝日（春節）
31日	労働力調査（12月）、東京都区 部消費者物価指数（1月中旬速 報値）、鉱工業生産指数（12月 速報）	国庫短期証券（3か月）、2年利付国債	PCE デフレーター（12月）、中国祝日（春 節）
2月3日			ISM 製造業景況感指数（1月）、中国祝日 （春節）

---

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