

## マーケット・アイ

### (情勢判断)

- 内閣府は、10月の月例経済報告において、日本経済の現状については、「緩やかに回復している」と前月の判断を据え置いた。世界経済に関しても、前月同様、「一部の地域において弱さがみられるものの、持ち直している」とした。地域別には、アメリカは、「景気は回復している」、ユーロ圏は、「景気は足踏み状態にある。ドイツにおいては、景気は弱含んでいる」、中国は、「景気は持ち直しの動きに足踏みがみられる」とした。
- 日本銀行が今月公表した「経済・物価情勢の展望」では、消費者物価指数(除く生鮮食品)に関する政策委員の大勢見通し(中央値)が、2024年度については7月時点の見通し+1.9%から+2.8%に大きく上方修正した。一方、2025年度は、+1.6%から+1.7%と微増にとどまり、目標とする2%を下回った。

### (金融政策)

- FRBは、11月1日のFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを5.25~5.5%に据え置いた。景況判断は「力強いペースで拡大」、物価は「依然として高い水準にある」との認識を示した。パウエル議長は記者会見で、利上げのピークに達した確信はないとしたが、「引き締め過ぎのリスクと引き締め不足のリスクがバランスに近づいている」とも述べており、12月12、13日に予定されている次回会合でも、政策が据え置かれるとの見方が増えている。
- ECBは、10月26日の定例理事会で、2022年6月以来11会合ぶりに政策金利を据え置いた。ラガルド総裁は記者会見で、インフレ率が高すぎる状態が続くとする予想を強調する一方、景気低迷が雇用にも波及していることにも言及しており、12月14日に予定されている次回会合でも、米国同様、政策を据え置く可能性がある。
- 日本銀行は10月30日から31日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において、長期金利の目標を引き続きゼロ%程度としつつ、その上限の目途を1.0%とし、大規模な国債買入れと機動的なオペ運営を中心に金利操作を行うこととした。植田総裁は、「長期金利の上限を厳格に抑えることは、強力な効果の反面、副作用も大きくなり得る」と説明した。
- 今後の政策動向については、国内の賃金と物価が好循環で回っていく「第二の力」が強まっていくかがポイント。植田総裁は、来年の賃上げが相応に行われる可能性が高まっていることを認めつつも、現時点では、不確実性が高いとの認識を崩しておらず、12月18、19日に予定されている次回会合で大きな政策変更が行われる可能性は低い。

## 1. 情勢判断

### (1)内閣府

- 内閣府は、10月の月例経済報告において、日本経済の現状について「緩やかに回復している」、先行きについて「雇用・所得環境が改善する下で、各種政策の効果もあって、緩やかな回復が続くことが期待される。」とし、いずれも前月の認識を据え置いた。
- また、世界経済に関しても、「一部の地域において弱さがみられるものの、持ち直している」、先行きについては「持ち直しが続くことが期待される」とし、いずれも前月の認識を据え置いた。下振れリスクについては、「世界的な金融引締めや中国における不動産市場の停滞に伴う影響、物価上昇等による下振れリスクに留意する必要がある。また、中東地域をめぐる情勢、金融資本市場の変動の影響を注視する必要がある。」とし、中東地域をめぐる情勢について言及した。

—— 地域別では、ドイツについて景気認識を弱めた。

アメリカ	アメリカでは、景気は回復している。先行きについては、回復が続くことが期待される。ただし、金融引締めに伴う影響等による下振れリスクに留意する必要がある。
ユーロ圏	ユーロ圏では、景気は足踏み状態にある。ドイツにおいては、景気は弱含んでいる。先行きについては、弱さが見込まれる。さらに、金融引締めやエネルギー情勢に伴う影響等による下振れリスクに留意する必要がある。
中国	中国では、景気は持ち直しの動きに足踏みがみられる。先行きについては、各種政策の効果もあり、持ち直しに向かうことが期待される。ただし、不動産市場の停滞に伴う影響等に留意する必要がある。

### (2)日本銀行

- 日本銀行は11月1日に公表した「経済・物価情勢の展望」で、日本経済の現状判断について、「緩やかに回復している」、海外経済については、「回復ペースが鈍化している」とし、いずれも9月の金融政策決定会合での認識を据え置いた。
- 先行きについては、「海外経済の回復ペース鈍化による下押し圧力を受けるものの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、緩やかな回復が続けるとみられる」、その後は、「所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まるもとで、潜在成長率を上回る成長が続けると考えられる」とし、9月の認識を踏襲した。
- 経済にかかる当面のリスク要因としては、「海外の経済・物価動向、資源価格の動向、企業の賃金・価格設定行動など」、を挙げ、「そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある」、とした。

- 消費者物価(除く生鮮食品)の前年比については、「来年度にかけて、既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が残るもとで、このところの原油価格上昇の影響等もあって、2%を上回る水準で推移するとみられる」との見通しを示した。

—— 「経済・物価情勢の展望」で示された消費者物価指数(除く生鮮食品)に関する政策委員の大勢見通し(中央値)は、2024年度については7月時点の見通し+1.9%から+2.8%に大きく上方修正した。一方、2025年度は、+1.6%から+1.7%と微増にとどまり、目標とする2%を下回った。

## 2. 金融政策

### 【FRB】据え置き

- FRBは、11月1日のFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを据え置き、5.25~5.5%とした。
  - 声明文では、景況判断について、「力強いペースで拡大」と前回から認識を引き上げ、物価については、「依然として高い水準にある」とし、前回同様の認識を示した。
- パウエル議長は記者会見で、利上げのピークに達したかどうかについて聞かれ、「まだそうした確信はない」と応じたが、「引き締め過ぎのリスクと引き締め不足のリスクがバランスに近づいている」、「理事会は慎重に進めている(the Committee is proceeding carefully)」とも述べており、12月12、13日に予定されている次回会合でも、政策が据え置かれるとの見方が増えている。

### 【ECB】据え置き

- ECBは、10月26日の定例理事会で、主要政策金利を維持し、中銀預金金利4.0%、リファイナンス金利4.5%、限界貸付金利4.75%に据え置くことを決定した。利上げの見送りは2022年6月以来11会合ぶり。
  - 声明文では、「インフレ率は依然として高すぎる状態が長く続くと予想されており、国内の物価上昇圧力は引き続き強い」との認識を示す一方、「基調的なインフレ率に関するほとんどの指標は緩和を続けている」として、物価上昇に落ち着きの兆しがあることにも言及した。
- ラガルド総裁は記者会見で、「インフレ率は依然として高すぎる状態が長く続くと予想され、国内の物価上昇圧力は依然として強い」との認識を強調したが、「ユーロ圏経済は依然低迷している」、「サービス業を含め、新規雇用が減少しており、景気冷え込みが徐々に雇用に波及している」との見方も示した。こうした中、今後の政策運営については、「金利を維持している事実は、二度と金利を引き上げないということを意味しない」と釘を刺したが、「金融政策の効果が予想以上に強まれば、成長率が低下する可能性がある」とも述べており、12月14日に予定されている次回会合でも、米国同様、政策据置きとなる可能性がある。

## 【日本銀行】長短金利操作の運用をさらに柔軟化

- 長短金利操作の運用をさらに柔軟化することを決定した。具体的には、長期金利の目標を引き続きゼロ%程度としつつ、その上限の目途を 1.0%とし、大規模な国債買入れと機動的なオペ運営を中心に金利操作を行い、指値オペの利回りは、金利の実勢等を踏まえて、適宜決定することとした。
- 今回決定の概要(下線部は今回変更部分)

短期金利	日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用
長期金利	10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。 <u>長期金利の上限は 1.0%を目途とし、上記の金融市場調節方針と統合的なイー</u> <u>ルドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続するとともに、各年限</u> <u>において、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなど</u> <u>を実施する。</u> 指値オペの利回りは、金利の実勢等を踏まえて、適宜決定する。
ETF	年間約 12 兆円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れ
J-REIT	年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れ
CP等	約2兆円の残高を維持
社債等	感染症拡大前と同程度のペースで買入れ 買入れ残高を感染症拡大前の水準(約 3 兆円)へと徐々に戻していく。

- 植田総裁は記者会見で、「現時点では、物価安定の目標の持続的・安定的な実現を十分な確度をもって見通せる状況には、なお至っていません」との基本認識を示したうえで、長短金利操作の運用をさらに柔軟化した背景について、「長期金利の上限を厳格に抑えることは、強力な効果の反面、副作用も大きくなり得る」ためと説明した。
- また、物価が予想比上振れている点に関しては、輸入物価上昇が国内物価に及んでいく「第一の力」が長引いていることによるところが大きいと解説したうえで、「いずれ近いうちに収束していく」との見方を示した。
- こうした中、YCCの撤廃とマイナス金利の解除の時間的順序に関する質問に対しては、「今のところ、そういう時点での経済・金融情勢次第で決め打ちはしていない、ただし、目標達成

の見通しが立つまでは両者とも継続をする」と応じた。

- 今後の政策動向については、国内の賃金と物価が好循環で回っていく「第二の力」が強まっていくかがポイントとなる。この点、植田総裁は、11月16日に名古屋で行われた経済界代表者との懇談後の会見で、「来年の賃上げがそこそこのものになるという可能性は少し前に比べると高まっている」としつつも、「完全に自信を持てる状況ではまだない」との認識を示し、年内中に賃金・物価の好循環、その安定的・持続的な物価見通しが見通せる可能性、蓋然性に関しても、「どの会合でも、何らかの判断を前の会合に比べて進めるという可能性はある」としつつ、「今年ももう2か月弱になってしまった」と語っており、12月18、19日に予定されている次回会合で、大きな政策変更が行われる可能性は低い。

### 3. 当面の短期金融市場見通し

- 無担保コール市場では、マクロ加算残高にかかる基準比率の上昇などを背景に、資金調達ニーズが非常に強い状態が続く中、O/Nレートは、▲0.03～▲0.01%近辺で推移。11月積み期となる16日以降は、基準比率が、現行の69.5%から66.0%に低下するため、レート水準は若干低下し、▲0.050～▲0.010%のレンジで推移することが予想される。
- 債券レポ市場のGC(T/N)取引については、前回会合で決定されたYCCの運用柔軟化による影響はとくにみられず、根強い担保ニーズを背景にレートは引き続き▲0.10%を下回った水準で推移することが予想される。この間、SC取引に関しては、引き続きオファーが少ない銘柄も多く、全般的に深めのレート推移が見込まれる。
- 短期国債市場についても、YCCの運用柔軟化による特段の変化は見られていないが、今後の利上げに備えた保有国債のデュレーション短期化に向けて、3M物や6M物のニーズの強い状況が続いており、引き続き▲0.10%を下回った水準で推移する展開が想定される。一方、1Yについては、来年の利上げを織り込む動きなどから、次第にレート水準も切り上がることも予想される。なお、短国買入オペに関しては、当面1,000億円程度で継続されると思われるが、需給の悪化が見られるようであれば増額される可能性も。
- CPの市場残高は、年末にかけて、税金や賞与の支払いに備えた発行増加が見込まれることから、過去最高水準となる29兆円台に迫る可能性も想定される。発行レートに関しては、今のところ、マイナス金利解除を織り込む動きは特段みられておらず、引続き、0%近傍での推移が予想されるが、発行残高の多い銘柄や期間が長い銘柄に関しては、投資家が限定されることもあり、レートが上昇する可能性がある。



# セントラル短資株式会社

総合企画部企画調査グループ

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 3-3-14

Tel:03-3246-2651 Fax:03-3242-5012

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。ここに記載されているデータ、意見などはセントラル短資が信頼に足り、且つ正確であると判断した情報に基づき作成されたものではありませんが、当社はその正確性、确实性を保証するものではありません。ここに記載された内容が事前連絡無しに変更されることもあります。当資料に記載された条件などはあくまでも仮定的なものであり、かかる取引に関するリスクを全て特定・示唆するものではありません。なお、本レポートに記述された意見に関する部分は執筆者の個人的見解によるもので、当社の見解を示すものではありません。

金融商品のお取引には価格変動によるリスクがあります。金融商品のお取引には手数料等をご負担頂くものがあります。金融商品取引法に基づきお渡しする書面や目論見書をよくお読み下さい。

セントラル短資株式会社登録金融機関関東財務局長(登金)第 526 号日本証券業協会加入