



上田八木マーケットレポート（2019年11月）

～フォワードガイダンス変更後の金融調節スタンスの変化に注目

2019年11月1日

上田八木短資株式会社

1. 国内経済情勢

（経済・景況判断）

政府は10月18日発表の月例経済報告で、国内景気の基調判断を「輸出を中心に弱さが長引いているものの、緩やかに回復している」と据え置いた。個別項目では生産と消費者物価の判断を下方修正した。24日に発表された8月の景気動向指数（CI）一致指数（改定値）は99.0（前月比▲0.7ポイント）となり、基調判断は「悪化を示している」と下方修正された。

日銀は10月30、31日の定例会合において金融政策を据え置いた。但し声明文においてフォワードガイダンスを「『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、またはそれを下回る水準で推移することを想定している」とし、4月会合時点での「当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」から変更した。また同時に公表された「展望レポート」においては、成長率・物価ともに見通しを下振れさせた。9月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は前年同月比で0.3%の上昇（前月は0.5%の上昇）となった。

2. 短期金融市場の動向

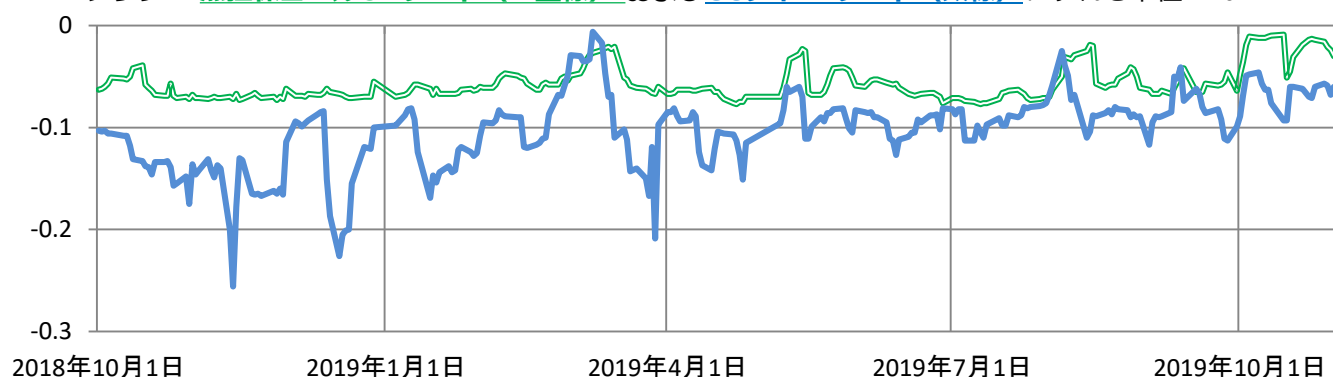
（10月の短期金融市場動向等）

無担保コールON加重平均レートは、月初の税揚げ日を通過すると調達サイドが優勢となり上昇、15日には▲0.009%を付け、2016年4月14日（▲0.005%）以来の高水準となった。新積み期入り直後は年金払い等の要因で▲0.051%まで低下するも、調達意欲は前積み期と変わらず、22日には▲0.01%台まで上昇し、月末にかけ▲0.03～▲0.01%のレンジで推移した。債券GCLレポTNレートはコールレートに連れ一時▲0.04%台まで上昇するも積み期終盤にかけてはデカップリングの動き。新積み期入り後はコール市場に連れるも▲0.05%台までの上昇に留まった。TDB3か月物は▲0.30%台後半の気配で始まったが、徐々に水準を切り上げ、27日入札の866回債は平均落札利回り▲0.1943%での決着となった。6か月物や1年物についても、為替がドル高に振れたことに加え、日銀支店長会議後に公表された「地域経済報告（さくらレポート）」が想定よりも悪くないとの評価から、決定会合での緩和期待が後退したこともあり上昇基調となった。また当月は日銀によるTDBの買い入れ額が減額となったことも金利上昇を後押しした。CP市場では発行金利に大きな変化なし、残高は9月末の17.6兆円から20兆円弱まで回復している。

（11月の短期金融市場見通し）

日銀黒田総裁は9月上旬のインタビューにおいて、長期金利の「0%程度」の操作目標について「操作目標を置いたまま、どこまで行ってもいいということはありません」と述べていたが、新たなフォワードガイダンスでは長短金利水準の下限については実質的に緩和されたとも読み、従来±20bp程度と言われていた変動幅に変化があるのが注目される。一方資金需給面では、16日に日銀から公表された当座預金残高統計によれば、9月積み期における「完全裁定後の政策金利残高」は約2.2兆円に留まっており、目途とされている5兆円からは下振れした。これにより9月積み期は金利上昇圧力がかかり易い地合いだったと思われ、実際にも当期のマクロ加算残高の上限値に対する実績値の比率は約90.9%となり、5～8月積み期の平均（約91.8%）から低下し、マクロ加算残高を使った裁定取引が縮小したことが窺える。11月に入りこれらの要因に変化があるのが注目される。TDBでは、年末越えに対する需要一巡や、FRBによる短期金利上昇抑制策（次項参照）によるドル円ベースを通じた海外勢からのTDB需要緩和の一方で、フォワードガイダンス変更を受けた金融調節の動向次第では低下も予想される。CP市場では、発行金利に大きな変化はないと予想、残高については資金需要の高まる12月に向けた発行増に注目したい。

グラフ：無担保コールONレート（二重線）およびGCLレポTNレート（太線）いずれも単位：%



3. 海外経済情勢

(金融政策)

米連邦公開市場委員会（FOMC）は10月11日の臨時会合で、足元の短期金利上昇を受け、財務省短期証券（T-Bill）の買い入れ（及び必要に応じリバースレポの活用）を通じた資金供給の実施を決定した。FOMCはその後10月29、30両日の定例会合で、フェデラルファンド（FF）金利誘導目標レンジを0.25ポイント引き下げ、1.50～1.75%とすることを8対2の賛成多数で決定した。声明文では前回会合時の「適切に行動する（will act as appropriate）」が今回落とされたことで、次回12月会合での利下げ期待を後退させるものとなった。

(経済・景況判断)

米国では9月のISM製造業景況感指数が47.8（前月比▲1.3ポイント）と、2009年6月以来の低い水準となった。9月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は13.6万人増加、(2)失業率は前月から0.2ポイント低下し3.5%、(3)時間当たり平均賃金は前月比略変わらず（前年同月比2.9%増加）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45.7（前月比▲1.3ポイント）と2012年10月以来の低い水準となった。9月の中国の財新/マークイット製造業PMIは51.4（前月比+1.0ポイント）となった。

4. 主要経済指標カレンダー

	日本	米国等
	国債入札	
11月1日	完全失業率（9月） 国庫短期証券（3ヶ月）	ISM製造業景況感指数（10月）、雇用統計（10月）
4日		製造業新規受注（9月）
5日		ISM非製造業景況感指数（10月）
6日	10年利付国債	
7日	国庫短期証券（6ヶ月）	
8日	景気動向指数（9月速報） 国庫短期証券（3ヶ月）、10年物価連動国債	
11日	機械受注（9月）	
12日	30年利付国債	
13日		消費者物価指数（10月）
14日	GDP（7-9月期1次速報） 5年利付国債	生産者物価指数（10月）
15日	鉱工業生産指数（9月確報） 国庫短期証券（3ヶ月）	小売売上高（10月）
18日	流動性供給入札（1～5年）	
19日	国庫短期証券（1年）	
20日	20年利付国債	
21日		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ヶ月）、流動性供給入札（5～15.5年）	
25日	景気動向指数（9月改定）	
26日	40年利付国債	新規住宅販売件数（10月）
27日		耐久財受注（10月）、GDP（7-9月期改定）、PCEデフレーター（10月）
28日	2年利付国債	
29日	鉱工業生産指数（10月速報）、完全失業率（10月） 国庫短期証券（3ヶ月）	

※米国経済指標の発表日付は現地日付です。

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
大阪本社 〒541-0043 大阪市中央区高麗橋 2丁目 4番 2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 加入協会 日本証券業協会