

**「マイナス金利政策解除」に関する思惑が高まる。今後の決定会合は「ライブ」に****1. 国内経済情勢****（経済・景況判断）**

日銀は21・22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。会合後に公表された声明文では、国内景気について「緩やかに回復している」とし、前回会合時の「展望レポート」における表現を据え置いた。物価面についても、「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は…足もとは3%程度となっている。予想物価上昇率は、再び上昇の動きがみられている」と、こちらも前回の「展望レポート」の表現を概ね踏襲したものとなった。

22日に発表された8月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比3.1%の上昇（前月も同じ）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を17か月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では4.3%の上昇（前月も同じ）であった。

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、緩やかに回復している」とし、前月から判断を据え置いた（なお、同表現は5か月連続）。個別項目では、住宅建設を下方修正した一方で、企業収益と国内企業物価は上方修正した。27日に発表された7月の景気動向指数（CI一致指数、改定値）は114.2（前月比▲1.4ポイント）と、1月以来の前月比低下となったが、基調判断は「改善を示している」で据え置かれた。

2. 短期金融市場の動向**（9月の短期金融市場動向等）**

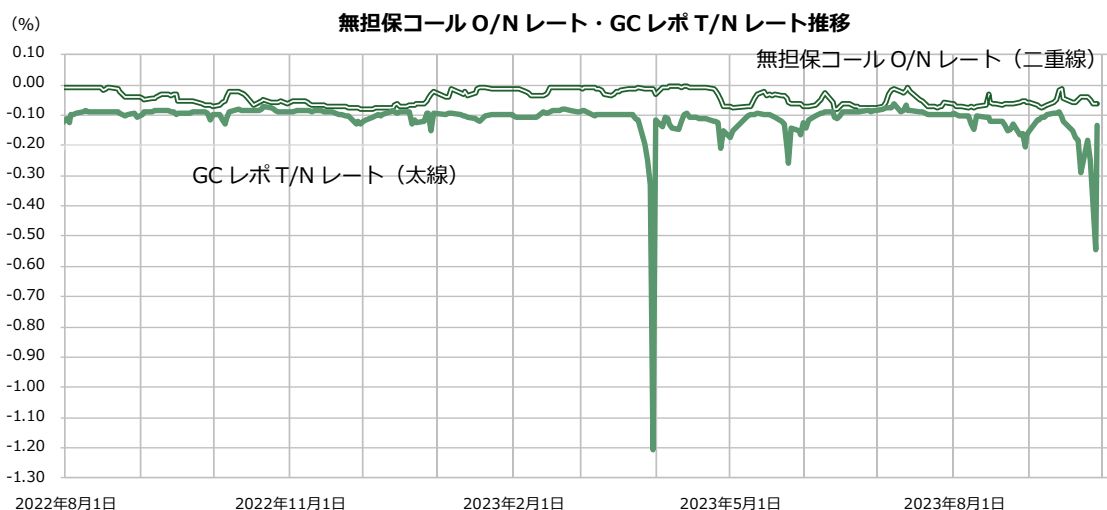
9月の無担保コールオーバーナイト物加重平均金利は月初▲0.060%から始まった。その後はオファーサイドが資金放出を積極化したことにより、11日までは▲0.076%～▲0.060%のレンジで推移したが、積み期終盤が近づくにつれてオファーサイドの放出ニーズが減退する一方で、最終調整によるビッドサイドの調達意欲の強まりもあり、12日以降同金利は上昇基調に転じ、14日には▲0.012%まで上昇した。積み最終日となる15日は、連休で4日積みとなるうち3日分が新積み期にかかることもあり、前日までに調整を概ね終了させたためか▲0.043%に低下した。新積み期入りした週明け19日は▲0.059%に低下、その後週末3日積みとなる22日に▲0.039%まで上昇したが、月末にかけてはレポレート的大幅低下を受けたレポとの間での裁定取引のフローもあり▲0.06%台に低下すると、期末かつ3日積みとなる29日には▲0.062%と大きな波乱なく越月した。

債券レポ GC レート（東京レポレートトムネベース）は月初▲0.152%で始まると、資金調達ニーズがやや優勢となり、翌4日から8月積み期間中は▲0.121%～▲0.095%のレンジでの展開となった。しかし新積み期入り後は、一転して債券現物確保ニーズと資金運用ニーズが相俟ってレート深掘りの展開となり、期末跨ぎとなる28日には▲0.547%まで低下すると、翌29日には▲0.135%まで戻して越月した。

新発TDB3か月物は、月初1日入札の1179回債が募入最高利回りで▲0.1503%を付けると、その後の入札では同▲0.13%台での決着が続いた。しかし、期末にかけてレポレートが大幅低下となると、その影響からか29日入札の1185回債（発行日10月2日、償還期限は来年1月9日）では募入最高利回りが▲0.2468%とそれまでの水準を大幅に切り下げた。（なお、セカンダリーでは入札水準から一段と金利低下した模様。）

CP発行市場では、9月末時点での発行残高は約22兆4,800億円となった模様。期末に伴う債務圧縮の動きから前月末比では約4.8兆円、一方前年同月末比では約6,000億円のそれぞれ減少となった。一方、発行レートは引き続き低位安定、ゼロ%から小幅なプラス圏での出会いが中心となった。日銀によるCP等買入オペは、予定通り8日・26日にそれぞれ金額4,000億円でオファーされた。このうち、26日オファー分では、案分レートがゼロ%となり、前3回のオペで同レートがマイナスだったところからは上昇したが、応札額は6,779億円と6月8日オファー分（同5,646億円）以来の低い水準となり、売却圧力が高まっていないことが窺われた。

日銀当座預金残高は月初約 544 兆円でスタートすると、月初の税・保険料揚げや 13 日の源泉税揚げ、また国債発行等で一時 540 兆円割れまで減少するも、20 日の国債大量償還や月を通しての日銀による国債買入オペ等により 26 日には約 551 兆円まで増加し、約 547 兆円で越月した。日銀による月間の国債買入額（オファー日ベース）は約 7.8 兆円（前月は約 7.9 兆円）となった。なお、このうち 29 日には臨時の国債買入オペがオファーされた（期間 5～10 年、オファー額 3,000 億円）。



（10 月の短期金融市場見通し）

まず、30・31 日にある金融政策決定会合では政策変更なしを見込む。但し、本会合にて公表予定の「展望レポート」における景気・物価の現状および先行き見通しや、政策委員による消費者物価指数の見通しについては注目したい。

9 月 9 日（土）に大手紙が報じた植田日銀総裁へのインタビュー記事では、総裁の発言要旨として、物価見通しについて「来年の賃金上昇につながるかどうかを見極める段階だ。十分だと思える情報やデータが年末までにそろそろ可能性もゼロではない」としたうえで、マイナス金利政策に関連し「現時点で到底決め打ちできる段階ではない」としつつも「マイナス金利の解除後も物価目標の達成が可能と判断すれば、（解除を）やる」との発言が報じられた。これが市場の一部でタカ派的な発言と捉えられたことで、長期金利（新発 10 年国債金利）はそれまでのレンジの上限を突破し上昇、また OSE 上場の TONA 金利先物でも 12 月限（最終取引日は 2024 年 3 月 19 日）が週明け 11 日にはプラス金利に転じる等、市場では早期のマイナス金利政策修正を織り込みに行く展開となった。ところが、9 月 22 日の金融政策決定会合後の記者会見で、植田総裁は「現時点では、経済・物価を巡る不確実性はきわめて高く、政策修正の時期や具体的な対応について到底決め打ちはできない」と述べつつ、前述のインタビュー記事については「前もって年内はそういう（＝マイナス金利の解除）可能性は全くないということ、例えば総裁の立場で言ってしまうということは、毎回の決定会合の議論にある種強い縛りをかけてしまうというリスクを伴っているものである」としたうえで、「短期金利については現状、私どもは、全体の見通しが達成されるまではマイナス金利でいくという認識でいる」と述べた。（但しこの記者会見後も、長期金利や TONA 金利先物の水準は 9 日のインタビュー前の水準には戻っていない。）今後は毎回の決定会合毎に景気・物価の先行き見通しを確認する、いわゆる「ライブ」な会合が続くことになると思われる。

無担保コールオーバーナイト物金利は、やや広めながらもレンジ内の取引か。先月下旬から無担保コール市場残高が 20 兆円台に乗せており（但し期末 29 日を除く）、レポ GC 市場との間でレートが乖離する状況では、裁定取引によりコール市場の上値を抑える展開が想定される。その債券レポ GC 金利は期末明けの水準を探る展開ながら、現物需給の引き締めから▲0.10%を下回っての推移を予想。同様に新発 TDB3 か月物も引き続き現物需給の引き締め等からレート低下圧力がかかりやすい展開か。なお、当月の国債買入オペ予定につ

いては、前月と同様の金額レンジ・回数が公表されている。（※本稿執筆中（10月2日）に、日銀から国債買入オペのオファー日程の追加がなされた。オファー日は10月4日、対象となる残存期間は5年超10年以下、オファー金額は「オファー時に通知」とされている。）

CP市場は、期末要因剥落による残高の回復に対し、発行市場での金利は引き続き安定推移を予想。なお、将来の「マイナス金利政策解除」の思惑による影響はまだ限定的と思われる。CP等買入オペは、前月までと同様に月2回（12日・26日）、各4,000億円のオファーが予定されている。

3. 海外経済情勢

（金融政策）

米FOMC（連邦公開市場委員会）は19・20日の定例会合で金融政策を据え置いた（フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標レンジは5.25～5.50%）。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、2023年末のFF金利の予想の中央値が5.625%と、前回（6月）時点のドットチャートとの比較では横ばいとなり、ここから年内にかけあと25bpの利上げを示唆するものとなった（なお、年内のFOMC開催予定は残り2回）。一方、2024年末の同中央値は5.125%（=2024年中に50bpの利下げを示唆するもの）となったが、6月時点のドットチャートとの比較では50bp上方にシフトした結果となった。

（経済・景況判断）

米国では8月のISM製造業景況感指数が47.6（前月比+1.2ポイント）となった。景気判断の分かれ目となる50を下回るのは10か月連続。8月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は18.7万人の増加（前月（7月）は15.7万人の増加。なお、6月・7月の数字は共に下方修正された）、(2)失業率は3.8%（前月は3.5%）、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.2%の増加（前年同月比では4.3%の増加）となった。8月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比3.7%の上昇（前月は3.2%の上昇）、除く食品・エネルギーでは4.3%の上昇（同4.7%の上昇）となった。

8月のユーロ圏製造業購買担当者指数（PMI）改定値は43.5（前月比+0.8ポイント）と7か月ぶりに前月から増加したが、14か月連続で50を下回った。一方8月の中国の財新/S&Pグローバル製造業PMIは51.0（前月比+1.8ポイント）と2か月ぶりに50を上回った。

4. 主要経済指標カレンダー ※米国経済指標の発表日付は現地日付です。

	日本		米国等
		国債入札等	
10月2日	日銀短観(9月調査)		ISM 製造業景況感指数(9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(9月)、製造業新規受注(8月)、ISM サービス業景況感指数(9月)
5日		国庫短期証券(6か月)、30年利付国債	
6日	景気動向指数(8月速報)	国庫短期証券(3か月)	雇用統計(9月)
9日			
10日			
11日		5年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金(12か月)	生産者物価指数(9月)
12日	機械受注(8月)		消費者物価指数(9月)
13日		国庫短期証券(3か月)、交付税及び贈与税配付金特別会計借入金(6か月)	
16日	鉱工業生産指数(8月確報)		
17日		20年利付国債	小売売上高(9月)
18日			
19日		国庫短期証券(1年)、流動性供給入札(5~15.5年)	中古住宅販売件数(9月)
20日	全国消費者物価指数(9月)	国庫短期証券(3か月)	
23日			
24日			
25日	景気動向指数(8月改定)	流動性供給入札(15.5~39年)、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(9月)
26日			GDP(7-9月期速報)、耐久財受注(9月)、 ECB 金融政策理事会
27日	東京都都区消費者物価指数(10月中旬速報値)	国庫短期証券(3か月)	PCE デフレーター(9月)
30日		2年利付国債	
31日	労働力調査(9月)、鉱工業生産指数(9月速報)、 金融政策決定会合(30日~)		
11月1日			ISM 製造業景況感指数(10月)、 FOMC(10月31日~)

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