



春闘の「初動のモメンタムがどういう感じになるか…もう少し情報を集めたい」

1. 国内経済情勢

（経済・景況判断）

1 日に日銀が発表した短観（全国企業短期経済観測調査、9 月調査）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 6 月調査（同 15）から横ばいとなった。また今回調査の同「先行き」は 10 となった。

24 日に発表された 9 月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比 2.9%の上昇（8 月は 2.7%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする 2%を 42 か月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では 3.0%の上昇（8 月は 3.3%の上昇）であった。その後 31 日に発表された 10 月の東京都都区消費者物価指数（中旬速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比 2.8%の上昇（9 月は 2.5%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」でも 2.8%の上昇（9 月は 2.5%の上昇）となった。

政府は、29 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、米国の通商政策による影響が自動車産業を中心にみられるものの、緩やかに回復している」とし、前月から判断を据え置いた。個別項目では倒産件数の判断を下方修正した。

日銀は 10 月 29・30 日の定例会合で、金融市場調節方針を据え置くことを決定した（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 0.50%程度）。なお、採決は、前回 9 月会合と同様に賛成 7、反対 2 となり、高田審議委員が「物価が上がらないノルムが転換し、「物価安定の目標」の実現が概ね達成された」として、また田村審議委員が「物価上振れリスクが膨らんでいる中、中立金利にもう少し近づけるため」として、ともに無担保コールレートを 0.25%利上げする議案を提出し、反対多数で否決された。

会合後に公表されたいわゆる「展望レポート」では、金融政策運営について、「…現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。」とし、前回 7 月会合時の展望レポートの表現を踏襲した。また同「レポート」における、政策委員による 2025 年度の実質 GDP（対前年度比）の見通しの中央値は+0.7%（7 月レポート時点では同+0.6%）、2026 年度の見通しは+0.7%（同+0.7%）と概ね不変であった。また 2025 年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）の見通し（対前年度比）の中央値は+2.7%（7 月レポート時点では同+2.7%）、26 年度の見通しは+1.8%（同+1.8%）と、共に据え置かれた。

2. 短期金融市場の動向

（10 月の短期金融市場動向等）

無担保コールオーバーナイト物加重平均金利は、補完当座預金制度の適用金利との裁定により、月を通じて適用金利 0.50%をわずかに下回る水準で推移した。

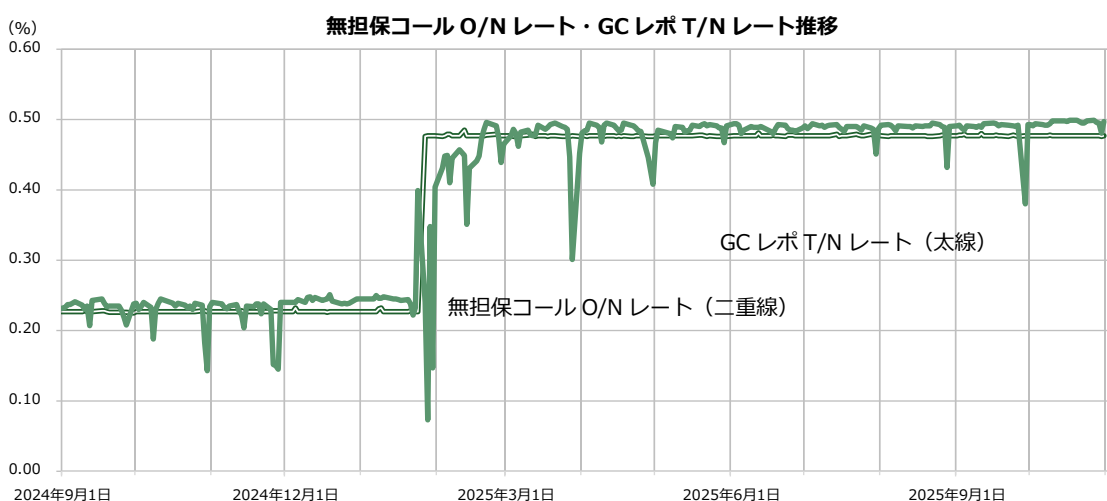
債券レポ GC レート（東京レポレート・トムネベース）は、同じく補完当座預金制度の適用金利との裁定による取引ニーズから、オファー（資金調達）サイドの積極的な動きが見られ、債券現物需要が一時的に強まった 30 日（0.481%）を除き、0.49~0.50%のレンジで推移した。

TDB 市場では、6 か月物・1 年物が金利上昇した。具体的には、9 日入札の 6 か月物（1336 回債）が募入最高利回り（以下、同じ）0.6034%と前回（9 月 9 日入札、1330 回債、0.5195%）から上昇、16 日入札の 1 年物（1338 回債）も 0.7505%と前回（9 月 17 日入札、1332 回債、0.7343%）から上昇した。一方、3 か月物は月を通して神経質な展開となった。月初回の入札となる 3 日入札（1335 回債）は、日銀の利上げ再開を織り込む動きが強まったためか 0.5335%と前回債から（9 月 26 日入札、1334 回債、0.4915%）上昇し、募入平均金利も 0.5039%と 3 か月物入札としては 2008 年 10 月 29 日入札以来（FB549 回債、募入最高利回り 0.5464%、募入平均利回り 0.5290%）以来の高い水準と

なった。しかし、その後は 10 日入札（1337 回債）が 0.4954%、17 日入札が 0.4680%と金利低下した後に、24 日入札（1340 回債）には 0.5016%へと上昇し、31 日入札（1341 回債）は 0.4747%と低下するまちまちな展開であった。

CP 発行市場では、四半期末要因の剥落により、月末残高は前月末比で約 3 兆 6,000 億円の増加となる約 23 兆 4,300 億円だった。なお、前年同月比では約 1 兆 800 億円の減少であった。利上げの織り込みが進んだためか発行金利については、前月より若干目線が上昇し、0.50%台後半～0.60%台後半が出合いの中心であった。

日銀当座預金は月初は 2 年債の発行・償還（償還金額 2.9 兆円に対して発行金額は 2.7 兆円と減額発行ながらも、償還額には日銀保有分が 2.1 兆円含まれており、差引 1.9 兆円の財政揚げ要因）などにより前日比約 3 兆円減少の約 499 兆円で始まった。その後は増加要因として、年金定時払い（15 日）や国債の大量償還および利払い（20 日）や月を通しての日銀による国債買入れなどがあった一方、減少要因として税・保険揚げ（2 日）やこちらを月を通しての国債発行などもあり、約 498 兆円で越月した。



（11 月の短期金融市場見通し）

10 月 30 日の金融政策決定会合後の会見で植田総裁は、「経済・物価情勢の改善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」との従来の方針を改めて示し、「経済・物価見通しの確度は少しずつ高まってきている」と述べた。また、海外経済を巡る不確実性については、「ややダウンサイドリスクが少し限定される」との見方を示した一方、「関税政策による収益下押し圧力が作用する下でも、企業の積極的な賃金設定行動が途切れることがないかどうか、もう少し確認したい」と言及し、春闘に関する動きについて「初動のモメンタムを確認したい」との姿勢を示した。12 月会合を占う上で、10 日に公表される本会合の「主な意見」や 12 月 1 日の名古屋市での懇談における植田総裁の挨拶などを含めた日銀からの情報発信を引き続き注視したい。

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わずかに下回る水準での推移が見込まれる。債券レポ GC（トムネ）も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の推移を予想する。

TDB 市場については、近い将来の利上げの織り込みが進むことによる金利上昇が予想される一方、10 月にも見受けられたように、中期債等と比較して相対的に価格変動リスクの低い TDB3 か月物に対する資金流入が金利の頭を抑える可能性もあり、先が見通しにくい展開か。CP 市場は、発行金利については近い将来の利上げを意識することで、徐々に金利上昇する展開を予想するものの、利上げ観測が後退した場合の金利低下については留意したい。

3. 海外経済情勢 （金融政策）

米 FOMC（連邦公開市場委員会）は 10 月 28・29 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 3.75~4.00%とした。なお、採決は賛成 10 : 反対 2 となり、ミラン理事が 50bp の利下げを、またカンザスシティ連銀のシュミット総裁が据え置きを、それぞれ主張して反対票を投じた。また本会合で量的引締め (QT) が停止されることが決定された。具体的には、12 月から、NY 連銀が保有する(1)米国債の償還分については全額を米国債へ入札を通じて再投資する、(2)また MBS の償還分については全額を T-Bill へ再投資することとなった。(これまでは、米国債償還の上限額は月 50 億ドル、MBS 償還の上限額は月 350 億ドルとされ、これらを超える額については米国債全体へと再投資されてきた。11 月まではこの方針が継続する。)

会合後の記者会見後の質疑応答で、「次回会合での利下げが既定路線であると市場が織り込んでいる状況についてどう考えるか?」と問われたパウエル FRB 議長は、「先ほども申し上げたとおり、12 月の会合における政策金利のさらなる引き下げは、既定路線ではない。

("... a further reduction in the policy rate at the December meeting is not a foregone conclusion, as I've just said.")と述べ、市場をけん制した。

(経済・景況判断)

米国では 9 月の ISM 製造業景況感指数が 49.1 (前月比+0.4 ポイント) となり、景気判断の分かれ目となる 50 を 7 か月連続で下回った。9 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 3.0%の上昇 (8 月は 2.9%の上昇)、除く食品・エネルギーでも同 3.0%の上昇 (8 月は 3.1%の上昇) となった。なお、9 月の米雇用統計は、米政府機関閉鎖の影響により公表が延期となっている。

9 月のユーロ圏製造業購買担当者指数 (PMI) 改定値は 49.8 (前月比▲0.9 ポイント) となり、景気判断の分かれ目となる 50 を再び下回った。一方、9 月の中国の S&P グローバル製造業 PMI は 51.2 (前月比+0.7 ポイント) と 2 か月連続で 50 を上回った。

14 日に IMF は「世界経済見通し (WEO)」を公表した。これによれば、各国・地域の 2025 年 GDP 成長率予測値は、米国が 2.0% (7 月時点対比+0.1 ポイント)、ユーロ圏は 1.2% (同+0.2 ポイント)、日本は 1.1% (同+0.4 ポイント)、中国は 4.8% (同変わらず) とされた。(なお、海外マクロ経済の展望については、本日発刊の当社「マクロ経済レポート」もご参照ください。)

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。

※米国における政府機関閉鎖の影響により、経済指標の公表予定が変更となる可能性があります。

	日本		米国等
		国債入札等	
11月3日	祝日（文化の日）		製造業新規受注（9月）、ISM 製造業景況感指数（10月）
4日			
5日	金融政策決定会合議事要旨（9月18・19日会合分）	10年利付国債、交付税及び譲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（10月）、ADP 雇用統計（10月）
6日		国庫短期証券（6か月）	
7日		国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（5～15.5年）、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	雇用統計（10月）
10日	景気動向指数（9月速報）、金融政策決定会合における主な意見（10月29・30日会合分）、中川審議委員講演（岡山）		
11日	景気ウォッチャー調査（10月）	30年利付国債、交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	米国祝日（退役軍人の日）
12日			
13日		5年利付国債、国有林野事業債務管理特別会計借入金（5年程度）	消費者物価指数（10月）
14日		国庫短期証券（3か月）	生産者物価指数（10月）
17日	GDP（7-9月期1次速報）、鉱工業生産指数（9月確報）	10年物価連動国債	小売売上高（10月）
18日		交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	
19日	機械受注（9月）	国庫短期証券（1年）、20年利付国債	FOMC 議事要旨（10月28・29日会合分）
20日	小枝審議委員挨拶（新潟）	交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	中古住宅販売件数（10月）
21日	全国消費者物価指数（10月）	国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（1～5年）	
24日	振替休日（勤労感謝の日）		
25日			耐久財受注（10月）、新築住宅販売件数（10月）
26日	景気動向指数（9月改定）	40年利付国債、交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	GDP（7-9月期改定）、PCE デフレーター（10月）、ページブック（地区連銀経済報告、12月9・10日会合分）
27日	野口審議委員挨拶（大分）		米国祝日（感謝祭）、ECB 金融政策理事会議事要旨（10月29・30日会合分）
28日	東京都区部消費者物価指数（11月中旬速報値）、労働力調査（10月）、鉱工業生産指数（10月速報）	国庫短期証券（3か月）、2年利付国債	
12月1日	植田総裁挨拶（名古屋）		ISM 製造業景況感指数（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