

### (情勢判断)

- 内閣府は、7月26日に発表した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。」、世界経済に関しては「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、いずれも前月と同様の認識を示した。また、日本銀行が7月28日に公表した経済・物価情勢の展望では、2023年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)の政策委員大勢見通し(中央値)が、4月時点の+1.8%から+2.5%へと大幅に上方修正された。

### (金融政策)

- FRB は、7月26日のFOMCにおいて、景気が緩やかなペースで拡大し、金融システムも「健全かつ頑健である」なか、物価が依然として高い水準にあることを踏まえ、政策金利の誘導レンジを0.25%引き上げた。今後の政策運営についてパウエル議長は、9月会合での再利上げにも含みを残しつつも、現時点ではデータ次第とした。また、ECBは、7月27日の定例理事会で、前回に続き、0.25%の利上げを決定。過去数回の会合で次回会合での利上げを示唆する発言を続けてきたラガルド総裁は今回、「9月やそれ以降の会議の政策決定についてはオープンマインドだ」と語るなど、先行きの金融政策運営に関するスタンスにやや変化がみられた。
- 日本銀行は7月27日から28日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において、長短金利操作の運用を柔軟化することを決定。短期金利は引続き、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し、長期金利についても、従来同様、「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買入を行う」としたうえで、今回、金利の変動幅を「0.5%程度」とする運用を弾力化、10年物国債の連続指値オペの買入レートを1.0%に引き上げるとともに、上記方針に沿ったイールドカーブとなるよう、各年限において、機動的な買入額の増額、指値オペ、共通担保オペを実施することとした。
- 今後の運営について、短期の政策金利に関しては、当面は現行継続の可能性が高いと考えられる。長期金利について、植田総裁は、0.5%を超えて動く場合には、水準や変化のスピード等に応じて機動的に対応する方針のもと、「1%まで上昇することは想定していません」としているが、0.5%から1.0%の間でどのように推移し、それが為替等にどのような影響を与えるのか、不透明感も指摘されており、今後の日銀の市場調節が注視される。
- こうした中、引き続き、物価の動向が注目される。日銀では、物価の先行きに関する不確実性が高いとの認識を崩していないが、賃金・価格設定行動には変化の兆しがみえていることも認めており、今後、これらが、足許の物価上昇を通じた適格的期待形成とも相俟って予想インフレ率の上昇に繋がる展開になるか否かが、今後の政策変更を占う際の一つのポイントになろう。

# マーケット・アイ

## 1. 情勢判断

### (1) 内閣府

- 内閣府は、7月26日に発表した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。
- 下振れリスクについて、「世界的な金融引締め等が続く中、海外景気の下振れが我が国の景気を下押しするリスクとなっている。また、物価上昇、金融資本市場の変動等の影響に十分注意する必要がある。」と、前月と同様の認識を示した。
- 世界経済に関しては、「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、金融資本市場の変動の影響を注視する必要がある。」とし、前回と同様の認識を示した。

—— 地域別では、前回の認識から大きな変更はなかった。

アメリカ	アメリカでは、景気は緩やかに回復している。先行きについては、緩やかな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、景気は足踏み状態にある。先行きについては、足踏み状態が続くことが見込まれる。ただし、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、不動産市場の動向等を注視する必要がある。

### (2) 日本銀行

- 日本銀行は7月28日に公表した「経済・物価情勢の展望(基本的見解)」で、日本経済の現状判断について、「緩やかに回復している」とし、6月の金融政策決定会合での認識から前進させた。海外経済については、「回復ペースが鈍化している。」とし、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に加え、緩和的な金融環境や政府の経済対策の効果などにも支えられて、

緩やかな回復を続けるとみられる」、その後は、「所得から支出への前向きの循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる」とし、6月の認識を概ね踏襲した。

- 経済にかかる当面のリスク要因としては、海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向とウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向を挙げた。
- 消費者物価(除く生鮮食品)の前年比の見通しは、「既往の輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくもとでプラス幅を縮小したあと、マクロ的な需給ギャップが改善し、企業の賃金・価格設定行動などの変化を伴う形で中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、再びプラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。」とした。

—— 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、2023年度が+2.5%と4月時点(+1.8%)から大幅に上方修正した。一方、2024年度は+1.9%(4月時点+2.0%)、2025年度は+1.6%(同+1.6%)と、概ね横這いとなった。

## 2. 金融政策

### (米国)

- FRBは、7月26日のFOMCにおいて、政策金利の誘導レンジを0.25%引き上げ、5.25~5.5%とすることを決めた。また、引続き、財務省証券等の保有量を削減する方針が示された。

—— 声明文では、景況判断について、「緩やかなペースで拡大してきている(has been expanding at a moderate pace)」、物価については、「依然として高い水準にある(Inflation remains elevated)」とし、ともに概ね前回同様の認識を示した。また、金融システムについては引き続き「健全かつ頑健である(sound and resilient)」との認識を示した。
- 今後の政策運営についてパウエル議長は、「9月の会合で再び利上げを実施する可能性は確かにある(certainly possible that we would raise funds again)としつつも、「様子見を選択することもありえる。」「今後数週間に発表されるデータに大きく依存する」とした。

### (欧州)

- ECBは、7月27日の定例理事会で、前回同様0.25%の利上げを決定し、中銀預金金利3.75%、リファイナンス金利4.25%、限界貸付金利4.5%とした。

—— 声明文では、利上げを実施した背景について、「物価上昇は伸び率の低下を続けているが、依然として高すぎる状態が長期間継続すると予想される(Inflation continues to decline but is still expected to remain too high for too long)」とした。今後の政策運営についての記述は「ECBの主要金利は十分に抑制的な水準に設定される(set at sufficiently restrictive levels)」となり、前回までの「十分に抑制的な水準に引き上げられる(be brought to levels sufficiently restrictive)」から変更された。

- 過去数回の会合で次回会合での利上げを示唆する発言を続けてきたラガルド総裁は今回、「9月やそれ以降の会議の政策決定についてはオープンマインドだ(have an open mind)」、「得られるデータにより、決定は大きく異なる可能性がある。」と述べるなど、先行きの金融政策運営に関するスタンスにやや変化がみられた。

## (日本)

- 日本銀行は7月27日から28日に開催された政策委員会・金融政策決定会合において、長短金利操作の運用を柔軟化することを決定した。資産買入方針については据え置いた。
- 長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)についてみると、短期金利は、引続き、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、長期金利についても、従来同様、「10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買入れを行う」としたうえで、今回、金利の変動幅を「0.5%程度」とする運用を弾力化し、10年物国債の連続指値オペの買入レートを1.0%に引き上げるとともに、上記方針に沿ったイールドカーブとなるよう、各年限において、機動的な買入額の増額、指値オペ、共通担保オペを実施することとした。
  - 植田総裁は、会合後の記者会見で、今回、運用を柔軟化したことについて、上振れリスクが顕在化してから対応すると、後手に回って混乱したり、副作用が大きくなる恐れがあること、債券市場の環境が相対的に落ち着いていること、将来の不確実性を今回改めて認識したこと、などを挙げた。
- 今後の運営について、短期の政策金利に関しては、「基調的な物価上昇率が2%に届くというところにはまだ距離があるという判断は変えてございません。」と明言しており、当面は現行継続の可能性が高いと考えられる。
- また、長期金利に関しては、植田総裁は、「今後、仮に0.5%を超えて動く場合には、長期金利の水準や変化のスピード等に応じて機動的に対応することになります。そうしたもとの、長期金利が1%まで上昇することは想定していませんが、念のための上限キャップとして1%としたところでございます。」としているが、長期金利が0.5%から1.0%の間でどのように推移し、それが為替等にどのような影響を与えるのか、不透明感も指摘されており、今後の日銀の市場調節が注目される。
- こうした中、引き続き、物価の動向が注目される。日銀では今後、物価が低下した後、上昇に転じるというシナリオを想定しているが、とくに後半の部分については不確実性が高いとの認識を現時点では崩していない。一方、賃金・価格設定行動には変化の兆しがみえていることも認めており、今後、これらが、足許の物価上昇を通じた適恰的期待形成とも相俟って予想インフレ率の上昇に繋がる展開になるか否かが、今後の政策変更を占う際の一つのポイントになるろう。

#### 4. 当面の短期金融市場見通し

- 無担保コールO/N物は、基準比率の低下(6月積み期69.0%→7月積み期64.5%)を主因に資金調達ニーズが後退しているため、8月前半は引き続き低位でのレート推移が見込まれるが、積み最終日が近づくにつれ、一時的に上昇することも想定される。もともと、月後半以降は、年金定時払いや9月上旬の普通交付税支払等から、資金余剰地合いとなることが見込まれるため、基準比率が想定以上に引き上げられなければ、▲0.05%を下回る水準でのレート推移とな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、7/28に発表された政策修正による影響はみられておらず、引続き、▲0.10～▲0.09%前後で落ち着いた推移となることが予想される。この間、SC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は、業者の在庫増加や債券レポレートの上昇、政策変更への警戒などの影響から3M物と1Y物のレートがやや上昇基調となっていたが、現時点では、政策修正の影響は少なく、とくに6M物に関しては、12月末越えの担保確保を目的に堅調なニーズが見られている。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考えられる。レートレンジは、3Mは▲0.130～▲0.100%、6Mは▲0.180～▲0.150%、1Yは▲0.130～▲0.120%を予想。
- CPの市場残高は、6月末に23.4兆円まで低下したが、発行金利の低さを背景に、7月下旬には28兆円台目前まで回復。発行レートについては、キャッシュ潰しのニーズ等から引き続き0%近傍での推移が予想されるが、9月末償還物に関しては期日が集中するため、一部の投資家の購入ニーズが弱まる可能性。一方、9月末越え物に関しては引き続き購入ニーズの強い展開が見込まれる。

以上



## 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、確実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