

マーケット・アイ

【概要】

(情勢判断)

- 内閣府は、7月29日に行われた月例経済報告で、日本経済の現状について、「景気は、米国の通商政策等による影響が一部にみられるものの、緩やかに回復している」とした。

(金融政策)

- 日本銀行は7月31日の金融政策決定会合で政策金利を0.5%に据え置き。植田総裁は、引き続き、金利を引き上げる方向感を示しつつも、各国の通商政策の展開やその影響を巡る不確実性が高い状況が続いているとした。こうした中、OIS市場では、次回会合(9月19日)は現状維持、10月または12月の利上げ確率が高まっている。
- FRBは、7月30日のFOMCで、政策金利の誘導レンジを5会合連続で4.25~4.50%に据え置き。パウエル議長は、「関税引き上げが経済と物価に与える影響は依然として不確実(uncertain)」とし、利下げには、より明確なシグナルが必要とした。こうした中、OIS市場では、次回9月会合(16.17日)については、据置きと利下げの見方が概ね拮抗していたものの、1日に発表された雇用統計が市場予想を下回ったことから利下げの見方が大勢となっている。なお、トランプ大統領のFRBに対する今後の言動も注目される。
- ECBは、7月24日の定例理事会で、預金ファシリティ金利を2.0%に据え置き(8会合ぶり)。ラガルド総裁は、足許の景気、物価については、比較的良好な現状認識を示す一方、先行きに対する慎重な姿勢も見せた。こうした中、OIS市場では、年内追加利下げの可能性について見方が分かれているが、次回の9月会合(17日)については、据置きの予想が有力視されている。

(当面の短期金融市場見通し)

- 無担保コールO/N物(TONA)については、当面、概ね0.477%程度での推移が続くと予想される。一方、ターム物については、利上げ観測の高まりとともに、長めのものからレートが切り上がっていく展開が予想される。
- 債券レポGCLレート(T/N)については、在庫状況や担保需要などに応じた振れを伴いながら、0.40~0.50%近辺を中心に推移することが予想される。
- 短国市場については、3M物は引き続き、日銀付利金利を下回るレートで推移することが見込まれる一方、6M物や1Y物に関しては、追加利上げのタイミングを巡る思惑による振れを伴いながら、レートが切り上がる展開が予想される。
- CP市場については、引き続き発行ニーズが根強いものの、9月末に向けて短期化が進むことが見込まれる。発行レートについては、追加利上げに対する不透明感が徐々に払拭される展開となれば、期間の長い物を中心に上昇することが予想される。

1. 政府の情勢判断(前月から「表現変更」)

- 内閣府は、7月29日に行われた月例経済報告で、日本経済の現状について、「景気は、米国の通商政策等による影響が一部にみられるものの、緩やかに回復している」とし、前月の「景気は、緩やかに回復しているが、米国の通商政策等による不透明感がみられる。」から表現を変更した。
- 先行きについては、「雇用・所得環境の改善や各種政策の効果が緩やかな回復を支えることが期待される」としながらも、「米国の通商政策の影響による景気の下振れリスクには留意が必要」との認識を示した。また、物価上昇の継続が消費者マインドの下振れ等を通じて個人消費に及ぼす影響なども、我が国の景気を下押しするリスクとなっている。」とした。
- 世界経済については、「持ち直しが緩やかになっており、一部の地域において足踏みがみられるほか、関税率引上げに伴う駆け込み需要やその反動の影響、不透明感がみられる」、先行きについて、「通商政策による影響の広がりから、持ち直しの動きが弱まる可能性がある」との認識を示した。

—— 地域別においても前月の判断を維持した(太字は当社)。

アメリカ	アメリカでは、 景気の拡大が緩やか となる中、関税率引上げに伴う駆け込み需要やその反動の影響、 不透明感がみられる 。先行きについては、通商政策が物価や消費等に与える影響から、 その勢いが更に弱まる可能性 がある。また、 高い金利水準の継続に伴う影響 による下振れリスク、 通商政策など政策動向による影響 に留意する必要がある。
ユーロ圏	ユーロ圏では、駆け込み輸出ははく落したものの、 景気は持ち直しの動きが続いている 。ドイツにおいては、駆け込み輸出ははく落したものの、 景気は持ち直しの動きがみられる 。先行きについては、米国の通商政策による影響から、 持ち直しの動きが弱まる可能性 がある。また、 米国の政策動向による影響 に留意する必要がある。
中国	中国では、各種政策の効果がみられるものの、 景気は足踏み状態 となっている。先行きについては、各種政策の効果が期待されるものの、通商問題による影響もあり 足踏み状態が続くと見込まれる 。また、今後の 通商問題の動向、不動産市場の停滞の継続や物価下落の継続による影響 等に留意する必要がある。

2.金融政策

【日本銀行】 政策金利を0.5%に据え置き

- 日本銀行は7月31日の金融政策決定会合で政策金利を0.5%に据え置いた。
- 日本経済の現状判断については、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」、海外経済については、「各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している」と従来の認識を据え置いた。
—— 「2025～2027年度の政策委員の大勢見通し」では、実質GDPに関しては前回から概ね据え置かれた一方、消費者物価指数については、2025年度は米などの食料品価格上昇の影響から0.5%上方修正されたものの、2026年度、2027年度は概ね横這いとなった（資料1）。
- 植田総裁は、会合後の記者会見で「現在の実質金利はきわめて低い水準にある」との認識のもと、引き続き、「経済・物価見通しが実現していくとすれば、それに応じて引き続き金利を引き上げ、金融緩和度合を調整していく」との姿勢を改めて示した。
- 日米間の関税合意については、「わが国経済を巡る不確実性の低下につながる」とする一方、「各国の通商政策等の影響に関する不確実性はなお高い状況が続いている」との認識を示し、「ある程度高い関税がかけられるということはほぼ確定的な中で、その影響がどういうものになるのか、あるいはどこにどういうふうに出てくるのかという点は、これからだと思う。ですから、それが一気に霧が晴れるということはなかなかない。」と述べた。
- また、物価高対策としての利上げに関しては、現在の物価高のかなりの部分が供給サイドの要因である中で、必ずしも過熱していない景気を冷やして所得や支出を減らして価格を下げるのが望ましいのかと疑問を呈した。
- こうした中、OIS市場では、日米間の関税交渉合意以降、レートが上昇、足許では、次回会合（9月19日）は現状維持、10月または12月の利上げ確率が高まっている。

【FRB】 政策金利を4.25～4.50%に据え置き

- FRBは、7月30日のFOMCで、政策金利の誘導レンジを5会合連続で4.25～4.50%に据え置いた。Bowman副議長とWaller理事の2名が利下げをすべきと主張し反対票を投じた。
- 経済成長率は、個人消費の減速を主因に上半期1.2%と、昨年の2.5%から鈍化。雇用の伸びは昨年のペースより低いものの、依然として堅調。失業率は4.1%と低水準を維持。賃金は緩やかなペースで上昇している。短期的なインフレ期待は関税により上昇したが、長期的な期待を示すほとんどの指標は2%のインフレ目標と一致している。
- パウエル議長は、関税について「成長鈍化と物価上昇の組み合わせが見られる可能性があり、非常に難しい状況(very difficult situation)。現在の私たちの見解では、その影響は依然と

して不確実(uncertain)」とし、「利下げを行うには、経済見通しの悪化やインフレの持続的な下振れなど、より明確なシグナルが必要」と引き続き状況を見極める姿勢を示し、次回利下げ時期は示さなかった。

- こうした中、OIS市場では、次回9月会合(16.17日)については、据置きと利下げの見方が概ね拮抗していたものの、1日に発表された雇用統計が市場予想を下回ったことから、利下げの見方が大勢となり、足許、年内2回の利下げが織り込まれている。また、トランプ大統領は、FRBが利下げしないことに対して声高に批判するとともに、任期前に辞任を表明したKugler理事と同様に、パウエル議長も辞任するよう求めた。雇用統計の結果を巡る労働統計局長の解任でもエコノミストや議員から批判を受けており、今後の言動が注目される。

【ECB】 政策金利を2.0%に据え置き

- ECBは、7月24日の定例理事会で、預金ファシリティ金利を2.0%に据え置いた。据え置きは8会合ぶり。
- 経済成長は、企業の輸出前倒しや、民間消費と投資の好調により、第一四半期は予想を上回った。足許では、製造業とサービス業の両方で緩やかに拡大しているものの、関税の引き上げやユーロ高、地政学的な不確実性が、企業の投資意欲を慎重にさせている状況。
- ラガルド総裁は、「堅調な労働市場や所得の増加、堅調な民間部門のバランスシートは消費を支えている」、「基調的なインフレ指標は全体として中期目標と一致している」、「今後数か月に見込まれるリスクに対処するのに十分な態勢が整っている」など、比較的良好な現状認識を示す一方、「経済成長に対するリスクは、下振れ方向に傾いている」と先行きに対する慎重な姿勢も見せた。
- こうした中、OIS市場では、年内追加利下げの可能性について見方が分かれているが、次回の9月会合(17日)については、据置きとの予想が有力視されている。

3.当面の短期金融市場見通し

- 無担保コール O/N 物(TONA)については、引き続き、日銀当座預金の付利先と非付利先との間での裁定取引が継続する中、レートについては、流動性リスク対策の試し取りなどによる多少の上下を伴いつつ、当面、概ね 0.477%程度での推移が続くと予想される。一方、ターム物については、利上げ観測の高まりとともに、長めのものからレートが切り上がっていく展開が予想される。
- 債券レポ GC レート(T/N)については、引き続き、日銀当座預金との裁定取引や在庫ファンディングのための資金調達により、比較的安定的に推移している。今後も、こうした資金調達ニーズが底流する中、在庫状況や担保需要などに応じた振れを伴いながら、0.40~0.50%近辺を中心に推移することが予想される。

- 短国市場については、3M 物は担保ニーズや長期債からのシフト需要などから、引き続き、日銀付利金利を下回るレートで推移することが予想される一方、6M 物や 1Y 物に関しては、日米の通商政策の進展に伴い、経済・物価に対する不透明感が徐々に払拭されることとなれば、追加利上げのタイミングを巡る思惑による振れを伴いながら、レートが切り上がる展開が予想される。
- CP 市場については、引き続き発行ニーズが根強いものの、9 月末に向けて短期化が進むことが見込まれる。発行レートについては、追加利上げに対する不透明感が徐々に払拭される展開となれば、期間の長い物を中心に上昇することが予想される。

以 上

<参考>

資料 1

2025年7月 日本銀行 経済・物価の見通し（中央値）

年度	実質GDP	CPI (除く生鮮食品)	CPI (除く生鮮食品・ I礼券)
2025	0.6 (0.5)	2.7 (2.2)	2.8 (2.3)
2026	0.7 (0.7)	1.8 (1.7)	1.9 (1.8)
2027	1.0 (1.0)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)

() は前回 (2025年4月) 公表値

出所：日本銀行

資料 2

金融政策決定会合の日程

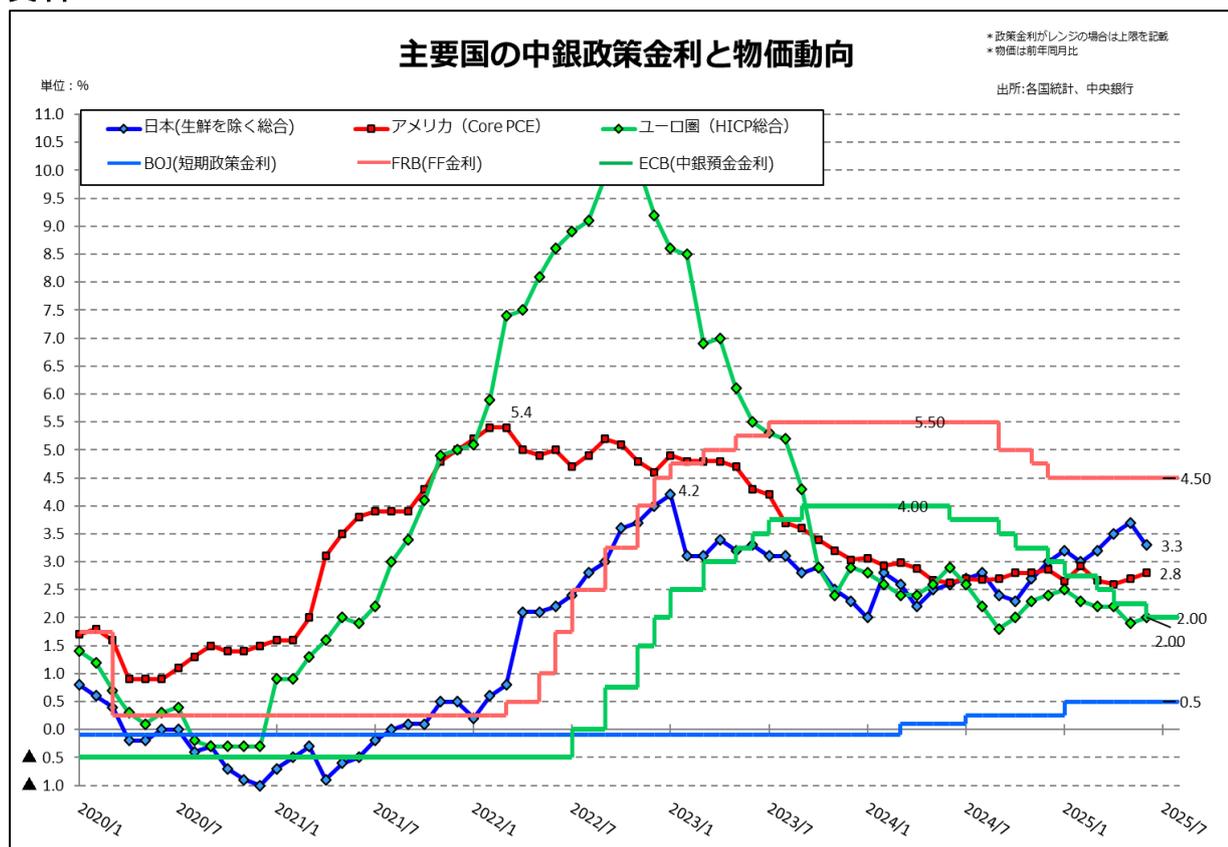
	日銀	FRB	ECB
2025年9月	18-19	16-17	11
10月	29-30	28-29	30
11月	-	-	-
12月	18-19	9-10	18
2026年1月	22-23	27-28	-
2月	-	-	5
3月	18-19	17-18	19
4月	27-28	28-29	30
5月	-	-	-
6月	15-16	16-17	11
7月	30-31	28-29	23
8月	-	-	-
9月	17-18	15-16	10
10月	29-30	27-28	29
12月	17-18	8-9	17

資料 3

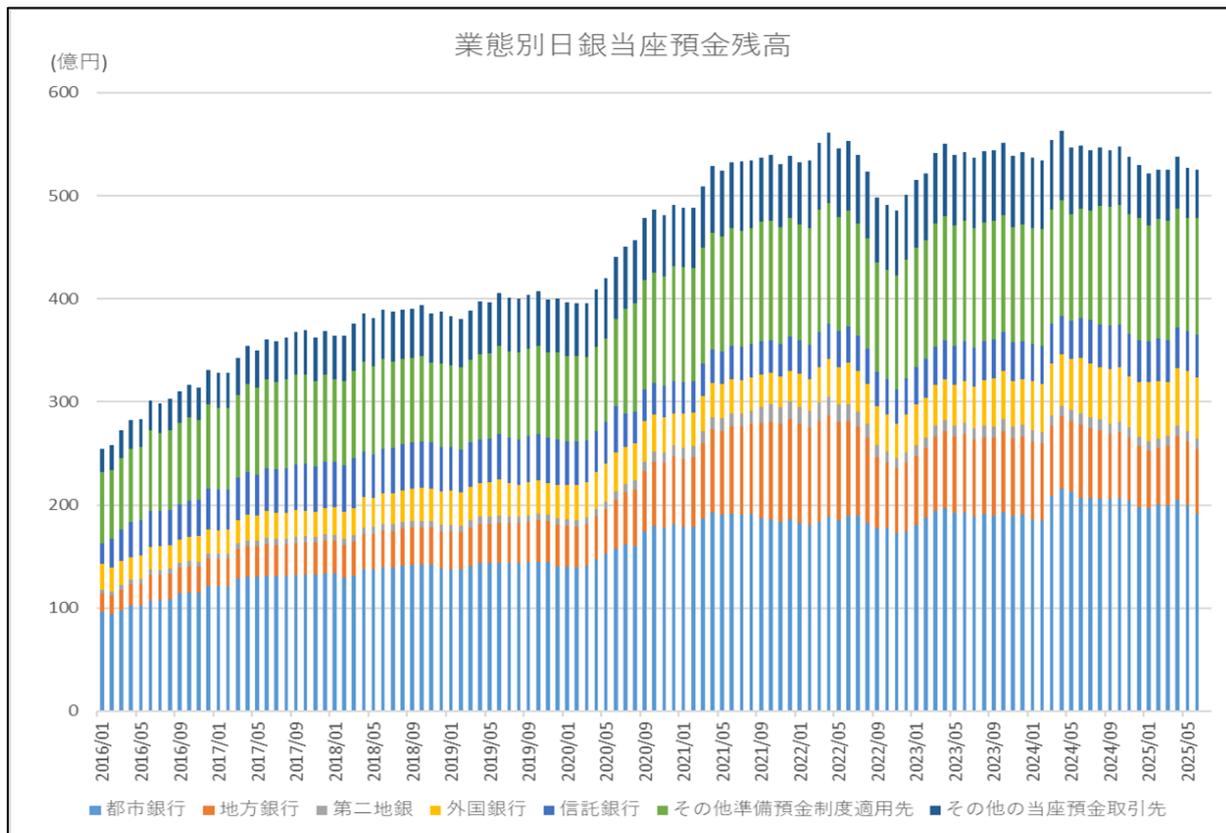
日米欧の金融政策

政策金利			主な付随政策
日本銀行	無担保コールO/N	0.50%	・2026年1～3月まで長期国債買入額を四半期毎に4,000億円ずつ、2026年4～6月以降四半期毎に2,000億円ずつ減額し、2027年1～3月に2兆円程度とする。(2026年6月に中間評価を実施予定)
F R B	フェデラルファンド金利	4.25~4.50%	・2025年4月からバランスシート縮小ペースを引き下げ 国債の月間償還額の上限を250億ドルから50億ドル 住宅ローン担保証券 (M B S) は月間350億ドルで維持
E C B	預金ファシリティ金利 主要リファイナンスオペ金利 限界貸出ファシリティ金利	2.00% 2.15% 2.40%	・資産購入プログラム (APP、PEPP) の方針について再投資を終了し、慎重かつ予測可能なペースで減少

資料 4

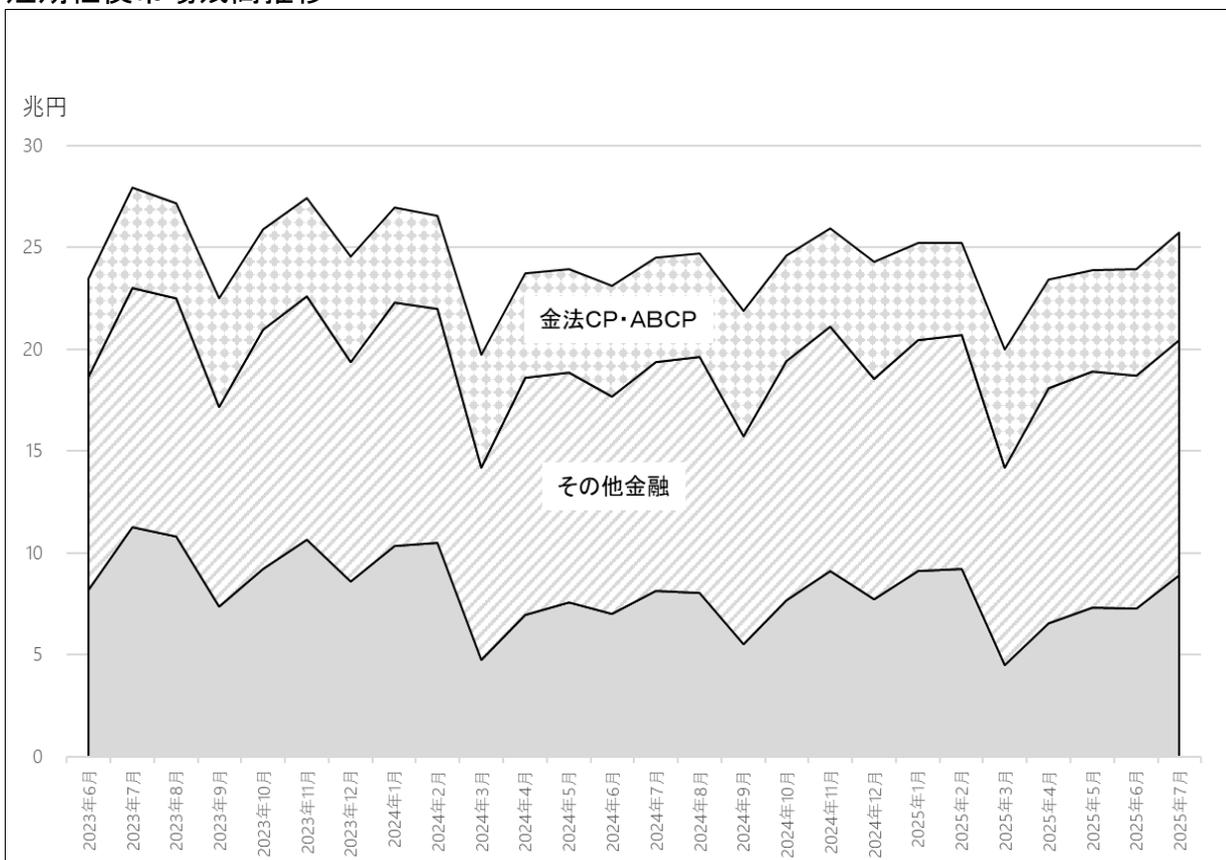


資料 5



資料 6

短期社債市場残高推移





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。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