



日銀は金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロールの「柔軟化」を決定

1. 国内経済情勢

（経済・景況判断）

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。同日に発表された5月の景気動向指数（CI一致指数、改定値）は114.3（前月比+0.1ポイント）と上昇、また基調判断は「改善を示している」で据え置かれた。（なお、当月分から指数の基準年がそれまでの2015年から2020年に変更になったことに伴い、新しい基準年に基づき過去の指数が遡及改定されている。）

21日に発表された6月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比3.3%の上昇（前月は3.2%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を15か月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では4.2%の上昇（前月は4.3%の上昇）であった。

日銀は27・28日に開催された定例会合において、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール（YCC））の運用の修正（「柔軟化」）を、賛成多数（賛成8反対1）で決定した。金融市場調節方針にて定める長期金利（10年物国債金利）の操作目標は「ゼロ%程度」に据え置いたままとしつつ、その運用については、「±0.5%程度」としている変動幅の位置づけを「目途」とし、また毎営業日実施されるいわゆる「連続指値オペ」の利回り水準については1.0%（従来は0.5%）に変更した。加えて、YCC運用のために機動的に実施する手段として、国債買入れ額の増額や指値オペの実施に加えて「共通担保資金供給オペ」が追記された。

会合後に公表されたいわゆる「展望レポート」では、国内景気について「緩やかに回復している」とし、前回会合の声明文における「持ち直している」から上方修正した。また物価面についても、予想物価上昇率について「再び上昇の動きがみられている」とし、前回声明文での「上昇したあと、このところ横ばいとなっている」から上方修正した。政策委員による2023年度の消費者物価指数（除く生鮮食品）の見通し（対前年比）の中央値は+2.5%（4月展望レポート時点では+1.8%）、同（除く生鮮食品・エネルギー）については+3.2%（同+2.5%）と共に大幅に引き上げられた。一方で2024・25年度の見通しについては「除く生鮮食品」でそれぞれ+1.9%、+1.6%と、日銀が目標とする+2.0%を下回るものとなった（特に2024年度見通しについては4月展望レポート比で▲0.1ポイント引き下げられている）。

会合後の記者会見の質疑応答において、日銀の植田総裁は、「政策全体が、これまでよりもやや引き締めないし正常化方向にバイアスをかけているのか」というご質問だったと思うんですけども、それはそうではない」と述べ、今回の「柔軟化」に金融引き締めの意図がないことを強調した。また、「マイナス金利政策」の見直しに関しては「基調的なインフレ率がまだ2%には達していない…」ので、短期の政策金利を引き上げていくというところには、まだだいぶ距離がある」とした。

2. 短期金融市場の動向

（7月の短期金融市場動向等）

7月の無担保コールO/N物加重平均金利は、前月からの流れを引き継ぎ月初こそ▲0.071%でスタートしたが、翌4日からは調達サイドの強い調達意欲からレートは上昇に転じ、6日には▲0.016%を付けるとその後しばらくは▲0.02～▲0.01%台で推移した。その後、祝日の関係で4日積みかつ6月積み期の実質最終日となる14日の前日となる13日には4月20日以来となる▲0.009%まで上昇すると、14日は▲0.021%に低下し積み最終日を終えた。なおこの間、金利上昇を受け、日銀からは7日夕方に、国債買現先オペ（＝資金供給）を10日にO/NとT/Nでオファーする旨の事前アナウンスがあった（結局10日になりそれぞれ1兆円、2兆円でオファーされた）。また同様の国債買現先は13日にもT/N（14-

18日)で4兆円オファーされた。実質新積み期入りした連休明けの18日は▲0.048%でスタートすると、前積み期終盤からの相場付きからは一転しレートは落ち着いた展開となり、月末にかけ▲0.07~▲0.05%台での推移となった。

債券レポGCレート(東京レポレートT/Nベース)は月初▲0.081%でスタートすると、無担保コール金利の上昇を見つつも、大きく金利上昇することなく、6月積み期中は▲0.08~▲0.06%台での推移となった。新積み期に入るとこちらもレートは落ち着いた展開となり、▲0.10~▲0.09%の狭いレンジで推移し越月した。

新発TDB3か月物は、7日入札となった1168回債から発行額が5.80兆円と、前回債(1166回債)までの6.30兆円から減額発行となった。平均・最高落札利回りは月を通して徐々に上昇し、27日入札の1172回債は平均落札利回り▲0.1018%、最高落札利回り▲0.0962%となった。3か月物で最高落札利回りが▲0.10%を上回るのは2022年3月25日入札の1069回債以来。なお、日銀によるTDB買入オペは、祝日のあった17日週を除き週1回、1回あたり1,000億円ペースで引き続きオファーされた。

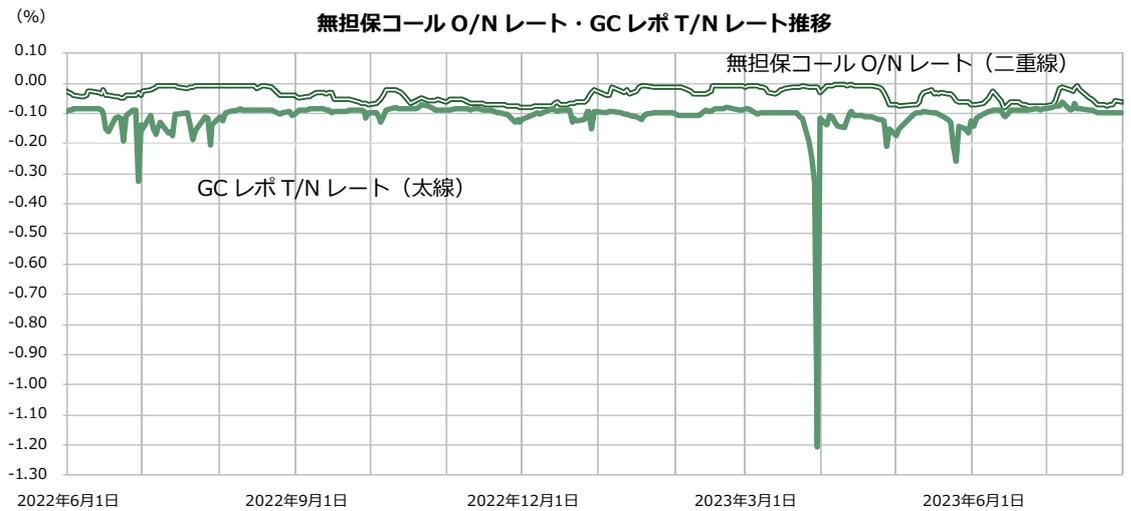
CP発行市場では、7月末時点での市場残高は約27兆9,000億円となった模様で、前月末比では約4兆4,000億円の純増、一方前年同月比では約3,000億円の小幅な純減となった。四半期末要因の剥落で前月比では大幅な残高増となり、また前年同月比では3月以降5か月連続での残高減少ながらも減少幅が小幅にとどまったことから、運転資金需要のピークアウトは一段落しつつあると思われる。発行レートは低位安定、ゼロ%から小幅なプラス圏での出会いが中心となった。日銀によるCP等買入オペは、予定通り11日・26日にそれぞれ金額4,000億円でオファーされた。

日銀当座預金残高は月初約543兆円でスタートすると、月初から月中にかけての国債発行や税揚げ・保険料揚げ要因で12日には約531兆円まで減少したが、その後は日銀による気候変動対応支援オペ(20日オファー、21日スタート。応札3.4兆円、純増1.8兆円)や月末にかけての財政資金の支払い等で増加に転じ、約543兆円と月初と略同水準の残高で越月した。また、日銀による月間の国債買入額(オファー日ベース)は約8.7兆円(前月は約7.1兆円)と前月から増加した。これについては、日銀による金融政策決定会合の政策発表があった28日に、会合に先立ち朝方に「会合でYCCの修正案が議論される」との報道があったことを受け長期金利が上昇したため、午前中にオファーされた国債買入オペ(固定利回り方式、指値水準は0.500%)において応札(8,429億円)があった(指値オペでの応札は3月10日以来)。また前述の「YCCの柔軟化」を受けた長期金利の上昇に伴い、会合翌営業日の31日には臨時の国債買入オペ(いわゆる「輪番オペ」)がオファーされている(5~10年ゾーン、オファー額3,000億円、応札額8,724億円、落札額3,002億円)。

(8月の短期金融市場見通し)

当月は、「YCCの柔軟化」を受けた国債相場の動向と、それに伴う日銀による国債買入オペ(「指値オペ」を含む)や共通担保資金供給オペ(特に中長期物)の状況に注目したい。共に資金供給要因となるため、金額がかさむようであれば短期金利には低下要因となり、また特に国債買入オペについては国債現物需給の引き締めを通じてレポレートやTDB金利の低下を促すことが予想される。一方で、国債相場が早期に安定し、日銀による各種オペが限定的となる場合には、短期金利の低下も限定的か。他方で、仮に国債相場のボラティリティが高まるような局面では、レポ市場における取引も手控えられる可能性もあり、この場合には神経質な相場展開も予想される。

なお、当月の国債買入オペ予定については、3~5年および5~10年ゾーンの買入額のレンジが上下に拡大されたことを除いては、前月と同様の金額レンジ・回数が公表されている(但し、オファーのタイミングについては微修正されており、2日には全ゾーンでのオファーが予定されている)。CP発行市場では引き続きレートは低位安定推移することを予想。なお、CP買入オペは、前月までと同様に月2回(9日・28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、25・26 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 利上げし 5.25~5.50%とした。前回 6 月会合で利上げを見送ったところから転じた形となった。会合後の記者会見でパウエル議長は、将来の利上げペースについて「1 会合おきのモード ("in every other meeting mode")」なのかと問われたのに対し、「将来の会合については、そのペースも含めて何らの決定もしていない ("So we haven't made any decisions about any future meetings, including the pace at which we'd consider hiking...")」と述べ、会合毎に利上げの判断を行う姿勢を改めて示した。

(経済・景況判断)

米国では 6 月の ISM 製造業景況感指数が 46.0 (前月比▲0.9 ポイント) となり、8 か月連続で景気判断の分かれ目となる 50 を下回った。6 月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は 20.9 万人の増加 (前月は 30.6 万人の増加)、(2)失業率は 3.6% (前月は 3.7%)、(3) 時間当たり平均賃金は前月比 0.4%の増加 (前年同月比では 4.4%の増加) となった。6 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 3.0%の上昇 (前月は 4.0%の上昇)、除く食品・エネルギーでは 4.8%の上昇 (同 5.3%の上昇) と、共に前月から上昇幅を縮小させた。6 月のユーロ圏製造業購買担当者指数 (PMI) 改定値は 43.4 (前月比▲1.4 ポイント) と大幅に低下した。なお 50 を下回るのは 12 か月連続。一方 6 月の中国の財新/S&P グローバル製造業 PMI は 50.5 (前月比▲0.4 ポイント) と小幅に低下した。

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	
8月1日	労働力調査(6月)	10年利付国債	ISM 製造業景況感指数(7月)
2日			ADP 雇用統計(7月)
3日		10年物価連動国債、交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金(6か月)	製造業新規受注(6月)、ISM サービス業景況感指数(7月)
4日		国庫短期証券(3か月)	雇用統計(7月)
7日	景気動向指数(6月速報)		
8日		30年利付国債	
9日		国庫短期証券(6か月)、エネルギー対策特別会計借入金(12か月)	
10日		国庫短期証券(3か月)	消費者物価指数(7月)
11日			生産者物価指数(7月)
14日			
15日	GDP(4-6月期1次速報)、鉱工業生産指数(6月確報)	5年利付国債	小売売上高(7月)
16日		国有林野事業債務管理特別会計借入金(5年)	
17日	機械受注(6月)	国庫短期証券(1年)、20年利付国債	
18日	全国消費者物価指数(7月)	国庫短期証券(3か月)	
21日			
22日		流動性供給入札(5~15.5年)、交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金(6か月)	中古住宅販売件数(7月)
23日			新築住宅販売件数(7月)
24日		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一時借入金(6か月)	耐久財受注(7月)
25日	東京都都区消費者物価指数(8月中旬速報値)	国庫短期証券(3か月)	
28日	景気動向指数(6月改定)		
29日	労働力調査(7月)	2年利付国債	
30日		交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金(6か月)	ADP 雇用統計(8月)、GDP(4-6月期改定)
31日	鉱工業生産指数(7月速報)		PCE デフレーター(7月)
9月1日		国庫短期証券(3か月)	雇用統計(8月)、ISM 製造業景況感指数(8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