

**「YCC運用の柔軟化」を決定後、日銀当局者からの発言が相次ぐ****1. 国内経済情勢****（経済・景況判断）**

15日に発表された2023年4-6月期の実質GDP成長率（1次速報値）は、前期比1.5%（年率換算6.0%）と3四半期連続のプラス成長となった。なお実質GDP成長率に対する国内需要（内需）の寄与度は▲0.3%とマイナス寄与となった（前期比の年率換算は▲1.1%）。またGDPデフレーターの前年同期比は3.4%となった。これは、現在の基準年（2015年基準）を用いて遡及改定されている1994年1-3月期以降、最も高い伸び率となった。

18日に発表された7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（前月は3.3%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を16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（前月は4.2%の上昇）であった。

政府は28日発表の月例経済報告で、国内景気の基調判断を「景気は、緩やかに改善している」とし、前月から判断を据え置いた。同日に発表された6月の景気動向指数（CI一致指数、改定値）は115.1（前月比+0.8ポイント）と上昇、基調判断は「改善を示している」とこちらも前月から据え置かれた。

2. 短期金融市場の動向**（8月の短期金融市場動向等）**

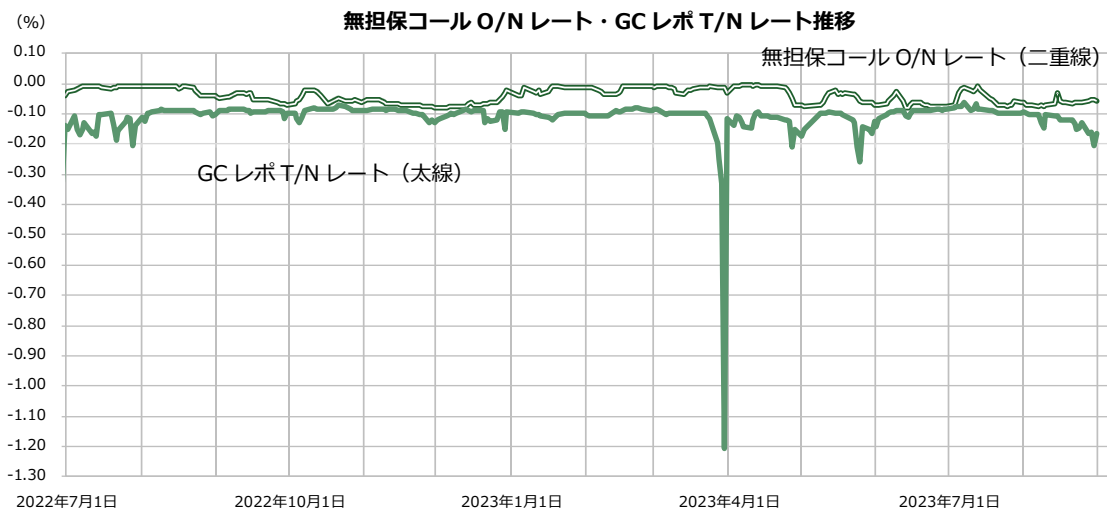
8月の無担保コールO/N物加重平均金利は月初▲0.063%でスタート。その後取り手の調達意欲が乏しい中、7月積み期中は概ね▲0.07%台の推移が続いたが、積み最終日となる15日は主要な出し手不在の中、最終調整を行いたい一部の取り手が旺盛な調達意欲を見せたことから、加重平均は▲0.029%まで上昇した。新積み期入り後はその調達意欲もリセットされ▲0.06%台での推移が続いたが、月末にかけレートは若干強含み、30日に▲0.052%まで上昇後、31日は▲0.056%となり越月した。

債券レポGCレート（東京レポレートT/Nベース）は月初▲0.095%でスタート。その後7月積み期中は概ね▲0.10%近辺で推移したが、8・9日には一部の市場参加者が資金の出し手となったことでレートがやや弱含む局面もあった。新積み期入り後は資金放出ニーズと現物確保ニーズが相まってレートは低下基調となり、月末跨ぎとなる30日には▲0.204%まで低下した後、▲0.164%で越月した。

新発TDB3か月物は、月初回の発行となった1173回債では募入平均利回り▲0.1014%、募入最高利回り▲0.0962%と、前回1172回債に引き続き募入最高利回りが▲0.10%を上回る結果となったが、月後半にかけてレポレートが強含む（金利低下）と、25日入札の1178回債では募入平均・最高利回りが共に▲0.1483%とこちらも金利低下となった。（なお同銘柄はセカンダリにおいてはショートカバーによりレート気配が更に切り下がった模様。）一方で、イールドカーブ・コントロール（YCC）運用の柔軟化による長期金利上昇が中期ゾーンにも波及しつつあることや、将来のマイナス金利政策見直しへの思惑から、17日入札のTDB1年物（1176回債）は募入平均利回り▲0.0679%、募入最高利回り▲0.0559%と前月の1年物（1170回債、それぞれ▲0.1218%、▲0.1109%）から大幅に金利上昇した。なお、1年物の募入利回りが▲0.10%を上回るのは2月発行の1139回債以来。

CP発行市場では、8月末時点での発行残高は約27兆1,700億円となった模様。前月末比では7,000億円強の減少、前年同月末比では約1兆円の減少となったが、この減少要因としては社債へのシフトが想定される。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合いが中心となった。日銀によるCP等買入オペは、予定通り9日・28日にそれぞれ金額4,000億円でオファーされた。このうち28日オファー分では、案分レート（利回り格差）が▲0.005%まで低下する等、前月に比し売却圧力の低さをうかがわせた結果となった。

日銀当座預金残高は月初約 541 兆円でスタート。2 日には国債発行や税揚げによる財政要因で約 532 兆円まで減少したが、その後は月を通しての国債買入オペや、15 日の年金定時払いにより残高は増加に転じ、約 548 兆円で越月した。日銀による月間の国債買入額（オフアー日ベース）は約 7.9 兆円（前月は約 8.7 兆円）となった。なおこのうち 3 日には臨時の買入オペ（3～5 年ゾーン（オフアー額 1,000 億円）および 5～10 年ゾーン（同 3,000 億円））がオフアーされた。



（9 月の短期金融市場見通し）

まず、21・22 日に予定されている日銀金融政策決定会合では政策変更なしを見込む。7 月 28 日の金融政策決定会合で日銀は YCC 運用の柔軟化を決定したことで、市場の注目は現行のマイナス金利政策の修正の有無と（仮にある場合に）そのタイミングに移っている。この点、8 月 2 日に日銀の内田副総裁は講演で、「…先ほどのリスクマネジメント・アプローチで上方向と下方向が、マイナス 0.1% で維持することによって、むしろ引き締めが遅れて 2% を超える状況が続いてしまう、そちらの方がより心配だという状況になって初めて議論になり得るということだと思いますので、現在の状況からみるとまだ大きな距離があるというふうに思っています…」と述べており、政策修正はまだ先であることを示唆した。他方で、8 月 30 日には日銀の田村審議委員が講演で、「持続的・安定的な物価上昇の見極めにはなお時間が必要ですが、来年 1～3 月頃には、その時点の賃上げのモメンタムやそれまでに得られる年後半の物価動向などのデータから、解像度が一段と上がると期待している」と述べたうえで、その後の質疑応答で「…持続的・安定的な物価上昇の実現が見通せた場合には、当然、マイナス金利の解除も選択肢の一つとして入ってくる…」と述べており、年明け以降の政策修正を意識させるものとなった。足元直ちにマイナス金利政策の修正議論が高まる可能性は小さいと思われるが、今後の経済指標や当局者発言、「展望レポート」等には一層の注意を払いたい。

無担保コール O/N 物金利は、前月からの流れを引き継ぎ低位で推移すると予想。但し、8 月には積み期最終日に波乱があったが、今月は期末月でもあり市場参加者の動向次第では 8 月同様に動意付く展開には要注意か。債券レポ GC 金利は、現物需給の引き締めから引き続き▲0.10% を下回る展開を予想。新発 TDB3 か月物も同様に、担保ニーズに加えて償還銘柄との比較で減額発行となっている等、堅調な需給面から利回りは低位推移を予想するが、月末が近づくにつれ新発債の償還期限が年末となることから入札時に敬遠される可能性には留意したい。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（8 月 2 日にあった、1 日において（1 年以内を除く）全ゾーンでのオフアーは、9 月は見送られた）。

CP 市場は、期末要因に加え、一部では資金調達手段を社債へシフトさせる動きにより、発行残高の落ち込みが予想されるが、発行市場での金利は引き続き安定推移するか。なお、CP 等買入オペは、前月までと同様に月 2 回（8 日・26 日）、各 4,000 億円のオフアーが予定

されている。

3. 海外経済情勢

(金融政策)

米カンザスシティ連銀主催のジャクソンホール経済シンポジウムにおいて、パウエル FRB 議長は 25 日の講演で、「持続的なトレンド以上の成長を示す新たな証拠があれば、インフレ率のさらなる上昇がリスクにさらされ、金融政策のさらなる引き締めが正当化される可能性がある ("Additional evidence of persistently above-trend growth could put further progress on inflation at risk and could warrant further tightening of monetary policy.")」と述べ、経済指標次第で追加の金融引き締めを行う姿勢を改めて示した。(なお、米金利動向については、本日発行の当社「マクロ経済レポート」にて詳説しておりますので、そちらも併せてご参照ください。)

(経済・景況判断)

米国では 7 月の ISM 製造業景況感指数が 46.4 (前月比+0.4 ポイント) となり、9 か月連続で景況判断の分かれ目となる 50 を下回った。7 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 (前月は 18.5 万人の増加)、(2)失業率は 3.5% (前月は 3.6%)、(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。7 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 3.2% の上昇 (前月は 3.0% の上昇)、除く食品・エネルギーでは 4.7% の上昇 (同 4.8% の上昇) となった。

7 月のユーロ圏製造業購買担当者指数 (PMI) 改定値は 42.7 (前月比▲0.7 ポイント) と、2020 年 5 月 (39.4) 以来の低い水準となった。また 50 を下回るのは 13 か月連続。一方 7 月の中国の財新/S&P グローバル製造業 PMI は 49.2 (前月比▲1.3 ポイント) と、3 か月ぶりに 50 を下回った。

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	
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)
4日			
5日		10年利付国債	製造業新規受注(7月)
6日			ISMサービス業景況感指数(8月)
7日	景気動向指数(7月速報)	国庫短期証券(6か月)、30年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金(12か月)	
8日	GDP(4-6月期2次速報)	国庫短期証券(3か月)	
11日			
12日		5年利付国債	
13日			消費者物価指数(8月)
14日	機械受注(7月)、鉱工業生産指数(7月確報)	20年利付国債	生産者物価指数(8月)、小売売上高(8月)、 ECB金融政策理事会
15日		国庫短期証券(3か月)	
18日			
19日		国庫短期証券(1年)、流動性供給入札(1~5年)	
20日			FOMC(19日~)
21日		国庫短期証券(3か月)、流動性供給入札(5~15.5年)	中古住宅販売件数(8月)
22日	全国消費者物価指数(8月)、 金融政策決定会合(21日~)		
25日			
26日		40年利付国債	新築住宅販売件数(8月)
27日	景気動向指数(7月改定)		耐久財受注(8月)
28日		2年利付国債	GDP(4-6月期確報)
29日	労働力調査(8月)、東京都都区消費者物価指数(9月中旬速報値)、鉱工業生産指数(8月速報)	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)	PCEデフレーター(8月)
10月2日	日銀短観(9月調査)		

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