



日銀は利上げと長期国債の買入れ減額計画を同時に決定

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）において、全産業・全規模合計の業況判断DIは12となり、前回3月調査（同12）からは横ばいとなった。また今回調査の同「先行き」は10（3月調査では9）となっている。

同じく1日に内閣府は、2024年1-3月期の実質GDP成長率（2次速報値）について、前期比▲0.7%、年率換算▲2.9%と、6月に公表済の値（前期比▲0.5%、年率換算▲1.8%）から下方修正した。これは、6月下旬に公表された建設統計に関する遡及改定の影響を反映させたもの。なお、内閣府によれば、この2次速報（改定値）を反映したGDPギャップの推計値は▲1.4%となった。一方、日銀による同推計値は▲0.66%となっている。

19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2.6%の上昇（前月は2.5%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を27か月連続で上回った。一方「除く生鮮食品・エネルギー」では2.2%の上昇（前月は2.1%の上昇）であった。一方、26日に発表された7月の東京都区部消費者物価指数（中旬速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比2.2%の上昇（前月は2.1%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では1.5%の上昇（前月は1.8%の上昇）となった。

政府は25日発表の月例経済報告で、国内景気の基調判断を「景気は、このところ足踏みもみられるが、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、公共投資の判断を引き上げた一方、輸入の判断を引き下げた。

日銀は30・31日に開催された定例会合において、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準を、それまでの0~0.1%から、0.25%程度へと利上げすることを決定した（賛成7、反対2。なお適用は翌8月1日から）。またこれに伴い、①補完当座預金制度の適用利率（日本銀行当座預金（所要準備額相当部分を除く）への付付金利）は0.25%、②補完貸付制度における基準貸付利率は0.5%、③被災地金融機関支援オペ、気候変動オペの貸付利率は0.25%、④貸出増加支援資金供給については変動金利貸付に変更し、貸付利率は貸付期間中の補完当座預金制度の適用利率の平均値とする、⑤固定金利方式の国債売現先オペを新たに導入すること、をそれぞれ決定した（賛成7、反対2）。一方、6月会合において減額方針を決定した国債の買入れについては、原則として毎四半期4,000億円程度ずつ減額し、2026年1~3月に3兆円程度とする計画を決定した（全員一致）。なお同日、国債補完供給（SLF）の運用に関し現状の取扱いを継続する旨が金融市場局から公表されている。

会合後に公表されたいわゆる「展望レポート」では、国内景気の現状について「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」、また物価面の現状についても「物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、…足もとは2%台半ばとなっている。予想物価上昇率は緩やかに上昇している」とし、前回4月会合時の同レポートから共に表現を概ね据え置いた。政策委員による2024年度の実質GDP（対前年度比）の見通しの中央値は+0.6%（4月展望レポート時点では+0.8%）と前回比で下振れたが、2025・26年度の見通しは共に+1.0%（同共に変わらず）と前回比横ばいとなった。一方、2024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+2.5%（4月展望レポート時点では+2.8%）とこちらも前回から下振れとなった一方、25年度の見通しは+2.1%（同+1.9%）と前回から上振れとなった。なお26年度見通しは+1.9%（同+1.9%）と前回比横ばいとなっている。

2. 短期金融市場の動向

（7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月初0.077%で始まると、一部金融機関の

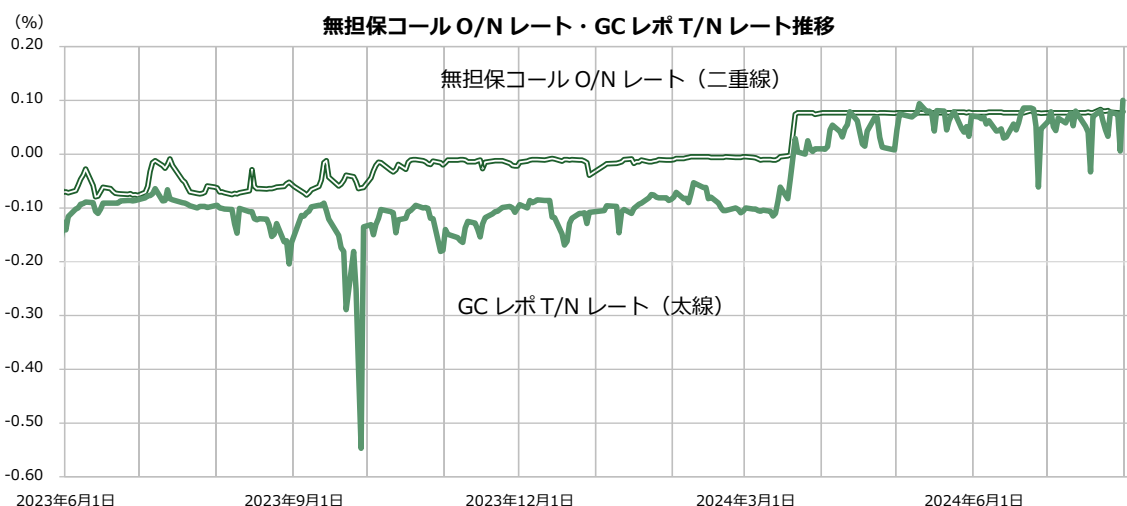
試し取りが行われたことにより 22~25 日こそ 0.08%台に上昇したものの、概ね月を通して 0.077%~0.078%のレンジで推移すると、金融政策決定会合で利上げが決定された 31 日には 0.079%に上昇し越月した。

債券レポ GC レート（東京レポレートトムネベース）は、入札スケジュールを睨みながらレートが上下する展開となり、月を通して方向感なく 0.03%台~0.08%台のレンジで推移したが、18 日（▲0.033%）、30 日（0.006%）には一時的な現物需要の強まりによりレンジ外に低下した。31 日（0.100%、前日比+0.094%）には、前日深夜に大手経済紙が日銀による利上げ観測を報じたこともあり前日比で大幅上昇となった。なお、日銀による国債買入オペは、前月と横ばいの約 5.7 兆円のオファーとなり、また TDB 買入オペは、前月に引き続き見送られた。

新発 TDB3 か月物については、月初回の入札となった 5 日（1241 回債）は、四半期末越えの担保需要から、募入最高利回り（以下、同じ）が 0.0080%と前回債（1240 回債（6 月 28 日入札）、0.0200%）から低下した。その後は担保需要や待機資金の流入等が金利低下要因として働いたものの、月末の決定会合における追加利上げへの思惑が強まったことにより、1243 回債（12 日入札）が 0.0180%、1245 回債（19 日入札）が 0.0220%、1246 回債（26 日入札）が 0.0641%と上昇基調を辿った。なお、7 月より 3 か月物の 1 回あたりの発行金額は 5.2 兆円（6 月までは 5.5 兆円/回）に減額されている。

CP 発行市場では、四半期末明けの発行再開の動きもあり、月末残高は約 24 兆 4,900 億円と前月末対比で約 1 兆 3,800 億円の増額となった。なお、前年同月末比では約 3 兆 4,300 億円の減少となった。発行レートについては銘柄や期間等によりばらつきが見られたものの、金利は上昇傾向にあり、0.15%近辺~0.30%台前半の水準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 日と 26 日にそれぞれ 3,000 億円オファーされた。案分レートは 6 月下旬オファー時（0.167%）から上昇し、11 日は 0.191%、26 日は 0.226%となった。

日銀当座預金残高は月初約 552 兆円で始まった。その後は税保険揚げ（3 日）や源泉税揚げ（12 日）、16・17 日の財政資金揚げ（2 日間合計で約 5 兆 3,000 億円）により約 538 兆円に減少したものの、18 日オファーの気候変動対応オペ（約 3 兆 4,400 億円の返済に対して約 7 兆 2,400 億円のオファーと、約 3 兆 8,000 億円の増額）や下旬の財政資金の払いなどにより約 543 兆円に増加し越月した。なお、16・17 日の財政資金揚げについては、11・12 日にあったドル円相場の急落（円高）から為替介入に伴うものとの観測があったが、31 日に財務省が公表した「外国為替平衡操作の実施状況」によると、6 月 27 日~7 月 29 日の期間における外国為替平衡操作（為替介入）が合計 5 兆 5,348 億円だったことから、揚げ要因の太宗が円買い為替介入によるものと推測される。また 3 日には 1 兆 5,000 億円の銀行券要因による資金不足があったが、こちらは新紙幣発行による一時的なものと考えられる。



(8月の短期金融市場見通し)

7月金融政策決定会合の声明文では、「…先行きの経済・物価・金融情勢次第であるが、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、今回の『展望レポート』で示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、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」との記載があったこと、また会合後の総裁会見において「中立金利に関して大幅な不確実性がある」としながら「現状では不確実な範囲よりはかなり下にあるという点で、その範囲での調整である…」との発言があったと報じられたことから、更なる利上げ余地があることが示唆されている。声明文の通り情勢次第ではあるとは言え、早期の再利上げの可能性には注意したい。

無担保コールオーバーナイト物金利は、0.25%に引き上げられた補完当座預金制度の付利金利との裁定が意識され、0.20%台での推移を予想する。なお、今回新設された「固定金利方式による国債売現先オペ」については、無担保コールオーバーナイト物金利の過度な低下に対する資金吸収手段として用いられるものと推測されるが、具体的なオファーを確認したいところ。

一方、債券レポ GC (トムネ) については、無担保コールレートとは異なり、ボラティリティの高い展開を予想する。政策金利の引き上げに加えて、当月の国債買入オペ予定では、1年超3年以下と3年超5年以下、5年超10年以下のオファー金額が7月の実績から減額(1年超3年以下:3,750億円→3,500億円、3年超5年以下:4,250億円→3,750億円、5年超10年以下:4,250億円→4,000億円、月間のオファー金額は約4,000億円の減額)されたことによる現物需要の弱まりは金利上昇要因として働くものの、日銀の大量の国債保有の「ストック効果」は継続されることから、現物需要の動向を睨みながら水準感を探る展開となろう。なお、19日に公表された「債券市場参加者会合(7月9・10日開催分)」議事要旨にて指摘のあった、「日銀の保有比率の高い銘柄」に関する流動性回復策等については今回見送られているが、今後追加の対応があるのかについては引き続き留意したい。新発 TDB3 か月物についても、政策金利の引き上げが金利上昇要因として働く一方で、更なる発行減額(当月の TDB3 か月物の公募発行見込額は、4.2兆円~6.2兆円が1回、約3.9兆円~5.9兆円が3回とレンジが切り下げられている)が予定されており、玉確保のニーズが底堅いことや待機資金の流入等も予想される中、無担保コールレートとの比較でも、レートは上昇しにくいと予想される。

CP市場は、政策金利引き上げ後の発行レートの上値を探る展開になると予想する。CP買入オペは、月間の購入額が2,000億円減額(6,000億円→4,000億円)となっており、案分レートの上昇要因として働く点は意識したい。なお、9月については8月と同様の金額・回数が予定されている。

3. 海外経済情勢

(金融政策)

米 FOMC (連邦公開市場委員会) は7月30・31日の定例会合で金融政策を据え置いた(フェデラルファンド (FF) 金利の誘導目標レンジは 5.25~5.50%)。会合後に公表された声明文では、前回会合での「経済見通しは不透明であり、当委員会は引き続きインフレリスクに細心の注意を払っている。("The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly attentive to inflation risks.")」との表現の後半部分が、「…当委員会はそのデュアルマンデート(注:雇用の最大化と物価の安定)に対するリスクに注意を払っている("… and the Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.")」に変更され、以前よりもインフレに対する警戒感を後退させるものとなった。(なお、海外金融政策動向に関しては、本日発行の当社「マクロ経済レポート」も併せてご参照ください。)

(経済・景況判断)

米国では6月のISM製造業景況感指数が48.5(前月比▲0.2ポイント)と前月から下落した。景気判断の分かれ目となる50を下回るのは3か月連続。6月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は20.6万人の増加(5月は21.8万人の増加)、(2)失業率は4.1%(5月は4.0%)、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.3%の増加(前年同月比では3.9%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 3.3%の上昇）、除く食品・エネルギーでは 3.3%の上昇（前月は 3.4%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 45.8（前月比▲1.5ポイント）と前月から下落した。6月の中国の財新/S&P グローバル製造業 PMI は 51.8（前月比+0.1ポイント）とこちらは前月から上昇した。

16日にIMFは「世界経済見通し（WEO）」の4月時点からの改訂版を公表した。これによれば、米国のGDP成長率予測値は2024年に2.6%（4月時点対比で▲0.1ポイント）、ユーロ圏は0.9%（同+0.1ポイント）、日本は0.7%（同▲0.2ポイント）、中国は5.0%（同+0.4ポイント）とされた。なお、2025年の予測値については、米国（1.9%）、ユーロ圏（1.5%）、日本（1.0%）は4月時点の予測値からの変動はなかったが、中国（4.5%）は4月時点の予測値から+0.4ポイント上方修正された。

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。

日本		国債入札等	米国等
8月1日			ISM 製造業景況感指数（7月）
2日		国庫短期証券（3か月）	雇用統計（7月）、製造業新規受注（6月）
5日	金融政策決定会合議事要旨（6月13・14日会合分）		ISM サービス業景況感指数（7月）
6日		10年利付国債、交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	
7日	景気動向指数（6月速報）		
8日	景気ウォッチャー調査（7月調査）、金融政策決定会合における主な意見（7月30・31日会合分）	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）	
9日		国庫短期証券（3か月）	
12日	振替休日（山の日）		
13日			生産者物価指数（7月）
14日		5年利付国債	消費者物価指数（7月）
15日	GDP（4-6月期1次速報）、鉱工業生産指数（6月確報）	国有林野事業債務管理特別会計借入金（5年）	小売売上高（7月）
16日		国庫短期証券（3か月）、10年物価連動国債	
19日	機械受注（6月）	国庫短期証券（1年）	
20日		20年利付国債	
21日			FOMC 議事要旨（7月30・31日会合分）
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）、ECB 金融政策理事会議事要旨（7月18日会合分）
23日	全国消費者物価指数（7月）	国庫短期証券（3か月）	新築住宅販売件数（7月）
26日	景気動向指数（6月改定）		耐久財受注（7月）
27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）	
28日			
29日		2年利付国債、交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	GDP（4-6月期改定）
30日	労働力調査（7月）、東京都都区消費者物価指数（8月中旬速報値）、鉱工業生産指数（7月速報）	国庫短期証券（3か月）	PCE デフレーター（7月）
9月2日			米国祝日（労働祭）

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