



「通商政策の展開とその影響を巡る不確実性の高さ」はいつまで続くのか

1. 国内経済情勢

（経済・景況判断）

16日に発表された2025年1-3月期の実質GDP成長率（1次速報値）は、前期比▲0.2%（年率換算▲0.7%）と、4四半期ぶりのマイナス成長となった。またGDPデフレーターの前年同期比は3.3%となった。

政府は、22日に発表した月例経済報告において、国内景気の基調判断を、「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。」とし、前月から表現を据え置いた。個別項目では、輸入の項目の判断を上方修正した。

23日に発表された4月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比3.5%の上昇（3月は3.2%の上昇）と、2023年1月（4.2%）以来の大幅な上昇率となったほか、日銀が「物価安定の目標」とする2%を37か月連続で上回った。なお「除く生鮮食品・エネルギー」では3.0%の上昇（3月は2.9%の上昇）であった。その後30日に発表された5月の東京都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3.6%の上昇（4月は3.4%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では3.3%の上昇（4月は3.1%の上昇）と、共に前月から上昇率を加速させた。

日銀は4月30日・5月1日の2日間会合で、金融政策を据え置くことを決定した（政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標は0.50%程度。なお採決は全員一致）。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」とし、前回3月会合時の声明文から表現を据え置いた。一方物価面の現状については、「…消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、足もとは3%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」とした。

米関税政策をきっかけとする各国の通商政策による影響が注目された先行きについては、景気の先行きに関しては、「各国の通商政策等の影響を受けて、海外経済が減速し、わが国企業の収益なども下押しされるもとで、緩和的な金融環境などが下支え要因として作用するものの、成長ペースは鈍化すると考えられる。その後については、海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとで、成長率を高めていくと見込まれる」とし、成長率鈍化に言及した。一方、物価の先行きについては、「これまで物価上昇率を押し上げてきた既往の輸入物価上昇やこのところの米などの食料品価格上昇の影響は減衰していくと考えられる。この間、消費者物価の基調的な上昇率は、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」とした。（但し、今回見通し期間が2027年度まで1年延長されていることには留意。）

「展望レポート」における、政策委員による2025年度の実質GDP（対前年度比）の見通しの中央値は+0.5%（1月展望レポート時点では同+1.1%）、2026年度の見通しは+0.7%（同+1.0%）と、共に前回から引き下げられた。一方、2025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+2.2%（1月展望レポート時点では同+2.4%）、26年度の見通しは+1.7%（同+2.0%）と、こちらも共に引き下げとなり、特に26年度では「物価安定の目標」とする2%を下回ることとなった。なお、今回から公表されることとなった2027年度見通しは、実質GDPで1.0%、消費者物価指数（除く生鮮食品）で+1.9%であった。

2. 短期金融市場の動向

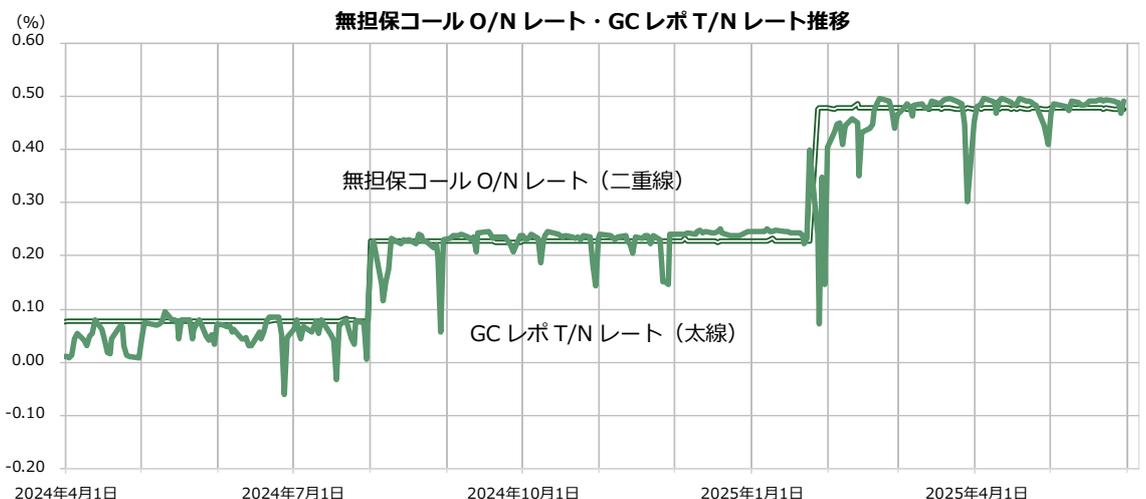
（5月の短期金融市場動向等）

無担保コールオーバーナイト物加重平均金利は、補完当座預金制度の適用金利との裁定による資金調達サイドの動きにより、月を通して概ね 0.476~0.478%のレンジで推移した。債券レポ GC レート（東京レポレートトムネベース）については、1 日（0.467%）・8 日（0.474%）こそ一時的に低下したものの、月を通してオファー（資金調達）サイドの積極的な動きが見られたことにより、28 日まで 0.48~0.50%のレンジで推移した。その後、月末跨ぎとなる 29 日は現物需要の強まりから 0.467%に低下したものの、月末 30 日は 0.491%とそれまでのレンジに戻り越月した。なお、日銀による国債補完供給に対する応札額は、月前半には午前オファー分だけで 5,000 億円を超える日もあったが、月後半にかけては応札額が漸減傾向となり、月末跨ぎとなった 30 日の応札額は、午前・午後オファー分合わせて 690 億円にとどまり、SC レポ市場における現物需要が前月に続き弱まっていることをうかがわせるものとなった。

5 月のわが国債券市場では新発 10 年債が 20 日に 3 月 28 日以来の 1.5%台に上昇したほか、30 年債および 40 年債が過去最高の金利水準を記録するなど、金利が上昇する展開となった（わが国債券市場の動向については本日発行の当社「マクロ経済レポート」もご参照ください）。TDB 市場においても 8 日入札の 6 か月物（1304 回債）の募入最高利回り（以下、同じ）が 0.4462%（前回債：4 月 9 日入札、1298 回債、0.4237%）、19 日入札の 1 年物（1307 回債）も 0.5783%（前回債：4 月 17 日入札、1300 回債、0.5454%）とそれぞれ前回債対比で若干の上昇となった。一方、新発 TDB3 か月物の金利水準については、ボラティルな展開が続いた。月初回の入札となる 1303 回債（2 日入札）は、入札スケジュールの集中が意識されたためか 0.4249%と前回債（4 月 25 日入札、1302 回債、0.3974%）から上昇したものの、以降の 9 日入札（1305 回債）は 0.4090%、16 日入札（1306 回債）では 0.3793%に低下した。その後も方向感なく推移し、23 日入札（1308 回債）については応札倍率が 3.31 倍に上昇する一方で 0.3934%に上昇し、5 月最後の入札である 30 日入札（1309 回債）は 0.4276%に上昇した。

CP 発行市場では、5 月末の発行残高は前月比約 4,400 億円増加の約 23 兆 8,500 億円となった。前年同月比では約 700 億円の減少であった。発行レートは銘柄によりばらつきは見られたものの、0.50%台前半~0.60%台半ばが中心であった。

日銀当座預金残高は、2 年債の発行・償還（償還金額 2.9 兆円に対して発行金額は 2.6 兆円と減額発行ながらも、償還額には日銀保有分が 1.5 兆円含まれており、差引 1.2 兆円の財政揚げ要因）等により前月末比約 2.9 兆円減少の約 540 兆円でスタートした。以降は増加要因として月を通しての日銀による国債買入オペ等があったものの、減少要因として税・保険揚げ（2 日）、源泉税揚げ（14 日）や月を通しての国債発行があり、約 532 兆円で越月した。



（6 月の短期金融市場見通し）

米国の相互関税政策の影響を受けた海外経済の不確実性に関する見極めには、なお時間を要することが予想され、16・17 日に開催される決定会合については、利上げ見送りを想定

する。一方、5月決定会合時の「展望レポート」中の「金融政策運営」に関する説明としては、「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、…経済・物価情勢の改善に応じて、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。そのうえで、こうした見通しが実現していくかについては、各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性がきわめて高い状況にあることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている。」とされていることから、中期的な利上げ路線は引き続き維持されていることがうかがわれる。この点、直近27日の国際コンファランスにおける植田総裁の挨拶でも「先行き、中心的な見通しが実現していくとすれば、2%の物価安定の目標の持続的な達成を確かなものにするために、経済・物価情勢の改善に応じて、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」と強調されている。今後も、6月決定会合後の総裁記者会見や25日公表の同会合の「主な意見」、また会合に先立っての植田総裁の内外情勢調査会での講演（3日）や、内田副総裁の日本金融学会での講演（7日）における情報発信について確認していきたい。

なお、6月会合では、2024年7月に公表した「長期国債買入れの減額計画」の中間評価と2026年4月以降の長期国債の買入れ方針についての検討が予定されている。5月20日に日銀が公表した債券市場参加者会合の資料によれば、現行の買入れ減額ペース（毎四半期4,000億円程度の減額）の維持を支持する意見が多く見られる一方で、「10年以下のゾーンを中心に買入れ減額を加速するべき」や「買入れ減額をより緩やかなペースに変更すべき」との意見もあり、この結果には留意したい。他方で、一部報道によると、財務省が国債発行額に関するアンケートを投資家含めた国債市場参加者を対象に送付していると報じられており、6月に開催が見込まれる国債市場特別参加者会合（PD懇）に向けた思惑とその結果についても留意が必要か。（詳細については本日発行の当社「マクロ経済レポート」をご参照ください。）

無担保コールオーバーナイト物金利は、引き続き補完当座預金制度の適用金利を若干下回る水準で推移するものと予想する。

債券レポ GC（トムネ）は、オファーサイドの積極的な動きからこちらも補完当座預金制度の適用金利を下回る水準で推移すると予想する。20日の国債大量償還および利払いを控えオファーが一時的に薄くなる可能性や、四半期末を控え債券現物需要が強まる可能性による金利低下には警戒が必要であるものの、前述の通り5月下旬の国債補完供給の応札額が1,000億円を下回ることもあった状況を勘案すると、金利低下は限定的か。

新発 TDB3 か月物は、四半期末越えの担保需要が金利の頭を抑えることが考えられる。なお、5月2日に財務省が公表した財政資金対民間収支によると6月のTDB3か月物の公募発行見込額の中央値は4.4兆円と、5月の実績額から1,000億円の減額となっている（6月6日入札予定の1310回債から減額）。また27日入札については、四半期末の30日発行、9月30日償還となることが見込まれるため、応札面での波乱には注意したい。

CP市場は、事業法人による四半期末の有利子負債圧縮の動きから発行金額の減少が見込まれる。発行レートについては前月と同水準を見込むものの、日銀の利上げ観測が加速した際の金利上昇には留意したい。

3. 海外経済情勢

（金融政策）

米 FOMC（連邦公開市場委員会）は5月6・7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4.25～4.50%）。会合後に公表された声明文では、「景気の先行きに対する不透明感はさらに増している（"Uncertainty about the economic outlook has increased further."）」と、前回3月会合の声明文に"further"の語が追加された他、「（FOMC は）失業率の上昇とインフレ率の上昇のリスクが高まったと判断した（"... judges that the risks of higher unemployment and higher inflation have risen."）」との一文が追加され、当面の金融政策の維持をうかがわせるものとなった。

（経済・景況判断）

米国では4月のISM製造業景況感指数が48.7（前月比▲0.3ポイント）と、景気判断の分かれ目となる50を2か月連続で下回った。4月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は17.7万人の増加（3月は18.5万人の増加（先月公表の22.8万人から下方修正））、(2)失業率は4.2%（3月から変わらず）、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.2%の上昇、前年同月比では3.8%の上昇となった。4月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比2.3%の上昇（3月は2.4%の上昇）、除く食品・エネルギーでは同2.8%の上昇（3月も同じ）となった。

4月のユーロ圏製造業購買担当者指数（PMI）改定値は49.0（前月比+0.4ポイント）と、2022年8月（49.6）以来32か月ぶりの高い値となった。一方、4月の中国の財新/S&Pグローバル製造業PMIは50.4（前月比▲0.8ポイント）となった。

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		米国等
		国債入札等	
6月2日			ISM 製造業景況感指数 (5月)
3日	植田総裁講演 (内外情勢調査会)	10年利付国債	製造業新規受注 (4月)
4日			ADP 雇用統計 (5月)、ISM サービス業景況感指数 (5月)、ベージュブック (地区連銀経済報告、6月17・18日会合分)
5日		30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)	ECB 金融政策理事会 (4日~)
6日	景気動向指数 (4月速報)	国庫短期証券 (3か月)	雇用統計 (5月)
7日 (土)	内田副総裁講演 (日本金融学会)		
9日	GDP (1-3月期2次速報)、景気ウォッチャー調査 (5月)	国庫短期証券 (6か月)	
10日		流動性供給入札 (5~15.5年)	
11日			消費者物価指数 (5月)
12日		流動性供給入札 (15.5~39年)、エネルギー対策特別会計借入金 (12か月)	生産者物価指数 (5月)
13日	鉱工業生産指数 (4月確報)	国庫短期証券 (3か月)	
16日			
17日	金融政策決定会合 (16日~)		小売売上高 (5月)
18日	機械受注 (4月)		FOMC (17日~)
19日		国庫短期証券 (1年)、5年利付国債	米国祝日 (ジュンティーンズ)
20日	全国消費者物価指数 (5月)、金融政策決定会合議事要旨 (4月30日・5月1日会合分)、植田総裁挨拶 (全国信用金庫大会)	国庫短期証券 (3か月)	
23日			中古住宅販売件数 (5月)
24日		20年利付国債	
25日	景気動向指数 (4月改定)、金融政策決定会合における主な意見 (6月16・17日会合分)、田村審議委員挨拶 (福島)		新築住宅販売件数 (5月)
26日		2年利付国債	GDP (1-3月期確報)、耐久財受注 (5月)
27日	労働力調査 (5月)、東京都都区消費者物価指数 (6月中旬速報値)	国庫短期証券 (3か月)	PCE デフレーター (5月)
30日	鉱工業生産指数 (5月速報)		
7月1日	日銀短観 (6月調査、概要及び要旨)	10年利付国債	ISM 製造業景況感指数 (6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