



## 財務省が国債の発行計画を変更、一方日銀は国債買入れの減額幅圧縮を決定

### 1. 国内経済情勢

#### （経済・景況判断）

9日に発表された2025年1-3月期の実質GDP成長率（2次速報値）は前期比▲0.0%（年率換算▲0.2%）となり、1次速報値（前期比▲0.2%、年率▲0.7%）から上方改定となったが、4四半期ぶりのマイナス成長となったのは変わらずであった。またGDPデフレーターの前年同期比は3.3%と1次速報値と同じ伸び率となった。内閣府推計によるこの2次速報後のGDPギャップ推計値は▲0.2%となった。（なお、日銀による推計結果は7月3日に公表予定。）

政府は、11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、3か月連続で判断を据え置いた。個別項目では、企業収益の項目を「改善しているが、通商問題が及ぼす影響等に留意する必要がある」とし、前月の「改善している」から表現を変更した。（なお、本日7月1日に日銀が発表した短観（全国企業短期経済観測調査、6月調査）において、全産業・全規模合計の業況判断DIは15となり、前回3月調査（同15）から横ばいとなった。また今回調査の同「先行き」は9となっている。）

20日に発表された5月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比3.7%の上昇（4月は3.5%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では3.3%の上昇（4月は3.0%の上昇）と、ともに前月から伸び率を加速させた。また「除く生鮮食品」が、日銀が「物価安定の目標」とする2%を上回るのは38か月連続。その後27日に発表された6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3.1%の上昇（5月は3.6%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では3.1%の上昇（5月は3.3%の上昇）となった。

日銀は6月16・17日の定例会合で、金融市場調節方針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）。一方、長期国債買入れ減額を決定した2024年7月の会合において、今回の会合で買入方針について検討するとされていた点に関しては、月間の長期国債の買入予定額について、2026年4～6月以降は減額幅を圧縮する計画を決定した（詳細については次項を参照）。

会合後に公表された声明文では、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「…消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、…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、前回5月会合時のいわゆる「展望レポート」から共に表現を概ね据え置いた。（なお次項も参照。）

### 2. 短期金融市場の動向

#### （6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、12日こそ一部金融機関の試し取りもあり0.481%に上昇したものの、それを除けば、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、月を通じて0.476～0.478%のレンジで推移した。

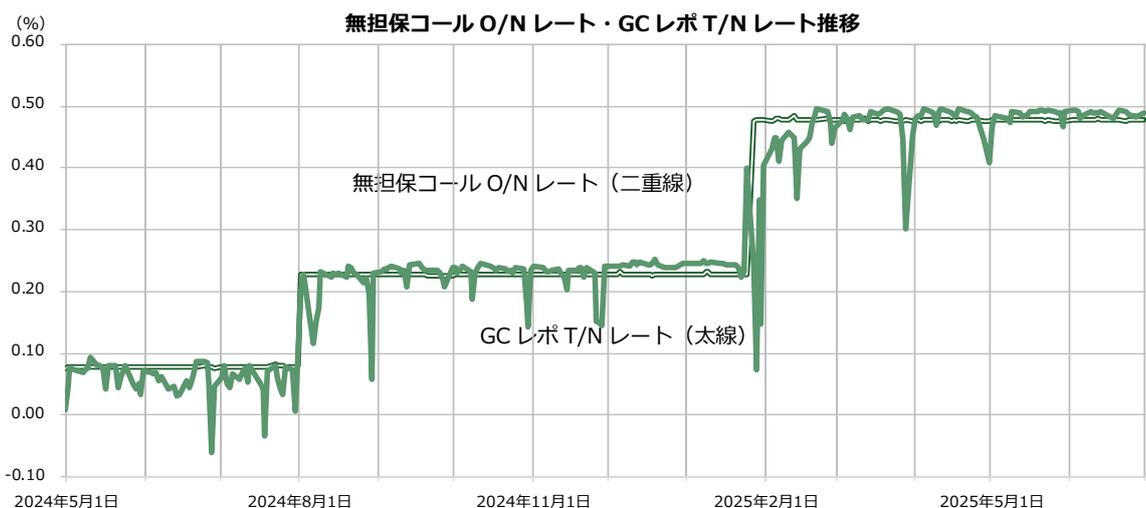
債券レポGCレート（東京レポレート・トムネベース）は、オファー（資金調達）サイドの積極的な動きにより、無担保コールオーバーナイト物加重平均金利を若干上回る0.48～0.50%のレンジで推移した。なお、当月の国債補完供給に対する応札額は、国債の利払いや大量償還、国債先物の限月交代・最終取引日があったこと等もあり、日によってまちまちな展開となった。

TDB3か月物については、月初回の入札となった6日（1310回債）は募入最高利回り（以下、同じ）が0.4698%と前回債（5月30日入札、1309回債、0.3934%）から上昇し、

3か月物としては2008年12月10日入札のFB558回債(0.4922%)以来の高金利となった。その後の13日入札(1312回債)、20日入札(1314回債)については、いずれも応札額が13.5兆円(応札倍率4.05倍)に増加し、また募入最高利回りについてはそれぞれ0.4468%、0.4316%と低下した。その後30日発行となる27日入札の1315回債については、発行日が6月末、償還日が9月末という「使いづらさ」からか、応札倍率はそれまでの3倍台(3.01倍)に再び低下したが、募入最高利回りは0.4396%と前回・前々回債からほぼ横ばいとなった。

CP発行市場では、事業法人による四半期末の有利子負債圧縮の動きがあった一方、夏季賞与対応の資金需要やCPの調達コストが安定していることなどを背景に6月末の発行残高は前月比で約600億円増加の約23兆9,100億円となり、前年同月比では約8,000億円の増加であった。期間や銘柄によってばらつきは見られたものの、発行レートは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)や各種財政資金揚げにより前月末比約5.2兆円減少の約527兆円でスタートした。その後は税・保険揚げ(4日)、源泉税揚げ(12日)や貸出増加支援資金供給の貸付総額の減少(18日:約9.0兆円のエンドに対して約7.0兆円の応札により、ネットで約2.0兆円の日銀当座預金減少要因)、月を通しての国債発行があったものの、普通交付税交付金の払い(4日)や年金定時払い(13日)、国債の大量償還および利払い(20日)、こちらも月を通しての日銀の国債買入れにより約529兆円に増加し、越月した。



### (7月の短期金融市場見通し)

30・31日に開催される日銀の金融政策決定会合については、この先約1か月間の各国通商政策に関する交渉の進展次第ではあるものの、米国の関税政策の影響を受けた海外経済の不確実性が継続する中での開催が想定される。この点、6月17日の決定会合後の総裁会見では「現時点では、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極めて高いことを踏まえると、…経済物価ともに下振れリスクの方が大きい」とされており、本会合では現状維持を想定する。一方、同会見では先行きの景気に関する「海外経済が緩やかな成長経路に復していくもとの成長率を高めていくと見込まれます。」との発言や、物価に関する「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の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…」との発言に加えて、金融政策運営についても「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」と従来から変化ないことが述べられたことから、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。7月決定会合後の総裁記者会見や「展望レポート」、8月8日公表の「主な意見」、また会合に先立っての内田副総裁の高知県金融経済懇談会での講演(23日)などにおける情報発信を引き続き確認したい。

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。

ところで、6月23日に財務省が公表した「令和7年度国債発行計画」によると、7月より超長期債の発行金額を年間で3.2兆円減額(30・40年債:1,000億円/回、20年債:2,000億円/回減額)する一方、2年債および割引短期国債を増額(2年債:0.6兆円増額、割引短期国債:6か月物を1.8兆円、1年物を0.3兆円増額)するとの発表があった(補正予算の策定等がない中での国債発行計画の見直しは異例)。こうした国債の発行サイドの動きに加えて、日銀による6月会合における減額計画の見直しでは、現行計画(2026年1~3月まで)における毎四半期4,000億円の減額ペースが維持された一方で、2026年4~6月から2027年1~3月までについては、毎四半期2,000億円の減額計画とすることが決定された。さらに①2026年6月の金融政策決定会合において中間評価を行うこと、②引き続き、通常の市場の動きとは異なるような形で長期金利が急激に上昇するといった例外的な状況においては、市場における安定的な金利形成を促す観点から、機動的に国債買入れの増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施すること、③必要な場合には、決定会合において減額計画を見直すこと、との方針も合わせて示された。この財務省と日銀による動きをきっかけに、超長期債を中心に利回りが低下した(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)が、今後の債券市場の動向とその債券レポ市場に与える影響については引き続き注視して行きたい。

新発TDB3か月物は、担保需要が金利の頭を抑える一方で、前月に0.40%台での決着が続いていることや債券レポGCレートが高止まりしていることから、金利の上昇余地を探る展開か。なお、6月3日に財務省が公表した財政資金対民間収支によると、7月のTDB3か月物の公募発行見込額の中央値は4.3兆円と、6月の実績額から1,000億円の減額となっている(7月4日入札予定の1316回債から減額)。また前述の通り、6か月物割引短期国債の発行増の計画が財務省から公表されているが、実際に国庫短期証券の発行増につながるのか、またそのタイミングについては留意したい。

CP市場は、四半期末要因の剥落や夏季賞与の対応などから月末に向けて発行残高の増加が予想される。発行レートについては前月と横ばいを予想するものの、日銀の利上げ観測の加速による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6月17・18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FOMCメンバー全体の金利予想分布図(ドットチャート)では、2025年末のFF金利の予想中央値は3.875%と3月会合時点と同水準となった。声明文では、「景気の先行きに対する不透明感は弱まったが、依然として高い水準にある("Uncertainty about the economic outlook has diminished but remains elevated.")」とされ、前回5月会合の声明文「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.")」からは「不透明感」に関してはややトーンダウンしたものの、依然として当面の金融政策の維持をうかがわせるものとなった。(なお、米金融政策の見通しの詳細については、本日公表の当社「マクロ経済レポート」もご参照ください。)

#### (経済・景況判断)

米国では5月のISM製造業景況感指数が48.5(前月比▲0.2ポイント)と、景気判断の分かれ目となる50を3か月連続で下回った。5月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は13.9万人の増加(4月は14.7万人の増加(先月公表の17.7万人から下方修正))、(2)失業率は4.2%(4月から変わらず)、(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3.9%の増加となった。5月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比2.4%の上昇(4月は2.3%の上昇)、除く食品・エネルギーでは同2.8%の上昇(4月も同じ)となっ

---

た。

5月のユーロ圏製造業購買担当者指数（PMI）改定値は49.4（前月比+0.4ポイント）となり、依然として景気判断の分かれ目となる50を下回る水準ではあるが、2022年8月（49.6）以来33か月ぶりの高い値となった。一方、5月の中国の財新/S&Pグローバル製造業PMIは48.3（前月比▲2.1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	
7月1日	日銀短観（6月調査、概要および要旨）、植田総裁討論会参加（ECB フォーラム、ポルトガル）	10年利付国債	ISM 製造業景況感指数（6月）
2日	日銀短観（6月調査、調査全容）		ADP 雇用統計（6月）
3日	高田審議委員講演（三重）	30年利付国債	雇用統計（6月）、製造業新規受注（5月）、ISM サービス業景況感指数（6月）、ECB 金融政策理事会議事要旨（6月4・5日会合分）
4日		国庫短期証券（3か月）	米国祝日（独立記念日）
7日	景気動向指数（5月速報）		
8日	景気ウォッチャー調査（6月）	5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）	
9日		国庫短期証券（6か月）	FOMC 議事要旨（6月17・18日会合分）
10日	日銀支店長会議における報告（さくらレポート）	20年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	
11日		国庫短期証券（3か月）	
14日	機械受注（5月）、鉱工業生産指数（5月確報）		
15日		5年クライメート・トランジション利付国債、交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	消費者物価指数（6月）
16日			生産者物価指数（6月）、ページブック（地区連銀経済報告、7月29・30日会合分）
17日		国庫短期証券（1年）、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）	小売売上高（6月）
18日	全国消費者物価指数（6月）	国庫短期証券（3か月）	
21日	祝日（海の日）		
22日			
23日	内田副総裁講演（高知）	40年利付国債	中古住宅販売件数（6月）
24日		交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	新築住宅販売件数（6月）、 <b>ECB 金融政策理事会</b>
25日	東京都区部消費者物価指数（7月中旬速報値）、景気動向指数（5月改定）	国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（1～5年）	耐久財受注（6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）	
30日			ADP 雇用統計（7月）、GDP（4-6月期改定）、 <b>FOMC（29日～）</b>
31日	鉱工業生産指数（6月速報）、 <b>金融政策決定会合（30日～）</b>		PCE デフレーター（6月）
8月1日	労働力調査（6月）	国庫短期証券（3か月）	雇用統計（7月）、ISM 製造業景況感指数（7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