



## 日米関税合意は「大きな前進」である一方、なお「不確実性が高い」状況が続く

### 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、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であった。また日銀は3日に、2025年1-3月期のGDP統計に基づく需給ギャップと潜在成長率の試算値を公表した。これによれば、1-3月期の需給ギャップは▲0.34%となった。（なお、これに先立って公表された内閣府推計によるGDPギャップ推計値は▲0.2%であった。）

18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（5月は3.7%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を39か月連続で上回った。なお「除く生鮮食品・エネルギー」では3.4%の上昇（5月は3.3%の上昇）であった。その後25日に発表された7月の東京都部消費者物価指数（中旬速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比2.9%の上昇（6月は3.1%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では3.1%の上昇（6月も同じ）となった。

政府は、29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、米国の通商政策等による影響が一部にみられるものの、緩やかに回復している。」とし、前月の「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。」から表現は変更したが、「緩やかに回復している」との判断は据え置いた。個別項目では輸出の判断を下方修正した。

日銀は7月30・31日の定例会合で金融政策を据え置いた（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、金融政策運営について、「…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、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、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。」とし、前回5月会合時の展望レポートの表現を踏襲しつつも、「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高い状況が続いていることを踏まえ、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。」の下線部において、5月展望レポートでは「不確実性がきわめて高い」としていたところから「きわめて」の語を削除した。また物価の見通しにおけるリスクバランスについて、5月展望レポートでは「2025年度と2026年度は下振れリスクの方が大きい」としていたものを、今回のレポートでは「概ね上下にバランスしている」とした。

また「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+0.6%（4月レポート時点では同+0.5%）、2026年度の見通しは+0.7%（同+0.7%）と概ね不変であった。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+2.7%（4月レポート時点では同+2.2%）と大幅に引き上げられた。26年度の見通しは+1.8%（同+1.7%）と小幅な引き上げに留まった。（なお、決定会合については次項も参照ください。）

### 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、月後半において複数の金融機関の試し取りによりやや強含む局面が何日か見られたものの、補完当座預金制度の適用金利との裁定により、月を通じて適用金利の0.50%を若干下回る水準で推移した。

債券レポ GC レート（東京レポレート・トムネベース）は、こちらも補完当座預金制度の

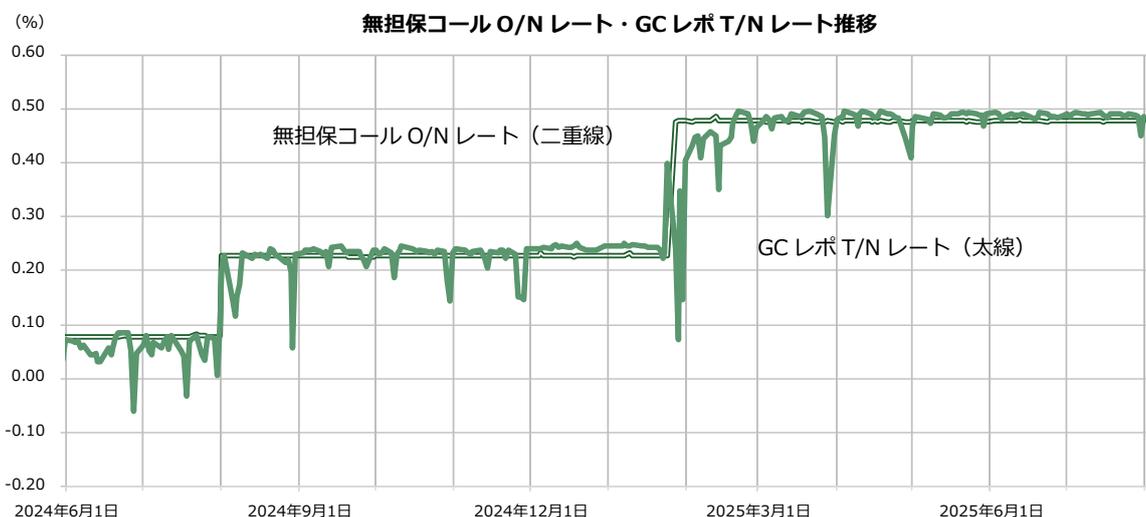
適用金利との裁定による取引ニーズから、月を通してオファー（資金調達）サイドの積極的な動きが見られたことにより、日銀の金融政策決定会合を跨ぐ 30 日（0.451%）を除き、0.48~0.50%のレンジで推移した。

7 月のわが国の金融市場におけるトピックとしては、長期・超長期債において大幅な金利上昇が見られたことがある。この背景としては、まず参院選（投開票日は 20 日）後が意識されたタイミングで市場の財政拡張懸念が強まったことが挙げられる。加えて、23 日には日米関税交渉が合意に達し、また同日の内田副総裁の講演後の会見において「日米間で関税合意が得られたことは、日本経済を取り巻く不確実性の一部が低下することになり、物価見通しに対しては上振れリスクが意識される要素となる」と述べられたことから、秋以降の利上げが改めて意識されたこと等が挙げられよう。これらの結果、10 年債利回りは 25 日に 1.605%と 2008 年 10 月 14 日（1.630%）以来の高い水準に到達したほか、超長期金利も再び上昇した。（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 市場については 9 日入札の 6 か月物（1317 回債）は募入最高利回りが 0.4421%と前回債（6 月 9 日入札、1311 回債、0.5058%）から低下する一方、17 日入札の 1 年物（1319 回債）の募入最高利回りについては、長期ゾーンの金利上昇が波及したためか、0.6306%と前回債（6 月 19 日入札、1313 回債、0.5781%）から上昇するなどまちまちであった。TDB3 か月物については、月初回の入札となる 1316 回債（4 日入札）は、前回債（1315 回債、6 月 30 日発行・9 月 29 日償還、募入平均利回り 0.4215%、募入最高利回り 0.4396%）の「使いづらさ」が剥落したためか、応札倍率は 4.09 倍に上昇した一方、募入平均利回りは 0.4264%、募入最高利回りは 0.4356%とほぼ横ばいでの決着であった。その後の 1318 回債（11 日入札）は募入最高利回り（以下、同じ）が 0.4150%、1320 回債（18 日入札）は 0.4079%、1321 回債（25 日入札）が 0.4396%と方向感なく推移した。

CP 発行市場では、四半期末要因の剥落から事業法人の発行再開の動きが見られ、7 月末の発行残高は前月比で約 1 兆 7,900 億円増加の約 25 兆 9,000 億円となり、前年同月比では約 1 兆 2,100 億円増加した。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 3.1 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 2.0 兆円含まれており、差引 1.5 兆円の財政揚げ要因）などにより、前月末比約 1.9 兆円減少の約 527 兆円でスタートした。その後は気候変動対応への貸付総額の増加（18 日：約 7.2 兆円のエンドに対して約 10.2 兆円の応札により、ネットで約 3.0 兆円の日銀当座預金増加要因）や月を通しての日銀による国債買入はあったものの、税・保険揚げ（2 日）、源泉税揚げ（14 日）やこちらも月を通しての国債発行により、約 524 兆円に減少し越月した。



### (8月の短期金融市場見通し)

前述の通り、「展望レポート」では金融政策運営について「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」という従来方針の維持が示された。さらに、海外経済の状況については「各国の通商政策等の今後の展開やその影響を受けた海外の経済・物価動向を巡る不確実性は高い状況が続いている」と慎重な姿勢がうかがえた。この点、7月31日の金融政策決定会合後に行われた植田総裁の記者会見では、日米関税交渉の合意について「今回の合意は大きな前進」とした一方、不確実性が低下した際の政策対応について問われた際には、「(関税の)影響はどのようなものになるのか、あるいはどこにどういふふうに出てくるのかという点は、これからだと思う」「一気に霧が晴れるということはなかなかない」と回答した。今後の会合については、日米関税合意後の影響の検証やそれを受けた経済・物価動向等を踏まえて政策判断の行われる、ライブなものとなるだろう。

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の推移が見込まれる。債券レポ GC (トムネ) についても、オファーサイドの積極的な動きが続く中、同様に補完当座預金制度の適用金利を下回る水準が続くと予想される。

新発 TDB3 か月物は、次回決定会合が近づくとつれて日銀の利上げに対する市場の織り込みが進む可能性がある一方、7月の長期債金利上昇を背景とした TDB 需要の高まりによる金利低下圧力には注意したい。なお、6月20日開催の国債市場特別参加者会合 (PD 懇) の「議事の要点」では、7月の超長期ゾーンの減額に対して、「10月より2年債 (1,000億円/回) および割引短期国債 (TB、6 か月物、3,000 億円/回)、1月より割引短期国債 (1年物、1,000 億円/回) を増額」といった発行増額の案が示されたが、TDB 全体としての実際の発行額は、政府の資金繰りのために発行される政府短期証券 (FB) の動向にも左右されることには留意したい。

CP 市場の発行レートについては、前月と同水準での推移が見込まれるものの、利上げ観測の進展による金利変動には注意したい。

## 3. 海外経済情勢

### (金融政策)

米 FOMC (連邦公開市場委員会) は 7 月 29・30 日の定例会合で金融政策を据え置いた (政策金利である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%)。採決は賛成 9 に対し反対 2 となり、ボウマン理事とウォラー理事が 25bp の利下げを主張して反対票を投じた。また、クーグラー理事が個人的な事情で欠席となった。

### (経済・景況判断)

米国では6月のISM製造業景況感指数が49.0 (前月比+0.5ポイント) となった。景気判断の分かれ目となる50を下回るのは4か月連続。6月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は14.7万人の増加 (5月は14.4万人の増加 (先月公表の13.9万人から上方修正))、(2)失業率は4.1% (5月は4.2%)、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.2%の増加、前年同月比では3.7%の増加となった。6月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比2.7%の上昇 (5月は2.4%の上昇)、除く食品・エネルギーでは同2.9%の上昇 (5月は2.8%の上昇) となった。

6月のユーロ圏製造業購買担当者指数 (PMI) 改定値は49.5 (前月比+0.1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) 以来の高い水準を記録した。一方、6月の中国の財新/S&Pグローバル製造業PMIは50.4 (前月比+2.1ポイント) と、こちらは50台を回復した。

29日にIMFは「世界経済見通し (WEO)」(4月からの改定版) を公表した。これによれば、各国・地域の2025年GDP成長率予測値は、米国が1.9% (4月時点対比+0.1ポイント)、ユーロ圏は1.0% (同+0.2ポイント)、日本は0.7% (同+0.1ポイント)、中国は4.8% (同+0.8ポイント) とされた。

#### 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		米国等
		国債入札等	
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）
4日			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16・17日会合分）	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）	ISM サービス業景況感指数（7月）
6日			
7日	景気動向指数（6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	景気ウォッチャー調査（7月）、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（3か月）	
11日	祝日（山の日）		
12日			消費者物価指数（7月）
13日		5年利付国債	
14日		国有林野事業債務管理特別会計借入金（5年）	生産者物価指数（7月）
15日	GDP（4-6月期1次速報）、鉱工業生産指数（6月確報）	国庫短期証券（3か月）、10年物価連動国債	小売売上高（7月）
18日			
19日		国庫短期証券（1年）、20年利付国債	
20日	機械受注（6月）		FOMC 議事要旨（7月29-30日会合分）
21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）
22日	全国消費者物価指数（7月）	国庫短期証券（3か月）	
25日	景気動向指数（6月改定）		新築住宅販売件数（7月）
26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）
27日			
28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）
29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1日			米国休日（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