



## 利上げ後も「緩和的な金融環境」が続く中、次の利上げに向けた情報発信を注視

### 1. 国内経済情勢

#### （経済・景況判断）

8日に発表された1-3月期の実質GDP成長率（2次速報値）は、前期比0.5%（年率換算1.8%）と1次速報値から同じ伸び率となった。またGDPデフレーターの前年同期比は3.2%と1次速報値（3.4%）から下方改定となった。内閣府推計によるこの2次速報値を反映したGDPギャップ推計値は+0.5%となった。

19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1.4%の上昇（4月も同じ）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を4か月連続で下回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では前年同月比1.8%の上昇（4月は1.9%の上昇）となった。その後26日に発表された6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1.6%の上昇（5月は1.3%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では1.9%の上昇（5月は1.6%の上昇）となった。

政府は、30日に発表した6月の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、中東情勢の影響を注視する必要がある」とし、4か月連続で判断を据え置いた。個別項目では、個人消費の項目を、5月では「持ち直しの動きがみられる。ただし、消費者マインドがこのところ弱い動きとなっていることに注意が必要である」としていたのを「持ち直しの動きがみられる」と変更したほか、輸出を上方修正し、また倒産件数については前月の「増加がみられる」から「おおむね横ばいとなっている」に判断を引き上げた。

（なお、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18となり、前回3月調査（同18）から変わらずとなった。また今回調査の同「先行き」は11と、こちらも3月調査（同11）から変わらずであった。）

日銀は、6月15・16日の定例会合において、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0.75%程度から1.00%程度へ25bp利上げすることを決定した（全員一致。なお適用は翌営業日の6月17日から）。今回の会合では、植田総裁が入院中のため欠席となり、副総裁・審議委員計8名で議決された。採決は賛成7反対1となり、浅田委員が「中東情勢の影響について、物価の上振れリスクよりも生産・雇用の下振れリスクの方が大きく、金融市場調節方針を据え置くことが望ましい」として反対票を投じた。会合後に公表された「経済・物価の現状と見通し」と題された資料では、「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、…2%をはっきりと上回る水準まで伸び率を高めていくと予想される。その後は、…2%程度に向けてプラス幅を縮小していくと予想される。…こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想され、2026年度後半から2027年度にかけて「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となり、その後も同程度で推移すると考えられる」とされた。なおこれに関して、高田審議委員は「基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあるとして」、田村審議委員は「基調的な物価上昇率は「物価安定の目標」と既に概ね整合的な水準で推移するとして」、それぞれ反対票を投じている。

また本会合では、「長期国債の買入れ計画」について検討が行われ、以下の決定がなされた。

「(1)月間の長期国債の買入れ予定額を、2027年1~3月までは原則として毎四半期2,000億円程度ずつ減額（従来の減額計画を維持）し、2027年4月以降は月間2兆円程度の買入れを行う。

(2)長期金利が急激に上昇する場合には、毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に、買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施する。

(3)今後、長期国債の買入れ計画の中間評価は実施しないが、国債買入れの基本的な考え方や国債市場の動向等を踏まえ、必要な場合には、金融政策決定会合において、買入れのペ

ースを見直すこともありうる。」

採決は賛成 7 反対 1 となり、田村審議委員が「長期金利の形成は市場と市場参加者に委ねるべきである」として、2028 年 1～3 月まで月間の買入れ予定額を原則として毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額する議案を提出し、反対多数で否決された。(なお、次項も参照。) 中川順子審議委員は、6 月 29 日任期満了により退任した。後任として高崎経済大学や青山学院大学で教授職にあった佐藤綾野氏が 30 日付で審議委員に就任した。

## 2. 短期金融市場の動向

### (6 月の短期金融市場動向等)

6 月の短期金融市場は、月前半は 3 日の植田総裁講演(きさらぎ会)を経て、16 日の金融政策決定会合での利上げ観測が市場で織り込まれるなか、ターム物金利に上昇圧力がかかる展開となった。その後、16 日に利上げが決定されてからも、事前の織り込みを踏まえた金利水準での推移となった。

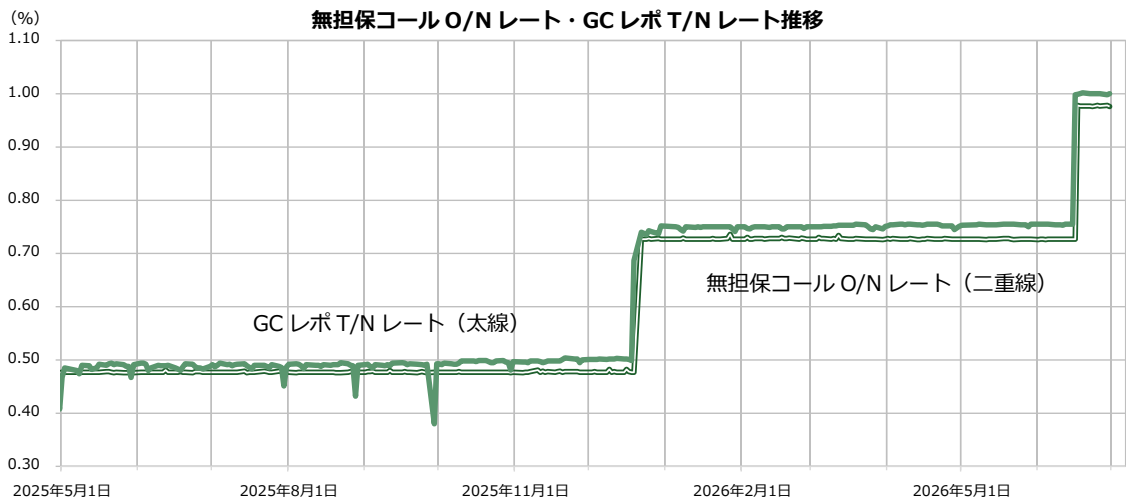
無担保コール金利については、ターム物は月前半から 6 月会合での利上げ観測を背景に金利上昇が続き、5 月対比で金利水準が上昇した。無担保コールオーバーナイト物加重平均金利は、16 日までは補完当座預金制度の適用金利(0.75%)との裁定を背景に、同金利をわずかに下回る水準で推移し、17 日以降も同様に、引き上げ後の適用金利(1.0%)をわずかに下回る水準で推移した。

債券レポ GC レート(東京レポレート・トムネベース)は、月前半は引き続きオフアー(資金調達)サイドの強い需要を背景に 0.75%を上回る水準で推移した。決定会合で利上げが決定された 16 日には 0.998%へ上昇すると、その後も大きな動きはなく、おおむね 1.0%に張り付く展開で越月となった。

TDB 市場は、3 か月物については、決定会合までは、5 日入札(1385 回債)は募入最高利回り(以下、同じ)が 0.9327%と前回債(5 月 29 日入札、1384 回債、0.8964%)から上昇、12 日入札(1387 回債)では 0.9387%となった。会合後は 19 日入札(1389 回債)が 0.9224%、26 日入札(1390 回債)が 0.9246%と、利上げ前と比しておおむね横ばい圏での推移となった。なお、6 か月物については 9 日入札(1386 回債)が 0.9901%と前回債(5 月 7 日入札、1379 回債、0.9297%)から上昇し、1 年物についても、18 日入札(1388 回債)が 1.1645%と前回債(5 月 19 日入札、1382 回債、1.1429%)から上昇した。

CP 発行市場では、発行レートについては、6 月会合での利上げ観測が月初から市場で広く織り込まれていたことを背景に、月前半は 0.9~1.3%程度、月後半についても 1.0~1.3%程度を中心に出会いが見られ、利上げ後の金利水準はわずかな上昇にとどまった。発行残高については、四半期末の有利子負債圧縮を背景に、月末残高は約 24 兆 4,700 億円と前月比で約 4,000 億円減少した。なお、前年同月比では約 5,600 億円の増加となった。

日銀当座預金は約 446 兆円で始まり、その後は法人税・消費税揚げ(3 日)などにより 11 日には約 434 兆円に減少した。以降は減少要因として、18・19 日に貸出増加支援資金供給の期落ち(18 日:約 7.0 兆円、19 日:約 2.4 兆円(なお、19 日の期落ち分は、2022 年 6 月に約 4.6 兆円の貸付実施があったものである。))や月を通しての国債発行などもあったものの、増加要因として年金定時払い(15 日)や国債大量償還(22 日)および利払い、こちらも月を通しての日銀の国債買入オペなどがあり、約 440 兆円に回復して越月した。



### (7月の短期金融市場見通し)

6月の金融政策決定会合で政策金利が1.0%に引き上げられ、公表文では、「経済・物価・金融情勢に応じて、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」と利上げを継続していく方針が改めて示された。その上で、会合後の記者会見（内田副総裁）では、「政策金利の変更後も、緩和的な金融環境は維持されるため、引き続き経済活動をしっかりとサポートしていく」と、利上げ後の金融環境が引き続き緩和的であるとの判断も示された。（なお、以前の公表文において「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」としていたのが、今回「現在の金融環境が緩和的であることを踏まえると」に表現が変更された点については、「（判断の変化があったというわけではなく）説明の仕方（を変えた）」と説明した。）また、その後の6月会合「主な意見」は、利上げに消極的な意見や早期の利上げを求める意見などがある中でも、全体としては上記の会合・会見に沿ったものであった。今後、中東情勢などの外部環境とともに、本日公表の「短観」、7月会合前の日本銀行幹部からの発信、7月会合および「展望レポート」と総裁会見などを注視したい。

無担保コールオーバーナイト物金利は、前月下旬と同様に補完当座預金制度の適用金利である1.0%をわずかに下回る水準で推移すると考える。

債券レポ GC（トムネ）については、引き続きオファーサイドの資金調達需要を背景に1.0%程度での推移と予想する。なお、日銀は6月16日、国債補完供給について、JGB市場の機能度改善を踏まえ、7月16日より最低品貸料を引き上げる（0.25%→0.50%）とともに、同一銘柄の連続日数の上限を短縮（50→30営業日）することを決定しており、この点、債券需給への影響には留意したい。

TDB市場については、3か月物では政策金利を下回る水準にあり、徐々に金利上昇する可能性がある一方、中長期債の金利変動リスクを警戒してTDBへ資金流入する動きも想定される。加えて、6月2日に財務省より公表された「対民間財政収支」によると、7月のTDB発行予定額の中央値は、3か月物が3.8兆円と前月実績（4.1兆円）から減額される見込みであり、6か月物・1年物の発行額を6月と同額と仮定すると、7月のTDB発行額は3か月・6か月・1年のすべての期間で償還額見合い純減となることが需給面でポジティブとなる等の要因もあり、金利動向は読みづらい展開か。なお、6月3日に閣議決定された補正予算（特例国債の3.1兆円増額）に伴う国債発行計画の変更では、カレンダーベース市中発行額は据え置かれた。もっとも、TDBについては、期初の発行計画において既に割引短期国債（TB）の2026年度の年度発行額が2025年度比で8.4兆円減額される旨が公表されており、TDB6か月物・1年物はこの計画に沿う形での発行減が見込まれる。ところで、6月26日開催の国債市場特別参加者会合（PD懇）では、昨年6月20日の同会合で見られたような発行計画変更の打診はなく、投資家からは「短・中期ゾーンについては、国内投資家からの安定した需要が見込める」との意見が示された。

CP市場については、残高は四半期末要因の剥落により増加が見込まれる。発行金利につ

いては、利上げ後の金利水準感は定まりつつあり、前月下旬と同水準での推移を予想する。

### 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 16・17 日に、パウエル前議長からウォーシュ新議長へ交代後初の定例会合を開催し、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 3.50~3.75%)。採決は議決権のある参加者 12 名で全会一致。会合後に公表された FOMC メンバー全体 (議決権のない参加者を含む) の金利予想分布図 (ドットチャート) では、2026 年末の FF 金利について、現状から利上げを予想する参加者が 9 名、据え置きが 8 名、利下げは 1 名となったが、ウォーシュ議長は自らの予測を提示しなかった。この点、ウォーシュ議長は、FOMC のコミュニケーション面を含む改革方針を打ち出しており、例えば声明文についても従来のものからは大幅に簡素化され、またいわゆる「フォワードガイダンス」に関する文言も削除された。(なお、ウォーシュ新議長体制下での FOMC と今後の米金融政策については、本日発行の当社「マクロ経済レポート」もご参照ください。)

ECB 金融政策理事会は、6 月 10・11 日の定例会合で、政策金利である預金ファシリティ金利をそれまでの 2.00% から 2.25% へ 25bp 引き上げた。利上げは 2023 年 6 月 (+25bp) 以来。

#### (経済・景況判断)

米国では 5 月の ISM 製造業景況感指数が 54.0 (前月比 +1.3 ポイント) となり、景気判断の分かれ目となる 50 を 5 か月連続で上回った。5 月の雇用統計は、(1) 非農業部門雇用者数は 17.2 万人の増加 (4 月は 17.9 万人の増加 (先月公表の 11.5 万人の増加から上方修正)、3 月は 21.4 万人の増加 (同 18.5 万人の増加から上方修正))、(2) 失業率は 4.3% (4 月も同じ)、(3) 時間当たり平均賃金は前月比 0.3% の上昇、前年同月比では 3.4% の上昇となった。5 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 4.2% の上昇 (4 月は 3.8% の上昇)、除く食品・エネルギーでは同 2.9% の上昇 (4 月は 2.8% の上昇) 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 51.6 (前月比 ▲0.6 ポイント) となり、景気判断の分かれ目となる 50 を 3 か月連続で上回った。一方、5 月の中国の S&P グローバル製造業 PMI は 51.8 (前月比 ▲0.4 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	国債入札等	米国等
	7月1日	日銀短観（6月調査、概要および要旨）	
2日	日銀短観（6月調査、調査全容）	10年利付国債	米雇用統計（6月）、米製造業新規受注（5月）
3日		国庫短期証券（3か月）	米国祝日（独立記念日振替日）
6日			米 ISM サービス業景況感指数（6月）
7日	景気動向指数（5月速報）	30年利付国債、交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	
8日	景気ウォッチャー調査（6月）	国庫短期証券（6か月）	米 FOMC 議事要旨（6月16・17日会合分）
9日	日銀支店長会議における報告（さくらレポート）	5年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	米中古住宅販売件数（6月）、ECB 金融政策理事会議事要旨（6月10・11日会合分）
10日		国庫短期証券（3か月）	
13日			
14日	鉱工業生産指数（5月確報）	20年利付国債、交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	米消費者物価指数（6月）
15日	機械受注（5月）		米生産者物価指数（6月）、米ページブック（地区連銀経済報告、7月28・29日会合分）
16日		国庫短期証券（1年）、流動性供給入札（1～5年）	米小売売上高（6月）
17日		国庫短期証券（3か月）	
20日			
21日			
22日		40年利付国債、交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	
23日			<b>ECB 金融政策理事会（22日～）</b>
24日	全国消費者物価指数（6月）	国庫短期証券（3か月）	米新築住宅販売件数（6月）
27日	景気動向指数（5月改定）	交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	米耐久財受注（6月）
28日		流動性供給入札（残存期間5年超11年以下）	
29日		交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	<b>米 FOMC（28日～）</b>
30日		国庫短期証券（3か月）、2年利付国債	米 GDP（4-6月期速報）、米 PCE デフレーター（6月）
31日	労働力調査（6月）、鉱工業生産指数（6月速報）、東京都都区消費者物価指数（7月中旬速報値）、外国為替平衡操作の実施状況（月次ベース、6月29日～7月29日）、 <b>金融政策決定会合（30日～）</b>		
8月3日		交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	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