

## マーケット・アイ

### 【概要】

#### (情勢判断)

- 内閣府、日本銀行とも、日本経済が緩やかに回復しているとの従来の認識を踏襲。

#### (金融政策)

- 日本銀行は6月17日の金融政策決定会合で政策金利を据え置き。その際植田総裁は、「現在の実質金利はきわめて低い水準にある」との認識のもと、引続き、「経済・物価見通しが実現していくとすれば、それに応じて引き続き金利を引き上げ、金融緩和度を調整していく」との姿勢を改めて示した。一方、「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」、「経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい」と述べた。こうした中、OIS市場では、次回会合(7月30日)でも政策金利据え置きが予想されている。
- FRBは、6月18日のFOMCで、政策金利の誘導レンジを4会合連続で4.25~4.50%に据え置き「FRBをはじめ多くの関係者が口を揃えて言っているのは、今後数ヶ月で相当量のインフレが到来すると予想しているということだ」とし、「必要なのは、インフレが低下しているという確信だ」と述べ、関税の影響を見極める姿勢を強調した。OIS市場では、次回会合(7月30日)での政策金利据え置きが予想されている。
- ECBは、6月5日の定例理事会で、0.25%の利下げを実施し、預金ファシリティ金利を2.0%とした。利下げは2024年9月以降7会合連続となった。ラガルド総裁は、「中期的に2%目標に達している」としつつも、かなりの不確実性に直面しているとの認識の下、「今後入手される経済・金融データ、基調的なインフレの動向、および金融政策波及の強さを考慮したインフレ見通しの評価に基づいて行われる」と述べた。OIS市場では、次回会合(7月24日)では政策金利が据え置かれた後、年内に0.25%の追加利下げが予想されている。

#### (当面の短期金融市場見通し)

- 無担保コールO/Nレート(TONA)は、次回の利上げ直前まで現状水準で推移する見込み。ターム物については、利上げタイミングを見計らいながら徐々に切り上がる展開か。
- 債券レポGC(T/N)レートは、日銀当座預金との裁定取引や在庫ファンディングに伴う資金調達圧力が強まり、在庫状況や担保需要などに応じた振れを伴いながら、0.40~0.50%近辺で推移することが予想される。
- 短期国債は、追加利上げ時期が不透明な中、引き続き期間が短い物に対しては堅調なニーズが予想される。一方、6M物、1Y物レートは、当面、0.45~0.55%、0.55~0.6%程度で推移し、次回利上げのタイミングを巡る観測や思惑による振れを伴いながら、徐々に切り上がる見込み。
- CP市場については、資金調達ニーズは依然として根強く、緩やかな増加が見込まれる。発行レートは、早期利上げ観測が後退していることから、2M程度まではフラット化が進んでいるため、0.5~0.55%近辺での推移が見込まれる。

## 1. 政府の情勢判断(前月の判断を維持)

- 内閣府は、6月の月例経済報告で、日本経済の現状について、「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」、先行きについては、「雇用・所得環境の改善や各種政策の効果が緩やかな回復を支えることが期待される」としながらも、「米国の通商政策の影響による景気の下振れリスクが高まっている」との認識を示した。
- また、世界経済について、「持ち直しが緩やかになっており、一部の地域において足踏みがみられるほか、関税率引上げに伴う駆け込み需要やその反動の影響、不透明感がみられる」、先行きについて、「通商政策による影響の広がりから、持ち直しの動きが弱まる可能性がある」との認識を示した。
- 下振れリスクについては、「通商政策など米国の政策動向による影響の広がり等による下振れリスクや金融資本市場の変動の影響等に留意する必要がある」とした。

—— 地域別においても前月の判断を維持した(太字は当社)。

|      |                                                                                                                                                                                                           |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| アメリカ | アメリカでは、 <b>景気の拡大が緩やか</b> となる中、関税率引上げに伴う駆け込み需要やその反動の影響、 <b>不透明感がみられる</b> 。先行きについては、通商政策が物価や消費等に与える影響から、その <b>勢いが更に弱まる可能性がある</b> 。また、 <b>高い金利水準の継続</b> に伴う影響による下振れリスク、 <b>通商政策</b> など政策動向による影響に留意する必要がある。   |
| ユーロ圏 | ユーロ圏では、 <b>景気は持ち直しの動きが続いており</b> 、一部に駆け込み輸出の影響もみられる。ドイツにおいては、駆け込み輸出の影響がみられ、景気はこのところ <b>持ち直しの動きがみられる</b> 。先行きについては、 <b>財輸出に弱さが見込まれること</b> から、 <b>持ち直しの動きが弱まる可能性がある</b> 。また、 <b>米国の政策動向</b> による影響に留意する必要がある。 |
| 中国   | 中国では、各種政策の効果がみられるものの、 <b>景気は足踏み状態</b> となっている。先行きについては、各種政策の効果が期待されるものの、 <b>通商問題の影響から足踏み状態が続くと見込まれる</b> 。また、今後の <b>通商問題の動向</b> 、 <b>不動産市場の停滞の継続</b> や <b>物価下落の継続</b> による影響等に留意する必要がある。                     |

## 2. 金融政策

### 【日本銀行】 政策金利を据え置き

- 日本銀行は6月17日の金融政策決定会合で、**政策金利を0.50%に据え置いた**。また、国債買入についての中間評価を実施し、「**月間の長期国債の買入れ予定額を、2026年1~3月までは毎四半期4,000億円程度ずつ、2026年4~6月以降は毎四半期2,000億円程度ずつ減額し、2027年1~3月に2兆円程度**」とする計画を決定した(資料1)。

—— 日本経済の現状判断について、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」、海外経済については、「総じてみれば緩やかに成長している」とし、いずれも4月の「経済・物価情勢の展望」で示した認識を据え置いた。

- 植田総裁は、会合後の記者会見で、「**現在の実質金利はきわめて低い水準にある**」との認識のもと、引き続き、「**経済・物価見通し**が実現していくとすれば、それに応じて**引き続き金利を引き上げ、金融緩和度合を調整していく**」との姿勢を改めて示した。一方、「**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**」、「**経済・物価ともに下振れリスクの方が大きい**」としたほか、「**コストプッシュによる物価上昇が、人々のマインドや予想物価上昇率を介して、基調的な物価上昇率に二次的な影響を及ぼす可能性がある**」などと述べた。
- こうした中、OIS市場では、**次回会合(7月30日)でも政策金利据え置き**が予想されている。
- 国債買入れ額については、「**金融市場において長期金利がより自由なかたちで形成されていくようにするためには、国債買入れ額を更に減額していくことが望ましいと考えられる**」とした。一方、「**国債買入れの減額が進展する中で、今後の減額ペースが速過ぎると、市場の安定に不測の影響を及ぼす可能性もある**」とし、**2027年4月以降の国債買入れ額に関しては、来年の中間評価の段階で改めて考えを示す考え**を述べた。

#### 【FRB】 政策金利を4.25～4.50%に据え置き

- FRBは、6月18日のFOMCで、政策金利の誘導レンジを4会合連続で**4.25～4.50%に据え置いた**。
- パウエル議長は、会合後の記者会見で、「FRBをはじめ多くの関係者が口を揃えて言っているのは、**今後数ヶ月で相当量のインフレが到来すると予想している**ということだ(we expect a meaningful amount of inflation to arrive in coming months.)」とし、「**必要なのは、インフレが低下しているという確信だ(it will take is, is confidence that inflation is coming down.)**」と述べ、関税の影響を見極める姿勢を強調した。

—— **経済成長見通し**については、**2025年を1.4%に下方修正**した。一方、**インフレ率(PCEコア)**については、関税の影響により、**2025年、2026年を、それぞれ3.1%、2.4%に上方修正**した。**失業率**についても、**2025年4.5%、2026年4.5%**と前回に比べて**上方修正**した(資料2)。この間、**政策金利**に関しては、**年内0.5%の追加利下げが中心**であるが、前回(3月)と比べると、**据え置きを予想する人数が増加**した。

- こうした中、OIS市場では、**次回会合(7月30日)での政策金利据え置き**が主に予想されているが、**トランプ大統領は早期利下げを声高に主張**しており、今後の動向が注目される。

#### 【ECB】 政策金利を0.25%引き下げ

- ECBは、6月5日の定例理事会で、**0.25%の利下げを実施**し、**預金ファシリティ金利を2.0%**

した。利下げは2024年9月以降7会合連続となった。

- 経済成長見通しについては、2025年が0.9%と低位に止まっているほか、2026年は前回の1.2%から1.1%に若干下方修正(資料3)。
- 物価について、ラガルド総裁は、「中期的に2%目標に達している(Inflation is at target 2% medium-term.)」としつつも、かなりの不確実性に直面しているとの認識の下、「今後入手される経済・金融データ、基調的なインフレの動向、および金融政策波及の強さを考慮したインフレ見通しの評価に基づいて行われる」とした。こうした中、OIS市場では、次回会合(7月24日)では政策金利が据え置かれた後、年内に0.25%の追加利下げが予想されている。

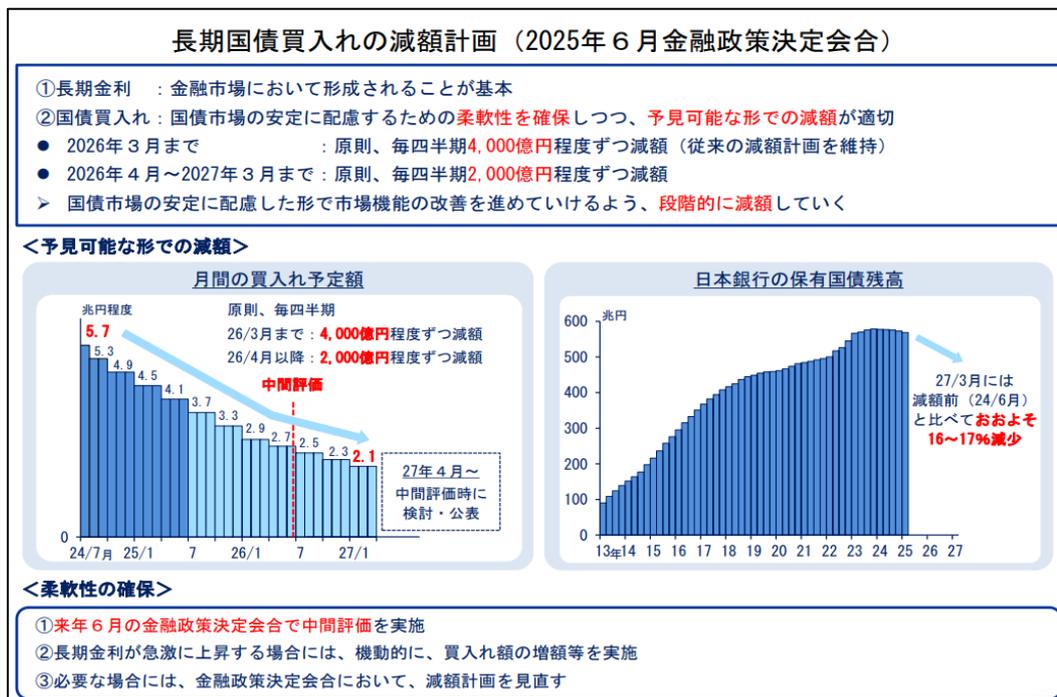
### 3.当面の短期金融市場見通し

- 無担保コールO/Nレート(TONA)は、日本銀行当座預金の付利対象である銀行等が、その対象外である投信等から資金を調達する動きが続いており、レート水準については付利金利をやや下回る0.477%程度で推移している。先行きについては、TONAは次回の利上げ直前まで現状水準で推移することが見込まれる一方、ターム物は、利上げのタイミングを見計らいながら徐々に切り上がる展開が予想される。
- 債券レポGC(T/N)レートについては、6月末跨ぎの取引で一時的にレートが低下したものの、その後は再び日銀当座預金との裁定取引や在庫ファンディングに伴う資金調達圧力が強まり、レートは上昇している。今後も、こうした資金調達ニーズが底流にある中、在庫状況や担保需要などに応じた振れを伴いながら、0.40~0.50%近辺を中心に推移することが予想される。
- 短国市場については、ひと頃に比べ全般的にレートが上昇してきているが、付利金利近辺の水準では相応の購入ニーズが見られている。追加利上げ時期が不透明な中、引き続き期間が短い物に対しては堅調なニーズが予想される一方で、6M物や1Y物については、当面、0.43~0.55%、0.53~0.6%程度で推移し、追加利上げのタイミングを巡る観測や思惑による振れを伴いながら、徐々にレートが切り上がる展開も想定される。
- CP市場については、6月末に有利子負債圧縮要因により一時的な減少が見られたが、CPでの資金調達ニーズは依然として根強く、その後は再び緩やかな増加が見込まれる。発行レートは、早期利上げ観測が後退していることから、2M程度まではフラット化が進んでいるため、0.5~0.55%近辺での推移が見込まれる。しかし、米国の通商政策に進展が見られれば、期間の長い物から再び上昇していくことが予想される。

以上

<参考>

資料1



出所：日本銀行

資料2

2025年6月 F R B 経済見通し（中央値）

| 年度   | 実質GDP     | PCE（コア）   | 失業率       |
|------|-----------|-----------|-----------|
| 2025 | 1.4 (1.7) | 3.1 (2.8) | 4.5 (4.4) |
| 2026 | 1.6 (1.8) | 2.4 (2.2) | 4.5 (4.3) |
| 2027 | 1.8 (1.8) | 2.1 (2.0) | 4.4 (4.3) |
| 長期   | 1.8 (1.8) | —         | 4.2 (4.2) |

（ ）は前回（2025年3月）公表値

出所：F R B

資料3

2025年6月 E C B 経済見通し（中央値）

| 年度   | 実質GDP     | HICP（総合）  |
|------|-----------|-----------|
| 2025 | 0.9 (0.9) | 2.0 (2.3) |
| 2026 | 1.1 (1.2) | 1.6 (1.9) |
| 2027 | 1.3 (1.3) | 2.0 (2.0) |

（ ）は前回（2025年3月）公表値

出所：ECB

#### 資料4

##### 金融政策決定会合の日程

|         | 日銀     | FRB   | ECB |
|---------|--------|-------|-----|
| 2025/1月 | 23-24  | 28-29 | 30  |
| 2月      | —      | —     | —   |
| 3月      | 18-19  | 18-19 | 6   |
| 4月      | 30-5/1 |       | 17  |
| 5月      |        | 6-7   |     |
| 6月      | 16-17  | 17-18 | 5   |
| 7月      | 30-31  | 29-30 | 24  |
| 8月      | —      | —     | —   |
| 9月      | 18-19  | 16-17 | 11  |
| 10月     | 29-30  | 28-29 | 30  |
| 11月     | —      | —     | —   |
| 12月     | 18-19  | 9-10  | 18  |

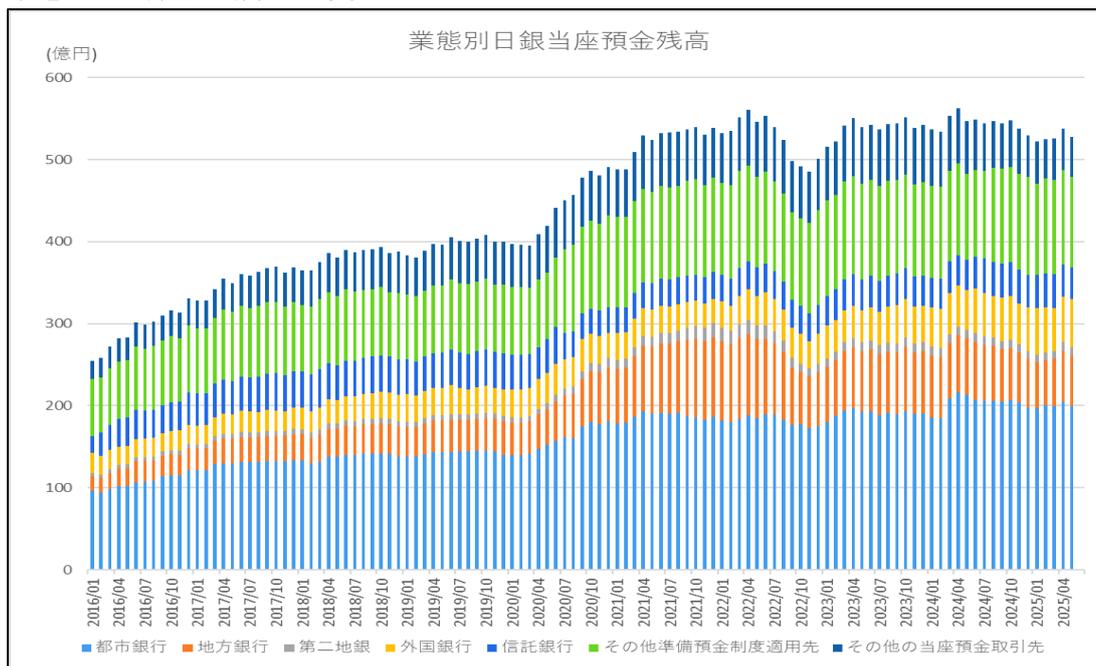
#### 資料5

##### 日米欧の金融政策

| 政策金利  |                                             |                         | 主な付随政策                                                                                                 |
|-------|---------------------------------------------|-------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 日本銀行  | 無担保コールO/N                                   | 0.50%                   | ・2026年1～3月まで長期国債買入額を四半期毎に4,000億円ずつ、2026年4～6月以降四半期毎に2,000億円ずつ減額し、2027年1～3月に2兆円程度とする。（2026年6月に中間評価を実施予定） |
| F R B | フェデラルファンド金利                                 | 4.25～4.50%              | ・2025年4月からバランスシート縮小ペースを引き下げ<br>国債の月間償還額の上限を250億ドルから50億ドル<br>住宅ローン担保証券（M B S）は月間350億ドルで維持               |
| E C B | 預金ファシリティ金利<br>主要リファイナンスオペ金利<br>限界貸出ファシリティ金利 | 2.00%<br>2.15%<br>2.40% | ・資産購入プログラム（APP、PEPP）の方針について再投資を終了し、慎重かつ予測可能なペースで減少                                                     |

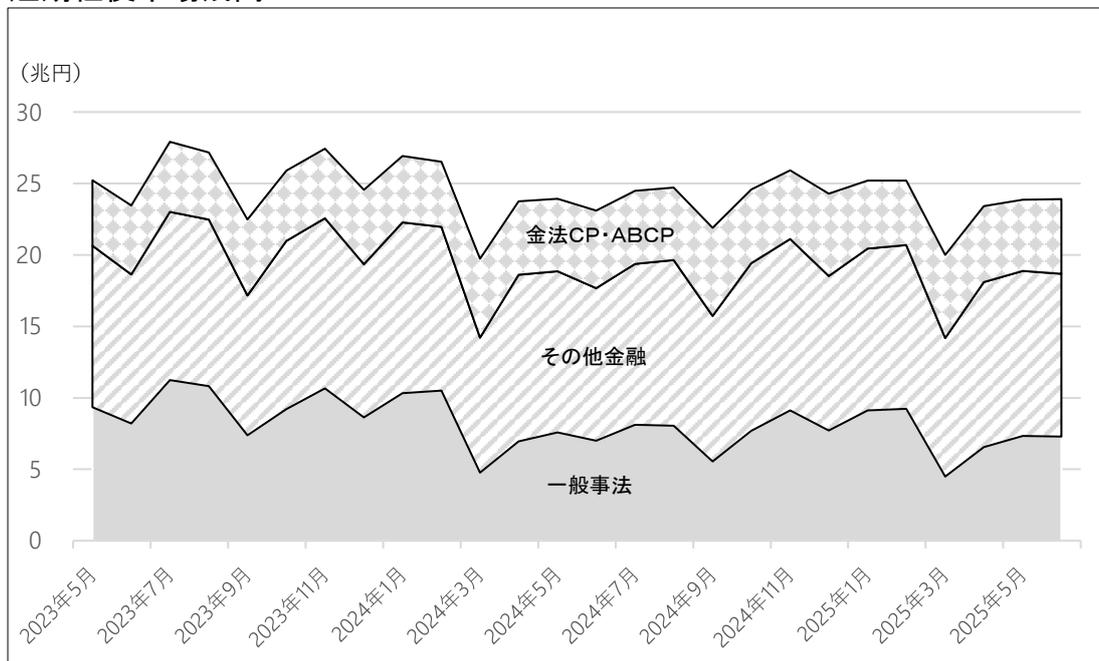
## 資料6

### 業態別日銀当座預金残高



## 資料7

### 短期社債市場残高





# セントラル短資株式会社

総合企画部企画調査グループ

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 3-3-14

Tel: 03-3246-2651 Fax: 03-3242-5012

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。ここに記載されているデータ、意見などはセントラル短資が信頼に足り、且つ正確であると判断した情報に基づき作成されたものではありませんが、当社はその正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容が事前連絡無しに変更されることもあります。当資料に記載された条件などはあくまでも仮定的なものであり、かかる取引に関するリスクを全て特定・示唆するものではありません。金融商品のお取引には価格変動によるリスクがあります。金融商品のお取引には手数料等をご負担頂くものがあります。金融商品取引法に基づきお渡しする書面や目論見書をよくお読み下さい。

セントラル短資株式会社登録金融機関関東財務局長(登金)第 526 号日本証券業協会加入