

**7月決定会合は、利上げの有無と国債買入れの減額の両面で注目。****1. 国内経済情勢****（経済・景況判断）**

10日に発表された2024年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次速報値から小幅に上昇修正された。またGDPデフレーターの前年同期比は3.4%と、1次速報値から下方修正となった。（なお、7月1日になり、6月下旬に公表された建設統計に関する遡及改定の影響で、2024年1-3月期の実質GDP成長率は前期比▲0.7%（年率換算▲2.9%）と下方修正されている。）

21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2.5%の上昇（前月は2.2%の上昇）となり、再び上昇幅を前月から拡大させた。また日銀が「物価安定の目標」とする2%を上回るのは26か月連続。一方「除く生鮮食品・エネルギー」では2.1%の上昇（前月は2.4%の上昇）であった。一方、28日に発表された6月の東京都都区消費者物価指数（中旬速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比2.1%の上昇（前月は1.9%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では1.8%の上昇（前月は1.7%の上昇）と、引き続き高等学校授業料無償化の影響が指数の上昇を押し立てているものの、共に前月から上昇幅を拡大させた。

政府は27日発表の月例経済報告で、国内景気の基調判断を「景気は、このところ足踏みもみられるが、緩やかに回復している」とし、前月から判断を据え置いた。個別項目では、生産の項目において、前月にあった一部自動車メーカーの生産・出荷停止による生産活動の低下に関する表現が削除された一方で、公共投資に関しては前月の「堅調に推移」との表現が「底堅く推移」に変更された。（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）において、全産業・全規模合計の業況判断DIは12となり、前回3月調査（同12）からは横ばいとなった。また今回調査の同「先行き」は10（3月調査では9）となっている。）

日銀は13・14日に開催された定例会合において、金融政策を据え置いた（無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準は0~0.1%）。また、次回会合（7月30・31日）までの国債の買入れ方針については、引き続き「2024年3月の金融政策決定会合において決定された方針に沿って実施する」とされた一方で、その後については、「金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、長期国債買入れを減額していく方針を決定」した（賛成8反対1）。（後述）

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、月初0.077%でスタートし、0.077%~0.078%の狭いレンジで推移した（24日のみ、一部の先による試し取りもあり、0.081%に上昇）。月末については、四半期末越えの調達を見送る先もあったものの、わずかな金利低下にとどまり、0.076%で越月した。

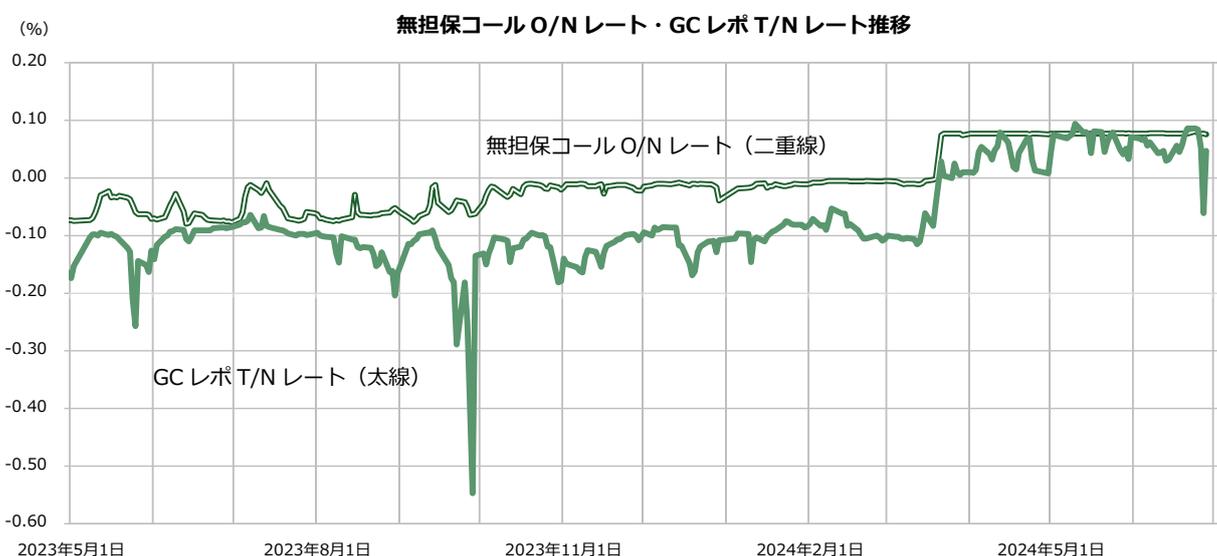
債券レポGCレート（東京レポレートトムネベース）は、方向感なく、月を通して0.03%台~0.08%台のレンジで概ね推移した。決定会合決定会合が第二週に控えることで、主だった入札が第一週および第三週以降に集中したことや利払い銘柄を回避する動きなどから、レートが上下する展開となった。四半期末跨ぎとなる27日には担保需要の一層の強まりから▲0.061%に低下した（翌日の28日には再び0.047%とレンジ内へ上昇した）。なお日銀による国債買入オペは、前月と横ばいの約5.7兆円のオフアとなり、またTDB買入オペは、前月に引き続き見送られた。

新発TDB3か月物については、月初回の入札となった7日（1236回債）は、募入最高利回り（以下、同じ）0.0220%と前回債（5月31日入札、1234回債、0.0381%）から低下した。その後も1237回債（13日入札）が0.0119%、1239回債入札（21日入札）が

0.0059%と四半期末越えの担保需要が強く、金利は低下基調を辿った。月末に入札のあった1240回債については、6月末・9月末を共に跨がない期間だったためかやや過熱感が後退し0.0200%となった。なお、6月より3か月物の1回あたりの発行金額は5.5兆円（5月までは5.8兆円/回）に減額されている。

CP発行市場では、月末残高は四半期末における有利子負債圧縮のため、約23兆1,000億円と前月末対比で約8,100億円、前年同月末比では約3,600億円の減少となった。発行レートは銘柄・期間等によりばらつきが見られたものの、0.10%台前半～0.25%近辺が中心であった。日銀によるCP等買入オペは、予定通り11日と25日にそれぞれ3,000億円オファーされた。案分レートは、14日が0.158%と5月下旬オファー時（同0.161%）から低下したものの、25日は0.167%に上昇した。

日銀当座預金残高は、月初の財政資金の払いにより約546兆円から始まった。その後は税・保険揚げ（4日）や源泉税揚げ（12日）などの減少要因があったものの、普通交付税交付金の払い（4日）や年金定時払い（14日）、国債の大量償還（20日）などの増加要因が大きく、20日には約557兆円となった。以降月末にかけては、国債発行（5年：21日、20年：26日）等により約552兆円に減少し、越月した。



（7月の短期金融市場見通し）

30・31日開催予定の金融政策決定会合では、日銀が追加利上げに踏み切るかに注目。24日公表の6月会合の「主な意見」では、政策委員のひとりから「来年度後半の2%の「物価安定の目標」の実現に向けて、オントラックで進んでいるが、上振れリスクも出てきている。…遅きに失することなく、適時に金利を引き上げることが必要である。」との意見が挙げられている一方で、6月会合後の記者会見で、植田総裁は「これまでのところは私どもの見通しに概ね沿ったデータの出方になっておりますが、…もう少し確認したい」と発言しており、なお「物価と賃金の好循環」の確認に時間を要する可能性も考えられる。また、本会合では「展望レポート」も公表予定だが、4月の同レポートにおける政策委員の大勢見通しでは、消費者物価指数（除く生鮮食品、対前年度比）の2025・2026年度における中央値は共に+1.9%であったが、今回公表分でその見通しが上振れるか注視したい。

なお前述の通り、6月会合での決定により、本会合では今後1～2年程度の具体的な長期国債の買入れ減額の計画が決定されることとなっている。28日に公表された「長期国債の買入れ予定」では、従来四半期ベースでの公表だったものが、7月単月の発表（買入金額のレンジ・回数は前月と同様）となっており、8月以降の減額幅やペース、枠組みなどについて確認したい。また、6月4・5日に日銀により開催された「債券市場参加者会合」の議事要旨にて参加者の意見として挙げられたように、国債補完供給（SLF）の枠組みの継続や、市中残高が極端に少ない銘柄が今後国債先物のチーパスト銘柄になることが見込まれることへの対応等について、買入れ減額計画の公表に併せ何らかの発表があるかにも注視したい。

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における付利利率 0.10%との裁定が意識され、0.07%台での推移を予想する。

債券レポ GC (トムネ) については、現物需要の弱まりによる金利上昇が考えられるが、月末の決定会合を控え、債券現物の動きも睨みながら水準感を探るような展開となるだろう。新発 TDB3 か月物についても、四半期末越えの担保需要が徐々に落ち着きを見せるなか、金利上昇する展開を予想するが、待機資金の運用による資金流入や 1 回あたりの発行金額が更に減額される予定 (5 日入札より 5.5 兆円→5.2 兆円) であることが金利低下要因となる点は意識したい。

CP 市場は、事業法人を中心に発行再開が見込まれる。発行レートについては、追加利上げへの警戒感から、投資家が上値を探る展開になると予想する。CP 買入オペは、7 月は前月と同様 (月 2 回・各 3,000 億円) のオファーが予定されているが、8 月については、月間ベースで 2,000 億円の減額 (月 1 回・4,000 億円) となっている。

なお、3 日には新紙幣が発行されるが、日銀当座預金残高の増減には特に影響がないことが見込まれる。

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 12・13 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 5.25~5.50%)。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、2024 年末の FF 金利の予想中央値が 5.125%となり、前回同図が公表された 3 月会合時点 (同 4.625%) との比較では、年内利下げ回数が 3 回から 1 回へと下方修正された。一方、ECB (欧州中央銀行) は 6 月 6 日の政策理事会で各種政策金利を 25bp 引き下げた。この結果、預金ファシリティ金利 (interest rate on deposit facility) は 3.75%となった (適用は 6 月 12 日から)。なお利下げは 2019 年 9 月以来。

(経済・景況判断)

米国では 5 月の ISM 製造業景況感指数が 48.7 (前月比 ▲0.5 ポイント) と前月から下落した。景気判断の分かれ目となる 50 を下回るのは 2 か月連続。5 月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は 27.2 万人の増加 (4 月は 16.5 万人の増加)、(2)失業率は 4.0% (4 月は 3.9%)、(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 4.1%の増加) となった。5 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 3.3%の上昇 (前月は 3.4%の上昇)、除く食品・エネルギーでは 3.4%の上昇 (前月は 3.6%の上昇) と、共に前月から上昇幅を縮小させた。

5 月のユーロ圏製造業購買担当者指数 (PMI) 改定値は 47.3 (前月比 1.6 ポイント) と前月から上昇した。5 月の中国の財新/S&P グローバル製造業 PMI は 51.7 (前月比 +0.3 ポイント) とこちらも前月から上昇となった。

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）		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）	10年利付国債	
3日			ADP 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）、FOMC 議事要旨（6月11・12日開催分）
4日		30年利付国債	米国祝日（独立記念日）、ECB 金融政策理事会議事要旨（6月6日開催分）
5日	景気動向指数（5月速報）	国庫短期証券（3か月）	雇用統計（6月）
8日	景気ウォッチャー調査（6月調査）、日銀支店長会議（7月）における報告（さくらレポート）		
9日		国庫短期証券（6か月）、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）	
10日			
11日	機械受注（5月）	20年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	消費者物価指数（6月）
12日	鉱工業生産指数（5月確報）	国庫短期証券（3か月）	生産者物価指数（6月）
15日	祝日（海の日）		
16日		流動性供給入札（5～15.5年）	小売売上高（6月）
17日		交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	
18日		国庫短期証券（1年）、5年クライメート・トランジション利付国債	ECB 金融政策理事会
19日	全国消費者物価指数（6月）	国庫短期証券（3か月）	
22日		流動性供給入札（1～5年）	
23日		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（6月）
24日		40年利付国債	新築住宅販売件数（6月）
25日		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月期速報）、耐久財受注（6月）
26日	東京都都区消費者物価指数（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）、2年利付国債	PCE デフレーター（6月）
29日			
30日	労働力調査（6月）	交付税及び贈与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	
31日	鉱工業生産指数（6月速報）、 金融政策決定会合（30日～）		ADP 雇用統計（7月）、 FOMC（30日～）
8月1日			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