

経済の舞台裏

2025年6月23日(月)

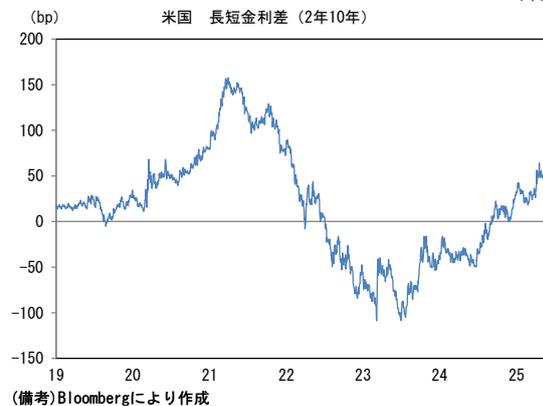
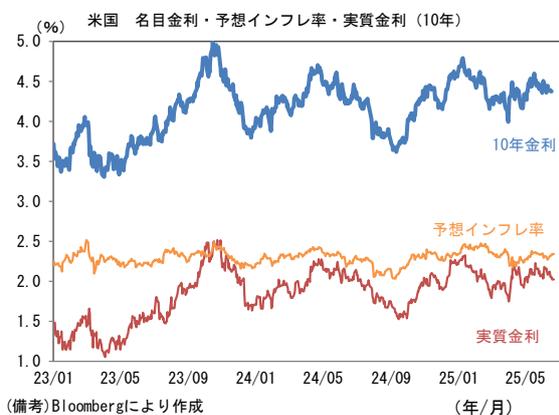
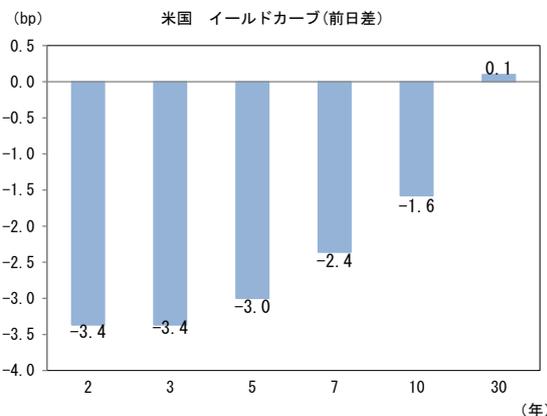
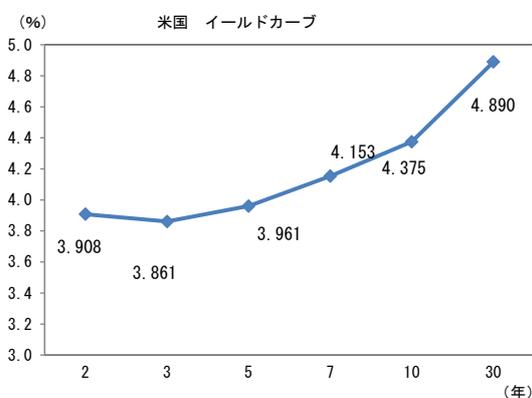
参院選と原油価格と円安と金融政策 排除できない7月利上げ

第一生命経済研究所経済調査部
藤代宏一 (TEL: 050-5474-6123)

- ・ 日経平均株価は先行き 12 ヶ月 39,000 円程度で推移するだろう。
- ・ USD/JPY は先行き 12 ヶ月 150 円程度で推移するだろう。
- ・ 日銀は半年に一度の利上げを続け、2026 年 1 月までに政策金利は 1.0% に到達しよう。
- ・ FED は FF 金利を 25 年末までに 4.0% まで引き下げ、その後は様子見に転じるだろう。

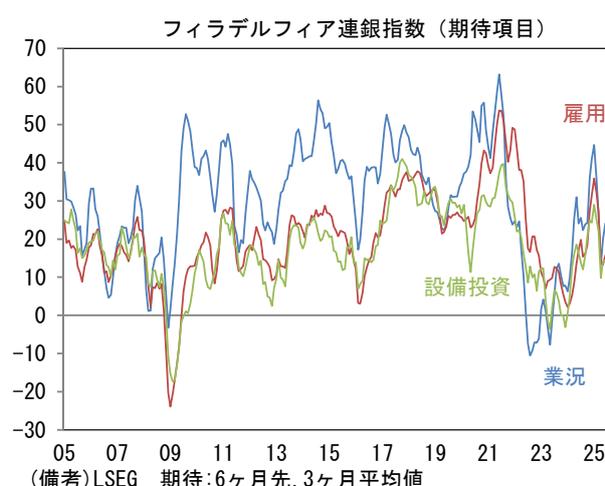
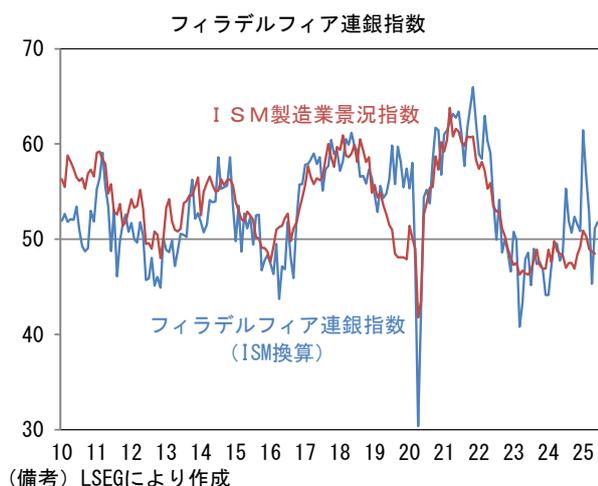
< 金融市場 >

- ・ 前営業日の米国市場は、S&P500が▲0.2%、NASDAQが▲0.5%で引け。VIXは20.6へと低下。
- ・ 米金利はブル・スティーブ化。予想インフレ率(10年BEI)は2.341%(+1.8bp)へと上昇。実質金利は2.023%(▲3.2bp)へと低下。長短金利差(2年10年)は+46.5bpへとプラス幅拡大。
- ・ 為替(G10通貨)はUSDが堅調。USD/JPYは146後半へと上昇。コモディティはWTI原油が74.9ドル(▲0.2ドル)へと低下。銅は9633.5ドル(+18.5ドル)へと上昇。金は3368.1ドル(▲21.7ドル)へと低下。



<経済指標>

- 6月フィラデルフィア連銀製造業景況指数は▲4.0と5月から不変。もともとISM製造業景況指数のウェイトを用いてISM換算した数値は51.8へと0.6pt上昇した。内訳は生産（▲13.0 → +8.3）、新規受注（+7.5 → +2.3）、雇用（+16.5 → ▲9.8）、サプライヤー納期（▲9.2 → +13.6）、在庫（+9.7 → +3.6）と強弱区々。良くも悪くも非連続な悪化は回避されている。他方、6ヶ月先の見通しを問う期待項目は、単月の振れを均した3ヶ月平均値でみると業況（+19.9 → +24.1）、雇用（+13.2 → +15.7）、設備投資（+14.1 → +14.5）が何れも改善。政策不透明感が和らぐ中、企業景況感は緩やかな改善基調に復した可能性が指摘できる。政策不透明感によって雇用が削減されたり、設備投資が手控えられたりする懸念を和らげる結果であった。



<注目点>

- 6月22日の東京都議会選挙に続き、7月には参院選選挙（20日との声が多い）も予定されている。金融政策については、トランプ関税の霧が晴れない中、7月の利上げを見込む向きはそもそも少数派であるが、政治日程を踏まえると、利上げはなお更考えにくいとの見方は多い。
- ここで参院選の概要を整理する。今回の参院選は、248議席のうち半数にあたる124議席が改選される他、東京選挙区の補欠選挙（1議席）が同時に実施される。現在の議席数は、自公で合計140を占める（野党は99議席、欠員9、出所は参議院HP）。改選対象は自民党が52、公明党が14で合計66、非改選は自民党が61、公明党が13で合計74となっている。したがって、今回の選挙で自公が51議席を確保すれば、125議席となり過半数に達する。ここが重要な「勝敗ライン」となる。仮に過半数割れとなれば「石破おろし」の連想が広がり、またその先には高市総裁の誕生が意識されるだろう。その場合、金融市場では金利のツイスト・スティーブ化、円安・株高が想定される。言わずもがな高市氏は、日銀の金融引き締めを批判的であり、積極財政論者として認識されている。消費税減税と防衛費拡大の予想が相俟って、国債増発観測が生じ、（超）長期金利には上昇圧力がかかろう。
- さて話を金融政策と選挙の関係に戻すと、日本に限らず「選挙期間中の金融引き締めは、中央銀行が『自重』する」という暗黙の掟がある。金融政策決定会合は7月31日に実施されるため、参

院選後となるが、市場との対話（≡事前に情報を与える）を重視する現日銀の行動様式を踏まえれば、利上げをする場合、7月中旬頃には金融市場に何らかの「合図」を送る必要があり、選挙期間にかぶってしまう可能性がある。そうした問題を避けるために9月や10月以降に先延ばしにするという選択肢は、ある意味で自然に見える。

- 選挙期間中に日銀が動かない・動けないのは円高と株安を誘発してしまう恐れがあり、それが与党に対して不利に働き、政治的な中立性を保てないから、という考え方がある。もっとも、現在は円高が歓迎される環境にあるという点において、過去と事情が異なる。お米の価格が高止まりし、生活コストが圧迫される中、輸入物価の低下に資する円高は政治的な波紋を呼びにくい。この点において日銀は、選挙を気にせず自由に動ける面がある。
- また先週末のイラン・イスラエルを巡る紛争とそれに伴う原油価格上昇が、日本のインフレ率を更に押し上げる可能性も浮上してきた。日本時間6月23日午前9時時点でWT I原油は76ドル程度と、前週末対比での急騰は回避されているとはいえ、60ドル割れで推移していた5月上旬と景色は大きく変わっている。日銀は5月1日に発表した展望レポートで、原油価格の前提を下げたこと等から、物価見通しを下方修正したが、原油価格がこのままの水準を維持するならば、7月の展望レポートでは物価見通しを上方修正する公算が大きい。原油価格の上昇が、日銀が言うところの「基調的な物価上昇率」を押し上げる可能性は限定的と考えられ、むしろ交易条件の悪化を通じて、やや物価下押し要因にさえなり得そうだが、それでも利上げを見送り円安が加速すれば、表面的な物価上昇率には上昇圧力が生じる。
- これらを踏まえると、日銀の7月利上げは選択肢から排除すべきではないように思える。目下の金融政策運営にあたって最重要要素である、日米の通商交渉に大幅な進展がみられれば、日銀は急速に利上げ方向に舵を切るのではないか。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

