

**強い物価見通しに対して、海外経済の不確実性が続く中、日銀の情報発信を注視****1. 国内経済情勢****（経済・景況判断）**

15 日に発表された 2025 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（1 次速報値）は、前期比 0.3%（年率換算 1.0%）となった。また GDP 算出の基となる基礎統計が改定されたことを踏まえ、季節調整も更新されたことに伴い 1-3 月期がプラス成長に転じたことで 5 四半期連続のプラス成長となった。一方、GDP デフレーターの前年同期比は 3.0%となった。

政府は、27 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、前月から判断を据え置いた。個別項目では住宅建設と企業収益の判断を引き下げた。

22 日に発表された 7 月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比 3.1%の上昇（6 月は 3.3%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする 2%を 40 か月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では 3.4%の上昇（6 月も同じ）であった。その後 29 日に発表された 8 月の東京都都区部消費者物価指数（中旬速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比 2.5%の上昇（7 月は 2.9%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では 3.0%の上昇（7 月は 3.1%の上昇）となった。

2. 短期金融市場の動向**（8 月の短期金融市場動向等）**

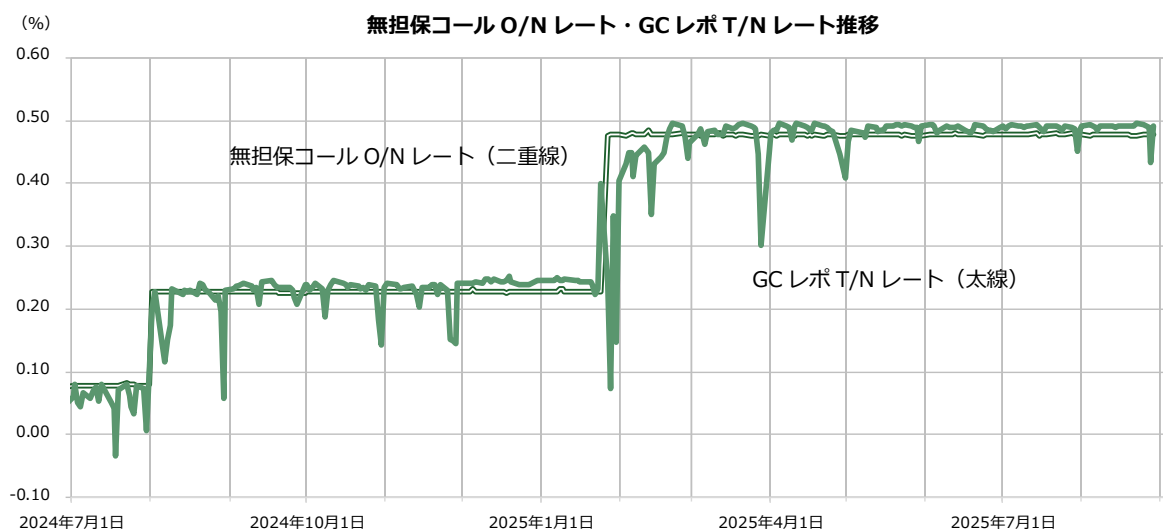
無担保コールオーバーナイト物加重平均金利は、補完当座預金制度の適用金利との裁定により、月を通じて適用金利 0.50%をわずかに下回る水準で推移した。

債券レポ GC レート（東京レポレート・トムネベース）は、同じく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、オファー（資金調達）サイドの積極的な動きが見られ、月末跨ぎで債券現物需要が一時的に強まった 28 日（0.432%）を除き、0.48～0.50%のレンジで推移した。

TDB 市場では、日銀の利上げ再開への思惑や、中長期債の金利上昇の影響からか、期間の長い銘柄で金利上昇が目立った。具体的には、7 日入札の 6 か月物（1323 回債）が 0.5046%と前回（7 月 9 日入札、1317 回債、0.4421%）から大幅上昇、また 19 日入札の 1 年物（1326 回債）も 0.7049%と前回（7 月 17 日入札、1319 回債、0.6306%）から上昇し、1 年物としては 2008 年 10 月 14 日入札の TB440 回債（0.7252%）以来の高い水準となった。一方、TDB3 か月物については、1 日入札の 1322 回債が 0.4368%と前回（7 月 25 日入札、1321 回債、0.4396%）からわずかに低下し、8 日入札（1324 回債）も 0.4242%に低下したものの、15 日入札（1325 回債）は 0.4457%、22 日入札（1327 回債）は 0.4607%と上昇し、29 日入札（1328 回債）については 0.4818%と 3 か月物としては 2008 年 12 月 10 日入札の FB558 回債（0.4922%）以来の高い水準となった。

CP 発行市場では、発行残高（週次ベース）が 22 日に 26 兆 1,790 億円と 2 月 7 日以来の水準に増加したものの、8 月末については約 25 兆 5,700 億円と前月比では約 1,300 億円減少した。なお、前年同月比では約 8,700 億円の増加であった。期間や銘柄によってばらつきは見られたものの、発行レートについては 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、前月末比約 2 兆円増の約 526 兆円でスタートした。増加要因として年金定時払い（15 日）や日銀の国債買入れがあった一方、減少要因として税・保険揚げ（4 日）、源泉税揚げ（14 日）、さらに月を通じた国債発行などがあり、月末には約 524 兆円に減少して越月した。



(9月の短期金融市場見通し)

7月会合の「展望レポート」では、基調的な物価は2%に向けて徐々に高まると見込まれる一方、海外経済や通商政策を巡る不確実性は依然として高い状況にあるとの認識が示されていた。この点、8月8日に日銀より公表された同会合の「主な意見」によると、「賃金と物価の好循環が強まっており、物価見通しは従来よりも強い方向にある」と物価の先行きに対する強めの見方が目立ったことに加え、「過度に慎重になって、利上げのタイミングを逸することにならないよう、留意する必要もある。」と利上げに前向きな意見があった一方で、「『成長ペースが鈍化し、基調的な物価上昇率の改善がいったんは足踏みする』というメインシナリオは不変であり、通商政策やその影響を巡る不透明性は引き続き大きい。」と不確実性に対する慎重な意見も見受けられた。9月会合に向けては2日の氷見野副総裁の講演を確認するとともに、10月会合を占う意味で9月会合後の総裁会見や30日公表の「主な意見」などにおける情報発信を注視したい。

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の適用金利をわずかに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、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が、20日の国債大量償還および利払いを控えオファーが一時的に薄くなる可能性や、四半期末を控え債券現物需要が強まる可能性には留意したい。

新発 TDB3 か月物は、前述のように利上げの時期については不透明であるものの、仮に利上げ観測が加速した際の金利上昇には注意が必要である一方、中長期債と比べて価格変動リスクの小さい TDB3 か月物の需要が強まることで金利の頭が抑えられる展開も予想されるか。なお、8月28日の一部報道では、9月に開催の見込まれる債券市場特別参加者会合 (PD懇) のアンケートについて報じられ、財務省が超長期国債の発行 (流動性供給入札) を減額するとの観測が浮上した。ただ、例えば 15.5~39 年ゾーンの流動性供給入札は隔月発行で、8月からは1回あたり 3,500 億円まで減額されており、仮に一段と減額された場合でも TDB に対する発行増の影響は限定的か。

ところで、12日には貸出増加支援資金供給の借り換えが予定されている。1月会合の決定内容の通り、借り換えの上限額は満期到来額の半分までであり、仮に上限額での借り換えが行われた場合でも約 7.5 兆円の減額となる。これを受けた資金調達動向の変化や TDB 市場の反応には留意したい。(詳細は 2 月 3 日発行の当社マーケットレポート (<https://www.uedayagi.com/wp/wp-content/uploads/2025/02/202502mr.pdf>) をご参照ください。)

CP 市場については、事業法人が四半期末の資金調達を見送る見込みであることから、発行残高は月末にかけて減少すると思われる。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、利上げ観測の変化による金利変動には注意が必要か。

3. 海外経済情勢 (金融政策)

米カンザスシティ連銀主催のジャクソンホール経済シンポジウムにおいて、パウエル FRB 議長は 22 日の講演で、「政策金利は現在、1 年前と比べて中立水準に 100 ベーシスポイント近づいており、失業率やその他の労働市場指標の安定性により、政策スタンスの変更を検討する際には慎重に進めることが可能である。しかしながら、政策が引き締め的な領域にあることを踏まえ、基本シナリオの見通しとリスクバランスの変化は、政策スタンスの調整を正当化する可能性がある。("Our policy rate is now 100 basis points closer to neutral than it was a year ago, and the stability of the unemployment rate and other labor market measures allows us to proceed carefully as we consider changes to our policy stance. Nonetheless, with policy in restrictive territory, the baseline outlook and the shifting balance of risks may warrant adjusting our policy stance.")」と述べ、利下げを「慎重に進める」旨を説明した。一方で、「金融政策はあらかじめ決められた道筋をたどるものではない。FOMC メンバーは、データとその経済見通しおよびリスクのバランスへの影響に関する独自の評価のみに基づいてこれらの決定を行う。我々はこの方針を決して逸脱しない。("Monetary policy is not on a preset course. FOMC members will make these decisions, based solely on their assessment of the data and its implications for the economic outlook and the balance of risks. We will never deviate from that approach.")」とも述べ、引き続きデータ次第で判断するスタンスを強調した。

なお、8 月は FRB 人事についての話題が見られた。まず、クグラー理事が 8 月 8 日付で辞任した。(同理事は 7 月の FOMC を欠席していた。) 辞任後は以前在籍していたジョージタウン大学の教職に復帰するとのこと。同理事のもともとの任期は前任のブレイナード理事から引き継いだ 2026 年 1 月末までであったため、9 月に後任の理事がそれまでの任期で指名される見込み。また 25 日に、トランプ大統領は、住宅ローンをめぐる不正を理由にクック理事を解任する旨を SNS で明らかにした(但し、本稿執筆時点では解任には至ってはいない)。

(経済・景況判断)

米国では 7 月の ISM 製造業景況感指数が 48.0 (前月比▲1.0 ポイント) となり、景気判断の分かれ目となる 50 を 5 か月連続で下回った。7 月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は 7.3 万人の増加、(2)失業率は 4.2% (6 月は 4.1%)、(3)時間当たり平均賃金は前月比 0.3%の増加、前年同月比では 3.9%の増加となった。なお、非農業部門雇用者数の 5・6 月の数字が共に前月発表時から大幅に下方修正されたことが注目された。具体的には 5 月が 14.1 万人の増加から 1.9 万人の増加へと▲12.5 万人の下方修正、6 月は 14.7 万人から 1.4 万人へと▲13.3 万人の下方修正となった。

7 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 2.7%の上昇 (6 月も同じ)、除く食品・エネルギーでは同 3.1%の上昇 (6 月は 2.9%の上昇) となった。

7 月のユーロ圏製造業購買担当者指数 (PMI) 改定値は 49.8 (前月比+0.3 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 を下回ったものの、この水準は 3 年ぶりの高いものとなった。一方、7 月の中国の S&P グローバル製造業 PMI は 49.5 (前月比▲0.9 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		米国等
		国債入札等	
9月1日			米国休日（労働祭）
2日	氷見野副総裁挨拶（道東地域）	10年利付国債	ISM 製造業景況感指数（8月）
3日			製造業新規受注（7月）、ページブック（地区連銀経済報告、9月16・17日会合分）
4日		30年利付国債	ADP 雇用統計（8月）、ISM サービス業景況感指数（8月）
5日	景気動向指数（7月速報）	国庫短期証券（3か月）	雇用統計（8月）
8日	GDP（2次速報）、景気ウォッチャー調査（8月）	流動性供給入札（1～5年）	
9日		国庫短期証券（6か月）	
10日		5年利付国債	生産者物価指数（8月）
11日		エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	消費者物価指数（8月）、ECB 金融政策理事会（10日～）
12日	鉱工業生産指数（7月確報）	国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（5～15.5年）	
15日	祝日（敬老の日）		
16日			小売売上高（8月）
17日		国庫短期証券（1年）、20年利付国債	FOMC（16日～）
18日	機械受注（7月）	国庫短期証券（3か月）	
19日	全国消費者物価指数（8月）、金融政策決定会合（18日～）		
22日			
23日	祝日（秋分の日）		中古住宅販売件数（8月）
24日			新築住宅販売件数（8月）
25日	金融政策決定会合議事要旨（7月30・31日会合分）	40年利付国債	GDP（4-6月期確報）、耐久財受注（8月）
26日	東京都都区消費者物価指数（9月中旬速報値）	国庫短期証券（3か月）	PCE デフレーター（8月）
29日	労働力調査（7月）、景気動向指数（7月改定）		
30日	鉱工業生産指数（8月速報）、金融政策決定会合における主な意見（9月18・19日会合分）	2年利付国債	
10月1日	日銀短観（9月調査、概要および要旨）	交付税及び贈与税配付金特別会計借入金（6か月）	ADP 雇用統計（10月）、ISM 製造業景況感指数（9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