



9 月の金融政策決定会合において、審議委員 2 名が 0.25%の利上げを提案

1. 国内経済情勢

（経済・景況判断）

8 日に発表された 2025 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（2 次速報値）は、前期比 0.5%（年率換算 2.2%）と、1 次速報値から上方改定となった。一方、GDP デフレーターの前年同期比は 3.0%と 1 次速報値と同じ伸び率となった。また、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+0.3%であった。内閣府推計による GDP ギャップ推計値がプラスとなるのは 2023 年 4-6 月期以来。

19 日に発表された 8 月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比 2.7%の上昇（7 月は 3.1%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする 2%を 41 か月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では 3.3%の上昇（7 月は 3.4%の上昇）であった。その後 26 日に発表された 9 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（8 月も同じ）、「除く生鮮食品・エネルギー」では 2.5%の上昇（8 月は 3.0%の上昇）となった。

政府は、29 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、米国の通商政策による影響が自動車産業を中心にみられるものの、緩やかに回復している。」とした。前月の基調判断との比較では、前月で「一部に」としていたものを「自動車産業を中心に」と表現を変更したが、判断そのものは据え置いた。個別項目では個人消費と設備投資の項目を上方修正した。

（なお、本日 10 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、9 月調査）において、全産業・全規模合計の業況判断 DI は 15 となり、前回 6 月調査（同 15）から横ばいとなった。また今回調査の同「先行き」は 10 となっている。）

日銀は 9 月 18・19 日の定例会合で、金融市場調節方針を据え置くことを決定した（政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標は 0.50%程度）。なお、採決は賛成 7、反対 2 となり、高田審議委員が「物価が上がらないノルムが転換し、「物価安定の目標」の実現が概ね達成された」として、また田村審議委員が「物価上振れリスクが膨らんでいる中、中立金利にもう少し近づけるため」として、ともに無担保コールレートを 0.25%利上げする議案を提出し、反対多数で否決された。またこの他、日銀が過去に買い入れて保有している ETF および J-REIT について、本年 7 月に完了した「金融機関から買入れた株式」の売却と同程度の規模で、市場への売却を行うことを決定した（全員一致）。

会合後に公表された声明文では、国内景気の現状について「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」、また物価面の現状についても「…消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、…足もとでは 2%台後半となっている。予想物価上昇率は緩やかに上昇している。」とし、前回 7 月会合時のいわゆる「展望レポート」から共に表現を概ね据え置いた。（なお次項も参照。）

2. 短期金融市場の動向

（9 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。

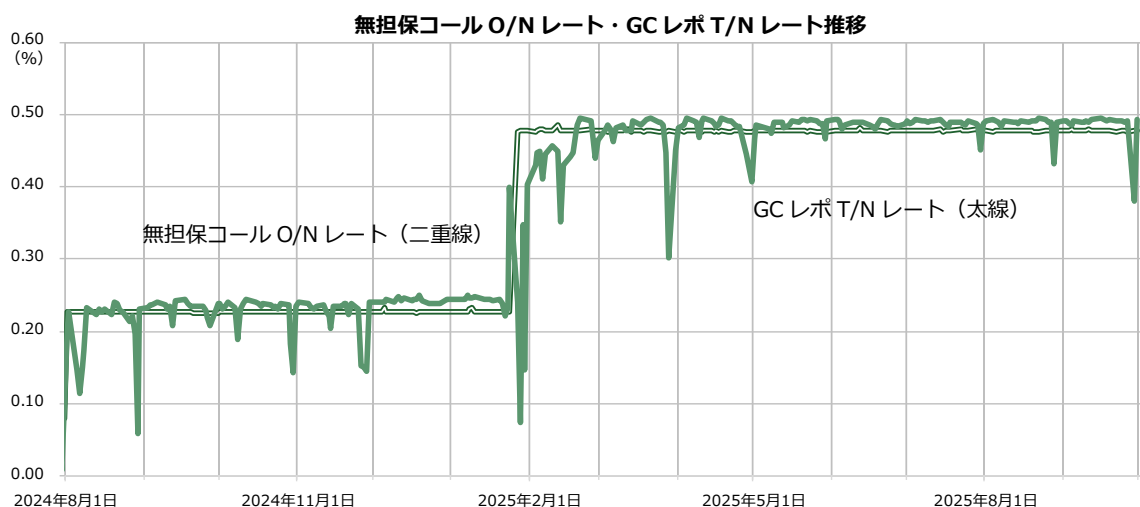
債券レポ GC レート（東京レポレート・トムネベース）は、同じく補完当座預金制度の適用金利との裁定による取引ニーズから、オフアー（資金調達）サイドの積極的な動きが見られ、四半期末過ぎで債券現物需要が一時的に強まった 29 日（0.380%）を除き、0.48～0.50%のレンジで推移した。

TDB 市場では、6 か月物・1 年物において前月から募入利回りが上昇した。具体的には、9 月 9 日入札の 6 か月物（1330 回債）が募入最高利回り（以下、同じ）0.5195%と前回

(8月7日入札、1323回債、0.5046%)から金利上昇、9月17日入札の1年物(1332回債)についても0.7343%と前回(8月19日入札、1326回債、0.7049%)から金利上昇した。一方、3か月物については神経質な展開となった。月初回の入札となる8日(1329回債)は0.4638%と前回債(8月29日入札、1328回債、0.4818%)から低下し、12日入札(1331回債)についても0.4506%と低下した。その後は18日入札(1333回債)が0.4718%に上昇し、26日入札(1334回債)については、今年初の年末越えの銘柄に対する担保需要もあった一方で、9月の金融政策決定会合を踏まえ将来の利上げ観測が高まったためか、テールが3bps以上流れ、0.4915%と今年の3か月物入札としての最高金利となった。

CP発行市場では、事業法人による四半期末の有利子負債圧縮の影響を受け、月末残高は前月末比で約3兆6,000億円の減少となる約21兆9,700億円だった。なお、前年同月比では約800億円の増加であった。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、9月は国債の大量償還月だったものの、今回は貸出増加支援資金供給の期落ちが影響して、一時500兆円台を割り込む等大きく残高を落とす展開となった。月初は2年債の発行・償還(償還金額2.9兆円に対して発行金額は2.6兆円と減額発行ながらも、償還額には日銀保有分が1.0兆円含まれており、差引0.7兆円の財政揚げ要因)や各種財政融資資金の回収等により、前月末比約3兆円減少の約521兆円でスタートした。その後は増加要因として、普通交付税交付金の払い(3日)や国債の大量償還および利払い(22日)、月を通しての日銀の国債買入れなどがあったものの、減少要因として、税・保険揚げ(3日)や貸出増加支援資金供給の期日到来(12日:約14.9兆円の期落ちに対して約1.0兆円の借換えにより、ネットで約13.9兆円の日銀当座預金減少要因)や、こちらも月を通しての国債発行などがあり、約502兆円に減少し越月した。



(10月の短期金融市場見通し)

前述の通り、9月決定会合で2名の審議委員による利上げ提案があったこと等を踏まえ、短期金融市場でも近い将来の利上げが徐々に意識される展開を予想する。10月30・31日開催の金融政策決定会合は、引き続き、賃金・物価情勢の強さと海外経済の不確実性を見て判断する会合となるだろう。この点、9月19日の金融政策決定会合後の記者会見で植田総裁は「現在の実質金利は極めて低い水準であり、見通しが実現すれば政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」と従来の方針を踏襲した。一方で、9月30日に公表された同会合の「主な意見」では、「金利の正常化を進める上では、ハードデータをもう少し確認してから判断しても遅くないだろう」や「米国経済の落ち込みの程度が目途がついていないため、当面の金融政策運営は、現状維持が適当と考える」との慎重な意見が見られた半面、「国内の物価との関係では待つことのコストも徐々に大きくなる」との指摘や、「見通しがオントラックであれば定期的な間隔で政策金利を調整すべき」、「中立金利に近づけておくべき」といった利上げに前向きな意見も複数見られた。今後の利上げのタイミング

を見極める上では、本日公表された「短観」の評価や、3日の植田総裁の大阪市での記者会見、6日の支店長会議（同日に地域経済報告（さくらレポート）の公表）などを含めた日銀からの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）は、こちらも引き続き補完当座預金制度の適用金利を若干下回る水準での推移を予想する。なお、当月の国債買入オペでは、1年超3年以下と3年超5年以下、5年超10年以下、10年超25年以下のオファー金額が9月の実績から減額（1年超3年以下：3,250億円→3,000億円、3年超5年以下：3,250億円→2,800億円、5年超10年以下：3,500億円→3,050億円、10年超25年以下：1,350億円→1,150億円）され、月間のオファー金額は3兆3,000億円と約4,000億円の減額が予定されている。

新発 TDB3 か月物は、近い将来の利上げの織り込みが進むことでの金利上昇が見込まれる一方で、中期債等と比較して相対的に価格変動リスクの低い TDB3 か月物に対しては一定の需要が見込まれるため金利上昇しにくくなる展開には留意したい。なお、TDB3 か月物については、9月までは償還銘柄対比でわずかに減額発行（1334 回債で▲1,000 億円）であったが、3 日入札予定の 1335 回債では発行額 4 兆 3,000 億円と償還（1316 回債）額と同額での発行予定となり、以降も同様の見込みである。ところで、6 月 23 日に財務省が公表した「令和 7 年度国債発行計画」では、10 月より割引短期国債（6 か月物）の発行増額（1 回あたり 3,000 億円の増額）が示されていたが、9 月 2 日公表の対民間収支によると TDB（6 か月物）の公募発行見込額の間値は 3.5 兆円と 9 月の発行実績と同額となっている。2 日の TDB6 か月物の発行予定公表ではこの点を確認したい。

CP 市場は、発行残高は四半期末要因の剥落により月末にかけて増加することが見込まれる。発行金利については、10 月会合が近づくにつれて利上げの織り込みが進み、徐々に上昇する展開か。

3. 海外経済情勢 （金融政策）

米 FOMC（連邦公開市場委員会）は 9 月 16・17 日の定例会合で、FF（フェデラルファンド）金利の誘導目標レンジを 25bp 利下げし 4.00～4.25%とした。なお、採決は賛成 11：反対 1 となり、9 月 16 日に就任したばかりのミラン理事が 50bp の利下げを主張して反対票を投じた。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、2025 年末の FF 金利の予想中央値が 3.625%となり、あと 50bp の利下げを示唆するものとなった。

（経済・景況判断）

米国では 8 月の ISM 製造業景況感指数が 48.7（前月比+0.7 ポイント）となり、景気判断の分かれ目となる 50 を 6 か月連続で下回った。8 月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は 2.2 万人の増加、(2)失業率は 4.3%（7 月は 4.2%）、(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 3.7%の増加となった。なお、先月発表時には、5・6 月の非農業部門雇用者数が先々月発表時から大幅に下方修正されたことが注目されたが、今回は 6 月が 1.3 万人の減少（▲2.7 万人の下方修正）、7 月が 7.9 万人の増加（+0.6 万人の上方修正）であった。

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

8 月のユーロ圏製造業購買担当者指数（PMI）改定値は 50.7（前月比+0.9 ポイント）となり、景気判断の分かれ目となる 50 を 2022 年 6 月以来初めて上回った。一方、8 月の中国の S&P グローバル製造業 PMI は 50.5（前月比+1.0 ポイント）と、こちらは 2 か月ぶりに 50 を上回った。（なお、海外経済情勢については、本日発行の当社「マクロ経済レポート」もご参照下さい。）

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。

※米国における政府機関閉鎖の影響により、経済指標の公表予定が変更となる可能性があります。

	日本		米国等
		国債入札等	
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（9月）、ISM 製造業景況感指数（9月）
2日	日銀短観（9月調査、調査全容）、内田副総裁挨拶（全国証券大会）	10年利付国債	製造業新規受注（8月）
3日	労働力調査（8月）、植田総裁挨拶（大阪）	国庫短期証券（3か月）、交付税及び贈与税配付金特別会計借入金（6か月）	雇用統計（9月）、ISM サービス業景況感指数（9月）
6日	日銀支店長会議における報告（さくらレポート）		
7日	景気動向指数（8月速報）	30年利付国債	
8日	景気ウォッチャー調査（9月）		FOMC 議事要旨（9月16・17日会合分）
9日		国庫短期証券（6か月）、5年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	ECB 金融政策理事会議事要旨（9月10・11日会合分）
10日		国庫短期証券（3か月）	
13日	祝日（スポーツの日）		米国祝日（コロンブス・デー）
14日			
15日	鉱工業生産指数（8月確報）	20年利付国債	消費者物価指数（9月）、小売売上高（9月）、ベージュブック（地区連銀経済報告、10月28・29日会合分）
16日	機械受注（8月）、田村審議委員挨拶（沖縄）	国庫短期証券（1年）、交付税及び贈与税配付金特別会計借入金（6か月）	生産者物価指数（9月）
17日	内田副総裁挨拶（全国信用組合大会）	国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（5～15.5年）	
20日	高田審議委員講演（中国経済連合会）		
21日		10年クライメート・トランジション利付国債	
22日			
23日		流動性供給入札（15.5～39年）、交付税及び贈与税配付金特別会計借入金（6か月）	中古住宅販売件数（9月）
24日	全国消費者物価指数（9月）、景気動向指数（8月改定）	国庫短期証券（3か月）	
27日			耐久財受注（9月）、新築住宅販売件数（9月）
28日			
29日			FOMC（28日～）
30日	金融政策決定会合（29日～）		GDP（7-9月期速報）、ECB 金融政策理事会（29日～）
31日	労働力調査（9月）、東京都都区消費者物価指数（10月中旬速報値）、鉱工業生産指数（9月速報）	国庫短期証券（3か月）、2年利付国債	PCE デフレーター（9月）
11月3日	祝日（文化の日）		製造業新規受注（9月）、ISM 製造業景況感指数（10月）
4日			

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