

**「政策の局面が変化」しており、次の利上げを巡る日銀の情報発信を注視****1. 国内経済情勢
（経済・景況判断）**

8 日に発表された 2026 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（2 次速報値）は、前期比 0.4%、年率換算では 1.4%と、1 次速報値（それぞれ 0.3%、1.1%）から上方修正となった。また GDP デフレーターの前年同期比は 2.6%と、こちらは 1 次速報値と同じ伸び率となった。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+0.7%となった。18 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 1.7%の上昇（7 月は 1.8%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする 2%を 8 か月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では前年同月比 1.9%の上昇（7 月も同じ）となった。なお、東京都都区消費者物価指数（9 月中旬速報値）については 10 月 2 日の公表予定となっている。

政府は、29 日に発表した 9 月の月例経済報告において、国内景気の基調判断を、「景気は、緩やかに回復しているが、中東情勢や自然災害の影響を注視する必要がある」と、前月から判断を据え置いた。個別項目では、生産の判断を上方修正したほか、貿易・サービス収支の項目の表現を、前月の「おおむね均衡している」から「赤字となっている」へと変更した。

（なお、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 21 となり、前回 6 月調査（同 18）から+3 ポイント上昇した。また今回調査の同「先行き」は 15 と、こちらも 3 月調査（同 11）から上昇した。）

日銀は、9 月 17・18 日の定例会合において、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準を、それまでの 1.00%程度から 1.25%程度へ 25bp 利上げすることを決定した。採決は賛成 7、反対 2 となり、浅田審議委員と佐藤審議委員が政策金利の据え置きを主張して反対票を投じた。なお、今回の決定会合では、気候変動対応オペについて貸付金利を変動金利（政策金利の貸出期間中における平均値）に変更するほか、貸付金額に上限を設定することとし、また被災地金融機関支援オペについても同様に貸付金利を変動金利とすること、共通担保資金供給オペ（入札によらない方式）については同様の変動金利方式を追加することとした（全員一致）。

会合後に公表された「経済・物価の現状と見通し」と題された資料では、「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、…2026 年度後半以降、2%をはっきりと上回る水準まで伸び率を高めていくと予想される。その後、「展望レポート」の見通し期間後半には、…2%程度に向けてプラス幅を縮小していくと考えられる。…こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想され、2026 年度後半から 2027 年度にかけて「物価安定の目標」と概ね整合的な水準となり、その後も同程度で推移すると考えられる」とされ、7 月「展望レポート」における見通しをほぼ踏襲するものとなった。なおこれに関して、高田審議委員は「基調的な物価上昇率を含め、消費者物価は既に概ね「物価安定の目標」に達する水準にあるとして」、田村審議委員は「基調的な物価上昇率は「物価安定の目標」と既に概ね整合的な水準で推移するとして」、それぞれ反対票を投じている。

**2. 短期金融市場の動向
（9 月の短期金融市場動向等）**

9 月の短期金融市場について、まず無担保コール取引については、オーバーナイト物金利は金融政策決定会合 2 日目の 18 日までは補充当座預金制度の適用金利を若干下回る水準で推移し、利上げ決定翌営業日の 24 日以降についても新たな適用金利（1.25%）をわずかに下回る水準で推移した。ターム物については、決定会合にかけ利上げを織り込む動きがみられ、前月比で金利水準が上昇した。なお、無担保コール取引の市場残高は月後半に

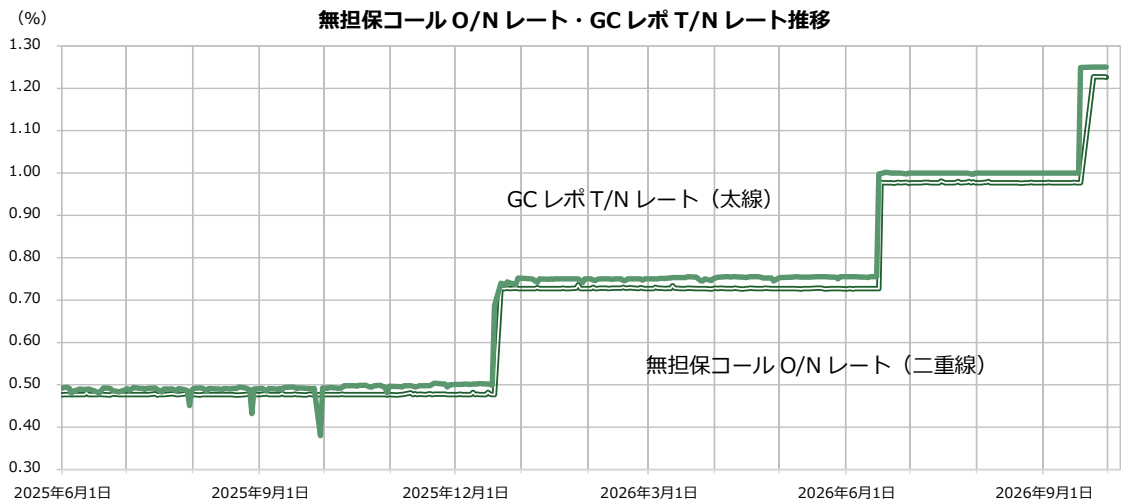
かけて増加し、9月29日には11兆4,777億円とマイナス金利政策解除以降の最大残高を記録し、9月平残（営業日ベース、当社集計）についても10兆6,726億円（営業日ベース、当社集計）と、8月平残の10兆1,504億円（日銀公表）を上回り、こちらもマイナス金利解除以降で最大の残高となった。

債券レポ GC レート（東京レポレート・トムネベース）も無担保コール市場と同様に、金融政策決定会合前まではオファー（資金調達）サイドの需要を背景に1.0%に張り付いて推移したのち、利上げが決定された会合2日目の18日には1.249%に上昇するとその後も1.25%に張り付いて推移した。ターム物については、9月の金融政策決定会合をまたぐ期間に入ったものから順次金利水準が切り上がり、会合2日目の18日には1か月以内の期間が新たな政策金利である1.25%近辺へ上昇した。また、3か月以上の期間についても、月を通して金利水準が上昇した。

TDB市場では、3か月・6か月・1年の各償還期限で、それぞれ1回当たり約6,000億円、約8,000億円、約7,000億円償還額を下回る「減額ロール」が継続した。こうしたもとでも、金融政策決定会合に向けた利上げの織り込みを背景に、TDB金利は各償還期限で上昇した。具体的には3か月物の募入最高利回り（以下、同じ）は、4日入札（1404回債）が1.1181%となり、前回債（8月28日入札、1403回債、1.0858%）を上回り、11日入札（1406回債）についても1.1867%となった。その後、金融政策決定会合初日の17日入札（1408回債）は1.2292%へ上昇し、25日入札（1410回債）も1.2709%となった。なお、1406回債については、金融政策決定会合を翌週に控え、入札参加者必要額のみを確保する姿勢から、募入平均利回り1.1149%に対し、募入最高利回りは1.1867%となり、テールは7bp以上となった。また、6か月物は、9日入札の1405回債が1.3009%となり、前回債（8月6日入札、1398回債、1.1833%）から上昇し、1年物についても、16日入札（1407回債）が1.5884%と、前回債（8月19日入札、1401回債、1.4404%）から上昇した。

CP市場では、CP市場では、金融政策決定会合前には、1か月物が1.1%台～1.2%台、3か月物が1.3%台～1.4%台を中心に出会いがみられた。会合後は、それぞれ1.2%台後半～1.3%台、1.4%台～1.5%台を中心とするなど、発行レートのレンジが若干切り上がった。また、事業法人による四半期末の有利子負債圧縮の動きから、月末のCP発行残高は前月末比で約2兆4,400億円減少し、約23兆4,500億円となった。なお、前年同月末比では約2,300億円の増加であった。

日銀当座預金残高は、1日に約419兆円でスタートした。その後は、税保険揚げ（2日）や貸出増加支援資金供給のエンド（14日）、国債発行などにより16日には約409兆円に減少した。以降は、増加要因として国債の大量償還および利払い（24日）などがあり、約417兆円へ回復して越月した。



（10月の短期金融市場見通し）

金融政策については、9月金融政策会合後の記者会見で植田総裁は、基調的な物価上昇率

が 2% へ近づくなか、「基調物価上昇率を 2% 程度の水準で安定させていくという観点が重要になっている」としたうえで、「政策の局面が変化した」との認識を示した。一方、今後の利上げペースについては、「何か特定のものを念頭に置いてるかと言われれば、それはない」とし、経済・物価の見通しとリスクを点検し、毎回の決定会合で政策を判断する考えを示した。10 月 29・30 日に開催される同会合を占う上で、本日公表の「短観」や 9 月会合の「主な意見」に加えて今後の日銀当局者の発言、政府とのコミュニケーションに関する報道等に注目したい。また、その後の利上げのタイミングを見極めるために、会合後に公表される「展望レポート」ならびに総裁記者会見を確認したい。

無担保コール O/N 物金利は、補完当座預金制度の適用金利との裁定を背景に、1.25% をわずかに下回る水準で推移が見込まれる。また、ターム物については、10 月会合をまたぐ期間を中心に、上昇圧力がかかる展開を予想する。

債券レポ GC (トムネ) についても、引き続きオファーサイドの資金調達需要を背景に、政策金利である 1.25% に近い水準で推移すると予想する。ターム物についてはこちらも上昇圧力がかかりやすい一方で、TDB 金利の上昇度合いが緩やかなものとなることで、GC レポ金利の頭を抑える可能性にも留意したい。

TDB 市場では、次回会合までの日数が近づくにつれて少しずつ金利上昇することが見込まれる一方で、9 月 2 日に公表された財務省「財政資金対民間収支」によれば 10 月の公募発行見込み額によると、3 か月物と 1 年物がさらに減額 (3 か月物: 3.5 兆円→3.3 兆円、1 年物: 2.5 兆円→2.2 兆円。但しその後 9 月 25 日に、10 月 2 日に入札予定の 3 か月物 TDB1410 回債は発行額が 3.5 兆円の予定である旨がアナウンスされている) されることや、中長期債と比較して価格変動リスクが小さい TDB への待機資金の流入などが金利上昇圧力を緩和する展開も考えられるか。なお、当月の国債買入については、2026 年 6 月会合での決定内容 (2027 年 1~3 月までは原則として毎四半期 2,000 億円程度ずつ減額、2027 年 4 月以降は 2 兆円程度買入れ) に基づき、1 年超 3 年以下、3 年超 5 年以下、5 年超 10 年以下、10 年超 25 年以下の 1 回あたりのオファー金額が 9 月の実績から減額 (1 年超 3 年以下: 3,550 億円→3,300 億円、3 年超 5 年以下: 3,200 億円→2,900 億円、5 年超 10 年以下: 3,350 億円→3,050 億円、10 年超 25 年以下: 1,000 億円→850 億円) され、月間のオファー金額は 2 兆 3,000 億円となっている。

CP 市場では、四半期末要因の剥落により発行残高は月末にかけて増加すると見込まれる。発行金利については、近い将来の利上げが意識される中、上昇圧力がかかりやすい展開が予想される。

ところで前述の通り、9 月会合にて共通担保資金供給オペ (入札によらない方式) について変動金利方式の導入が決定されたが、これを踏まえ日銀は 25 日に「固定金利方式にて、適宜の金額で実施してきた短期の共通担保資金供給オペについては、… 今後は、変動金利方式にて、適宜の金額で実施します。」との公表を行った。これまでは、2 週間ごとに実施されていた短期のオペにおいて、決定会合を跨ぐ期間のオファーでは大きく応札倍率が上昇 (案分比率が低下) する傾向にあり、例えば直近の 9 月会合跨ぎの実施 (貸付期間: 9 月 16 日~9 月 30 日) についても案分比率が 14.1% と、9 月 1 日オファー (貸付期間: 9 月 2 日~9 月 16 日) の同 39.6% や直近 29 日オファー (貸付期間: 9 月 30 日~10 月 14 日) の同 40.0% との比較で大きく低下する結果となった。今後の決定会合跨ぎのオペでの応札動向の変化には注目したい。

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 15・16 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 利上げし 3.75~4.00% とした。採決は FOMC メンバーのうち投票権を持つ 12 名 (ウォーシュ議長を含む FRB 理事 7 名と地区連銀総裁 5 名) の全員一致であった。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。なお前回同様にウォーシュ議長は参加せず、対象者は 18 名) では、2026 年末の FF 金利の予想中央値が 4.125% となり、あと 25bp の利上げを示唆するものとなった。

(なお、9 月 FOMC の結果に関する詳細な分析については、本日公表の当社「マクロ経済レポート (<https://www.uedayagi.com/macroeconomics/2026-10/>) をご参照ください。]

ECB は 9 月 9・10 日の政策理事会で、主要政策金利の預金ファシリティ金利を 25bp 利上げし 2.50%とした。利上げは 6 月以来 2 会合ぶり。

(経済・景況判断)

米国では 8 月の ISM 製造業景況感指数が 54.6 (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 8 か月連続で上回った。8 月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は 16.2 万人の増加 (7 月は 2.1 万人の増加 (先月公表の 2.3 万人の減少から上方修正)、6 月は 3.1 万人の増加 (同 2.0 万人の増加から上方修正))、(2)失業率は 4.1% (7 月も同じ)、(3)時間当たり平均賃金は前月比 0.3%の上昇、前年同月比では 3.1%の上昇となった。8 月の消費者物価指数 (CPI) は前年同月比 3.4%の上昇 (7 月も同じ)、除く食品・エネルギーでは同 2.5%の上昇 (7 月は 2.4%の上昇) 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 52.7 (前月比+0.8 ポイント) となり、2022 年 5 月 (54.6) 以来の高い水準を記録した。また景気判断の分かれ目となる 50 を上回るのは 7 か月連続。一方、8 月の中国の S&P グローバル製造業 PMI は 51.5 (前月比+0.6 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	
10月1日	日銀短観（9月調査、概要および要旨）、金融政策決定会合における主な意見（9月17・18日会合分）	交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	米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）、労働力調査（8月）、東京都区部消費者物価指数（9月中旬速報値）	国庫短期証券（3か月）	米雇用統計（9月）、米製造業新規受注（8月）
5日		交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	米ISMサービス業景況感指数（9月）
6日	植田総裁挨拶（全国証券大会）	10年利付国債	
7日	景気動向指数（8月速報）	エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	米FOMC議事要旨（9月15・16日会合分）
8日	景気ウォッチャー調査（9月）、日銀支店長会議における報告（さくらレポート）	国庫短期証券（6か月）、30年利付国債	ECB金融政策理事会議事要旨（9月9・10日会合分）
9日		国庫短期証券（3か月）	
12日	祝日（スポーツの日）		米国祝日（コロンブス・デー）
13日			米中古住宅販売件数（9月）
14日		5年利付国債	米消費者物価指数（9月）、米ベージュブック（地区連銀経済報告、10月27・28日会合分）
15日	機械受注（8月）、鉱工業生産指数（8月確報）、小枝審議委員挨拶（熊本県金融経済懇談会）	交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	米生産者物価指数（9月）、米小売売上高（9月）
16日	植田総裁挨拶（内田副総裁代読、全国信用組合大会）	国庫短期証券（3か月）	
19日		国庫短期証券（1年）	
20日		20年利付国債	
21日			
22日		流動性供給入札（残存期間5年超11年以下）、交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	
23日	全国消費者物価指数（9月）	国庫短期証券（3か月）	
26日	景気動向指数（8月改定）		
27日		流動性供給入札（残存期間11年超39年未満）	米耐久財受注（9月）、米新築住宅販売件数（9月）
28日		交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	米FOMC（27日～）
29日		国庫短期証券（3か月）、2年利付国債	米GDP（7-9月速報）、米PCEデフレーター（9月）、 ECB金融政策理事会（28日～）
30日	労働力調査（9月）、東京都区部消費者物価指数（10月中旬速報値）、鉱工業生産指数（9月速報）、外国為替平衡操作の実施状況（月次ベース、9月29日～10月28日）、 金融政策決定会合（29日～）		
11月2日		5年クライメート・トランジション利付国債	米ISM製造業景況感指数（10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