

マーケット・アイ

【概要】

(情勢判断)

- 内閣府は、8月27日に行われた月例経済報告で、日本経済の現状について、「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7月の判断を維持。

(金融政策)

- 日本銀行は 9 月 19 日の金融政策決定会合で政策金利を 5 会合連続で 0.5%に据え置いた(今回は、2 名の委員が利上げを主張して反対)。当面の金融政策運営に関しては、引き続き、利上げスタンスにある中、植田総裁は、「様々なリスク、特に米国の、あるいは各国の通商政策の日本経済への影響を巡る不確実性が高い中で、もう少しデータをみたいという局面にある」と述べた。こうした中、OIS 市場では、次回 10 月会合(29・30 日)での利上げも相応に織り込むレートが形成されているが、見方は分かれている。10 月 1 日に公表される短観の結果や支店長会議での報告、正副総裁による講演・挨拶の内容が注目される。なお、今回会合では、ETFおよびJ-REITの市場売却決定。
- FRBは、9月17日のFOMCで、政策金利の誘導レンジを0.25%引き下げ、4.00~4.25%とした(6会合ぶり)。パウエル議長は、インフレリスクは上方、雇用リスクは下方に傾く難しい状況の中での、「リスク管理的な利下げ(a risk management cut)」と説明。インフレについては、「持続的なインフレ爆発の可能性は低い」と述べた。SEPでは、参加メンバー19名のうち、12名が年内の追加利下げを予想、うち10名が2回以上を見込んでいる。トランプ大統領が大幅な利下げ要求を続け、FRB人事への介入が強まっていることもあり、OIS市場では、次回10月会合(28・29日)での利下げが確実視されているほか、年内の追加利下げも織り込む動き。
- ECBは、9月11日の定例理事会で、預金ファシリティ金利を全員一致で2.0%に据え置いた(2会合連続)。ラガルド総裁は、会合後の記者会見で、「デysinフレのプロセスは終わった(the disinflationary process is over)」との認識を示した。こうした中、OIS市場では、次回の10月会合(30日)も据置きが確実視されており、それ以降も据え置きが続くことが予想されている。

(当面の短期金融市場見通し)

- 無担保コール O/N 物(TONA)については、当面、概ね 0.477%程度での推移が続く見込み。一方、ターム物については、利上げ観測の高まりに伴い、期間が長めのものからレートが切り上がっていく展開が予想される。
- 債券レポ GC レート(T/N)については、9 月末近辺に期末要因による一時的なレート低下が想定されるが、期明け後は再び上昇し、在庫状況や担保需要などに応じた振れを伴いながら、0.40~0.50% 近辺を中心に推移することが予想される。
- 短国市場については、9 月会合以降、利上げ警戒感の高まりを背景に、利回りは全般的に上昇傾向となっており、6M 物や 1Y 物に関しては、利上げのタイミングを巡る思惑による振れを伴いながら、入札を通じてレートが切り上がる展開が予想される。
- CP の発行残高は、期末の有利子負債圧縮ニーズにより、9 月末に向けて発行残高が大きく減少するものの、資金調達ニーズは根強く、10 月入り後に回復する見込み。発行レートについては、10 月会合での利上げも意識される中、長めの銘柄からレートが切り上がる展開が予想される。

1. 政府の情勢判断

- 内閣府は、8月27日に行われた月例経済報告で、日本経済の現状について、「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、前月の判断を維持した。
- 先行きについては、「雇用・所得環境の改善や各種政策の効果が緩やかな回復を支えることが期待される」としながらも、「米国の通商政策の影響による景気の下振れリスクには留意が必要」との認識を示した。また、物価上昇の継続が消費者マインドの下振れ等を通じて個人消費に及ぼす影響なども、我が国の景気を下押しするリスクとなっている。」とした。
- 世界経済については、「持ち直しが緩やかになっており、一部の地域において足踏みがみられるほか、関税率引上げに伴う駆け込み需要やその反動の影響、不透明感がみられる」、先行きについて、「通商政策による影響の広がりから、持ち直しの動きが弱まる可能性がある」との認識を示した。

—— 地域別においても前月の判断を維持した(太字は当社)。

アメリカ	アメリカでは、 景気の拡大が緩やか となる中、関税率引上げに伴う駆け込み需要やその反動の影響、 不透明感がみられる 。先行きについては、通商政策が物価や消費等に与える影響から、 その勢いが更に弱まる可能性 がある。また、 高い金利水準の継続 に伴う影響による下振れリスク、 通商政策など政策動向による影響 に留意する必要がある。
ユーロ圏	ユーロ圏では、 景気は持ち直しのテンポが緩やか になっている。ドイツにおいては、 景気は持ち直しの動きに足踏みがみられる 。先行きについては、米国の通商政策による影響から、 持ち直しの動きが更に弱まる可能性 がある。また、 今後の米国の政策動向による影響 に留意する必要がある。
中国	中国では、各種政策の効果がみられるものの、 景気は足踏み状態 となっている。先行きについては、各種政策の効果が期待されるものの、 通商問題による影響もあり足踏み状態が続く と見込まれる。また、 今後の通商問題の動向、不動産市場の停滞の継続や物価下落の継続による影響等 に留意する必要がある。

2.金融政策

【日本銀行】 政策金利を0.5%に据え置き

- 日本銀行は9月19日の政策委員会・金融政策決定会合において、政策金利を0.5%に据え置いた(5 会合連続)。この決定に関しては、高田委員、田村委員の2名が0.25%の利上げを主張して反対した。
- 日本経済の現状判断については、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」、海外経済については、「各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している」と従来の認識を据え置いた。
- 今後について植田総裁は、「わが国経済は、関税政策による下押し圧力を受けつつも持ちこたえ、基調的な物価上昇率もいったん伸び悩む局面はあるものの、その後は2%に向けて徐々に高まっていく」との見方を示したうえで、「米中間の関税交渉は現在も継続し、各国の通商政策等が金融・為替市場やわが国の経済・物価に及ぼす影響についても、なお不確実性が高い状況が続いていることには十分な留意が必要」と述べた。
- こうした中、金融政策運営に関しては、「現在の実質金利はきわめて低い水準にある」との認識の下、「経済・物価見通しが実現していく、あるいは実現する確度が高まっていくとすれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくことになる」とのスタンスを示しつつ、「様々なリスク、特に米国の、あるいは各国の通商政策の日本経済への影響を巡る不確実性が高い中で、もう少しデータをみたいという局面にある」と述べた。
- こうした中、OIS市場では、次回10月会合での利上げも相応に織り込むレートが形成されているが、見方は分かれており、10月1日に公表される短観の結果や支店長会議での報告、正副総裁による講演・挨拶の内容が注目される。
- なお、今回会合では、保有するETFおよびJ-REITを市場に売却することも決定した(資料1)。年間売却額は、ETFが3,300億円(簿価)、J-REITは50億円(簿価)。今後、ETF等の処分にかかる受託者を選定したうえで、所要の準備が整い次第、処分を開始する予定。

—— 市場の状況に応じ、売却額の一時的な調整や停止を行うことができるなど、市場の安定に配慮するための柔軟性を確保。また、ETF等の処分を開始した後、処分に関する基本方針や今後の売却の経験を踏まえ、金融政策決定会合において、年間の売却ペースを見直すこともあり得る。

【FRB】 政策金利を4.00～4.25%へ引き下げ

- FRBは、9月17日のFOMCで、政策金利の誘導レンジを0.25%引き下げ、4.00～4.25%とした(6会合ぶり)。
- パウエル議長は、会合後の記者会見において、足許について、「短期的には、インフレリスク

は上方、雇用リスクは下方に傾いており、難しい状況(a challenging situation.)」とし、今回の政策判断について、「ある意味でリスク管理的な利下げ(a risk management cut)。SEPを見ると今年・来年の成長予測はむしろ少し上がり、インフレや失業率はほぼ動いていない。何が違うかという、労働市場のリスクの状況が大きく変わった(a very different picture of the risks to the labor market)。前回会合時は月15万件の雇用増だったが、今は修正と新しい数字で、労働市場が本当に冷え込んでいる(really cooling off)ことが示唆されており、政策に反映すべきだと考えた。」と説明。利下げ幅を0.25%としたことについては、「過去5年間で大きな利上げや利下げを行ったのは、政策が大きくずれていて迅速な修正が必要な時だけで、今はそうした状況ではない。」と述べた。

- 今後の見通しについては、「政府政策の変更は今後も進展し、経済への影響は依然として不確実(remain uncertain)」とする一方、物価に関しては、「現状ではインフレは上昇し続ける見込みだが、数ヶ月前ほど高くはならないかもしれない。関税のインフレへの波及は遅く小さい。労働市場の軟化もあり、持続的なインフレ爆発の可能性は低い(a persistent inflation outbreak is less)」と考えている。」との見解を示した。また、バブルにつながるリスクに関しては、「家計や銀行は健全であり、構造的な脆弱性は高まっていない」とした。
- なお、SEPでは、参加メンバー19名のうち、12名が年内の追加利下げを予想、うち10名が2回以上を見込んでいる。
- こうした中、トランプ大統領が大幅な利下げ要求を続け、FRB人事への介入が強まっていることもあり、OIS市場では、次回10月会合(28・29日)での利下げが確実視されているほか、年内の追加利下げも織り込む動きとなっている。

【ECB】政策金利を2.0%に据え置き

- ECBは、9月11日の定例理事会で、預金ファシリティ金利を全員一致で2.0%に据え置いた。据え置きは2会合連続。
- ラガルド総裁は、会合後の記者会見で、「インフレ率は我々の望む水準にあり、中期的な見通しも目標通り。国内経済はレジリエンス(強さ)を示しており、労働市場も堅調、リスクもより均衡している」とし、「デシインフレのプロセスは終わった(the disinflationary process is over)」との認識を示した。
—— 今回更新された経済見通し(資料3)をみると、2025年の経済成長率は、0.9%から1.2%に上方修正。一方、総合インフレ率の修正幅は、2025年が2.0%から2.1%、2026年が1.6%から1.7%と小幅にとどまった。
- こうした中、OIS市場では、次回の10月会合(30日)も据置きが確実視されており、それ以降も据え置きが続くことが予想されている。

3.当面の短期金融市場見通し

- 無担保コール O/N 物(TONA)については、引き続き、日銀当座預金の付利先と非付利先との間での裁定取引が継続する中、レートについては、試し取りなどによる多少の上下を伴いつつ、当面、概ね 0.477%程度での推移が続く見込み。一方、ターム物については、利上げ観測の高まりに伴い、期間が長めのものからレートが切り上がっていく展開が予想される。
- 債券レポ GC レート(T/N)については、9 月末近辺に期末要因による一時的なレート低下が想定されるが、期明け後は再び上昇し、在庫状況や担保需要などに応じた振れを伴いながら、0.40～0.50%近辺を中心に推移することが予想される。
- 短国市場については、9 月会合以降、利上げ警戒感の高まりを背景に、利回りは全般的に上昇傾向となっており、6M 物や 1Y 物に関しては、利上げのタイミングを巡る思惑による振れを伴いながら、入札を通じてレートが切り上がる展開が予想される。
- CP の発行残高は、期末の有利子負債圧縮ニーズにより、9 月末に向けて発行残高が大きく減少するものの、資金調達ニーズは根強く、10 月入り後に回復する見込み。発行レートについては、10 月会合での利上げも意識される中、長めの銘柄からレートが切り上がる展開が予想される。

以 上

<参考>

資料 1



資料 2

2025年9月 F R B 経済見通し（中央値）

年度	実質GDP	PCE（コア）	失業率
2025	1.6（1.4）	3.1（3.1）	4.5（4.5）
2026	1.8（1.6）	2.4（2.4）	4.4（4.5）
2027	1.9（1.8）	2.1（2.1）	4.3（4.4）
2028	1.8	2.0	4.2
長期	1.8（1.8）	—	4.2（4.2）

（ ）は前回（2025年6月）公表値

出所：F R B

資料 3

2025年9月 E C B 経済見通し（中央値）

年度	実質GDP	HICP（総合）
2025	1.2（0.9）	2.1（2.0）
2026	1.0（1.1）	1.7（1.6）
2027	1.3（1.3）	1.9（2.0）

（ ）は前回（2025年6月）公表値 出所：ECB

資料 4

金融政策決定会合の日程

	日 銀	FRB	ECB
10月	29-30	28-29	30
11月	－	－	－
12月	18-19	9-10	18
2026年1月	22-23	27-28	－
2月	－	－	5
3月	18-19	17-18	19
4月	27-28	28-29	30
5月	－	－	－
6月	15-16	16-17	11
7月	30-31	28-29	23
8月	－	－	－
9月	17-18	15-16	10
10月	29-30	27-28	29
12月	17-18	8-9	17

資料 5

日米欧の金融政策

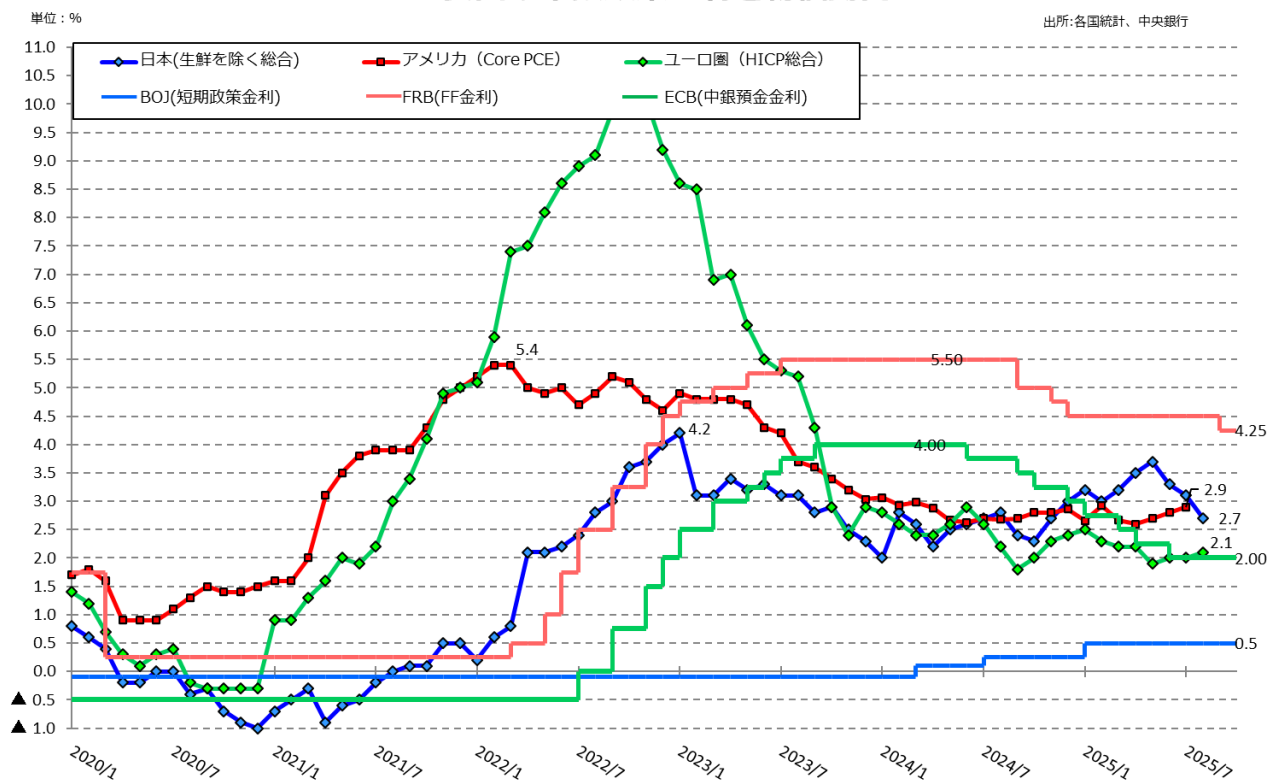
政策金利			主な付随政策
日本銀行	無担保コールO/N	0.50%	・2026年1～3月まで長期国債買入額を四半期毎に4,000億円ずつ、2026年4～6月以降四半期毎に2,000億円ずつ減額し、2027年1～3月に2兆円程度とする。（2026年6月に中間評価を実施予定）
F R B	フェデラルファンド金利	4.00～4.25%	・2025年4月からバランスシート縮小ペースを引き下げ 国債の月間償還額の上限を250億ドルから50億ドル 住宅ローン担保証券（M B S）は月間350億ドルで維持
E C B	預金ファシリティ金利 主要リファイナンスオペ金利 限界貸出ファシリティ金利	2.00% 2.15% 2.40%	・資産購入プログラム（APP、PEPP）の方針について再投資を終了し、慎重かつ予測可能なペースで減少

資料 6

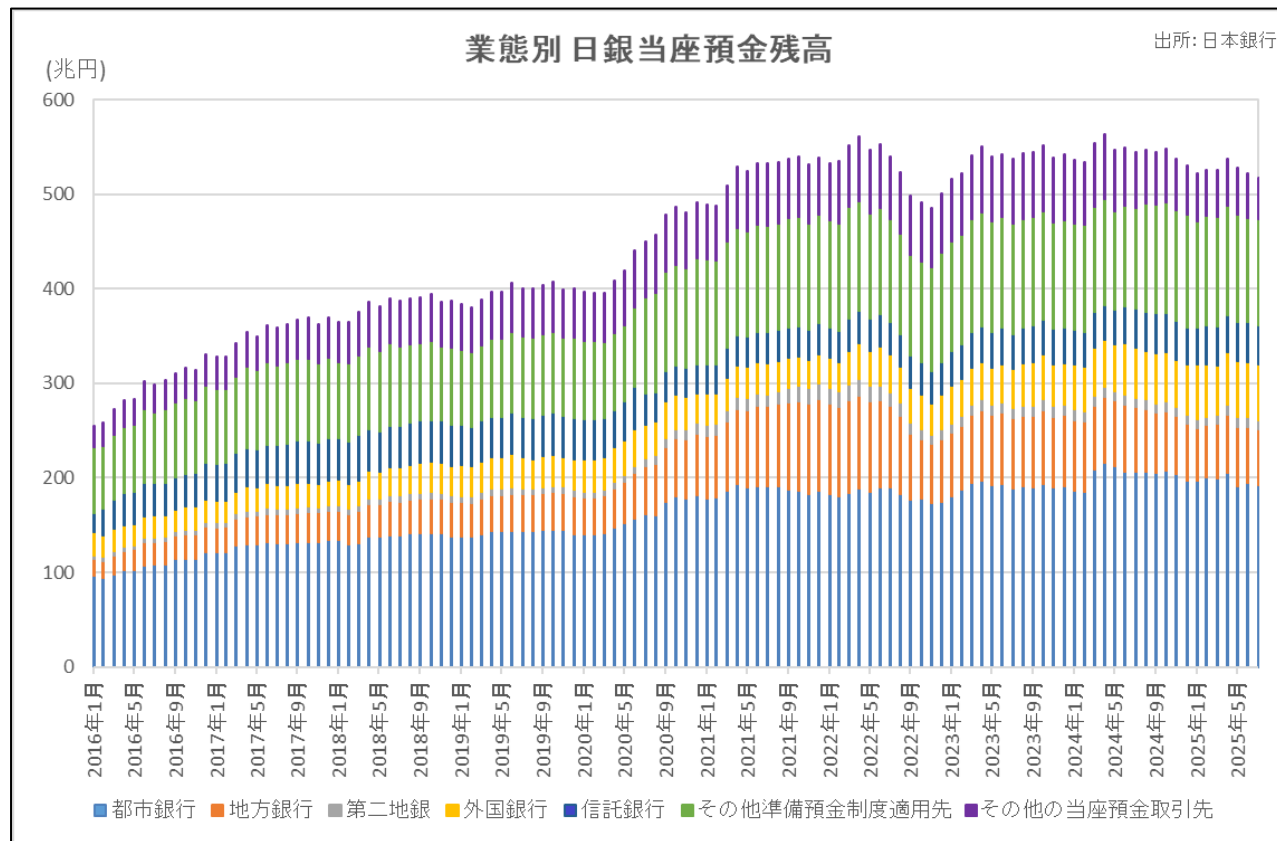
主要国の中銀政策金利と物価動向

* 政策金利がレンジの場合は上層を記載
* 物価は前年同月比

出所:各国統計、中央銀行

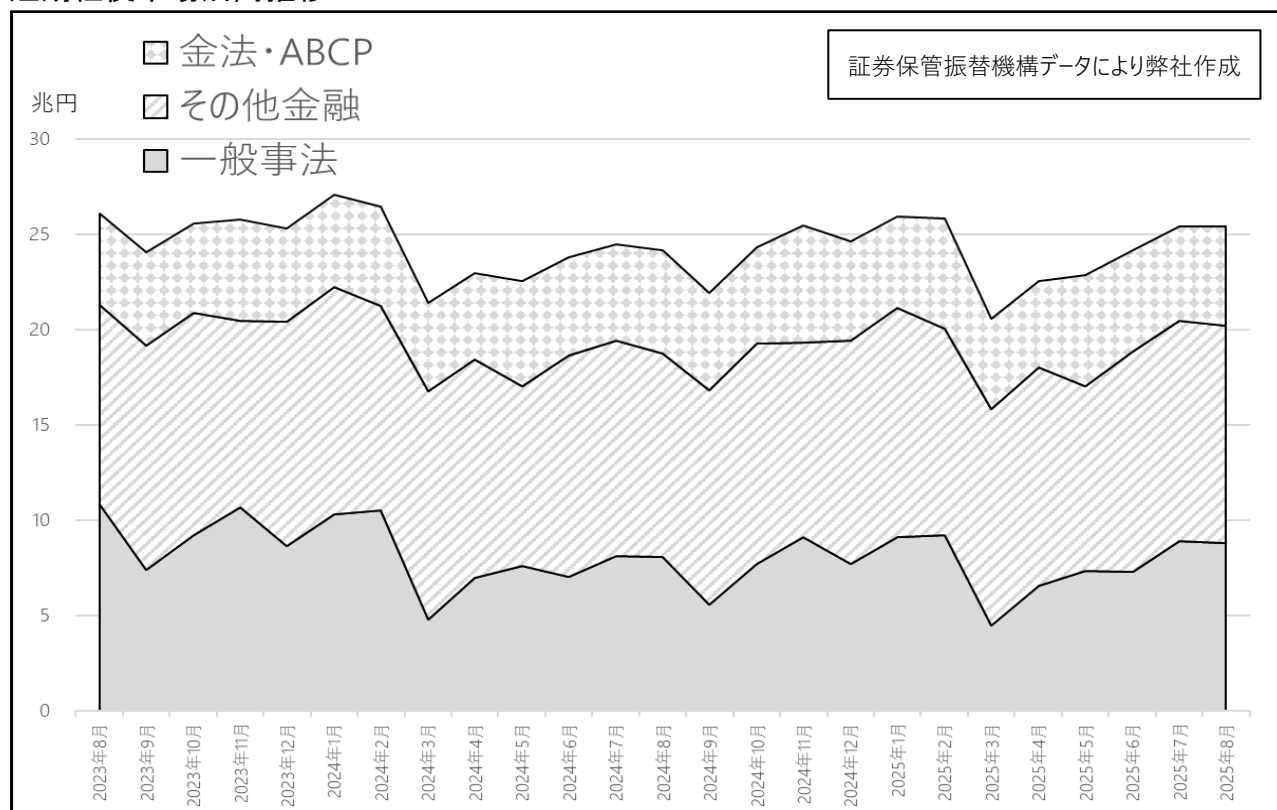


資料 7



資料 8

短期社債市場残高推移





セントラル短資株式会社

総合企画部企画調査グループ

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 3-3-14

Tel: 03-3246-2651 Fax: 03-3242-5012

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。ここに記載されているデータ、意見などはセントラル短資が信頼に足り、且つ正確であると判断した情報に基づき作成されたものではありませんが、当社はその正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容が事前連絡無しに変更されることもあります。当資料に記載された条件などはあくまでも仮定的なものであり、かかる取引に関するリスクを全て特定・示唆するものではありません。金融商品のお取引には価格変動によるリスクがあります。金融商品のお取引には手数料等をご負担頂くものがあります。金融商品取引法に基づきお渡しする書面や目論見書をよくお読み下さい。

セントラル短資株式会社登録金融機関関東財務局長(登金)第 526 号日本証券業協会加入