



内外環境の不透明性が短期金融市場に与える影響に留意

1. 国内経済情勢

(経済・景況判断)

7日に日銀は、2025年7-9月期GDP（2次速報）後のGDPギャップ推計値について▲0.35%と公表した（これに対し、先に公表された内閣府による推計は▲0.2%であった）。23日に発表された12月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比2.4%の上昇（11月は3.0%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を45か月連続で上回った。上昇率の縮小は、ガソリンに対する旧暫定税率廃止に向けた移行措置による補助金の拡充等でエネルギー価格が下落（▲3.1%）したことが主因。また「除く生鮮食品・エネルギー」では2.9%の上昇（11月は3.0%の上昇）となった。その後30日に発表された1月の東京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2.0%の上昇（11月は2.3%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では2.4%の上昇（11月は2.6%の上昇）と、共に前月から上昇率を縮小させた。

政府は、22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。

日銀は、1月22・23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0.75%程度）。なお採決は、賛成8、反対1となり、高田審議委員が「物価安定の目標」は概ね達成されており、海外経済が回復局面にあるもと、国内物価の上振れリスクが高いとして、無担保コールレートの誘導目標を1.00%へ0.25%ポイント利上げする議案を提出し、反対多数で否決された。

会合後に公表されたいわゆる「展望レポート」では、金融政策運営について、「…現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている。」とし、前回10月会合時の展望レポートの表現を踏襲した。

また「展望レポート」における、政策委員による2025年度の実質GDP（対前年度比）の見通しの中央値は+0.9%（10月レポート時点では同+0.7%）、2026年度の同見通しは+1.0%（同+0.7%）と共に引き上げられた一方で、2027年度の見通しは+0.8%（同+1.0%）と引き下げられた。一方、消費者物価指数（除く生鮮食品、対前年度比）の見通しの中央値は、2025～2027年度のそれぞれについて、+2.7%、+1.9%、+2.0%（10月レポート時点ではそれぞれ同+2.7%、+1.8%、+2.0%）と、概ね不变であった。（なお、次項も参照。）

2. 短期金融市場の動向

(1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0.75%をわずかに下回る水準で推移した。なお、無担保コール市場残高は26日に10兆1,657億円とマイナス金利政策解除後（2024年3月19日以来）初の10兆円台となった。

債券レポGCレート（東京レポレート・トムネベース）は、オファー（資金調達）サイドの需要が強く、月を通じて0.75%に張り付く時間帯が長く続いた。

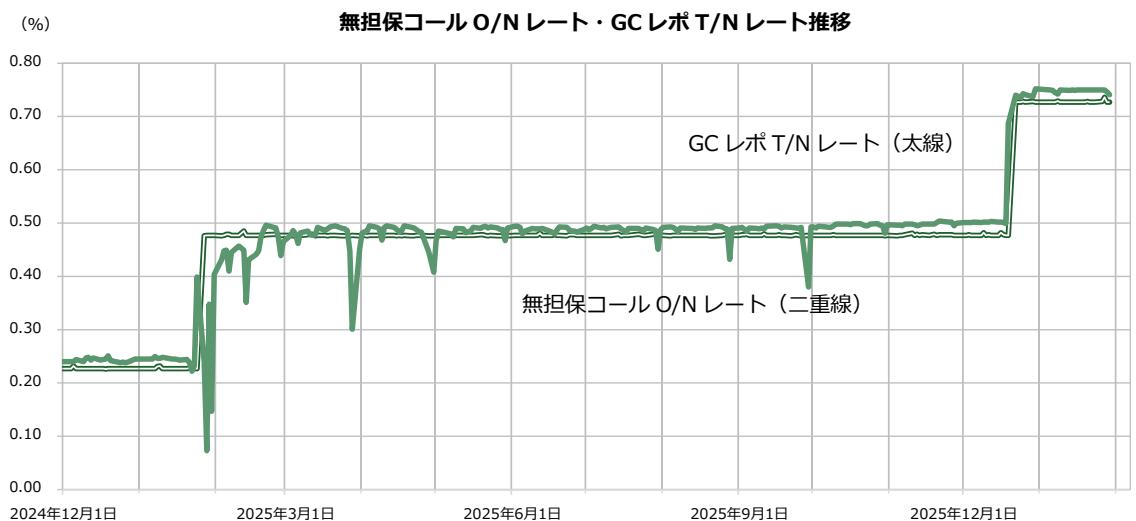
TDB市場では各期間で金利が上昇する展開となった。具体的には、8日入札の6か月物（1354回債）が募入最高利回り（以下、同様）0.7739%、19日入札の1年物（1357回債）が0.9764%と、それぞれ前回債（6か月物：1349回債、0.7023%、1年物：1351回債、0.8749%）を大きく上回った。この背景には、中長期金利の金利上昇が波及したこと

とに加え、比較的早期の再利上げが市場で意識されつつあることによるとみられる。3か月物についても利上げ後の落ち着きどころを探りつつ、徐々に金利上昇する展開となった。月初回の入札となる9日入札（1355回債）は0.6987%と前回債（12月18日入札、1352回債、0.6828%）から上昇した。その後の16日入札（1356回債）が0.7132%、22日入札（1358回債）が0.7393%と上昇し、30日入札（1359回債）については0.7586%と3か月物としては2000年12月25日入札以来（FB95回債、0.791%）の水準となった。

ところで、1月のわが国債券市場はボラタイルな展開となった。10年債については、19日には2.275%と1999年2月以来約27年ぶりの高水準を記録し、20日には2.380%へ上昇すると、下旬にかけては2.10%台へと低下した。（わが国債券市場の動向とその背景については、本日公表の当社「マクロ経済レポート」もご参照ください。）

CP発行市場では、年末要因の剥落により、月末残高は前月末比で約1兆6,800億円の増加となる約26兆1,200億円だった。なお、前年同月比でも9,300億円の増加であった。発行金利については、近い将来の利上げも意識されたためか前月より若干金利水準が上昇し、0.70%台後半～1.0%台が中心であった。

日銀当座預金は月初、約470兆円で始まった。その後は増加要因として気候変動対応オペの増額（15日：約7兆円の期落ちに対して約11兆円の応札があり、ネットで約4兆円の日銀当座預金増加要因）や月を通しての日銀による国債買入れなどがあった一方、減少要因として税・保険揚げ（7日）や源泉税揚げ（15日）、こちらも月を通しての国債発行などがあり、約464兆円で越月した。ところで、23日の外国為替市場で米ドル円が159円台から155円台に急落したこと、為替介入が実施されたとの疑惑が一部で取りざたされた。この点、当社の資金需給予想では、23日のスポット応当日である27日の財政等要因について3,000億円の財政資金揚げを予想（23日発刊の当社「デイリーシグナル」<https://www.uedayagi.com/dailysignal/2026-1-23/>を参照）していたが、27日に日銀が公表した「日銀当座預金増減要因と金融調節」によると同日の財政等要因の実績は6,000億円の財政資金揚げ、翌28日付けについても当社予想は2,000億円の財政払いに対し、日銀公表の実績では1,800億円の財政払いと、両日とも概ね予想通りの実績となつた。実際にもその後1月30日に財務省より公表された「外国為替平衡操作の実施状況（12月29日～1月28日分）」によると当該期間における為替介入の実績はなしとのことであった。



（2月の短期金融市場見通し）

次回（3月18・19日）の金融政策決定会合については、2月8日の衆議院議員総選挙の結果とその後の政局、財政政策（消費税減税や2026年度予算）、為替・長期金利動向などその間の外部環境要因が政策判断に大きく影響することが見込まれる。（なお、衆議院議員総選挙とそれに伴う金融市場動向に関しては、本日発行の当社「マクロ経済レポート」もご

参照ください)。これらの動向とともに、本日公表の1月金融政策決定会合の「主な意見」や、今後の正副総裁の講演・会見などを含めた日銀の情報発信も注視したい。この点、1月23日の金融政策決定会合後の総裁会見では「政策金利引き上げ後も、わが国の金融環境は緩和した状態が維持されている」と述べ、「経済・物価情勢の改善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」との従前からの基本方針を維持した。その上で、今後の注目点として、「金融環境がどう推移するかを確認するとともに」、「企業や家計の行動や経済・物価に及ぼす様々な影響を丁寧に点検」し、「企業に対して、ヒアリングを頻繁に行って丁寧に情報収集していく」とした。加えて為替については、「賃金・価格設定行動が積極化するもとで、国内価格の為替への反応が大きくなっている」可能性に言及し、「基調物価が2%に近づく中で小さな動きにも注意を払っていかないといけない」とした。今後の追加利上げの時期を占う上で、これらの注目点に対する日銀の評価がどのように推移するかを確認していくことが重要となろう。

無担保コールオーバーナイト物金利は、補完当座預金制度の適用金利である0.75%をやや下回る水準での推移を見込む。

債券レポ GC(トムネ)については、引き続きオファーサイドの資金調達需要を背景に0.75%程度での推移と予想する。ただし、債券市場におけるボラティリティの高まりが、レポ市場における資金調達動向に与える影響については留意したい。

TDB市場については、近い将来の利上げを見据えた金利上昇が考えられる一方、中期債等と比較して価格変動リスクが小さいTDBへ待機資金が流入する可能性や担保としてのTDB需要が高まる可能性の両面で意識したい。

CPI市場については、引き続き残高は高水準が維持される見通しである。発行金利については、近い将来の利上げが意識され、徐々に金利上昇する展開を予想するものの、利上げ観測の後退による金利低下には留意したい。

3. 海外経済情勢

(金融政策)

米FOMC(連邦公開市場委員会)は1月27・28日の定例会合で、金融政策を据え置いた(フェデラルファンド(FF)金利の誘導目標レンジは3.50~3.75%)。利下げは前回2025年12月会合まで3会合連続だった。今回の採決は賛成10:反対2で、ミラン理事とウォーラー理事が25bpの利下げを主張し反対票を投じた。

その後30日になり、米トランプ大統領は米FRB新議長にケビン・ウォーシュ氏を指名すると公表した。実際には議会(上院)での承認プロセスを経て就任となる。なお、パウエル現議長のFRB議長としての任期は本年5月に満了となる。それまでにFOMCは2回(3月、4月)の開催が予定されているが、その間パウエル氏が引き続き議長職にとどまるかは現時点では不透明。

(経済・景況判断)

米国では12月のISM製造業景況感指数が47.9(前月比▲0.3ポイント)となり、景気判断の分かれ目となる50を10か月連続で下回った。12月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は5.0万人の増加(11月は5.6万人の増加(先月公表の6.4万人から下方修正))。なお、10月は先月公表の▲10.5万人の減少から▲17.3万人の減少に下方修正)、(2)失業率は4.4%(11月は4.5%)、(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3.8%の増加となった。12月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比2.7%の上昇(11月も同じ)、除く食品・エネルギーでは同2.6%の上昇(11月も同じ)となつた。

12月のユーロ圏製造業購買担当者指数(PMI)改定値は48.8(前月比▲0.8ポイント)となり、景気判断の分かれ目となる50を2か月連続で下回った。一方、12月の中国のS&Pグローバル製造業PMIは50.1(前月比+0.2ポイント)と、こちらは50をわずかに上回った。

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。各日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大幅に変更となっているほか、多くの予定が未定となっておりますのでご注意ください。

	日本	国債入札等	米国等
2月 2日	金融政策決定会合における主な意見（1月 22・23日会合分）		ISM 製造業景況感指数（1月）
3日		10年利付国債、交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	
4日			ADP 雇用統計（1月）、ISM サービス業景況感指数（1月）
5日		30年利付国債	ECB 金融政策理事会（4日～）
6日	景気動向指数（12月速報）、増審議委員挨拶（愛媛）	国庫短期証券（3か月）	雇用統計（1月）
9日	景気ウォッチャー調査（1月）	国庫短期証券（6か月）	
10日		10年物価連動国債、国有林野事業債務管理特別会計借入金（5年程度）	小売売上高（12月）
11日	祝日（建国記念の日）		消費者物価指数（1月）
12日			中古住宅販売件数（1月）
13日	田村審議委員講演（神奈川）	国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（5～15.5年）、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	
16日	GDP（10-12月期1次速報）、鉱工業生産指数（12月確報）		米国祝日（ワシントン誕生日）
17日		5年利付国債、交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	
18日			耐久財受注（12月）、FOMC 議事要旨（1月 27・28日会合分）
19日	機械受注（12月）	国庫短期証券（1年）、20年利付国債、交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	
20日	全国消費者物価指数（1月）	国庫短期証券（3か月）	GDP（10-12月期速報）、PCE デフレータ（12月）、新築住宅販売件数（11・12月）
23日	祝日（天皇誕生日）		製造業新規受注（12月）
24日			
25日		流動性供給入札（15.5～39年）	
26日	景気動向指数（12月改定）、高田審議委員挨拶（京都）		
27日	東京都区部消費者物価指数（2月中旬速報値）、鉱工業生産指数（1月速報）	国庫短期証券（3か月）、2年利付国債	生産者物価指数（1月）
3月 2日	氷見野副総裁挨拶（和歌山）		ISM 製造業景況感指数（2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