



追加利上げの思惑によるターム物金利への上昇圧力は継続するか？

1. 国内経済情勢

（経済・景況判断）

16日に発表された2025年10-12月期の実質GDP成長率（1次速報値）は、前期比0.1%、年率換算では0.2%と2四半期ぶりのプラス成長となった。またGDPデフレーターの前年同期比は3.4%であった。

政府は、25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、米国の通商政策の影響が残るものの、緩やかに回復している。」とし、前月までの、「・・・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、・・・」から表現を変更した。個別項目では企業収益を上方修正したほか、消費者物価については「このところ上昇テンポが緩やかになっている」と、前月までの「上昇している」から表現を変更した。

20日に発表された1月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比2.0%の上昇（12月は2.4%の上昇）となり、2か月連続で前月から上昇幅を縮小させたが、日銀が「物価安定の目標」とする2%を46か月連続で上回った。一方、総合指数は前年同月比1.5%の上昇（12月は2.1%の上昇）と、こちらも前月から上昇幅を大きく縮小させた。これらは、エネルギー価格（前年同月比▲5.2%）や生鮮食品（同▲6.9%）の下落が主因。また「除く生鮮食品・エネルギー」では前年同月比2.6%の上昇（12月は2.9%の上昇）となった。その後27日に発表された2月の東京都部消費者物価指数（中速速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比1.8%の上昇（1月は2.0%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では2.5%の上昇（1月は2.4%の上昇）となった。

2. 短期金融市場の動向

（2月の短期金融市場動向等）

2月の短期金融市場は、追加利上げへの思惑から、ターム物金利への上昇圧力が生じる展開となった。

まず無担保コール市場については、下旬にかけて3か月物で1%台の出合いが見られた。一方で、オーバーナイト物加重平均金利は前月までと同様、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。

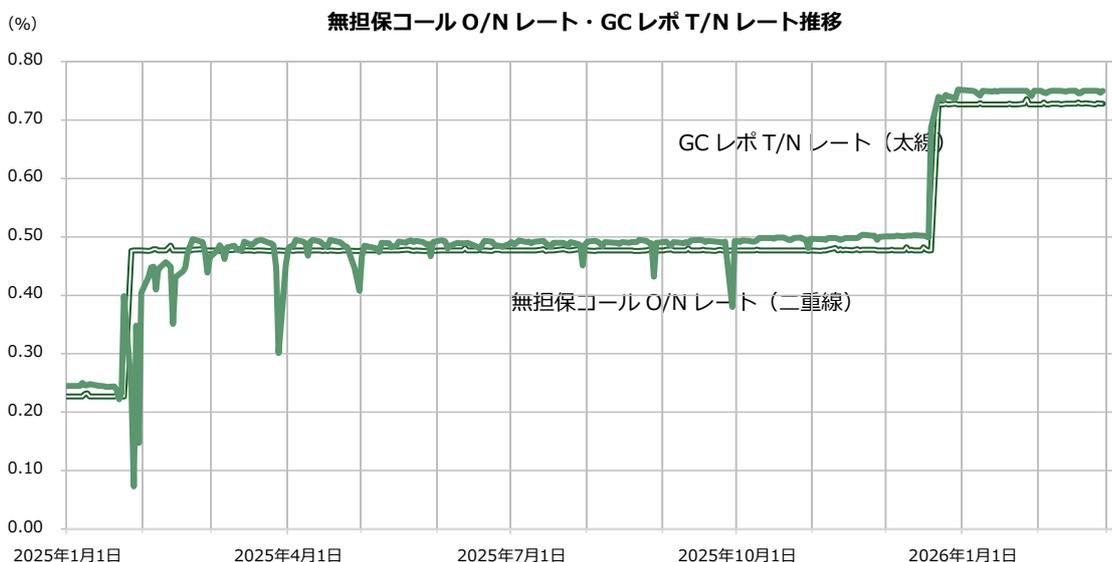
TDB市場でも前月から金利上昇の入札結果となった。具体的には6か月物については、9日入札（1361回債）において募入最高利回り（以下、同じ）0.8627%と、前回債（1月8日入札、1354回債、0.7739%）から大きく上昇した。1年物についても19日入札（1363回債）が1.0482%と、前回債（1月19日入札、1357回債、0.9764%）から上昇した。3か月物については、6日入札（1360回債、0.7574%）と13日入札（1362回債、0.7635%）は1月30日入札の1359回債（0.7586%）からほぼ横ばいの水準であったものの、その後の20日入札（1364回債、0.7781%）については応札倍率が2.38倍と直近10回の応札倍率の平均（3.12倍）を大幅に下回る低調な入札となった。27日入札（1365回債、0.7836%）の応札倍率は2.91倍と応札意欲の回復は見られたものの、政策金利に対してポジティブキャリーの水準で越月した。

債券レポGCレート（東京レポレート・トムベース）ではオファー（資金調達）サイドの需要が引き続き強く、月を通じて0.75%程度での推移が続いた。

CP発行市場では、発行金利は銘柄等によりばらつきはあるものの、前月より金利水準が上昇し、1か月物で0.8%台～1.0%台、3か月物で1.0%台～1.2%台での出合いが見られた。なお、月末残高は約26兆5,600億円と前月比で約4,400億円増加、前年同月比では約1兆3,600億円の増加であった。

ところで、これらターム物市場金利の上昇を反映してTIBORも金利上昇となった。具体的には3か月物が1月末時点の1.11%から2月末時点で1.22%、6か月物は同1.25%から1.34%となった。

日銀当座預金は月初 2 日は 2 年債の発行・償還（償還金額 3.2 兆円に対して発行金額は 2.8 兆円と減額発行ながらも、償還額には日銀保有分が 1.6 兆円含まれており、差引 1.2 兆円の財政揚げ要因）などにより前営業日比約 2.5 兆円減少の約 465 兆円で始まった。その後は年金定時払い（13 日）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（4 日）やこちらも月を通しての国債発行などがあり、約 461 兆円に減少し、越月した。



(3月の短期金融市場見通し)

3月 18・19 日の金融政策決定会合については、昨年 12 月の政策金利引き上げが経済・物価に与えた影響を検証するとともに、その間の物価動向、春闘を含む賃金交渉の状況、2 月 20 日の米最高裁による関税違憲判決とその後の代替関税導入など通商政策の動向と海外経済の状況などを丁寧に点検したうえで、政策判断が行われるだろう。この点、2 月 26 日に報じられた主要紙のインタビューで植田総裁は、米国の代替関税措置に関する日本経済の影響について「大きな影響はないとみているが、今後様々な動きがある可能性があるため、注意して見ていきたい」との見解を述べ、追加利上げを巡っては「3 月・4 月の会合までに得られる情報を丹念に点検したうえで意思決定を行いたい」とした。本行行われた氷見野副総裁の講演内容を確認するとともに、今後の政府との意思疎通に関する発信や 3 月会合における各委員の提案・投票の動向および会合後の総裁記者会見について注視したい。

なお、2 月 25 日には政府から日銀審議委員の人事案（野口旭委員（3 月 31 日任期）・中川順子委員（6 月 29 日任期）の後任としてそれぞれ浅田統一郎・中央大名誉教授および佐藤綾野・青山学院大教授）が国会に提示されている。

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である 0.75% をわずかに下回る水準での推移を見込む。一方で、ターム物金利の動向については留意したい。

債券レポ GC 金利は、23 日の国債大量償還および利払いを控えオファーが薄くなる可能性や、四半期末で債券現物需要が強まる可能性による一時的な金利低下は考えられる一方、引き続きオファーサイドの資金調達需要が強いことを見込まれる中、前月同様に 0.75% 程度での推移を予想する。

TDB 市場については、年度末にむけた担保ニーズが金利上昇の頭を抑える可能性も考えられるが、今後の利上げ時期を見極めながら水準を探る展開か。ところで、総務省が令和 8 年度地方財政対策において交付税特会と臨時財政対策債を合わせて過去最大の 6.3 兆円を縮減する計画としていることが報じられた（2 月 25 日）。

CP 市場については、期末の有利子負債の圧縮から月末残高は減少する見通しである。発行金利については、TDB 市場同様、利上げ織り込みが継続することに加え、決定会合までの日数が少なくなることによる金利上昇を予想する。

資金需給面では3月16日に貸出増加支援資金供給の満期が到来する(5.7兆円)。当月は国債大量償還月であることから、これによる当座預金残高の減少が短期金融市場に与える影響は緩和されると思われるが、いずれにしても留意が必要か。また、前週末にイスラエルと米国によるイランへの攻撃とイランによる報復が報じられており、金融市場全体に与える影響にも注意を払いたい。

3. 海外経済情勢

(金融政策)

18日に公開されたFOMC(米連邦公開市場委員会)議事要旨(1月27・28日開催分)によれば、「複数の参加者は、物価上昇率が目標水準を上回る状態が続く場合には、フェデラルファンド金利の目標範囲を上方修正することが適切となり得る可能性を反映し、委員会の将来の金利決定について両方向性を示す記述を支持した。("Several participants indicated that they would have supported a two-sided description of the Committee's future interest rate decisions, reflecting the possibility that upward adjustments to the target range for the federal funds rate could be appropriate if inflation remains at above-target levels.")」とされ、将来の金融引締めへの転換の可能性に対し言及があった。FOMCでは昨年12月会合まで3会合連続で利下げを決定した後、この1月会合では金利据え置きを決定していた。

(経済・景況判断)

米国では1月のISM製造業景況感指数が52.6(前月比+4.7ポイント)と大幅に上昇し、景気判断の分かれ目となる50を昨年2月以来11か月ぶりに上回った。大幅上昇となった要因としては、新規受注(前月比+9.7ポイント)や生産(同+5.2ポイント)が主。1月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は13.0万人の増加(12月は4.8万人の増加(先月公表の5.0万人から下方修正)。また11月も先月公表の5.6万人の増加から4.1万人の増加に下方修正された)、(2)失業率は4.3%(12月は4.4%)、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.4%の上昇、前年同月比では3.7%の上昇となった。1月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比2.4%の上昇(12月は2.7%の上昇)、除く食品・エネルギーでは同2.5%の上昇(12月は2.6%の上昇)となった。

1月のユーロ圏製造業購買担当者指数(PMI)改定値は49.5(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3か月連続で下回った。一方、1月の中国のS&Pグローバル製造業PMIは50.3(前月比+0.2ポイント)と、こちらは前月に引き続き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		米国等
		国債入札等	
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）
3日	労働力調査（1月）、植田総裁挨拶（FIN/SUM（フィンサム）2026）	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（2月）、ISM サービス業景況感指数（2月）、ベージュブック（地区連銀経済報告、3月17・18日会合分）
5日		30年利付国債	ECB 金融政策決定理事会議事要旨（2月4・5日会合分）
6日		国庫短期証券（3か月）	雇用統計（2月）、小売売上高（1月）
9日	景気動向指数（1月速報）、景気ウォッチャー調査（2月）	国庫短期証券（6か月）、流動性供給入札（5～15.5年）	
10日	GDP（10-12月期2次速報）	エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	中古住宅販売件数（2月）
11日		5年利付国債	消費者物価指数（2月）
12日			
13日		国庫短期証券（3か月）、10年クライメート・トランジション利付国債	GDP（10-12月期改定）、耐久財受注（1月）、PCE デフレーター（1月）
16日			
17日		国庫短期証券（1年）、20年利付国債	
18日		国庫短期証券（3か月）	生産者物価指数（2月）、製造業新規受注（1月）、 FOMC（17日～）
19日	機械受注（1月）、鉱工業生産指数（1月確報）、 金融政策決定会合（18日～）		新築住宅販売件数（1月）、 ECB 金融政策決定理事会（18日～）
20日	祝日（春分の日）		
23日			
24日	全国消費者物価指数（2月）	40年利付国債	
25日	景気動向指数（1月改定）、金融政策決定会合議事要旨（1月22・23日会合分）		
26日		流動性供給入札（1～5年）	
27日		国庫短期証券（3か月）	
30日	金融政策決定会合における主な意見（3月18・19日会合分）		
31日	労働力調査（2月）、東京都都区消費者物価指数（3月中旬速報値）、鉱工業生産指数（2月速報）	2年利付国債	
4月1日	日銀短観（3月調査、概要および要旨）		ADP 雇用統計（3月）、ISM 製造業景況感指数（3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