



12 月決定会合に向けた日銀の情報発信とそれを受けた市場の反応に注目

1. 国内経済情勢

（経済・景況判断）

17 日に発表された 2025 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率（1 次速報値）は、前期比▲0.4%（年率換算▲1.8%）と 6 四半期ぶりのマイナス成長となった。また GDP デフレーターの前年同期比は 2.8%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▲0.0%となり、4-6 月期にプラス転（0.3%）したところから再びマイナス圏となった。

21 日に発表された 10 月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比 3.0%の上昇（9 月は 2.9%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする 2%を 43 か月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では 3.1%の上昇（9 月は 3.0%の上昇）となり、両指数とも前月から伸び率を加速させた。その後 31 日に発表された 11 月の東京都部消費者物価指数（中旬速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比 2.8%の上昇（10 月も同じ）、「除く生鮮食品・エネルギー」でも 2.8%の上昇（10 月も同じ）となった。

政府は、26 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、前月から判断を据え置いた。個別項目では輸入の項目を下方修正したほか、国内企業物価の項目を、前月の「このところ横ばいとなっている」から「このところ緩やかに上昇している」に変更した。

2. 短期金融市場の動向

（11 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。

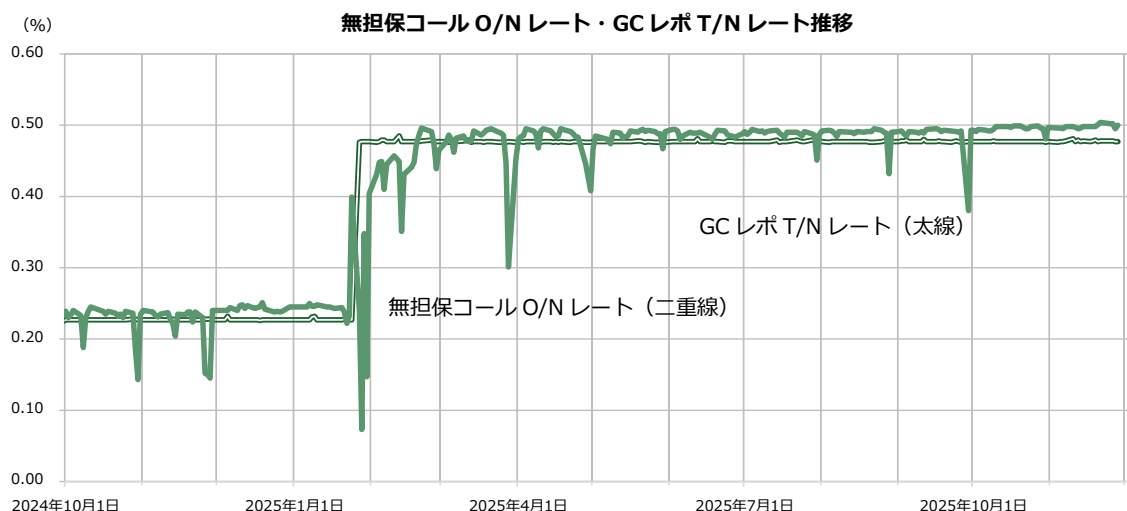
債券レポ GC レート（東京レポレート・トムネベース）は、月中旬までは同じく補完当座預金制度の適用金利との裁定による取引ニーズから、0.50%をわずかに下回る水準で推移した。その後月末にかけては、近い将来の利上げが意識されたためか、取引期間の短期化と合わせ、オファー（資金調達）サイドの積極的な動きが見られ、0.50%を上回る日が散見された。

TDB 市場は水準感を探る展開であった。具体的には、6 日入札の 6 か月物（第 1342 回債）が募入最高利回り（以下、同様）0.6034%と前回（10 月 9 日入札・第 1336 回債・0.6034%）と横ばいであり、19 日入札の 1 年物（第 1345 回債）も 0.7546%と前回（10 月 16 日入札・第 1338 回債・0.7505%）から小幅上昇にとどまった。3 か月物については、月初回の入札となる 7 日入札（第 1343 回債）は 0.4773%と前回債（10 月 31 日入札・第 1341 回債・0.4747%）とほぼ横ばいであった。その後の 14 日入札（第 1344 回債）では 0.4632%に金利低下した後に、21 日入札（第 1346 回債）には 0.4879%へ上昇した。一方、28 日入札（第 1347 回債）については、こちらも近い将来の利上げが意識されたためか、0.5576%と 3 か月物としては 2008 年 10 月 22 日入札（TB548 回債、0.6454%）以来の水準を記録したほか、応札倍率の低下（2.96 倍→2.61 倍）に加え、テールが 4bps 近く流れる結果となった。

CP 発行市場では、年末賞与への対応などを背景に、月末残高は前月末比で約 2 兆 200 億円の増加となる約 25 兆 4,500 億円だった。なお、前年同月比では 4,600 億円の減少であった。発行金利の水準は前月と大きく変わらず、0.50%台後半～0.60%台後半が出合いの中心であった。

日銀当座預金は月初は 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 2.7 兆円と減額発行ながらも、償還額には日銀保有分が 1.3 兆円含まれており、差引 1.1 兆円の財政揚げ要因）や税・保険揚げの一部前倒しなどにより前日比約 3 兆円減少の約 495 兆円

で始まった。その後は増加要因として普通交付税交付金の払い（5 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（5 日）やこちらも月を通しての国債発行などがあり、約 488 兆円で越月した。



（12 月の短期金融市場見通し）

12 月 18・19 日の金融政策決定会合は、日本銀行法第 4 条で求められている政府の経済政策との整合性や意思疎通のほか、市場の織り込みなども意識しながら内外の経済物価情勢を判断する会合となるだろう。この点、植田総裁と高市首相の会談（18 日）や片山財務相との会談（19 日）では、日本銀行の従来からの金融政策方針に対して基本的な理解が示された。また、11 月 10 日に公表された 10 月決定会合の「主な意見」では、「米国の労働市場の「奇妙なバランス」が崩れ始め、資本市場も調整局面を迎え、わが国の物価や景気に想定以上に下押し圧力がかかるリスクもまだ否定しきれない。このため、今しばらく見極めて判断する方が適当である」や「米国の関税政策をめぐる不確実性が依然として高いことや、わが国新政権の経済政策の方向性がまだ十分に明らかでないことなどを勘案し、状況をもう少しだけ見極めることが適当と考える」との慎重な意見が見られた一方、「金利の正常化をもう一歩進める上では、条件が整いつつあるとみている」、「将来の急激な利上げショックを避けるため、金融緩和度合いを調整して、中立金利にもう少し近付けるべきである」といった利上げに前向きな意見も見られた。なお、本稿は植田総裁の名古屋市での挨拶の講演要旨全文が日本銀行から公表される前の時点で執筆しており、12 月決定会合に向けては、同講演内容および 15 日に公表予定の日銀短観を確認するとともに、その他今後の日銀からの情報発信とそれを受けた市場の反応を注視したい。

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、今後の決定会合での利上げの織り込みに加え、年末要因による債券現物需要、22 日の大量償還および利払いを控えオファーが一時的に薄くなる可能性や下旬の国債発行予定が限られていることなど、相場を動かす材料が様々あり、見通しにくい展開か。

TDB 市場については、近い将来の利上げの織り込みが進むことによる金利上昇が予想される一方、四半期末越えの底堅い担保需要や中期債等と比較して相対的に価格変動リスクの低い TDB3 か月物に対する資金流入が金利の頭を抑える可能性もあり、こちらも先が見通しにくい展開か。なお、11 月 28 日に閣議決定された 2025 年度補正予算案を受け、財務省が公表した国債発行計画のカレンダーベース市中発行額（補正後）によると、割引短期国債（TB、6 か月物）の約 6.3 兆円の増発が見込まれている。これによる TDB としての供給面での変化に留意したい。

CP 市場は、年末賞与や納税・配当対応等による資金調達ニーズから発行残高は積み上がりやすい時期である。発行金利については近い将来の利上げを意識することで、徐々に金利上昇する展開を予想するものの、利上げ観測が後退した場合の金利低下については留意し

たい。

3. 海外経済情勢 (経済・景況判断)

米国では10月のISM製造業景況感指数が48.7（前月比▲0.4ポイント）となり、景気判断の分かれ目となる50を8か月連続で下回った。米政府機関の閉鎖の影響で発表が延期されていた9月の雇用統計は11月20日に公表され、(1)非農業部門雇用者数は11.9万人の増加（なお、8月の雇用者数は▲0.4万人の減少と、当初発表の2.2万人増加から下方修正された）、(2)失業率は4.4%（8月は4.3%）、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.2%の増加、前年同月比では3.8%の増加となった。なお、10月の雇用統計は政府機関閉鎖のため発表ができず、このうち一部の統計（雇用者数等）については11月分と合わせて12月16日に発表されることとなった。また、10月の米消費者物価指数（CPI）についても同様に発表されず、一部の品目についてのみ、11月分と合わせて12月18日に発表されることとなった。

10月のユーロ圏製造業購買担当者指数（PMI）改定値は50.0（前月比+0.2ポイント）となり、景気判断の分かれ目となる50を2か月ぶりに回復した。一方、10月の中国のS&Pグローバル製造業PMIは50.6（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。

※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	
12月1日	植田総裁挨拶（名古屋）		ISM 製造業景況感指数（11月）
2日		10年利付国債	
3日			ISM サービス業景況感指数（11月）、ADP 雇用統計（11月）
4日		30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）	
5日	景気動向指数（10月速報）	国庫短期証券（3か月）	PCE デフレーター（9月）
8日	GDP（7-9月期2次速報）、景気ウォッチャー調査（11月）		
9日		国庫短期証券（6か月）、5年利付国債	
10日			FOMC（9日～）
11日		20年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	
12日	鉱工業生産指数（10月確報）	国庫短期証券（3か月）	
15日	日銀短観（12月調査、概要および要旨）		
16日	日銀短観（12月調査、調査全容）	流動性供給入札（5～15.5年）	雇用統計（11月）
17日	機械受注（10月）	国庫短期証券（1年）	
18日		国庫短期証券（3か月）	消費者物価指数（11月）、ECB 金融政策理事会（17日～）
19日	全国消費者物価指数（11月）、金融政策決定会合（18日～）		中古住宅販売件数（11月）
22日			
23日		流動性供給入札（15.5～39年）	GDP（7-9月期速報）
24日	景気動向指数（10月改定）、金融政策決定会合議事要旨（10月29・30日会合分）		
25日		2年利付国債	米国・ユーロ圏祝日（クリスマス）
26日	労働力調査（11月）、東京都都区消費者物価指数（12月中旬速報値）、鉱工業生産指数（11月速報）		ユーロ圏 TARGET 休業日
29日	金融政策決定会合における主な意見（12月18・19日会合分）		
30日			FOMC 議事要旨（12月9・10日会合分）
31日	銀行休業日		
1月1日	祝日（元日）		米国・ユーロ圏祝日（元日）
2日	銀行休業日		
5日			ISM 製造業景況感指数（12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