



## 円短期金融市場は 12 月利上げ後の落ち着きどころに収まったか

### 1. 国内経済情勢

#### （経済・景況判断）

8 日に発表された 2025 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率（2 次速報値）は、前期比▲0.6%（1 次速報値では▲0.4%）、年率換算では▲2.3%（同▲1.8%）と 1 次速報値から下方改定となった。また GDP デフレーターの前年同期比は 3.4%（1 次速報値では 2.8%）と上方改定となった。なお今回の 2 次速報は、通常の 1 次速報から 2 次速報への改定に加え、2020 年基準改定等を反映したものとなっている。ま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▲0.2%となった。

15 日に日銀が発表した短観（全国企業短期経済観測調査、12 月調査）において、全産業・全規模合計の業況判断 DI は 17 となり、前回 9 月調査（同 15）から改善した。また今回調査の同「先行き」は 11 となった。

19 日に発表された 11 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（10 月も同じ）となり、日銀が「物価安定の目標」とする 2%を 44 カ月連続で上回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では 3.0%の上昇（10 月は 3.1%の上昇）となった。その後 26 日に発表された 12 月の東京都都区消費者物価指数（中旬速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比 2.3%の上昇（11 月は 2.8%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では 2.6%の上昇（11 月は 2.8%の上昇）と、共に 11 月から伸び幅を縮小させた。これは、年末のガソリン旧暫定税率廃止に向けた補助金の拡充などで、エネルギーが前年同月比▲3.4%下落したこと等によるもの。

政府は、19 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。

日銀は、12 月 18・19 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 0.50%程度から 0.75%程度へと利上げすることを決定した（全員一致。なお適用は翌営業日の 12 月 22 日から）。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、…来年度前半にかけて、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。その後は、…基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」とされた。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「基調的な物価水準の見通しについて、見通し期間の半ば以降、「物価安定の目標」と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

#### （12 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、19 日までは補完当座預金制度の適用金利（0.50%）との裁定を背景に、同金利をわずかに下回る水準で推移した。19 日の金融政策決定会合で政策金利が 0.75%に引き上げられた後は、週明け 22 日以降、引き上げ後の適用金利をわずかに下回る水準で推移した。

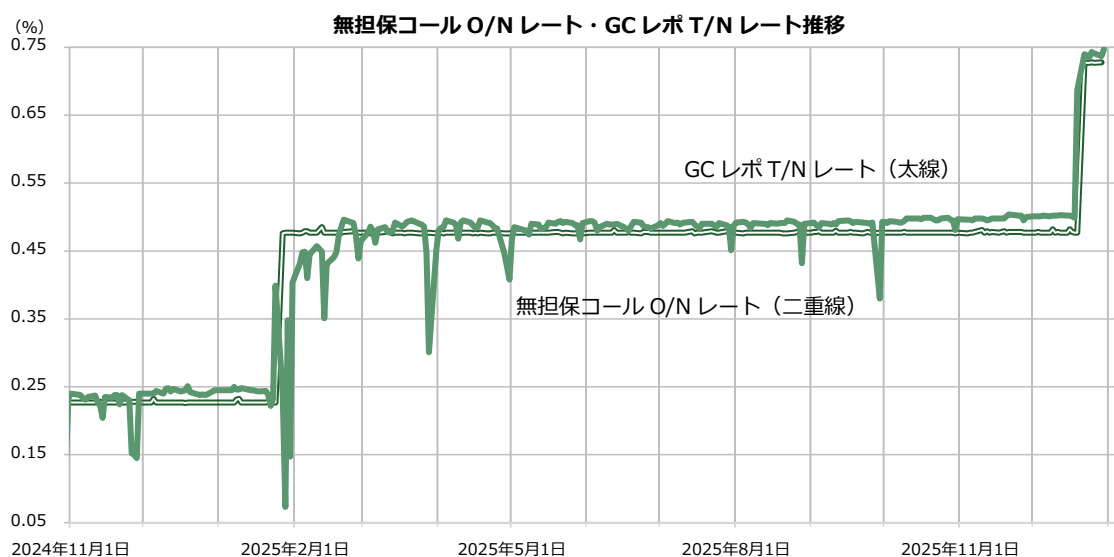
債券レポ GC レート（東京レポレート・トムネベース）は、利上げ観測を背景に、オフアー（資金調達）サイドの動きが強まり、18 日（0.499%）を除いて 0.50%をやや上回る水準で推移し、決定会合 2 日目の 19 日には 0.687%へ上昇した。その後 22 日以降は無担保コールオーバーナイト物加重平均金利と同様に引き上げ後の適用金利（0.75%）との裁定から、0.75%をわずかに下回る水準で推移した。

TDB 市場は利上げの織り込みが進む中で金利上昇する展開であった。具体的には 6 か月物

(1349 回債) は、募入最高利回り(以下、同様) 0.7023%と前回債(1342 回債、0.6034%) から大きく上昇し、1 年物(1351 回債) についても 0.8749%と前回債(1345 回債、0.7546%) から大幅上昇となった。3 か月物についても同様に前月より水準が上昇し、月初回の入札となる 5 日入札(1343 回債) は 0.6361%と前回 11 月 28 日入札(1348 回債、0.5576%) から上昇した。続く 12 日入札(1350 回債) は 0.6323%とわずかに低下したものの、年内最後の入札となる 18 日入札(1352 回債) は 0.6828%に上昇した。

CP 発行市場では、四半期末の有利子負債圧縮を背景に、月末の発行残高は約 24 兆 4,500 億円と前月比で約 1 兆円減少した。なお、前年同月比では約 1,600 億円の増加だった。発行金利については、月前半から利上げの織り込みにより 12 月決定会合を跨ぐ銘柄で 0.75%を超える水準での出合いが見られた。その後は期間や銘柄によりばらつきはあるものの、0.70%台後半～0.90%台が中心であった。

日銀当座預金は月初 4 日は 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 1.2 兆円含まれており、差引 1.0 兆円の財政揚げ要因) などにより前営業日比約 3 兆円減少の約 482 兆円で始まった。その後は増加要因として年金定時払い(15 日) や国債の大量償還および利払い(22 日)、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(3 日) や貸出増加支援資金供給の期日到来(15 日: 約 5.4 兆円の期落ちに対して約 0.6 兆円の借換えにより、ネットで約 4.8 兆円の日銀当座預金減少要因) やこちらも月を通しての国債発行などがあり、約 471 兆円で越月した。



#### (1 月の短期金融市場見通し)

12 月の金融政策決定会合で政策金利が 0.75%に引き上げられたことから、1 月 22・23 日に開催される同会合では政策変更は見送られる見込みである。他方、今後の利上げ方針を探る上で、会合後に公表される「展望レポート」および植田総裁の記者会見を確認したい。この点、12 月決定会合後に行われた植田総裁の記者会見では金融政策運営について「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る」ことが示されたものの、今後の利上げ方針については「経済・物価の見通しやリスク、見通し実現の確度をアップデートしながら、適切に判断していく」と述べるに留まった。さらに、29 日に公表された 12 月決定会合の「主な意見」では、「当面は数か月に 1 回のペースを念頭に…金融緩和度合いの調整を進めるべきである」との意見があった一方、「特定のペースを念頭に置かず、経済・物価・金融情勢を丁寧に点検しながら、毎回の決定会合において、適切に判断していくことが望ましい」との慎重な意見も見受けられており、これらに変化が見られるかがポイントか。

無担保コールオーバーナイト物金利は、前月下旬と同様に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推移すると考える。債券レポ GC (トムネ) も同様に、

0.75%を下回る水準での推移と予想する。なお、当月の国債買入オペでは、1 年超 3 年以下と 3 年超 5 年以下、5 年超 10 年以下、10 年超 25 年以下のオファー金額が 12 月の実績から減額（1 年超 3 年以下：3,000 億円→2,700 億円、3 年超 5 年以下：2,800 億円→2,450 億円、5 年超 10 年以下：3,050 億円→2,600 億円、10 年超 25 年以下：1,150 億円→950 億円）され、月間のオファー金額は 2 兆 9,000 億円と 4,000 億円の減額が予定されている。

TDB 市場については、利上げ後の金利水準を探るなかでの金利上昇が予想される一方、中長期債の金利変動リスクを警戒して TDB へ資金流入することも想定され、金利は読みづらい展開か。なお、前月の本レポートでは、2025 年度補正予算案を受けた国債発行計画のカレンダーベース市中発行額（補正後）において割引短期国債（6 か月物）で 6.3 兆円の増発が見込まれている旨を指摘したが、12 月 2 日に財務省が公表した「財政資金対民間収支（令和 7 年 12 月中見込）」によれば、1 月における 6 か月物の公募発行見込み額の中央値は 3.8 兆円と償還額対比で 3,000 億円の増額、また 3 か月物の同中央値も 4.7 兆円と償還額対比で 4,000 億円の増額が見込まれており、これら供給面における今後の環境変化には留意したい。ところで、12 月 26 日に公表された 2026 年度国債発行計画の「カレンダーベース市中発行額」によれば、割引短期国債の発行見込み額は 2025 年度当初計画と同額の 40.8 兆円の発行が見込まれている。

C P 市場については、残高は年末要因の剥落により増加が見込まれる。発行金利については利上げ後の水準は定まりつつあるものの、今後の利上げ観測による金利上昇には留意したい。

### 3. 海外経済情勢

#### （金融政策）

米 FOMC（連邦公開市場委員会）は 12 月 9・10 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 利下げし 3.50～3.75%とした。利下げは 3 会合連続、また今回の採決は賛成 9：反対 3 であった。反対票のうち、ミラン理事が前回 10 月会合と同様に 50bp の利下げを主張した一方で、これも 10 月会合で金利据え置きを主張したカンザスシティ連銀のシュミッド総裁に、今回はシカゴ連銀のグールズビー総裁も加わり、据え置きの反対票が 2 名に増えた格好となった。また、会合後に公表された、FOMC メンバー全体（投票権を持たないメンバーを含む）計 19 名による金利予想分布図（ドットチャート）では、2025 年末の FF 金利の中央値を 3.875%（すなわち、12 月会合で金利据え置きとなる水準）を予想していたメンバーが 6 名となり、シュミッド・グールズビー両総裁以外に 4 名の潜在的な据え置き論者がいたことが示唆された。一方、2026 年末時点のドットチャートでは、19 名中 7 名がこれ以上の利下げを見込まない水準を予想している。

また、今回の FOMC では、納税期限などによる連邦準備預金の需要の季節的変動、および長期的な需要のトレンド成長に対応することを目的として、財務省短期証券（T-Bill）および必要に応じて残存期間 3 年以下のその他の国債を購入開始することも決定された。これは「準備預金のマネジメントとしての資産購入（Reserve Management Purchase、RMP）」とされ、同日にニューヨーク連銀から公表されたメモによれば、当初の月間購入額は 400 億ドルとなる見込み。

#### （経済・景況判断）

米国では 11 月の ISM 製造業景況感指数が 48.2（前月比▲0.5 ポイント）となり、景気判断の分かれ目となる 50 を 9 か月連続で下回った。米雇用統計は、政府機関の閉鎖の影響で 10 月分は公表がキャンセルとなった。11 月分は 12 月 16 日に公表され、(1)非農業部門雇用者数は 6.4 万人の増加、(2)失業率は 4.6%、(3)時間当たり平均賃金は前月比 0.1% の増加、前年同月比では 3.5%の増加となった。米消費者物価指数（CPI）も同様に 10 月分は公表がキャンセルとなり、11 月分は前年同月比 2.7%の上昇、除く食品・エネルギーでは同 2.6%の上昇となった。

11 月のユーロ圏製造業購買担当者指数（PMI）改定値は 49.6（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 2 か月ぶりに下回った。一方、11 月の中国の S&P グローバル製造業 PMI は 49.9（前月比▲0.7 ポイント）と、わずかではあるが 50 を下回った。50 を下回るのは 4 か月ぶり。

#### 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	国債入札等	米国等
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）
6日		国庫短期証券（3か月）、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）	
7日			ADP 雇用統計（12月）、製造業新規受注（10月）、ISM サービス業景況感指数（12月）
8日	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、 エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	
9日	景気動向指数（11月速報）	国庫短期証券（3か月）	雇用統計（12月）
12日		祝日（成人の日）	
13日	景気ウォッチャー調査（12月）		消費者物価指数（12月）、新築住宅販売件数（9月・10月）
14日		5年利付国債	生産者物価指数（11月）、小売売上高（11月）、中古住宅販売件数（12月）、ページブック（地区連銀経済報告、1月27・28日会合分）
15日		交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	
16日		国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（5～15.5年）	
19日	機械受注（11月）、鉱工業生産指数（11月確報）	国庫短期証券（1年）	米国祝日（マーティン・ルーサー・キング牧師の日）
20日		20年利付国債	
21日			
22日		国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（1～5年）、交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	GDP（7-9月期改定）、ECB 金融政策理事会議事要旨（12月17・18日会合分）
23日	全国消費者物価指数（12月）、 <b>金融政策決定会合（22日～）</b>		
26日	景気動向指数（11月改定）	5年クライメート・トランジション利付国債	耐久財受注（11月）
27日		交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	
28日	金融政策決定会合議事要旨（12月18・19日会合分）	40年利付国債	<b>FOMC（27日～）</b>
29日		交付税及び譲与税配付金特別会計借入金（6か月）	PCE デフレーター（12月）、製造業新規受注（11月）
30日	労働力調査（12月）、東京都区 部消費者物価指数（1月中旬速報値）、 鉱工業生産指数（12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（12月）
2月2日			ISM 製造業景況感指数（1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