



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つた。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%）と上方改定となつた。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つてゐる。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%となつた。

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となつた。

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カ月連続で上回つた。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）となつた。その後26日に発表された12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2.3%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つていくと予想され、「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。

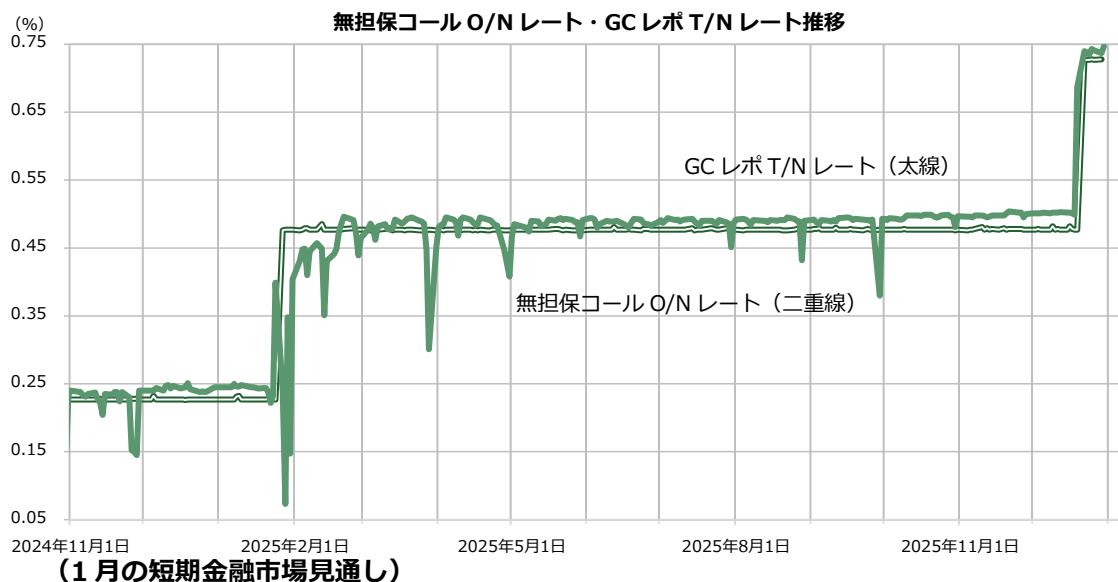
債券レポGCレート（東京レポレート・トムネベース）は、利上げ観測を背景に、オファー（資金調達）サイドの動きが強まり、18日（0.499%）を除いて0.50%をやや上回る水準で推移し、決定会合2日目の19日には0.687%へ上昇した。その後22日以降は無担保コールオーバーナイト物加重平均金利と同様に引き上げ後の適用金利（0.75%）との裁定から、0.75%をわずかに下回る水準で推移した。

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。



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に、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。

CPI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ー連銀のシユミッド総裁に、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メンバー全員（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、シユミッド・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
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）、ベージュブック（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）、 金融政策決定会合（22日～）		
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	FOMC（27日～）
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）、東京都西部消費者物価指数（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