

マーケット・アイ

【概要】

(情勢判断)

- 内閣府は、12月19日の月例経済報告で、日本経済の現状について、「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11月の判断を維持。

(金融政策)

- 日本銀行は12月19日の金融政策決定会合において、政策金利の0.75%への引き上げを全員一致で決定した(引き上げは1月以来、0.75%は1995年9月以来30年ぶりの水準)。
- 今後については、現在の実質金利がきわめて低い水準にあるとの認識のもと、引き続き政策金利を引き上げる方向にあることを示唆。OIS市場では、足許、7月か9月の会合で再利上げが実施されることを想定したレートが形成されている。
- 中立金利に関し、植田総裁は、「金融政策の枠組みを考えていく際に非常に重要な概念」としつつも、推計方法によって幅が出ることは避けられないため、「金利調整に対する経済の反応をみながら類推していくしかない」などと語った。また、長期金利に関しては、今後の国債保有残高のパスについて、来年の初夏に点検するほか、必要に応じて臨時点検も行う可能性があるとして述べた。
- FRBは、12月10日のFOMCで、政策金利の誘導レンジを3会合連続で0.25%引き下げ。パウエル議長は、インフレには上振れリスク、雇用には下振れリスクがある非常に難しい状況にあるとの認識のもと、現状の金利水準は「中立金利の妥当な(plausible)推計範囲内にある」と述べ、OIS市場では、次回1月会合(27・28日)での据え置きが予想されている。
- ECBは、12月18日の定例理事会で、預金ファシリティ金利を全員一致で2.0%に据え置いた(4会合連続)。ラガルド総裁は、引き続き、「私たちは引き続き良い場所にいる(we are in a good place)」との認識を示し、OIS市場では、次回会合(2/5)を含め、当面据え置きが予想されている。

(当面の短期金融市場見通し)

- 無担保コール O/N 物(TONA)については、12/19 の利上げ決定により、22 日以降、従来比+0.25% 高い 0.727%前後での推移。年度内の利上げは意識されていないが、期越えのターム物については需給関係から強含むことも予想される。
- 債券レポ GC レート(T/N)についても、利上げ前から+0.25%程度上昇。当面は、在庫状況や担保需要などに応じた振れを伴いながら、0.65~0.75%近辺を中心に推移する見込み。
- 短国市場については、3M 物や 6M 物は、年度末の担保ニーズや MRF による購入が見込まれることから、付利金利をやや下回る水準で推移することが見込まれる。一方、1Y 物に関しては、償還までに追加利上げが行われる可能性や発行増加による需給悪化懸念などから、やや軟調となる局面も。
- CP 市場については、12 月末に四半期末要因から発行残高が一時的に減少するものの、年明け後は再び緩やかな増加傾向が見込まれる。発行レートについては、利上げ見合いの上昇はしているが、大手企業の信用リスクは全体として落ち着いた状態にある中、金利水準の高まりを背景とした投資需要の高まりも期待されることから、当面は安定的なレートで推移することが予想される。

1. 政府の情勢判断

- 内閣府は、12月19日に行われた月例経済報告で、日本経済の現状について、「景気は、米国の通商政策等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、前月の判断を維持した。
- 先行きについては、「雇用・所得環境の改善や各種政策の効果が緩やかな回復を支えることが期待される」としながらも、「米国の通商政策の影響による景気の下振れリスクには留意が必要」との認識を示した。また、「物価上昇の継続が個人消費に及ぼす影響なども、我が国の景気を下押しするリスクとなっている」とした。
- 世界経済については、「地域によってばらつきはあるものの、緩やかな持ち直しが続くことが期待される。ただし、米国の関税率引上げに伴う不透明感が続いている」とし、先行きについては、「地域によってばらつきはあるものの、緩やかな持ち直しが続くことが期待される。ただし、米国の政策動向による影響や金融資本市場の変動の影響等に留意する必要がある」との認識を示した。

—— 地域別においても前月の判断を維持した(太字は当社)。

アメリカ	アメリカでは、政府閉鎖による統計発表の延期等がある中、 景気の緩やかな拡大基調に変化はみられていない。 ただし、関税率引上げに伴う不透明感が続いている。先行きについては、 通商政策が物価や消費等に与える影響から、その勢いが更に弱まる可能性がある。 また、 雇用の下振れリスクに留意する必要がある。
ユーロ圏	ユーロ圏では、 景気はこのところ持ち直しの動きがみられる。 ドイツにおいては、 景気は持ち直しの動きに足踏みがみられる。 先行きについては、 緩やかに持ち直していくことが期待される。 ただし、今後の米国の政策動向による影響に留意する必要がある。
中国	中国では、 景気は足踏み状態となっている。 先行きについては、 不動産市場の停滞による影響もあり足踏み状態が続くと見込まれる。 また、 今後の通商問題の動向や物価下落の継続による影響等に留意する必要がある。

2.金融政策

【日本銀行】 政策金利を0.75%に引き上げ

- 日本銀行は12月19日の金融政策決定会合において、政策金利の0.75%への引き上げを全員一致で決定した(引き上げは1月以来、0.75%は1995年9月以来30年ぶりの水準)。
- 政策変更の理由については、①米国経済や通商政策等の影響による不確実性は引き続き残っているものの、低下していること、②来年も、しっかりと賃上げが実施される可能性が高いこと、③賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、基調的な物価上昇率は緩やかな上昇が続いていること、を挙げた(資料1)。
- この間、日本経済の現状判断については、「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」、海外経済については、「各国の通商政策等の影響を受けて一部に弱めの動きもみられるが、総じてみれば緩やかに成長している」、消費者物価についても、「米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、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」とする従来の認識を踏襲。
- 今後の金融政策運営については、「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、「展望レポート」で示している経済・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、追加利上げの方向にあることを示唆した。
- こうした中、OIS市場では、足許、7月か9月の会合で再利上げが実施されることを想定したレートが形成されている。
- なお、中立金利に関し、植田総裁は、会合後の記者会見において、「金融政策の枠組みを考えていく際に非常に重要な概念ですし、分かるものならちゃんと分かって、それをもとに政策をやった方がいいということは確か」としつつも、推計方法によって幅があり、「統計的作業だけでは絞り切れない」、「金利調整に対する経済の反応をみながら類推していくしかない」と述べた。
- また、長期金利に関しては、日銀が依然として大量の国債を持つことが金利を押し下げているという効果は相応に働いているとの認識を示したうえで、「将来減っていくところまでマーケットは予想して、ある程度ストック効果が少し小さくなっているという面はあるかもしれませんが」との見解も述べ、「今後、買いオペそれから私どもの国債保有残高のパスがどうなっていくかということについては、定例的には来年の初夏にもう一度点検する予定ですし、本当に必要があれば、決定会合で臨時にまた点検するということも可能性としてはあり得ます」と語った。
- このほか、このところの円安に関しては、「物価に影響を与える、あるいは特に基調的な物価に影響を与えるという可能性については、企業の賃金・価格設定行動が積極的になっているもとで、注意してみていきたい」と述べた。

【FRB】 政策金利を3.50～3.75%へ引き下げ

- FRBは、12月10日のFOMCで、**政策金利の誘導レンジを0.25%引き下げ**、3.50～3.75%とした(3会合連続)。この決定に関しては、Miran理事が0.5%の利下げ、カンザスシティ連銀Schmid総裁とシカゴ連銀Goolsbee総裁は据え置きを支持する立場からそれぞれ反対意見を表明した。
- パウエル議長は、会合後の記者会見において、インフレには上振れリスク、雇用には下振れリスクがある非常に難しい状況にあるとの認識のもと、現状の金利水準は「中立金利の妥当な(plausible)推計範囲内にある」と述べた。
 - この間、「2025～2028年の経済見通し」は、実質GDP成長率が上方修正された一方、インフレ率、失業率は下方修正された。また、2026年以降の金利予想中央値は、2026年と2027年にそれぞれ1回の利下げ予想と、前回から変わらず(資料2)。
- こうした中、OIS市場では、**次回1月会合(27・28日)では据え置き、3月以降は、年内2回の利下げが予想されている。**
- なお、今回、新たに**短期国債の買入**を決定したが、パウエル議長は、「**長期にわたり十分な準備金の供給を維持することが唯一の目的**」であり、「**金融政策とは全く別の話(That is completely separate from monetary policy)**」と述べた。

【ECB】 政策金利を2.0%に据え置き

- ECBは、12月18日の定例理事会で、預金ファシリティ金利を全員一致で**2.0%に据え置いた**。据え置きは4会合連続。
- ラガルド総裁は、会合後の記者会見で、「インフレ率は目標値の2%近くで推移しており、ユーロ圏経済は底堅さを示している」とし、金融政策の観点から「**私たちは引き続き良い場所にいる(we are in a good place)**」との認識を示した。ただし、それは固定的なスタンスではなく、あらゆる選択肢を用意すべきとの見解も付け加えた。
 - 「2025～2028年の経済見通し」では、実質GDP成長率が全期間で上方修正、インフレ率は一部の期間で上方修正された。(資料3)
- こうした中、OIS市場では、**次回会合(2/5)を含め、当面据え置きが予想されている。**

3.当面の短期金融市場見通し

- **無担保コール O/N 物(TONA)**については、12/19の利上げ決定により、22日以降、従来比+0.25%高い0.727%前後での推移。引き続き、日銀当座預金の付利先と非付利先との間での裁定取引が取引の中心となっている。年度内の利上げは意識されていないが、期越えのターム物については需給関係から強含むことも予想される。

- **債券レポ GC レート(T/N)**についても、利上げ前から+0.25%程度上昇。日銀当座預金との裁定取引や在庫ファンディングのための資金調達を中心とする市場構造に特段の変化はみられておらず、当面は、在庫状況や担保需要などに応じた振れを伴いながら、0.65～0.75%近辺を中心に推移することが予想される。
- **短国市場**については、3M 物や 6M 物は、年度末の担保ニーズや MRF による購入が見込まれることから、付利金利をやや下回る水準で推移することが見込まれる。一方、1Y 物に関しては、償還までに追加利上げが行われる可能性や発行増加による需給悪化懸念などから、やや軟調となる局面も想定される。
- **CP 市場**については、12 月末に四半期末要因から発行残高が一時的に減少するものの、引き続き事業法人を中心に発行ニーズは旺盛なため、年明け後は再び緩やかな増加傾向が見込まれる。発行レートについては、利上げ見合いの上昇はしているが、大手企業の信用リスクは全体として落ち着いた状態にある中、金利水準の高まりを背景とした投資需要の高まりも期待されることから、当面は安定的なレートで推移することが予想される。

以 上

<参考>

資料 1

2025年12月金融政策決定会合での決定内容

- 賃金と物価がともに緩やかに上昇していくメカニズムは、維持される可能性が高い
- 先行き、見通し期間の後半には、基調的な物価上昇率が2%の「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移するという、**中心的な見通し**が**実現する確度は高まっている**

米国経済や通商政策の影響

- **不確実性**は引き続き残っているものの、**低下**している

賃金

- 来年は、今年に続き、**しっかりとした賃上げ**が実施される可能性が高い
- 企業の**積極的な賃金設定行動**が途切れるリスクは低い

物価

- 賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くも、**基調的な物価上昇率は緩やかな上昇が続いている**

2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現という観点から、金融緩和の度合いを調整

短期金利（無担保コールO/N物）：「0.75%程度」に引き上げ（従来は「0.5%程度」）

- 実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持 → **経済活動をしっかりとサポート**
- 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

出所：日本銀行

資料 2

2025年12月 F R B 経済見通し (中央値)

年度	実質GDP	PCE	失業率
2025	1.7 (1.6)	2.9 (3.0)	4.5 (4.5)
2026	2.3 (1.8)	2.4 (2.6)	4.4 (4.4)
2027	2.0 (1.9)	2.1 (2.1)	4.2 (4.3)
2028	1.9 (1.8)	2.0 (2.0)	4.2 (4.2)
長期	1.8 (1.8)	—	4.2 (4.2)

() は前回 (2025年9月) 公表値

出所 : F R B

FOMCメンバーによる政策金利見通し (中央値)

TARGET RATE	2025	2026	2027	2028	LONG
4.000					
3.875	6	3	2	2	1
3.750					1
3.625	12	4	2	2	1
3.500					1
3.375	1	4	3	2	2
3.250					1
3.125		4	6	6	2
3.000					5
2.875		2	3	3	1
2.750				1	1
2.625		1	2	3	3
2.500					
2.375			1		
2.250					
2.125		1			
2.000					

出所 : FRB

資料3**2025年12月 ECB経済見通し（中央値）**

年度	実質GDP	HICP（総合）
2025	1.4 (1.2)	2.1 (2.1)
2026	1.2 (1.0)	1.9 (1.7)
2027	1.4 (1.3)	1.8 (1.9)
2028	1.4	2.0

（ ）は前回（2025年9月）公表値 出所：ECB

資料4**金融政策決定会合の日程**

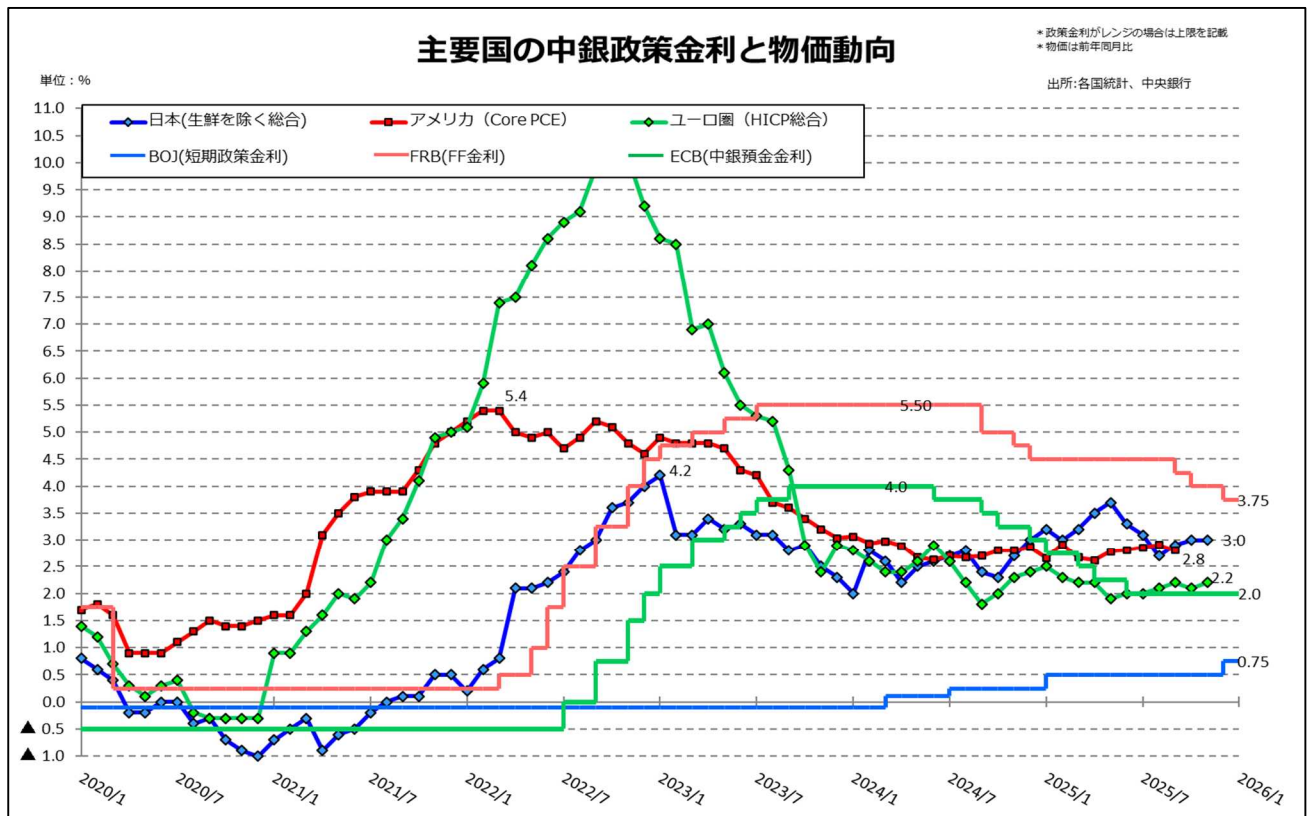
	日銀	FRB	ECB
2026年1月	22-23	27-28	－
2月	－	－	5
3月	18-19	17-18	19
4月	27-28	28-29	30
5月	－	－	－
6月	15-16	16-17	11
7月	30-31	28-29	23
8月	－	－	－
9月	17-18	15-16	10
10月	29-30	27-28	29
12月	17-18	8-9	17

資料 5

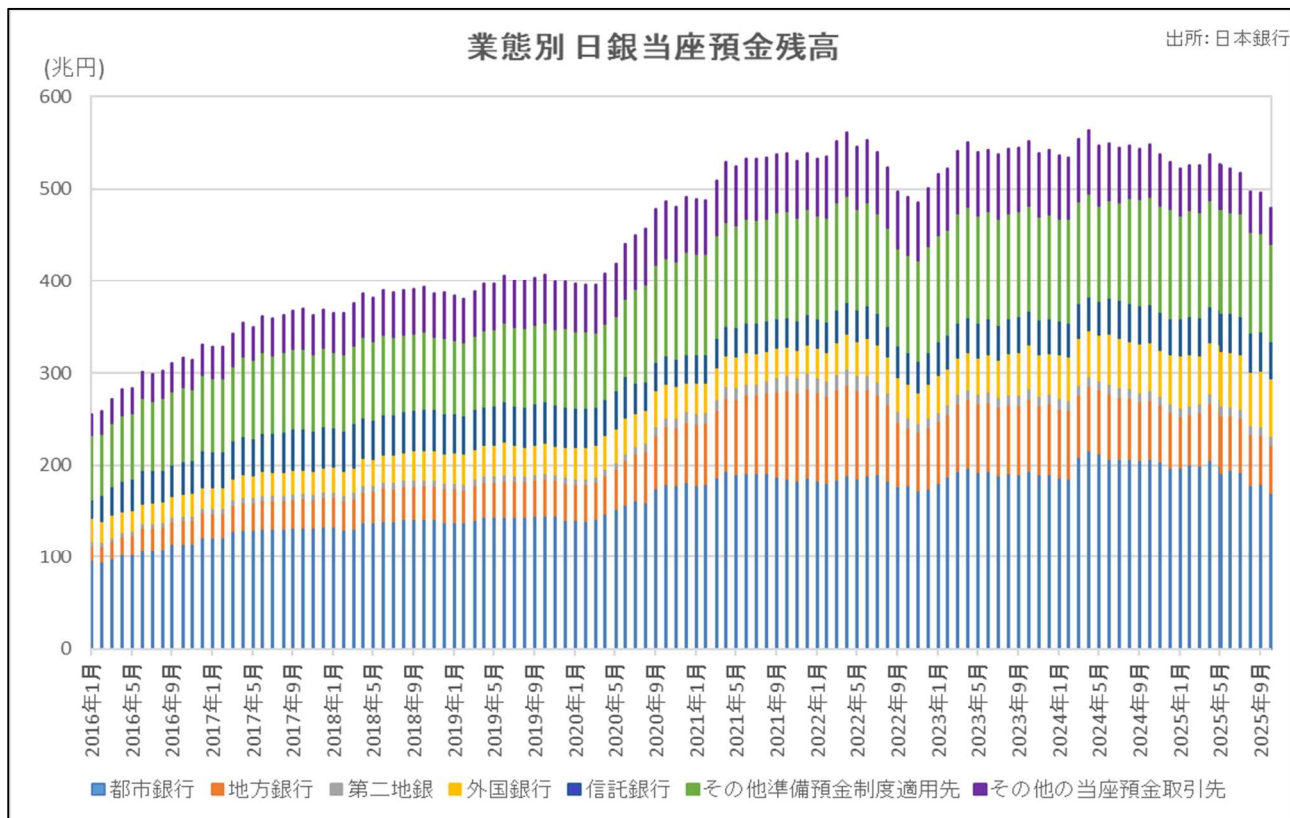
日米欧の金融政策

政策金利			主な付随政策
日本銀行	無担保コールO/N	0.75%	・2026年1～3月まで長期国債買入額を四半期毎に4,000億円ずつ、2026年4～6月以降四半期毎に2,000億円ずつ減額し、2027年1～3月に2兆円程度とする。（2026年6月に中間評価を実施予定）
F R B	フェデラルファンド金利	3.50~3.75%	・2025年12月1日でバランスシート縮小を停止 M B S を償還する一方、短期国債に再投資し、ポートフォリオを国債中心で構成する方向へ進める。 ・2025年12月11日から短期国債の買入を開始
E C B	預金ファシリティ金利 主要リファイナンスオペ金利 限界貸出ファシリティ金利	2.00% 2.15% 2.40%	・資産購入プログラム（APP、PEPP）の方針について再投資を終了し、慎重かつ予測可能なペースで減少

資料 6

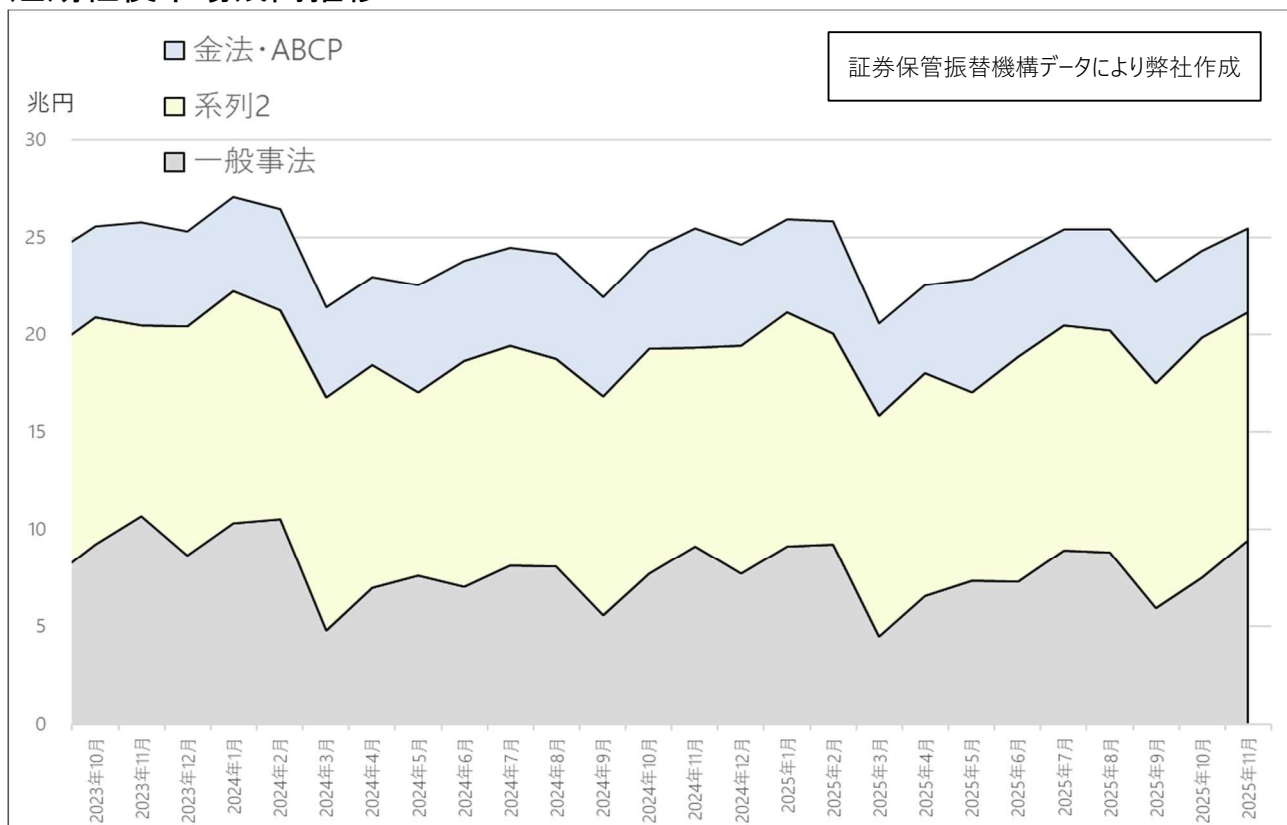


資料 7



資料 8

短期社債市場残高推移





セントラル短資株式会社

総合企画部企画調査グループ

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 3-3-14

Tel: 03-3246-2651 Fax: 03-3242-5012

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。ここに記載されているデータ、意見などはセントラル短資が信頼に足り、且つ正確であると判断した情報に基づき作成されたものではありませんが、当社はその正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容が事前連絡無しに変更されることもあります。当資料に記載された条件などはあくまでも仮定的なものであり、かかる取引に関するリスクを全て特定・示唆するものではありません。金融商品のお取引には価格変動によるリスクがあります。金融商品のお取引には手数料等をご負担頂くものがあります。金融商品取引法に基づきお渡しする書面や目論見書をよくお読み下さい。

セントラル短資株式会社登録金融機関関東財務局長(登金)第 526 号日本証券業協会加入