

2025年12月19日

特別勘定運用部

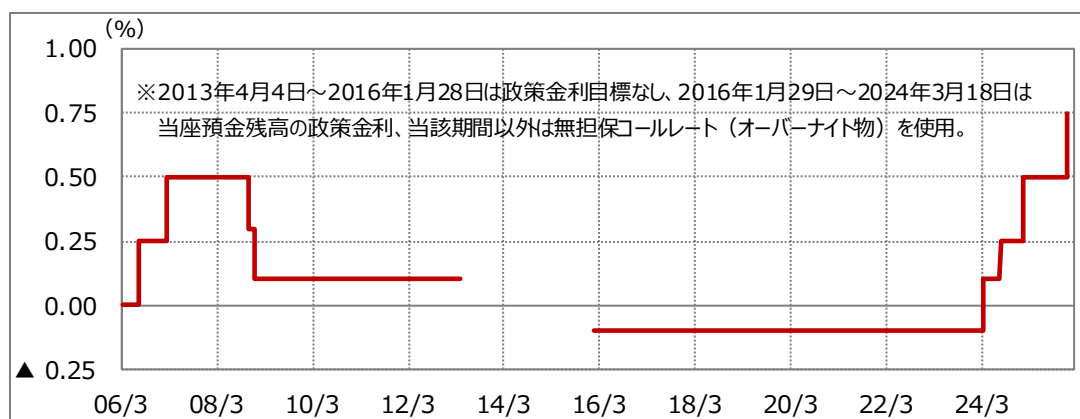
日銀は0.75%への利上げを決定

- ◇ 日銀は12月18・19日に開催した金融政策決定会合で、政策金利（無担保コールレート（オーバーナイト物））を0.50%から0.75%に引き上げることを全員一致で決定しました。
- ◇ 今後の政策運営について、植田総裁は記者会見で、利上げ実施後も中立金利のレンジ下限にはまだ少し距離があると発言し、今後の利上げ継続を示唆したものの、ペース等については利上げによる経済・物価・金融環境への反応をみながら、総合的に判断するとのスタンスを示しました。
- ◇ 現時点では日銀が利上げペースを積極化するものとは見込みづらいながらも、日銀の利上げ継続や、利上げペース・ターミナルレートを巡る不確実性、国債買入減額等を背景に、国内金利は基調としては緩やかな上昇が見込まれます。また今後も財政運営を巡る不透明感は燻り続けるものと見込まれることなどから、債券市場のボラティリティが高まる展開には引き続き注意が必要と考えます。

【日銀は0.75%への利上げを決定】

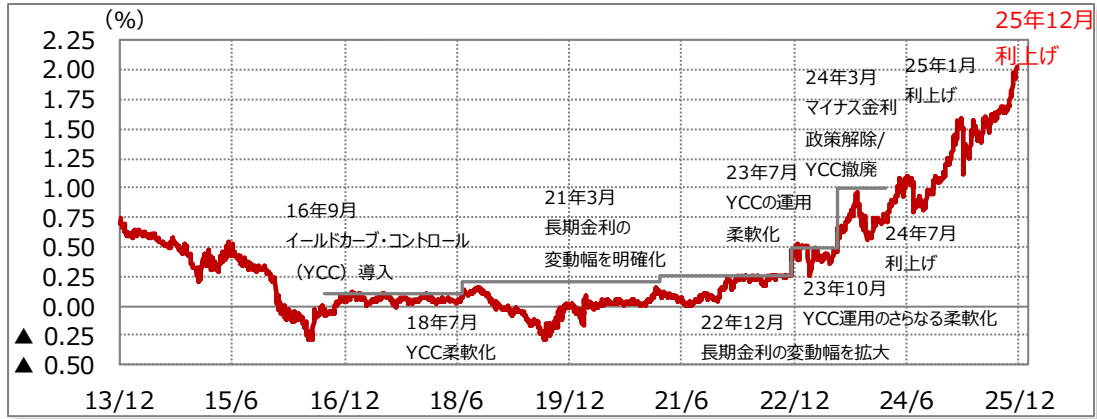
- ・日銀は12月18・19日に開催した金融政策決定会合で、政策金利を0.50%から0.75%に引き上げることを全員一致で決定しました。

(図表1) 政策金利の推移



(出所) Bloomberg

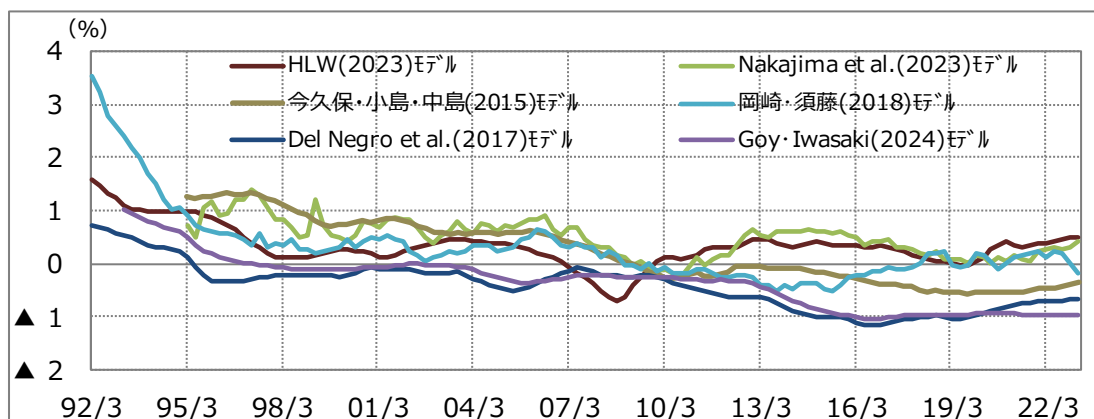
(図表 2) 国内 10 年国債利回りの推移



(出所) Bloomberg

- 日銀は公表した声明文で、通商政策の影響を巡る不確実性は「引き続き残っているものの、低下している」との認識を示し、景気の先行きについて、10月の展望レポートでは「成長ペースは伸び悩む」としていたものの、声明文では「成長ペースは緩やかなものにとどまる」と上方修正しました。
- また賃金について、「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く、企業の積極的な賃金設定行動が途切れるリスクは低い」との認識を示しました。インフレについては、賃金と物価がともに緩やかに上昇していくメカニズムが維持される可能性が高く、「『展望レポート』の見通し期間後半には、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」とし、「金融緩和の度合いを調整することが適切」と判断したとされました。
- 今後の金融政策運営に関して、日銀が従来から示してきた名目中立金利の推計レンジは1.0~2.5%（2%のインフレ目標を前提とした場合）であり、今回の利上げにより政策金利はレンジ下限に近接したものの、声明文では、「現在の実質金利がきわめて低い水準にある」、「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」との表現が維持されました。また、植田総裁は記者会見で、中立金利について「推計値には依然ばらつきがあり、かなりの幅をもってみる必要がある」としつつ、利上げ実施後も「レンジの下限にはまだ少し距離がある」と従来の見解を繰り返しました。 今後の利上げのペース等について、植田総裁は、短期金利と中立金利の関係以外に「利上げによる経済・物価・金融環境への反応をみながら、実質金利や貸出動向を含め丁寧に点検し、総合的に判断する」と言及し、今後の利上げはデータ次第とのスタンスを示しました。

(図表 3) 自然利子率の試算値推移



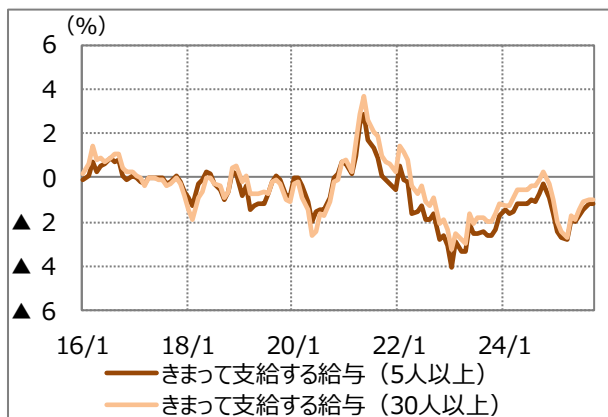
(出所) 日銀

【今後の見通し】

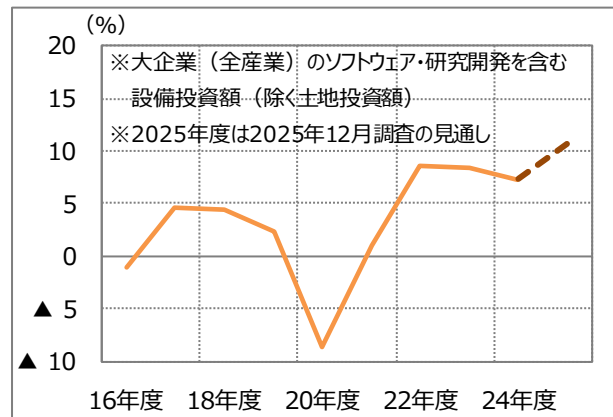
<実質所得改善や設備投資需要等が国内景気を下支えする見通し>

- ・国内では、2025年7-9月期の実質GDPは前期比年率▲2.3%（2次速報値）となり、4月に施行された建築基準法・建築物省エネ法の改正による駆け込み着工の反動により住宅投資が減少したことなどを背景に6四半期ぶりのマイナス成長となりました。しかしながら、今後はインフレの鈍化が見込まれるほか、2026年春闘においても労働需給の逼迫等を背景に高水準の賃上げが継続するものと想定されるなか、所得環境の改善が期待されることなどから、個人消費は引き続き底堅く推移し、国内景気を下支えするものと期待されます。
- ・また、少子高齢化の進展等を背景に労働供給制約が恒常化するなか、企業は生産性向上や業務効率化等を目的として、省人化投資、デジタル投資、設備の高度化を進める必要に迫られています。こうしたなか、2025年12月調査の日銀短観においても設備投資に対する企業の積極的な姿勢が示されており、今後も設備投資は堅調に推移するものと想定されます。
- ・米国の関税政策等を背景とした企業収益の悪化や、日中関係の緊張の高まりなどを背景としたインバウンド需要の減少等、外部要因による景気の下振れリスク等には注意が必要と考えますが、上記環境下、内需を中心とした景気の底堅さは当面維持される可能性が高いものと考えられます。

（図表4）実質賃金（前年比）



（図表5）日銀短観・設備投資計画（前年度比）



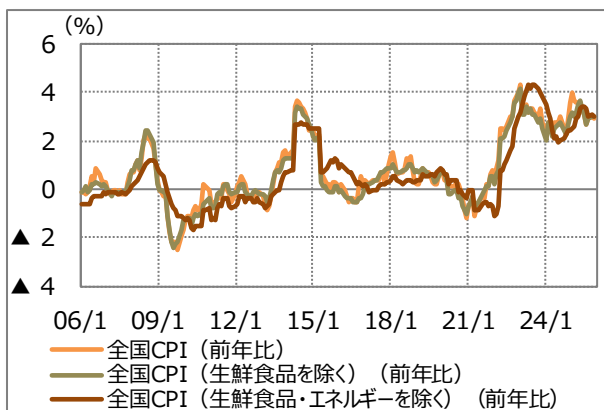
（出所）厚生労働省、日銀、Bloomberg

<食料インフレは鈍化、サービスインフレは底堅く推移する見通し>

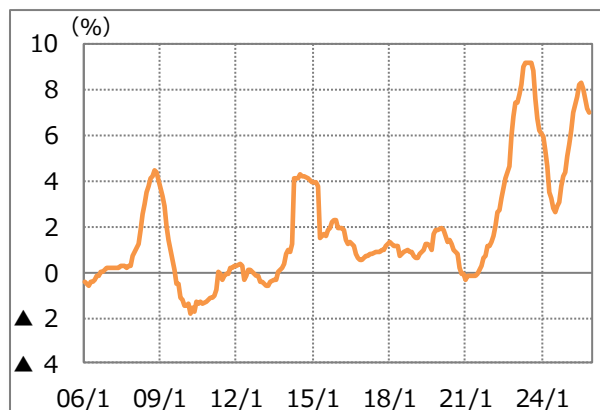
- ・インフレは、引き続き目標とする2%を上回る水準での推移が続いています。本日公表された2025年11月の全国CPIでは、コアCPI（生鮮食品を除く総合）・コアコアCPI（生鮮食品・エネルギーを除く総合）の前年比伸び率はともに3%台を維持しており、インフレ鈍化のペースは緩やかにとどまっています。
- ・しかしながら、急騰した米類の価格上昇率は低下傾向にあり、足元で物価上昇の主因となっている食料価格の上昇ペースは今後も着実に減速していくものと考えられます。またガソリンの暫定税率が2025年12月末に廃止されるほか、2026年1月から3月にかけては電気・ガス料金の支援が実施されることなどもインフレを押し下げる要因となり、短期的にはインフレ圧力は緩和に向かうものと見込まれます。

- 一方、2026 年春闘では前年並みの高い賃上げ率が見込まれるなか、企業の賃上げは続き、販売価格への転嫁も継続するものと考えられることなどから、サービスインフレは下方硬直的となり、基調的な物価は底堅く推移するものと見込まれます。

(図表 6) 消費者物価指数 (前年比)



(図表 7) 食料 (除く生鮮食品) (前年比)

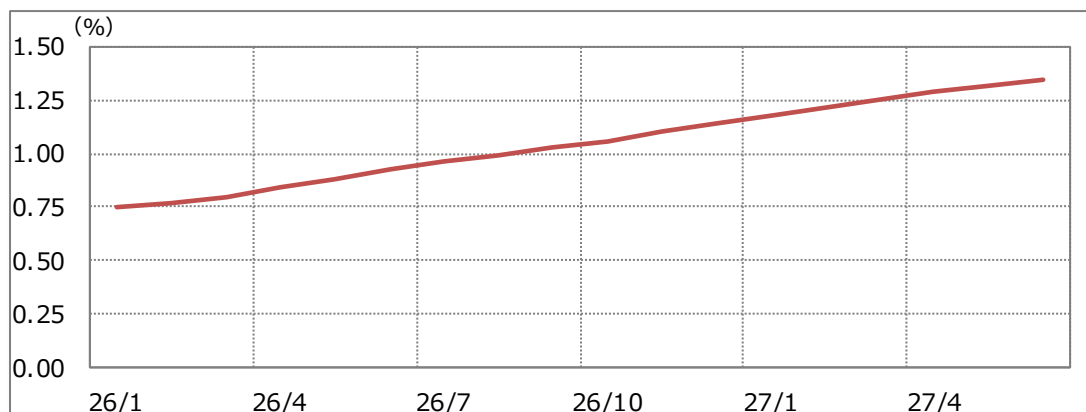


(出所) Bloomberg

<日銀の利上げペースは緩やかとなるものと見込まれる>

- 上記景気・物価動向を背景に、日銀は今後も利上げを継続する姿勢を維持すると見込まれます。ただし、政策金利は 1990 年代半ば以来、約 30 年ぶりの水準となったことなどから、日銀は利上げによる景気・物価への影響を慎重に見極めながら、次の利上げ時期を判断する可能性が高いと考えられます。
- また日銀は公表した声明文で、2026 年度前半にかけて、消費者物価 (除く生鮮食品) の前年比は「2%を下回る水準までプラス幅を縮小していく」との見通しを維持しており、植田総裁は記者会見で基調物価の動向を重視すると言及したものの、インフレが目標を下回る局面では積極的に利上げを進めることには慎重になるものと想定されます。
- 一方、植田総裁は記者会見で「複数の委員が最近の円安が基調物価に影響する可能性を指摘した」と言及し、今後、円安が急速に進行する場合等には利上げ観測が高まる可能性も想定されます。しかしながら、今回利上げを実施したことなどを受けて、為替介入に対する対外的な摩擦が相対的に緩和される可能性があるとも考えられることなどから、今後急速に円安が進行する局面では、利上げペースの加速ではなく、為替介入による対応が選択される可能性も想定されます。
- 上記環境下、現時点では日銀が利上げペースを積極化するものとは見込みづらく、引き続き半年から 1 年程度の緩やかなペースでの利上げが基本シナリオと考えられます。

(図表 8) 市場で織り込まれている政策金利 (2025 年 12 月 19 日現在)



(出所) Bloomberg

<国内金利は目先、上昇余地は限定的と考えられるものの、緩やかな上昇を見込む>

- ・市場では、高市政権の積極的な財政政策スタンスや円安進行等によるインフレ懸念の高まり、日銀のビハインド・ザ・カーブ懸念の高まりなどを背景に、市場で織り込まれている日銀のターミナルレート(利上げの最終到達点)の代理指標とみなされる2年先1年OIS金利は上昇基調で推移してきました。また足元では、高市政権は積極的な財政政策スタンスを維持しつつも、円安進行等を受けて一定程度の利上げを容認する姿勢となったと受け止められたことなどから、2年先1年OIS金利は上昇幅を拡大し、足元では1.5%を上回る水準となっています。
- ・植田総裁は記者会見で、中立金利について「前もって特定することは難しい」とし、中立金利を用いて特定の水準やターミナルレートを示すコミュニケーションを抑制したものと考えられますが、市場で織り込まれているターミナルレートはすでに日銀が示してきた名目中立金利の推計レンジである1.0~2.5%の中心付近まで到達している状況にあることなどから、想定される日銀の利上げペースやターミナルレートは、市場ではすでに相応に織り込まれていると考えられます。しかしながら、日銀の緩やかな利上げスタンス等を背景に円安基調が維持される展開も想定されるなか、市場で織り込まれるターミナルレートは上昇余地を試す可能性があるものと考えられます。
- ・一方、市場で織り込まれている中立金利の代理指標である5年先5年OIS金利は、足元で2.3%程度となっており、日銀が想定する名目中立金利レンジの上限に接近している状況です。5年先5年OIS金利は、高市政権による積極的な財政拡大等を背景とした中長期的な成長期待やインフレ期待の高まりなどを受けて上昇余地を試す展開も想定されるものの、現時点では日銀が推計する名目中立金利のレンジを持続的かつ大幅に上振れする展開は見込みづらいものと考えます。

(図表9) 2年先1年OIS金利と5年先5年OIS金利の推移

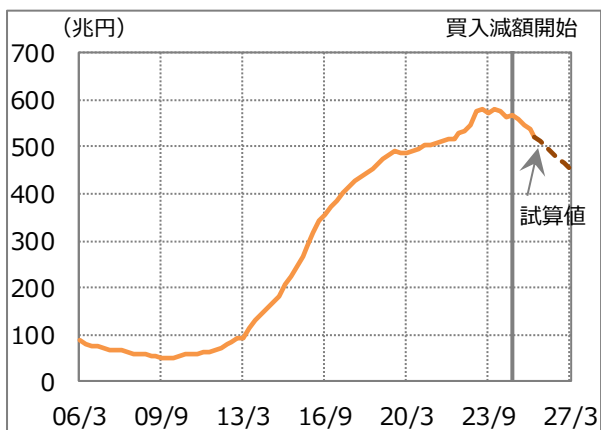


(出所) Bloomberg

- ・しかしながら、需給面では、日銀の国債買入減額の継続は引き続き国内長期金利の上昇要因となるものと想定されます。また、2026年夏頃に成長戦略の策定が予定されているなか、国債発行増加懸念は今後も燃えるものと見込まれます。足元では、需給不安等を背景に超長期ゾーンの発行が抑制される一方で、短中期ゾーンの発行が増加しており、将来的には長期(10年)ゾーンの発行増加懸念も意識されやすい状況です。

- ・ 上記環境下、国内長期金利は、5年先5年OIS金利が日銀が示してきた名目中立金利の推計レンジの上限に接近していることなどから、現時点では大幅な上昇余地は限定的と考えられるものの、日銀の緩やかな利上げ継続や、利上げペース・ターミナルレートを巡る不確実性、国債買入減額等を背景に基調としては緩やかな上昇が見込まれます。また、今後も財政運営を巡る不透明感は燻り続けるものと見込まれることなどから、債券市場のボラティリティが高まる展開には引き続き注意が必要と考えます。

(図表 10) 日銀の保有国債残高の推移



(図表 11) 2025年度・年間国債発行額

(兆円)	当初	6月 変更後	補正後	補正後 -当初
割引短期国債	40.8	42.9	49.2	8.4
2年	31.2	31.8	32.1	0.9
5年	28.8	28.8	29.1	0.3
10年	31.2	31.2	31.2	±0.0
20年	12.0	10.2	10.2	▲ 1.8
30年	9.6	8.7	8.7	▲ 0.9
40年	3.0	2.5	2.5	▲ 0.5

(出所) 日銀、財務省、Bloomberg

以上