

マーケット・アイ

【概要】

(情勢判断)

- 内閣府は、3月27日の月例経済報告で、日本経済の現状について、前月の、「米国の通商政策の影響が残るものの、緩やかに回復している。」から、「景気は、緩やかに回復しているが、中東情勢の影響を注視する必要がある」とした(表現変更)。

(金融政策)

- 日本銀行は3月19日の金融政策決定会合において、政策金利を0.75%に据え置くことを決定(2会合連続)。植田総裁は、中東情勢の帰趨に注意が必要であるとしつつ、これまでの中心的な見通しを維持、経済・物価情勢の改善に依拠して、引き続き政策金利を引き上げる方針を示した。
- 植田総裁は、原油価格の高騰により、景気下押しと物価押し上げ双方の可能性があり、金融政策は舵取りが難しい局面にあると述べたほか、為替相場については、日本銀行としても、基調物価への影響が強くなっている可能性も踏まえつつ注視するとした。また、賃上げについては、春闘では順調に進展しており、中小企業の動向を今後の注目点に挙げた。
- こうした中、OIS市場では、4月会合での利上げを相応に織り込んだレートを形成。ただし、原油高騰による影響や内外情勢を巡る不確実性が非常に高く、6月以降を予想する声も少なくない。
- なお、決定会合後、需給ギャップや自然利子率の再推計値のほか、基調的な物価動向を示す新指標などが相次いで公表されている。
- FRBは、3月18日のFOMCで、政策金利の誘導レンジを3.50~3.75%に据え置き(2会合連続)。パウエル議長は、インフレの上振れリスク、雇用の下振れリスクがあるとしつつ、現時点で利上げはメインシナリオではないと述べた。もっとも、OIS市場では、6月会合以降の利上げを織り込むレートが形成されている。一方、トランプ大統領は、依然として利下げを求めており、引き続き、今後の言動が注目される。なお、5月に任期を迎えるパウエル議長の後任については、トランプ大統領よりケビン・ウォーシュ元FRB理事が指名されているが、現時点で上院の承認が得られていない。一方、パウエル議長は、議長任期満了後も、司法省の捜査が完全に終結するまでは、理事を続投するとの意向を示している。
- ECBは、3月19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%に据え置き(6会合連続)。OIS市場では、原油価格の上昇によるインフレ懸念の高まりを背景に、次回会合(4月30日)での利上げを相応に織り込むレートが形成されている。

(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、引き続き、0.727%前後で推移することが見込まれる一方、ターム物については、利上げ観測や前倒し調達の動きなどから上昇傾向で推移する見込み。
- 債券レポ GC レート(T/N)については、0.74~0.76%近辺を中心に推移。ターム物や短期国債のレートは、追加利上げ観測の動向に左右されながらじり高となる展開か。
- CPの4月の発行残高は、期明け再開により緩やかに増加することが見込まれる。金融政策決定会合を跨ぐターム物の発行レートは、利上げ観測から上昇圧力がかかりやすいため、ショートタームの取引が中心になると予想される。

1. 政府の情勢判断

- 内閣府は、3月27日に行われた月例経済報告で、日本経済の現状について、前月の、「米国の通商政策の影響が残るものの、緩やかに回復している。」から、「景気は、緩やかに回復しているが、中東情勢の影響を注視する必要がある」とした(表現変更)。
- 先行きについては、「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ものの、中東情勢の影響を注視する必要がある。また、金融資本市場の変動の影響や米国の通商政策をめぐる動向などに注意する必要がある。」とした。
- 世界経済については、「世界の景気は、一部の地域において弱さがみられるものの、緩やかな持ち直しが続いている。ただし、中東情勢を始め世界経済の不透明感が高まっている。先行きについては、地域によってばらつきはあるものの、基本的には緩やかな持ち直しが続くことが期待されるが、中東情勢や金融資本市場の変動、米国の政策動向による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、概ね前月の判断を維持した(太字は当社)。

米国	米国では、景気は、一部に弱さがみられるものの、緩やかな拡大が続いている。先行きについては、緩やかな拡大が続くことが期待される。ただし、 通商政策の動向や物価動向、雇用情勢等に留意する必要がある。
ユーロ圏	ユーロ圏では、景気は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等に留意する必要がある。
中国	中国では、景気は緩やかに減速している。先行きについては、 不動産市場の停滞による影響もあり緩やかな減速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%に据え置き(2会合連続)

- 日本銀行は3月19日の金融政策決定会合において、**政策金利を0.75%に据え置くことを決定した**。高田委員が、物価安定の目標は概ね達成されており、海外発の物価上昇の二次的波及から国内物価の上振れリスクが高いとして政策金利を1.0%程度に引き上げる議案を提出したが、**反対多数で否決された**。
- 会合後の記者会見で植田総裁は、「中東情勢の帰趨に注意が必要であるものの、わが国経済は緩やかな成長が続き、基調的な物価上昇率も見通し期間後半には物価安定の目標を実現するというこれまでの**中心的な見通しを維持することとした**」とし、「**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、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**」方針を示した。
- 足許の原油価格の高騰による影響に関しては、**交易条件の悪化を通じて景気を下押しする可能性と、企業や家計の予想物価上昇率の上昇を通じて、基調的な物価上昇率を押し上げる可能性の双方を挙げ、どちらに重点を置いて金融政策を運営するかについて、「一概にお答えすることは難しい」とした**。
 - 中東情勢の物価への影響については、今回の会合でも議論となり、「**上方リスクを重視したいというふうにおっしゃる人と、下方リスクをとという方に分かれたが、微妙に前者の方が人数としては多かった**」ことが披露された。
 - なお、3月中、生鮮食品や政府の対策といった特殊要因を除く3種類のCPIが公表されたが、いずれも足許、2%近傍に位置している(図表1)。
- また、**為替相場の変動**に関しては、以前に比べて、**国内価格への転嫁、基調物価への影響が強くなっている可能性を踏まえつつ、注視していくとした**。
- この間、**賃上げ**に関しては、春闘の動向から、「**しっかりとした姿になりつつある**」との認識を示したうえで、**今後の中小企業の賃上げが一つの大きなポイントであると述べた**。
- こうした中、OIS市場では、**4月会合での利上げを相応に織り込んだレートが形成されているが、原油高騰による影響や今後の内外情勢に関する不確実性が非常に高い状況にあるため、6月以降を予想する声も少なからず聞かれている状況**。
- なお、今般、自然利子率の再推計が行われ、**▲0.9%程度～+0.5%程度と従来推計(2024年12月公表の「金融政策の多角的レビュー」)から下限が0.1%切り上がった(図表2)**。また、需給ギャップについても、推計の見直しにより、**2022年1～3月期以降がプラス圏に転換した(図表3)**。

【FRB】 政策金利を3.50～3.75%に据え置き(2会合連続)

- FRBは、3月18日のFOMCで、**政策金利の誘導レンジを3.50～3.75%に据え置いた**。この決定に関しては、Miran理事が0.25%の利下げを支持する立場から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り、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「引き締めの可否かの境界線上の、高い方のラインにある(the higher borderline of restrictive versus not restrictive)」**とし、「**今のところはそこが適切な場所だ(the right place)**」と述べた。

—— この間、「2026～2028年の経済見通し」は、堅調な経済活動から**実質GDP成長率が上方修正された**。また、関税や中東情勢の影響から**インフレ率も上方修正された**。失業率は概ね前回と変わらず。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**(図表4、5)。
- 今後については、「中東情勢がどのように進展し、それが経済状況や見通しにどう影響を及ぼすかを見極めることになる」と静観する姿勢を示したが、利上げに転じる可能性については、「今回の会合でも議論に上がったが、参加者の大多数はそれをメインシナリオとは考えていない」と現時点では想定していないことを示唆した。
- もっとも、OIS市場では、**4月会合では据え置きが予想されているが、6月以降は利上げを織り込むレートが形成されている**。一方、トランプ大統領は、依然として利下げを求めており、引き続き、今後の言動が注目される。
- なお、5月に任期を迎えるパウエル議長の後任については、トランプ大統領よりケビン・ウォーシュ元FRB理事が指名されているが、現時点で上院の承認が得られていない。また、パウエル議長は、新議長が就任された後も、2028年まで理事としての任期が残されており、「司法省の捜査が透明性を持って完全に終結するまでは、理事会を去るつもりはない。」との「対決姿勢」をみせている。

【ECB】 政策金利を2.0%に据え置き(6会合連続)

- ECBは、3月19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**。
- ラガルド総裁は、中東での紛争により、見通しは著しく不透明になっており、**インフレの上振れリスクと経済成長の下振れリスクが生じているとの認識のもと、現状は「自らの戦略を適用し、機敏に動き、必要なことを行う能力を示すための適切な位置(well positioned)にいる**」と述べた。

—— 「2026～2028年の経済見通し」では、**実質GDP成長率が下方修正された一方、インフレ率は上方修正された**(資料6)。
- 中東情勢が悪化するまで、OIS市場では、**年内の据え置きが予想されていたが、足許では、原油価格の上昇によるインフレ懸念の高まりを背景に、次回会合(4月30日)での利上げを相応に織り込むレートが形成されている**。

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、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を中心に、**0.727%前後で推移**することが見込まれる。一方、4月の日銀金融政策決定会合(27/28日)およびゴールデンウィークを跨ぐ**ターム物**については、追加利上げ観測の強まりや、流動性確保の動きを背景に**強含む可能性**もある。
- **債券レポ GC レート(T/N)**についても、日銀当座預金との裁定取引や在庫ファンディングを主軸とする市場構造に特段の変化はなく、当面は担保需給に応じた振れを伴いつつ、0.74~0.76%近辺を中心に推移すると予想される。ターム物についても、4月中旬以降は追加利上げ観測の動向に左右される展開が見込まれる。
- **短期国債**の3か月物および6か月物の利回りは、次回の利上げ時期の見通しに応じて変動しつつ、**緩やかに上昇**していくことが見込まれる。また、1年物利回りに関しても、利上げ要因と発行額減少による需給要因による変動を伴いながら、**上昇基調で推移**する展開が予想される。
- CPの4月の発行残高は、期明け再開により**緩やかに増加**することが見込まれる。金融政策決定会合を跨ぐターム物の発行レートは、利上げ観測から上昇圧力がかかりやすいため、**ショートタームの取引が中心**になると予想される。

以 上

<参考>

図表 1

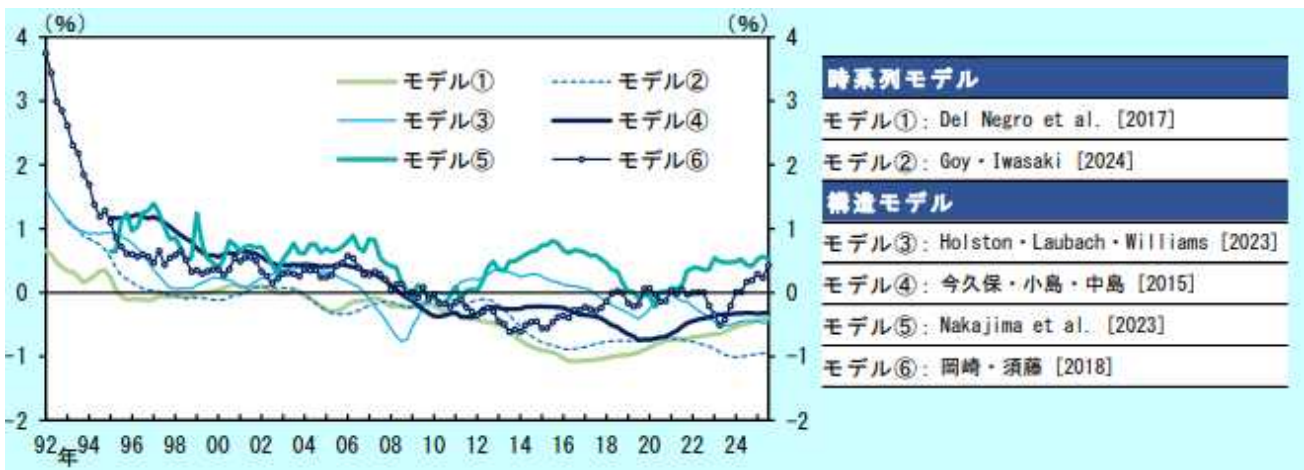
特殊要因を除いたCPI



出所：日本銀行「基調的な物価上昇率の概念と捉え方」

図表 2

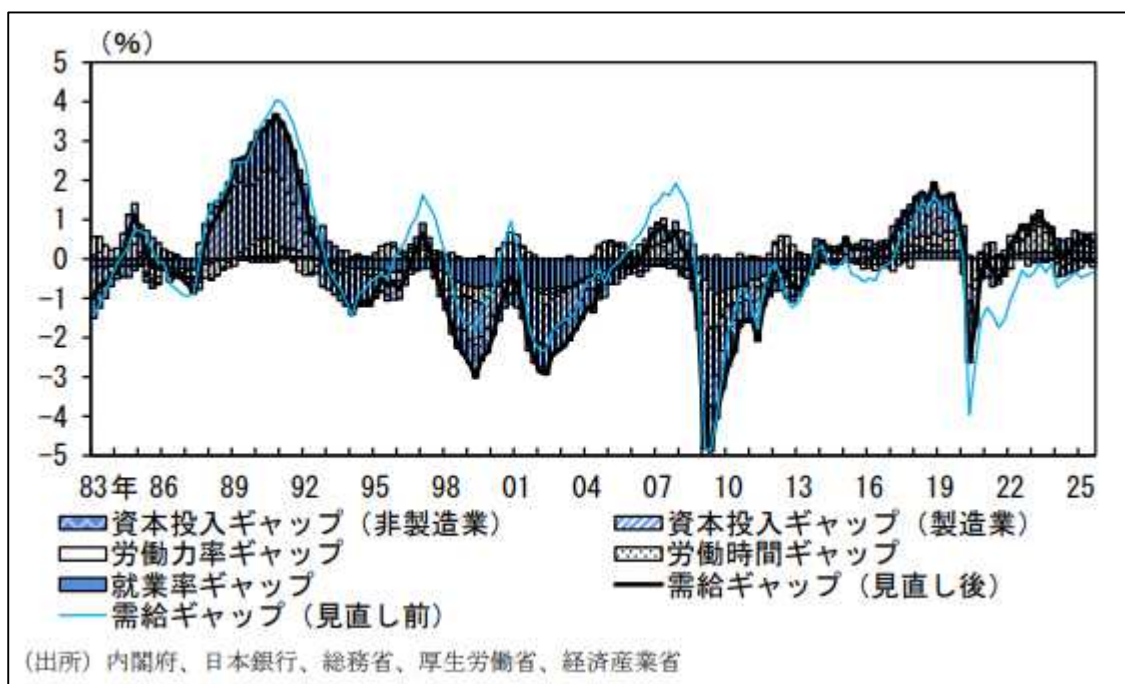
自然利子率の推計値



出所：日本銀行「自然利子率の動向と金融緩和度合いの評価」

図表 3

見直し前後の需給ギャップ



出所: 日本銀行「需給ギャップ・潜在成長率の見直しと 労働需給関連指標の補完的活用について」

図表 4

2026年3月 F R B 経済見通し (中央値)

年度	実質GDP	PCE	失業率
2026	2.4 (2.3)	2.7 (2.4)	4.4 (4.4)
2027	2.3 (2.0)	2.2 (2.1)	4.3 (4.2)
2028	2.1 (1.9)	2.0 (2.0)	4.2 (4.2)
長期	2.0 (1.8)	—	4.2 (4.2)

() は前回 (2025年12月) 公表値

出所 : F R B

図表 5

FOMCメンバーによる政策金利見通し (中央値)

TARGET RATE	2026	2027	2028	LONG
4.000				
3.875		1	1	1
3.750				1
3.625	7	3	3	1
3.500				1
3.375	7	4	3	2
3.250				1
3.125	2	6	7	3
3.000				5
2.875	2	3	3	2
2.750				
2.625	1	1	2	2
2.500				
2.375		1		
2.250				
2.125				
2.000				

出所 : FRB

図表 6

2026年3月 ECB経済見通し（中央値）

年度	実質GDP	HICP（総合）
2026	0.9 (1.2)	2.6 (1.9)
2027	1.3 (1.4)	2.0 (1.8)
2028	1.4 (1.4)	2.1 (2.0)

() は前回（2025年12月）公表値 出所：ECB

図表 7

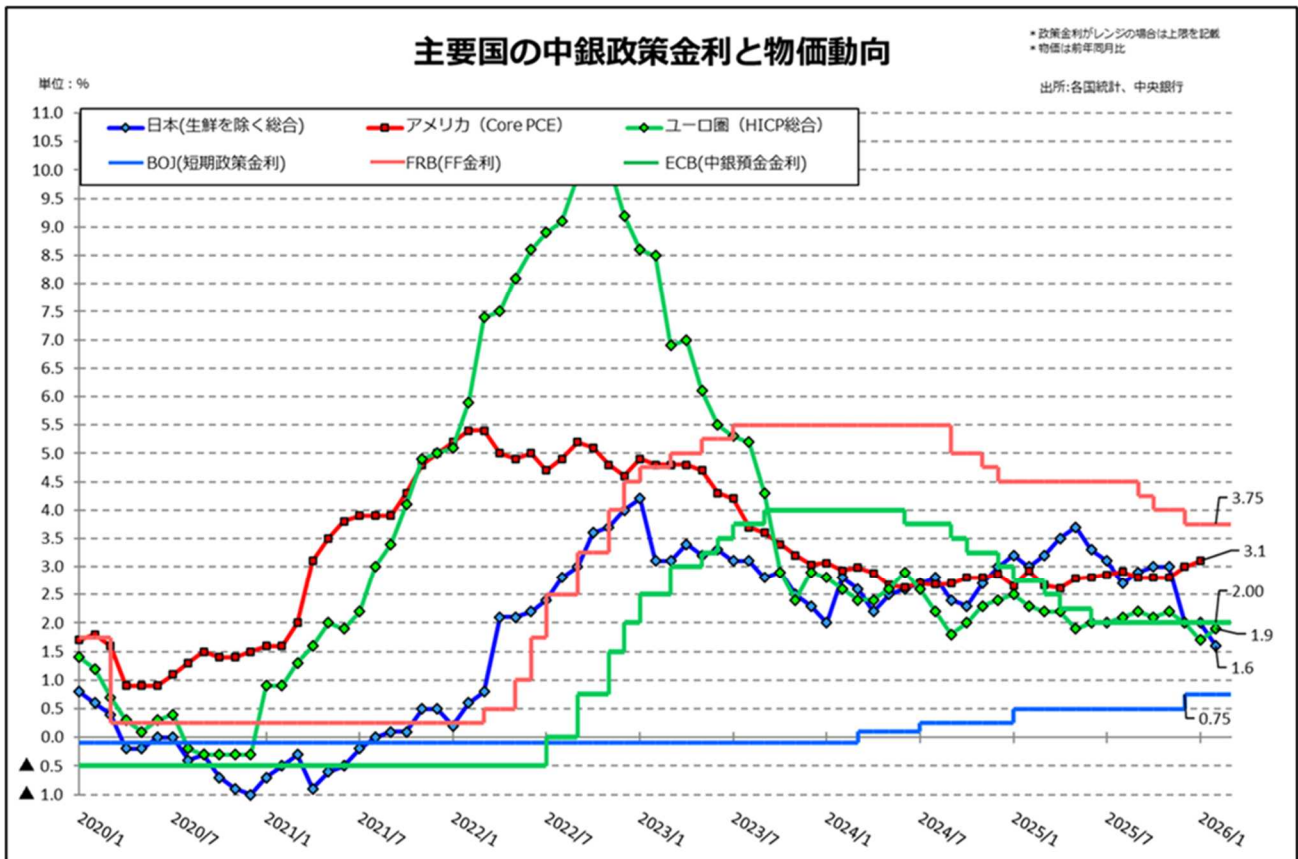
金融政策決定会合の日程

	日銀	FRB	ECB
2026年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

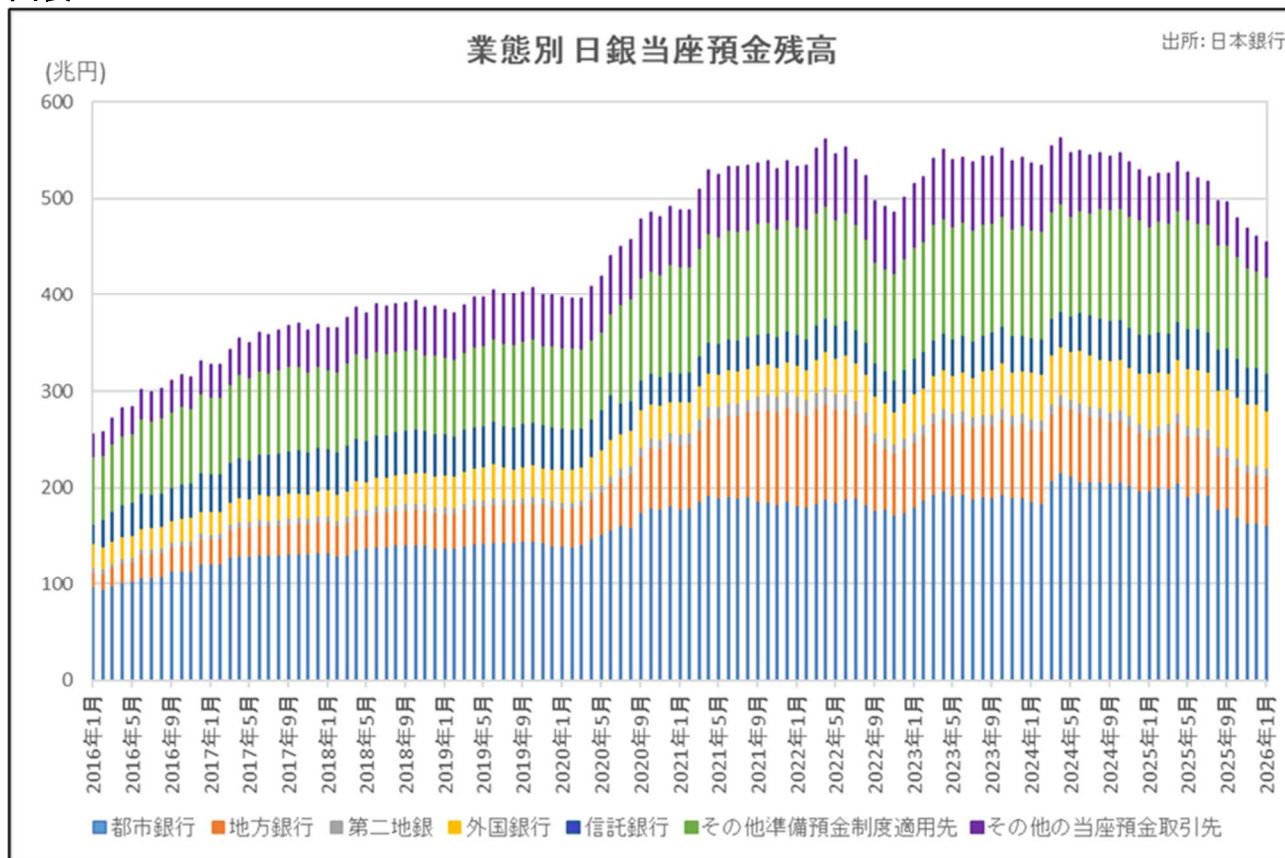
図表 8
日米欧の金融政策

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

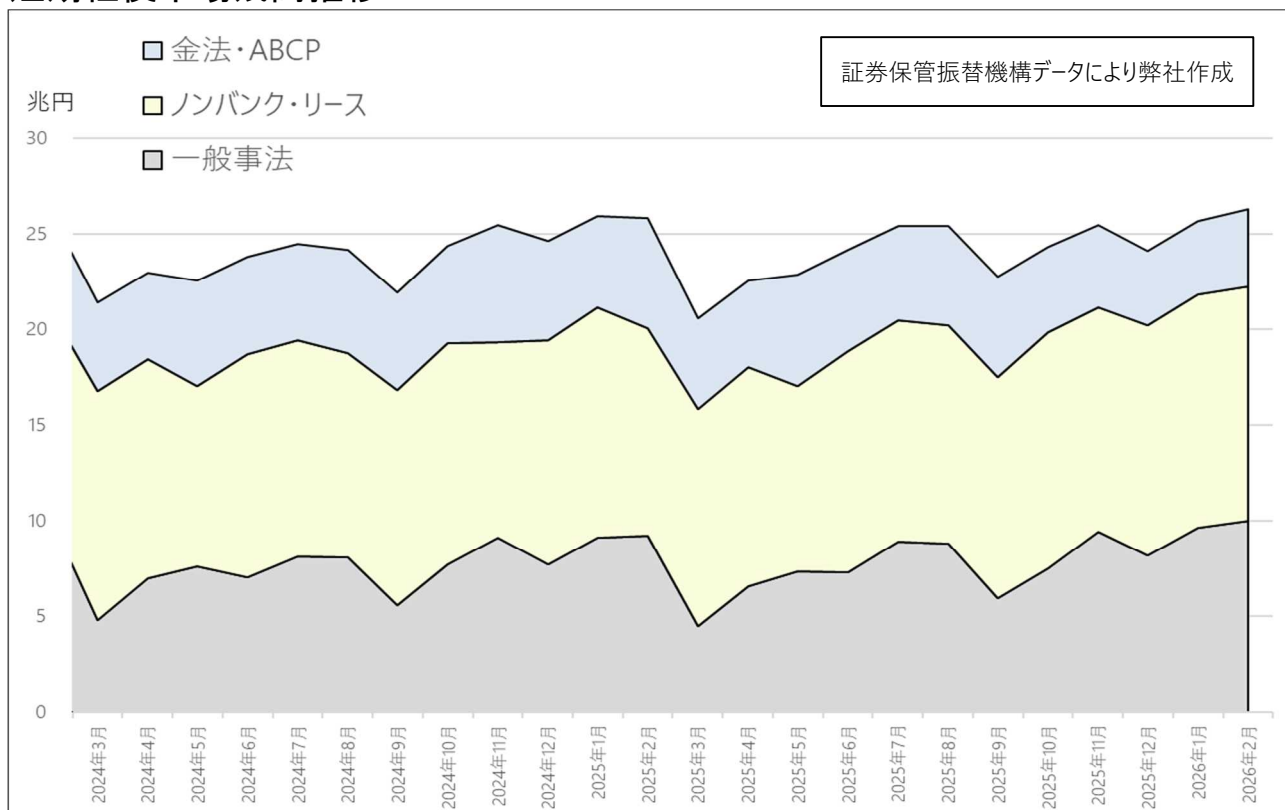
図表 9



図表 10



図表 11
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