

2026. 3. 23

【日銀金融政策決定会合（26年3月）】

すえ置き&タカ派姿勢維持

～中東情勢が落ち着くまではおそらく動けず～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 3月18日、19日に開催された日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれた。植田総裁の会見は、円安進行への警戒感からあえてタカ派的姿勢を心がけたとの印象
- 植田総裁は、中東情勢の基調物価への影響は上方リスクを見込む委員が多かったと述べる。ただ、一時的に上昇してもさほど間を置かず再び低下する可能性も残るため、情勢が落ち着くまで日銀は動けない
- 中東情勢の混迷が続く場合、日銀としては市場における早期利上げ予想が消えぬよう、常にタカ派的構えを取りつつも、実際にはすえ置きを続けるパターンが考えられる

1. すえ置きは大方の予想通り

3月18日、19日に開催された日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれた。昨年12月の決定会合で利上げに踏み切った後、これで2会合連続となる。ホルムズ海峡の実質的封鎖が続いており、原油価格が日本経済に及ぼす影響も見極め難い状況下、すえ置きは妥当な判断である。

景気の現状判断は「一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している」で、ちょうど2年前の2024年3月以来、17会合連続で同じ判断となった（図表1）。個別項目別の判断は、住宅投資が「減少している」から「減少傾向にある」と若干上方修正された以外は、1月から横ばいとなった（図表2）。

（図表1）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
23年1月18日	持ち直している	→	
23年3月10日	持ち直している	→	
23年4月28日	持ち直している	→	
23年6月16日	持ち直している	→	
23年7月28日	緩やかに回復している	↑	1年ぶりの上方修正
23年9月22日	緩やかに回復している	→	
23年10月31日	緩やかに回復している	→	
23年12月19日	緩やかに回復している	→	
24年1月23日	緩やかに回復している	→	
24年3月19日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	↓	22年3月以来の下方修正
24年4月26日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	

24年6月14日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24年7月31日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24年9月20日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24年10月31日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
24年12月19日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25年1月24日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25年3月19日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25年5月1日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25年6月17日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25年7月31日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25年9月19日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25年10月30日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
25年12月19日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
26年1月23日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	
26年3月19日	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復している	→	17 会合連続で同じ表現

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

(図表 2) 個別項目の判断

項目	2026年1月	2026年3月	方向性
海外経済	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	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	→
輸出 鉱工業生産	米国の関税引き上げの影響を受けつつも、基調としては横ばい圏内の動きを続けている	基調としては横ばい圏内の動きを続けている	→
企業収益	製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している	製造業において関税による下押しの影響がみられるが、全体としては高水準を維持している	→
設備投資	緩やかな増加傾向にある	緩やかな増加傾向にある	→
雇用・所得環境 個人消費	個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している	個人消費は、物価上昇の影響を受けつつも、雇用・所得環境の改善を背景に底堅く推移している	→ →
住宅投資	減少している	減少傾向にある	↗
公共投資	横ばい圏内の動きを続けている	横ばい圏内の動きを続けている	→
金融環境	緩和した状態にある	緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	緩やかに上昇している	緩やかに上昇している	→

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

2. スタグフレーションへの対応が問題に

会合後の総裁定例会見では、これも予想されていた通り、中東情勢と原油高、および金融政策の関わりに関する質問が集中した。

原油価格の急上昇は、マクロの供給曲線の急激な左シフト、すなわち供給ショックであり、経済に対してはコストプッシュ的な物価上昇圧力と、生産水準の低下圧力を同時にもたらすスタグフレーション圧力として働く(図表3)。典型例は1970年代の2度のオイルショックである。

金融政策で供給曲線を元に戻せるわけではないため、スタグフレーション下の中央銀行は難しい立場に追い

込まれる。植田総裁は会合後の定例会見で、「**一時的なサプライショックはルックスルーが一つの原則**」と述べた。ルックスルー＝看過するで、ここでは金融引き締めを急がないことを意味する。しかし、長引く場合はインフレの抑制と景気の下支えどちらに重点を置いて金融政策を運営するかの選択を迫られる。その際、利上げをすれば景気が悪化し、利下げをすればインフレ加速というリスクを負う。

植田総裁は中東情勢の影響を問う記者からの質問に対し、「**基調的な物価上昇率については、先行き上下双方向に変動し得る**」ため、「**一概にお答えすることは難しい**」としたものの、「(政策委員会の)メンバーによって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る方に分かれたという感じ

でございます。ただ微妙に前者の方が人数としては多かったという印象も持ったところ (下線部筆者)」と、政策委員会全体としては上昇リスクの方をやや大きく見積もっているとの認識を示した。

また、「昔に比べて最近**は為替レート変動の国内価格への転嫁、あるいはその先基調物価への影響が強くなっている可能性があるという点には注意しながら見ていきたい**」と、為替相場における円安の進行も物価上昇要因だという従来の見解も繰り返した。

全体的にタカ派的トーンが目立つ会見だったが、円安進行を防ぐ必要上、植田総裁がこうした態度を取ることもまた事前の市場で広く予想されていた。足元の為替相場の雰囲気では、少しでも正常化路線が後退したと受け止められれば、容易に 160 円/ドルを突破する可能性が高かった。従って、植田総裁が「あえて」タカ派姿勢を強調している可能性も見ておく必要があるだろう。

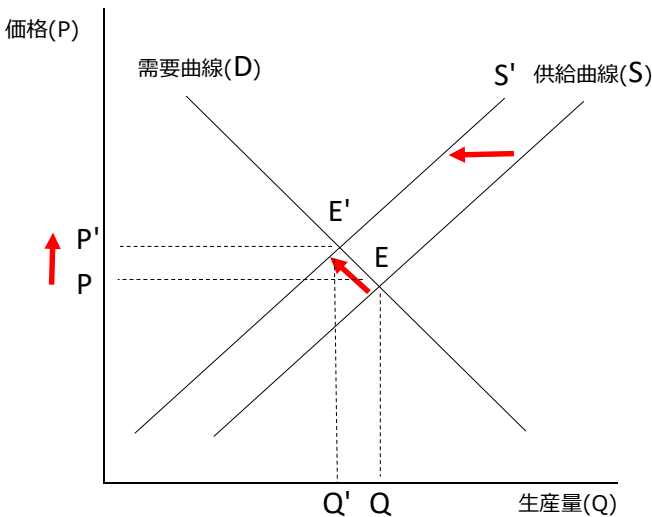
3. 中東情勢が落ち着くまでは動けずか

あくまで中東情勢次第であるため、予想の不確実性は高いが、仮に混迷の長期化を前提とした場合、基調物価のリスクバランスは下振れ方向と見る。たとえ上方リスクの方が大きいとしても、それが利上げに直結するとは限らない。日銀にとって望ましいのは、原油価格の上昇がインフレ期待の上昇と定着をもたらさず一方、景気回復基調は途切れないパターンであろう。この場合は基調物価の上昇につながるため、正常化路線の継続が可能となるが、そう都合よく事は運ばないかもしれない。原油価格が需要に対する下押し圧力として長期にわたり働き続けければ、負の需給ギャップの拡大がデフレ圧力となるため、最終的には基調物価も低下に向かう。この場合、足元の物価上昇につられた性急な利上げは裏目に出ることになる。

バブル崩壊以降の日本では、原油価格の急騰局面ではインフレよりもデフレ圧力の方が問題になるケースが多かった。植田総裁は、「**1970年代の対応それから直近では2021年から22年にかけて、そしてその後の欧米日本も含めてですが中央銀行の対応をもう一度復習したりしておりました**」と述べたが、原油高に対し、日銀が金融引き締め方向で対応したのは結局第一次、第二次のオイルショック時のみである (図表 4)。このときは現実の物価、基調物価とも著しく高く、日銀は物価高の抑制を優先せざるを得ない状況下にあった。

日本の潜在成長率はいまだに 0%台と見られ、弱めの景気下押し圧力でも容易にマイナス成長に転落しかねない。従って、インフレが加速しても、それが原油高由来である限り、日銀は容易に利上げできないだろう。結

(図表3) 供給曲線の左シフトの影響 (価格は上がり生産量は落ちる)



(出所)明治安田総研作成

(図表4) 過去の原油価格急騰局面と金融政策

時 期	要因・背景	原油価格の動き(ブレント)	日銀の政策対応		FRBの政策対応	
				政策金利の変化		政策金利の変化
1973-1974年 (第一次オイルショック)	第四次中東戦争、OPEC禁輸	約3ドル → 約12ドル	急速利上げ	1973年： 7%→9%(公定歩合)	急速利上げ	1972-1974年： 3%→13%
1979-1981年 (第二次オイルショック)	イラン革命、イラン・イラク戦争	約15ドル→ 約35ドル	急速利上げ	1979-1980年： 5.25%→9% (公定歩合)	ボルカー利上げ	1979-1981年： 11%→約20%
1990年	イラクのクウェート侵攻 (湾岸危機)	約20ドル→ 約40ドル	高金利維持 →利下げ	1991-1995年： 6%→0.5% (公定歩合)	景気悪化で利下げ	1989-1992年： 9.75%→3%
1999-2000年	OPEC減産、世界景気回復	約10ドル→ 約30ドル	ゼロ金利政策 からQEへ	1999年： 0.15%→0%	ITバブル対応利上げ	1999-2000年： 4.75%→6.5%
2002-2003年	イラク戦争前後の供給不安	約20ドル→ 約30ドル	量的緩和継続	2002-2003年： 実質0%維持、QE強化	ITバブル崩壊、9.11 で大幅利下げ	2001-2003年： 6.5%→1%
2007-2008年	新興国需要、投機資金流入	約60ドル→ 約150ドル	低金利維持 →利下げ	2008年： 0.5%→0.1%	金融危機で大幅利 下げ	2007-2008年： 5.25%→0~0.25%
2010-2014年	新興国需要、中東情勢 (長期高止まり)	約70ドル→ 約120ドル	段階的緩和から QQEへ	政策金利は実質0%継続、 QEからQQEへ	QE→正常化準備へ	2008-2015年： 0~0.25%維持
2018年	対イラン制裁、減産	約50ドル→ 約80ドル	YCC維持	▲0.1%維持	段階的利上げ	2015-2018年： 0.25%→2.5%
2021-2022年	コロナ後需要回復、ロシアのウクライナ侵攻	約20ドル→ 約120ドル	YCC維持	▲0.1%維持	急速利上げ	2022年： 0.25%→約4.5%

(出所)各種資料より明治安田総研作成

局、日銀が引き締めに動けるのは、停戦が実現して原油価格が下がった場合に限られるとみる。もちろん、インフレが通貨の信認にかかわるようなレベルにまで高進すれば別である。

一方、日銀としては、為替相場で円売り圧力がかかり続ける状況下で、安易にハト派姿勢を前面に出すわけにはいかないという事情もある。このまま中東情勢の混迷が続く場合に考えられるパターンは、市場における早期利上げ予想が消えないよう、常にタカ派的構えを取りつつも、実際にはすえ置きを続けるというものであろう。この点、高田委員は景気の下振れが余程鮮明なものとならない限り、利上げ提案を取り下げにくくなっているという、難しい立場に立たされている。

4. 新たな指標の公表を開始

なお、植田総裁は会見のなかで、基調物価を示す新たな指標の公表を夏までに開始すると述べた。授業料無償化や電気・ガス料金の補助等、主として政府の政策による一時的な振れを除去したものになるようである。植田総裁はこれにより、「**基調インフレ率に関して (市場と) 共通の見解を持てるように努力していきたい**」と述べている。実際、これまで基調物価の水準が不透明な点が、日銀と市場とのコミュニケーションを難しくしてきた点は否めない。日銀にとっては、基調物価の水準がクリアになればなるほど、自らの裁量の余地を狭めるリスクを負うことになるが、市場にとっては歓迎できる動きである。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号：080-2298-8302

e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411