

2026. 4. 17



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

## 日銀にとって動きにくい状況が続く

～4月 は利上げ見送りへ、すえ置き期間はさらに長引く可能性～

### ポイント

- 日本時間 17 日朝の植田総裁の会見では、次なる利上げに関するヒントはなし。足元で大きく低下した 4 月会合における市場の利上げ確率を事実上容認した形で、すえ置きはほぼ確実な情勢に
- 中東情勢の先行きはなお不透明。原油価格上昇の影響が各種経済指標で確認できるのはこれからであり、すえ置き期間は大方の予想以上に長引く可能性
- 展望レポートでは、引き続き景気下振れと物価上振れのリスクが同程度であることを強調しよう。ただ、円安進行を警戒し、定例会見では植田総裁はややタカ派寄りのスタンスを意識するとみる

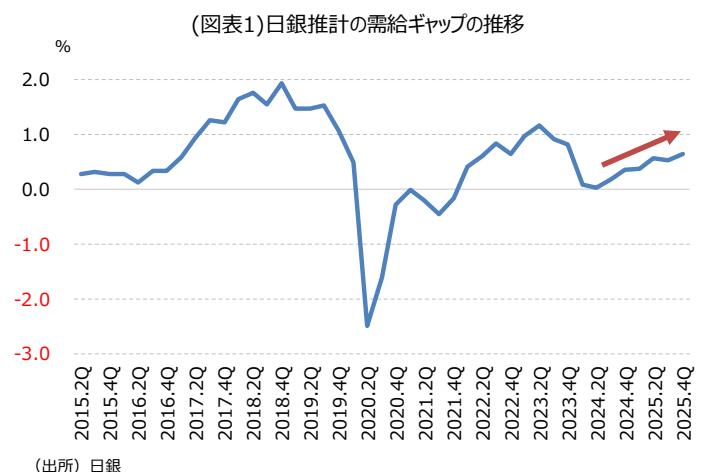
### 1. 大きく変わった利上げの織り込み度合い

3 月 18、19 日に開催された前回の金融政策決定会合以降、ここまで 4 月会合における市場の利上げの織り込み度合いは大きく振れてきた。

3 月 30 日に発表された「金融政策決定会合における主な意見」は、全体的にタカ派寄りだったほか、日銀が再推計した需給ギャップ（4 月 3 日公表）が、2024 年以降、プラス幅を拡大させつつあるとの姿を示したことも（図表 1）、利上げの布石ではないかとの観測に繋がった。米・イランの 2 週間の停戦合意などもあって、金利スワップ市場が示す 4 月会合の利上げ確率は、4 月上旬の時点では 7 割前後で推移していた。

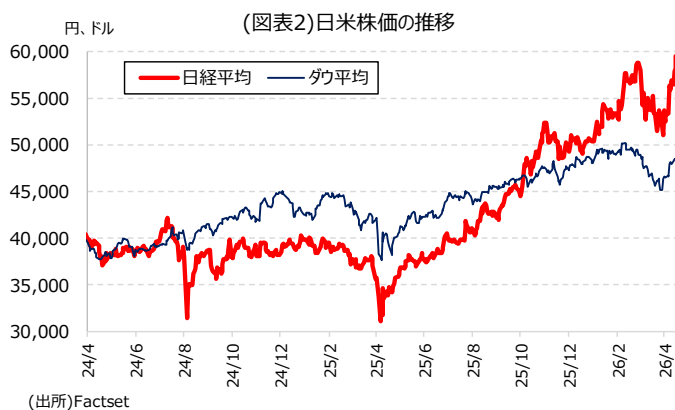
しかし、その後中東情勢が再び混迷の度合いを深めたことに加え、13 日の信託大会における植田総裁のあいさつ（氷見野副総裁代読）がハト派的と受け止められたことで、利上げ確率は 3 割前後にまで急低下した。

13 日のあいさつは、足元の経済・物価が概ね見通し通りに推移している点、原油価格は基調物価に対し上下双方向に作用する可能性がある点等、足元の経済・物価動向の認識や先行きの見通しについてはおおむね 3 月会合で示された内容と同じであった。ただ、金融政策運営方針については、「原油高のリスクはあるが正常化の方



針は維持する」という前回会合の言い回しが、「前回  
は正常化の方針を維持したが今後は原油高のリスクを  
注視する」といった言い方に変わった。方針部分が過  
去形になったのと、言及する順番が入れ替わっただけ  
だが、印象はずいぶん異なる。筆者もこれで4月会合  
におけるすえ置きはほぼ確実になったと考えた。

しかし、15日（日本時間16日）には、米国とイラン  
が21日までの停戦期限の2週間延長を検討してい  
るとのニュースが流れたことを受けて日経平均が急  
騰、終値で5万9,518円と過去最高値を更新した（図  
表2）。この勢いが続くようであれば、会合の直前までに再度利上げ予想が盛り返しても不思議ではないとい  
うのが、昨日までの情勢だった。



この勢いが続くようであれば、会合の直前までに再度利上げ予想が盛り返しても不思議ではないとい  
うのが、昨日までの情勢だった。

## 2. 植田総裁会見で4月会合のヒントはなし

こうしたなか、16日（日本時間17日朝）のG20財務相・中央銀行総裁会議後に開催された片山財務大臣と植  
田総裁の共同会見は、事前の市場で4月会合の日銀の方針を探るうえでの有力な機会と目されていた。昨年12  
月に利上げを実施した際には、植田総裁が決定会合前の講演で「利上げの是非について適切に判断したい」と、  
市場に明確なサインを送ったという実績が市場の期待を高めていた面もあった。しかし、蓋を開けてみれば植  
田総裁の発言は簡潔かつ通り一遍で、なんらヒントになるような内容はなかった。

これで逆に、4月会合におけるすえ置きはほぼ確実なものとなったと言える。もし日銀が利上げの線で動い  
ているのであれば、ここで示唆しておかないと、市場にとってビッグサプライズであり、相場の無用な振れを生  
んでしまう結果につながる。何もヒントを示さなかったということは、植田総裁が現状の市場の利上げ織り込  
み度合いに満足しており、市場の見方を変えるような追加的な情報を与える必要はないと考えていたことを示  
している。

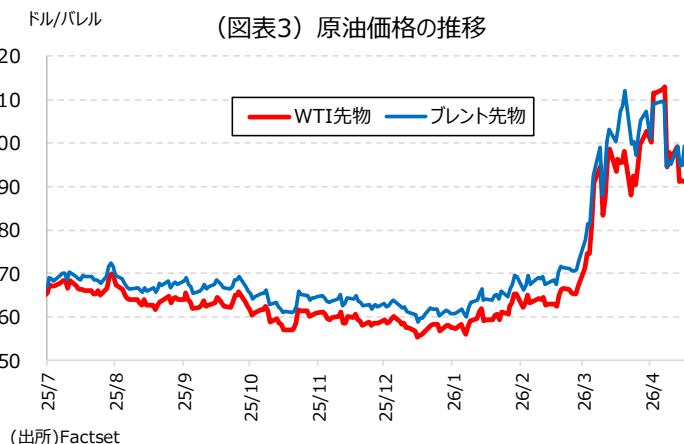
## 3. 景気に影響が現れるのはこれから

中東情勢の先行きはなお不透明である。株式市場はもはや大規模な軍事衝突の再開がないことを織り込んで  
いるようだが、やや楽観的すぎる印象もある。中間選挙を控えたトランプ大統領にとって、戦況が自身にとっ  
て芳しいものであろうとなかろうと、できるだけ早期に幕引きを図る必要性に迫られているのは確かである。  
その意味で、市場がいわゆる「TACO (Trump Always Chickens Out、トランプはいつも尻込みする) トレード」  
のようなものを織り込むのも自然な流れである。しかし、今週ワシントンで実施されたG20や国際通貨基金  
(IMF)・世界銀行の春季会合では、市場が戦争の経済的打撃を過小評価しているといった話題が多く上がった  
ようだ。片山財務大臣も会見で、肥料価格の高騰が新興国で食糧危機を招く可能性等を再三指摘した模様であ  
る。戦況と経済への影響をにらみながら、株価が乱高下する局面は、まだ終わっていないかもしれない。

日本でも、原油価格上昇の各種経済指標への影響が顕在化するのはいずれからである。3月の消費者態度指数が  
前月から▲6.4ポイント大幅低下の33.3となるなど、一部ソフトデータにはすでに影響が現れている。鉱工業  
生産等のハードデータ上で3月以降の数値が確認できるのは今月末からである。単月の指標がいきなりつるべ落  
としに悪化することはないだろうが、月を追うごとにじわじわと悪影響が広がる可能性は否定できない。すで  
にナフサ不足が各種プラスチック製品の価格上昇を招いている。原油価格の上昇が、今後食品をはじめとした  
他の品目へと今後順次波及していくことで、景気の下押し圧力が予想以上に大きなものとなる可能性はある。

ガソリンに関しては、今のところ政府の補助金が抑制要因になっているが、財源不足への懸念は付きまわっている。どのみちガソリンの消費者物価指数上のウェイトは 1.8%にすぎず、政策的に物価上昇に歯止めをかけるのは限界があるのは明らかである。

たとえホルムズ海峡の開放が実現しても、いったん混乱を来した生産活動が元に戻るには一定の時間がかかるだろう。いわゆる船舶戦争保険料は 3 月には一時 10 倍以上に上昇し、中東海域では保険引受停止の動きが広がった。4 月も高止まりが続くなど、市場の先行き不透明感は根強く残っている。いまや原油価格がイラン攻撃前の水準まで下がると予想する向きは少数派だろう。足元の原油価格は 90 ドル/バレル前後で推移している (図表 3)。そもそも年初は 60 ドル/バレルを下回る場面もあったことを踏まえれば、たとえ 70 ドル台半ばでも無視できない影響が現れるというのは、4 月 10 日付のレポート、「[原油価格再上昇なら世界経済はどうなるか](#)」等で指摘した通りである。



#### 4. すえ置きが予想以上に長引く可能性

従って、恒久的な停戦が実現すればすぐに利上げにゴーサインが出るという状況にはなりにくく、日銀のすえ置き期間は大方の市場予想以上に長引く可能性があるとみる。植田総裁は3月の金融政策決定会合後の記者会見で、短期的な供給ショックに対しては、「ルックスルー（様子見）が一つの原則」と述べていた。通貨の番人たる中央銀行は最終的には通貨価値の維持を優先せざるをえないが、そこまで差し迫った状況ではない。物価高が先行的に進むとは言え、日本の潜在成長率はいまだに 0%台とみられ、景気下押し圧力に弱い構造は変わっていない。性急な利上げが裏目にでるリスクは高く、元々慎重な植田総裁としても、もう少し我慢して見極めたいという所ではないかと考えられる。次なる利上げが秋口以降にずれこむ可能性も十分ある。

大きく円売りが進んだ場合の対応が問題となるが、景気下振れリスクが強いなか、為替対応での安易な利上げは危険である。どのみち一度や二度の利上げで、円売り圧力を鎮静化できるかどうかにも不透明感が大きい。次に 160 円/ドルを超えて大きく円安が進むようなことになれば、ここまで温存してきた為替介入カードを切るのが先決となろう。幸いというべきか、トランプ政権下で、円買い方向であれば介入の承認を得るのは難しくないとみられる。

#### 5. 展望レポート見直し

4 月会合では展望レポートが発表される。政策委員の大勢見直しでは、2026 年度の実質 GDP 成長率は小幅下方修正、消費者物価指数（除く生鮮、コア CPI）は大幅上方修正を見込む。2027 年度は GDP は反動で小幅上方修正、CPI は反動で小幅下方修正を予想する。今回初めての予想となる 2028 年度の GDP は潜在成長率近辺の伸びを予想。CPI は物価目標が達成される姿が示されるとみる。

(図表4)展望レポートにおける見直し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	25年4月 展望レポート	25年7月 展望レポート	25年10月 展望レポート	26年1月 展望レポート	26年4月展 望レポート(当 社予想)
2026年度	実質GDP	0.7	0.7	0.7	1.0	0.8
	コアCPI	1.7	1.8	1.8	1.9	2.4
2027年度	実質GDP	1.0	1.0	1.0	0.8	1.0
	コアCPI	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8
2028年度	実質GDP	-	-	-	-	0.8
	コアCPI	-	-	-	-	2.0

(出所) 日本銀行公表資料より明治安田総研作成

見通しを踏まえ、「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」との正常化路線は今回も維持されるだろう。リスクに関しては、景気下振れリスクと物価上振れリスクを等しく強調することになるだろうが、為替相場に与える影響に配慮し、植田総裁はややタカ派寄りのスタンスを崩さないことを意識して定例会見に臨むものとみられる。

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