

2026年3月19日
 りそなホールディングス 市場企画部
 佐藤 芳郎

日銀金融政策決定会合：次回利上げは地政学リスクの収束次第

要約

- 日銀は3月18-19日の金融政策決定会合で、政策金利を据え置いた。ただし、高田審議委員は1.0%への利上げを引き続き提案し否決されている。高田審議委員と同様にタカ派な見方の田村審議委員は、利上げの提案には今回も加わらなかった。
- 声明文の内容は前回の展望レポートとほぼ変わっておらず、日銀が金融政策の正常化に向けて利上げのタイミングを探っていることが示唆された。ただし、イラン紛争を念頭に置いたと見られるリスク要因の文言が加えられており、日銀が弊社で予想している4月もしくは6月の利上げに踏み切れるのかはその収束次第となってきた。
- 日本は原油の非産出国であることから、その国際価格を受け入れなければならない立場にあり、極端な水準でない限り価格次第で経済活動を止めるという判断が難しく、エネルギー資源の輸入数量は価格に対してそれほど感応度が高いわけではない。むしろ、イラン紛争の影響で懸念しなければならないのは原油供給が途絶するリスクであり、それが長期化すれば価格の高騰以上に経済に対する影響が出てくるだろう。

想定通りの政策金利据置き、声明文には地政学リスク要因を追加

日銀は3月18-19日の金融政策決定会合で、政策金利を0.75%で据置いた。昨年12月会合で政策金利を上げた影響をまだ見極めたいということだろう。また、ブルームバーグのアナリスト調査でも51人全員が今回会合の据置きを予想していた。ただし、高田審議委員は、物価安定目標は概ね達成されているなどとし政策金利の1.0%への利上げを前回会合に引き続いて提案し、反対多数で否決されている。高田審議委員と同様にタカ派な見方の田村審議委員は、今回も利上げ提案には加わらなかった。しかし、昨年12月会合での利上げは、両名の審議委員が9月会合から利上げ提案をしてきたことが地均しになってきた側面がある。その観点からも、講演などでの日銀のコミュニケーションや、金融政策決定会合での投票行動では特にタカ派と見られる審議委員（現状では高田氏、田村氏、小枝氏）の動向が先行指標となる可能性もあり注目していくべきだろう。弊社では、現状では次回利上げは4月もしくは6月と引き続き予想しているものの、日銀の判断は中東情勢の収束次第となってきた。

次回利上げは地政学リスクの収束次第

今回と前回会合の声明文を比較すると（図表1、2）、政府の施策などへの影響には言及しながらも、主な内容には殆ど変更がない。ただし、変更点が殆どないということについても注目しておくべき点がある。前回1月会合から今回合までの間には、2月に総選挙が行われ、2年間の食品消費税ゼロ%を標榜した自民党が、単独でも衆議院の総議席の2/3以上を獲得した。それによって、政府財政の悪化懸念が高まり、日本国債の長期金利は2.2%台へと急騰し、銀行貸出金利などの市中金利も上昇した。それを踏まえても、日銀は現状の金融環境が「緩和した状態であり」、実質金利は「きわめて低い水準にある」という判断を変えなかったことになり、金融政策の正常化に向けて前向きな姿勢を維持している。

他方、リスク要因の部分などでは、イラン紛争を念頭に置いたと見られる文言が4箇所も追加された。声明文の中では、原油価格の上昇が物価上振れリスクになることが意識された表現にはなっているものの、エネルギー価格の乱高下や

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

供給途絶は非資源国である日本にとって成長の阻害要因ともなり得るため、一概に日銀が利上げを急ぐことを意識したようには見えない。イラン紛争の収束と原油価格の動向は予断を持たない状況が続いており、日銀としては、次回の利上げはその影響が限定的であることを確認してから判断する必要が出てきたのではないかと。

図表 2 : 今回の声明文

わが国の景気は、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。輸出や鉱工業生産は、**基調としては横ばい圏内の動きを続けている（関税の影響を削除）**。企業収益は、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。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。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。一方、住宅投資は**減少傾向にある（住宅投資の不調がやや長引いているとの判断か）**。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響もあって2%を上回って推移してきたが、**足もとでは政府によるエネルギー負担緩和策の効果などから、2%程度まで低下している（下方修正）**。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとで、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続けると考えられる。**ただし、中東情勢の緊迫化を受けて、国際金融資本市場では不安定な動きがみられるほか、原油価格も大幅に上昇しており、今後の動向には注意が必要である（イラン紛争による見通しの不透明感を追加）**。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府の物価高対策の効果もあり、いったん2%を下回る水準までプラス幅を縮小したあと、**足もとの原油価格上昇の影響がプラス幅を拡大する方向に作用すると考えられる（コストプッシュによる物価上振れを意識か）**。この間、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、その

図表 3 : 前回 1 月会合声明文

わが国の景気は、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。輸出や鉱工業生産は、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。企業収益は、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おり、業況感も良好な水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は緩やかな増加傾向にある。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。一方、住宅投資は減少している。この間、公共投資は横ばい圏内の動きを続けている。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比をみると、賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、米などの食料品価格上昇の影響等から、足もとでは2%台後半ばと程度となっている。予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

先行きのわが国経済を展望すると、各国の通商政策の影響を受けつつも、海外経済が成長経路に復していくもとで、政府の経済対策や緩和的な金融環境などにも支えられて、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まることから、緩やかな成長を続けると考えられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、米などの食料品価格上昇の影響が減衰していくもとで、政府の物価高対策の効果もあり、本年前半には、2%を下回る水準までプラス幅を縮小していくと考えられる。もっとも、この間も、賃金と物価が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くと見込まれる。その後は、景気の改善が続くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、基調的な物価上昇率と消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率はともに徐々に高まっていくと予想され、見通し期間後半には「物価安定の目標」

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

後は、景気の改善が続くもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率は上昇していくと見込まれる。こうしたもとで、消費者物価の基調的な上昇率は、徐々に高まっていくと予想され、「展望レポート」の見通し期間後半には「物価安定の目標」と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。**なお、原油価格上昇が基調的な物価上昇率の見通しに及ぼす影響についても、留意が必要である（物価の上振れリスクを意識か）。**

リスク要因としては、**今後の中東情勢の展開や原油価格の動向（イラン紛争による追加）**、各国の通商政策等の影響を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

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。

と概ね整合的な水準で推移すると考えられる。

リスク要因としては、各国の通商政策を受けた海外の経済・物価動向、企業の賃金・価格設定行動、金融・為替市場の動向などがあり、それらのわが国経済・物価への影響については、十分注視する必要がある。

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、以上のような経済・物価の見通しを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。

備考 1：修正部分の加工はりそなホールディングスによる

備考 2：展望レポート公表の有無によって、会合ごとに声明文の形式が異なるため、比較可能な部分と注目部分をりそなホールディングスで抜粋している

出所：日本銀行、りそなホールディングス

日本経済にとって原油に関するリスクは価格よりも供給途絶

上述のとおり、日銀の次回利上げのタイミングはイラン紛争の行方次第となりそうだ。イラン紛争による原油価格の高騰が日本経済に与える影響が懸念されているが、それについては需要面と供給面に分けて考える必要があるだろう。

日本は原油の非産出国であることから、その国際価格を受け入れなければならない立場にあり、極端な水準でない限り価格次第で経済活動を止めるという判断が難しい。即ち、エネルギー資源の実質需要を示す輸入数量は価格に対してそれほど感応度が高いわけではない（原油需要は価格に対して弾力的ではない）。下図（図表 3）は日本の原油の輸入数量と原油価格を全体及び時間を区切って示したものであり、概観でも輸入数量が価格にそれほど反応していないことが示されており、時期によっては、原油価格が上昇しても輸入数量が減っておらずむしろ増加している局面すらある、原油価格が下落傾向にあっても輸入数量は増えていない局面があることなどがわかる。

それぞれの時期について輸入数量の価格弾性値を見ても、サンプル全期間とリーマンショック前後の期間では-1 未満であり（原油価格が 1% 上昇しても、輸入数量は 1% 未満しか減らない）、リーマンショック近辺以降で見れば弾性値が正にすらなっており（原油価格が上昇しても輸入数量は増える）、日本は原油価格を言い値で受け入れなければならない立場にあることがデータ分析でもわかる。非産油国の日本にとって、原油価格の上昇は、それが貿易収支を赤字にしやすいことから分かるように、交易条件の悪化を通して、所得が海外に流出しやすくなることを意味しており、実質購買力の低下によって家計や企業の経済活動が抑制されることになる。ただし、原油に対する支出は非裁量的な性質があることから、原油価格が極端な水準にならなければ実質需要は極端に減ることはない。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

2025年のWTI（直近限月）で見た平均原油価格は1バレル64.73ドルであった。イラン紛争によってWTI原油価格が一時100ドルを超えたことを踏まえて、仮に2026年の平均原油価格が100ドル（54.5%の価格上昇）と150ドル（131.7%の価格上昇）になった場合の日本の経済成長率への影響はどの程度だろうか。内閣府の経済モデル（短期日本経済マクロ計量モデル2022年版）によれば、ドル建て原油価格の20%の上昇は、日本の実質GDPを1年目で0.1%程度減少（成長率換算では0.1%ポイント程度）させるとの試算がある。これを参考にすると、2026年の平均原油価格が100ドルになった場合は実質GDP成長率が0.3%ポイント程度押し下げられ、150ドルの場合は0.8%ポイント程度の押し下げとなる。原油価格の上昇率への対比で見れば、経済成長率への影響はそれほど大きい訳ではなく、上述の弊社分析（価格が極端な水準にならなければ経済活動を止めるとの判断にならない）と統合的な結果といえる。また、日本の潜在成長率が1%近辺であることを考慮すれば、2026年がマイナス成長になるのは、原油価格の150ドル超の推移が1年以上続くことを想定することになる。イラン紛争の行方は予断を許さないものの、それによって2026年の日本経済が景気後退やスタグフレーションに陥るとの想定にはまだ距離がありそうだ。

むしろ、原油を輸入に頼る日本が懸念しなければならないのは、調達する必要があるとそうすることが出来なくなる供給途絶リスクだ。それが長期化した場合、物流や生産など幅広い経済活動が阻害され、成長への影響は価格高騰を上回る可能性も否定できない。弊社では現状でイラン紛争が長期化するとは想定していないものの、懸念になっているのが主要なエネルギー資源という問題の性質もあり、日本銀行としては地政学リスクによって日本経済の成長に下押し圧力がかからないのかを慎重に確認する必要があるだろう。

図表3：日本の原油の輸入量は価格にほとんど反応しない


推計期間	原油輸入需要の価格弾性値
全期間（1989年1月～2026年2月）	-0.165587639
リーマンショック前後（1989年1月～2007年12月）	-0.011008703
リーマンショック近辺～（2008年1月～2026年2月）	0.112932832

備考：図と弾性値の推計に仕様している原油の輸入数量は12か月移動平均

出所：財務省、ブルームバーグ、りそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。