



## 中東情勢に関するヘッドラインとそれが景気・物価に与える影響を注視したい

**1. 国内経済情勢****（経済・景況判断）**

10日に発表された2025年10-12月期の実質GDP成長率（2次速報値）は、前期比0.3%、年率換算では1.3%と1次速報値（それぞれ0.1%、0.2%）から上方改定となった。またGDPデフレーターの前年同期比は3.4%と、こちらは1次速報値と同じ伸び率となった。内閣府推計によるこの2次速報値を反映したGDPギャップ推計値は+0.2%となった。

一方、26日に日銀は需給ギャップの推計方法の見直しについて公表した。この見直し後のGDPギャップ推計値（2025年7-9月期）は0.45%となり、また2022年1-3月期からプラス圏を維持していることとなった。（これに対し見直し前は2020年4-6月期から直近の2025年4-6月期までマイナス圏であった。）

24日に発表された2月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比1.6%の上昇（1月は2.0%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を2022年3月（0.8%の上昇）以来47か月ぶりに下回った。上昇幅縮小の主因はエネルギー価格の下落（前年同月比9.1%の下落）。一方「除く生鮮食品・エネルギー」では前年同月比2.5%の上昇（1月は2.6%の上昇）であった。その後31日に発表された3月の東京都部消費者物価指数（中旬速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比1.7%の上昇（2月は1.8%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では2.3%の上昇（2月は2.5%の上昇）となった。政府は、27日に発表した3月の月例経済報告において、国内景気の基調判断を、「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、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」から表現を変更したが、総括判断は据え置いた。個別項目では消費者物価の項目を、前月の「このところ上昇テンポが緩やかになっている」から「このところ緩やかに上昇している」と表現を変更した。

（なお、4月1日に日銀が発表した短観（全国企業短期経済観測調査、3月調査）において、全産業・全規模合計の業況判断DIは18となり、前回12月調査（同18）から横ばいとなった。また今回調査の同「先行き」は11となっている。）

日銀は、3月18・19日の定例会合で、金融市場調節方針を据え置くことを決定した（政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標は0.75%程度）。なお採決は前回1月会合同様、賛成8、反対1となり、高田審議委員が「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、無担保コールレートの誘導目標を1.00%へ0.25%ポイント利上げする議案を提出し、反対多数で否決された。

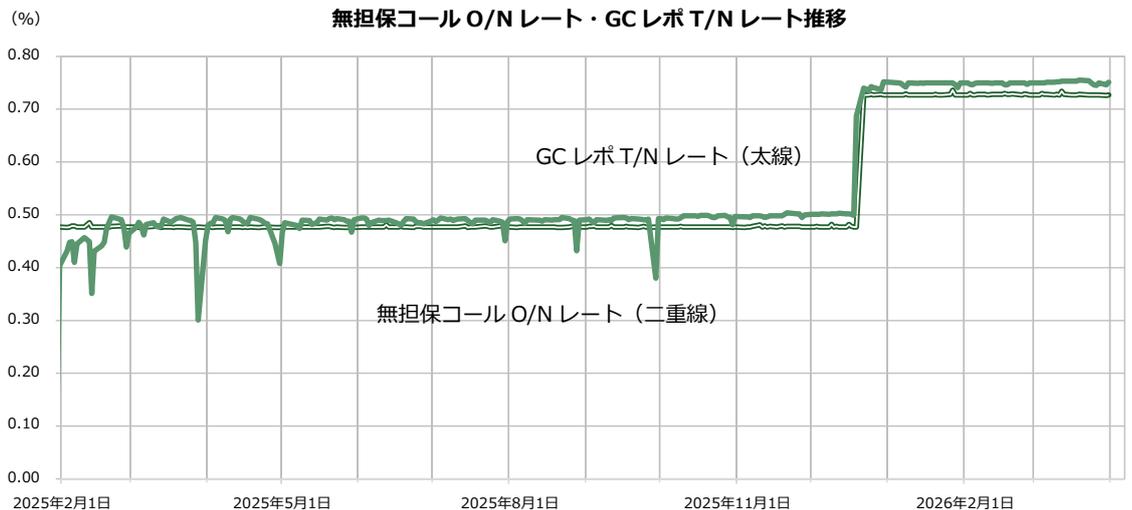
**2. 短期金融市場の動向****（3月の短期金融市場動向等）**

3月の短期金融市場は、中東情勢の緊迫化を背景とした長期金利上昇の影響に加えて、年度末要因や利上げ観測の高まりがターム物金利に織り込まれる展開となった。

無担保コールターム物については、前月下旬の流れを引き継ぎ、3か月物において1%台での出合いが見受けられた。一方オーバーナイト物加重平均金利は、補完当座預金制度の適用金利との裁定により、月を通じて0.75%をわずかに下回る水準で推移した。

TDB市場でも各期間で金利が上昇した。具体的には9日入札の6か月物（1367回債）が募入最高利回り（以下、同様）0.8726%、17日入札の1年物（1369回債）が1.0642%と、それぞれ前回債（6か月物：1361回債、0.8627%、1年物：1363回債、1.0482%）を上回った。3か月物については、6日入札（1366回債）は待機資金の流入等により応札倍率が3.55倍に上昇し、0.7756%と前回債（2月27日入札、1365回債、0.7836%）から低下した。しかし13日入札（1368回債）については0.7796%と横ばいの水準となり、その後18日入札（1370回債）は0.8199%、27日入札（1371回債）は0.8561%

に上昇、これら3銘柄については応札倍率も2倍台後半へと低下した。CP発行市場では、発行金利は銘柄等によりばらつきはあるものの、1か月物で0.9%台～1.0%台、3か月物で1.0%台～1.2%台での出合いが見られた。発行残高については、年度末を控えた有利子負債圧縮の動きにより、月末残高は前月比で約6兆900億円減少し、約20兆4,900億円であった。なお、前年同月比では約4,900億円の増加であった。債券レポGCレート（東京レポレート・トムネベース）は、オファー（資金調達）サイドの強い需要を受けて、月中旬にかけては0.75%を上回り金利じり高となる展開となったが、期末近くになると調達ニーズが一時的に後退したためか、0.75%を割り込む値動きとなった。結局実質期明けとなった31日には0.751%に戻して越月となった。ところで、3月のわが国債券市場は中東情勢の影響を受けたボラタイルな展開となった。月初こそ、中東情勢の緊迫化を受けた安全資産需要から利回りが低下したものの、その後は原油高によるインフレ懸念等を背景に上昇基調に転じた。（わが国債券市場の動向とその背景については、本日公表の当社「マクロ経済レポート」もご参照ください。）日銀当座預金は月初、約461兆円からスタートした。その後は、減少要因として法人税・消費税揚げ（4日）、源泉税揚げ（12日）に加え、今月は16日に貸出増加支援資金供給の期落ち（約5.8兆円）があり、同日には約440兆円まで当座預金残高は減少した。その後は増加要因として23日の国債大量償還および利払い、年度末の財政資金の払い等の要因から約459兆円まで回復して越月した。



#### （4月の短期金融市場見通し）

2月28日の米国およびイスラエルによるイラン攻撃から約1か月が経過した。トランプ米大統領は4～6週間での作戦（「エピック・フューリー」）終結を示唆していたが、状況は緊迫化・長期化の様相を呈している。こういった中東情勢を受けての資源価格高騰や更にそれを通じた円安によるインフレ圧力の高まりが懸念される一方で、供給制約による景気悪化（スタグフレーション等）の可能性も浮上している。かかる状況下、27・28日に開催される金融政策決定会合については、ここから開催まで日数があることもあり、その帰趨を見通すのは難しい。この点、3月会合後の植田総裁の会見では、中東情勢に関して慎重な姿勢を示した一方で、中東情勢が緊迫化する前の時点については「見通しを正当化するようなオントラックと評価していいような情報・データが多かった」と述べた。また、「上方リスク、下方リスクを見て、それが無視し得ない大事なリスクであると判断した場合には、ある種リスクマネジメント的なアプローチから、リスクの方に重点を置いて政策を考える可能性もゼロではない」との認識も示されており、この時点での4月会合における利上げの可能性は相応にあったと史料される。また足元でも、OISやTONA金利先物では今日時点で7割程度の利上げを織り込んだ水準である模様である。本日公表の「短観」の評価や6日に予定されている支店長会議（同日に地域経済報告（さくらレポート）の公表）、正副総裁の講演・会見等（但し、現時点で公表済の予定は13日の植田総裁（信託大会における挨拶）のみ）を含めた情報発信を会合直前まで注視していきたい。

無担保コールオーバーナイト物金利は、引き続き補完当座預金制度の適用金利である0.75%をわずかに下回る水準での推移を見込む。一方、ターム物については4月会合までの日数が近づくにつれて緩やかに上昇する展開を予想するが、利上げの有無が見通しにくくなることにより出し手・取り手がにらみ合う可能性もあるか。

債券レポ GC (トムネ) については、引き続きオファーサイドの資金調達需要の強さを背景に0.75%からこれをやや上回る水準での推移を予想する。ただし、中長期債市場のボラティリティが高い状態にある中、レポ市場における資金調達動向の変化については注意したい。なお、当月の国債買入については、2025年6月会合での決定内容(2026年4~6月以降は原則として毎四半期2,000億円程度ずつ減額)に基づき、1年超3年以下、3年超5年以下、5年超10年以下、10年超25年以下の1回あたりのオファー金額が3月の実績から減額(1年超3年以下:2,700億円→2,550億円、3年超5年以下:2,450億円→2,300億円、5年超10年以下:2,600億円→2,400億円、10年超25年以下:950億円→800億円)することが予定されている。また、財務省からは、国債の流動性供給入札に関して、従来の「残存1年超5年以下」、「同5年超15.5年以下」、「同15.5年超39年未満」のゾーン分けを、後2者について「5年超11年以下」、「11年超39年未満」に変更することが発表されている(4月入札分から適用)。

TDB市場については、会合が近づくことによる利上げ織り込みの進展が金利上昇要因となる一方、中期債等と比較して価格変動リスクが小さいTDBへの待機資金の流入や担保としてのTDB需要が高まる可能性についても意識したい。なお、財務省が3月2日に公表した「財政資金対民間収支」によれば、4月の国庫短期証券の発行見込額(中央値)は、3か月物が4.6兆円×4回、6か月物が3.8兆円×1回、1年物が3.0兆円×1回とされている(4月3日入札予定の3か月物1372回債についても既に4.6兆円での発行がアナウンスされている)。これは3か月物・1年物については3月発行額比で減額(それぞれ0.1兆円/回)となっており、念のために留意しておきたい。

CP市場については、年度末要因の剥落により、発行残高の増加が見込まれる。発行金利については、決定会合までの日数が近づくにつれて緩やかに上昇する展開を予想する。

### 3. 海外経済情勢

#### (金融政策)

米FOMC(連邦公開市場委員会)は3月17・18日の定例会合で、金融政策を据え置いた(フェデラルファンド(FF)金利の誘導目標レンジは3.50~3.75%)。採決は賛成11、反対1で、ミラン理事が25bpの利下げを主張し反対票を投じた一方、前回1月会合(金融政策据え置き)で同様に利下げを主張して反対票を投じたウォーラー理事は、今回は賛成に回った。会合後に公表されたFOMCメンバー全体の金利予想分布図(ドットチャート)では、2026年末のFF金利の予想中央値が3.375%となり、あと25bpの利下げを示唆するものとなった。なお、パウエルFRB議長は5月に議長職としての任期(注)が到来することとなっており、4月28・29日に予定されている次回FOMCが議長としての最後の会合になる見込みである。(注:FRB理事としての任期は2028年1月まで。)

#### (経済・景況判断)

米国では2月のISM製造業景況感指数が52.4(前月比▲0.2ポイント)となり、景気判断の分かれ目となる50を2か月連続で上回った。2月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は9.2万人の減少(1月は12.6万人の増加(先月公表の13.0万人の増加から下方修正)。また12月は1.7万人の減少(先月公表の4.8万人の増加から下方修正)、(2)失業率は4.4%(1月は4.3%)、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.4%の上昇、前年同月比では3.8%の上昇となった。2月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比2.4%の上昇(1月も同じ)、除く食品・エネルギーでは同2.5%の上昇(1月も同じ)となった。

2月のユーロ圏製造業購買担当者指数(PMI)改定値は50.8(前月比+1.3ポイント)となり、景気判断の分かれ目となる50を上回った。一方、2月の中国のS&Pグローバル製造業PMIは52.1(前月比+1.8ポイント)となった。

#### 4. 主要経済指標カレンダー

※米国等の経済指標の発表日付は現地日付です。各国の祝休日は原則として銀行休業日（ユーロ圏は TARGET 休業日）です。

※米国における政府機関閉鎖の影響により、経済指標の公表予定が大幅に変更となっているほか、多くの予定が未定となっておりますのでご注意ください。

	日本		米国等
		国債入札等	
4月1日	日銀短観（3月調査、概要および要旨）		ADP 雇用統計（3月）、小売売上高（2月）、ISM 製造業景況感指数（3月）
2日	日銀短観（3月調査、調査全容）	10年利付国債、交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	
3日		国庫短期証券（3か月）	雇用統計（3月）、ユーロ圏祝日（聖金曜日）
6日	日銀支店長会議における報告（さくらレポート）		ISM サービス業景況感指数（3月）、ユーロ圏祝日（復活祭月曜日）、中国祝日（清明節）
7日	景気動向指数（2月速報）	30年利付国債、交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	耐久財受注（2月）
8日	景気ウォッチャー調査（3月）		FOMC 議事要旨（3月17-18日会合分）
9日		国庫短期証券（6か月）、5年利付国債、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	GDP（10-12月期確報）、PCE デフレーター（2月）
10日		国庫短期証券（3か月）	消費者物価指数（3月）、製造業新規受注（2月）
13日	植田日銀総裁挨拶（信託大会）		中古住宅販売件数（3月）
14日	鉱工業生産指数（2月確報）	20年利付国債	生産者物価指数（3月）
15日	機械受注（2月）		ページブック（地区連銀経済報告、4月28・29日会合分）
16日		国庫短期証券（1年）、流動性供給入札（5～11年）、交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	ECB 金融政策理事会議事要旨（3月18・19日会合分）
17日		国庫短期証券（3か月）	
20日			
21日		流動性供給入札（11～39年）	小売売上高（3月）
22日			
23日		交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	
24日	全国消費者物価指数（3月）	国庫短期証券（3か月）	
27日	景気動向指数（2月改定）		
28日	労働力調査（3月）、 <b>金融政策決定会合（27日～）</b>		
29日		祝日（昭和の日）	耐久財受注（3月）、 <b>FOMC（28日～）</b>
30日	鉱工業生産指数（3月速報）	2年利付国債	GDP（1-3月期速報）、PCE デフレーター（3月）、 <b>ECB 金融政策理事会（29日～）</b>
5月1日	東京都都区消費者物価指数（4月中旬速報値）	国庫短期証券（3か月）、10年物価連動国債、交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	ISM 製造業景況感指数（4月）、ユーロ圏祝日（メーデー）

---

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

#### **上田八木短資株式会社**

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551（代表）

加入協会 日本証券業協会