



## 4月決定会合では政策金利据え置きも、反対票は3名に増加

### 1. 国内経済情勢

#### （経済・景況判断）

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。

3日に日銀は、四半期に一度公表している需給ギャップの推計値を公表した。これによれば、直近2025年10-12月期の需給ギャップは0.65%とプラス圏を維持した。

政府は、23日に発表した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、前月から判断を据え置いた。個別項目では設備投資と公共投資の判断を上方修正したほか、業況判断と個人消費の表現を変更した。

24日に発表された3月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は、前年同月比1.8%の上昇（2月は1.6%の上昇）となり、日銀が「物価安定の目標」とする2%を2か月連続で下回った。また「除く生鮮食品・エネルギー」では前年同月比2.4%の上昇（2月は2.5%の上昇）となった。（なお、本日5月1日に発表された4月の東京都都区消費者物価指数（中旬速報値）は、「除く生鮮食品」で前年同月比1.5%の上昇（3月は1.7%の上昇）、「除く生鮮食品・エネルギー」では1.9%の上昇（3月は2.3%の上昇）となっている。）

日銀は、4月27・28日の定例会合で、金融市場調節方針を据え置いた（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）。なお採決は賛成6：反対3となり、中川、高田、田村の3審議委員が無担保コールレートの誘導目標を1.0%程度へ利上げする議案を提出し、反対多数で否決された。これに対し前回3月会合では高田審議委員のみが1.0%への利上げを主張しており、反対票が増えた形となった。

会合後に公表されたいわゆる「展望レポート」では、金融政策運営について、「…基調的な物価上昇率が2%に近づいているなか、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、経済・物価・金融情勢に応じて、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。そのうえで、調整のタイミングやペースについては、中東情勢の展開がわが国経済・物価に及ぼす影響を注視したうえで、経済・物価の中心的な見通しが実現する角度やリスクを点検しながら、検討して行く方針である」とした。

また「展望レポート」における、政策委員による2026年度の実質GDP（対前年度比）の見通しの中央値は+0.5%（1月レポート時点では+1.0%）、2027年度と同見通しは+0.7%（同+0.8%）と共に引き下げられた。一方、消費者物価指数（除く生鮮食品、対前年度比）の2026年度の見通しの中央値は+2.8%（1月レポート時点では+1.9%）、2027年度と同見通しは+2.3%（同+2.0%）と、特に2026年度の見通しの大幅な引き上げが目についた。（なお、次項も参照。）

### 2. 短期金融市場の動向

#### （4月の短期金融市場動向等）

4月の短期金融市場は、月上旬こそ中東情勢を背景とする原油高によるインフレ懸念や4月会合における利上げの思惑から、ターム物金利に上昇圧力が働いたものの、月中旬以降は米・イランの停戦協議の進展期待や日銀当局者発言等を受けて利上げ観測が後退する展開となった。実際にも4月会合直前（調査期間：21日～23日）に当社が実施した「上田八木・金融政策サーベイ」(<https://www.uedayagi.com/survey/2026-4/>)において回答者の100%が決定会合での政策変更なしを見込む結果となった。

無担保コールターム物については、月初は前月下旬の利上げ観測の高まりを引き継ぎ、金利上昇が見受けられたものの、中旬以降は金利上昇が一服した。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。

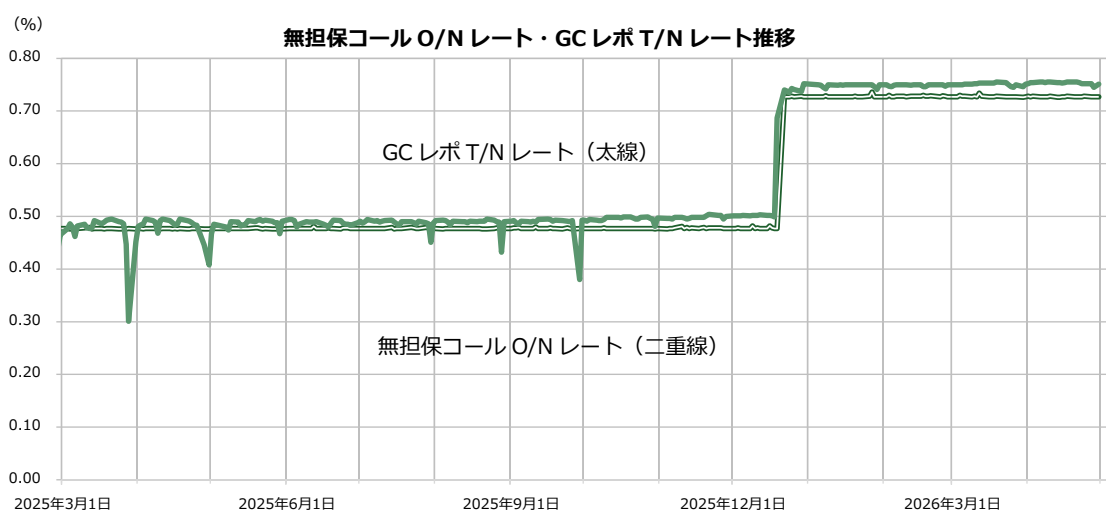
TDB 市場では6か月物、1年物において金利が上昇した。具体的には9日入札の6か月物（1373 回債）は募入最高利回り（以下、同様）0.9524%と、前回債（3月9日入札、1367回債、0.8726%）を上回り、16日入札の1年物（1375回債）についても1.1101%と、前回債（3月17日入札、1369回債、1.0642%）から上昇した。一方、3か月物については月後半にかけてレートが低下する展開となった。具体的には月初回の入札となる3日入札（1372回債）は0.8823%と前回債（3月27日入札、1371回債、0.8561%）から上昇したものの、10日入札（1374回債）は0.8823%と前回債比横ばいであった。その後利上げ観測の後退を受けたためか、17日入札（1376回債）は0.8249%、24日入札（1377回債）は0.7937%とレートが低下した。

CP 発行市場では、発行金利については、月初は決定会合に向けた利上げ観測を反映して0.8~1.1%台が中心であったものの、中旬以降は利上げ観測の後退とともに上昇は一服し、0.7~1.0%台と金利水準は低下した。発行残高については、年度末要因の剥落から、月末残高は約23兆2,000億円と前月比で約2兆7,200億円増加した。なお、前年同月比では約2,100億円の減少であった。

債券レポ GC レート（東京レポレート・トムネベース）は、引き続きオファー（資金調達）サイドの強い需要を背景に、月を通じて0.75%をわずかに上回る水準で推移し、大型連休を跨ぐ28日こそ0.745%に低下したものの、翌30日には0.751%で越月した。

ところで、4月のわが国債券市場は中東情勢の緊迫化や日銀の利上げ観測をめぐる変動を受けて、引き続きボラタイルな展開となった。（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」[\(https://www.uedayagi.com/macroeconomics/2026-5/\)](https://www.uedayagi.com/macroeconomics/2026-5/)もご参照ください。）

日銀当座預金は月初、約458兆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（2日）、源泉税揚げ（14日）、申告所得税揚げ（27日）や月を通しての国債発行等があったものの、増加要因として普通交付税交付金等の支払い（2日）のほか、年金定時払い（15日）や下旬の出納整理期間における財政資金の支払い、こちらも月を通しての日銀による国債買入れ等があり、約469兆円に増加し越月した。



### （5月の短期金融市場見通し）

前述の通り、4月27・28日に開催された金融政策決定会合では、政策金利の1.0%への利上げを主張する反対票が、3月会合の1名から今回3名へと増加しており、政策委員会内で物価上振れリスクへの警戒感が強まっていることがうかがえた。また、「展望レポート」においても利上げ方針は維持されたが、調整のタイミングやペースについては、中東情勢の展開がわが国経済・物価に及ぼす影響を注視したうえで検討していく方針が示された。一方、会合後の植田総裁の会見では、3名の反対票について「深刻に受け止める」としつつも、多数派の意見を集約する形で、「物価の上振れリスクは皆が気にしているが、現在直

ちに利上げで対応するところまでの緊急度はない、もう少しリスクの展開あるいは中心の見通しの確度が上がってくるかを見たい」との認識を示した。また、「中東情勢を巡る不確実性の高まりにより中心の見通しの実現確度が低下している」との発言もあり、引き続き中東情勢の展開を慎重に見極めながら今後の政策判断が行われることが見込まれる。5月12日公表予定の同会合の「主な意見」や、5月16日の氷見野副総裁の講演、さらに6月3日の植田総裁の共同通信社主催「きさらぎ会」における講演を含めた当局者発言等を通じて、6月会合以降の政策運営に関する示唆を確認したい。

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。ターム物については前月の流れを引き継ぎつつ、近い将来の利上げの可能性を探る展開か。

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。

TDB 市場については次回会合までの日数が近づくにつれて少しずつ金利上昇することが見込まれるものの、5月は大型連休を挟んで入札が行われることから、応札動向には留意したい。(なお、本日入札のTDB3か月物(1378回債、7日発行)については、募入最高利回り0.8374%であった。)

CP市場についても、発行レートは前月下旬の流れを引き継ぐことが予想されるものの、こちらも会合までの日数が近づくことにより徐々に金利上昇する展開か。

なお、各種報道によれば4月30日に政府・日銀によって為替介入(円買い・ドル売り)が行われたとのことであった。円買い介入のため資金需給としては不足要因となるが、介入の事実やその規模感については日銀からの「日銀当座預金増減要因と金融調節(予想)」や29日公表予定の「外国為替平衡操作の実施状況(月次ベース)」で確認したい。

### 3. 海外経済情勢 (金融政策)

米 FOMC (連邦公開市場委員会) は、4月28・29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 8 : 反対 4 となったが、反対票のうち 1 票は 25bp の利下げを主張したミラン理事によるものだった一方で、残りの 3 票はハマック・クリーブランド連銀総裁、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁、ローガン・ダラス連銀総裁で、いずれも政策金利の据え置きを支持しつつも、声明文における緩和バイアス文言(「委員会は、委員会の目標の達成を妨げる恐れのあるリスクが生じた場合、必要に応じて金融政策のスタンスを調整する用意がある。("The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals.")」)を盛り込むことに反対するものであった。

なお、パウエル氏は5月15日に議長としての任期が切れるため、今回の FOMC が議長としての最後の会合となったが、記者会見でパウエル氏は、15日以降も当面理事としての職に留まる旨を表明した。

#### (経済・景況判断)

米国では3月のISM製造業景況感指数が52.7(前月比+0.3ポイント)となり、景気判断の分かれ目となる50を3か月連続で上回った。3月の雇用統計は、(1)非農業部門雇用者数は17.8万人の増加(2月は13.3万人の減少(先月公表の9.2万人の減少から下方修正)、1月は16.0万人の増加(同12.6万人の増加から上方修正))、(2)失業率は4.3%(2月は4.4%)、(3)時間当たり平均賃金は前月比0.2%の上昇、前年同月比では3.5%の上昇となった。3月の消費者物価指数(CPI)は前年同月比3.3%の上昇(2月は2.4%の上昇)、除く食品・エネルギーでは同2.6%の上昇(2月は2.5%の上昇)となった。

3月のユーロ圏製造業購買担当者指数(PMI)改定値は51.6(前月比+0.8ポイント)となり、景気判断の分かれ目となる50を2か月連続で上回り、また2022年6月(52.1)以来の高い水準を付けた。一方、3月の中国のS&Pグローバル製造業PMIは50.8(前月

---

比▲1.3ポイント) となった。

14日にIMFは「世界経済見通し(WEO)」を公表した。これによれば、各国・地域の2026年GDP成長率予測値は、米国が2.3%(1月時点対比+▲0.1ポイント)、ユーロ圏は1.1%(同▲0.2ポイント)、日本は0.7%(同変わらず)、中国は4.4%(同▲0.1ポイント)とされた。

#### 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一部変更となっておりますのでご注意ください。

	日本	国債入札等	米国等
	5月1日	東京都区部消費者物価指数（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）
4日		祝日（みどりの日）	米製造業新規受注（3月）
5日		祝日（こどもの日）	米ISMサービス業景況感指数（4月）、新築住宅販売件数（2・3月）
6日		振替休日	米ADP雇用統計（4月）
7日	金融政策決定会合議事要旨（3月18・19日会合分）	国庫短期証券（6か月）	
8日		国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（1～5年）、エネルギー対策特別会計借入金（12か月）	米雇用統計（4月）
11日			米中古住宅販売件数（4月）
12日	景気動向指数（3月速報）、金融政策決定会合における主な意見（4月27・28日会合分）	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）	米消費者物価指数（4月）
13日	景気ウォッチャー調査（4月）		米生産者物価指数（4月）
14日	増審議委員講演（鹿児島経済同友会）	30年利付国債、国有林野事業債務管理特別会計借入金（5年程度）	米小売売上高（4月）
15日		国庫短期証券（3か月）	
16日	氷見野副総裁講演（日本金融学会）		
18日		5年利付国債	
19日	GDP（1-3月期1次速報）、鉱工業生産指数（3月確報）	国庫短期証券（1年）、交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	
20日		20年利付国債	米FOMC議事要旨（4月28・29日会合分）
21日	機械受注（3月）、小枝審議委員挨拶（福岡県金融経済懇談会）	交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	
22日	全国消費者物価指数（4月）	国庫短期証券（3か月）、流動性供給入札（残存期間5年超11年以下）	
25日		5年クライメート・トランジション利付国債	米国祝日（戦没将兵追悼記念日）
26日	景気動向指数（3月改定）	交付税及び譲与税配付金特別会計一時借入金（6か月）	
27日		40年利付国債	
28日			米GDP（1-3月期改定）、米PCEデフレーター（4月）、米耐久財受注（4月）、米新築住宅販売件数（4月）、ECB金融政策理事会議事要旨（4月29・30日会合分）
29日	労働力調査（4月）、東京都区部消費者物価指数（5月中旬速報値）、鉱工業生産指数（4月速報）、外国為替平衡操作の実施状況（月次ベース、4月28日～5月27日）	国庫短期証券（3か月）、2年利付国債	
6月1日			米ISM製造業景況感指数（5月）

---

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