

JTG証券 ストラテジー・レポート

4・5月の日銀政策決定会合のポイントと、国内金利見通し

経済調査室 上田 祐介
チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

[本レポートのサマリー]

1. 本レポートの目的

本レポートでは、2025年4月30～5月1日に開催された日銀政策決定会合を受け今後の金融政策の動向と相場予想、債券投資戦略に関する弊社の考え方を示す。

2. 2025年4・5月の日銀政策決定会合リリース(3月分との比較)

p.2

- 5月1日の日銀政策決定会合は、全員一致で、日銀の現行金融政策を維持。無担保コールレート目標は0.5%程度で維持。
- 同日に出された、経済展望レポートは、経済の基調は変わらず「穏やかに回復」との認識。
- ただし、政策目標とする基調物価が目標(2%程度)となる時点は、2027年に1年先送り。
- 植田総裁の記者会見;(i)見通しの実現確度は不明で基調的物価が伸び悩んでいる時に「無理に利上げをすることは考えていない」、(ii)利上げの時期が必ず基調物価に併せて後ずれするとは限らない。上下にリスクが存在。

3. 各種経済データが示す状況

p.6

- 2025年3月のCPI総合指数の前年比は+3.6%(2025年2月は+3.7%)と、若干ペースダウンしたものの高い水準を維持。
- 名目賃金上昇率は、2月分の確報値で、一般労働者の基本給が前年同月比+2.1%の上昇、名目賃金が同+3.6%の上昇。引き続き実質賃金は減少。
- 2024年8月の完全失業率は2.4%→2.5%と上昇(悪化)も長期的にみれば低位安定。

4. 弊社の国内債券利回り・為替見通し

p.10

- 政策金利の変更可能タイミング;(i)米国の関税政策が主要な経済圏(対中国、対EU、対日本)で確定し、(ii)政策確定後の経済影響の検証データを検証した後。
- 政策金利は、2025年Q4まで利上げができない。2026年以降もスローペース
- 2026年末までの長期金利(10年)は1.5%程度の水準に留まりやすい
- ドル円の為替レートは、米利下げを見込んでも2025年中は140円台後半を挟んだボックス圏に留まりやすい。

4・5月の日銀政策決定会合のポイントと、国内金利見通し

JTG 証券 チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. 本レポートの目的

2025年4月30日～5月1日、日銀の政策決定会合が開催された。政策金利を0.5%程度で維持する方針が、全員一致で決定された。本レポートでは、同リリースと会合後の植田総裁のコメントなどを参照し、日本円での今後の金融政策の動向と相場予想、債券投資戦略に関する弊社の考え方を示す。

2. 2025年4・5月の日銀政策決定会合リリース(3月分との比較)

[ポイント]

- 5月1日の日銀政策決定会合では、全員一致で、日銀の現行金融政策を維持。無担保コールレート目標は0.5%程度で維持。
- 同日に出された、経済展望レポートは、変動リスクの可能性に言及しているものの経済の基調は変わらず「穏やかに回復」との認識。物価も食料品等の影響により高止まっているものの、「穏やかな上昇」との認識。
- 実質金利は極めて低い水準にあるとの従来の認識は変わらず(足元まではオントラック)。経済見通しが実現していく場合には、政策金利を引き上げ。
- 政策目標とする基調物価が目標(2%程度)となる時点は、2027年に1年先送り。
- 植田総裁の記者会見;(i).見通しの実現確度は不明で基調的物価が伸び悩んでいる時に「無理に利上げをすることは考えていない」、(ii).利上げの時期が必ず基調物価に併せて後ずれするとは限らない。上下にリスクが存在。

以下の図表1で、2025年5月1日に公表された日銀政策決定会合リリースで示された変更内容を比較した。今回の日銀政策決定会合での基本政策は以下の通り;

- 基本政策は全員一致で変更なし。
- 無担保コール翌日物金利の誘導目標を0.5%程度で維持。

5月1日の日銀政策決定会合では、全員一致で、日銀の現行金融政策を維持

無担保コールレート目標は0.5%程度で維持

また、同日には経済展望レポートも開示された。以下の図表1にその要点と、前回のリリースからの変更点を示した。日銀は、全体としてはこれまでの基調を維持しているとの認識を示している。国内景気に対する基本的見解の主な変更ポイントは下記。

- 海外市場での若干の弱含みや、輸出・鉱工業生産などの一時的な駆け込み需要を見つつも、基調的な動きに変化はないとしている。
- 輸入物価や食料価格の上昇により、消費者物価は3%前半と指摘。

一見すると2月から4月に生じた金融相場の大幅下落とは無縁な、安定した経済展望に見えなくもない。過度な円安が一旦戻したこともあり、現状で観測できるデータからは、国内経済の変調を強く示すデータはまだ出ていない状況だ。

図表1 日銀の「当面の金融政策運営について」および「経済・物価情勢の展望」のポイント

		2025年3月19日	2025年5月1日
政策目標		(記載なし)	(記載なし)
金融政策	(1) 政策金利	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。	無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.5%程度で推移するよう促す。
	(2) 資産買入れ方針 (国債以外)	CPおよび社債買入れは2025/1/31限りで終了（2025/1/30）	
経済・景気・物 価の現状認識	景気	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復	一部に弱めの動きもみられるが、緩やかに回復
	海外経済	総じてみれば緩やかに成長	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
	輸出・鉱工業生産	横ばい圏内の動きとなっている	一部に米国の関税引き上げに伴う駆け込みの動きがみられるが、 基調としては横ばい圏内の動き
	企業収益・景況感	改善傾向	改善傾向にあり、 業況感は良好な水準を維持
	設備投資	緩やかな増加傾向	緩やかな増加傾向
	雇用・所得	緩やかに改善	(改善)
	個人消費	物価上昇の影響などがみられるものの、緩やかな増加基調	物価上昇の影響などから消費者マインドに弱さがみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増加基調を維持
	住宅投資	弱めの動き	弱めの動き
	公共投資	横ばい圏内の動き	横ばい圏内の動き
	金融環境	緩和した状態にある	緩和した状態にある
	消費者物価(除く生鮮食品)	既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響は減衰してきているものの、賃金上昇等を受けたサービス価格の緩やかな上昇が続くもとで、政府によるエネルギー負担緩和策の縮小もあって、足もとは3%台前半 2026年度は概ね2%程度（1月の展望レポート）	賃金上昇の販売価格への転嫁の動きが続くもとで、既往の輸入物価上昇や米などの食料品価格上昇の影響もあって、 足もとは3%台前半 2026年度は1%台後半、2027年度は2%程度となると予想（*基調物価が目標と整合的な水準(2%程度)となる時点が1年間先送り）
	予想物価上昇率	緩やかに上昇	緩やかに上昇

出所: 日銀「[当面の金融政策運営について](#)」「[経済・物価情勢の展望](#)」より JTJ 証券で作成

(注): 表中の色マーク部分、及び赤字部分は 2 時点間のリリースの変更内容を表す

ただし、将来の変動リスクについても合わせて指摘しており、上記はあくまで4月までの実績ベースの認識。一旦は延期されているトランプ政権の各種関税影響などの不透明要因は多い。この点について、日銀は「経済・物価の下振れリスクが大きい」として、(i)経済と、(ii)物価、それぞれのリスク要因を指摘している。以下でポイントを列挙する。また、図表2では、5月公表の日銀の経済・物価展望レポート記載の見通し変化を図示した。

[経済成長]

2025年度から2026年度にかけては経済成長ペースが鈍化。その後(2027年以降)は海外経済の回復、と見通しを下方修正

名目賃金は当面高い伸びを維持しつつも、やや鈍化する可能性

- 日本経済は一部に弱さが見られるものの、全体としては緩やかな回復が継続。企業収益は改善基調を示し、雇用・所得環境の改善も継続。ただし、個人消費には物価上昇の影響から弱さも残る。
- 先行きについては、各国の通商政策の影響により海外経済が減速、日本企業の収益や輸出も下押し。2025年度から2026年度にかけては成長ペースが鈍化。その後(2027年以降)は海外経済の回復に伴い、輸出・企業収益・設備投資が増加、日本経済も再び成長率を高めていく。
- 名目賃金は当面高い伸びを維持しつつも、企業収益の減少によりやや鈍化する可能性あり。個人消費は物価上昇の影響を受けつつも、雇用者所得の増加と政府の税制改正・燃料費支援策により緩やかな増加を維持。

[物価指標]

消費者物価(除く生鮮食品)上昇率は一旦落ち込み。2027年度には再び2%程度との想定(1月想定から1年先送り)

- 2025年度の消費者物価(除く生鮮食品)上昇率は2%台前半、2026年度は1%台後半、2027年度には再び2%程度まで高まると見込む。
- 既往の輸入物価や食料品価格上昇の影響は次第に減衰、基調的な物価上昇率は一時的に伸び悩むが、後半にかけて賃金上昇や需給ギャップ改善を通じて上昇圧力が強化。
- 2025・2026年度の見通しは、原油価格の下落や成長下振れ懸念により、下方修正。需給ギャップは改善傾向だが、労働需給はそれ以上に引き締まっており、物価への上昇圧力が継続。

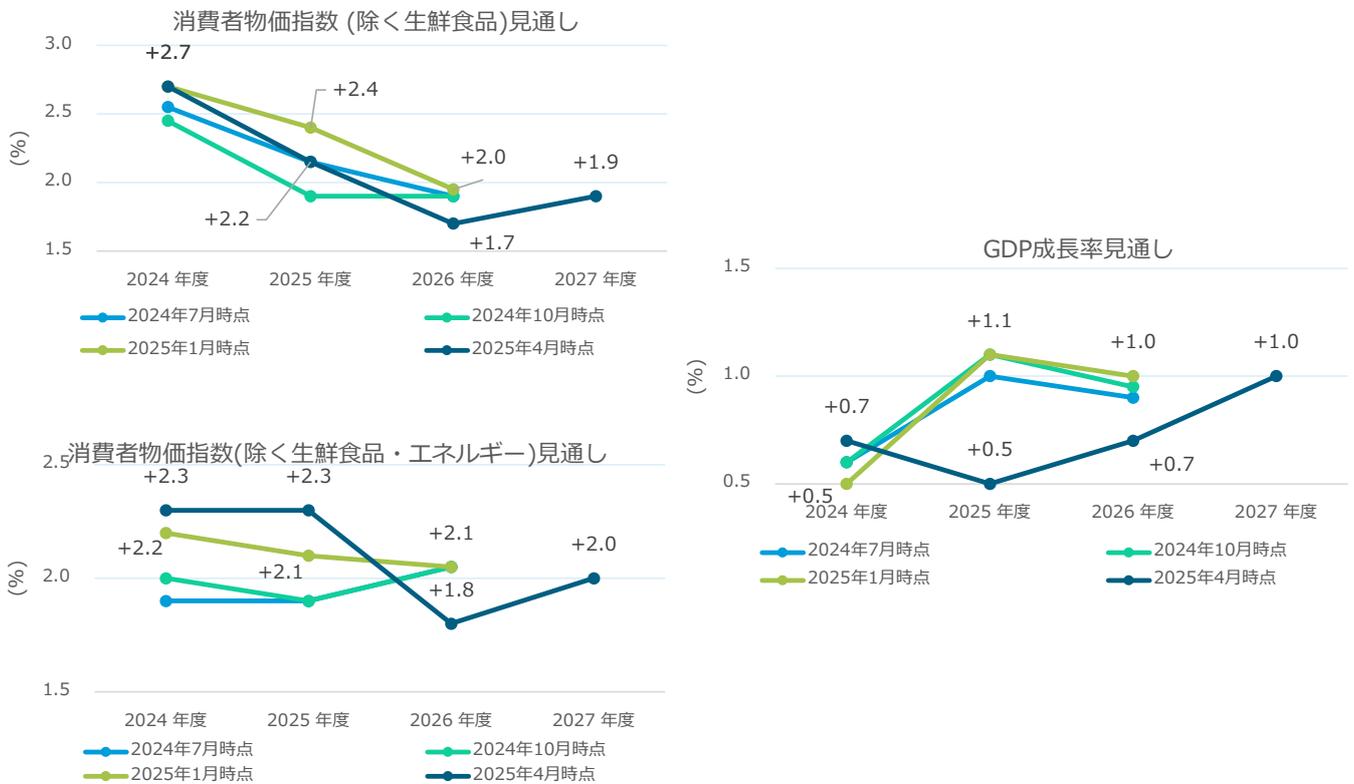
また、植田日銀総裁の記者会見では、下記の見解が語られた。

植田総裁発言:

- 利上げ方針を維持
- 基調的な物価が2%に到達する時期は後ずれ
- 伸び悩む時に無理に利上げはしない
- 目標到達可能性が非常に高まれば(先んじて)利上げも

- 経済・物価は、足元までのデータはオントラック(1月の見通しの想定通り)。しかし関税政策による将来の経済への影響を考えて見通しを変更。
- 利上げ方針を維持する理由は、下方修正にはなったが見通し期間内に(一時的な変動を除いた)基調的な物価が2%に大体到達する見通しが維持されているため
- 基調的な物価が2%に到達する時期は後ずれするが、利上げ時期は必ずしも後ずれするわけではない。
- 基調的な物価上昇率が伸び悩む時に無理に利上げをすることは考えていない。
- 2%に到達する可能性がすごく高くなったと判断した場合には(先んじて)利上げ。

図表2 日銀の「経済・物価情勢の展望」の予想の推移



(注): それぞれの時点は見通しの中央値を表している。

2025年度分 (対前年比、%)	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2025年1月時点	+0.9 ~ +1.1	+0.9 ~ +1.1	+0.9 ~ +1.1
2025年4月時点	+0.4 ~ +0.6	+0.4 ~ +0.6	+0.4 ~ +0.6
(修正による変化幅)	-0.5 ~ -0.5	-0.5 ~ -0.5	-0.5 ~ -0.5
2026年度分 (対前年比、%)	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2025年1月時点	+0.8 ~ +1.0	+1.8 ~ +2.1	+1.9 ~ +2.2
2025年4月時点	+0.6 ~ +0.8	+1.6 ~ +1.8	+1.9 ~ +2.0
(修正による変化幅)	-0.2 ~ -0.2	-0.2 ~ -0.3	0.0 ~ -0.2
2027年度分 (対前年比、%)	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2025年4月時点	+0.9 ~ +1.1	+0.9 ~ +1.1	+0.9 ~ +1.1

出所: 日銀経済展望データより JTG証券で作成

3. 各種経済データが示す状況

[ポイント]

- 2025年3月のCPI総合指数の前年比は+3.6%(2025年2月は+3.7%)と、若干ペースダウンしたものの高い水準を維持。
- 物価(全国CPI総合)が上場した主な要因は、(i)食料品、特に穀類(+25.4%、寄与度+0.58)、(ii)エネルギー(電気代+8.7%、ガソリン+6.0%)、(iii)サービス関連費用(宿泊料+6.6%、自動車保険料+4.1%)、など。
- 名目賃金上昇率は、2月分の確報値で、一般労働者の基本給が前年同月比+2.1%の上昇、名目賃金が同+3.6%の上昇。CPIが+3.7%~+3.6%(2~3月)の上昇であったことから、引き続き実質賃金は減少。
- 2024年8月の完全失業率は2.4%→2.5%と上昇(悪化)。長期的にみれば失業率の低位安定傾向は継続。

植田総裁の会見でも語られたように、今後の国内消費者物価で示されるインフレ率は関税とその世界経済への影響により大きく上下に変化しうる。基調物価の見通しも一旦悪化し目標到達期間が1年先送りされるなど、今後の金融政策にも大きく影響することになる。

以下では、種々のデータに基づき、緩和的な現状の政策維持と、利上げなどの正常化(引き締め)政策との間のバランスへの判断に影響を及ぼしそうな各種国内指標について確認する。

① 国内の消費者物価動向(全国CPI)

2025年3月のCPI総合指数の前年比は+3.6%(2025年2月は+3.7%)と、若干ペースダウンしたものの高い水準を維持

物価(全国CPI総合)が上場した主な要因は、(i)食料品、特に穀類(+25.4%、寄与度+0.58)、(ii)エネルギー(電気代+8.7%、ガソリン+6.0%)、(iii)サービス関連費用(宿泊料+6.6%、自動車保険料+4.1%)、など

図表3には全国物価指標の中分類の動向を示した。2025年3月のCPI総合指数の前年比は+3.6%(2025年2月は+3.7%)と、若干ペースダウンしたものの高い水準を維持。生鮮食品を除く総合指数は+3.0%→+3.2%、生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数は+2.6%→+2.9%と、それぞれさらに上昇した。生鮮食品を除くCPIは前年比+3.2%、生鮮食品・エネルギー除く指数(コアCPI)は前年比+2.9%であり、いずれも堅調な上昇基調にある。

物価(全国CPI総合)が上場した主な要因は、(i)食料品、特に穀類(+25.4%、寄与度+0.58)、(ii)エネルギー(電気代+8.7%、ガソリン+6.0%)、(iii)サービス関連費用(宿泊料+6.6%、自動車保険料+4.1%)、など。気象や輸送コストの影響が全国ベースで作用している点の特徴

図表 3 全国物価指標の中分類指数（2024年3月、2025年2月、2025年3月）

全国物価指標	ウェイト%	2025年3月	2025年2月	2024年3月	前月比		前年同月比	
					2025年2月～2025年3月	2024年3月～2025年3月	2024年3月～2025年3月	2025年3月
総合指数	100.0	3.6	3.7	2.7	-0.1	下落	+0.9	上昇
生鮮食料を除く総合	96.0	3.2	3.0	2.6	+0.2	上昇	+0.6	上昇
持家の帰属家賃及び生鮮食料を除く総合	80.2	3.7	3.5	3.0	+0.2	上昇	+0.7	上昇
生鮮食料及びエネルギーを除く総合	88.9	2.9	2.6	2.9	+0.3	上昇	+0.0	横ばい
食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合	67.8	1.6	1.5	2.2	+0.1	上昇	-0.6	下落
エネルギー*	7.1	6.6	6.9	-0.6	-0.3	下落	+7.2	上昇
食料	26.3	7.4	7.6	4.8	-0.2	下落	+2.6	上昇
生鮮食料	4.0	13.9	18.8	5.5	-4.9	下落	+8.4	上昇
生鮮食料を除く食料	22.3	6.2	5.6	4.6	+0.6	上昇	+1.6	上昇
住居	21.5	0.8	0.8	0.6	+0.0	横ばい	+0.2	上昇
持家の帰属家賃を除く住居	5.7	2.4	2.4	1.7	+0.0	横ばい	+0.7	上昇
家賃	18.3	0.2	0.2	0.2	+0.0	横ばい	+0.0	横ばい
設備修繕・維持	3.2	3.8	3.8	2.8	+0.0	横ばい	+1.0	上昇
光熱・水道	6.9	5.7	6.3	-1.7	-0.6	下落	+7.4	上昇
家具・家事用品	3.9	4.5	4.0	3.2	+0.5	上昇	+1.3	上昇
被服及び履物	3.5	3.0	2.8	2.2	+0.2	上昇	+0.8	上昇
保健医療	4.8	2.0	1.7	1.5	+0.3	上昇	+0.5	上昇
交通・通信	14.9	2.7	2.4	2.4	+0.3	上昇	+0.3	上昇
交通	1.7	0.3	0.1	3.2	+0.2	上昇	-2.9	下落
自動車等関係費	8.9	3.7	3.5	2.9	+0.2	上昇	+0.8	上昇
通信	4.4	1.0	0.1	0.2	+0.9	上昇	+0.8	上昇
教育	3.0	-1.2	-1.1	1.3	-0.1	下落	-2.5	下落
教養娯楽	9.1	2.0	2.1	7.2	-0.1	下落	-5.2	下落
その他（諸雑費）	6.1	1.1	1.1	1.1	+0.0	横ばい	+0.0	横ばい

* エネルギーは、電気代、都市ガス代、プロパンガス、灯油及びガソリンを含むが他の物価項目に含まれており、分類が異なる点に注意。

出所：Bloomberg データより JTG 証券で作成 2025/5/2 時点

②国内の企業物価動向、交易状況の改善

企業物価指数の前年
比上昇率は、前月比
+0.1%（前年比+
4.2%）まで上昇

賃上げの原資となるのは企業などの雇用者側の利益率の維持であり、また輸出産業が多い製造業の賃上げだけではなく円安がメリットにならないサービス業やパート従事者の賃金も、継続的な上昇を達成できるかどうか、健全な経済成長を伴う安定した物価高上昇には不可欠だ。

足元では逆に、輸出物
価の上昇が輸入物価
の上昇を上回っており、
輸出企業の業績は
改善しやすい状況

そこで、企業物価（CGPI、図表 4）及び輸入物価、輸出物価（図表 5～7）の状況について確認する。国内の企業物価指数の前年比上昇率は 3 月に、前月比+0.1%（前年比+4.2%）まで上昇し、2 月の 4.1%からさらに伸び率が拡大し、今年 1 月に並ぶ上昇幅となった。コメ価格の上昇が続く農林水産物やエネルギー価格が指数を押し上げた。また、この伸びは消費者物価指数の上昇率を上回っていた。

利益の再配分の動向
が重要なファクター

また、輸入物価、輸出物価及び両者のギャップを図表 4 に示した。2020 年～2022 年頃には資源高により輸入価格が大きく上昇した一方で、製品価格など輸出物価の伸びが抑制されていたため、輸出企業の業績が圧迫されやすい状況にあった。しかし、足元では逆に、輸出物価の上昇が輸入物価の上昇を上回っており、加工貿易的な事業を営む輸出企業の

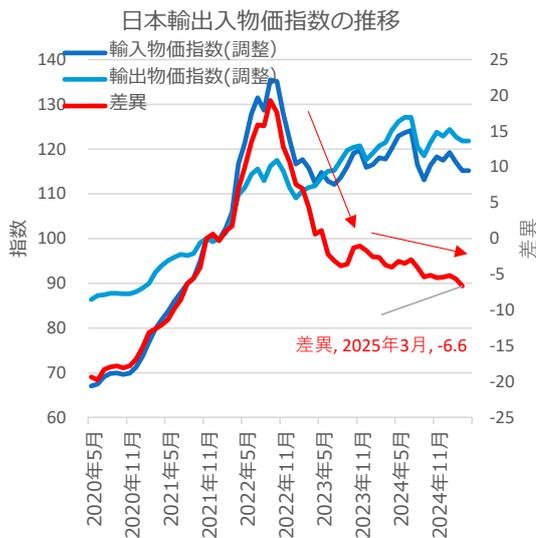
業績は改善しやすい状況にある(図表5~7)。となると、輸出企業が2025年の春闘以降も継続的に従業員の賃金を引き上げたり、国内企業に対する利益の再配分を行ったりすることを継続できるかどうか等の要因が、日本の経済成長を維持する上できわめて重要なファクターとなる。消費者側から見ると実質所得の悪化が続き円安のデメリットを感じやすいが、企業側から見ると輸出産業にとってのメリットも顕在化している。既に観測されている指標を見る限り、日本の景気はまだ急速な悪化に向かうほどの兆候は観測されていない。

図表4 日本の企業物価/消費者物価



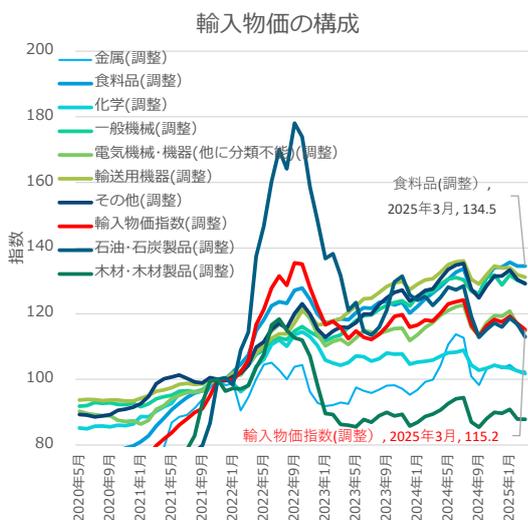
出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

図表5 日本の輸出入物価指数の比較



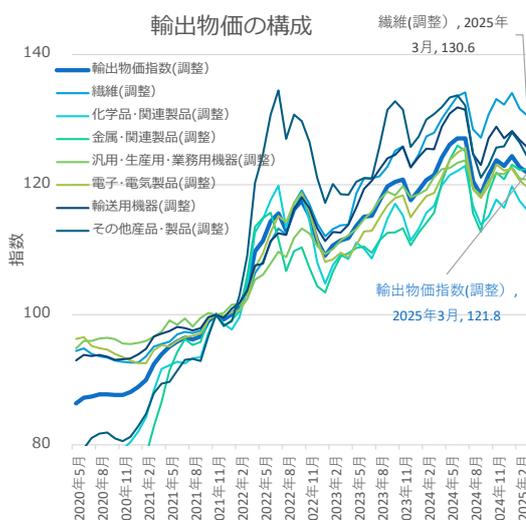
出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

図表6 品目別輸入物価の推移



出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

図表7 品目別輸出物価の推移



出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

③国内の賃金、労働環境動向

名目賃金上昇率は、2月分の確報値で、一般労働者の基本給が前年同月比+2.1%の上昇、名目賃金が同+3.6%の上昇

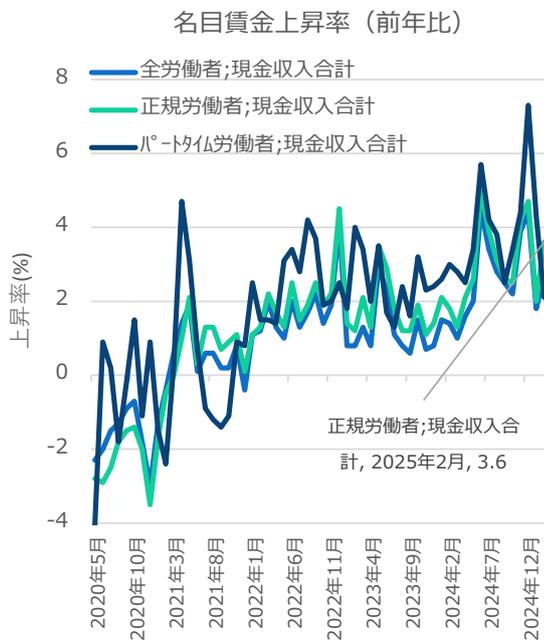
CPIが+3.7%~+3.6%(2~3月)の上昇であったことから、引き続き実質賃金は減少

2024年8月の完全失業率は2.4%→2.5%と、0.1ポイントの上昇(悪化)。長期的にみれば失業率の低位安定傾向は継続

まず、賃金の状況を確認する。厚生労働省が4月23日に発表した2月の毎月勤労統計調査(確報)¹によれば、国内の名目賃金上昇率(従業員5人以上の事業所)では、賃上げが進んだことから前年同月比+2.1%の上昇、従業員30人以上の事業所では前年同月比+2.6%の上昇となった。一般労働者の名目賃金(現金給与総額)は、前年同月比+3.6%の上昇、従業員30人以上の事業所では+3.3%の上昇となっていた。ただし、CPI(総合)が+3.7%~+3.6%(2~3月)の上昇であったことから、引き続き10数ヶ月にわたって実質賃金が減少している状況だ。

次に、労働需給について確認する。総務省²により5月2日公表された2025年3月の完全失業率は2.4%→2.5%(月次、季節調整値)と、前月に比べプラス0.1ポイントの上昇(悪化)。雇用環境はわずかに悪化したものの、長期的にみれば失業率の低位安定傾向は継続している。また、厚生労働省³のデータでは、3月の有効求人数(季節調整値)は前月に比べ+0.3%増の一方、有効求職者は1.2%減となった。この結果、有効求人倍率は改善した(1.24倍→1.26倍)。なお、新規求人数が増えていたのは情報通信業(+8.2%増)、宿泊業、飲食サービス業(+3.3%増)。一方、減少していたのは卸売業・小売業(▲7.7%減)、生活関連サービス業・娯楽業(▲6.9%減)、教育、学習支援業(▲6.2%減)などであった。(図表9)

図表8 名目賃金上昇率の推移



出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

図表9 失業率と有効求人数の推移



出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

¹ “毎月勤労統計調査 令和7年2月分結果確報”、2025/04/23、厚生労働省

² “労働力調査(基本集計) 2025年(令和7年)3月分結果”、2025/05/02、総務省統計局。

³ “一般職業紹介状況(令和7年3月分)について”、2025/05/02、厚生労働省。

4. 弊社の国内債券利回り・為替見通し

[ポイント]

- 政策金利の変更可能タイミング;(i). 米国の関税政策が主要な経済圏(対中国、対EU、対日本)で確定し、(ii) 政策確定後の経済影響の検証データを検証した後
- 政策金利は、2025年Q4まで利上げができない。2026年以降もスローペース
- 2026年末までの長期金利(10年)は1.5%程度の水準に留まりやすい
- ドル円の為替レートは、米利下げを見込んで2025年中は140円台後半を挟んだボックス圏に留まりやすい。

① 当面の円金利・為替を考える前提

植田総裁就任以降の日銀では、他国の中央銀行と同じく物価や景気等の状況を見ながら、「短期金利」を主な手段として政策を決定する「金融政策の正常化」に向かってきた。国内の経済指標も2025年1月まではオントラック(見通し通り)であったが、トランプ政権の発足により、グローバル経済の不安定性が増幅、各国中央銀行のみならず、すべての市場参加者が、将来の経済を見通すことが困難な状況にある。

日銀も他国の中銀と同じく、政策決定は、先行きの経済・物価・金融情勢と裏付けとなるデータ次第であることに言及しており、さらに米国の政策面の不透明性が高い中で、最終的に各特定国向けの関税政策が確定し、さらに実施後の実態経済への影響を検証したのちでない限り、上下のいずれにも変動しうるリスク下での金融政策を決定することは難しい。

つまり、この5月1日の会合だけでなく、2025年4月から3か月(90日間)延期された相互関税の着地点を見定め、さらにその後の日本を含む国際経済への影響を検証しないと、金融政策の変更はできない、ということだ。これはハト派・タカ派といった政策判断ができるレベルの議論ではなく、判断できる材料が一定期間存在しないことで各国中銀の金融政策判断のタイミングを遅らせざるを得ない、というフリーズ期間が長期化することを意味している。

また、日本を含むいくつかのアジアの国が仮にトランプ政権との「ディール」に成功した場合でも、アメリカと中国、アメリカとEU等の巨大経済圏との交渉が妥結しない限り、国際経済への判断が難しい。

そうすると、次に政策金利の引き上げを議論できるタイミングは、6、7月の決定会合ではなく、最短でも9月の決定会合まで待たざるを得なくなる、と弊社では考えている。また、日銀だけではなくFRBやECBも同様に政策判断ができない状況が継続しやすい。

② 円金利見通し

トランプ政権の下、米国が日本に求める関税が25%(特定国向け)になると、10%(相互関税のベース)になると、関税を全面撤回する可能性は低いと、弊社は考える。また鉄・アルミ・自動車への関税もUSMCA以外からの輸出である限り、課税対象となる可能性が高い。

政策金利の変更判断が可能なタイミング;

(i). 米国の関税政策が主要な経済圏(対中国、対EU、対日本)で確定し

(ii) 政策確定後の経済影響に関するデータを検証した後

↓

最短でも9月の決定会合まで待たざるを得ない(ハト派・タカ派という政策判断ではなく、単なるフリーズ期間)

そうすると、日本の景気にはマイナスであり、世界的には物流が混乱し、さまざまな財(商品)の価格にひずみが出やすくなる。

例えば、アメリカ国内において割高な米産の鉄・アルミが主に流通することになり、同時に中国国内の建設需要が落ち込む様な状況下では、過剰な生産能力を持つ中国の鋼材が世界の他地域の市場に大量に輸出されるような状況も生じ得る。その場合の市場価格への影響も、鉄筋用の棒材と自動車用の冷延鋼板では全く異なり得る。このように自由貿易が阻害され、一物が複数価値を持つ経済下では、各国に与える経済影響を事前に予想するのは困難だ。また、アメリカ国内でもインフレが加速しやすくなるため、日本を含むアジアの輸出国全体の通貨が弱くなったり、国内で通貨安を背景に輸入物価上昇に起因したインフレが加速したりする可能性も排除できない。つまり、米国発のスタグフレーションが世界各国に輸出され得る、という可能性も存在する。

こうした不透明性の高い市場環境下において、当面は、日本円の政策金利を現状から大きく動かすことは難しくなる。そうすると、金融政策正常化に向けた日銀の利上げペースも、かなりゆっくりとしたものにならざるを得なくなる、と弊社では考える。

弊社見通し:

政策金利は、2025年Q4まで利上げができない。2026年以降もスローペース

2026年末までの長期金利(10年)は1.5%程度の水準に留まりやすい

ドル円の為替レートは、米利下げを見込んでも2025年中は140円台後半を挟んだボックス圏に留まりやすい

こうした国内の金融政策に関する考え方のもとで、弊社の国内金利及び為替予想を以下の図表10、11に示し、市場コンセンサスと弊社の見解を比較した。主なポイントは以下の通り。

- 短期金利については、2025年中は引き上げを示唆しつつ、0.5%への引き上げはおおむね2025年Q4にずれ込みやすい。その後の利上げペースもかなりゆっくりとしたものになりやすいと想定。日銀は、為替連動で生ずる輸入価格起因のインフレには対処せず、あくまで国内の経済活動に基づく物価をウォッチしやすいと仮定。
- 2026年末までの長期金利(10年)も1.5%程度までの水準に留まりやすい。
- 米国や欧州でも、関税や貿易戦争の影響によるインフレ再燃懸念は否定できず、結果として、政策金利の引き下げは遅れやすい。
- この結果、日本と欧米の金利差も維持されやすくなる。
- この結果、円から見た為替レートの、通貨安傾向が維持されやすくなる。2025年末のドル円為替レートは、140円台半ばから2025年中は140円台後半を挟んだボックス圏に留まりやすい。
- 図表12には国内社債相場に関する見通しを示した。スプレッドがある程度広がるなど市場環境の変化に伴い、一部の国内円建て社債への投資が、特定のタイプの投資家には適切な投資機会となりやすくなる可能性がある。

図表 10 円金利に関する弊社予想と市場コンセンサスの比較

	日本金利	前四半期末	直近	2025/9	2026/3	2026/9	2027/3	2027/9
		2025/3	2025/5/1					
Bloomberg コンセンサス	日中央銀行レート(%)	0.48	0.48	0.70	0.90	1.00	1.00	1.10
	日SOFR3か月レート(%)	-0.27	-0.24	0.93	1.07	1.17	1.14	1.13
	日2年国債(%)	0.84	0.61	0.89	1.03	1.09	1.10	1.04
	日10年国債(%)	1.49	1.27	1.45	1.57	1.64	1.65	1.71
JTG 想定	日中央銀行レート(%)	0.48	0.48	0.48	0.50	0.50	0.74	0.74
	日SOFR3か月レート(%)	-0.27	-0.24	0.51	0.53	0.53	0.77	0.77
	日2年国債(%)	0.84	0.61	0.75	0.66	0.78	0.91	1.03
	日5年国債(%)	1.10	0.84	1.00	0.90	1.03	1.16	1.29
	日10年国債(%)	1.49	1.27	1.28	1.29	1.44	1.58	1.72

出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成 予想は 2025/5/1 時点

図表 11 為替に関する弊社予想と市場コンセンサスの比較

	為替想定	直近	2025/9	2026/3	2026/9	2027/3	2027/9
		2025/05/01					
Bloomberg コンセンサス	円/米ドル	145.4	143.0	139.5	136.5	133.8	131.3
	円/ユーロ	164.2	160.0	159.0	157.7	156.8	156.3
	ユーロ/米ドル	1.129	1.110	1.120	1.140	1.160	1.180
JTG 想定	円/米ドル	145.4	145.3	149.6	146.5	143.4	141.6
	レンジ (円高)		137.8	142.1	139.0	135.9	134.1
	レンジ (円安)		152.8	157.1	154.0	150.9	149.1
	円/ユーロ	164.2	164.9	166.9	161.2	154.8	150.5
	ユーロ/米ドル	1.129	1.135	1.116	1.100	1.080	1.063

出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成 予想は 2025/5/1 時点。ただし 2025/5/7 の FOMC 後に変更予定。

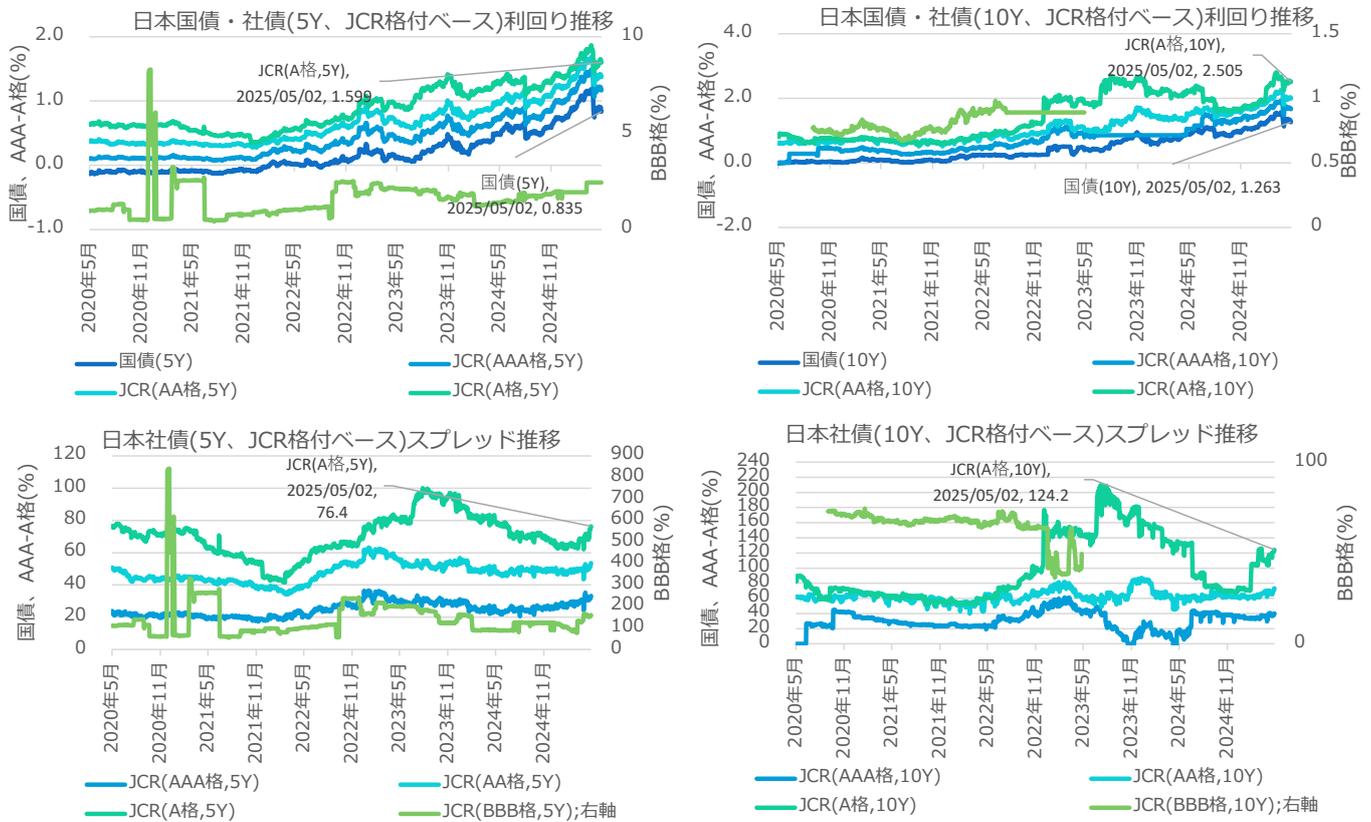
図表 12 円建て社債利回りに関する弊社予想

日本円建て社債利回り (%)		直近	2026年5月	2027年5月	2028年4月
	クレジット市場想定	2025/5/1			
投資適格 (IG)	AA格 5年	1.27	1.41	1.74	2.00
	A格 5年	1.43	1.60	1.95	2.30
	BBB格 5年	1.65	1.99	2.58	3.20
投資適格 (IG)	AA格 10年	1.76	1.76	2.14	2.48
	A格 10年	2.10	2.24	2.62	2.95
	BBB格 10年				
日本円建て社債 信用スプレッド (bps)		直近	2026年5月	2027年5月	2028年4月
	クレジット市場想定	2025/5/1			
投資適格 (IG)	AA格 5年	43.8	51.8	57.8	57.8
	A格 5年	59.5	70.5	79.1	87.7
	BBB格 5年	81.7	109.4	141.6	177.9
投資適格 (IG)	AA格 10年	49.6	50.2	55.8	61.4
	A格 10年	83.7	97.4	103.6	108.9
	BBB格 10年*				

*BBB格 10年は残高がないため欠損値。格付けはR&I相当

出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成 予想は 2025/5/1 時点

追加図表 1 日本国債・円建て社債の格付別の利回り・スプレッド推移



出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

<p>■ムーディーズ・レーティングスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・レーティングス(以下「ムーディーズ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news))の「規制関連」タブの下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付関連」の欄に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズ・レーティングスの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。</p> <p>ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。</p>	<p>■S&P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。</p> <p>S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。</p>	<p>■フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/ja)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自身が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。</p> <p>フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。</p>
---	--	---

この情報は、2024年6月25日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、Jトラストグローバル証券(以下、JTG 証券)が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は JTG 証券が行っております。

JTG 証券では調査部門の活動(リサーチ・レポート作成、リサーチ情報の伝達を含む)に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチ・レポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチ・レポートが公開される前後 3 か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト(以下、同アナリスト)は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で JTG 証券が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性が客観的に検証しておりません。本資料内で JTG 証券以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について JTG 証券は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

JTG 証券は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証を表明しておりません。また、JTG 証券は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において JTG 証券が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。JTG 証券では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、JTG 証券は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、JTG 証券では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。JTG 証券は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況)についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあります。JTG 証券では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがあります。いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、JTG 証券及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と JTG 証券並びにその社員との間で、利益相反が起ころうることにご留意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。

間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、JTG 証券では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright JTG 証券 Co. Ltd. All rights reserved.

本資料は JTG 証券の著作物であり、著作権法により保護されております。

JTG 証券の書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

東京都渋谷区恵比寿 4-20-3

恵比寿ガーデンプレイスタワー7階

Jトラストグローバル証券株式会社 経済調査室

ご投資にあたって

本資料に記載の内容を参考にしてお取引をされる場合、商品毎に以下の手数料等をご負担いただきます。

【上場株式等】

店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満を除く)の場合は約定代金に対して最大1.1524%(税込)(但し約定代金の1.1524%(税込)に相当する額が3,300円(税込)に満たない場合は3,300円(税込)の委託手数料をご負担いただきます。

【投資信託】

投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます

【債券等】

債券等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。また、外貨建ての債券の場合、円貨と外貨を交換する際には外国為替市場の動向を踏まえて当社が決定した為替レートによるものとします。

投資リスクについて

各商品等には、株式相場、為替相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の価格の変動等及び有価証券の発行者の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等、それらに関する外部評価の変化等により損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)があります。

商品毎に手数料及びリスク等は異なりますので、当該商品の目論見書または契約締結前交付書面をよくお読みください。

Jトラストグローバル証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第35号
貸金業者登録番号 東京都知事(1)第31946号
加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会