

# 日銀：不確実性の中で政策金利据え置き

## 日本経済

石井 一正、ストラテジスト; 清水 麻希、ストラテジスト; 小林 千紗、アナリスト; 青木 大樹、日本地域CIO(最高投資責任者)

- 日銀は3月19日の金融政策決定会合で**政策金利の据え置きを決定**し、植田和男総裁は経済情勢とリスクについてバランスの取れた内容の発言を行った。
- 7月利上げの可能性**: 春季労使交渉(春闘)での明るい見通しなどマクロ経済環境を踏まえ、我々は利上げ時期の予想を7月に前倒しする。だが、国内の政局不安や、米国の関税をめぐる不透明感から、利上げが秋へと後ずれする可能性も否定できない。
- 日本の10年国債利回り見通し**: 2025年の10年国債利回りを平均1.5%前後と予想する。政策金利は2026年上期に1.0%に到達すると予測しており、10年国債利回りは、日銀の国債保有残高削減による金利上昇圧力と、2026年末に向けた米金利低下による下押し圧力を受け、2026年を通じて平均1.5%前後で推移するとみている。



出所:iStock

### 金融政策決定会合の結果と会見の概要

日銀は3月19日の金融政策決定会合で、政策金利の据え置きを決めた。会合後の記者会見で植田和男総裁は、次回利上げについてバランスの取れた姿勢を維持した。春闘での堅調な交渉結果など、マクロ経済動向は日銀の見通しに沿っているとしたものの、米国の政治や経済状況への懸念にも言及している。こうした発言は、経済リスクを包括的に注視しながら、利上げへの緩やかなアプローチをとることを示唆するものだ。

会合の結果は市場の予想通りであり、為替と10年国債利回りは会合前後で大きな変化はなかった。

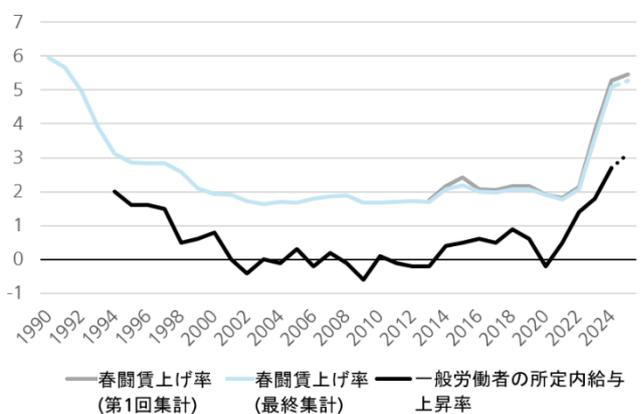
### 利上げ時期予想を前倒しする理由

米国が4月2日に発表するとみられる相互関税の影響を精査する必要はあるが、我々は次の利上げ時期予想を今年7月に前倒し、その次の利上げは2026年上期に実施されるとみている。国内の政局不安は強まっているものの、インフレ加速や春闘での高水準の賃上げ率などの明るいマクロ経済動向に加え、米国の円安批判も重なり、従来予想していた10月よりも、7月に利上げが実施される可能性が高まったと考える(確率60%)。だが、今年夏の参議院選挙で自民党が敗北し、政局に混乱が生じるか、米国の関税が米国および世界の経済活動に悪影響を及ぼす場合には、利上げが秋に後ずれする可能性もある(確率40%)。

今後、日銀が利上げを継続する理由はいくつかある。依然として緩和的な金利水準が維持されていること、実質賃金の伸びに消費が後押しされて実質国内総生産(GDP)が伸びることへの期待、急激な円安阻止の意図、次の経済危機への対応余地を残すことなどが挙げられる。だが、足元の低調な実質賃金と消

費、米国の貿易政策への懸念、著しい円高阻止の必要性を考えると、事前に経済への影響を確認したうえで、緩やかな利上げを実施することになるだろう。

春闘の第1回集計結果は2025年の賃金上昇加速を示唆  
単位:%、前年比



出所:厚生労働省、日本労働組合総連合会、UBS

2025年の輸入物価の減速が消費者物価指数(CPI)に遅れて波及することから、2026年は生鮮食品を除くコアCPIが一時的に2%を割り込む可能性がある。したがって、日銀は政策金利が1%に到達した段階で利上げを一時停止し、さらなる利上げの必要性を判断するために状況を静観するだろう。

### 政策金利の最終到達点は1.0~1.25%を予想

上述のように、利上げは経済への影響を慎重に見極めながら行われるだろう。巨額の政府債務を考慮すれば、政策金利が1.5%を超えることはないと考えられる。2%のインフレ目標が達成さ

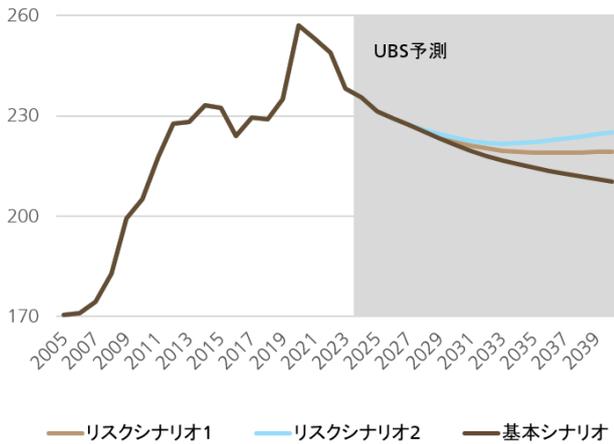
本稿は、UBS SuMi TRUSTウェルズ・マネジメント株式会社が作成した“Japanese economy - BoJ: Hold amid high uncertainty”(2025年3月19日付)を翻訳・編集した日本語版として2025年3月24日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

## 日本経済

それでも、政策金利が1.5%、10年国債利回りが2%を超えることは、債務を管理不可能な状態としてしまうことを意味するためだ。

経済危機時に財政刺激策の発動余地を残すために、政策金利は1.0~1.25%の水準に維持されると予想する。このシナリオでは、政策金利が中立金利を下回り、需要を下支えし続けるとみられる分、需要抑制のために緩やかな財政支出の引き締めが行われる可能性がある。

政策金利が1.5%を超えなければ、政府債務は管理可能  
利払い費の変化を想定した政府債務残高予想(対GDP比、%)



注: 予測対象期間における政策金利の最終到達点(ターミナルレート)を基本シナリオでは1.0%、リスクシナリオ1では1.5%、リスクシナリオ2では2.0%とそれぞれ想定。

出所: 内閣府、UBS

## 資産クラス別のインプリケーション

### 債券

日本の10年国債利回りは、日銀が国債保有額を削減するなか、引き続き上昇圧力を受けるだろう。だが同時に、予想される米国金利の低下が日本国債利回りの低下圧力にもなりうる。米国の長期金利の上昇か、日本国内のインフレの加速が見られなければ、日本の10年国債利回りは2026年末にかけて、平均して足元の1.5%前後で推移する可能性が高い。

### 日本株式

日本株式の投資判断をNeutral(中立)で維持する。米国の関税と規制をめぐる不確実性は、少なくとも当面は継続する公算が大きく、高いボラティリティ(相場の変動率)とレンジ相場が続くと考え。銀行株をコアセクターとする見方は変わらず、不確実性が高い中でもアウトパフォーム可能な独自の業績成長ドライバーを備えた高クオリティ株(ITサービスや電力・電源銘柄)、さらには在庫調整の底打ちから恩恵を受ける機械セクターの一部を推奨する。

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBSチーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメントが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS Groupには旧Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

## 金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等：UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233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、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.5%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を

投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

「UBS投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

#### UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

#### その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2025 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者  
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649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、一般社団法人金融先物取引業協会