

# 日銀：関税による荒波の中、政策金利を据え置き

## 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)

- 日銀は政策金利を据え置き、米国の関税措置による世界経済の減速リスクに懸念を示した。同時に公表した「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では、物価目標の達成時期の見通しを後ろ倒しし、2025年度と2026年度の実質GDP成長率見通しも下方修正した。
- 米中間の関税交渉が長引く可能性を考慮すると、今年中の追加利上げは難しいとみており、利上げに適した環境は2026年後半に整うと予想する。ただし、米中間の交渉を含め、関税合意が早期に達成され、経済への悪影響が抑えられれば、利上げ再開の時期が早まる可能性がある。
- 政策金利の最終到達点は1.0~1.25%との見方は変わらないが、到達時期は2027年以降に後ずれすると考える。10年国債利回りは2026年末まで1.2~1.3%で推移すると予想するが、不確実性が高い中で短期的なボラティリティは高まるだろう。



出所:iStock

### 金融政策決定会合の結果と会見の概要

日銀は5月1日の金融政策決定会合で、市場の予想通り、政策金利の据え置きを決めた。同時に公表した「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では、米国の関税措置の影響に鑑み、実質国内総生産(GDP)成長率と消費者物価指数(CPI)の見通しを下方修正し、物価目標の達成時期の見通しを2026年度後半から2027年度に後ろ倒した。

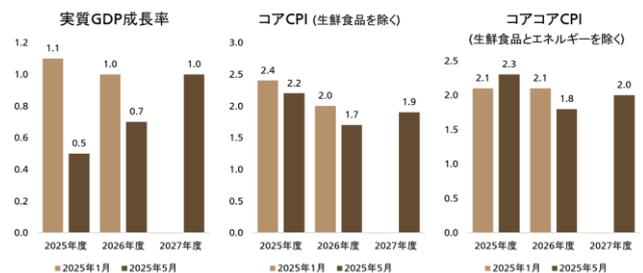
植田和男総裁は会合後の記者会見で、経済が回復すれば利上げを進めると述べたが、国内景気をめぐる不確実性、米国の関税措置による世界経済の減速リスク、そしてそれに伴う日本経済の下振れリスクを強調し、見通しを下方修正した。

物価目標の達成時期の後ろ倒しは市場にとってサプライズだった。結果、10年国債利回りは0.04%低下して1.26%となり、ドル円は144.2円まで上昇した。

### 2025年内の利上げは見送り、政策金利の最終到達点に達する時期は2027年と予想

ロイターが4月23日に実施した調査によると、大半のエコノミストは今年中の利上げを予想していたが、我々は2025年中は政策金利が据え置かれるとの見通しを維持する。日米間の貿易交渉は6月上旬までに合意に達する可能性が高いとみているが、米中間の高関税措置が長引き、交渉が長期化することで、日本の経済と物価に影響が及ぶことが想定されるため、年内の利上げ再開は難しいと考える。

図表1: 日銀政策当局者によるGDP成長率とCPIの見通し %、前年比



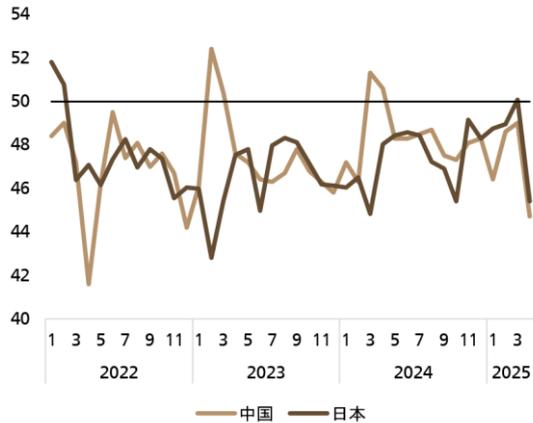
出所: 日本銀行、UBS

日本と中国の製造業購買担当者景気指数(PMI)のうち、新規輸出受注については既に低下しており、中国から米国への輸出減少と米国経済の減速は、2025年7-9月期まで日本企業の業績とGDPを圧迫し、年末のボーナスや来年の春闘に影響を及ぼす可能性がある。

また、円高と資源価格の低下はCPIに下押し圧力をかけるだろう。4-6月期と7-9月期の需給ギャップが悪化すれば、年末以降の物価を圧迫する可能性が高い。

本稿は、UBS SuMi TRUSTウェルネス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese economy - BoJ: Holds steady amid tariff turbulence”(2025年5月1日付)を翻訳・編集した日本語版として2025年5月2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。

図表2: 日中の4月の新規輸出受注は既に低下している  
製造業PMI、新規輸出受注



出所: Haver, UBS

これらを踏まえ、我々の基本シナリオでは、日銀はGDPの回復とCPIの下押し圧力の緩和を確認した後に利上げサイクルを再開するとみており、これは2026年後半になる可能性が高いと考えている。

ターミナルレート(政策金利の最終到達点)に達する時期は2027年に後ずれすると予想するが、ターミナルレートは1.0~1.25%との見方は維持する。日本のGDPに占める対米輸出の割合はわずか3%であるため、米国の関税措置が日本の経済成長率に与える影響は限定的であり、ターミナルレートには影響しないだろう。

ただし、米中間の交渉を含めて関税交渉が早期に進展すれば、経済への悪影響は軽減されるだろう。こうした楽観シナリオでは、日銀は利上げを早期に再開する可能性がある。

**日米間の関税交渉は6月上旬までに合意に至る可能性が高い**  
日米間の関税交渉のスケジュールについて、石破茂政権は6月13日の東京都議会議員選挙の告示までに合意に達することを目指すだろう。都議選は続く参院選の前哨戦とみなされているからだ。米国側は、トランプ政権が7月9日の相互関税停止措置の期限を前に、日米間の合意内容を他の貿易相手国との交渉のモデルとして利用する可能性がある。つまり、6月上旬までの合意が双方にとって良い目標となるだろう。

交渉の内容としては、日本側の譲歩案として、日本にとって「聖域」と位置づけられているコメについて、米国産の輸入枠を新設することや、自動車分野の対米直接投資(FDI)増加や輸入自動車に対する非関税障壁の低下措置、液化天然ガス(LNG)への投資と輸入拡大、防衛装備品の輸入拡大などが考えられる。また、造船分野での協力も検討されている。日本の貿易赤字が2024年に8.6兆円に達したことを考慮すると、こうした数兆円規模の日本の輸入・投資拡大案が米国政府を合意に向かわせる可能性がある。

## 資産クラス別のインプリケーション

### 債券

日本の10年国債利回りについては、日銀の国債保有額の削減が金利上昇圧力となる一方、予想される米国金利の低下が金利低下圧力となるだろう。米国の長期金利が上昇することや、日銀の利上げが予想よりも早まることがなければ、10年国債利回りは2026年末にかけて、平均して足元の1.2~1.3%のレンジで推移するとみている。

### 日本株式

我々は日本株式の投資判断をNeutral(中立)で維持する。東証株価指数(TOPIX)は4月上旬の安値から約17%反発している。米国との関税交渉において、日本は他国比で先んじていると思われるが、直近の株価反発と、為替が日米関税交渉の材料になるリスクを考慮すると、ボラティリティ(相場の変動率)の高い状況が続き、短期的な上昇余地は限定的だと考える。日本株式は、関税の直接的な影響よりも、世界経済が減速する可能性に対してより敏感である。したがって、米中交渉の進捗も重要な指標となるだろう。

TOPIXの株価収益率(PER)は、過去のレンジの下限に近い12倍で底を打ったとみているが、コンセンサスの業績予想の下方修正が完全に織り込まれるまでは、株価はレンジ内で推移すると予想する。業績の底入れは、通期決算後か、遅くとも4-6月期の決算で明らかになると予想する。我々は、ITサービスや不動産セクターなどの内需株を中心しつつ、ヘルスケア、機械、テクノロジーなどの外需株を選別して保有することを勧める。

図表3: 日米関税交渉内容と受入れ可能性

分野	アメリカ側の主な関心	受入れ可能性
自動車	対米直接投資の増加	高
	非関税障壁 <sup>※</sup> の低下 <small>※安全基準、EV充電器の規格、日本メーカーに有利な補助金</small>	高
農産品	米の高関税と農水省が管理する流通制度の緩和	中
	牛肉の関税率引下げと安全基準の緩和	高
	その他農畜産物(小麦、豚等)の輸入増加	低 <small>※特に麦・豚・乳製品</small>
LNG	アラスカでのプロジェクトへの出資と輸入増	高
防衛装備品	米国からの輸入増	高
米軍駐留経費	米軍駐留経費への補助予算の拡大	低
為替	日銀による早期利上げ	低
	円高誘導に向けた協調介入	低

出所: UBS

## 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・マネジメンおよびシニア・マネジメン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