



情報提供資料

TDAMフオワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏, CFA

作成日:2025年5月16日

～日本の金利は緩やかに上昇する見通し～

4月30日～5月1日に行われた日銀金融政策決定会合の際に公表された経済・物価情勢の展望（展望レポート）や会合後の植田総裁の記者会見はハト派であった。これを受けて、当社は年内の日銀の利上げ回数の見通しを2回から1回に引き下げた。

筆者は、ハウスビューの変更に追われるなかで、ある記者の方から取材を受けて、次のようにコメントした。「今回の展望レポートについて、日銀は後々、反省することになると思いますよ。『ハト派に寄りすぎるべきではなかった・・・』と振り返ることになるんじゃないでしょうか」

手前味噌だが、その後に公表された「金融政策決定会合に関する主な意見（主な意見）」は、「君子豹変」したかと思う程、タカ派に寄った。金融政策決定会合から「主な意見」公表までの間に起きた米中関税合意が影響したのだろう。

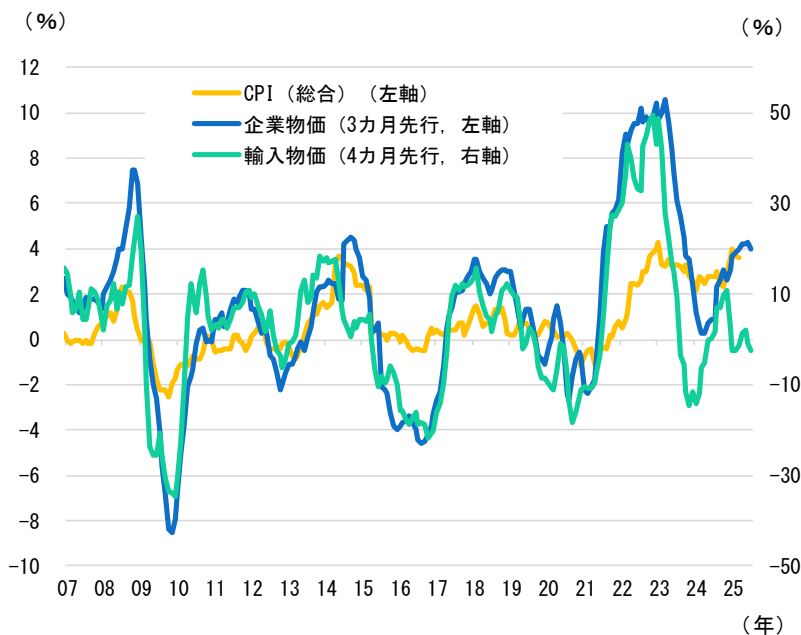
一連の流れを振り返ると、米国の関税政策に日本の金融政策当局者は振り回された格好だろう。しかし、トランプ政権の真意は見えずらく不透明感は強い。とすると、金融政策を予想する上で、この部分にあまり重きを置くべきではないのかもしれない。むしろ、日本の物価や経済の動向などに分析の力点を置くべきなのだろう。

物価に目を向ければ、CPIは引き続き高い伸びをしている。筆者の認識では、輸入物価⇒企業物価⇒CPI、という形で物価の変動は波及するもの、であった。（グラフ①）

しかし興味深いことに、足許、輸入物価の伸び率が0%近傍でありながら企業物価の伸びが減速していない。なお、4月の企業物価について、細かく見ると、農林水産物が前年比で42.2%、電力・都市ガス・水道が10.1%と高い伸びを示している。

こうしてみると、消費者物価の伸びも簡単には減速しないだろう。

（グラフ①） 企業物価と輸入物価とCPI(総合)の前年比



期間:2007年1月～2025年4月（月次データ）*ただしCPIは2025年3月まで。（次頁に続く）



一方で、実体経済については、2025年1-3月期のGDP成長率がマイナスとなったことが注目されている。これでは利上げが遠のいた、との声も聞かれるが、筆者はそうみていない。今回の下振れについては、輸入が拡大したことの影響が大きい。金利の影響を受けるとみられる民間企業の設備投資については、前期比1.4%と高い伸びを示している。4四半期連続のプラス成長だ。日銀が利上げをする中にあって、しっかりとしていることは注目に値するだろう。

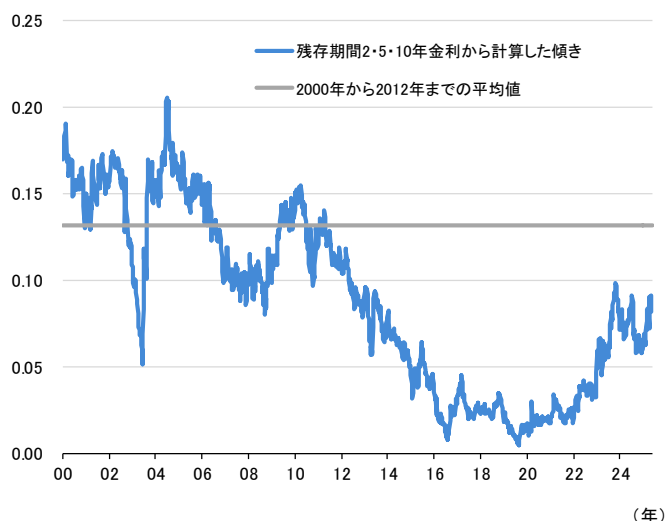
今回のGDPでは家計最終消費支出が前期比0.0%であった。これをもとに日銀は金利を引き上げるべきではない、との声も聞かれそうだが、むしろ逆だろう。家計が財布の紐を締めている理由の多くは物価高だろう。もしも日銀が利上げをして、為替が円高になり輸入物価が明確にマイナスとなり、企業物価や消費者物価の伸びが抑えられれば、消費が伸びる可能性がある。また、家計全体で見れば、住宅ローンをはるかに上回る預金を抱えている。利上げは家計にとっては追い風になろう。

こうした状況のもと、私は、年内に1回の利上げをすると予想している。さらに踏み込めば、日銀は年内に1回以上利上げをするべきだ、と思っている。

OIS市場では年内に0.7回ほどの利上げが織り込まれている。実際に利上げがなされれば、まだ織り込まれていない分の上振れが期待できる。ただ、長期金利の上振れをみる理由はこれだけではない。短期金利と長期金利の関係では、ややスティープ化すると予想しているところもある。黒田前総裁のもとでの大規模金融緩和の影響を取り除くため2000年～2012年に絞って、2年・5年・10年といったグリッドポイントについて傾きを平均すると0.13程になる。足許の2年と5年の金利を前提として、傾きが0.13になる長期金利（10年金利）を求めると1.7%になった。（グラフ②）

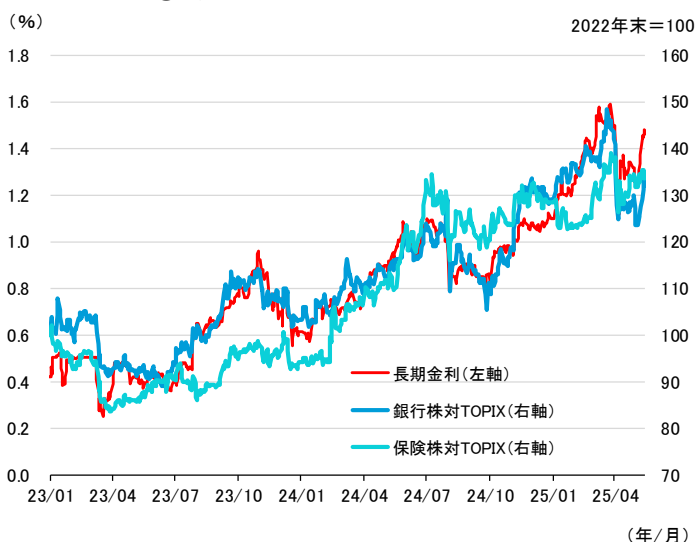
最後に、蛇足であるが、こうした環境は銀行・保険株にとって追い風になることも付言しておく。（グラフ③）

（グラフ②）イールドカーブの傾き



期間：2000年1月7日～2025年5月16日（週次データ）

（グラフ③）長期金利と銀行・保険株（対TOPIX）



注：銀行株対TOPIX、保険株対TOPIXは2022年末を100として指数化している。

期間：2023年1月4日～2025年5月16日（日次データ）

出所：グラフ②はBloombergよりT&Dアセットマネジメントが作成

グラフ③は（株）JPX総研、BloombergよりT&Dアセットマネジメントが作成