

# Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文  
シニア・ストラテジスト



## 日銀は想定以上にハト派姿勢だったが、注意も必要

5月1日に終了した日銀の金融政策決定会合で、政策金利の据え置きが決定された。展望レポートではトランプ政権の関税政策による不確実性が影響し、経済成長率と物価見通しが下方修正された。植田総裁の会見でも関税政策による不確実性に懸念を示すなどハト派寄り、基調的物価が2%に到達する時期が後ずれとも指摘したが、利上げ時期は必ずしも後ずれしない可能性があることを示唆した。

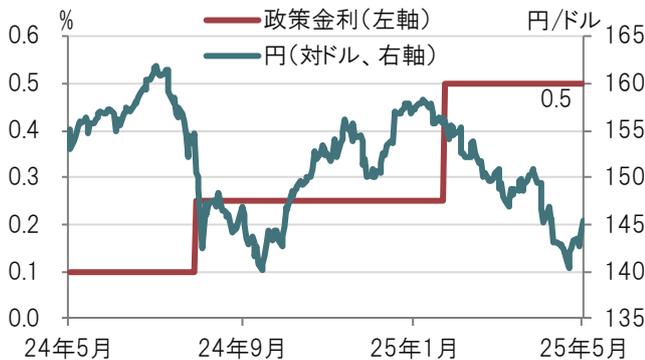
### ■ 日銀、市場予想通りに政策金利を据え置いたが、全体のトーンはハト派

日銀は5月1日に終了した金融政策決定会合(会合)で、政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標を0.5%に据え置くことを全会一致で決定した(図表1参照)。市場では、トランプ政権の関税政策による不確実性を受け、幅広く据え置きが見込まれていた。

今回の会合では、関税政策による不確実性が日本経済や金融政策にどのように影響すると日銀が判断しているかが焦点であった。そのため、「経済・物価情勢の展望」(展望レポート、2025年4月)や日銀の植田総裁の会見が注目された。全体的な印象は想定以上にハト派(金融緩和を选好)寄り、会合後に為替市場で円安が進行した。

図表1: 日本の政策金利と円(対ドル)レートの推移

日次、期間: 2024年5月2日~2025年5月2日(日本時間正午)



出所:ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

### ■ 日銀は展望レポートで、経済成長率、インフレ見通しを概ね引き下げた

今回の日銀の会合のトーンはハト派寄り(そして筆者も)は見ている。注意したいのは利上げ姿勢を放棄したわけではない点だ。展望レポートでは、「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」と述べるなど利上げ姿勢を維持している。しかし、日銀は次の利上げの時期の後ずれを示唆するなど、前回の会合に比べれば明らかにハト派寄り(と判断できよう)。

展望レポートと植田総裁の会見で、ハト派的と思われる主なポイントを振り返る。

展望レポートは日銀政策委員の見通しが下方修正された点がハト派的だ。経済成長率予想は関税政策の影響で押し下げられており、25年度は前回の1.1%から0.5%へ、26年度は1.0%から0.7%へと、それぞれ下方修正されている(図表2参照)。

図表2: 日銀政策委員の大勢見通し

四半期、予測時点: 2025年1月(前回)~2025年4月、中央値

前年度比	実質GDP	コアCPI	コアコアCPI
24年度	0.7%	2.7%	2.3%
前回	0.5%	2.7%	2.2%
25年度	0.5%	2.2%	2.3%
前回	1.1%	2.4%	2.1%
26年度	0.7%	1.7%	1.8%
前回	1.0%	2.0%	2.1%
27年度	1.0%	1.9%	2.0%

出所: 日銀のデータを基にピクテ・ジャパン作成

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

物価見通しも下方修正が目立つ。コアCPI(生鮮食品を除いた消費者物価指数)を見ると26年度の物価見通しが1.7%と前回の2.0%から引き下げられ、変動の大きい項目を除いたコアコアCPIも26年度は1.8%に引き下げられた。日銀はこれまで2%近辺での推移を見込んでいたが、関税政策を受け、一旦は2%割れを想定していることが示された。物価の伸びはいったん鈍化し、再び2%に向かうという軌道がメインシナリオとなったことで、追加利上げに慎重になることも想定される。

また、ややテクニカルな話だが、「見通し期間後半」には安定的に2%で推移する、という表現を前回の展望レポートから変更しなかったこともハト派的だ。これは基調的なインフレ率が安定的に2%に達する時期を1年程度遅らせたことを意味するからだ。理由は図表2にあるように、今回の展望レポートでは27年度が予測期間となっているが、前回は展望レポートは26年度までが見通し期間だ。「見通し期間後半」という表現の維持は、物価目標達成時期の後ずれを示唆したと読み取れる。

さらに、今回の展望レポートではリスクバランスもハト派的だ。物価見通し等を引き下げた上に、経済、物価のリスクバランスは25、26年度とも下振れリスクの方が大きいとしたからだ。前回の展望レポートでは25年度の物価リスクは上振れリスクが大きいと指摘されるなど逆方向が見込まれていた。

## ■ 植田総裁の会見もハト派寄りだったが、利上げ姿勢も残している点には注意

植田総裁の会見もハト派寄りを確認させる内容だった。全体的なトーンを支配したのは「各国の通商政策の展開や影響を巡る不確実性が極めて高い」、という発言だろう。トランプ政権の関税政策の影響を慎重に見守る姿勢が想定される。

展望レポートの見通しの前提については、「関税交渉がある程度進展し、サプライチェーン(供給網)が大きく毀損される状況は回避されることなどを前提に作成した」、ことが明らかにされた。関税

交渉が進展し、サプライチェーンの混乱が回避される前提ならば物価への影響は押し下げ方向となることが想定される。しかし、この前提が崩れた場合のリスクはそれなりに大きい。事態の展開を見守ることが必要というメッセージにも聞こえる。

関税の経済・物価への影響を問われ、植田総裁は、「企業収益の減少、不確実性の高まりによる支出の先送りなどの経路を通じて、経済の下押し、物価の伸び鈍化を懸念する」といった内容の回答を述べた。関税の間接的な影響として、日本企業がコスト削減路線という過去のデフレ要因に回帰することがないかを見守ることの重要性を示唆したのだろう。日銀は賃上げに直接関与できるわけではないが、賃金と物価の好循環(奇異な面もある表現と筆者は考えるが)を待ち望む日銀にとり、関税の影響は気が気でないというところか。

今回の植田総裁の会見でおそらく最もハト派寄りと思われる発言は、「基調的な物価上昇率が伸び悩む局面では無理に利上げしない」であろう。基調的な物価上昇率の展開次第だが、当面の利上げ見送りを示唆したようにも感じられる。なお、日銀は基調的な物価上昇率の計測方法について明確に説明していないこともあり、今後のコミュニケーションには細心の注意が必要だろう。

ここまで植田総裁のハト派寄りの発言を振り返ってきた。その中には2%の物価目標の達成時期が「やや後ずれ」する見込み出ることも含まれる。しかし、植田総裁は次の利上げについて、「基調的な物価が2%に到達する時期はやや後ずれしても、利上げの時期が同じように後ずれするかというと必ずしもそうではない」といった内容を述べていることも重要なポイントだ。利上げの可能性を残すことで、政策の柔軟性をしっかり確保しているからだ。今回の日銀のトーンを素直に読めば、年内利下げの可能性は遠のいたと考えるのがメインシナリオだろう。しかし、その重要な決定要因は不確実性が高いトランプ関税だ。サブシナリオとして年内追加利上げもそれなりの可能性で残しておくべきだろう。

## ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

### 1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、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ご覧ください。

### 2. 投資信託に係る費用について (2025年3月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)  
※ 申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)  
※ ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。  
※ 別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。  
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

#### 《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

■ 当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■ 運用による損益は、すべて投資者の皆様へに帰属します。■ 当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■ 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■ 当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■ 投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■ 投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■ 登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■ 当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会