

# 日銀：追加利上げを前倒し

## 日本経済

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

- 日銀の決定:** 日銀は7月会合にて国債買入の減額計画を具体化し、想定よりも緩やかなペースで量的引き締め(QT)を進める姿勢を示した。また、政策金利を従来の0.0-0.1%から0.25%に引き上げた。
- サプライズ利上げ:** サプライズとなったのが、今会合での追加利上げである。円安の進行や4月以降にインフレ率が上振れたことなどを受けて、日銀は時期を前倒して金融引き締めを決定した格好だ。
- 金利正常化の道筋は緩やか:** 賃金と物価好循環が定着するには相応の時間を要すると考えるため、我々は引き続き金利正常化の道筋は緩やかなペースで進められると予想する。



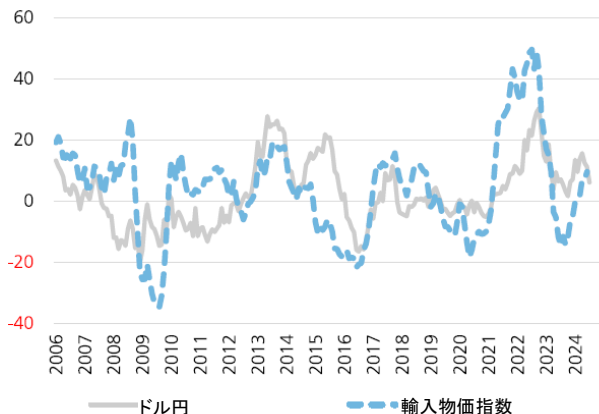
出所: iStock

### 決定会合のポイント: 段階的QTを開始、追加利上げにも踏み切る

- 追加利上げと国債買入減額による量的引き締め(QT)の具体案を策定した。
- 「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」で、2024年度の国内総生産(GDP)成長率見通しを下方修正したが、2026年度までの成長率・インフレ見通しは維持した。

日銀は7月31日の金融政策決定会合にて、短期金利のターゲットである無担保コールレートを現行の0.0-0.1%から0.25%で推移するように引き上げた。金利先物市場では、0.2%までの利上げが60%の確率で織り込まれていた一方で、我々を含む国内市場参加者は今秋10月まで利上げが待たれると想定する向きが大勢だったため、3月に続きこのタイミングでの追加利上げは市場でサプライズとして受け止められた。日銀の植田和男総裁は会合後の記者会見にて、今会合にて追加利上げを決定した理由として、円安による物価上昇の上振れを強調した。

図表1: 輸入物価指数とドル円(前年比、%)



出所: ブルームバーグ、UBS

### 経済回復は弱含み

景気に目線向けると、個人消費は弱く、企業マインドは低下している。また、需給ギャップもマイナス圏から脱却できていない。我々の基本シナリオでは、インフレと賃金の好循環を確認できる2025年上期まで、日銀は次の政策変更を見送ると考える。2025年は、0.75%までの利上げを2回行うと引き続き予想する(1回目は第2四半期、2回目は第4四半期)。したがって我々は、今回の日銀の決定が政策金利引き締めのペースやドル円のトレンドの転換点になるとは考えていない。

リスクシナリオとして、円安を受けたインフレおよびインフレ期待が一段と上振れた場合に、日銀が2024年第4四半期に再び政策金利を引き上げる可能性は否定できない。利上げがもたらす住宅ローン金利や企業の借入れ金利の上昇といった経済への悪影響は懸念されるものの、我々の想定通りに政策金利が0.75%まで引き上げられても、1.0-1.5%と試算される中立金利を下回る水準に位置し、堅調なインフレ(=低い実質金利)の中で経済成長を下支えするだろう。

### 段階的なQT計画

段階的なQT計画では、日銀による国債買入が毎月6兆円程度から1年目は4.1兆円程度に、2年目は3兆円程度まで縮小する計画が公表された。国債買入の調節は自動操縦のオペレーションに移行し、市場の予見可能性を高めたと言える。

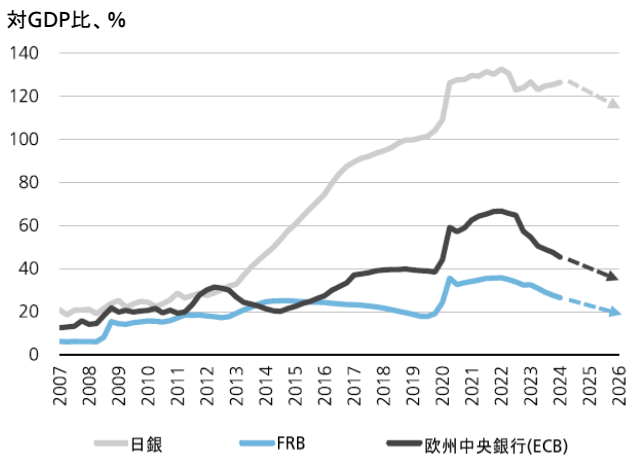
今後2年程度でQTを進めるなかで、日銀のバランスシートは初年度にGDPの126%から122%に、2年目には122%から116%へと縮小していくだろう。米連邦準備理事会(FRB)のケースと比較しても、ほぼ同等か、やや速いペースでQTを進める計算になる。想定よりも緩やかなペースのQT計画であり、日銀オペという単独要因による日本の10年国債利回りへの上昇圧力は限定的だと考える。米国の経済・政策見通しも併せて考えると、年末ま

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社および UBS AG Singapore Branch が作成した“BoJ: Tightening brought forward”(2024年7月31日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年8月1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

で日本の国債10年債利回りは1.1%程度までの上昇、2025年末は1.2%程度までの上昇にとどまるだろう。

図表2：各中央銀行のバランスシート



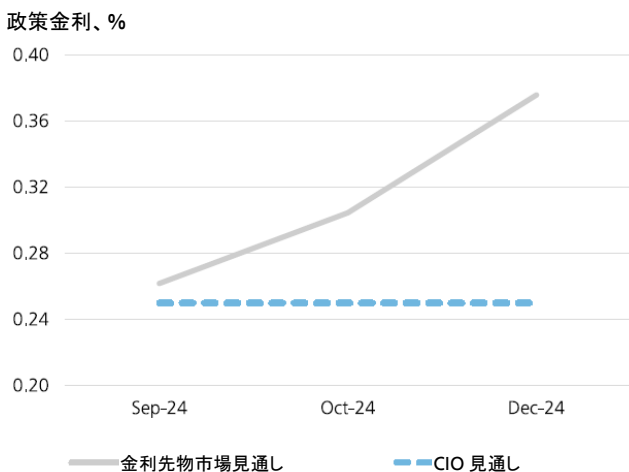
出所：日本銀行、FRB、ECB、ブルームバーグ、UBS

## 今後数年の経済見通し

展望レポートで示す四半期経済見通しでは、日銀は2024年度のGDP予想を予想通り+0.8%から+0.6%に下方修正した。一方、2025年度と2026年度については、+1.0%と堅調な見通しを維持した。

日銀は現在、2025年度のコアインフレ率(生鮮食品を除く)を2%以上と見込んでいるが、2026年度は2%を下回る見通しである。持続的な2%のインフレのためには、賃金の伸びとデマンドプル(需要主導)型のインフレの好循環に確信を高める材料を確認する必要があるだろう。

図表3：金利先物市場とUBSの日銀政策金利見通し



出所：ブルームバーグ、UBS

## 各資産クラスの見通し

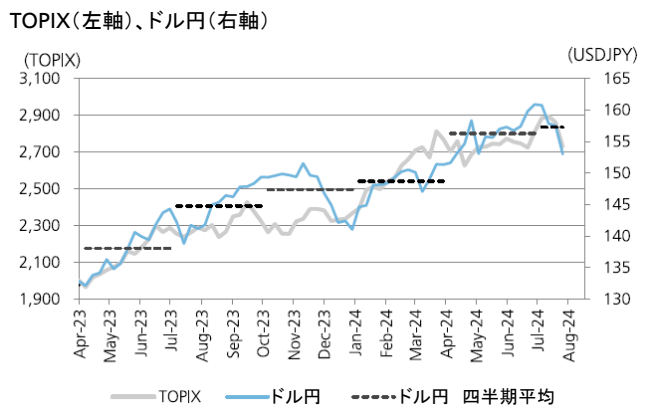
### ドル円へのインプリケーション

日銀の追加利上げは予想より早まったが、金融引き締めペースは緩やかなため、急速な円高にはつながらないと考える。FRBも緩やかな利下げサイクルに入るという見通しを踏まえ、我々は2024年9月、12月、および2025年3月、6月のドル円予想をそれぞれ158円、155円、153円、150円で据え置き、7月上旬以降の急速な円高ドル安は一時的なものと考え。ただし、足元のドル円下落は円売りポジション解消の動きが一巡すれば急速な円高が収まり、ドル円相場は再び安定するだろう。

### 日本株へのインプリケーション

今回の追加利上げは、我々の想定より早かったものの、総じて銀行株にとってはポジティブである。7月以降の急速な円高は、日本株に対する投資家センチメントの下押し圧力となっている。とはいえ、161円から153円への円高ペースは速かったものの、153円は2カ月前の5月の水準に戻った程度であり、TOPIX EPSへの影響は限定的であると考え。

図表4：ドル円とTOPIX



出所：ブルームバーグ、UBS

TOPIXのPERは14.5倍まで低下しており、ファンダメンタルズ(基礎的条件)的には底打ちしたと考える。しかし、日本株の反転には、特にドル円相場、米国テクノロジー企業の決算、米国マクロ経済指標を要因とするボラティリティ(相場の変動率)と不確実性の払拭が必要であり、PER14.5倍はV字回復を期待するほど割安とは言えない。

10月までは上期決算での業績上方修正や、実質賃金上昇率のプラス転換といったファンダメンタルズからのカタリストに欠ける状況が続くとみる。そのため、株価は当面レンジ内にとどまる可能性が高く、より持続的な株価の回復は11月の米大統領選挙終了後となる可能性が高いだろう。

## 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手に入れ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ます。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値、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。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。

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。

## 日本経済

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0.3%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・上限額等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。

「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 2024 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