

日銀：タカ派姿勢をやや弱める

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;

- 日銀は市場予想通り現行の政策を維持し、政策金利を0.25%に据え置いた。
- 7月会合の直後に市場のボラティリティ(変動率)が急上昇したことや、ファンダメンタルズ(基礎的条件)の改善に過熱感がないことから、日銀は現時点で金融引き締めを直ぐに行う必要性はない。
- 日銀の植田和男総裁は会合後の記者会見にて、米国経済のソフトランディング(軟着陸)や金融市場の安定を重視する姿勢を示し、従来よりも金利正常化についてタカ派的な姿勢を弱めた印象だ。
- 日銀は引き続き金融政策の正常化を進める姿勢を堅持し、賃金や個人消費の改善見通しを前提に、年内に追加利上げに踏み切る可能性が高まっているとみている。ただ、インフレ見直しは以前よりも弱めに修正された。



出所:iStock

決定会合のポイント

日銀は9月20日の金融政策決定会合で、市場の予想通り政策を据え置いた。短期金利のターゲットである無担保コールレートは0.25%程度で推移する方針を維持した。声明文では、経済および物価情勢について、日銀が想定する景気シナリオと整合しているとの判断が示された。ただ、物価の上振れリスクに関する表現は削除され、リスク要因の記述では、従来と比べて「為替の動向が物価に影響を及ぼしやすくなっている」との文言を追加した。その観点から、金利正常化へのタカ派度合いは、前回会合までと比べて小幅に低下した。

総裁会見：米国景気と市場安定を注視

植田総裁は、決定会合後の会見にて経済情勢が日銀の見通し通りに動けば日銀は利上げを行うと従来通り繰り返したが、追加利上げまで「時間的余裕がある」と述べ、正常化ペースについては従来よりもトーンを弱めた。リスク要因として、金融市場の安定や米国経済のソフトランディングの実現性を挙げ、次回の政策変更まで時間があるとの認識を示した。

金融政策見通しのアップデート

我々は、日銀は年内の追加利上げを見送り、来年2回の利上げを行うと予想している。来年の春闘における賃金上昇の持続性や米国景気見通しの不確実性を考慮すると、金利正常化は緩やかなペースで進められる公算が大きい。しかし、目先は、米国経済指標や賃金・消費動向、自由民主党(自民党)総裁選の結果次第で、日銀が利上げ時期を我々の想定よりも早めるリスクに留意する。その場合、追加利上げは今年12月と来年6月に25ベーシスポイント(bp)ずつに前倒しされるだろう。2025年後半については、米国経済および為替の動向次第という側面が強いが、追加利上げが行われる可能性が高いだろう。

市場は日銀の追加利上げに対し、まだ慎重な見方が大勢である。ブルームバーグ調査によると、国内エコノミストの7割は、国内経済指標の改善傾向を受けて、年内12月の利上げについて7割近くの可能性を見込んでいる。一方、金利先物市場が織り込む利上げ確率は、12月までに半分に満たない。7月会合直後の相場急変や年内の政治イベントリスク、そして主要な中央銀行が利下げサイクル入りした環境下で日銀の利上げ余地に対する疑念が根強いようだ。

追加利上げの判断を左右する注目材料

以下、自民党総裁選という政治イベントのほか、今後半年間の日銀の金融政策を左右する要因を整理する。

1. 自民党総裁選の行方

9月27日に投開票が行われる自民党総裁選は、経済政策が争点となり、金融政策の正常化ペースを左右する可能性がある。有力候補者3名の経済政策スタンスを大別すると、最も追加利上げに積極的なのは石破茂氏で、次いで小泉進次郎氏、高市早苗氏は消極的である。多くの候補者が金利正常化を支持する意向だが、高市氏が選出された場合は、緩和的な金融環境が長期的に維持される可能性に留意する必要がある。

2. 賃金と個人消費の持続性

国内の個人消費は、2024年7-9月期(第3四半期)に入り、持ち直しの兆候を示している。しかし、耐久消費財やサービスの消費関連指標は、一様に回復に向かっている訳ではなく、まだ脆弱さが残る。実質賃金の伸びがプラス圏を維持し、年末に向けて国内の需要回復を押し上げる好循環が一段と明確になれば、日銀による金利正常化がファンダメンタルズから正当化されるだろう。

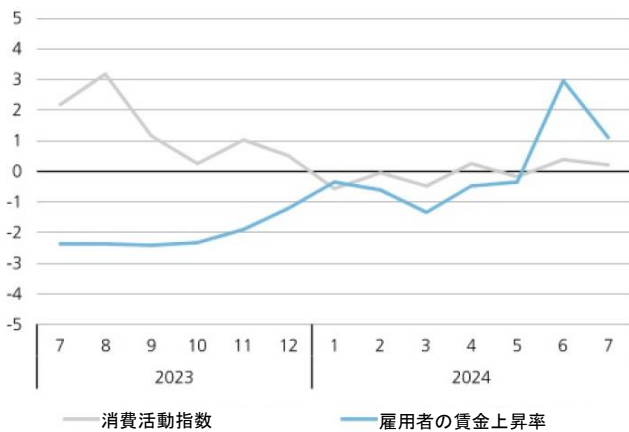
図表1：自民党総裁選有力候補者3名の政策スタンス

氏名		小泉進次郎	石破茂	高市早苗
年齢		43歳	67歳	63歳
現職				経済安全保障担当大臣
主要ポスト	閣僚経験	環境大臣	防衛大臣、 地方創生担当大臣、 農林水産大臣	総務大臣
主な政策のスタンス	財政政策	ニュートラル	引き締め(金融所得課税)	拡張
	金融政策	?	引き締め	緩和
	その他	労働市場改革	地方創生、防衛力強化	経済安保、防衛力強化
市場への影響	株価	↑	↓	↑
	金利	→	金利上昇	金利低下
支持率調査 (NHK、9/6~8)		29%	27%	13%
コメント		<ul style="list-style-type: none"> 岸田首相の政策を広範に継承する見通し 脱炭素、社会保障改革、子育て支援を重視 脱原発からスタンス緩和 ライドシェア解禁、解雇規制緩和 	<ul style="list-style-type: none"> 反アベノミクス 財政・金融政策にタカ派姿勢(総裁選に当たって、タカ派の要素を薄めている。) 国会議員からの支持が低い 	<ul style="list-style-type: none"> アベノミクスの継承者 保守、対中強硬派 自民党内に強力な後ろ盾が不在

出所：NHK(日本放送協会)、UBS

図表2：個人消費と賃金の上昇率

前年同月比、単位：%



出所：内閣府、日本銀行

3. 為替リスク

9月会合の声明文では、リスク要因として為替の動向が物価に与える潜在的な影響に関する記述が追加された。その背景には、日銀が急激な為替変動を避けたいという意図が見え隠れする。日銀は、次回の利上げの前に、米国のマクロ・政策動向を含む金融の安定性を注視する必要があるだろう。

図表3：ドル円と企業の想定為替レート



出所：ブリティッシュコロンビア大学、日本銀行

中立金利への道筋

中長期的には、日銀は政策金利を1%程度まで引き上げる公算が大きい。インフレ率が、日銀の物価安定目標である2%程度で推移すれば、0.6%程度の潜在成長率に対し名目GDP成長率は2.0%を超える水準に達するだろう。しかし、日本の中立金利が1.0%-1.5%程度であると考え、仮に政策金利が複数回引き上げられても、中立金利対比では過度に金融環境を引き締めるには至らない。

日本経済

資産クラスの見通し

円金利へのインプリケーション

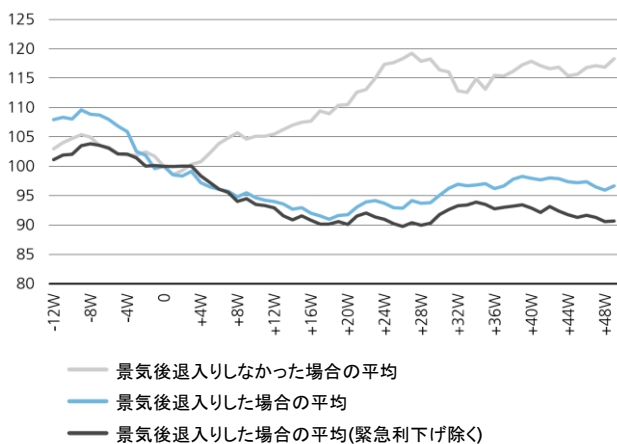
米国が利下げサイクルに入り、外的要因から金利が上昇しづらい環境にある。また、日銀の量的引き締め(QT)は想定よりも緩やかなペースで進められる計画であり、日銀オベという単独要因による日本の10年国債利回りへの上昇圧力も限定的だと考える。今後、国内の景気・物価見通しが日銀シナリオより上振れれば、金利の上昇余地も小幅に広がる可能性は否めない。しかし、現状の米国の経済・政策見通しも併せて考えると、年末まで日本の10年国債利回りは1.0%程度までの上昇、2025年末は1.2%程度までの上昇にとどまるだろう。

日本株へのインプリケーション

円相場の変動を主因とし、日本株式は荒れた展開が続いている。東証株価指数(TOPIX)は9月初めから6.7%下落し、その後5.9%回復した。TOPIXのバリュエーションは、安定的な成長を求める長期投資家にとって魅力的な水準である。米連邦準備理事会(FRB)の利下げ開始により、不確実性のあるイベントの1つを通過したものの、中間決算と11月の米大統領選を通過するまで短期的にボラティリティの高い状況が続くと予想している。これらのイベントを通過すれば、日本株は持続的な上昇基調に転じると予想する。過去のデータをみると、FRBの初回利下げ後に米国経済が景気後退を回避した場合、TOPIXは良好なパフォーマンスを示した(図表4参照)。日銀による将来の利上げとインフレおよび賃金の上昇は、日本株、特に金融セクターにプラスの影響を与えると予想される。

図表4: TOPIXの推移、FRBによる初回利下げ前後

(最初の利下げ時のパフォーマンス=100)



W=週、0=初回の利下げ

出所:ブルームバーグ、UBS

年内に衆議院の解散総選挙が行われれば株価にとってプラス要因となり、過度な円高は株価下落リスクになる。短期的に不確実性が高い状況が続くため、投資家はファンダメンタルズとクオリティに注目すべきである。また、株価回復期を捉えるために内需株と外需株に分散した投資を検討することも重要である。

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