

日銀：12月利上げに向けて静かに前進

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、政策金利である無担保コールレートを0.25%に据え置いた。
- 経済成長と物価情勢については、日銀の景気シナリオと整合しているとの見解が示された。また、我々が12月に追加利上げを判断する上で重要だと考える条件は、前回9月会合時点から整いつつある。
- 主なリスク要因として、賃金の伸びや個人消費の改善傾向が鈍化するケース、また日米の政治情勢の不確実性が挙げられる。これらのリスク要因が顕在化すると、日銀は追加利上げのタイミングを来年1月以降に遅らせると考える。



出所:iStock

決定会合のポイント

日銀は10月31日の金融政策決定会合で、市場の予想通り政策を据え置き、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。経済および物価の評価については、日銀の景気シナリオから乖離していないという判断の下、「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」で示す2026年度までの物価見通し(コアCPI)では2025年度を下方修正する一方、2024年度と2026年度は横ばいとなった。また、見直しに対するリスクバランスも、引き続き「上振れリスク」があるとした。

植田総裁の会見

決定会合後の植田和男総裁の会見でも、米経済を中心とした見直しに対するリスクは低減しているとの考えが示され、前回会合で言及された、海外情勢リスクの高まりを受けた「(次の政策変更までの)時間的余裕」は、足元で解消されたようだ。

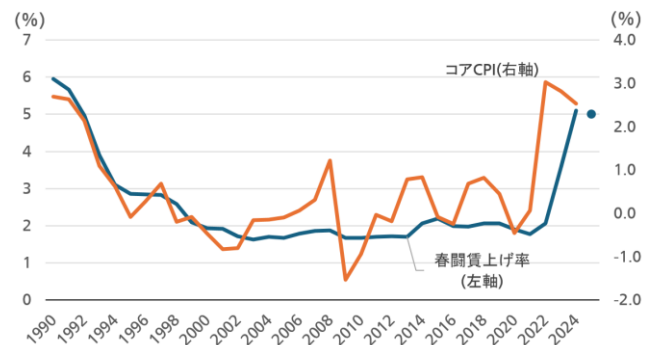
次の一手は12月

日銀は今会合にて、従来の金利正常化路線を継続する姿勢を維持した。我々は、9月会合後のレポートにて次の利上げ時期の予想を今年12月に半年前倒しし、追加利上げの判断を左右する注目材料として、1)自民党総裁選の行方、2)賃金と個人消費の持続性、3)為替リスク、の3点を挙げた。結論から言えば、12月利上げに向けて2)と3)の前提条件は前進していると判断する。現在、国内エコノミストの約7割は、2025年1月までに追加利上げが行われると予想している。また、金利先物市場でも2025年1月までの利上げが6割の確率で織り込まれている。

2)の賃金と個人消費の持続性に関連して日本経済のファンダメンタルズに目を向けると、8月の実質賃金は回復傾向が続いて

いる。来年の春季労使交渉(春闘)に向けても、日本労働組合総連合会(連合)が10月に公表した、企業全体で5%以上、中小企業で6%以上の賃上げを目標とする方針からも見えるように、緩やかな経済回復と人手不足を背景に賃上げのモメンタムが維持される公算が大きい。また、個人消費についても、年初からの改善傾向が続いている。

図表1：春闘賃上げ率とコアCPI(前年比)



出所：日本労働組合総連合会、総務省統計局、UBS

3)の為替リスクについて、日銀は為替の変動が経済と物価に大きな影響を与えることを警戒している。その点、足元は企業の想定為替レートを上回る水準で円安が再燃しているが、一段の円安進行は物価の上振れリスクを助長し、日銀が追加利上げを正当化する理由になるだろう。

最後に1)の政治情勢については、石破茂自民党総裁の選出から衆議院の解散総選挙の流れとなり、自民・公明連立与党が衆議院で過半数割れとなった。今後、情勢が明らかになる自公連立と少数野党の連携では、景気支援およびデフレ脱却優先の

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese economy :BoJ: Quietly moving towards a December rate hike”(2024年10月31日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年11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せん。

経済政策が優先されるだろう。デフレ脱却を主眼に置く政策と併せて、当面は石破首相が続投するとの前提に立つと、日銀の独立性は尊重され、政府サイドからそれを阻止する動きは見えずらい。また、日米政治に関連する主な不透明感は、次回の日銀会合までには解消される可能性が高いと考える。

リスクシナリオ

下記に挙げるリスク要因が顕在化する環境では、日銀が利上げの判断を来年1月以降まで待つことになるだろう。

賃金の伸び: 賃金の伸びは、一部でまだ脆弱さが残る。実質ベースの定期給与は、昨年来の上昇ペースが足元で停滞している。基調の変化を確認するほどのネガティブな材料はないが、この先、我々のシナリオにとって逆風となるリスクには留意したい。

個人消費: 個人消費は、小売売上高が堅調な地合いを維持する一方で、実質ベースの消費活動指数は過去3カ月間、横ばいとなっている。今後発表される消費関連データが弱含む場合、7-9月期の日本の国内総生産(GDP)成長率がマイナスに転じる可能性も視野に入る。

政治的な不確実性: 米大統領選の結果判明までに時間がかかる場合や、日本で自民党と野党の連立政権の樹立が混迷し、政権運営の不確実性が長期化する場合は、12月の日銀政策決定会合までに市場の不確実性が後退していない可能性がある。

**各資産クラスへのインプリケーション
ドル円**

日米の政治情勢は目先、ドル円相場に不確実性をもたらす公算が大きい。ただ、中期の時間軸においては、我々は引き続き緩やかな円高ドル安傾向を見込む。その理由として、1)日米の金利差縮小、2)円安再燃を受けた日本の輸入インフレへの警戒感、そして3)米国経済の減速がもたらす米ドルのセンチメント悪化リスク、が挙げられる。ドル円の四半期末予想は、現在、2025年第3四半期まで147、143、140、138としている。

日本株

日米双方の政治の不透明感により、短期的にはボラティリティ(相場の変動率)の高止まりが予想される。仮にトランプ前大統領が勝利すれば、減税や規制緩和期待および円安になる可能性があることから、日本株式は当初プラスに反応するとみられる。ただし一部セクターでは、関税引き上げや貿易摩擦に対する長期的な懸念により、ボラティリティが上昇するだろう。ハリス副大統領勝利の場合、円高になるとみられるため、日本株式への目先の影響は限定的かマイナスと考えられる。長期的な影響は限定的だろう。日本側では、自民党は来年にかけてインフレや賃金上昇のトレンドを下支えし、経済の活性化に注力し続ける方針であり、自民党が第一党である限りにおいては、株式市場に対する長期的な影響は現状維持であり中立だと考える。我々は日本株式に関して、引き続きクオリティに注目し、外需株と内需株をバランスよく組み合わせたアプローチを勧める。

参考資料：衆議院解散総選挙における主要政党の公約のポイント

	自民党・公明党	立憲民主党	日本維新の会	国民民主党
税制	(現行の制度を概ね維持)	・消費税の「給付付き税額控除」 ・所得税の累進性強化 ・金融所得課税強化 ・法人税改革	・消費税を8%に減税 ・所得税、法人税減税	・消費税を5%に減税 ・所得税基礎控除・所得控除拡充 ・年少扶養控除復活 ・社会保険料軽減
金融政策	(金融緩和継続。ただし、日銀の独立性は尊重)	・物価目標を「0%超」に引き下げ	—	(金融緩和継続。ただし、日銀の独立性は尊重)
物価高、賃上げ	・電気・ガス料金含めた総合的な対策 ・低所得世帯給付金 ・最低賃金1,500円	・最低賃金1,500円 ・同一労働同一賃金の実現 ・トリガー条項凍結解除	・ガソリン税の減税 ・光熱費負担の軽減	・ガソリン代軽減 ・電気代軽減 ・トリガー条項凍結解除 ・インフレ手当支給
その他	・地方創生交付金倍増 ・基礎年金受給額の底上げ ・DX*/GX**/経済安保投資支援 ・新たな住宅手当創設 ・児童手当の拡充	・原発新增設なし ・省エネ・再エネ投資200兆円 ・高校の授業料無償化 ・国公立大学の授業料無償化	・社会保障制度の抜本改革(最低所得保障制度) ・高齢者医療窓口負担増加(1割→3割) ・幼児教育/高校無償化 ・出産の実質無償化	・子育て予算倍増 ・高校までの教育無償化 ・原発新規増設 ・半導体、蓄電池、AI、Web3等の成長分野投資支援

*デジタルトランスフォーメーション

**グリーントランスフォーメーション

出所：日本経済新聞、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、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。

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