

日銀：適切な利上げタイミングを待つ

日本経済

石井 一正、ストラテジスト; 清水 麻希、ストラテジスト; 小林 千紗、アナリスト; 青木 大樹、日本地域CIO(最高投資責任者)

- 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。米国の経済および政治、国内の賃金上昇の不確実性を踏まえ、利上げを急ぐタイミングではないと判断したものとみられる。植田和男総裁は会見で、利上げペースに関して終始ハト派的なトーンを渗ませた。
- 我々は次回の利上げを2025年3月と見込む。春先までに、賃金動向に関してより多くの評価材料が確認でき、米国情勢を巡る不透明感が緩和すれば、金利の正常化を進められるだろう。
- 2025年には2回の利上げが想定され、その後、2026年上期に1回の追加利上げが見込まれる。我々が想定する物価と経済成長のトレンドが継続すれば、中立金利に向けた利上げ継続が正当化されるだろう。



出所:iStock

決定会合のポイント

日銀は12月19日の金融政策決定会合にて、政策変更を見送り、短期金利のターゲットである無担保コールレートを0.25%程度に据え置いた。事前の相次ぐ観測記事を受けて、現状維持が大勢の見方であった。ドル円相場のボラティリティ上昇や海外経済の不確実性を踏まえ、日銀は利上げを急ぐタイミングではないと判断した可能性が高い。

植田和男総裁による定例会見は、賃金動向について自信を深めるための追加情報や、米国の経済・政治を巡る不透明感などのリスク要因を注視するという発言が目立った。日銀シナリオの基本路線に変更はないと判断されるが、利上げのペースは従来よりも慎重な姿勢が打ち出された。その点、春先まで追加情報を待って次の利上げを検討する可能性が高まったと言えよう。

過去の金融緩和政策を評価した「金融政策の多角的レビュー」では、当面の金融政策に影響するインプリケーションは示されなかった。結論として、非伝統的な金融政策は利下げの代替にはならず、ゼロ金利の制約に直面しないことが望ましいとした。その点、日本経済の局面変化で金利の正常化を着実に進める強い意志が伺える。

来春利上げに向けた進展

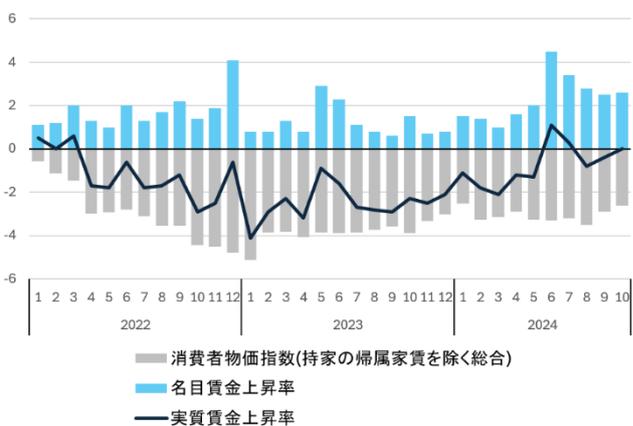
我々は2025年3月に次回利上げ(政策金利を0.25%から0.50%に引き上げ)の実施を予想する。日銀は、賃金上昇と米国の経済および政治の進展を確認した上で、追加利上げに動くだろう。次回利上げは、①2025年1月に実施される確率が20%、②同3月が60%、③同4月以降に後ずれが20%、とみている。2025年の春闘では2024年同様に高い賃上げ率が見込まれているが、その情勢によって一段と自信が深まるだろう。次回1月の会合は、トランプ米大統領の就任直後でもあり、米国政治の不透明

性が高いと考えられるが、3月にはそのリスクが緩和しているものとみられる。

12月の日銀の経済・物価の情勢判断は、10月の前回会合から大きな変更がなかったことから、我々は金利正常化を進める姿勢が続いていると考える。米国経済の先行きや次期トランプ政権を巡る不確実性は、日銀の政策判断を揺るがしかねないため、円安ドル高が一段と進行して160円を突破するか、米10年国債利回りが5%に向かって反転上昇する場合、日銀は追加利上げを迫られるリスクがある。

実質賃金上昇率

前年同月比、%



出所:厚生労働省、UBS

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: Wait till the time is right」(2024年12月19日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年12月20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。

中期的な正常化への道筋

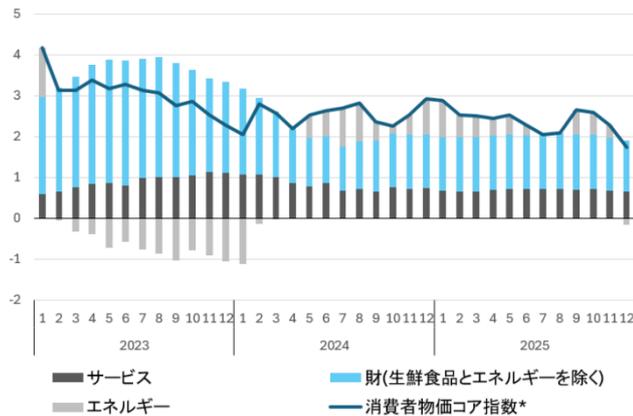
今後の金融政策見通しについては、日銀が2025年に2回の利上げを実施し、政策金利は0.75%まで引き上げられると予想する。その後、2026年上期に追加利上げを行い、最終的に政策金利を1.0%まで引き上げるとみている。具体的には、日本の中立金利のレンジとされる1.0~2.5%の下限が、現在の利上げサイクルにおける金利の到達点になると考える。日銀は、2025年後半に物価上昇ペースの停滞感が出ると想定しているが、デフレからインフレへの構造的転換が継続するとの前提に立つと、この先のインフレ期待は緩やかながらも上向き、2026年に追加利上げを1度行うのは理にかなう。中立金利までの利上げを行えば、日本の10年国債利回りは1%台半ばに向かって上昇余地を試すだろう。

債券

政策金利の動向を踏まえると、日本の10年国債利回りは2025年末時点で1.2%、2026年には1.3%と、緩やかに水準が上がっていくだろう。堅調な内需と、高水準で推移する期待インフレ率の下、日銀は政策金利を徐々に中立金利へ近づけていくと考えられる。ただし我々は、輸入物価の下落による下押し圧力と一部サービス価格の上昇の遅れによって、2025年末には消費者物価の上昇率が2%を下回ると考えており、そうした想定の下での利上げは慎重に進められるだろう。これは、2025年後半に物価上昇ペースの停滞感が出るとする日銀の見通しと整合的である。もっとも、我々の金利見通しは、米国の金利動向によって更なる上昇余地がある点に留意が必要だ。

消費者物価コア指数*見通し

前年同月比、%



*生鮮食品を除く総合指数

出所:総務省統計局、UBS

資産クラス別のインプリケーション

日本株

日本株式に対しては、米大統領選挙でのトランプ氏の勝利を受けて、投資判断をNeutral(中立)に据え置く。株式のファンダメンタルズ(基礎的条件)は概ね良好だが、特に関税引き上げの可能性をめぐってリスクが高まっていると考える。急激な円高のリスクも排除できない。投資戦略では引き続き、利益率の高い高クオリティ銘柄を推奨する。金融、ITサービス、不動産、小売など、内需株への投資比率を高めるといだろう。金融セクターは、2025年に日銀が利上げを実施した場合の恩恵が期待できる。

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のではなく、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・上限額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