

# 日銀：インフレ見通し修正を受けて利上げ実施

## 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1月24日の金融政策決定会合で政策金利を25ベースポイント(bp)引き上げ、今後の利上げに向けてバランスの取れたアプローチを示した。
- 次回の利上げは、マクロ経済が見通しに沿っており、政治が安定していることを確認した上で、今年10月に実施され则认为。
- 金融政策の正常化は続くとみており、2026年には政策金利が1.0%に引き上げられると予想する。しかし、市場はすでに利上げを織り込んでおりとみられるため、米国の安定した経済成長を踏まえ、日本の10年国債利回りは2025年末時点で1.2%、2026年末時点で1.3%と予想する。



出所:iStock

### 日銀会合の要点

日銀は1月24日の金融政策決定会合で、政策金利を0.5%に引き上げた。会合の前週に植田和男総裁と氷見野良三副総裁が発言した内容を受けた市場の予想と一致する結果である。

我々は、日銀が利上げを進めた要因は3つあると考えている。第1に、米トランプ政権がこれまでに発表した政策は、市場にネガティブサプライズをもたらしていない。第2に、国内の強いインフレ指標は、日銀がインフレ率の見通しを上方修正する十分な理由となった。第3に、春季労使交渉(春闘)の明るい見通しを含め、マクロ経済指標は堅調である。

政治面では、今年上期に、関税関連などトランプ大統領の政策がさらに明確になると予想される。日本では、参議院選挙が7月に実施される見通しだ。現内閣の支持率が低いため、選挙後も国内の政治的な不確実性が一定期間続く可能性がある。

経済面では、今回の利上げの影響を上期中に評価するのは時期尚早だと考えられる。10月になれば、日銀は展望レポートで新たな経済見通しを示すとともに、追加利上げを正当化しやすくなるだろう。

### 日銀政策委員による経済の見通し

政策委員による予想の中央値(前年度比)

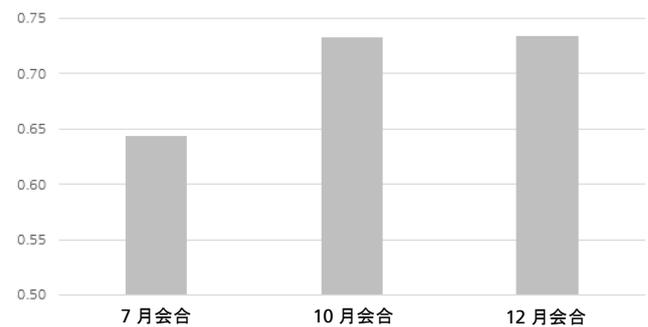
	実質GDP成長率	コアCPI (生鮮食品を除く 総合指数)	コアコアCPI (生鮮食品とエネルギーを除く総合指数)
<b>2024年度</b>	0.5%	2.7%	2.2%
前回予想(2024年10月)	0.6%	2.5%	2.0%
<b>2025年度</b>	1.1%	2.4%	2.1%
前回予想(2024年10月)	1.1%	1.9%	1.9%
<b>2026年度</b>	1.0%	2.0%	2.1%
前回予想(2024年10月)	1.0%	1.9%	2.1%

\*CPI…消費者物価指数

出所:日本銀行、2025年1月

### 市場は次回利上げを今年10月と予想している

翌日物金利スワップ(OIS)市場が織り込む日銀の政策金利(%)



出所:ブルームバーグ、UBS、2025年1月24日時点

### 次のステップは秋に

我々は、日銀が今年10月に追加で25ベースポイント(bp)の利上げを実施すると予想する。政治と経済の両面において、このタイミングが適切と考えられるためだ。

### 中期的な見通しは?

日銀は2026年に、堅調な国内経済とサービス価格の持続的な上昇を背景に、政策金利を中立金利の下限とされる1.0%に引き上げると考える。ただし日銀は、経済が減速し、需給ギャップのマイナス幅が大きく広がることのないよう慎重に対応するとみられる。

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: Hike on upbeat inflation outlook」(2025年1月24日付)を翻訳・編集した日本語版として2025年1月31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。

需給ギャップ\*は依然マイナス

単位: %



\*需給ギャップ…総需要と総供給の差

出所: 内閣府、Haver、UBS

1.0%への利上げは経済に悪影響を与えない

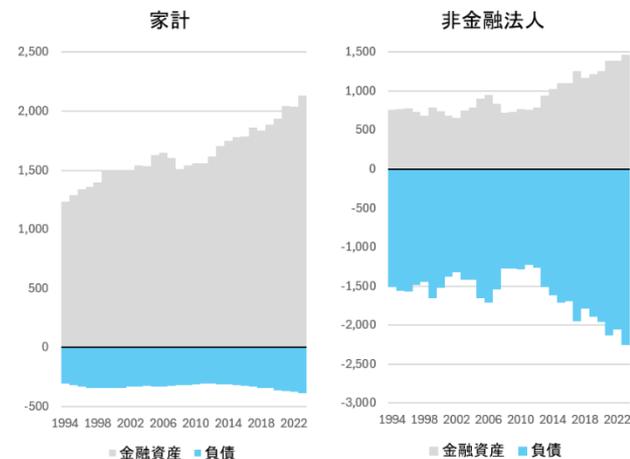
政府債務残高の大きな日本にとっては、財政の持続可能性が焦点となる。しかし、名目GDP成長率は金利を上回っているため、利払いの増加による債務残高GDP比の拡大は抑制される。さらに、日本の公的債務の平均満期は約9年であるため、公的債務の実効金利は市場金利ほど速く上昇しないだろう。

経済への影響はどうだろうか。金利上昇が住宅ローンを通じて家計に波及すれば、金融資産よりも負債を多く抱える住宅所有者には負担となるだろう。しかし、日本の家計の金融資産は合計で2,000兆円を超えており、対する負債は400兆円である。したがって金利上昇は、貯蓄に対する利息の増加につながり、総じてみれば家計にとっては恩恵の方が大きいとみられる。

一方、企業に関して言えば、非金融法人は全体として金融資産より負債が多く、金利上昇は純利払い費の増加につながる。近年の企業利益が総じて高水準にあることを踏まえれば、負担は吸収可能と考えられるが、財務基盤の脆弱な中小企業は金利上昇の負担が相対的に大きく、経営が厳しくなるだろう。日銀が政策金利の正常化に関して穏健なアプローチをとっているのは、こうした理由もあるものとみられる。

家計と非金融法人の金融資産保有額と負債保有額

単位: 兆円



出所: 内閣府、UBS

資産クラス別のインプリケーション

日本株式

日本株式はファンダメンタルズ(基礎的条件)が下支えとなり、業績も安定しているが、我々は投資判断をNeutral(中立)としている。現在の株価は、トランプ2.0(第2次トランプ政権)のイベントリスクが織り込まれていないと考えられ、ボラティリティの上昇が予想される。我々は2025年のコアセクターとして、銀行株を推奨する。今年上期は高クオリティ株や、小売や不動産など、賃金上昇と消費回復の恩恵が見込まれる内需株に注目し、下期に向けては世界の製造業サイクルの回復に伴って、景気循環株ヘシフトすることを勧める。関税のリスクがより意識される段階では、ITサービスや、エネルギー効率を重視する企業など、より底堅い業績成長ドライバーを備えた高クオリティ銘柄に重点をおくことを勧める。

債券

市場参加者の4分の3超が、2025年の利上げを2回と予想しているため、日本の10年国債利回りは、現時点ですでに利上げを織り込んでいるとみられる。したがって、日銀が今年秋に金利を0.75%へ引き上げた後も、国債利回りは1.2%前後で推移すると考えている。

利回りが予想から上振れるリスクもある。トランプ政権の政策によって米国のインフレが加速した場合、米国債利回りに対する上昇圧力が、日本の国債利回りの上昇要因にもなるとみられる。米10年国債利回りが上昇して5%に達した場合、日本の10年国債利回りは1.5%に達する可能性があるかとみている。

## 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。

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0.5%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。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。

「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 2025 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