

日銀：国債利回り上昇を受け、量的引き締めペースを緩和 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6月の金融政策決定会合で政策金利を据え置き、2026年4月以降の四半期毎の月間国債買い入れ縮小幅を4,000億円から2,000億円に圧縮させ、量的引き締め(QT)のペースを緩める方針を発表した。
- 植田和男総裁は、経済が日銀の予想通りに推移すれば利上げを行う可能性があるとして述べたが、経済と関税をめぐる不確実性が続く中、様子見が必要であることも強調した。次の利上げは、2025年後半から2026年前半にかけて経済成長が鈍化し、インフレ率が低下した後の2026年後半になると予想する。
- 日銀はまた、QTのペースを緩めることで債券市場の安定化を図っている。日本の10年国債利回りは2025年末までに1.3%程度まで低下し、超長期債(30年国債)利回りは3%を下回る水準で推移すると予想するが、財政懸念と関税交渉の結果により上振れる可能性もある。



出所:iStock

金融政策決定会合と記者会見の概要

日銀は6月17日の金融政策決定会合で政策金利を据え置いた。これは広く予想されていたことだが、最近の長期国債利回りの上昇を受け、2026年4月以降、四半期毎の月間国債買い入れ縮小ペースを緩め、4,000億円から2,000億円の減額に圧縮することも決定した。

会合後の記者会見で植田和男総裁は、米国の関税措置による経済の不確実性を強調する一方で、経済が日銀の予想通りに推移すれば利上げを進めると改めて述べた。また、長期債利回りが急上昇した場合の介入の可能性と、量的引き締め(QT)計画を再度調整する可能性も強調した。

国債買い入れ縮小計画の変更については会合前に報道されていたため、市場にとって大きなサプライズではなかった。よって、会合前後で日本の10年および30年国債の利回りやドル円に大きな動きは見られなかった。

経済の減速に伴い長期債利回りは低下、超長期債の利回りは3%を下回る水準で安定へ

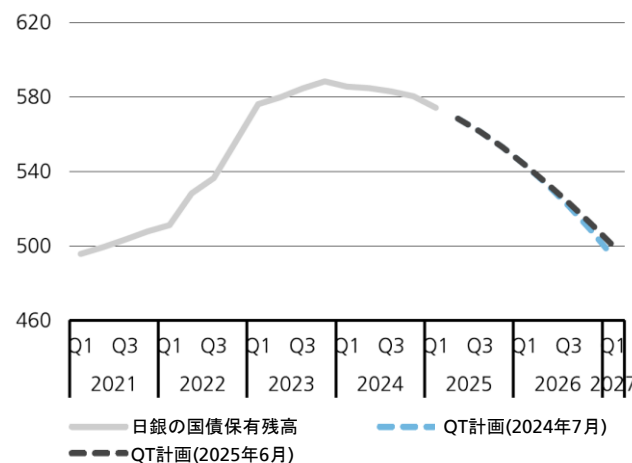
日銀の国債買い入れ縮小ペースの緩和が、10年国債利回りを約10ベーシスポイント(bp)押し下げると予想する。また、石破茂政権は7月の参議院選挙後も財政規律を維持すると予想する。しかし、世界的に財政赤字圧力が高まる中、世界の債券市場に織り込まれているリスクプレミアムも上昇している。

これらの要因を勘案し、経済成長とインフレ率がともに鈍化する中、10年国債利回りが2025年末までに1.3%程度まで低下するとの予想を維持する。しかし、日銀が予想よりも早く利上げを行った場合、利回りは上昇する可能性がある。

一方30年国債利回りは急騰し、5月下旬に3%を超えたが、今後は3%を下回る水準で推移すると予想する。規制対応等に伴う生命保険会社の国債購入一巡は、財務省による国債発行計画の見直しによって相殺されている。今後、財政懸念も和らぎ、利回りは安定すると考える。

図表1: 量的引き締め(QT)のペース鈍化により、長期債の利回り上昇は抑制される見通し

日銀の国債保有残高(単位: 兆円)



注: 点線は日銀の計画に基づいたUBS予想

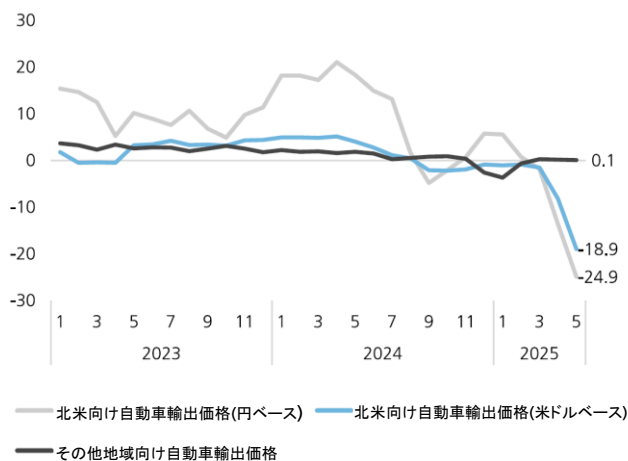
出所: 日本銀行、UBS

今回の利上げは2026年になる可能性が高い

日経QUICKニュース社が、金融政策についての分析を行う「日銀ウォッチャー」に対して実施した調査によると、日銀ウォッチャー28人のうち14人が年内の利上げを予想している。しかし我々は、関税の影響で今年後半は経済が減速すると予想されることから、2025年中の利上げ再開の可能性は低いと考える。インフレ率も、中東情勢の緊張状態が長引いてエネルギー価格が上昇し続けられない限り、輸入価格の下落と政府の補助金によって、夏以降は低下すると予想する。

関税の影響については、5月の日本の輸出物価指数によると、北米向け乗用車の価格は契約通貨(米ドル)ベースで18.9%下落しており、日本の輸出業者が現地での販売を維持するために出荷価格を引き下げたことを示している。さらに、円ベースの出荷価格は円高の影響で24.9%下落した。価格の低迷が1年間続いた場合、輸出の減少幅は国内総生産(GDP)の0.2%に相当する1.5兆円になると予想する。

図表2: 北米向け乗用車の輸出価格は5月に大きく低下
乗用車の輸出価格変動率、前年同月比(単位: %)



出所: 日本銀行、UBS

7月9日の90日の関税猶予措置の期限が迫る中、6月16日の日米首脳会談を含め、関税についてはこれまでのところ合意に至っていない。日本政府は依然として合意を目指しているが、今後数週間で自動車関税をすべて撤廃する包括的な合意が成立する可能性は低く、交渉は7月9日以降も続くかもしれない。

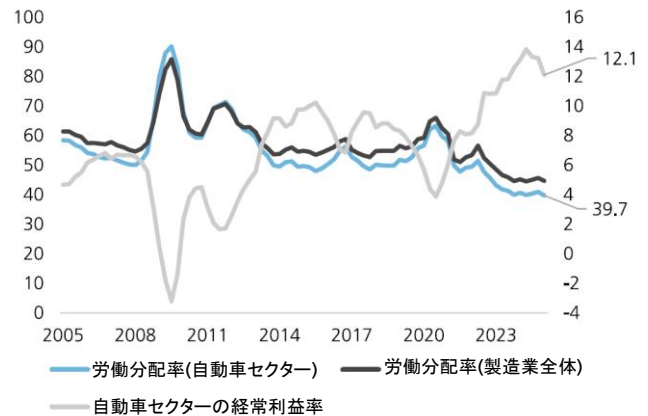
貿易協定が締結されない場合、日本の自動車メーカーは、米国企業や消費者に関税コストを転嫁するのではなく、しばらくの間、関税コストを吸収し続ける可能性が高く、利益は引き続き圧迫されるだろう。これは国内投資と冬のボーナスを抑制し、消費の鈍化につながる可能性がある。日銀は利上げを再開する前に、この点を注意深く精査する必要がある。

今後を見通すと、日本の製造業は過去20年間で労働分配率(付加価値に占める人件費の割合)を約60%から40%に引き下げられており、来春の賃金交渉で賃上げを行う余地がある。特に自動車メーカーは、労働分配率を39.7%に引き下げる一方で、収益性を改善している。

これらの要因を踏まえ、日銀は賃上げの状況を確認し、物価への下押し圧力が和らいだことを確認してから、2026年後半に利上げサイクルを再開すると予想する。しかし、関税交渉の結果、予想以上に早く、かつ大幅な関税引き下げが行われた場合、利上げのタイミングが前倒しされるかもしれない。

図表3: 関税交渉下でも、賃上げの余地はある

労働分配率(左軸)、自動車セクターの経常利益率(右軸)、単位: %



出所: 財務省、Haver、UBS

資産クラス別のインプリケーション

債券

日本の10年国債利回りについては、世界的な財政懸念によるリスクプレミアムの上昇が、QTのペースの鈍化を相殺している。米国の長期金利の低下に伴い、10年国債利回りは1.3%程度まで低下すると予想する。しかし、関税交渉の結果、関税が急速かつ大幅に引き下げられたり、米国の金利が上昇したりした場合、利回りが上昇する可能性があると考えられる。

株式

日本株式の投資判断をNeutral(中立)で維持する。東証株価指数(TOPIX)の株価は、株価収益率(PER)が14.6倍に回復したことを受けて、4月初頭の関税発表前の水準を上回った。ただ、業績下方修正のサイクルが完了するまで不安定な相場が続く、レンジ内での推移が継続すると予想する。業績予想が底打ちするのは、4-6月期または7-9月期の決算発表後になると考える。しかし、2024年度の本決算で明らかになったコーポレートガバナンス改革の加速と、分散投資を目的とした海外投資家からの安定した資金流入が、下値リスクを支えると考えられる。自社株買いのペースは昨年の過去最高水準を上回っており、日本企業は驚くべき、そして目に見える変化を遂げている。構造改革は日本株式の長期的なカタリストになると予想する。我々は、ITサービスなどの内需セクターと、ヘルスケア、機械、テクノロジーセクターなどの自己資本利益率(ROE)が高い銘柄を組み合わせたポートフォリオの取れたポートフォリオを維持することを勧める。

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