

日米関税合意は日銀の早期利上げ要因に

日本経済

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

- 我々は、日米の関税合意や景気刺激策が2026年の経済成長を下支えすると考え、日銀の利上げ時期予想を2025年12月と2026年6月(各25bp)に前倒しする。
- 石破茂首相は続投するとみているが、仮に辞任した場合でも財政規律は維持されるだろう。
- 日米関税合意は日本株にポジティブであり、財政懸念が後退することで債券利回りは安定するだろう。2025年末の10年債利回りは1.5%程度で落ち着くと考え。



出所:iStock

日銀の次回利上げ予想を今年12月に前倒し

20日の参院選の結果と、22日に成立した予想外の日米関税合意を受け、国内経済の先行き不透明感は大きく後退した。

今回の関税合意と、2026年に景気回復を支えると見込まれる財政刺激策を反映し、我々は日銀の金融政策に関する見通しを更新する。日銀は、関税の影響をデータで確認し、春季労使交渉(春闘)で堅調な結果が見込まれることを確認した後、2025年12月に25ベースポイント(bp)の利上げを実施するとみている。さらに、2026年6月にも25bpの利上げを行い、政策金利は1.0%になると考える。2027年に1.25%まで引き上げたところで利上げは終了するだろう。

石破首相は続投予想も、辞任圧力が高まっている

与党が参議院で過半数を失ったことで、野党との連立協議や少なくとも連携強化が必要となるため、政治情勢の不確実性が解消されるには数週間を要するだろう。

石破茂首相の進退も不透明な状況が続いている。我々の基本シナリオでは続投を予想するが、参院選での敗北の責任を問う声が高まっており、辞任の可能性も否定できない。仮に辞任となれば、岸田文雄前首相、林芳正官房長官、小泉進次郎農相、高市早苗前経済安全保障相らが後任候補となる。他にも総裁選に立候補する議員は出てくるだろうが、勝利する可能性は低いと考える。

財政刺激策が2026年の経済を下支えへ

首相が変わったとしても、新内閣は選挙公約の実現や支持率向上を目的として、秋から冬にかけて財政刺激策を策定するだろう。このパッケージには、食料品に対する消費税減税、現金給付、成長分野への投資補助金、公共投資などが含まれ、総額は8兆-14兆円(対GDP比1.3-2.3%)になると考える。我々は現金給付が2026年1月から、その他の施策(消費税減税含む)が

4月以降に実施されると予想しており、主に2026年の成長に寄与するだろう。

図表1: 財政刺激策が2026年の経済成長を支えるだろう

	2025年度	2026年度	2027年度-
消費税減税(食料品)	—	3.3兆-6.5兆円 (2026年4月-)	※1年延長の可能性 (規模縮小?)
ガソリン減税	0.5兆円 (早ければ2025年10月-)	1.1兆円 / 年(継続)	—
現金給付	3.0兆円 (2026年1月-)	—	—
その他景気対策 (AI投資、GX*投資、公共投資など)	—	数兆円 (2026年4月-) ※公共事業の一部は 2027年度に繰越し	—

8兆-14兆円(対GDP比1.3-2.3%)

*グリーントランスフォーメーション 出所:UBS

消費税減税は限定的で財政懸念は後退へ

消費税減税は食料品に限定され、期間も1-2年程度にとどまるだろう。相対的に財政規律を重視する自民党・公明党・立憲民主党・日本維新の会が参院248議席中179議席を占めているため、大規模な減税は実現しにくいと考える。そのため、長期金利を押し上げていた財政懸念は、新政権の政策方針が明確になるにつれ後退すると見込む。

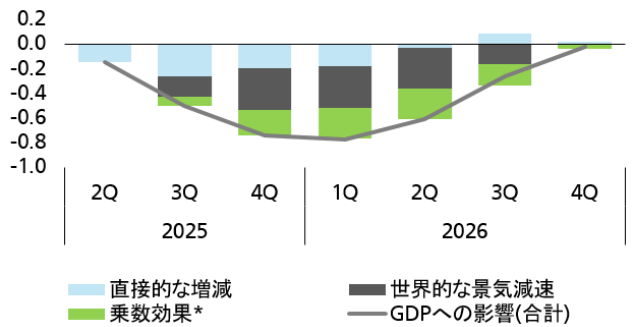
日米貿易合意で日本経済は明るい見通しへ

米国が日本からの輸入品に課す相互関税が15%に引き下げられることで、日本のGDP成長率は、相互関税が25%のままの場合と比べて2025年、2026年ともに0.4ポイント押し上げられると試算する(相互関税が25%で継続の場合は、相互関税がない場合と比べて年0.8ポイントの押し下げ要因)。ただし、15%の相互関税が残ったことや、自動車に対して4-7月に25%の追加関税が課されていたことにより、企業収益、設備投資、消費は引き続き圧迫されと考える。そのため、2025年第3四半期(7-9月期)と第4四半期はマイナス成長となった後、関税による下押し圧力が2026年第1四半期にピークを迎えることで、第2四半期以降は景気が回復するだろう。結果として、2025年の実質GDP

成長率は0.5%強と弱い成長にとどまるものの、2026年には回復し、1%超の成長が実現されると見込む。

図表2: 2026年第2四半期以降、日本経済は関税の影響から回復すると予想

相互関税15%が日本のGDPにもたらす要因別の影響
(相互関税がない場合との比較、単位:ポイント)



*ある要因が経済全体に波及すること。この図表では、関税による輸出の減少が国内の消費や設備投資の減少に波及して、循環的にGDPを低下させる効果を指す。
出所: 内閣府、財務省、経済産業省、UBS

市場へのインプリケーション

株式

今回の関税合意は事前の市場予想を上回る内容であり、合意時期も早かった。自動車関税の引き下げは日本企業の業績に

大きな追い風となり、1株当たり利益(EPS)には1年間で2-3%の押し上げ要因となる。関税引き下げと最近の円安を踏まえ、我々は2025年度(2026年3月期)の企業業績予想を前期比2%の増益(従来は同1%の減益)、2026年度(2027年3月期)を前期比5%の増益(従来は同4%の増益)に修正する。出遅れており、かつ高クオリティな自動車、機械、ヘルスケアセクターの景気敏感株は、中期的なリスク・リターンが魅力的なため、投資妙味があると考え(詳細は7月1日付日本株式レポート「1Q決算に向け、売られすぎの高クオリティ銘柄を追加」を参照)。日銀が早期の利上げに踏み切れば、銀行株にも注目が集まるだろう。

債券

日本の10年債利回りは、財政懸念の後退で現在の1.6%から低下するとみている。ただし、利上げ時期の前倒しを織り込んで、2025年末の10年債利回り予想を1.5%に引き上げ、2026年には利回りが1.7%に達すると考える。また、財政の安定が確認されることで、30年債利回りも低下し、2025年末まで3%未満で推移すると見込む。

為替(ドル円)

関税合意と、それに伴う日銀の早期利上げ観測の高まりにより、円の下振れリスクは後退した。ドル円の今後のトレンドは米連邦準備理事会(FRB)の利下げタイミングなどに依存するが、FRBが年内に金融緩和に転じれば、向こう1年米ドル安傾向で推移すると考える。ただし短期的には、石破首相の進退が明確になるまで変動の大きい状態が続くと考え。

図表3: 石破首相と次期首相候補の政策および市場への影響

首相候補	財政政策	金融政策	金利	円	株式	日本株への影響
石破茂(続投)	現状維持 食料品減税 現金給付	ニュートラル	横ばい	横ばい	ニュートラル	現状政権の政策維持であり、株価への影響はニュートラル。
岸田文雄	現状維持 食料品減税 現金給付	ニュートラル	横ばい	横ばい	ニュートラル ～ややポジティブ	現状政権の大枠から変更なしで、株価への影響はニュートラル。
林芳正	現状維持～緊縮的 食料品減税 現金給付	ニュートラル	横ばい	横ばい	ニュートラル	現状政権から大枠から変更なしで、株価への影響はニュートラル。 ただし、長期的には大幅な財政引き締めリスク。
高市早苗	一時的に拡張 食料品減税 成長投資拡大	緩和的	横ばい～上昇 (特に短期上昇)	円安	ややポジティブ (特に短期的に ポジティブ)	短期的には株価にポジティブ。高市氏は海外投資家から財政政策に緩和的と認識されていることに加え、初の女性首相となり、既存政権からの変革が明らかであるため。 財政拡張的な姿勢が意識されることでトリプル安*のリスクは高まるが、消費減税は限定的なものにとどまるなど、大幅な財政の悪化は回避されるだろう。
小泉進次郎	現状維持 食料品減税 現金給付	ニュートラル	横ばい	短期的に円高 (中期的には不透明)	短期的にポジティブ (中期的には不透明)	短期的には株価にポジティブ。若返りが意識され、既存政権からの変革が明らかであるため。 ただ、実際の政権でリーダーシップを発揮し、期待されるような変革を起こせるかどうかは未知数。

*日本株、日本国債、円が同時に売られること 出所: 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、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