

日銀：サプライズはあったが、政策金利据え置き

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)

- 日銀は9月19日の金融政策決定会合で、2名の審議委員が金利据え置きに反対票を投じたものの、市場の予想通り政策金利を据え置いた。また、上場投資信託(ETF)と不動産投資信託(REIT)の段階的売却を発表し、市場を驚かせた。
- 2名の審議委員が利上げを主張した一方で、植田和男総裁は記者会見で関税の影響を見極め、慎重な姿勢を維持する必要性を強調した。よって我々は、次回利上げが今年12月に実施されるとの予想を維持する。日本の10年国債利回りは2025年末時点で1.5%と予想し、2026年には1.7%まで緩やかに上昇すると見込む。
- ETF売却ペースは、金融危機などの際に金融機関から取得した株式の過去の売却ペースと一致しており、売却規模は東証プライム市場の時価総額のわずか0.06%に過ぎない。そのため、市場への影響は限定的であり、企業のファンダメンタルズ(基礎的諸条件)が株式市場のパフォーマンスを左右すると考える。



出所:iStock

金融政策決定会合の概要

日銀は9月19日の金融政策決定会合で市場の予想通り政策金利を据え置いたが、市場を驚かせる動きが2つあった。高田創審議委員と田村直樹審議委員が金利据え置きに反対票を投じたこと、上場投資信託(ETF)および不動産投資信託(REIT)の段階的売却が発表されたことである。

植田和男総裁は記者会見でバランスの取れた姿勢を維持し、引き続きデータ重視で政策決定を行うこと、そして米国による関税や米国経済の動向を注視することを強調した。

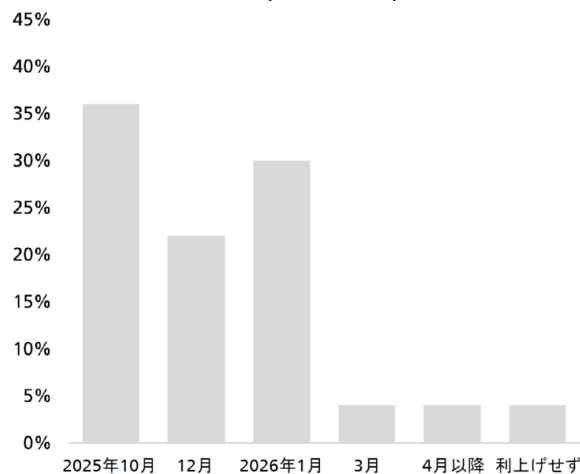
日銀は簿価ベースで年間3,300億円のETFと50億円のREITを売却することを決定した。日銀はITバブル崩壊以降に、金融システム安定化のために金融機関から取得した株式を、今年7月までに売却しており、新たに発表されたETF売却ペースはこの株式売却時と同程度である。株式市場に対しては短期的な下押し圧力が予想されるが、売却規模は比較的小さく、全体として大きな影響を及ぼすことはないと考える。

ETF売却の発表により日経平均株価は4万5,574円から4万4,507円まで一時下落した後、4万5,045円まで回復して取引を終えた。審議委員2名による反対票は、利上げの実施が近い可能性を示唆するものと受け止められた。日本の10年国債利回りは会合前の1.6%から1.64%へ上昇した。ドル円は一時的に下落したが、記者会見終了時には会合前の水準近くまで戻った。

マクロ経済環境は12月の利上げを後押し

我々は、次回利上げが今年12月に実施されるとの予想を維持する。家計部門では、賃金上昇とインフレ鈍化により、実質賃金が7カ月ぶりにプラスに転じており、ボーナスを除いても状況は改善している。一方、製造業を中心とした企業利益は、関税の影響で2025年4-6月期(第2四半期)に低調となり、第3四半期も低迷が続く見通しである。米国・中国向け輸出も引き続き停滞しており、今後数カ月は経済の弱さが続くことを示唆している。

図表1：エコノミストの大半が来年1月までの利上げを予想
次回利上げ時期の回答割合(9月10日時点)



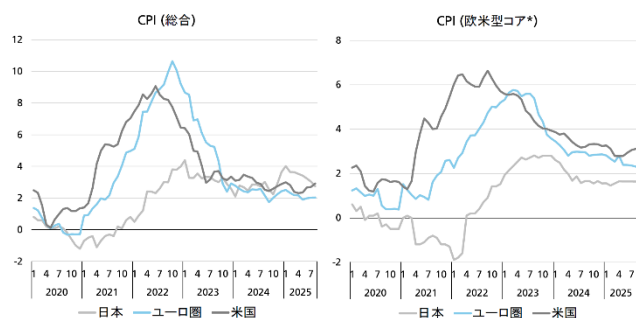
出所:ブルームバーグ、UBS

しかし、最近の関税合意により不確実性が後退し、企業が価格転嫁などで適応することで、来年初から企業収益の回復などによる景気回復が期待される。第3四半期の国内総生産(GDP)と企業業績を確認し、第4四半期の月次経済指標や日銀短観による企業マインドを見極めた上で、日銀は12月または遅くとも翌1月から利上げサイクルを再開すると予想する。

物価について、総合インフレ率は米国やユーロ圏と比べて高いが、徐々に鈍化している。輸入価格の影響が小さく、ファンダメンタルズ(基礎的諸条件)をより反映させたコアインフレ率は前年比1.6%と、米国やユーロ圏より低い。日本の政策金利は依然として中立金利を下回り、金融政策は緩和小であるため、インフレ期待が高まる中でコアインフレ率が2%に達していなくても、日銀は緩和縮小を段階的に進められると考える。コアインフレ率が2%未満であるため、日銀は利上げを急ぐ必要はなく、政策決定は引き続きマクロ経済のファンダメンタルズに基づくべきだと考える。

図表2：日本は欧米に比べて総合インフレ率は高いが、コアインフレ率は低い

消費者物価指数(CPI)、前年同月比、%



*食料とエネルギーを除く総合指数

出所: 総務省、Haver、UBS

これらのマクロ経済・物価動向を踏まえ、我々は日銀が2025年12月に政策金利を0.75%に引き上げ、2026年6月にさらに1.0%へと利上げすると予想する。その後は経済状況を見極めるため一時停止し、追加利上げがあれば2027年の最終的な利上げの着地点は1.0-1.25%となるだろう。

資産クラス別のインプリケーション

株式

今回日銀が発表した簿価3,300億円のETFの売却規模は、時価換算で約6,200億円で、東証プライム市場の時価総額の約0.06%に相当する。日銀はこの売却ペースが2016年4月-2025年7月までの株式売却総額と同程度であると説明しており、市場への影響は限定的であるとみる。これらの株式はバブル崩壊後の金融機関安定化のために取得されたもので、2016年以降徐々に売却が進められてきた。

しかし、日銀は依然として簿価で37兆円(時価で約85兆円)のETFを保有しており、これまで長期的な株価下押しリスクとみなされてきた。今回の売却計画は控えめだが、売却開始は一時的

に市場心理を圧迫する可能性がある。株式投資への戦略的観点からは影響は限定的であり、最終的には企業のファンダメンタルズが株式市場のパフォーマンスを左右すると考える。

我々は日本株式に対するポジティブな見方を強め、投資判断をNeutral(中立)からAttractive(魅力度が高い)に引き上げた。日本国内の構造改革がアルファ(超過収益)創出の源泉としてますます注目されており、国内株式市場を後押しする複数の追い風も見込まれる。構造改革に加え、対米関税交渉の進捗が予想以上に良好なことや、自民党総裁選後、新政権では現政権と比較して緩和的な金融政策が予想されること、米国の利下げや米国経済・株式市場の底堅さも日本株を下支えするとみている。

日銀の利上げは今後12カ月で合計50ベースポイント(bp)程度の緩やかなペースにとどまるとみているため、政策金利から物価上昇率を差し引いた実質政策金利は利上げ後もマイナス圏で推移することが予想され、バリュエーションの大きな下押し圧力にはなりにくいと考える。

債券

日本の10年国債利回りは2025年末時点で約1.5%になると予想する。年後半に関税の影響による経済状況の悪化が見込まれるためであり、これにより早期利上げへの過度な期待は抑制されるだろう。また、財政懸念の緩和も追加の支援材料となる。ただし、景気が回復しはじめ、日銀の政策金利が1.0%に近づくことで、2026年には約1.7%まで上昇すると見込む。

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のですが、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