

Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文
シニア・ストラテジスト



日銀：利上げの是非について適切に判断したい

日銀の植田総裁は12月1日の名古屋での挨拶で、12月18日～19日の金融政策決定会合における利上げの可能性を示唆した。市場で利上げ織り込みが進んだ。植田総裁発言の注目点は、不確実性の低下、円安の影響、賃金動向などで、特に円安と賃金上昇は踏み込んだ内容だった。植田総裁は利上げが金融緩和の調整であることも強調しており、12月会合での利上げの可能性は高いとみられる。

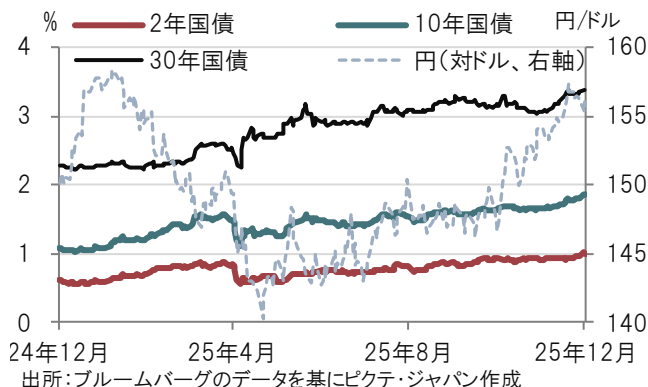
■ 日銀植田総裁は名古屋での挨拶で12月会合での利上げの可能性示唆

日銀の植田総裁は12月1日、名古屋市中で挨拶（講演）し、その後会見を行った。植田総裁は講演で、利上げをしても「まだ緩和的な状況だ」との認識を示した。12月18日～19日に開催される金融政策決定会合（会合）について、植田総裁は「利上げの是非について適切に判断したい」と発言した。前回の利上げとなる1月会合の前には、植田総裁と氷見野良三副総裁が、「利上げを行うかどうか議論し、判断したい」と同様の表現を用いていた。

植田総裁の発言を受け、市場では国債利回りが上昇し、10年国債利回りは1.85%前後、2年国債は1%前後での取引となった（図表1参照）。為替市場では変動はあるも円高・ドル安方向となった。

図表1：日本国債利回りと円（対ドル）レートの推移

日次、期間：2024年12月2日～2025年12月2日



■ 不確実性は後退し、円安がインフレに影響を与える可能性にも言及

今回の植田総裁の挨拶は、12月に日銀会合を前に注目度が高かった。事前の注目は、12月会合において追加利上げの地ならしが行われるかどうかにかまっていたと思われる。しかし、発言を振り返ると、ほぼ利上げ示唆に等しい内容だった。

市場が織り込む利上げ確率は11月半ばには2割を下回っていたが、11月20日の小枝審議委員の講演や、増審議委員の新聞インタビューのややタカ派（金融引き締めを选好）発言を受け高まった利上げ期待が高まりつつあった。植田総裁の発言は市場における利上げの確度を高め、足元の利上げ織り込み確率は8割程度となった。

植田総裁の発言で注目されたのは①不確実性の低下、②円安の影響、③賃金動向、となる。

①はトランプ政権の関税政策による景気下押し（不確実性）懸念は低下したと述べている。通商交渉は合意に達したこと、関税コストの価格転嫁が緩やかなこと、AIという成長ドライバーが投資を拡大させていることが主な背景だ。国際通貨基金（IMF）などの米国経済見通しも改善傾向という点を植田総裁は指摘している。①が利上げを妨げることはなさそうだ。

②について、植田総裁は物価の現状と先行きに

ついて述べる中で、「過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっていることや、そうした動きが、予想物価上昇率の変化を通じて基調的な物価上昇率に影響する可能性があることに留意が必要」と発言した。為替の影響が、日銀が物価動向をみるうえでの一丁目一番地ともいうべき基調的な物価上昇率に影響する可能性を指摘した意義は大きい。暗に円安も利上げを支持する要因となりえることを示唆したことは、従来よりも踏み込んだ発言と思われる。

■ 日銀は春闘の初動のモメンタムにある程度の手応えを感じているようだ

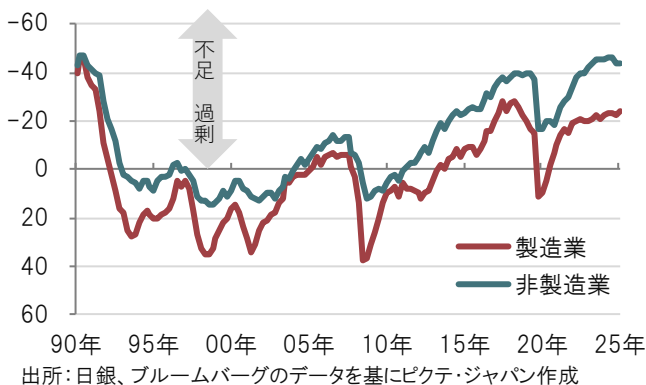
③の賃金動向も、利上げを支持する要因で、企業の積極的な賃金設定行動の継続に対する確度が高まったことを匂わせつつ、見極めの段階であると指摘した。

日本の労働市場の現状として、短観調査の雇用人員判断によると、人手不足感は強いと指摘している(図表2参照)。特に、非製造業の雇用人員判断DIは90年代のバブル期に匹敵する水準となっている点などを植田総裁は指摘した。

賃上げの原資となる企業収益も比較的高水準を維持していると、植田総裁は述べている。

筆者は日銀の10月会合をまとめた当レポート(今日のヘッドライン11月4日号)で、10月会合における据え置きは政治日程(高市政権発足とその

図表2: 日銀短観雇用人員判断(過剰—不足)DIの推移
四半期、期間: 1990年9月～2025年9月、逆目盛、単位=%ポイント



後の外交日程)を踏まえた据え置きであったこと、植田総裁の会見内容はタカ派的な面もあり、政治との調整がスムーズなら12月会合における利上げも選択肢と指摘した。また、特に10月の会見でのキーワードは「初動のモメンタム」とも指摘した。26年の春季労使交渉(春闘)に向け積極的な賃金設定が確認できれば、春闘の最終結果を待つ必要がないことを示唆していたと読んだからだ。

今回の名古屋での挨拶で植田総裁は労使の初動のモメンタムとして、労働側の連合は26年春闘の闘争方針で、目標賃上げ率を前年と同じ「5%以上」と指摘した(図表3参照)。経営者側も、経団連、経済同友会ともに賃上げに前向きな姿勢と認識しているようだ。加えて、日銀はヒアリング調査などを通じて、初動のモメンタムにある程度の手応えを感じているように思われる。

最後に、筆者が先月のレポートで指摘した「政治との調整」として重視したのは何かについて述べると、日銀が利上げの理由を金融引き締めでなく、金融緩和の調整に過ぎないと強調するかであった。植田総裁は今回の挨拶の中で、息の長い成長軌道に乗せるのに必要な利上げと説明している。この説明であれば、物価の抑制と経済成長で責任ある財政を目指す高市政権の政策と日銀の政策は整合的だろう。12月日銀の1週間前に米連邦公開市場委員会(FOMC)が開催されるが、そこで波乱でもない限り、日銀は12月の会合で利上げを選択する可能性が高いと、筆者はみている。

図表3: 春季労使交渉に向けた労使のスタンスのまとめ

※()内はベースアップ率を示す

	連合 賃上げ目標	経団連 賃上げの位置づけ	賃上げ実績
2023年	5%程度 (3%程度)	起点	3.58% (2.12%)
2024年	5%以上 (3%以上)	加速	5.10% (3.56%)
2025年	5%以上 (3%以上)	定着	5.25% (3.70%)
2026年	5%以上 (3%以上)	さらなる定着	

出所: 日銀のデータを基にピクテ・ジャパン作成

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、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ご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について(2025年9月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)
※ 申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)
※ ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※ 別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■ 当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■ 運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。■ 当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■ 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■ 当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■ 投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■ 投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■ 登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■ 当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号
加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会