

4月の金融政策正常化を織り込む金融市場

～株価はバブル崩壊後最高値を更新～

南 武志

要旨

能登半島地震の発生など、2024年は波乱の年明けとなったが、市場では堅調な企業業績などを背景に、先行き楽観論が広がっている。年明け後の株価は海外勢が主導する格好で急騰、バブル崩壊後の最高値を更新する動きが続いた。ただし、実体経済を見渡すと、鉱工業生産指数や第3次産業活動指数は一進一退の推移が続いているほか、物価高止まりが消費回復を抑制している姿に変化は見られない。当面はこうした状況が続くと思われ、24年前半にかけて国内経済は緩慢な回復基調をたどるだろう。

こうしたなか、24年春闘や日銀の金融政策への注目が高まっている。1月の金融政策決定会合では全員一致で大規模緩和の継続が決定された。展望レポートでは、経済・物価の好循環によって2%の物価目標を持続的・安定的に達成する物価安定目標の達成の確度は少しずつ高まりつつあるとの見方が示された。春闘の結果が明らかになる4月会合で政策正常化を予想する意見が強まっており、足元の長期金利も上昇がみられた。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2024年				
		1月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.013	-0.10～0.00	-0.10～0.05	-0.10～0.05	-0.10～0.10
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0520	-0.05～0.10	-0.05～0.10	-0.05～0.10	-0.05～0.15
国債利回り	20年債 (%)	1.515	1.30～1.80	1.40～1.85	1.40～1.85	1.40～1.85
	10年債 (%)	0.705	0.50～0.90	0.50～0.95	0.50～1.00	0.55～1.05
	5年債 (%)	0.310	0.15～0.50	0.15～0.55	0.20～0.60	0.25～0.60
為替レート	対ドル (円/ドル)	147.8	130～150	130～150	125～145	120～140
	対ユーロ (円/ユーロ)	160.7	150～170	145～165	145～165	140～160
日経平均株価 (円)		36,226	35,500±3,000	35,000±3,000	36,000±3,000	37,000±3,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2024年1月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

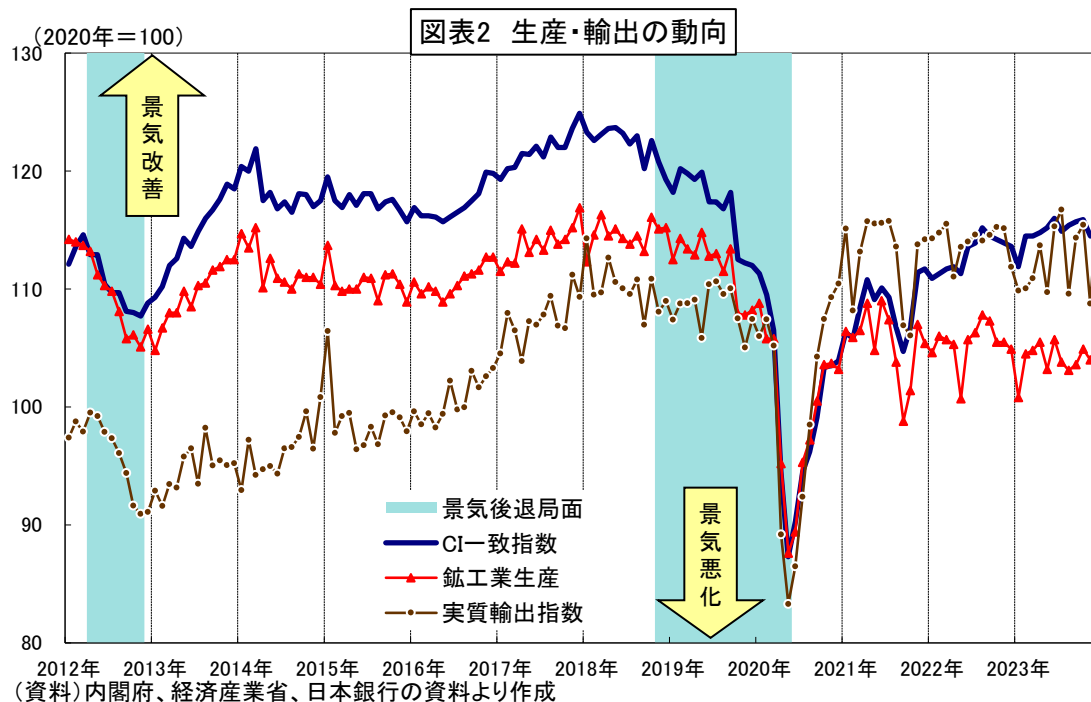
能登半島地震への対応のため24年度一般会計予算案は異例の増額修正

2024年元日の夕刻を襲った最大震度7の「平成6年能登半島地震」では石川県北部を中心に多数の死傷者が出たほか、数多くの家屋が全壊・半壊し、ライフラインも寸断した。いまだ地震活動は活発な状態が続いており、厳冬のなか、2万弱の人々が不自由な避難生活を余儀なくされている。また、翌2日には羽田空港で航空機衝突事故が発生、Uターンラッシュを直撃したほか、3日には福岡県北九州市の飲食街で大規模火災が発生するなど、24年はまさに波乱の年明けとなった。

さて、政府は今回の能登半島地震の復旧・復興に向けて、当

面、予備費で対応する方針を固めている。9日には被災者支援のために47億3,790万円を予備費から支出することを決定したが、加えて2次避難の促進支援、観光支援策、農林水産業者の再建支援などを盛り込んだ1,500億円規模の「生活・生業支援パッケージ」も検討されている（23日時点で一般予備費の残額は4,600億円程度）。さらに、24年度予算案に計上している予備費（当初5,000億円）を1兆円に倍増することとし、異例の予算案修正も行った。この結果、24年度一般会計予算案は総額112.6兆円となったが、歳入面では赤字国債発行額は28兆8,700億円へ5,000億円増額された。

こうした予備費での対応については、迅速さが期待できる半面、内容を精査する国会審議を経ずに支出されることによる弊害（無駄使い、流用など）も懸念されている。近年、大規模災害が頻発していることもあり、災害復旧・復興費のあり方に関するルール化が求められる。



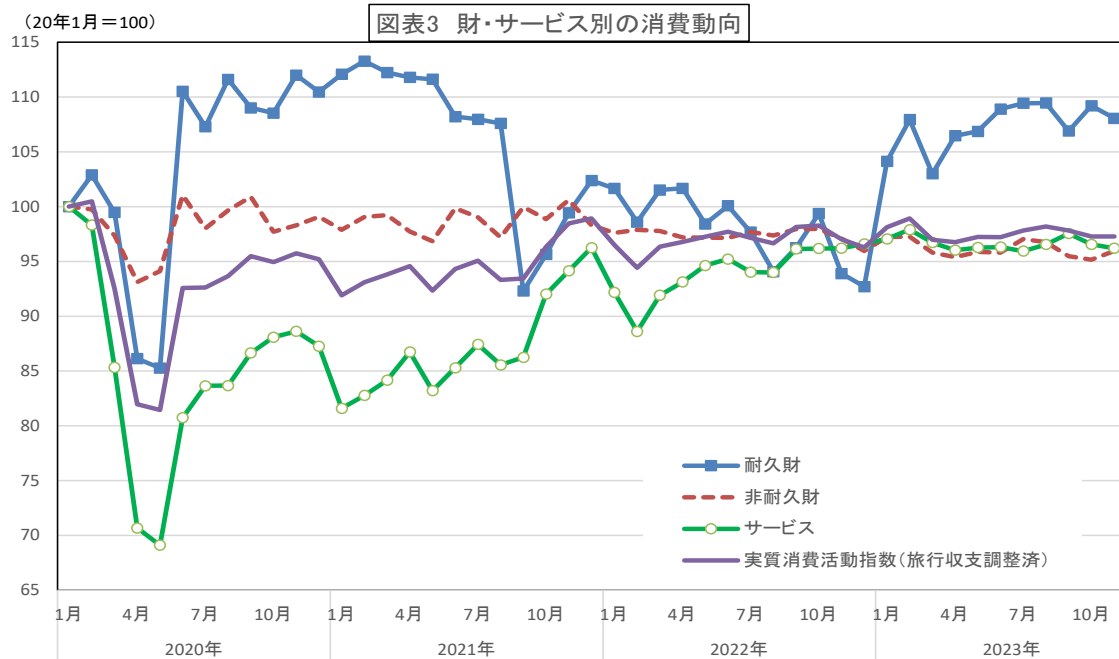
国内景気は回復継続ながらも足踏みに近い状態

以下、足元の国内景気動向について確認したい。11月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲1.4ポイントの悪化で、2、3月の水準まで低下したものの、基調判断は「改善」で据え置きであった。また、景気ウォッチャー調査（12月）によれば、景気の現状判断DIは5か月ぶりに改善し、判断基準である50を上回ったものの、先行き判断DIは2か月ぶりに悪化し、4か

月連続で 50 割れとなるなど、景況感は決して良いとはいえない。国内景気は回復局面にあるものの、足踏みに近い状態にあるとみられる。

こうした中、11 月に大きく落ち込んだ実質輸出指数（日本銀行試算）は 12 月には前月比 7.7% とプラスに転じ、5 か月ぶりに過去最大を更新した。しかし、11、12 月を均すと 9、10 月の水準を下回るなど、輸出数量が持ち直しつつあると評価するのは厳しいだろう。

また、日銀「展望レポート」では「緩やかに増加している」との評価が下されている設備投資であるが、月次の設備投資関連指標は弱含んでいる。11 月の機械受注（船舶・電力を除く民需、前月比 0.7%）、11 月の鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け、同 4.8%）はいずれも減少しており、両指標とも 23 年入り後は右下がりの動きが続いている。



(資料)日本銀行「消費活動指数」

物価高の影響で消費回復ペースは鈍い

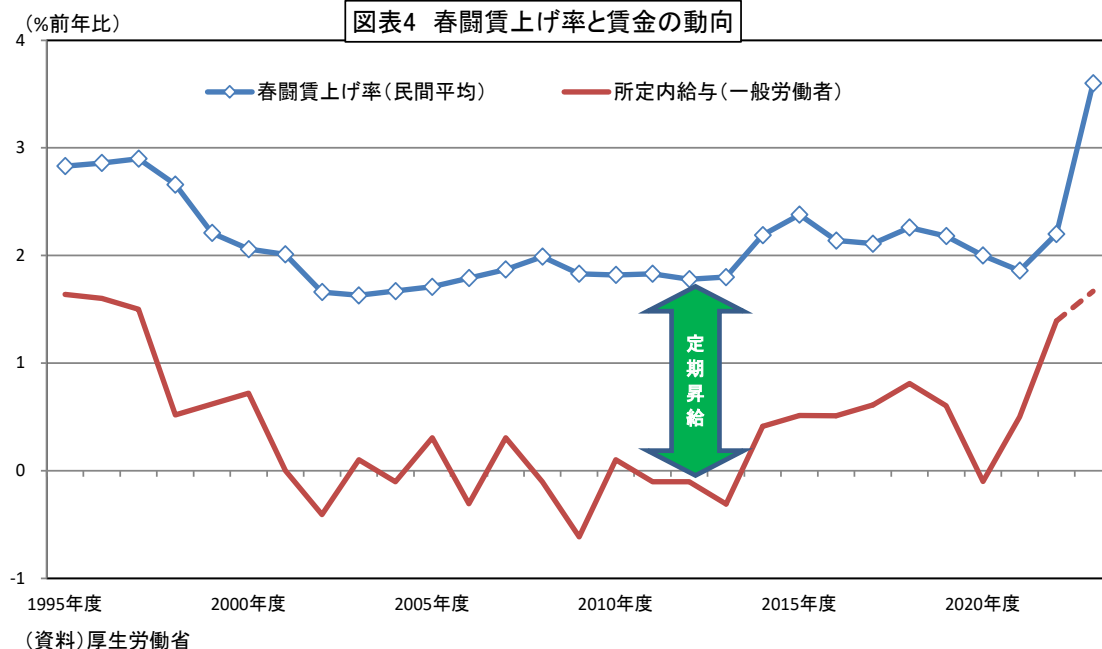
また、消費関連指標は引き続き弱い動きが散見される。11 月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）はいずれも前月比横ばいであり、上向く様子が窺えない。コロナ5類移行から半年が経過したが、なかなかサービス消費の回復が進んでいないことも確認できる。第3次産業活動指数からも「広義対個人サービス」が昨秋にかけて落ち込むなど、期待外れの動きとなっている。

大きな注目を集める 24 年春闘

こうした消費の弱さの背景には物価高による実質所得の目減りがある。11 月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比 0.7%とプラス状態が続いているが、消費者物価の高止まりによって実質賃金は前年比▲2.5%と 20 か月連続での減少となっている。

こうした中、24 日には「経団連労使フォーラム」が開催され、24 年春闘がスタートした。2 月 1 日には経団連・連合のトップ会談が予定されており、その後、各労組が会社側に要求を提出し、交渉が本格化する運びである。連合では 5%以上の賃上げを目標として掲げる一方、経団連の十倉会長も物価上昇に負けない賃金引上げを目指すことが社会的責務であるとの考えを示すなど、労使ともに賃上げを掲げる異例の展開となっている。大手からの一斉回答日は 3 月中旬が見込まれ、日銀の金融政策にも影響を与えるものとみられている。

それに先立ち、政府は労働組合や経済団体の各代表らとの「政労使会議」を 22 日に開催、岸田首相は 23 年実績を上回る賃上げを要請した。カギを握るのは中小・零細企業の動向であり、取引価格に対して人件費の上昇分を転嫁できるかどうか焦点となっている。



経済見通し：24 年 前半にかけて国内 景気は足踏み

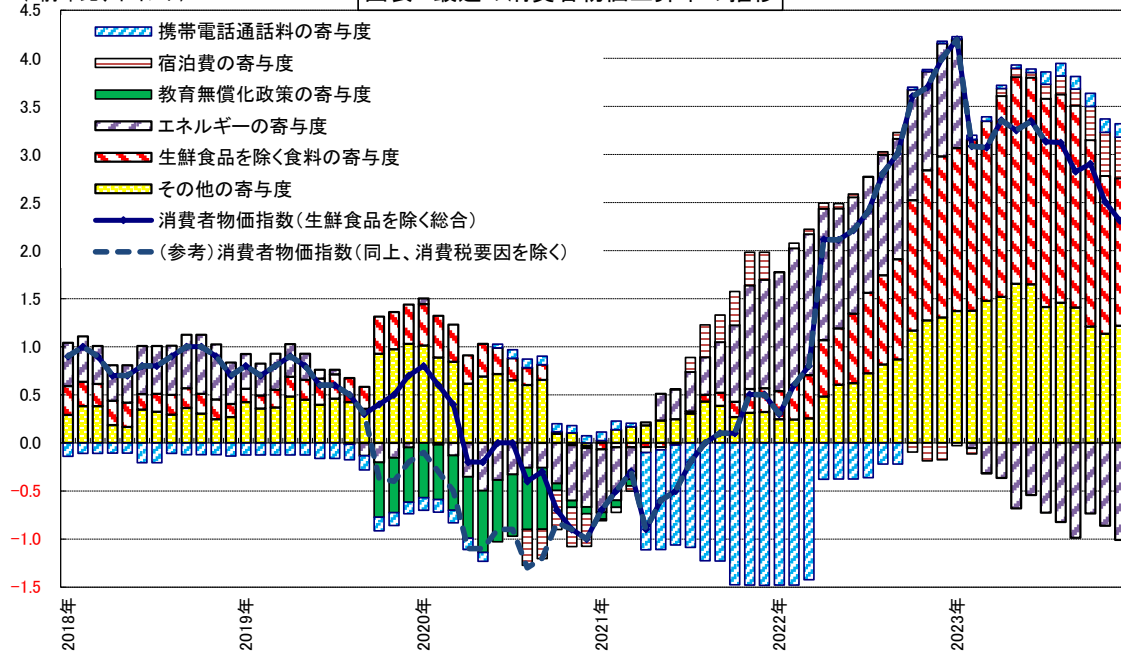
以下、先行きの国内景気を展望したい。上述の春闘賃金上昇率に関しては、好業績を背景に 23 年実績（厚生労働省調べ、3.60%）をやや上回るとみるが、東京商工リサーチによるアン

ケート結果（4,581社対象）を見ると、「23年を超えそう」との回答は全体の11.6%にとどまり、逆に「23年を下回りそう」、「賃上げできそうもない」は合わせて36.8%であった。そのため、賃上げが加速度的に高まる可能性は薄く、業種、企業規模などでバラツキがみられると思われる。とはいえ、後述の通り、消費者物価は鈍化する可能性が高く、実質所得の目減りは年度下期には解消に向かい、消費も徐々に回復力を高めるだろう。

一方、世界経済は欧米地域の金融引き締めが続くこと、中国の不動産不況などの影響もあり、輸出を国内景気の牽引役として期待するのは難しそう。特に自動車生産に関しては今後反動減が出るとみられるほか、足元は能登半島地震による操業停止やダイハツの生産停止などの影響も懸念される。そのため、24年前半にかけて国内景気は足踏みに近い状態が続き、回復力を高めていくのは24年半ば以降だろう。

(%前年比、ポイント)

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

**物価動向：先行き
鈍化を見込むが、
24年前半にかけて
下げ渋る可能性**

欧米地域と同様、国内物価も上昇鈍化がみられる。代表的な物価指標である全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は、23年1月に前年比4.2%まで加速した後、政府の物価高対策（電気・ガス料金の負担軽減策など）によって2月には同3.1%と、1ポイント超も上昇率が縮小した。その後、輸入インフレの収束や消費回復の鈍さなどもあり、12月には同2.3%まで鈍化した。エネルギー価格が大きく下落しているほ

金融政策：大規模緩和の枠組みを維持

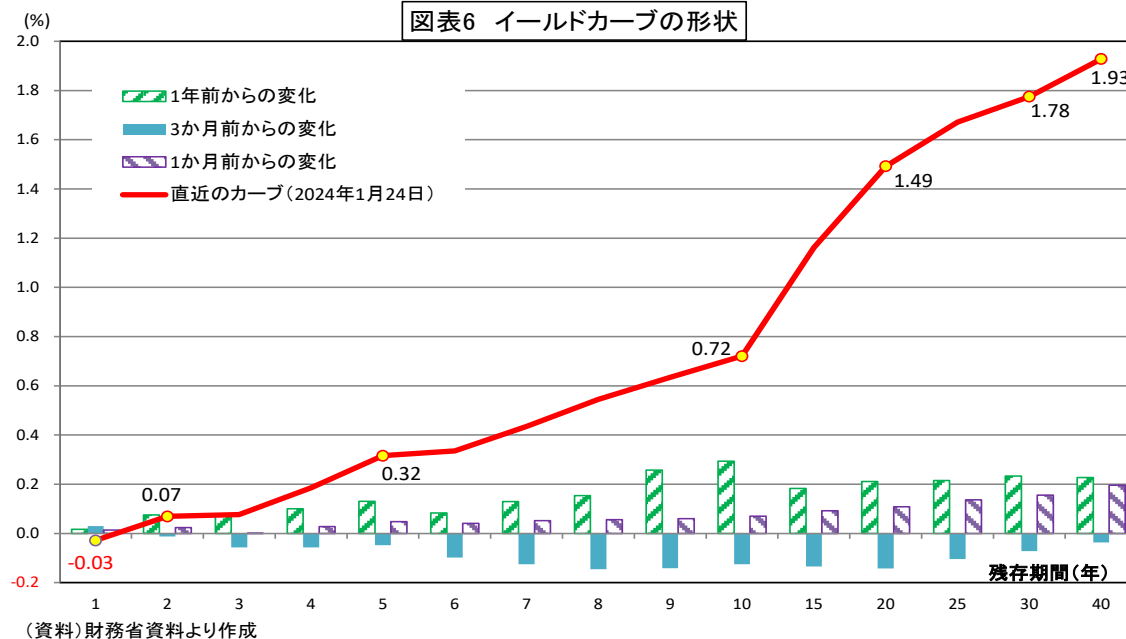
か、23年度半ば以降は食料・日用品の値上げも一服するなど、40年ぶりに高まった国内のインフレ圧力は沈静化しつつある。

一方、最近では旺盛なインバウンド需要などを背景に、宿泊費が大幅上昇しており、一般サービスは前年比3%前後まで上昇率を高めている。しかし、宿泊費要因を除けば、この半年は同1.8%での上昇が続くなど、全般的にサービス分野の上昇圧力が高まっているわけではない。

先行きについては、12月の国内企業物価が同0.0%と、上昇圧力が終息したこともあり、財分野での値上げ圧力は弱まっていくとみられる。一方、政府は24年4月まで物価高対策を延長したとはいえ、前年の反動もあり、24年2月以降はエネルギーが再び上昇に転じる可能性もある。さらに中東地域の地政学的リスクの高まりによって国際運輸が再び上昇傾向となっているほか、サービス価格に賃上げの効果が波及することもある。そのため、24年夏場にかけて物価は前年比2%台で推移し、下げ渋る展開が予想される。

24年の早い段階で日銀は金融政策の正常化に踏み切るとの見方が強まるなか、1月22～23日に開催された金融政策決定会合では「長短金利操作（YCC）付き量的・質的金融緩和」の枠組みを継続することが全員一致で決定された。また、6月「貸出増加を支援するための資金供給」について、貸付実行期限を25年6月末までと1年間延長することも決定した。

図表6 イールドカーブの形状



金融政策：春闘の結果次第では4月にマイナス金利政策解除の可能性も

同時に公表された「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、原油価格下落を受けて24年度の物価見通しを前回10月時点から0.4ポイント引き下げ、前年度比2.4%とする一方で、25年度については逆に0.1ポイント上方修正し、同1.8%とした。「消費者物価の基調的な上昇率はマクロ的な需給ギャップがプラスに転じ、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まるもとで、見通し期間終盤にかけて「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていく」とし、次回4月会合で新たに公表される26年度の物価見通しでは「2%」に近い予想が示される可能性が示唆されている。続けて、「先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」と年末に経団連での講演で指摘した文言を表記したこともあり、金融市場では春闘の結果が判明する4月会合での政策正常化を予想する意見が強まった。24年度下期にかけて物価は2%割れとなり、その状態がしばらく続く可能性があるが、日銀はマイナス金利政策の解除など、政策正常化に踏み出す可能性は否定できない。

しかし、前述の通り、24年春闘は23年実績をやや上回る可能性があるが、25年以降も「賃上げの機運」は継続するのか、まだ確証は持てない状況であろう。24年春闘が一定の期待を保っているのは好業績が背景にあるが、仮に日銀が政策正常化に踏み切った場合には円高リスクが顕在化し、物価や業績への下押し圧力が強まることも予想される。もちろん、日本は先行き慢性的な人手不足が続くと思われるが、それでも企業は物価上昇（2%）を上回る賃金上昇を継続していくのか、不透明感は払拭できない。

また、日銀は2000年8月、06年3月に金融引き締めに転じた直後、景気が悪化し、物価の下落傾向が強まるなど、判断ミスを繰り返したことも気掛かりである。IMFやOECDによる24年の世界経済見通しは23年からの減速が見込まれるなど、日本経済を取り巻く環境はいいわけではない。希望的観測に依存せず、ファクトの積み重ねに基づく慎重な判断が求められる。

金融市場：現状・見通し・注目点

米国経済のソフトランディング観測、さらには半導体の需給改善への期待感などから、年明け後の米国株価は史上最高値を更新した。さらに、日米金利差はなかなか縮小に転じないとの見方から為替レートは再び円安圧力が強まったこともあり、年

足元の長期金利に 上昇圧力

しばらく金利の居 所を模索する動き

初の国内株価はバブル崩壊後最高値を断続的に更新した。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

10月の金融政策決定会合で長期金利（新発10年物国債利回り）が1%超に上昇することが容認されたが、その後の海外金利の低下や大規模緩和の継続観測などから金利上昇圧力は一服した。12月上旬には日銀総裁・副総裁の発言から一部で早期の政策正常化観測を呼んだが、中旬までにはそうした思惑が後退、金利は再び低下に転じ、20日には5か月ぶりとなる0.550%まで低下した。また、元日の能登半島地震を受けて、1月会合での正常化観測が後退したことで、1月中旬にかけて0.6%前後でもみ合ったが、直近は4月の政策正常化を予想する見方が高まる中、0.7%台まで上昇した。

繰り返しになるが、金融市場では4月会合での政策正常化を織り込む動きがみられるが、海外からの金利上昇圧力はだいぶ解消しているほか、無担保コールレート（0/N）の実効レートは直近▲0.01%台で推移しており、マイナス金利政策解除が金利体系に与える影響は限定的であろう。YCCについても柔軟運用されていることもあり、長期金利が上昇傾向を強める可能性は薄いと思われる。国内金利はしばらく居所を模索する動きが続くだろう。

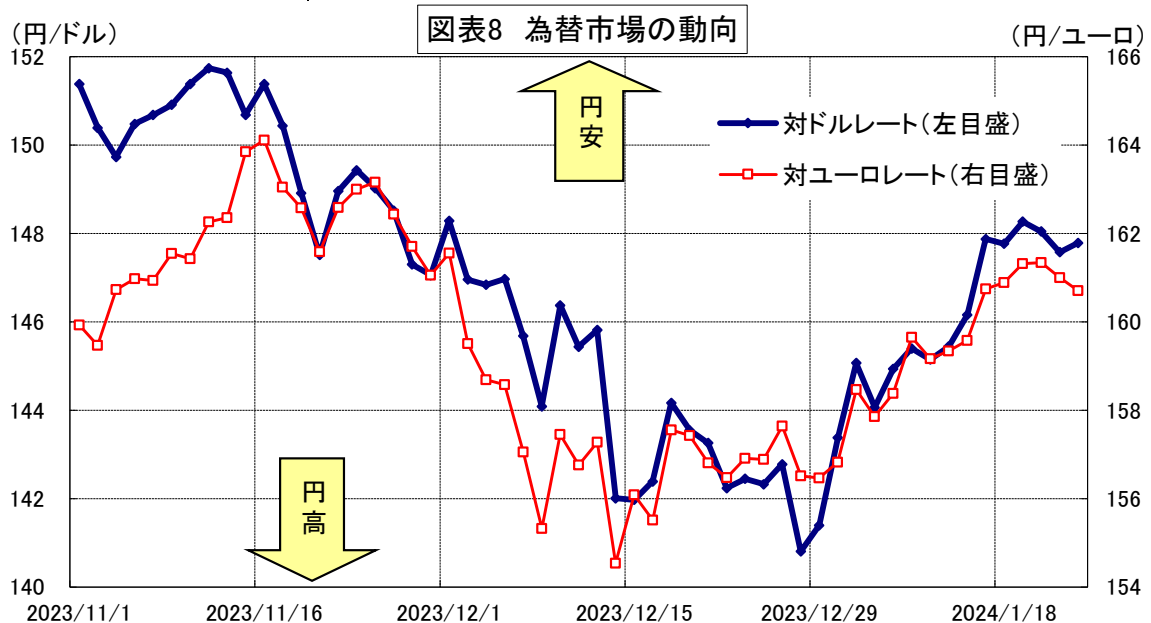


バブル崩壊後の最高値を更新

② 株式市場

昨年 10 月、日経平均株価は米国の金融引き締めが予想以上に長引くとの見方や中国経済の悪化懸念を背景に、一時 30,000 円台まで売られる場面もあった。その後、利上げフェーズ終了の可能性が好感された米国株価が上昇傾向を強める中、日本株はそれに追随できず、34,000 円に迫る場面では急速に上値が重くなるなど、ボックス圏での展開が続いた。大発会では震災への警戒などから下落が始まったが、その後は海外勢の資金流入もあり、国内株価は急騰、一時 37,000 円に迫るなど、バブル崩壊後の最高値を更新する動きが見られた。

とはいえ、急ピッチで上昇したことではしばらくはスピード調整的な動きが想定される。また、24 年前半にかけて内外経済は足踏み状態が見込まれるほか、円高リスクも浮上する可能性もあり、国内株価は足踏みが続く可能性があるだろう。



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注) 東京市場の17時時点。

再び円安圧力高まる

③ 外国為替市場

大幅に拡大した日米金利差が意識され、ドル円レートは 10～11 月にかけて 1 ドル＝150 円台で推移するなど、円安圧力が高い状態が続いた。11 月中旬には為替介入への警戒が燃える中、一時 1 ドル＝152 円に迫った。その後は米国で利上げ打ち止め観測が高まり、米国長期金利が大きく低下したこともあり、年末にかけては 140 円台前半で推移した。しかし、24 年入り後は、米国経済の底堅さに加え、1 月会合で日銀は政策正常化を見送

対ユーロでも足元 円安進行

るとの見方が強まり、再び円安が進んだ。

とはいえ、先行きは日米の金融政策の方向性が逆転する可能性が強く、円安がさらに進行する余地は小さく、むしろ円高ドル安に転換することが見込まれる。特に、米 Fed の利下げ転換が現実味を帯びた際には、円高圧力が強まるだろう。

一方、対ユーロレートも 11 月中旬にはドル高につられて一時 15 年ぶりとなる 164 円台まで円安が進んだ。ユーロ圏のインフレはかなり沈静化しており、欧州中銀（ECB）は 10 月以降利上げを停止しているものの、インフレ警戒姿勢を緩めておらず、しばらくは高い政策金利のまま据え置く可能性が高い。一方で、景気悪化懸念も高まっており、市場で利下げ期待が強まれば、ユーロ安に転じるものと思われる。

（24. 1. 24 現在）