

## 日本銀行は異次元緩和を終了、「普通」の金融緩和へ

～24 年春闘は堅調だった 23 年をさらに上回る勢い～

南 武志

### 要旨

2024 年入り後の国内景気は、引き続きインバウンド需要は堅調に推移しているものの、自動車的大幅減産や輸出の悪化などもあり、総じて弱含んでいる。23 年 10～12 月期の経済成長率は上方修正されて 2 期連続のマイナスを免れたものの、24 年 1～3 月期は再びマイナスに陥る可能性が高い。

日銀は、かねてから重視してきた「24 年春闘」が堅調なスタートを切ったことから、経済・物価の好循環が強まり、物価安定目標である「2%」の達成が見通せる状況に至ったと判断、11 年間続けた異次元緩和を終了し、今後は短期金利の誘導を政策手段とする「普通の金融政策」に移行することを決定した。金融市場はこの動きを概ね歓迎、事前に織り込まれていたこともあり、ほぼ無風で通過した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2024年				2025年
		3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物	(%)	0.077	0.00～0.10	0.00～0.10	0.00～0.10	0.00～0.25
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.1450	0.10～0.30	0.10～0.30	0.10～0.30	0.10～0.50
国債利回り	20年債	1.500	1.40～1.85	1.40～1.85	1.40～1.85	1.50～2.00
	10年債	0.725	0.50～0.95	0.50～1.00	0.55～1.05	0.55～1.10
	5年債	0.380	0.15～0.55	0.20～0.60	0.25～0.65	0.25～0.70
為替レート	対ドル	151.3	135～155	130～150	130～150	130～150
	対ユーロ	163.7	150～170	145～165	145～165	145～165
日経平均株価	(円)	40,414	40,000±3,000	40,500±3,000	41,000±3,000	41,500±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3月25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。

### 好調な春闘を材料に日本銀行は異次元緩和を終了

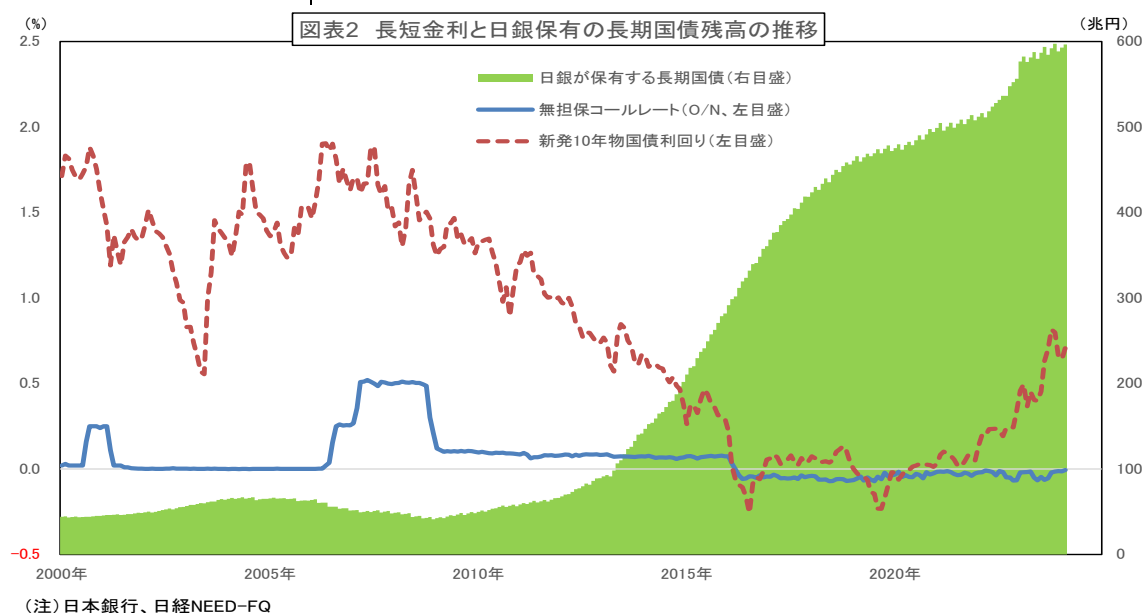
2023 年 4 月に植田日銀が発足して以降、14 年 4 月に開始された異次元の金融緩和をいつ、どのように幕引きをするのか、注目されてきた。植田総裁が就任する直前(23 年 1 月)に全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下コア CPI)の前年比上昇率は 4.2%まで高まるなど、既に日銀が設定した物価安定の目標である 2%を上回って推移していた。しかし、賃金の上昇を伴う形での、持続的・安定的な 2%の物価上昇の実現はまだ見通せないとの判断から、これまでは大規模緩和を粘り強く続ける姿勢を続けてきた。

こうしたなか、金融政策の先行きを占う上で 24 年春闘の動向に注目が集まっていた。23 年春闘では 30 年ぶりの高い賃上

げが実現したが、24年春闘も政労使が揃って賃上げ実現を目指す異例の展開となっていた。その甲斐あって、3月15日の大手企業の集中回答日には満額回答が相次ぎ、日本労働組合総連合会（連合）が公表した第1回集計では5.28%（平均賃金方式）と、23年最終集計（3.58%）を大幅に上回る33年ぶりの高い伸びとなった（第2回集計でも5.25%と高い伸びを維持）。

このように賃上げの機運が高まっていることを確認した日銀は3月18～19日に開催した金融政策決定会合において、「賃金と物価の好循環を確認し、先行き、「展望レポート」の見通し期間終盤にかけて、2%の「物価安定の目標」が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至った」とし、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みおよびマイナス金利政策の解除を決定、無担保コールレート（O/N）を「0～0.1%程度」に誘導することとした。なお、大量の超過準備預金が存在していることもあり、日銀当座預金（除く所要準備額相当部分）に対して0.1%の付利を適用することとなった。

資産買い入れ方針に関しては、長期国債の買い入れ額はこれまでと概ね同程度（月6兆円程度）とした一方で、急激な金利上昇時には機動的に買い入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施することとした。半面、ETFおよびJ-REITについては新規の買い入れを終了し、CP等および社債等については段階的に買い入れ額を減額、1年後をめどに買い入れを終了することとした。

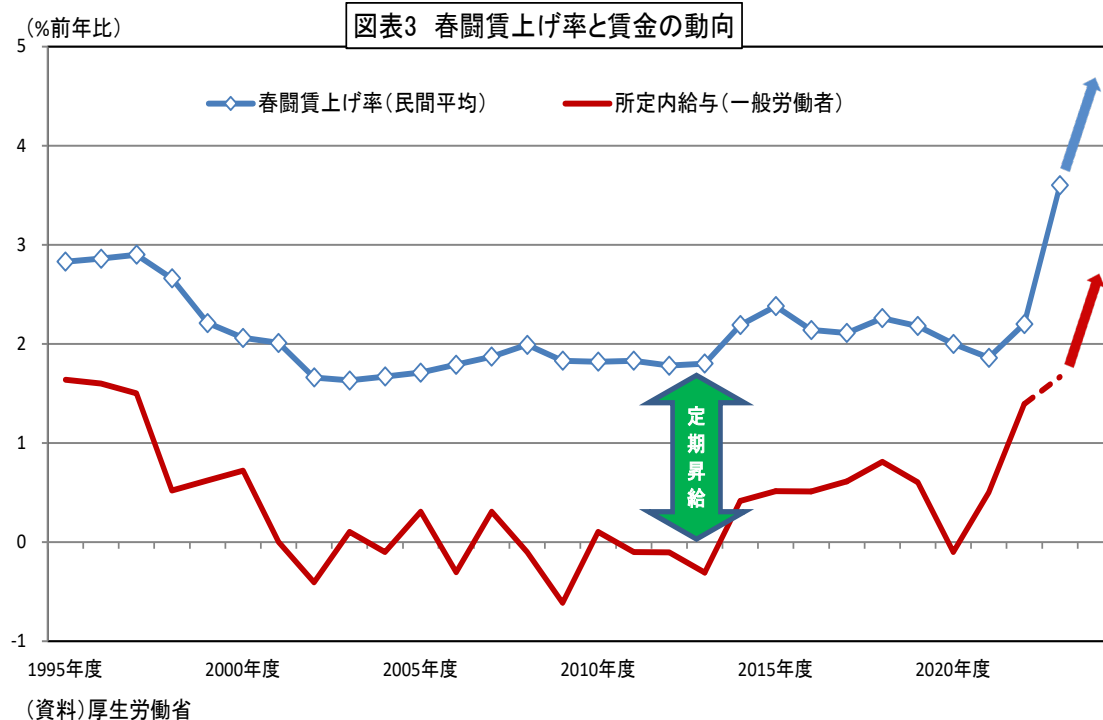


## 金融政策：今しばらくはゼロ金利が続くと予想

植田総裁は、今後は短期金利の誘導を通じて、物価の安定や持続的な経済成長を促す「普通の金融政策」を行う考えを表明している。そして「次の一手」である利上げがいつ行われるのか、その条件は何か、に焦点が移っている。声明文では「現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続する」との考えを示していることから、経済・物価データが見通しに対してどう推移しているかを見定めながら、ということになる。後述の通り、1～3月期はマイナス成長となる可能性が高いこと、欧米経済の減速基調が続く可能性があること等を踏まえると、経済・物価が予想を上振れて推移する可能性は当面薄いだろう。しばらくゼロ金利が続くと思われる。

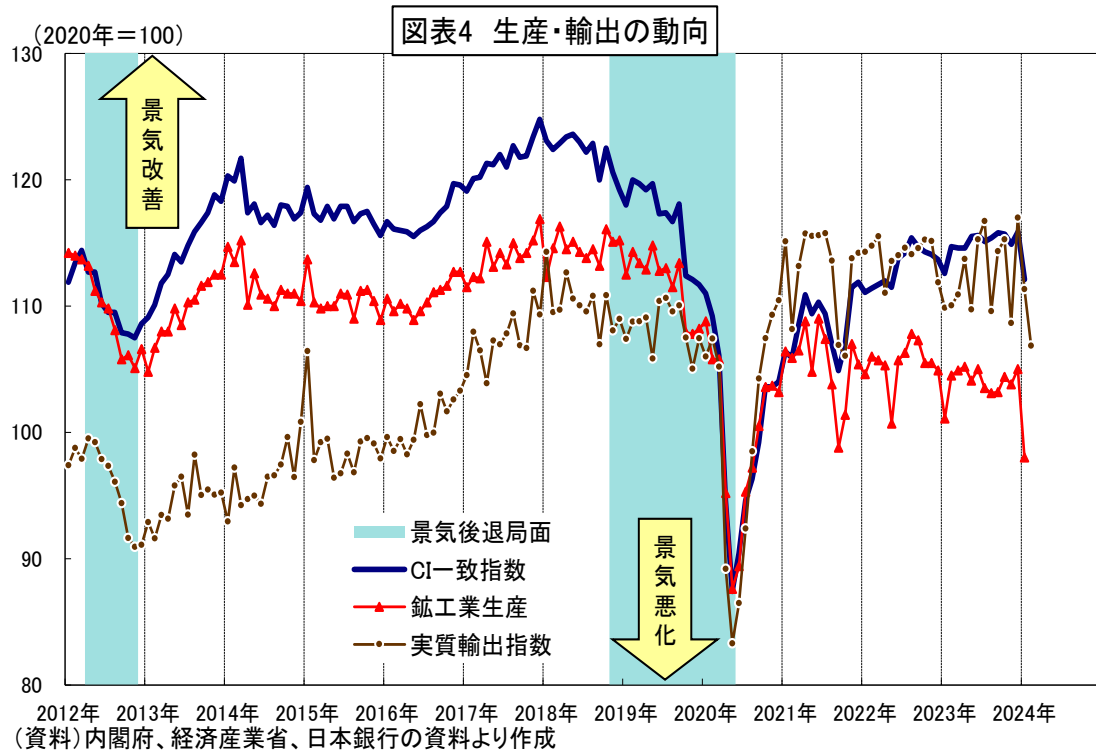
途中経過とはいえ、24年春闘が予想を大きく上回っていることを踏まえると、実質賃金の目減り状態はじきに解消され、消費の持ち直しが強まる可能性もある。そのあたりの状況が確認できれば、次の利上げが現実味を帯びてくるだろう。

とはいえ、「賃上げの機運」が日本で本当に定着したのかについてはまだ不透明性が高い。企業単位で交渉をする日本の賃金交渉スタイルでは、結果が企業業績に左右される部分が少なくない。業績が悪化した際も物価2%を維持できるだけのベースアップを企業が容認するのか、甚だ疑問である。



## 10～12 月期はプラス 成長へ上方修正され たが…

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、10～12 月期の GDP 第 2 次速報（2 次 QE）によると、経済成長率は前期比年率 0.4%と 3 期ぶりのプラスに上方修正された（1 次 QE では同▲0.4%）。法人企業統計季報にて設備投資額（含むソフトウェア）が前期比 10.4%と激増したことが背景にあるが、資本財出荷（国内向け）などの月次指標の動きとは乖離があり、若干の違和感があることは否めない。とはいえ、落ち込んだ 7～9 月期（前期比年率▲3.2%）からのリバウンドは見られず、かつ民間消費は 3 期連続の減少であるなど、国内景気の回復力は鈍いことを改めて意識させる数字でもあった。



## 自動車減産、輸出減の 影響で 24 年入り後の 国内景気は弱含み

月次経済指標に目を転じると、1 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から▲3.8 ポイントと 2 か月ぶりかつ大幅に悪化、これに基づく基調判断は「足踏み」へ下方修正された。1 月の鉱工業生産は前月比▲6.7%と大幅な低下となり、基調判断も「一進一退ながらも弱含み」へ下方修正されたが、認証不正問題による自動車減産の影響が出たとみられる。さらに、2 月の実質輸出指数（日本銀行試算）も前月比▲4.0%と 2 か月連続で低下した。また、1 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は同▲1.7%と 2 か月ぶりに減少、内閣府の基調判断は「足踏みがみられる」から「足元は弱含んでいる」へ下方修正された。

## 物価高の影響で消費 回復ペースは鈍い

消費関連指標も相変わらず弱い動きが続いている。1月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）は前月比▲0.2%と3か月連続の低下であった。一方、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は同0.3%と2か月ぶりに上昇したが、大幅に落ち込んだ12月（同▲1.5%）からの戻りは鈍い。23年を通じて下支えした自動車などの耐久財の悪化が目立っている。ちなみに、2月の乗用車販売台数（含む軽）は2か月連続で前年比割れとなっており、23年平均を15%ほど下回っている。

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。1月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.0%へ上昇率を高めたものの、物価変動を考慮した実質賃金は前年比▲0.6%と22か月連続での減少であり、消費の本格回復を阻害している。

## 経済見通し：24年 半ば以降、国内景 気は回復傾向を強 めると予想

以下、先行きの国内景気を展望したい。世界経済は、欧米地域では金融引き締めによる成長鈍化は不可避であるほか、中国経済も不動産問題を抱えている影響もあり、当面は低調さが残ると見込まれる。それゆえ、輸出が日本経済の牽引役となるのは難しいだろう。

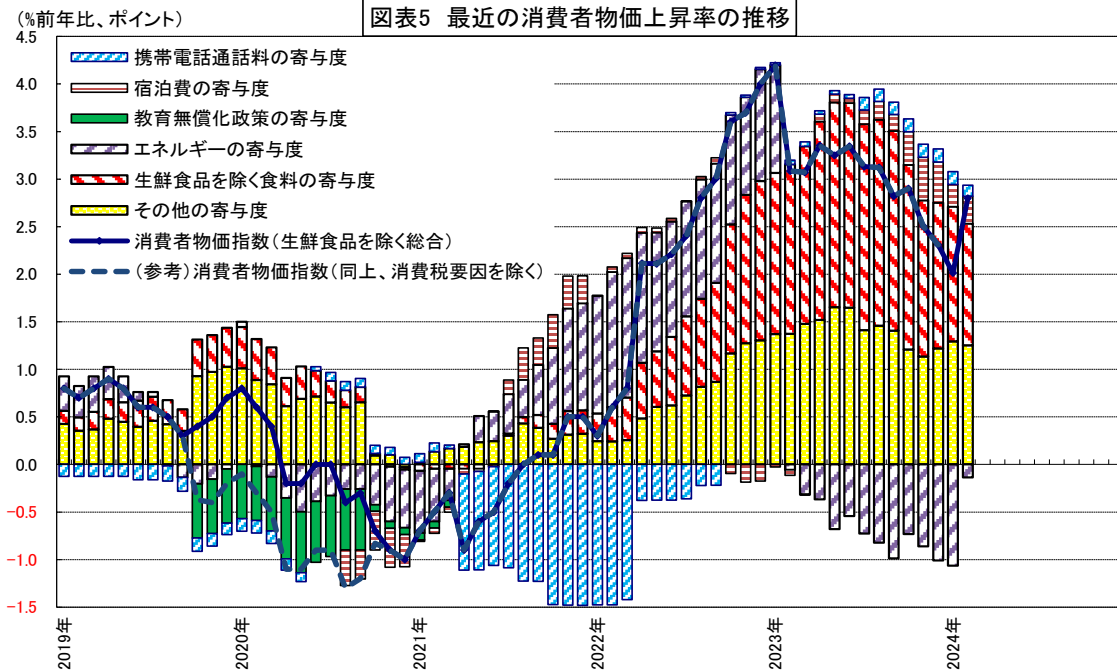
一方、冒頭でも触れた24年春闘の動向は、低迷が続く消費動向にも少なからぬ影響を与えるとみられる。前述の通り、足元では賃金上昇が物価高に追いついていない状況であるが、24年春闘は想定を大きく上回ったほか、6月には所得税・住民税減税（1人当たり4万円）の還付が始まることもあり、24年度入り後の消費は持ち直しに転じる可能性が高まっている。24年前半にかけて国内景気に鈍さは残るが、その後は回復傾向が徐々に強まっていくと予想する。

## 物価動向：24年度 前半にかけて2% 台半ばで下げ渋る と予想

2月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比2.8%と、同2.0%まで鈍化した1月分から大きく上昇率が拡大した。23年2月に導入された電気・都市ガス代の負担軽減策が一巡し、エネルギーの下落率が大幅に縮小した（1月：前年比▲12.1%→2月：同▲1.7%）ことが、物価上昇率全体を0.93ポイント押し上げた格好となっている。一方で、23年にかけての物価高騰の主役であった食料は値上げ圧力が緩和しつつあることも見て取れる。

最近ではサービス部門での人件費上昇を受けて、サービス価

格も前年比 3%前後で推移するなど、上昇が続いている。ただし、インバウンド需要の急増に伴う宿泊料の大幅値上げがサービス価格交渉の主因であり、それ以外の一般サービスにおいて上昇が加速している様子は確認されていない。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

先行きについては、足元で円安が進行したとはいえ、輸入インフレ自体は沈静化していることもあり、食料、日用品といった財分野での値上げ圧力は趨勢的に弱まっていくとみられる。政府の物価高対策によってエネルギー価格は抑制されているが、期限を迎える 4 月で停止された場合、物価上昇率全体を 0.8 ポイントほど押し上げる可能性もある。折角の賃上げの効果を相殺しかねないことから、5 月以降も延長される可能性が高いだろう。

一方で、国際運送料が再び上昇傾向となっているほか、「2024 年問題」によって物流コストが上昇する可能性がある。また、サービス分野で賃上げの効果が波及すること考えられる。以上を踏まえ、24 年度前半にかけての物価は前年比 2%台半ばで下げ渋る展開が予想される。

引き続き、日米の金融政策を巡る思惑が金融市場を動かした。日本ではマイナス金利政策解除後も当面は緩和的な金融環境が続く一方、米国ではインフレ再加速の兆しが散見され、日米金利差はなかなか縮小に転じないとの見方が強まった。

## 金融市場：現状・見通し・注目点



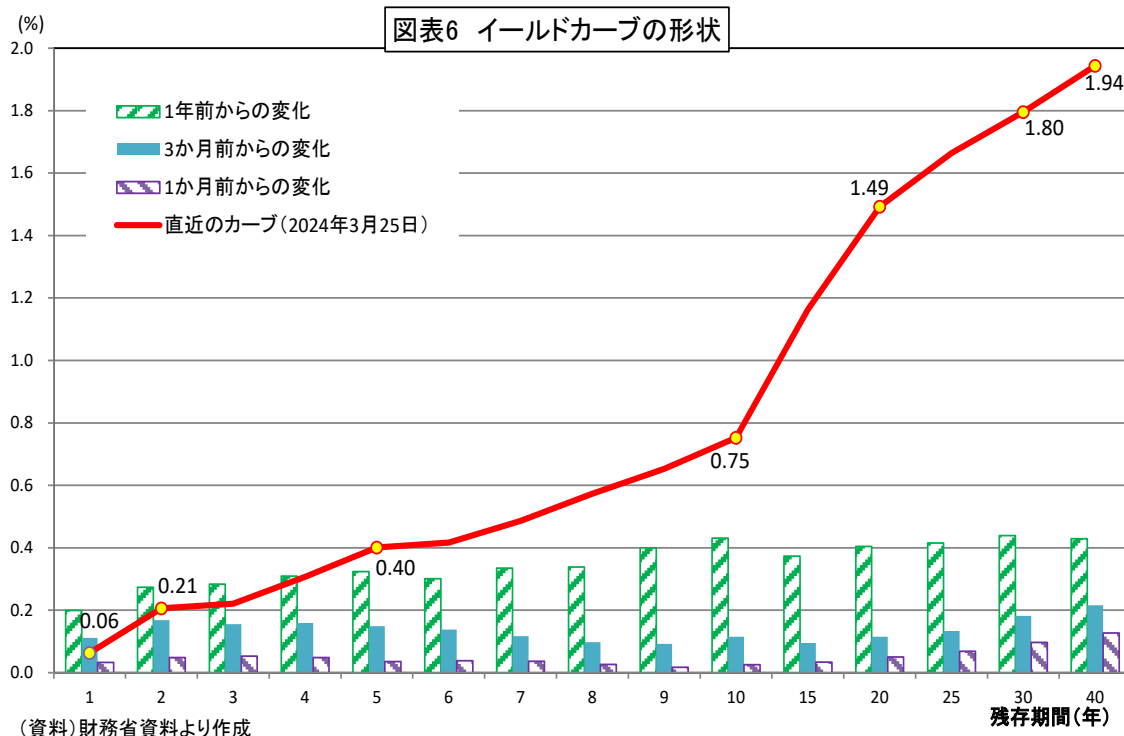
## マイナス金利政策 解除をほぼ無風で 通過

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

日銀から物価 2%を持続的・安定的に達成する確度は少しずつ高まっているとの発言が相次いだほか、マイナス金利政策解除後の政策運営についての発言も出るなど、1 月以降、早ければ 3 月にも金融政策が正常化されとの観測が強まった。ただし、長期国債の買い入れペースは当面維持されとの見方も根強く、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は 3 月初めにかけて概ね 0.7%台前半で安定推移した。

その後、3 月会合が迫ると、短期ゾーン主導で金利上昇圧力が高まり、長期金利も 0.8%に迫る場面もあった。しかし、異次元緩和終了後も緩和的な運営が続くとの見方が改めて強まり、直近の長期金利は再び 0.7%台前半に低下した。



## しばらく現状水準 でのみ合い継続

繰り返しになるが、日銀は緩和的な金融環境を維持すると述べているほか、異次元緩和前とほぼ同程度（月 6 兆円）の国債買入れを継続すること、さらに海外からの金利上昇圧力は概ね解消していることから、国内で金利上昇圧力が大きく高まる事態は当面想定されない。賃金と物価の好循環が一段と強まり、次の利上げが意識されるまでは 0.7~0.8%を中心レンジとし

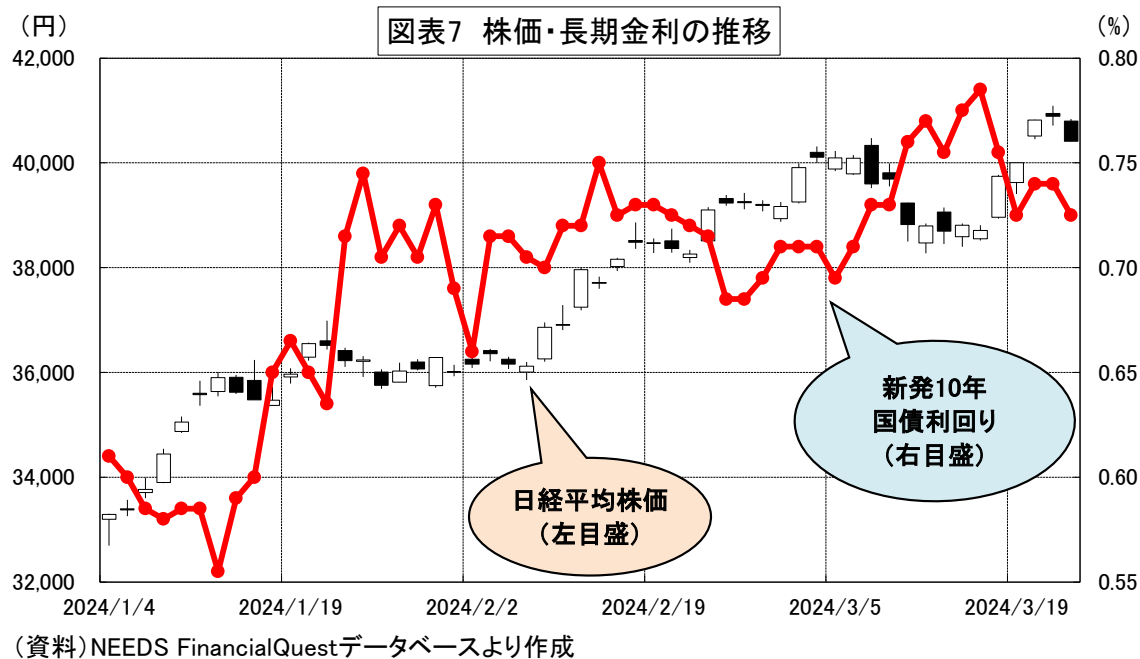
## 消費回復期待から 株価は底堅く推移 すると予想

たもみ合いが続くだろう。

### ② 株式市場

24年入り後の株式市場は、大発会こそ能登半島地震への警戒などから下落したが、その後は海外投資家主導で国内株価は急騰した。企業活動は総じて冴えないものの、米国経済のソフトランディング期待が強いほか、半導体不況からの立ち直りも期待されている。また、円安圧力が根強く、価格転嫁も進展しており、国内企業の業績は好調である。加えて、本来は金利コストの負担増につながるマイナス金利政策の解除なども、日本経済が正常化に向かっている証拠だと歓迎する向きもある。さらに、実質金利（名目金利－予想物価上昇率）のマイナスは継続するとみられ、直接的な経済への影響度は軽微との見方が根強い。

24年春闘の堅調な内容は、先行きの消費活性化を牽引するとみられ、出遅れ感のある内需関連株や中小型株への物色が強まっていくことも予想される。米国の利下げ転換が円高シフトを促すリスクもあるものの、国内株価はしばらく底堅く推移すると思われる。



## 改めて日米金利差 が意識され、円安 進む

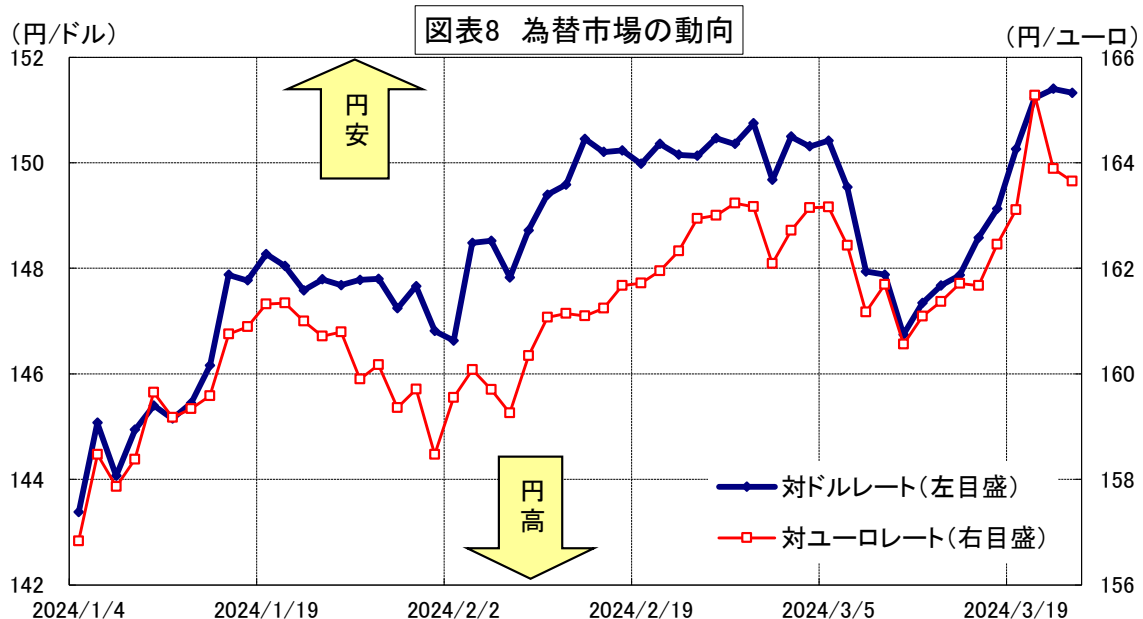
### ③ 外国為替市場

24年入り後、米国経済の底堅さを示す経済指標が多く公表されたことに加え、政策正常化が意識され始めた日銀もしばらく緩和的な金融環境を続けるとの見方が強まったことから、再び



円安圧力が高まった。23 年末には 1 ドル＝140 円近くだったドル円レートは、2 月中旬以降は 150 円台での推移が続いた。3 月に入ると、日銀の金融政策正常化が現実味を帯びてきたことから、一旦 146 円台まで円高方向に戻したものの、日米金利差はなかなか縮小しないとの見方が改めて意識され、足元は 151 円台まで円安が進んでいる。

当面は日米金利差が意識され、円安状態が続くと予想される。しかし、年央には米国が利下げに転じるとみられることから、円安が一段と進行する余地は小さいだろう。



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

## 対ユーロでも円安 継続

足元のインフレ圧力が緩和してきたとはいえ、日本とは状況が異なり、欧州中央銀行 (ECB) は賃金・物価スパイラルへの警戒が根強く、早期利下げには慎重である。そのため、日欧金利差もまたなかなか縮小しないとの観測から、24 年入り後は再びユーロ高が進み、2 月下旬から 3 月上旬にかけて 1 ユーロ＝163 円前後で推移した。日銀のマイナス金利政策の解除観測が高まった 3 月中旬にかけては一旦 160 円近くまで円高方向に戻したが、終了後は改めて金利差の存在が意識され、164 円台までユーロ高が進んだ。

とはいえ、ユーロ圏の景気は低調であり、ECB に対する利下げ期待は強い。5 月下旬までにはユーロ圏での賃上げ交渉の結果が判明するが、そうしたデータで賃金・物価が先行き落ち着くとの確証を得られれば、6 月の理事会で利下げが決定される

可能性もある。そうなればユーロ安に転じると思われる。  
(24. 3. 26 現在)