

### 1~3ヶ月期は2期ぶりのマイナス成長

#### ~追加利上げ観測で長期金利は1%台まで上昇~

南 武志

##### 要旨

2024年1~3ヶ月期の経済成長率は2期ぶりのマイナス成長となり、コロナ禍からの回復が順調でないことが改めて確認された。マイナス成長の主因であった「不正認証要因」の剥落で4~6ヶ月期はプラス成長に戻るとみるが、世界経済の低成長状態が続くほか、物価高が消費回復を阻んでいる状況は変わらず、年度上期中は緩慢な回復にとどまるだろう。

一方、24年春闘で33年ぶりに高い賃上げが実現したほか、6月の所得税・住民税減税を受けて、所得の伸びは大きく高まるとみられる。ただし、エネルギー価格の高騰が想定される今夏は物価上昇率も再加速するため、実質賃金の目減りは解消されないだろう。秋以降の物価の沈静化でようやく消費抑制要因が解消し、24年度下期には民間需要が主導する格好で国内景気の回復が本格化すると予想される。

日銀は異次元緩和の解除後もしばらくは緩和的な政策運営を続ける方針を示している。足元では早期の追加利上げ観測が浮上、長期金利には上昇圧力がかかっているが、今回の賃上げが実際に消費回復につながったことを確認するまで利上げは見送られるだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2024年				2025年
	5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 (%)	0.078	0.00~0.10	0.00~0.10	0.00~0.30	0.10~0.30
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.1190	0.10~0.30	0.10~0.30	0.10~0.40	0.10~0.50
国債利回り	20年債 (%)	1.865	1.55~1.95	1.55~1.95	1.60~2.00
	10年債 (%)	1.025	0.65~1.10	0.65~1.10	0.70~1.15
	5年債 (%)	0.595	0.40~0.65	0.40~0.65	0.50~0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	156.9	145~165	140~160	135~155
	対ユーロ (円/ユーロ)	170.3	155~175	145~165	145~165
日経平均株価 (円)	38,900	39,000±3,000	40,000±3,000	41,000±3,000	42,000±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)

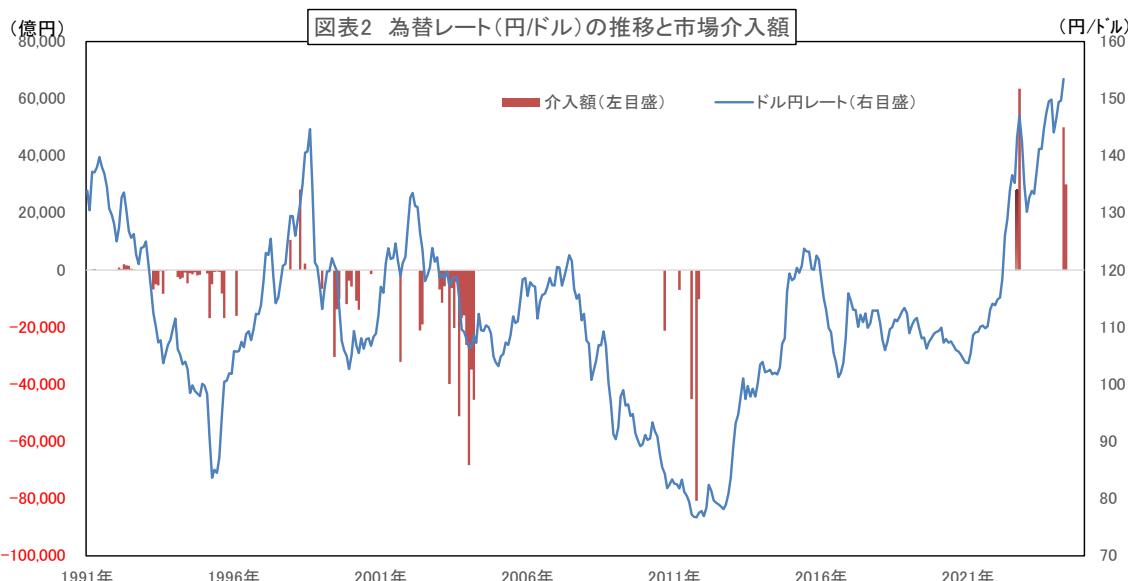
(注)実績は2024年5月27日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

根強い円安圧力、  
22年秋以来の円買  
い介入を実施した  
模様

米国内のインフレ再燃への警戒から利下げ時期が想定よりも後ずれするとの観測が強まったこともあり、2024年入り後に再び円安ドル高が進行した。鈴木財務相、神田財務官らによる度重なる牽制にも関わらず、4月末には34年ぶりに1ドル=160円台まで円が急落した。こうした背景として、4月25~26日に開催された金融政策決定会合後の記者会見において、植田日銀総裁が今回の円安進行が基調的な物価上昇率に与える影響は無視できる範囲と発言し、マーケットに円安容認と受け取

られたことも指摘されている。こうした円安進行を受け、政府は4月29日と5月2日の2回にわたって総額8~9兆円規模での円買い介入に踏み切ったとみられる（実績値は5月末に公表予定）。加えて、事前予想を下回った米雇用統計（4月）の影響もあり、一時151円台まで円高に戻る動きが見られた。

このように介入直後こそ円安は修正されたが、時間経過とともにじりじりと円安が進行するなど、単独介入の効果は限定的であるのが実情である。



(資料)財務省、Nikkei FQ (注)市場介入額は円買いは黒字方向、円売りは赤字方向。直近の24年4、5月は推計値。

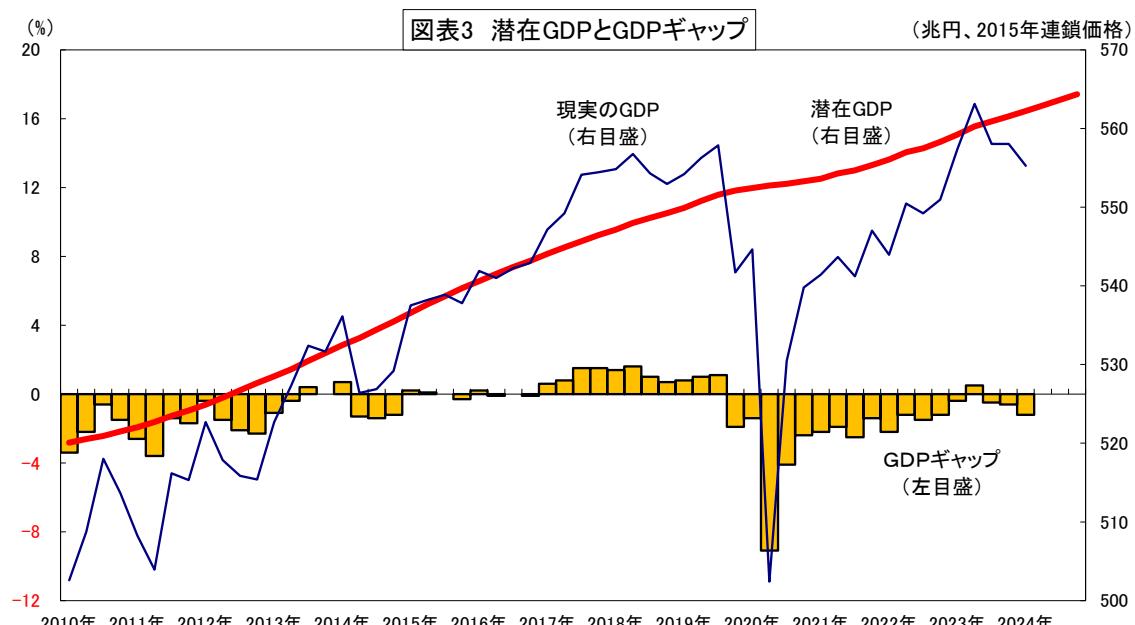
### 1~3ヶ月期はマイナス成長(2期ぶり)

24年1~3ヶ月期の実質GDPは前期比年率▲2.0%と2期ぶりのマイナスであった。23年5月のコロナ5類移行により、コロナ禍からの持ち直しが期待された民間消費が4期連続の減少となったほか、民間最終需要も2期ぶりの減少（10~12ヶ月期は前期比0.03%の微増にとどまる）、さらには前年比成長率も3年ぶりにマイナスに転じた。国内景気は「緩やかに回復している」との認識を示す政府や日本銀行の見解とは異なり、この1年は頭打ち感の強い展開が続いている。

なお、23年度の実質成長率は1.2%と3年連続のプラス、かつ潜在成長率（内閣府・日銀では0.7%程度と推計）を上回った。しかしながら、23年度の成長率の源泉は「ゲタ(+1.0ポイント)」と4~6ヶ月期の高成長（前期比1.0%）に由来するものであり、7~9ヶ月期以降は概ねマイナス成長となっている点に留意すべきであろう。

一方、名目成長率は微増ながらも前期比年率0.4%と2期連

続のプラスであり、国内の価格転嫁が定着しつつあることの恩恵を受けた格好となった。実際、GDP デフレーターは前期比 0.6%と 6 期連続のプラスだった（前年比も 3.6%と同じく 6 期連続プラス）。



(資料)内閣府、総務省のデータから農林中金総合研究所作成

(注)潜在GDPの水準は内閣府の試算したGDPギャップ率、潜在成長率などから計算。24年1~3月期は当総研の推計値。

## 国内景気は足踏み

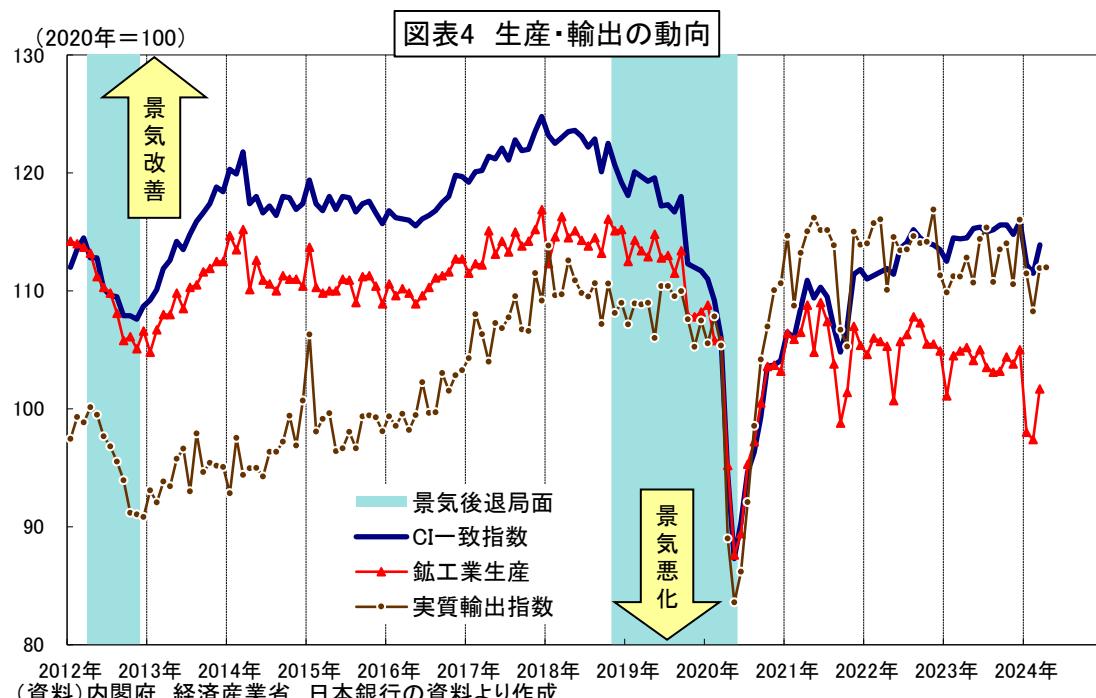
月次経済指標に目を転じると、3月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+2.1 ポイントと 3か月ぶりに改善したが、1~2月の悪化幅（▲4.4 ポイント）からの戻りは限定的で、これに基づく基調判断は景気がピークアウトした可能性を示す「下方への局面変化」で据え置かれた。一方、内閣府が試算している「景気を把握する新しい指数（一致指数）」によれば、3月分は前月から▲0.4 ポイントと悪化（2か月ぶり）するなど、動きは鈍い。

また、4月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比 0.1%の微増ながらも、2か月連続で上昇、1~3月平均を 1.3%上回った。財別にみると「自動車関連」は持ち直しものの、「資本財・部品」は横ばい、それ以外は減少した。地域別には「米国向け」、「EU 向け」が持ち直したが、「中国向け」は弱まった。

ソフトデータを確認すると、景気ウォッチャー調査（4月）によれば、景気の現状判断 DI は 2か月連続の悪化、かつ 2か月連続で判断基準である 50 を下回った。内訳をみると、家計動向関連 DI は 22 年 8 月以来の低水準となつたほか、企業動向関

連 DI も製造業の悪化継続で、5か月ぶりの 50 割れとなった。景気の先行き判断 DI も 2か月連続で悪化、6か月ぶりに 50 を割り込んだ。基調判断についても「景気は、緩やかな回復基調が続いているものの、このところ弱さがみられる」へ下方修正された。

一方、改善を示す指標も散見される。au じぶん銀行日本 PMI (5月) の製造業は 50.5 と 1年ぶり、サービス業は 53.6 と 21 か月連続で、いずれも判断基準の 50 を上回った。



### 物価高の影響で消費回復ペースは鈍い

消費関連指標に目を転じると、3月の総消費動向指数 (CTI マクロ、総務省統計局) は前月比▲0.01%の微減ながらも 3か月ぶりの低下となった。さらに、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同▲0.3%と 2か月ぶりに低下（うち実質サービス指数も 4か月ぶりの低下）するなど、持ち直しに向けた動きは確認できない。1~3月期には認証不正問題で大幅に悪化した自動車販売台数も、4月分は 23 年平均を 13%ほど下回ったままである。

国内の消費の低調さの背景には物価高による実質所得の目減りが消費者の節約志向を強めていることが挙げられている。3月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比 1.0%と増加基調を維持しているものの、物価変動分を差し引いた実質賃金は前年比▲2.1%と 24 か月連続で減少しており、消費活動

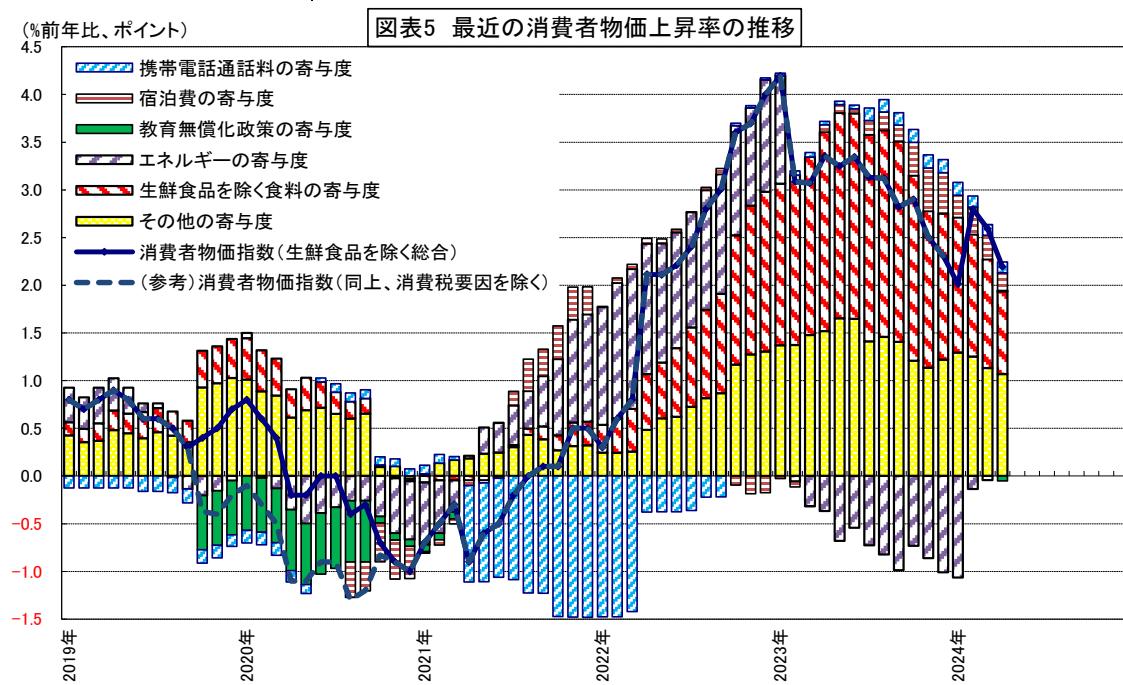
## 経済見通し：国内景気は回復傾向を強めるのは24年秋以降と想定

を抑制している。

以下、今後の国内景気を展望したい。足元4~6月期に関しては、世界経済の低成長状態は続いていることから、輸出は伸び悩むとみられる。一方、33年ぶりに5%台の賃上げが実現した24年春闘を受けて、消費回復への期待が高まっているものの、円安進行や原油高などの影響で物価が下げるところから、実質所得の目減り状態は解消されず、消費回復の勢いは鈍いままだろう。半面、認証不正に関する「自動車」要因の反動増が見込まれるほか、インバウンド需要も堅調に推移するとみられ、経済成長率は2期ぶりのプラスが見込まれる。

なお、6月には所得税・住民税減税が実施されるが、後述の通り、今夏にかけては物価上昇率が再加速することもあり、消費回復ペースが高まるのは物価が沈静化する秋以降にずれ込むだろう。また、24年度下期には欧米地域で利下げ転換が進むほか、中国政府のテコ入れ策などもあって、緩やかながらも世界経済の回復傾向が強まり、輸出、企業設備投資にも波及するとみられる。

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：物価は沈静化

4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 2.2%と、2か月連続で鈍化した。エネルギーが 15か月ぶりに前年比プラスに転じたものの、食料（生鮮食品を除く）の値上げ圧力が着実に弱まってきたことが背景にある。東京都

## **エネルギー高の影響 で物価上昇率は再び 3%台へ**

区部 CPI（4月）では、東京都による高校授業料無償化政策の影響で物価全体を 0.5 ポイントほど押し下げるが、全国での授業料等の寄与度（対物価全体の上昇率）は▲0.05 ポイントにとどまった。

また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」も同 2.4%へ鈍化、22 年 9 月以来の低い伸びとなるなど、緩やかながらもインフレ圧力が沈静化していることが確認できた。

先行きについては、円安進行や原油高などによって輸入物価の上昇率が緩やかに上昇し始めているが、22~23 年にかけてみられたような食料、日用品といった財分野の大幅値上げにはつながらないと思われる。一方、電気・都市ガス料金の負担軽減措置が 5 月使用分で半減されて終了すること、5 月から再生可能エネルギー発電促進賦課金単価が大幅に引き上げられること（1kWh 当たり 1 円 40 銭から 3 円 49 銭へ）、さらに最近の円安や原油高などによって、今夏にかけてエネルギーが物価上昇率を大きく押し上げる可能性が高まっている。また、中東情勢の緊迫化などによって国際運輸が再び上昇傾向が強まっているほか、「2024 年問題」で国内の物流コストも上昇しつつある。また、先行きサービス価格に人件費の増加分が価格転嫁されいくことも考えられる。以上を踏まえ、24 年夏場にかけて物価上昇率は再び前年比 3%台へ高まり、年度下期にかけて 2%台後半で下げ渋る展開が予想される。

## **金融政策：年末に も追加利上げの可 能性も**

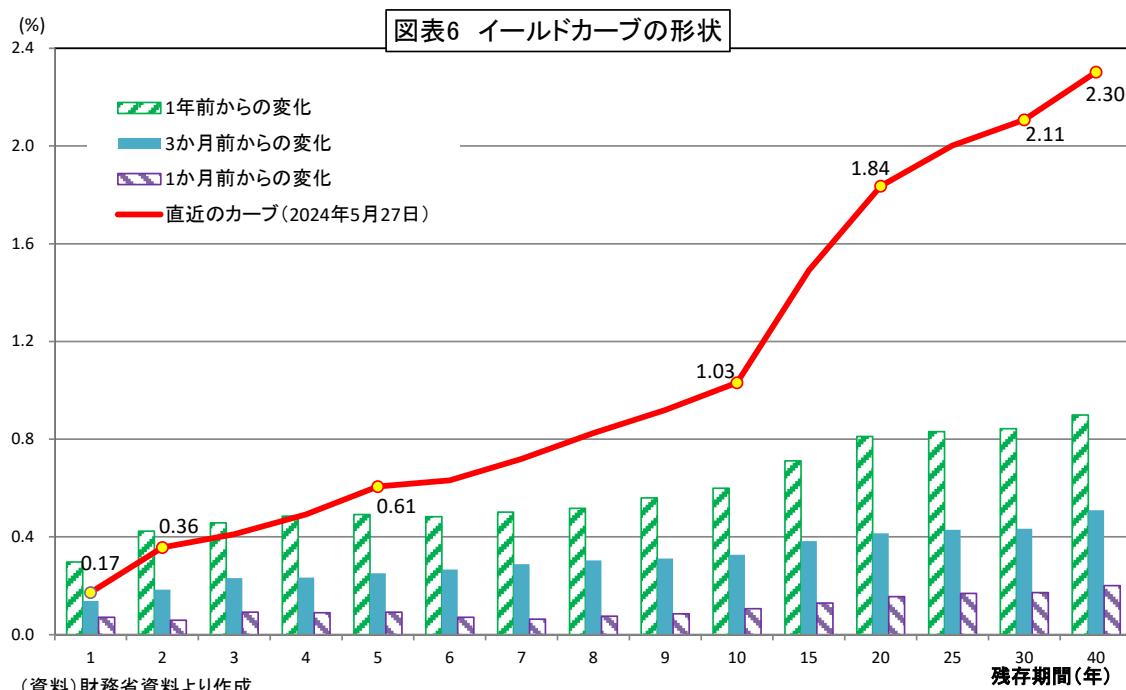
日銀は 4 月の金融政策決定会合において、無担保コールレート（0/N）を「0~0.1%程度」に誘導（前回から据え置き）するほか、月 6 兆円程度の長期国債買い入れを継続する方針も決定した。同時に公表した展望レポート（経済・物価情勢の展望）では、景気の先行きについて「海外経済が緩やかに成長していくもとで、緩和的な金融環境などを背景に、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まることから、潜在成長率を上回る成長を続ける」と前回 1 月の見通しを踏襲、24 年度の成長率見通しを 0.8%（前回から下方修正）、25 年度を 1.0%（前回と変わらず）、とした。

また、物価に関しては、「既往の輸入物価上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰する」ものの、「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の改善に加え、賃金と物価の好循環が引き続き強まり中長期的な予想物価上昇率が上昇

していくことから、徐々に高まっていく」とし、25、26年度は2%の物価安定目標と概ね整合的な水準で推移するとの見通しを示した。

会合後の記者会見で植田総裁は「基調的な物価上昇率が見通しに沿って2%に向けて上昇していけば、政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していく」との方針を示している。また、国債買入れも、どこかの時点で減額ということを視野に入れているとの発言を繰り返しており、金融政策の方向性は引き締めであることは間違いない。

そのタイミングについては、24年春闘の結果や物価情勢の変化を受けて、実質賃金の目減り状態が解消し、消費の持ち直しが明確になるのを確認してからではないかと思われる。早ければ年末あたりには追加利上げが現実味を帯びてくるだろう。



## 金融市场：現状・見通し・注目点

引き続き、日米の金融政策に関する思惑がマーケットを動かした。4月下旬にかけて米国の利下げ時期が後ズレしたとの観測が高まり、米国金利が上昇、ドル高円安圧力が高まった。その後は、予想を下振れた米雇用統計や財務省による円買い介入もあり、米国金利は低下し、円安もやや修正された。一方で、日銀が早期の追加利上げや国債買入れ減額に動くとの思惑が浮上、国内の長期金利は12年ぶりに1%台まで上昇した。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて

## 長期金利は12年ぶりとなる1%超まで上昇

## 長期金利はじり高へ

考えてみたい。

### ① 債券市場

日銀は3月に長短金利操作(YCC)を撤廃したが、当面はこれまでと同様、月6兆円程度のペースで国債買い入れを続けるとの方針を示した。そのため、4月上旬にかけて長期金利は0.7%台で落ち着いた動きを続けたが、その後は米国の金利上昇が波及したほか、円安進行を背景に日銀の利上げ観測が浮上し、金利上昇圧力がかかった。直近は12年ぶりに1.025%まで上昇する場面も見られた。

米国経済は底堅く、インフレ再燃が懸念されるなど、米Fedは年内利下げを見送る可能性がある。仮にそうなれば米長期金利は高止まりし、国内の長期金利にも上昇圧力が波及するとみられる。また、24年春闘を受けた賃上げが消費持ち直しにつながれば、次の利上げが意識されることになるだろう。長期金利は先行き徐々に水準を切り上げていくと予想する。



## 株価はしばらくもみ合う展開

3月22日に日経平均株価は4万1,087円(ザラ場)の史上最高値を更新した後、米国の利下げ時期が後ズレするとの見方から長期金利が上昇したほか、中東情勢が緊迫化したことから、調整色の強い展開となり、4月19日には2か月ぶりの3万6,000円台まで下落した。その後は持ち直しが見られ、5月中旬には一時3万9,000円台を回復したものの、24年度について増収減

益を見込む企業が多いこともあり、基本的には上値の重い展開となっている。

国内景気は24年度上期にかけては力強さを欠くものの、下期以降は大幅な賃上げを背景に回復力を高めるとみられ、出遅れ感のある内需関連株や中小型株への物色も強まっていくと予想される。ただし、米国の金融政策への警戒が根強いことから、しばらく国内株価はもみ合いが継続するだろう。



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

### 円買い介入後も円安圧力は根強い

#### ③ 外国為替市場

冒頭で触れた通り、4月下旬にかけてドル円レートが1ドル=160円台を突破したことから、財務省は4月29日と5月2日の2回にわたり、総額8~9兆円規模での円買い介入に踏み切ったとみられる。とはいえ、円安の流れを断ち切ったとは言い難く、時間経過とともに再び円安方向に戻っているのが実情である。

こうした円安の背景には、米国の利下げ時期が後ずれしたとの見方が高いことが指摘できる。労働需給ひっ迫度、インフレ圧力などは解消する方向にあるとはいえる、そのスピードはあまりに遅く、Fedは利下げに対する慎重姿勢を崩していない。こうした中、日銀の追加利上げ観測が浮上しているものの、消費が4期連続で減少するなど、いわゆる「第2の力」が強まっているわけではなく、利上げはまだ先との見方も根強いのが実情であろう。

## 対ユーロでも円安 継続

そのため、今後とも大きく乖離したままの日米金利差によって円安そのものは続くと予想される。しかし、160 円近辺では市場介入のリスクもあり、それ以上、円安が進む余地は小さいだろう。

賃金・物価スパイアルへの警戒を続ける欧州中央銀行（ECB）は、23 年 9 月以降、政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）を 4.5% で据え置いている。そのため、日欧金利差もなかなか縮小しないとの見方が根強く、24 年入り後から再びユーロ高傾向となっており、直近は約 1 年ぶりに 1 ユーロ = 170 円まで円安が進んだ。

足元ではユーロ圏のインフレも沈静化が進んでおり、6 月の政策理事会では利下げが決定されるとの見方が強いものの、ECB ではその後の利下げペースについては慎重姿勢を示しておる。ただし、実際に ECB が利下げに転じれば、ユーロ安気味に推移し始めると予想する。

(24. 5. 27 現在)