

揺れ動く日銀の追加利上げ観測

～「賃金と物価の好循環」の強まりはまだ確認できず～

南 武志

要旨

5月の景気動向指数・CI一致指数は2か月連続で上昇、19年9月以来の水準まで回復したことから、国内景気は足踏み状態から脱した感がある。とはいえ、世界経済は低成長状態が続いており、外需には期待できない状況だ。一方、24年春闘で実現した5%台の賃上げや6月の所得税・住民税減税によって、家計所得は押し上げられつつあるが、物価高止まりによる実質賃金の目減りが続いている。政府の電気・都市ガス代の負担軽減策の復活などが奏功して秋口に物価が沈静化に向かえば、消費もようやく回復に向かうとみられる。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強まるものと予想する。

こうした中、金融市場では日銀が7月にも追加利上げをするとの思惑も浮上しており、長期金利も1.0～1.1%で推移している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2024年			2025年	
	7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	0.080	0.00～0.10	0.00～0.30	0.10～0.30	0.10～0.50
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.1490	0.10～0.30	0.10～0.40	0.25～0.50	0.25～0.50
国債利回り	20年債 (%)	1.860	1.65～1.95	1.70～2.00	1.75～2.05
	10年債 (%)	1.075	0.80～1.15	0.80～1.20	0.85～1.25
	5年債 (%)	0.620	0.45～0.70	0.50～0.75	0.55～0.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	154.6	145～165	140～160	135～155
	対ユーロ (円/ユーロ)	167.4	155～175	150～170	145～165
日経平均株価 (円)	39,599	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)

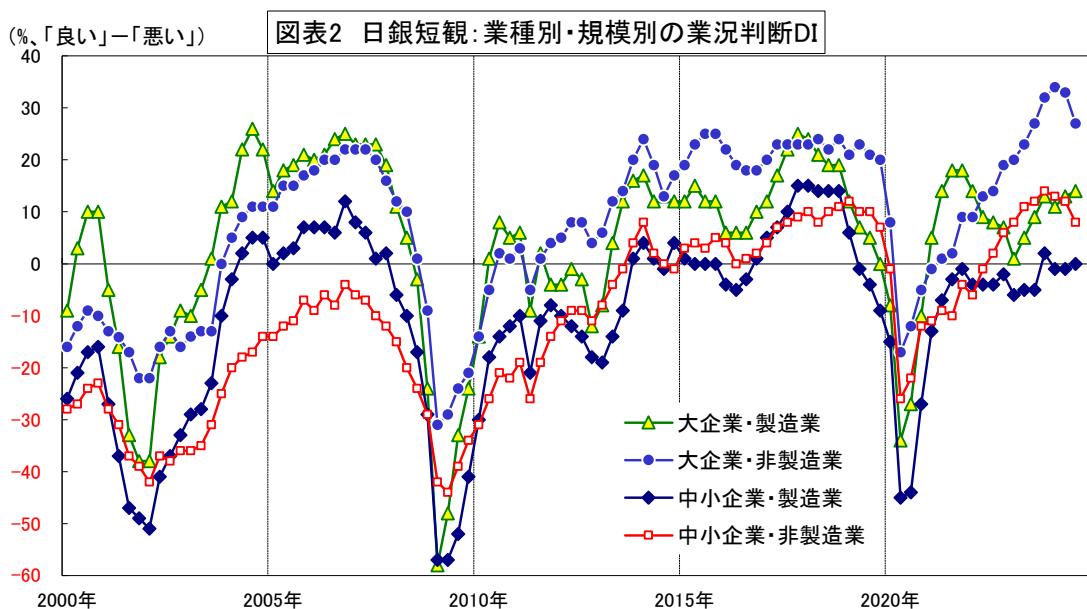
(注)実績は2024年7月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

IMF、政府は日本経済見通しを下方修正

7月16日、国際通貨基金(IMF)は「The Global Economy in a Sticky Spot(足踏み状態の世界経済)」という副題を付けた最新の世界経済見通しを公表、24年の世界経済全体の成長率を3.2%と、前回4月時点から据え置いた。このうち、日本については0.7%と0.2ポイントの下方修正となった。24年春闘での大幅賃上げが年後半以降の消費押し上げに寄与するとのシナリオに変更はないが、1～3月期のマイナス成長(主因は一部の自動車メーカーの認証不正問題による生産・出荷停止など)が下方修正に影響したと説明している。なお、世界インフレは沈静化に向かってはいるが、サービス分野では高止まりしているほか、貿易摩擦や地政学的リスクの再燃がイ

ンフレを上振れさせる可能性があり、それが米国の利下げ転換を遅らせたり、ドル高を長期化させたりすれば、世界経済の成長を阻害しかねないとしている。

一方、19日には内閣府も24年度の日本経済に関する年央試算を経済財政諮問会議に提出した。これによれば、24年度は0.9%成長と、1月に閣議決定された政府経済見通し(1.3%成長)から0.4ポイントの下方修正となった。IMFと同様、自動車の不正認証問題に加え、後述する通り、円安・物価高によって消費回復が遅れていることが影響したと思われる。

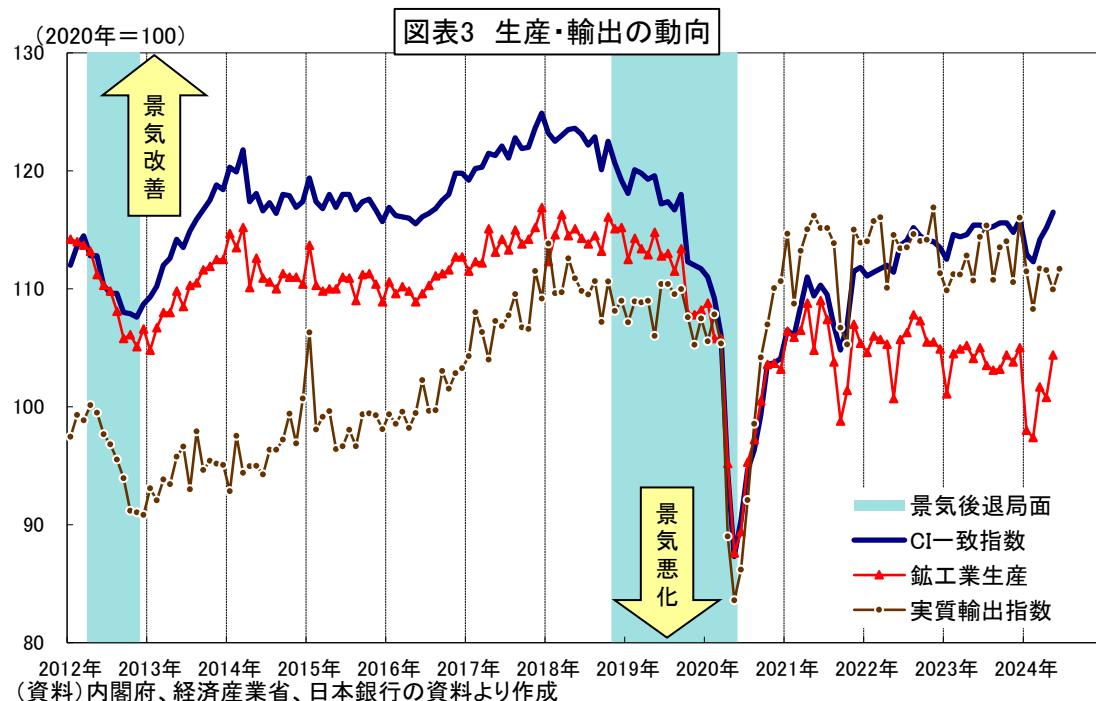


(資料)日本銀行 (注)各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

大企業製造業の景況感は小幅改善、同非製造業は小幅悪化

以下、足元の国内景気動向について確認したい。日銀短観(6月調査)によると、大企業製造業の業況判断DIは2期ぶりに改善した半面、同非製造業は高い水準を維持したものの、16期ぶりに悪化した。産業活動を示す鉱工業生産指数や第3次産業活動指数はいずれも冴えない動きが続いたが、企業業績は過去最高益を更新、24年入り後の株価も底堅く推移してきた。好業績の背景には円安や交易条件の改善(投入コストの低下、価格転嫁の進展)による売上増・変動費減があるが、基本的に価格効果で収益が膨らんだことは否めない。ただし、24年度の企業業績は増収ながらも減益見通しとなっており、特に24年度上期の収益悪化が見込まれている。一方、24年度の設備投資計画は上方修正されるなど、設備投資マインドは堅調であることが確認された。

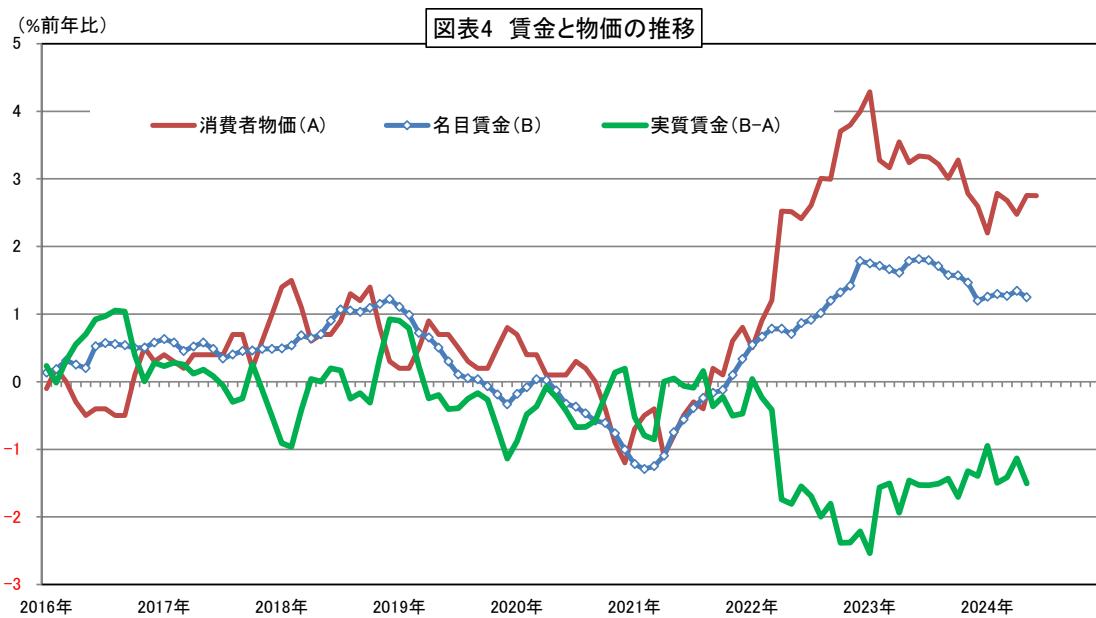
ちなみに、6月の景気ウォッチャー調査は、景気の現状判断DI・先行き判断DIとも4か月ぶりに改善したが、いずれも判断基準である50を下回った状態である。基調判断は「景気は緩やかな回復基調が続いているものの、このところ弱さがみられる」で据え置かれた。



踊り場から脱した感のある国内景気

月次経済指標に目を転じると、5月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+1.3ポイントと3か月連続で改善、直近ピークだった23年12月の水準を大幅に上回り、消費税率10%への引き上げ直前の19年9月の水準に迫った。この結果、基調判断は「下方への局面変化」から「下げ止まり」へ上方修正され、24年1~4月にかけての景気停滞は「踊り場」だった可能性が強まった。一方、内閣府が試算している「景気を把握する新しい指標（一致指数）」の5月分も前月から+0.4ポイントと2か月連続で改善したが、直近ピークの23年10月の水準には届かなかった。

一方、6月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比1.6%と3か月ぶりに上昇した。地域別にみると、「中国向け」以外は上昇したが、趨勢的に伸びているのは「米国向け」だけで、「EU向け」はむしろ失速感が否めない。財別にみても、「自動車関連」の持ち直しが鈍く、挽回生産要因の剥落がみられるほか、「情報関連」も回復感が乏しい。



(資料)厚生労働省、総務省統計局

(注)名目賃金は現金給与総額の12ヶ月移動平均を使用。

物価高止まりが消費回復を阻害

景気動向ならびに金融政策の先行きを占う上で「賃金と物価の好循環」の動向への注目度が高い。主要な消費統計である総消費動向指数（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）の5月分はいずれも2か月連続で上昇したが、増加率はともに前月比0.01%と微増であった。ちなみに、後者の実質サービス指数は同▲0.02%と2か月ぶりの低下であった。24年春闘は34年ぶりに5%台の賃上げ（定期昇給分込み）が実現したが、それによって期待されていた消費押し上げ効果はまだデータからは確認できていない。

実際、5月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.0%と上昇率を高めているものの、実質賃金は前年比▲1.3%と26か月連続で減少しており、消費回復にとっての足枷となっている。

さて、基礎統計である建設総合統計が大幅に遡及改定されたことを受けて、内閣府経済社会総合研究所は7月1日に1~3月期のGDP第2次速報の改訂値を公表した。それによると、経済成長率は前期比年率▲2.9%（2次QEでは同▲1.8%）へ下方修正された。内容的には、民間住宅投資、公共投資とともに下方修正されている。23年度の成長率も、実質1.0%、名目5.0%と、ともに0.2ポイント下方修正されている。

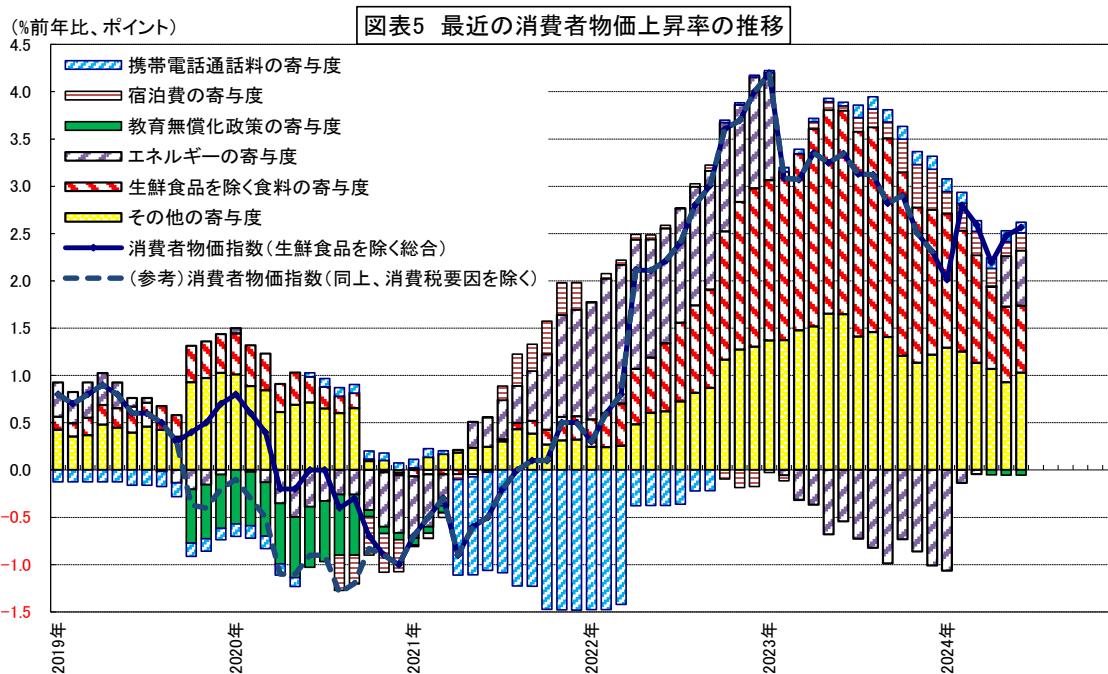
以下、今後の国内景気を展望したい。前述の通り、4~6月期は消費や輸出などに一定のリバウンドが見られたことから、再

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

びプラス成長に戻ると思われる。ただし、世界経済は低成長状態から抜け出せておらず、しばらく輸出は伸び悩むとみられ、外需には期待できないだろう。

国内需要については、5%台の賃上げが実現した24年春闇を受けて、いつ実質賃金の目減りが止まり、消費活性化につながるかが今後のカギを握っているとみられる。賃上げ加速に加え、6月の所得税・住民税減税は名目所得の増加に大いに貢献するとみられる。一方で、今夏にかけては物価上昇率が高止まりすることもあり、実質所得の目減りの解消には至らないだろう。消費回復ペースが高まるのは物価が再び沈静化に向かう今秋以降とみられる。

さらに、24年後半には米国金融政策も利下げに転換するとの見方が強まっているほか、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。



物価動向：エネルギーが再び物価を押し上げ

6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2.6%と、2か月連続で上昇率が拡大した。引き続き食料（除く生鮮食品）の値上げ圧力は弱まりつつあるが、政府の電気・都市ガス代の負担軽減策が半分に圧縮されたことでエネルギー価格が上昇傾向を強めた。また、堅調なインバウンド需要を背景に宿泊料の上昇が続いているほか、エアコンなど耐久

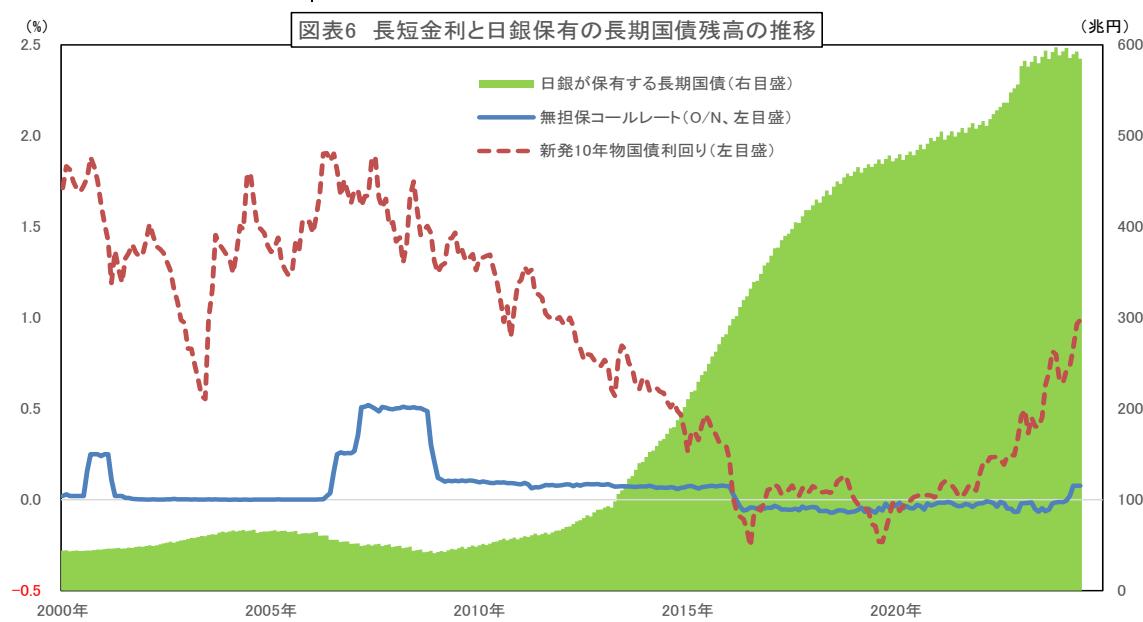
エネルギー高で今夏の物価は高止まりが継続

財も値上がりした。さらに、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」も同 2.2%へ上昇率を高めた。

とはいっても、日銀の試算によれば、刈り込み平均値は前年比 2.1%、加重平均中央値は同 1.4%、最頻値は同 1.6%と、23 年末と比較して鈍化しており、総じてインフレ圧力は沈静化しつつあるといえるだろう。

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高まりつつある点に注意が必要である。また、地政学的リスクの高まりや国内の労働力不足、「2024 年問題」で国内外の物流コストも上昇しつつある。サービス分野を中心に値上げ圧力が定着し、物価は高止まりが続く可能性もある。

一方、岸田首相の肝いりで物価高対策が時限的に再導入され、8~10 月使用分の電気・都市ガス代の負担軽減策が復活することになっている。7~8 月分のコア CPI に関しては、物価高対策終了に加え、円安進行や天然ガス高騰の影響もあり、前年比 3% 台に戻る可能性がある。9 月以降は物価高対策の効果によって同 2% 台半ばに再び鈍化するとみられるが、その後も下げ渋る可能性が高い。



(注)日本銀行、日経NEED-FQ

日銀は長期国債の買い入れを減額することを決定

政策据え置きを決定した 6 月の金融政策決定会合において、日銀は次回 7 月会合以降、金融市場において長期金利がより自由な形で形成されるよう、長期国債買入れ（現在は月 6 兆円程度）を減額していく方針を示した。そして、7 月会合までに「債

金融政策：追加利上げは早くとも10月か

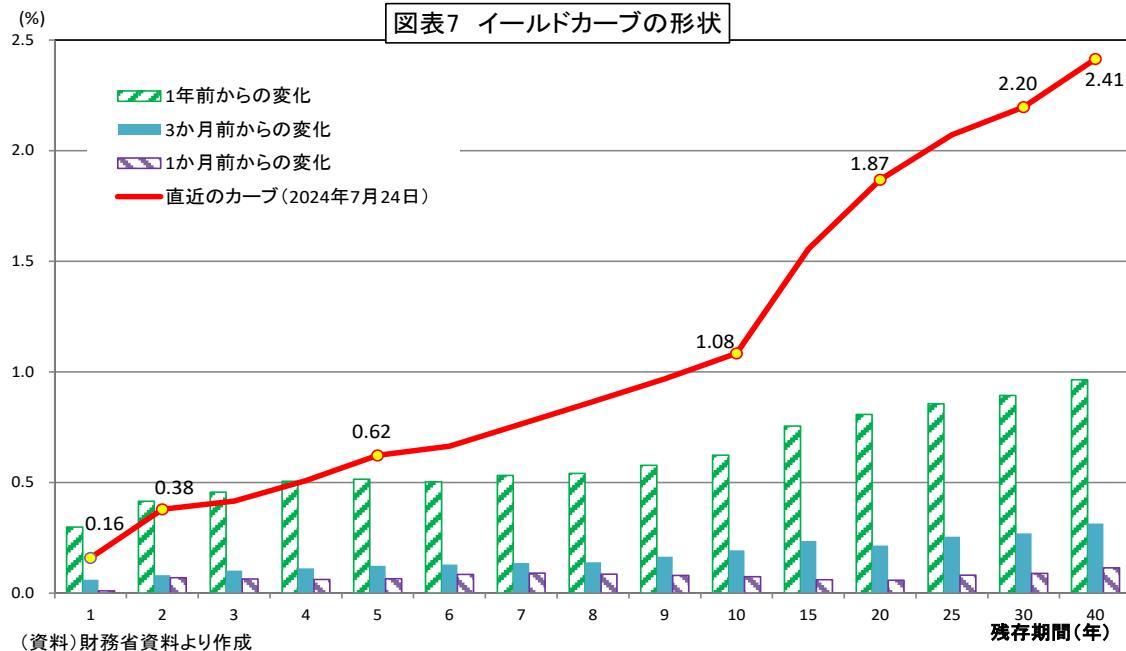
券市場参加者会合」を開催して市場関係者の意見を聴取しつつ、今後1～2年程度の具体的な減額計画を決定し、速やかに減額を行う方針を表明した。植田総裁は、長期国債の買入れ減額は「相応の規模」となるとしつつ、金融政策の能動的な手段としては使うつもりはない、との意向を示している。それゆえ、追加利上げと減額拡大のタイミングが重なることもありうる。

さて、日銀は7月9～10日に「債券市場参加者会合」を3グループに分けて開催、市場参加者から減額の幅やペース、減額のガイダンスの示し方、残存期間別の減額の進め方等についての意見聴取を行った。実際、多種多様な意見が出たようで、7月会合で示される減額方針が注目される。なお、日経QUICKニュース社によるアンケート集計によれば1年後には月4兆円程度、2年後には月2～3兆円程度、といった予想が多かった。

目下、日銀は政策運営スタンスについて「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くれば、政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していく」と説明している。

そのタイミングについては「賃上げ⇒家計所得増⇒消費増⇒企業収益改善⇒賃上げ⇒…」といった好循環が強まるのをデータで確認した後とみられる。現時点では好循環が強まつたことがデータの上で確認できていないが、前述のような経済見通しを踏まえれば、早ければ10月会合での追加利上げが決定される可能性があるだろう。

図表7 イールドカーブの形状



金融市場：現状・見通し・注目点

長期金利は 1.0～1.1%で推移

マーケットでは引き続き、内外の金融政策に注目が集まつた。米国ではインフレ沈静化を示唆する物価統計を受けて9月利下げ観測が強まつた半面、国内では7月の追加利上げへの思惑が一部で根強く、金利上昇圧力が働いた。一方、38年ぶり水準まで円安が進行したことを受け、政府は4、5月に続き円買い介入を実施した。円安を背景に史上最高値を更新した株価は円高反転とともに調整入りした。

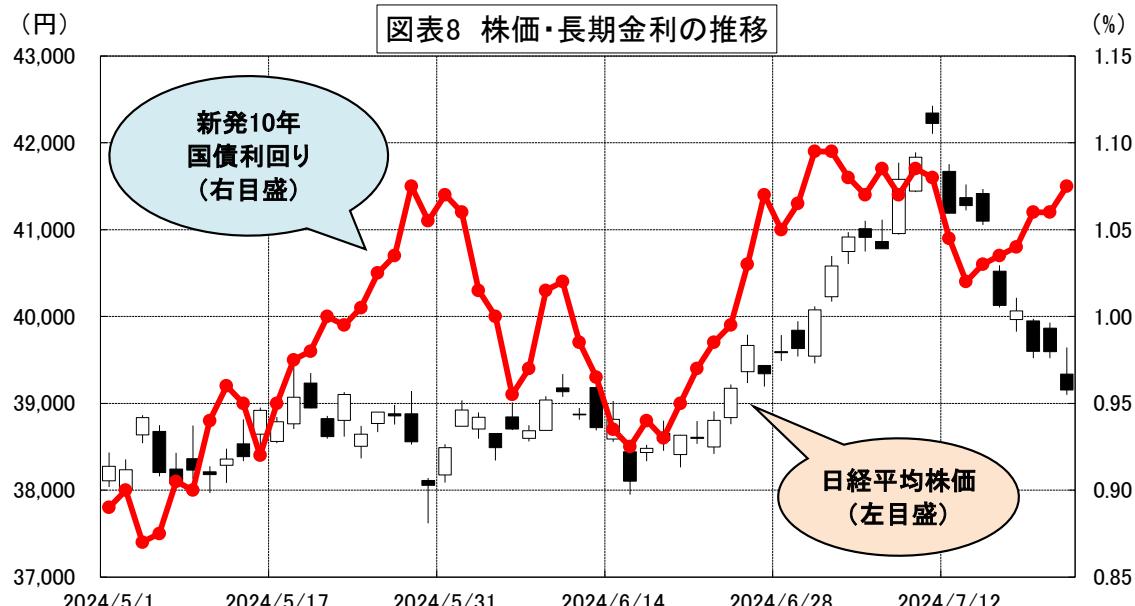
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

日銀は異次元緩和の解除後も当面はこれまでと同様、国債保有残高を維持するのに必要な月6兆円程度のペースで国債買入れを続けている。一方、日銀は国債買入れの減額方針を表明、7月の金融政策決定会合でその詳細を示して実施に移す意向を示したほか、24年春闇の結果を受けて所定内給与（＝基本給）が徐々に上昇率を高めている等を受けて早期利上げ観測が浮上したこともあり、イールドカーブ全般に上昇圧力がかかっている。

6月中旬にかけて1%を下回っていた長期金利（新発10年物国債利回り）は6月下旬には再び1%台となった後、7月会合での利上げに関する思惑から1.0～1.1%のレンジ内で動いている。

図表8 株価・長期金利の推移



長期金利はじり高 へ

史上最高値を更新 した後、調整局面 入り

米国では9月FOMCでの利下げが意識されるなど、基本的に海外金利は今後低下基調をたどるとみられることから、海外からの金利上昇圧力が波及する可能性は薄まっている。一方で、24年春闇を受けた賃上げが消費持ち直しにつながれば、日銀は断続的に利上げしていくことになる。長期金利は徐々に水準を切り上げていくと予想する。

② 株式市場

3月22日に日経平均株価が41,087円（ザラ場）の史上最高値を更新した後、株価はしばらく上値の重い展開が続いた。しかし、6月下旬以降に円安が再び進行したほか、米国経済のソフトランディング期待などに支えられた米株高に牽引されたこともあり、11日の日経平均は一時42,426.77円まで上昇する場面もあった。7月4日ザラ場で34年7か月ぶりに史上最高値を更新したTOPIXも、11日は2946.60ポイントまで上昇した。

その後はスピード調整的な動きに加え、円買い介入によって為替レートが円高方向に戻ったほか、米中摩擦激化への警戒などもあり、大きく調整している。

とはいえ、国内景気は大幅な賃上げを背景に内需主導で徐々に回復力を高めていくとみられることから、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と予想される。ただし、24年度上期にかけて減益を予想する企業が多いことから、しばらく国内株価は軟調な展開となるだろう。

図表9 為替市場の動向



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

5.5 兆円規模の円買い介入で円安一服

対ユーロでも足元円安が修正

③ 外国為替市場

24年入り後の急速な円安進行を受けて、政府は大型連休中に総額9兆7,885億円の円買い介入に踏み切ったが、その後も円安の流れに歯止めがかからず、6月下旬には再び1ドル=160円台に突入した。

7月中旬にかけては一時162円に迫るなど、38年ぶりの円安水準となつたが、インフレ沈静化を示唆する内容となった米CPIの発表後（11日NY時間）に円高方向に急反転した。9月FOMCで米国が利下げに転じるとの思惑が高まったタイミングであったが、市場では11、12日と続けて総額5.5兆円規模で円買い介入が実施されたとみられている。その後、ドル円レートは150円台前半まで円高が進んだ。

仮に近い将来、米国が利下げ、日本が利上げを決定したとしても、日米金利差は大きく乖離した状態には変わりはない。ただし、金利差が徐々に縮小していくれば、円安状態は修正される動きとなるだろう。

ユーロ円レートはドル高につられてユーロ高傾向で推移してきたが、7月11日には過去最安値となる1ユーロ=175円19銭まで円安が進んだ。その後、円買い介入を受けてユーロ安方向に転じ、直近は160円台半ばまで円高方向に戻した。

欧州中央銀行（ECB）は6月、4年9か月ぶりに利下げしたが、7月の政策理事会ではサービス価格高止まりへの警戒もあり、政策の据え置きを決定した。市場では年内はあと2回利下げするとの見方がある半面、ECBでは依然として高い賃金上昇への警戒を続けており、追加利下げはあくまでデータ次第としている。以上を踏まえ、日欧金利差が明確に縮小するまで円安状態の修正は本格化しないだろう。

（24.7.25現在）