国内経済金融

政府は物価高対策を時限的ながら復活させる方針

～日銀は国債買入れの減額方針を発表～

南　武志

要旨

2024 年 1～3 月期の経済成長率は 2 期ぶりのマイナス成長だったが、その後も国内景気は足踏み状態が続いている。世界経済は低成長状態から脱しておらず、しばらく外需は期待できないだろう。国内需要については、24 年春闘で実現した 5%台の賃上げや 6 月の所得税・住民税減税が消費の本格回復につながるかどうかが注目されている。エネルギー高が想定される今夏にかけて物価は下げ渋るとみられるが、秋以降に物価が再び沈静化に向かえば、ようやく消費が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本格化すると予想する。

早期の政策正常化の思惑が渦巻く中、6 月の金融政策決定会合で日銀は国債買入れを減額する方針を表明したが、長期金利は 1%前後で推移している。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2024年 6月（実績）	2024年 9月（予想）	2024年 12月（予想）	2025年 3月（予想）	2025年 6月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.078	0.00～0.10	0.00～0.30	0.10～0.30	0.10～0.30
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.1290	0.10～0.30	0.10～0.40	0.25～0.50	0.25～0.50
国債利回り	20年債	(%)	1.835	1.65～1.95	1.70～2.00	1.75～2.05	1.75～2.05
	10年債	(%)	0.995	0.80～1.15	0.80～1.20	0.85～1.25	0.85～1.25
	5年債	(%)	0.545	0.45～0.70	0.50～0.75	0.55～0.80	0.55～0.80
為替レート	対ドル	(円/ﾄﾞﾙ)	159.5	145～165	140～160	135～155	130～150
	対ユーロ	(円/ユーロ)	171.1	155～175	150～170	145～165	140～160
日経平均株価		(円)	39,173	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6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。

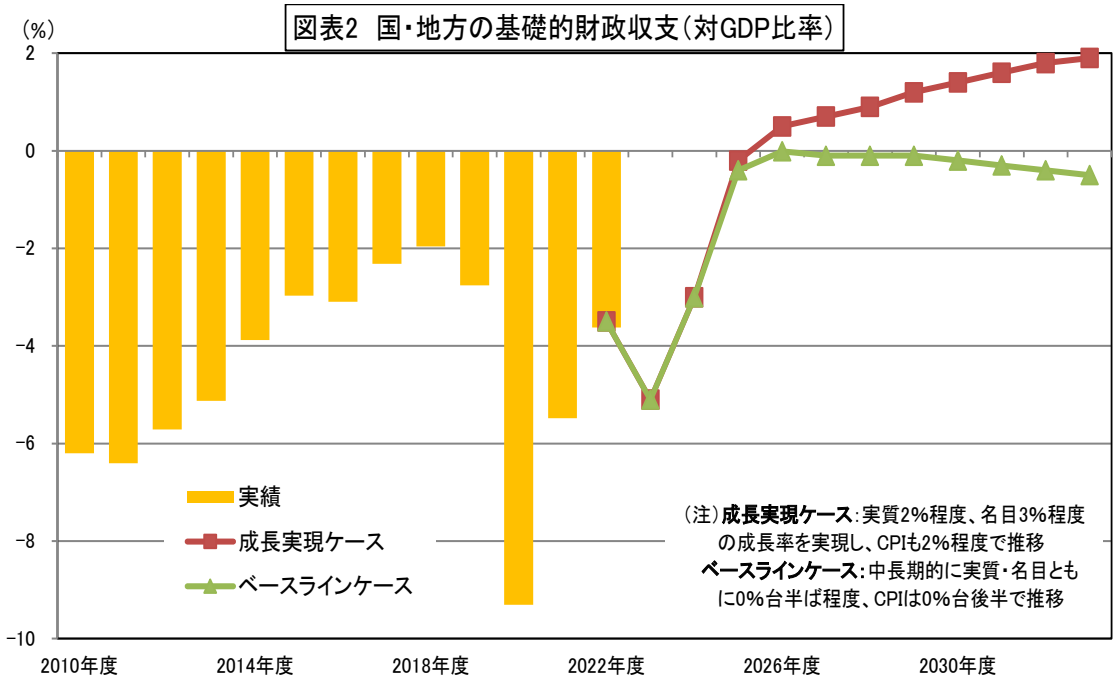
「骨太方針 2024」では 25 年度の PB 黒字化目標を再び明記

6 月 21 日、政府は「賃上げと投資がけん引する成長型経済の実現」という副題が付与された「経済財政運営の基本方針（骨太方針）2024」を閣議決定した。経済再生への道行きとして、まずは「デフレ完全脱却の実現」を目指すとともに、今後とも人口減少が見込まれる中で中長期的な経済成長を継続するため、生産性向上、労働参加拡大、出生率の向上を通じて潜在成長率を高め、成長と分配の好循環により持続的に所得が向上する経済を実現する必要性を指摘している。これらを通じて、少子高齢化・人口減少を克服し、国民が豊かさと幸せを実感できる持続可能な経済社会を実現していくことをミッションとして掲げている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

また、25～30 年度を対象とする「経済・財政新生計画」を策定、過去 2 年間は数値目標を明記しなかった財政健全化目標について、25 年度の国・地方の基礎的財政収支（PB）黒字化を達成することを改めて掲げた。26 年度以降については、債務残高の対 GDP 比を安定的に引下げることを目指し、経済再生と財政健全化を両立させる歩みを更に前進させるとしているが、具体的な内容や数値目標などの言及は特段なかった。

図表2　国・地方の基礎的財政収支（対GDP比率）



（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

新たな物価高対策を公表

中長期の経済財政に関する試算（2024 年 1 月）」によれば、成長実現ケース（24 年度の成長率は実質 1.3%、名目 3.0%、25 年度は実質 1.3%、名目 2.8%）の下、歳出効率化努力を継続した場合、25 年度の PB 黒字化が視野に入るとしている。最近は物価上昇による自然増収も起きており、それらを債務圧縮に回せば、目標達成の可能性は高まるだろう。

一方、21 日に岸田首相は新たな物価高対策を公表し、5 月使用分で終了した電気・都市ガス代の負担軽減策を復活（8～10 月）させるほか、ガソリン価格の激変緩和措置の年内継続、年金生活者や低所得者向けの給付金の検討を公表した。これらは補正予算編成を伴う可能性があり、歳出増加につながるとみられる。さらに、24 年度の成長率は政府の想定を下回る可能性がある（日銀「展望レポート」では 0.8%、民間コンセンサス（ESP

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

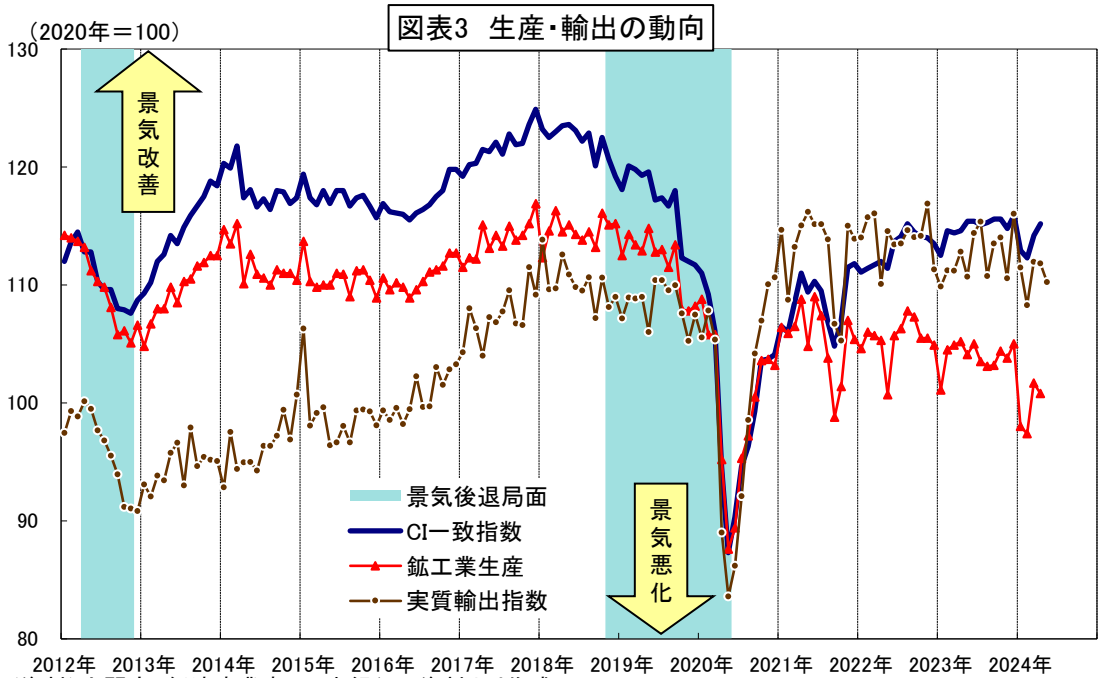
フォーキャスト調査）では同 0.62%、ともに実質）。PB 黒字化は依然厳しいように思われる。

加えて、財政資金による化石燃料期限のエネルギー価格抑制策は、今現在の「痛み」を軽減するものの、そのツケを先送りするに過ぎない。また、価格変化によって生じたはずの行動変容（省エネ努力や再エネの利用促進）を弱める、もしくは技術革新のスピードを遅らせる可能性もあり、注意が必要だ。

若干上方修正されたが、1～3 月期はマイナス成長

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、1～3 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▲1.8%（1 次 QE では同▲2.0%）と若干上方修正された。ただし、2 期ぶりのマイナス成長であること、民間消費は 4 期連続で減少したこと等、概要には変わりはなく、景気回復力が極めて乏しいことが改めて確認できる内容であった。

図表3　生産・輸出の動向



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

国内景気は緩慢ではあるが持ち直しつつある

月次経済指標に目を転じると、4 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から+1.0 ポイントと 2 か月連続で改善したが、1～2 月に落ち込んだ分は依然取り戻せておらず、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。また、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）」の 5 月分は前月から+0.8 ポイントと 2 か月ぶりに改善したが、直近ピークの 23 年 12 月には及ばなかった。

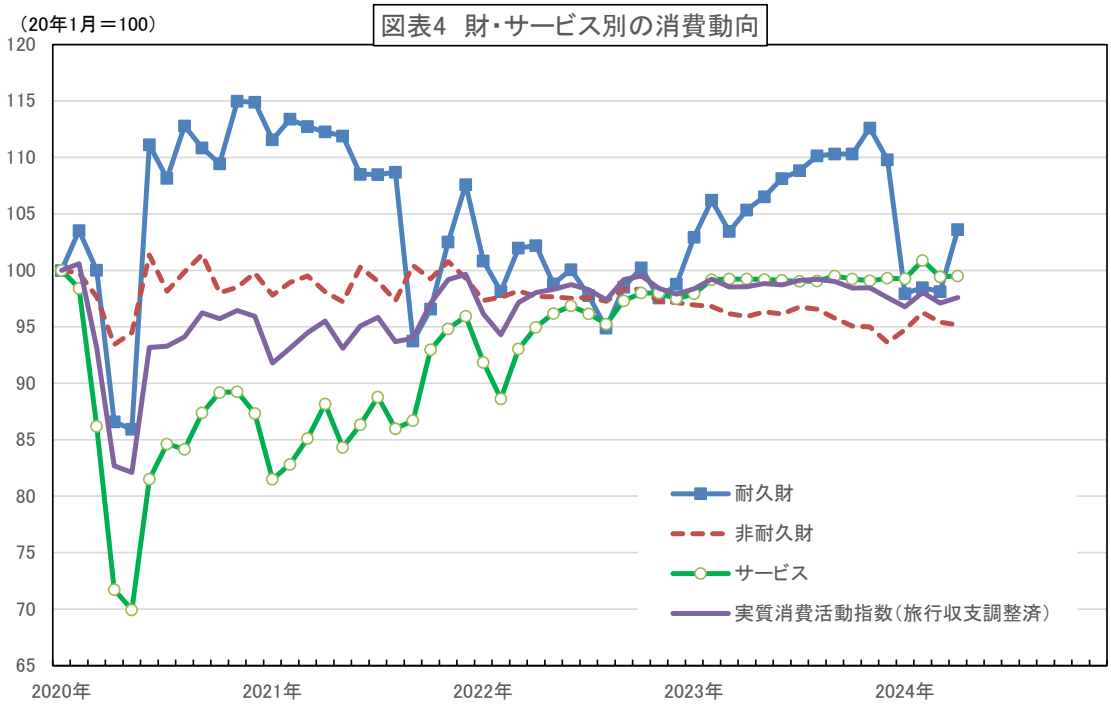
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

また、5 月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲1.4%と 2 か月連続で低下した。地域別にみると、「米国向け」は底堅いものの、「EU 向け」が失速したような動きとなった。「中国向け」も低調だった。財別には、1～3 月に落ち込んだ「自動車関連」の持ち直しが鈍いほか、「情報関連」も弱い動きであった。

ソフトデータを確認すると、このところ景気ウォッチャー調査は弱い動きが散見される。5 月分の景気の現状判断 DI は 3 か月連続の悪化、かつ 50 割れであった。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ったほか、企業動向関連 DI も製造業が 4 か月連続で悪化、3 か月連続の 50 割れとなった。景気の先行き判断 DI も同じく 3 か月連続で悪化、2 か月連続の 50 割れである。ただし、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。

一方、au じぶん銀行日本 PMI（6 月）の製造業は 50.1 と 2 か月連続で判断基準の 50 を上回るなど持ち直しの動きが続いた半面、サービス業は 49.8 と 22 か月ぶりの 50 割れとなった。労働力不足が事業活動のボトルネックになっていると指摘されている。

図表4　財・サービス別の消費動向



（資料）日本銀行「消費活動指数」

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

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、4月の総消費動向指数（CTIマクロ、総務省統計局）は前月比0.1%の微増ながらも2か月ぶりに上昇した。また、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同0.5%と2か月ぶりに上昇（うち実質サービス指数も2か月ぶりの上昇）するなど、底入れしつつある。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、5月と持ち直しつつある。とはいえ、消費全体の動きは鈍く、コロナ前の水準を回復していない。

こうした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。4月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比1.6%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▲1.2%と25か月連続で減少しており、消費活動を抑制している。

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

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、1～3月期のマイナス成長の主因となった「自動車の認証不正問題」要因が一旦剥落することから、消費や輸出などに一定のリバウンドが見込まれ、再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。

一方、国内需要については、5%台の賃上げが実現した24年春闘を受けて、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年度下期には米国金融政策も利下げに転換すると思われるほか、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：コアCPIは再び上昇ながらも、ベース部分の沈静化進む

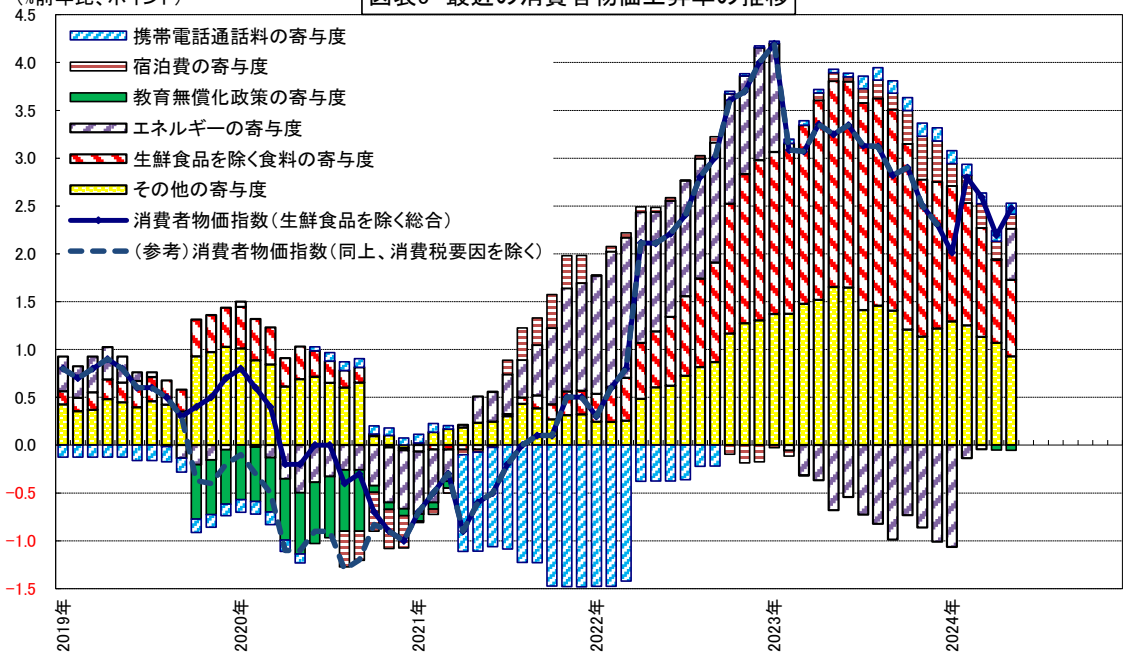
5月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比2.5%と、4月（同2.2%）から再び上昇率が拡大した。食料の値上げ圧力はひと頃よりも弱まったものの、同3.2%とまだ高めの上昇率が続いているほか、再生可能エネルギー発電

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/

促進賦課金単価が引き上げられた（1kWh 当たり 1 円 40 銭から 3 円 49 銭へ）ことで電気代が大きく上昇したほか、都市ガス代も値上がりした。

一方で「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」は同 2.1%へ鈍化、ベース部分のインフレ圧力が沈静化していることも確認できた。

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

エネルギー高で今夏の物価は高止まりが継続

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。22～23 年にかけての世界的なインフレ加速を経験して、以前よりも企業は投入コストを価格転嫁する傾向が強まっており、物価は高止まりが続く可能性もある。

一方で、今夏の電気・都市ガス代が高騰する可能性があることから、岸田首相は「酷暑乗り切り緊急支援」と称して 8～10 月にかけて物価高対策を復活させる考えを示している。内容は固まっていないが、消費者物価上昇率を 0.5 ポイント以上押し下げるとしている。そのため、7 月のコア CPI はエネルギー高の影響で一時的に前年比 3%台まで上昇する可能性があるが、8～10 月にかけては物価高対策の効果によって同 2%台後半に鈍化するが、その後も下げ渋る可能性が高い。

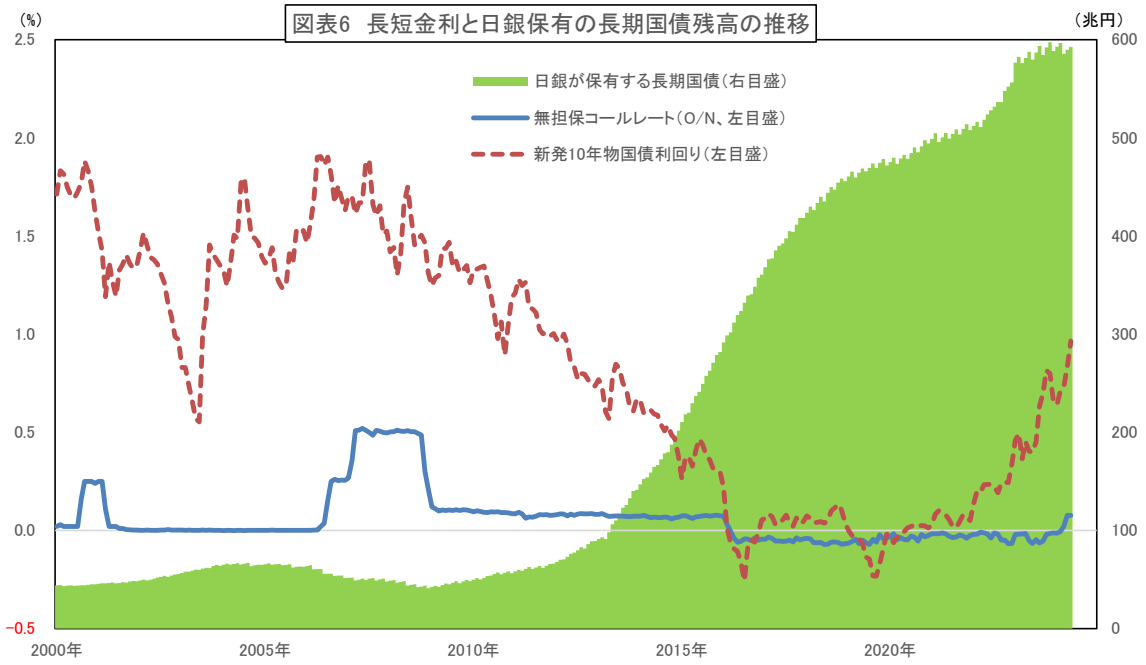
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

日銀は長期国債の買い入れを減額することを決定

日銀は6月13～14日に開始した金融政策決定会合において、政策金利である無担保コールレート（O/N）の誘導水準を「0～0.1%程度」で据え置いたほか、月6兆円程度の長期国債買い入れも継続する方針も決定した。ただし、次回7月会合以降は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、長期国債の買い入れを減額していく方針を決定した。次回会合までに「債券市場参加者会合」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予定であることを表明した。

なお、国債の買い入れ減額は「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、との意向を示した。要するに、利上げと国債買入れ減額は別のものということであり、実際に植田総裁は今後発表されるデータ次第では7月会合で利上げを決定することも十分あると述べている。

図表6　長短金利と日銀保有の長期国債残高の推移



（注）日本銀行、日経NEED-FQ

金融政策：追加利上げは早くとも10月か

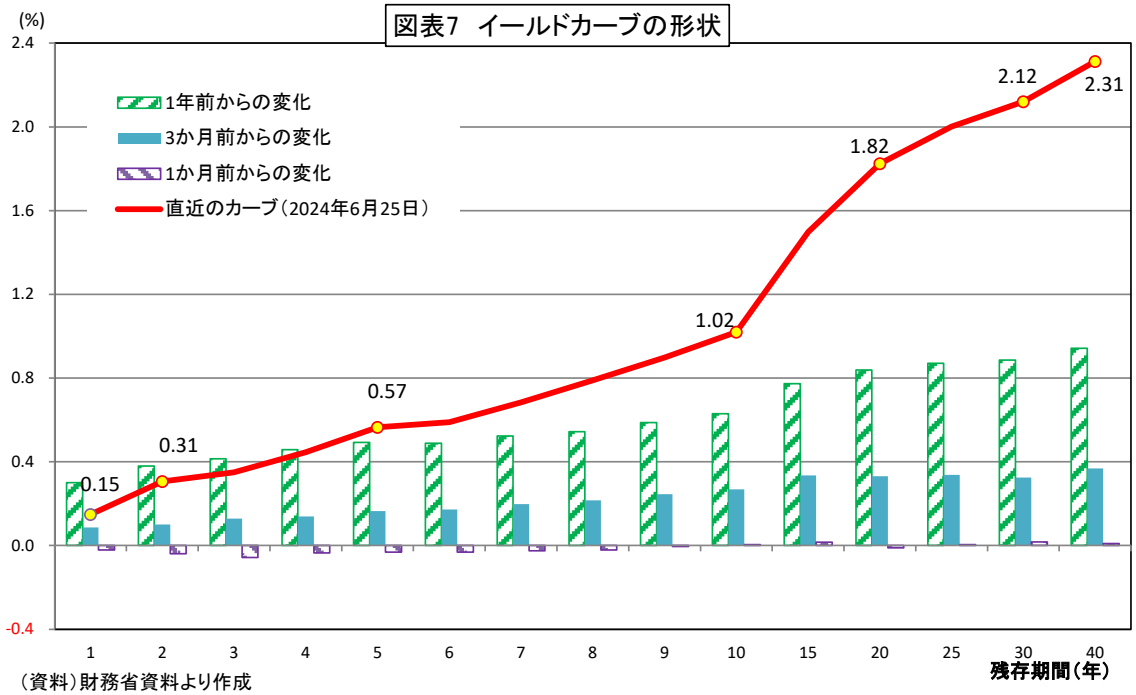
目下、日銀は政策運営スタンスについて「基調的な物価上昇率が見通しに沿って 2%に向けて上昇していけば、政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していく」と説明している。

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。前述した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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

能性があるだろう。

図表7　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

金融市場：現状・見通し・注目点

マーケットでは引き続き、内外の金融政策に注目が集まった。6 月には日米欧の金融政策決定会合が開催されたが、欧州中央銀行（ECB）は利下げを決定、日銀、米連邦準備制度（Fed）は政策を据え置いた。こうした中、日銀は国債買入れの減額が意識され、長期金利に上昇圧力がかかったが、減額が次回会合以降に始めることが公表されると円安圧力が再び強まった。

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

長期金利は一時1.1%超まで上昇

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い入れを続けるとの方針を示した。解除当初、日銀はしばらく金融緩和を続ける意向を示したことで、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は 0.7%台で落ち着いた動きを続けた。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による利上げ、もしくは国債買い入れ減額の観測が急浮上したことで、金利上昇圧力がかかった。5 月 22 日には長期金利は 1%台へ、30 日には 13 年ぶりの水準となる 1.1%台まで上昇した。

政策据え置きが決定された 6 月の金融政策決定会合後に長期金利は一旦低下したが、足元では 7 月の利上げ観測が浮上、再

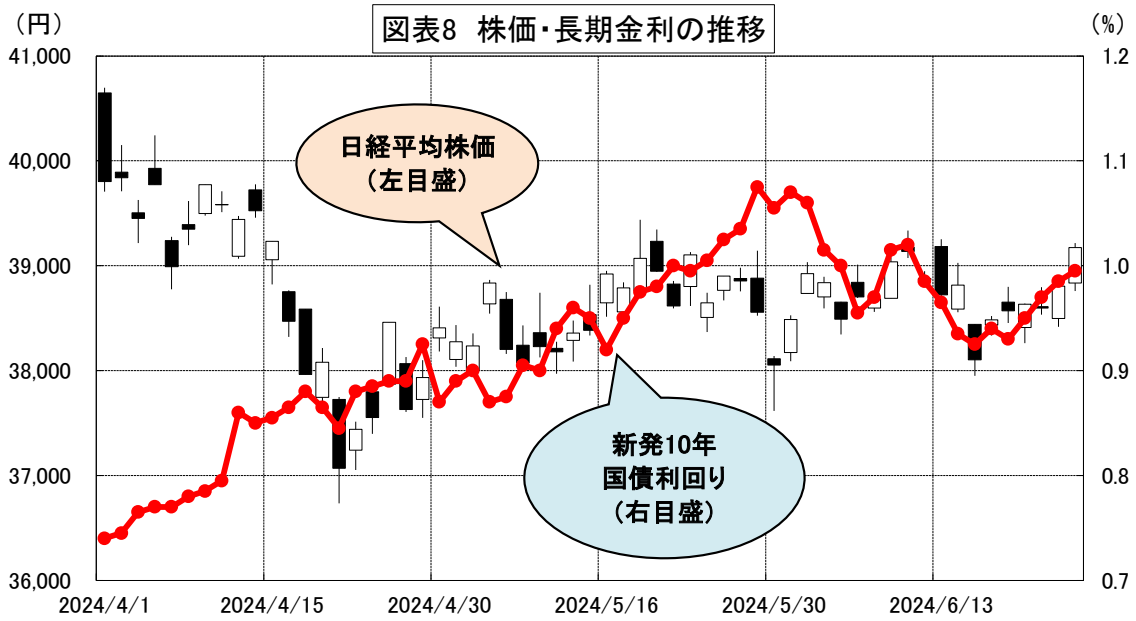
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

び1%近くに上昇している。

長期金利はじり高へ

米国の経済・物価はなお底堅く、年1回の利下げを想定している米Fedは年内の利下げを見送る可能性すらある。仮にそうなれば米長期金利は再び上昇し、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、追加利上げが意識されることになる。長期金利は徐々に水準を切り上げていくと予想する。

図表8 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

株価は上値の重い展開継続

② 株式市場

国内株価は24年入り後から急ピッチで上昇してきたが、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は上値の重い展開が続いている。スピード調整的な色合いが強いが、健在な米インフレ圧力、中東情勢の緊迫化などが要因として挙げられる。

5月30日には日米の金利上昇が嫌気され、株価は大幅下落、38,000円台を割り込む場面もあった。その後は38,000円台を中心にもみ合う展開となったが、直近は円安進行が好感され、39,000円台を回復している。

国内景気は大幅な賃上げを背景に内需主導で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も次第に強まっていくと予想される。ただし、日米金融政策への警戒が根強いほか、24年度は上期を中心に減益を予想する企業が多いから、しばらく国内株価はもみ合いが継

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

続するだろう。

③ 外国為替市場

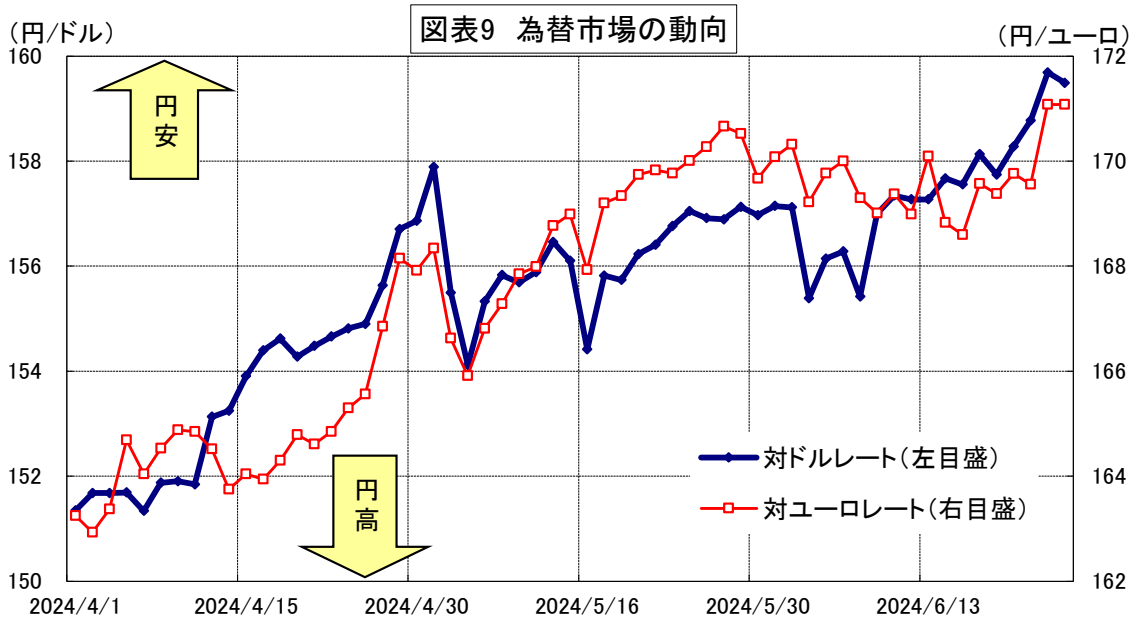
再び 1 ドル＝160円に迫る円安に

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 9 兆 7,885 億円の円買い介入に踏み切った。とはいえ、円独歩安の流れを反転できたとは言い難く、実際に 6 月下旬にかけて再び 160 円に接近しつつある。

背景には、米インフレ圧力を受けて米 Fed の利下げのタイミングが遅れているほか、日本国内でも消費低迷が続くなど「物価の基調」が必ずしも強まってはいないこともあり、早急な金融引き締めが難しいこともあり、日米金利差は大きく乖離した状態はなかなか修正されないということがある。

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、再び 160 円台となった際に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。

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。

対ユーロでも足元円安圧力高まる

ECB は 6 月の政策理事会で、物価見通しが顕著に改善したことを理由に政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）を 25bp 引き下げ、4.25%とすることを決定した。また、欧州議会選の惨敗を受けてマクロン仏大統領は解散総選挙に踏み切ったものの、与党が苦戦するとの報道からユーロが売られ、一時 1 ユーロ 167 円台と、緩やかながらも円高ユーロ安が進んだ。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

その後、仏極右政党「国民連合」のルペン氏が、総選挙で勝利してもマクロン大統領と協力すると表明したことで政治不安が後退し、ユーロが買い戻された。

域内の賃金上昇圧力やサービス分野でのインフレ圧力が根強いことから、ECB では 25 年入り後も物価目標の達成は難しいとしており、追加利下げはあくまでデータ次第としている。そのため、改めて日欧金利差の乖離が意識されており、円安状態の修正はなかなか進まないと思われる。

（24.6.25 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/