

家計所得環境の改善で消費回復の素地整う

～マーケットが落ち着けば日銀は年内にも再利上げの可能性～

南 武志

要旨

4～6 月期の実質成長率は前期比年率 3.1%と 2 期ぶりのプラスとなり、23 年度を通じて減少し続けた民間消費も 5 期ぶりの増加に転じた。とはいえ、大きく落ち込んだ 1～3 月期からのリバウンドといった側面は否めない。一方、堅調だった 24 年春闘や夏季賞与を反映して雇用者報酬は増加傾向を強めており、消費回復の素地はようやく整いつつある。政府の電気・都市ガス代の負担軽減策の復活などによって今秋以降物価が沈静化に向かえば、低調だった消費も回復傾向が強まるだろう。今後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。

7 月に追加利上げを決定した日本銀行であるが、8 月上旬にマーケットが大荒れの展開となったことで早期の再利上げ観測は後退した感がある。しかし、「賃金と物価の好循環」が強まっていることが確認できれば、年内にも次の利上げについて検討を開始するだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2024年			2025年	
		8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 (%)		0.227	0.20～0.30	0.20～0.55	0.20～0.55	0.45～0.80
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.2550	0.10～0.30	0.10～0.45		
国債利回り	20年債 (%)	1.680	1.60～1.90	1.65～1.95	1.70～2.10	1.80～2.20
	10年債 (%)	0.875	0.75～1.10	0.80～1.20	0.90～1.30	0.95～1.40
	5年債 (%)	0.495	0.40～0.65	0.45～0.70	0.50～0.80	0.60～0.90
為替レート	対ドル (円/ドル)	145.0	140～160	135～155	133～153	130～150
	対ユーロ (円/ユーロ)	161.9	150～170	145～165	143～163	140～160
日経平均株価 (円)		38,288	38,500±3,000	39,000±3,000	40,000±3,000	40,500±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)

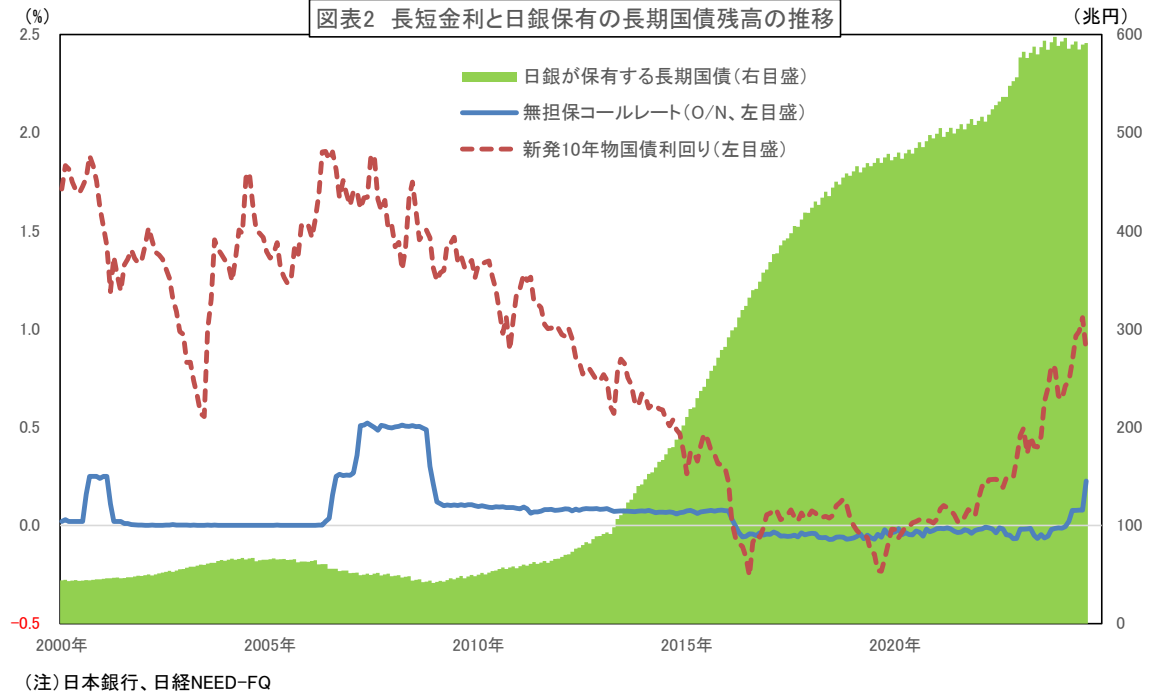
(注)実績は2024年8月27日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

日銀は 7 月の追加利上げを決定、今後も利上げ路線を継続する方針を表明

日本銀行は 7 月 30～31 日に開催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 (0/N) を 0.25%へ引き上げるとともに、長期国債の買入れ額を四半期ごとに 4,000 億円程度減額 (26 年 1～3 月は月 2.9 兆円程度の買入れへ) することを決定した。追加利上げそのものについてマーケットでは意識されていたものの、直前に実施されたエコノミスト調査では 7 割近くが利上げ見送りとの予想であったことを考慮すると、日銀の利上げに対する考えがマーケットに対して十分に説明されていたとは言い難い。加えて、弱い消費データの公表が続いていたにもかかわらず、「消費は底堅く推移してい

る」と評価したほか、経済・物価の情勢が展望レポートで示した見通しに沿って動いていけば引き続き金利を上げていくと植田日銀総裁が表明したことで、日銀が利上げに対して市場参加者の想定以上に積極的であるとの印象を与えた。

図表2 長短金利と日銀保有の長期国債残高の推移



8月上旬にかけて マーケットは大荒 れの展開に

同じ日程で開催された米国の連邦公開市場委員会（FOMC）では、インフレ圧力はこの1年で緩和したが、依然やや高止まりしているとの評価から、政策金利（FF レート（0/N））の据え置きが決定された。ただし、終了後の記者会見でパウエルFRB議長が9月FOMCでの利下げを示唆したこともあり、マーケットは利下げフェーズ入りが迫っていることを本格的に織り込み始めた。さらに、8月2日公表の米雇用統計が市場予想を大きく下回ったことで、多くの市場参加者が想定する「米国経済の軟着陸シナリオ」が危ういとの見方が広がった。

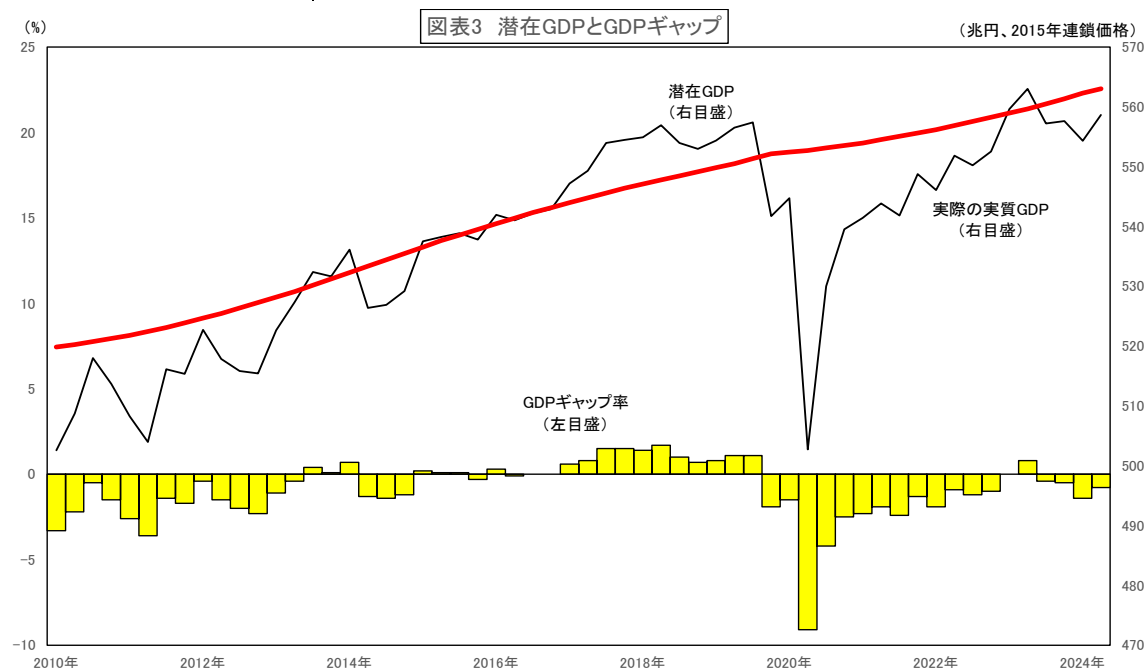
これらを受けて5日の東京市場では円高が一気に進み、株価は過去最大の下げ幅を記録した。長期金利（新発10年国債利回り）も0.7%台まで大幅に低下するなど、全般的にリスクオフが強まった。その後、米国経済の底堅さを示す統計の公表が散見されたほか、マーケットが不安定な状況では利上げは行わないとの内田日銀副総裁の発言（7日）が好感されたことで、市場の動揺は徐々に落ち着く方向に向かっている。

4～6月期は2期ぶり

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、4～6

のプラス成長

月期の実質 GDP は前期比年率 3.1%と 2 期ぶりのプラスとなったほか、23 年度を通じて減少が続いた民間消費も 5 期ぶりの増加に転じた。ただし、今回のプラス成長の過半は、1～3 月期に認証不正問題によって悪化した自動車生産・販売などが戻ったことで説明可能であるなど、リバウンドの範疇は出ていない。一方、大幅賃上げや夏季賞与の好調さによって実質雇用者報酬が 11 四半期ぶりに前年比プラスに転じるなど、先行きの消費回復を期待させる内容でもあった。



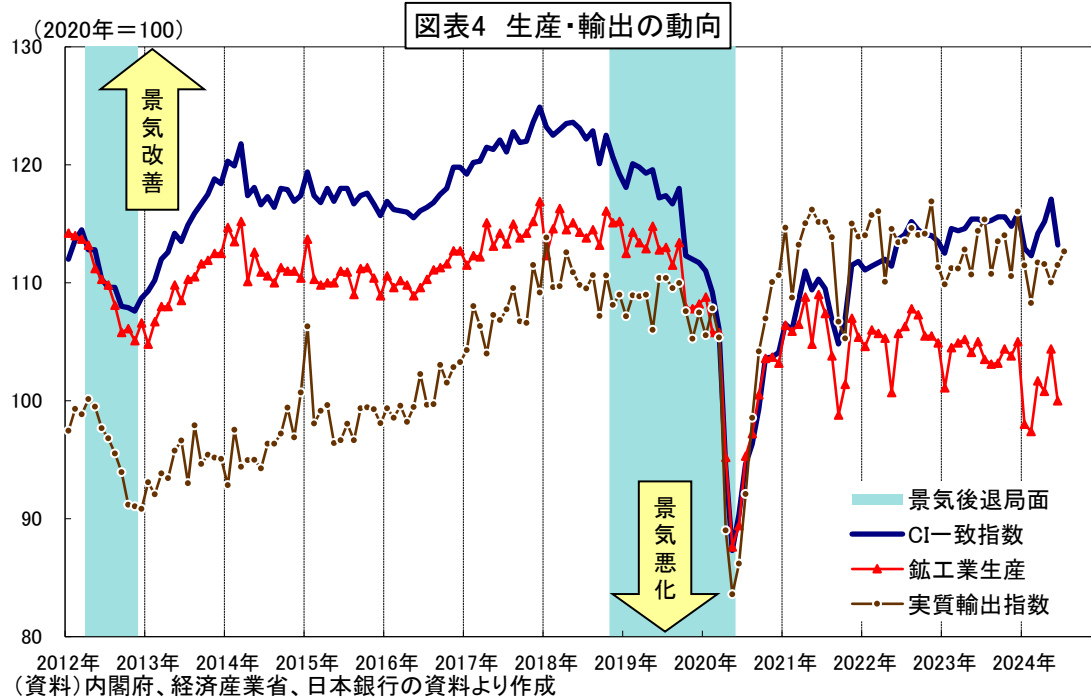
国内景気の回復ペースは依然として緩やか

月次経済指標に目を転じると、6 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から▲3.9 ポイントと 4 か月ぶりに悪化、消費税率 10%への引き上げ後の最高値を更新した 5 月分から一気に水準を下げた。ただし、基調判断は「下げ止まり」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 6 月分も前月から▲0.5 ポイントと 3 か月ぶりに悪化した。

また、7 月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断 DI・先行き判断 DI とも 2 か月連続で改善したが、いずれも判断基準である 50 を下回ったままだった。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、7 月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比 1.0%と

2 か月連続で上昇した。また、6 月は同▲4.2%と大幅に低下した鉱工業生産指数も7月の製造工業生産予測指数は同4.0% (予測誤差補正後) とリバウンドすることが見込まれている。



消費は依然低調ながらも賃金の上昇傾向が強まる

消費動向については、6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%と 3 か月連続、同じく 6 月の実質消費活動指数 (旅行収支調整済、日本銀行) も同 0.8%と 2 か月ぶりに、ともに上昇した。しかしながら、いずれも前年同時期の水準を下回るなど、消費には低調さが残っている。

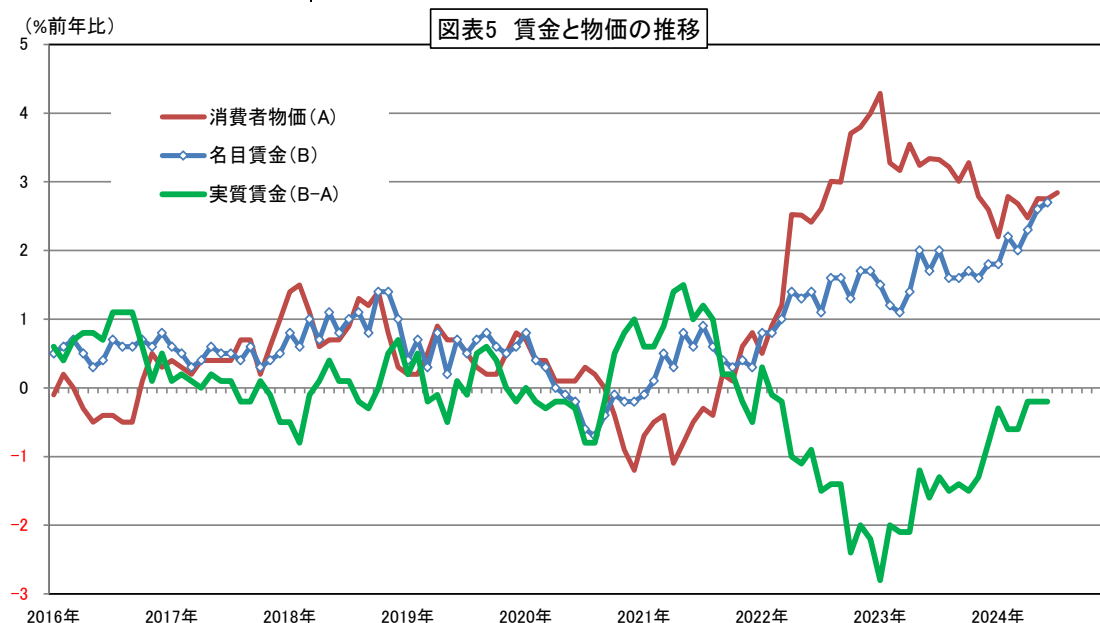
一方で、賃金には明るさが増しつつある。6 月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比 4.5% (うち一般労働者は同 5.0%) と約 27 年ぶりの高い伸びとなったほか、実質賃金 (デフレーターは全国消費者物価指数 (持ち家の帰属家賃を除く総合)) も前年比 1.1%と 27 か月ぶりに増加へ転じた。大企業中心に支給された夏季賞与の影響が強いため、実質賃金のプラスが定着したわけではないとみられるものの、5%超の賃上げが実現した 24 年春闘の効果が浸み出していることが見て取れる。ちなみに、内閣府が公表を始めた「実質賃金 (デフレーターは全国消費者物価指数 (総合))」によれば、一般労働者の実質所定内給与は前年比▲0.2%と、マイナス幅は大分縮小したものの、まだマイナス状態である。

経済見通し：国内

以下、今後の国内景気を展望したい。世界経済の低成長状態

景気は回復傾向を 強めるのは24年秋 以降と想定

が続く中、輸出の伸び悩みも継続するとみられ、外需が成長を牽引するのは当面難しい。一方、大幅賃上げの実現、6月に実施された所得税・住民税減税、さらに堅調な夏季賞与は家計所得の押し上げに大いに貢献するとみられる。物価上昇率がまだ高めに推移していることもあり、消費回復はなかなか進まないと思われるが、今秋以降は物価が再び沈静化に向かうとみられることから、消費の回復ペースは徐々に高まるだろう。19年10月の消費税率10%への引き上げ以降、低調だった消費の回復が進めば、企業設備投資の増加にもつながると思われる。



(資料)厚生労働省、総務省統計局、内閣府 (注)賃金として一般労働者の所定内給与を使用。

岸田首相が退任を 発表、自民党総裁選の 方に注目が集まる

さて、8月14日に岸田首相は、9月に行われる自由民主党の総裁選挙に立候補しない意向を表明、退任することとなった。岸田首相は「新しい資本主義」実現を掲げ、賃上げ促進、子育て支援、防衛費増額などを手掛けたものの、旧統一教会問題や「政治とカネ」などの問題で内閣支持率は危機ラインとされる30%を割り込んで推移するなか、浮上する兆しが全く見えず、党内外から刷新を求める意見に抗えなかったといえる。

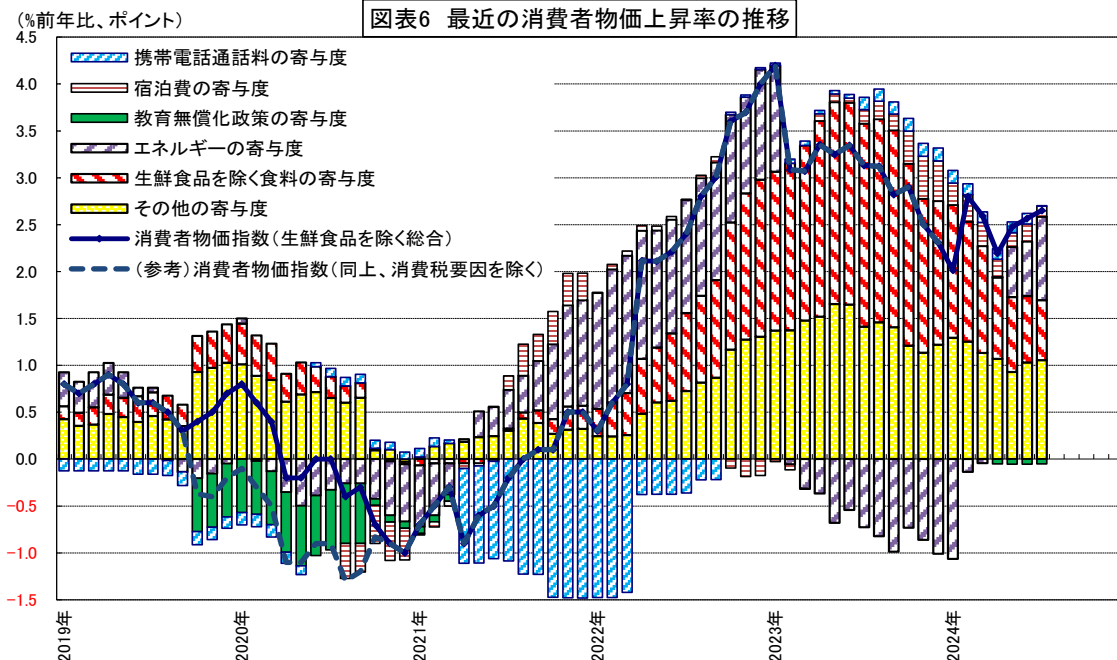
今回の総裁選は派閥解散などの影響もあって立候補者が乱立するなど混戦の様相を呈している。10月には新内閣が発足するが、来年には衆参両院で選挙が待ち受けている(衆院は任期満了の場合)。人口減少、社会保障制度改革、環境・エネルギー、格差問題など課題が山積する中、どのような経済政策の理念を抱く首相が誕生するのか、注目される。

物価動向：政府の物価高対策終了でエネルギーが物価を押し上げた

今秋以降、物価は緩やかに鈍化

7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 2.7%と、小幅ながらも3か月連続で上昇率が拡大した。内容的には、政府による物価高対策の終了に伴ってエネルギーの上昇率が高まった半面、食料、宿泊料、携帯電話通信料などの値上げ圧力が緩和し、上昇率の一部を相殺した。また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）」は同 1.9%へ鈍化、22年9月以来の2%割れとなった。なお、一般サービス（除く宿泊費）は同 1.6%へ鈍化するなど、人件費増がサービス価格を押し上げている様子は確認できない。

政府は電気・都市ガス代の8～10月使用分に関して負担軽減策を復活させており、それが反映され始まる9月のコア CPI 上昇率は2%台前半に戻ると思われる。もちろん、7月上旬まで円安進行や原油高が見られたことの余韻で、物価には一定の押し上げ圧力が加わると思われる。とはいえ、足元の円高や原油安は、ある意味、世界経済の需要の弱さを反映したものといえ、いずれ国内もその影響が及んでくるだろう。24年度末にかけて物価上昇率は緩やかに鈍化が進み、25年度に入れば2%割れで推移することになるだろう。



金融政策：マーケットが落ち着けば、年内再利上げ

冒頭でも触れた通り、日銀は7月の金融政策決定会合にて追加利上げを決定した。8月上旬にマーケットが大荒れの展開となったことを受けて、日銀は当面再利上げができないのでは、

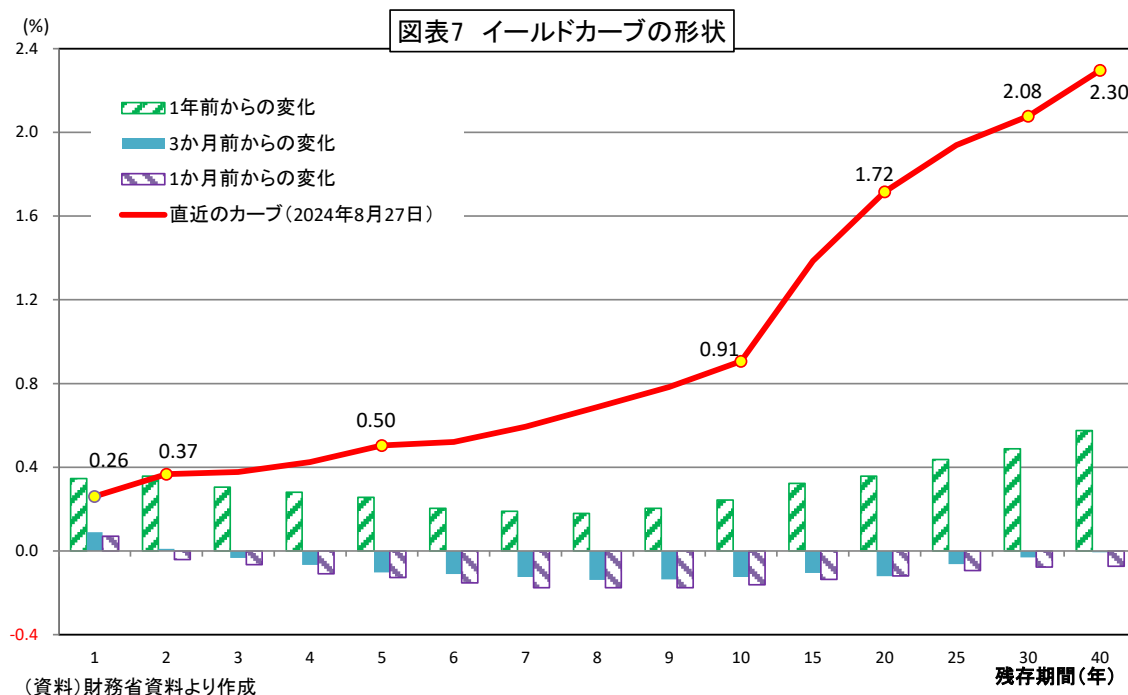
の可能性も

といった観測も一部にあるが、日銀の利上げに対するスタンスに何ら変わりはないものと思われる。

植田総裁は8月23日に開催された衆院財政金融委において、世界的な株価下落は米雇用統計の下振れが直接的な引き金となって起きたことであり、日銀の利上げが原因ではないと示唆した。ただし、マーケットは不安定な状況にあり、極めて高い緊張感を持って注視していくとの姿勢を示した。

その一方、2%の物価目標が2～3年後に達成されるとした展望レポート（7月）で示した物価見通し（コアCPI上昇率：24年度2.5%、25年度2.1%、26年度1.9%）通りに物価が推移していくのであれば、それに沿って金融緩和度合いを調整していく、と従来の方針を繰り返した。こうした政策スタンスの根底には、実質金利水準が非常に低いとの認識に加え、次の金融緩和の際の利下げ余地を確保したい（いわゆる「糊しろ論」）との思いがあるとみられる。

こうした植田総裁の発言内容からは、マーケットが落ち着きを取り戻せば、利上げを継続していくとの基本方針に変更はないことが読み取れる。前述の通り、国内景気は家計所得環境の好転を背景に、消費主導で回復傾向を強めていることが確認できれば、日銀は年内にも再利上げを検討する可能性があると思われる。



金融市場：現状・見 通し・注目点

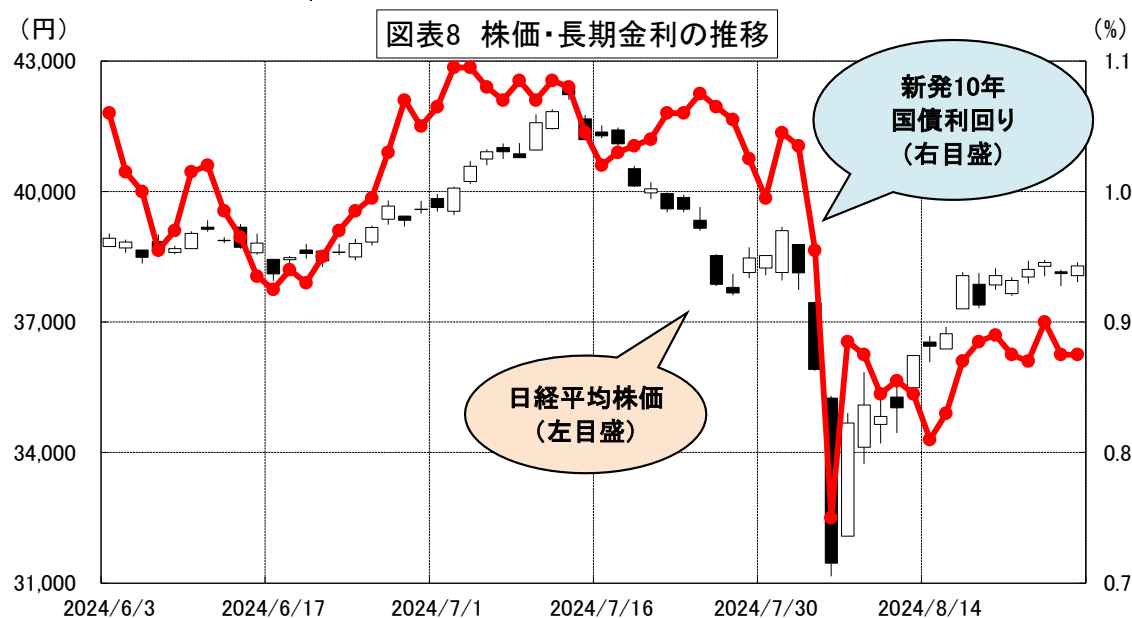
長期金利は一時大 幅に低下

前述の通り、8月上旬にかけてマーケットは大荒れの展開となり、リスクオフが一時強まった。中旬以降は米国経済に対する過剰な悲観論が後退、落ち着きを取り戻しつつあるが、なおも不安定な状態とみられる。

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

7月下旬にかけて長期金利（新発10年物国債利回り）は利上げを織り込む格好で1.0%台で推移したが、7月会合の初日（30日）には一旦は利上げ見送りとの思惑が強まり、1%割れとなった。しかし、実際には日銀は利上げを決定、今後とも利上げを続けていく方針を示したことで、市場参加者は日銀の利上げに対する意欲が想定以上に強いと感じ取った。それを受けて長期金利は再び1.0%台に上昇したが、パウエルFRB議長が9月に利下げに転じることを示唆したことで、円高・株安傾向が強まり、金利に低下圧力がかかった。さらに米雇用統計が事前予想を下振れたことで、一気にリスクオフの流れが強まり、8月5日には一時0.75%まで低下した。その後、米国景気の底割れ懸念が解消する中で、長期金利は概ね0.8%台で推移した。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期金利は緩やか に上昇へ

米国では9月の利下げがほぼ確実となっているほか、年内に更なる利下げも想定されていることもあり、長期金利は低下基調となっている。そのため、海外から一定の金利低下圧力がか

日経平均株価は一時31,000円台まで下落、その後は7月下旬の水準まで戻す

日米金利差の縮小予想で円高へ

かる半面、日銀は今後とも利上げを継続していく姿勢に変わりはない。そのため、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

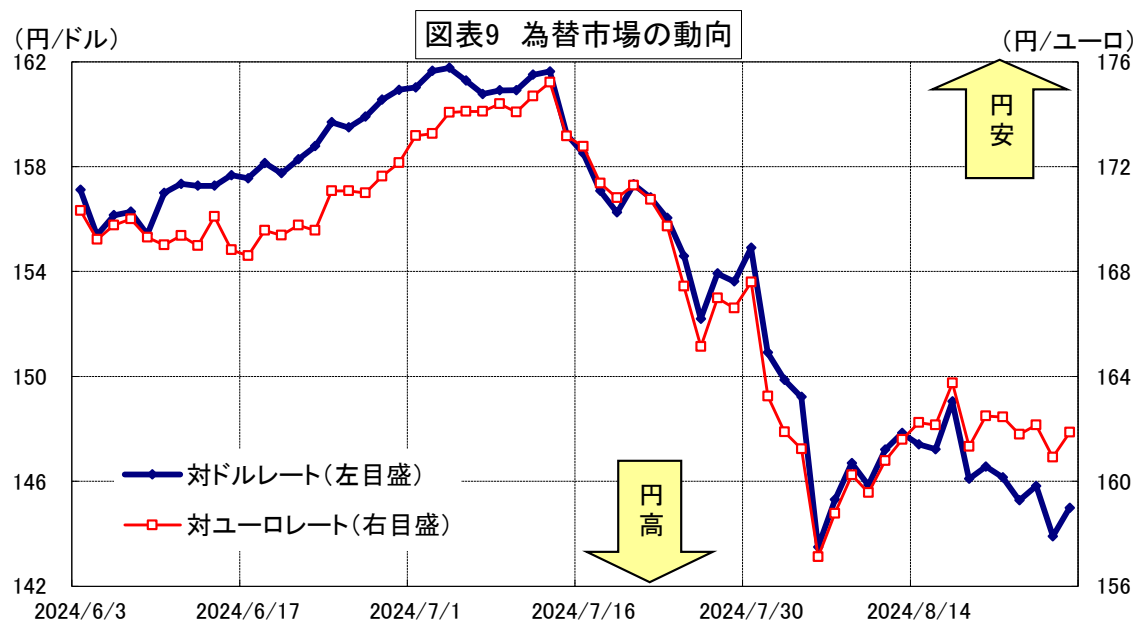
新年度入り後の株式市場はしばらく日経平均株価で38,000円前後での上値の重い展開が続いた。しかし、6月下旬以降に円安が再び進行したほか、米国経済のソフトランディング期待などに支えられた米株高に牽引されたこともあり、11日の日経平均は一時42,426.77円まで上昇した。その後はスピード調整的な動きに加え、円買い介入によって為替レートが円高方向に戻ったほか、米中摩擦激化への警戒などもあり、軟調な展開となった。8月入り後には米国経済の先行き悪化懸念が台頭したほか、急速に円高が進行したこともあり、株価は31,000円台まで下落する場面もあった。下旬にかけては米国経済の過度の悲観論が後退したことから、株価は7月下旬の水準まで戻したが、円高への警戒もあり、その後は上値が重い展開となっている。

当面、海外経済は低成長状態から抜け出せないほか、為替レートも円高気味に推移する可能性があるため、輸出株は冴えないとみられるが、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思われる。そのため、内需関連株や中小型株への物色が強まっていく中で、底堅く推移するものと予想する。

③ 外国為替市場

大型連休中の総額9兆7,885億円の円買い介入にも関わらず、日米金利差はなかなか縮小しないとの見方が強く、その後も円安には歯止めがかからなかった。7月中旬には一時38年ぶりとなる162円に迫ったが、6月の米CPIがインフレ沈静化を示唆する内容となったことで、為替レートは円高方向に急反転した。さらに、7月11～12日にかけて総額5兆5,348億円の円買い介入が実施され、ドル円レートは156円台まで円高が進んだ。加えて、8月初めの日米金利差がいよいよ縮小し始めるとの思惑や米国景気の底割れ懸念などで、一時141円台となった。中旬にかけては一旦150円近くまで円安方向に戻したが、直近は140円台半ばで推移している。

今後とも日米金利差が徐々に縮小していくとみられることから、為替レートは円高気味に推移していくだろう。



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

対ユーロでも円高進む

ユーロ円レートはドル高につられて、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たが、マーケットが大荒れとなる中、一時150円台まで円高が進む場面もあった。直近は160円台前半での展開となっている。

6月に4年9か月ぶりの利下げを決定した欧州中央銀行(ECB)は、賃金・物価スパイラルを警戒する半面、金融引き締め長期化が今後の景気・雇用に与える弊害についても考慮し始めている。9月利下げの可能性は現時点では半々だが、利下げを決定した際には円高ユーロ安が進むだろう。

(24.8.27 現在)