

## 日銀の利上げ継続方針は変わらず

～消費の堅調さを確認後、12月にも追加利上げの可能性～

南 武志

### 要旨

24年春闘での大幅賃上げ、好調な企業業績を受けた夏季賞与の増加などを受けて、家計の所得環境は増加基調となっており、実質賃金の目減りも解消しつつある。消費はなお前年水準を割った状態ながらも、持ち直しの動きが散見されている。海外経済の低成長状態は当面続くことから、外需には期待できないものの、日本経済は内需主導での回復傾向が徐々に強まるだろう。

7月の追加利上げ後、マーケットに不安定な動きが見られるほか、行き過ぎた円安が修正されたことで、日銀による早期の再利上げ観測は後退した。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、12月にも追加利上げが検討される可能性がある。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2024年		2025年		
		9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.226	0.20～0.55	0.20～0.55	0.45～0.80	0.45～0.80
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.2560	0.10～0.45			
国債利回り	20年債 (%)	1.630	1.65～1.95	1.70～2.10	1.80～2.20	1.80～2.20
	10年債 (%)	0.810	0.80～1.20	0.90～1.30	0.95～1.40	0.95～1.40
	5年債 (%)	0.460	0.45～0.70	0.50～0.80	0.60～0.90	0.60～0.90
為替レート	対ドル (円/ドル)	143.9	135～155	133～153	130～150	130～150
	対ユーロ (円/ユーロ)	161.1	145～165	143～163	140～160	140～160
日経平均株価 (円)		37,870	39,000±3,000	40,000±3,000	40,500±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)

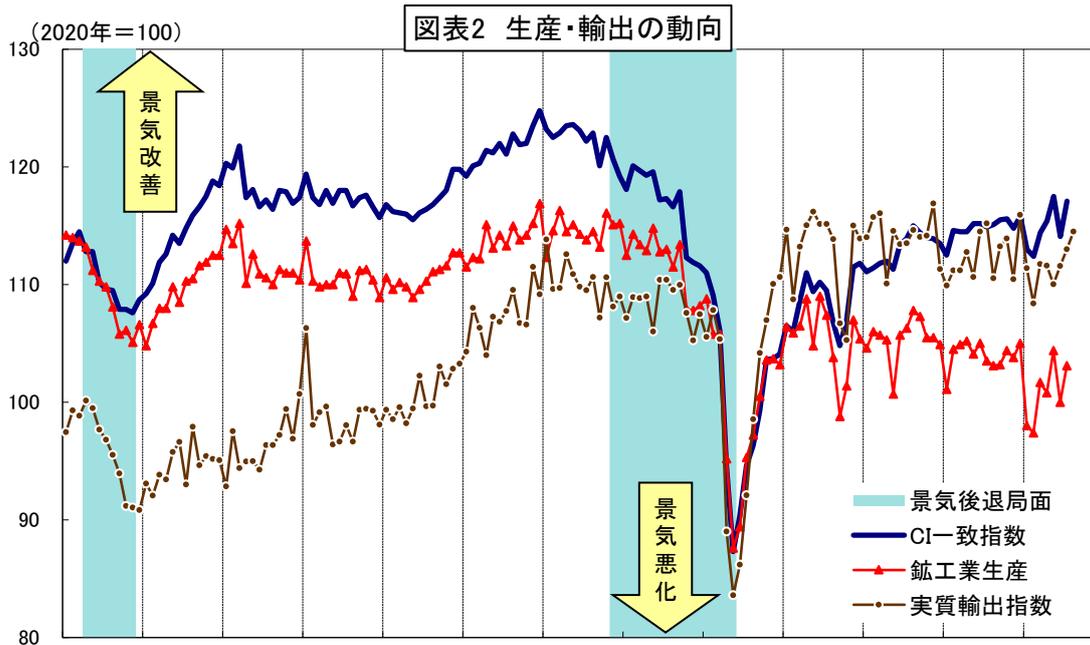
(注)実績は2024年9月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

### 10月1日に新首相が誕生、早期の解散・総選挙の可能性も

9月27日に投開票が行われる自由民主党の総裁選には、派閥解消なども影響し、異例ともいえる9名が立候補した。党主催の政策討論会などが全国各地で開催され、自民党の党是でもある憲法改正のほか、政治改革、外交・安全保障、経済・財政政策、エネルギー政策、労働市場改革、選択的夫婦別姓、皇位継承など様々なテーマについて論戦が交わされた。

10月1日には臨時国会の召集が予定されており、新首相が誕生する運びである。衆院解散・総選挙を早期に実施する意向を表明する総裁候補を複数見かけるものの、野党サイドでは新首相による所信表明演説とそれに対する各党代表質問、さらに予算委員会や政治倫理審査会を開くことを要求している。とはいえ、新たに立憲民主党代表に選出された野田佳彦元首相もまた

早期の解散・総選挙については十分意識しており、実際に年内にも国民の信を問う可能性があるだろう。なお、政党支持率（9月、NHK 調べ）で見れば、連立与党（自公）の 33.6% に対し、立民は 6.6% に過ぎないが、有権者の半数近い無党派層の趨勢が結果を左右するとみられるだけに、各党が今後どのような施策をアピールするのか注目される。



2012年 2013年 2014年 2015年 2016年 2017年 2018年 2019年 2020年 2021年 2022年 2023年 2024年  
 (資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

### 国内景気は緩やかながらも着実に回復

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、4～6月期の GDP 第 2 次速報（2 次 QE）によれば、経済成長率は年率 2.9%（1 次 QE：同 3.1%）へ若干ながらも下方修正された。2 期ぶりのプラス成長だったとはいえ、マイナス成長だった 1～3 月期からのリバウンドという側面が強いことには変わりはないが、「民間消費は 5 期ぶりの増加」、「実質雇用者報酬が加速」など、先行きを期待させる材料がみられた。

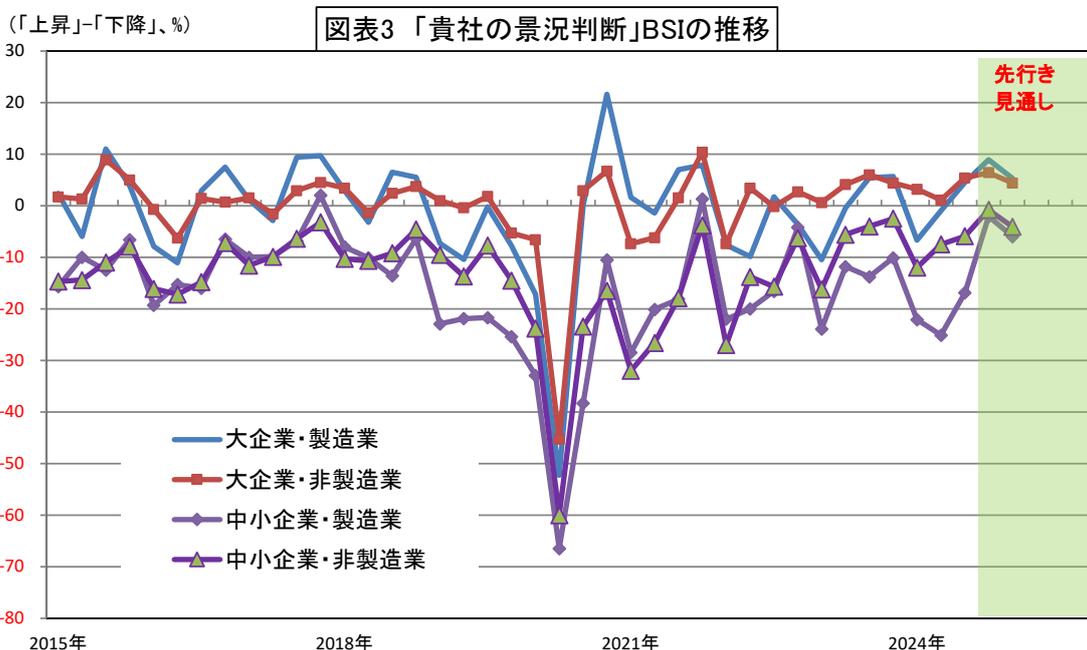
月次経済指標に目を転じると、7 月の景気動向指数・CI 一致指数は前月から +3.0 ポイントと、大幅に落ち込んだ 6 月の反動増が出たものの、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた（3 か月連続で同じ表記）。なお、内閣府が試算している「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の 7 月分も前月から +0.6 ポイントと 2 か月ぶりに上昇、消費税率 10% への引き上げ直前（19 年 9 月）につけた過去最高値に迫った。

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 3 か月連続で改善した。より詳細にみると、現状判断 DI は判断基準である 50 を 6 か月連続で下回ったが、先行き判断 DI は 5 か月ぶりに 50 を上回った。

さらに、「政府短観」とも称される法人企業景気予測調査（7～9 月期）によれば、大企業・製造業の景況感（「貴社の景況判断」BSI）は 3 期ぶりのプラス（「上昇」超）で、2 期連続の改善となった。同・非製造業については 8 期連続のプラス、かつ 2 期連続の改善であった。概して企業の景況感は改善している。

8 月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比 1.3%と 3 か月連続で上昇した。とはいえ、中期的にみれば実質輸出は頭打ち気味の推移となっており、国内景気全体を牽引する格好にはなっていない。地域別に見ると、中国以外のアジア向けは底堅いが、先進国向け、中国向けはいずれも軟調である。財別にみても、主力の自動車関連は弱含んだ。なお、7 月分では同 3.1%と一定のリバウンドが見られた鉱工業生産指数も 8 月の製造工業生産予測指数では同▲0.9%（予測誤差補正後）と低下する可能性がある。



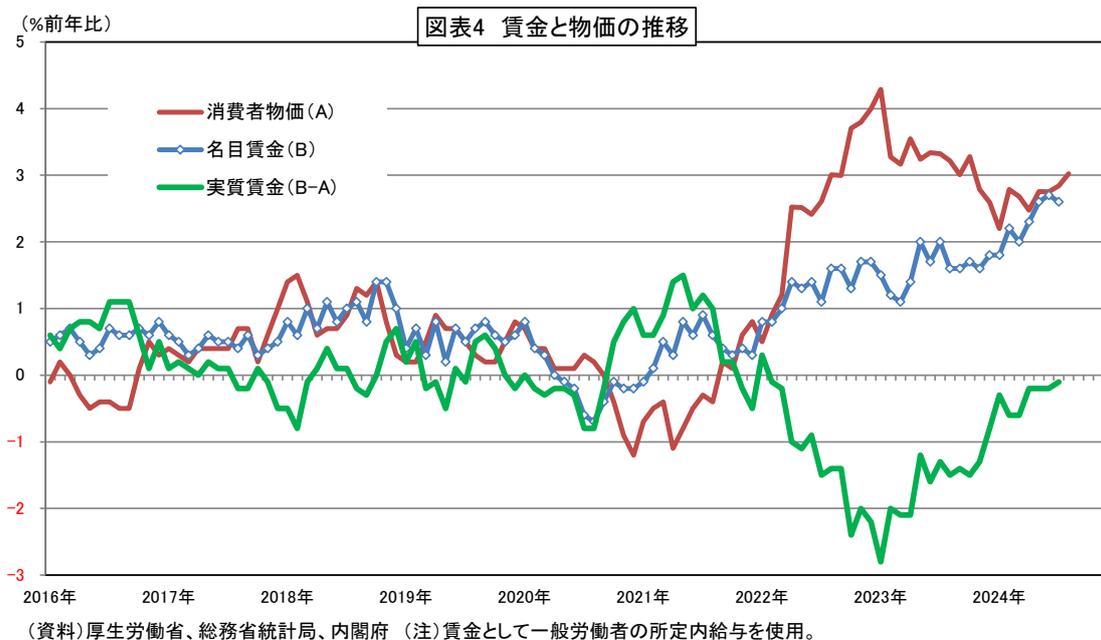
（資料）財務省・内閣府

### 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、7 月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）は前月比 0.02%と 4 か月連続、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 か月連続で、ともに上昇した。しかし、両指標ともに前年水準を下回ったまま

であり、持ち直しつつあるものの、消費はなお低調である。

一方で、賃金には上昇傾向が定着しつつある。7月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比3.6%と、大企業の夏季賞与が支給される6月（同4.5%）からは鈍化したものの、所定内給与（≒基本給）は同2.6%と高い伸び率を維持した。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0.4%と2か月連続で増加した。好業績を背景とした夏季賞与の底堅さに加え、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。なお、内閣府が公表をしている「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▲0.1%とまだマイナス状態ではあるが、プラス転換を窺う状況にようやくたどり着いたといえる。



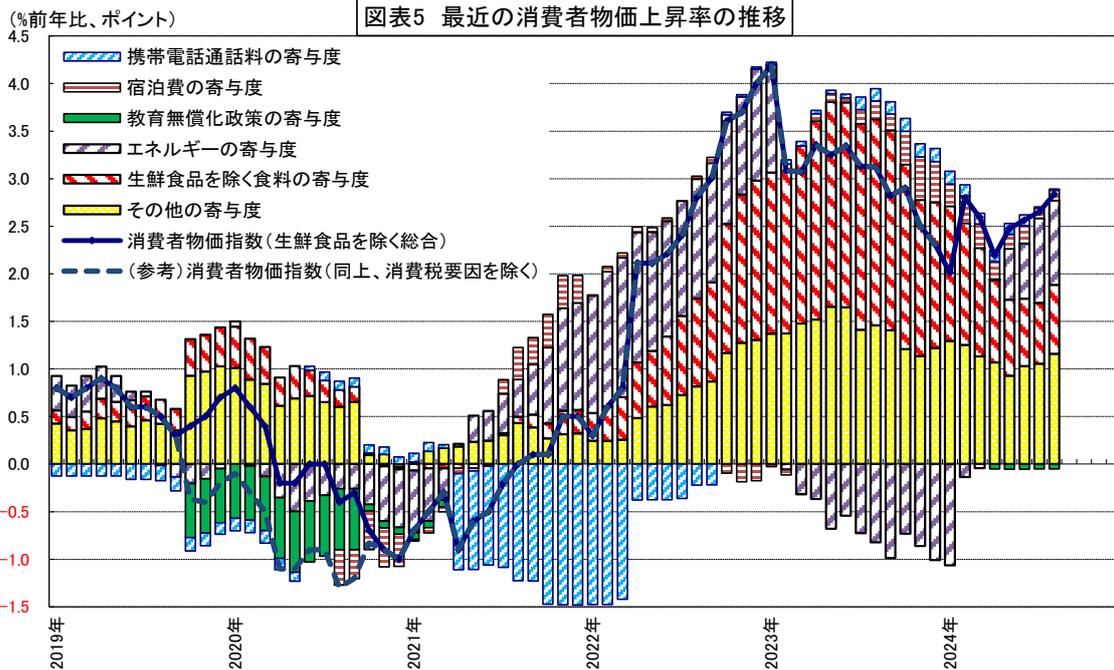
### 経済見通し：国内 景気は消費主導で 回復が続く

以下、国内景気の先行きを展望したい。まず、世界経済を見わたすと、米国経済にはこれまでの金融引き締め効果が出ているほか、中国経済には不動産問題が押し掛かるなど、25年にかけても低成長が続くとみられる。特に、中国に関しては、深圳市での日本人児童刺殺事件を受けて、先行き両国間の経済関係が冷え込むリスクも指摘されている。そうした要因から、輸出は伸び悩むと思われ、今後とも成長を牽引するのは難しい。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貢献している。

## 物価動向：4か月連続で上昇率拡大

後述の通り、今秋以降は物価の沈静化が強まるとみられ、実質賃金の増加を背景に消費の回復ペースは徐々に高まっていくだろう。こうした消費回復は非製造業などの設備投資にも波及すると思われる。

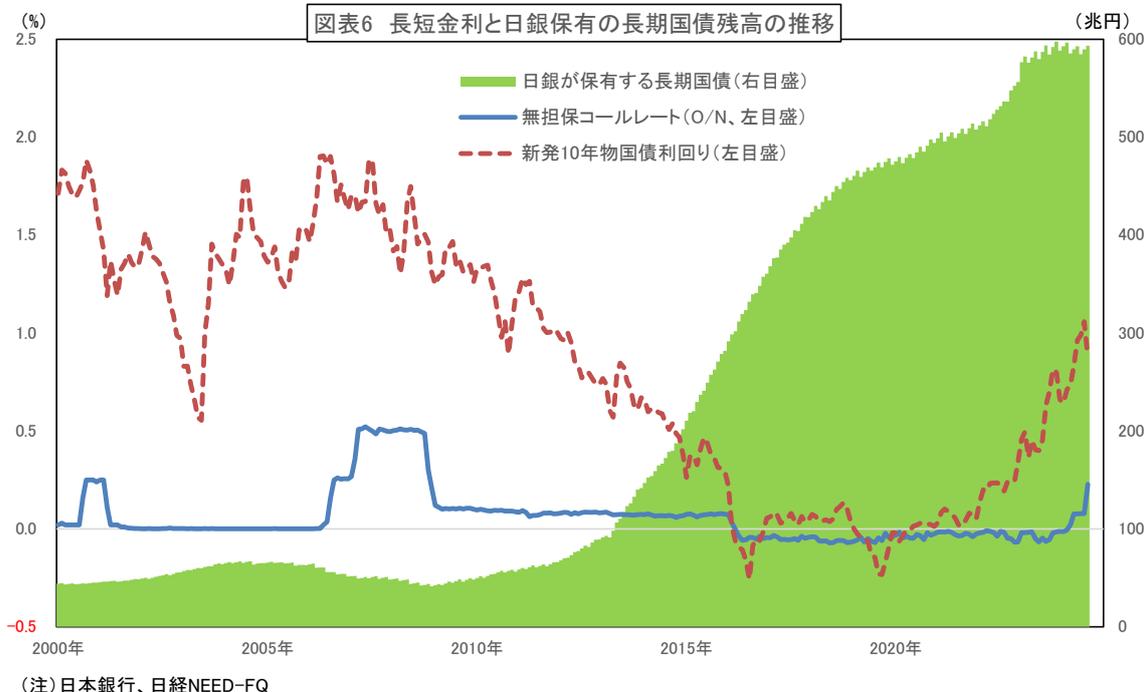
8月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比2.8%と、小幅ながらも4か月連続で上昇率が拡大した。特徴的だったのは、この数か月の物価押し上げ要因であったエネルギーの上昇率拡大が止まった（石油製品は14か月ぶりに前年比下落）半面、品薄によってコメが前年比28.3%と大幅上昇するなど、食料の値上げ圧力が再び高まったことであった。また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」も同2.0%へ若干ながらも上昇率を高めた。一般サービス（除く宿泊費）も同1.7%へ上昇率を高めたが、4月以降は1%台後半での上昇が続くなど、人件費の高まりがサービス価格を加速的に押し上げている様子は確認できない。



## 今秋以降、物価上昇率は沈静化へ

先行きについては、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いるため、9月のコアCPI上昇率は2%台半ばに戻ると思われる。ただし、天候不順による生鮮食品の値上がりやコメ不足問題もあり、食料には一定の値上げ圧力があるほか、7月上旬までの円安進行に伴う値上げも一部で残るだろう。

とはいえ、最近の円高や原油安は先行きの消費者物価の値上げ圧力を和らげ、24年度末には2%前後まで上昇率が鈍化、25年度には2%割れが常態化する可能性があるだろう。



### 金融政策：マーケットが落ち着けば、年内再利上げの可能性も

日銀は9月19～20日に開催した金融政策決定会合において政策金利の据え置き（無担保コールレート（翌日物）の誘導目標：0.25%）を決定した。前回7月の追加利上げ後、マーケットで不安定な動きが続いたこともあり、政策変更なしがマーケット参加者のコンセンサスであった。

決定会合終了後の記者会見で植田総裁は、今後の政策運営について、現在の実質金利が極めて低い水準にあることを踏まえると、今後とも景気回復が継続し、7月の展望レポートに示したような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる、従来の方針を繰り返した。

そのうえで、米国をはじめとする海外経済の先行きは不透明であり、金融資本市場も引き続き不安定な状況にあることから、当面はこれらの動向を極めて高い緊張感をもって注視し、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を、しっかりと見極めていくとした。また、最近の円安修正によって輸入物価上昇率も鈍化するなど、物価上振れリスクは相応に減少しており、政策判断に当たっての時間的

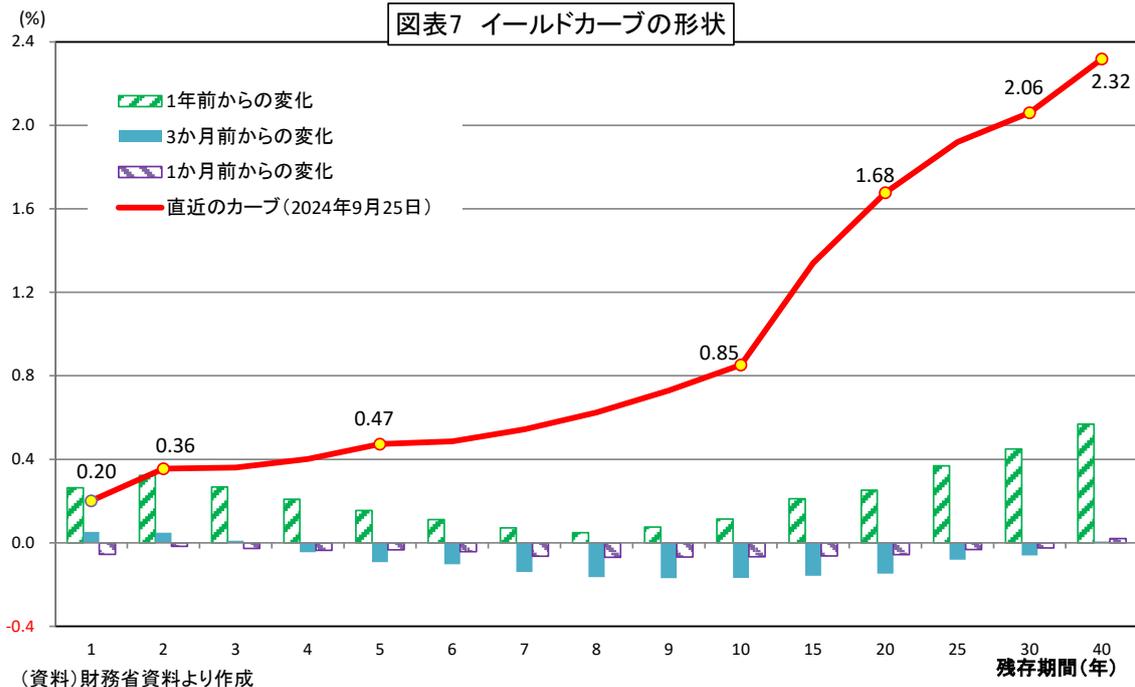
## 金融市場：現状・見 通し・注目点

な余裕もできたとの評価もした。

こうした植田総裁の発言内容からは、「賃金と物価の好循環」が強まっていくことが確認できれば、政策金利を徐々に引き上げていく方針が改めて確認できる。マーケットがある程度落ち着きを取り戻せば、日銀は12月会合で再利上げを検討・実施する可能性があると思われる。

マーケット参加者の注目は引き続き、米国経済・物価の行方とそれに対する金融政策の思惑であった。米国の株式市場は大幅利下げを好感して史上最高値を更新する状況となっているが、国内株価は円高への警戒から出遅れ感が否めない。長期金利は海外からの金利低下圧力があるものの、日銀の利上げ継続が想定されていることから、下げ渋っている。

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。



## 長期金利は概ね 0.8%台でもみ合 う展開

### ① 債券市場

7月30～31日開催の金融政策決定会合において、日銀が追加利上げを決定、かつ利上げ継続の方針を示したことで、市場参加者は日銀の利上げ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（新発10年物国債利回り）は1.0%台へ再び上昇したが、同じ日程で開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）後にパウエルFRB議長が9月利下げの方針を示したこ

と、円高・株安傾向が強まり、内外金利に低下圧力がかった。さらに米国経済の悪化懸念が高まり、一気にリスクオフの流れが強まったことで、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は後退したが、長期金利は概ね0.8%台での推移が続いた。



(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

9月に4年半ぶりに利下げに転じたFedは年内更なる利下げも想定され、海外からは一定の金利低下圧力がかかる可能性がある。そうした中、日銀の早期利上げ観測は後退したものの、今後とも断続的に利上げしていく方針に変わりはないことから、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

### 日経平均株価は一時35,000円台まで下落した後、9月下旬にかけて持ち直す

24年度入り後、日経平均株価は38,000円前後でのみみ合いが続いたが、6月下旬以降の円安進行や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、7月11日には日経平均は一時42,426.77円の史上最高値(ザラ場)を更新した。その後はスピード調整的な動きに加え、政府の円買い介入で為替レートが円高方向に押し戻されたほか、米中摩擦激化への警戒などもあり、軟調な展開となった。さらに、8月入り後には米国経済の先行き悪化懸念が台頭した、かつ円高圧力が高まったこともあり、株価は31,000円台まで下落した。その後は米国経済に対する過度な悲観論が後退し、米国株価が史上最高値を更新する中、一時38,000円台を回復した。しかし、9月

中旬にかけて円高が進行したこともあり、再び 35,000 円台まで下げるなど、不安定な動きが続いた。なお、直近は Fed の大幅利下げを好感して米国株価が史上最高値を更新したほか、円高一服もあり、日経平均も 38,000 円前後まで持ち直している。

なお、先行きに関しては、海外経済は低成長状態から抜け出せないほか、為替レートの円高傾向も続くとみられる半面、国内景気は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、国内株価も底堅く推移するものと予想する。



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

### 日米金利差の縮小が意識され、円高基調へ

#### ③ 外国為替市場

24 年前半、日米金利差はなかなか縮小しないとの見方が強く、大型連休中の円買いドル売り介入にもかかわらず、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 1 ドル=162 円に迫ったが、米国のインフレ沈静化によって利下げが現実味を帯びたことで、円高方向に急反転した。さらに、7月11～12日に総額5兆5,348億円の円買い介入が実施されたことで156円台まで円高が進んだ。さらに、8月初めには日米金利差の縮小が意識されたほか、米国景気の底割れ懸念などで、一時141円台まで円高が進んだ。その後、米国経済に対する過度な悲観論が後退、一旦150円近くまで円安方向に戻したが、9月16日には一時140円を割れる場面もあった。

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きだろう。

## 一時 155 円前後まで円高ユーロ安が進む

ドル高につられて、対ユーロでも 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後、政府による円買い介入によってユーロ安方向に転じた。9 月中旬には一時 155 円前後まで円高が進む場面もあった。直近は 160 円台での展開となっている。

欧州中央銀行（ECB）は、6 月に続き、9 月の政策理事会においても 0.25% の利下げを実施した。賃金・物価スパイラルへの警戒が根強いものの、ドイツを筆頭にユーロ圏経済の悪化懸念から次回 10 月も連続利下げするとの見方も浮上している。基調としては円高ユーロ安が進むだろう。

(24. 9. 25 現在)