

政局流動化で経済政策運営の不透明感高まる

～日銀の利上げ継続姿勢には変化なし～

南 武志

要旨

国内景気は辛うじて回復基調をたどっているが、実質賃金の日減り解消までには至っていないこともあり、期待された家計消費の持ち直しはなかなか進んでおらず、回復ペースは極めて緩慢である。先行きについてはIMF世界経済見通しなどからは世界経済の低成長状態はしばらく続くとのことであり、外需には当面期待できないと思われる。一方で、労働力不足に伴う賃上げは継続するとみられ、25年度にかけて物価沈静化が進めば、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。

こうした中、金融政策の正常化に踏み出した日銀は、マーケットの不安定さが残っていることもあり、早期の再利上げ観測は後退している。とはいえ、日銀の利上げ継続の方針には変わりはなく、「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月か1月にも追加利上げが検討・実施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		
		10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.228	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 (%)	1.810	1.65～1.95	1.70～2.10	1.80～2.20	1.80～2.20
	10年債 (%)	0.970	0.80～1.20	0.90～1.30	0.95～1.40	0.95～1.40
	5年債 (%)	0.590	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)	153.3	135～155	133～153	130～150	130～150
	対ユーロ (円/ユーロ)	165.7	145～165	143～163	140～160	140～160
日経平均株価 (円)		38,605	38,000±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10月28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。

総選挙では連立与党が過半数割れ

9月27日に実施された自由民主党総裁選は5度目の挑戦となった石破茂氏が勝利、10月1日には石破新内閣が発足した。石破首相は当初、与野党で十分な国会論戦を行い、かつ能登豪雨などへの災害復旧費や新たな物価高対策を盛り込んだ補正予算を編成・成立した後に解散・総選挙を実施すると述べていたが、党内基盤が盤石ではないこともあり、前言撤回して9日に衆院を解散し、選挙戦に突入した。しかし、「政治とカネ」への批判が高く、さらに石破首相の度重なる言行不一致などもあり、事前に期待されたほど内閣支持率は高まらなかった。

そうしたなか、27日に行われた総選挙では、自公の連立与党

は 215 議席と公示前から 64 議席を失い、過半数（233）割れとなった。いわゆる「裏金議員」46 名中、主要ポスト経験者を含めて 28 名が落選した。一方、立憲民主党は 148 議席（公示前から 50 増）、国民民主党は 28 議席（同 21 増）と躍進、自民党への批判票の受け皿となった。

それでも自民党は比較第一党を死守、石破首相は続投を表明しており、今後は当選した非公認候補の追加公認、新たな連携先の模索などが活発化するとみられる。ただし、連携先の候補である維新、国民は消費税率の引き下げを公約として掲げるなど、政策面の隔たりもある。さらに、選挙戦終盤で浮上した「2 千万円問題」など、執行部の責任問題に発展する可能性も否定できない。一方、野党サイドも立民を中心とする政権発足には様々なハードルがある。11 月 11 日には特別国会が召集され、首班指名選挙が行われるが、それに向けて政局が大きく流動化するリスクが浮上しており、経済政策運営についても不透明感が極めて高いといえる。

図表2 第50回衆議院議員選挙の結果

	自民	公明	立民	維新	国民	れいわ	共産	社民	参政	保守	無所属 ・その他
小選挙区	132	4	104	23	11	0	1	1	0	1	12
比例	59	20	44	15	17	9	7	0	3	2	0
合計	191	24	148	38	28	9	8	1	3	3	12
	215										
議席数増減	▲ 56	▲ 8	50	▲ 5	21	6	▲ 2	0	2	-	-
公示前	247	32	98	43	7	3	10	1	1	-	14

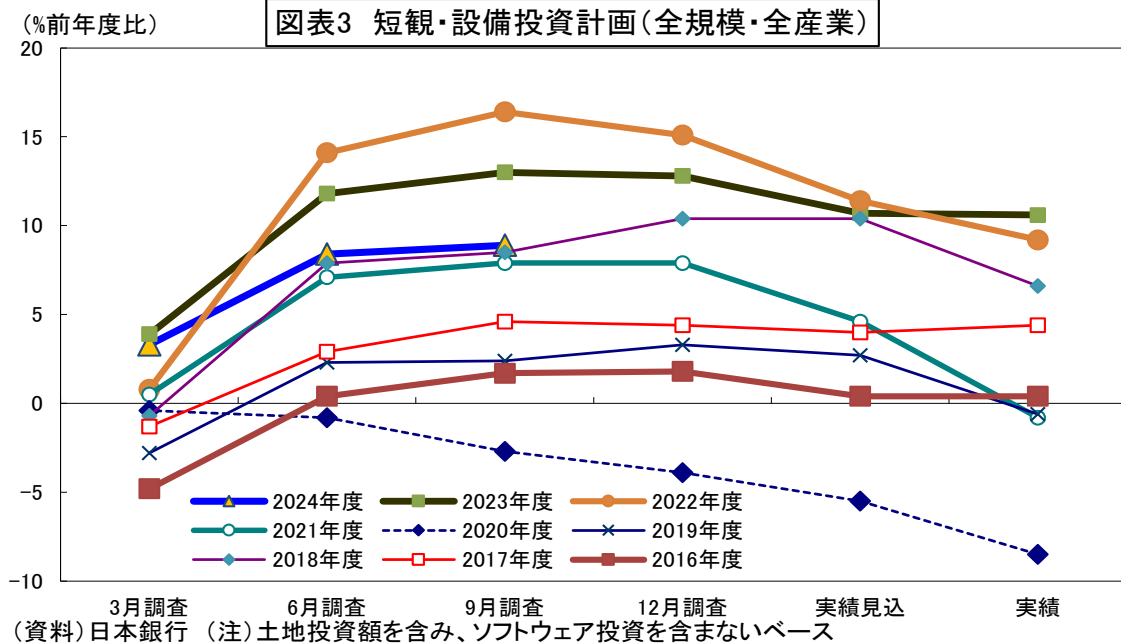
（資料）マスコミ各社の報道より作成 （注）政党名は一般的な略称を使用。

企業の景況感は概ね
良好

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、日銀短観 9 月調査によれば、大企業製造業の業況判断 DI は 6 月調査時の 13 で変わらず、同非製造業は 34 と 2 期ぶりに改善した。24 年春闘では 33 年ぶりの高い賃上げ率が実現、7 月には日銀が追加利上げを決定するなど、企業経営にとってコスト負担が意識されつつあるほか、8 月には円高急伸や株安など、金融資本市場に混乱も見られたが、企業の景況感は概ね良好であることが確認できた。

一方で、24 年度の売上・収益計画では増収継続ながらも減益見通しとなるなど、先行きを決して楽観視しているわけではない様子も見て取れる。これまでは円安や価格転嫁の進展に加え、資源投入コストの低下などが利益を押し上げてきたが、先行きそうした要因が剥落するリスクは否定できない。なお、24

年度の設備投資計画は中小企業を中心に上方修正されるなど、設備投資マインドは堅調である。



国内景気の回復ペースは緩慢なまま

月次経済指標に目を転じると、8月の景気動向指数・CI一致指数は前月から▲3.2ポイントと、2か月ぶりに低下して2月以来の低水準となり、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれた(4か月連続で同じ表記)。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8月分も前月から▲1.0ポイントと2か月ぶりに低下、足踏みが続いている。

また、9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ともに4か月ぶりに悪化、いずれも判断基準である50を下回った。猛暑による秋物商材の販売不振や物価高騰による節約志向の強まりなどが指摘されている。

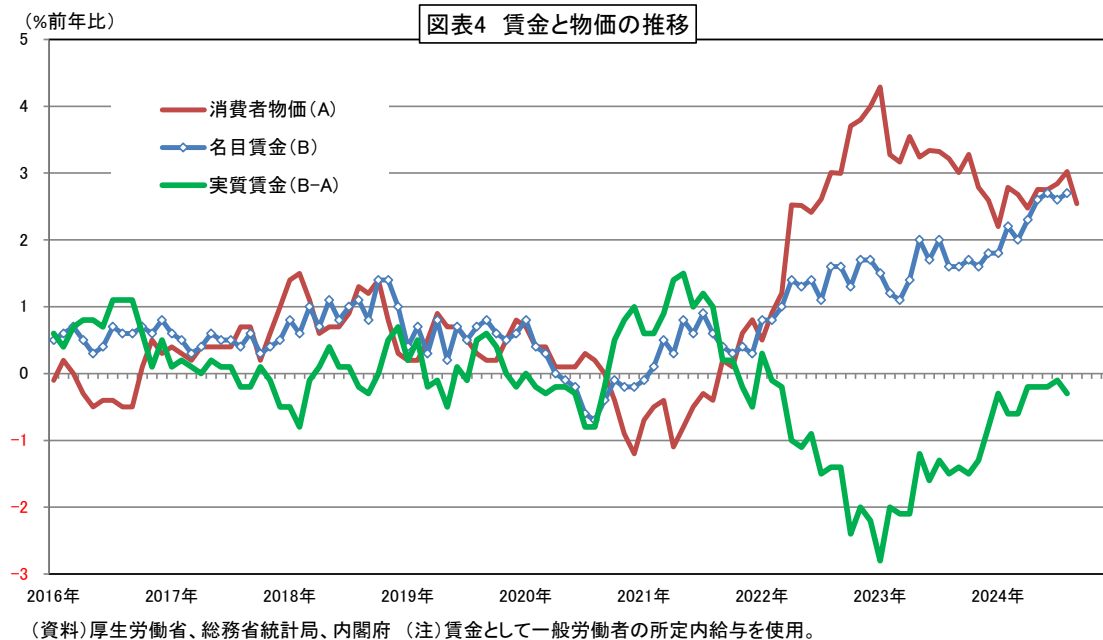
一方、9月の実質輸出指数(日本銀行試算)は前月比4.0%と4か月連続で上昇した。8月にかけて大きく低下した「米国向け」、「EU向け」に反動増が見られたものの、「中国向け」は低調だった。なお、8月の鉱工業生産指数は同▲3.3%と2か月ぶりに低下するなど、一進一退が続いている。

賃金は上昇傾向にあるが、物価下げ渋りで実質賃金はマイナス継続、消費も依然低調

こうしたなか、賃金は上昇基調にある。8月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.8%と2か月連続で鈍化したものの、23年の伸び(同2.0%)を上回った状態が続いている。しかし、春闘賃上げ率(23年:3.60%⇒24年:5.33%)の拡大幅を考慮すると、伸び率自体に物足りなさがある(共通事

業所ベースの一般労働者の所定内給与でも拡大幅は1ポイント程度にとどまる）。また、実質賃金（内閣府ベース、デフレーターは全国消費者物価指数（総合））は、一般労働者の現金給与総額で前年比横ばいに鈍化、同じく所定内給与で同▲0.3%と6か月ぶりに減少率が拡大するなど、マイナス基調からは脱してない。

こうした所得環境の改善の遅れもあり、8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%と5か月ぶり、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同▲0.02%と2か月連続で、ともに低下した。実質消費活動指数のうちのサービス指数も2か月連続で低下するなど、消費は盛り上がりを欠いた動きが続いている。



経済見通し：国内 景気は緩やかなが らも消費主導で回 復が進む

以下、国内景気の先行きを展望したい。足元7～9月期については、消費の回復もあり、2期連続のプラス成長が見込まれる。年度下期については、まず、世界経済を見わたすと、米国経済にはなお底堅さがあるものの、労働市場にはこれまでの金融引き締め効果が出ているほか、中国経済も不動産不況の影響が及ぶなど、総じて低調である。10月22日にはIMFが最新の世界経済見通しを公表したが、世界経済全体の成長率は23年が3.3%だったのに対し、24、25年とも3.2%と安定的に推移するものの、勢いに欠けると評価している（25年見通しは下方修正）。また、10月24～25日に開催されたG20財務相・中銀総

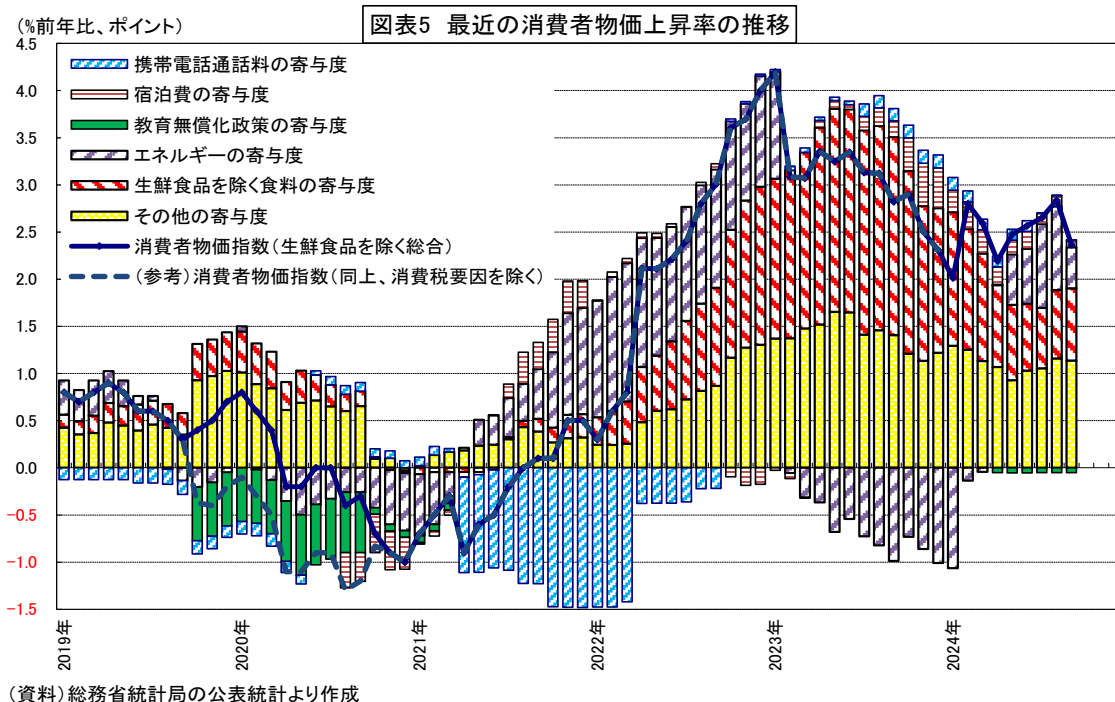
物価動向：4か月連続で上昇率拡大

裁会議では下振れリスクが高まっているとの認識がコミュニケに明記された。以上を踏まえると、日本経済にとって輸出を成長の牽引役として期待するのは難しい。

一方、構造的な労働力不足を背景に賃上げの流れは継続すると見込まれるほか、年度下期にかけて物価は沈静化が進むとみられることから、実質賃金はいずれ増加に転じ、消費の持ち直しを促すことが期待される。こうした消費回復は非製造業などの設備投資にも波及していくだろう。

9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2.4%と、政府の物価高対策が復活したことで電気・ガス代の値上がりが緩和されたことから5か月ぶりに鈍化した。総務省統計局による試算では「酷暑乗り切り緊急支援」による物価押し下げ効果は▲0.55ポイント（うち電気代：▲0.46ポイント、都市ガス代：▲0.09ポイント）であり、8月分（前年比2.8%）からの変化分のほとんどが説明可能である。一方で、品薄の影響でコメが同44.7%と高騰、物価全体を0.26ポイント押し上げるなど、食料が2か月連続で上昇率を高めた。

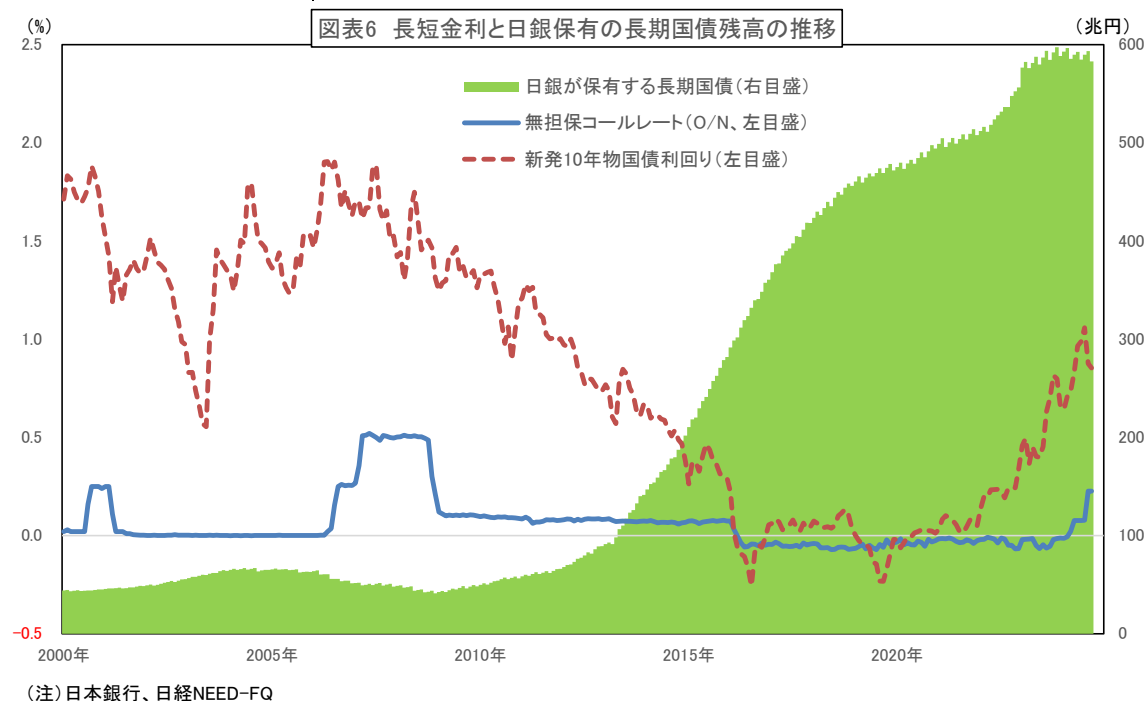
また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は同2.1%へと2か月連続で上昇率を高めた。一般サービス（除く宿泊費）は同1.6%へ鈍化しており、人件費の高まりがサービス価格を押し上げている様子は依然として確認できない。



今秋以降、物価上昇率は沈静化へ

政府の物価高対策によって 11 月までは消費者物価に対して ▲0.5 ポイント強の押し下げ効果が続く想定され、引き続きコア CPI 上昇率は 2% 台前半から半ばで推移すると思われる。その後は、再び物価上昇率が高まる可能性があるものの、総選挙では各党ともに物価高対策に取り組む姿勢をアピールしていたことから、25 年入り後には再度復活することが予想される。今夏のコメ品薄によって上昇したコメ価格が下げ渋るなど、食料には一定の値上げ圧力が残るだろう。

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% 割れが常態化するものと予想される。



金融政策：日銀の利上げ継続方針に変わりはなく、12月もしくは1月にも再利上げの可能性

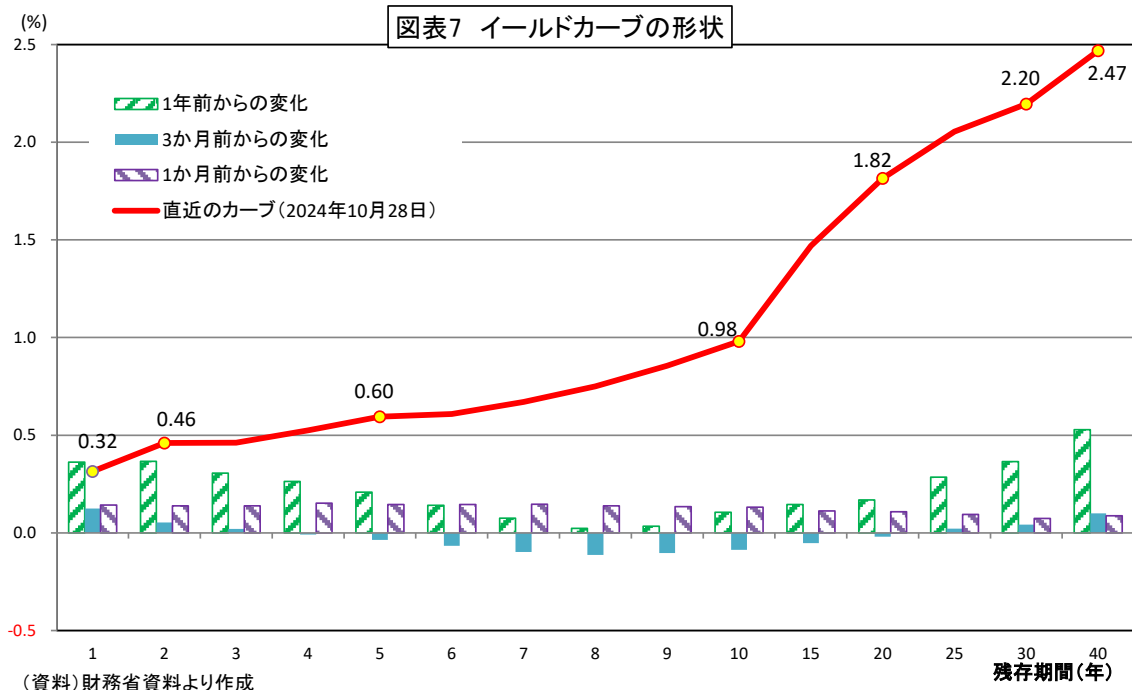
日銀は7月の追加利上げ直後に、今後とも景気回復が継続し、7月の展望レポートに示したような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる方針を表明した。しかし、8月入り後にマーケットで不安定な動きが強まったほか、日銀の金融政策に対して理解を示していたはずの石破首相が「現在、追加の利上げする環境にはない」との発言もあり、マーケットでは再利上げの時期が後ずれするとの見方が広がった。

その後、石破首相は政治介入と捉えられたことに反省の弁を

述べ、日銀独自の判断を尊重する方針を示したが、所信表明演説ではデフレ脱却最優先といった経済政策の運営方針を述べており、今後とも政治的圧力への警戒は残るとみられる。

とはいえ、今後とも日銀が利上げ時期を模索していく姿勢には変わりはないだろう。G20 財務相・中銀総裁会議に出席した植田総裁は円安だけではなく、その背後にある米国経済の動向などを見たうえで、それらが日本の物価にどう影響するかということをも丹念に分析して見極めていくとしたうえで、政策判断に当たっての時間的な余裕はあるとの考えを改めて表明した。

それゆえ、10月の金融政策決定会合での再利上げの可能性は薄いものの、今後「賃金と物価の好循環」が強まっていくことが経済指標などから確認できれば、利上げを検討するものと思われる。11月の大統領選の結果次第ではマーケットが大きく変動する可能性があるものの、日銀は12月もしくは1月の金融政策決定会合において再利上げを検討・実施する可能性があるだろう。



金融市場：現状・見通し・注目点

米国景気の底堅さが改めて認識されたことで米国経済への楽観論が強まり、かつ Fed の大幅利下げ観測が後退したことで、9月中旬まで低下基調をたどっていた米長期金利が反転上昇、国内金利にも波及したほか、再び円安圧力が高まった。11月5日には米大統領選を控えており、その結果がマーケットに少な

長期金利は概ね 0.8%台でもみ合 う展開

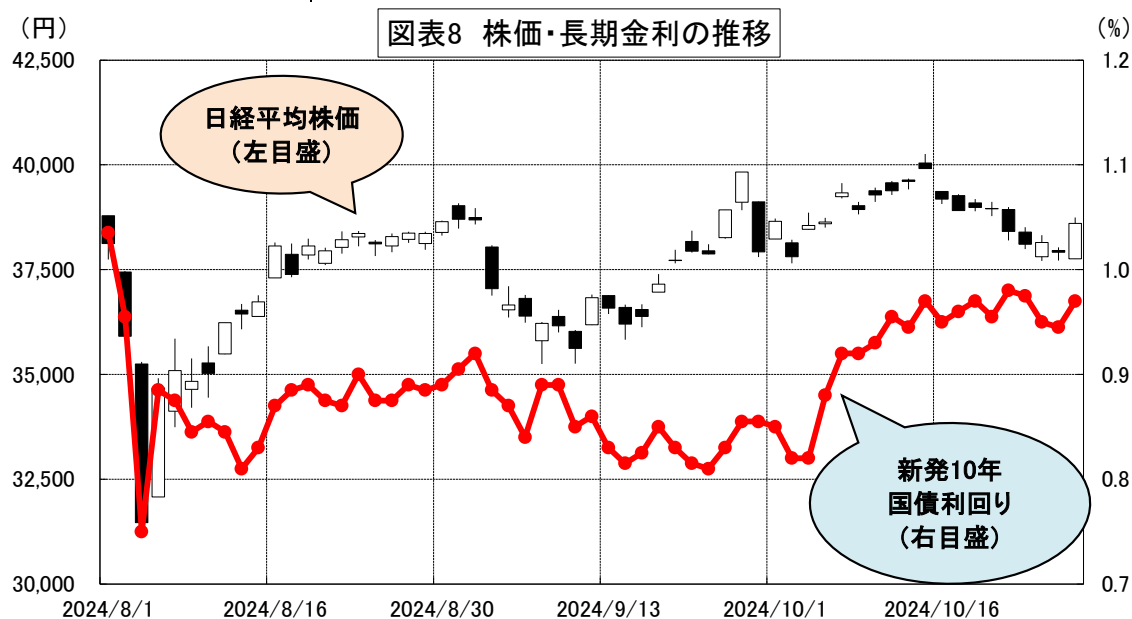
からず影響を与えるとの見方も少なくない。

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7月の金融政策決定会合で追加利上げを決定、植田総裁が利上げ継続に対する強い意志を示したこともあり、長期金利（新発10年物国債利回り）は1.0%台へ上昇した。しかし、8月入り後には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、5日には一時0.75%まで低下した。その後、米国景気に対する過度な悲観論は後退したものの、日銀の再利上げ時期は後ずれするとの見方も根強く、10月上旬にかけて長期金利は概ね0.8%台で推移した。

逆に、10月に入ると、米国経済の堅調さを示す指標の発表が相次ぎ、Fedが先行き大幅利下げをするとの観測が下火になったことで米国金利が上昇した。さらに足元では米国財政悪化への警戒から一段高となっており、それが国内にも波及し、長期金利は一時0.98%まで上昇した。



(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

とはいえ、米国は既に利下げ局面入りしており、先行き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は変わりはない。それゆえ、利上げが意識される場面では長期金利には上昇圧力がかかるだろう。

日経平均株価は一時 40,000 円を回復したが、10 月下旬にかけて軟調な展開

米国の大幅利下げ観測が後退、再び円安進行

② 株式市場

円安進行や米国経済への楽観論を背景に、日経平均株価は 7 月 11 日に 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こと等もあり、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、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、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際には 35,000 円台に下落するなど、不安定さが残っている。10 月中旬にかけては米国経済の堅調さが好感され、米国株価が断続的に史上最高値を更新したほか、円安進行も好感され、日経平均も一時 40,000 円を回復した。直近は金利上昇への警戒から米国株価が軟調に推移したほか、総選挙への警戒などから日本株も弱含みで推移した。

先行きを展望すると、①海外経済は低成長状態が続く、②内外金利差は縮小基調であり、一方的な円安進行の可能性は低い、③24 年度の企業業績は減益見通しである、④政局流動化のリスクが高い、などから、株価はしばらく軟調に推移する可能性がある。一方で、来夏の参院選を控えて、積極的な財政政策運営になるとの期待感は相場を下支えするだろう。

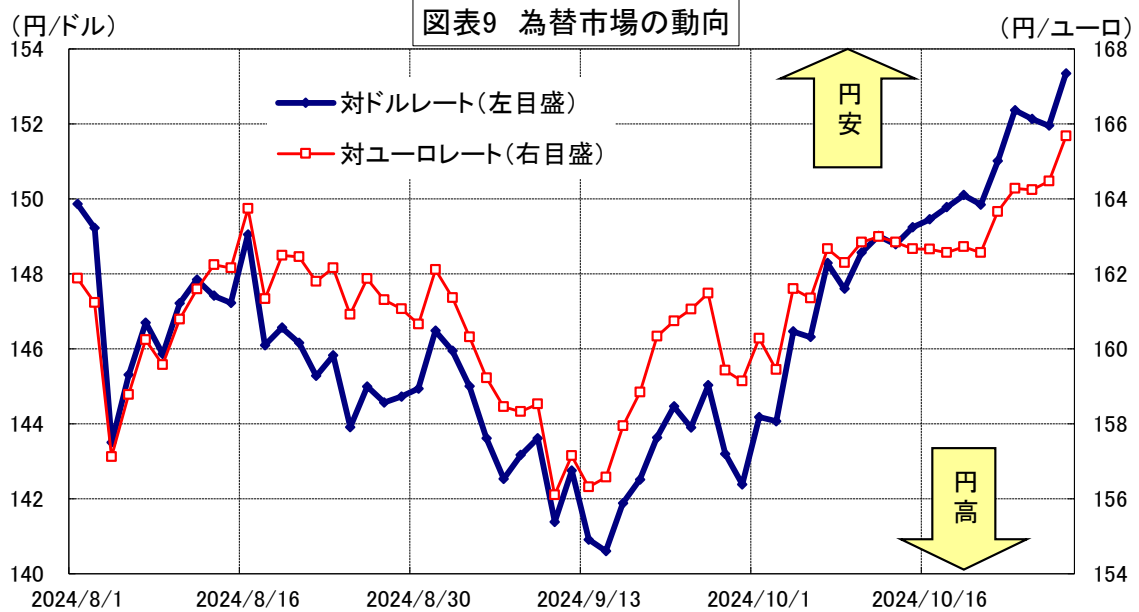
③ 外国為替市場

7 月中旬に公表された米消費者物価（6 月）がインフレ沈静化を示唆する内容となったことで、米国金融政策の利下げ転換が意識され、その直前に一時 38 年ぶりとなる 1 ドル＝162 円に迫ったドル円レートは円高方向に戻した。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。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が高まり、9 月中旬には一時 141 円台まで円高が進んだ。

その後、米国経済に対する楽観論が台頭、マーケットが米国の利下げペースが緩やかなになると修正したほか、米国の財政悪化懸念が意識されたことで米国金利が上昇、ドル円レートは再び 150 円台まで円安が進んでいる。

とはいえ、先行きは日米金利差が徐々に縮小していくとみられることから、円安進行には限度があり、いずれ円高気味に推

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。

ECB は連続利下げ したが、円安ユー ロ高へ

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んだ。その後もドル高に連動してユーロ高が進み、直近は 160 円台半ばとなっている。

ユーロ圏では概ねインフレが沈静化したほか、独仏など主要国において景気失速懸念が根強く、欧州中央銀行 (ECB) では 10 月の政策理事会で今年 3 回目の利下げを決定した。次回 11 月も連続利下げするとの見方も浮上しており、一方的に円安ユーロ高が進む状況にはないと思われる。

(24. 10. 28 現在)