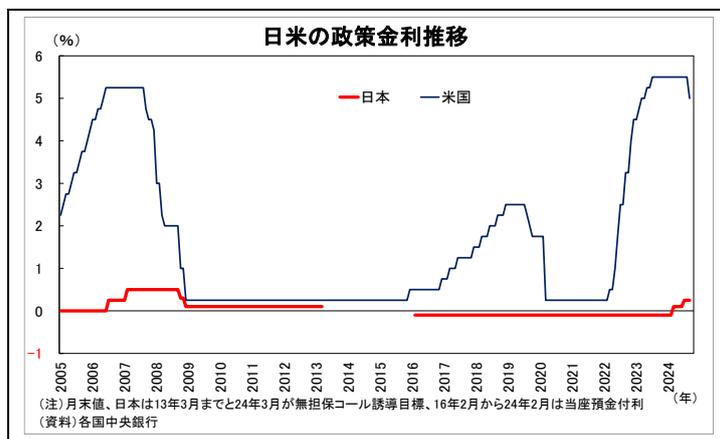


Weekly  
エコノミスト・  
レター不透明感を増す利上げの行方  
～日銀金融政策のポイントと見通し経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 日銀が7月に利上げを実施した後、「金融市場の混乱」と「(その一因にもなっている)米経済の大幅な減速懸念」という利上げ継続に対する逆風が顕在化した。また、9月にはFRBが利下げを開始したほか、今月初旬には石破新首相が追加利上げに慎重と受けとれる発言をするなど、日銀の利上げを巡る新たな変数が発生し、情勢は複雑化している。
2. 今後の追加利上げを左右するポイントを整理すると、①国内経済・物価が日銀の想定に沿って推移するか?、②米経済がハードランディングを回避できるか?、③金融市場の不安定さが緩和するか?、④政権が利上げを容認するか?の4点が挙げられる。
3. メインシナリオとしては、今後も日銀の利上げが継続されると見ている。米国経済はハードランディングを回避し、国内経済も実質賃金のプラス化を追い風に回復基調を辿るだろう。そうした中、日銀は来年1月のMPMにおいて、①今年秋以降の実質賃金のプラス化定着、②来春闘における高めの賃上げ見通し、③米経済の大幅な減速回避を根拠として、政策金利を0.50%程度へ引き上げると予想している。その後も、①参院選の通過、②来春闘における高めの賃上げのデータでの確認を根拠として、来年7月のMPMで0.75%程度への利上げを実施すると見ている。このレベルまでの利上げであれば、中立金利に到達したかどうかの議論にはなりづらい。
4. なお、石破新首相による利上げに対する慎重な発言については、自身の総裁選勝利後に市場で円高・株安反応が生じたことを受けて、来る総選挙への影響を危惧して株価対策として発せられたものと受け止めている。もともと同氏は金融緩和に前向きではないとみられるほか、日銀が「追加利上げ後も金利水準は低く、緩和的な金融環境が保たれること」を丁寧に説明することで、政権は緩やかな利上げを容認すると予想している。



# 1. トピック：不透明感を増す利上げの行方

日銀金融政策の先行き不透明感が強まっている。日銀は利上げの継続方針を維持しているが、8月以降、利上げを阻害しかねない新たな複数の要因が浮上したためだ。

最近の日銀の動きと取り巻く環境を振り返ったうえで、今後のシナリオについて考察する。

## (7月MPM後に利上げを巡る情勢が複雑化)

まず、日銀を巡る動きを振り返ると、日銀は今年3月にマイナス金利解除・YCC撤廃を軸とする金融政策の正常化に踏み切ったのに続いて、7月30-31日に開催されたMPM（金融政策決定会合）において政策金利を0.25%程度へと引き上げる追加利上げを決定した（合わせて、長期国債買入れ減額の具体的計画も決定）。

問題はその後起こった。日銀の7月利上げは、①「経済・物価が日銀の想定に沿って推移していること」に加え、②既往の円安などから「物価の上振れリスクに注意する必要があること」が背景と説明された。しかし、日銀による事前の情報発信が乏しく、市場の織り込みが不十分な段階で実施されたうえ、MPM後の植田総裁発言が早期の追加利上げに前向きと受け止められた<sup>1</sup>ことが市場の動揺に繋がった。

さらに、直後には、ISM製造業指数や米雇用統計の悪化を受けて米景気の大幅な悪化懸念が台頭したことで、FRBによる大幅な利下げ観測を巻き込む形で急速な円高・株安が発生した。つまり、7月MPM後に金融市場の混乱と（その一因にもなっている）米国経済の大幅な減速懸念という利上げ継続に対する逆風が顕在化した形となっている。



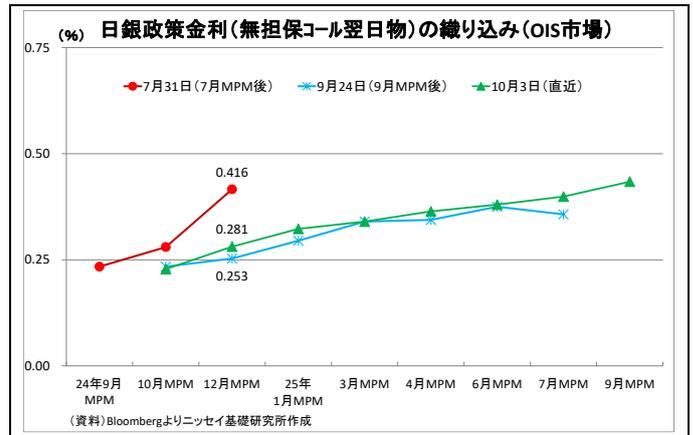
こうした事態を受けて、市場の混乱を收拾する狙いもあって、日銀の情報発信はハト派化した。内田日銀副総裁は、8月7日の講演において「内外の金融資本市場の急激な変動がみられるも、当面、現在の水準で金融緩和をしっかりと続けていく必要がある」、「金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはないと市場への配慮を強調。さらに9月19-20日に開催されたMPM後の植田総裁会見では、「(日銀の想定する) 経済・物価見通しが実現していくとすれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる」と従来の基本方針を改めて表明する一方で、米国経済をはじめとする海外経済の不透明さや金融市場の不安定さを指摘しつつ、政策判断に当たっての「時間的な余裕はある」と今後の追加利上げの判断を慎重に行う方針を表明した（詳細はP6~7をご参照）。

また、9月MPMの直前には、FRBが利上げを進める日銀と逆行する形で利下げを開始したほか、自民党総裁選で勝利して就任した石破新首相が、もともと利上げを容認する姿勢を示していたにもかかわらず、今月2日に、「個人的には現在、追加の利上げをするような環境にあるとは考えてい

<sup>1</sup> 今後の利上げ方針について、植田総裁は「様々な指標を確認しつつ、ある程度まとまって見直し通りであるということが判断できれば、そこで次の判断をしていく」と説明。過去30年超えたことのない水準である0.5%の壁についても「(壁として) 特に意識していない」と否定的な見解を表明した。

ない」と利上げ牽制と受けとれる発言<sup>2</sup>をするなど、日銀の利上げを巡る新たな変数が発生し、情勢は複雑化している。

なお、この間に市場における利上げの織り込みは低下している。OIS 市場が織り込む日銀による追加利上げの状況を時系列で追うと、利上げが実施されてタカ派的なメッセージが発せられた7月MPMの直後には年内における1回(0.25%換算)の追加利上げをかなり織り込んでいた。しかし、8月以降に織り込みが剥落した結果、足元における今後1年間における利上げの織り込みは1回(同)にも満たない。



### (追加利上げを左右するポイントは?)

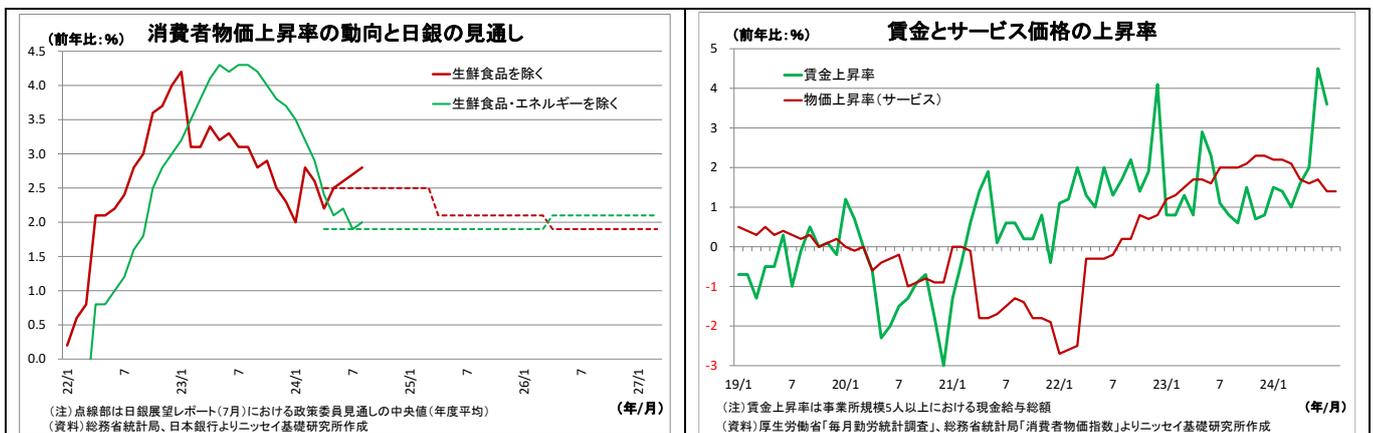
このように、日銀の利上げを取り巻く環境は複雑化しているが、日銀による今後の追加利上げを左右するポイントを整理すると次の通りとなる。

#### ①国内経済・物価はオントラックか?

まず、最も重要なポイントとしては、「国内経済・物価が日銀の想定に沿って推移していくか?」という点が挙げられる。日銀は7月の展望レポートにおいて、26年度にかけて消費者物価上昇率(コア及びコアコア)が物価目標である2%近辺で推移するとの見通しを示しており、今後も経済・物価が見通しに沿って推移するのであれば、利上げを実施していく方針を堅持している。

そして、具体的に注視していく指標としては、賃金、物価(特に賃金の影響が出やすいサービス価格)、インフレ期待、総需要・GDPギャップ、既往の金利上昇の経済への影響などを挙げている(7月MPM後の総裁会見にて)。

日銀は見た目の物価上昇率ではなく、基調的な物価上昇率を重視しているが、その数値を明示しているわけではない。また、「経済・物価が日銀の想定に沿って推移しているか?」についても、総合的な評価だけに、日銀の主観に大きく依存している。従って、現実的には「国内経済・物価が日銀の想定に沿って推移している」と日銀が主張できるか(エビデンスは揃っているか)?



<sup>2</sup> 石破首相は、翌3日に、「前日の発言は植田日銀総裁と同様の認識を示したもの」と釈明している。

が利上げ判断を左右すると言えるだろう。

## ②米経済はハードランディングを回避できるか？

追加利上げ判断を左右する2つ目のポイントは「米経済がハードランディング（失速）を回避できるか」という点だ。米国は経済規模で世界全体の1/4を占め、日本にとって最大の輸出先であるうえ、基軸通貨ドルの発行国でもあるだけに、米国経済の行方は日本の経済・物価動向に多大な影響を及ぼす。

従って、日銀が利上げを継続するためには、米国経済がソフトランディング（緩やかな減速）若しくはノーランディング（減速すらしめない）に向かい、日本経済への逆風が大きく強まらないことが不可欠となる。

## ③金融市場の不安定さが緩和するか？

また、「金融市場の不安定さが緩和するか」という点も日銀の利上げ判断に影響する。株価や円相場は未だ不安定な状況が継続しているが、特に大幅な円高・株安が発生した場合には、実体経済や物価への負の影響を通じて、日銀の利上げを阻むことになりかねない。この点において、上記の米経済の行方も金融市場の安定に大きな影響を与える要素になる。

## ④政権が利上げを容認するか？

そして、利上げ判断を巡る最後のポイントとしては、「政権が利上げを容認するか？」という点が挙げられる。国際的なスタンダードとして、物価の安定のためには中央銀行の独立性が重要とされ、日本銀行法にも、「日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない」と、金融政策の独立性についての定めがある。このため、日本の歴代政権も基本的に独立性を尊重することを建前としてきたが、金融政策がマクロ経済政策の一翼を担っているだけに、政権によっては金融政策の方針に大きく関与することもあった。

日銀としても、日銀法に「政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない」との定めがあるほか、民意を受けた政権の意向を全く無視するわけにもいかないだろう。従って、仮に政府が利上げに対して反対姿勢を示す場合には、利上げのハードルが上がると考えられる。

### （メインシナリオは利上げ路線継続）

以上のポイントを踏まえて先行き1年程度の日銀金融政策の見通しを考えると、今後も日銀の利上げが継続される可能性が高い。まず、外部環境にあたる米経済については、ハードランディングを避けられると見ている。8月以降、大幅な悪化懸念がたびたび高まってきたが、過剰反応の側面が強かったと考えている。もともと全体として景気の大規模な悪化を示唆するほど崩れていたわけではなく、既に足元では市場の予想を上回る指標も増えてきている。FRBがこれまで政策金利を高い水準に維持してきた影響で景気は減速に向かうと見ているが、FRBによる段階的な利下げやイン



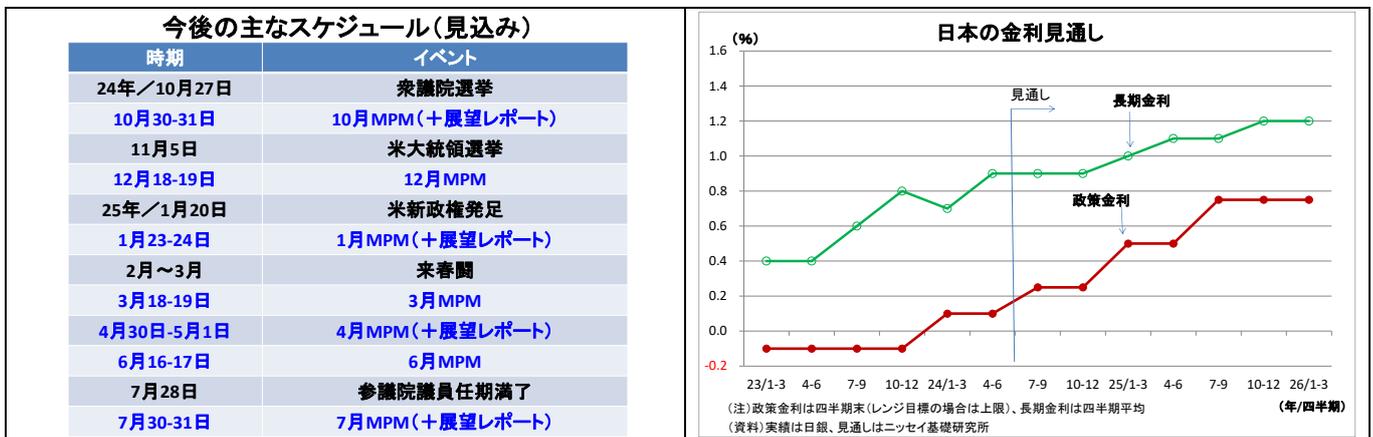
フレの鈍化に支えられ、緩やかな減速（ソフトランディング）に留まると見込んでいる。その場合、金融市場の警戒感も緩和し、不安定さも徐々に緩和されていくことになる。

また、国内経済についても、今後は既往の円安に起因する物価上昇圧力が鈍化する一方で高めの賃金上昇が継続し、実質賃金がプラス化することで内需の回復が支えられるだろう。そうした中で、物価面では、賃金コストの上昇分を価格に転嫁する動きが徐々に強まりそうだ。

こうした状況を受けて、日銀は来年1月23-24日のMPMにおいて、①今年秋以降の実質賃金のプラス化定着が確認され、②（来年2月に本格化する）来春闘での高めの賃上げも見通せる状況になったこと、③年末商戦の結果も含めて米経済が大幅な減速を回避していること、を根拠として、政策金利を0.50%程度へ引き上げると予想している。筆者は、先月まで、今年12月の利上げを予想していたが、9月MPMにおいて日銀が利上げ判断に慎重を期す方針を強調したことを受けて、利上げの時期をやや後ろ倒ししている。

その後も、①参院選を通過したこと、②来春闘での高めの賃上げがデータとして確認されつつあること、を根拠として、来年7月30-31日のMPMで0.75%程度への利上げを実施すると見込んでいる。このレベルまでの利上げであれば、中立金利に到達したかどうかの議論にはなりづらい<sup>3</sup>。

なお、新しく首相となった石破氏による今月初の利上げに対する慎重な発言については、自身の総裁選勝利後に市場で円高・株安反応が生じたことを受けて、来る総選挙への影響を危惧して株価対策として発せられたものと受け止めている。もともと同氏は金融緩和に前向きではないとみられるほか、日銀が「追加利上げ後も金利水準は低く、緩和的な金融環境が保たれること」を丁寧に説明することで、政権は緩やかな利上げを容認すると予想している。



### (念頭に置いておくべきリスクシナリオ)

以上がメインシナリオだが、米国経済の行方をはじめとして、不確実性が高めであることも否定できない。従って、リスクシナリオについても念頭に置いておくことが肝要だろう。

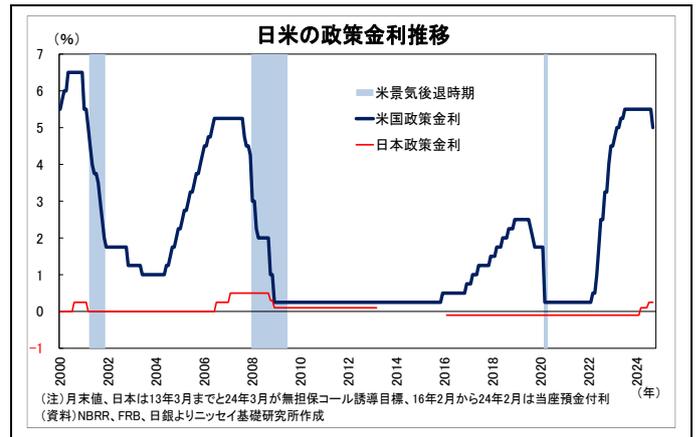
まず、主なリスクシナリオの一つ目は、「米景気への不安感がなかなか緩和せず、市場の不安定な状態が長引いたり、ぶり返したりする場合」だ。この場合は、市場の動向ならびに国内経済への波及を慎重に見極める必要が出てくる。日銀の利上げ路線は継続されるものの、市場の不安定さや

<sup>3</sup> 日銀は中立金利を特定していないが、日銀が公表している自然利子率の各種推計をベースとして、インフレ期待が物価目標見合いの2%になることを前提とした場合、中立金利は1~2.5%になる。

その背後にある米経済への懸念が緩和するまで、追加利上げの時期が後ろ倒しになると想定される。

そして、主なリスクシナリオの二つ目は「米国の景気が大幅に悪化したり、後退に陥ったりする場合」だ。この場合には、世界中に悪影響が波及することで、日本の輸出が下振れする。さらに、景気悪化への対応として実施されるFRBによる大幅利下げによる急激な円高が追加的な打撃となる形で日本の景気・物価に大幅な下押し圧力がかかる可能性が大きい。

そうなる、日銀はもはや利上げどころではなくなる。日銀の利上げ路線は撤回され、逆に利下げが実施されるとともに、現在進められている長期国債の買入れ減額も早期に停止されて、再び増額に転じることが想定される。



## 2. 日銀金融政策(9月)

### (日銀) 変更なし

日銀は9月19日～20日に開催したMPMにおいて、金融政策の現状維持を決定した。これまで同様、無担保コールレート(オーバーナイト物)を0.25%程度で推移するように促すこととした(全員一致での決定)。

一方、声明文では、個人消費の現状判断を「緩やかな増加基調にある」とし、7月の「底堅く推移している」から上方修正した。

会合後の総裁会見において、植田総裁は、「現在の実質金利が極めて低い水準にある」ことを指摘したうえで、「(日銀の想定する)経済・物価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」と従来の基本方針を改めて表明した。一方で、「米国をはじめとする海外経済の先行きは引き続き不透明であり、金融資本市場も引き続き不安定な状況にある」との認識を示し、「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」と付け加えた。

総裁はさらに、「年初以降の為替円安に伴う輸入物価上昇を受けた物価上振れリスクは相応に減少しているとみている。従って、政策判断に当たって、(中略)時間的な余裕はある」とある程度の時間をかけて慎重に利上げの判断を行っていく方針を示した。

足元の日本経済については、「データは見通しに沿って推移している」とする一方で、「米国経済を中心とする世界経済の不透明感、あるいはそれを映じた金融資本市場の動きが今後の見通しに不透明感を与えている。それを総合すると、直ちに見通しの確度が高まった、従ってすぐ利上げだということにはならない」と踏み込んだ。

米国経済に関しては、「8月初め以降の米経済に関するデータは少し弱いものが続いたりしている

ので、リスクは少し高まっているかな」との認識を示し、「ソフトランディングの方にまとまっていくのか、もう少し調整が強まる方向にまとまっていくのか、(中略)見極めていきたい」と言及した。

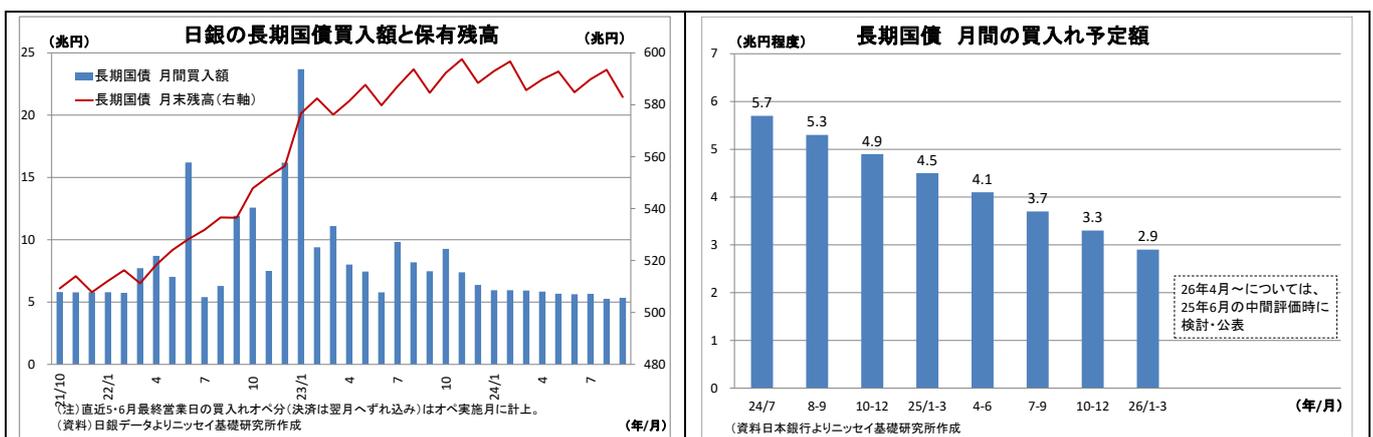
先行きの利上げの終着点に関係する中立金利については、「中立金利の推計はかなり幅のあるもので、その中のどこかというもっともらしいところ、あるいはもっともらしい範囲にそれを狭めるというところにはまだ残念ながら至っていない」と従来の見解を説明。「中立金利の幅の中に入る可能性が高くなっていけばいくほどより注意深く、(中略)利上げの及ぼす影響を見極めつつやっていく」との方針を示した。

なお、市場との対話については、「7月の会合後の市場の乱高下の一因として、やはり私どもの考え方が十分伝わっていなかったのではないかと、市場等に、という批判があることは承知している」としたうえで、「当面の政策運営に大きく影響するのは、(中略)物価見通しの確度が目に見えて高まったかどうかという点」、「こういう点に関する情報発信をもう少し丁寧に、場合によっては少し頻繁にできると良い」と述べた。

その後、10月1日に9月MPMにおける「主な意見」が公表された。

政策委員からは、経済情勢について、「米国経済やFRBの利下げペースに関する不確実性が増しており、わが国の為替や企業業績に負の影響を及ぼす可能性に注意が必要」、「(米国の)雇用を中心に底入れが確認できるまで注意深く見極める必要がある」、「(FRBによる)利下げの幅によっては、ドル安・円高、株安となるリスクがある。この点の見極めには、なお時間を要する」などと米国経済の行方とその影響に対する警戒感が数多く言及されていた。

また、金融政策運営については、「一定のペースで利上げをしないとビハインドザカーブに陥ってしまうような状況にはないので、金融資本市場が不安定な状況で利上げすることはない」、「現時点では本格的な引き締め政策への転換を連想させるような追加的な政策金利の変更は望ましくない」、「海外経済の不確実性が高まっただけに、市場変動の影響も見極めるため、当面は海外・市場動向を見守り、金融緩和の一段の調整は不確実性が低下した段階にすることが妥当である」、「今後の政策運営は、下方リスクに十分配慮し、データを慎重に認して進める必要がある」などハト派的な意見が相次いでおり、足元の情勢を踏まえ、今後の利上げ判断を慎重に行っていくとの姿勢が日銀内に広がっていることがうかがわれる(金融政策に関する筆者の予想についてはP4~5に記載)。

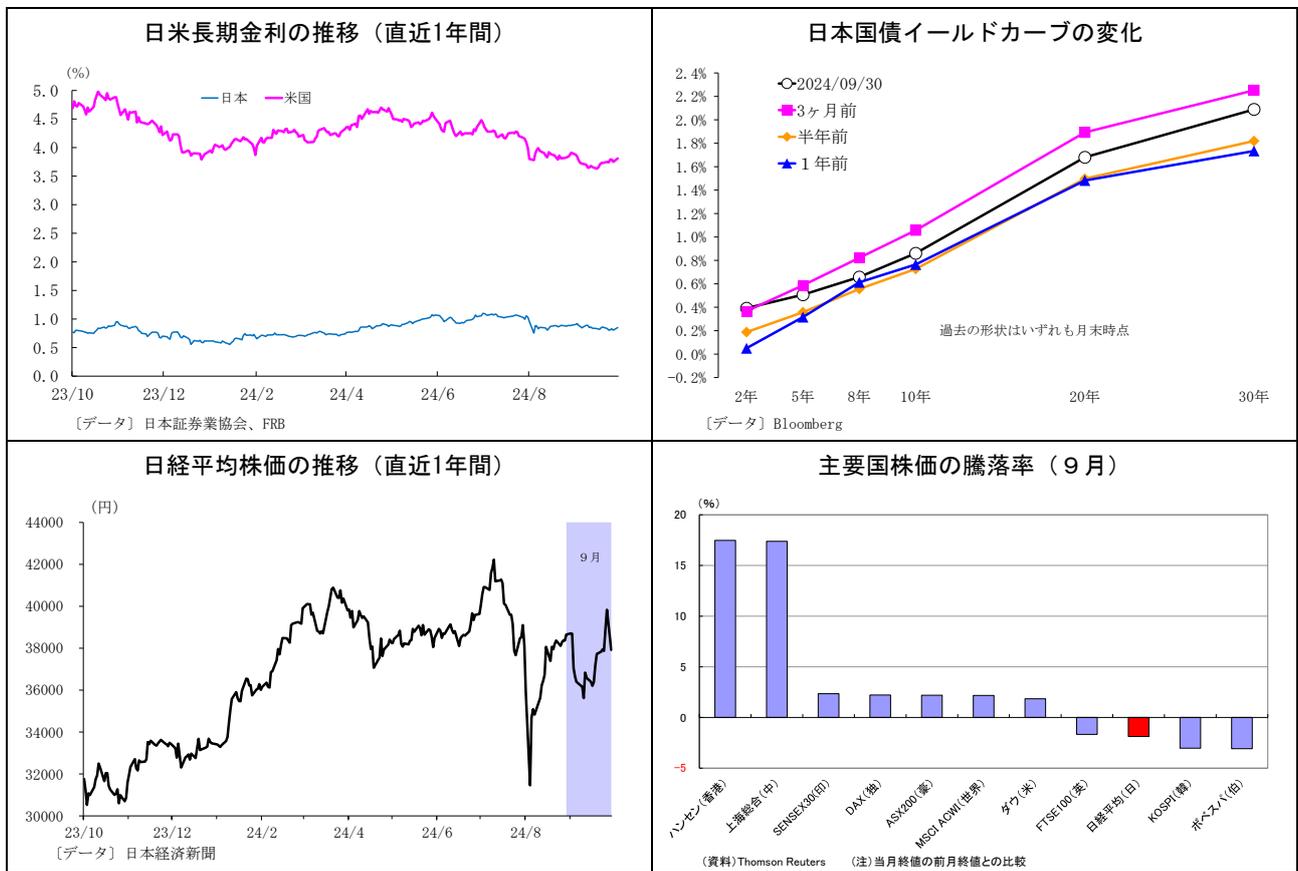


### 3. 金融市場（9月）の振り返りと予測表

#### （10年国債利回り）

9月の動き（↓） 月初0.9%台前半でスタートし、月末は0.8%台半ばに。

月初、経済指標の悪化を受けて米景気大幅悪化懸念が台頭し、FRBによる利下げ観測や安全資産としての債券需要が金利低下圧力になる形で4日に0.9%を割り込む。6日にはさらに低下し、0.8%台半ばを付けた。その後は、米雇用統計における失業率改善を受けて一旦持ち直したものの、原油安や9月FOMCでの利下げ幅拡大観測を受けて13日には0.8%台前半に。中旬にはFOMCを経て先行きの過度な米利下げ期待後退によって一旦持ち直したものの、9月MPMで植田日銀総裁がハト派姿勢を表明したことで早期利上げ期待が剥落し、24日には0.8%に接近した。月終盤は自民党総裁選での（金融緩和色の強い）高市氏勝利が意識され、0.8%台前半で底這う展開となったが、石破氏の勝利を受けて上昇し、月末は0.8%台半ばで終了した。



#### （ドル円レート）

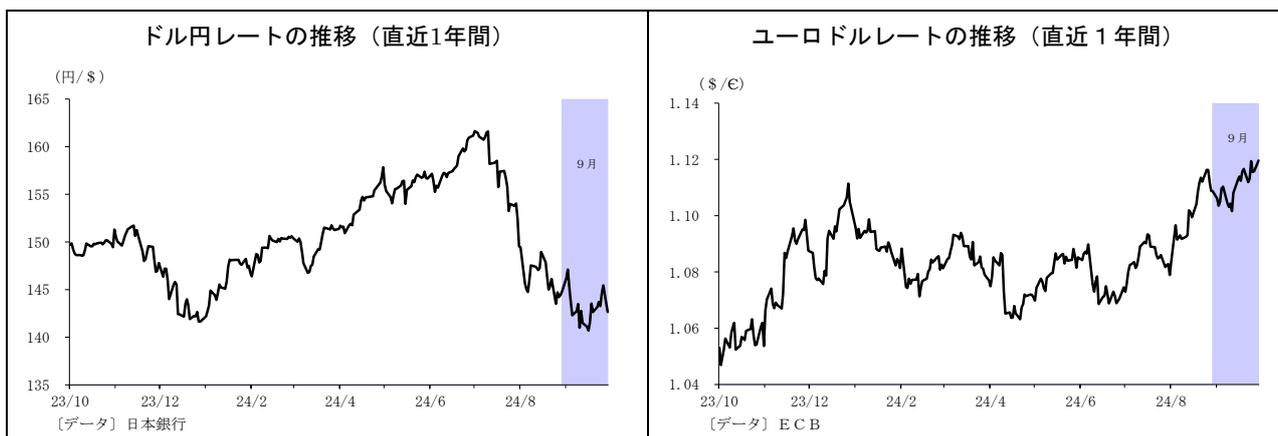
9月の動き（↓） 月初146円台前半でスタートし、月末は142円台後半に。

月初、予想を下回る米経済指標が相次いだことで米利下げ観測が強まり、ドル安が進行。6日にかけて142円台前半に下落した。しばらく一進一退の推移となった後、報道を受けて9月FOMCでの大幅利下げ観測が高まり、16日の海外市場で一時140円の節目を割り込んだ。その後は米経済指標の改善や9月MPM後の植田日銀総裁によるハト派的な発言を受けてやや円安に戻した。月終盤には、自民党総裁選での（金融緩和色の強い）高市氏勝利が意識され、27日には一時146円台に達したが、石破氏の勝利を受けて反転し、月末は142円台後半で終了した。

## (ユーロドルレート)

9月の動き (↑) 月初1.10ドル台半ばでスタートし、月末は1.12ドル近辺に。

月初、1.10ドル台で推移した後、米経済指標の悪化を受けて、5日に1.11ドルへ上昇。その後は、米雇用統計における失業率改善を受けて9日に1.10ドル台に下落したが、9月FOMCでの大幅な利下げ観測が高まり、16日に再び1.11ドル台へ乗せた。ECBとFRBの金融政策の方向性が一致するなかでユーロドルは決め手を欠き、以降、1.11ドル台での膠着した推移が継続した。月末はユーロが若干水準を切り上げ、1.12ドル近辺で終了した。



### 金利・為替予測表 (2024年10月7日現在)

		2024年		2025年			
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		<b>実績</b>	<b>予想</b>				
日本	コールレート (誘導目標・期末)	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75
	10年金利 (平均)	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
米国	FFレート (期末)	5.00	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50
	10年金利 (平均)	4.0	3.9	3.9	3.8	3.6	3.6
ユーロ圏	中銀預金金利 (期末)	3.50	3.25	3.00	2.75	2.75	2.50
	10年金利 (独、平均)	2.3	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0

ドル円	(平均)	150	145	142	140	138	137
ユーロドル	(平均)	1.10	1.10	1.11	1.12	1.12	1.13
ユーロ円	(平均)	164	160	158	157	155	155

(注) コールレートは無担保・翌日物の誘導目標 (レンジの場合は上限値)

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。