

2024. 9. 13



9月はすえ置きも年内追加利上げが依然有力 ～金融市場が落ち着けば再びライブの会合に～

フェロー チーフエコノミスト

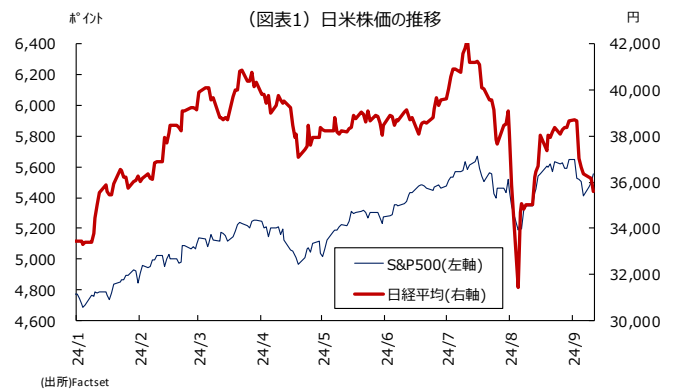
小玉 祐一

ポイント

- 足元の金融市場は安定とは程遠く、来週 19, 20 日の日銀金融政策決定会合で政策金利がすえ置かれるのはほぼ確実。ただ、米国経済はソフトランディングが依然最有力シナリオで、日本の景気も底堅いことから、年内には追加利上げが可能な環境が整うとみる
- 9月に入り、3人の審議委員が立て続けに追加利上げに前向きな姿勢を示したのは、日銀の全体としての意思を代弁しているように見える。ただ、米大統領選が相場の波乱要因になる可能性には要警戒
- 自民党総裁選の結果が、日銀の金融政策に影響を与える可能性はある。ただ、政治が金融政策に割く熱量のレベルは全体として下がっており、正常化路線の大きな妨げにはならない可能性大

1. 9月はすえ置きが確実だが

来週 19, 20 日の日銀金融政策決定会合では、政策金利がすえ置かれるのはほぼ確実といった情勢である。当面の金融政策に関する日銀のスタンスは、内田副総裁が 8 月 7 日の講演で示した通りで、「金融資本市場が不安定な間は利上げしない」というものだ。足元の金融市場が安定したと言える状況にないのは誰が見ても明らかである（図表 1, 2）。ただ、金融市場の動向を前提条件としたフォワードガイダンスの射程は短い。1 ヶ月も経てば市場のムードが再び好転する可能性がないわけではなく、そうなれば 10 月末の次回会合以降は再びライブの会合に戻る。内田副総裁自身、日米株値の急落について、「両国の経済のファンダメンタルズが大きく変わったとは思えませんので、米国の単月の指標に対する反応としては、大きすぎると考えています」と述べていた。その後発表された経済指標を見ても、米国経済がソフトランディングに向けた道筋から外れつつあることを示す証拠は増えていない。米国景気の減速自体、インフレ抑制に必要なス



トップである。ようやくそれが現実のものとなったとたん、やれ景気失速だ、緊急利下げだと騒ぎ出すのはやはり行き過ぎだったのではないか。

今後、金融市場が米国経済のソフトランディングを織り込む過程でボラティリティは徐々に下がり、年内には追加利上げが可能な環境が整うとみている。株価が直接的な条件になるわけではないが、日経平均が4万円の
大台を再びうかがう水準にまで戻るかどうかの一つの目安になるのではないか。10月では少し時間が足りず、次の12月がメインシナリオとみているが、後述するように審議委員がこぞって利上げ継続に前向きな姿勢を示していることもあり、金融市場の動向次第では10月に前倒しされる可能性もゼロではない。

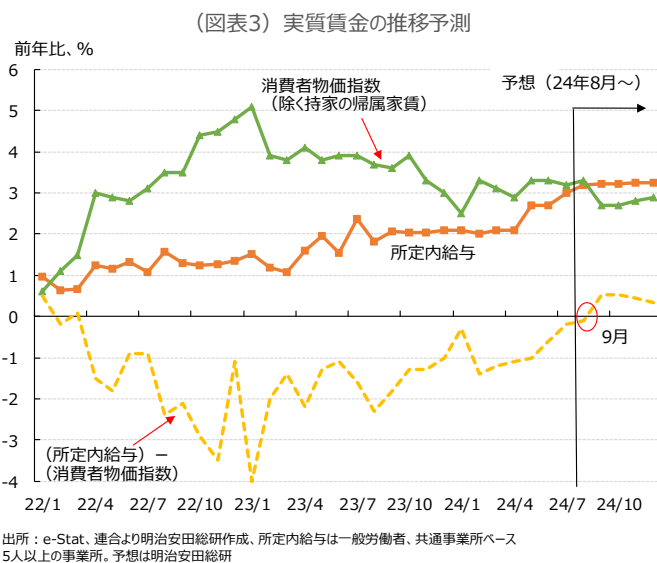
2. 日本の景気見通しは相対的に良好

日本の景気見通しは、主要国・地域に比し相対的に良好である。米国はソフトランディングがメインとはいえ方向性はあくまで減速である。欧州景気は最悪期は脱したと見られるものの、回復ペースは大方の予想以上に鈍い。中国はいまだに不動産不況から脱却の兆しが見えない。

毎月勤労統計の実質賃金は6月に27ヵ月ぶりにプラスに転じた後、7月も2ヵ月連続でプラスとなった。ヘッドラインの数字は特別給与を含むため振れが大きく、今後再びマイナスに転じる月も出てくることが予想される。トレンドを見極めるためには、所定内給与ベース、かつ共通事業所ベースで見るのが望ましいが、当研究所の試算では、9月にプラス転換の後、小幅ながらもプラス基調を維持できる見通しである(図表3)。高めの賃上げ率を土台に、為替相場の円高方向への転換と、1バレル60ドル台まで下がった原油相場が(図表4)、物価を押し下げ実質賃金を押し上げる方向に寄与するだろう。消費者物価指数(除く生鮮食品)は、2025年後半には再び2%を割り込む可能性が高いとみる。日銀にとってみれば近い将来に物価目標の達成は実現できないということになるので必ずしも喜ばしいことではないかもしれないが、経済的に大きな問題はない。また、初期の黒田体制下とは異なり、金融政策のかじ取りを行なうにあたってのインフレ目標の位置づけはすでに後退している。2%を多少割り込んでも、政策金利が中立金利を下回る緩和的な水準にあるとの自信が持てれば、日銀は利上げを続けるだろう。

3. 自民党総裁選の影響はあっても大きくない可能性

12日に自民党総裁選が告示された(図表5)。結果次第で、日銀の金融政策に影響を与える可能性はなくはない。利下げ局面より利上げ局面の方が、日銀にとっては政府との密接な連携、すなわち周到な根回しが要求される。新総裁(=首相)次第で交渉の難易度は変わってくる。特に、安倍元首相に思想的に近い候補が当選し



た場合、追加利上げに動きにくくなる可能性はあるだろう。

とはいえ、日銀にとって深刻な問題になるとも考えにくい。アベノミクスの前と後では、状況が大きく変わっている。そもそも、金融政策に強い関心を持つ首相という意味で、安倍氏は特別であった。安倍元首相の肝いりで誕生したのが黒田体制である。その代名詞とも言える異次元緩和の成否についてはいまだに意見が別れるが、10年間も継続し、支持者の間でもある程度「やりきった感」が漂っているのは確かと考えられる。一言で異次元緩和といっても、後半はその限界と副作用に苦しむなかで、必ずしも異次元とは言えないレベルにまで姿を変えていた。

日本の政治全体としての、金融政策に割く熱量のレベルも以前より大幅に下がっている。白川時代のような日銀叩きは

いまや過去のものとなった。世間一般的にも、日本の景気が冴えないのは日銀のせいだとする風潮はほぼ消滅した。これこそが異次元緩和の最大の成果と言える。日銀がお金をどんどん刷りさえすればバラ色の世界が開けるかのような論調が、日銀の能力への過大評価であったことを、黒田前総裁が身をもって証明した。これは日銀という組織にとっても大きな勝利である。学ぶのに10年もかかったのは長すぎたかもしれないが、いつかは試さなければならぬ政策であった。

日銀叩きは政治サイドにとっては最もコストのかからない景気対策になりうることから、経済状況次第で再び再燃する可能性はゼロではない。ただ、足元の日本の景気は少なくとも日銀に利下げを要求するような環境ではない。安倍元首相に近いと考えられている候補の政策集や公約を眺めても、金融政策を主要テーマに掲げているものは見当たらない。安倍元首相自体、量の拡大が限界に突き当たったことが明白になってからは、金融政策への熱意が徐々に冷めていったように見えた。金融政策一辺倒だったリフレ派の多くも、相前後して財政出動を強調する方向に主張を変えていった。財政出動重視という点はいまだに多くの候補に共通しているようで、これはこれで個人的にはどうかと思うが、金融政策への言及は総じて乏しい。ひざを突き合わせての対話となれば、日銀への態度が人物次第で変わってくるのは当然だが、少なくとも日銀の正常化路線を総力を挙げて封じると言った挙に出ることはないのではないかと考えられる。

新首相が決まった後は、衆院総選挙がカウントダウンの状況となる。支持率の上昇を確認したうえで、新首相が早めの解散に踏み切る可能性はかなり高い。ここでも金融政策は大きな争点にはならないとみられるが、政治の季節には金融政策にも過度な注目が集まりやすく、日銀としてはできれば動きたくないのは確かと考えられる。ただ、タイミングがずれても12月が1月に、1月が3月に1回分後ずれする程度で、中期的な利上げペースには大きな影響を与えるものではないだろう。

4. 米大統領選の相場への影響も焦点に

米連邦公開市場委員会（FOMC）の利下げペースも気になるところである。当研究所では今のところ3ヵ月に1度程度の緩やかなペースで進むと見ているが、懸念材料はやはり8月同様、金融市場の混乱につながる可能性である。日米の金融政策の方向性が真逆を向いており、しかも日銀が引き締め方向というめったにない局面だけに、ほかの材料も絡んで再び相場の変動が大きくなるリスクはある。8月の急変動の触媒となったのは弱めの雇用統計だったが、すでに確定しているイベントのなかで気になるのは、何と言っても米大統領選の行方である。

ハリス氏とトランプ氏の経済政策を比べると、大型減税と規制緩和を掲げるトランプ氏の方が、少なくとも

(図表5) 自民党総裁選の候補者

届け出順	年齢	派閥
高市早苗経済安全保障担当相	63	無派閥
小林鷹之前経済安全保障担当相	49	二階派
林芳正官房長官	63	旧岸田派
小泉進次郎元環境相	43	無派閥
上川陽子外相	71	旧岸田派
加藤勝信元官房長官	68	茂木派
河野太郎デジタル相	61	麻生派
石破茂元幹事長	67	無派閥
茂木敏充幹事長	68	茂木派

(出所) 各種報道より明治安田総研作成

短期的には景気にプラスと考えられる(図表6)。法人増税と富裕層増税を掲げるハリス氏が当選すれば、株価が下落しリスク回避的な円高が進む懸念が捨てきれない。かといってトランプ氏当選なら景気は中期的にも安泰というわけではない。高関税政策が国内のインフレ圧力と景気下押し

(図表6) 両候補の主要経済政策の比較

ハリス	政策内容	トランプ
・一部廃止	チップへの課税	・廃止
・処方薬の自己負担に2千ドルの上限 ・低所得者の医療費負債を帳消しに	社会保障	・社会保障給付への課税廃止
・中国への関税を的を絞って強化	関税	・中国の輸入品に一律60%の関税 ・すべての輸入品に10%以上の関税
・児童税額控除の大幅拡大 ・法人税率を28%に引き上げ、富裕層増税	その他税制	・大型減税(トランプ減税)恒久化 ・法人税率を21%から15%へ引き下げ
・企業の価格つり上げに罰金 ・価格競争を阻害する合併制限	インフレ対策	・石油とガスの生産増 ・雇用コストを押し上げる規制撤廃
・初回購入者の頭金を補助 ・400億ドルの基金設置	住宅対策	・連邦政府の土地を住宅建設用に開放

(出所) 各種報道資料等より明治安田総研作成

圧力となることで、就任から1~2年のうちに景気が減速に転じる可能性はある。前回のトランプ政権時も米景気は似たような推移をたどった。また、トランプ氏は「ドル高は大惨事」と述べている。米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長の後任にはよりハト派的な人物を任命する可能性が高いほか、FOMCにも発言権を要求するなど、さまざまな手段を駆使して緩和圧力をかけていくと考えられる。そうした予想を織り込み、為替相場が急速かつ大幅な円高が進むようなことになれば、日銀も早期に金融政策の正常化を見合わせざるを得なくなるかもしれない。

むろん、相場がどの材料をどう織り込むかは不確定な要素が多い。ハリス氏なら必ず株価は下がるというわけではなく、外交面での政策継続の安心感や高関税政策への懸念の後退等を好感する可能性もなくはない。どのみち内政に関しては、上下両院をどちらが押さえるかが重要になる。大統領職と上下両院の組み合わせ次第で、相場の動きが増幅されるリスクにも警戒が必要となる。

5. 3人の審議委員が利上げ継続に前向きな姿勢を示す

マイナス金利解除の際もそうだったが、植田体制になってからの日銀は、副総裁や審議委員の講演が金融政策の先行きを示唆するケースが増えているので、今後も注視していく必要がある。

高田創委員は9月5日の石川県における講演で、「8月前半に株式・為替相場の大幅な変動が生じその影響が残存するだけに、当面はその動向を注視し影響を見極める必要があります」と、市場動向に配慮していく姿勢を示した。もっとも、「私自身としては」と断ったうえで、「先行きについても、物価が概ね見通しに沿って推移するもとの、堅調な設備投資や賃上げ、価格転嫁の継続など「前向きな企業行動」の持続性が確認されていけば、その都度、もう一段のギアシフト——金融緩和度合いの更なる調整——を進め、言わば「金利のある世界」にしていくことは必要だと考えています」と、「必要」という言葉を用いて正常化路線の継続に意欲を示した。

9月11日には中川順子委員が秋田県で講演した。金融市場の動きについては、「海外経済の減速懸念を背景にした金融市場の過度な動きや調整が続き、それが海外経済をさらに下押し、わが国経済に波及するリスクにも注意が必要です」と、高田委員同様注視していく姿勢を示した。ただ、これは「物価の上振れ」、「消費マインドの下振れ」となる3つのリスクのうちの一つの位置づけで、8月の金融市場の急変動後も、「わが国経済のファンダメンタルズに大きな変化は無いと考えています」と述べている。そのうえで、今後の金融政策運営に関しては、「先行きの経済・物価・金融情勢次第ではありますが、現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、先行き日本銀行の経済・物価の見通しが実現していくとすれば、2%の「物価安定の目標」のもとで、その持続的・安定的な実現の観点から、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えています」と、高田氏同様正常化路線に前向きな姿勢を示した。「いくことになる」という言い回しからは、正常化が

ある程度既定路線との意思も感じ取れる。

12日に岡山で行なわれた田村直樹委員の講演は追加利上げにさらに前向きな内容だった。

足元の市場動向については、「金融資本市場の動向や経済・物価に与える影響については、引き続き、丁寧に目を配ってまいりたいと考えています」と、注視していくとの姿勢は前の二人と変わらない。ただし、自身の物価見通しについては、「物価安定の目標の実現に向けてオントラックで進んでおり、目標が実現する確度は、引き続き高まってきていると判断しています」とし、「私としては、上振れリスクが膨らんできているのではないかと懸念しています」と、金融市場の混乱にもかかわらずむしろ上振れリスクの方が大きくなっているとの見方を示した。背景にあるのは人手不足と企業の価格転嫁の進展とのことである。今後の利上げペースについては中立金利の水準をどう読むかが重要になるが、「私は、最低でも1%程度だろうとみており、従って2026年度までの見通し期間の後半には少なくとも1%程度まで短期金利を引き上げておくことが、物価上振れリスクを抑え、物価安定の目標を持続的・安定的に達成する上で、必要だと考えています」と、具体的な水準と時期についても明言した。

9月に入り3人の審議委員が立て続けに利上げ継続に前向きな姿勢を示した点は興味深い。いずれも金融業界出身で、中道からタカ派寄りのスタンスを持つメンバーではあるが、発言内容は比較的揃っており、執行部の意思を代弁しているようにも見える。この先、金融市場が安定を取り戻した暁には、追加利上げが容易に多数派を形成できることが確認できたということでもある。3人の審議委員の講演からは、利上げ継続が日銀にとって依然として既定路線であり、金融市場に安定が戻りさえすれば、すぐにでも次なる一手に動く可能性が高いことを示しているような印象を受けた。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号：03-6261-7947

e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411