

年内2回（0.5%）の追加利上げは不自然ではない

2024年4月19日

調査部 副主任研究員 白須 光樹

海外金利の連動から逸脱すると為替レートは大きく変動

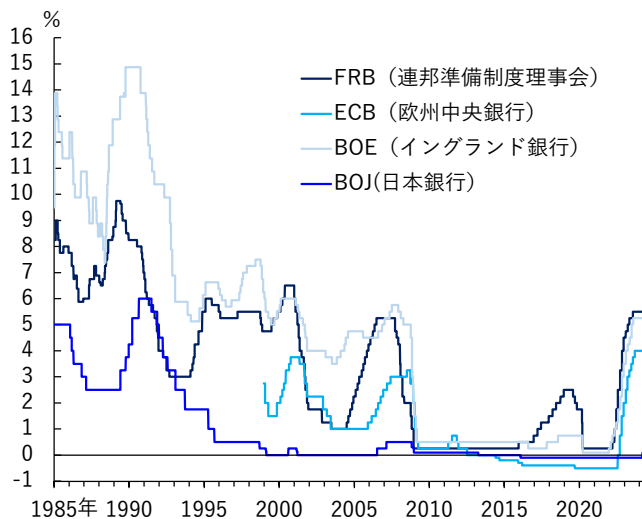
金融政策の運営について考える際には、国内の物価動向（最近では賃金動向も）を分析することが多い。しかし、実際の金融政策運営は、海外金利や為替レートの動向にも大きく左右されると考えられる。

図表1は政策金利、図表2は長期金利（10年物国債金利）の推移である。これをみると、程度の差はあれ、金利が高い時期と低い時期が各国で概ね揃っている。

世界の景気は連動しやすいからだと言ってしまうとそれまでだが、次のような考え方もできる。多くの国で金利が高くなれば、低い金利のままの国は資本を呼び込めない。また、金利を低いまま放置すれば、その国の通貨が減価し、輸入品の値上がりを通じて、物価上昇率も高くなると考えられる。高すぎる物価上昇率が続けば利上げを実施することになるため、ある程度、各国の金利は連動することになる。逆に、多くの国で金利が低くなれば、今述べたのとは逆のメカニズム

図表1 主要国の政策金利

政策金利が高い時期と低い時期が概ね一致

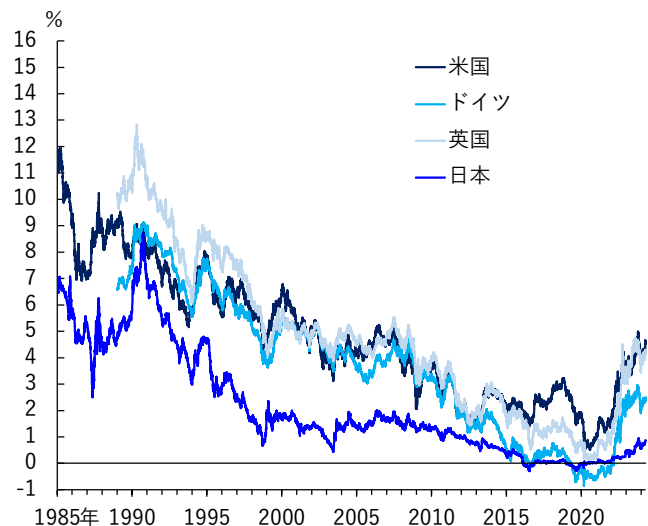


注：FRBはFederal Funds Rateの誘導目標上限、ECBはDeposit Facility Rate、BOEはBank Rate、BOJは公定歩合、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標、当座預金における政策金利残高の付利金利を接続している。無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標が無い期間はゼロ表示。

出所：Bloomberg、日本銀行資料より浜銀総研作成

図表2 主要国の10年物国債金利

10年物国債金利は連動しているように見える



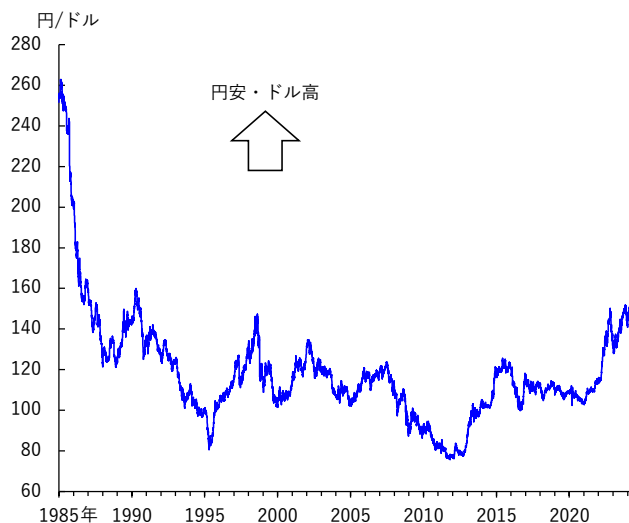
出所：Bloomberg

で、いずれ高い金利の国も利下げを実施することになるだろう。

日本ではここ2年、低金利を維持したことで為替レートが大幅に減価した。足元のドル円レートは1990年以來の円安水準である（図表3）。また、貿易ウエートや国内外の物価も考慮した実質実効為替レートは、2024年2月に統計が遡れる1970年1月以降で最低の水準になった（図表4）。多くの国で金利が上がる中で低金利を維持すれば、為替レートの円安進行は止まらなくなる。

図表3 ドル円レート

足元は1990年以來の円安・ドル高水準



出所：Bloomberg

図表4 円の実質実効為替レート

実質実効為替レートは極めて低い水準



出所：日本銀行「実効為替レート」

円安は物価上昇率や賃金上昇率の上振れ要因の1つであり、金融政策運営上、無視できない

現在のような歴史的な円安は消費者物価上昇率や賃金上昇率の上振れ要因の1つでもあると考えられる。

まず、円安が消費者物価上昇率の上振れ要因となる点であるが、これは円安が輸入物価を押し上げることに起因する。輸入物価上昇率の推移をみると、2023年にいったんはマイナスに転じたものの、足元で再びプラス圏に浮上した（図表5）。伸び率の内訳をみると、為替レート要因が押し上げていることが分かる。足元では、財価格の上昇が落ち着いたことで消費者物価上昇率は縮小傾向にあるが（図表6）、このまま歴史的な円安が続いた場合、輸入品の値上がりで再び財価格が消費者物価を押し上げる可能性がある。

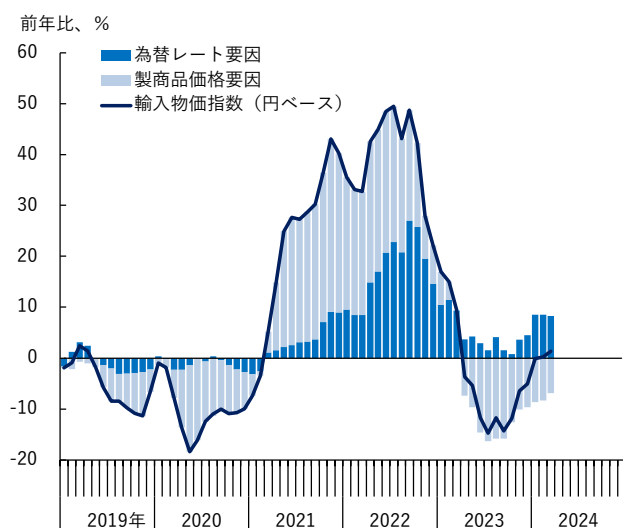
また、賃金上昇率は、円安の影響を受けた高い物価上昇率によって、間接的に押し上げられる面もある。当社の「企業経営予測調査（2024年3月調査）」によると、神奈川県内中堅・中小企業は2024年度も賃上げ意欲が強い。賃上げ実施に踏み切る理由として増加傾向にあるのは、「雇用の維持・確保」であるが、「社員の生活」との回答も過去10年で最も多かった。急ピッチな消費者物価の上昇が続く中、「社員の生活」を守るために賃上げを実施する動きも広がっていると考えられる。

このように、円安は消費者物価上昇率や賃金上昇率の上振れ要因になると考えられ、為替レートの動向は金融政策運営上、無視できないと言えよう。

さらに、円安が進み過ぎることによる経済へのデメリットも考えなければならない。円安は財の輸出を数量的には増やさず¹、円安の利益の押し上げ効果が明瞭なのは大企業・製造業に限られる²。また、円安はエネルギーや食料品などの必需品の価格上昇を通じて、家計の購買力を低下させる。2023年4～6月期以降、実質GDP（国内総生産）は個人消費に限ると3四半期連続の前期比マイナスとなっており³、物価高が要因の1つであると推察される。金融政策の最終目標は「物価の安定」ではなく、「国民経済の健全な発展」である以上、円安のデメリットも踏まえた政策運営が不可欠であろう⁴。

図表5 輸入物価上昇率（円ベース）

為替レート要因（円安）が輸入物価を押し上げ

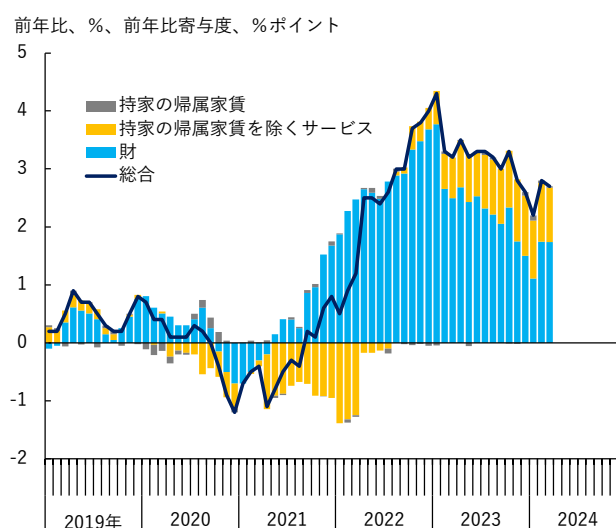


注：円ベースの輸入物価指数の前年比と契約通貨ベースの輸入物価指数の前年比の差を為替レート要因とみなした。また、契約通貨ベースの輸入物価指数の前年比を製商品価格要因とみなした。

出所：日本銀行「企業物価指数」、CEICより浜銀総研作成

図表6 消費者物価（総合）上昇率

財の値上がりはなお強力な物価押し上げ要因



注：持家の帰属家賃は、総合の伸び率から財の寄与度と、持家の帰属家賃を除くサービスの寄与度を差し引いた残差。

出所：総務省「消費者物価指数」より浜銀総研作成

米国の利下げは遅れる公算が大きく、日本銀行による年内2回の追加利上げは不自然ではない

米国では当初年内3回以上の利下げが見込まれていたが、労働市場が堅調さを保つなど、物価の上振れリスクは根強い。4月10日に発表された3月の米国の消費者物価上昇率（CPI、米労働省発

¹ 白須（2023）の先行きのトピックス①を参照。

² 白須（2022）を参照。

³ 内閣府「四半期別GDP速報」の2023年10～12月期（2次速報値）によると、個人消費は23年4～6月期に前期比-0.7%、7～9月期に同-0.3%、10～12月期に同-0.3%となった。

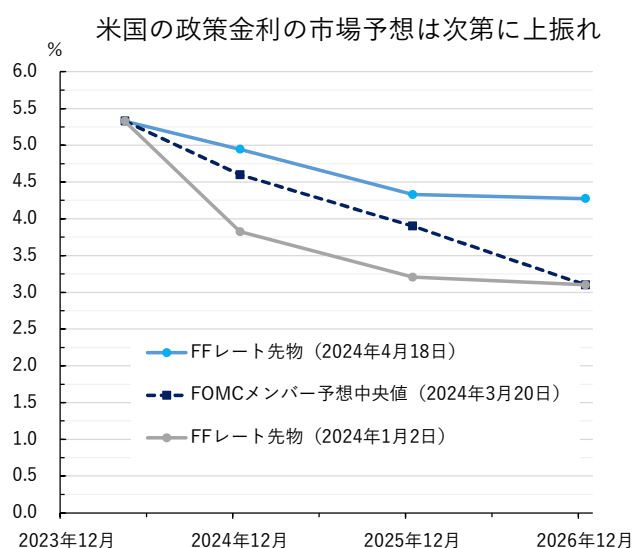
⁴ 日本銀行法第2条を参照。

表)も総合指数の前年比が前月を上回り、上昇ペースが加速している。こうした中、米国の政策金利の市場予想も徐々に上振れている(図表7)。これは円安・ドル高要因である。円安によって物価上昇率や賃金上昇率に上振れリスクがあることや、円安のデメリットを考えれば、日本銀行としては緩和的な金融環境を維持しつつも、追加利上げを意識せざるを得ないだろう⁵。

白須(2024)でも述べたように、1回の利上げ幅を0.25%とした場合、1、2回の追加利上げを実施(政策金利を0.5%前後に誘導)しても、金融政策はなお緩和的と評価することが可能である。また、2023年7月の長期金利(10年物国債金利)操作の運用柔軟化以降、「実質金利(=名目金利-期待インフレ率)」で政策を緩和的であると評価する情報発信が、日本銀行の高官から多く聞かれるようになった。円安によって消費者物価上昇率に上振れリスクがある中では、期待インフレ率も高めの推移が続くと予想される。なお、現在の期待インフレ率(市場の期待インフレ率で1%台半ば⁶、日本銀行の政策委員の見通しの中央値で2%弱⁷)であっても、2回程度の追加利上げ実施後の実質金利は大幅なマイナスであり、金融政策はなお緩和的であると主張できるだろう。

現在、金融市場では、2年後の日本の政策金利は0.6%前後と予想されている(図表8)。しかし、歴史的な円安が継続している状況を踏まえれば、追加利上げが市場予想より早期かつ高めに実施されても全く不自然ではない。4月26日の金融政策決定会合後の総裁記者会見では、先行きの利上げを否定しない発言がどの程度出るのが注目される。連続利上げの印象を避けるため、4月の追加利上げの可能性は低いとみるが、6月の金融政策決定会合以降は、いつ利上げがあってもおかしくないのではないかとみる。また、政策金利が年内0.5%前後になることは、想定すべきであろう。

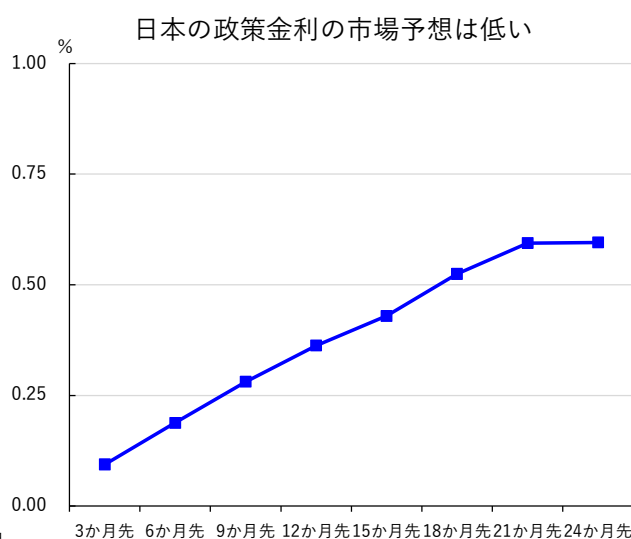
図表7 米国の政策金利の市場予想とFOMC
(連邦公開市場委員会)メンバーの
予想中央値



注：市場予想はFF(Federal Funds)レート先物を1か月先行させた値を表示した。始点の2024年4月は4月17日時点のFFレート。

出所：Bloomberg、FRB公表のFOMC資料より浜銀総研作成

図表8 日本の政策金利の市場予想(3か月間のOISフォワードレート、2024年4月18日時点)



出所：Bloomberg

⁵ もっとも、「円安だから利上げする」というようなあからさまな情報発信が日本銀行からなされることがないことは、言うまでもない。

⁶ 例えば、10年のブレイクイーブン・インフレ率や10年のインフレスワップレートを参照。

⁷ 日本銀行が公表した「経済・物価情勢の展望（2024年1月）」によると、2025年度の消費者物価上昇率について、政策委員の見通しの中央値が、除く生鮮食品ベースで+1.8%、除く生鮮食品・エネルギーベースで+1.9%となっている。

参考文献

白須（2022）「円安は企業の利益にとってプラスか－製造業の利益にはプラスだが、全規模・全産業ではプラスとはいえない－」、Economic View No.59、浜銀総合研究所

白須（2023）「2024年度の神奈川県内経済の見通し－輸出回復や原材料価格ピークアウトで24年度の成長ペースはやや加速」、Economic View No.71、浜銀総合研究所

白須（2024）「マイナス金利政策の解除は正常化の通過点」、Economic View No.74、浜銀総合研究所

執筆者紹介



白須 光樹（しらす みつき）

浜銀総合研究所 調査部 副主任研究員

（日本証券アナリスト協会認定アナリスト）

神奈川県経済や観光を担当、為替・金利の影響分析など。

神奈川県経済や日本経済の構造分析のほか、為替や金利動向が経済に与える影響などについても分析している。

本レポートの目的は情報提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づく浜銀総合研究所・調査部の見解であり、レポート発行後に予告なく変更することがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ご利用に際しては、お客さまご自身の判断にてお取扱いいただきますようお願いいたします。