

## 先行き不透明感が高まる内外経済

～3%の物価上昇が視野に入る中、日銀は大規模緩和を継続～

南 武志

## 要旨

4～6ヶ月期の日本経済は主要国・地域で最も高い成長率となつたが、7月以降はその勢いが弱まっている。物価高によって低所得世帯の消費行動が抑制されている可能性があるほか、海外中銀による大幅利上げによって世界経済が先行き失速するリスクも高まっていることから、23年前半にかけて国内景気は緩慢なペースでの持ち直しにとどまるだろう。なお、政府は物価高対策として予備費から約3.5兆円の拠出を決定したほか、10月にも追加の対策を盛り込んだ補正予算の編成を行う方針である。

なお、足元の消費者物価は消費税要因を除けば31年ぶりの高い上昇率となつたほか、10月にも3%台まで高まることが見込まれるもの、日本銀行は持続的・安定的な物価上昇でないと判断を崩しておらず、粘り強く大規模緩和を継続する方針を維持している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月	2022年		2023年		
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.063	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.05	-0.10～0.05
TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0060	-0.05～0.05	-0.05～0.10	-0.05～0.15	-0.05～0.15
国債利回り	20年債 (%)	0.990	0.70～1.10	0.70～1.10	0.75～1.15
	10年債 (%)	0.245	0.10～0.27	0.10～0.27	0.10～0.30
	5年債 (%)	0.070	-0.05～0.10	-0.05～0.10	0.00～0.15
為替レート	対ドル (円/ドル)	143.8	130～155	125～150	125～145
	対ユーロ (円/ユーロ)	139.2	130～150	125～145	125～145
日経平均株価 (円)	26,431	26,500±3,000	26,500±3,000	27,000±3,000	28,000±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)

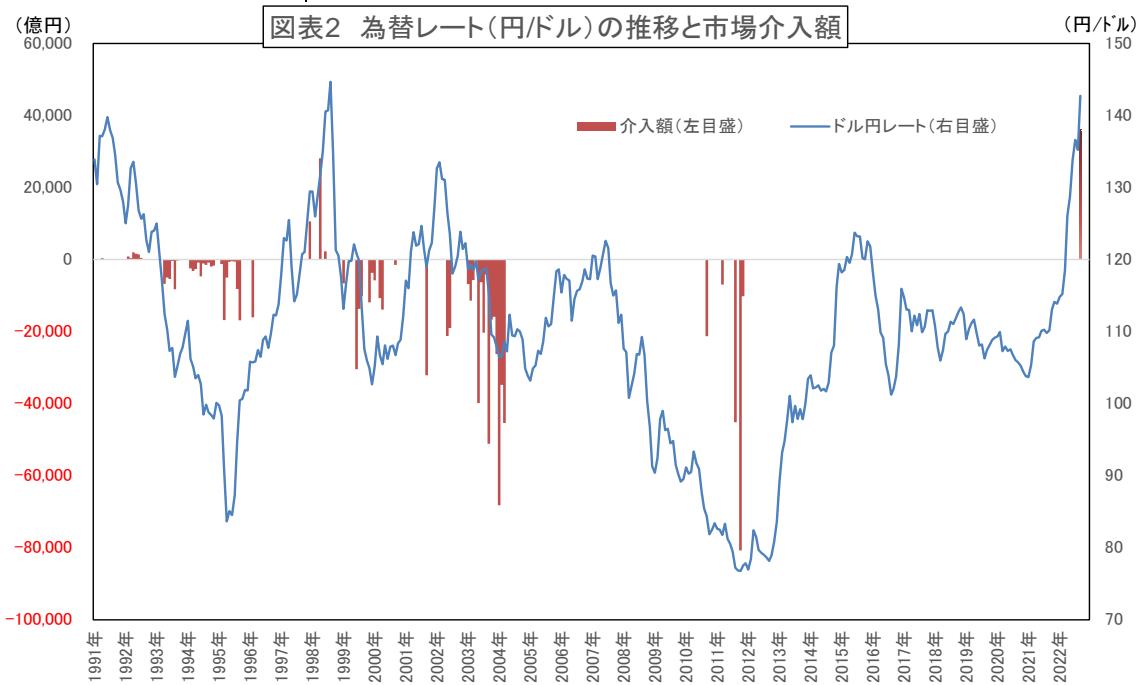
(注)実績は2022年9月26日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

## 海外中銀の利上げ本格化で世界経済の失速リスク高まる

9月の第4週は、日本・米国・英国・スイスといった主要中銀がこぞって金融政策決定会合を開催する「金融政策ウィーク」となった。結果は、日本銀行は大規模緩和を継続する一方で、それ以外の中銀は大幅利上げを決定、かつ追加の利上げの必要性も示されるなど、内外の金融政策の方向性の違いがより明確となった。

パウエルFRB議長はFOMC終了後の会見にて「ソフトランディングは非常に困難」との見解を表明するなど、米国経済がいずれ後退局面入りするのは不可避と見られる。金融政策の効果発現には比較的長いラグを伴うことが知られているが、経済成長率を潜在成長率程度で推移させつつ、インフレ率を2%程度

で安定化させるのは至難な技といえる。また、ウクライナ情勢が長期化・泥沼化していることもあり、今冬は欧州などでエネルギー危機が発生する可能性も燐っている。23年にかけて日本を含め世界経済全体は無視しえない下振れリスクに晒されている。



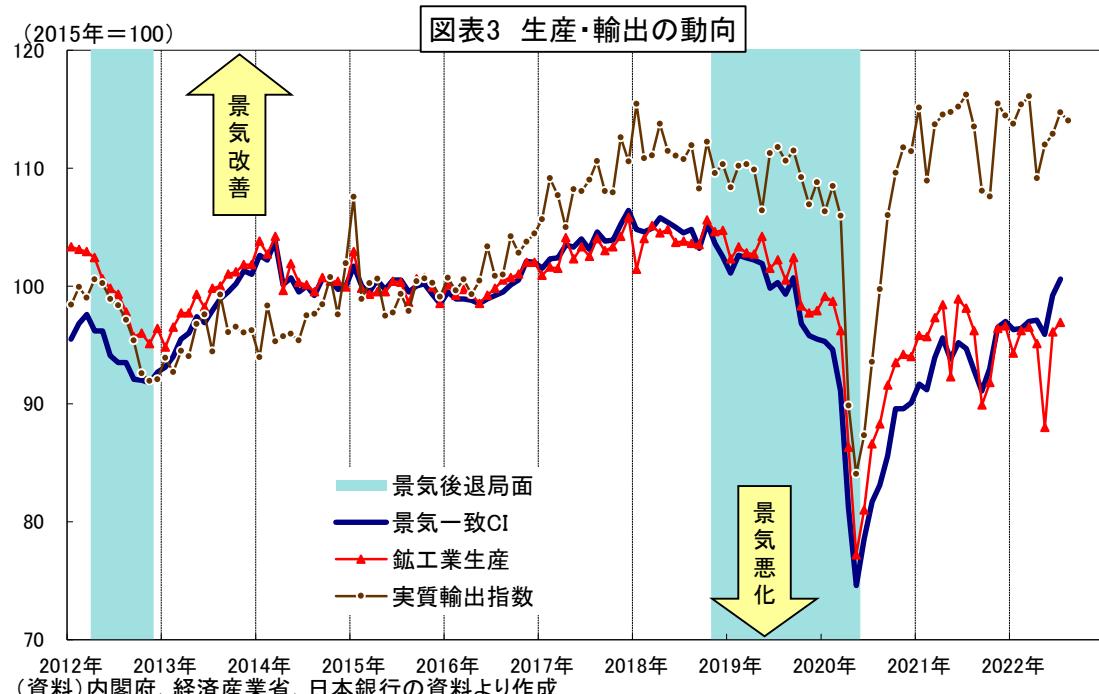
## 24年ぶりの円買いドル売り介入

内外金利差が今後とも拡大するとの見通しが強まる中、為替レートは円安圧力が高い状態が続いている。22日夕（日本時間）には、黒田日銀総裁の「当面利上げやフォワードガイダンスの変更はない」、「当面というのは、数か月ではなく、2~3年の話」などの発言もあり、一時1ドル=145円後半まで円安が進んだが、それを受けた政府は98年6月17日以来となる24年ぶりの円買いドル売り介入に踏み切った。鈴木財務相は「投機による過度な変動が繰り返されることを決して見過ごせない」と説明したほか、追加介入の可能性も示唆した。市場では3~4兆円の規模とみられており、「円買い」介入としては過去最高になっているとみられる（実績値は9月末に公表予定）。

なお、政府短期証券（為券）の発行で市場から資金調達できる「円売り」介入に対して、「円買い」介入は外貨準備高の範囲内でしか介入できないとされる（通貨危機の発生時における通貨スワップ協定によるドル調達は除く）。8月末の日本の外貨準備高は1兆2,920億ドル（183.5兆円）であるが、このう

ち流動性の高い預金は1,361億ドル（19.5兆円）にとどまる。ちなみに97年12月～98年6月にかけての円買い介入では累計で4.1兆円分の外貨建て資金が投じられた。

最近はリスクオフの場面で円安方向に振れやすいことを踏まえると、今後も円安が進行しやすいとの予想は根強く、かつ協調介入にはなりにくいこと、さらに介入資金に限度があることなどもあり、介入の効果は小さいとみる向きは少なくない。



### 「供給の混乱」の緩和で製造業関連指標が持ち直した半面、非製造業で足踏みも

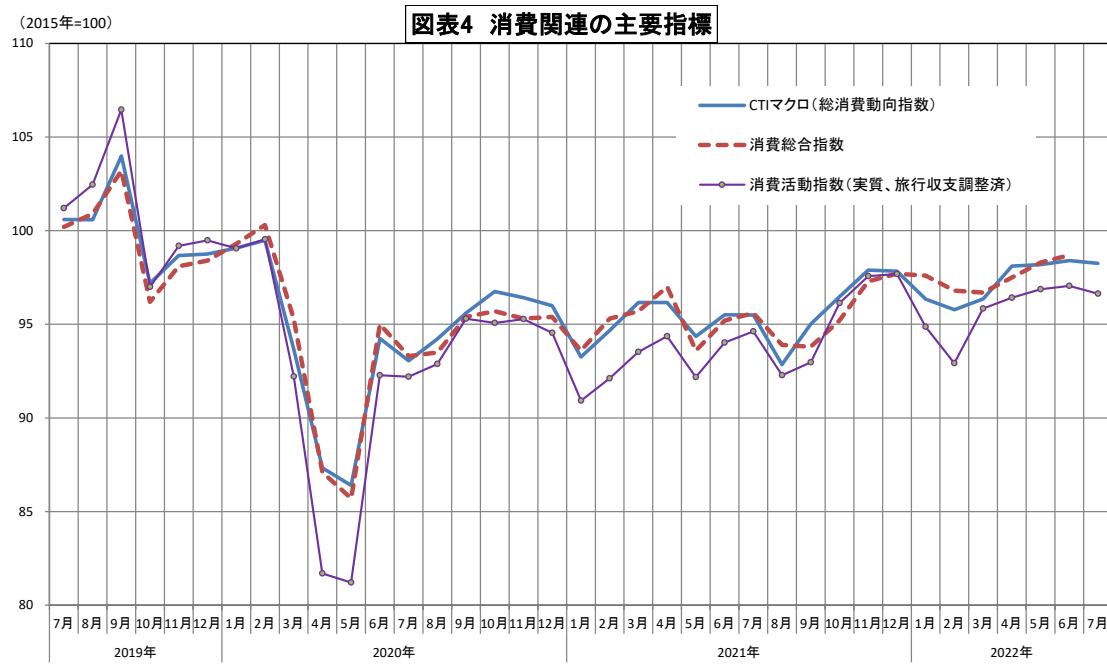
以下、足元の国内経済情勢を見ていきたい。4～6月期の実質GDP（2次速報）は1次速報公表時の前期比年率2.2%から同3.5%へ大幅に上方修正された。行動制限措置の解除、ウィズコロナへの移行でサービス消費の回復が進んだことを背景に、主要国・地域の中で最も高い成長率となり、出遅れ感は若干解消された。その後も持ち直しの動きは途絶えてはいないとみるが、その勢いはやや鈍っている印象を受ける。

景気動向指数のCI一致指数をみると、7月は前月から+1.4ポイント（2か月連続の上昇）の100.6と、消費税率10%への引き上げを控えた19年9月（100.7）に迫った。しかし、現行の景気動向指数は「財」、「製造業」の動きに反応しやすい性質を持っており、部品調達難など「供給の混乱」が緩和したことで挽回生産が進んだことに牽引されたといえる。

一方で、4～6月期の高成長を牽引したサービス業は足踏みし

た。7月の第3次産業活動指数は前月比▲0.6%と2か月連続の低下で、かつ4~6月平均を0.5%下回るなど、持ち直しは順調とは言い難い。コロナ感染「第7波」や物価高によって7月の消費者マインドが悪化した影響が背景にあるとみられる。

また、輸出動向をみると、上述のように「供給の混乱」の緩和で自動車生産が回復したこと、「米国向け」が大きく増加した半面、「EU向け」「中国向け」は低調で、実質輸出指数全体としても前月比▲0.6%と伸び悩んでいる(4か月ぶりの低下)。



## 消費回復の勢いに鈍さも

消費関連指標からは、持ち直しが順調ではないことが確認できる。7月の実質消費活動指數(旅行収支調整済、日本銀行)は前月比▲0.4% (このうちサービス消費も同▲0.8%)、総消費動向指數(CTIマクロ、総務省統計局)も同▲0.1%と、ともに5か月ぶりの低下であった。足元の物価上昇は支出弾力性が1未満の財・サービスがより高い上昇率である(基礎的支出項目:前年比4.8%、選択的支出項目:同1.5%、いずれも8月分)こともあり、低所得世帯の物価上昇の実感はかなり高まつており、消費活動に影響した可能性がある。また、7月の総雇用者所得は名目ベースだと前年比1.5%の増加(6か月連続)だったのに対し、実質ベースでは同▲1.6%の減少(4か月連続)となるなど、物価高で賃金が目減りしている様子が確認できる。

## 経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて、緩慢な回復ペース

## 物価見通し：10月に3%台に上昇するが、23年には鈍化に転じると予想

一方、8月については3年ぶりに行動制限のない夏休みとなったことで、7月まで悪化し続けた消費マインドに持ち直しが見られた。8月の消費動向調査によれば、消費者態度指数は32.5と前月から+2.3ポイントの上昇であった（3か月ぶり）。また、8月の景気ウォッチャー調査も、景気の現状判断DI、先行き判断DIはともに3か月ぶりに改善した。ただし、いずれのDIも判断基準である50を下回っており、物価高やコロナ感染「第7波」への警戒も根強いことも確かである。

8月下旬以降、コロナ感染「第7波」は収束に向かっていることもあり、政府はウィズコロナへの移行を一層推進する方針である。6月に訪日観光客の受け入れを再開して以降、段階的に水際措置の緩和などを行ってきたが、岸田首相は10月11日からの入国者数の上限撤廃、個人旅行の解禁や査証（ビザ）取得を免除する意向を表明した。政府観光局によれば、8月の訪日客は約17万人（うち観光目的は約1万人）まで回復しているが、コロナ前だった3年前の7%に過ぎない。加えて、「全国旅行支援」、「イベント割」も開始する方針が示され、今秋にかけて需要喚起への期待が高まっている。

また、9月20日に、政府は石油元売り会社へのガソリン補助金を年末までの延長（段階的に規模縮小）、住民税非課税世帯への5万円の現金給付などのために3兆4,846億円を新型コロナ・物価高対策予備費から拠出することを閣議決定した。10月には追加の物価高対策を盛り込んだ総合経済対策を策定し、第2次補正予算案を編成する方針である。

とはいっても、食料・エネルギー・日用品などの値上げ圧力は高く、低所得世帯を中心に消費意欲が弱まる可能性は否定できない。さらに、23年にかけて世界経済の失速リスクが高まっており、生産・輸出が停滞することも想定される。

国内景気の後退局面入りの可能性は現時点では決して高くないといふが、回復テンポは当面の間、緩慢なものにとどまるだろう（詳細は9月8日発表の当総研「2022～23年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」を参照のこと）。

物価面では、円安進行と国際商品市況の高止まりによって輸入物価が大きく上昇し、それが国内に波及する状況が続いている。一方で、海外で見られたような労働力不足の下でペントアップ需要が急拡大したことによる物価上昇圧力は決して高ま

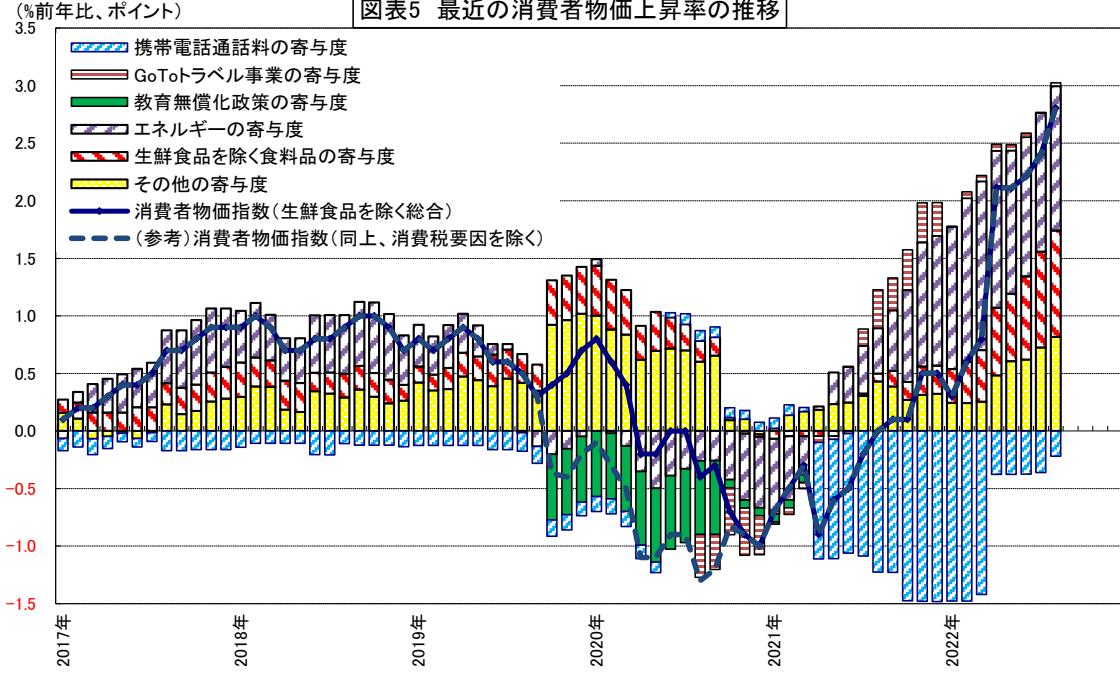
ってはいない。

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 3か月連続で加速、消費税要因を除けば 91 年 9月以来となる 31 年ぶりの高い上昇率となった。電気・ガス代などのエネルギー、加工食品・外食といった食料などでの値上げ圧力が高い状況に変わりはないが、幅広い財・サービスで値上げの動きが本格化しつつある。

ちなみに、日銀が毎月公表している「消費者物価の基調的な変動」によれば、刈込平均値（品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各 10%）を機械的に控除したもの）は同 1.9%、最頻値も同 0.8%と、いずれも 01 年以降での最高を更新した。

先行きについては、幅広い財・サービスでこれまでの投入コストの上昇分を価格転嫁する動きが続いているほか、10 月に携帯電話通信料要因による押下げ効果（▲0.22 ポイント）が剥落することもあり、3%台まで上昇率が高まると予想される。その後、ベース効果の剥落に加え、OPEC プラスによる減産決定（10 月の産油量は日量 10 万バレル減）にもかかわらず、世界経済の減速懸念から国際原油市況が大きく調整したこともあり、エネルギーの物価押上げ効果は縮小が見込まれ、23 年入り後は鈍化に転じると思われる。ただし、食料・日用品の値上げの動きもあり、2%割れとなるのは 23 年半ばまで後ズレするだろう。

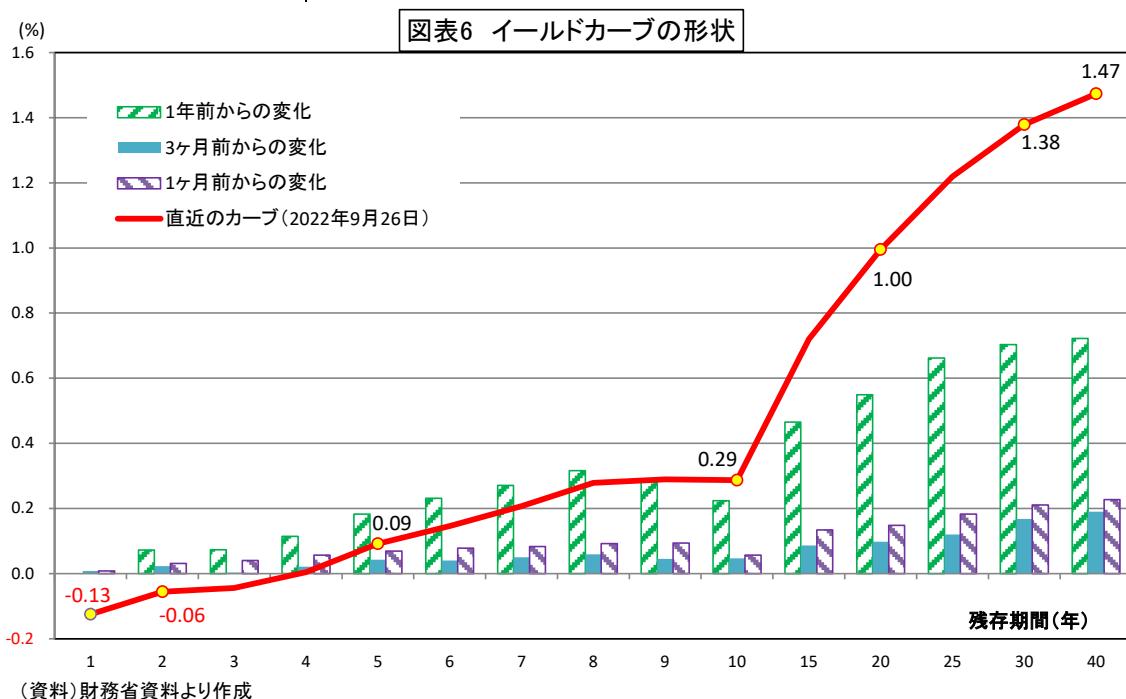
図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

**金融政策：コロナ対応の金融支援策は終了する半面、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続**

冒頭でも振れたように、欧米諸国などでは目標を遥かに上回る高インフレ状態が長期化していることから、主要な海外中銀は大幅な利上げを連続して実施するなど、物価沈静化を最優先する姿勢を強めている。一方、日銀は9月21～22日に開催した金融政策決定会合で、コロナ対応の金融支援策については順次終了すること（中小企業向けプロパー融資分についての特別オペは半年間延長して23年3月末に終了、同制度融資分は3か月延長して22年12月末に終了、代わって金額無制限の共通担保資金供給オペを実施）は決定した半面、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は継続することとした。既に足元の全国消費者物価の前年比上昇率は2%台後半にまで高まっているものの、輸入インフレに起因したものであり、適度な賃金上昇を伴った持続的・安定的な物価上昇ではないとの判断から、当面粘り強く大規模な金融緩和を継続していく方針が改めて示された。



**少なくとも22年度内は大規模緩和を継続すると予想**

先行きについては、少なくとも黒田総裁の任期内（23年4月8日）に金融政策の枠組みが変更される可能性は小さいと思われる。9月会合後の記者会見では、物価上昇率はいずれ鈍化に転じ、23年以降は再び2%を割り込むとの見通しを示し、緩和策を縮小する考えはないことを表明している。

とはいえ、黒田総裁の任期は残り6か月となり、市場では次

## 金融市場：現状・見通し・注目点

### 長期金利は0.25%に迫る上昇

### 長期金利は当面0.2%前後の展

期総裁の人選を巡る思惑が浮上しつつある。内外経済の減速懸念や今後の物価鈍化の可能性を踏まえると、早ければ23年3月にも発足する可能性がある日銀新体制の下で、即座に金融政策の枠組み変更が議論される可能性は小さいと思われるものの、年度下期には様々な思惑が浮上し、金融市場にも何らかの影響を与えることも十分ありうるだろう。

引き続き、世界的なインフレとそれに対して大幅利上げを実施する主要中銀の対応が注目を集めた。8月の米ジャクソンホール会議（米カンザスシティ連邦準備銀行主催の経済政策シンポジウム）では、パウエルFRB議長が景気を犠牲にしてでもインフレ沈静化を目指す姿勢を明確にしたことから、長期金利が一段と上昇した半面、世界経済の失速リスクが意識されて株価が大きく調整した。また、日米金利差が想定以上に拡大するとの見方から円安が進行したが、冒頭でも触れたとおり、政府は24年ぶりとなる円買いドル売り介入に踏み切った。

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

海外での金利上昇が国内にも波及しており、国内長期金利（新発10年物国債利回り）にはほぼ定常的に上昇圧力がかかっている。8月上旬にかけては世界景気の失速懸念が意識され、世界的に金利低下圧力がかかったことから、3月上旬以来となる0.160%まで低下する場面もあった。しかし、米労働市場の堅調さやインフレ高止まりを示す指標が散見されたほか、パウエルFRB議長が景気を犠牲にしてでもインフレ沈静化を目指す方針を明確にしたこともあり、米長期金利が再び上昇、8月後半以降は国内金利も上昇傾向が強まった。

さらに、9月の金融政策決定会合を控え、一部の投資家が債券を売る動きを強めたことから、9月1日以降はチーペスト銘柄等（#356、#357）について連続指値オペを実施したほか、残存5~10年の国債買入れオペを増額するなど、金利上昇の抑制策を駆使し、長期金利が0.25%超となるのを食い止めた。ただし、超長期ゾーンの上昇は止められず、20年債利回りは6年9か月ぶりの水準となる1%に迫った。

日銀の方針によって10年ゾーンの金利については当面ゼロ%近傍（0%±0.25%）で推移するように操作されるとみられ

## 開 続

る。とはいえ、日銀「代替わり」を控え、金利上昇圧力が高まる場面も想定されるが、指値オペの連日実施や買入れオペの増額などによって0.25%を上回らないように操作するだろう。基本的に0.2%台を中心レンジとした推移が続くと予想する。



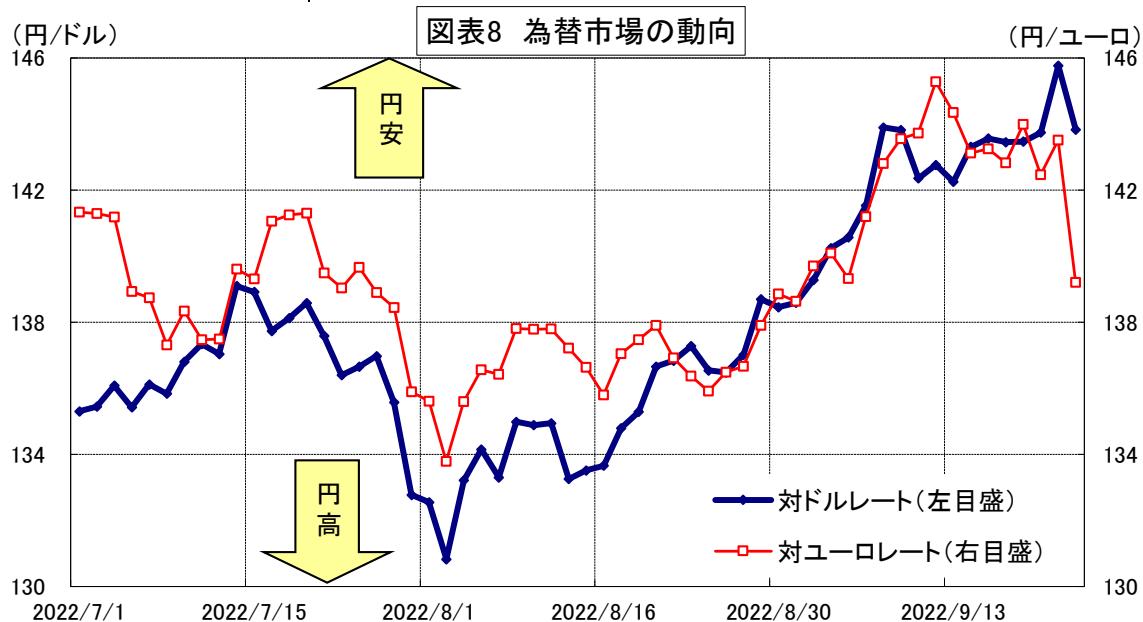
## しばらくは上値の重い展開

### ② 株式市場

コロナ感染「第6波」の襲来、米国の利上げ加速観測、ロシア・ウクライナ戦争勃発による原油など一次産品価格の急騰などを受けて、3月上旬の日経平均株価は一時1年4か月ぶりとなる24,000円台まで下落した。その後は円安が好感されて28,000円台を回復する場面もあったが、中国・上海市の都市封鎖による部品調達難など「供給の混乱」の拡大、海外中銀の利上げ本格化が景気や企業活動に及ぼす悪影響への警戒もあり、8月上旬にかけて27,000±1,300円のレンジ内でのもみ合いが継続した。

一方、8月中旬にかけて米国の景気後退懸念が後退したほか、インフレ圧力の緩和期待も高まったことで、NYダウが一時34,000ドルを回復したことにつられて日経平均も7か月ぶりに29,000円台を回復する場面もあった。しかし、その後はインフレ沈静化に向けて想定を上回る利上げが実施されることへの懸念から世界的に株価は大きく調整（NYダウは30,000ドル割れの年初来安値）、日経平均も足元26,000円台と軟調に推移している。

先行きについても、内外景気の悪化懸念から、上値の重い展開が継続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。

### 介入後も円安状態は解消せず

#### ③ 外国為替市場

21年入り後から対ドルレートは円安傾向となっているが、高インフレに悩む米国が利上げを開始し、日米の金融政策の方向性に違いが意識されたこと、ロシアのウクライナ軍事侵攻によって一段高となった国際商品市況によって海外のインフレがさらに加速するとの予想が強まること、さらに中国・上海市での都市封鎖でグローバル・サプライチェーンが寸断されて供給制約が強まること等もあり、22年に入ってからは円安が加速した。4月下旬には20年ぶりの130円台、9月上旬には24年ぶりの140円台となっている。

鈴木財務相や神田財務官は過度な為替レート変動は好ましくないとし、あらゆる手段を準備していることを示唆したほか、9月14日には日銀がレートチェックを行うなど、円安進行を牽制してきたが、その流れは変えられなかった。冒頭でも触れたとおり、22日には145円台後半となったことから24年ぶりの円買い介入に踏み切り、一時140円台まで押し戻したが、直近は再び144円台となるなど、持続的な効果は乏しいと考えられる。

先行きについては、基本的に日米金利差が拡大していくとの見通しであるが、9月FOMC後に示された今後のFFレート(22

年末：4.375%、23年末：4.625%）の想定は、円買い介入もあり、現状の為替レートには十分織り込まれてはいないとみられる。それゆえ、円安圧力はしばらく残ると思われるが、政府が145円台を防衛ラインとして追加介入に踏み切るかどうかが焦点であろう。なお、今後、米国がさらなる利上げが必要との思惑が強まらない限り、円安が一段と進む可能性は大きくないと予想する。現時点の確率は小さいものの、米国のインフレ沈静化が想定以上に進み、利下げの前倒し予想が浮上すれば、円高方向に戻ることもありうるだろう。

## 対ユーロでも円安が進行

対ユーロレートは、欧州中央銀行（ECB）が利上げを再開したこともあり、円安ユーロ高での推移が継続している。9月12日には一時145円台後半となるなど、7年9か月ぶりのユーロ高水準となった。なお、直近は140円割れとなる場面もあった。今後とも日欧金利差は拡大するとみられるものの、今冬のエネルギー不足問題など、欧州経済は不安要素を多く抱えていることから、当面は現状水準でのもみ合いが続くと思われる。

（22.9.26現在）