

## 海外経済の失速や物価高が景気回復の重石に

～一方で、旅行・観光などサービス消費の回復期待は高まる～

南 武志

### 要旨

政府はウィズコロナへの移行を進めており、10 月には水際措置が大幅緩和されたほか、需要喚起策も開始された。これにより、コロナ禍で大打撃を受けた旅行・観光などサービス消費の本格回復が期待されている。一方で、物価高によって実質所得が目減りが強まっていることから、消費者マインドが低調となり、消費全体の勢いが削がれている。世界的な高インフレ持続や金融引締めの本格化によって、23 年の世界経済が失速するリスクが意識されており、それにつられて国内景気の回復力も弱まる可能性が高い。なお、政府・与党は国費 20 兆円超の規模での物価高対策をとりまとめ、今臨時国会にそれらを盛り込んだ補正予算案を提出する構えである。

なお、足元の消費者物価は 3% 台まで高まったが、日本銀行は持続的・安定的な物価上昇でないとの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 項 目		2022年		2023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 (%)		-0.057	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.05	-0.10～0.05
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0160	-0.05～0.05	-0.05～0.10	-0.05～0.15	-0.05～0.15
国債利回り	20年債 (%)	1.245	0.90～1.40	0.90～1.40	0.85～1.40	0.85～1.40
	10年債 (%)	0.250	0.15～0.27	0.15～0.27	0.15～0.30	0.15～0.30
	5年債 (%)	0.135	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.20
為替レート	対ドル (円/ドル)	149.3	140～160	140～160	135～155	130～150
	対ユーロ (円/ユーロ)	146.8	135～155	135～155	130～150	125～145
日経平均株価 (円)		26,974	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)

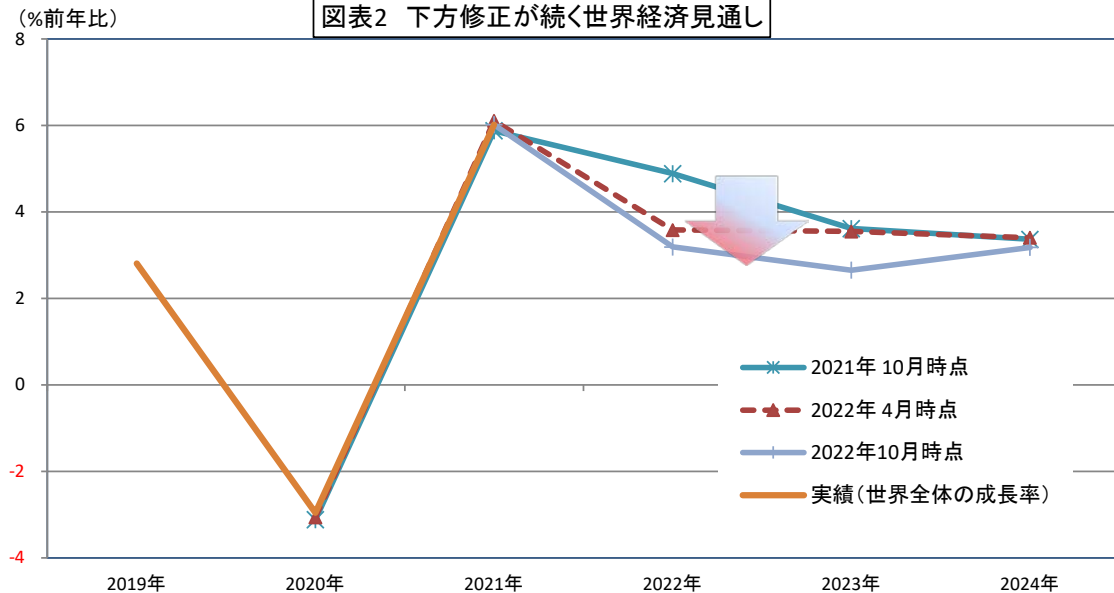
(注) 実績は2022年10月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

### 世界経済の失速リスク高まる

世界的な物価高とそれに対する本格的な金融引締め政策の発動、ロシアによるウクライナ侵攻を受けた制裁措置の応酬、ゼロコロナ政策を頑なに推進する中国経済の低調さなどにより、世界経済は景気後退の瀬戸際に立たされている。10月中旬に世界銀行と合同で年次総会を開催した国際通貨基金(IMF)は、10月11日に最新の世界経済見通しを公表した。副題を「Countering the Cost-of-Living Crisis(生活費危機への対処)」としており、物価高とそれに対応した本格的な金融引き締めが先行きの景気を悪化させるとしている。世界経済全体の成長率は、21年の6.0%から22年は3.2%、23年は2.7%へ下

方修正、低調な状態が続くとしている（なお、IMF は世界経済の巡航速度を 3% 台前半と想定しているとみられ、それを下回る成長率は景気後退を示唆すると推察される）。

図表2 下方修正が続く世界経済見通し



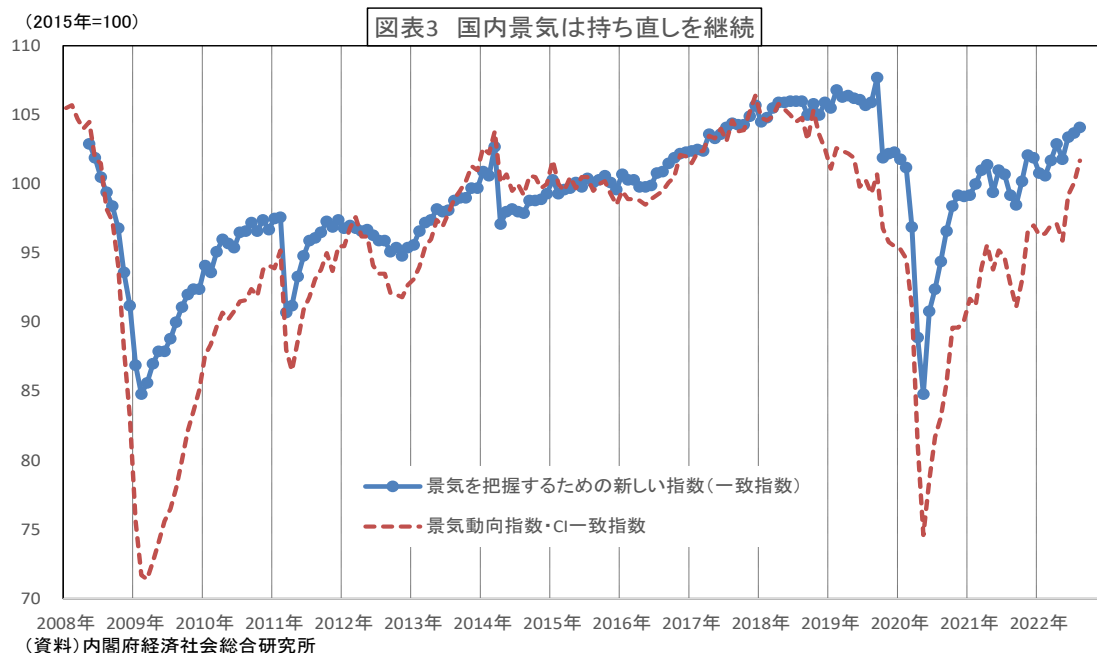
(資料)国際通貨基金「WEO Database」

### 景況感が足踏みした半面、雇用人員・資本設備は先行き不足感が高まる見通し

以下、足元の国内経済情勢を確認したい。国内景気はペースの緩慢さは否めないが、引き続き回復局面をたどっていると思われる。コロナ禍やそこからの持ち直し局面は「K 字回復」といった表現がよく用いられたが、今なお、景気指標の多くで統一的な動きが見られない。そのため、景気全体が浮揚しているような感覚はなかなか得られずにいる。

日銀短観（9 月調査）によれば、代表的な大企業・製造業の業況判断 DI は 8 と、前回 6 月時点から▲1 ポイントの悪化であったが、非製造業では 14 と、同じく+1 ポイントの改善であった。このうち、製造業では鉄鋼、汎用機械などが改善した半面、石油製品・石炭製品、非鉄金属などが悪化。非製造業は物品賃貸、通信などが改善を牽引し、コロナ禍で大打撃を受けた宿泊・飲食サービスは小幅改善にとどまった（DI は▲28 と大きなマイナス（＝「悪い」超）が残っている）。なお、先行きは大企業・製造業で小幅改善となったが、それ以外は悪化見通しであった。一方、業績見通しについては、6 月調査での「増収減益」から「増収増益」へ転換、設備投資計画も一段と上方修正されるなど、足踏みした景況感とはやや異なる動きであった。また、雇用人員、資本設備ともに先行き不足感が一層高まるとの見通

しである。



## 主要な景気指標は「改善」を示す

また、景気動向指数のCI一致指数をみると、8月は前月から+1.6ポイント(3か月連続の上昇)の101.7と、19年5月(101.9)以来の水準まで戻った(基調判断は「改善」)。ただし、景気動向指数は「景気(なるもの)」に対して敏感に反応すると考えられる指標を集めて作成しており、製造業(もしくは財)の動向を受けやすい。内閣府は8月より経済活動の総体量を捉えるため、サービス関連指標を多く取り入れた「景気を把握する新しい指数(一致指数)」を参考指標として公表し始めたが、その8月分は104.1と前月から+0.4ポイントの改善(3か月連続)ながらも、消費税率10%への引上げ直前の19年9月の水準(107.7)までは戻っていないことが見て取れる。

業種ごとの動きを見ると、8月の鉱工業生産は前月比3.4%と3か月連続の上昇であった。半導体不足などの部品調達難が緩和し、自動車の挽回生産が進んだほか、設備投資意欲の強さを背景に資本財が堅調に推移した。9月の実質輸出指数(日本銀行試算)が前月比1.7%のプラス(2か月ぶり)だったことを踏まえると、生産活動自体はなお底堅いとみられるが、「供給の混乱」は解消に至っていないこともあり、21年後半から続く頭打ち状態を脱したとは言い難い。

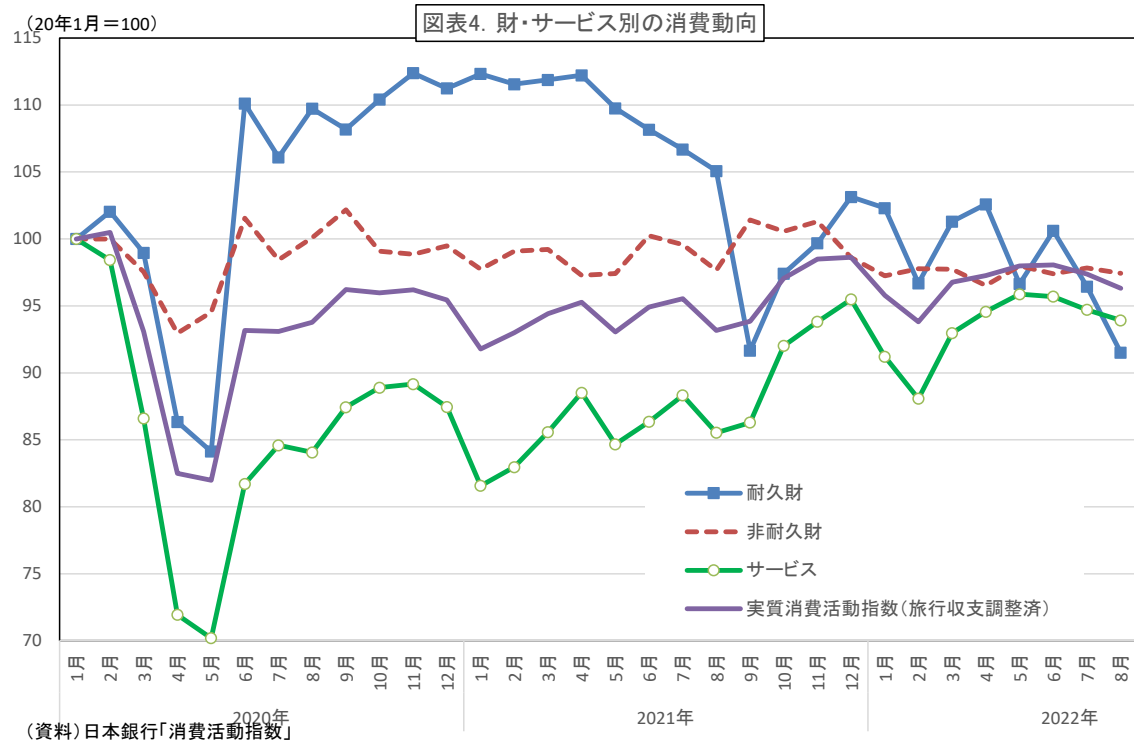
また、8月の第3次産業活動指数は前月比0.7%と3か月ぶりに上昇したが、6、7月の落ち込み分を取り戻すには至らなか

## 足元の消費に鈍さも

った。コロナ感染「第7波」や物価高によって消費者マインドが低調となっていることが影響したとみられる。

実際、消費関連指標には勢いが無い。8月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比▲1.1%（このうちサービス消費は同▲0.8%）、総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）も同▲0.6%と、いずれも2か月連続の低下であった。3年ぶりに行動制限のない夏休みとなったものの、いわゆるリベンジ消費の盛り上がりは見られなかった。

また、8月の総雇用者所得は名目ベースだと前年比1.6%の増加（7か月連続）だったのに対し、実質ベースでは同▲2.0%の減少（5か月連続）となるなど、物価高で賃金所得が目減りし、消費抑制につながっている可能性がある。



## 経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて、緩やかな回復ペース

このように、国内景気の本格回復が遅れる中、政府はウィズコロナへの移行を推進する方針である。10月11日から水際措置を大幅に緩和したことを受けて、訪日外国人が増加しつつあるほか、「全国旅行支援」の開始によって旅行・宿泊などサービス消費の持ち直しが本格化しつつある。

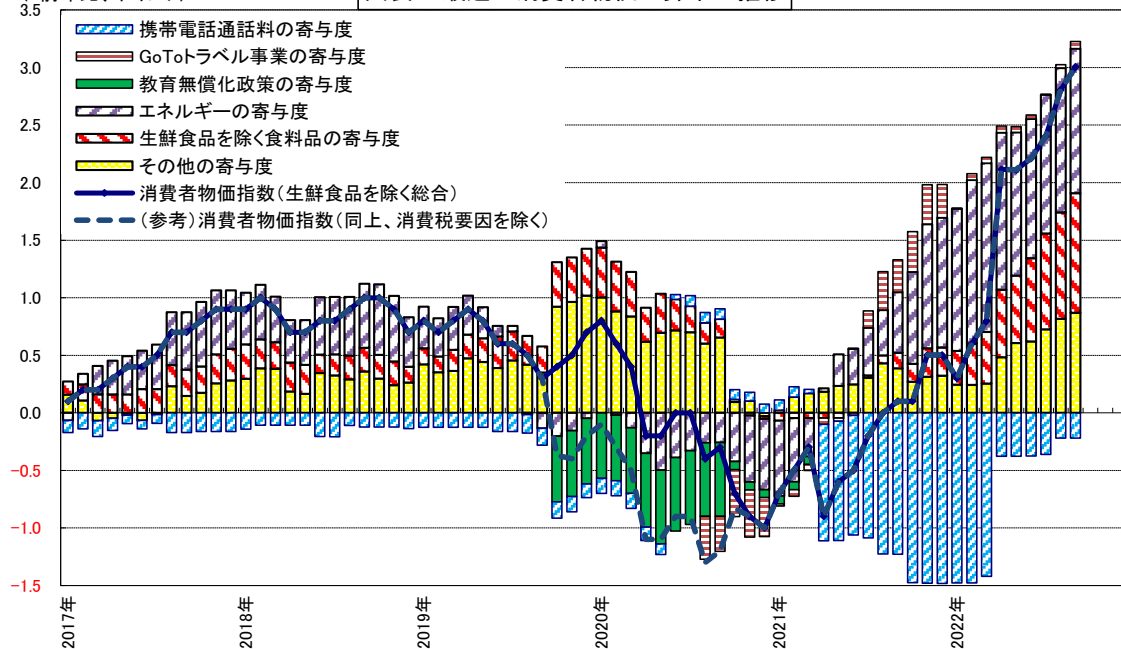
こうした中、政府・与党は物価高が消費に与える影響を緩和するため、国費20兆円超の規模とされる総合経済対策のとりまとめ作業を行っている。その柱はエネルギー高騰への対応策

となる模様であり、電気代・都市ガス代などの負担軽減策を講じるほか、年末を期限としているガソリン補助金も 23 年入り後も継続する方針である。なお、財源は赤字国債の増発で賄う方針とされる。28 日には閣議決定し、現在開会中の臨時国会に第 2 次補正予算案を提出する方針である。

とはいえ、金融引締めを本格化した欧米経済の失速リスクが高いほか、物価上昇の主役が食料・エネルギー・日用品であることから、低所得世帯ほど消費への悪影響が高い可能性は否定できない。国内景気の回復テンポは次第に緩慢なものとなり、23 年入り後は景気後退リスクが意識される場面も想定される。また、国際的な人流の復活によって今冬に新型コロナと季節性インフルエンザの同時流行が起きた場合には、高齢者を中心に自粛ムードが再び強まり、経済への下押し圧力が一段と高まる可能性に留意したい。

(%前年比、ポイント)

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

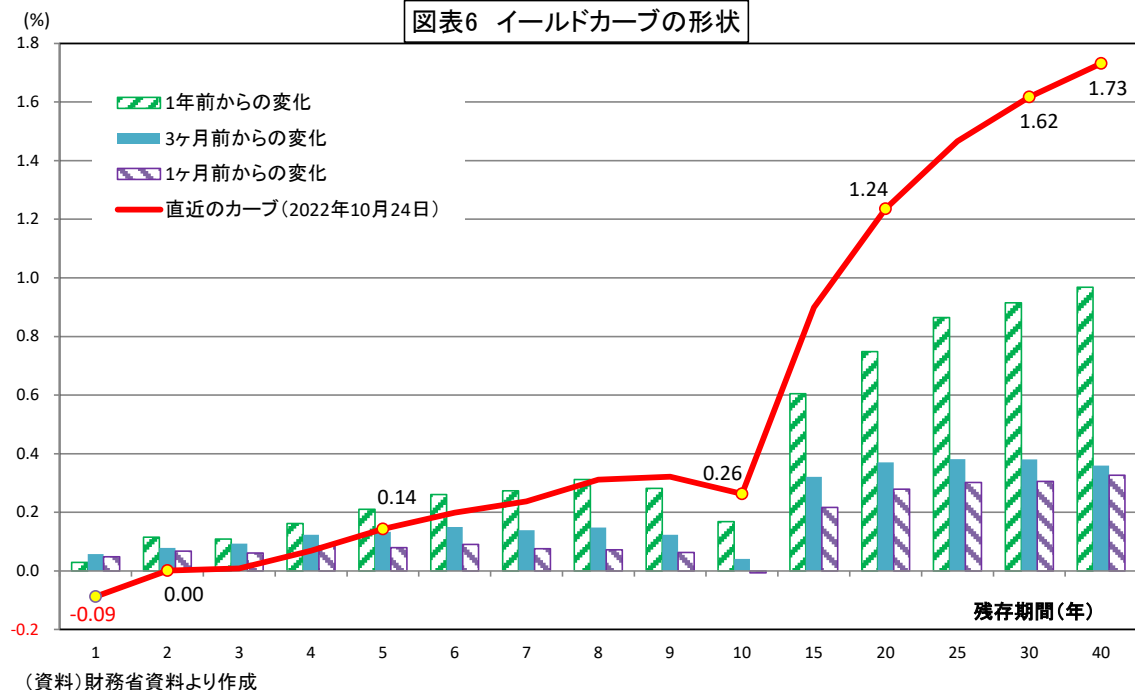
**物価見通し：目先は 3% 台で推移するが、23 年入り後には鈍化に転じると予想**

世界的に高インフレ状態が続く中、国内物価も上昇率を高めつつある。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 3.0%と 4 か月連続で加速、消費税要因を除けば約 31 年ぶりの 3% 台まで高まった。物価押上げの主因は電気・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あるが、輸入原材料の高騰分を製商品・サービス価格に転嫁する動きが強まっている。

目先の物価動向については、10月には携帯電話通信料要因による押下げ効果（▲0.22ポイント）が全て剥落するほか、様々な財・サービスで値上げ圧力が一段と強まったこともあり、上昇率はさらに高まるものと予想される。

しかし、前述の通り、実質所得が目減りしているため、多くの消費者にとって値上げは許容しがたく、消費抑制行動が強まれば、価格転嫁の進展が困難化してくる可能性もある。さらに、政府の物価高対策によるエネルギーの価格抑制効果やベース効果の剥落などを考慮すると、23年入り後には物価上昇率は徐々に鈍化し始めるだろう。

図表6 イールドカーブの形状



### 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

日銀は9月21～22日に開催した金融政策決定会合において、コロナ対応の金融支援策については順次終了する一方で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は継続することと決定した。上述の通り、物価上昇は3%台まで高まったものの、黒田総裁は23年度以降再び2%を割っていくとの見通しの下、現段階で金利を引き上げるのは適切ではないとの見方を示した。

日銀としては、2%に設定した物価安定目標の持続的・安定的な実現を目指して、現行の大規模な金融緩和策を粘り強く継続する方針を崩しておらず、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。

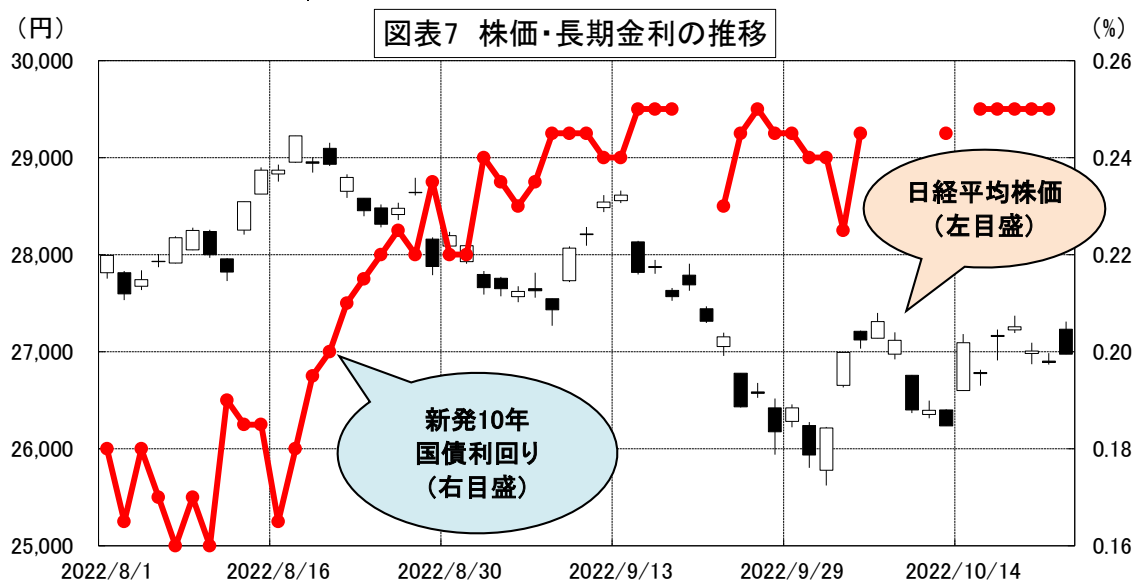


## 金融市場：現状・見 通し・注目点

とはいえ、黒田総裁の残り任期は半年を切っており、次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、ポスト黒田体制になった日銀において即座に金融政策の枠組み変更が検討される可能性は小さいと思われるが、年度下期には様々な思惑から金融市場が揺れ動く場面も想定される。

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最も注目されたテーマであったが、英トラス政権が発表した「小さな予算」を巡って金融市場が混乱する場面も見られた。また、9月下旬に政府は24年ぶりとなる円買いドル売り介入に踏み切ったが、その後も円安基調は変わらず、10月20日には150円台と32年ぶりの円安水準となった。これを受けて、政府は再び円買い介入を断続的に実施した模様である。

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。



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

(注) 9/20、9/21、10/6～10/12、10/14、10/24の新発10年物国債は出合いなし。

## 長期金利は 0.25% 近辺で推移

### 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り続けている。特に、8月下旬に開催された米ジャクソンホール会議において、パウエルFRB議長が景気を犠牲にしてもインフレ沈静化を目指す方針を明確にしてから米長期金利は上

**長期金利は当面  
0.2%台での展開  
が続くと予想**

**しばらくは上値の  
重い展開**

**円買い介入後も円  
安状態は解消せず**

昇基調をたどっており、それが国内にも波及している。

こうした金利上昇圧力に対して、イールドカーブ・コントロール政策を採用する日銀では連続指値オペや国債買入れオペの増額などを実施し、10 年金利が 0.25%を上回るのを食い止めようとしている。ただし、10 月中旬には業者間取引市場 (BB) で 0.255%を上回る場面も見られたほか、10 年国債の取引が成立しないといった副作用も散見されている。さらに、超長期ゾーンの上昇圧力は一段と高まっており、20 年債利回りは 7 年ぶりに 1.2%台となっている。

なお、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る。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、そうした際には連続指値オペ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。

**② 株式市場**

22 年度入り後の日経平均株価は、原油・穀物など一次産品価格の急騰、欧米諸国での高インフレと金融引締めの本格化などもあり、概ね 27,000 円を中心レンジとするボックス圏でのみ合いが続いた。8 月中旬にかけては米国の景気後退懸念が後退し、かつ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があった。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が大きく調整したこともあり、9 月下旬には日経平均も 3 か月ぶりに 26,000 円を割り込んだ。10 月に入り、米株が持ち直したことにつられて、国内株価も 27,000 円前後まで回復したが、その後の戻りは限定的である。

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。

**③ 外国為替市場**

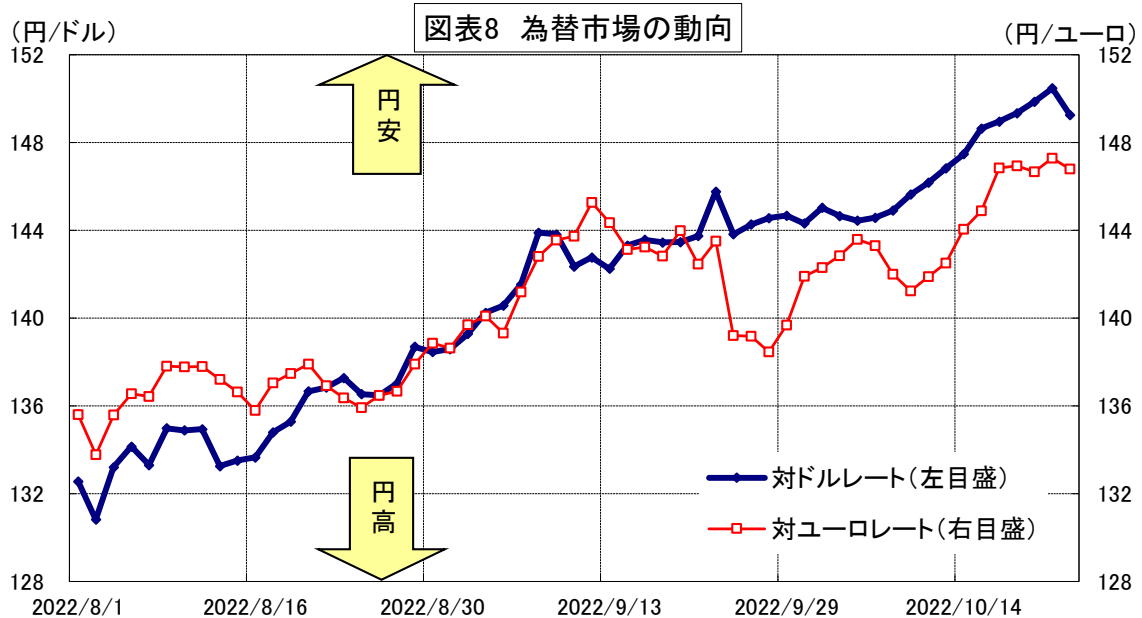
21 年入り後から対ドルレートは円安傾向となっているが、最近では米国でインフレ沈静化が見通せず、今後の利上げ幅や高金利状態の長期化が想定以上のものになると思惑が高まり、円安が一段と進んだ。加えて、日本の貿易収支赤字 (通関ベース) が 22 年度上期には▲11.9 兆円まで膨張 (21 年度は通年で▲5.4



兆円) したことも、円安要因として材料視されている。4 月下旬には 20 年ぶりの 1 ドル=130 円台、9 月上旬には 24 年ぶりの 140 円台となった。

こうした状況に対して、鈴木財務相、神田財務官は過度な為替レート変動には適切な対応をとるとしており、9 月 22 日には 24 年ぶりの円買い介入 (2.8 兆円規模) に踏み切ったが、その後も円安の流れが止められなかった。10 月下旬には 32 年ぶりの 150 円台となる中、21 日深夜 (日本時間)、24 日早朝 (同) と再び円買い介入に踏み切ったとみられる。ただし、円安そのものを反転させることはできておらず、効果は時間経過とともに減衰している。

先行きについては、基本シナリオとしては円安圧力が高い状態が残り、それに対して政府が時期を見定めながら円買い介入を実施するというパターンが続く可能性が高い。米国のインフレ沈静化が見通せる状況にならない限り、円安状態は解消しないものとみられる。また、米国がさらなる利上げが必要との思惑が強まれば、円安が一段と進む可能性もあるだろう。一方で、現時点で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、利下げ時期の前倒し予想が強まれば、円高方向に戻ることもありうると思われる。



(資料) NEEDS FinancialQuest データベースより作成 (注) 東京市場の17時時点。

### 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。9 月下旬にかけては一時 140 円割れとなる場面もあったが、10 月の欧州中央銀行（ECB）理事会では 0.75% の利上げが有力視されるなど、日欧金利差が拡大するとの見方が根強いこともあり、直近は 148 円台まで円安が進んだ。

今後とも ECB はインフレ沈静化を目指し、さらなる利上げを決定するほか、バランスシート正常化（QT）も検討するとみられることから、円安ユーロ高圧力はしばらく残ると予想される半面、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、一方的にユーロ安が進む可能性は大きくないと思われる。

(22. 10. 24 現在)