国内経済金融

ウィズコロナ浸透の一方で、欧米経済失速の波及懸念も

～植田日銀はしばらく大規模緩和を継続する方針～

南　武志

要旨

ようやく日本でもウィズコロナが浸透し、コロナ禍の下で控えられた宿泊やレジャーなどサービス消費が強まりを見せているほか、インバウンド需要も回復傾向を強めている。ただし、足元の物価高で消費者の節約志向が強まっており、消費全体の回復力はまだ鈍い。また、欧米での本格的な金融引き締めの影響で世界経済・貿易は減速傾向をたどっており、輸出・生産も弱い動きが続いている。23 年度半ばにかけて世界経済の減速は一段と強まり、かつ消費の回復力も弱い状態が続くとみられるため、国内景気は足踏み状態が続くだろう。

一方、政府の物価高対策がエネルギー価格を押下げたことで、3 月の全国消費者物価は3%台で推移しているが、食料や日用品では値上げが続いており、23 年度上期は高めの上昇率で推移するとみられる。しかし、年度下期には輸入インフレの沈静化や消費停滞によって、再び 2%割れとなる可能性がある。そうした状況を見極めつつ、4 月に発足した植田日銀はしばらく大規模緩和を継続するものと予想される。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項　目 ＼ 年／月			2023年 4月（実績）	2023年 6月（予想）	2023年 9月（予想）	2023年 12月（予想）	2024年 3月（予想）
無担保コールレート翌日物		(%)	-0.013	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.10	-0.10～0.10
TIBORユーロ円(3M)		(%)	-0.0010	-0.05～0.10	-0.05～0.15	-0.05～0.15	-0.05～0.15
国債利回り	20年債	(%)	1.130	0.90～1.30	0.90～1.40	1.05～1.45	1.05～1.50
	10年債	(%)	0.465	0.20～0.50	0.20～0.50	0.25～0.55	0.30～0.55
	5年債	(%)	0.155	0.00～0.30	0.00～0.40	0.05～0.40	0.05～0.40
為替レート	対ドル	(円/ﾄﾞﾙ)	134.2	120～140	120～140	115～140	115～140
	対ユーロ	(円/ユーロ)	147.5	135～155	135～155	130～150	130～150
日経平均株価		(円)	28,593	27,500±3,000	27,000±3,000	28,000±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2023年4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。

植田日銀はしばらく大規模緩和を踏襲か

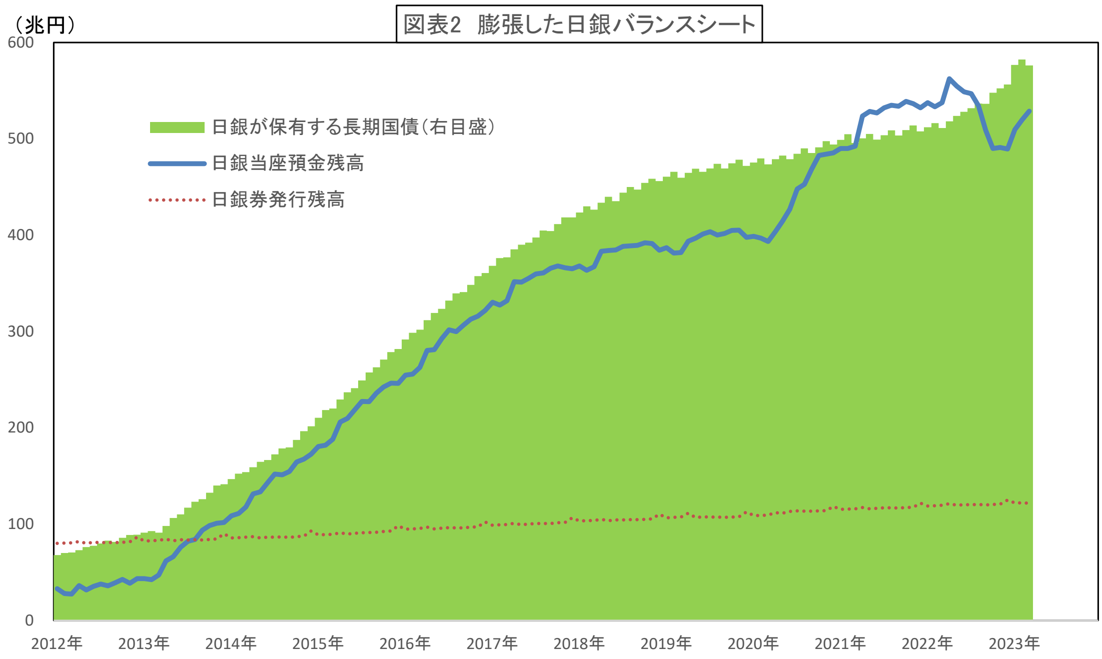
4 月 9 日、日銀審議議員を務めた経歴を持つ植田和男・東大名誉教授が日本銀行総裁に就任した。黒田前総裁の下、日銀は長期国債やリスク性資産の大量購入、マイナス金利の導入、イールドカーブ・コントロールなど、様々な非伝統的な領域に踏み入れ、大規模な緩和政策を継続してきた。21 年以降の原油・穀物など一次産品価格の高騰や 22 年秋にかけての歴史的な円安進行などを受けて、国内物価に輸入インフレが波及し、足元の物価は 2%に設定された物価安定目標を上回る推移となっている。だが、日銀では足元の物価情勢については賃金上昇を伴

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ったものではなく、先行きは輸入物価の上昇を起点とする価格転嫁の影響が減衰していくことから、23 年度には再び 2%を割り込むことを見込むなど、持続的・安定的な物価上昇に至っていないとしている。

こうした状況下で就任した植田総裁は、現時点での金融緩和は適切であり、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現するとした政府との共同声明を直ちに見直す必要はない、との見解を表明していることを踏まえると、しばらくは現行政策を継続すると予想するのは妥当といえるだろう。もちろん、マイナス金利やイールドカーブ・コントロールなどについて副作用があることも指摘しており、近い将来、その軽減に向けて枠組みを微修正することも十分あり得るだろう。また、物価 2%の実現が見通せる状況になれば、政策正常化に向けた議論も始まると思われるが、バランスシートに計上されている大量の国債と日銀当座預金の取り扱いに苦慮することも予想される（拙稿「植田日銀の金融政策運営の課題」経済金融フォーカス 23-01 を参照のこと）。

図表2 膨張した日銀バランスシート



（資料）日本銀行

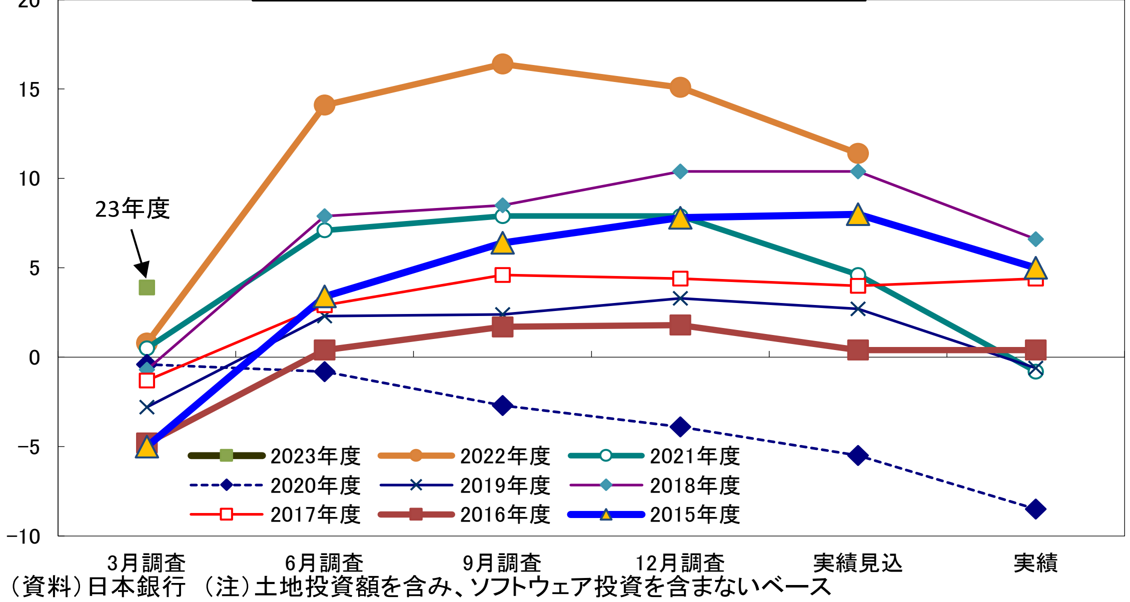
製造業・非製造業でのデカップリングが継続、23 年度設備投資計画は稀に見る強さ

以下、足元の国内景気について確認したい。日銀短観 3 月調査によれば、代表的な大企業・製造業の景況感は 5 期連続の悪化となったのに対し、同・非製造業は 4 期連続の改善と、真逆の動きが続いていることが確認できた。コロナ禍の初期にはサ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ービス需要が蒸発し、財への需要にシフトしたが、足元ではウィズコロナの流れの中で需要の対象が財からサービスに戻る動きが強まっている。加えて、インフレ沈静化に向けて欧米地域で金融引き締めが本格化され、世界経済が減速している影響が製造業に出ている。一方、23 年度設備投資計画は初回の調査としては稀に見る強い数字である。

図表3 短観・設備投資計画(全規模・全産業)



(資料)日本銀行 (注)土地投資額を含み、ソフトウェア投資を含まないベース

足元の景気は足踏み

月次指標にもそうした傾向が見て取れる。ウィズコロナの浸透もあり、23 年入り後からインバウンド需要やサービス消費の回復傾向が強まっている一方、海外景気の減速や物価高による節約志向の強まりなどもあり、全体としてみれば景気は足踏み状態から抜け出せていないと思われる。

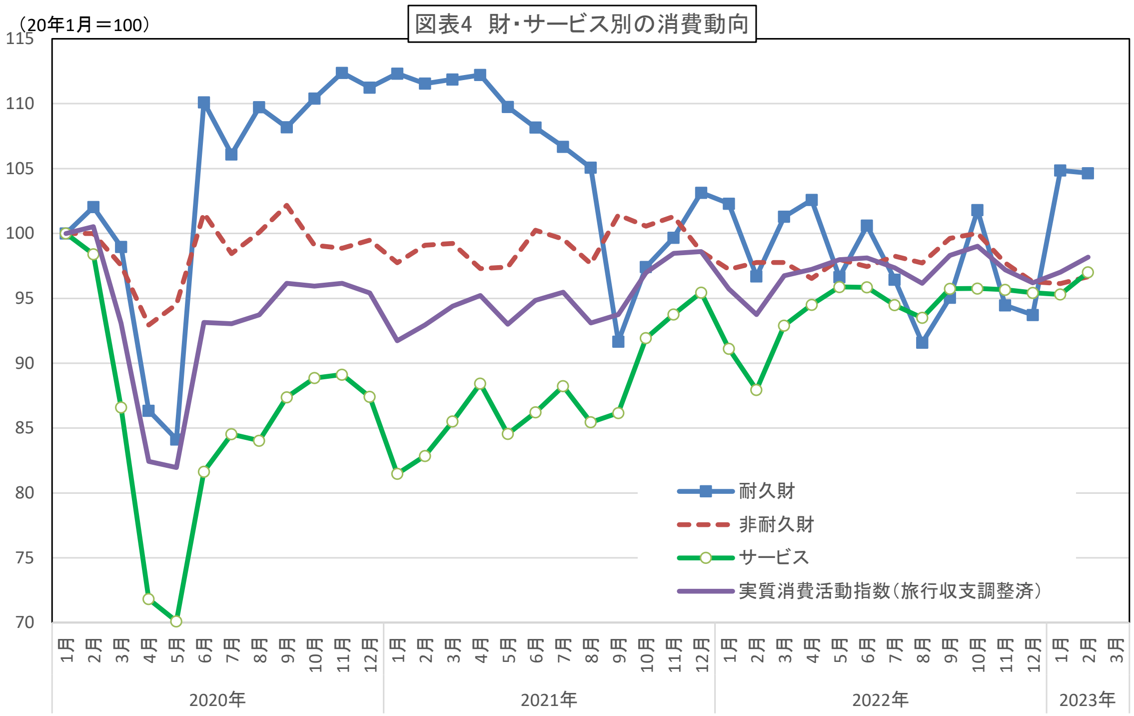
まず、景気動向指数の CI 一致指数をみると、2 月は前月から+2.8 ポイントと 6 か月ぶりの上昇であったが、景気の基調判断は「足踏み」で据え置きとなった。中国の旧正月の影響などで落ち込んだ生産・輸出動向に反動増が出た格好であるが、1 月の落ち込み分(▲3.0 ポイント)を取り戻すには至らなかった。

3 月の実質輸出指数(日本銀行試算)は前月比 1.0%と 2 か月連続の上昇で、半導体不足などの供給の混乱が緩和した自動車が牽引する格好となったが、それ以外の分野の動きは鈍かった。1～3 月期を通じては前期比▲3.3%と 2 期連続のマイナスとなるなど、世界経済の減速を受けて輸出動向は引き続き軟調に推移していると思われる。また、2 月の鉱工業生産は前月比

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

4.6%であったが、1 月の低下分（同▲5.3%）を回復することはできなかった。3 月の製造工業生産予測指数（予測誤差の補正後）の中央値は前月比▲0.3%であることを踏まえると、頭打ち状態にあるものと評価できる。

図表4　財・サービス別の消費動向



（資料）日本銀行「消費活動指数」

消費全体の動きは鈍いが、サービス消費に明るさも

一方、消費関連指標には一部で明るさも見えつつある。2 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1.2%と 2 か月連続の上昇で、4 か月ぶりの改善となったサービス消費が牽引した。歴史的な円安を背景に訪日外国人が増加傾向にあり、インバウンド需要（SNA 上では「サービスの輸出」に該当）を押し上げているが、これまでコロナ感染に影響を受けてきた国内の消費者行動もようやくウィズコロナが浸透し始めた感がある。3 月の消費動向調査によれば、マインドを示す消費者態度指数は 4 か月連続で改善し、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」へ上方修正されている。

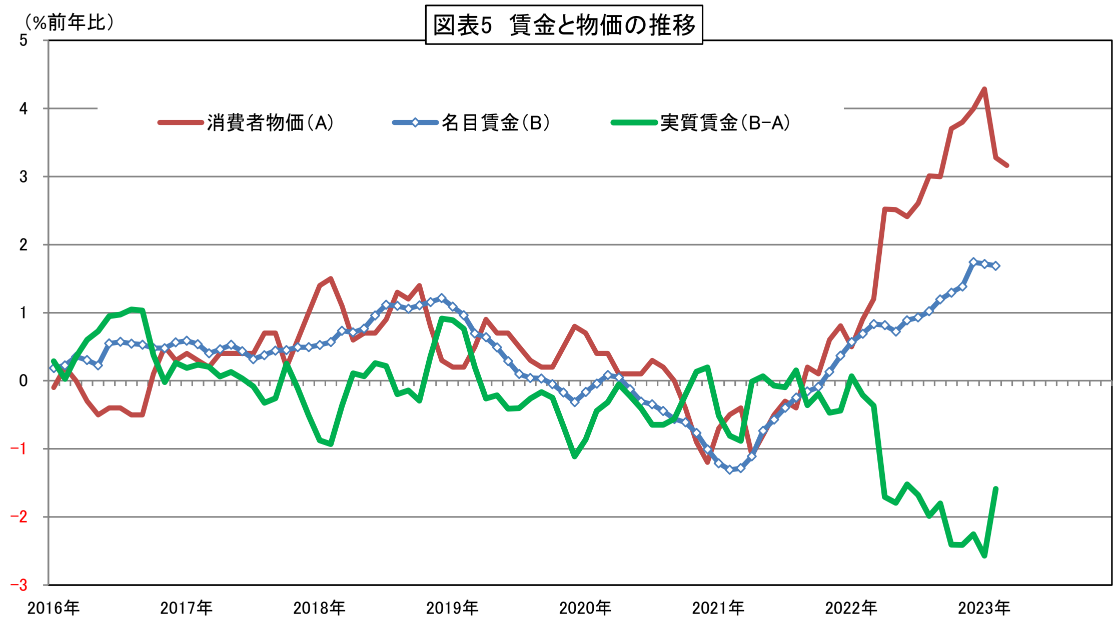
一方で、物価高によって家計の実質所得が目減りした状態が続いており、「景気ウオッチャー調査」などでも消費者の節約志向が強まっているとの指摘が散見される。実際、実質消費活動指数の「非耐久財」を見ると、7～9 月期をピークに低下基調にある。なお、2 月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額（名目賃金）は前年比 0.8%の上昇にとどまり、実質賃金は同▲

2.9%の低下となった（11か月連続のマイナス）。

さて、注目度が高い23年春闘であるが、例年にないほどの高水準での妥結が続いている。日本労働組合総連合会（連合）の集計（4月13日公表分）では、全体（定期昇給相当分込み）で3.69%と、前年同時期の2.11%を大幅に上回っている。規模別にみると、組合員数300人以上で3.72%（前年は2.11%）、同300人未満では3.39%（前年は2.06%）と、中堅・中小組合にも賃上げが波及しているようだ。23年夏季賞与も企業業績の改善を背景に概ね底堅いとの予想もあり、物価高をある程度は相殺できる可能性がある。

とはいえ、23年春闘の結果だけで「賃上げの機運」が定着したかどうかを判断するのは早計であろう。日銀短観3月調査によれば、企業業績は22年度下期から23年度上期にかけて減益が続く見込みである。また、23年度下期に物価鈍化が進み、2%割れが見込まれている。そうした状況の中、24年春闘は23年と同様に良好な結果が出るのか、見極める必要があるだろう。

図表5　賃金と物価の推移



（資料）厚生労働省、総務省統計局　（注）名目賃金は現金給与総額の12ヶ月移動平均を使用。

経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて23年度上期はマイナス成長へ

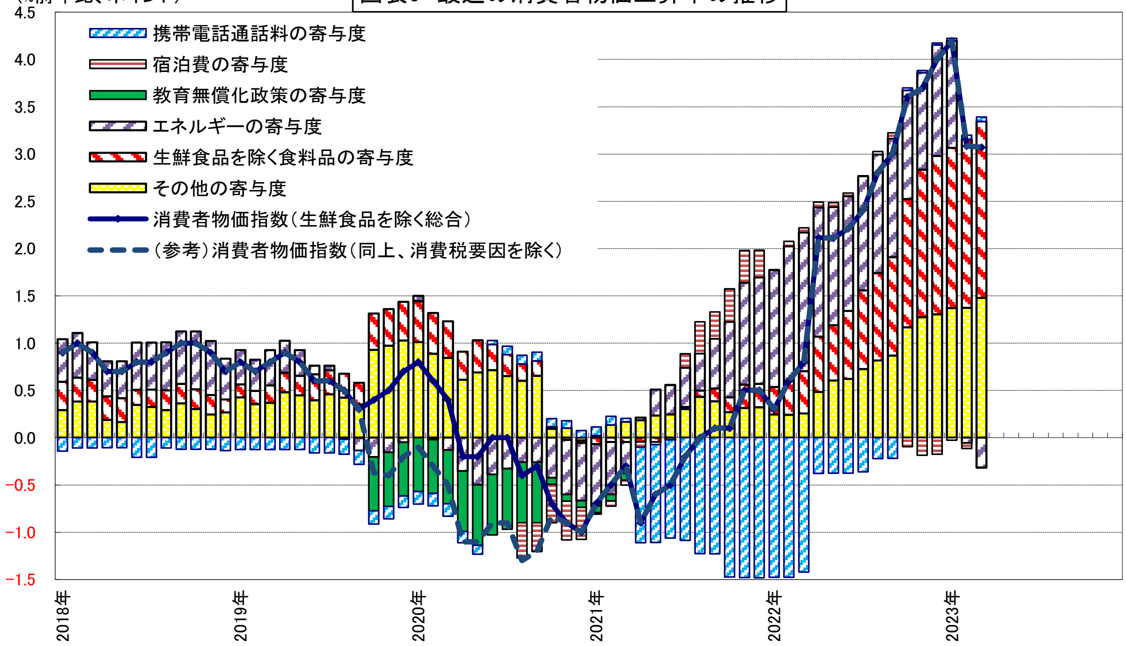
以下、先行きの国内景気を展望してみたい。カギを握るのは、世界経済・貿易の動向と実質家計所得の目減りがいつ解消されるのか、という点であろう。まず、世界経済の動向については、欧米地域ではインフレ高止まりが続いていることもあり、その沈静化に向けてさらなる利上げが不可避な状況と思われる。一方で、金融政策の効果発現までには1～2年程度のタイム・ラグ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

を伴うと考えられており、大幅利上げによる需要減退効果は今後本格化する可能性が高い。また、コロナ感染対策が大幅に緩和された中国では今後の回復本格化への期待感は高いものの、依然として消費回復ペースは鈍く、世界経済全体を牽引するような力強さは現時点ではない。そのため、少なくとも 23 年度半ばにかけては輸出の軟調さは継続する可能性が高いだろう。

さらに、物価高による国内消費の抑制もしばらく続くと思われる。ウィズコロナの浸透が進み、大型連休では旅行、レジャーなどの需要拡大が見込まれるものの、同時に節約志向が強まり、価格の安い財・サービスへのシフトも進むだろう。そのため、23 年度上期は景気足踏みが続くと予想している。一方、年度下期にかけては物価沈静化によって消費下押し圧力が解消してくるほか、政策効果によって中国経済の回復力が徐々に強まることも想定される。日本経済は再びプラス成長に転じるものと思われる。

図表6　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：当面は高止まりながらも、夏場以降は鈍化

3 月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）も前年比 3.1%と、政府の物価高対策が奏功して大幅に鈍化した 2 月並みの上昇率にとどまった。前述の電気・ガス代の負担軽減策に加え、ベース効果の剥落もあり、エネルギーは前年比下落に転じている半面、食料や日用品は依然として値上げが続いており、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコア

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
http://www.nochuri.co.jp/

CPI）」では 1981 年 12 月（同 3.9%）以来の上昇率となる同 3.8%まで加速した。

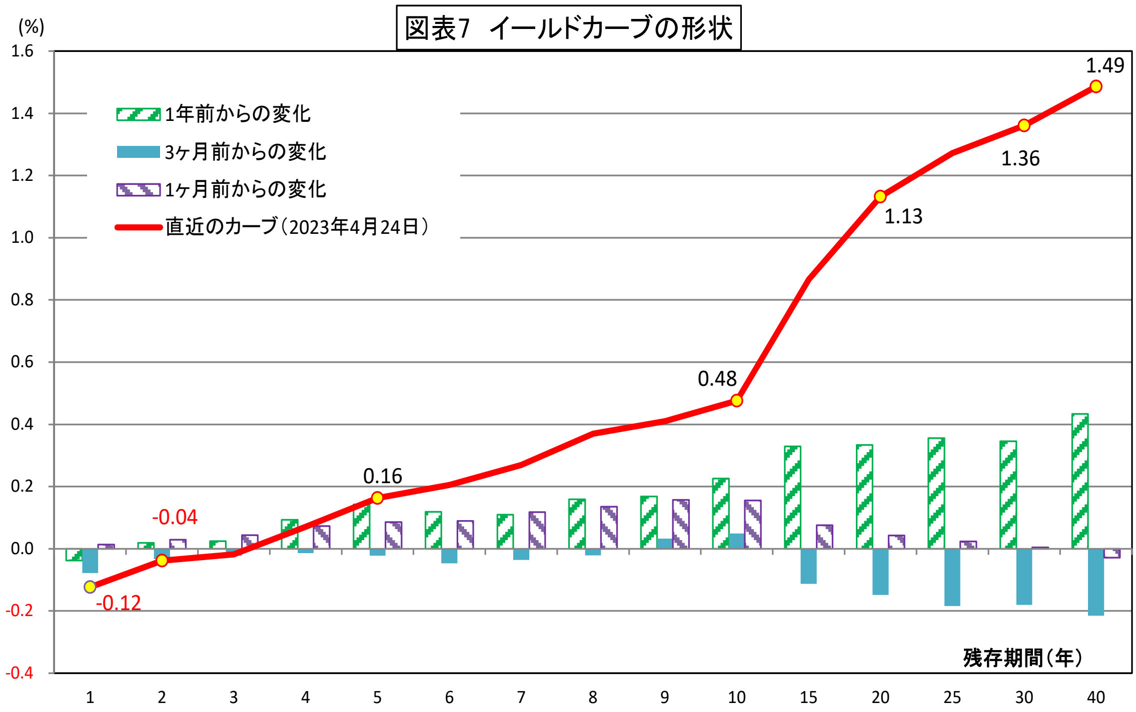
先行きに関しては、食料、日用品などに価格転嫁の動きが残っていることもあり、23 年度半ばにかけて物価上昇率の高止まりが継続すると思われるが、年度下期には徐々に鈍化し始めるとの従来の見方に変わりはない。世界経済は総じて低調な推移が見込まれ、国内景気への下押し圧力が続くほか、上述の通り、物価高を上回るほどの賃上げ実現に至らなかったことから、当面の消費回復ペースは緩慢なままと思われる。一次産品価格の調整継続、景気失速となった米国での利下げ観測浮上による円高、国内消費の足踏みなどで、値上げの動きは徐々に弱まり、年度下期には 2%を再び割るだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

4 月の内外金融市場は、欧米での銀行システム不安への警戒が続く中、日米の金融政策を巡る思惑などが相場に影響を与えた。日本は早期の政策修正は見送られる一方で、インフレ高止まりが続く米国ではもう一段の利上げが織り込まれ、4 月は円安・株高傾向であった。

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。

図表7 イールドカーブの形状



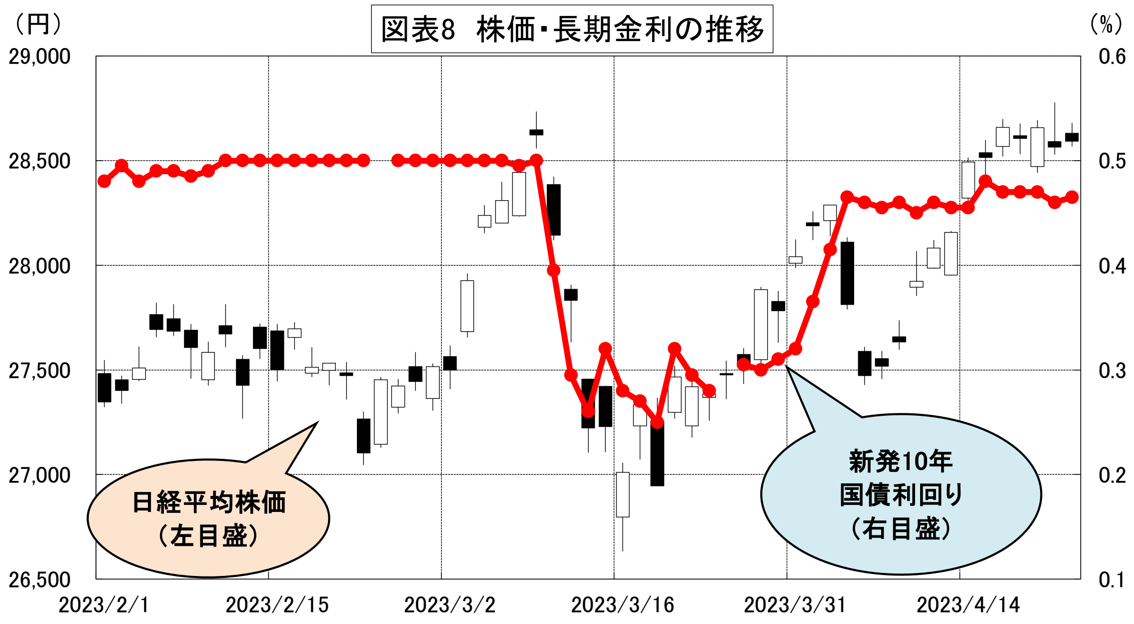
（資料）財務省資料より作成

① 債券市場

長期金利は誘導目標の上限を下回る水準で推移

黒田総裁の下で最後の会合となった 3 月 9～10 日に開催された金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続することが決定され、一部でくすぶっていた YCC 撤廃の観測は否定された。その直後、米銀の経営破綻を契機に世界的な金融システム不安が高まったことで金利上昇圧力は一服、イールドカーブ全体が下方にシフトし、3 月中旬にかけて新発 10 年物国債利回り（長期金利）は一時 0.2%台半ばまで低下した。年度末にかけては欧米の金融当局による手厚い対応による安心感が出たほか、国内でも政策正常化への思惑がくすぶる中、金利低下が嫌気される展開となった。4 月上旬には長期金利は 0.4%台後半まで上昇、誘導目標の上限近くでの展開に戻った。

図表8 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 （注）長期金利の欠損値は出合いなし。

先行き、金利低下圧力が強まる場面も

冒頭でも触れたように、植田総裁は現行の大規模緩和は適切であり、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現するとした政府との共同声明を当面見直す考えはない、と表明しており、日銀が早期に政策正常化に向けて動き出す可能性は低い。実際、YCC 撤廃後の金利急騰は必至であり、いずれ妥当な水準に向けて収束するとしても、それまでの期間は経済・物価・市場動向に大きな動揺を与えかねず、経済・物価に下振れリスクがある中でそのような判断は難しいだろう。そのため、日銀は当面は 10 年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍（0%±0.5%

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

程度）で推移するように操作されると予想する。先行き欧米経済で 22 年からの大幅利上げによる需要減退効果が強まれば、金利低下圧力が強まることもあり得るだろう。

② 株式市場

円安が好感され年初来高値水準まで戻したが、当面は上値の重い展開

22 年末にかけて世界経済減速への警戒や日銀が長期金利の変動幅を拡大したことが嫌気されたことから、国内株価は大きく下落し、日経平均株価は 3 か月ぶりに 26,000 円割れとなる場面もあった。一方、23 年入り後は持ち直しに転じ、しばらく 27,000 円台でもみ合った後、円安気味の為替レートが好感され、7 か月ぶりの 28,700 円台まで上昇した。3 月中旬にかけては欧米金融機関の経営破綻に端を発した金融システムリスクの急浮上によって株価は急落し、一時 26,600 円台となったが、欧米金融当局の迅速かつ手厚い対応が好感され、その後は持ち直した。4 月上旬には米国景気の悪化が意識されて一旦は調整する場面もあったが、直近は米国株の持ち直しや円安が好感され、年初来高値水準である 28,000 円台後半で推移している。

とはいえ、内外景気の先行き不透明感は強く、欧米経済の減速傾向が一段と強まる可能性もあることから、当面は上値の重い展開が予想される。

③ 外国為替市場

金融システム不安の緩和で円安ドル高方向に戻る動き

外国為替市場の注目点は各国金融政策の方向性の違いである点には変わりはない。日銀の政策正常化観測、もしくは米国の利上げ終了や早期利下げ転換観測が高まる場面では円高ドル安方向に進みやすい環境は維持されたままである。

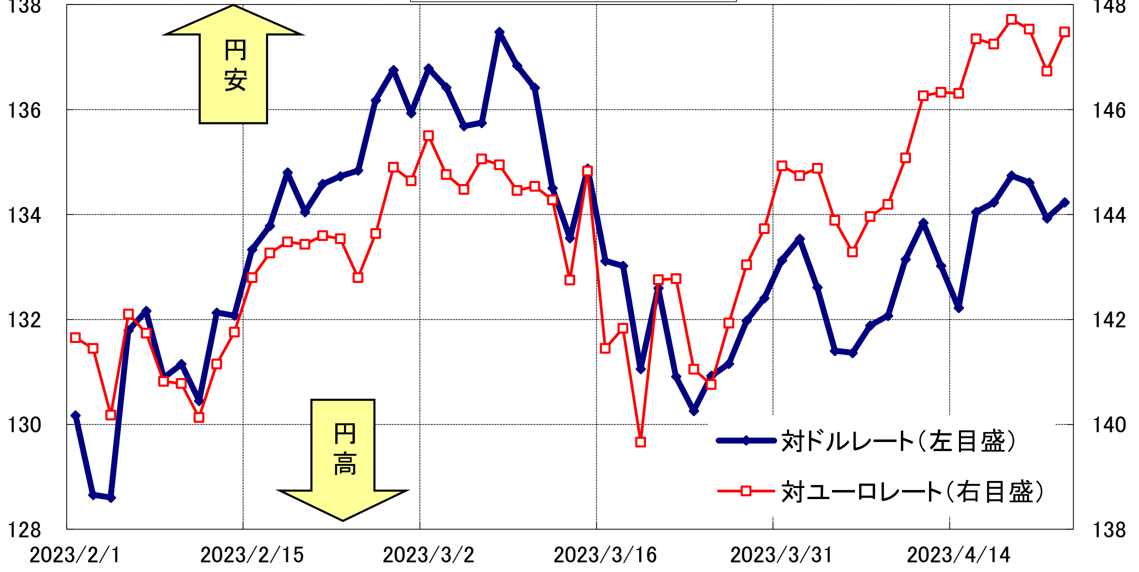
3 月上旬にはパウエル米 FRB 議長が議会証言においてインフレ高止まりを背景に、必要であれば利上げペースを再加速させる用意があると述べたことから、円安が進み、一時 1 ドル＝138 円前後となった。しかし、その後は米国の金融システムへの警戒が高まり、3 月 FOMC では利上げが見送られるとの見方が強まった（実際には 25bp の利上げ）ことから、円高圧力が高まった。直近 1 ヶ月については金融システム不安が緩和するとともに、5 月 FOMC でも 25bp の利上げが継続されるとの見方が強まったこともあり、緩やかなドル高傾向となっている。足元は 134 円近辺での推移となっている。

先行きについては、米国では利上げが最終フェーズに近づきつつある半面、日銀では長期金利誘導の柔軟化など金融政策運

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

営の修正観測がくすぶり続けるとみられることから、徐々に円高傾向に転換していくものと予想する。

図表9　為替市場の動向



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

しばらくユーロ高傾向が続く

対ユーロレートはインフレ高止まりに対して欧州中央銀行(ECB)は年半ばにかけて複数回の利上げを継続する方針であるほか、23年3月には資産圧縮を開始したこともあり、3月上旬には一時1ユーロ＝145円台まで円安ユーロ高が進んだ。3月中旬にかけてはユーロ圏でも金融システムリスクが意識され、140円程度まで円高ユーロ安方向に戻した。しかし、当局の対応によって金融システム不安が和らぐと、再びECBの利上げ継続姿勢が意識されてユーロ高圧力が強まり、直近は5ヶ月ぶりの水準となる147円台後半までユーロ高が進んでいる。

今後とも日欧の金融政策の方向性が意識され、しばらくはユーロ高圧力が高い展開が続くだろう。

(23.4.24現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます