

## ウィズコロナ浸透で1～3月期は3期ぶりのプラス成長

### ～植田日銀は大規模緩和を粘り強く続ける方針～

南 武志

#### 要旨

「供給の混乱」解消やウィズコロナ浸透により、1～3月期の経済成長率は3期ぶりのプラス成長となった。23年春闘では一定の賃上げが実現したが、当面は物価高止まりが想定されるため、民間消費は盛り上がりを欠いた動きが続くだろう。また、世界経済の減速により輸出、民間企業設備投資が弱含むことから、23年度上期は低成長に陥る可能性が高いと思われる。

一方、23年度下期には中国経済の回復力が高まるほか、物価沈静化が進み、消費への下押し圧力も緩和することから消費の持ち直しは徐々に強まると予想される。米国の利下げ転換も現実味を帯び、世界経済の回復期待が高まることも、国内景気の回復を後押しするだろう。24年入り後は国内景気の回復傾向が強まるだろう。

4月に発足した植田日銀は早期に2%の物価安定目標の達成を目指す黒田路線を踏襲しており、当面は大規模緩和を継続するものと思われる。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2023年				2024年
		5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.059	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0010	-0.05～0.10	-0.05～0.10	-0.05～0.10	-0.05～0.15
国債利回り	20年債 (%)	1.035	0.90～1.30	0.90～1.30	0.90～1.35	1.00～1.40
	10年債 (%)	0.425	0.30～0.50	0.20～0.50	0.20～0.50	0.30～0.55
	5年債 (%)	0.115	0.00～0.30	0.00～0.35	0.00～0.35	0.05～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	139.4	125～145	125～145	120～140	120～140
	対ユーロ (円/ユーロ)	149.5	140～160	140～160	135～155	135～155
日経平均株価 (円)		30,801	28,500±3,000	28,000±3,000	28,500±3,000	29,500±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)

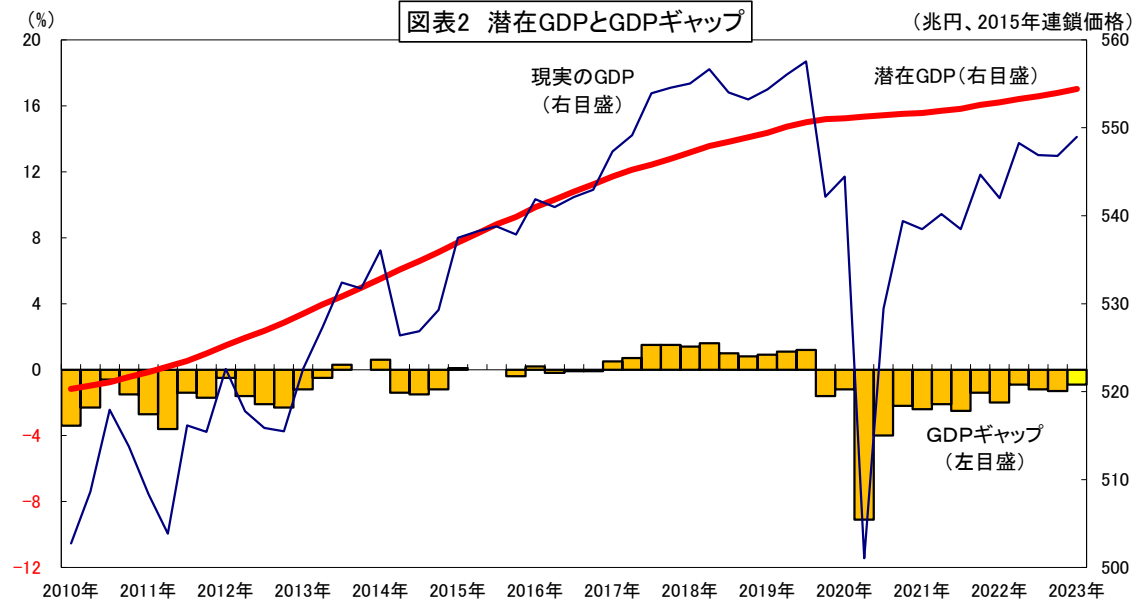
(注)実績は2023年5月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### 1～3月期は3期ぶりのプラス成長

1～3月期のGDP第1次速報によれば、サービス消費の持ち直しに加え、自動車の挽回生産の進展によってスタックしていた納車が順調に動き出したことで民間消費が4期連続の増加(前期比0.6%)となったほか、民間企業設備投資も2期ぶりの増加(同0.9%)となるなど、民間需要が増加に転じたことから、実質経済成長率は前期比0.4%(同年率1.6%)と3期ぶりのプラスとなった。

一方、輸出等は前期比▲4.2%と大幅に減少、前期比成長率に対する寄与度が▲0.9ポイントとなるなど、22年度下期以降に

世界経済の減速傾向が強まっている影響を受けた。バブル崩壊後の日本の景気循環では一貫して輸出動向が大きな役割を果たしてきただけに、欧米経済の先行き悪化の可能性を踏まえると、今後の景気動向を楽観視できる状況にはない。



(資料)内閣府のデータから農林中金総合研究所作成

(注)潜在GDPの水準はGDPギャップ率から逆算(中心化3期移動平均)。23年1～3月期分は農林中金総合研究所の推定値。

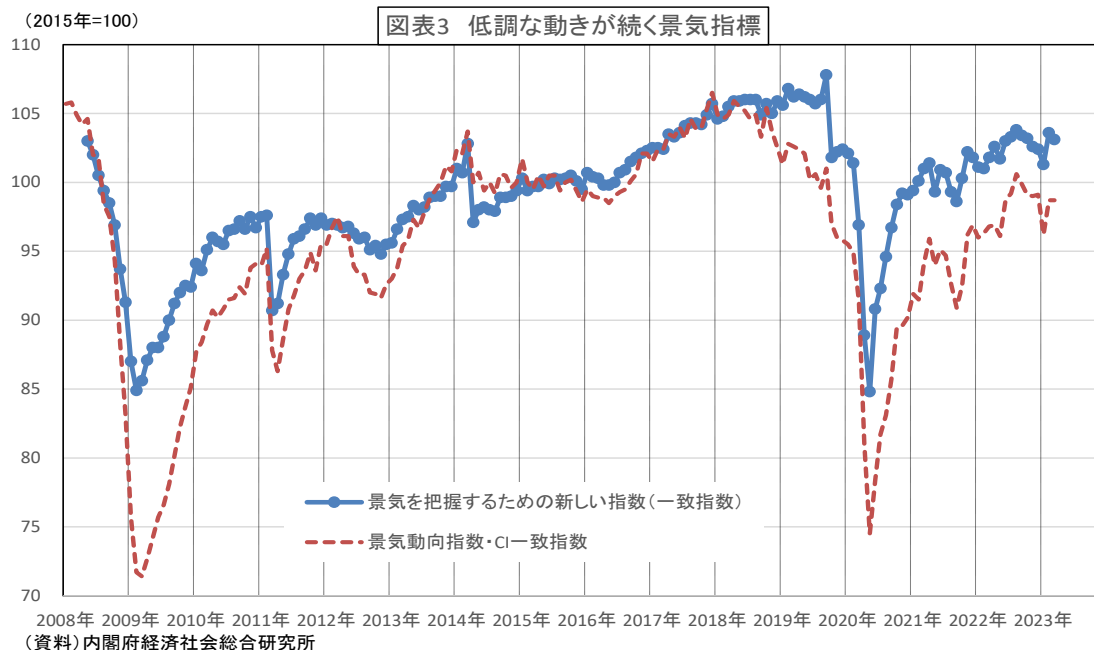
## 足元の景気は足踏み

以下、足元の国内景気について確認したい。23年入り後からウィズコロナの浸透が強まったこともあり、インバウンド需要やサービス消費の回復傾向が進んだ。一方で、全般的に海外経済が減速しているほか、物価高によって消費者の節約志向が強まったこともあり、全般的に景気は足踏み状態にあると思われる。

まず、景気動向指数のCI一致指数をみると、3月(速報)は前月と変わらずで、景気の基調判断は「足踏み」で据置きとなった。3月の「景気を把握する新しい指数(一致指数)」は前月から▲0.5ポイントと2か月ぶりに低下するなど、なかなか上向きの動きは続かずにいる。いずれの統計も22年8月につけた直近ピークを割り込んだ状態にある。

一方、足元の生産・輸出統計は半導体不足など「供給の混乱」の解消もあり、自動車の挽回生産が進むなど、持ち直しがみられた。4月の実質輸出指数(日本銀行試算)は前月比1.0%と3か月連続の上昇であったほか、4月の製造工業生産予測指数(予測誤差の補正後、中央値)でも同じく3か月連続の上昇が見込まれている。とはいえ、世界的に半導体の需給環境が大幅に悪

化するなど、半導体不況に見舞われているほか、米中対立の激化による影響も懸念されており、先行き生産活動が順調に持ち直す姿は想像し難い。



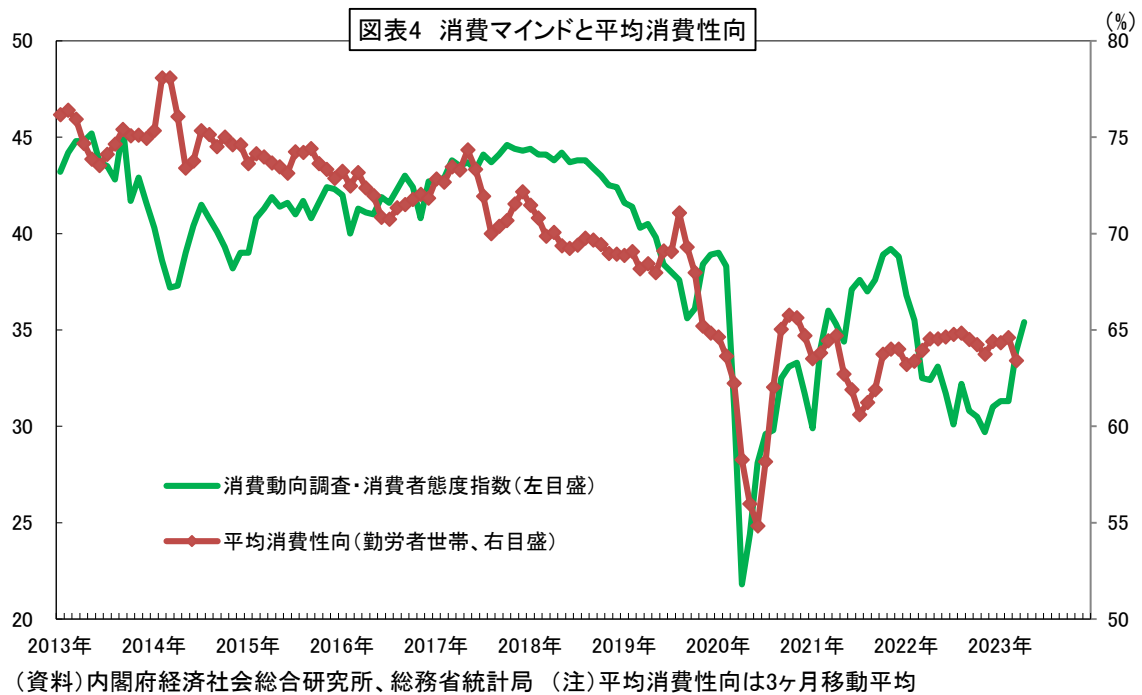
## 消費持ち直しの動きは依然鈍い

消費関連指標をみると、マインド面の改善が続いているものの、ペントアップ需要（リベンジ消費）が顕在化している様子は確認できていない。4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2か月連続で改善、22年初頭の水準まで回復し、基調判断は「持ち直している」へ上方修正された。しかし、こうしたマインド改善は消費性向の上昇につながっておらず、コロナ禍の下で蓄積された「強制貯蓄」の取崩しは起きていない。物価高による実質所得の目減り（3月の「毎月勤労統計」の実質賃金は前年比▲2.3%）を踏まえると、消費全体の動きとして鈍い状態が続いている。

実際、3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▲2.1%と3か月ぶりの低下で、サービス消費も7か月ぶりの低下であった。第3次産業活動指数からも宿泊、飲食、娯楽などの個人向けサービス業の活動が低下したことが確認できる。他方、4月の全国スーパー売上高は前年比3.4%（既存店ベース）と2か月連続のプラスであったが、食料、日用品の値上げによって押し上げられた格好であり、物価変動を除けば前年割れとなっている可能性は否定できない。

なお、23年春闘は、引き続き堅調な妥結内容であった。日本

労働組合総連合会（連合）の集計（5月10日公表分）によれば、全体（定期昇給相当分込み）で3.67%と、前年同時期の2.10%を大幅に上回った状態が続いている。定期昇給分（賃金プロファイルの傾き）が概ね1.8%程度とみられることを踏まえると、ベースアップ率は2%弱と想定される。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、物価高による実質所得の目減りがある程度は相殺できる可能性がある。



## 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

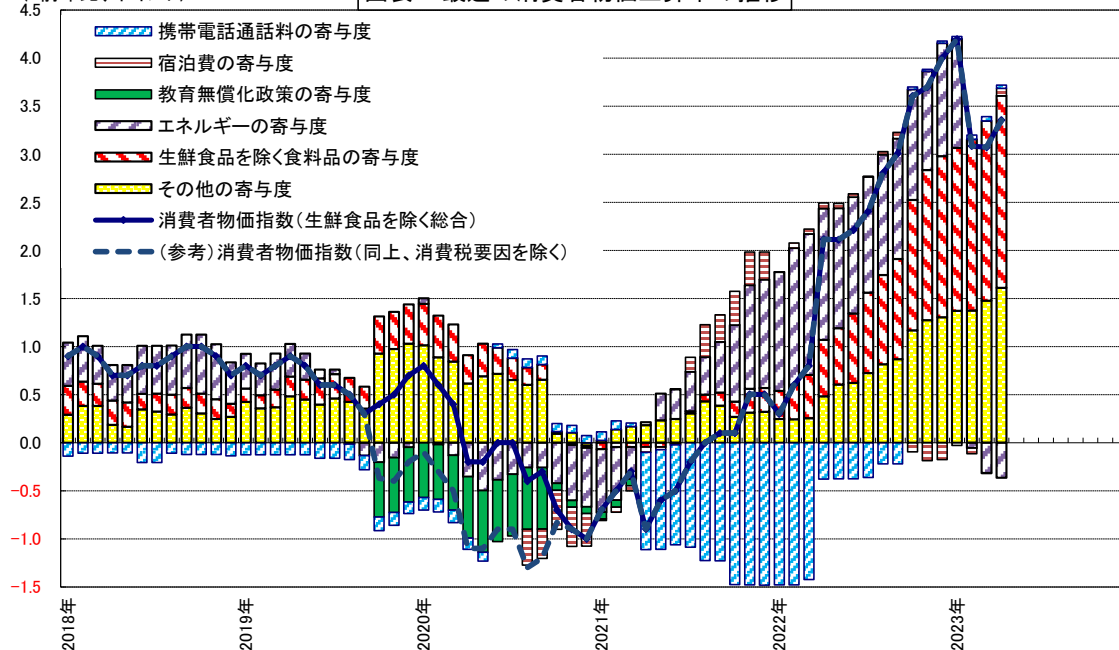
以下、先行きの国内景気を展望してみたい。カギを握るのは、世界経済・貿易の動向と実質家計所得の目減りがいつ解消されるのか、という点であることには変わりはない。23年度上期にかけてもインバウンド需要の回復やサービス消費の持ち直し傾向は継続すると考えられるが、世界経済の減速が輸出、民間企業設備投資を下押しするほか、物価高によって消費者の節約志向が強まっていることが実質所得の目減りと相まって消費全体の回復を阻害するとみられる。上期の国内景気は足踏み状態が続くと見込まれる。

一方、23年度下期には中国経済の回復力が高まってくるほか、消費者物価の沈静化が進み、実質所得の目減りが解消されることで消費の持ち直しが本格化すると予想される。また、米国の景気悪化によって利下げ転換が現実味を帯びることで、世界経済の回復期待が高まり、その影響を受けて国内景気も本格

回復局面入りするだろう。23年度を通じては0.3%の低成長にとどまるものの、24年度は1.4%成長へ加速、年度下期にはGDPギャップもプラスに転じると見込まれる（詳細は5月22日公表の「2023～24年度改訂経済見通し」を参照のこと）。

(%前年比、ポイント)

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



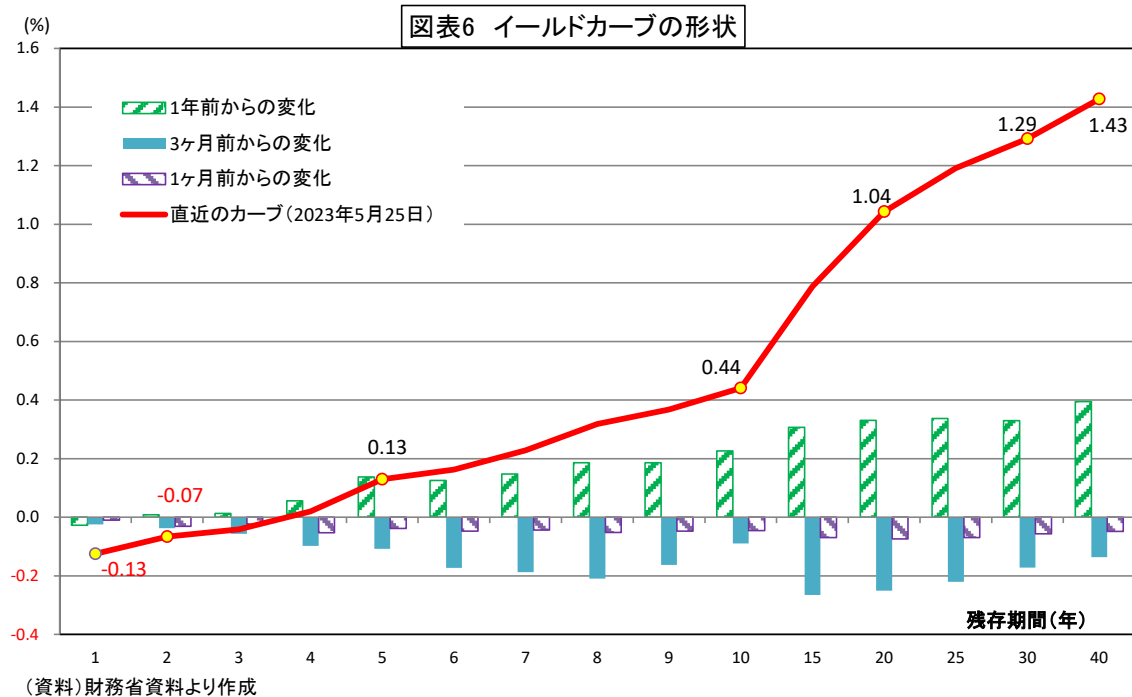
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

**物価見通し：食料・日用品に加え、サービスの値上げ継続で、夏場にかけて高止まり状態に**

4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3.4%と、3か月ぶりに上昇率を高めた。2月から開始された電気・ガス代の負担軽減策やベース効果の剥落によってエネルギーは既に前年比下落に転じているものの、食料や日用品は値上げが続いているほか、最近では一般サービスの値上げ傾向が強まっている。そうした影響もあり、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」では1981年9月（同4.2%）以来の上昇率となる同4.1%まで加速している。

鶏卵不足に加え、4月には輸入小麦の政府売渡価格が5.8%引き上げられたため、今後とも鶏卵や小麦を原材料とする製品価格の値上げが予想されるほか、6月からは家庭用電気代（規制料金）が値上げされることもあり、23年夏場にかけては物価上昇率の高止まり状態が続く可能性が高い。しかし、4月の輸入物価（円ベース・契約通貨ベースとも）は前年比下落に転じるなど、これまでの物価上昇の主因であった「輸入インフレ」は沈静化していることもあり、食料、日用品など「財」に関する値上げ圧力は先行き緩和する可能性が高い。一方で、「サー

ビス」分野については、人手不足の強まりや人件費増加の影響から、当面は値上げが続く可能性があるだろう。とはいえ、23年春闘は好調だったとはいえ、ベースアップは2%弱であり、実質所得の目減りを相殺するには至っていない。消費動向の鈍さも値上げ圧力を緩和させるだろう。23年度下期には物価の鈍化傾向が強まり、24年入り後には物価上昇率は2%を再び割るだろう。



## 金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続を決定

植田新総裁の下で初回会合となった4月の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」の枠組み（短期政策金利：▲0.1%、長期金利（10年物国債利回り：ゼロ%程度、変動幅：±0.5%程度））や長期国債以外の資産買入れ方針を維持することを全員一致で決定した。

必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じるとした半面、3月会合まで記されていた政策金利に関するフォワードガイダンス（現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定）は削除された。

なお、1年から1年半程度の時間をかけて金融政策運営について多角的にレビューを行うことを発表した。日銀ではその目的について将来の政策運営にとって有益な知見を得るため、と説明している。

また、同時に示された展望レポートでは、23年度の物価見通



しを前年度比 1.8%、24 年度を同 2.0%としたものの、25 年度は同 1.6%へ鈍化すると予測、安定的・持続的な 2%達成には至らないとの見方を示した。なお、23 年度については上振れリスクの方が大きいものの、25 年度は下振れリスクの方が大きいと評価している。

図表7 展望レポート: 2023~25年度の政策委員の大勢見通し(2023年4月)

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価 (除く生鮮食品・エネルギー)
<b>2022年度</b>	<b>+1.2~+1.2</b> <b>&lt;+1.2&gt;</b>	<b>+3.0</b>	<b>+2.2</b>
1月時点の見通し	+1.9~+2.0 <+1.9>	+3.0~+3.0 <+3.0>	+2.1~+2.1 <+2.1>
<b>2023年度</b>	<b>+1.1~+1.5</b> <b>&lt;+1.4&gt;</b>	<b>+1.7~+2.0</b> <b>&lt;+1.8&gt;</b>	<b>+2.5~+2.7</b> <b>&lt;+2.5&gt;</b>
1月時点の見通し	+1.5~+1.9 <+1.7>	+1.6~+1.8 <+1.6>	+1.7~+1.9 <+1.8>
<b>2024年度</b>	<b>+1.0~+1.3</b> <b>&lt;+1.2&gt;</b>	<b>+1.8~+2.1</b> <b>&lt;+2.0&gt;</b>	<b>+1.5~+1.8</b> <b>&lt;+1.7&gt;</b>
1月時点の見通し	+0.9~+1.3 <+1.1>	+1.8~+1.9 <+1.8>	+1.5~+1.8 <+1.6>
<b>2025年度</b>	<b>+1.0~+1.1</b> <b>&lt;+1.0&gt;</b>	<b>+1.6~+1.9</b> <b>&lt;+1.6&gt;</b>	<b>+1.8~+2.0</b> <b>&lt;+1.8&gt;</b>

(資料)日本銀行

(注)対前年度比、%。

「大勢見通しは、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて幅で示したもので、その幅は見通しの上限・下限を意味しない。

## 粘り強く大規模緩和を継続する姿勢

植田総裁は最近の講演で「拙速な政策転換を行うことで 2% 達成の芽を摘んでしまうコストに比べて、2%定着を十分見極めるまで基調的なインフレ率の上昇を待つことのコストは大きくない」と述べており、粘り強く大規模緩和を続ける姿勢を改めて示したといえる。もちろん、現行政策に伴う弊害があることは認めていることから、いずれ何らかの政策運営手法について修正される可能性はあるが、政策正常化に向けた議論は 24 年春闘で「賃上げの機運」が定着しつつあるかを確認してからとなるだろう。

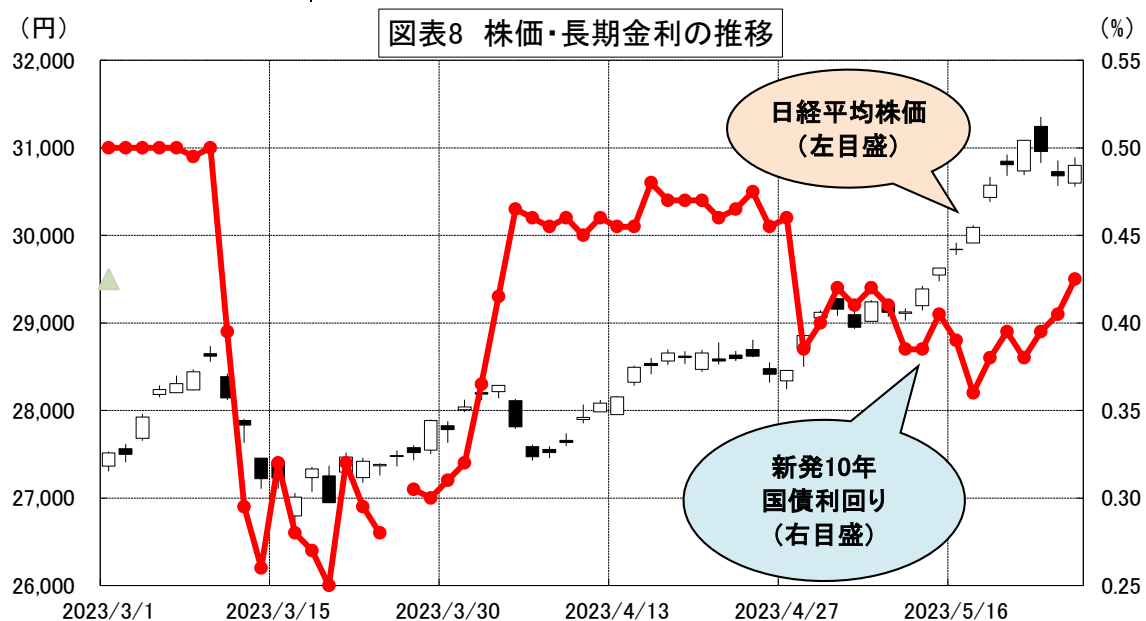
## 金融市場：現状・見通し・注目点

5 月の国内金融市場では、日銀が大規模緩和を当面続ける可能性が高まり、長期金利への上昇圧力が一服したほか、円安進行などが好感され、株価は一時 33 年ぶりの高値水準まで上昇する場面もあった。以下、長期金利、株価、為替レート of 当面の見通しについて考えてみたい。

## 長期金利は誘導目標の上限を下回る水準で推移

### ① 債券市場

一部の市場参加者が植田新総裁は早い段階で政策運営の修正に乗り出すとの見方を強めたこともあり、4月にかけて長期金利（新発10年物国債利回り）は誘導レンジの上限である0.5%を若干下回って推移し続けた。しかし、前述の通り、日銀は現行の大規模緩和の継続を全員一致で決定するなど、市場参加者に政策正常化に踏み切るにはまだ時間がかかることが伝わり、金利上昇圧力は一服し、長期金利0.4%前後での展開となっている。



(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

繰り返しになるが、植田総裁は現行の大規模緩和を粘り強く継続する姿勢を明確にしている。「先行きの出口に向けた金融緩和の修正は、時間をかけて判断していくことが適当」であり、「賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指す」としている。そのため、日銀は当面10年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍(0%±0.5%程度)で推移するように操作されると予想する。先行き欧米経済においてこれまでの金融引き締め効果が強まり、景気の悪化傾向が鮮明となれば、金利低下圧力が強まる場面も十分あり得る。

### ② 株式市場

## 33年ぶりの高値水準まで上昇した

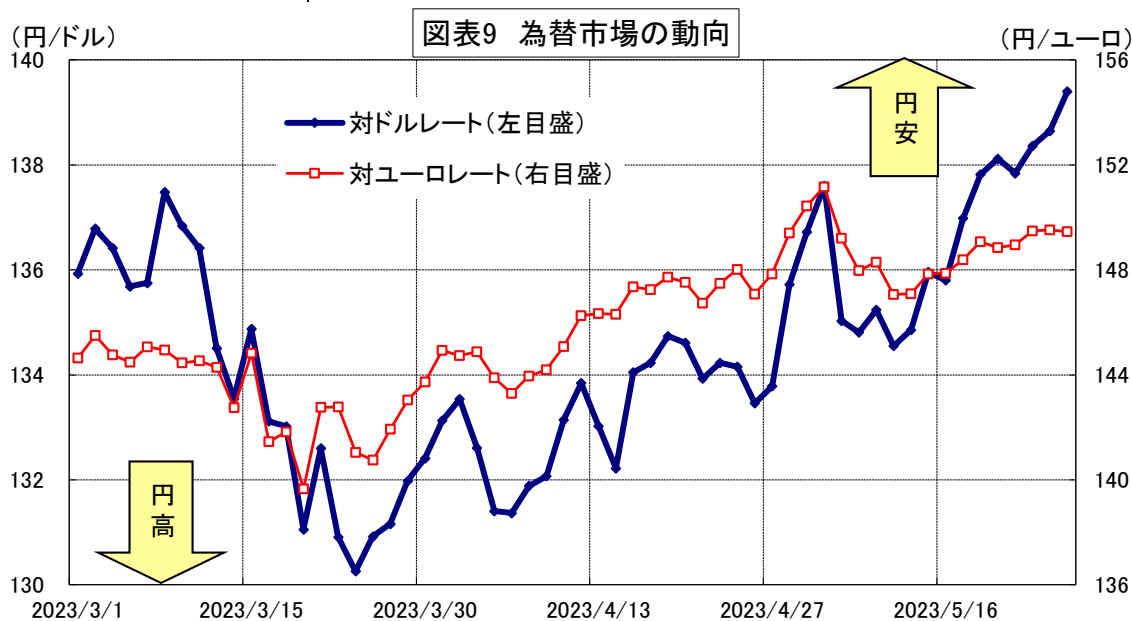
23年入り後、国内株価は持ち直しに転じ、日経平均株価はしばらく27,000円台でもみ合った後、円安気味の為替レートが



## が、当面は上値の重い展開

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、その後は為替レートの円安傾向が好感されたほか、新型コロナが感染法上の分類が季節性インフルエンザと同じ「5 類」に変更され、ウィズコロナへの期待が一層高まったこと、さらに東京証券取引所が PBR1 倍割れの上場企業に対して改善策を求めたことが評価され、海外勢が主導する格好で上昇傾向をたどった。足元では一時 33 年ぶり水準となる 31,000 円を回復する動きもみられた。

とはいえ、内外景気の先行き不透明感は強く、年後半にかけて欧米経済の減速が強まる可能性があることから、当面は上値の重い展開が予想される。



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

## 金融システム不安の緩和で円安ドル高方向に戻る動き

### ③ 外国為替市場

3 月上旬にパウエル米 FRB 議長がインフレの高止まりを背景に、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、ほぼ同時に米金融機関の経営破綻が表面化、米国の金融システムへの警戒が高まったため、3 月 FOMC では利上げが見送られるとの見方が強まり (実際には 25bp の利上げ)、円高圧

## しばらくはユーロ 高の展開

力が高まった。3 月下旬には 1 ドル＝130 円近くまで円高が進んだ。その後は金融システム不安が緩和するとともに、5 月 FOMC で 25bp の利上げが決定されたこともあり、概ねドル高傾向となった。5 月 25 日の海外市場では 140 円台と約半年ぶりの円安水準となっている。

先行きについては、目先は米国債務上限問題の行方に左右されやすいものの、もう少し長めの視点でみると、24 年に向けて日銀の政策修正観測が意識される半面、米国では利上げ打ち止めや利下げ転換期待が高まってくると想定され、円高傾向が徐々に強まるものと予想する。

対ユーロレートについても概ね円安傾向の展開が続いている。3 月上旬にかけては、ピークアウトしたものの、高止まり状態にあるインフレに対抗するため、欧州中央銀行（ECB）はさらなる利上げ方針を表明したほか、3 月から資産圧縮を開始することもあり、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において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ものの、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った。5 月上旬には 1 ユーロ＝151 円台と、14 年 7 か月ぶりの水準までユーロ高が進んだ。その後、一旦は円高方向に戻したものの、足元では緩やかながらも再びユーロ高が進行している。

当面は ECB の利上げ継続による日欧金利差の拡大が意識されることから、ユーロ高気味の展開が続くだろう。

(23. 5. 25 現在)