

## 物価高の影響から景気回復テンポは緩慢なまま

### ～ 政府は過去 2 年分の税込増を国民に還元する方針～

南 武志

#### 要旨

円安を背景とした堅調なインバウンド需要や自動車の挽回生産などが国内景気を牽引している。一方で、物価高による実質所得減の影響で消費全体の勢いは鈍いままである。また、世界経済の減速によって、自動車以外の輸出は停滞気味であり、設備投資も弱含んでいる。こうした中、岸田首相はコストカット型経済からの完全脱却を目指す方針を示しており、政府は 11 月初旬までに物価高対策の延長や減税・現金給付などを柱とする経済対策を取りまとめる予定である。

日銀の金融政策については、10 月の金融政策決定会合を控えて YCC 運用の再修正に関する思惑が高まっており、10 年ぶりの水準まで長期金利が上昇している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2024年				
		10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		-0.018	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0240	-0.05～0.05	-0.05～0.05	-0.05～0.10	-0.05～0.10
国債利回り	20年債 (%)	1.625	1.50～1.80	1.50～1.80	1.55～1.85	1.55～1.85
	10年債 (%)	0.850	0.60～1.00	0.60～1.00	0.65～1.05	0.65～1.05
	5年債 (%)	0.355	0.25～0.55	0.25～0.55	0.25～0.55	0.25～0.60
為替レート	対ドル (円/ドル)	149.9	135～155	130～150	125～145	125～145
	対ユーロ (円/ユーロ)	158.7	145～165	145～165	140～160	140～160
日経平均株価 (円)		31,269	29,500±3,000	29,500±3,000	30,000±3,000	31,000±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)

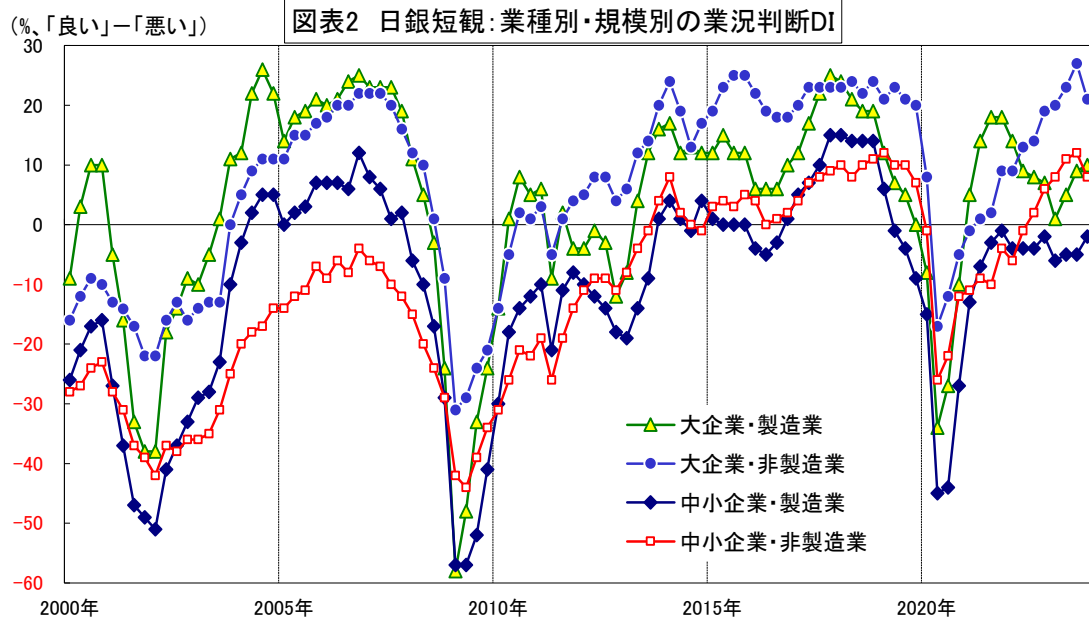
(注) 実績は2023年10月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### 「供給力の強化」と 「国民への還元」を車 の両輪とする総合経 済対策を 11 月初旬に 取りまとめる方針

10 月 20 日に召集された第 212 回臨時国会における所信表明演説(23 日)で、岸田首相は「コストカット型経済からの完全脱却に向け、思い切った供給力の強化を 3 年程度集中的に講じていく」と述べ、変革を力強く進める「供給力の強化」と不安定な足元を固め、物価高を乗り越える「国民への還元」の 2 つを車の両輪として総合経済対策を取りまとめ、速やかに実行する方針を示した。具体案として、現行のガソリン補給金や電気・ガス料金の負担軽減策を 24 年 4 月まで延長するほか、所得税や住民税の定額減税、住民税の非課税世帯に対する現金給付といった案が報じられている。現時点では減税と低所得世帯への給付の総額として 5 兆円規模という数字が取り沙汰されている。26 日に開催される政府与党政策懇談会において、岸田首相

が「国民への還元」の具体策検討を正式に指示することとなっている。

11月2日には総合経済対策が閣議決定される予定だが、実際に家計に減税分が支給されるのは来年6月頃と見られ、物価高への対応策としてやや遅すぎるように思われる。また、少子化対策、防衛費増額など近い将来の歳出圧力が極めて高い中、その財源について明確な方針が示されていないほか、巨額の政府債務を抱えているにもかかわらず、バラマキ的な政策運営を行うことに対して批判は少なくない。



(資料)日本銀行 (注)各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

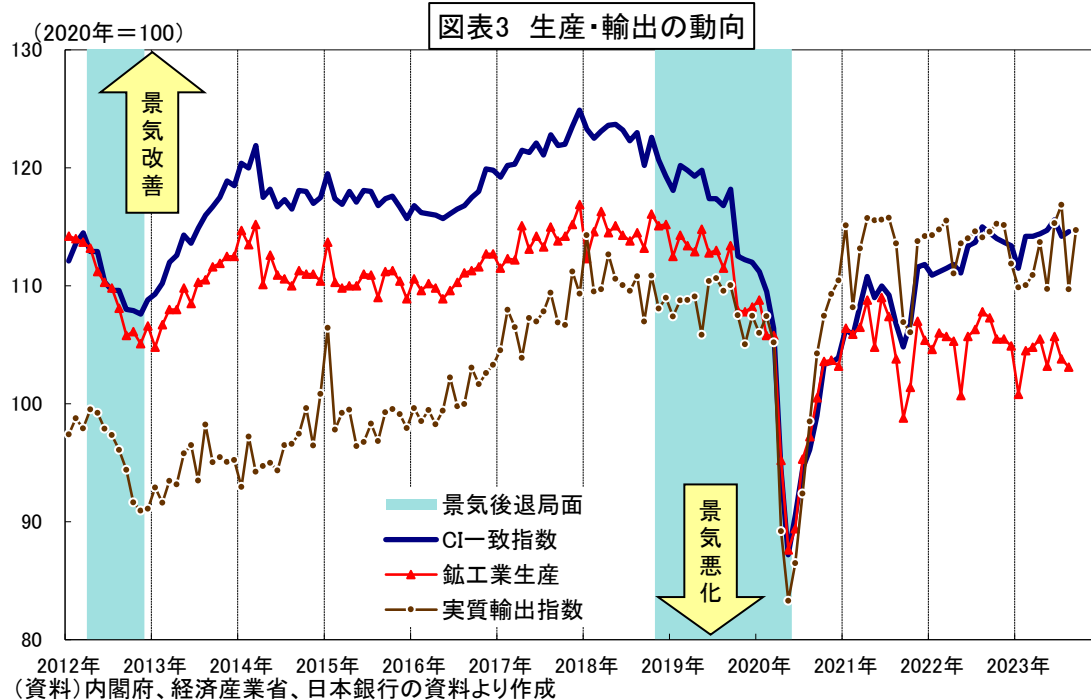
## 企業の景況感は改善

歴史的な円安、輸入インフレの鎮静化による交易条件の改善、半導体不足の解消に伴う自動車の挽回生産、さらには訪日外国人の急増によるインバウンド需要の好調などもあり、企業経営者のマインドは概ね底堅い。日銀短観9月調査によれば、大企業・製造業の業況判断DIは9と前回6月調査(5)から+4ポイントの改善(2期連続)となった。業種別には資本財関連で悪化したものの、木材・木製品、石油・石炭製品、窯業・土石製品、食料品で大きく改善した。また、同・非製造業の業況判断DIは27と、前回6月調査(23)から+4ポイントと6期連続の改善、かつバブル期に次ぐ水準まで高まった。

23年度の売上・収益計画については、全規模・全産業ベースで増収減益見通しが踏襲されたが、設備投資計画は小幅ながらも上方修正されるなど、設備投資意欲は底堅いといえる(GDP

統計上の民間企業設備投資に近い、ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除くベースで前年度比 13.3%)。

さらに、雇用人員、資本設備に関する不足感がじわりと高まっていることも確認できた。



### 景気回復は継続しているが、その勢いは緩慢なまま

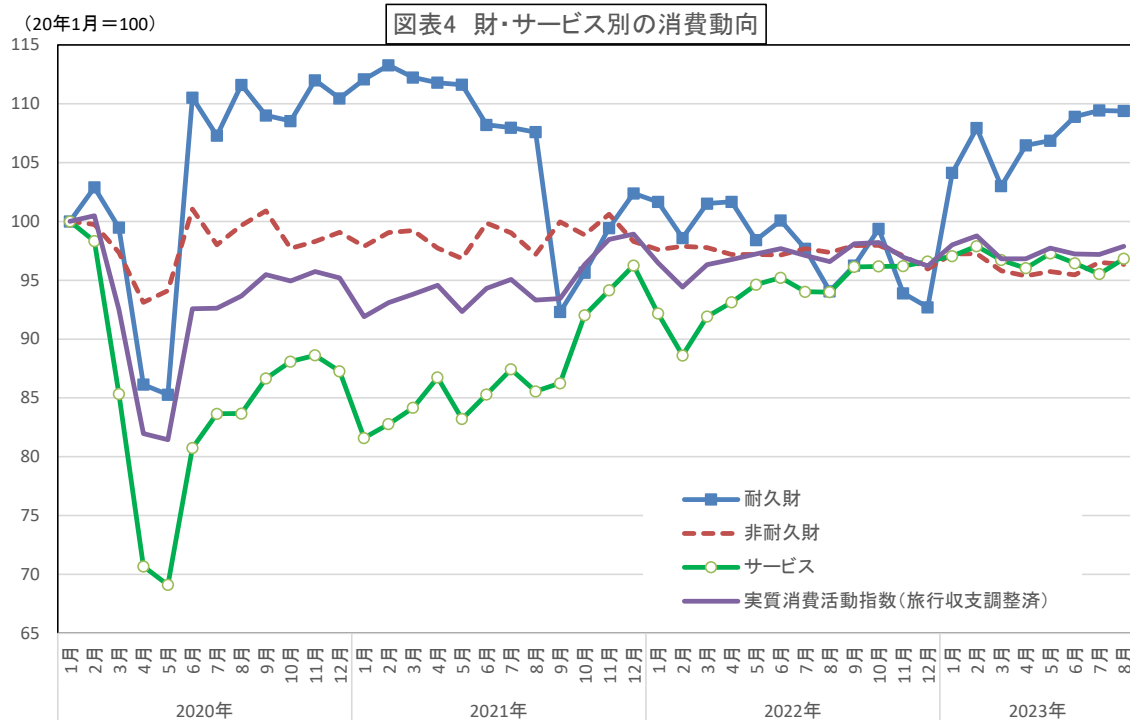
以下、足元の国内景気動向について確認したい。基本的には、相変わらず「自動車の挽回生産」や「インバウンド需要」が景気牽引役である半面、物価高の影響で消費回復のテンポは鈍いまま、といった状況も続いている。

まず、景気動向指数を確認すると、8月のCI一致指数は前月から+0.4ポイントの改善（2か月ぶり）だったが、大幅低下した7月分（同▲1.4ポイント）からのリバウンドとしては物足りなかった。また、「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の8月分は前月から▲0.3ポイントの悪化（5ヶ月ぶり）であった。また、景気ウォッチャー調査（9月）によれば、上述の日銀短観とは裏腹に、景気の現状判断DI・先行き判断DIともに判断基準である50を再び割り込んでいる。

輸出関連については、9月分では前月の落ち込みからの反動がみられ、実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比4.6%と2か月ぶりのプラスだったが、8月の落ち込み分を取り戻すことはできなかった。依然として欧米向けの自動車輸出は堅調であるが、世界的な半導体不況の影響から情報関連財は軟調に推移し

ている。

さらに、設備投資計画は堅調であるにもかかわらず、実際の設備投資は足元で動きが鈍い。8月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲0.5%と2か月連続の減少だったほか、鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け）は同1.5%と3か月ぶりに上昇したが、減少基調からは脱していない。



(資料)日本銀行「消費活動指数」

## 消費動向に全般的に鈍い

消費関連指標をみると、足元の消費者マインドは再び悪化傾向となっている。9月の消費動向調査・消費者態度指数は2か月連続の悪化で、23年度入り後の最低値となった。一方、コロナ5類移行後で初の夏休みとなったこともあり、国内消費にも持ち直しが散見された。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0.7%、そのうちサービスも同1.4%と、いずれも3か月ぶりの上昇だった。しかし、直近ピークの23年1～2月の水準には届かず、回復力が鈍いことも確かである。このように消費回復が遅れている背景には、物価高によって実質所得が目減りが続いていることが指摘できる。8月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比0.8%と上昇傾向にあるが、消費者物価の高止まりによって実質賃金は前年比▲2.8%と17か月連続で減少しており、消費回復の足枷となっている。

## 経済見通し：23 年度後半の国内景気は足踏み

世界に目を向けると、ロシアとウクライナの戦争は泥沼化しているほか、二大大国である米中間の摩擦は年々激化しており、国際社会は分断の方向にある。こうした中、10 月 7 日にはパレスチナ暫定自治区のガザ地区を実効支配するイスラム組織ハマスがイスラエルを大規模攻撃したことを契機に、中東情勢が一気に緊張を高めた。近くイスラエル軍によるガザ地区侵攻が始まるとみられており、世界経済の先行きにも暗雲が漂いつつある。

以下、先行きの国内景気を展望したい。足元 7～9 月期は、インバウンド需要が底堅く推移したほか、4 年ぶりに行動制限のない夏休みとなったことでコロナ禍により落ち込んだサービス消費も多少の持ち直しがみられた。しかし、物価高による実質所得の減少が続いており、民間消費は悪化した 4～6 月期からのリバウンドは鈍かったとみられる。また、世界経済の減速傾向により輸出も伸び悩んだと思われる。以上から、経済成長率は堅調だった 4～6 月期（前期比 1.2%）から急ブレーキがかかった可能性が高い。

23 年度下期についても欧米経済の減速が本格化するほか、中国経済も低調さが残るとみられ、輸出・生産活動はその影響を受けるだろう。消費者物価は後述の通り、徐々に鈍化していくものの、賃金上昇率よりも高い状態が続くため、民間消費は盛り上がりや欠いた動きが予想される。その結果、23 年度後半にかけても国内景気は足踏みが続くだろう。

## 物価動向：緩やかに鈍化

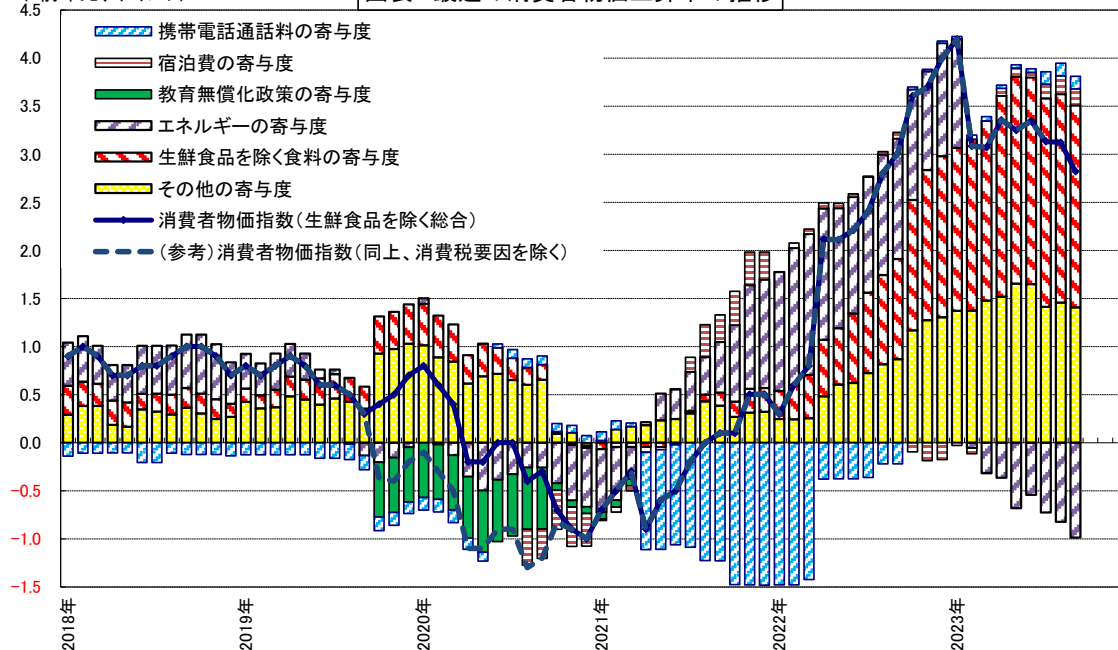
9 月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は前年比 2.8%と、13 か月ぶりに 3%台割れとなった。政府の物価高対策によってエネルギーの下落率が拡大（前年比▲11.7%）したほか、高騰していた食料（除く生鮮食品）も上昇率が小幅ながらも縮小した（同 8.9%と 6 か月ぶりの 9%割れ）ことが確認できる。また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」も同 4.2%と、コア CPI と同様、鈍化が見られた。とはいえ、日銀が試算する「刈込平均値（同 4.3%）」、「加重平均中央値（同 2.0%）」はいずれも上昇率が高まるなど、物価の基調は依然高止まり状態であることを示す内容といえる。

先行きについては、少なくとも 24 年 4 月までは物価高対策が継続される方針であることから、23 年度下期にかけてエネルギーが再び物価を押上げる可能性は薄いだろう。また、輸入物

価の下落や需要の鈍さなどもあり、今後は食料、日用品などの値上げ圧力が徐々に弱まるとみられる。そのため、23年度末にかけて物価上昇率は2%に向けて緩やかながらも鈍化すると予想される。

(%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

## 金融政策：大規模緩和の枠組みは当面維持

10月30～31日に開催予定の金融政策決定会合を控え、金融政策運営の再修正が行われるとの思惑が高まっている。最近の円安や原油高などもあり、10月31日に公表予定の展望レポートでは、23、24年度物価見通しが上方修正されとの観測が浮上、特に24年度は2%台になるとの見方が強く、そうしたことが政策修正の思惑の背景にあるようだ。なお、仮に展望レポートの24年度物価見通し2%台になったとしても、25年度見通しが2%割れのままであれば、2%の物価目標を安定的・持続的に実現したと見做すことはできないと思われる。

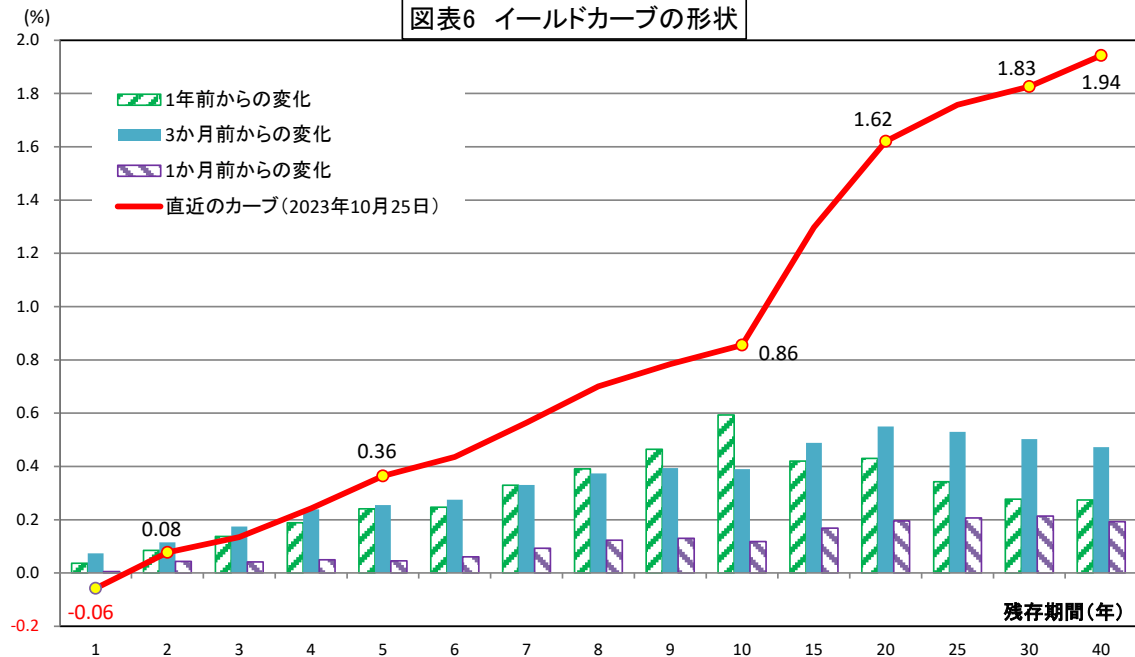
ちなみに、植田総裁は9月下旬の講演・記者会見で「物価の目標2%を持続的・安定的に、という目標を下側で達成できないことの問題の方が逆よりも大きいと一貫して考えており、それ故に粘り強い金融緩和を続けている」と述べている。2%の物価目標の実現可能性が十分高まるまで、日銀が政策正常化を進める可能性は薄そうだ。

以上を踏まえると、政策正常化に向けた議論は24年春闘でも「賃上げの機運」が続き、先行き賃金・物価の相乗的な上昇



基調が強まっていくかを見定めてから、との従来の見方を変更する必要はないだろう。

図表6 イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

## 金融市場：現状・見通し・注目点

### 長期金利は10年ぶり水準まで上昇

米国の金融引き締めが長期化するとの見方が一層強まり、米国長期金利が16年3か月ぶりに5%台まで上昇する中、国内金利にも上昇圧力がかかった。ドル円レートも一時150円台となった半面、国内株価は上値の重い展開が続いた。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

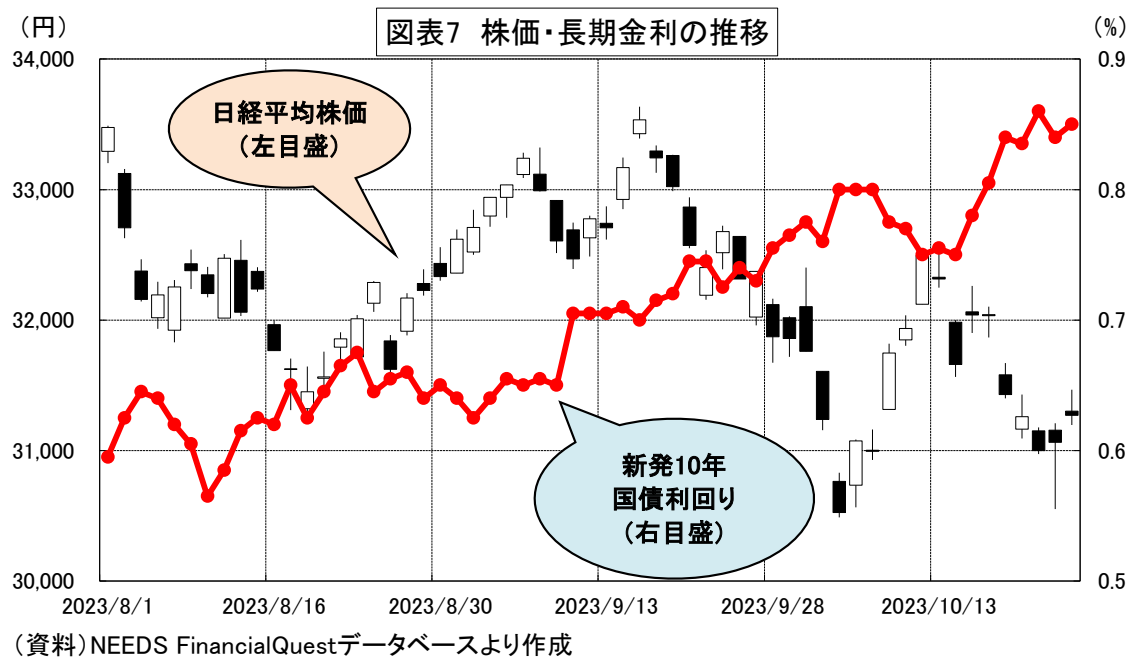
7月の金融政策決定会合でYCC運用の柔軟化が決定され、長期金利（新発10年物国債利回り）は1%程度までの上昇が許容された。それを受けて、長期金利は水準を切り上げたが、日銀は大規模緩和の枠組みを当面継続するとの方針を明確に示したこと、さらには金利急騰を招かぬよう弾力的な国債買入れをする方針が伝えられたこと等もあり、長期金利は一気に1%程度まで上昇することはなく、9月上旬にかけては概ね0.6%台での展開となった。

しかし、9月の金融政策決定会合を前にマイナス金利の解除の思惑が高まり、金利上昇圧力が高まり、10年金利は0.7%台へ上昇した。さらに、海外からの金利上昇圧力が波及するなか、10月の決定会合で物価見通しが上方修正される可能性を根拠に政策修正観測が浮上し、長期金利は0.8%台乗せとなった。

## 先行き、金利低下に転じる可能性も

25日には長期金利は0.865%まで上昇、13年7月以来の水準となっている。上限に設定した1%に徐々に接近する動きを見せていることに對し、日銀は10月に入り、臨時の国債買い入れオペ（4日、18日、24日）に加え、5年物の共通担保資金供給オペ（10月）を実施、金利上昇を抑制する姿勢を見せている。

前述の通り、植田総裁らは現行の大規模緩和を粘り強く継続する姿勢を改めて示している。そのため、日銀は現行のYCC運用方針をしばらく継続するとみられ、長期金利が上限の1%まで上昇する事態となれば、「力づく」で抑え込むものと思われる。一方、欧米経済において金融引き締め効果によって景気減速懸念が高まれば、再び早期利下げ期待が浮上し、金利低下圧力が再び強まることもあり得るだろう。



## 世界経済の減速懸念から上値の重い展開に

### ② 株式市場

6月中旬にかけて日経平均株価はバブル崩壊後最高値を断続的に更新、33年ぶりとなる33,000円台まで上昇した。その後は高値警戒感から利益確定売りが出て下落に転じたが、米国の金融引き締めが長期にわたることへの懸念や中国経済の悪化懸念などもあり、上値の重い展開が続いた。9月中旬にかけては再び33,000円台を回復したものの、10月上旬には30,500円台まで下落した。その後も米国の金利先高観や中東情勢の緊迫化などもあり、国内株価は調整色の強い展開が続いている。

年後半にかけては世界経済の減速が本格化するとみられ、国



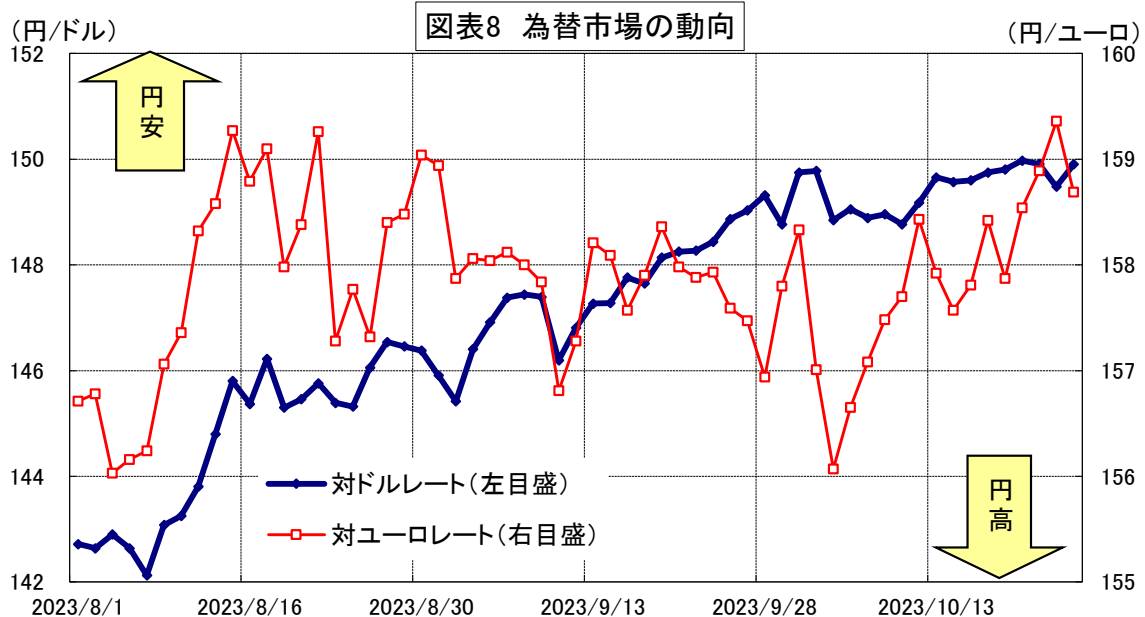
## しばらく円安状態が続くと予想

内にもその影響が波及する可能性が高い。日銀短観などのビジネスサーベイでは 23 年度の企業業績は減益予想となっていることから、年度下期にかけても引き続き上値の重い展開が予想される。

### ③ 外国為替市場

外国為替市場では、ドル円レートが一時 1 ドル＝150 円台となるなど、円安圧力が高い状態が続いている。市場では引き続き内外の金融政策の方向性の違いに注目しており、日銀の政策修正の思惑が根強いものの、米国の金融引き締めが想定よりも長期化し、利下げ転換時期が後ずれするとの見方が徐々に強まっている影響を受けている。しかし、1 ドル＝150 円前後では財務省による為替介入への警戒もあるほか、米国の金利上昇圧力が一服したこともあり、更なる円安進行は食い止められている。

先行きについては、日銀が当面は大規模緩和を続ける半面、米国では年内もう一段の利上げが見込まれるなど、日米金利差はまだ拡大する可能性を踏まえれば、円安状態はしばらく継続する可能性がある。しかし、米国で金融引き締め効果が強まり、景気減速・物価鈍化が明確になってくれば、再び利下げ転換への期待が浮上すると思われる。そのため、円安が一方向的に進行する事態は想定しづらい。24 年入り後には円高方向への転換が始まることもありうるだろう。



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

## 対ユーロは円安気 味に推移

一方、対ユーロレートは、10月上旬に1ユーロ＝156円台まで円高方向に推移した後、直近は一時159円台までユーロ高方向に戻している。ユーロ圏の景気後退懸念が高まる中、欧州中央銀行（ECB）は10月の定例理事会で政策金利を据え置くと見られるが、インフレ長期化への警戒は続いており、早急な利下げ転換には慎重な姿勢を示している。今しばらくは対ユーロでは現状水準でのみ合いが続くと予想する。

(23.10.25 現在)