

経済金融 ウォッチ

2023年4月号

国内	1
米国	11
欧州	19



物価高や海外経済の減速で国内景気は弱含み

～世界的な金融システムリスクが急浮上～

南 武志

要旨

国内外の観光客が増加し、宿泊や娯楽などのサービス業の回復傾向が強まっているが、物価高による節約志向の強まりから個人消費全体としては盛り上がりを欠いた動きとなっている。また、欧米などでの本格的な金融引き締めなどもあり、世界経済・貿易は減速傾向となっており、日本の輸出・生産も弱含みとなっている。注目の 23 年春闘は「賃上げの機運」の強まりを受けて大いに健闘しているが、コスト高で業績悪化となる企業・事業者も少なくないことから、当面は消費回復の緩慢さが続くだろう。

政府の物価高対策が奏功し、2月の全国消費者物価は3%台へ鈍化したが、食料や日用品ではしばらく値上げの動きが残るとみられる。なお、年度下期には物価上昇圧力が緩和し、再び2%割れとなる可能性があるほか、しばらく内外景気情勢や世界的な金融システム不安が燻ることもあり、4月に発足する植田日銀は様子見姿勢が続くだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目		2023年				2024年
		3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 (%)		-0.014	-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 (%)	1.070	0.90~1.30	0.90~1.40	1.05~1.45	1.05~1.50
	10年債 (%)	0.280	0.20~0.50	0.20~0.50	0.25~0.55	0.30~0.55
	5年債 (%)	0.065	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/ドル)	130.9	120~140	120~140	115~140	115~140
	対ユーロ (円/ユーロ)	140.8	135~155	135~155	130~150	130~150
日経平均株価 (円)		27,476	26,000±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3月27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。

米銀 2 行の経営破綻を契機に世界的な金融システムリスクが顕在化

2022年夏場以降、欧米の主要中央銀行は目標を大幅に上回って推移するインフレの沈静化を最優先にする方針を明確にし、大幅な利上げや中銀バランスシートの縮小を決定するなど、金融引き締めを本格化させている。金融政策の効果が浸透するには一定の時間差が必要とされるが、インフレが高止まりする兆しが窺えたこともあり、パウエルFRB議長は今後の利上げ幅を再拡大する可能性を示唆、金利に再び上昇圧力が加かった。

こうしたなか、3月に入り、米中堅銀行の2行が相次いで経営破綻、米銀1行が事業を清算したほか、欧州の大手金融機関クレディ・スイスが経営危機に陥ったことで、世界的な金融シ

システム不安が一気に高まった。リーマン・ショック（08年9月）の経験から、米金融当局では破綻銀行の預金を全額保護する方針を打ち出したほか、スイス政府はクレディ・スイスを競合他社であるUBSが救済買収することを仲介、さらに主要6中銀が米ドル・スワップ取極を通じた流動性供給を拡充するための協調行動を公表するなど、システミックリスクが顕在化するのを未然に防ぐための対応を迅速に行った。

なお、一連の銀行倒産などが発生した直後、欧米英の中銀では金融政策に関する会合が開かれたが、個々の銀行問題は世界的な信用不安にはつながらないとの見方から、いずれも利上げの継続が決定された。しかしながら、中小銀行から大手銀行への預金流出が続いているほか、金融市場ではさらなる利上げは金融システム不安を一段と高め、景気後退を招きかねない、との思惑も燦るなど、予断を許さぬ状況といえる。



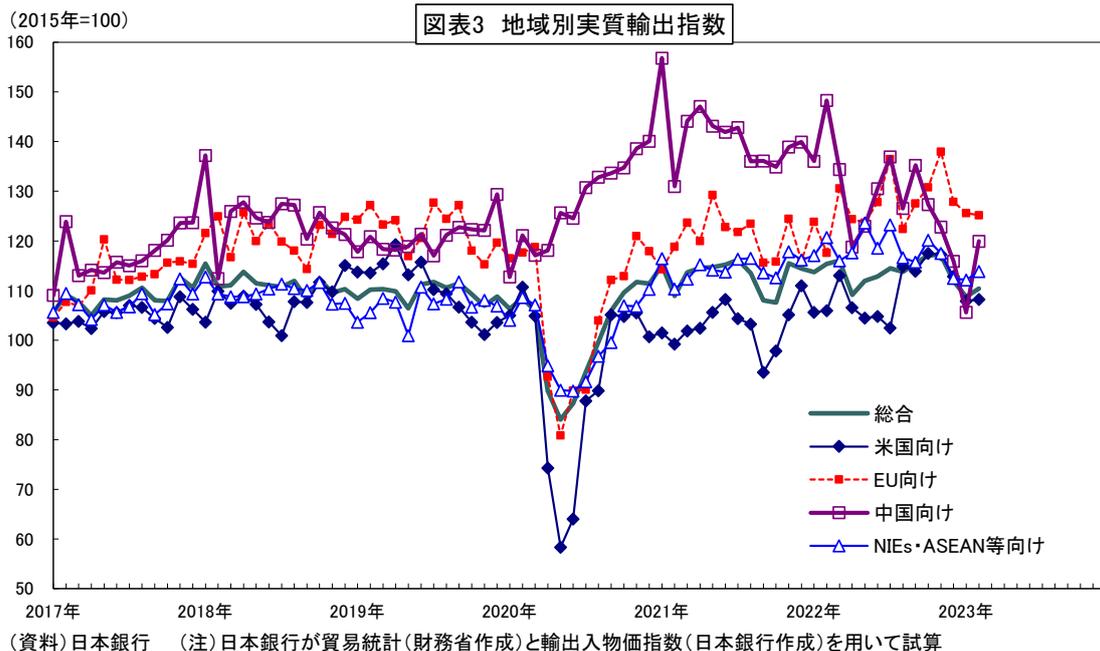
足元の景気は足踏み

以下、国内景気の現状について確認したい。概して、インバウンド需要やサービス消費が回復した半面、海外景気の減速や物価高による節約志向の強まりなどで相殺され、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、1月は前月から▲3.0ポイントと2か月ぶりの低下（12月は横ばい）で、景気の基調判断は「足踏み」で据え置きとなった。ちなみに、内閣

府が新たに公表を始めた「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の1月分も前月から▲1.2ポイントと5か月連続の低下で、直近ピークから2.4%の落ち込みとなっている。

また、2月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比1.5%と3か月ぶりの上昇であったが、中国の春節要因が剥落した影響を受けたものと思われる。1～2月平均は12月から2.1%の低下していることから、輸出は減少基調にあるとの判断が可能であろう。なお、地域別に1～2月平均と12月分との比較をみると、米国が▲4.1%、中国が▲2.7%、EUが▲2.0%と、主要地域向けは軒並み悪化している。財別で見ると、資本財・部品、自動車関連の弱さが目立つ。なお、1月には前月比▲5.3%の大幅低下となった鉱工業生産は、上述したように実質輸出指数が持ち直したこともあり、2月分は上昇するとの見通しであるが、リバウンドは限定的とみられる（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1.3%）。

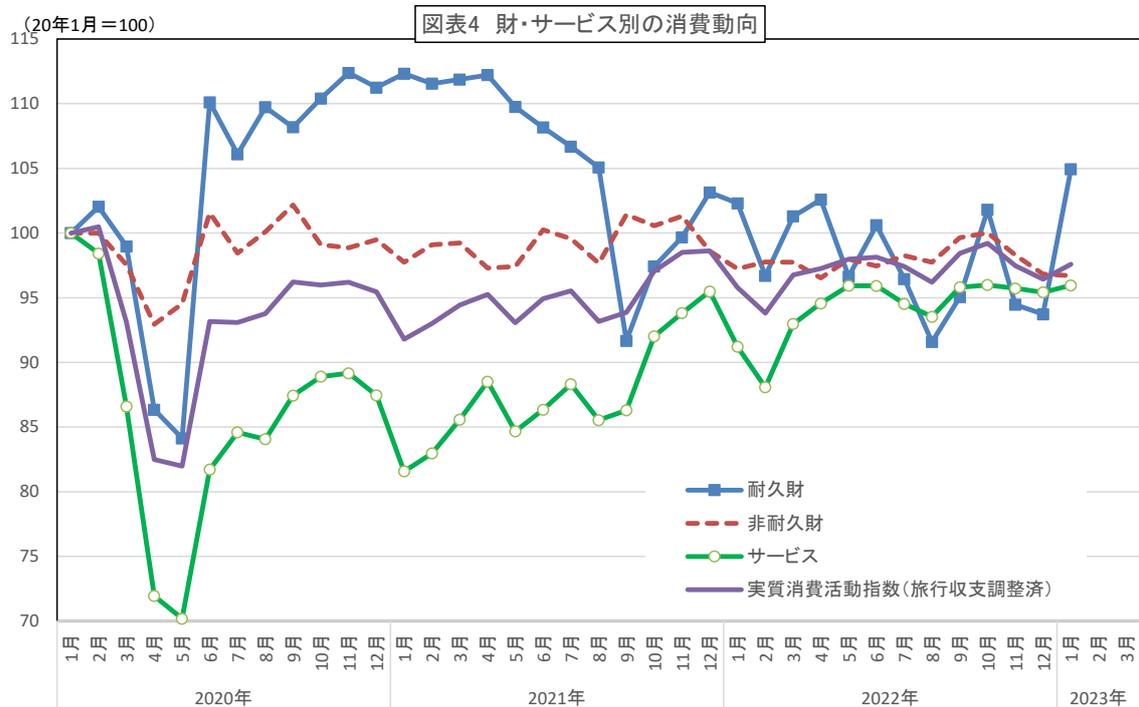


消費は総じて低調

消費関連指標も鈍い動きが続いた。1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3か月ぶりの上昇となったが、自動車生産の回復で持ち直した耐久財（同12.0%）が牽引役であり、同じく3か月ぶりの上昇だったサービス消費は前月比0.6%にとどまった。1月上旬は「全国旅行支援」の適用外だったほか、10日に再開された後の割引率が縮小した影響が考えられるが、いずれにせよ消費回復の呼び水には

なっていないようだ。

その背景には、物価高によって家計の実質所得が目減りし、かつ消費マインドも低調であることが挙げられる。1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▲4.1%の大幅低下となった（10か月連続のマイナス）。また、2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3か月連続で改善しているものの、22年上期の水準を下回った状態であり、基調判断も「弱い動きが続いている」である。



(資料)日本銀行「消費活動指数」

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。注目を集める23年春闘については、大手企業を中心に例年にない高水準の妥結が相次いだ。日本労働組合総連合会（連合）の集計（3月24日公表分）では、全体（定期昇給相当分込み）で3.76%と、前年同時期の2.13%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3.78%（前年は2.13%）であるのに対し、組合員数300人未満では3.39%（前年は1.96%）と若干低いとはいえ、中堅・中小組合でも一定の賃上げが実現する可能性が高まったといえる。もちろん、22年の労働組合への加入率は16.5%と過去最低を更新しているほか、最近のコスト高騰で業績が悪化し、賃上げが厳しい企業・事業者も少なくないと思わ

れる。また、来年も賃上げが続くのか、さらにかつてベースアップは死語になったとまで言われた日本の労働市場において「労働生産性の向上分は労働者に還元する」という原則が定着したのか、なお不透明といえる。とはいえ、後述の通り、23年度下期にかけて物価上昇率が鈍化していけば、足元で消費抑制の主因となっている実質所得の目減りは解消される可能性があるだろう。なお、政府は22日、総額2兆円超の物価高対策を決定した。22年度予算の予備費を活用する格好であり、プロパンガス代の負担軽減や住民税非課税世帯への3万円（目安）給付、低所得の子育て世帯への子ども1人当たり5万円給付などが盛り込まれている。

一方、海外経済の動向については、当初の予想以上に物価が高止まりしており、沈静化に向けては一段の利上げが不可避な状況である。その半面、金融政策の効果には1~2年程度のタイム・ラグを伴うため、物価鈍化が確認できるまで利上げを継続した場合、景気をオーバーキルしかねないほか、金融システムへの不安が漂っていることもあり、各中銀がさらなる利上げを実施するか、疑問視する向きも少なくない。また、コロナ感染対策が大幅に撤廃された中国では今後の回復本格化への期待感の高いものの、依然として消費が低調に推移するなど、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。

とはいえ、物価高による国内消費の低調さはしばらく続くほか、輸出・生産の持ち直しも期待できないこともあり、当面の国内景気は軟調に推移、23年度上期はマイナス成長になると予想している。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するほか、中国経済の牽引力が強まることも想定され、プラス成長に転じるものの、23年度を通じてはゼロ成長にとどまるだろう。

2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、8か月連続で加速していた1月分（同4.2%）から大きく鈍化した。政府による電気・ガス代の負担軽減策が奏功したといえるが、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」では逆に同3.5%へ加速するなど、加工食品や外食などを中心に幅広い財・サービスで値上げが継続している姿が確認できた。

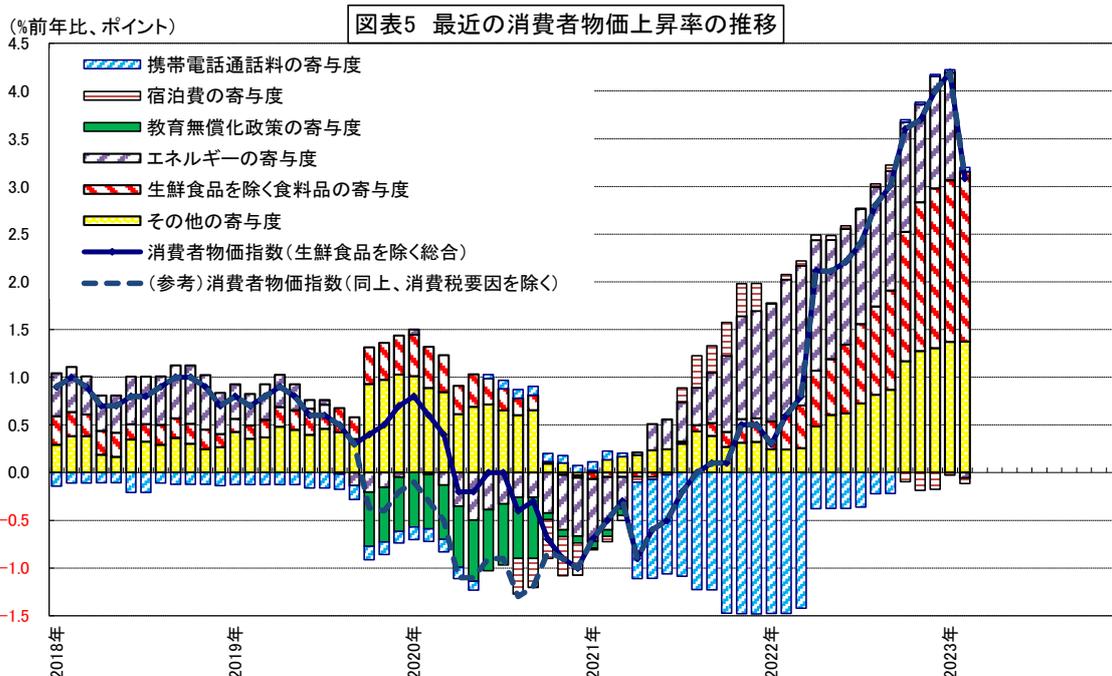
先行きに関しては、食料や日用品などに関しては、これまで

物価見通し：当面は高止まりながらも、夏場以降は鈍化

の投入コスト上昇分の価格転嫁が不十分であることから、当面は断続的に値上げされる可能性がある。そのため、しばらくは前年比 3%台での推移が続くとみられる。

一方、エネルギーに関しては、「再生可能エネルギー発電促進賦課金」の単価を 4 月以降は 1kWh あたり 1 円 40 銭引き下げる（標準的な世帯で月 820 円の負担軽減）ほか、申請されていた 4 月以降の電力料金の値上げは先送りされている。また、世界経済の減速懸念を織り込んで、国際商品市況は大きく調整しているほか、為替レートの円安進行も止まっており、輸入インフレは沈静化しつつある。

以上を踏まえると、物価上昇率はしばらく 3%台で推移するものの、夏場以降は鈍化が始まり、年度末までには前年比 2%を再び下回る可能性があるだろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

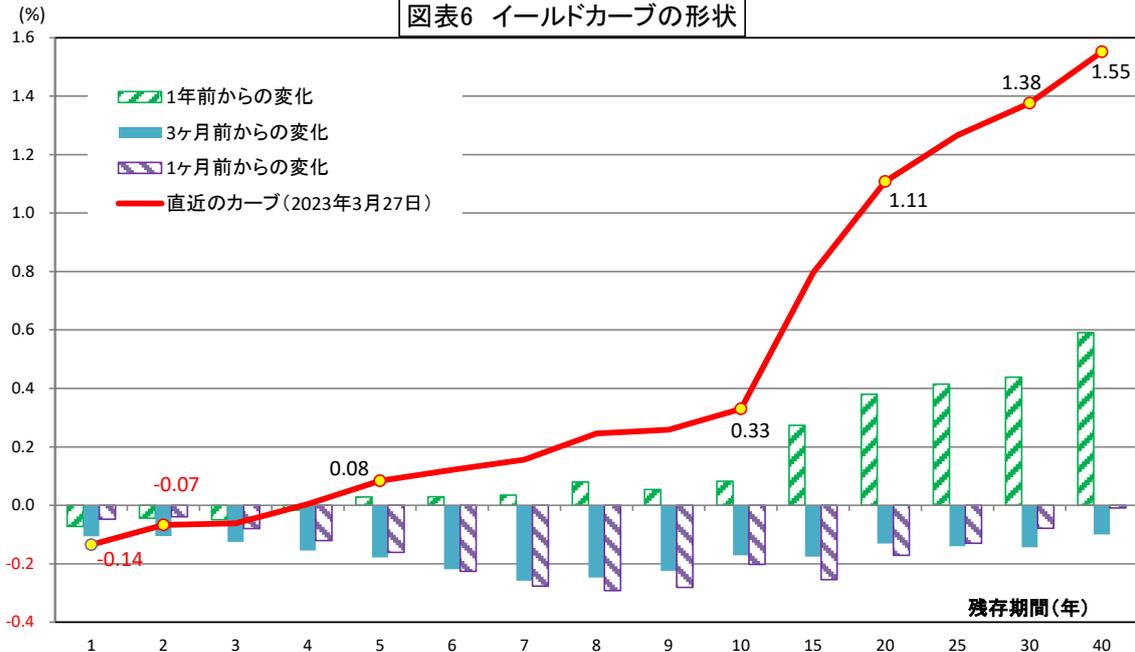
金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」粘り強く継続

日本銀行は、黒田総裁の下では最後の開催となった金融政策決定会合（3月9～10日）において、「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%±0.5%））を継続することを決定した。一部では12月会合に続き、政策修正がされるとの思惑も浮上していたが、大方の予想通りの結果であった。

会合後に行われた記者会見において、黒田総裁はこの10年間で経済は大きく発展、デフレでない状況になり、雇用も400

万人以上拡大したといった成果を挙げつつも、2%の物価安定目標が持続的・安定的に達成されていない点については無念をにじませた。ただし、今後の労働市場はタイトになっていくほか、賃金・物価が上がらないというノルムも変化しつつあり、2%の物価安定目標が賃金の上昇を伴うかたちで達成される姿に近づいてきた、と述べている。

図表6 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

植田日銀はしばらく様子見か

さて、3月20日に就任した2名の副総裁に続き、4月9日には植田和男氏が新総裁に就任し、名実ともに日銀の新体制が発足することになっている。2月下旬に衆参で実施された植田氏の所信聴取からは、現在の大規模緩和について副作用がある点は認めつつも、概ね適切と評価したほか、13年1月に公表した政府との共同声明(2%の物価目標をできるだけ早期に達成)は当面維持すると述べるなど、金融政策の正常化などには現時点では慎重な考えを示した。

今後の景気足踏みや年度下期にかけての物価鈍化の可能性を踏まえると、当面の間、様子見姿勢を続けるものと思われるが、大規模緩和の再検証や副作用の軽減に向けた政策運営の微修正なども検討される可能性もあるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

3月の内外金融市場は、米国の利上げペースを巡る思惑や世界的な金融システムリスクへの警戒など、様々な材料が登場

長期金利は金融システム不安への警戒から低下

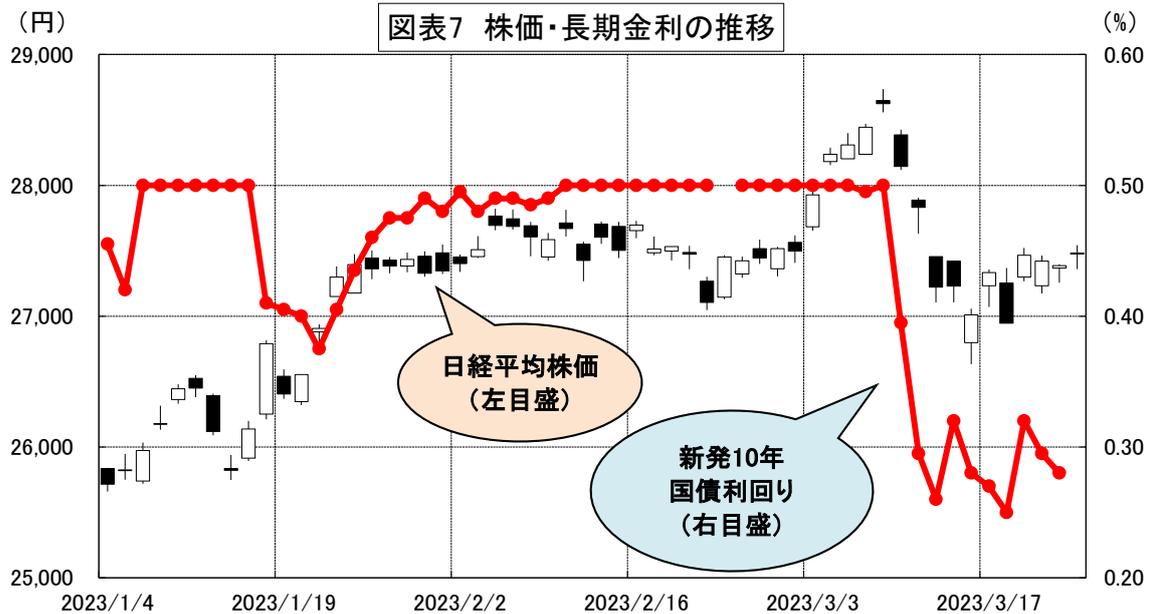
し、相場全体が大きく揺れ動く場面も散見された。

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

金融政策の正常化への思惑が燦る中、1月の金融政策決定会合ではイールドカーブ・コントロール（YCC）を完遂する姿勢が確認されたことから、一旦は金利上昇圧力が緩和した。しかし、長期金利の変動幅拡大による債券市場の機能回復が進まず、黒田総裁の下では最後の会合となる3月の決定会合ではYCCが撤廃されるとの見方が燦り続けたほか、4月に発足予定の植田日銀でも早期に政策の正常化が図られるとの見方が根強く、3月上旬まで長期金利は目標レンジの上限である0.5%近辺での推移が続いた。

その後、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上昇圧力は一服、イールドカーブ全体が下方にシフトし、長期金利も0.3%前後での推移となっている。



(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会いなし。

長期金利は当面0.3%台を中心レンジとする展開が続くと予想

市場には植田日銀が早期に政策正常化に向けて動き出すとの思惑が燦っているが、YCC 撤廃後の金利急騰は必至であり、いずれ妥当な水準に収束していくとしても、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ない。当面の景気停滞や今後の物価鈍化、さらには世界的な金融システムリスクが意識されていることもあり、今はそういうタイミングでは

しばらくは軟調な展開

円安進行後、米銀破綻を契機に円高方向に戻る

ないだろう。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%程度)で推移するように操作されると予想する。当面は現状の0.3%台を中心レンジとする展開が予想されるものの、世界経済の減速が強まれば、金利上昇圧力はさらに緩和するだろう。

② 株式市場

22年後半、株式市場は海外インフレ動向とそれに対する各中銀による金融引き締め、さらにそれらが景気動向に与える影響などを材料に上値の重い展開が続いたが、年末にかけては日銀が長期金利の変動幅拡大を発表し、それが政策正常化の第1歩との思惑を高め、国内株価は大きく下落、日経平均株価は一時3か月ぶりに26,000円割れとなった。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円台まで上昇する場面もあった。しかし、欧米で金融システム不安が急浮上したことで3月中旬にかけて急落、直近は再び27,000円台でもみ合っている。

先行きについても、しばらくは内外景気の悪化懸念が高いことから、軟調な展開が予想される。

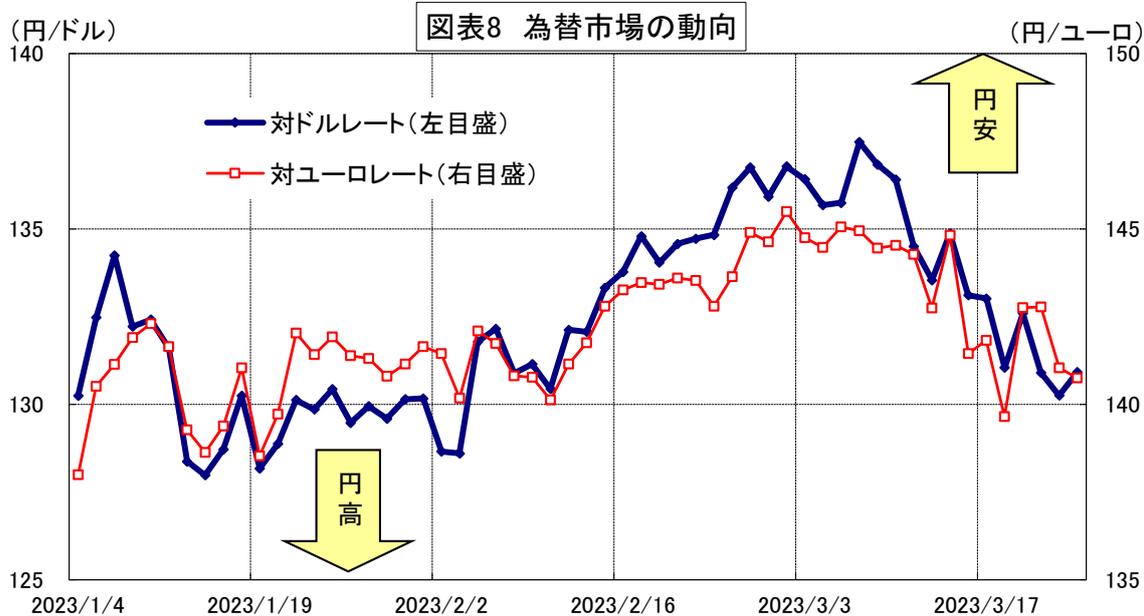
③ 外国為替市場

金融政策の方向性の違いを背景に22年秋までは一方的な円安が進んだが、その後は米国の利上げペースの減速などで潮目が変わり、円安圧力はだいぶ緩和しつつある。とはいえ、日銀が大規模緩和から早期に転換する可能性は低く、インフレが高止まりを続ける米国で利上げペース再加速や利上げ継続の長期化といった観測が浮上すると、円安ドル高方向に進みやすい環境は維持されたままだ。

実際、短期間で大幅な利上げを実施してきたにもかかわらず、経済・物価指標に依然として底堅さがあることもあり、パウエル米FRB議長は議会証言で利上げペースを再加速させる用意があると述べたことに為替レートは反応、3月上旬には円安圧力が強まり、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ことから、円高方向に戻った。24日には一時129円まで円高が進行した。

先行きについては、日米金利差はもう一段拡大し、かつなか

なか縮小しないと観測が強いこと、米金融当局は危機を未然に防ぐべく万全の対応を継続するとみられるため、一方的に円高が進行する可能性は低く、130 円台前半あたりでもみ合う展開を予想する。



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

対ユーロレートも 円高方向に戻す

一方、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。その後はクレディ・スイスの経営危機が意識されたほか、ドイツ銀行の株価が急落するなどユーロ圏でも金融システムリスクが浮上したこともあり、140 円程度まで円高ユーロ安方向に戻している。当面は金融システムリスクが今後の利上げ方針にどの程度影響するかを見極める展開が予想され、しばらく現状水準でもみ合いが続くだろう。

(23. 3. 27 現在)

銀行システム不安に揺れる米国経済

～政策金利は 4.75～5.00%へ引き上げ～

佐古 佳史

要旨

3月10日のシリコンバレーバンク破綻に端を発した一連の銀行システム不安から、3月半ば以降は目まぐるしい動きが続いている。FRB や米財務省などは短期資金の供給や預金保護を通じて、金融危機への波及を防ぐ努力を続けている。

こうしたなか、3月FOMCではインフレ率が依然として高止まりしていることに鑑み、ほぼ事前予想通り 25bp の利上げが決定された。また、FOMC 後に公表された経済見通しからは、FOMC 参加者が 23 年内の利下げを想定していないことが明らかとなった。

銀行システム不安が拡散

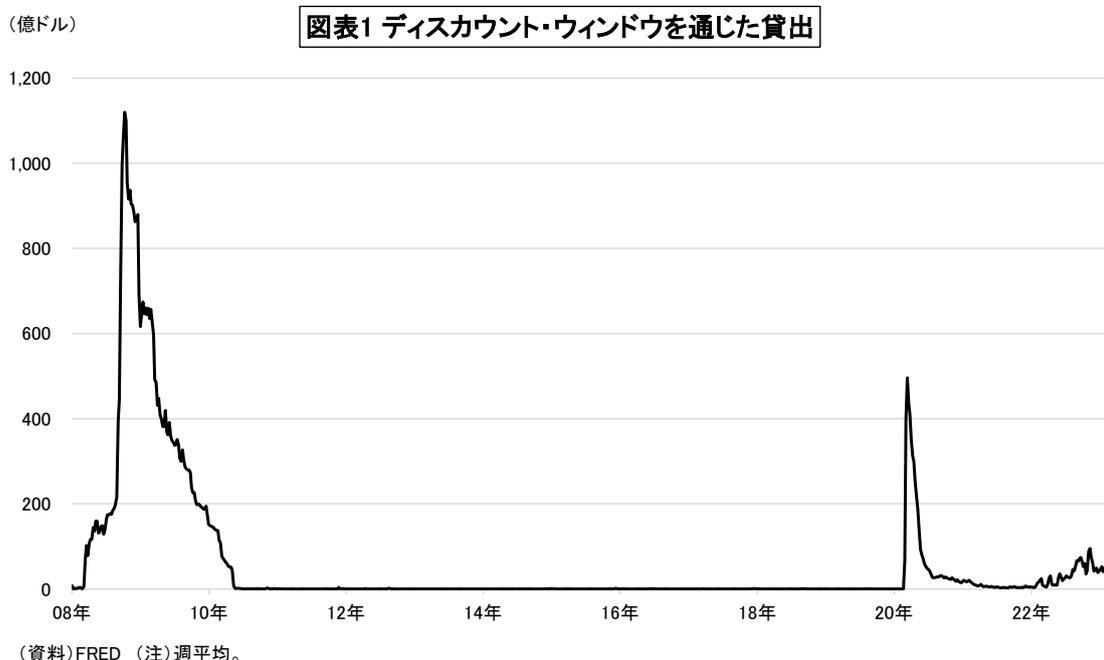
3月10日のシリコンバレーバンク（SVB、22年末時点での総資産は約1,103億ドル（全米29位））の破綻に端を発した一連の銀行システム不安から、3月半ば以降は目まぐるしい動きが続いている。足元2週間でのFRBによる流動性供給は、ディスカウント・ウィンドウを通じて1,057億ドル超、銀行ターム・ファンディング・プログラム(BTFP)を通じて537億ドル、連邦預金保険公社(FDIC)による信用供与は約1,798億ドルとなっており、短期資金に対する需要という意味では、08年の世界金融危機時を上回っている。また、08年当時よりもSNSが発達したこともあり、取り付け騒ぎや危機が拡散するスピードは格段に速くなったといえるだろう。

今回の銀行システム不安については、FRBの監督が不十分であったとの批判がある一方で、SVBは特に流動性管理・金利リスク管理に問題があったことに加えて、19年以降のFRBからの警告を無視していた可能性も指摘されている。

こうしたなか早くも13日に公表された[金融引き締めと銀行の脆弱性に関する研究](#)（注1）によれば、①米銀全体での満期保有資産の時価評価額は、簿価を2兆ドル下回ること、②10%の銀行はSVBよりも巨額の未認識損失（unrecognized loss）があること、③仮に無保険預金者の半数しか引き出さなかったとしても、190近い銀行が無保険預金者に対して全額は支払えない（impairment）リスクを負っていること、などが指摘されている。このため、今回の銀行システム不安はSVBや一部の銀行だけの問題と解釈するよりも、

銀行システムと金融規制、中銀による利上げという、三者の関係性の中で捉えた方が良いのかもしれない。

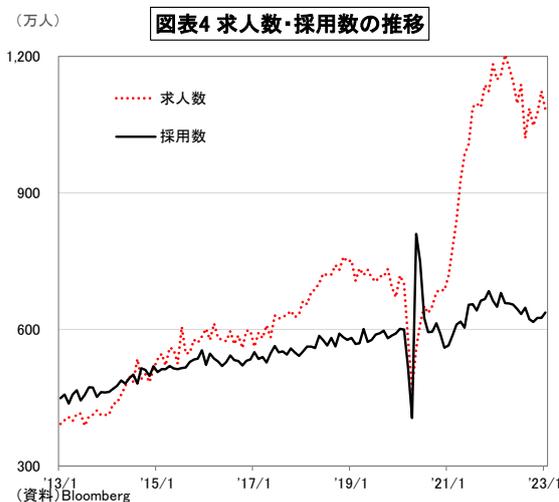
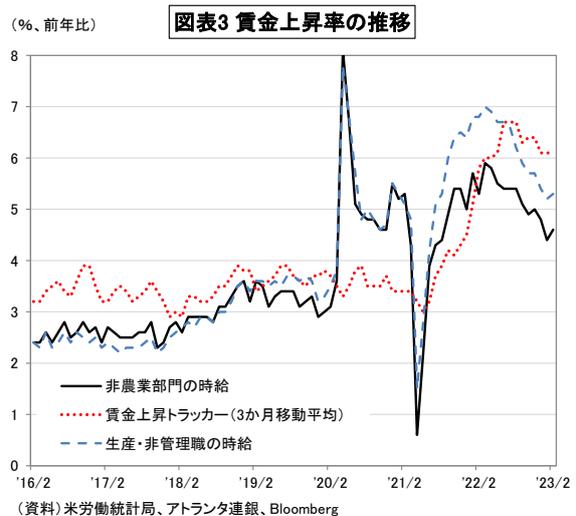
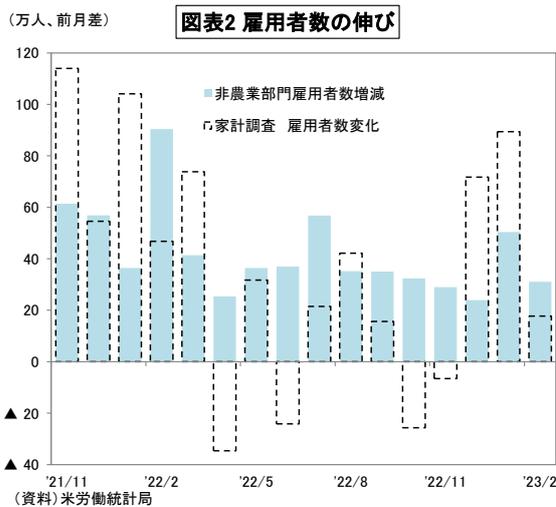
ちなみに、3月初めに公表されたIMFのFinance and Developmentにおけるいくつかのレポート（注2）において、22年9月のトラス・ショックなどを念頭に、金融市場が中央銀行の流動性に大きく依存する現在の環境を、「financial dominance（定訳はないものの、金融市場支配あたりが意味としては妥当と思われる）」と言及した上で、金融引き締めが金融セクターを大混乱に陥れる可能性や、経済が小さな波乱に対しても脆弱になる可能性が指摘されていた。



利上げによる下 押し圧力が継続

さて、以下では経済指標を確認してみると、全体としては利上げの継続による米国経済への下押し圧力は継続しており、労働市場の過熱も抑制されつつあるとみられる。

2月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は1月から31.1万人増と速いペースでの雇用増が続いている。また、失業率は0.2ポイント上昇の3.6%となった。2月の平均時給は、前年比4.6%、前月比は0.2%となった。また、1月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は6.5%へ、自発的な離職率は2.5%へいずれも低下、採用数も減少した。全体としてみれば労働市場のひっ迫度合の緩和が進んでいるとの判断を維持して良いだろう。



個人消費をみると、1月の実質個人消費支出は、財消費が前月比2.2%と3か月ぶりに増加、サービス消費は同0.6%となり、全体でも同1.1%と3か月ぶりに増加に転じた。なお、2月の小売売上高は同▲0.4%と減少した。全体としてみれば利上げが進むなかで個人消費に下押し圧力が加わっていることがうかがえるものの、12～1月のデータは上下に振れやすいため、均してみる必要があるだろう。

こうしたなか、SVB破綻の影響から、3月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は、低所得、低学歴、若年の消費者を中心に2月から低下し、全体としては4か月ぶりの低下となった。また、1年先の期待インフレ率は2月から0.3ポイント低下の3.8%となった。また、長期期待インフレも2.8%へ小幅に低下した。

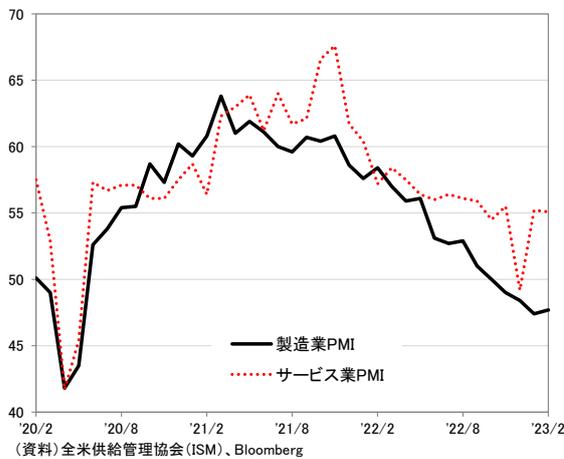
図表6 消費者景況感の推移



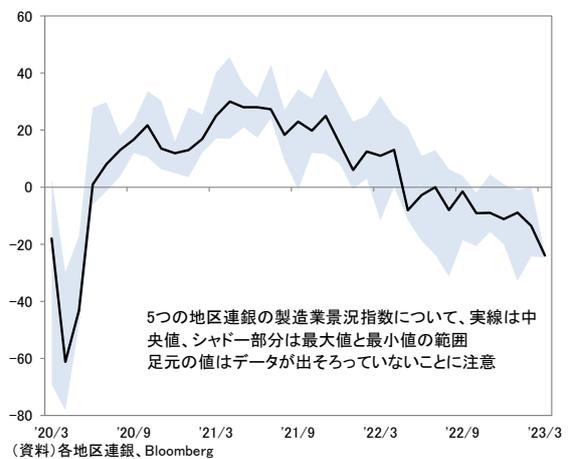
ISM 指数はサービス業の拡大を示唆

さて、ISM 指数を確認すると、3 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から 0.3 ポイント上昇の 47.7%と 4 か月連続での縮小傾向を示した。一方で、サービス業指数（サービス業 PMI）は、ほぼ変わらずの 55.1%となった。

図表7 ISM景況感指数の推移



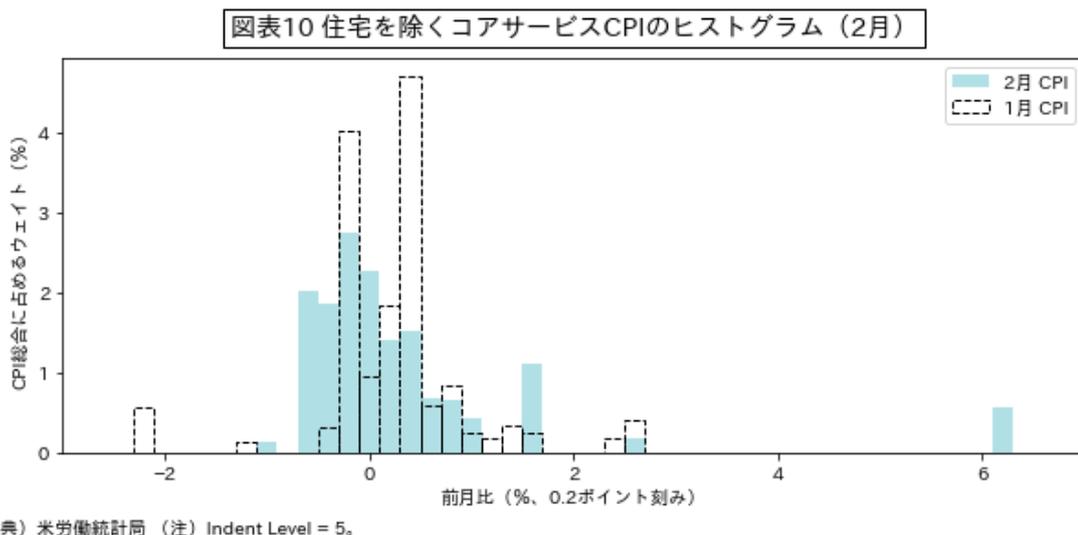
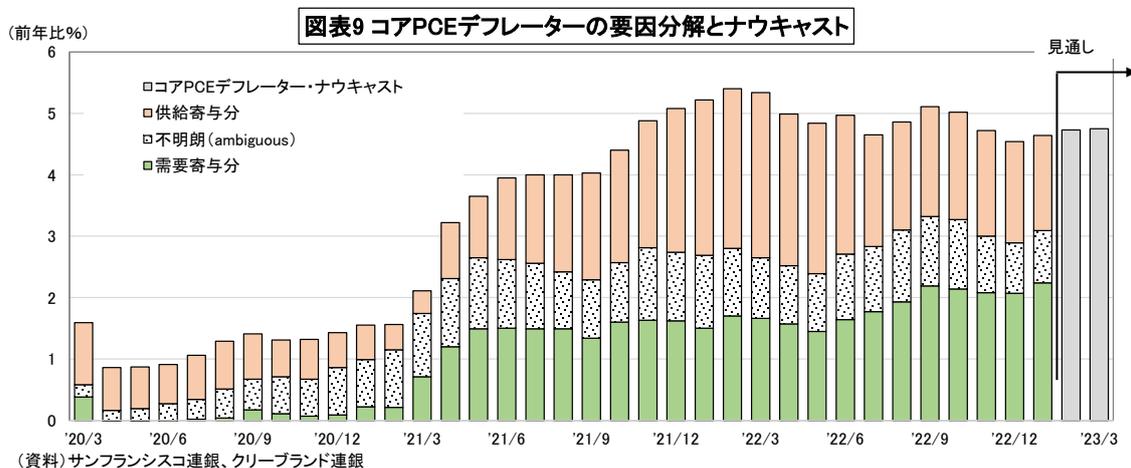
図表8 地区連銀製造業景況指数



全体としては鈍化傾向のインフレ率

インフレ率をみると、1 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.7%と、12 月の同 4.6%から加速した。ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは 12 月から▲0.1 ポイント鈍化の同 4.6%となった。また、2 月の消費者物価指数 (CPI) は前月比 0.4%と鈍化したものの、コアは同 0.5%と加速した。全体としては、賃金上昇率が落ち着きつつあることや、労働市場のひっ迫度合の緩和が進んでいるとみられることから、ペースは遅いもののインフレ率は鈍化傾向との判断を維持して良いだろう。

なお、2月の消費者物価指数から「住宅を除くコア・サービス」に該当する各項目について、前月比でのインフレ率を確認すると、1月からややインフレが収まったことがうかがえる。



金融引き締め継続を示唆した3月FOMC

さて、銀行システム不安の沈静化とインフレ抑制の2つの目的の板挟み状態で迎えた3月FOMC(21~22日)では、事前予想通り25bpの利上げが全会一致で決定され、政策金利は4.75~5.00%となった。FOMC後の記者会見においてパウエル議長は、インフレ抑制の観点から追加利上げの可能性を示唆した。また、銀行システムに関するこの2週間の騒動が家計と企業への信用状況を厳格化することを通じて経済へ影響を及ぼすと思われるものの、その影響を見定めることや金融政策での対応を判断するのは時期尚早だと述べた。

FOMC後に公表されたドットプロットから中央値で判断すれば、

23年末時点での政策金利は5.00～5.25%と12月FOMC時点から据え置かれ、24年末時点については4.25%へ小幅に引き上げられた。同時に公表された経済見通し（大勢見通し）によれば、23年末時点でのインフレ見通しは0.2ポイント程度上方修正された半面、恐らく利上げによる景気下押し効果が後ずれしているとの見方から、24年末時点でのGDP成長率が0.3～0.5ポイント程度下方修正された。全体としては、政策金利の見通しがほとんど変わっていないこともあり、12月時点での見通しから小幅な修正にとどまったといえる。

図表11 FRB大勢見通し(3月時点)

		2023年	2024年	2025年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	0.0～0.8	1.0～1.5	1.7～2.1	1.7～2.0
	12月時点 (%前年比)	0.4～1.0	1.3～2.0	1.6～2.0	1.7～2.0
失業率	(%)	4.0～4.7	4.3～4.9	4.3～4.8	3.8～4.3
	12月時点 (%)	4.4～4.7	4.3～4.8	4.0～4.7	3.8～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	3.0～3.8	2.2～2.8	2.0～2.2	2.0
	12月時点 (%前年比)	2.9～3.5	2.3～2.7	2.0～2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.5～3.9	2.3～2.8	2.0～2.2	
	12月時点 (%前年比)	3.2～3.7	2.3～2.7	2.0～2.2	
政策金利	(%)	5.1～5.6	3.9～5.1	2.9～3.9	2.4～2.6
	12月時点 (%)	5.1～5.4	3.9～4.9	2.6～3.9	2.3～2.5

(資料)FRBより作成

(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

**景気の先行き：1
年程度は下押し
圧力が強い**

足元では連日のように銀行システム不安が報道されるなか、FRBや米財務省、各国の中銀はマクロ・プルーデンス政策で対応することによって、経済危機への波及を防ぐ努力が続いている。27日現在では、こうした政策がある程度効果を及ぼしているとみられることから、実体経済が大きく減速する可能性は低いと思われる。

こうした想定の下、景気の先行きを考えると、3月FOMC終了後に公表された経済見通しで示されたように、金融引き締めが長期化することで、向こう1年程度の需要に下押し圧力が加わり景気減速は続くと思われる。下押し圧力は政策金利の据え置き期間に大きく依存するものの、10～12月期のGDP成長率が比較的高かったことからすると、金融引き締めの効果は後ずれしていると

長期金利は上昇しにくい環境

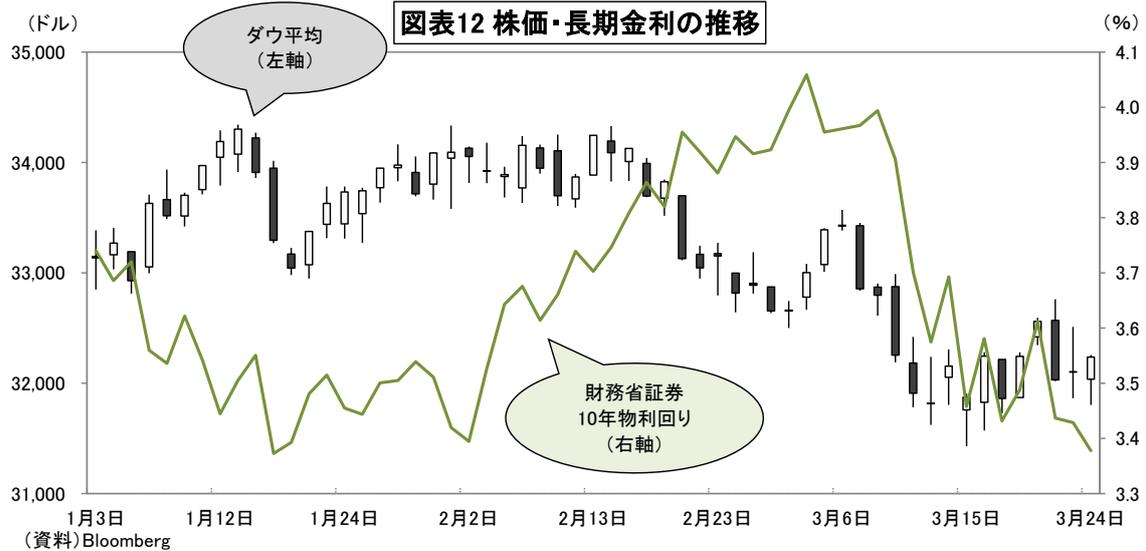
考えられる。このため、景気への下押し圧力が強くなるのは23年半ばから後半となりそうだ。

しばらくは低成長とインフレ率の鈍化が並行することで、ハードランディング（景気の急速な悪化）の一手手前のような景気が続くと思われる。

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では2月に入ると、予想を上回る経済指標が散見されたことで、政策金利が上方修正される可能性を市場が織り込み、米長期金利（10年債利回り）は4.0%目前まで上昇した。

3月に入ると一時4%を上回ったものの、SVBの破綻に端を発する銀行システム不安から長期金利は急低下した後、変動幅の大きな展開となった。足元では3.4%前後での推移となっている。

先行きについては、利上げ打ち止めやその後の利下げ織り込みが強まっており、長期金利は上昇しにくい環境にあるだろう。



株式市場：上値の重い展開が続く

株式市場では、12月以降は景気後退懸念が強まったことや、2月入り後は予想を上回る経済指標を背景に長期金利が上昇したことを受け、上値の重い相場が続いた。3月に入ると、銀行システム不安からリスクオフが強まったことで株価は大きく下落し、足元では32,000ドルをやや上回っての取引となっている。

先行きについては、23年7~9月期までは企業収益は低調と予想されていることや、金融引き締めが続く見込まれること、銀行システム不安の影響などから、引き続き上値の重い相場が続くと予想する。

(注1) Jiang, Erica Xuwei and Matvos, Gregor and Piskorski, Tomasz and Seru, Amit, “Monetary Tightening and U.S. Bank Fragility in 2023: Mark-to-Market Losses and Uninsured Depositor Runs?” (March 13, 2023). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4387676>

(注2) 例えば、Markus K. Brunnermeier, “After decades of quiescence, inflation is back; to fight it central banks must change their approach”, IMF FINANCE & DEVELOPMENT, March 2023

(23. 3. 27 現在)

ユーロ圏のインフレと低成長、背後で働く労働生産性の停滞

～求められる R&D 投資の拡充の一方で困難な投資環境～

山口 勝義

要旨

少子高齢化の影響が大きいユーロ圏では、労働生産性はインフレ動向ばかりか今後の経済成長を左右する重要な要因でもある。しかし、ユーロ圏はその改善に必要な投資の拡充には困難な環境の下にあり、労働生産性の停滞の影響が今後も続くものとみられる。

1. 今、インフレと経済成長の双方から重要な労働生産性

全項目とコアで物価上昇率の動きに差異

ユーロ圏の消費者物価上昇率（前年比）は、全項目ベースでは足元のエネルギー価格の下落や生鮮食品価格の落ち着きを受けて頭打ちとなっている。しかしその一方で、エネルギーおよび食品を除いたコアの上昇率は拡大傾向を継続しており、両者の間で動きの差異が際立ってきている。

コアの上昇率の拡大要因

コアの物価上昇率の拡大要因としては、まずは原材料等のコスト上昇分の製品価格への転嫁が、タイムラグを伴いながら進行している可能性が指摘できる。またそればかりではなく、ユーロ圏で根強く残存している労働力不足が賃上げを促し、内需の拡大が物価上昇に影響を及ぼし始めている可能性も考えられる。この賃上げは物価の上昇に遅行する性格があるため、むしろ今後の動向に注意が必要となる。

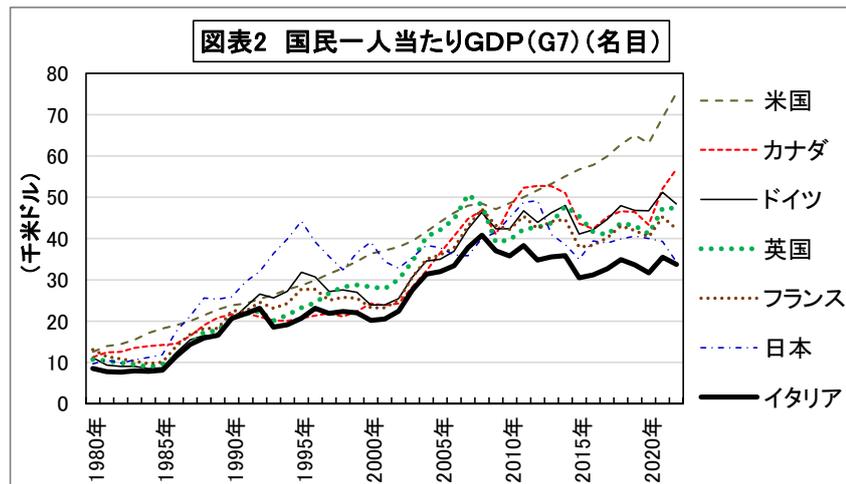
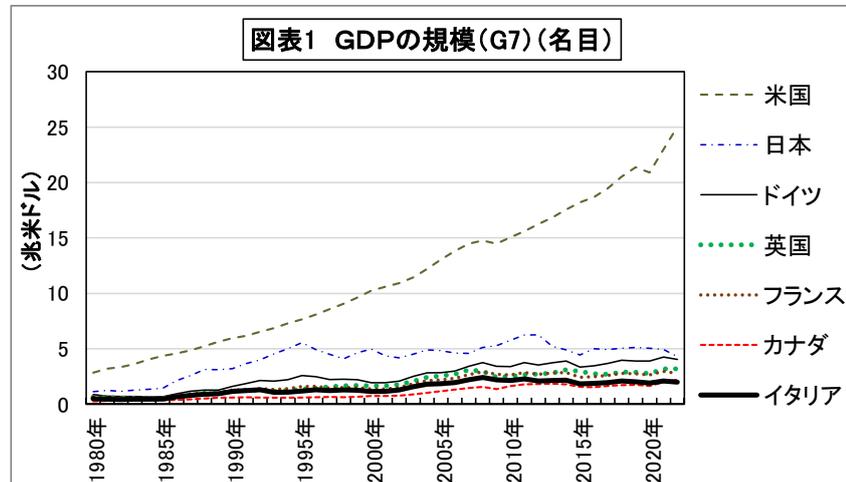
労働力不足が解消されない要因としての労働生産性の低下

ここでひとつの論点となるのは、このようにユーロ圏で労働力不足が一向に解消されないのはなぜか、という点である。労働市場を巡る様々なスラック（ゆるみ）は既にコロナ危機前を下回り、失業率も歴史的な水準にまで低下してきている。そうした中で依然として続く労働力不足であるが、考えられるのは、コロナ禍の下で熟練労働者を含む離職者が増加したことを通じてユーロ圏では労働生産性の低下が進んでおり、構造的に労働力不足が継続している可能性である。この場合には労働市場の逼迫は短期間には軽減されず、インフレ圧力も長期化することが予想される^(注1)。

インフレと成長の双方から重要な労働生産性

こうして労働生産性はユーロ圏のインフレ動向に影響を与える重要な材料であるとみられるが、それに加えて今後の経済成長を左右する主要な要因でもある。ユーロ圏の経済成長は既に米国に

対して勢いの弱さが明確になっていることもあり、インフレとともに成長の観点からも労働生産性の推移については十分な点検が必要である（図表 1、2）。



（資料）それぞれ、IMF のデータから農中総研作成

2. ユーロ圏に不可欠な労働生産性の改善

**米国に劣後する
ユーロ圏の経済
成長**

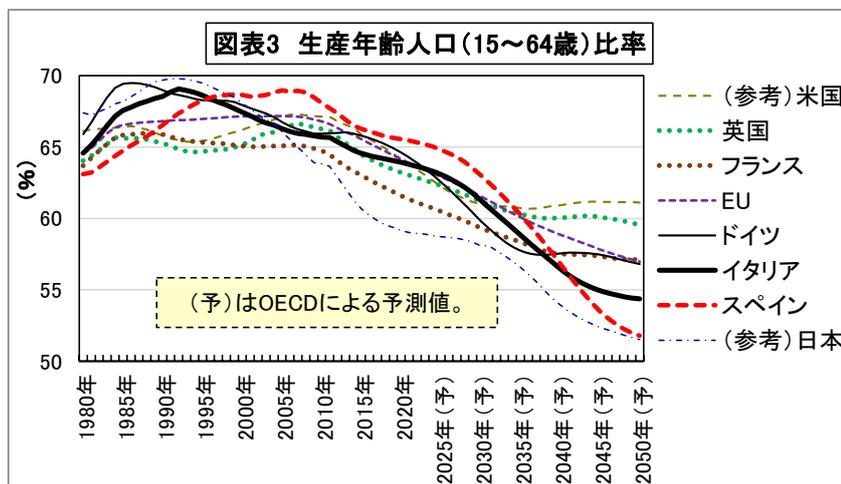
国民一人当たり GDP は、2008 年頃を境にユーロ圏と米国との間で格差が急速に拡大し始めている（図表 2）。ここには、世界金融危機やユーロ圏の財政危機を経て、コロナ危機やエネルギー危機などの相次ぐ危機の中で成長が鈍化した、ユーロ圏経済の姿が示されている。そしてそればかりか、今後を見通した場合にも、ユーロ圏の先行きは大変厳しいものになることが予想される。

**生産年齢人口比
率の低下が著し**

というのも、国民一人当たり GDP は、①労働者一人当たり労働生産性と、②生産年齢人口比率との 2 つの要素に分解できるが、

**いなかで重要な
課題となる労働
生産性の向上**

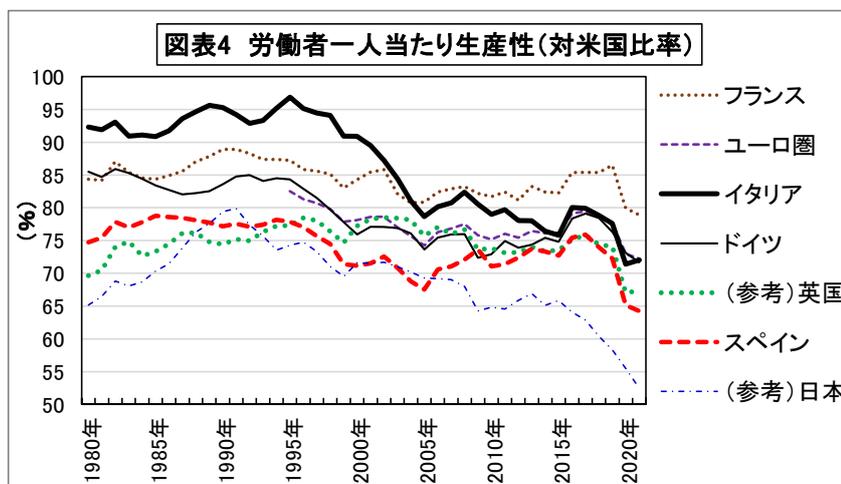
ユーロ圏では米国に比べて少子高齢化の影響が一層大きく現れることが見込まれるためである（図表3）^{（注2）}。このような環境の下で安定的な経済成長を確保するためには、労働生産性の向上が非常に重要な課題となるわけである。



（資料）OECD のデータから農中総研作成

**停滞が続くユー
ロ圏の労働生産
性**

しかしながら、これが持続的に右肩上がりで推移する米国に対し、ユーロ圏では横ばい状態が継続しているのが実態である。ここで労働生産性の米国に対する比率を取れば、早くも95年頃から現在ユーロ圏に属する主要国の低迷状態が現れている（図表4）。また直近の動きとしては、コロナ危機時にユーロ圏各国では米国とは異なり失業者対策以前に失業者の急増自体を回避する政策に注力してきた結果、労働者一人当たり労働生産性は一段と低下したが、その後も米国対比で戻りは鈍い状況にある。

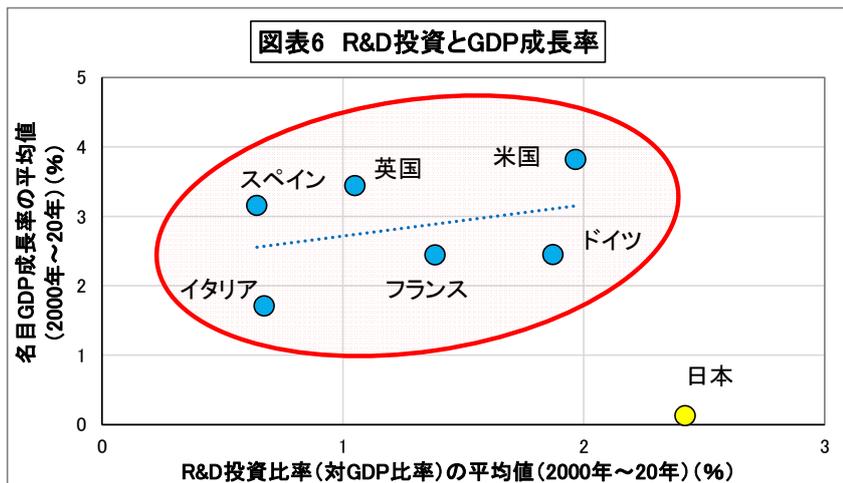
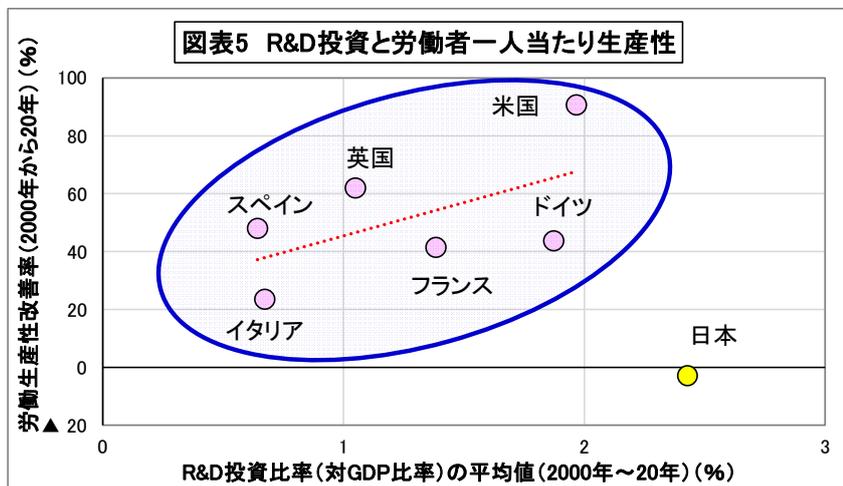


（資料）OECD のデータから農中総研作成

3. 労働生産性の改善で重要な R&D 投資

R&D 投資の重要性

では、労働生産性の改善のためにはどのような取り組みが重要なのだろうか。現代が特にデジタル化が加速し、また気候変動対策の推進が主要な課題となる時代であることからすれば、これは研究開発（R&D）を中心とした投資の拡充であると考えられる。最近約 20 年間のデータを基に、主要国での R&D 投資と、労働生産性の改善や経済成長率との間の関係をプロットした場合には、日本を除く各国の間で正の相関関係が認められる（図表 5、6）。そしてここでも、ユーロ圏に比べ、R&D 投資がより充実しており、生産性は向上し、経済成長率も高い米国の姿が現れている。

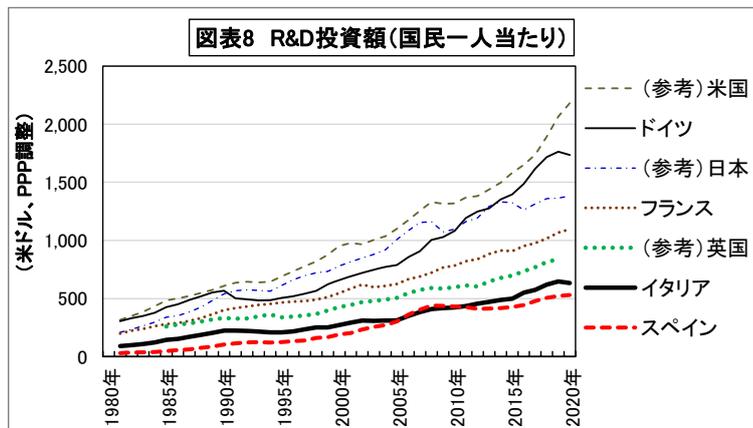
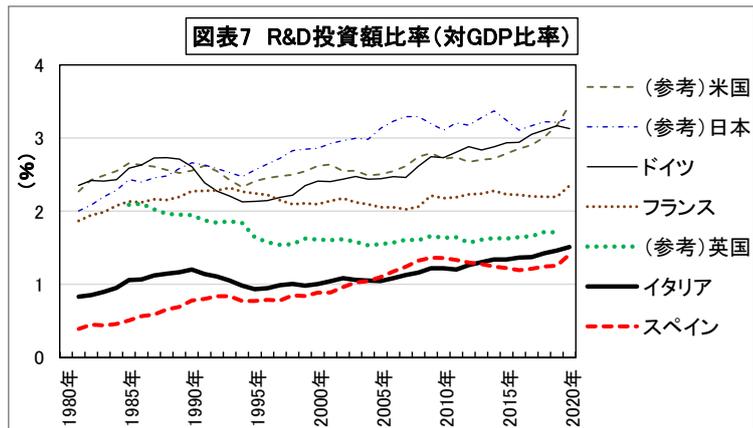


(資料) それぞれ、OECD のデータから農中総研作成

ユーロ圏の R&D 投資の伸び悩み

以上のようにユーロ圏で安定的な経済成長を確保するためには労働生産性の改善が不可欠であり、またこのためには特に R&D 投資の拡充が求められることになる。これは、経済成長の三要件である、①労働投入の増加、②資本投入の増加、③技術の進歩、の観点からして、生産年齢人口比率の急速かつ大幅な低下が見込まれる中では、投資の拡充や研究開発の推進がますます重要性を増す、という考え方に繋がっている。

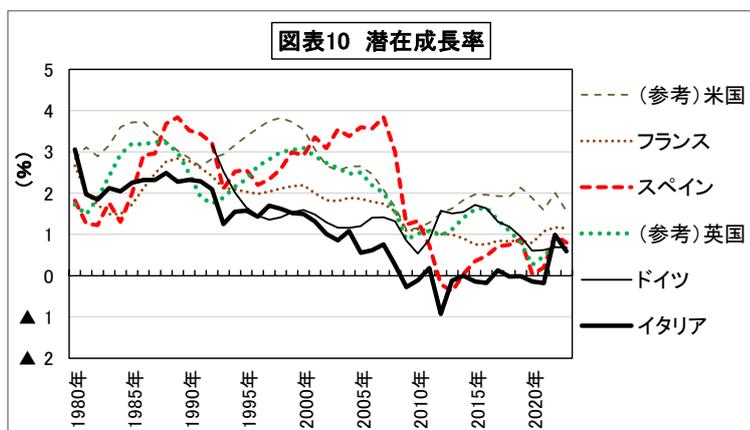
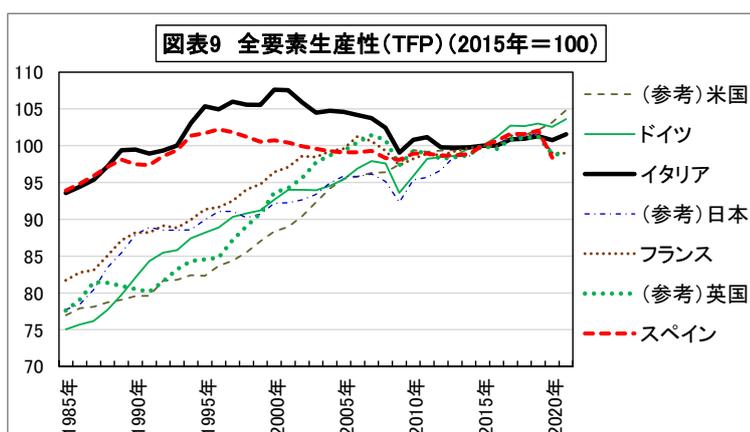
そこでユーロ圏の R&D 投資の時系列的な動向を見ると、投資額の対 GDP 比率では、ドイツが米国とほぼ肩を並べて推移してきたのに対し、最近では米国が上昇の勢いを強め格差が拡大しているほか、ドイツを除くユーロ圏の主要国ではその伸びは長期的に緩やかなものに留まっていることがわかる（図表 7）。また、国民一人当たりの投資額でも米国の規模が大きく、かつ、やはりユーロ圏が劣後する傾向が示されている（図表 8）。



(資料) それぞれ、OECD のデータから農中総研作成

TPF や潜在成長率にも反映

こうした中で技術革新の程度を示す全要素生産性（TFP）の推移を確認すると、米国における着実な上昇が見て取れる。一方のユーロ圏ではこの上昇は鈍く、特にイタリアやスペインでは長期的に横ばい状態の継続が明らかである（図表9）。そして以上の動向は、潜在成長率の差異にも対応している。長期間にわたり概ねより高い水準にあった米国の潜在成長率であるが、特に最近ではユーロ圏の低迷に対して米国の優位さが現れている（図表10）。



(資料) それぞれ、OECD のデータから農中総研作成

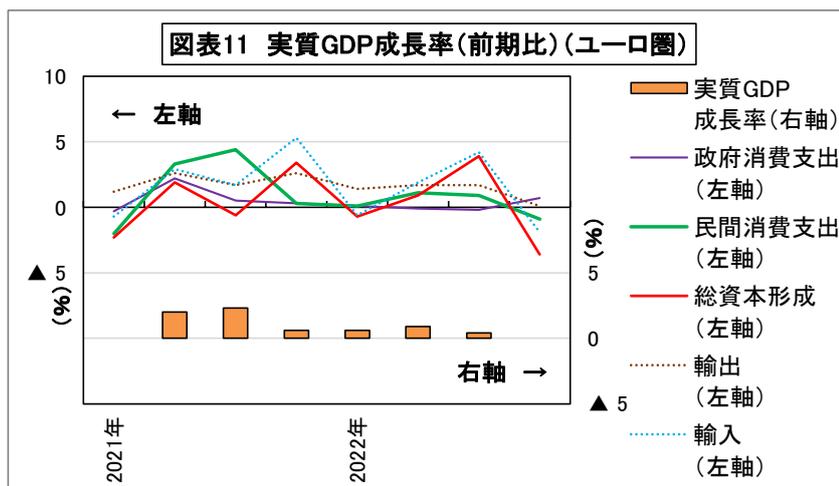
加えて構造改革などの余地も

このように、ユーロ圏における R&D 投資拡充の必要性を読み取ることができる。しかし同時に、先に見たように主要国の間では、R&D 投資比率が同程度であっても労働生産性の改善や経済成長率にはかなりの差異が存在する事実もある（図表5、6）。この事実は、様々な改革を経てきたユーロ圏ではあるが、国によっては、教育訓練の充実や労働市場の流動化などを通じた人的資本の質の向上や規制緩和による競争条件の改善などの構造改革にも、合わせて注力する余地が残されていることを示すものと考えられる。

4. ユーロ圏で続く投資には厳しい環境と予想される労働生産性の停滞

投資の落ち込み

さて、欧州連合統計局（Eurostat）は3月に入り、ユーロ圏の22年第4四半期の実質GDP成長率（前期比）を、0.1%から0.0%に下方改定した。この新たなデータによれば、足元では特に総資本形成の落ち込みが明らかになっている（図表11）。

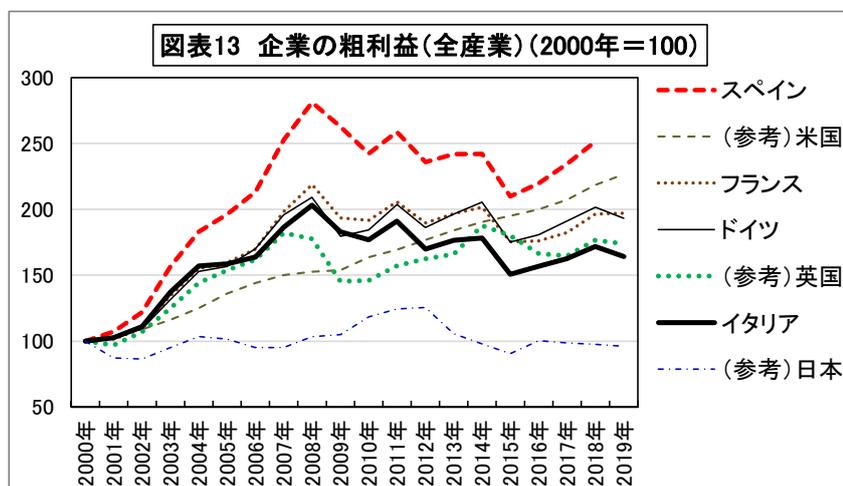
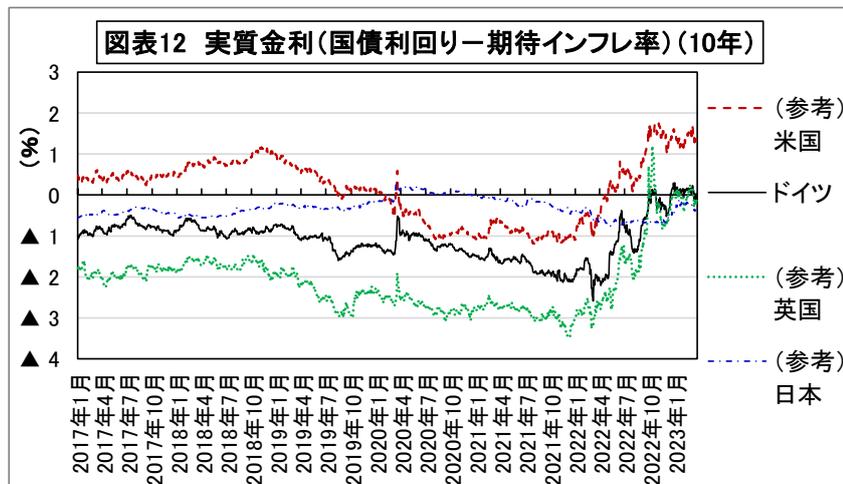


（資料）Eurostat のデータから農中総研作成

足元の逆風と構造的な問題点

確かにユーロ圏では、各国にとり投資を巡る環境は大変厳しい。暖冬や各国の財政措置に支えられユーロ圏経済は一時の想定に比べれば底堅く推移しているものの、ユーロ圏がエネルギー危機のただ中に置かれている事実には変わりはない。実際に、安定的な天然ガスの供給確保のためのインフラ整備には今後3~5年を要するとみられる中で、8月まではノルドストリームによるロシアからのガス供給が継続されていた22年に対し、23年にはエネルギーの必要量の確保が一層困難になる可能性が否定できない。こうして先行きの不透明感は依然として根強く、当面のところ、企業投資は慎重で選別的なものにならざるを得ないものとみられる。

またこの他にも、足元で企業投資に逆風となる材料がある。ひとつは、欧州中央銀行（ECB）の金融引き締めを受け上昇を続ける金利水準である（図表12）。また、欧州委員会が3月に改めて方針を示したように、EU（欧州連合）ではエネルギー価格対策などの財政支援を段階的に縮小し24年には財政規律の適用を再開する方向にある^(注3)。これらに加えて、より長期的で、構造的な材料もある。米国企業に比べユーロ圏の企業の利益水準の伸びは鈍く、ここからは企業の投資余力の制約を窺うことができる（図表13）。



(資料) 図表 12 は Bloomberg の、図表 13 は OECD の、各データから農中総研作成

ユーロ圏で今後 も続く労働生産 性の停滞の影響

以上のように少子高齢化の影響が大きいユーロ圏では、労働生産性はインフレ動向ばかりか経済成長を左右する重要な要因でもある。しかしユーロ圏はその改善に必要な投資の拡充には大変困難な環境の下に置かれており、労働生産性の停滞が今後ともその経済情勢に対して影響を及ぼし続けることが予想される。

(23. 3. 27 現在)

(注1) 以上の議論については、次を参照されたい。

・ 山口勝義 「「コア」が高止まりさせるユーロ圏の消費者物価上昇率」(『金融市場』23年3月号所収)

(注2) 国民一人当たりGDPについては、 $GDP/人口 = (GDP/労働者数) \times (労働者数/人口)$ であることから、概ね、「国民一人当たりGDP」=「労働者一人当たり労働生産性」 \times 「生産年齢人口比率」の関係にあると捉えることができる。

(注3) この点については、次を参照されたい。

・ European Commission (8 March 23) “Fiscal Policy Guidance for 2024: Promoting debt sustainability and sustainable and inclusive growth”