

経済金融 ウォッチ

2023年5月号

国内		1
米国		11
中国		18
欧州		24



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

年／月 項 目		2023年				2024年
		4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 (%)		-0.013	-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/ドル)	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)

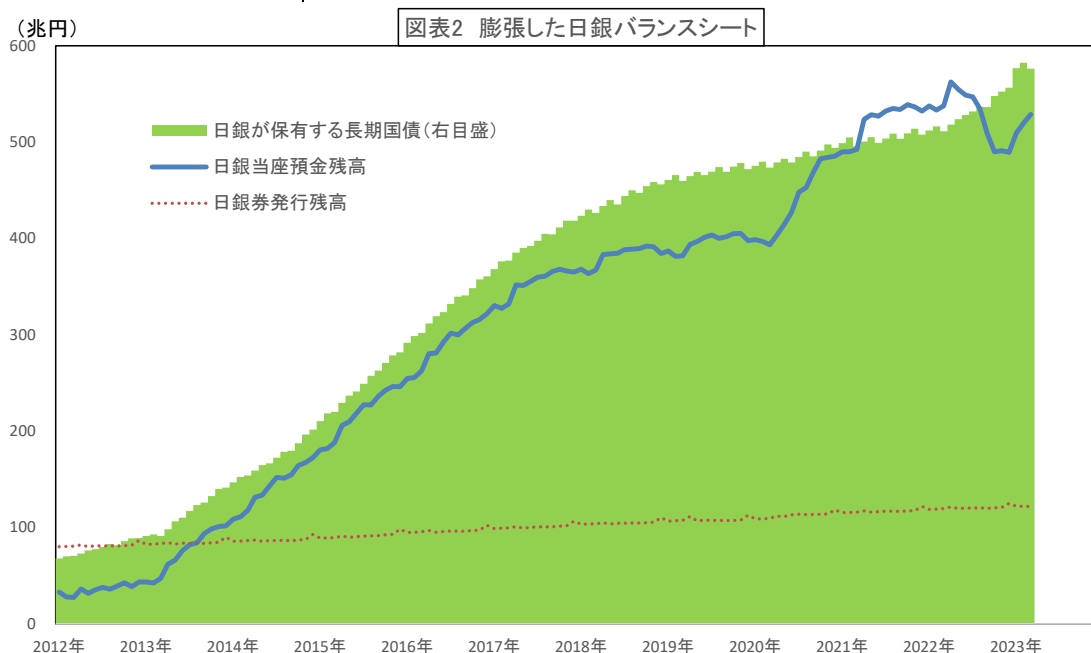
(注)実績は2023年4月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

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

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）。

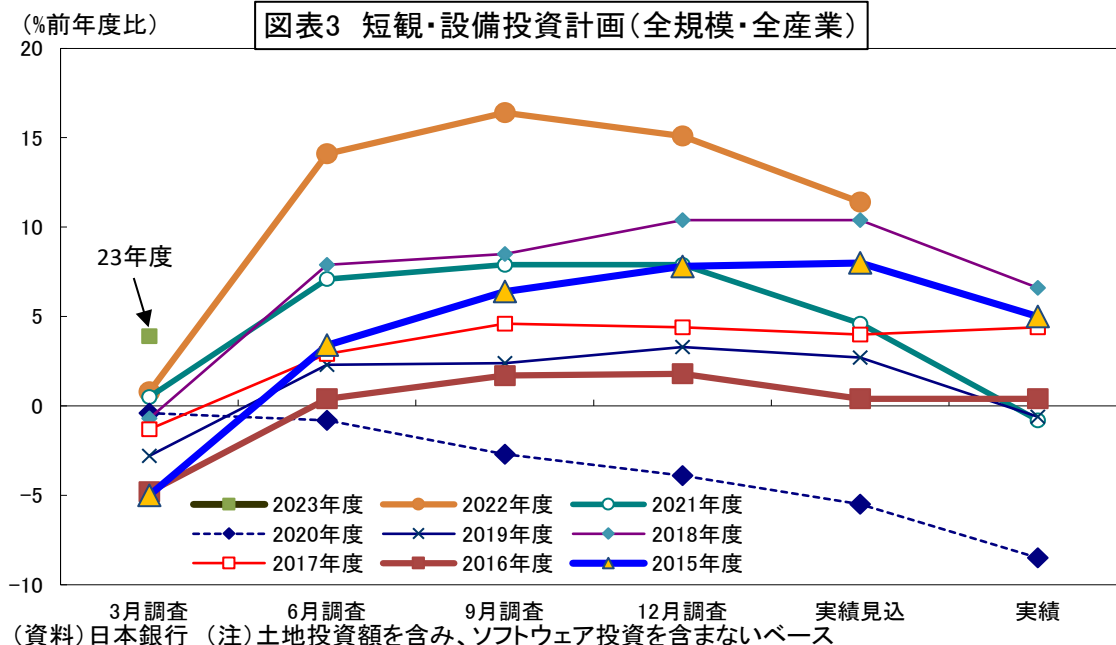


(資料)日本銀行

**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

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。



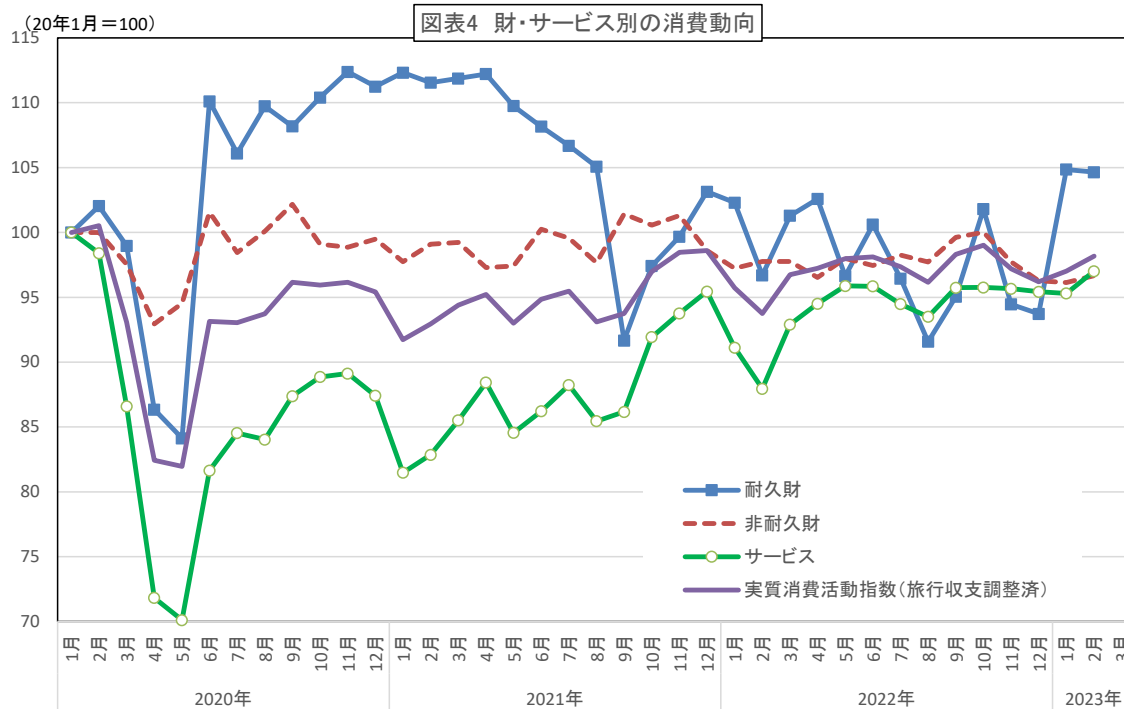
足元の景気は足踏み

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

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。



(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

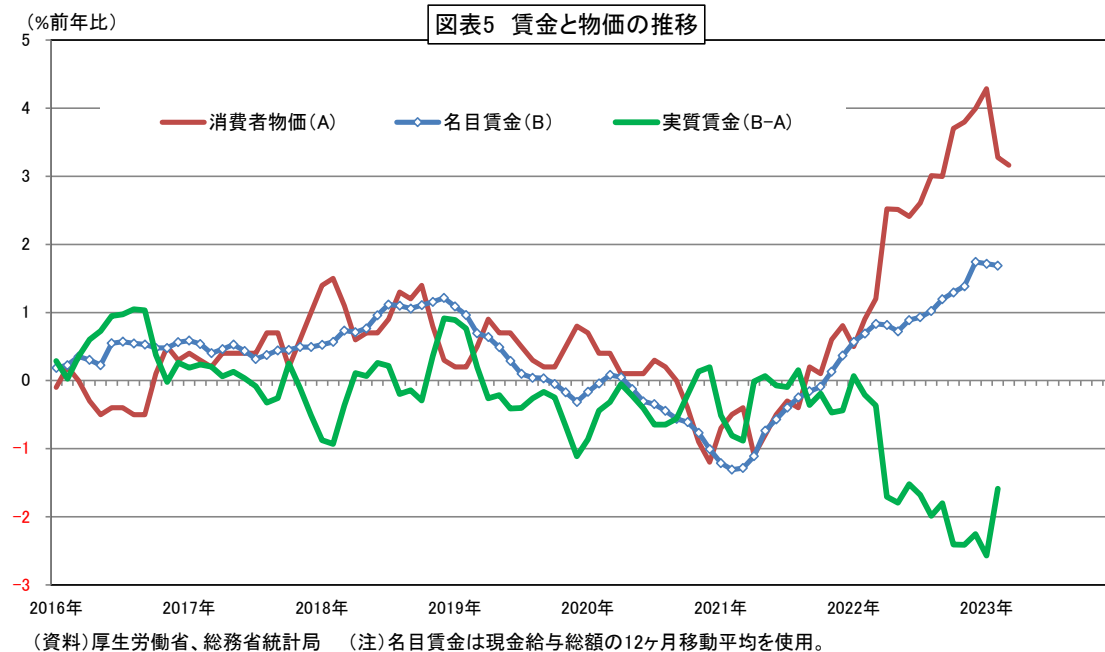
一方、消費関連指標には一部で明るさも見えつつある。2月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比1.2%と2か月連続の上昇で、4か月ぶりの改善となったサービス消費が牽引した。歴史的な円安を背景に訪日外国人が増加傾向にあり、インバウンド需要（SNA上では「サービスの輸出」に該当）を押し上げているが、これまでコロナ感染に影響を受けてきた国内の消費者行動もようやくウィズコロナが浸透し始めた感がある。3月の消費動向調査によれば、マインドを示す消費者態度指数は4か月連続で改善し、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」へ上方修正されている。

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、「景気ウォッチャー調査」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。



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

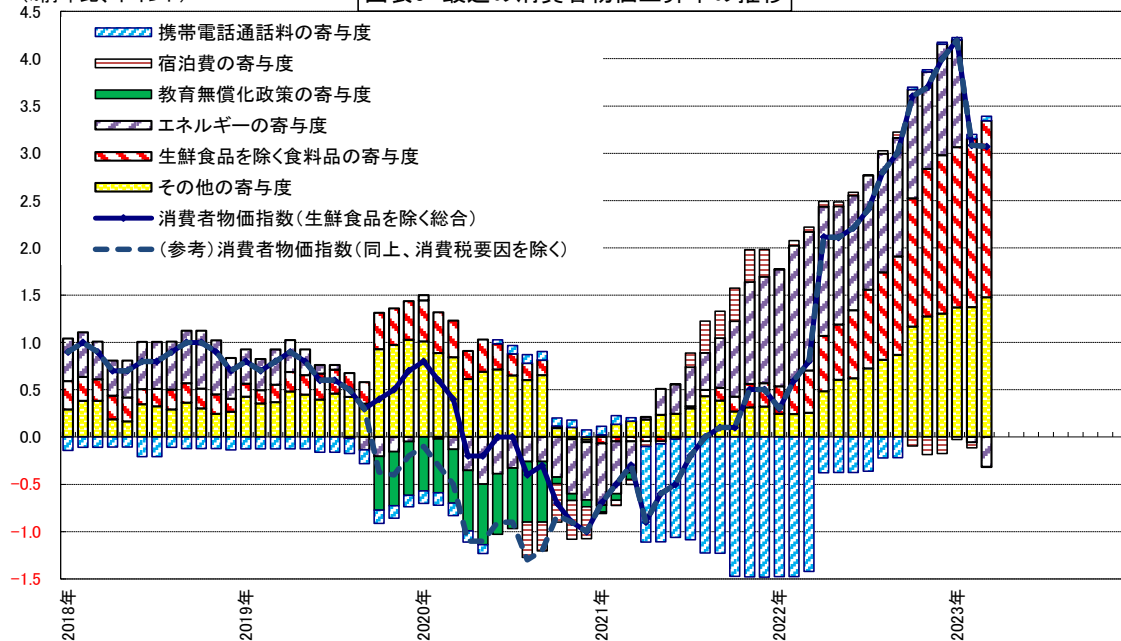
以下、先行きの国内景気を展望してみたい。カギを握るのは、世界経済・貿易の動向と実質家計所得の目減りがいつ解消されるのか、という点であろう。まず、世界経済の動向については、欧米地域ではインフレ高止まりが続いていることもあり、その沈静化に向けてさらなる利上げが不可避な状況と思われる。一方で、金融政策の効果発現までには1～2年程度のタイム・ラグ

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が高いものの、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。

(%前年比、ポイント)

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

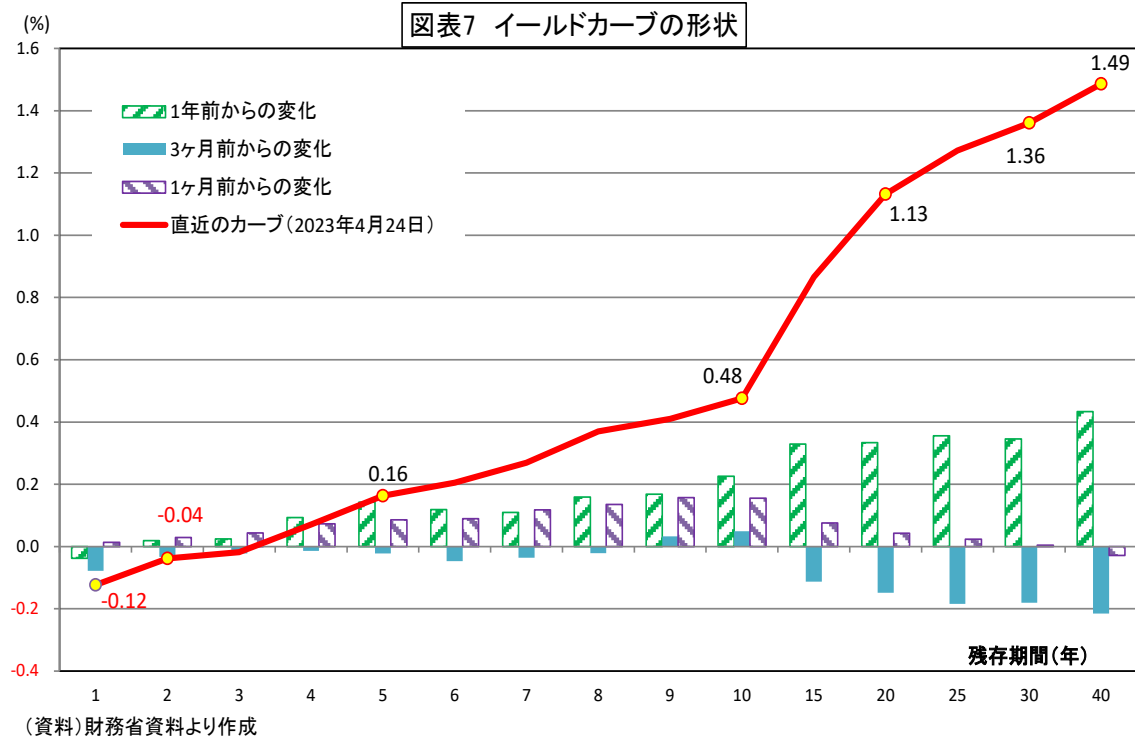
CPI)」では1981年12月（同3.9%）以来の上昇率となる同3.8%まで加速した。

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。

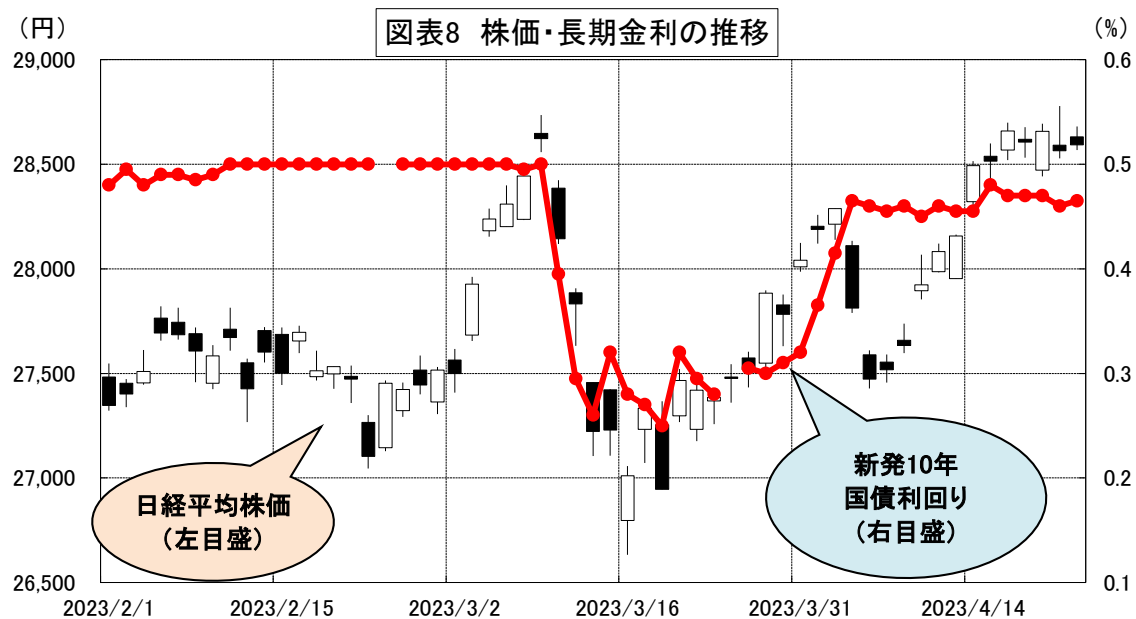
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。



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

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。



（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%

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

金融システム不安の緩和で円安ドル高方向に戻る動き

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

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。

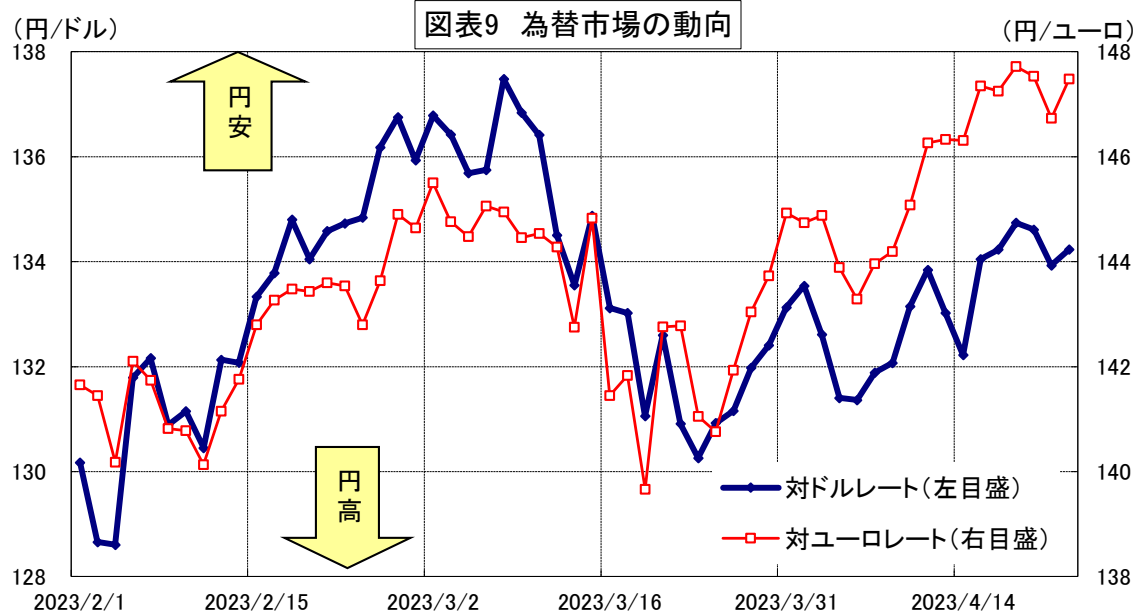
③ 外国為替市場

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

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。



(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)

信用収縮懸念は時期尚早

～政策金利は 5.00～5.25%へと引き上げへ～

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金融不安以降、信用収縮の有無を見極める局面となっている。4月12日までのデータによれば預金流出や貸出の減少は一旦沈静化したことが確認でき、信用収縮が進行していると判断するのは時期尚早といえるだろう。5月上旬に公表予定の上級銀行貸出担当者調査にも注目したい。

米労働市場は依然として堅調さが維持されていることや、インフレ率が高止まりしていることなどから、5月FOMC(2、3日)では従来のFRB見通し通り25bpの利上げが行われる可能性が高い。

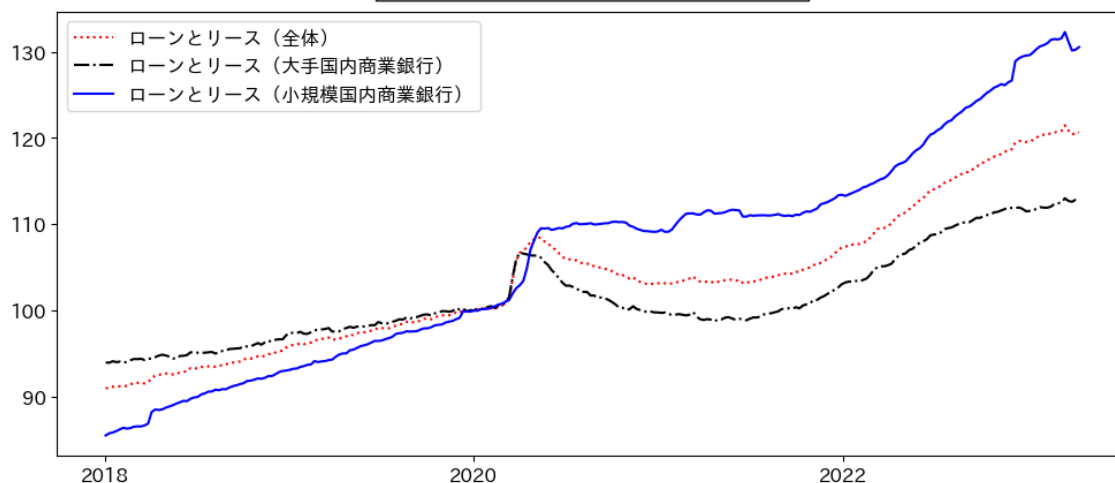
信用収縮を見極める局面へ

3月10日のシリコンバレーバンク(SVB)の破綻に端を発した金融不安は、FRBによる流動性供給などもあり足元では一旦沈静化している。もっとも4月にIMFから公表された国際金融安定性報告書によれば、既に米・欧では銀行の貸出基準が厳格化しており、3月15日時点のデータに基づくと、1年先のGDP成長率に対して米国で▲0.44ポイント、欧州で▲0.45ポイントの下押し圧力に相当するとの試算が示された。

また、FRBが19日に公表した地区連銀経済報告(ページブック)においても、複数の地区連銀から「銀行が貸出基準を厳格化した」と報告された。加えて、13日に発表された米銀大手の決算(10～12月期)では貸倒引当金が積み増されており、景気の先行きについて慎重な姿勢が示された。こうしたことから、足元では、信用収縮(クレジット・クランチ)の有無を見極める局面となっている。

もっとも、FRBが21日に公表した「米国内商業銀行の資産・負債(H.8)」統計から4月12日までのデータをみると、預金流出や貸出の減少は一旦沈静化したことが確認でき、信用収縮が進行していると判断するのは時期尚早と思われる。なお、銀行の貸出基準や借入需要の動向をめぐっては、5月上旬に公表予定の上級銀行貸出担当者調査(SLOOS)へ注目が集まりそうだ。

図表1 銀行貸出の推移 (2020/1/1 = 100)



(出典) FRB、FRED

債務上限問題が切迫

足元の米財務省の手元資金から判断すると債務上限到達時期が早ければ5月、遅くとも8月上旬と考えられるなど、債務上限問題をめぐる懸念が強まっている。こうしたなか、共和党のマッカーシー米下院議長は19日、10年で連邦政府の歳出を4.5兆ドル縮小するとともに、債務上限を1.5兆ドル引き上げ今後約1年の資金繰りを確保する案を提示した。近日中に、共和党が過半を占める下院で採決する予定となっている。もっとも、共和党との交渉についてバイデン大統領や民主党指導部がどの程度積極的なのか不明瞭なこともあり、法案可決後も調整は難航する可能性が高そうだ。

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。

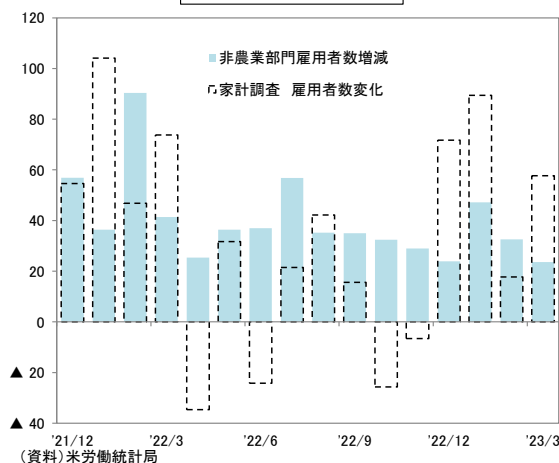
3月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は2月から23.6万人増と速いペースでの雇用増が続いている。また、失業率は0.1ポイント低下の3.5%となった。3月の平均時給は、前年比4.2%、前月比は0.3%となった。また、2月の求人労働異動調査によると、求人率(=求人数÷(求人数+雇用者数))は6.0%へ低下、自発的な離職率は2.6%へ小幅上昇となった。全体としてみれば求人率の低下幅が大きく、賃金上昇率も落ち着きつつあることなどから、労働市場のひっ迫度合の緩和が進んでいるとの判断を維持して良いだろう。

こうした労働市場の堅調さを背景に5月FOMC(2、3日)では従来のFRBの見通し通り、25bpの利上げが行われる可能性が高そう

だ。なお、カンザスシティ連銀が3月31日に公表したレポートによると、金融引き締め効果が現れにくい背景として、サービスセクターの労働市場が利上げに反応しにくい状態が続いていることが指摘されている。

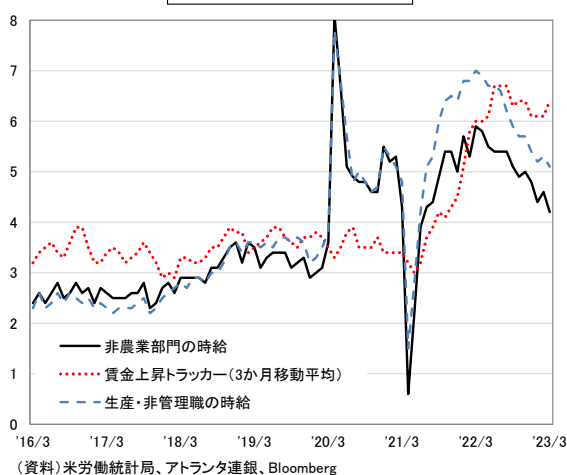
(万人、前月差)

図表2 雇用者数の伸び



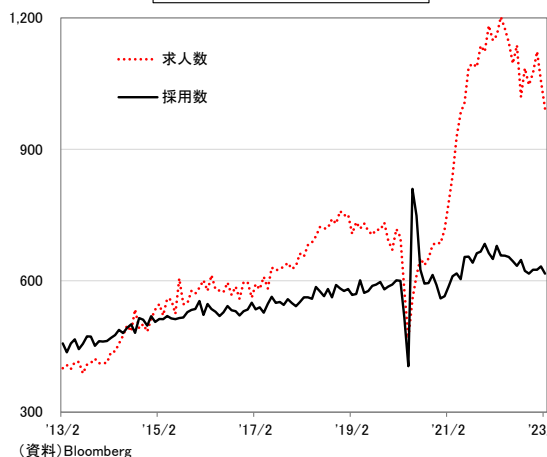
(%, 前年比)

図表3 賃金上昇率の推移



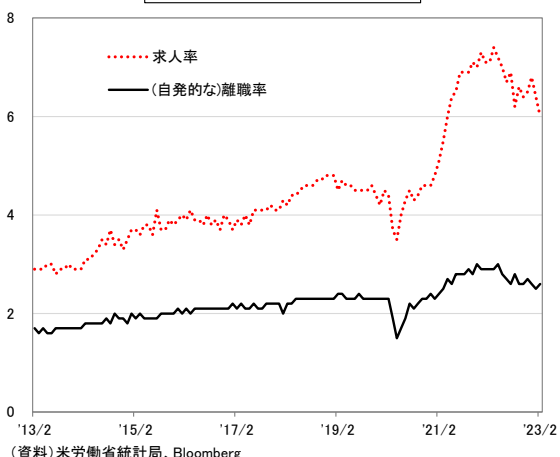
(万人)

図表4 求人数・採用数の推移



(%)

図表5 求人率・離職率の推移

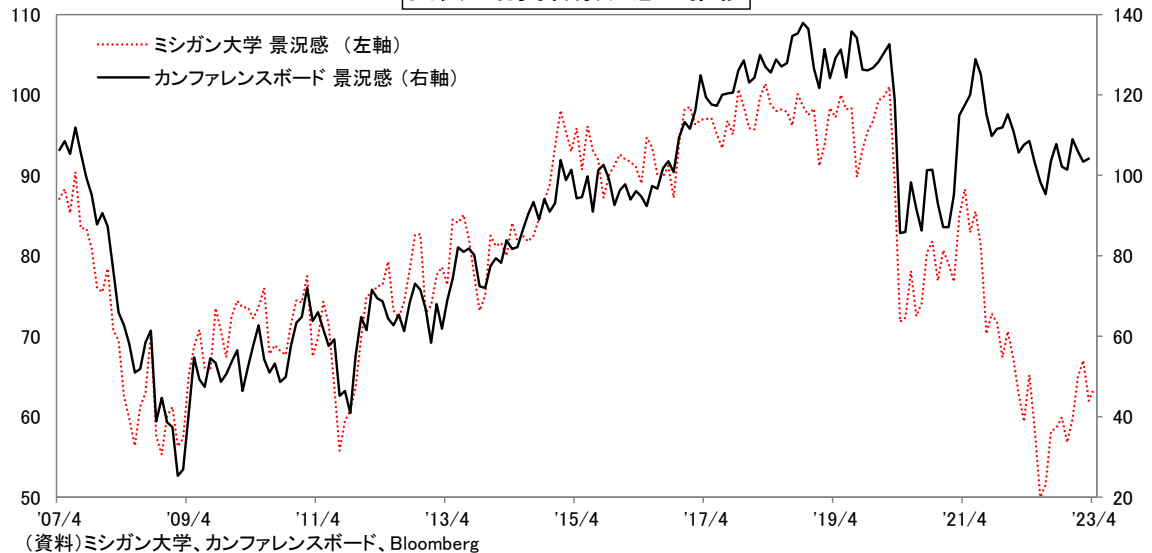


個人消費をみると、2月の実質個人消費支出は、財消費が前月比▲0.1%と2か月ぶりに減少、サービス消費も同▲0.1%と13か月ぶりに減少し、全体としても▲同0.1%となった。なお、3月の小売売上高は同▲1.0%と減少している。全体としてみれば利上げが進むなかで個人消費に下押し圧力が加わっていることがうかがえる。

4月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は、低所得者の景況感が上昇、高所得者は低下したことで全体としては小幅な上昇にとどまった。加えて、短期的なインフレ期待に対する不確実性が跳ね上がっていることから、1年先の期待インフレ率は3月

から 1.0 ポイント上昇の 4.6%となったとミシガン大学から報告された。

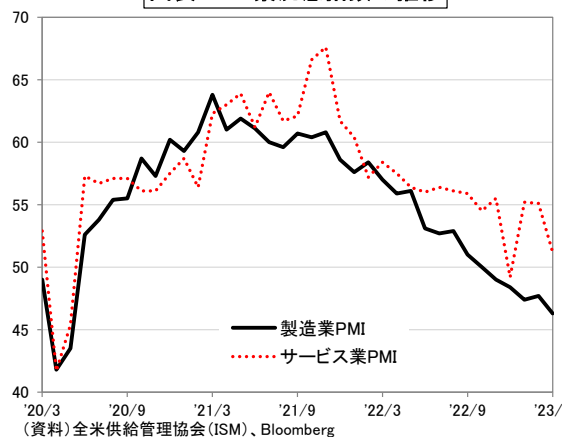
図表6 消費者景況感の推移



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、4 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から▲1.4 ポイント低下の 46.3%と 5 か月連続での縮小傾向を示した。他方、サービス業指数（サービス業 PMI）は、同▲3.9 ポイント低下したものの 51.2%と、拡大傾向を保っている。サービス業 PMI の内訳をみると、新規受注が同▲10.4 ポイントの大幅低下となる 52.2%となった。また、価格指数は製造業 PMI で同▲2.1 ポイント、サービス業 PMI で同▲6.1 ポイントといずれも低下した。

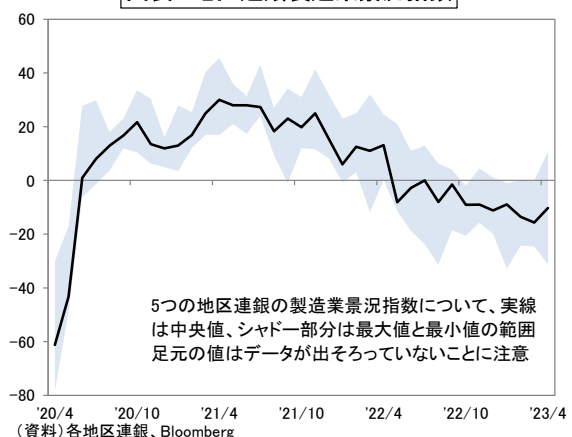
図表7 ISM景況感指数の推移



全体としては鈍化傾向のインフレ率

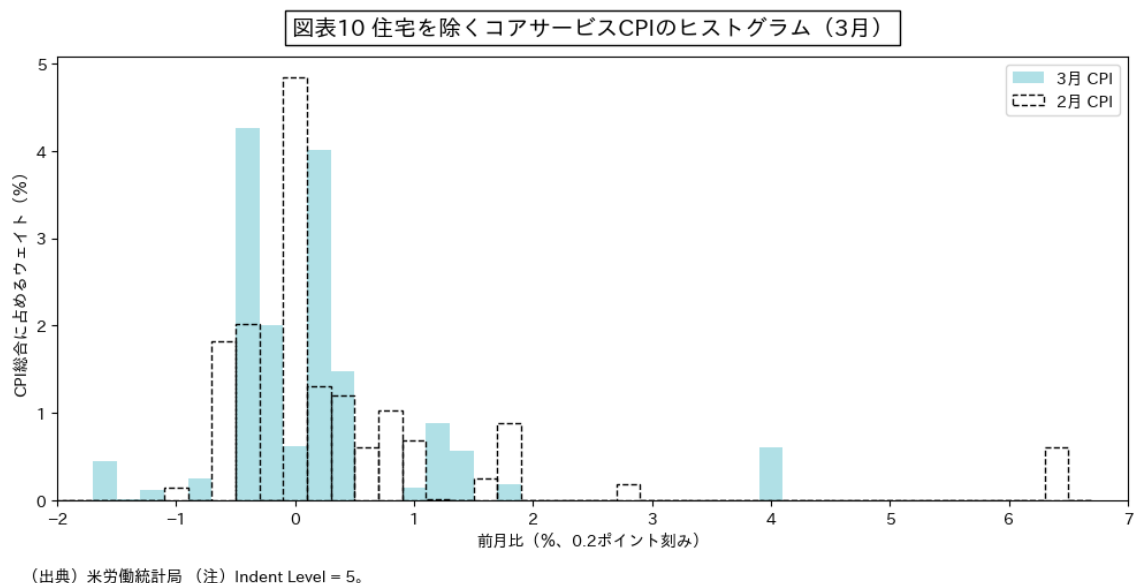
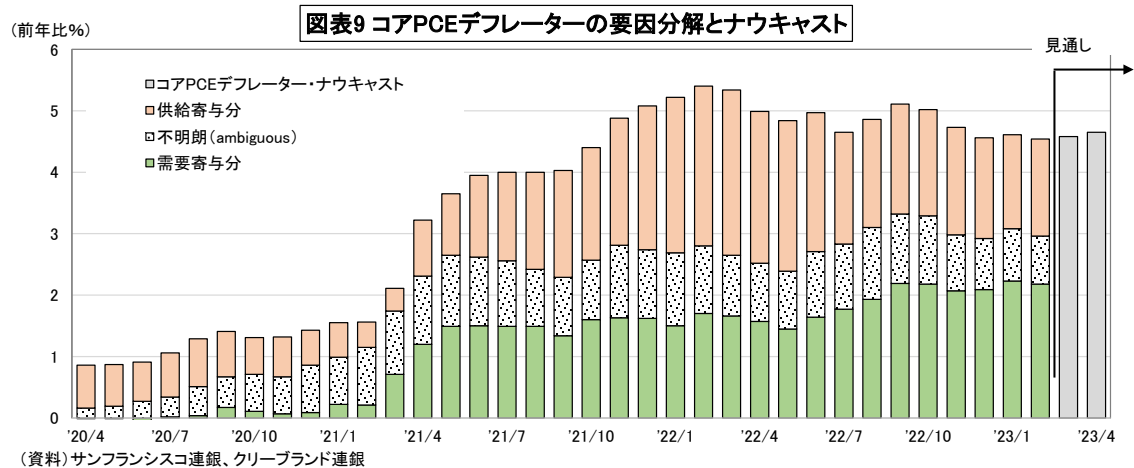
インフレ率をみると、2 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.6%と 1 月の同 4.7%から鈍化した。ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは 1 月から変わらずの同 4.6%となっ

図表8 地区連銀製造業景況指数



た。また、3月の消費者物価指数（CPI）はエネルギーが前月比▲3.5%と大幅に下落したことから、総合は同0.1%と低い伸びとなった。一方でコアは同0.4%、住宅サービスは同0.6%と依然として高止まりしている。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、3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、前月比マイナスとなった項目が増加し、同セクターのインフレ率が落ち着きつつあることがうかがえる。



景気の先行き：1 年程度は下押し 圧力が強い

4月に入ると金融不安は一旦沈静化したことから、急速な信用収縮は回避できるとの想定の下、景気の先行きを考えてみたい。

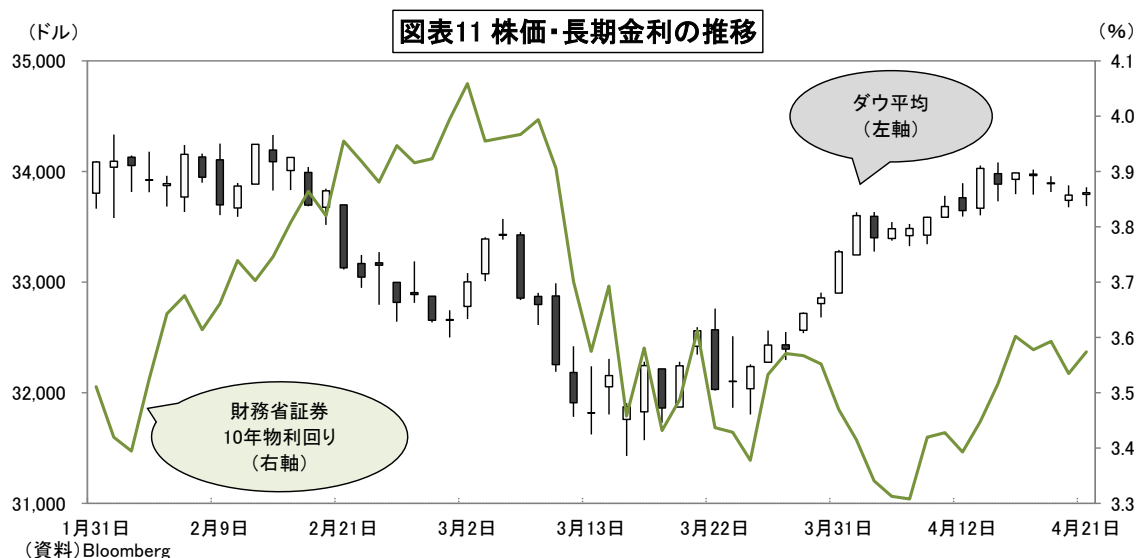
3月 FOMC 終了後に公表された経済見通しで示されたように、金融引き締めが長期化することで、向こう 1 年程度の需要に下押し圧力が加わり景気減速は続くと思われる。サービスセクターの労働市場が利上げに反応しにくいとの指摘もあり、金融引き締め効果が後ずれしていることから、景気への下押し圧力が強くなるのは 23 年半ばから後半となりそうだ。

4月 12 日に公開された 3 月 FOMC 議事要旨によれば、23 年後半から穏やかな景気後退に入り、24～25 年にかけての景気回復が見込まれている。いずれにせよ、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。

長期金利は上昇 しにくい環境

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では 3 月 10 日の SVB 破綻に端を発する金融不安から米長期金利（10 年債利回り）は急低下した後、変動幅の大きな展開となった。4 月入り後は、景気後退懸念から一旦 3.3% 付近まで低下したものの、雇用統計が堅調だったことなどから長期金利は再び上昇し、足元では 3.6% 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、金融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、3 年半ばにかけて 32,000 ドルを挟んだ取引となった。その後は、金融不安が沈静化したことや雇用統計において

米労働市場の堅調さが改めて示されたことなどから反発し、足元では 34,000 ドル手前まで回復した。

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などから、引き続き上値の重い相場が続くと予想する。

(23. 4. 24 現在)

予想を上回る 23 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率

～先行きは持ち直し継続も依然楽観視はできない～

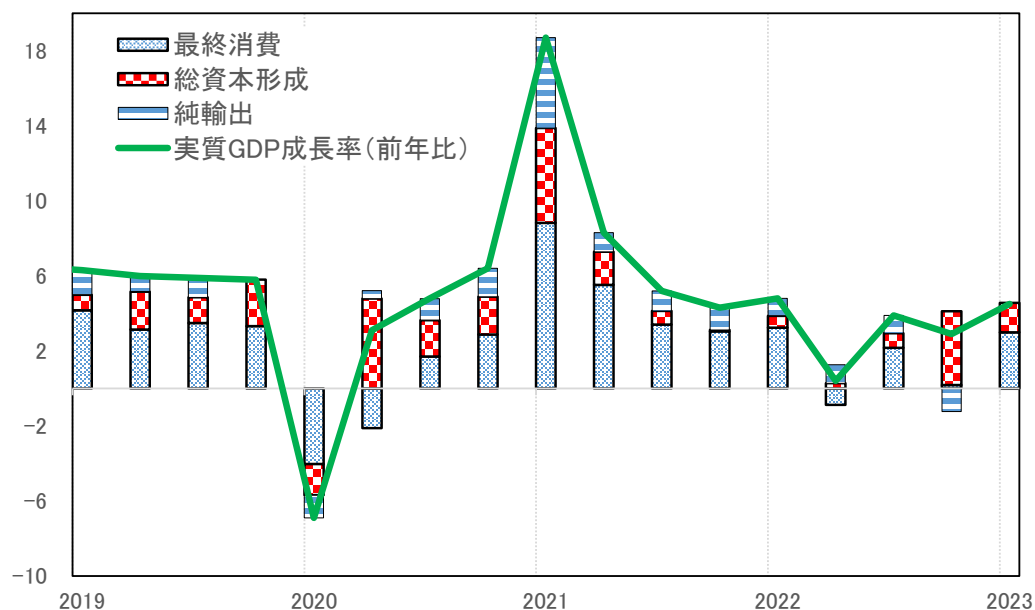
王 雷軒

要旨

コロナ感染対策が大きく緩和されたことなど消費が持ち直したため、2023 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.5%、前期比 2.2%と 10～12 月期(同 2.9%、同 0.6%)からそれぞれ加速した。先行きについても、拡張的財政政策・緩和的金融政策によって消費の緩やかな回復が継続するとみられるほか、不動産開発投資がプラスに転じる可能性もあり、持ち直しが続く可能性は高い。ただし、足元の経済指標からは、消費と投資(民間投資、不動産開発投資)に力強さを欠いたほか、先行き輸出が下振れるリスクもあることから、依然楽観視はできない。

図表1 実質GDP成長率と需要項目別の寄与度

(%前年比、ポイント)



(資料) 中国国家统计局、Windデータより作成、四半期ベース。

23 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前期比 2.2%、前年比 4.5%と、いずれも加速

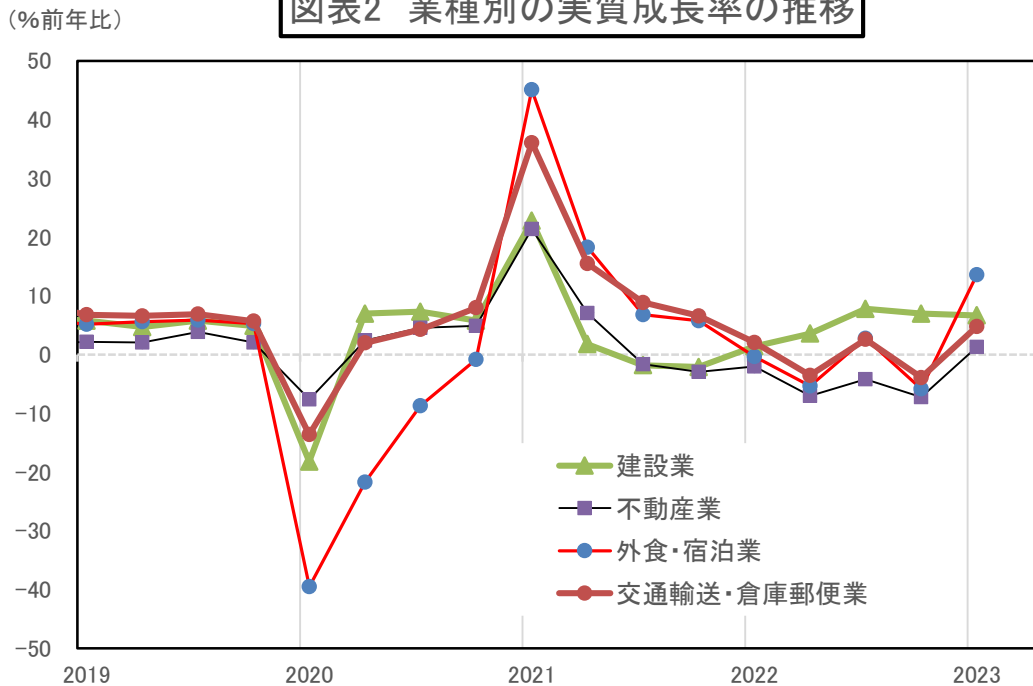
国家统计局が 4 月 18 日に発表した 23 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率(速報)は前年比 4.5%と、10～12 月期(同 2.9%)から加速した。前期比も 2.2%(年率換算 9.1%)と 10～12 月期の 0.6%(同 2.4%)から加速した。名目 GDP 成長率は前年比 5.48%、GDP デフレーターは同 0.94%となっている。厳格に行

われてきたコロナ感染対策が 22 年末に大きく緩和されたことなどから経済回復は予想されていたものの、その度合いは当初想定（実質、前年比 3.4%）より大きかった。

その原因として、1～3 月期の輸出が想定ほど悪化せず、純輸出（輸出－輸入）が成長を押し下げる幅が予想より小さかったことが挙げられる。実質 GDP 成長率（4.5%）に対する需要項目別の寄与度をみると、最終消費は 3.0 ポイント、総資本形成は 1.6 ポイント、外需（純輸出）は▲0.1 ポイントであった（図表 1）。純輸出の寄与度は 2 四半期連続のマイナスとなったものの、10～12 月期（▲1.2 ポイント）からマイナス幅は縮小した。

また、不動産業は当初想定より持ち直しが進んだことも挙げられる。4 月 19 日に発表された業種別の実質成長率を確認すると、不動産業は前年比 1.3%と 7 四半期ぶりのプラス成長に転じた（図表 2）。実質 GDP 成長率（前年比 4.5%）に対する寄与度は 0.8 ポイントであった。他方、インフラ整備向け投資が好調だったことから建設業が同 6.7%と堅調な成長を続けたほか、コロナ感染対策の大幅緩和を受けて、外食・宿泊業と交通運輸・倉庫郵便業もそれぞれ同 13.6%、同 4.8%とプラス成長に転じたが、これらはおおむね想定範囲であった。

図表2 業種別の実質成長率の推移



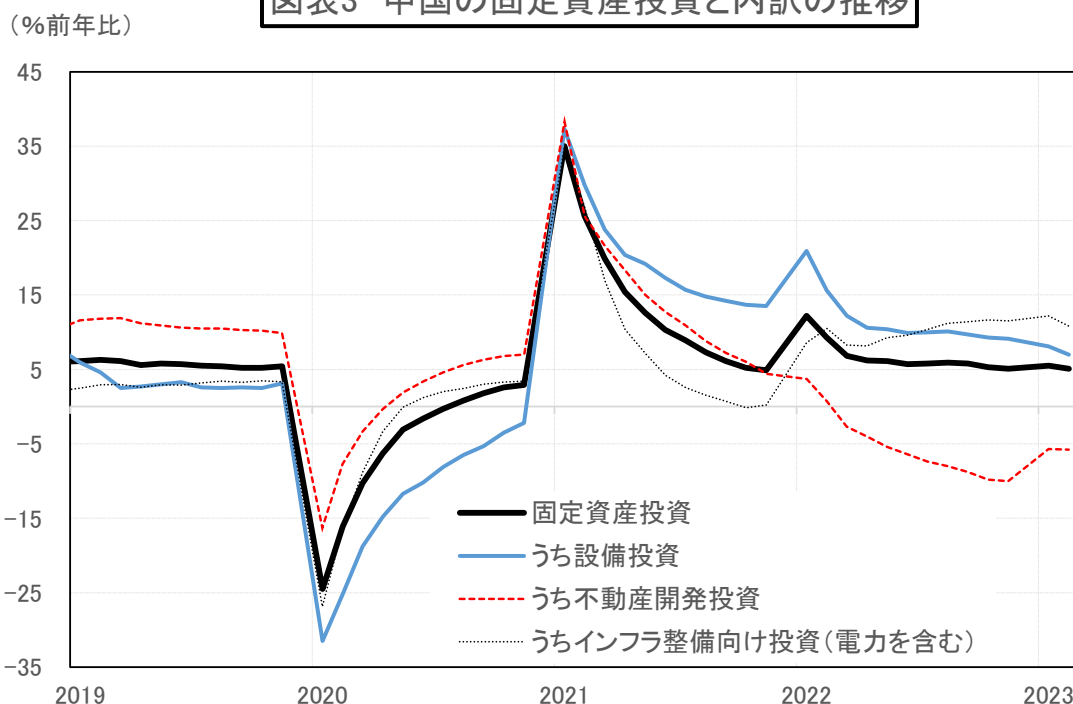
(資料) 中国国家统计局、Windより作成、四半期ベース。

3月の輸出額は想定外の大幅増となった一方、投資は鈍化

一方、3月単月の経済指標を確認すると、景気の回復は続いているものの、力強さを欠いているとみられる。確かに3月の輸出額（米ドル建て）は前年比14.8%と6か月ぶりのプラスに転じ、予想外の大幅な増加となった。しかし、内需に目を向けると、1～3月期の固定資産投資は前年比5.1%と1～2月期（同5.5%）から鈍化した（図表3）。前月比も、3月は▲0.25%と1月（0.28%）、2月（同0.48%）からマイナスに転じている。また、1～3月期の民間投資は前年比0.6%と固定資産投資全体（同5.1%）を大きく下回った。

さらに、1～3月期の不動産開発投資も前年比▲5.8%と1～2月期（同▲5.7%）から小幅ながら減少幅が拡大した。3月の住宅販売金額は前年比8.8%とプラスに転じたものの、住宅開発投資は同▲7.2%とマイナス状態が続いている（図表4）。住宅ローン金利の引下げや購入規制の緩和などの住宅購入促進策を受けて住宅販売に持ち直しの動きが見え始めたが、住宅開発投資は回復の勢いがまだ弱い。雇用・所得環境の改善に伴い、住宅在庫の圧縮がさらに進めれば、住宅開発投資はプラスに転じる可能性もあるが、本格的回復にはしばらく時間がかかる見込みである。

図表3 中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、(注) 年初来累積、直近は23年1～3月期。

(%前年比)

図表4 不動産開発投資と住宅販売額の推移(月次)



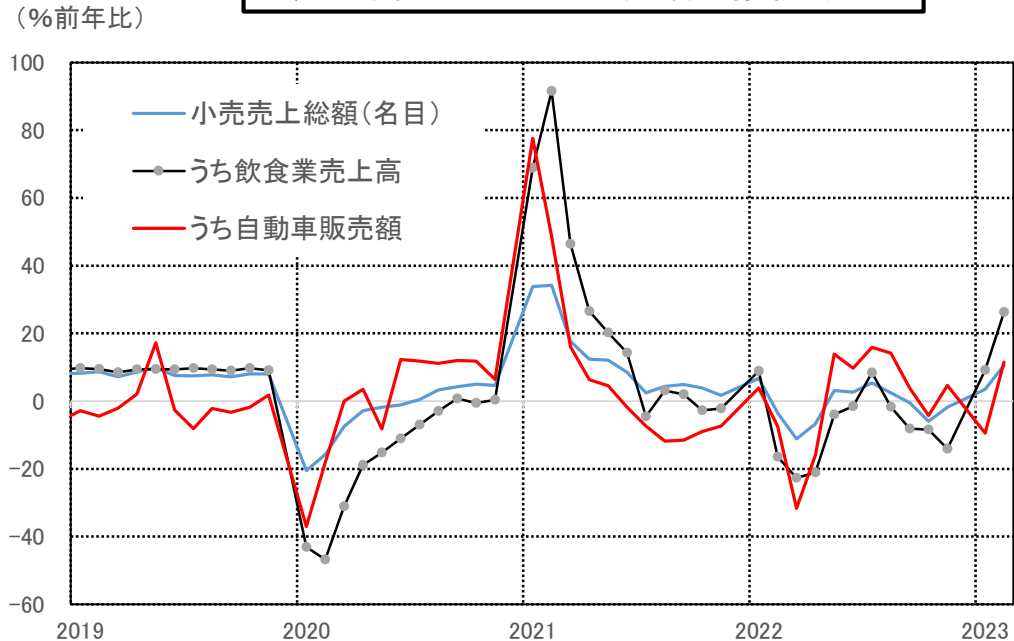
(資料)中国国家统计局、Windより推計、直近は23年3月。

消費も回復してはいるものの、力強さを欠く

また、消費も回復しつつあるものの、その勢いは決して強くない。確かに、3月の飲食業売上高が前年比26.3%と大幅に伸びたほか、自動車販売額も同11.5%と再びプラスに転じたこともあり、3月の小売売上総額は前年比10.6%と1~2月期(同3.5%)から伸びが大きく高まった(図表5)。このように前年比データは良好な内容に見えるが、前月比では0.15%と2月(0.67%)から鈍化している。コロナ感染対策の大幅緩和や消費促進策等を受けて消費者マインドがある程度改善したものの、所得の伸びが緩慢だったほか、若年層の失業率も依然高いことから、消費の本格的な回復にはなお時間がかかると思われる。実際、国家统计局が発表した3月の全国都市部調査失業率は5.3%と2月(同5.6%)から改善したものの、16~24歳では19.6%と2月(18.1%)からむしろ悪化している。

以上を踏まえると、中国の内需は回復に向かっているが、力強いとは言い難い。内需弱含みの状況下、生産も大きく加速する状況ではなかった。3月の鉱工業生産は前年比3.9%と1~2月期(同2.4%)から伸びが高まったが、前月比では0.12%と2月とほぼ変わらず、回復は緩慢なままであった。

図表5 中国の小売売上総額の推移(月次)



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は23年3月。

物価も弱かった

こうした内需回復の弱さを反映し、3月の消費者物価指数(CPI)の上昇率は前年比0.7%と2月(同1.0%)から鈍化した。その背景には、天候が暖くなり、野菜供給が大きく増加したことで生鮮野菜が急落したほか、繁殖用母豚の飼養頭数が前年比1.7%の4,343万頭(23年2月末時点)に増えたことなどを背景に豚肉価格も下落基調にあることが挙げられる。なお、前月比では▲0.3%と2月(▲0.5%)からマイナス幅が縮小した。また、食料品とエネルギーを除いたコアCPIは前年比0.7%と2月(同0.6%)から小幅ながら上昇率が高まった。

また、工業生産者物価指数(PPI)の上昇率も前年比同▲2.5%と2月(同▲1.4%)からマイナス幅が拡大した。欧米の銀行システム不安がくすぶるなか、欧米経済の減速懸念が高まり、国際商品価格が調整されたほか、国内ではコロナ禍の後遺症が色濃く残っているため、総需要の持ち直しテンポが弱かったことが要因として挙げられる。なお、前月比では0.0%だった。

先行きは持ち直し継続も依然楽観視はできない

一方、地方債発行の加速や銀行新規融資の拡大を受けて、3月の社会融資規模や金融機関の新規貸出はいずれも過去最多を更新した。社会融資規模は5.38兆元と3か月連続で市場予想額を上回った(図表6)。また、金融機関新規貸出も3.89兆元と4か月連続で市場予想額を上回った。金融機関新規貸出の内

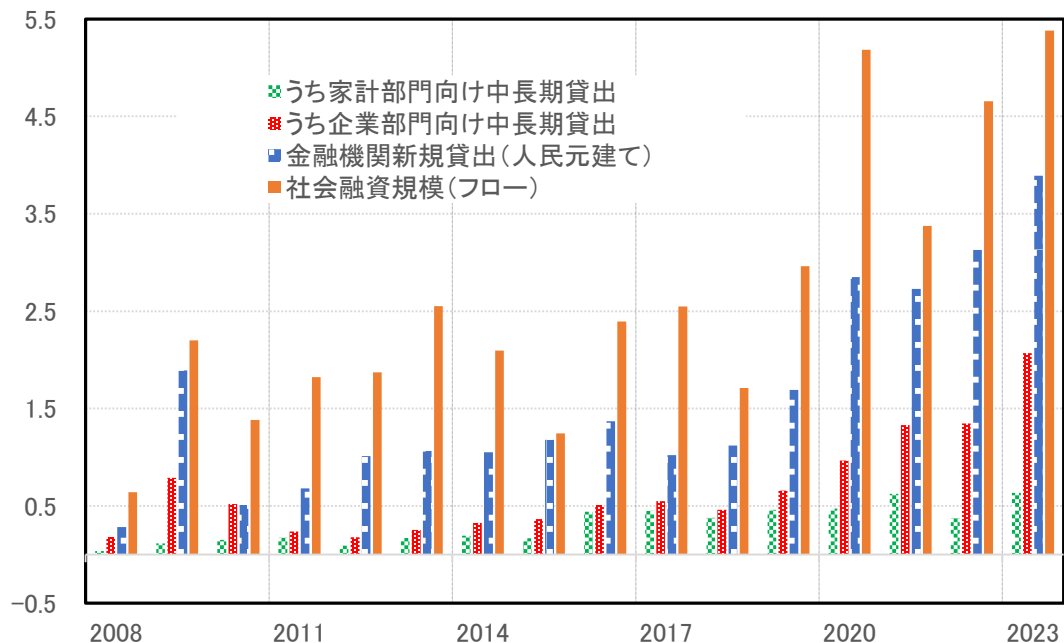
訳をみると、企業部門向け中長期貸出、家計部門向け中長期貸出はそれぞれ 2.07 兆元、0.63 兆元と、ともに過去最多を更新した。企業部門の資金借入額が増大し続けているほか、住宅ローン需要の持ち直しなどを背景に、家計部門の資金需要も比較的堅調だったとみられる。こうした前倒しで実施された拡張的財政政策・緩和的金融政策によって、今後は回復傾向が強まる可能性があると考えられる。

これらを踏まえると、先行きの中国経済は回復が続く可能性が高い。4～6 月期の実質 GDP 成長率は、昨年に行われた上海市などの都市封鎖による経済の落ち込みの反動で、前年比では高い数字となりやすく、7%以上に加速する公算である。その後は 5%台の成長に鈍化すると想定している。そのため、当総研は 23 年通年見通しを 23 年 2 月時点の 5%台前半から 5%台後半へ上方修正を行う予定である。

ただし、前述の民間投資の軟調さ、若年層の失業率の高さがどの程度改善されるか見通せないほか、輸出の下振れ圧力が依然強く、再び成長を大きく押し下げる可能性もあることから、先行きは依然楽観視できない。

(兆元)

図表6 3月の社会融資規模と金融機関新規貸出



(資料) 中国人民銀行、Windより作成

(23. 4. 24 現在)

描きづらい ECB による引き締め策の早期打ち止めシナリオ

～中長期的にもユーロ圏で根強く残る物価の下方硬直性～

山口 勝義

要旨

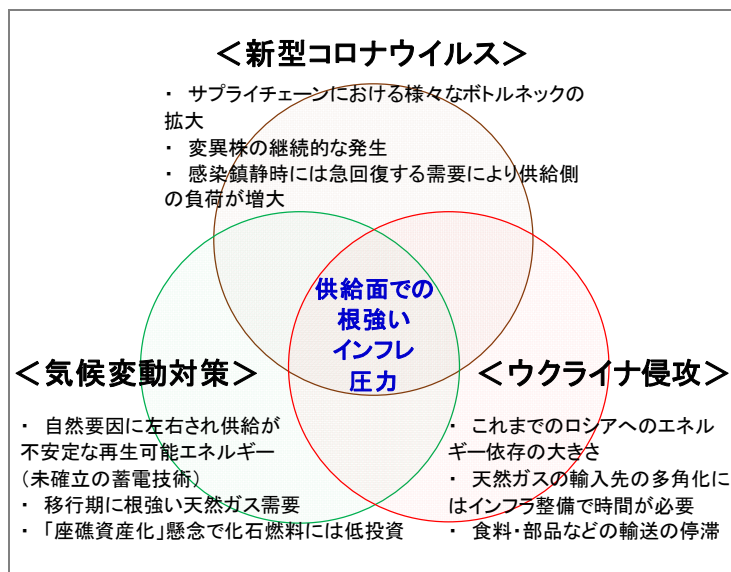
ユーロ圏の消費者物価上昇率は、全項目ベースでは減速に転じている。しかしコアは加速傾向を維持しており、供給側の要因の特性からすればこの傾向が早期に沈静化する可能性は小さいものとみられる。また、今後は新たに賃上げの進行に伴う内需の拡大も考慮に入れる必要がある。こうしたことから、この先 1 年程度の短期間にインフレが終息し、ECB が金融引き締めを打ち止めとするシナリオは現在のところ描きづらい。また、構造的な材料により、ユーロ圏の消費者物価には中長期的にも下方硬直性が根強く残ることが考えられる。

1. はじめに ～ユーロ圏の消費者物価に生じた変化

これまでの供給
制約主導であっ
たユーロ圏の消
費者物価の上昇

ユーロ圏の消費者物価の上昇には、これまで経済の供給側が主要な役割を果たしてきた。つまり、①新型コロナウイルスの感染拡大、②気候変動対策の加速化、③ロシアによるウクライナ侵攻、という 3 つの動きが同時進行する下で様々な供給面の制約が強まり、これらが物価を急速かつ大幅に押し上げてきた（図表 1）。なかでもロシアやウクライナに対するエネルギー資源や生鮮食品の輸入依存度が高いユーロ圏では、自国完結型経済の性格を持つ米国などに比べて供給制約の影響がより強く現れる結果となった。

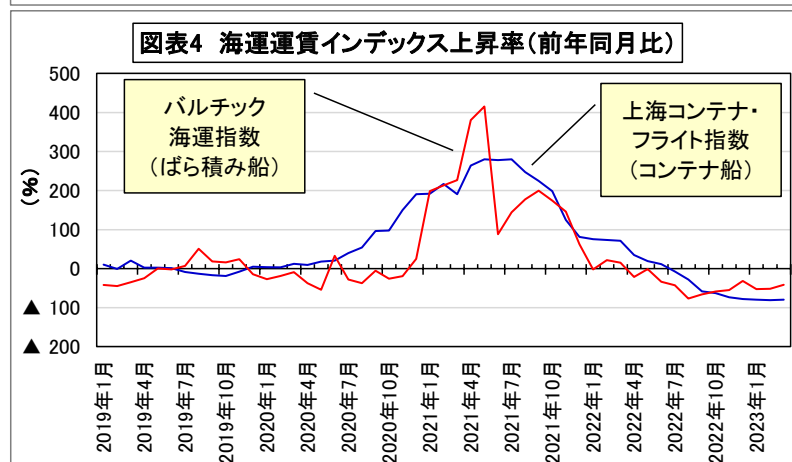
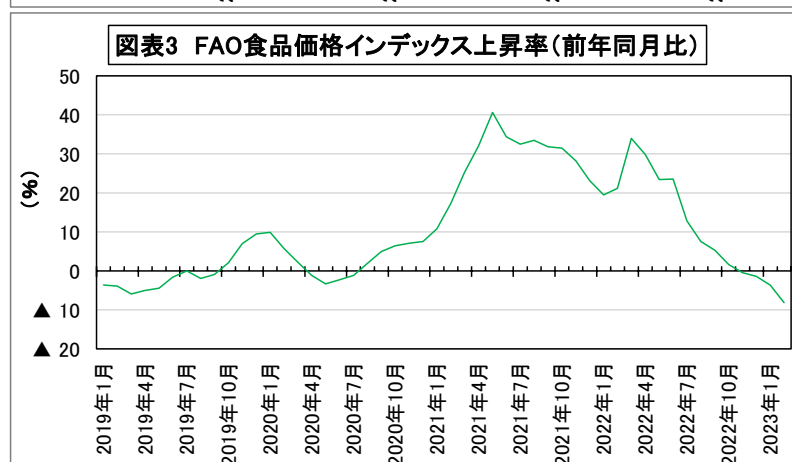
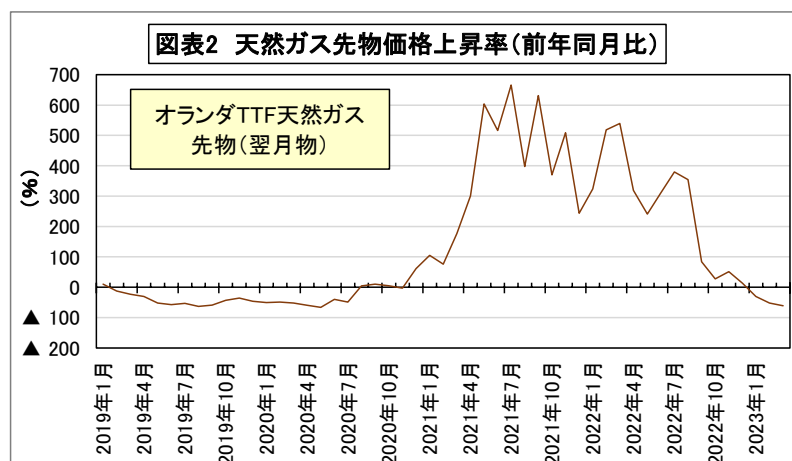
図表1 供給面の制約の強まり



（資料）農中総研作成

供給制約には緩和の動き

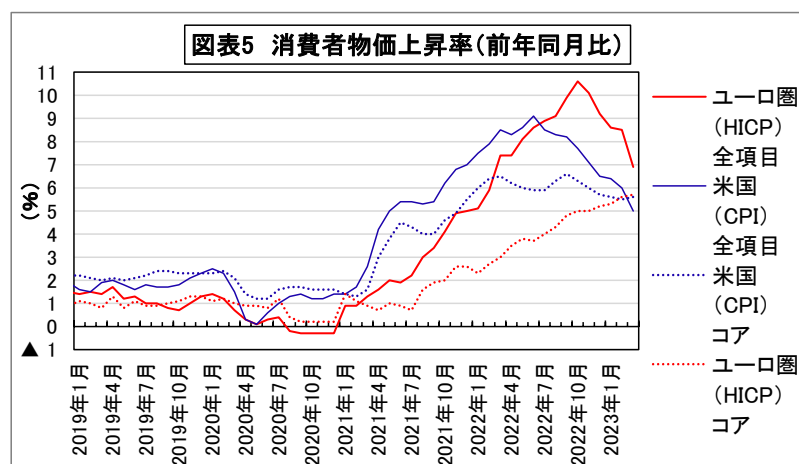
ところが最近では、こうした姿にも変化が生じてきている。まず、エネルギー価格や食品価格の上昇率は縮小し、前年同月比でマイナスに転じている（図表 2、3）。また、コンテナ船などの海運運賃についても低下傾向が明らかであり、ここにはコロナ危機に伴い拡大した供給制約の大幅な緩和が示されている（図表 4）。



(資料) 図表 2、4 は Bloomberg の、図表 3 は FAO の、各データから農中総研作成

消費者物価上昇率は全項目では減速の一方でコアは加速

この環境変化の下で、確かにユーロ圏の消費者物価の前年同月比上昇率は全項目ベースで頭を打たれ減速に転じている。しかしこれと同時に注目されるのは、エネルギーおよび食品を除くコアの推移である。減速に転じた全項目の上昇率に対してコアの上昇率は加速傾向を維持しており、両者の間の格差は急速に縮小に向かっている（図表5）。着実な賃金上昇などを通じて内需に支えられた米国とは異なりその主要因が供給制約にあったユーロ圏のインフレの特性にも、最近では変化が現れているわけである。



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

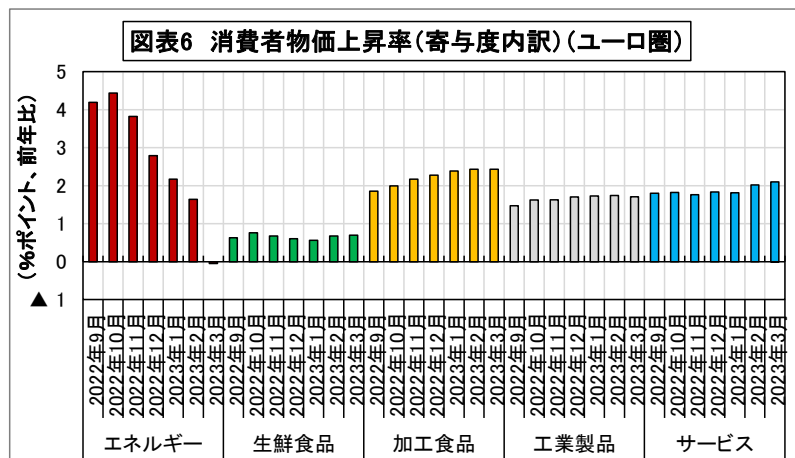
ユーロ圏のインフレの先行きはどうか

このような中で、ユーロ圏のインフレは今後、どういう道筋をたどると見ればよいのだろうか。欧州中央銀行（ECB）は金融引き締め策を近く終了することができ、ユーロ圏経済がスタグフレーションに陥るリスクや金融システム不安が生じるリスクも軽減されるという、楽観的な展望を持つことができるのだろうか。

2. 今後も拡大傾向を維持するとみられるコアの上昇率

エネルギーの寄与度の縮小の一方で加工食品やサービスなどは下げ渋りや拡大

以上の動向を消費者物価上昇率（全項目）に対する寄与度の推移により確認すると、次の特徴が指摘できる（図表6）。まずエネルギーの寄与度の大幅な縮小であり、これが最近の物価上昇率の減速の主要な要因となっていることがわかる。これに対し、加工食品を中心に、また工業製品についても下げ渋りが見られている。さらにサービスは横ばいから拡大傾向に転じており、生鮮食品についても同様の動きが認められる。こうした動きの中でユーロ圏の消費者物価上昇率は、全項目ベースでは頭を打たれたものの、コアでは押し上げ圧力が継続していることになる。



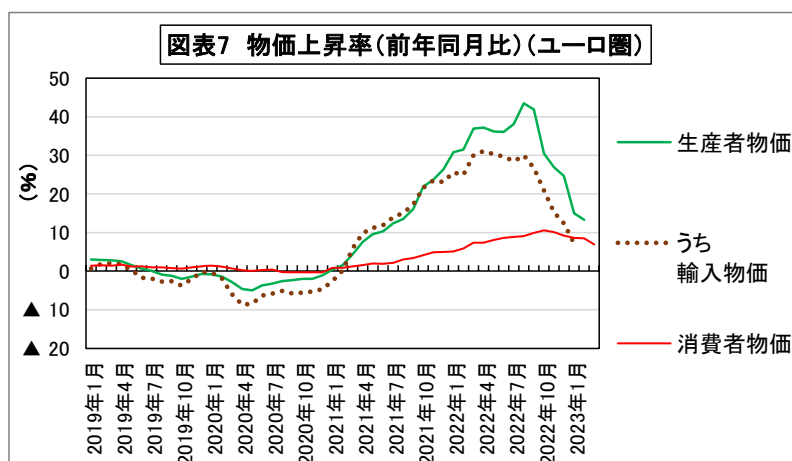
(資料) Eurostat のデータから農中総研作成

寄与度の下げ渋りや拡大の2つの要因

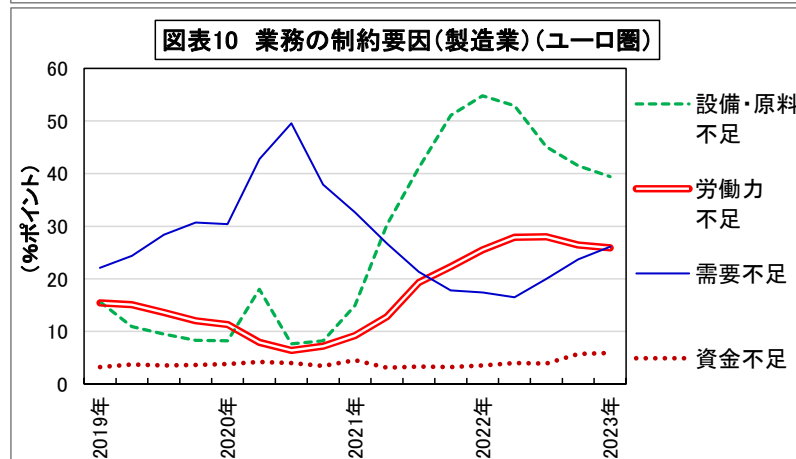
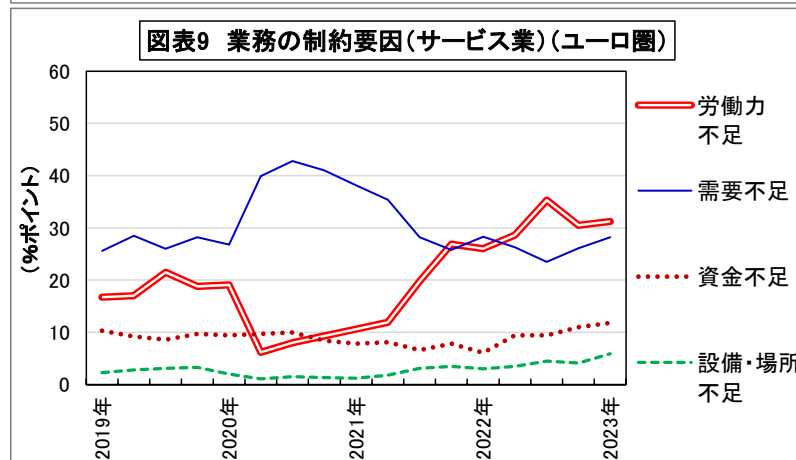
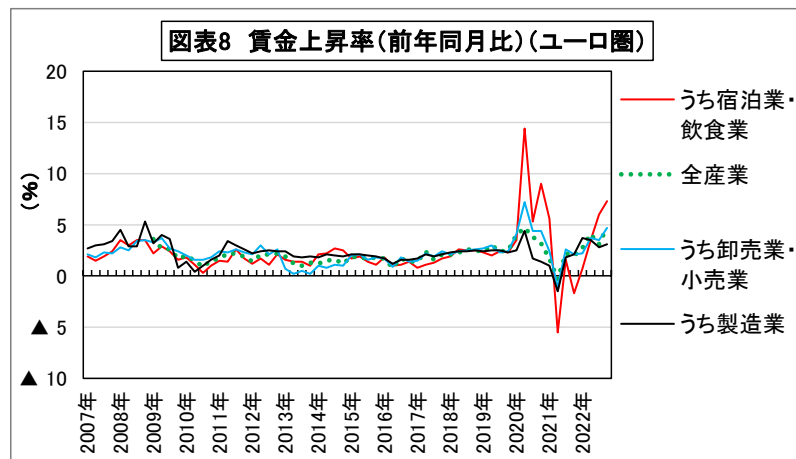
① コストの転嫁

このうち加工食品や工業製品の寄与度の下げ渋りの要因としては、企業による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引き続き進行しつつある可能性が指摘できる。またサービスについては、人件費の増加がその価格に反映されやすい業態の特性を考慮に入れると、賃上げが寄与度の拡大という形で影響を及ぼし始めている可能性が考えられる。

実際に、第一のコストの転嫁について見れば、ユーロ圏では生産者物価の前年同月比での上昇率は現時点では明確に縮小傾向にはあるものの、半年ほど前には40%を越えた経緯があり、また直近の2月にも13.3%と依然として高い水準にある(図表7)。この推移を勘案すれば、転嫁圧力は当面のところ強い状態が続き、これが弱まり始めるにはまだ時間を要することが予想される。



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成

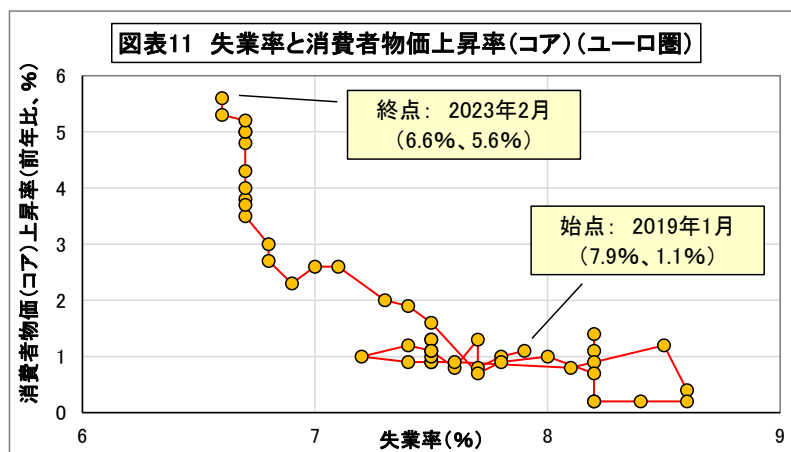


(資料) 図表 8～10 は、Eurostat のデータから農中総研作成

② 賃金の上昇

第二に賃金の上昇については、サービス業を中心に加速傾向が現れている(図表8)。またこれと同時に、ユーロ圏では失業率は歴史的な低水準にまで低下している一方で、欧州委員会による業務の制約要因に関する調査ではサービス業のみならず製造業も含めて労働力不足が継続しているのが実態である(図表9、10)^(注1)。加えて採用未了の求人の比率を示すジョブ・ベイカンシー・レー

トも高い水準にあり、同様の状況を示している。このほか、失業率と消費者物価上昇率（コア）の間には、21年半ば以降には相関関係の回復が見られている（図表 11）。これらの諸点を考慮すれば、当面のところは労働力不足による労働市場の逼迫感は容易には軽減されず、しかもこのような環境の下で賃金上昇を通じた物価上昇圧力が大きい状態が継続することが考えられる。



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成

**供給要因は残る
うえ需要要因も
加わりコアの上
昇率の拡大傾向
が継続**

以上のように、ユーロ圏ではエネルギー価格の動向を主因として消費者物価の上昇率は全項目ベースでは減速に転じている。しかしコアは加速傾向を維持しており、原材料費や人件費などの上昇分の製品価格やサービス価格への転嫁圧力の継続が見込まれることから、この傾向が早期に沈静化する可能性は小さいものとみられる。また今後は、賃上げの進行に伴う内需の拡大も物価上昇要因として考慮に入れる必要が生じることになる。つまりユーロ圏では、供給側の要因が供給制約からコスト転嫁に内容が変化しながらも物価押し上げ要因として当面残るとともに、新たに需要側の要因も加わるわけである。このため当面はインフレ圧力は強いまま経過し、この先 1 年程度の短期間にインフレが終息することで ECB が金融引き締めを打ち止めとし、また経済情勢次第では緩和に転じるなどとするシナリオは、現在のところ描きづらい。

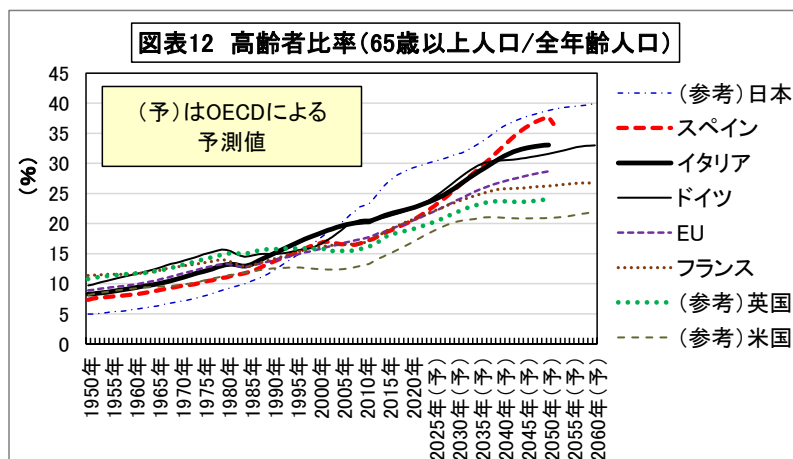
3. 中長期的に物価の下方硬直性をもたらす構造的な材料も

**中長期的に物価
上昇を促す構造
的な材料の存在**

以上は当面の、短期的な観点からの消費者物価の見通しであるが、この他にもユーロ圏では中長期的に物価を下支えし、上昇を促す構造的な材料がある。

① 高齢化の進展

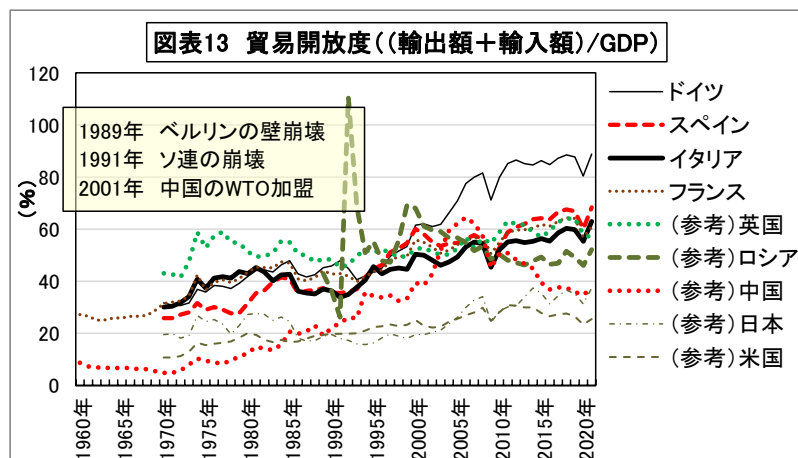
その第一は、高齢化の進展である（図表 12）。これは生産年齢人口の減少という形で供給量の低下に繋がると同時に消費への傾斜を強め、ユーロ圏で財やサービスに対する過剰需要を通じた物価上昇をもたらす素地を生じさせることになる。



（資料）OECD のデータから農中総研作成

② 世界経済のブロック化

第二は、昨今の地政学的リスクの高まりから世界経済のブロック化が進行する可能性である（図表 13）。これまで世界経済は、東西間の冷戦の終結や中国の世界の工場化などによりコスト削減効果を享受してきた。しかしこれが反転し、生産の国内回帰であるリショアリングやサプライチェーンを同盟国や友好国に依存するフレンド・ショアリングの拡大などを通じて、生産コストの増大が不可避となる展開が考えられる。

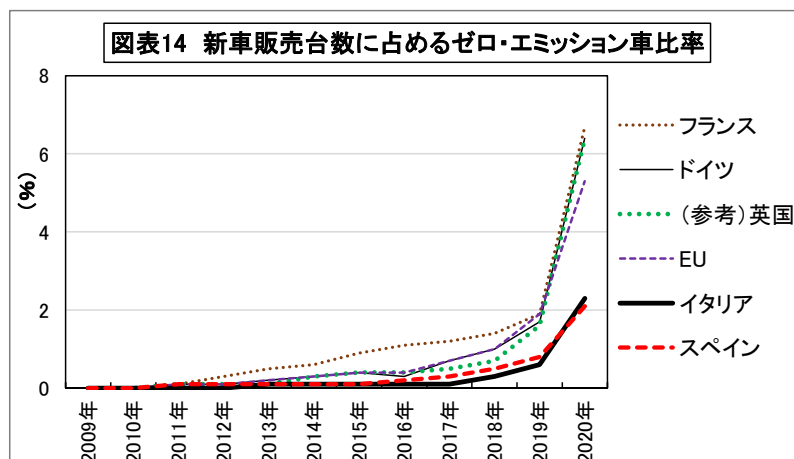


（資料）世界銀行のデータから農中総研作成

③ 気候変動対策への取り組み強化

第三は、気候変動対策への取り組みの強化である。この過程で企業は直接的に収益増加に結び付かない投資を強いられ、また耐用年数が残る既存資本の廃棄も迫られることとなる。一部はエネル

ギー転換推進のための補助策で相殺されるとはしても生産コストは押し上げられ、これがインフレ要因となることが考えられる。例えば自動車の排ガス対策では、EU（欧州連合）は2035年以降には原則として新車販売の全てをゼロ・エミッション車とする方針であるが、依然として大きな取り組み余地が残されており、今後とも企業の負担の増加が予想されている（図表14）^{（注2）}。

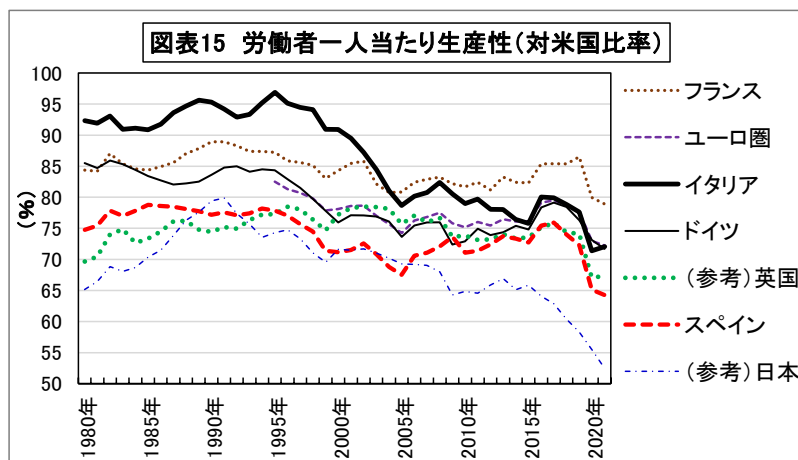


（資料）Eurostat のデータから農中総研作成

生産性の向上は力不足で中長期的に根強く残る物価の下方硬直性

これに対して、上記の影響を緩和する材料としては技術革新などを通じた労働生産性の向上がある。しかし、ユーロ圏では米国との対比で見てもこの動きは活発とは言えず、その十分な効果の発現は期待し難い状況にある（図表15）。

こうしてユーロ圏では、構造的な要因により、中長期的に消費者物価には下方硬直的な性格が根強く残ることが考えられる。この趨勢は、ECB が消費者物価上昇率の目標値とする2%の妥当性についての議論を活発化させることにも繋がる可能性がある。



（資料）OECD のデータから農中総研作成

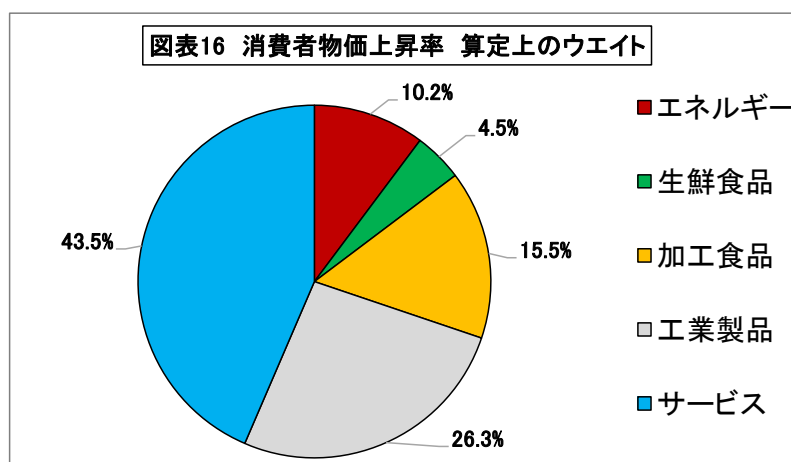
4. おわりに ～その他の留意点とまとめ

その他の留意点

① 限られるエネルギーの物価指数算定上のウェイト

以上の議論に加えて、ユーロ圏の消費者物価の動向を考察する上で何点か、留意が必要とみられる点がある。

第一は、エネルギー価格の上昇率は縮小傾向にあり、3月には前年同月比でマイナスとなっているが、エネルギーの物価指数算定上のウェイトは10%程度でしかない点である（図表16）。今後ともエネルギー価格が足元の傾向を維持するとしても、これによる物価指数全体に対する上昇抑制効果は必ずしも大きくはないことになる。



（資料）Eurostat のデータから農中総研作成

② 財政支援策の段階的縮小

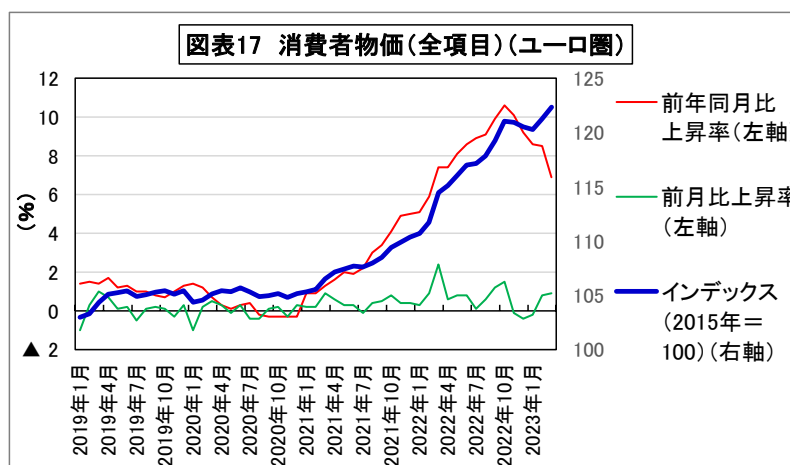
第二には、財政規律を重視する EU では、エネルギー価格対策などの財政支援策を段階的に縮小し 24 年には財政ルール適用を再開する方向にある^(注3)。これが今後は、物価の押し上げ要因として働く可能性が存在している。

③ 依然エネルギー危機のただ中にあ

るユーロ圏
第三は、より根本的な点である。ユーロ圏ではエネルギー価格の上昇率は縮小しているものの、これは暖冬や各国の財政措置に支えられたところが大きく、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。欧州では、ロシア以外の供給源からの安定的な天然ガスの確保のためのインフラ整備には今後 3～5 年程度を要するとみられている。こうした中で、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 年の冬季にはエネルギーの必要量の確保が一層困難となる可能性がある。この場合には供給制約が復活し、再度、エネルギー価格の高騰を招く推移が見込まれる。

④ 「ベース効果」の影響

第四に、物価上昇率が比較の基準となる物価指数の水準によって影響される、いわゆる「ベース効果」にも注意が必要である。直近のユーロ圏の消費者物価上昇率は全項目ベースで2月の8.5%から3月には6.9%と大きく減速したが、この大幅な減速は高水準であった前年3月の物価指数に依存しているところがある。実際に、指数自体は2月の121.24から3月には122.34に上昇しており、前月比の物価上昇率で見れば2月の0.8%から3月には0.9%に加速している事実にも注目する必要がある（図表17）。



（資料）Eurostat のデータから農中総研作成

まとめ

確かに、米国のリセッション入りや米銀の破綻に端を発した金融システム不安の進行などが物価上昇の抑制要因として働く可能性を想定する必要がある。しかし以上のとおり、基本的にはユーロ圏では当面のところインフレ圧力は強い状態が継続するものと考えられる。こうした下では、この先1年程度の短期間にインフレが終息することでECBが金融引き締めを打ち止めとし、経済情勢次第では緩和に転じるなどとするシナリオは描きづらく、高金利の下でユーロ圏は様々な波乱のリスクを抱え続けることが予想される。また、このほかユーロ圏では、構造的な材料により、中長期的にも消費者物価には下方硬直性が根強く残る可能性などにも目を向ける必要があるものと考えられる。

（23.4.24 現在）

（注1）図表9、10は、各項目について「該当する」と回答した企業の割合(%)から「該当しない」と回答した企業の割合(%)を差し引いた%ポイントである。

（注2）ゼロ・エミッション車とは走行時に二酸化炭素などの温室効果ガスや大気汚染物質を排出しない車両のことで、これには電気自動車(EV)や燃料電池自動車(FCV)が該当する。

（注3）例えば、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”