

経済金融 ウォッチ

2023年6月号

国内		1
米国		11
欧州		18



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)

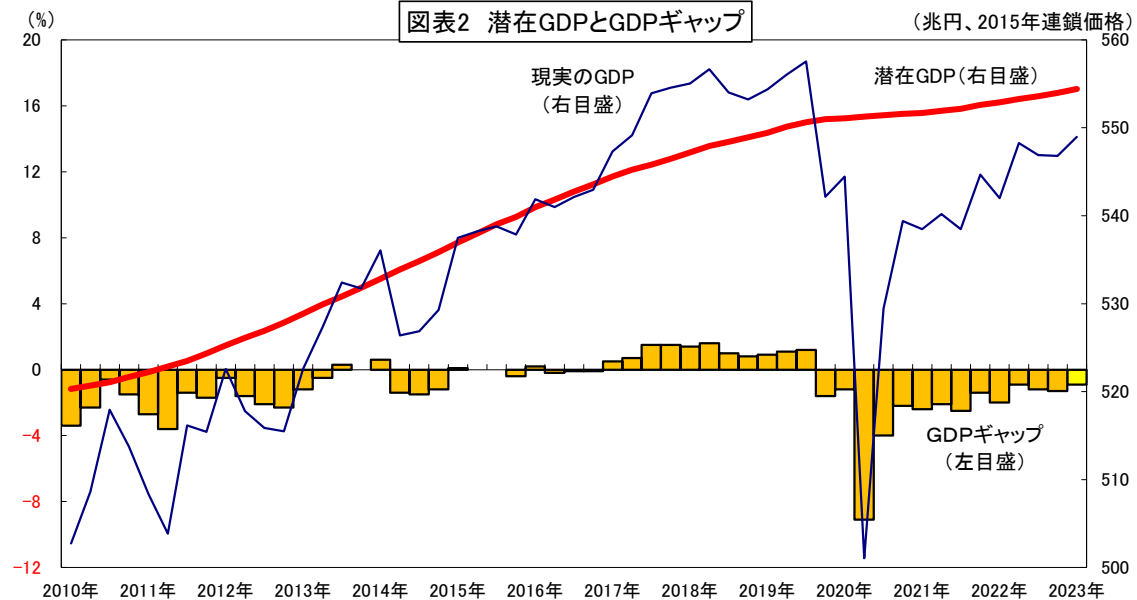
(注)実績は2023年5月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

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。

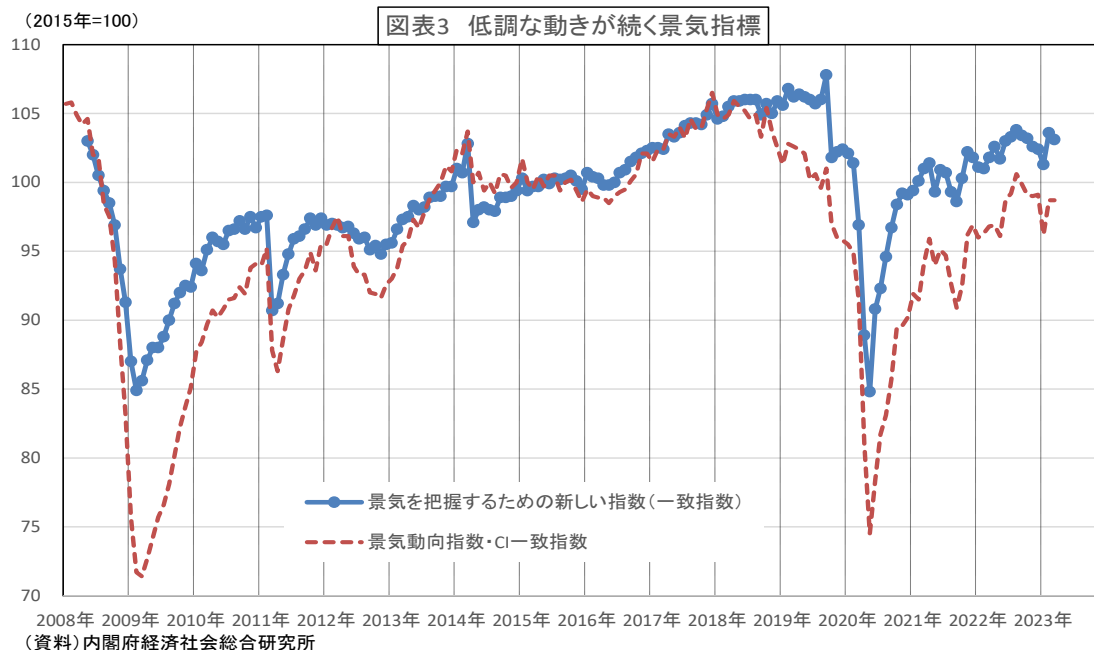
足元の景気は足踏み

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。



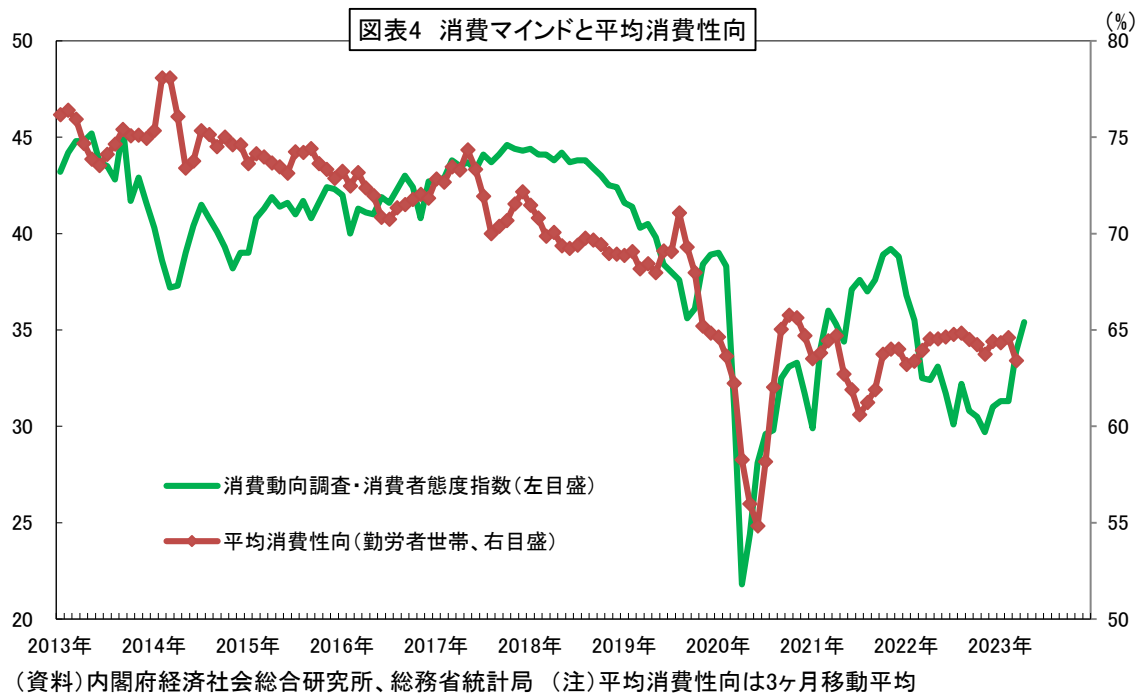
消費持ち直しの動きは依然鈍い

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

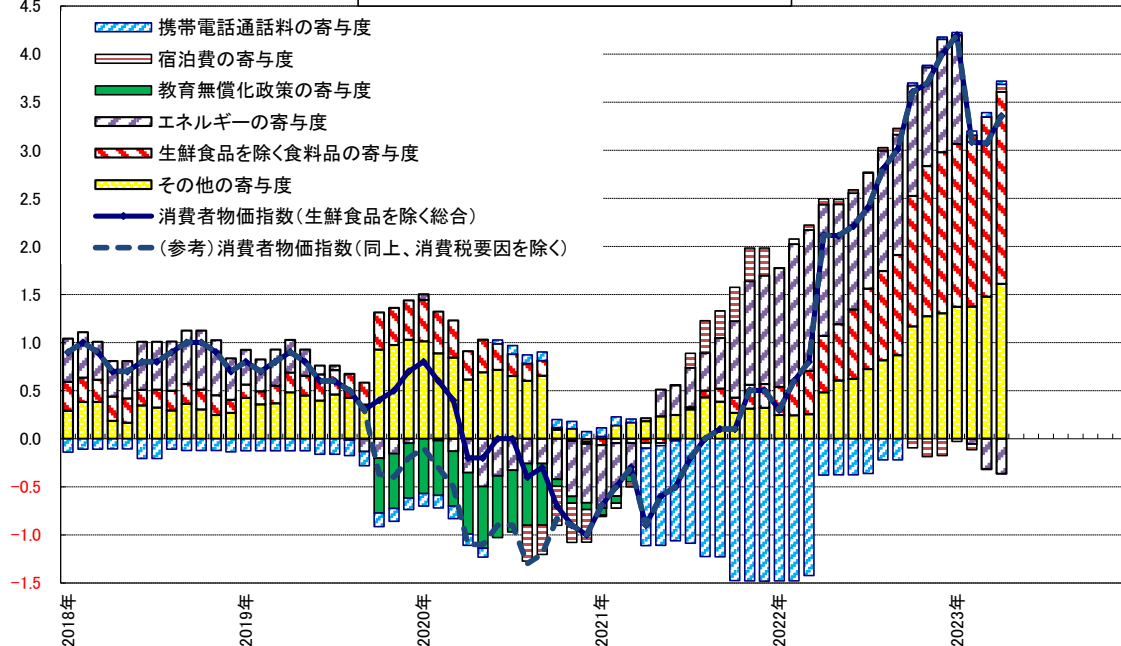
以下、先行きの国内景気を展望してみたい。カギを握るのは、世界経済・貿易の動向と実質家計所得の目減りがいつ解消されるのか、という点であることには変わりはない。23年度上期にかけてもインバウンド需要の回復やサービス消費の持ち直し傾向は継続すると考えられるが、世界経済の減速が輸出、民間企業設備投資を下押しするほか、物価高によって消費者の節約志向が強まっていることが実質所得の目減りと相まって消費全体の回復を阻害するとみられる。上期の国内景気は足踏み状態が続くと見込まれる。

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



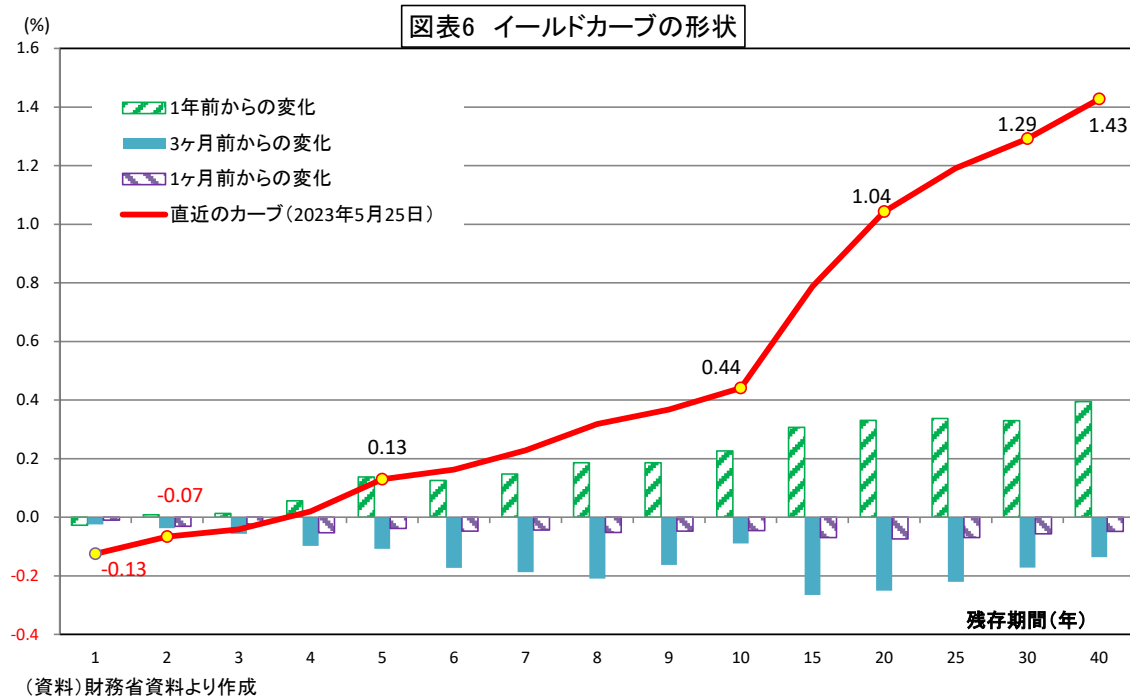
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

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)
2022年度	+1.2~+1.2 <+1.2>	+3.0	+2.2
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>
2023年度	+1.1~+1.5 <+1.4>	+1.7~+2.0 <+1.8>	+2.5~+2.7 <+2.5>
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>
2024年度	+1.0~+1.3 <+1.2>	+1.8~+2.1 <+2.0>	+1.5~+1.8 <+1.7>
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>
2025年度	+1.0~+1.1 <+1.0>	+1.6~+1.9 <+1.6>	+1.8~+2.0 <+1.8>

(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。

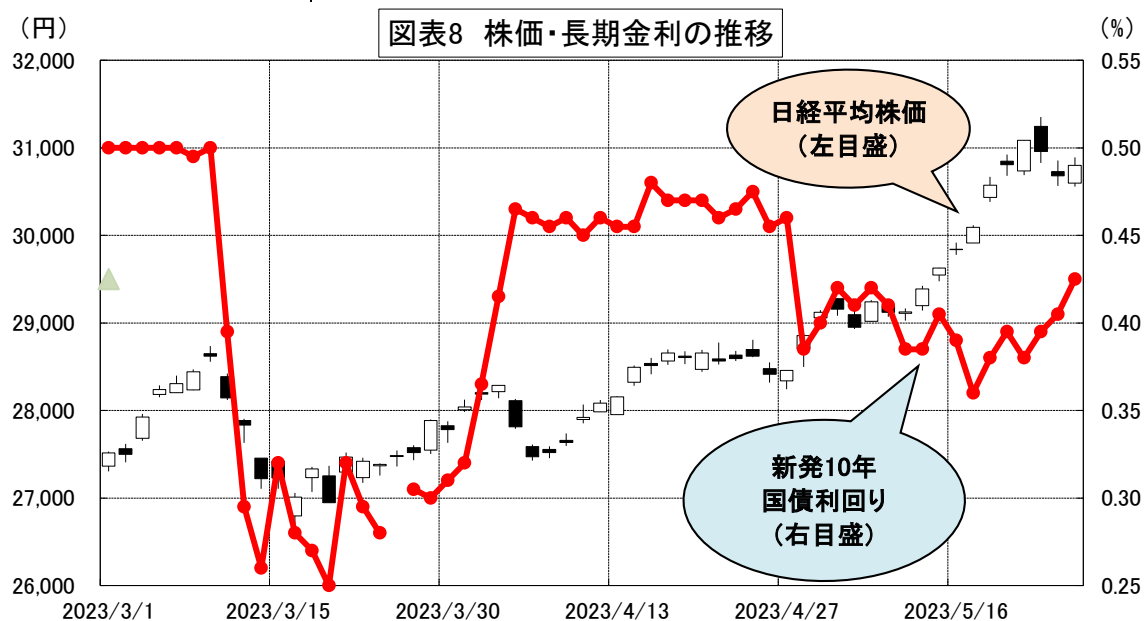
金融市場：現状・見通し・注目点

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

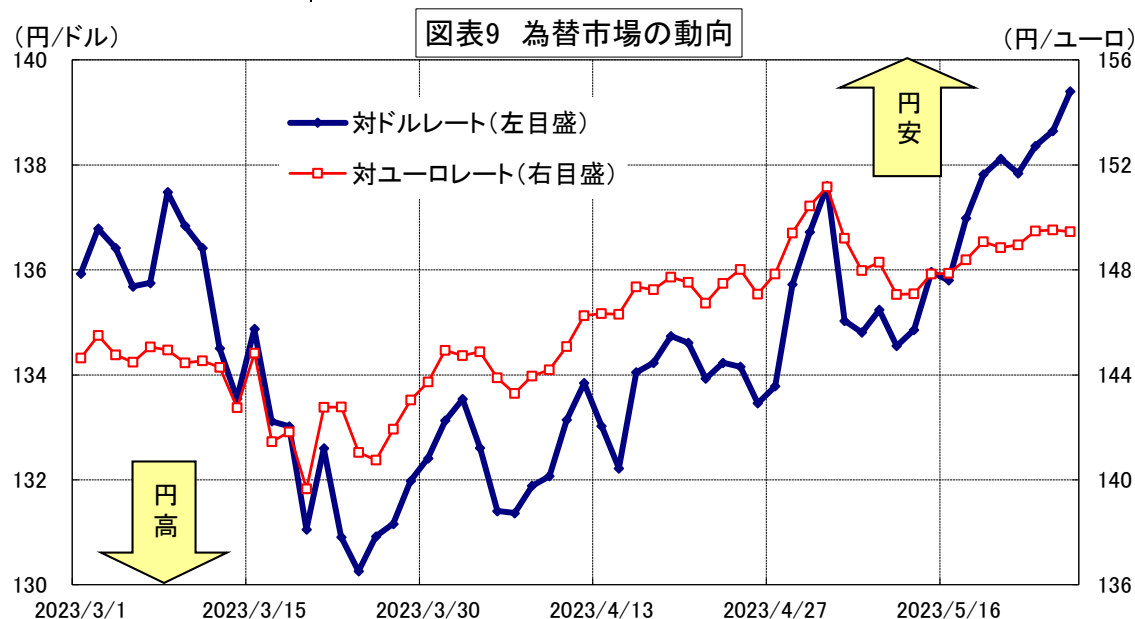
33年ぶりの高値水準まで上昇した

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)

金融引き締めが不十分な可能性も

～デフォルト瀬戸際の交渉が続く債務上限問題～

佐古 佳史

要旨

債務上限問題の期限が早ければ6月1日とも指摘されるなか、バイデン大統領とマッカーシー下院議長らの交渉が膠着状態となっていることから、米国債はデフォルト瀬戸際の状態が続いている。

19日に公表が再開された自然利子率推計を利用して、テイラー・ルール型の政策金利水準と足元の政策金利を比較すると、依然として金融引き締めが不十分である可能性が指摘できる。インフレ率はFRB目標値の2倍以上の水準で高止まりしており、直近のデータからは期待インフレが上振れしつつある可能性も考えられる。こうしたことから、政策金利を現在の水準(5.00～5.25%)から小幅に引き上げるか、ターミナルレート据え置き期間を一段と長期化する必要性がありそうだ。

デフォルト瀬戸 際の交渉が続く 債務上限問題

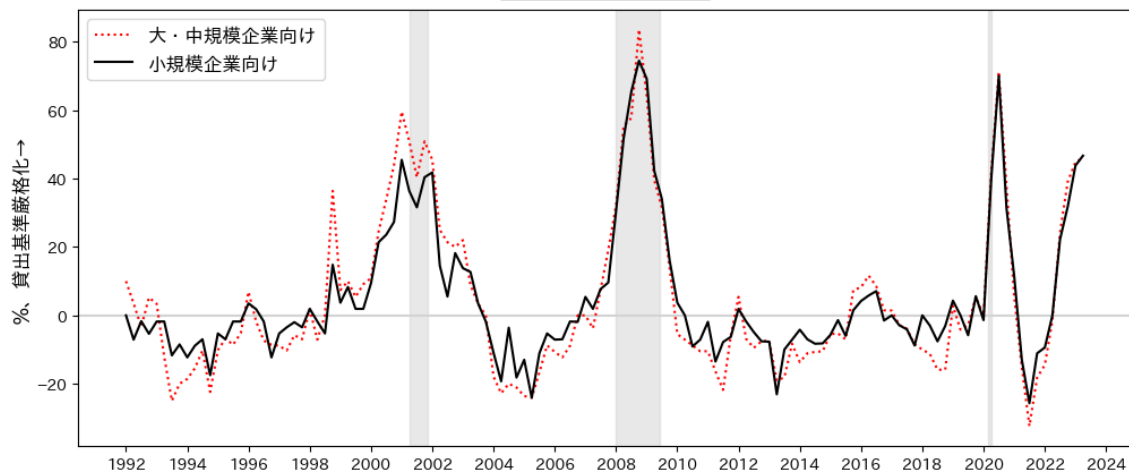
早ければ6月1日にも連邦政府の資金が枯渇すると警告されるなか、債務上限をめぐるバイデン大統領(民主党)とマッカーシー下院議長(共和党)らの交渉は膠着状態が続いている。5月3日に大統領経済諮問委員会(CEA)が公表したレポートによると、短期的なデフォルトであっても23年第3四半期に雇用は50万人減少、GDPは前期比年率▲0.6ポイント、失業率は0.3ポイント上昇すると推計されている。

小幅にとどまっ た貸出態度の厳 格化

FRBが5月8日に発表した上級銀行貸出担当者調査(SL00S、調査期間は3月27日から4月7日)によると、足元では、銀行貸出態度が厳格化し、商工ローン需要は軟化したことが明らかとなった。ほぼすべての指標が金融環境の引き締めを示唆しているものの、とりわけ商工ローン需要が軟化したと報告する銀行の比率の上昇が顕著だった。大・中規模企業向けの貸出需要は差し引き55.6%(1月調査では31.3%)、小規模企業向けは53.3%(同42.2%)と大幅に軟化した。

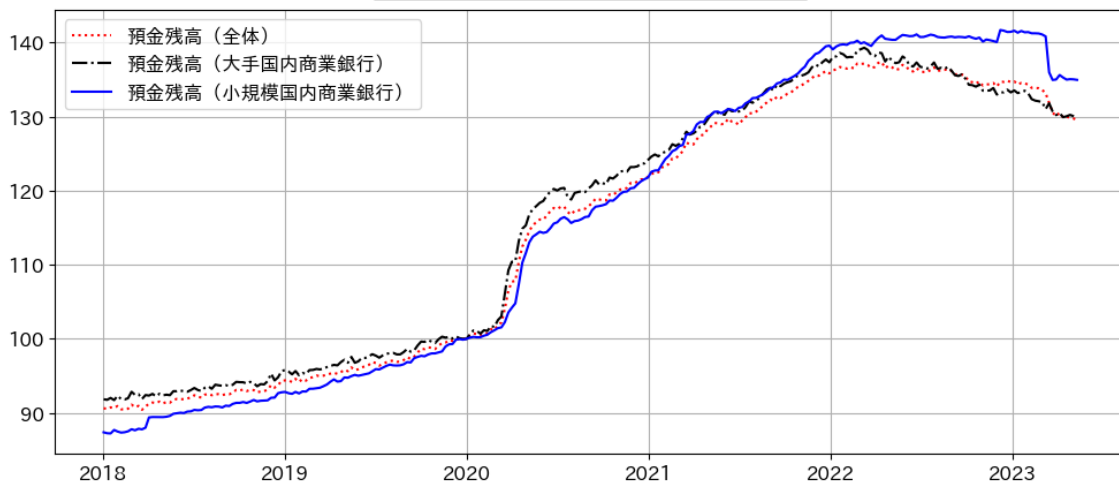
一方で、銀行の貸出態度の厳格化は小幅にとどまったことから、シリコンバレーバンク銀行の破綻から生じた一連の金融不安が急速な信用収縮につながりつつあるわけではないことも明らかとなった。この点は安心材料といえるだろう。また、急速な流出が懸念された預金残高も足元では安定している。

図表1 銀行貸出態度



(出典) FRB、NBER、FRED (注) シャドー部分は景気後退期。

図表2 預金残高の推移 (2020/1/1 = 100)



(出典) FRB、FRED

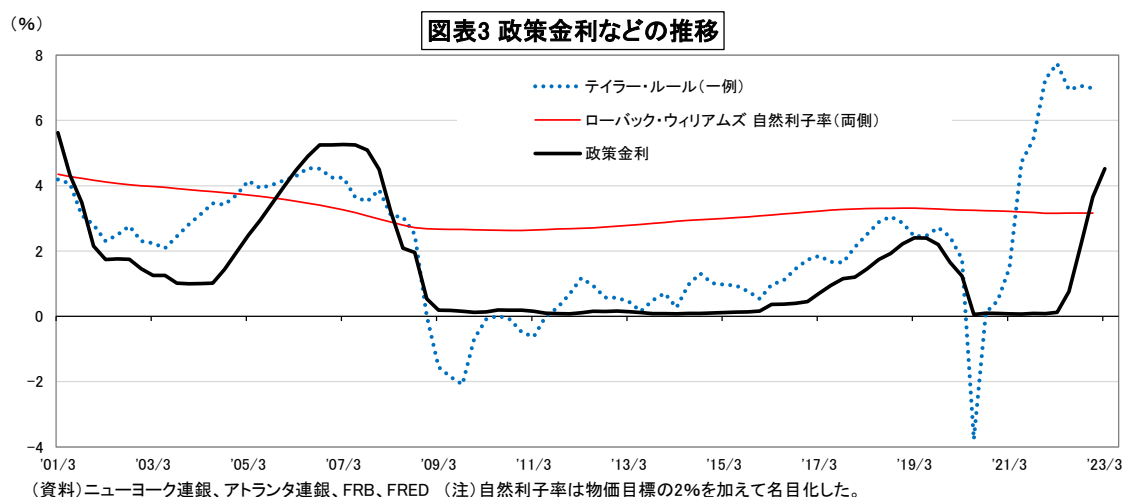
非常に緩和的な金融政策となった 21、22 年

ニューヨーク連銀は5月19日、コロナ禍で停止していた自然利子率の推計を再開した。自然利子率が何を計測しているかという点については推計方法により違いがあるものの、ウィリアムズ総裁らが推計する自然利子率は、「長期的に経済を加速も減速もさせない政策金利の水準」として利用できる。最新値となる22年第4四半期の自然利子率は実質値で1.16%（両側推計）、物価目標の2%を加えると名目値で3.16%となった。

この自然利子率の推計値などを利用して、アトランタ連銀が提供するテイラー・ルール型の政策金利水準を検討すると、22年第4四半期の値は7%程度となった。こうした高い水準まで政策金利を引き上げる必要性については、政策金利の据え置き期間や今後のインフレ率とGDP成長率見通しなどに依存するため判断が分か

れるところだが、政策金利を現在の水準（5.00～5.25%）から小幅に引き上げるか、ターミナルレート据え置き期間を一段と長期化する必要性がありそうだ。

23年5月時点のデータに基づいてコロナ禍の金融政策を振り返って考えれば、テイラー・ルールとの乖離という意味で21～22年は非常に緩和的な金融政策が行われていたと判断できる。金融政策の効果が最大化されるまである程度のラグがあることに鑑みて、これまでの緩和的な金融政策の効果が足元の23年第2四半期以降で最大化されることとなり、FRBによるインフレ抑制がなかなか奏功しない一因といえそうだ。



利上げによる下 押し圧力が継続

さて、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。

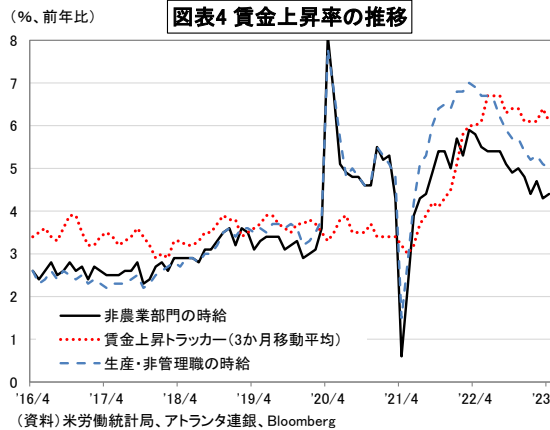
4月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は3月から25.3万人増と速いペースでの雇用増が続いている。また、失業率は0.1ポイント低下の3.4%となった。平均時給は前年比で4.4%、前月比は0.2ポイント加速の0.5%となった。

3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5.8%へ、自発的な離職率は2.5%へ、いずれも低下した。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よいだろう。

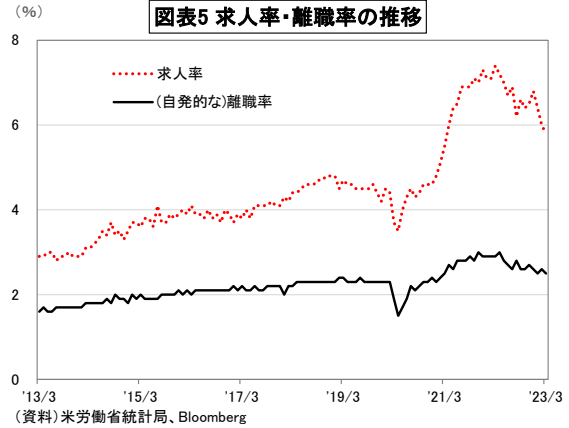
こうしたなか、コロナ対策として不法移民の即時送還を可能とされていた「タイトル42」が11日に失効したことに伴い、一日当たり最大1.3万人の移民が国境を超える可能性が指摘されている。また、永住ビザ発給数をみると22年度以降は概ねコロナ前と同水

準となっていることなども、今後の労働市場のひっ迫度合の緩和に貢献しそうだ。

図表4 賃金上昇率の推移



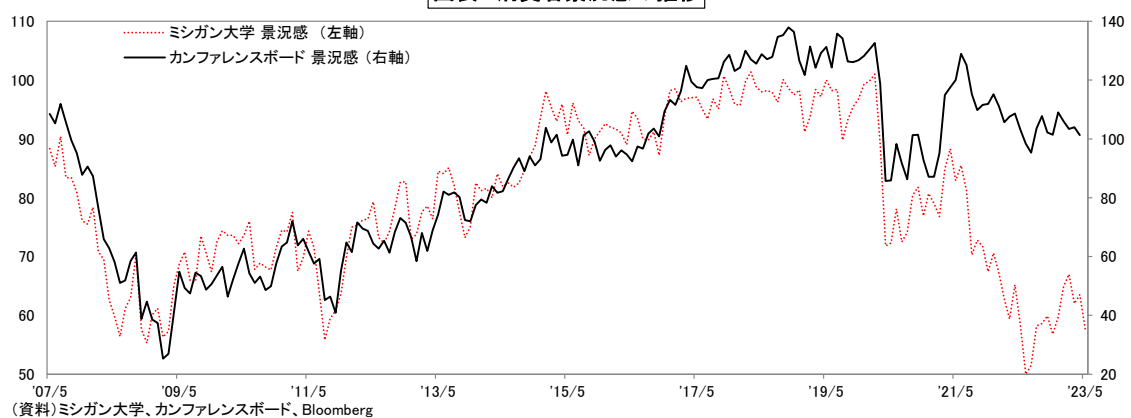
図表5 求人率・離職率の推移



個人消費をみると、3月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲0.4%と2か月連続で減少、サービス消費は同0.1%と2か月ぶりに増加し、全体としては2月から変わらずとなった。また、4月の小売売上高は同0.4%となったが、実質値でみれば前月からほぼ変化がないといえるだろう。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。

5月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は、債務上限問題を含む経済に対する悲観的なニュースが広がったことから9.1%低下した。加えて、1年先の期待インフレ率は急上昇した4月から小幅に低下し4.5%、長期期待インフレは11年以来的水準となる3.2%へ上昇したこともミシガン大学から報告された。

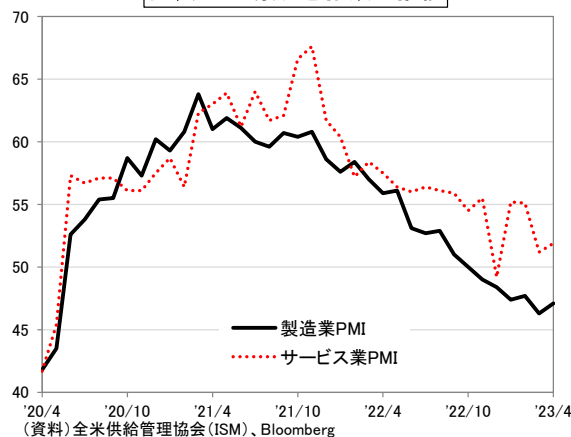
図表6 消費者景況感の推移



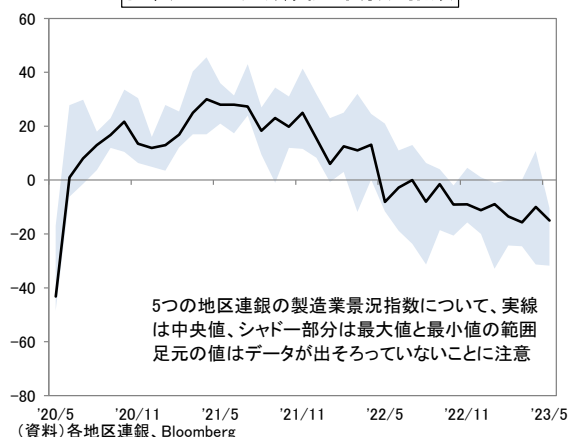
ISM 指数はサービスの拡大を示唆

さて、ISM 指数を確認すると、5 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から 0.8 ポイント上昇の 47.1%となったものの 6 か月連続で縮小傾向を示した。他方、サービス業指数（サービス業 PMI）は同 0.7 ポイント上昇の 51.9%と 4 か月連続で拡大傾向を保っている。製造業 PMI の価格指数は同 4.0 ポイント上昇の 53.2%となり、低下傾向から上昇傾向へ変化した。全体としてみると、リセッション懸念を支持する内容とはいえないだろう。

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

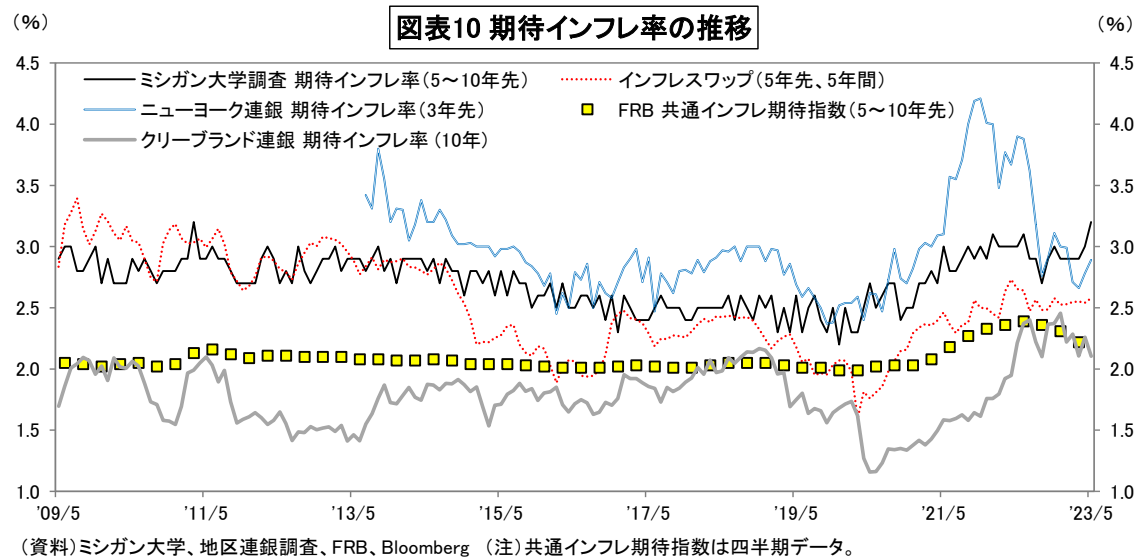
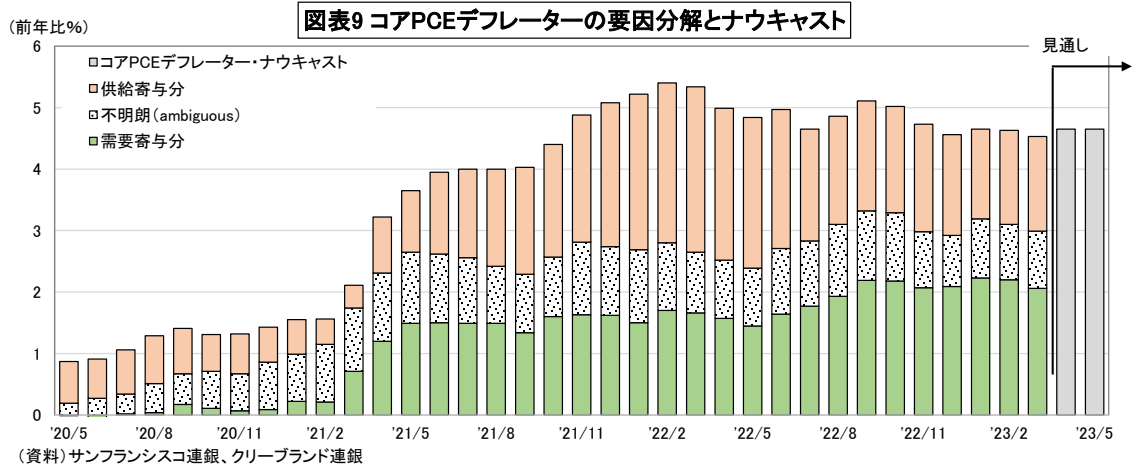


中断しつつあるインフレ率の抑制

インフレ率をみると、3 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.6%と 2 月の同 4.7%から鈍化、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは 2 月から変わらずの同 4.7%となった。また、4 月の消費者物価指数（CPI）はエネルギーが前月比 0.6%と再上昇したこと、総合は同 0.4%となった。一方でコアは 3 月から変わらずの同 0.4%、住宅サービスは 0.2 ポイント鈍化の同 0.4%となった。全体としては、4 月はインフレ率の鈍化が進展しなかった印象を与えた。

なお、4 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、同セクターのインフレ率が 3 月からほぼ変わっていないか、小幅に再加速した可能性が示唆される。

また、4、5 月のデータからは、期待インフレ率が上振れしつつある可能性も示唆され、インフレ抑制を目指す FRB としては懸念材料といえるだろう。



景気の先行き： 後ずれする見込みの 景気下押し圧力

足元では債務上限問題の解決のめどが立っていないが、米議会はデフォルトを回避するとの想定の下で、今後の見通しを考えてみたい。

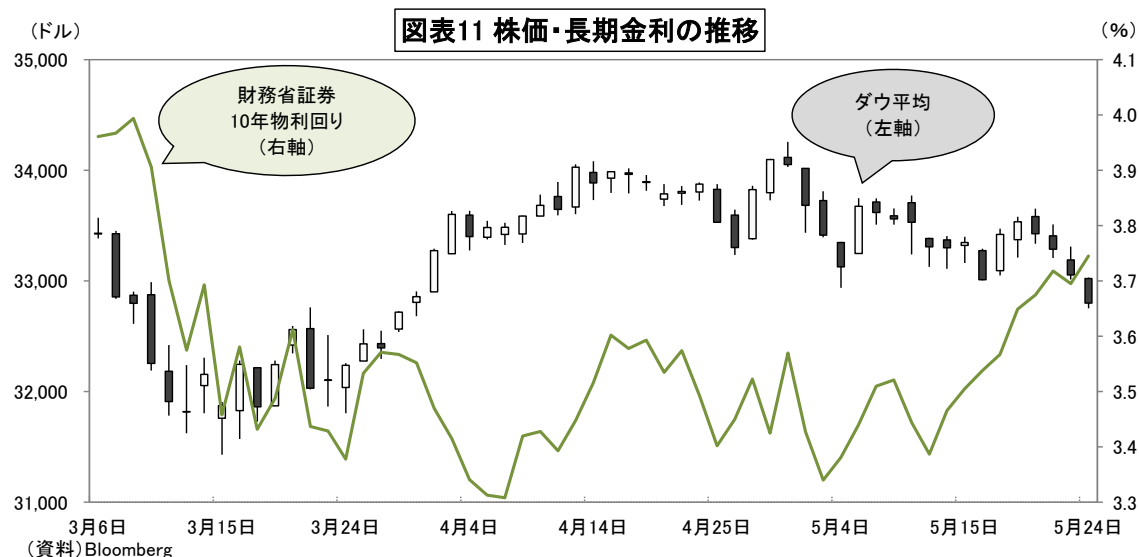
足元のインフレ率は FRB の目標値である前年比 2%の倍以上の水準で高止まりしている。このため、金融引き締め継続と景気減速の長期化は避けられない環境にあるだろう。また、サービスセクターの労働市場は利上げに反応しにくいとの指摘もあり、金融引き締め効果が後ずれしているようだ。こうしたことから、景気への下押し圧力が強まる時期も後ずれし、23 年半ば以降となりそう。

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。

デフォルト瀬戸 際の交渉から、 長期金利は高止 まり

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。以降は3.5%前後での推移となったが、足元では債務上限問題への懸念や米国債の格下げの可能性が浮上したことで3.7%まで上昇した。

先行きについても、債務上限問題が解決されるまでは長期金利が低下する見込みはなさそうだが、今後もデフォルト瀬戸際の交渉が続くと思われるため、長期金利は高止まりするだろう。



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ダウ平均は大きく下落し、3月半ばにかけて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、4月末には34,000ドルを回復した。一方、5月は債務上限問題が意識され、上値が重い展開となった。

先行きについては、23年7～9月期までは企業収益の伸びは低調と予想されていることや、金融引き締め継続が見込まれることに加えて債務上限問題もあり、引き続き上値の重い相場が続くと予想する。

(23.5.25 現在)

高金利下のユーロ圏に潜む市場波乱のリスク

～脆弱な経済情勢のさらなる下押し要因に～

山口 勝義

要旨

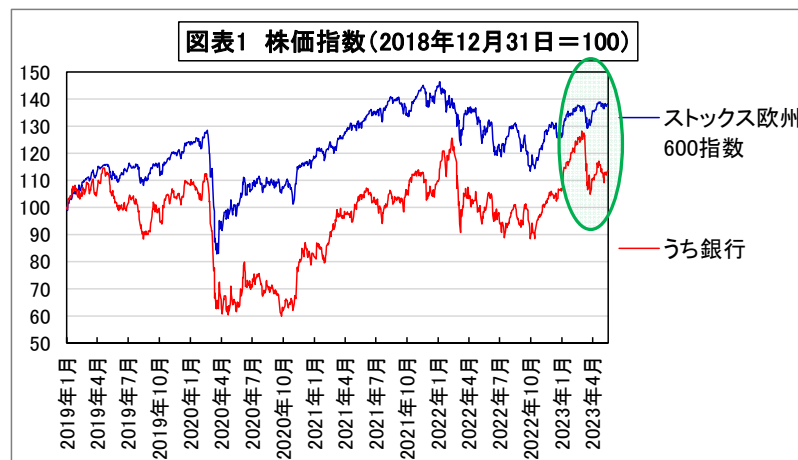
ユーロ圏では、早期にインフレが終息し、ECB が金融引き締めを打ち止めとする見通しは現在のところ立てづらい。このため高金利環境が当面は継続するなか、長く続いた異例な金融緩和の下でこれまでに蓄積されてきた経済に潜む歪みが炙り出される可能性がある。なかでも注目されるのは、①金融機関を巡るリスクや②不動産市場を巡るリスクであり、また③債務を巡るリスクである。ユーロ圏では、これに伴う市場波乱が既に脆弱な経済情勢のさらなる下押し圧力となるリスクシナリオを想定しておく必要があるものと考えられる。

1. はじめに ～高金利環境が継続する下で求められるリスクの認識

金融引き締めの下で生じた市場波乱

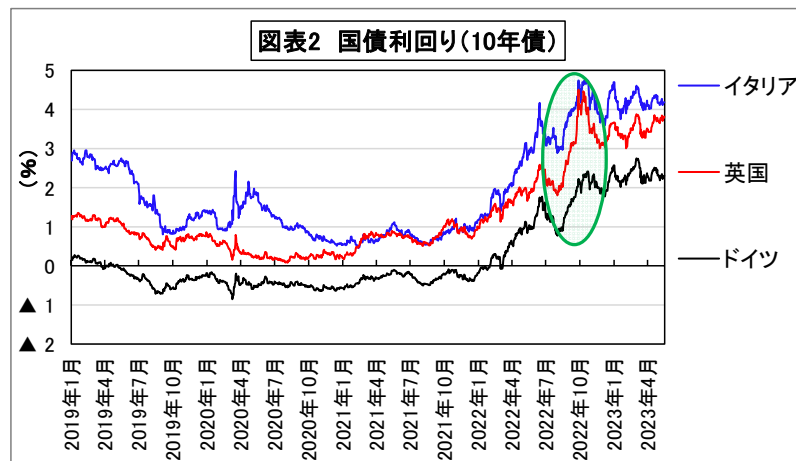
多くの主要先進国で中央銀行が金融引き締め策を継続するなか、金融市場は何度か波乱を経験してきた。

最近の事例としては、2023 年 3 月に発生した米国の地方銀行の経営破綻に伴う市場波乱がある^(注1)。この破綻では金利水準の上昇により銀行資産の含み損が拡大する下で、流動性リスクの顕在化がそのトリガーとして働いた。預金の急速な流出を受け満期保有扱いの国債などを含めて債券の売却を余儀なくされた銀行では実現損が急拡大し、財務の悪化が一挙に進行した。加えてこの後にスイスの大手銀行の救済合併が続いたことで金融危機の連鎖が懸念され、ユーロ圏でも銀行株が急落するに至っている（図表 1）。



(資料) 図表 1 は、Bloomberg のデータから農中総研作成

また、これに先立つ22年9月には、英国が国債市場の波乱に直面した。これは当時のトラス政権が発表した財源の裏付けのない大規模な減税策を受けて、財政悪化やインフレ高進への懸念から国債利回りが急上昇したものである。特に年金基金が追加保証金の差し入れを迫られたことにより債券の投げ売り懸念が強まり、情勢は緊迫化した。この時もユーロ圏の金融市場には、国債利回りの急上昇という形で影響が及んでいる（図表2）。



（資料）図表2は、Bloombergのデータから農中総研作成

米国・英国の事例の特殊事情

これらに対し当局は、システミックな金融危機への拡大を阻止すべく、いずれの場合も迅速に対策を打ち出した。米国では当該銀行の預金の全額保護や、全ての銀行を対象にした担保債券を額面で評価する資金供給枠の新設に動いている。一方、英国ではイングランド銀行（BOE）が直前に発表したばかりの国債売却策を急遽延期し、逆に無制限の国債購入を実施した。あわせて政権としても減税策を撤回するとともに、首相が辞任に追い込まれている。

確かにこれらの混乱の背後では、個別の特殊事情が働いていた。米国の事例では預金保険の対象範囲を越える大口預金者への資金調達の依存の大きさが、これが急速で大量の預金流出をもたらす結果に繋がった。問題となったのは、世界経済危機時に国境を越えて影響を拡散させた信用リスクではなく、監督当局の指摘によれば、銀行内部での基本的な金利リスクや流動性リスクの管理の不備であった点が特徴的である。また英国の事例では同国政府の財政リスクに対する認識不足が混乱の発端となったわけであり、また年金基金によるデリバティブの多用がリスク量の拡大を通じて混乱を深化させたという特殊性がある。

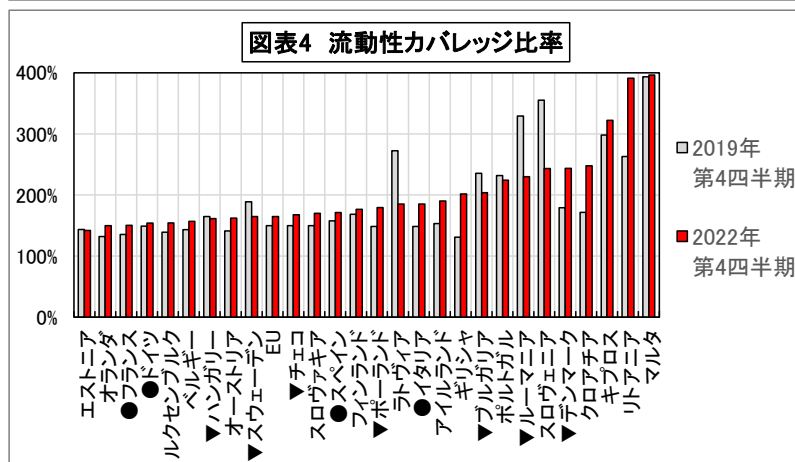
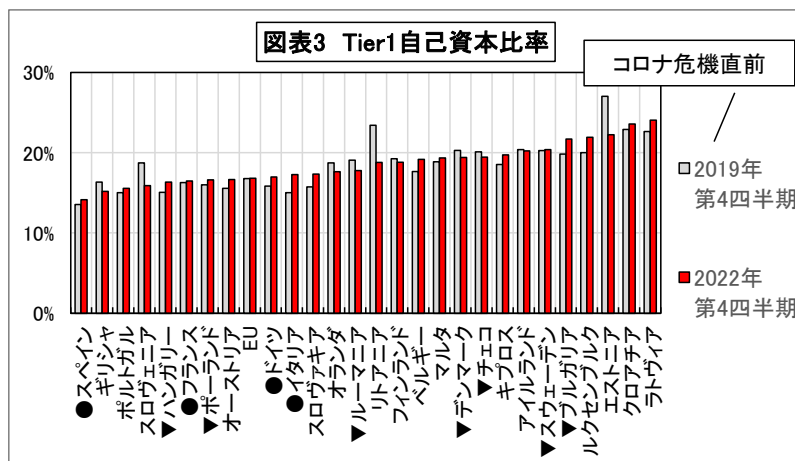
ユーロ圏は安泰

このため、これらの事例は米国や英国でたまたま発生した例外

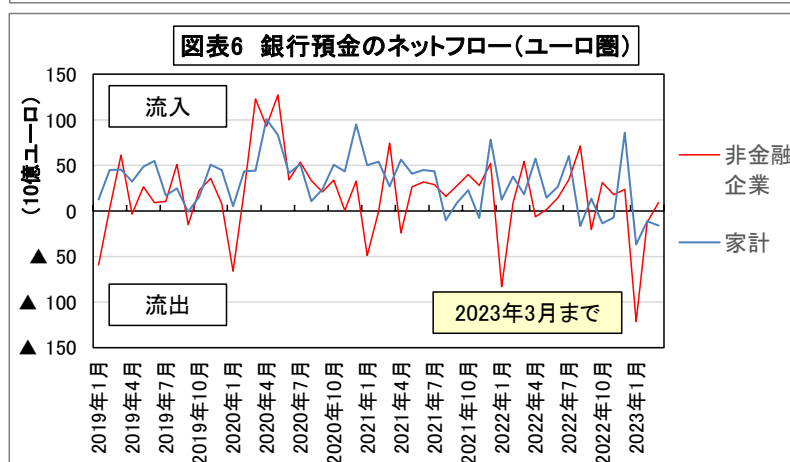
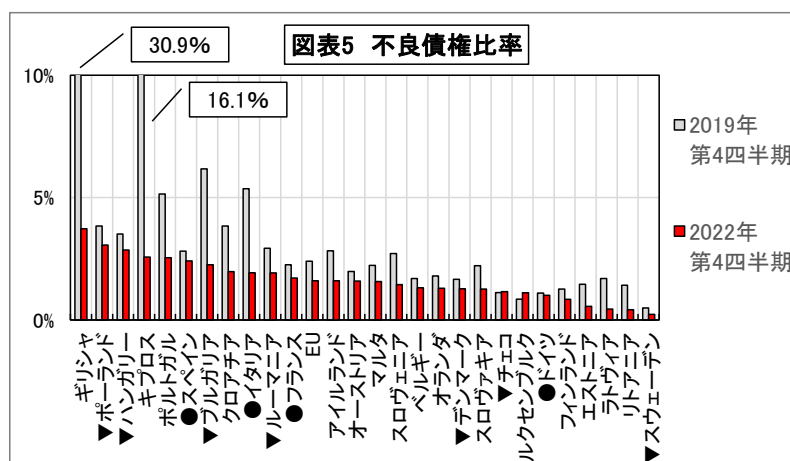
なのか？

的な事象とする見方もあり得る。しかしその一方で、マイナス圏に達する異例な低金利と潤沢な資金供給が長く続いたなか、ユーロ圏においても潜在的に同様の波乱を引き起こしかねないリスクの蓄積が進んでいる可能性がある。しかもユーロ圏では、この先1年程度の短期間でインフレが終息し、欧州中央銀行（ECB）が金融引き締めを打ち止めとする見通しは現在のところ立てづらい状況にある^(注2)。このため高金利状態が当面は継続する間に、蓄積された経済に潜む歪みが炙り出される可能性を、一層考慮に入れる必要があることになる。状況が急変するティッピング・ポイントは事前には見通し難く、危機は思わぬきっかけで突発するものである。ユーロ圏においてもリスクの所在について認識し、その特性について点検を行うことが必要ではないかと考えられる。

2. 潜在的なリスクの所在



(資料) 図表 3、4 は、European Banking Authority (EBA) のデータから農中総研作成
(注) ●はユーロ圏の四大国を、▼はユーロ圏未加入の EU 加盟国を示す。



(資料) 図表 5 は European Banking Authority(EBA)の、図表 6 は ECB の、各データから農中総研作成

(注) ●はユーロ圏の四大国を、▼はユーロ圏未加入の EU 加盟国を示す。

3 つのリスク

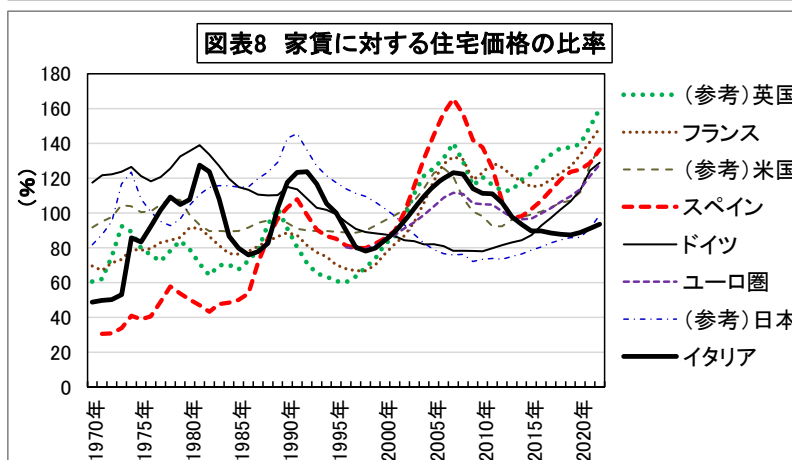
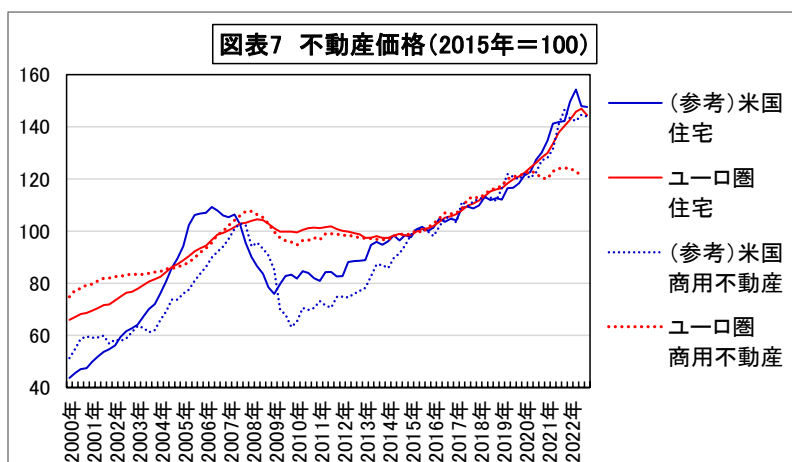
① 金融機関を巡るリスク

ユーロ圏で考えられる潜在的なリスクとしては、主として、①金融機関を巡るリスク、②不動産市場を巡るリスク、そして③債務を巡るリスク、ではないかと考えられる。

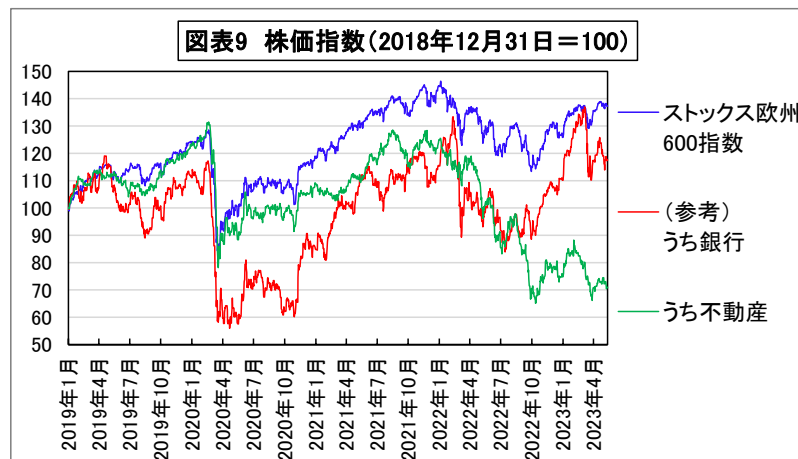
このうち①の金融機関を巡るリスクについては、世界金融危機後に大手銀行を中心に実施された規制強化により、現在では個別銀行や銀行システムのリスク耐性は大幅に向上しているものと捉えられる(図表 3～6) ^(注3)。しかし一方では、米国や英国の事例で示されたように、ユーロ圏においても中小規模の銀行や、銀行監督の外側にある投資ファンドや年金基金などのノンバンク金融仲介機関(NBFI)の中でリスクの蓄積が進んでいる可能性がある。米国では資産規模に応じて銀行規制の内容を緩和し、またトランプ大統領時代にストレステストの実施に猶予期間を設定するなどの対応を行ったのに対し、ユーロ圏では銀行規制の適用はより広範で包括的であるとされているが、やはり注意が必要とみられる。

②不動産市場を 巡るリスク

次に②として、住宅や商用不動産を巡り、低金利・高流動性の環境下でリスクが蓄積している可能性が指摘できる。実際に、ユーロ圏では経済情勢の停滞が長く続くイタリアを除き、特に住宅価格について主要国で大幅な上昇が確認できる（図表7、8）。また在宅勤務の定着化により、コロナ危機後もオフィス需要の戻りは鈍い。こうしたなか、金融環境の引き締めにより不動産価格に調整が入り、不動産企業の借り換えが困難化する可能性がある。特にこれまでの異例な金融緩和と不動産価格の上昇の下で多くの不動産企業がレバレッジの引き上げに動いてきたとされるため、環境の反転が与えるインパクトは大きなものとなる可能性がある。このところの不動産企業の株価の低迷には、この懸念が反映しているとも捉えられる（図表9）。またこの際、中小規模の銀行や投資ファンドが不動産関連の与信に大きなウエートを占めるとみられることから、②のリスクが、不良債権の拡大や資金の急速な流出を通して①のリスクに直結する展開も考えられる。



(資料) 図表7はBISの、図表8はOECDの、各データから農中総研作成



(資料)図表 9 は、Bloomberg のデータから農中総研作成

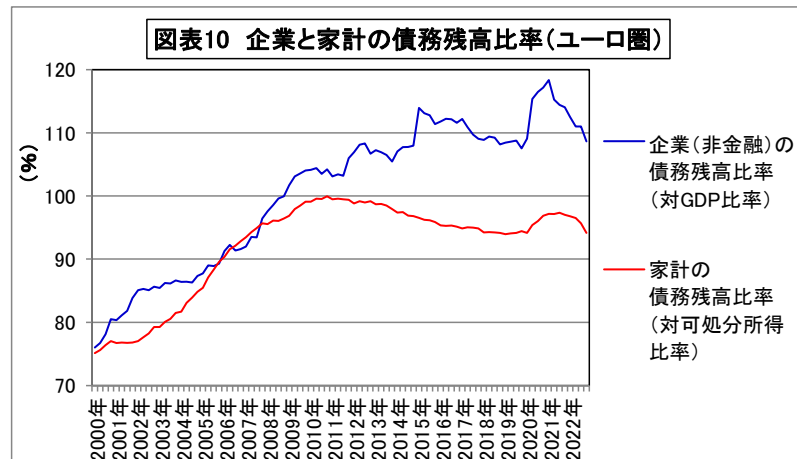
③ 債務を巡るリスク

そして③は、債務を巡るリスクである。ユーロ圏の企業や家計については全体として債務残高に縮小傾向が現れており、上記のような特定業種を除けば債務を巡る顕著なリスクの蓄積は認められない(図表 10)。しかしその一方で、政府債務についてはコロナ危機や生活費危機、エネルギー危機への対応を経て拡大が著しく、現時点で政府債務残高比率が財政危機時を上回る国も少なくはない(図表 11)^(注4)。また同時に、輸入依存度の高いエネルギーなどの価格上昇が主因となり、経常収支の黒字幅の縮小や赤字化が広範に現れてもいる(図表 12)。この高い政府債務残高と経常収支赤字の組み合わせはユーロ圏の財政危機時と類似の状況であり、一層のリスクの積み上がりを意味している^(注5)。

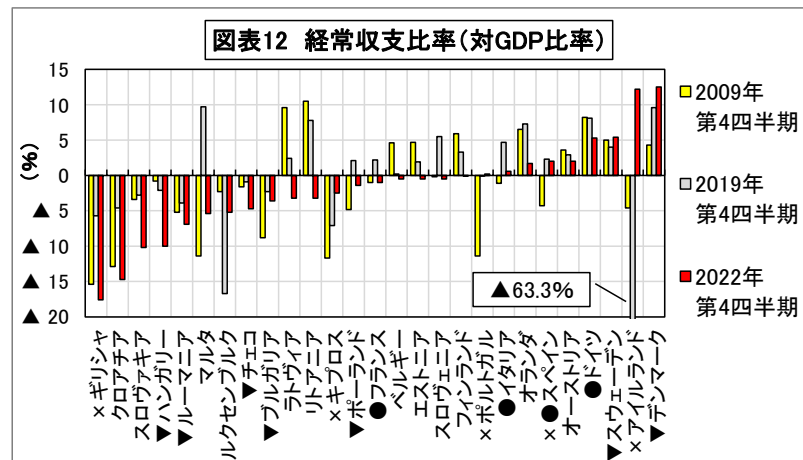
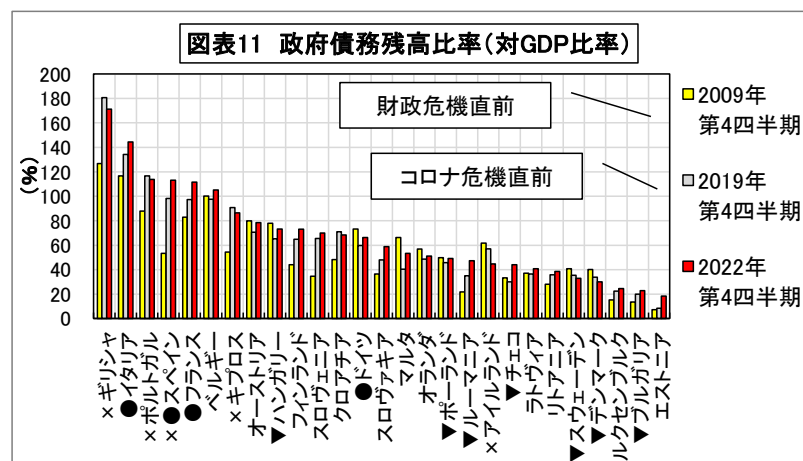
しかも今後とも、ユーロ圏では政府財政や経常収支を巡る環境は厳しく、早期の好転は期待し難い。その根拠としては、まず、確かに足元では天然ガス価格は低下し落ち着きを取り戻してはいるものの、これは暖冬などに支えられたところが大きく、23 年の冬季には天然ガスの必要量の確保が一層困難となる可能性が指摘されている。この場合には、支援策の拡充により政府財政への負担が再度拡大するとともに経常収支は赤字に振れやすくなる。さらにはこの足元のエネルギー情勢に加えて、地政学的リスクの高まりから各国で軍事費の拡大は避けられず、この他にも気候変動対策や高齢化対策などで政府支出が増加し、中期的にユーロ圏では政府財政の一層の悪化が懸念されている(図表 13)。

確かにユーロ圏では財政危機対策として 12 年 9 月に ECB が無制限の国債買い取り策である OMT の導入を決定するなど、危機への対策が拡充されてきている^(注6)。このため現時点では同様の危機が

突発する可能性は限られ金融市場も冷静に推移しているが、潜在的には政府の債務リスクが再び蓄積されつつある事実には注意が必要である。

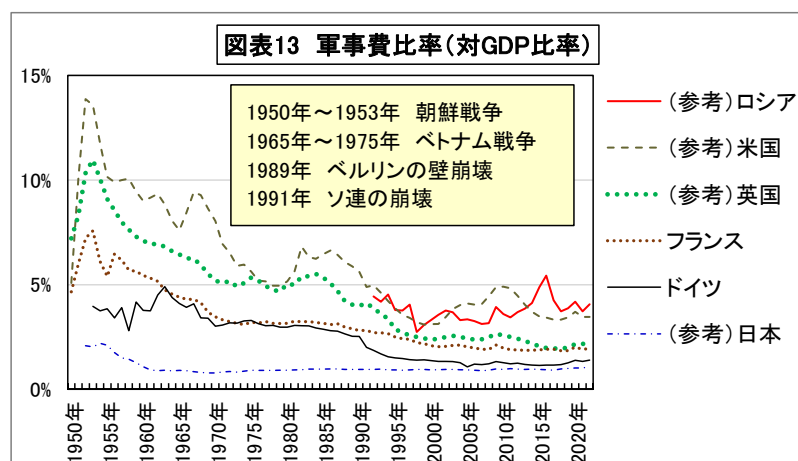


(資料) 図表 10 は、ECB のデータから農中総研作成



(資料) 図表 11、12 は、Eurostat のデータから農中総研作成

(注) ●はユーロ圏の四大国を、▼はユーロ圏未加入の EU 加盟国を、また×は財政危機時に金融支援を受けた国を示す。

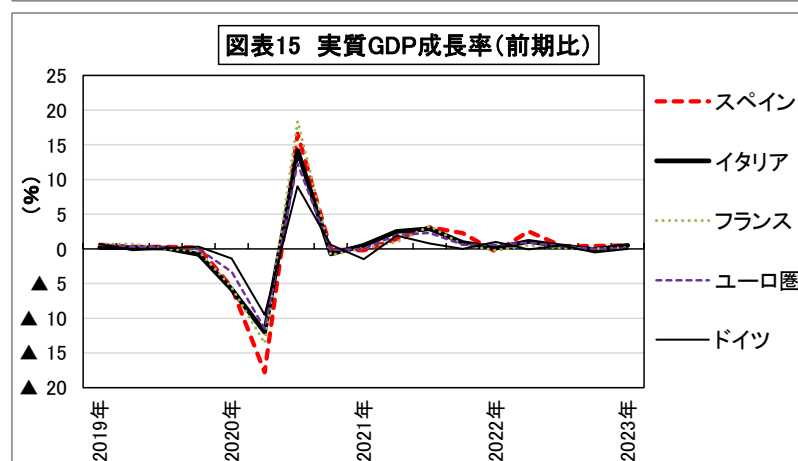
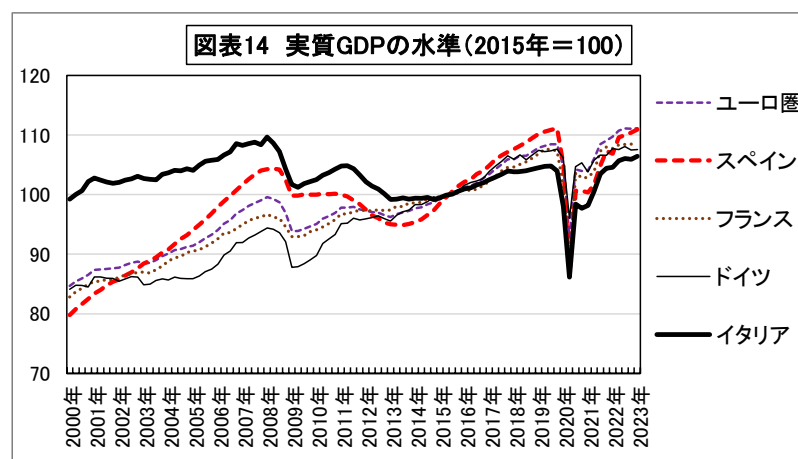


(資料) 図表 13 は、ストックホルム国際平和研究所 (SIPRI) データから農中総研作成

3. 低迷状態が続くユーロ圏経済とさらなる下押しのリスク

今後のユーロ圏 の経済情勢

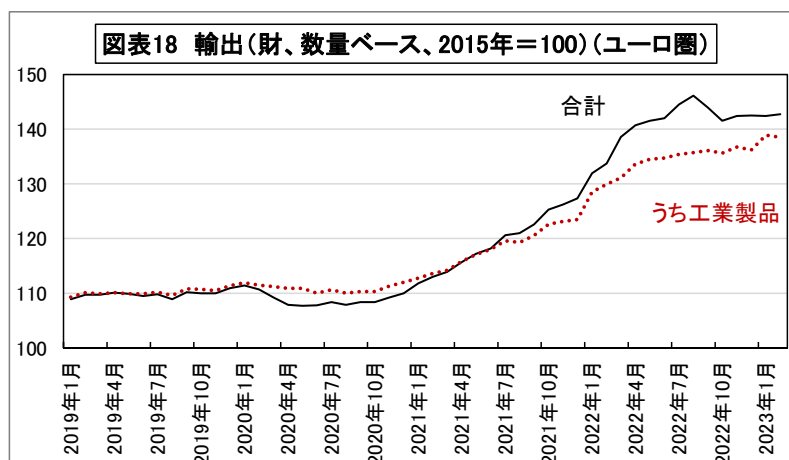
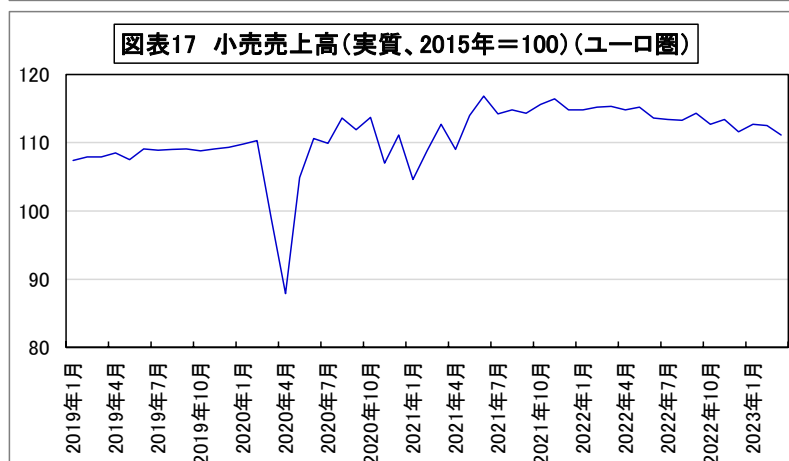
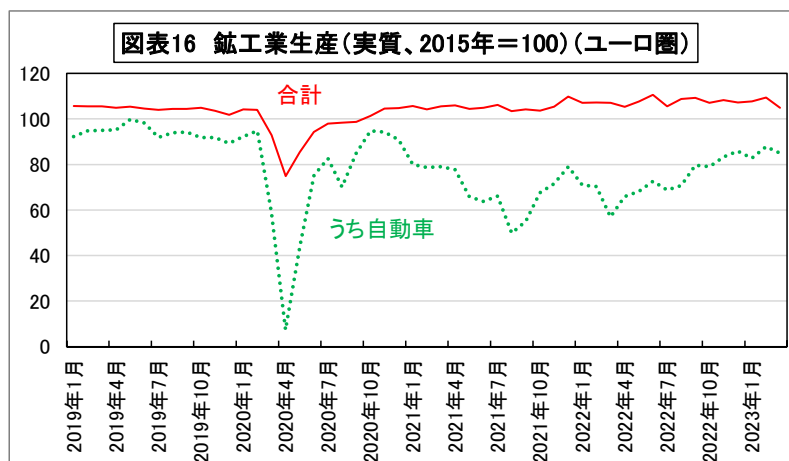
このような中で、ユーロ圏の今後のマクロ経済情勢の推移をどう考えればよいのだろうか。



(資料) 図表 14、15 は、Eurostat のデータから農中総研作成

**最悪シナリオは
脱したもの
の低迷状態が続く
ユーロ圏経済**

まず現状を確認すると、ユーロ圏経済は暖冬などを背景とするエネルギー価格の低下の恩恵を受け、懸念されたりセッション入りはこれまでに回避することができている。しかし、ロシアに対するエネルギー依存度が高かったドイツを中心にして、経済の低迷状態が続いている状況に変わりはない（図表 14、15）。



(資料) 図表 16～18 は、Eurostat のデータから農中総研作成

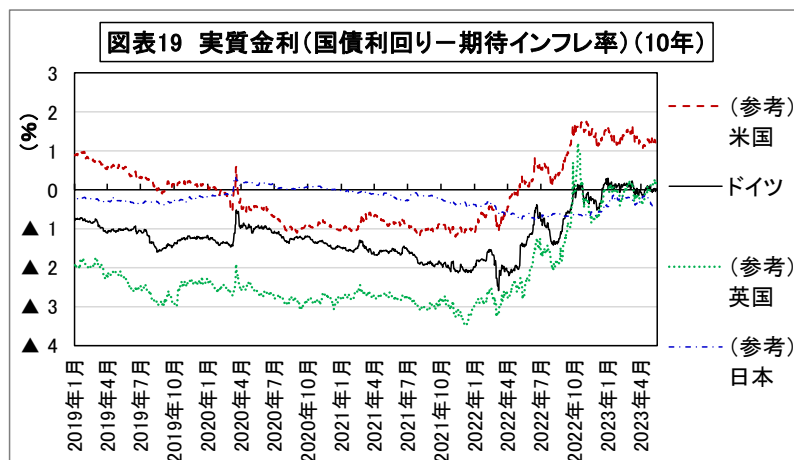
銀行の与信基準
の厳格化で強ま
る経済への負荷

このうちユーロ圏の生産は、供給制約の緩和とエネルギー価格の低下にもかかわらず成長が鈍い。特に主力製品である自動車は、一時の低迷を脱しつつあるもののコロナ危機前の生産水準を回復するには至っていない（図表 16）。一方、小売売上高については、物価上昇が継続する下で頭の重い展開が続いている（図表 17）。また輸出についても、中国や米国、英国などへの輸出の停滞から、足元では力強さに欠ける動きとなっている（図表 18）^{（注 7）}。

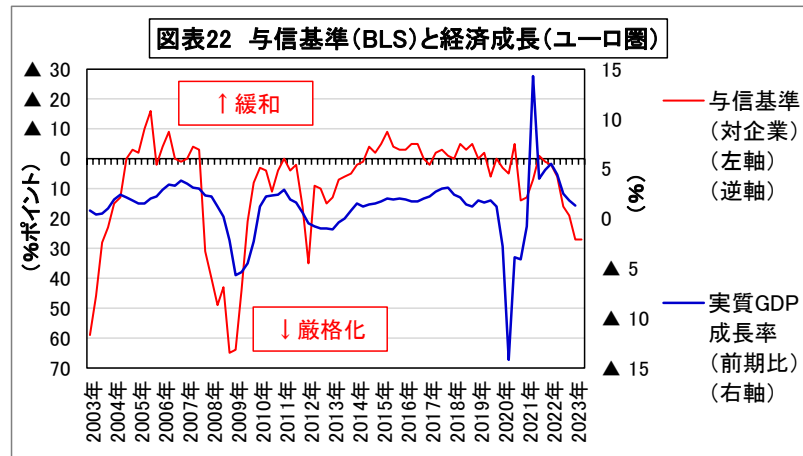
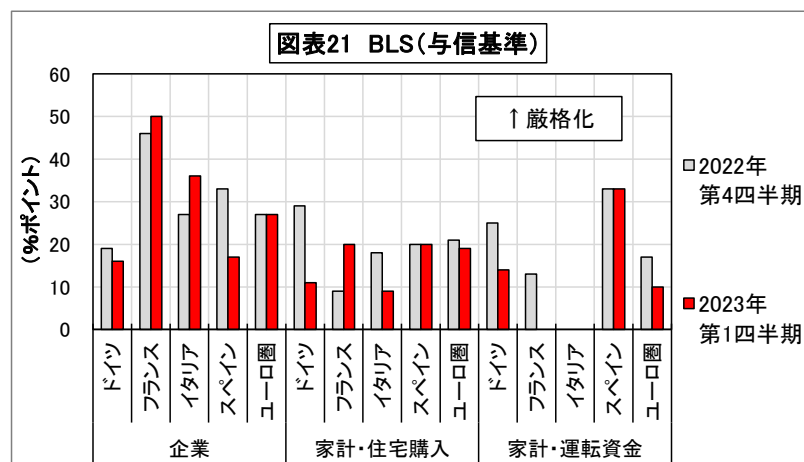
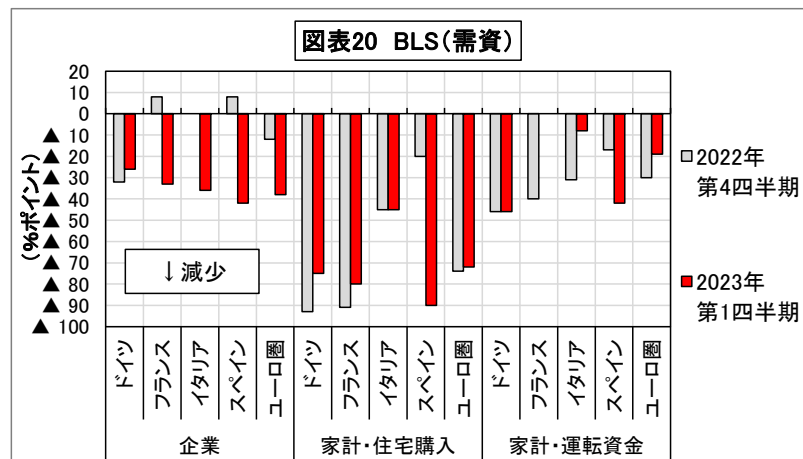
この背後では、ECB の金融引き締めを受けた実質金利の着実な上昇が働いている（図表 19）。またこの間、ECB の銀行貸出調査（BLS）によると、ユーロ圏では広く企業や家計の需資の低迷と銀行の与信基準の厳格化が現れている（図表 20、21）^{（注 8）}。ここで過去の推移を振り返り、与信基準の厳格化と経済成長率を対比させれば、両者の間で一定の相関関係が認められる（図表 22）。しかも今回は、この与信基準の厳格化が既にユーロ圏の財政危機時の水準近くにまで進行している事実が注目される。このため、時間差を伴いながら、今後、経済に対する負荷がさらに強まる可能性がある。

こうした中で、エネルギー危機などに対する公的支援策が段階的に縮小の方向にあることも加わり、ユーロ圏では企業の倒産件数は増加傾向にある（図表 23）。これに伴い、貸し倒れ懸念の強まりや実際の倒産の増加によるリスク耐性の低下が銀行のさらなる貸出抑制を招くことに繋がり、これがまた倒産件数を増加させる悪循環に陥る展開も考えられる。

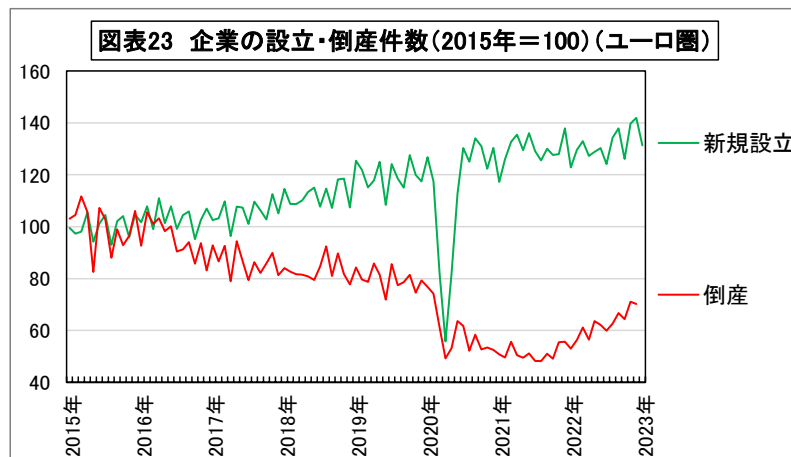
このためユーロ圏は、いったんリセッション入りは回避できたものの、景気後退の瀬戸際に立たされる状況が、当面の間、継続するものと判断される。



（資料）図表 19 は、Bloomberg のデータから農中総研作成



(資料) 図表 20、21 は ECB の、図表 22 は ECB および Eurostat の、各データから農中総研作成



(資料) 図表 23 は、Eurostat のデータから農中総研作成

ただでさえ脆弱な経済情勢にさらに加わる下押しのリスク

以上のようにユーロ圏の経済情勢は引き続き厳しいが、これに上で見たリスクが付加されることになる。なかでも、②の不動産市場を巡るリスクが、リスクの実態が把握しづらい①の金融機関を巡るリスクと絡み合いつつ顕在化し、ユーロ圏の脆弱な経済情勢にさらに下押し圧力を加える可能性に注意が必要とみられる。

このうち不動産価格の上昇にはユーロ圏の内部で国毎に大きな格差が存在しており、ドイツなどの主要国以上に、特にハンガリーやチェコ、リトアニア、ポルトガルなどで上昇が著しい。一方、ユーロ圏の財政危機に先立ち不動産バブルを経験したスペインやアイルランドでは、今回の価格上昇はこれらの国々に比べて大きなものではない。こうした点からは、潜在的なリスクの蓄積はむしろ経済規模の小さい国で進んでいる可能性がある。しかし、ギリシャを震源地としてユーロ圏全体を揺さぶった財政危機の経験からすれば、これをもって直ちに不動産を巡るユーロ圏内のリスクは限定的であると見なすことはできないことになる。

4. まとめ ～高金利環境が続く下での市場波乱と経済下押しのリスク

高金利環境がまだ続くユーロ圏

折から、ユーロ圏の消費者物価上昇率は全項目ベースで減速傾向に転じているが、エネルギーや食品を除くコアには下方硬直性が現れている。今後もしばらく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続くほか、人件費の上昇が価格に反映されやすいサービス業で労働力不足に伴う賃上げも続くと思われることから、コアの物価上昇圧力が早期に沈静化する可能性は小さい。加えて、製造業も含めた賃上げの進行に伴う内需の拡大も、

ユーロ圏経済の リスクシナリオ

物価押し上げ要因として考慮に入れる必要がある。このためこの先 1 年程度の短期間にユーロ圏でインフレが終息し、ECB が金融引き締めを打ち止めとする見通しは現在のところ立てづらい。

こうして高金利環境が当面は継続するとみられるユーロ圏では、長く続いた異例な金融緩和の下でこれまでに蓄積されてきた経済に潜む歪みが炙り出される可能性がある。この際、なかでも注目されるのは、①金融機関を巡るリスクや②不動産市場を巡るリスクであり、また③債務を巡るリスクである。これに伴う市場波乱は、コロナ危機に続き生活費危機やエネルギー危機を相次いで経験し既に脆弱な状態にある経済に対して、さらに下押し圧力をかけることになる。

確かに、ユーロ圏では銀行規制の適用はより広範で包括的であるとされており、また商用不動産の価格上昇は限定的であるほか財政危機への対策が拡充されるなど、リスクの緩和材料が存在してはいる。しかし危機は思わぬきっかけで突発するものであり、これらの下押し圧力を、ユーロ圏経済のリスクシナリオとして想定しておく必要があるものと考えられる。

(23. 5. 25 現在)

(注 1) 米国では 3 月に仮想通貨を主力業務とする銀行が自主清算を決め、その後、同月中に地方銀行 2 行が経営破綻した。またさらに 5 月に、地方銀行 1 行が経営破綻した。

(注 2) ユーロ圏では早期にインフレの終息が見込みづらい点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「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」(農中総研『経済金融ウォッチ』23 年 5 月号所収)

(注 3) このうちバーゼル委員会が世界金融危機後に新たに導入した規制として、流動性リスクに関する「流動性力バレッジ比率(LCR)」「(図表 4)と「安定調達比率(NSFR)」がある。前者は短期間に発生し得る資金流出額に対し、これを上回る国債などの高品質の流動資産の常時保有を求める規制である。また後者は、市場流動性に乏しい資産を含む運用資産に対する資金調達が安定的な手段によりなされていることを求める規制である。

(注 4) こうした中で格付け見直しの動きも出ており、直近の例としては 4 月 28 日に、フィッチがフランスのソブリン信用格付けを 1 段階引き下げ「AA-」とした。

(注 5) 経常収支は「貿易収支+サービス収支+所得収支(第一次、第二次)」として定義されるが、国内景気の過熱時や輸入物価の上昇時などには輸入の拡大により赤字に転じやすい。この場合には、「輸出-輸入=生産-消費-投資」の関係から、国内でネット貯蓄がマイナスとなり海外からの資金導入が必要となることを意味している。海外からの資金はしばしばより高い利回りを要求し、また逃げ足が速く不安定でもあるため、経常収支が赤字である状態は金融市場の波乱を増幅する結果を招きやすいことになる。

(注 6) ECB が 12 年に財政危機対策として導入した OMT は、Outright Monetary Transactions の略である。その発動は、当該国が欧州安定メカニズム(ESM)による支援を受け、その下で財政健全化や経済の構造改革などの支援条件を遵守していることが条件となる。これに加えて、ECB は 22 年 7 月に TPI(Transmission Protection Instrument)の導入を決めた。これは一部の国の国債利回りの上昇で市場が分断化され政策効果の浸透が阻害される事態を防止することを目的としたもので、その発動は当該国が健全な経済や財政の状態を維持していることを前提として、投機的な動きなどにより国債利回りが上昇した場合に限定されている。

(注 7) 例えばドイツの 23 年第 1 四半期の輸出(数量ベース)については、特に中国向け輸出の落ち込みが大きく、前年同期比で 10.5%の減少となっている。このうち、なかでも自動車の減少が大きく同 23.9%の減少である。以上は、ドイツ連邦統計局のデータによる。

(注 8) 図表 20 は、当該四半期中に需資が増加したと回答した銀行の割合(%)から減少したと回答した銀行の割合(%)を差し引いたものである。図表 21 は、同様に与信基準を厳格化したと回答した銀行の割合(%)から緩和したと回答した銀行の割合(%)を差し引いたものである。