

# 経済金融 ウォッチ

2023年7月号

国内	.....	1
米国	.....	11
欧州	.....	18



## 自動車の挽回生産が牽引する国内景気

### ～根強い物価高、世界経済減速への懸念～

南 武志

#### 要旨

景気動向指数のCI一致指数に基づく景気の基調判断が4か月ぶりの「改善」へ上方修正されるなど、ウィズコロナの浸透に伴って景気指標に持ち直しの動きがみられる。半導体不足解消によって自動車の挽回生産が軌道に乗った影響を受けたと評価できる。しかしながら、物価高の影響で消費全体の勢いは乏しいほか、世界経済の減速を受けて輸出も減少傾向にある。金融引き締め効果発現で当面は欧米経済を中心に減速が続くほか、物価もしばらく下げ渋ることから、年末にかけて国内景気は低調に推移するだろう。

一方、植田日銀は賃金上昇を伴う形で、2%の物価安定目標の達成を目指す方針を示しており、当面は大規模緩和を継続する可能性が高い。そうした日銀の姿勢が浸透したこともあり、直近の長期金利は低下傾向をたどっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2023年			2024年		
	6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.075	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0190	-0.05～0.10	-0.05～0.10	-0.05～0.15	-0.05～0.15	
国債利回り	20年債 (%)	0.945	0.85～1.25	0.85～1.25	0.90～1.30	1.00～1.40
	10年債 (%)	0.350	0.25～0.50	0.25～0.50	0.25～0.50	0.30～0.55
	5年債 (%)	0.045	-0.05～0.25	-0.05～0.25	0.00～0.30	0.05～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	143.2	130～150	130～150	125～145	120～140
	対ユーロ (円/ユーロ)	156.1	145～165	145～165	145～165	140～160
日経平均株価 (円)	32,698	31,000±3,000	28,500±3,000	29,500±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6月26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。

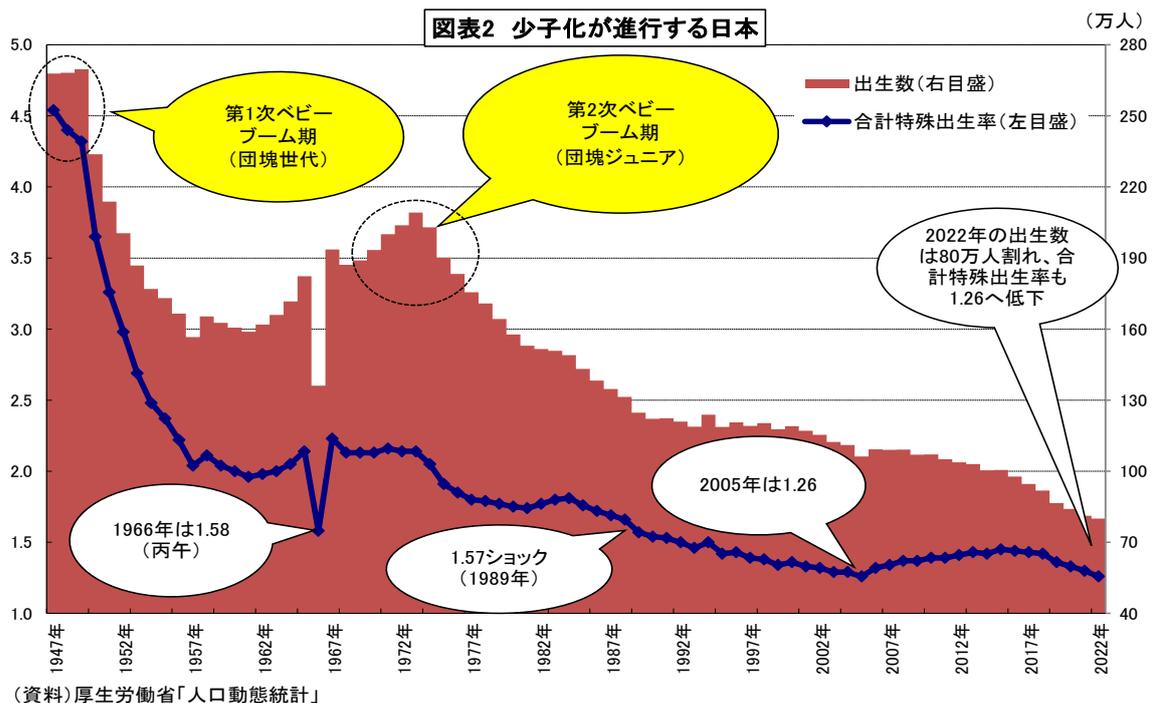
#### 少子化対策を柱の一つとした「骨太方針2023」

岸田内閣は6月16日に「経済財政運営と改革の基本方針(骨太方針)2023」を閣議決定した。G7広島サミットにおいて、人への投資や供給サイドの改革を通じて持続的成長を目指す取組の重要性が共通認識となったことから、副題を「加速する新しい資本主義～未来への投資の拡大と構造的賃上げの実現～」にしたと、岸田首相は説明している。

今回の骨太方針2023の柱の一つは、少子化対策・こども政策の抜本強化である。若年人口が急激に減少する2030年代に入るまでの今後6、7年がラストチャンスとの認識の下、13日に閣議決定した「こども未来戦略方針」に基づき、政府は児童手当の拡充、出産等の経済的負担の軽減などを通じた若者・子育て

て世代の所得向上や支援拡充、共働き・共育ての推進に全力で取り組むとしている。一方、年3.5兆円規模とされる財源については、消費税を含めた新たな税負担は考えず、経済成長による国民所得の向上（≒税収の自然増）をベースに、社会保障費を含む歳出改革、公的医療保険料の上乗せ分で創設する「支援金制度」を活用することで、国民に実質的な追加負担を求めない、としている。だが、この件については異論も少なくない。

なお、注目を集めてきた財政健全化に関しては、骨太方針2023でも従来通りの財政健全化目標に取り組む方針だ。一方、経済あつての財政であり、現行の目標年度により、状況に応じたマクロ経済政策の選択肢が歪められてはならない、としている。とはいえ、少子化対策や防衛予算の大幅増などもあり、「25年度の基礎的財政収支（PB）黒字化」といった従来目標達成は厳しいとの意見が大勢であるのも確かである。

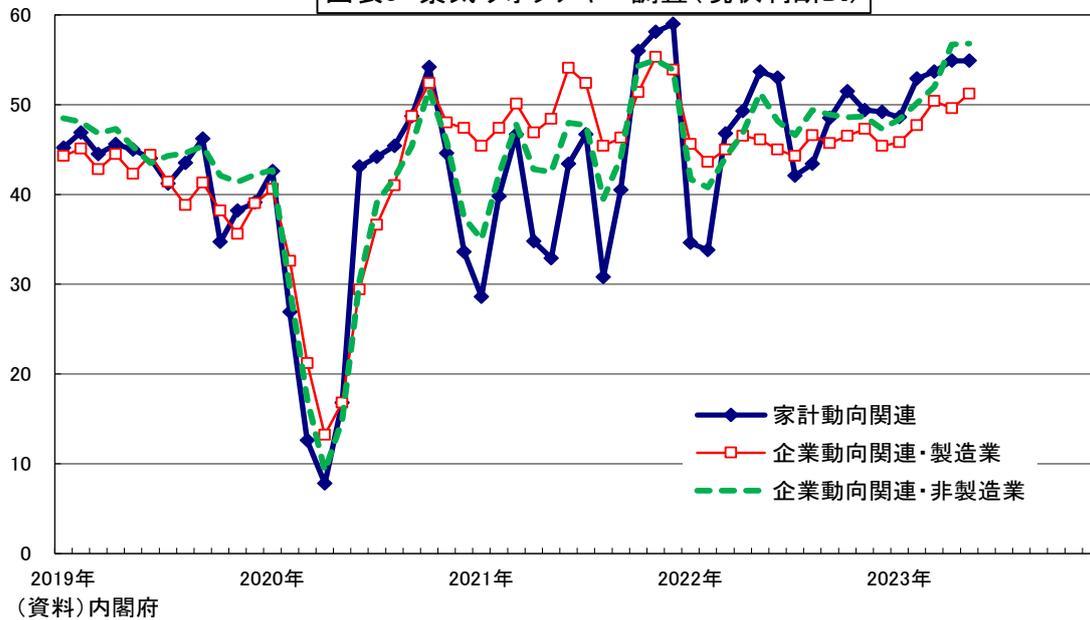


**1～3 月期 GDP は上方修正、2 期連続のプラス成長**

以下、足元の国内景気について確認したい。主要な経済指標を俯瞰すると、持ち直しの動きが散見されている。その牽引役は、自動車などの耐久財消費の底堅さ、ウイズコロナ進展や円安といった追い風を受けたインバウンド需要の回復であろう。1～3 月期の GDP 第 2 次速報 (2 次 QE) では、実質経済成長率は年率 2.7%へ上方修正された。同時に 22 年 10～12 月期 (1 次 QE ではマイナス成長) も上方修正された結果、2 期連続でのプ

ラス成長となった。

図表3 景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



### 景気の基調判断は「改善」へ上方修正

また、景気動向指数のCI一致指数をみると、4月は前月から0.1ポイントの改善(2か月ぶり)で、景気の基調判断は「改善」に上方修正された。

足元の景況感にも改善がみられる。景気ウォッチャー調査(5月)によれば、景気の実況判断DIは前月から+0.4ポイントの改善(4か月連続)であった。「家計動向関連」、「企業動向関連・非製造業」、「雇用関連」の底堅さに加え、22年初来低調だった「企業動向関連・製造業」の改善傾向が明確となった。景気の先行き判断DIは6か月ぶりの低下だったが、判断基準の50を大きく上回っているほか、「企業動向関連・製造業」も17年10月以来の高水準であり、半導体不足などが解消し、自動車の挽回生産が順調であることも影響したと推察される。

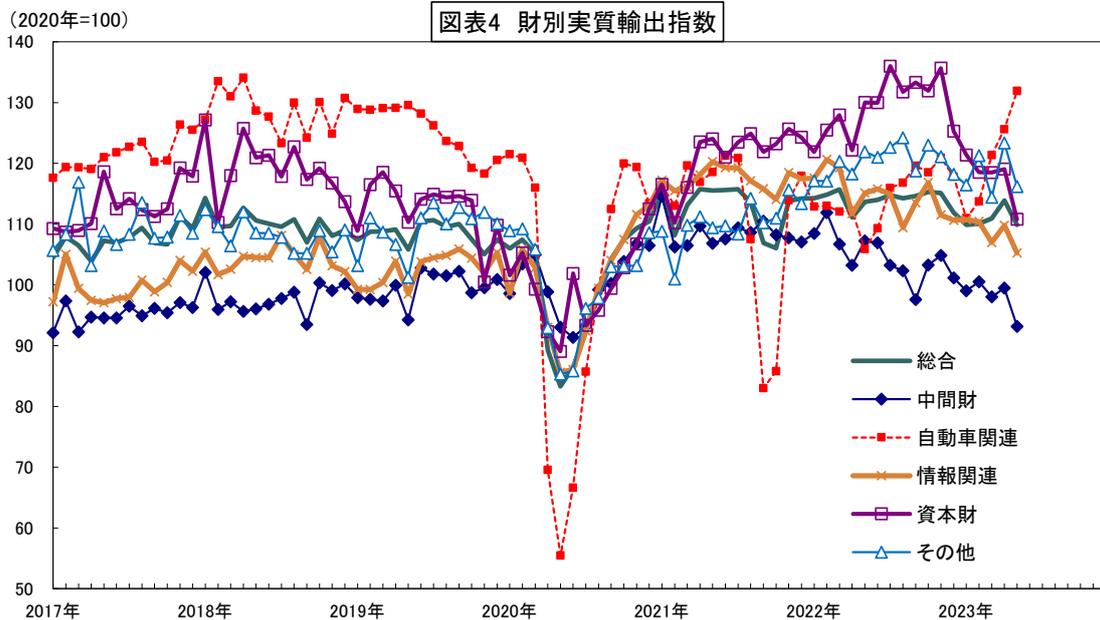
また、設備投資関連指標も概ね底堅い。法人企業景気予測調査(4~6月期)によれば、23年度の設備投資計画(全産業、ソフトウェア投資を含む、土地購入額を除く)は前年度比11.2%へ上方修正されるなど、堅調さを維持している。機械受注(船舶・電力を除く民需)も4~6月期は2期連続の増加見込みである。非製造業を中心に設備不足感は強く、設備投資意欲も衰えていない。

### 消費の回復テンポは依然緩慢

一方、消費、輸出、生産など主要な指標では自動車関連以外の鈍さが目に付く。まず、消費関連指標については、マインド

は改善傾向が続いているが、ペントアップ需要（リベンジ消費）が盛り上がっている様子はみえてこない。5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、基調判断は2か月連続の「持ち直している」であった。しかし、家計調査からは、平均消費性向は61.6%と2年ぶりの水準まで低下するなど、マインド改善が消費拡大につながっていない様子が見て取れる。また、後述の通り、消費者物価が高止まっていることもあり、実質所得は大きく目減りしており（4月の実質賃金は前年比▲3.2%、毎月勤労統計より）、消費全体の回復を阻害している。

また、4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0.1%と2か月ぶりの上昇であったが、大きく落ち込んだ3月分（同▲1.9%）からのリバウンドは不発であった。期待されたサービス消費も同0.2%と鈍かった。第3次産業活動指数（4月）は2か月ぶりに上昇しているが、コロナ禍で打撃を受けた宿泊、飲食、娯楽などが含まれる「広義個人向けサービス業」は2か月連続の低下であった。



### 自動車以外の輸出・生産は総じて弱い

輸出関連についても、挽回生産が進んだ自動車は堅調だが、それ以外は総じて弱く、全体としても減少気味に推移している。5月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲3.5%と4か月ぶりに低下、直近のボトムである1月の水準まで戻った。国・地域別にみると中国・NIEs・ASEAN等のアジア向け輸出が

**経済見通し：物価高や海外経済の減速の影響で23年末にかけて低成長にとどまる**

弱い。財別には、自動車関連は持ち直しているが、資本財・部品、情報関連、中間財などは総じて弱い動きである。また、5月の製造工業生産予測指数（予測誤差の補正後、中央値）も同様に4か月ぶりの低下が見込まれている。

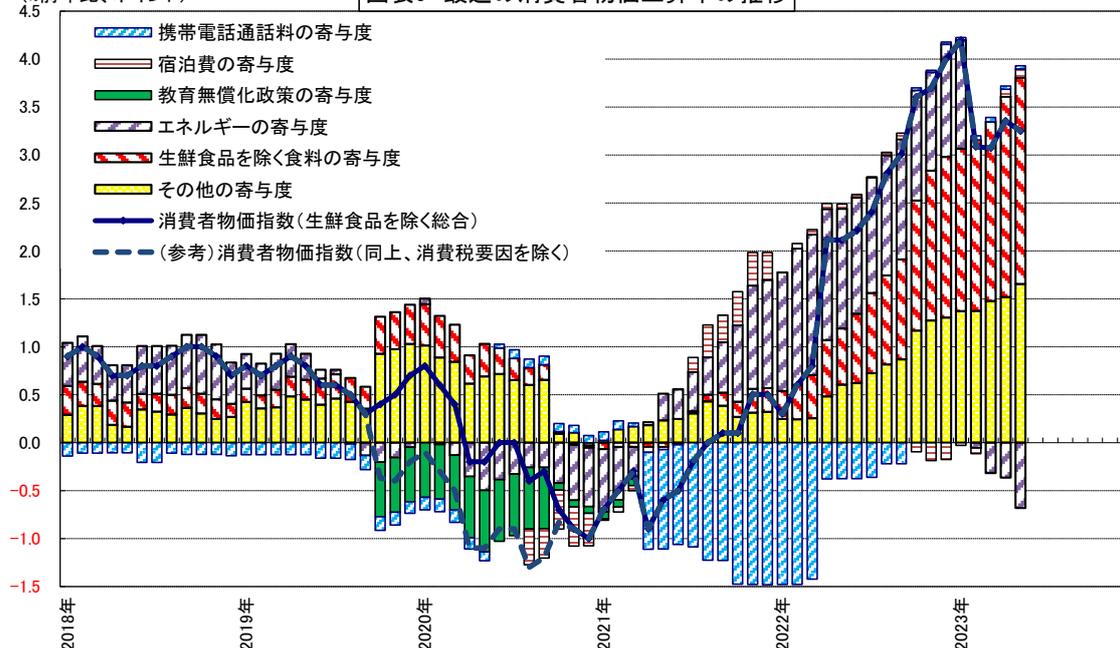
以下、先行きの国内景気を展望したい。カギを握るのは、世界経済・貿易の動向と家計所得の目減りがいつ解消されるのか、という点であることには変わりはない。

足元で新型コロナ（COVID-19）の感染「第9波」が既に始まったとみる医療関係者が散見される中、ウィズコロナが一層浸透することで、サービス消費やインバウンド需要は今後とも底堅く推移する可能性がある。しかし、日本経済は物価高止まりによる消費停滞や海外経済の減速に伴う輸出減に直面する可能性が高い。30数年ぶりの物価高の下、大きな注目を浴びた23年春闘は、日本労働組合総連合会（連合）の集計（6月5日公表分）によれば、全体（定期昇給相当分込み）で3.66%と、前年同時期の2.09%を大幅に上回る妥結となった。概ね1.8%程度とみられる定期昇給分を差し引きすると、ベースアップ率は2%弱だったと想定される。22年度の好業績を背景に、23年夏季賞与も概ね底堅いとみられ、物価高による実質所得の目減りがある程度は相殺する可能性があるものの、物価が沈静化するまでは消費の本格回復は難しいだろう。

また、海外経済に目を向けると、金融引締めが実施された欧米経済ではさらなる利上げが想定されており、今後は景気減速が一段と強まる可能性が高い。22年末にゼロ・コロナ政策から大きく舵を切った中国でも景気の低調さが続いている。さらに、世界的な半導体不況に見舞われているほか、自動車の挽回生産が一巡すれば、その反動も懸念される。年度下期にかけて世界経済の減速が強まり、輸出、民間企業設備投資を下押しするだろう。当総研では2次QE発表を受けて、経済見通しを改訂したが、23年後半にかけて国内景気は失速、23年度を通じては0.4%の低成長にとどまると予想している。その後、物価沈静化とともに実質所得の目減りが止まり、政策支援を受けた中国経済の持ち直しなどの波及効果もあり、24年度に国内景気はようやく本格回復局面入りすると予想している（詳細は6月8日公表の「2023～24年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」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：夏場まで高止まりが続くが、年度下期以降は鈍化

5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3.2%と、3か月ぶりに加速した4月分（同3.4%）から再び鈍化した。今回の鈍化の主因としては、2月からの電気・ガス代の負担軽減策の効果に加え、再生可能エネルギー発電促進賦課金（再エネ賦課金）が引き下げられたことが挙げられる。しかし、食料や日用品などでは断続的に値上げされているほか、最近是一般サービスの上昇傾向も強まりつつある。そのため、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」は前年比4.3%へ加速、1981年6月（同4.5%）以来の高い上昇率となるなど、物価のベース部分での上昇圧力はまだ強い。

6月には家庭用電気代（規制料金）が値上げされたほか、4月に輸入小麦の政府売渡価格が5.8%引き上げられたこともあり、夏場にかけて物価の高止まり状態が続く可能性は高い。「サービス」分野についても、人手不足の強まりや人件費増加の影響で、しばらく値上げ傾向が残る可能性がある。

一方、これまでの物価上昇の主因であった「輸入インフレ」はすでに沈静化したほか、鶏卵の品薄状態も緩和されつつある。例年を上回る賃上げが実現したとはいえ、足元の実質所得の目減り分を相殺するには至らず、消費の改善ペースは鈍いまま。そのため、年度半ば以降は食料、日用品などの値上げ圧力が緩和する可能性が高いだろう。緩やかながらも、物価上昇

## 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

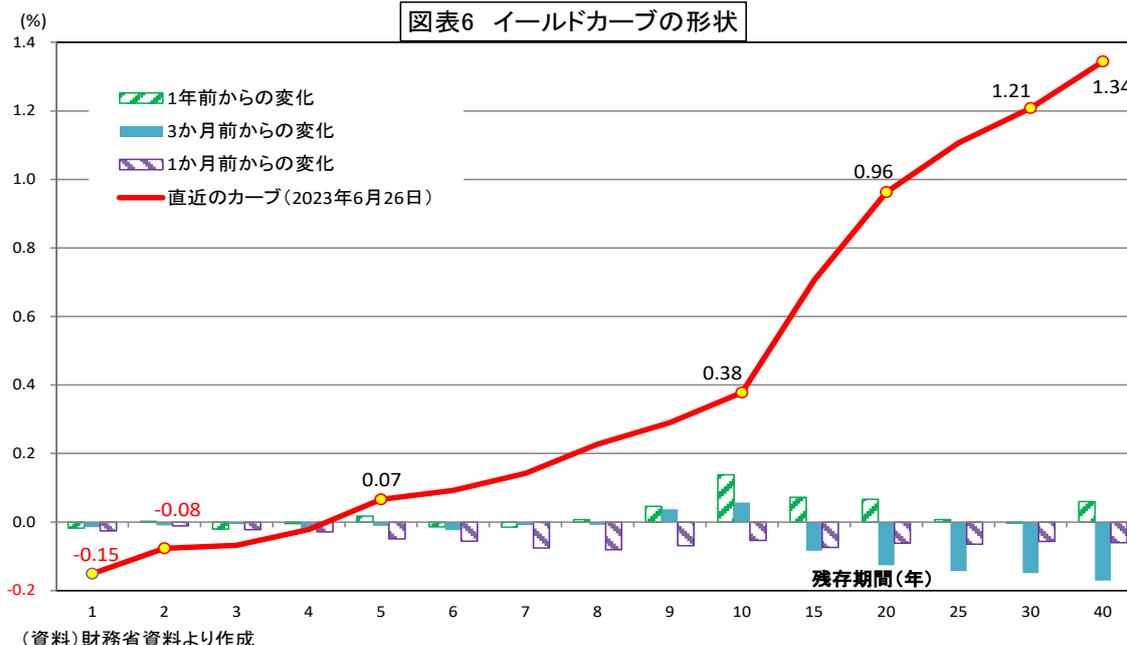
率の鈍化が進み、24年入り後には2%に迫るだろう。

6月15～16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」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が全員一致で決定された。

26日に公表された「金融政策決定会合における主な意見」を見ると、前述の通り、物価上昇率は「物価安定の目標」である2%を大きく上回っているものの、これまでの物価上昇は主に海外要因によって起きたものであり、まだ国内の需給環境の改善による面は小さいとの認識は崩していないようだ。日銀内では原材料価格の一服によって年度半ばにかけて物価が鈍化するとの見方は引き続き妥当との見方が有力である半面、企業の価格設定スタンスが積極化しつつあるとの指摘もあり、物価・賃金動向をこれまで以上に注視する姿勢が示されている。

なお、「主な意見」には、金融緩和全体については、待つことのコストは大きくないため、当面継続すべきだが、そのツールであるイールドカーブ・コントロールについては、将来の出口局面における急激な金利変動の回避、市場機能の改善、市場との対話の円滑化といった点を勘案すると、コストが大きく、早い段階で、その扱いの見直しを検討すべき、との意見も掲載され、今後の注目点となる可能性もありうる。

図表6 イールドカーブの形状



## 粘り強く大規模緩和を継続する姿勢

植田総裁は決定会合後の記者会見において「物価の先行きを巡っては、企業の価格設定や賃金引き上げの影響を含め、きわめて不確実性が高い状況にあり、物価安定の目標の持続的・安定的な達成には、なお時間がかかる」とし、「粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴うかたちで、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していく方針」を改めて示した。

2%の物価上昇に必要な賃金上昇率は3%といった見方（ゴピナート IMF 筆頭副専務理事ら）が散見されるなか、現行の大規模緩和の枠組みは当面維持される可能性が高いだろう。政策正常化に向けた議論は24年春闘でも「賃上げの機運」が続いているかを確認してからと思われる。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

5月に続き、6月の国内金融市場は内外の金融政策の方向性の違いが明確となったことで、円安圧力が高まったほか、株価もバブル崩壊後の最高値圏での展開が続いた。また、長期金利は緩やかに低下している。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。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

## 足元の長期金利は低下基調

### ① 債券市場

日銀の代替わりを控えた22年12月に、日銀は長期金利の変動幅を±0.5%に拡大したが、その後も日銀は金融政策の修正に着手するとの見方が燻り続けた。そのため、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

**先行き、金利低下  
圧力が一段と強まる  
場面も**

**33年ぶりの高値水  
準まで上昇したが、  
目先はスピード  
調整的な展開も**

**再び強まる円安圧  
力**

0.5%を若干下回る水準での推移が続いた。しかし、植田日銀は大規模緩和の継続を2会合連続で決定するなど、市場参加者に政策正常化に踏み切るには相当の時間がかかることが浸透しつつある。6月上旬にかけては米国長期金利の上昇が波及する場面もあったが、直近の長期金利は0.3%半ばに向けて緩やかに低下した。

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。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、金利低下圧力が一段と強まることもあり得るだろう。

## ② 株式市場

3月中旬にかけて、欧米金融機関の経営破綻に端を発した金融システム不安が急浮上したこともあり、世界的に株価は急落、日経平均株価は一時26,600円台となった。しかし、欧米の金融当局による迅速かつ手厚い対応が好感され、その後は持ち直しに転じた。4月上旬には米国景気の悪化が意識されて調整する場面もあったが、その後は為替レートの円安基調が好感されたほか、ウィズコロナへの期待感の高まり、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。6月中旬にかけて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。直近にかけては高値警戒感から利益確定売りが出て、上値が重い展開となった。

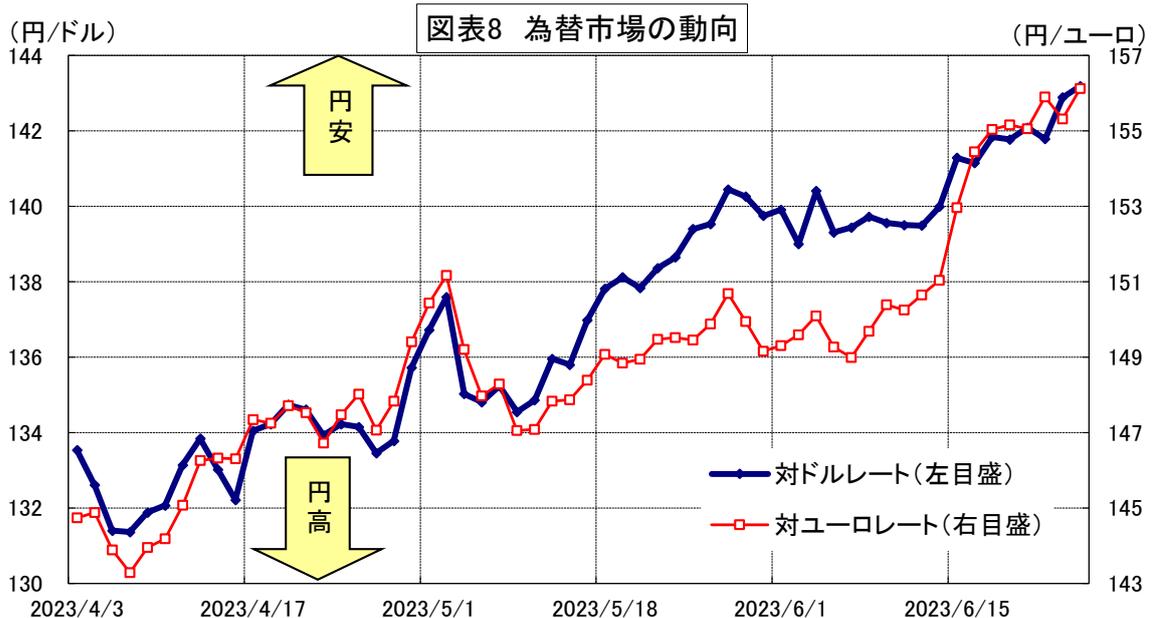
これまでの株価上昇ペースが速かったこともあり、目先はスピード調整的な動きが強まると思われる、また、年後半にかけて欧米経済の減速が強まるとみられ、国内景気もその影響が波及する可能性が高い。4~6月期の法人企業景気予測調査でも23年度は減益予想となっていることから、年内は調整色の強い展開が予想される。

## 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月下旬には140円台と約半年ぶりの円安水準となった。その後も円安が進行しており、神田財務官は昨秋以来の為替介入の可能性を示唆するなど、市場参加者を牽制している。

先行きについては、米国では7月FOMC（連邦公開市場委員会）において25bpの利上げが想定されているほか、もう一段の利上げの可能性もある半面、日銀は大規模緩和を続けるとみられ、円安状態が継続すると想定される。ただし、24年入り後は春闘開始とともに日銀の政策修正観測が意識される半面、米国では利下げへの転換期待が浮上すると想定され、円高傾向が徐々に強まるものと予想する。



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

**しばらくはユーロ高が続く**

また、対ユーロレートについても概ね円安傾向の展開が続いた。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。

(23.6.26 現在)

## 下げ渋るインフレ率

### ～追加利上げを示唆した6月FOMC～

佐古 佳史

#### 要旨

政策金利の据え置きが決定された6月FOMCでは、公表資料から年末までに合計50bpの追加利上げが示唆され、利上げが継続する見通しとなった。また、パウエルFRB議長は議会証言にて追加利上げが妥当との見方を示した。

賃金上昇率や求人数、離職率などからみて、ペースは遅いながらも労働市場のひっ迫度は抑制されつつあるとみられる。一方で、インフレ率の抑制は4、5月にかけて停滞しており、追加利上げの根拠となり得るだろう。

#### 一段落した債務上限問題

バイデン大統領（民主）とマッカーシー下院議長（共和）は5月27日、事実上マッカーシー下院議長が譲歩する形で連邦政府債務の上限引き上げと歳出削減に合意した。合意内容が盛り込まれた財政責任法案は、5月末から6月初めにかけて米下院、上院で可決され、25年1月まで債務上限の適用は停止されることとなった。次回の米大統領選が24年11月に予定されていることもあり、大統領選後は債務上限問題が再び話題となりそうだ。

#### 追加利上げを示唆した6月FOMC

こうしたなか、13、14日にかけて行われたFOMCでは、政策金利の据え置きが全会一致で決定され、利上げは一時停止となった。一方で、その後に公表された経済見通しでは3月FOMC時点からFOMC参加者の政策金利の予想が上方修正され、23年10～12月期は5.6%、24年10～12月期は4.6%となった。失業率については3月時点から下方修正され、23年10～12月期は4.1%、24年10～12月期は4.5%となり、FRBがあまり失業率の上昇にこだわらないようになりつつあることがうかがえる内容となった。なお、23年1～3月期のGDP成長率が高かったことから23年10～12月期GDPの成長率の見通しは前年比1.0%と、3月時点から0.6ポイント上方修正された（数値はいずれも中央値）。

その後、パウエルFRB議長は21日、議会証言において追加的な利上げが適切であり、利上げペースは小幅になるとの見方を示した。こうしたことから、次回の7月FOMC（25、26日）では25bpの利上げが決定される可能性が現時点では高いといえる。

図表1 FRB大勢見通し(6月時点)

		2023年	2024年	2025年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	0.7~1.2	0.9~1.5	1.6~2.0	1.7~2.0
	3月時点 (%前年比)	0.0~0.8	1.0~1.5	1.7~2.1	1.7~2.0
失業率	(%)	4.0~4.3	4.3~4.6	4.3~4.6	3.8~4.3
	3月時点 (%)	4.0~4.7	4.3~4.9	4.3~4.8	3.8~4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	3.0~3.5	2.3~2.8	2.0~2.4	2.0
	3月時点 (%前年比)	3.0~3.8	2.2~2.8	2.0~2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.7~4.2	2.5~3.1	2.0~2.4	
	3月時点 (%前年比)	3.5~3.9	2.3~2.8	2.0~2.2	
政策金利	(%)	5.4~5.6	4.4~5.1	2.9~4.1	2.5~2.8
	3月時点 (%)	5.1~5.6	3.9~5.1	2.9~3.9	2.4~2.6

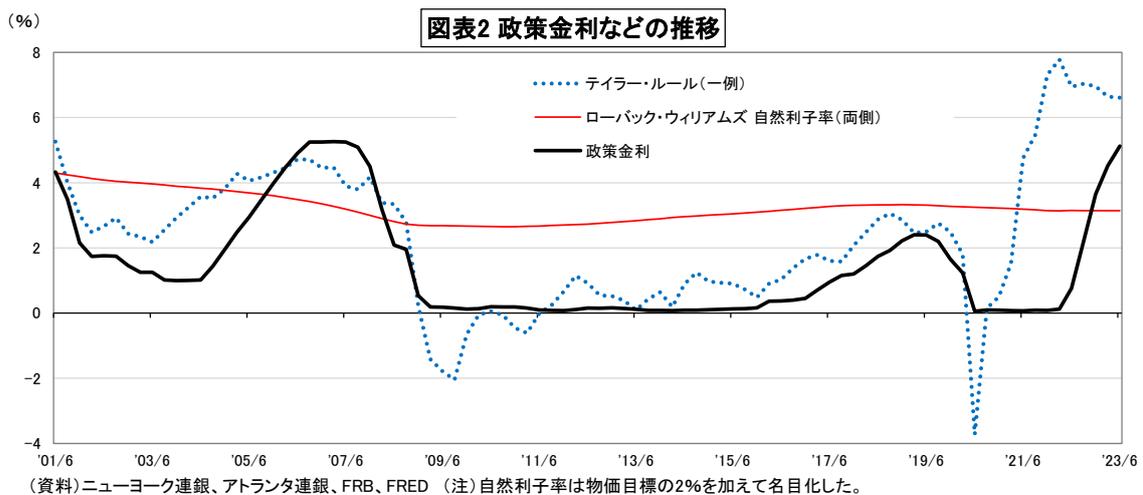
(資料)FRBより作成

(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。

テイラー・ルール型の金利水準が参考値に利用される

16日にFRBが議会に提出した資料からは、テイラー・ルール型の単純な政策金利の目安と比較して、コロナ禍後の金融政策が緩和的であったことが示され、政策金利の上昇余地が依然として残っていることが示唆された。振り返って考えると、筆者も含めて21~22年の緩和度合を過小評価していた向きは多いと思われる。

なお、22年6月から開始された量的引き締めの効果は25bp利上げ2回分に相当するという指摘が当時のFOMC参加者からあった点にも留意した方が良いでしょう。



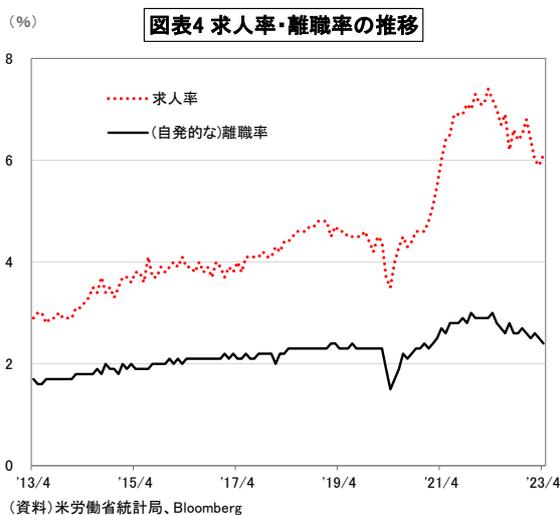
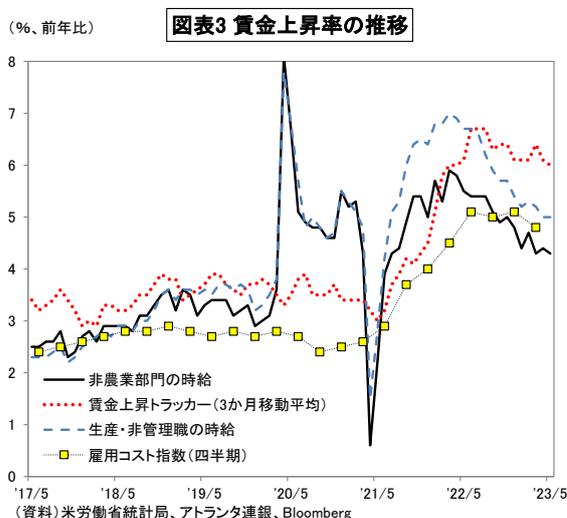
利上げによる下押し圧力が継続

さて、経済指標を確認してみると、全体としてはこれまでの大幅利上げ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

のひっ迫もペースは遅いながら抑制されつつあるとみられる。

5月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は4月から33.9万人増と早いペースでの雇用増が続いている。また、失業率は0.3ポイント上昇の3.7%となった。平均時給は前年比で4.3%、前月比は0.3ポイント加速の0.5%となった。

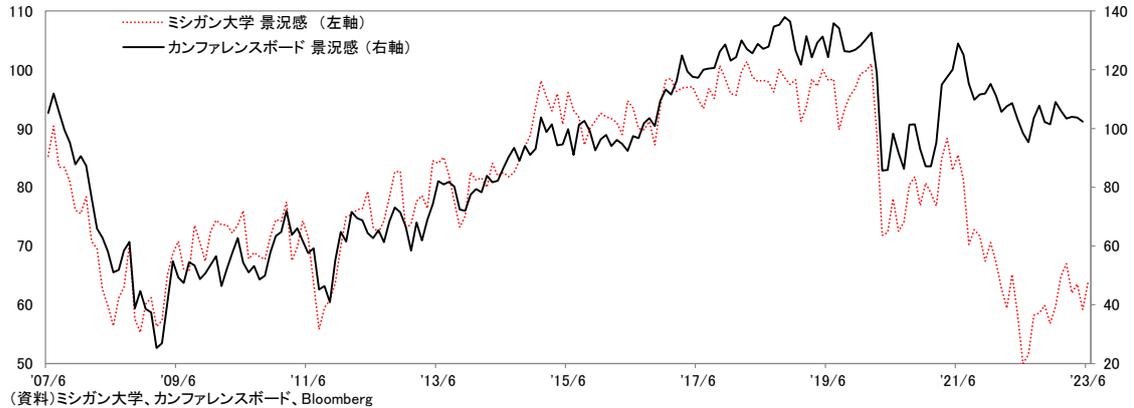
4月の求人労働異動調査によると、求人率(=求人数÷(求人数+雇用者数))は6.1%へ上昇、自発的な離職率は2.4%へ低下した。全体としてみれば、労働市場のひっ迫度合の緩和が進んでいるとの判断を維持してよさそうだ。



個人消費をみると、4月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.8%と3か月ぶりに増加、サービス消費は同0.3%と2か月連続で増加し、全体としては同0.5%と2か月連続で増加した。また、5月の小売売上高は同0.3%となったが、実質値で見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と思われるものの、4月の個人消費は強かった印象を与えた。

6月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は、債務上限問題が解決されたことと、インフレ率の鈍化が進展したことから前月比8%の上昇となった。加えて、1年先の期待インフレ率は高止まりとなっていた5月から0.9ポイント低下の3.3%へ、長期期待インフレは3.0%へ再び低下し足元のレンジ内での推移となった点もミシガン大学から報告された。

図表5 消費者景況感の推移

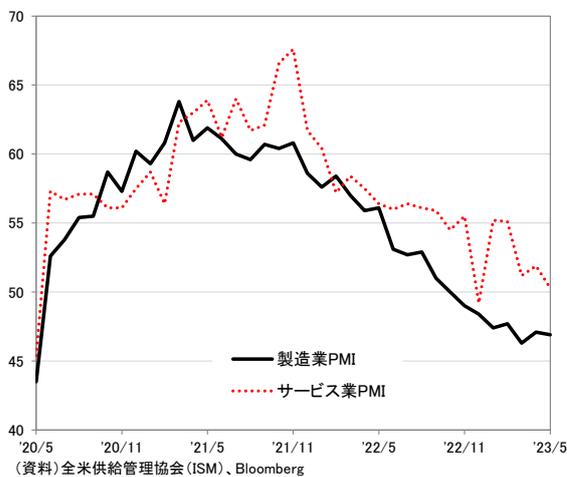


**ISM 指数は低水準での推移**

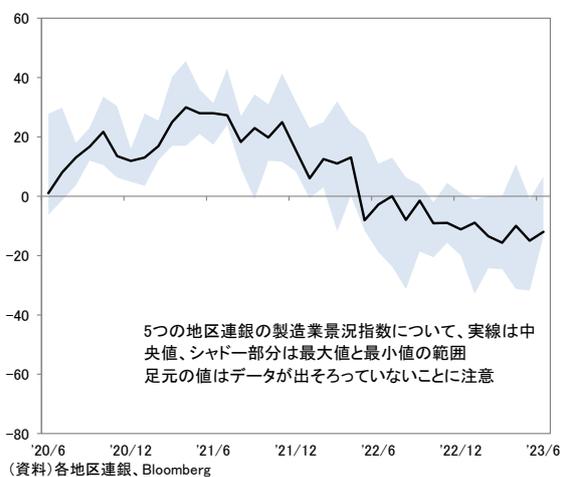
ISM 指数を確認すると、6月のISM製造業指数（製造業PMI）は前月から▲0.2ポイント低下の46.9%と7か月連続で縮小傾向を示した。サービス業指数（サービス業PMI）は同▲1.6ポイント低下の50.3%と小幅ながら5か月連続で拡大傾向を保っているものの、景況感の判断基準の基準となる50%に迫る低い水準となった。

製造業PMIの価格指数は同▲9.0ポイント低下の44.2%、サービス業PMIの価格指数は同▲3.4ポイント低下の56.2%となり、製造業を中心にインフレ率の抑制が示唆された。

図表6 ISM景況感指数の推移



図表7 地区連銀製造業景況指数



**インフレ率の抑制は停滞**

インフレ率をみると、4月のコアPCEデフレーターは前年比4.7%と3月の同4.6%から加速、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同4.8%と3か月連続で加速した。サンフランシスコ連銀による要因分解をみると、需要要因の抑制が進んでいないことがうかがえる。

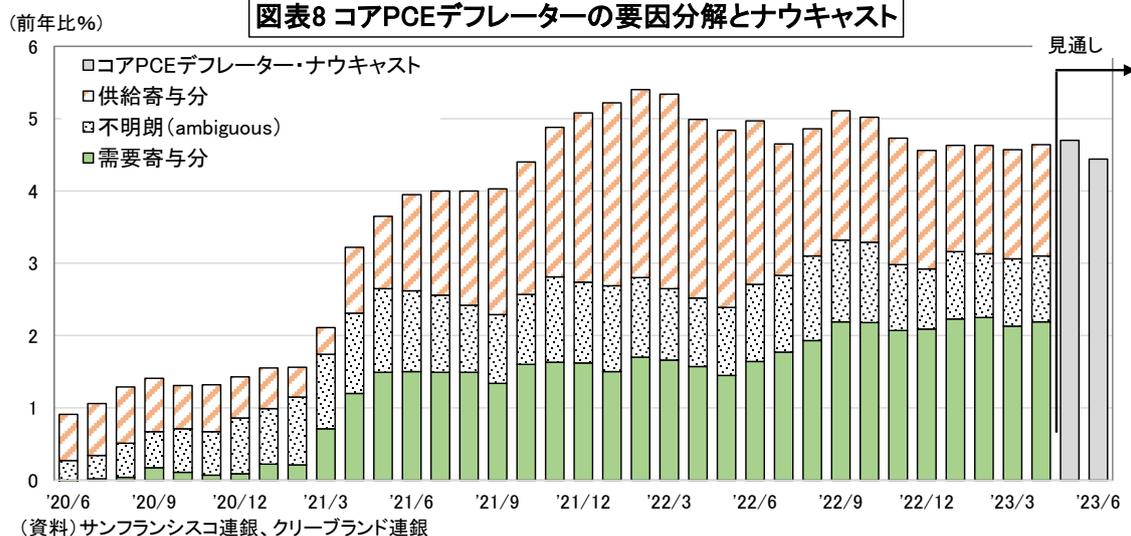
また、5月の消費者物価指数(CPI)はエネルギーが前月比▲3.6%と大幅に下落したことから総合は同0.1%となった。一方でコアは

3、4月から変わらずの同0.4%、住宅サービスは0.2ポイント加速の同0.6%となった。全体としてはエネルギーを除けば、4月と同じく5月もインフレ率の鈍化があまり進展しなかった。

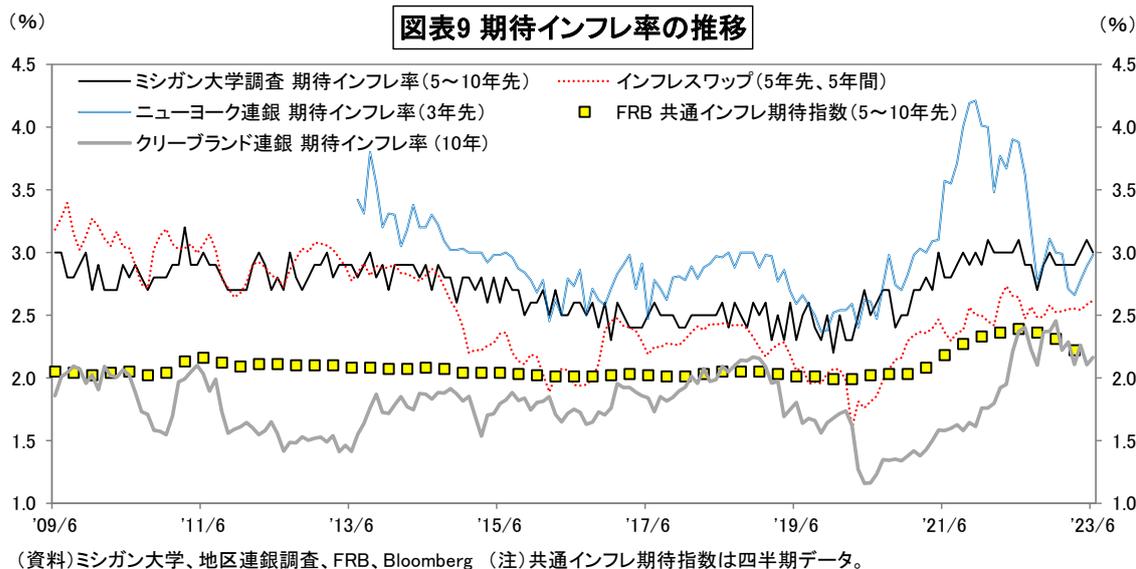
5月の消費者物価指数から、労働市場のひっばく度合いとの関係が強いと思われる「住宅を除くコア・サービス」に該当する各項目について、前月比でのインフレ率を確認すると、同セクターのインフレ率が4月からほぼ変わっていないことがうかがえる。

なお、足元の期待インフレ率はコロナ禍以前と比べると高止まりしているものの、おおむね安定しているといえる。

**図表8 コアPCEデフレーター要因分解とナウキャスト**



**図表9 期待インフレ率の推移**



**景気の先行き：  
後ずれする見込みの  
景気下押し  
圧力**

**乏しいと思われ  
る長期金利低下  
余地**

足元のインフレ率はFRBの目標値である前年比2%の倍以上となっているため、金融引き締めの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。現在の政策金利水準（5.00～5.25%）が引き締めのかどうかは判断が分かれるところだが、緩和的であった21～22年の金融政策の効果が足元の経済に波及していると考えられることや、サービスセクターの労働市場が利上げに反応しにくいことなどから、金融引き締め効果が出づら環境にある。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だ。利上げが継続するなかで、ハードランディング（景気の急速な悪化）の一步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3月10日のシリコンバレーバンク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、3.5%前後での推移となった。5月末にかけて債務上限問題への懸念や米国債格下げの可能性が浮上したことで3.8%を上回る場面もみられた。6月に入り債務上限問題が解決した後、長期金利は一旦低下したものの、5月の雇用統計が強かったことで再度上昇し、6月FOMC（13、14日）にてFRBによる追加利上げの可能性が示唆されたことなどから、足元では3.7～3.8%程度で推移しており、4月と比べると20bp程度高い水準となっている。

先行きについても、FRBの利上げが継続すると見込まれることから長期金利の低下余地は乏しいと思われ、足元の3.7～3.8%程度での推移となりそうだ。



**株式市場：上値  
の重い展開が続  
く**

株式市場では、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ダウ平均株価は反発し、4月末には34,000ドルを回復した。その後は5月にかけて債務上限問題が意識され上値が重い展開が続いた。6月入り後は債務上限問題が解決したことで一旦反発したものの、6月FOMCやパウエル議長の議会証言などから金融引き締め継続が意識されたことから下落に転じ、足元では再び34,000ドルを割り込んでいる。

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もあり、引き続き上値の重い相場が続くと予想する。

(23.6.26 現在)

## ドイツ経済の不調、ユーロ圏の重荷に

### ～構造的な問題点で回復には時間～

山口 勝義

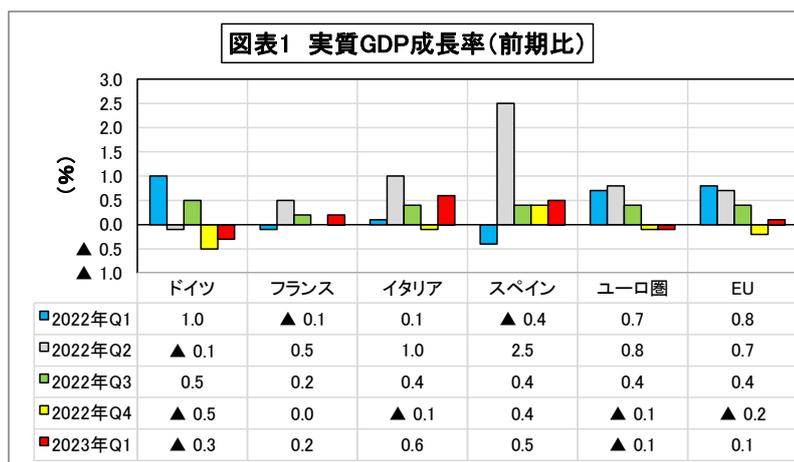
#### 要旨

ユーロ圏は2023年第1四半期にリセッション入りしたが、その主因はドイツ経済の不調にある。この不調は単に景気循環の中での一時的な現象とは見なし難く、ドイツ経済は構造的な問題点を抱えながら、先行き少なくとも1年程度は低迷状態が継続する可能性が大きい。この間はドイツの経済情勢が重荷となることで、ユーロ圏全体としても低成長が継続することが予想される。そして、下方硬直性が強いインフレと脆弱な経済情勢の間に立たされ、ECBの政策の舵取りは一段と難度を増すことになるものとみられる。

#### 1. はじめに ～ユーロ圏経済の先行きを左右するドイツの情勢

##### リセッション入りしたユーロ圏

ユーロ圏では6月のデータ改定で、2023年第1四半期にリセッション入りした事実が明らかになった。ユーロ圏の実質GDPの前期比成長率が23年第1四半期について0.1%から▲0.1%に改定され、あわせて22年第4四半期についても遡って0.0%から▲0.1%に改定されたことで、2四半期連続の前期比マイナス成長となったものである（図表1）。



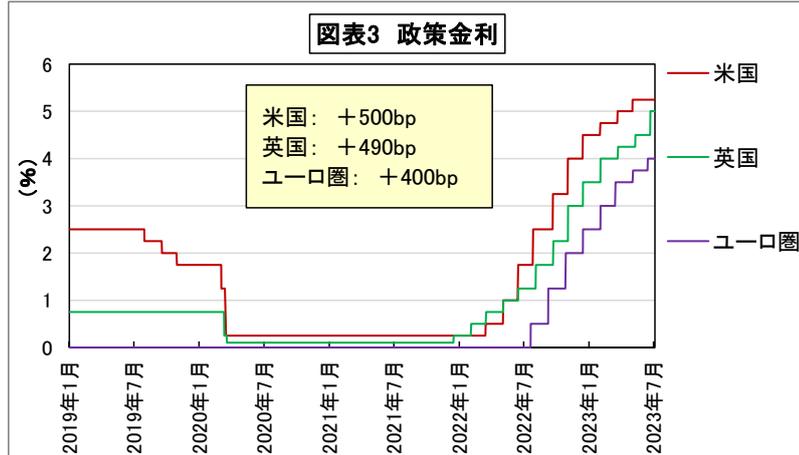
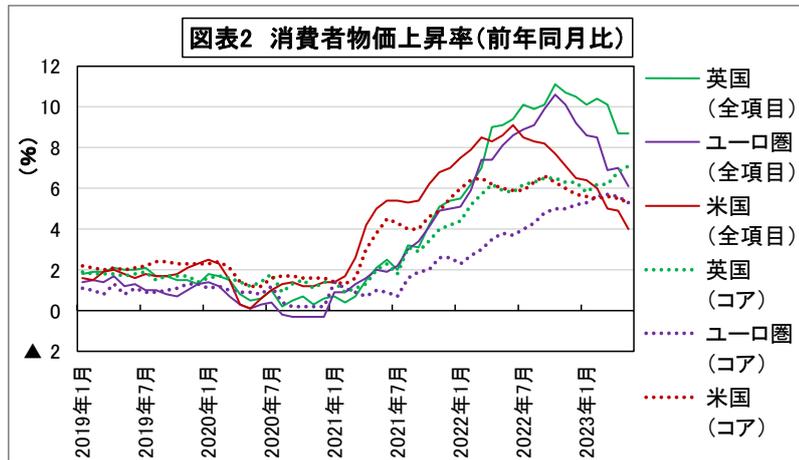
(資料) Eurostat のデータから、農中総研作成  
(注) Q は四半期を示す。

ユーロ圏ではコロナ危機、生活費危機、エネルギー危機と、相次ぐ危機の下で、これまで大幅な経済の落ち込みが懸念されてきた。この懸念に比べれば今回のリセッションは小幅なものに止まって

**厳しい環境①：  
終息したわけ  
はないエネルギー  
危機**

いるが、これは各国の省エネ努力や天然ガスの備蓄の積み増しに加えて、想定外の暖冬が寄与した結果であると捉えられる。しかしながらユーロ圏を取り巻く環境は依然として厳しく、引き続き経済情勢の大幅な落ち込みに注意が必要になっている。

その根拠としては、まずユーロ圏のエネルギー危機は決して終息したわけではなく、エネルギー問題が今後とも少なくとも数年間にわたりユーロ圏経済を取り巻く大きなリスクであり続けるとみられる点がある。特に、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3～5年が必要とされる中で、8月まではノルドストリームが稼働していた22年に対し、23年の冬季にはガスの確保がより困難となり、価格が再び大幅に上昇する可能性が存在している。



（資料）図表 2、3 は、Bloomberg のデータから農中総研作成  
（注）図表 2 で、コアは全項目からエネルギーと食品を除いたものである。

**厳しい環境②：  
下方硬直的なイ**

また、このガス価格の再度の上昇の可能性を除いても、ユーロ圏では早期にインフレが終息し、欧州中央銀行（ECB）が金融引き締

## インフレの下で続く金融引き締め

めを打ち止めとする見通しは立てづらい。それはまず、供給面では今後もしばらく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見込まれるほか、労働力の不足感が強いサービス業で人件費の上昇を価格に反映させる動きが続くとみられるためである。一方で需要面においても、製造業も含めた賃上げの進行に伴う内需の拡大が物価押し上げ要因として働くことが考えられる。こうしてユーロ圏ではインフレの下方硬直性が強まり、今後も当面の間はインフレが鎮静化しないまま景気後退が進む、スタグフレーションのリスクを抱え続けることになる（図表2、3）。

## 厳しい環境③：ドイツ経済の不調

以上に加えてユーロ圏では、さらに注意が必要な点がある。それは、域内で最大の経済規模を有するドイツの経済動向である。かつて「欧州の病人」と呼ばれたドイツは2000年代初頭のシュレーダー改革により息を吹き返し、その後は東西冷戦終結後の経済のグローバル化の波に乗りながら、世界金融危機やユーロ圏の財政危機などの都度、ユーロ圏の景気回復の主導役を担ってきた。しかし足元ではそのドイツ経済の不調が明らかであり、これが今回のユーロ圏のリセッション入りの主要な要因ともなっている。このため、ドイツ経済の低迷が景気循環の中での一時的な現象でしかないのか、あるいは構造的な問題点を抱えながら当面は継続する可能性が大きいのか、その見極めがユーロ圏経済の先行きを検討するうえでの重要なポイントであると言えることができる。

## 2. ドイツ経済の現状

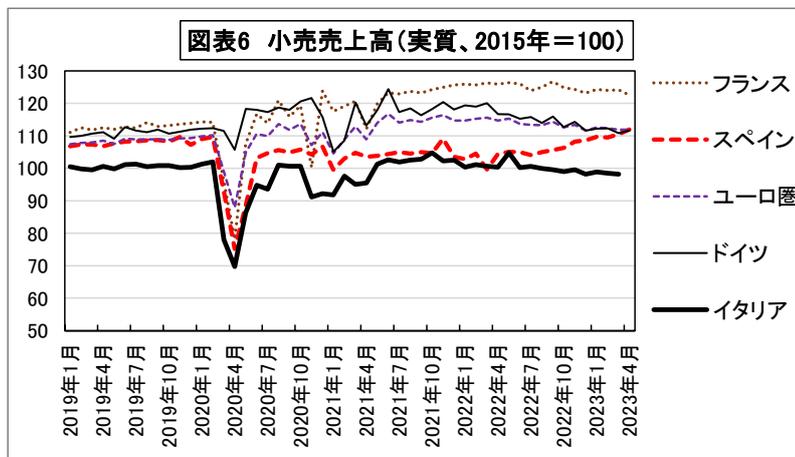
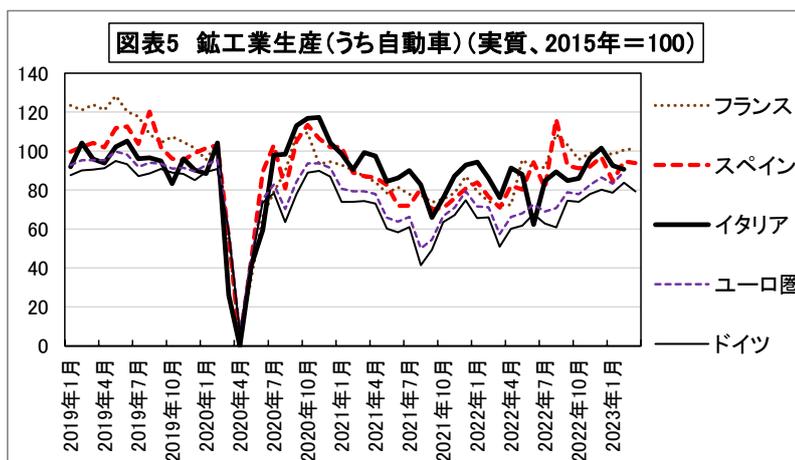
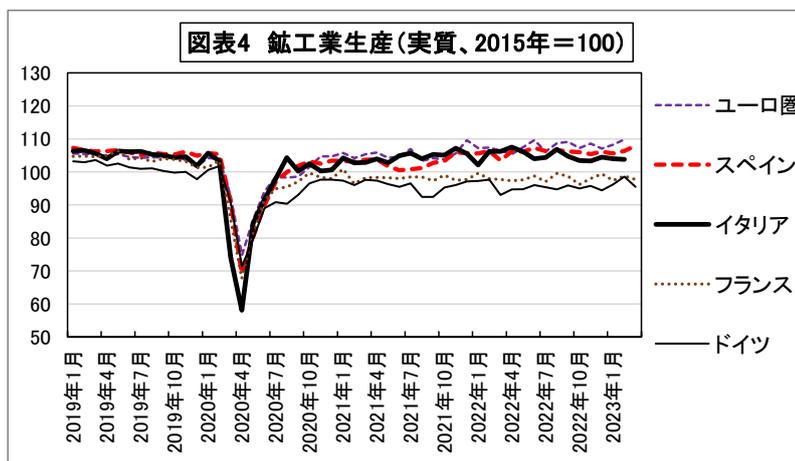
### エネルギー危機の影響が強く現れたドイツ

かつて天然ガスなどのロシアに対する依存度が大きかったドイツでは、ユーロ圏の中でもエネルギー危機の影響が強く現れている。6月のデータ改定ではドイツの23年第1四半期の実質GDP成長率（前期比）は0.0%から▲0.3%に下方改定され、これにより22年第4四半期の▲0.5%に続いて2四半期連続のマイナス成長となったことで、ドイツはリセッションに陥ったことになる。

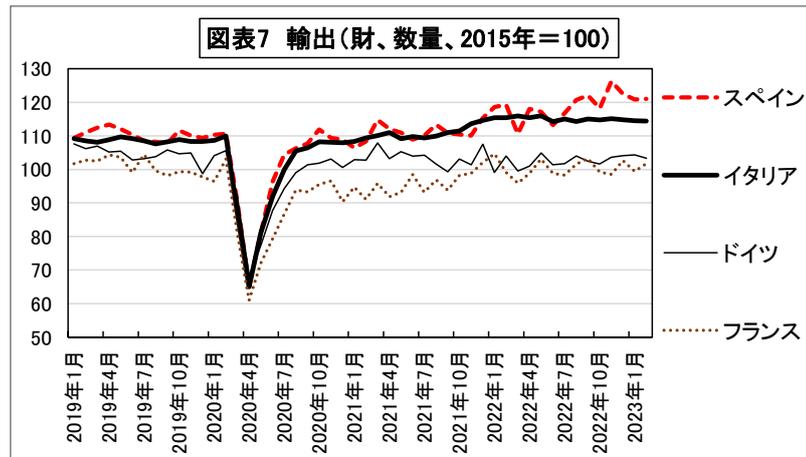
### 様々な分野での低迷

ここでドイツ経済の現状を確認すると、まず足元での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生産の低迷が続いている（図表4）。このうち主力製品である自動車は、一時の不振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5）。また小売売上高については、コロナ危機後の反発を経た後に、物価上昇が継続する下で幅広い品目で頭の重

い動きに転じている（図表6）。このほか、宿泊業や飲食業などにおけるサービス消費も、観光産業のウェートの大きいフランスやスペインなどの回復の強さに比較して、ドイツの停滞感が否めない。また財の輸出についても、中国などへの輸出の減少から、足元では力強さに欠ける展開となっている（図表7）<sup>（注1）</sup>。

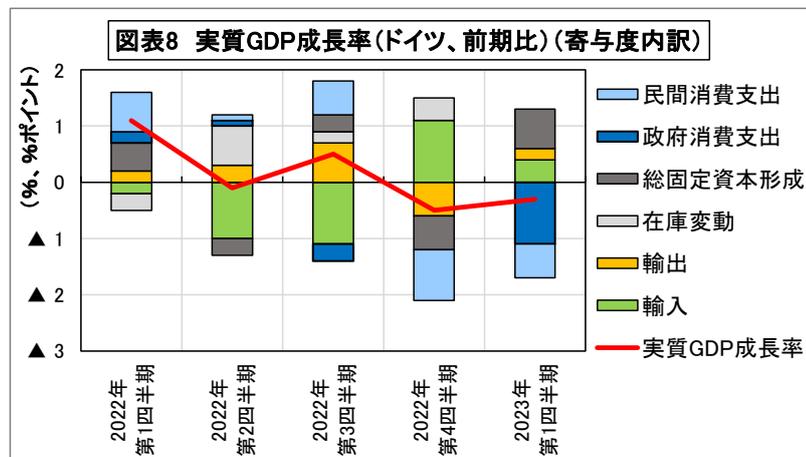


（資料）図表 4～6 は、Eurostat のデータから農中総研作成



(資料) Eurostat のデータから、農中総研作成

このほか23年第1四半期実質GDPの前期比成長率に対する需要項目別の寄与度を見れば、政府消費支出の縮小の影響が大きく、民間消費支出もそれに次ぐマイナス寄与となっている。また、総固定資本形成はプラスの寄与を回復した一方で、輸出の寄与は小幅であり、低調な輸入がプラス寄与としてこれを補う形となっている(図表8)。



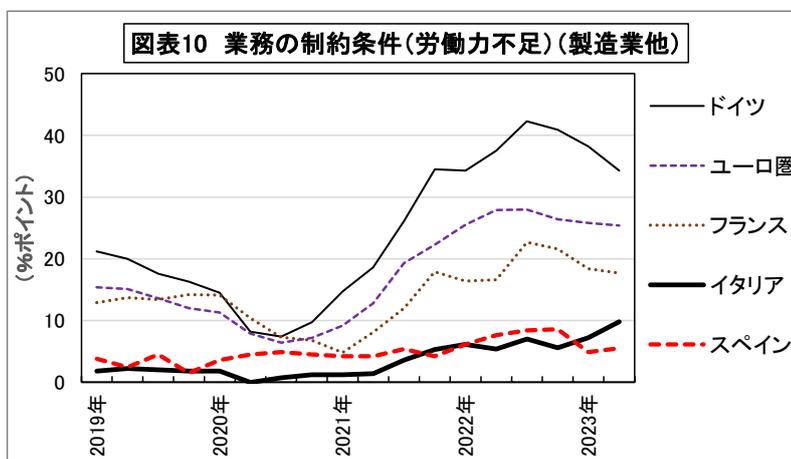
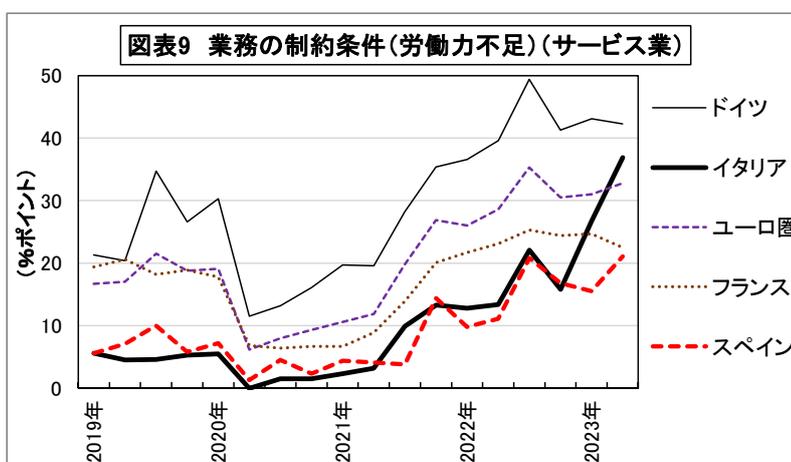
(資料) ドイツ連邦統計局(Destatis)のデータから、農中総研作成

以上に見たように、時系列的な推移の観点からも、また他の主要国との比較の観点からも、ユーロ圏の主要国の間ではドイツ経済の停滞感の強まりが明らかである。こうした中で、ユーロ圏では相次ぐ危機の過程で悪化した政府財政の改革が重要な課題として浮上しており、ドイツを含めて各国では、政府支出は今後、削減方向で推移するものと考えられる。このため、金融引き締めに加えて緊縮的な財政運営の下で、経済の活力を十分回復する余力があるのか否かがドイツの経済成長の先行きを左右することになる。

### 3. ドイツ経済の構造的な問題点と今後の見通し

#### 構造的な問題点の存在

ドイツ経済の不調が景気循環の中での一時的な現象でしかなく、単にその回復が他の主要国に幾分出遅れているだけであるならば、ドイツ経済の潜在力に対する懸念はさほど大きくはない。しかしドイツ経済には構造的ともみられる問題点が存在しており、これからすれば、早期の経済の活力回復は見込みにくい。そしてこの間は、ドイツ経済の低迷がユーロ圏全体の経済情勢に重荷として働くことを想定する必要があることになる。



(資料) 図表 9、10 は、Eurostat のデータから農中総研作成

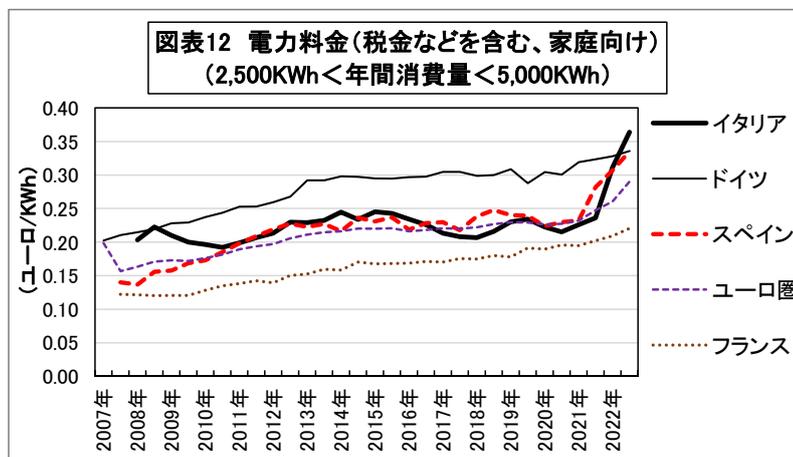
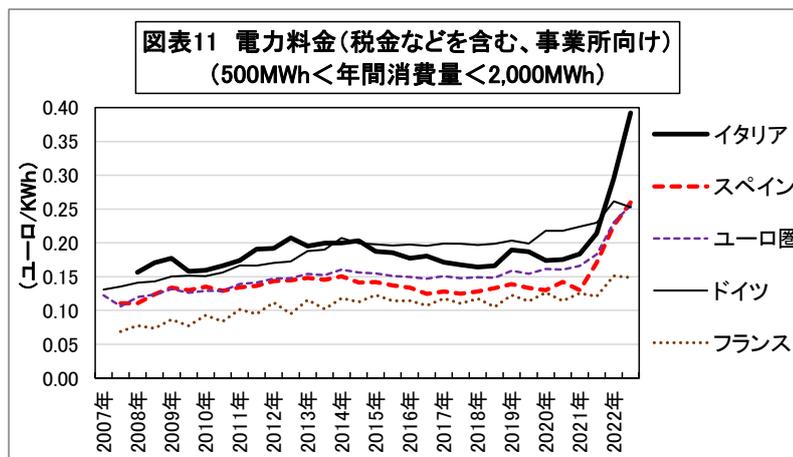
#### 構造的な問題点 ①：労働市場における人材の流動性の制約と労働力不足の継続

このドイツの構造的な問題点には、次のようなものがある。第一に、労働力不足の継続である。ユーロ圏全体としても、失業率は歴史的な低水準にまで低下した一方で、欧州委員会による調査ではサービス業と製造業等の双方で労働力不足が継続しており、これが各国で業務の制約要因として働いている。そして、なかでもドイツにおいて、この労働力不足が著しい(図表 9、10) (注2)。

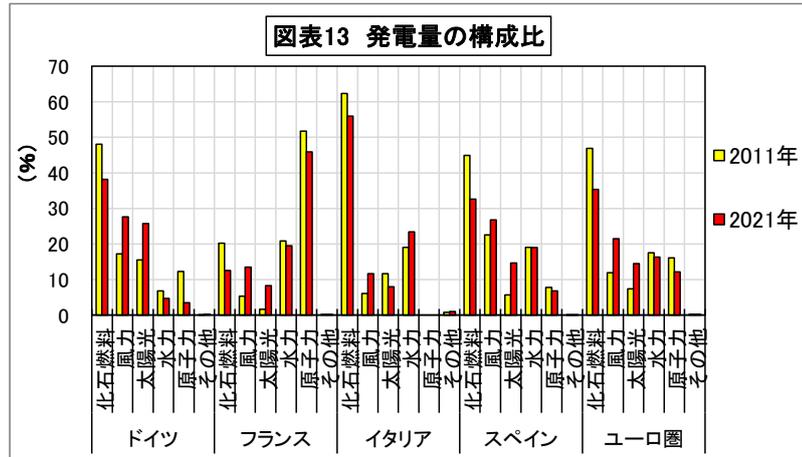
**構造的な問題点  
②：化石燃料への依存の大きさと生産コストの高さ**

一般に労働力不足が続く要因としては、コロナ禍で熟練労働者の離職が拡大し、これに伴う労働生産性の低下が影響を及ぼしている可能性が考えられる。ことにドイツでは労働市場で正式な資格を重視する慣行が定着しており、取得資格の異なる業種への就職や転職は非常に困難であることが、この労働力不足を助長している可能性がある<sup>(注3)</sup>。これからすれば、ドイツの労働市場では人材の流動性に構造的な制約が存在しており、労働力不足の解消には他の国々以上に時間を要する可能性が大きいことになる。

第二としては、生産コストの高さがある。以前からドイツでは電力料金の高さが指摘されていたが、現在もその傾向が継続している(図表 11、12)。最近ではイタリアやスペインとの逆転現象も現れているものの、化石燃料による発電の比率が依然として大きいドイツの電力料金が、原子力発電に傾斜したフランスなどに比較してかなり高い水準にあることに変わりはない(図表 13)。またエネルギー危機の過程では、電力価格に限らず、天然ガス価格を含めた生産コストの大幅な上昇が影響を拡大した経緯がある。



(資料) 図表 11、12 は、Eurostat のデータから農中総研作成



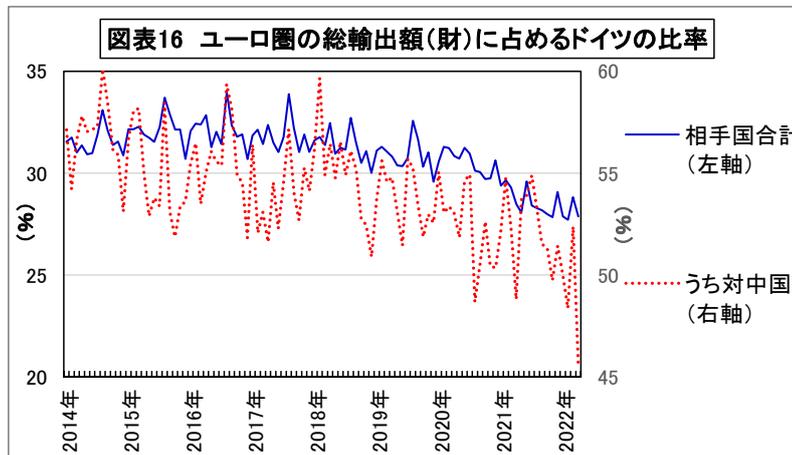
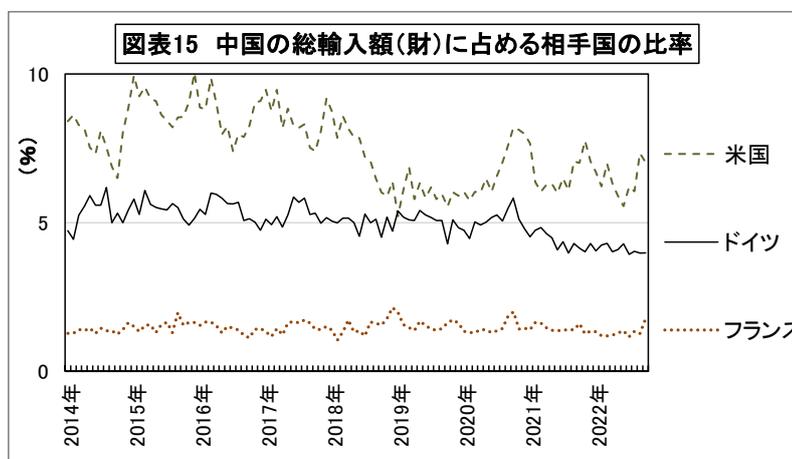
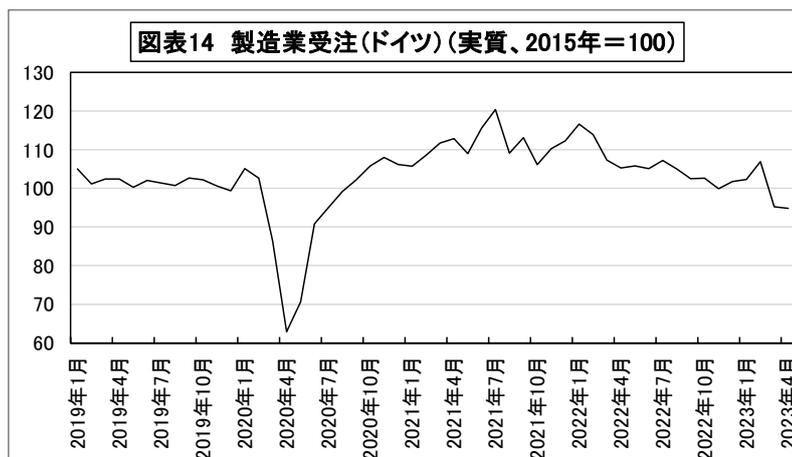
(資料) Eurostat のデータから、農中総研作成

**構造的な問題点  
によるドイツ経済の国際的な競争力の低下**

これに対して今後を見越した場合には、ドイツにおける生産コストの低下は簡単には進まないことが予想される。その根拠は、第一に、エネルギー危機で高騰した天然ガス価格の影響はガス購入のスポット契約では足元の価格低下を受けて比較的早期に縮小するとはしても、中心となるターム契約ではそれが今後もしばらく残存するとみられる点である。また第二としては、原子力発電の全廃を選択したドイツが発電コストの低い再生エネルギーへの移行を完了するのはまだ先になる点がある(注4)。

こうして、製造業立国であり輸出への依存度が大きいドイツでは、これらの労働力不足の継続や生産コストの高さが国際的な競争力を低下させている側面が否定できず、しかもこの影響が今後ともしばらくは残存する可能性が小さくない。なかでも生産コストの上昇は、主力産業のひとつである化学や、鉄鋼業などを含むその他のエネルギー高消費産業に対して、大きな影響を与え続けることが懸念されることになる。

このような中での特徴的な動向として、ドイツの製造業受注には特にロシアによるウクライナ侵攻が始まった22年2月以降、漸減傾向が現れている(図表14)。確かにこれには国際的な経済活動の鈍化が影響を及ぼしている可能性も考えられるが、シェアの面から、ドイツの主要貿易相手国のひとつである中国の総輸入額に占めるドイツの比率や、ユーロ圏の総輸出額に占めるドイツの比率を確認すれば、やはり縮小傾向が明らかである(図表15、16)。これらのドイツの輸出シェアの低下は、同国の国際的な競争力の低下を直接的に反映しているものと考えられる。

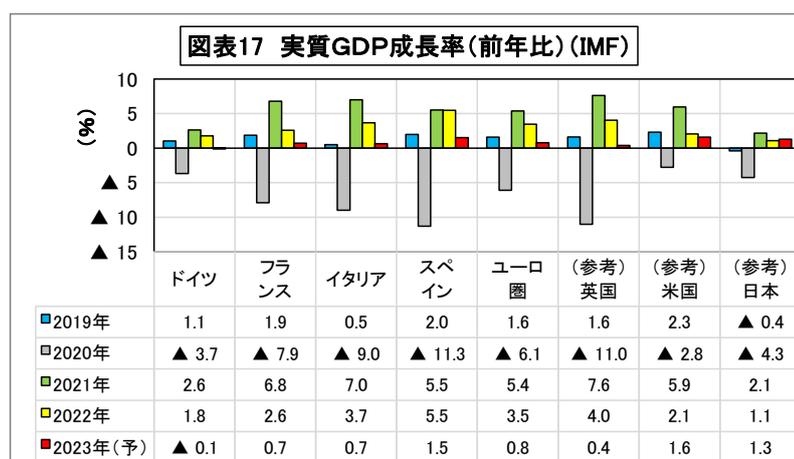


(資料) 図表 14 は Bloomberg の、図表 15、16 は IMF の、各データから農中総研作成

#### 4. おわりに

以上のようにドイツでは、①労働市場における人材の流動性の制約を主因とするとみられる労働力不足の継続と、②化石燃料へ

の依存の大きさを背景とした生産コストの高さが、経済の構造的な問題点として存在しており、ドイツの国際的な競争力を低下させる要因として働いていると考えられる。そして、このような構造的な問題点の存在ゆえに、ドイツ経済の不調は単に景気循環の中での一時的な現象とは見なし難い。これらの問題点は徐々に軽減されるとはしても、ドイツ経済の低迷は先行き少なくとも1年程度は継続するものと捉える必要があるように考えられる。



(資料) IMF のデータから農中総研作成

(注) (予)は IMF による予測値(23年4月時点。英国は5月の改定を反映)。

この結果、この間はユーロ圏全体としてもドイツの経済情勢が重荷となることで、低成長が継続することが予想される。主要な国際機関の予測によればユーロ圏の23年の実質GDP成長率は前年比で概ね0.8%程度が見込まれているが、実際にはこれを下振れる可能性が小さくないものと考えられる(図表17)。そして、下方硬直性が強いインフレと脆弱な経済情勢の間に立たされ、ECBの政策の舵取りは一段と難度を増すことになるものとみられる。

(23.6.26 現在)

(注1) ドイツ連邦統計局(Destatis)のデータによれば、同国の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%となっている。このうち、なかでも自動車の減少が大きく▲23.9%である。

(注2) 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3) このドイツの労働市場の特殊性については、次によった。

・ 独立行政法人 労働政策研究・研修機構(23年6月)「慢性化する人材不足の対応策」

[https://www.jil.go.jp/foreign/jihou/2023/06/germany\\_01.html](https://www.jil.go.jp/foreign/jihou/2023/06/germany_01.html)

(注4) 欧州連合(EU)は、21年6月に欧州議会およびEU理事会で採択した「欧州気候法」で、温室効果ガス実質ゼロ化などを達成する期限を50年に置いた。また中間目標として、温室効果ガス排出量を90年比で少なくとも55%削減する期限を30年とした。