

経済金融 ウォッチ

2023年9月号

国内	1
米国	11
欧州	18



外需主導で高成長を達成した4～6月期GDP

～物価高による民間消費の低迷も浮き彫りに～

南 武志

要旨

挽回生産が進んだ自動車の輸出回復とインバウンド需要の堅調さにより、4～6月期の実質GDPは前期比年率6.0%の高成長となり、過去最高を約4年ぶりに更新した。しかし、肝心の民間消費は3期ぶりの減少となるなど、民間需要の弱さも浮き彫りとなった。先行きに関しては、自動車要因の一巡、物価高止まりによる消費停滞、世界経済の減速による輸出停滞が想定され、年度内は低成長が続くだろう。本格的な景気回復は物価沈静化が進む24年度入り後であろう。

一方、日銀は大規模緩和の枠組み自体は維持したものの、YCCの運用を柔軟化することを決定、長期金利は1%まで上昇することが許容されることとなった。加えて、直近は海外からの金利上昇圧力も波及し、長期金利は上昇気味であるほか、再び円安も進行、市場介入への警戒が高まっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月	項目	2023年			2024年	
		8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
	無担保コール翌日物 (%)	-0.063	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
	TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0030	-0.05～0.05	-0.05～0.05	-0.05～0.10	-0.05～0.10
国債利回り	20年債 (%)	1.375	1.10～1.50	1.10～1.50	1.15～1.55	1.15～1.55
	10年債 (%)	0.645	0.45～0.80	0.45～0.80	0.50～0.85	0.50～0.90
	5年債 (%)	0.225	0.05～0.40	0.05～0.40	0.10～0.45	0.10～0.50
為替レート	対ドル (円/ドル)	145.3	135～155	130～150	125～145	120～140
	対ユーロ (円/ユーロ)	157.8	147～167	145～165	145～165	140～160
	日経平均株価 (円)	32,287	31,500±3,000	29,500±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8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。

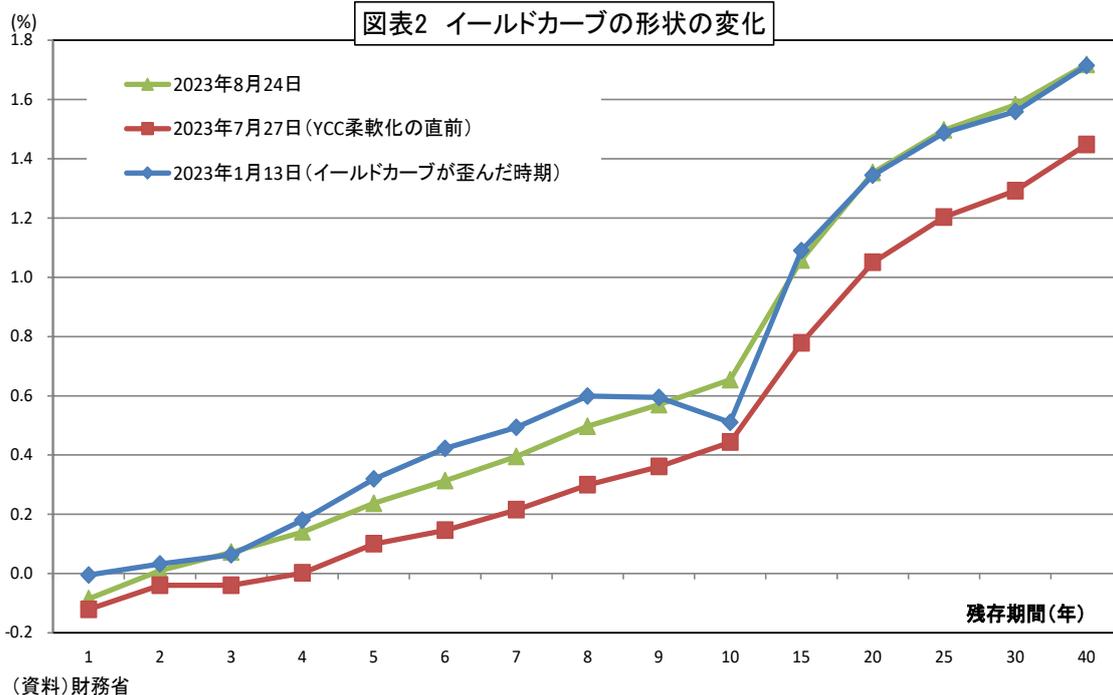
YCCの運用柔軟化を決定した日本銀行

7月27～28日に日本銀行が開催した金融政策決定会合では、「長短金利操作(YCC)付き量的・質的金融緩和」の枠組みは維持したうえで、YCCを柔軟に運用することが賛成多数で決定された。具体的には、長期金利(10年物国債金利)の操作目標を0%程度、変動幅「±0.5%程度」を目途とし、0.5%を上回って推移することを容認することとなった。ただし、1%超にはならないよう、1.0%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日実施することとした。植田総裁は、長期金利が0.5%から1%の範囲では、水準や変化のスピード等に応じて機動的に国債買入れ額の増額や指値オペ、共通担

保資金供給オペなどを実施することで、過度な金利上昇圧力を抑制する、と述べている。

このように、長期金利の変動幅を「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大した 22 年 12 月の決定会合に続き、実質的な「利上げ」の決定となった。しかし、日銀としては大規模金融緩和の正常化に乗り出したわけではなく、あくまでも金融緩和の持続性を高めるための決定ということを強調している。また、金利上昇圧力に晒されて後手に回って対応したわけではなく、前もってリスク対応を施した、との説明をしている。

債券市場では、こうした内容が事前に報道されたこともあり、決定内容の公表前から長期金利は 0.5%を上回るなど、上昇圧力が高まった。これに対して、日銀は臨時の国債買入れオペを 7 月 31 日と 8 月 3 日に実施（総額 7,000 億円）したが、無理に抑え込むというよりは上昇テンポを緩和することに注力した印象である。その結果、8 月にかけて長期金利は 0.6%前後で比較的落ち着いた動きとなった。

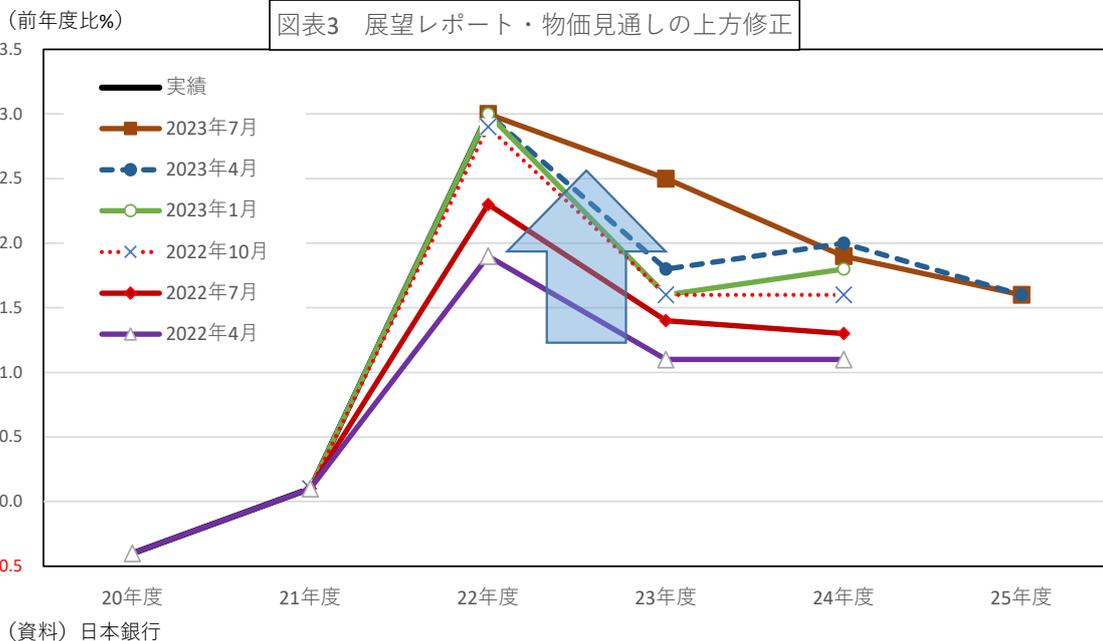


金融政策：大規模緩和の枠組みは当面維持

7 月会合後に公表された展望レポートによれば、物価見通し（全国消費者物価上昇率、除く生鮮食品）は 23 年度を 2.5%（前回 4 月：同 1.8%）へ大幅に上方修正されたとはいえ、24、25 年度は 1%台へ鈍化、つまりは 2%の物価安定目標は中期的には維持できないとの見方が踏襲された。決定会合後の会見

で、植田総裁は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ている。また、内田副総裁は講演の中で、マイナス金利の解除は、実体経済面で需要を抑制することで物価の上昇を防ぐことが適当と判断した場合とし、そうした判断に至るまでにはまだ大きな距離があると述べている。

以上を踏まえると、政策正常化に向けた議論は 24 年春闘でも「賃上げの機運」が続き、先行き賃金・物価の相乗的な上昇基調が強まるかを確認してからとの見方に変更はない。



足元の景況感は改善

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、2023年 4～6 月期の GDP 第 1 次速報によれば、自動車輸出やインバウンド需要の堅調さによって輸出が前期比 3.2%と増加したこと、さらに輸入が同▲4.3% (3 期連続のマイナス) と大きく減少したことから、実質経済成長率は前期比 1.5% (同年率 6.0%) と 3 期連続のプラスとなった。また、実質 GDP の水準も過去最高となり、これまでの 19 年 7～9 月期 (消費税率 10%への引上げ前) を上回った。

なお、前期比成長率 (1.5%、前掲) に対する内外需寄与度については、国内需要が▲0.3 ポイント、海外需要が+1.8 ポイントと、内需の弱さが浮き彫りとなる内容であった。5 月 8 日に新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) の感染症法上の位置付

景気回復は継続

けが「5 類」に移行されたことで、ウィズコロナの生活様式がさらに浸透し、消費活動が活性化することが期待されていたが、民間消費は前期比▲0.5%と3期ぶりの減少で、物価高による節約志向の高まりがそれを阻止した格好となった。また、日銀短観などの23年度設備投資計画の底堅さとは裏腹に、民間企業設備投資は同0.03%の微増にとどまった。

なお、GDPデフレーターは前年比3.4%と、1981年1～3月期以来の高い上昇率となった。名目GDPは前期比2.9%と3期連続の増加、2期連続で年率10%程度の高成長となった。

次に、主要な月次経済指標を確認したい。前月までと同様、自動車の挽回生産が続き、欧米向けの自動車輸出が底堅く推移しているほか、訪日外国人の増加によりインバウンド需要が堅調推移していることが国内景気を牽引する構図が続いている。とはいえ、自動車の挽回生産も一巡しつつあるほか、主要な輸出相手先である中国経済の不振によって中国向け輸出の低迷につながっている。

なお、景気動向指数を確認すると、6月のCI一致指数は前月から+0.1ポイントの改善（2か月連続）で、景気の基調判断は「改善」、直近ピークの22年8月の水準に並んだ。1年前から参考指標として公表されている「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の7月分は2か月ぶりの上昇で、直近ピークだった2月の水準を上回った。実質GDPとは異なり、19年1～9月の水準には届いていないが、景気回復が継続していると判断しても差し支えないだろう。

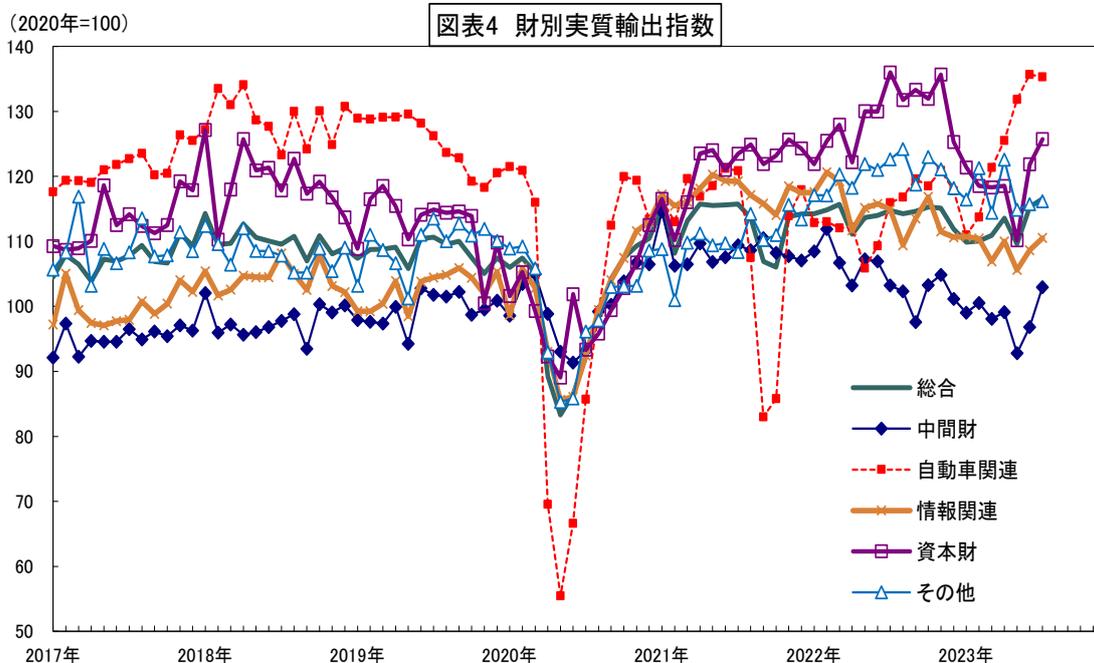
また、景気ウォッチャー調査などのマインド系の指標は、製造業は弱いものの、非製造業は堅調に推移しており、これまでと変わりはない。

自動車以外の輸出・生産は総じて弱い

輸出関連については、挽回生産が進んだ自動車が主導する格好で持ち直してきたが、7月は地域別にはEU向け、財別には中間財、資本財が堅調で、実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比1.1%と2か月連続で上昇、過去最高を更新した。ただし、中国などアジア向け、情報関連は概して鈍い動きであるほか、自動車も頭打ちになりつつある。

また、設備投資関連も足元で弱い動きがみられる。4～6月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比▲3.2%と2期ぶりの減少で、事前見通し（同4.6%、内閣府集計）を大きく下

振れたほか、7～9月期も減少見通しであった。日銀短観などの設備投資計画は強い数字であるが、実際の設備投資行動には反映されていない。



消費動向に全般的に鈍い

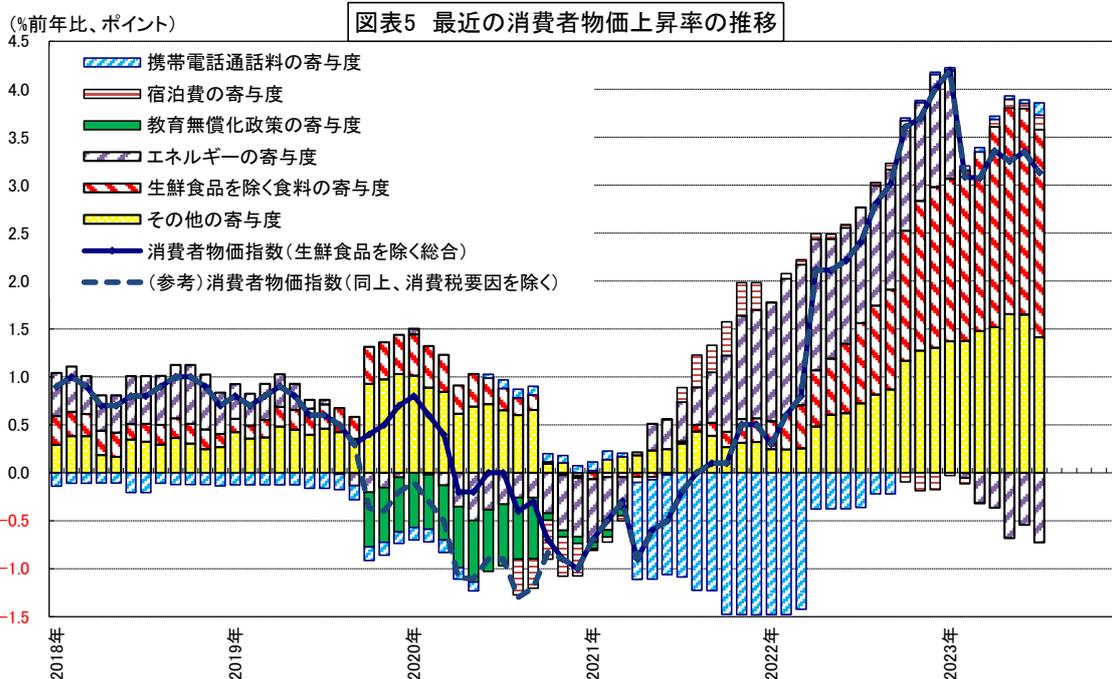
消費関連指標をみると、引き続き消費者マインドは改善傾向にあるものの（7月の消費者態度指数は5か月連続で改善、基調判断は「改善に向けた動きがみられる」へ上方修正）、サービス分野も含め、消費全体として持ち直し傾向が強まっているようには見えない。6月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比▲0.5%、うちサービスも同▲0.6%と、ともに2か月ぶりに低下した。6月の総消費動向指数（総務省統計局）は同0.01%とほぼ横ばい（4か月ぶりの上昇）で、低調な展開から抜け出せていない。このように消費回復が足踏みしているのは、物価高によって実質所得が減少していることが背景にあるとみられる。6月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.3%であったが、後述の通り、消費者物価が高止りしていることもあり、実質賃金は前年比▲1.6%とマイナス状態（15か月連続の低下）が続いている。

第3次産業活動指数（6月、前月比▲0.4%）からは、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」は同0.6%の上昇（4か月ぶり）ながらも、リベンジ消費からは程遠いことが確認できる。

経済見通し：物価高や海外経済の減速の影響で23年度後半にかけて低成長へ

以下、先行きの国内景気を展望したい。これまでの見通し同様、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。足元7～9月期は、引き続きインバウンド需要やサービス消費が増加傾向をたどることが見込まれるものの、物価高止まりによって消費全体の持ち直しは阻害される状態が続くほか、世界経済の減速に加えて自動車の挽回生産一服により輸出も減少に転じる可能性が高い。経済成長率は前期比年率▲0.3%と4期ぶりのマイナスが見込まれる。

23年度下期についても欧米など先進国経済の減速傾向が一段と強まるほか、中国経済も低調さが残り、輸出・生産活動はその影響を受けるだろう。消費者物価は鈍化し始めるものの、賃金の伸びを上回った状態からは脱せず、民間消費は盛り上がりや欠いた動きが予想される。その結果、23年度後半にかけて国内景気は足踏みが続くだろう。ただし、23年度を通じては1.6%成長が見込まれる（合わせて8月18日公表の「2023～24年度改訂経済見通し」もご覧ください）。

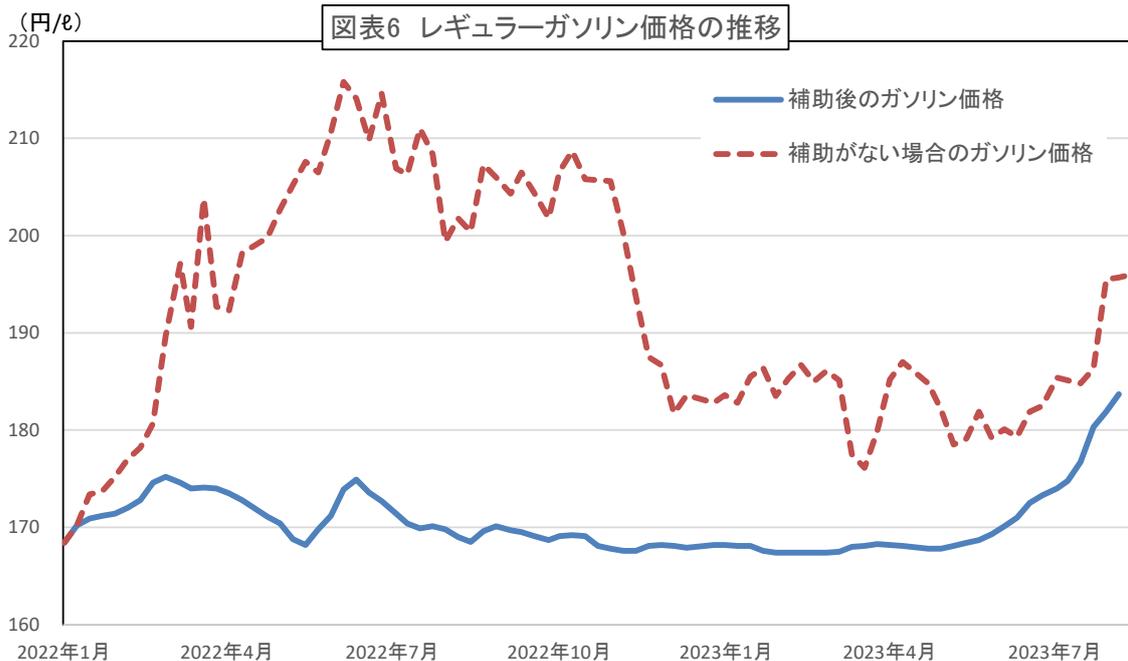


(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：消費者物価は高止まり状態

7月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比3.1%と、再加速した6月分（同3.3%）から鈍化した。内容的には、物価高対策の影響によってエネルギーの下落が続いているが、食料、日用品での値上げが続いているほか、

宿泊料などインバウンド需要の急拡大やサービス分野での人手不足などに起因する上昇も散見された。なお、最近の物価押し上げの主因である食料（生鮮食品を除く）は同 9.2%と相変わらず高い上昇率ではあるが、この3 か月はほぼ同じ伸びであり、ひとまず加速は止まったことが確認できる。ただし、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」は前年比 4.3%へ再加速、43 年ぶりの高い伸びであり、ベース部分の物価上昇圧力は根強い。



(資料)資源エネルギー庁

物価見通し：物価高対策の延長により、今秋以降は緩やかに鈍化へ

先行きについては、9 月末を期限とするエネルギー（電気・都市ガス・ガソリン）の負担軽減策の行方に大きく左右されるとみられている。22 年 1 月に発動された燃料油価格激変緩和対策事業によってガソリン価格は一定程度抑制されてきたが、資源エネルギー庁「石油製品価格調査」によれば、8 月 21 日時点のレギュラーガソリン価格は全国平均で 183.7 円/ℓであり、08 年 8 月上旬の 185 円台に迫っている。補助金がなければ 196.0 円とのことであり、補助金が廃止されれば一気に 200 円近くまで上昇することになる。また、総務省統計局の試算によれば、「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の影響は▲0.99 ポイント（7 月分）とのことである。こうした物価高対策が終了すれば消費者物価の上昇率を大幅に押し上げ、国民生活に打撃を与えることになりかねない。

こうしたなか、岸田首相は 22 日、10 月以降のガソリン価格

金融市場：現状・見 通し・注目点

長期金利の上限引 き上げ後は概ね 0.6%台で推移

先行き、金利低下 圧力が強まる場面 も

高騰対策について8月中にまとめるよう指示、9月には電気・ガス代の支援策も含めた追加経済対策を取りまとめる方針を示した。こうしたエネルギー価格抑制策が延長されることを前提にすれば、輸入物価の下落や需要の低迷などもあり、今秋以降は食料、日用品などの値上げ圧力も徐々に弱まるとみられ、物価上昇率は緩やかながらも鈍化していくと思われる。

7月下旬に行われた日銀の政策修正を受けて国内長期金利には上昇圧力が働いたが、日銀は出口議論を引き続き封印する半面、米国の金融引き締め長期化観測が強まったことで、円安や株安が強まった。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。

① 債券市場

冒頭で触れたように、7月の金融政策決定会合ではYCC運用の柔軟化を決定、長期金利（新発10年物国債利回り）は1%程度までの上昇が許容されることとなった。10年ぶりとなった総裁の交代を契機に、日銀は金融政策の修正に着手するとの見方から、4月には長期金利は誘導レンジの上限（当時）である0.5%に近い水準での推移が続いたが、植田日銀は粘り強く大規模緩和を継続する姿勢を繰り返し表明したこともあり、早期の正常化観測は後退、長期金利は6月下旬には0.3%半ばまで低下する場面もあった。

こうした中、日銀が展望レポートで23年度の物価見通しを上方修正すると同時に政策修正を行うとの思惑が再び浮上、長期金利は再び0.5%近くまで上昇した。その後一旦は日銀関係者による大規模緩和の継続を示唆する発言で上昇圧力は後退したものの、7月会合の決定内容を受けて長期金利は水準を切り上げ、0.6%台での展開が続いた。足元では米国の金融引き締め状態が長期化するとの見方が浸透して米長期金利が16年ぶり水準まで上昇したこともあり、国内金利にも上昇圧力が波及しつつある。

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、日銀は現行のYCC運用方針をしばらく継続するとみられるが、直近の10年金利のフェアバリューは「0.7%～0.8%」程度との見方もあり、その水準までに緩やかに上昇することについて日銀は容認すると思われる。仮に1%に迫るようなことがあれば、「力づく」

で抑え込む方針とみられる。一方、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、再び早期利下げ期待が高まり、金利低下圧力が再び強まることもあり得るだろう。



世界経済の悪化懸念から上値の重い展開に

② 株式市場

23年度入り後の株式市場は、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月中旬にかけて日経平均株価はバブル崩壊後最高値を断続的に更新、33年ぶりとなる33,000円台まで上昇した。その後は高値警戒感から利益確定売りが出て下落に転じたが、米国の金融引き締めが長期にわたることへの懸念や中国経済の悪化懸念などもあり、31,000円台でもみ合う場面も散見された。

年後半にかけては世界経済の減速が強まるとみられ、国内にもその影響が波及する可能性が高い。日銀短観6月調査によれば23年度の企業業績は減益予想となっていることもあり、年内は引き続き調整色の強い展開が予想される。

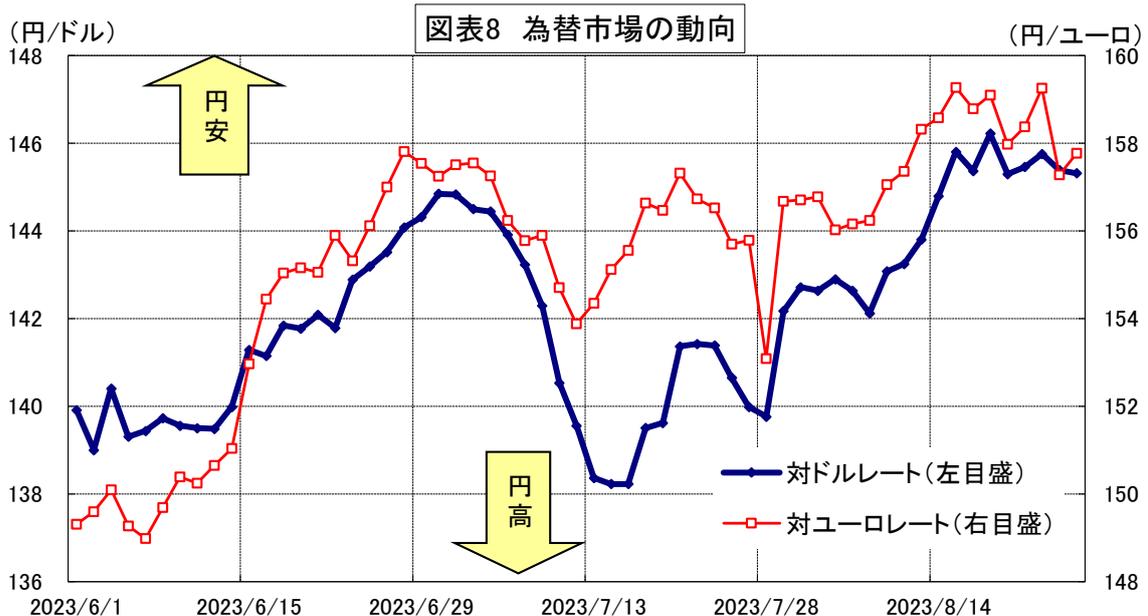
再び強まった円安圧力

③ 外国為替市場

外国為替市場では22年10月に政府が大規模な円買い介入を断行する中、32年ぶりとなる1ドル=150円台まで円安が進行したが、直近は146円台となるなど、再び円安圧力が高まって

いる。市場参加者の注目点は内外の金融政策の方向性の違いであり、日銀は大規模緩和の枠組み自体は当面続けるとの見方が強いのに対して、米 Fed の早期利下げ転換の思惑は後退し、金融引き締め状態は長期化すると観測が強まっている。

先行きについても、日銀は大規模緩和を続ける半面、米国ではさらなる利上げを実施するなど、日米金利差はもう一段拡大する可能性を踏まえれば、円安状態はしばらく継続する可能性があるだろう。とはいえ、22年9月に市場介入した際の為替レート水準よりも円安方向に振れており、市場では警戒がたかまりつつある。また、米国で金融引き締め効果が強まり、景気減速・物価鈍化が明確になれば、再度利下げ転換期待が浮上する可能性もあるだろう。そのため、今後とも円安が一方的に進行する事態は想定しづらい。23年末にかけて円高方向に推移し始めると予想する。



しばらくはユーロ高基調が続く

また、対ユーロレートについても、ほぼ一貫してユーロ高円安が進行した。一時に比べて鈍化したとはいえ、ユーロ圏の物価上昇圧力は依然高く、欧州中央銀行 (ECB) はさらなる利上げを実施する方針であり、それに伴う日欧金利差の拡大が意識されている。それゆえ、今しばらくはユーロ高状態が続くと予想する。

(23. 8. 24 現在)

緩やかな鈍化が続くインフレ率

～9月FOMCにて追加利上げが行われる見込み～

佐古 佳史

要旨

7月27日に公表された4～6月期GDPは前期比年率2.4%と堅調に推移し、個人消費も同1.6%成長と底堅い内容となった。利上げの効果が本格化するのはいえらるだろう。

足元の経済指標からは、これまでの金融引き締め効果がようやく表れ始め、労働市場の抑制や個人消費の減速、インフレ率の鈍化が進展しているとみられる。景気の急速な悪化を避けつつ2%物価目標への回帰を目指す動きが続いていると考えてよいだろう。

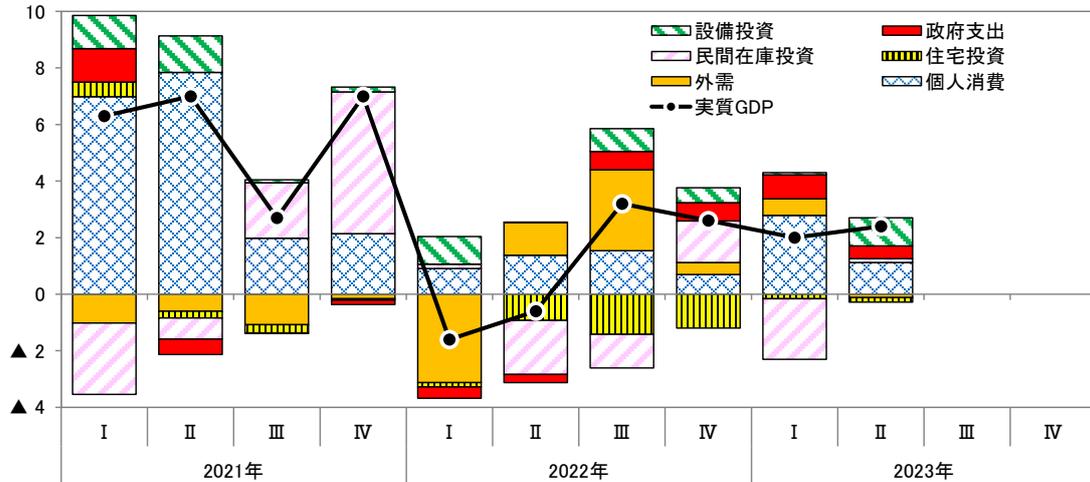
こうしたなか、FRBは9月FOMC(19、20日)にて25bpの追加利上げを実施するとみられる。FOMC後に公表される経済見通しにも注目したい。

堅調な内容となった4～6月期GDP

7月27日発表の23年4～6月期GDP(速報値)は、前期比年率2.4%と1～3月期の同2.0%から成長率が高まった。内訳を見ると、個人消費支出は同1.6%成長(寄与度は1.12ポイント)となり、個人消費の底堅さがうかがえる内容となったが、1～3月期の同4.2%からは大幅に鈍化した。設備投資は同7.7%成長(寄与度は0.99ポイント)となり、CHIPS法成立以降の半導体製造関連での設備投資の増加がGDP統計でも確認された。住宅投資は同▲4.2%(寄与度は▲0.16ポイント)と9四半期連続のマイナス成長となったものの、3四半期続いた2桁マイナス成長からは持ち直しつつある。輸出は同▲10.8%、輸入は同▲7.8%成長となったことで、純輸出の寄与度は▲0.12ポイントと小幅にとどまった。民間在庫変動の寄与度も0.14ポイントと小幅であった。全体としては、4～6月期は個人消費の減速が確認されたものの、22年平均(同1.65%)とほぼ同じペースであり、22年と比べて伸びが鈍化しているわけではなさそうだ。利上げの効果が本格化するのはいえらるだろう。

(%前期比年率、ポイント)

図表1 GDP成長率の内訳



(資料)米商務省、Bloombergより農中総研作成 (注)各需要項目は寄与度。

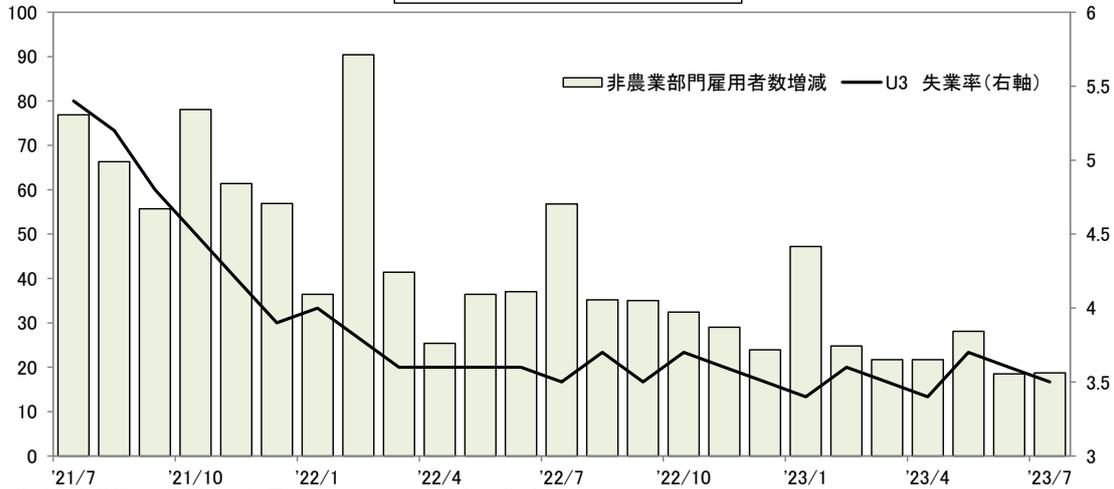
利上げによる下押し圧力が継続

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金融引き締め効果が、ようやく表れ始めたと思われる。

7月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は6月から18.7万人増、失業率は変わらずの3.5%、平均時給は前年比で4.4%、前月比は0.4%となった。5、6月の雇用増加幅が下方修正されたこともあり、23年1~3月期と比べると、足元の雇用増加ペースは鈍化してきたといえる。

(前月差、万人)

図表2 雇用関連指標の推移

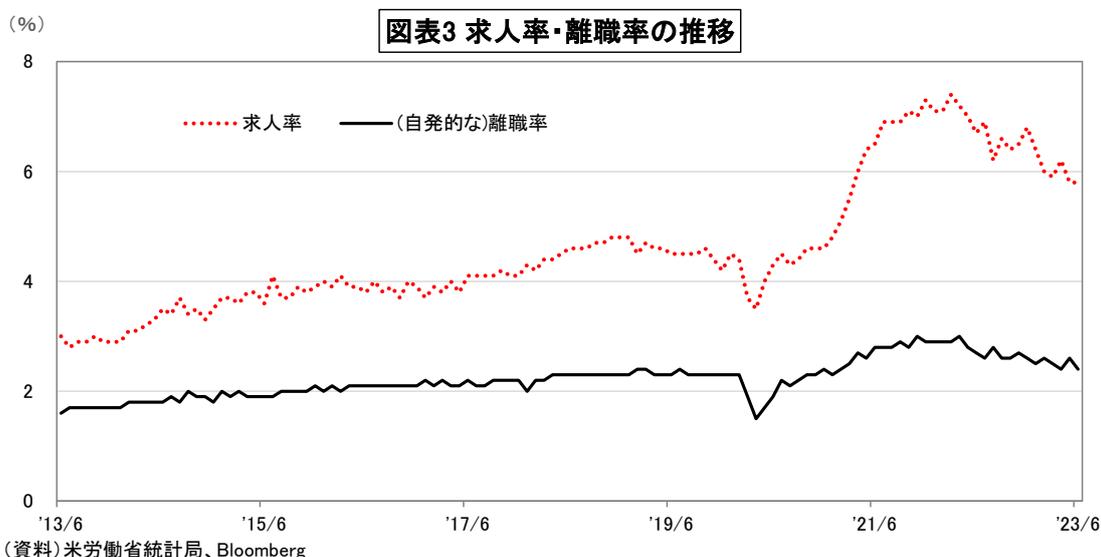


(資料)米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

6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%、自発的な離職率は2.4%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。求人数と失業者数の比率をみると、6月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.61倍の

求人が確認された（5月は1.58倍）。コロナ禍以前の同比率は1.2倍程度、22年3月のピークが2.01倍だったことを考えると、同比率はコロナ禍後の上昇幅の半分を戻して推移している。

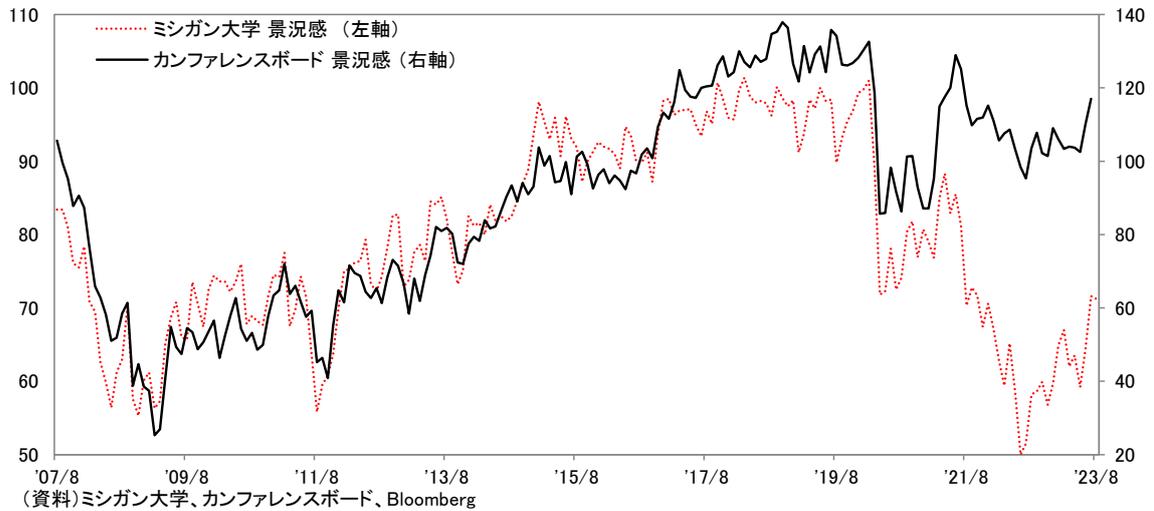
こうしたなか、クリーブランド連銀が8月14日に公表したレポートでは、昨今の賃金上昇の大部分はインフレ率の上昇を反映したものであり、労働市場のひっ迫とはあまり関係がない可能性が指摘された。また、同レポートによると賃金上昇率は24年10～12月期に前年比3.3%、25年10～12月期に同2.8%へと鈍化する予測となっている。



個人消費をみると、6月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.9%と2か月ぶりに増加、サービス消費は同0.1%となり、全体としては同0.4%となった。また7月の小売売上高は大方の予想を上回り同0.7%の大幅増となった。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と思われるが、6、7月は個人消費の鈍化が確認されなかった。なお、サンフランシスコ連銀が8月16日に公表したレポートでは、超過貯蓄が23年7～9月期に使い果たされる可能性が指摘されていることや、金融引き締めが長期化するとみられることから、今後も個人消費の減速を見込んでよいだろう。

8月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、経済状況があまり変化しなかったこともあり、7月からほぼ変化がなかった。また、1年先と長期の期待インフレ率はそれぞれ3.3%、2.9%と安定している。

図表4 消費者景況感の推移

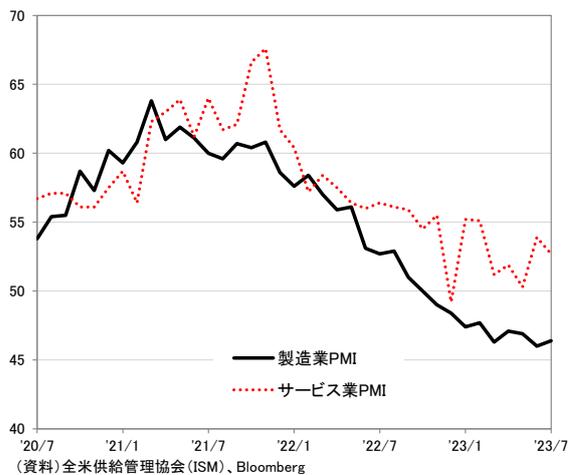


ISM 指数は低水準での推移

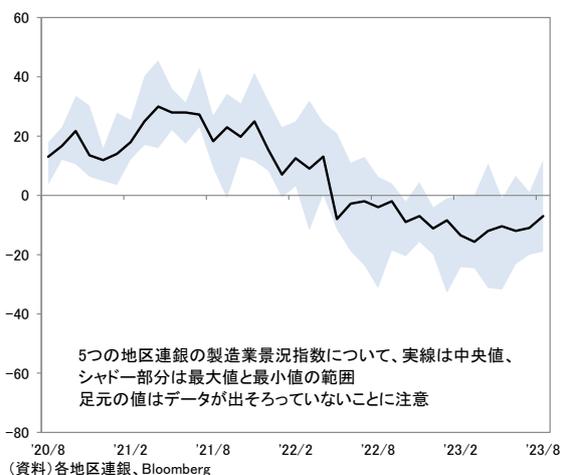
ISM 指数を確認すると、8月のISM製造業指数（製造業PMI）は前月から0.4ポイント上昇の46.4%となったものの9か月連続で縮小傾向を示している。他方で、サービス業指数（サービス業PMI）は同▲1.2ポイント低下の52.7%となったが、判断基準の50%を7か月連続で上回り、拡大傾向を保っていると判断できる。もっとも、全体としては低水準で推移といえるだろう。

製造業PMIの価格指数は42.6%と判断基準となる50%を3か月連続で下回っていることから、製造業ではインフレ率の抑制が継続していることが示唆された。一方で、サービス業PMIの価格指数は56.8%と74か月連続で上昇傾向が続いており、製造業とサービス業でまちまちの動きとなっている。

図表5 ISM景況感指数の推移



図表6 地区連銀製造業景況指数



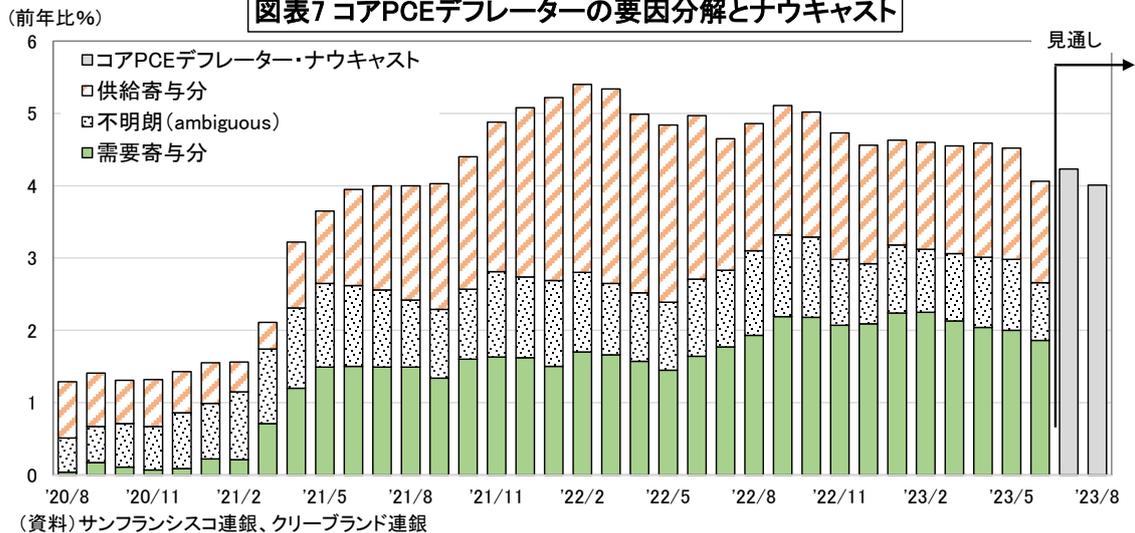
ようやく鈍化し 始めたインフレ率

インフレ率をみると、6月のコアPCEデフレーターは前年比4.1%、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4.2%と高止まりしているが、緩やかに鈍化していることが確認できる。また、サンフランシスコ連銀による要因分解をみると、需要要因の抑制もペースは遅いながら進展しているといえるだろう。

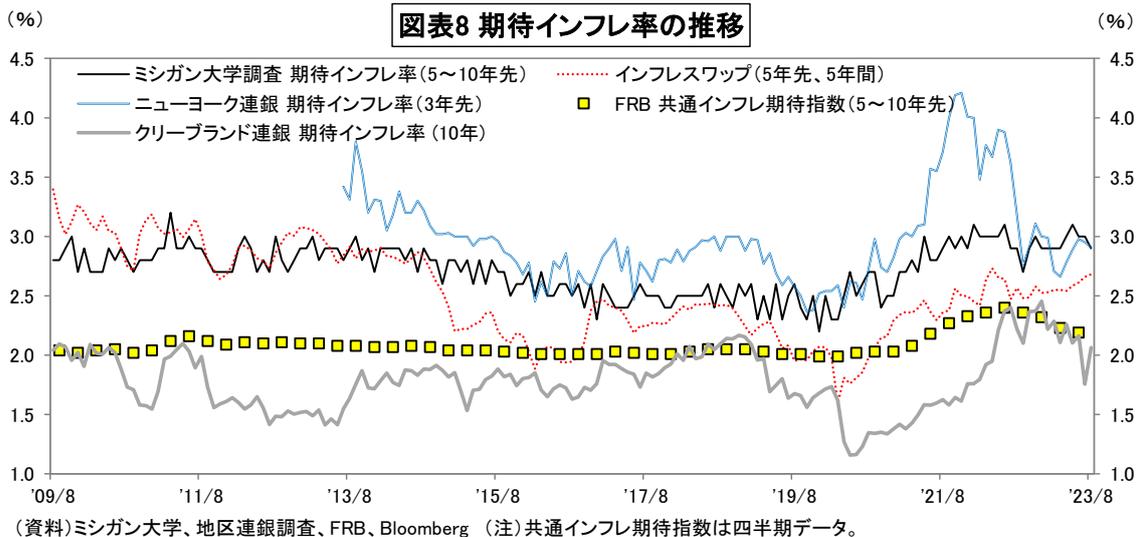
もともと、7月の消費者物価指数（CPI）総合は前月比0.2%と、5月の同0.1%、6月の同0.2%に続いて低い伸びが維持されている。コアCPIも同0.2%となり、6、7月はインフレ率の鈍化が継続したことがうかがえる内容となった。

なお、足元の期待インフレ率はコロナ禍以前と比べるとやや高いものの、おおむね安定しているといえる。

図表7 コアPCEデフレーターの変動要因とナウキャスト



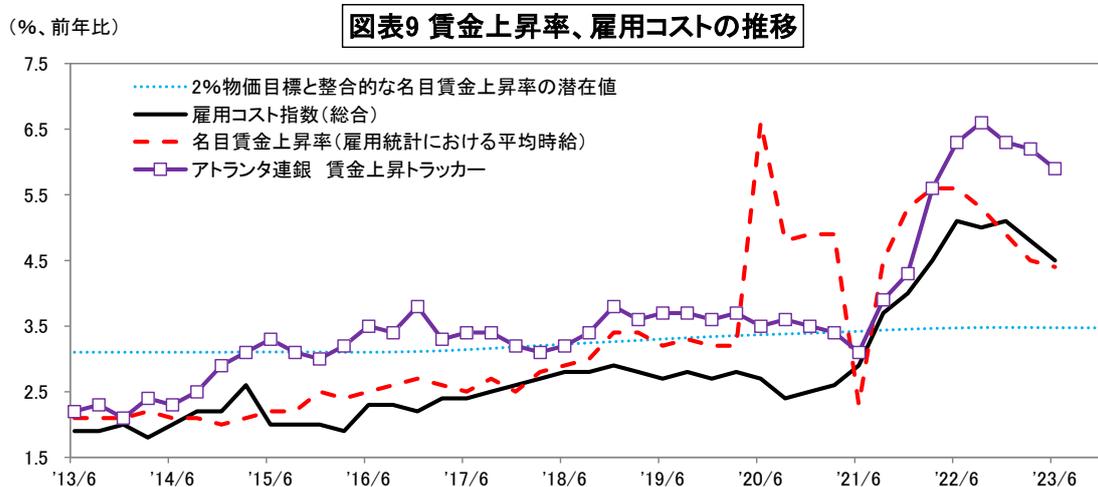
図表8 期待インフレ率の推移



**景気の先行き：
大幅な景気後退
を避けつつ 2%
物価目標への回
帰を目指す動き**

足元のインフレ率は FRB の目標値である前年比 2%の倍程度と高止まりしていることや、賃金上昇率も物価目標と整合的な水準を大きく上回っていると考えられることから、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 (5.25~5.50%) が十分に引き締めの効果があるかは判断が難しいところだが、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、これまで金融引き締め効果が出づら環境が続いてきた。以上から、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。なお、FRB は 9 月 FOMC (19、20 日) にて 25bp の追加利上げを実施するとみられる。また、FOMC 後に公表される経済見通しにも注目したい。

こうしたなか 5 月以降のデータからは、ようやく個人消費とインフレ率の鈍化が確認されつつある。これまでの利上げ効果が表れる過程で個人消費支出、インフレ率、労働市場が徐々に抑制されていくことで、ハードランディング (景気の急速な悪化) を避けつつ 2%物価目標への回帰を目指す動きになると思われる。



(資料)米労働省統計局、米議会予算局、アトランタ連銀、Bloombergより農中総研作成
(注)名目賃金上昇率の潜在値は、労働分配率とTFP成長率見直し、物価目標、コブ=ダグラス型のマクロ生産関数より算出。

**10 年債は、足元
の 4.2% 程度
の水準が続くと予
想**

最後に市場の動きを確認すると債券市場では、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米長期金利 (10 年債利回り) は 3.8%を上回る場面もみられたが、6 月に入り債務上限問題が解決し長期金利は一旦低下した。その後は、5 月の雇用統計が強かったことや 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、3.7~

3.8%程度で推移した。7月入り後は、ADP雇用統計が強かったことから利上げの織り込みがすすんだこともあり4%を上回る場面もみられたものの、その後に発表された雇用統計や消費者物価指数を受け利回りは低下し、3.8%前後での推移となった。

7月末以降米国経済の堅調さが意識され、FRBによる金融引き締めが長期化する可能性が織り込まれたことで金利は4.3%まで上昇した一方、23日はS&PグローバルPMIが低下したことを背景に、▲14bp低下するなど、値動きの荒い展開となった。

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る一方で、利上げサイクルが終了に近づいていることから、上昇余地もあまりなさそうと思われる。このため、調整局面が続く可能性はあるものの、水準としては足元の4.2%程度での推移が続くと予想する。



株式市場：緩やかな上昇が続く

株式市場では、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が、6月から7月にかけては債務上限問題が解決したことやインフレ指標が落ち着いたことに加えて、決算を消化する過程でダウ平均は35,000ドル半ばまで上昇した。8月入り後は、金融引き締めの長期化が意識されたことや米金利の上昇が嫌気され、下落傾向での推移となっている。

先行きについては、長期金利が落ち着きどころをさぐる中で株価も短期的には不安定な動きとなりそうだが、大幅な景気後退を回避しつつインフレ率を抑制できる可能性が徐々に意識されていることや、23年10~12月以降は前年比10%程度の増益が予想されていることなどから、基調としては緩やかな上昇が続くと思われる。
(23. 8. 25 現在)

労働生産性で読み解くユーロ圏経済

～足元の物価上昇も、中長期的な経済成長も～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏経済の特徴的な動向として、次の点が指摘できる。第一に足元でコアの消費者物価上昇率の下げ渋りがあり、また第二として中長期的な側面では、米国との間で経済成長力の格差の拡大がある。そして、これらの二つの動向の背後において、それぞれユーロ圏における労働生産性が関わっていることが考えられる。

これに対して労働生産性の動向を点検すれば、ユーロ圏では今後ともしばらくの間はコアの物価上昇率は下げ渋りを続けることが予想され、金融環境の引き締めの下で低成長が継続する可能性が大きい。また中長期的にもユーロ圏の経済成長力は鈍く、米国の成長に劣後した状況が続くことが見込まれる。

1. はじめに ～ 今、ユーロ圏で注目される労働生産性

ユーロ圏経済の特徴的な動向

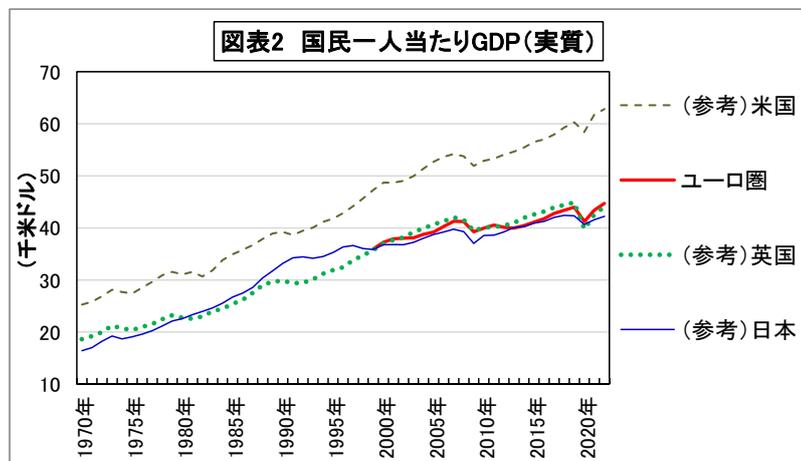
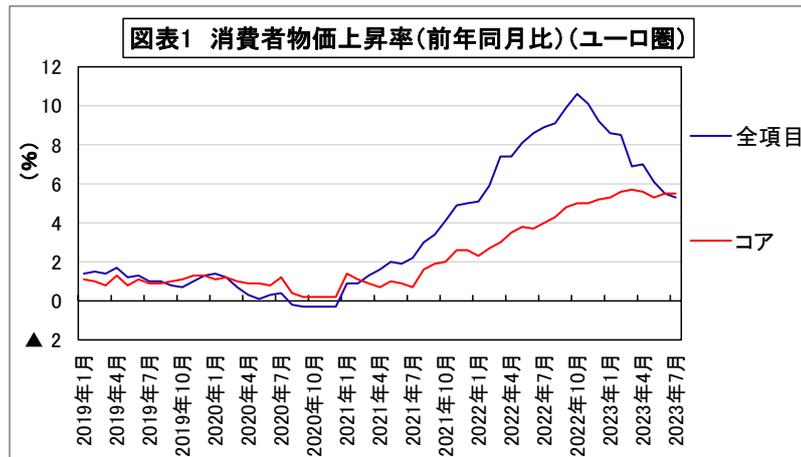
① コアの消費者物価上昇率の下げ渋り

ユーロ圏経済について特徴的な動向を挙げるとすると、なかでも次の点を指摘することができる。

第一に足元の動向として、コアの消費者物価上昇率の下げ渋りがある。全項目ベースの物価上昇率は2022年10月をピークに、その後は主としてエネルギー価格の下落を受けて減速傾向にある。しかしながらこれに対して、全項目からエネルギーと食品を除いたコアについては、上昇率の下げ渋りが続いている（図表1）。この下げ渋りは欧州中央銀行（ECB）の金融引き締め姿勢の継続に繋がることで、コロナ危機、生活費危機、エネルギー危機と、相次ぐ危機を経てきたユーロ圏にとって経済成長の重荷となっている。

② 米国との間で経済成長力の格差の拡大

一方、第二として中長期的な側面に目を向ければ、米国との間で経済成長力の格差の拡大が明らかになっている。「国民一人当たりGDP」を見れば両者の格差の拡大傾向が生じており、直近ではユーロ圏は米国に対して大幅に水を開けられた形である（図表2）。ユーロ圏では世界金融危機の直後に財政危機を経験し、その後もコロナ危機などが相次いだ。こうした中でユーロ圏経済の成長力の鈍化が表面化してきている。そして、この趨勢は、先行きのユーロ圏の経済情勢の厳しさを窺がわせるものとなっている。



(資料) 図表 1 は Eurostat の、図表 2 は OECD の、各データから農中総研作成

2 つの動向に関わる労働生産性

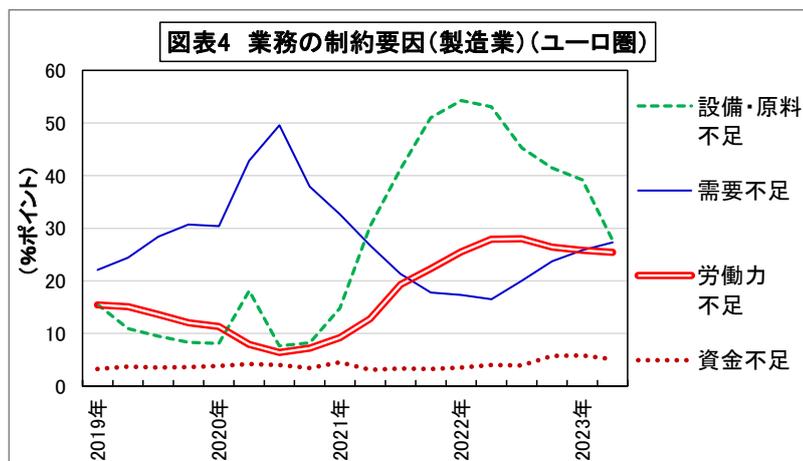
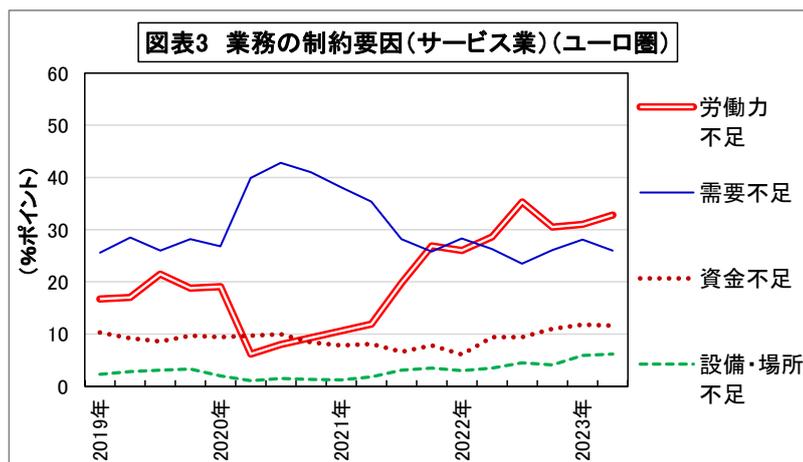
このようなユーロ圏の二つの特徴的な動向の背後では、それぞれ労働生産性に関わっていることが考えられる。本稿ではこの労働生産性に着目し、今後のユーロ圏経済の推移について検討することとしたい。

2. 足元のコアの消費者物価上昇率の下げ渋りと労働生産性

第一点目の消費者物価上昇率の下げ渋りについて、まず全項目ベースの上昇率に対する寄与度内訳を見ると、最近ではエネルギーの寄与度がマイナスに転じているのに対し、工業製品などでは寄与度の下方硬直性が生じているほか、サービスの寄与度にはむしろ拡大傾向が現れてきている。

これらの要因としては、第一に、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ことが考えられる。またこれに加えて第二として、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、特に人件費の増加が価格に反映されやすいサービス業が先行する形で、その価格の上昇を押し進めていることが考えられる。そしてこうした動きが物価全体を下支えし、コアの消費者物価上昇率の下げ渋りの要因として働いているものと捉えられる。



(資料) 図表 3、4 は、Eurostat のデータから農中総研作成

根強く残存している労働力不足

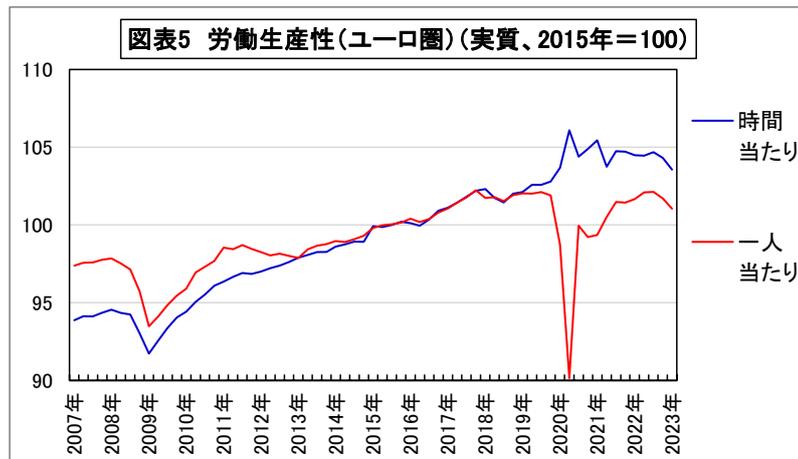
このうちとりわけ注目されるのは、ユーロ圏で根強く残存している労働力不足である。失業率は歴史的な低水準にまで低下し雇用率についても同様に上昇しているにもかかわらず、ユーロ圏では労働力不足が一向に軽減されていない実態がある。例えば欧州委員会による業務の制約要因に関する調査でも、サービス業のみならず製造業も含めて労働力不足が長く継続している状況が示されている(図表 3、4)^(注1)。

なぜ労働力不足
が一向に縮小し
ないのか？

回復していない
「労働者一人当
たりの労働生産
性」

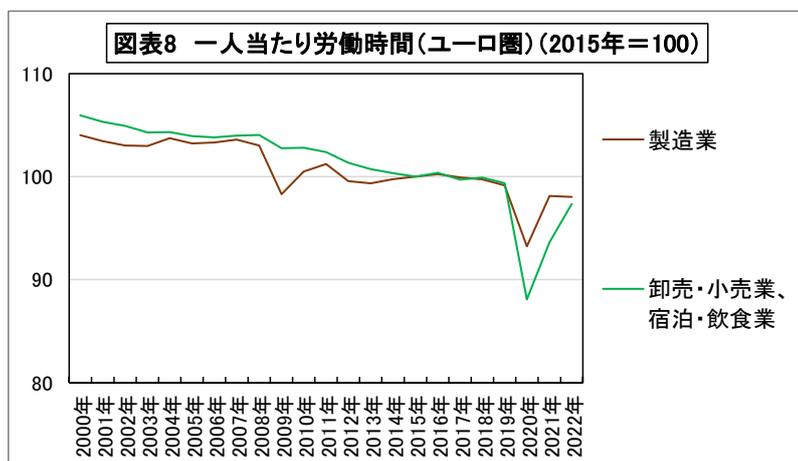
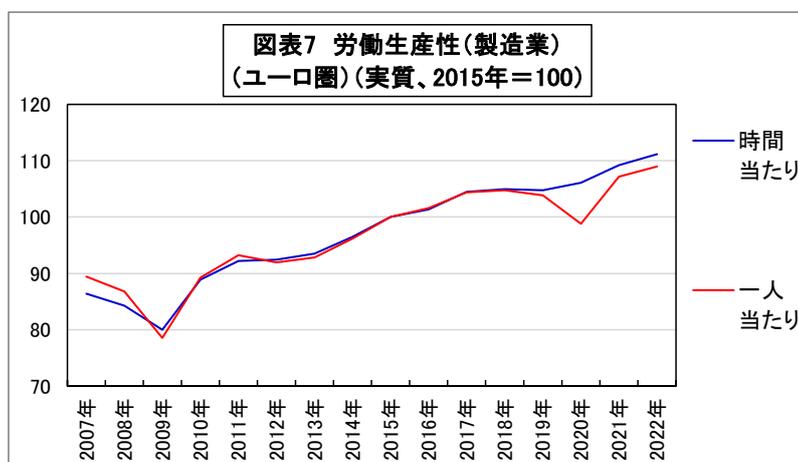
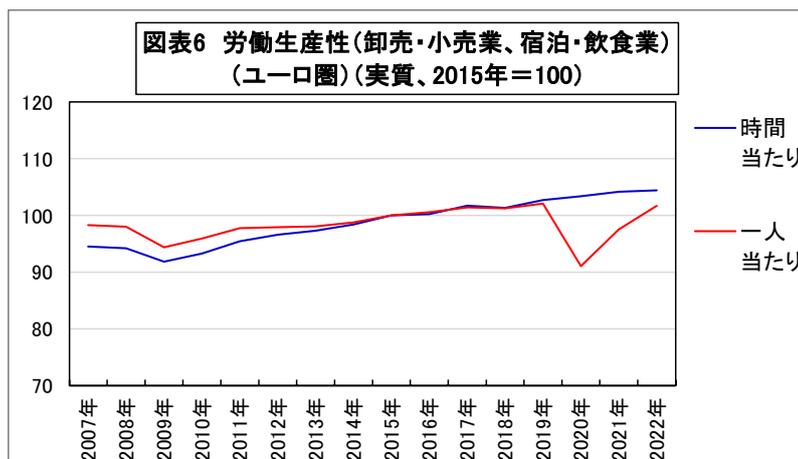
ここで、ではなぜ労働力不足が一向に縮小に向かわないのか、という点が主要な論点となる。ひとつの仮説は、コロナ禍の下で熟練労働者の離職が拡大し、また一般の労働者についても労働時間の短縮が生じ、この結果、労働生産性が低下したことにより労働力不足の恒常化がもたらされているという見方である。

これに関連して注目されるのは、「労働者一人当たりの労働生産性」と、「労働時間当たりの労働生産性」の推移である（図表5）。コロナ危機時には、各国で勤務時間を短縮しつつも雇用を維持する短時間労働制度を拡充した結果、後者に対して前者が大きく落ち込んだ経緯がある。しかしユーロ圏で特徴的であるのは、その後もこの「労働者一人当たりの労働生産性」が低い水準に留まったままであることである。こうした状況の背後では、やはり熟練労働者の離職や一般労働者の労働時間の短縮が影響を及ぼし続けており、これを補うために経営者が労働者の追加雇用を常に迫られている可能性が小さくはないものと考えられる。



(資料) Eurostat のデータから、農中総研作成

以上に加えて、コロナ危機の影響を直接的に受けた卸売・小売業や宿泊・飲食業を取り上げてみると、製造業に比べて「労働者一人当たりの労働生産性」の下落の程度がより大きいことが見て取れる（図表6、7）。また合わせて「労働者一人当たりの労働時間」の推移を見れば、実際に、①コロナ危機時に卸売・小売業や宿泊・飲食業において特に落ち込みが大きい点、さらには、②製造業を含めてコロナ危機前の水準への回復が鈍い点を、確認することができる（図表8）。



(資料) 図表6～8は、Eurostatのデータから農中総研作成

これらからすれば、ユーロ圏の特徴的な動向の第一点である足元でのコアの消費者物価上昇率の下げ渋りに対して労働生産性が「労働者一人当たりの労働生産性」の停滞という形で影響を及ぼしているという見方は、現実性を伴ったものであると考えられる。そしてこの労働生産性の観点からは、次を指摘することができる。

今後は賃金上昇の広がりによる影響拡大の可能性も

まず、これまでの推移からすれば、労働市場の逼迫は構造的な問題として、その軽減にはまだ時間を要する可能性が大きいということである。そしてこの結果、労働力不足が継続する中で、今後は賃金上昇の広がりによる物価上昇率に対する影響の拡大も考慮する必要があることになる。それは、①経済の供給面において人件費の上昇分の転嫁がサービス業から製造業にも波及するとともに、②経済の需要面においても購買力の強まりをもたらす、という経済の供給と需要の双方を通じた影響の拡大の可能性である。

続く ECB のインフレへの警戒とユーロ圏の低成長

こうした中では物価には上昇圧力がかかり、少なく見ても、コアの上昇率の下げ渋りは容易には解消されないことになる。このため ECB はインフレに対する警戒感を緩和することができず、ユーロ圏では今後ともしばらくの間は金融環境の引き締めりの中で低成長が継続する可能性が大きいものと考えられる。

3. 中長期的な経済成長力の鈍さと労働生産性

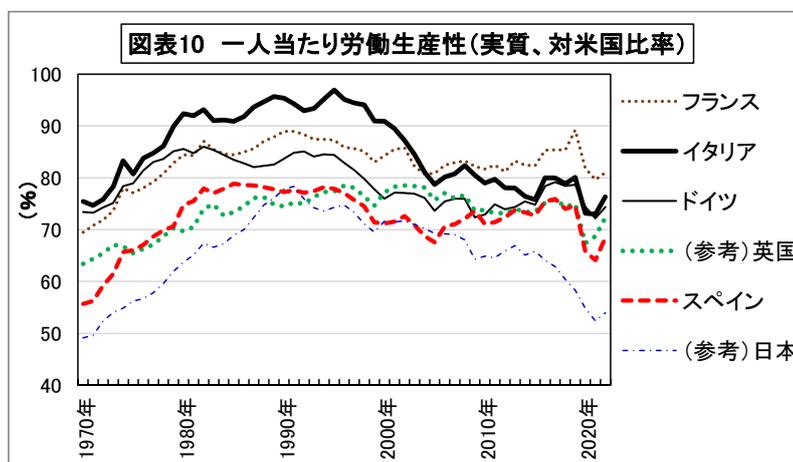
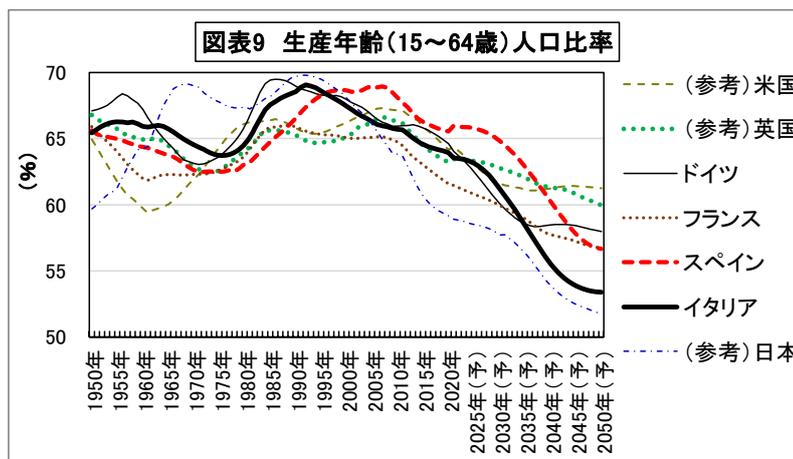
生産年齢人口比率の急速な低下の中で重要となる労働生産性の向上

このように労働生産性は、第一にユーロ圏でコアの消費者物価上昇率の下げ渋りを説明するに当たっての重要な材料であるが、それに加えて第二として、ユーロ圏の中長期的な経済成長力の鈍さを考える上でも主要な注目材料となるものとみられる。というのも、先に見たようにユーロ圏と米国との間では「国民一人当たり GDP」の格差の拡大が続いているが、次のように、この中で労働生産性が重要な役割を果たしていると考えられるためである。

まずこの「国民一人当たり GDP」であるが、これは、①「労働者一人当たりの労働生産性」と、②「生産年齢人口比率」との2つの要素に分解することができる^(注2)。次に、このうち②について、ユーロ圏では米国に比べてより厳しい先行きの推移が見込まれている。このため、ユーロ圏で安定的な経済成長を確保するためには、今後、労働生産性の向上が一層、重要な課題になるということである（図表9）。

これまでの労働生産性の横ばい推移

しかしその一方で、これまでの経緯を振り返れば、「労働者一人当たりの労働生産性」が持続的に右肩上がりでも推移してきた米国に対して、ユーロ圏ではこれが横ばい推移となっている。そしてこの労働生産性の米国に対する比率では、早くも95年頃には現在ユーロ圏に属する主要国の低迷状態が現れ始めていることが見て取れる（図表10）。



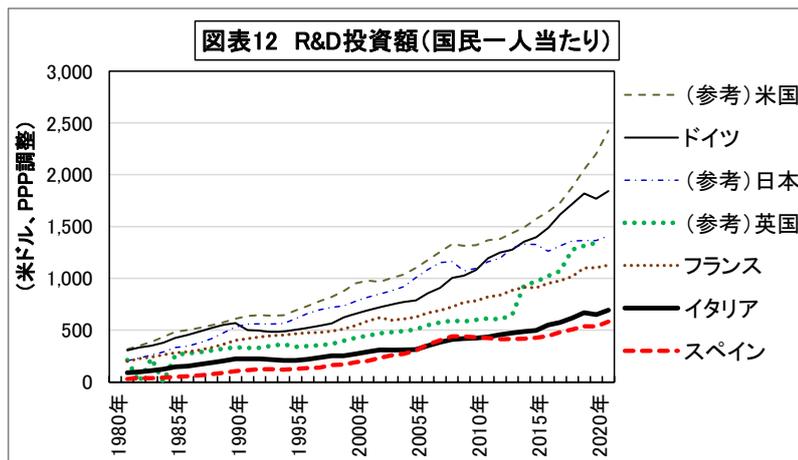
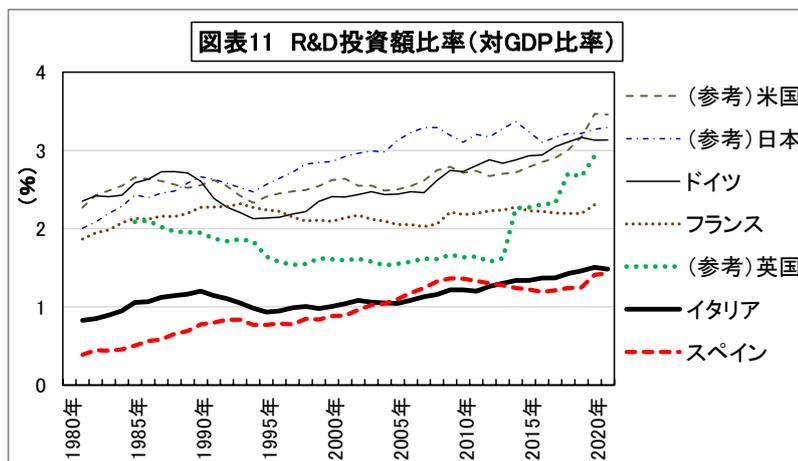
(資料) 図表 9、10 は、OECD のデータから農中総研作成
 (注) 図表 9 で、(予)は OECD による予測値である。

限られる労働生産性の挽回の可能性

このため、ユーロ圏においては労働生産性を挽回することが、その経済成長力を強化するために必要な条件ということになる。ではこの挽回のために何が重要であるかと言えば、特に現代が、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を勘案すれば、それは研究開発 (R&D) を中心とした投資の拡充であると考えられる。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下では、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るものである。

しかし、ユーロ圏の R&D 投資の時系列的な推移を見ると、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ものの、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 11）。また、国民一人当たりの投資額でも米国の規模が大きく、やはりユーロ圏が米国に劣後する傾向を確認することができる（図表 12）。



(資料) 図表 11、12 は OECD のデータから農中総研作成

このような経緯を踏まえると、今後についてユーロ圏が労働生産性を急速に挽回する余力があるかという点、その見通しは明るいものではない。さらに、今後ますます重要性を増す気候変動対策への取り組みにしても、この過程で企業は直接的に生産や収益の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を迫られることになる。このためむしろユーロ圏では、労働生産性の改善に今以上の負担がかかる危険性をはらんでいるものと捉えることができる。こうしたことから、財政的な補助策の拡充を含めて、企業投資を促す欧州連合（EU）横断的で強力なインセンティブ付与の仕組みが強く求められることになる。

以上のように、ユーロ圏の特徴的な動向の第二点である中長期的な経済成長力の面でも、労働生産性の動向が重要な影響を及ぼすことになる。そして、ユーロ圏では労働生産性の挽回は容易ではなく、その経済成長の先行きは特に米国対比で厳しい状態が続くことが予想される。

4. まとめ

9 月利上げに含みを残した ECB

こうしたなか、ECB は 7 月 27 日の理事会で 25bp の政策金利の引き上げを決定した。9 理事会連続の利上げであり、累計の利上げ幅は 425bp となった。今回の理事会の声明では、ECB は消費者物価上昇率を 2% の目標値に適時に戻すために金利を十分に引き締める必要はあるとはしながらも、金利を迅速に引き上げることが重視された前回の文言は削除した。また理事会後の記者会見でラガルド総裁は、物価上昇率を目標値に近づけることに全会一致の決意があるとするとともに、今後の政策対応はデータ次第であり、利上げもあり得るが一時停止もあり得ることを改めて示した。これらの表現は、ユーロ圏で景気後退懸念が強まる下で、次回の 9 月理事会での利上げの見送りの可能性に含みを持たせるものとして受け止められている。

短期的にも中期的にも厳しいユーロ圏の経済情勢

しかし、コアの物価上昇率が下げ渋りを続ける可能性が大きい中で、利上げの一時停止はあり得るとしても、ECB はインフレに対する警戒感を簡単に緩和することはできないものとみられる。このためユーロ圏では、今後もしばらくの間は、金融環境の引き締めまりの下で低成長の継続を想定する必要があるものと考えられる。またこれに加えて、中長期的にもユーロ圏の経済成長力は鈍く、米国の成長に劣後した状況が続くことが見込まれる。

そして現在の環境下では、このようなユーロ圏経済の先行きを推し量る上で労働生産性が主要なバロメーターとして機能しているものとみられ、そのフォローが重要になっていると考えられる。

(23. 8. 24 現在)

(注1) 図表 3, 4 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 % ポイントを示している。

(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」=「労働者一人当たりの労働生産性」 \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。