

経済金融 ウォッチ

2023年10月号

国内		1
米国		11
欧州		19



日米金融政策の思惑をめぐり、円安・金利上昇が進む

～物価高による民間消費の低調さが浮き彫りに～

南 武志

要旨

「自動車の挽回生産」や「堅調なインバウンド需要」が景気を下支えする構図が続いている半面、持ち直しが期待される民間消費は物価高による実質所得の目減りによって鈍い動きから抜け出せずにいる。こうしたなか、政府は10月末を目標に物価高対策などを盛り込んだ経済対策を取りまとめ、それらを盛り込んだ補正予算を編成する見込みである。一方、先行きに関しては、自動車要因の剥落、物価下げ渋りによる消費停滞、世界経済の減速による輸出減などが想定され、年度内の国内経済は低調に推移するだろう。本格的な景気回復は物価沈静化が進む24年度入り後と想定する。

日銀の金融政策について、7月のYCCの運用を柔軟化に続き、9月の金融政策決定会合でもマイナス金利政策の正常化などの動きがあるといった観測が高まり、金利上昇圧力が高まる場面もあった。結果的には現状維持が決定され、改めて大規模緩和の継続が意識された。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2023年		2024年		
		9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.042	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.01	-0.10～0.01
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0030	-0.05～0.05	-0.05～0.00	-0.05～0.10	-0.05～0.10
国債利回り	20年債 (%)	1.450	1.10～1.50	1.15～1.55	1.15～1.55	1.15～1.60
	10年債 (%)	0.725	0.45～0.80	0.50～0.85	0.50～0.90	0.50～1.00
	5年債 (%)	0.290	0.05～0.40	0.10～0.45	0.10～0.50	0.10～0.55
為替レート	対ドル (円/ドル)	148.4	135～155	130～150	125～145	120～140
	対ユーロ (円/ユーロ)	157.9	145～165	145～165	140～160	140～160
日経平均株価 (円)		32,678	30,000±3,000	29,500±3,000	30,000±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)

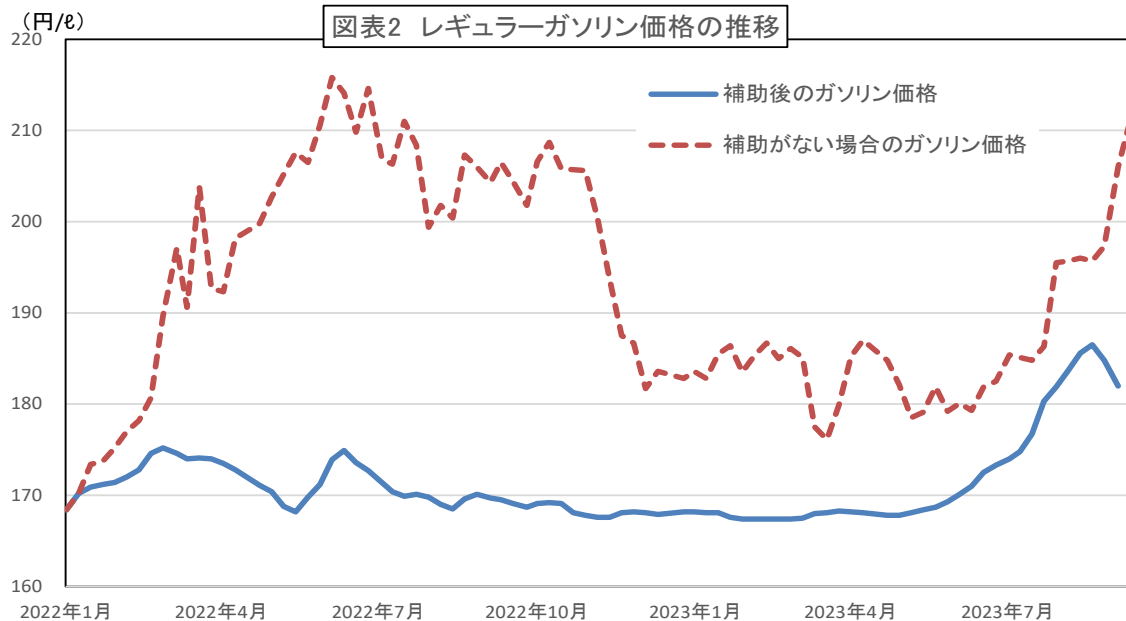
(注)実績は2023年9月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

岸田首相は物価高対策を含む経済対策のとりまとめを指示

夏場以降、国際原油市況の再騰や円安圧力の高まりを背景にガソリン価格の上昇圧力が強まっている。政府は2022年入り後からガソリンなど燃料油価格激変緩和補助金の支給を始めたほか、23年からは電気・ガス料金の軽減策も講じてきた。しかし、いずれも9月に期限切れを迎えることから、8月下旬にそれらの延長方針(12月分まで)を決定した。特に、ガソリンに関しては販売価格の全国平均が175円/ℓ程度となるよう、補助を拡大した(直近は補助金がない場合、200円/ℓ台まで上昇している)。

後述の通り、物価高が実質所得を目減りさせていることから、消費動向は総じて鈍い動きが続くなど、ウィズコロナによる国内需要の回復が遅れている。こうしたことを受けて、岸田首相は追加経済対策を策定する方針を表明、9月25日にはその骨格となる5つの柱が示された。具体的に、①物価高から国民生活を守る、②構造的賃上げ、所得向上と地方の成長、③成長力につながる国内投資促進、④人口減少を乗り越え、変化を力にする社会改革、⑤国土強靱化など国民の安心・安全、といったものである。具体的には、物価高対策のさらなる延長、中堅・中小企業での賃上げ支援、半導体などの国内投資促進などが想定されている。

岸田首相は26日の閣議において関係閣僚に10月末を目標に経済対策を取りまとめるよう指示したが、それに伴って補正予算案を編成することとなる。



(資料)資源エネルギー庁

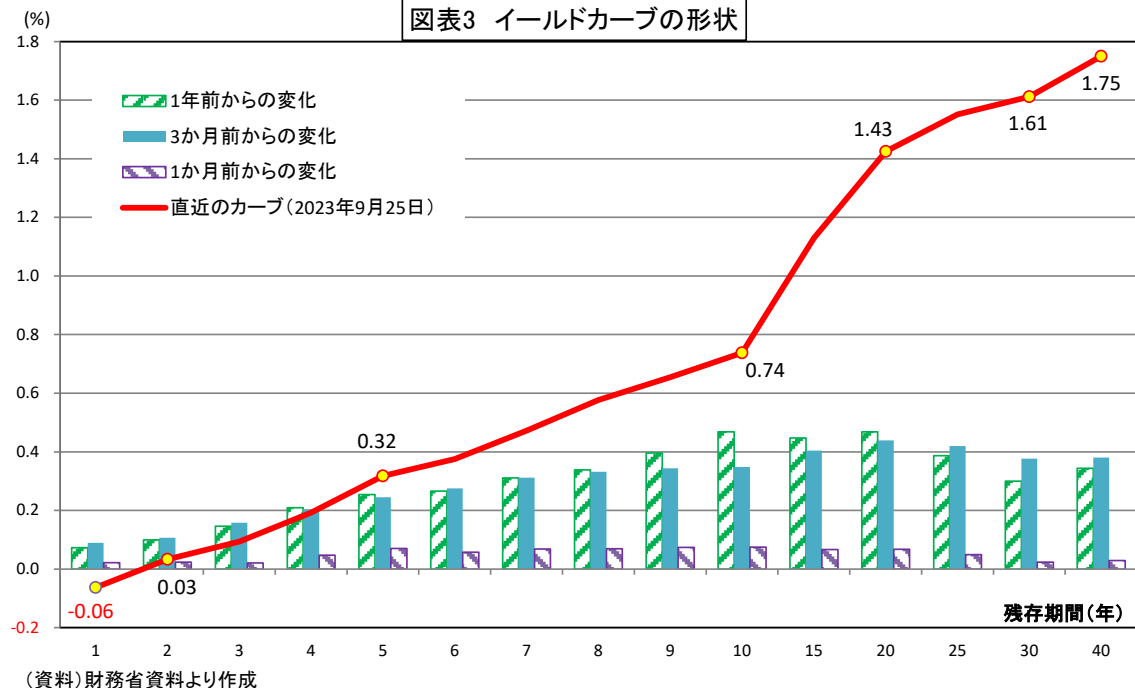
金融政策を巡る思惑から金利上昇圧力が再び高まる

イールドカーブコントロール (YCC) の運用を柔軟化し、10年金利が1.0%まで上昇するのを容認した7月の金融政策決定会合以降、複数の日銀政策委員が今後の物価動向や金融政策のあり方について発言する機会があった。そのほとんどは物価安定目標の達成については依然慎重にみていることが確認できたが、田村審議委員は2%の物価安定目標の持続的・安定的な実現がもう既にはっきりと視界に捉えられる状況になったとの評価を示したことが注目された。

政府の物価高対策の甲斐あってか、国内のインフレ率はピークアウトしているが、展望レポートの公表のたびに日銀の物価見通しが上方修正されるなど、物価の基調に変化が起きているのは確かであろう。輸入インフレが沈静化する一方で、人手不足による労働需給のひっ迫で賃上げ圧力も高まりつつあり、今後はサービス価格の値上げが本格化することも予想される。

こうしたなか、9月9日付の読売新聞で掲載された植田総裁のインタビュー記事の内容に金融市場が反応した。これまでも金融政策の修正可能性については、長期金利の誘導水準に関して話題となってきたが、今回は最も重要な政策手段である政策金利についての発言内容が注目され、短い年限の国債金利が主導して上昇したのが特徴であった。なお、8月上旬には内田副総裁がマイナス金利の解除は实体经济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。今回の植田総裁の発言内容は、マイナス金利の解除後も物価目標の達成が可能と判断すれば実施する可能性を示唆するものであった。

図表3 イールドカーブの形状



金融政策：大規模緩和の枠組みは当面維持

それを受けて、9月21～22日の金融政策決定会合を前に、大規模緩和政策の修正が行われるとの思惑が高まったが、結局のところ、全員一致で現行政策の継続が決定された。会合後、植

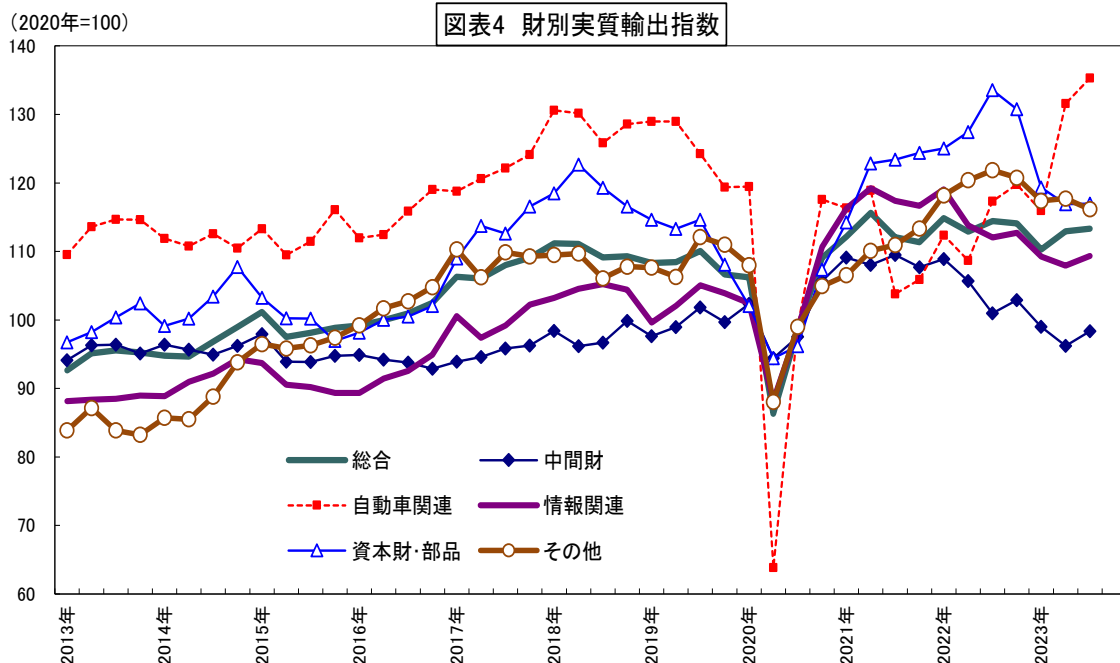
景気回復は継続しているが、その勢いは緩慢なまま

田総裁は、「物価目標の持続的な安定的な実現が見通せる状況になった場合には、マイナス金利の解除も視野に入る」としたものの、「全体の見通しが達成されるまではマイナス金利でいく」と述べ、早期の政策正常化について否定的な見解を述べた。

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っていくかを見定めてから、との従来の方針を変更する必要はないだろう。

以下、足元の国内景気動向について確認したい。基本的には、これまでと同様、「自動車の挽回生産」や「インバウンド需要」が国内景気の牽引役である一方、物価高によって消費回復の勢いが大きく削がれているといった構図に変わりはない。

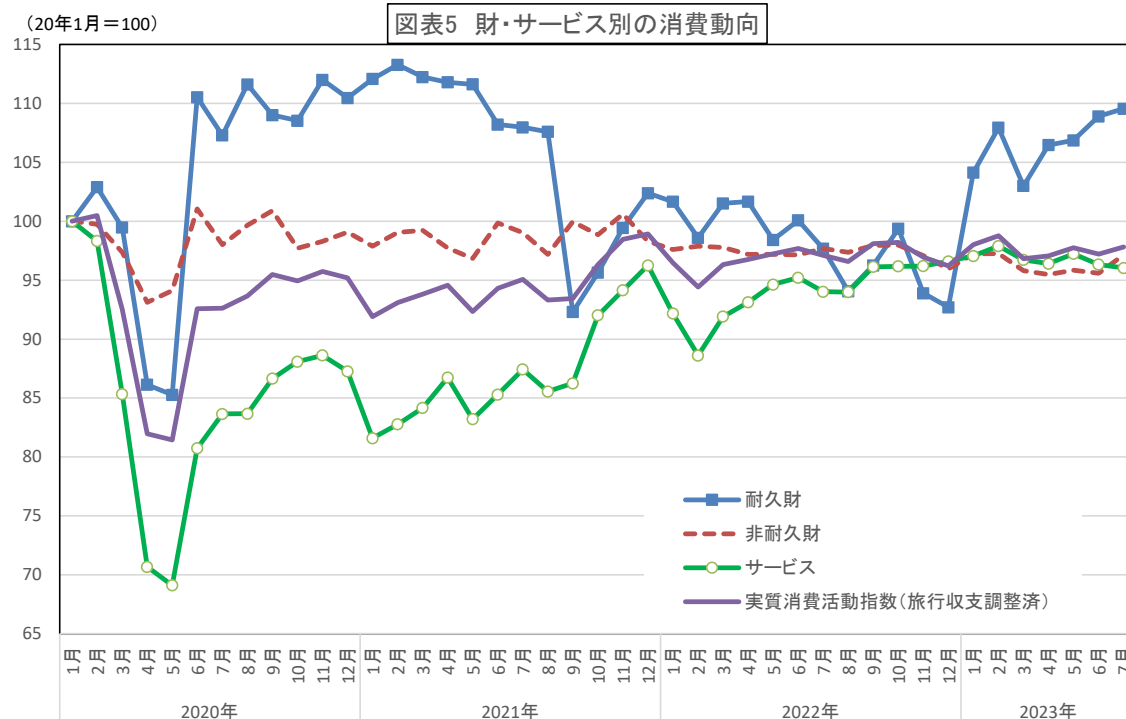
景気動向指数を確認すると、7 月の CI 一致指数は前月から▲1.1 ポイントの悪化（6 か月ぶり）ながらも、景気の基調判断は「改善」で据え置かれた。1 年前から参考指標として公表されている「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の 7 月分は 6 月と変わらずで、両指標からは景気は改善しつつも、勢いが鈍いことが窺える。なお、景気ウォッチャー調査（8 月）によれば、景気の現状判断 DI・先行き判断 DI とともに判断基準である 50 を上回っているものの、ともに 7 月の水準からは低下した。特に、企業動向関連・製造業の低調さが目立った。



自動車以外の輸出・生産は総じて弱い

輸出関連については、依然として自動車は堅調に推移しているが、それ以外は低調であり、減速傾向にある世界経済動向の影響を多分に受けているとみられる。8月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲6.1%と3か月ぶりのマイナスで、過去最高を更新した7月からは大幅低下となった。

また、設備投資関連も足元で鈍い動きとなっている。7月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲1.1%の減少、鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け）は同▲5.4%の低下で、ともに総じて弱い。ただし、設備投資意欲には底堅さがあり、法人企業景気予測調査（7～9月期）の23年度設備投資計画（全規模・全産業、ソフトウェア投資額を含む、土地投資額を除く）は前年度比12.3%へ上方修正されている。



（資料）日本銀行「消費活動指数」

消費動向に全般的に鈍い

一方、消費関連指標をみると、足元の消費者マインドはやや悪化（8月の消費動向調査・消費者態度指数は9か月ぶりの悪化）したものの、高めの水準が維持されている。しかし、そうした動きは実際の消費支出に必ずしも反映されていない。7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0.6%と2か月ぶりに上昇したが、肝心のサービスは同▲0.3%と2か月連続の低下で、ウィズコロナによってペントアップ需要が盛り上がる姿とは程遠い。

経済見通し：物価高や海外経済の減速の影響で23年度後半にかけて景気足踏みへ

物価動向：消費者物価は高止まり状態ながらも、年度下期入り後は鈍化傾向へ

このように消費回復が遅れているのは、物価高によって実質所得が目減りが続いていることが背景にある。7月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比1.1%であったが、後述の通り、消費者物価の高止まりにより、実質賃金は前年比▲2.7%と16か月連続の低下であった。

以下、先行きの国内景気を展望したい。まず、4～6月期のGDP第2次速報（2次QE）によれば、実質経済成長率は前期比年率4.8%へ下方修正（1次QE：6.0%）されたが、それでも強めの成長率だったと評価できる。しかし、民間消費や民間企業設備投資が前期比マイナスに陥るなど、ウィズコロナを進めるなかでの民間最終需要の弱さが意識される内容でもあった。

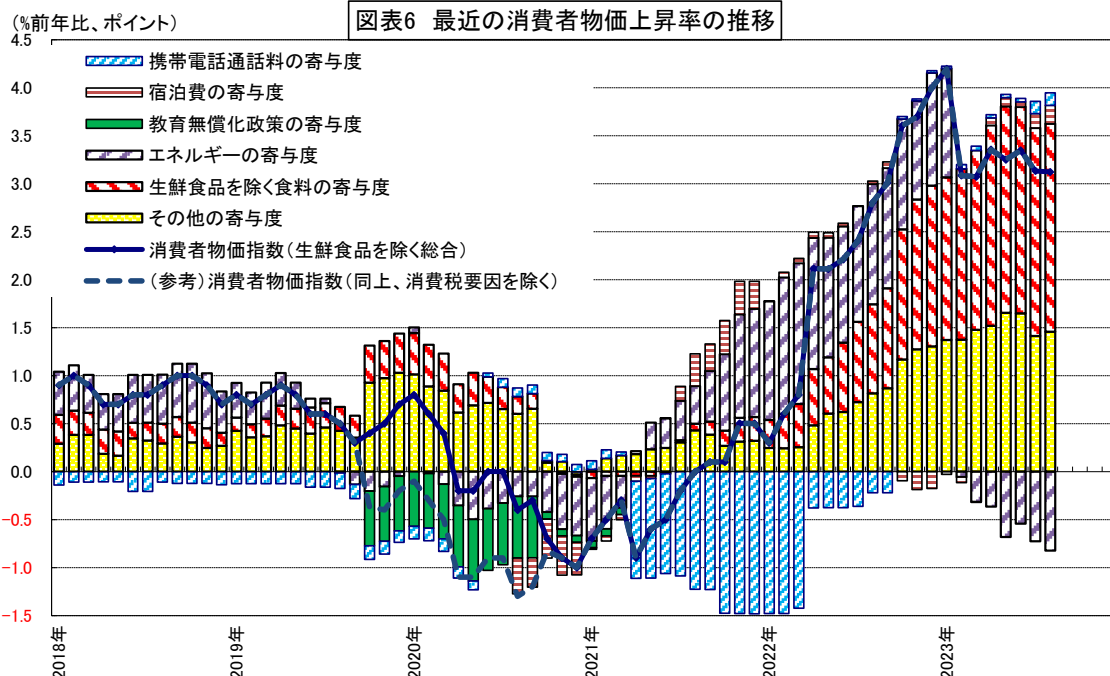
先行きについては、引き続き、世界経済・貿易の動向と物価沈静化のスピードがカギを握っている、という認識に変わりはない。足元7～9月期は、インバウンド需要は引き続き底堅いほか、4年ぶりに行動制限のない夏休みとなったことでサービス消費も持ち直したと予想されるが、物価高止まりによって消費全体の持ち直しが阻害される状態は保たれているほか、世界経済の減速傾向が輸出を減少させつつある。高成長だった4～6月期の反動もあり、7～9月期は4期ぶりのマイナス成長が見込まれる。

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。消費者物価は前年比2%台への鈍化が見込まれるが、賃金上昇率よりも高い状態が継続、民間消費は盛り上がりを欠いた動きが予想される。その結果、年度後半にかけての国内景気は足踏みが続くだろう（詳細は9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）。

8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、7月の上昇率と同じだった。政府の物価高対策によって電気・都市ガス代が大幅に引き下げられたものの、食料、日用品での値上げが続いている。しかしながら、食料の上昇率が加速する状況でもなくなってきた。一方、インバウンド需要が堅調に推移しており、宿泊費が大幅な上昇となっているほか、サービス業を中心に人手不足が強まっていることに起因する値上げも散見されつつある。

また、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」は前年比 4.3%と、コア CPI と同様、7 月と変わらずで、物価の高止まり、もしくは下げ渋りを示す内容であった。

先行きについては、政府が少なくとも年末まで物価高対策を継続することを決定したほか、10 月に取りまとめる経済対策でも 24 年入り後も何らかの負担軽減措置が盛り込まれるとみられることから、エネルギーが再び物価押上げの主役となる可能性は薄いだろう。また、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は徐々に弱まるとみられる。物価上昇率は緩やかながらも鈍化していくと思われる。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

金融市場：現状・見 通し・注目点

米国のインフレ高止まりを受けて金融引き締め長期化、利下げ転換時期の後ずれが一層意識されたほか、中旬には日銀のマイナス金利政策解除の思惑が急浮上したこともあり、9 月にかけて円安や金利上昇傾向が続いた。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

長期金利は 10 年ぶ り水準まで上昇

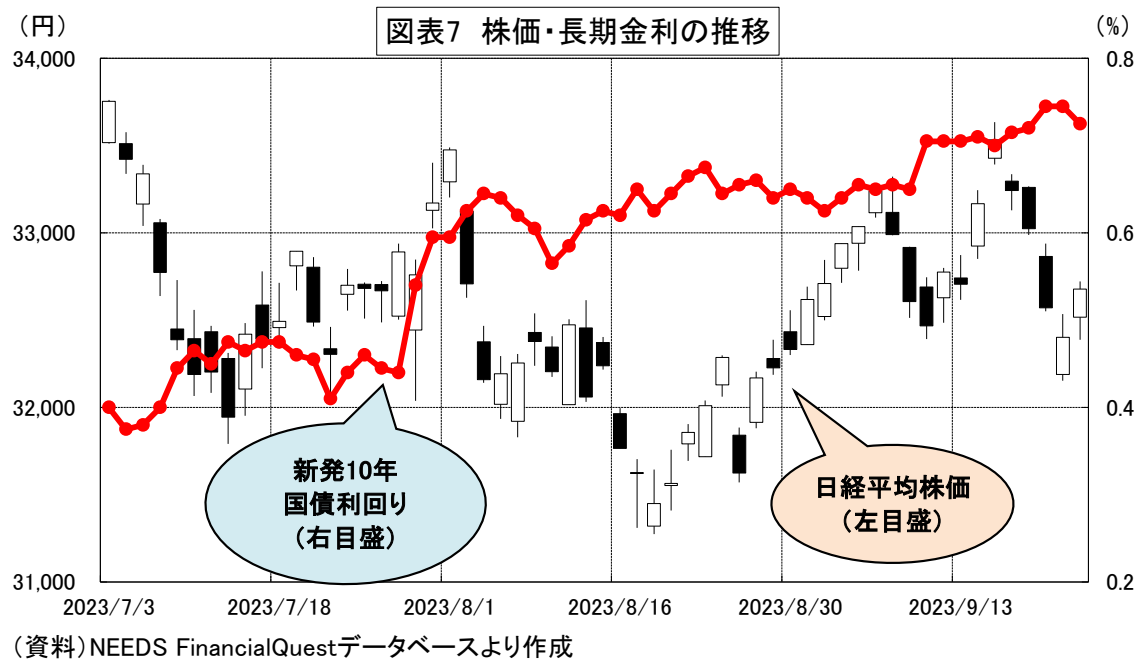
7 月の金融政策決定会合で YCC 運用の柔軟化が決定され、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は 1% 程度までの上昇が許容されることとなった。そのため、7 月下旬以降の長期金利は水準を切り上げたが、日銀は大規模緩和の枠組みについては当面

先行き、金利低下 圧力が強まる場面 も

継続するとの方針を改めて強調したこと、金利急騰を招かぬよう弾力的な国債買入れをする方針が伝えられたこともあり、長期金利が一気に1%程度まで上昇することはなく、9月上旬にかけて概ね0.6%台での展開となった。

こうしたなか、植田総裁のインタビュー記事により日銀のマイナス金利解除が意識され、イールドカーブ全体が上方にシフトしたほか、米国のインフレ指標が下げ渋る動きを見せたことで米国の金融引き締め状態が長期化するとの見方が強まり、米長期金利が4%台半ばまで上昇したこともあり、国内金利にも上昇圧力が波及、直近は10年ぶりの水準となる0.7%台半ばまで上昇した。

9月の決定会合後の記者会見で、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改めて示している。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、賃金上昇が十分に高まらない中で長期金利が1%近くまで上昇する場合には、連続指値オペや買入れ増額などで「力づく」で抑え込むものと思われる。一方、欧米経済においてこれまでの金融引き締め効果によって景気が大幅減速し、想定する軟着陸シナリオが崩れるような事態となれば、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。



② 株式市場

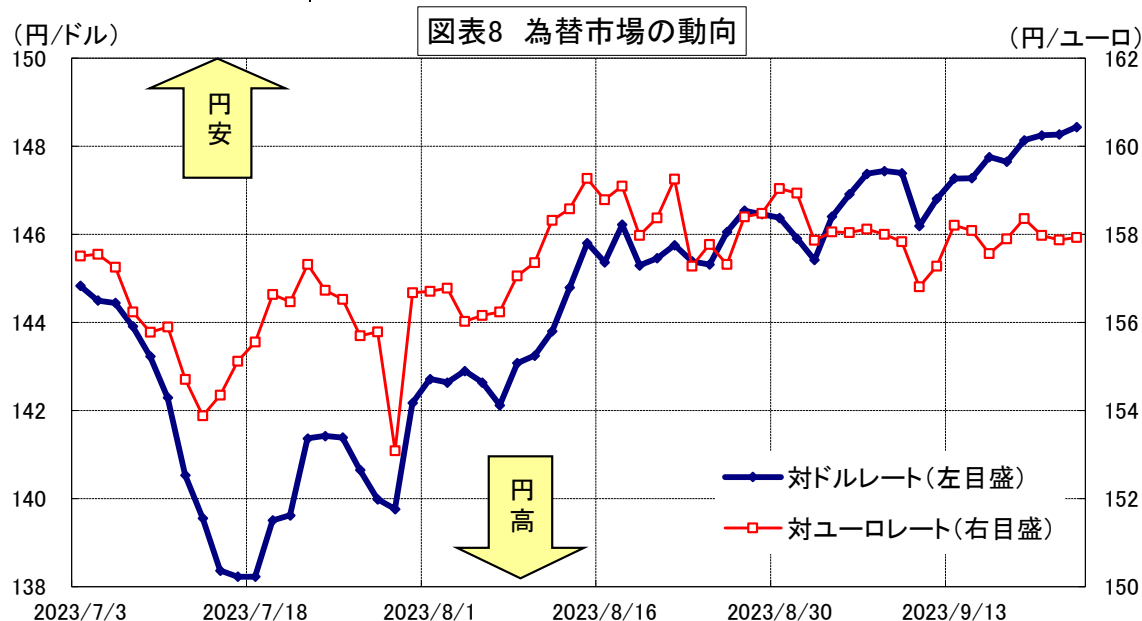
世界経済の減速懸

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

念から上値の重い展開に

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、上値の重い展開が続いた。9 月中旬に日経平均株価は 33,000 円台を回復する場面もあったが、その後は米国の金融引き締め長期化への懸念から一時調整色が強まり、足元は 32,000 円台での推移となっている。

年後半にかけては世界経済の減速が徐々に強まるとみられ、輸出減などを通じて国内にもその影響が波及する可能性が高い。日銀短観や法人企業景気予測調査などのビジネスサーベイでは 23 年度の企業業績は減益予想となっていることもあり、年度内は引き続き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。

再び円安が加速

③ 外国為替市場

外国為替市場では、ドル円レートが 1 ドル＝148 円台となるなど、円安圧力が高い状態が続いている。引き続き、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るが、日銀の早期の政策修正の思惑が高まった中で円安が進行した背景には、米国の金融政策が想定よりも利下げ転換時期が後ずれし、かつ利下げペースも緩やかになるとの見方が強まった影響を受けたことがあるだろう。

先行きについても、日銀が当面は大規模緩和を続ける半面、米国では年内もう一段の利上げが想定されるなど、日米金利差

対ユーロではもみ 合う展開

はさらに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、市場では財務省による為替介入への警戒も根強い。また、米国で金融引き締め効果が強まり、景気減速・物価鈍化が一層明確となれば、早期の利下げ転換期待が再浮上する可能性もある。23 年末にかけては円安進行が止まり、逆に円高方向への転換が始まると予想する。

一方、対ユーロレートは、9 月にかけて概ね 1 ユーロ=158 円前後での展開が続いた。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 9 月の定例理事会において 10 回連続での利上げを決定したが、一方で利上げ打ち止め観測も浮上しつつある。今しばらくは対ユーロでは現状水準でのもみ合いが続くと予想する。

(23. 9. 25 現在)

労働市場のひっ迫度合いの緩和が進む

～年内の追加利上げ方針を維持した 9 月 FOMC～

佐古 佳史

要旨

9 月 FOMC では事前予想通り政策金利の据え置きが決定されたものの、24～25 年の政策金利見通しの引き上げに加えて、23 年内の追加利上げの方針も維持されたことから、タカ派的な印象を与えた。

足元では、つなぎ予算をめぐる下院共和党内の対立から、連邦政府は一部の機関が閉鎖に追い込まれる可能性が高まっている。

こうしたなか、これまでの金融引き締め効果が米国経済に対して出始めているとみられる。統計の下方修正が続いていることもあり、労働市場のひっ迫度合いの緩和が進んでいると判断できる。

タカ派的な印象 を与えた 9 月 FOMC

9 月 19、20 日にかけて行われた FOMC（公開連邦市場委員会）では、政策金利を 5.25～5.50% で据え置くことが決定された。FOMC 後に公表された経済見通しでは、23 年末時点の政策金利は 5.6%（中央値）に据え置かれた一方で、24 年末は 6 月 FOMC 時点（4.6%）から上方修正され 5.1%（中央値）となった。それ以外の見通しについては、経済成長率は上方修正、失業率とインフレ率は下方修正となり、米国経済についての楽観的な見通しが強まったといえるだろう。つまりは、GDP 成長率の大幅な減速や失業率の大幅な上昇を伴わず、25～26 年あたりに 2% 物価目標を達成できる見通しとなった。一般的にソフトランディングと認識されるよりもかなり楽観的と思われるこうしたシナリオがより現実的なものとして、FOMC 参加者に認識されつつあるということだろう。

なお、ドットプロットからは 24 年末以降の政策金利の適切な水準について FOMC 参加者の見解がかなり割れていることがうかがえる。

図表1 FRB大勢見通し(9月時点)

		2023年	2024年	2025年	2026年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	1.9～2.2	1.2～1.8	1.6～2.0	1.7～2.0	1.7～2.0
	6月時点 (%前年比)	0.7～1.2	0.9～1.5	1.6～2.0		1.7～2.0
失業率	(%)	3.7～3.9	3.9～4.4	3.9～4.3	3.8～4.3	3.8～4.3
	6月時点 (%)	4.0～4.3	4.3～4.6	4.3～4.6		3.8～4.3
PCEデフレーター	(%前年比)	3.2～3.4	2.3～2.7	2.0～2.3	2.0～2.2	2.0
	6月時点 (%前年比)	3.0～3.5	2.3～2.8	2.0～2.4		2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.6～3.9	2.5～2.8	2.0～2.4	2.0～2.3	
	6月時点 (%前年比)	3.7～4.2	2.5～3.1	2.0～2.4		
政策金利	(%)	5.4～5.6	4.6～5.4	3.4～4.9	2.5～4.1	2.5～3.3
	6月時点 (%)	5.4～5.6	4.4～5.1	2.9～4.1		2.5～2.8

(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。

現実味を帯びる 政府機関閉鎖

24年度(23年10月～24年9月)予算成立までの1～2か月間に
対応するつなぎ予算をめぐって、米下院ではマッカーシー下院議
長(共和党)と同党保守強硬派の対立が続き、10月1日以降、連
邦政府の一部機関が閉鎖に追い込まれる可能性が現実味を帯びて
きた。政府機関が閉鎖された場合、労働省や教育省、軍兵士、法執
行機関への資金が一時的に凍結されると予想され、経済指標の発
表にも遅れが生じるかもしれない。

こうした対立の背景としては、共和党が下院でかろうじて過半
数を維持していることに加えて、マッカーシー下院議長が共和党
をまとめ切れていない現状や、一部からは根強い人気のトランプ
前大統領と共和党強硬派の結びつき、さらには23年6月のデフォ
ルト回避の際に共和党が妥協しすぎた可能性など複合的な要因が
挙げられ、簡単には解決しないと思われる。

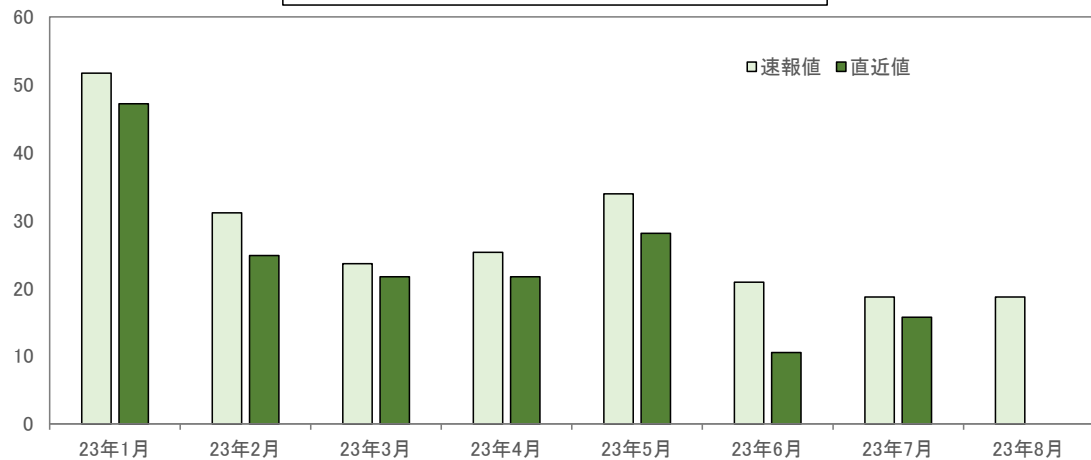
利上げによる下 押し圧力が継続

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、ようやく現れ始めたと思われる。

8月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は7月から
18.7万人増、失業率は3.8%へ上昇、平均時給は前年比で4.3%、
前月比は0.2%となった。足元では雇用増加幅の下方修正が続いて
いることもあり、雇用増加ペースは鈍化してきたといえる。

(万人、前月差)

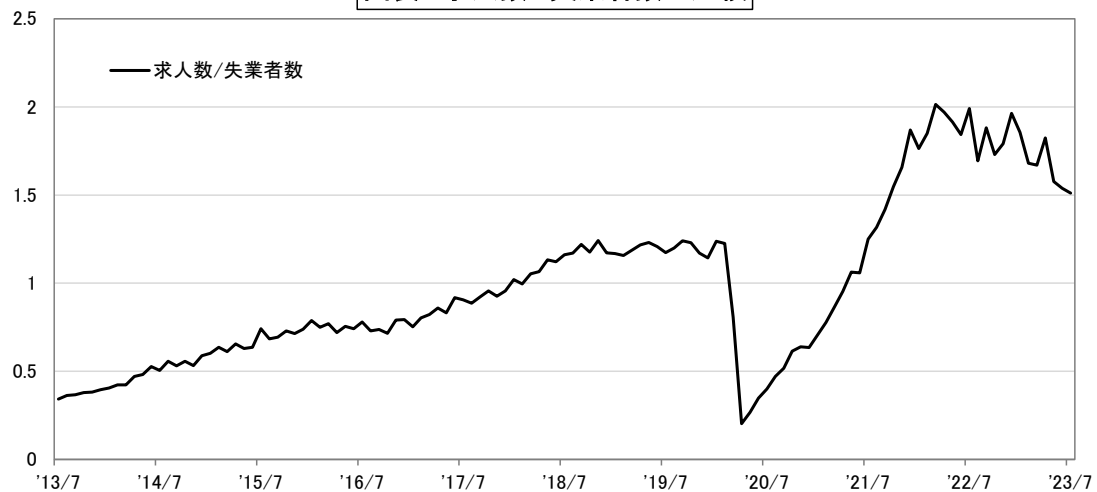
図表2 下方修正が続く非農業部門雇用者数



(資料)米労働省統計局、Bloomberg

7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5.3%、自発的な離職率は2.3%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い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、7月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.51倍の求人が確認されるが、22年3月のピーク（2.01倍）からの低下基調が続いている。

図表3 求人数と失業者数の比較



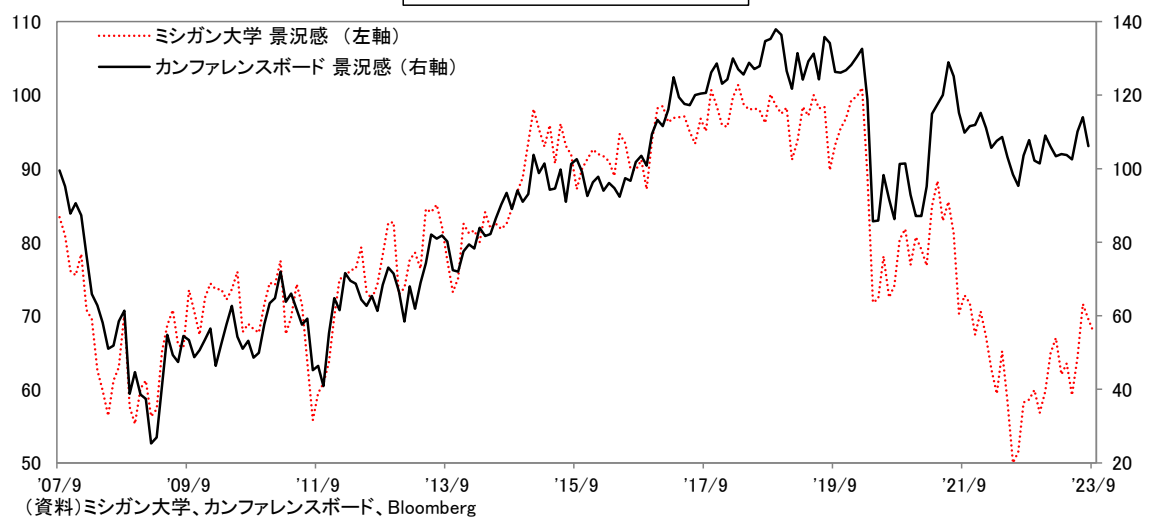
(資料)米労働省統計局、Bloomberg

個人消費をみると、7月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.9%と2か月連続で増加、サービス消費は同0.4%となり、全体としては同0.6%と堅調な伸びとなった。また8月の小売売上高も同0.6%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月以降の

個人消費は堅調に推移している。

9月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、8月からほぼ変化がなかった。ミシガン大学からは、消費者が政府機関閉鎖についてはあまり言及しなかったことや、インフレ率の鈍化が中断したことに注目しているものの再びインフレ率の鈍化が起これと予想していることなどが報告された。また、1年先と長期の期待インフレ率はそれぞれ3.1%、2.7%と前月から低下した点も報告された。

図表4 消費者景況感の推移

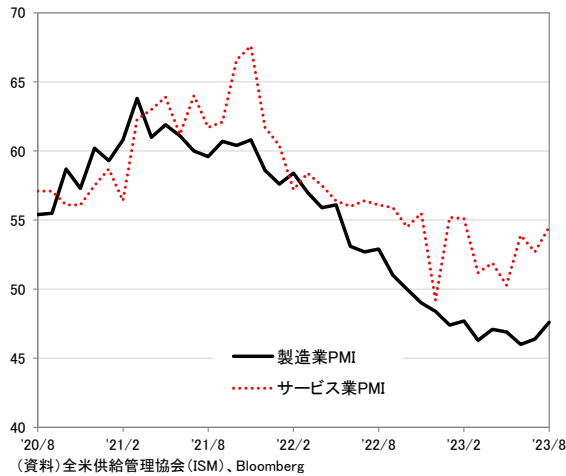


サービス業の堅調さが続く ISM 指数

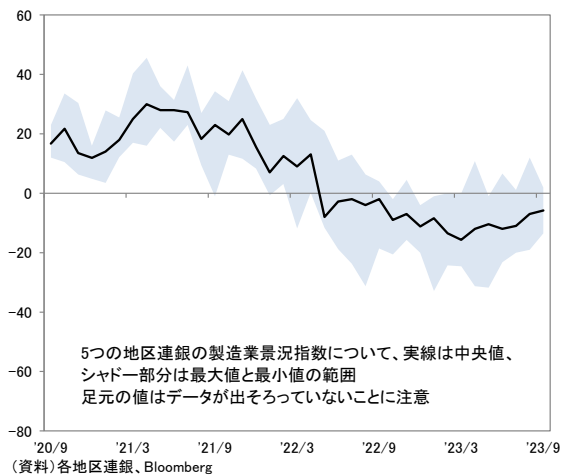
ISM 指数を確認すると、9月のISM製造業指数（製造業 PMI）は前月から1.2ポイント上昇の47.6%となったものの10か月連続で縮小傾向を示している。他方で、サービス業指数（サービス業 PMI）は同1.8ポイント上昇の54.5%となった。判断基準の50%を8か月連続で上回り拡大傾向を保っていると判断できる。

製造業 PMI の価格指数は48.4%と判断基準となる50%を4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 の価格指数は上昇傾向を示している。製造業とサービス業でまちまちの動きといえるだろう。

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



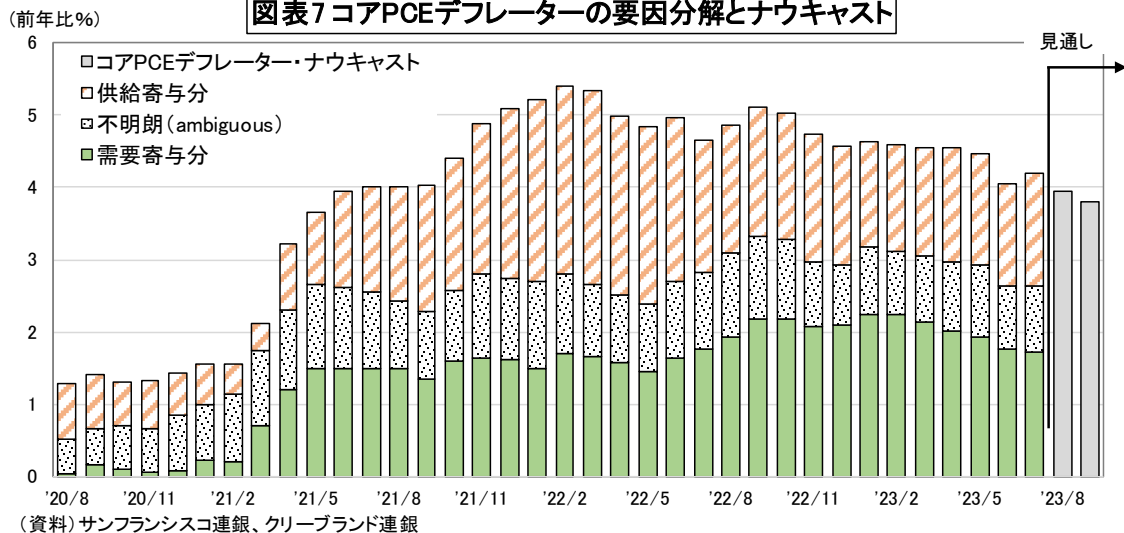
8 月はインフレ率の鈍化が一時停止

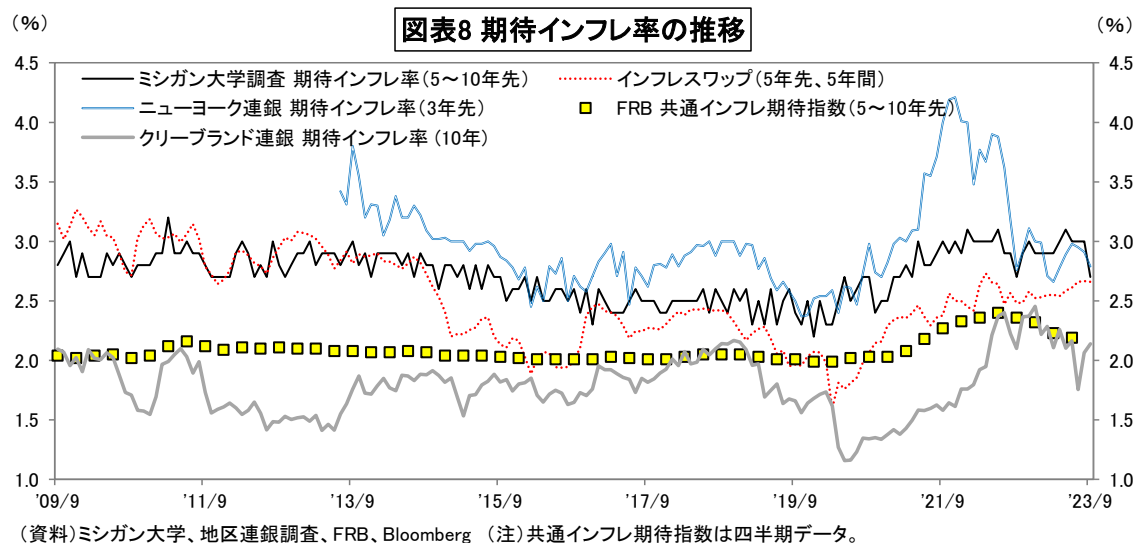
インフレ率をみると、7 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.2%、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは同 4.1%と高止まりしているものの、緩やかに鈍化していることが確認できる。また、サンフランシスコ連銀による要因分解をみると、需要要因の抑制もペースは緩やかながら進展しているといえるだろう。

もっとも、8 月の消費者物価指数 (CPI) 総合は原油価格が急上昇したことから、前月比 0.6%に加速した。コア CPI も同 0.3%と 6、7 月の同 0.2%から加速し、これまでの鈍化傾向が一時停止した。

なお、足元の期待インフレ率はコロナ禍以前と比べるとわずかに高いものの安定しているといえる。

図表7 コアPCEデフレーターの変因分解とナウキャスト

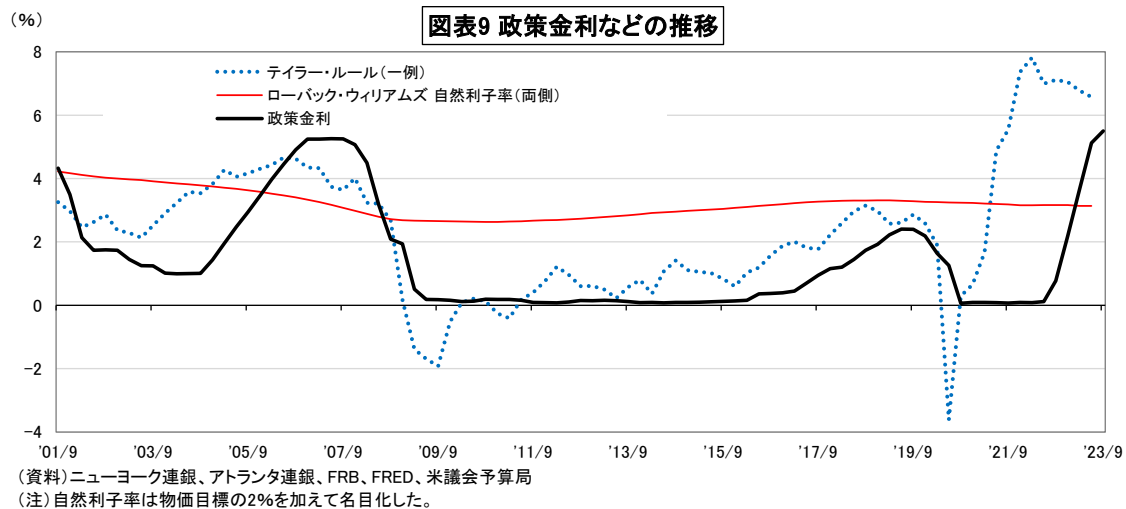




**景気の先行き：
大幅な景気後退
を避けつつ 2%
物価目標への回
帰を目指す動き**

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かどう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た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。

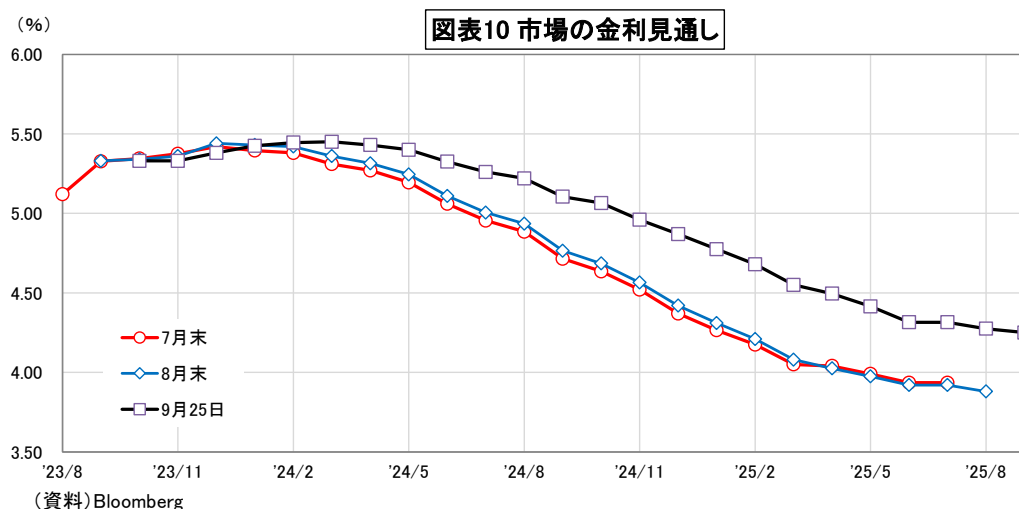
こうしたなか個人消費や労働市場、インフレ率の推移をみると、23 年半ばからようやく景気への下押し圧力が強まり始めたと考えられる。これまでの利上げ効果が現れる過程で個人消費支出、インフレ率、労働市場が徐々に抑制されていくことで、ハードランディング (景気の急速な悪化) を避けつつ 2%物価目標への回帰を目指す動きになると思われる。

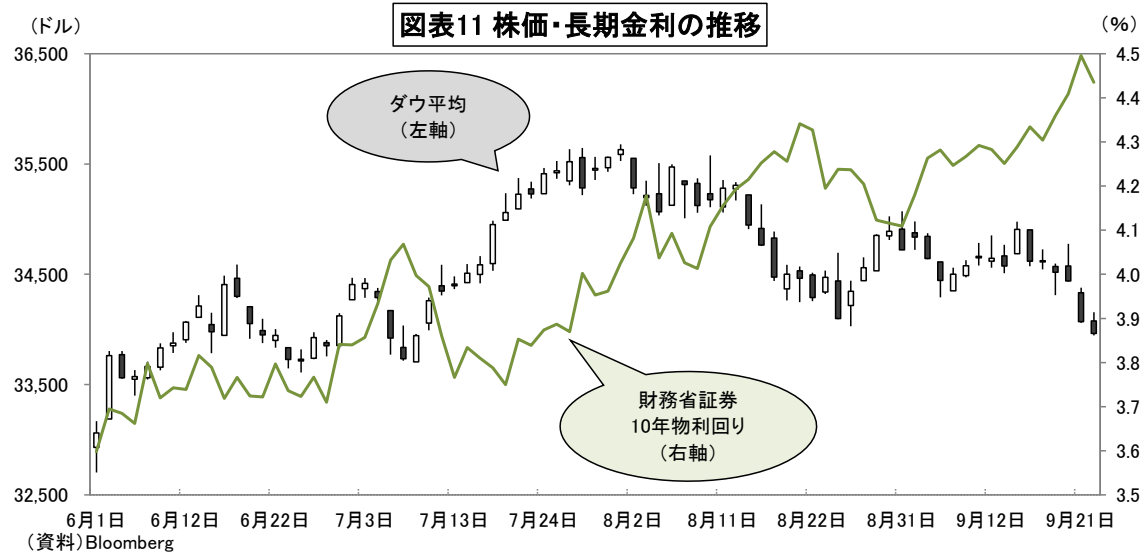


高止まりが予想される長期金利

最後に市場の動きを確認すると債券市場では、6月に入り債務上限問題が解決し長期金利（10年債利回り）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、経済指標を受けて上下に振れる展開となった。7月末以降、米国経済の堅調さが意識されたことから、長期金利は上昇傾向となり、9月21日は4.5%まで上昇した。

先行きについても、金融引き締め長期化から長期金利は高止まるだろう。市場参加者の金利見通しはFRBの見通しを下回っており、追加利上げの可能性が高まる場面では長期金利が一段と上昇すると思われる。このため、水準としては足元の4%半ばから後半での推移を予想する。





株式市場：上値 の重い展開を予想

株式市場では、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推移した。また、9月FOMCがタカ派的と受け止められたことで長期金利が上昇したことや政府機関閉鎖の可能性が重石となり、足元でも下落基調となっている。

先行きについては、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ものの、長期金利が上振れる可能性があることから、上値の重い展開となりそうだ。

(23.9.25 現在)

物価の下げ渋りの一方で強まるユーロ圏の景気後退の懸念

～ジレンマに直面する ECB～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏では労働市場の逼迫が当面のところ継続することが見込まれ、消費者物価上昇率の下げ渋りは容易には解消されないものと考えられる。また、エネルギーや穀物などの価格推移には底打ちの動きが認められているほか財政ルール適用再開もあり、今後はこれらが物価の押し上げ要因として働く可能性がある。その一方では、ドイツ経済の不調に端的に示されるようにユーロ圏では景気後退懸念が強まっている。物価の下げ渋りと景気を巡る懸念の下で ECB はジレンマに直面しており、政策の舵取りは難度を増してきている。

1. はじめに ～ 不冴えな経済指標と 9 月の ECB

不冴えな経済指標

ユーロ圏で景気の減速感が強まっている。9 月に発表された 7 月のユーロ圏の経済指標は、その多くが不冴えである。例えば、数量ベースで、鉱工業生産は前月比▲1.1%、前年同月比▲2.2%であったほか、インフレ圧力が続くなか小売売上高も重く、前月比▲0.2%、前年同月比▲1.0%となった^(注1)。またドイツでは、材の輸出額が、前月比、前年同月比でそれぞれ▲1.6%であった^(注2)。

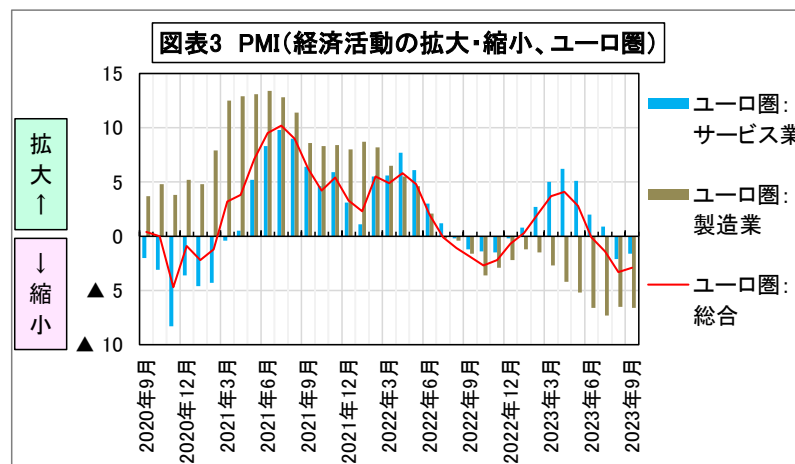
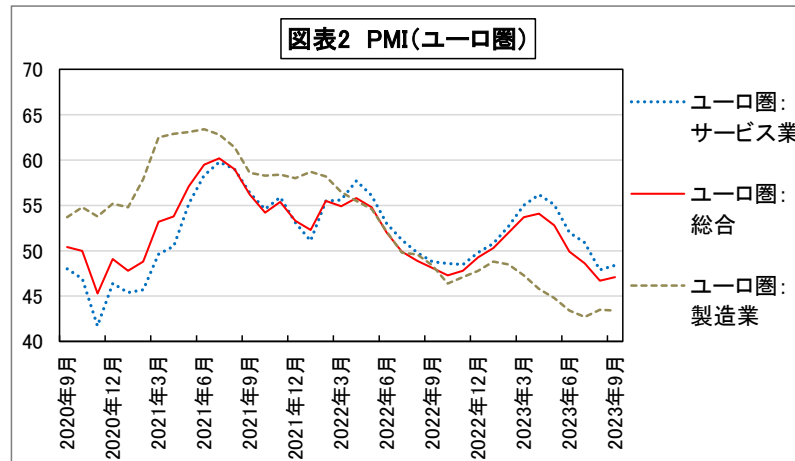
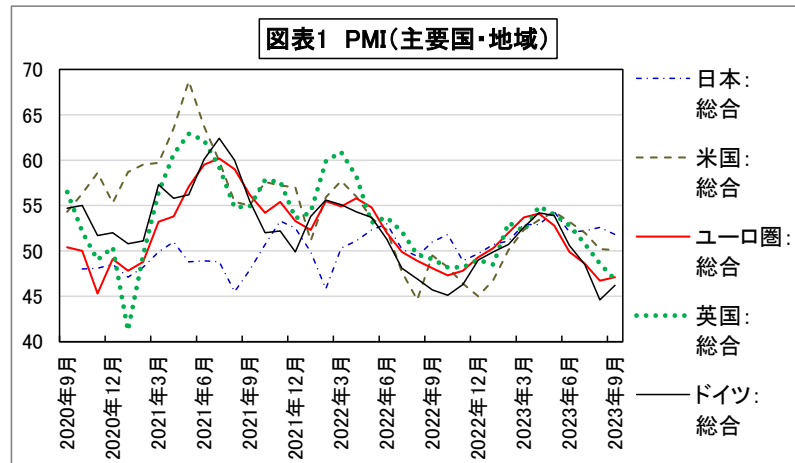
このほかユーロ圏では、足元のハードデータばかりでなく景況感の悪化も進んできている。ユーロ圏の購買担当者景気指数 (PMI) は、9 月には総合指数が 47.1 となった。先月の 46.7 からは幾分回復したものの、4 ヶ月連続の 50 割れである。内訳としては、長く低調な状態にある製造業に続いてサービス業でも 8 月、9 月と 50 を割り込み、経済活動の縮小が示されている。さらにユーロ圏の主要国では、これも先月からはやや回復したとはいえ、最大の経済規模を有するドイツの不調が明らかである (図表 1～3)^(注3)。

ECB の政策金利の引き上げと難度を増す舵取り

このような状況の下で、欧州中央銀行 (ECB) は 9 月 14 日に 25bp の政策金利の引き上げを決定した。この際、ECB は声明では、政策金利は十分長い期間維持されれば消費者物価上昇率を目標値に適時に戻す効果がある水準に達した、としながらも、ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、政策金利はピークを付けたとは言えない、と明言している。

今回の ECB の政策決定を受けて、市場関係者の関心は追加利上

げの可能性からむしろ高い金利水準の持続期間に移ってきている。しかしいずれにせよ ECB が引き締め姿勢を維持する方向にあることに変わりはなく、一方で景気の後退懸念が強まる中で、ECB は難しいジレンマに直面していることになる。



(資料) 図表 1～3 は、Bloomberg のデータから農中総研作成

2. 消費者物価上昇率の下げ渋り

コアの下げ渋りばかりか全項目ベースでの下げ止まり感も

ここです、ユーロ圏の消費者物価上昇率の下げ渋りの状況を確認すると、次のとおりである。

全項目ベースで見た場合には、物価上昇率は 22 年 11 月以降、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、全項目からエネルギーと食品を除いたコアでは上昇率の下げ渋りが明らかになっている。またこればかりでなく、最近では全項目ベースの上昇率自体についても下げ止まり感が現れ始めている。8 月の全項目ベースの上昇率は前年同月比で 5.2%であったが、これは前月の 5.3%からわずかな低下に留まっている（図表 4）。

消費者物価上昇率の性格の変化

こうした動向には、コロナ危機以降の、ユーロ圏の消費者物価上昇率の性格の変化が密接に関係していることが考えられる（注 4）。ユーロ圏ではコロナ危機の頃にはもっぱら供給制約の強まりがインフレを主導していたが、その後は、供給制約は緩和に転じる一方で供給面の他の材料がインフレ要因として働き始めた、という変化である。

根強い労働力不足の影響

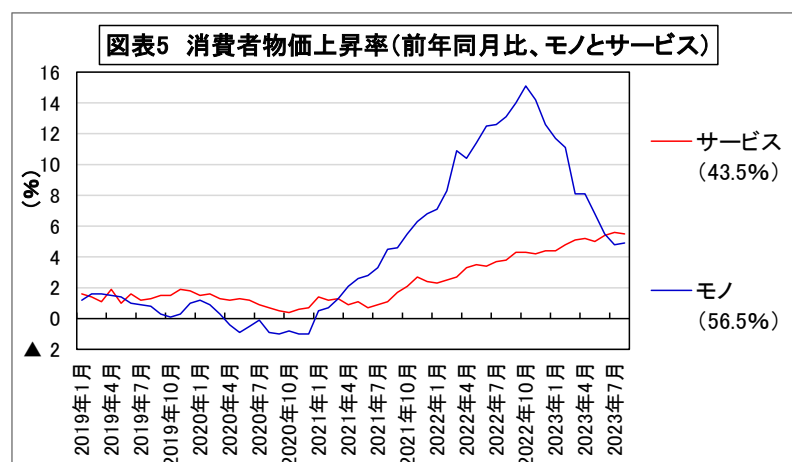
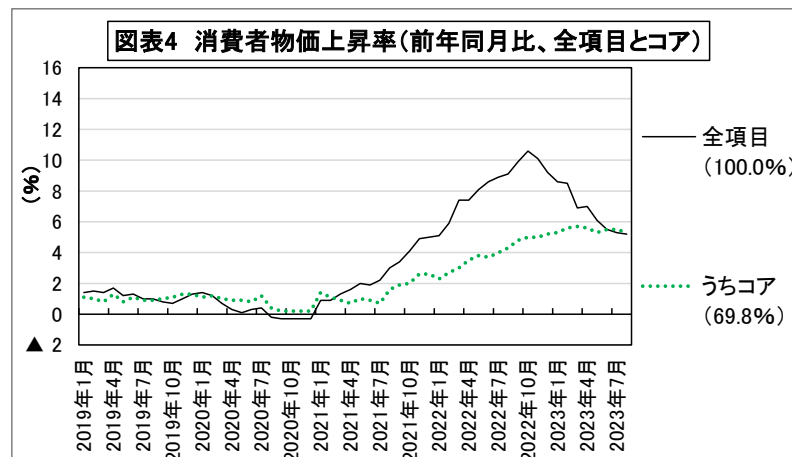
この供給面の他の材料とは、主として原材料費や人件費の増加分を製品やサービスの価格に転嫁する動きである。なかでもユーロ圏では労働力不足が根強く継続しており、それに伴う賃上げの動きが、特に人件費の増加が価格に反映されやすいサービス業を中心にしてその価格の上昇を押し進め、コアばかりか物価全体をも下支えする結果に繋がっているものと捉えられる。

労働力不足の背後で働く労働生産性の低下

ではなぜユーロ圏で労働力不足が一向に縮小に向かわないのかという点が、このような状況の下では重要な論点となる。これについては、コロナ危機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進んだことで労働生産性が低下し、それが労働力不足の恒常化をもたらしている可能性が考えられる（注 5）。

容易には解消されない物価上昇率の下げ渋り

そしてこの労働市場の逼迫は、構造的な問題として、その軽減にはまだ時間を要することが見込まれている。この結果、労働力不足が当面のところ継続する中で、供給面における人件費の増加分の転嫁の他に、賃金上昇の広がりによる需要面からの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。このため、少なく見ても、ユーロ圏の消費者物価上昇率の下げ渋りは容易には解消されないものと判断される。



(資料) 図表 4、5 は、Eurostat のデータから農中総研作成
 (注) 凡例に付記した()内の%は、消費者物価指数の算定に当たり適用されるウェイト(23 年)である。

他の観点から見たユーロ圏のインフレの特徴

①モノとサービスの区分で見た場合

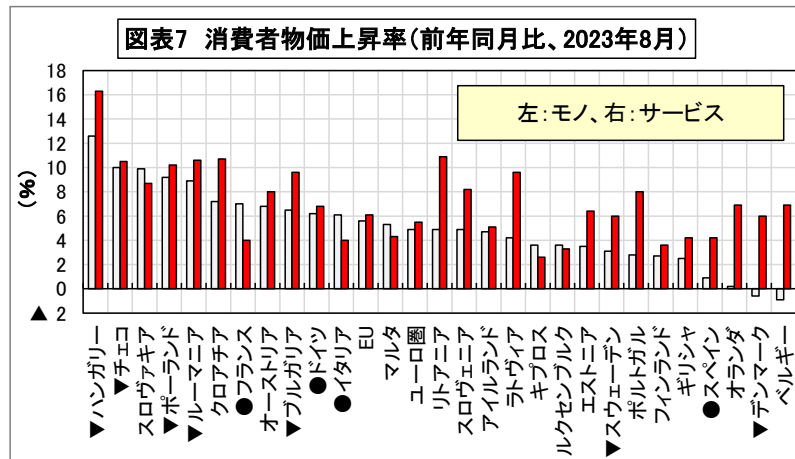
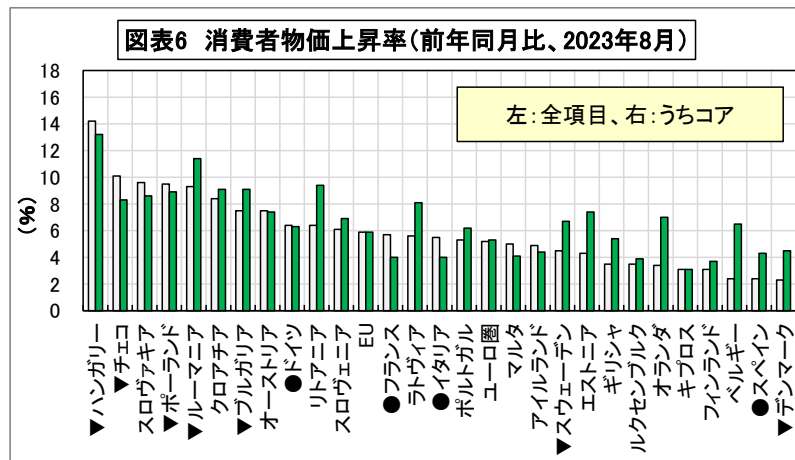
②各国横断的に見た場合

以上を踏まえた上で、ユーロ圏のインフレの特徴について他の観点からも点検を行えば、次の点を指摘することができる。

その第一は、この消費者物価上昇率について全項目とコアの区分から視点を転換し、モノとサービスの区分で見た場合はどうかという点である。この場合には、前者が急速に上昇率を縮小させているのに対し、後者はむしろ上昇率が拡大している実態がある。サービス価格の上昇率は8月にはいったん前月の5.6%から5.5%に小幅減速したものの、趨勢としては拡大傾向が続いている。こうした動きの中には、人件費の増加が価格に反映されやすいサービス業を中心として、根強い労働力不足の下で生じている賃上げの影響を、直接的に見て取ることができる(図表5)。

第二は、各国横断的に見て物価上昇率の実態はどうかという点である。全項目とコアで見た場合も、モノとサービスの対比で見た場合も、いずれの場合も前者が低下した国々でも後者について

は依然として高い水準に留まっている国が多く、金融引き締め
の効果が必ずしも浸透していない姿が見て取れる。例えばスペイン
では、全項目ベースの物価上昇率が他の主要国に先立って2%台に
低下した事実が注目されているが、コアやサービスについては今
も4%台である点にも目を向ける必要がある（図表6、7）。こうし
た下では、全項目ベースで物価上昇率が減速している場合にも、
ECB はインフレに対する警戒感を簡単には緩和することはできな
いものとみられる。



(資料) 図表6、7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、▼は参考としてユーロ圏未加入の EU 加盟国を、それぞれ示す。

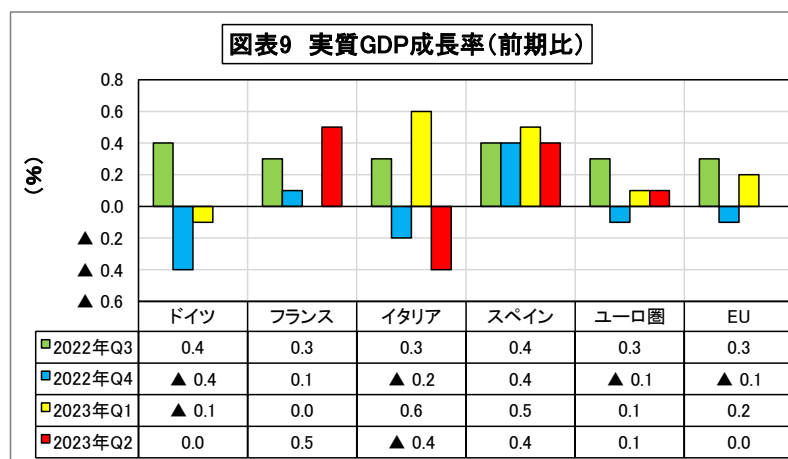
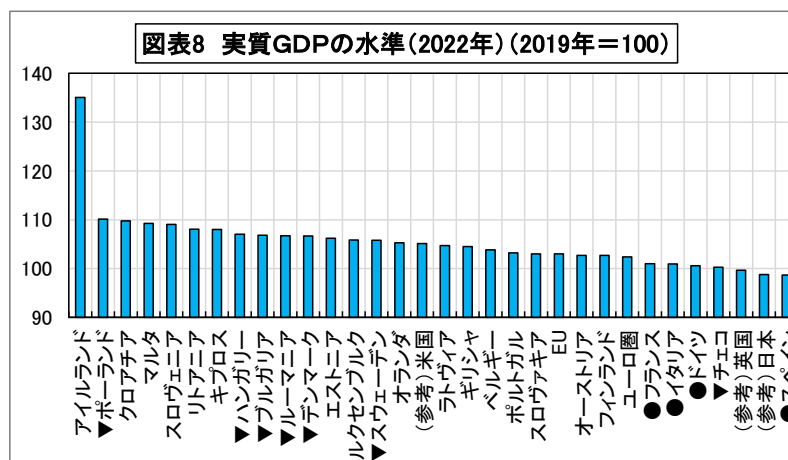
時間がかかるユーロ圏でのインフレとの戦い

ラガルド ECB 総裁は繰り返し、ECB にはまだやることが残っていると発言している。以上からすればこの発言は正当なものであり、ユーロ圏でのインフレとの戦いは時間がかかるものになると考えられる。利下げへの転換を見通すには時期尚早であり、高い金利水準が長く維持される可能性が大きいということになる。

3. 景気後退懸念の強まり

深いリセッション入りを回避してきたユーロ圏

ユーロ圏では確かに、相次ぐ危機の中で足元では低成長が続いているものの、大部分の国々で 22 年にはコロナ危機前の実質 GDP の水準を回復している（図表 8）。また最近の動きとしては、国によっては、あるいはユーロ圏全体としても、これまでに一時的にマイナス成長に陥ることはあっても、深いリセッションに陥ることは回避することができている（図表 9）。



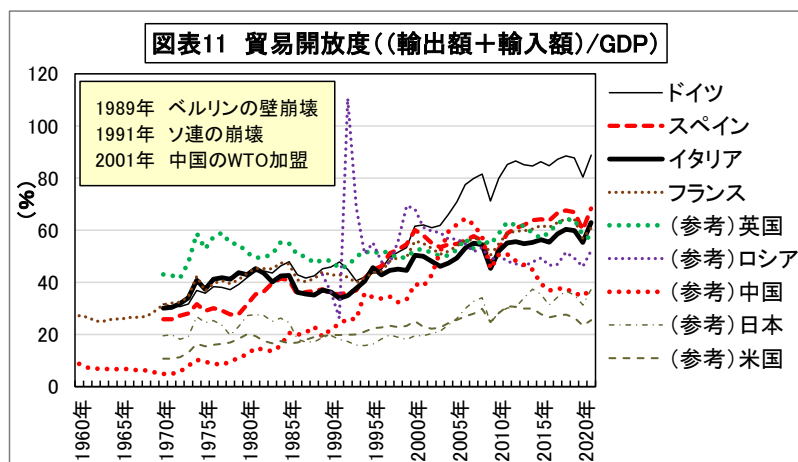
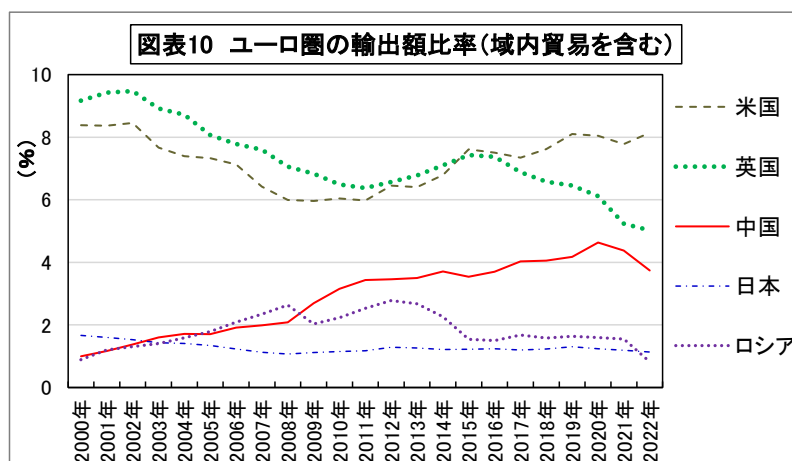
（資料）図表 8 は欧州委員会の、図表 9 は Eurostat の、各データから農中総研作成
 （注 1.）図表 8 で、●はユーロ圏の四大国を、▼は参考としてユーロ圏未加入の EU 加盟国を、それぞれ示す。
 （注 2.）図表 9 は、Eurostat が 9 月 7 日に発表した改定値による。なお Q は、四半期を示す。

しかし厳しい経済の先行き

しかしユーロ圏では、景気動向は厳しさを増してきている。先に見たように足元の経済指標で景気の減速感が強まるとともに景況感の悪化も進んでおり、なかでも、過去には常に景気回復の先導役であったドイツ経済の不調が注目される。製造業立国であり輸

出依存度が大きいドイツでは、労働力不足や生産コストの高さによる国際的な競争力の低下が否定できず、しかもこの影響が今後ともしばらく残存する可能性が小さくない状況にある（注6）。

さらに、ユーロ圏経済を取り巻く環境には他の懸念点も生じている。まず、主要な輸出相手国である中国では、経済成長の減速懸念が強まっている（図表10）。また、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もある。これまでに世界の主要国は、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が、今後はこれが反転する可能性が否定できないわけである（図表11）。



(資料) 図表10はIMFの、図表11は世界銀行の、各データから農中総研作成

難度を増す ECB の政策の舵取り

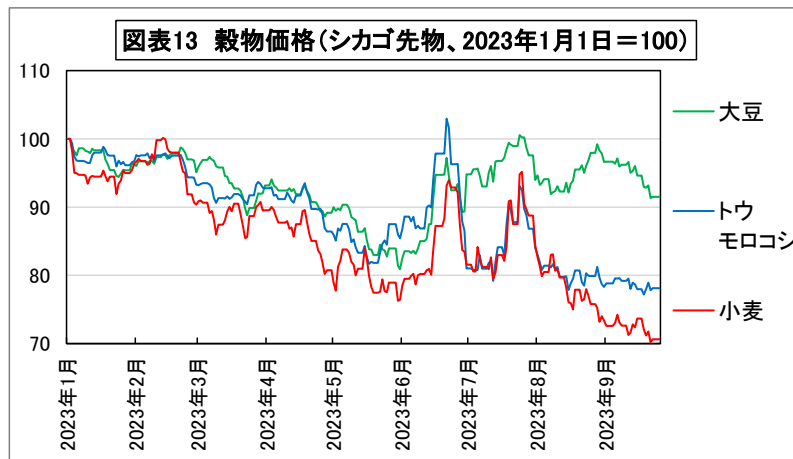
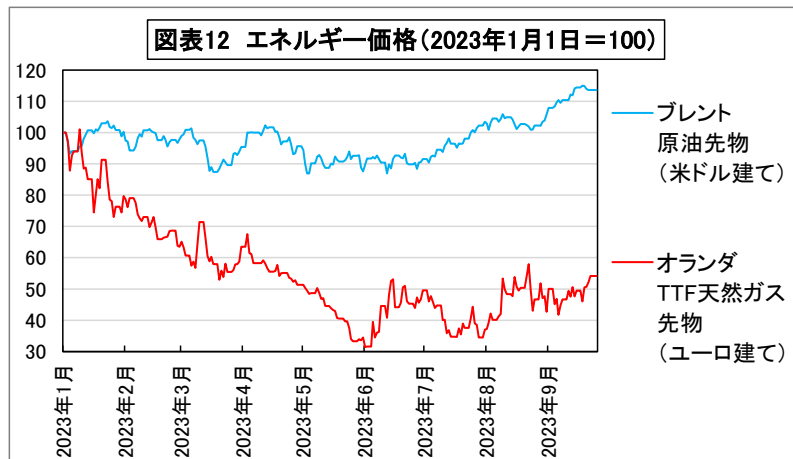
このようにして、ユーロ圏では23年の第3四半期にマイナス成長に陥る可能性も否定できなくなっている。そして、その一方で消費者物価上昇率は下げ渋りが明らかであり、ECBによる政策の舵取りはますます難度を増してきたことになる。

4. おわりに

物価を巡るその他の注目点

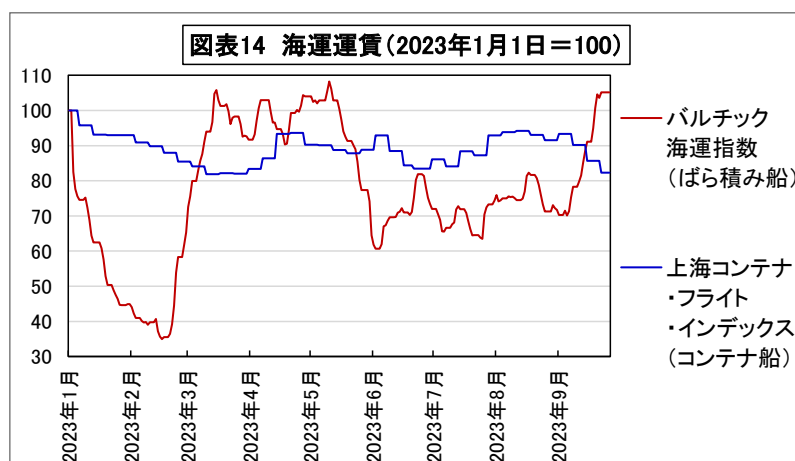
物価上昇を巡っては、サービス価格に掛かり続けている押し上げ圧力などの他にも、注意を要する動きがある。その第一は、モノの価格にも下げ止まりの兆しが見え始めていることである。ウクライナ紛争の影響以外にも異常気象や自国を優先した輸出制限などが加わり、エネルギーや穀物などの価格推移の中には底打ちし、なかには反転に向かう動きも認められている。これまでは物価の押し下げ要因として働いていたモノの価格動向が、今後は逆に、徐々に押し上げ要因に転じる可能性がある（図表 12～14）。

また第二としては、財政規律を重視する EU では、24 年には財政ルール of 適用を再開する方針であることである（注 7）。これによりエネルギー価格対策などの財政支援策の段階的な縮小が着実に進捗し、この点も物価の押し上げ要因として働く可能性があることになる。



（資料）図表 12、13 は、Bloomberg のデータから農中総研作成

ECB が直面する ジレンマ



(資料) Bloomberg のデータから、農中総研作成

このようにユーロ圏では、労働市場の逼迫を背景にしたコアやサービス価格の動向のほかにも、少なく見ても消費者物価上昇率を下げ止まりさせ、場合によってはこれを押し上げる材料が複数存在していることに注意を向ける必要がある。

こうした下で ECB は、難しいジレンマに直面していることになる。急速で深いリセッション入りのリスクを認めながら、それでも原則どおり金融引き締め姿勢を継続し、需要の縮小を通じて物価上昇率の下げ渋りの背後にある根強い労働力不足の解消などを優先すべきなのか、あるいはこのリセッション入りを回避するために引き締め策を緩和することで、自らに対する信認の低下を招くリスク、すなわちアンカーが外れてインフレ期待が上離れするリスクを容認すべきなのか、というジレンマである^(注8)。

(23. 9. 25 現在)

(注1) ユーロ圏の鉱工業生産および小売売上高のデータは、ともに Eurostat による。

(注2) ドイツの輸出額のデータは、ドイツ連邦銀行による。

(注3) 購買担当者景気指数(PMI)は、Bloomberg の提供による、S&P Global 社取りまとめの PMI を指す。

(注4) ユーロ圏の消費者物価上昇率の性格の変化については、次を参照されたい。

・山口勝義「変質したユーロ圏のインフレとその影響」(『経済金融ウォッチ』23年8月号所収)

(注5) 労働生産性の低下と労働力不足については、次を参照されたい。

・山口勝義「労働生産性で読み解くユーロ圏経済」(『経済金融ウォッチ』23年9月号所収)

(注6) ドイツ経済の不調については、次を参照されたい。

・山口勝義「ドイツ経済の不調、ユーロ圏経済の重荷に」(『経済金融ウォッチ』23年7月号所収)

(注7) EU では、加盟国の各年度の財政赤字を GDP 比 3%以内に、また債務残高を GDP 比 60%以内とすることなどを定めた財政ルールを有している。コロナ危機を経て一時的に中断していた同ルールの適用を、EU では 24 年に再開する方針である。これについては、次を参照されたい。

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

・European Commission (26 April 23) “Commission proposes new economic governance rules fit for the future”

(注8) EU 条約では、ECB の果たすべき役割は第一に物価の安定であり、その上で第二としてバランスの取れた経済成長や雇用の改善などの欧州連合(EU)の目標達成に資することである、と規定されている(第127条)。