

経済金融 ウォッチ

2023年12月号

国内	1
米国	11



民間最終需要の弱さを浮き彫りにした 7～9 月期 GDP

～日銀は YCC を柔軟化、長期金利が 1% を上回ることを容認～

南 武志

要旨

7～9 月期の経済成長率は 3 期ぶりのマイナス成長だった。民間消費、企業設備投資とも 2 期連続で減少するなど、ウィズコロナ移行にもかかわらず、景気の足腰が弱いことが確認された。足元 10～12 月期もインバウンド需要やサービス消費の回復が継続するとみられるが、低調な世界経済や物価高止まりによる消費抑制は順調な景気回復を阻害するだろう。また、24 年前半にかけては金融引き締め効果の発現によって欧米地域の一段の減速が見込まれるほか、中国経済も緩慢な回復が続くと予想され、輸出・企業設備投資は弱い動きが予想される。さらに、当面は消費者物価が下げ渋ることから実質所得の目減りはなかなか解消されず、民間消費は盛り上がりを欠いた動きとなるだろう。

一方、日銀は YCC の運用柔軟化により長期金利が 1% 超となることを容認したが、持続的・安定的な 2% の物価上昇の達成は依然として見通せる状況にないこともあり、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		2024年				
		11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 (%)		-0.017	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0120	-0.05～0.05	-0.05～0.05	-0.05～0.10	-0.05～0.10
国債利回り	20年債 (%)	1.505	1.30～1.80	1.30～1.80	1.40～1.85	1.40～1.85
	10年債 (%)	0.770	0.60～1.00	0.60～1.00	0.65～1.05	0.65～1.05
	5年債 (%)	0.345	0.25～0.55	0.25～0.55	0.25～0.55	0.25～0.60
為替レート	対ドル (円/ドル)	149.0	135～155	130～150	125～145	125～145
	対ユーロ (円/ユーロ)	163.2	150～170	150～170	145～165	145～165
日経平均株価 (円)		33,447	31,500±3,000	30,500±3,000	31,500±3,000	32,500±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11月27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。

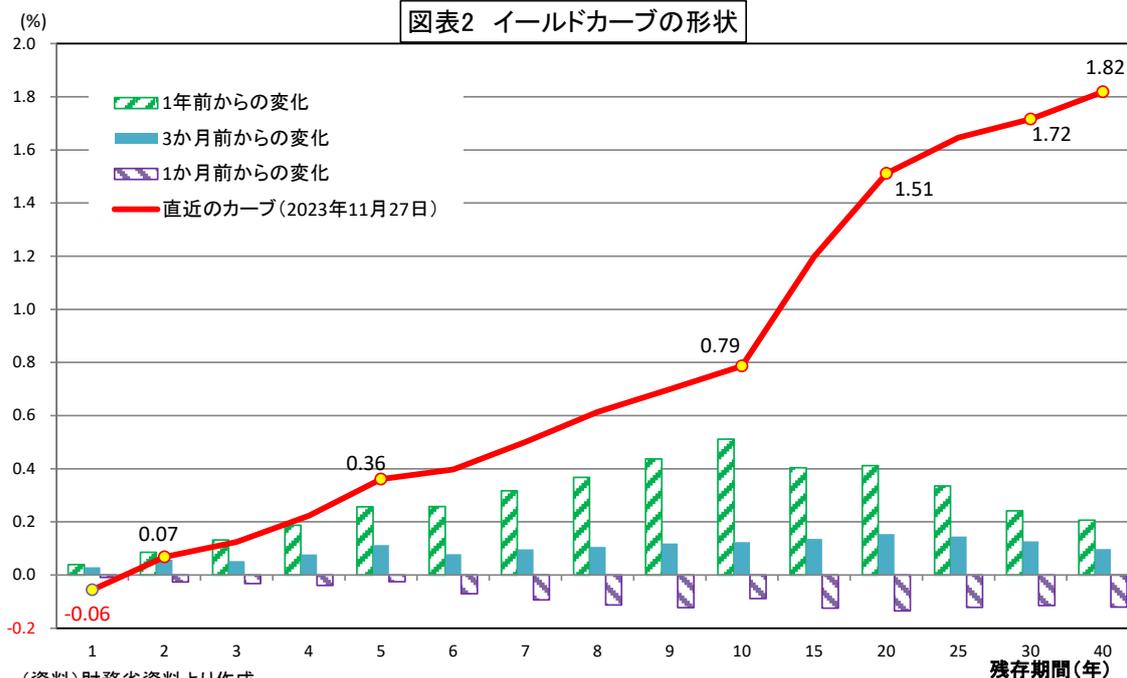
金融政策：YCC 運用を更に柔軟化、1% 超の長期金利を容認

日本銀行は 10 月 30～31 日に開催された金融政策決定会合で「長短金利操作 (YCC) 付き量的・質的金融緩和」の枠組みを継続する一方、YCC を一段と柔軟に運用することを決定した。具体的には、長期金利 (10 年物国債金利) の操作目標を引き続き 0% 程度とする一方、その上限の目途を「1.0%」としたことで、長期金利が 1.0% を上回って推移することを容認する格好になった。日銀は「長期金利の上限を厳格に抑えることは、強力な効果の半面、副作用も大きくなりうると判断し、大規模な国債買入れと機動的なオペ運営を中心に金利操作を行うこととし

た」と説明している。

金融市場では10月決定会合前からYCCの再修正への思惑が浮上、金利上昇圧力が高まり、10年金利は当時の上限1%に迫る動きを見せていた。7月会合においてYCC運用柔軟化を決定した際、植田総裁は10年金利が1%まで上昇することは想定していないと述べていたが、物価見通しの上振れに加え、米国長期金利が10月下旬にかけて16年ぶりに5%台まで上昇したことなどが国内の金利上昇の背景にあると説明している。

図表2 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

金融政策：大規模緩和の枠組みは当面維持

同時に公表された展望レポートでは、物価見通し（全国消費者物価、生鮮食品を除く総合（コアCPI））について7月から上方修正した。具体的には、23年度は前年度比2.8%（7月時点：同2.5%）へ、24年度については同2.8%と、7月時点の同1.9%から大幅に引き上げ、3年連続で物価安定目標である2%を上回るとの予測を示した。一方、25年度は同1.7%（7月時点：同1.6%）と小幅な上方修正となったが、再び2%を割り込むとした。日銀は粘り強く大規模緩和を継続する姿勢を示していることを踏まえると、25年度の2%割れは一時的とみているものと推察される。つまりは、近い将来、物価安定目標を持続的・安定的に実現できることを確信するには至っていない、とみられる。

金融市場では24年入り後にはYCC撤廃、マイナス金利解除

**追加支出 13.1 兆円を
計上した補正予算案
を編成**

**7～9 月期は 3 期ぶり
マイナス成長**

といった金融政策の正常化に向けた動きが開始されるとの観測が根強い。しかし、IMF 世界経済見通しにみられるように 24 年にかけて世界経済・貿易は低調な推移が想定されていること、さらに日米金利差が縮小方向に向かえば為替レートの円高シフトが発生し、物価抑制効果が強まる可能性があること等を踏まえると、国内物価や賃金が望ましい姿に向けて推移していくとは限らないと思われる。

政策正常化に向けた議論が本格化するかどうかは、24 年春闘においても「賃上げの機運」が続き、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る必要があるだろう。

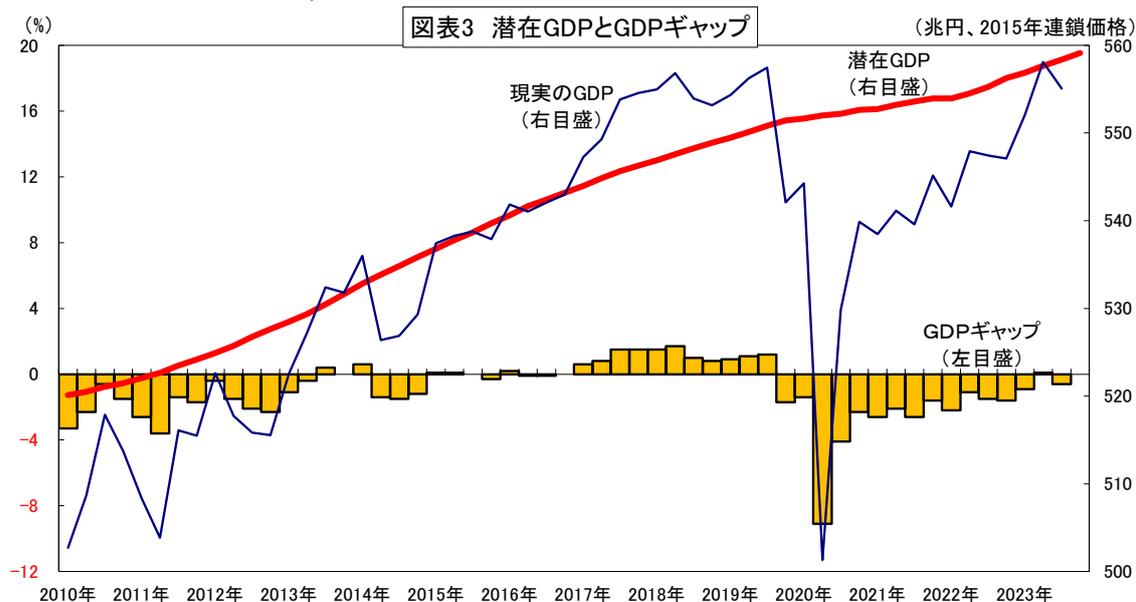
政府・与党は事業規模 37.4 兆円にのぼる「デフレ完全脱却のための総合経済対策」を取りまとめた。岸田首相はこの経済対策について、これまでの「コストカット型経済」から熱量溢れる新しい経済ステージへと移行するためのスタートダッシュを図るためのものと位置付けている。内容的には所得税・個人住民税の定額減税、住民税非課税世帯への支援、物価高対策の延長などが盛り込まれた。

これらの政策の裏付けとして 23 年度補正予算案が編成され、13.1 兆円の追加財政支出が盛り込まれた。財源としては前年度剰余金 (3.4 兆円)、予備費の転用 (2.5 兆円) のほか、8.9 兆円の追加国債発行が計上された。すでに臨時国会に提出されており、速やかな成立を目指す方針である。なお、減税に関しては次期通常国会に 24 年度予算案とともに法案を提出する予定であり、24 年 6 月頃に実施される見込みである。

さて、政府は今回の経済対策の効果として年間の成長率を 1.2 ポイント程度押し上げるほか、CPI 上昇率を▲1.0 ポイント抑制するとの試算を示している。一方、岸田内閣では異次元の少子化対策に加え、防衛予算も大幅に増額する方針であるが、それらを賄うために徹底した歳出改革のほか、公的医療保険料への上乗せや法人・所得・たばこの 3 税の増税を検討していると報じられている。一時的に減税しても、近い将来に増税や社会保険料引き上げが想定される中、トータルでどれだけの経済押し上げ効果があるのか疑問視する意見は少なくない。

以下、足元の国内景気動向について確認したい。7～9 月期の GDP 第 1 次速報によれば、経済成長率は前期比年率▲2.0%と 3 期ぶりのマイナスだった。年前半の高成長を牽引した「欧米

向け自動車輸出」や「インバウンド需要」は高水準ながらも伸び悩んでおり、民間消費、企業設備投資がともに2期連続の減少となるなど、景気の足腰の弱さが露呈する格好となった。4～6月期には約4年ぶりにプラス（趨勢的なGDP水準に対して需要超過）に転じたGDPギャップも再びマイナス（需要不足）となったとみられる。



(資料)内閣府、総務省のデータから農林中金総合研究所作成

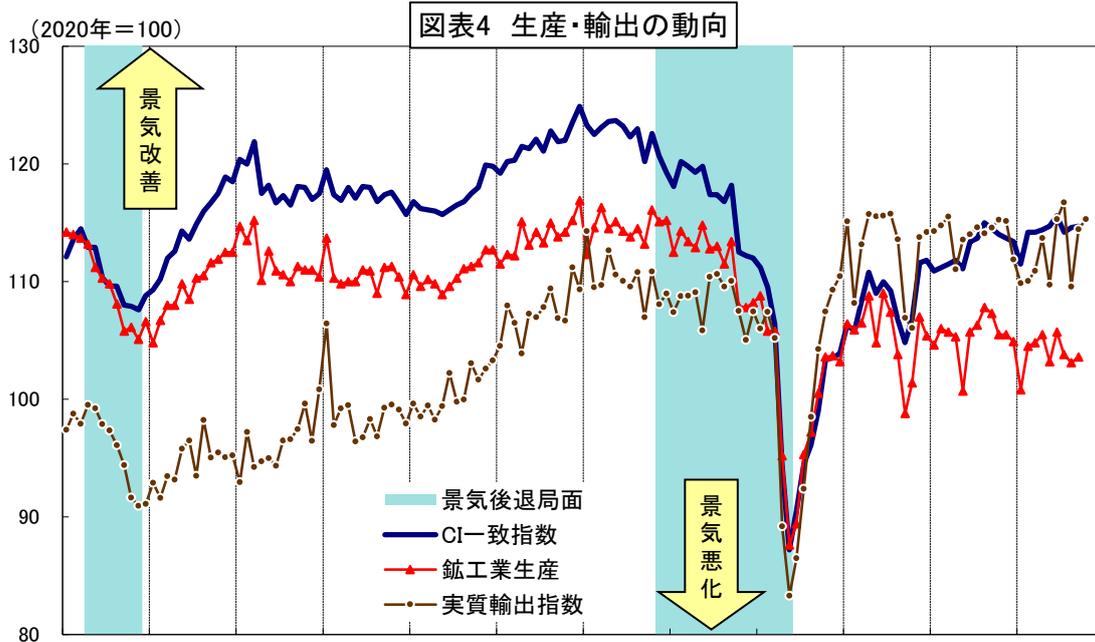
(注)潜在GDPの水準は内閣府の試算したGDPギャップ率、潜在成長率などから計算(中心化3期移動平均)。

景気回復ペースは緩慢なまま

次に月次指標をみていくと、9月の景気動向指数・CI一致指数は前月から+0.1ポイントの改善(2か月連続)だったが、7月の低下分(▲1.4ポイント)を取り戻すには至っていない。また、「景気を把握する新しい指数(一致指数)」の9月分は前月と変わらずであったものの、夏場以降は頭打ちとなるなど、改善が止まった状況にある。さらに、景気ウォッチャー調査(10月)によれば、景気の現状判断DI・先行き判断DIともに判断基準である50を2か月連続で割り込んでいる。11月のauじぶん銀行PMIについても、サービス業は15か月連続で判断基準となる50を上回って推移しているが、製造業では6か月連続の50割れで、水準もコロナ・ショックからの持ち直し初期段階の20年7月以来の低さである。

こうした中、10月の実質輸出指数(日本銀行試算)は前月比0.8%と2か月連続のプラスだったが、7月の水準には及ばなかった。依然として欧米向けの自動車輸出は堅調であるほか、最近では中国向けの輸出数量も底入れの動きがみられる。

一方で、設備投資関連指標の動きは鈍い。9月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比1.4%と3か月ぶりの増加に転じたが、7～9月期としては前期比▲1.8%と2期連続のマイナスだった。また、9月の鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け）は同▲3.0%と2か月ぶりの低下で、減少傾向にある。



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

物価高が消費回復を阻害

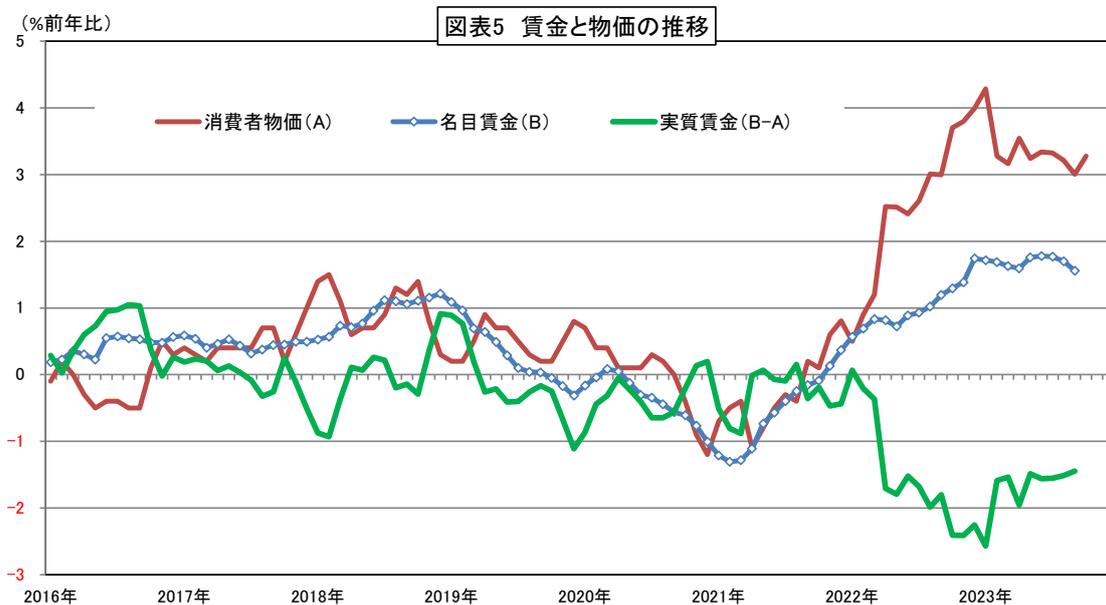
消費関連指標も冴えない動きが続いている。10月の消費動向調査・消費者態度指数は3か月ぶりに改善したが、過去2か月分の悪化と比べて改善幅は限定的であった。また、9月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比▲1.0%（うちサービスは同横ばい）で、3～4月の水準に落ち込んだ。消費関連指標の弱さの背景には物価高による実質所得の目減りがあるとみられる。9月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比0.6%と、最近は鈍化傾向とはいえ、上昇が続いているが、消費者物価の高止まりによって実質賃金は前年比▲2.9%と18か月連続で減少しており、コロナ禍の下で大幅に落ち込んだ消費の回復を妨げている。

経済見通し：24年度初にかけて国内景気は足踏み継続

以下、先行きの国内景気を展望したい。歴史的な円安であることを背景にインバウンド需要は引き続き堅調に推移しているほか、悪化懸念が燻ってきた世界経済も減速しつつあるとはいえ、そのペースは抑えられたものにとどまっている。不動産

問題に不安を抱える中国経済も低調さは残っているが、一段の悪化には歯止めがかかっているようだ。

とはいえ、欧米の主要中央銀行ではインフレ沈静化を最優先し、当面は金融引き締めを続ける姿勢であり、それに応じて輸出も軟調に推移するものと思われる。また、消費者物価は後述の通り、徐々に鈍化するとみられるが、しばらくは実質賃金のマイナス状態は解消されないことから、民間消費も弱さが残るだろう。その結果、24年度初にかけて国内景気は足踏みが続くだろう。

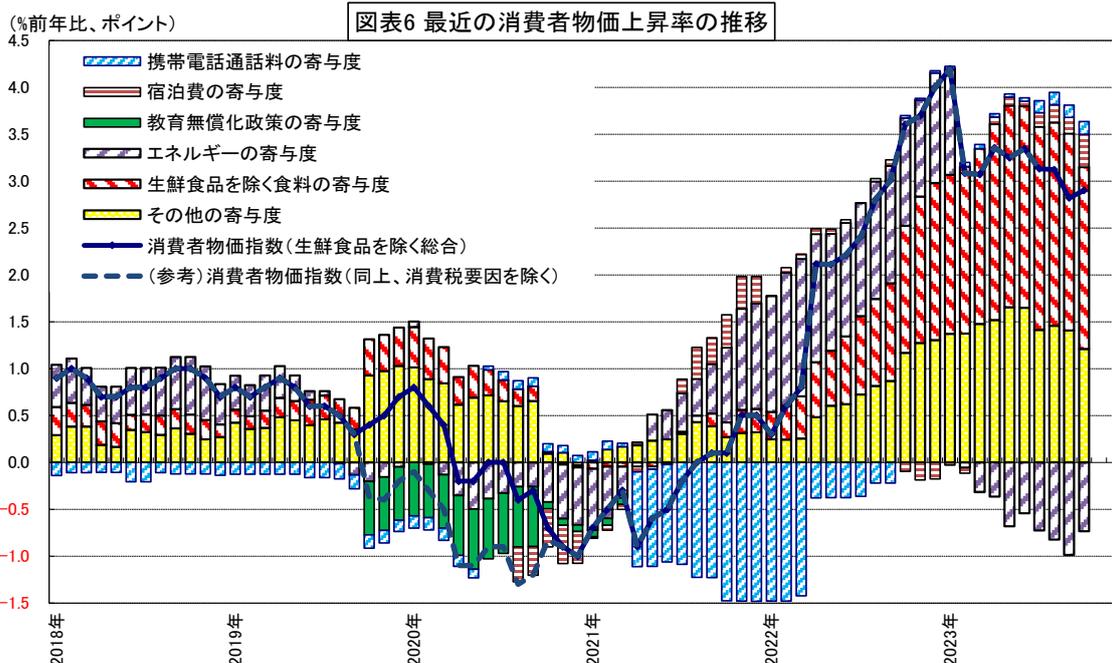


物価動向：先行き鈍化を見込むが、下げ渋る場面も

10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2.9%と、9月(同2.8%)から上昇率が4か月ぶりに拡大した。政府の物価高対策の規模縮小(9月の電気・ガス代)の影響でエネルギーの下落率が縮小(前年比▲8.7%)したほか、前年に実施された全国旅行支援の反動や訪日観光客の増加傾向もあって宿泊料が大幅な上昇(同42.6%)したことが背景にある。一方で、23年度上期中は同9%台の上昇が続いた食料(除く生鮮食品)が同8.1%と上昇率が縮小し始めたことも確認できた。さらに、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」も同4.0%と2か月連続で鈍化した。物価は依然として高止まり状態にあるとはいえ、鈍化に転じてきたことも確かである。

先行きについては、政府は追加経済対策に24年4月までの物価高対策を盛り込んだことで、エネルギーが物価を大きく押

し上げる可能性は薄いだらう。また、食料、日用品などの値上げ圧力も徐々に弱まるとみられる。一方で、最近の円安圧力や国際運輸の再騰、さらにはサービス価格に労働需給の逼迫の影響が強まる可能性などから、物価鈍化のテンポは緩やかとみられる。24年度前半にかけて物価上昇率は2%台前半に向けて鈍化するものと予想される。



(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

長期金利は10年ぶ り水準まで上昇

欧米地域のインフレ率は沈静化しつつあり、市場では利上げ打ち止め観測が浮上、10月には一時5%台まで上昇した米国の長期金利は4%台半ばまで低下した。これらの動きが好感され、株価は上昇傾向となり、円安圧力も一服した。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

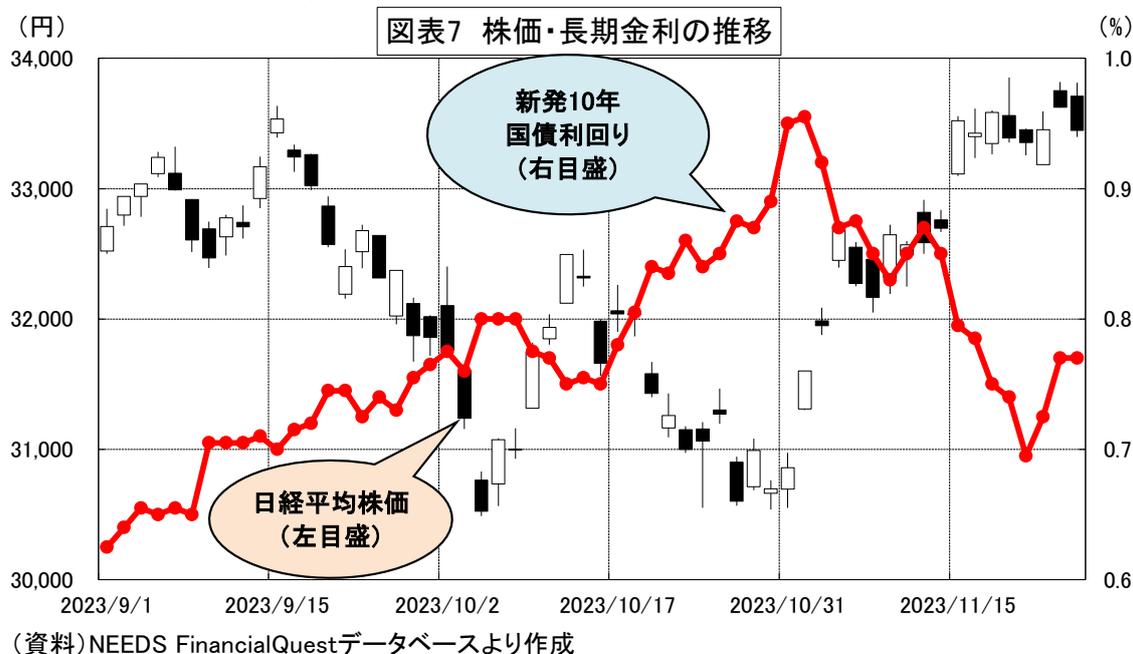
冒頭で振れた通り、10月の金融政策決定会合において長期金利（新発10年物国債利回り）は1%超に上昇することが容認されることとなった。市場では予めYCC運用の再柔軟化を織り込んだことから、10月に入って以降は長期金利に上昇圧力が加かっていたが、会合後の10月31日には10年5か月ぶりの水準となる0.955%まで上昇した。

しかし、11月に入り、米国の利上げ打ち止め観測が強まり、米長期金利が低下したことや日銀が大規模緩和の枠組みを当面継続するとの姿勢を重ねて示したこと等から、国内の長期金

しばらく金利の居所を模索する動き

利も 21 日には一時 0.7% 割れとなるなど、一転して低下傾向をたどった。

日銀が長期金利操作を大幅に緩和したことで、YCC は半ば形骸化された格好となっており、当面は居所を模索する動きが続くだろう。なお、日銀は 2% の物価安定目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する、としている。現時点での金利上限は示されていないが、長期金利が 1% に近づく場面では国債買入れの増額や機動的なオペ運用で金利の上昇スピードを抑えることになるだろう。一方、欧米地域において早期利下げ観測が浮上する場面では金利低下圧力が再び強まるだろう。



世界経済の減速懸念から上値の重い展開に

② 株式市場

23 年度入り後の日経平均株価は円安圧力が再び高まったこともあって上昇傾向となり、6 月にかけて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、直近までボックス圏相場が続いた。11 月下旬には一時 34,000 円に迫る場面もあったが、そうした水準では上値が急速に重くなる傾向がある。

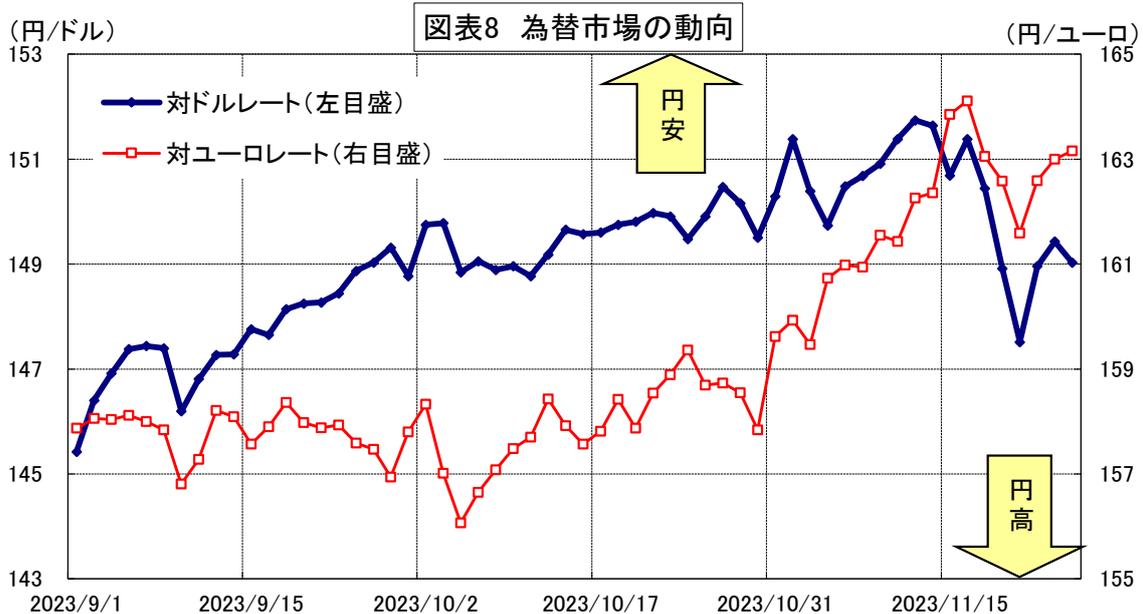
23 年度末にかけては世界経済の減速が本格化するとみられ、国内にもその影響が波及する可能性が高い。引き続き上値の重い展開が予想される。

円安圧力は一旦解消

③ 外国為替市場

外国為替市場では、10月以降、ドル円レートが1ドル=150円前後で推移するなど、円安圧力が高い状態が続いた。日銀がYCCを柔軟化しつつも、大規模緩和の枠組みは当面継続するとみられる半面、米国の金融引き締めは想定よりも長期化し、利下げ転換時期が後ずれするとの見方が強まった影響を受けたものとみられる。11月中旬には財務省による為替介入への警戒が燃える中、一時1ドル=152円に迫る円安進行がみられた。しかし、その後は米国で利上げ打ち止め観測が高まり、米国長期金利が大きく低下したこともあり、直近は140円台まで円高方向に戻している。

先行きについては、日米金利差はこれ以上広がらないとの見方が強まっており、円安が再度進行する可能性が低下しているとみられる。むしろ、米国内で景気減速・物価鈍化が明確になれば、利下げ転換への期待が浮上すると思われる。24年入り後には徐々に円高気味の展開になると予想する。



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

対ユーロは15年ぶりの水準まで円安進行

一方、対ユーロレートは、8～10月にかけて1ユーロ=158円を中心にもみ合う展開が続いたが、11月入り後はユーロ高傾向が強まった。中旬には一時15年ぶりとなる164円台まで円安が進んだ。ユーロ圏の景気悪化懸念は高いが、欧州中央銀行(ECB)はインフレ警戒姿勢を緩めておらず、日欧金利差が意識された格好といえる。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. 11. 27 現在)

利上げサイクルは概ね終了

～徐々に強まる個人消費の下押し圧力～

佐古 佳史

要旨

24年11月5日の米大統領選まで残り1年を切るなか、世論調査などからは4年前と同様に「バイデン対トランプ」の接戦となる可能性が示唆される。

米国経済は利上げの効果から、労働市場の需給緩和が進んでおり、インフレ率も抑制されつつあることがうかがえる。利上げサイクルはほぼ終了といえるだろう。

こうしたなか、10月26日に公表された23年7～9月期GDP成長率は、前期比年率4.9%と7四半期ぶりの高い伸びとなったものの、貯蓄率の低下など将来的な個人消費に対して下押し材料となる内容も確認された。

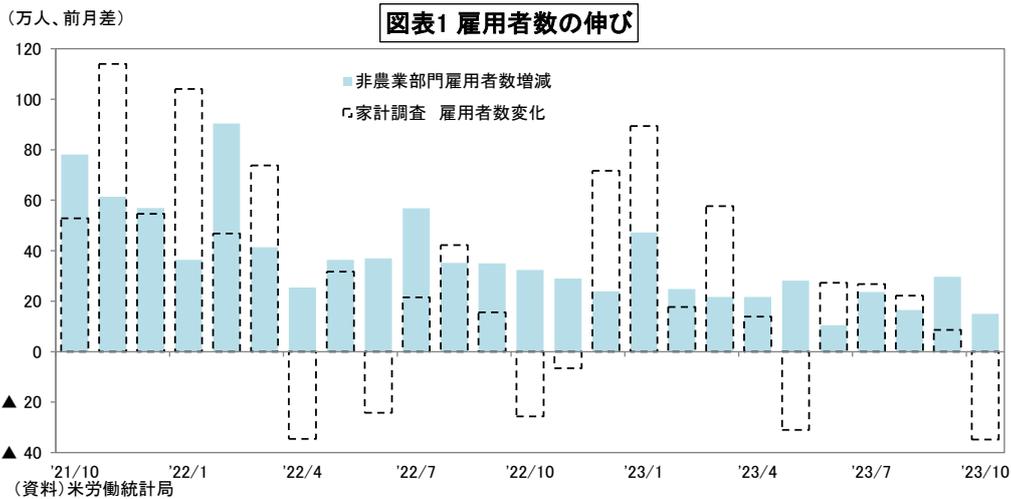
大統領選は再び「バイデン対トランプ」の様相

24年11月5日の米大統領選まで残り1年を切り、民主、共和両党候補者たちの討論会での発言や支持率の推移が注目を集めている。共和党ではトランプ前大統領が共和党支持者の半数以上から支持を得ているようだ。なお、二番手のヘイリー元国連大使は同党支持者10%程度の支持を獲得している。民主党ではバイデン大統領が70%程度の支持を得ており、24年の大統領選も20年と同じく「バイデン対トランプ」の構図となる可能性が現時点では高そうだ。

米世論調査サイトのリアル・クリア・ポリティクスによると「バイデン対トランプ」の場合の勝利予想は拮抗しているものの、11月入り後はトランプ前大統領の勝利予想がやや優勢となっている。

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確認できる。10月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は9月から15.0万人増（事業所調査）、家計調査では同▲34.8万人減と雇用増加ペースは鈍化していることがうかがえる。失業率は21か月ぶりの水準となる3.9%へ上昇、平均時給は前年比で4.1%、前月比で0.2%といずれも鈍化した。



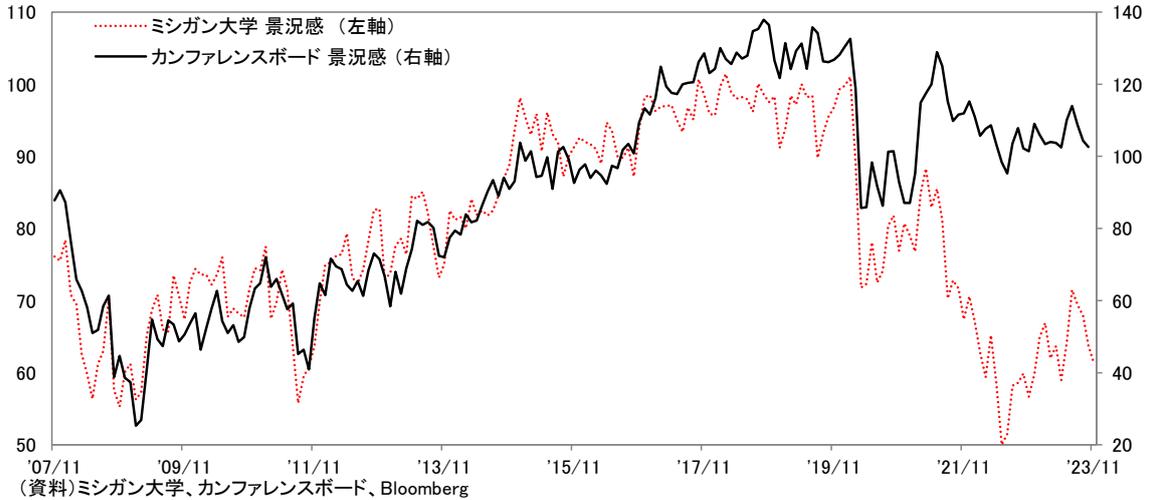
9月の求人労働異動調査によると、求人率は5.7%、自発的な離職率は2.3%といずれも前月から変わらなかった。求人数と失業者数の比率をみると、9月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.50倍の求人となっており、22年3月のピーク(2.01倍)からの低下基調が続いている。全体としてみれば、労働市場の需給緩和が進んでいると考えられる。



個人消費をみると、9月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.5%と2か月ぶりに増加、サービス消費は同0.3%と5か月連続での増加となり、全体としては同0.4%の増加となった。また、10月の小売売上高は同▲0.1%減となり、実質値でも小幅に減少したと考えられる。全体としてみれば、利上げが進むなかで個人消費に下押し圧力が加わっていると思われる。

11月のミシガン大学消費者マインド指数(確報値)は、若～中高年層の景況感が悪化したことから4か月連続で低下した。また、1年先と長期の期待インフレ率はそれぞれ4.5%、3.2%へといずれも前月から上昇した点も報告された。

図表3 消費者景況感の推移

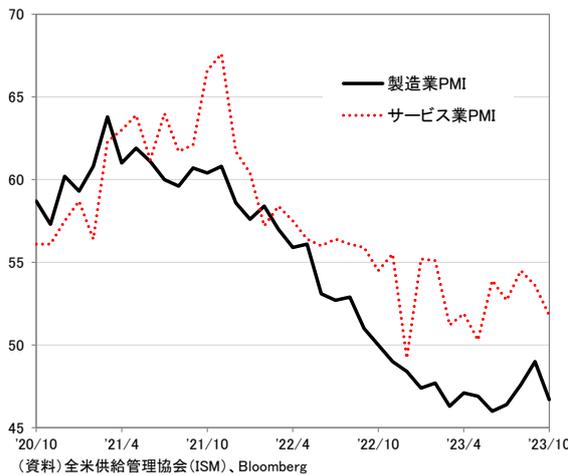


雇用指数が弱含んだ ISM 指数

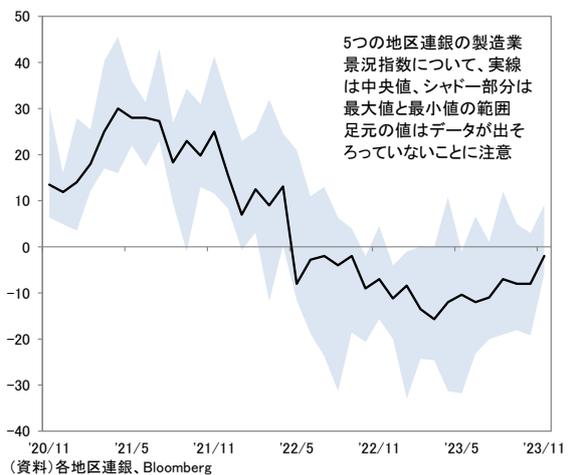
ISM 指数を確認すると、11 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から 2.3 ポイント低下の 46.7%と 12 か月連続で縮小傾向を示した。サービス業指数（サービス業 PMI）は同▲1.8 ポイント低下の 51.8%と、判断基準の 50%を 10 か月連続で上回り拡大傾向を保っている。

サービス業 PMI 価格指数は上昇傾向が継続している一方で、製造業 PMI 価格指数は 45.1%と判断基準となる 50%を 6 か月連続で下回っておりインフレ率の抑制が継続していることが示唆された。また、雇用指数については、製造業では縮小傾向となり、サービス業でも 50.2%まで低下した。

図表4 ISM景況感指数の推移



図表5 地区連銀製造業景況指数



可処分所得の減少と貯蓄率の低下がみられた 7～9 月期 GDP

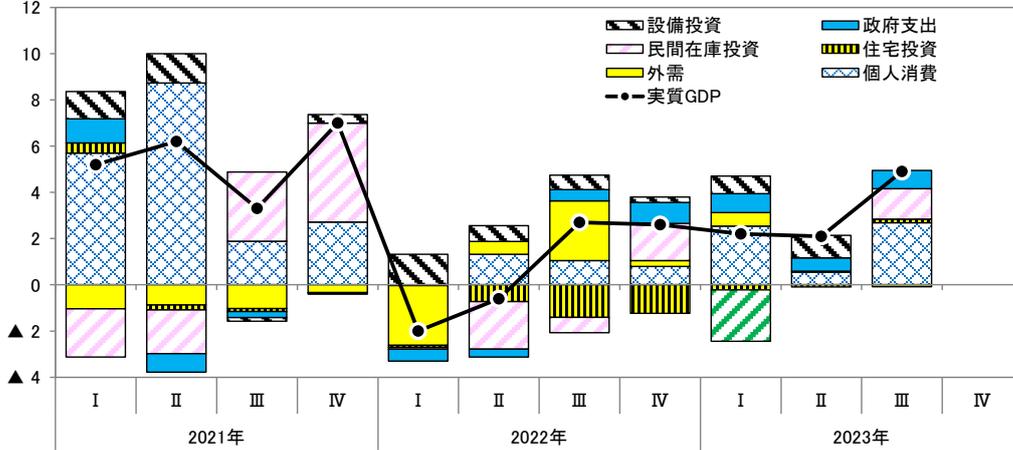
こうしたなか、10 月 26 日に公表された 23 年 7～9 月期 GDP 成長率は、前期比年率 4.9%と 7 四半期ぶりの高い伸びとなった。需要項目ごとの寄与度をみると、個人消費支出は+2.69 ポイント、在庫投資が+1.32 ポイント、政府支出が+0.79 ポイント、住宅投資は 10 四半期ぶりにプラス成長に転じ、+0.15 ポイントとなった。

成長率こそ高かったものの、実質可処分所得は前期比年率▲

1.0%減少し、貯蓄率は3.8%と4~6月期の5.2%から1.4ポイント低下した。将来的な個人消費にとってはマイナス材料となる内容も確認されたといえる。

(%前期比年率、ポイント)

図表6 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。

鈍化傾向が強まるインフレ率

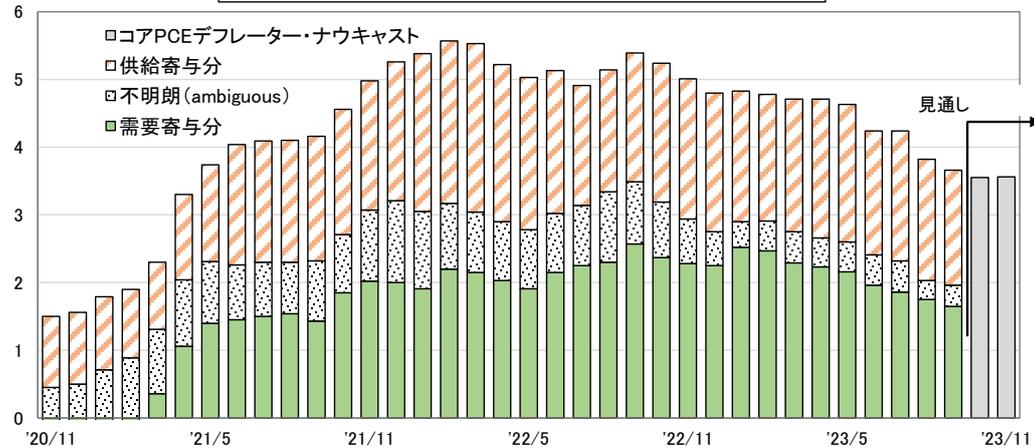
インフレ率をみると、9月のコアPCEデフレーターは前年比3.7%、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同3.8%と緩やかに鈍化している。また、サンフランシスコ連銀による前年比での要因分解をみると、需要要因の抑制もペースは緩やかながら進展している。

10月の消費者物価指数(CPI)総合は原油価格の下落などから前月比0.0%へと鈍化した。また、コアCPIも同0.2%となり(PCEデフレーターで計った)前年比2%物価目標と整合的な上昇率となった。なお、足元の期待インフレ率はコロナ禍以前と比べるとわずかに高いものの安定しているといえる。

全体としては、前年比でみると依然として物価上昇率は高いものの、より足元動きを捉えやすい6か月前年率や3か月前年率との比較では鈍化傾向が鮮明となっている(図表8)。

(前年比%)

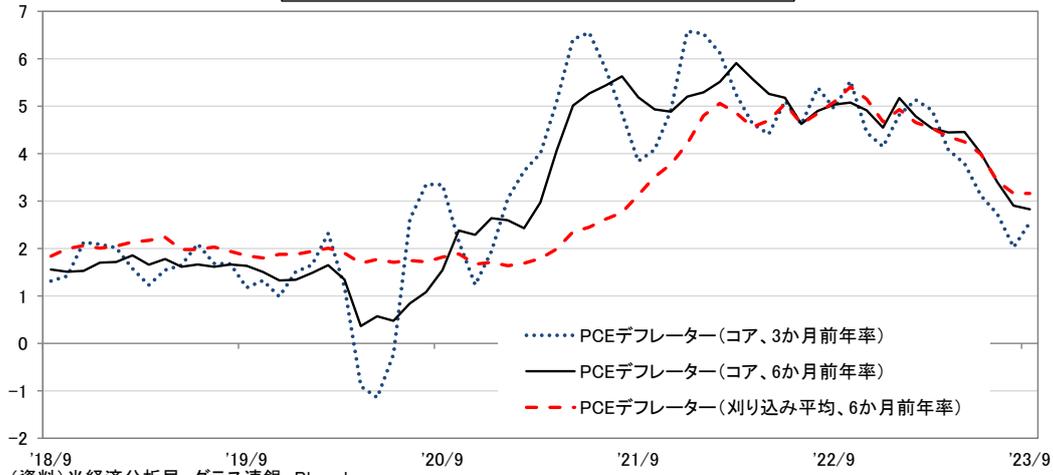
図表7 コアPCEデフレーターの変動要因分解とナウキャスト



(資料)サンフランシスコ連銀、クレーブランド連銀

(%、年率)

図表8 年率で計ったPCEデフレーター推移



(資料)米経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

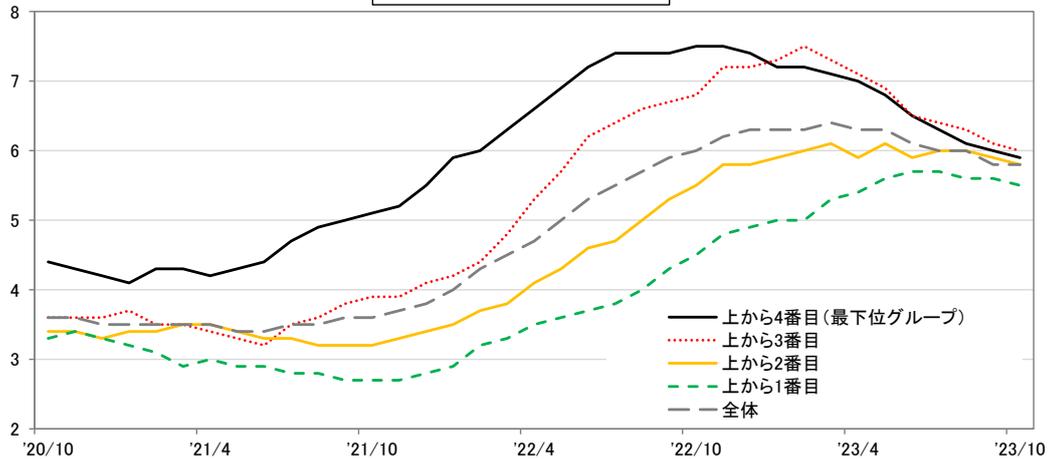
景気の先行き：
2%物価目標への
回帰を目指す動き

インフレ率が依然としてFRBの物価目標を上回っていることや賃金上昇率も物価目標と整合的な水準を1%ポイント程度上回っていると考えられることから、先行きについては金融引き締め継続と景気減速の長期化が予想される。

労働市場の需給緩和が進んだことから、コロナ禍において顕著であった低賃金労働者の高い賃金上昇率も鈍化している。この点も個人消費の下押し圧力となりそう。今後も消費、インフレ率、労働市場が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となりそう。

(%、12か月移動平均)

図表9 賃金上昇率の推移



(資料)アトランタ連銀 賃金上昇トラッカー、Bloomberg

低下基調にある
長期金利

最後に市場の動きを確認すると債券市場では、7月以降、米国経済の堅調さが意識されたことや、FOMCにてタカ派的な政策金利見通しが示されたこと、金利見通しに対する不確実性が高まりタームプレミアムが上昇したことなどを背景として、長期金利（10年債利回り）は上昇傾向となり、10月後半にかけて4%後半での推移となった。

その後は、イスラエルとハマスの紛争を受けた地政学的リスク

が意識されたことや、長期債入札の増額規模が予想よりも少なかったこと、10、11月FOMCで利上げが見送られ、利上げサイクル終了の織り込みが強まったことなどから利回りは低下し、足元では4%半ばでの推移となっている。

先行きについても、インフレ率の鈍化とともに徐々に利下げ織り込みが強まることが予想されるため、長期金利が上昇する可能性は低そうだ。水準としては現状の4.5%を下回った推移を予想する。



株式市場：FOMC後に急反発

株式市場では、8月に入り金融引き締め長期化と長期金利の上昇が嫌気されたことや、政府機関閉鎖の可能性などが重石となり下落基調が続いた。11月に入るとFOMC後に長期金利が低下基調となったことや、決算が好調だったことなどからダウ平均は速いペースで上昇した。

先行きについては、利上げサイクルが概ね終了したと考えられることや、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意識されていること、23年10～12月以降はS&P500構成銘柄について前年比10%程度の増益が予想されていることなどから下値は堅いと思われる。

(23. 11. 27 現在)