情勢判断

国内経済金融

20 年ぶり水準となった円安への警戒を強める国内経済

～政府は食品・エネルギー高に対する緊急対策を策定～

南　武志

要旨

ロシアのウクライナ軍事侵攻は昨年来高騰を続ける国際商品市況を一段と加速させたほか、拡大傾向にある内外金利差を背景とした円安進行により、国内にも値上げの動きが徐々に強まっている。22 年春闘は前年を上回る水準で妥結する企業が多いとはいえ、ベアは物価上昇率を下回る見込みである。「まん延防止等重点措置」の全面解除により、4 月以降は消費の持ち直しが期待されているが、家計の実質購買力の目減りは避けられず、悪影響が懸念されている。こうした中、政府・与党では困窮世帯への現金給付などを盛り込んだ緊急対策の策定に乗り出した。

マーケットでは海外の長期金利の上昇につられて、国内金利にも上昇圧力がかかっているが、日銀は連続指値オペによってそれを阻止するなど、粘り強く現行の大規模緩和を継続する姿勢を崩していない。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2022年 4月（実績）	2022年 6月（予想）	2022年 9月（予想）	2022年 12月（予想）	2023年 3月（予想）
無担保コールレート翌日物		(%)	−0.016	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	−0.0490	−0.10～0.00	−0.10～0.05	−0.10～0.05	−0.10～0.05
国債利回り	20年債	(%)	0.770	0.50～0.85	0.50～0.85	0.50～0.90	0.55～0.95
	10年債	(%)	0.245	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.30	0.00～0.30
	5年債	(%)	0.010	−0.10～0.10	−0.10～0.10	−0.10～0.12	−0.10～0.15
為替レート	対ドル		128.2	115～132	115～135	115～135	115～135
	対ユーロ	(円/ユーロ)	137.7	125～145	125～148	125～148	125～148
日経平均株価		(円)	26,590	27,500±3,000	28,500±3,000	29,500±3,000	30,000±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2022年4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。

内外金利差の拡大から円安進行

コロナ禍からの需要急回復に対して、一度傷んだ供給面の再構築が追い付かず、2021 年入り後以降、世界的なインフレ傾向が定着しつつある。同時に、原油、穀物など国際商品市況も上昇圧力を高めてきたが、ウクライナ情勢の緊迫化がそれに拍車をかけている。こうした状況を受けて、主要国の中央銀行ではコロナ対応の大胆な金融緩和を終了し、政策正常化やインフレ鎮静化に向けて動き始めた。

一方、一進一退を続ける日本では需要回復ペースが高まっておらず、かつ政治主導で携帯電話通信料が大幅に引き下げられたこともあり、インフレ率は低位安定状態から脱することがで

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

きないままである。原油高や円安によって、エネルギーや加工食品などの値上げが始まっているものの、物価全体としては2%目標にかなりの距離があったことから、日本銀行の金融政策正常化は封印されており、主要中銀との金融政策の方向性の違いが目立っている。21年入り後からドル円レートは緩やかな円安傾向となってきたが、最近では一段と金融政策の方向性の違いが明確化しており、日本銀行が長期金利の上昇抑制姿勢を強めれば強めるほど、円安圧力は高まり、4月下旬には一時1ドル＝130円に迫った。実質実効レートで測れば50年ぶりの低水準となっている。

4月の20ヶ国（G20）財務大臣・中央銀行総裁会合に出席した鈴木財務相は、イエレン米財務長官との会談で最近の為替レート変動に関して日米で緊密な連携をとることを確認したとされるが、円買い介入や日銀の政策正常化などといった円安阻止に寄与すると期待される政策発動の可能性は現時点では高くないようにみえる。

図表2　円の実効レートの推移

（資料）日本銀行　（注）単位：2010年＝100

警戒される円安デメリット

日本は、戦後復興期からバブル期あたりまで、原材料を輸入し、それを加工し、組み立てて輸出する、という貿易立国モデルによる経済成長を志向、フルセット型の産業構造を構築してきた。当初は価格競争の激しい汎用品の生産が中心であったため、自国通貨は割安であることが好まれたが、フロート制（変動相場制）に移行し、かつ日本が先進国入りしても円高は敬遠

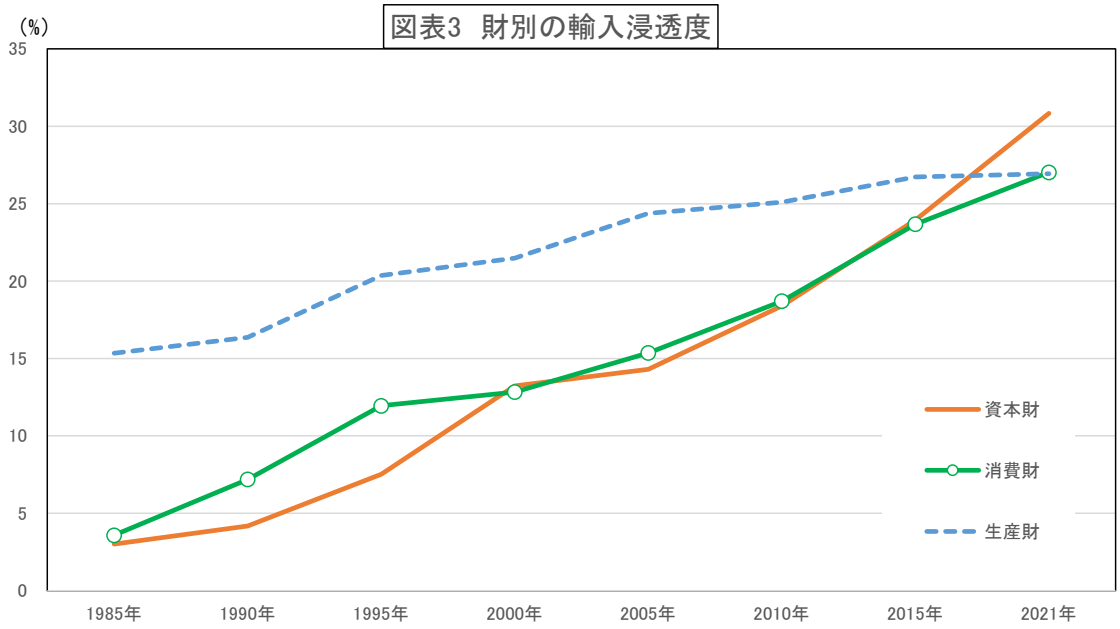
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

され、円安が望まれた。しかし、幾度となく急激な円高圧力に晒されてきた国内製造業は、為替レートの変動に影響を受けにくい経営体質を目指した結果、価格競争の激しい分野は海外の生産拠点に移管、国内では高付加価値財の生産に特化するという選択をした。もちろん、円安は円建ての輸出金額を膨らませるため、業績改善効果はあるが、その度合いは依然と比べれば低下している。

一方、国内で取引される財は、輸入品の浸透度が徐々に高まっている。当然、輸入比率が高まれば、円安が大きく進んだ際には輸入品価格の上昇は避けられない。特に、今回の円安は原油や穀物など一次産品価格の高騰と同時に起きており、電気・ガス・ガソリンなどのエネルギーや肉類・加工食品といった身近なものを中心に値上がり傾向が強まっていることから、消費者の実感する物価上昇は統計（消費者物価）をかなり上振れている可能性もある。

こうした事態を受けて、政府・与党は生活困窮世帯への補給金などを盛り込んだ緊急対策を取りまとめ、2.7 兆円規模の補正予算案を編成し、今通常国会に提出する方針である。

図表3　財別の輸入浸透度



（資料）経済産業省「鉱工業総供給表」より作成
（注）輸入浸透度は鉱工業部門全体の総供給に占める輸入品の割合。

22 年入り後の国内景気は概ね足踏み

以下では最近の国内経済の動向を確認したい。1～3 月期は最多時で 36 都道府県に対して「まん延防止等重点措置」が適用されたこともあり、飲食・宿泊などサービス消費が再び悪化し

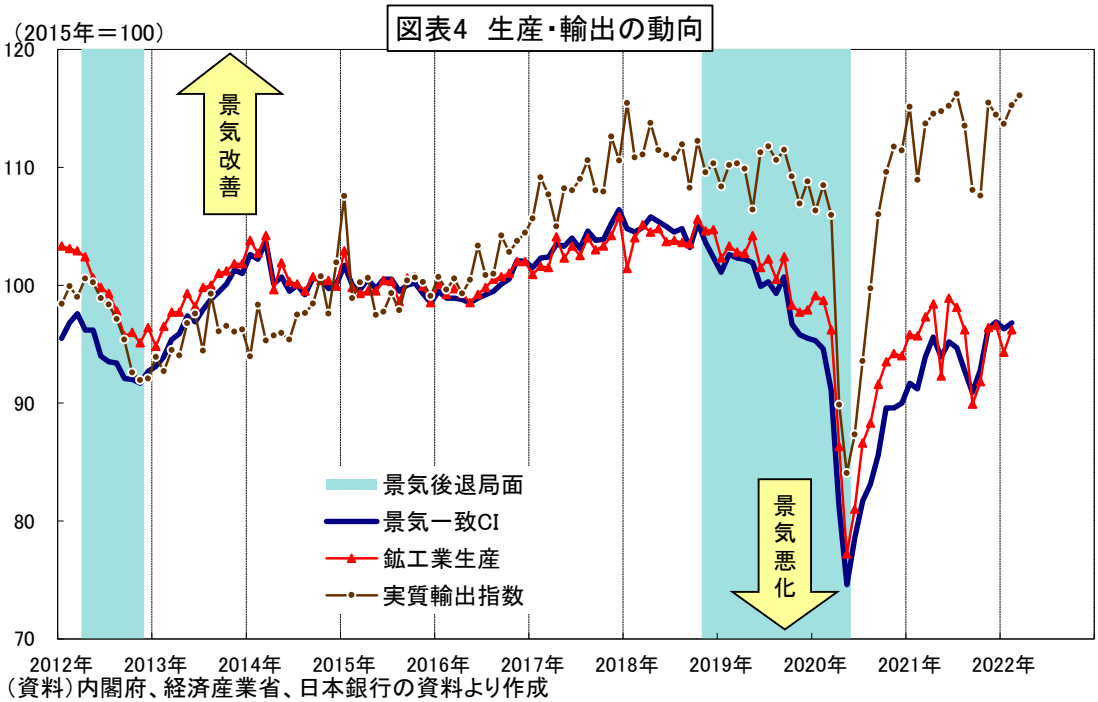
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

たほか、生産面でも供給の混乱が残り、足踏みが続いた。マインド面では3月下旬に行動制限が全て解除されたことで先行きに対する期待感も再浮上したものの、ほぼ同時期に深刻化していったウクライナ情勢などによって生じたエネルギー・食料品の値上がりが警戒されるなど、時間経過とともに不透明感が強まったとみられる。

まず、民間消費については、2 月の総消費動向指数（CTI マクロ、実質、総務省統計局）は前月比▲0.4%、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同▲1.1%と、いずれも3ヶ月連続低下した。「緊急事態宣言」が全面解除された昨年秋にはサービス消費の回復が見られたものの、2 月のサービス消費は21年9月以来の水準まで悪化している。

一方、3 月の景気ウオッチャー調査からは、景気の現状判断DI（方向性）が47.8と50割れながらも、前月から+10.1ポイントの上昇（3ヶ月ぶり）したほか、先行き判断DIも50.1と前月から+5.7ポイントの改善（2ヶ月連続）で、3ヶ月ぶりの50超となるなど、先行きへの期待を高めた様子が確認できる。

図表4　生産・輸出の動向



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

先行き不透明感が漂う輸出・生産動向

3 月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比 0.7%と 2 ヶ月連続の上昇だったが、直近ピークの 21 年 7 月の水準を下回るなど、頭打ち気味の推移であることもまた確かである。地域別には、米国・EU 向けが持ち直した半面、中国などアジア向け

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

が悪化した。また、財別にみると、資本財・部品、情報関連は底堅かったが、自動車関連は軟調であり、2 月からは半導体不足の影響が弱まったものの、供給の混乱自体は解消していないことも見て取れる。鉱工業生産もこの 1 年は総じて頭打ち気味の推移を続けてきたが、当面は中国・上海市の都市封鎖などによる部品調達難などの影響が出るものと思われる。

経済見通し：4～6 月期は持ち直すものの、その後の回復テンポは緩慢なものに

新型コロナウイルス感染症の新規感染者数は大都市圏では緩やかに収束しつつあるものの、再拡大する地方も散見されるなど、高止まりが続いている。ただし、高齢者や基礎疾患を有する人々に対する 3 回目のワクチン接種が進んだことから、重症化リスクは軽減されており、医療供給体制も逼迫している状況にはない。こうした中、政府や地方自治体では感染対策を徹底した上で「ワクチン・検査パッケージ制度」や「県民割」「ブロック割」などの需要喚起策によって経済活動の回復を支援する意向を示している。最長 10 連休となる大型連休ではコロナ前の水準にはまだ及ばないものの、緊急事態宣言下だった前年に比べて鉄道・航空機や宿泊の予約が大きく増加したと報じられるなど、サービス消費は再び持ち直しつつある。

とはいえ、ウクライナ情勢を巡っては、世界貿易の収縮、一次産品価格や消費財・サービスの高騰、さらにはそれに対応する主要国での利上げ加速による需要減退が引き起こされる懸念もあり、コロナ禍からの回復を模索する内外経済にとって大きなリスク要因となっている。4 月 19 日に公表された国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しは「War Sets Back the Global Recovery（戦争が経済回復を抑制する）」との副題が付けられたが、22 年の世界経済を 3.6%成長と 1 月時点の見通しから▲0.8 ポイントの下方修正をするなど、21 年（6.1%の見込み）からの減速は避けられないとしている（23 年についても 3.6%成長と再加速は見込まれていない）。

当総研では、1～3 月期の日本経済はマイナス成長と見込むが、4～6 月期には一定のリバウンドがみられ、その後も回復が続くと予測している。ただし、持ち直しテンポは当初の想定よりも緩慢なものになる可能性が高い。

物価見通し:4 月に 2%前後まで一気に上昇率が高まる

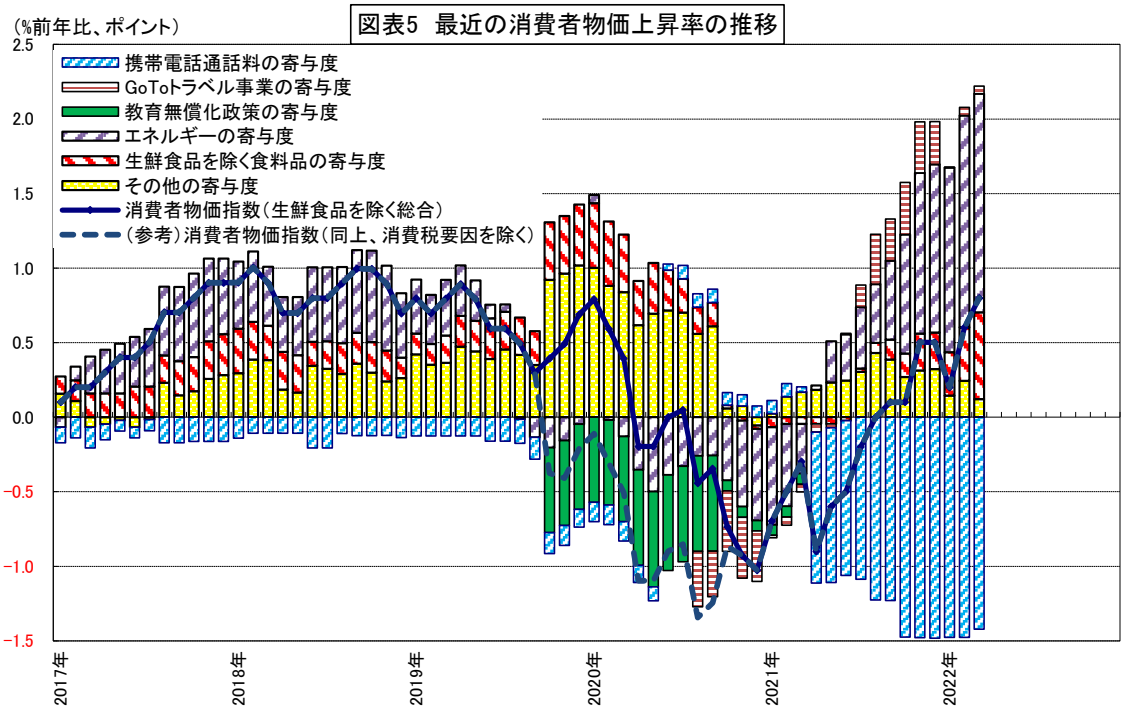
3 月の全国消費者物価指数統計によれば、「生鮮食品を除く総合（コア CPI）」は前年比 0.8%と 7 ヶ月連続の上昇で、20 年 1 月以来の伸びとなった。一方、物価のベース部分を見る際

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

に用いられる「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同▲0.7%とマイナス幅は縮小したが、12ヶ月連続での下落であり、投入コスト高を価格転嫁する動きがまだ本格化していない影響が出ている。

一方、4月には携帯電話通信料のマイナス寄与が解消に向かう（とりあえず4月は+1ポイントほど物価上昇率が高まると試算される）ほか、エネルギー、加工食品などを中心に値上げの動きが一段と強まることから、コアCPI上昇率は一気に2%前後まで高まり、その後も2%超の状態がしばらく続くものと見込まれる。

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

金融政策：黒田総裁は大規模金融緩和の継続を繰り返し表明

冒頭でも触れたとおり、欧米の主要中央銀行が金融政策の正常化を始める中、日本銀行は大規模な金融緩和を継続する方針を崩していない。黒田日銀総裁は、急速な円安はマイナス面が大きいとしつつも、現状水準は日本経済全体としてプラスとの評価は変えてはいない。また、長期金利には海外金利の上昇が波及し、断続的に上昇圧力が加わっているが、日銀は連続指値オペなどによって許容レンジの上限0.25%を死守する姿勢を明確にしている。

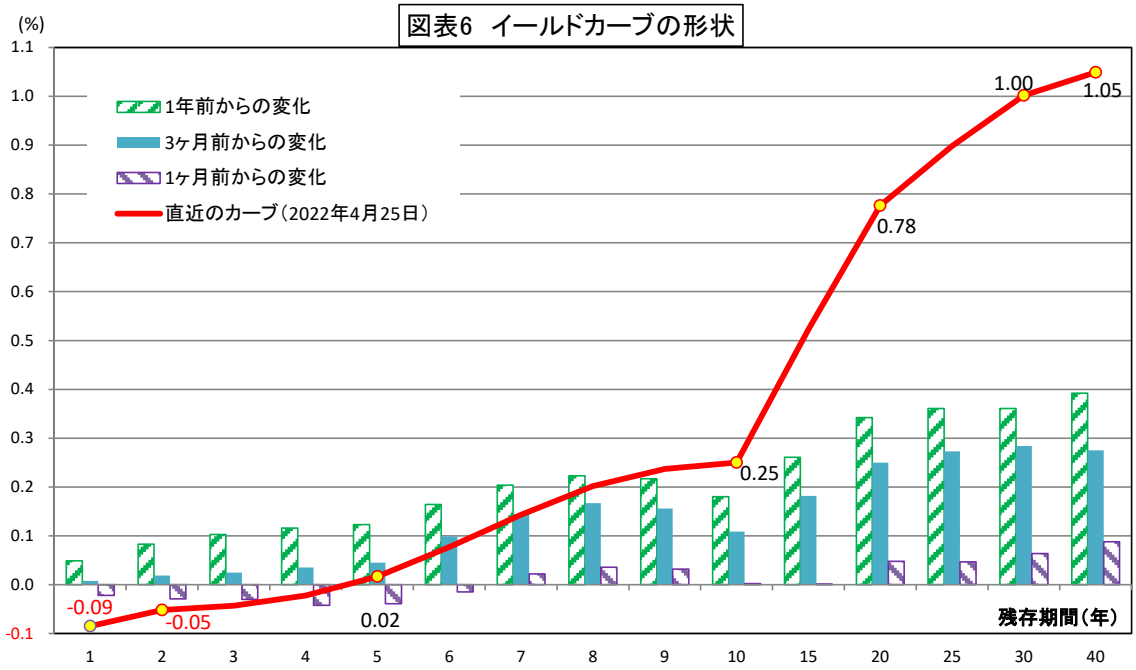
一方、マーケットは、現在進行している円安は、金融政策の方向性の違いによる面が大きいと捉えており、それが引き起こ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

すデメリットがさらに大きくなれば、日銀は何らかの政策修正を余儀なくされるとみている。海外、特に米国では利上げペースが想定よりも速まるとの見方が有力視されており、それが現実となった場合、国内金利の上昇圧力が高まり、かつ円安がさらに進行する可能性もある。

前述の通り、4 月に消費者物価上昇率は 2%前後まで一気に高まり、その後もしばらく 2%台で推移する可能性が高い。さらに、年度下期にはポスト黒田を巡る思惑が浮上し、近い将来の政策正常化を前提としたイールドカーブ形成も想定され始め、相場が乱高下しやすくなると思われる。国内景気が緩やかながらも回復傾向を続けると想定される下、日銀はこれまでと同様、大規模緩和を粘り強く継続していくのか注目される。

図表6 イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

金融市場：現状・見通し・注目点

金融市場では、引き続き国際商品市況の高騰、主要国のインフレ動向とそれに対する金融政策、そしてロシアとウクライナの停戦交渉の行方などが注目を集めた。繰り返しになるが、大規模緩和を続ける日銀に対して、欧米英の中銀は正常化に向けて動いており、日本円が全面安の展開となっている。一方、米国での金利上昇が将来の景気悪化につながる可能性が意識されつつあり、株価は伸び悩んでいる。

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。

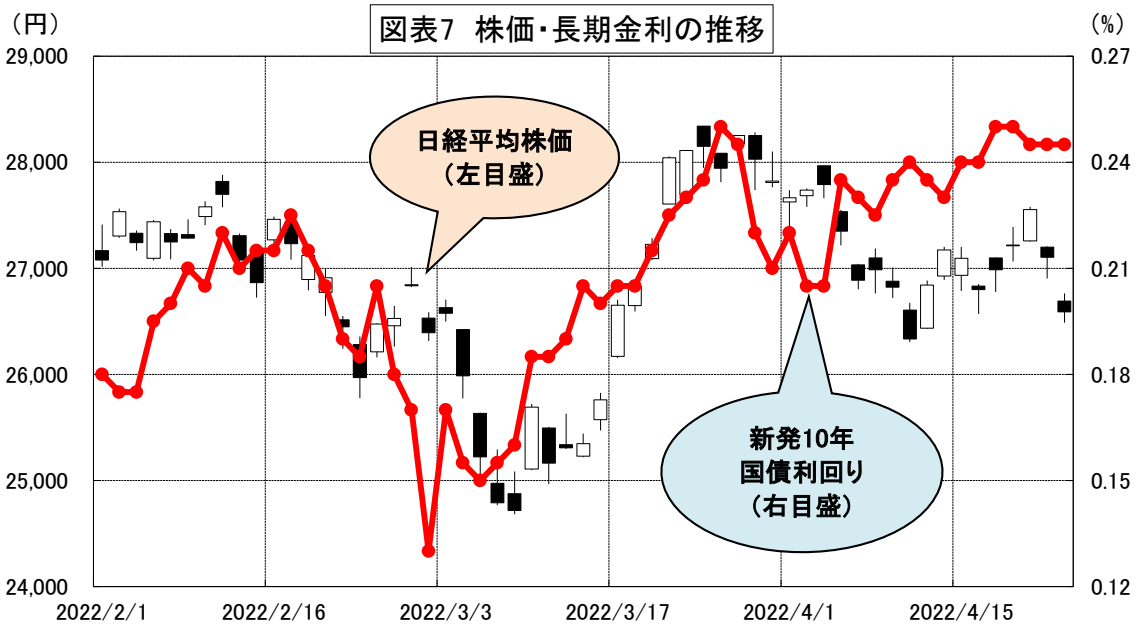
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

長期金利は誘導目標の上限近辺で推移

① 債券市場

22 年入り後、米国長期金利につられる格好で国内長期金利（新発 10 年物国債利回り）は上昇傾向を強め、2 月上旬には日銀も政策正常化に向けて動くとの観測が浮上、誘導目標の上限である 0.25%に迫った。それを受けて、日銀は「指値オペ」を通告、0.25%を上回ることを阻止する姿勢を明確にした。その後、ウクライナ情勢の緊迫化を受けたリスクオフで一旦 0.13%まで低下したが、3 月以降は米国長期金利の上昇圧力が再び強まり、再び国内金利は 0.25%に迫った。そのため、日銀は 3 月 29～31 日に続き、4 月 21～26 日にかけて「連続指値オペ」を通知した。

図表7 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

日銀の方針によって 10 年ゾーンの金利については当面ゼロ%近傍（0%±0.25%）で推移するように操作されるとみられる。指値オペや連続指値オペを駆使し、0.25%の上限を上回ることを阻止するだろう。基本的に 0.2%前後での推移が続くとみるが、しばらく金利上昇圧力が高い状態が続くだろう。

② 株式市場

上値の重い展開

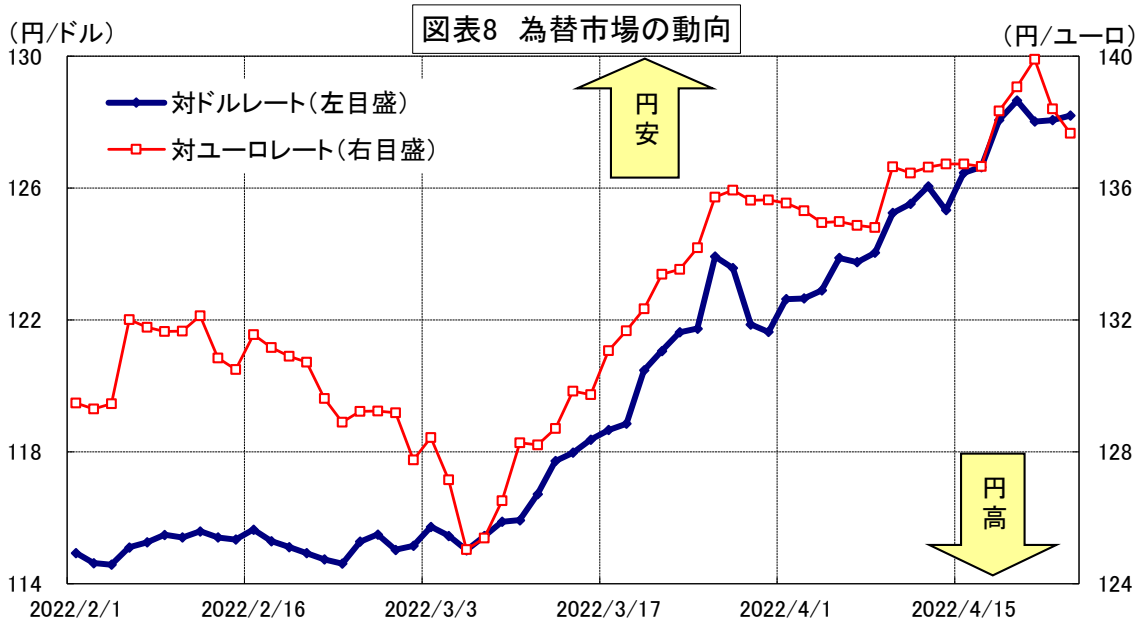
年初こそ日経平均株価は一時 29,388 円台まで上昇する場面もあったが、その後はコロナ感染再拡大（第 6 波）や米国の金融政策の正常化ペースが加速するとの警戒感、さらにはウクライナ情勢の緊迫化によって原油など一次産品価格が急騰したことから、3 月上旬にかけて続落、一時 1 年 4 ヶ月ぶりとなる

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

24,000 円台まで下落した。その後、アラブ首長国連邦（UAE）が原油増産を支持する意向を示したことで、原油価格が一旦急落したほか、円安傾向が強まったこともあり、株価は持ち直しに転じ、3 月下旬には一旦 28,000 円台を回復したが、その後も米利上げによる悪影響などが意識され、27,000 円前後でのもみ合いが続いている。

先行きは、主要国中銀がインフレへの対抗を鮮明にし始めたこともあり、海外の株式市場で調整が続く可能性があるほか、国内でも投入コストの上昇が収益圧迫につながる可能性も意識されることから、上値の重い展開が続くと思われる。一方で新型コロナの国内経済・企業活動への影響は徐々に弱まっていくとみられることから、年後半に向けて株価は徐々に持ち直していくと予想する。

図表8　為替市場の動向



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

20 年ぶりの円安水準

③ 外国為替市場

22 年入り後、ドル円レートは 1 ドル＝115 円前後でのもみ合いが続いたが、3 月には米国の利上げが現実味を増し、かつロシアのウクライナ軍事侵攻による国際商品市況の一段高などによって当初の想定を上回るペースでの利上げが続くとの見方が強まったこともあり、円安ドル高が進行、一時 130 円に迫る水準となった。

先行きについても、基本的に日米金利差が拡大していくとの見通しであることを背景に、円安ドル高気味の展開が予想され

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

る。なお、ウクライナ戦争の展開次第では不規則な動きが強まる場面もあるだろう。

対ユーロレートも円安が進行

対ユーロレートもまた断続的に円安圧力に晒されている。欧州中央銀行（ECB）では22年中には利上げをしないとしていたものの、2月にはユーロ圏でのインフレ高止まり観測が強まり、年内利上げ観測が浮上、一時1ユーロ＝132円台までユーロ高が進行した。その後、ウクライナ情勢の緊迫化や開戦を受けて3月上旬にかけて一旦は124円台まで円高方向に戻したが、ECB関係者から7月の資産買入れ（APP）の終了や年内利上げに関してタカ派的な発言が相次いだこともあり、その後は円安が進み、直近は一時6年10ヶ月ぶりとなる140円台となった。

しばらくはウクライナ戦争の行方と金融政策の正常化の思惑に左右される展開が予想されるが、欧州はエネルギー問題を抱えていることもあり、ユーロ高が今後とも一方的に進行する可能性は小さいと思われる。

（22.4.25現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます