

徐々に強まる内外景気の減速感

～日銀は長期金利の変動幅を±0.5%に拡大～

南 武志

要旨

ウィズコロナを推進する政府は10月中旬に水際対策を大幅緩和するとともに全国旅行支援を開始したことで、インバウンド需要が復活したほか、サービス消費も刺激された。一方で、物価高による消費マインド悪化が今後の消費回復を阻害するとみられるほか、23年入り後には世界経済が悪化する可能性が高まっており、輸出・企業設備投資が軟調となるとみられる。そのため、23年前半にかけて国内景気も足踏みし、再びマイナス成長に陥るものと予測している。

一方、これまで長期金利が0.25%を超えて上昇するのを抑えてきた日本銀行であったが、債券市場の機能が著しく低下したことに対応するため、長期金利の変動幅を「±0.5%」に拡大した。それを受けて、長期金利は新たな上限0.5%に向けて上昇したが、市場参加者には現行政策の本格的な枠組み修正に向けた第一歩と受け止める向きも多い。だが、実際に正常化に動くためのハードルは決して低くないだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2022年		2023年			
	12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.062	-0.10~0.00	-0.10~0.05	-0.10~0.05	-0.10~0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0150	-0.05~0.10	-0.05~0.15	-0.05~0.15	-0.05~0.15	
国債利回り	20年債 (%)	1.215	1.00~1.40	1.00~1.40	1.00~1.40	1.05~1.45
	10年債 (%)	0.370	0.25~0.55	0.25~0.55	0.30~0.55	0.30~0.55
	5年債 (%)	0.200	0.00~0.30	0.00~0.30	0.00~0.35	0.00~0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	132.5	125~145	120~140	120~140	115~140
	対ユーロ (円/ユーロ)	140.8	135~155	130~150	125~145	120~140
日経平均株価 (円)	26,235	26,000±3,000	27,000±3,000	28,000±3,000	29,500±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2022年12月23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。

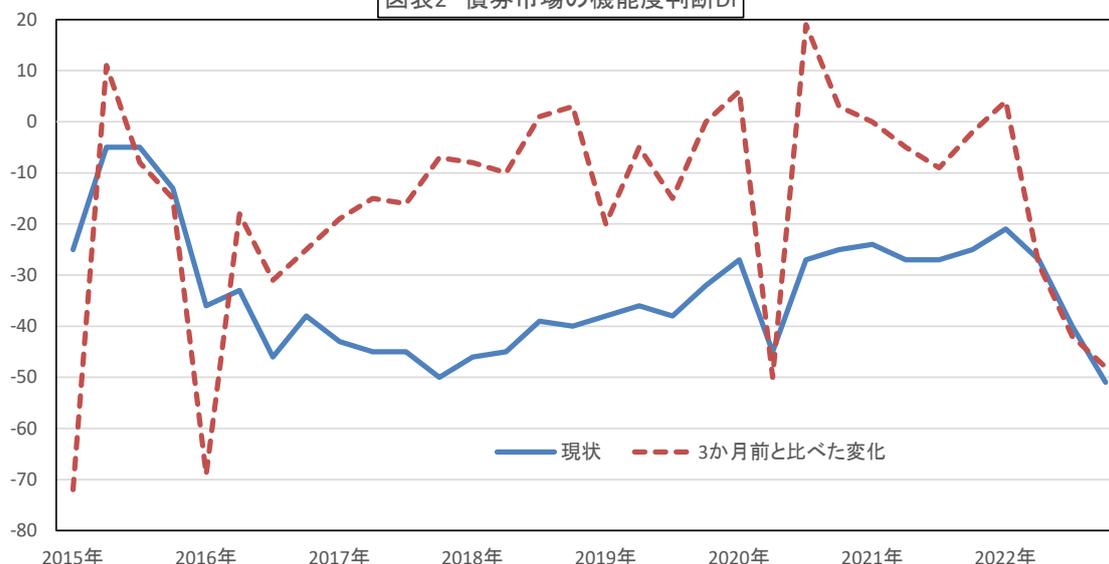
金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するなか、長期金利の変動幅を拡大

日本銀行は12月19～20日に開催した金融政策決定会合において、「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））は維持する一方、国債買入れ額を大幅に増額（従来の月7.3兆円から9兆円程度へ）しつつ、長期金利の変動幅を従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大することを全員一致で決定した。日銀はこうしたイールドカーブ・コントロールの運用の一部見直しの背景として、各年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定などの面で債券市場の機能が低下し

ており、このままであれば企業の起債など金融環境に悪影響を及ぼすおそれがあるため、と説明している。

実際、海外金利の上昇圧力が国内にも波及するなか、日銀はこれまで10年金利が0.25%を上回らないよう、無制限の国債買入れを実施してきたが、流動性が乏しく、取引が成立しない日が頻発するなど、債券市場の機能度は低下しているとの見方は強い。日銀が4半期ごとに実施している「債券市場サーベイ」の11月調査によれば、債券市場の機能度DI（現状、「高い」-「低い」、%ポイント）は▲51と、調査開始の15年以降で最低値を更新したほか、「3か月前と比べた変化」も大幅に悪化している。

図表2 債券市場の機能度判断DI



(資料)日本銀行 (注)現状DIは「高い」「低い」、変化DIは「改善した」「低下した」、いずれも%ポイント。

金融政策正常化のハードルは低くない

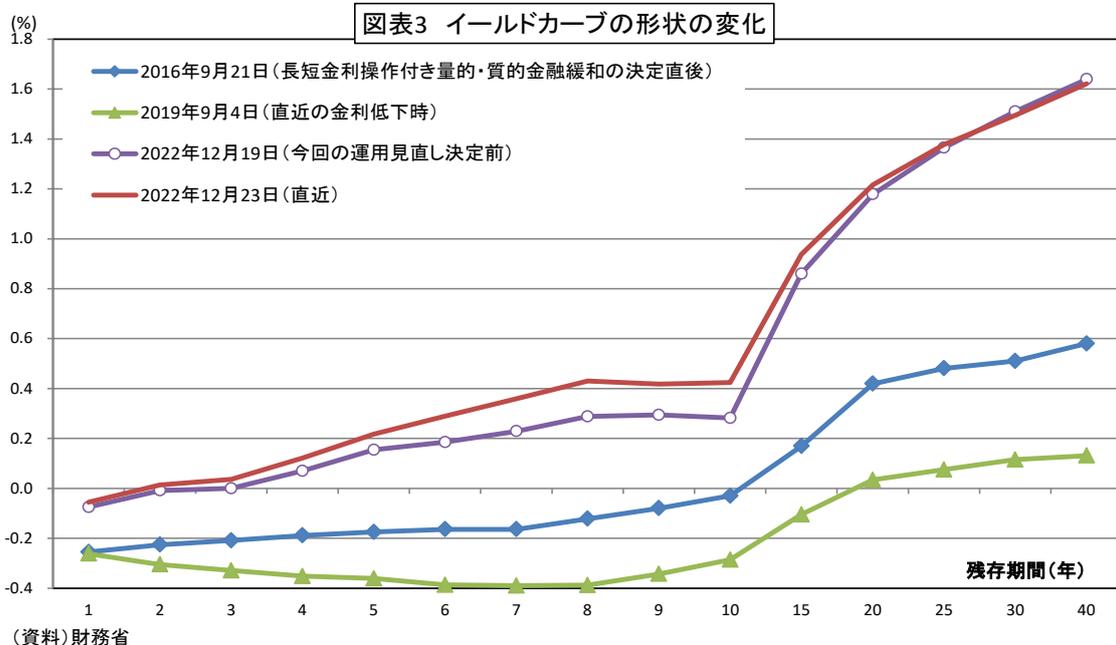
今回の日銀の決定を受けて、長期金利は新たな上限となった0.5%に向けて上昇したほか、為替レートも円高方向に振れ、株価は大きく下げた。黒田総裁は否定するものの、実質的に利上げと市場関係者は受け取っており、23年春に予定される新執行部発足、その下で検討されると目される政策の枠組み修正や正常化に向けた第一歩ではないか、との見方は根強い。

とはいえ、実際に現行政策の枠組みを修正するにはいくつかのハードルを越えることが必要である。現時点では「オーバーシュート型コミットメント」の存在によって、物価上昇率が安定的に2%超となるまでマネタリーベースの拡大方針を継続することとなっており、大規模な国債買入れを継続することが求

められている。また、2%目標を達成する前に正常化に踏み切るには、政府との共同声明で設定した物価安定目標 2%と修正する必要もある。さらに、日銀総裁が交代するたびに政策運営の枠組みを変更することは果たして望ましいか、という問題もある。世界標準の「2%」にこだわるのか、日本の実情に合わせて引き下げるのか、それとも2%に幅を持たせるのか、など、様々な意見があると思われる。

しかしながら、23年前半は世界経済の悪化が強まり、それが国内景気にも波及することが見込まれるなか、日銀は政策運営の枠組み変更などに着手できない状態に陥るとみられる。また、国債・財投債の日銀保有シェアは50.3%（22年9月末）に達するなか、23年度にかけても高水準での国債発行が続くなど、日銀が国債市場に深く関与する状態は当面続くとみられる。しばらくは現行程度の緩和策が継続するとみられ、「実質的な利上げ」が断続的に実施される可能性は低いだらう。

なお、黒田日銀はサプライズが多かったが、従来は「変動幅拡大」は利上げに該当すると説明し、そうした行動を否定してきたのも事実である。改めて丁寧な市場との対話、十分な説明責任を求めたい。



**大企業・製造業の景況感
は4期連続で悪化**

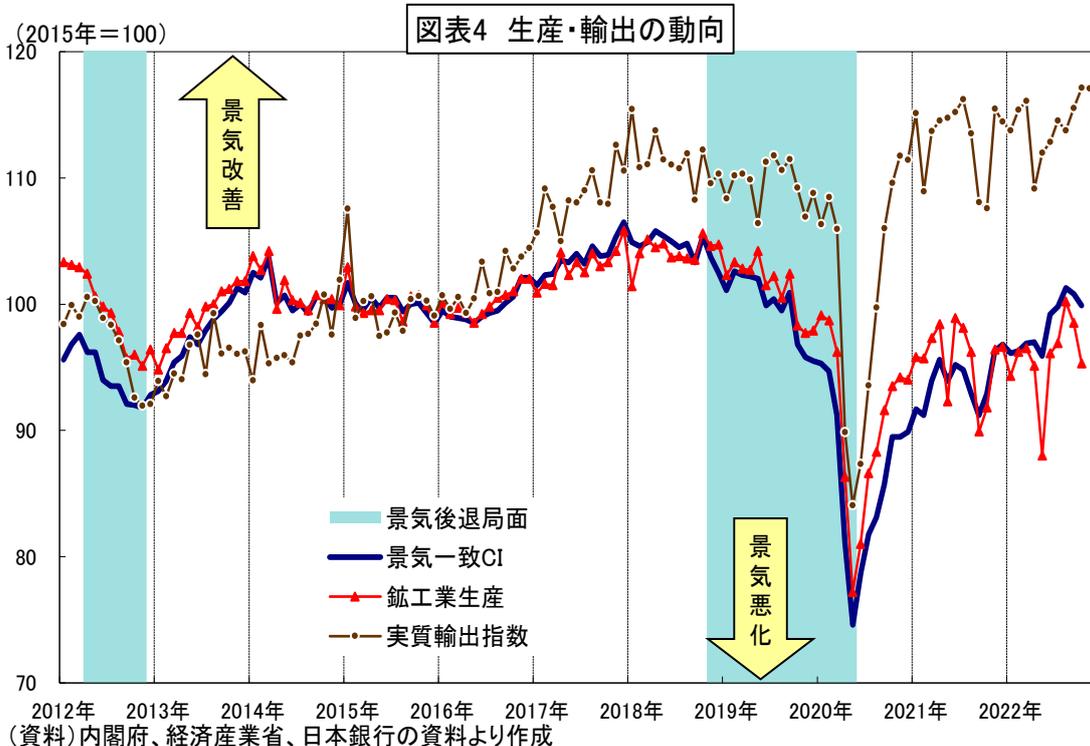
以下、足元の国内経済情勢を確認したい。日銀短観12月調査によれば、代表的な大企業・製造業の景況感は4期連続の悪化となったのに対し、同・非製造業は3期連続の改善となった。

景気は頭打ち状態

前者は中国経済の停滞が強まったのに対し、後者はウィズコロナへの期待が高まったことが影響したものと思われる。ただし、先行きの景況感は軒並み悪化見通しとなっている。業績見通しについては、22年度は増収増益ながらも、下期については減益予想のままである。設備投資計画は若干の下方修正となったが、堅調な姿は保たれており、この2年間の遅れを取り戻す動きが継続しているとみられる。また、先行きは雇用人員、資本設備ともに不足感が一層高まるとの見通しである。

また、景気動向指数のCI一致指数をみると、10月分は前月から▲0.9ポイントと2か月連続の低下であった（基調判断は「改善」を維持）。内閣府が新たに公表を始めた「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の10月分も前月から▲0.1ポイントと同じく2か月連続の低下であった。いずれの指標ともに頭打ち気味の展開となっている。

個別にみていくと、11月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲0.04%と、微減ながらも3か月ぶりのマイナスだった。欧米向けは底堅かったが、最大の輸出先である中国向けが弱含んだことで相殺された格好である。また、10月の鉱工業生産は前月比▲3.2%と2か月連続の低下だったが、生産予測指数（予測誤差の補正後）によれば、11月も低下となる可能性が高い。



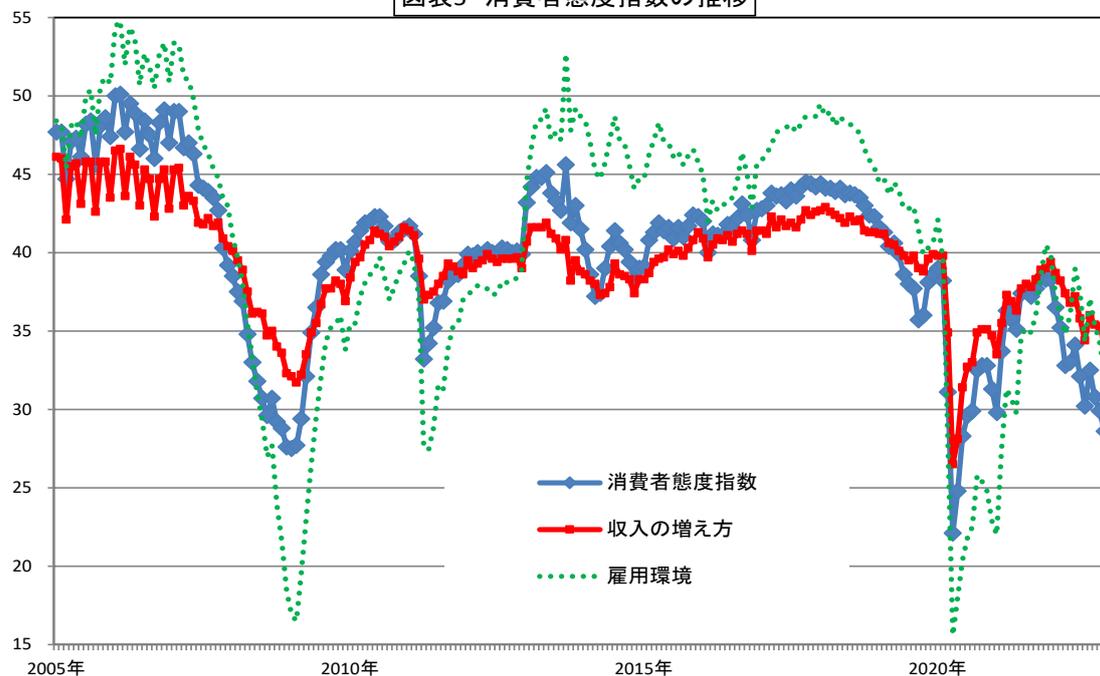
秋以降の消費に持ち直しの動き

一方、全国旅行支援などの需要喚起策が打たれたことで、秋以降は消費指標に持ち直しの動きもみられる。10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2.1%（このうちサービス消費は同2.8%）と、ともに2か月連続の上昇となった。第3次産業活動指数からも「対個人サービス業」の改善が見て取れる（10月は前月比1.1%と3か月連続の上昇）。

一方で、食料・エネルギーの高騰が実質所得を目減りさせているほか、マインド悪化にもつながっている。10月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比1.4%だったものの、物価変動分を調整した実質賃金では同▲2.9%と大きく低下（7か月連続のマイナス）するなど、物価高による実質賃金の目減りが続いている。

さらに11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前月から▲1.3ポイント（3か月連続の低下）の28.6と、コロナ・ショック初期の20年6月（28.3）以来の水準まで悪化した。内閣府では消費マインドの基調判断を「弱い動きがみられる」から「弱まっている」へ下方修正している。

図表5 消費者態度指数の推移



(資料)内閣府

経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて23年前

以下、先行きの国内景気を展望してみたい。足元10～12月期に関しては、水際対策の大幅緩和や「全国旅行支援」導入によって、インバウンド需要の復活や旅行・宿泊などサービス消費

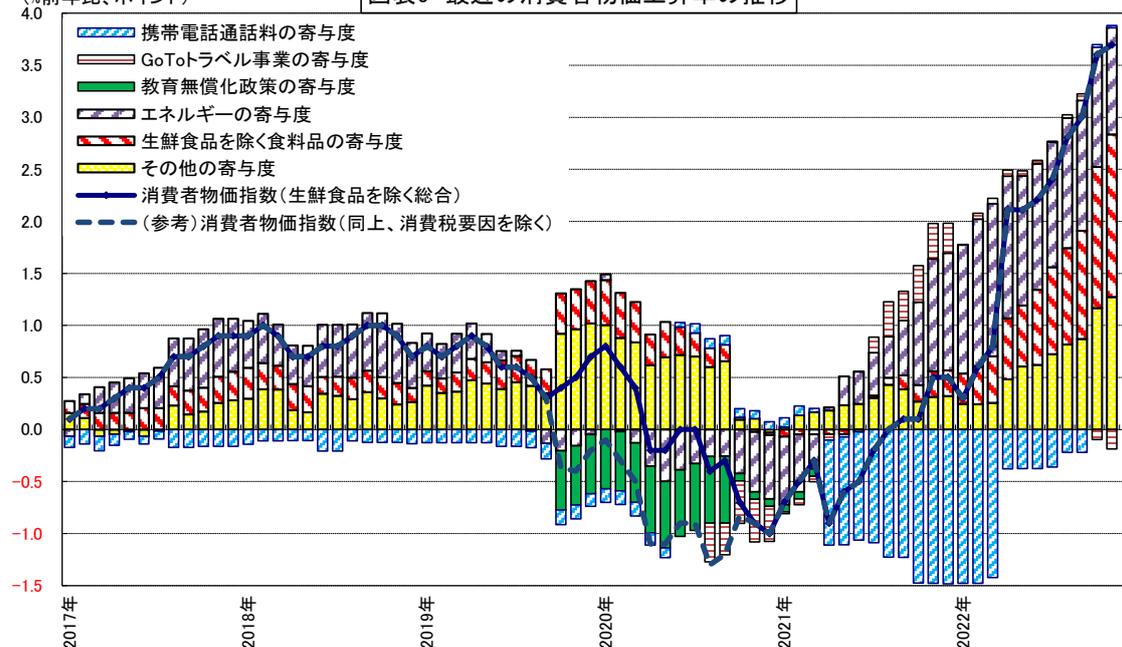
半はマイナス成長へ

の持ち直しが本格化しており、再びプラス成長に戻るだろう。

しかし、物価高が困窮世帯・低所得世帯に打撃を与えていることも確かであり、徐々に消費行動にも悪影響が出てくると思われる。さらに、23年入り後には欧米経済の失速リスクが顕在化してくることが想定され、既に停滞色の強い中国経済の動向と合わせ、国内景気にもその影響が及ぶだろう。足元は堅調な企業設備投資も投資計画の一時中止判断や先送り姿勢が強まることが予想される。さらに、新型コロナ（第8波）と季節性インフルエンザの同時流行が起きた場合には、高齢者を中心に自粛ムードが再び強まり、経済への下押し圧力が一段と高まる可能性に留意したい。その結果、経済成長率は23年前半にかけてマイナス成長に陥り、年度を通じてもほぼゼロ成長となるだろう（詳細は12月8日発表の「2022～23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6 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：しばらく高止まりした後、緩やかに鈍化へ

11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3.7%と6か月連続で加速、81年12月（同4.0%）以来、41年ぶりの高い上昇率となった。全国旅行支援によって宿泊料が同▲20.0%の大幅下落となったほか、エネルギーもやや鈍化したものの、食料、日用品などで値上げ圧力が一段と強まったことが背景にある。目先はもう一段上昇率が高まり、前年比4%に迫るものと思われる。

先行きに関しては、これまでの投入コスト上昇分の価格転嫁が不十分であることから、来春にかけても値上げの動きは残ることが予想される。一方、政府の物価高対策によって電気代・ガス代の負担軽減が実施されるほか、国際商品市況の調整や円安修正などによって輸入インフレが弱まることも想定される。これまでの物価高によって消費マインドは大きく悪化するなど、消費が停滞し始める可能性もあることから、いずれ物価上昇率はピークアウトするものと思われる。23年度半ばにはコアCPIは前年比2%を下回ってくる可能性があるだろう。

金融市場：現状・見 通し・注目点

引き続き、主要国・地域のインフレ動向とそれに対する主要中銀の対応、そしてそれらが世界景気に与える影響が主要な材料であった。足元のインフレ圧力が若干緩和したこともあり、欧米英の中銀は利上げペースを減速させた一方、大規模緩和を粘り強く継続するとしてきた日銀が実質的に利上げになるような決定を突然したことで、市場が動揺する場面がみられた。

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 0.5% 近くまで上昇

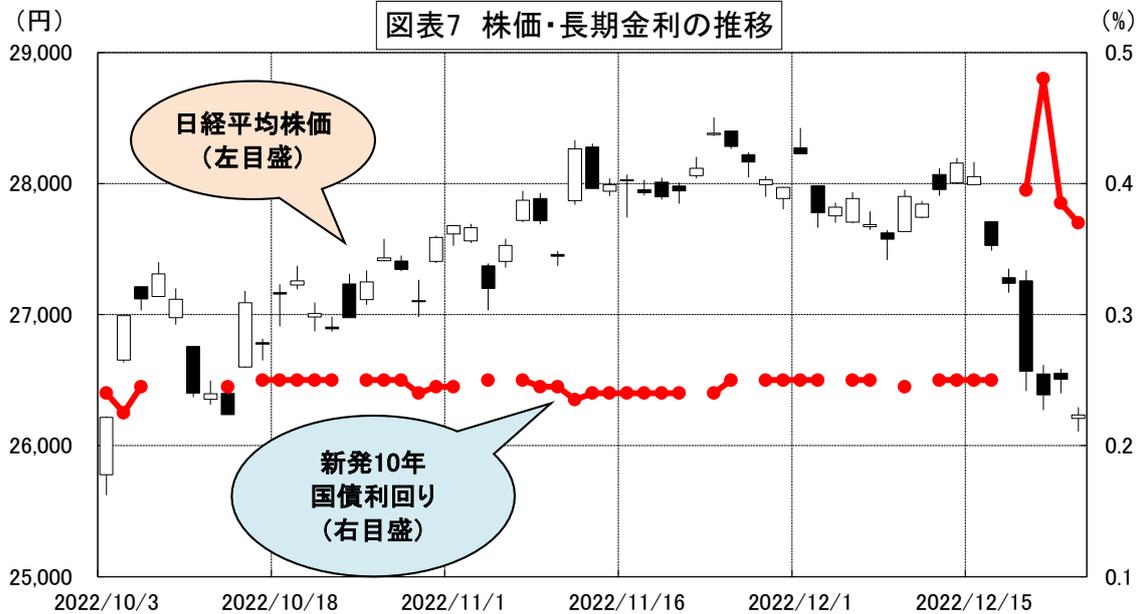
インフレ沈静化に向けて海外中銀が大幅利上げを続けるなか、海外の金利上昇が国内に波及する状況が続いており、国内長期金利（新発10年物国債利回り）に上昇圧力がかかり続けている。こうした金利上昇圧力に対して、イールドカーブ・コントロール政策を採用する日銀は10年金利が定常的に0.25%を上回る状況を阻止すべく、連続指値オペや国債買入れオペの増額などを実施し続けてきた。その結果、金利の変動余地や流動性も乏しいといった弊害も散見され始めた。

こうしたなか、冒頭でも触れたとおり、12月の金融政策決定会合において、日銀は国債買入れ額を大幅に増額するとともに、長期金利の変動幅を「±0.5%程度」に拡大すると決定した。それを受けて長期金利は0.5%近くまで上昇している。

長期金利は当面 0.4%前後での展 開が続くと予想

なお、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%±0.5%程度）で推移するように操作されるとみられる。今回の決定を受けて、市場では近い将来の政策修正の可能性を意識し始めており、金利上昇圧力が高まる場面も想定されるが、そうした際には連続指値オペや買入れオペの増

額などによって 0.5%を上回らないように操作するだろう。一方で、23 年前半にかけて世界経済の失速リスクが現実味を帯びれば、金利低下圧力が高まることもありうるだろう。当面は 0.4%前後での展開が続くと予想する。



しばらくは上値の 重い展開

② 株式市場

8 月下旬に開催された米ジャクソンホール会議において、パウエル米 FRB 議長は景気を犠牲にしてもインフレ沈静化を目指す姿勢を明確化したことで、市場参加者の想定を上回る利上げが実施されることへの懸念が強まり、世界的に株価が大きく調整した。9 月下旬には日経平均株価は 3 か月ぶりに 26,000 円を割り込んだ。10 月に入り、米株が持ち直したことにつられて、国内株価も回復に転じ、11 月には一旦 28,000 円台を回復する場面もあった。しかし、年末にかけては再び軟調な展開となっており、特に日銀が長期金利の変動幅拡大を発表した直後は「金利上昇、円高」とともに株価は大きく下落した。

先行きについても、内外景気の悪化懸念が高いことから、引き続き上値の重い展開が予想される。

長期金利の変動幅 拡大を受けて円高 が進行

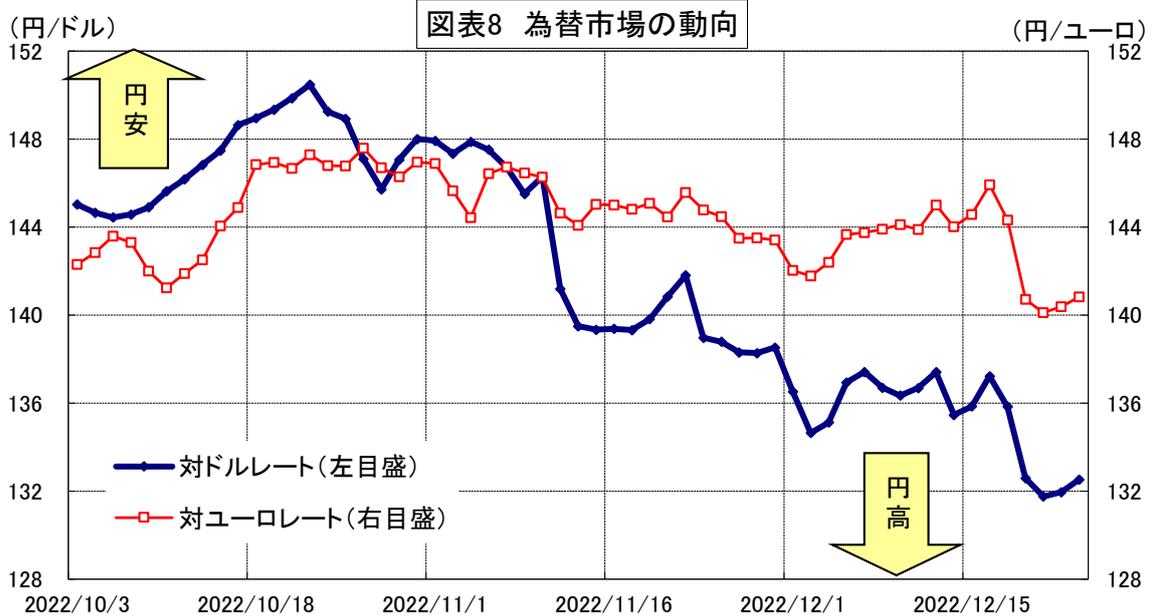
③ 外国為替市場

22 年 4 月下旬には 20 年ぶりの 1 ドル=130 円台、9 月上旬には 24 年ぶりの 140 円台、そして 10 月下旬には 32 年ぶりの 150 円台となるなど、円安圧力が強い展開が続いてきた。背景には、欧米各国でのインフレ高止まりが続き、高金利状態が長期化す

るとの観測が根強い一方で、日銀は大規模緩和を粘り強く継続する姿勢を続けたことが挙げられる。加えて、原油など資源価格高騰を背景に、日本の貿易収支の赤字幅が拡大傾向となったことも円安要因として意識された。

こうした円安進行に対して、政府は9～10月にかけて円買い介入（9.2兆円規模）に踏み切った。円買い介入の直接的な効果は小さかったものの、10月の米消費者物価が事前予想を下回る伸びとなったことを契機に、米国の利上げペースが緩和するとの見方が浮上し、円安圧力が緩和した。さらに、12月の金融政策決定会合での「実質的な利上げ」も円高につながり、一時6か月ぶりとなる130円台まで円高が進んだ。

先行きについては、米国でさらなる利上げに加え、高金利状態が続くとみられることから、再び円安圧力が高まる場面は十分ありうるだろう。とはいえ、22年を通じてみられたように円安が継続的に進行する可能性は低いと思われる。日銀が政策修正するとの思惑は燻り続けるだろうし、米国経済の低迷や物価が沈静化した際には利下げ前倒し観測も強まり、逆に円高圧力が高まることが予想される。



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

対ユーロでも若干の円安修正

一方、対ユーロレートはユーロ域内のインフレ圧力が高止まりしており、欧州中央銀行 (ECB) が当面は利上げを継続する方針であること、23年3月から資産圧縮を開始することを決定したこともあり、概ね円安ユーロ高状態が維持されている。10月

以降は 140 円台での展開が続いたが、日銀の「実質的な利上げ」決定後はユーロ高がやや修正された。

ECB の政策方針を踏まえると、円安ユーロ高状態はしばらく残ると予想されるものの、今冬のエネルギー不足問題など、欧州経済は不安要素を多く抱えていることから、一方的にユーロ安が進む可能性は大きくないと思われる。

(22. 12. 26 現在)