

41 年ぶりの上昇率となった消費者物価

～実質所得が目減りし、消費者マインドも悪化～

南 武志

要旨

これまで国内の物価上昇圧力は相対的に抑えられてきたものの、12 月の全国消費者物価は 41 年ぶりの高い上昇率となった。輸入インフレを主因に、食料・エネルギーなどが高騰する構図が続いており、全国旅行支援といった需要喚起策とは裏腹に、物価高が消費関連指標を悪化させつつある。さらに、23 年入り後には世界経済の減速が明確化するとみられ、輸出・企業設備投資が軟調となるとみられる。そのため、23 年前半の国内景気は停滞感が強まり、再びマイナス成長に陥るものと予測している。

一方、12 月に日本銀行は債券市場の機能改善を目的に長期金利の変動幅を「±0.5%」に拡大したが、その後もさらなる政策修正があると思惑が高まり、1 月中旬にかけてイーールドカーブが大きく歪んだ。しかし、1 月会合ではイーールドカーブ・コントロールを徹底する方針が示され、金利上昇圧力は緩和した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2023年				
		1月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		-0.014	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.10
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0060	-0.05～0.10	-0.05～0.10	-0.05～0.15	-0.05～0.15
国債利回り	20年債 (%)	1.290	1.00～1.40	1.00～1.40	1.00～1.45	1.05～1.50
	10年債 (%)	0.435	0.25～0.55	0.25～0.55	0.30～0.55	0.30～0.75
	5年債 (%)	0.180	0.00～0.30	0.00～0.30	0.00～0.40	0.00～0.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	130.4	125～145	120～140	120～140	115～140
	対ユーロ (円/ユーロ)	141.9	135～155	130～150	125～145	120～145
日経平均株価 (円)		27,395	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2023年1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。

消費者物価は 41 年ぶりの上昇

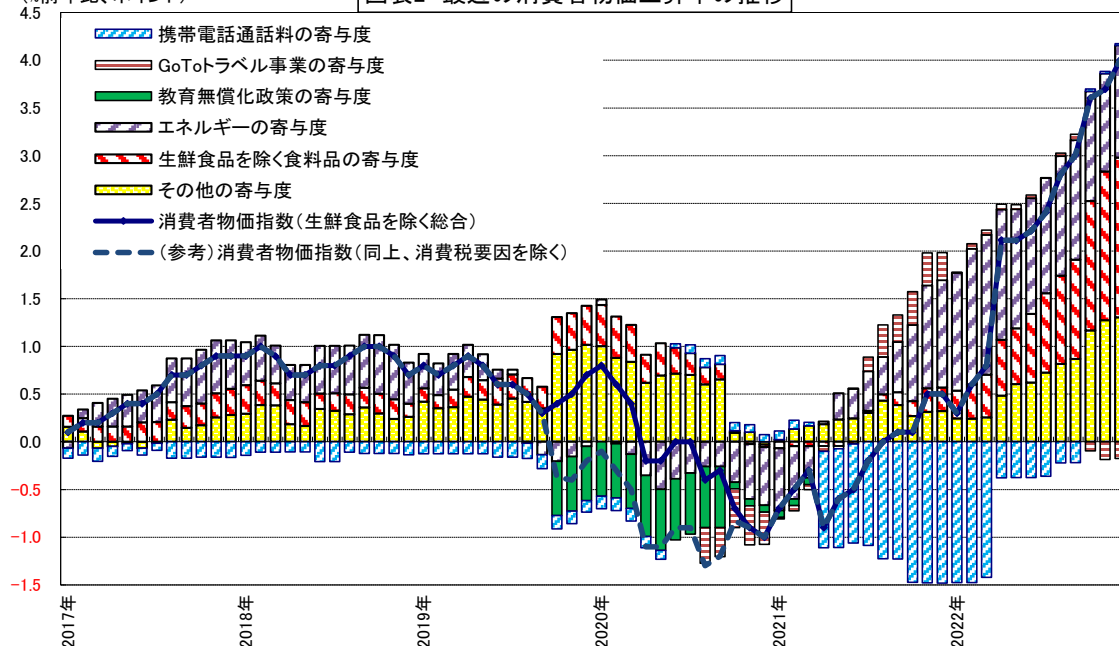
2022 年は世界的にインフレが加速、主要中銀ではその沈静化に向けて金融引締めを本格化した 1 年であった。その甲斐あってか、22 年末にかけて主要国・地域ではインフレがピークアウトを模索する動きが散見されている。一方、日本では引き続きインフレ加速の動きが見られる。

12 月の国内企業物価は前年比 10.2%と 3 か月ぶりの 10%台に乗ったほか、同じく 12 月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コア CPI)も前年比 4.0%と 7 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。後者については、全国旅行支援の導入で 11 月以降の宿泊料が大

幅下落となっているものの、エネルギー、食料を中心に幅広い財・サービスで値上げ圧力が一段と強まったことが加速した背景にある。実際、日銀が試算した刈込平均値（同 3.1%）、加重中央値（同 1.4%）、最頻値（同 1.6%）、上昇品目比率（81.2%）はいずれも遡及可能な 01 年以降で最高となっている。

(%前年比、ポイント)

図表2 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

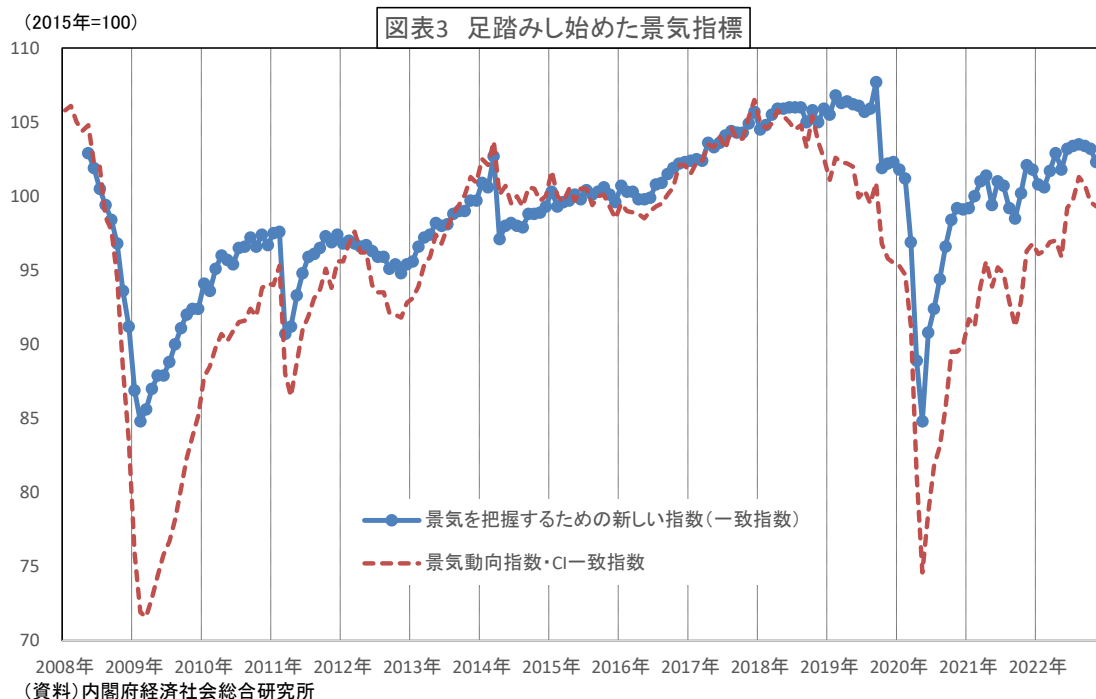
物価見通し：1 月にもう一段上昇した後、2 月は鈍化する可能性

先行きに関しては、食料や日用品などに関しては、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、今春にかけて値上げの動きは続くとみられる。エネルギーに関しては、2 月の消費者物価から政府の物価高対策による影響が出ることで物価上昇が抑制されることが想定される。仮に電気代が 2 割、都市ガス代が 1 割値下げされた場合、消費者物価の前年比上昇率に対して▲1.2 ポイント程度の押下げ効果が発生する。1 月のコア CPI は前年比 4%台前半へさらに加速すると予想されるが、2 月には一気に同 3%前後まで鈍化する可能性もあるだろう。

しかし、電気・ガス代については、これまでの原油・天然ガスの高騰によって既に燃料費調整額の上限に達しており、電力会社などでは上限引き上げを模索する動きも散見される。それを踏まえると、電気・ガス代の負担軽減措置（9 月分まで）による物価押下げ効果は夏以降、減衰する可能性がある。

一方で、原油・穀物などの一次産品価格は世界経済の減速を

織り込む形である程度調整しているほか、11月以降の円安修正もあり、輸入インフレは沈静化に向かっている。さらに、後述の通り、これまでの物価高によって消費マインドは大きく悪化し、消費も停滞していることから、値上げ自体が進まなくなることも予想される。以上を踏まえると、23年を通じて物価上昇率は鈍化が進むと予想される。



22 年末にかけて景気は足踏み

以下、足元の国内経済情勢を確認したい。景気動向指数のCI一致指数をみると、11月分は前月から▲0.2ポイントと3か月連続の低下であった。これに基づく基調判断は「改善」を維持したが、12月分が僅かでも悪化すれば「足踏み」に下方修正されることになる。また、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11月分も前月から▲0.9ポイントと同じく3か月連続の低下であった。

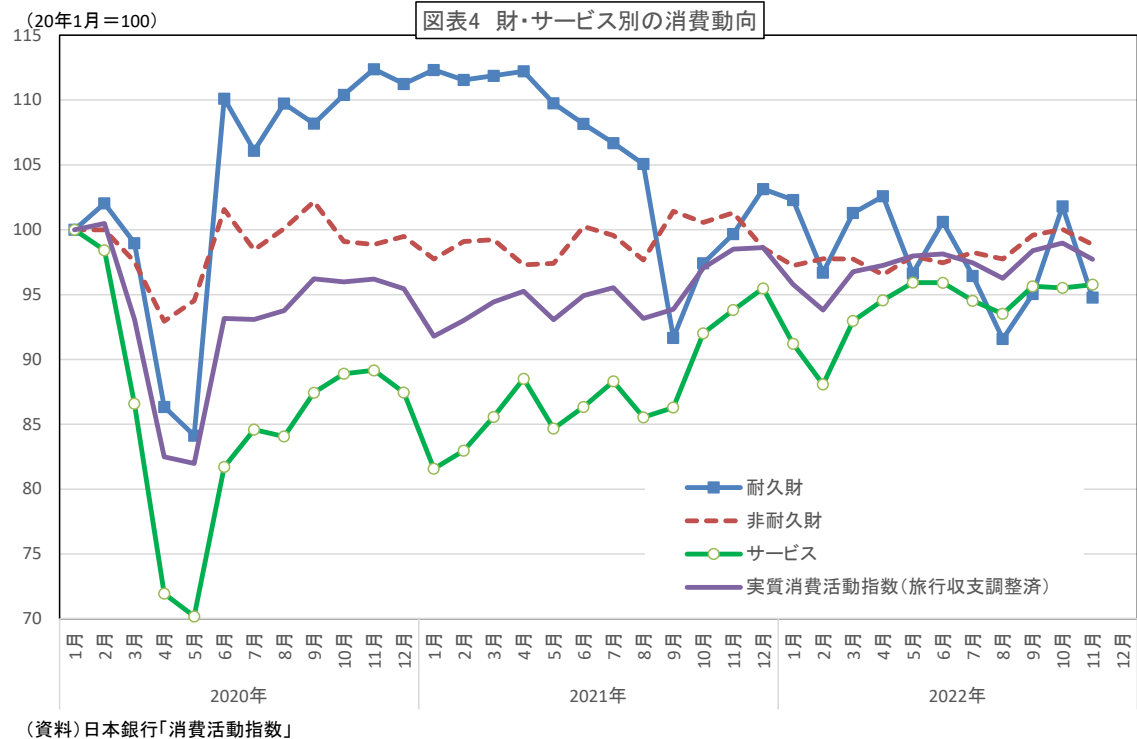
個別にみていくと、12月の実質輸出指数(日本銀行試算)は前月比▲4.7%と4か月ぶりに低下、中国・上海市の都市封鎖などがあった4月以来の水準まで悪化した。このうち中国向けについては、コロナ感染爆発などの混乱や不動産市況の悪化などにより、コロナ初期かつ春節の影響もあった20年1月以来の水準まで落ち込んでいる。

また、11月の鉱工業生産は前月比0.2%と3か月ぶりの上昇に転じたが、夏場まで堅調だった資本財の減産傾向が強まって

消費は低調

おり、企業の設備投資行動に急ブレーキがかかった可能性を示唆している。なお、生産予測指数（予測誤差の補正後）によれば、12月は再低下となる可能性が高い。

足元では消費も鈍い動きとなっている。10月中旬には全国旅行支援といった需要喚起策がスタートしたこともあり、観光・宿泊などのサービス消費に持ち直しが見られるものの、冒頭で紹介した物価高によって家計の実質所得が目減りし、消費マインドが悪化、消費を抑制する動きが強まっている。12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20年6月（28.3）以来の水準まで悪化した11月からは改善（前月から+1.7ポイント）したものの、低調さは否めず、内閣府による消費マインドの基調判断は「弱まっている」のままであった。また、11月の毎月勤労統計によれば、名目賃金は前年比1.9%の上昇（11か月連続）だったが、実質賃金は同▲2.5%と減少（8か月連続）するなど、物価を調整すると所得が目減りしている様子が確認できる。そうした状況からか、11月の消費関連指標は弱いものが多い。11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▲1.3%（このうちサービス消費は同0.3%）と、実質総消費動向指数（総務省統計局）も同▲0.2%と、いずれも3か月ぶりの低下であった。

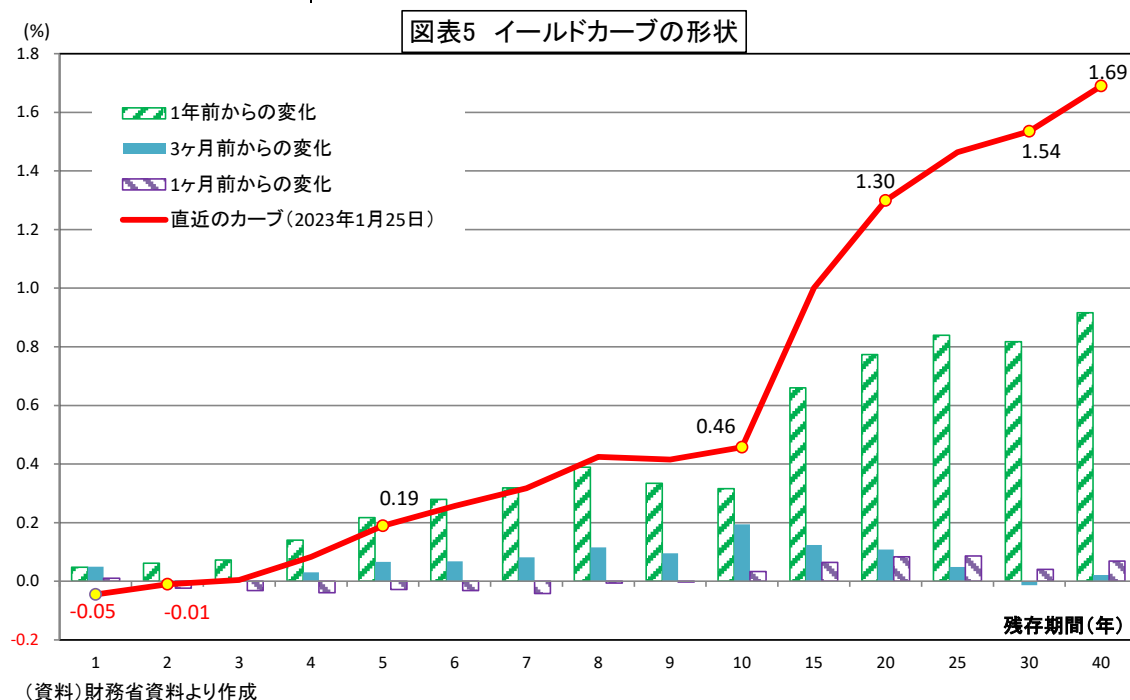


経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて23年前半はマイナス成長へ

以下、先行きの国内景気を展望してみたい。欧州では記録的な暖冬となっており、危惧されていたエネルギー危機は現時点で未然に防がれているほか、米国経済も労働市場に底堅さが備わっていることもあり、当初の想定ほど欧米経済は悪化していない印象を受ける。しかし、これまでの大幅利上げの影響が当面の経済成長を抑制する可能性は否定できない。一方で、ゼロ・コロナ政策が行き詰まった中国での混乱がわが国の生産・輸出に悪影響を及ぼしている。今後の中国経済の持ち直しへの期待は高い半面、不動産市場の低迷に歯止めがかかるかは不透明な状況といえる。

さて、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、物価高によって消費行動にも悪影響が出始めているほか、23 年前半は欧米経済の減速感が強まることが想定され、輸出動向にも影響が及び始めるだろう。さらに、企業設備投資も足元では弱含みつつあり、年度末にかけて設備投資計画の中止や先送り姿勢が強まると予想される。そのため、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。

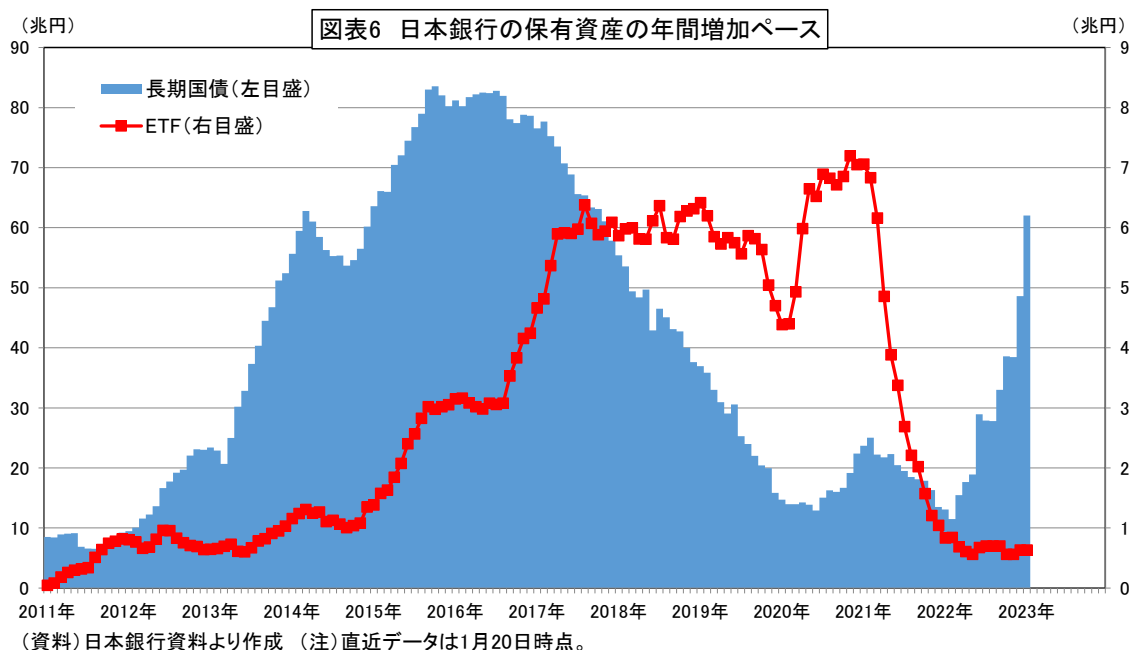


金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続を決定

日本銀行は1月17～18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%±0.5%））を継続することとし、かつ①「貸出増加を支援するための資金供給」の貸付実行期限の1年延長、②「気候変動対応オペ」の対象先に系統会員金融機関を含める、③「共通担保資金供給オペ」の拡充、も決定した。

12月会合では、国債市場の機能回復を主目的に長期金利の変動幅を従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大したが、1月決定会合前にはさらなる政策修正があるとの思惑から、イールドカーブ全体に対して上昇圧力が加わった。これに対して、日銀は国債買入れオペの増額や連続指値オペを駆使することで、金融調整方針と整合的なイールドカーブ形成に注力したものの、国債買入れは膨らみ、カーブの歪みはなかなか直らなかった。

こうしたなか、今回の決定会合では「共通担保資金供給オペ」を拡充し、様々な年限・方式の共通担保オペを組み合わせながら、市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促していく姿勢が改めて表明された格好となった。実際、23日に実施された5年物の共通担保資金供給オペ（オファー1兆円）の落札レートは0.145%となり、5年ゾーンの金利低下に一役買ったと評価できる。



日銀新体制が始まる 4 月に向けて政策修正の思惑が高まる

岸田首相は 4 月 8 日に任期満了となる黒田総裁の交代を明言しており、2 月には国会に新しい総裁・副総裁人事が提示される予定である。上述の通り、1 月会合でイールドカーブ・コントロールを完遂する方針が確認され、黒田日銀として最後となる 3 月会合での政策修正の可能性はほぼ消えたと思われる。

そのため、今後の焦点は新執行部の顔ぶれと彼らを提示する岸田内閣の意図に移ったといえる。4 月に向けて政策修正への思惑は高まっていくだろう。しかし、実質的な金融引締めとなる現行政策の枠組み修正にはいくつかのハードルを乗り越える必要がある。今回示された展望レポートによれば、コア CPI については、23 年度を前年度比 1.6%、24 年度を同 1.8%とするなど、安定的・持続的な 2%達成には至らないとの見通しを示している。この 1 年間で物価見通しは徐々に上方修正されてきたとはいえ、金融引締めが物価動向に影響を与えないのか、見極める必要がある。また、当総研では 23 年度上期にかけて内外経済環境は厳しさがあるとしているが、そうした状況でも金融引締めを断行できるのか、という問題もある。

まずは、これまでの大規模緩和策の再検証を行い、その後、修正もしくは見直しのタイミングを見極める、ということになるだろうが、政策委員会には一定のリフレ派が存在することもあり、激論になる可能性もある。

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。米国 CPI などのピークアウトを受けて今春にも利上げが停止されるとの期待が高まった半面、日銀が 1 月の決定会合でも政策修正を行うとの思惑も浮上し、金利上昇圧力や円高圧力が一時強まった。

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

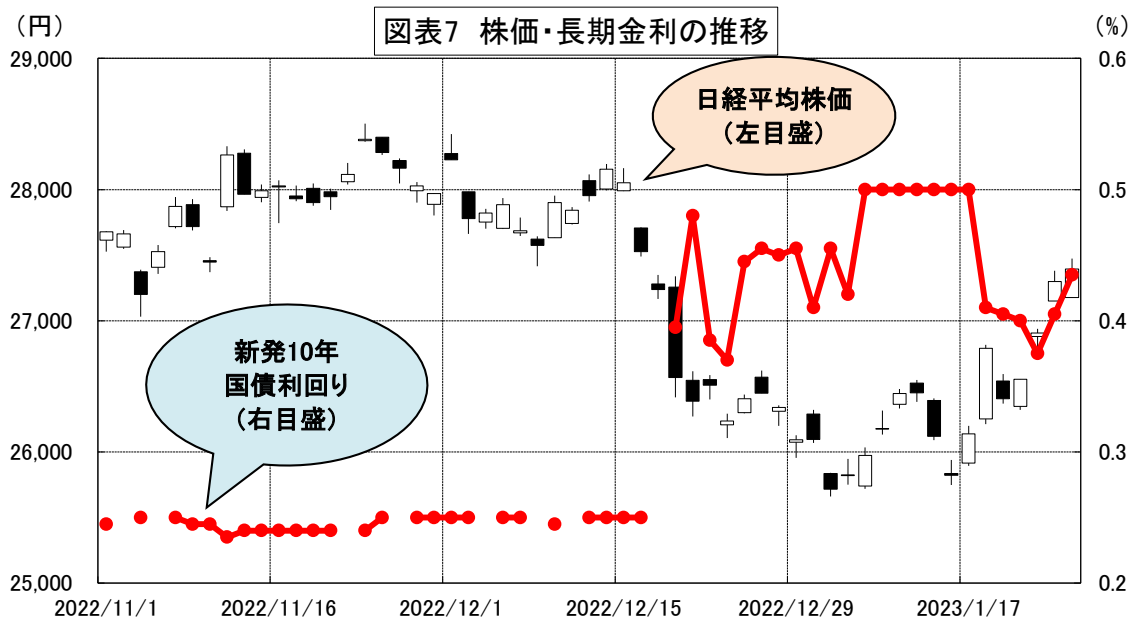
長期金利は一時 0.5% 超まで上昇

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% 近くまで上昇したが、再び上限に貼りついた動きとなったことから、日銀はもう一段の政策運営の枠組み修正を迫られるとの思惑が強まり、金利上昇圧力がかった。それに対して、連続指値

オペや国債買入れオペの増額などで長期金利（10 年物国債利回り）が上限 0.5%を上回らないように対応し続けた。しかしながら、業者間取引市場（BB）では 0.5%を一時的に上回る事態も散見された。一方で、1 月会合でイールドカーブ・コントロールを完遂する姿勢が確認されたため、その後、金利上昇圧力は緩和された。

長期金利は当面 0.4%前後での展 開が続くと予想

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。当面は 0.4%前後での展開が続くと予想するが、世界経済の減速感が高まれば、金利低下圧力が高まることもありうるだろう。一方で、市場はポスト黒田体制での政策修正の可能性を意識しており、2 月にも国会に提示される総裁・副総裁人事を材料に、再び金利上昇圧力が高まる場面も想定される。



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 （注）長期金利の欠損値は出合いなし。

しばらくは上値の 重い展開

② 株式市場

22 年後半の株式市場は、主要国のインフレ動向とそれに対する各中銀による金融引締め、さらにそれらが景気動向に与える影響などを材料に動いてきたが、概ね上値の重い展開が続いた。22 年末にかけては日銀が長期金利の変動幅拡大を発表したこともあり、国内株価は大きく下落した。

先行きについても、当面は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。さらに、日銀の代替わりを控え、大規模緩和政策の修正観測が浮上する際には円

1ドル＝130円前後 まで円高が進行

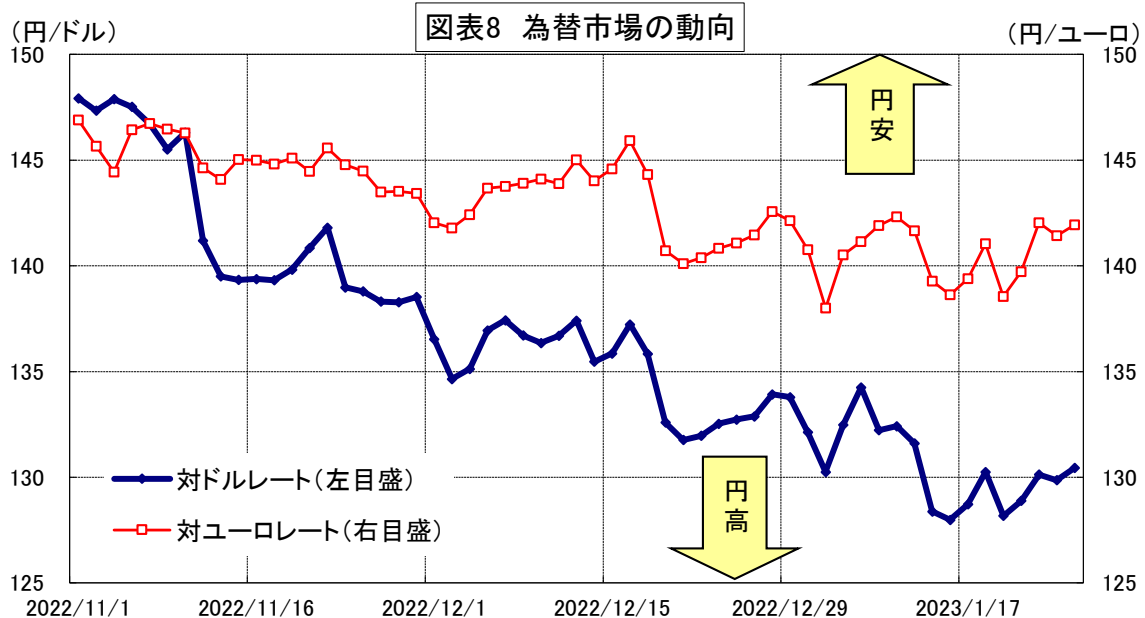
高圧力が強まるとみられ、株価には悪材料となるだろう。

③ 外国為替市場

22年10月下旬には32年ぶりの150円台となるなど、22年秋までは内外金融政策の方向性の違いを材料に、円安圧力が強い展開が続いた。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。

一方、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減速するとの思惑が強まり、11月中旬以降、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長期金利の変動幅拡大も為替レートを円高方向に押し上げた。1月決定会合前には127円台と7か月ぶりの円高水準となった。

先行きについては、米国ではなかなか利下げには転じない可能性があるほか、新体制になった日銀が政策修正に動くまでに時間がかかるとの見方が強まれば、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、円安が継続的に進行する可能性は低いだろう。



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

対ユーロでは 140 円前後でもみ合い

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）がさらに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、緩やかな円高が進んだ対ドルレートとは異なり、日銀による長期金利の変動幅拡大決定後は 1 ユーロ＝140 円前後でもみ合いが続いている。

(23. 1. 26 現在)