

植田次期日銀総裁に託される金融政策正常化

～23年度半ばにかけて国内景気は低調な展開が継続～

南 武志

要旨

欧米の主要中銀がインフレ沈静化に向けて金融引き締めを本格化させたことにより、23年の世界経済は減速傾向が一段と強まるとみられ、日本の輸出・生産は伸び悩むと予想される。また、物価高によって家計の消費行動が抑制され、民間設備投資も弱含みが続くだろう。国内景気は23年を通じて低調な展開が続くと予想される。その後、24年になれば米国の利下げ転換や物価高の影響が弱まり、国内景気は再び持ち直すとみられる。

消費者物価は足元4%台まで上昇したが、輸入インフレ圧力の緩和や政府の物価高対策の実施によって先行き鈍化に転じると予想する。4月には植田日銀が発足する予定だが、内外景気情勢の厳しさや年末までに物価が2%割れとなることが想定されることもあり、実質的に金融引き締めとなる政策正常化への着手はしばらく見送られるだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2023年				
		2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 (%)		-0.008	-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 (%)	1.300	1.00～1.40	1.00～1.40	1.00～1.45	1.05～1.50
	10年債 (%)	0.500	0.25～0.55	0.25～0.55	0.30～0.55	0.30～0.60
	5年債 (%)	0.240	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)	134.7	125～145	120～140	120～140	115～140
	対ユーロ (円/ユーロ)	143.5	135～155	135～155	135～155	130～150
日経平均株価 (円)		27,104	27,000±3,000	26,000±3,000	27,000±3,000	28,000±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2月22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。

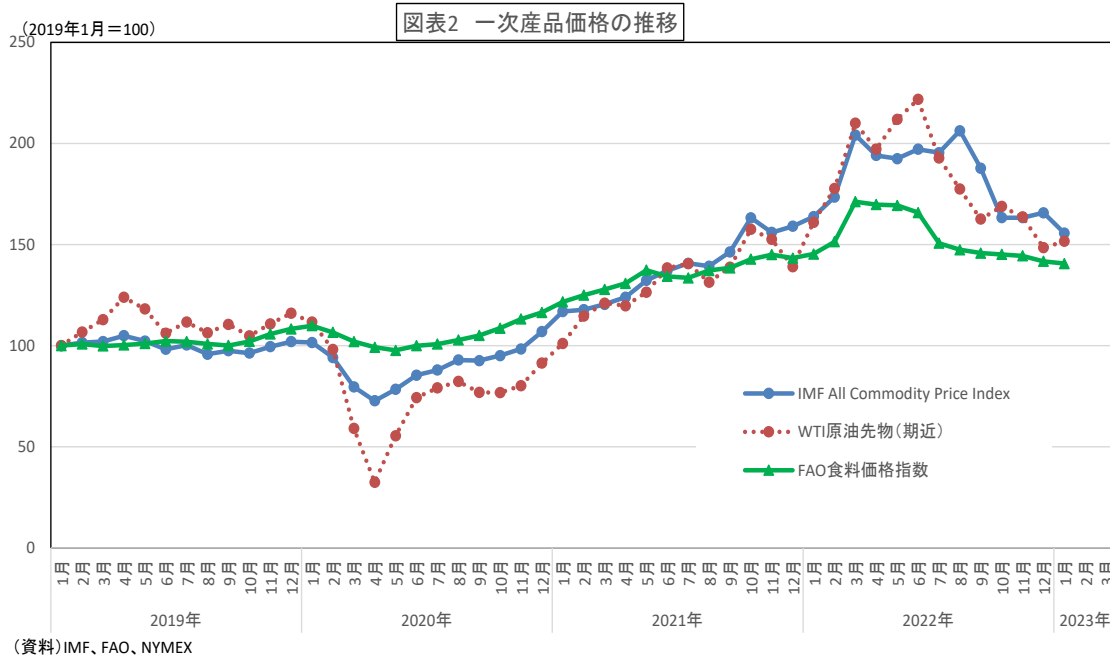
終わりが見えない ロシア・ウクライナ戦争

ロシアによるウクライナ軍事侵攻から1年が経過したが、停戦に向かう兆しは見え、泥沼化する様相を見せている。国連安全保障理事会の常任理事国であるロシアは、世界の平和と安全を維持するために主導的な役割を負うべき立場であるが、圧倒的な軍事力で隣国を侵略し、それを正当化しようとする態度は自由と民主主義を標榜する西側諸国から猛反発を浴びた。

欧米や日本などはウクライナへの支援ならびにロシアとその協力国ベラルーシに対する経済・金融制裁を続けてきたが、中国やインドでは割安となったロシア産原油を大量輸入しているほか、多くの新興国でロシアとの一定の関係を維持するなど、世界が結束してロシアの侵略行為を糾弾し、一刻も早い停

戦を促すような構図にはなっていない。

また、懸念された今冬のエネルギー危機については、欧州地域が暖冬だったことで回避できたが、戦争終結や制裁解除などがされない限り、来冬も同様のリスクに直面するのは必至である。直近の一次産品価格は落ち着いた動きとなっているが、先行きは不透明であり、予断を許さぬ状況が続いている。



次期日銀総裁は植田和男・元審議委員に

早急に政策正常化を進める可能性は大きくないと予想

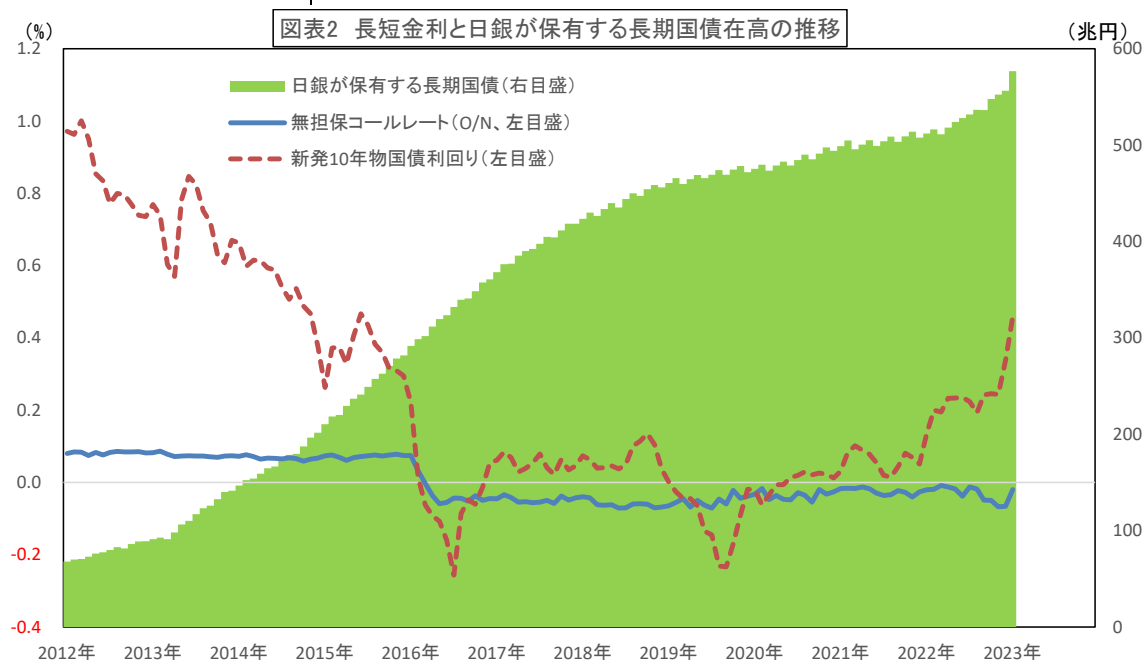
2月14日、政府は日本銀行の次期総裁として植田和男・元日銀審議委員（東京大学名誉教授）を、次期副総裁として氷見野良三・前金融庁長官、内田真一・現日銀理事を起用するとの人事案を国会に提示した。衆院は24日、参院は27日に所信聴取と質疑を実施する予定であり、衆参両院の同意を得たうえで内閣が任命する運びとなる。なお、黒田総裁の任期は4月8日までである。

植田氏は新日銀法施行直後の1998年から2005年にかけて日銀審議委員を務めたが、日本発の金融危機の発生やITバブル崩壊と重なるなど、厳しい経済・金融情勢の下で政策運営に携わってきた。日銀が短期金利の操作によって物価やマクロ経済の安定を促すといった伝統的な政策運営から、国債の大量購入やゼロ金利政策、量的緩和政策など未踏の領域に踏み出していく際の政策決定に立ち会った貴重な経験をしており、総裁候補としての経歴に不足はない。ちなみに、00年8月11日に開催された金融政策決定会合で、植田氏はゼロ金利政策解除に反対

票を投じている。

さて、岸田首相からのオーダーは、現行の大規模緩和政策について弊害が目立ち始めたことから、経済再生やデフレ脱却を阻害しないように金融政策の正常化への道筋をつけて欲しいといったようなものと推察される。とはいえ、その道筋は容易ではないだろう。1月の展望レポートによれば、24年度にかけて全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は安定的・持続的な2%の上昇は達成できないとの見通しが示されており、「金融引き締め」とほぼ同義の政策正常化を早期に着手できる環境にはない。

まずは、これまでの大規模緩和策の再検証を行い、かつ「2%の物価上昇」の取り扱いをどうすべきかを検討することになるだろう。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、いずれにしても早期の政策修正の可能性は大きくないと思われる。

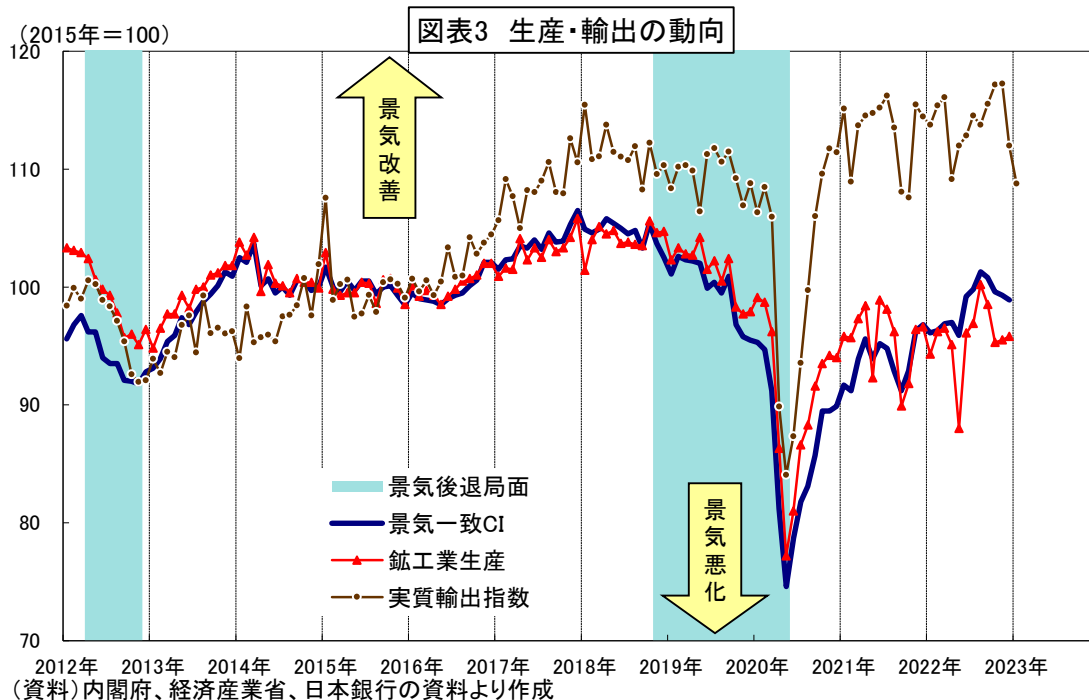


(注) 日本銀行、日経NEED-FQ

10～12 月期は小幅のプラス成長にとどまった

以下、足元の国内経済情勢を確認したい。10～12 月期の GDP 第 1 次速報によれば、インバウンド需要の回復やサービス消費の持ち直しもあり、実質 GDP 成長率は前期比年率 0.6% と 2 期ぶりのプラスとなった。とはいえ、マイナス成長だった 7～9 月期（前期比年率▲1.0%へ上方修正）からの反動増は限定的で、事前予想を下振れた。成長率が鈍かった要因としては、民間在

庫変動が大幅なマイナス寄与度（前期比成長率（0.2%）に対して▲0.5ポイント）となったことが大きい。消費マインドの悪化で消費全体の勢いが削がれた（前期比 0.5%）ほか、民間企業設備投資が同▲0.5%と3期ぶりの減少となるなど、そもそも民間最終需要が鈍化傾向にある（4～6月期：前期比1.5%→7～9月期：同0.3%→10～12月期：同0.2%）ことも見逃せない。

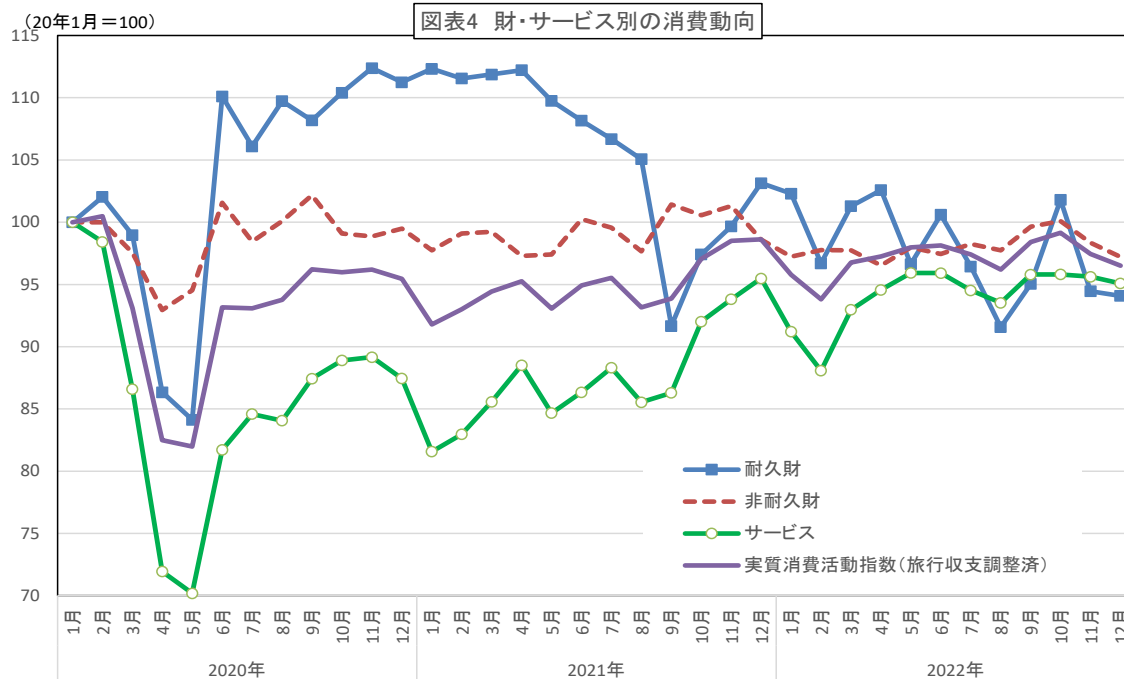


足元の景気は足踏み

景気動向指数のCI一致指数をみると、12月分は前月から▲0.4ポイントと4か月連続の低下であった。これに基づく基調判断は「改善」から「足踏み」へ下方修正された。ちなみに、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12月分は前月から+0.3ポイントと4か月ぶりに上昇したが、11月の落ち込み分（▲0.5ポイント）を取り戻すには至らなかった。

また、1月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲2.9%と2か月連続の低下で、世界的な半導体不足などで自動車生産が滞った21年10月以来の低水準となった。12月の鉱工業生産は前月比0.3%と2か月連続の上昇ながらも、9～10月の落ち込み後はほぼ足踏み状態が続いている。なお、生産予測指数（予測誤差の補正後）によれば、1月には大幅な低下となる可能性が高い。

また、10～12月期のコア機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比▲5.0%と2期連続の減少、同じく資本財出荷（国内向け、輸送機械を除く）も同▲6.1%と2期ぶりの低下であった。22年度設備投資計画が強い数字であるにもかかわらず、足元の設備投資関連指標は軟調なものが増えている。



(資料)日本銀行「消費活動指数」

消費は低調

消費関連指標も鈍い動きを続けている。12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%（このうちサービス消費は同▲0.6%）と2か月連続の低下だった。ウィズコロナへの移行を模索するものの、物価高によって実質家計所得が目減りし、消費マインドも弱いため、消費全体が盛り上がりには欠ける動きになっている。

所得面を見ると、12月の毎月勤労統計によれば、（特別に支払われた給与（≒冬季賞与）が前年比6.5%と堅調だったこともあり、名目賃金は前年比4.1%の大幅上昇（12か月連続）だった。ただし、物価高の影響で、実質賃金は同▲0.6%と9か月連続のマイナスであった。1月には賞与要因が剥落するため、実質賃金の減少幅が再拡大する可能性が高く、所得面から消費を押し上げるのは難しいだろう。

経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて23年度

以下、先行きの国内景気を展望してみたい。足元で減速傾向を強める世界経済であるが、依然として雇用情勢には底堅さがあり、物価も高止まりが続くなど、これまでの大幅利上げの効

上期はマイナス成長へ

果が十分出ているとは言い難い状況である。そのため、23 年上期にかけてさらに利上げする可能性は高い。金融政策の効果には 1~2 年程度のタイム・ラグを伴うことが知られており、今後その影響が強まるものと思われる。一方、ゼロ・コロナ政策を放棄した中国では今後の回復本格化への期待が高まっている。ただし、欧米地域の景気減速の影響を受けるほか、不動産関連投資の低調さも続いており、世界経済全体を牽引するほどの力強さは期待できず、輸出の低迷は続くだろう。また、国内では物価高による消費抑制も継続すると予想される。それでも、足元 1~3 月期に関してはインバウンド需要やサービス消費の持ち直しなどの継続により、小幅ながらもプラス成長は維持できるだろう。

しかし、23 年度半ばにかけては欧米経済の減速感が一段と強まることが想定され、輸出に下押し圧力がかかるほか、企業設備投資も低調となるだろう。注目を集めている 23 年春闘については、大手企業では賃上げの機運が高まっているが、国内雇用の 7 割が勤務する中小企業ではコスト高が収益を圧迫しているところも少なくない。春闘賃上げ率は多少伸びが高まるものの、足元の物価高を相殺するほどではないだろう。そのため、経済成長率は 23 年度上期にかけてマイナス成長に陥ると予想される。一方、23 年度下期にかけては物価沈静化によって消費下押し圧力が解消するほか、中国経済の牽引力が強まることも想定され、プラス成長に転じるものの、年度を通じてはゼロ成長にとどまるだろう。

物価見通し：先行きは鈍化へ

1 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 4.2%と 8 か月連続で加速、第 2 次石油危機直後の 81 年 9 月以来、41 年 4 か月ぶりの高い上昇率となった。食料、エネルギーを中心に幅広い財・サービスで値上げ圧力が続く中、年末年始に全国旅行支援が一時停止され、宿泊料の下落幅が縮んだ影響が出たことが上昇率加速の一因となった。

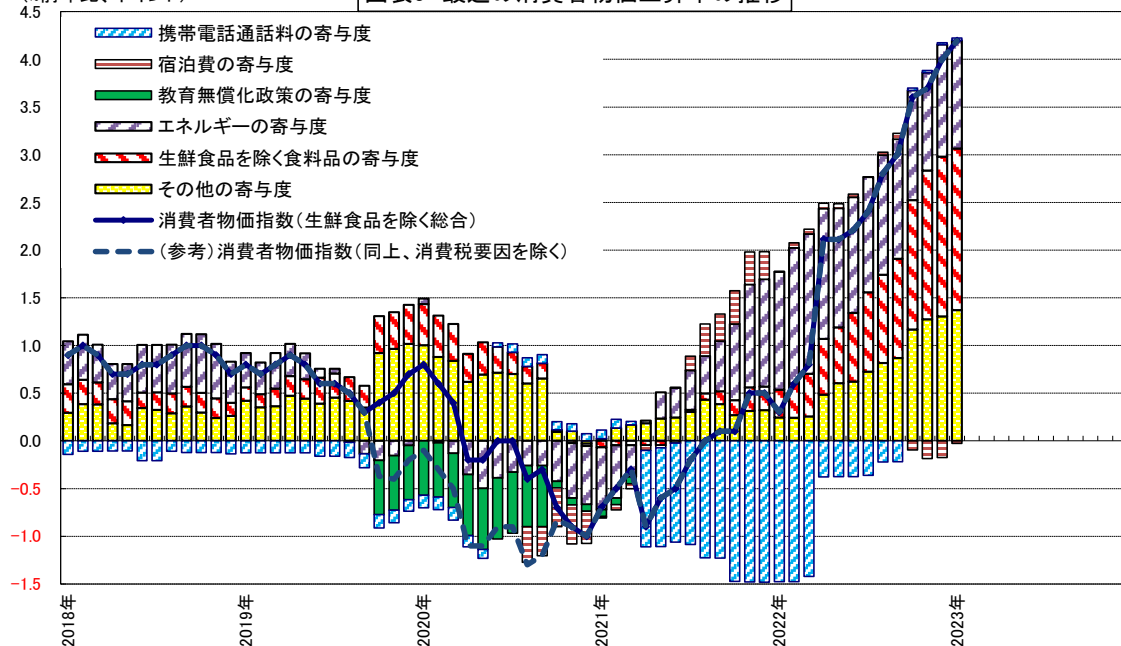
先行きに関しては、食料や日用品などに関しては、これまでの投入コスト上昇分の価格転嫁が不十分であることから、当面は断続的に値上げがされるとみられる。一方、エネルギーに関しては、2 月分から政府による電気・ガス代の負担軽減策の影響が出ることが想定される。仮に電気代が 2 割、都市ガス代が 1 割値下げされた場合、消費者物価の前年比上昇率に対して▲

1.2 ポイント程度の押下げ効果が発生する。それゆえ、2月のコアCPIは前年比3%台前半まで鈍化する可能性があるだろう。

既に原油・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調整が進んでいるほか、22年11月以降は円安圧力が緩和したこともあり、先行き輸入インフレは沈静化していくだろう。さらに、国内景気の停滞から、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、今後は物価上昇率は鈍化し始め、年末までには再び前年比2%を下回る可能性があるだろう。

(%前年比、ポイント)

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

金融市場：現状・見通し・注目点

日銀次期総裁人事の報道を巡り、今後の日銀の政策運営が主要テーマとなったほか、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への注目も続いた。

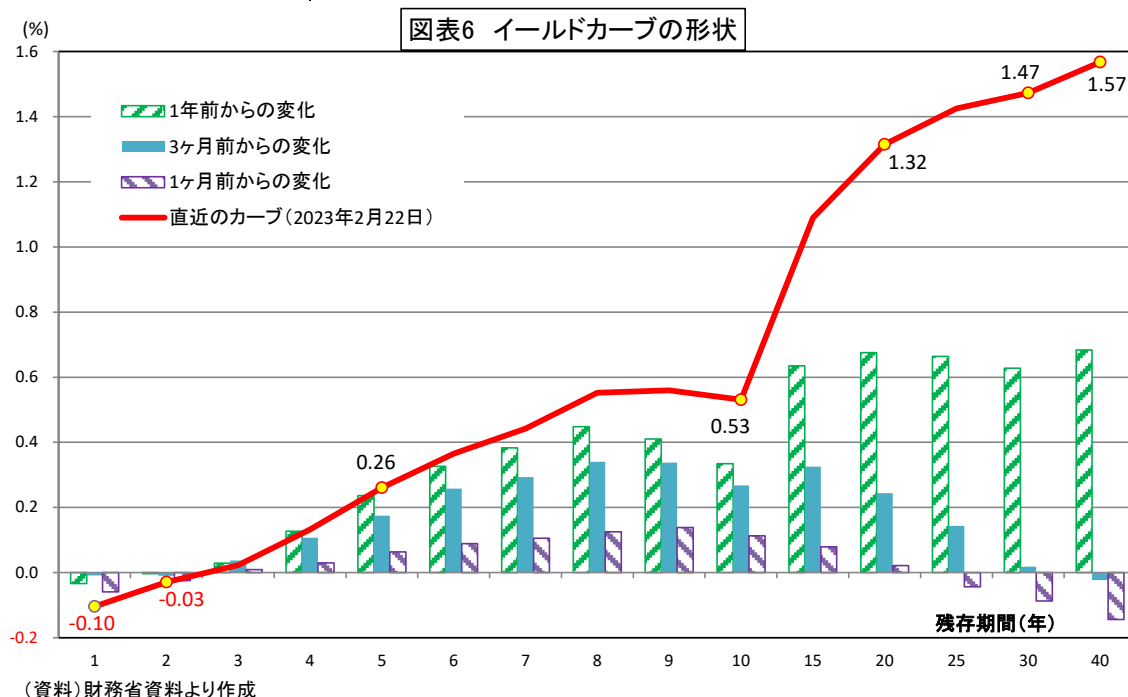
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

長期金利は一時0.5%超に上昇

12月の金融政策決定会合で日銀は長期金利の変動幅を「±0.5%程度」に拡大することを決定した。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（YCC）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。その後、植田元審議委員が次期日銀総裁人事として国会に提示されると報じられると、早期の政策正常化が意識されたほか、3月9～10日に予定される黒田体制としては最後の金融政策決定会合で、YCCを撤廃するとの観測も浮上、長期金利は目標レンジの上限0.5%を再び上回るなど、上昇圧力がかかり続けている。



長期金利は当面0.5%程度での展開が続くと予想

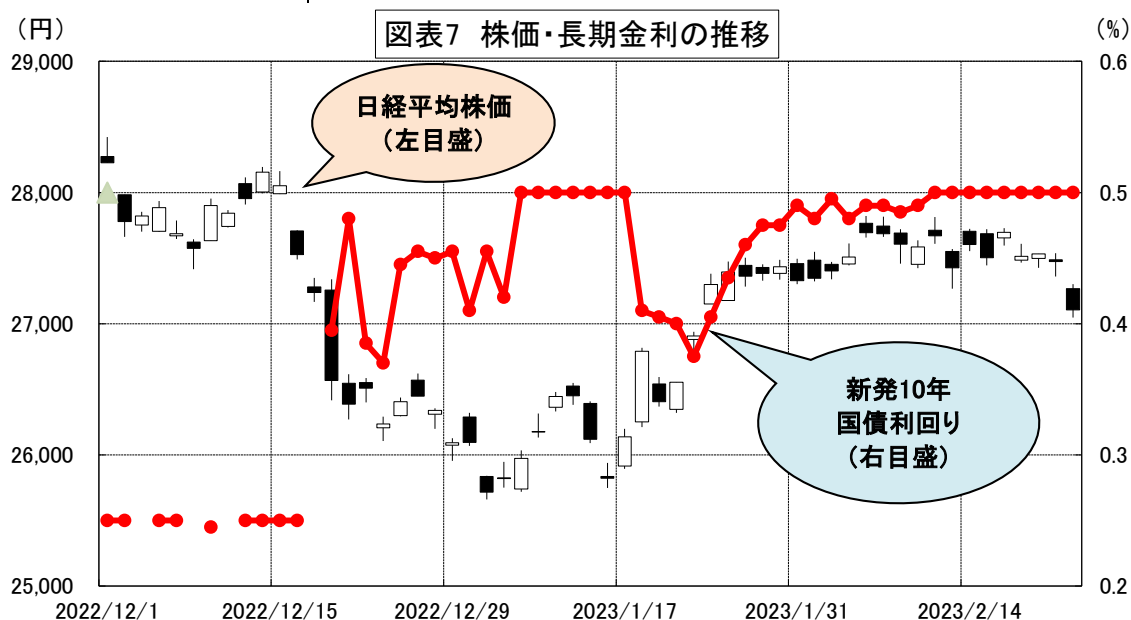
市場にはYCCが早期撤廃されると思惑もあるが、YCC撤廃後の金利急騰は必至であり、いずれ妥当な水準に収束していくとしても、それまでの期間は経済・物価・市場動向に大きな動揺を与えかねない。おそらく今はそのタイミングではないとみられる。そのため、日銀は当面は10年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍（0%±0.5%程度）で推移するように操作されると予想する。政策正常化観測が熾っていることもあり、当面は0.5%程度での展開が続くものの、世界経済の減速感が高まれば、金利上昇圧力は一旦緩和するだろう。

② 株式市場

しばらくは軟調な展開

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き締め、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。23 年入り後には若干持ち直したものの、日経平均株価は 27,000 円台でもみ合う展開が続いている。

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、軟調な展開が予想される。さらに、大規模緩和政策の早期修正観測が強まれば円高圧力が高まるとみられ、株価には悪材料となるだろう。



(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。

1ドル＝127円台まで円高進行後、円安方向に戻る

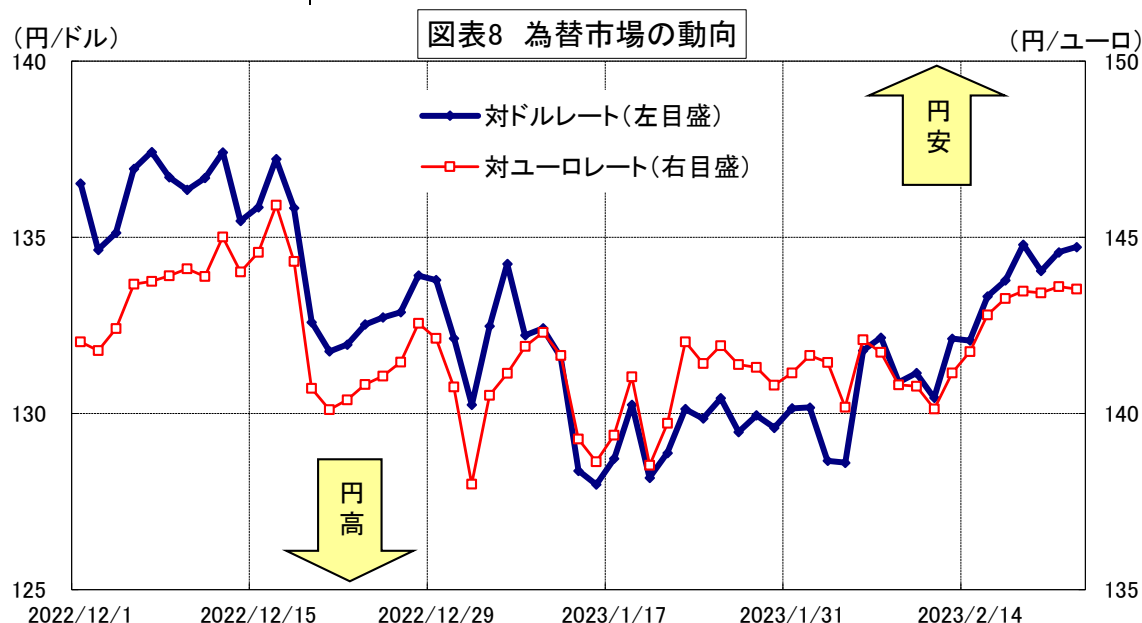
③ 外国為替市場

22 年 10 月下旬には 1 ドル＝152 円台半ばと、32 年ぶりの円安水準となるなど、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。また、日本の貿易収支の赤字幅が膨張し続け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、先行き米国の利上げペースが減速するとの思惑が強まったことから、円安圧力がようやく一服した。その後も、米国の利上げ打ち止め観測や日銀の長期金利の変動幅拡大決

定も為替レートを円安修正の一助となった。1月中旬には127円台と7か月ぶりの円高水準となった。ただし、その後は米国経済・物価の底堅さもあり、市場の想定以上に政策金利（FFレート）が引き上げられるとの見通しが強まり、再び130円台半ばまで戻った。

先行きについては、日米金利差はもう一段拡大し、かつなかなか縮小しないと観測が強まっていることもあり、しばらく円安気味の展開となる可能性がある。しかし、日銀の政策市場化観測が燐り続けることもあり、22年中に見られたような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。

対ユーロでも円安 気味の展開

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）が年半ばにかけて複数回の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もあり、1ユーロ＝140円台前半へ緩やかに円安ユーロ高が進んだ。対米ドルと同様、しばらくはユーロ高気味の展開が予想される。

(23.2.24 現在)