国内経済金融

物価高や海外経済の減速で国内景気は弱含み

～世界的な金融システムリスクが急浮上～

南　武志

要旨

国内外の観光客が増加し、宿泊や娯楽などのサービス業の回復傾向が強まっているが、物価高による節約志向の強まりから個人消費全体としては盛り上がりを欠いた動きとなっている。また、欧米などでの本格的な金融引き締めなどもあり、世界経済・貿易は減速傾向となっており、日本の輸出・生産も弱含みとなっている。注目の 23 年春闘は「賃上げの機運」の強まりを受けて大いに健闘しているが、コスト高で業績悪化となる企業・事業者も少なくないことから、当面は消費回復の緩慢さが続くだろう。

政府の物価高対策が奏功し、2 月の全国消費者物価は 3%台へ鈍化したが、食料や日用品ではしばらく値上げの動きが残るとみられる。なお、年度下期には物価上昇圧力が緩和し、再び 2%割れとなる可能性があるほか、しばらく内外景気情勢や世界的な金融システム不安が燻ることもあり、4 月に発足する植田日銀は様子見姿勢が続くだろう。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2023年				2024年
			3月（実績）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）	3月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	-0.014	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.10	-0.10～0.10
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0010	-0.05～0.10	-0.05～0.15	-0.05～0.15	-0.05～0.15
国債利回り	20年債	(%)	1.070	0.90～1.30	0.90～1.40	1.05～1.45	1.05～1.50
	10年債	(%)	0.280	0.20～0.50	0.20～0.50	0.25～0.55	0.30～0.55
	5年債	(%)	0.065	0.00～0.30	0.00～0.40	0.05～0.40	0.05～0.40
為替レート	対ドル	(円/ﾄﾞﾙ)	130.9	120～140	120～140	115～140	115～140
	対ユーロ	(円/ユーロ)	140.8	135～155	135～155	130～150	130～150
日経平均株価		(円)	27,476	26,000±3,000	27,000±3,000	28,000±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3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。

米銀 2 行の経営破綻を契機に世界的な金融システムリスクが顕在化

2022 年夏場以降、欧米の主要中央銀行は目標を大幅に上回って推移するインフレの沈静化を最優先にする方針を明確にし、大幅な利上げや中銀バランスシートの縮小を決定するなど、金融引き締めを本格化させている。金融政策の効果が浸透するには一定の時間差が必要とされるが、インフレが高止まりする兆しが窺えたこともあり、パウエル FRB 議長は今後の利上げ幅を再拡大する可能性を示唆、金利に再び上昇圧力がかかった。

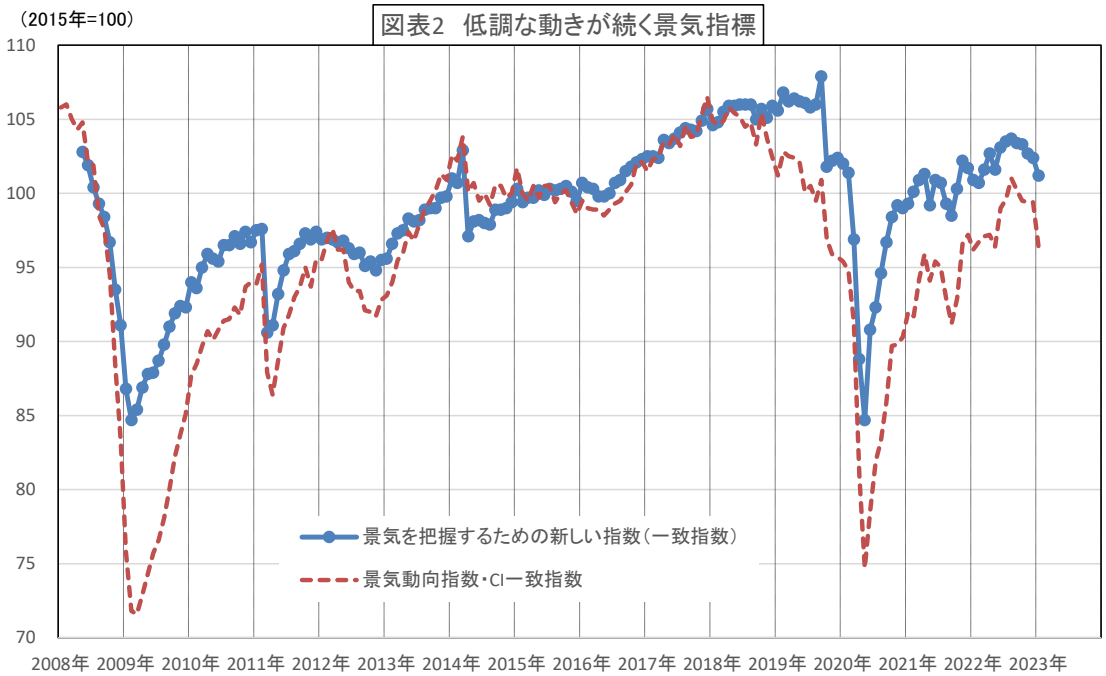
こうしたなか、3 月に入り、米中堅銀行の 2 行が相次いで経営破綻、米銀 1 行が事業を清算したほか、欧州の大手金融機関クレディ・スイスが経営危機に陥ったことで、世界的な金融シ

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

ステム不安が一気に高まった。リーマン・ショック（08年9月）の経験から、米金融当局では破綻銀行の預金を全額保護する方針を打ち出したほか、スイス政府はクレディ・スイスを競合他社であるUBSが救済買収することを仲介、さらに主要6中銀が米ドル・スワップ取極を通じた流動性供給を拡充するための協調行動を公表するなど、システミックリスクが顕在化するのを未然に防ぐための対応を迅速に行った。

なお、一連の銀行倒産などが発生した直後、欧米英の中銀では金融政策に関する会合が開かれたが、個々の銀行問題は世界的な信用不安にはつながらないとの見方から、いずれも利上げの継続が決定された。しかしながら、中小銀行から大手銀行への預金流出が続いているほか、金融市場ではさらなる利上げは金融システム不安を一段と高め、景気後退を招きかねない、との思惑も燻るなど、予断を許さぬ状況といえる。

図表2　低調な動きが続く景気指標



（資料）内閣府経済社会総合研究所

足元の景気は足踏み

以下、国内景気の現状について確認したい。概して、インバウンド需要やサービス消費が回復した半面、海外景気の減速や物価高による節約志向の強まりなどで相殺され、景気は足踏み状態にあると思われる。

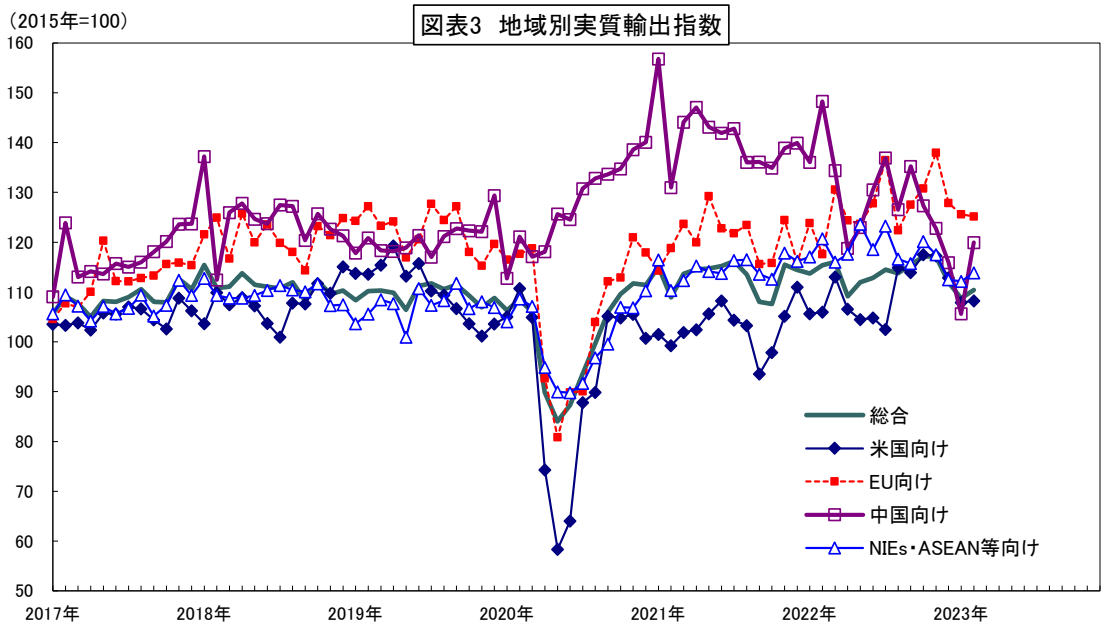
まず、景気動向指数のCI一致指数をみると、1月は前月から▲3.0ポイントと2か月ぶりの低下（12月は横ばい）で、景気の基調判断は「足踏み」で据え置きとなった。ちなみに、内閣

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

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１月分も前月から▲1.2 ポイントと５か月連続の低下で、直近ピークから 2.4%の落ち込みとなっている。

また、２月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比 1.5%と３か月ぶりの上昇であったが、中国の春節要因が剥落した影響を受けたものと思われる。1～2 月平均は 12 月から 2.1%の低下していることから、輸出は減少基調にあるとの判断が可能であろう。なお、地域別に 1～2 月平均と 12 月分との比較をみると、米国が▲4.1%、中国が▲2.7%、EU が▲2.0%と、主要地域向けは軒並み悪化している。財別で見ると、資本財・部品、自動車関連の弱さが目立つ。なお、１月には前月比▲5.3%の大幅低下となった鉱工業生産は、上述したように実質輸出指数が持ち直したこともあり、２月分は上昇するとの見通しであるが、リバウンドは限定的とみられる（製造工業生産予測指数（予測誤差の補正後）の中央値は前月比 1.3%）。

図表3　地域別実質輸出指数



（資料）日本銀行　（注）日本銀行が貿易統計（財務省作成）と輸出入物価指数（日本銀行作成）を用いて試算

消費は総じて低調

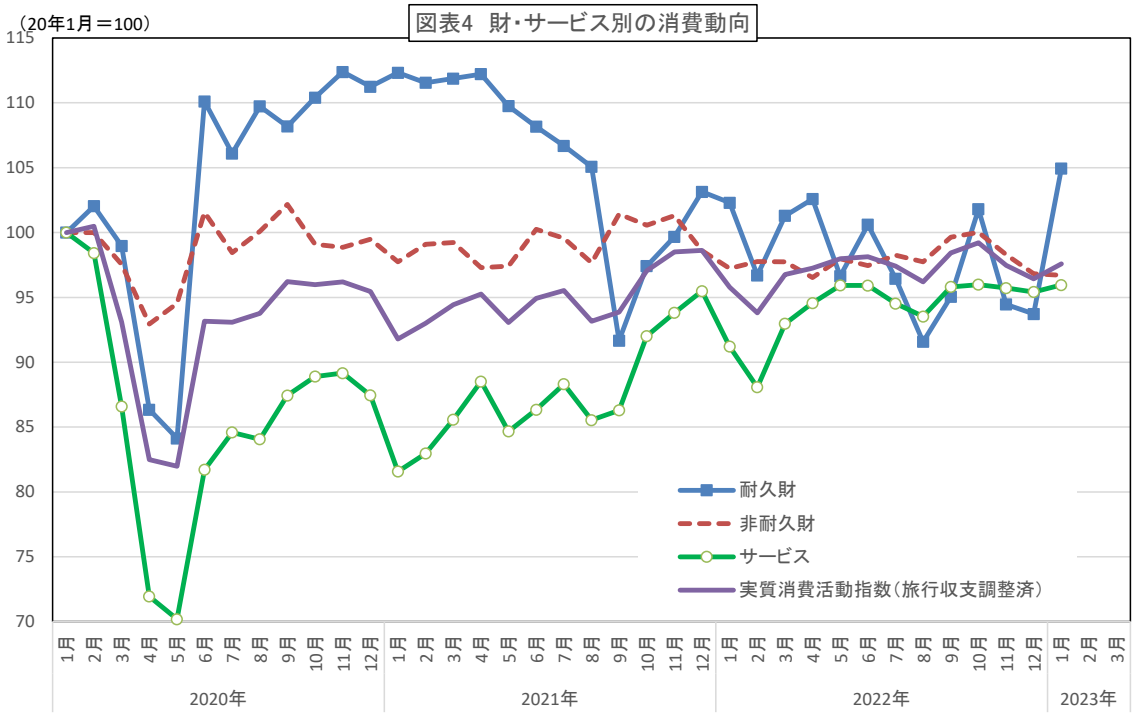
消費関連指標も鈍い動きが続いた。１月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比 1.2%と３か月ぶりの上昇となったが、自動車生産の回復で持ち直した耐久財（同 12.0%）が牽引役であり、同じく３か月ぶりの上昇だったサービス消費は前月比 0.6%にとどまった。１月上旬は「全国旅行支援」の適用外だったほか、10 日に再開された後の割引率が縮小した影響が考えられるが、いずれにせよ消費回復の呼び水には

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

なっていないようだ。

その背景には、物価高によって家計の実質所得が目減りし、かつ消費マインドも低調であることが挙げられる。1 月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額（名目賃金）は前年比 0.8%の上昇にとどまり、実質賃金は同▲4.1%の大幅低下となった（10 か月連続のマイナス）。また、2 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 3 か月連続で改善しているものの、22 年上期の水準を下回った状態であり、基調判断も「弱い動きが続いている」である。

図表4 財･サービス別の消費動向



（資料）日本銀行「消費活動指数」

経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて 23 年度上期はマイナス成長へ

以下、先行きの国内景気を展望してみたい。注目を集める 23 年春闘については、大手企業を中心に例年にない高水準の妥結が相次いだ。日本労働組合総連合会（連合）の集計（3 月 24 日公表分）では、全体（定期昇給相当分込み）で 3.76%と、前年同時期の 2.13%を大幅に上回っている。規模別にみると、組合員数 300 人以上で 3.78%（前年は 2.13%）であるのに対し、組合員数 300 人未満では 3.39%（前年は 1.96%）と若干低いとはいえ、中堅・中小組合でも一定の賃上げが実現する可能性が高まったといえる。もちろん、22 年の労働組合への加入率は 16.5%と過去最低を更新しているほか、最近のコスト高騰で業績が悪化し、賃上げが厳しい企業・事業者も少なくないと思わ

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

れる。また、来年も賃上げが続くのか、さらにかつてベースアップは死語になったとまで言われた日本の労働市場において「労働生産性の向上分は労働者に還元する」という原則が定着したのか、なお不透明といえる。とはいえ、後述の通り、23年度下期にかけて物価上昇率が鈍化していけば、足元で消費抑制の主因となっている実質所得の目減りは解消される可能性があるだろう。なお、政府は22日、総額2兆円超の物価高対策を決定した。22年度予算の予備費を活用する格好であり、プロパンガス代の負担軽減や住民税非課税世帯への3万円（目安）給付、低所得の子育て世帯への子ども1人当たり5万円給付などが盛り込まれている。

一方、海外経済の動向については、当初の予想以上に物価が高止まりしており、沈静化に向けては一段の利上げが不可避な状況である。その半面、金融政策の効果には1～2年程度のタイム・ラグを伴うため、物価鈍化が確認できるまで利上げを継続した場合、景気をオーバーキルしかねないほか、金融システムへの不安が漂っていることもあり、各中銀がさらなる利上げを実施するか、疑問視する向きも少なくない。また、コロナ感染対策が大幅に撤廃された中国では今後の回復本格化への期待感は高いものの、依然として消費が低調に推移するなど、世界経済全体を牽引するような力強さは現時点ではない。

とはいえ、物価高による国内消費の低調さはしばらく続くほか、輸出・生産の持ち直しも期待できないこともあり、当面の国内景気は軟調に推移、23年度上期はマイナス成長になると予想している。一方、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、23年度を通じてはゼロ成長にとどまるだろう。

物価見通し：当面は高止まりながらも、夏場以降は鈍化

2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3.1％と、8か月連続で加速していた1月分（同4.2％）から大きく鈍化した。政府による電気・ガス代の負担軽減策が奏功したといえるが、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合（コアコアCPI）」では逆に同3.5％へ加速するなど、加工食品や外食などを中心に幅広い財・サービスで値上げが継続している姿が確認できた。

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

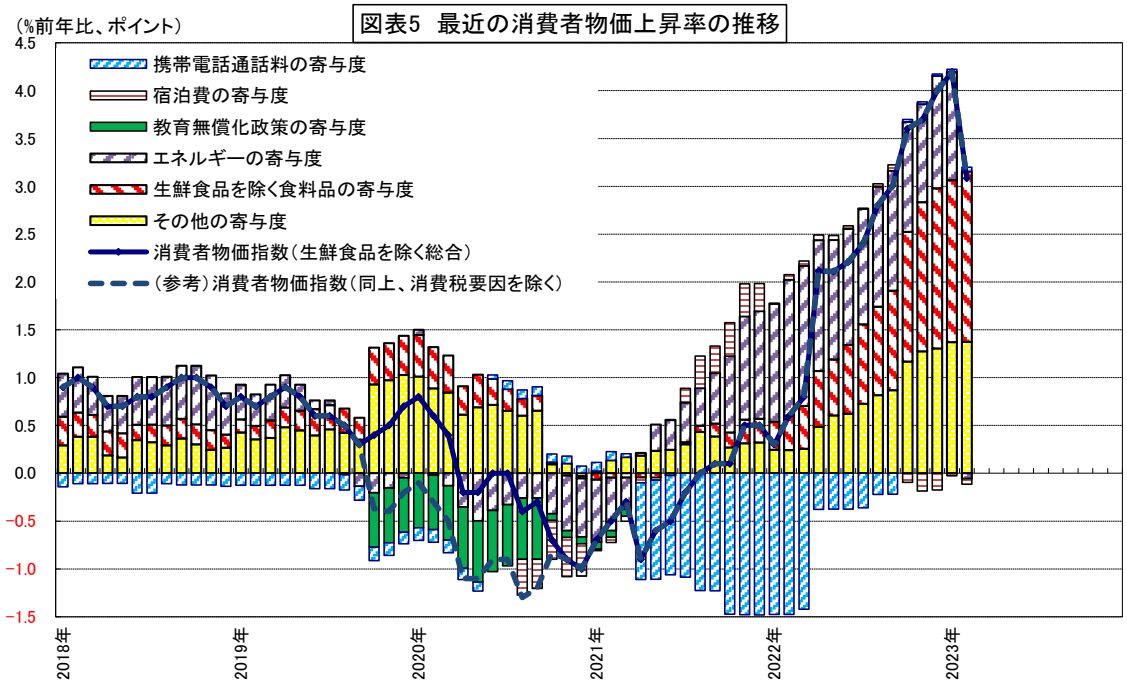
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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される可能性がある。そのため、しばらくは前年比 3%台での推移が続くとみられる。

一方、エネルギーに関しては、「再生可能エネルギー発電促進賦課金」の単価を 4 月以降は 1kWh あたり 1 円 40 銭引き下げる（標準的な世帯で月 820 円の負担軽減）ほか、申請されていた 4 月以降の電力料金の値上げは先送りされている。また、世界経済の減速懸念を織り込んで、国際商品市況は大きく調整しているほか、為替レートの円安進行も止まっており、輸入インフレは沈静化しつつある。

以上を踏まえると、物価上昇率はしばらく 3%台で推移するものの、夏場以降は鈍化が始まり、年度末までには前年比 2%を再び下回る可能性があるだろう。

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:「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」粘り強く継続

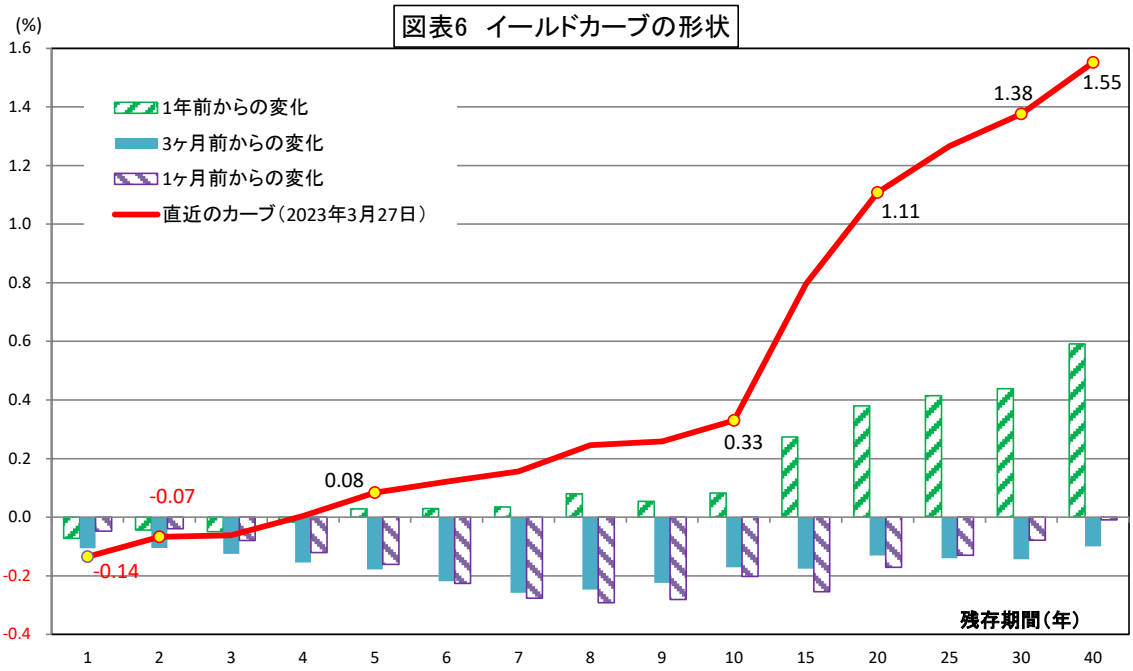
日本銀行は、黒田総裁の下では最後の開催となった金融政策決定会合（3 月 9～10 日）において、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組み（短期政策金利:▲0.1%、長期金利（10 年物国債利回り:ゼロ%±0.5%））を継続することを決定した。一部では 12 月会合に続き、政策修正がされるとの思惑も浮上していたが、大方の予想通りの結果であった。

会合後に行われた記者会見において、黒田総裁はこの 10 年間で経済は大きく発展、デフレでない状況になり、雇用も 400

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

万人以上拡大したといった成果を挙げつつも、2%の物価安定目標が持続的・安定的に達成されていない点については無念をにじませた。ただし、今後の労働市場はタイトになっていくほか、賃金・物価が上がらないというノルムも変化しつつあり、2%の物価安定目標が賃金の上昇を伴うかたちで達成される姿に近づいてきた、と述べている。

図表6　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

植田日銀はしばらく様子見か

さて、3 月 20 日に就任した 2 名の副総裁に続き、4 月 9 日には植田和男氏が新総裁に就任し、名実ともに日銀の新体制が発足することになっている。2 月下旬に衆参で実施された植田氏の所信聴取からは、現在の大規模緩和について副作用がある点は認めつつも、概ね適切と評価したほか、13 年 1 月に公表した政府との共同声明（2%の物価目標をできるだけ早期に達成）は当面維持すると述べるなど、金融政策の正常化などには現時点では慎重な考えを示した。

今後の景気足踏みや年度下期にかけての物価鈍化の可能性を踏まえると、当面の間、様子見姿勢を続けるものと思われるが、大規模緩和の再検証や副作用の軽減に向けた政策運営の微修正なども検討される可能性もあるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

3 月の内外金融市場は、米国の利上げペースを巡る思惑や世界的な金融システムリスクへの警戒など、様々な材料が登場

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

し、相場全体が大きく揺れ動く場面も散見された。

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。

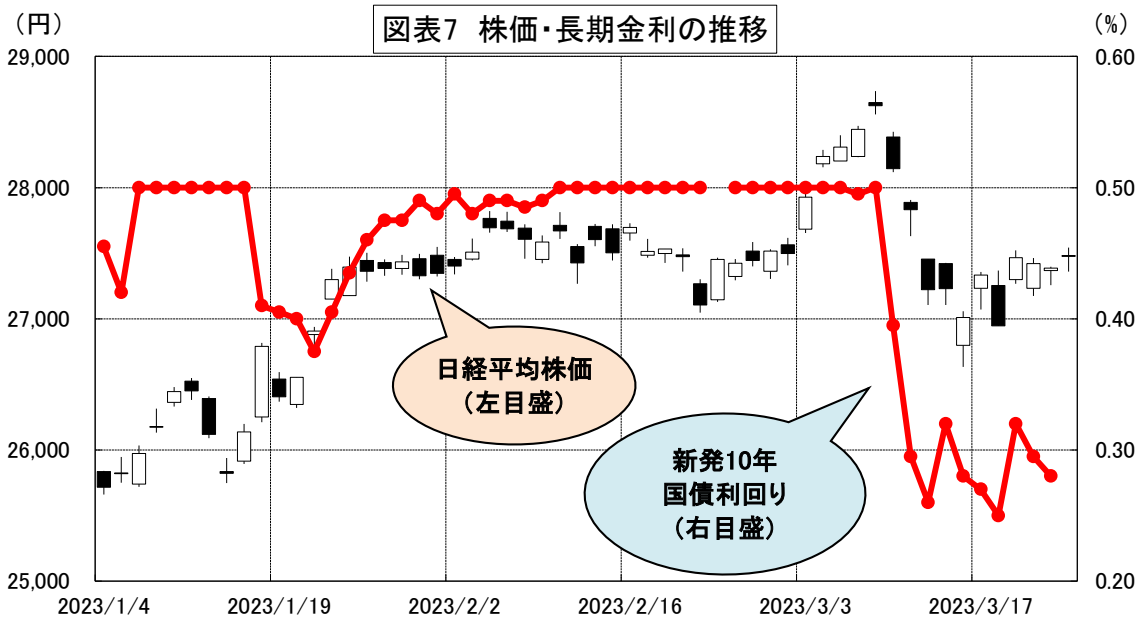
① 債券市場

長期金利は金融システム不安への警戒から低下

金融政策の正常化への思惑が燻る中、1 月の金融政策決定会合ではイールドカーブ・コントロール（YCC）を完遂する姿勢が確認されたことから、一旦は金利上昇圧力が緩和した。しかし、長期金利の変動幅拡大による債券市場の機能回復が進まず、黒田総裁の下では最後の会合となる 3 月の決定会合では YCC が撤廃されるとの見方が燻り続けたほか、4 月に発足予定の植田日銀でも早期に政策の正常化が図られるとの見方が根強く、3 月上旬まで長期金利は目標レンジの上限である 0.5%近辺での推移が続いた。

その後、米銀の経営破綻を契機に世界的な金融システム不安が高まったことで上昇圧力は一服、イールドカーブ全体が下方にシフトし、長期金利も 0.3%前後での推移となっている。

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 （注）長期金利の欠損値は出合いなし。

長期金利は当面0.3%台を中心レンジとする展開が続くと予想

市場には植田日銀が早期に政策正常化に向けて動き出すとの思惑が燻っているが、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。当面の景気停滞や今後の物価鈍化、さらには世界的な金融システムリスクが意識されていることもあり、今はそういうタイミングでは

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

ないだろう。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。当面は現状の 0.3％台を中心レンジとする展開が予想されるものの、世界経済の減速が強まれば、金利上昇圧力はさらに緩和するだろう。

② 株式市場

しばらくは軟調な展開

22年後半、株式市場は海外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上値の重い展開が続いたが、年末にかけては日銀が長期金利の変動幅拡大を発表し、それが政策正常化の第1歩との思惑を高め、国内株価は大きく下落、日経平均株価は一時3か月ぶりに26,000円割れとなった。一方、23年入り後は持ち直しに転じ、しばらく27,000円台でもみ合った後、円安気味の為替レートが好感され、7か月ぶりの28,700円台まで上昇する場面もあった。しかし、欧米で金融システム不安が急浮上したことで3月中旬にかけて急落、直近は再び27,000円台でもみ合っている。

先行きについても、しばらく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。

③ 外国為替市場

円安進行後、米銀破綻を契機に円高方向に戻る

金融政策の方向性の違いを背景に 22 年秋までは一方的な円安が進んだが、その後は米国の利上げペースの減速などで潮目が変わり、円安圧力はだいぶ緩和しつつある。とはいえ、日銀が大規模緩和から早期に転換する可能性は低く、インフレが高止まりを続ける米国で利上げペース再加速や利上げ継続の長期化といった観測が浮上すると、円安ドル高方向に進みやすい環境は維持されたままだ。

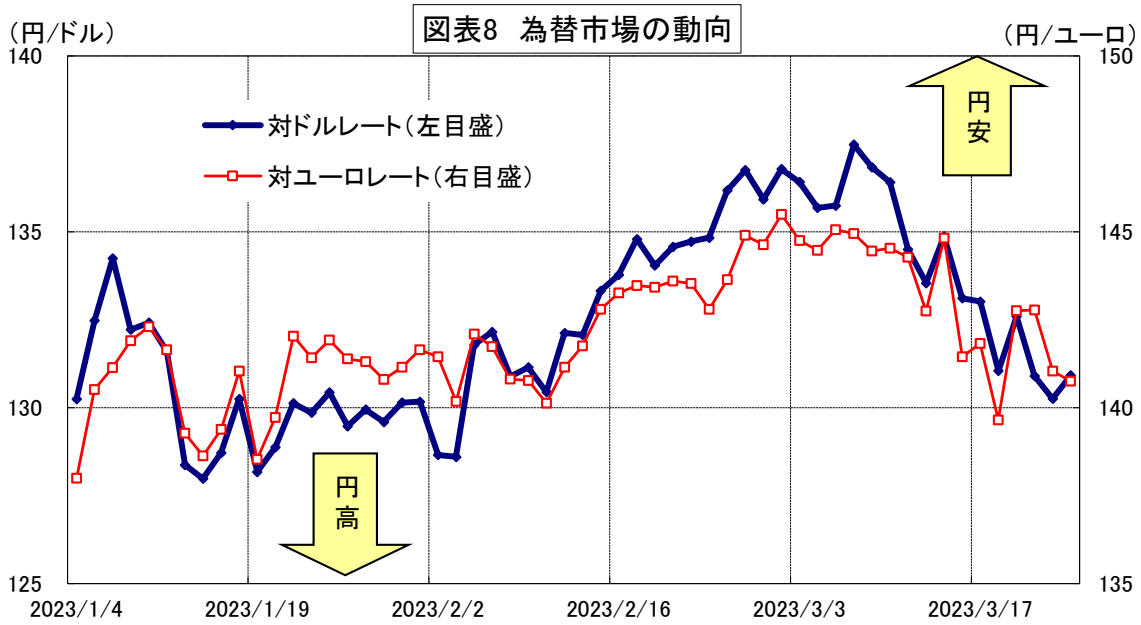
実際、短期間で大幅な利上げを実施してきたにもかかわらず、経済・物価指標に依然として底堅さがあることもあり、パウエル米FRB議長は議会証言で利上げペースを再加速させる用意があると述べたことに為替レートは反応、3 月上旬には円安圧力が強まり、一時1 ドル＝138 円前後となった。しかし、その後は米国の金融システムへの警戒が高まり、3月FOMCでは利上げが見送られるとの見方が強まったことから、円高方向に戻った。24日には一時129円まで円高が進行した。

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

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

なか縮小しないと観測が強いこと、米金融当局は危機を未然に防ぐべく万全の対応を継続するとみられるため、一方的に円高が進行する可能性は低く、130 円台前半あたりでもみ合う展開を予想する。

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。

対ユーロレートも円高方向に戻す

一方、対ユーロレートはインフレ高止まりに対して欧州中央銀行 (ECB) は年半ばにかけて複数回の利上げを継続する方針であるほか、23 年 3 月には資産圧縮を開始したともあり、3 月上旬には一時 1 ユーロ＝145 円台まで円安ユーロ高が進んだ。その後はクレディ・スイスの経営危機が意識されたほか、ドイツ銀行の株価が急落するなどユーロ圏でも金融システムリスクが浮上したこともあり、140 円程度まで円高ユーロ安方向に戻している。当面は金融システムリスクが今後の利上げ方針にどの程度影響するかを見極める展開が予想され、しばらく現状水準でのもみ合いが続くだろう。

(23.3.27 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