

外需主導で高成長を達成した4～6月期GDP

～物価高による民間消費の低迷も浮き彫りに～

南 武志

要旨

挽回生産が進んだ自動車の輸出回復とインバウンド需要の堅調さにより、4～6月期の実質GDPは前期比年率6.0%の高成長となり、過去最高を約4年ぶりに更新した。しかし、肝心の民間消費は3期ぶりの減少となるなど、民間需要の弱さも浮き彫りとなった。先行きに関しては、自動車要因の一巡、物価高止まりによる消費停滞、世界経済の減速による輸出停滞が想定され、年度内は低成長が続くだろう。本格的な景気回復は物価沈静化が進む24年度入り後であろう。

一方、日銀は大規模緩和の枠組み自体は維持したものの、YCCの運用を柔軟化することを決定、長期金利は1%まで上昇することが許容されることとなった。加えて、直近は海外からの金利上昇圧力も波及し、長期金利は上昇気味であるほか、再び円安も進行、市場介入への警戒が高まっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2023年			2024年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	-0.063	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0030	-0.05～0.05	-0.05～0.05	-0.05～0.10	-0.05～0.10	
国債利回り	20年債 (%)	1.375	1.10～1.50	1.10～1.50	1.15～1.55	1.15～1.55
	10年債 (%)	0.645	0.45～0.80	0.45～0.80	0.50～0.85	0.50～0.90
	5年債 (%)	0.225	0.05～0.40	0.05～0.40	0.10～0.45	0.10～0.50
為替レート	対ドル (円/ドル)	145.3	135～155	130～150	125～145	120～140
	対ユーロ (円/ユーロ)	157.8	147～167	145～165	145～165	140～160
日経平均株価 (円)	32,287	31,500±3,000	29,500±3,000	29,500±3,000	31,000±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8月24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。

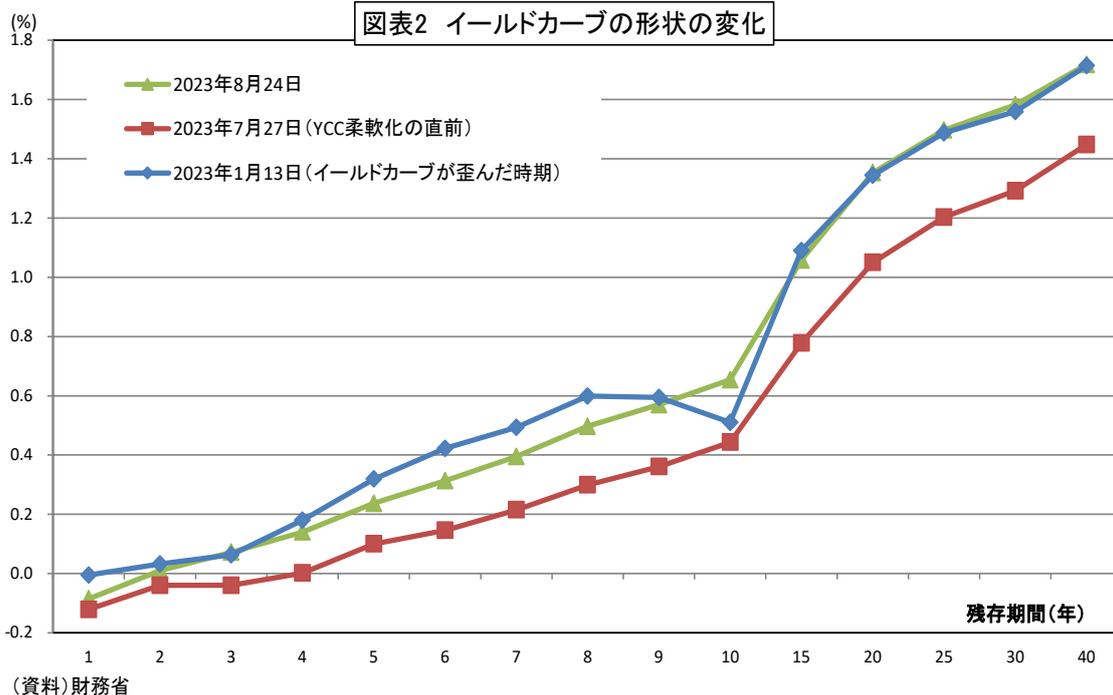
YCCの運用柔軟化を決定した日本銀行

7月27～28日に日本銀行が開催した金融政策決定会合では、「長短金利操作(YCC)付き量的・質的金融緩和」の枠組みは維持したうえで、YCCを柔軟に運用することが賛成多数で決定された。具体的には、長期金利(10年物国債金利)の操作目標を0%程度、変動幅「±0.5%程度」を目途とし、0.5%を上回って推移することを容認することとなった。ただし、1%超にはならないよう、1.0%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日実施することとした。植田総裁は、長期金利が0.5%から1%の範囲では、水準や変化のスピード等に応じて機動的に国債買入れ額の増額や指値オペ、共通担

保資金供給オペなどを実施することで、過度な金利上昇圧力を抑制する、と述べている。

このように、長期金利の変動幅を「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大した 22 年 12 月の決定会合に続き、実質的な「利上げ」の決定となった。しかし、日銀としては大規模金融緩和の正常化に乗り出したわけではなく、あくまでも金融緩和の持続性を高めるための決定ということを強調している。また、金利上昇圧力に晒されて後手に回って対応したわけではなく、前もってリスク対応を施した、との説明をしている。

債券市場では、こうした内容が事前に報道されたこともあり、決定内容の公表前から長期金利は 0.5%を上回るなど、上昇圧力が高まった。これに対して、日銀は臨時の国債買入れオペを 7 月 31 日と 8 月 3 日に実施（総額 7,000 億円）したが、無理に抑え込むというよりは上昇テンポを緩和することに注力した印象である。その結果、8 月にかけて長期金利は 0.6%前後で比較的落ち着いた動きとなった。

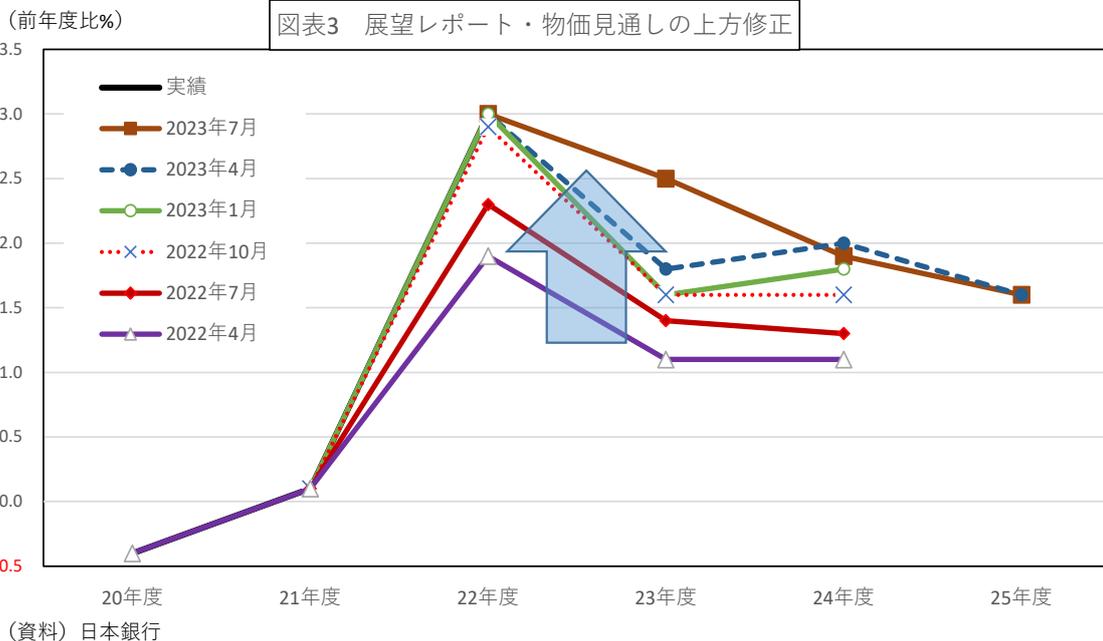


金融政策：大規模緩和の枠組みは当面維持

7 月会合後に公表された展望レポートによれば、物価見通し（全国消費者物価上昇率、除く生鮮食品）は 23 年度を 2.5%（前回 4 月：同 1.8%）へ大幅に上方修正されたとはいえ、24、25 年度は 1%台へ鈍化、つまりは 2%の物価安定目標は中期的には維持できないとの見方が踏襲された。決定会合後の会見

で、植田総裁は粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴うかたちで 2%の物価安定の目標を持続的・安定的に実現することを目指していく方針を改めて示している。また、内田副総裁は講演の中で、マイナス金利の解除は、実体経済面で需要を抑制することで物価の上昇を防ぐことが適当と判断した場合とし、そうした判断に至るまでにはまだ大きな距離があると述べている。

以上を踏まえると、政策正常化に向けた議論は 24 年春闘でも「賃上げの機運」が続き、先行き賃金・物価の相乗的な上昇基調が強まるかを確認してからとの見方に変更はない。



足元の景況感は改善

以下、足元の国内景気動向について確認したい。まず、2023年 4～6 月期の GDP 第 1 次速報によれば、自動車輸出やインバウンド需要の堅調さによって輸出が前期比 3.2%と増加したこと、さらに輸入が同▲4.3% (3 期連続のマイナス) と大きく減少したことから、実質経済成長率は前期比 1.5% (同年率 6.0%) と 3 期連続のプラスとなった。また、実質 GDP の水準も過去最高となり、これまでの 19 年 7～9 月期 (消費税率 10%への引上げ前) を上回った。

なお、前期比成長率 (1.5%、前掲) に対する内外需寄与度については、国内需要が▲0.3 ポイント、海外需要が+1.8 ポイントと、内需の弱さが浮き彫りとなる内容であった。5 月 8 日に新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) の感染症法上の位置付

景気回復は継続

けが「5 類」に移行されたことで、ウィズコロナの生活様式がさらに浸透し、消費活動が活性化することが期待されていたが、民間消費は前期比▲0.5%と3期ぶりの減少で、物価高による節約志向の高まりがそれを阻止した格好となった。また、日銀短観などの23年度設備投資計画の底堅さとは裏腹に、民間企業設備投資は同0.03%の微増にとどまった。

なお、GDPデフレーターは前年比3.4%と、1981年1～3月期以来の高い上昇率となった。名目GDPは前期比2.9%と3期連続の増加、2期連続で年率10%程度の高成長となった。

次に、主要な月次経済指標を確認したい。前月までと同様、自動車の挽回生産が続き、欧米向けの自動車輸出が底堅く推移しているほか、訪日外国人の増加によりインバウンド需要が堅調推移していることが国内景気を牽引する構図が続いている。とはいえ、自動車の挽回生産も一巡しつつあるほか、主要な輸出相手先である中国経済の不振によって中国向け輸出の低迷につながっている。

なお、景気動向指数を確認すると、6月のCI一致指数は前月から+0.1ポイントの改善（2か月連続）で、景気の基調判断は「改善」、直近ピークの22年8月の水準に並んだ。1年前から参考指標として公表されている「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の7月分は2か月ぶりの上昇で、直近ピークだった2月の水準を上回った。実質GDPとは異なり、19年1～9月の水準には届いていないが、景気回復が継続していると判断しても差し支えないだろう。

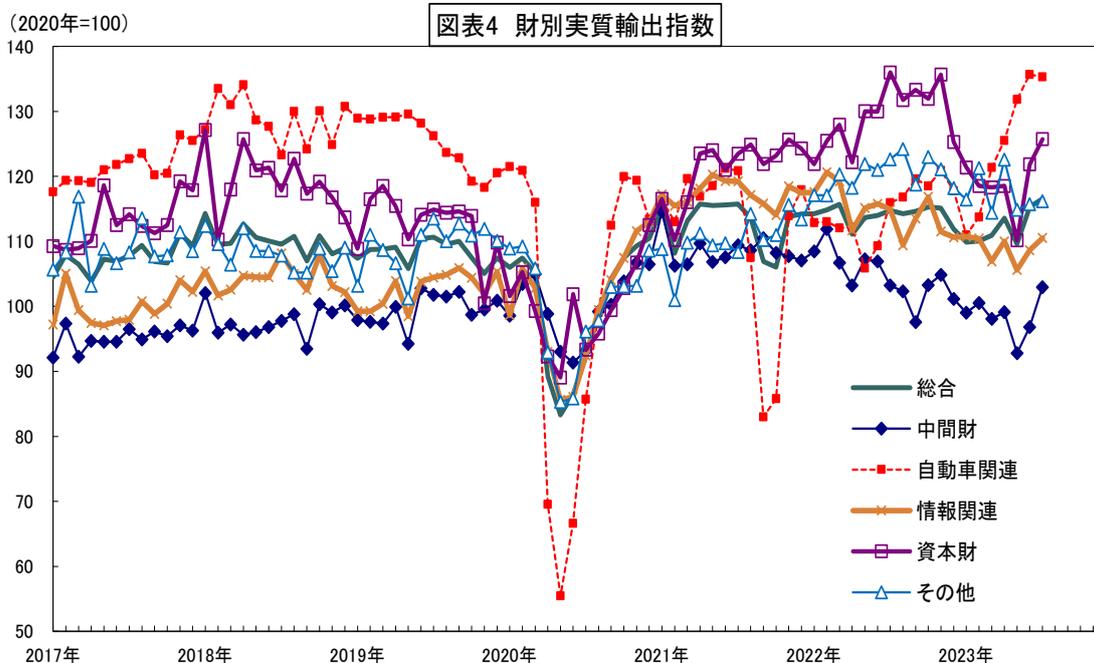
また、景気ウォッチャー調査などのマインド系の指標は、製造業は弱いものの、非製造業は堅調に推移しており、これまでと変わりはない。

自動車以外の輸出・生産は総じて弱い

輸出関連については、挽回生産が進んだ自動車が主導する格好で持ち直してきたが、7月は地域別にはEU向け、財別には中間財、資本財が堅調で、実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比1.1%と2か月連続で上昇、過去最高を更新した。ただし、中国などアジア向け、情報関連は概して鈍い動きであるほか、自動車も頭打ちになりつつある。

また、設備投資関連も足元で弱い動きがみられる。4～6月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比▲3.2%と2期ぶりの減少で、事前見通し（同4.6%、内閣府集計）を大きく下

振れたほか、7～9月期も減少見通しであった。日銀短観などの設備投資計画は強い数字であるが、実際の設備投資行動には反映されていない。



消費動向に全般的に鈍い

消費関連指標をみると、引き続き消費者マインドは改善傾向にあるものの（7月の消費者態度指数は5か月連続で改善、基調判断は「改善に向けた動きがみられる」へ上方修正）、サービス分野も含め、消費全体として持ち直し傾向が強まっているようには見えない。6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▲0.5%、うちサービスも同▲0.6%と、ともに2か月ぶりに低下した。6月の総消費動向指数（総務省統計局）は同0.01%とほぼ横ばい（4か月ぶりの上昇）で、低調な展開から抜け出せていない。このように消費回復が足踏みしているのは、物価高によって実質所得が減少していることが背景にあるとみられる。6月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比2.3%であったが、後述の通り、消費者物価が高止りしていることもあり、実質賃金は前年比▲1.6%とマイナス状態（15か月連続の低下）が続いている。

第3次産業活動指数（6月、前月比▲0.4%）からは、コロナ禍で打撃を受けた宿泊、飲食、娯楽などが含まれる「広義個人向けサービス業」は同0.6%の上昇（4か月ぶり）ながらも、リベンジ消費からは程遠いことが確認できる。

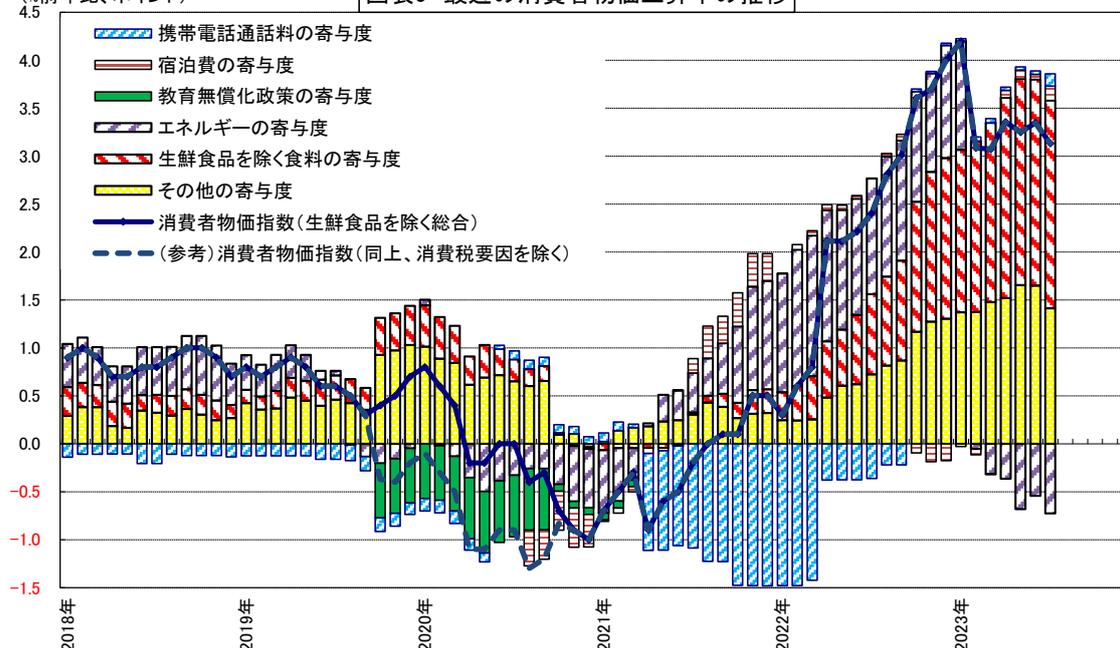
経済見通し：物価高や海外経済の減速の影響で23年度後半にかけて低成長へ

以下、先行きの国内景気を展望したい。これまでの見通し同様、カギを握るのは、世界経済・貿易の動向と実質家計所得の目減りがいつ解消されるのか、という点であることには変わりはない。足元7～9月期は、引き続きインバウンド需要やサービス消費が増加傾向をたどることが見込まれるものの、物価高止まりによって消費全体の持ち直しは阻害される状態が続くほか、世界経済の減速に加えて自動車の挽回生産一服により輸出も減少に転じる可能性が高い。経済成長率は前期比年率▲0.3%と4期ぶりのマイナスが見込まれる。

23年度下期についても欧米など先進国経済の減速傾向が一段と強まるほか、中国経済も低調さが残り、輸出・生産活動はその影響を受けるだろう。消費者物価は鈍化し始めるものの、賃金の伸びを上回った状態からは脱せず、民間消費は盛り上がりや欠いた動きが予想される。その結果、23年度後半にかけて国内景気は足踏みが続くだろう。ただし、23年度を通じては1.6%成長が見込まれる（合わせて8月18日公表の「2023～24年度改訂経済見通し」もご覧ください）。

(%前年比、ポイント)

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移

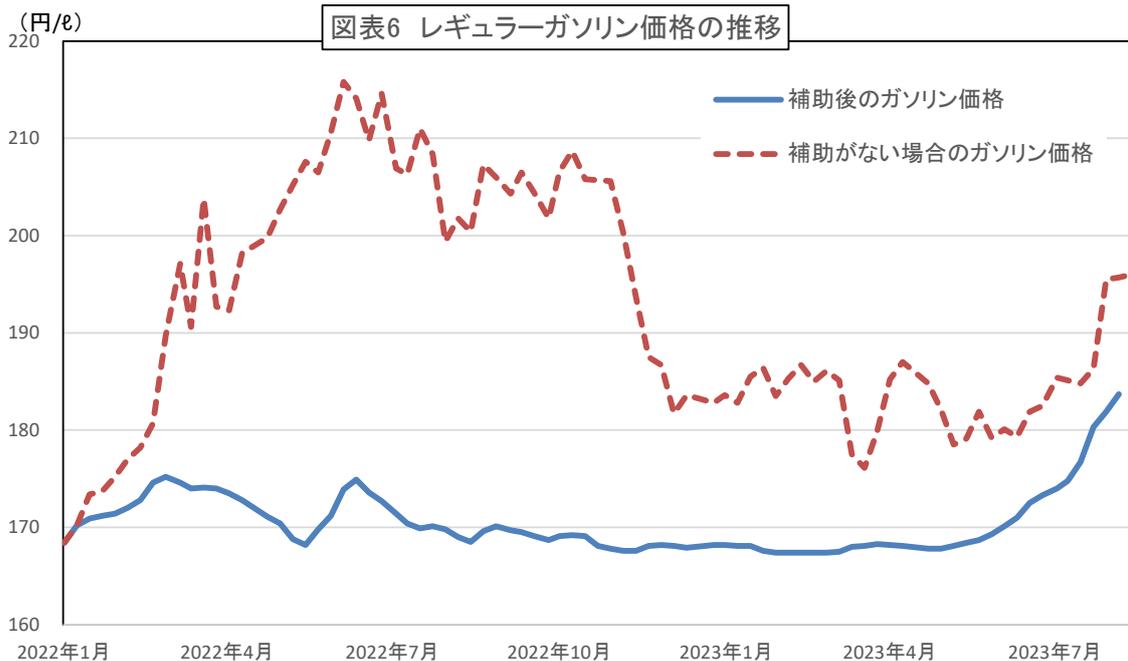


(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：消費者物価は高止まり状態

7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3.1%と、再加速した6月分（同3.3%）から鈍化した。内容的には、物価高対策の影響によってエネルギーの下落が続いているが、食料、日用品での値上げが続いているほか、

宿泊料などインバウンド需要の急拡大やサービス分野での人手不足などに起因する上昇も散見された。なお、最近の物価押し上げの主因である食料（生鮮食品を除く）は同 9.2%と相変わらず高い上昇率ではあるが、この3 か月はほぼ同じ伸びであり、ひとまず加速は止まったことが確認できる。ただし、「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」は前年比 4.3%へ再加速、43 年ぶりの高い伸びであり、ベース部分の物価上昇圧力は根強い。



(資料)資源エネルギー庁

物価見通し：物価高対策の延長により、今秋以降は緩やかに鈍化へ

先行きについては、9 月末を期限とするエネルギー（電気・都市ガス・ガソリン）の負担軽減策の行方に大きく左右されるとみられている。22 年 1 月に発動された燃料油価格激変緩和対策事業によってガソリン価格は一定程度抑制されてきたが、資源エネルギー庁「石油製品価格調査」によれば、8 月 21 日時点のレギュラーガソリン価格は全国平均で 183.7 円/ℓであり、08 年 8 月上旬の 185 円台に迫っている。補助金がなければ 196.0 円とのことであり、補助金が廃止されれば一気に 200 円近くまで上昇することになる。また、総務省統計局の試算によれば、「電気・ガス価格激変緩和対策事業」の影響は▲0.99 ポイント（7 月分）とのことである。こうした物価高対策が終了すれば消費者物価の上昇率を大幅に押し上げ、国民生活に打撃を与えることになりかねない。

こうしたなか、岸田首相は 22 日、10 月以降のガソリン価格

金融市場：現状・見 通し・注目点

長期金利の上限引 き上げ後は概ね 0.6%台で推移

先行き、金利低下 圧力が強まる場面 も

高騰対策について8月中にまとめるよう指示、9月には電気・ガス代の支援策も含めた追加経済対策を取りまとめる方針を示した。こうしたエネルギー価格抑制策が延長されることを前提にすれば、輸入物価の下落や需要の低迷などもあり、今秋以降は食料、日用品などの値上げ圧力も徐々に弱まるとみられ、物価上昇率は緩やかながらも鈍化していくと思われる。

7月下旬に行われた日銀の政策修正を受けて国内長期金利には上昇圧力が働いたが、日銀は出口議論を引き続き封印する半面、米国の金融引き締め長期化観測が強まったことで、円安や株安が強まった。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

冒頭で触れたように、7月の金融政策決定会合ではYCC運用の柔軟化を決定、長期金利（新発10年物国債利回り）は1%程度までの上昇が許容されることとなった。10年ぶりとなった総裁の交代を契機に、日銀は金融政策の修正に着手するとの見方から、4月には長期金利は誘導レンジの上限（当時）である0.5%に近い水準での推移が続いたが、植田日銀は粘り強く大規模緩和を継続する姿勢を繰り返し表明したこともあり、早期の正常化観測は後退、長期金利は6月下旬には0.3%半ばまで低下する場面もあった。

こうした中、日銀が展望レポートで23年度の物価見通しを上方修正すると同時に政策修正を行うとの思惑が再び浮上、長期金利は再び0.5%近くまで上昇した。その後一旦は日銀関係者による大規模緩和の継続を示唆する発言で上昇圧力は後退したものの、7月会合の決定内容を受けて長期金利は水準を切り上げ、0.6%台での展開が続いた。足元では米国の金融引き締め状態が長期化すると見方が浸透して米長期金利が16年ぶり水準まで上昇したこともあり、国内金利にも上昇圧力が波及しつつある。

繰り返しになるが、植田総裁は現行の大規模緩和を粘り強く継続する姿勢を明確にしている。そのため、日銀は現行のYCC運用方針をしばらく継続するとみられるが、直近の10年金利のフェアバリューは「0.7%～0.8%」程度との見方もあり、その水準までに緩やかに上昇することについて日銀は容認すると思われる。仮に1%に迫るようなことがあれば、「力づく」

で抑え込む方針とみられる。一方、欧米経済においてこれまでの金融引締め効果が強まり、景気の悪化傾向が鮮明となれば、再び早期利下げ期待が高まり、金利低下圧力が再び強まることもあり得るだろう。



世界経済の悪化懸念から上値の重い展開に

② 株式市場

23年度入り後の株式市場は、為替レートの円安基調が好感されたほか、ウィズコロナへの期待感の高まり、さらに東京証券取引所がPBR1倍割れの上場企業に対して改善策を求めたことが評価され、海外勢が主導する格好で上昇傾向をたどった。6月中旬にかけて日経平均株価はバブル崩壊後最高値を断続的に更新、33年ぶりとなる33,000円台まで上昇した。その後は高値警戒感から利益確定売りが出て下落に転じたが、米国の金融引き締めが長期にわたることへの懸念や中国経済の悪化懸念などもあり、31,000円台でもみ合う場面も散見された。

年後半にかけては世界経済の減速が強まるとみられ、国内にもその影響が波及する可能性が高い。日銀短観6月調査によれば23年度の企業業績は減益予想となっていることもあり、年内は引き続き調整色の強い展開が予想される。

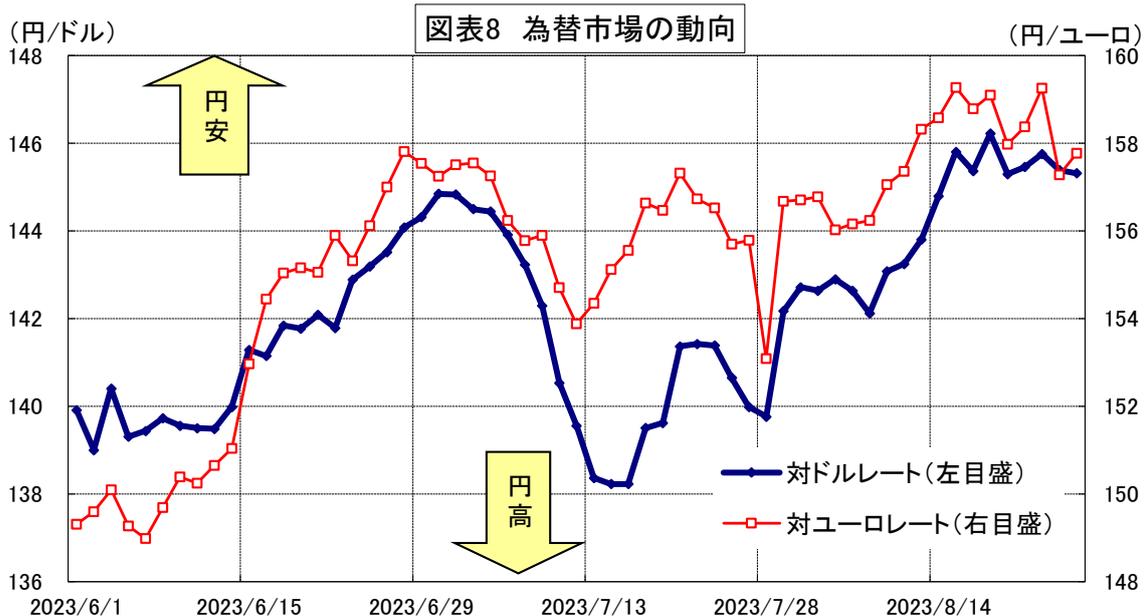
再び強まった円安圧力

③ 外国為替市場

外国為替市場では22年10月に政府が大規模な円買い介入を断行する中、32年ぶりとなる1ドル=150円台まで円安が進行したが、直近は146円台となるなど、再び円安圧力が高まって

いる。市場参加者の注目点は内外の金融政策の方向性の違いであり、日銀は大規模緩和の枠組み自体は当面続けるとの見方が強いのに対して、米 Fed の早期利下げ転換の思惑は後退し、金融引き締め状態は長期化すると観測が強まっている。

先行きについても、日銀は大規模緩和を続ける半面、米国ではさらなる利上げを実施するなど、日米金利差はもう一段拡大する可能性を踏まえれば、円安状態はしばらく継続する可能性があるだろう。とはいえ、22年9月に市場介入した際の為替レート水準よりも円安方向に振れており、市場では警戒がたかまりつつある。また、米国で金融引き締め効果が強まり、景気減速・物価鈍化が明確になれば、再度利下げ転換期待が浮上する可能性もあるだろう。そのため、今後とも円安が一方的に進行する事態は想定しづらい。23年末にかけて円高方向に推移し始めると予想する。



しばらくはユーロ高基調が続く

また、対ユーロレートについても、ほぼ一貫してユーロ高円安が進行した。一時に比べて鈍化したとはいえ、ユーロ圏の物価上昇圧力は依然高く、欧州中央銀行 (ECB) はさらなる利上げを実施する方針であり、それに伴う日欧金利差の拡大が意識されている。それゆえ、今しばらくはユーロ高状態が続くと予想する。

(23. 8. 24 現在)