

国内需要回復で年率+1.6%の プラス成長（1~3月期1次QE）

調査部 経済調査チーム

主席エコノミスト

酒井才介

080-1069-4626

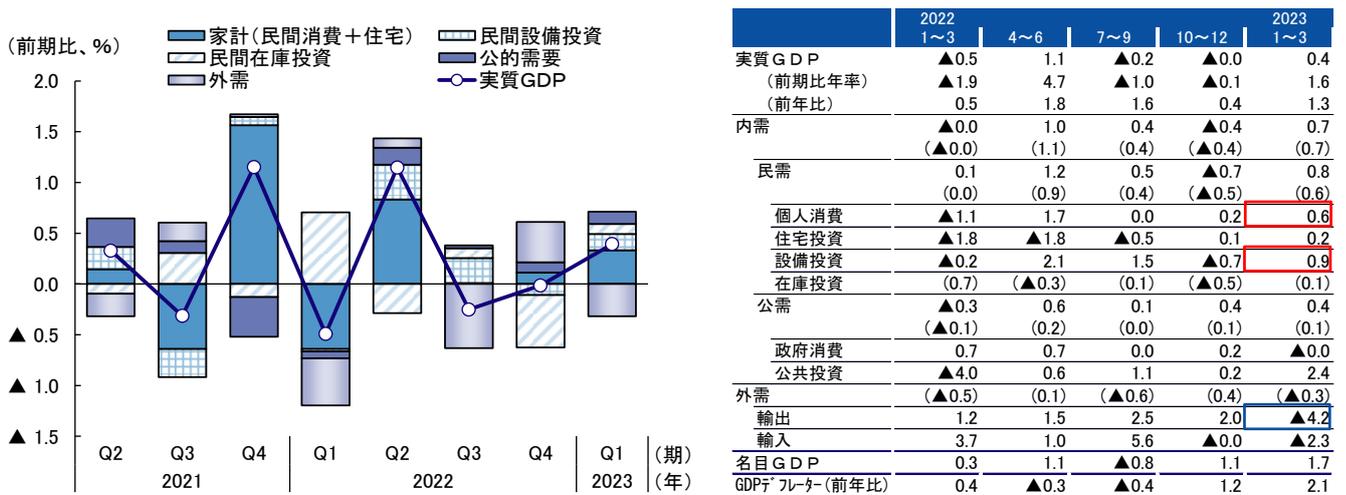
saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 1~3月期の実質GDPは前期比+0.4%（年率+1.6%）のプラス成長。海外経済の減速を受けて外需が大幅に減少した一方、個人消費や設備投資、公共投資等の内需が堅調に推移し全体をけん引
- 4~6月期以降もサービス消費やインバウンド需要の回復が継続する一方、欧米を中心とした海外経済の減速、半導体市況の低迷が下押し要因に。金融不安に伴う海外経済の下振れリスクに留意
- コアCPIは当面は前年比+3%台前半で高止まるも、政府の物価高対策や輸入物価低下を受けて年度後半に鈍化の見通し。春闘賃上げ率の高い伸びを受け、実質賃金は年度後半にプラス転化

1~3月期の実質GDPは前期比+0.4%（年率+1.6%）とプラス成長。国内需要の回復が全体をけん引

1~3月期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比+0.4%（年率+1.6%）とプラス成長になった（図表）。海外経済の減速が財輸出を抑制した一方、感染懸念の後退や政府による全国旅行支援の継続を受け外食や宿泊等の対人接触型サービス（以下、「対人サービス」）が回復したほか、自動車生産の回復等に伴い耐久財消費が増加し、物価高の中でも個人消費は堅調に推移した。設備投資や公共投資も増加したほか、水際対策緩和に伴うインバウンド需要の増加も全体を押し上げ、事前予想を上回るプラス幅となった。

図表 2023年1~3月期 GDP（1次速報）



(注) 表の数値は言及ない限り実質前期比。()内はGDPへの寄与度
(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

物価高が下押しも、自動車販売の回復、感染懸念の後退や全国旅行支援の延長を受け、個人消費は堅調に推移

需要項目別にみると、個人消費は前期比+0.6%（10～12月期同+0.2%）と4期連続のプラスで推移した。食料を中心とした物価高が財を中心に消費の下押し要因になったものの、供給制約の緩和で生産が回復した自動車を中心に耐久財消費が前期比+5.9%と大幅に増加したほか、ウェイトの大きいサービス消費も政府による「全国旅行支援」の1月以降の延長や感染懸念の後退（感染第8波の収束、マスク着用要請の緩和等）を受けて前期比+0.8%と回復した（1～3月期GDPを耐久財消費の回復が+0.3%Pt、サービス消費の回復が+0.2%Pt押し上げた格好だ）。

これまでの資源価格高騰・円安進展を受けて事業者間で同調的に値上げの動きが広がることで、コアCPI前年比は食料を中心に高い伸びが続いている。政府の総合経済対策による電気代・ガス代の抑制を受けて2月以降のコアCPI前年比は+3%台前半まで鈍化したものの、依然として実質賃金は前年比マイナスでの推移が続いている状況だ。コロナ禍で積み上がった超過貯蓄が物価高の影響を和らげているものの、低所得者層を中心に支出の切り詰めを余儀なくされる状況が続いたことで、財を中心に物価高が個人消費の下押し圧力として働いたことは間違いない。

一方、JCB/ナウキャスト「JCB 消費 NOW」で対人サービス消費（新系列基準、みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）の推移をみると、1～3月平均の対人サービス消費は10～12月期対比+5.0%と増加し（特に外食は同+6.9%、旅行は同+7.5%と堅調に推移）、コロナ禍前（2019年平均）対比▲4.4%の水準まで回復している。ワクチン接種が進む中で全体としてみれば「Withコロナ」の行動様式が徐々に定着しつつあると言えるだろう。

（半耐久財消費全体では1～3月期で▲2.6%と減少しているものの）外出機会の増加は衣類等の消費需要も押し上げたとみられる。1～3月期の新車販売台数（みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値）は前期比+5.9%と増加しており、外出機会の増加に加えて半導体不足の影響が徐々に緩和されてきていることも自動車等の耐久財消費を押し上げた。

設備投資は2期ぶりのプラス。欧米経済の減速や半導体市場の調整が製造業を中心に設備投資を抑制した一方、人手不足を受けたソフトウェア投資等が増加

設備投資は前期比+0.9%（10～12月期同▲0.7%）と、2期ぶりのプラスになった。欧米経済の減速や半導体市場の調整に伴い、製造業を中心に設備投資が抑制された一方、人手不足の深刻化を背景としたデジタル化・省力化関連のソフトウェア投資などが引き続き増加した格好だ。前期のマイナスも前年度から繰り越された投資需要の顕在化により4～6月期（前期比+2.1%）、7～9月期（同+1.5%）と高い伸びが続いてきたことの反動が出た面が大きく、均してみれば設備投資は堅調に推移していると見てよいだろう。

日銀短観（3月調査）をみると、2022年度の設備投資計画（全規模・全産業、

**住宅投資は小幅プラス。
民間在庫投資の寄与度は
生産活動の弱さを受けて
小幅プラス**

**公的需要はプラス。政府
の総合経済対策・2022年
度第2次補正予算を受け
て公共投資が増加**

**海外経済の減速、半導体
サイクルの悪化を受けて
輸出は機械機器・電子部
品を中心に大幅減少。外
需寄与度はマイナス**

ソフトウェア・研究開発投資を含み土地投資を除く）は、前年度比+11.0%と高水準を維持している。これまでの円安が製造業の収益を押し上げたほか、コロナ禍で先送りされていた投資が再開したこと等が設備投資の増加に寄与している面もあるだろう（なお、名目ベースの設備投資計画は資本財価格の上昇により押し上げられている面がある点に留意する必要がある。例えば、2022年度の設備投資デフレーターは前年比+4.1%と前年度（同+2.6%）から伸び幅が大きく拡大しており、実質ベースの設備投資の増勢については短観の計画値等の名目ベースの指標から割り引いて考える必要がある）。

他の民需では、住宅投資が前期比+0.2%（10～12月期同+0.1%）と、2期連続のプラスも微増にとどまった。資源高を受けた住宅価格の高騰や物価高による消費者の住宅購入マインドの低下が持家を中心に住宅着工を下押ししており、進捗ベースの住宅投資は伸び悩んだ。

在庫投資の寄与度は+0.1%Pt（10～12月期：▲0.5%Pt）と小幅なプラスになった。輸出を中心とした財需要の弱さが在庫の押し上げ要因になる一方、生産の弱い動きを受けてプラス幅は小さいものになった。ただし、法人企業統計（6月1日公表予定）の結果が反映される2次速報値（6月8日公表予定）で修正される可能性がある。

個人消費や設備投資が増加し、民間需要全体では前期比+0.8%（10～12月期同▲0.7%）と、2期ぶりのプラスになった。

公的需要は、前期比+0.4%（10～12月期同+0.4%）と4期連続のプラスになった。昨年に閣議決定された政府の総合経済対策、並びにその財源として成立した2022年度第2次補正予算を受けて、防災・減災、国土強靱化の推進に係る公共事業が進捗したことで、公共投資は前期比+2.4%（10～12月期同+0.2%）と4期連続で増加した。政府消費は、医療費の増加等がプラスに寄与した一方、ワクチン接種による押し上げの一服等がマイナスに寄与し、前期比▲0.0%（10～12月期同+0.2%）と5期ぶりに減少した。

輸出は前期比▲4.2%（10～12月期同+2.0%）と6期ぶりに減少した。海外経済の減速や世界的な半導体サイクルの悪化が逆風になり、財輸出が同▲6.5%と大幅なマイナスとなった。米国、欧州、アジア向けいずれも減少し（中国向けは足元で増加の動きがみられるものの昨年後半以降の落ち込みに比べて反発力は弱い）、品目別では機械機器や半導体等電子部品が減少傾向で推移したほか、車載向け半導体不足による影響が徐々に和らぐ一方で1月の大雪を受けて自動車も小幅に減少した。一方で、サービス輸出は前期比+5.6%と大幅に増加した（1～3月期GDPを+0.2%Pt押し上げた）。水際対策の緩和や円安が押し上げ要因となって訪日外国人客数は韓国・台湾・香港を

4～6月期以降は引き続き対人サービス消費やインバウンド需要の回復が押し上げに寄与。人手不足を受けて設備投資もソフトウェアを中心に底堅く推移し、内需は堅調な見通し

中心に急速に回復しており、3月時点の訪日外国人客数は約182万人（年率2,181万人）とコロナ禍前（2019年平均）対比で7割弱の水準まで回復している。また、訪日外国人1人当たり旅行支出額は滞在日数の増加等を受けて1～3月で21.2万円と、宿泊・飲食を中心に2019年平均（15.9万円）を上回る水準まで増加している。急速なインバウンド需要の回復は日本経済にとって明るい材料と言えるだろう。

輸入については、生産活動の弱い動きを受けて、原料品等を中心に前期比▲2.3%（10～12月期同▲0.0%）と2期連続で減少した。

輸出のマイナス幅が輸入よりも大きかったため、純輸出の実質GDP成長率に対する寄与度は▲0.3%Pt（10～12月期+0.4%Pt）と成長率に対して2期ぶりにマイナスに寄与した。

以上のように、1～3月期の日本経済は、海外経済減速を受けて輸出が弱含んだ一方で、個人消費や設備投資など国内需要が増加し、プラス成長を維持した。もっとも、1～3月期の実質GDPはコロナ禍前（2019年平均）対比で▲0.6%低い水準にとどまっており、経済活動の正常化は依然として道半ばであると言えよう。

4～6月期以降についても、対人サービスを中心に個人消費の回復継続が見込まれる。4月の年度替わりのタイミングで値上げの動きが広がっているほか（4月の東京都区部のコアCPIは、価格転嫁が進展した食料や、全国旅行支援の減額に加えてインバウンド増加による宿泊需要の改善を受けた宿泊料を中心に前年比+3.5%、日銀版コアCPIは同+3.8%まで伸び幅が拡大した）、6月には電力大手7社で14～42%の電気代値上げが予定されるなど（電力大手7社のウェイトを加味すると全国CPIを0.4%程度押し上げることが見込まれる）、物価高が引き続き下押し要因になることは避けられず、大幅なリベンジ消費は期待しにくい。それでも、全国旅行支援の継続、感染懸念の後退が引き続きサービス消費の押し上げ要因になり、個人消費は腰折れを避けられるとみている。GWの鉄道・航空利用者数は一部交通機関でコロナ禍前（2018年）水準まで回復するなど、国内旅行消費は増加が見込まれる。5月8日以降は新型コロナが感染症法上の5類に位置付けられ、感染者や濃厚接触者の外出自粛要請が撤廃されることで、人々の外出意欲も後押しされるだろう。4月の新車販売台数は前月比+13.0%と増加しており、供給制約の緩和を受けた生産回復に伴い自動車消費も増加基調での推移が見込まれる。後述するように、2023年の春闘賃上げ率が高い伸びとなったことも4～6月期以降の個人消費の押し上げ要因となろう（例年、100人以上を雇用する企業の半分超は賃金改定の内容を4月分の所定内給与に反映し、その後夏場にかけて反映

する企業が増加する傾向にある)。

インバウンドの回復が続くことも経済活動の押し上げに寄与する。回復が遅れている中国からの訪日客も、4月29日には水際対策が前倒しで終了されたことで回復の加速が見込まれる。特に関西・中部地方はインバウンド消費に占める中国人観光客への依存度が高く、回復に期待が高まる状況だ。現時点で、2023年度のインバウンド需要の増加は2023年度のGDP成長率に対し+1.0%Pt程度の押し上げ要因になるとみている。

懸念されるのがサービス業を中心とした人手不足であり、宿泊業等の稼働率の抑制要因になるだろう。女性や高齢者の労働参加に増加余地があったアベノミクス期と異なり、現状は女性の「M字カーブ(結婚・出産に伴う退職)」がほぼ解消されるなど労働供給の増加余地が限られ、景気回復による労働需要増をカバーしきれなくなってきた状況だ。さらに、働き方改革の影響に加え、パートタイム労働者が年収に応じて税負担等が増加する「年収の壁」を意識して労働時間を抑制すること等により、平均労働時間はコロナ禍前の水準まで回復していない。人手不足が制約となって稼働率が十分に引き上げられない中では、事業者にとっては「売り」となる商品・サービスの明確化等による客単価の引き上げが収益確保の鍵になる。高付加価値型施設(リゾートホテルや高級レストラン等)は国内外の高所得者を中心とした一部のリベンジ消費を取り込むことで客単価を引き上げ、収益を確保できる余地があるとみられるが、競争力に乏しく客単価を引き上げにくい業態・企業は苦境に立たされる公算が大きい点には留意が必要だ。

一方、人手不足への対応として企業による省力化投資・情報化投資は引き続き増加が見込まれる。日銀短観(3月調査)をみると、2023年度の設備投資計画(全規模・全産業、ソフトウェア・研究開発投資を含み土地投資を除く)は、前年度比+4.4%と3月時点調査としては高い伸びとなっている。特に、中堅・中小企業や非製造業で加速感がみられる。鉱業、宿泊・飲食、石油・石炭製品といった規模が比較的小さい業種を中心に、コロナ禍前(2017~19年)に比べ利益計画に対するソフトウェア投資計画の比率が上昇しており、遅れていたDX関連投資に進展の兆しが出てきているとみられる。脱炭素化関連も含めて構造的な投資需要も顕在化している模様であり、欧米を中心とした海外経済減速を受けて計画対比では(例年の修正パターン以上に)下振れる公算が大きいものの、設備投資は底堅く推移するとみている。

**コアCPI前年比は当面3%
台前半で高止まりも年後
半は鈍化。春闘賃上げ率**

春闘賃上げ率が高い伸びになったことも日本経済にとって好材料となるだろう。2023年の春闘賃上げ率(連合ベース:第5回集計値)は約3.7%の高い伸びとなっており、厚生労働省ベース(大企業、8月公表)の結果も3%台後

は3%台後半での着地が見込まれ、年度後半には実質賃金がプラスに転化し、個人消費を下支えする見通し。賃上げ気運の持続性が今後の焦点に

半で着地する見込みである。ベースアップ分でも2%程度の伸びを確保する可能性が高く、非常に強い内容だ。物価高や人手不足を受けて、企業間で賃上げの同調圧力が予想以上に働いたことが大きいだろう。春闘賃上げ率の高さを踏まえれば、2023年度の名目賃金上昇率（みずほリサーチ&テクノロジーによる断層調整値）は前年比+2%台半ば程度での推移が見込まれる。

これまでの原材料費高騰・円安進展を受けた価格転嫁の動きが食料品を中心に当面続くことで、コアCPI前年比は夏場頃までは前年比+3%台前半の高い伸びが継続し、実質賃金は年度前半までは前年比マイナスでの推移が続くとみられる。一方、年度後半には輸入物価の低下を受けてエネルギーを中心にコアCPI前年比の鈍化が見込まれ（4月の円ベースでみた輸入物価指数は前年比▲2.9%と約2年ぶりにマイナスに転じ、ピーク時の昨年9月対比でみると▲16.3%低下している。政府による物価高対策も延長され、現時点では2023年末以降にコアCPI前年比は+2%を割り込むと予想している）、実質賃金も前年比プラスに転化すると予想されることから、個人消費を押し上げる材料になるだろう。春闘賃上げを受けた名目賃金の上昇により、名目ベースで2023年度の個人消費は+0.6%、GDPは+0.4%程度押し上げられると試算している。

次の焦点は、2024年度以降もこの賃上げ気運が持続するかどうかである。サービス業を中心に人手不足が深刻化することで、例年対比で高い賃上げ率が2024年も見込まれる。2023年度の賃上げ率上振れに伴い個人消費や消費者物価の上振れが見込まれることも2024年度賃上げ率の押し上げ要因になるだろう。一方で、2024年度の賃上げ率を企業が検討する上で重要な土台となる2023年度の企業業績については、欧米を中心とした海外経済の減速により製造業を中心に下押しされることに加え、輸入インフレが鈍化すれば企業・家計の期待インフレ率も低下し、物価高に配慮した賃上げの気運は後退する可能性が高い。さらに、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」（2022年度）をみると、企業の今後5年間の業界需要伸び率は+1.7%（前年調査：+1.3%）と改善しているものの、4~5%台の賃上げ率が実現していた90年代前半と比べると依然として力不足だ。将来の十分な成長（売上増加）が見込みづらい中では、固定費である人件費の上昇は企業収益の下押し要因になるため、2023年度と同等以上の賃上げ率が継続するハードルは高いだろう。特に中小企業において十分な賃上げ率が継続するかどうか大きな課題になるが、日本商工会議所・東京商工会議所が3月に公表した「最低賃金および中小企業の賃金・雇用に関する調査」によれば、2023年度に賃上げを実施予定の企業は58.2%と前年同時期調査（45.8%）から増加した一方、そのうち「業

欧米の景気悪化が逆風になり、輸出・生産は弱い動きが続く公算大。サービス回復で経済活動全体としては回復基調を維持する見通しも、回復ペースは緩慢に。製造業の比重が大きい景気動向指数が低下し、「景気後退」が話題に浮上する可能性も

績の改善がみられないが賃上げを実施予定」が62.2%を占めており、無理をして防衛的な賃上げに踏み切っている企業も多いことがわかる。

2024年春闘でも2023年以上に高い賃上げ率を実現出来るかどうか、「賃金上昇→家計の購買力増加→個人消費増加→物価上昇・企業収益増加→賃金上昇」という好循環を実現出来るかどうか、日本銀行の2%物価目標が達成できるかどうかの分岐点になるだろう。賃上げ気運を持続させるためには、その原資となる付加価値の増加が不可欠であり、中小企業を含めて各種コストの販売価格への十分な転嫁を促進することに加え、売上増加に向けた企業の業態転換・ビジネスモデル変革を政府・金融機関が連携して資金繰り面等で支援したり（事業再構築補助金の活用等）、ビジネスノウハウやベストプラクティスの共有を業界・地域ごとに図ったりする等の取組が求められる。人への投資（非正規雇用を含めた労働者のスキル獲得の支援など）の拡充等により労働生産性の引き上げを進めることも重要だ。

以上のように内需は底堅い推移が見込まれる一方で、外需は当面は弱い動きとなりそうだ。これまでの根強いインフレ圧力を受けた急速な利上げの影響などにより、欧米経済は今後、一段の景気悪化が見込まれる。

米国については良好な雇用環境やインフレ調整による公的年金の給付額増加等を受けて1～3月期も個人消費が増加するなど足元の経済活動は底堅さを維持しているが、これまでの利上げや銀行の貸出態度厳格化の影響により年後半に景気後退が見込まれる（家計の債務状況は健全であるほか、構造的な人手不足により失業率の悪化は限定的で良好な労働市場が景気を下支えすることから、現時点では景気後退の深さ・長さは深刻なものにはならないと予想している）。「Xデー」が迫る債務上限問題については、最終的にはバイデン政権と共和党の痛み分けで一定の歳出削減を伴う形での決着となると見込んでいるが、上限引き上げへの合意は瀬戸際までもつれる可能性が高く不透明感が強い状況だ。

欧州も1～3月期は暖冬や政府による物価高対策（家計向け給付）がサービス消費を押し上げたことでマイナス成長をкаろうじて回避したものの、暖冬や所得支援策による押し上げ効果は徐々にはく落が見込まれるほか、利上げや銀行の貸出態度厳格化による影響が年後半以降に顕在化することが予想される。欧米を中心とした海外経済のさらなる冷え込みが先行きの日本経済の最大の逆風になるだろう。

ゼロコロナ政策の解除・感染影響の収束に伴い経済活動が回復に向かう中国については、1～3月期はリベンジ消費を受けて堅調に推移したものの、景気回復には早くも息切れ感がみられる。4月の製造業PMIが生産・新規受注の

大幅低下を受けて49.2と4カ月ぶりに50を割り込むなど製造業の回復が足踏みしている。当面はサービス消費が回復の中心になるとみられ、財需要への波及効果は大きくないだろう。若年層の失業問題など厳しい雇用環境が消費を下押しすることに加え、不動産市況の調整も長引き、不動産投資の底打ちは年末頃までずれ込むと予想される。国務院常務会議でも足元の景気刺激策への言及が無いなど追加の景気対策も打ち出されない可能性が高く、中国経済が盛り返すとしても欧米を中心とした世界経済の減速をカバーするには力不足とみている。

コロナ特需の一服や海外経済減速を受けて最終製品であるPC・スマホの需要は低調であり、メモリを中心とした世界的な半導体市況の低迷が年後半まで続く可能性が高まっていることも、日本の半導体製造装置や電子部品等の生産活動を下押ししよう（過去の半導体サイクルに基づけば2023年4～6月期が底となるが、前述のとおり今年後半にかけて米国が景気後退に陥ると予想されるほか、中国の回復も力強さを欠くことを踏まえると、今年後半も半導体市況は底這いが続く可能性が高まっている）。需要の減少を受けて電子部品・デバイスの出荷在庫バランスは大幅に悪化しており、当面は在庫調整局面が続きそうだ。過去の動きをみると電子部品・デバイス工業の出荷在庫バランスが底打ちしてから生産が底入れするまでのラグは7～9カ月であり、2023年2月が出荷在庫バランスのボトムだったとしても、生産の底入れ時期は少なくとも秋以降となる可能性が高い。足元の鉱工業生産は1月の大雪に伴う減産の反動や半導体不足の影響緩和等を受けて自動車を中心に持ち直しの動きがみられるものの、昨年後半以降の落ち込み対比で反発力は弱く、先行きも資本財・生産財を中心に弱い動きが続くことで4～6月期は3期連続の減産となる可能性も十分にあるだろう。

コロナ禍の影響が長引く中、日本はこれまで欧米対比で経済活動の回復が遅れてきたが、その分回復余地が残されている状況だ。前述したとおりサービス分野の回復が下支えすることで、日本経済は回復基調を維持できるとみているが、それでも海外経済の減速が逆風となることで経済活動全体としての回復ペースは緩やかにならざるを得ないだろう。足元では電子部品・デバイス・電子回路製造業を中心に製造業の新規求人数は減少傾向で推移しており、製造業の不振が雇用・賃金に与える影響も懸念される。

サービス業の回復が続く一方で生産活動が弱い動きとなることで、内閣府の景気動向指数（CI一致指数）は昨秋以降低下傾向で推移している（3月のCI一致指数は生産指数や耐久消費財出荷指数等がプラスに寄与した一方、上記の製造業不振を受けた有効求人倍率の悪化等が下押しし、全体では前月から

横ばいで基調判断は「足踏み」のままとなった。3月時点でマイナスに寄与する指標は7割を占め、3か月後方移動平均及び7か月後方移動平均いずれも低下が続いている)。先行きも輸出・生産の弱い動きが続くことが見込まれ、今後、基調判断が「下方への局面変化」(事後的に判定される景気の山が、それ以前の数か月にあった可能性が高いことを示す)、さらには「悪化」(景気後退の可能性が高いことを示す)まで下方修正される可能性も否定出来ない。一方で、景気動向指数の採用系列が製造業に偏っているとの批判を受けて、内閣府はサービス部門の系列を拡充した「景気を把握する新しい指数」を昨年8月より参考指標として公表しており、新指数の足元までの動きは現行のCI一致指数よりも低下幅が緩やかになっている。内閣府は、景気動向指数における毎月の基調判断や景気基準日付(景気の山谷)の判定については現行の景気動向指数を用いた従来の手法により行うこととしているが、景気の山谷の判定局面でCI一致指数と新指数の動きに違いが生じた場合に政府がどのように説明するのか不透明感が残る状況だ。現行のCI一致指数による月次の基調判断はあくまで内閣府の定義により機械的に判定されるものであり、サービス部門も含めた経済全体の動向を十分に捉えていない面があるのは否めないが、基調判断が下方修正されること自体に注目が集まる可能性もある。現時点では、上述したとおりサービス部門が牽引する形で日本経済は緩やかながらも回復基調を維持するとみているが、「日本は景気後退に陥るのではないか」との話題が広がることで、政府の経済対策編成や日本銀行の金融政策を巡る議論に影響を与える可能性がある点には留意が必要だ。

金融不安で銀行の貸出態度厳格化が長期化した場合、年後半の米国経済をさらに下押しする可能性。信用収縮の影響深刻化が实体经济に波及するリスクに留意

海外経済に関して新たに浮上した懸念材料が、3月の米シリコンバレーバンク(SVB)の経営破たんを契機とした米欧金融システム不安の台頭である。迅速な政府当局の対応により金融市場は一旦落ち着きを取り戻した(流動性対策で中堅・中小銀行からの預金流出も一服した)ものの、5月初に米地銀のファースト・リパブリック・バンクが経営破綻し米地銀の株価が下落するなど、依然として予断を許さない状況だ。

現時点では貸出基準の厳格化を通じた企業の資金調達環境の顕著な悪化はみられないが、4月のページブック(地区連銀景況報告)では、サンフランシスコなど複数の地区から銀行の貸出態度悪化の報告もみられる。米連邦準備制度理事会(FRB)が5月に公表したシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイ(SLOOS)をみても、銀行の貸出態度は(非線形的というほど大幅な変化ではないものの)厳格化している。金融不安で銀行の貸出態度厳格化が長期化した場合、年後半の米国経済をさらに下押しする要因になる可能性がある。銀行危機が再燃して信用収縮から景気が悪化するリスク、信用

インフレに関する予見の不確実性を踏まえ、植田新体制の日本銀行は早めに金融政策を修正する可能性も

リスク増大を受けて海外金融セクターに影響が波及するリスクも残存している。特にノンバンク等を起点とする金融不安の懸念は引き続きくすぶっており、そのトリガーとしての不動産市況には注意が必要だ。

さらには、労働市場のひっ迫や企業の価格転嫁の動きの継続、地政学リスクの顕在化等によりインフレ圧力が継続した場合、金融引き締めが長期化することで銀行の破綻懸念が再燃するリスクも考えられる（実際、4月の米国雇用統計では時間当たり賃金の伸びが前月比+0.5%と再加速しているほか、4月のコアCPIも前年比+5.5%と減速しているものの依然として高水準であり、賃金インフレの懸念は残存している。米国の金融政策は5月で利上げが終了となる可能性が高いものの、一段の利上げリスクも浮上している状況だ）。

リーマン・ショック以降の自己資本の積み増し等により（個別行の問題は抱えながらも）銀行全体でみたショックへの耐性は維持されていること等から、現時点では銀行破綻の連鎖は回避され、銀行発の極端な信用収縮には至らない（金融仲介機能低下による景気悪化幅は軽微なものにとどまる）可能性が高いとみているが、信用収縮の影響が深刻化することで实体经济への影響が拡大するリスクが残存している点には留意が必要だ。

米国の金融不安の一つの教訓は、インフレ（とその影響）に関する予見の難しさであろう。基調的なインフレ加速の判断が難しいことでFRBも利上げの初動が遅れ、その対処として利上げペースを加速せざるを得ず、結果として急激な金利上昇により含み損を抱えた一部銀行の懸念が拡大し預金流出・破たんにつながった。今般の金融不安の起点とも言えるインフレの予見性の難しさは日本でも同様であり、想定を上回る春闘賃上げ率や根強い企業の価格転嫁姿勢など物価上振れを示唆する材料が出てきていることは事実だ。

こうした中、大きな関心を集めているのが植田新総裁の下での日本銀行の金融政策である。現時点では2024年の賃上げ率が2023年以上となるハードルは高く2%物価目標の達成は依然として困難とみられることから、当面は緩和的な金融環境が継続される一方、先行きの不確実性に備えて異次元緩和の枠組みが早い段階で見直される可能性は否定出来ないとみている。とりわけ植田日銀がまず対処しなければならない課題は、イールド・カーブ・コントロール（長短金利操作、YCC）の撤廃だ。これまでも、債券市場でイールド・カーブの形状が歪み、現物と先物の裁定も働きにくくなったほか、国内外の金利差の拡大が急激な円安を招き物価上昇を加速させるなど、YCCを巡る副作用は既に明らかになっている。YCCの存在により日銀と市場のコミュニケーションが難しくなっている面も大きい。

4月10日の就任会見で植田新総裁は、大規模緩和について「現状では継続す

る」「現在の金融緩和が非常に強力なのは間違いない」と発言し、YCCについても「現状の経済・物価・金融情勢を鑑みると、継続するのが適当」と強調した。一方で、「適切なタイミングで正常化に行かなくてはいけないし、それが難しいなら副作用に配慮しつつより持続的な枠組みを探る」とも語り、将来の政策修正に含みを持たせたほか、「急に政策を正常化することになると、非常に大きな調整をしないといけない。それに応じて市場・経済も大きな調整を迫られる。前もって的確な判断ができるようにしていかないといけない」との発言からは、ビハインド・ザ・カーブへの懸念がにじんでおり、柔軟な金融政策運営を志向する姿勢もうかがえる。

就任会見やその後の植田総裁の発言内容を受けて早期の政策修正観測は後退しているが、もともとYCCについては事前に修正や撤廃をアナウンスすることが出来ない（アナウンスした時点で長期金利の上昇圧力が発生してしまう）点も考慮する必要がある（実際、昨年12月のYCCの修正もサプライズで実施された）。前述したとおりコアCPI上昇率が年前半頃までは前年比+3%台前半の伸びが続く可能性が高く、春闘賃上げ率の上昇など物価上昇要因も出てきている中、（未だ蓋然性は高くないものの）基調的な2%の物価上昇率の達成もしくはそれを上回る物価上昇への備えも意識する必要が出てきつつある。足元では米欧金融システム不安を受けて長期金利が世界的に落ち着いてきたため、YCCの長期金利目標を撤廃しても長期金利が大幅に上昇する可能性が低くなったことも政策変更の可能性を高める材料となり得る。

基調的な2%の物価上昇率の達成もしくはそれを上回る物価上昇の懸念が意識されてからのYCC撤廃は長期金利の急上昇やそれに伴う金融市場の不安定化を招き、植田総裁が示唆した「非常に大きな調整」が生じる懸念もある。YCCを早期に撤廃することでこうしたリスクを軽減することが可能となり、政策の自由度が確保されることで今後の政策運営も円滑になるメリットがあることを踏まえれば、早ければ6月会合でYCC（特に長期金利目標）を撤廃する可能性も否定できないとみている（日銀が今後1年～1年半かけて実施している金融政策運営の「多角的なレビュー」については、特定の目先の金融政策の動向に紐づかない位置づけであり、レビュー作業中でも経済・物価情勢に応じて政策修正を行う可能性は排除されていない）。

一方、YCC（長期金利目標）の撤廃はデメリットも伴う。足元では金利上昇圧力は低下しているものの、市場の反応については不確実性が大きい。仮に長期金利が足元の水準から0.5%Pt程度上昇した場合、マクロモデルを用いた試算では、円高進展や企業収益・賃金の下押し、資本コストの上昇等を通じて個人消費や設備投資等の需要が減少することでGDPは▲0.2%程度下押

しされる計算だ。企業にとっては、負債利率・借入依存度が高く、長期負債の割合も高い運輸・郵便業や不動産業を中心に収益の下押し要因になるだろう。家計にとっても、固定金利ローンを中心とした住宅ローン返済負担の増加が見込まれる（変動金利ローンについても借入時に適用される優遇幅が縮小される可能性がある）。政府債務が膨張している日本の財政にとっても利払い費増加の影響は大きいほか、日本の金融機関への影響も懸念される。地方の金融機関を中心にこれまでの超低金利への対応として保有債券のデュレーション長期化などを図ってきたためリスク量が増加基調にあり、金利上昇により自己資本が低下するリスクは相応に高まっているとみられる

2023年は前述したように世界経済の減速が見込まれる中で日本の景気の下振れリスクが大きいことに加え、これまでの超低金利局面から金利上昇局面への移行は大きなボラティリティを伴うと予想されることから、経済・市場への影響を踏まえた政策運営が求められるだろう。インフレ期待が十分に醸成される前に金利が大幅に上昇した場合、上記のとおり債券含み損や企業の調達コスト上昇をもたらし、賃金・物価がともに上昇する好循環実現の好機を逸することにもなりかねない。YCC（長期金利目標）を撤廃する際には、長期金利の急激な上昇を避けるため、①金融緩和の「やり方」は変えるが緩和の継続に揺らぎはない（金融緩和の「出口」ではなく、「金融緩和の持続性を高める措置」との位置づけである）との姿勢を明確にする、②短期金利（▲0.1%）について「2%物価目標の達成が確実になるまで維持する」とのフォワード・ガイダンスを導入する、③長期金利の上昇圧力が強まった場合には国債の買い入れ増額や共通担保オペの拡充等により市場への安心感を与える、等の対応がなされる可能性が高いだろう。

【PR】 YouTube[®] 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」は Google LLC の登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。