

世界経済減速の中、 底堅い日本経済

～注目は日米金融政策・春闘・経済対策～

第一生命経済研究所 経済調査部 首席エコノミスト **永濱 利廣**



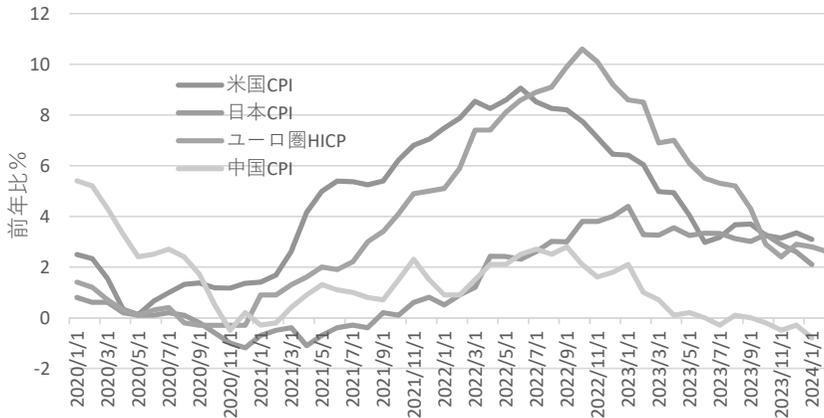
永濱 利廣(ながはま としひろ)
 1995年3月 早稲田大学理工学部工業経営学科卒
 2005年3月 東京大学大学院経済学研究科修士課程修了
 1995年4月 第一生命保険入社
 1998年4月 日本経済研究センター 出向
 2000年4月 第一生命経済研究所経済調査部
 2016年4月より現職
 専門：経済統計、マクロ経済分析

■ 1. 主要国のインフレ率動向

世界の消費者物価は国際商品市況の落ち着きやこれまでの金融引き締めを受けた景気減速などを背景に、財価格の下落を主導に米国→欧州→日本の順番に急速に伸びが鈍化してきた。特に米国では、住宅価格下落が住居費などのサービスインフレも低下傾向にある。そしてユーロ圏では、エネルギー供給制約がある中でも、エネルギー確保のため需給両面で取り組みを実施したことから、米国に追随してインフレが低下してきた。こうした中、よりコストプッシュの要素が大きい日本のインフレ率は、価格転嫁の遅れによりインフレ率の低下が最も遅れてきたが、コストプッシュインフレの主因となってきた食料品価格の伸びが鈍化してきた一方で、サービス価格

のインフレ率が高まってきたことから、徐々に国内需給のタイト化や賃金上昇による内生的な物価上昇にシフトしつつある。

(図表1) 主要国のインフレ率
～ピークアウトも中国デフレ懸念～



(出所) 各国統計

■ 2. 主要先進国の金融政策動向

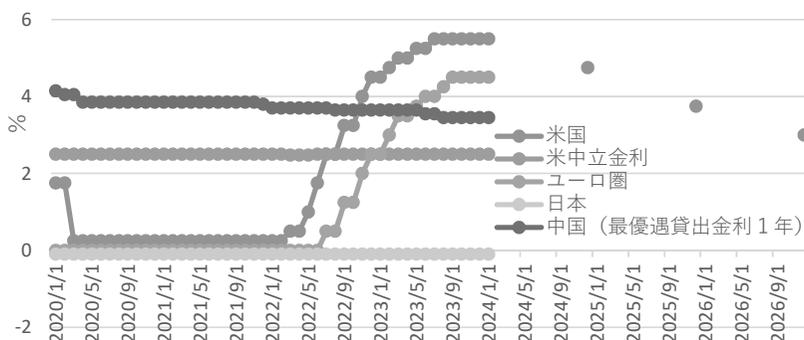
こうしたインフレ率のピークアウトに伴い、欧米では利下げ時期をうかがう展開になっている。そして、市場は行き過ぎた利下げ観測の後退から長期金利はいったん下がった水準から上昇しているものの、昨年11月のピークに比べれば低水準で推移している。

背景には、米国のインフレ目標2%のターゲットとなるPCEコアデフレーターが半年前比年率で昨年11月分から2%を下回っていたが、1月分で再度2%を上回ったこともあり、米国の利下げは当初想定されていたより遅れることが推察される。とはいえ、物価・賃金以外の経済指標が弱含んでいること等からすれば、インフレ率の低下トレンドが継続することで、早ければ6月ごろから利下げに転じ、年3～4回程度のペースでの緩やかな利下げが期待されよう。

一方のユーロ圏のほうも、米国よりもインフレ率低下が遅れてきたものの、すでに景気も悪化が続いている。このため、FRB同様に金融政策を据えおいてきたECBも24年夏ごろから利下げに転じるだろう。

こうした中で日銀は、すでに23年10月に指値オペの金利水準+1.0%をめどとしてそれを上回ることを容認するYCCの修正を行っている。そして、マイナス金利解除の地ならしも進めている。このため、マイナス金利解除の時期としては、春闘で賃上げの継続確認後の3月か4月になるう。

(図表 2) 主要中銀政策金利
 ~欧米利下げは夏以降の可能性~



(出所) 各中銀、米ドットはドットチャート中央値 (12月)

3. 24年度の海外景気

2024年以降の世界経済は、それまでの金融引き締めによる景気下押し圧力の一方で、ユーロ圏以外の主要先進国はいずれも総合PMIが50を上回って推移するなど、総じてみれば底堅い動きがみられている。

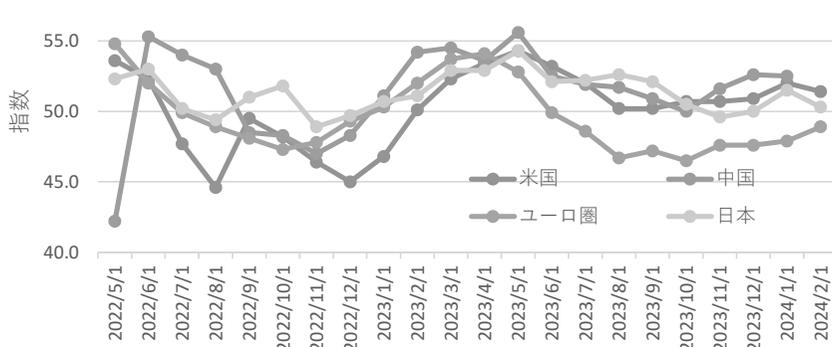
背景には、雇用が安定する中で物価高対策や、特に日本と中国において経済活動の再開に伴うサービス消費、GX・DX・経済安全保障面を中心とした設備投資の増加等がある。

また米国では、堅調な雇用情勢を受けて労働需給の引き締まりが続き、人手不足により高い賃金上昇が継続したことで個人消費や輸出がけん引役となってきた。しかし、これまでの急速な金融引き締めを受けて住宅ローン金利は高水準にあり、今後もこれまでの利上げの影響が見込まれる。また、経済対策の一環で返済が猶予されてきた学生ローンの返済が昨年10月から再開されていることなどもあり、24年以降の米国経済は明確に減速局面に入ろう。ただ、労働市場の勢いが下支えすることで、景気後退にまで至る可能性は低いと想定される。

一方、足元で悪化が目立つユーロ圏の景気だが、雇用の改善が続く中で最悪期は脱しつつあると見られる。今後はインフレ鈍化に伴う消費の下押し緩和、エネルギーの供給制約や価格高騰の緩和に伴う生産活動の回復により、今後の景気は幾分持ち直すと見られる。

こうした中、デフレリスクが高まる中で政府の対応が鈍い中国経済が最大の懸念材料となろう。22年末のゼロコロナ解除で一時的に持ち直しの動きがあったものの、不動産市況の悪化や地政学的緊張の高まりによる悪影響が当初の予想以上に重しになっている。特に

(図表3) 総合PMI
 ～ユーロ圏以外は50越え～



(出所) マークイット社

GDPの3割相当を占めるとされる不動産開発部門は低調が続いており、企業の債務問題が長期化する中で、不動産開発投資が足を引っ張っている。これを受けて中国人民銀行も金融緩和に着手している。しかし、地政学的緊張の高まりによる中国からの資本流出につながるリスクもジレンマとなっている。こうした中で、特にコロナ禍以降に少子化に拍車がかかっていることからすれば、中国の経済成長率は長期的にも伸びが抑制される可能性が高いといえよう。

■ 4. 24年度の国内景気

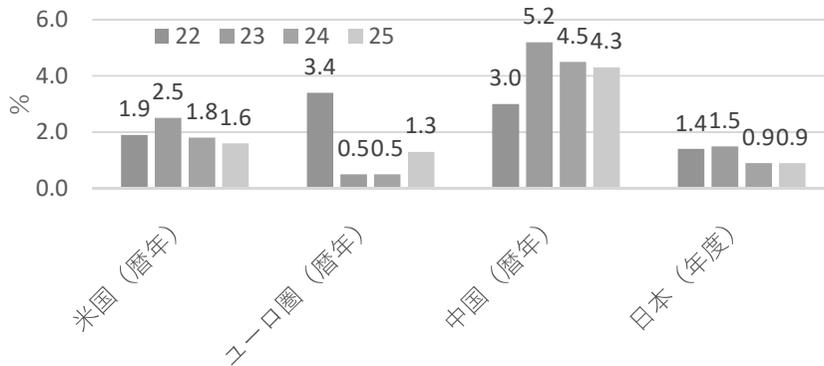
このように、すでにPMIで減速の可能性を示している世界経済は、24年度にかけてリセッションは避けられるものの、米中といった経済の二大大国中心に減速が不可避となろう。

こうした中で、肝心の日本の景気は相対的に底堅い回復が予想される。背景には、コロナからのリオープンを原動力としたサービス消費の回復、政府の支援策の恩恵も受けたGX・DX・レジリエンス強化向けの設備投資やインバウンド消費の更なる拡大がある。

なお、当面のリスクは財消費の抑制要因となっているコストプッシュインフレの影響に加え、世界経済の減速による輸出や生産・設備投資への悪影響だが、世界的には依然として日本の主力産業である自動車のペントアップデマンドが旺盛なため、景気の腰折れは避けられると見る。

以上より、24年度の国内景気は、海外経済の悪化を受けて減速を余儀なくされよう。しかし、底堅い国内のサービス消費や設備投資、インバウンド消費や自動車関連輸出が下支

(図表4) 経済成長率見通しコンセンサス
～米中減速～



(出所) JCER 「ESPフォーキャスト」(2月)

えとなることで、緩やかな回復を続けると予想される。

■ 5. カギを握る春闘

こうした中、24年の春闘賃上げ率は30年ぶりの賃上げ率となった昨年の3.6%を上回る3.9%程度になることが期待される。そして、そうなれば24年度のベースアップも2%を上回ることが予想されよう。賃上げ期待の背景には、①物価高による従業員の生活保障、②堅調な企業業績、③人手不足感の強まり、がある。また、連合が23年の春闘よりも賃上げに向けてのトーンを強める一方で、経営者側も物価高に対すべく賃上げに前向きな姿勢を見せていることから、賃上げ機運は高まっている。

そして、こうした動きは日銀の政策修正を促す可能性があるだろう。日銀は植田体制になってからフォワードガイダンスに賃金が含まれており、インフレ目標2%のみならず、名目賃金が+3%程度上昇することで、実質賃金が+1%程度上昇することを青写真としている。このため、24年の春闘で将来の実質賃金プラスが展望できるようになれば、物価と賃金の好循環の実現可能性が高まったとして、マイナス金利の解除等に動く可能性が高いだろう。

マイナス金利が解除されれば、金融機関や貯蓄超過主体である家計にとってはプラスの側面もあろう。しかし、金利上昇や円高により不動産や輸出関連企業等にとってはマイナスになる可能性もある。そのカギを握るのは短期プライムレート（以下：短プラ）の動向

だろう。2016年1月のマイナス金利導入時に短プラは下がらなかったため、マイナス金利解除しても短プラが上がらなければ影響は限定されるだろう。しかし、仮に日銀が追加利上げを行い、短プラが上がるようなことになれば変動金利の住宅ローン返済額や企業の利払い費が増えるため注意が必要だろう。

■ 6. 期待される経済対策の効果

岸田政権の総合経済対策もカギを握ろう。予算規模としては23年の補正予算と24年当初予算の減税を合わせて17兆円規模となる。

中でも今回の対策の柱となるのが、物価高対策である。具体的には、電気・ガス・ガソリン価格の上限抑制として0.8兆円、低所得者への給付措置として1.6兆円、所得税・住民税減税として3.5兆円が使われる。ただ、電気・ガス・ガソリン価格の上限抑制は4月までである。そして、給付や所得・住民税減税は過去の経験から7割以上が貯蓄に回る可能性があることからすれば、消費押し効果は限定的となるだろう。さらに、所得・住民減税については6月から支給が始まる予定だが、税金の支払い額が少ない世帯については還元しきるまでに時間がかかることが予想される。このため、効果はさらに限定される可能性がある。

また、国交省や農水省の公共投資や文科省・防衛省の施設費などが計2.5兆円計上されている。しかし、こちらも人手不足などにより執行が遅れる可能性があることには注意が必要だろう。

その他、規模が大きいものとして宇宙関連等の基金創設・積み増しに4.3兆円計上されている。しかし、基金は中長期の支出を前提としている。また、コロナ対策も0.8兆円計上されているが、医療機関への支援金などが中心となり、いずれも経済効果は限定的だろう。

その他、中小企業や賃上げ・投資・研究開発支援など内容は多岐に亘るが、24年度のGDP押し効果は+0.6%程度となると試算され、対策なければ+0%前半と予想される経済成長率を+0%後半まで押し上げる程度の効果になると予想される。

■ 7. 24年度は行き過ぎた円安修正の可能性

為替の動向も24年度の景気を大きく左右するだろう。しかし、物価上昇の主因となって

きたドル高も2024年度以降は円高圧力がかかることが市場コンセンサスとなっている。

というのも、すでに米国経済はこれまでの金利上昇等の影響を受けて明確に減速している。特に米国では、約3年半にわたって猶予されてきた学生ローンの返済が再開されており、学生ローン残高は家計債務の1割弱を占めることからすれば、特に個人消費の減速度合いが強まることが予想される。

また、そもそも年明け以降のドル高のきっかけが、米国のインフレ率上昇に伴う行き過ぎた利下げ観測の後退だった。しかし、米国の物価や賃金以外の経済指標は減速が目立つ。となれば、24年度以降は米国のインフレ率も徐々に落ち着くことが予想される。となれば、FRBも24年度以降は物価や雇用の状況を慎重に見極めながら、早ければ夏以降に利下げに転じる可能性が高いだろう。

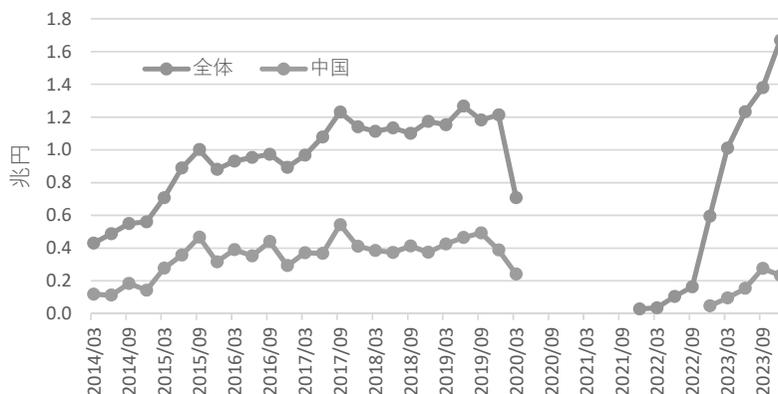
一方、円安の一因となってきた日銀の金融緩和策も、YCCの修正等によりすでに出口に向けた修正を進めている。こうしたことからすれば、春闘次第でマイナス金利解除の期待が高まるだろう。こうした米国と日本の中央銀行の政策スタンスがいずれもドル安・円高圧力になることがコンセンサスとなっていることが、24年度以降は行き過ぎた円安がやや是正されとみる市場関係者が多い背景となる。

■ 8. 今年は6兆円越えが期待されるインバウンド消費

24年度はインバウンド消費のさらなる拡大も期待される。中国政府は23年8月に日本を含む78カ国・地域への団体旅行を解禁した。これにより、2019年までは訪日外国人客1位だった中国人の訪日が増え、景気にプラスという見方があった。というのも、2019年の訪日外客数およびインバウンド消費額に占める中国人観光客のウェイトはそれぞれ30.1%、36.8%を占めていたからである。しかし、直近2023年7-9月期時点での訪日外客数、インバウンド消費額はそれぞれ19年7-9月期の85.6%、117.7%まで回復しているのに対し、中国人観光客に限ればそれぞれ35.0%、57.4%しか回復していない。このため、特に中国人団体旅行客の回復にはまだ伸びしろがあるとする向きもあった。

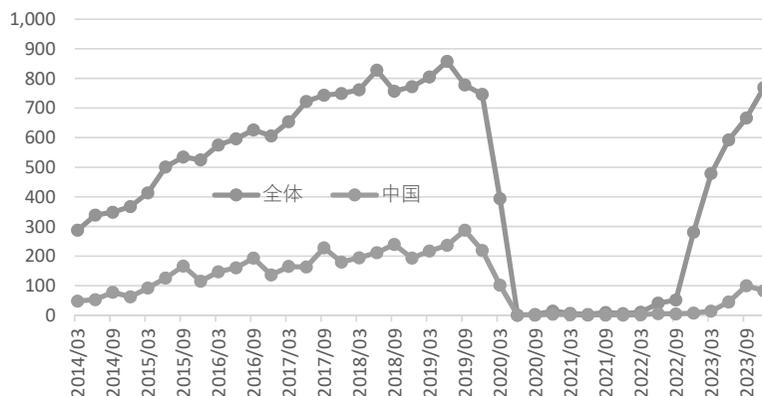
しかし、23年10-12月期の中国人観光客が逆に減少したことなどから、団体旅行解禁効果には慎重な見方をせざるを得ない側面もあろう。というのも、先述の通り、デフレリスクが高まる中で政府の対応が鈍い中国では経済不安が広がっているためである。また、福島第一原発の処理水の影響も無視できない。というのも、日本の海洋放出開始を受けて、中国政府は日本の水産物輸入を全面的に停止している。このため、一部の中国人団体客が

(図表5) インバウンド消費額



(出所) 観光庁

(図表6) 訪日外客数



(出所) 観光庁

行き先を日本から変更している可能性も否定できないだろう。

さらに、中国の水産物輸入全面停止に対して日本が断固として対抗措置を講じる必要性が出てくる可能性もあろう。しかしそうになると、22年末に日本が中国からの直行便での入国者に対する水際対策の臨時的措置を実施したことで今年2月の団体旅行一部解禁で日本を対象外にしたように、中国政府が団体旅行の解禁先から日本を再度対象外にする可能性もあることには注意が必要である。

加えて、国内観光産業の人手不足等も勘案すれば、中国団体旅行解禁に伴う過度な経済的期待は禁物といえよう。具体的には、団体旅行解禁に伴う中国人観光客のインバウンド

消費は23年に0.8兆円となったところから、24年はトータルで1.3兆円程度に拡大すると予想され、2019年の約1.8兆円にはまだ届かないと見込む。とはいえ、インバウンド消費全体では中国以外ですでに過去最高を更新していることから、中国依存度が低下する形で24年は23年度の5.2兆円を上回る6兆円越えを達成する可能性が高い。

