

Monthly Economist Report

2023 年の経済展望

— 高進した物価上昇率がもたらしたものの、内外経済の
ポイント整理 —

2023 年 1 月

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡剛士

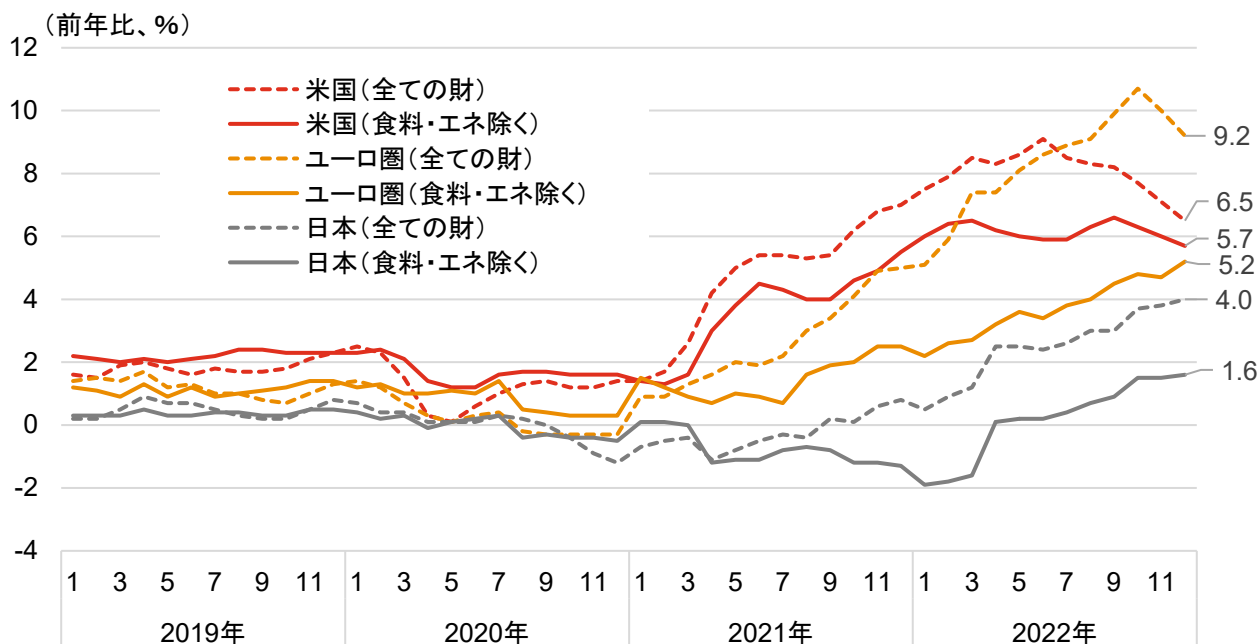


2023 年の干支は「癸(みずのと)卯(う)」。寒気が緩み、萌芽を促す年である。昨年の 1 年間を象徴する漢字は「戦」であった。ウクライナ侵攻や度重なる北朝鮮のミサイル発射等により「戦」争が意識され、円安、物価高、電力不足や感染症といった、日常生活の中で生じている変化が身近な「戦」と意識された。今年は現状を打破し兎が跳ねるように大きく飛躍する年にしたいものである。以下では、2022 年の回顧として昨年の日本経済を振り返りつつ、2023 年の経済を考えるにあたってどのような点がポイントとなりうるのかにつき議論していくことにしたい。

高進した物価上昇率がもたらしたもの

2022 年の経済を回顧するにあたり、まず筆者の頭に浮かぶのは、世界的な物価上昇率の高まりを受け、日本の物価上昇率もじわじわと伸びを強めたという事実である。図表 1 は日本、米国、ユーロ圏のインフレ率の推移をみているが、2021 年に入り伸びが高まった米国・ユーロ圏とは異なり、日本の物価は携帯通信料値下げの影響が剥落した 2022 年 4 月以降、全ての財のベースで前年比+2%を超えて推移するようになり、12 月時点では 4.0%まで伸びを強めている。

図表 1 日本、米国、ユーロ圏の物価上昇率の推移



(出所)総務省、BLS、Eurostat より筆者作成。

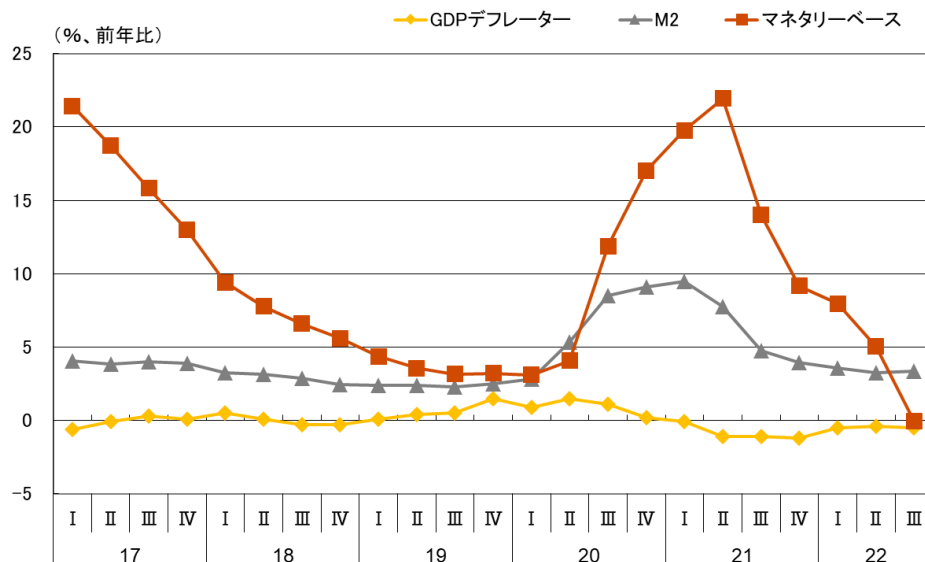
こうした物価上昇率の高まりは当初は日本にとって輸入財である食料品やエネルギー価格の上昇をメインにして進んだが、食料・エネルギー除く総合指数でも前年比+1.5%を上回った事実(これは消費税増税による物価上昇が生じた1997年、2014年を除くと、1993年以来のことである)を念頭におくと、コストプッシュ要因による物価上昇率の高まりのみとは言い切れない情勢になってきている。

筆者は日本の物価上昇率の現状や先行きを考える際には、①物価上昇率を規定するマネーの動きと金融政策動向、②企業収益と名目賃金の動向、③価格判断と国内の財・サービスの需給動向がポイントになると考えている。

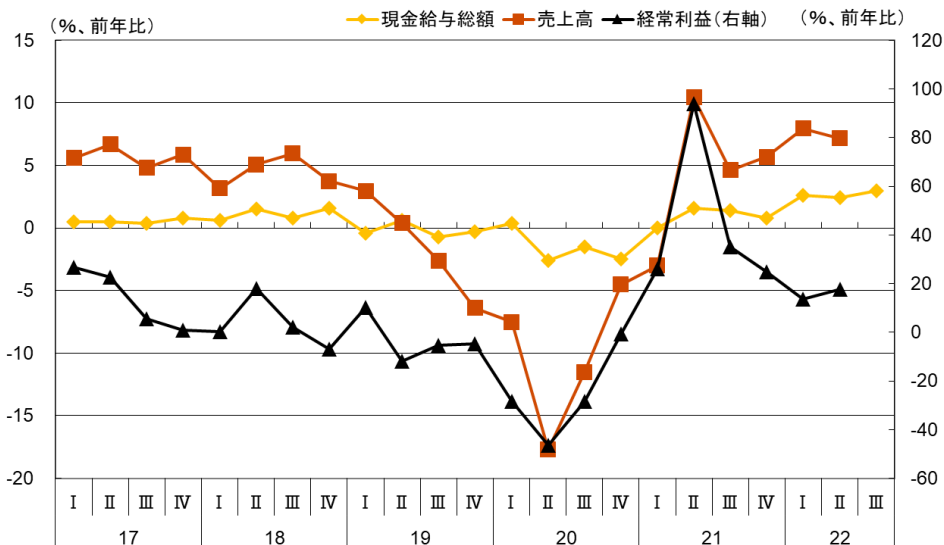
図表2はこれらのポイントについて2017年以降の推移をまとめているが、COVID-19の影響が深刻化した2020年から2021年にかけて、日銀が供給するマネタリーベースや、市中に供給されるお金の総量であるマネーストックも大きく伸びが高まった。これらは物価上昇率を高める素地を作り出したと考えられる。だが、GDPについての物価指数であるGDPデフレーターは輸入物価指数の大幅上昇に伴う影響を国内物価に転嫁できずに2021年4-6月期以降緩やかなマイナスで推移した。

図表2 物価、マネー、企業収益、名目賃金、価格見通し(2017年～2022年)

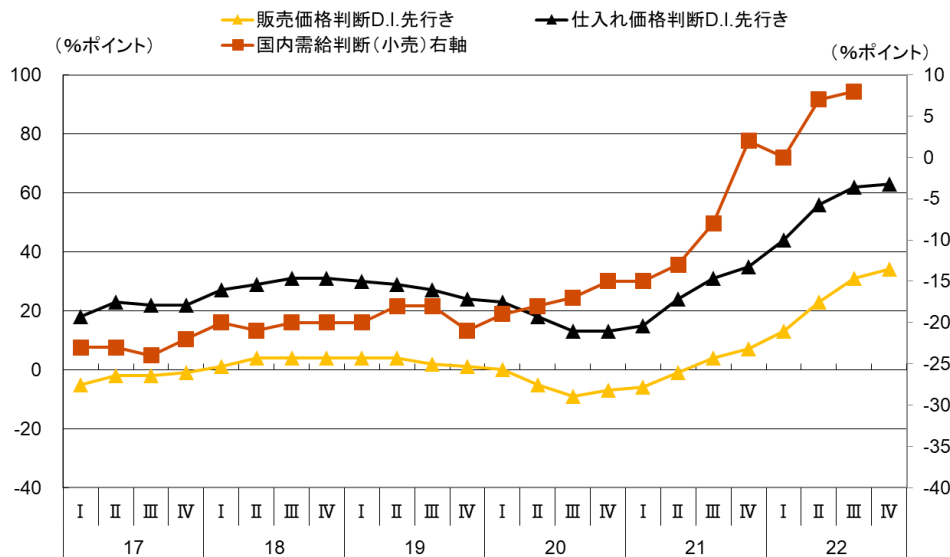
<物価、マネー>



<企業収益・名目賃金>



<価格判断・需給見通し>



(出所)内閣府、日本銀行、厚生労働省、財務省より筆者作成。

企業の経常利益や売上高は COVID-19 に伴う公衆衛生措置の発動の影響から 2020 年 4-6 月期に大幅に落ち込んだが、その後は大きく増加して、名目賃金(現金給与総額)も企業利益の増加と機を一にしてじわじわと伸びを拡大させている。また企業が見込む販売価格や仕入れ価格の見通しは、食料・エネルギー価格の上昇も影響して高まっている。さらに国内需給の動向も全ての分野で供給超過が解消された訳ではないが、小売では需給のタイト化が進んでいる。従来であれば、こうした情勢下で企業が価格を引き上げても、家計が早晚需要を低下させるため、企業の価格引き上げは持続せずに再び物価は元の伸びに戻ってしまうという状況が繰り返されてきたが、2021 年から 2022 年にかけての日本経済では物価が下がらずに逆に伸びを強めたという訳である。このような動きの背景には、2013 年以降、労働市場の需要がタイト化する状況が長期に亘って続いており、労働・資本・原材料の側面で企業がコストプッシュ圧力に耐えることが限界に近づいていることも影響しているだろう。

2022 年に日本の物価上昇率の高まりが持続したことの背景には、確かに食料やエネルギー価格の世界的な上昇の影響も作用したが、これまで見た通り、COVID-19 後のマネーの拡大、ペントアップ需要等を背景とした企業利益の拡大と名目賃金上昇、企業が予想する販売価格・仕入れ価格の上昇と需給のタイト化といった点が影響したと考えられる。こう考えると、2023 年の日本経済の先行き、特に経済・物価への影響を検討する際には、①物価上昇率を規定するマネーの動きと金融政策動向、②企業収益と名目賃金の動向、③価格判断と国内の財・サービスの需給動向が、今年どうなるかを考えることが必要であろう。

以下では順を追って、これらの点について議論していこう。

金融政策の先行き(1)ー共同声明見直し報道から懸念される政府のスタンス

今年の金融政策はどうなるのだろうか。2023 年 3 月に若田部副総裁、雨宮副総裁が、そして 2023 年 4 月には黒田総裁が任期を迎えることになる。新たに就任する総裁・副総裁の顔ぶれがどうなるのかは 1 月末日の時点では不明だが、「黒田体制」後の日銀執行部が、2%の物価安定目標を安定的・持続的に達成したことをしっかりと確認する前に金融緩和を解除するような政策を行えば、日本経済には重大な悪影響が及ぶリスクが高いと筆者は考える。ここでは、共同声明の見直し報道と、昨年 12 月、今年 1 月の金融政策決定会合の内容に言及しつつ検討したい。

まず共同声明の見直し報道についてである。共同通信は昨年 12 月 17 日に岸田政権が政府・日銀の共同声明を改定する方針を固めたと報じた。それによると、「できるだけ早期に実現する」としている 2%の物価安定目標の柔軟化を検討し、岸田首相が次期日銀総裁と協議して内容を決めるとのことである。追って日本経済新聞社は、政府内の一部に共同声明の見直しが浮上していると報じ、2%の物価安定目標の達成時期や範囲をより柔軟にしたり、表現の一部を修正したりといった案が取り沙汰されているとしている。共同通信の報道と比較すると、2%の物価安定目標の柔軟化に言及している点は共通しているが、

政府・日銀には慎重論もあり、先行きは見通しにくいとして、岸田首相が次期日銀総裁と協議して内容を決めるといった踏み込んだ形では報じていない。

共同声明は①デフレ脱却と持続的な経済成長の実現に向け、政府・日銀の政策連携を強化すること、②日銀は物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で 2%とし、この目標をできるだけ早期に実現すべく金融緩和を行うこと、③政府は機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みを具体化し、強力に推進すること、あわせて、財政運営に対する信託を確保する観点から、持続的な財政構造を確立するための取組を推進すること、④経済財政諮問会議で政府・日銀の取組状況につき定期的に検証を行うこと、という 4 つの柱からなる。

報道はこれらの 4 つの柱のうち②の日銀の部分を変えるということである。「できるだけ早期に実現する」という文言については、日銀は「できるだけ早期に実現する」ことを既に放棄しているため、この文言を削除することによる影響はほぼないといえる。だが、日銀が 2%の物価安定目標を安定的・持続的に達成したと判断する前に、政府が、2%の物価安定目標を「できるだけ早期に実現する」目標ではなく中長期的なゴールとして位置づけたり、物価安定目標そのものを「1%~3%」といった形に変更したりすれば、金融政策への信託は大きく損なわれるだろう。

金融政策の先行き(2)－12 月金融政策決定会合の結果から確認しておくべきこと

続いて昨年 12 月および今年 1 月の金融政策決定会合の内容について確認しておこう。昨年 12 月 20 日の金融政策決定会合は金融政策を分析・注視している多くの関係者にとってサプライズであった。

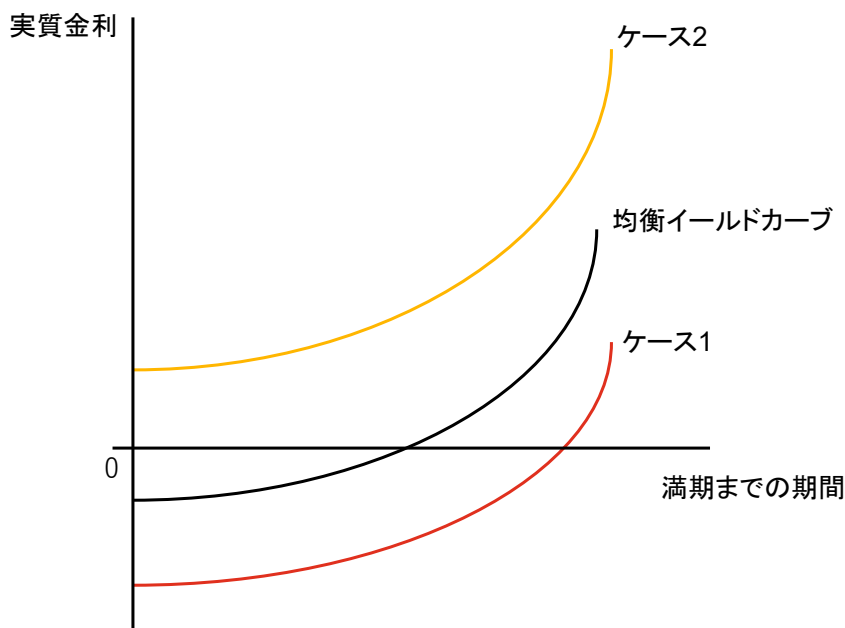
まず確認しておくべきことの 1 つ目は、12 月の決定は引き締めを意味するものではなく、「実質利上げ」かどうかは今後の経済動向に依存するということである。

日銀が公表している決定会合の公表文書(ステートメント)をみると、日銀は次回決定会合までの金融市場調節方針として、短期金利マイナス 0.1%、10 年物国債金利をゼロ%程度とする長短金利操作を決定したと記載している。そして今回新たに追加された文言として、長短金利操作(イールドカーブコントロール)の運用として、国債買い入れ額を月間 7.3 兆円から 9 兆円程度に増額することを表明するとともに、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大するとしている。また、ETF、J-REIT、CP 等、社債等の資産の買入方針についても変更はないが、「ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする」との一文も追加された。以上のように、短期金利マイナス 0.1%、10 年物国債金利をゼロ%とする長短金利操作を決定したという部分が変わっていないことは、日銀が 10 月会合と同様、金融緩和を継続していることを意味している。つまり引き締めに転じてはいないということだ。仮に 10 年物国債金利を 0%程度ではなく 0.5%程度に「利上げ」するのであれば、10 年物国債金利を 0.5%程度とする長短金利操作を決定したと日銀は公表文書に記載するだろう。

そもそも、長短金利操作とは、横軸に満期までの期間(残存年限)、縦軸に名目金利をとった名目イールドカーブを好ましい形状にすべく、短期金利の操作と国債買い入れを行う政策である。そして名目イールドカーブを形成する際の基準となるのが、均衡イールドカーブである。これは、景気を加速も減速もさせないという意味で経済に対して中立的な実質イールドカーブである。よって、今回の政策決定が緩和的なのか引き締めの的なかを判断するには、政策決定の結果成立する名目イールドカーブから予想物価上昇率を差し引いた実質イールドカーブが均衡イールドカーブを下回っているか否かがポイントとなる。

図表 3 は均衡イールドカーブと実質イールドカーブの概念図を示している。図中のケース 1 のように均衡イールドカーブよりも実質イールドカーブが全体として低い位置にあれば、景気を刺激することが期待されるため緩和的であると判断される。逆に、ケース 2 のように実質イールドカーブが均衡イールドカーブを全体として上回る位置にあれば、景気を冷やすことになるため引き締めのであると判断される。日銀の政策決定が明らかになった後に 10 年債の金利が 0.4%台まで大きく上昇したが、特定の年限の金利が上昇したら、即、その事実が金融引き締めにつながる訳ではない。あくまで引き締めか緩和かどうかは、イールドカーブの形状がどう変化するかで判断すべきであるということだ。

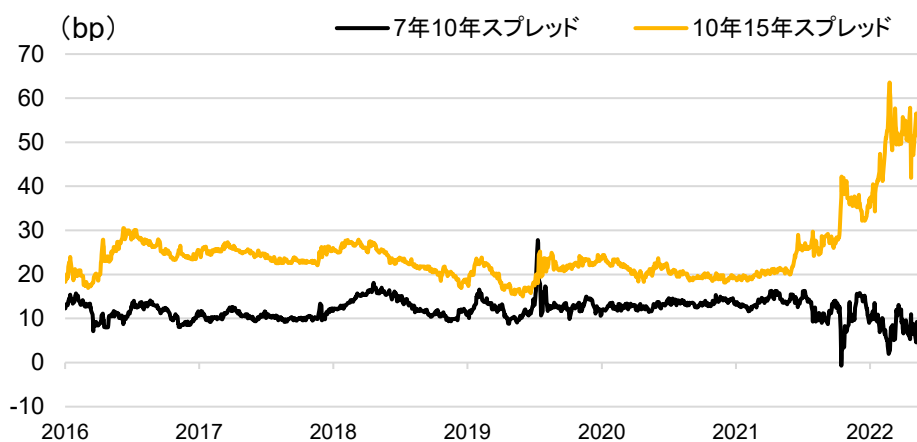
図表 3 均衡イールドカーブと実質イールドカーブの概念図



(出所)筆者作成。

なお 10 年物国債の金利の動きをみると、新発 10 年国債金利(終値)は、政策決定があった昨年 12 月 20 日に 0.395%まで上昇し、その後は 0.3%から 0.5%の間で推移している。10 年債金利の動きのみに着目すれば今のところ「実質利上げ」と言えるかもしれないが、国債金利は満期までの期間が長期になればなるほど、先行きの物価上昇率の見通しや政府の財政スタンス、主要国の金利動向といった要因の影響を受ける。来年以降、主要国の金融引き締めが落ち着く中で物価上昇率も低下の方向が明確となれば、日本の国債金利にかかっている上昇圧力が和らぎ、再び 0.25%に金利が下がる可能性もある。逆に、今回の長期金利の変動幅拡大が、金融緩和の終了に向けた第一歩と捉えられ、早期に 0.5%の上限に金利が張り付く状況になってさらなる変動幅拡大が督促されるような展開となれば、「実質利上げ」の流れはさらに濃厚となろう。要は変動幅を拡大したことで 0.25%を有意に上回る可能性もあるし、下回る可能性もある。それは経済環境次第であるということだ。

図表 4 : 国債流通利回りスプレッドの推移



(出所)財務省資料より筆者作成。直近値は 2023 年 1 月 31 日。

確認すべき点の2つ目は、なぜ12月に日銀は長期金利の変動幅拡大を決めたのかということだ。これは日銀が $\pm 0.25\%$ で維持していた10年国債の金利と、その前後の年限の国債金利とのスプレッドが大きくなってしまった、もしくは現物市場と先物市場の裁定がうまく働かなくなってしまったことが理由である。

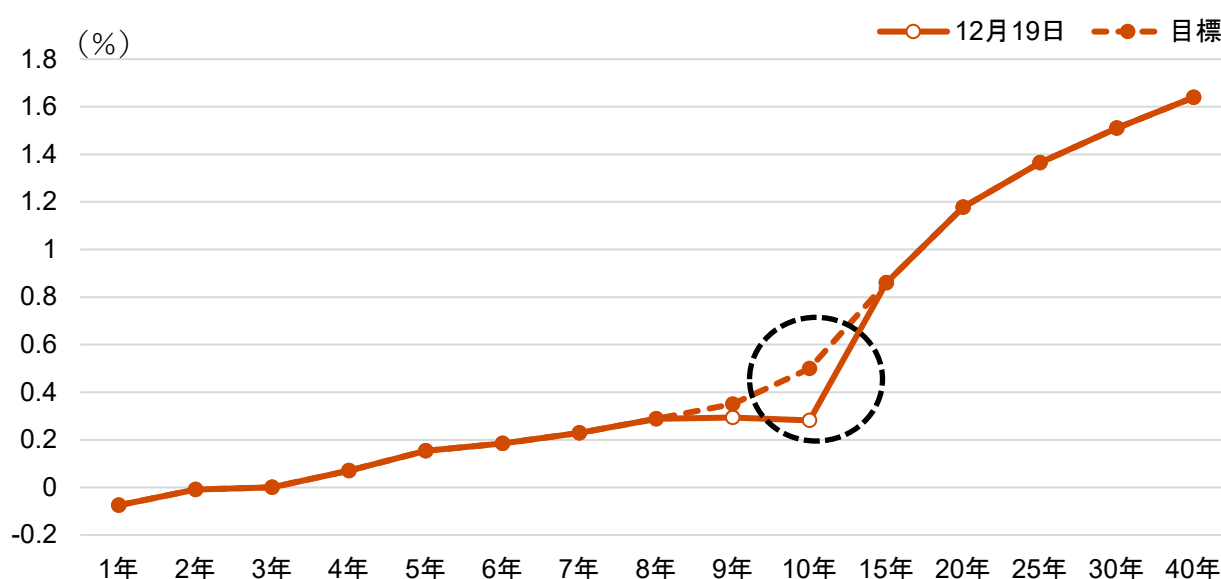
図表4は10年国債と7年国債の流通利回りのスプレッドと10年国債と15年国債の流通利回りのスプレッドの推移をみている。10年国債と7年国債のスプレッドは日銀が長短金利操作を開始した2016年9月以降、概ね10bp(0.1%ポイント)から20bp(0.2%ポイント)の間で推移していた。ところが日本の消費者物価指数が前年比2%を超える状況になり、金融政策変更の観測が出始めた2022年4月以降、10bpを大きく下回るようになり、12月の金融政策決定会合の前日である12月19日には5bp(0.05%ポイント)ほどまで低下したのである。先ほども述べたように、満期までの期間が長い国債の金利はインフレ期待や財政支出、海外の金利上昇の影響を受ける。10年国債と15年国債のスプレッドは概ね20bpから30bpの間で推移していたが、2022年4月以降、60bp(0.6%ポイント)まで大きく拡大した。

これが12月の金融政策決定会合で、日銀が10年金利の変動幅拡大を決めた理由である。それではなぜ10年国債金利が他の年限の国債金利よりも大きく抑制されていることが問題になるのだろうか。図表5は日銀が金利変動幅拡大を決める1日前の12月19日時点の国債の流通利回りを用いて描いたイールドカーブを示している。図表5を見ればわかる通り、10年国債金利は満期が短い9年債金利よりも金利が低く、15年債と10年債の金利の差(スプレッド)が大きく高まる形になっている。

ここで10年債金利が他の年限の金利よりも低い状況というのは、10年債の価格が割高ということを意味する。よって10年債を売り、他の年限の国債を買うという裁定取引を行えば、10年債を売った市場参加者は利益を得、そのことで10年債の供給が増えるために10年債の価格が低下して金利は上がり、イールドカーブはなだらかな右肩上がりの曲線に近づくことが期待される。

ただし、10年債の金利を0.25%までが上限という形で日銀がコントロールしている状況下では、こうした裁定取引がイールドカーブをなだらかにすることにはつながらない。日銀が一定の水準以上の金利を許容しないと市場参加者が認識していれば、10年債を売り、他の年限の国債を買うという裁定取引を通じて、イールドカーブがなだらかな右肩上がりの曲線になることは期待できなくなる。また国債の金利がこうした歪みを持った形で決まれば、それは社債や貸出等にも悪影響をもたらすだろう。以上が10年国債金利を他の年限の国債金利よりも大きく抑制することに伴う問題である。

図表5：イールドカーブ（12月19日）と国債金利変動幅拡大のイメージ



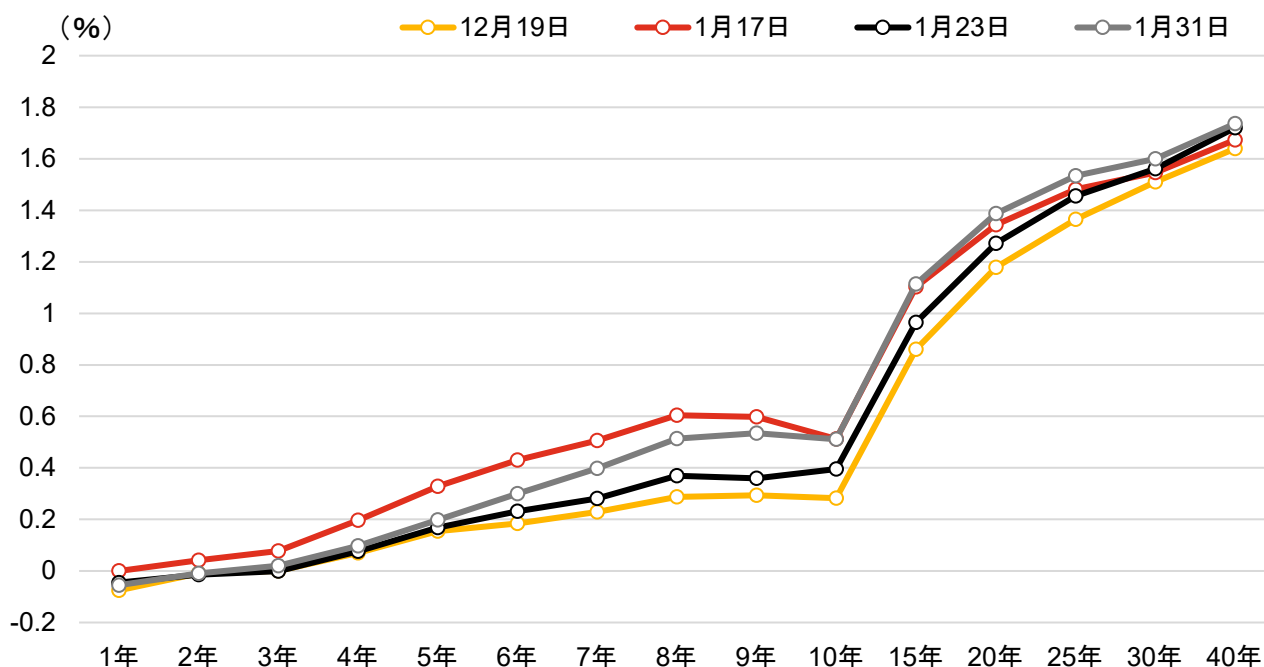
(出所)財務省資料より筆者作成。

なお、長短金利操作、広く言えば金融政策に限らず政府や中央銀行が行う経済政策は、自由な市場の働きに介入することで市場の持つ効率性を犠牲にして政策効果（雇用拡大、所得拡大）を発揮することを目的としている。今回の日銀の決定は、イールドカーブを均衡イールドカーブよりも低位に留め、総需要を高め、物価安定目標を達成するという本来の長短金利操作の目的は維持しつつ、債券市場の機能度悪化を是正することで金融緩和の持続性をより高めることを目指したもののだが、この試みはうまくいくのだろうか。図表 6 は 12 月会合直前期の 12 月 19 日時点と 1 月会合直前期の 1 月 17 日時点、さらに 1 月 23 日、27 日のイールドカーブを比較している。これを見ると、1 月 17 日時点のイールドカーブは 10 年債の金利が 0.5% 近傍に張り付く中で 1 年から 9 年までのゾーンの金利が 12 月 19 日時点と比べて全般的に上昇した。そして 5 年から 9 年までのゾーン、15 年以降のゾーンの金利がさらに上昇して、イールドカーブの歪みが拡大していることがわかる。

筆者は、日銀が 2023 年度及び 2024 年度の物価上昇率を前年比 +1.6% と、2% を下回る物価上昇率を予想している状況、図表 2 の通り日銀が供給するマネタリーベースが大きく伸びを減じている状況、海外経済が抱える様々なリスク要因（主要国の利上げの悪影響、ウクライナ侵攻の長期化、中国経済の動向等）が日本経済にとり逆風として作用しう状況を踏まえると、10 年国債金利は ±0.5% ではなく、従来通り ±0.25% の領域で動くことを許容するとともに、10 年までのゾーンの国債の買入額を増やし、必要に応じて指値オペを行うことで金融緩和を拡大して 10 年までのゾーンの金利を下げ、イールドカーブをなだらかにすることで債券市場の機能度悪化の是正を両立する方が合理的だと考える。こうした政策を行うには、マイナス金利政策をさらに拡大させること（政策金利を -0.1% からさらに下げる）が必要になるが、ここまで行う必要はないとの判断が金融政策決定会合でなされたのだろう。

日銀は 1 月の決定会合でこうした歪みを是正すべく、今度は共通担保資金供給オペの年限を 1 年から 10 年未満のゾーンに拡大し、金利も貸出期間に応じて弾力的に運用することを新たに決定した。1 月 17 日から 23 日のイールドカーブの動きを見る限り、こうした試みは 10 年未満ゾーンの金利を全般的に下げることを通じてイールドカーブの歪み是正に一定の効果を持ったと言える。ただし、1 月 31 日時点のイールドカーブを見ると再び全体的に上昇している。

図表 6：イールドカーブの比較



(出所)財務省資料より筆者作成。

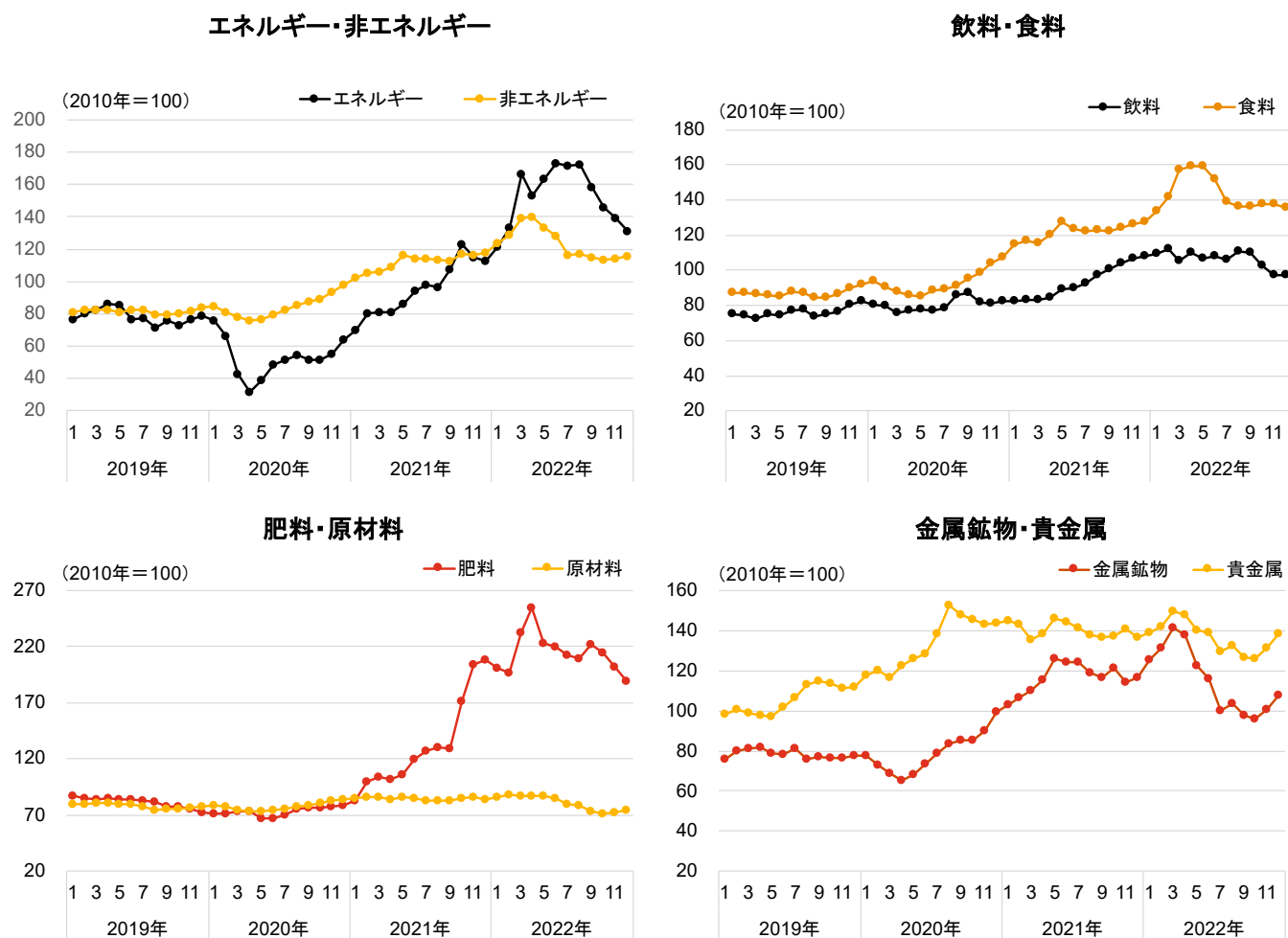
2023 年の日本経済の大きなテーマの 1 つは、「2%の物価安定目標を安定的・持続的に達成する」という判断をいつ、どのような形で行うか(ないし行えるのか)ということである。「2%の物価安定目標を安定的・持続的に達成する」という判断が可能になるには、以下の 4 条件、つまり、①GDP デフレーターが内需デフレーターの上昇を伴いつつプラスで推移すること、②消費者物価の基調的動きをみる指標(刈込平均値、加重中央値、最頻値)がいずれも 2%を超えること、③経済全体の需給ギャップが需要超過の状態(プラス)となること、④予想インフレ率が 2%を超えること、を満たしたと統計資料から確認でき、なおかつ今後においても達成できると見通されることが必要と筆者は考える。2022 年の物価上昇率を高める上で大きく寄与した食料・エネルギー価格の影響は、食料・エネルギー価格が緩やかに低下基調にある現状では、緩やかに減衰していくことが予想される。こうした中、4 条件を満たすには、名目賃金が定期昇給分を除くベースで前年比+3%超となるために、政府・日銀・財界が一致協力していくことが欠かせない。岸田政権は 1 兆円の防衛費不足分を捻出するために法人税、復興特別所得税、たばこ税の増税を来年以降検討するとのことだが、税収が過去最高を記録する中にあって増税を提案することは多くの国民の賛成を得られない。2%の物価安定目標を安定的・持続的に達成することを最優先に経済運営を行うことが必要だろう。

原材料価格の変化が日米欧の物価に及ぼす影響

以上日本経済について述べてきたが、今年の海外経済は特に主要国で昨年進んだ利上げの影響がさらに顕在化することが懸念される状況である。これは日本企業、特に製造業の収益や名目賃金の動向にも影響を及ぼすだろうし、企業の価格判断や財・サービスの需給動向にも影響するはずだ。以下ではまず、資源価格の動向についてみた上で、エネルギー価格が一定の前提の下で推移した場合、それが日米欧の消費者物価指数にどの程度のインパクトを及ぼすのかを確認する。その上で、欧州および米国の物価の先行きについて検討することにしたい。

図表 7 は原材料価格の推移をみている。図表の左上の通り、エネルギー価格は昨年の 9 月から、非エネルギー価格は昨年

図表 7 原材料価格の推移



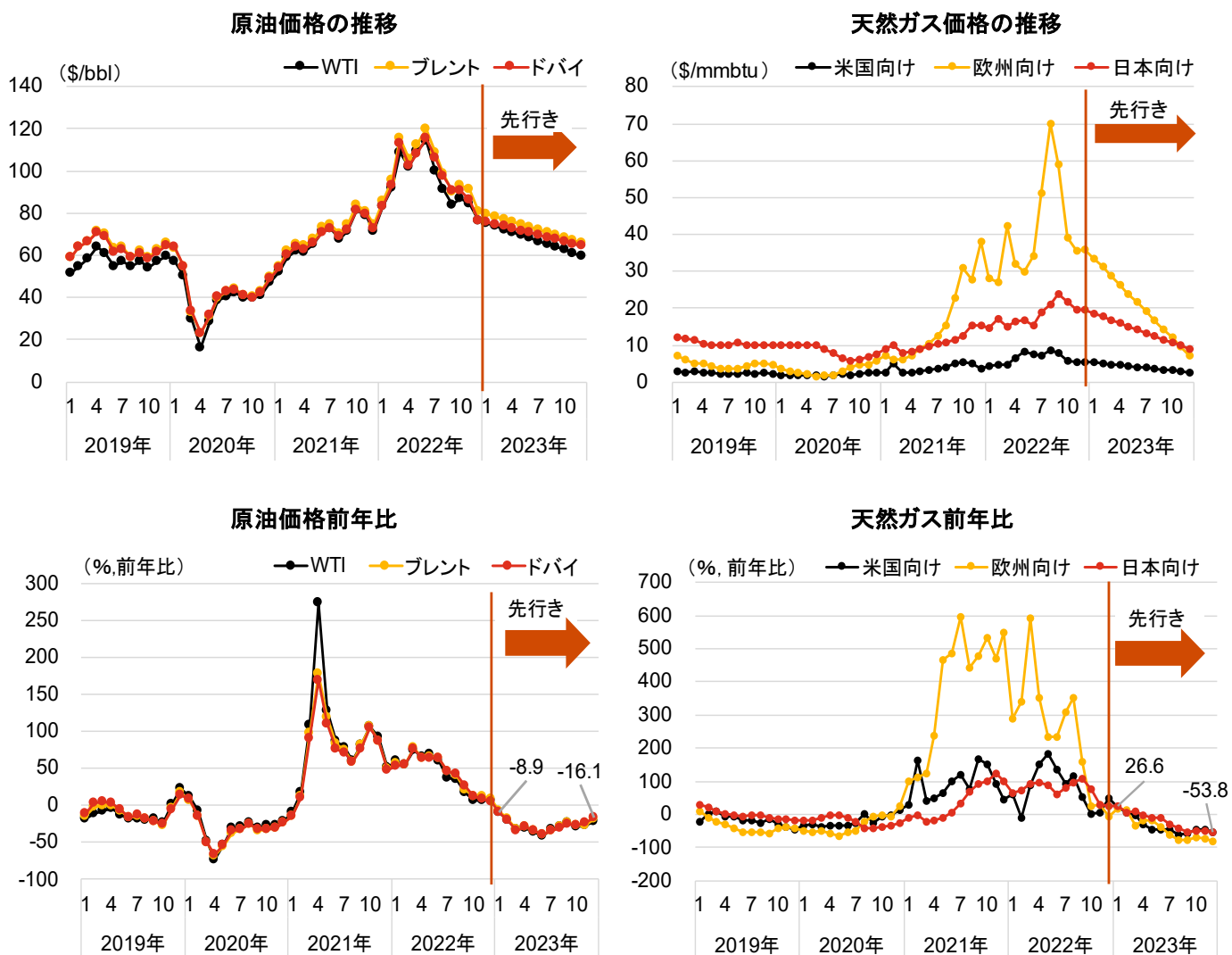
(出所)World Bank より筆者作成、直近時点は 2022 年 12 月まで。

5月から下落に転じているものの高止まっている状況にある。そして非エネルギー価格については肥料価格の高止まりが顕著であり、明確な減少トレンドに入っている訳ではないことがわかる。

図表8はエネルギー価格のうち、原油価格と天然ガス価格の推移と前年比を示している。原油価格、天然ガス価格の推移からは、原油価格は昨年6月をピークに減少傾向にあるとは言え、水準でみれば直近時点の値は2021年末と同水準であって、コロナ禍前の2019年末ないし2021年初頭あたりまで下落している訳ではない。天然ガス価格の推移をみると、ごく足元では価格は下落しているものの、高止まりが続いている。

2022年12月以降の値は、先行きとしてそれぞれ2021年初の水準まで緩やかに原油・天然ガスが下落していく場合の姿を描き、下の図ではそれぞれの価格推移に対応した前年比の変化を示している。2023年末にかけて2021年初の水準まで緩やかに下落していくと想定すると、ドバイ原油価格前年比は2023年1月に前年比-8.9%となり、2023年末には同一16.1%となる。また天然ガス価格(日本向け)前年比は2023年1月に前年比+26.6%となり、2023年末には同-53.8%となる。原油・天然ガス価格は世界経済の成長率が大きく低下すれば需要の減少を通じて価格が低下すると予想されるが、他方で世界の原油・天然ガス開発の投資額は低迷が続いており、供給力の低下が価格を押し上げる可能性もある。こう考えると、2023年の原油・天然ガス価格は、図表8の先行きに示した水準を下限として推移する公算が高いのではないかと。

図表8 原油価格、天然ガス価格の推移



(出所)World Bank より筆者作成、直近データは2022年12月。

では、図表 8 で示した原油・天然ガス価格の先行きを下限とし、横ばいを上限とした場合のエネルギー価格の変化が主要国の消費者物価指数の変化にどの程度の影響を及ぼすのだろうか。図表 9 はエネルギー価格の変化が各国 CPI の物価上昇率にどの程度影響するのか、その寄与度を試算している。

図表の一番左はエネルギーを除く総合ベースでの CPI 上昇率を各国について記載している。日本の場合は前年比+3.0%、米国は同+6.4%、ユーロ圏同+7.2%である。そして 2022 年 12 月におけるエネルギーの寄与は日本の場合+1.0%であった。同様に米国は+0.1%、ユーロ圏は+2.0%である。ケース 1 は 2023 年を通じてエネルギー価格が横ばいである場合のエネルギー価格の寄与度を示しているが、日本の場合は 2022 年 12 月時点の+1.0%から 2023 年は+0.0%へと寄与度が減少するとの結果になる。ケース 2 は 2023 年末に 2021 年初頭の水準までエネルギー価格が低下するとした場合のエネルギー価格の寄与度を試算した結果だが、日本の場合 2023 年は-0.4%へと寄与度が減少する。

つまり、2023 年の日本の消費者物価指数前年比は、2023 年中のエネルギー価格の変化のみを考慮しても、エネルギーを除く総合前年比+3.0%にエネルギーの寄与分+1.0%を加えた前年比+4.0%から+2.6%~+3.0%まで低下する可能性があるということだ。同様に、米国の場合は+5.7%~+6.0%、ユーロ圏の場合は+6.7%~+7.0%が 1 つの目安になるのではないかということである。そして図表 9 からわかるのは、エネルギー価格の動向が 2023 年の物価に大きく影響するのはユーロ圏、日本であって、米国はあまり影響しないであろうということである。

図表 9 エネルギー価格が各国 CPI に与える寄与(%ポイント)

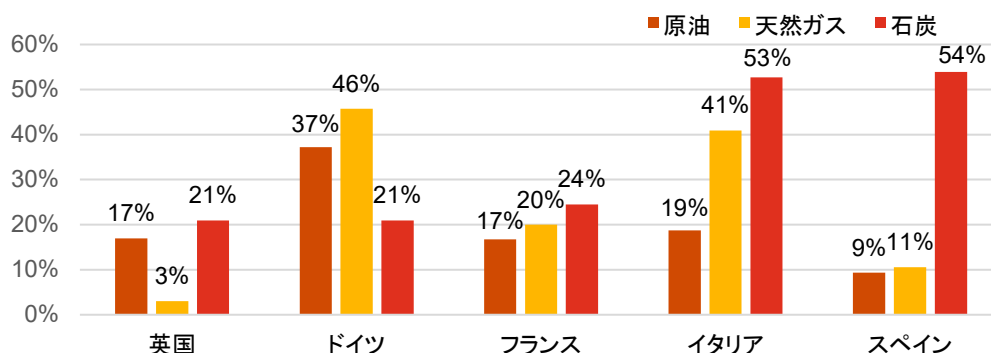
CPI 上昇率 (2022 年 12 月エネ 除く 総合前年比)	2022 年 12 月	2023 年 (ケース 1)	2023 年 (ケース 2)
日本 +3.0%	+1.0%	+0.0%	-0.4%
米国 +6.4%	+0.1%	-0.4%	-0.7%
ユーロ圏 +7.2%	+2.0%	-0.2%	-0.5%

(注) 各国の下にある数値は、2022 年 12 月におけるエネルギー除く総合の CPI 上昇率。ケースは 2023 年 1 月から 12 月までエネルギー価格が一定とした場合の各国 CPI への寄与度を試算した結果。ケース 2 は 2023 年末にエネルギー価格が 2021 年初の水準まで下落するとした場合の各国 CPI への寄与度を試算した結果。

ユーロ圏の物価の鍵はエネルギー価格と ECB の金融政策

続いてユーロ圏の物価を巡る状況を敷衍しよう。図表 10 の通り、ドイツやイタリアを筆頭に、ロシア産の原油・天然ガス・石

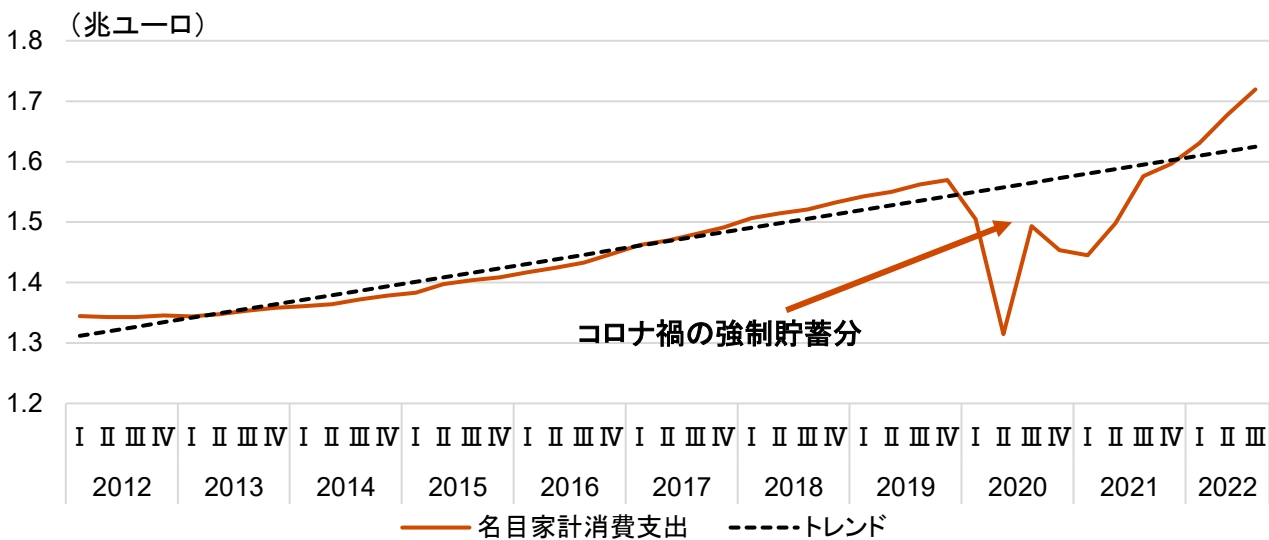
図表 10 欧州主要国のロシア産原油・天然ガス・石炭依存度



(出所) IEA より筆者作成。

炭の依存度が大きいことが特徴である。ロシアのウクライナ侵攻が長期化する中、暖冬の影響もあって欧州向けエネルギー価格の高騰による悪影響はひとまず回避されている模様だが、ロシアからのエネルギー依存からの脱却には相応の時間がかかることが予想される。これはエネルギー価格の高止まりの長期化や物価上昇率の高止まりにつながるだろう。そして、ユーロ圏の名目家計消費と強制貯蓄の関係(図表 11)に着目すれば、コロナ禍における強制貯蓄の解消が十分に進んでいないことが、物価上昇が進む中で需要の底堅さに影響していると考えられる。

図表 11 ユーロ圏の名目家計消費と強制貯蓄の関係



(出所)EuroStat より筆者作成。

図表 12 は昨年半ば以降の各機関による欧州諸国の経済見通しをまとめているが、2023 年のユーロ圏実質 GDP 成長率は 0% 台に落ち込み、2024 年に 1% 台の成長率となることが予想されている。ECB は 2 月の理事会で 2 会合連続となる 0.5% の利上げを決定し、声明文で次回 3 月会合においても 0.5% の利上げを行うことを盛り込んだ。エネルギー価格の高止まりを通じた消費マインドの悪化による経済の落ち込みと、強制貯蓄の解消余力に基づく需要の底堅さ、そして ECB の金融引き締めペースといったあたりが 2023 年のユーロ経済をみる上において注目点であろう。

図表 12 各機関による経済見通し(実質 GDP 成長率)

	ユーロ圏			英国			ドイツ			フランス			イタリア			スペイン		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
ECB(22年6月)	2.8	2.1	2.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
欧委(22年7月)	2.6	1.4	-	-	-	-	1.4	1.3	-	2.4	1.4	-	2.9	0.9	-	4.0	2.1	-
ECB(22年9月)	3.1	0.9	2.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IMF(22年10月)	3.1	0.5	1.8	3.6	0.3	0.6	1.5	-0.3	1.5	2.5	0.7	1.6	3.2	-0.2	1.3	4.3	1.2	2.6
BOE(22年11月)	3.3	0.0	0.0	4.2	-1.6	-0.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
欧委(22年11月)	3.2	0.3	1.5	4.2	-0.9	0.9	1.6	-0.6	1.4	2.6	0.4	1.5	3.6	0.3	1.1	4.5	1.0	2.0
OECD(22年11月)	3.3	0.5	1.4	4.4	-0.4	0.2	1.8	-0.3	1.5	2.6	0.6	1.2	3.7	0.2	1.0	4.7	1.3	1.7
ECB(22年12月)	3.4	0.5	1.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IMF(23年1月)	3.5	0.7	1.6	4.1	-0.6	0.9	1.9	0.1	1.4	2.6	0.7	1.6	3.9	0.6	0.9	5.2	1.1	2.4

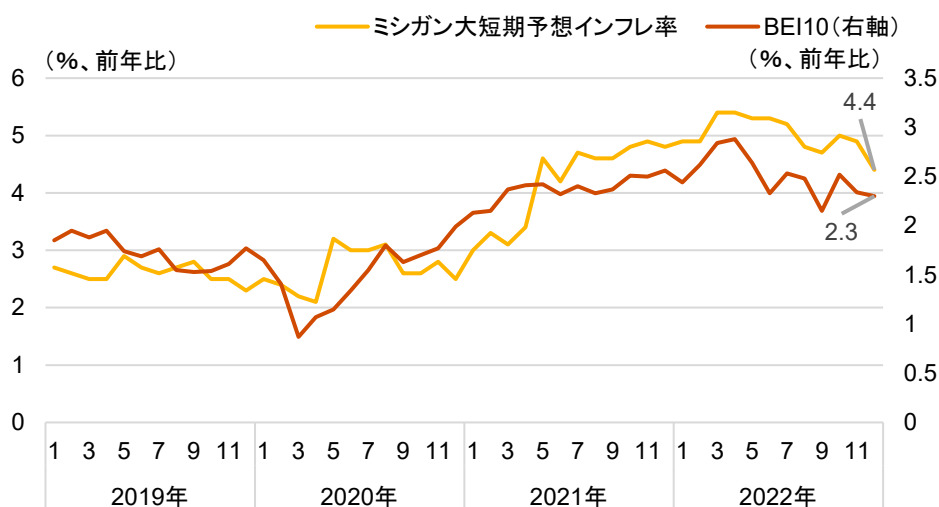
(出所)ECB、欧州委員会、IMF、OECD より筆者作成。

米国の物価安定化には求人率の減少と予想インフレ率の安定化が必要

続いて米国の物価を巡る状況を整理しよう。筆者が米国の経済・物価において重要だと考えるポイントは3つある。

1つ目は予想インフレ率の高止まりが続いているという点である。図表13はミシガン大短期予想インフレ率と10年物物価連動国債から計算したブレイク・イーブン・インフレ率(BEI10)の推移をみているが、短期の予想インフレ率が4%~5%のレンジで高止まりする中、ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI10)も高止まりが続いている。もっとも、ごく足元の動きに目を凝らせば、2022年12月のミシガン大短期予想インフレ率は4.4%と2021年6月以来の伸びまで減速している。短期予想インフレ率が3%近傍に減速していけば、ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI10)も2019年の伸び(1.5%台前後)に減速していき、米国の物価が2%台に再び安定化する可能性も見えてくるだろう。

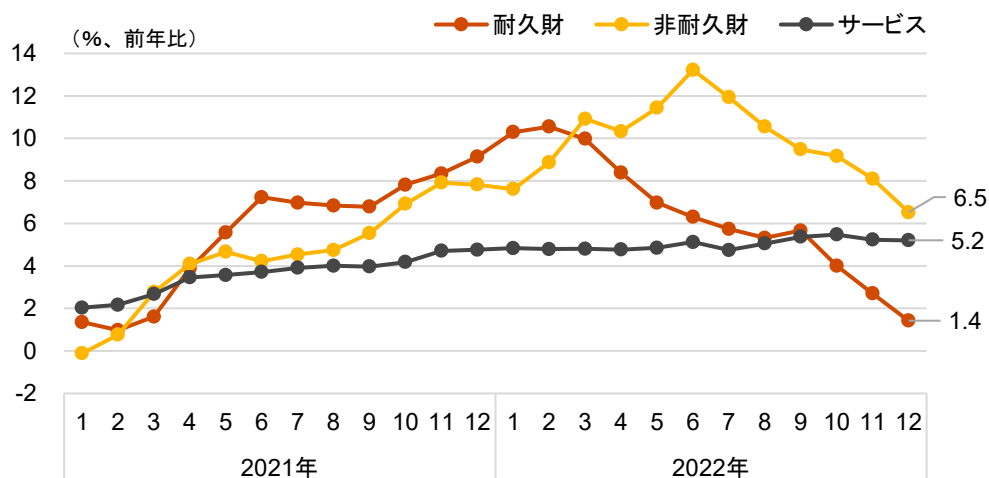
図表13 米国予想インフレ率の推移



(出所)FRED より筆者作成。直近は2022年12月。

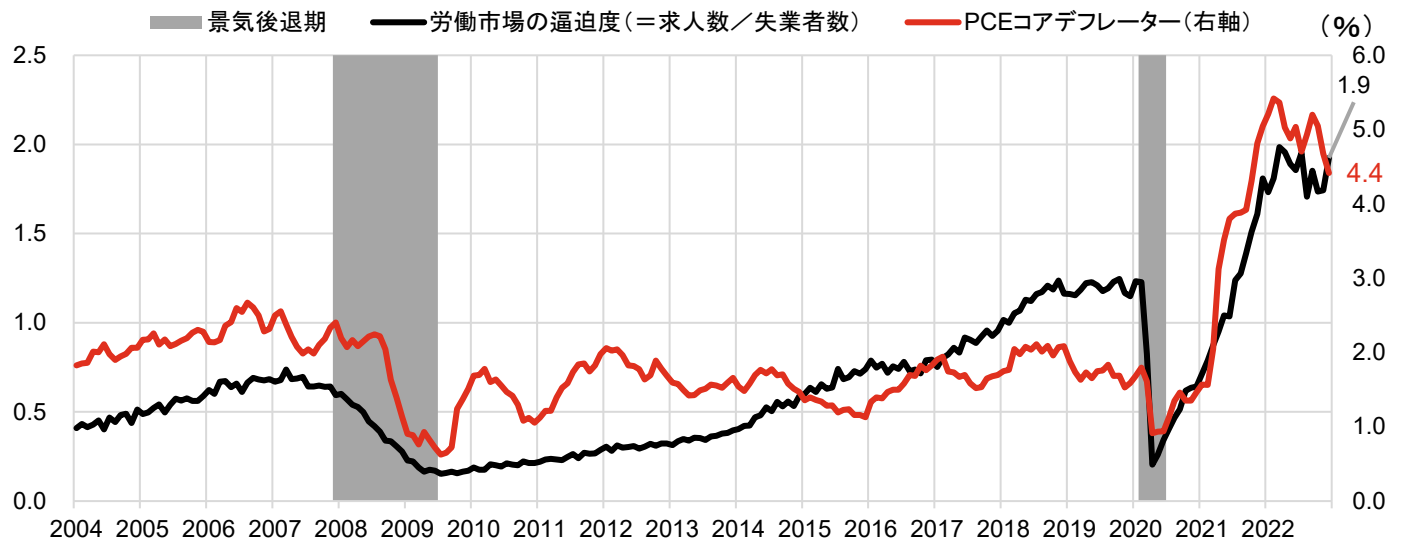
ただし、米国のインフレ率が2%近傍に安定化するような可能性が2023年中に視野に入るかどうかと言われると、かなり難しそうだ。これが2つ目のポイントである。

図表14 財別インフレ率の推移



(出所)BEA より筆者作成。

図表 15 労働市場の逼迫度と物価上昇率の推移



(出所)FRED、Barnichon(2010)、“Building a composite Help-Wanted Index”などを参考に筆者作成。逼迫度、PCE コアデフレーター前年比は 2022 年 12 月まで。

図表 14 は個人消費支出(PCE)デフレーターから財別のインフレ率の推移をみたものだが、米 FRB の利上げの影響を受けやすい耐久財のインフレ率は 1.4%まで減速している一方で、非耐久財のインフレ率は 6.5%、サービスのインフレ率は 5.2%と高止まっている。サービスのインフレ率の高止まりの背景には、高止まりする人件費と、堅調な雇用動向が影響している。図表 15 は労働市場の逼迫度合いをみたものだが、求人数を失業者数で割った労働市場の逼迫度合いが 2022 年 2 月に 2 近くまで急激に上昇するのと同じタイミングで、食料およびエネルギーを除く PCE コアデフレーターの前年比が 5%を超えて伸びを強めている。労働市場の逼迫度合いと食料やエネルギーを除くインフレ率とは密接な関係があるということだ。

2%のインフレ率を達成するために労働市場の逼迫度合いや予想インフレ率はどこまで低下する必要があるのだろうか。この点を考えるため、PCE 総合デフレーターの前年比を被説明変数、図表 7 で取り上げた食料価格の前年比、図表 8 で取り上げた WTI 価格の前年比(米国向け天然ガス価格は統計的に有意でなかったのを除外)、図表 13 のミシガン大短期予想インフレ率、図表 15 の労働市場の逼迫度を説明変数とした回帰式を推計してみた¹。

推計結果は以下の通り、推定したパラメーターは全て 1%有意となり、結果は良好である。

$$\text{米国 PCE 総合デフレーター前年比(\%)} = -1.14 + 0.01 \times \text{WTI 価格前年比(\%)} + 0.01 \times \text{食料価格前年比(\%)} + 3.98 \times \text{労働市場逼迫度合い(-1)} - 4.75 \times \text{労働市場逼迫度合い(-1)の2乗} + 1.98 \times \text{労働市場逼迫度合い(-1)の3乗} + 0.60 \times \text{ミシガン大短期予想インフレ率}$$

推計期間: 2003 年 1 月～2022 年 12 月。自由度修正済み決定係数: 0.85

この推計式を元に、図表 9 のエネルギー価格のパス(case2)、食料価格は 2023 年以降一定とした上で、2025 年に PCE 総合デフレーターが前年比+2.1%(2022 年 12 月 FOMC 参加者の物価見通し中央値)となる²ために必要な 2025 年末時点の労働市場逼迫度合い、予想インフレ率を計算してみたのが図表 16 である。

¹ 回帰式の推計に関しては、Ball, Leigh and Mishra(2022)、“Understanding U.S. Inflation During the COVID Era”, IMF Working Paper, WP/22/208.を参考にした。

² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20221214.pdf>

図表 16 のケース 1 は 2022 年 12 月時点で 1.9 である労働市場の逼迫度合いが 2025 年末に 1、つまり求人数と失業者数が同じ数になるまで逼迫度合いが緩和した場合であり、この場合、2025 年平均で PCE 総合デフレーターが前年比+2.1%を達成するには、ミシガン大短期予想インフレ率が 2025 年末に 3.9%まで低下すればよいことを意味する。ケース 2 はミシガン大短期予想インフレ率が 2000 年から 2019 年までの平均値 2.9%に回帰する場合に、2025 年平均で PCE デフレーターが前年比+2.1%を達成するには、労働市場逼迫度合いが 1.15 まで緩和する必要があることを意味する。最後のケース 3 は、労働市場逼迫度合いが 1.5 までしか緩和しない場合、2025 年平均で PCE 総合デフレーターが前年比+2.1%を達成するには、ミシガン大短期予想インフレ率が 0.5%まで低下する必要があることを示す。いずれのケースにおいても、労働市場の逼迫度合いが十分に改善しない限り米国の物価は 2%に向けて低下することは難しいということだ。

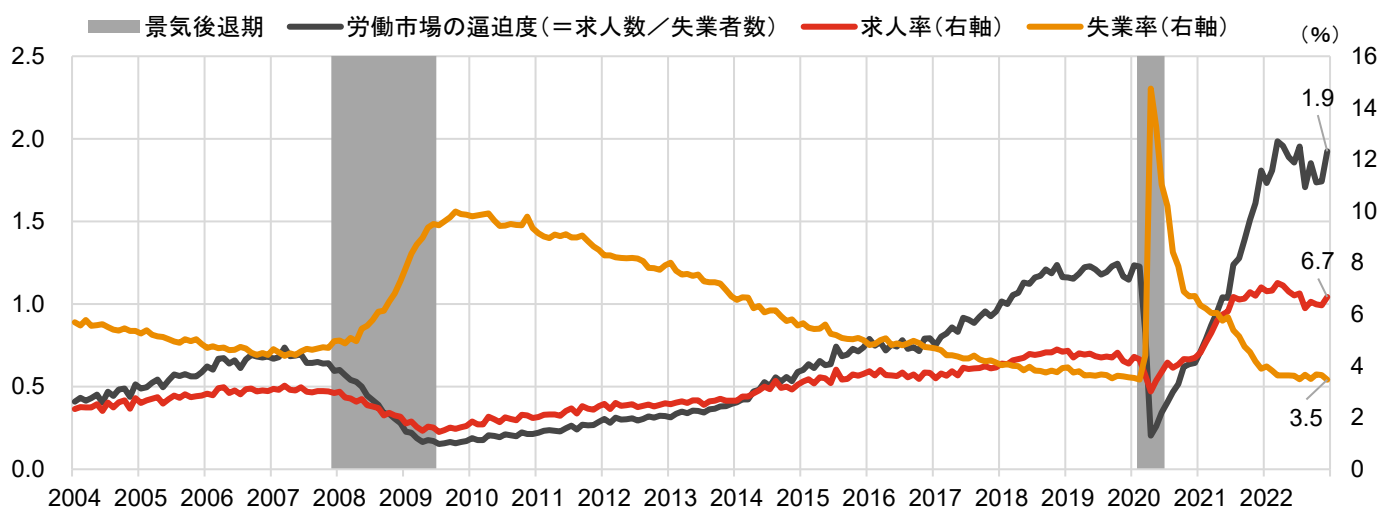
図表 16 2025 年に平均インフレ率 2.1%を達成するために必要な労働市場逼迫度合い、予想インフレ率

	ケース 1 労働市場逼迫度合い=1	ケース 2 短期予想インフレ率=2.9%	ケース 3 労働市場逼迫度合い=1.5
労働市場逼迫度合い	1	1.15	1.5
ミシガン大短期予想 インフレ率	3.9%	2.9%	0.5%

では労働市場の逼迫度合いが改善するとしたらそれは求人率や失業率にどの程度のインパクトを及ぼすのだろうか。図表 17 は労働市場の逼迫度に加え、求人者数を労働力人口で割った求人率と、失業者数を労働力人口で割った失業率の推移をみている³。求人率が 6.7%と変わらないまま労働市場逼迫度合いが 1.15(図表 16 ケース 2)まで緩和するには、失業率は 5.8%まで悪化することを許容する必要がある。また求人率が変わらない想定で労働市場逼迫度合いが 1(図表 16 ケース 1)まで緩和するには、失業率は 6.7%まで悪化しなければならない。逆に求人率が 2019 年末の 4.1%まで低下する場合、労働市場逼迫度合いが 1.15 まで緩和するのに必要な失業率は 3.6%。同じく求人率が 4.1%の場合に労働市場逼迫度合いが 1 となるために必要な失業率は 4.1%となる。

2022 年 12 月 FOMC 参加者の失業率見通し中央値は 4.5%であるから、これまでの分析に基づくと、2.1%のインフレ率を達成するには求人率が 4.5%~5.1%程度まで減少する必要がある。構造的要因により、求人率が十分に下がらないというこ

図表 17 労働市場の逼迫度と求人率、失業率の推移



(出所)FRED より筆者作成。

³ 求人率=(求人数/労働力人口)、失業率=(失業者数/労働力人口)としているため、労働市場の逼迫度=(求人率/失業率)=(求人数/失業者数)が成立する。

とになれば、FOMC 参加者の見通しである 4.5%を上回る失業率の悪化を許容することが 2%への物価安定化のためには必要になる。そうなれば FRB の利上げは長期化し、そのことによる米国経済への悪影響は大きくなるだろう。これが 3 つ目のポイントである。

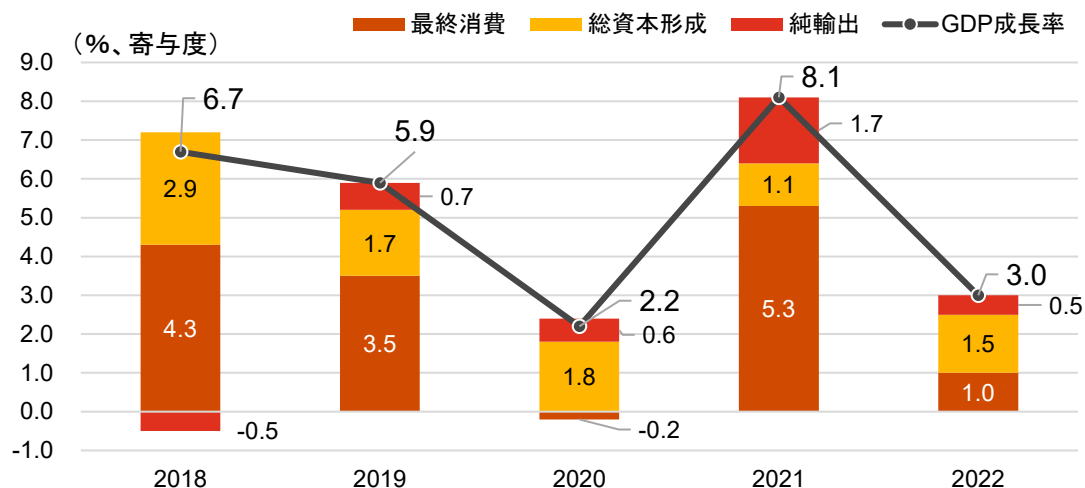
2022 年 10-12 月期の GDP 統計は前期比年率+2.9%と、2022 年 7-9 月期の+3.2%からは幾分減速したが、市場予想は上回る伸びとなった。ただし需要項目別に中身を見ると、成長率のおよそ半分程が在庫投資の大幅拡大(寄与度+1.5%)により生じており、成長の牽引役である個人消費の寄与は+1.4%と弱い。また FRB が急ピッチで進めた利上げの影響により設備投資の伸びは 0%台と減速し、住宅投資は 2021 年 4-6 月期以降減少が続いている。

FRB は 1 月 31 日・2 月 1 日に開催した FOMC で 0.25%の追加利上げを決定した。本稿で行ったシミュレーションに基づくと、2025 年に PCE 総合デフレーターが前年比+2.1%を達成するとしても、2023 年、2024 年の物価上昇率はそれぞれ同+4.3%、同+3.3%と、目標インフレ率を有意に上回る状況が継続することになる。食料・エネルギー価格、労働市場の逼迫度合い、予想インフレ率の先行きの動きが想定対比で十分に低下しないということになれば、目標インフレ率を有意に上回る状況がさらに長期化する可能性もある。以上の点を含め、FRB の金融政策、特に利上げによる想定外の実体経済悪化リスクには引き続き留意が必要だろう。

中国は COVID-19 を克服できるか

最後に中国経済についてふれよう。2022 年の中国の実質 GDP 成長率は 3.0%と 2021 年の 8.1%から大きく減速し、政府が掲げる成長率目標 5.5%をも大幅に下回る結果となった。一方でインフレ率に関しては前年比 2%上昇と、政府が掲げる 3%目標を下回っている。図表 18 は中国 GDP 成長率と需要項目別の寄与度をみているが、COVID-19 前の 2018 年、2019 年の時期は最終消費、総資本形成の 2 つが中国の成長の牽引役として機能していた。COVID-19 後の 2020 年以降は、感染状況が深刻化することで消費が落ち込み、それが経済成長の低下につながった。総資本形成は COVID-19 前後で安定的に推移していることがわかる。

図表 18 中国 GDP 成長率の各項目の寄与度



(出所) 国家統計局より筆者作成。

昨年 12 月に中国政府はこれまでのゼロコロナ政策から事実上のウィズコロナ政策へと転換を果たした。感染そのものを抑え込む方針から重症化予防へと転換することで、各地で感染爆発が生じたことは記憶に新しい。春節による人流拡大が感染者数の再拡大を引き起こす懸念はあるものの、ウィズコロナ政策の定着により、COVID-19 で悪化した業種(交通・運輸、卸小売、宿泊飲食業)が急回復することになれば、最終消費の拡大を起点として成長率は再び高まることが期待される。IMF による 1 月の世界経済見通しでは 2023 年の中国 GDP 成長率は 5.2%と上方修正された。COVID-19 の影響を克服することができるかどうかは中国経済の当面の課題となるはずだ。もっとも、中国経済の回復は世界経済にとっては朗報だが、成長率の高まりがインフレ圧力につながり、グローバルなインフレ率の鎮静化にとってはマイナスに働くことも考えておくべきだろう。

まとめにかえて—2023 年は飛躍の年となるか？

本稿では、2023 年の経済展望と題して、2022 年の日本経済の動向を振り返りつつ、2023 年の経済を考えるにあたりどのような点がポイントかを論じてきた。

2022 年の日本経済で特徴的なことを 1 つ挙げるとすれば、物価上昇率が高まったことと言えるだろう。2022 年 12 月の消費者物価上昇率をみると、全ての品目で前年比+4.0%、食料・エネルギーを除く品目（欧米型コア）で同+1.6%まで物価上昇率が高まっている。こうした物価上昇率の高まりが持続したこと背景には、食料やエネルギー価格の世界的な上昇の影響も作用したが、COVID-19 後のマネーの拡大、ペントアップ需要等を背景とした企業利益の拡大と名目賃金上昇、企業が予想する販売価格・仕入価格の上昇と需給のタイト化といった点が影響したと考えられる。そして 2023 年の日本経済の先行き、特に経済・物価への影響を検討する際には、物価上昇率を規定するマネーの動きと金融政策動向、企業収益と名目賃金の動向、価格判断と国内の財・サービスの需給動向が、どうなるかを考えることが必要である。

マネーの動きと金融政策動向に関しては、2023 年 3 月に若田部副総裁、雨宮副総裁が、そして 2023 年 4 月には黒田総裁が任期を迎えることが意識される中で、昨年 12 月の金融政策決定会合では従来±0.25%のレンジの変化を許容していた 10 年債金利を±0.5%まで拡大することを決めたことが市場の注目を集めた。本稿でも述べた通り、この政策変更は金融政策の引き締めを意味するものではないが、イーールドカーブをなだらかにするという日銀の目的に関しては、1 月の金融政策決定会合における共通担保資金供給オペの運用拡大の決定という形で試行錯誤が続いている。

今年の日本経済の大きなテーマの 1 つは、「2%の物価安定目標を安定的・持続的に達成する」という判断をいつ、どのような形で行うか（ないし行えるのか）ということである。「2%の物価安定目標を安定的・持続的に達成する」という判断が可能になるには、以下の 4 条件、つまり、GDP デフレーターが内需デフレーターの上昇を伴いつつプラスで推移すること、消費者物価の基調的動きを見る指標（刈込平均値、加重中央値、最頻値）がいずれも 2%を超えること、経済全体の需給ギャップが需要超過の状態（プラス）となること、予想インフレ率が 2%を超えること、を満たしたと統計資料から確認でき、なおかつ今後においても達成できると見通されることが必要と筆者は考える。共同声明の見直しや拙速な金融政策の修正議論は当面封印すべきである。失敗が許されない重要な局面に日本経済はある。

2022 年の物価上昇率を高める上で大きく寄与した食料・エネルギー価格の影響は、食料・エネルギー価格が緩やかに低下基調にある現状では、2023 年以降、緩やかに減衰していくことが予想される。筆者は 2022 年 12 月時点で 1%ポイントあったエネルギー価格の消費者物価への寄与は 2023 年には-0.4%~0.0%ポイントへと減速すると見込んでいる。こうした中、先の 4 条件を満たすには、名目賃金が定期昇給分を除くベースで前年比+3%超となるために、政府・日銀・財界が一致協力していくことが欠かせない。岸田政権は 1 兆円の防衛費不足分を捻出するために法人税、復興特別所得税、たばこ税の増税を今後検討するとのことだが、税収が過去最高を記録する中であって増税を提案することは多くの国民の賛成を得られない。2%の物価安定目標を安定的・持続的に達成することを最優先に経済運営を行うことが必要である。

日本企業の収益や名目賃金の動向を考える際には、海外経済動向も重要なファクターである。米欧経済に関してはインフレの先行きと中央銀行の金融政策が大きなポイントとなる。欧州については、ロシアのウクライナ侵攻が長期化する中、エネルギー価格の高止まりを通じた消費マインドの悪化による経済の落ち込みと、強制貯蓄の解消余力に基づく需要の底堅さ、そして ECB の金融引き締めのペースといったあたりが注目点である。米国については、求人率と予想インフレ率の減少が十分に進むかどうかのポイントとなる。これらが高止まりすれば FRB はさらなる利上げを行う必要があり、実体経済悪化リスクは強まるだろう。中国に関しては COVID-19 の影響を克服できるかどうかが当面の課題となろう。

内外経済ともにリスク要因が多い状況であるが、変化が飛躍につながる 1 年であることを期待したい。

片岡 剛士

チーフエコノミスト

PwC Intelligence

PwC コンサルティング合同会社

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2023 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.