

Weekly Macro Economic Insights

2023年1月23日(月)～1月27日(金): 日銀政策決定会合(1月)
結果についてのコメント、中国経済動向

PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡 剛士
シニアエコノミスト 伊藤 篤



2023年全米経済学会②: 実質金利の上昇がもたらすもの

先週に続き、1月6日～8日に米国ニューオリンズで開催された全米経済学会の感想を述べたい。

足元のインフレ動向の見方については概ね筆者の予想通りであったが、世界の実質金利がここ数年見られたゼロ近傍ないしマイナスという異常事態から修正されてプラスの状況に戻るという見立てが支配的という印象を受けた。あのサマーズも、コロナ禍前は長期停滞だったが、戦後の総需要拡大が長期停滞論の有効性を失わせたのと同じように、今回も、コロナ禍以降は長期停滞論の有効性は薄れているという議論をしていた。ブランシャールはむしろ今のインフレ局面が短期的で世界はむしろ低金利、低成長、低インフレの時代だという議論をしているが、どうやら、筆者が全米経済学会で見聞きした話とは少し違う模様である。ただ、低金利、低インフレではなくるからといって低成長から脱却できるかは不明であり、先行きの低成長リスクへの言及は多かった事は付け加えておきたい。

スティグリッツ、サマーズ、アイケングリーン、ロゴフ、ローマーといった方々の話は示唆に富み、色々と考えさせられた。スティグリッツはWTOやWHO等の国際的な枠組みが機能不全となる中、私益ではなく公益のために何が必要かを経済学者は提案すべきと述べていたのが印象的だった。サマーズは冒頭に挙げた話、アイケングリーンはコロナ禍で分断が進むという議論が安易な話であること(自由貿易は失われていないし、中国を取り巻く経済的な関係性に大きな変化があるわけでもない)、ロゴフは中国の先行きについての懸念と実質金利上昇の時代到来の見通しおよび対応、ポール・ローマーはインフレ期待という概念の持つ危うさについて、といった所が特に印象に残った。

その他筆者が参加したセッションで印象的だった点を述べると次のとおりである。

まずワークフロムホーム(WFH、在宅勤務)の動向と住宅市場、生産性、成長に及ぼす影響について。WFHはコロナ禍後大幅に拡大し、その後も拡大傾向は変わっていない。WFHの拡大はITインフラが進んだ豊かな国で起こり、貧しい国ではその恩恵は生じていない。さらに住宅市場に対しても、地方への移住、単身者が広い家を選好する傾向が観察され、生産性にはプラスの効果があるとのことである。

続いてインフレの時代への転換は生じるかという問いに対して。答えは生じるとのことだった。もっともそうでないと考える論者(ブランシャールなど)を呼んで議論すれば違う印象になったかもしれない。また、米国のインフレ率は低下傾向にあるが、高止まりの可能性は多いにある、雇用、資源、食料価格の動向と先行きはそれを示唆しているとの指摘があった。

次代を考える上で重要な変化としては、インフレと経済、資産市場、環境と経済、国際的枠組みの欠如とその再生の必要性、等々が挙げられていた。そしてマクロ・金融分野の新たなトピックとして、ニューラルネットワークのモデル計算、複数均衡論への応用、中銀の情報公開、QEの政策効果、期待インフレ率を巡る議論が紹介された。

最後に中銀の情報公開について。ECBの女性エコノミストがベイジアンゲームの枠組みを用いて検証していた。先行きを知りたがる市場関係者、今に興味がある家計、今の雇用やインフレの安定化にコミットしている中銀を前提とすると、中銀は今の動向についてあいまいな(≡多様な)情報発信をすることが中銀の意図を正しく伝えることになるという研究結果を紹介していた。多様な議論をしっかりと伝えていくのも大事だと感じた次第である。

全米経済学会の参加者からは、Job Interviewが対面ではなくオンラインで開催されたこともあり、従来と比べて現地での参加者が少ないとの指摘があった。今後も同様の傾向が続くようだと言われているかもしれない。

(PwC Intelligence チーフエコノミスト 片岡 剛士)

先週(1月16日(月)～1月20日(金))の振り返り

先週の出来事を振り返ろう。まずは日本についてである。[企業物価指数\(12月\)](#)、[消費者物価\(12月\)](#)、[機械受注\(11月\)](#)、[貿易収支\(通関統計、12月\)](#)については、それぞれDaily Macro Economic Insightsにまとめているので、詳細は各レポートをご覧ください。

概要を述べると、国内企業物価指数(12月)は前年比+10.2%と再び10台の伸びとなり、引き続き上昇基調にある。こうした中、消費者物価(12月)は総合、生鮮除く総合で前年比+4.0%、食料(酒類除く)及びエネルギー除く総合で同+1.6%と伸びを強めた。二つの物価統計の動向からは日本の物価上昇は当面さらに強まっていく見込みである。機械受注(11月)はそうした中、設備投資の先行指標として注目されたが、結果をみると「船舶・電力除く民需」は前月比-8.3%と2か月ぶりの減少となり、内閣府は基調判断を「足踏みがみられる」へと下方修正した。2022年10-12月期の機械受注の見通しの達成は困難であることから、先行きの設備投資、外需が弱含む可能性が示唆される。貿易収支(12月)は実質輸出、実質輸入ともに減少しており先行きの懸念材料である。

鉱工業生産(11月、確報値)は生産、出荷が上方修正されてそれぞれ前月比+0.2%、-0.1%となった。在庫は前月比+0.3%、在庫率は3.3%と速報値と変わらずの結果である。製造工業生産能力指数は前月比横ばい、製造工業稼働率指数は前月比-1.4%の低下となった。在庫循環図からは在庫積み上がり局面にある。第三次産業活動指数(11月)はCOVID-19の再拡大を受けて前月比-0.2%と2か月ぶりの低下となった。経済産業省は基調判断を「持ち直し傾向にある」と据え置いている。節を改めて、日銀政策決定会合の結果について振り返ろう。

日銀政策決定会合(1月)結果についてのコメント

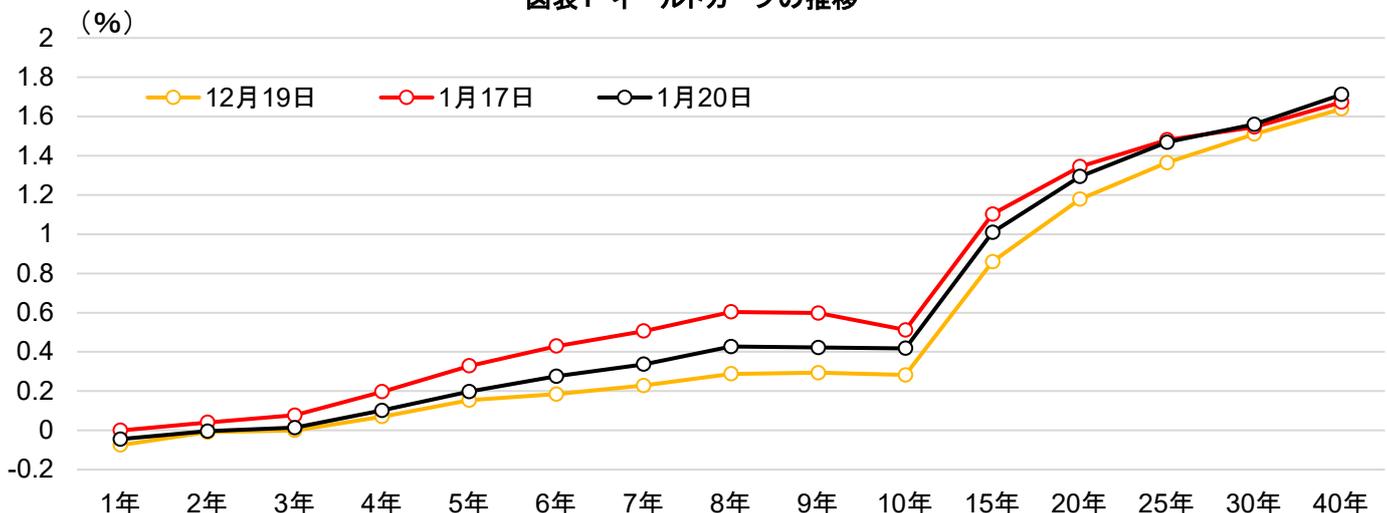
1月17日・18日に金融政策決定会合が開催された。日銀は12月20日の金融政策決定会合で短期金利マイナス0.1%、10年物国債金利をゼロ%程度とする長短金利操作(イールドカーブコントロール)を決定し、新たに、長短金利操作の運用として、国債買入れ額を月間7.3兆円から9兆円程度に増額することを表明するとともに、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大した。長期金利の変動幅の拡大は利上げではなく、イールドカーブが満期10年のゾーンで大きく低下するという「歪み」を是正することが目的であった。

図表1は12月の金融政策決定会合の直前である12月19日のイールドカーブ、1月の金融政策決定会合の直前である1月17日のイールドカーブ、さらに直後の1月20日のイールドカーブを比較している。図表からもわかる通り、12月金融政策決定会合で日銀が試みたイールドカーブの歪み是正のための変動幅拡大という措置は、結果として全ゾーンの金利上昇につながり、かつ10年債金利よりも7年から9年までの金利が高くなってしまおうという意味で、イールドカーブの歪みをかえって拡大させる結果となってしまった。これは、グローバルインフレ下で金利に上昇圧力が働く中、日銀の決定を本格的な政策変更の一步と捉えた一部投資家の行動を反映したものと考えられる。

1月の金融政策決定会合では、12月の決定は維持しつつ、新たに共通担保資金供給オペの拡充が決定された。これにより、日銀は新たに10年以内の期間において、整合的なイールドカーブの形成を促す観点に立ち、決められた利率に基づく資金供給が可能となった。金融政策決定会合直後である1月20日時点のイールドカーブをみると、10年の金利は0.5%を下回り、全体としてイールドカーブの歪みは是正されている。1月の金融政策決定会合の試みは功を奏したと言えるだろう。もっとも、日銀正副総裁についての国会同意人事が2月10日を目途に公表されるとの報道もある中、日銀の先行きのスタンスの不確実性から、不安定な市場の動きは続くと思込まれる。こうした時こそメディアには願望ではなく事実に基づく冷静な報道をしてもらいたいところである。

展望レポートにおける政策委員の物価見通しの中央値は、2023年度、2024年度ともに2%を下回った。現状では金融緩和を早期に修正すべき理由は見当たらない。早すぎる政策修正を避け、「2%の物価安定目標」の持続的・安定的な実現を最優先に判断することが引き続き重要と言えるだろう。

図表1 イールドカーブの推移



(出所)財務省より筆者作成

米国経済の動向

続いて米国経済についてみていこう。米国経済について、1月のニューヨーク連銀製造業景気指数は-32.9と前月の-11.2、予想-8.7を大幅に下回るマイナスとなった。これはCOVID-19直後の2020年5月以来の低水準である。他方で1月のフィラデルフィア連銀製造業景気指数は-8.9と前月の-13.7、予想-11.0からは上回った。いずれにせよ景況感の悪化は続いている。12月の小売売上高は前月比1.1%減と、2か月連続の減少となった。自動車・部品、ガソリンスタンド、オンライン小売、家具、電子機器・家電、衣料品と広範にわたる項目で減少した。クリスマス商戦の10月前倒し、インフレの影響があるとみられる。12月生産者物価指数は前月比0.5%の低下と、2020年4月以来の大幅な低下となった。これに寄与したのは食品とエネルギー価格の低下であり、食品とエネルギーを除くコア指数は前月比+0.1%であった。景気指数、小売売上高、生産者物価指数の動きは景況感の悪化が広がる中でインフレ圧力が着実に弱まっていることを示している。

中国経済の動向

最後に、中国経済についてみておこう。先週はGDP、小売売上高、鉱工業生産と重要指標の公表が目白押しであった。国家統計局公表の10-12月期のGDPの結果は、前年比+2.9%と7-9月期の+3.9%は下回ったが、予想の+1.8%は上回った。COVID-19の感染急拡大により成長が減速した。2020年通年の成長率は+3.0%となり、政府目標とされる5.5%前後を大きく下回った。12月の小売売上高は前年比-1.8%、12月の鉱工業生産は前年比+1.3%であり、COVID-19に伴う混乱が影響した。先行きについては、ゼロコロナ政策が早期撤回されたのに加え、中国の多くの地域で感染者はピークを迎えたとの見方から、堅調な固定資本投資に加えて消費の回復に支えられる形で、経済成長率は再び加速するとの見方が出ている。他方で中国経済が抱える二極化(富裕層vs貧困層、都市部vs地方部、壮年層vs若年層)や人口減少が経済成長に及ぼす影響も懸念される。中国経済の先行きは世界経済の先行きを占う上でも重要な位置づけを占める。当面はCOVID-19の感染状況や当局の政策対応に注意が必要となろう。

今週(1月23日(月)~1月27日(金))のポイント

図表2に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では23日(月)に12月の金融政策決定会合の議事要旨が公表される。経済指標では、企業向けサービス価格指数、東京都区部消費者物価指数といったところが注目だろう。いずれの指数も12月と同程度の伸びが予想されている。米国については26日(木)に個人消費および2022年10-12月期のGDP統計が公表される。7-9月期に続きプラス成長を維持する見通しだが、消費・投資といった内需がどの程度堅調であるのかが注目点であろう。27日(金)にはPCEデフレーター(12月)、そしてミシガン消費者信頼感指数が公表される。PCEコアデフレーターで前年比+4%台前半と着実に物価上昇率の低下基調が続くのが注目点であろう。欧州に関しては、24日(火)に1月のユーロ圏消費者信頼感、またPMIの結果が公表される。このところユーロ圏の景気動向に関して、懸念される景気悪化は軽微であるとの声も聞かれる。PMIが分水嶺の50を下回る状態が製造業・非製造業ともに続くのが注目点と言える。

図表2: 今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
1/23 (月)	・日銀政策決定会合議事要旨(12月)		
1/24 (火)			・ユーロ圏消費者信頼感(1月) ・ユーロ圏PMI(1月)
1/25 (水)	・景気動向指数(11月改訂値) ・月例経済報告(1月)		・英生産者物価指数(11月) ・独Ifo景況感指数(1月)
1/26 (木)	・企業向けサービス価格指数(1月)	・個人消費(12月) ・実質GDP(2022年10-12月期)	
1/27 (金)	・東京都区部消費者物価指数(1月)	・PCEデフレーター(12月) ・ミシガン大学消費者信頼感指数(1月確報)	

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

伊藤 篤

シニアエコノミスト

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.