

グローバル経済・金利ウォッチ

ソニーフィナンシャルグループ(株)
金融市場調査部 シニアエコノミスト

宮嶋 貴之

日本経済は景気後退に陥りYCC修正は遠のくのか？

KEY
POINT

- 日本の景気回復力は他国・地域と比べて緩慢のまま。コロナ感染者数に敏感のため外出状況の本格改善が遅れていることと、サプライチェーン制約が強まっている自動車業の生産回復が遅れているため。
- 先行きも、景気後退の可能性は低いものの、景気回復力は弱いままと予想。政府の行動制限要請の見送りや商品価格上昇の一服等がプラスも、外出自粛や自動車など製造業サイクルの悪化がマイナスに。
- 景気回復力の弱さに米国長期金利上昇一服等が重なり、YCC修正観測は当面下火へ。金融システム面の意義等からYCC修正の方向性は景気動向に大きく左右されないと見込むも、海外経済がリスク要因に。

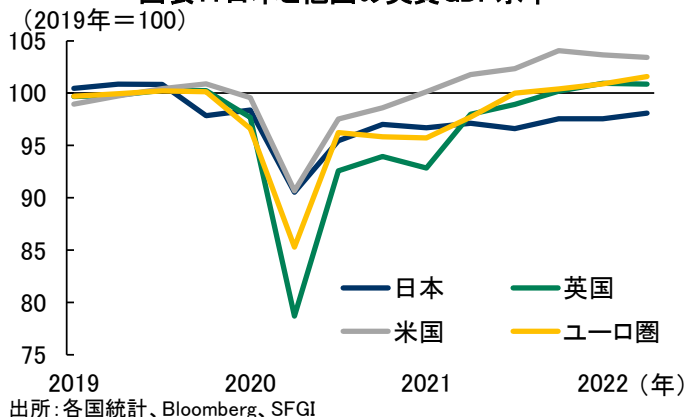
日本経済は2022年もオミクロン株BA.1による感染拡大に苦しめられていたが、7月からはBA.5による感染第7波が現実となった。一方、7月以降は米国長期金利の低下と円安傾向の一服等により、日本銀行(以下BOJ)の金融政策決定会合の開催前に、債券市場でイールドカーブコントロール(以下YCC)政策の修正観測が高まることはなく、長期金利上昇圧力は後退した。本稿では、現状の日本経済と今後を展望し、YCC修正の可能性についてどうみるか、考察していこう。

日本の景気回復力は他国と比べて緩慢

始めに、日本の現状の景気についてみていこう。4～6月期のGDP成長率は前期比年率+2.2%とプラスの伸びが前期から加速した。主因は、個人消費の回復だ。2022年初から、オミクロン株BA.1による感染が急増したことで外出自粛の動きが強まり、1～3月期のGDP成長率はゼロ成長まで減速した。しかし、4～6月期に感染状況は改善し、ゴールデンウィークを中心に買い物や娯楽目的の外出が増加した。その結果、サービス消費を中心に個人消費は持ち直した。

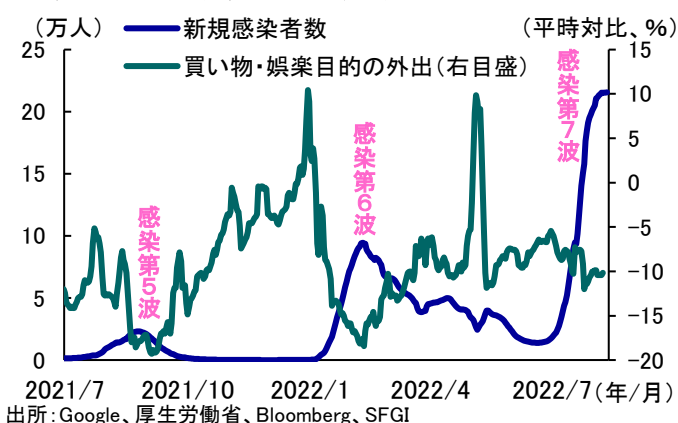
しかし、成長率が加速したことを手放しで喜べるわけではない。交易条件の悪化により、実質国民総所得(GNI)は2期連続のマイナスとなった。加えて、4～6月期は感染状況が改善したにもかかわらず、小幅のプラス成長にとどまり、景気回復力は緩慢だ。他の先進国・地域と比べても、日本のGDP水準は低く、コロナ禍前の2019年平均の水準を一向に取り戻せないままだ(図表1)。

図表1: 日本と他国の実質GDP水準



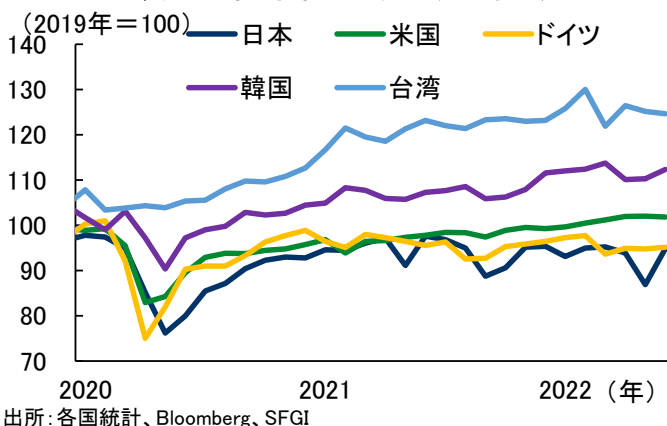
日本の景気回復力が高まらない要因は主に2つだ。第一に、新規感染者数に敏感な点だ。新規感染者数と買い物・娯楽目的の外出状況の推移を見ると(図表2)、昨年10～12月期は新規感染者数が極めて低い水準まで減少したことで、外出が大きく改善した。しかし、2022年以降の新規感染者数は常に10～12月期よりも多い状態が続いている。その結果、買い物・娯楽目的の外出は、(ゴールデンウィークを除けば)昨年10～12月期を下回ったままだ。足下7月以降、オミクロン株BA.5による感染拡大により、外出は再び減少しており、7～9月期の成長率が再び低下する可能性が示唆される。

図表2: 日本の新規感染者数と買い物・娯楽目的の外出



第二に、サプライチェーン制約による悪影響が大きい点だ。他国・地域の鉱工業生産と比較すると、日本はドイツと並んで生産回復が突出して遅れている国となっている(図表3)。

図表3: 日本と他国・地域の鉱工業生産



この要因として、第一に、日本は自動車業のウェイトが大きいことがある。自動車業は裾野が広く、サプライチェーンも広域に拡大しているため、半導体や部品などの供給制約による悪影響を最も大きく受けている業種だ。第二にコロナ禍で恩恵を受けているIT産業の生産回復の影響が他国・地域よりも相対的に小さい点だ。例えば、韓国、米国の生産においても、自動車業のウェイトは相応にあるものの、IT産業の回復等により、日本やドイツよりも生産の回復は早い。台湾は自動車業のウェイトが低い一方、IT産業の比率が非常に高いため、生産の回復が顕著だ。日本のIT産業の生産も回復しているとはいえ、自動車業の落ち込みを相殺するほどではない。第三に、日本は中国やASEANの感染拡大時における生産の落ち込みがひととき大きい。日本企業は最大限の効率化を図ってサプライチェーンを広域に拡張してきたが、コロナ禍ではアジア各地で感染による工場の稼働低下が頻発した。そのため、生産のボラティリティも大きいと推察される。平時では広域のサプライチェーンによる効率化が日本企業の競争力を高めていたが、コロナ禍ではやや裏目に出たのかもしれない。

景気後退は回避も・・・

今後半年程度の先行きについて、どうみるか。日本経済が景気後退入りするとの見方も一部で指摘されており、暗雲が再び漂っている状況だ。しかし、筆者は、(半年程度であれば)日本経済の景気後退入りは避けられる公算が大きいとみる。

その理由として、まず感染拡大による外出抑制の動きが、過去と比べれば小さくなってきているためだ。足下の感染第7波で拡散しているオミクロン株のBA.5による感染では、デルタ株等過去と比べれば感染力は強いものの重症化率は低いようだ。そのため、政府も行動制限を要請せず、今後もその可能性は低い。年初の感染第6波の時と比べて買い物・娯楽目的の外出自粛によるサービス消費の下押し効果は小さくならう。

個人消費の面での追い風は、国際的な商品価格の上昇一服だ。ウクライナ危機を契機に上昇していた商品価格は、足下世界的な景気減速等の要因から上昇傾向に一服感が強まっている。国際的な商品価格は日本のCPIよりも8カ月程度先行する関係性があるため、CPIの上昇も頭打ち感が強まってくる可能性が高い(図表4)。物価上昇による消費者マインドの冷え込みは今後、徐々に縮小していく見込みだ。

図表4: 国際商品価格と日本のCPI



注: 国際商品価格は円建ての試算値。出所: IMF、Bloomberg、総務省、SFGI

加えて、4～6月期は中国・上海ロックダウンの影響が日本の製造業生産を大きく落ち込ませた。しかし、中国でも感染状

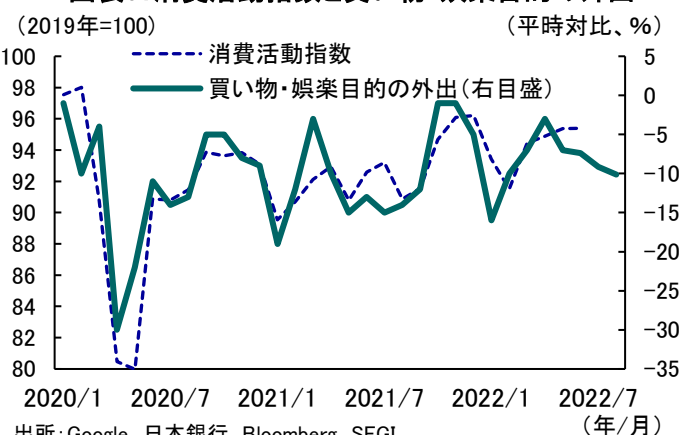
況が最悪期を脱してサプライチェーン制約は緩和に向かっている。日本の製造業生産も底打ちしていく公算が大きい。

・・・景気回復力も高まらず

しかし、景気後退は回避されるものの、景気回復力が高まっていく可能性も低いと筆者はみている。

前述したように、日本の消費者はコロナの新規感染者数に敏感のためオミクロン株のBA.5によって感染者数が高止まりしている間は外出が大きく増加する期待は小さい。国際的な商品価格上昇一服という追い風が強まっても、コロナ感染の状況が大きく変わる(経口治療薬の開発と普及など)までは個人消費の本格回復は期待しにくい。コロナ禍以降の個人消費は、買い物・娯楽目的の外出状況との連動性が強い(図表5)。

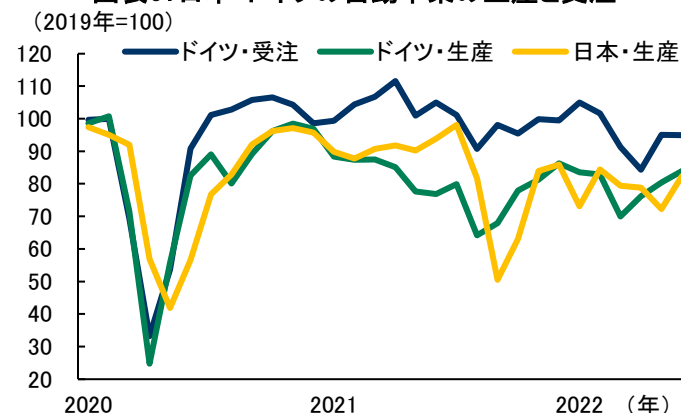
図表5: 消費活動指数と買い物・娯楽目的の外出



製造業についても、上海ロックダウンの影響が剥落するとはいえ、逆風も吹いている。まず拙著(『[半導体サイクルはピークアウトに向かい 2023年に減速感を強める見込み](#)』、7月27日)で述べたように、テレワークシフトや巣籠り消費の特需一服等から、半導体市況は今後ピークアウト感を強めていく公算が大きい。加えて、米国の景気減速、中国の景気停滞が追い打ちをかけ、グローバル製造業PMIなどを見る限り、製造業サイクルは山から谷へと向かっていくだろう。日本の製造業生産が輸出を起点に本格回復する公算は小さい。

日本の場合、鍵を握るのは自動車業の生産だ。自動車業は半導体など部品の供給制約に悩まされ続けており、生産回復の後ずれが続いているが今後をどうみるか。そこで、前述したように、日本の生産と近似するドイツの生産、受注統計を見たものが図表6だ。

図表6: 日本・ドイツの自動車業の生産と受注



ドイツの自動車業の生産と受注をみると、まず生産の落ち込みの方が受注よりも大きく、やはりコロナ禍以降は供給制約が大きいことがわかる。よって、現状の自動車業には受注残がまだ相応にあるとみられるため、先行きの生産は供給制約が強まらない限り、2番底になる可能性は低い。

しかし、2022年以降の受注はピークアウト感が強まっている。世界的な景気減速の強まりなどから、自動車需要にも陰りが出始めているのだろう。よって、供給制約が解消に向かうとしても、需要の増加に伴う生産の本格的な持ち直しは見込みにくい。こうした状況を考えると、ドイツの自動車生産は当面、緩慢な回復にとどまるのではないかと推察される。

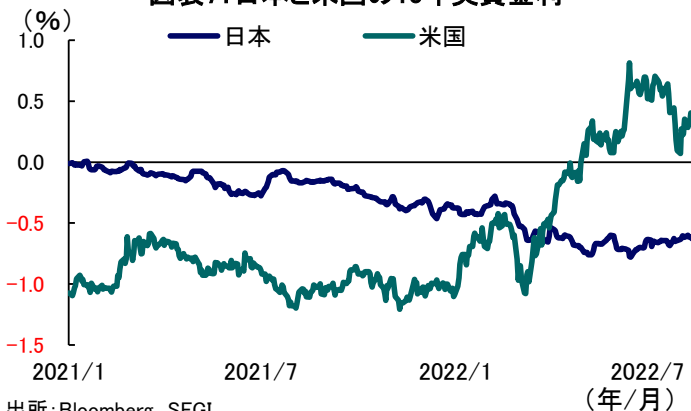
ドイツの自動車業の状況から、日本の自動車業も類似した状況に直面していると予想されるため、生産の増加テンポが高まっていく展開は期待しづらいと筆者は予想する。

YCC修正は景気によらず進むと見込むも・・・

結局のところ、日本の景気は当面、2番底にもならないが本格回復にも至らない展開になると予想される。他の先進国・地域と比べて、景気回復が遅れたままの状況が続くだろう。

こうした状況下では、BOJのYCC政策の修正観測が今年4～6月期ほど強まることはなく、むしろいったん下火になる可能性すらある。拙著（『7月FOMCでFRBはdata dependentからdata sensitiveの局面に移行』、7月29日）で述べたように、米国の景気減速懸念の台頭に伴って、7月以降に米国の長期金利は低下に転じている。その結果、実質金利の上昇にも歯止めがかかり、日本との金利差拡大は一服している（図表7）。その結果、為替レートや円安地合いも弱まっている。こうした状況から、YCC修正観測は足下後退している。

図表7: 日本と米国の10年実質金利



現状の米国長期金利は景気後退懸念を強く織り込み、来年3月からの利上げ停止とその後には予防的利下げを織り込んでいる。当社メインシナリオでは、債券市場の織り込みとはやや異なり、2023年中の予防的利下げは織り込んでおらず、また過去の経験則から利上げの最終段階ではイールドカーブがフラット化する（長期金利が上昇して短期金利に近似する）ことを見込んで3.2%程度まで上昇すると予想している。一方、BOJは現行の金融政策を維持することで、再び円安が進むとみている。ただ、数カ月前と比べれば、米国の金利先高観は弱まり（当社7月初時点では来年1～3月期の10年金利は3.8%を予想）、国際的な商品価格上昇も一服している。

加えて、悪い円安論によるYCC修正の根拠は、分配政策を重

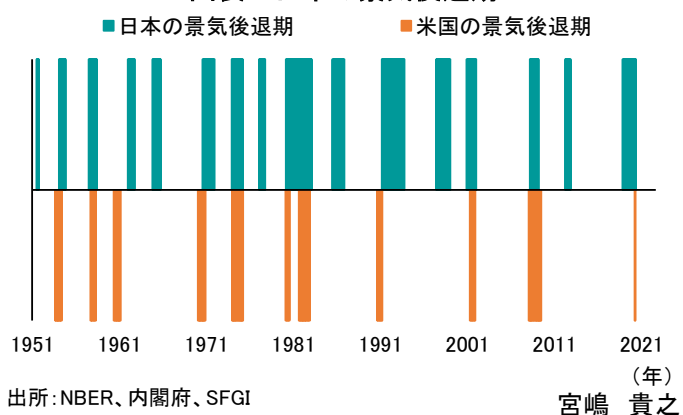
視する岸田政権が、世論に配慮して家計の実質所得改善のために、BOJにYCC修正を強く促すことにあった。しかし、7月の参議院議員選挙で岸田政権は着実な勝利を収めた。これにより、形式上は、世論も岸田政権の政策の方向性を支持したことになる。岸田政権は物価高に対しては基本的に補助金等の政策で対応する方針であり、BOJの金融政策は現状維持を容認する見込みだ。よって、政治的圧力によるYCC修正というシナリオの蓋然性は低下したといってい

いだろう。景気回復が緩慢にとどまるなか、需給ギャップはまだマイナス幅が大きい。そして、当面需給ギャップのマイナス幅が大きく縮小する公算は小さい。そう考えると、現状エネルギー価格の高騰などによって上昇基調が強まっているコアCPIも、やはり持続性には乏しく、BOJの目指す基調的な物価上昇局面に移行する公算は小さい。こうした経済環境を考えると、黒田総裁退任前までにYCC修正を開始することは考えにくい。

次期総裁就任後においても、緩慢な景気回復が続けばYCC修正は後ずれしていくのだろうか。YCCを長期間続けると最適な市場配分を損ね、中銀の信認にも打撃だったという豪中銀の教訓（『当社の菅野チーフエコノミストのレポートをご参照』）から考えると、政策修正の検討が後ずれことはあまり好ましくない。当社では、YCC修正の時期を2023年後半と予想し、修正の意義は債券市場の機能度や金融機関収益の改善といった金融システム面が大きいと考え、次期総裁就任後のYCC修正自体は、景気動向に大きく左右されずに徐々に進展すると想定している。むしろ、市場の修正観測が後退している時期の方が、YCC修正の絶好の機会とも捉えらる。

ただし、ただでさえ景気回復力に乏しい中、当社メインシナリオでは米国など世界経済は減速すれど後退せず、を想定しているものの、もし海外経済減速の逆風が強まれば、YCC修正の機運はより一層萎んでしまい、修正開始の時期が後ずれするリスクは否定できないと筆者は考えている。ウクライナ危機・台湾問題などを契機とする経済的打撃の増大や中国経済の2番底、コロナ感染など、海外経済に関わるリスクは数多く存在する。海外経済悪化を跳ね返すほどの耐久力が日本経済には乏しいため、リスクシナリオが現実化すれば、YCC修正後ずれの公算は小さくない。日本の景気後退時期を米国と比べると（図表8）、米国の景気後退と日本の景気後退時期が重なっていることも多く、やはり海外経済の動向は無視できない。FRBが来年予防的利下げに踏み切れば、YCC修正の開始時期にも影響が及ぶ可能性があるだろう。

図表8: 日米の景気後退期



ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹（おがわ まき）
執行役員 兼 金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行（現SMBC信託銀行）で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場（2016年日本実業出版社）』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ（2018年朝日新聞出版社）』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明（かんの まさあき）
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社（チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター）。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



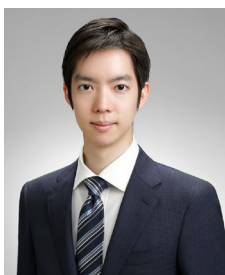
石川 久美子（いしかわ くみこ）
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志（わたなべ ひろし）
金融市場調査部 担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室（経済財政分析・総括担当）へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎（もりもと じゅんたろう）
金融市場調査部 アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之（みやじま たかゆき）
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所に入社。エコノミストとしてアジア・日本経済、不動産・五輪・観光等を担当。2011年～2013年は内閣府（経済財政分析担当）へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。主な著書（全て共著）は、『TPP-日台加盟の影響と展望』（国立台湾大学出版中心）、『キーワードで読み解く地方創生』（岩波書店）、『図解ASEANを読み解く』（東洋経済新報社）、『激震 原油安経済』（日経BP）。

本レポートについてのご注意

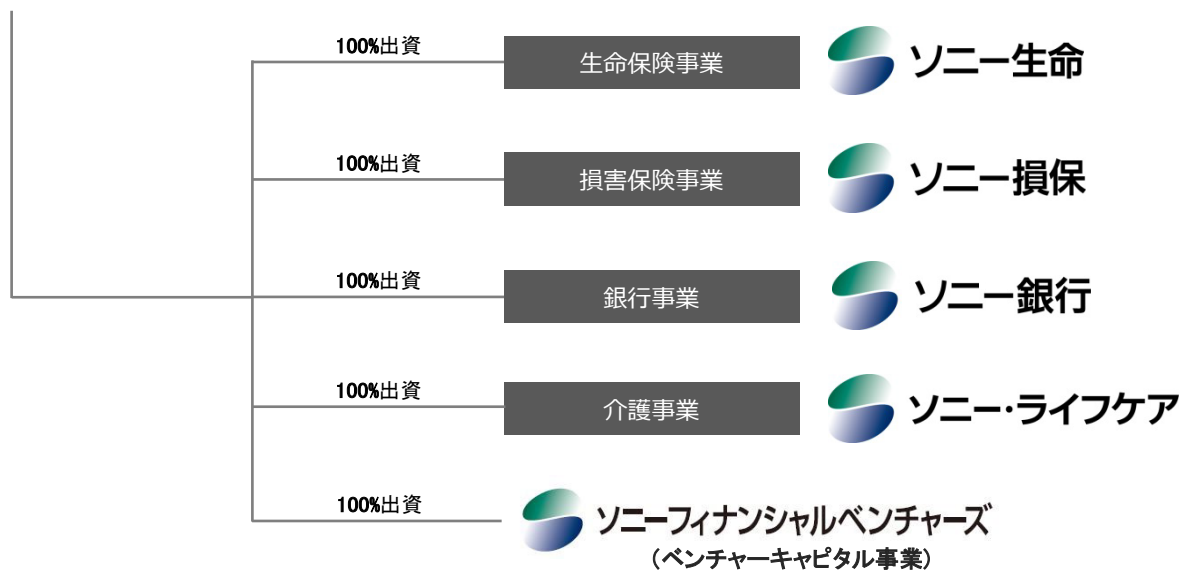
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ

ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>