



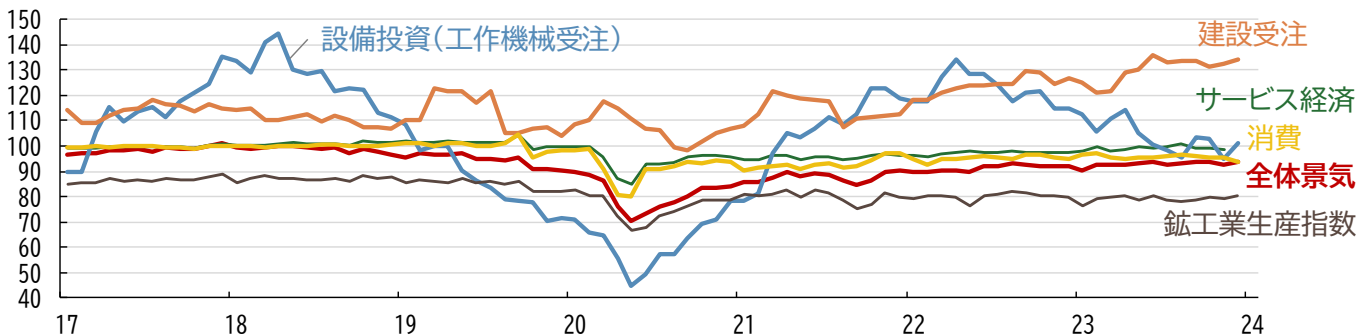
日銀は金融引締めに前のめりな一方、日本経済に軟化の兆し

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

日銀が金融引締めに向けて相当に前のめりになっている。利上げの幅と時期は、昨年 of FRB のような「データ次第」ではなく、データとは無関係に、既に決まると強い確信度をもって指摘する関係者が相当数いる。

一方で景気回復には軟化の兆しが出始めている。景気動向を示す内閣府発表の景気一致指数は、昨年春のコロナ禍明け以降に回復が続いたが、回復の勢いは明らかに落ちている(図1)。今後を見渡してもマイナス要因は拡がり始めている。2月に日本経済研究センターは今後数カ月先の景気後退確率は47.1%だと発表した(注1)。水準的には低いものの、景気指標の悪化が生産、消費、所得、物価の全ての面で広がっていることには注意が必要だ。

図1 主な生産活動指数 (2008/1=100) 【出所】Haver analytics の公表データに基づいて当社作成



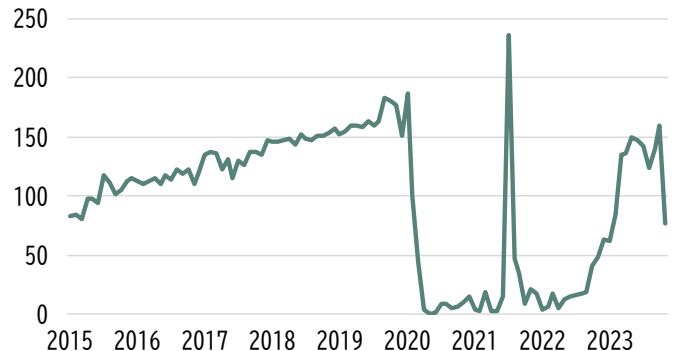
生産について、2024年1月の鉱工業生産の生産予測調査では、コロナ禍の緊急事態に相当する大きな落ち込みが計画されている。自動車会社の不祥事で生産が滞るのは、生産を後ろ倒しにする一時的な要因であり、事前に予想されたことだ。しかし、この生産計画は、アンケート調査の回答期限が1月10日だった関係で、能登半島地震や今年に入って明るみになった自動車会社の不祥事を十分には織り込んでいない可能性が高い(図2)。消費では、インバウンドに急ブレーキがかかっている(図3)。インバウンドは季節調整が難しい。季節調整された数値で見ると、第三次産業活動指数にある「外人旅行」は昨年11月に下方屈折した。確かに12月以降も百貨店売り上げやホテルの稼働率は好調だが、コロナ明け初めての12月としては、期待されたほどには良くなかった可能性がある。

図2 鉱工業生産指数 (赤線は2024/1-2予測値)



【出所】Haver analytics の公表データに基づいて当社作成

図3 外人旅行 (第三次産業活動指数、季節調整値)

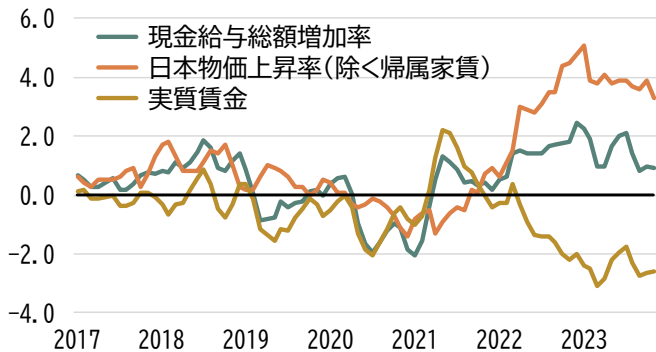


【出所】経済産業省の統計データに基づいて当社作成

※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

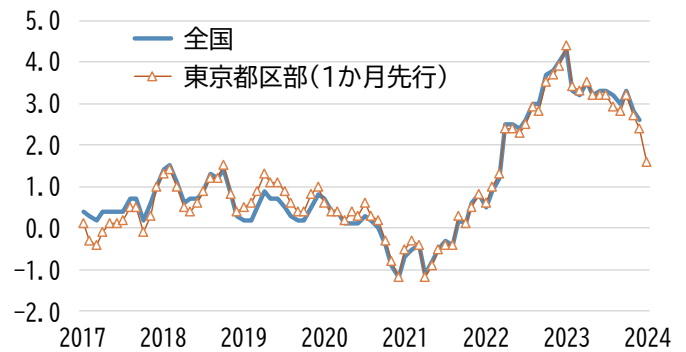
所得について、経団連傘下の企業は来年度の力強い賃上げを続々と発表している。しかし、東京商工リサーチが昨年12月20日に結果発表したアンケート調査によると、来年度の賃上げは今年度をやや下回る可能性が高い(注2)。今年度と同様で、高い賃上げが期待されたものの実現しなかったが故に、実質賃金がマイナスで低迷するリスクがある(図4)。しかも、一部の主要メディアは大本営化しているとも言われており、「はっきりとした」力強い賃上げが既定路線であるかのように報道している。物価では、1月中旬の東京都区部の消費者物価が前月比マイナス0.3%と急落した(図5)。ここには能登半島地震の影響も色濃く出ている。しかし、東京都区部の物価は全国の消費者物価の先行指標と位置付けられるので、注意は必要だ。

図4 日本：賃金、物価、実質賃金（前年比、3か月移動平均、%）



【出所】Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

図5 消費者物価指数(前年比、%)



【出所】Haver analytics の公表データに基づいて当社作成

更に政策要因もある。春先以降にガソリン代補助、電気・ガス代補助が打ち切られる可能性がある。その代わりに減税が始まる。減税は4月に一時金の形で国民にばらまかれるので、瞬間風速で景気を押し上げる効果はあるだろう。しかし、エネルギー価格の上昇は、中小企業や家計にその後にはボディブローのように効く可能性が高い。

世界を見渡すと、米国経済は再加速し始め、シリコンサイクルの底打ち観測など明るい兆しが広がっている。一方、中国経済は度重なる景気対策にもかかわらず回復感が出ない。政府は住宅バブル崩壊に伴う不良債権処理には、まだ本格的には着手していない。ストックの毀損をフローで補うのは難しいので当然だろう。欧州は商業用不動産バブル崩壊の悪影響が広がり始めている。世界経済の三極で、改善方向なのは米国だけで、残りに二極は逆方向を向いている。この世界経済情勢の中、日銀が金融引締めを急ぐことのメリットとデメリットを両天秤にかけるのは、無駄ではないと考えられる。

日経平均株価は1989年末の史上最高値までもう一步の所まで来ている。株価の史上最高値という言葉に久方ぶりという感慨を持つのは世界の例外である日本だけだ。世界的にはほとんどの国で株価は日常的に史上最高値を更新し続けている。世界的には株価が史上最高値であることは珍しくも何ともない普通のことなのだ。日銀の巧妙なかじ取りで、日本の景気回復が腰折れすることなく、この普通が実現することを期待したい。(脱稿 2月9日)

(注1) <https://www.icer.or.jp/economic-forecast/recession-indicator>

(注2) https://www.tsr-net.co.jp/data/detail/1198224_1527.html

以上

<当資料に関するご留意事項>

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。