

[第 362 回朝食会結果]

大規模な金融緩和政策の見直し観測が高まっている中で、国内外・県内の景気の動向、その背景や見通しなどについても講演いただきました!

日本銀行横浜支店 大竹 弘樹支店長をゲストに開催いたしました



第362回朝食会は、冬とは思えない温かい気候となった2月20日(火)8時15分より、HOTEL THE KNOT YOKOHAMAにおいて45名の出席で開催されました。毎年2月の朝食会は日本銀行横浜支店長をゲストに「最近の金融経済情勢について」と題して開催しており、今回昨年5月に赴任されました、大竹 弘樹支店長に講演いただきました。

加藤卓郎会長が欠席のため、柳本 心副会長より、1月17日に開催した新春懇話会が多数の出席で開催できたことへのお礼と本日の講演の紹介などもふくめ挨拶いただきました。ついで事務局より、会議開催などの案内を行い、講演に入りました。(以下、講演の要旨です)

本日は、最新の日銀短観を踏まえた最近の金融経済情勢、世界経済の見通しと、足元の金融政策、大規模な金融緩和策の見直し観測が高まっておりますので、その背景と見通しなどについて可能な範囲で触れたいと思っております!

本日は、昨年12月に公表しました日銀短観に触れながら、最近の金融経済情勢について説明させていただき、その後今後の世界経済の見通しをご説明し、最後に、足元の金融政策について、大規模な金融緩和策の見直し観測が高まっておりますので、その背景と見通しなどについて可能な範囲で触れたいと思っております。

短観についてですが、特徴は幾つかあります。短観はサンプル調査で、全体としては9100社位の企業様ご協力いただいております。神奈川県分としまして、横浜支店の方で大体300社程度の企業様の分を集計・公表しております。

日銀短観の特徴として速報性があります。経済の動向を把握する統計は色々ありますが、短観につきましては公表の前日から大体1ヶ月位前までの期間で企業様から調査票を提出いただき、直ちに集計して翌日に公表する形になっておりますので、非常に速報性が高いという特徴があります。

景気は循環しますので、良い時もあれば悪い時もありますが、景気の山谷は内閣府に景気動向指標研究会という判定会議がありまして、事後的に振り返ると此処が景気の谷でした、此処は景気の山でしたというふうなものを判定いたします。短観も速報性が出ていますが、短観の業兄判断DI、すなわち企業のリアルタイムの業兄判断は、景気の山谷とかなり強くリンクをしています。速報性が出ていても後で振り返ると外れたのでは意味がありませんので、速報性が高いということも今の景気を判断する上では非常に重要です。

景気の動向は全国と神奈川県とはどちらも同じ傾向です。神奈川県といいますが昔前は製造業、重厚長大産業が多いというイメージがありましたが、最近では産業構造もかなり変化して全国と神奈川県の産業構成比率はかなり似通っておりますので、短観の傾向も全国と神奈川県は通ってきているという面があります。

業兄判断DIですが、これは、回答する企業に「今景気良いですか」という問いに対して「良い」「さほど良くない」「悪い」の3択で非常にシンプルな回答をいただく訳ですが、それを全体として集計をして「良い」と回答した企業の割合から「悪い」と回答した企業の割合を差し引いた比率になります。

また、短観を見る上で注意しなければならないことは、12月の短観は12月の中旬までの1ヶ月位のところで見えていますので、その後のことは基本的に折り返し入れていないということです。例えば、昨年12月中旬以降ですと年明けの1月1日に起きました、能登半島地震は当然折り返し入れていませんが、実際にはサプライチェーンを通して神奈川県企業の企業にも影響を与えています。さらに言えば、最近ですと自動車産業の中で幾つかの会社の不正問題も広がりを見せていて先行き自動車生産に影響を及ぼすかもしれないというのがありますが、そうしたところも折り返し入れていません



のでその時点の判断とその後起きた事象を組み合わせる足元の景気に対するリスクを考えることが大事と言えます。**業況判断を業種別に見ますと、製造業は9月調査では+7だったものが12月調査では+10ということで緩やかな改善傾向にあります！**

業況判断Dについて、神奈川県9月の調査では全産業+12ですので景気は良い水準ということですが、12月調査ではプラス幅が+16に拡大をしておりますので、景気は改善をきているというのが見てとれます。

業況判断を業種別に見ますと、製造業は9月調査では+7だったものが12月調査では+10と緩やかな改善傾向にあります。

非製造業は、9月の+16から12月の+19とプラス幅が幾分か拡大しており、製造業と非製造業を比べると非製造業の方がややプラス幅が大きいと言えます。これは、昨年5月に感染症の分類変更により、非製造業の方がその後の回復が急ピッチで進んだということが現れたとみております。

非製造業のうち不動産・物品賃貸のところは不動産がメインですが、+15だったものが+40と大幅にプラス幅が拡大をしております。

企業規模別に見ますと、業況判断の数値は中小企業が明らかに大企業、中堅企業と比べて水準が低めです。わが国の景気は緩やかな改善を続けているということではありますが、中小企業の隅々まで及ぶにはお時間かかり、段階的に中小企業に波及していく部分があるのかというふうに思っております。12月時点での先行きの判断としては、全産業、製造業向けにつきましても、概ね横ばい圏内での推移を見込んでおります。

大企業と中堅企業は21年度に増益であった一方、中小企業は21年度22年度も前年度比減益になっておりましたが、今期ようやく前年度比増益になるとの見通しになっております！

短観ではDという形でアンケート調査をしている部分だけではなく計数の調査も行っております。その一つが、企業の利益の見通しで、経常利益について見通しを3ヶ月毎に聞いておりますが、全産業では22年度に比して23年度は5.8%増の見通しとなっております。

製造業、非製造業とも経常利益の見通しは5.8%の増というところで並んでいます。23年度上期の製造業はなお減益の見通しですが、前回から24.8%上方修正されています。これは、製造業の中でも輸出企業につきましても、円安の恩恵を受けまして為替差益が計上されたことが現れていると思っております。

ただ、下期の製造業はマイナス5.4%下方修正されており、海外経済の動向、価格調整家の進展の度合いも含めて慎重にみていることが伺われます。

輸出企業の2023年度の想定為替レートは137円80銭程度で、このところ1ドル150円前後で推移しておりますので、これは、輸出企業にとっては業績の上振れ要因になります。他方で円安については輸入価格の上昇に繋がりますので、内需型企業、とりわけ中小企業にとってはコスト上昇要因となり、経済全体の影響としては、両方をよく見ていく必要があると考えております。

大企業と中堅企業は21年度に増益となっておりますが、中小企業は21年度22年度も前年度比減益になっており、下押し圧力の強い状態が続いていましたが、ようやく今期になって前年度比増益になるとの見通しになっております。

続いて、設備投資計画ですが、23年度は全産業で+26.8%の計画になっております。製造業は前年度比+24%、非製造業は+32%程度で、神奈川県内企業の設備投資意欲が非常に強いということです。

なお、最近では企業経営上の課題として、人手不足と価格の上昇があります。実際に設備投資計画の進捗状況を伺いますと、建設業の人手不足で製造業の建屋が建たないので中々設備投資が進んでいないとか、資材価格が上昇して予定された予算では計画どおりの設備投資が実現できないので少し見極めたいということで、計画を先送りする動きも一部にあるようです。

このような設備投資の慎重化の動きは、神奈川県では全国に比べるとまだまだかなりは強くないと考えております



が、人手不足やコスト上昇の影響については設備投資にどのように影響するか慎重に見ていく必要があります。

次に、価格判断Dですが、製造業、非製造業それぞれについて、仕入価格と販売価格が「上がっていますか」「下がっていますか」「どちらでもないですか」というように聞いています。「上がってい

る」と回答した企業の割合から「下がっている」と回答した企業の割合を差し引いたものが価格断りDIですので、プラス幅が大きいほど全体として価格が上がっていることになります。

大まかにはサプライチェーンの流れ、すなわち製造業の仕入・販売、非製造業の仕入・販売の順に、一定のタイムラグを伴って価格の転嫁が進んでいるという状況です。最近では、製造業はまだまだ価格断りDIのプラスの幅が大きい水準あり、価格転嫁の動きは続いています。その水準自体はピークアウトしているように伺われます。一方、非製造業は、仕入価格断りDIが前回9月に+52だったものが12月は+54、販売価格DIも9月の+22から12月に+25と小幅ではありますが上昇しておりますので、サプライチェーンの川下では、なお価格転嫁が続いている状況です。

建設、運輸・郵便は能登半島地震の復旧・復興という面でも役割の大きい業種で、能登半島の復旧・復興の動きは、人手不足が、より一層厳しくなる方向に働く要素とっております

人手不足の状況ですが、雇用人員断りDIというのがあります、人手が「過剰ですか」「不足ですか」「どちらでもないですか」を聞きます。このDIは、23年12月の調査では全ての業種でマイナスになっており、人手が不足していることを表しています。

非製造業の方がマイナス幅が大きいのですが、特に建設、運輸・郵便は、この4月から2024年問題の影響が出てくる業種です。建設のDIは、12月の最近では△58ですが、先行きは△63と更に不足幅が拡大する見通しとなっており、運輸・郵便も最近の△45から先行き△52と、同様の一層厳しくなっていくとの見通しです。政府の方でも様々な政策を打たれているということですが、人手不足の影響がどのようになりかねないのか慎重にみる必要があります。

特に、建設、運輸・郵便は能登半島地震の復旧・復興という面でも役割の大きい業種で、能登半島の復旧・復興の動きは、人手不足が、より一層厳しくなる方向に働く要素とっております。

また、人手不足に関しては、各地の超大型のプロジェクトの影響もあります。大阪万博、熊本でのTSMCの半導体工場、北海道千歳のラピタス半導体工場のほか、仙台にも半導体工場を造ろうという計画がありますし、横浜でも、2027年の国際園芸博覧会を控え人手不足の影響が懸念されます。

最近では債務整理を行ったうえで改めて再出発するよりは、むしろ、事業継続を断念するという形での倒産が増えていくという声も聞いており、早めに金融機関に相談する必要もあると思われます

最近の倒産の動向ですが、コロナ前の倒産件数の平均的な水準を100とすると、2020年～2023年までは100を大きく下回る水準となっております。これは、この間のコロナ対策として行われた企業の資金繰り政策に効果があったということが伺われます。

しかし、昨年に降ゼロゼロ融資の返済が本格化、社会保険料納付猶予措置が終了し、23年の終わりに頃から100を超えており、コロナ前を上回る企業倒産が続いております。業種別には、サービス、卸売り・小売り、建設といった小規模企業が多い業種の倒産が目立っています。

倒産の要因として「既注のしわ寄せ」というのがあります、累積赤字が積み重なり業績を反転できず倒産に至るケースが多いということです。つまり、コロナ禍以前も業況があまり良くなくてゼロゼロ融資で何とか支えてきたが、コストが上昇するもと、資金繰りも苦しくなり倒産に至ったというのが多いとみています。

金融機関から伺うと、最近では、債務整理を行ったうえで再出発しようとするよりは、むしろ、事業継続を断念するという形での倒産が増えているという声も聞いておりまして、コスト上昇は人手不足など経営をめぐる環境・課題等を考えますと、早めに金融機関に相談する必要もあると思われます。

県内の金融機関はどういう先に貸し出しをしているのかですが、個人向けの住宅ローンや不動産業向けの貸し出しが伸びております。ただ、不動産の物件価格もかなり上昇しておりビルなどもかなり割高になっておりますので、不動産業向けについては、先行き同じようなペースでは伸びていけないのではないかと、慎重にみています。

他方、それ以外の業種も含めて、コストの上昇に対応しまして運転資金の貸付が増加しており、運転資金需要に金融機関が確り応えている面があるのかと考えています。



世界経済全体では24年は3.1%の成長、25年は3.2%の成長ということで、これまでの世界的な平均である3.4%の成長を下回りますが、少しそれに向かって回復をしていく姿になっております!

海外経済ですが、IMF（国際通貨基金）が3ヵ月毎に出しております世界経済の成長率の見通しをご紹介します。世界経済全体では24年は3.1%の成長、25年は3.2%の成長ということで、これまでの世界的な平均である3.4%の成長を下回りますが、少しそれに向かって回復をしていく姿になっております。

地域別国別では、米国は、コロナの後、非常にインフレ率が上がりまして、それに対応して米国のFRBは相当な早さで利上げ、すなわち金融の引き締めが行われたものですから、景気がハードランディングするのではとの見方もありましたが、IMFや米国の金融当局も最近ではソフトランディングできるのではとの自信を窺いつつあるようです。米国の24年度は2.1%成長ということで低いように見えますが0.6%上方修正されており、リスクの低下もあるようです。

中国の24年度は4.6%と高めですが、0.4%上方修正をされております。気が強いという部分がありますが、他方で中国経済につきまちは不動産をめぐるリスクが指摘をされておりその部分は残っていると思われます。ただ、公共投資が積極的に行われているという面もあり、その効果が上方修正に織り込まれています。

世界経済はこれまでの見通しより強めに推移をするということになりますと、日本の経済にとっても輸出が好調になるといったことも含めましてプラスの面も出てくると考えております。

私共としては一時的な輸入物価の価格転嫁(第1の力)から、賃金と物価による好循環の第2の力に上手くバトンタッチをすることで2%の物価安定目標を持続的・安定的に実現することが重要と考えております!

日本銀行の政策運営ということで、まず、消費者物価の動向ですが、私共日本銀行では金融政策運営にあたっては物価安定目標というものを定めておりまして、消費者物価が前年比2%程度で推移することとしています。

2%はこれまで中々届かなくて実現が難しいのではと言われていましたが、2021年度半ば頃からプラスになりまして、その後急速に上昇し、直近の12月の消費者物価は2.3%の上昇幅ということで、一頃よりは2%に近づき、2%程度と言って良い位の水準になっております。なお、この間21ヶ月に亘りまして2%を上回る状況が続いております。

足元が2%に近づいていることは物価安定目標との関係で水準としては適切なのですが、こうした動きの背景を確り考えていく必要があります。

物価上昇にどのような力が働いているかと言うことでは、2つの力があります。第1の力として資源価格の上昇と円安もあり、輸入物価が上昇しました。これが初期の物価上昇を牽引しました。輸入物価については資源価格の上昇と円安という一時的なショックで生じた訳ですが、こう言ったことで上がりましたので時間が経つにつれて徐々に影響は弱まってくることが想定されます。

一方、第2の力として賃金と物価の好循環の強まりということで、一昨年になりますか、2023年の春闘に向けた動きの中で政労使の3者かなるべく高い賃上げ・ベアを実現しようという動きがありました。

賃金を上げるためには、その原資を捻出する必要があるということで、ある程度の価格上昇を行っていくということが考えられますので、昨年や今年の春闘だけではなく、毎年毎年賃上げが物価上昇を引っ張る力たちでの好循環が強まるとの期待がされておりまして、私共としては一時的な輸入物価の価格転嫁である第1の力から、賃金と物価による好循環の第2の力に上手くバトンタッチをすることで2%物価安定目標というものを持続的・安定的に実現することが重要と考えております。

日銀は先行きどうなると見ているかと申しますと、3ヵ月ごとに公表している経済見通しの最新版がこの1月に公表されていますが、2023年10月時点からの大きな変更点といたしましては、2024年度の消費者物価指数除く生鮮食品が、10月時点で+2.8%になるとみていたものが+2.4%とプラス幅が縮小しました。

この要因は原油価格の見通しの変化ですので、物価の基調の見通しとしては、昨年10月時点と今年1月時点では大きな違いはありません。

先行き金融政策をどのように見直していくかということになりますと、今、大規模な金融緩和というものを長年こわたり続けている訳ですので、まず今の枠組みについてご説明します。

私共では、イールドカーブ・コントロールという枠組みを採用しておりまして、短期の政策金利はマイナス金利となっております。一方、長期は10年物の国債金利を0%程度と一定の幅のある形でコントロールしようということで、10年までの金利全体を低く抑えることで景気を刺激するというものです。

長期金利については、0%程度で幅がありますが、現在は、長期金利の上限としては1%を目途としまして金利が1%に近づけば国債を買って金利の上昇を抑えることを行っております。また、我々は、様々な金融商品を買ったり、金融機関に資金を貸し付けることで資金供給を行っております。1月末時点では国債を597兆円持っており、その他さまざまな商品を買っております。

(日本銀行植田総裁記者会見・内田副総裁の講演内容を解説いただきました(植田総裁の1月24日記者会見

■今回の展望レポートですが、今後の景気に関する基本的な見方は維持しました。そうしたもとで、先行き、賃金と物価の好循環が強まり、基調的な物価上昇率が2%に向けて徐々に高まっていく確度は、引き続き、少しずつ高まっていると判断しました。・・経済が概ね日銀の見通しに沿って進んでいるということです。

■この先、もしも賃金と物価の好循環を更に確認し、物価安定の目標の持続的・安定的な実現が見通せる状況に至ったとしますと、マイナス金利を含めました現在実施している様々な大規模金融緩和策、これの継続の是非を検討していくことになります。その具体的な内容については、何度も申し上げていますように、そのときの経済・物価・金融情勢次第であるというふうにしか現時点では申し上げにくいところでございます。ただ、現時点での物価・経済・金融見通しを前提としますと、大きな不連続性が発生するような政策運営は避けられるというふうに思っております。・・現時点では其処に至っていないので、見直しに着手していないわけですが、物価安定の目標の持続的・安定的な実現の確度が十分に高まれば、大規模な金融緩和策を見直ししていくことを検討するということです。

(内田副総裁<2/8 講演>)

■政策修正のタイミングがいつになるにせよ、その前後で、金融市場に不連続な動きを生じさせることがないように、コミュニケーション、オペレーションの両面で工夫していく必要があると考えています。・・政策修正前後で金融市場に不連続な動きを生じさせなことが無いように工夫をしていく必要があるということです。

■基本的な考え方としては、経済・物価の現状と見通しを点検し、(短期の政策金利を)「消費者物価が、目標である2%の前後で推移するように、適切な金利水準にする」ということになります。

(略)仮にマイナス金利を解除しても、その後にどんどん利上げをしていくようなパスは考えにくく、緩和的な金融環境を維持していくことになると思います。・・これは、短期の政策金利のマイナス0.1%という部分を見直した時に、その後にどんどん利上げをしていくような経路は考えにくく、緩和的な金融環境は維持されるということです。

■イールドカーブ・コントロールの枠組みを廃止するにせよ、何らかの形で残すにせよ、その後の国債買入れをどうしていくのか、その過程で、いかに市場の安定を保っていくのかは、考えなければなりません。・・・イールドカーブ・コントロールのもとで日銀が国債を買っており金利は安定していますが、先行きも、国債の市場を安定させていく必要があるということです。

■大規模緩和を修正する時には、この買入れ(ETF とJ-REIT)もやめるのが自然です。(略)すでに保有している残高の扱いは別の問題です。非常に大きな規模ですので、時間をかけて検討していく必要があると思っています。・・国債以外に色々なものを買っていますが、大規模緩和の見直し時には、ETF やJ-REIT の買入れはやめるのが自然であると言っています。

日銀の短期の政策金利の動向については皆様の借入金利にも影響しますので今後、より、注視が必要になってくると考えております!

短期の政策金利が上がったとしたらどうなるかということですが、短期プライムレートというのがあります。各金融機関がお客様向けに最優遇の貸し出しの基準金利としているもので、多くの場合中小企業向けの貸し出しについては変動金利のものは短期プライムレートに利加を上乘せて貸出金利をきめるようになっています。この短期プライムレートは、2009年の1月に1.475%に下がったあと全く動いておりません。日銀が緩やかながらも利上げを続けていけば一定の時点で短期プライムレートも金融機関側から引き上げることもあり得ます。それが何時になるかというのは、日銀の利上げのペースと金融機関側の判断になります。



短期プライムレートが引き上げられた場合は、企業の皆さんが金融機関から借りる場合の金利が上がりますので、そういったところの先行きを見極めて、企業経営を考えていく必要があります。

したがって、短期の政策金利がどんどん引き上げられていくという見通しでないといえ、日銀の短期の政策金利の動向については皆様の借入金利にも影響しますので今後、より、注視が必要になってくると考えております。