

7～9 月期は予想外のマイナス成長

～政府は大型補正編成で景気下振れに備える方針～

南 武志

要旨

「3年ぶりに行動制限のない夏休み」への期待に反し、7～9月期は4期ぶりのマイナス成長となった。政府は10月中旬には水際対策を大幅緩和するとともに全国旅行支援を開始したこともあり、サービス消費などが刺激され、10～12月期には再びプラス成長に戻ると予想するが、23年入り後には世界経済が失速する可能性が高まっており、輸出・設備投資が軟調となるとみられるほか、国内でも物価高が消費回復を阻害するとみられ、国内景気も足踏みするだろう。なお、政府は今国会に29兆円規模の大型補正予算案を提出しており、そうした下振れリスクに備える方針である。

なお、足元の消費者物価は約40年ぶりとなる3%台後半まで高まったが、日本銀行では持続的・安定的な物価上昇とは評価していない。あくまで粘り強く大規模緩和を継続することで賃上げを伴う安定的な物価上昇を促す方針である。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2022年		2023年		
		11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		-0.077	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.05	-0.10～0.05
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0160	-0.05～0.05	-0.05～0.10	-0.05～0.15	-0.05～0.15
国債利回り	20年債 (%)	1.100	0.90～1.40	0.80～1.35	0.80～1.35	0.85～1.40
	10年債 (%)	0.250	0.15～0.27	0.15～0.27	0.15～0.27	0.15～0.27
	5年債 (%)	0.095	0.00～0.15	-0.05～0.15	-0.05～0.20	0.00～0.20
為替レート	対ドル (円/ドル)	138.8	135～150	135～150	130～150	125～145
	対ユーロ (円/ユーロ)	143.5	135～155	135～155	130～150	125～145
日経平均株価 (円)		28,162	27,000±3,000	26,500±3,000	27,000±3,000	28,000±3,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2022年11月28日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

政府は29兆円規模の補正予算案を国会に提出

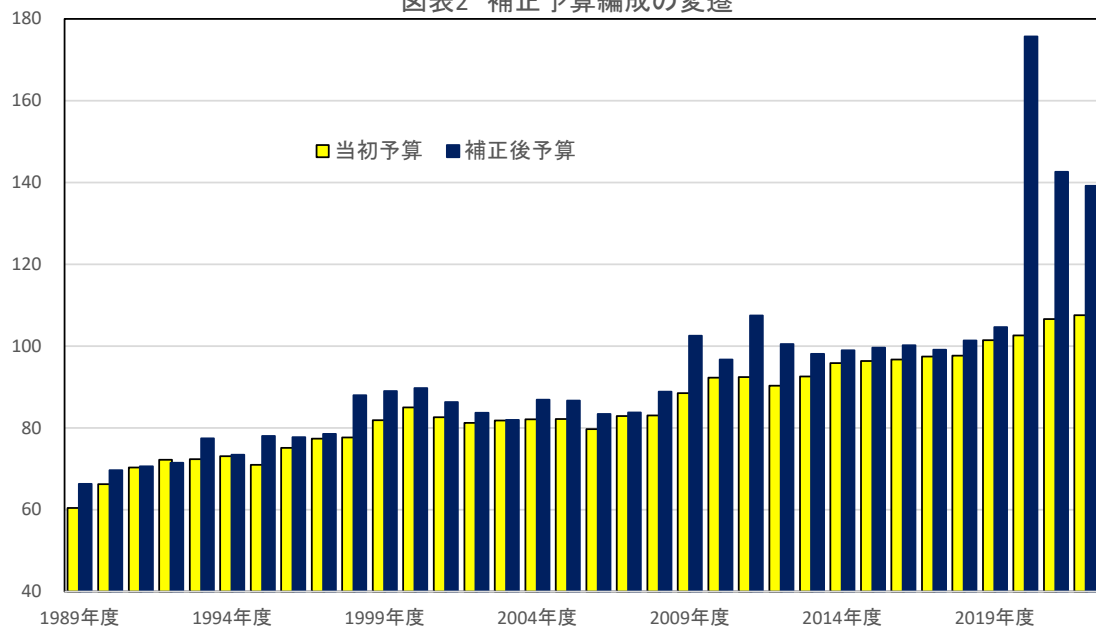
世界的な物価高騰が続く中、国内でも食料・エネルギーを中心に財・サービスの値上げが本格化、消費者物価は約40年ぶりの上昇率となっている。一方、賃上げ率もまた徐々に高まっているとはいえ、物価上昇率ほどではないため、実質賃金は目減りするなど、消費への悪影響が懸念されている。

政府・与党は今年度入り直後、事業規模13.2兆円の「コロナ禍における「原油価格・物価高騰等の総合緊急対策」」を取りまとめて2.7兆円規模の補正予算を編成したが、10月28日にも事業規模71.6兆円にも上る「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」を策定、閣議決定した。この総合経済対策

は、①物価高騰・賃上げへの取組、②円安を生かした地域の「稼ぐ力」の回復・強化、③「新しい資本主義」の加速、④防災・減災、国土強靱化の推進、外交・安全保障環境の変化への対応など、国民の安全・安心の確保、の4つの柱から構成されている。11月8日には28.9兆円規模の補正予算案が閣議決定され、21日から今臨時国会で審議入りしている。

なお、第2次補正予算案では、財源の約8割を国債の追加発行で賄っており、それを考慮した22年度一般会計予算での国債発行額は約62.5兆円（当初予算では36.9兆円）まで膨張することとなった。近年は日本銀行によるイールドカーブ・コントロール政策によって財政悪化が金利上昇につながりにくい状況であるが、それに伴って財政規律が喪失されている印象も受ける。

図表2 補正予算編成の変遷



(資料)財務省 (注)2022年度は第2次補正予算案ベース。

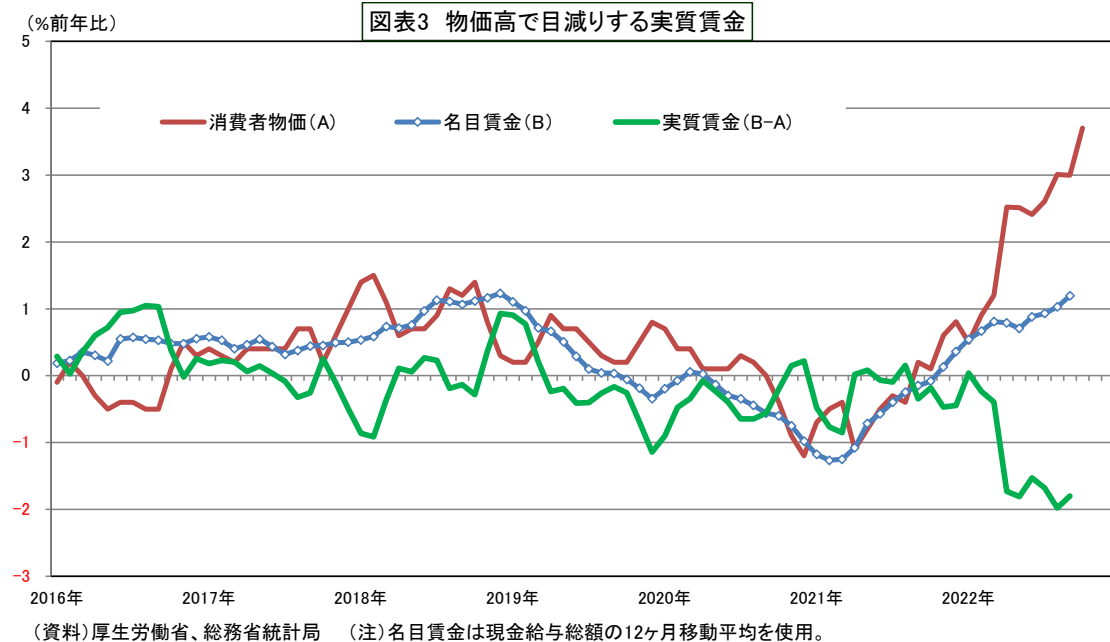
7～9 月期は 4 期ぶりのマイナス成長

以下、足元の国内経済情勢を確認したい。7～9 月期の GDP 第1次速報によれば、高成長となった4～6 月期(前期比年率 4.6%へ上方修正)からの反動もあって、同▲1.2%と予想外のマイナス成長となった。ウィズコロナへの移行が進められる中、「3年ぶりに行動制限のない夏休み」への期待が高かったものの、コロナ感染「第7波」の襲来や物価高による消費マインドの悪化によって消費の持ち直しが足踏みした(前期比 0.3%へ大きく鈍化)ほか、歴史的な円安進行にもかかわらず、外需がマイナ

主要な景気指標は「改善」を示す

ス寄与（前期比成長率（▲0.3%）に対する寄与度：▲0.7ポイント）となったことなどが影響した。その半面、出遅れ感のあった民間企業設備投資は前期比 1.5%と 2 期連続で増加し、コロナ前（19 年 10～12 月期）の水準にほぼ戻った。

また、景気動向指数の CI 一致指数をみると、9 月は前月から▲0.4 ポイントと 4 か月ぶりの低下（基調判断は「改善」）。内閣府が新たに公表を始めた「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の 9 月分も前月から▲0.2 ポイントと、同じく 4 か月ぶりの低下であった。業種ごとの動きを見ると、9 月の鉱工業生産は前月比▲1.7%と 4 か月ぶり、第 3 次産業活動指数も同▲0.4%と 2 か月ぶりで、ともに低下となるなど、産業活動は概ね足踏みした。また、10 月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比 1.3%と 2 か月連続のプラスだったが、最大の輸出先である中国向けが頭打ち状態となっているほか、景気動向に敏感とされる情報関連財が伸び悩むなど、先行きへの警戒を抱かせる内容でもあった。

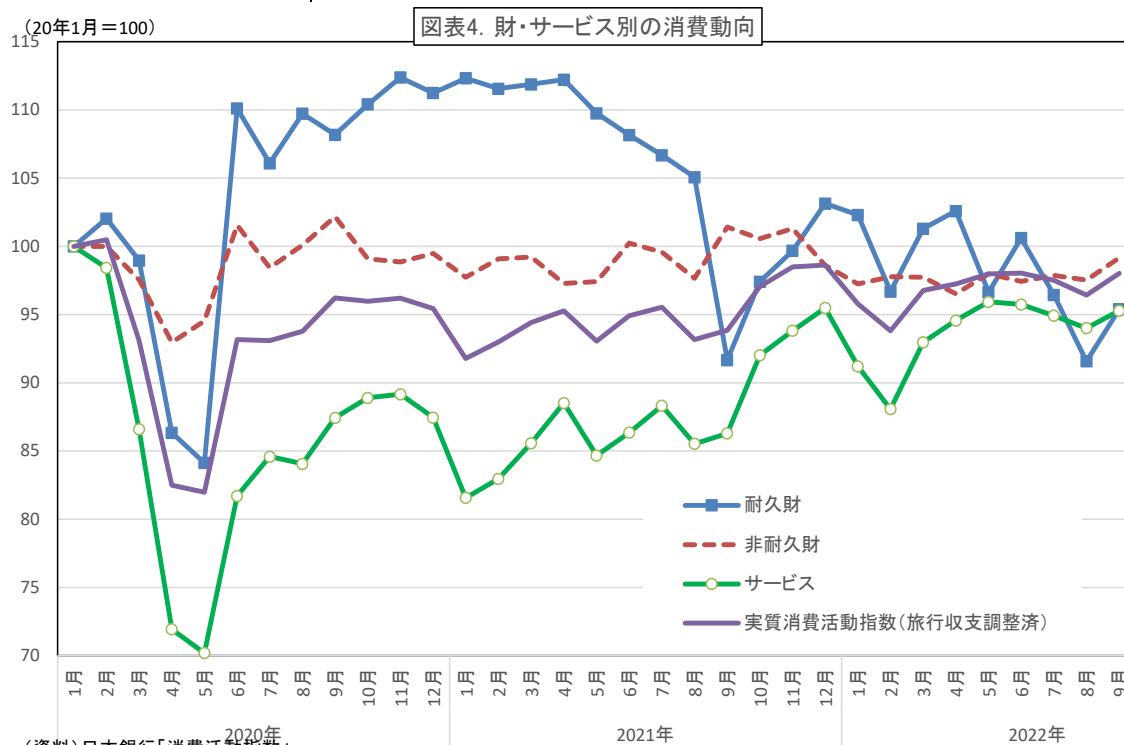


足元の消費に鈍さも

冒頭でも触れたように、食料・エネルギーだけでなく、様々な財・サービスでの値上げ圧力が高まっているが、賃金上昇率はそれらに追いついていない。毎月勤労統計によれば、9 月の現金給与総額は前年比 2.2%と、18 年 6 月以来の高い伸びとなったものの、物価変動分を調整すると同▲1.2%と 6 か月連続のマイナスであり、実質賃金は物価高で目減りしている。

こうした中、9月の消費関連指標には持ち直しも見られた。実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比1.7%（このうちサービス消費は同1.4%）と総消費動向指数（CTIマクロ、総務省統計局）も同0.8%と、ともに3か月ぶりの上昇となった。コロナ感染「第7波」の収束やウィズコロナへの移行推進が後押ししたと思われるが、6月の水準まで戻ったにすぎず、いわゆるリベンジ消費が盛り上がったように見えない。

こうした中、消費マインドの悪化が鮮明となりつつある。10月の消費動向調査によれば、マインドを示す消費者態度指数は前月から▲0.9ポイント（2か月連続の低下）の29.9と、コロナ感染「第3波」が襲来していた21年1月以来の水準まで悪化した。



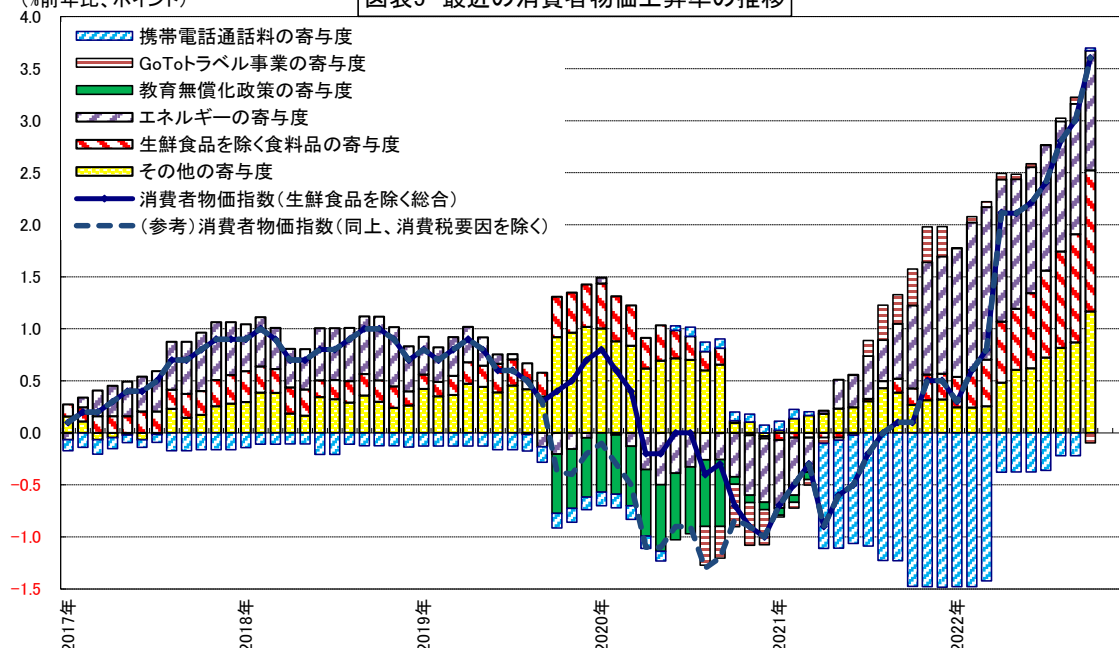
経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて、緩やかな回復ペース

以下、先行きの国内景気を展望してみたい。足元10～12月期に関しては、コロナ感染「第8波」が襲来しつつある半面、10月11日には水際対策が大幅に緩和されたことで訪日外国人が増加したほか、「全国旅行支援」開始によって旅行・宿泊などサービス消費の持ち直しが本格化、行楽地を中心に人流が急回復している。一方で、上述の通り、食料・エネルギーなどの価格高騰によって、困窮世帯・低所得世帯への悪影響が高まっており、消費抑制が強まる可能性も否定できない。そのため、国

内景気の回復テンポは次第に緩慢なものとなり、かつ 23 年入り後は世界経済の失速リスクが強まることから、国内景気も停滞感が強まるだろう。国際的な人流の復活によって今冬にかけて新型コロナ（第 8 波）と季節性インフルエンザの同時流行が起きた場合には、高齢者を中心に自粛ムードが再び強まり、経済への下押し圧力が一段と高まる可能性に留意したい。経済成長率は 23 年前半にかけてマイナス成長に陥るものと思われる（詳細は 11 月 18 日発表の「2022～23 年度改訂経済見通し」を参照のこと）。

(%前年比、ポイント)

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

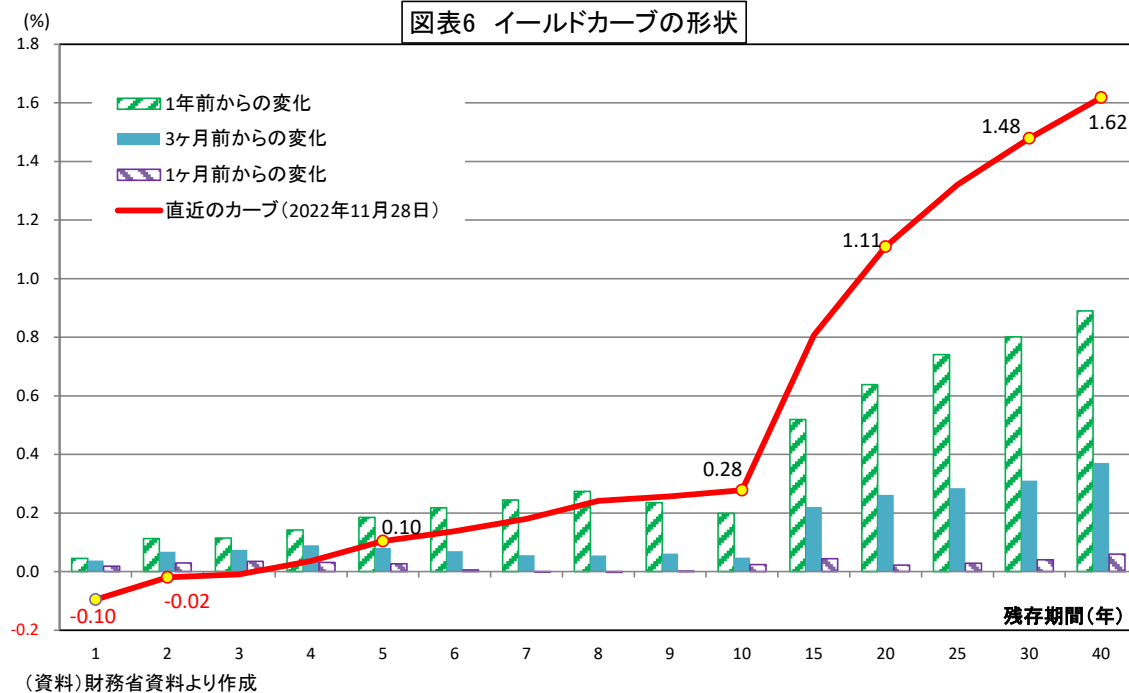
物価見通し：40年8か月ぶりの上昇率となったが、先行きは鈍化するとの見通しは変わらず

10月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比3.6%と5か月連続で加速、第2次石油危機による物価高騰の余韻が残っていた1982年2月以来、実に40年8か月ぶりの高い上昇率となった。エネルギーが高止まりを続ける中、携帯電話通信料の押下げ効果（9月：▲0.22ポイント）が全て剥落したほか、食料を中心に値上げ圧力が一段と強まったことが背景にある。年内はもう一段上昇率が高まり、4%に迫るものと思われる。

しかし、前述の通り、実質所得が目減りしているため、多くの消費者にとって値上げは許容しがたく、消費抑制行動が強まれば、価格転嫁の進展が困難化してくる可能性もある。さらに、政府の物価高対策によるエネルギーの価格抑制効果やベース

効果の剥落などを考慮すると、23 年入り後には物価上昇率は徐々に鈍化し始めるだろう。

図表6 イールドカーブの形状



金融政策：コロナ対応の金融支援策は終了する半面、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続

日銀は10月27～28日に開催した金融政策決定会合において「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を全員一致で継続することを決定した。

上述の通り、物価上昇は3%台まで高まったものの、黒田総裁は23年度以降再び2%を割っていくとの見通しの下、現段階で金利を引き上げるのは適切ではないとの見方を示した。

日銀としては、2%に設定した物価安定目標の持続的・安定的な実現を目指して、現行の大規模な金融緩和策を粘り強く継続する方針を崩しておらず、少なくとも黒田総裁の任期内（23年4月8日）に金融政策の枠組みが変更される可能性は小さいと思われる。

とはいえ、黒田総裁の残り任期は半年を切っており、次期総裁の人選を巡る思惑が浮上しつつある。内外経済の減速懸念や今後の物価鈍化の可能性を踏まえると、ポスト黒田体制になった日銀において即座に金融政策の枠組み変更が検討される可能性は小さいと思われるが、年度下期には様々な思惑から金融市場が揺れ動く場面も想定される。

金融市場：現状・見通し・注目点

引き続き、世界的なインフレとそれに対する主要中銀の対応が最も注目されたテーマであったが、米国の物価指標が事前予

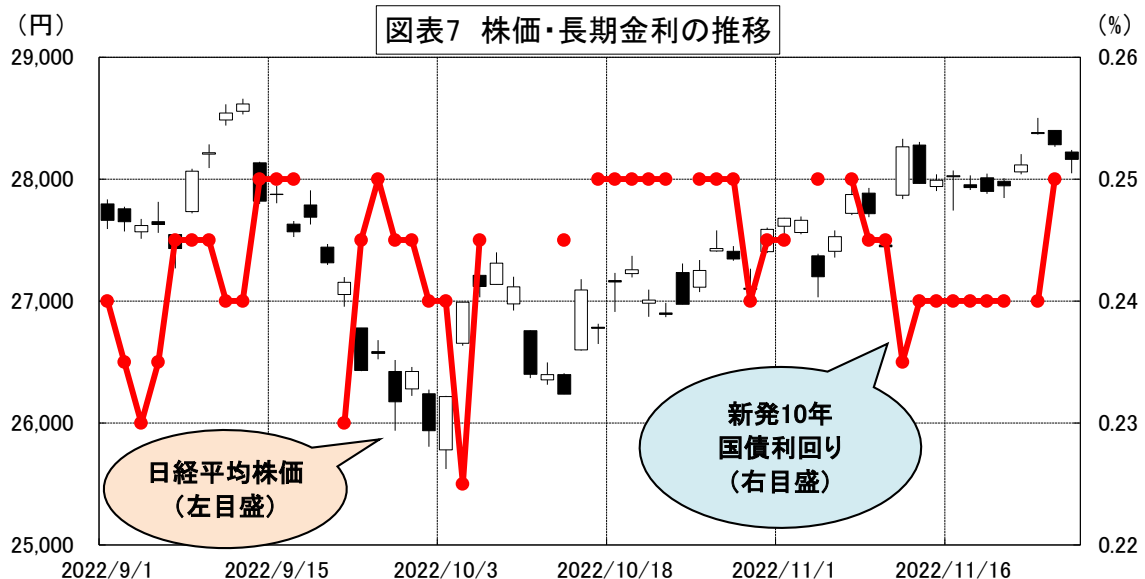
**長期金利は 0.25%
近辺で推移**

想を下回ったことで、大幅利上げを続けてきた米国で今後の利上げペースが緩和するとの思惑が高まり、米長期金利が低下したほか、円安圧力が緩む場面も見られた。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

インフレ沈静化に向けて海外中銀が大幅利上げを続ける中、海外の金利上昇が国内に波及する状況が続いており、国内長期金利（新発 10 年物国債利回り）に上昇圧力がかかり続けている。こうした金利上昇圧力に対して、イーールドカーブ・コントロール政策を採用する日銀は 10 年金利が定常的に 0.25%を上回る状況を阻止すべく、連続指値オペや国債買入れオペの増額などを実施し続けている。それでも、時折、業者間取引市場（BB）で 0.25%を上回る、さらに日銀による大量の国債買入れの副作用として 10 年国債の取引が成立しないような場面も散見される。こうした中、米国では今後の利上げペースが緩和し、23 年前半にも利上げフェーズが終了するとの観測が強まったこともあり、国内の超長期ゾーンの上昇圧力が若干緩和、10 月下旬には 7 年ぶりに 1.2%台となった 20 年金利は足元 1.0%台に低下している。



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

(注) 9/20~21、10/6~12、10/14、10/24、11/2、11/7、11/22、11/28の新発10年物国債は出会いなし。

**長期金利は当面
0.2%台での展開**

なお、日銀の方針によって 10 年ゾーンの金利については当面ゼロ%近傍 (0%±0.25%) で推移するように操作されるとみ

が続くと予想

られる。日銀「代替わり」を控え、金利上昇圧力が高まる場面も想定されるが、そうした際には連続指値オペや買入れオペの増額などによって0.25%を上回らないように操作するだろう。その半面、23年初頭にかけて世界経済の失速リスクが高まれば、金利上昇圧力は解消する可能性もあるだろう。基本的に当面は0.2%台を中心レンジとした推移が続くと予想する。

**しばらくは上値の
重い展開**

② 株式市場

8月中旬にかけて米国での景気後退観測が後退し、かつインフレ圧力の緩和期待も高まったことで、NYダウが一時34,000ドルを回復したことにつられて日経平均株価は7か月ぶりに29,000円台を回復するなど、一時上昇傾向が強まった。しかしながら、その後は米国が景気を犠牲にしてもインフレ沈静化を目指す姿勢を明確化したことで、市場参加者の想定を上回る利上げが実施されることへの懸念が強まり、世界的に株価が大きく調整した。9月下旬には日経平均株価は3か月ぶりに26,000円を割り込んだ。10月に入り、米株が持ち直したことにつられて、国内株価も回復に転じ、11月には再び28,000円台を回復したが、その後は上値が重い展開となっている。

先行きについても、内外景気の悪化懸念から、引き続き上値の重い展開が予想される。

**円安圧力は緩和し
たが、円安状態は
当面継続**

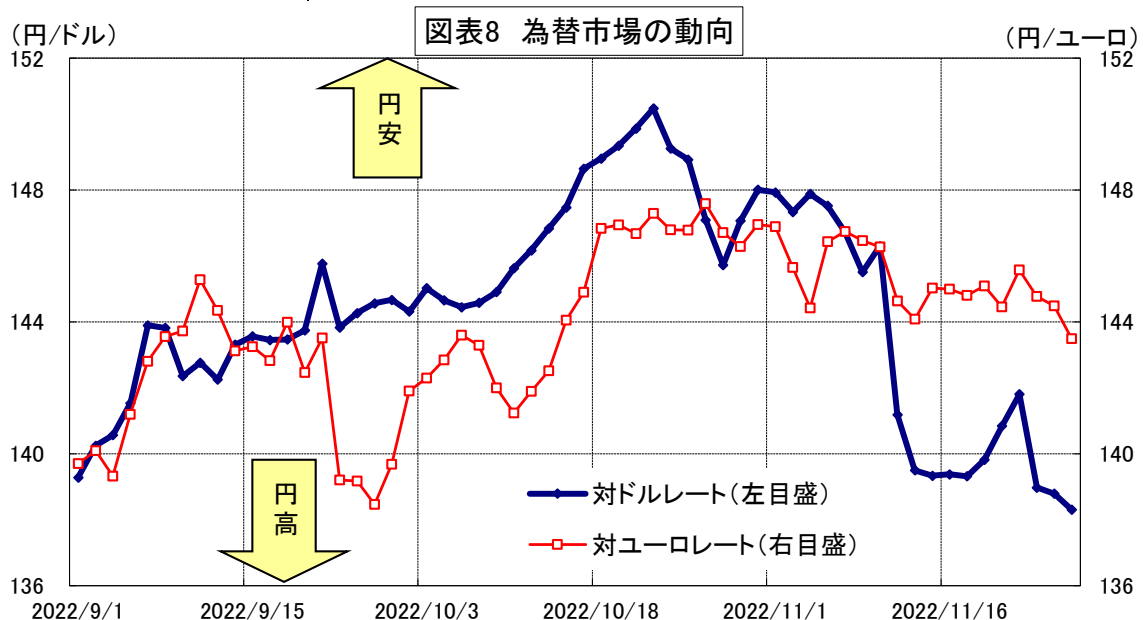
③ 外国為替市場

21年入り後から対ドルレートは円安傾向となっており、22年4月下旬には20年ぶりの1ドル=130円台、9月上旬には24年ぶりの140円台、そして10月下旬には32年ぶりの150円台まで円安が進行した。背景には、欧米各国で発生したインフレ圧力が沈静化せず、逆に加速する動きを見せたことで、利上げ幅や高金利状態の長期化が想定以上のものになると思惑が高まった一方で、日銀は大規模緩和を粘り強く継続する姿勢をしめしたことがある。加えて、原油など資源価格高騰を背景に、日本の貿易収支の赤字幅が拡大傾向となったことも円安要因として意識された。

このような状況に対して、鈴木財務相、神田財務官は過度な為替レート変動には適切な対応をとると表明し続けたが、実際に9～10月にかけて円買い介入(9.2兆円規模)に踏み切った。円買い介入の直接的な効果は小さかったものの、10月の米消費者物価が事前予想を下回る伸びとなったことを契機に、米国の

利上げペースが緩和するとの見方が浮上し、ドル円が一時6円近くも下落する場面もあった。直近は中国でゼロ・コロナ政策への抗議活動が拡大したことで世界経済全体への悪影響が懸念されたため、一時137円台まで円が買い戻された。

先行きについては、米国の高インフレ状態が想定よりも長引くとの見方が改めて意識されれば、再び円安圧力が高まる可能性もあると思われる。基本的に米国のインフレ沈静化が見通せる状況にならない限り、円安状態はなかなか解消しないだろう。一方で、現時点での確率は依然低いものの、米国のインフレ沈静化が想定以上に進み、利下げ時期の前倒し予想が強まれば、逆に円安状態の修正が進むことも十分ありうるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

対ユーロでも若干の円安修正

また、対ユーロレートもユーロ域内のインフレ圧力が高く、欧州中央銀行 (ECB) が大幅な利上げを続けたこともあり、円安ユーロ高状態となっている。10月の欧州中央銀行 (ECB) 理事会でも0.75%の利上げが実施されたが、今後とも日欧金利差が拡大するとの見方が濃厚であり、11月中旬まで140円台後半での展開となったが、直近はドル安につられてユーロ高が若干修正されている。

今後ともECBはインフレ沈静化を目指し、さらなる利上げを決定するほか、バランスシート正常化 (QT) も検討するとみられることから、円安ユーロ高圧力はしばらく残ると予想される半面、今冬のエネルギー不足問題など、欧州経済は不安要素を

多く抱えていることから、先行き一方的にユーロ安が進む可能性は大きくないと思われる。

(22. 11. 29 現在)