

農林中金総合研究所 2022～23年度改訂経済見通し

生計費危機や大幅利上げで世界経済は失速へ

～ 日本経済見通し：2022年度：1.6%（下方修正※）、23年度：0.1%（下方修正※）～

※22年9月時点の当総研見通し（22年度：1.8%、23年度：1.3%）との比較

お問い合わせ先

株式会社 農林中金総合研究所
調査第二部 マクロ経済班

- 内容について：03-6362-7758
- その他（配送など）：03-6362-7757

無断転載を禁ず。本資料は信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

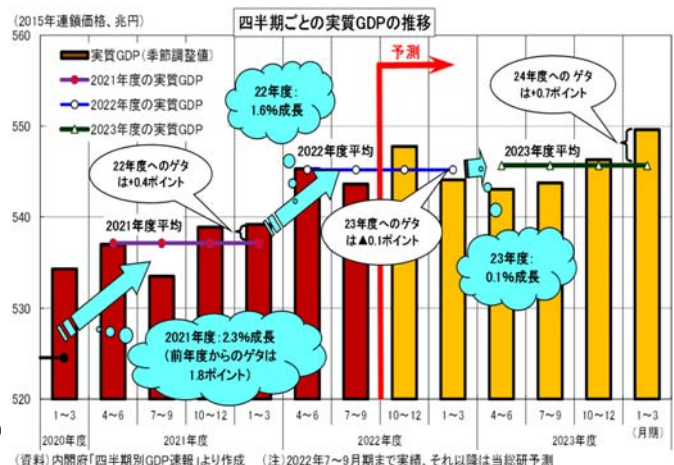
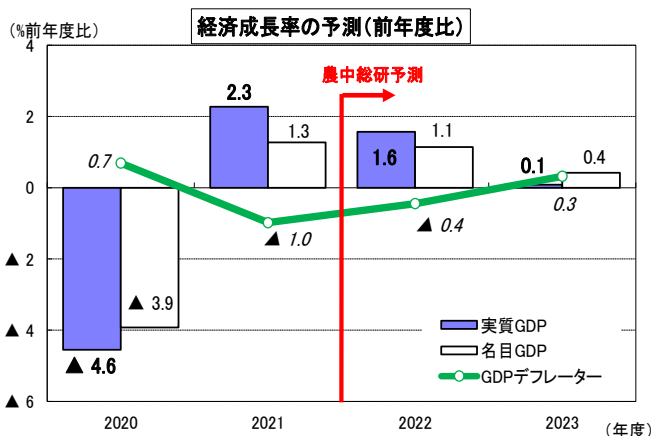
Norinchukin Research Institute

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

2022年11月18日

サマリー

- 2022年度に入り、官民ともにウィズコロナへの移行を進めてきたが、「3年ぶりに行動制限のない夏休み」となった7～9月期は物価高も影響して消費が期待したほど盛り上がりなかったほか、外需寄与度が大きなマイナスとなったことから、4期ぶりのマイナス成長となった。
- 10月以降、水際措置が大幅に緩和され、インバウンド需要が急回復したほか、全国旅行支援の開始でサービス消費の持ち直しも後押しされている。しかし、物価高によって消費者マインドが悪化しており、政策効果の一巡後は消費は足踏みする可能性がある。さらに、歴史的な高インフレに直面する海外主要中銀が金融引締めを本格化していることから、23年入り後には世界経済が失速するとみられ、輸出・生産が伸び悩むだろう。国内景気もそれに連動する格好で、23年度上期にかけてマイナス成長に陥ると予想される。
- 政府は物価高や来るべき世界的な景気後退懸念などに対応するため、事業規模71.6兆円規模の経済対策を策定、それらを盛り込んだ29兆円規模の補正予算を編成し、日本経済の下振れリスクに対応する方針である。
- 国内の消費者物価も3%台まで上昇したが、日銀ではコストプッシュが主因であって持続的・安定的な物価上昇でないと評価していることから、当面は粘り強く大規模な金融緩和策を継続すると思われる。



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

Norinchukin Research Institute

目次

1	景気の状態	3
2	世界経済の動向	5
3	国内の経済政策	21
4	日本経済・物価の見通し	23
5	金融政策の見通し	31
6	金融市場の見通し	33

見通し担当者：

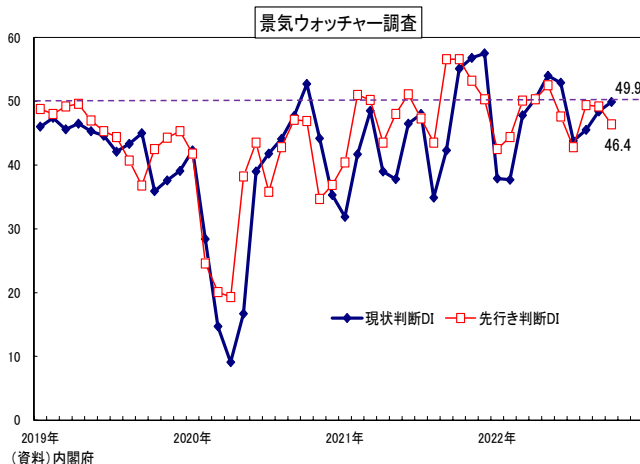
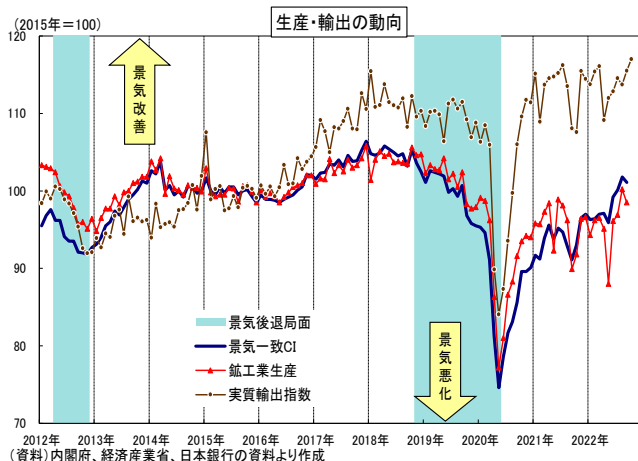
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
欧州経済・金融
中国経済・金融

南 武志
佐古 佳史
新谷 弘人
王 雷軒

1 景気の状態

□景気動向：回復を続けているが、先行き不透明感が強まっている

- 9月の景気動向指数・CI一致指数は4か月ぶりの低下となったが、景気の基調判断は「改善」を維持
 - なお、CI先行指数はこのところ低下傾向が明確になりつつある
- 半導体不足や部品調達難などの「供給の混乱」は解消する方向にあるものの、生産、輸出などは1年超にわたって頭打ち感が強い展開が続いた
 - 10月の実質輸出指数（日銀試算）は前月比1.3%（2か月連続の上昇）で、15か月ぶりに過去最高を更新
- 「3年ぶりに行動制限のない夏休み」への期待は高かったが、コロナ感染「第7波」が重なったほか、物価高への警戒も強まっており、企業・家計の景況感は盛り上がりを欠いている
 - 景気ウォッチャー調査によれば、今夏以降は現状判断・先行き判断DIはともに判断基準となる50を下回った状態が続いている
 - 10月の消費動向調査によれば、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で、コロナ感染「第3波」に見舞われた21年1月（29.8）以来の水準まで悪化



1 景気の現状

10～9月期GDP：4期ぶりのマイナス成長（前期比▲0.3%、同年率▲1.2%）

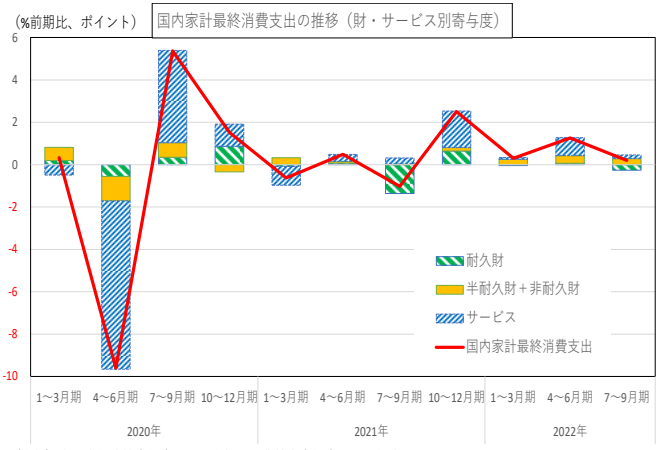
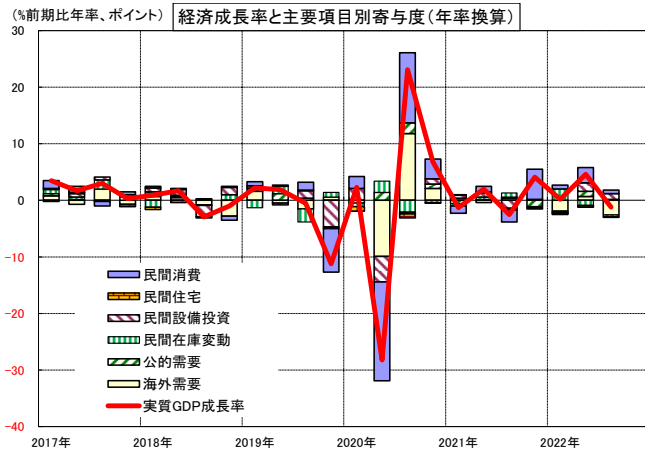
－ ウィズコロナへの移行を徐々に進めたものの、コロナ感染「第7波」が襲来したほか、食料・エネルギー高騰による消費者マインドの悪化もあり、「3年ぶりに行動制限のない夏休み」で期待されたりベンジ消費（ペントアップ需要）は活性化せず

- 民間消費（前期比0.3%）、民間企業設備投資（同1.5%）、公的需要（同0.2%）、輸出（同1.9%）は成長率押し上げに寄与した半面、輸入（同5.2%）、民間住宅投資（同▲0.4%）、民間在庫変動（前期比成長率に対する寄与度：▲0.1ポイント）は成長率押し下げ要因となった

◆ 外需寄与度は▲0.7ポイントと2期ぶりのマイナス

- GDPデフレーターは前年比▲0.5%と7期連続で下落、マイナス幅も再拡大

◆ 民間消費デフレーター（同2.7%）を筆頭に、国内需要デフレーター（同2.9%）は高まってきたが、輸入デフレーター（同31.4%）には見劣りするなど、価格転嫁はなお不十分



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

Norinchukin Research Institute

2 世界経済の動向 ①概況

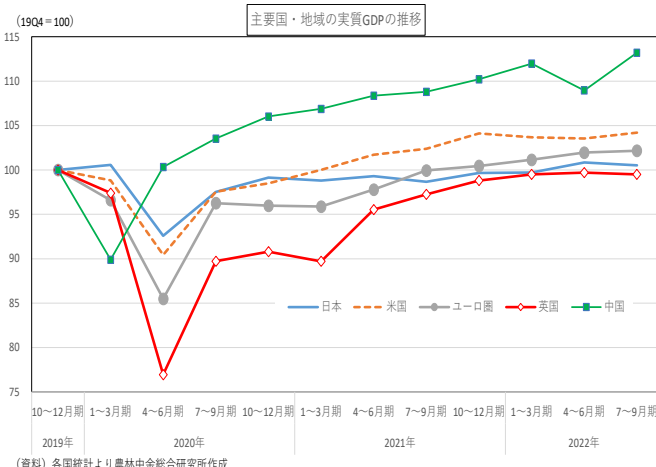
世界経済の失速リスクが高まる

－ 世界的な物価高とそれに対する本格的な金融引き締め政策の発動、ロシアによるウクライナ侵攻を受けた制裁措置の応酬、ゼロコロナ政策を堅持する中国経済の低調などを背景に景気後退懸念が高まっている

国際機関による世界経済見通し：景気後退の瀬戸際に

－ IMF世界経済見通し（22年10月発表）は、22年の世界経済について3.2%成長と7月時点の見通しから据え置く一方、23年については2.7%（7月時点から下方修正）へ減速するとの予想

- IMFでは世界経済の巡航速度を3%台前半と想定しているとみられることから、それを下回る成長率は景気後退を示唆すると推察される
- 世界貿易数量の伸びも21年の前年比10.1%から22年は同4.3%、23年は同2.5%と大きく鈍化するとの予想



2022～23年 IMF世界経済見通し

	2020年	2021年	2022年	2023年
世界全体(実質経済成長率)	▲3.0	6.0	3.2	2.7
先進国	▲4.4	5.2	2.4	1.1
米国	▲3.4	5.7	2.3	1.0
ユーロ圏	▲6.1	5.2	3.1	0.5
ドイツ	▲3.6	2.6	1.5	▲0.3
フランス	▲7.9	6.8	2.5	0.7
イタリア	▲9.0	6.6	3.2	▲0.2
スペイン	▲10.8	5.1	4.3	1.2
英国	▲9.3	7.4	3.6	0.3
日本	▲4.6	1.7	1.7	1.6
新興国・発展途上国	▲1.9	6.6	3.7	3.7
中国	2.2	8.1	3.2	4.4
インド	▲6.6	8.7	6.8	6.1
ブラジル	▲3.9	4.6	2.8	1.0
ロシア	▲2.7	4.7	▲3.4	▲2.3
南アフリカ	▲6.3	4.9	2.1	1.1
ASEAN5	▲3.4	3.4	5.3	4.9
世界貿易数量(財・サービス)	▲7.8	10.1	4.3	2.5

(資料)IMF『World Economic Outlook(2022年10月)』

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

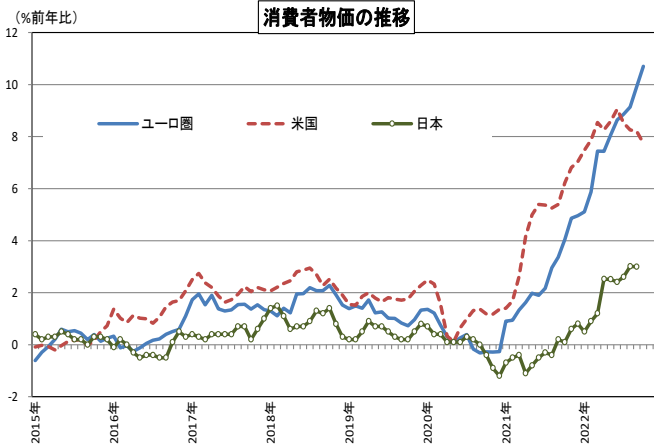
Norinchukin Research Institute

世界的に高インフレ状態が長期化

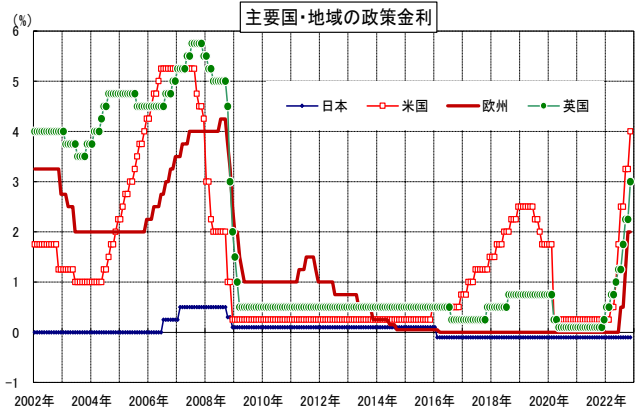
- 欧米諸国では需要が急回復した半面、労働力不足・部品供給難など供給の混乱が生じたほか、一次産品価格の高騰も重なり、歴史的な高インフレ状態が続いている
- 日本でも日銀が目標とする2%を上回る物価上昇が起きているが、輸入インフレや円安進行に起因するものが多く、デマンドプルの側面もある海外とは状況が異なる

海外中央銀行は景気を犠牲にしてもインフレ沈静化を目指す構え

- コロナ禍の下、主要中央銀行は政策金利を大幅に引き下げ、かつバランスシートを急拡大させて対応してきたが、22年入り後は金融引き締めに乗じ出した
- 夏場以降は連続して大幅な利上げを実施しているほか、QT（バランスシート縮小）も開始するなど、引き締め政策を本格化させている
- 利上げの累積効果などで景気悪化懸念が高まっているほか、引き締めフェーズ終了（利下げ転換）時期への思惑も浮上している



(資料)総務省統計局、米労働省、Eurostat (注)日本は消費税要因を除く



(資料)各中央銀行の資料より作成
(注)米国の政策金利は「4.00～4.25%」の誘導目標となっている。日本は16年2月15日までは無担保コールレート翌日物、16日からは補完当座預金制度適用利率を政策金利としている。

景気動向：FRBによる金融引き締めが23年の米国景気を大幅に抑制

- 22年7～9月期のGDPは前期比年率2.6%（速報）と、3四半期ぶりのプラス成長となった
- 輸入が大幅に減少したことから純輸出（外需）の寄与度が同+2.8ポイントと下支えした
- インフレ率はピークアウトの兆しが見え始めたものの、依然として不確実性の高い状態が続く
- 高インフレの中心が財からサービスへと移りつつあり、労働市場の過熱の抑制が焦点になっている
- 見通しのポイントとしては、①供給制約の緩和とFRBによる金融引き締めにより、インフレ率が徐々に鈍化していくこと、②23年以降も高い政策金利を織り込むことで、22年後半から23年前半の経済成長率には強い下押し圧力がかかること、③高インフレ環境であっても底堅い実質所得が、個人消費下支えするとみられることなどが挙げられる
- 成長率見通し：22年は2.3%（前回見通し（1.4%）から上方修正）、23年は0.5%（同じく0.7%から下方修正）

予測表（四半期）

	単位	2021年				2022年				2023年			
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP成長率	%	6.3	6.7	6.4	7.0	▲1.6	▲0.6	2.6	0.5	▲0.5	0.1	1.0	1.5
個人消費支出	%	15.0	12.1	3.0	3.1	1.3	2.0	1.4	0.9	0.6	0.7	0.7	1.4
民間設備投資	%	12.9	9.2	▲2.9	1.1	7.9	0.1	3.7	3.8	2.7	1.3	4.1	4.0
民間住宅投資	%	13.3	▲11.7	2.3	▲1.1	▲3.1	▲17.8	▲28.4	▲13.1	▲12.7	▲10.0	▲10.2	32.4
輸出	%	▲2.9	7.6	6.1	23.5	▲4.6	13.8	14.4	7.4	▲3.0	▲2.3	1.5	5.4
輸入	%	9.3	7.1	6.7	18.6	18.4	2.3	▲6.9	7.4	3.4	2.0	2.0	9.3
政府支出	%	4.2	▲2.0	5.7	▲0.9	▲2.3	▲1.6	2.4	1.2	2.1	2.1	2.1	1.2
非農業部門雇用者数増減	万人	64.5	42.2	54.3	63.7	53.9	34.9	38.1	28.0	23.0	17.0	15.0	15.0
失業率	%	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.7	3.9	4.2	4.4	4.7
賃金上昇率	%	5.0	2.3	4.5	5.2	5.4	5.3	5.1	4.7	4.6	4.4	4.2	4.0
コアPCEデフレーター	%	1.7	3.5	3.9	4.7	5.3	5.0	4.9	5.0	4.8	4.6	4.2	3.7
FFレート誘導水準	%	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.25～0.50	1.50～1.75	3.00～3.25	4.50～4.75	5.25～5.50	5.25～5.50	5.25～5.50	5.25～5.50
10年物国債利回り	%	1.7	1.5	1.5	1.5	2.3	3.0	3.8	4.5	5.2	5.3	4.8	4.7

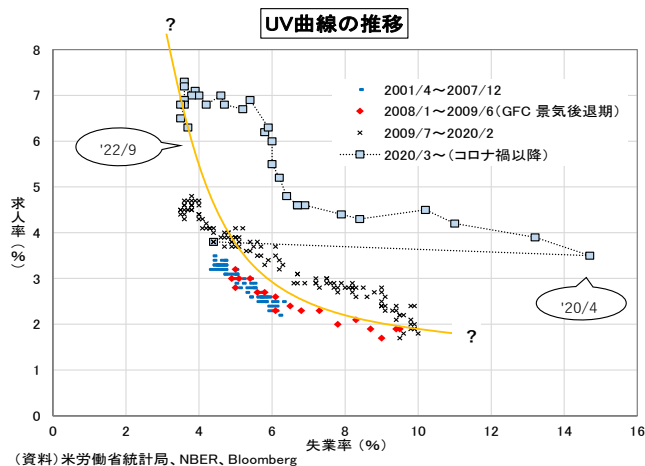
(資料)米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中金総研による。
(注意)GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

□雇用：人手不足が顕著

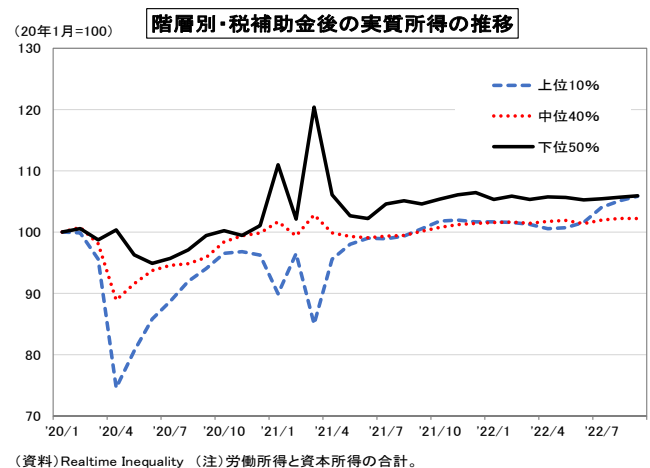
- － 幅広い産業で労働者不足が続くとみられる
- － 低い失業率と高い求人率が併存
- － 足元のUV曲線の分析からは、失業率の大幅な上昇を回避しつつ労働市場の過熱を抑制できる可能性が指摘できる

□消費：底堅く推移

- － 高インフレが消費者マインドの悪化へと波及した一方で、実質所得は底堅く推移
- － コロナ禍の下で蓄積された「超過貯蓄」も加わることから、個人消費が腰折れする可能性は低い



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute



8

Norinchukin Research Institute

□貿易：世界的な景気減速から回復は後ずれする可能性

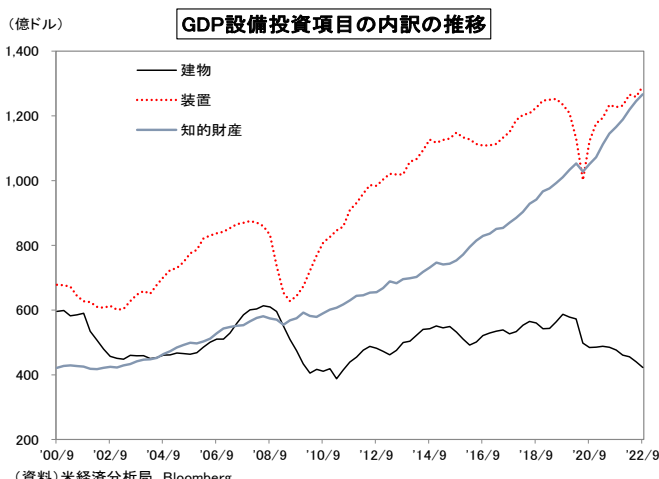
- － 足元の供給制約は概ね解消されつつあるが、世界的な景気減速が想定されることから、貿易の回復は後ずれする可能性が高い

□設備投資：堅調な推移を想定

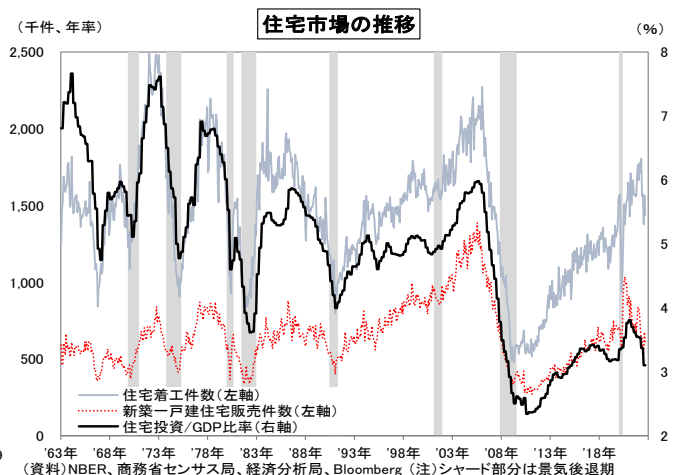
- － 10年で1.2兆ドルのインフラ投資を目指すインフラ投資雇用法（21年11月）、10年で4,300億ドル規模の気候変動対策費を投じるインフレ削減法（22年8月）、半導体の国内生産へ520億ドルを支援するCHIPSプラス法（22年8月）などが設備投資への追い風となる見込み
- － コロナ後の回復局面で顕著である、装置と知的財産への投資の底堅さが継続すると思われる

□住宅投資：金利上昇で調整局面

- － 住宅ローン金利が大幅に上昇したことから、住宅需要と住宅投資の減少が継続するとみられる



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute



9

Norinchukin Research Institute

2 世界経済の動向 ②米国

□インフレ率：ピークアウトの兆しが見えつつある

- FRBによる利上げの継続や潜在成長率を下回る経済成長率、供給制約の緩和などからインフレ率はピークアウトの兆しが見えつつあるものの、先行きは依然として不透明感が強い

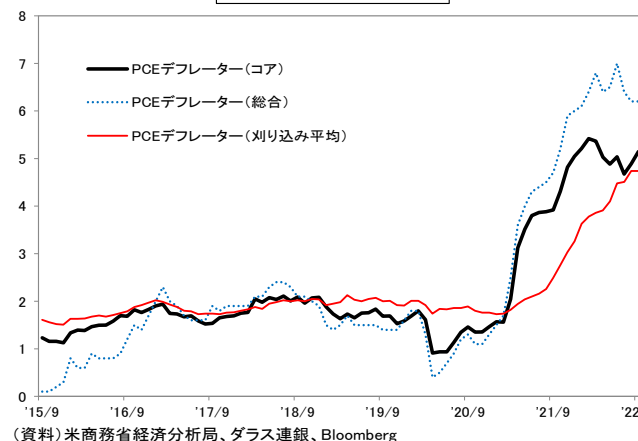
□金融政策：インフレ率の抑制にコミット

- インフレ率の抑制や期待インフレ率を安定化する観点から、政策金利は23年を通じて5%台で推移すると予想

□財政政策：「ねじれ議会」で大規模な財政政策は難航

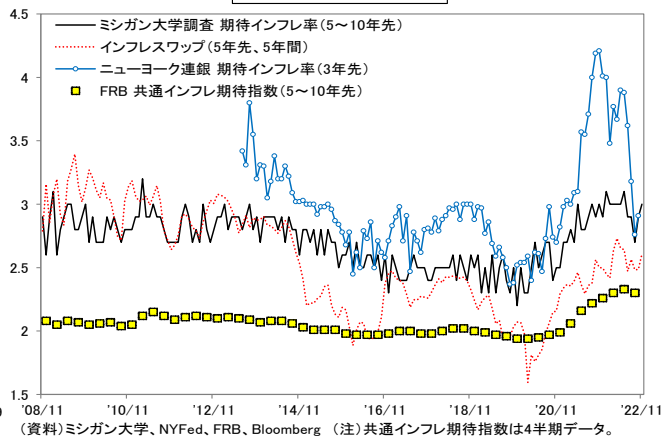
- 中間選挙後の下院では共和党が多数派となったことで大規模な財政政策は難航すると思われ、当面は12月16日につながる予算の期限が切れる23年度（22年10月～23年9月）連邦予算の審議が注目点となるだろう
- 23年下期には、債務上限問題が浮上する可能性も懸念される

(%前年比) **PCEデフレーター推移**



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

(%) **期待インフレ率の推移**



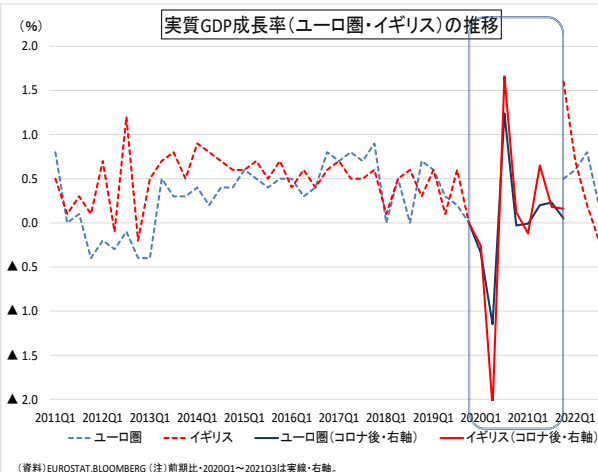
10

Norinchukin Research Institute

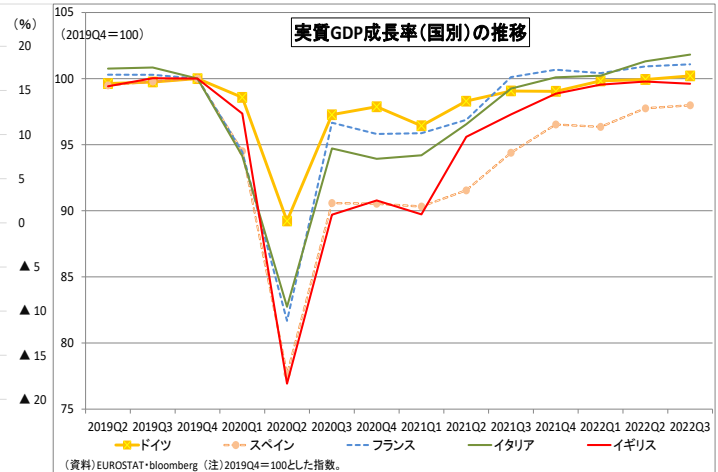
2 世界経済の動向 ③欧州

□景気の現状（GDP成長率）

- 前半はコロナとの共存による観光需要などで強めの成長となったものの、ウクライナ侵攻の長期化とともにエネルギーのロシア依存が高い国を中心に急激な物価上昇となり、成長率は大幅に減速
- 22年7～9月期は、
 - ユーロ圏：前期比成長率0.2%（4～6月期：同0.8%）、EU：同0.2%（4～6月期：同0.7%）、イギリス：同0.2%（4～6月期：同0.2%）
 - ◆前期に比べ各国で大幅に減速したものの、ユーロ圏ではプラス成長を維持。ドイツは加速したが個人消費が堅調だったとみられる
 - ◆一方、イギリスは6期ぶりにマイナス成長に
 - ◆回復が遅れていたドイツでもコロナ前（19年10～12月期）の水準に到達、スペインは依然未達
- 22年10～12月期はエネルギー危機に加え、食品などの広範な物価上昇とそれに伴う大幅な金融引き締めの影響からさらに減速が見込まれ、多くの国でマイナス成長となり、23年1～3月期にかけてもマイナス成長が続く可能性



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute



11

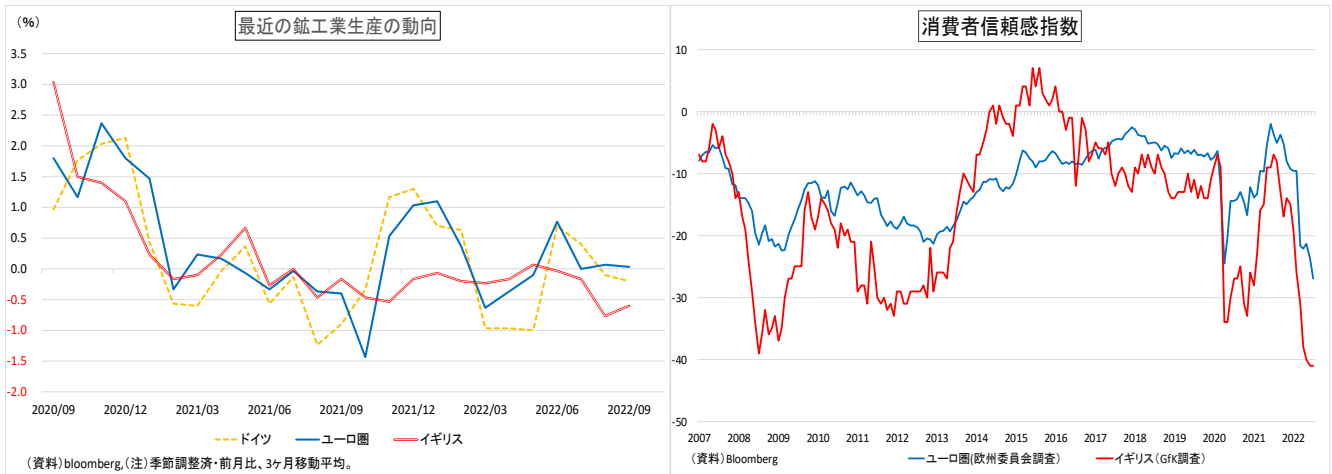
Norinchukin Research Institute

生産

- 製造業は、ユーロ圏ではウクライナ侵攻後大きく下押ししたものの、夏場にかけて弱めの動きながら一旦持ち直し。このところは一進一退の動き
- イギリスでは総じて低迷、22年入り前後から総じてマイナス圏の動きで、拍車のかかったエネルギー価格の上昇が下押し圧力となっている
- 企業景況感はウクライナ侵攻後、エネルギー危機を背景に製造業・サービス業ともに低下が続いており、弱気となっている。特にドイツ製造業の先行きに関する指標は大きく低下

消費

- 21年夏以降はユーロ圏は一進一退の動きだったが、ウクライナ侵攻以降は物価上昇による実質購買力の低下などから低迷
- イギリスは22年入り後は総じて前月比マイナスで、低迷が長期化している（前年比では大きくマイナス）
- 消費者センチメントは大きく落ち込み、リーマン危機、コロナ危機時を下回る水準

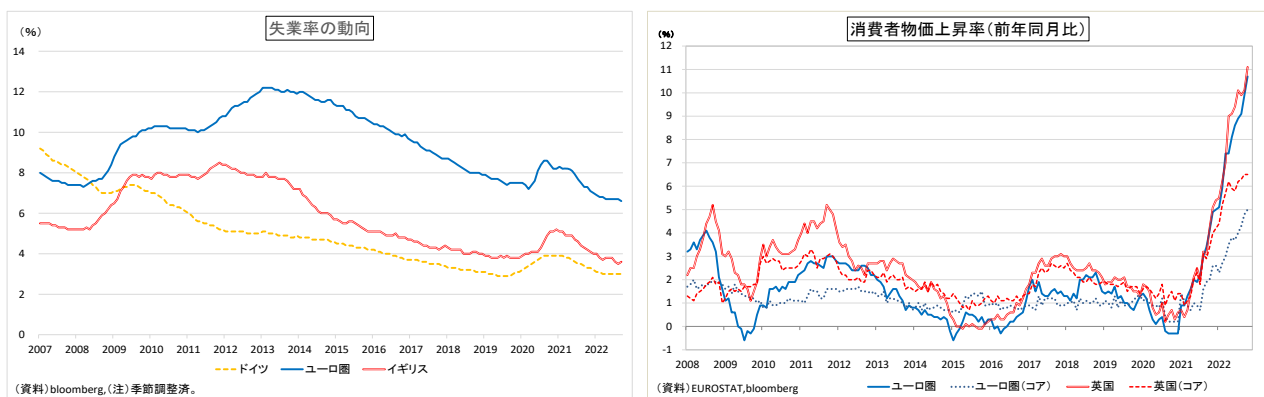


雇用

- 失業率（9月）はユーロ圏6.6%（うちドイツ3.0%）、イギリス3.6%と引き続き低位ながら、下げ止まり
- ユーロ圏・イギリスともにコロナ前水準以下に低下している
- 今後は上昇に転ずるとみられる
- ユーロ圏では雇用環境に過熱感はないものの、一部賃金データは上昇、イギリスでは賃金上昇圧力が顕著

物価

- 消費者物価の10月データも急上昇継続、ユーロ圏は前年比10.7%（コア同5.0%）、イギリスは同11.1%（コア同6.5%）とともにヘッドラインでは二けた上昇となっている
- エネルギー価格の上昇が主因で、ガス供給のロシア依存度の高いドイツ（同11.6%）・イタリア（同12.8%）で上昇幅大きい。ECBなどの当初想定と比べ長期化しており、企業がコスト増を価格に転嫁する動きから二次的波及も。イギリスでは賃金上昇圧力も強く、コアを含め深刻な状況
- なお、欧州天然ガス先物価格は、足元ではウクライナ侵攻前水準にまで大幅低下している



□金融政策

－欧州中央銀行（ECB）

- ▶ 10月の政策理事会では、2回連続の大幅利上げ（75bp）を行い、中銀預金金利を1.5%（リファイナンス金利2.0%、限界貸出金利2.25%）とした。引き続き、2%の物価目標の早期実現のため、中立金利（2%前後）を超える金利までの利上げ（金融引き締め）を急いでいる
- ▶ あわせて、金融機関向け長期貸出（TLTRO III）の条件を変更（実質利上げ）し、返済を促している（金融引き締め）
- ▶ ウクライナ侵攻により、景気は下振れリスク、インフレは上振れリスクとしている
- ▶ ラガルド総裁ほかの情報発信では、正常化のかかなりの部分は終わったものの、物価目標達成を最優先課題とし、経済成長に制約がかかっても、今後も追加利上げを行うとしている。ただし、直近の高官の情報発信からは、今後の利上げは慎重に行うべき、とのトーンが増えつつある
- ▶ 国債などの資産購入策については、現状は再投資を継続（特に重債務国にウェイト）しているが、12月理事会ではQT（量的引き締め）について議論することとしており、23年半ばには開始する見込み
- ▶ 冬場にかけて景気が一段と落ち込むことは必至の情勢下、インフレは高止まりするとみられ、厳しい舵取りが求められる状況は変わらず
- ▶ 長期期待インフレに上昇の動きがあり、また物価上昇対策のため各国で財政支出が見込まれ、財政拡大との関係も懸念材料となっている
- ▶ 市場は23年半ばにかけて140bp程度の利上げを織り込み（12月・23年2月に各50bp、3月以降は1回あたり25bp利上げか）

－イングランド銀行（BOE）

- ▶ 11月の金融政策委員会では、政策金利を予想を上回る75bp引き上げ、3.0%とした（7対2、2名は景気後退のため慎重な利上げを主張、なお利上げは8回連続）。またトラス前政権の財政政策を巡る混乱で、一時超長期国債を実質無制限買入れ（現在終了）、また、一旦延期していた資産売却を開始した
- ▶ 利上げを継続する必要性に言及（ただし、金利引き上げの最終到達点は市場織り込みよりは低いとした）
- ▶ GDP見通しは、景気後退は24年中盤まで2年程度継続するとしている
- ▶ 市場は23年半ばにかけて170bp程度の利上げを織り込み（12月75bp、23年2月・3月に各50bp利上げか）

□財政政策

- －復興基金（NGEU）からの支出のほか、各国でエネルギー価格上昇対策等で独自政策が採られており、21年までのコロナ関連支出との比較では小規模ながら、財政は再拡大方向とみられる

□景気見通し

- －（22年）9月までの成長率が予想を上回り、ユーロ圏は3.2%、イギリスは4.3%と見込む
- －（23年）22年10～12月からはマイナス成長となり、少なくとも23年1～3月期まで継続。通年ではユーロ圏は▲0.6%、イギリスは金融引き締めと緊縮財政から、▲1.5%と見込む
- －従来けん引役であったドイツの停滞が欧州経済の足を大きく引っ張る見込み。ウクライナ侵攻の泥沼化は避けられない状況で、エネルギー供給危機が最大懸念（ただし、10月までは高温傾向で、天然ガス貯留量はドイツでほぼ100%、イタリアで約95%となっている・11/15現在）。金利上昇が、家計（住宅など）、企業（設備投資など）、政府部門（調達コストなど）いずれにも悪影響
- －海外景気（特に中国）の低迷も、特に輸出依存度の高いドイツに足かせ
- －リスク要因としては、ウクライナ情勢の動向のさらなる悪化とインフレ動向、ECBの金融引き締めによる景気や金融環境への影響、伊メローニ政権の財政運営（対EUスタンス）、中国経済の減速などが挙げられる

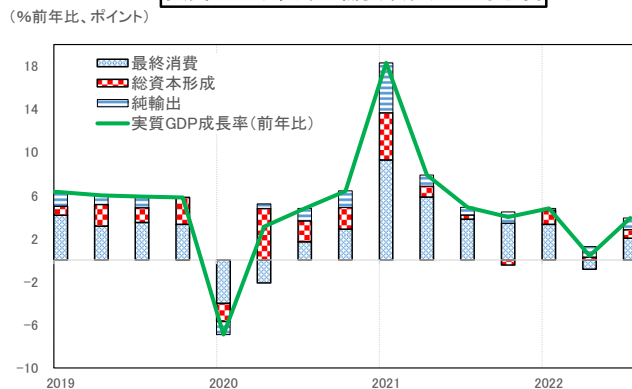
□物価見通し

- －（22年）ユーロ圏8.5%、イギリスは9.0%を見込む
- －（23年）ベース効果の剥落や各国の物価対策から鈍化するものの、高止まり。ユーロ圏 5%台後半、イギリスは6%台前半を見込む
- －エネルギー高の影響が大きく、今後を見通すことは難しいが、ユーロ圏、イギリスともに22年末ころにピークアウトする可能性
- －ユーロ圏では、一部に賃金上昇圧力、期待インフレも上昇の動き
- －イギリスは、米国と同様、労働需給ひっ迫があるため、鈍化はするものの、ユーロ圏に比べ高止まり状態が長引くとみられる

□景気の現状

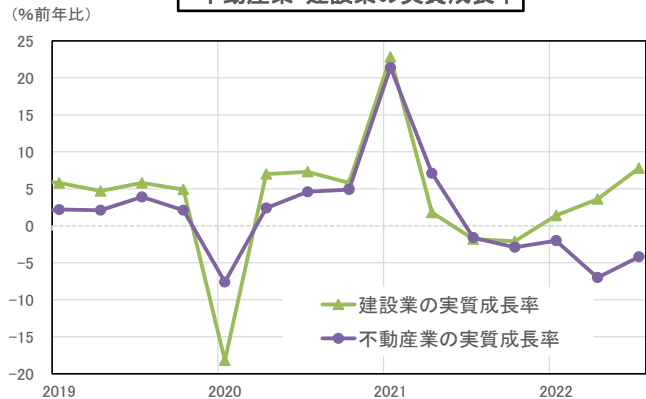
- － 22年7～9月期の実質GDP成長率は前年比3.9%と、上海市ロックダウンによる影響で大きく落ち込んだ4～6月期（同0.4%）から持ち直した
 - 前年比成長率（前掲、3.9%）に対する需要項目別の寄与度は、最終消費：+2.04ポイント、総資本形成：+0.79ポイント、純輸出（外需）：+1.07ポイントで、最終消費と外需がけん引となった
 - このように持ち直した要因として、6月初に上海市ロックダウンが解除されたことで生産・消費活動の正常化が進んだほか、自動車購入促進策やインフラ整備などの追加経済政策の効果もあったことが挙げられる
 - 業種別の成長率を見ると、不動産業はマイナス幅が縮小したものの、依然マイナス成長が続いた一方、建設業は前年比7.8%とさらに加速した
- － 足元の景気は回復基調が続くものの、新型コロナ感染者数の急増による消費の冷え込みや不動産市況の低迷等から、下押し圧力が強まりつつあると見られる

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



（資料）中国国家统计局、Windデータより作成、四半期ベース。

不動産業・建設業の実質成長率

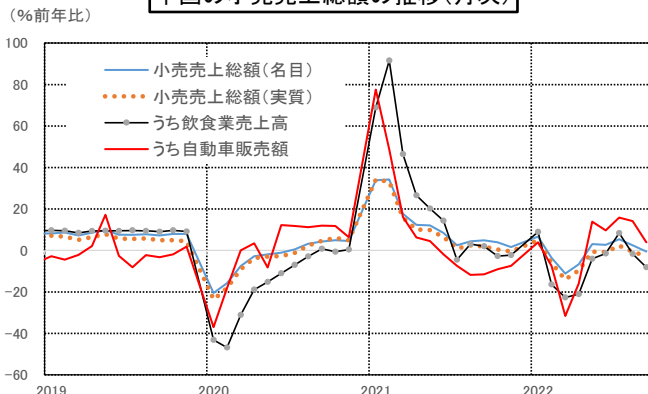


（資料）中国国家统计局、Windより作成、四半期ベース。

□個人消費

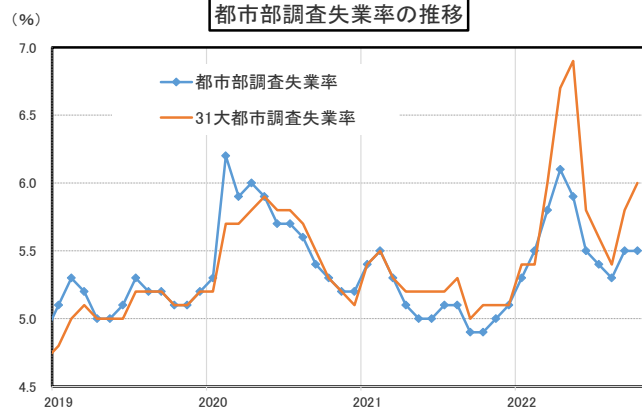
- － 大きく冷え込む
 - 10月の小売売上総額（社会消費品小売）は名目で前年比▲0.5%と5か月ぶりのマイナスに転じたほか、物価変動を除いた実質ベースでも、前年比▲2.74%と2か月連続のマイナスとなった
 - コロナ感染抑制策の影響で飲食業売上高は前年比▲8.1%と大きく減少したほか、自動車購入促進策で底堅く推移していた自動車販売額も前年比3.9%と9月（同14.2%）から大きく減速した
 - 鈍化した背景として、ゼロコロナ政策を厳格に押し進めるなか、雇用・所得環境が依然として厳しいほか、住宅販売の深刻な不振等も挙げられる
- － 先行きについては、ゼロコロナ政策を徐々に緩和していくとみられるほか、金融当局による不動産市場のテコ入れ策の強化を受けてさらなる悪化には歯止めがかかると見込まれることから、一定程度の持ち直しに転じると思われる
 - ただし、雇用・所得環境を取り巻く環境の厳しさが本格回復にはなお時間がかかるとみられる

中国の小売売上総額の推移（月次）



（資料）中国国家统计局、Windより作成、直近は22年10月。

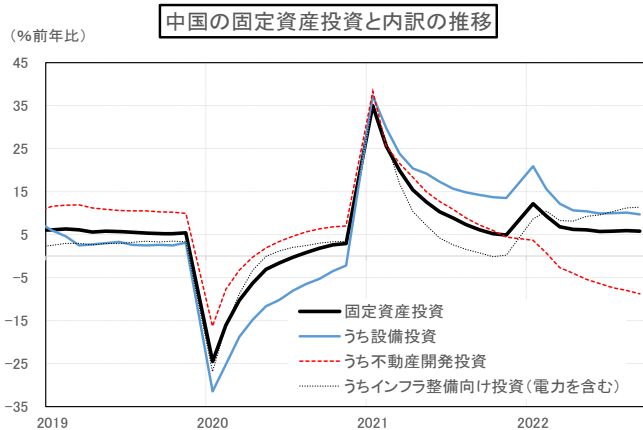
都市部調査失業率の推移



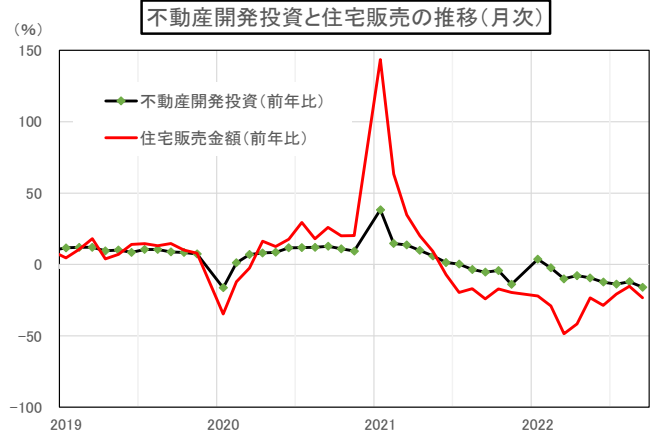
（資料）中国国家统计局、Windより作成、直近は22年10月。

□固定資産投資

- －不動産開発投資の足枷で固定資産投資は伸び悩む
 - 22年1～10月期の固定資産投資は前年比5.8%と伸び悩む状況が続いている
 - 投資分野別では、設備投資、インフラ整備向け投資（電力を含む）はそれぞれ前年比で9.7%、11.4%と比較的堅調に推移したが、不動産開発投資は同▲8.8%とさらに悪化した
 - 10月の不動産開発投資（推計値）は住宅販売の深刻な不振を受けて前年比▲16.0%と、9月（同▲12.1%）から減少幅が拡大した
- －先行きについては、インフラ整備向け投資が堅調さを維持するものの、輸出の減少等で設備投資の鈍化が予想されるほか、不動産開発投資の不振も当面続くとみられることから、軟調に推移する見込み



（資料）中国国家統計局、Windより作成、（注）年初来累積、直近は22年1～10月期。



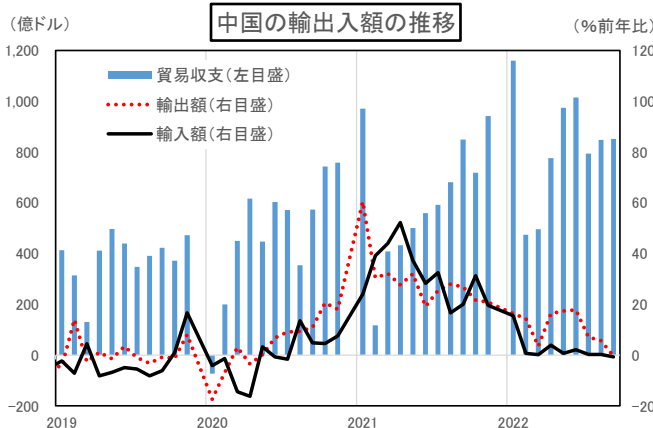
（資料）中国国家統計局、Windより推計、直近は22年10月。

□輸出入

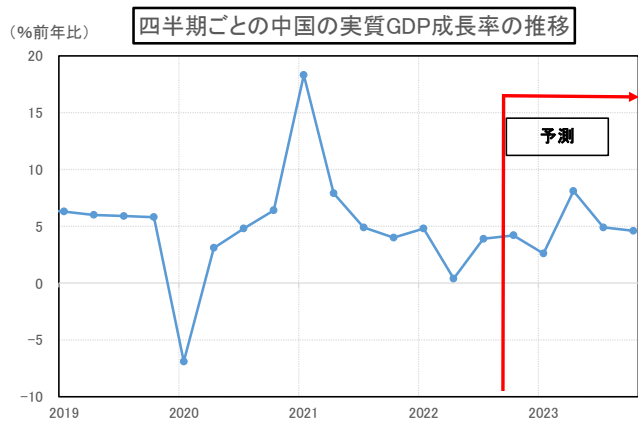
- －22年10月の輸出入額（米ドル建て）はそれぞれ前年比で▲0.3%、▲0.7%と、ともにマイナスに転じた
- －輸出の先行きについては、世界経済の減速やゼロコロナ政策による影響もあり、減少が続く見通し

□経済見通し

- －輸出の減少と不動産開発投資の低迷が続くと見込まれるものの、インフラ整備向け投資がさらに加速することや、ゼロコロナ政策の緩和による消費のさらなる悪化に歯止めがかかるとみられるほか、政府の経済政策の後押しもあって、10～12月期は前年比4.1%へと小幅ながら加速する
 - そのため、22年の実質成長率は前年比3.3%と予測（前回見通しから0.4ポイントの下方修正）
- －一方、23年は、輸出の減少等を受けて設備投資が減速するほか、インフラ整備向け投資も鈍化すると予想されるものの、ゼロコロナ政策をさらに緩和すれば消費の大幅な持ち直しが期待されることや、政府のデコ入れ策を受けて不動産産業の経済下押し圧力が弱まるとみられるほか、前年の反動もあり前年比5.1%の成長となる見通し（前回見通しから0.4ポイント下方修正）



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は22年10月、2月数値は1月と2月の合計。



（資料）中国国家統計局、Windより作成・予測

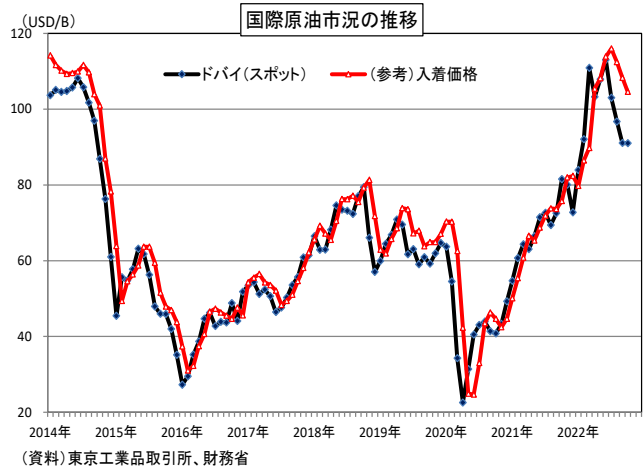
2 世界経済の動向 ⑤原油価格

原油価格：世界経済の失速懸念で夏場以降はやや軟調な展開

- － ロシアによるウクライナ侵攻直後、原油価格は一時130ドル/バレル近くまで高騰、その後も夏場まで原油高が続いた
- － 21年8月以降、毎月40万バレルずつ増産してきたOPECプラスは、7、8月には増産枠を1.5倍に拡大（日量64.8万バレル）、9月にはさらに日量10万バレルの追加増産を決定したが、その後の原油価格下落を受けて9月は日量10万バレルまで増産枠を縮小、11月以降は日量200万バレルの減産に合意
- 一方、世界景気の悪化懸念や米国の石油備蓄放出などの要因から、この数か月は原油価格（WTI先物、期近物）は80ドル台を中心としたボックス圏での推移が続いている

原油入着価格の見通し

- － ウクライナ情勢の行方や産油国の減産動向などに左右されるが、国内への入着価格は足元の水準（10月：1バレル＝105ドル）から緩やかに下落、23年度は90ドル/バレル前後での推移と予想

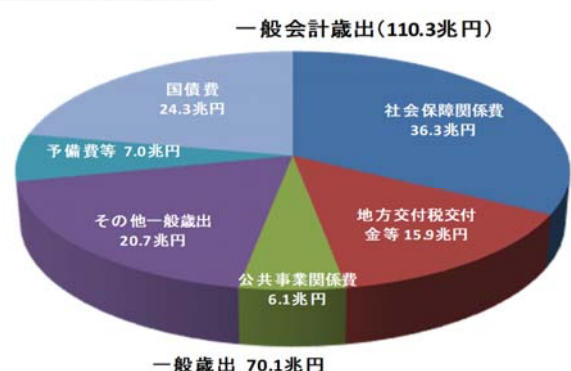
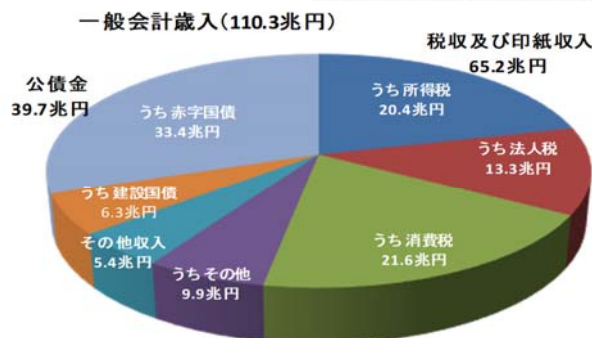


3 国内の経済政策

政府・与党は電気・ガス代支援を柱とする総合経済対策を策定

- － 4月の総合緊急対策に続き、10月28日には事業規模71.6兆円（財政支出39.0兆円）の「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」を策定、それらを盛り込んだ29兆円規模の第2次補正予算案を編成
 - 歳出追加…物価高騰・賃上げへの取り組み：7.8兆円、「新しい資本主義」の加速：5.5兆円、防災・減災、国土強靭化の推進、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：7.5兆円、今後の備え（予備費確保）4.7兆円
 - 国債発行計画（2次補正（案）後）：1次補正後から新規国債を22.9兆円増発（うち、建設国債：2.5兆円、特例国債：20.4兆円）
 - ◆ カレンダーベースの市中発行額は203.1兆円、1次補正後から4.5兆円増（2年債、割引短期国債の増発で調整）
- － 参考までに、第2次補正予算案を考慮した22年度予算規模は139.2兆円へ膨張（当初予算は107.6兆円）
 - 歳入：税収68.4兆円（22年度当初比で3.1兆円増）、公債金62.5兆円（同25.6兆円増）
 - 歳出：国債費24.1兆円（22年度当初比で0.3兆円減）、一般歳出97.6兆円（同30.3兆円増）

2022年度一般会計予算(1次補正後)



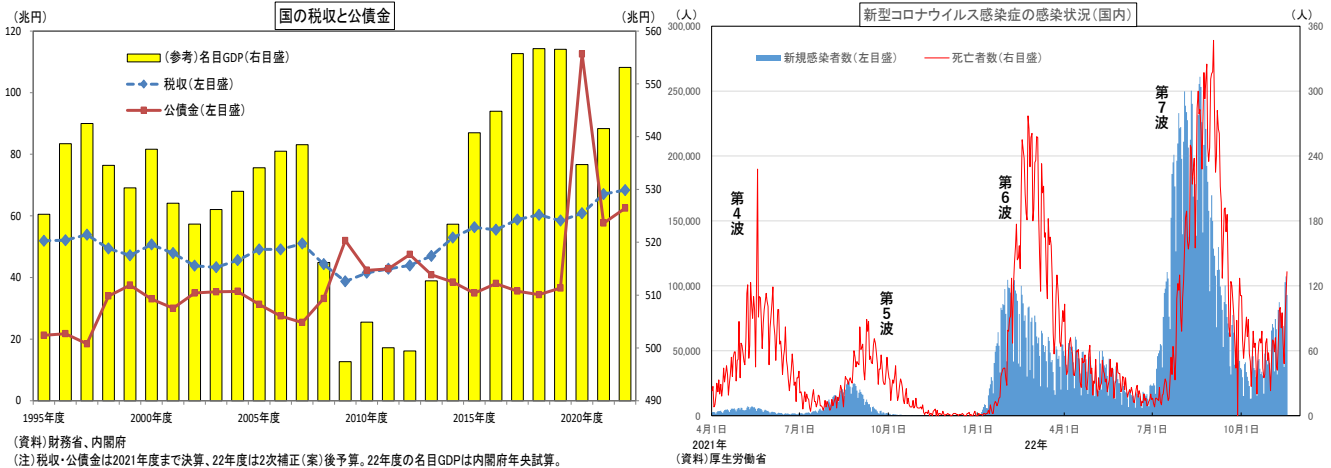
3 国内の経済政策

□23年度予算の編成方針

- 「骨太方針2022」及び「骨太方針2021」に基づき、経済・財政一体改革を着実に推進
 - ただし、重要な政策の選択肢を狭めることがあってはならない、との考え方に立った歳出改革を行う方針
- 年金・医療等にかかる経費は22年度当初予算額に高齢化等に伴う自然増（5,600億円）を加算した範囲内、裁量的経費は10%削減
- 「人」、「科学技術・イノベーション」、「スタートアップ」、「GX・DX」の4分野への投資について予算重点化を進めるとともに、エネルギーや食料を含めた経済安全保障を徹底し新しい資本主義実現の基礎的条件である国家安全保障を確保する等のため、「重要政策推進枠」を措置
- 概算要求額は105.7兆円、要望額は4.3兆円
- 近年の国際情勢緊迫化を受けて総合的な防衛体制の強化が求められているが、財源をどう確保するか等、課題は山積

□ウィズコロナへの移行を推進、日本経済の再生を最優先課題に

- 10月中旬には水際措置の大幅な緩和に加え、全国旅行支援を開始するなど、サービス消費の活性化を推進



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

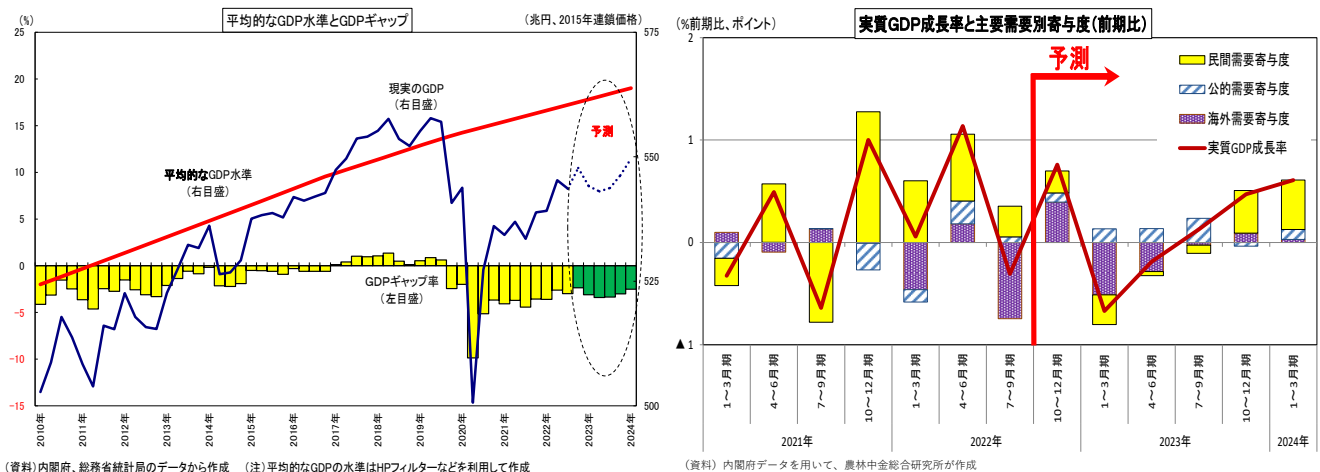
22

Norinchukin Research Institute

4 日本経済・物価の見通し

□総論：2022年度は1.6%成長、23年度は0.1%成長（ともに前回見通しから下方修正）と予想

- 足元10～12月期は、水際措置の大幅緩和に伴うインバウンド需要の回復（輸出増に相当）や全国旅行支援などの需要喚起策などによってサービス消費の持ち直しが後押しされるだろう。しかしながら、物価高によって家計の実質購買力が目減りしているほか、企業のコスト増などもあり、景気回復の勢いが多少削がれるだろう。経済成長率は前期比年率3.1%と2期ぶりのプラス成長が予想される。
- 23年入り後は、主要先進国での本格的な金融引締めによる需要抑制効果が強まり、世界経済は失速、一部の国は景気後退入りするだろう。日本の輸出・生産はそのあおりを受けるほか、物価高による消費マインドの悪化も長引き、民間消費は盛り上がりに欠いた動きとなり、23年度上期はマイナス成長（半期ベースで前期比▲0.5%）となるだろう。
 - 年度下期には緩やかな回復に向かうと予想（同じく同0.9%）。
- リスク要因として、先進国・地域でのインフレ情勢とそれに対する金融政策の対応、ウクライナ情勢の行方や冬のエネルギー不足問題、さらにはドル高による新興国経済への悪影響などが挙げられる。



(資料) 内閣府、総務省統計局のデータから作成 (注) 平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成

(資料) 内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

23

Norinchukin Research Institute

予測表（年度、半期）

	単位	2020年度 (実績)	2021年度 (実績)	2022年度 (予測)	2023年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 3.9	1.3	1.1	0.4
実質GDP	%	▲ 4.6	2.3	1.6	0.1
民間需要	%	▲ 6.3	2.0	2.7	0.3
民間最終消費支出	%	▲ 5.4	2.6	2.9	0.4
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.7	▲ 4.5	▲ 0.2
民間企業設備	%	▲ 7.7	0.6	3.0	0.2
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.2	0.1	0.1	▲ 0.0
公的需要	%	3.0	▲ 0.0	0.8	1.8
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	1.5	1.9
公的固定資本形成	%	5.1	▲ 7.5	▲ 2.3	1.2
輸出	%	▲ 10.0	12.4	5.3	0.8
輸入	%	▲ 6.3	7.1	8.3	3.8
国内需要寄与度	ポイント	▲ 3.9	1.5	2.2	0.7
民間需要寄与度	ポイント	▲ 4.7	1.5	2.0	0.2
公的需要寄与度	ポイント	0.8	▲ 0.0	0.2	0.5
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	0.8	▲ 0.6	▲ 0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	0.7	▲ 1.0	▲ 0.4	0.3
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.4	7.1	9.2	4.2
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.5	0.1	2.9	2.0
完全失業率	%	2.9	2.8	2.6	2.5
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 10.0	5.9	1.2	0.8
経常収支	兆円	16.3	20.2	5.1	2.8
名目GDP比率	%	3.0	3.7	0.9	0.5
為替レート	円/ドル	106.0	112.4	137.0	133.8
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.05	▲ 0.01
新発10年物国債利回り	%	0.03	0.09	0.22	0.23
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.8	76.4	102.9	90.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(前期比)		単位	2021年度	2022年度	2023年度
			通期	上期	下期
実質GDP	%	2.3	1.6	1.0	0.1
民間需要	%	2.0	2.7	1.6	0.5
民間最終消費支出	%	2.6	2.9	1.5	0.6
民間住宅	%	▲ 1.7	▲ 4.5	▲ 2.8	▲ 1.0
民間企業設備	%	0.6	3.0	3.1	1.4
公的需要	%	▲ 0.0	0.8	0.8	1.8
政府最終消費支出	%	2.0	1.5	1.0	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 7.5	▲ 2.3	0.1	2.0
財政・サービスの純輸出	兆円	0.5	▲ 2.5	▲ 2.0	▲ 3.0
輸出	%	12.4	5.3	3.3	3.9
輸入	%	7.1	8.3	5.3	6.5
国内需要と度 (前期比)	%	1.5	2.2	1.5	0.4
民間需要 (")	%	1.5	2.0	1.3	0.2
公的需要 (")	%	▲ 0.0	0.2	0.2	0.2
外需寄与度 (")	%	0.8	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.2
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.0	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3
完全失業率	%	2.8	2.6	2.6	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	5.9	1.2	0.5	1.7
住宅竣工戸数(年率換算)	万戸	86.5	85.3	85.7	85.0
経常収支	兆円	20.2	5.1	4.0	1.1
貿易収支	兆円	▲ 1.6	▲ 19.9	▲ 9.6	▲ 10.3
外需寄与度	%	112.4	137.0	134.0	140.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	76.4	102.9	110.7	95.0

(前年同期比)		単位	2021年度	2022年度	2023年度
			通期	上期	下期
名目GDP	%	1.3	1.1	1.3	0.9
実質GDP	%	2.3	1.6	1.7	1.3
民間需要	%	2.0	2.7	3.3	1.9
民間最終消費支出	%	2.6	2.9	3.7	2.0
民間住宅	%	▲ 1.7	▲ 4.5	▲ 5.6	▲ 3.5
民間企業設備	%	0.6	3.0	2.2	3.8
公的需要	%	▲ 0.0	0.8	0.2	1.5
政府最終消費支出	%	2.0	1.5	1.5	1.6
公的固定資本形成	%	▲ 7.5	▲ 2.3	▲ 6.8	1.5
財政・サービスの純輸出	兆円	0.5	▲ 2.5	▲ 2.0	▲ 3.0
輸出	%	12.4	5.3	4.2	6.4
輸入	%	7.1	8.3	7.2	9.3
国内企業物価 (前年比)	%	7.1	9.6	9.0	9.7
全国消費者物価 (")	%	0.1	2.7	0.5	2.2
完全失業率	%	2.8	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	5.9	4.0	0.2	▲ 3.5

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当財研による。

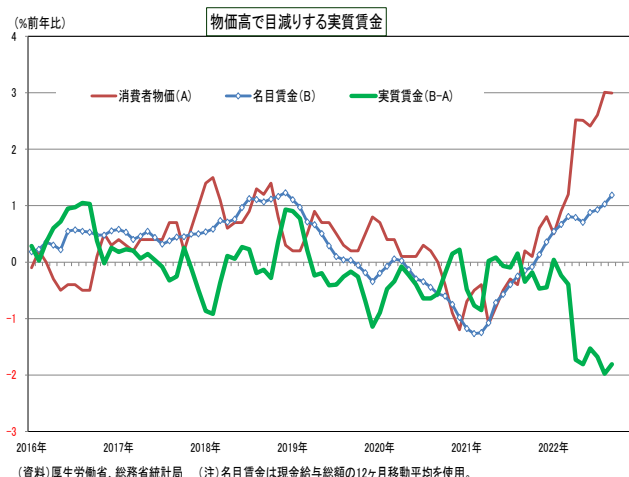
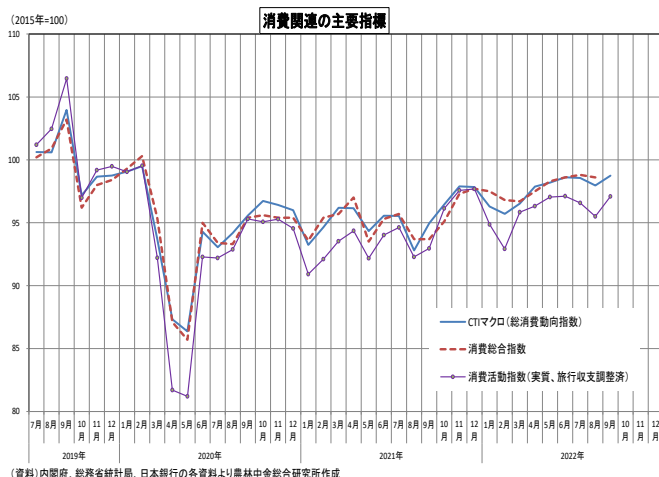
予測表（四半期）

		単位	2021年				2022年				2023年				2024年
			1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.7	0.6	0.4	0.8	▲ 0.5	0.6	▲ 0.4	0.0	0.3	0.4	0.6	0.6
(年率換算)	%	▲ 2.3	▲ 0.7	▲ 2.6	2.6	1.5	3.4	▲ 2.0	2.5	▲ 1.8	0.0	1.0	1.7	2.6	2.6
実質GDP	%	▲ 0.3	0.5	▲ 0.6	1.0	0.1	1.1	▲ 0.3	0.8	▲ 0.7	▲ 0.2	0.1	0.5	0.6	0.6
(年率換算)	%	▲ 1.3	2.0	▲ 2.5	4.1	0.2	4.6	▲ 1.2	3.1	▲ 2.7	▲ 0.8	0.5	1.9	2.5	2.5
民間需要	%	▲ 0.4	0.8	▲ 1.1	1.8	0.8	1.0	1.3	0.3	▲ 0.4	1.0	1.3	0.6	0.7	0.7
民間最終消費支出	%	▲ 0.6	0.5	▲ 1.0	2.5	0.3	1.2	0.3	0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
民間住宅	%	0.7	1.6	▲ 1.8	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 1.9	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
民間企業設備	%	0.9	1.1	▲ 2.3	0.3	▲ 0.1	2.4	1.5	0.4	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.2	1.0	2.0	2.0
民間在庫変動(寄与度)	%pt	▲ 0.1	0.1	0.2	▲ 0.0	0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	▲ 0.2	0.1	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.6	0.2	0.2	▲ 1.0	▲ 0.3	0.8	0.2	0.3	0.5	0.5	0.9	▲ 0.1	0.4	0.4
政府最終消費支出	%	▲ 0.8	0.9	1.2	▲ 0.3	0.4	0.8	0.0	0.3	0.5	0.6	1.0	▲ 0.1	0.5	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 0.1	▲ 2.4	▲ 3.6	▲ 3.7	▲ 3.0	1.0	1.2	0.5	0.5	0.3	0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3
輸出	%	2.4	3.4	▲ 0.6	0.6	1.1	1.8	1.9	3.0	▲ 2.0	▲ 1.0	0.5	1.5	1.2	1.2
輸入	%	1.9	4.2	▲ 1.3	0.7	3.6	0.8	5.2	1.0	0.5	0.4	0.6	1.0	1.0	1.0
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.4	0.6	▲ 0.7	1.0	0.5	1.0	0.4	0.3	▲ 0.2	0.1	0.2	0.4	0.6	0.6
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.3	0.6	▲ 0.8	1.3	0.6	0.7	0.3	0.2	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.1	0.4	0.5	0.5
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.0	0.0	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	▲ 0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.5	0.2	▲ 0.7	0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.0	0.1	0.0	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.1	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.6	0.1	0.4	0.5	0.3	0.3
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 0.5	4.5	5.9	8.6	9.3	9.7	9.6	9.0	8.5	7.0	5.0	3.0	2.0	2.0
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.7	▲ 0.7	0.0	0.4	0.6	2.2	2.7	3.7	3.1	2.5	2.1	1.8	1.7	1.7
完全失業率	%	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	2.5	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4
鉱工業生産 (前期比)	%	2.6	0.2	▲ 1.9	0.2	0.8	▲ 2.7	5.8	▲ 1.0	▲ 0.2	▲ 1.0	0.2	1.0	1.5	1.5
経常収支(季節調整値)	兆円	5.5	6.4	4.9	4.7	4.2	3.2	0.8	0.3	0.7	0.0	1.2	0.2	1.4	1.4
名目GDP比率	%	4.1	4.7	3.6	3.5	3.1	2.3	0.6	0.2	0.5	0.0	0.9	0.2	1.0	1.0
為替レート	円/ドル	105.9	109.5	110.1	113.7	116.2	129.6	138.3	140.0	140.0	137.5	135.0	132.5	130.0	130.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.01	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01
新発10年物国債利回り	%	0.07	0.07	0.03	0.07	0.18	0.23	0.22	0.23	0.20	0.20	0.20	0.25	0.25	0.25
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.5	66.9	73.1	80.1	85.4	109.3	112.2	100.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

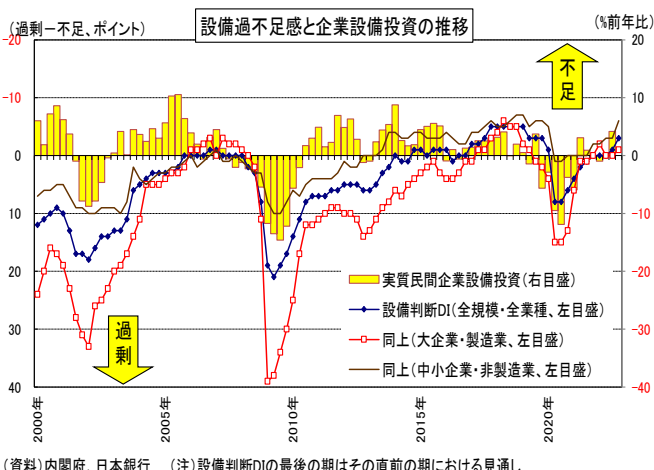
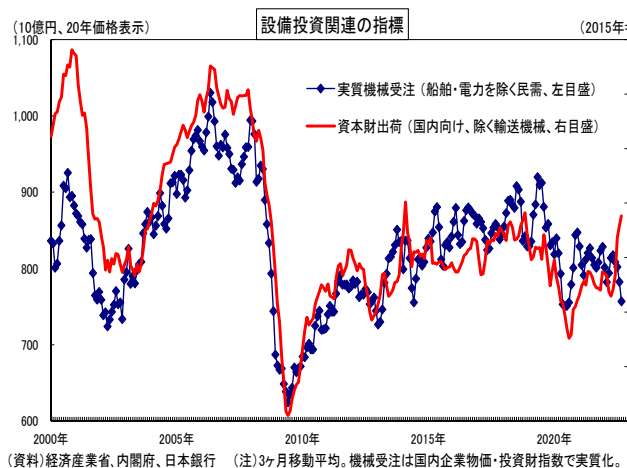
□民間消費

- 官民ともウィズコロナへの移行を進める中、サービス消費も徐々に持ち直しつつあり、10月11日に全国旅行支援が開始されたことを契機に、宿泊・観光などが回復傾向を強めている
- 春季賃上げ率（厚生労働省調べ）は2.20%と4年ぶりに高い伸びとなったほか、夏季賞与（同）も前年比2.4%と2年ぶりの増加となるなど、賃上げの機運は高まりつつある
- しかしながら、足元の物価高によって実質所得が目減りしている様子も確認できる
 - 7～9月期の雇用者報酬によれば、名目ベースでは前期比0.3%（5期連続のプラス）だが、実質ベースでは同▲0.8%（3期連続のマイナス）
- 4～6月期の家計貯蓄率は5.4%と1～3月期（9.8%）から大幅に縮小したが、コロナ前の水準（19年度上期：1.8%）までは下がっておらず、「リベンジ消費」の余地はまだ残されている
- 民間最終消費支出は22年度：前年度比2.9%（2年連続の増加、22年10～12月期：前期比0.5%）、23年度は同0.4%と予測



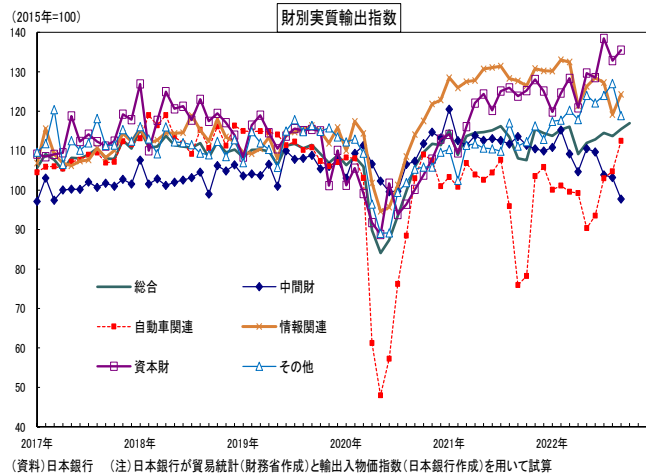
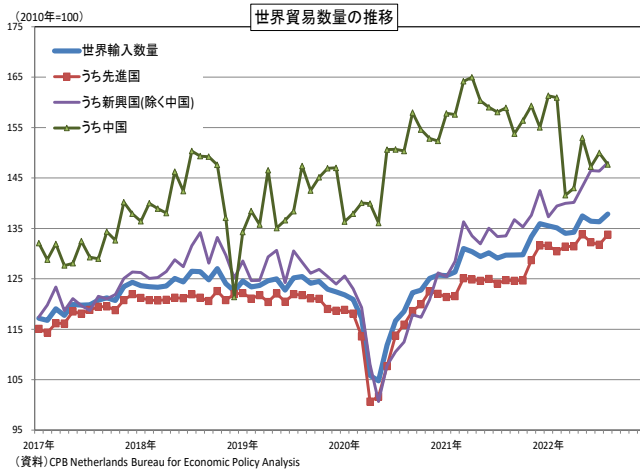
□企業設備投資

- 22年度の設備投資計画は底堅さを維持
 - 日銀短観（9月調査）の22年度計画では前年度比15.1%（全産業＋金融・持株等、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース）と、稀に見る強い数字
 - 最近では受注統計と出荷統計とに乖離も
 - 7～9月期の機械受注は前期比▲1.6%と2期ぶりの減少
 - 一方、7～9月期の鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け）は同12.4%と2期ぶりの増加
- 中長期的にみれば省力化・省人化ニーズが高いほか、デジタル化・脱炭素化の流れもあり、設備投資を後押しするとみられるものの、世界経済の失速リスクが高まっていることもあり、23年度にかけて一時的に調整すると予想
- 22年度は前年度比3.0%（2年連続の増加）、23年度は同0.2%と予測



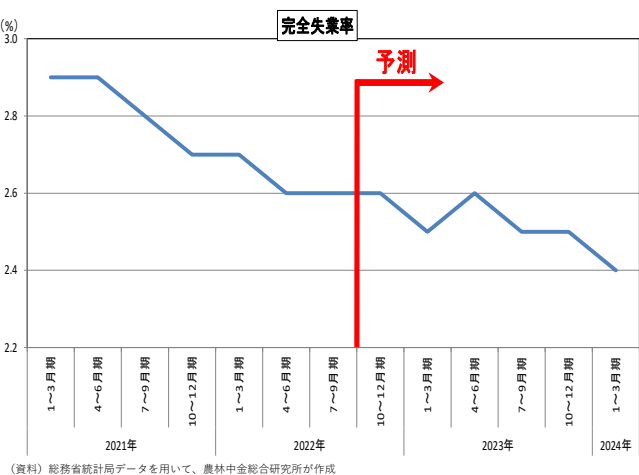
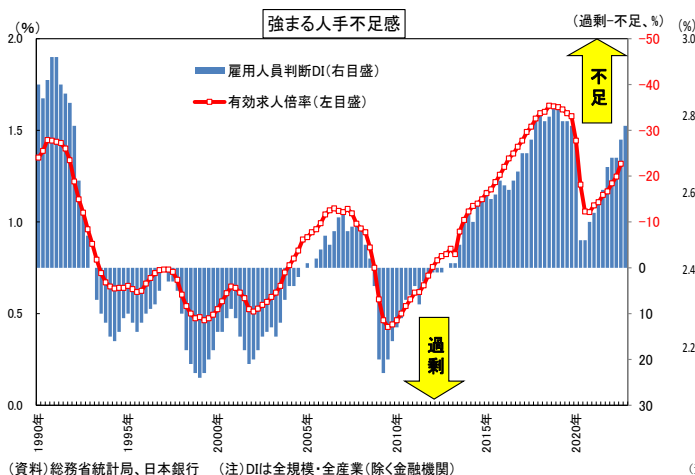
口輸出入動向

- 世界貿易数量は、時折「供給の混乱」の影響を受けつつも、緩やかに回復しつつある
 - 一方、日本の実質輸出指数は伸び悩んだ
 - 財別にみると、半導体不足など供給の混乱が解消に向かったことで自動車関連が持ち直す半面、情報関連や中間財は弱含みの推移
 - 地域別には、ゼロ・コロナ政策を堅持する中国向けが軟調に推移
- 22年度の輸出は前年度比5.3%（2年連続の増加）、23年度は世界経済失速の影響で同0.8%へ鈍化と予測
- 一方、22年度の輸入は同8.3%（2年連続の増加）、23年度は同3.8%と予測
- 22年度の経常収支は5.1兆円（名目GDP比率0.9%）と黒字幅は5年連続で縮小、23年度も2.8兆円（同0.5%）へさらに縮小すると予測



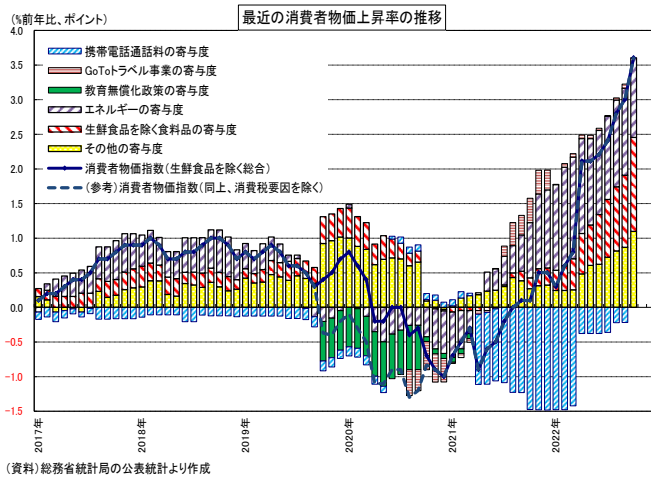
口雇用情勢

- ウィズコロナへの期待もあり、雇用関連指標は改善傾向
 - 3.1%まで高まった失業率は一時2.5%まで低下（9月は2.6%）
 - 1.04倍まで低下した有効求人倍率は、直近（9月）は1.34倍まで改善
 - 20年5月を底に持ち直してきた労働投入量（＝総労働時間×常用雇用者数）も、直近はコロナ前の水準を上回って推移
 - 9月は休業者が大きく減少
 - 人手不足感は着実に高まっており、求人数も増加傾向を維持
- 失業率は22年度：2.6%、23年度：2.5%と予測
 - 23年度上期にかけては改善が足踏みするが、24年1～3月期には2.4%まで改善し、賃金上昇圧力も高まると予想

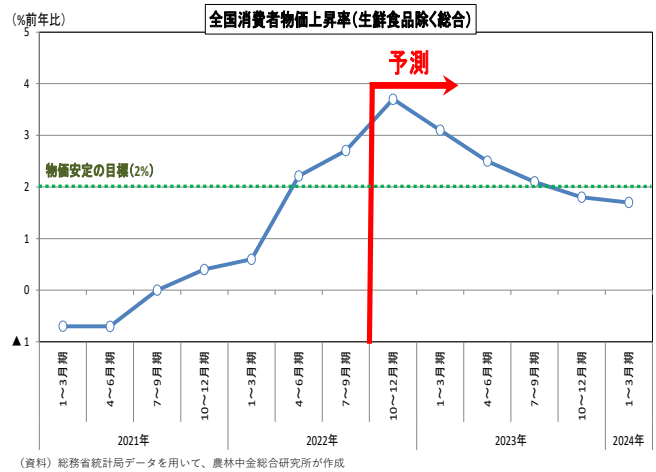


□物価動向

- 資源・穀物高や円安進行、さらには22年4月以降は携帯電話通信料の引き下げ効果が剥落し始めたことから、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ）は前年比2%台まで上昇、
 - その後も、電気・ガスなどのエネルギーや加工食品、外食など食料を中心に値上げが進み、10月には40年8か月ぶりに3.6%へ上昇率を高めた
- 22年末にかけて一時的に3%台後半まで上昇率が高まる可能性があるが、エネルギー高のベース効果も徐々に剥落するほか、家計の所得環境も依然厳しく、値上げが徐々に浸透しにくくなることから、23年入り後は緩やかに鈍化し始める
 - 23年度半ばには再び2%割れへ
- 22年度の消費者物価は前年度比2.9%（10～12月期：前年比3.7%）へ加速するが、23年度は同2.0%へ鈍化（24年1～3月期：同1.7%）すると予測



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute



Norinchukin Research Institute

30

5 金融政策の見通し

□「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する方針

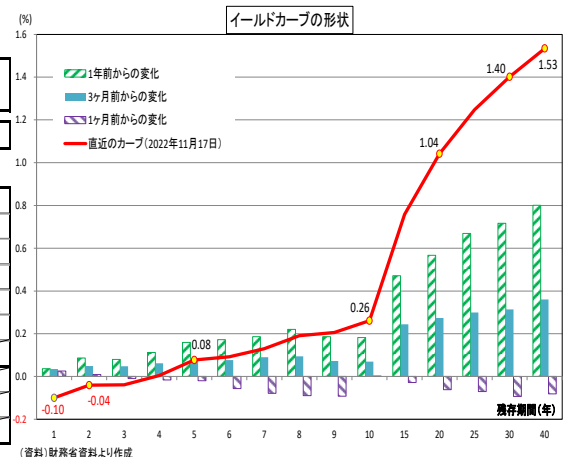
- 高インフレに直面する海外中銀が金融引締めを本格化させる中、日銀は10月の金融政策決定会合においても、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続することを全員一致で決定
- 最近では米欧の長期金利上昇が国内金利にも波及し、10年物金利が変動許容レンジ（ $0 \pm 0.25\%$ ）の上限を一時的に上回る場面もあるが、日銀がそれが常態化しないよう、指値オペ・連続指値オペ、国債買入れオペの増額などで対応している
- 引き続き、新型コロナの影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる方針を維持
- 政策金利のフォワードガイダンスとしては、引き続き、現在の長短金利の水準、またはそれを下回る水準で推移することを想定

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年末	19年末	20年末	21年末	22年10月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	278	358	437	480	504	518	618	670	621	拡大方針
(バランスシート項目の内訳)												
長期国債	89	142	202	282	361	419	456	472	484	508	548	上限を設けない
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	4.4	3.0	2.6	約2兆円の増減へ
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.5	8.3	8.2	約3兆円の増減へ
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	28.3	35.3	36.3	36.9	約12兆円を上限
J-REIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.55	0.65	0.65	0.66	約1,800億円を上限
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	47	50	62	62	67	-
その他の資産計	158	224	300	383	478	521	552	573	703	724	696	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	113	118	122	121	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	401	494	543	495	
その他と負債・純資産計	158	224	300	383	478	521	552	573	703	724	696	

(資料)日本銀行（注）22年10月末の長期国債、ETF、J-REIT保有額は前年同月末からそれぞれ38兆円増、0.6兆円増、27億円増。

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

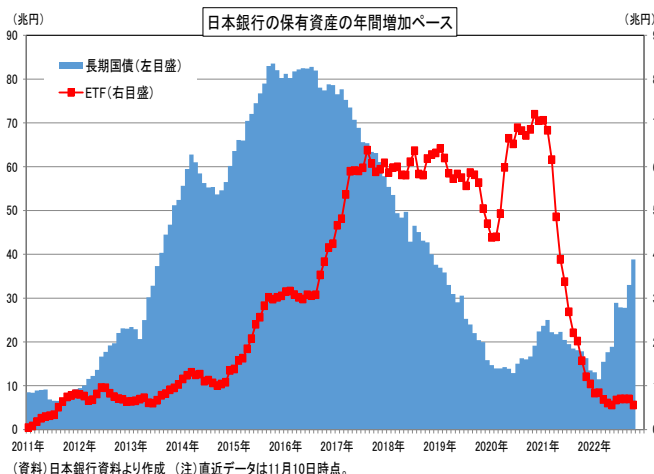


Norinchukin Research Institute

31

口展望レポート（10月）でも、24年度にかけても「安定的な2%の物価上昇」を見通せず

- － 足元の物価が予想対比で上振れて推移していることもあり、22年度の物価見通しは大幅に上方修正
- － ただし、23年入り後はエネルギーや食料品、耐久財などの押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくとしており、消費者物価（コアCPI）は22年度に前年度比2.9%の上昇となった後、23、24年度は同1.6%の上昇にとどまるとの見通し
- － また、生鮮食品・エネルギーを除くベース（コアコアCPI）でも、22年度：同1.8%の後、23、24年度は同1.6%に鈍化するとの見通し
- － このように「安定的な2%の物価上昇」という目標の達成時期が見通せない日本では、少なくとも22年度内は現行政策が継続されるとみられる
 - 来春からの日銀新体制の下で政策運営の枠組み修正が検討される可能性もあるが、その時点の景気動向を想定するとはばらくは動けない可能性もある



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

展望レポート:2022~24年度の政策委員の大勢見通し(2022年10月)

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価 (除く生鮮食品・エネルギー)
2022年度	+1.8~+2.1 <+2.0>	+2.8~+2.9 <+2.9>	+1.8~+1.9 <+1.8>
7月時点の見通し	+2.2~+2.5 <+2.4>	+2.2~+2.4 <+2.3>	+1.2~+1.4 <+1.3>
2023年度	+1.5~+2.0 <+1.9>	+1.5~+1.8 <+1.6>	+1.5~+1.8 <+1.6>
7月時点の見通し	+1.7~+2.1 <+2.0>	+1.2~+1.5 <+1.4>	+1.2~+1.4 <+1.4>
2024年度	+1.3~+1.6 <+1.5>	+1.5~+1.9 <+1.6>	+1.5~+1.8 <+1.6>
7月時点の見通し	+1.1~+1.5 <+1.3>	+1.1~+1.5 <+1.3>	+1.4~+1.7 <+1.5>

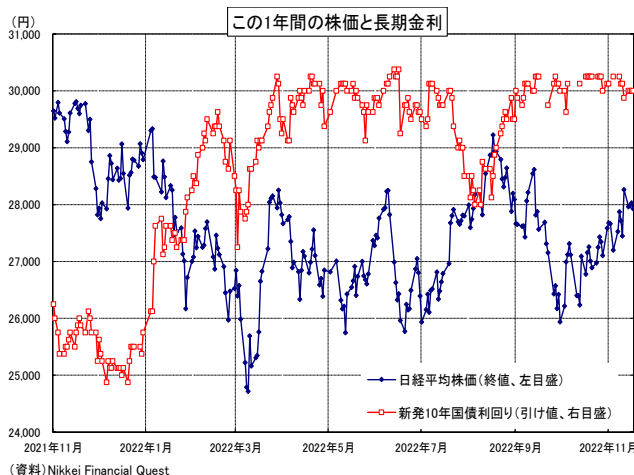
（資料）日本銀行
（注）対前年度比、%。
「大勢見通しは、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて幅で示したもので、その幅は見通しの上限・下限を意味しない。

32

Norinchukin Research Institute

口市場概況

- － 米欧では目標として掲げる物価目標（2%程度）を上回るインフレが発生したが、予想に反して加速する動きを見せたことから、各中銀は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、大幅な利上げを連続して実施
- － 過剰流動性に支えられてきた株式市場では調整色の強い展開が続いた
- － また、海外の長期金利が上昇傾向を強める中、国内の長期金利にもそれが波及、10年物金利が日銀の誘導目標の上限（0.25%）を一時上回る場面もあるほか、イールドカーブが大きく歪むことも見受けられる
 - 日銀が無制限での国債買入れを継続していることから、市場の流動性が低下しており、業者間市場（BB）での取引不成立も散見される
- － 内外金利差が予想以上のペースで拡大するとの見通しが強まり、一時1ドル=150円台となるなど円安・ドル高が急速に進んだことから、政府は9月に続き、10月にも円買い介入（合計で9.1兆円規模）に踏み切った
 - 直近は米国のインフレ指標が予想を下回ったことから、円安が修正される場面も見られた



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute



33

Norinchukin Research Institute

□当面の見通し

－長期金利

- 日銀は10年ゾーンの金利についてゼロ%近傍（ $0 \pm 0.25\%$ ）で推移するように操作する方針を維持、指値オペの連日実施によって上限である0.25%を定常的に上回る可能性は薄い
- 日銀のコントロールが及びにくい超長期ゾーンについては、これまで同様、上昇圧力が高まる可能性も
- 次期日銀総裁人事を巡る思惑から一時的に乱高下する場面も想定される

－株価

- インフレ沈静化のための本格的な金融引締めによって世界経済全体が減速する可能性が高く、株価は当面、上値の重い展開が予想される

－為替レート

- 内外金利差はもう一段拡大するものの、想定通りの利上げペースであれば、円安進行圧力は減衰するとみられる
- 23年内に利上げフェーズが終了すれば、円安がある程度修正される可能性も

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 (%)		-0.071	-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 (%)	1.030	0.90~1.40	0.80~1.40	0.80~1.40	0.85~1.40
	10年債 (%)	0.240	0.15~0.27	0.15~0.27	0.15~0.27	0.15~0.27
	5年債 (%)	0.070	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)	139.3	135~155	135~155	130~150	125~145
	対ユーロ (円/ユーロ)	144.9	135~155	135~155	130~150	125~145
日経平均株価 (円)		27,930	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17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。