



農林中金総合研究所

2021～23年度経済見通し

高速ギアへのシフト・アップが進まない日本経済

～ 日本経済見通し：2022年度：2.8%（下方修正※）、23年度：2.4%～

※21年12月時点の当総研見通し（22年度：3.0%）との比較

2022年2月18日

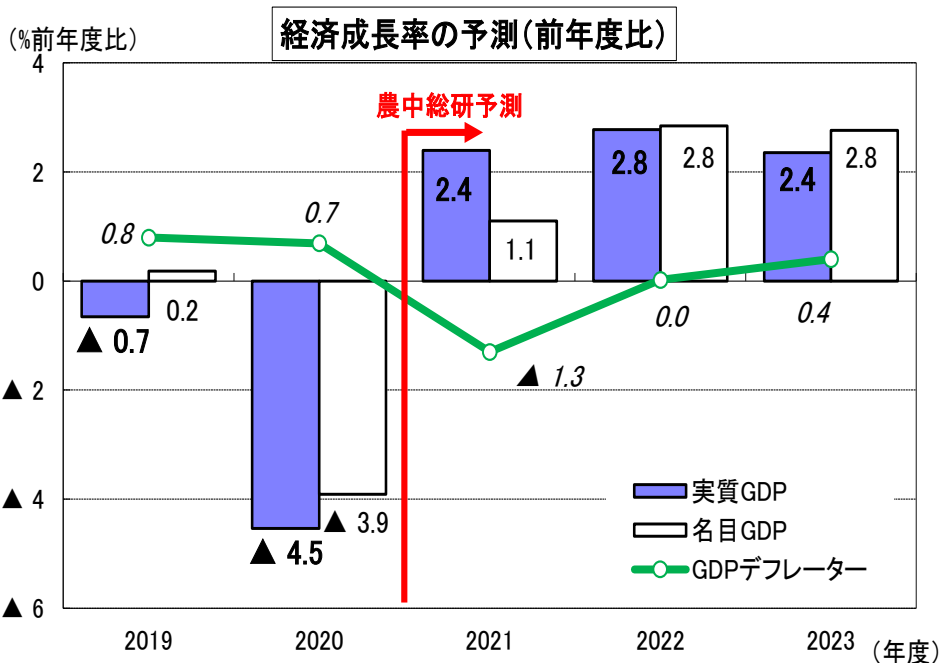
お問い合わせ先：（株）農林中金総合研究所
調査第二部 マクロ経済班
内容について：03-6362-7758
その他（配送など）：03-6362-7757

<https://www.nochuri.co.jp/>

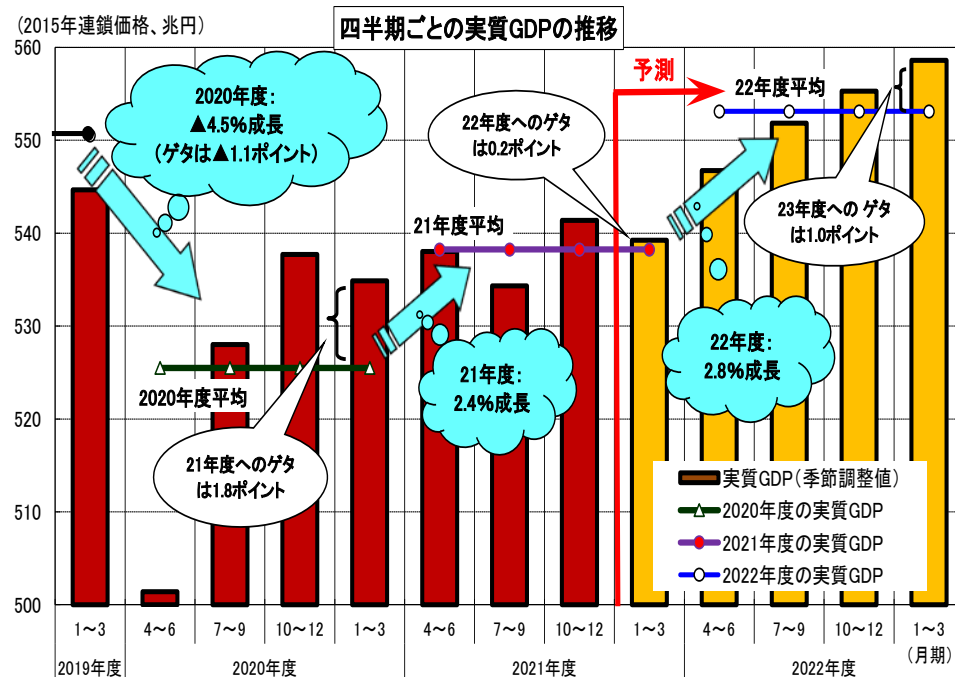
無断転載を禁ず。本資料は信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

《 サ マ リ ー 》

- 2021年秋以降、新型コロナ感染「第5波」が一気に収束に向かい、9月末には行動制限措置が解除された。それを受けて飲食・観光・娯楽などのサービス消費が持ち直したほか、半導体不足などの供給の混乱も一旦は解消に向かい、自動車の生産・輸出・販売も回復、10～12月期の日本経済は2四半期ぶりのプラス成長となった。
- 一方、22年入り後にはオミクロン株による感染「第6波」が襲来、政府は7割超の都道府県に対して「まん延防止等重点措置」を適用したことで、サービス消費は再び悪化したほか、供給の混乱も再び強まっている。1～3月期には再びマイナス成長に陥るなど、日本経済の本格的な景気回復は後ズレするとみられる。なお、22年度入り後には「第6波」収束、3回目のワクチン接種の進展などが期待され、コロナ前のGDP水準を回復、景気回復傾向が再度強まると思われる。23年度後半にはGDPギャップのマイナスは解消されると予測するが、引き続き下振れリスクが高い状態は続くだろう。
- 世界的にインフレが加速し、一部の中央銀行は金融政策の正常化を開始したが、安定的な2%の物価上昇を達成が見通せないこともあり、日本銀行は引き続き金融緩和策を継続するものと思われる。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2021年10～12月期まで実績、それ以降は当総研予測

目 次

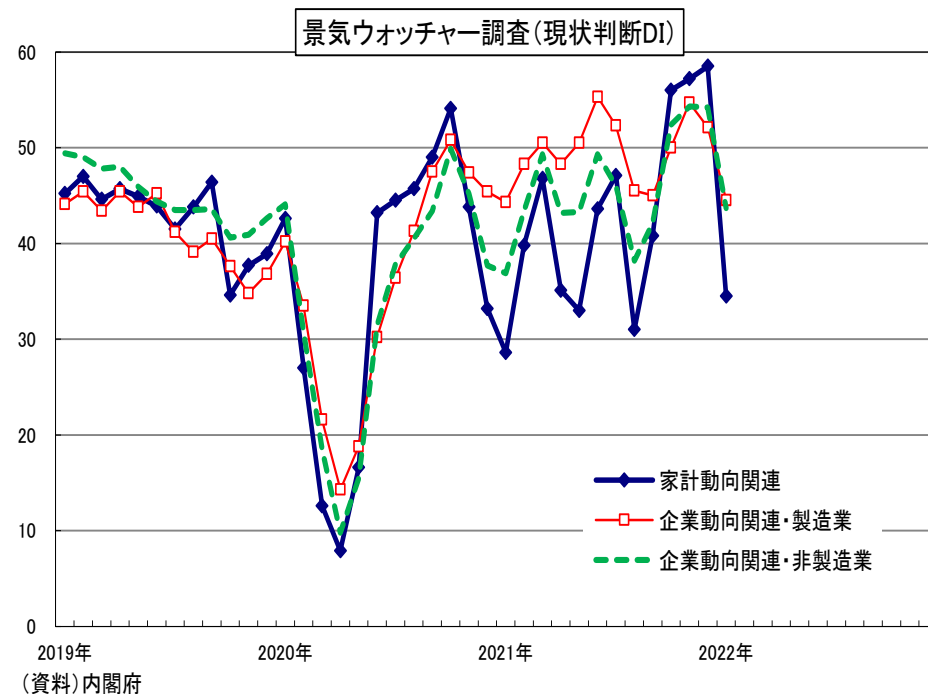
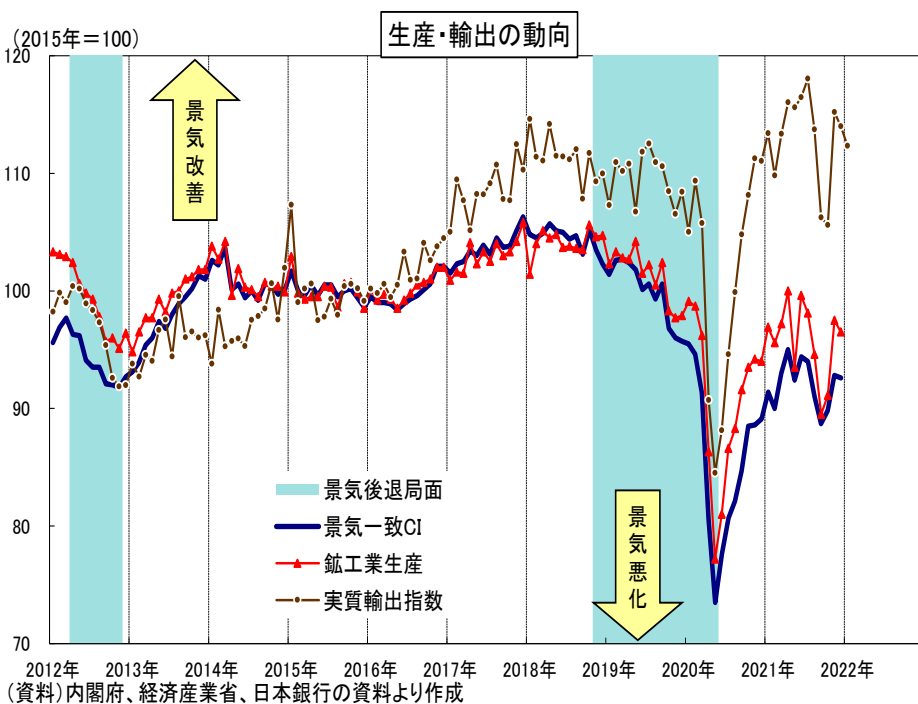
1 景気の現状	4
2 世界経済の動向	6
3 国内の経済政策	22
4 日本経済・物価の見通し	25
5 金融政策の見通し	33
6 金融市場の見通し	35

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

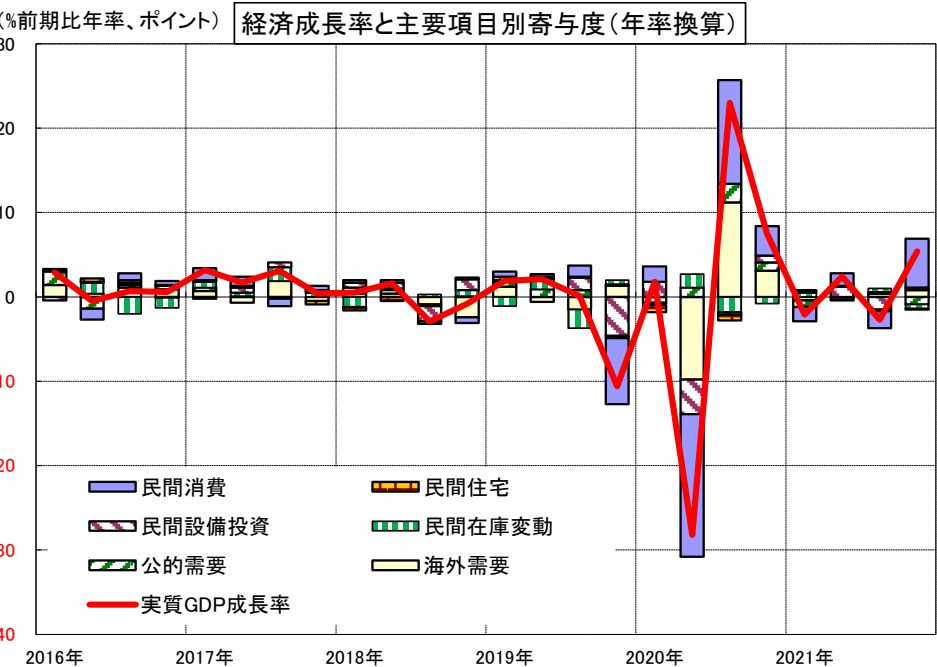
南 武志
佐古佳史
新谷弘人
王 雷軒

1 景気の現状

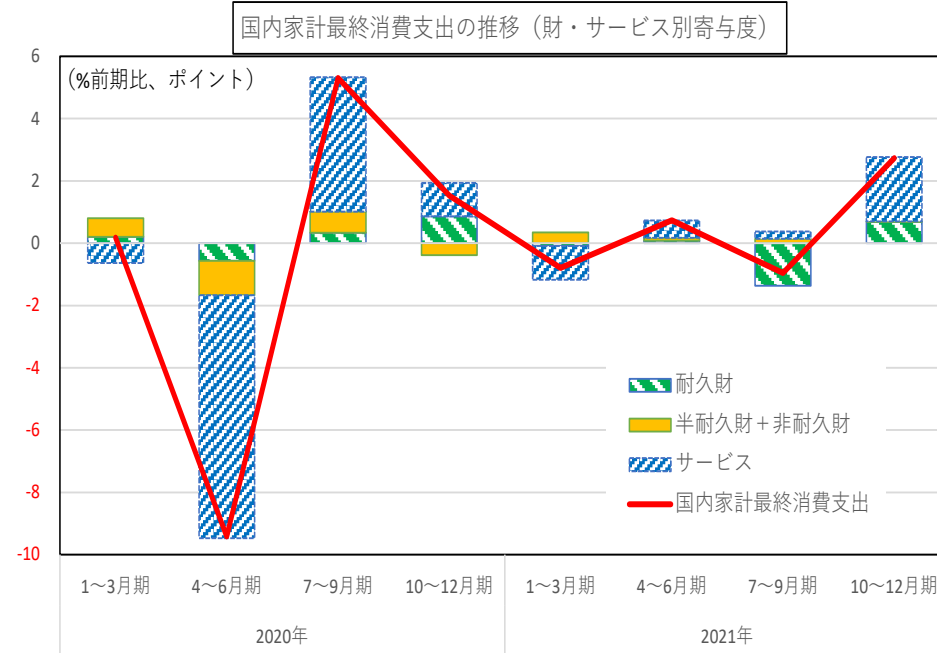
- 景気動向: 21年末にかけて新型コロナ感染が一旦収束、サービス消費を中心に持ち直しが進行
 - マインドが好転、消費、生産、輸出などのハード統計も概ね改善
 - 10～12月期の鉱工業生産指数は前期比1.0%と2四半期ぶり、第3次産業活動指数も同2.5%と4四半期ぶりに、ともに上昇に転じた
 - ただし、12月の景気動向指数のCI一致指数は3ヶ月ぶりに低下、景気の基調判断は「足踏み」で据え置き
 - 1月のCI一致指数が改善すれば、基調判断は「改善」に上方修正へ
 - 22年入り後には感染「第6波」が襲来、「第5波」を大幅に上回る感染者数が発生、7割以上の都道府県に対して「まん延防止等重点措置」が適用されたほか、供給の混乱も再び強まっており、企業・家計のマインドが悪化
 - 1月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DIは東日本大震災直後以来の落ち込み幅を記録、4ヶ月ぶりに判断基準となる50を割った
 - 1月の実質輸出指数は前月比▲1.5%と2ヶ月連続のマイナス



- 10～12月期GDP:2四半期ぶりのプラス成長(前期比1.3%、同年率5.4%)
 - 「第5波」収束によって9月末に緊急事態宣言など行動制限が全て解除され、飲食、観光、娯楽などのサービス消費が大きく持ち直したほか、半導体不足や部品調達難など供給面の混乱も緩和したことで、2四半期ぶりのプラス成長となった
 - コロナ禍からの持ち直し局面で最大のGDP水準を1年ぶりに更新したが、コロナ前の水準には届かず
 - 民間消費(前期比2.7%)、民間企業設備投資(同0.4%)、輸出(同1.0%)、輸入(同▲0.3%)が成長率押し上げに寄与した半面、民間住宅投資(同▲0.9%)、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)、公的需要(前期比▲0.9%)は成長率押し下げ要因に
 - 一方で、GDPデフレーターは前年比▲1.3%と4四半期連続の下落かつマイナス幅も拡大するなど、輸入インフレを国内最終財に価格転嫁できない状況は継続



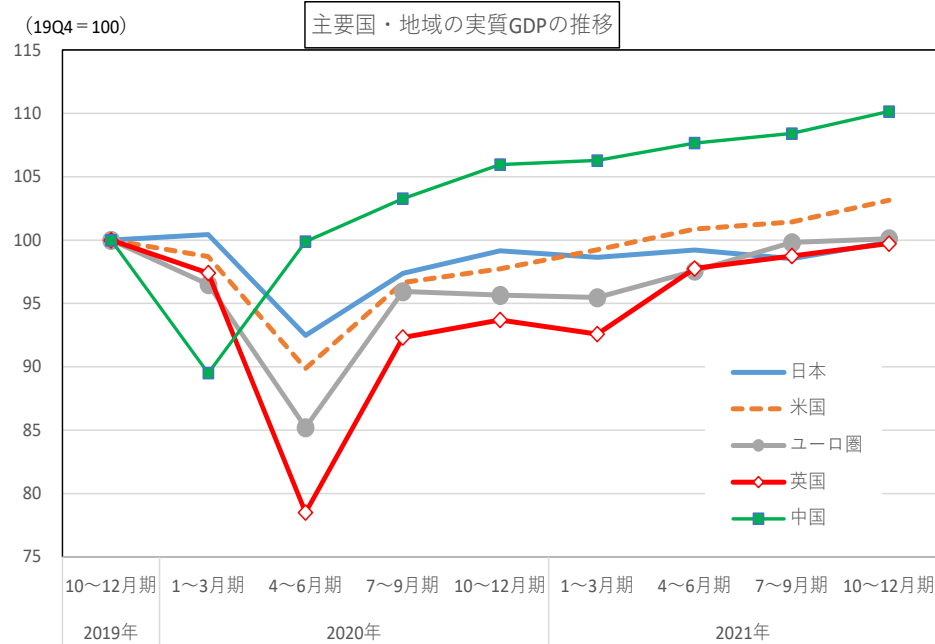
(資料)内閣府経済社会総合研究所



(資料)内閣府経済社会総合研究所資料より農林中金総合研究所作成

2 世界経済の動向 ①概況

- 年末から年初にかけて内外でオミクロン株による感染拡大が広がったが、足元では収束に向かっている
 - 海外では3回目のワクチン接種が進んだ結果、重症化リスクが抑えられたとして、国境措置の緩和やマスク着用義務などの規制を撤廃する動きも散見される
- 国際機関による世界経済見通し: 供給の混乱やインフレ、金融政策の正常化などで下方修正
 - IMF世界経済見通し(22年1月発表)では、オミクロン株による感染拡大による供給の混乱や一次産品価格の高騰などによるインフレ加速、一部先進国の金融政策の正常化前倒しの動きなどを踏まえ、22年の世界経済の成長率を前年比4.4%へ下方修正
 - 23年も同3.8%と減速するものの、回復基調は維持するとの見通し
 - 先進国は22年中にパンデミック前のトレンドへ回復する一方、一部の新興国では中期的に深刻な経済損失を被ると予想するなど、根強い見通し格差に対する危惧を表明



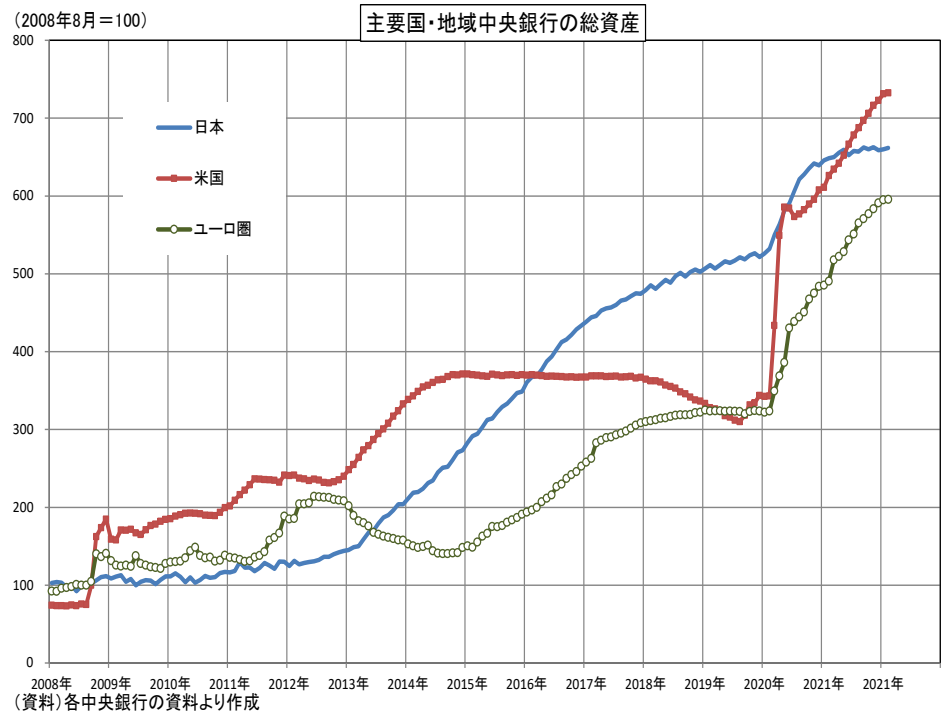
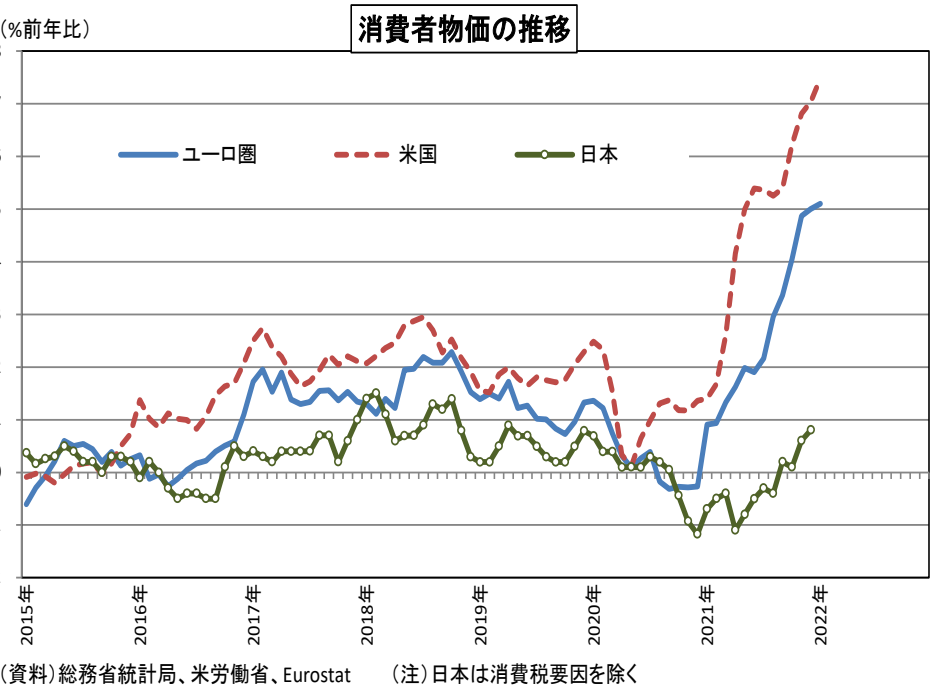
(資料) 各国統計より農林中金総合研究所作成

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)	▲ 3.1	5.9	4.4	3.8
先進国	▲ 4.5	5.0	3.9	2.6
米国	▲ 3.4	5.6	4.0	2.6
ユーロ圏	▲ 6.3	5.2	3.9	2.5
ドイツ	▲ 4.6	2.7	3.8	2.5
フランス	▲ 8.0	6.7	3.5	1.8
イタリア	▲ 8.9	6.2	3.8	2.2
スペイン	▲ 10.8	4.9	5.8	3.8
英国	▲ 9.4	7.2	4.7	2.3
日本	▲ 4.5	1.6	3.3	1.8
新興国・発展途上国	▲ 2.0	6.5	4.8	4.7
中国	2.3	8.1	4.8	5.2
インド	▲ 7.3	9.0	9.0	7.1
ブラジル	▲ 3.9	4.7	0.3	1.6
ロシア	▲ 2.7	4.5	2.8	2.1
南アフリカ	▲ 6.4	4.6	1.9	1.4
ASEAN5	▲ 3.4	3.1	5.6	6.0
世界貿易数量(財・サービス)	▲ 8.2	9.3	6.0	4.9

(資料) IMF『World Economic Outlook Update (2022年1月)』

- 需要の急回復と供給制約が重なり、インフレ加速が継続
 - ー 海外では需要回復が急ピッチで進む一方で、コロナ禍で傷ついた供給体制の再整備が追い付かず、インフレが加速を続けるなど、各国中央銀行の設定するインフレ目標を上回っている
 - ー 足元の高インフレはいずれピークアウトするものの、目標レンジへの収束までには時間を要するとの見方が強まっている
- 米英の中央銀行は政策正常化を開始
 - ー コロナ禍の下、各中央銀行ではバランスシートやマネーストックを急拡大、過剰流動性を発生させてきた
 - ー しかし、多くの中銀で資産買い入れの規模縮小を始めているほか、既に利上げに踏み切る中銀も



2 世界経済の動向 ②米国

- 景気動向：供給制約が継続するなか高インフレが問題化
 - 21年10～12月期GDPは前期比年率6.9%、21年を通じて前年比5.7%成長（速報）となった
 - 新型コロナウイルス感染拡大前に比べ約290万人の雇用が喪失しているが、失業率は4.0%まで改善
 - 足元では、高インフレが社会問題化している
 - 見通しのポイントとしては、①労働者不足が長期化すること、②22年はインフレ率の高止まり続くこと、③利上げとバランスシート縮小が予定されていること、④供給制約（労働者と半導体などの不足）から景気回復ペースに下押し圧力がかかること、などが挙げられる
 - 成長率見通し：22年は3.3%（前回見通しから据え置き）、23年は2.2%

予測表（四半期）

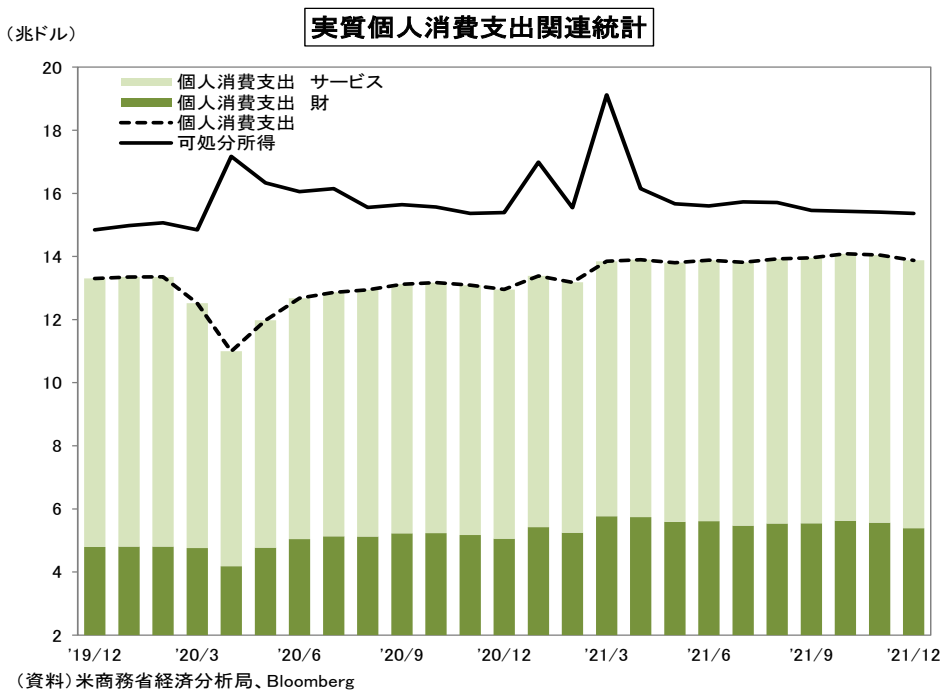
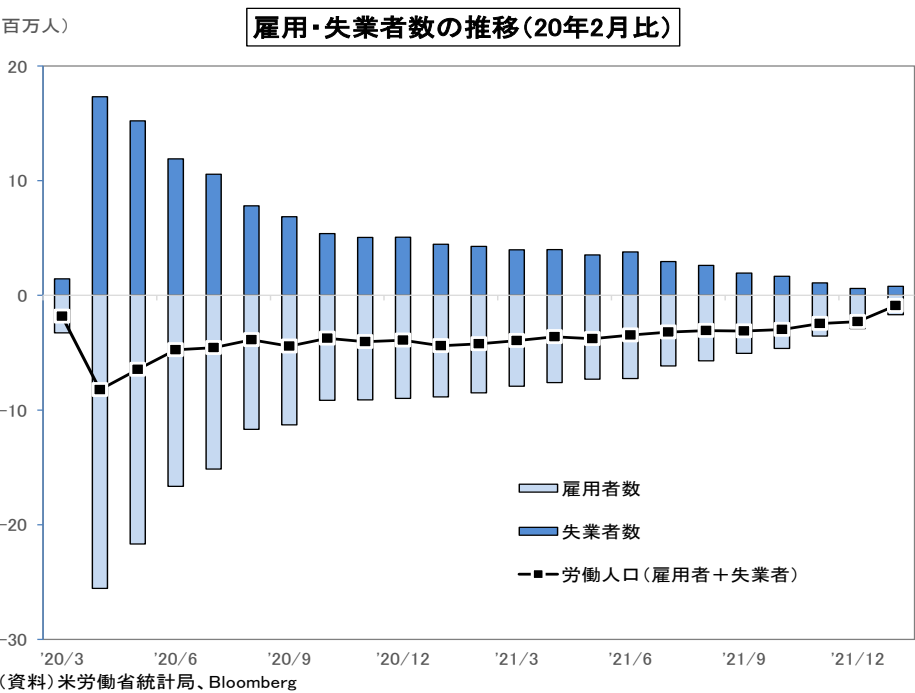
（予測→）

	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	2.3	6.9	1.4	2.5	2.7	2.1	1.9	2.2	2.3	2.4
個人消費支出	%	11.4	12.0	2.0	3.3	2.5	5.3	3.9	2.6	2.5	2.5	2.5	2.6
民間設備投資	%	12.9	9.2	1.6	2.0	2.2	4.9	3.4	3.4	3.0	3.1	3.1	3.2
民間住宅投資	%	13.3	▲ 11.7	▲ 7.7	▲ 0.8	▲ 1.6	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.3	0.0	0.0
輸出	%	▲ 2.9	7.6	▲ 5.3	24.5	5.8	11.1	4.9	4.0	3.3	3.3	3.1	3.1
輸入	%	9.3	7.1	4.7	17.7	3.9	8.8	5.3	4.2	4.6	4.1	3.7	3.8
政府支出	%	4.2	▲ 2.0	0.9	▲ 2.9	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
非農業部門雇用者数増減	万人	64.5	42.2	54.3	61.1	40.0	40.0	35.0	35.0	30.0	30.0	30.0	30.0
失業率	%	6.2	5.9	5.1	4.2	4.0	3.9	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6
賃金上昇率	%	4.9	2.0	4.2	5.2	5.5	5.3	4.7	4.5	4.2	4.0	3.8	3.6
コアPCEデフレーター	%	1.5	3.4	3.6	4.6	5.3	4.6	4.1	3.6	3.0	2.7	2.4	2.3
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	0.50～0.75	0.75～1.00	1.00～1.25	1.25～1.50	1.50～1.75	1.75～2.00	2.00～2.25
10年物国債利回り	%	1.7	1.5	1.5	1.5	2.0	2.1	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7

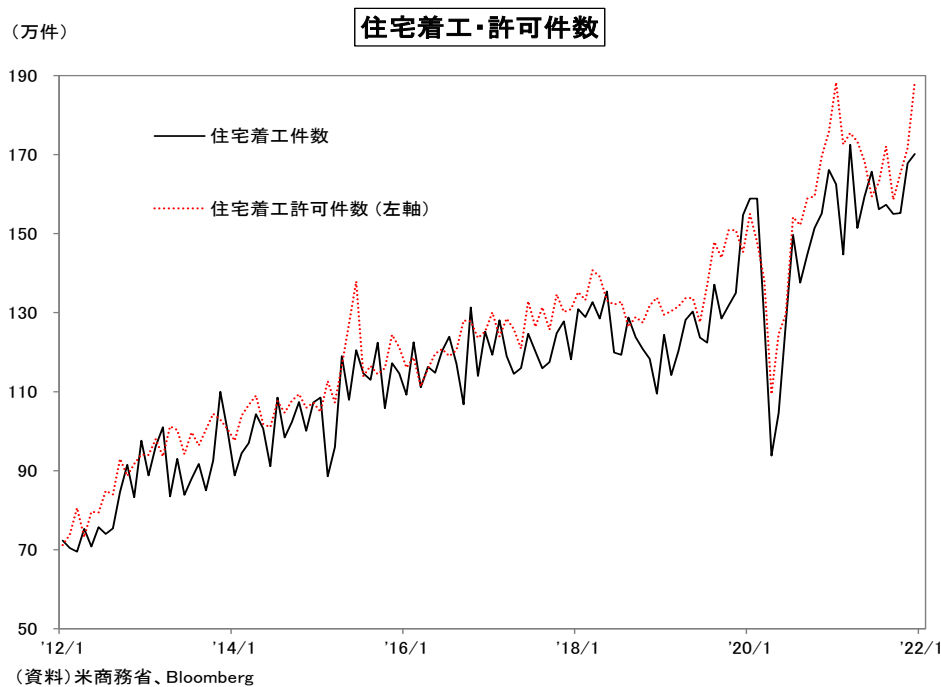
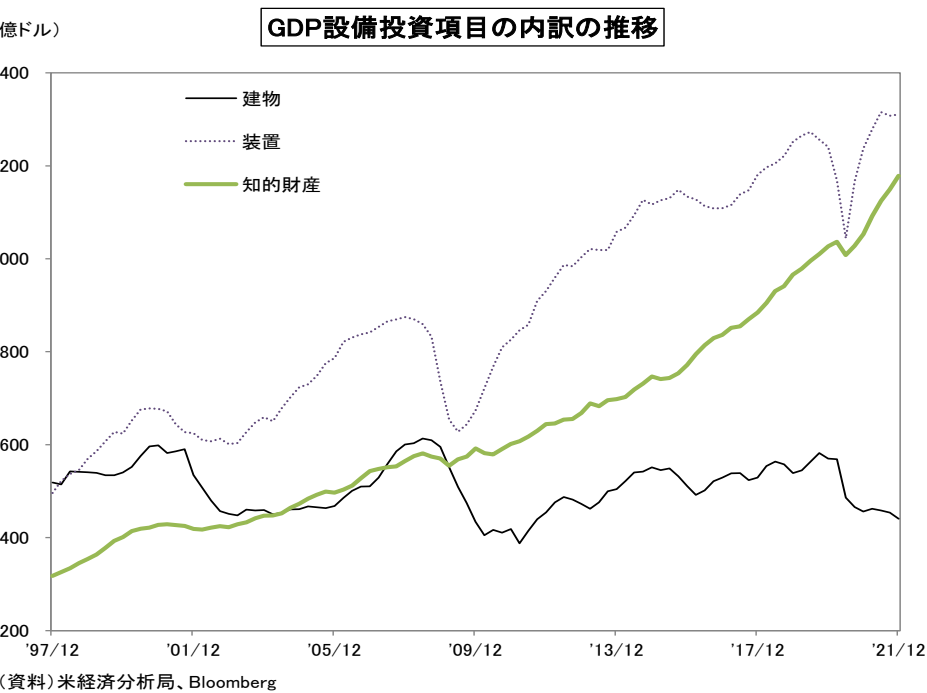
（資料）米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。

（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。

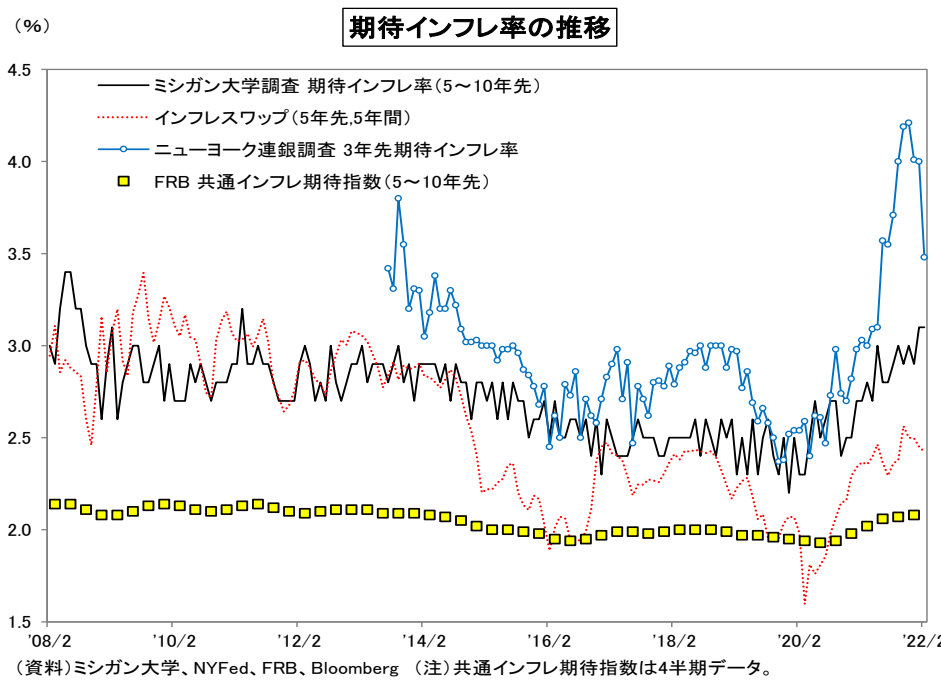
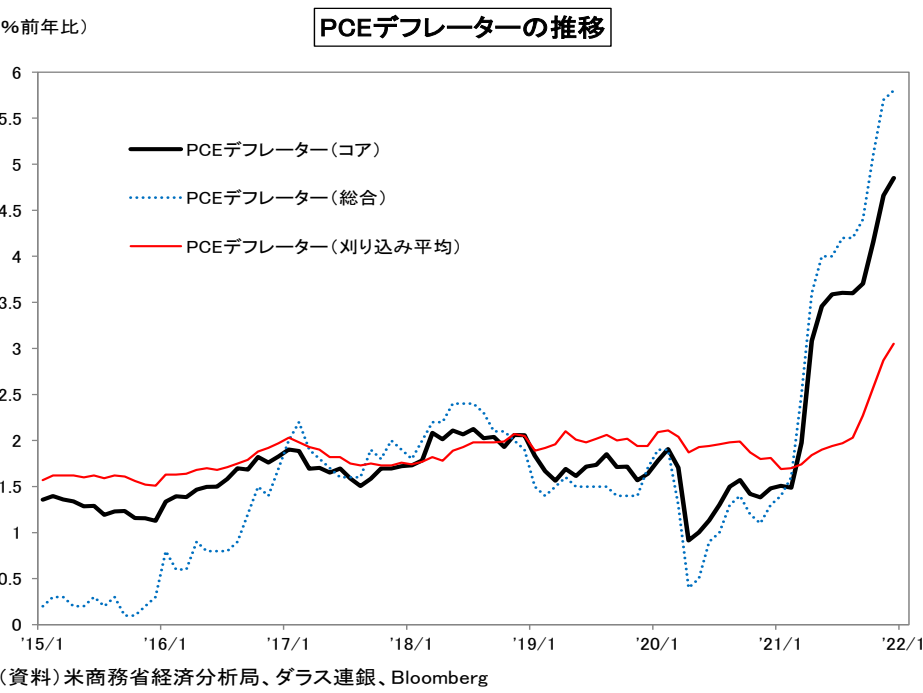
- 雇用:完全雇用に接近
 - － 新型コロナウイルスの影響から労働参加率が低下しつつも、労働市場は完全雇用に接近しつつある
 - － 幅広い産業で労働者不足が続くとみられる
- 消費:ゆるやかな回復へ
 - － インフレ率の加速が、実質賃金の減少や消費者マインドの悪化へと波及
 - － 21年前半に見られた消費回復のペースからは鈍化し、今後は緩やかな回復となる見込み
 - － 家計のバランスシートは概ね良好で、個人消費の腰折れの可能性は低いとみられる



- 貿易: 緩慢な回復を想定
 - － 米中対立や半導体不足など供給の混乱が下押し圧力と考えられ、貿易は緩慢な回復を想定
- 設備投資: 堅調な推移を想定
 - － 10年で総額1.2兆ドルのインフラ投資が実施され、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な「装置」と「知的財産」への投資が底堅さを継続すると思われる
- 住宅投資: 横ばいでの推移を想定
 - － 利上げとBS縮小による長期金利の上昇や建設業界での労働者不足などが抑制要因になるとみられる

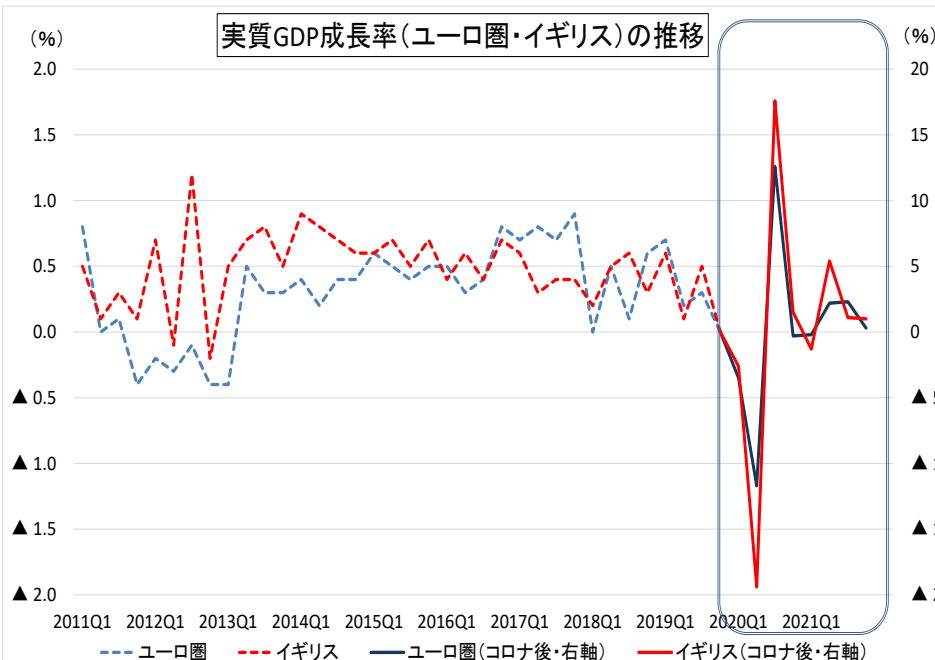


- **インフレ率:**
 - 供給制約とペントアップ需要から、FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は高止まりが続くと見込まれる
 - ベース効果から22年3月までは高止まり、その後は緩やかに鈍化する見通し
- **金融政策:**
 - 22年3月のFOMCから継続的な利上げが開始され、22年後半からはBS縮小が実施されるとみられる
- **財政政策:**
 - 気候変動対策と社会保障の強化を目指す「ビルド・バック・ベター」法案は成立のめどが立たず

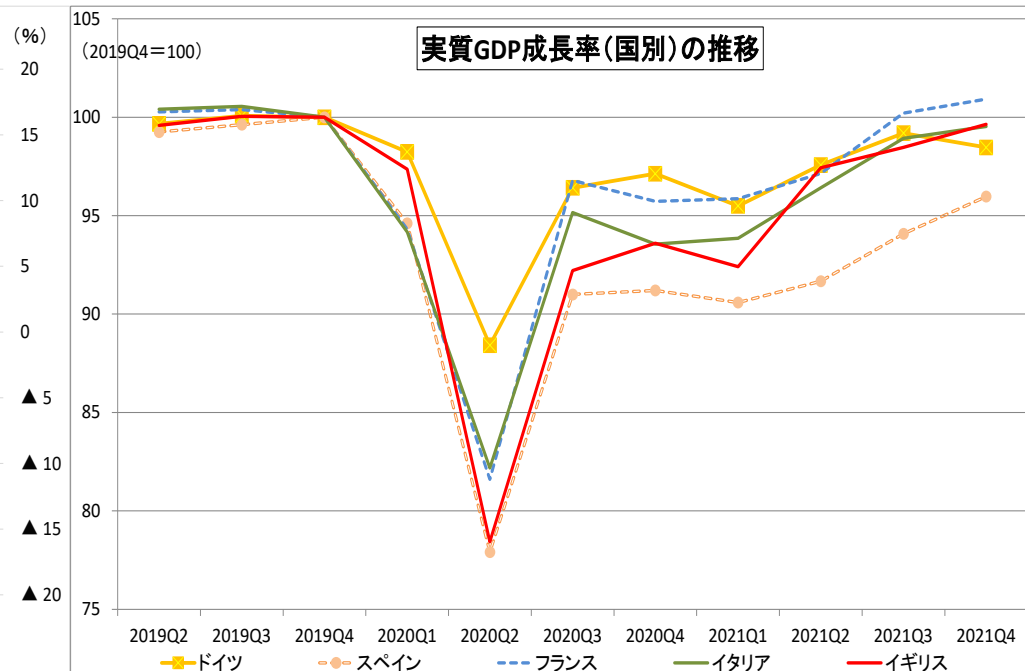


2 世界経済の動向 ③欧州

- 景気の現状(GDP成長率)
 - 20年4～6月期のコロナショック後は、コロナとの共存を進めつつあるものの、依然感染動向に左右される展開が続いている
 - 21年10～12月期は回復色の強かった夏場の反動もありやや停滞。22年1～3月期もオミクロン株の爆発的感染の影響で社会経済活動を制限しなかった国を含め、サービス消費中心に停滞継続とみられる。ユーロ圏全体ではフランスが主導する形でコロナ前(19年10～12月期)の水準を回復
 - 21年10～12月期は、
 - ユーロ圏:前期比成長率は0.3%(7～9月期:2.3%)、前年同期比成長率は4.6%(同:3.9%)
 - EU:前期比成長率は0.4%(7～9月期:2.2%)、前年同期比成長率は4.8%(同:4.1%)
 - 英国:前期比成長率は1.0%(7～9月期:1.1%)、前年同期比成長率は6.5%(同:7.0%)
 - ドイツはマイナス成長(前期比▲0.7%)、感染拡大による行動制限で個人消費が悪化したとみられる。一方、フランス同0.7%、スペイン同2.0%、イタリア同0.6%とプラス成長

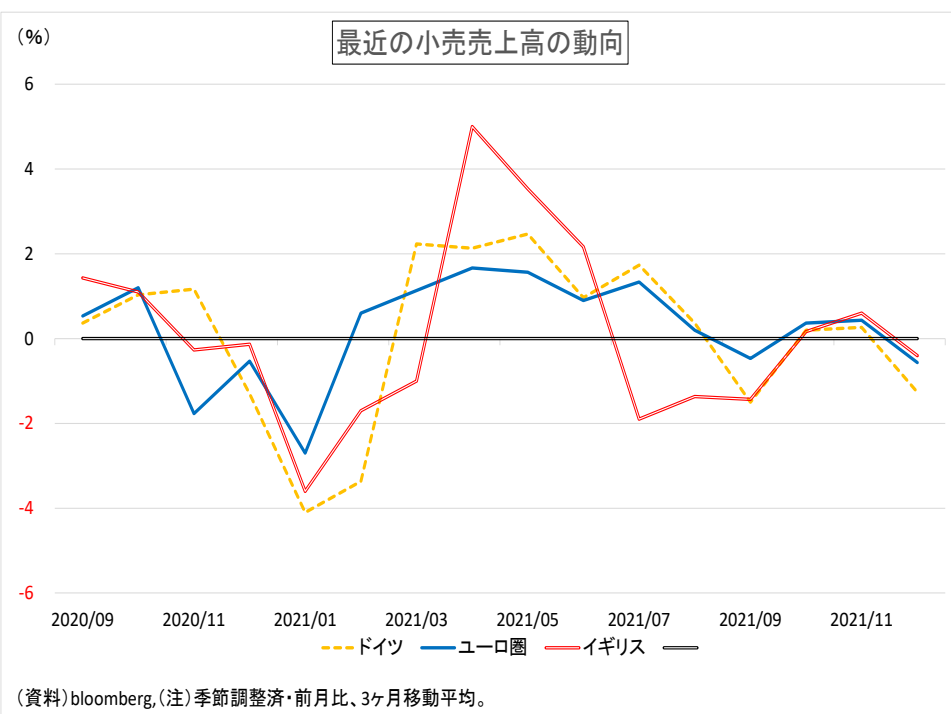
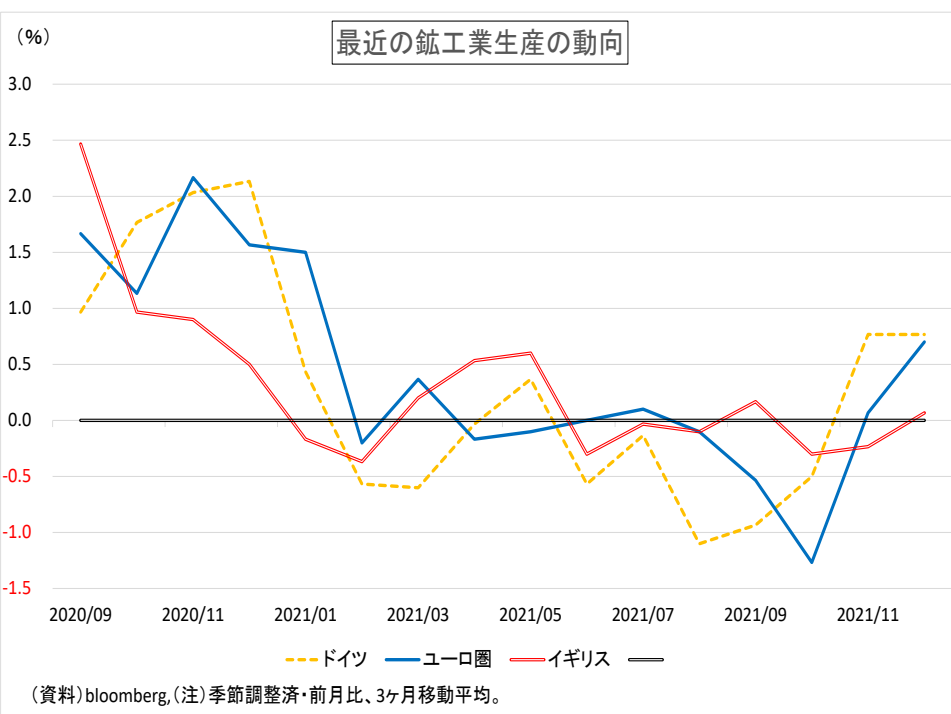


(資料)EUROSTAT,BLOOMBERG (注)前期比・2020Q1以降は実線・右軸。

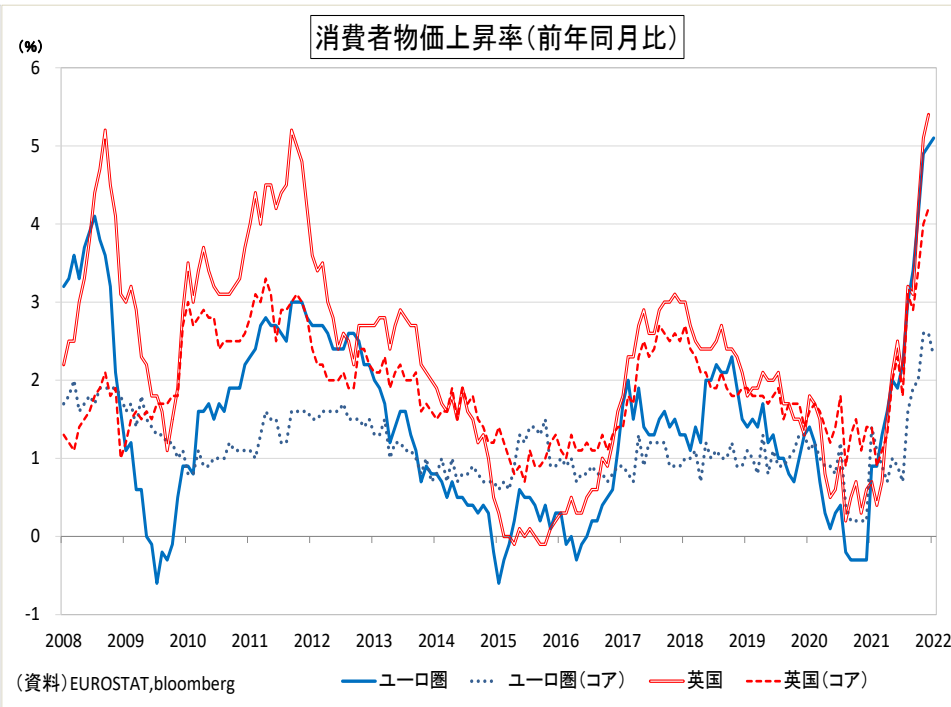
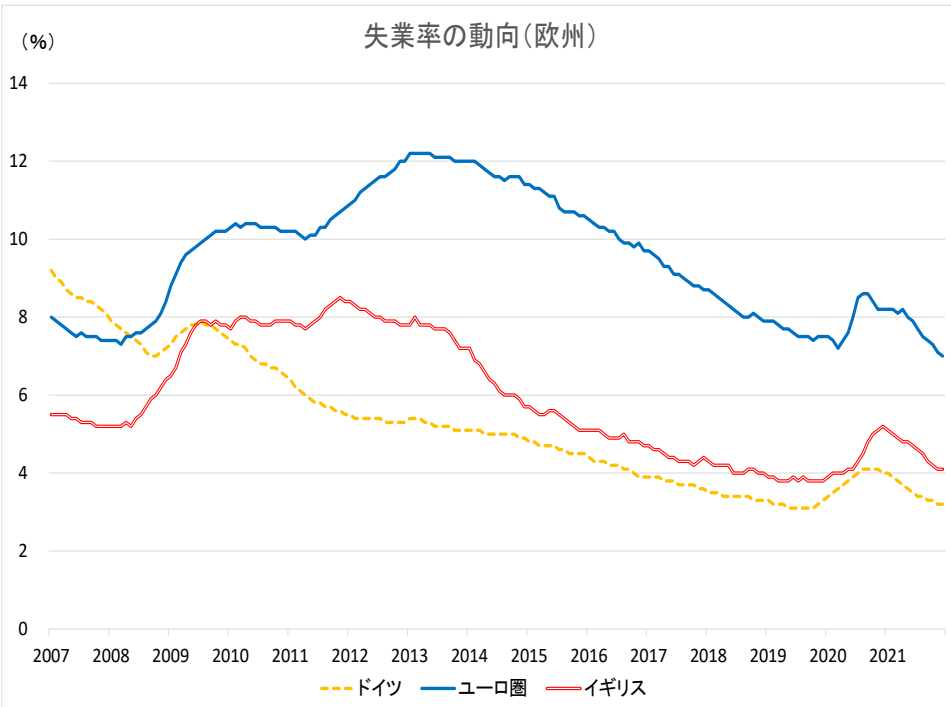


(資料)EUROSTAT・bloomberg (注)2019Q4=100とした指数。

- 生産
 - サプライチェーン障害や半導体不足による供給制約が徐々に改善しつつあり、製造業では持ち直しつつある
 - 企業景況感は製造業はピークアウト後横ばい推移、一方のサービス業はオミクロン株の影響を受け、1月にかけて大幅に下落
- 消費
 - 経済活動の本格再開により、21年春から夏にかけてユーロ圏・英国ともに個人消費が活発化
 - 12月以降、各国で小売売上などの消費の失速が見られる
 - 消費者センチメントはオミクロン株の感染拡大でユーロ圏・英国ともに1月にかけてさらに低下



- 雇用
 - － 失業率(12月)はユーロ圏7.0%(うちドイツ3.2%)、英国4.1%と着実に低下、ユーロ圏・英国ともにコロナ前水準まで低下した。ユーロ圏では雇用環境に過熱感はないものの、英国では賃金上昇圧力も
- 物価
 - － 消費者物価の上昇継続、ユーロ圏(1月)は前年比5.1%(コア同2.3%)、英国(1月)は同5.4%(コア同4.2%)
 - － エネルギー価格の上昇が主因ではあるものの、企業のコスト増を価格転嫁する動きも懸念される状況。1月以降ドイツの付加価値税率復元によるベース効果剥落などで鈍化するとみられていたが、想定を上回る高止まり
 - － 特に英国の物価上昇はコアを含め深刻な状況



- 金融政策

- － 欧州中央銀行(ECB)

- 2月の政策理事会では、中銀預金金利▲0.5%など、現行の金融政策を維持
 - ラガルド総裁は理事会終了後の記者会見で、理事会メンバーはインフレの域内への影響に懸念を共有していること、インフレが中期的に安定するために適切な政策調整を行う用意があること(短期的にはインフレ上振れリスク)を表明、従来可能性は非常に小さいとしていた年内利上げの可能性を明確には否定しなかった
 - 資産買入れ縮小(テーパリング)終了後に利上げを実施との方針には変化なし
 - コロナ対応の緊急資産購入(PEPP)の3月終了後の、従来からの資産購入(APP)の一時増額による激変緩和措置については、想定を上回るインフレにより、一時増額の規模縮小や早期終了(7～9月期)とし、年内利上げに道を開く可能性がある
 - － ただし実際に利上げを実施するかは、賃金や価格転嫁の動向次第
 - 市場は年内のマイナス金利解除(0.5%利上げ)を織り込む展開となっているものの、米英とは雇用環境などが異なり、行き過ぎとみられる

- － イングランド銀行(BOE)

- 2月の金融政策委員会では、政策金利を2回連続で0.25%引上げ、0.5%とした。メンバー9人中4人は0.5%幅の大幅利上げを主張
 - － 買入れ資産のテーパリング(再投資停止)も開始
 - 消費者物価の上昇加速に、労働需給ひっ迫から賃上げ圧力が高まっており、次回(3月)以降も複数回利上げを行い政策金利を1%以上(かつ買入れ資産の売却開始)とする可能性が高い

- 財政政策
 - － コロナ対応の財政支出に加え、復興基金（NGEU）の資金配付（気候変動対応やデジタル化対応）がユーロ圏の景気を下支えするとみられる
- 景気見通し
 - － 21年通年はユーロ圏は5.2%、英国は7.2%程度に着地見込み
 - － これにより、コロナ前（19年10～12月期）の水準を概ね回復
 - － 22年は、1～3月期の不振が見込まれることから、ユーロ圏は4%弱、英国は4%台半ばに減速（下方修正）
 - － リスク要因としては、域内でのコロナ感染再拡大に加え、ウクライナ問題や中国経済低迷による対露・中向け輸出の減少、フランス大統領選挙の行方（マクロン苦戦の可能性）などが挙げられる
- 物価見通し
 - － ユーロ圏では需要要因による持続的なインフレに至る可能性は小さく、2%台前半に向けて徐々に鈍化するとみられるものの、22年前半は資源高・供給制約の影響が残るうえ、一定の賃上げは予想されるため当初想定と比べて高止まり
 - － 英国は、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、高止まり状態が長引くとみられる

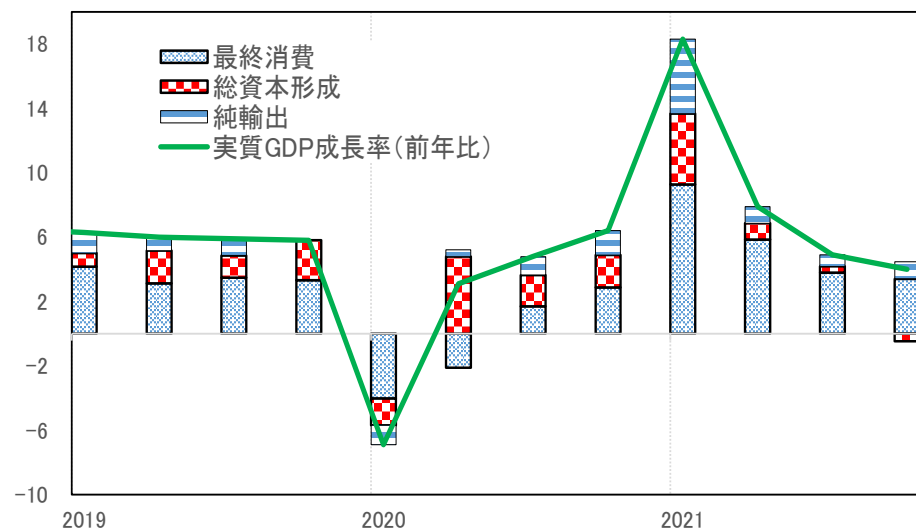
2 世界経済の動向 ④中国

● 景気動向

- 21年10～12月期の実質GDP成長率は前年比4.0%と、7～9月期(同4.9%)から鈍化したものの、前期比で見れば1.6%と7～9月期(0.7%)から加速
 - 前年比成長率(前掲、4.0%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:3.41ポイント、純輸出:1.06ポイント、総資本形成:▲0.46ポイントで、最終消費と純輸出が成長を下支えた格好
 - 7～9月期から加速した要因として、電力供給制限・不足や半導体等供給不足の緩和や世界経済の回復などを背景に鉱工業生産が回復傾向を強めたほか、輸出も堅調に推移したことが挙げられる
 - 21年通年の成長率は前年比8.1%と、政府目標の「6%以上」を達成したものの、20～21年の平均成長率は5.1%に留まり、新型コロナ前の19年(同6.0%)に比べると鈍い
- 足元の景気は下押し圧力が依然強いが、金融緩和策や内需拡大策などを受けて持ち直しに転じ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

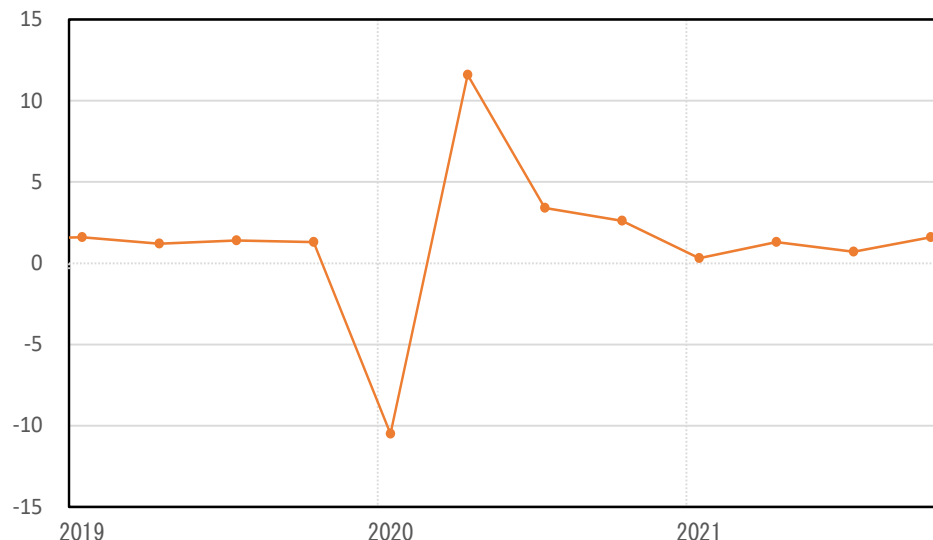
(%前年比、ポイント)



(資料) 中国国家統計局、Windより作成、四半期ベース。

実質GDP成長率の推移

(%前期比)

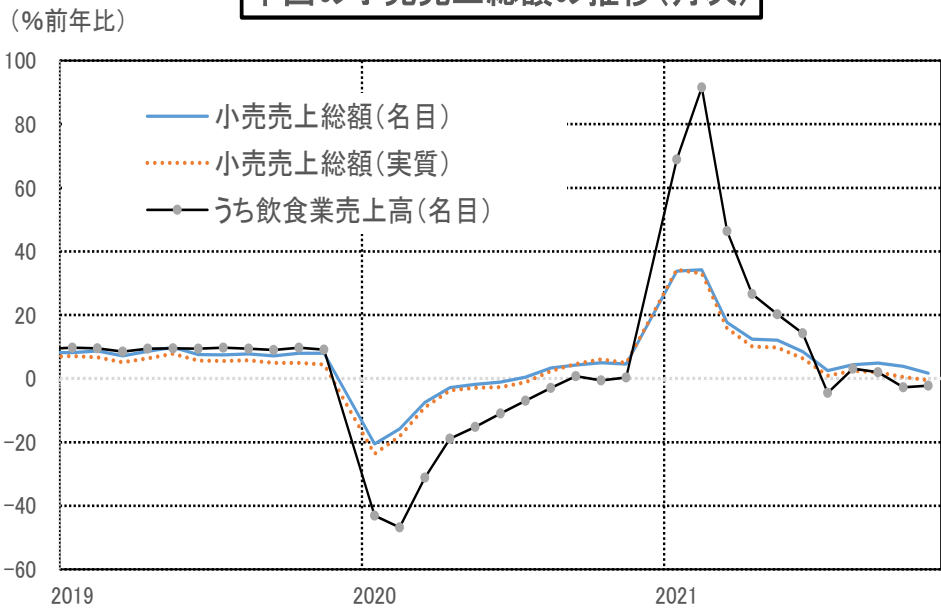


(資料) 中国国家統計局、Windより作成

● 個人消費

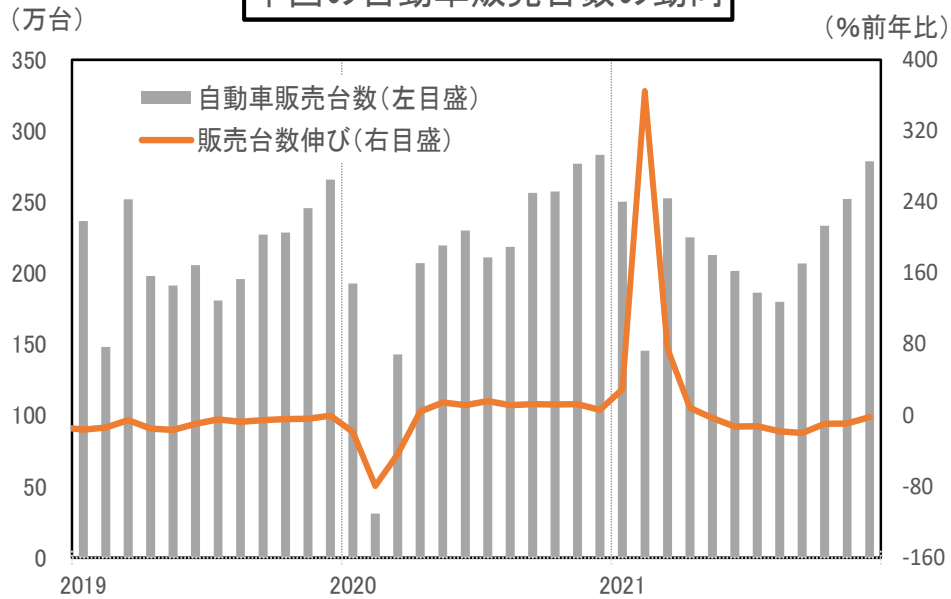
- 回復は依然道半ば
 - 21年12月の小売売上総額(社会消費品小売)は名目で前年比1.7%と11月(同3.9%)から伸びがさらに鈍化した。物価変動を除いた実質ベースでも前年比▲0.5%と20年8月以来15ヶ月ぶりのマイナスに陥った
 - 自動車販売額と飲食業売上高はそれぞれ前年比▲7.4%、▲2.2%と引き続き減少したほか、衣類や家具・家電等もマイナスに転じた
 - 低迷した要因として、都市封鎖などの強力な新型コロナ抑制策や不動産市況の変調が挙げられる
- 先行きについては、北京五輪・パラリンピック後にはコロナ抑制策が緩和される見込みであるほか、消費促進策などを受けて持ち直しに転じると予想される

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21年12月。

中国の自動車販売台数の動向



(資料) 中国汽车工业协会、Windより作成、直近は21年12月。

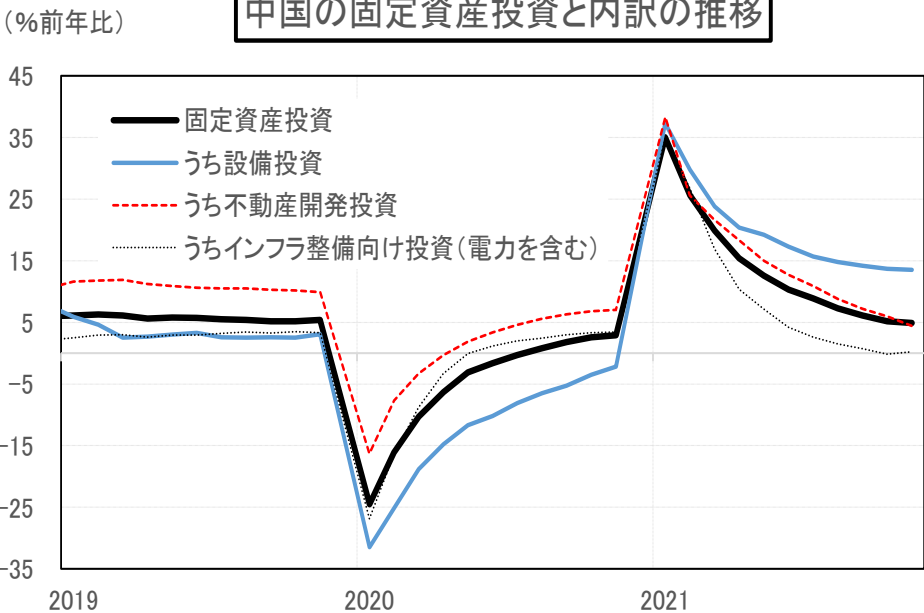
● 固定資産投資

－ 鈍化傾向

- 1～12月期の固定資産投資も前年比4.9%と、1～11月期(同5.2%)から一段と鈍化
- 投資分野別では、輸出の底堅さを受けて設備投資は堅調に推移したものの、融資規制で不動産開発投資は同4.4%と1～11月期(6.0%)から一段と鈍化したほか、インフラ整備向け投資(電力を含む)も同0.2%とプラスに転じたが、依然として低迷
- 21年12月の不動産開発投資は前年比▲13.9%(4ヶ月連続のマイナス)と急減速

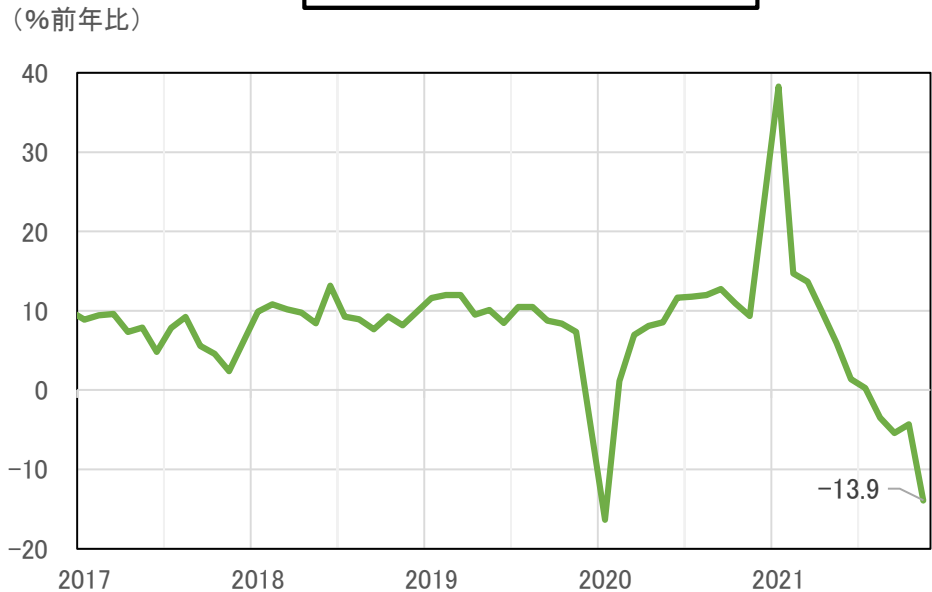
－ 先行きについては、融資規制の緩和や賃貸住宅建設の促進から不動産開発投資の鈍化に歯止めがかかると見られるほか、公共事業の前倒し実施や地方債新規発行額の承認などを受けてインフラ整備向け投資の底入れも期待されることから、持ち直しに向かう可能性は高い

中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、(注) 年初来累積、直近は21年1～12月期。

不動産開発投資の推移(月次)



(資料) 中国国家统计局、Windより推計、直近は21年12月。

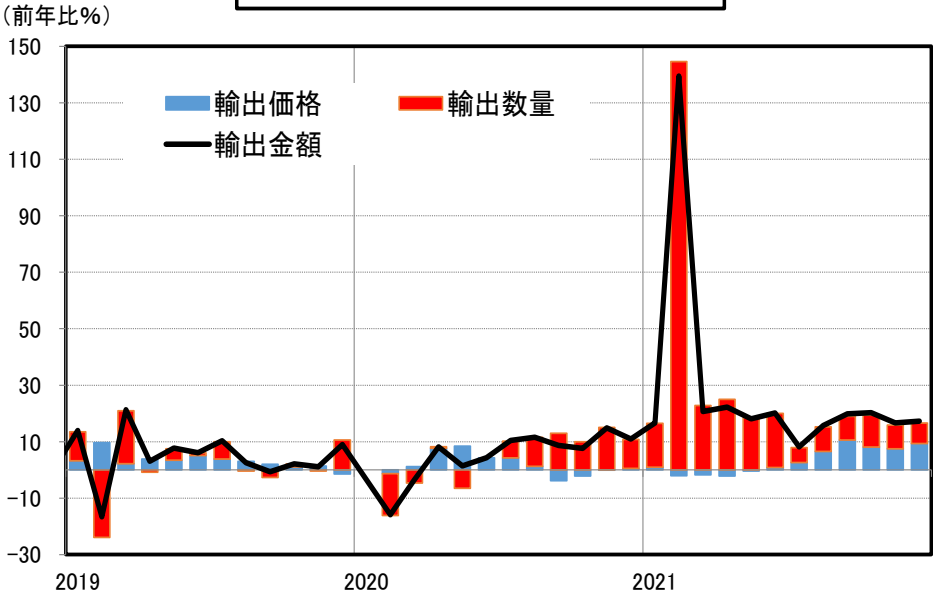
● 輸出

- 21年12月の輸出額(人民元建て)は前年比17.3%と堅調さを維持
- 先行きについては、当面拡大基調が続くものの、拡大テンポは鈍化すると見込む

● 経済見通し

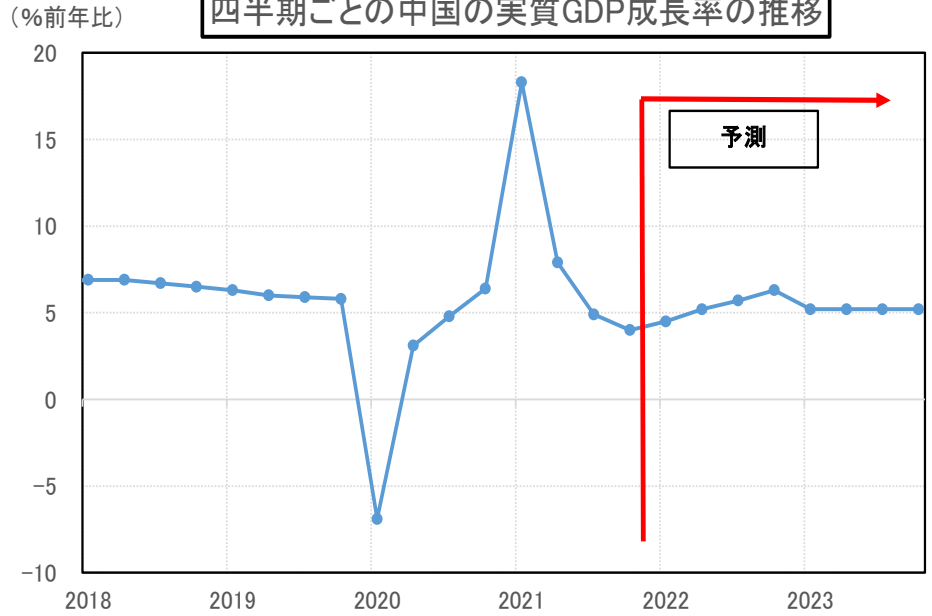
- コロナ感染抑制策による経済活動への下押し効果や輸出拡大テンポの鈍化が予想されるものの、打ち出された金融緩和策や内需拡大策などを受けて1～3月期は前年比4.5%に持ち直し、その後も徐々に加速し、22年の実質成長率は前年比5.5%と予測(前回見通しから据え置き)
- しかし、23年は、22年の政治イベント(秋に開催予定の第20回党大会)を通過し、構造調整の推進を重視する方針に転じると予想されることなどから、前年比5.2%に減速する見通し

中国の輸出数量・価格・金額の推移



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は21年12月、人民元建て。

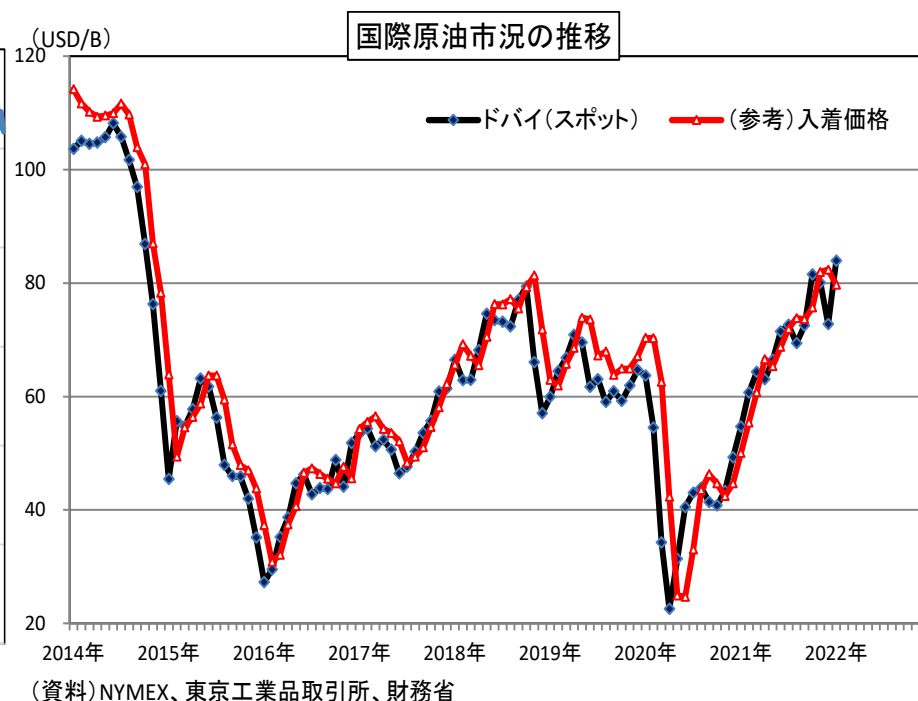
四半期ごとの中国の実質GDP成長率の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成・予測

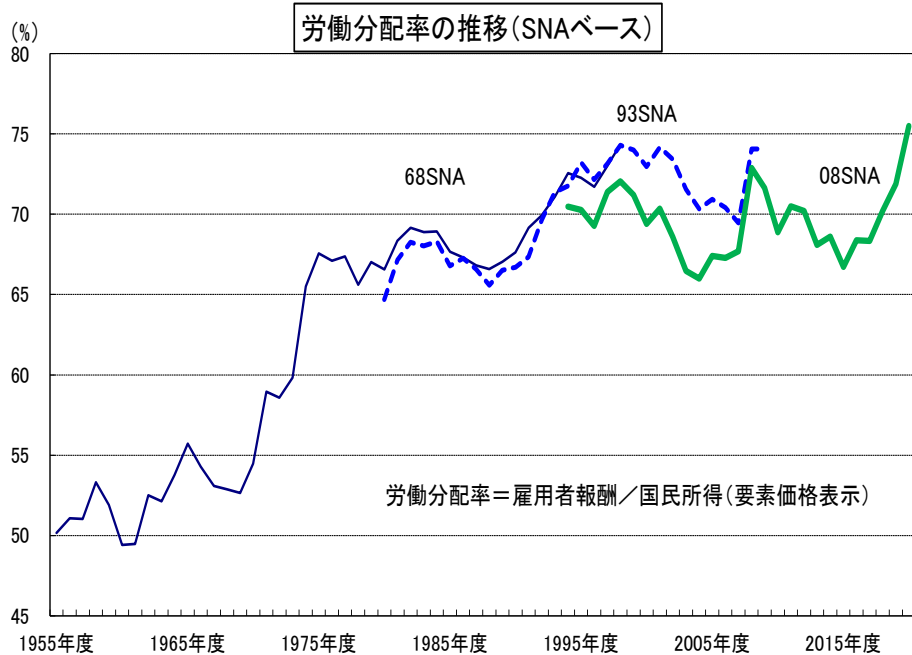
2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格: 7年ぶりの高値となっているが、OPECプラスは増産要求を拒否
 - OPECプラスによる協調減産は、20年5～6月に日量970万バレル(世界生産量の約1割)の減産で再開した後、徐々に減産量を縮小、20年秋以降は世界経済の回復期待から原油価格は上昇基調を辿る
 - その後、OPECプラスは21年8月以降、毎月40万バレルずつ増産(22年9月で協調減産終了の見通し)
 - 足元の原油価格はウクライナ情勢の緊迫化によって90ドル台まで上昇しているが、サウジアラビアなど主要産油国は米国の増産要求には慎重姿勢
- 原油入着価格の見通し
 - 世界経済の回復期待に伴う需要増や地政学的リスクへの警戒などを背景に、高値圏での展開が継続、国内への入着価格も90ドル/バレル前後での推移と予想

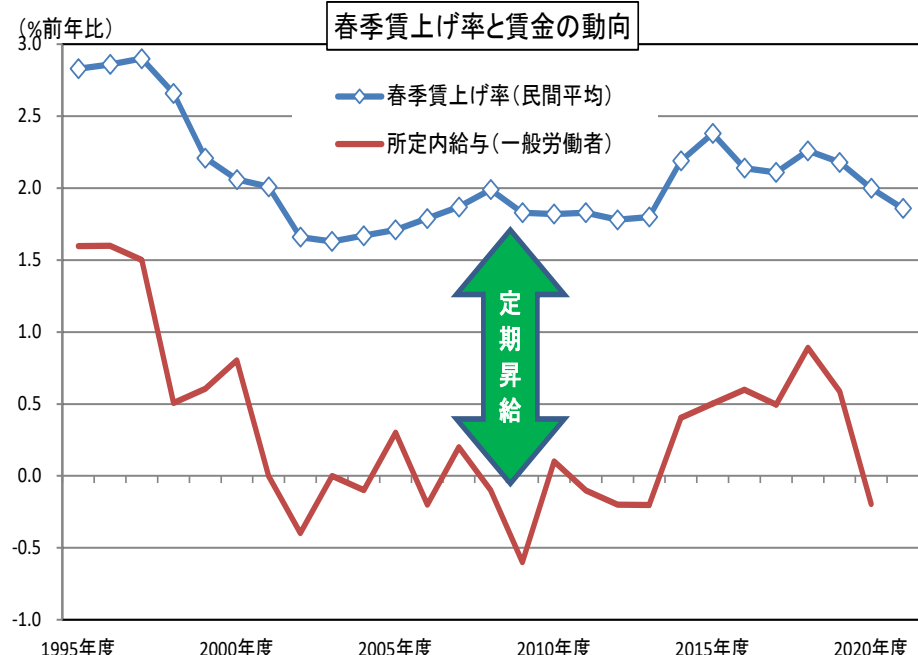


3 国内の経済政策

- 経済政策の理念として「成長と分配の好循環」、「コロナ後の新しい社会の開拓」をコンセプトとする「新しい資本主義の実現」を掲げる岸田内閣
 - 賃上げ税制の拡充や看護職員の処遇改善などを実施するのに加え、民間企業に対して3%超の賃上げを要望
- 11月には財政支出ベースで総額55.7兆円(うち国費は43.7兆円)の追加経済対策(コロナ克服・新時代開拓のための経済対策)を策定
 - 内容は、①新型コロナウイルス感染症の拡大防止(22.1兆円)、②「ウィズコロナ」下での社会経済活動の再開と次なる危機への備え(9.2兆円)、③未来社会を切り拓く「新しい資本主義」の起動(19.8兆円)、④防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保(4.6兆円)
 - このうちの31.6兆円を盛り込んだ補正予算を編成



(資料)内閣府

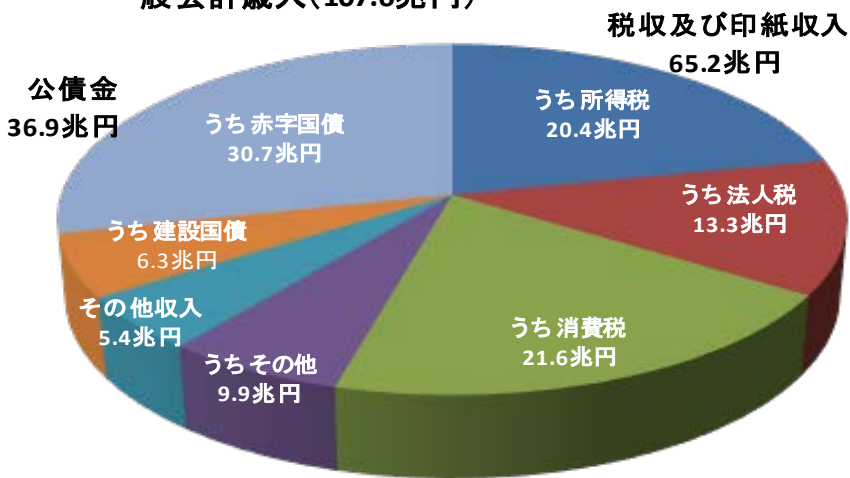


(資料)厚生労働省

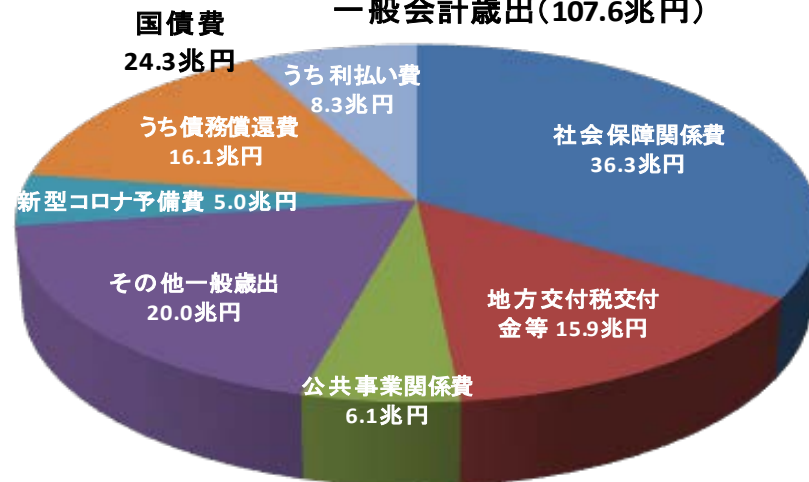
- 22年度一般会計予算案総額は107.6兆円と過去最大
 - － 21年度当初予算から9,867億円の増額
 - － 歳入：税収65.2兆円（21年度補正後比で1.4兆円増）、公債金36.9兆円（同28.7兆円減）
 - 民間予測と比べて穏当な政府経済見通し（22年度は名目3.6%）、近年の税収上振れ傾向などを踏まえると、税収は妥当な水準と評価できる
 - － 歳出：国債費24.3兆円（21年度当初比で5,808億円増）、一般歳出67.9兆円（同4,723億円増）
 - 社会保障関係費（36.2兆円、同4,393億円増）については、当初、自然増を6,600億円としていたが、薬価等の引き下げなどで抑制
 - － 国債発行計画：借換債（152.8兆円）、財投債（25.0兆円）などを含めて増額215.0兆円の発行
 - カレンダーベースの市中発行額は198.6兆円（21年度補正後比で13.6兆円減）

2022年度一般会計予算案

一般会計歳入(107.6兆円)



一般会計歳出(107.6兆円)



基礎的財政収支対象経費
83.7兆円

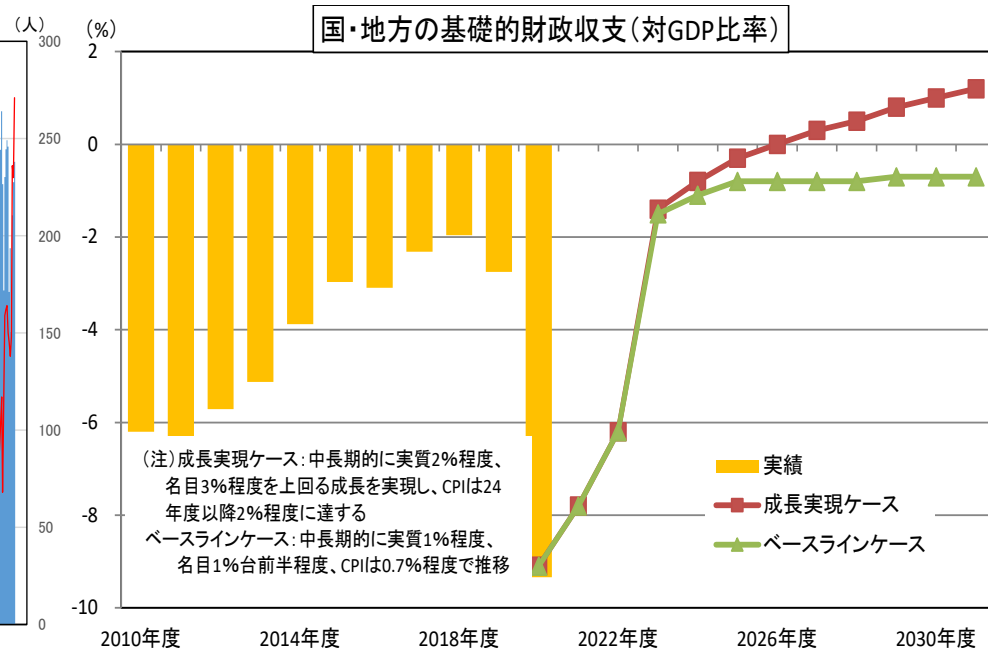
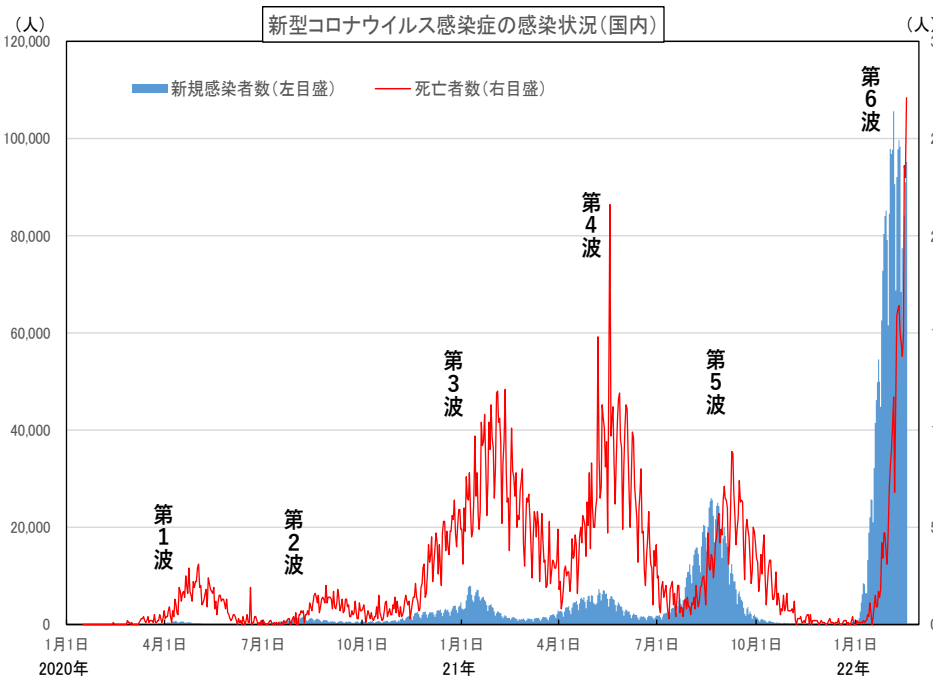
(資料)財務省

感染対策：経済社会活動との両立を目指す

- － 36都道府県に対して「まん延防止等重点措置」を適用(2月17日時点)
- － 3回目のワクチン接種の促進、経口治療薬の特例承認などで医療体制への負担軽減を狙う

財政健全化目標:据え置きか、見直しか

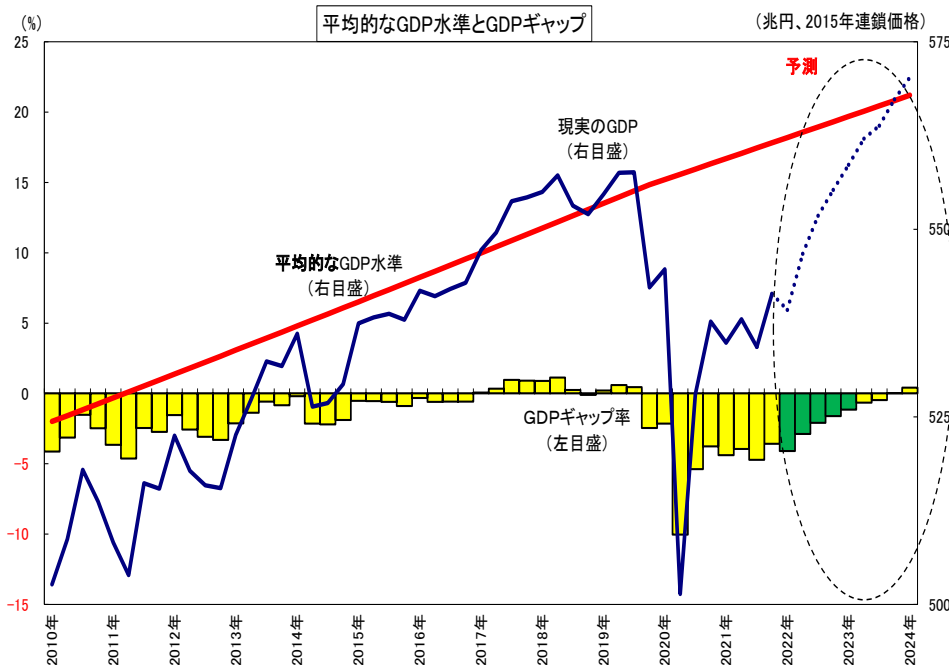
- 内閣府「中長期の経済財政に関する試算(22年1月)」では、「成長と分配の好循環」に向けた政策が奏功し、潜在成長率が着実に上昇するような「成長実現ケース」の下、骨太方針に基づく歳出改革を継続すれば国・地方の基礎的財政収支(PB)の25年度黒字化目標は達成可能とした
- 一方、財務省「後年度歳出・歳入への影響試算」では、23年度以降の名目3%成長、消費者物価(CPI)上昇率を2%とした場合、25年度のPBは▲5.5兆円と試算するなど、見解は異なる



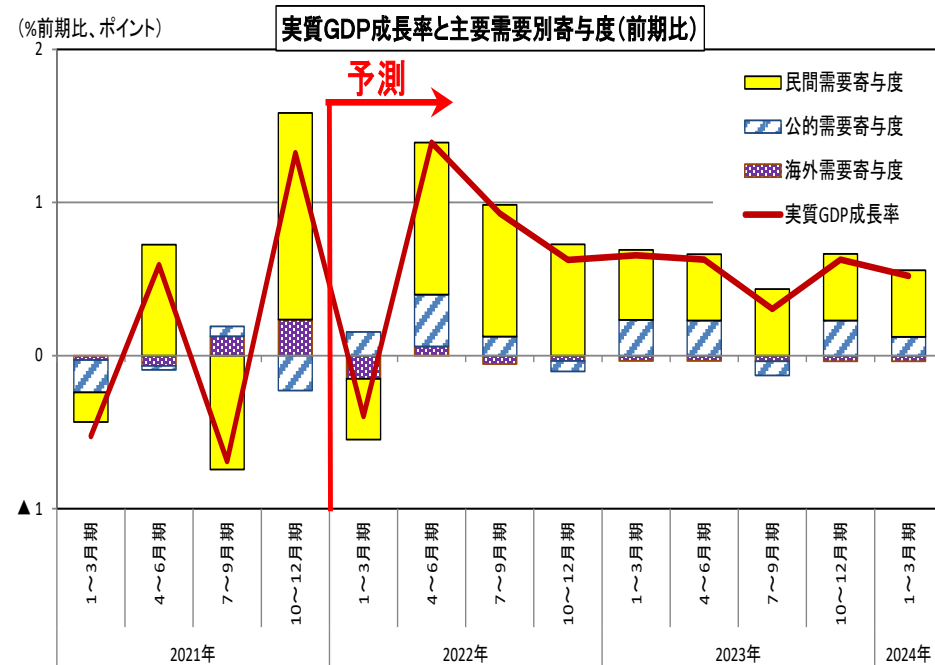
(資料)内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

4 日本経済・物価の見通し

- 総論：2021年度は2.4%成長（3年ぶりのプラス）、22年度は2.8%成長、23年度は2.4%成長と予想
 - － 足元1～3月期は、新たな変異ウイルス（オミクロン株）による感染急拡大によって、再び行動制限措置が課されたため、サービス消費が腰折れしたほか、半導体不足問題が再び深刻化、生産・輸出も停滞すると見込まれることから、前期比年率▲1.6%と2四半期ぶりのマイナス成長が見込まれる
 - － 22年度入り後は、「第6波」の収束、3回目のワクチン接種の進展やGoToキャンペーン事業の再開などにより、国内景気の回復傾向が徐々に高まっていき、23年度下期にはGDPギャップがマイナス状態から脱出すると予想
 - － ただし、新たな変異ウイルスによる感染「第7波」に襲われるリスクもあるほか、半導体不足問題の長期化により、耐久財の生産・輸出・消費などに抑制効果が働く可能性、さらには資源・エネルギー価格高騰が消費などに悪影響を及ぼすリスクなど、下振れリスクは依然として高い
 - コロナ前（19年10～12月期）の実質GDP水準回復は22年4～6月期、直近ピークの19年7～9月期の水準回復は23年1～3月期と想定



（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

予測表(年度、半期)

	単位	2020年度 (実績)	2021年度 (実績見込)	2022年度 (予測)	2023年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 3.9	1.1	2.8	2.8
実質GDP	%	▲ 4.5	2.4	2.8	2.4
民間需要	%	▲ 6.2	2.0	3.1	2.8
民間最終消費支出	%	▲ 5.5	2.6	3.6	2.4
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.2	▲ 1.3	0.1
民間企業設備	%	▲ 7.5	1.0	2.2	4.4
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	0.1	1.8	1.8
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	2.6	2.2
公的固定資本形成	%	5.1	▲ 7.0	▲ 1.9	0.2
輸出	%	▲ 10.5	12.4	2.2	3.8
輸入	%	▲ 6.6	6.1	2.1	4.7
国内需要寄与度	ポイント	▲ 3.9	1.5	2.8	2.6
民間需要寄与度	ポイント	▲ 4.6	1.5	2.3	2.1
公的需要寄与度	ポイント	0.8	0.0	0.5	0.5
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	1.0	0.0	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.6	▲ 1.3	0.0	0.4
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.4	7.0	5.6	3.4
全国消費者物価 (") (消費税要因を除く)	%	▲ 0.5 (▲ 0.9)	▲ 0.0	1.4	1.2
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)		(▲ 0.6)			
完全失業率	%	2.9	2.8	2.5	2.3
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 9.9	5.7	1.4	3.3
経常収支	兆円	18.2	13.1	10.0	14.7
名目GDP比率	%	3.4	2.4	1.8	2.6
為替レート	円/ドル	106.0	112.1	117.3	118.0
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.01	0.00
新発10年物国債利回り	%	0.03	0.07	0.13	0.19
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	76.3	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
(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	2020年度 通期	2021年度			2022年度			2023年度 通期
			通期	上期	下期	通期	上期	下期	
実質GDP	%	▲ 4.5	2.4	▲ 0.0	0.4	2.8	1.7	1.9	2.4
民間需要	%	▲ 6.2	2.0	0.3	0.4	3.1	1.7	2.5	2.8
民間最終消費支出	%	▲ 5.5	2.6	▲ 0.2	1.3	3.6	1.7	2.5	2.4
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.2	0.7	▲ 2.6	▲ 1.3	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1
民間企業設備	%	▲ 7.5	1.0	1.0	▲ 2.1	2.2	1.5	3.0	4.4
公的需要	%	3.0	0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	1.8	1.8	0.6	1.8
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	1.0	1.0	2.6	2.1	0.9	2.2
公的固定資本形成	%	5.1	▲ 7.0	▲ 5.6	▲ 5.9	▲ 1.9	0.7	▲ 0.5	0.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 4.2	1.3	0.7	1.9	1.5	1.7	1.2	0.6
輸出	%	▲ 10.5	12.4	4.1	0.5	2.2	1.1	1.8	3.8
輸入	%	▲ 6.6	6.1	4.8	▲ 1.0	2.1	1.4	2.4	4.7
内需寄与度 (前期比)	%	▲ 3.9	1.5	0.1	0.6	2.8	1.8	1.5	2.6
民間需要 (")	%	▲ 4.6	1.5	0.2	0.7	2.3	1.3	1.4	2.1
公的需要 (")	%	0.8	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	0.5	0.1	0.5
外需寄与度 (")	%	▲ 0.6	1.0	▲ 0.1	0.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.2
デフレーター (前年比)	%	0.6	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 1.4	0.0	▲ 0.6	0.6	0.4
完全失業率	%	2.9	2.8	2.9	2.7	2.5	2.6	2.5	2.3
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 9.9	5.7	0.7	▲ 1.2	1.4	1.0	1.9	3.3
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	81.1	85.9	86.6	85.3	85.0	85.0	85.0	85.0
経常収支	兆円	18.2	13.1	7.6	5.6	10.0	4.5	5.5	14.7
貿易収支	兆円	3.9	▲ 0.8	0.8	▲ 1.5	▲ 3.3	▲ 2.0	▲ 1.3	0.1
外国為替レート	円/円	106.0	112.1	109.8	114.4	117.3	116.5	118.0	118.0
通関輸入原油価格	円/バレル	42.7	76.3	70.0	82.5	90.0	90.0	90.0	90.0

(前年同期比)

	単位	2020年度 通期	2021年度			2022年度			2023年度 通期
			通期	上期	下期	通期	上期	下期	
名目GDP	%	▲ 3.9	1.1	3.1	▲ 0.7	2.8	1.9	3.8	2.8
実質GDP	%	▲ 4.5	2.4	4.2	0.8	2.8	2.4	3.1	2.4
民間需要	%	▲ 6.2	2.0	2.7	1.3	3.1	2.7	3.6	2.8
民間最終消費支出	%	▲ 5.5	2.6	3.6	1.6	3.6	3.5	3.6	2.4
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.2	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 2.1	▲ 0.4	0.1
民間企業設備	%	▲ 7.5	1.0	2.2	0.0	2.2	0.5	3.9	4.4
公的需要	%	3.0	0.1	1.1	▲ 0.8	1.8	1.4	2.2	1.8
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	2.5	1.5	2.6	2.6	2.7	2.2
公的固定資本形成	%	5.1	▲ 7.0	▲ 3.9	▲ 9.8	▲ 1.9	▲ 3.8	0.1	0.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 4.2	1.3	0.7	1.9	1.5	1.7	1.2	0.6
輸出	%	▲ 10.5	12.4	21.3	4.8	2.2	1.8	2.7	3.8
輸入	%	▲ 6.6	6.1	8.1	4.3	2.1	0.8	3.4	4.7

国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.4	7.0	5.4	8.7	6.0	8.7	7.0	4.5
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.5	▲ 0.0	▲ 0.4	0.4	1.5	0.4	1.6	1.3
完全失業率	%	2.9	2.8	2.9	2.7	2.6	2.7	2.6	2.4
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 9.9	5.7	12.6	▲ 0.5	2.0	▲ 0.5	▲ 2.3	4.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

予測表(四半期)

(→予測)

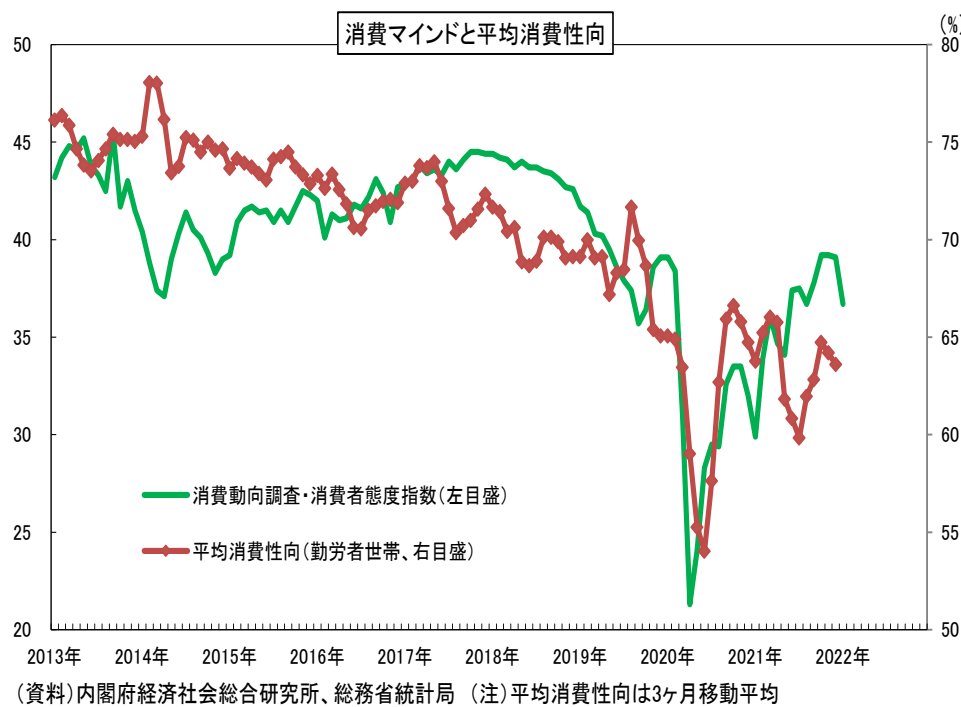
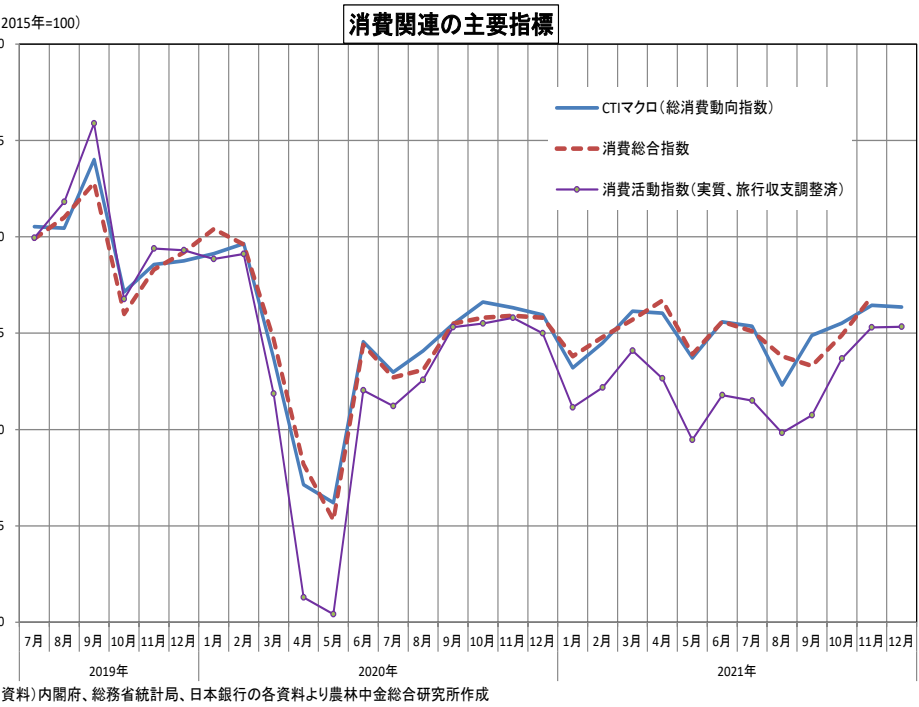
	単位	2021年				2022年				2023年				2024年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	▲ 0.4	0.2	▲ 1.0	0.5	▲ 0.4	1.7	1.1	0.8	0.7	0.7	0.4	0.8	0.6
(年率換算)	%	▲ 1.6	0.9	▲ 4.1	2.0	▲ 1.4	7.1	4.4	3.1	3.0	2.7	1.8	3.1	2.4
実質GDP	%	▲ 0.5	0.6	▲ 0.7	1.3	▲ 0.4	1.4	0.9	0.6	0.7	0.6	0.3	0.6	0.5
(年率換算)	%	▲ 2.1	2.4	▲ 2.7	5.4	▲ 1.6	5.7	3.8	2.5	2.6	2.5	1.2	2.5	2.1
民間需要	%	▲ 0.3	1.0	▲ 1.2	1.9	▲ 0.5	1.0	1.3	1.0	0.6	1.0	1.3	0.6	0.6
民間最終消費支出	%	▲ 0.8	0.7	▲ 0.9	2.7	▲ 0.8	1.5	1.2	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
民間住宅	%	0.9	1.0	▲ 1.6	▲ 0.9	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
民間企業設備	%	0.4	2.0	▲ 2.4	0.4	▲ 0.3	1.0	1.2	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.1	0.0	0.1	▲ 0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.8	▲ 0.1	0.2	▲ 0.9	0.6	1.3	0.5	▲ 0.3	0.9	0.9	▲ 0.4	0.9	0.5
政府最終消費支出	%	▲ 0.6	0.7	1.1	▲ 0.3	0.6	1.5	0.5	▲ 0.2	1.2	1.0	▲ 0.5	1.0	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 1.6	▲ 3.3	▲ 3.0	▲ 3.3	0.5	0.3	0.3	▲ 0.5	▲ 0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
輸出	%	2.2	3.1	▲ 0.3	1.0	▲ 0.3	1.0	0.5	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
輸入	%	3.0	3.8	▲ 0.9	▲ 0.3	0.5	0.7	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.4	0.7	▲ 0.8	1.1	▲ 0.2	1.3	1.0	0.7	0.7	0.7	0.3	0.7	0.6
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.7	▲ 0.8	1.3	▲ 0.4	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 0.0	0.1	▲ 0.2	0.2	0.3	0.1	▲ 0.1	0.2	0.2	▲ 0.1	0.2	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.2	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.1	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 0.3	0.5	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 0.3	4.6	6.1	8.8	8.6	7.0	6.0	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	3.0
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.7	▲ 0.7	0.0	0.4	0.3	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
(消費税要因を除く)														
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)		(▲ 0.7)												
完全失業率	%	2.8	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2
鉱工業生産 (前期比)	%	2.9	1.1	▲ 3.7	1.0	▲ 0.5	1.0	0.5	0.9	1.5	0.8	0.5	0.5	0.5
経常収支(季節調整値)	兆円	4.6	4.7	2.8	3.2	2.4	2.3	2.2	2.5	3.0	3.3	3.5	3.7	4.2
名目GDP比率	%	3.4	3.5	2.1	2.3	1.8	1.7	1.6	1.8	2.1	2.3	2.5	2.6	2.9
為替レート	円/ドル	105.9	109.5	110.1	113.7	115.0	116.0	117.0	118.0	118.0	118.0	118.0	118.0	118.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
新発10年物国債利回り	%	0.07	0.07	0.03	0.07	0.10	0.10	0.12	0.15	0.15	0.16	0.18	0.20	0.22
通関輸入原油価格	F _{IL} /バレル	55.5	66.9	73.1	80.0	85.0	90.0	90.0	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)

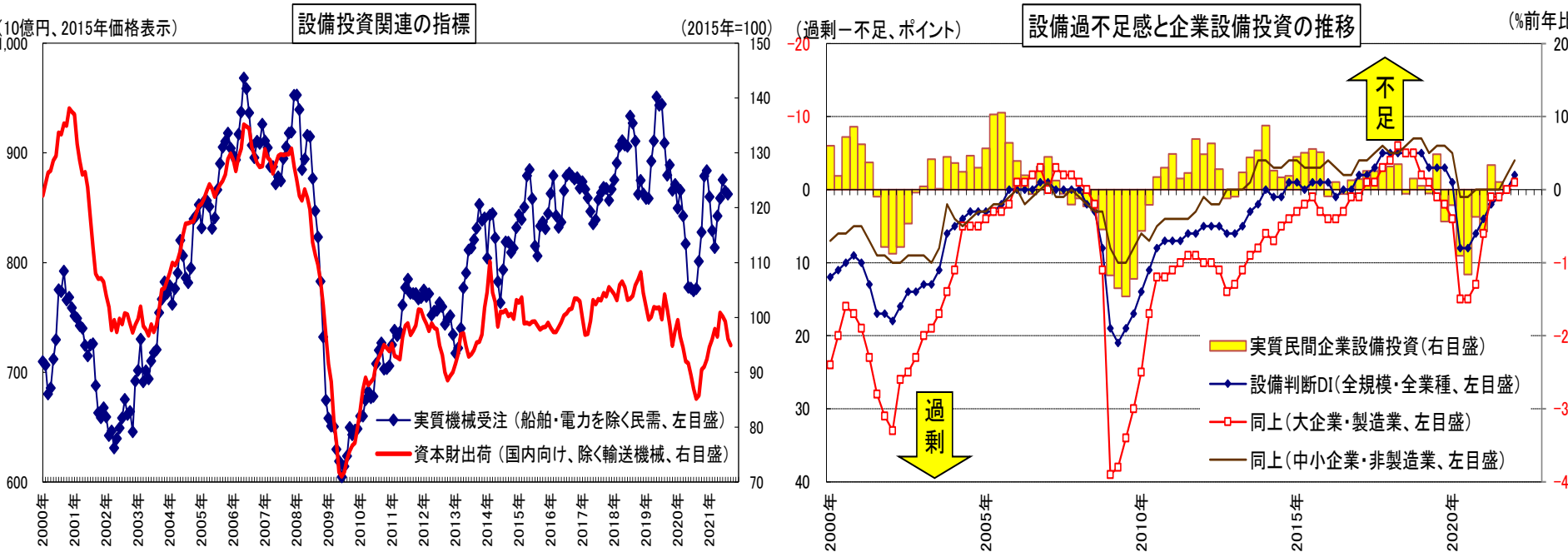
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

● 民間消費

- 感染「第5波」が収束したことで、これまで抑制されてきた飲食・観光・娯楽などサービス消費が持ち直したことに加え、自動車生産も回復したことで耐久財消費も増加
 - ・ ただし、22年入り後には感染「第6波」が襲来、多くの都道府県でまん延防止等重点措置が適用されたこともあり、サービス消費は再び悪化、GoToキャンペーン再開も先送りされた
- 12月の総雇用者所得(内閣府試算)は前年比▲0.7%と2ヶ月連続のマイナス、物価高や冬季賞与の伸び悩みが影響した可能性
- 一方で、家計貯蓄率(21年7～9月期:10.3%)はコロナ前(19年度上期:1%台)の水準を上回った状態で、コロナ後の消費押上げの原資としての期待も
- 民間最終消費支出は21年度:前年度比2.6%(22年1～3月期:同▲0.8%、年度としては3年ぶりの増加)、22年度は同3.6%、23年度は同2.4%と予測



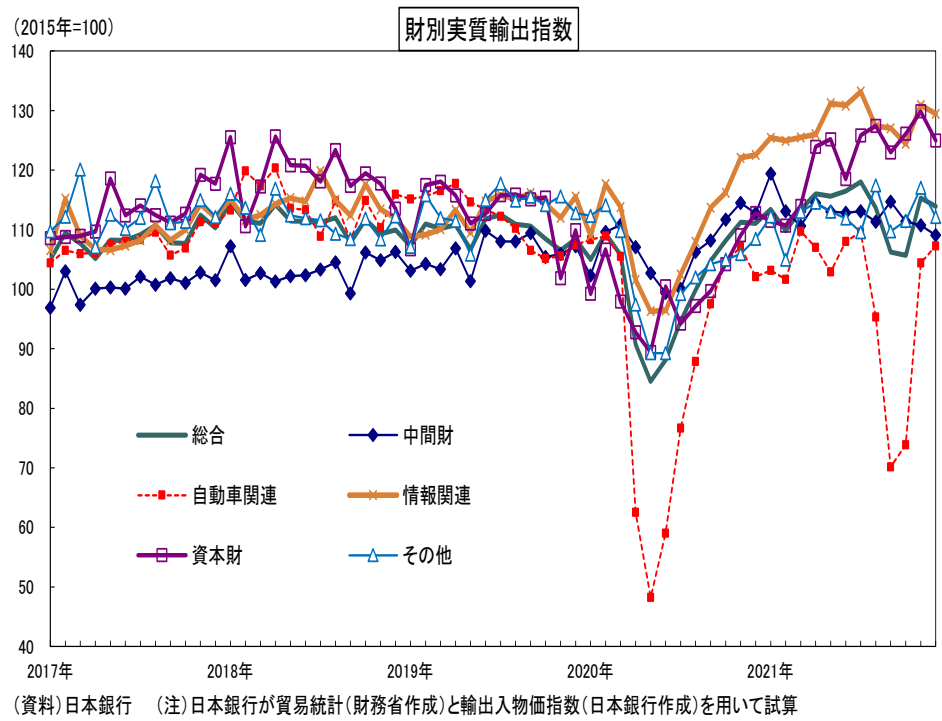
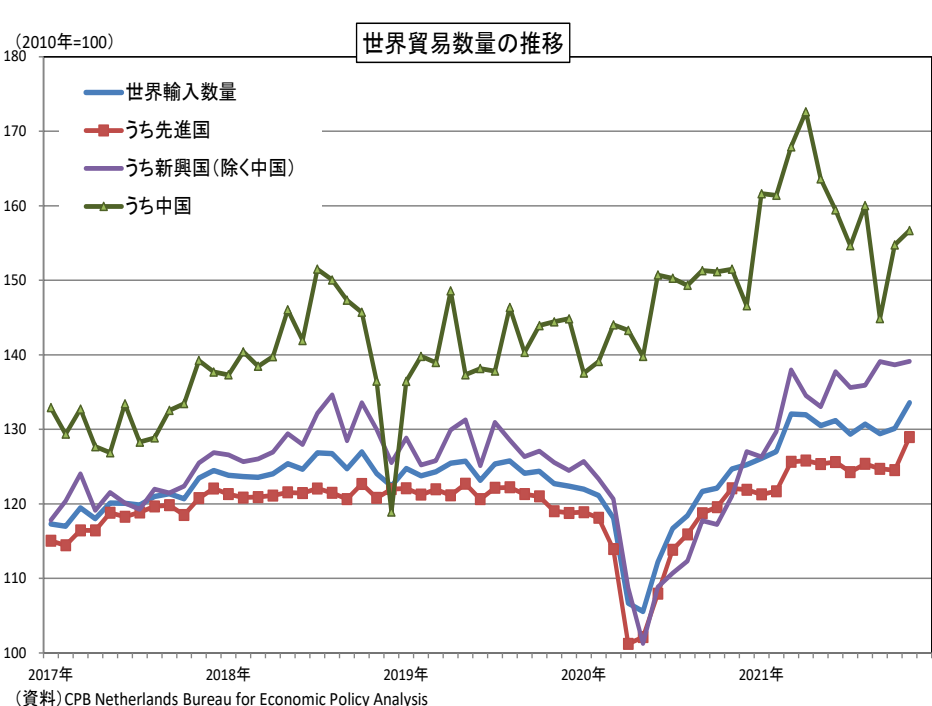
- 企業設備投資
 - － 21年度の設備投資計画は底堅いが、足元の設備投資関連指標には鈍さも
 - 日銀短観12月調査では前年度比8.4%(全産業+金融・持株等、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース)と、9月調査時から若干下方修正されたが、設備投資マインドは堅調さを維持
 - 一方、10～12月期の資本財出荷(国内向け)は前期比▲3.4%と2四半期連続で減少するなど軟調な動き
 - 10～12月期のコア機械受注は前期比6.5%と三四半期連続で増加、事前見通し(同3.1%)を上回った
 - － しかし、1～3月期は同▲1.1%の減少見通しで、特に非製造業の弱さが際立つ
 - － 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、底堅く推移するとみられる
 - － 21年度は前年度比1.0%(3年ぶりの増加)、22年度は同2.2%、23年度は同4.4%と緩やかな増加傾向を予測



(資料) 経済産業省、内閣府、日本銀行 (注) 3ヶ月移動平均。企業物価の資本財指数で実質化。 (資料) 内閣府、日本銀行 (注) 設備判断DIの最後の期はその直前の期における見通し

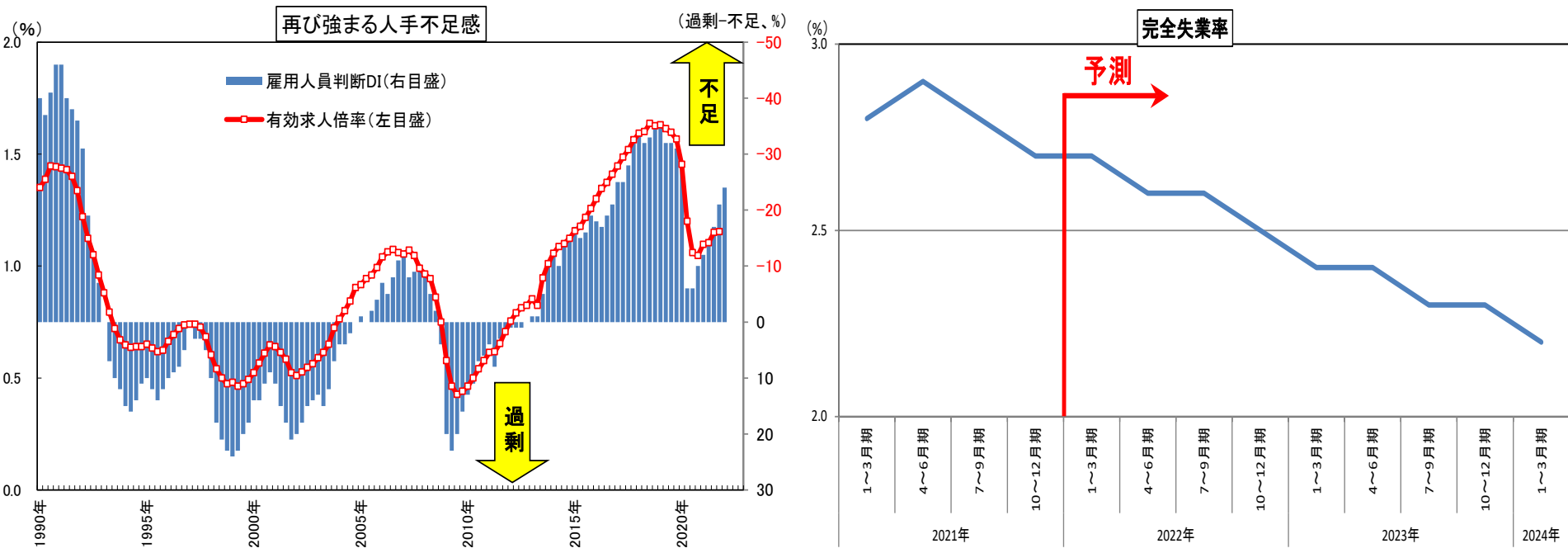
● 輸出入動向

- 21年夏から秋にかけて輸出に急ブレーキがかかったが、11月以降は回復が見られた
 - 21年央にかけて世界貿易数量は頭打ちとなったが、年末にかけて持ち直しの動き
 - 財別にみると、自動車関連が大きく回復
 - ただし、半導体不足など供給の混乱は長期化するリスクも
- 21年度の輸出は前年度比12.4%（3年ぶりの増加）、22年度は同2.2%、23年度は3.8%と予測
- 一方、国内景気も持ち直し傾向をたどることから、21年度の輸入は同6.1%（2年ぶりの増加）、22年度は同2.1%、23年度は4.7%と予測
- 21年度の経常収支は13.1兆円と黒字幅は4年連続で縮小、22年度も10.0兆円に縮小するが、23年度は14.7兆円に再拡大と予測



● 雇用情勢

- 21年入り後は、断続的に緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が出されていたこともあり、雇用関連指標の改善ペースは緩慢
 - ・ 一時3.1%まで高まった失業率は21年3月に一旦2.6%まで改善、直近(12月)は2.7%で下げ渋る
 - ・ 一時1.04倍まで低下した有効求人倍率は直近(12月)は1.16倍まで改善しているが、そのペースは緩やか
 - ・ 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)は、今春にかけてコロナ前の水準まで戻ったが、その後は再び減少基調
 - ・ 一方で、人手不足感が高まりつつあり、新規求人数の増加ペースも加速するなど、先行きの本格回復を見据えた動きも
- 失業率は21年度:2.8%、22年度:2.5%、23年度:2.3%と予測
 - ・ 24年1~3月期には2.2%まで改善し、賃上げ圧力を高めるものと予想

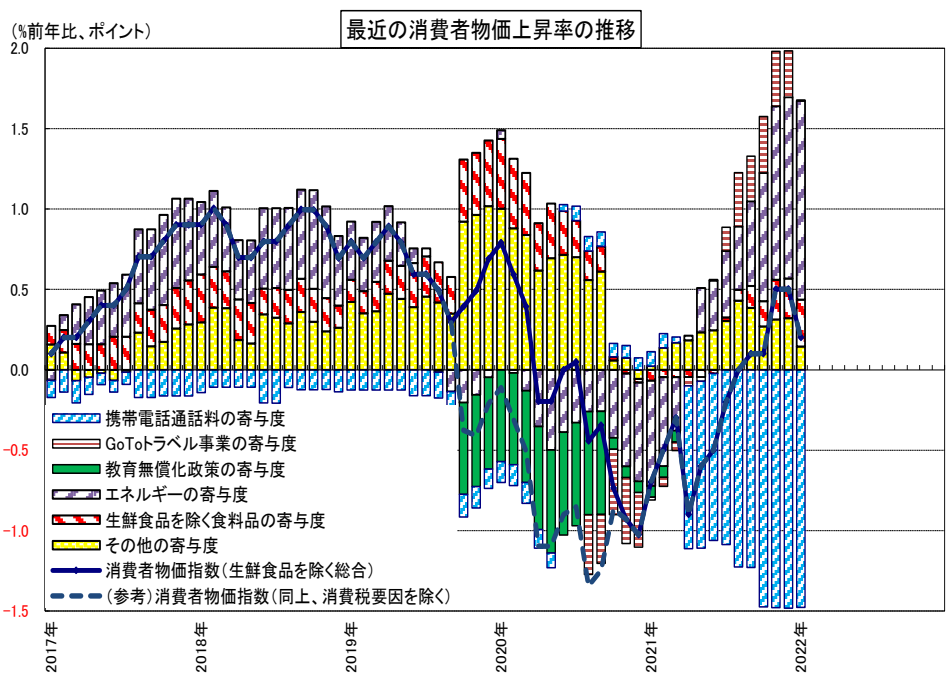


(資料)総務省統計局、日本銀行 (注)DIは全規模・全産業(除く金融機関)

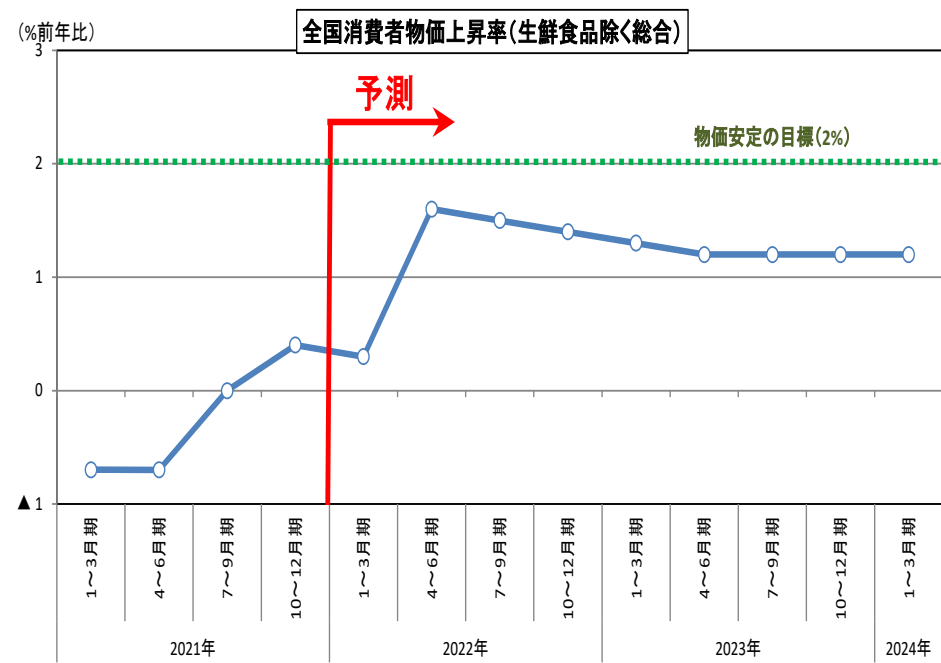
(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

物価動向

- エネルギー・原材料など「川上」の価格が上昇傾向を強めているが、国内では欧米諸国のように「需要が供給を上回る勢いで回復」する動きは起きておらず、物価の動きは依然鈍い
- 22年1月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は前年比0.2%と、5ヶ月連続の上昇
 - エネルギーや加工食品などの物価押し上げ効果は徐々に高まっている
 - しかし、宿泊料による押し上げ効果が剥落したほか、22年度を通じて携帯電話通信料の引下げによる物価押し下げ効果(1月分では▲1.47ポイント)が発生
- 22年度入り後には携帯電話通信料による押し下げ効果の剥落により、一旦は2%近くまで上昇率が高まる場面が想定される半面、エネルギー高のベース効果も徐々に剥落するほか、家計の所得環境も厳しく値上げが浸透しにくいことから、インフレが加速する事態は想定しづらい。
- 21年度の消費者物価は前年度比▲0.0%、22年度は同1.4%とプラスに転じるが、23年度は同1.2%へ鈍化と予測



(資料)総務省統計局の公表統計より作成



(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

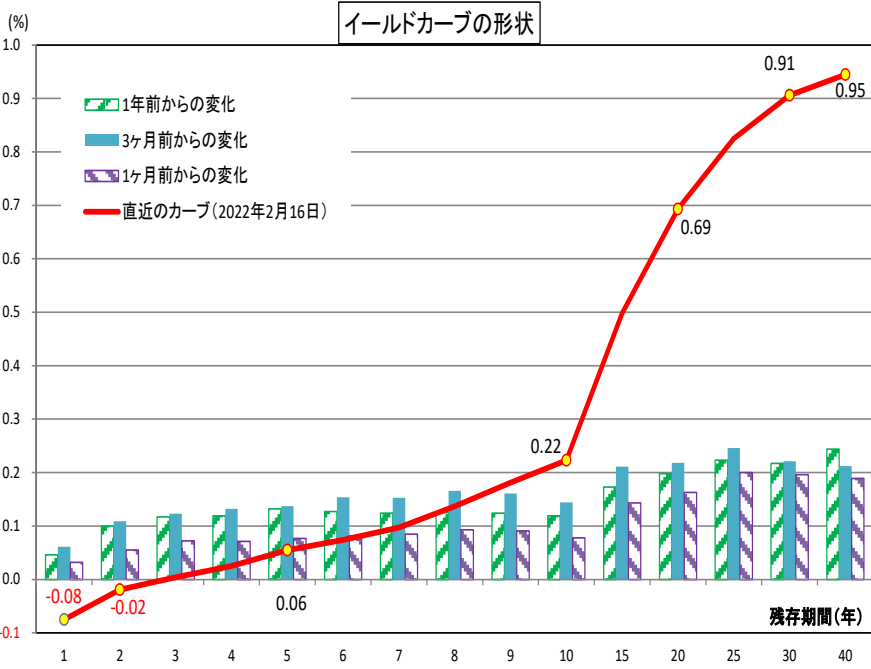
5 金融政策の見通し

- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に加え、20年3月以降はコロナ対応の資金供給も実施
 - 1月の金融政策決定会合では、従来通り、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」を継続することを決定
 - ①新型コロナ対応金融支援特別オペとCP・社債等の買入れ増額からなる「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限の下でのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努める姿勢を表明
 - 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
 - 政策金利については、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

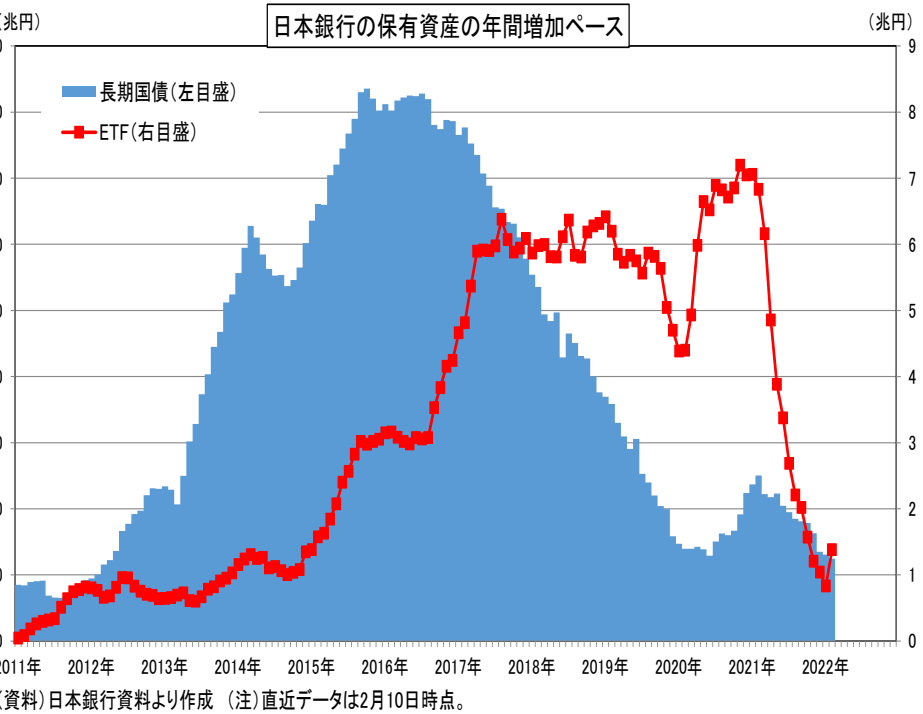
資産買入れ方針とバランスシートの見通し

	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1月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	518	618	670	663	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	494	508	512	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	3.2	合計約20兆円を上限 (~22年3月末)
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.5	8.3	8.4	約12兆円を上限
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	28.3	35.3	36.3	36.4	約1,800億円を上限
J-REIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.55	0.65	0.65	0.65	
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	47	50	62	62	62	-
その他も資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	725	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	113	118	122	119	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	401	494	543	539	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	725	

(資料) 日本銀行 (注) 22年1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13兆円、0.8兆円、10億円の増加。



- 展望レポート(1月)では、2年後も2%の物価上昇を見通せず
 - － 先行き、基調としては、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、徐々に消費者物価の前年比は、当面、プラス幅を緩やかに拡大させていくとしつつも、22、23年度とも1.1%の上昇にとどまるとの見通し
 - － インフレ加速に直面する海外中銀で政策正常化に向けた動きが散見されるが、世界標準である「2%の物価目標」の達成時期が見通せない日本では、現行レベルの緩和策が23年度いっぱいには継続されると予想
 - 日銀は物価安定目標を達成する前の政策正常化を否定しているほか、足元の金利上昇に対して「指値オペ」を通告
- 一方、「特別プログラム」などのコロナ対応策は22年4月以降は縮小方針



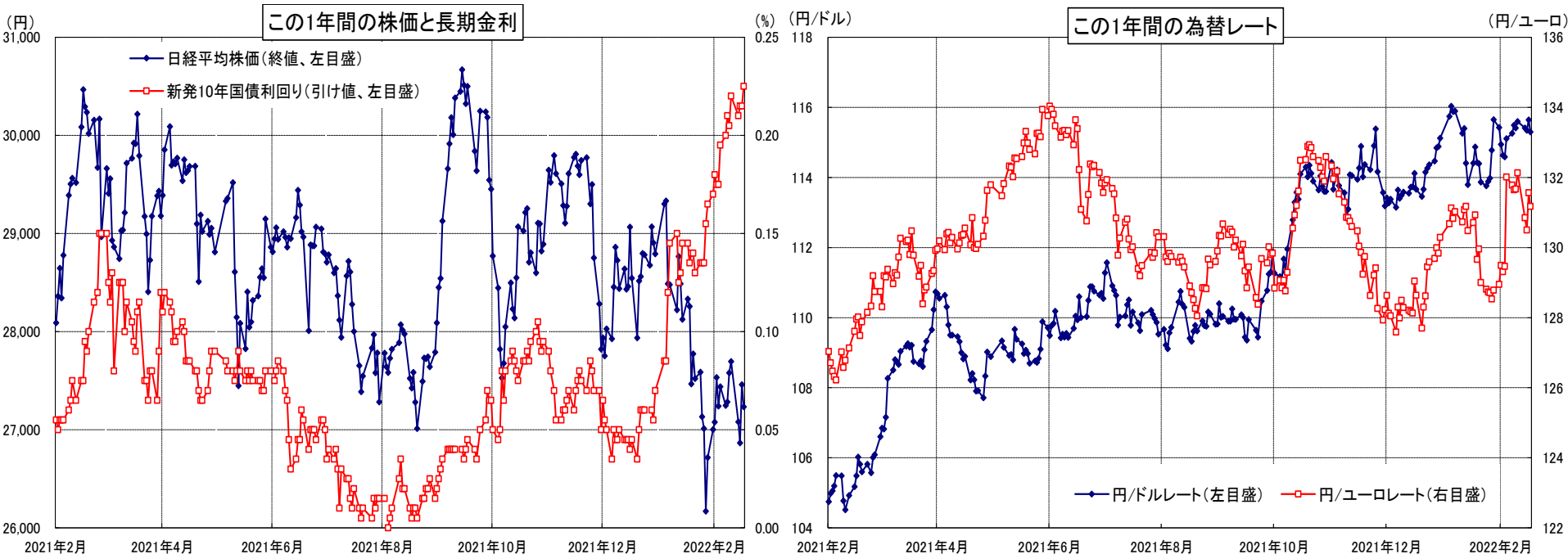
展望レポート: 2021～23年度の政策委員の大勢見通し(2022年1月)		
	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)
2021年度	+2.7～+2.9 <+2.8>	0.0～+0.1 <0.0>
10月時点の見通し	+3.0～+3.6 <+3.4>	0.0～+0.2 <0.0>
2022年度	+3.3～+4.1 <+3.8>	+1.0～+1.2 <+1.1>
10月時点の見通し	+2.7～+3.0 <+2.9>	+0.8～+1.0 <+0.9>
2023年度	+1.0～+1.4 <+1.1>	+1.0～+1.3 <+1.1>
10月時点の見通し	+1.2～+1.4 <+1.3>	+0.9～+1.2 <+1.0>

(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す。
21年春に実施された携帯電話通信料の引き下げによる21年度の消費者物価への直接的影響は▲1.1%ポイント。

6 金融市場の見通し

市場概況

- 主要中央銀行はコロナ禍に対して大規模な金融緩和措置を講じてきたが、21年春以降は行動規制の緩和による景気回復期待やそれに伴う資源・エネルギー高の影響でインフレ率が加速しており、一部の中銀では金融政策の正常化を始めている
- 海外(特に米国)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年金利は日銀の誘導目標の上限(0.25%)に接近している
- 一方、ウクライナ情勢を巡る地政学的リスクが高まっており、リスクオフの流れが強まる場面も散見される
- 新たに発足した岸田内閣は大規模な経済対策を取りまとめたが、株価は上値の重い展開が継続
- 日米金利差の拡大見通しから円安・ドル高が緩やかに進行しているが、資源・エネルギー高との相乗効果により、企業収益の圧迫要因になりかねないとの思惑も浮上



(資料) Nikkei Financial Quest

(資料) Nikkei Financial Quest

(注) ともに東京市場の17時時点のレート。

- 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±0.25%)で推移するように操作する方針であり、上限である0.25%を定常的に上回る可能性は薄い
 - ただし、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、米国で早期利上げ観測が浮上する、もしくは国内景気の持ち直し機運が強まるような場面では上昇圧力が高まる
 - － 株価
 - 世界的なインフレ警戒から、金融政策の正常化が急ピッチで進むとの思惑が株価を抑制
 - 一方、当面の世界経済はコロナ禍からの持ち直しを続けると想定されることから、企業業績の回復期待を背景に株価は緩やかながらも上昇傾向をたどると予想
 - － 為替レート
 - 地政学的リスクの高まりに伴う円高圧力が強まる場面も想定されるものの、内外金利差がさらに拡大するとの見通しから、為替レートは円安・ドル高基調の継続を予想

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2022年				
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.022	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0490	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.05	-0.10～0.05
国債利回り	20年債 (%)	0.740	0.45～0.85	0.45～0.85	0.45～0.90	0.45～0.90
	10年債 (%)	0.225	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.28	0.00～0.28
	5年債 (%)	0.055	-0.10～0.08	-0.10～0.08	-0.10～0.10	-0.10～0.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	115.3	110～120	110～123	110～123	110～123
	対ユーロ (円/ユーロ)	131.2	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)		27,232	27,500±2,000	29,000±3,000	30,000±3,000	30,500±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2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。