

# 金融市場

## 潮流

2025年に日本で万博を開催する意義 …1

## 情勢判断

### 国内経済金融

日本の実質GDPはコロナ前水準をようやく回復  
～世界経済の失速と物価高が当面の下振れ  
リスク～ … 3

### 米国経済金融

インフレ抑制と低成長の長期化  
～FRBは一段とタカ派へ傾斜か～ …13

### 中国経済金融

内需の回復テンポは鈍く、緩慢な回復に留  
まる中国経済  
～引き続きコロナ感染動向や追加経済対策  
の実施状況に注目～ …21

## 分析レポート

ユーロ圏で進行する二つの分断化  
～国債市場の分断と経済情勢の分断～ …27

## 経済見通し

2022～23年度改訂経済見通し……………31

## 連載

「ブレない経営」を貫く  
大阪府医師信用組合 …49

# 2022.9

農林中金総合研究所

Norinchukin Research Institute Co.,Ltd.

ホームページ <https://www.nochuri.co.jp>

## 2025年に日本で万博を開催する意義

専務執行役員 福田 仁

大阪・関西地区在住の方以外にはあまり認知されていない印象があるが、あと1,000日を経ずして、2025年に日本で万国博覧会（以下、万博）が開催される。いわゆる大阪・関西万博である。

1851年にロンドンで初めて開催された万博は、僅か半年の会期中に千万人単位を集める世界最大の集客イベントである。複合的なテーマをもつ「登録博覧会（旧一般博）」と開催テーマを絞った「認定博覧会（旧特別博）」の2種類があり、過去、日本では、大阪万博（1970年・一般博）、沖縄海洋博（1975年・特別博）、つくば博（1985年・特別博）、大阪園芸博（1990年・特別博）、愛・地球博（2005年・登録博）の5回が開催されている。中でも、アジア初の万博として高度成長末期の1970年に開催された大阪万博は、「人類の進歩と調和」をテーマとして、77か国と4国際機関が参加。118のパビリオンが出展され、当時の日本国民の半数をはるかに超える累計6,420万人もの観客を集め大盛況となった。

これに対し、今回、2025年4月13日～10月13日の間、184日にわたり開催される大阪・関西万博は、「いのち輝く未来社会のデザイン」をテーマとしており、現時点（2022年7月29日現在）で130か国・地域と8国際機関が参加を表明。「いのちを守る」「いのちをつむぐ」等、我々も関係の深い「食」を含む8つの「いのち」に関わるテーマ実践の姿を示すとともに、「未来社会のショーケース」と題して「空飛ぶクルマ」に代表されるような近未来技術を例示。さらには、2030年をゴールとするSDGsを強く意識して、公式参加者は「それぞれの立場からSDGs達成に向けた優れた取組を持ち寄り、会場全体でSDGsが達成された未来社会の姿を描く」（2025年日本国際博覧会協会）とされている。2,820万人の来場が見込まれ、会場となる大阪湾にある人工島・夢洲では、今年度後半からいよいよ工事が本格化する予定である。

ところで、価値観や娯楽がかくも多様化するとともに、インターネットをはじめとするITが高度化し、加えてグローバル化が半世紀前とは比較にならぬくらい進展した2025年の日本において万博を開催することについては、単純に「夢よもう一度」ではなかろうといった否定的な意見も聞かれる。わざわざ会場に向かずともネットを通じれば、先端技術を含め世界中の情報に瞬時にアクセスができる時代である。半年の会期が終われば基本的には取り壊すパビリオン等展示物に多額の費用をかけることを疑問視する向きもあろう。

経済産業省の試算によれば、大阪・関西万博の経済的波及効果は、建設費・運営費・関連消費支出の合計だけでも2兆円余とされている。が、直接的な経済効果や、インバウンドの復活等を通じた地域活性化への期待もさることながら、着目したいのは、このイベントがもたらすイノベーションとSDGs具体化に向けた創発効果である。コロナ禍を経験し、まさかの戦争を目にする中で、誰しもが否応なく「いのち」への意識を高めていると思われる。また、SDGsについては、その重要性について異論はなくとも、具体的実現の姿やそこに至るプロセスについては戸惑いを感じる者も少なくないのが現状ではなかろうか。そうした中であって、「いのち輝く未来社会のデザイン」を主題に世界中からSDGsの具体的取組等が持ち寄られ、実際に見ることができるのである。

大阪・関西万博が、リアルの世界のみならずネット空間も含め、多くの出会いや経験・交流を通じ様々な創発を喚起し、ひいては関西・日本経済の創造性や生産性向上、SDGsへの取組進展の一契機となることを、大阪・関西に僅かながらも所縁のあった一人として、大いに期待している。

## 日本の実質 GDP はコロナ前水準をようやく回復

### ～世界経済の失速と物価高が当面の下振れリスク～

南 武志

#### 要旨

4～6月期には米国・中国・英国がマイナス成長となるなど、世界経済はコロナ禍からの持ち直しが一巡した感があるほか、インフレ加速や大幅利上げなどで先行きの失速懸念も浮上している。国内経済はコロナ感染「第6波」収束によって3期連続のプラス成長となり、コロナ前のGDP水準をようやく回復したものの、世界景気の失速や物価高が今後の順調な回復を阻害するものと思われる。そのため、国内景気はしばらく緩慢なペースでの持ち直しが続くだろう。

なお、足元の消費者物価は消費税要因を除けば14年ぶりの高い上昇率となったが、日本銀行は輸入インフレを起因とする、持続的・安定的な物価上昇ではないとの判断を崩しておらず、今後とも粘り強く大規模緩和を継続する方針を維持している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2022年			2023年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.038	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0200	-0.05～0.05	-0.05～0.05	-0.05～0.10	-0.05～0.15	
国債利回り	20年債 (%)	0.850	0.70～0.90	0.70～1.00	0.70～1.05	0.75～1.10
	10年債 (%)	0.225	0.10～0.25	0.10～0.27	0.10～0.30	0.10～0.35
	5年債 (%)	0.020	-0.05～0.08	-0.05～0.08	-0.05～0.10	0.00～0.15
為替レート	対ドル (円/ドル)	136.5	128～145	125～145	125～145	125～140
	対ユーロ (円/ユーロ)	136.5	130～148	130～148	125～148	125～145
日経平均株価 (円)	28,479	28,500±3,000	29,000±3,000	29,500±3,000	30,000±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8月25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。

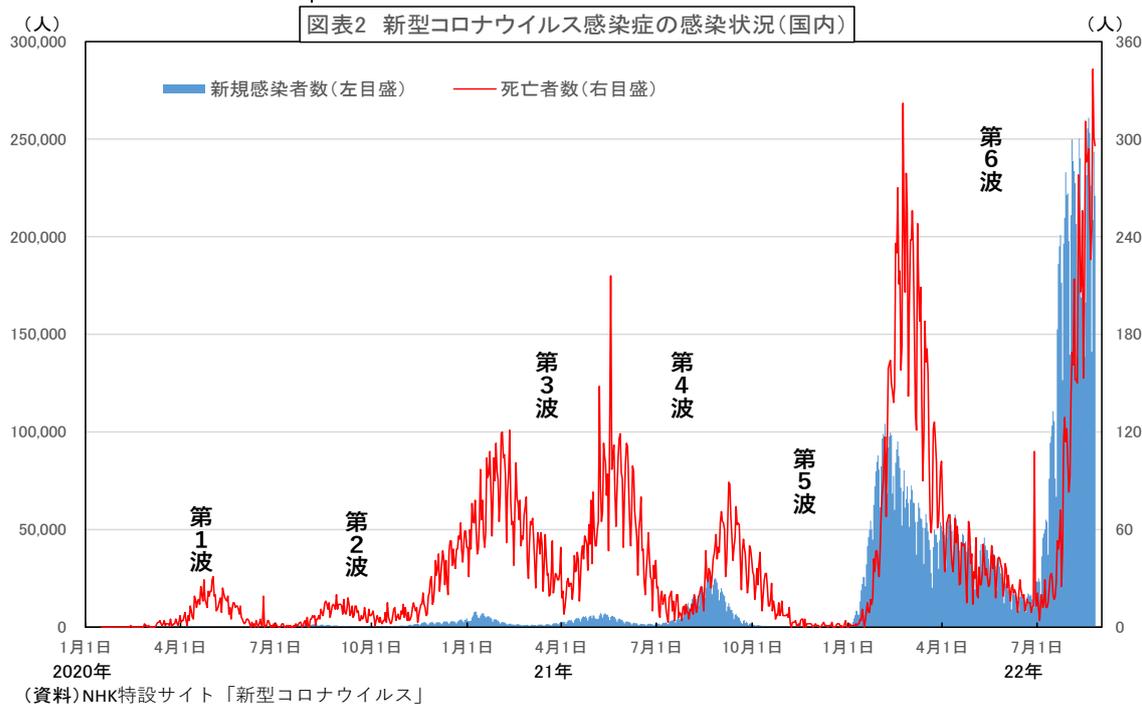
#### コロナ感染「第7波」の下、政府はウィズコロナを進める意向

新型コロナウイルス感染症がパンデミック化してから2年半が経過しようとしているが、終息の兆しは全く見えない。国内では6月下旬以降、新規感染者数は拡大し始め、現在「第7波」の真ただ中にある。ウイルス変異による弱毒化や複数回のワクチン接種によって、感染時の重症化リスクはかなり軽減されたものの、新規感染者の絶対数が多いだけに、足元の死亡者数はこれまでの最悪レベルとなっている。さらに、医療従事者への感染拡大で医療供給体制が逼迫している地域も散見されるなど、予断を許さぬ状況となっている。

一方、政府は「第7波」収束後は、経済社会活動の再開をさらに推し進める方針を表明している。この2年半はコロナ禍の

下でインバウンド需要がほぼ「蒸発」した状態であるが、水際対策をさらに緩和し、9月7日から入国・帰国者に義務づけている出国前72時間以内の陰性証明書の提示を条件付きで免除する方針と報じられている。現在は添乗員付きのツアーに限定している外国人観光客の受け入れについても、添乗員なしツアーも認める方向で検討している。また、東京都も9月1日から「都民割（もっと Tokyo）」を試験的に再開する方針を示すなど、コロナ禍で甚大な被害を受けた観光関連産業の持ち直しを後押しする意向である。

さらに、感染者の療養期間についても、症状がある人を7日間、無症状の人を5日間（現在、それぞれ10日間、7日間）と短縮を検討するなど、ウィズコロナへの移行を進めていく方針である。



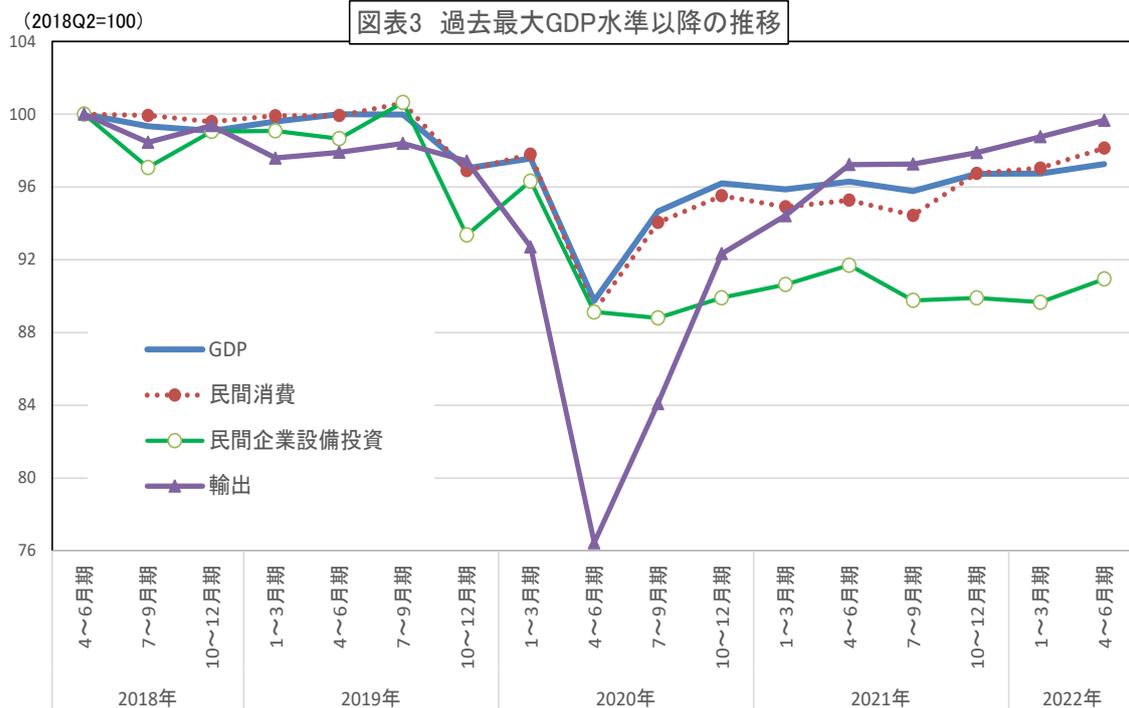
**4～6 月期は 3 期連続のプラス成長だが、製造業関連指標は鈍い一方で、非製造業の回復基調が強まる**

以下、足元の国内経済情勢について確認したい。まず、4～6月期のGDP第1次速報によると、3月下旬に「まん延防止等重点措置」がすべて解除された前後から飲食・観光・宿泊などのサービス消費が再び持ち直しに転じたことで、民間消費が前期比1.3%（3期連続のプラス）と底堅い推移となり、実質経済成長率も前期比年率2.2%と3期連続でのプラスとなった（マイナスだった1～3月期もプラスへ上方改訂）。これにより、コロナ前のGDP水準まで戻ったことになるが、過去最大水準（18年

4～6月期)からはまだ3%ほど下回っている。なお、4～6月期については出遅れていた民間企業設備投資も同1.4%と2期ぶりのプラスとなったほか、輸出等も同0.9%と8期連続のプラスとなるなど、主要需要項目はいずれもプラス寄与であった。

産業別にみると、明暗が分かれる結果であった。4～6月期の第3次産業活動指数は同2.4%と2期ぶりのプラスで、前述の通り、行動制限の緩和が主な押し上げ要因となった。一方で、鉱工業生産指数は前期比▲2.7%（このうち製造工業は同▲2.9%）と3期ぶりのマイナスとなったが、慢性化する半導体不足に中国・上海市などでの都市封鎖で大規模な部品調達難が発生するなど、グローバル・サプライチェーン障害の影響が出たといえる。

なお、6月以降は中国からの輸入も回復基調にあるほか、半導体不足も一部緩和したこともあり、7月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比1.7%と3か月連続で上昇した。ただし、2～3月の水準には届かず、頭打ち状態は続いている。

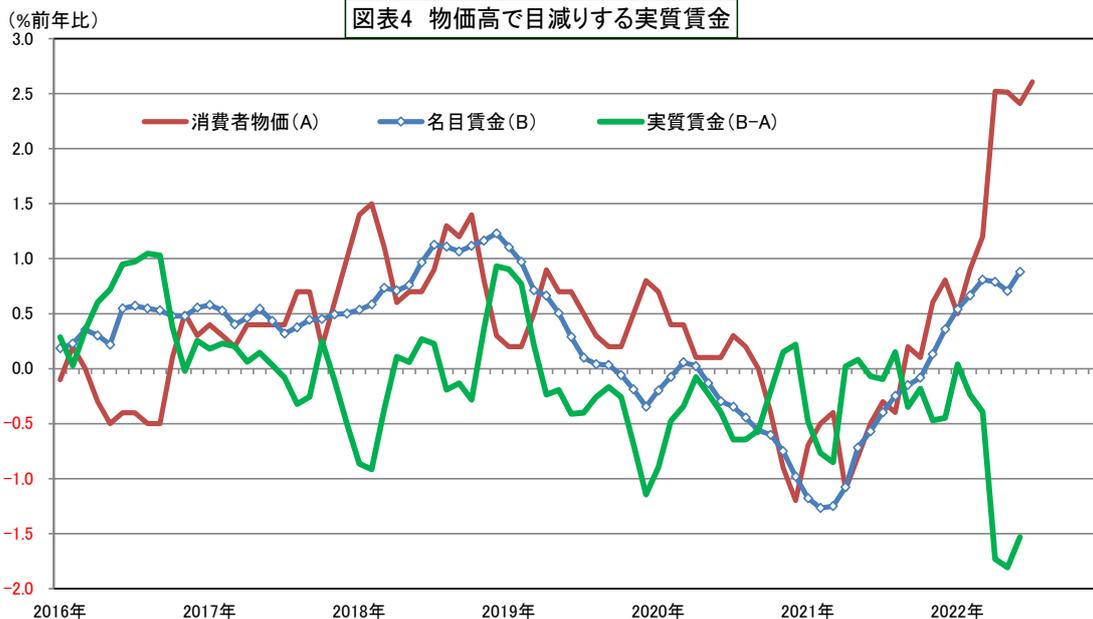


### 物価高で消費者マインドが悪化、実質賃金も減少

消費関連指標からは、持ち直しが必ずしも順調とは言い切れない様子が見てとれる。6月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は前月比0.02%と辛うじて4か月連続での上昇となったが、このうちのサービス消費は同▲0.3%と4か月

ぶりに低下した。6月の総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）は同 0.1%と 2 か月ぶりの上昇ながらも、5月の悪化分（同▲0.2%）は取り戻せていない。

こうした消費の緩慢さの背景には、物価高への警戒や実質賃金の目減りが影響している可能性が指摘される。7月の消費動向調査によれば、消費者態度指数は30.2と、前月から▲1.9ポイントの低下（2か月連続）で、21年1月（29.8）以来の低水準となった。これにより、内閣府の基調判断は「下げ止まりの動きがみられる」から「弱含んでいる」へ下方修正された。同様に、7月の景気ウォッチャー調査では、景気の現状判断DI、先行き判断DIともに2か月連続で悪化、かつ判断基準の50割れとなった。物価高やコロナ感染「第7波」への警戒が散見されている。さらに6月の現金給付総額（賃金）は名目ベースでは前年比2.2%（6か月連続の上昇）であったが、実質ベースだと同▲0.4%（3か月連続の低下）と、賃金上昇が物価高に追いつかない姿が浮き彫りとなっている。



(資料)厚生労働省、総務省統計局

(注)名目賃金は現金給与総額の12ヶ月移動平均を使用。

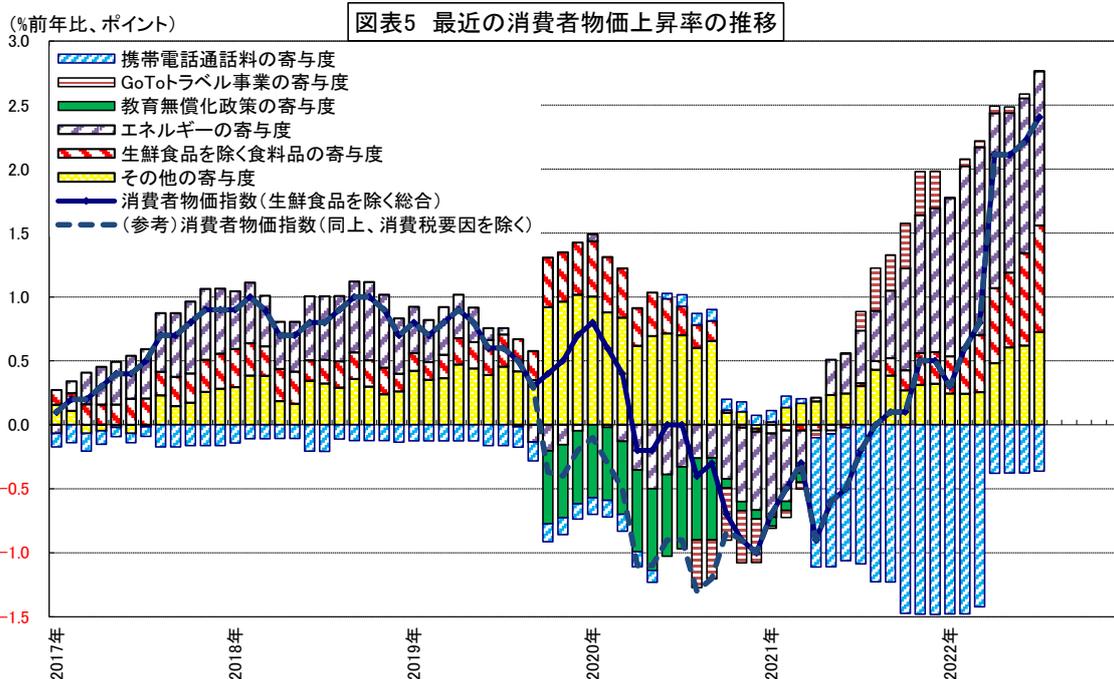
**経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて、緩やかな回復ペースへ**

3年ぶりに行動制限のない夏休みとなったことで、人流の回復が見られた一方、猛暑・酷暑、自然災害、さらにはコロナ感染「第7波」の影響も少なからず出ており、景気回復テンポが加速したような印象はない。景気の先行きを展望すると、政府や各自治体による需要喚起策などで、観光・宿泊などのサービス消費の回復が続くことが期待される半面、上述のように食

料・エネルギー・日用品などの値上げが消費全体の回復を阻害する可能性には注意が必要である。

岸田首相は、8月15日の「物価・賃金・生活総合対策本部」において、9月上旬をめどに追加の物価高対策を取りまとめるよう指示している。内容としては、輸入小麦の政府売渡価格の据え置き、ガソリンなど石油製品価格抑止策の延長（10月以降）、地方創生臨時交付金の1兆円増額（使途は生活困窮者への支援など）などが検討されている。まずは、コロナ・物価対策予備費（4.7兆円）を活用する方針であるが、補正編成も視野に入れた対応となる見込みだ。

今後の景気動向を展望すると、ウィズコロナへの移行が徐々に進み、コロナ感染の影響は弱まっていく半面、世界経済の減速や物価高による消費抑制効果も出てくることから、23年半ばにかけて国内景気の回復ペースは緩慢なものに留まると思われる。GDPが過去最高水準を更新するのは24年度以降になるだろう（詳細は8月18日発表の当総研「2022～23年度改訂経済見通し」を参照のこと）。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

**物価見通し：年度下期に2%台後半まで上昇後、鈍化に転じると予想**

物価面を見ると、これまでの国際商品市況の上昇と円安進行によって輸入物価の上昇が加速し、それが国内部門に波及している状況が続いている。ただし、最近では主要中央銀行が景気を犠牲にしてでもインフレ沈静化を目指す方針を強めたことか

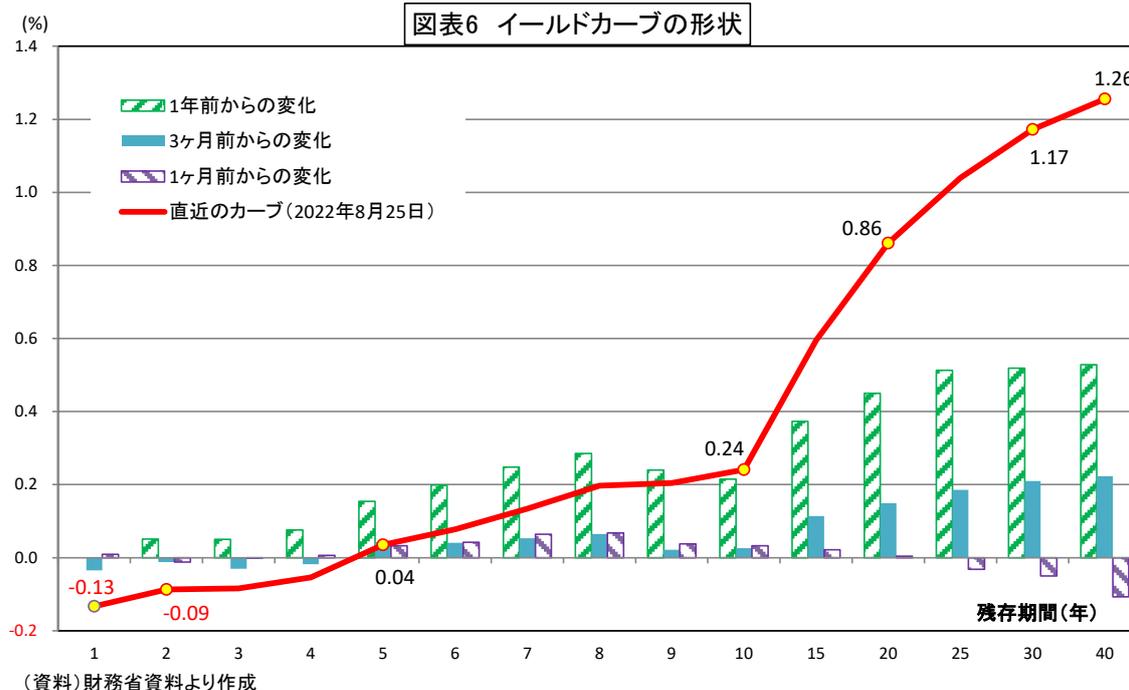
ら、世界経済の減速懸念が浮上し、国際原油市況が調整、円安圧力も緩和するなど、川上の価格動向にも変化が見られる。

7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2.4%と2か月連続で上昇率を高め、消費税要因を除けば14年ぶりの高い上昇率となった。電気・ガス代などのエネルギー、加工食品・外食といった食料などを中心に値上げ圧力が高まっている。しかし、欧米諸国のように深刻な労働力不足の下、リベンジ消費が急速に盛り上がって物価が加速的に上昇している状況には程遠い。

ちなみに、日銀が毎月公表している「消費者物価の基調的な変動」によれば、刈込平均値（品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各10%）を機械的に控除したもの）は同1.8%、最頻値も同0.7%と、ともに01年以降で最高を更新したことが確認できる。

先行きについては、電気・ガス代のもう一段の上昇、価格転嫁の進行、さらに10月までにあと0.36ポイントほど携帯電話通信料要因による押下げ効果が剥落することもあり、今秋には一時的に2%台後半まで上昇率を高めると思われる。しかし、その後、年度末にかけてはエネルギーのベース効果の剥落や物価高による需要抑制効果が強まることから、再び鈍化が始まり、23年度に入ると再び2%を割り込むと予想する。

図表6 イールドカーブの形状



## 金融政策：大規模金融緩和を粘り強く継続する方針

主要な海外中銀でインフレ沈静化に向けた金融引締めを本格化させているが、日銀は足元 2%台半ばまで高まった物価上昇率（コア CPI）について、輸入インフレに起因したものであり、適度な賃金上昇を伴った持続的・安定的な物価上昇ではない、との判断を繰り返し表明してきた。7月20～21日に開催された金融政策決定会合でも、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続が決定されたが、今後とも粘り強く大規模な金融緩和を継続していくと思われる。

なお、3月でコロナ対応の金融支援策が廃止されたこともあり、最近ではマネタリーベースの増加ペースが鈍っているほか、水準的にも4月をピークに減少が続いている。決定会合後の声明文にはマネタリーベースの拡大方針を掲げているが、先行きその整合性が問われる場面が到来することもありうるだろう。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

約40年ぶりの高インフレに直面している海外中銀では大幅利上げによるインフレ沈静化を目指しているが、それが景気減速もしくは景気後退につながるなどの思惑などが、内外の金融市場の材料となった。以下、長期金利、株価、為替レートの見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

## 世界景気の失速懸念から長期金利は一旦低下

海外中銀がインフレ鎮静化に向けて政策正常化を急いでいることもあり、国内長期金利（新発10年物国債利回り）にも経常的に上昇圧力がかかり続けている。6月には日銀の金融政策の修正観測が浮上し、イールドカーブ全体が大きく上方シフトし、かつ指標銘柄の利回りが一時0.265%を付ける場面もあったが、日銀は指値オペ・連続指値オペ、国債買入れオペの増額などを駆使、変動許容レンジの上限である0.25%を死守する方針を改めて表明するなど、大規模な緩和を継続する姿勢を示した。そうした経緯もあり、その後は落ち着きを取り戻した。

一方、8月上旬にかけては世界景気の失速懸念が意識され、世界的に金利低下圧力がかかったことから、3月上旬以来となる0.160%まで低下する場面もあった。ただし、直近は再び上昇した米長期金利につられて上昇傾向となっている。

## 長期金利は当面0.2%前後での展開継続

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られる。政策正常化の思惑が燻っており、時折、金利上昇圧力が高まる場面もあるだろうが、指値オペの連日実施や買入れオペの

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。基本的に現状水準と同様の0.2%前後を中心レンジとした推移が続くと予想する。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)6/7の新発10年物国債は出合いなし。

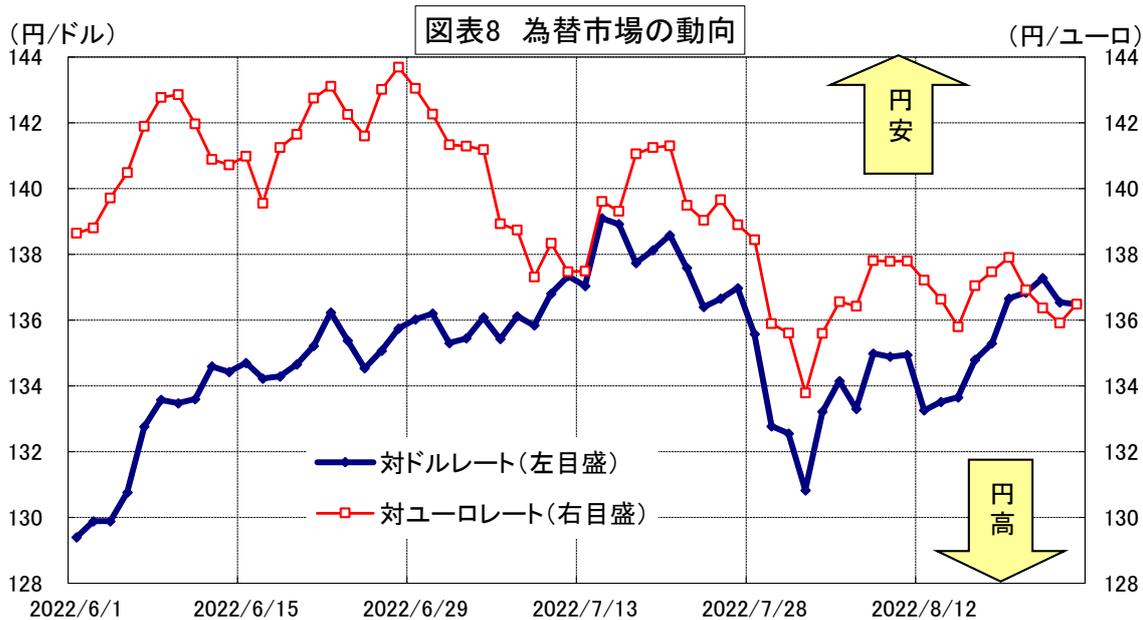
## ② 株式市場

### しばらくは上値の重い展開

コロナ感染「第6波」の襲来、米国の利上げ加速観測、ロシア・ウクライナ戦争勃発による原油など一次産品価格の急騰などを受けて、3月上旬の日経平均株価は一時1年4か月ぶりとなる24,000円台まで下落した。その後は円安が好感されて28,000円台を回復する場面もあったが、中国・上海市の都市封鎖による部品調達難など「供給の混乱」の拡大、海外中銀の利上げペース加速への警戒などから、5月中旬には再び26,000円を割った。

その後は8月上旬にかけて27,000±1,300円のレンジ内でのみ合いが継続した。8月中旬には米国の景気後退懸念の後退やインフレ圧力の緩和期待が高まったことで、日経平均も7か月ぶりに29,000円台を回復する場面もあった。

ただし、米国など世界経済全体がインフレ沈静化を実現しつつ、潜在成長率程度で推移するといった、いわゆるソフトランディングする可能性は小さいと思われ、景気失速懸念は払拭できない。国内の物価高が先行きの消費回復のペースを鈍らせる可能性も意識されていくだろう。しばらくは上値の重い展開が続くと思われる。



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

### ③ 外国為替市場

#### しばらく円安状態 は継続

22年3月には米国の利上げが現実味を帯びたほか、ロシアのウクライナ軍事侵攻によって国際商品市況が一段高となったこと、さらに中国・上海市での都市封鎖によるグローバル・サプライチェーンの寸断で供給制約が一層意識され、世界的にインフレ圧力がさらに高まるとの予想が強まった。一方、日銀は大規模な金融緩和を継続していく姿勢を崩さなかったことから、内外金利差は今後拡大していくとの見方が強まり、円安ドル高が急速に進行した。

4月下旬には20年ぶりの130円台となり、その後も日米の金融政策の方向性の違いを材料に円安基調が継続、7月中旬には米国で1.00%幅という想定を上回る利上げをするとの観測が強まり、一時139円台前半となるなど、24年ぶりの円安水準となった。8月上旬にはペロシ米下院議長の訪台が報じられたことで、一時130円台まで急速に円高が進む動きも見られたが、米国の物価、金融政策、景気の先行きなどを材料視しながら、直近は再び137円前後まで円安に戻している。

先行き、基本的に日米金利差が拡大していくとの見通しであるが、それ自体は既に現状の為替レートにかなりの程度織り込まれていると思われる。それゆえ、米国でインフレが沈静化せず、さらなる利上げが必要との思惑が強まらない限り、円安が一段と進む可能性は大きくないと思われる。なお、ウクライナ

## 対ユーロではもみ 合い

戦争の展開次第では不規則な動きが強まる場面もあるだろう。

対ユーロレートは、6月の欧州中央銀行（ECB）の政策理事会で7月に0.25%の利上げをする方針を表明、さらに9月にも追加利上げする見通しが示されるなど、インフレ抑制のために金融政策の正常化に乗り出すことが現実味を帯びたことで、ユーロ高が進行、6月には144円台となるなど、7年ぶりの水準となった。その後は、ロシアからの天然ガス供給への懸念が意識され、ユーロ売りが優勢となり、7月中旬には20年ぶりとなるパリティ（1ユーロ=1ドル）割れとなったが、それにつられて一時136円台まで円高方向に戻った。利上げを決定した7月のECB理事会では事前の方針を上回る0.5%の大幅利上げとなり、一旦は142円台まで円安となる場面もあったが、先々の景気悪化懸念も強く、この1か月は対ドルで弱含む中、137円を中心とした狭いレンジでのもみ合いが続いている（足元では再びパリティ割れとなった）。

今後とも日欧金利差は拡大するとみられるものの、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、当面は現状水準でのもみ合いが続くと思われる。

(22.8.25 現在)

## インフレ抑制と低成長の長期化

～FRB は一段とタカ派へ傾斜か～

佐古 佳史

### 要旨

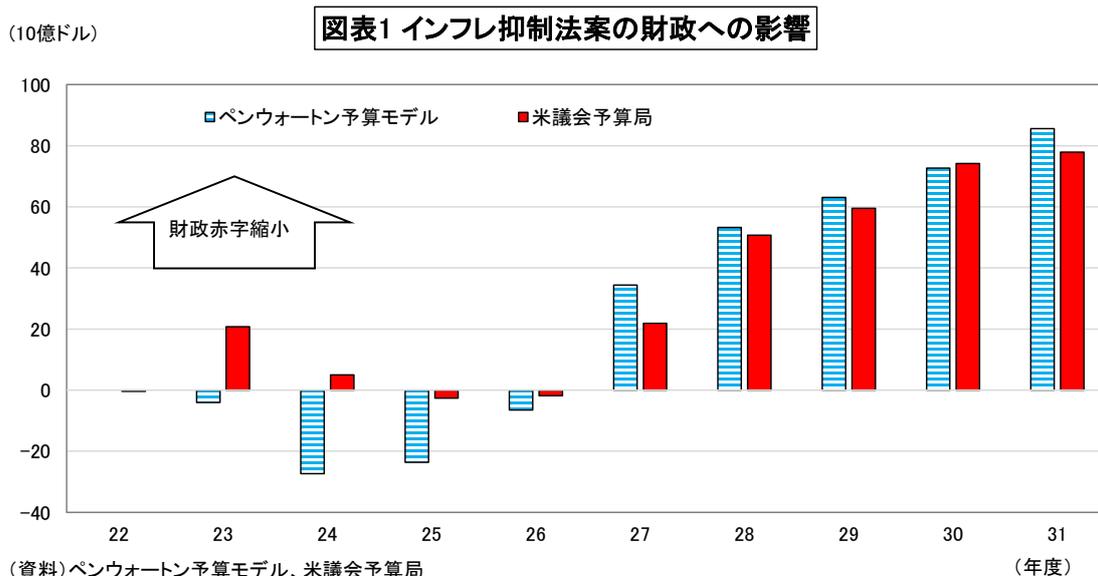
労働市場の堅調さが維持されており、景気後退懸念は行き過ぎと思われる一方で、4～6月期 GDP が2 四半期連続でのマイナス成長となるなど、景気減速は継続している。先行きについても利上げによる需要の抑制から、低成長は長期化すると見込まれる。

7 月消費者物価指数からはインフレ鈍化の兆しもみえつつあるが、判断を下すのは時期尚早といえる。

### インフレ抑制法 成立

バイデン米大統領は8月16日、4,300億ドル規模のインフレ抑制法案に署名し同法が成立した。同法は気候変動対策として米史上最大規模となる3,690億ドルの歳出を盛り込む。また、大企業と富裕層向けの課税強化により10年間で3,000億ドル程度の財政赤字削減を見込んでいる。

[ペンウォートン予算モデルの分析](#)や米議会予算局によると、財政赤字の縮小が加速するのは27年度（26年10月）以降と見積もられている。また、インフレ抑制法という名称とは裏腹にインフレ抑制効果はほとんどないと評価されている。

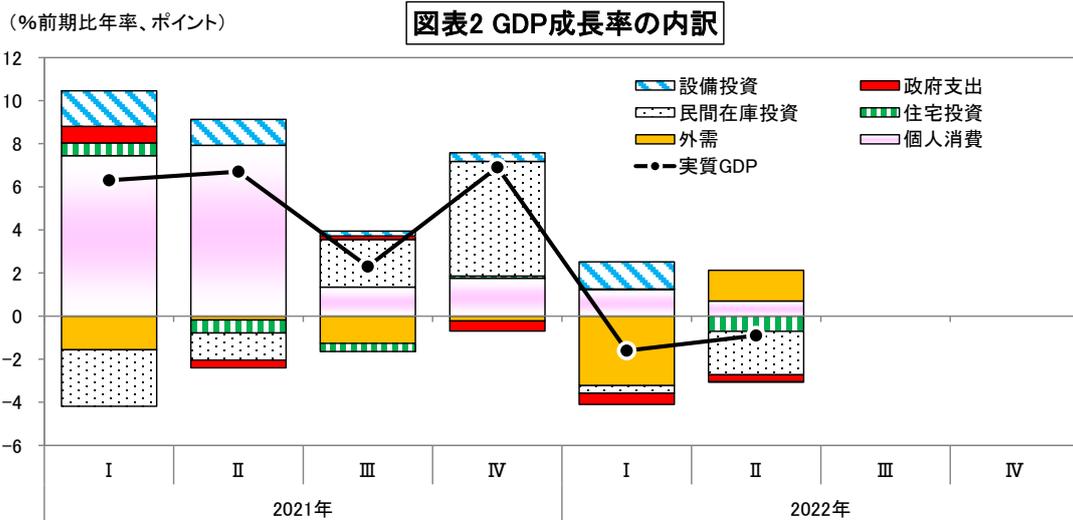


### 2 四半期連続の マイナス成長と

こうしたなか7月28日に公表された4～6月期GDP(速報値)は前期比年率▲0.9%と2 四半期連続でマイナス成長となり、定義上

## なった 4～6 月 期 GDP

テクニカル・リセッションとなった。内訳をみると民間在庫投資（寄与度は▲2.0ポイント）や住宅投資（▲0.7ポイント）が経済成長率を下押しした。一方で、個人消費支出は同+0.7ポイント（前期比年率+1.0%）となり、消費の底堅さも確認できた。全体としては、利上げの影響などから景気が鈍化していることは確かだが、雇用の拡大が継続していることもあり、一般的な景気後退入りとは様相が異なる。



(資料)米商務省、Bloombergより農中総研作成 (注)各需要項目は寄与度。

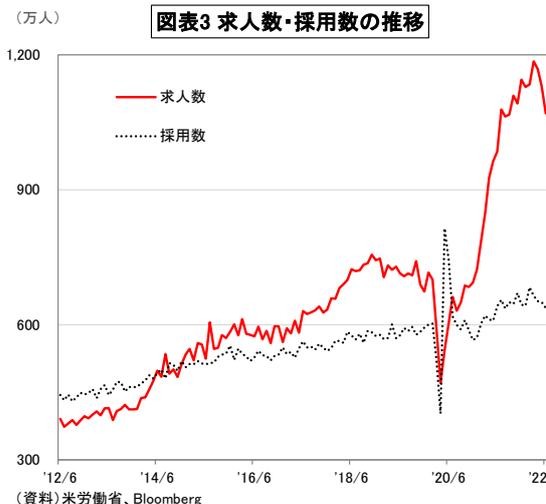
## 景気の現状：高 インフレと利上 げによる下押し 圧力

以下、経済指標を確認してみると、労働市場は予想以上に堅調なものの、高インフレによる低中所得者の生活の圧迫と、利上げの継続による米国経済への下押し圧力は継続していると思われる。

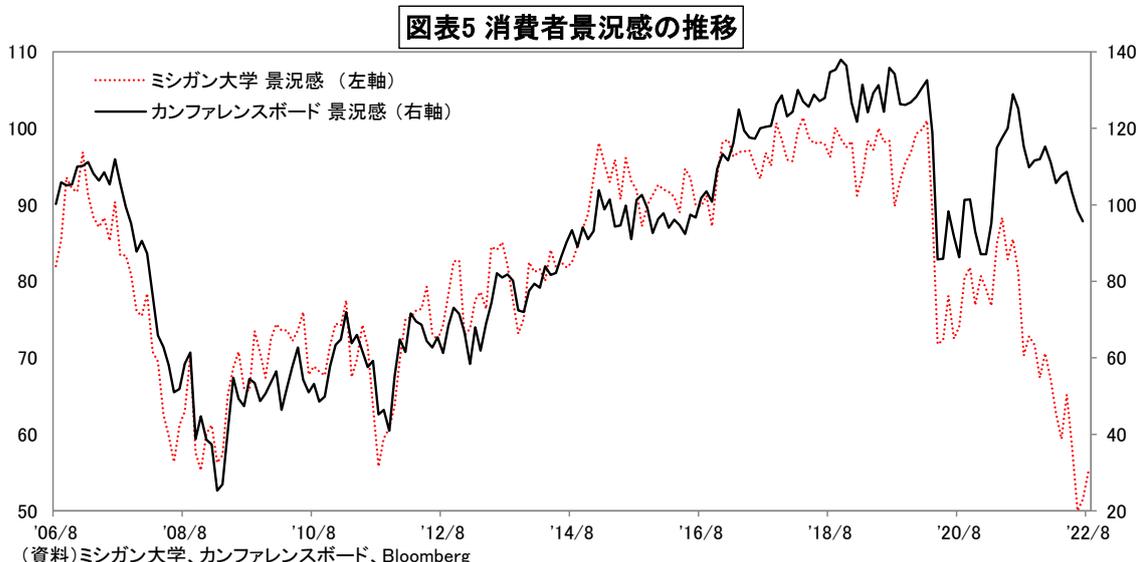
7月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は6月から52.8万人増、失業率は3.5%へ低下し、労働市場が予想以上に堅調である印象を与えた。同時に、求人難も継続しており、6月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は6.6%、自発的な離職率は2.8%といずれも高止まりしており、労働市場のひっ迫がうかがえる。一方で、建設、製造業、貿易・輸送・公共事業などのセクターでは、求人数が減少していることや、新規失業保険申請件数がやや上昇したことなどから、雇用の抑制や削減を進める動きも併存している。

個人消費をみると、6月の実質個人消費支出は、財消費は前月比0.1%、サービス消費は同0.1%で、全体で同0.1%と2か月ぶりに増加に転じた。7月の小売売上高は同0.0%となったものの、7月はインフレ率も鈍化したことから、実質値での個人消費もほぼ横ばいと考えられる。全体としてみれば利上げが進むなかで徐々

に個人消費は減速していると判断できる。

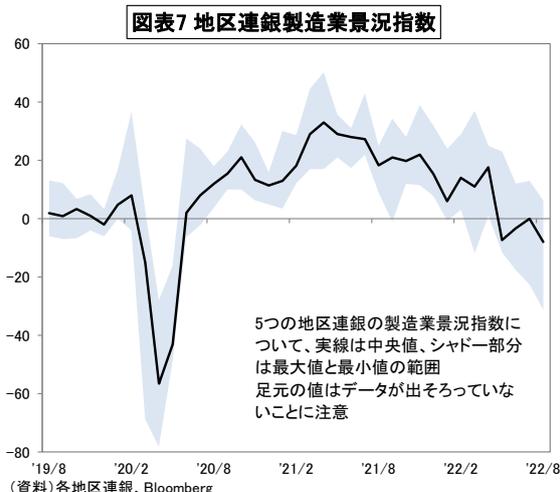
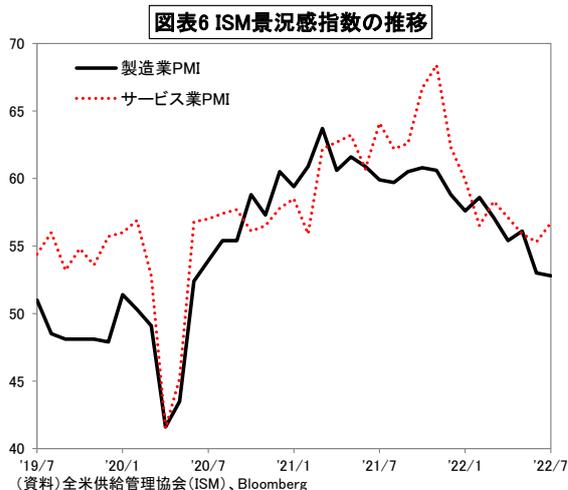


また、8月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は2か月連続で上昇し、55.1（現況指数 55.5、期待指数 54.9）となり、インフレ率が鈍化したことで改善傾向となっている。ミシガン大学からは、高インフレが生活に与える影響が大きい低中所得者を中心に期待指数の改善がみられたと報告された。なお、長期の期待インフレ率は 3.0%と、昨年来の水準となる 2.9~3.1%の範囲での推移となっている。



**26か月連続での  
拡大を示唆する  
企業マインド**

こうしたなか、7月のISM製造業指数（製造業PMI）は52.8%、サービス業指数（サービス業PMI）は56.7%と、企業マインドは26か月連続での企業部門の拡大を示した。入荷遅延指数が低下しており、21年末からの供給制約の緩和が継続していると判断できる。



## 景気の先行き： 22年後半の景気 にも一段の下押し し圧力

さて、景気の先行きを考えてみると、引き締め方向での金融政策が継続することで需要が抑制されるため、景気の減速は続きそうだ。最近のFOMC参加者の発言からも、インフレ率抑制のために政策金利を高め誘導する期間は長期化するとみられる。23年半ば以降についても、高めの政策金利が継続するとの織り込みが進めば、22年後半の景気にも一段の下押し圧力がかかることとなるだろう。

もともと、コロナ禍への対応としての財政支出の影響から、家計のバランスシートが強固であるため、GDPの約7割を占める個人消費は減速しつつも、底割れする可能性は低いと思われる。また、労働市場が堅調なことからも、景気後退懸念は行き過ぎではないだろうか。

低成長の長期化とインフレ率の鈍化が並行する、ハードランディング（景気の急速な悪化）の一手手前のような景気が続きそうだ。

## インフレ率鈍化の 兆しも

インフレ率をみると、6月のコアPCEデフレーターは前年比4.8%と、5月の同4.7%から再加速した。ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同4.3%と、18か月連続で加速しており、物価上昇が幅広い分野で継続している。なお、7月のコア消費者物価指数は前月比0.3%、前年比では6月から変わらずの5.9%と3か月ぶりに鈍化し、インフレ率のピークアウトの兆しが確認されつつあるが、判断を下すのは時期尚早だろう。

サンフランシスコ連銀の分析からは、前月比でみれば足元の高インフレはやや需要側の要因が大きいようだが、高インフレを抑制するには、利上げによる需要の減少と供給制約の緩和の両方が

## インフレ率の高止まりリスクを指摘した7月FOMC議事要旨

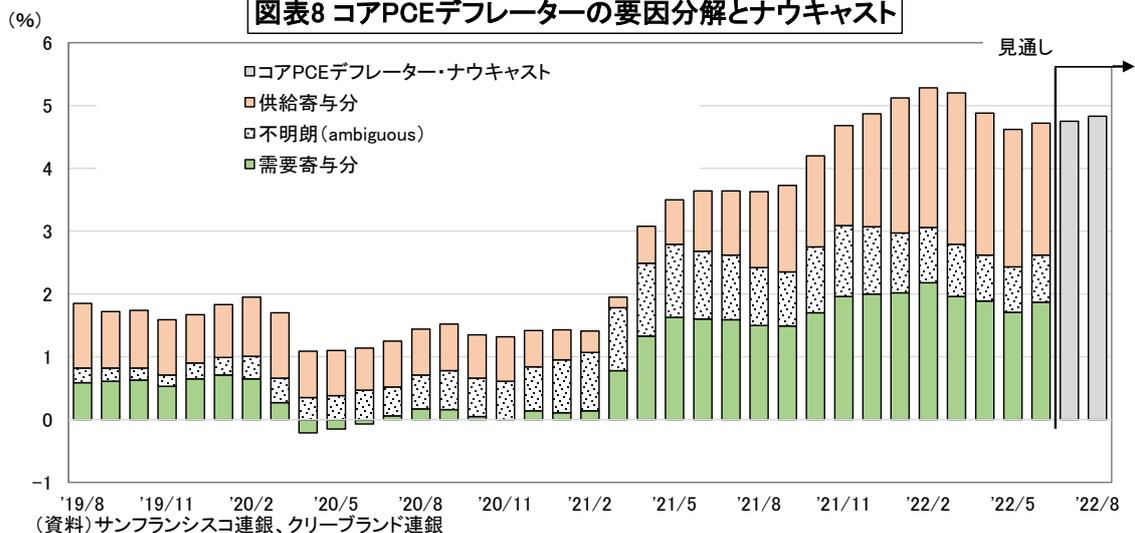
必要であるため、インフレ率が高止まりする期間は長期化しそうだ。

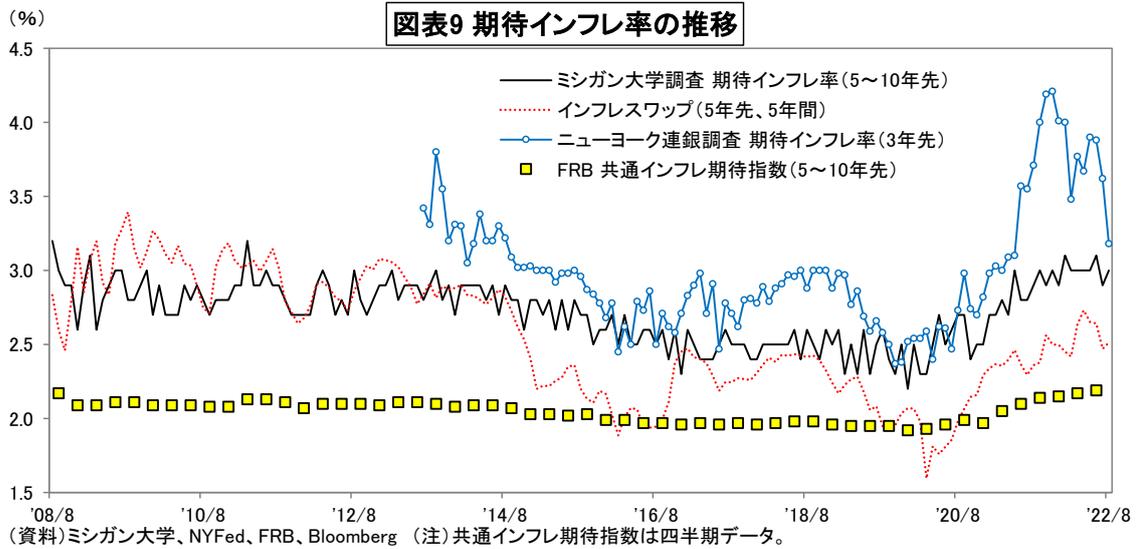
こうしたなか、7月FOMC議事要旨（8月17日公表）では、インフレ率の高止まりが予想以上に長期化する重大な（significant）リスクがある一方で、必要以上の利上げで景気を腰折れさせるリスクも指摘された。FOMC参加者のタカ派傾向を改めて確認する内容となったと思われる。現時点では9月FOMC（20,21日）での利上げ幅は50bpか75bpかの判断が難しいところだが、6月時点からはタカ派化した政策金利見通しが示されるのではないだろうか。

ちなみに、元FRBエコノミストのロバーツ氏は8月2日、「[When will the FOMC pause?](#)」と題したレポートのなかで、6月FOMC時点のシナリオに加え、金融政策反応関数やフィリップス曲線を調整したうえで、期待インフレ率が上昇した場合の2つのシナリオ、インフレ率が予想より早く鈍化するシナリオの、合計4つのシナリオについてのシミュレーションを行っている。結論としては、6か月前比コアPCEデフレーターが前年比3.5%（前月比に換算すれば6か月間の平均が0.29%）程度まで鈍化すれば、FRBは利上げを停止できるとの見通しを解説しており、参考値の一つとなりそうだ。なお、足元6か月間の平均は前月比0.39%となっており、利上げを停止する段階とはいえない。

依然として、インフレ率の高止まりが長期化することで期待インフレ率が上振れる恐れもあり、タカ派的な金融政策を継続する必要があるだろう。

図表8 コアPCEデフレーターの要因分解とナウキャスト

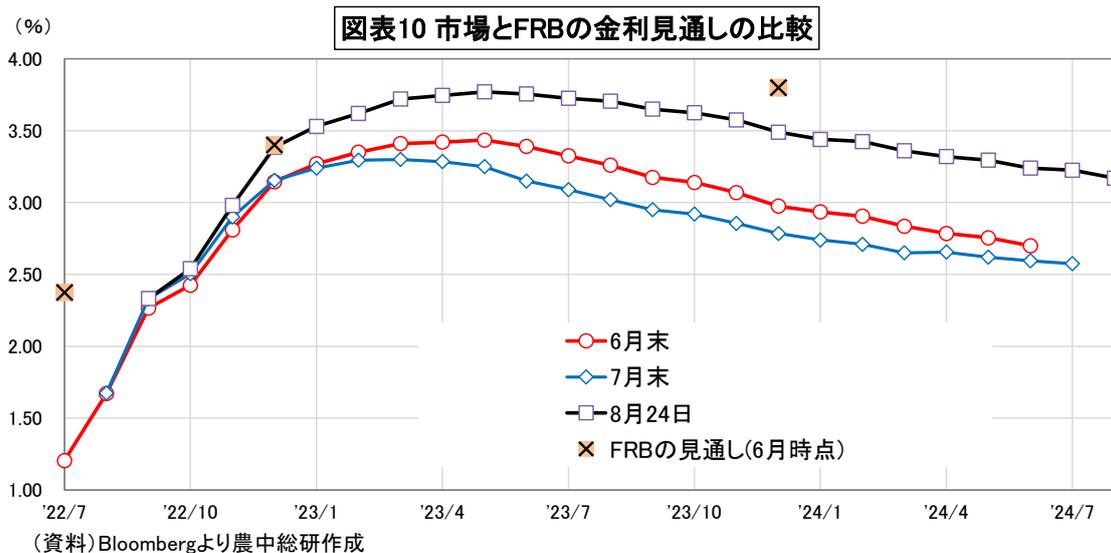


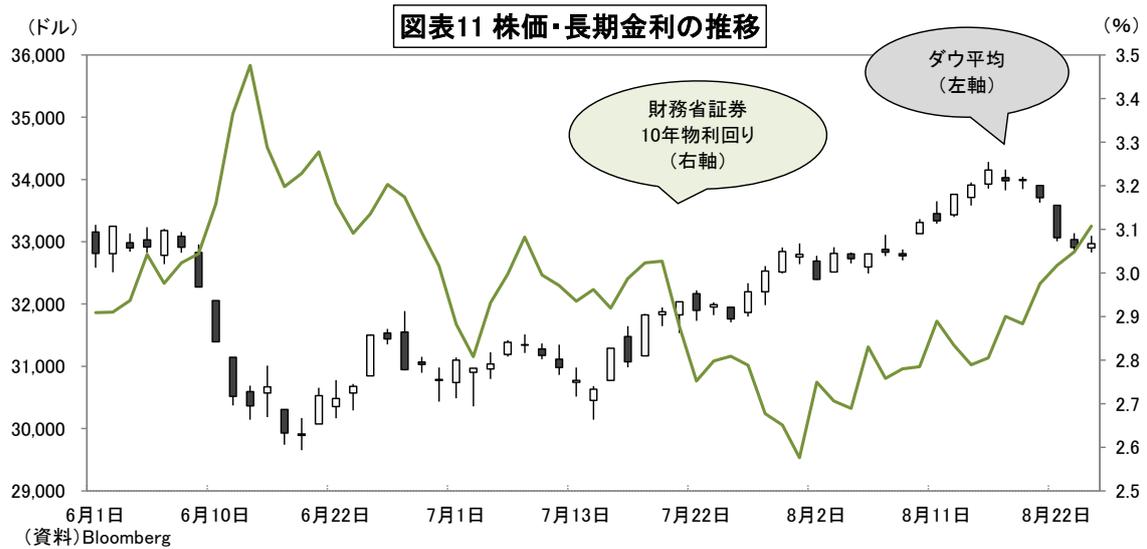


**長期金利は再度  
上昇すると予想**

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では6月FOMC(14、15日)にてFRBが一段とタカ派的な姿勢へと転換するとの思惑を背景に、米長期金利(10年債利回り)は上昇、14日は3.47%と約10年ぶりの水準となった。以降は、景気後退懸念が強まったことやペロシ下院議長の訪台計画などから地政学的なリスクも意識され、8月1日の長期金利は2.58%まで低下した。その後は、景気後退懸念が燻るなかでも、利上げ織り込みが進んだことで長期金利も上昇傾向となり、足元では再び3.0%を上回った。

先行きについては、現時点での景気後退懸念は行き過ぎと思われるため、利上げ路線の継続や高インフレの持続から長期金利は上昇し、3.0~3.5%程度での推移を見込む。





### 株式市場：再び調整局面入りも

株式市場では、6月半ば以降、景気減速懸念のなかでも安値を拾う動きがみられ、ダウ平均は一旦底入れの動きが確認された。7月以降も、利上げペース加速の可能性が否定されたことや好調な決算が多かったことなどから上昇傾向が継続したものの、足元では景気減速懸念の再燃やジャクソンホール会議を控えての神経質なムードとなっている。

先行きについては、現段階では景気の腰折れを伴うほどタカ派的な金融政策が実施されるとは思えないが、市場の楽観的な利上げ織り込みが上方修正される過程で、再び調整局面入りする可能性はあるだろう。

図表12 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言
FOMC委員 投票権あり	パウエル議長	1	8/26	ジャクソンホールで公演予定
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	1		
	ブレイナード副議長	1	7/8	仮想通貨規制の穴を埋める必要がある
	バー副議長 (銀行監督担当)	?	7/19	金融規制担当副議長に就任 9年ぶりに理事7人がそろう
	クック理事	?		
	ウォラー理事	2	7/29	米労働市場の軟着陸は可能性高いシナリオ
	ジェファーソン理事	?		
	ボウマン理事	2	8/6	インフレ率が着実に鈍化するまで、75bpのような大幅利上げを検討し続けるべき
	メスター総裁 (クリーブランド)	2~3	8/4	需要を緩和するために政策金利を4%を少し上回る水準まで引き上げる必要
	コリンズ総裁 (ボストン)	?	7/1	ボストン連銀総裁に就任
FOMC委員 投票権なし	ブラード総裁 (セントルイス)	3	7/14	米経済にとって非常に厳しい時期と認識
	ブラード総裁 (セントルイス)	3	8/18	9月FOMCでの0.75%利上げに傾いている
	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	0~1	8/18	利上げペースやターミナルレートを巡り、依然討議の余地がある
FOMC委員 投票権なし	バーキン総裁 (リッチモンド)	1~2	8/19	景気後退リスクが高まってインフレ抑制を重視
	バーキン総裁 (リッチモンド)	1~2	8/12	インフレ率が2%へ向けて減速しているのが明らかになるまでは利上げ継続
	ポスティック総裁 (アトランタ)	1	7/29	米経済はリセッションからは程遠い
FOMC代理委員 投票権なし	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	1	8/18	インフレ抑制のために22年末に3%越えまで利上げする
	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	1	8/11	インフレ鈍化を示すデータがあれば、9月FOMCでの利上げペースは減速
	エバンス総裁 (シカゴ)	1~2	8/10	23年も利上げ継続
	エバンス総裁 (シカゴ)	1~2	8/10	22年末: 3.25~3.50%、23年末: 3.75~4.00%予想
FOMC代理委員 投票権なし	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1		
	ローガン総裁 (ダラス)	?	8/22	ダラス連銀総裁に就任
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	2	8/23	インフレが想定以上に根強いリスクを懸念
			8/10	23年利下げは非現実的

(資料)各種報道 (注)鷹/鳩の評価は農中総研による。

(22. 8. 24 現在)

## 内需の回復テンポは鈍く、緩慢な回復に留まる中国経済

### ～引き続きコロナ感染動向や追加経済対策の実施状況に注目～

王 雷軒

#### 要旨

7月下旬の中央政治局会議では、22年の成長目標達成に言及せず、「最良の結果実現を目指す」との方針が示された。しかし、その後の経済指標の弱さや新型コロナ感染の再拡大等からは、景気は持ち直し基調にあるものの、内需の回復テンポが鈍く、緩慢な回復に留まっているとみられる。

こうしたなか、不動産販売の深刻な不振に歯止めをかけ、企業の資金調達コストをさらに引き下げるため、8月22日にLPR引き下げが発表された。また、8月24日に開催された国務院常務会議では、地方債の増発などの追加経済対策も打ち出された。引き続き新型コロナの感染動向や追加経済対策の実施状況等を注視したい。

#### 中央政治局会議では成長目標達成に言及せず

新型コロナ感染の拡大を受けた上海市のロックダウンや移動制限による経済活動への悪影響に加え、不動産業の不振等を受けて4～6月期の実質GDP成長率は、前年比0.4%と辛うじてプラス成長を維持したものの、政府の22年の成長目標である「5.5%前後」を大きく下回った。

こうしたなか、7月28日に22年後半の経済政策を手配する共産党中央政治局会議が開催されたが、そのポイントを紹介する。

まず、冒頭新型コロナ感染抑制策による実績を高く評価したうえで、今後も抑制策を緩めず、引き続き堅持していく方針を強調した。そのうえで、年後半の経済政策運営については、「経済回復の基礎を固め、雇用と物価の安定化に注力し、経済成長を合理的なレンジ内に保持し、22年は最良の結果実現を目指す」との方針が示された。

前回の会議（4月29日開催）では「経済成長を合理的なレンジ内に保持し、22年の経済社会発展の目標達成を目指す」という方針が示されていたが、今回22年の成長目標達成は事実上撤回されたとみられる。

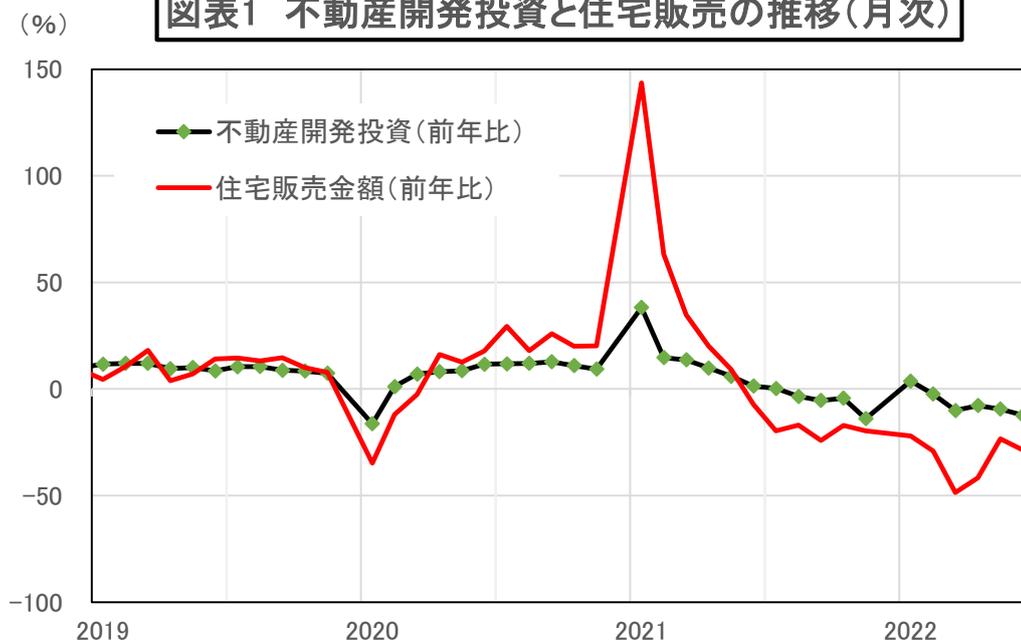
とはいえ、年後半に「最良の結果実現を目指す」との方針が示され、引き続き経済成長の安定化を図る一方、広東省、江蘇省、山東省、浙江省、福建省などの「経済大省」に対しては、

22年の経済社会発展の成長目標を達成するよう要求している。

そのための年後半のマクロ政策の方針も示された。具体的には、財政政策については、地方政府専項債（インフラ整備向け投資の資金源となる特別債券）の発行で調達された資金を十分活用するほか、地方政府専項債の発行上限枠を最大限に活用することを支援する内容が決まった。

金融政策については、市場流動性の合理性かつ潤沢性を維持し、企業向け融資を拡大し、とくに政策性銀行による貸出枠の拡充と新設されたインフラ整備向け投資基金をうまく活用することが示された。これらの政策方針を踏まえ、年後半は現行政策の実施を加速していくことに留まり、大規模な景気浮揚策を新たに打ち出す可能性は低下したと言えよう。

**図表1 不動産開発投資と住宅販売の推移(月次)**



(資料) 中国国家統計局、Windより推計、直近は22年7月。

### 生産・消費・投資いずれも鈍化、輸出は堅調推移

上海市のロックダウンが6月初めに解除されたことで景気は緩やかながら持ち直しつつあるとみられるが、新型コロナウイルスの再拡大や不動産市況の深刻な不振などで持ち直しに陰りも見え始めた。

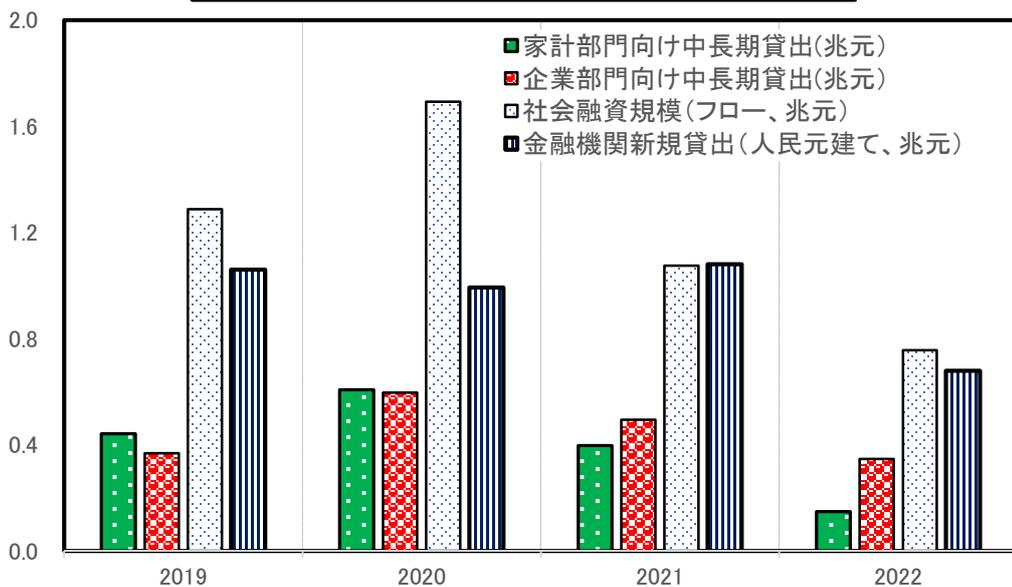
国家統計局が7月31日に発表した7月の製造業PMI（購買担当者景況指数）は49.0と判断基準の50を再び割り込んだ。また、7月の鉱工業生産も前年比3.8%と、6月（同3.9%）から小幅鈍化した。企業マインドが悪化したほか、生産も予想外の

低調さとなった。

また、消費と投資はいずれも鈍化に転じた。7月の小売売上総額は前年比2.7%と再び鈍化した。7月の不動産開発投資（推計値）も住宅販売の不振を受けて前年比▲12.3%と、6月（同▲9.4%）から減少幅がさらに拡大した（図表1）。6月末から不動産デベロッパーの資金繰りの厳しさなどを受けて建設が中断・延期された物件の購入者が住宅ローンの返済を拒否する動きが全国的に広がった影響で住宅購入予定者に様子見ムードがさらに強まり、7月の市況は一段と悪化した。

一方、自動車購入促進策の効果で自動車の生産・販売は比較的堅調に推移したほか、インフラ整備向け投資（電力を含む）も地方政府専項債の発行完了・利用加速を受けて底堅く推移した。また、7月の輸出額（米ドル建て）は前年比18%と6月から小幅に加速した。

図表2 7月の社会融資規模・内訳の推移



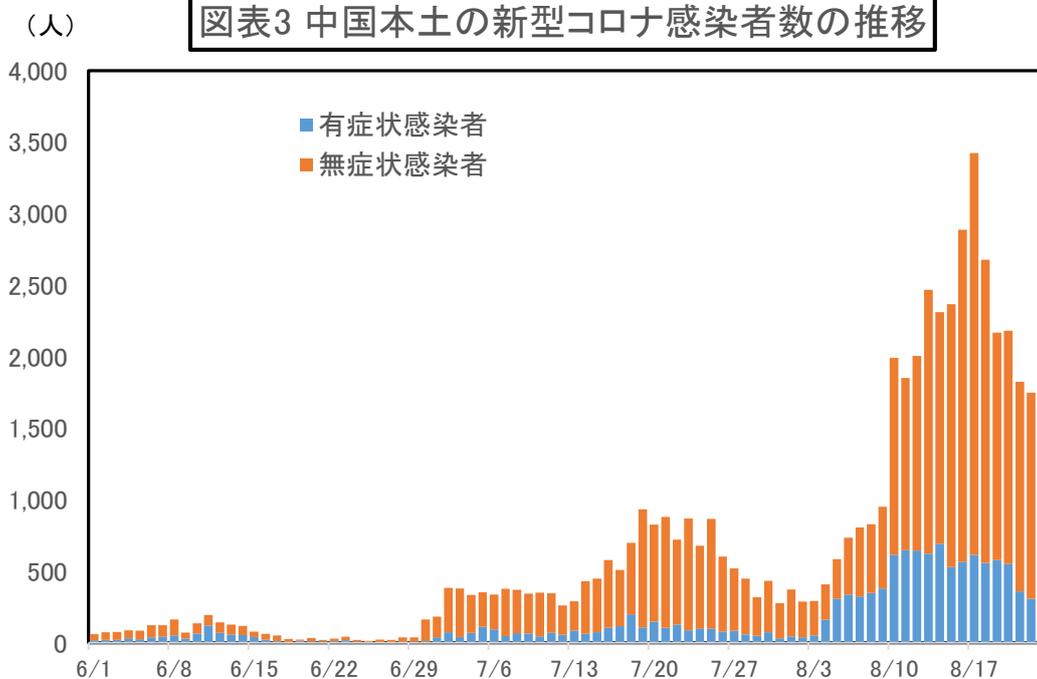
(資料) 中国人民銀行、Windより作成

### 金融機関の新規貸出は予想以上に失速

7月の景気持ち直しテンポの弱さを反映し、7月の金融統計は予想以上に失速した。6月の金融機関の新規人民幣建て貸出は堅調だったものの、7月は市場予想を大きく下回り再び失速した。とくに、新規住宅ローン需要の低迷などを受けて7月の家計部門向け中長期貸出の低調さが目立つ（図表2）。「合理的な成長」を達成するために、実体経済の資金需要を刺激・喚起することが緊急の課題となっている。市場流動性を潤沢に供

給するとみられるなか、利下げによって資金需要を刺激し、資金を銀行から実体経済へという循環を促進する必要性が高まったと考えられる。

**図表3 中国本土の新型コロナ感染者数の推移**



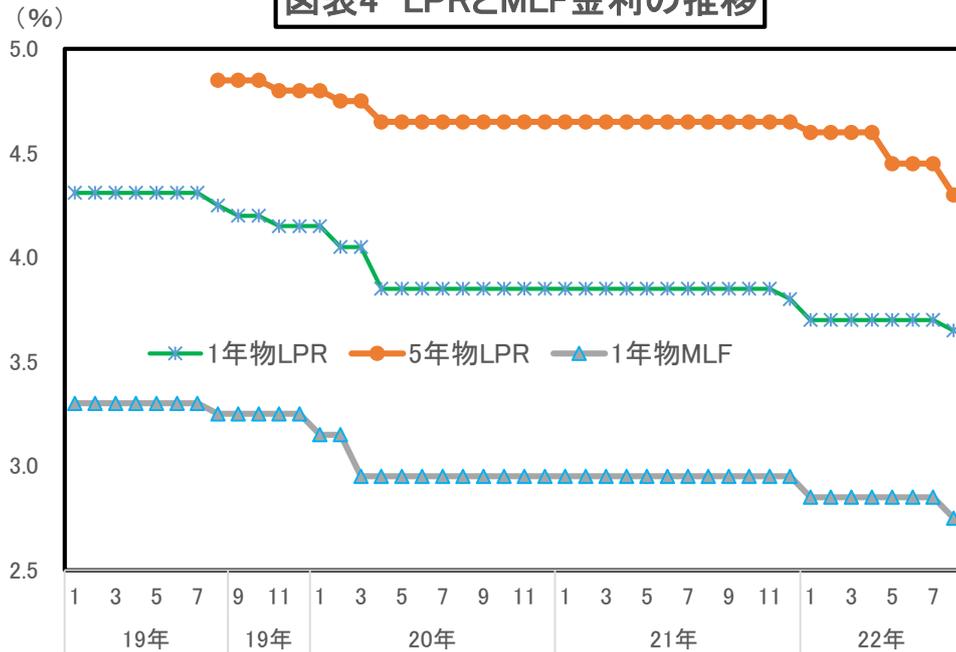
(資料) 中国国家衛健委、Windより作成、直近は22年8月23日。(注) 新型コロナ感染者数は無症状感染者+有症状感染者。

**コロナ感染の再拡大  
や電力不足等を受けて  
8月入り後の景気下  
振れ懸念は増大**

新規コロナ感染者数の減少を受けて6月1日に2か月以上にわたった上海市のロックダウンが解除され、失われていた「日常」が取り戻されつつあるが、中国本土での新型コロナ感染者数の1日当たりの推移を見ると、6月末から再び拡大の動きが確認できる。8月入り後も、夏季休暇などで人々の移動が増えるなか、8月17日には3,424人が確認されるなど、さらなる拡大が見られた(図表3)。これを受けて感染発生の地域では短期間のロックダウンや移動規制が実施され、4月ほどではないものの、経済活動への悪影響は続いているとみられる。

これに加えて、米ペロシ下院議長の台湾訪問(8月2~3日)をめぐり、米中対立の激化懸念が強まったほか、渇水・猛暑による水力発電量の大幅な減少とエアコン稼働率の高まりなどを背景に電力需給もひっ迫したことなどから、一部企業向けで供給制限が実施され、景気下振れ懸念は強まりつつあるとみられる。

**図表4 LPRとMLF金利の推移**



(資料) 中国人民銀行、Windより作成

**LPR は引き下げ、今後  
も追加金融緩和**

こうした状況を受けて景気持ち直しを下支えするため、8月22日、ローンプライムレート (LPR) が引き下げられた。具体的に、1年物、5年物がそれぞれ5bp、15bp引き下げられた (図表4)。

その直前の8月15日には、中国人民銀行 (中央銀行) が、1年物MLF金利 (中期貸出制度) と7日物リバースレポ金利をそれぞれ10bp引き下げており、今回のLPR引き下げはサプライズではなかったが、5年物LPRの引き下げ幅は予想以上であった。

不動産市況の悪化を阻止するため、新規住宅ローン金利のさらなる低下を促す必要性が高まるなか、預金金利の調整メカニズムによる銀行預金金利の引き下げや銀行の貸倒引当金カバー率の引き下げを通じてLPRを低下させたと考えられる。

一方、LPR引き下げには踏み切ったものの、1年物のLPRが小幅な引き下げに留まったことなどから、当局は依然として慎重な姿勢を崩していないと思われる。

先行きについても、不透明性・不確実性が依然高いこともあり、内需 (消費+投資) を押し上げ本格的な経済回復を促すため、追加金融緩和を行う必要もあろう。

**国務院常務会議で追  
加経済対策を発表**

加えて、8月24日には李克強首相が主催した国務院常務会議で追加経済対策を打ち出した。その内容は以下のとおりである。

## 22 年の経済見通しは 大幅に下方修正

具体的には、①政策性銀行による貸出枠を 3,000 億円増やす、②発行上限枠を活用し、10 月末までに 5,000 億円規模の地方政府専項債を増発する、③インフラ整備事業等のプロジェクトを速やかに認可・実行する、④プラットフォームエコノミーの発展を促し、民営企業による投資を支援する措置を講じる、⑤地方政府が実情に沿った柔軟な貸出政策等により住宅実需を満たす、⑥行政関係手数料などの支払期限を延期するほか、地方政府による中小企業・零細企業と自営業者向けの貸出リスク保障基金の創設を奨励する、⑦中央発電企業等による 2,000 億円の特別債券を発行するほか、農業資材購入補助金を 100 億円増やす、などが示された。

最後に、国務院は、各地方政府が上記のパッケージに基づき、速やかに詳細案を策定し公布するよう指示した。さらに、各地方政府の詳細な対策およびその実施状況について監督・検査を強めることとした。

最後に経済見通しを述べよう。当総研は、4～6 月期の実質 GDP 成長率が想定以上に落ち込んだこともあって、22 年通年の経済見通しを 5 月時点の 5.1%から 3.7%に下方修正した（後掲の経済見通しを参照）。

繰り返しになるが、8 月入り後も一部の地域で短期的かつ小規模なロックダウンや移動規制などが繰り返し行われているが、こうしたコロナ感染抑制策が依然として大きな経済下振れリスクの一つであろう。引き続き感染動向や追加経済対策の実施状況等を注視したい。

(22. 8. 25 現在)

## ユーロ圏で進行する二つの分断化

### ～国債市場の分断と経済情勢の分断～

山口 勝義

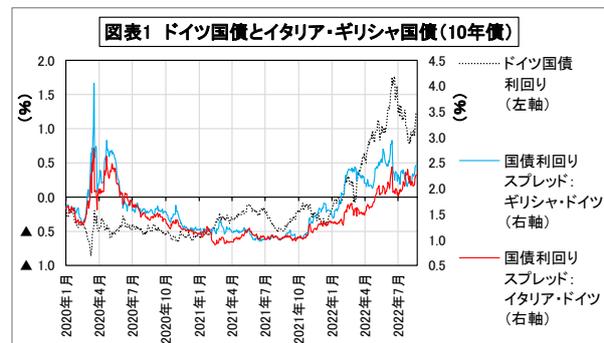
#### 要旨

ユーロ圏では国債市場の分断化とは別に経済情勢の分断化が進行しつつあり、成長率は鈍化し景気後退入りも現実味を帯びてきている。また ECB は経済情勢の分断に対しては政策手段を持たず、各国の経済情勢の格差が拡大する傾向が定着する可能性が高い。

#### はじめに

欧州中央銀行（ECB）は7月、2011年以來となる政策金利の引き上げを決定した。事前に示唆した2倍の、50bpの引き上げであった。同時にECBは、新たな債券買入れ策の導入を承認した。この「伝達保護措置」（TPI=Transmission Protection Instrument）は、一部のユーロ圏加盟国の国債利回りの上昇による市場の分断化を防止し域内での政策効果の浸透を容易にすることを目的とするものである<sup>(注1)</sup>。

実際にユーロ圏では、消費者物価の上昇が継続しECBが従来の様子見姿勢から物価対策重視の姿勢に転換するに連れ、高債務国を中心として国債利回りは神経質な動きに転じている（図表1）。特にイタリアでは、ドラギ首相の辞任を受けた9月の総選挙を経て政治情勢が混乱する可能性も否定できず、今後の市場動向に注意が向けられている。同国では課題である経済の構造改革が滞り、コロナ危機からの復興基金の資金実行が欧州連合（EU）により中断される展開も想定される。こうしてユーロ圏では市場が不安定化するリスクは軽視できず、この結果、進行する市場の分断化がユーロ圏内で統合されたECBの金融政策の効果を不均一なものとする要因になりかねない状況にある。



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

しかしユーロ圏では、市場情勢とは別にもうひとつの分断化が生じてきている点にも目を向ける必要がある。それはロシアやウクライナとの経済関係の密接さなどに応じて現れている各国間での消費者物価上昇の格差であり、これがもたらす経済情勢の格差の拡大である。

当面のユーロ圏の経済情勢としては、急速かつ大幅な消費者物価の上昇の下で、実質賃金の低下による購買力の縮小の結果、家計の貯蓄の取り崩しや借り入れの増加とともに消費を抑制する動きが強まり、消費の低迷が経済成長の下押し要因として働くことが考えられる。この過程で、各国間の物価上昇の格差の拡大は消費動向を通じて各国の経済情勢自体の分断をもたらすことになり、国債市場の分断ばかりかこの点からも、ECBの政策の舵取りは困難さを増すことになる。

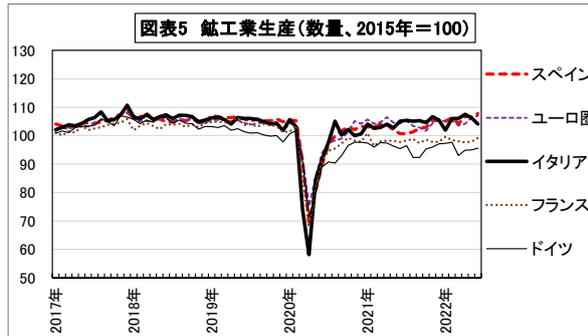
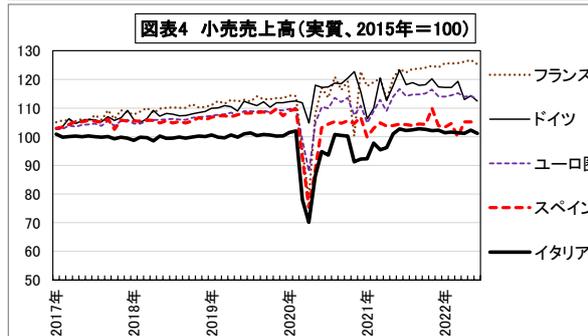
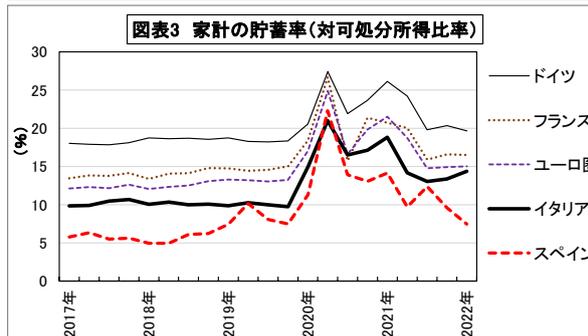
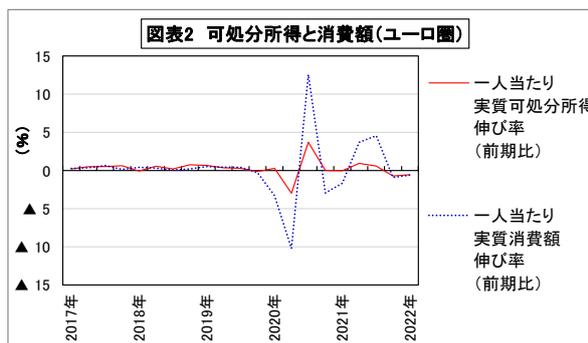
## 経済情勢を左右する消費の動向

ユーロ圏では各国で家計に対する支援策が拡充されてはいるものの、エネルギー価格や食料品価格の高騰により低所得層を中心に「生活費危機」(cost of living crisis)の様相が強まっている。全体的な動向として、昨年半ば以降、実質所得の伸び率がマイナス圏に沈み込み、これに呼応して消費の低迷が現れている(図表2)。

この過程ではコロナ危機で上昇した貯蓄率が低下傾向に転じるなど、貯蓄の取り崩しの気配が見られている(図表3)。また同様にコロナ危機で急上昇した債務比率は、その後は非金融企業で低下傾向にあるのに対し、家計では高止まりが続いている(注2)。こうしたなかユーロ圏の小売売上高は、6月には前月比で▲1.2%、前年同月比では▲3.7%となるなど、頭打ちの度合いが強まりつつある(図表4)。またユーロ圏の業種別の景況感指数も、特に小売業において低下が著しい(注3)。

このため、足元ではコロナ規制の緩和を受けて、とりわけ観光業の業績回復への期待が大きい。が、夏季の繁忙期の労働力不足に消費の抑制が加わり、大きな景気浮揚効果は期待し難い状況にある(注4)。これに対し、経済活動の一方の柱である生産については、供給網の制約の長期化により自動車を中心に消費財の生産低迷が長引いてはいるものの、資本財がこれを補うことで全体としては概ね均一的で安定的な推移となっており、消費の動向とは対照的な姿を示している(図表5)。

このようにユーロ圏では、第一に消費動向が経済情勢を左右する主要な要因である点に着目する必要がある。確かに、冬のエネルギーの需要期に向けてロシア産天然ガスの供給がさらに削減される可能性



(資料) それぞれ、Eurostat のデータから農中総研作成

も考えられ、この場合にはロシア依存の程度に応じて生産面に影響が拡大することが見込まれるが、当面の注目点は消費動向ということである。そしてその上で、第二として、この消費動向を左右する要因である物価について、各国の特徴を点検する必要があることになる。

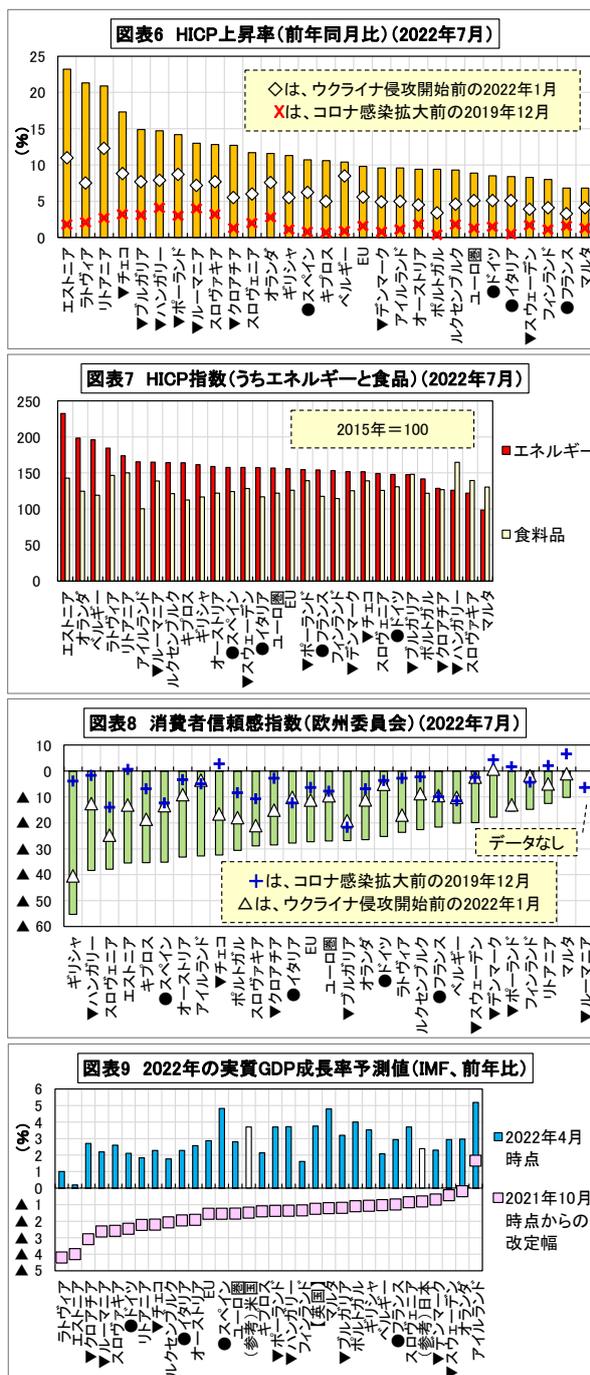
## 消費動向を左右する物価の動向

欧州では新型コロナウイルスとの共生の長期化や気候変動対策の加速化に伴い生じた様々な供給面の制約を主な要因として消費者物価指数（HICP）には上昇圧力が掛かり続けてきたが、これに加えてロシアによるウクライナ侵攻が与える影響は大きい。両国との経済関係の密接さの程度などに応じて、各国間で物価の動向には格差が拡大している実態がある（注5）。

まず直近の22年7月のデータをウクライナ侵攻開始前の22年1月のデータと対比すると、なかでもバルト三国（エストニア、ラトヴィア、リトアニア）や、ユーロ圏への未加盟国を含んでいるがチェコ、ポーランド、ハンガリーなどの東欧諸国やバルカン諸国において物価上昇の程度が大きい（図表6）。また、HICPの内訳としてエネルギーと食料品を取り出した場合には、バルト三国では特にエネルギー価格が、またハンガリーなどでは食品価格が、それぞれ高い水準に達している特徴を見て取ることができる（図表7）。

こうした下で欧州委員会による消費者信頼感指数は各国で落ち込んでおり、ハンガリーやエストニアなどのほか、観光産業への依存が大きいスペインやイタリアなどで落ち込みが大幅である（図表8）（注6）。また国際通貨基金（IMF）が22年の実質GDP成長率の予測値についてウクライナ侵攻後に行った改定では、特にバルト三国や東欧諸国、バルカン諸国で下方改定が大幅なものとなっている（図表9）。

このようにロシアによるウクライナ侵攻を受けて各国間で物価の動向に格差が拡大しており、これは各国の経済情勢にも反映していることが確認できる。またこうした現状に加えて、今回の紛争が早



(資料) 図表6～8はEurostatの、図表9はIMFの、各データから農中総研作成

(注) ▼はユーロ圏未加入の国、●はユーロ圏の四大国、【】はEU外の欧州の国であることを示す。

期に鎮静化した場合にも欧州とロシアとの経済関係が容易に旧に復するとは考え難いため、この物価動向と経済情勢の格差が近い将来、縮小方向に転じる可能性は限られているとみられる。

## おわりに

前述のとおり各国間の経済情勢の分断化の要因として、これまでの消費の他に、新たに生産が加わる可能性がある。そして、この生産についても同様に、ロシアなどとの経済関係に左右されることになる。

ロシアは欧州に対する天然ガスの供給を冬に向けてさらに削減する可能性がある(注7)。これに対しEUでは8月、「ガス需要削減規則」を採択するなど対策を講じているが、今後、国によってはガスの配給制度の導入を余儀なくされる可能性も否定できず、「生活費危機」から「エネルギー危機」への拡大が懸念されている(注8)。

こうした中での最大の懸念国は、製造業立国であり「ノルドストリーム」を通じてロシア産ガスへの依存度が大きい、経済大国ドイツである。最近の貿易収支の急速な縮小にドイツの苦境が現れているほか、IMFは同国の成長率の予測値を相次いで大幅に引き下げている(図表10、11)。

ユーロ圏では以上のように、国債市場の分断化とは別に経済情勢の分断化が進行しつつある。こうした下で成長率は鈍

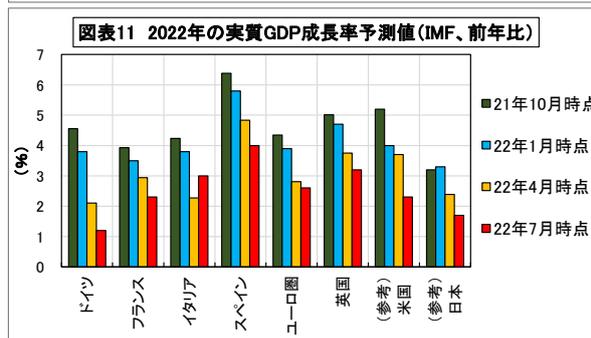
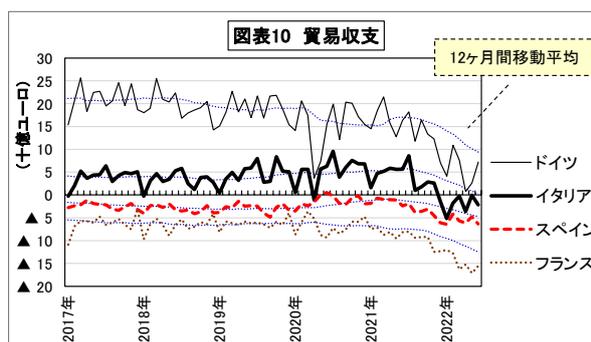
(注1) TPIの発動は当該国が健全な経済や財政を維持していることが前提であり、投機的な動きなどにより国債利回りが上昇した場合に限定されている。ただし、ECBはTPIの仕組みの大枠を示すに止まっており、その具体的な運用基準などについては明らかにしていない。なお、ECBはTPIとは別に2012年に導入した国債買入れプログラムであるOMT(Outright Monetary Transactions)を有している。OMTの発動は、当該国が欧州安定メカニズム(ESM)による支援を受け、その下で経済の構造改革や財政健全化などの支援条件を遵守していることが条件となる。

(注2) ECBのデータによる。

(注3) Eurostatのデータによる。

(注4) 欧州ではコロナ危機時の労働力不足は解消されてきてはいるが、夏季の休暇シーズンの繁忙期には人手不足による観光地でのサービス低下や飛行機の欠航多発、空港の混乱発生などが報じられている。

(注5) 物価動向の各国間格差は、ロシアやウクライナとの経済関係の密接さの程度のほかにも、家計消費



(資料) 図表10はEurostatの、図表11はIMFの、各データから農中総研作成

化し、景気後退入りも現実味を帯びてきている。また、ECBは国債市場の分断に対してはTPIなどにより対処が可能であるとはしても経済情勢の分断には有効な政策手段を持たず、域内で各国の経済情勢の格差が拡大する傾向が定着する可能性が高まっている。(22.8.24現在)

全体に占めるエネルギーや食料品の比率の違いとそれによるHICP算出上の各項目のウエイトの差にも影響を受ける。IMFは次のペーパーで、家計消費全体に占めるエネルギー消費について、東欧諸国やバルカン諸国においてこの比率が大きく、ユーロ圏の四大国などではこれが比較的小さいことを示している。

・ IMF (July 2022) “Surging Energy Prices in Europe in the Aftermath of the War” WP/22/152

(注6) 欧州委員会による「消費者信頼感指数」は、各質問事項に対する肯定的な回答の割合から否定的な回答の割合を差し引いた値を平均したものである。

(注7) ロシアはこれまでに、ポーランド、ブルガリア、フィンランド、オランダ、デンマーク、ラトヴィアに対し、天然ガスの供給を停止した経緯がある。また、ドイツに対する「ノルドストリーム」経由の供給を、6月には6割、7月には8割削減した。

(注8) EUの「ガス需要削減規則」では、例外規定を含むものの、各国がガス消費量を過去5年間の平均値対比で15%削減することなどを規定している。



農林中金総合研究所

# 2022～23年度改訂経済見通し

## 物価高や世界経済減速で景気回復に遅れも

～ 日本経済見通し: 2022年度: 1.7% (下方修正※)、23年度: 1.3% (下方修正※) ～

※22年6月時点の当総研見通し(22年度:2.7%、23年度:2.0%)との比較

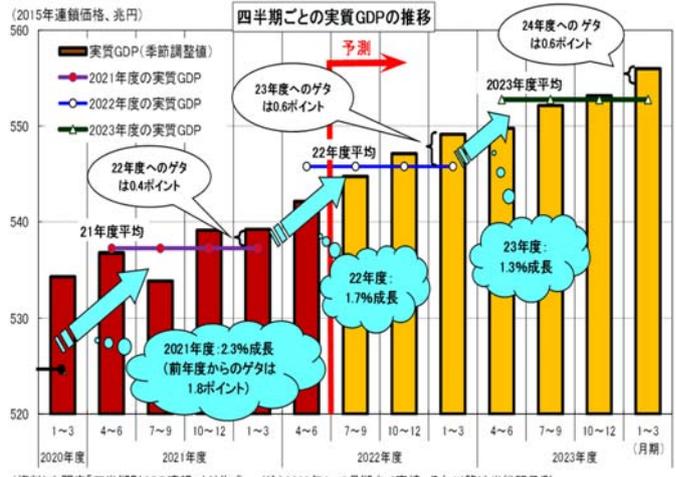
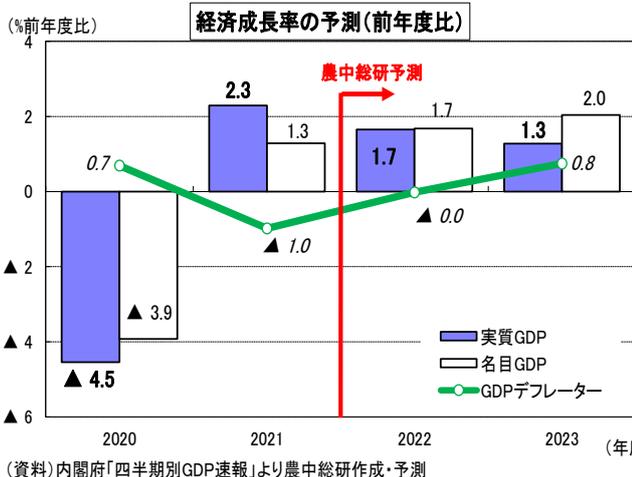
2022年8月18日

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

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 》

- 新型コロナ感染「第6波」の収束により、22年度入り後はサービス消費の持ち直しが主導する形で国内景気回復が進んだ。また、コロナ禍で先送りされていた企業設備投資も増加に転じたこともあり、4～6月期は3四半期連続のプラス成長となり、ようやくコロナ前のGDP水準を回復した。
- 7月以降、コロナ感染「第7波」が襲来する中でも、サービス消費は持ち直しが続いているものの、物価高によって消費者マインドが悪化しており、今後の消費の回復を阻害する可能性がある。さらに、40年ぶりの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、先行きは世界経済が減速する可能性が高く、輸出も伸び悩む可能性が高い。国内景気回復テンポはなかなか加速せず、23年度にかけて緩やかな成長が続くだろう。
- 政府はエネルギー・食料品などの高止まりに対して、新たな経済対策を講じる構えを見せている。
- 国内の物価上昇率は2%台で推移しているものの、日銀はこれに対して安定的・持続的な物価上昇でないと評価しており、粘り強く大規模な金融緩和策を継続するものと思われる。



# 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	24
5 金融政策の見通し	32
6 金融市場の見通し	34

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

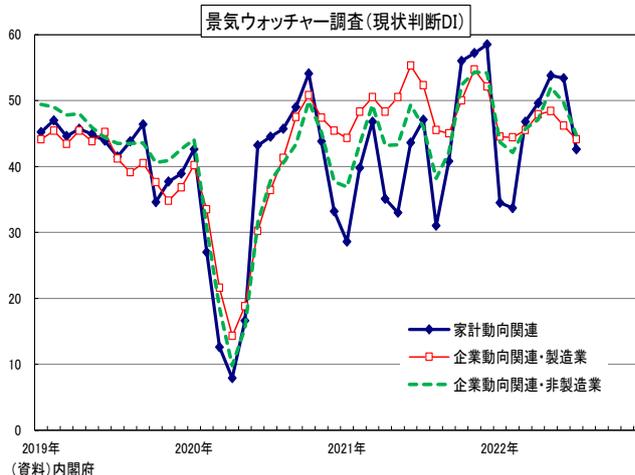
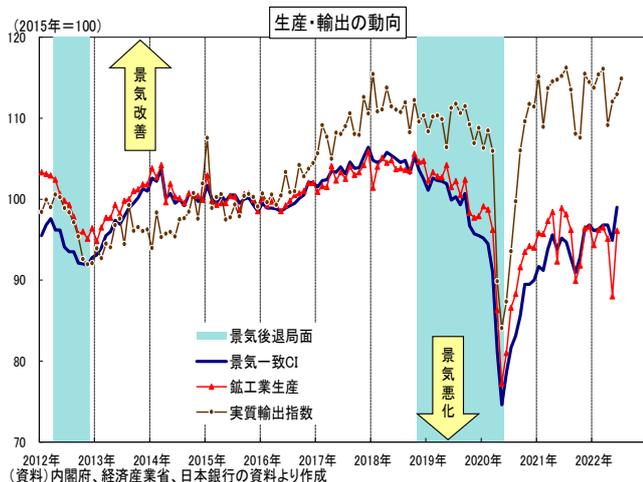
南 武志  
 佐古佳史  
 新谷弘人  
 王 雷軒

農林中金総合研究所

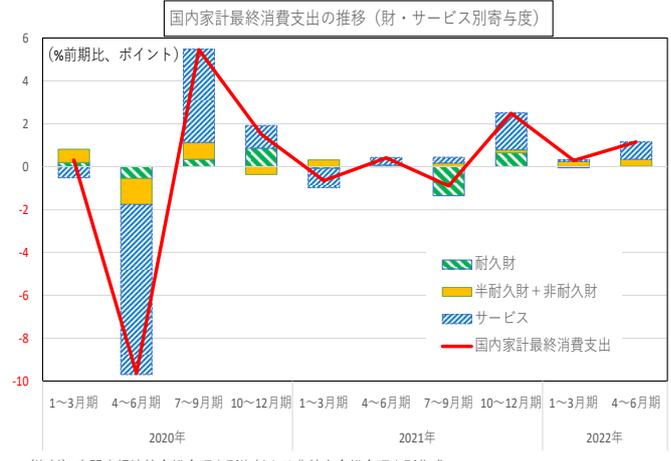
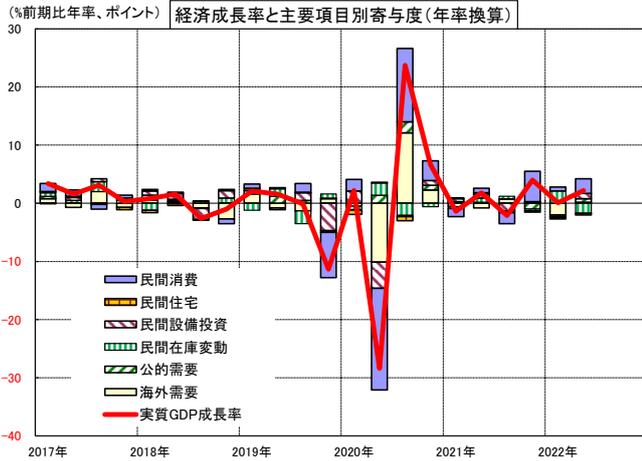
3

## 1 景気の現状

- 景気動向：サービス消費の持ち直しが再開したが、足元では物価高への警戒高まる
  - － コロナ感染「第6波」の収束により、4～6月期の消費関連指標はサービス部門を中心に持ち直し傾向を強めた
  - － 6月の景気動向指数のCI一致指数は2か月連続で上昇、コロナ禍からの持ち直し局面では最高値を更新
    - 景気の基調判断は「改善」で据え置き
  - － 半導体不足など「供給の混乱」が長期化しているものの、中国・上海市の都市封鎖が概ね解除されたことで、6月には生産、輸出などが拡大
    - 6月の鉱工業生産は前月比9.2%と、現行統計では最大の伸びを更新
  - － 一方で、国際商品市況の高止まりや急激な円安進行により、エネルギー・食料品などの値上げ圧力が強まっているほか、7月入り後は新たな変異ウイルスによる「第7波」が襲来しており、消費の順調な持ち直しを阻害しつつある
    - 7月の景気ウォッチャー調査によれば、現状判断・先行き判断DIはともに判断基準となる50を割り込んだ



- 4～6月期GDP: 3四半期連続のプラス成長(前期比0.5%、同年率2.2%)
  - コロナ感染「第6波」収束で、飲食、宿泊、娯楽などサービス消費が再び持ち直す
    - 民間住宅投資(前期比▲1.9%)、民間在庫変動(前期比成長率に対する寄与度:▲0.4ポイント)、輸入(前期比0.7%)は成長率押下げ要因だった半面、民間消費(同1.1%、うちサービスは同1.4%)、民間企業設備投資(同1.4%)、公的需要(同0.6%)、輸出(同0.9%)は成長率押上げ要因
    - GDPデフレーターは前年比で▲0.4%と5期連続、前期比でも▲0.3%と2期ぶりで、ともに下落するなど、輸入コスト上昇分の国内生産物への価格転嫁はなお不十分
    - 雇用者報酬は名目ベースでは前期比0.5%と4期連続の増加ながらも、実質ベースでは同▲0.9%と2期連続の減少
  - 実質GDP(542兆円)は、コロナ禍直前(19年10～12月期、541兆円)の水準をようやく回復

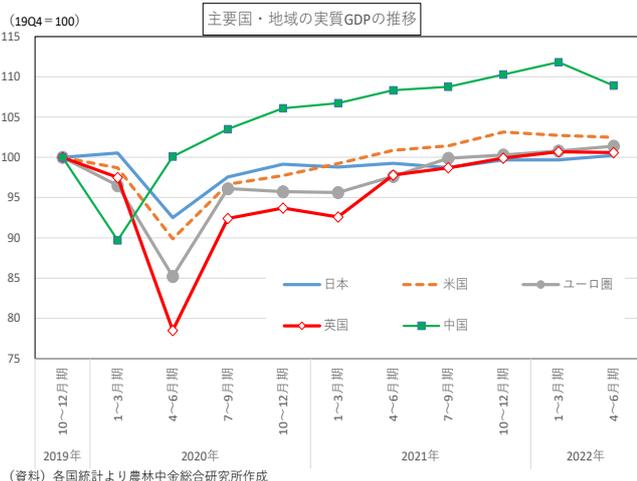


農林中金総合研究所

5

## 2 世界経済の動向 ①概況

- 泥沼化するロシア・ウクライナ戦争に加え、世界的な高インフレと主要中銀による利上げ加速、中国のゼロコロナ政策・不動産危機などで、世界景気の失速懸念が高まる
- 国際機関による世界経済見通し: 見通しをさらに下方修正
  - IMF世界経済見通し(22年7月発表)では、22年の世界経済を3.2%成長と21年の6.1%成長から急減速と予測、4月時点の見通しから▲0.4ポイントの下方修正(2回連続)
    - 23年も2.9%成長(同じく▲0.7ポイントの下方修正)と、成長鈍化が続く見込み
    - 欧州のエネルギー問題、インフレ抑制失敗による大幅利上げ継続の可能性、中国リスク(ゼロコロナ政策・不動産危機)など、下振れリスクは多い



2022～23年 IMF世界経済見通し

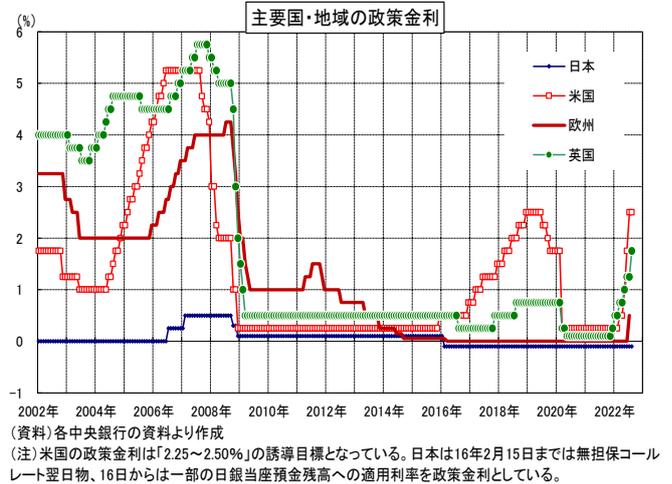
	2020年	2021年	2022年	2023年
世界全体(実質経済成長率)	▲3.1	6.1	3.2	2.9
先進国	▲4.5	5.2	2.5	1.4
米国	▲3.4	5.7	2.3	1.0
ユーロ圏	▲6.3	5.4	2.6	1.2
ドイツ	▲4.6	2.9	1.2	0.8
フランス	▲7.9	6.8	2.3	1.0
イタリア	▲9.0	6.6	3.0	0.7
スペイン	▲10.8	5.1	4.0	2.0
英国	▲9.3	7.4	3.2	0.5
日本	▲4.5	1.7	1.7	1.7
新興国・発展途上国	▲2.0	6.8	3.6	3.9
中国	2.2	8.1	3.3	4.6
インド	▲6.6	8.7	7.4	6.1
ブラジル	▲3.9	4.6	1.7	1.1
ロシア	▲2.7	4.7	▲6.0	▲3.5
南アフリカ	▲6.3	4.9	2.3	1.4
ASEAN5	▲3.4	3.4	5.3	5.1
世界貿易数量(財・サービス)	▲7.9	10.1	4.1	3.2

(資料)IMF『World Economic Outlook Update(2022年7月)』

農林中金総合研究所

6

- 需要の急拡大と供給制約が重なり、高インフレ状態が定着
  - － 行動制限が解除された欧米諸国では需要が急拡大する一方、労働力不足などの供給制約によってインフレが発生、じきに沈静化すると当初の想定に反して加速が続いた
- 海外中央銀行は本格的な金融引締めに乗出した
  - － 予想を上回るインフレ加速に対して、海外の主要中央銀行は22年入り後から金融政策の正常化に乗出したが、最近では景気を犠牲にしてもインフレ沈静化を優先する姿勢を強めている
  - － 既に利上げを開始した米英中銀 (Fed, BoE) では大幅な利上げに踏み切ったほか、バランスシートの圧縮も開始した
  - － 欧州でも中銀 (ECB) は大幅利上げ (利上げは11年ぶり) を決定、8年にわたるマイナス金利政策から脱した



農林中金総合研究所

7

## 2 世界経済の動向 ②米国

- 景気動向: インフレ抑制のための利上げにより、景気は不安定化
  - － 22年4~6月期GDPは前期比年率▲0.9% (速報) と、2期連続でのマイナス成長となった
  - － 社会問題化しているインフレ率は、ピークアウトの兆しが見え始めたものの、先行きの不確実性は高い状態が続いている
  - － 見通しのポイントとしては、①供給制約の緩和と、FRBによる引締め的な金融政策により、インフレ率が徐々に鈍化していくこと、②23年以降の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下押し圧力がかかること、③いわゆる「超過貯蓄」が個人消費を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1.4%、23年は0.7% (22年は前回見通しの2.4%、23年は同2.2%からいずれも下方修正)

### 予測表 (四半期)

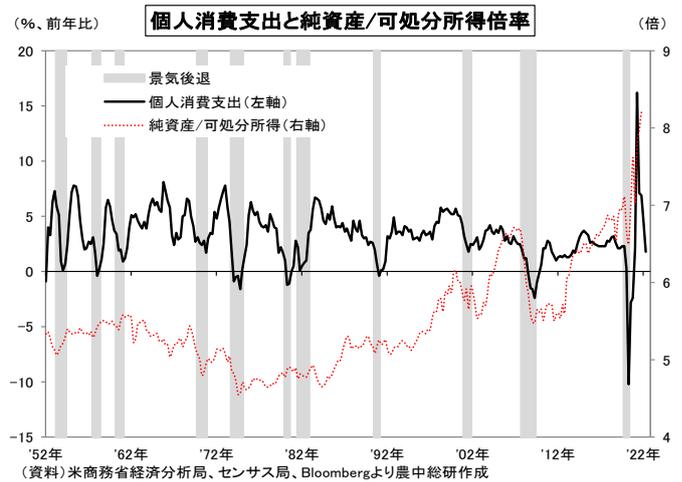
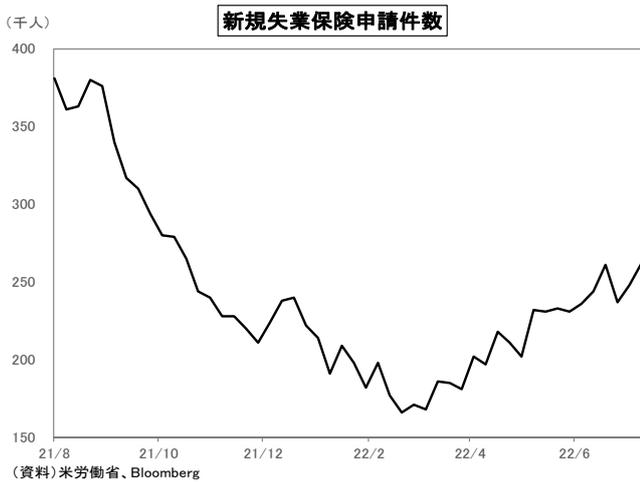
項目	単位	(予測→)											
		2021年				2022年				2023年			
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
実質GDP成長率	%	6.3	6.7	2.3	6.9	▲1.6	▲0.9	0.0	0.6	0.8	1.2	1.6	1.6
個人消費支出	%	11.4	12.0	2.0	2.5	1.8	▲1.0	1.0	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7
民間設備投資	%	12.9	9.2	1.7	2.9	10.0	▲0.1	4.8	1.3	1.3	2.0	2.7	2.6
民間住宅投資	%	13.3	▲11.7	▲7.7	2.2	0.4	▲14.0	▲0.5	1.2	1.8	4.8	3.0	2.9
輸出	%	▲2.9	7.6	▲5.3	22.4	▲4.8	18.0	9.9	7.5	4.6	3.1	2.3	3.1
輸入	%	9.3	7.1	4.7	17.9	18.9	3.1	3.5	5.1	4.0	4.0	2.5	2.9
政府支出	%	4.2	▲2.0	0.9	▲2.6	▲2.9	▲1.9	▲1.2	▲1.0	0.0	0.6	0.8	0.7
非農業部門雇用者数増減	万人	64.5	42.2	54.3	61.1	54.9	38.4	40.0	35.0	30.0	20.0	15.0	15.0
失業率	%	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.5	3.7	3.9	4.2	4.4	4.6
賃金上昇率	%	4.9	2.0	4.2	5.2	5.4	5.4	5.5	5.6	5.3	4.9	4.5	4.0
コアPCEデフレーター	%	1.5	3.4	3.6	4.6	5.2	4.8	4.4	4.1	3.6	3.2	2.9	2.7
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	2.75~3.00	3.75~4.00	4.25~4.50	4.25~4.50	4.25~4.50	4.25~4.50
10年物国債利回り	%	1.7	1.5	1.5	1.5	2.3	3.0	3.4	3.5	3.7	3.8	3.8	3.7

(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。

農林中金総合研究所

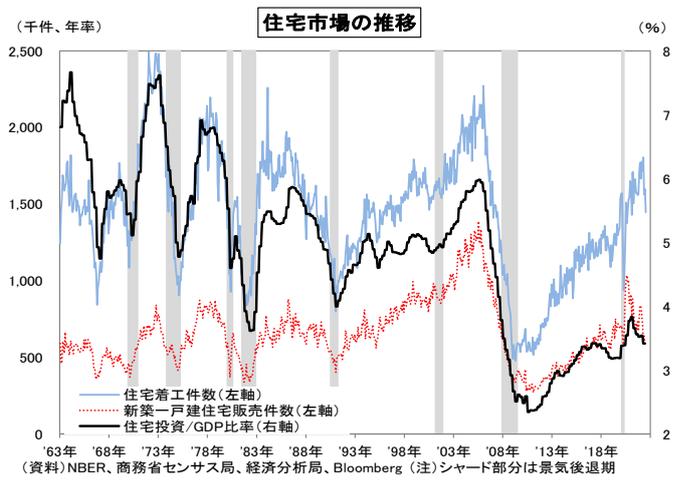
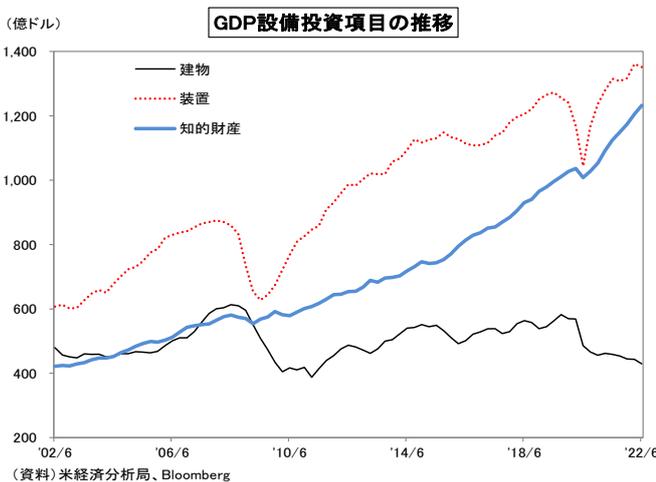
8

- 雇用: 人手不足と人員削減が併存
  - 幅広い産業で労働者不足が続く一方で、テクノロジー企業を中心に人員削減も
  - 全体としてみると労働市場はひっ迫しており、賃金上昇圧力が高まっているとみられる
- 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
  - コロナ禍への対応として蓄積した「超過貯蓄」が下支えとなり、個人消費が腰折れする可能性は低いとみられる



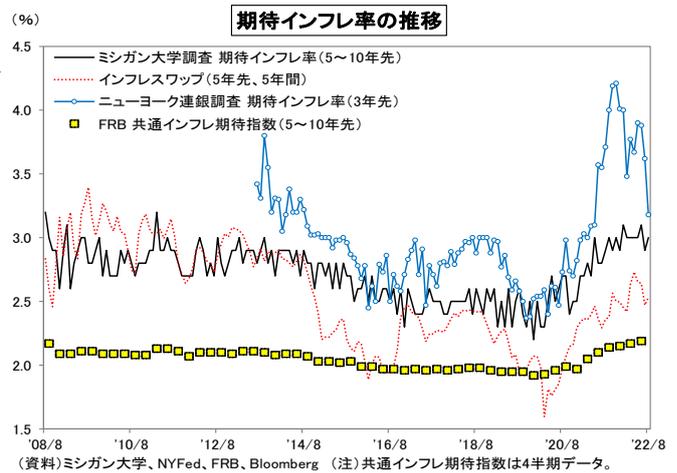
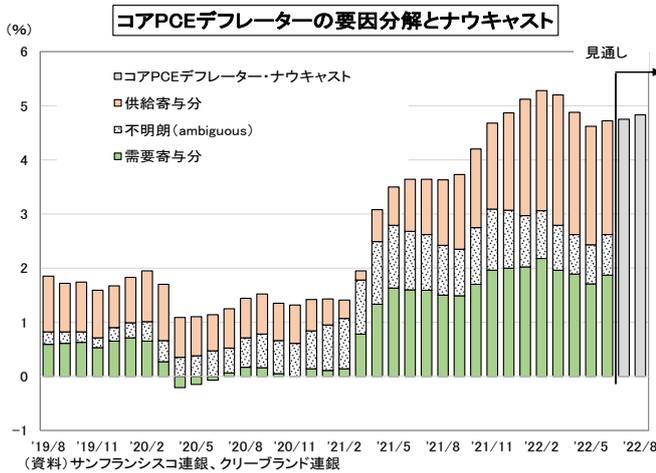
農林中金総合研究所

- 貿易: 22年半ばから後半にかけての回復を想定
  - 中国での都市封鎖解除などから供給制約は緩和しつつあり、貿易は回復が進むと見込まれる
- 設備投資: 堅調な推移を想定
  - 10年間で総額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: 調整局面入り
  - 政策金利の上昇により、調整局面入りしている



農林中金総合研究所

- インフレ率: 供給制約の解消と利上げによる需要抑制により、鈍化する見込み
  - ピークアウトしつつあるとみられるが、コアPCEデフレーターは前年比4%後半と高止まりが続いている
- 金融政策: インフレ率の抑制を本格化
  - 6月FOMC時点でのFRBによる金利見通しから、一段とタカ派化する可能性も
- 財政政策: 「インフレ抑制法」成立
  - 10年間で4,300億ドル(約57兆円)規模
  - 約3,700億ドルは、エネルギー安全保障と気候変動対策に充てられる
  - インフレ率の抑制効果は非常に小さいとの試算も

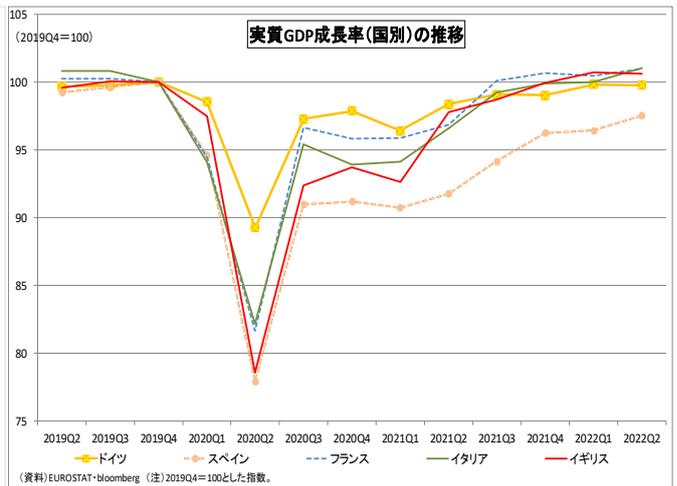
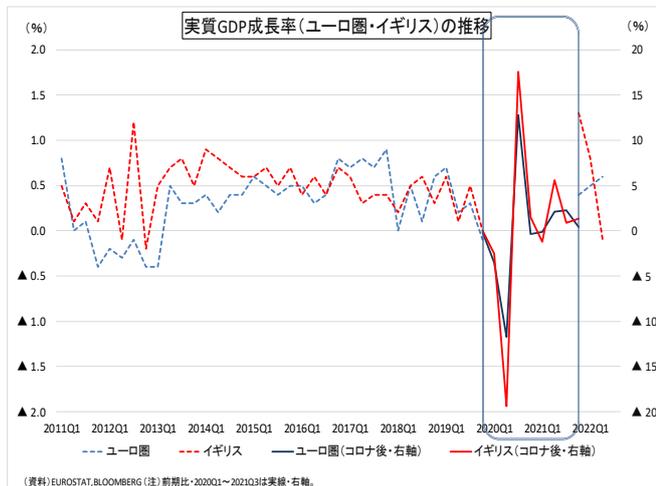


農林中金総合研究所

11

## 2 世界経済の動向 ③欧州

- 景気の現状 (GDP成長率)
  - 緩やかな回復が続いているものの、ウクライナ紛争の影響も強く、直近センチメントは大きく悪化している
  - 22年4~6月期は、ユーロ圏: 前期比成長率0.6% (1~3月期: 同0.5%)、EU: 同0.6% (1~3月期: 同0.6%)、イギリス: 同▲0.1% (1~3月期: 同0.8%)
    - ドイツは21年10~12月期に続き、わずかながらマイナス成長(前期比▲0.0%)。イギリスもマイナス成長に
    - スペイン・イタリアがプラス成長(前期比1%台)、観光需要の回復が寄与した可能性。フランスは前期のマイナス成長から前期比0.5%へ回復ながら、ユーロ圏にはけん引役不在
  - 22年7~9月期も、物価上昇やエネルギー不足懸念などから停滞色が強いものとみられる
    - ユーロ圏全体では21年10~12月期にコロナ前(19年10~12月期)の水準を回復



農林中金総合研究所

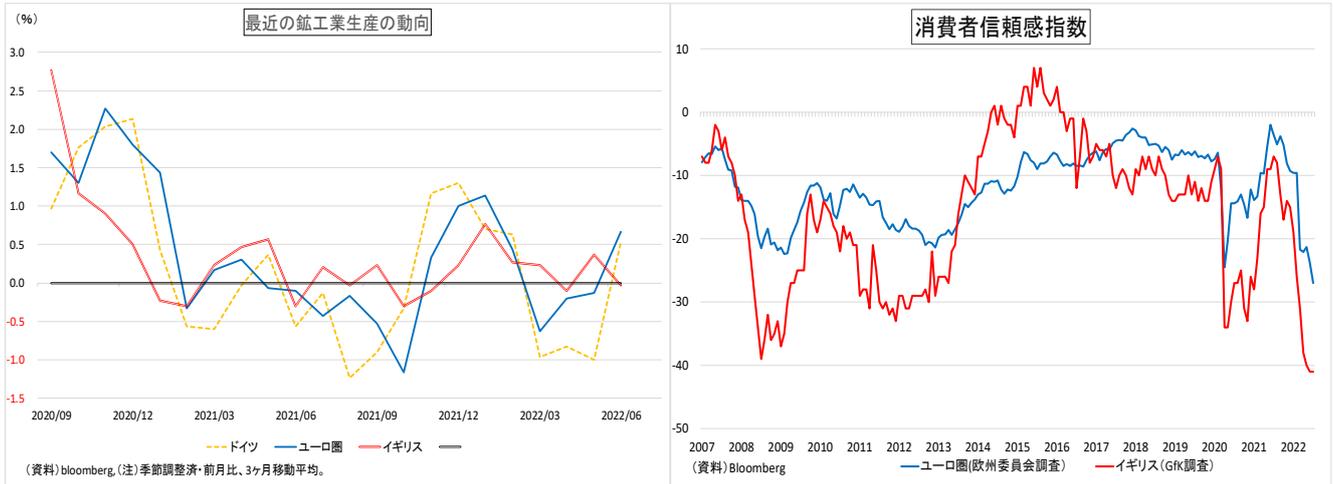
12

• 生産

- 製造業では、サプライチェーン障害が一服したことから、緩やかに回復
- ただし、域内最大国ドイツは一進一退、エネルギー供給不安が足かせか
- 企業景況感は製造業はドイツ中心に急落、非製造業は一時持ち直していたが、6、7月と悪化が目立つ

• 消費

- 21年夏以降ユーロ圏・イギリスともに小売売上高は一進一退の動き。年明け後、各国で回復の動きもみられたが、ウクライナ侵攻を受けた3月以降は不振、物価上昇の影響も出ている模様
- 消費者センチメントは従来から低迷していたが、3月以降急落で底割れ状態



農林中金総合研究所

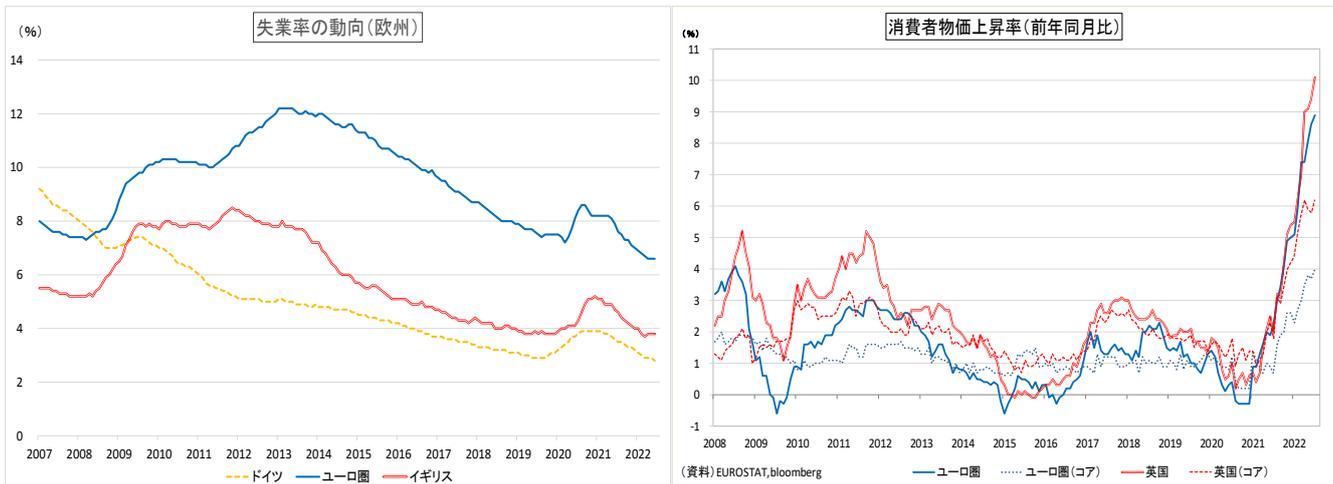
13

• 雇用

- 失業率(6月)はユーロ圏6.6%(うちドイツ2.8%)、イギリス3.8%。引き続き堅調ながら、下げ止まりつつある。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。ユーロ圏では今のところ雇用環境に過熱感はないものの一部業種に大幅賃上げの動き、イギリスでは賃金上昇圧力強い

• 物価

- 消費者物価の急上昇継続、ユーロ圏(7月)は前年比8.9%(コア同4.0%)、イギリス(7月)は同10.1%(コア同6.2%)
- エネルギー価格の上昇が主因ではあるものの、ECBなどの当初想定と比べ長期化、企業がコスト増を価格に転嫁する動きもみられる。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



農林中金総合研究所

14

## 金融政策

### － 欧州中央銀行( ECB )

- 7月の政策理事会で、中銀預金金利を0.0%に(50bp引上げ)、22年ぶりの大幅利上げにより一気にマイナス金利政策を解除した。また、国債金利が異常に上昇した国への対応を想定したTPI(金融引き締め)の過度な波及を防止する市場分断対策の導入を決定した。ただ、当面利用の可能性は低い。あわせてフォワードガイダンスの公表をやめ、その時点での経済データを確認しつつ決断することとした
- ラガルド総裁は理事会終了後の記者会見で、景気については減速傾向が続くものの、物価については高インフレが継続するとの見通しを示した
- 7/11にコロナ対応の資産購入(PEPP)は終了。市場分断対策として、償還分の再投資は、イタリア・スペイン等対ドイツ国債スプレッドが拡大した国債に集中させている
- 年後半も物価上昇が継続する見込みであり、当面は中立金利(1%台前半とみられる)にむけ、あと50~100bpの利上げが想定される
  - 利上げペースは、賃金や価格転嫁などの指標動向次第
- 停滞する景気と高止まりするインフレとの間で、厳しい舵取りが求められる状況は変わらず
- 市場は連続大幅利上げにより、年内の中銀預金金利1.0%弱を織り込み

### － イングランド銀行( BOE )

- 7月の金融政策委員会では、政策金利を6回連続で引上げ。また今回利上げ幅は50bpで1.75%とした。当初計画どおり、9月から保有資産の売却(量的引締め)を開始する見込み
- 冬にかけ物価上昇率の上昇は続く(10%台)とみられ、市場の大幅利上げ見通しを前提に23年10~12月期にかけて景気後退に陥るとの見方を示している
- なお、市場は連続大幅利上げにより、年内に3%弱までの利上げを織り込んでいる

## 財政政策

- コロナ対応関連支出は一服する一方、ウクライナ侵攻をうけたエネルギー対策を含む復興基金(NGEU)の活用が見込まれる

## 景気見通し

- 22年はユーロ圏は2.8%程度、イギリスは3.0%程度と見込む
- 23年については、ドイツ中心にさらに減速し、ユーロ圏は1.0%前後、イギリスは0.0%前後を見込む
- 対露制裁の揺さぶりとしてロシアからのガスパイプライン経由の天然ガス供給が不安定化しており、需要期となる冬に向けてエネルギー危機が現実となるリスクがある。特にロシア依存度の高いドイツでは、「天然ガスに関する緊急計画」の第2段階「警報」発令中。第3段階の「緊急」となった場合、政府のガス供給への介入により産業、一般家庭ともに甚大な影響が及ぶとみられる
- 家計には超過貯蓄が残るとみられるものの、高インフレによるセンチメント悪化で相殺される
- 政治面では、イギリス保守党首選挙で減税など財政支出拡大を主張するトラス候補が優位に立っており、高インフレ環境では波乱材料。またイタリア総選挙では中道右派系が優位とみられ、財政政策や対EUのスタンスによってはイタリア国債のスプレッド拡大材料に
- その他リスク要因としては、ウクライナ情勢や2次的影響によるインフレの広がり、ライン河水位低下による物流の停滞、金融引き締めによる消費・投資への影響、特にスタグフレーション懸念などが挙げられる

## 物価見通し

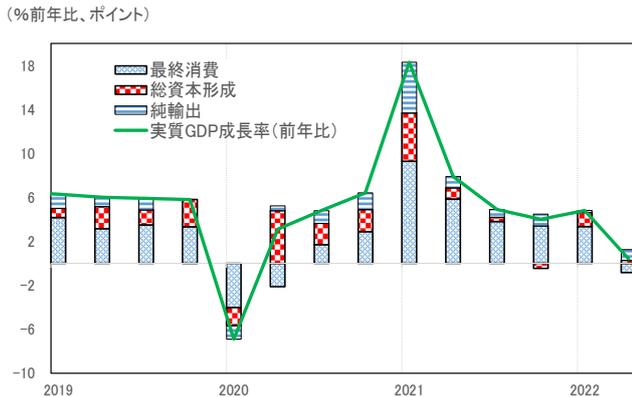
- 22年はユーロ圏8.0%前後、イギリスは9.0%前後を見込む
- 23年はユーロ圏4.0%前後、イギリスは5.5%前後を見込む
- エネルギー・食品高の影響が価格転嫁を通じ幅広い物価上昇に波及する懸念、通貨安(ユーロ・ポンド)傾向も懸念材料
- ユーロ圏では、今のところ賃金上昇圧力は限定的
- イギリスは、米国と同様、労働需給ひっ迫があるため、鈍化はするものの、ユーロ圏に比べ高止まり状態が長引くとみられる

## 2 世界経済の動向 ④中国

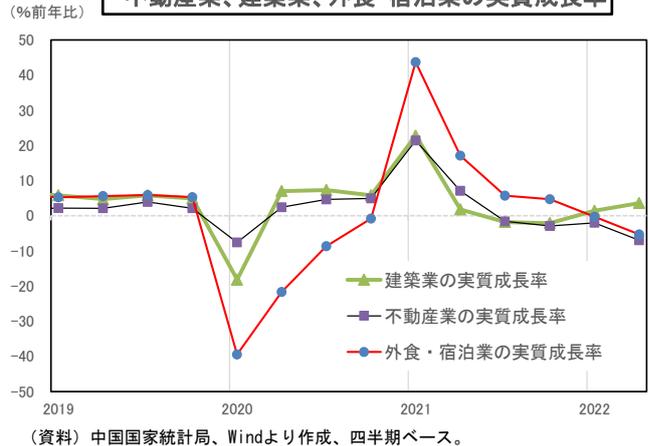
### ● 景気動向

- 22年4~6月期の実質GDP成長率は前年比0.4%とプラス成長を維持したものの、1~3月期(同4.8%)から大きく減速した。なお、前期比では▲2.6%(年率換算▲10.0%)となった。
  - ・ 前年比成長率(前掲、0.4%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:▲0.84%ポイント、総資本形成:0.27%ポイント、純輸出(外需):0.98%ポイントで、外需がプラス成長に大きく貢献した
  - ・ 失速した要因として、厳格なコロナ感染抑制策(上海市ロックダウンや移動規制)による経済活動への悪影響に加えて不動産業の深刻な不振などが挙げられる
    - 産業別に見ると、不動産業、外食・宿泊業はそれぞれ▲7.0%、▲5.3%であった
- 足元の景気は持ち直し基調を維持しているものの、コロナ感染再拡大の兆候が見られるほか、不動産市況も一段と悪化したことから、回復テンポは緩慢であるとみられる

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



不動産業、建築業、外食・宿泊業の実質成長率



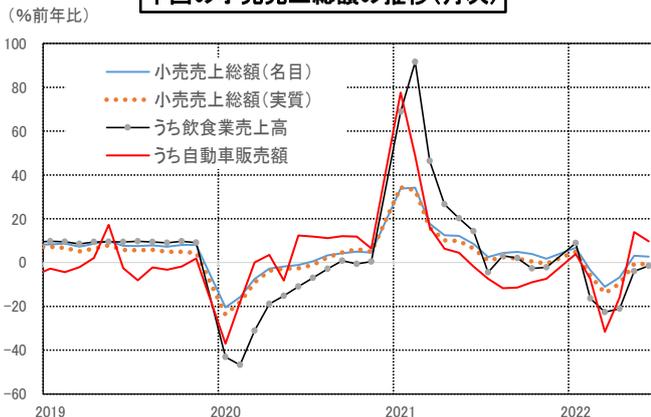
農林中金総合研究所

17

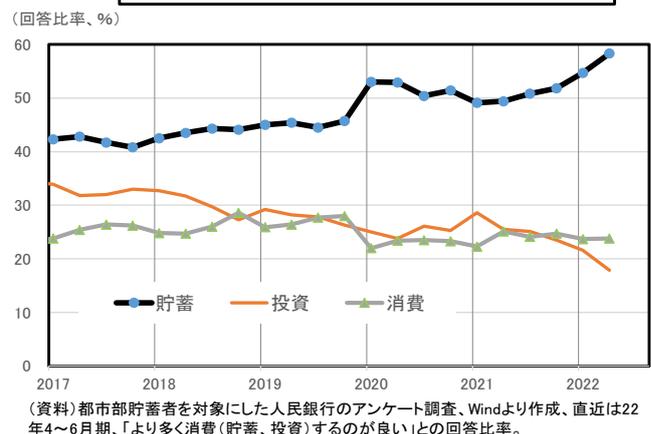
### ● 個人消費

- 持ち直し基調にあるが、足元では鈍化
  - ・ 小売売上総額(社会消費品小売)は4月に前年比▲11.1%と大きく冷え込んだ後、6月に同3.1%に持ち直したものの、7月には同2.7%と再び鈍化した。物価変動を除いた実質ベースでも、前年比▲0.77%と5か月連続のマイナスとなった。
  - ・ 自動車販売額は前年比9.2%と6月から勢いが鈍化したほか、飲食業売上高も▲1.5%と6月からマイナス幅が縮小したものの、依然マイナスだった
  - ・ 鈍化した背景として、雇用・所得環境が依然として厳しいほか、住宅販売の不振等も挙げられる
- 先行きについては、消費券の配布や自動車販売キャンペーンといった消費促進策の継続、新規住宅ローン金利のさらなる引き下げ等の住宅市場下支え策を受けて持ち直し基調が続くとみられるが、コロナ禍で貯蓄を増やし消費を控えることから本格回復にはなお時間がかかるだろう

中国の小売売上総額の推移(月次)

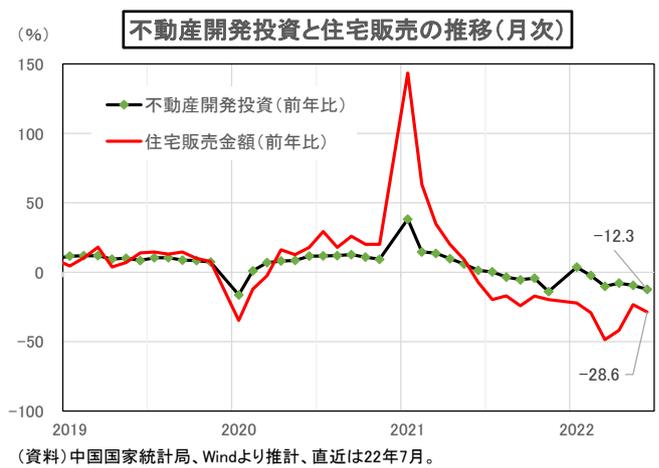
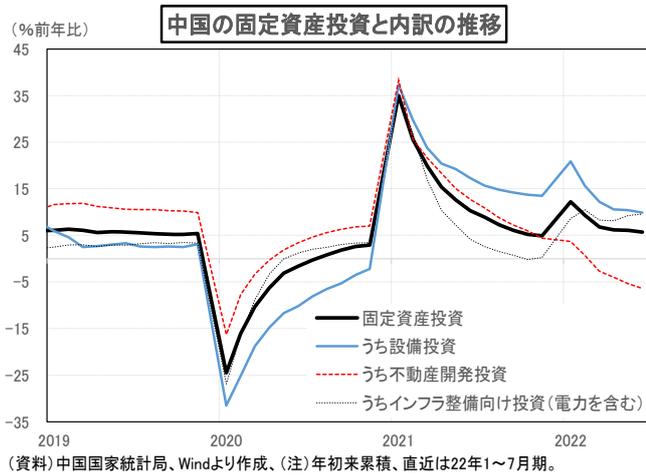


先行きの貯蓄・投資・消費行動に対する見方



● 固定資産投資

- 不動産開発投資は足かせに
  - 22年1~7月期の固定資産投資は前年比5.7%と緩やかな鈍化基調が続いた
  - 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9.9%、9.6%と比較的堅調に推移したが、不動産開発投資は同▲6.4%とさらに悪化した
    - 7月の不動産開発投資(推計値)は住宅販売の不振を受けて前年比▲12.3%と、6月(同▲9.4%)から減少幅が拡大した
- 先行きについては、設備投資とインフラ整備向け投資が堅調さを維持するものの、不動産業の不振が当面続くとみられることから、軟調に推移する見込み



農林中金総合研究所

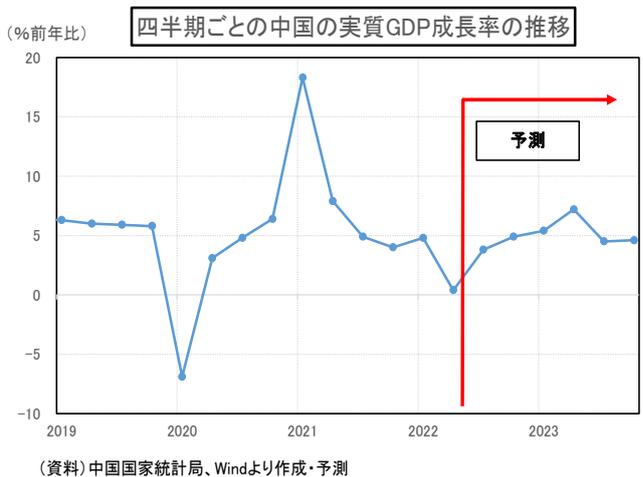
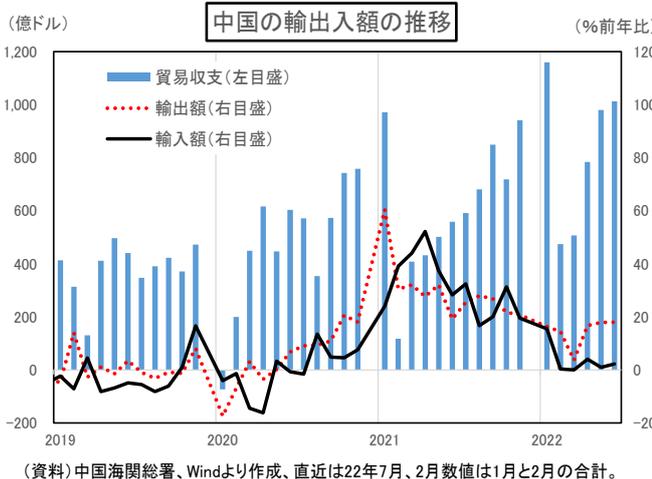
19

● 輸出入

- 22年7月の輸出額(米ドル建て)は前年比18.0%と底堅く推移したが、輸入額は同2.3%と弱かった
- 輸出の先行きについては、世界経済の後退懸念等から伸び悩む可能性があるものの、底堅さを維持するだろう

● 経済見通し

- 緩慢ながらも消費の持ち直し基調が続くほか、輸出、設備投資とインフラ整備向け投資の底堅さも維持されるとみられることから、7~9月期は前年比3.8%へと持ち直す
  - その後も経済対策の効果がさらに現れることで持ち直しを継続するものの、4~6月期が予想以上に失速したことや足元の回復テンポの緩慢さから、22年の実質成長率は前年比3.7%と予測(前回見通しから1.4ポイントの下方修正)
- 一方、23年は経済対策の効果一巡がみられるものの、前年の反動もあり前年比5.5%の成長となる見通し(前回見通しから0.5ポイント上方修正)

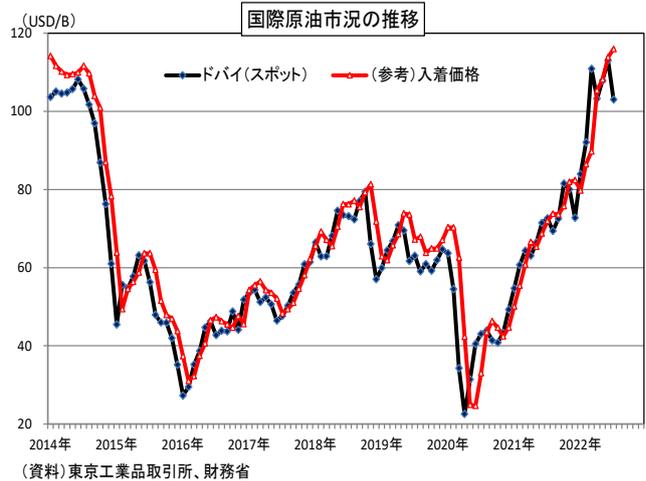


農林中金総合研究所

20

## 2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格：世界景気の減速見通しから調整色強まる
  - 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った
  - OPECプラスは21年8月以降、毎月40万バレルずつ増産してきた(22年5月からは日量43.2万バレル)が、ロシアによるウクライナ軍事侵攻後には原油価格は急騰、一時130ドル近くとなった
  - 22年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
- 原油入着価格の見通し
  - 足元の世界経済の減速懸念を受けて原油価格は調整しているが、国内への入着価格(1バレルあたり)は22年度後半は100ドル前後、23年度は90ドル台での推移と予想



農林中金総合研究所

21

## 3 国内の経済政策

- 22年度補正後の一般会計予算総額は110.3兆円
  - 22年度当初予算規模は107.6兆円(当初ベースで過去最高)
  - 4月26日に、政府は事業規模13.2兆円規模の「コロナ禍における「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」」を策定し、それらを盛り込んだ2.7兆円規模の補正予算案を編成(5月末に成立)
    - 歳出追加：原油価格高騰対策1兆1,739億円、今後の備え(予備費確保)1兆5,200億円など
    - 国債発行計画(補正後)：借換債(152.9兆円)、財投債(25.0兆円)などを含めて増額217.7兆円の発行
      - カレンダーベースの市中発行額は198.6兆円で、当初計画から変更なし(年度間調整で吸収)
  - 8月15日に開催した「物価・賃金・生活総合対策本部」で、岸田首相は追加の物価高対策を指示
    - まずはコロナ・物価対策予備費(残額4.7兆円)を活用する方針であるが、第2次補正予算編成も視野に

### 2022年度一般会計予算(補正後)

一般会計歳入(110.3兆円)

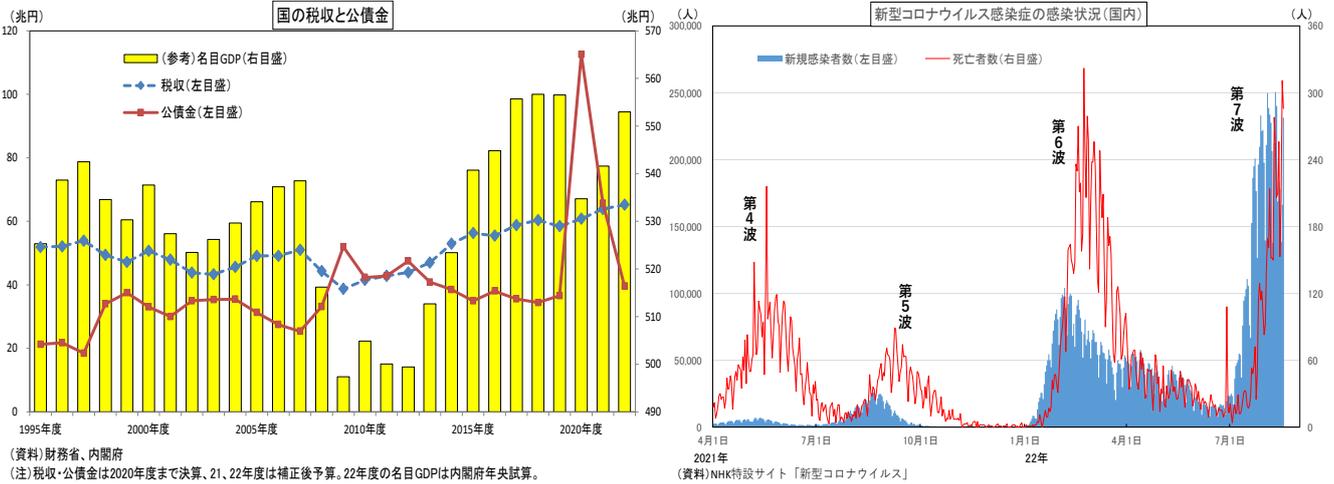


一般会計歳出(110.3兆円)



(資料) 財務省

- 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
  - 年金・医療等にかかる経費は22年度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」への投資への予算の重点化を進めるとともに、エネルギー・食料を含めた経済安全保障の徹底するために「重要政策推進枠」を設置
- 感染対策: ウィズコロナを目指し、経済活動の回復に比重を移す
  - 10月中旬からオミクロン株対応の新ワクチンの接種を開始する方針、4回目の接種対象拡大も視野に
  - 「第7波」収束後には感染症法上の分類変更(現在は2類相当)の検討を開始するなど、ウィズコロナへの移行が今後の焦点に

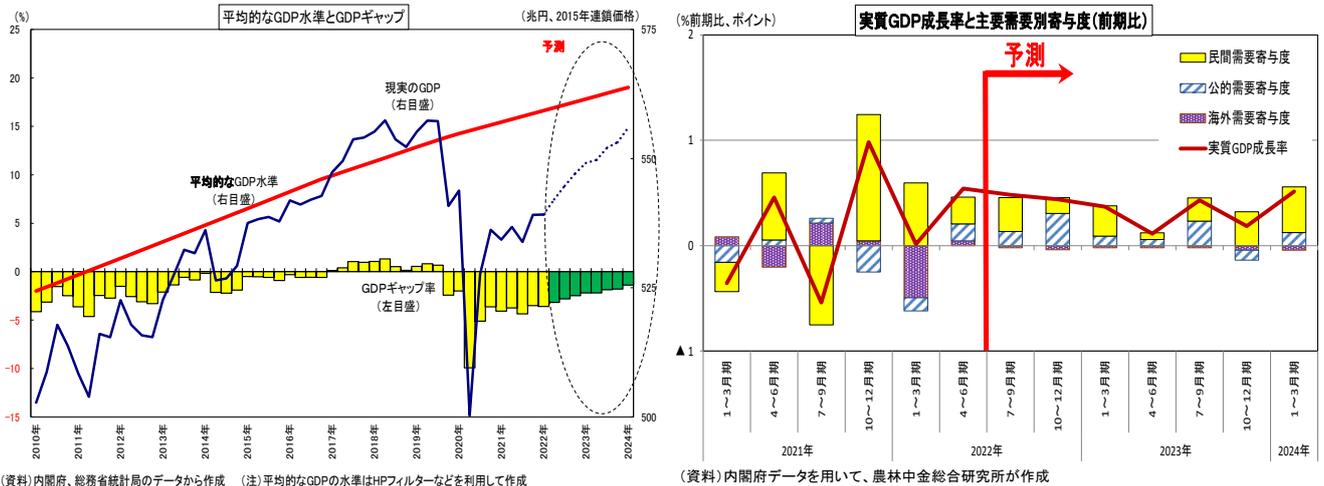


農林中金総合研究所

23

## 4 日本経済・物価の見通し

- 総論: 2022年度は1.7%成長、23年度は1.3%成長(前回見通しからともに下方修正)と予想
  - 足元7~9月期は、引き続きサービス消費の持ち直しが継続するものの、物価高による家計の実質購買力の目減りや企業のコスト増などが、回復の勢いを削ぐことになるだろう。「供給の混乱」はやや解消しつつあるが、高インフレに直面する海外主要中銀の金融引締めによって、世界経済の減速感が強まり、生産・輸出も伸び悩むだろう。経済成長率は前期比年率1.9%と4四半期連続のプラス成長が予想される。
  - 22年秋以降は、ウィズコロナへの移行がさらに進み、訪日観光客の受け入れ拡大や新たな需要喚起策などが導入されるものの、物価高の影響が続くほか、世界経済の減速もあり、23年半ばにかけて国内景気の回復テンポは緩慢な状態が続くと思われる。
    - GDPが過去最高水準(19年4~6月期の557兆円)まで回復するのは24年度以降と予想
  - 特に、先進国・地域でのインフレとそれに対する金融政策の対応、さらには世界的なエネルギー・食料不足の顕在化などには注意が必要である。



農林中金総合研究所

24

# 予測表(年度、半期)

項目	単位	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
名目GDP	%	▲ 3.9	1.3	1.7	2.0
実質GDP	%	▲ 4.5	2.3	1.7	1.3
民間需要	%	▲ 6.3	2.1	2.2	1.2
民間最終消費支出	%	▲ 5.4	2.6	2.9	1.0
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.6	▲ 5.0	▲ 0.3
民間企業設備	%	▲ 7.7	0.6	1.6	2.3
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
公的需要	%	3.0	▲ 0.0	1.2	1.8
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	2.0	1.8
公的固定資本形成	%	5.1	▲ 7.5	▲ 2.7	1.6
輸出	%	▲ 10.0	12.5	2.4	1.9
輸入	%	▲ 6.3	7.2	3.9	2.4
国内需要寄与度	ポイント	▲ 3.9	1.5	2.0	1.4
民間需要寄与度	ポイント	▲ 4.7	1.5	1.7	0.9
公的需要寄与度	ポイント	0.8	▲ 0.0	0.3	0.5
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	0.8	▲ 0.3	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	0.7	▲ 1.0	▲ 0.0	0.8
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.4	7.0	7.9	2.9
全国消費者物価 (＃)	%	▲ 0.5	0.1	2.4	1.7
完全失業率	%	2.9	2.8	2.6	2.4
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 10.0	5.9	0.6	2.9
経常収支	兆円	16.3	12.6	6.5	14.8
名目GDP比率	%	3.0	2.3	1.2	2.6
為替レート	円/ドル	106.0	112.4	130.6	126.3
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01	0.00
新発10年物国債利回り	%	0.03	0.09	0.24	0.29
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	76.4	107.3	92.5

(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)

項目	単位	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	%	2.3	1.7	0.8	1.1	1.3	0.5	0.9
民間需要	%	2.1	2.2	1.1	0.8	1.2	0.4	1.0
民間最終消費支出	%	2.6	2.9	1.5	0.7	1.0	0.4	0.8
民間住宅	%	▲ 1.6	▲ 5.0	▲ 3.1	▲ 1.5	▲ 0.3	0.1	0.3
民間企業設備	%	0.6	1.6	1.5	1.3	2.3	1.1	1.6
公的需要	%	▲ 0.0	1.2	0.7	1.8	1.8	0.8	0.7
政府最終消費支出	%	2.0	2.0	1.0	1.9	1.8	0.9	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 7.5	▲ 2.7	▲ 0.2	1.8	1.6	0.7	0.8
財政・サービスの繰越	兆円	0.4	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 1.3	▲ 1.7	▲ 1.5	▲ 1.9
輸出	%	12.5	2.4	1.6	0.5	1.9	0.8	2.1
輸入	%	7.2	3.9	2.7	0.9	2.4	1.0	2.5
内需寄与度(前期比)	%	1.5	2.0	1.1	0.9	1.4	0.6	0.7
民間需要(＃)	%	1.5	1.7	0.9	0.5	0.9	0.3	0.7
公的需要(＃)	%	▲ 0.0	0.3	0.2	0.4	0.5	0.2	0.1
外需寄与度(＃)	%	0.8	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1
デフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 0.0	▲ 0.3	0.3	0.8	0.8	0.7
完全失業率	%	2.8	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3
鉱工業生産(前期比)	%	5.9	0.6	▲ 0.6	2.7	2.9	1.1	1.0
住宅竣工戸数(年率換算)	万戸	86.5	85.1	85.1	85.0	85.0	85.0	85.0
経常収支	兆円	12.6	6.5	2.3	4.2	14.8	6.3	8.5
貿易収支	兆円	▲ 1.6	▲ 13.9	▲ 7.6	▲ 6.3	▲ 11.3	▲ 6.4	▲ 4.9
外国為替レート	円/ドル	112.4	130.6	131.3	130.0	126.3	127.5	125.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	76.4	107.3	112.1	102.5	92.5	95.0	90.0

(前年同期比)

項目	単位	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	%	1.3	1.7	1.2	2.1	2.0	2.2	1.9
実質GDP	%	2.3	1.7	1.5	1.7	1.3	1.4	1.2
民間需要	%	2.1	2.2	2.7	1.7	1.2	1.1	1.3
民間最終消費支出	%	2.6	2.9	3.7	2.0	1.0	0.9	1.1
民間住宅	%	▲ 1.6	▲ 5.0	▲ 5.9	▲ 4.1	▲ 0.3	▲ 1.0	0.3
民間企業設備	%	0.6	1.6	0.4	2.6	2.3	2.2	2.5
公的需要	%	▲ 0.0	1.2	▲ 0.3	2.3	1.8	2.4	1.1
政府最終消費支出	%	2.0	2.0	1.4	2.6	1.8	2.5	1.1
公的固定資本形成	%	▲ 7.5	▲ 2.7	▲ 7.1	1.0	1.6	2.0	1.3
財政・サービスの繰越	兆円	0.4	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 1.3	▲ 1.7	▲ 1.5	▲ 1.9
輸出	%	12.5	2.4	2.7	1.9	1.9	1.1	2.7
輸入	%	7.2	3.9	4.4	3.3	2.4	1.6	3.2
国内企業物価(前年比)	%	7.0	8.5	8.8	9.6	6.0	9.6	7.5
全国消費者物価(＃)	%	0.1	2.5	0.5	2.2	2.3	2.2	2.7
完全失業率	%	2.8	2.6	2.7	2.6	2.5	2.6	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	5.9	1.8	0.2	▲ 3.5	2.2	▲ 3.5	2.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当院による。

農林中金総合研究所

25

# 予測表(四半期)

(→予測)

項目	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	▲ 0.5	0.5	0.4	0.3	0.7	0.6	0.5	0.3	0.6	0.4	0.5
(年率換算)	%	▲ 2.4	▲ 0.7	▲ 1.9	1.9	1.5	1.1	2.8	2.6	2.2	1.3	2.6	1.5	2.0
実質GDP	%	▲ 0.4	0.5	▲ 0.5	1.0	0.0	0.5	0.5	0.4	0.4	0.1	0.4	0.2	0.5
(年率換算)	%	▲ 1.4	1.8	▲ 2.1	4.0	0.1	2.2	1.9	1.8	1.5	0.4	1.7	0.7	2.1
民間需要	%	▲ 0.4	0.9	▲ 1.0	1.6	0.8	1.0	1.3	0.2	0.4	1.0	1.3	0.4	0.6
民間最終消費支出	%	▲ 0.6	0.4	▲ 0.9	2.4	0.3	1.1	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5
民間住宅	%	0.7	1.6	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 1.4	▲ 1.9	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
民間企業設備	%	0.8	1.2	▲ 2.1	0.2	▲ 0.3	1.4	0.4	0.6	0.7	0.5	0.4	0.7	1.0
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.1	0.2	0.1	▲ 0.1	0.5	▲ 0.4	0.1	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.6	0.2	0.2	▲ 0.9	▲ 0.3	0.6	0.5	1.2	0.3	0.2	0.9	▲ 0.4	0.5
政府最終消費支出	%	▲ 0.8	0.9	1.1	▲ 0.3	0.4	0.5	0.4	1.3	0.3	0.2	1.0	▲ 0.5	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 0.2	▲ 2.5	▲ 3.3	▲ 3.7	▲ 3.2	0.9	1.0	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
輸出	%	2.3	3.0	0.0	0.6	0.9	0.9	0.5	▲ 0.2	0.5	0.3	0.5	1.0	1.2
輸入	%	1.8	4.4	▲ 1.1	0.4	3.5	0.7	0.6	0.0	0.6	0.4	0.6	1.2	1.4
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.4	0.7	▲ 0.7	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.1	0.5	0.2	0.6
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.3	0.6	▲ 0.8	1.2	0.6	0.3	0.3	0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.2	0.1	0.0	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.1	0.3	0.1	0.1	0.2	▲ 0.1	0.1
海外需要寄与度	ポイント	0.1	▲ 0.2	0.2	0.0	▲ 0.5	0.0	▲ 0.0	▲ 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	▲ 1.1	▲ 1.3	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.2	0.5	0.1	0.8	0.8	0.8	0.6
国内企業物価(前年比)	%	▲ 0.5	4.3	5.8	8.4	9.2	9.6	8.5	7.5	6.0	4.5	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	2.5	2.7	2.3	2.0	1.8	1.6	1.5
完全失業率	%	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3
鉱工業生産(前期比)	%	2.6	0.2	▲ 1.9	0.2	0.8	▲ 2.7	3.5	0.5	1.0	0.3	0.5	0.5	0.5
経常収支(季節調整値)	兆円	5.1	4.5	3.0	2.8	2.3	1.4	0.9	1.4	2.8	3.2	3.1	4.1	4.4
名目GDP比率	%	3.8	3.3	2.2	2.1	1.7	1.0	0.7	1.0	2.0	2.3	2.2	2.9	3.1
為替レート	円/ドル	105.9	109.5	110.1	113.7	116.2	129.6	133.0	130.0	130.0	127.5	127.5	125.0	125.0
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.01	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	0.00
新発10年物国債利回り	%	0.07	0.07	0.03	0.07	0.18	0.23	0.23	0.23	0.25	0.25	0.25	0.30	0.35
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	115.0	105.0	100.0	95.0	95.0	90.0	90.0

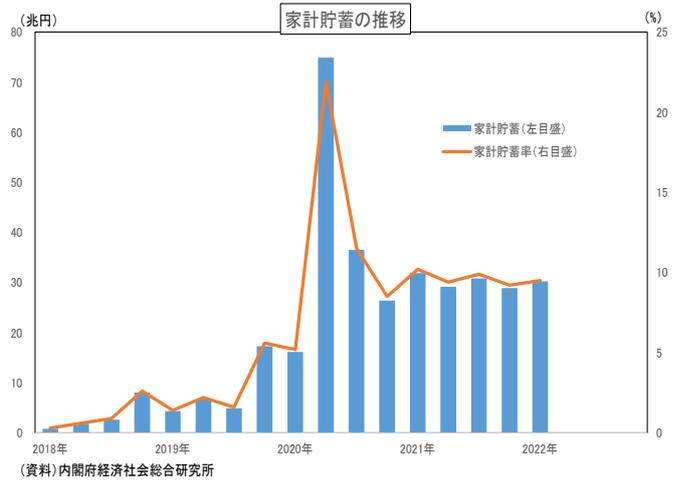
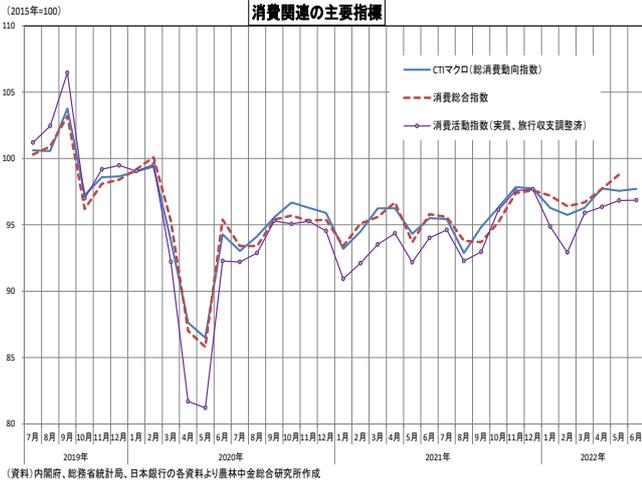
(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)  
 (注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

26

● 民間消費

- 「まん延防止等重点措置」の解除後、徐々にサービス消費の持ち直しが進んできたが、最近ではエネルギー・食料品の相次ぐ値上げで消費者マインドが悪化しているほか、コロナ感染「第7波」の影響も懸念されている
- 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、6月の毎月勤労統計・特別給与(≒夏季賞与)は前年比3.1%と底堅く推移
- 4~6月期の雇用者報酬は名目ベースでは前期比0.5%と4期連続で増加したが、実質ベースでは同▲0.9%と2期連続の減少となるなど、物価高で家計の実質購買力が低下
- 一方、家計貯蓄率(22年4~6月期:9.5%)と、コロナ前の水準(19年度上期:1.9%)を大幅に上回った状態が続いており、「リベンジ消費」の原資は十分に蓄積されている
- 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7~9月期:前期比0.4%)、23年度は同1.0%へ鈍化すると予測

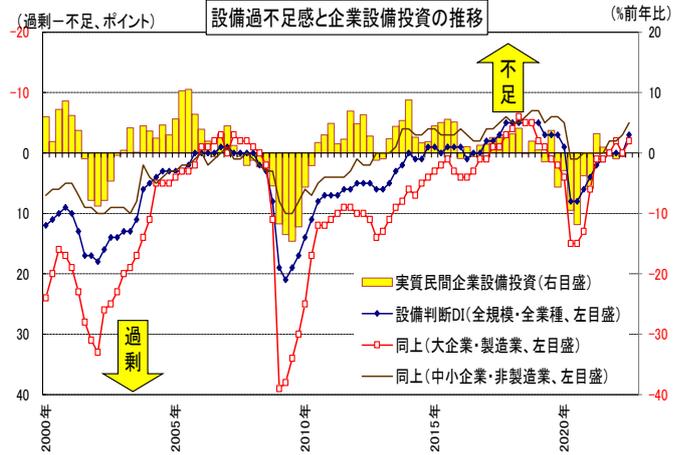
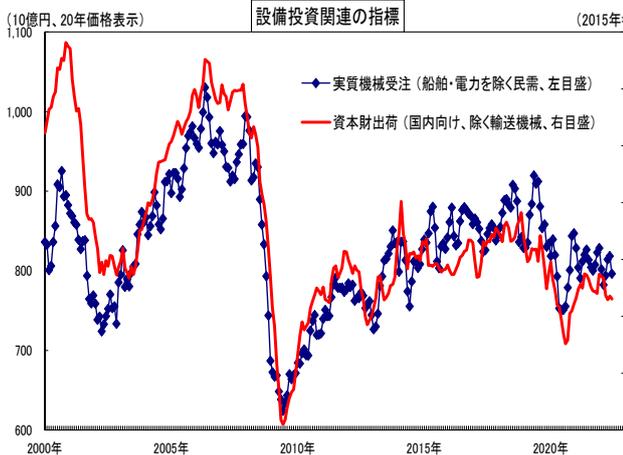


(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行の各資料より農林中金総合研究所作成

(資料)内閣府経済社会総合研究所

● 企業設備投資

- 22年度の設備投資計画は堅調さを維持
  - 日銀短観(6月調査)での22年度計画は前年度比13.4%(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)へ上方修正されるなど、設備投資マインドは堅調
  - 4~6月期の資本財出荷(国内向け)は前期比▲2.3%と2四半期ぶりの減少
  - 4~6月期のコア機械受注は前期比8.1%と2期ぶりの増加、事前見通し(同▲8.1%)を大幅に上振れた
    - ただし、7~9月期は同▲1.8%の減少見通し
- 中長期的にみれば省力化・省人化ニーズが高いほか、DX化・GX化の流れが下支えするものの、足元では世界景気の失速懸念が高まっており、しばらく足踏みする可能性もある
- 22年度は前年度比1.6%(2年連続の増加)、23年度は同2.3%と増加ペースが高まると予測

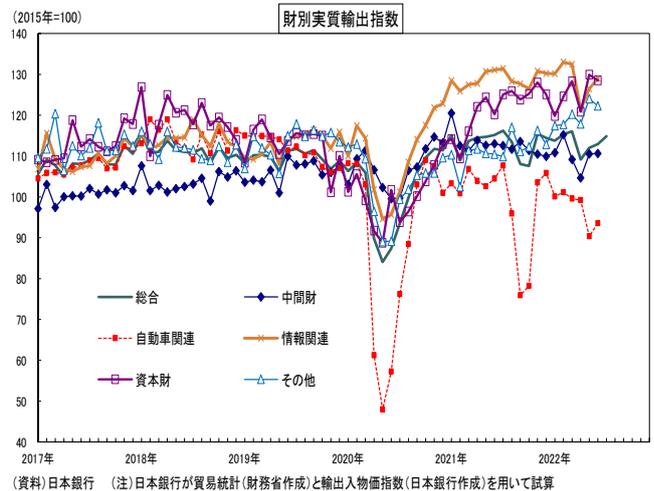


(資料)経済産業省、内閣府、日本銀行 (注)3ヶ月移動平均。機械受注は国内企業物価・投資財指数で実質化。

(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

- ゼロコロナ政策を推進する中国での都市封鎖(上海市など)が解除され、部品調達難が一部緩和された影響から、直近では世界貿易数量が持ち直す動きも
  - ・ ただし、半導体不足などの「供給の混乱」は続いており、日本の実質輸出指数は頭打ちでの推移
    - 財別にみると、資本財、情報関連は底堅いが、半導体不足など供給の混乱が長期化しており、自動車関連の停滞が続いている
- 当面は、主要先進国の金融引締めによる世界景気の減速が輸出の伸びを抑制するとみられ、22年度の輸出は前年度比2.4%へ急減速(2年連続の増加)、23年度も同1.9%と低調な伸びを予測
- 一方、22年度の輸入は同3.9%(2年連続の増加)、23年度は同2.4%と予測
- 22年度の経常収支は6.5兆円(名目GDP比率1.2%)と黒字幅は5年連続で縮小、23年度は14.8兆円(同2.6%)へ再拡大と予測

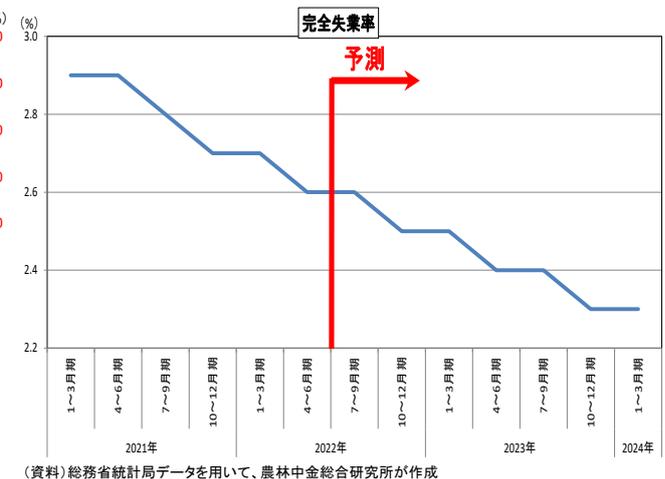
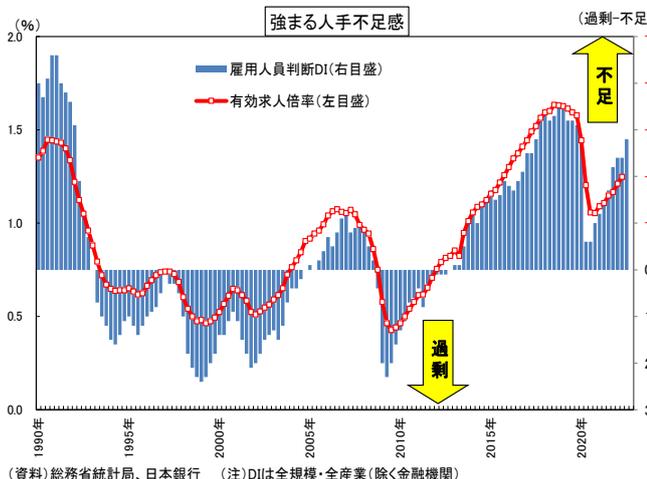


農林中金総合研究所

29

● 雇用情勢

- 22年4月以降は行動制限が解除され、ウィズコロナ移行への期待も高まったことから、雇用関連指標の改善が継続
  - ・ 一時3.1%まで高まった失業率は、直近(6月)2.6%まで低下
  - ・ 一時1.04倍まで低下した有効求人倍率は、直近(6月)1.27倍に改善
  - ・ 労働投入量(=総労働時間×常用雇用者数)はコロナ感染の状況に左右されてきたが、直近(6月)は前回景気の山(18年秋)の水準を上回っている
  - ・ 人手不足感は徐々に高まっており、求人数も高水準を維持
- 失業率は22年度:2.6%、23年度:2.4%と予測
  - ・ 23年度下期には2.3%まで改善し、賃金上昇圧力も徐々に高まると予想

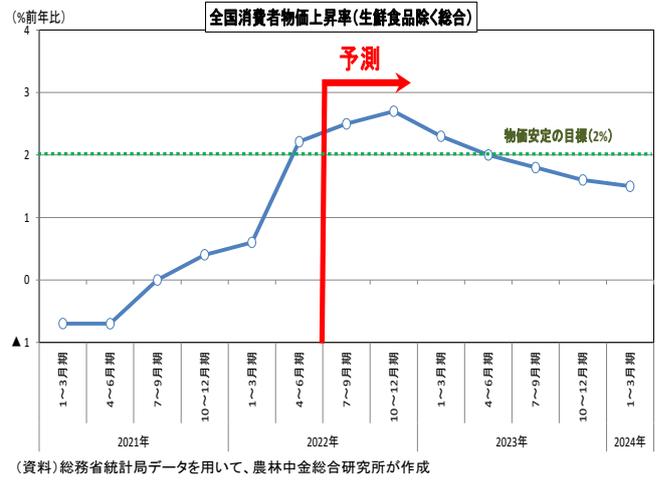
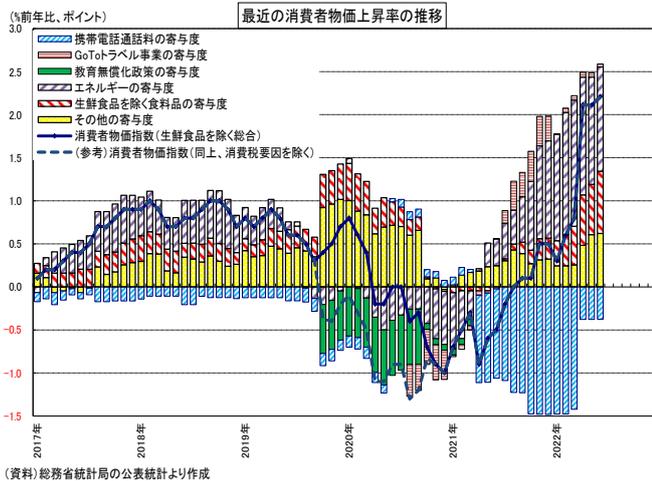


農林中金総合研究所

30

● 物価動向

- 21年入り後からエネルギーの物価押し上げ効果が高まりつつあったが、22年4月に携帯電話通信料の大幅引き下げの効果が剥落したことで、全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は7年ぶり(消費税込を除外すれば13年半ぶり)に前年比2%台に上昇
  - 6月の全国消費者物価は前年比2.2%、7月の東京都都区部消費者物価は同2.3%
  - エネルギーに加え、加工食品や日用品など幅広い分野で値上げ圧力が高まっている
- 22年度半ばにかけて2%台後半まで上昇率が高まる場面が想定されるが、その後はエネルギーのベース効果が徐々に剥落するほか、家計が生活防衛のために消費を抑制するとみられることから、インフレが3%超まで加速し続ける事態は想定しづらい
- 22年度の消費者物価は前年度比2.4%(年度下期には一時2%台後半)へ加速するが、23年度は同1.7%へ鈍化に転じると予測



農林中金総合研究所

31

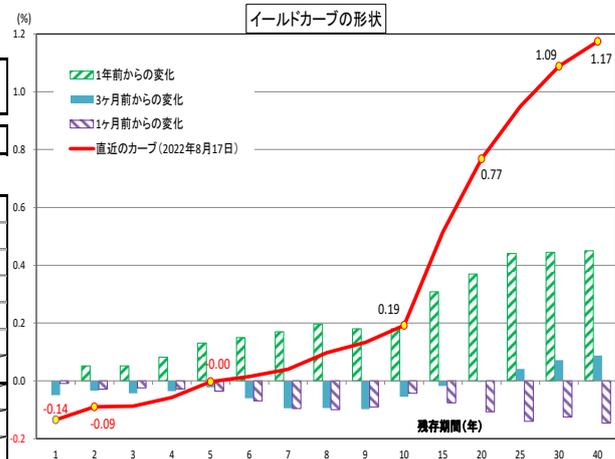
## 5 金融政策の見通し

- 「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
  - 海外中銀がインフレ沈静化に向けて本格的な金融引締めに乗り出す中、日銀は7月の金融政策決定会合で、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」を継続するという従来の方針を続けることを決定
  - 6月の決定会合前後には、円安進行を受けて日銀も政策正常化をすとの思惑が高まり、10年金利が誘導目標レンジ(0±0.25%)の上限を一時的に上回ったほか、イールドカーブも大きく歪む場面も見られたが、日銀の姿勢はあくまで揺るがず、最近では落ち着いた動きとなっている
  - 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直し

	(億円)											
	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7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	666	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	532	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	2.8	約2兆円の増高へ
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.5	8.3	8.4	約3兆円の増高へ
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	-
その他と負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	725	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	113	118	122	120	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	401	494	543	541	
その他と負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	725	

(資料) 日本銀行 (注) 22年7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28兆円増、0.7兆円増、500億円増。

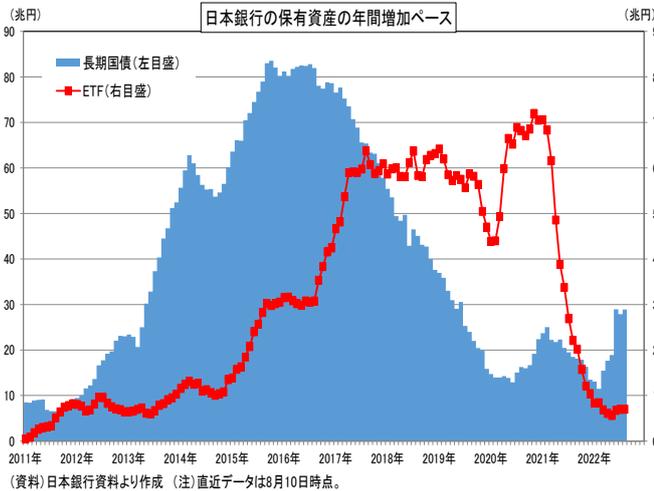


農林中金総合研究所

32

● 展望レポート(7月)では、先々の物価鈍化の予想

- 基調として、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率・賃金上昇率も高まっていく中で、食料品を中心とした原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、消費者物価の前年比はプラス幅を緩やかに拡大させていく、としつつも、消費者物価(コアCPI)は22年度に前年度比2.3%上昇の後、23年度は同1.4%、24年度は同1.3%と、鈍化する見通し
- 一方、生鮮食品・エネルギーを除くベース(コアコアCPI)では、22年度:同1.3%の後、23年度:同1.4%、24年度:同1.5%と、徐々に上昇率を高めるとの見通し
- 「安定的な物価2%上昇」という目標の達成時期が見通せず、少なくとも22年度いっぱいには現行レベルの緩和策が継続されると予想
  - 22年度下期には23年4月以降の日銀新体制を見据えた思惑が活発化する可能性も



展望レポート:2022~24年度の政策委員の大勢見通し(2022年7月)

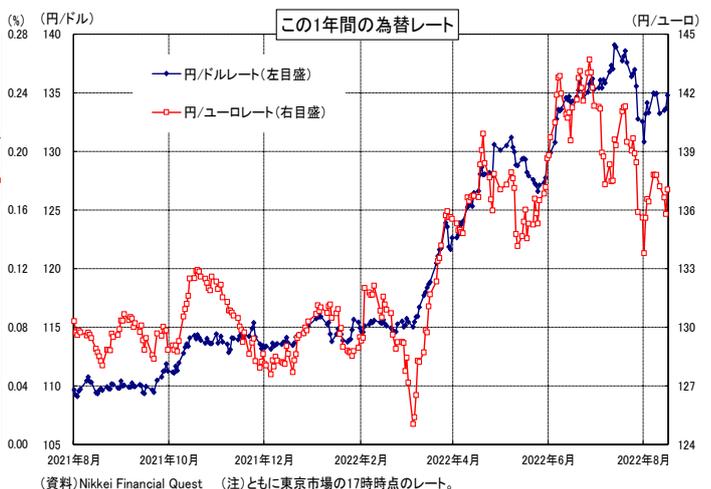
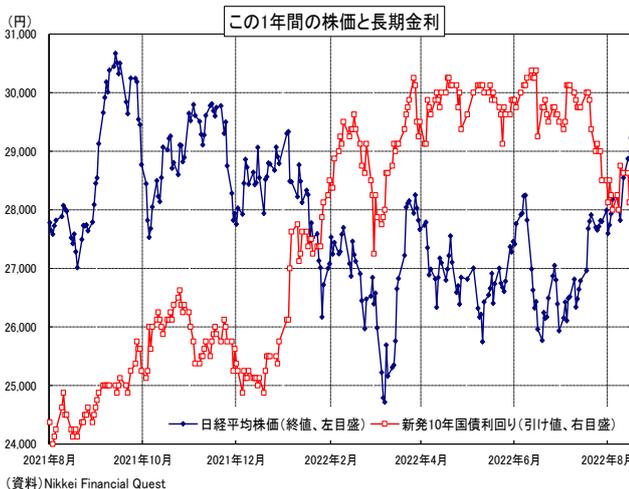
	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価 (除く生鮮食品・エネルギー)
2022年度	+2.2~+2.5 <+2.4>	+2.2~+2.4 <+2.3>	+1.2~+1.4 <+1.3>
4月時点の見通し	+2.6~+3.0 <+2.9>	+1.8~+2.0 <+1.9>	+0.8~+1.0 <+0.9>
2023年度	+1.7~+2.1 <+2.0>	+1.2~+1.5 <+1.4>	+1.2~+1.4 <+1.4>
4月時点の見通し	+1.5~+2.1 <+1.9>	+0.9~+1.3 <+1.1>	+1.1~+1.3 <+1.2>
2024年度	+1.1~+1.5 <+1.3>	+1.1~+1.5 <+1.3>	+1.4~+1.7 <+1.5>
4月時点の見通し	+1.1~+1.3 <+1.1>	+1.0~+1.3 <+1.1>	+1.2~+1.5 <+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。」

## 6 金融市場の見通し

● 市場概況

- 米欧の主要中銀では、景気を犠牲にしてもインフレ沈静化を目指す方針を明確化し、大幅な利上げを実施し始めたことから、景気悪化が意識される場面もあったが、直近はインフレがピークアウトする兆しが見られたことで、今後の利上げ幅は想定範囲内との安心感が広がった
- 日経平均株価は7か月ぶりに29,000円を回復
- 6月には日銀も金融政策の修正を行うとの思惑から、長期金利が誘導目標の上限(0.25%)を一時上回ったほか、イールドカーブが大きく歪む場面も見られたが、日銀は指値オペ・連続指値オペ、国債買入れオペの増額などで0.25%突破を死守する姿勢を鮮明にした
- 最近では、円安・金利上昇圧力はともに緩和している



• 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
- 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、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

- 引き続き、世界的なインフレと金融政策の行方に注目が集まる
- 国内経済はコロナ禍からの持ち直しが続くと想定され、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

- 内外金利差はもう一段拡大するとみられるものの、すでに織り込み済みであり、日本円の独歩安が継続する可能性は小さい

金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2022年			2023年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.014	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0200	-0.05~0.05	-0.05~0.05	-0.05~0.10	-0.05~0.15	
国債利回り	20年債 (%)	0.760	0.65~0.90	0.65~1.00	0.70~1.05	0.75~1.10
	10年債 (%)	0.180	0.05~0.25	0.05~0.27	0.05~0.30	0.10~0.35
	5年債 (%)	-0.015	-0.05~0.08	-0.05~0.08	-0.05~0.10	0.00~0.15
為替レート	対ドル (円/ドル)	134.8	128~145	125~145	125~145	125~140
	対ユーロ (円/ユーロ)	137.1	130~148	130~148	125~148	125~145
日経平均株価 (円)	29,222	29,000±3,000	29,500±3,000	29,500±3,000	30,000±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8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。

農林中金総合研究所

35

## 「ブレない経営」を貫く大阪府医師信用組合

古江 晋也

### 要旨

大阪市天王寺区に本店を置く大阪府医師信用組合は大阪府医師会の会員を組合員とする業域信用組合である。同組合は「資金が必要な時には、迅速に対応する」という方針のもと、2020年3月に新型コロナ対応支援融資を創設し、「受診抑制」に見舞われた組合員の先行きへの不安を払しょくすることに努めた。また同組合は「本業に直接関係のない融資は取り扱わない」「対話を重視する」というブレない経営を貫くことで多くの組合員からの信頼を得ている。

### はじめに

大阪市天王寺区に本店を置く大阪府医師信用組合（2022年3月・預金積金残高853億円、貸出金残高507億円、組合員数6,401人、常勤役員数32人）は、大阪府医師会の会員（開業医、勤務医、研修医）を組合員とする業域信用組合である。

1940年代後半の大阪府の医療機関の状況は、戦地から復員した軍医が病院や診療所などを相次いで開業したことからの増加傾向にあったが、銀行から開業資金や運転資金を受けることは容易ではなかった。また50年のジェーン台風によって大阪府の沿岸部は壊滅的な被害を受けたが、当時は製造業の復旧が優先され、医療機関はなかなか融資を受けることができなかった。このような経緯から大阪府医師会は「医師のための専門金融機関」の設立をめざし、1952年に同組合が業務を開始した。

医師信用組合は現在、全国に19の組合があるが、同組合は預貸率（22年3月末・59.47%）が最も高い。

### 新型コロナに対応した支援融資制度

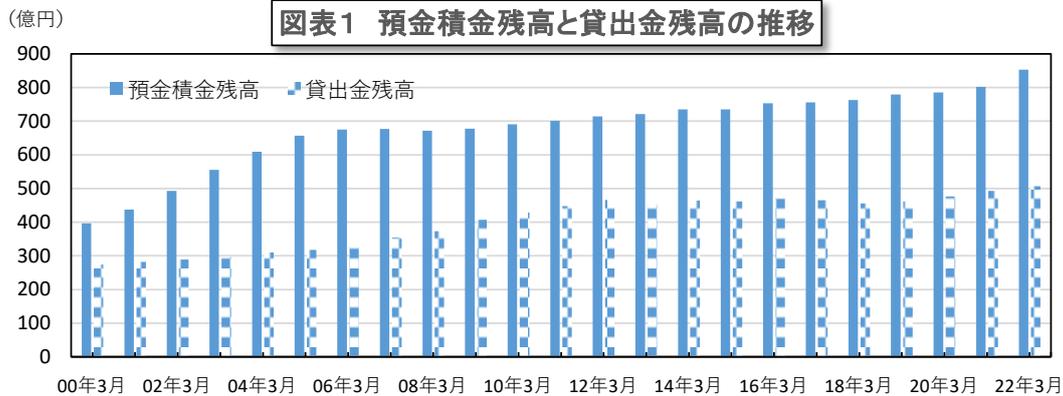
新型コロナウイルス感染症（以下、新型

コロナ）の感染拡大を受け、政府や地方自治体は20年3月下旬頃から国民に対して外出の自粛を要請し、4月上旬には緊急事態宣言が17都道府県で発出された。このような事態によって、医療機関の多くは患者が受診を控える「受診抑制」に見舞われた。医療機関は経営を存続させるため運転資金を確保する必要に迫られたが、政府系金融機関の制度融資受付窓口には、多くの事業者が殺到したため「受付だけで2か月待ち」という状況に陥った。

そこで大阪府医師信用組合は3月に開催した常務会および理事会において、組合員の資金繰り懸念に対応するため「新型コロナウイルス感染拡大に伴う支援融

### 大阪府医師信用組合本店がある大阪府医師会保健医療センター





(資料)大阪府医師信用組合資料

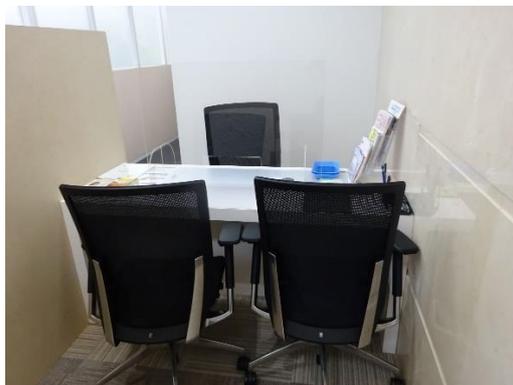
資制度」(以下、支援融資)を創設した。

専務理事の深見達雄氏は、この支援融資を創設するうえで参考にしたのが95年1月の阪神・淡路大震災時に創設した「阪神・淡路大震災特別低利融資」(以下、震災融資)であったという。震災融資は、地

### 本店内のテラーカウンター



### 相談スペース

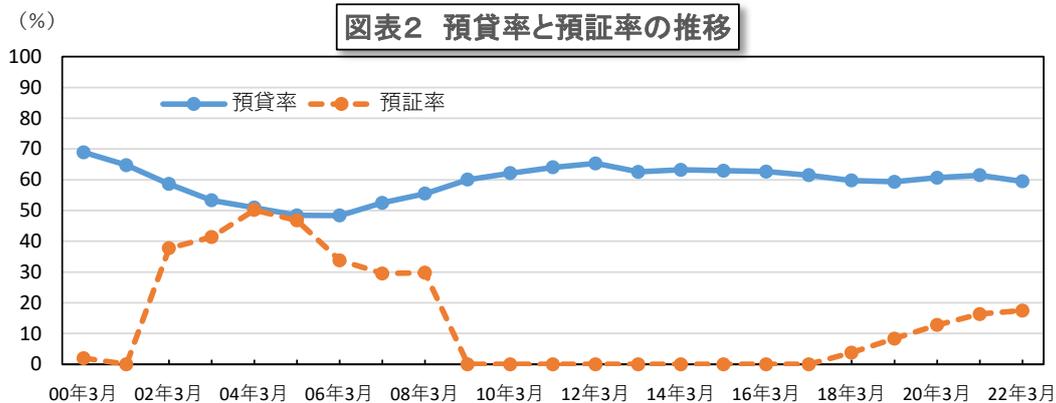


震発生から4日目で組合員が利用できたことから大阪府内で被災した医師から喜ばれた。この経験から今回の支援融資も常務会および理事会で素早く創設することが決定され、先行きに不安を抱える医師の懸念を払しょくすることに役立った。

また深見氏は当時を振り返り、「専門金融機関だから迅速に対応できる」と業域信用組合の優位性を強調する。これは組合役員の大半が大阪府医師会や郡市区医師会(市区町村単位の医師会)の要職を経験した医師であり、彼らの意見が迅速に組合運営に反映されるからに他ならない。

同支援融資が創設されると、ほどなく大阪府医師会広報課が発行している『府医ニュース』(週1回発行)にも紹介され、多くの組合員から「安心した」という声が寄せられたという(22年7月末現在の申込件数は112件、18億円)。

一方、大阪府医師信用組合の営業推進の特徴は、組合員とのフェイス・トゥ・フェイスを重視することにあるが、コロナ禍におけるフェイス・トゥ・フェイスは組合員と職員双方に罹患リスクが生じることになる。そこで渉外担当者は医師のニーズを確認し、「コロナ禍であってもいつ



(資料)大阪府医師信用組合資料

も通り訪問してほしい」という組合員のもとを訪問することにした。

なお、組合内においては、時差勤務の導入に加え、罹患者となった場合、どのようなオペレーションを実施するかという詳細なマニュアルを作成した。今も職員一人ひとりが「医師のための専門金融機関の職員である」という思いを持ち、自発的に感染対策や行動制限等の取組みを継続している。

### コロナ禍を受け、検討した経営のあり方

コロナ対応がひと段落するようになると、大阪府医師信用組合では「日本銀行の超低金利政策下におけるポストコロナ」という金融環境でどのような経営を展開していくかを話し合った。

そのなかで重点施策として掲げたことの一つが、「戦略・戦術の明確化」であった。常勤理事の中山功氏によると、具体的には「職員一人ひとりの日々の業務が組合経営全体のなかでどのような役割を担っているかを論理的に、詳細に説明すること」であり、経営企画部と職員が積極的に対話を行い、ベクトルの一致に務めた。この対話によって職員一人ひとりが自ら

の考えによって経営戦略に則った業務ができるようになり、これまで以上の取引ができるようになったという。

一方、大阪府ではコロナ禍においても激しい金利競争が続いているが、組合員のなかには、ある変化がみられるようになったそうだ。その変化とは、金利よりも長期的な取引を重視する組合員が増加したことである。この背景には、組合の支援融資が多く組合員に喜ばれたことなどがあるが、やはり「支店長や担当者が交代するごとに方針が大きく変わる銀行に嫌気がさした」という組合員が少なくないという。そこで同組合では、長期的な関係性を重視するためこれまで以上に対話を重ねることとした。

また近年では金融機関店舗の統廃合が加速し、不便を感じる事業者や団体が多くなったという。郡市区医師会もそのような団体の一つであり、近くにあった取引金融機関の店舗がなくなったことを機に、大阪府医師信用組合と深耕取引が始まるケースも増加した。大阪府医師信用組合ではこのような流れを「ビジネスチャンス」と捉え、ポストコロナ以降も取引先のもとを頻繁に訪問することが重要で

## 左から深見達雄専務理事、中山功常勤理事



あることを確認した。

### 「ブレない経営」を堅持する

業域信用組合である大阪府医師信用組合はユニークなサービスを展開している。それが医師会費、医師国民健康保険料などの口座振替手数料の無料化である。また両替など医療機関経営に関連するサービスについても手数料を取らずに実施するなど、組合員目線に注力する。

一方、不動産投資など直接本業に関係のない融資は取り扱っていない。大阪府医師信用組合では「医療機関経営にも影響が生じる。本業に注力しましょう」と理解を求めている。

他方、医療機関を開業した組合員にはトコトン寄り添うことにしている。今日、県境を跨いだ融資攻勢が活発化し、医療機関へのアプローチに注力する銀行が少なくない。ただ銀行の営業推進は、案件を獲得するまでは頻繁に訪問を繰り返すが、融資を実行すると途端に足を向けなくなる。このような営業推進のあり方は、利用者には不信感を高める結果になる。特に開業して日が浅い医師はさまざまなことを相談したいという思いが強くある。そこで大阪府医師信用組合は、大阪府医師会の福利厚生を担う団体である大阪府医師

協同組合と連携した開業支援融資を創設するとともに、訪問の折にはさまざまなアドバイスを実施することで、経営が一日もはやく軌道に乗ることに努める。

以上のような、医師のサポートに徹するというブレない経営は、多くの組合員からの信頼を得ることにつながり、長期的な取引が求められる基盤にもなっている。

### おわりに

戦災や復員、災害などを経験し、資金面で多大な苦勞をした大阪府の多くの医師たちによって設立された大阪府医師信用組合は、コロナ禍という未曾有の危機のなかにおいてもいち早く支援融資を創設するなど組合員の期待に応えてきた。この「資金が必要な時には、迅速に対応する」という方針は、深見氏によると同組合が設立された時から脈々と受け継がれてきた「DNA」に他ならないという。また今後も訪問・対話を重視していくというブレない姿勢は、多くの組合員や郡市区医師会から喜ばれ、これまで以上にロイヤリティを高める結果にもなった。

今日の地域金融機関は、急速に変化する経営環境に適応するためビジネスモデルの再構築を急いでいる。しかし、その再構築の取組みは、利用者目線ではないと感じる人々も少なくない。こうした状況を「ビジネスチャンス」と捉え、ブレない経営を貫く大阪府医師信用組合の事例は、業域金融機関の役割とは何かということを改めて我々に問いかけている。

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思わ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、投資のご判断等をご自身でお願い致します。

## 金融市場

当社のホームページのアドレス <https://www.nochuri.co.jp>

2022年9月号 第33巻 第9号・通巻382号

編集・発行 (株)農林中金総合研究所 〒151-0051 東京都渋谷区千駄ヶ谷5-27-11 アグリスクエア新宿  
03 (6362) 7700 (代表)  
03 (6362) 7757 (調査第二部)  
03 (3351) 1154 (F A X)