ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

一周回って同じところ？ …… 1

情勢判断

国内経済金融

7～9月期は予想外のマイナス成長

～政府は大型補正編成で景気下振れに備える方針～… 3

米国経済金融

23年はリセッション入りの瀬戸際が続く見込み

～12月FOMCから利上げペースは減速へ～ …13

中国経済金融

回復基調ながら下振れリスクが強まる中国経済

～好悪材料交錯し先行きは不透明感漂う～…20

分析レポート

水準から見たユーロ圏経済の趨勢

～成長が低調なドイツとイタリア、米国に劣後するユーロ圏～ ……27

経済見通し

2022～23年度改訂経済見通し……31

2022. 12

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

一周回って同じところ？

常務執行役員　小畑　秀樹

今、いろいろなことが見直されている。

＜インフレ＞

バブル崩壊後インフレというものがおおよそ存在せず、日本人にそれを思い出させるべく黒田日銀は奮戦してきた。今、日本国民はインフレを日々感じている。実際、エンゲル係数は上昇中だから庶民の関心も高く、食品値上げをニュースがわざわざ報じる。こういうことは「起こる」（自動詞）。開放経済だから海外発の要因の影響を受けることは避けられない。ただ、インフレを都合よく起こせる（他動詞）かどうかは別問題。マクロの理論が説くように、生産性改善なき賃金上昇は国の競争力を低下させ、結局賃金を元に戻すか、さもなくば不況へと進む。残念ながらそのとおりになりそうな雰囲気である。自ら競争力を高めずに官（日銀）に頼ってばかりだから、こうなるのは当たり前なのかも。

＜資源は有限である＞

生産性の改善のなかには、未利用資源を対価を支払わずに活用したことで達成されてきたものもあった（極端な例は「搾取」と呼ばれる）。ただ、今は、例えば環境保全の観点から、そうした資源の利用には対価を支払うべきことの理解が進んでいる。これが駄目ならあっち、と食い散らかすモデルは今度こそ行き詰まった。単純化のため、資源制約を経済モデルに持ち込まないことが多かったが、もはや単純化できなくなった。SDGs が注目を集めたことの最大の功績は、この点への認識が改まったことだと思う。

＜戦争＞

世の中には何かと戦争したい人がいる。これまではこのことをお伝えするのに「2000 年公開の映画「Thirteen Days」を御覧あれ」と言ってきたのだが、今年 2 月以降は、化身のような人が毎日テレビに映っているのでその必要もなくなった。最近では大陸のこちら側でも、ミサイルを日本海にむけて連日発射する人がいる。日本は憲法で戦争を放棄し、紛争は外交で解決すると誓っている。政府の当該部局の方は最後の瞬間までその精神で頑張ってもらいたい。ただ、偶発的、局所的なもの含め、起こってしまう可能性について認識するとともに、民間の我々も実際に備えなければならない。2022 年 11 月 2 日の日本経済新聞が、台湾進出の企業の半数が有事の際の対応策を策定済みか策定中、と報じているのは世の中に常識が残っていることの証左と信じたい。

＜ヒトは進化しない＞

世の中が便利になるスピードが 2000 年代に入って加速したと感じた。このままいけば SF のように肉体を要しない世界が来るかも、などと夢想する人もいるだろう。一方で、精神面では人間は全く進化していないのではないかと感じる。例えば、筆者が学生時代にはいじめはフィジカルな問題だったが、視界から除去しても根絶したことにならないことは、サイバー空間へいわば地下化してその構図が今も生き残っていることからみても明らかだ。唯一の救いは、KY な意見を発表する場が残っていることだろうか。（「声が大きい」人にあらがえない空気が作り出されてしまったことへの

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

自浄作用なのかも）

＜円安は善で悪でもない＞
　これまた当たり前シリーズなのだが、「円安＝善」をアピールする政権が長く続いたために、多くの人が「日本に資源がないという超重要事実を忘れる」症候群を患うに至った。今や想定外の円安をみて、「円安は善」を説いた方たちもろうばいされておられる。政府には、資源の乏しい島のうえに暮らす１億人全員のことを考えて経済運営をお願いしたい。

　弁証法の「正・反・合」のように、見直した結果新たな境地に至れればよいのだが、余りにも当たり前のことを身をもって知るだけ、というパターンが多いことにがく然とする。いわば「正・反・また正」になっているのではないか。ここ十数年の反教養主義的な流れをそろそろ変えていかなければならないと痛感する。そうでないと「歴史は繰り返さない。ただし韻を踏む。」のだから、惨禍が繰り返されるのを受容しなければならなくなる。潮目よ変われ。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

7～9 月期は予想外のマイナス成長

～政府は大型補正編成で景気下振れに備える方針～

南　武志

要旨

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

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

図表1　金利・為替・株価の予想水準

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

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2022年11月28日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

政府は 29 兆円規模の補正予算案を国会に提出

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

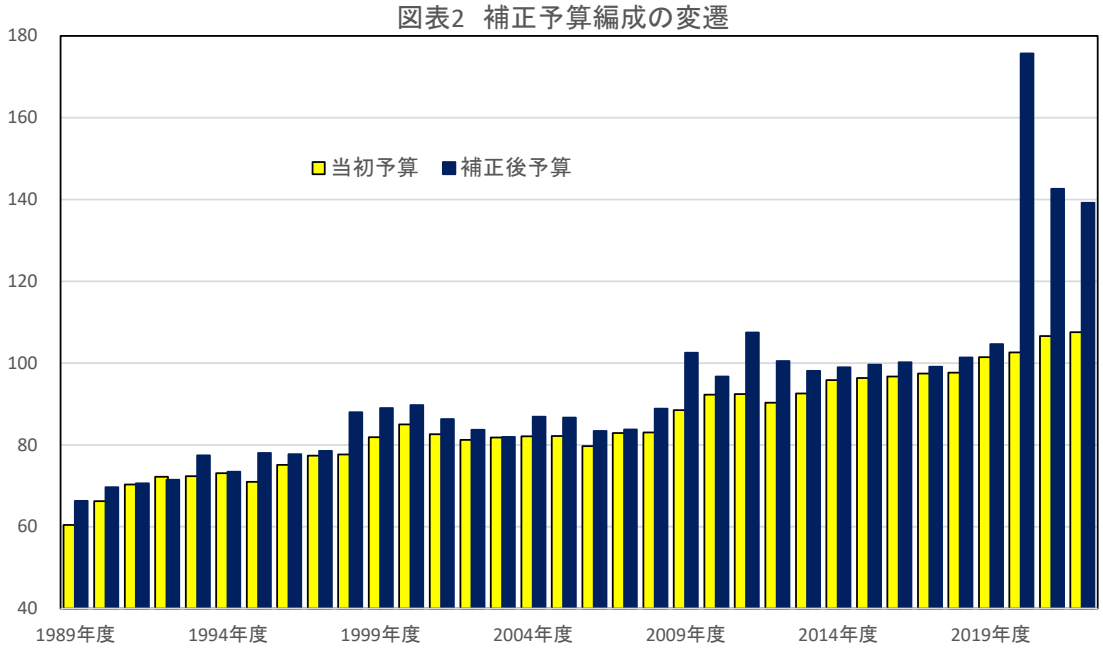
政府・与党は今年度入り直後、事業規模 13.2 兆円の「コロナ禍における「原油価格・物価高騰等の総合緊急対策」」を取りまとめて 2.7 兆円規模の補正予算を編成したが、10 月 28 日にも事業規模 71.6 兆円にも上る「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」を策定、閣議決定した。この総合経済対策

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

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

図表2　補正予算編成の変遷



（資料）財務省　（注）2022年度は第2次補正予算案ベース。

7～9 月期は 4 期ぶりのマイナス成長

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

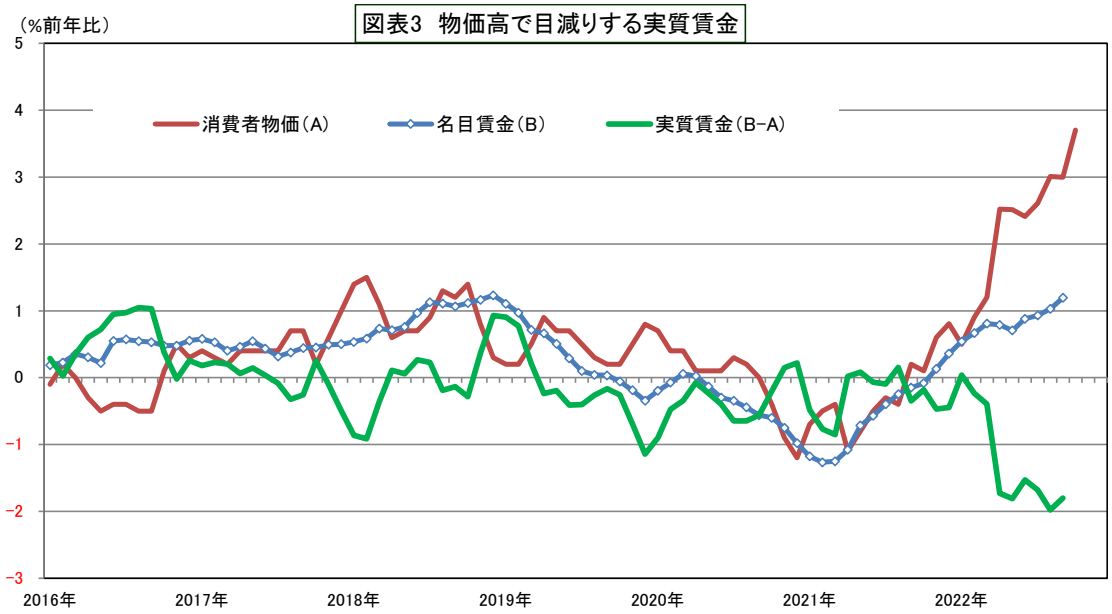
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

主要な景気指標は「改善」を示す

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

図表3　物価高で目減りする実質賃金



（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。

足元の消費に鈍さも

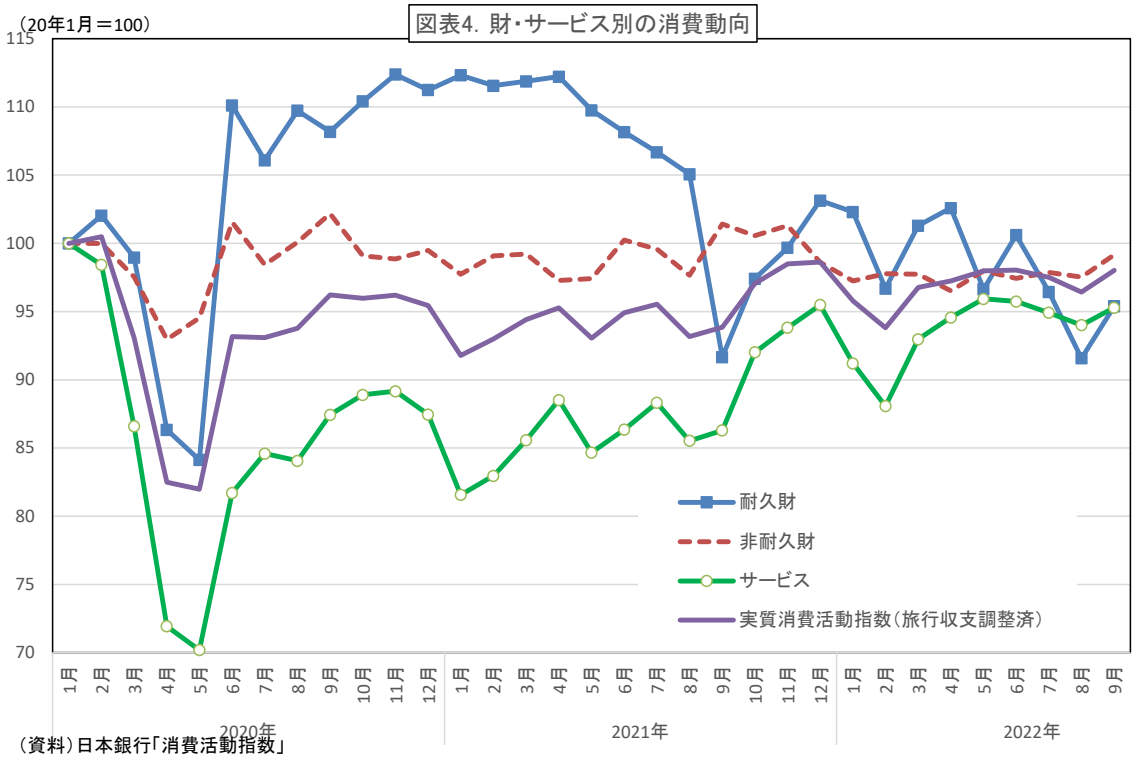
冒頭でも触れたように、食料・エネルギーだけでなく、様々な財・サービスでの値上げ圧力が高まっているが、賃金上昇率はそれらに追いついていない。毎月勤労統計によれば、9 月の現金給与総額は前年比 2.2%と、18 年 6 月以来の高い伸びとなったものの、物価変動分を調整すると同▲1.2%と 6 か月連続のマイナスであり、実質賃金は物価高で目減りしている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

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

図表4. 財・サービス別の消費動向



（資料）日本銀行「消費活動指数」

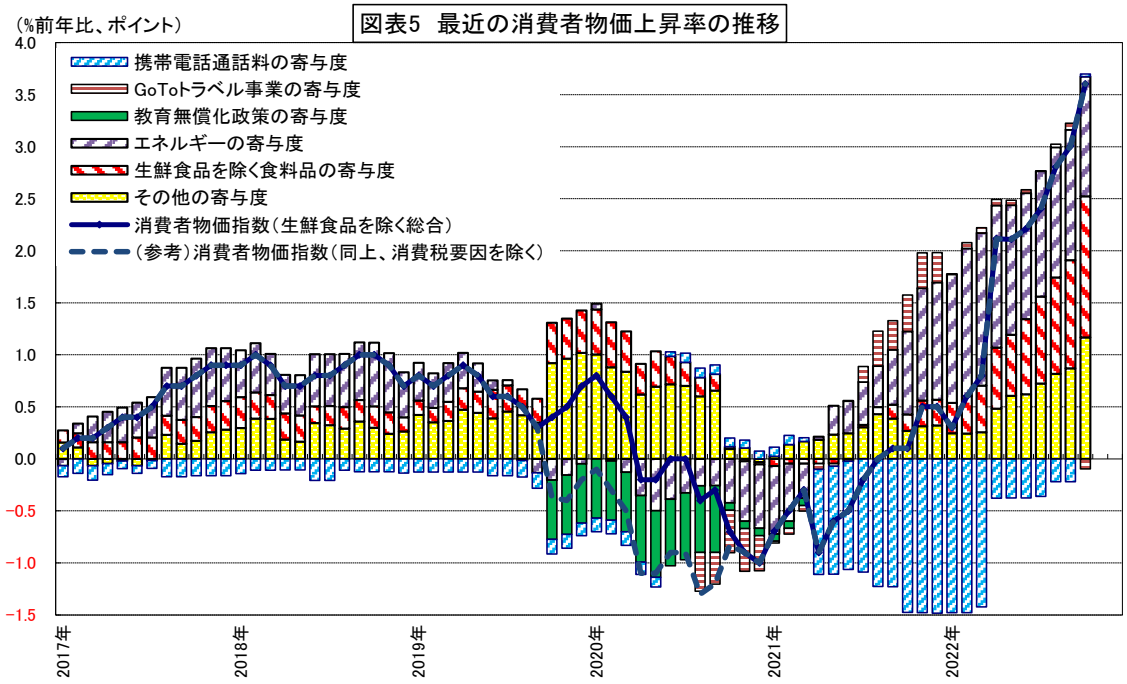
経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて、緩慢な回復ペース

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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



（資料）総務省統計局の公表統計より作成

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

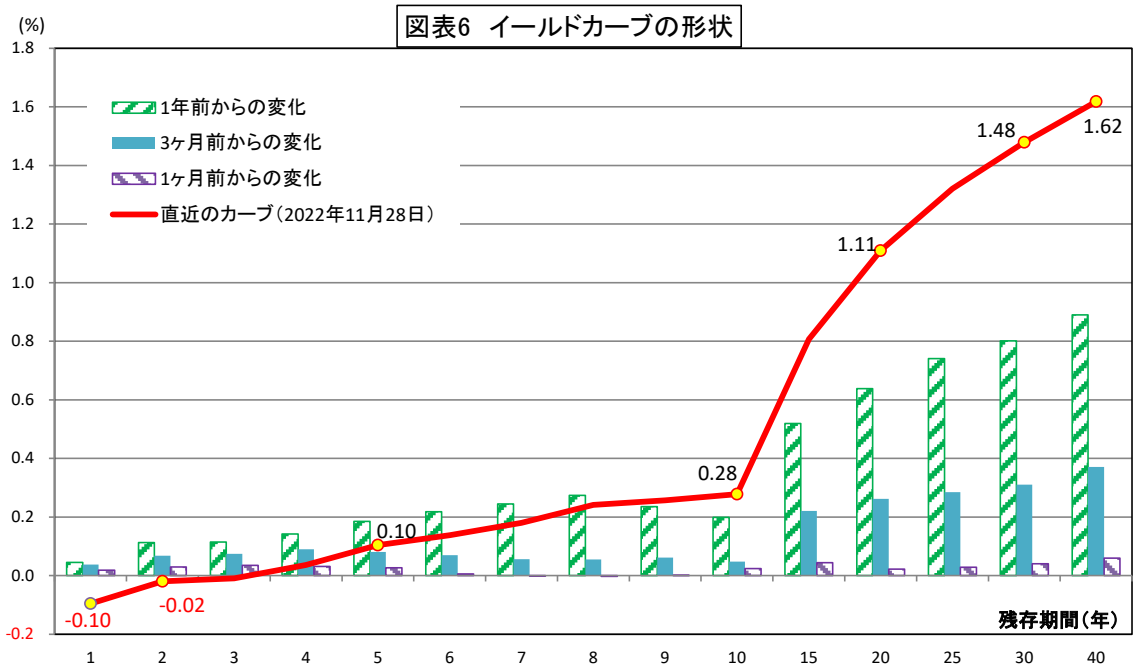
10 月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア CPI）は前年比 3.6%と 5 か月連続で加速、第 2 次石油危機による物価高騰の余韻が残っていた 1982 年 2 月以来、実に 40 年 8 か月ぶりの高い上昇率となった。エネルギーが高止まりを続ける中、携帯電話通信料の押下げ効果（9 月：▲0.22 ポイント）が全て剥落したほか、食料を中心に値上げ圧力が一段と強まったことが背景にある。年内はもう一段上昇率が高まり、4%に迫るものと思われる。

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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

図表6 イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

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

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

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

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

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

金融市場：現状・見通し・注目点

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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

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

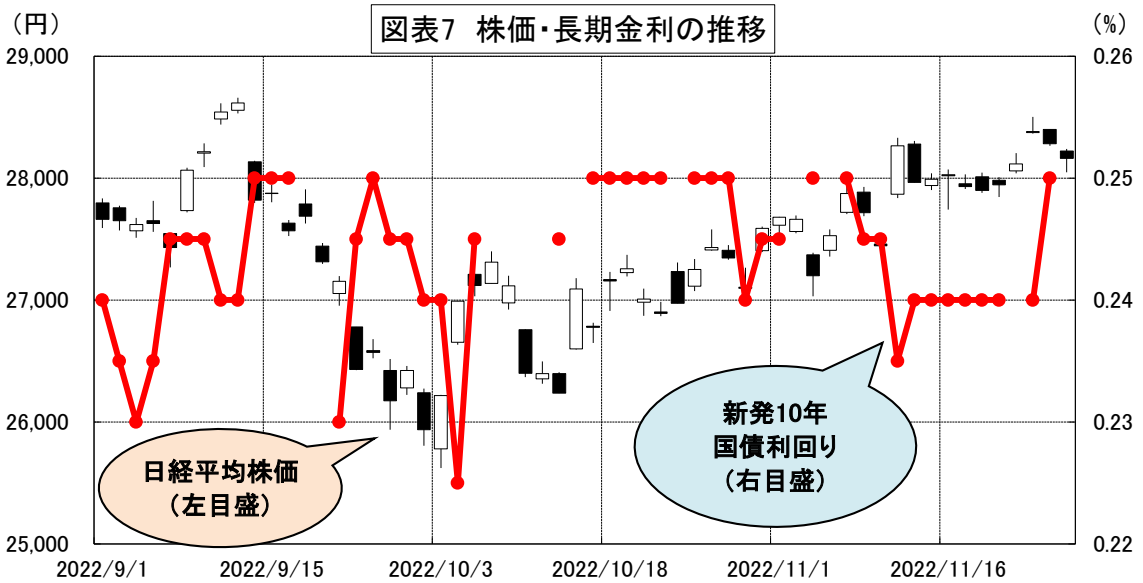
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

長期金利は 0.25%近辺で推移

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

図表7 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成
（注）9/20～21、10/6～12、10/14、10/24、11/2、11/7、11/22,、11/28の新発10年物国債は出合いなし。

長期金利は当面0.2%台での展開

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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

が続くと予想

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

② 株式市場

しばらくは上値の重い展開

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

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

③ 外国為替市場

円安圧力は緩和したが、円安状態は当面継続

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

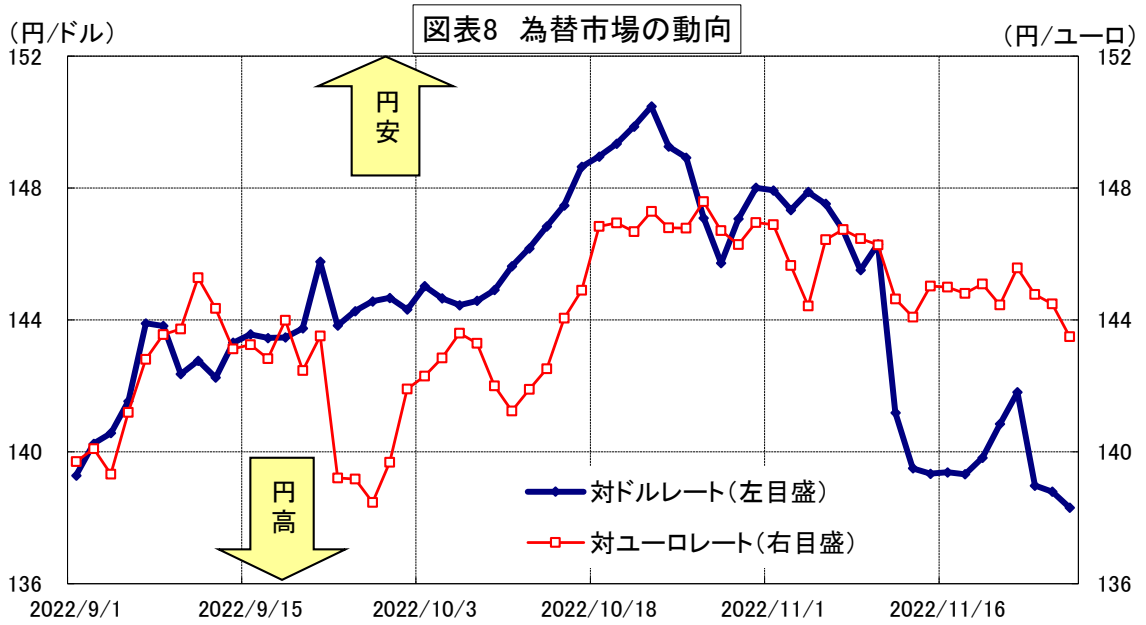
このような状況に対して、鈴木財務相、神田財務官は過度な為替レート変動には適切な対応をとると表明し続けたが、実際に 9～10 月にかけて円買い介入（9.2 兆円規模）に踏み切った。円買い介入の直接的な効果は小さかったものの、10 月の米消費者物価が事前予想を下回る伸びとなったことを契機に、米国の

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/

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

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

図表8　為替市場の動向



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

対ユーロでも若干の円安修正

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

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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

（22.11.29 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

米国経済金融

23 年はリセッション入りの瀬戸際が続く見込み

～12 月 FOMC から利上げペースは減速へ～

佐古　佳史

要旨

労働市場のひっ迫度合は緩和傾向が続いており、賃金上昇率もピークアウトが確認できるなか、10 月の消費者物価指数がようやく鈍化したことで、金融引き締めによるインフレ抑制の兆しがみえはじめた。

11 月 FOMC 議事要旨では、12 月 FOMC から利上げペース減速の可能性が示唆されるとともに、23 年にリセッション入りするシナリオが無視できない確率で考えられることが FRB 内で共有された点も公表された。ターミナルレートをめぐる不確実性は高いものの、23 年はリセッションすれすれの景気になりそうだ。

民主党が善戦した中間選挙

11 月 8 日に実施された中間選挙の結果、上院では民主党が多数派を維持、下院では共和党が 4 年ぶりに多数派となり米議会は上下院で多数派が異なる「ねじれ議会」となった。23 年 1 月以降は、民主党のペロシ下院議長に代わり、共和党のマッカーシー議員が下院議長に就任するとみられる。

選挙後の分析では、与党である民主党の善戦と共和党の苦戦に加えて、州知事選結果を背景にトランプ前大統領の求心力低下についての指摘が散見された。こうしたなか、当面は 12 月 16 日につなぎ予算の期限が切れる 23 年度（22 年 10 月～23 年 9 月）連邦予算の審議が注目点となるだろう。また、23 年下期には、債務上限問題が浮上する可能性も懸念される。

景気の現状：労働市場の過熱が抑制されつつある

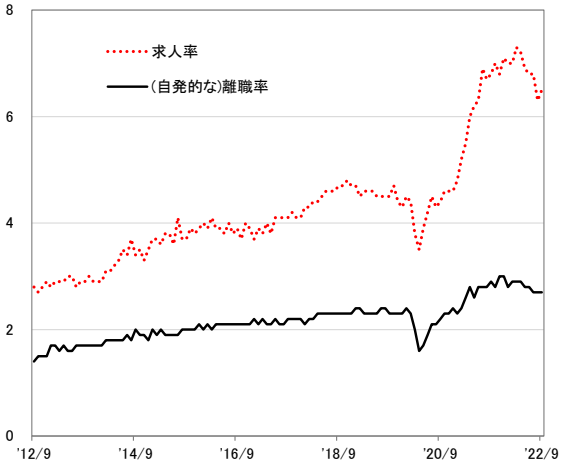
以下、経済指標を確認してみると、利上げの継続による米国経済への下押し圧力は継続しており、労働市場の過熱も抑制されつつあると考えられる。

10 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 9 月から 26.1 万人増、失業率は 3.7%へと上昇した。一方で、9 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 6.5%へと上昇、自発的な離職率は変わらずの 2.7%となった。全体としては労働市場の過熱はピークアウトしたと思われる。また、求人率や離職率の動きとほぼ連動して賃金上昇率も 22 年 4～6 月期に同じくピークアウトしており、10 月の平均時給は前年比 4.7%と鈍化傾向が続いている。以上から労働市場は依然ひっ迫し

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

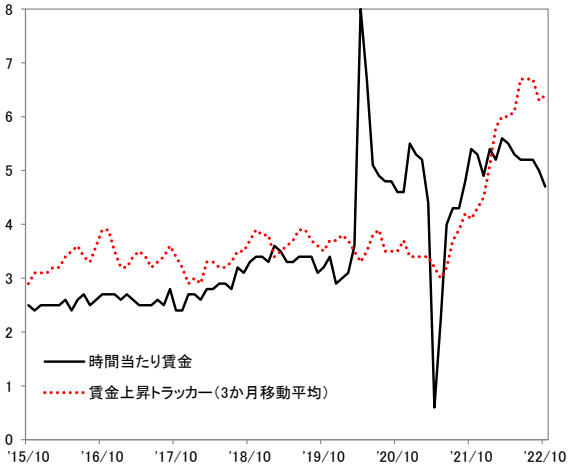
ているものの、過熱感は抑制されつつあると判断できる。今後も金融引き締めを継続することで、労働市場の過熱は抑制できそうだ。

図表1 求人率・離職率の推移



（資料）米労働省統計局、Bloomberg

図表2 賃金上昇率の推移



（資料）米労働省統計局、アトランタ連銀、Bloomberg

個人消費をみると、9 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 0.6%となり、全体では同 0.3%と 2 か月連続で増加した。また、10 月の小売売上高は同 1.3%と高い伸びを示した。全体としてみれば利上げが進むなかで個人消費に下押し圧力が加わっているが、超過貯蓄の存在や賃金上昇率が依然として高いこともあり、個人消費の底堅さが続いている。

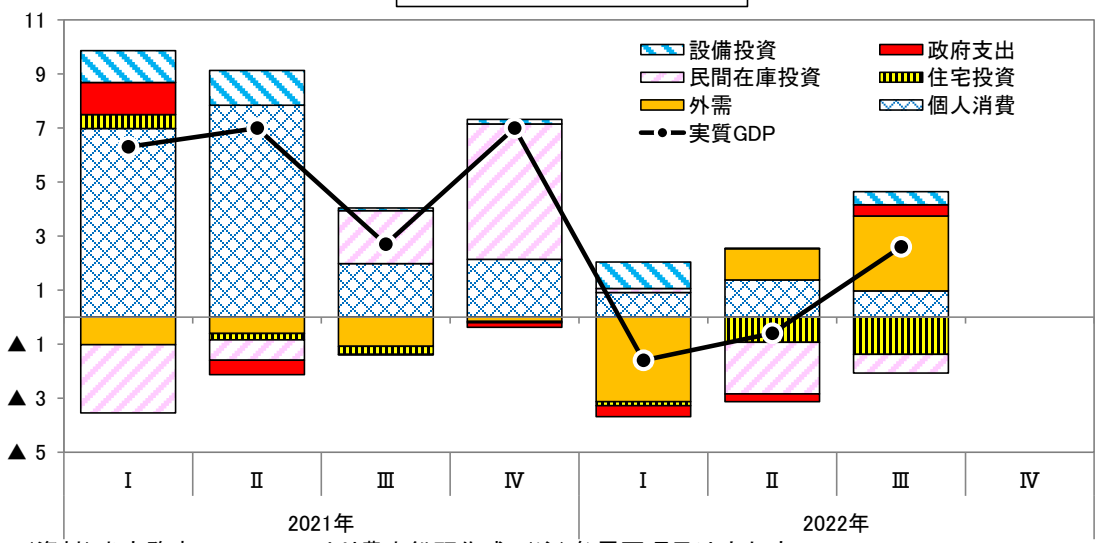
また、11 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、借り入れコストの上昇や資産価格の下落、労働市場の過熱感の後退などを背景に 10 月から低下した。なお、長期の期待インフレ率は概ね 2.9～3.1%の狭いレンジで推移しているものの、不確実性が高く将来的に不安定化する可能性も指摘されている。

3 四半期ぶりにプラス成長となった 7～9 月期 GDP

こうしたなか、10 月 27 日公表された 22 年 7～9 月期の GDP は前期比年率 2.6%（速報）と、3 四半期ぶりのプラス成長となった。内訳をみると、輸入が大幅に減少したことから純輸出（外需）の寄与度が同+2.77 ポイントと下支えし、個人消費支出も同+0.97 ポイントと底堅さがうかがえた。一方で住宅投資は同▲1.37 ポイントと利上げによる景気下押し圧力が確認できる内容となった。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表3 GDP成長率の内訳

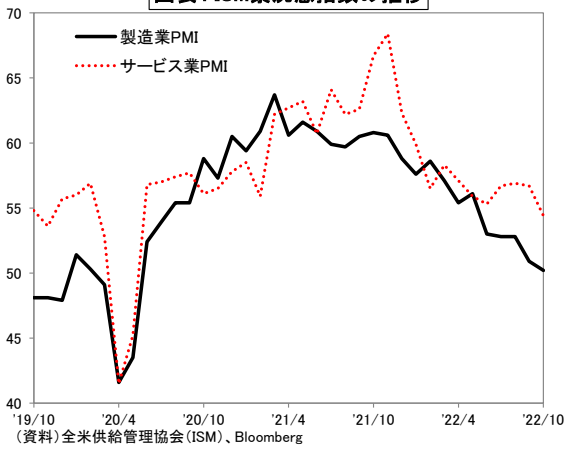


（資料）米商務省、Bloombergより農中総研作成 （注）各需要項目は寄与度。

29か月連続での拡大を示唆する企業マインド

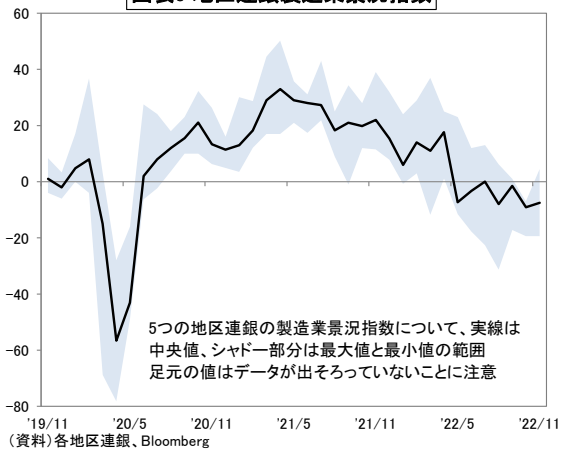
こうしたなか、10月のISM製造業指数（製造業PMI）は50.2%、サービス業指数（サービス業PMI）は54.4%といずれも前月から低下したものの、企業マインドは29か月連続で企業部門の拡大を示した。内訳をみると新規受注や生産、雇用などの面において製造業とサービス業で方向感が異なっており、人手不足や解雇の必要性、供給制約の影響などが産業ごとにまちまちであることがうかがえる内容となった。

図表4 ISM景況感指数の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表5 地区連銀製造業景況指数



（資料）各地区連銀、Bloomberg

インフレ率の中心は財からサービスへ

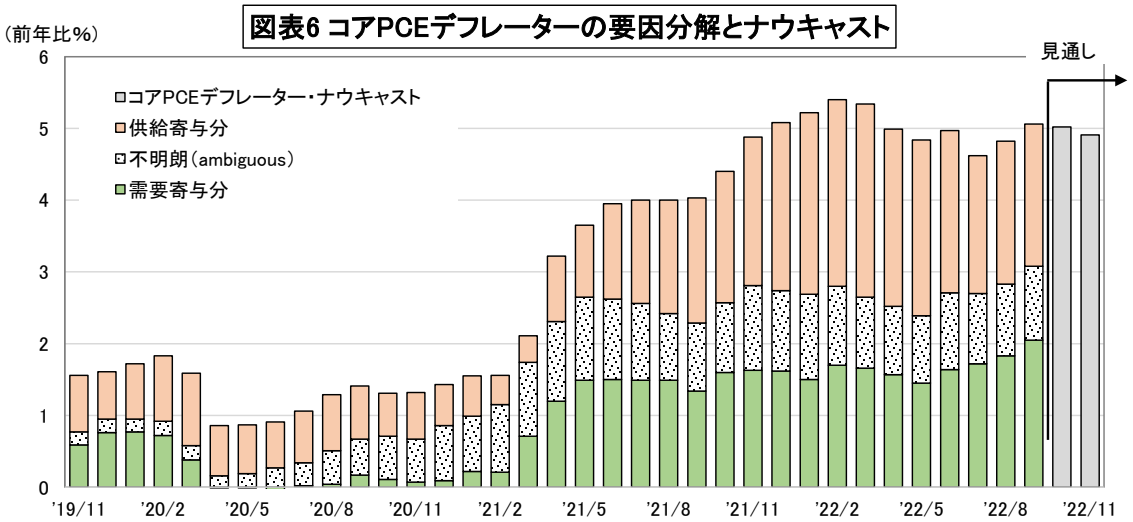
インフレ率をみると、9月のコアPCEデフレーターは前年比5.1%と、8月の同4.9%から加速した。ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは変わらずの同4.7%と物価上昇が幅広い分野で継続していることが確認できる。一方で、10月の消費者物価指数は前月比0.4%、コアが同0.3%と単月ながらようや

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

くインフレ率が鈍化する兆しがみえはじめた。コアの内訳をみると、中古車や衣類の価格下落などから財は同▲0.4%となった一方で、住宅などを中心にサービスは同 0.5%と鈍化ペースは遅く、ピークアウトを確認できるようになるまではしばらくかかりそうだ。

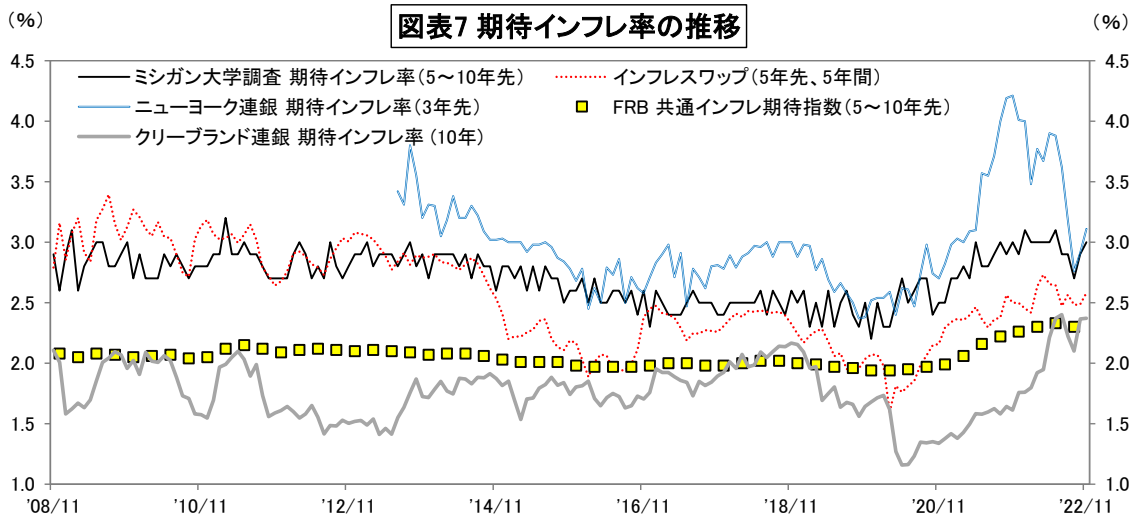
一方で、期待インフレ率が概ね安定的に推移していることから、80 年前後のボルカー元 FRB 議長時のような、インフレ率を抑制するために失業率が 10%超となるほど深刻なリセッションを起こす必要はなく、経済成長率が 2%弱と目される潜在成長率を下回るように、金融引き締めを継続することになるだろう。

図表6 コアPCEデフレーターの要因分解とナウキャスト



(資料)サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

図表7 期待インフレ率の推移



(資料)ミシガン大学、地区連銀調査、FRB、Bloomberg (注)共通インフレ期待指数は四半期データ。

利上げペースは鈍化する見込み

11 月 FOMC（1、2 日）では、4 回連続での 75bp 利上げが決定され、政策金利は 3.75～4.00%となった。FOMC 後の記者会見にてパ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ウエル議長は、22年の米国経済の減速を確認しつつも、労働市場が非常にひっ迫しており労働需要に供給が追い付いていないことを強調した。また、今後も利上げを継続することが妥当であるとする一方で、今までの利上げの影響がラグを伴って生じることを考慮しつつ、将来的に利上げペースを鈍化することが適切であると述べた。

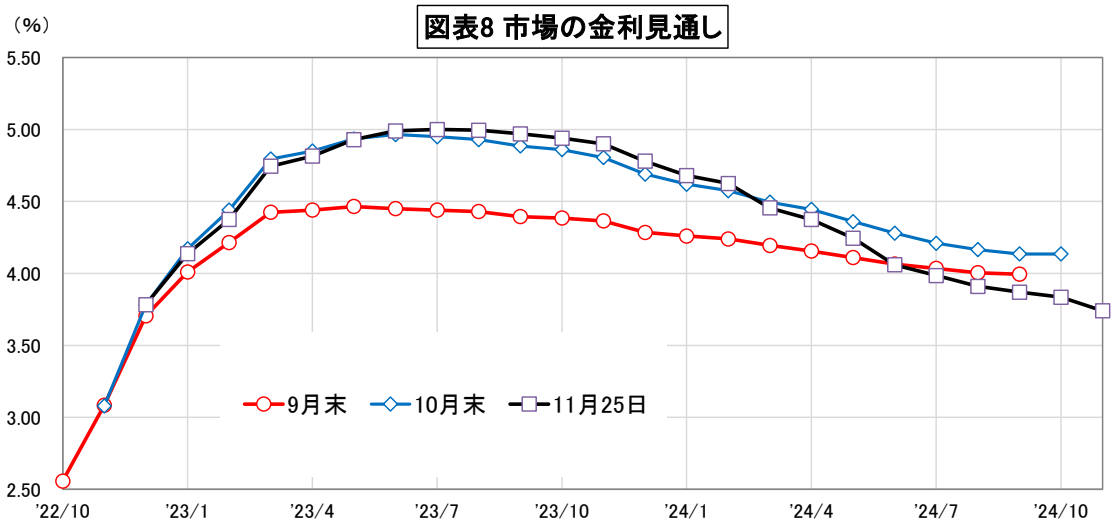
11月23日に公表された11月FOMC議事要旨では、大半の（a number of）FOMC参加者が利上げペースの鈍化が適切との認識を示したことが明らかとなり、12月FOMCでの利上げ幅は50bpになる可能性が高まったと解釈できる。一方で、最終的な金利水準（ターミナルレート）については不確実性が増した点も共有された。

また、11月FOMC用に作成されたFRBスタッフによるベースシナリオでは、利上げ見通しの上方修正などを受けてGDP成長率が9月から下方修正された点や、23年にリセッション入りするシナリオもベースシナリオとほぼ同じ確率で評価されている点など、厳しい見通しがFRB内で共有されていることが示唆された。

今回の高インフレ局面では、コアPCEデフレーターで測ったインフレ率が2%物価目標から3ポイント程度上振れている。このため、テイラー・プリンシプルなど金融政策の教科書的なパラメーター設定の下では、利上げ幅が名目中立金利（2～2.5%）から3ポイント超となり、ターミナルレートは5%半ばとなっても不思議ではない。一方で、低めのターミナルレートを主張する連銀総裁は、インフレ率が加速した原因が今後取り除かれる可能性や、経済、金融の安定性を相対的に重視しているように思われる。この辺りの考え方も含めて、12月FOMC後の記者会見や経済見通しは、論点が多く注目度が高そうだ。

足元では、ターミナルレートをめぐってFOMC参加者内の見解の相違があることや、23年以降の景気見通しについての懸念が強いこともあり、市場では政策金利は5%程度でピークをつけ、23年末から利下げが開始される見通しが中心的といえる。筆者としては、この政策金利見通し下では、少し余裕をもってリセッションを回避できそうな印象を受けた。

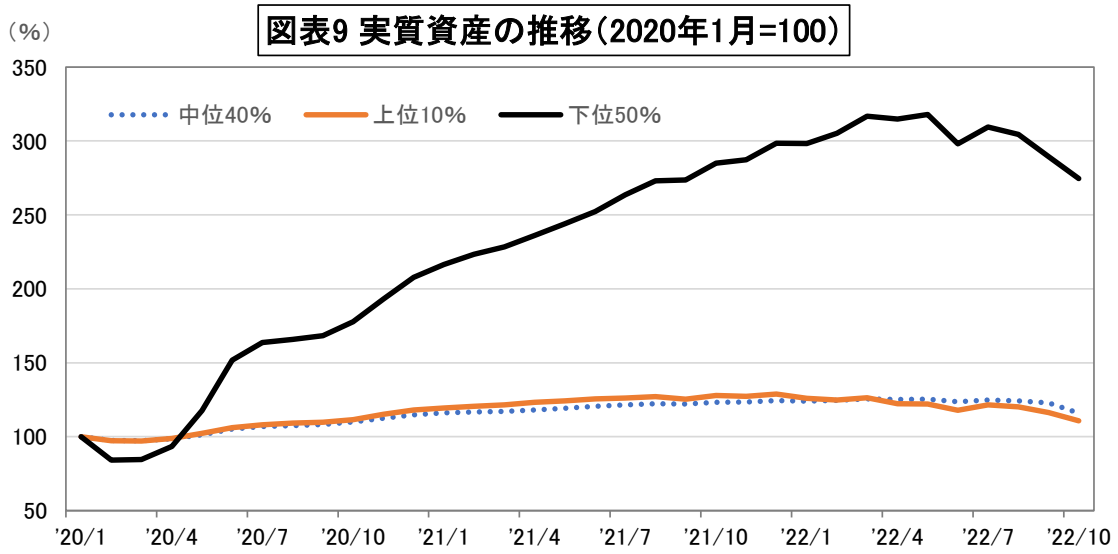
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/



（資料）Bloombergより農中総研作成

景気の先行き：1年程度は下押し圧力が強い

さて、景気の先行きを考えてみると、9 月 FOMC 終了後に公表された経済見通しで示された以上に、引き締め方向での金融政策の長期化が織り込まれたことで、向こう 1 年程度の需要に一層の下押し圧力が加わり景気減速は続くとみられる。一方で、足元では下位 50%層での労働所得、資産についての状況がほとんど悪化しておらず、特に下位 25%の実質労働所得は増加傾向であることなどから個人消費は予想外に底堅く推移し、消費の底割れは回避できるのではないだろうか。以上から、低成長の長期化とインフレ率の鈍化が並行することで、ハードランディング（景気の急速な悪化）の一歩手前のような景気が続きそうだ。



（資料）Realtime Inequality （注）22年10月は推定値。

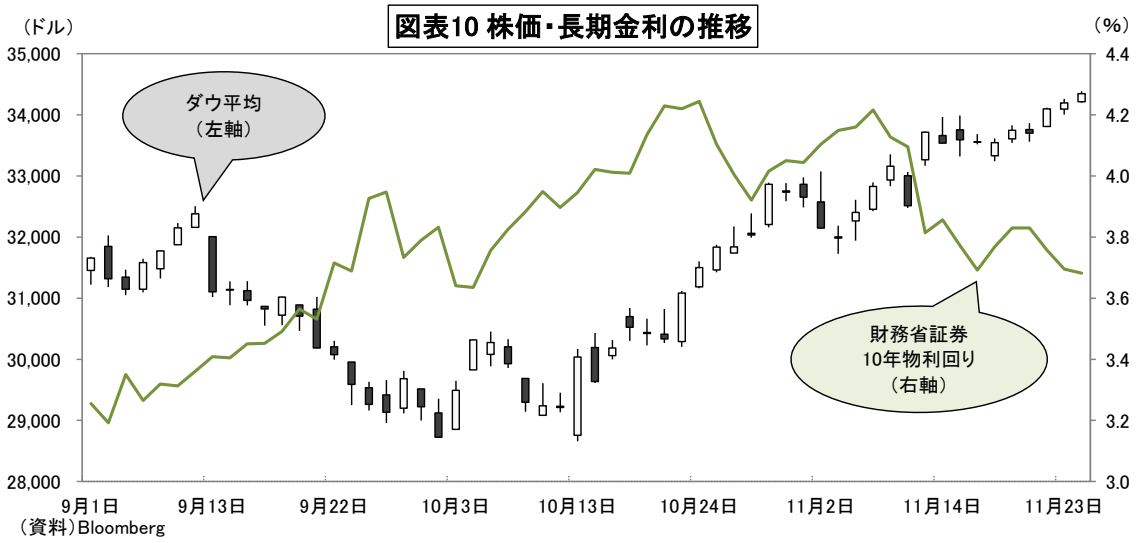
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

依然として上昇余地のある長期金利

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では 9 月後半にかけて、トラス英首相の減税政策案を契機とした市場の混乱から一時的に荒れた展開となったものの、基本的には FOMC 参加者のタカ派的な発言や、利上げ織り込みの上方修正に伴い、米長期金利（10 年債利回り）の上昇が継続し、10 月半ばからは 4%を上回る取引となった。

足元では 11 月 FOMC 議事要旨にて 12 月 FOMC 以降の利上げペース減速が示唆されたことや、景気の先行きへの懸念から、長期金利は低下傾向で推移している。先行きについては、ターミナルレートなどをめぐり 12 月 FOMC（13、14 日）後に公表される経済見通しに注目が集まると思われるが、インフレ率の鈍化が確認できない間は利上げの継続を迫られそうであり、長期金利は依然として上昇する余地がありそうだ。

図表10 株価・長期金利の推移



（資料）Bloomberg

株式市場：上値の重い展開が続く

株式市場では、8 月末のジャクソンホール会議以降、FRB のタカ派姿勢がより鮮明になったことから、ダウ平均は大幅調整に迫られ 9 月下旬には 28,000 ドル台へ下落。その後は決算が底堅かったことで底入れを探る動きとなり、10 月以降は再び上昇傾向で推移している。

先行きについては、10～12 月期の企業収益は低調と予想されていることや、利上げの継続と長期金利の上昇が続くと見込まれることから、上値の重い相場が続くと予想する。

（22.11.28 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

中国経済金融

回復基調ながら下振れリスクが強まる中国経済

～好悪材料交錯し先行きは不透明感漂う～

王　雷軒

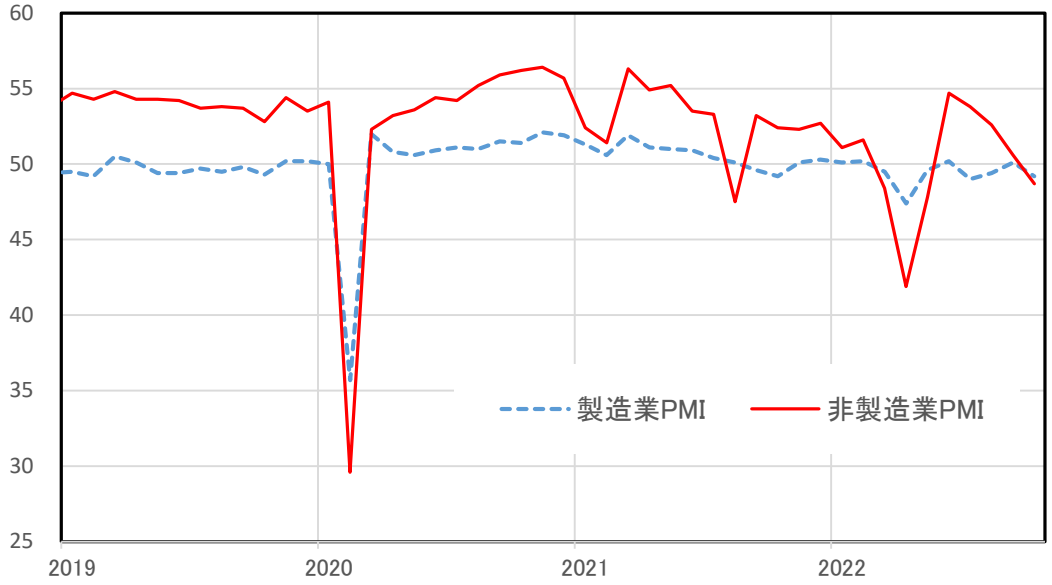
要旨

2022 年 7～9 月期の実質成長率は前年比 3.9%と 4～6 月期（同 0.4%）から持ち直した。しかし、その後は回復基調ではあるものの、下振れリスクが強まっているとみられる。

こうしたなか、好材料として過度なコロナ感染抑制策が是正され始めていることや、不動産デベロッパー向け貸出の強化などの不動産市況のテコ入れ策が強まりつつあるほか、LPR の引き下げなど追加金融緩和を行う可能性も高まっていることが挙げられる。一方、11 月中旬以降、コロナ感染者数の急増を受けて一部の地域ではロックダウンや移動制限などの措置を講じつつあることが悪材料となっている。

このように好悪材料が交錯するため、先行きは見通しづらい状況ではあるが、10～12 月期は前年比 4.1%へと小幅ながら加速し、22 年の実質成長率は前年比 3.3%と予測している。

図表1 中国の製造業PMI・非製造業PMIの推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は22年10月。

景気の現状：回復基調が続くものの、強まる下振れリスク

22 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 3.9%と、上海市ロックダウンによる影響などで大きく落ち込んだ 4～6 月期（同 0.4%）から持ち直した。しかし、その後は、新型コロナ感染者

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

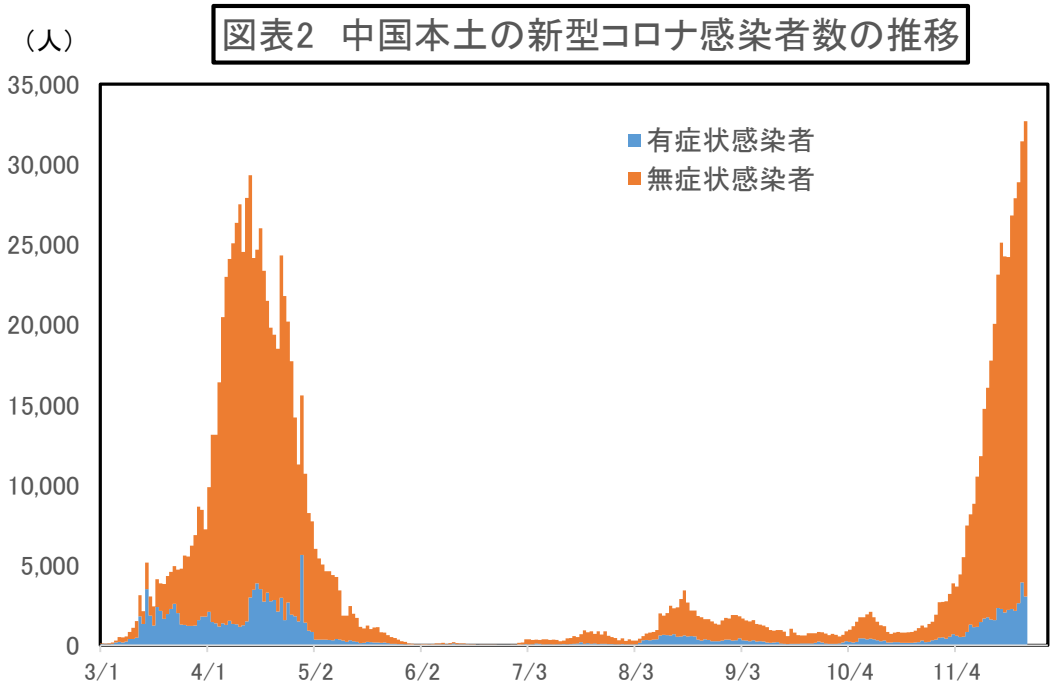
数の増加などを受けて経済下振れ圧力は強まりつつあるとみられる。

国家統計局が発表した 10 月の製造業 PMI と非製造業 PMI はともに判断基準の 50 を下回った(図表 1)。また、10 月の輸出入額（ドル建て）はともに前年比マイナスに転じたほか、小売売上総額も 5 か月ぶりの前年比マイナスに陥った。

さらに、22 年 1～10 月期の固定資産投資は前年比 5.8%と伸び悩む状況が続いている。投資分野別では、設備投資、インフラ整備向け投資（電力を含む）はそれぞれ前年比で 9.7%、11.4%と比較的堅調に推移した一方、不動産開発投資は同▲8.8%とさらに悪化した（後掲 2022～23 年度改訂経済見通し世界経済の動向④中国を参照）。

このように外需が弱まりつつあるとみられるなか、中国経済にとって低迷した内需を促進することの重要性が一層増しているが、それをめぐる好悪材料は以下に述べるように交錯している。

図表2　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11月24日。（注）新型コロナ感染者数は無症状感染者＋有症状感染者。

過度な感染抑制策を是正するも感染者数の急増を受けて感染

コロナ感染抑制策を厳格に実施していることが消費低迷の最大要因となるなか、足元のコロナ感染者数を確認すると、11 月 24 日の 1 日当たりの新規感染者数（無症状＋有症状）は 3.3 万

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

抑制策の強化を余儀なくされるか

人と急増していることが分かる（図表 2）。

実は、11 月 10 日前後、これまで実施してきたコロナ感染抑制策の最適化を図るため、20 項目の施策（以下、20 条）を改善する方針が決まった。発表された 20 条を見ると、①7 日間の施設での集中隔離＋3 日間の在宅での健康観察を 5 日間＋3 日間に短縮する、②濃厚接触者に接触する人々の追跡などは実施しない、③感染リスクの高低を示す高・中・低リスクの 3 つの地区区分を高・低という 2 つに簡素化するなどの緩和措置が盛り込まれた。

さらに、国務院感染防止抑制メカニズムが開催した記者会見（Press Conference of the joint Prevention and Control Mechanism of the State Council）では、その 20 条について詳細な説明を行った。また、一部の地方政府を名指しながら感染抑制策をやり過ぎと指摘したうえで、今後も恣意的なロックダウン期間の延長、恣意的な学校や工場の封鎖などの行為に対して厳しく取り締まるとした。

これらを受けて多くの地方政府は速やかにテレビ会議などを行い、20 条に沿ってこれまで実施されてきた感染抑制策の緩和に動き出していた。しかし、オミクロン株とその変異株は無症状の感染者が多く、感染の抑制と生産・生活維持とのバランスをとるのが至難の業であるため、広東省広州市、河南省鄭州市、重慶市などの大都市では感染者が急増したほか、北京市では 6 か月ぶりに死者が出た。

こうした実態に対して当局は、不必要な制限措置を取りやめるよう求める一方、感染抑制策を堅持することも強調している。そのため、一部の地方政府は感染者隔離臨時施設の整備に注力しつつあるほか、短期間のロックダウンや全員 PCR 検査の再開などの対策を強化している。

これらを踏まえると、どう転ぶか不明だが、ウィズコロナへの移行はなお時間がかかると言わざるを得ない。感染拡大に歯止めがかからず、厳格な感染抑制策を実施し続けるということであれば、経済活動への悪影響を想定しておくべきであろう。

不動産市況のテコ入れ策の強化が行われつつある

他方、不動産市場の深刻な低迷を食い止めるため、不動産関連政策の本格的な転換とみられる動きが強まりつつある。まず、中国銀行間市場交易商協会（NAFMII）が 11 月 8 日に民間不動産デベロッパーの社債発行などによる資金調達を促進・拡充する

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/

ことを発表した。これを受けて民間不動産デベロッパーの竜湖集団（Longfor Group）、美的置業(Midea Real Estate)、金輝集団(Radiance Group)がそれぞれ20億元、15億元、12億元規模の社債を発行できるようになったという。

また、中国人民銀行（中央銀行、以下「人民銀行」）と中国銀行保険監督管理委員会（金融規制当局、以下「銀保会」）が共同で打ち出した不動産市場の安定化に向けたテコ入れ策（金融16項目の措置）が23日夜に人民銀行のウェブサイトに正式に公表された。その詳細を確認すると、①民営企業を含めて建設企業や不動産デベロッパー向けの融資や社債発行を安定化させる、②政策金融や信託融資による支援を強化する、③住宅ローンやデベロッパーなどの借入金返済期間を延長する、④個人住宅ローン需要を満たす、などの措置が通達に盛り込まれている。

なお、この金融16項目の措置は正式に発表する前にすでに金融機関に通知していた模様だ。

さらに、人民銀行と銀保会が21日に共催した大手商業銀行（国有商業銀行＋中国郵政貯蓄銀行＋株式制商業銀行）の貸付関連会議では不動産業への貸出強化などの方針が示された。その内容を見ると、前述の16項目措置と重なるものが多いにもかかわらず、金融機関への通知だけでなく、大手銀行の経営者らを招集して再度説明・強調したことから、早急な対応を金融機関に求めたのではないかと推察される。

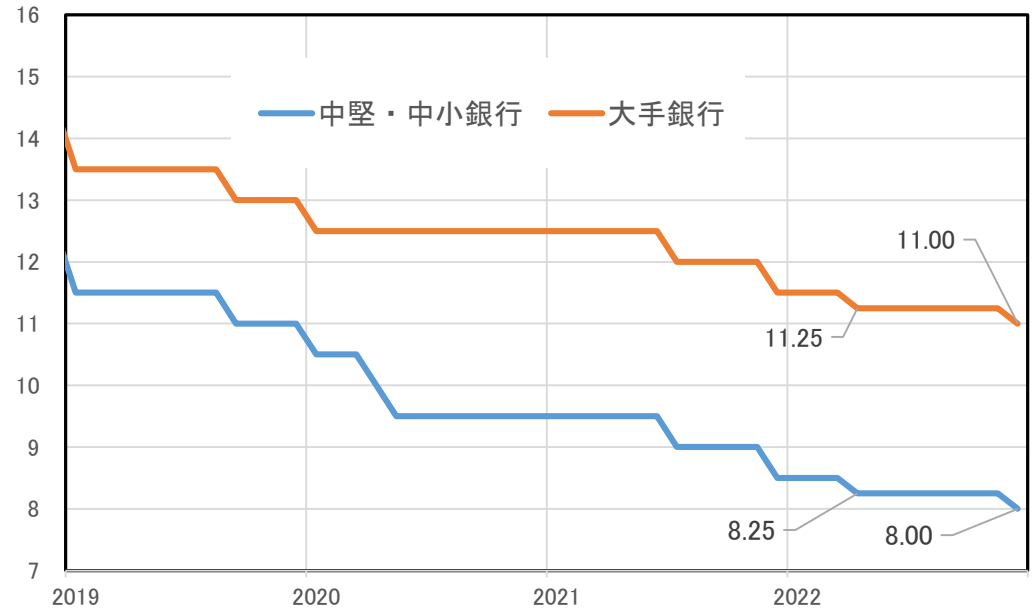
実際、その後は、大手商業銀行が相次ぎ不動産デベロッパーへの金融支援を発表している。例えば、中国工商銀行が24日に万科（Vanke）や碧桂園（Country Garden）等の不動産開発大手12社に総額6,550億元の与信枠を提供すると発表した。24日時点ではほかの大手5行（中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国郵政貯蓄銀行、交通銀行）が合わせて17社に総額1兆2,750億元の与信枠を設定したと報道されている。

このように、金融当局は金融16項目の措置などにより不動産市場への支援を強め、ソフトランディングを目指そうとしている。不動産政策の見直しが、果たしてどこまで経済下振れリスクを軽減できるかは今のところ不透明ではあるが、少なくとも不動産開発投資のさらなる悪化に歯止めがかかる可能性は高い。ただし、コロナ禍を受けて雇用・所得を取り巻く環境は厳しく、住宅販売がすぐに好転する可能性は低く、結局住宅在庫

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/

がさらに増大するほかないであろう。

図表3　銀行規模別の預金準備率の推移



（資料）中国人民銀行、Windより作成

預金準備率は引き下げ、今後はLPRの引き下げなどの追加金融緩和を行う可能性が高い

また、人民銀行は11月25日に預金準備率の引き下げを発表した（図表3）。背景には、10月の消費者物価指数（CPI）と生産者物価指数（PPI）がともに弱い内容となったことや、米国の利上げペースの鈍化が予想されるほか、前述したように金融機関による不動産業への支援強化が打ち出されたことも挙げられる。

人民銀行のウェブサイトによれば、市場流動性を潤沢に維持し、企業の資金調達コストを引き下げることを促進するため、12月5日から預金準備率を0.25%引き下げることを発表した。ただし、5%の預金準備率が適用されている金融機関は除かれる。

これにより大手銀行、中堅・中小銀行の預金準備率はそれぞれ11%、8%、金融機関の加重平均預金準備率は7.8%となり、約5,000億元規模の市場流動性が供給されることになる。

22年4月の引き下げと同様に、今回も事前発表となった。11月23日に発表された国務院常務会議（22日）の決定内容を見ると、①重大なプロジェクト建設を加速する、②製造業の設備更新を促す、③消費を安定化・拡大させる、④輸送物流の円滑

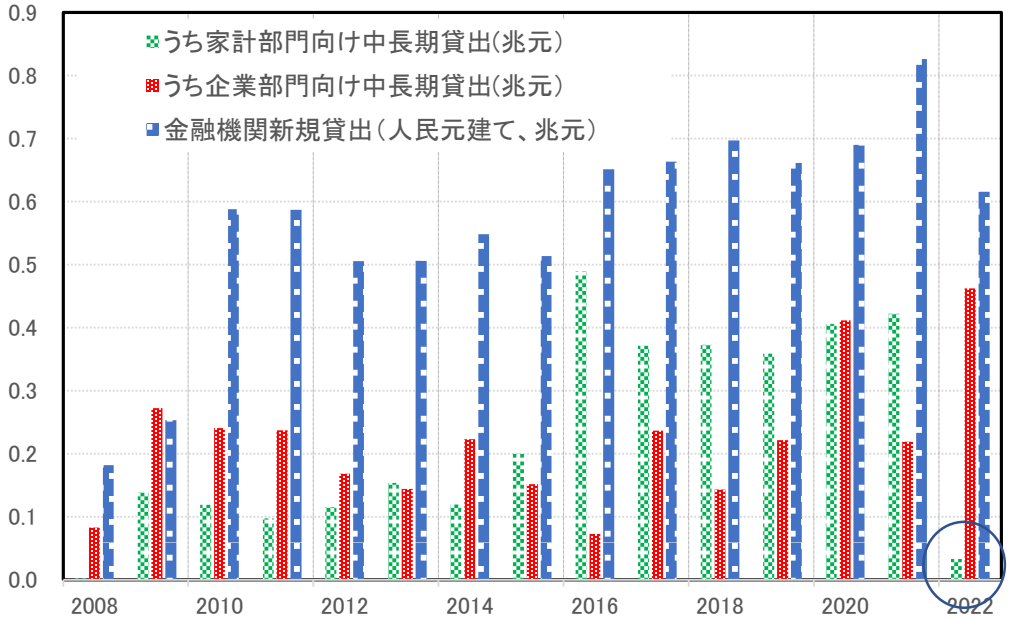
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

化を図る、⑤実体経済への金融支援を強化することなどが挙げられた。

⑤のなかには、民間企業の社債発行への支援を強化するほか、適時に預金準備率の引き下げなどを通じて市場流動性を潤沢に維持するとの内容が盛り込まれていた。

他方、人民銀行が公表した 10 月の金融機関新規貸出の内訳を見ると、企業部門向け中長期貸出は 0.46 兆元と大きく増加したものの、家計部門向け中長期貸出は 0.03 兆元と例年同月に比べて大きく減少した（図表 4）。住宅販売の低迷が依然深刻だったことから、今後（12 月 20 日）は LPR（ローンプライムレート、銀行貸出金利の参照指標）引き下げを行う可能性もある。

図表4　10月の金融機関の新規貸出規模の推移



（資料）中国人民銀行、Windより作成

今後の見通しと注目点

以上を踏まえると、好悪材料が交錯する状況なので、先行きについては見通しづらい。今のところ、輸出の減少と不動産開発投資の低迷は続くと見込まれるものの、インフラ整備向け投資がさらに加速することや、コロナ感染抑制策の見直しによる消費のさらなる悪化に歯止めがかかるとみられるほか、政府の経済政策の後押しもあって、10～12 月期は前年比 4.1%へと小幅ながら加速し、22 年の実質成長率は前年比 3.3%と予測している（後掲 2022～23 年度改訂経済見通し世界経済の動向④中国を参照）。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

一方、23年は、輸出の減少等を受けて設備投資が減速するほか、インフラ整備向け投資も鈍化すると予想されるものの、コロナ感染抑制策をさらに緩和すれば消費の大幅な持ち直しが期待されることや、政府のテコ入れ策を受けて不動産業の経済下押し圧力が弱まるとみられるほか、前年の反動もあり前年比5.1%の成長となる見通しである。

今後もコロナ感染状況と不動産市況、追加金融緩和などに注目していきたい。まずは、12月の政治局会議や23年の経済運営の基本方針を決める中央経済工作会議に注目が集まるだろう。

（22.11.25現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます https://www.nochuri.co.jp/

分析レポート

欧州経済金融

水準から見たユーロ圏経済の趨勢

～成長が低調なドイツとイタリア、米国に劣後するユーロ圏～

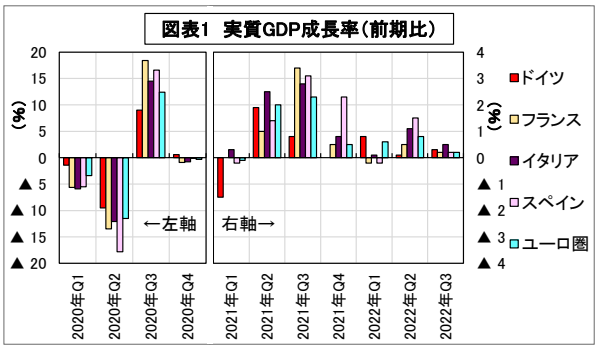
山口　勝義

要旨

経済活動の水準の観点からユーロ圏の主要国の経済の趨勢を確認すると、ドイツやイタリアの成長力の鈍さが明確であり、今後も両国を中心に経済活動の減速が予想される。このほかユーロ圏では、米国との経済格差が一層拡大する可能性が大きいものとみられる。

はじめに

ユーロ圏の第3四半期（7～9月期）の実質GDP成長率は、前期比で0.2%となった。主要国ではドイツが0.3%、フランスが0.2%、イタリアが0.5%、スペインが0.2%であった。第2四半期に比べてドイツでは0.1%から0.3%に成長が加速したが他の3ヶ国は減速で、ユーロ圏全体でも0.8%から0.2%に減速した（図表1）。



（資料）Eurostatのデータから農中総研作成
（注）「Q」は四半期を示す。

しかし最近の環境下では、こうした成長率のみではユーロ圏各国の経済情勢の実態把握が困難になっている側面がある。というのもまず、コロナ禍で経済活動の水準がいったん大幅に切り下がったため、例えばコロナ危機前との対比で各国の経済活動の水準がどの程度回復したかのという点からして、その都度の成長率のみでは捉えづらくなっていることがある。

しかも、この間の経済活動には各国で時期によりまちまちになりがちな事情が存在している。これはフランスやイタリア、スペインなど、経済全体に占める観光業の比率が高くコロナ危機での痛手が大きかった一方で、行動規制の緩和に伴い経済活動の反発力の強い国々もあれば、ロシア産エネルギーへの依存度が大きく、また製造業比率が高いため、ウクライナ侵攻に伴う影響が他国よりも強く出るドイツやイタリアなどの国々もあるためである。そしてこの際に、新型コロナウイルスの感染拡大や収束、また「生活費危機」や「エネルギー危機」などの影響の出方は各国の状況に応じてそれぞれのタイミングにより異なりがちであり、この結果、その時々の成長率には各国の間で差異が生じ易くなっているということである。

このように経済活動の大幅な落ち込みを経験し、また複数の材料が各時点で各国に対し異なる影響を及ぼしていることから、ユーロ圏では、足元の一時点の成長率のみでは各国の経済情勢の特徴を読み取ることが難しくなっている。同時に、世界の中でのユーロ圏経済の立ち位置なども、見えにくいということになる。こうした中では成長率から離れ、経済活動の水準の観点から、改めて各国経済の趨勢を確認することが重要であると考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ユーロ圏主要国の経済活動の趨勢

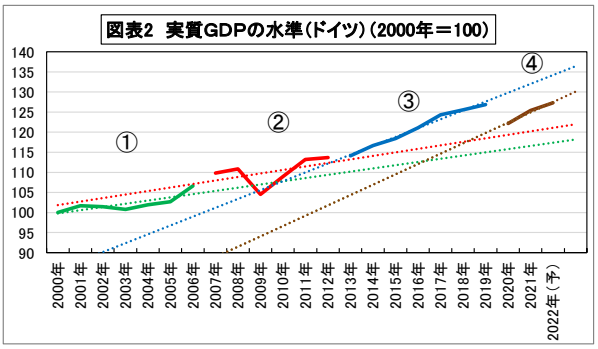
そこで2000年を基準年として、これ以降を、①金融危機以前の06年まで、②金融危機と財政危機に見舞われた07～12年、③財政危機からの離脱に目途がついた13年からコロナ危機勃発前の19年まで、④コロナ危機やロシアによるウクライナ侵攻を含む20年以降、の4期間に区分し、国際通貨基金（IMF）の年次データをもとに、ユーロ圏の主要4ヶ国のGDPの水準の推移を追うこととする（図表2～5）。

まず直近の期間④の動向を見ると、フランスで景気回復の勢いが強く、22年には通年でコロナ危機前の19年のGDPの水準を上回る見込みである。これに対しスペインでは、足元の回復の勢いはフランス以上に強いもののコロナ危機による経済活動の落ち込みが主要国の中でも特に大きかったことから、この水準の回復は22年には未達となるものとみられている。一方、ドイツとイタリアでは、ともに22年には19年のGDPの水準に達するものと予想されているが、サービス業の回復が下支えするイタリアに比較してドイツ経済の勢いの鈍さが目立っている。

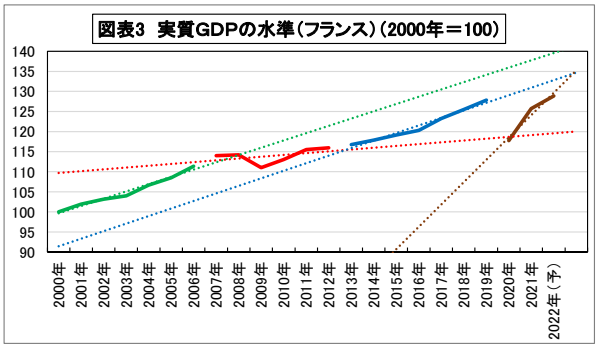
ほかにも期間②では、危機の影響が軽微であったドイツとフランスと、これが甚大であったイタリアとスペインとの格差が明確である。そしてここで特記すべきは、スペインでは平常時には成長力が強くこの20年余りの間に経済は大きく拡大したのに対し、イタリアでは成長が非常に低調であり、経済活動の停滞がこの期間の基調となっている点である[注1]。

こうしたなか、ロシアによるウクライナ侵攻による影響が「生活費危機」や「エネルギー危機」の形で及んでいるユーロ圏では消費や生産が低迷し、23年に向けて、なかでもドイツやイタリアを中心に減速感を強めることが予想されている。ドイツの鉱工業生産は近年、自動車生産の低迷を主因に不冴な推移を示してきたが、今後はより広範な業種で減産を見込む必要があるものと考えられる。

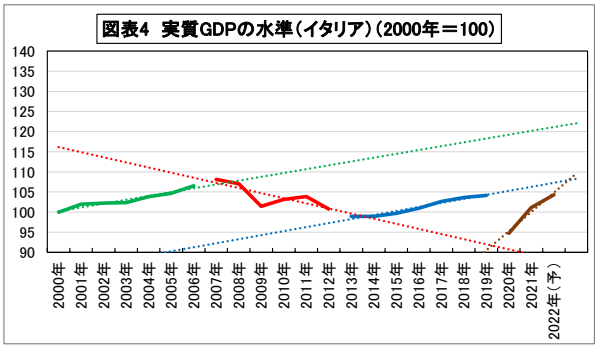
図表2　実質GDPの水準（ドイツ）（2000年＝100）



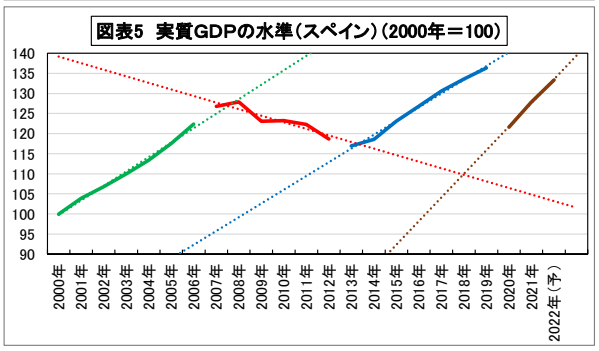
図表3　実質GDPの水準（フランス）（2000年＝100）



図表4　実質GDPの水準（イタリア）（2000年＝100）



図表5　実質GDPの水準（スペイン）（2000年＝100）



（資料）それぞれ、IMFのデータから農中総研作成
（注）（予）は、IMFによる2022年10月時点における予測値である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

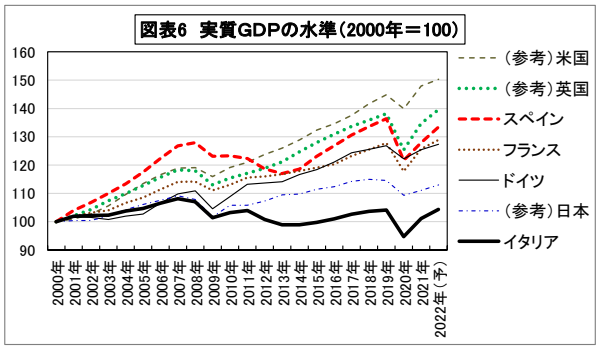
米国との対比で見たユーロ圏経済

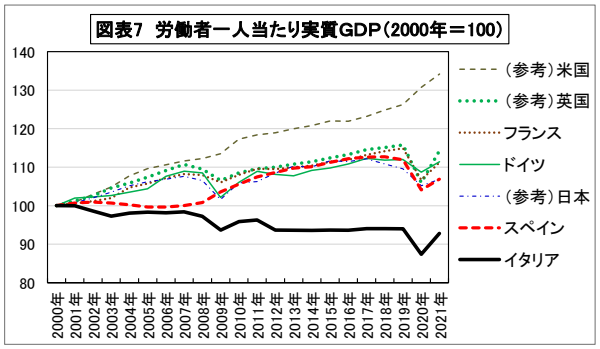
次に、以上の経済情勢の推移を米国などの他の主要国とともにひとつのグラフに落とし込むと、世界の中でのユーロ圏経済の位置付けが明らかになる（図表 6）。ここには、米国経済が中長期的に安定的な堅調さを示しているのに対し、ユーロ圏主要国の成長力の鈍さが現れている。

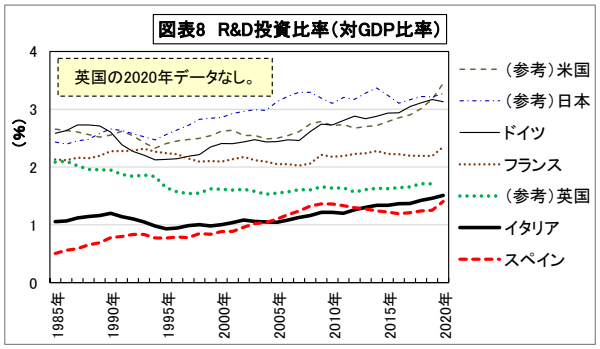
この米国経済の強さの主要な背景には、労働生産性の継続的な改善が関係しているものとみられる。労働者一人当たりの GDP の水準の推移を、同様に 2000 年を基準として比較すれば、米国での群を抜いた向上を確認することができる（図表 7）。コロナ危機の際には、ユーロ圏では勤務時間を短縮しつつも雇用を維持する短時間労働制度に重点を置いたのに対し、米国では失業者に対する失業給付金の給付を政策の柱としたことで、労働者一人当たりの生産性には対照的な動きが生じたが、米国ではその後も生産性の改善の勢いが維持されている点が特徴的である。この間、両者の間では研究開発（R&D）投資の伸びに格差が見られており、この点が労働生産性の違いのひとつの要因として働いていることが考えられる（図表 8）。

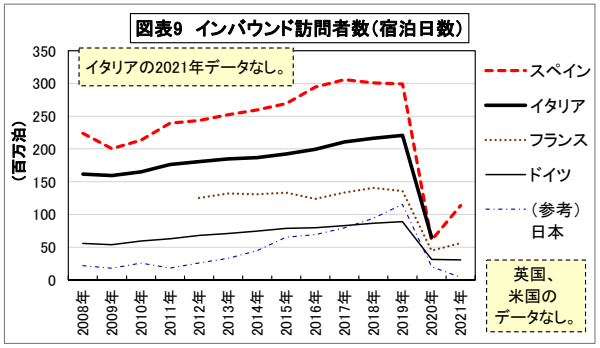
一方、より直近の情勢に注目すれば、ユーロ圏ではインバウンド訪問者数にはスペインやイタリアを中心に 21 年以降、回復が見られている（図表 9）。さらに 22 年の夏季には、Eurostat の月次データで、両国ではこの訪問者数が 19 年の同時期の 90％程度にまで回復した姿が示されている。しかし、コロナ対策の規制緩和に伴う景気への好影響も、今後は逆に、徐々にその効果を低下させることが見込まれる。この結果、ユーロ圏ではウクライナ紛争の影響が一層直接的に表面に現れることになり、経済成長鈍化の可能性がこれまで以上に強まることが予想される。

以上から、R&D 投資の停滞などの中長期的な材料とともに足元の材料も加わり、ユーロ圏では米国との経済格差が一層拡大する可能性が大きいものと考えられる。









（資料）図表 6 は IMF の、図表 7～9 は OECD の、各データから農中総研作成
（注）図表 6 の（予）は、図表 2～5 に同じ。

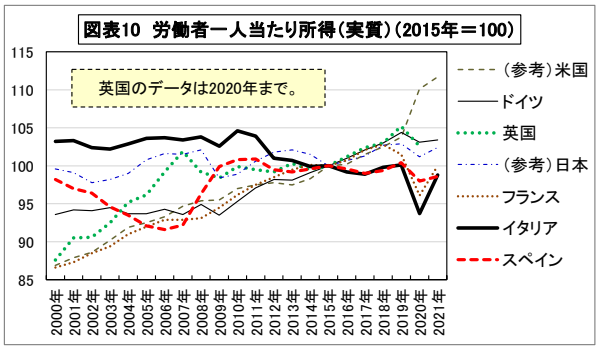
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

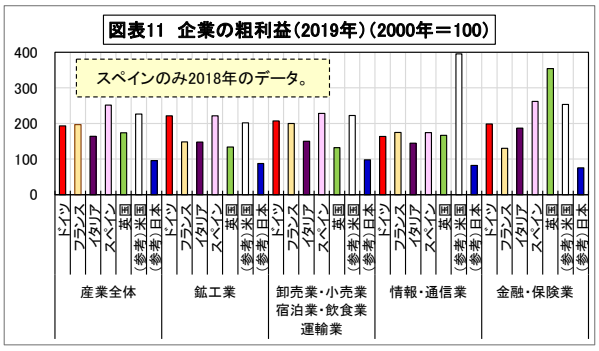
おわりに

米国経済との対比で言えば、さらに次の点を付言することができる。

まず、ユーロ圏のインフレはコロナ危機下の手厚い財政支出や着実な賃金の上昇を通じて内需に支えられた米国のインフレとは異なり、供給面の制約が主な要因となっている点である（図表 10）。このためユーロ圏では需要の抑制を通じてインフレの鎮静化を図る金融引き締め策の効果は限られ、物価上昇率が低下しないまま景気が腰折れしスタグフレーションに陥るリスクがより大きいことになる。

また、ユーロ圏の主要国で広く現れている米国に比較した賃金上昇の鈍さには、労働生産性の停滞を背景にした企業収益の伸び悩みが影響していることが考えられる（図表 11）。このため、ユーロ圏では今後とも大幅な賃上げは見込み難く、賃上げとインフレのスパイラルに陥る可能性は比較的小さいとは言えるものの、その反面で成長減速要因である家計消費に対する下押し圧力が長く続くとともに、家計支援のための財政支出の負担がかさみ財政を一層悪化させる懸念がある。





（資料）図表 10 は欧州委員会の、図表 11 は OECD の、各データから農中総研作成

以上のように経済活動の水準の観点からユーロ圏の主要国の経済の趨勢を確認すると、ドイツやイタリアの成長力の鈍さが明確になっており、今後も両国を中心に経済活動の減速が予想される。このほかユーロ圏では、米国との経済格差が一層拡大する可能性が大きいものと考えられる。（22. 11. 25 現在）

（注 1） この期間②のうち、ユーロ圏の経済情勢を巡る主要な経緯は、次のとおりである。

EU では 99 年 1 月にユーロが導入され、その後、02 年 1 月に実際の通貨の発行・流通が開始されたが、ユーロ圏の主要 4 ヶ国はいずれも 99 年に第一陣としてユーロ圏に加盟した。この際、ユーロの導入に当たっては、①消費者物価上昇率、②財政赤字、③政府債務残高、④為替、⑤長期金利、の 5 項目の収斂基準を満たす必要があり、またユーロ圏導入後にも、②と③について、収斂基準と同率のモニタリング基準が設定されている。これらの基準の下で経済ショックが生じた場合にも、その影響の程度は各国で均質的なものとなることが期待されていたが、現実にはこれから大きく外れる展開となった。

つまり、ユーロの導入に向けて南欧諸国の金利水準は低下し、投資機会などに恵まれ資金需要が潤沢なこれらの国々では投資や消費を国内貯蓄の水準以上に促すことになり、経常収支の悪化が進行した。そして、ここで突発したのが 09 年のギリシャの財政粉飾の発覚であった。同国の財政不安は、経常赤字国からの海外資金の急速な流出という形で問題を深刻化させ、ユーロ圏の財政危機を拡大させた。

これに対し、独自の金融政策や自国の経済情勢に応じた為替変動を失ったユーロ圏加盟国では、社会保障費の削減などの財政改革や各種の規制緩和とともに、労働コストの削減などを含む、いわゆる「インターナル・デバリュエーション」による供給面の競争力強化への取り組みが強く求められた。しかし、これらの総合的な経済の構造改革は、失業率の上昇や所得格差の拡大を通じて内需の抑制に繋がり、財政悪化国において長引く景気低迷をもたらすと同時に、各国間の経済格差を拡大させる結果に繋がった。

この間に、特にイタリアでは、不安定な政治情勢を背景とした改革の停滞、銀行財務の改善の遅れ、限られた財政余力、少子高齢化の進展などが、他国に比べ経済情勢が長く停滞する主な要因となった。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

農林中金総合研究所
2022～23年度改訂経済見通し

生計費危機や大幅利上げで世界経済は失速へ

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

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

お問い合わせ先

株式会社 農林中金総合研究所
調査第二部　マクロ経済班

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

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

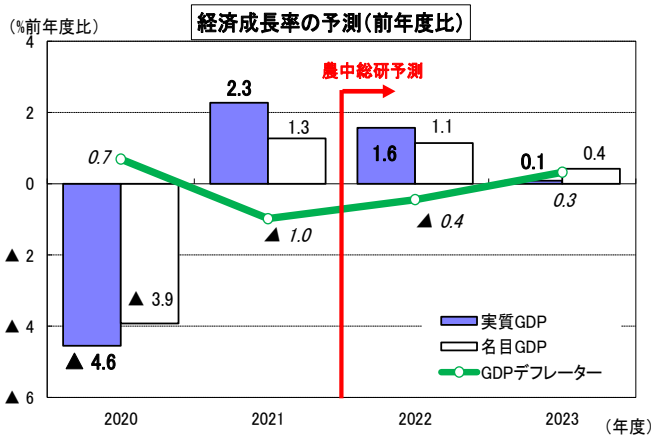
農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

2022年11月18日

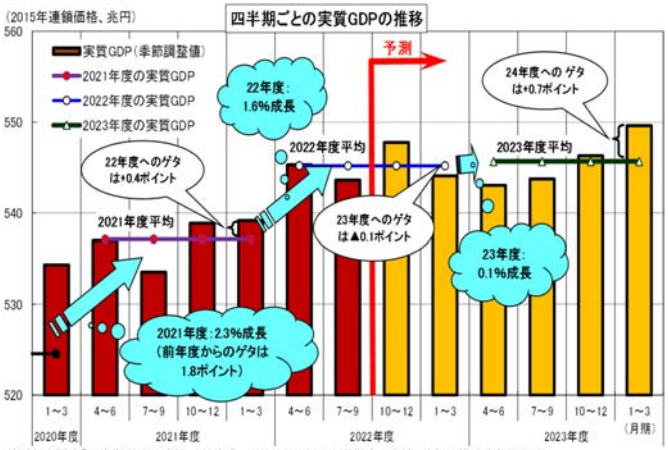
Norinchukin Research Institute

サマリー

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



（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）2022年7～9月期まで実績、それ以降は当総研予測

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

目　次

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

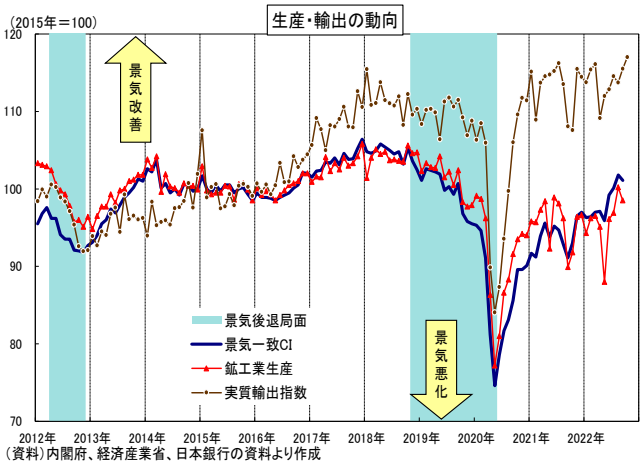
見通し担当者：

総括、日本経済・金融	南　武志
米国経済・金融	佐古 佳史
欧州経済・金融	新谷 弘人
中国経済・金融	王　雷軒

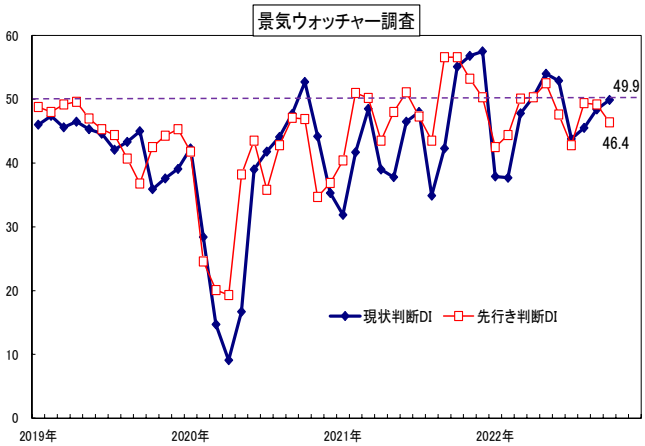
1　景気の現状

□景気動向：回復を続けているが、先行き不透明感が強まっている

- 9月の景気動向指数・CI一致指数は4か月ぶりの低下となったが、景気の基調判断は「改善」を維持
  - なお、CI先行指数はこのところ低下傾向が明確になりつつある
- 半導体不足や部品調達難などの「供給の混乱」は解消する方向にあるものの、生産、輸出などは1年超にわたって頭打ち感が強い展開が続いた
  - 10月の実質輸出指数（日銀試算）は前月比1.3%（2か月連続の上昇）で、15か月ぶりに過去最高を更新
- 「3年ぶりに行動制限のない夏休み」への期待は高かったが、コロナ感染「第7波」が重なったほか、物価高への警戒も強まっており、企業・家計の景況感は盛り上がりを欠いている
  - 景気ウォッチャー調査によれば、今夏以降は現状判断・先行き判断DIはともに判断基準となる50を下回った状態が続いている
  - 10月の消費動向調査によれば、消費者態度指数は前月から▲0.9ポイント（2か月連続の低下）の29.9で、コロナ感染「第3波」に見舞われた21年1月（29.8）以来の水準まで悪化



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成



(資料)内閣府

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

1　景気の現状

□7～9月期GDP：4期ぶりのマイナス成長（前期比▲0.3%、同年率▲1.2%）

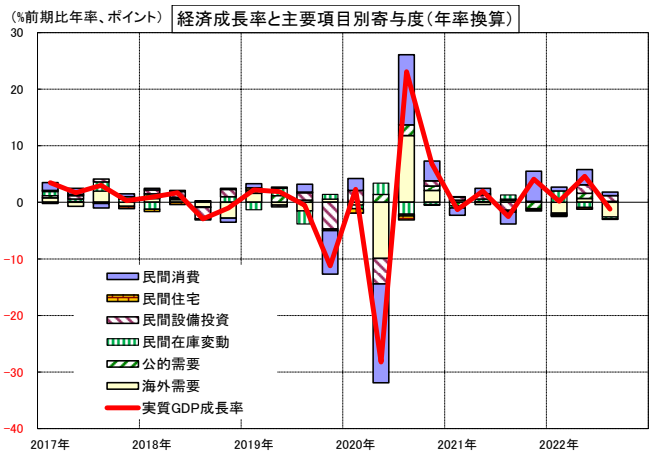
– ウィズコロナへの移行を徐々に進めたものの、コロナ感染「第7波」が襲来したほか、食料・エネルギー高騰による消費者マインドの悪化もあり、「3年ぶりに行動制限のない夏休み」で期待されたリベンジ消費（ペントアップ需要）は活性化せず

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

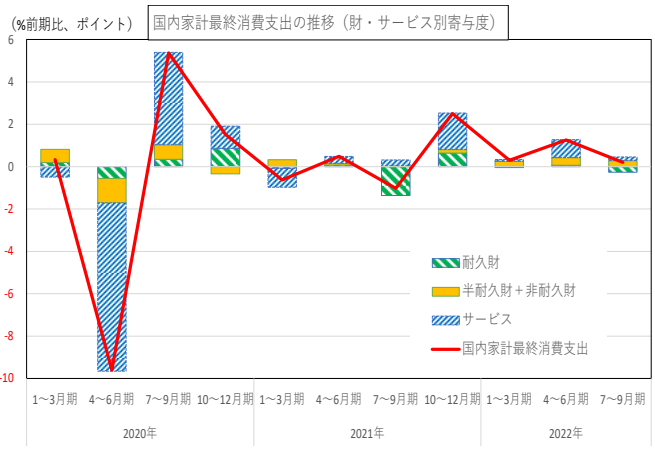
◆ 外需寄与度は▲0.7ポイントと2期ぶりのマイナス

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

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



（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

□世界経済の失速リスクが高まる

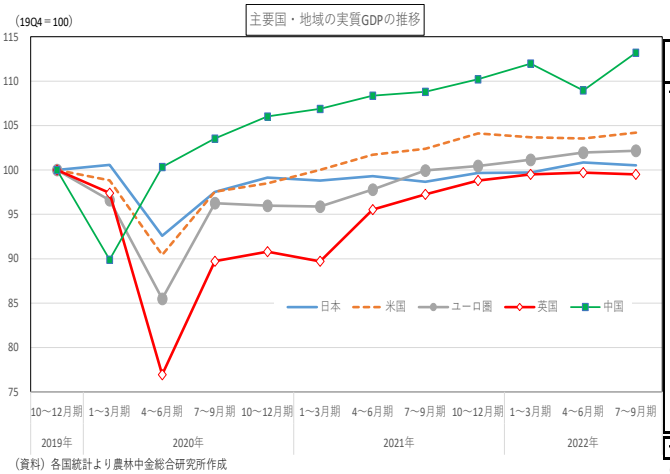
– 世界的な物価高とそれに対する本格的な金融引締め政策の発動、ロシアによるウクライナ侵攻を受けた制裁措置の応酬、ゼロコロナ政策を堅持する中国経済の低調さなどを背景に景気後退懸念が高まっている

□国際機関による世界経済見通し：景気後退の瀬戸際に

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

➢ IMFでは世界経済の巡航速度を3%台前半と想定しているとみられることから、それを下回る成長率は景気後退を示唆すると推察される

➢ 世界貿易数量の伸びも21年の前年比10.1%から22年は同4.3%、23年は同2.5%と大きく鈍化するとの予想



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

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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2　世界経済の動向　①概況

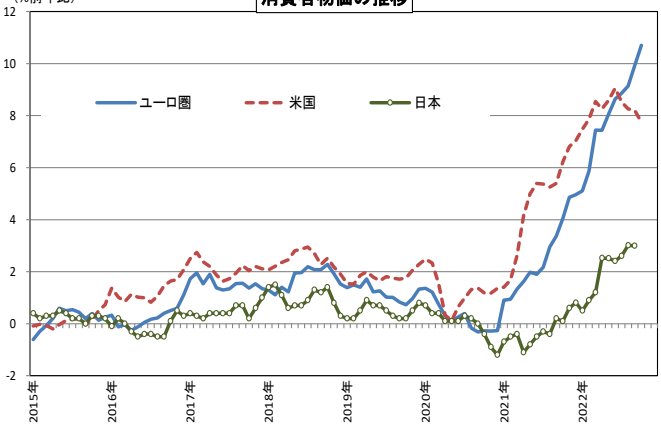
□世界的に高インフレ状態が長期化

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

□海外中央銀行は景気を犠牲にしてでもインフレ沈静化を目指す構え

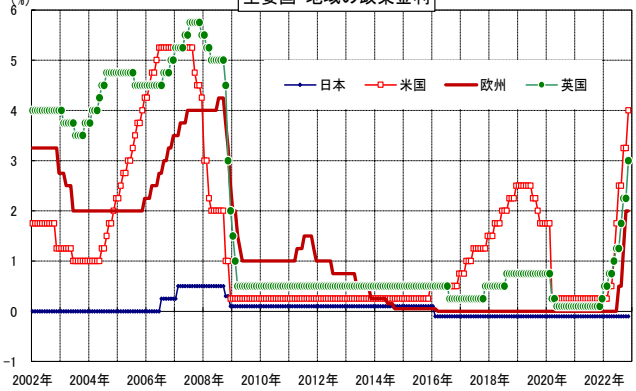
- コロナ禍の下、主要中央銀行は政策金利を大幅に引き下げ、かつバランスシートを急拡大させて対応してきたが、22年入り後は金融引き締めに乗り出した
- 夏場以降は連続して大幅な利上げを実施しているほか、QT（バランスシート縮小）も開始するなど、引き締め政策を本格化させている
- 利上げの累積効果などで景気悪化懸念が高まっているほか、引き締めフェーズ終了（利下げ転換）時期への思惑も浮上している

消費者物価の推移



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

主要国・地域の政策金利



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

2　世界経済の動向　②米国

□景気動向：FRBによる金融引き締めが23年の米国景気を大幅に抑制

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

予測表（四半期）

（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	6.4	7.0	▲ 1.6	▲ 0.6	2.6	0.5	▲ 0.5	0.1	1.0	1.5
個人消費支出	%	15.0	12.1	3.0	3.1	1.3	2.0	1.4	0.9	0.6	0.7	0.7	1.4
民間設備投資	%	12.9	9.2	▲ 2.9	1.1	7.9	0.1	3.7	3.8	2.7	1.3	4.1	4.0
民間住宅投資	%	13.3	▲ 11.7	2.3	▲ 1.1	▲ 3.1	▲ 17.8	▲ 26.4	▲ 13.1	▲ 12.7	▲ 10.0	▲ 10.2	32.4
輸出	%	▲ 2.9	7.6	6.1	23.5	▲ 4.6	13.8	14.4	7.4	▲ 3.0	▲ 2.3	1.5	5.4
輸入	%	9.3	7.1	6.7	18.6	18.4	2.3	▲ 6.9	7.4	3.4	2.0	2.0	9.3
政府支出	%	4.2	▲ 2.0	5.7	▲ 0.9	▲ 2.3	▲ 1.6	2.4	1.2	2.1	2.1	2.1	1.2
非農業部門雇用者数増減	万人	64.5	42.2	54.3	63.7	53.9	34.9	38.1	28.0	23.0	17.0	15.0	15.0
失業率	%	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.7	3.9	4.2	4.4	4.7
賃金上昇率	%	5.0	2.3	4.5	5.2	5.4	5.3	5.1	4.7	4.6	4.4	4.2	4.0
コアPCEデフレーター	%	1.7	3.5	3.9	4.7	5.3	5.0	4.9	5.0	4.8	4.6	4.2	3.7
FFレート誘導水準	%	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.25～0.50	1.50～1.75	3.00～3.25	4.50～4.75	5.25～5.50	5.25～5.50	5.25～5.50	5.25～5.50
10年物国債利回り	%	1.7	1.5	1.5	1.5	2.3	3.0	3.8	4.5	5.2	5.3	4.8	4.7

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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2　世界経済の動向　②米国

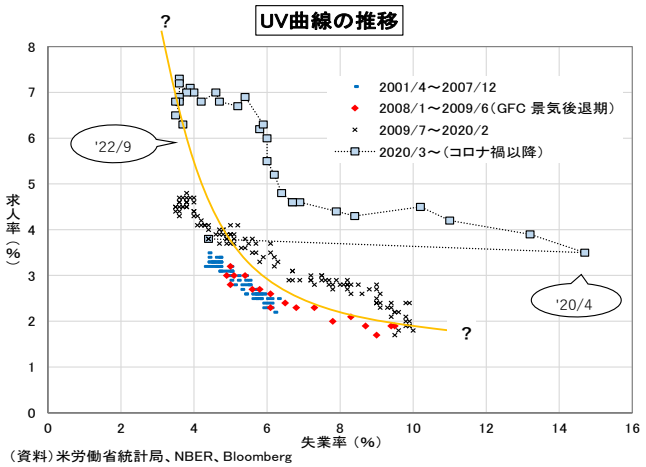
□雇用：人手不足が顕著

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

□消費：底堅く推移

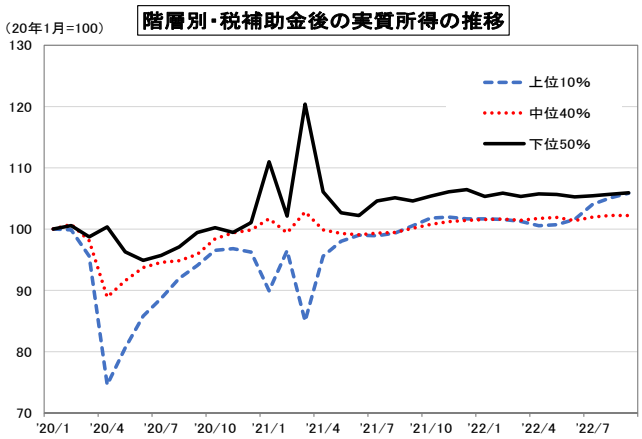
－高インフレが消費者マインドの悪化へと波及した一方で、実質所得は底堅く推移
－コロナ禍の下で蓄積された「超過貯蓄」も加わることから、個人消費が腰折れする可能性は低い

UV曲線の推移



（資料）米労働省統計局、NBER、Bloomberg

階層別・税補助金後の実質所得の推移



（資料）Realtime Inequality （注）労働所得と資本所得の合計。

2　世界経済の動向　②米国

□貿易：世界的な景気減速から回復は後ずれする可能性

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

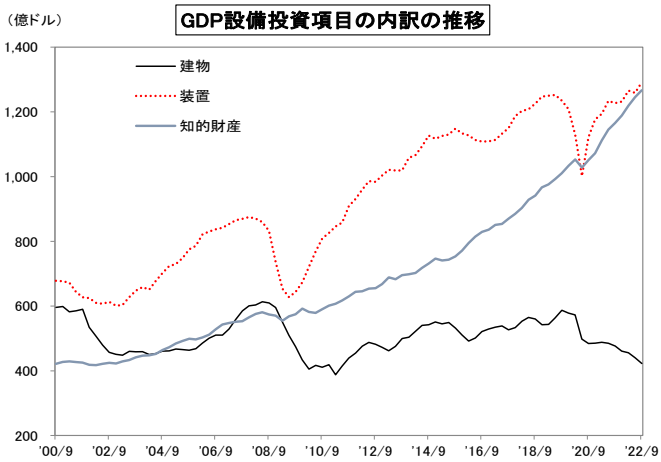
□設備投資：堅調な推移を想定

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

□住宅投資：金利上昇で調整局面

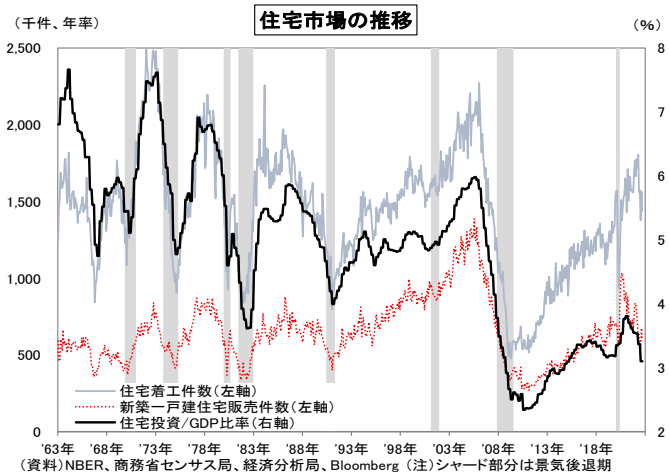
－住宅ローン金利が大幅に上昇したことから、住宅需要と住宅投資の減少が継続するとみられる

GDP設備投資項目の内訳の推移



（資料）米経済分析局、Bloomberg

住宅市場の推移



（資料）NBER、商務省センサス局、経済分析局、Bloomberg （注）シャード部分は景気後退期

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2　世界経済の動向　②米国

□インフレ率：ピークアウトの兆しが見えつつある

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

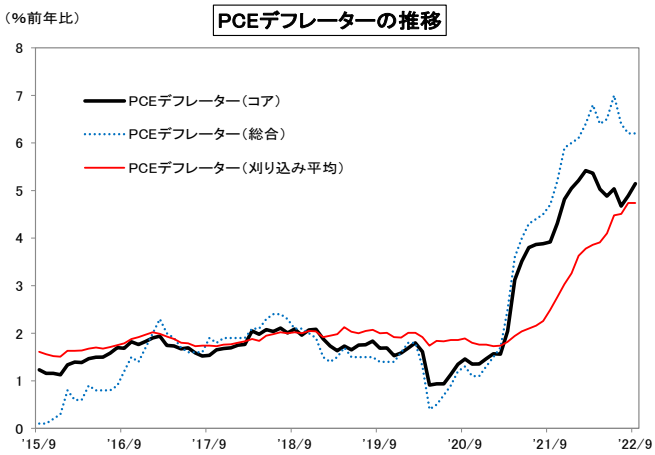
□金融政策：インフレ率の抑制にコミット

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

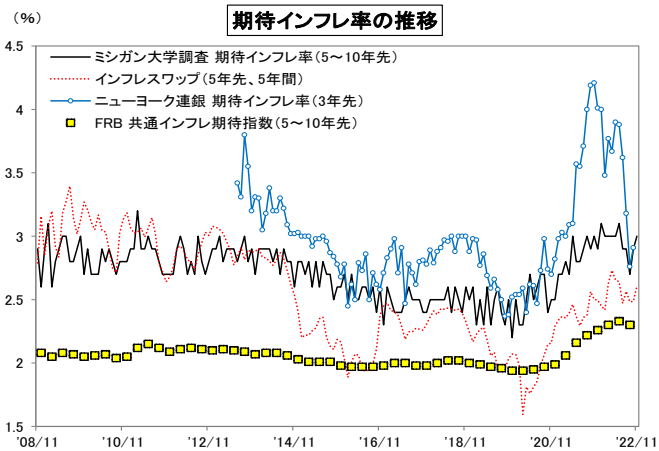
□財政政策：「ねじれ議会」で大規模な財政政策は難航

－ 中間選挙後の下院では共和党が多数派となったことで大規模な財政政策は難航すると思われ、当面は12月16日につなぎ予算の期限が切れる23年度（22年10月～23年9月）連邦予算の審議が注目点となるだろう

－ 23年下期には、債務上限問題が浮上する可能性も懸念される



（資料）米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg



（資料）ミシガン大学、NYFed、FRB、Bloomberg （注）共通インフレ期待指数は4半期データ。

2　世界経済の動向　③欧州

□景気の現状（GDP成長率）

－ 年前半はコロナとの共存による観光需要などで強めの成長となったものの、ウクライナ侵攻の長期化とともにエネルギーのロシア依存が高い国を中心に急激な物価上昇となり、成長率は大幅に減速

－ 22年7～9月期は、

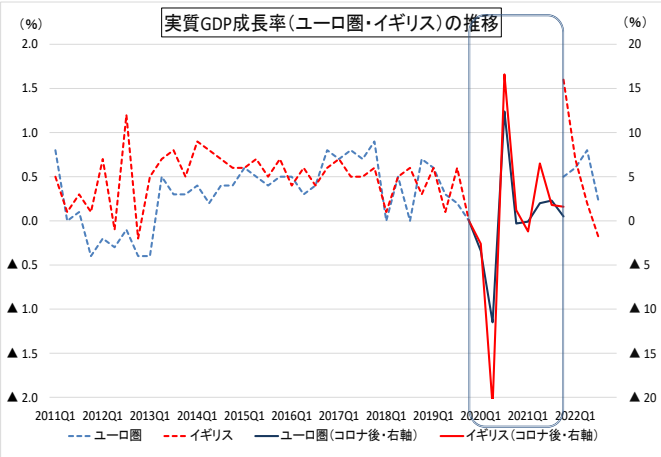
➢ ユーロ圏：前期比成長率0.2%（4～6月期：同0.8%）、EU：同0.2%（4～6月期：同0.7%）、イギリス：同▲0.2%（4～6月期：同0.2%）

◆ 前期に比べ各国で大幅に減速したものの、ユーロ圏ではプラス成長を維持。ドイツは加速したが個人消費が堅調だったとみられる

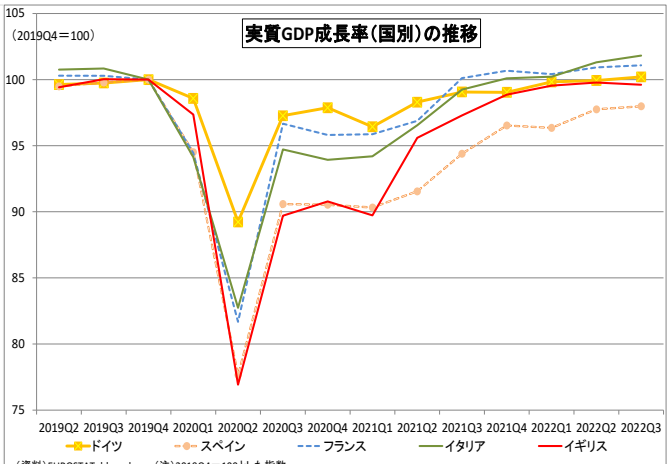
◆ 一方、イギリスは6期ぶりにマイナス成長に

◆ 回復が遅れていたドイツでもコロナ前（19年10～12月期）の水準に到達、スペインは依然未達

－ 22年10～12月期はエネルギー危機に加え、食品などの広範な物価上昇とそれに伴う大幅な金融引き締めの影響からさらに減速が見込まれ、多くの国でマイナス成長となり、23年1～3月期にかけてもマイナス成長が続く可能性



（資料）EUROSTAT,BLOOMBERG（注）前期比・2020Q1～2021Q3は実線・右軸。



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

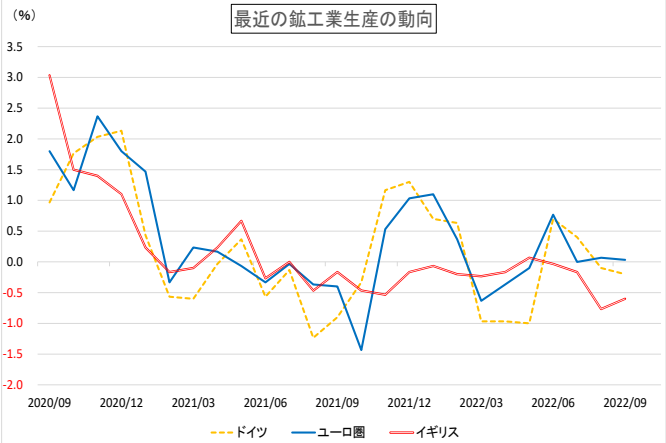
2　世界経済の動向　③欧州

□生産

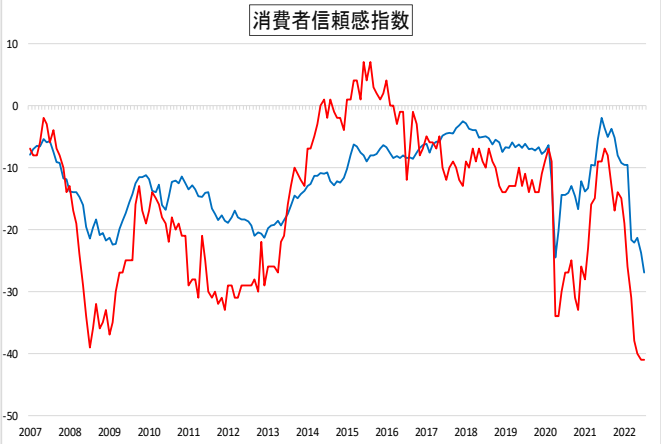
- 製造業は、ユーロ圏ではウクライナ侵攻後大きく下押ししたものの、夏場にかけて弱めの動きながら一旦持ち直し。このところは一進一退の動き
- イギリスでは総じて低迷、22年入り前後から総じてマイナス圏の動きで、拍車のかかったエネルギー価格の上昇が下押し圧力となっている
- 企業景況感はウクライナ侵攻後、エネルギー危機を背景に製造業・サービス業ともに低下が続いており、弱気となっている。特にドイツ製造業の先行きに関する指標は大きく低下

□消費

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



（資料）bloomberg,（注）季節調整済・前月比、3ヶ月移動平均。



（資料）Bloomberg

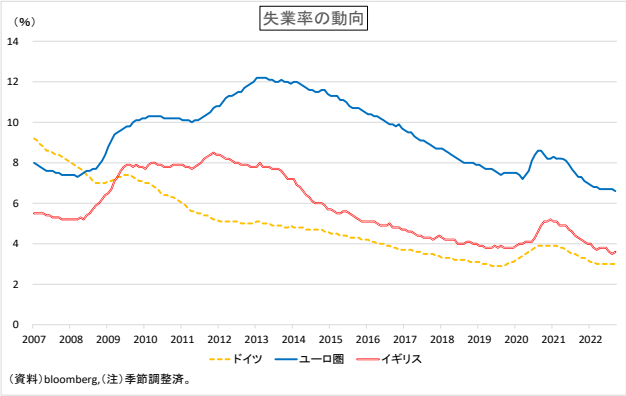
2　世界経済の動向　③欧州

□雇用

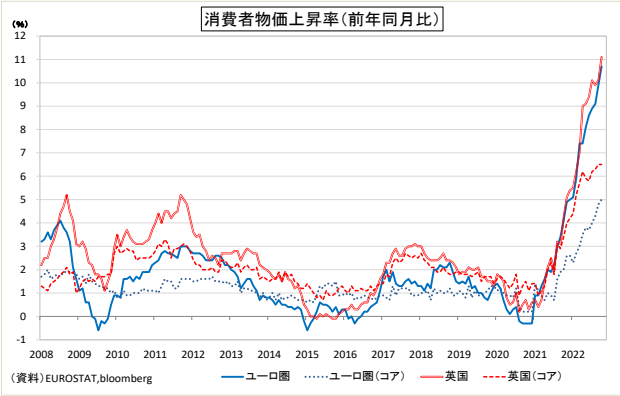
- 失業率（９月）はユーロ圏6.6%（うちドイツ3.0%）、イギリス3.6%と引き続き低位ながら、下げ止まり
- ユーロ圏・イギリスともにコロナ前水準以下に低下している
- 今後は上昇に転ずるとみられる
- ユーロ圏では雇用環境に過熱感はでていないものの、一部賃金データは上昇、イギリスでは賃金上昇圧力が顕著

□物価

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



（資料）bloomberg,（注）季節調整済。



（資料）EUROSTAT,bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

□金融政策

－欧州中央銀行（ECB）

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

－イングランド銀行（BOE）

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

□財政政策

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

□景気見通し

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

□物価見通し

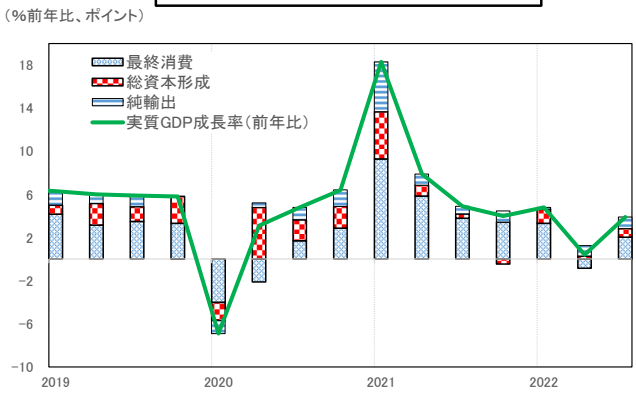
- （22年）ユーロ圏8.5％、イギリスは9.0％を見込む
- （23年）ベース効果の剥落や各国の物価対策から鈍化するものの、高止まり。ユーロ圏　5％台後半、イギリスは6％台前半を見込む
- エネルギー高の影響が大きく、今後を見通すことは難しいが、ユーロ圏、イギリスともに22年末ころにピークアウトする可能性
- ユーロ圏では、一部に賃金上昇圧力、期待インフレも上昇の動き
- イギリスは、米国と同様、労働需給ひっ迫があるため、鈍化はするものの、ユーロ圏に比べ高止まり状態が長引くとみられる

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

□景気の現状

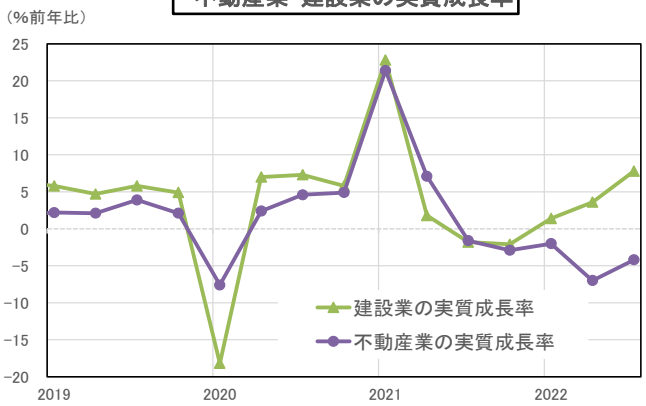
- 22年7～9月期の実質GDP成長率は前年比3.9%と、上海市ロックダウンによる影響で大きく落ち込んだ4～6月期（同0.4%）から持ち直した
  - ➢ 前年比成長率（前掲、3.9%）に対する需要項目別の寄与度は、最終消費：+2.04ポイント、総資本形成：+0.79ポイント、純輸出（外需）：+1.07ポイントで、最終消費と外需がけん引となった
  - ➢ このように持ち直した要因として、6月初に上海市ロックダウンが解除されたことで生産・消費活動の正常化が進んだほか、自動車購入促進策やインフラ整備などの追加経済政策の効果もあったことが挙げられる
  - ➢ 業種別の成長率を見ると、不動産業はマ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

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



（資料）中国国家統計局、Windデータより作成、四半期ベース。

不動産業・建設業の実質成長率

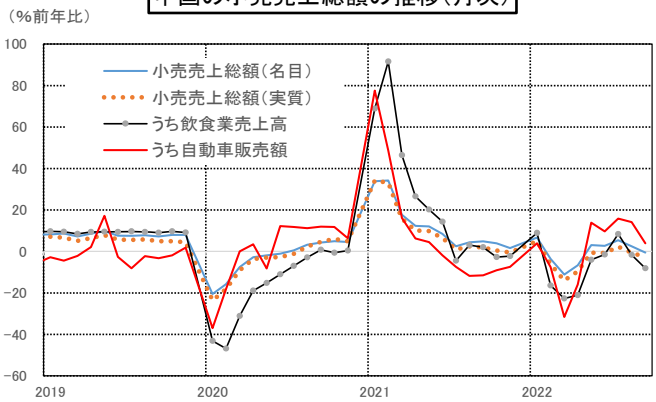


（資料）中国国家統計局、Windより作成、四半期ベース。

□個人消費

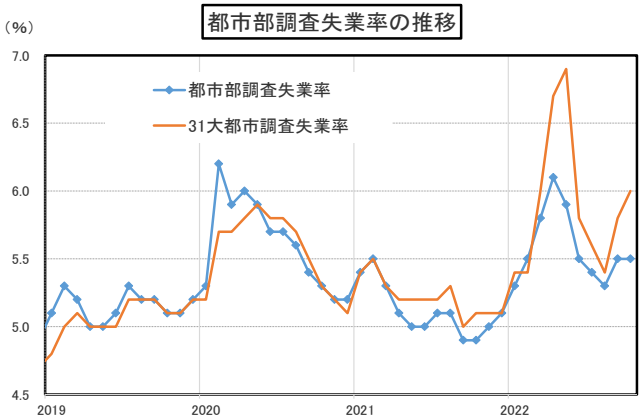
- 大きく冷え込む
  - ➢ 10月の小売売上総額（社会消費品小売）は名目で前年比▲0.5%と5か月ぶりのマイナスに転じたほか、物価変動を除いた実質ベースでも、前年比▲2.74%と2か月連続のマイナスとなった
  - ➢ コロナ感染抑制策の影響で飲食業売上高は前年比▲8.1%と大きく減少したほか、自動車購入促進策で底堅く推移していた自動車販売額も前年比3.9%と9月（同14.2%）から大きく減速した
  - ➢ 鈍化した背景として、ゼロコロナ政策を厳格に押し進めるなか、雇用・所得環境が依然として厳しいほか、住宅販売の深刻な不振等も挙げられる
- 先行きについては、ゼロコロナ政策を徐々に緩和し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

中国の小売売上総額の推移（月次）



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は22年10月。

都市部調査失業率の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は22年10月。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

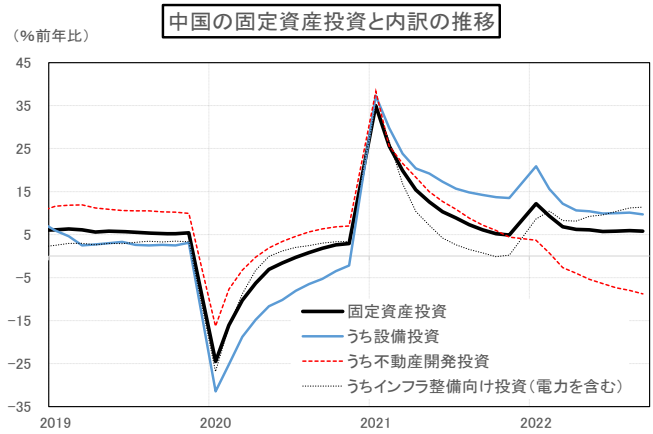
□固定資産投資

－不動産開発投資の足枷で固定資産投資は伸び悩む

- 22年1～10月期の固定資産投資は前年比5.8％と伸び悩む状況が続いている
- 投資分野別では、設備投資、インフラ整備向け投資（電力を含む）はそれぞれ前年比で9.7％、11.4％と比較的堅調に推移したが、不動産開発投資は同▲8.8％とさらに悪化した
- 10月の不動産開発投資（推計値）は住宅販売の深刻な不振を受けて前年比▲16.0％と、9月（同▲12.1％）から減少幅が拡大した

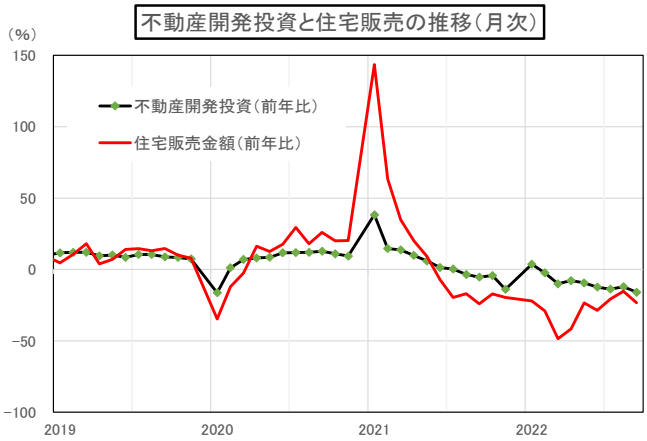
－先行きについては、インフラ整備向け投資が堅調さを維持するものの、輸出の減少等で設備投資の鈍化が予想されるほか、不動産開発投資の不振も当面続くとみられることから、軟調に推移する見込み

中国の固定資産投資と内訳の推移



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

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10月。

□輸出入

－22年10月の輸出入額（米ドル建て）はそれぞれ前年比で▲0.3％、▲0.7％と、ともにマイナスに転じた

－輸出の先行きについては、世界経済の減速やゼロコロナ政策による影響もあり、減少が続く見通し

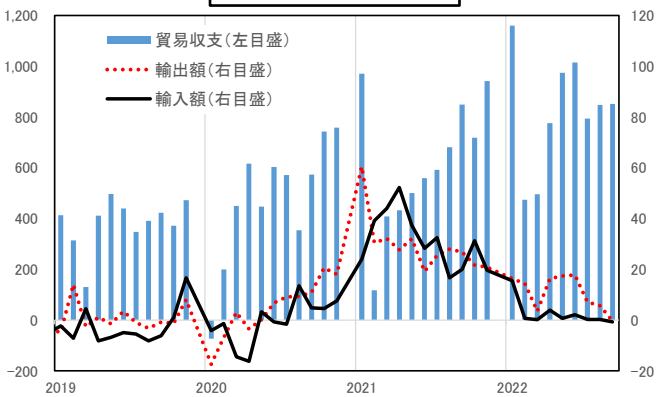
□経済見通し

－輸出の減少と不動産開発投資の低迷が続くと見込まれるものの、インフラ整備向け投資がさらに加速することや、ゼロコロナ政策の緩和による消費のさらなる悪化に歯止めがかかるとみられるほか、政府の経済政策の後押しもあって、10～12月期は前年比4.1％へと小幅ながら加速する

- そのため、22年の実質成長率は前年比3.3％と予測（前回見通しから0.4ポイントの下方修正）

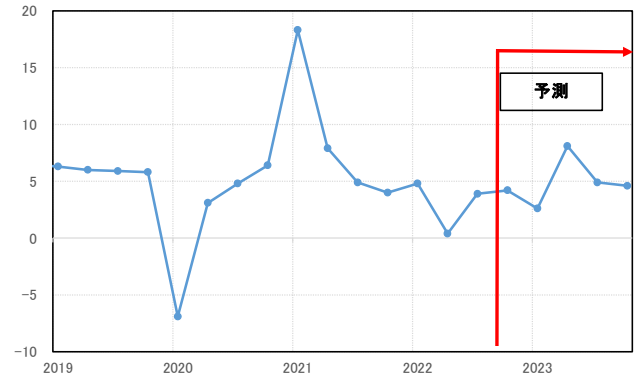
－一方、23年は、輸出の減少等を受けて設備投資が減速するほか、インフラ整備向け投資も鈍化すると予想されるものの、ゼロコロナ政策をさらに緩和すれば消費の大幅な持ち直しが期待されることや、政府のテコ入れ策を受けて不動産業の経済下押し圧力が弱まるとみられるほか、前年の反動もあり前年比5.1％の成長となる見通し（前回見通しから0.4ポイント下方修正）

中国の輸出入額の推移



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

四半期ごとの中国の実質GDP成長率の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成・予測

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

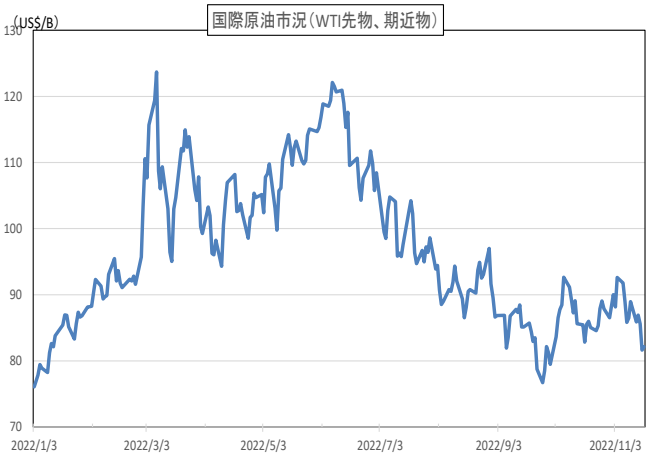
2　世界経済の動向　⑤原油価格

□原油価格：世界経済の失速懸念で夏場以降はやや軟調な展開

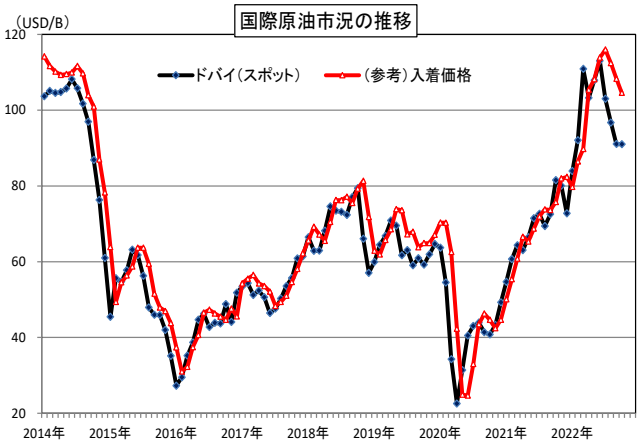
- ロシアによるウクライナ侵攻直後、原油価格は一時130ドル/バレル近くまで高騰、その後も夏場まで原油高が続いた
- 21年8月以降、毎月40万バレルずつ増産してきたOPECプラスは、7、8月には増産枠を1.5倍に拡大（日量64.8万バレル）、9月にはさらに日量10万バレルの追加増産を決定したが、その後の原油価格下落を受けて9月は日量10万バレルまで増産枠を縮小、11月以降は日量200万バレルの減産に合意
  - ➢ 一方、世界景気の悪化懸念や米国の石油備蓄放出などの要因から、この数か月は原油価格（WTI先物、期近物）は80ドル台を中心としたボックス圏での推移が続いている

□原油入着価格の見通し

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



（資料）Bloombergより作成

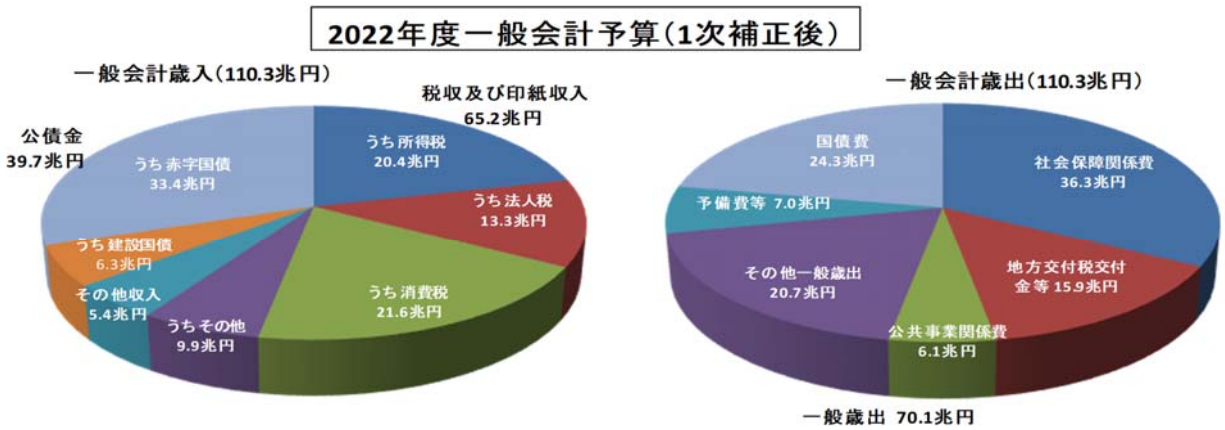


（資料）東京工業品取引所、財務省

3　国内の経済政策

□政府・与党は電気・ガス代支援を柱とする総合経済対策を策定

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



（資料）財務省

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

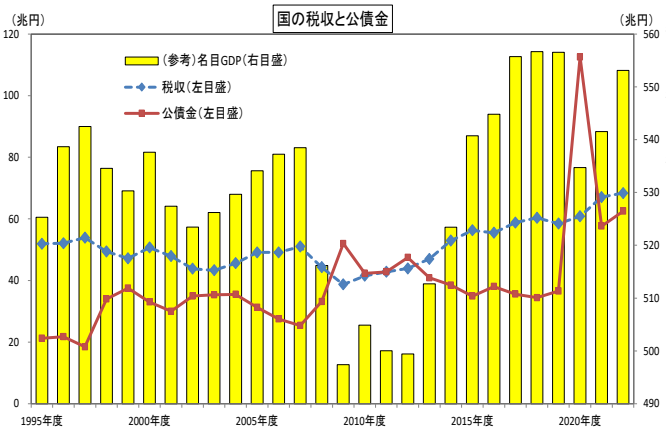
3　国内の経済政策

□23年度予算の編成方針

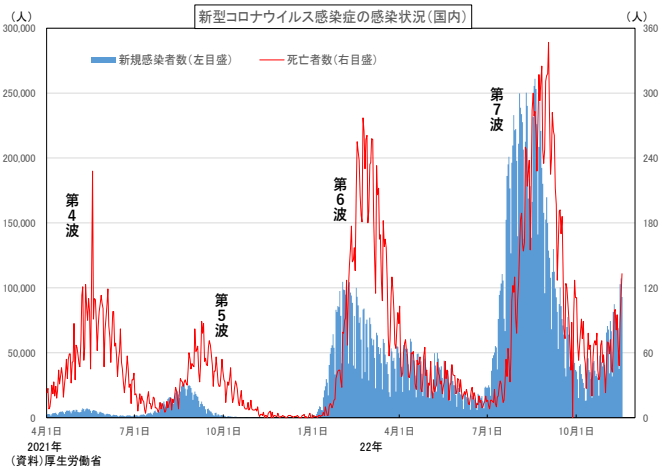
- 「骨太方針2022」及び「骨太方針2021」に基づき、経済・財政一体改革を着実に推進
  - ➢ ただし、重要な政策の選択肢を狭めることがあってはならない、との考え方に立った歳出改革を行う方針
- 年金・医療等にかかる経費は22年度当初予算額に高齢化等に伴う自然増（5,600億円）を加算した範囲内、裁量的経費は10%削減
- 「人」、「科学技術・イノベーション」、「スタートアップ」、「GX・DX」の4分野への投資について予算重点化を進めるとともに、エネルギーや食料を含めた経済安全保障を徹底し新しい資本主義実現の基礎的条件である国家安全保障を確保する等のため、「重要政策推進枠」を措置
- 概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

□ウィズコロナへの移行を推進、日本経済の再生を最優先課題に

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



(資料)財務省、内閣府
(注)税収・公債金は2021年度まで決算、22年度は2次補正(案)後予算。22年度の名目GDPは内閣府年央試算。

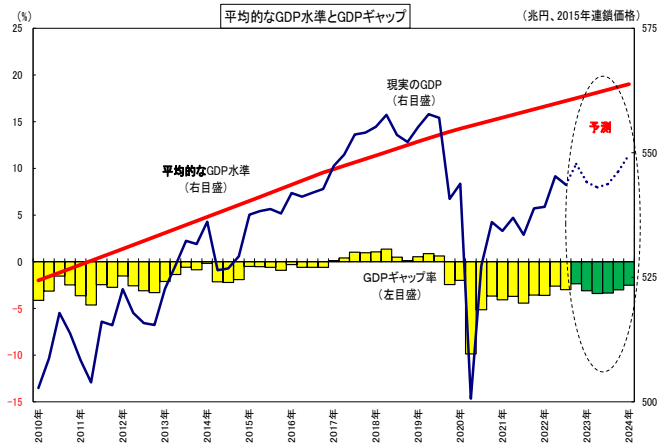


(資料)厚生労働省

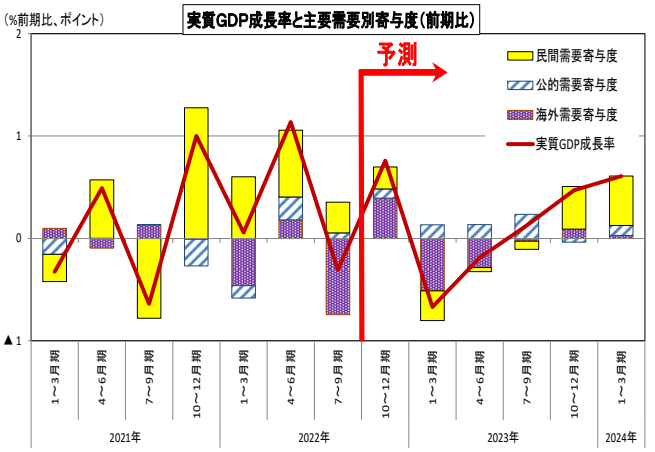
4　日本経済・物価の見通し

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

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



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



(資料)内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

予測表（年度、半期）

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

（前期比）

	単位	2021年度 通期	2022年度 通期	2022年度 上期	2022年度 下期	2023年度 通期	2023年度 上期	2023年度 下期
実質GDP	%	2.3	1.6	1.0	0.1	0.1	▲ 0.5	0.9
民間需要	%	2.0	2.7	1.6	0.5	0.3	▲ 0.3	0.8
民間最終消費支出	%	2.6	2.9	1.5	0.6	0.4	▲ 0.1	0.7
民間住宅	%	▲ 1.7	▲ 4.5	▲ 2.8	▲ 1.0	▲ 0.2	0.1	0.3
民間企業設備	%	0.6	3.0	3.1	1.4	0.2	▲ 1.1	1.8
公的需要	%	▲ 0.0	0.8	0.8	0.8	1.8	1.2	0.9
政府最終消費支出	%	2.0	1.5	1.0	0.6	1.9	1.3	1.2
公的固定資本形成	%	▲ 7.5	▲ 2.3	0.1	2.0	1.2	0.7	▲ 0.2
財貿・サービスの純輸出	兆円	0.5	▲ 2.5	▲ 2.0	▲ 3.0	▲ 5.8	▲ 6.1	▲ 5.6
輸出	%	12.4	5.3	3.3	3.9	0.8	▲ 1.8	2.6
輸入	%	7.1	8.3	5.3	6.5	3.8	1.0	2.1
内需寄与度（前期比）	%	1.5	2.2	1.5	0.4	0.7	0.1	0.7
民間需要（　〃　）	%	1.5	2.0	1.3	0.2	0.2	▲ 0.2	0.6
公的需要（　〃　）	%	▲ 0.0	0.2	0.2	0.2	0.5	0.3	0.1
外需寄与度（　〃　）	%	0.8	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.6	0.1
デフレーター（前年比）	%	▲ 1.0	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.4	0.3	0.2	0.4
完全失業率	%	2.8	2.6	2.6	2.6	2.5	2.6	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	5.9	1.2	0.5	1.7	0.8	▲ 1.0	1.9
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	86.5	85.3	85.7	85.0	85.0	85.0	85.0
経常収支	兆円	20.2	5.1	4.0	1.1	2.8	1.2	1.6
貿易収支	兆円	▲ 1.6	▲ 19.9	▲ 9.6	▲ 10.3	▲ 21.4	▲ 11.6	▲ 9.8
外国為替レート	ドル/円	112.4	137.0	134.0	140.0	133.8	136.3	131.3
通関輸入原油価格	ドル/バレル	76.4	102.9	110.7	95.0	90.0	90.0	90.0

（前年同期比）

	単位	2021年度 通期	2022年度 通期	2022年度 上期	2022年度 下期	2023年度 通期	2023年度 上期	2023年度 下期
名目GDP	%	1.3	1.1	1.3	0.9	0.4	0.1	0.8
実質GDP	%	2.3	1.6	1.7	1.3	0.1	▲ 0.2	0.4
民間需要	%	2.0	2.7	3.3	1.9	0.3	▲ 0.0	0.5
民間最終消費支出	%	2.6	2.9	3.7	2.0	0.4	0.3	0.4
民間住宅	%	▲ 1.7	▲ 4.5	▲ 5.6	▲ 3.5	▲ 0.2	▲ 0.7	0.3
民間企業設備	%	0.6	3.0	2.2	3.8	0.2	▲ 0.4	0.8
公的需要	%	▲ 0.0	0.8	▲ 0.2	1.5	1.8	1.9	1.7
政府最終消費支出	%	2.0	1.5	1.5	1.6	1.9	1.9	2.0
公的固定資本形成	%	▲ 7.5	▲ 2.3	▲ 6.8	1.5	1.2	2.1	0.4
財貿・サービスの純輸出	兆円	0.5	▲ 2.5	▲ 2.0	▲ 3.0	▲ 5.8	▲ 6.1	▲ 5.6
輸出	%	12.4	5.3	4.2	6.4	0.8	1.1	0.6
輸入	%	7.1	8.3	7.2	9.3	3.8	4.8	2.8
国内企業物価　（前年比）	%	7.1	9.6	9.0	9.7	8.5	9.7	9.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.1	2.7	0.5	2.2	3.1	2.2	3.7
完全失業率	%	2.8	2.6	2.7	2.6	2.5	2.6	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	5.9	4.0	0.2	▲ 3.5	1.7	▲ 3.5	2.8

（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。

（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）

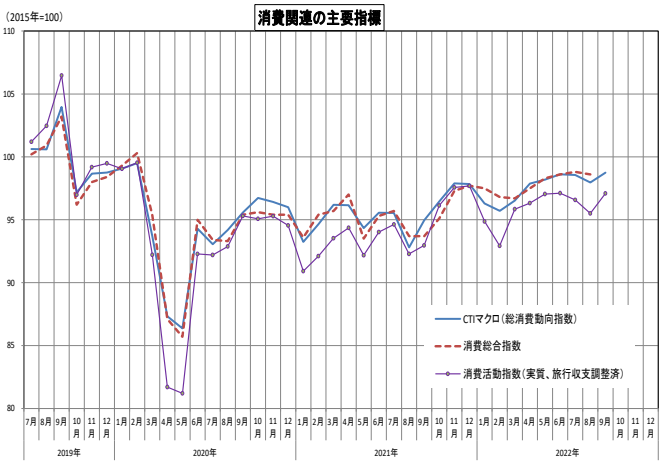
	単位	2021年 1～3月期	2021年 4～6月期	2021年 7～9月期	2021年 10～12月期	2022年 1～3月期	2022年 4～6月期	2022年 7～9月期	2022年 10～12月期	2023年 1～3月期	2023年 4～6月期	2023年 7～9月期	2023年 10～12月期	2024年 1～3月期
名目GDP	%	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.7	0.6	0.4	0.8	▲ 0.5	0.6	▲ 0.4	0.0	0.3	0.4	0.6
（年率換算）	%	▲ 2.3	▲ 0.7	▲ 2.6	2.6	1.5	3.4	▲ 2.0	2.5	▲ 1.8	0.0	1.0	1.7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

（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。

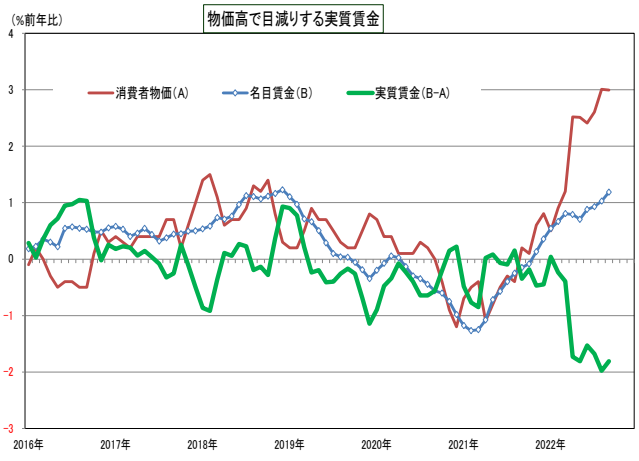
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

□民間消費

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



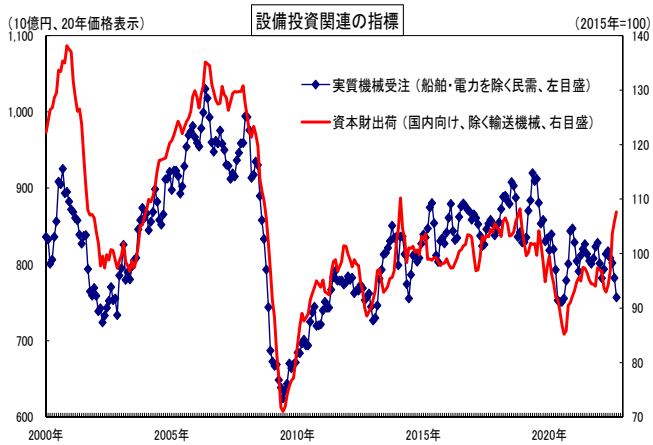
(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行の各資料より農林中金総合研究所作成



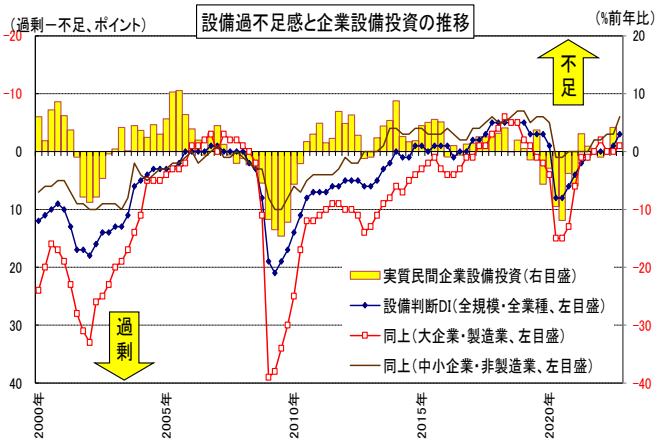
(資料)厚生労働省、総務省統計局　(注)名目賃金は現金給与総額の12ヶ月移動平均を使用。

□企業設備投資

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



(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。

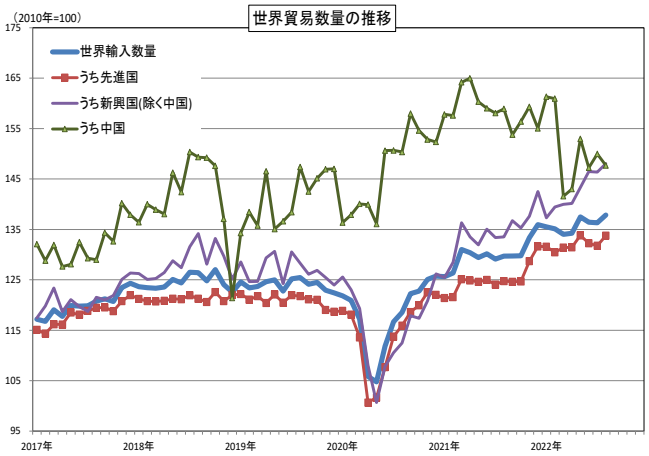


(資料)内閣府、日本銀行　(注)設備判断DIの最後の期はその直前の期における見通し

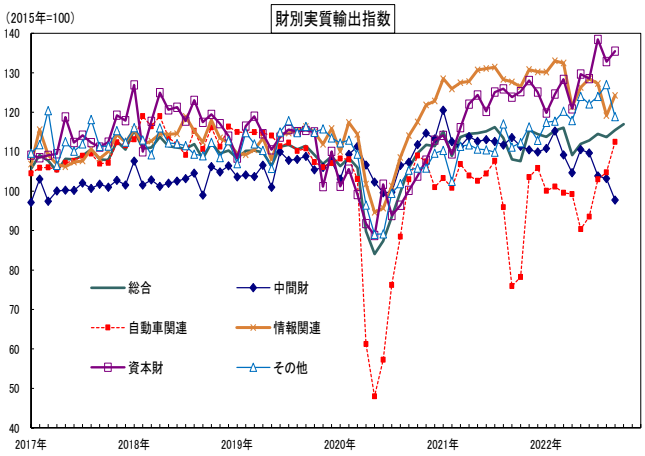
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

□輸出入動向

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



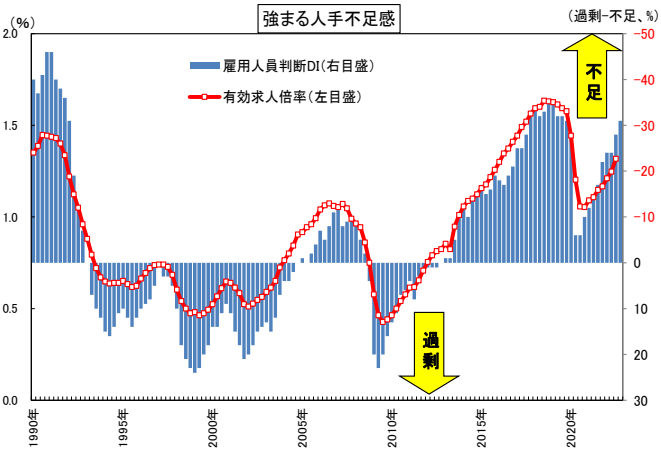
(資料)CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis



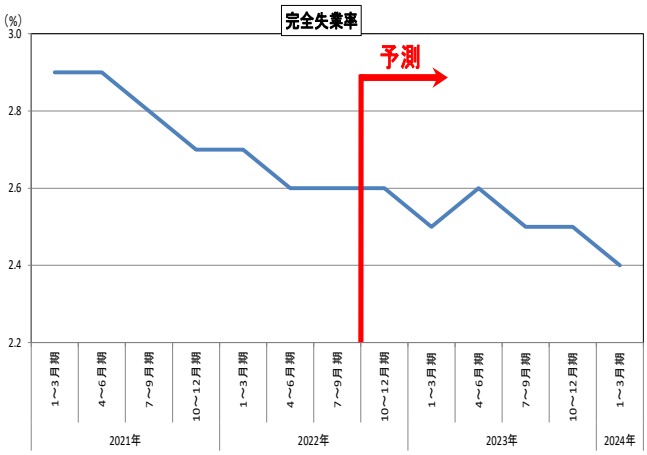
(資料)日本銀行　(注)日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算

□雇用情勢

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



(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)



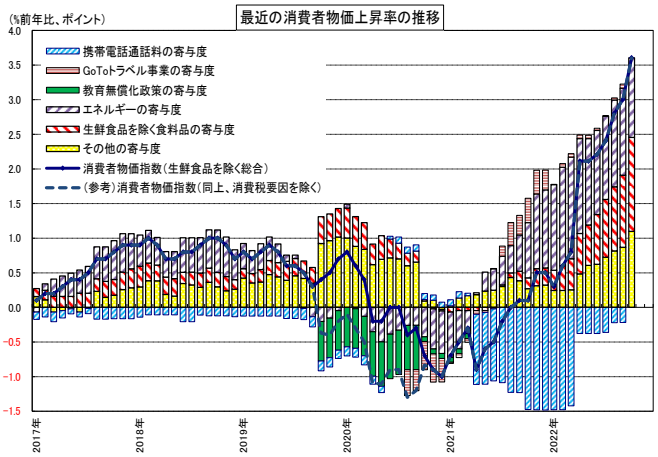
(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

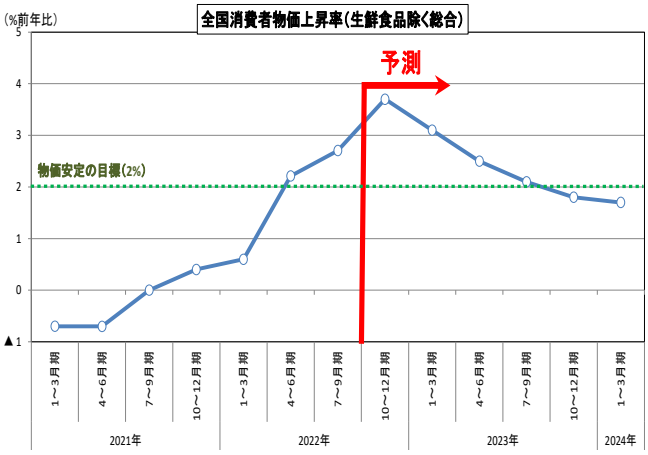
4　日本経済・物価の見通し

□物価動向

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



(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」を粘り強く継続する方針

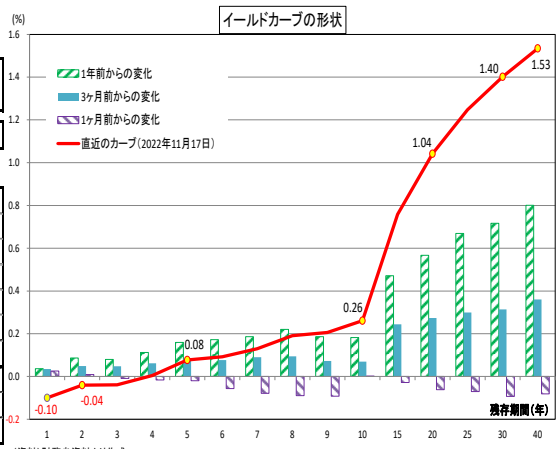
- 高インフレに直面する海外中銀が金融引締めを本格化させる中、日銀は10月の金融政策決定会合においても、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続することを全員一致で決定
- 最近は米欧の長期金利上昇が国内金利にも波及し、10年物金利が変動許容レンジ（0±0.25%）の上限を一時的に上回る場面もあるが、日銀がそれが常態化しないよう、指値オペ・連続指値オペ、国債買入れオペの増額などで対応している
- 引き続き、新型コロナの影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる方針を維持
- 政策金利のフ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

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

(兆円)

	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10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	621	拡大方針
(バランスシート項目の内訳)												
長期国債	89	142	202	282	361	419	456	472	494	508	548	上限を設けない
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	4.4	3.0	2.6	約2兆円の残高へ
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.5	8.3	8.2	約3兆円の残高へ
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
JREIT	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	-
その他とも資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	696	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	113	118	122	121	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	401	494	543	495	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	696	

(資料)日本銀行　(注)22年10月末の長期国債、ETF、JREIT保有額は前年同月末からそれぞれ39兆円増、0.6兆円増、27億円増。



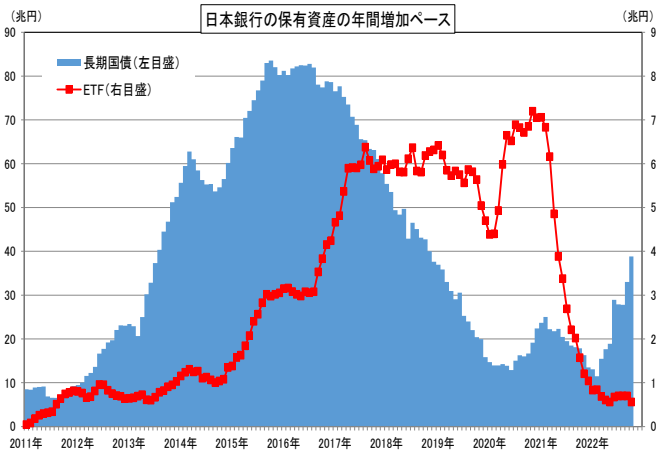
(資料)財務省資料より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

5　金融政策の見通し

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

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



（資料）日本銀行資料より作成　（注）直近データは11月10日時点。

展望レポート：2022～24年度の政策委員の大勢見通し（2022年10月）

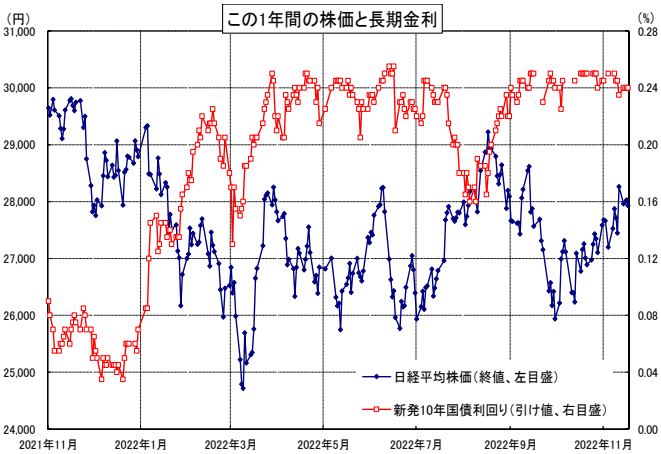
	実質GDP	消費者物価（除く生鮮食品）	（参考）消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）
2022年度	+1.8～+2.1 〈+2.0〉	+2.8～+2.9 〈+2.9〉	+1.8～+1.9 〈+1.8〉
7月時点の見通し	+2.2～+2.5 〈+2.4〉	+2.2～+2.4 〈+2.3〉	+1.2～+1.4 〈+1.3〉
2023年度	+1.5～+2.0 〈+1.9〉	+1.5～+1.8 〈+1.6〉	+1.5～+1.8 〈+1.6〉
7月時点の見通し	+1.7～+2.1 〈+2.0〉	+1.2～+1.5 〈+1.4〉	+1.2～+1.4 〈+1.4〉
2024年度	+1.3～+1.6 〈+1.5〉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

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

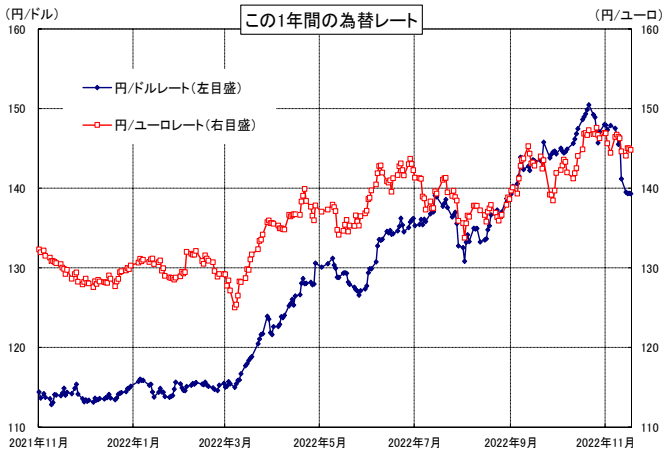
6　金融市場の見通し

□市場概況

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



（資料）Nikkei Financial Quest



（資料）Nikkei Financial Quest　（注）東京市場の17時時点。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ロ当面の見通し

－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
- 日銀のコントロールが及びにくい超長期ゾーンについては、これまで同様、上昇圧力が高まる可能性も
- 次期日銀総裁人事を巡る思惑から一時的に乱高下する場面も想定される

－株価

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

－為替レート

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

金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2022年		2023年		
			11月（実績）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	−0.071	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.05	−0.10～0.05
TIBORユーロ円（3M）		(%)	−0.0160	−0.05～0.05	−0.05～0.10	−0.05～0.15	−0.05～0.15
国債利回り	20年債	(%)	1.030	0.90～1.40	0.80～1.40	0.80～1.40	0.85～1.40
	10年債	(%)	0.240	0.15～0.27	0.15～0.27	0.15～0.27	0.15～0.27
	5年債	(%)	0.070	0.00～0.15	−0.05～0.15	−0.05～0.20	0.00～0.20
為替レート	対ドル	(円/ﾄﾞﾙ)	139.3	135～155	135～155	130～150	125～145
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	144.9	135～155	135～155	130～150	125～145
日経平均株価		(円)	27,930	27,000±3,000	26,500±3,000	27,000±3,000	28,000±3,000

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2022年11月17日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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、投資のご判断等は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12月号　第33巻　第12号･通巻385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（ＦＡＸ）

農中総研
Webセミナー

2022年12月14(水)
12:00～13:30

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute Co., Ltd

格差問題とマクロ経済について
～日本・諸外国のデータを見ながら～

SAKO Yoshifumi
佐古 佳史
研究員

近年、世界の経済・社会における格差の問題への関心が高まっており、米国のバイデン政権や岸田内閣など、格差是正に向けた政策の動きも垣間見える。
日本を含む先進国の格差にかかるデータを確認しつつ、近年のマクロ経済学の研究や中央銀行の動きを振り返り、格差拡大がマクロ経済に及ぼす影響について考察する。
併せて、日本の格差の現状と特有の課題について考えていく。

研究員紹介URL　https://www.nochuri.co.jp/company/staff/135detail.html

Zoom開催
Zoomウェビナーによるオンライン開催

参加費無料
どなたでもご参加いただけます

申込URL・QRコード
https://zoom.us/webinar/register/WN_EzmyFZMDSp-jkRek9kHa0g

Contact
(03) 6362-7705
soumu@nochuri.co.jp
企画総務部　福田・高橋