

金融市場

潮流

2023年はどんな年？ … 1

情勢判断

国内経済金融

徐々に強まる内外景気の減速感

～日銀は長期金利の変動幅を±0.5%に拡大～ …3

経済見通し

2022～23年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂） …13

情勢判断

米国経済金融

緩慢な労働需給ひっ迫解消ペース

～FRBは24年にかけて金融引き締めを継続する見通し～…17

中国経済金融

中央経済工作会議からみる23年の中国経済

～成長重視方針などを受けて5%台の成長を想定～ …25

分析レポート

2023年のユーロ圏、高止まる消費者物価上昇率

～続くスタグフレーションや債務問題の懸念～ … 32

22年金融政策の振り返りと、利上げシナリオの考察

～FRB/USモデルによるシミュレーション～ …36

海外の話題

6年ぶりの香港

…40

2023.1

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>

2023 年はどんな年？

取締役会長 大竹 和彦

新年あけましておめでとうございます。農林中金総合研究所は今年も皆さまのお役に立つ情報の発信につとめて参ります。どうぞよろしくお願いたします。

昨年を振り返ると様々な出来事があった。中でも 2.24 ロシアのウクライナ侵攻は歴史に刻まれる暴挙である。昨年の漢字に「戦」が選ばれたことはその象徴であろう。ちょうど一年前の本誌「潮流」にて 77 年周期（明治維新→第二次世界大戦敗戦→2022 年）で何か大きなことが起こるのではないかと書いたものの、まさかこんなことが実際に起こるとは全く予想しなかった。いまだに二つの国の間で戦闘が続いており、厳冬に突入しても解決の糸口はみえていない。

この戦争により、改めて大きな課題として認識されたのが二つの安全保障、エネルギーと食料の確保である。これらはわが国にとり以前から課題として認識されてはいたものの根本的な対応策ができていないなか、危機を目のあたりにして課題の重要性と解決の緊急度の高さを認識するに至った。経済大国となりお金さえあれば何でも買うことができるとの思い込みが間違いであったことに今更ながら気づいたのだ。近時これら安全保障に対する議論が活発になされ真摯に向き合うようになってきたことは不幸中の幸い、特に食料安全保障については当研究所として数次にわたる緊急フォーラムの開催などを通じ訴えてきたことが少しは寄与したのではないか。国民的議論のさらなる深まりとともに検証が進められている食料・農業・農村基本法の改正に危機意識が十分に反映されることを期待したい。

2023 年はどんな年になるだろうか。今年注目すべきテーマのうち二つについて考えてみる。

第一は「気候変動」への対応である。昨年 11 月エジプトで開催された COP27（国連気候変動枠組み条約第 27 回締約国会議）は、地球温暖化で引き起こされる「損失と被害」に対応するため途上国支援の基金を創設することで合意した。当初は地球温暖化による自然災害の多発や深刻な食料危機を訴える途上国と先進国との間の対立が鮮明であったものの、最終的に採択した「シャルムエルシェイク実施計画」では地政学的状況などを理由に気候変動対策を後退させてはいけないとの決意が示された。分断を避け国際協力の強化を打ち出したことは一歩前進である。

また、途上国の農業支援の国際的枠組み「FAST（食と農の持続可能な変革）」が創設され、資金援助・技術支援・政策支援の 3 分野で途上国の課題解決に向けた取組みがスタートする。わが国のノウハウや知見の提供が途上国の食料にかかる課題解決に貢献することを期待したい。

今後は脱炭素・低炭素経済へ移行する過程で生じる「移行リスク」に関しより実現可能性の高い対応が迫られてくる。黒か白かの議論ではなく黒から白への移行シナリオをどう描くか、その蓋然性を高めることが重要になる。資金供給においては官民をあげた GX（グリーン・トランスフォーメーション）投資が具体化し、ESG 投資やファイナンスのグリーンウォッシング回避に向けたタクソノミー規制強化などの動きが本格化してくる。

また、炭素の吸収という観点ではカーボンクレジット市場の拡大が予想される。世界では民間が主導する多くのカーボンプロジェクトが実施されクレジット市場が発展しつつある。プロジェクトの評価やカーボンプライスの適正性の確保などまだまだ課題があるが、わが国においても森林・林

業をはじめとする第一次産業との関連が深いだけに健全な市場の発展に期待したい。

加えて、生物多様性についての議論が急速に深まっている。先に開催された COP15（生物多様性条約第 15 回締約国会議）では「昆明・モンテリオール生物多様性枠組み」を採択、「30by30」（30 年までに地球上の陸と海をそれぞれ 30%以上保全する）はじめ 23 項目の目標を盛り込んだ。生態系保全ための基金の創設も合意、ここでも先進国と途上国の対立を乗り越え一歩踏み出した。今後 TNFD の議論が本格化し開示のあり方が問われていくこととなる。

第二は「人的資本経営」の進展である。人材育成が重要であることは経営者なら誰もが口にするが、厳しい収益環境のなかで人材への投資が後回しになりがちである。人材育成への支出は会計上はコストであるが、同時に投資でもある。長期的な収益向上は人材なしでは考えられない。今後は人的資本投資のあり方について非財務情報の一つとして開示化が進むであろう。

ところで、先般カタールで開催されたサッカー・ワールドカップにおける日本代表チームの活躍は見事だった。颯爽と走り抜けた「サムライ・ブルー」の風に多くの国民が歓喜の声をあげた。目標としていたベスト 8 には届かなかったが、世界と戦うことができることを証明した。優勝経験国のドイツ・スペインを破ったことは奇跡だとの見方があるが、むしろ必然といった方が正しいのではないか。代表選手の多くがヨーロッパのクラブチームに所属しプレーしており、日頃戦っているあるいは同じチームに所属する見知った選手が国別の対抗戦に出ている、いわば日常の延長線上にワールドカップの舞台があったのだと思う。サッカーはチーム戦であるが、個々の選手のレベルアップがあってこそ世界に伍していける戦略の策定が可能となる。

組織の人事戦略についても同様であり、将来の経営を支え発展していく原動力となる人的資本をいかに充実させ個々の従業員のレベルアップを図っていくかが重要である。労働市場が流動化しせっかく育てた人材が流出してしまったとの声をよく聞くが、辞める自由がある以上やむを得ないという前に、従業員の満足感の醸成にどれだけつとめたか、デジタル技術が進みリモートワーク、ワーケーション、多地域就労などができるようになったことへの対応をどこまで進めたか、言い換えれば新しい働き方の選択肢をどう示すか、がポイントである。特に若い世代は SDGs などの社会的課題の解決に貢献したいという意欲が強い。パーパス経営は社会への表明と同時に従業員へのメッセージでもある。一緒に働きたくなる組織づくりは人事戦略であり経営戦略そのものである。

ちょうど一年前、願望を込めて 2022 年を「with コロナ元年」と名付けた。まだまだコロナとの戦いは続いているが、ワクチンの開発・普及が進んだこともありコロナウイルスと共生していくことがはっきりと認識されてきていると思う。今年こそ経済社会活動がより活発化することを願う。

最後に、おすすめの書籍を三冊紹介したい。「世界食料危機」（阮蔚、日経プレミアシリーズ）、「投資家の思考法」（奥野一成、ダイヤモンド社）、「天地の防人」（伊本克宜、KK ベストブック）。食料安全保障についてグローバルな視点から考える際、プロ投資家の企業分析の思考法を知る際、農政の歴史や課題を大局的に整理する際、それぞれお役に立つこと間違いなし。

2023 年が皆さまにとり有意義な一年になりますよう祈念申し上げます。

徐々に強まる内外景気の減速感

～日銀は長期金利の変動幅を±0.5%に拡大～

南 武志

要旨

ウィズコロナを推進する政府は10月中旬に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で、インバウンド需要が復活したほか、サービス消費も刺激された。一方で、物価高による消費マインド悪化が今後の消費回復を阻害するとみられるほか、23年入り後には世界経済が悪化する可能性が高まっており、輸出・企業設備投資が軟調となるとみられる。そのため、23年前半にかけて国内景気も足踏みし、再びマイナス成長に陥るものと予測している。

一方、これまで長期金利が0.25%を超えて上昇するのを抑えてきた日本銀行であったが、債券市場の機能が著しく低下したことに対応するため、長期金利の変動幅を「±0.5%」に拡大した。それを受けて、長期金利は新たな上限0.5%に向けて上昇したが、市場参加者には現行政策の本格的な枠組み修正に向けた第一歩と受け止める向きも多い。だが、実際に正常化に動くためのハードルは決して低くないだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月	項目	2023年				
		12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
	無担保コールレート翌日物 (%)	-0.062	-0.10~0.00	-0.10~0.05	-0.10~0.05	-0.10~0.10
	TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0150	-0.05~0.10	-0.05~0.15	-0.05~0.15	-0.05~0.15
国債利回り	20年債 (%)	1.215	1.00~1.40	1.00~1.40	1.00~1.40	1.05~1.45
	10年債 (%)	0.370	0.25~0.55	0.25~0.55	0.30~0.55	0.30~0.55
	5年債 (%)	0.200	0.00~0.30	0.00~0.30	0.00~0.35	0.00~0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	132.5	125~145	120~140	120~140	115~140
	対ユーロ (円/ユーロ)	140.8	135~155	130~150	125~145	120~140
	日経平均株価 (円)	26,235	26,000±3,000	27,000±3,000	28,000±3,000	29,500±3,000

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

(注)実績は2022年12月23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。

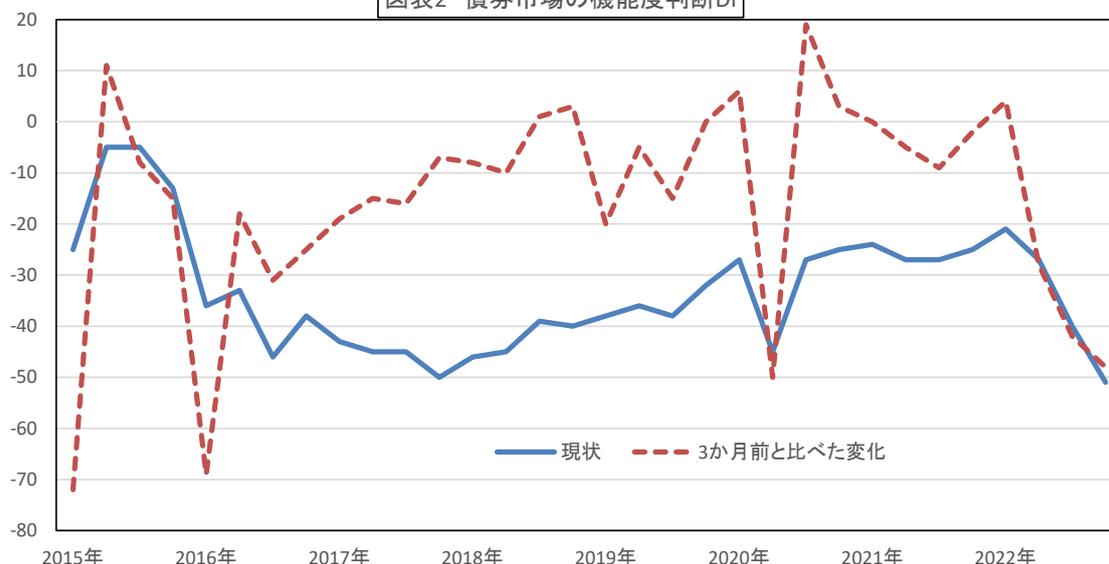
金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するなか、長期金利の変動幅を拡大

日本銀行は12月19～20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」の枠組み（短期政策金利：▲0.1%、長期金利（10年物国債利回り：ゼロ%程度））は維持する一方、国債買入れ額を大幅に増額（従来の月7.3兆円から9兆円程度へ）しつつ、長期金利の変動幅を従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大することを全員一致で決定した。日銀はこうしたイールドカーブ・コントロールの運用の一部見直しの背景として、各年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定などの面で債券市場の機能が低下し

ており、このままであれば企業の起債など金融環境に悪影響を及ぼすおそれがあるため、と説明している。

実際、海外金利の上昇圧力が国内にも波及するなか、日銀はこれまで10年金利が0.25%を上回らないよう、無制限の国債買入れを実施してきたが、流動性が乏しく、取引が成立しない日が頻発するなど、債券市場の機能度は低下しているとの見方は強い。日銀が4半期ごとに実施している「債券市場サーベイ」の11月調査によれば、債券市場の機能度DI（現状、「高い」-「低い」、%ポイント）は▲51と、調査開始の15年以降で最低値を更新したほか、「3か月前と比べた変化」も大幅に悪化している。

図表2 債券市場の機能度判断DI



(資料)日本銀行 (注)現状DIは「高い」「低い」、変化DIは「改善した」「低下した」、いずれも%ポイント。

金融政策正常化のハードルは低くない

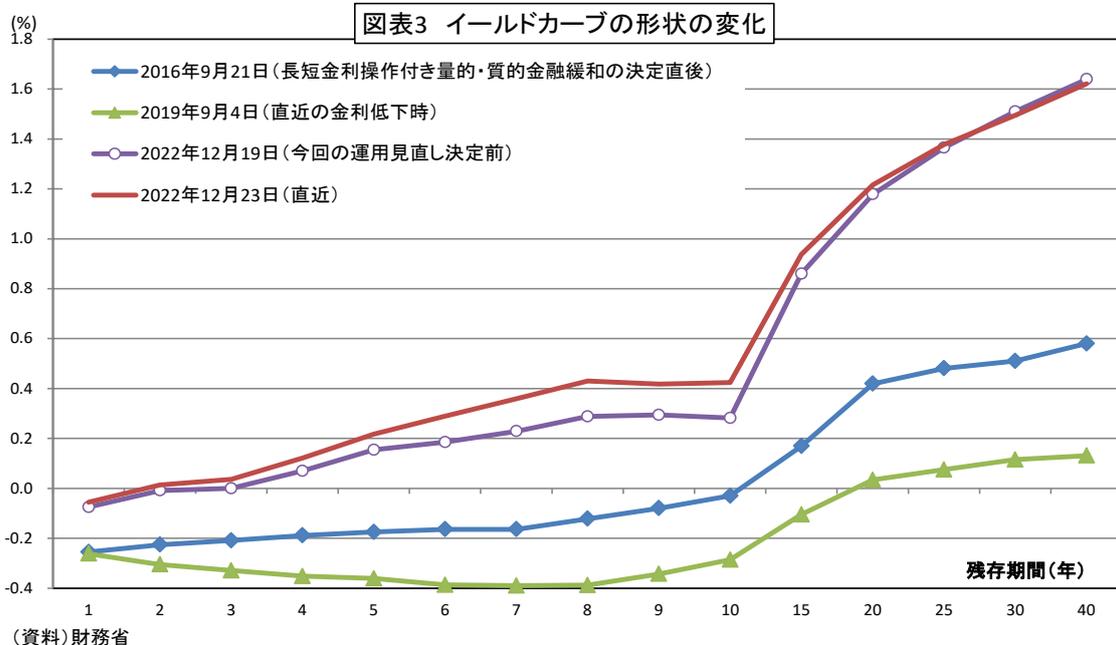
今回の日銀の決定を受けて、長期金利は新たな上限となった0.5%に向けて上昇したほか、為替レートも円高方向に振れ、株価は大きく下げた。黒田総裁は否定するものの、実質的に利上げと市場関係者は受け取っており、23年春に予定される新執行部発足、その下で検討されると目される政策の枠組み修正や正常化に向けた第一歩ではないか、との見方は根強い。

とはいえ、実際に現行政策の枠組みを修正するにはいくつかのハードルを越えることが必要である。現時点では「オーバーシュート型コミットメント」の存在によって、物価上昇率が安定的に2%超となるまでマネタリーベースの拡大方針を継続することとなっており、大規模な国債買入れを継続することが求

められている。また、2%目標を達成する前に正常化に踏み切るには、政府との共同声明で設定した物価安定目標 2%と修正する必要もある。さらに、日銀総裁が交代するたびに政策運営の枠組みを変更することは果たして望ましいか、という問題もある。世界標準の「2%」にこだわるのか、日本の実情に合わせて引き下げるのか、それとも2%に幅を持たせるのか、など、様々な意見があると思われる。

しかしながら、23年前半は世界経済の悪化が強まり、それが国内景気にも波及することが見込まれるなか、日銀は政策運営の枠組み変更などに着手できない状態に陥るとみられる。また、国債・財投債の日銀保有シェアは50.3%（22年9月末）に達するなか、23年度にかけても高水準での国債発行が続くなど、日銀が国債市場に深く関与する状態は当面続くとみられる。しばらくは現行程度の緩和策が継続するとみられ、「実質的な利上げ」が断続的に実施される可能性は低いだろう。

なお、黒田日銀はサプライズが多かったが、従来は「変動幅拡大」は利上げに該当すると説明し、そうした行動を否定してきたのも事実である。改めて丁寧な市場との対話、十分な説明責任を求めたい。



**大企業・製造業の景況感
は4期連続で悪化**

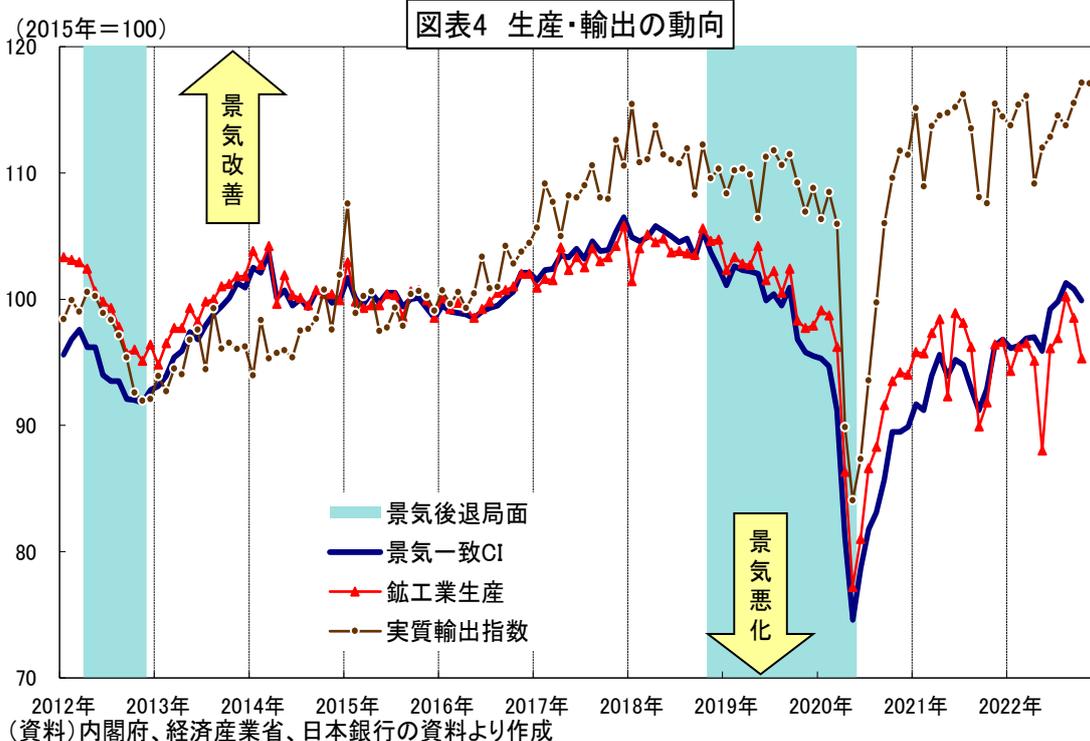
以下、足元の国内経済情勢を確認したい。日銀短観12月調査によれば、代表的な大企業・製造業の景況感 は4期連続の悪化となったのに対し、同・非製造業は3期連続の改善となった。

景気は頭打ち状態

前者は中国経済の停滞が強まったのに対し、後者はウィズコロナへの期待が高まったことが影響したものと思われる。ただし、先行きの景況感は軒並み悪化見通しとなっている。業績見通しについては、22年度は増収増益ながらも、下期については減益予想のままである。設備投資計画は若干の下方修正となったが、堅調な姿は保たれており、この2年間の遅れを取り戻す動きが継続しているとみられる。また、先行きは雇用人員、資本設備ともに不足感が一層高まるとの見通しである。

また、景気動向指数のCI一致指数をみると、10月分は前月から▲0.9ポイントと2か月連続の低下であった（基調判断は「改善」を維持）。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10月分も前月から▲0.1ポイントと同じく2か月連続の低下であった。いずれの指標ともに頭打ち気味の展開となっている。

個別にみていくと、11月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲0.04%と、微減ながらも3か月ぶりのマイナスだった。欧米向けは底堅かったが、最大の輸出先である中国向けが弱含んだことで相殺された格好である。また、10月の鉱工業生産は前月比▲3.2%と2か月連続の低下だったが、生産予測指数（予測誤差の補正後）によれば、11月も低下となる可能性が高い。



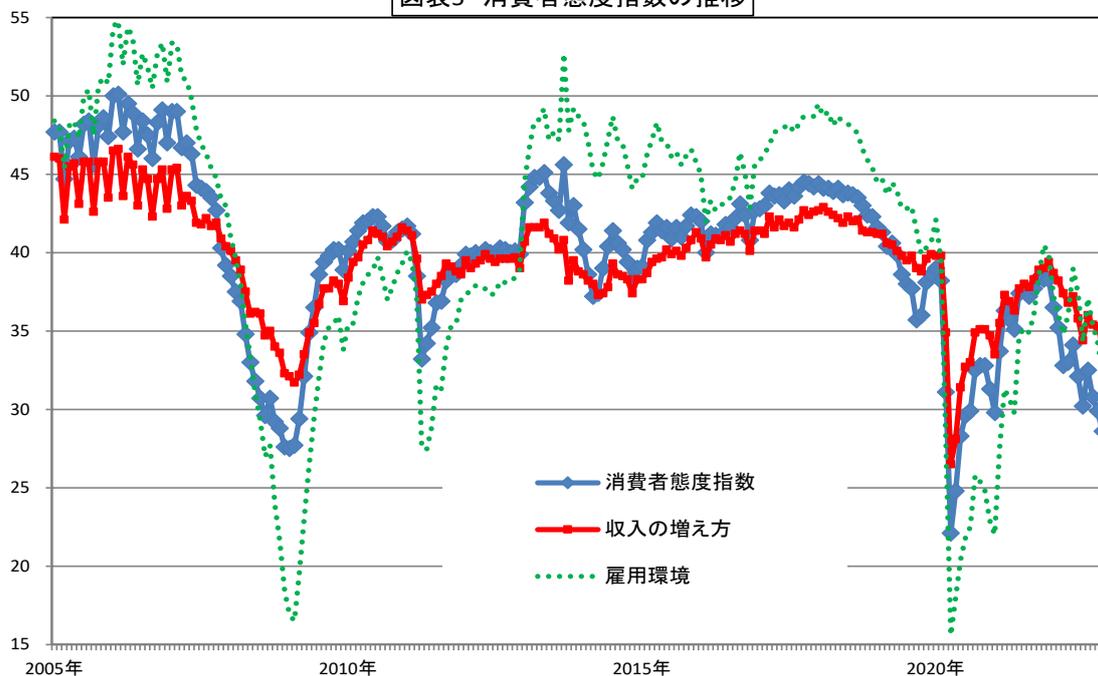
秋以降の消費に持ち直しの動き

一方、全国旅行支援などの需要喚起策が打たれたことで、秋以降は消費指標に持ち直しの動きもみられる。10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2.1%（このうちサービス消費は同2.8%）と、ともに2か月連続の上昇となった。第3次産業活動指数からも「対個人サービス業」の改善が見て取れる（10月は前月比1.1%と3か月連続の上昇）。

一方で、食料・エネルギーの高騰が実質所得を目減りさせているほか、マインド悪化にもつながっている。10月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比1.4%だったものの、物価変動分を調整した実質賃金では同▲2.9%と大きく低下（7か月連続のマイナス）するなど、物価高による実質賃金の目減りが続いている。

さらに11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▲1.3ポイント（3か月連続の低下）の28.6と、コロナ・ショック初期の20年6月（28.3）以来の水準まで悪化した。内閣府では消費マインドの基調判断を「弱い動きがみられる」から「弱まっている」へ下方修正している。

図表5 消費者態度指数の推移



(資料)内閣府

経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて23年前

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、水際対策の大幅緩和や「全国旅行支援」導入によって、インバウンド需要の復活や旅行・宿泊などサービス消費

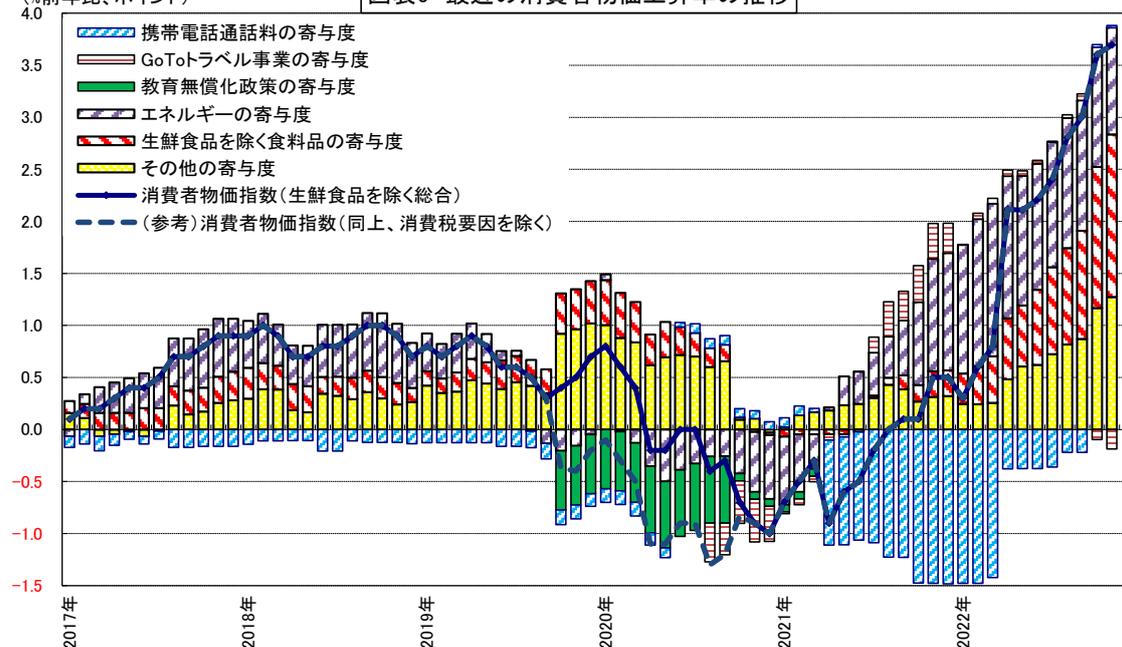
半はマイナス成長へ

の持ち直しが本格化しており、再びプラス成長に戻るだろう。

しかし、物価高が困窮世帯・低所得世帯に打撃を与えていることも確かであり、徐々に消費行動にも悪影響が出てくると思われる。さらに、23年入り後には欧米経済の失速リスクが顕在化してくることが想定され、既に停滞色の強い中国経済の動向と合わせ、国内景気にもその影響が及ぶだろう。足元は堅調な企業設備投資も投資計画の一時中止判断や先送り姿勢が強まることが予想される。さらに、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。その結果、経済成長率は23年前半にかけてマイナス成長に陥り、年度を通じてもほぼゼロ成長となるだろう（詳細は12月8日発表の「2022～23年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」を参照のこと）。

(%前年比、ポイント)

図表6 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：しばらく高止まりした後、緩やかに鈍化へ

11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3.7%と6か月連続で加速、81年12月（同4.0%）以来、41年ぶりの高い上昇率となった。全国旅行支援によって宿泊料が同▲20.0%の大幅下落となったほか、エネルギーもやや鈍化したものの、食料、日用品などで値上げ圧力が一段と強まったことが背景にある。目先はもう一段上昇率が高まり、前年比4%に迫るものと思われる。

先行きに関しては、これまでの投入コスト上昇分の価格転嫁が不十分であることから、来春にかけても値上げの動きは残ることが予想される。一方、政府の物価高対策によって電気代・ガス代の負担軽減が実施されるほか、国際商品市況の調整や円安修正などによって輸入インフレが弱まることも想定される。これまでの物価高によって消費マインドは大きく悪化するなど、消費が停滞し始める可能性もあることから、いずれ物価上昇率はピークアウトするものと思われる。23年度半ばにはコアCPIは前年比2%を下回ってくる可能性があるだろう。

金融市場：現状・見 通し・注目点

引き続き、主要国・地域のインフレ動向とそれに対する主要中銀の対応、そしてそれらが世界景気に与える影響が主要な材料であった。足元のインフレ圧力が若干緩和したこともあり、欧米英の中銀は利上げペースを減速させた一方、大規模緩和を粘り強く継続するとしてきた日銀が実質的に利上げになるような決定を突然したことで、市場が動揺する場面がみられた。

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 0.5% 近くまで上昇

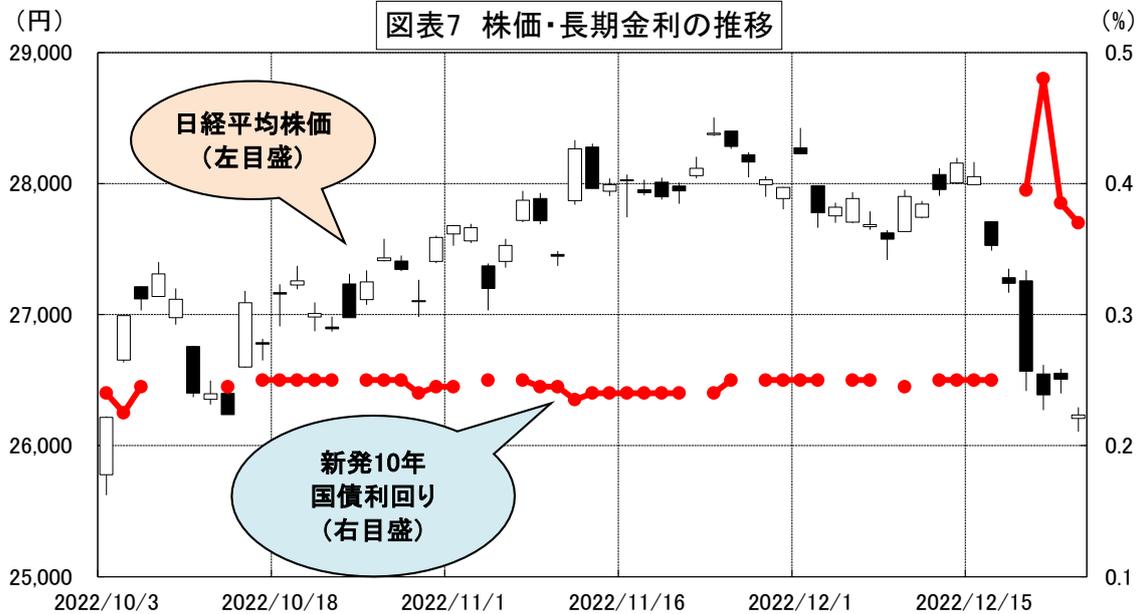
インフレ沈静化に向けて海外中銀が大幅利上げを続けるなか、海外の金利上昇が国内に波及する状況が続いており、国内長期金利（新発10年物国債利回り）に上昇圧力がかかり続けている。こうした金利上昇圧力に対して、イールドカーブ・コントロール政策を採用する日銀は10年金利が定常的に0.25%を上回る状況を阻止すべく、連続指値オペや国債買入れオペの増額などを実施し続けてきた。その結果、金利の変動余地や流動性も乏しいといった弊害も散見され始めた。

こうしたなか、冒頭でも触れたとおり、12月の金融政策決定会合において、日銀は国債買入れ額を大幅に増額するとともに、長期金利の変動幅を「±0.5%程度」に拡大すると決定した。それを受けて長期金利は0.5%近くまで上昇している。

長期金利は当面 0.4%前後での展 開が続くと予想

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%±0.5%程度）で推移するように操作されるとみられる。今回の決定を受けて、市場では近い将来の政策修正の可能性を意識し始めており、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 0.5%を上回らないように操作するだろう。一方で、23 年前半にかけて世界経済の失速リスクが現実味を帯びれば、金利低下圧力が高まることもありうるだろう。当面は 0.4%前後での展開が続くと予想する。



しばらくは上値の 重い展開

② 株式市場

8 月下旬に開催された米ジャクソンホール会議において、パウエル米 FRB 議長は景気を犠牲にしてもインフレ沈静化を目指す姿勢を明確化したことで、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 月には一旦 28,000 円台を回復する場面もあった。しかし、年末にかけては再び軟調な展開となっており、特に日銀が長期金利の変動幅拡大を発表した直後は「金利上昇、円高」とともに株価は大きく下落した。

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

長期金利の変動幅 拡大を受けて円高 が進行

③ 外国為替市場

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 円台となるなど、円安圧力が強い展開が続いてきた。背景には、欧米各国でのインフレ高止まりが続き、高金利状態が長期化す

るとの観測が根強い一方で、日銀は大規模緩和を粘り強く継続する姿勢を続けたことが挙げられる。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。

こうした円安進行に対して、政府は9～10月にかけて円買い介入（9.2兆円規模）に踏み切った。円買い介入の直接的な効果は小さかったものの、10月の米消費者物価が事前予想を下回る伸びとなったことを契機に、米国の利上げペースが緩和するとの見方が浮上し、円安圧力が緩和した。さらに、12月の金融政策決定会合での「実質的な利上げ」も円高につながり、一時6か月ぶりとなる130円台まで円高が進んだ。

先行きについては、米国でさらなる利上げに加え、高金利状態が続くとみられることから、再び円安圧力が高まる場面は十分ありうるだろう。とはいえ、22年を通じてみられたように円安が継続的に進行する可能性は低いと思われる。日銀が政策修正するとの思惑は燻り続けるだろうし、米国経済の低迷や物価が沈静化した際には利下げ前倒し観測も強まり、逆に円高圧力が高まることが予想される。



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

対ユーロでも若干の円安修正

一方、対ユーロレートはユーロ域内のインフレ圧力が高止まりしており、欧州中央銀行 (ECB) が当面は利上げを継続する方針であること、23年3月から資産圧縮を開始することを決定したこともあり、概ね円安ユーロ高状態が維持されている。10月

以降は 140 円台での展開が続いたが、日銀の「実質的な利上げ」決定後はユーロ高がやや修正された。

ECB の政策方針を踏まえると、円安ユーロ高状態はしばらく残ると予想されるものの、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、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. 12. 26 現在)

農林中金総合研究所 2022～23年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）

物価高や世界経済失速が国内景気を下押し

～ 日本経済見通し：2022年度：1.4%（下方修正※）、23年度：0.1%（据え置き※）～

※22年11月時点の当総研見通し（22年度：1.6%、23年度：0.1%）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

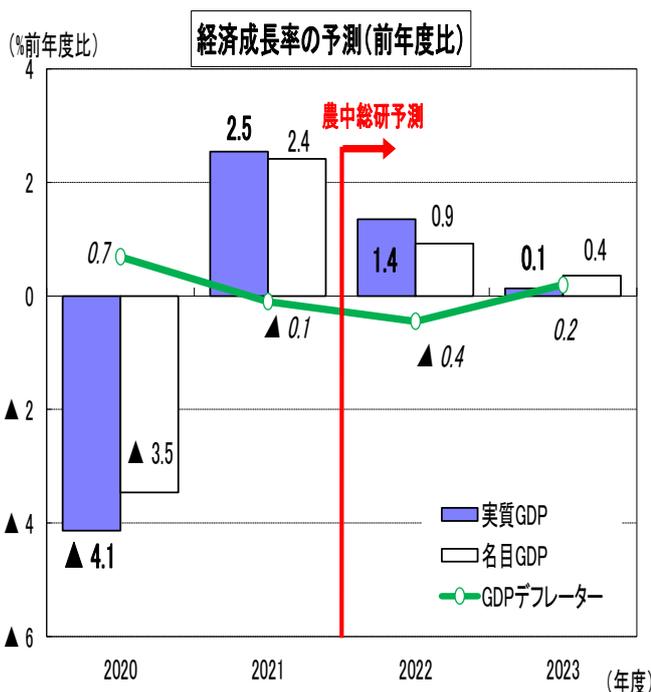
無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

Norinchukin Research Institute

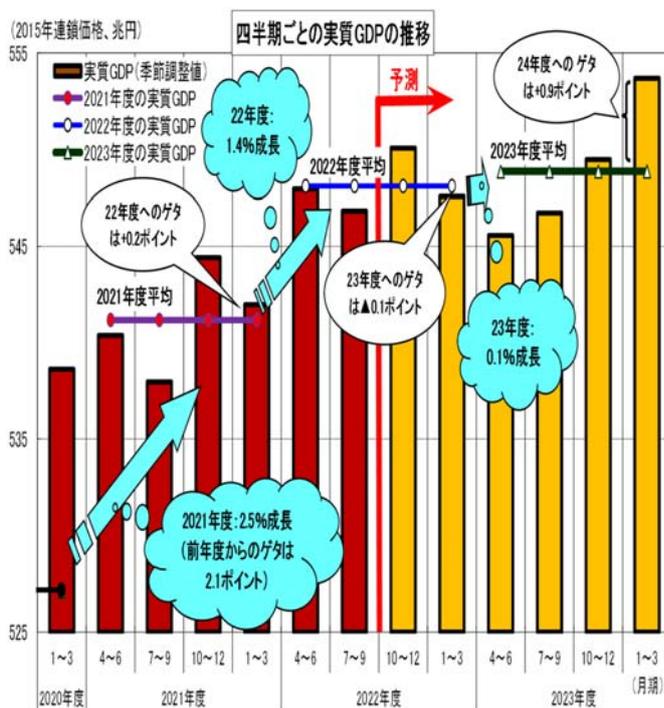
農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

2022年12月8日

サマリー



(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

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

金融市場2023年1月号

1

13

Norinchukin Research Institute

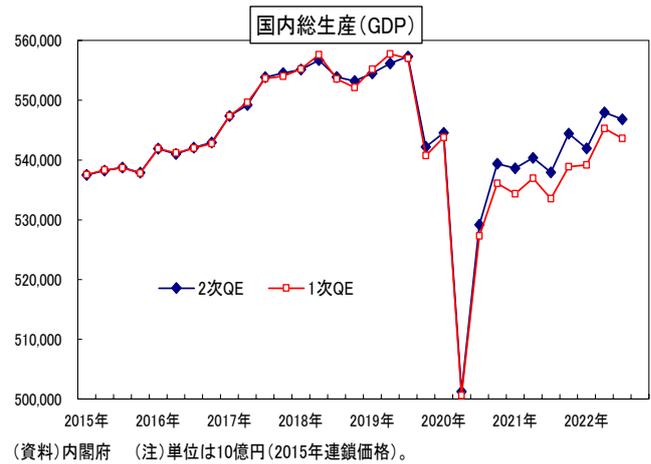
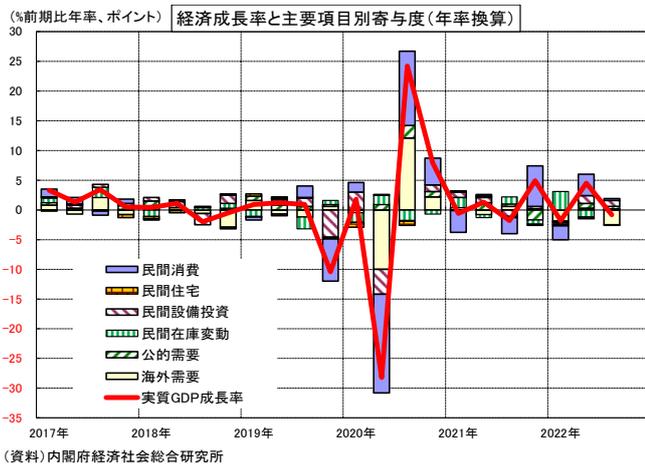
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

1 GDP第2次速報（2次QE）の内容

□2022年7～9月期の実質GDPは上方修正されたが、「マイナス成長」自体は変わらず

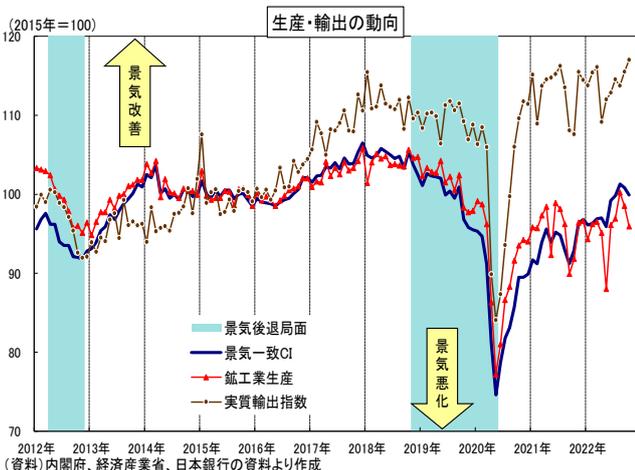
- 実質GDP成長率は前期比年率▲0.8%（1次QE：同▲1.2%）へ上方修正
 - 民間消費、民間住宅投資、公共投資は下方修正されたが、民間在庫変動が大きく上方修正されたほか、政府消費、輸出等も上方修正
 - 一方、名目GDPは前期比年率▲2.9%（1次QE：同▲2.0%）へ下方修正、GDPデフレーターは前年比▲0.3%（1次QE：同▲0.4%）へ上方修正
 - 雇用者報酬は名目ベースでは前期比0.3%で変わらず、実質ベースでは同▲0.2%（1次QE：同▲0.8%）へ上方修正（ただし、4期連続でマイナス）
- また、同時に公表された21年度SNA年次推計によれば、21年度の成長率は2.5%（1次QE：2.3%）へ上方修正
 - 民間消費は下方修正（前年度比：2.6%→1.5%）されたが、民間企業設備投資は上方修正（同：0.6%→2.1%）
 - ただし、22年1～3月期が前期比年率▲1.8%へ大きく下方修正（1次QE：同0.2%）された結果、7～9月期は「2期ぶり」のマイナス成長となった



2 前回見通し発表後の経済指標の動き

□景気は頭打ち気味～物価高で消費マインドが大きく悪化

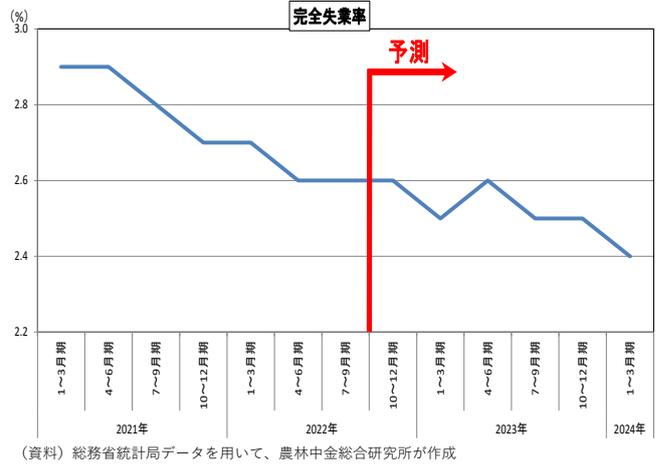
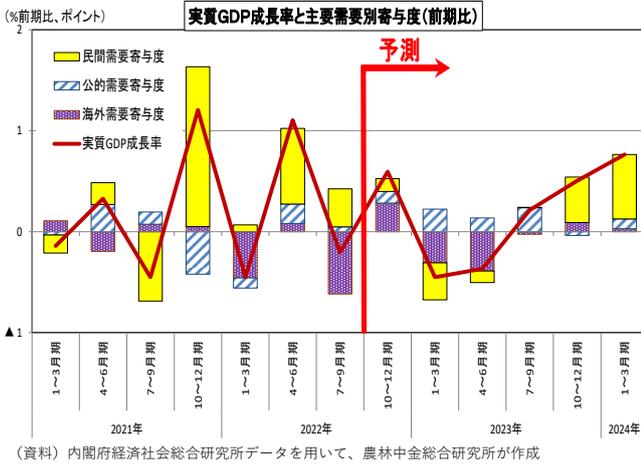
- 10月の景気動向指数のCI一致指数は2か月連続の低下ながらも、基調判断は「改善」を維持
- 「供給の混乱」は緩和する方向にあるものの、自動車向けの半導体不足などは慢性化しているほか、中国向け輸出が頭打ちとなっている
- 11月（中旬速報）の東京都部消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比3.6%と上昇率が一段と高まっており、消費マインドを悪化させている
 - 11月の消費動向調査によれば、消費者態度指数はコロナ・ショック初期の20年6月以来の水準まで悪化
- ただし、世界経済の先行き失速懸念もあり、直近では一次産品価格は調整色の強い展開となっている
- 夏場の消費関連指標には鈍い動きが散見されたが、秋以降はウィズコロナへの移行がさらに後押しされたこともあり、持ち直しも散見される
- 電気・ガス代の支援策や出産・子育て支援などを柱とする28.9兆円規模の補正予算が成立



3 日本経済・物価の見通し

□経済見通し～2022年度は1.4%成長（下方修正）、23年度は0.1%成長（据え置き）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ものの、物価高によって家計のマインドが悪化し、実質購買力も大きく目減りしているほか、設備投資マインドの慎重化などもあり、景気回復の勢いは多少削られる。
 - 前期比年率で2.4%成長と2期ぶりのプラスを予測
- 23年に入ると、主要先進国での大幅利上げによる需要抑制効果が本格化し、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・生産も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%）に陥る。
 - 年度下期には回復に向かうと予想（同じく同1.1%）
- 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、ゼロコロナ政策や不動産不況で停滞する中国経済の動向、ウクライナ情勢の行方や冬場の欧州でのエネルギー不足問題、さらにはドル高・金利上昇による新興国経済への悪影響などが挙げられる。



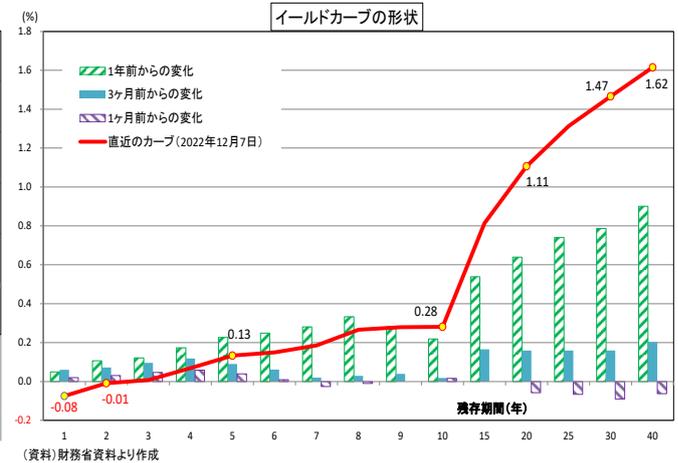
3 日本経済・物価の見通し

□物価見通し～22年度は前年度比2.9%ながらも、23年度は同2.0%へ鈍化

- これまでの原油・穀物高や円安進行などでエネルギー、加工食品、外食などで上昇圧力が高まっていたが、最近幅広い財・サービスで値上げの動きが本格化
 - 10月の全国コアCPIは前年比3.6%と40年8か月ぶりの高い伸び
 - 最近の一次産品価格の調整や円安修正の動きもあり、23年入り後には物価は鈍化に転じ、23年度下期には再び2%割れへ

□金融政策、長期金利～23年春以降もしばらく政策修正には動けず

- 日本銀行は2%の「物価安定の目標」の持続的な実現を目指し、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」を継続する方針
- 今後、ポスト黒田体制の思惑が強まるとみられるが、23年上期にかけての景気下振れリスクや物価鈍化を想定すると、金融政策運営の枠組み修正はしばらく封印される可能性が高い



予測表（年度、半期）

	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	%	▲ 3.5	2.4	0.9	0.4
実質GDP	%	▲ 4.1	2.5	1.4	0.1
民間需要	%	▲ 5.7	1.9	2.5	0.2
民間最終消費支出	%	▲ 5.1	1.5	2.4	0.4
民間住宅	%	▲ 7.6	▲ 1.1	▲ 4.7	▲ 0.1
民間企業設備	%	▲ 5.7	2.1	2.7	0.4
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.3	0.3	0.2	▲ 0.1
公的需要	%	3.1	1.3	0.6	2.1
政府最終消費支出	%	2.7	3.4	1.4	2.2
公的固定資本形成	%	4.9	▲ 6.4	▲ 2.4	1.8
輸出	%	▲ 10.0	12.3	5.8	1.4
輸入	%	▲ 6.3	7.1	8.9	4.3
国内需要寄与度	ポイント	▲ 3.5	1.8	2.0	0.8
民間需要寄与度	ポイント	▲ 4.3	1.4	1.9	0.2
公的需要寄与度	ポイント	0.8	0.4	0.2	0.6
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	▲ 0.1	▲ 0.4	0.2
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.4	7.1	9.1	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	135.7	133.1
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.05	▲ 0.01
新発10年物国債利回り	%	0.03	0.09	0.22	0.23
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.8	76.4	102.9	90.0

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

(前期比)

	単位	2021年度	2022年度		2023年度			
		通期	通期	上期	下期	通期	上期	下期
実質GDP	%	2.5	1.4	0.8	0.2	0.1	▲ 0.5	1.1
民間需要	%	1.9	2.5	1.5	0.4	0.2	▲ 0.4	1.1
民間最終消費支出	%	1.5	2.4	1.2	0.5	0.4	▲ 0.1	0.7
民間住宅	%	▲ 1.1	▲ 4.7	▲ 3.0	▲ 0.9	▲ 0.1	0.1	0.3
民間企業設備	%	2.1	2.7	2.6	1.4	0.4	▲ 1.0	2.1
公的需要	%	1.3	0.6	0.7	1.0	2.1	1.4	0.9
政府最終消費支出	%	3.4	1.4	1.1	0.8	2.2	1.5	1.2
公的固定資本形成	%	▲ 6.4	▲ 2.4	▲ 0.4	2.5	1.8	1.0	▲ 0.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	0.4	▲ 2.8	▲ 2.3	▲ 3.3	▲ 6.1	▲ 6.3	▲ 5.9
輸出	%	12.3	5.8	3.1	5.1	1.4	▲ 1.7	2.6
輸入	%	7.1	8.9	5.5	7.6	4.3	1.0	2.1
内需寄与度 (前期比)	%	1.8	2.0	1.3	0.4	0.8	0.0	0.9
民間需要 (＃)	%	1.4	1.9	1.2	0.1	0.2	▲ 0.3	0.8
公的需要 (＃)	%	0.4	0.2	0.2	0.2	0.6	0.4	0.1
外需寄与度 (＃)	%	0.8	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.6	0.1
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.6	0.2	▲ 0.3	0.6
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
経常収支(年率換算)	万円	86.5	85.3	85.7	85.0	85.0	85.0	85.0
住宅収支	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
外需為替レート	円/ドル	112.4	135.7	134.0	137.5	133.1	135.0	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	2022年度		2023年度			
		通期	通期	上期	下期	通期	上期	下期
名目GDP	%	2.4	0.9	1.3	0.5	0.4	▲ 0.4	1.2
実質GDP	%	2.5	1.4	1.5	1.0	0.1	▲ 0.2	0.5
民間需要	%	1.9	2.5	3.2	1.6	0.2	▲ 0.2	0.6
民間最終消費支出	%	1.5	2.4	3.2	1.6	0.4	0.4	0.5
民間住宅	%	▲ 1.1	▲ 4.7	▲ 5.9	▲ 3.6	▲ 0.1	▲ 0.5	0.3
民間企業設備	%	2.1	2.7	2.1	3.2	0.4	▲ 0.3	1.2
公的需要	%	1.3	0.6	0.7	1.7	2.1	2.3	1.8
政府最終消費支出	%	3.4	1.4	0.9	1.8	2.2	2.2	2.1
公的固定資本形成	%	▲ 6.4	▲ 2.4	▲ 7.1	1.6	1.8	2.9	0.6
財貨・サービスの純輸出	兆円	0.4	▲ 2.8	▲ 2.3	▲ 3.3	▲ 6.1	▲ 6.3	▲ 5.9
輸出	%	12.3	5.8	4.2	7.3	1.4	2.2	0.6
輸入	%	7.1	8.9	7.1	10.7	4.3	5.9	2.8
国内企業物価 (前年比)	%	7.1	9.6	9.0	9.7	8.3	9.7	8.9
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

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当財研による。

予測表（四半期）

	単位	(→予測)																
		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	4~6月期	7~9月期	10~12月期	
名目GDP	%	▲ 0.0	0.4	▲ 0.6	0.9	0.2	1.0	▲ 0.7	0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	0.7	1.0				
(年率換算)	%	▲ 0.1	1.5	▲ 2.4	3.4	0.7	3.9	▲ 2.9	1.8	▲ 2.0	▲ 0.9	1.9	2.6	4.1				
実質GDP	%	▲ 0.1	0.3	▲ 0.5	1.2	▲ 0.5	1.1	▲ 0.2	0.6	▲ 0.5	▲ 0.4	0.2	0.5	0.8				
(年率換算)	%	▲ 0.6	1.3	▲ 1.8	4.9	▲ 1.8	4.5	▲ 0.8	2.4	▲ 1.8	▲ 1.5	0.9	2.0	3.1				
民間需要	%	▲ 0.2	0.3	▲ 0.9	2.2	0.1	1.0	1.3	0.2	▲ 0.5	1.0	1.3	0.6	0.9				
民間最終消費支出	%	▲ 1.7	0.1	▲ 1.3	3.2	▲ 1.0	1.7	0.1	0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	0.2	0.3	0.4				
民間住宅	%	1.5	1.5	▲ 1.6	▲ 1.3	▲ 1.7	▲ 1.9	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1				
民間企業設備	%	1.4	1.5	▲ 1.8	0.7	▲ 0.4	2.0	1.5	0.4	▲ 1.0	▲ 0.4	▲ 0.1	1.2	2.0				
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.4	▲ 0.1	0.3	▲ 0.2	0.8	▲ 0.3	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	0.1	0.1				
公的需要	%	▲ 0.1	1.2	0.4	▲ 1.5	▲ 0.2	0.7	0.2	0.4	0.8	0.5	0.9	▲ 0.1	0.4				
政府最終消費支出	%	▲ 0.2	1.9	1.3	▲ 1.1	0.5	0.7	0.1	0.3	0.8	0.6	1.0	▲ 0.1	0.5				
公的固定資本形成	%	0.1	▲ 1.7	▲ 3.3	▲ 3.6	▲ 3.1	0.7	0.9	1.0	1.0	0.3	0.3	▲ 0.3	▲ 0.3				
輸出	%	2.5	3.0	▲ 0.3	0.6	1.2	1.5	2.1	3.5	▲ 1.0	▲ 1.5	0.5	1.5	1.2				
輸入	%	1.9	4.4	▲ 1.2	0.3	3.7	1.0	5.2	2.0	0.5	0.4	0.6	1.0	1.0				
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.5	▲ 0.6	1.2	0.0	1.0	0.4	0.2	▲ 0.1	0.0	0.2	0.4	0.7				
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.2	▲ 0.7	1.6	0.1	0.8	0.4	0.1	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0	0.5	0.6				
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.0	0.3	0.1	▲ 0.4	▲ 0.1	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.2	▲ 0.0	0.1				
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.2	0.1	0.0	▲ 0.5	0.1	▲ 0.6	0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.0	0.1	0.0				
GDPデフレーター(前年比)	%	0.0	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.3	0.4	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 1.1	▲ 0.6	0.1	0.5	0.8				
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 0.5	4.5	5.9	8.6	9.3	9.7	9.6	8.9	8.3	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	%	4.0	4.6	3.6	3.4	3.0	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	137.5	137.5	135.0	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	%/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。

緩慢な労働需給ひっ迫解消ペース

～FRB は 24 年にかけて金融引き締めを継続する見通し～

佐古 佳史

要旨

22 年後半にかけて、事業所調査と家計調査で雇用者の増加ペースが大きく異なり判断は難しいものの、実体としての労働供給はあまり増加していない可能性が高く、平均時給が前月比では 4 か月連続で加速していることなど、労働需給ひっ迫の解消ペースは緩慢と思われる。

こうしたなか、12 月 FOMC にて政策金利は 4.25～4.50%へと引き上げられ、FOMC 後に公開された経済見通しからは、23 年を通じて 5%超の政策金利が維持される可能性が示された。

対中半導体輸出規制を一段と強化

ジョージア州で 6 日、上院選の決選投票が実施され民主党現職のウォーノック氏が再選した。9 日は、アリゾナ州選出のシネマ上院議員が民主党を離脱し無所属となったものの、基本的には民主党と協調して投票する方針を示したことから、22 年の中間選挙を経て民主党は上院で過半数を維持することに成功したといえる。

こうしたなか上院は 14 日、中国への情報流出の懸念があることから、連邦政府が所有する全て端末において動画投稿アプリ TikTok を禁止する法案を全会一致で可決した。また、バイデン政権は 15 日、中国半導体メーカー 36 社を事実上の禁輸リストに追加すると発表し、既に 10 月に強化した半導体製品の対中輸出規制もあることから、対中圧力を一層強める動きとなった。23 年はこうした対中規制について、日本を含む同盟国との協調を進めていくとみられる。

景気の現状：労働需給ひっ迫の解消ペースは緩慢

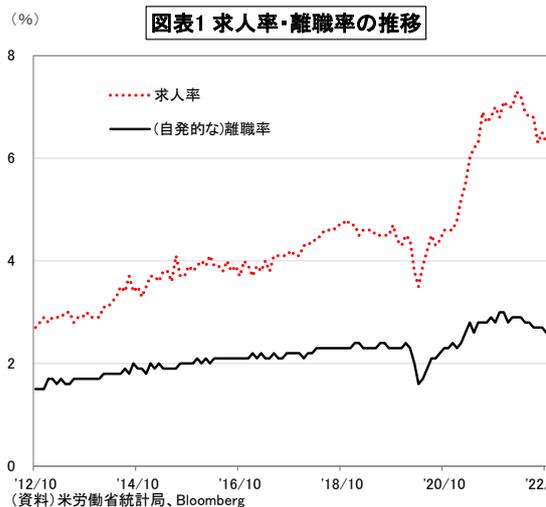
以下、経済指標を確認してみると、利上げの継続による米国経済への下押し圧力は継続しており、労働市場の過熱も抑制されつつあるものの、労働供給の増加が遅く、需給ひっ迫の解消ペースは緩慢とみられる。

11 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 10 月から 26.3 万人増、失業率は変わらずの 3.7%となった。また、10 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 6.3%へ、自発的な離職率は 2.7%へ、いずれも低下した。こうした動きとは対照的に、11 月の平均時給は前年比 5.1%

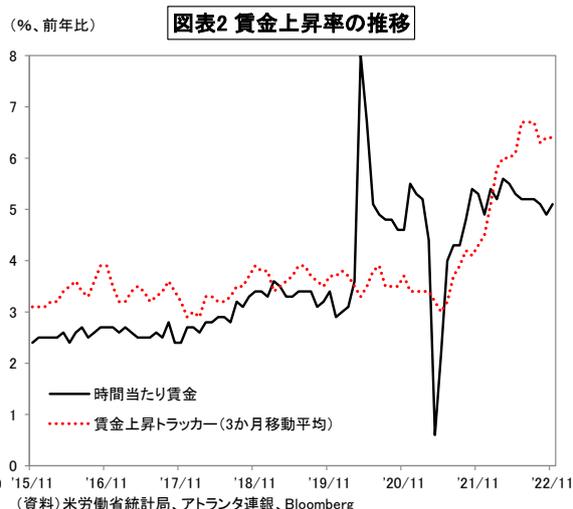
と再加速した。前月比で見れば、8月(0.3%)から11月(同0.6%)へと4か月連続で加速している。以上から労働市場の過熱感はピークアウトしたと思われるものの、今後も金融引き締めを継続する必要があるだろう。

なお、足元では事業所調査(非農業部門雇用者数など)と家計調査(失業率など)で雇用者の増加ペースが顕著に異なっている。前者は事業所単位での調査であるため、一人の労働者が複数の仕事をする場合は重複して集計されるため、高インフレが続く米国経済では仕事を掛け持ちする労働者が22年半ば以降増加したと考えられる。掛け持ちの場合、新規のフルタイム労働者と比べれば追加的な労働供給量は少ないため労働需給のひっ迫度合の改善にもつながりにくいと思われる。また、家計調査では2か月連続で雇用減となったことも要注意だろう。

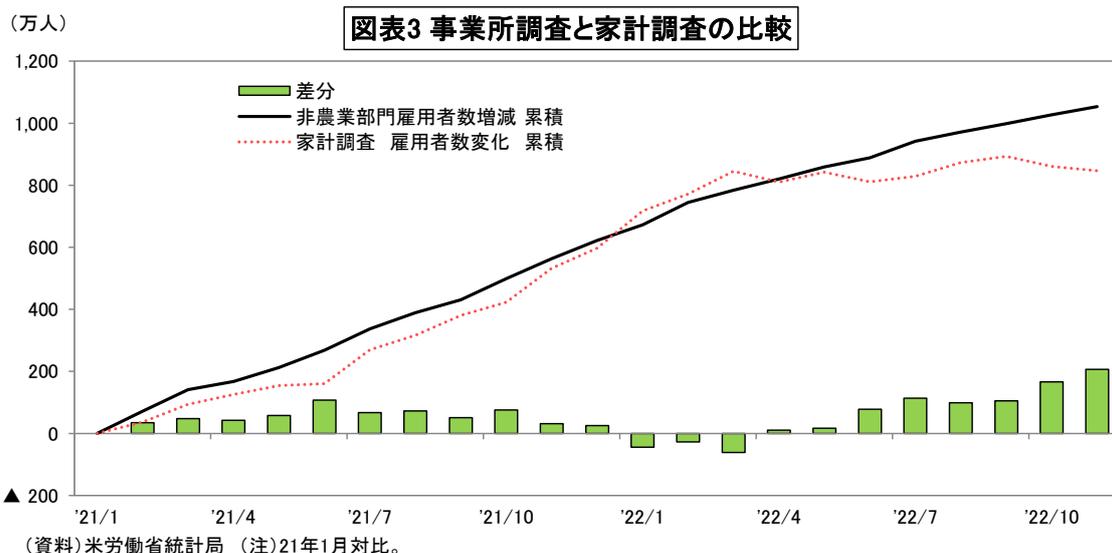
図表1 求人率・離職率の推移



図表2 賃金上昇率の推移



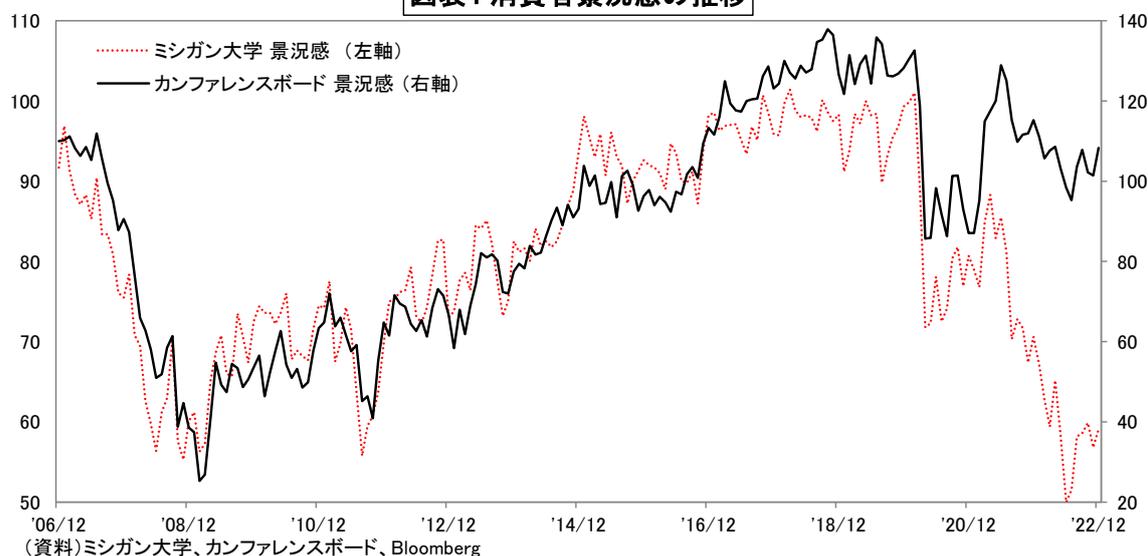
図表3 事業所調査と家計調査の比較



個人消費をみると、10月の実質個人消費支出は、財消費は前月比1.1%、サービス消費は同0.2%となり、全体では同0.5%と3か月連続で増加した。一方で、11月の小売売上高は同▲0.6%と弱含んだ。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。

もともと、12月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は、金融市場の上昇を背景に高所得世帯を中心に11月から上昇したものの、歴史的な低水準にとどまっている。

図表4 消費者景況感の推移

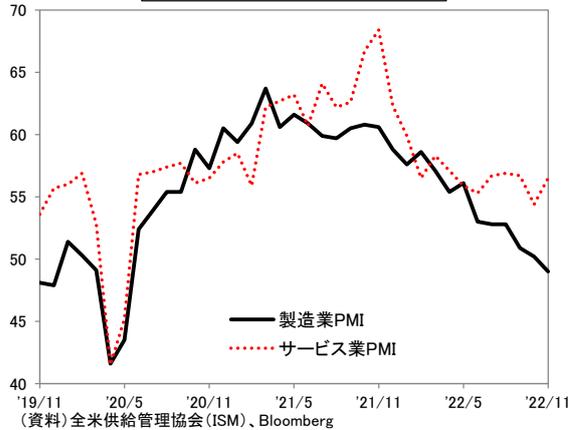


30か月ぶりに縮小を示唆した製造業 PMI

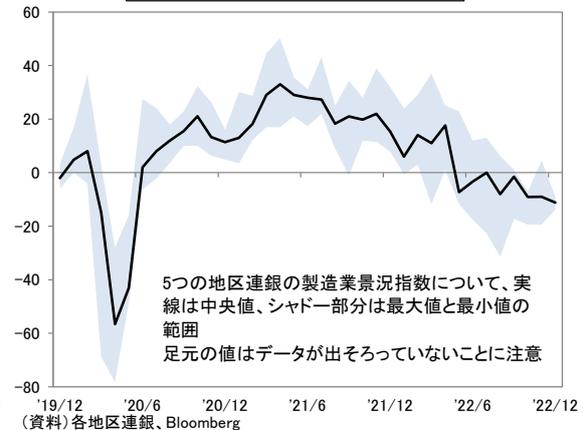
こうしたなか、11月のISM製造業指数（製造業 PMI）は前月から▲1.2ポイントの49.0%と30か月ぶりに縮小傾向を示した。一方で、サービス業指数（サービス業 PMI）は同+2.1ポイントの56.5%へ上昇し30か月連続での拡大を示した。

内訳をみると製造業では、新規受注や生産、雇用などで縮小傾向となった半面で、サービス業では新規受注が同▲0.5ポイントと小幅に低下するなか、営業活動が同+9.0ポイントと大幅上昇しており、業態ごとの景況感の違いがうかがえる内容となった。

図表5 ISM景況感指数の推移



図表6 地区連銀製造業景況指数



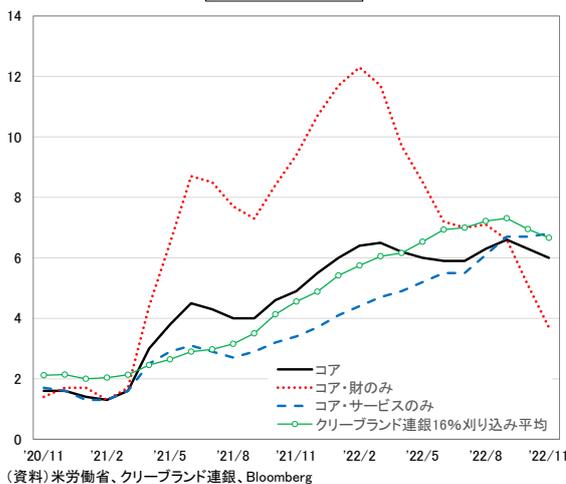
インフレ率の中心は財からサービスへ

インフレ率をみると、11月のコアPCEデフレーターは前年比4.7%と、10月の同5.0%から鈍化した。ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターも10月から▲0.1ポイント鈍化の同4.6%となったものの、依然として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、11月の消費者物価指数(CPI)は前月比0.1%、コアが同0.2%と10月に続いてインフレ率の鈍化が確認できる内容となった。コアの内訳をみると、中古車の価格下落などから財は同▲0.5%となった半面で、住宅などを中心にサービスは同0.4%と鈍化ペースは遅い。

もっとも、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な、金融引き締めを継続するものとみられる。

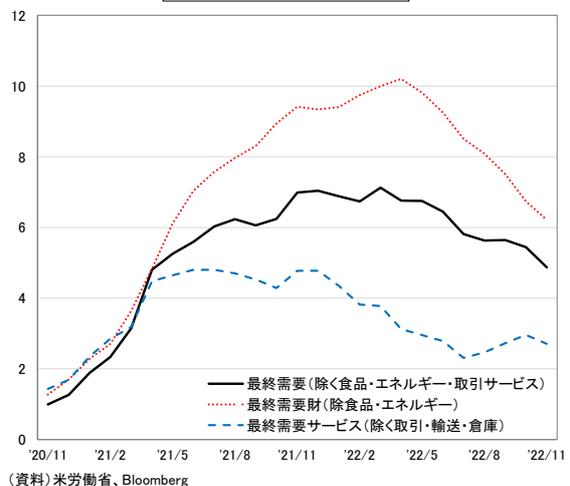
(%、前年比)

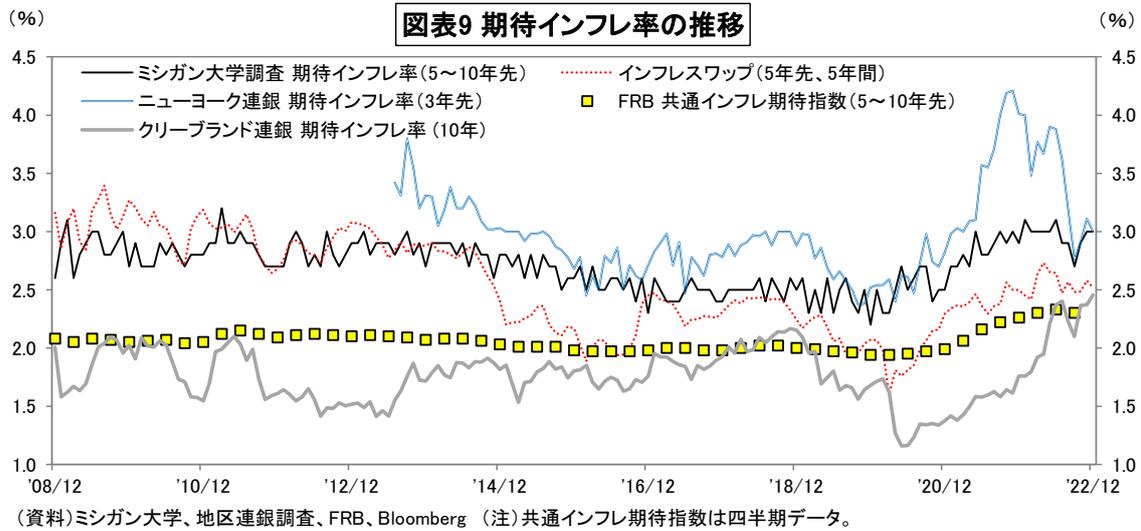
図表7 消費者物価



(%、前年比)

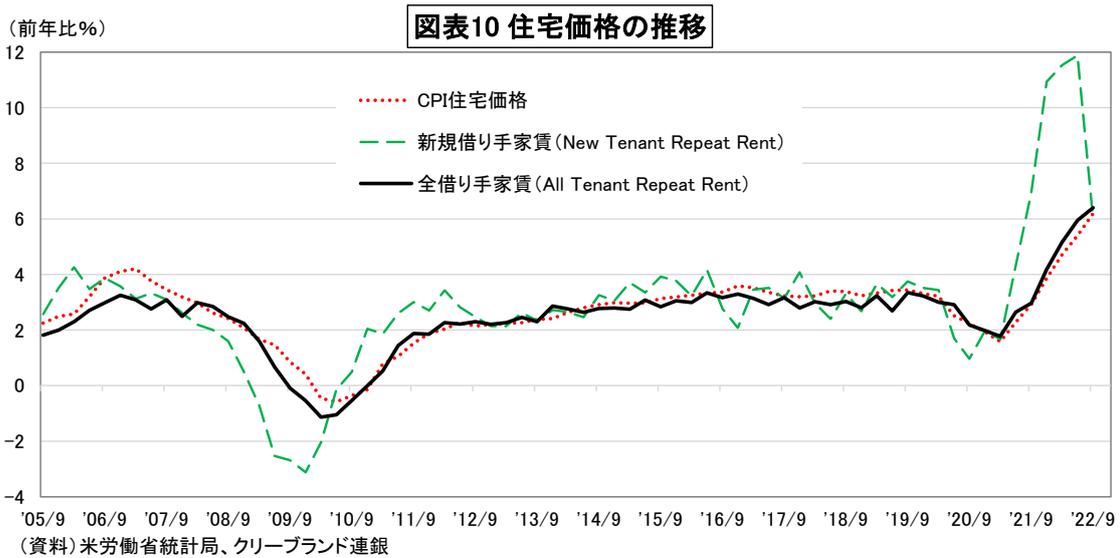
図表8 生産者物価 最終需要





**CPI 住宅価格指数
の低下は後ずれ**

コロナ禍以降、住宅価格の上昇が話題となっているものの、住宅価格に関する複数の指標が異なる上昇率を示すなど、指標の解釈が困難な状況が続いていた。こうしたなかクリーブランド連銀は19日、米労働省統計局の家賃マイクロデータを使い、借り手ごとの家賃を分離することで、こうした問題に対処できる指標を作成し公表した。同連銀の分析によると、全借り手家賃（All Tenant Repeat Rent）指標とCPI住宅価格指数の連動性が高く、新規借り手家賃（New Tenant Repeat Rent）はCPI住宅価格指数に4四半期先行することが指摘できるため、この関係性が維持されれば、CPI住宅価格指数が低下するのは23年下期からになりそうだ。



24年にかけても金融引き締めを継続する見通しを示した12月FOMC

12月FOMC(13、14日)では事前予想通り50bpの利上げが決定され、政策金利は4.25~4.50%となった。FOMC後に公表された経済見通しによると政策金利(中央値)は23、24、25年末にそれぞれ5.125%、4.125%、3.125%と予想された。ただし、23年末時点の政策金利をめぐっては、FOMC参加者19人中7人が5.25%より高い水準を予想している点には注意したい。

また、11月FOMC議事要旨でも経済成長率の下方修正が指摘されていたが、23年10~12月期GDP成長率(中央値)は9月FOMC時点から0.7ポイント下方修正され前年比0.5%との予想が示された。12月FOMC後の大勢見通しから計算すると、22年末時点での実質政策金利は約1.2%、23年末は約2.8%、24年末は約2.3%となり、0.5%弱と見込まれる実質中立金利と比較すると23、24年は引き締め色の強い金融政策が実施されそうだ。

図表11 FRB大勢見通し(12月時点)

	2022年	2023年	2024年	2025年	長期見通し
実質GDP (%前年比)	0.4~0.5	0.4~1.0	1.3~2.0	1.6~2.0	1.7~2.0
9月時点 (%前年比)	0.1~0.3	0.5~1.5	1.4~2.0	1.6~2.0	1.7~2.0
失業率 (%)	3.7	4.4~4.7	4.3~4.8	4.0~4.7	3.8~4.3
9月時点 (%)	3.8~3.9	4.1~4.5	4.0~4.6	4.0~4.5	3.8~4.3
PCEデフレーター (%前年比)	5.6~5.8	2.9~3.5	2.3~2.7	2.0~2.2	2.0
9月時点 (%前年比)	5.3~5.7	2.6~3.5	2.1~2.6	2.0~2.2	2.0
コアPCEデフレーター (%前年比)	4.7~4.8	3.2~3.7	2.3~2.7	2.0~2.2	
9月時点 (%前年比)	4.4~4.6	3.0~3.4	2.2~2.5	2.0~2.2	
政策金利 (%)	4.4	5.1~5.4	3.9~4.9	2.6~3.9	2.3~2.5
9月時点 (%)	4.1~4.4	4.4~4.9	3.4~4.4	2.4~3.4	2.3~2.5

(資料)FRBより作成

(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

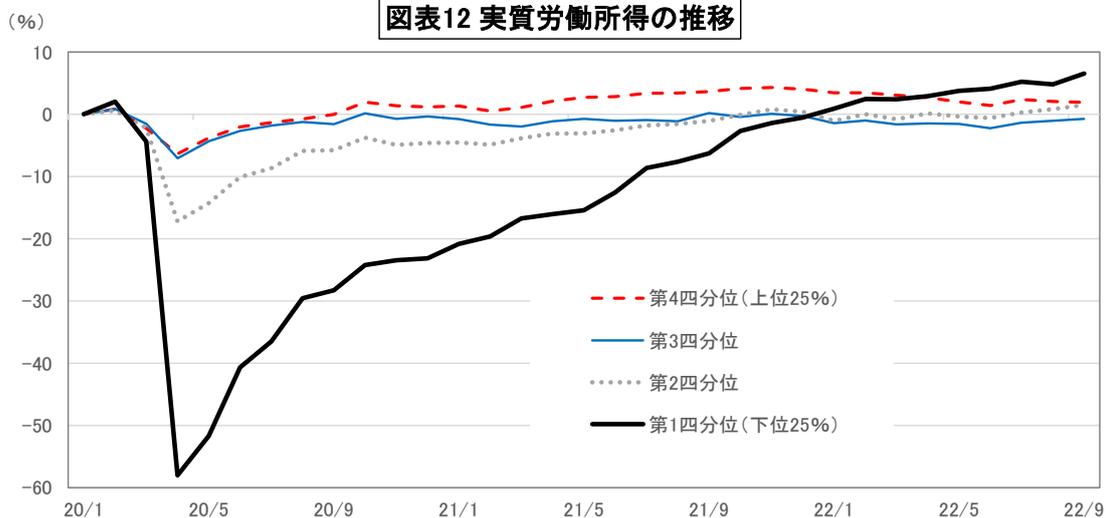
景気の先行き：1年程度は下押し圧力が強い

さて、景気の先行きを考えると、12月FOMC終了後に公表された経済見通しで示されたように、金融引き締めが長期化することで、向こう1年程度の需要に下押し圧力が加わり景気減速は続くと思われる。

一方で、Realtime Inequalityなどのデータからは、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が続いていることなどから7~9月期GDP確報値での上方修正のように、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

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）の一手手前のような景気が続くと思われる。

図表12 実質労働所得の推移



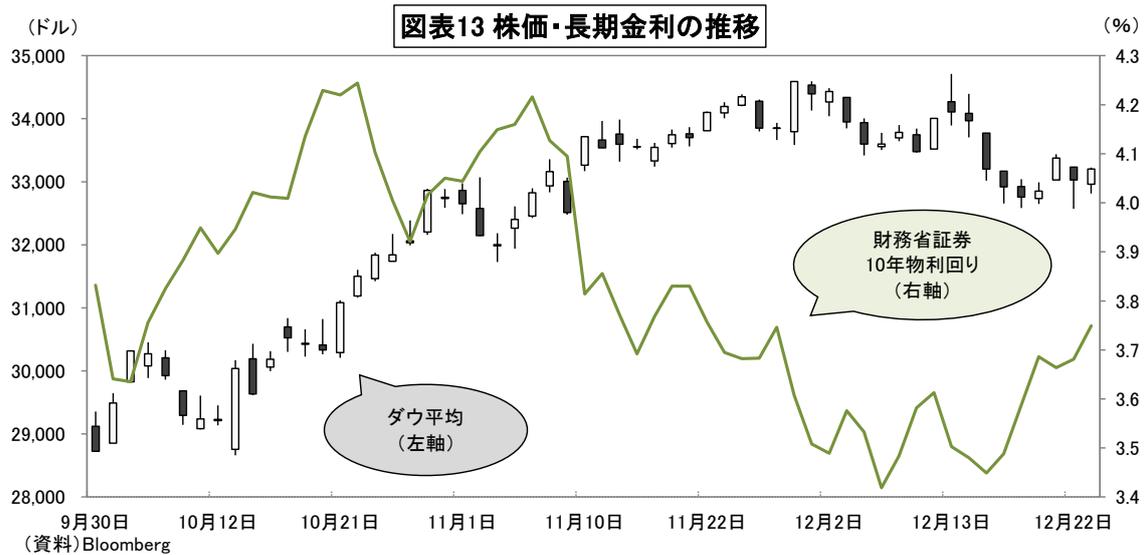
(資料) Realtime Inequality

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。

11月に入ると、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、長期金利は低下し、3.4%台まで低下する場面もみられた。足元では、FRBの金融政策を見極めようとする動きが強まり、3.7%程度で推移している。

先行きについては、12月FOMC（13、14日）にて公表された政策金利見通しの妥当性を検討する動きが続きそうだ。もっとも労働市場のひっ迫度合からは、金融引き締めが長期化する可能性が十分に考えられるため、景気後退懸念は強いものの、長期金利は依然として上昇する余地があると思われる。



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た。12月以降は景気後退懸念が強まったことから上値の重い展開となった。

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、金融引き締め継続と長期金利の上昇が見込まれることから、引き続き上値の重い相場が続くと予想する。

(22. 12. 26 現在)

中央経済工作会議からみる 23 年の中国経済

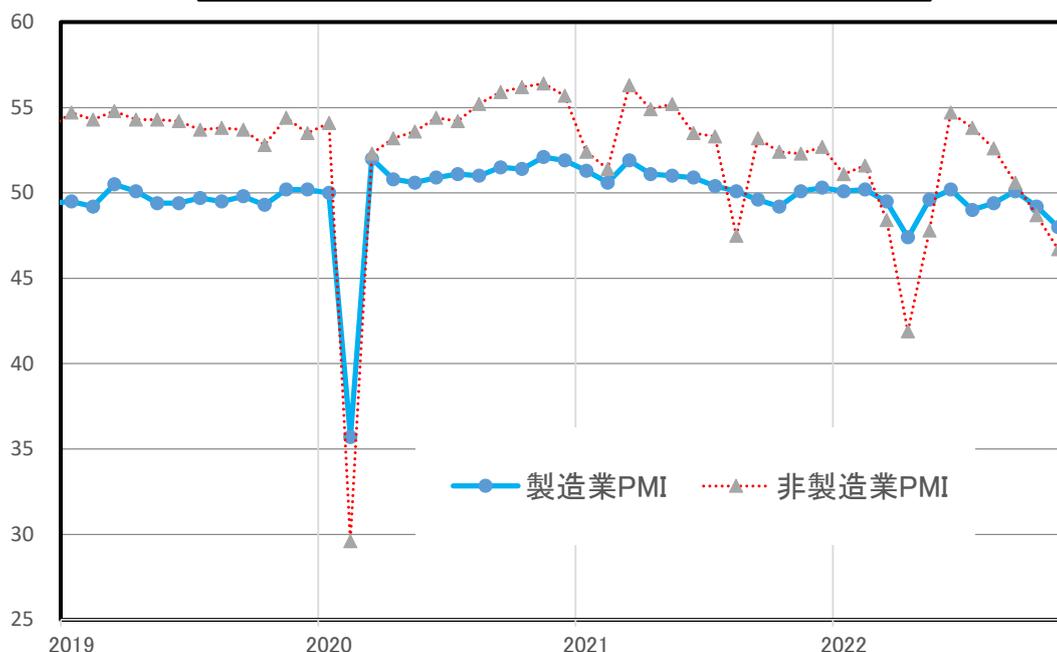
～成長重視方針などを受けて 5% 台の成長を想定～

王 雷軒

要旨

2022 年 7～9 月期の中国経済は一旦持ち直したが、その後は新型コロナ感染者数の急増や不動産市況の深刻な低迷などを受けて下振れ圧力が一段と増大、「二番底」に陥る可能性が高まっている。22 年の低成長は避けられないなか、12 月 15～16 日に開催された中央経済工作会議で示された成長重視への転換や重要な取組み事項によって、23 年は前年比 5% 台の成長を想定する。

図表1 中国の製造業PMI・非製造業PMIの推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は22年11月。

11 月の企業マインド はさらに悪化

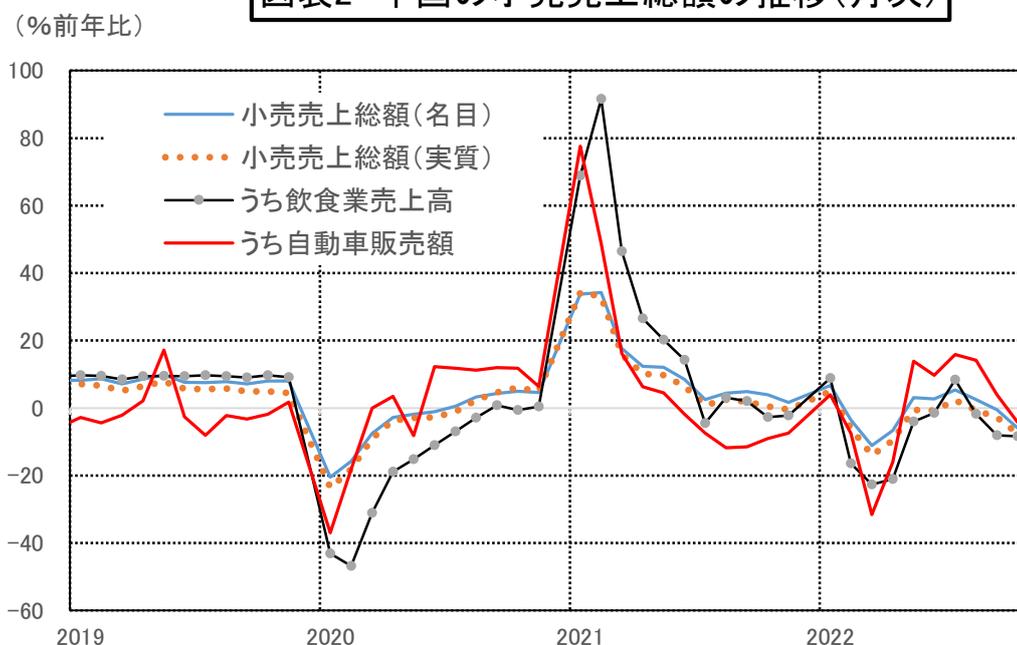
22 年 7～9 月期の中国経済は一旦持ち直したが、その後は新型コロナ感染者数の急増や不動産市況の深刻な低迷などを受けて下振れ圧力が一段と増大、「二番底」に陥る可能性が高まっている。

まず、11 月の製造業 PMI は 48.0 と、2 か月連続で判断基準となる 50 を下回った (図表 1)。製造業 PMI の構成指数を確認すると、生産指数は 47.8 と 10 月 (49.6) から低下したほか、新

規受注も 46.4 と 10 月 (48.1) からさらに低下し、5 か月連続で 50 を下回った。とくに、生産活動の先行きは 48.9 と 20 年 2 月 (41.8) 以来の 50 割れとなった。内需の落ち込みを受けて製造業の企業マインドが一段と悪化したことが見てとれる。

また、11 月の非製造業 PMI も 46.7 と 10 月 (48.7) から低下し、2 か月連続の 50 割れとなった。業種別の非製造業 PMI を見ると、建設業は 55.4 と 50 超を維持したものの、サービス業の PMI は 45.1 と 3 か月連続の 50 割れとなった。サービス業 PMI の急低下の背景として、コロナ感染者数急増を受けてロックダウンや移動制限が厳格に行われたことが挙げられる。

図表2 中国の小売売上総額の推移(月次)



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は22年11月。

景気の現状：内外需要ともに悪化、下振れリスクは一段と高まる

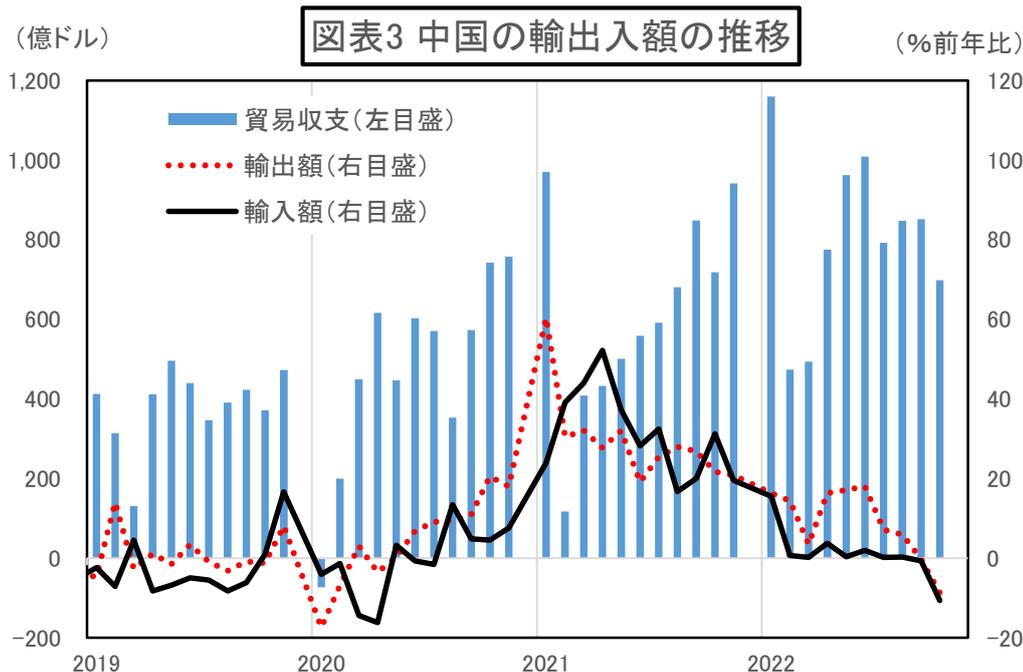
11 月の小売売上総額は名目で同▲5.9%、実質で同▲7.6%と 10 月から減少幅が大きく拡大した。詳細を見ると、飲食業売上高の減少幅が 10 月から拡大したほか、自動車販売額も同▲4.2%と 6 か月ぶりのマイナスに陥った (図表 2)。

先行きについても、11 月の都市部調査失業率が 5.7%と 10 月から悪化したことや、若年層の失業率が 17.1%と依然高いほか、コロナ感染者数の急増で外出を控える人々の増加もあり、当面好転する可能性は低い。こうした状況を受けて、当局は 12 月中旬に「35 年までの内需拡大戦略計画綱要」や「第 14 次 5 年計画期 (21~25 年) の内需拡大戦略の実施方案」を公表した

が、効果出現までには時間がかかると思われる。

また、11月のインフラ整備向けの投資は同13.9%と加速したものの、不動産開発投資は同▲19.9%と減少幅がさらに拡大した。不動産市況を確認すると、11月の住宅（分譲マンション）販売金額・面積はそれぞれ前年比▲32.5%、▲31.1%と10月（同▲23.8%、▲23.3%）から減少幅が一段と拡大した。住宅販売の低迷で住宅新規着工面積は同▲49.7%とさらに冷え込んだ。こういった状況を受けて、板ガラスや鉄鋼などの建設資材（同▲10.0%）だけでなく、家電・音響機器（同▲17.3%）の販売も10月から減少幅がさらに拡大した。

さらに、11月の貿易統計も想定以上の悪化となった。輸出額（米ドル建て）は前年比▲8.7%と10月（同▲0.3%）からマイナス幅が拡大した。輸入額も同▲10.6%と10月（同▲0.7%）からさらに減少した（図表3）。



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は22年11月、2月数値は1月と2月の合計。

ゼロコロナ政策は実質的に放棄、10~12月期は再び減速に転じる見込み

11月の経済指標からは経済下振れ圧力が一段と強まったことが見てとれる。こうした状態を受けて、孫春蘭國務院副首相は国家衛生健康委員会で専門家8人を招集し、2日連続（11月30日と12月1日）の座談会を主催した。そこで、オミクロン株とその変異株の毒性が弱まりつつあることを指摘したうえで感染抑制策を自ら改善していくこと、高齢者のワクチン接種率

を高めていくこと、治療薬と医療資源の備蓄をさらに加速すること、が示された。また、12月7日に、10項目にわたるコロナ対策のさらなる緩和措置（新10条）を発表するなど、これまで厳格に行われてきたゼロコロナ政策を実質的に放棄したとみられる。それを受けて、12月14日、国家衛生健康委員会は無症状感染者数の公表停止を発表した。

しかし、12月のゼロコロナ政策の急転換以降、感染者数は急増しているとみられる。一部の都市では発熱外来に長い列ができたほか、薬局には解熱剤や抗原検査キットの売れ切れ状態が続くなどの混乱が発生したと報じられている。移動制限がなくなったため、春節（旧正月）休暇（1月21～27日）に多くの人々が帰省・旅行すれば、感染のピークを2月中に迎え、集団免疫を獲得する時期は23年3月になると予想される。そこまでは景気モメンタムは低迷したままであろう。

これらを踏まえると、10～11月の経済指標からは下振れ圧力が増大したほか、12月にはゼロコロナ政策が本格的な緩和に転じたとはいえ、コロナ感染者数の急拡大による経済活動への悪影響が予想されるため、景気は大きく改善する可能性は低く、10～12月期の実質GDP成長率は当初想定された7～9月期（前年比3.9%）からの小幅加速は見込めず、むしろ、4～6月期（同0.4%）に続き「二番底」になる可能性が高まっている。

23年は経済成長を最重視する方針

22年の低成長は避けられないなか、23年の成長に期待する声が高まりつつあるが、23年の成長を展望するうえで、経済政策の基本方針等を決定する「中央経済工作会議」が重要であろう。それでは、12月15～16日に開催された同会議のポイントを紹介しよう。

新華社が発表したコミュニケによると、景気現状の認識について、当局は、国内において需要収縮、供給ショック、マインドの弱さという3つの圧力に直面しているほか、外部環境も大きく不安定化し、中国経済に深刻な影響を与えていると分析した。

そのうえで、23年は、共産党第20回大会開催後の新段階に入る重要な年（新氣象新作為）であるため、共産党が指導力を発揮すれば、経済は回復に向かうとの見方を示した。23年の経済政策をめぐって、まず、①コロナ対策と経済成長、②経済成

長の質の向上と巡航速度、③供給サイドの構造改革と内需拡大、④経済政策とその他政策、⑤国内経済と海外経済、⑥短期と中長期、という6つの統一的な取組みが必要であると強調された。これまでは経済成長よりコロナ対策を重視してきたが、23年は成長重視に転じるとの方針が見てとれる。

また、マクロ経済政策（財政金融）については、22年と同様に「積極的な財政政策」、「穏健な金融政策」という方針が示された。中央の地方に対する財政移転支出を強化し、必要な財政支出の規模を維持する方針が示された一方、財政の持続可能性と地方政府の債務リスクを重視することも示された。財政赤字の拡大に配慮したことで歳出を抑制する可能性もあることから、財政政策への過度な期待は後退した。金融政策についても、中小零細企業、科学技術イノベーション、グリーン発展などへの融資支援を強化し、流動性を合理的な範囲に維持し、社会融資規模やマネーサプライの伸びを名目GDP成長率とほぼ同水準にする方針が示されたが、これまで示された政策とは大きく変わらなかった。

23年の重要な取組み事項

23年の経済政策の重要な取組み事項（重要課題）は以下のとおり、5つが挙げられた。

①国内需要の拡大に力を入れる：具体的には、都市・農村住民の所得を多くのルートで増やし、住宅改善、新エネルギー自動車、高齢者介護サービスなどの消費を支援する。公的投資や政策によって、有効投資を喚起し、第14次5カ年計画（21～25年）期の重要なプロジェクトの実施を加速させる。政策性金融による国家プロジェクトへの資金調達支援を強化するほか、さらに多くの民間資本による**国家重要プロジェクトと弱い分野への参入を奨励する**。このように、重要課題として最初に掲げられたのが国内需要の拡大であるので、ウィズコロナへの移行による消費の持ち直し期待が高まった。

②現代的な産業システムの構築を加速する：製造業における重要な産業チェーンを強化し、コアとなる技術と部品のボトルネックを解消し、産業システムの自主コントロールと安全性を保障する。重要なエネルギー・鉱物資源の国内探査・開発と備蓄増加・生産向上を強化し、新エネルギーシステムの計画・構築を加速し、国家戦略物質の備蓄保障能力を高める。新たに大規模食糧生産能力向上キャンペーンを実施する。

伝統産業のグローバル分業における地位と競争力を高めるほか、新エネルギー、人工知能、バイオ製造、グリーン低炭素、量子コンピュータなどの先進技術の研究開発と応用を加速する。デジタルエコノミーを大きく推進し、監督管理の水準を高め、プラットフォーム企業が研究開発、雇用創出、国際競争のなかで大きな役割を果たすことを支援する。

③公有制（国有企業）と非公有制（民営企業）を平等に扱い、民間企業の発展を支援する：国有資本・国有企業改革を深化し、国有企業の競争力を高めるため現代的なガバナンスを改善し、市場化メカニズムに基づいた運営を行う。

制度・法律上、国有企業と民営企業は平等に扱いすることをしっかりと施行し、政策と世論が民営経済と民営企業が大きく発展することを奨励・支援する。民営企業の財産権と企業家の権益は法に基づき保護される。各レベルの幹部は民営企業が抱える難題を解消する。

④外資の誘致と利用を強化する：高水準の対外開放を推進し、貿易・投資協力の質とレベルを高める。市場参入を拡大し、現代的なサービス分野の開放を拡大する。外資企業の内国民待遇をしっかりと実施し、外資企業の法に依拠した政府調達、入札、基準制度への参加を保障し、知的財産権と合法的な権益の保護を強化する。

環太平洋パートナーシップ協定（CPTPP）やデジタル経済パートナーシップ協定（DEPA）への加盟を積極的に推進し、国内の関連分野の改革を深化する。高水準の対外開放と市場アクセス拡大を推進する。中国企業と外資企業を平等に扱い、外資企業の知的財産権など保護を強化する。

⑤重大な経済・金融リスクを効果的に予防・解消する：不動産市場の安定的な発展を確保し、保交楼（未完成物件の確実な引渡し）を着実にやり、民生と安定を保ち、資金調達の需要を満たし、不動産業界の再編合併（M&A）を推進し、優良な大手不動産デベロッパーのリスクを効果的に予防・解消し、資産負債状況を改善し、同時に違法犯罪行為を法に基づき処罰する。

都市の実態に応じて施策を講じて、実需と住宅改善への需要を支援する、新市民（農村部からの定住者など）や若年層などの住宅問題を解消し、長期賃貸住宅の建設を模索する。

「住宅は住むためのものであって、投機の対象ではない」と

23 年の見通しと今後の注目点

の位置づけを堅持し、不動産業の新たな発展モデルへのソフトランディングを推進する。

「住宅は住むためのものであって、投機の対象ではない」との位置づけが改めて強調されたことで民営不動産デベロッパーを含め優良な大手不動産デベロッパーに対する支援強化を行っていくが、財務が比較的脆弱な中小不動産デベロッパーへの救済措置は講じないと思われる。住宅の供給側と需要側の双方への対策が求められるなか、新規需要を喚起する政策を打ち出す可能性も高く、今後の動向を注視していきたい。

以上を踏まえると、23 年は、ゼロコロナ政策の実質的な解消を受けて消費の持ち直しが期待されるほか、中央経済工作会議で示された不動産関連政策によって不動産業もある程度の改善が見込まれる。しかし、大幅持ち直しの可能性は高いことから、前年比 5% 台の成長を想定している。引き続き、消費者や企業経営者のマインドの変化、コロナ感染状況と不動産市況、追加経済対策などに注目していきたい。

(22. 12. 23 現在)

2023年のユーロ圏、高止まる消費者物価上昇率

～続くスタグフレーションや債務問題の懸念～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏では消費者物価上昇率がピークを迎える兆候もあるが、今後、一方方向に低下傾向を辿るとは考えにくい。スタグフレーション入りのほか債務問題の顕在化などをも含む複合リスクの下で、ユーロ圏では今後も中期的に困難な状況が継続する可能性が大きい。

はじめに

ユーロ圏の2022年11月の消費者物価上昇率(前年同月比)は、10.1%であった。エネルギー価格の動向を主因に上昇率は前月から縮小したが、こうした縮小は21年6月以来のことである(図表1、2)。

ユーロ圏ではこれまでにエネルギーや食料の価格高騰で「生活費危機」の様相が強まり、さらに9月にはロシアがノルドストリーム経由による天然ガスの供給を停止したことで「エネルギー危機」へと問題は拡大してきている。つまりインフレ圧力の高まりからそれに加えて必要なエネルギー量が確保し難い段階への、消費の下押しからさらに生産縮小への圧力を伴う状態への、情勢の困難化である。

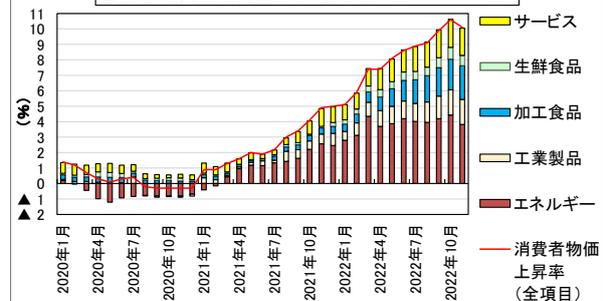
これに対し欧州中央銀行(ECB)は7月には11年以來となる政策金利の引き上げを決定し、この50bpの引き上げの後にも連続して、9月、10月には各75bpの、12月には50bpの引き上げを行ってきた。しかし、米国などと比較して供給制約の影響を強く受けるユーロ圏では需要の抑制を通じてインフレの鎮静化を図る金融政策の効果は限られており、景気回復が腰折れしスタグフレーションに陥るより大きなリスクを抱えることになる。

このような下での、今回の消費者物価

図表1 消費者物価上昇率

	ウエイト (%)	前年同月比		差異 ②-① (%P)	
		2022年 10月 (%)①	2022年 11月 (%)②		
ユーロ圏	全品目	100.0	10.6	10.1	▲0.5
	コア	68.2	5.0	5.0	0.0
	加工食品	15.9	12.4	13.6	1.2
	生鮮食品	5.0	15.5	13.8	▲1.7
	エネルギー	10.9	41.5	34.9	▲6.6
	工業製品	26.5	6.1	6.1	0.0
	サービス	41.7	4.3	4.2	▲0.1
ドイツ	全品目	100.0	11.6	11.3	▲0.3
フランス	全品目	100.0	7.1	7.1	0.0
イタリア	全品目	100.0	12.6	12.6	0.0
スペイン	全品目	100.0	7.3	6.7	▲0.6

図表2 消費者物価上昇率(寄与度内訳)(ユーロ圏)



(資料) それぞれ、Eurostat のデータから農中総研作成
(注) コアは全項目から食品とエネルギーを除く。

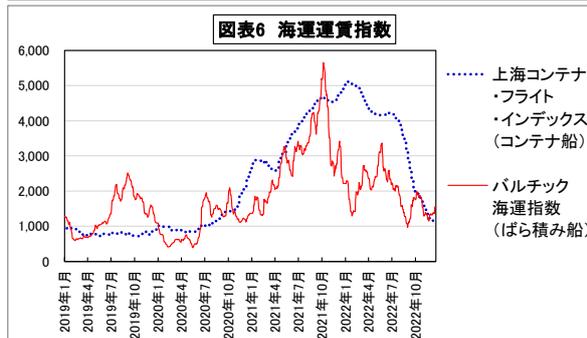
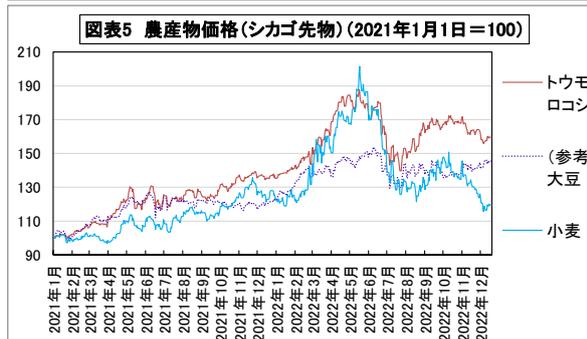
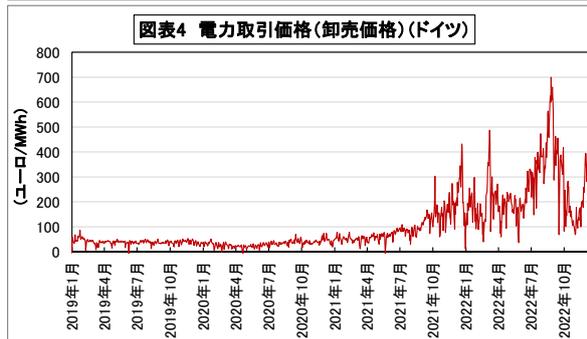
上昇率の前月からの縮小である。これを受けて、はたして23年にはユーロ圏の経済情勢は転換に向かうと期待してよいのだろうか。物価上昇率は今後も縮小傾向を辿り、ECBは早期に金融引き締めの手を緩める方向に進むのだろうか。そしてこの結果、スタグフレーションの懸念も和らぐと見ることができるのだろうか。

物価の上昇がピークを迎える兆候

確かに、これまでにユーロ圏の消費者物価を押し上げてきた要因には様々な面で落ち着きが現れている。まず天然ガス価格については、ウクライナ侵攻以前の対比では依然として高いレベルにあるものの、ロシアがノルドストリームによる供給を停止した9月時点からは大幅に低下している（図表3）。これを受け、同様に電力価格も、当時の高値からは水準が切り下がってきている（図表4）。

この間、欧州連合（EU）では3月に欧州委員会がロシア産化石燃料からの脱却計画である「リパワーEU」を発表した。これは天然ガスの調達先の多角化と化石燃料への依存解消の加速化を柱とするものであるが、その後はガス需要の削減や備蓄強化などの緊急の対策も押し進められ、域内でのガスの共同購入や相互の融通策などについても検討が行われてきている。このほか、国によっては原子力や石炭による発電に一時的に回帰する対策が取られている。こうした結果、暖かな天候にも助けられ、11月にはEU全体でガス需要の削減率は23%に、また備蓄能力に対する備蓄率は97%程度にまで達しており、これらが好材料として最近のガス価格の低下に寄与しているものと考えられる（注1）。

一方、小麦等の農産物価格も上昇は一服した形である（図表5）。ウクライナ産穀物については、7月に国連の支援の下でウクライナ、ロシア、トルコ間で輸出再開に関する合意がなされ、10月にはロシアがその無期限停止を表明するなどの波乱はあったものの、運用が継続されている。またロシアなどでの小麦の豊作も、この価格低下の一要因と考えられる。さらに、コロナ禍の下で高騰した海運運賃につい



（資料）それぞれ、Bloomberg のデータから農中総研作成

ても、最近ではほぼコロナ危機前の水準近くにまで低下が見られている（図表6）。

このようにエネルギーや食料の市場は安定しつつあり、コロナ危機に伴う供給制約も軽減されている。このためユーロ圏では、消費者物価の上昇も近くピークを迎えるとの見方が広がってきている。

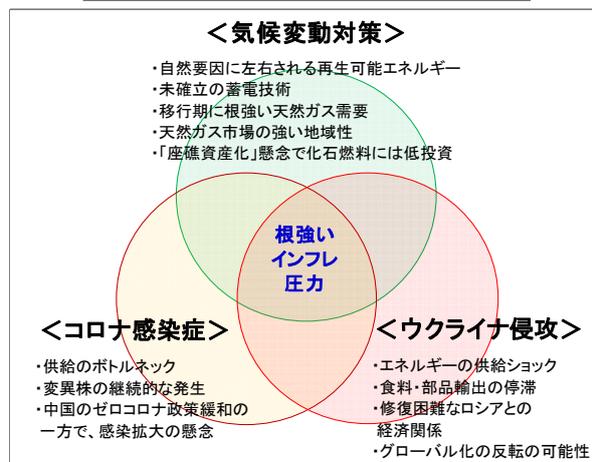
しかし高止まりが続く物価上昇率

しかし、ユーロ圏の消費者物価上昇率はピークを付けるとしても、その後も ECB の目標値である 2% に向けて一方向に縮小傾向を辿るとは考えにくい。むしろ 23 年を通じて、上昇率が再度上向く潜在性を伴いながら、高止まりを続ける可能性が大きいのではないかと考えられる。

その根拠の第一には、供給制約の恒常化がある。コロナ感染症、気候変動対策、ウクライナ侵攻の 3 要因が同時進行する現在の環境の下では、世界経済は供給制約が拡大する可能性に常に直面していることになる（図表 7）。そしてなかでも注意すべきは、資源などの輸入依存度の高いユーロ圏経済は自国完結型の性格を持つ米国などに比べて供給制約の影響をより強く受ける点であり、特に気候変動対策の移行期における継続的な天然ガス依存の中で今後ともウクライナ侵攻の影響が大きく現れるとみられる点である（注 2）。実際にロシア以外から安定的なガス供給を確保するためのインフラ整備には 3 年から 5 年は必要とされており、当面の間は引き続きユーロ圏経済は供給制約のリスクに晒されることになる。加えて、中国経済の動向も波乱材料である。ゼロコロナ政策の緩和に伴い感染が拡大し供給制約の再燃に繋がる懸念がある一方で、感染の拡大が限られ経済成長が加速した場合には中国の資源需要の急回復が世界で物価上昇を促す可能性も存在している。

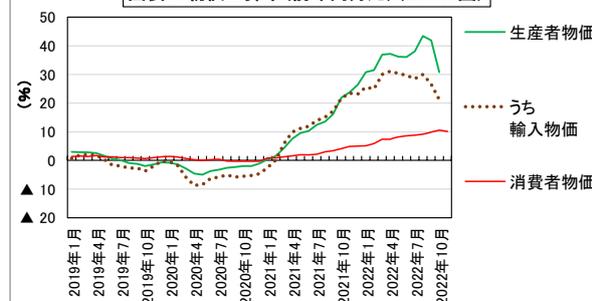
根拠の第二は、潜在的な価格転嫁圧力の存在である。生産者物価上昇率には先行して頭打ちの姿が現れてはいるものの、依然として高い水準にある（図表 8）。米国などとの対比で労働生産性の改善は低調であり企業の収益力についても見劣り

図表 7 供給制約の恒常化

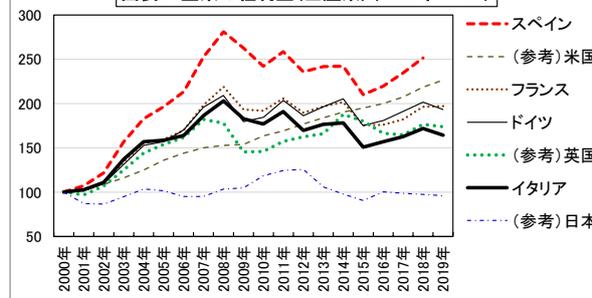


（資料）農中総研作成

図表 8 物価上昇率(前年同月比)(ユーロ圏)



図表 9 企業の粗利益(全産業)(2000年=100)



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

がするユーロ圏では、コストの増大に対する財務の耐性は限られており、企業がこの増大分を製品価格に転嫁する力が常に強く働くものと考えられる（図表 9）。

以上のように、供給制約の恒常化と価格転嫁圧力の継続の下で、特にこれらの影響を受けやすいユーロ圏では今後も消費者物価上昇率は高止まりし影響を及ぼし続ける可能性が大きいものとみられる。

おわりに

さて ECB は 12 月に公表した経済見通しで、23 年の実質 GDP 成長率の予測値を前回から引き下げるとともに消費者物価上昇率については引き上げを行い、今後に向けて慎重な見方を強めている(図表 10)。

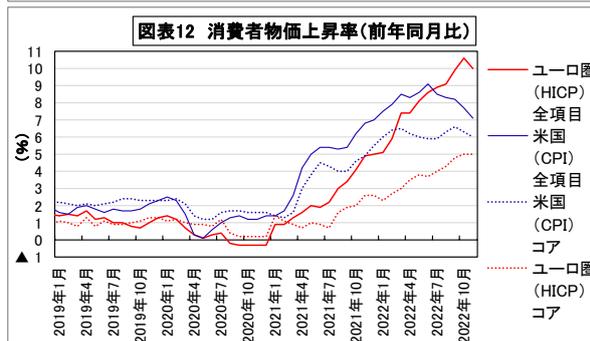
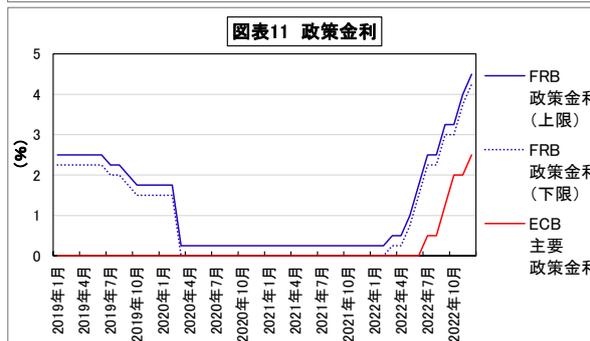
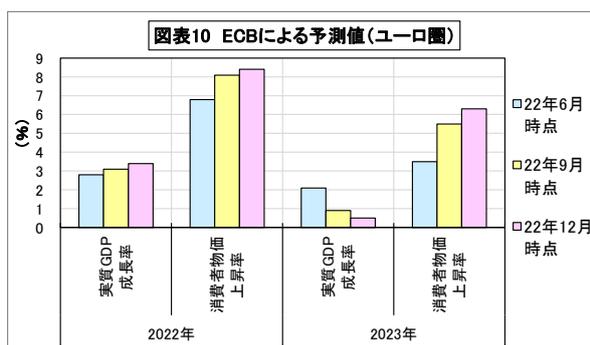
これに対し米国では、より迅速な利上げ対応とより明確な消費者物価の落ち着きが特徴として現れている(図表 11、12)。こうした両者の情勢の相違はやはり需要に支えられた米国のインフレと主に供給要因によるユーロ圏のインフレの違いに大きく影響を受けているものとみられるが、さらに 23 年は、米国とユーロ圏の間で経済情勢の格差が一段と拡大する年になるのではないかと考えられる^(注3)。

つまり、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政策の効果は限られることから、ECB の利上げ対応はインフレ期待などの動向を確認しながらの緩やかなものにならざるを得ず、かつ、政策金利は長い期間にわたり高止まりする可能性が大きいことになる。この間、ユーロ圏の経済情勢は供給制約の存続と金利水準の高さから停滞を余儀なくされ、米国におけるメリハリの利いた政策対応とそれに応じた景気動向とは相当異なる展開になることが予想される。

米国では矢継ぎ早の金融引き締めによる景気のオーバーキルが当面の懸念点であるとするならば、一方のユーロ圏ではスタグフレーション入りの懸念が常につ

(注1) Bruegel のデータによる。「ガス需要の削減率」は、19 年～21 年の平均値に対する削減率である。

(注2) 例えば、8 月まではノルドストリームによりロシアから天然ガスが供給されていた 22 年に対し、23 年以降には欧州において備蓄の確保が一層困難な課題となることが指摘されている。また、22 年にはガス需要削減のための緊急対策として企業による大幅な減産



(資料) 図表 10 は ECB の、図表 11、12 は Bloomberg の、各データから農中総研作成

きまとうことになる。しかもユーロ圏では同時に高金利環境下で債務問題が顕在化するリスクをも伴っており、また高エネルギーコストがもたらす製造業の空洞化懸念などもある。こうしてユーロ圏では、これらの複合リスクの下で、今後も中期的に困難な状況が継続する可能性が大きいものと考えられる。(22. 12. 23 現在)

対応もとられたが、こうした異例な取り組みが今後とも持続可能であるとは考えにくい点がある。このほか、22 年はこれまで温暖な天候に恵まれてきたが、今後の天候が波乱要因となる可能性も大きい。

(注3) ユーロ圏のインフレが主に供給要因に起因する事実は、図表 12 で全項目とコアの差が大きい点や、図表 8 で輸入物価上昇率が高い点に現れている。

22 年金融政策の振り返りと、利上げシナリオの考察

～FRB/US モデルによるシミュレーション～

佐古 佳史

要旨

本稿ではまず、非常に速いペースで利上げが実施された 22 年を、21 年 12 月 FOMC 時点の見通しと実際の政策金利をシミュレーションに利用しつつ、振り返った。結果としては、21 年 12 月 FOMC の GDP 成長率見通しはベースシナリオとして優れていた点が確認できた。後半では、5.5%まで利上げする 10 月の分析レポートのシナリオを、12 月 FOMC でのデータを用いて更新し、23 年以降の見通しを考察した。

一段とタカ派化した FRB

12 月 FOMC 後に公表された経済見通しから政策金利の予想をみると、タカ派な印象を与えた 9 月 FOMC 時点からさらに上方修正され、23 年 10～12 月期は 5.1%、24 年 10～12 月期は 4.1%（中央値）となった。失業率についても 9 月時点から 0.2 ポイント上方修正され 4.6%（中央値）となった。

こうした金融引き締めの結果、23 年 10～12 月期 GDP 成長率は前年比 0.5%（中央値）へと減速する見通しとなっており、9 月 FOMC 時点の同 1.2%から大幅な下方修正となった。

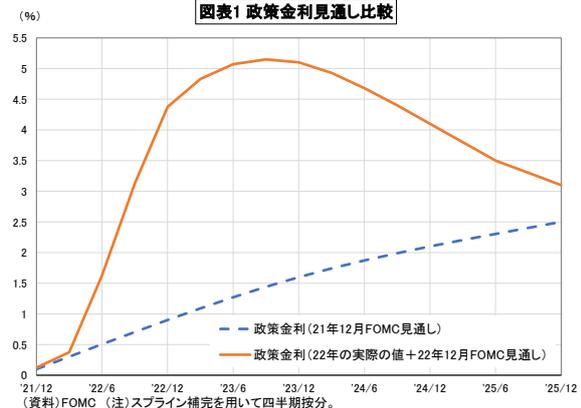
景気見通しの振り返り

22 年を通じて、政策金利は事実上のゼロ金利から、12 月 FOMC にて 4.5%まで急ペースで引き上げられ、それに応じて 22 年以降の GDP 成長率見通しはその都度下方修正されてきた。

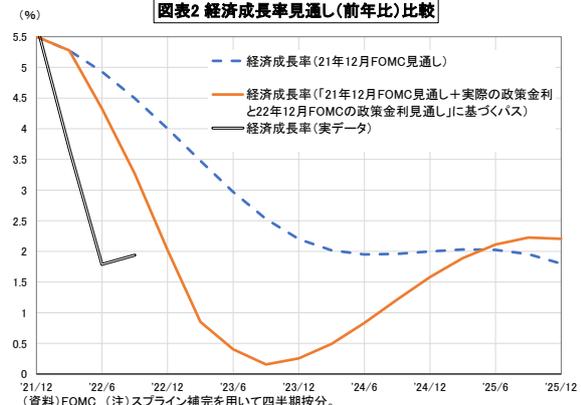
高インフレは一時的と思われていた 21 年 12 月当時の FOMC の経済見通しをみると、利上げは非常に緩やかに行われる下で、失業率が 3.5%で 3 年ほど推移する間に、インフレ率が緩やかに目標の 2%

へ向けて鈍化するシナリオとなっていた（図表 1～4、青破線）。実際にはその後インフレ率は加速し、FRB は急速に利上げをする必要性に迫られた。

図表1 政策金利見通し比較



図表2 経済成長率見通し(前年比)比較



本稿では、22 年の振り返りもかねて FRB/US モデルを利用し、21 年 12 月 FOMC 見通しに基づいた上で、政策金利として

22年の実際のデータと22年12月FOMC見通しを利用すると、21年12月時点ではどのようなパスが考えられたのかという点をまず検討してみたい。

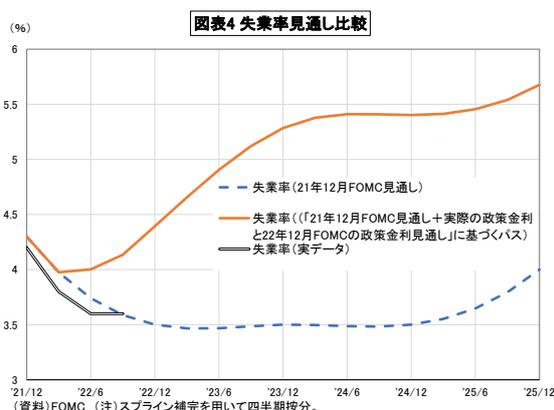
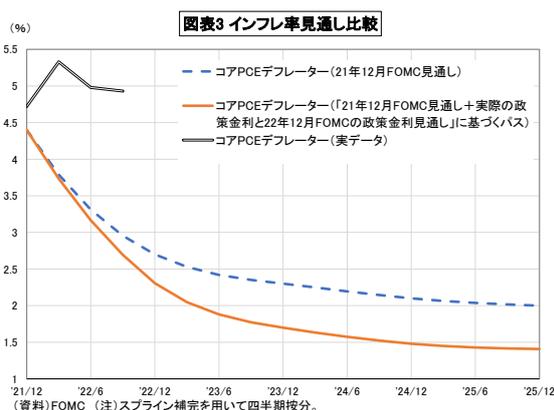
まず経済成長率については、最も成長率に下押し圧力がかかりそうな時期は23年7~9月期となり、22年12月FOMC見通しの23年4~6月期と比較して1四半期ずれる程度で、あまり見通しに差がないことがうかがえる（図表2、6）。この意味では、FRBの経済成長率見通しはベースラインとして（事後的には）精度が高かった点や、FRB/USモデルによる利上げ効果を経済成長率見通しのインプットとして利用している可能性が指摘できる。

インフレ率については、ベースラインが名目中立金利へと緩やかに金利操作をすることで、コアPCEデフレーターが2%へ収束するシナリオとなっていたこともあり、急速に利上げをするシナリオではかなり低いインフレ見通しとなった（図表3）。

最後に失業率は、政策金利を5%超まで引き上げることで、かなり早いペースで上昇し、23年半ば以降は5%を超える見通しとなった（図表4）。このシナリオと比べると、22年の実際の失業率は低く21年12月FOMC時点の見通しともあまり変わらないため、FRB関係者にとっては利上げ効果が労働市場や失業率に波及していないかのような印象を与えるデータとなっていた可能性も多少ありそうだ。

全体的には、22年を通じて恐らくGDP成長率などに大きな影響を与えるショックが発生しなかったことから、22年は政策金利の変更が素直にGDP成長率見通し

に反映された1年となったと考えられる。また、失業率については、補助金を得た上での早期退職や新型コロナウイルス感染症の後遺症による制約、物価高による生活苦と副業など、これまで考えられなかった事情が重なったことでシミュレーション値と実際のデータの乖離が拡大した可能性がありそうだ。



先行きについてのシナリオ比較

さて、次に本稿では、[10月の分析レポート](#)で行った政策金利を5.5%まで引き上げた場合のシミュレーションを22年12月FOMC時点でのFRBの経済見通しの中央値と、インフレ率については見通しの上限値などを用いて更新した。

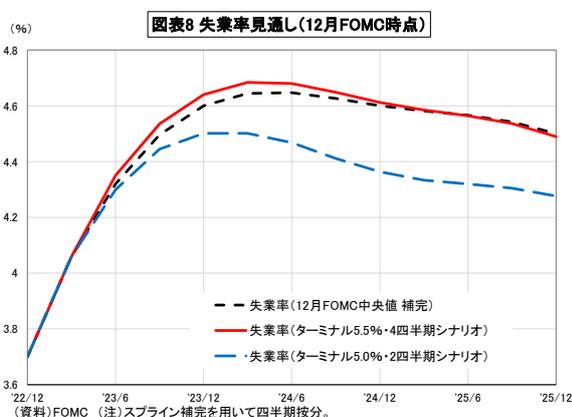
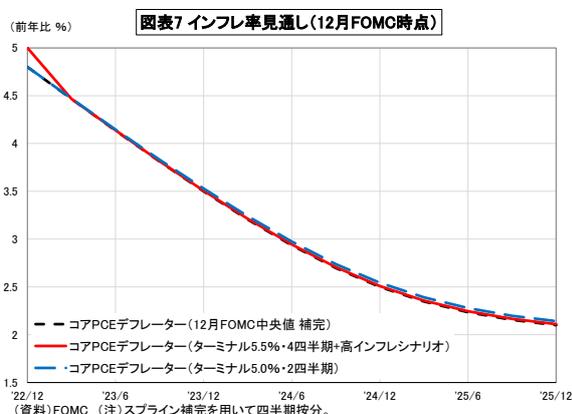
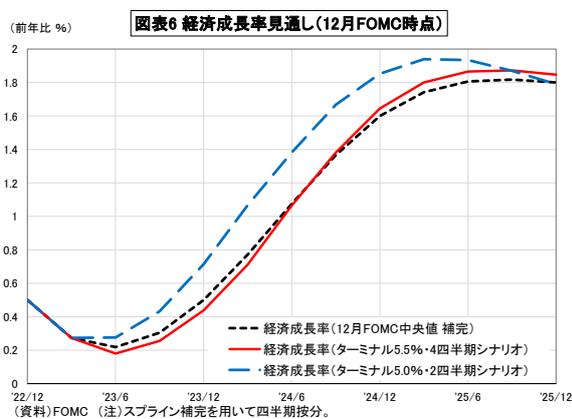
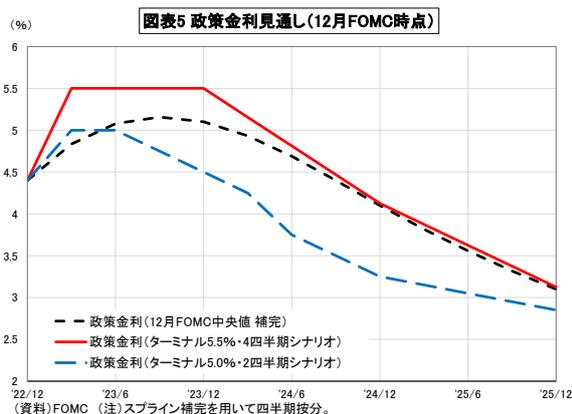
10月の分析レポートでは、23年4～6月期に5.5%まで利上げし、モデル内で失業率を上げる必要からターミナルレートの期間は6四半期と長めとなっていた。今回は22年12月時点で政策金利の上限が既に4.5%となっていることから23年1～3月期に5.5%まで利上げするシナリオを考察した。また、ターミナルレートの期間は4四半期へ短縮した(図表5～8、「ターミナル5.5%・4四半期シナリオ」)。

なお、22年12月FOMC以降、景気後退懸念を反映して23年内の利下げ観測が一層強まったこともあり、12月15日時点のFF金先を政策金利パスとして利用したシナリオを「ターミナル5.0%・2四半期シナリオ」として併せて考察した。

向こう1年程度はGDP成長率への下押し圧力が特に強い

全体的な結果は10月時点と変化がないものの、GDP成長率の落ち込みが2～3年間確認できる。引き締め的な金融政策を織り込むことで、向こう1年程度はGDP成長率への下押し圧力が特に強く、前年比0%程度までGDP成長率が落ちる場面もありそうだ。もっとも、ターミナルレートが5.5%程度であれば、低成長が長期化する一方で、極端なマイナス成長にはならない見通しとなった。ちなみに、12月15日時点のFF金先を使った「ターミナル5.0%・2四半期シナリオ」では、23年後半から0.4ポイント程度経済成長が高まりそうだ。

また、コアPCEデフレーターでみたインフレ率については、12月FOMCでの高インフレ予測が、中央値と0.3ポイント程度しか変わらないことや、「ターミナル5.5%・4四半期シナリオ」でのより引き



締めの金融政策の効果もあり、同シナリオでは、中央値のシナリオとほとんど変わらないインフレ見通しとなった。ちなみに、「ターミナル 5.0%・2 四半期シナリオ」でも見通しはほぼ変わらなかった。こうした、金利変化に対してインフレ率の反応が小さい背景としては、いわゆる「フィリップス曲線のフラット化」が考えられる。

最後に、失業率については7月の分析レポート時は5%を参考としていたが、10月時点のレポート同様、「ターミナル 5.5%・4 四半期シナリオ」では、5%を0.3ポイント程度下回る結果となった。一方で、「ターミナル 5.0%・2 四半期シナリオ」では4.5%をピークに早めに下がり始めることから、労働市場の過熱を抑制する観点からはハト派的と映るかもしれない。

まとめ

本稿前半では、非常に速いペースで利上げが実施された22年を、21年12月FOMC時点の見通しと実際の政策金利をシミュレーションに利用することで振り返った。結果として、FRBの経済成長率見通しがベースラインとして(事後的には)

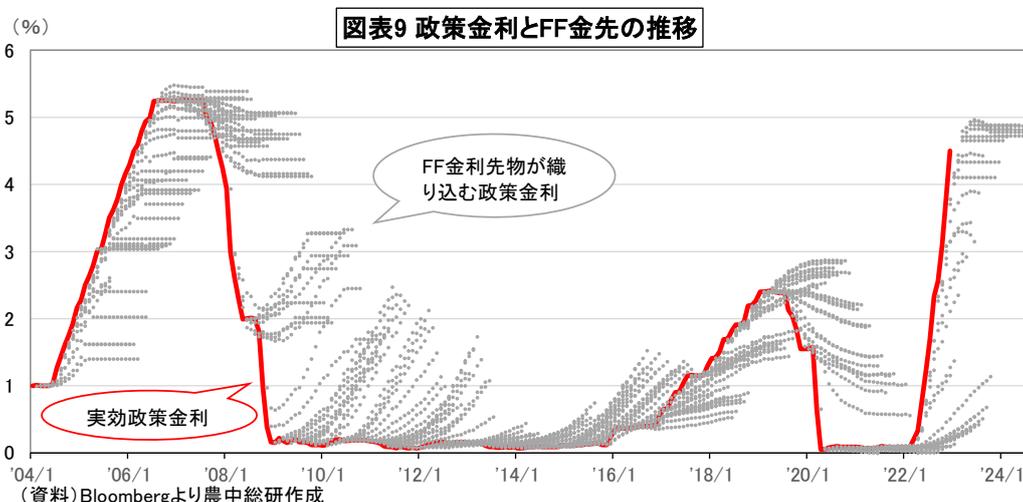
精度が高かった点や、22年は利上げにもかかわらず、失業率が低位で安定していたことが確認できた。

後半では、5.5%まで政策金利を上げた場合を考察した10月の分析レポートを、12月FOMCでのデータを用いて更新した。結果を見ると向こう1年程度はGDP成長率への下押し圧力が特に強いことがうかがえる(注1)。

12月FOMC後に公開されたドット・プロットなどから判断すると、ターミナルレートの間やその後の利下げの考え方についてはやや材料不足であり、23年も難しい金融政策運営が続きそうだ。

なお、利下げをめぐっては、FF金先の織り込みよりも、FRBは速いペースで利下げする傾向がある。このため、特に23年半ば以降はFOMC参加者の利下げをめぐる発言にも十分注意したい。

(注1) 本稿のシミュレーション結果はFRBの経済見通しを反映したデータセットと、今回考察した利上げ効果の双方が反映されている。このため、シナリオの設定が同じでも、データセットが更新されるとシミュレーション結果も変わる点には注意したい。また、経済主体の期待値設定はハイブリッド型(-mcap+wp)を利用した。



6年ぶりの香港

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 田下 裕一

私は2022年4月に香港に着任、今回は私にとって15～16年に続き2度目の香港赴任となります。入国して生活してみると久しぶりの香港生活は引き続きコンパクトで、普通に暮らす分には何ら不自由なく安全な生活を送ることができています。以前と変わらない風景がある一方、ここ数年で香港の状況も大きく変わりました。今回は香港での生活や文化にフォーカスして私が感じた前回赴任時からの変化を3つ記載したいと思います。

○静か・・・前回の赴任時にはコーズウェイベイ、尖沙咀といった繁華街では至る所で中国本土からとみられる観光客が宝石店やドラッグストアで買い物をする光景が見られ、休日にはあまりの人の多さのために歩くのもやっとという状況、それもそのはず、コロナ前には人口わずか750万人の香港に年間6,000万人の観光客が訪れていました。コロナ以降は中国本土・香港の厳しい水際措置のため、観光客の数がほぼゼロとなったことでかつての喧噪は失われてしまっていますが、タクシーが捕まえやすくなった、電車の混雑が緩和された、ゆっくりと街歩きやレストランでの食事を楽しむことができる等、むしろポジティブに考えている香港人も多いとのことでした。

○新しい観光スポット・・・香港には食事と買い物以外の観光資源が少ないと言われて久しかったのですが、西九龍地区に現代アート博物館「M+」、「香港故宫博物館」が昨年相次いで開館しました。日本ではあまり話題になっていないように思いますが、M+では日本を含むアジア各国の美術作品、また香港故宫博物館では北京の故宫博物院所蔵のコレクションを楽しむことができ、いずれの施設の展示品の質・量とも申し分ありません。海沿いには香港島のビル群を眺めながらお茶を飲んだり、食事ができるカフェ等も併設されており一日ゆっくり楽しめる空間になっています。香港ディズニーランドやオーシャンパークに続く新たな観光スポットになることが期待されています。

○日本大好き・・・香港人の日本好きは昔から有名ですが、コロナで海外に出られないストレスもあったからか、ここ数年でこの傾向に拍車がかかったように思います。街中に日本産の食品があふれ、1食数千ドルもする和食レストランにも連日多くの人が訪れています。また和風居酒屋に行くと、香港人の若い女性が1人で冷酒を飲んでいる姿を見ることも多く、日本文化の浸透度合いの深さを感じます。日本人と分かると向こうから「日本のどこの出身？」と話かけられることも多く、日本人としてこの状況を非常に嬉しく思います。

足元の香港の水際対策は徐々に緩和されてきているものの、旅行者にとって負担の重い入国時・入国後のPCRテストが継続しており、これが香港行きを躊躇させる最大の原因となっています。香港の水際対策は本土のコロナ政策に左右されるため、撤廃の時期は不透明ではありますが、撤廃の際には上記のポイントも参考に、是非香港に足を運んでいただき、香港を楽しんでもらいたいと思います。

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>

2023年1月号 第34巻 第1号・通巻386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)