

# 金融市場

## 潮流

日銀はコミュニケーション戦略の再構築を … 1

## 情勢判断

### 国内経済金融

41年ぶりの上昇率となった消費者物価

～実質所得が目減りし、消費者マインドも悪化～ … 2

### 米国経済金融

賃金上昇率の鈍化と低失業率が併存  
～利上げペースは再度減速する見込み～ …12

### 中国経済金融

再び減速に転じた10～12月期の中国経済  
～先行きは持ち直しも依然楽観視はできない～ …18

## 分析レポート

ECBの引き締め策が炙り出すユーロ圏の債務問題  
～財政余力による経済格差拡大や財政統合深化の方向へ～ …25

## 今月の焦点

日本の財政⑬：2023年度一般会計予算案 …29

## 海外の話題

高騰するシンガポールの住宅賃料 ……33

# 2023. 2

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>

## 日銀はコミュニケーション戦略の再構築を

執行役員調査第二部長 新谷 弘人

岸田首相は1月、史上最長の在任期間となっている黒田日銀総裁の交代を明言した。日銀正副総裁は国会同意人事のため、2月には人事案が国会に提示されることになる。

アベノミクスの第1の矢、大胆な金融緩和が黒田総裁のもとスタートして10年となった。その後、マイナス金利導入や長短金利操作など修正を加えながら量的・質的金融緩和は継続し、今や日銀は発行残高の5割を超える国債を保有している。22年初にかけてはステルス・テーパリング（正式には公にせず量的緩和を縮小）に成功し、日銀の国債保有額の前年比は一時11兆円にまで縮小した。しかし、米欧が物価急上昇により引締めへ転じ長期金利も大幅に上昇するなか、頑なに金融緩和を維持する日銀は次第にゼロ%程度としている長期金利操作が困難になっていった。昨年12月には、報道によれば硬直的な金融政策による円安進行に業を煮やした政府側からの働きかけにより、長期金利許容変動幅の±0.5%への拡大に追い込まれている。ただ、長期金利操作については、市場流動性は悪化の一途となるなど、維持困難になってきているのではないだろうか。この間日銀の情報発信は金融環境の変化にもかかわらず、形式的、一方的で、納得感の得にくいものだった。

本年4月以降、日銀は新執行部のもと、現在の金融政策の枠組みを見直す必要が出てこよう。その際は、メディア（国民）や市場参加者とのコミュニケーションの再構築が必須だ。

米欧中央銀行もコミュニケーションには腐心している。コロナ禍、ウクライナ戦争によりインフレが中央銀行の想定を大幅に超えて長期化し、数十年ぶりの大幅利上げを余儀なくされている。こうしたなか、米FRBがブラックアウト（政策決定直前は政策に関する対外発言を禁じること）期間後に市場のコンセンサスとは異なる政策変更を行う際は、経済紙の特定記者に事前に報道させるのが通例だ。引締め効果が減殺される市場金利の低下や株価上昇を懸念している場合、理事や連銀総裁などFOMCメンバーが総出で牽制発言を行う。もちろんメンバーによって意見の相違があるのが普通だ。また、中央銀行の物価見通しは、実態より低く見積もり外れ続けてきたことから、将来の金融引締めのさじ加減についてフォワードガイダンス（あらかじめ金融政策の方針を公表すること）の提示はあきらめ、今後のデータ次第、と割り切っている。よく言えば、虚心坦懐、率直である。

一方、日銀は緩和政策を継続しているため、フォワードガイダンスは生きている。物価見通しがはずれ続けているのは米欧同様だが、緩和継続という結論先にありきで経済や物価の見通しを作成する、というようにみえなくもない。総裁記者会見も重要なコミュニケーションツールであるはずだが、もう少し丁寧に時間をかけて説明していただけないだろうか。特に長期金利の許容変動幅の変更は実質的な利上げであるとの従来説明について、12月の政策見直しの際に利上げではないと主張したことについて納得した人はほとんどいないと思われる。政策委員も公式見解のみならず、FOMCメンバーのように多様な意見を発信してほしい。

日銀が実施している「生活意識に関するアンケート調査」（22年12月）によると、日銀の信頼度は今回大きく低下した。金利上昇局面の長期金利操作の出口戦略は、豪中銀の失敗の例を挙げるまでもなく困難を極める。新執行部への移行を機に日銀にはコミュニケーションの改善を期待したい。

## 41年ぶりの上昇率となった消費者物価

～実質所得が目減りし、消費者マインドも悪化～

南 武志

### 要旨

これまで国内の物価上昇圧力は相対的に抑えられてきたものの、12月の全国消費者物価は41年ぶりの高い上昇率となった。輸入インフレを主因に、食料・エネルギーなどが高騰する構図が続いており、全国旅行支援といった需要喚起策とは裏腹に、物価高が消費関連指標を悪化させつつある。さらに、23年入り後には世界経済の減速が明確化するとみられ、輸出・企業設備投資が軟調となるとみられる。そのため、23年前半の国内景気は停滞感が強まり、再びマイナス成長に陥るものと予測している。

一方、12月に日本銀行は債券市場の機能改善を目的に長期金利の変動幅を「±0.5%」に拡大したが、その後もさらなる政策修正があるとの思惑が高まり、1月中旬にかけてイールドカーブが大きく歪んだ。しかし、1月会合ではイールドカーブ・コントロールを徹底する方針が示され、金利上昇圧力は緩和した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2023年				
		1月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		-0.014	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.10
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0060	-0.05～0.10	-0.05～0.10	-0.05～0.15	-0.05～0.15
国債利回り	20年債 (%)	1.290	1.00～1.40	1.00～1.40	1.00～1.45	1.05～1.50
	10年債 (%)	0.435	0.25～0.55	0.25～0.55	0.30～0.55	0.30～0.75
	5年債 (%)	0.180	0.00～0.30	0.00～0.30	0.00～0.40	0.00～0.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	130.4	125～145	120～140	120～140	115～140
	対ユーロ (円/ユーロ)	141.9	135～155	130～150	125～145	120～145
日経平均株価 (円)		27,395	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)

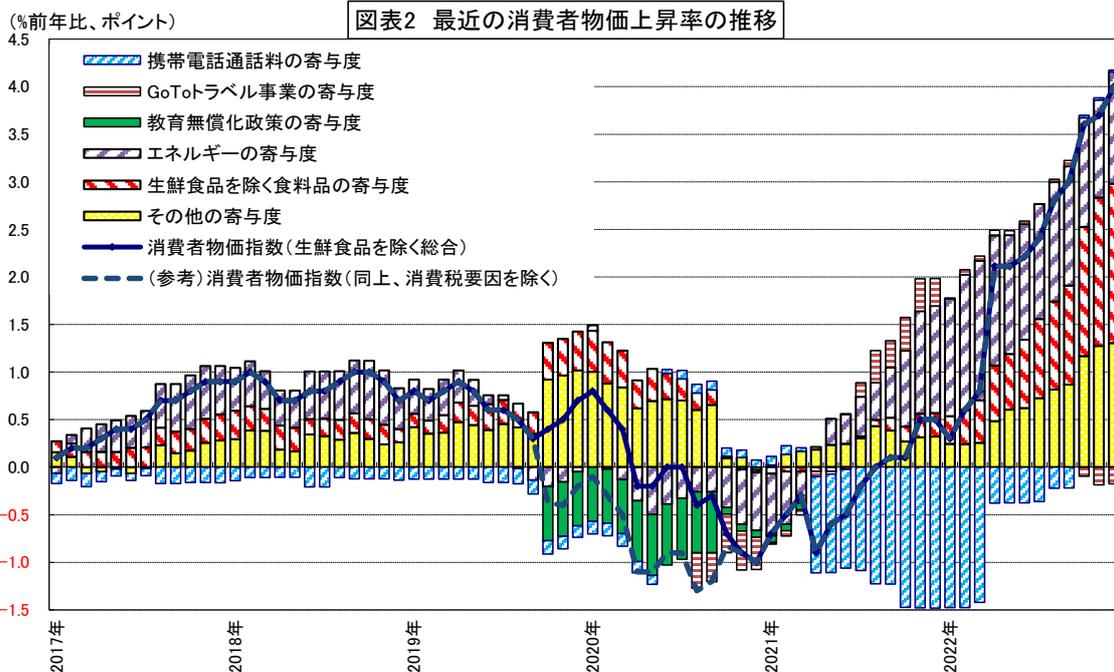
(注)実績は2023年1月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

### 消費者物価は41年ぶりの上昇

2022年は世界的にインフレが加速、主要中銀ではその沈静化に向けて金融引締めを本格化した1年であった。その甲斐あってか、22年末にかけて主要国・地域ではインフレがピークアウトを模索する動きが散見されている。一方、日本では引き続きインフレ加速の動きが見られる。

12月の国内企業物価は前年比10.2%と3か月ぶりの10%台に乗ったほか、同じく12月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)も前年比4.0%と7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。後者については、全国旅行支援の導入で11月以降の宿泊料が大

幅下落となっているものの、エネルギー、食料を中心に幅広い財・サービスで値上げ圧力が一段と強まったことが加速した背景にある。実際、日銀が試算した刈込平均値（同 3.1%）、加重中央値（同 1.4%）、最頻値（同 1.6%）、上昇品目比率（81.2%）はいずれも遡及可能な 01 年以降で最高となっている。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

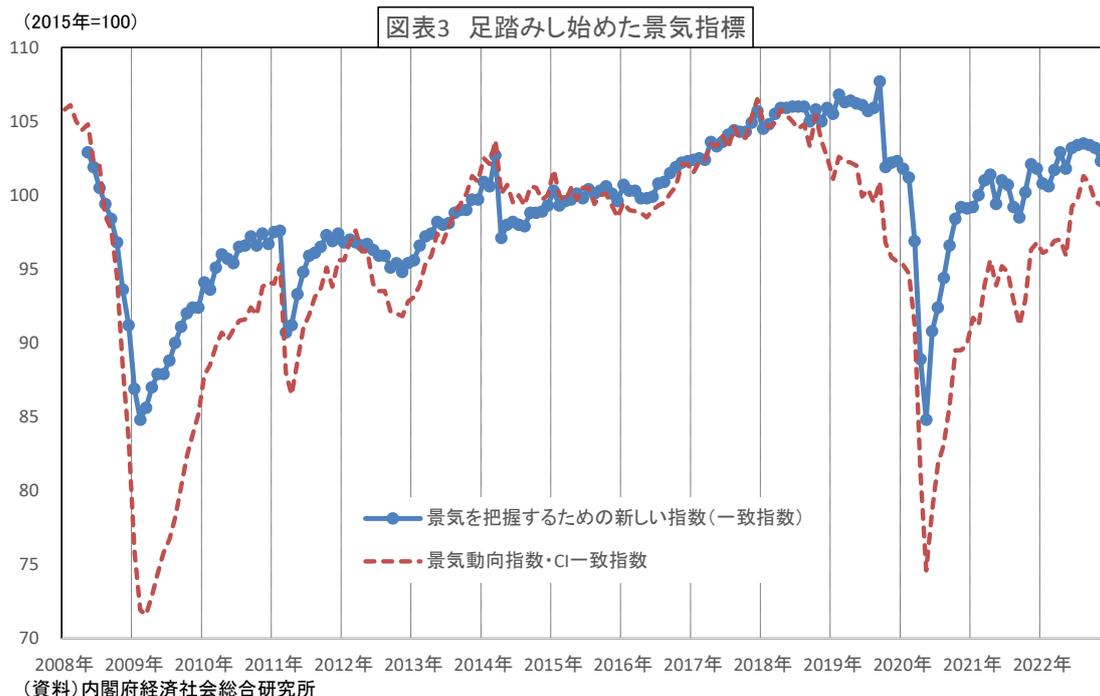
### 物価見通し：1月にもう一段上昇した後、2月は鈍化する可能性

先行きに関しては、食料や日用品などに関しては、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、今春にかけて値上げの動きは続くとみられる。エネルギーに関しては、2月の消費者物価から政府の物価高対策による影響が出ることで物価上昇が抑制されることが想定される。仮に電気代が2割、都市ガス代が1割値下げされた場合、消費者物価の前年比上昇率に対して▲1.2ポイント程度の押下げ効果が発生する。1月のコアCPIは前年比4%台前半へさらに加速すると予想されるが、2月には一気に同3%前後まで鈍化する可能性があるだろう。

しかし、電気・ガス代については、これまでの原油・天然ガスの高騰によって既に燃料費調整額の上限に達しており、電力会社などでは上限引き上げを模索する動きも散見される。それを踏まえると、電気・ガス代の負担軽減措置（9月分まで）による物価押下げ効果は夏以降、減衰する可能性がある。

一方で、原油・穀物などの一次産品価格は世界経済の減速を

織り込む形である程度調整しているほか、11月以降の円安修正もあり、輸入インフレは沈静化に向かっている。さらに、後述の通り、これまでの物価高によって消費マインドは大きく悪化し、消費も停滞していることから、値上げ自体が進まなくなることも予想される。以上を踏まえると、23年を通じて物価上昇率は鈍化が進むと予想される。



## 22 年末にかけて景気は足踏み

以下、足元の国内経済情勢を確認したい。景気動向指数のCI一致指数をみると、11月分は前月から▲0.2ポイントと3か月連続の低下であった。これに基づく基調判断は「改善」を維持したが、12月分が僅かでも悪化すれば「足踏み」に下方修正されることになる。また、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11月分も前月から▲0.9ポイントと同じく3か月連続の低下であった。

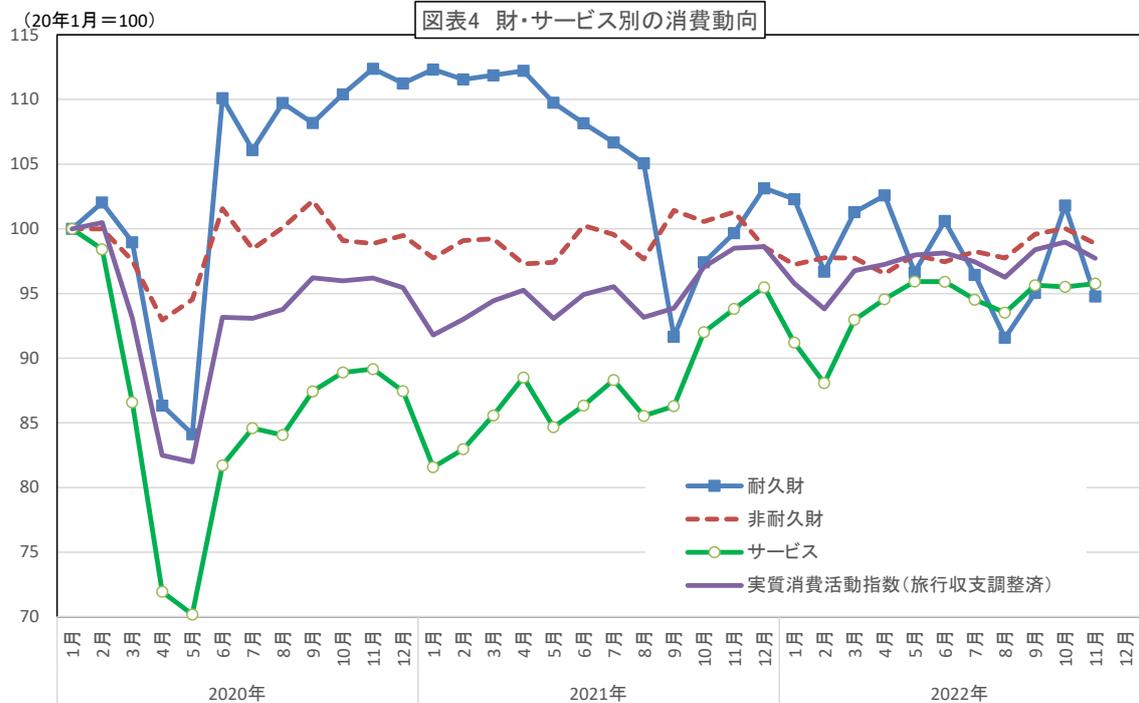
個別にみていくと、12月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲4.7%と4か月ぶりに低下、中国・上海市の都市封鎖などがあった4月以来の水準まで悪化した。このうち中国向けについては、コロナ感染爆発などの混乱や不動産市況の悪化などにより、コロナ初期かつ春節の影響もあった20年1月以来の水準まで落ち込んでいる。

また、11月の鉱工業生産は前月比0.2%と3か月ぶりの上昇に転じたが、夏場まで堅調だった資本財の減産傾向が強まって

## 消費は低調

おり、企業の設備投資行動に急ブレーキがかかった可能性を示唆している。なお、生産予測指数（予測誤差の補正後）によれば、12月は再低下となる可能性が高い。

足元では消費も鈍い動きとなっている。10月中旬には全国旅行支援といった需要喚起策がスタートしたこともあり、観光・宿泊などのサービス消費に持ち直しが見られるものの、冒頭で紹介した物価高によって家計の実質所得が目減りし、消費マインドが悪化、消費を抑制する動きが強まっている。12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20年6月（28.3）以来の水準まで悪化した11月からは改善（前月から+1.7ポイント）したものの、低調さは否めず、内閣府による消費マインドの基調判断は「弱まっている」のままであった。また、11月の毎月勤労統計によれば、名目賃金は前年比1.9%の上昇（11か月連続）だったが、実質賃金は同▲2.5%と減少（8か月連続）するなど、物価を調整すると所得が目減りしている様子が確認できる。そうした状況からか、11月の消費関連指標は弱いものが多い。11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▲1.3%（このうちサービス消費は同0.3%）と、実質総消費動向指数（総務省統計局）も同▲0.2%と、いずれも3か月ぶりの低下であった。



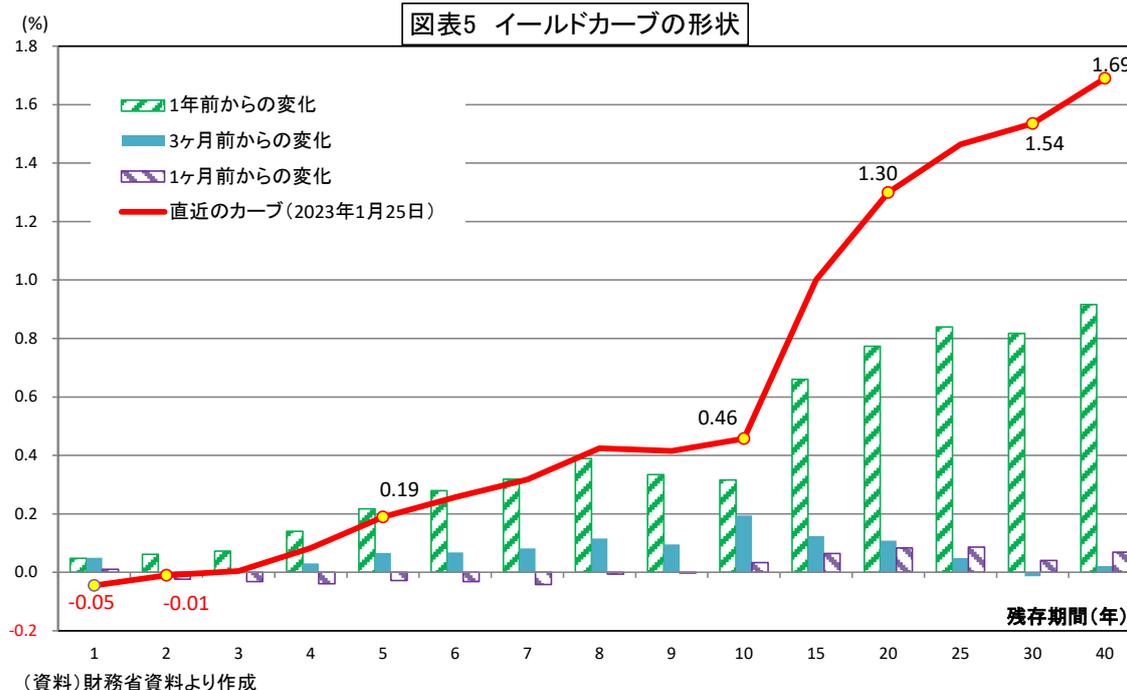
## 経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて23年前半はマイナス成長へ

以下、先行きの国内景気を展望してみたい。欧州では記録的な暖冬となっており、危惧されていたエネルギー危機は現時点で未然に防がれているほか、米国経済も労働市場に底堅さが備わっていることもあり、当初の想定ほど欧米経済は悪化していない印象を受ける。しかし、これまでの大幅利上げの影響が当面の経済成長を抑制する可能性は否定できない。一方で、ゼロ・コロナ政策が行き詰まった中国での混乱がわが国の生産・輸出に悪影響を及ぼしている。今後の中国経済の持ち直しへの期待は高い半面、不動産市場の低迷に歯止めがかかるかは不透明な状況といえる。

さて、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、物価高によって消費行動にも悪影響が出始めているほか、23 年前半は欧米経済の減速感が強まることが想定され、輸出動向にも影響が及び始めるだろう。さらに、企業設備投資も足元では弱含みつつあり、年度末にかけて設備投資計画の中止や先送り姿勢が強まると予想される。そのため、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。

図表5 イールドカーブの形状

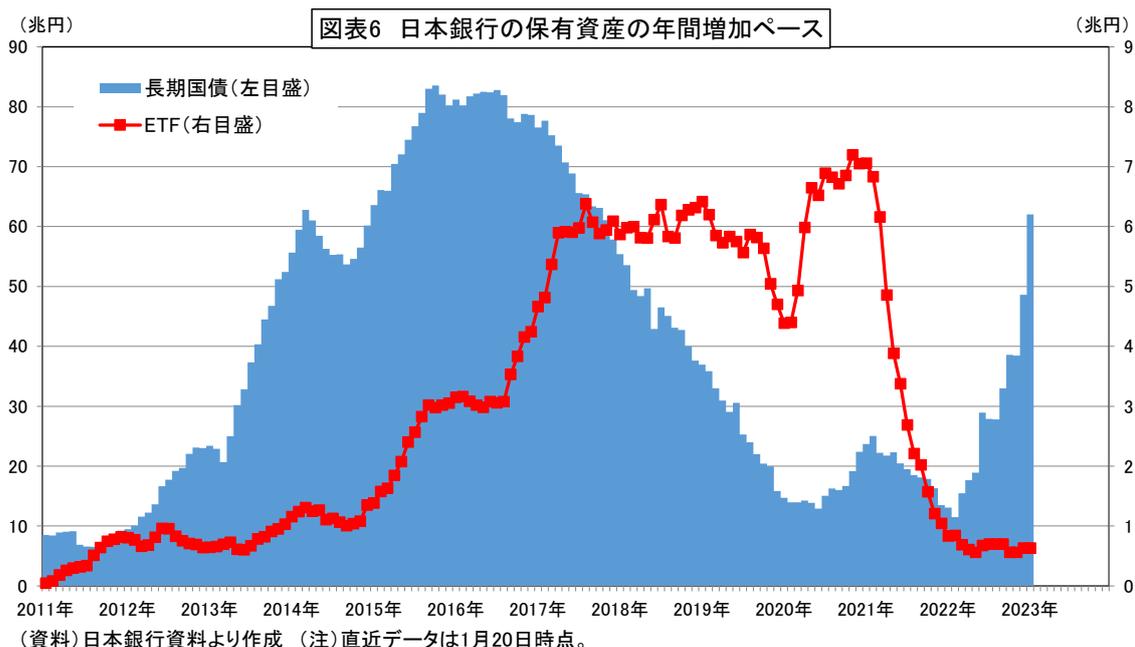


## 金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続を決定

日本銀行は1月17～18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%±0.5%））を継続することとし、かつ①「貸出増加を支援するための資金供給」の貸付実行期限の1年延長、②「気候変動対応オペ」の対象先に系統会員金融機関を含める、③「共通担保資金供給オペ」の拡充、も決定した。

12月会合では、国債市場の機能回復を主目的に長期金利の変動幅を従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大したが、1月決定会合前にはさらなる政策修正があるとの思惑から、イールドカーブ全体に対して上昇圧力が加わった。これに対して、日銀は国債買入れオペの増額や連続指値オペを駆使することで、金融調整方針と整合的なイールドカーブ形成に注力したものの、国債買入れは膨らみ、カーブの歪みはなかなか直らなかった。

こうしたなか、今回の決定会合では「共通担保資金供給オペ」を拡充し、様々な年限・方式の共通担保オペを組み合わせながら、市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促していく姿勢が改めて表明された格好となった。実際、23日に実施された5年物の共通担保資金供給オペ（オファー1兆円）の落札レートは0.145%となり、5年ゾーンの金利低下に一役買ったと評価できる。



## 日銀新体制が始まる 4 月に向けて政策修正の思惑が高まる

岸田首相は 4 月 8 日に任期満了となる黒田総裁の交代を明言しており、2 月には国会に新しい総裁・副総裁人事が提示される予定である。上述の通り、1 月会合でイールドカーブ・コントロールを完遂する方針が確認され、黒田日銀として最後となる 3 月会合での政策修正の可能性はほぼ消えたと思われる。

そのため、今後の焦点は新執行部の顔ぶれと彼らを提示する岸田内閣の意図に移ったといえる。4 月に向けて政策修正への思惑は高まっていくだろう。しかし、実質的な金融引締めとなる現行政策の枠組み修正にはいくつかのハードルを乗り越える必要がある。今回示された展望レポートによれば、コア CPI については、23 年度を前年度比 1.6%、24 年度を同 1.8%とするなど、安定的・持続的な 2%達成には至らないとの見通しを示している。この 1 年間で物価見通しは徐々に上方修正されてきたとはいえ、金融引締めが物価動向に影響を与えないのか、見極める必要がある。また、当総研では 23 年度上期にかけて内外経済環境は厳しさがあるとしているが、そうした状況でも金融引締めを断行できるのか、という問題もある。

まずは、これまでの大規模緩和策の再検証を行い、その後、修正もしくは見直しのタイミングを見極める、ということになるだろうが、政策委員会には一定のリフレ派が存在することもあり、激論になる可能性もある。

## 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。米国 CPI などのピークアウトを受けて今春にも利上げが停止されるとの期待が高まった半面、日銀が 1 月の決定会合でも政策修正を行うとの思惑も浮上し、金利上昇圧力や円高圧力が一時強まった。

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

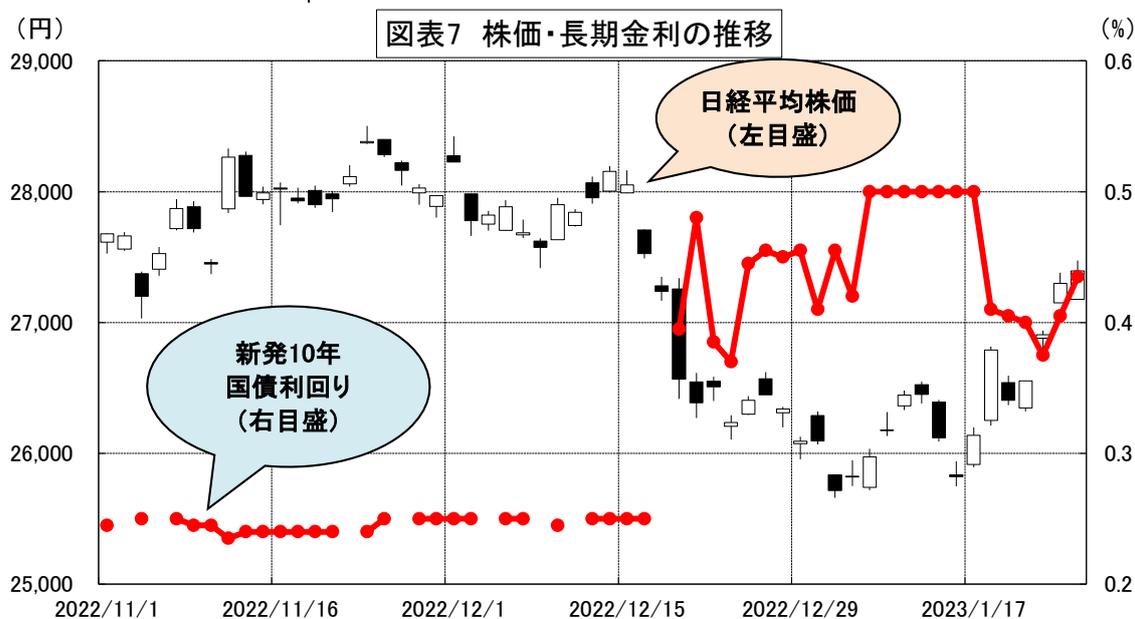
## 長期金利は一時 0.5% 超まで上昇

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% 近くまで上昇したが、再び上限に貼りついた動きとなったことから、日銀はもう一段の政策運営の枠組み修正を迫られるとの思惑が強まり、金利上昇圧力がかった。それに対して、連続指値

オペや国債買入れオペの増額などで長期金利（10年物国債利回り）が上限0.5%を上回らないように対応し続けた。しかしながら、業者間取引市場（BB）では0.5%を一時的に上回る事態も散見された。一方で、1月会合でイールドカーブ・コントロールを完遂する姿勢が確認されたため、その後、金利上昇圧力は緩和された。

**長期金利は当面0.4%前後での展開が続くと予想**

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。当面は0.4%前後での展開が続くと予想するが、世界経済の減速感が高まれば、金利低下圧力が高まることもありうるだろう。一方で、市場はポスト黒田体制での政策修正の可能性を意識しており、2月にも国会に提示される総裁・副総裁人事を材料に、再び金利上昇圧力が高まる場面も想定される。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)長期金利の欠損値は出合いなし。

**② 株式市場**

**しばらくは上値の重い展開**

22年後半の株式市場は、主要国のインフレ動向とそれに対する各中銀による金融引締め、さらにそれらが景気動向に与える影響などを材料に動いてきたが、概ね上値の重い展開が続いた。22年末にかけては日銀が長期金利の変動幅拡大を発表したこともあり、国内株価は大きく下落した。

先行きについても、当面は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。さらに、日銀の代替わりを控え、大規模緩和政策の修正観測が浮上する際には円

**1ドル=130円前後  
まで円高が進行**

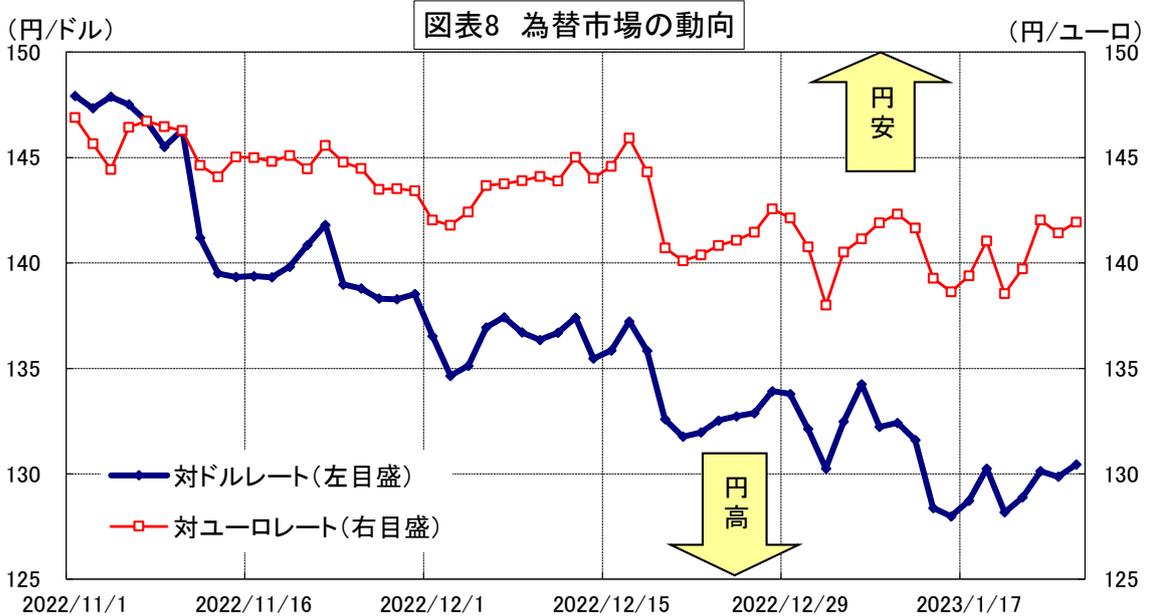
高圧力が強まるとみられ、株価には悪材料となるだろう。

**③ 外国為替市場**

22年10月下旬には32年ぶりの150円台となるなど、22年秋までは内外金融政策の方向性の違いを材料に、円安圧力が強い展開が続いた。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。

一方、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減速するとの思惑が強まり、11月中旬以降、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長期金利の変動幅拡大も為替レートを円高方向に押し上げた。1月決定会合前には127円台と7か月ぶりの円高水準となった。

先行きについては、米国ではなかなか利下げには転じない可能性があるほか、新体制になった日銀が政策修正に動くまでに時間がかかるとの見方が強まれば、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、円安が継続的に進行する可能性は低いだろう。



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

**対ユーロでは 140  
円前後でもみ合い**

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) がさらに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、緩やかな円高が進んだ対ドルレートとは異なり、日銀による長期金利の変動幅拡大決定後は 1 ユーロ=140 円前後でもみ合いが続いている。

(23. 1. 26 現在)

### 賃金上昇率の鈍化と低失業率が併存

#### ～利上げペースは再度減速する見込み～

佐古 佳史

#### 要旨

23年に入り、マッカーシー議員の下院議長選出や訪台計画、債務上限問題など米国の政治をめぐる動きが注目を集めた。

米国の労働市場は失業率が依然として非常に低く、求人率が高水準で推移しているものの、賃金上昇率の鈍化が確認されたことで、ひっ迫度合は緩和していると思われる。もっとも、コロナ禍の超過退職もあり、今後の失業率が FOMC 参加者の予想通り上昇するかは微妙なところだろう。

10月以降はインフレ率が鈍化傾向となったことから、2月 FOMC(1月31日～2月1日)での利上げ幅は 25bp となりそうだが、FOMC 参加者の発言などからは、金融引き締め長期化が予想される。

#### 15回の投票を経てマッカーシー議員を下院議長に選出

23年に入り米国の政治をめぐる動きが注目を集めた。年明けすぐの7日、共和党が過半数を占める米下院で異例の15回の投票を経てマッカーシー議員(共和党)が議長に選出された。同議員の選出を妨げた共和党造反議員の多くは、下院議員連盟「フリーダム・コーカス」に所属していることから、今回の造反はトランプ前大統領の意を汲んだ行動と報じる向きもあったが、トランプ前大統領自身は共和党の分裂を見かねて、マッカーシー議員への投票を呼び掛ける事態となった。実際には、風見鶏的な性格の強いマッカーシー議員に対する不信感や、重要な下院委員会ポストへの就任を取り付けるための作戦だったとみられる。

こうしたなか、米連邦債務が債務上限に達したことを受け、米財務省は19日、デフォルト回避のため公務員や障害者の基金を利用する「特別措置」を23年6月5日まで実施すると通知した。足元では、債務上限をGDPに比例させる新たな打開策が超党派議員によって検討されているが、決着が長引く可能性もありそうだ。

なお、イエレン米財務長官と劉鶴・中国国務院副総理は18日、両国が経済や金融、気候変動対策などで対話を強化することで合意し、22年8月のペロシ下院議長(当時)の訪台や一連の対中輸出規制強化などから悪化した米中対立がやや緩和した印象を与えた。もっとも、マッカーシー下院議長も訪台を検討するなど、従来

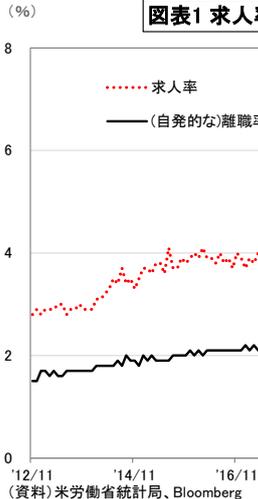
## 利上げによる下 押し圧力が継続

の対立路線に大きな変更はないだろう。

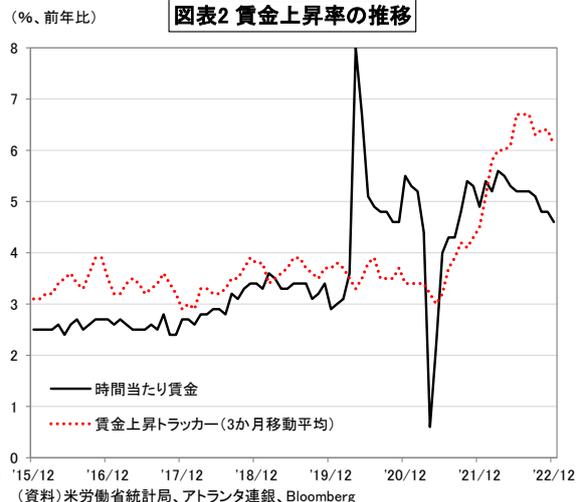
以下、経済指標を確認してみると、利上げの継続による米国経済への下押し圧力は継続しており、労働市場の過熱も抑制されつつあるとみられる。

12月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は11月から22.3万人増、失業率は0.2ポイント低下の3.5%となった。また、11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6.4%、自発的な離職率は2.7%といずれも10月からほぼ変化がなかった。しかしながら、12月の平均時給が前年比で4.6%へ、前月比でも0.3%へ、ともに鈍化したことや、11月分の下方修正が大きかったこともあり、全体としては労働市場のひっ迫の緩和が進んでいると判断できるだろう。

図表1 求人率・離職率の推移



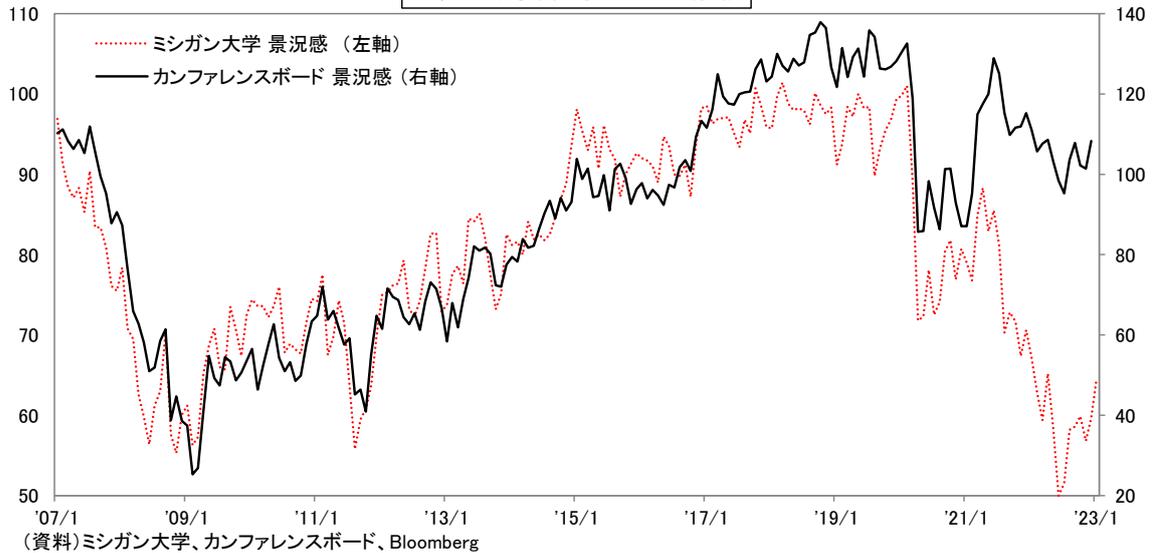
図表2 賃金上昇率の推移



個人消費をみると、11月の実質個人消費支出は、財消費が前月比▲0.6%と4か月ぶりに減少、サービス消費は同0.3%となり、全体では10月とほぼ変わらずとなった。また、12月の小売売上高はガソリンスタンドや家具店などを中心にほぼ全項目で減少し、全体では同▲1.2%と2か月連続で減少した。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ことがうかがえる。なお、26日に公表される10~12月GDP(速報値)にも注目したい。

また、1月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は、依然として歴史的な低水準ではあるものの、インフレ率の鈍化や所得増加を背景に12月から8%上昇した。

図表3 消費者景況感の推移

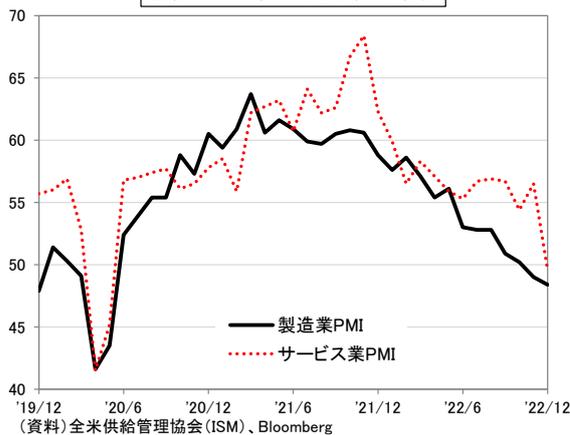


企業部門の縮小を示唆した ISM 指数

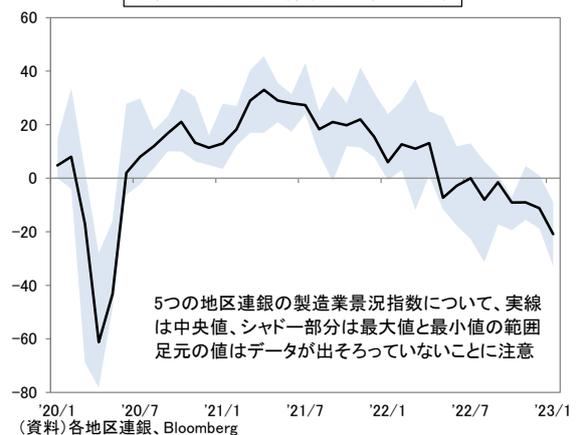
こうしたなか、12月のISM製造業指数（製造業 PMI）は前月から▲0.6ポイントの48.4%、サービス業指数（サービス業 PMI）も同▲6.9ポイントの49.6%と、いずれも小幅ながら景況感の判断基準となる50%を下回り、企業部門の縮小傾向が確認できる内容となった。

内訳をみると製造業では、新規受注や生産などで縮小傾向となっており、サービス業では営業活動が同▲10.0%、新規受注が同▲10.8ポイントと大幅に低下した。金融引き締めが企業部門にも波及していると考えられる。

図表4 ISM景況感指数の推移



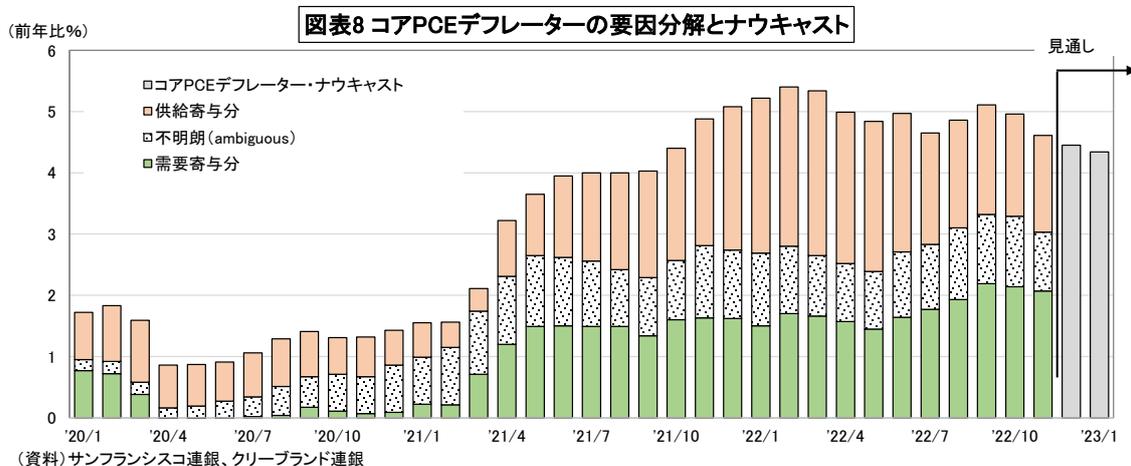
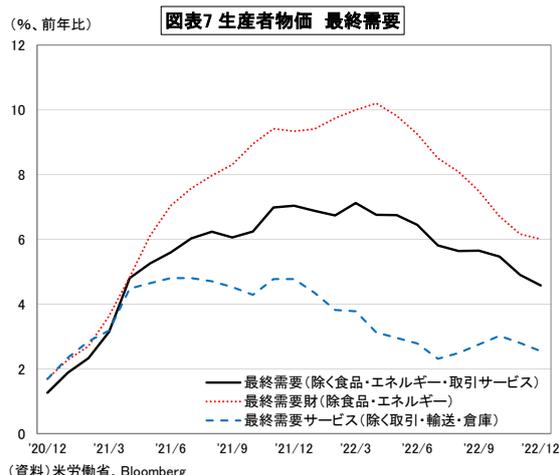
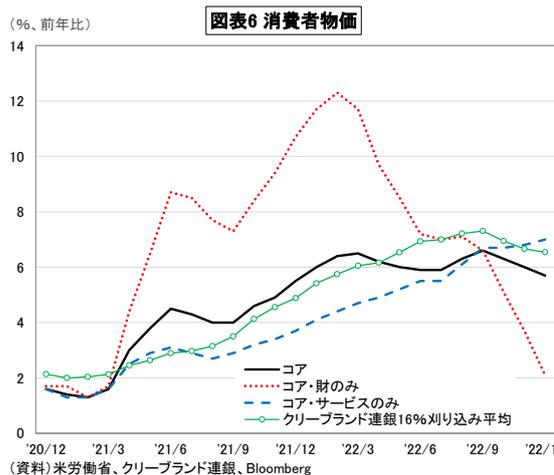
図表5 地区連銀製造業景況指数



全体としては鈍化傾向のインフレ率

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。また、12月の消費者物価指数（CPI）についても前月比▲0.1%、コアが同0.3%とインフレ率の鈍化傾向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▲0.3%となった半面、住宅費（shelter）などを中心にサービスは同0.5%と再加速している。全体としては、インフレ率は鈍化傾向と判断できる。



**超過退職が失業率  
を押し下げている  
可能性**

住宅費の伸びは依然として速いものの、インフレ指標が10月以降鈍化していることもあり、2月FOMC（1月31日、2月1日）での利上げ幅は25bpとなりそうだ。一方で、12月FOMC議事要旨や足元のFOMC参加者の発言から判断すると、23年中の利下げの可能性は現時点では低いと思われる。

12月時点で3.5%と非常に低い値で推移している失業率について、ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁は19日、23年内に4.5%へ上昇する見通しを示した。また、12月FOMC終了後に公表された

**景気の先行き：1  
年程度は下押し  
圧力が強い**

**長期金利は上昇  
しにくい環境**

経済見通しでは、23 年末に 4.6%（中央値）へ上昇すると予想されている。こうした見方に基づくと、23 年の失業率は平均して 1 月あたり 0.1 ポイント弱の上昇が予測される。FRB/US モデルを用いて計算すると同じような失業率見通しとなるので、こうした発言に特段の違和感はない。一方で、例えば [22 年 11 月の FRB 調査](#) によると、人口動態などを考慮したコロナ前のトレンドに対して、コロナ禍での超過退職（Excess Retirements）によって 16 歳以上人口に占める退職者の割合が 0.6 ポイント程度上昇したと推計されており、計算上、約 160 万人の労働供給が減少したことになる。超過退職者が新規労働者で置換されるとすれば、失業率としては約 1 ポイントの低下圧力と考えられるだろう。実際に、22 年の失業率は、モデルでの利上げシナリオの試算に比べて常に低い値で推移してきた。

以上から、今回の景気循環における失業率は解釈が難しく、労働市場の過熱が抑制される過程でどの程度失業率が上昇するか、FOMC 参加者が失業率と労働市場の関係性をどのように解釈するか、仮に失業率があまり上昇しない場合でも金融引き締めを弱めるかといった点が今後の論点となりそうだ。

さて、景気の先行きを考えてみると、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。下押し圧力は政策金利の据え置き期間に大きく依存するものの 12 月 FOMC の政策金利見通しに基づくと、23 年前半の景気への下押し圧力が特に強そうだ。

12 月の ISM 指数が 50%を下回ったように、しばらくは低成長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。

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では 11 月に入ると、FOMC 議事要旨にて 12 月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（10 年債利回り）は 3.4% 台まで低下する場面もみられた。12 月末にかけて中国の経済再開が景気に与える影響を見極める動きが強まり、長期金利は 4% 手前まで上昇したが、1 月に入るとインフレ関連統計が鈍化したことで再び低下し、足元では 3.5% 前後での推移となっている。

先行きについては、利上げ打ち止めやその後の利下げ期待がある程度織り込まれているため、長期金利は上昇しにくい環境にあ

るだろう。金融引き締めが長期化する可能性は十分に考えられるものの、インフレ指標が突然上振れするか、失業率が上昇せずFRBがよりタカ派化するなどのサプライズがない限り、長期金利の上昇幅は小さいと思われる。



**株式市場：上値の重い展開が続く**

株式市場では、7～9月期の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が、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、23年4～6月期ごろまでは企業収益の伸びは低調と予想されていることや、金融引き締めの継続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。

(23.1.25 現在)

## 再び減速に転じた 10～12 月期の中国経済

～先行きは持ち直しも依然楽観視はできない～

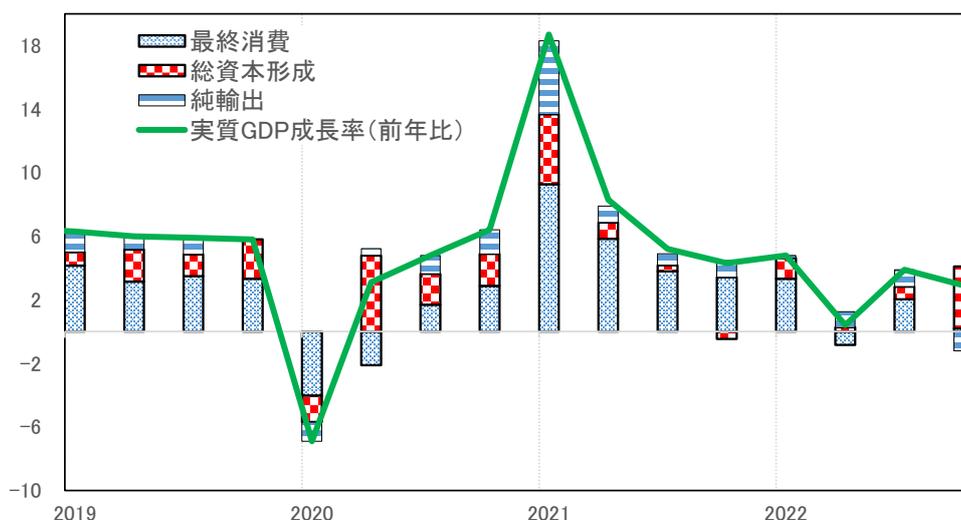
王 雷軒

### 要旨

2022年10～12月期の実質成長率は前年比2.9%と7～9月期(3.9%)から再び減速に転じた。しかし、先行きは、サービス消費がゼロ・コロナ政策の転換を受けて徐々に回復に向かう可能性が高いほか、インフラ整備向けの投資も引き続き底堅く推移すると見込まれることから、持ち直す公算が大きいと思われる。ただし、下振れリスクとして、①コロナ感染再拡大懸念、②輸出の減速、③不動産市場の不透明性、が挙げられるため、先行きは依然として楽観視できない。

図表1 実質GDP成長率と需要項目別の寄与度

(%前年比、ポイント)



(資料) 中国国家统计局、Windデータより作成、四半期ベース。

### 10～12月期の実質GDP成長率は再び減速

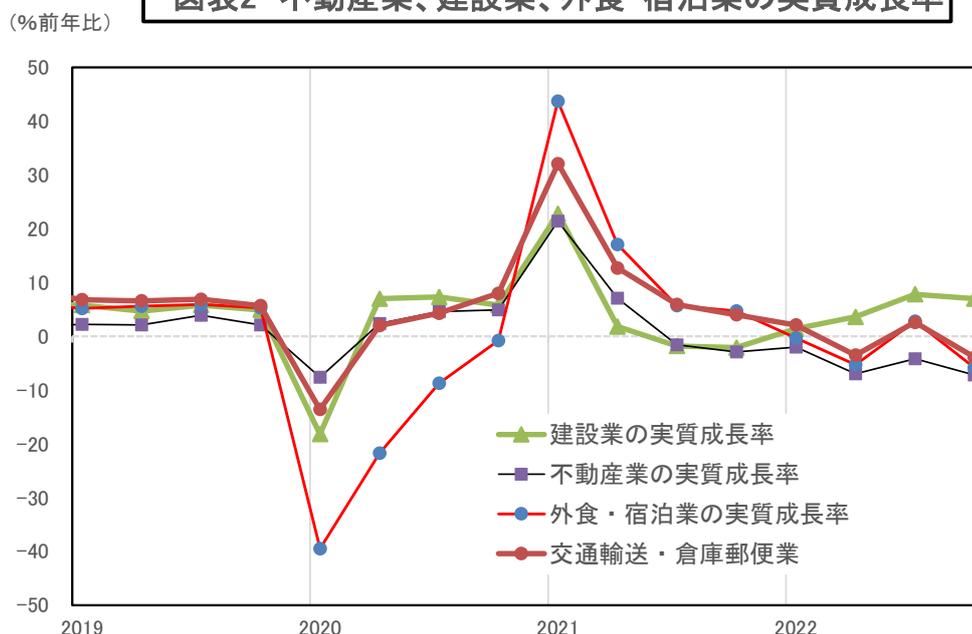
国家统计局が1月17日に発表した10～12月期の実質GDP成長率(速報)は前年比2.9%と7～9月期(同3.9%)から再び減速した(図表1)。実質GDP成長率(2.9%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:0.2ポイント、総資本形成:3.9ポイント、外需(純輸出):▲1.2ポイントであり、総資本形成が貢献した一方、純輸出がマイナスとなった。

業種別の成長率を確認すると、インフラ整備向け投資が好調だったことから建設業は堅調に推移したものの、コロナ禍によ

る影響で外食・宿泊業と交通運輸・倉庫郵便業はそれぞれ前年比で▲5.8%、▲3.9%と再びマイナスに転じた。また、不動産テコ入れ策が強化されたものの、不動産業は同▲7.2%とさらに冷え込んだことが見てとれる（図表2）。

同時に発表された22年通年の実質GDP成長率は前年比3.0%と政府の成長率目標である「5.5%前後」を大きく下回った。その背景には、前述のようなコロナ禍による影響や不動産業の大幅な低迷のほか、欧米経済の減速を背景に輸出が停滞したことも挙げられる。

**図表2 不動産業、建設業、外食・宿泊業の実質成長率**



（資料）中国国家统计局、Windより作成、四半期ベース。

### 12月の経済指標からは、景気は依然低空飛行も持ち直しの兆し

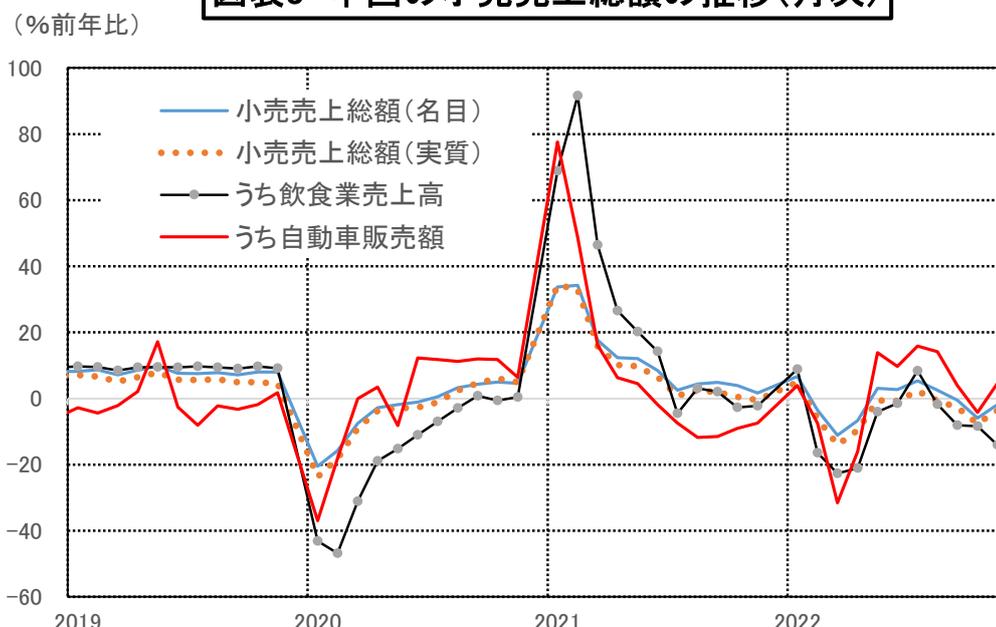
12月の経済指標からは、景気は依然低空飛行が続いているが、持ち直しの兆しも見られた。12月の製造業PMIは47.0と、3か月連続で判断基準となる50を下回ったほか、非製造業PMIも41.6と11月（46.7）から大きく低下し、3か月連続の50割れとなった。12月にゼロ・コロナ政策が転換されたことを受けてコロナ感染者数が急増したため労働力不足が発生し、生産活動の足かせとなり、企業マインドが一段と悪化したと考えられる。

他方、コロナ感染者数の急増に伴い医薬品の販売が好調となったことや、一部の大都市では感染から回復した人々が買い物やレストランに出かけ始めたほか、自動車取得税半減などの購

入促進策が12月末に終了するために駆け込み需要が発生し、自動車販売額が前年比4.6%と伸びたこともあり、12月の小売売上総額は名目で同▲1.8%、実質で同▲3.7%と11月（▲5.9%、▲7.6%）から減少幅が縮小した（図表3）。また、12月の不動産開発投資も同▲12.2%と11月（同▲19.9%）から減少幅が縮小した。

とはいえ、12月の小売売上総額と不動産開発投資は依然マイナスであったほか、外需の停滞も続いている。欧米などの景気減速を受けて12月の輸出額（ドル建て）は前年比▲9.9%と3か月連続のマイナスとなった。一方、輸入額（同）は同▲7.5%と11月からマイナス幅が縮小した。

**図表3 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12月。

**コロナ感染は一旦ピークアウトしたが、感染再拡大のリスクも**

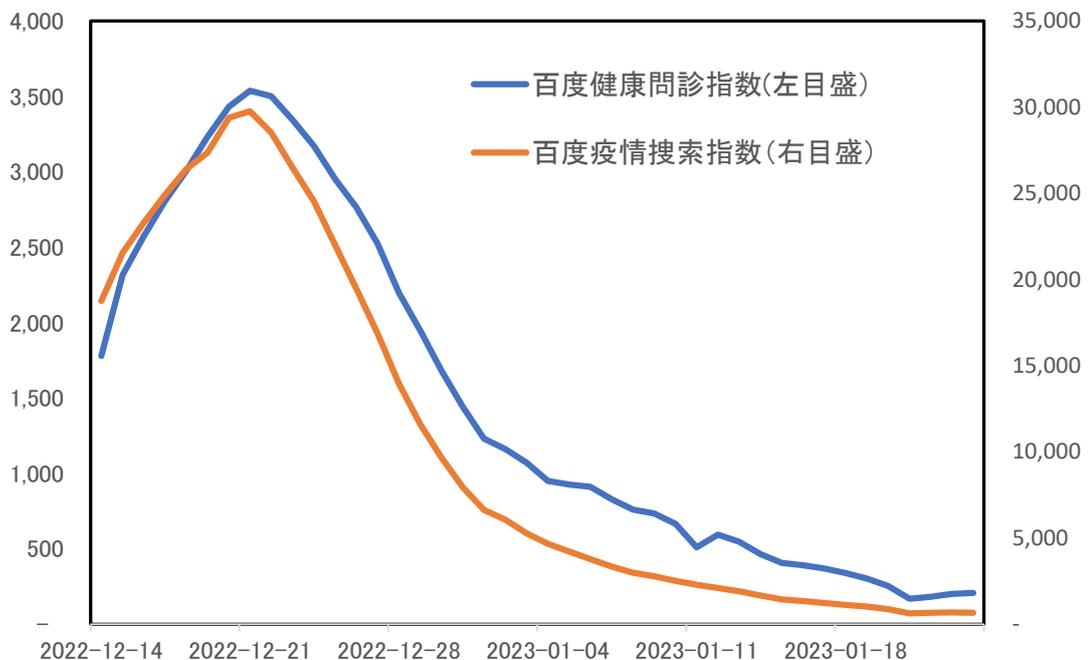
ゼロ・コロナ政策の転換を受けてコロナ感染者数は急増してきたが、感染第1波が想定以上のペースで進行したため、すでにピークアウトしたとみられる。百度健康のコロナ関連ビッグデータ（全国疫情大数拠）によると、感染第1波は1月上旬に収束した可能性が高いとみられる（図表4）。また、地方政府が発表した感染率の調査結果を確認しても、感染率は河南省（1月9日時点）が89%、四川省（1月16日時点）が85%を超えたと発表された。さらに、北京大学国家発展研究院も12月末には感染がピークアウトし、1月11日までの累計感染者数は約9億

人、感染率は64%に達したことを発表した。

中国疾病予防コントロールセンター（中国 CDC）の首席専門家 呉尊友氏は、総人口の約80%の人々が感染したため、向こう2～3か月以内では全国範囲の感染第2波が発生する可能性は極めて低いとの見方を示した。しかし、中国の水際対策が大幅に緩和されたことで、海外で広がった変異株が中国国内に持ち込まれることによる感染再拡大のリスクを否めないほか、春節（旧正月）休暇（1月21～27日）前後での大移動（春運、1月7日～2月15日）、仕事への復帰を受けて感染が再び拡大する恐れもあることには引き続き注視する必要がある。

とはいえ、感染第1波がピークアウトしたこともあり、帰省した人々が多く、にぎやかな春節になった模様だ。「去哪儿旅行」という大手オンライン旅行プラットフォームによると、1月26日から1月31日にかけてのチケット予約数は国内航空が前年比33%、鉄道が同27%と増えているという。ゼロ・コロナ政策が転換されたことで国民はウイズコロナに適応しつつあるとみられるため、仮に第2波が発生しても、無難に乗り切れるとの期待が高まっている。

図表4 百度の検索ワードから推計した2つの感染指数



(資料) 百度健康、全国疫情大数拠をもとに作成、直近は23年1月24日。

図表5 地方の実質GDP成長率実績と目標

	22年実質GDP 成長率目標	22年名目GDP (兆円)	22年実質GDP成 長率(%、前年 比)	23年実質GDP 成長率目標
全国	5.5%前後	121.02	3.0	—
広東	5.5%前後	12.91	1.9	5%以上
江蘇	5.5%以上	12.29	2.8	5%前後
山東	5.5%以上	8.74	3.9	5%以上
浙江	6%前後	7.77	3.1	5%以上
河南	7%	6.13	3.1	6%
四川	6.5%前後	5.68	2.9	6%前後
湖北	7%前後	5.37	4.3	6.5%前後
福建	6.5%	5.31	4.7	6%前後
湖南	6.5%以上	4.87	4.5	6.5%前後
安徽	7%以上	4.50	3.5	6.5%前後
上海	5.5%前後	4.47	-0.2	5.5%以上
河北	6.5%	4.24	3.8	6%前後
北京	5%以上	4.16	0.7	4.5%以上
陝西	6%前後	3.28	4.3	5.5%前後
江西	7%以上	3.21	4.7	7%前後
重慶	5.5%前後	2.91	2.6	6%以上
遼寧	5.5%以上	2.90	2.1	5%以上
雲南	7%前後	2.90	4.3	6%前後
広西	6.5%	2.63	2.9	5.5%前後
山西	6.5%前後	2.56	4.4	6%前後
内モンゴル	6%前後	2.32	4.2	6%前後
貴州	7%前後	2.02	1.2	6%前後
新疆	6%前後	1.77	3.2	7%前後
天津	5%以上	1.63	1.0	4%前後
黒竜江	5.5%前後	1.59	2.7	6%前後
吉林	6%前後	1.31	-1.9	6%前後
甘肅	6.5%以上	1.12	4.5	6%
海南	9%以上	0.68	0.2	9.5%前後
寧夏	7%	0.51	4.0	6.5%前後
青海	5.5%前後	0.36	2.3	5%前後
チベット	8%前後	0.21	1.1	8%前後

(資料) 中国国家统计局、地方政府工作报告などをもとに作成

## 全人代では 23 年の成長率目標を「5%以上」、または「5.5%前後」と設定する見込み

こうしたなか、23年3月5日に開催される予定の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）でどのような23年の成長率目標が示されるかが注目されている。

全人代の前に各地方政府が人民代表大会（地方版全人代）を開催する。23年の地方版全人代は、春節休暇（1月21～27日）前に相次ぎ開催された。地方政府工作報告（活動報告）を確認すれば、多くの地方で23年成長率目標は「5%以上」、「6%前後」に設定されたことが見てとれる（図表5）。とくに、GDP規模の大きな地方である広東省、山東省、浙江省はいずれも「5%以上」を設定した。

こうした各地方の目標の設定状況を踏まえると、全国の目標は「5%以上」、または「5.5%前後」と設定される可能性が高い。23年の目標が「5%以上」に設定されたとしても、低成長になった22年の反動という側面が大きい。世界経済の減速による輸出の停滞や不動産市場の先行き不透明性が挙げられるほか、取得税減税などの購入促進策の終了で自動車需要が減少する可能性もあることを踏まえると、決して容易に達成されるものではないと考える。

## 23 年の見通しと今後の注目点

23年は、ゼロ・コロナ政策の転換でサービス消費の持ち直しに向かう可能性が高いことや、インフラ整備向け投資が引き続き底堅く推移するほか、不動産業もある程度の改善が見込まれることから、持ち直す公算が大きいとみている。一方、コロナ禍による影響が色濃く残るとみられるため、消費は力強さに欠けるほか、輸出の停滞も予想されることから、大幅な加速にはならず、前年比5%台の成長を予想している。

23年も不確実性の高い状況が続くとみられるなか、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 年の総人口は 61 年ぶりの減少に転じた

最後に、国家統計局が発表した22年の人口状況を紹介する。22年末の総人口数は前年比▲85万人の14億1,175万人となった（図表6）。これは、多くの人口学者が予想したとおりの内容となったものの、61年ぶりの人口減少となったことで反響が大きかった。

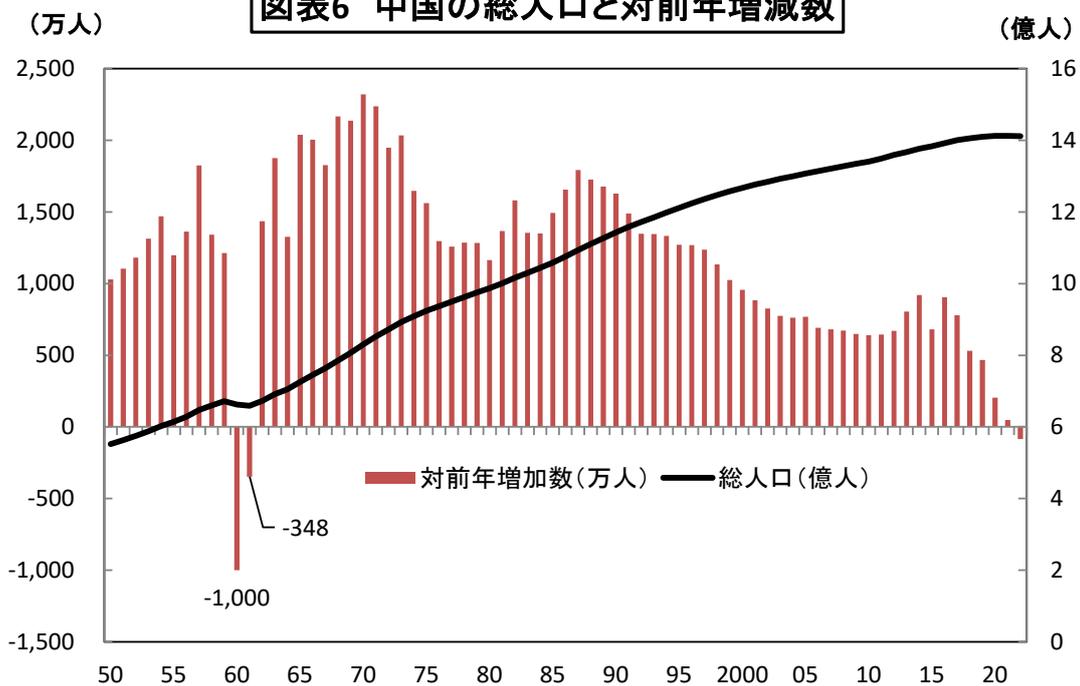
国家統計局によると、総人口は1960年と61年にそれぞれ前年比▲1,000万人、▲348万人と減少した後、62年から21年にかけては年々増加してきたが、17年から増加ペースが大きく鈍

化し、22年には減少に転じた。70年代末に導入された一人っ子政策は16年からは2人目、21年から3人目までの出産を奨励する方針に転じたものの、出生数の減少に歯止めがかからなかった。

22年の詳細な状況を見ると、22年の出生数は前年比▲106万人の956万人、過去最少を更新した。その背景には、出産・育児の経済的な負担が重くなるなか、コロナ禍による影響があったほか、若者のライフスタイルの変化に伴い結婚や出産を望まない人が増加していることも挙げられる。また、65歳以上人口は2億978万人と総人口の14.9%を占めるようになり、高齢化が進行している。さらに、12年から減少に転じた生産年齢人口（16～59歳）も前年比▲666万人の8億7,556万人と減少基調が続いている。

こうした状況は潜在成長率を引き下げる可能性もあることから、政府は補助金の給付や出産休暇の延長などの対策を急いで講じているが、果たして効果があるのか引き続き注目したい。

**図表6 中国の総人口と対前年増減数**



(資料)中国国家统计局、Windより作成、(注)香港・マカオ・台湾を除く大陸人口。

(23. 1. 25 現在)

## ECB の引き締め策が炙り出すユーロ圏の債務問題

### ～財政余力による経済格差拡大や財政統合深化の方向へ～

山口 勝義

#### 要旨

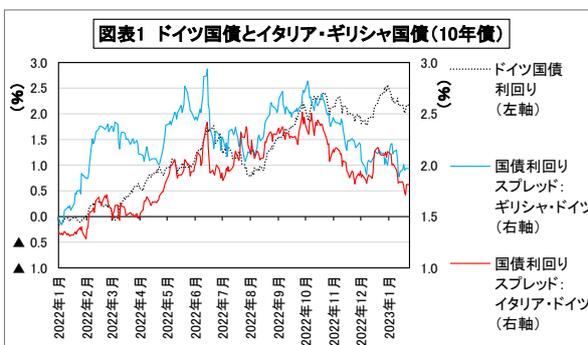
ユーロ圏は ECB の引き締め策が長期化するなか、スタグフレーション入りや債務問題の顕在化のリスクに直面している。今後は財政余力により経済格差が拡大するとともに、財政危機の再来ではなく財政統合の深化に向けて進む可能性がより大きいものと考えられる。

#### はじめに

ユーロ圏の経済情勢を特徴づける材料として何より注目されるのは、そのインフレの特性である。つまり、ユーロ圏では着実な賃金上昇などを通じて需要に支えられた米国のインフレとは異なり、新型コロナウイルスの感染拡大や気候変動対策、ロシアのウクライナ侵攻に伴い生じた供給面の制約がインフレの主要な要因となっている点である。この結果、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、欧州中央銀行（ECB）の利上げ対応はインフレ期待の動向や経済情勢を確認しながらの段階的なものにならざるを得ず、かつ政策金利はより長い期間にわたり高い水準に留まる可能性が大きいことになる。

こうした中で ECB は 2022 年 12 月に、前回の 75bp から 50bp に縮小したものの 4 理事会連続となる政策金利の引き上げを行い、また同時に、過去に景気刺激を目的に購入した債券の残高圧縮を 23 年 3 月に開始することを決定した。ラガルド総裁はこの時の記者会見で、インフレの沈静化のために同様の利上げがしばらく続くと言明し、実際に、インフレとの戦いは長期戦になるとの見通しを示している。

このため、この間、ユーロ圏ではインフ



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

レが高止まるまま景気回復が腰折れしスタグフレーションに陥るリスクを抱え続けることになる。またこれに加えて、高い債務残高を巡る問題が表面化するリスクも増すことになる。ECB のタカ派的な姿勢に反応して、12 月に国債市場では一時、神経質な動きが生じている（図表 1）。

折からユーロ圏では、コロナ危機後の様々な政策対応により広く政府債務残高が増加しているが、そのみならず、輸入に依存するエネルギーなどの価格高騰を受けて多くの国で経常収支の黒字幅が縮小し、赤字に転じる国も現れている。この高い政府債務残高と経常収支赤字の組み合わせは、ユーロ圏の財政危機時と類似の状況である。このようにユーロ圏では、供給制約下の ECB の引き締め策に応じて、スタグフレーションばかりか債務問題に関わるリスクも強まりを見せてきている。

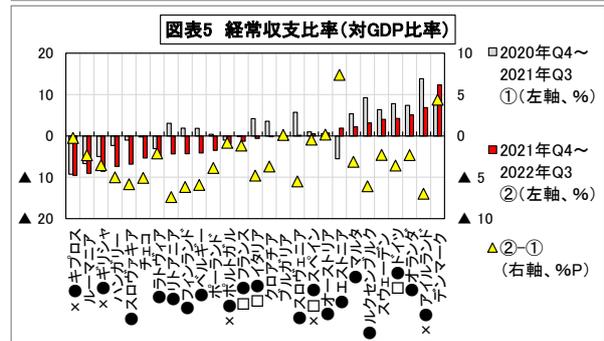
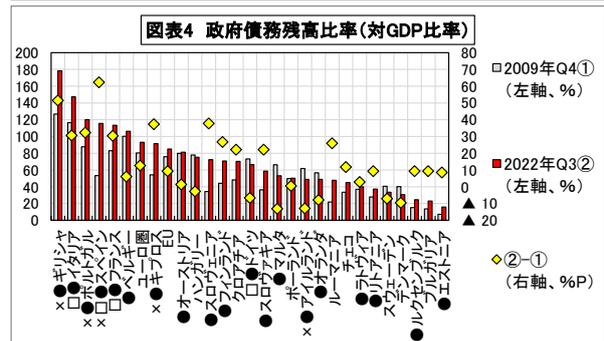
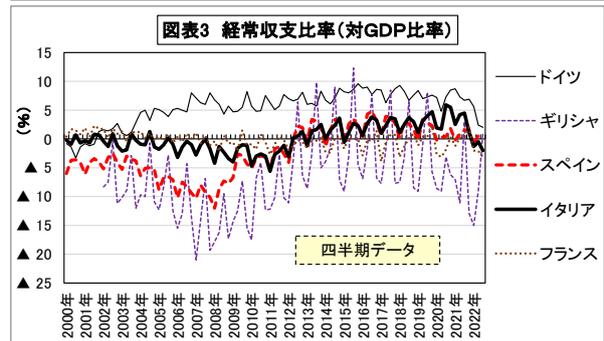
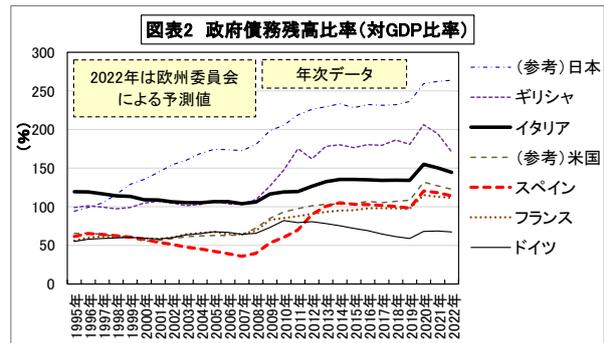
## 財政危機時と現在の類似点

ユーロ圏の財政危機は、09年10月の政権交代を機にギリシャで発覚した財政粉飾を発端として始まった。南欧を中心に支援要請が連鎖していったが、統一通貨の制約の下で厳しい改革を迫られた被支援国では、ユーロ圏離脱も現実味を帯びることになった<sup>(注1)</sup>。さらにイタリア等の経済規模の大きい国々への危機の波及や銀行の財務悪化を通じた広範囲にわたる問題拡大の懸念が強まり、12年にかけて金融市場の混乱は深まった。これに対し、ドラギ総裁(当時)が12年7月に「ECBはユーロを守るためには何でもやる用意がある」と表明し、その後9月にはECBが無制限の国債買い取り策であるOMTの導入を決定したことが転機となり、ようやく市場は鎮静化に向けて動き始めた<sup>(注2)</sup>。

この際、ユーロ圏では財政危機に先立ち世界金融危機により政府債務が増加していたが、同時に特に南欧諸国では、ユーロの導入を通じて下方に収斂した金利水準の下で内需が刺激され、経常収支の悪化も進行していた(図表2、3)<sup>(注3)</sup>。こうした中で高債務かつ経常収支赤字の国々からの急速な資金流出が生じ、これが市場波乱を増幅させる結果に繋がった<sup>(注4)</sup>。

翻ってユーロ圏の現状を点検すれば、コロナ危機に加え生活費危機やエネルギー危機への対応により政府財政は悪化し、債務残高比率が財政危機時を上回る国も少なくはない(図表2、4)。また合わせて、輸入に依存する天然ガスなどの価格上昇が要因となり、経常収支の黒字幅の縮小や赤字化が広範に現れている(図表3、5)。

ECBは昨年7月、一部の国の国債利回りの上昇で市場が分断化され政策効果の浸透が阻害される事態を防止することを目



(資料) 図表2は欧州委員会の、図表3~5はEurostatの、各データから農中総研作成

(注) 図表4、5で、「Q」は四半期を示す。また、●はユーロ圏加盟国を、□はうち4大国を、×は財政危機時に金融支援を受けた国を示す。

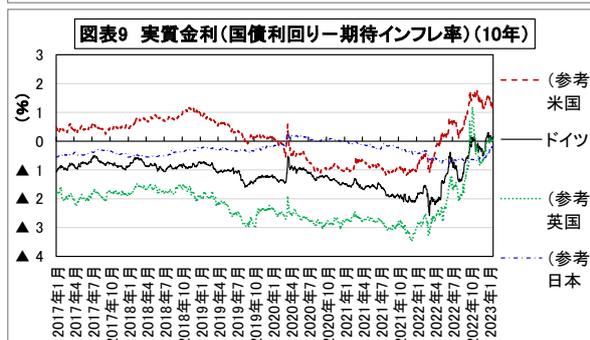
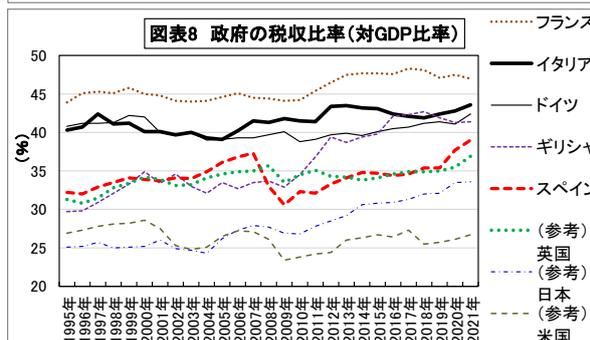
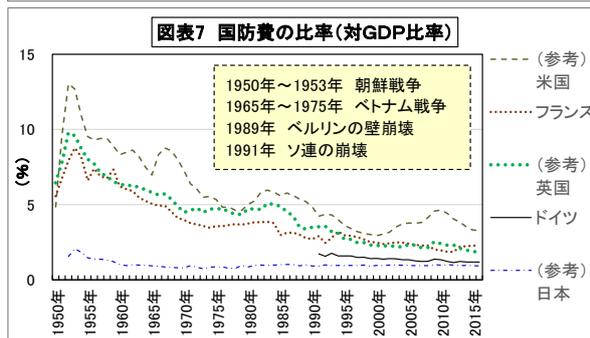
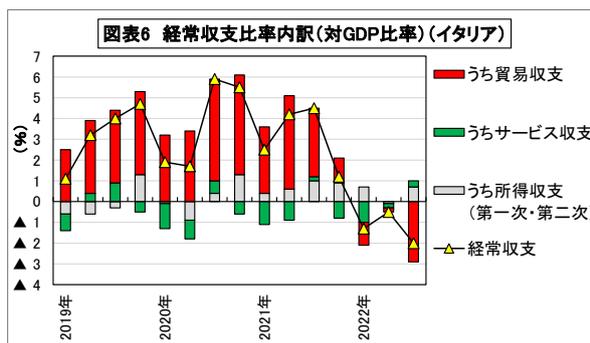
的に、新たな債券買い入れ策(TPI)の導入を決定した<sup>(注5)</sup>。これらの対応もあり金融市場は比較的冷静に推移しているが、潜在的には経済情勢の不均衡が徐々に蓄積されてきていることになる。

## 厳しい環境の継続と金融政策の影響

このように現在のユーロ圏には財政危機時と類似の状況が生じているが、今後についても政府財政や経常収支を巡る環境は厳しく早期の好転は見込み難い。

まず経常収支については、イタリアを例に財貨の貿易が赤字化の主要因であることが確認できる（図表 6）。確かに足元では天然ガスの価格には落ち着きが現れているが、ガス備蓄の順調な進捗には暖冬が寄与したところが大きく、また 8 月まではノルドストリームによるロシアからのガス供給が維持されていた 22 年に対し 23 年には必要量の確保が一層困難になるものとみられている。このため、特に安定的な供給確保のためのインフラ整備に必要な先行き 3 年から 5 年の間は、ガス価格の反転上昇の可能性が小さくはない。そしてこの間は家計や企業への支援が継続し、政府財政に負担がかかり続けることが見込まれる（注 6）。しかも、これまで各国が享受してきた国防費の漸減などの「平和の配当」は反転が避けられず、この他に気候変動対策関連の政府支出増なども加わり、今後は歳出圧力が一層高まることが予想される（図表 7）。これらの財源確保に当たっては、多くの国では増税余地が限られることから国債の増発が必至となり、政府財政の悪化が進行する可能性が大きいものと考えられる（図表 8）。

これに対し、供給面の制約を主な要因とするインフレの下では金融引き締め効果は限られスタグフレーションに陥るリスクを抱えるものの、ECB はインフレ期待の繋ぎ止めのために引き締め策を堅持せざるを得ない。この結果、供給制約が継続する当面の間は政策金利が高い水準に留まる可能性が大きく、高止まる名目金



（資料）図表 6 は Eurostat の、図表 7 は Our World in Data の、図表 8 は欧州委員会の、図表 9 は Bloomberg の、各データから農中総研作成

利や実質金利が国債費の増加や税収の減少をもたらすことが予想される（図表 9）。

このようにユーロ圏では高い政府債務残高と経常収支赤字が併存する下で、ECB の引き締め策が債務を巡るリスクの蓄積を一層押し進める可能性が強まっている。

## おわりに

こうしてユーロ圏では、政府財政や経常収支を巡る厳しい環境が継続する中で、ECBの引き締め策が債務問題を炙り出しつつある。しかし危機対策の整備もあり、これは直ちに財政危機の再来リスクの高まりを意味するものではない。むしろ、今後のユーロ圏経済の推移を考察する上で、次の点が重要ではないかと考えられる。

その第一は、財政余力に左右された経済格差の拡大である。例えばドイツは、昨年9月にエネルギー危機対策として2,000億ユーロ規模の支援策を発表した。これは既存分と合わせてGDPの8%に上る、突出した規模の支援策であったため、欧州連合(EU)内では摩擦が生じた。公平な競争条件確保の原則に抵触すると反発のほかドイツ国内のエネルギー需要が刺激されEU内では価格上昇を招く恐れや、物価上昇率の格差拡大でECBの政策の難易度が増すなどの懸念である。しかし結

局は、財政余力の潤沢なドイツが、それによる恩恵を享受する結果となっている。

第二は、仮に市場波乱が強まった場合には、債務の共有化が進む可能性である。既にEUは20年7月に創設を決めたコロナ危機からの復興基金の財源調達のため、EU復興債により共同で資金調達を行った実績がある。また現在、本年内の法制化を目指し、財政ルールである「安定成長協定」の柔軟化へ向けた検討も進めている<sup>(注7)</sup>。このため今後の緊急時においても臨機応変の姿勢で対応が検討されることとなり、採られる対策はEUの財政統合に向けた新たな一歩となる可能性が考えられる。

以上のようにユーロ圏は引き締め策の長期化でスタグフレーション入りや債務問題の顕在化のリスクに直面しているが、今後は財政余力により経済格差が拡大するとともに、財政危機の再来ではなく財政統合の深化に向けて進む可能性がより大きいものと考えられる。(23.1.25現在)

(注1) 自国の経済情勢に見合った通貨の減価が期待できない統一通貨の下では、被支援国は社会保障の縮小などによる財政改革や、労働コストの削減などを通じた供給面の競争力強化を図る経済の構造改革の取り組みが強く求められた。これらの危機対策は、失業率の上昇や所得格差の拡大により内需を抑制する結果をもたらした。これは経常収支の改善に繋がる一方で、国民の負担を高め長引く景気低迷の要因ともなり、改革で疲弊した被支援国のユーロ圏からの離脱が現実味を帯びることになった。

(注2) OMTはOutright Monetary Transactionsの略。その発動は、当該国が欧州安定メカニズム(ESM)による支援を受け、その下で財政健全化や経済の構造改革などの支援条件を遵守していることが条件となる。なお、OMTはこれまでに発動された実績はない。また、こうした危機対策の整備のほか、機を見ての財政改革のスピード調整や、原油価格下落の追い風などが市場の安定の回復に寄与することになった。

(注3) ユーロの導入は99年1月1日であり、02年1月1日に実際に通貨の発行・流通が開始された。財政危機時の被支援国であるスペインやアイルランド、ポルトガルは99年1月、ギリシャは01年1月、キプロスは08年1月に、それぞれユーロ圏に加盟した。

(注4) 経常収支は「貿易収支+サービス収支+所得

収支(第一次、第二次)」として定義されるが、国内景気の過熱時や輸入物価の上昇時などには輸入の拡大により赤字に転じやすい。この場合には、「輸出-輸入=生産-消費-投資」の関係から、国内でネット貯蓄がマイナスであり海外からの資金導入が必要となることを意味している。海外からの資金はしばしばより高い利回りを要求し、また逃げ足が速く不安定でもあるため、経常収支が赤字である状態は金融市場の波乱を増幅する結果を招きやすいことになる。

(注5) TPIはTransmission Protection Instrumentの略。その発動は、当該国が健全な経済や財政の状態を維持していることを前提として、投機的な動きなどにより国債利回りが上昇した場合に限定されている。

(注6) Bruegelのデータでは、家計や企業に対するエネルギー危機への支援策として、EU加盟国では21年9月~22年11月の間にGDP対比で2~5%に上る規模の支援を行っている(ただし7%台のドイツもあれば、0.5%程度のスウェーデンもある)。次による。

・ Bruegel (20 Nov. 2022) “National fiscal policy responses to the energy crisis”

(注7) 欧州委員会は22年11月、「安定成長協定」の改革案を示した。対GDP比率で60%や▲3%の債務残高や財政収支の基準は維持しつつ、財政改革への取り組みの柔軟性を増すなどの内容となっている。

## 日本の財政⑬：2023年度一般会計予算案

南 武志

2022年7月の参議院議員選挙で連立与党が大勝を取めたことから、岸田首相はいわゆる「黄金の3年」を獲得した。こうしたなか、「新しい資本主義」の実現に資する経済政策運営が想定される半面、資源高や円安進行によって食料、エネルギーなど国民生活に身近な財・サービスの価格が高騰、多くの家計が厳しい状況に置かれたことから、手始めに物価高対策やコロナ禍からの経済再生といった喫緊の課題に取り組むこととなった。

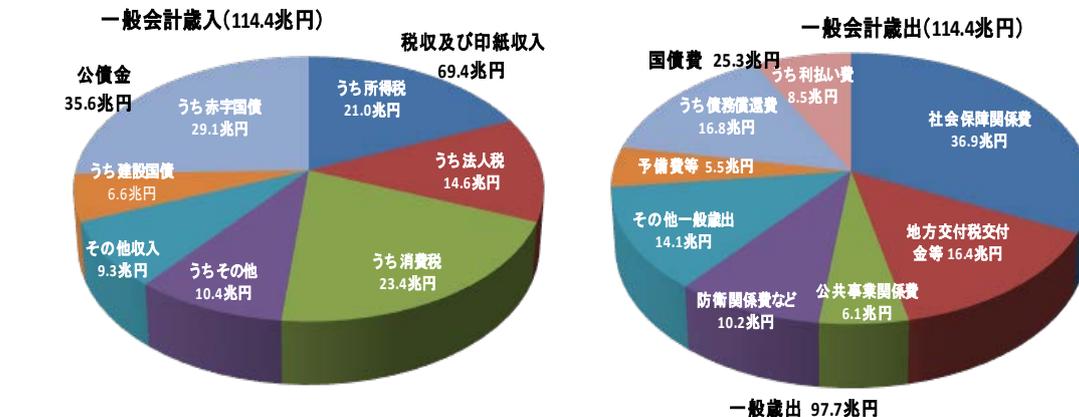
10月28日には財政支出ベースで39.0兆円（事業規模で71.6兆円）に上る「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」を閣議決定した。①物価高騰・賃上げへの取組（財政支出：12.2兆円）、②円安を活かした地域の「稼ぐ力」の回復・強化（同：4.8兆円）、③「新しい資本主義」の加速（同：6.7兆円）、④防災・減災、国土強靱化の推進、外交・安全保障環境の変化への対応など、国民の安全・安心の確保（同：10.6兆円）、⑤今後への備え（同：4.7兆円）、が大きな柱となってい

る。内閣府は、この経済対策によって実質GDPを4.6%程度押し上げるとともに、23年1～9月にかけての消費者物価上昇率（前年比）を1.2ポイント程度抑制する効果があるとの試算を示している。

### 22年度第2次補正予算

この追加経済対策の財政支出（前掲39.0兆円）のうち国費は35.6兆円であったが、11月8日に閣議決定された第2次補正予算案（一般会計）には29.1兆円が計上された。この第2次補正予算は12月2日に成立したが、上述の経済対策関係経費のほか、国債整理基金特別会計への繰入（0.7兆円）、その他経費（0.2兆円）、既定経費の削減（▲1.1兆円）が歳出に計上された。一方、歳入面では前年度剰余金を2.3兆円受け入れたほか、税收、税外収入をいずれも上方修正（それぞれ3.1兆円、0.7兆円）、さらに公債金を大幅に積み増した（22.9兆円）。その結果、22年度の新規国債発行額は62.5兆円（当初予算ベースでは36.9兆円）へ膨らむことと

図表1 2023年度一般会計予算案



(資料)財務省

なった。21年度補正後ベース(65.7兆円)からは減少するものの、高水準であることに変わりはない。

## 23年度一般会計予算案

また、12月23日には23年度一般会計予算案が閣議決定された。今回の目玉は防衛費の大幅増であった。近年、中国の軍事的脅威が高まる中、ロシアによるウクライナ軍事侵攻が契機となり、岸田首相は半ば国際公約となっていた防衛費の倍増方針を推し進め、23年度から5年間の防衛費を総額43兆円としたことが背景にある。その結果、110.0兆円だった概算要求・要望額からさらに膨らみ、総額114兆3,812億円と過去最大規模となった。22年度当初予算からは6兆7,848億円の増額である。

歳入面をみると、前述した経済対策を実施すること等によって、23年度の名目成長率を2.1%（実質成長率は1.5%）と見込んだことにより、税収を69兆4,400億円（22年度2次補正比で1兆880億円増）と見積もっている。なお、実質成長率に関しては、ESPフォーキャスト調査（23年1月、23年度の実質1.06%）よりは高いが、日本銀行の展望レポート（実質1.7%）よりはやや低めである。

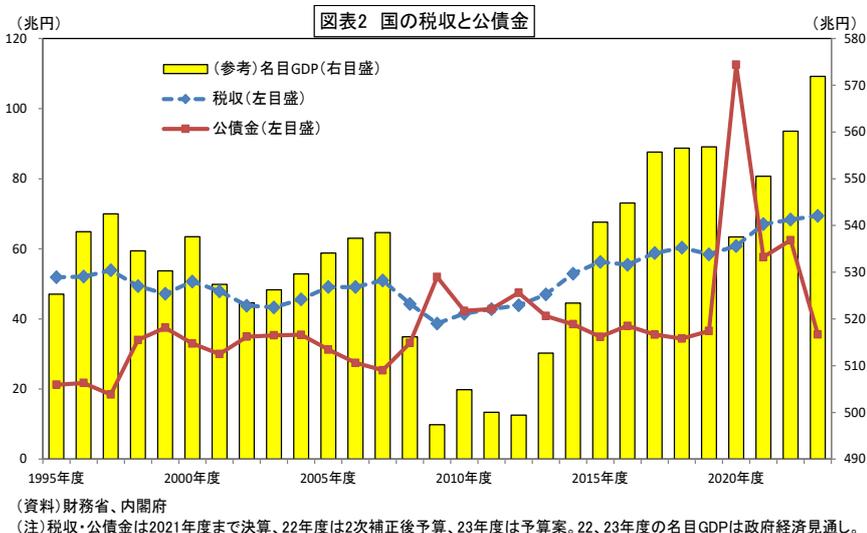
一方、公債金（新規国債発行額）は35兆6,230億円（うち、建設国債：6兆5,580億円、赤字国債：29兆650億円）で、22年度当初比では1兆3,030億

円の減額（同補正後比では26兆8,559億円減）、公債依存度は31.1%へ低下することになる。

また、歳出面（以下、通常分で記述）については、国債費を残高累増による定率繰入れや利払い費の増加などで25兆2,503億円と22年度当初比9,111億円の増額としたほか、地方交付税交付金等も16兆3,992億円と同5,166億円の増額とした。一般歳出は72兆7,317億円で同5兆3,571億円の増額となった。

一般歳出の過半を占める社会保障関係費は36兆8,889億円と、22年度当初比で6,154億円の増額だった。財務省は概算要求の段階で、高齢化などによる自然増を5,600億円程度と想定していたが、3年ぶりに年金のマクロ経済スライドを発動することで2,200億円程度の増額が必要となったが、薬価引下げ、後期高齢者医療の患者負担割合見直し、雇用調整助成金等の特例見直しなどで1,500億円を削減したと説明されている。

焦点の防衛費については、10兆1,686億円（うち防衛力強化資金（仮称）繰入れとして3兆3,806億円）と、22年度当初比で4兆7,999億円と、予算増額分の大



宗を占めることとなった。なお、繰入れ分を除くベースでは6兆7,880億円と、同じく1兆4,192億円の増額である。

その他、文教及び科学振興費(5兆4,158億円)、公共事業関係費(6兆600億円)、経済協力費(5,114億円)は増額された半面、中小企業対策費(1,704億円)、食料安定供給関係費(1兆2,654億円)、エネルギー対策費(8,540億円)、恩給関係費(970億円)は減額された。なお、新型コロナウイルス感染症および原油価格・物価高騰対策予備費として4兆円、ウクライナ情勢経済緊急対応予備費として1兆円をそれぞれ計上した。

## 国債発行計画

上述の通り、23年度の新規国債発行額は36.9兆円であるが、これに復興債(0.1兆円)、財投債(12.0兆円)、借換債(157.6兆円)、GX経済移行債(仮称、5.0兆円)を合わせ、全体で205.8兆円の国債発行が予定されている。ここから個人向け販売分(3.5兆円)、日銀乗換分(2.0兆円)、第Ⅱ非価格競争入札等(7.0兆円)、年度間調整分(3.0兆円)を除いたカレンダーベースの市中発行額は190.3兆円と、22

年度2次補正後(203.1兆円)から減額される予定である。

なお、年限毎の発行額については、通常の利付債については2年債が1,000億円増額された22年度第2次補正後を同じベースでの発行となるが、10年物価連動債(四半期毎の発行)は500億円増となる半面、割引短期国債については1年物が据え置き(月3.5兆円)、6か月物が全体で8.7兆円へ減額される。流動性供給入札は据え置きである。

ちなみに、フローベースの平均償還年限は8年1か月へ、ストックベースでも9年6か月へと、22年度2次補正後ベース(それぞれ7年7か月、9年2か月)から、ともに若干延長される見通しである。

## なかなか進まない財政健全化

「経済財政運営と改革の基本方針(骨太方針)2022」によれば、岸田内閣の財政運営方針は「経済あつての財政」であり、「経済をしっかりと立て直す」、そして「財政健全化」に向けて取り組む、とのことである。これまでの財政健全化目標に取り組む方針は明記されたが、①国・地方を合わせたプライマリーバランス(PB)を25

図表3 国債発行計画の推移

	2023年度	2022年度		21年度		20年度		19年度	
	当初案	第2次補正後	当初	補正後	当初	第3次補正後	当初	補正後	当初
<b>国債発行額</b>	<b>2,057,803</b>	<b>2,274,662</b>	<b>2,150,380</b>	<b>2,243,583</b>	<b>2,360,082</b>	<b>2,630,655</b>	<b>1,534,621</b>	<b>1,546,596</b>	<b>1,487,293</b>
<b>新規財源債</b>	<b>356,230</b>	<b>624,789</b>	<b>369,260</b>	<b>656,550</b>	<b>435,970</b>	<b>1,125,539</b>	<b>325,562</b>	<b>370,819</b>	<b>326,605</b>
建設国債	65,580	87,270	62,510	91,680	63,410	225,960	71,100	91,437	69,520
赤字国債	290,650	537,519	306,750	564,870	372,560	899,579	254,462	279,382	257,085
GX経済移行債(仮称)	5,061								
復興債	998		1,716	400	2,183	7,824	9,241	9,042	9,284
借換債	<b>1,575,513</b>	<b>1,484,872</b>	<b>1,529,404</b>	<b>1,436,633</b>	<b>1,471,929</b>	<b>1,090,292</b>	<b>1,079,818</b>	<b>1,043,235</b>	<b>1,031,404</b>
財投債	<b>120,000</b>	<b>165,000</b>	<b>250,000</b>	<b>150,000</b>	<b>450,000</b>	<b>407,000</b>	<b>120,000</b>	<b>125,500</b>	<b>120,000</b>
<b>市中分・個人向け国債合計</b>	<b>2,037,803</b>	<b>2,252,662</b>	<b>2,128,380</b>	<b>2,221,583</b>	<b>2,338,082</b>	<b>2,608,655</b>	<b>1,512,621</b>	<b>1,526,596</b>	<b>1,465,293</b>
<b>市中発行分</b>	<b>2,002,803</b>	<b>2,216,462</b>	<b>2,099,380</b>	<b>2,193,178</b>	<b>2,297,082</b>	<b>2,576,655</b>	<b>1,464,621</b>	<b>1,478,596</b>	<b>1,418,293</b>
年度間調整分	30,173	106,989	30,410	859	782	376,275	96,737	90,253	38,653
カレンダーベース市中発行額	<b>1,903,000</b>	<b>2,031,000</b>	<b>1,986,000</b>	<b>2,122,000</b>	<b>2,214,000</b>	<b>2,123,000</b>	<b>1,288,000</b>	<b>1,294,000</b>	<b>1,294,000</b>
第Ⅱ非価格競争入札	<b>69,630</b>	<b>78,473</b>	<b>82,970</b>	<b>70,319</b>	<b>82,300</b>	<b>77,380</b>	<b>79,884</b>	<b>94,343</b>	<b>85,640</b>
個人向け販売分	<b>35,000</b>	<b>36,200</b>	<b>29,000</b>	<b>28,405</b>	<b>41,000</b>	<b>32,000</b>	<b>48,000</b>	<b>48,000</b>	<b>47,000</b>
<b>公的部門(日銀乗換)</b>	<b>20,000</b>	<b>22,000</b>							

(資料)財務省 (注)単位は億円、四捨五入による誤差がある。

年度までに黒字化する、②債務残高の対GDP比を安定的に引き下げる、といった、いわゆる数値目標は明記されなかった。

なお、23年度予算案での基礎的財政収支(PB)は▲10.8兆円が見込まれており、22年度当初予算(▲13.0兆円)から改善することが見込まれている。一方、債務の状況としては、23年度末の普通国債残高は1,068兆円(22年度末見込み:1,043兆円)、国・地方の長期債務残高は1,279兆円(同:1,255億円)へ、いずれも膨張する見込みである。なお、GDP比率はほぼ横ばい(それぞれ186%→187%、224%→224%)を想定しており、高止まり状態が続くことが想定されている。

一方、内閣府が1月24日に開催された経済財政諮問会議に提出した「中長期の経済財政に関する試算(2023年1月)」によれば、①デフレ脱却・経済再生が実現するような「成長実現ケース」において、歳出自然体の姿では25年度のPBは▲1.5兆円(名目GDP比:▲0.2%)と赤字が残るが、26年度には2.5兆円と黒字化する、②ただし、これまでと同様の歳出効率化努力を継続した場合、25年度のPB黒字化が視野に入る、としている。

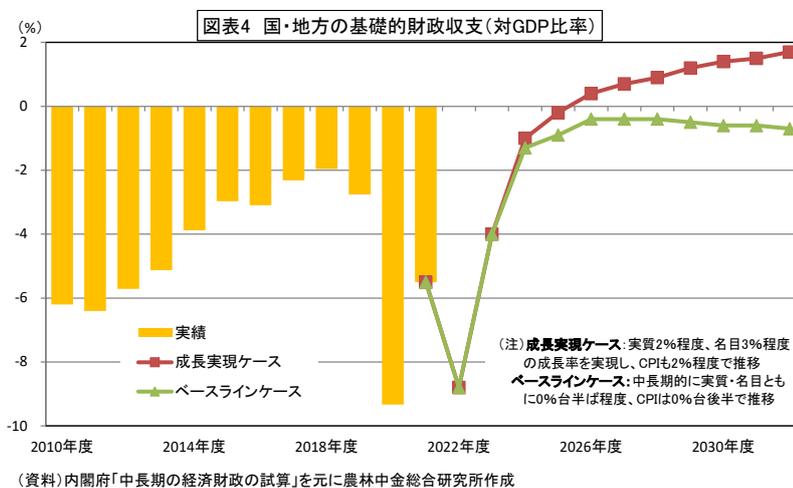
とはいえ、「成長実現ケース」では実質2%程度、名目3%程度の成長率であり、全要素生産性(TFP)上昇率は足元の0.5%程度から1.4%まで上昇すること等を前提とするなど、極めて楽観的である。より保守的な前提(TFP成長率は0.6%程度、実質・名目とも0%台半ば程度)による

「ベースラインケース」では、25年度のPB赤字は▲5.1兆円(名目GDP比:▲0.9%)で、その後も赤字が残る、としている。

### 浮上する「60年償還ルール」の見直し

さて、23年度予算案の最大の注目点は、27年度にはGDP比2%程度まで増額する方針の防衛費の財源問題であったが、政府は決算剰余金や税外収入の活用、一段の歳出改革に取り組んだうえで、なお不足する1兆円強について法人税、所得税、たばこ税の増税で賄う意向を示している。しかし、与党内でも増税案への反対論が根強く、具体的なスケジュールなどは決まっていない状況である。

こうした中、国債の「60年償還ルール」を見直すことで国債整理基金特別会計への定率繰り入れ(債務償還費)を減額し、それを防衛費に充てようという案も浮上している。仮に、「80年償還ルール」に変更した場合、一般会計予算に計上される債務償還費は4分の1ほど減額されることになる。もちろん、ルール見直しによって新たな財源が生まれるわけではなく、債務償還費が減額される分だけ、借換債の増発圧力が高まる点にも留意が必要である。



# 高騰するシンガポールの住宅賃料

農林中央金庫 シンガポール支店長 原 勇一郎

シンガポールの国民の多くは公団住宅（HDB）に居住し、富裕層が一戸建て、外国人駐在員はコンドミニアムと言われる高層アパートに住むのが一般的である。シンガポール都市再開発庁（URA）によると、このコンドミニアム賃料は2022年11月時点で前年対比約34%の上昇となっており、未だ沈静化していない。

需給が完全に崩れて家主有利の市場になっている。背景としては、新規コンドミニアムの供給がコロナ禍において移民労働者の不足などで大幅に遅延していることが大きい。供給が限られた中で需要は旺盛である。コロナ禍からの経済活動の回復ということもあるが、香港や中国本土から厳格なゼロコロナ政策や政治的な不透明性を見越して移住する人が多いという。また、香港からシンガポールに駐在員をシフトさせる欧米系企業やロシアからの富裕層移住の動きもあると聞く。米国だけでなく、シンガポールでも住宅ローン金利は上昇しているが、これら外国人は借入に頼らず現金で購入するため引き締め効果は限定的である。また、インフレ対策としての不動産投資の側面もあるだろう。

駐在員は着任すると一時滞在用のアパートに2-3週間滞在し、着任後の引継などの合間を縫ってコンドミニアムを何件か内覧し、手付金を支払い、賃貸契約を結ぶという流れである。ところが、需給が逼迫した最近では、空いている物件が少なく、内覧できる数も限られる。家主側は強気であり、内覧時に決めないと次の内覧者にとられる。午前中に内覧した物件が、午後には家賃が更に上がっていたという話は多い。初めての赴任であればよほど事前に調査をしていない限り、限られた選択肢から短時間で住居選定を行うしかない。

居住中のコンドミニアムの契約更新も頭痛の種である。完全に家主有利であり、20-30%の家賃引き上げならまだ良いが、70%以上の賃料引き上げを提示され、転居を余儀なくされた駐在員は少なくない。皆、自分の賃借契約の更改時期には戦々恐々とする状況である。日系企業も対応は区々であり、家賃の増加部分を止む無く補助することもあれば、家賃の低い物件に転居させる、あるいは住宅費補助で賄えない部分を駐在員に自己負担させる例もあるという。かつては、シンガポールの中心街に近いOrchard/River Valley地区は日本人駐在員も多い地区であった。しかしながら、この地区の4人家族に適した3ベッドルームのコンドミニアム賃料は中心価格帯が既に15,000ドル(150万円)に達したと言われ、日本人駐在員にはとても手が届かない水準になりつつある。この地区に通学エリアを設定している日本人小学校の生徒数も減少に転じたようだ。日本人の「購買力」低下は賃貸市場においても顕著である。

不動産関係者によれば、上昇はほぼ2年間継続しており、沈静化は遅延していた新規コンドミニアムの供給が見込まれる2023年末から2024年前半とされている。不動産会社Savillsのコメントでは、賃料は下落したとしても僅かであり、金利上昇があったとしても2-3%の上昇幅であれば買い手の意欲を大きく削ぐものではないとしている。駐在員の苦悩はまだ続きそうである。

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

## 金融市場

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

2023年2月号 第34巻 第2号・通巻387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)