ISSN 1345-0018

金融市場

情勢判断

国内経済金融

植田次期日銀総裁に託される金融政策正常化

～23年度半ばにかけて国内景気は低調な展開が継続～ … 1

米国経済金融

賃金上昇率の鈍化が継続

～政策金利は4.50～4.75％へ引き上げ～ …11

中国経済金融

緩やかな回復に向かう中国経済

～3月に開催される全人代に注目～ …18

分析レポート

「コア」が高止まりさせるユーロ圏の消費者物価上昇率

～ECBの金融引き締めは長期化し政策判断は困難なものに～…25

経済見通し

2022～24年度経済見通し ……29

今月の焦点

脱炭素化を促すための中央銀行の金融政策ツール

～炭素排出削減サポートツールをめぐる動向～…47

2023.3

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

経済金融に関する情報発信見直しのお知らせ

いつも経済金融レポートをご愛読いただきまして、ありがとうございます。これまで毎月みなさまにお届けしておりました「金融市場」は、本号をもちまして発行をとりやめさせていただきます。今後は、「経済金融ウオッチ」「経済金融フォーカス」「経済金融フラッシュ」として、よりスピーディに、またより質の高い情報発信をめざしてまいります。引き続き、ご愛読いただきますよう、よろしくお願い申しあげます。

なお、「経済見通し」「今月の経済金融情勢」につきましては、従来どおりの発行を予定しております。

新たな刊行物の内容は、

① 経済金融ウオッチ…マクロ経済環境の情勢についての判断や金融市場の現状と見通しに関する定期的なレポート

② 経済金融フォーカス…特定のテーマやトピックに関して深く掘り下げたレポート

③ 経済金融フラッシュ…注目されているイベントや経済指標についてのコンパクトな速報解説

となります。

どうぞよろしくお願いいたします。

農林中金総合研究所　調査第二部

情勢判断

国内経済金融

植田次期日銀総裁に託される金融政策正常化

～23 年度半ばにかけて国内景気は低調な展開が継続～

南　武志

要旨

欧米の主要中銀がインフレ沈静化に向けて金融引き締めを本格化させたことにより、23 年の世界経済は減速傾向が一段と強まるとみられ、日本の輸出・生産は伸び悩むと予想される。また、物価高によって家計の消費行動が抑制され、民間設備投資も弱含みが続くだろう。国内景気は 23 年を通じて低調な展開が続くと予想される。その後、24 年になれば米国の利下げ転換や物価高の影響が弱まり、国内景気は再び持ち直すとみられる。

消費者物価は足元 4%台まで上昇したが、輸入インフレ圧力の緩和や政府の物価高対策の実施によって先行き鈍化に転じると予想する。4 月には植田日銀が発足する予定だが、内外景気情勢の厳しさや年末までに物価が 2%割れとなることが想定されることもあり、実質的に金融引き締めとなる政策正常化への着手はしばらく見送られるだろう。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2023年 2月（実績）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	-0.008	-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	(%)	1.300	1.00～1.40	1.00～1.40	1.00～1.45	1.05～1.50
	10年債	(%)	0.500	0.25～0.55	0.25～0.55	0.30～0.55	0.30～0.60
	5年債	(%)	0.240	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/ﾄﾞﾙ)	134.7	125～145	120～140	120～140	115～140
	対ユーロ	(円/ユーロ)	143.5	135～155	135～155	135～155	130～150
日経平均株価		(円)	27,104	27,000±3,000	26,000±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2023年2月22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。

終わりが見えないロシア・ウクライナ戦争

ロシアによるウクライナ軍事侵攻から１年が経過したが、停戦に向かう兆しは見えず、泥沼化する様相を見せている。国連安全保障理事会の常任理事国であるロシアは、世界の平和と安全を維持するために主導的な役割を負うべき立場であるが、圧倒的な軍事力で隣国を侵略し、それを正当化しようとする態度は自由と民主主義を標榜する西側諸国から猛反発を浴びた。

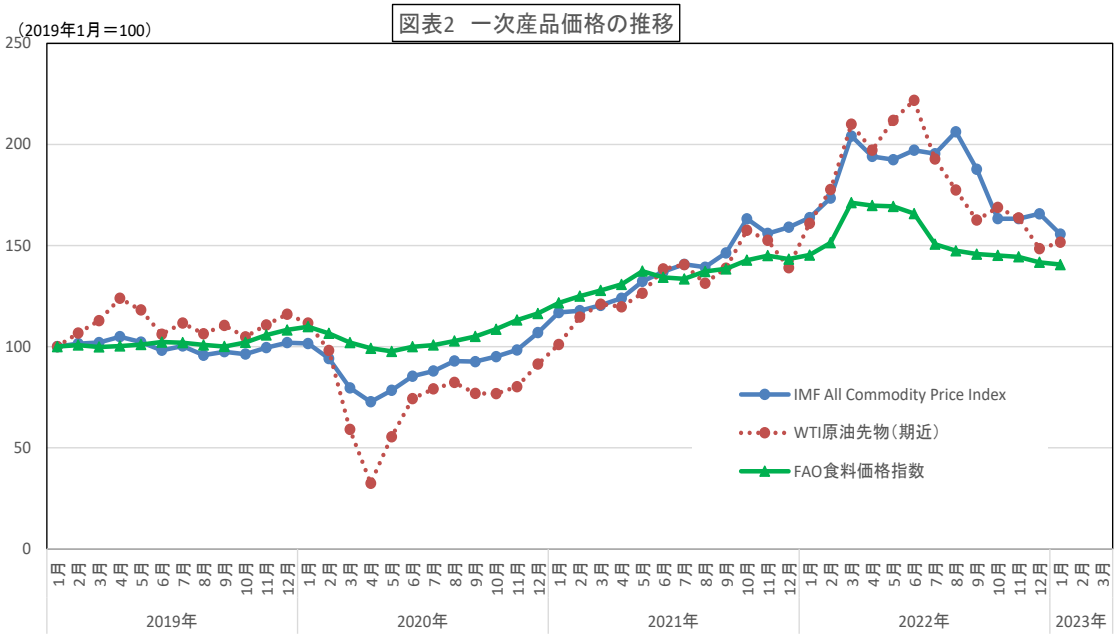
欧米や日本などはウクライナへの支援ならびにロシアとその協力国ベラルーシに対する経済・金融制裁を続けてきたが、中国やインドでは割安となったロシア産原油を大量輸入しているほか、多くの新興国でロシアとの一定の関係を維持するなど、世界が結束してロシアの侵略行為を糾弾し、一刻も早い停

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/

戦を促すような構図にはなっていない。

また、懸念された今冬のエネルギー危機については、欧州地域が暖冬だったことで回避できたが、戦争終結や制裁解除などがされない限り、来冬も同様のリスクに直面するのは必至である。直近の一次産品価格は落ち着いた動きとなっているが、先行きは不透明であり、予断を許さぬ状況が続いている。

図表2　一次産品価格の推移



（資料）IMF、FAO、NYMEX

次期日銀総裁は植田和男・元審議委員に

2月14日、政府は日本銀行の次期総裁として植田和男・元日銀審議委員（東京大学名誉教授）を、次期副総裁として氷見野良三・前金融庁長官、内田真一・現日銀理事を起用するとの人事案を国会に提示した。衆院は24日、参院は27日に所信聴取と質疑を実施する予定であり、衆参両院の同意を得たうえで内閣が任命する運びとなる。なお、黒田総裁の任期は4月8日までである。

早急に政策正常化を進める可能性は大きくないと予想

植田氏は新日銀法施行直後の1998年から2005年にかけて日銀審議委員を務めたが、日本発の金融危機の発生やITバブル崩壊と重なるなど、厳しい経済・金融情勢の下で政策運営に携わってきた。日銀が短期金利の操作によって物価やマクロ経済の安定を促すといった伝統的な政策運営から、国債の大量購入やゼロ金利政策、量的緩和政策など未踏の領域に踏み出していく際の政策決定に立ち会った貴重な経験をしており、総裁候補としての経歴に不足はない。ちなみに、00年8月11日に開催された金融政策決定会合で、植田氏はゼロ金利政策解除に反対

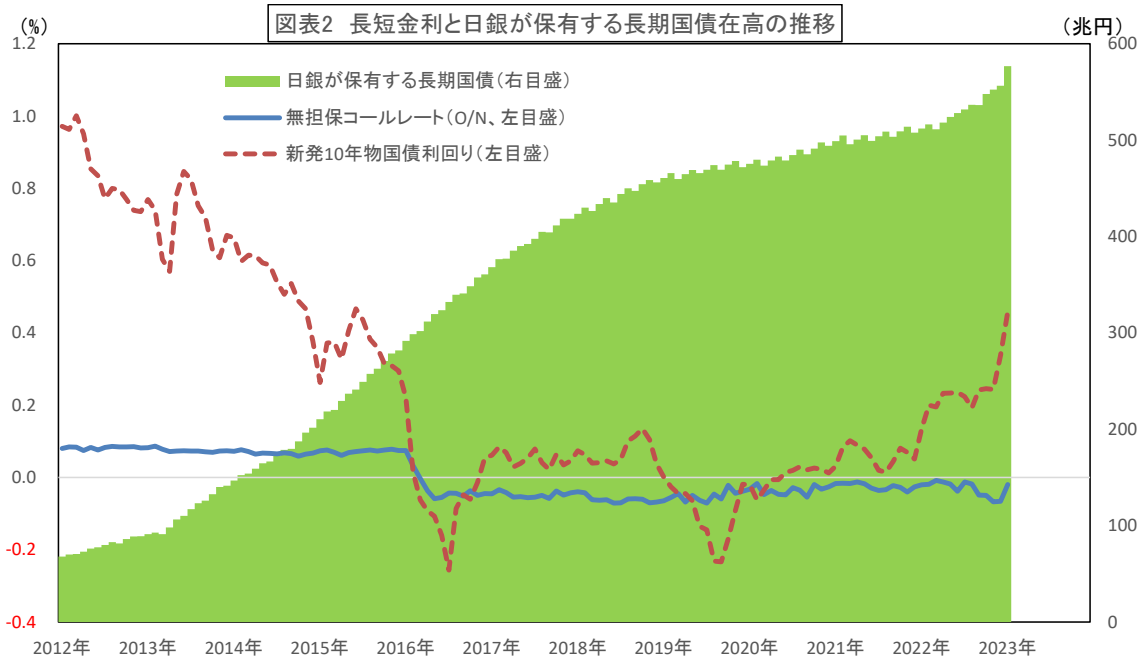
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp/

票を投じている。

さて、岸田首相からのオーダーは、現行の大規模緩和政策について弊害が目立ち始めたことから、経済再生やデフレ脱却を阻害しないように金融政策の正常化への道筋をつけて欲しいといったようなものと推察される。とはいえ、その道筋は容易ではないだろう。1月の展望レポートによれば、24年度にかけて全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は安定的・持続的な2%の上昇は達成できないとの見通しが示されており、「金融引き締め」とほぼ同義の政策正常化を早期に着手できる環境にはない。

まずは、これまでの大規模緩和策の再検証を行い、かつ「2%の物価上昇」の取り扱いをどうすべきかを検討することになるだろう。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、いずれにしても早期の政策修正の可能性は大きくないと思われる。

図表2　長短金利と日銀が保有する長期国債在高の推移



（注）日本銀行、日経NEED-FQ

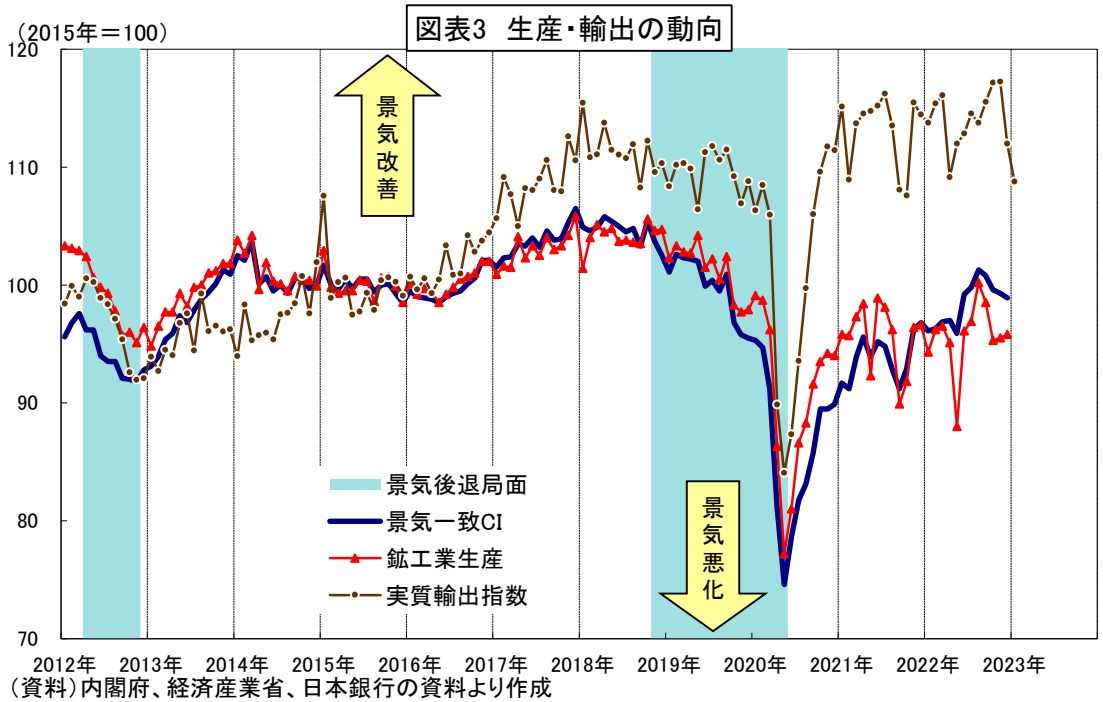
10～12 月期は小幅のプラス成長にとどまった

以下、足元の国内経済情勢を確認したい。10～12月期のGDP第1次速報によれば、インバウンド需要の回復やサービス消費の持ち直しもあり、実質GDP成長率は前期比年率0.6%と2期ぶりのプラスとなった。とはいえ、マイナス成長だった7～9月期（前期比年率▲1.0%へ上方修正）からの反動増は限定的で、事前予想を下振れた。成長率が鈍かった要因としては、民間在

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

庫変動が大幅なマイナス寄与度（前期比成長率（0.2%）に対して▲0.5 ポイント）となったことが大きいが、消費マインドの悪化で消費全体の勢いが削がれた（前期比 0.5%）ほか、民間企業設備投資が同▲0.5%と 3 期ぶりの減少となるなど、そもそも民間最終需要が鈍化傾向にある（4～6 月期：前期比 1.5%→7～9 月期：同 0.3%→10～12 月期：同 0.2%）ことも見逃せない。

図表3　生産・輸出の動向



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

足元の景気は足踏み

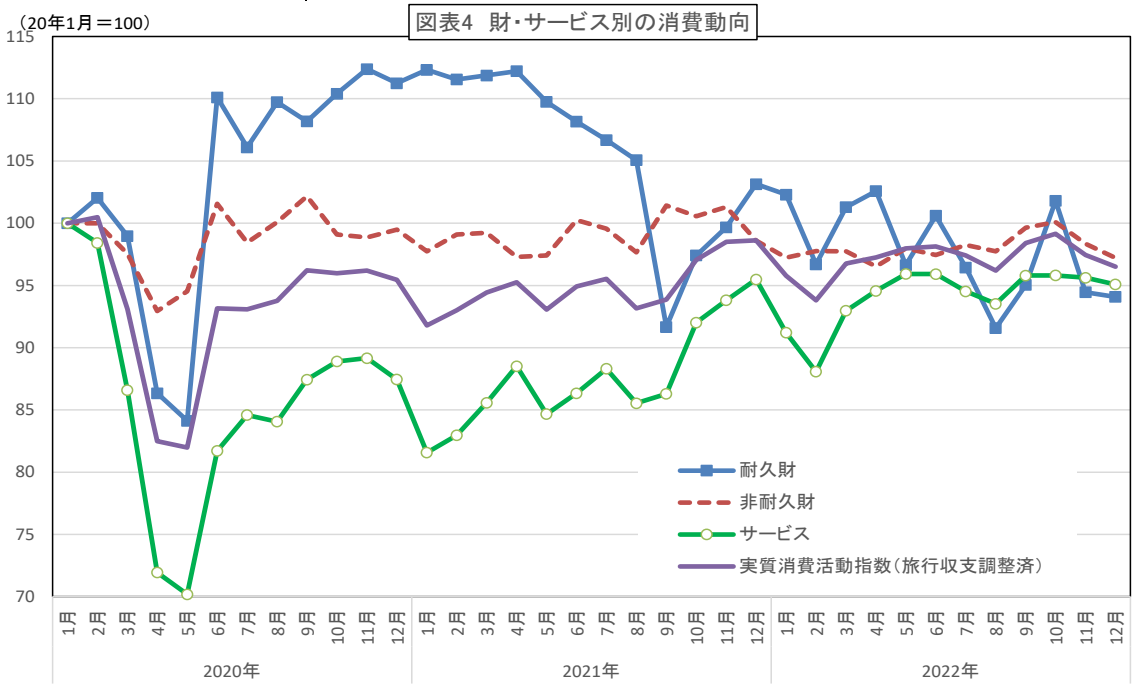
景気動向指数の CI 一致指数をみると、12 月分は前月から▲0.4 ポイントと 4 か月連続の低下であった。これに基づく基調判断は「改善」から「足踏み」へ下方修正された。ちなみに、内閣府が新たに公表を始めた「景気を把握する新しい指数（一致指数）」の 12 月分は前月から+0.3 ポイントと 4 か月ぶりに上昇したが、11 月の落ち込み分（▲0.5 ポイント）を取り戻すには至らなかった。

また、1 月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲2.9%と 2 か月連続の低下で、世界的な半導体不足などで自動車生産が滞った 21 年 10 月以来の低水準となった。12 月の鉱工業生産は前月比 0.3%と 2 か月連続の上昇ながらも、9～10 月の落ち込み後はほぼ足踏み状態が続いている。なお、生産予測指数（予測誤差の補正後）によれば、1 月には大幅な低下となる可能性が高い。

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/

また、10～12 月期のコア機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比▲5.0%と 2 期連続の減少、同じく資本財出荷（国内向け、輸送機械を除く）も同▲6.1%と 2 期ぶりの低下であった。22 年度設備投資計画が強い数字であるにもかかわらず、足元の設備投資関連指標は軟調なものが増えている。

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」

消費は低調

消費関連指標も鈍い動きを続けている。12 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▲1.0%（このうちサービス消費は同▲0.6%）と 2 か月連続の低下だった。ウィズコロナへの移行を模索するものの、物価高によって実質家計所得が目減りし、消費マインドも弱いため、消費全体が盛り上がりに欠ける動きになっている。

所得面を見ると、12 月の毎月勤労統計によれば、（特別に支払われた給与（≒冬季賞与）が前年比 6.5%と堅調だったこともあり、名目賃金は前年比 4.1%の大幅上昇（12 か月連続）だった。ただし、物価高の影響で、実質賃金は同▲0.6%と 9 か月連続のマイナスであった。1 月には賞与要因が剥落するため、実質賃金の減少幅が再拡大する可能性が高く、所得面から消費を押し上げるのは難しいだろう。

経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて 23 年度

以下、先行きの国内景気を展望してみたい。足元で減速傾向を強める世界経済であるが、依然として雇用情勢には底堅さがあり、物価も高止まりが続くなど、これまでの大幅利上げの効

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

上期はマイナス成長へ

果が十分出ているとは言い難い状況である。そのため、23年上期にかけてさらに利上げする可能性は高い。金融政策の効果には1～2年程度のタイム・ラグを伴うことが知られており、今後その影響が強まるものと思われる。一方、ゼロ・コロナ政策を放棄した中国では今後の回復本格化への期待が高まっている。ただし、欧米地域の景気減速の影響を受けるほか、不動産関連投資の低調さも続いており、世界経済全体を牽引するほどの力強さは期待できず、輸出の低迷は続くだろう。また、国内では物価高による消費抑制も継続すると予想される。それでも、足元 1～3 月期に関してはインバウンド需要やサービス消費の持ち直しなどの継続により、小幅ながらもプラス成長は維持できるだろう。

しかし、23年度半ばにかけては欧米経済の減速感が一段と強まることが想定され、輸出に下押し圧力がかかるほか、企業設備投資も低調となるだろう。注目を集めている 23 年春闘については、大手企業では賃上げの機運が高まっているが、国内雇用者の7割が勤務する中小企業ではコスト高が収益を圧迫しているところも少なくない。春闘賃上げ率は多少伸びが高まるものの、足元の物価高を相殺するほどではないだろう。そのため、経済成長率は 23 年度上期にかけてマイナス成長に陥ると予想される。一方、23年度下期にかけては物価沈静化によって消費下押し圧力が解消するほか、中国経済の牽引力が強まることも想定され、プラス成長に転じるものの、年度を通じてはゼロ成長にとどまるだろう。

物価見通し：先行きは鈍化へ

1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4.2%と8か月連続で加速、第2次石油危機直後の81年9月以来、41年4か月ぶりの高い上昇率となった。食料、エネルギーを中心に幅広い財・サービスで値上げ圧力が続く中、年末年始に全国旅行支援が一時停止され、宿泊料の下落幅が縮んだ影響が出たことが上昇率加速の一因となった。

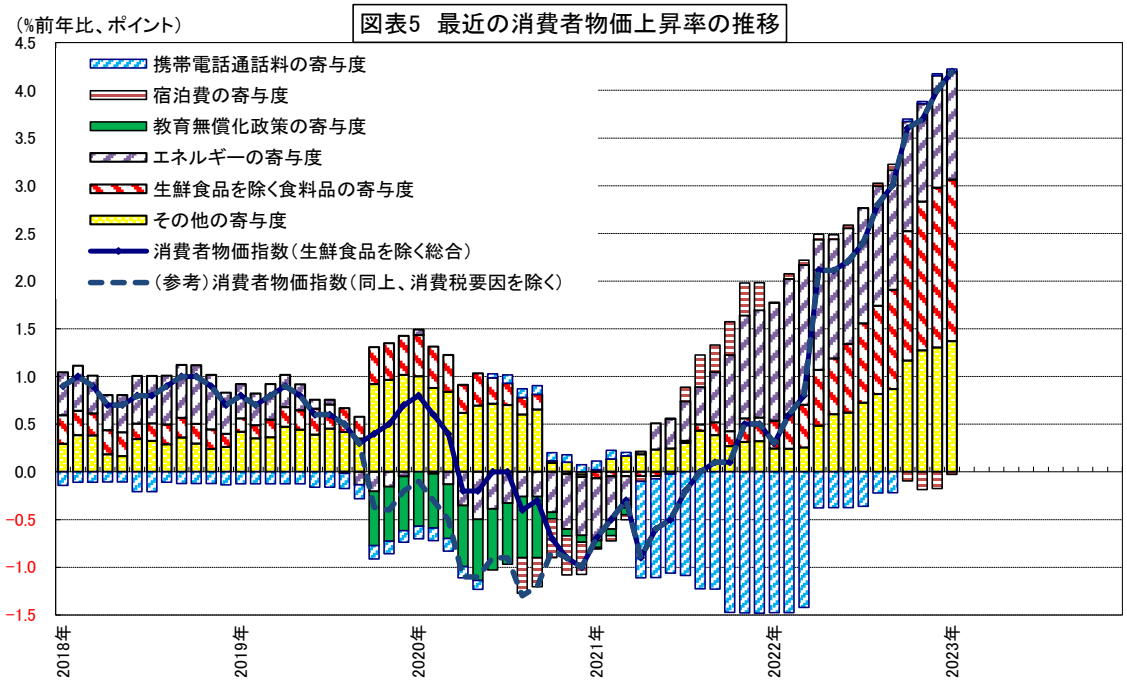
先行きに関しては、食料や日用品などに関しては、これまでの投入コスト上昇分の価格転嫁が不十分であることから、当面は断続的に値上げがされるとみられる。一方、エネルギーに関しては、2 月分から政府による電気・ガス代の負担軽減策の影響が出ることが想定される。仮に電気代が2割、都市ガス代が1 割値下げされた場合、消費者物価の前年比上昇率に対して▲

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/

1.2 ポイント程度の押下げ効果が発生する。それゆえ、2 月のコア CPI は前年比 3%台前半まで鈍化する可能性があるだろう。

既に原油・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調整が進んでいるほか、22 年 11 月以降は円安圧力が緩和したこともあり、先行き輸入インフレは沈静化していくだろう。さらに、国内景気の停滞から、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、今後は物価上昇率は鈍化し始め、年末までには再び前年比 2%を下回る可能性があるだろう。

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

金融市場:現状・見通し・注目点

日銀次期総裁人事の報道を巡り、今後の日銀の政策運営が主要テーマとなったほか、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への注目も続いた。

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

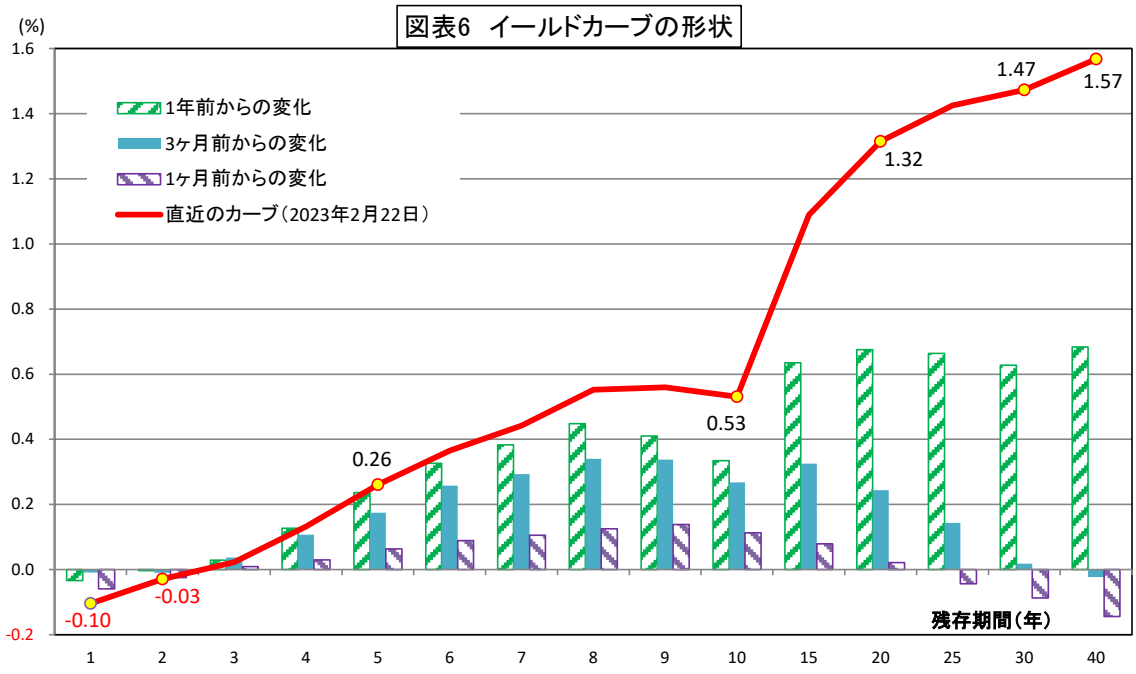
長期金利は一時0.5%超に上昇

12 月の金融政策決定会合で日銀は長期金利の変動幅を「±0.5%程度」に拡大することを決定した。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、金利上昇圧力がかかった。それに対

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/

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（YCC）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。その後、植田元審議委員が次期日銀総裁人事として国会に提示されると報じられると、早期の政策正常化が意識されたほか、3 月 9～10 日に予定される黒田体制としては最後の金融政策決定会合で、YCC を撤廃するとの観測も浮上、長期金利は目標レンジの上限 0.5%を再び上回るなど、上昇圧力がかかり続けている。

図表6 イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

長期金利は当面0.5%程度での展開が続くと予想

市場には YCC が早期撤廃されるとの思惑もあるが、YCC 撤廃後の金利急騰は必至であり、いずれ妥当な水準に収束していくとしても、それまでの期間は経済・物価・市場動向に大きな動揺を与えかねない。おそらく今はそのタイミングではないとみられる。そのため、日銀は当面は 10 年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍（0%±0.5%程度）で推移するように操作されると予想する。政策正常化観測が燻っていることもあり、当面は 0.5%程度での展開が続くものの、世界経済の減速感が高まれば、金利上昇圧力は一旦緩和するだろう。

② 株式市場

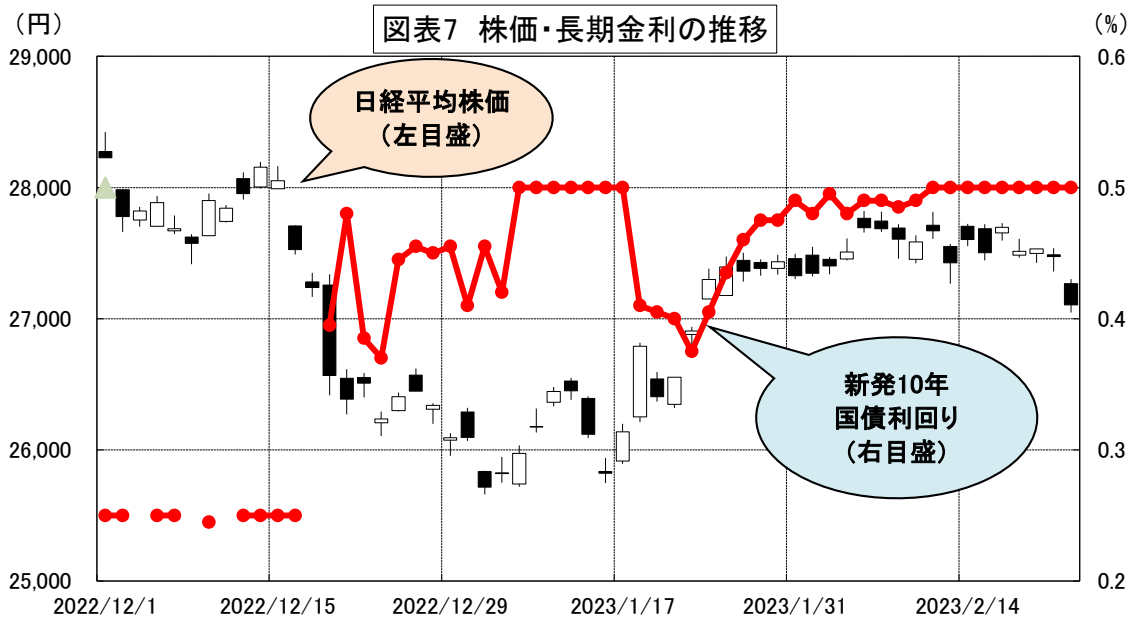
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

しばらくは軟調な展開

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き締め、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。23年入り後には若干持ち直したものの、日経平均株価は 27,000 円台でもみ合う展開が続いている。

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、軟調な展開が予想される。さらに、大規模緩和政策の早期修正観測が強まれば円高圧力が高まるとみられ、株価には悪材料となるだろう。

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）長期金利の欠損値は出合いなし。

1ドル＝127円台まで円高進行後、円安方向に戻る

③ 外国為替市場

22年10月下旬には1ドル＝152円台半ばと、32年ぶりの円安水準となるなど、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。また、日本の貿易収支の赤字幅が膨張し続け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。

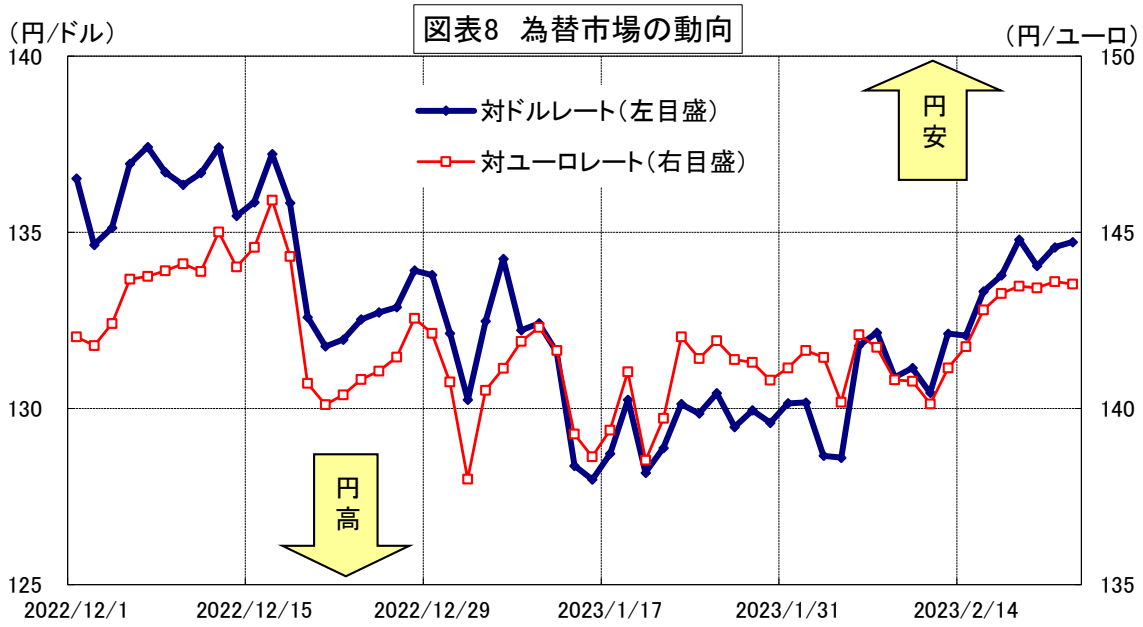
一方、10月の米消費者物価が事前予想を下回る伸びとなったことを契機に、先行き米国の利上げペースが減速するとの思惑が強まったことから、円安圧力がようやく一服した。その後も、米国の利上げ打ち止め観測や日銀の長期金利の変動幅拡大決

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

定も為替レートを円安修正の一助となった。1 月中旬には 127 円台と 7 か月ぶりの円高水準となった。ただし、その後は米国経済・物価の底堅さもあり、市場の想定以上に政策金利（FF レート）が引き上げられるとの見通しが強まり、再び 130 円台半ばまで戻った。

先行きについては、日米金利差はもう一段拡大し、かつなかなか縮小しないと観測が強まっていることもあり、しばらく円安気味の展開となる可能性がある。しかし、日銀の政策市場化観測が燻り続けることもあり、22 年中に見られたような円安が継続的に進行する可能性は低いだろう。

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。

対ユーロでも円安気味の展開

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）が年半ばにかけて複数回の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もあり、1 ユーロ＝140 円台前半へ緩やかに円安ユーロ高が進んだ。対米ドルと同様、しばらくはユーロ高気味の展開が予想される。

（23. 2. 24 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/

米国経済金融

賃金上昇率の鈍化が継続

～政策金利は 4.50～4.75%へ引き上げ～

佐古　佳史

要旨

米労働統計局の資料によれば、コロナ禍の影響から主要な経済統計調査の回答率が低下している。1 月は予想を大きく超える指標が散見されたものの、回答率の低下が影響している可能性もあり、個々の指標の強弱は割り引いて判断すべきかもしれない。

2 月 FOMC では事前予想通り 25bp の利上げが行われ、政策金利は 4.50～4.75%へと引き上げられた。注目度の高い「住宅を除くコアサービスセクター」を見ると、インフレ率が高止まりしている現状がうかがえるため、FRB としては金融引き締めを継続し、労働市場のひっ迫を抑制することで、当セクターのインフレ沈静化に注力するとみられる。

安全保障上の緊張が高まった

ロシアによるウクライナ侵攻から 1 年継続を目前とした 2 月 17～19 日に開催されたミュンヘン安全保障会議では、西側諸国によるウクライナ支援強化や、40 か国以上の領空を飛行していた中国気球問題などがテーマとなった。その直後の 20 日には、バイデン大統領が数時間前にロシアに通達した上でウクライナの首都キーウを電撃訪問し、4.6 億ドル相当の軍事支援を発表した。もっとも、ウクライナが切望しているとされる F-16 戦闘機の供与についての情報はなかった。翌 21 日は、プーチン大統領が米国との新戦略兵器削減条約（新 START）の履行停止を発表するなど、目まぐるしい動きとなった。

東アジアにおいても、台湾の通信用海底ケーブル切断や、中国の海警局船舶によるフィリピン沿岸警備隊へのレーザー照射、米韓合同軍事演習等への反応とみられる北朝鮮によるミサイル発射実験など、2 月は安全保障上の緊張が高まった。

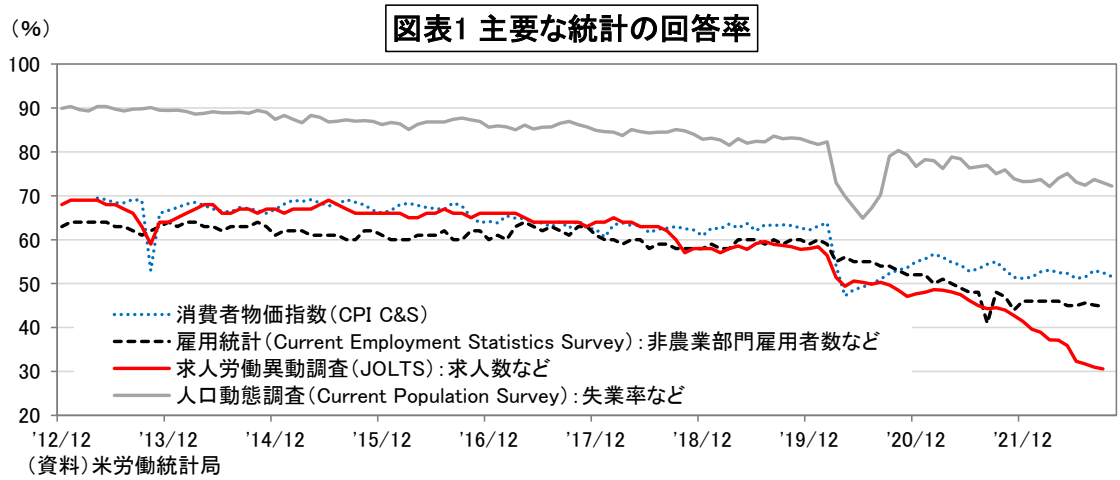
回答率が低下傾向の経済統計

経済指標を確認する前に、22 年 12 月の米労働統計局のレポートを確認したい。同レポートでは、コロナ禍の影響から一部の統計調査の回答率が低下していることが報告された。主要な月次統計では、雇用統計調査や求人労働移動調査（JOLTS）、消費者物価指数調査などへの回答率が低下している。労働統計局は、回答率の低下が何らかのバイアスに結びつくとは結論付けていないが、恐らく統計の変動幅や改定幅などは拡大する傾向があると思われる。実際に年末年始の統計は振れ幅が大きかったものの、個々の

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/

指標の強弱についてはかなり割り引いて考えるべきなのかもしれない。

図表1 主要な統計の回答率



（資料）米労働統計局

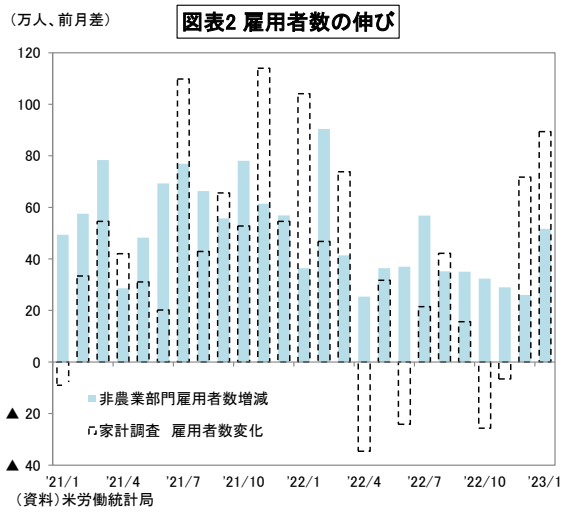
利上げによる下押し圧力が継続

以下、経済指標を確認してみると、全体としては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。

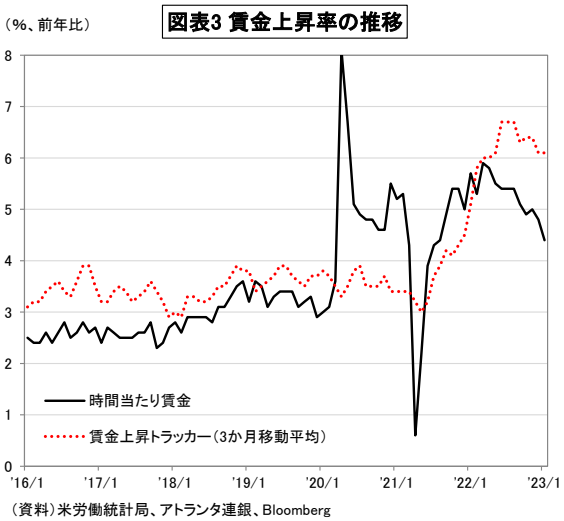
2月23日に公表された10～12月期GDPは前期比年率2.7%（改定値）となり、22年を通じては2.1%成長となった。GDPから外需と在庫投資を除いた国内最終需要でみると10～12月期は同1.1%と7～9月期の同2.0%から減速しており、2%弱とされる潜在成長率を下回った。22年下期は輸入が大幅に減速したことでGDP成長率が底上げされたものの、景気自体は減速している。

1月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は12月から51.7万人増と事前予想を大きく上回った。また、失業率は0.1ポイント低下の3.4%と約50年ぶりの低水準となり、労働市場のひっ迫度合の抑制が続いているとの見方に疑問が生じる結果となった。もっとも、求人難を反映して通常なら解雇する季節労働者の解雇を控えた可能性や、IT業界の大規模な人員削減が反映されていない可能性、毎年のことながら季節調整の影響なども指摘されており、2月以降のデータと合わせて判断すべきだろう。全体としては、1月の平均時給が前年比で4.4%、前月比も0.3%へ、いずれも鈍化しており、労働市場のひっ迫度合の緩和が進んでいるとの判断を維持して良いだろう。

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



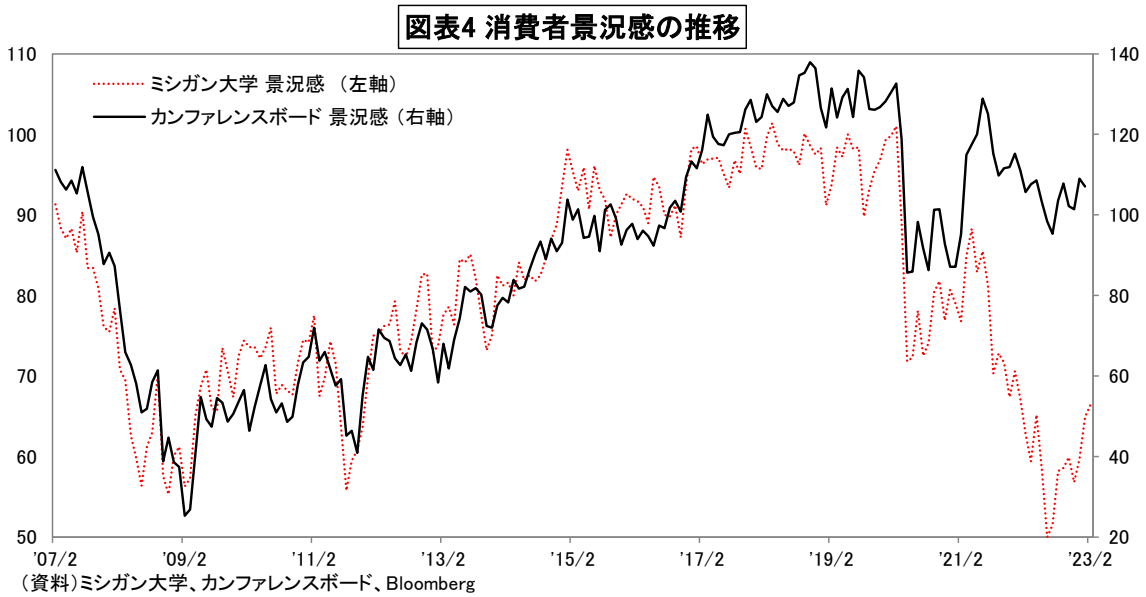
（資料）米労働統計局



（資料）米労働統計局、アトランタ連銀、Bloomberg

個人消費をみると、12 月の実質個人消費支出は、財消費が前月比▲0.9%と 2 か月連続で減少、サービス消費はほぼ変わらずの同 0.0%となり、全体では同▲0.3%と 2 か月連続で減少し、個人消費は 22 年年末にかけて減速したことがうかがえる。一方で、1 月の小売売上高は同 3.0%と 12 月の同▲1.1%から急増した。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ものの、12～1 月のデータは上下に振れやすいため、均してみる必要があるのかもしれない。

また、インフレ率は鈍化しているものの依然として高止まりしていることから、2 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は 1 月から小幅な上昇にとどまった。

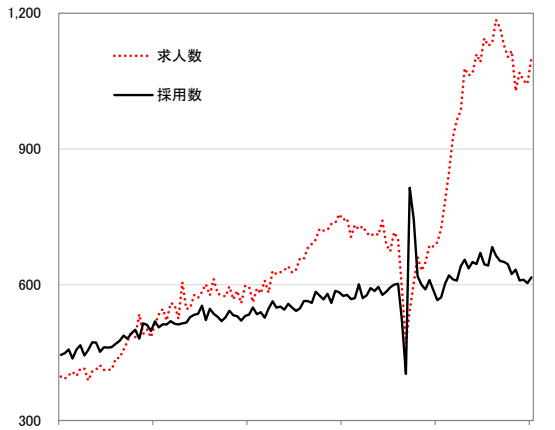


（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloomberg

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

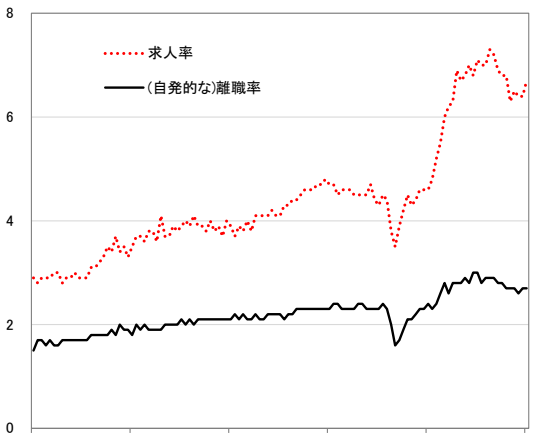
こうしたなか、12 月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は 6.7%へ上昇、採用数は小幅増、自発的な離職率は変わらずの 2.7%となったものの、JOLTS は回答率が特に低いこともあり、単月の指標の動きは割り引いてみるべきだろう。

図表5 求人数・採用数の推移



（資料）Bloomberg

図表6 求人率・離職率の推移

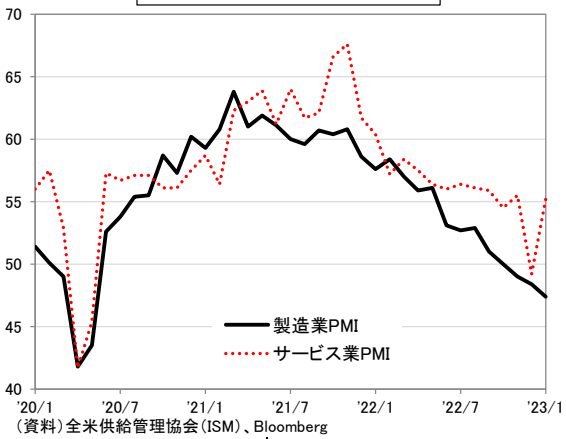


（資料）米労働省統計局、Bloomberg

ISM 指数はサービス業の拡大を示唆

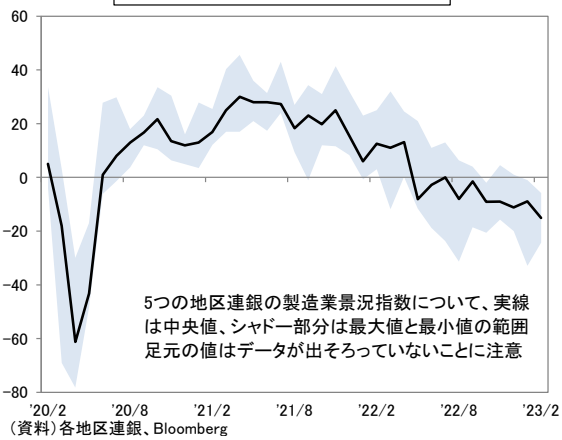
さて ISM 指数を確認すると、1 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から▲1.0 ポイントの 47.4%と 3 か月連続での縮小傾向を示した。一方で、新規受注が同 15.2 ポイントの大幅上昇となったことからサービス業指数（サービス業 PMI）は、同 6.0 ポイントの 55.2%と急上昇し、2 か月ぶりに拡大傾向を示した。

図表7 ISM景況感指数の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表8 地区連銀製造業景況指数



（資料）各地区連銀、Bloomberg

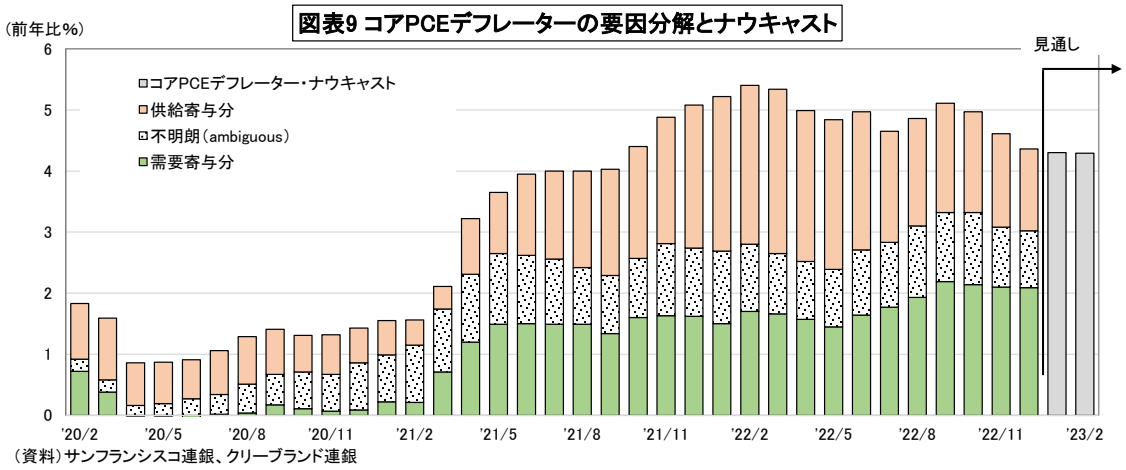
全体としては鈍化傾向のインフレ率

インフレ率をみると、12 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.4%と、11 月の同 4.7%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 11 月から▲0.2 ポイント鈍化の同 4.4%となった。また、1 月の消費者物価指数（CPI）は前月比 0.5%、コアが同 0.4%と単月ながらインフレ率の再加速がみられた。全体

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

としては、賃金上昇率が落ち着いていることもあり、インフレ率は鈍化傾向との判断を維持して良いだろう。

図表9 コアPCEデフレーターの要因分解とナウキャスト



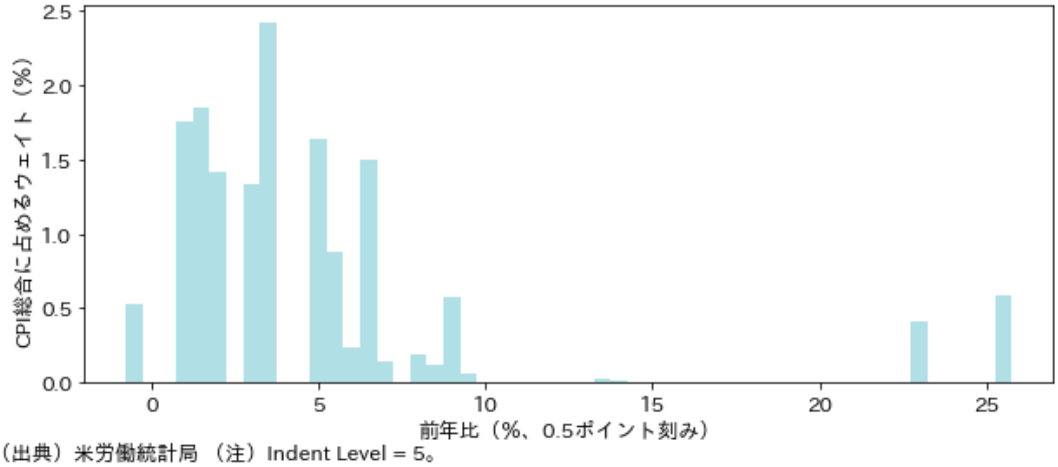
（資料）サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

金融引き締めの継続を示唆した 2 月 FOMC

1 月 31 日～2 月 1 日にかけて行われた FOMC では、25bp の利上げが決定され、政策金利は 4.50～4.75%となった。FOMC 後の記者会見においてパウエル議長は、継続的な利上げと金融引き締めが必要であるとの見解を示し、労働市場のひっ迫から賃金上昇率が高止まりし、サービス価格指数の上昇につながっている点を強調した。

今後のインフレ率を考える上で重要と思われることから、FOMC 後の記者会見で言及された「住宅を除くコアサービス」を確認してみよう。1 月の消費者物価指数から集計レベルが 5 の区分を抜き出すと、ウェイトで評価すれば 4%程度を中心に幅広く分布していることが分かる。2%物価目標と整合的な水準になるには、労働市場のひっ迫を一段と抑制する必要がありそうだ。

図表10 住宅を除くコアサービスCPIのヒストグラム（1月）



（出典）米労働統計局 （注）Indent Level = 5。

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

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、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みられる。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、10～12月期のGDP成長率が比較的高かったこともあり、金融引き締めの効果は後ずれしていると考えられる。このため、景気への下押し圧力が強くなるのは23年半ばから後半となりそうだ。

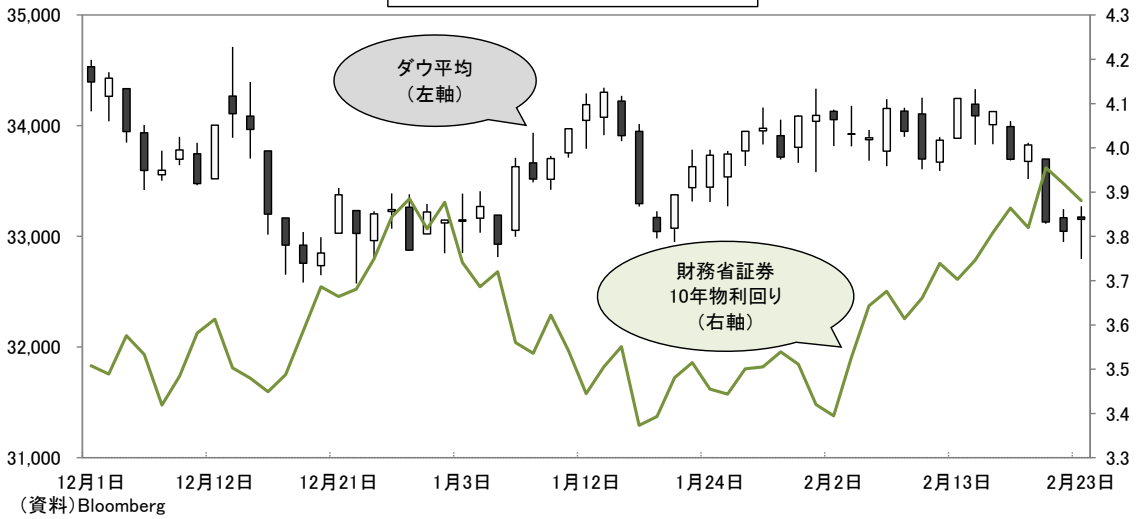
しばらくは低成長とインフレ率の鈍化が並行することで、ハードランディング（景気の急速な悪化）の一歩手前のような景気が続くと思われる。

長期金利は上昇しにくい環境

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では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（10年債利回り）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、3.4%前後での推移となった。2月に入ると、予想を上回る経済指標が散見されたことで市場が想定する政策金利が上方修正される可能性が高まったことから、長期金利は再び4.0%目前まで上昇した。

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。2月FOMC議事要旨にてFRBは利下げを急がない姿勢が再確認されたものの、今回の利上げ局面における最終的な政策金利水準が大幅に引き上げられる可能性は低く、長期金利の上昇幅は小さいと思われる。

図表11 株価・長期金利の推移



（資料）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

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ったものの、12 月以降は景気後退懸念が強まったことや、2 月入り後は予想を上回る経済指標を背景に長期金利が上昇したことを受け、上値の重い相場が続いている。

先行きについては、23 年 4～6 月期ごろまでは企業収益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。

（23.2.23 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/

中国経済金融

緩やかな回復に向かう中国経済

～3 月に開催される全人代に注目～

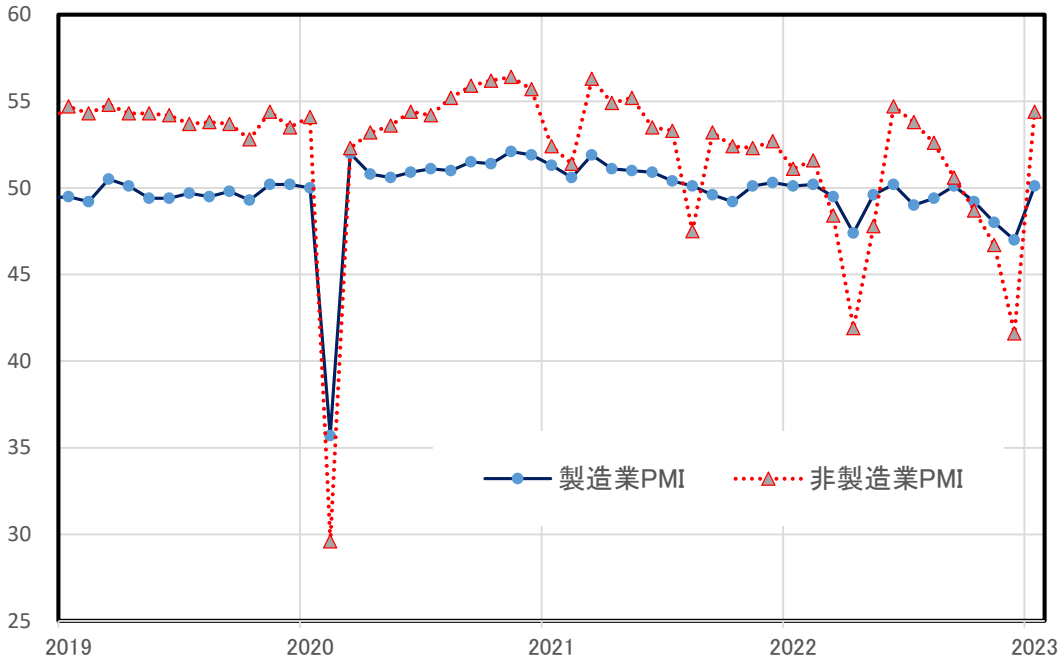
王　雷軒

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%）から再び減速したが、その後の景気はゼロコロナ政策からの転換を受けた企業マインドの改善、サービス消費のリバウンドによって回復に向かっているとみられる。

ただし、外需の低調さが続いたことや、生産者物価指数が下落状況から脱していないほか、家計部門の資金需要が依然低迷していることもあり、回復ペースは緩慢なものにとどまっている。

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23年1月。

景気の現状：緩やかな回復に

国家統計局が発表した 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。年初は経済指標の発表が少ないため、足元の景気動向の実態を的確に把握するのは難しいが、23 年入り後の景気は緩やかな回復に向かっているとみられる。

以下では、春節連休中（旧正月、1 月 21 日～27 日）の消費動

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/

向、1月の経済指標（PMI、物価、金融）のポイントをまとめる。なお、23年の春節（1月22日）の時期は22年（2月1日）から早まったこともあり、より的確に景気動向を捉えるためには1月と2月の数字をならしてみておく必要がある。

企業マインドは改善

まず、企業マインドは12月から改善した。中国国家統計局が1月31日に発表した1月の製造業PMIは50.1と、4か月ぶりに判断基準となる50を上回った（図表1）。製造業PMIの構成指数を確認しても、生産指数は49.8と12月（44.6）から改善したしたほか、新規受注も50.9と12月（43.9）から大きく持ち直した。

このように生産と需要ともに回復し始めているが、ゼロコロナ政策からの転換で消費のリバウンドが需要回復につながった一方、コロナ感染者の急増による労働力不足が見られたほか、春節休暇の影響もあり、生産活動は比較的緩慢な回復にとどまった。

また、新規輸出指数は46.1と外需が軟調に推移していることを反映して依然弱かった。先行きの外需が大きく改善するとは想定しづらいなか、経済下振れ圧力を緩和するための内需拡大の重要性が増していると思われる。

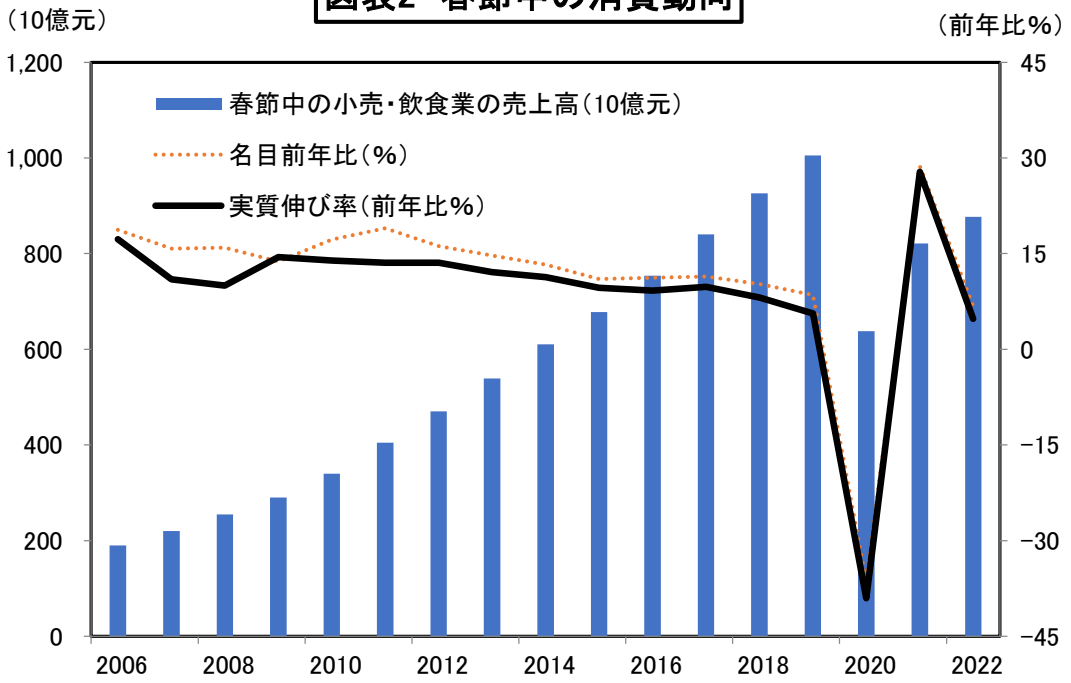
さらに、企業規模別の製造業PMIを見ると、大手企業、中堅企業、零細企業がそれぞれ52.3、48.6、47.2と、大手企業は50を上回ったものの、中堅・零細企業をめぐる景況感は依然芳しくない。

非製造業に目を向けると、1月のPMIは54.4と12月（41.6）から大きく上昇した。非製造業PMIの構成指数を見ても、新規受注と生産活動の先行きはそれぞれ51.6、64.3と50を上回った。ゼロコロナ政策からの転換で交通輸送、観光や宿泊、外食産業などのリバウンドを受けてサービス業PMIは54.0となったほか、建設業も地方政府が数多くの重要なプロジェクトを前倒しで実施しているほか、不動産デベロッパーが未完成物件の完成を加速しているため、56.4と堅調に推移した。

これらを踏まえると、外需の低調さが続いているものの、サービス消費のリバウンドやインフラ整備の好調さを受けて1月の企業マインドは12月から改善した。とはいえ、コロナ流行前に比べて消費水準は依然低く、本格的回復にはなお時間がかかると思われる。

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/

図表2　春節中の消費動向



（資料）　中国商務部、Windデータをもとに作成

消費は予想以上に回復も、コロナ流行前の水準回復にはなお時間

商務部（市場運営・消費促進局）によると、春節連休中の小売・飲食業の売上高は前年比 6.8%の 877 億元と 20 年の大幅な落ち込みから徐々に回復してきた（図表 2）。とはいえ、19 年の水準の 8 割程度に相当し、依然回復半ばであることは変わらない。

また、文化・観光部（文化和旅遊部）によると、23 年春節連休中の国内観光客数が前年比 23.1%の 3.08 億人と伸びたものの、19 年の 90.7%に相当する。国内観光収入は前年比 30.0%の 3,758 億元（約 7.5 兆円）となったものの、19 年の 73.1%を取り戻した。さらに、データ調査会社である「灯塔研究院」によると、春節連休中の映画興行収入は 67.58 億元、前年比 11.89%となった。

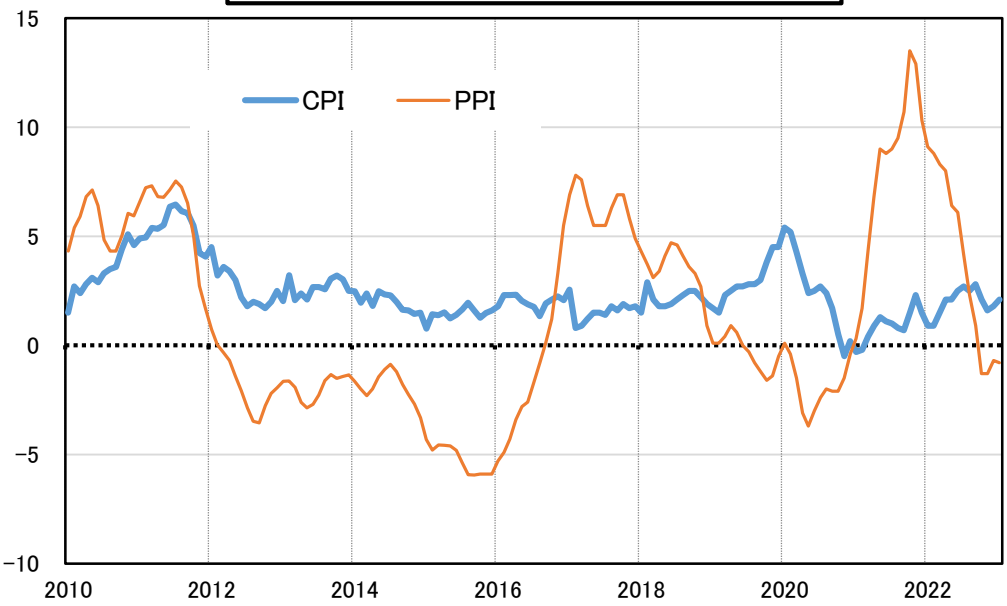
他方、交通輸送部によると、春節連休中、鉄道・道路・船舶、航空便を利用した客数は前年比 71.2%、延べ 2.26 億人と大きく回復したものの、19 年対比では▲46.9%となっており、新型コロナ前の水準の半分にしか戻ってない。さらに、1 月 7 日から 2 月 15 日にかけての春節期間中の人流（春運）も前年比 50.5%の 15.95 億人と大きく回復したが、コロナ流行前の 19 年同期の 53.5%に相当する。

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/

これらの数字を踏まえると、厳格なゼロコロナ政策により抑制されていた飲食業や観光業などのサービス消費の回復は堅調だったものの、交通輸送の回復は緩慢なものにとどまったとみられる。

（%前年比）

図表3　中国のCPIとPPI上昇率の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は23年1月。

物価は緩やかに上昇

世界の物価が高止まりしているなか、中国の物価動向も注目されている。春節の影響に加えて、ゼロコロナ政策の転換を受けてサービス消費のリバウンドが見られたため、消費者物価は上昇率がやや高まった。国家統計局が2月10日に発表した1月の消費者物価指数（CPI）は、前月比では0.8%と12月（0.0%）から加速したほか、前年比でも2.1%と12月（1.8%）から上昇率を高めた（図表3）。

CPI前月比の詳細を見ると、食料品価格は2.8%と12月（0.5%）から上昇した。うち、これまで売惜しみをしていた養豚業者が集中的な出荷に転じたことを反映して豚肉は▲10.8%と大きく下落したものの、野菜、生鮮果実、水産品の価格はそれぞれ19.6%、9.2%、5.5%と大きく上昇した。一方、食料品以外は0.3%と低水準にとどまった。

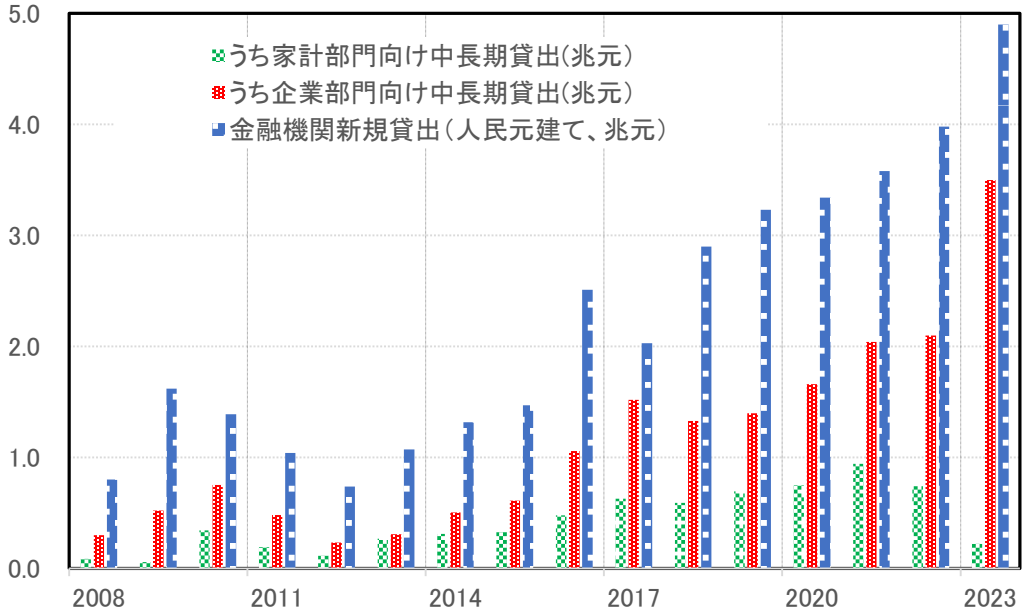
このように、CPI上昇率は小幅に高まったが、野菜や生鮮果実等の値上がりが主因であった。先行きについては、アフターコロナにおける需要の増加や経済対策が物価をある程度押し上げ

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/

るが、消費の力強い回復は想定しづらいほか、CPI 上昇率に大きな影響を及ぼす豚肉の値上がりも当面見込めないことから、緩やかな上昇基調で推移すると思われる。

また、生産者物価指数（PPI）は前月比▲0.4%、前年比▲0.8%といずれもマイナスとなっているが、今後は、経済の立て直しに注力されているなか、需要喚起や経済対策の効果発揮でプラスに転じる可能性が高い。

図表4　1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

企業向け融資は大きく増加した一方、家計向けは依然低調

こうしたなか、中国人民銀行（中央銀行、以下「人民銀行」）が 2 月 10 日に公表した 1 月の金融機関新規貸出は 4.90 兆元と予想以上に増加した（図表 4）。1 月の金融機関新規貸出の内訳を見ると、家計部門向け中長期貸出は 0.22 兆元と近年同期間に比べて少なかったものの、企業部門向け中長期貸出は 3.50 兆元と大きく増加した。

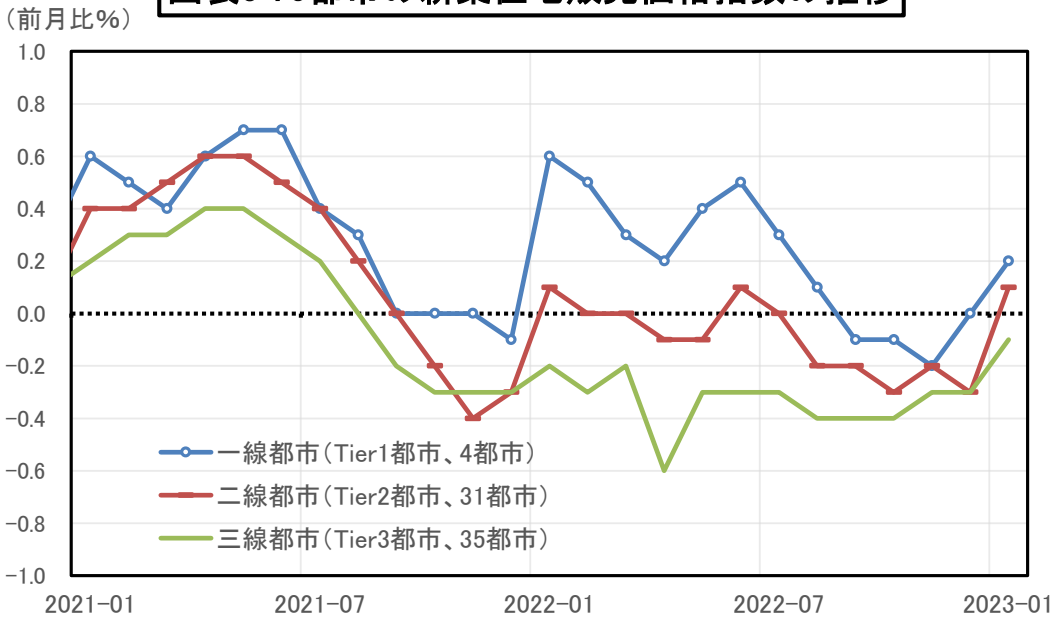
企業部門向け中長期貸出は、政策金融（政策性・開発性銀行）による融資枠の拡大、人民銀行の様々な再貸出制度を通じて金融機関がインフラ整備やグリーン投資関連の重要なプロジェクト向けの貸出を強めていることで、22 年 8 月から 6 か月連続で増加してきた。先行きについては、民間企業向けの中長期貸出が大きく増えるかに注目が集まるだろう。

一方、家計部門の資金需要は 14 か月連続で縮小している。家

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/

計部門向け中長期貸出では住宅ローンが大半となっていることから、当局による不動産市場のテコ入れ策を受けて住宅販売は最悪期を脱しつつあるが、依然低水準のままであると推察される。実際、1月の家計貯蓄額は前年同月比0.79兆元増の6.20兆元と過去最多を更新しており、コロナ禍による後遺症などを背景に先行きに対する不安感が依然くすぶるなか、投資や消費への意欲は高まらない状態が続いているとみられる。今後、家計部門の超過貯蓄を消費や投資にシフトさせることが重要ではあるが、先行き不安を和らげるほか、魅力的資本市場の更なる整備も必要であろう。

図表5 70都市の新築住宅販売価格指数の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は23年1月。

新築住宅販売価格が上昇に転じた都市数は増加

これまで厳格に実施されてきたゼロコロナ政策を転換して、経済活動が正常化に向かいつつあるなか、住宅購入の頭金比率の引下げや住宅ローン金利の引下げなどのテコ入れ策による効果が出始めており、住宅販売は最悪期を脱しつつあると思われる。

国家統計局が2月16日に発表した1月の新築住宅販売価格指数は前月比では主要70都市のうち36都市で上昇、上昇の都市数は22年12月に比べ21都市増加した。新築住宅販売価格指数の前月比を都市規模別に見ると、一線都市（北京市や上海市等の4都市）は0.2%と12月の横ばいから上昇したほか、2線都市（南京市や青島市などの31都市）は0.1%と12月（▲0.3%）

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

からプラスに転じた。さらに、3線都市（無錫市や大理市などの35都市）は▲0.1%と下落状態が続いたものの、12月（▲0.3%）から下落幅が縮小した（図表5）。

最近の報道を確認すると、個別の都市では住宅ローンの借入れ年齢制限（実際の年齢＋借入期間）が80歳や100歳に延長するなどの様々な規制緩和を通じて住宅販売を拡大させる動きは広がっている。このように、住宅購入促進のためのテコ入れ策により不動産市場のセンチメントがやや改善しているとみられるが、住宅在庫の消化には時間がかかるほか、同様な動きが22年1月に見られたこともあり、先行きの不動産市況が必ず回復に転じるとの判断は時期尚早であろう。

経済見通し：23年は5.1%、24年は5.8%

最後に23年、24年の経済見通しと当面の注目点を述べてみたい。中国疾病予防コントロールセンター（中国CDC）によると、2月16日のコロナ感染者数は1万720人と昨年12月22日の感染ピーク時の694万人から大きく減少した。とはいえ、水際措置の大幅緩和や経済活動の正常化を受けて感染が再び拡大する恐れもある。

また、世界経済減速による輸出の停滞、米国の金融引締め政策の影響に加え、不動産開発投資の大幅な回復は見込めないものの、ゼロコロナ政策からの転換によって消費の持ち直しが期待されることや、インフラ整備向け投資が引き続き底堅く推移するとみられるほか、政府が追加経済対策を打ち出す可能性もあり、23年の経済見通しは緩やかな回復にとどまり、前年比5.1%と前回から据え置いた。

他方、24年については、コロナ禍による悪影響が徐々に解消されるほか、「失われた3年間」を取り戻すための経済対策の効果が強まると予想されることから、前年比5.8%と巡航速度に戻ると予測した。

23年1～3月期は前年比3.4%と10～12月期（同2.9%）から小幅の回復を想定しているが、引き続き、消費の回復状況、不動産市況、追加経済対策などに注目してきたい。まずは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、財政赤字比率、専項債（地方債）の発行規模などが示されるのが注目される。

（23.2.21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

「コア」が高止まりさせるユーロ圏の消費者物価上昇率

～ECB の金融引き締めは長期化し政策判断は困難なものに～

山口　勝義

要旨

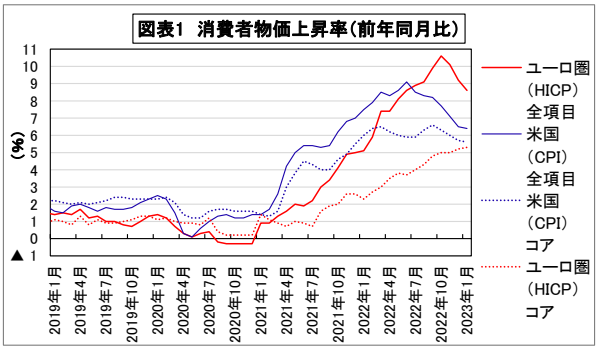
ユーロ圏では全項目ベースで消費者物価の頭打ちが現れているが、コアの上昇率には継続的な拡大が生じている。ECB は利上げの打ち止めや緩和へは容易に転換できず、かつインフレ要因が複雑化する中で政策判断は一層難度を増すことが予想される。

はじめに

エネルギー危機のただ中に置かれたユーロ圏経済は、暖冬や各国の財政措置に支えられ想定よりも底堅く推移している。2022 年第 4 四半期の実質 GDP 成長率（前期比）は 0.1%となり、マイナス成長入りを免れた。また足元のエネルギー価格の下落や生鮮食品価格の落ち着きを受けて、23 年 1 月の消費者物価上昇率（前年同月比）は前月の 9.2%から 8.6%に鈍化した。

こうした中で 2 月には、欧州中央銀行（ECB）は 50bp の政策金利の引き上げを決定している。この時、ラガルド総裁は記者会見で、3 月にも同様の利上げを実施する方向であることを示すとともに、「まだすべきことがある」と発言し、その後も利上げが続く可能性が高いことを強調した。

ユーロ圏では着実な賃金上昇などを通じて内需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う供給面の制約が、インフレの主な要因となっている。今後とも供給制約の恒常化や価格転嫁圧力の継続により、特にこれらの影響を受けやすいユーロ圏では物価上昇率は高止まる展開が予想される。一方で、このような主として供給制約に起因するインフレに対しては需要の抑制を通じて物価の鎮静化を図る金融引き締め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ないことになる(注 1)。



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

この供給面を主因とするインフレの特徴は、例えば消費者物価上昇率のうち、全項目と、エネルギーおよび食品を除いたコアとの間で、上昇率の格差が大きい点に現れている（図表 1）。またこれと同時にユーロ圏では、コアの上昇率の継続的な拡大が、別の特徴として生じていることが確認できる。このコアの動向は、エネルギー価格や食品価格以外の分野で物価押し上げ圧力が蓄積されつつある事実を示している可能性がある。こうした動きは ECB の政策に影響を与える新たな要因になるともみられ、その背景を探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　https://www.nochuri.co.jp/

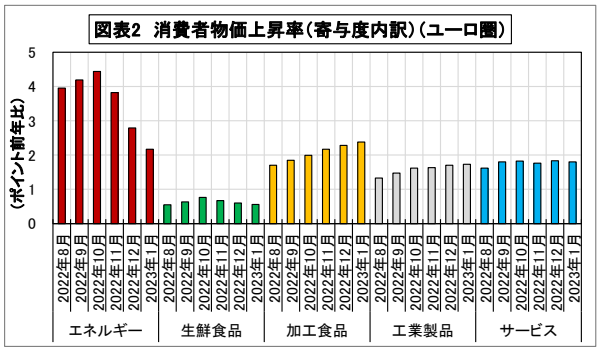
労働力不足と賃上げの動向

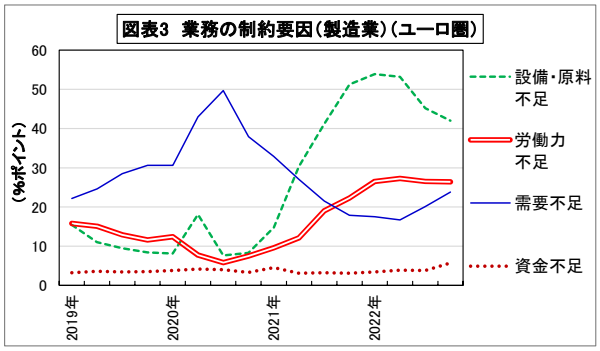
これまでのコスト・プッシュに対し、コアの上昇圧力の蓄積には内需がディマンド・プルとして関与している可能性があるため、この点からの検証が必要である。

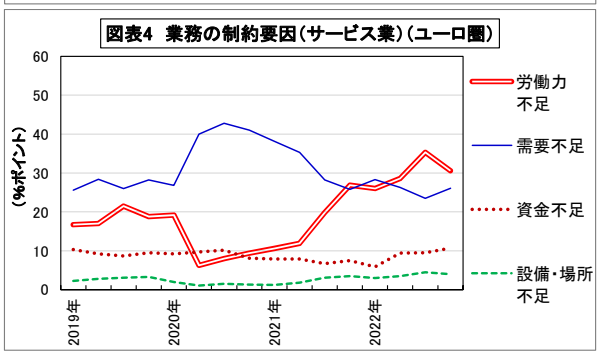
まずユーロ圏の消費者物価上昇率（全項目）の寄与度内訳の推移を見ると、エネルギーと生鮮食品が縮小に転じたのに対し、加工食品や工業製品が拡大傾向を維持しているほか、サービスについても横ばいから拡大に向かう気配が認められる（図表 2）。この寄与度の拡大要因としては、原材料等のコスト上昇分の製品価格への転嫁が、タイムラグを伴いながら進行しつつある可能性を指摘することができる。しかし人件費の増加がその価格に反映されやすいサービス分野の特性を考慮に入れると、そればかりではなく、製造業とサービス業の全般にわたり賃上げに伴う内需の拡大が物価上昇に影響を及ぼし始めている可能性も考えられる(注 2)。

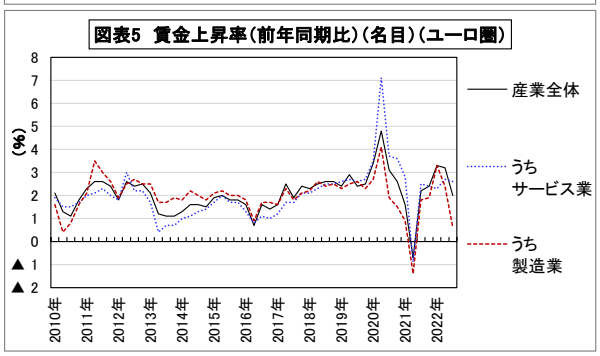
この他にも欧州委員会による業務の制約要因に関する調査では、特にサービス業でより顕著であるが製造業をも含めて、ユーロ圏においては依然として「労働力不足」が主要な制約要因に留まっている姿を確認することができる（図表 3、4）(注 3)。またこれとは別に、採用未了の求人比率を示すジョブ・ベイカンシー・レートも高い水準にあり、ここからも同様の傾向を見て取ることができる。

このようにユーロ圏では、労働力不足の問題が根強く残存していることがわかる。しかしその一方で、現在のところは大幅な賃金上昇の動きは見られていない事実もある（図表 5）。むしろ足元では貯蓄率の低下が明らかになっており、コロナ危機以降に蓄積された貯蓄の取り崩しを含めて、これらが内需を支える要因として働き始めている可能性がある。ただし、賃上げは物価の上昇に遅行する性格があるため、今後の動向に注意を払う必要がある。また加えて、この労働力不足の他にも、失業率や GDP ギャップなどのデータを巡って注目される変化が現れている。









（資料）図表 2～5 は、Eurostat のデータから農中総研作成

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

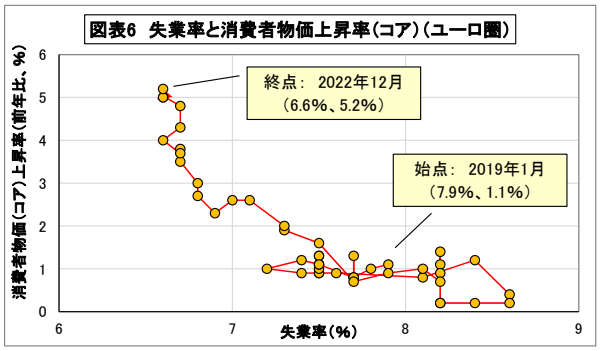
失業率や GDP ギャップの動向

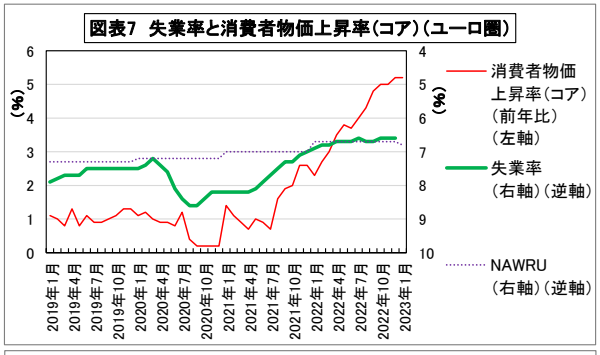
このうち失業率については、最近では6.6%と、ユーロ圏設立以来の低い水準にまで低下してきている。また同時に 21 年半ば以降には、失業率と消費者物価上昇率（コア）の間で、それまで失われていた相関関係の回復も見られている（図表 6）。このため、労働力不足の問題が残存し労働市場の逼迫感が容易に軽減されない環境の下では、コアの物価を押し上げる圧力が働き続けることが見込まれる。

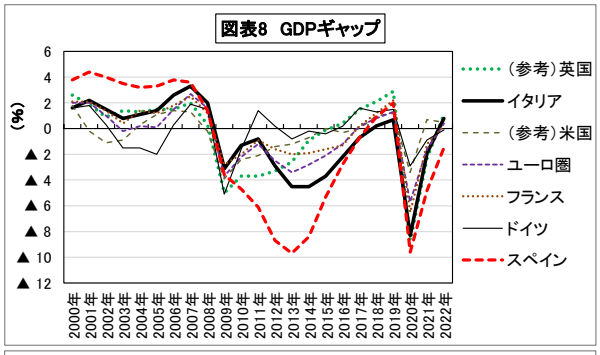
しかも、この失業率を欧州委員会が算出する賃金上昇を加速させない失業率（NAWRU）と対比すると、前者が後者を下回り始めていることがわかる（図表 7）。これは労働市場の引き締まりの下で賃上げが勢いを増し、需要増を通じてコアの物価を押し上げる力が強まる可能性を示唆するものである。またユーロ圏では GDP ギャップも解消されつつあり、ここにも同様の可能性が示されている（図表 8、9）。

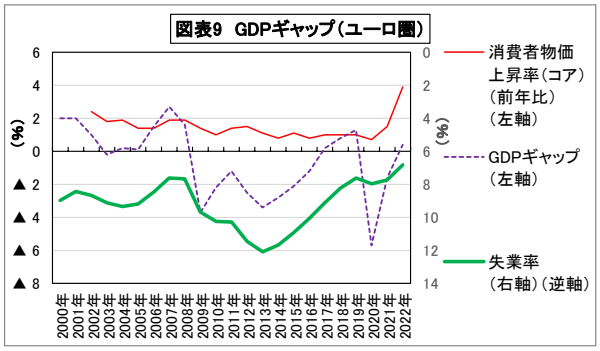
確かに、ユーロ圏では全項目ベースでは消費者物価の頭打ちが現れている。ただし世界的に供給制約が再発する材料に事欠くわけではなく、中でも資源の輸入依存度が高いユーロ圏が物価の反転上昇リスクに晒されている事実は否定し難い。しかもこれに加えて、今後は賃上げの影響も考慮に入れる必要があることになる。このような下では、仮にエネルギーや生鮮食品の価格が低下傾向を辿ったとしてもコアは下支えされ、全項目の物価上昇率が高止まる展開が見込まれる[注4]。

これに対して ECB が大幅な利上げに踏み切れば、失業率は上昇し物価を巡る環境は大きく変化することになる。しかし、供給制約に起因するインフレの下で景気後退リスクを抱えるユーロ圏では、ECB が現実にこうした対応を取ることは想定し難い。こうして ECB は利上げの打ち止めや緩和には容易に転換できない立場に追い込まれ、かつインフレ要因が複雑化する中で利上げのペースを巡る政策判断は一層難度を増すことが予想される。









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

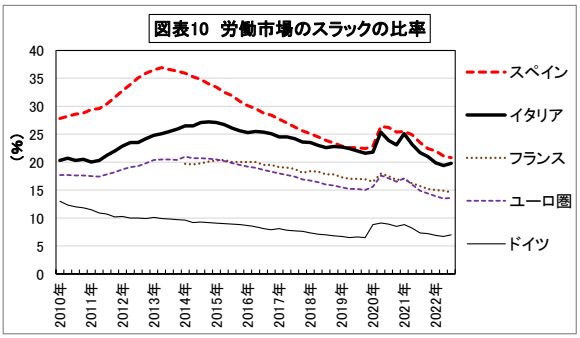
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

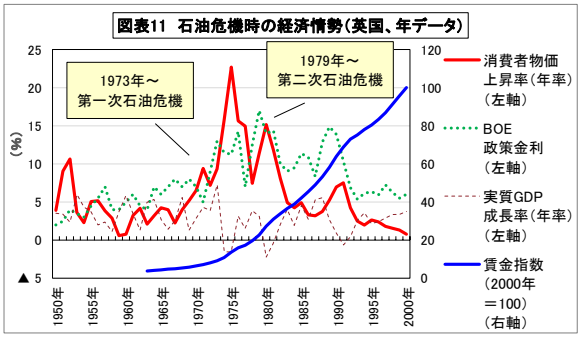
おわりに

ECB の政策への上記の含意に加え、ここにはさらに何点かの論点が残されている。

その第一は、失業率の歴史的な水準までの低下にもかかわらず労働力不足が一向に解消されない要因についてである。ユーロ圏では、失業者のほか労働市場から一時的に離脱した休業者や希望する時間をフルに働くことができていないパート労働者などを含む、労働力人口の中でのスラック（ゆるみ）の比率は、既にコロナ危機前の水準を下回っている（図表 10）。また生産年齢人口に対比した雇用率についても、これと同様に回復が見られている。こうした中での労働力不足であるが、ひとつの可能性としてはコロナ危機後の人的資源の質の低下が考えられる。熟練労働者を含む離職者の拡大を経て労働生産性の低下が生じており、構造的に労働力不足が継続している可能性である(注 5)。この場合には労働市場の逼迫は短期間では軽減されず、インフレ圧力も長期化する可能性が大きいものと考えられる。

第二は、賃金上昇とインフレがスパイラル状態に陥るリスクである。1970 年代の石油危機の際には、当時に遡るデータは限られるためイングランド銀行（BOE）の長期データにより英国の事例を点検すれば、賃金が急速に上昇した経緯がある





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

（図表 11）。この時にはインフレの鎮静化と政策金利の低下に、90 年代に至る長い時間を要している。今回、ユーロ圏が同様の道筋を辿ることにはならないか、ECB の警戒心も強いものと思われる。

ラガルド総裁は 2 月の発言に先立ち、その前回に当たる 22 年 12 月の理事会後の記者会見でもインフレの沈静化のために利上げがしばらく続くと発言し、その戦いは長期戦になるとの見通しを示している。ECB がこのようにタカ派的な姿勢を維持する背景には、以上のように十分な根拠があることになる。（23. 2. 22 現在）

(注 1) 米国の FRB に比べ ECB が引き締め策に転じたのは遅く、政策金利の累計の利上げ幅は小幅に留まっている（FRB は 450bp、ECB は 300bp。ちなみに英国の BOE は 390bp）。なお、次を参照されたい。
・ 山口勝義「2023 年のユーロ圏、高止まる消費者物価上昇率」（『金融市場』23 年 1 月号所収）

(注 2) サービス業で物価上昇率が高く、かつ上昇傾向にあるのは、宿泊、飲食、リクリエーションなどである。

(注 3) 図表 3, 4 は、各項目について「該当する」と回答した企業の割合（%）から「該当しない」と回答した企業の割合（%）を差し引いた%ポイントである。

(注 4) 消費者物価（全項目）の算出上、コアに属する品目は 69.7%（うち工業製品が 26.2%、サービスが 43.5%）という高いウエートを占めている。この他にも、コアに含まれない加工食品の 15.5%がある。

(注 5) ドイツの Ifo による 23 年 1 月のデータでは、同国では熟練労働者不足が幾分縮小したものの、依然、高い水準にあることが示されている。製造業に比べサービス業で高く、法務・税務コンサルタントのほか倉庫、運輸、宿泊などが高い水準にある。次による。
・ Ifo（15 February 2023）“Shortage of Skilled Workers Eases Somewhat in Germany”

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
2022～24年度経済見通し

海外経済の減速や物価高の影響で国内景気は低迷

～ 日本経済見通し：2022年度：1.2%（下方修正※）、23年度：0.1%（据え置き※）、24年度：1.4% ～

※22年12月時点の当総研見通し（22年度：1.4%、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。

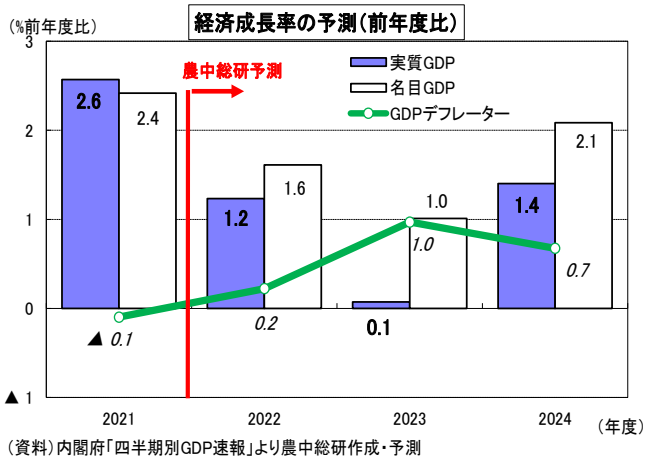
農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

2023年2月17日

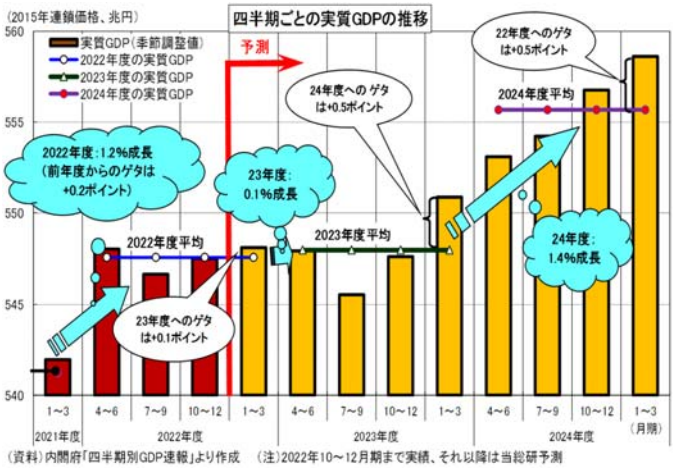
Norinchukin Research Institute

サマリー

- 10月中旬には水際対策が大幅に緩和されたほか、全国旅行支援も開始され、消費・輸出のサービス部門の需要回復が見られた半面、物価高によって消費者マインドが悪化しており、消費は全般的に伸び悩んだ。また、世界経済の減速を受けて民間設備投資は減少に転じ、輸出も減速した。さらに民間在庫変動の大幅マイナス寄与もあり、10～12月期の経済成長率は小幅のプラス成長にとどまった。
- 歴史的な高インフレに直面した海外主要中銀が金融引き締めを本格化させたことから、23年入り後には世界経済の減速傾向が一段と強まり、輸出・生産は伸び悩みを続けると予想される。国内に目を向ければ物価高によって消費行動が抑制、民間設備投資も弱含みが続くだろう。国内景気は23年を通じて低調な展開が続くと予想される。その後、24年になれば米国の利下げ転換や物価高の影響が弱まり、国内景気は再び持ち直していくとみられる。
- 国内の消費者物価は足元4%台まで上昇したが、輸入インフレ圧力の緩和や政府の物価高対策の実施によって先行き鈍化するものと予想する。
- 4月には植田日銀が発足する見込みであるが、23年内は内外景気情勢の厳しさや物価2%割れなどが想定されることもあり、実質的に金融引き締めとなる政策正常化への着手は見送られるだろう。



(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10～12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

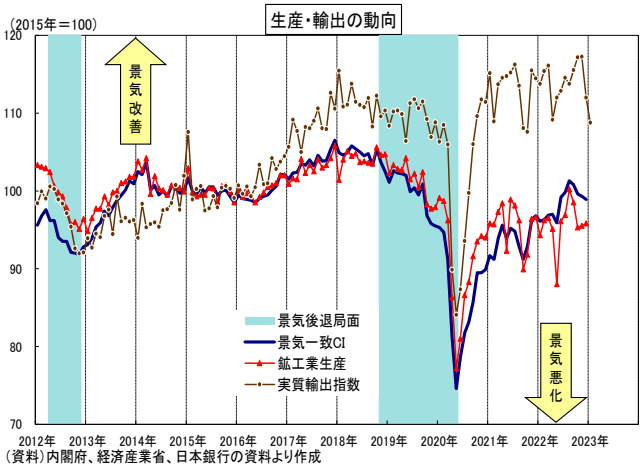
見通し担当者：

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

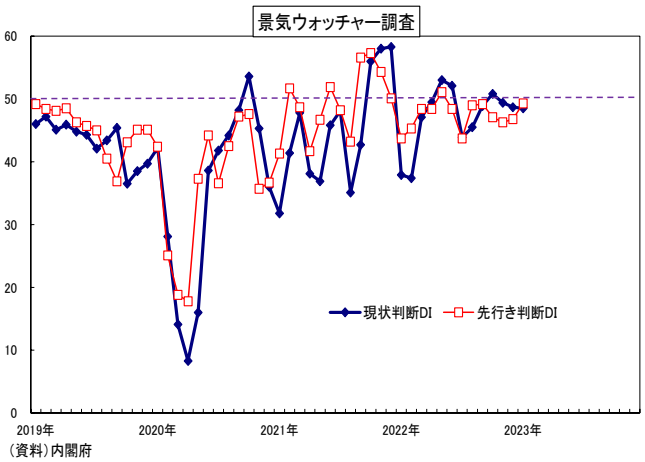
1　景気の現状

□景気動向：年末から年初にかけて足踏み感が高まる

- 12月の景気動向指数・CI一致指数は4か月連続の低下、景気の基調判断は「足踏み」へ下方修正
  - CI先行指数も低下基調（2か月連続の低下）
- 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、輸出などは過去2年余りにわたり、頭打ち感が強い展開が続いた
  - 1月の実質輸出指数（日銀試算）は前月比▲2.9%（2か月連続の低下）で、2か月で7%超の悪化となるなど、世界経済の減速感が高まっている
- 政府がウィズコロナ移行に向けた措置を講じたことで、消費持ち直しが本格化することへの期待が高まったが、コロナ感染「第8波」襲来に加え、物価高の悪影響が顕在化し、企業・家計の景況感は低調に推移
  - 景気ウォッチャー調査によれば、昨夏以降は現状判断・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
  - 1月の消費動向調査によれば、消費者態度指数は31.0と前月から+0.7ポイント（2か月連続の上昇）だったが、22年度前半の水準を割り込んだ状態（内閣府の基調判断は「弱い動きがみられる」）



(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

□10～12月期GDP：2期ぶりのプラス成長（前期比0.2%、同年率0.6%）

－ 10月中旬に水際対策を大幅に緩和、全国旅行支援も開始するなど、ウィズコロナへの移行を進めたものの、食料・エネルギー高騰によって消費者マインドが大きく悪化したほか、海外経済の減速による世界貿易数量の鈍化もあり、回復力は鈍かった

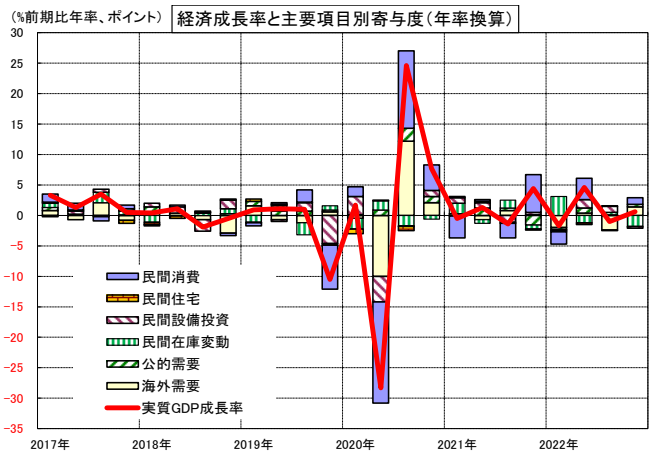
－ 民間在庫変動のマイナス寄与がかなり大きかったが、民間最終需要自体も鈍化気味

➢ 民間消費（前期比0.5%）、政府消費（同0.3%）、外需（輸出－輸入、前期比成長率に対する寄与度：0.3ポイント）が成長率押上げに寄与した半面、民間企業設備投資（同▲0.5%）、民間住宅投資（同▲0.1%）、民間在庫変動（寄与度：▲0.5ポイント）、公共投資（同▲0.5%）は成長率押下げ要因となった

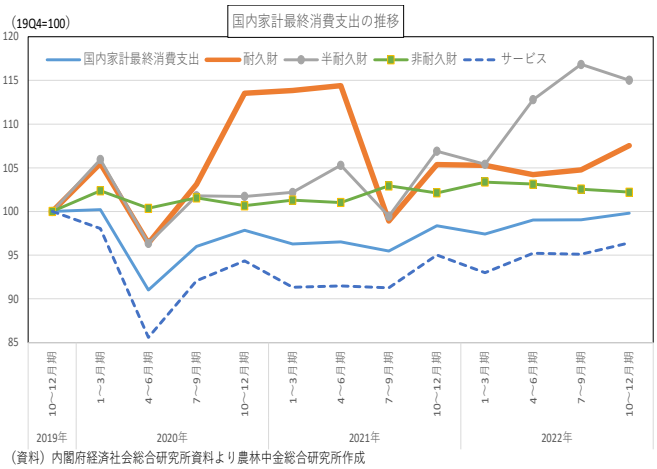
➢ GDPデフレーターは前年比1.1%と3期ぶりの上昇

◆ 輸入デフレーターが同21.8%と大幅に鈍化した一方、民間消費デフレーターが同3.6%へ加速するなど、国内需要デフレーターの高止まり（同3.2%）が続いたことで、価格転嫁の進展がようやく見られた

－ この結果、22年のGDP成長率は実質で1.1%、名目で1.3%と、いずれも2年連続のプラスとなった



（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

□世界経済は減速傾向

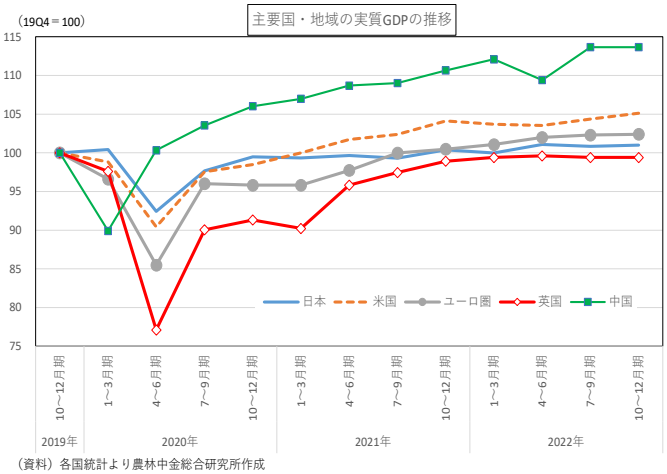
－ 世界的な物価高とそれに対する本格的な金融引き締め政策の発動、ロシアによるウクライナ侵攻を受けた制裁措置の応酬、ゼロ・コロナ政策を巡る混乱や不動産市況の悪化を受けた中国経済の低調さなどを背景に、22年末にかけて世界経済の減速傾向が強まった

□国際機関による世界経済見通し：緩慢な成長の下、世界的なインフレは鈍化へ

－ IMF世界経済見通し（23年1月発表）では、23年の世界経済について2.9%成長と10 月時点の見通しから上方修正したものの、巡航速度（3%台前半）を下回るなど、停滞感の強い展開を予想

－ 24 年については3.1%（10月時点から下方修正）へ持ち直すとの予想だが、巡航速度に届かず、景気回復感が乏しい展開が想定されている

➢ 世界貿易数量の伸びも22年（見込み）の前年比5.4%から23年は同2.4%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

2023～24年　IMF世界経済見通し

	2021年	2022年	2023年	2024年
世界全体（実質経済成長率）	6.2	3.4	2.9	3.1
先進国	5.4	2.7	1.2	1.4
米国	5.9	2.0	1.4	1.0
ユーロ圏	5.3	3.5	0.7	1.6
ドイツ	2.6	1.9	0.1	1.4
フランス	6.8	2.6	0.7	1.6
イタリア	6.7	3.9	0.6	0.9
スペイン	5.5	5.2	1.1	2.4
英国	7.6	4.1	▲ 0.6	0.9
日本	2.1	1.4	1.8	0.9
新興国・発展途上国	6.7	3.9	4.0	4.2
中国	8.4	3.0	5.2	4.5
インド	8.7	6.8	6.1	6.8
ブラジル	5.0	3.1	1.2	1.5
ロシア	4.7	▲ 2.2	0.3	2.1
南アフリカ	4.9	2.6	1.2	1.3
ASEAN5	3.8	5.2	4.3	4.7
世界貿易数量（財・サービス）	10.4	5.4	2.4	3.4

（資料）IMF『World Economic Outlook Update（2023年1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

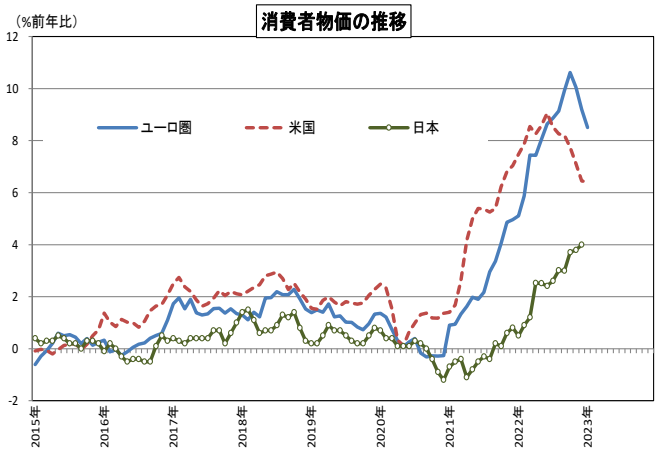
2　世界経済の動向　①概況

□欧米地域のインフレはピークアウトしつつあるが、高インフレ状態は継続

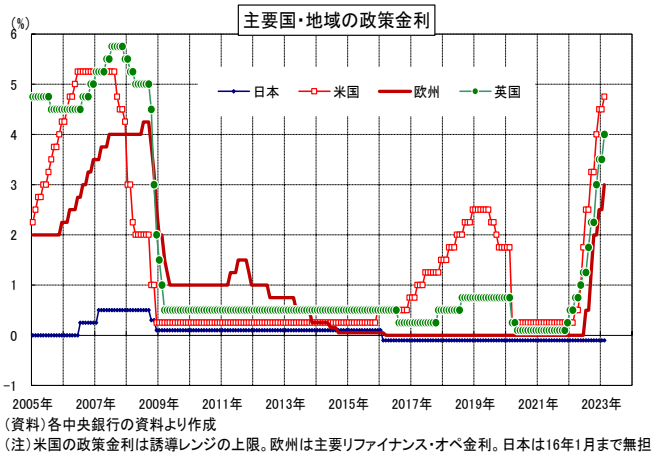
- 欧米諸国では需要が急回復した半面、労働力不足・部品供給難など供給の混乱が生じたほか、一次産品価格の高騰も重なり、歴史的な高インフレ状態となったが、22年後半にはピークアウトする動きも散見された
- 日本でも物価安定目標を大幅に上回る物価上昇が起きているが、主因は資源高や円安に伴う輸入インフレであり、需要サイドに起因する面は小さい

□欧米の主要中央銀行は引き続きインフレ沈静化を最優先する方針

- 歴史的な高インフレに直面した主要中央銀行は、22年に入ってから相次いで金融政策の正常化に乗り出したが、夏場以降は連続して大幅な利上げを実施したことに加え、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た
- 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、マーケットでは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ものの、各中銀はインフレ沈静化が確認できるまで高金利状態を据え置く方針



（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



（資料）各中央銀行の資料より作成
（注）米国の政策金利は誘導レンジの上限。欧州は主要リファイナンス・オペ金利。日本は16年1月まで無担保コールレート翌日物、2月から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年の景気を大幅に抑制

- 22年10～12月期のGDPは前期比年率2.9%（速報）と、2四半期連続のプラス成長
- 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
- 労働市場のひっ迫を背景にサービスセクターのインフレ率が依然として高く、FRBは金融引き締めを継続することで労働市場のひっ迫と高インフレの抑制を目指すとみられる
- 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、②22年後半のGDP成長率が高かったことから金融引き締めによる景気下押し効果は後ずれしており、23年半ばに景気下押し効果が強まるとみられること、③高インフレ環境であっても、雇用者の増加や賃金上昇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：23年は1.1%（前回見通し（0.5%）から上方修正）、24年は0.5%

予測表（四半期）

（予測→）

	単位	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
実質GDP成長率	%	▲ 1.6	▲ 0.6	3.2	2.9	0.6	0.1	▲ 0.0	0.2	0.6	0.6	1.1	1.4
個人消費支出	%	1.3	2.0	2.3	2.1	1.8	1.1	0.7	0.4	0.8	1.1	1.3	1.4
民間設備投資	%	7.9	0.1	6.2	0.7	2.1	0.7	0.5	0.8	0.5	0.7	1.5	1.3
民間住宅投資	%	▲ 3.1	▲ 17.8	▲ 27.1	▲ 26.7	▲ 15.5	▲ 17.0	▲ 10.9	▲ 3.9	▲ 3.9	0.0	8.2	16.6
輸出	%	▲ 4.6	13.8	14.6	▲ 1.3	5.4	1.5	▲ 0.8	2.3	1.5	3.0	3.0	4.5
輸入	%	18.4	2.3	▲ 7.3	▲ 4.6	3.4	3.1	2.1	2.6	1.0	4.1	3.6	4.0
政府支出	%	▲ 2.3	▲ 1.6	3.7	3.7	▲ 0.2	0.3	1.0	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
非農業部門雇用者数増減	万人	53.9	34.9	38.1	29.1	28.0	12.0	10.0	5.0	10.0	10.0	10.0	15.0
失業率	%	3.8	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.9	4.2	4.2	4.3	4.2	4.2
賃金上昇率	%	5.4	5.3	5.1	4.9	4.5	4.3	4.1	3.9	3.9	3.8	3.6	3.4
コアPCEデフレーター	%	5.3	5.0	4.9	4.7	4.2	4.0	3.9	3.6	3.5	3.3	3.1	2.9
FFレート誘導水準	%	0.25～0.50	1.50～1.75	3.00～3.25	4.25～4.50	4.75～5.00	5.25～5.50	5.25～5.50	5.25～5.50	4.25～4.50	4.25～4.00	3.75～3.50	3.25～3.00
10年物国債利回り	%	2.3	3.0	3.8	3.9	3.8	3.9	3.8	3.6	3.4	3.4	3.2	3.0

（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。

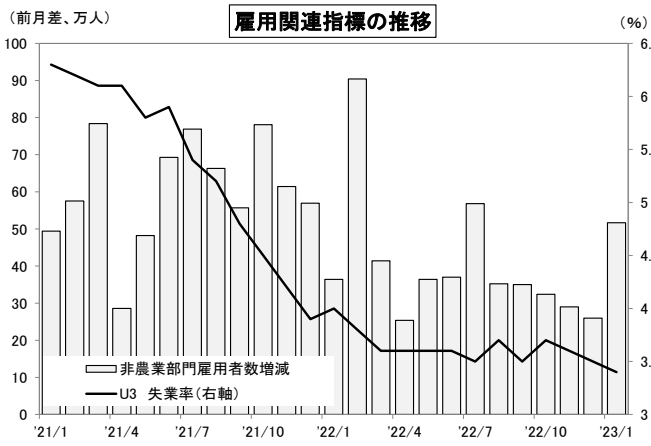
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

□雇用：失業率は歴史的な低水準

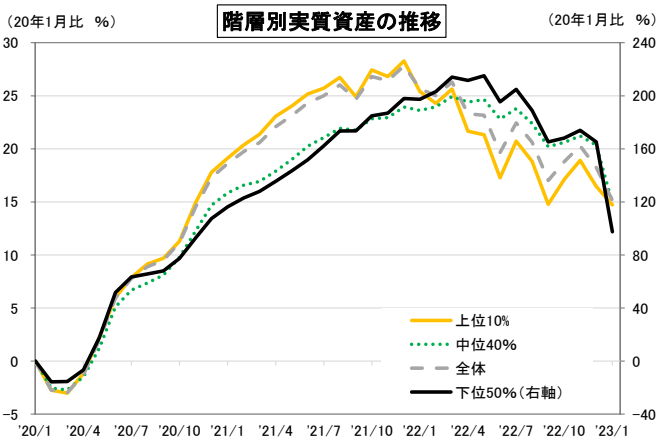
－労働市場のひっ迫が継続
－金融引き締めを受け、23年は失業率の上昇が見込まれる
－足元のUV曲線の分析からは、失業率の大幅な上昇を回避しつつ労働市場の過熱を抑制できる可能性が指摘できる

□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」は減少しつつある
－低所得者の賃金上昇が消費の下支えになるとみられる



（資料）米労働省、Bloomberg



（資料）Realtime Inequality

□貿易：中国経済再開も米中対立激化から貿易の回復ペースは鈍い見込み

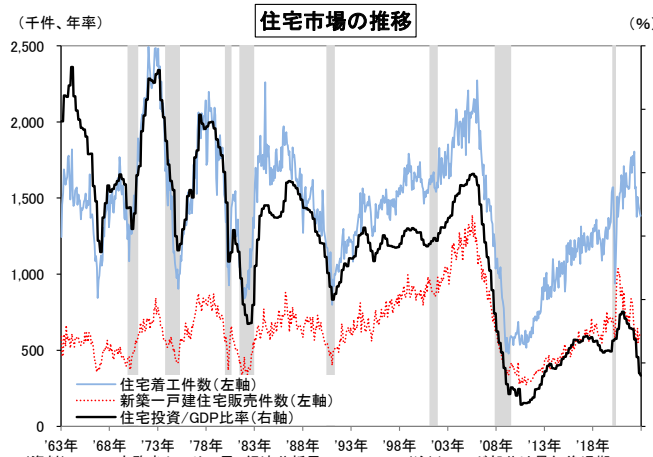
－中国では「ゼロコロナ」規制が解除され経済活動が再開したものの、半導体製造装置の対中輸出規制強化から、貿易の回復ペースは鈍いとみられる

□設備投資：堅調な推移を想定

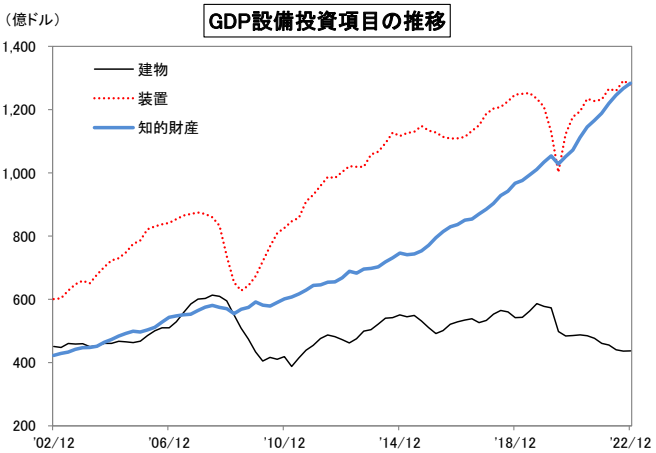
－10年で1.2兆ドルのインフラ投資を目指すインフラ投資雇用法（21年11月）、10年で4,300億ドル規模の気候変動対策費を投じるインフレ削減法（22年8月）、半導体の国内生産へ520億ドルを支援するCHIPSプラス法（22年8月）などが設備投資を下支えする見込み
－コロナ後の回復局面で顕著な「装置」と「知的財産」への投資の底堅さが継続すると思われる

□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、住宅需要の減少が継続するとみられる



（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



（資料）米経済分析局、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
https://www.nochuri.co.jp/

2　世界経済の動向　②米国

□インフレ率：ピークアウト

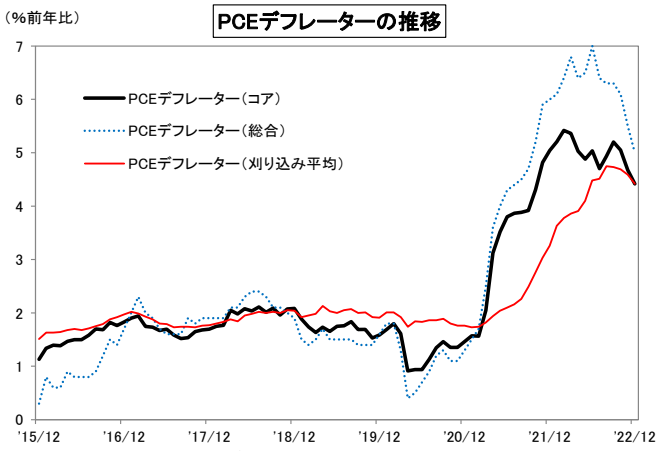
－ FRBによる利上げの継続や潜在成長率を下回る成長、供給制約の緩和などからインフレ率はピークアウト
－ 先行きについては、労働市場のひっ迫度合の抑制とともにサービスセクターのインフレ率の鈍化も見込まれる

□金融政策：インフレ率の抑制にコミット

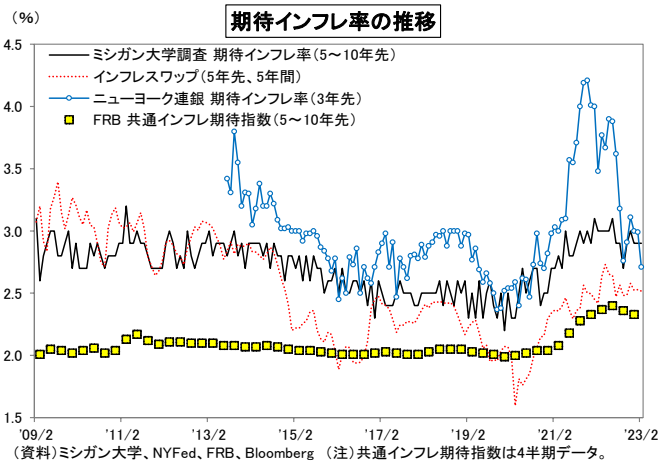
－ インフレ率の抑制や期待インフレ率を安定化する観点から、23年内に利下げに転じる可能性は低いとみられる

□財政政策：「ねじれ議会」で大規模な財政政策は難航

－ 上下院で多数派が異なることから大規模な財政政策は難航すると思われる
－ 6月5日に期限を迎える債務上限問題の行方も注目される



（資料）米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

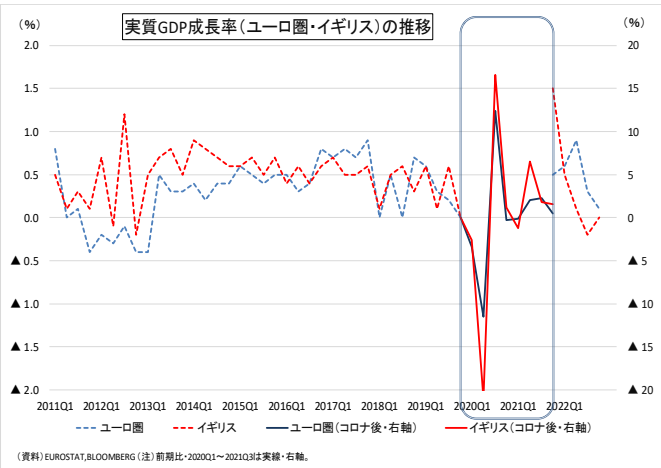


（資料）ミシガン大学、NYFed、FRB、Bloomberg （注）共通インフレ期待指数は4半期データ。

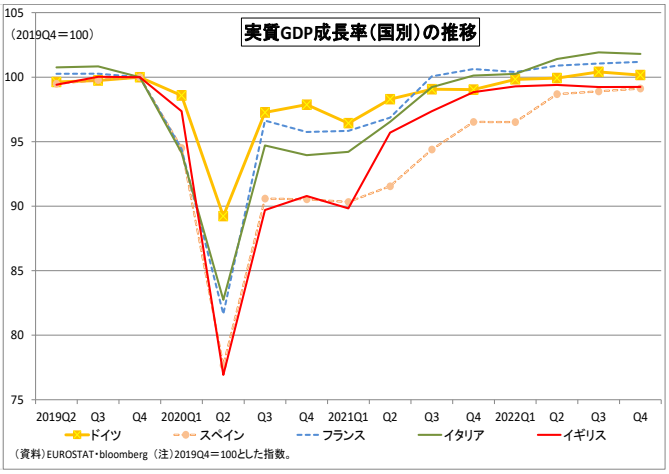
2　世界経済の動向　③欧州

□景気の現状（GDP成長率）

－ 物価上昇とそれにともなう金融引き締め、エネルギー危機への懸念から年後半にかけて成長率は大幅減速
－ ただし、暖冬や節約策（ガス消費量15%削減目標）が奏功し、天然ガス貯留率が高位で推移したことに加え、各国の物価上昇対策（財政支出）の効果もあり、当初想定ほどの深刻な景気後退には至っていない
－ 22年10～12月期は、
  ➢ ユーロ圏：前期比0.1%（7～9月期：同0.3%）、EU：同0.0%（7～9月期：同0.3%）、イギリス：同0.0%（7～9月期：同▲0.2%）
    ✓ EU、ユーロ圏全体ではプラス成長を確保したものの、エネルギー海外依存度の高いドイツ、イタリアはマイナス成長
    ✓ イギリスは前期は6期ぶりのマイナス成長だったが、今期はゼロ成長
    ✓ 各国ともコロナ前水準前後で低空飛行が続いている（スペイン・イギリスはコロナ前水準を回復できず）
－ 23年1～3月期も、今冬に関してはエネルギー危機は回避されるとみられるものの、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低迷状態が継続するとみられる



（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

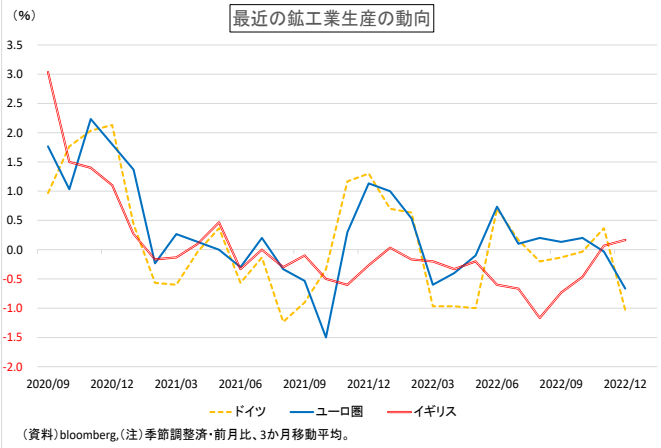
2　世界経済の動向　③欧州

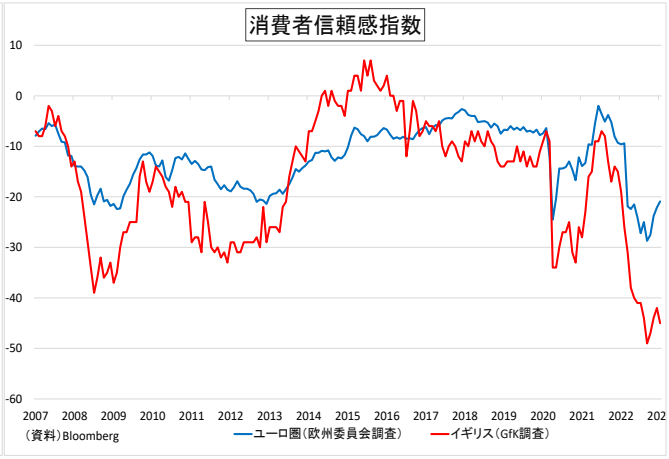
□生産

- 製造業は、ユーロ圏ではウクライナ侵攻後に大きく下押ししたあと、エネルギー供給制約などから秋口以降弱い動きが続いており、足元ではドイツの低迷が目立つ
- イギリスでは夏にかけ生産水準が大きく低下していたが、このところ下げ止まり
  - ➢ ただ前年対比では引き続きマイナス圏の動き
- 企業景況感は、エネルギー危機への懸念から昨年10月ころにかけ、製造業・サービス業ともに多くの国で大幅低下、その後年明けにかけては製造業ではおおむね底打ち、サービス業では物価対策の差などからまちまちの動きとなっている
  - ➢ 特にドイツ製造業の先行きに関する指標は大きく反転

□消費

- ユーロ圏では、物価上昇による実質購買力の低下などから低迷、足元は大きく低下し前年水準割れ
- イギリスは物価高、高金利から、低迷が長期化している（前年比では大きくマイナス）
- ただ、消費者センチメントは、リーマン危機、コロナ危機時を下回る水準まで一旦大きく落ち込んだが、足元底打ちの気配。ただしイギリスは低迷





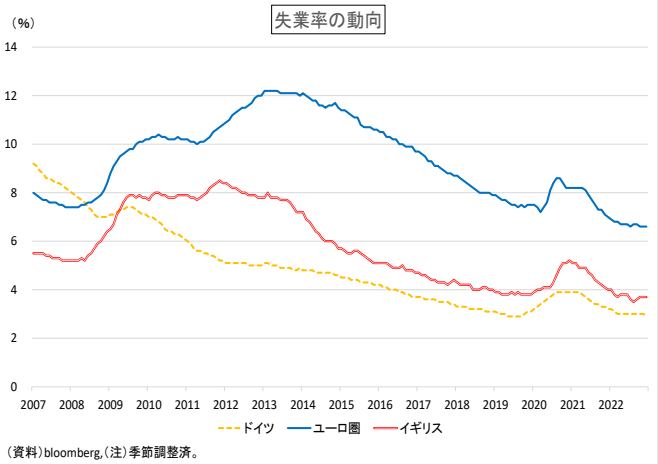
2　世界経済の動向　③欧州

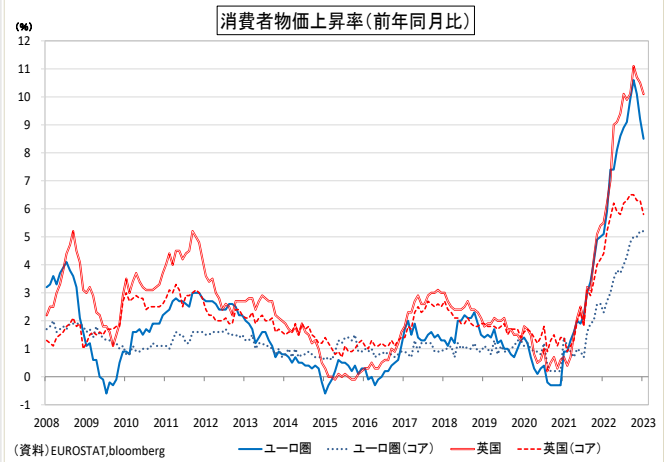
□雇用

- 失業率（12月）はユーロ圏6.6%（うちドイツ2.9%）、イギリス3.7%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おり、現状は引き締めの影響は見られない
- ユーロ圏では雇用環境に過熱感はでておらず、賃金データは上昇しているものの限定的。一方イギリスでは賃金上昇圧力は強い（求人件数はピークアウトした模様だが、引き続き労働供給制約残る）

□物価

- 消費者物価上昇率は22年10月がピーク、その後上昇率は鈍化し、23年1月はユーロ圏前年比8.5%、イギリス同10.1%となっている。ただし、コア指数は上昇率が高止まりし、それぞれ同5.4%、同5.8%となっている
- エネルギー価格の上昇はピークアウトしたものの、ガス供給のロシア依存度の高いドイツ（同9.2%）・イタリア（同10.9%）で上昇幅大きい。各国が個別に物価対策を実施しており、消費者物価指数の動向もその影響をうけているため、単純比較ができない状況
- 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（21年9月）にまで大幅低下





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

□金融政策

－欧州中央銀行（ECB）

- 2月の政策理事会では、大幅利上げ（5回連続、直近2回は50bp）継続、中銀預金金利を2.5%（リファイナンス金利3.0%、限界貸出金利3.25%）とした。中立金利（2%前後）を超える金利（引き締め領域）となったが、2%の物価目標の早期実現のため、大幅利上げを継続するスタンス（次回3月理事会も50bp引き上げの意向）
- 量的引き締め（QT）については、3月から6月末まで債券保有残高を1月平均150億ユーロ削減（その後の削減幅は別途検討）。APPの再投資は償還シェアに比例、ただし社債は気候変動対策に優れた発行体に傾斜配分
- ラガルド総裁ほかの情報発信では、次回理事会での50bp利上げ「意向」は強い決意で、ほぼコンセンサスとなっている模様。一方、ターミナルレート（利上げの最終到達点）については、南欧中心・景気配慮のハト派が3%台前半なのに対し、中北欧中心・インフレ抑制重視のタカ派は、コアインフレ率のピークアウトが見通せるまで（具体的には4%台前半）の利上げが必要と考えている模様
- 5月以降の利上げ幅は、その時点でのインフレ（特にコアインフレ率）動向次第
- 基本的にはインフレ抑制最優先の政策運営であるが、急速・大幅な利上げや市中金利上昇による景気へのダメージや金融システムへの影響は懸念材料
- 市場は23年半ばにかけて120bp弱の利上げを織込み（3月50bp、5月25～50bp、6・7月もさらなる利上げの可能性を織込む、2/15現在）

－イングランド銀行（BOE）

- 2月の金融政策委員会では、政策金利を50bp引き上げ、4.0%とした（7対2、2名は現状維持を主張、なお利上げは10回連続）
- 国債売却（QT）を継続しているが、23年2月には札割れ発生
- イギリスを含む世界的な物価上昇はピークアウトした可能性、21年12月以降の金融引き締めの累積効果による景気への影響から、今後の労働市場のひっ迫状況、賃金やサービスインフレ動向次第ながら、現状がターミナルレートに近づいていることを示唆（3月MPCは25bp利上げにとどめる可能性が高い）
- BOEはGDP成長率の低迷（23年Q1は前期比▲0.1%）とインフレの急低下（年央に8%前後、年末に4%前後）を見込んでいる
- 市場は23年半ばにかけて50bp程度の利上げを織込み（ 3月から5月にかけて25bp、その後9月にかけてさらに25bpの利上げの可能性を織込む、2/15現在）

2　世界経済の動向　③欧州

□財政政策

－各国でエネルギー価格上昇対策で、電気代等補助や低所得層への給付などの大規模な独自政策が採られている。エネルギー価格は下落しており、財政拡大局面は年後半には収束の方向とみられる。イギリスも同様

□景気見通し

－22年：ユーロ圏は3.5%、イギリスは4.0%

－23年：四半期ベースでのマイナス成長は回避ながら、低空飛行。ユーロ圏は0.5%、イギリスは緊縮財政もあり、▲0.5%と見込む

－24年：インフレピークアウトと引き締め解除で、ユーロ圏は1.5%、イギリスは1.0%と見込む

- エネルギー危機については今冬の懸念はほぼなくなり、プラス材料（天然ガス貯留量はドイツで72%、イタリアで65%となっており平年を上回る・2/13現在）
- ただし、物価上昇による家計負担増に加え、金融引き締めにより家計（住宅など）、企業（設備投資など）、政府部門（調達コストなど）いずれにも悪影響は避けられず、低空飛行続く
- 金融引き締めの影響を受ける海外景気（新興国含む）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、ウクライナ情勢のさらなる悪化とインフレ動向、ECB・BOEの金融引き締めによる景気や金融環境への影響、イタリア・メローニ政権の対EUスタンス、中国経済動向などが挙げられる

□物価見通し

－22年：ユーロ圏8.4%、イギリスは9.1%

－23年：エネルギー価格下落から徐々に低下。ユーロ圏5.5%、イギリス6.0%を見込む

－24年：鈍化基調続き、ユーロ圏2.5%、イギリス2.0%を見込む

- エネルギー価格のピークアウトの影響が大きく、ヘッドラインはユーロ圏、イギリスともにすでにピークアウトしたとみられる。課題はコアインフレが減速するか
- ユーロ圏では、賃金上昇圧力は限定的で、引き締め姿勢継続による需要減退からコアンフレもピークアウトが近いとみられる
- 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、ユーロ圏に比べコアインフレの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

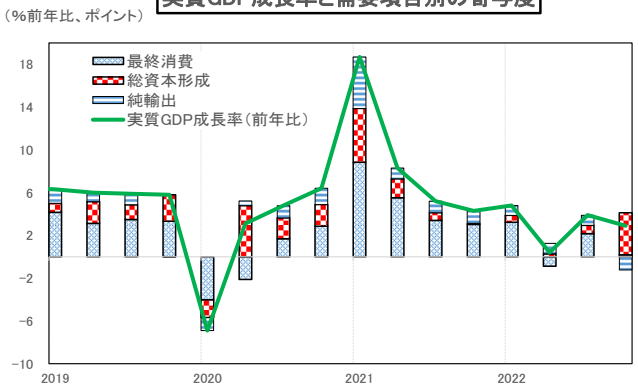
□景気の現状：緩やかな回復に向かっている

－22年10～12月期の実質GDP成長率は前年比2.9％と、7～9月期（同3.9％）から再び減速した

- 再び減速した要因として、12月上旬までのゼロコロナ政策の実施による影響や不動産業の深刻な不振のほか、海外経済の減速を背景に輸出が停滞したことも挙げられる
- 業種別の実質成長率を見ると、インフラ整備向け投資が底堅く推移したことから建設業は前年比7.0％とプラスが続いたものの、不動産業は同▲7.2％とマイナス幅が拡大した。また、ゼロコロナ政策の悪影響で交通輸送・倉庫郵便業および外食・宿泊業はそれぞれ同▲3.9％、▲5.8％と再びマイナスに転じた

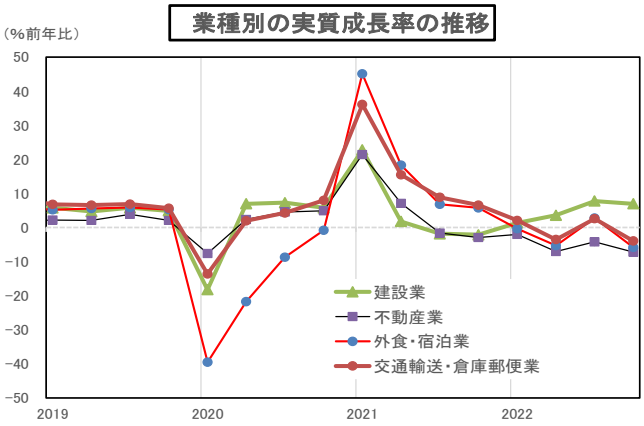
－22年の実質GDP成長率は前年比3.0％と、政府の成長率目標である「5.5％前後」を大きく下回ったが、その後の景気は、ゼロコロナ政策が12月上旬から大きく転換されたほか、これまでの経済対策の効果もあり、緩やかな回復に向かっているとみられる

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。

業種別の実質成長率の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、四半期ベース。

□個人消費：回復に向かっているが、依然低調

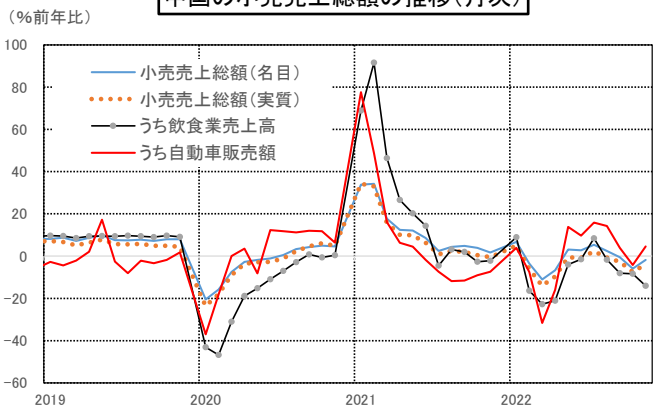
－12月の小売売上総額（社会消費品小売）は名目で前年比▲1.8％、物価変動を除いた実質ベースで同▲3.7％と、11月（それぞれ同▲5.9％、同▲7.6％）からいずれもマイナス幅が縮小した

- ゼロコロナ政策の転換で感染者数が急増したため、飲食業売上高は前年比▲14.1％とマイナス幅が拡大したものの、22年末までだった自動車取得税半減などの購入促進策の終了前の駆け込み需要発生で、自動車販売額は同4.6％と堅調だった
- しかし、春節連休（1月21日～27日）による影響もあり、1月の新車販売台数は同▲34.8％と大きく減少

－先行きについても、新車販売台数の伸び悩みが見込まれるものの、ゼロコロナ政策が転換されたことで外食・宿泊業などが持ち直す公算が大きく、回復は継続すると見込む

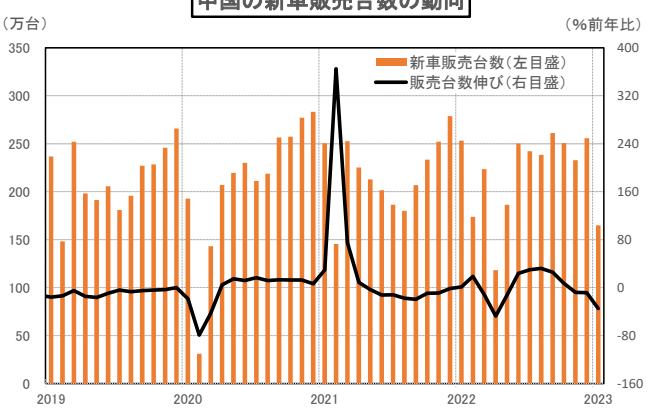
－ただし、これまでのゼロコロナ政策による悪影響は色濃く残るとみられ、消費は力強さに欠ける展開になるだろう

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12月。

中国の新車販売台数の動向



（資料）中国汽車工業協会、Windより作成、直近は23年1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：当面は横ばいで推移

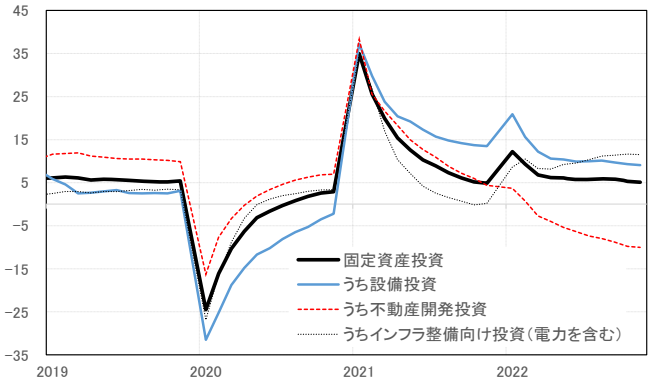
－ 22年1～12月期の固定資産投資は前年比5.1％と伸び悩みが続いている

➢ 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）は前年比でそれぞれ9.1％、11.5％と比較的堅調に推移した一方、不動産開発投資は同▲10.0％と大幅なマイナスとなっている

➢ 他方、12月の不動産開発投資（推計値）は前年比▲12.2％と減少が続いたものの、11月（同▲19.9％）から減少幅が縮小した

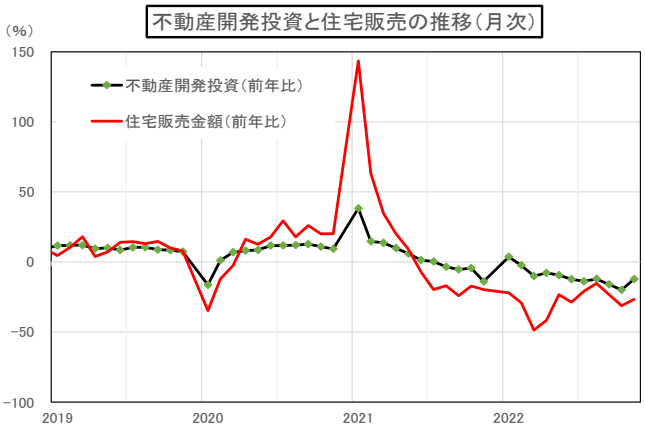
－ 先行きについては、インフラ整備向け投資が引き続き底堅く推移するが、不動産開発投資の停滞が当面続くとみられることから、横ばいで推移する見込み

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1～12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12月。

2　世界経済の動向　④中国

□輸出：停滞が続く可能性は高い

－ 22年12月の輸出額（米ドル建て）は前年比で▲9.9％と減少幅がさらに拡大した

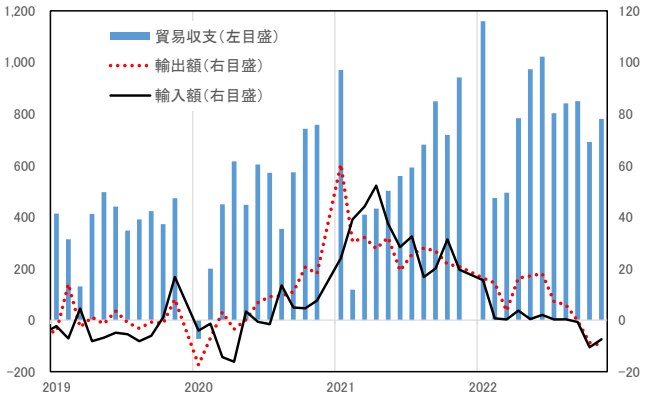
➢ 輸出の先行きについても、米中対立の激化懸念や、海外経済の力強さを欠くことによる停滞が続く見通し

□経済見通し：23年は5.1％成長、24年は5.8％成長

－ コロナ感染再拡大のリスク、世界経済減速による輸出の停滞、米国の金融引き締め政策の影響に加え、不動産開発投資の回復が見込めないものの、ゼロコロナ政策の転換によって消費の持ち直しが期待されることや、インフラ整備向け投資が引き続き底堅く推移するとみられるほか、政府が追加経済対策を打ち出す可能性もあり、23年の実質成長率は前年比5.1％と緩やかに回復すると予測

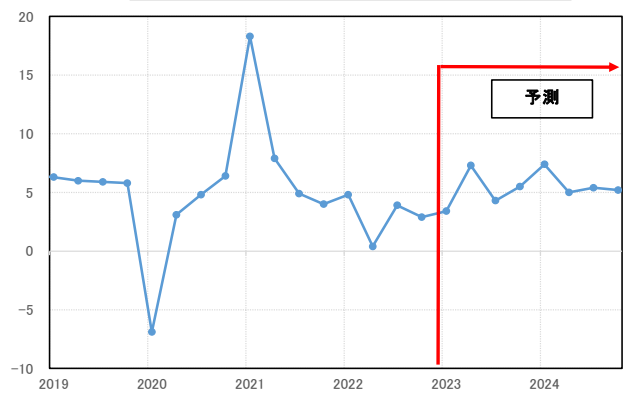
－ 24年についてはコロナ禍による悪影響が徐々に解消されるほか、「失われた3年間」を取り戻すための経済対策の効果が強まると予想されることから、前年比5.8％と巡行速度に戻る見通し

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12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
https://www.nochuri.co.jp/

2　世界経済の動向　⑤原油価格

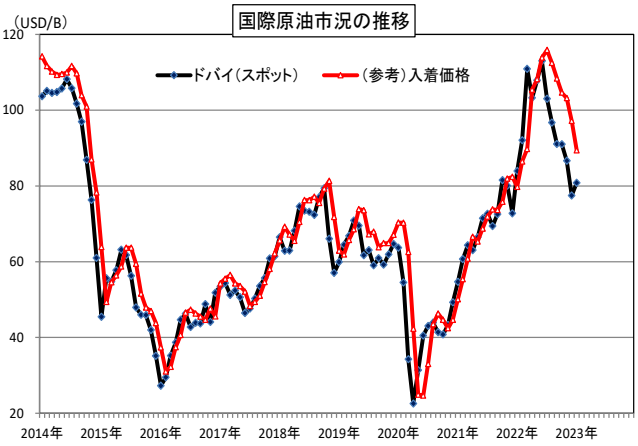
□原油価格：世界経済の失速懸念で夏場以降はやや軟調な展開

- 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、22年7、8月に増産枠を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、11月以降は日量200万バレルの大幅減産に転じている
  - ➢ この数か月は原油価格（WTI先物、期近物）は金融引き締めの長期化による先進国景気の悪化懸念とゼロコロナ政策を放棄した中国経済の回復期待などが交錯、70～80ドル/バレル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などに大きく左右されるが、国内への入着価格は足元の水準（1月：1バレル＝89ドル）からさらに下落、23年度は80ドル/バレル台前半で推移、24年度は90ドル/バレル前後へ上昇と予想

（資料）Bloombergより作成

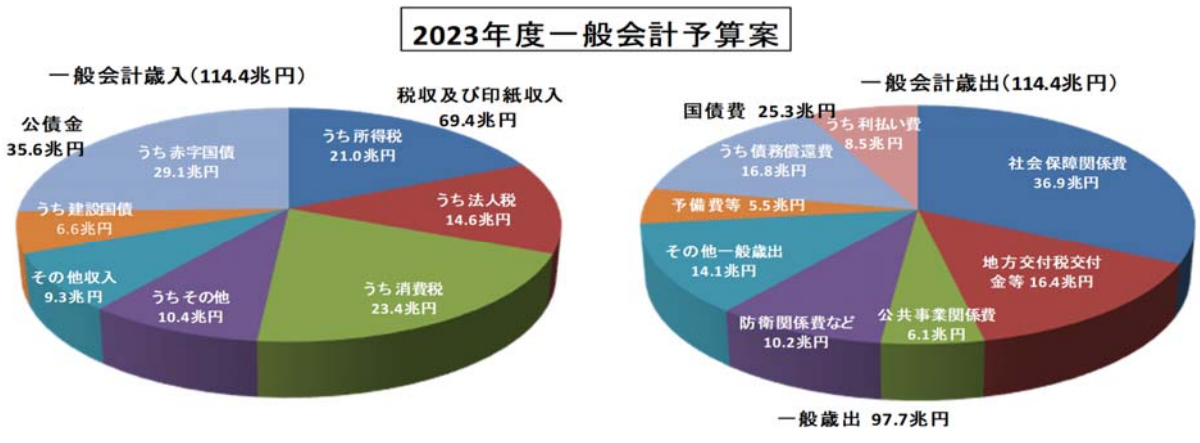


（資料）東京工業品取引所、財務省

3　国内の経済政策

□23年度一般会計予算案の総額は114.4兆円と過去最大を更新

- 22年度当初予算（107.6兆円）からは6.8兆円の増額で、主因は防衛関係費の大幅増
- 歳入：税収65.2兆円（22年度2次補正後比で1.1兆円増）、公債金35.6兆円（同26.9兆円減）
  - ➢ 23年度の政府経済見通しでは名目2.1%、実質1.5%の成長を見込む
- 歳出：国債費25.2兆円（22年度当初比で0.9兆円増）、一般歳出72.7兆円（同5.4兆円増）
  - ➢ 社会保障関係費（36.9兆円、同6,154億円）については、概算要求基準の段階では自然増を5,600億円としていたが、3年ぶりの年金のマクロ経済スライド発動 2,200 億円程度の増額が必要となった
  - ➢ 焦点の防衛関係費（10.2兆円）については、防衛力強化資金（仮称）への繰入れに3.4兆円計上したほか、それ以外の部分（6.8兆円）では同1.4兆円の増額
- 国債発行計画：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）を含めて、205.8兆円の発行
  - ➢ カレンダーベースの市中発行額は190.3兆円（22年度2次補正後比で12.8兆円減）



（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

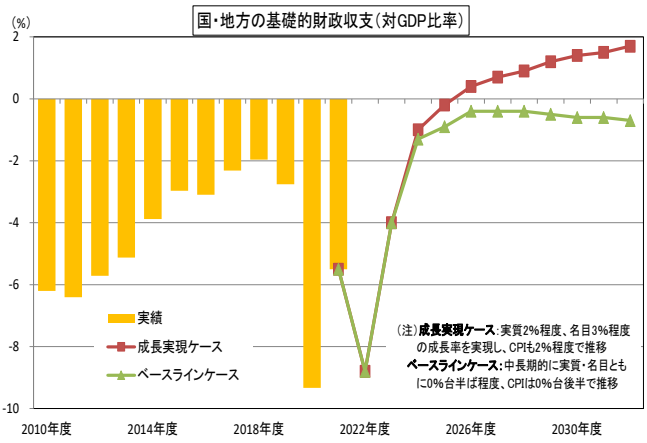
3　国内の経済政策

□進まぬ財政健全化

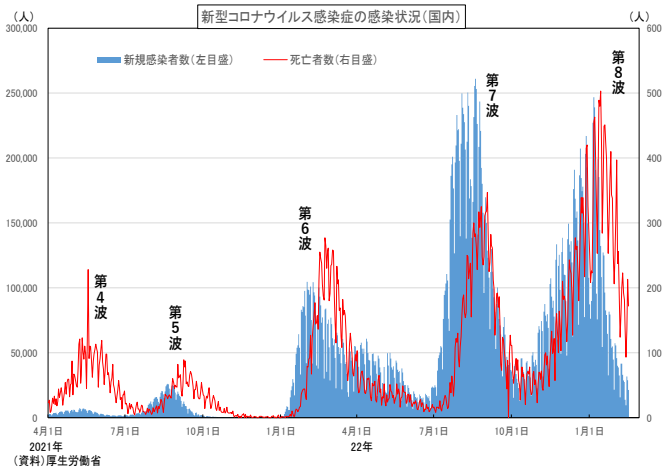
- 政府の財政健全化目標は①国・地方の基礎的財政収支（PB）を25年度までに黒字化、②、債務残高の対GDP 比を安定的に引き下げる、であるが、「経済あっての財政」との方針も示している
- 内閣府「中長期の経済財政に関する試算（23年1月）」では、政府が掲げる「デフレ脱却・経済再生」が実現し、潜在成長率が着実に上昇するような「成長実現ケース（実質2%、名目3%程度の成長、2%の消費者物価上昇率を実現）」の下でこれまでと同様の歳出効率化努力を継続すれば国・地方のPBの25年度黒字化が視野に入る、とした
- 一方、財務省「後年度歳出・歳入への影響試算」では、24 年度以降について名目3%成長、消費者物価（CPI）上昇率を2%と想定した場合、25年度のPB（国の一般会計）は▲4.4兆円との試算を示している
- 岸田首相は防衛予算の倍増に加え、少子化対策の強化を訴えているが、それらの財源を増税で賄う案への抵抗は強い
  - ➢ 与党内には「国債の60年償還ルール」の見直し案も浮上

□政府はウィズコロナへの移行を推進

- 政府はマスク着用ルールを3月13日に緩和するほか、5月8日には新型コロナウイルス感染症の感染症法上の分類を現状の「2類」から季節性インフルエンザと同様の「5類」へ変更する方針



（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

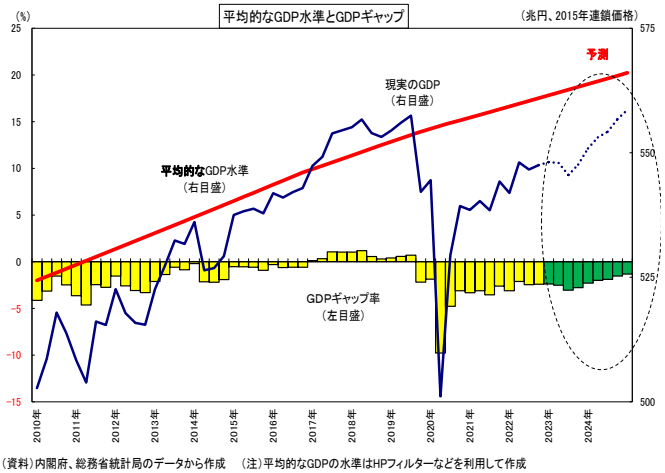


（資料）厚生労働省

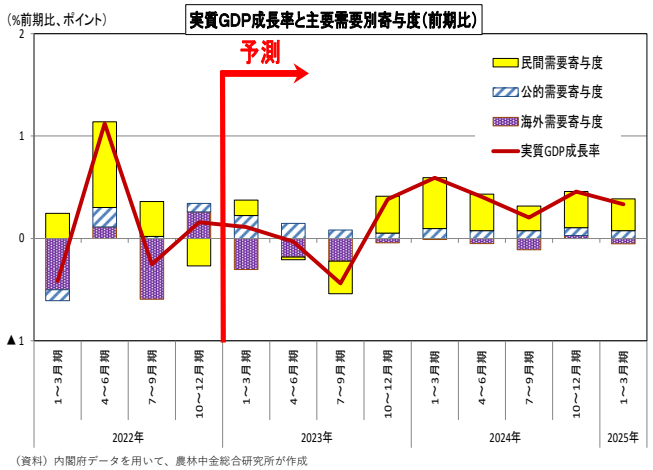
4　日本経済・物価の見通し

□総論：2022年度は1.2%成長、23年度は0.1%成長、24年度は1.4%成長と予想

- 足元1～3月期は、引き続き、インバウンド需要の回復や需要喚起策によるサービス消費の持ち直しが想定される半面、世界経済の減速に伴って輸出の減少傾向が強まる可能性があるほか、コロナ感染「第8波」や物価高によって消費行動が抑制される状態が続いているとみられる。価格転嫁の遅れが企業業績を悪化させる側面もあり、企業設備投資も弱含むだろう。その結果、経済成長率は前期比年率0.4%と2期連続のプラスながらも、緩慢な数字になるだろう。22年度としては1.2%成長が見込まれる。
- 23年度入り後は、欧米など先進国経済の減速傾向が一段と強まり、輸出・生産活動はその影響を受けるだろう。また、注目の23年春闘では一定の賃上げが実現するものの、物価高を補うには物足りなさが残る結果が想定され、少なくとも年度上期中は民間消費は盛り上がりに欠いた動きとなるだろう。その結果、23年度上期はマイナス成長（半期ベースで前期比▲0.2%）となるだろう。
- 一方、23年度下期には中国経済の回復力が高まるほか、国内物価も沈静化が進み、持ち直しが再開されると予想（同じく同0.2%）。23年度を通じては0.1%の低成長にとどまるだろう。その後、24年入り後は米国の利下げ転換から世界経済の回復期待が高まり、国内景気も持ち直し傾向が続くと予想される。



（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

予測表（年度、半期）

	単位	2021年度（実績）	2022年度（予測）	2023年度（予測）	2024年度（予測）
名目GDP	%	2.4	1.6	1.0	2.1
実質GDP	%	2.6	1.2	0.1	1.4
民間需要	%	1.9	2.4	0.1	1.7
民間最終消費支出	%	1.5	2.3	0.2	0.9
民間住宅	%	▲ 1.1	▲ 4.5	▲ 0.3	0.4
民間企業設備	%	2.1	2.8	0.6	3.7
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.4	0.1	▲ 0.1	0.1
公的需要	%	1.3	0.5	1.8	1.1
政府最終消費支出	%	3.4	1.4	1.9	1.4
公的固定資本形成	%	▲ 6.4	▲ 3.4	0.9	0.2
輸出	%	12.3	4.9	0.0	2.7
輸入	%	7.0	7.8	2.8	3.7
国内需要寄与度	ポイント	1.8	1.9	0.6	1.6
民間需要寄与度	ポイント	1.4	1.8	0.2	1.3
公的需要寄与度	ポイント	0.4	0.1	0.5	0.3
海外需要寄与度	ポイント	0.8	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.1	0.2	1.0	0.7
国内企業物価　（前年比）	%	7.1	9.5	2.0	0.4
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.1	3.0	2.1	1.7
完全失業率	%	2.8	2.6	2.6	2.4
鉱工業生産　（前年比）	%	5.9	0.1	▲ 0.3	2.9
経常収支	兆円	20.2	8.2	7.1	7.6
名目GDP比率	%	3.7	1.5	1.3	1.3
為替レート	円/ドル	112.4	135.1	126.9	121.3
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.01	▲ 0.05	0.00	0.25
新発10年物国債利回り	%	0.09	0.31	0.49	0.70
通関輸入原油価格	ドル/バレル	76.4	102.0	83.8	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			2024年度
		通期	通期	上期	下期	通期	上期	下期	通期
実質GDP	%	2.6	1.2	0.8	▲ 0.0	0.1	▲ 0.2	0.2	1.4
民間需要	%	1.9	2.4	1.5	0.2	0.1	▲ 0.1	0.4	1.7
民間最終消費支出	%	1.5	2.3	1.2	0.5	0.2	▲ 0.2	0.3	0.9
民間住宅	%	▲ 1.1	▲ 4.5	▲ 2.9	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.4
民間企業設備	%	2.1	2.8	2.8	1.2	0.6	▲ 0.1	1.0	3.7
公的需要	%	1.3	0.5	0.6	0.8	1.8	1.1	0.7	1.1
政府最終消費支出	%	3.4	1.4	1.1	0.8	1.9	1.2	0.9	1.4
公的固定資本形成	%	▲ 6.4	▲ 3.4	▲ 0.8	0.6	0.9	1.0	▲ 0.2	0.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	0.4	▲ 2.5	▲ 2.2	▲ 2.7	▲ 5.6	▲ 5.2	▲ 6.1	▲ 6.8
輸出	%	12.3	4.9	3.4	3.4	0.0	▲ 1.2	0.2	2.7
輸入	%	7.0	7.8	5.7	5.4	2.8	1.0	1.5	3.7
内需寄与度（前期比）	%	1.8	1.9	1.3	0.2	0.6	0.2	0.6	1.6
民間需要（　〃　）	%	1.4	1.8	1.2	▲ 0.0	0.2	▲ 0.1	0.5	1.3
公的需要（　〃　）	%	0.4	0.1	0.2	0.2	0.5	0.3	0.1	0.3
外需寄与度（　〃　）	%	0.8	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2
デフレーター（前年比）	%	▲ 0.1	0.2	▲ 0.3	0.8	1.0	1.3	0.6	0.7
完全失業率	%	2.8	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6	2.4
鉱工業生産(前期比)	%	5.9	0.1	0.5	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.7	1.5	2.9
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	86.5	85.4	85.8	85.1	84.0	84.0	84.0	85.0
経常収支	兆円	20.2	8.2	3.9	4.3	7.1	3.5	3.6	7.6
貿易収支	兆円	▲ 1.6	▲ 20.8	▲ 9.6	▲ 11.2	▲ 24.3	▲ 12.4	▲ 11.9	▲ 22.3
外国為替レート	ドル/円	112.4	135.1	134.0	136.2	126.9	128.8	125.0	121.3
通関輸入原油価格	ドル/バレル	76.4	102.0	110.7	93.4	83.8	80.0	87.5	90.0

（前年同期比）

	単位	2021年度	2022年度			2023年度			2024年度
		通期	通期	上期	下期	通期	上期	下期	通期
名目GDP	%	2.4	1.6	1.3	1.9	1.0	1.2	0.8	2.1
実質GDP	%	2.6	1.2	1.5	0.9	0.1	▲ 0.1	0.3	1.4
民間需要	%	1.9	2.4	3.2	1.4	0.1	▲ 0.2	0.5	1.7
民間最終消費支出	%	1.5	2.3	3.1	1.6	0.2	0.2	0.1	0.9
民間住宅	%	▲ 1.1	▲ 4.5	▲ 5.8	▲ 3.3	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.0	0.4
民間企業設備	%	2.1	2.8	2.3	3.2	0.6	0.3	1.0	3.7
公的需要	%	1.3	0.5	▲ 0.7	1.4	1.8	1.9	1.6	1.1
政府最終消費支出	%	3.4	1.4	0.9	1.8	1.9	1.9	1.9	1.4
公的固定資本形成	%	▲ 6.4	▲ 3.4	▲ 7.1	▲ 0.5	0.9	1.2	0.6	0.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	0.4	▲ 2.5	▲ 2.2	▲ 2.7	▲ 5.6	▲ 5.2	▲ 6.1	▲ 6.8
輸出	%	12.3	4.9	4.3	5.6	0.0	0.9	▲ 0.8	2.7
輸入	%	7.0	7.8	7.2	8.4	2.8	3.5	2.2	3.7
国内企業物価　（前年比）	%	7.1	9.5	9.7	9.4	2.0	5.7	▲ 1.5	0.4
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.1	3.0	2.5	3.5	2.1	2.5	1.8	1.7
完全失業率	%	2.8	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6	2.4
鉱工業生産(前年比)	%	5.9	0.1	0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 1.3	0.8	2.9

（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）

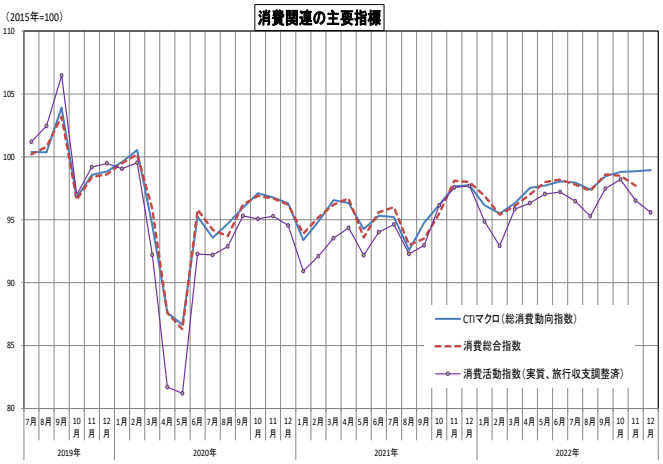
	単位	2022年				2023年				2024年				2025年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.2	1.0	▲ 0.8	1.3	0.4	0.0	▲ 0.3	0.5	0.8	0.6	0.3	0.7	0.7
（年率換算）	%	0.9	4.2	▲ 3.1	5.2	1.8	0.2	▲ 1.3	1.9	3.3	2.3	1.3	2.6	2.6
実質GDP	%	▲ 0.4	1.1	▲ 0.3	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.4	0.4	0.6	0.4	0.2	0.5	0.3
（年率換算）	%	▲ 1.7	4.6	▲ 1.0	0.6	0.4	▲ 0.1	▲ 1.7	1.5	2.4	1.6	0.8	1.8	1.3
民間需要	%	0.2	1.0	1.3	▲ 0.4	0.2	1.0	1.3	0.5	0.7	1.0	1.3	0.5	0.4
民間最終消費支出	%	▲ 0.9	1.6	0.0	0.5	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
民間住宅	%	▲ 1.7	▲ 1.9	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2
民間企業設備	%	▲ 0.3	2.1	1.5	▲ 0.5	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	0.6	1.0	1.5	0.5	1.0	1.0
民間在庫変動（寄与度）	%pt	0.8	▲ 0.3	0.1	▲ 0.5	0.2	0.1	▲ 0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.2	0.7	0.1	0.3	0.8	0.5	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	0.5	0.8	0.1	0.3	0.8	0.6	0.3	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 3.2	0.5	0.7	▲ 0.5	1.0	0.3	0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
輸出	%	1.2	1.5	2.5	1.4	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5	0.2	1.0	0.8	0.5	1.2	0.8
輸入	%	3.8	0.9	5.5	▲ 0.4	0.5	0.4	0.6	0.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
国内需要寄与度	%pt	0.1	1.0	0.4	▲ 0.2	0.4	0.1	▲ 0.2	0.4	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4
民間需要寄与度	%pt	0.2	0.8	0.3	▲ 0.3	0.2	▲ 0.0	▲ 0.3	0.4	0.5	0.4	0.2	0.4	0.3
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.5	0.1	▲ 0.6	0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	0.4	▲ 0.3	▲ 0.4	1.1	0.6	1.0	1.7	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
国内企業物価　（前年比）	%	9.3	9.7	9.6	10.0	8.8	7.5	4.0	▲ 2.0	▲ 1.0	▲ 0.5	0.5	0.5	1.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.6	2.2	2.7	3.8	3.3	2.8	2.2	1.7	1.8	1.6	1.6	1.7	1.8
完全失業率	%	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3
鉱工業生産　（前期比）	%	0.8	▲ 2.7	5.8	▲ 3.0	▲ 0.6	▲ 0.5	0.2	1.0	0.8	0.5	0.5	1.0	1.5
経常収支（季節調整値）	兆円	4.2	3.2	0.7	2.5	1.8	1.3	2.2	2.1	1.5	1.7	2.3	2.2	1.4
名目GDP比率	%	3.0	2.3	0.5	1.8	1.3	0.9	1.6	1.5	1.1	1.2	1.6	1.5	1.0
為替レート	円/ドル	116.2	129.6	138.3	141.5	131.0	130.0	127.5	125.0	125.0	122.5	122.5	120.0	120.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.01	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.06	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.02	0.00	0.10	0.25	0.25	0.25
新発10年物国債利回り	%	0.18	0.23	0.22	0.28	0.50	0.45	0.45	0.50	0.55	0.55	0.60	0.70	0.75
通関輸入原油価格	ドル/バレル	85.4	109.3	112.2	101.8	85.0	80.0	80.0	85.0	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。

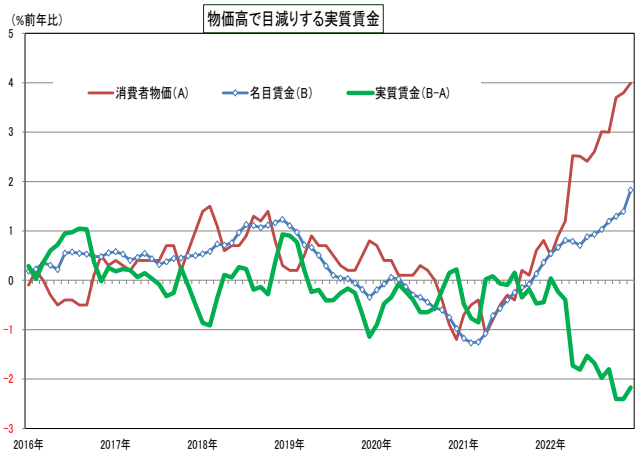
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます
https://www.nochuri.co.jp/

□民間消費

- ウィズコロナへの移行が進む中、全国旅行支援などの需要喚起策が呼び水となり、宿泊・観光などのサービス消費は回復傾向を強めている
- 一方、足元の物価高騰によって実質所得は大きく目減りしており、消費全体の動きは鈍い
  - ➢ 10～12月期の雇用者報酬によれば、名目ベースでは前期比0.8％と底堅く推移する（4期連続のプラス）が、実質ベースでは同▲0.2％と4期連続のマイナス（前年比は▲1.4％と5期連続のマイナス）
- こうした中、大手企業を中心に賃上げの機運は高まりつつあり、23年の春季賃上げ率は22年実績（2.20％、厚生労働省調べ）を0.5ポイントほど上回ると予想されている（労務行政研究所の集計）
  - ➢ 大手企業の定昇率は1.8％程度とされることから、ベースアップ率は概ね1%程度と考えられるが、物価見通し（後掲）に比べて低い伸びであることは否めず
- 民間最終消費支出は22年度：前年度比2.3％（2年連続の増加、23年1～3月期：前期比▲0.1％）、23年度は同0.2％へ失速、24年度は同0.9％へ持ち直すと予測



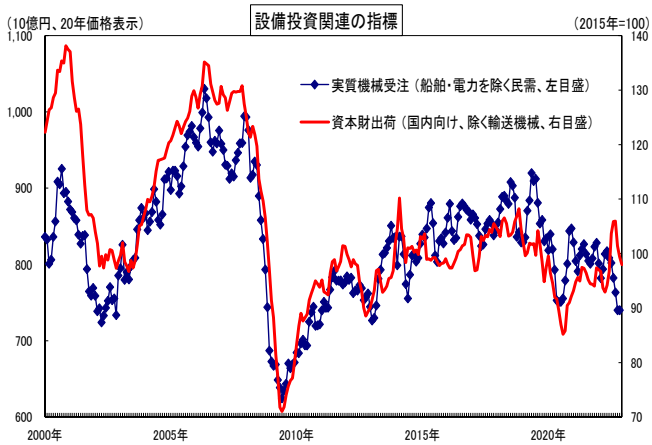
(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行の各資料より農林中金総合研究所作成



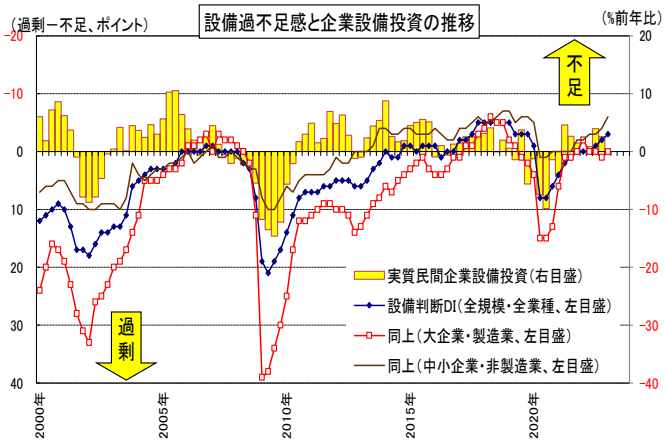
(資料)厚生労働省、総務省統計局　(注)名目賃金は現金給与総額の12ヶ月移動平均を使用。

□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（12月調査）の22年度計画では前年度比14.6％（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）と例年にない強い数字だが、資本財価格の高騰も考慮する必要がある
  - ➢ 足元の受注統計と出荷統計はともに弱含み
    - ◆10～12月期の機械受注は前期比▲5.0％と2期連続の減少
    - ◆10～12月期の鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け）も同▲2.3％と2期ぶりの減少
- 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・脱炭素化の流れが企業設備投資を下支えするとみられるものの、世界経済の減速や企業収益の伸び悩みに伴い、23年度にかけて足踏みすると予想
- 22年度は前年度比2.8％（2年連続の増加）、23年度は同0.6％へ減速、24年度は3.7％へ持ち直すと予測



(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。

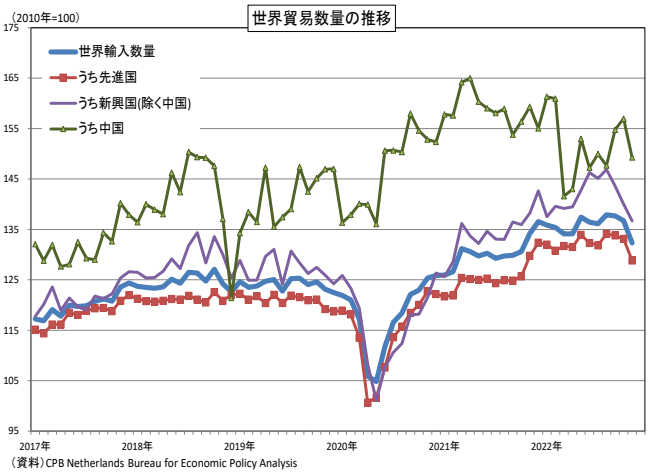


(資料)内閣府、日本銀行　(注)設備判断DIの最後の期はその直前の期における見通し

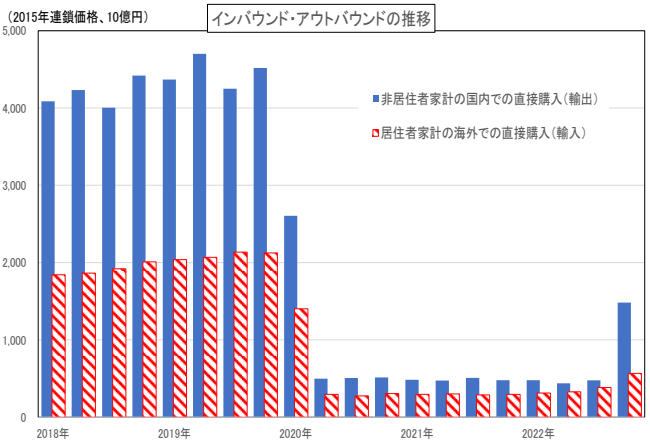
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ロ輸出入動向

- 22年半ばまで世界貿易数量は緩やかに回復してきたが、秋以降は減少傾向に
  - ➢ 日本の実質輸出指数も頭打ち気味の展開が続いた（1月は前月比▲2.9％と2か月連続の低下）
    - ◆ 財別にみると、自動車関連が頭打ち気味、情報関連・中間財が弱含みで推移しているほか、足元では資本財も大きく悪化
    - ◆ 地域別には、ゼロコロナ政策を巡って混乱が起きた中国向けが大きく減少
- 22年度の輸出は前年度比4.9％（2年連続の増加）、23年度は同0.0％へ失速、24年度は2.7％へ回復と予測
- 一方、22年度の輸入は同7.8％（2年連続の増加）、23年度は同2.8％へ減速、24年度は3.7％へ加速と予測
- 22年度の経常収支は8.2兆円（名目GDP比率1.5％）と黒字幅は5年連続で縮小、23年度も7.1兆円（同1.3％）へさらに縮小するが、24年度には7.6兆円（同1.3％）へ小幅拡大と予測



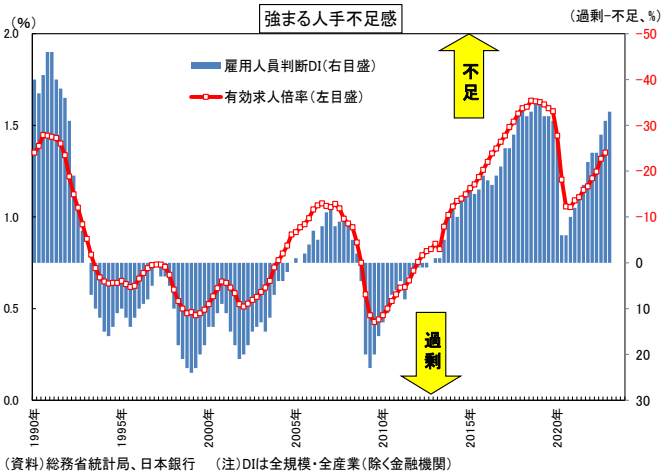
(資料)CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis



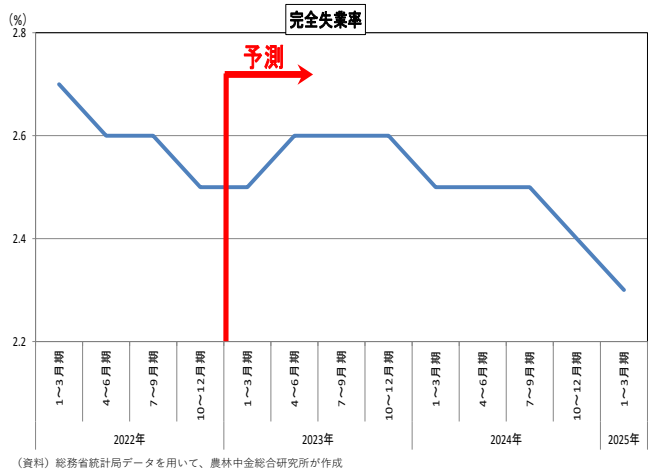
(資料)内閣府経済社会総合研究所 (注)実質ベース。

ロ雇用情勢

- ウィズコロナ移行への期待もあり、雇用関連指標は改善傾向
  - ➢ 3.1％まで高まった失業率は2.5％（22年12月）まで低下、1.04倍まで低下した有効求人倍率も11、12月には1.35倍まで回復
  - ➢ 人手不足感は着実に高まっており、求人数も高水準を維持する一方、休業者数は高止まりが続いている
  - ➢ 20年5月を底に持ち直してきた労働投入量（＝総労働時間×常用雇用者数）は22年夏場にかけてコロナ前の水準を上回って推移したが、足元は頭打ち気味の展開
- 失業率は22年度：2.6％、23年度：2.6％、24年度：2.4％と予測
  - ➢ 23年度半ばにかけては改善が一服するものの、その後は緩やかに低下、26年1～3月期には2.3％まで改善
  - ➢ 大企業では賃上げの機運が高まったが、雇用者の7割が就労する中小企業までは広がらず、消費者物価上昇率に見劣りしないベースアップ実現（1～2％）にはまだ時間がかかる



(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

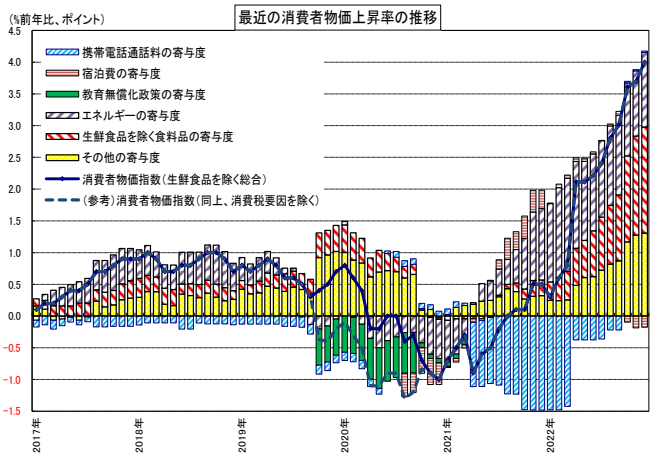
－ 世界的な資源・穀物高騰や急速な円安進行もあり、22年4月の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ）は前年比2.1％と、2%の物価安定目標を上回った

➢ 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、12月には41年ぶりとなる同4.0%に上昇率を高めた

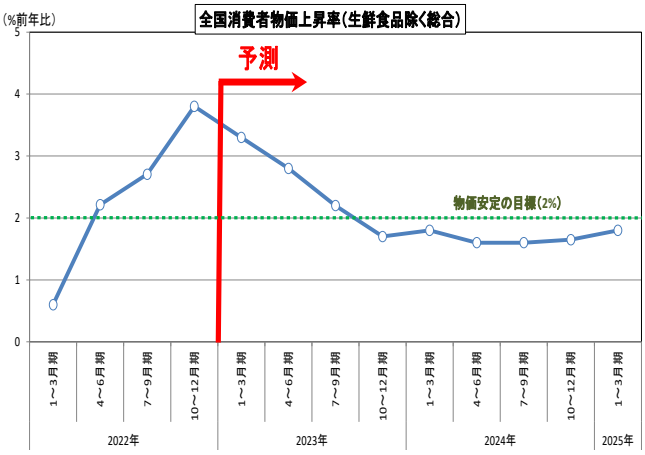
－ 23年1月分ではもう一段上昇率が高まるとみられるほか、食料や日用品などは、過去の投入コスト上昇分の価格転嫁が不十分であり、しばらく値上げの動きは残るとみられる

－ その半面、国際商品市況は世界経済の減速懸念を織り込んで既に下落し、足元では円安圧力も一服するなど、輸入インフレは沈静化しつつあるほか、2月以降は政府の物価高対策（電気・都市ガス代の抑制策）の影響が出てくることから、物価上昇率は徐々に鈍化し、23年度下期には再び2%割れとなると予測

－ 22年度の消費者物価は前年度比3.0％へ加速（23年1～3月期：前年比3.3％へ鈍化）するが、23年度は同2.1％（下期は同1.8％）、24年度は1.7％へ鈍化継続と予測



(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

□しばらくは大規模緩和は継続の可能性

－ 12月の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

➢ 日銀はYCC運用の一部見直しの主目的は債券市場の機能改善であり、政策正常化に向けた動きではないと説明

－ 日銀がさらなる政策修正を行うとの観測が燻る中で開催された1月会合では、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するとともに、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」の対象先の拡大、③「共通担保資金供給オペ」の拡充、を決定

➢ 「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確認された

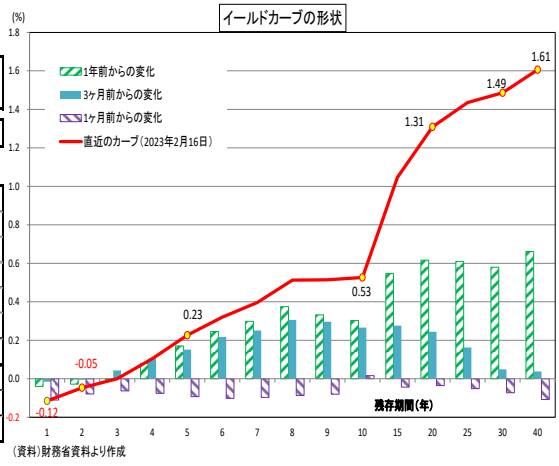
－ 必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じるとするほか、政策金利のフォワードガイダンスとしては現在の長短金利の水準、またはそれを下回る水準で推移することを想定

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

(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年末	23年1月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	518	618	670	632	652	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	556	577	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	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	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	37.0	37.0	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	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	68	68	-
その他とも資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	704	734	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	113	118	122	125	122	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	401	494	543	502	525	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	704	734	

(資料)日本銀行 (注)23年1月末の長期国債、ETF、JREIT保有額は前年末からそれぞれ0.5兆円増、0.6兆円増、27億円増。



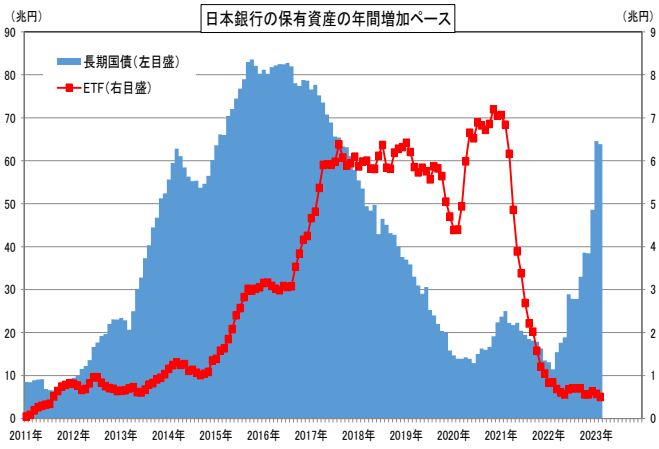
(資料)財務省資料より作成

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

□政府は次期日銀総裁人事として経済学者の植田和男・元審議委員を国会に提示

- 合わせて、副総裁人事として氷見野良三・前金融庁長官、内田真一・日銀理事を提示
- 4月にも発足する新執行部の最大の使命は、安定的な2%の物価上昇を目指しつつ、金融政策の正常化に向けた道筋をつけること、と推察される
- 植田氏は「現在の日本銀行の政策は適切」とコメントしており、就任早々、正常化に着手する可能性は低いと考える
- 現行政策は、「早期の物価2%達成」を謳った政府・日銀の共同声明（13年1月）を受け、「コアCPIの前年比が安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続する」ことを約束したオーバーシュート型コミットメントの下で運営されており、政策修正には「2%の物価安定目標」をどう取り扱うかを修正する必要がある
- 23年度央にかけて内外景気の停滞が強まると想定されるほか、国内の物価上昇圧力も緩和する中で、実質的には金融引き締めとなる正常化を開始するのは困難と思われる
- 一方、米Fedが利下げに向けて検討し始めることが想定される24年には、「金融政策の方向性の違い」を材料とした円高・ドル安圧力が高まる可能性もあるなど、新体制での政策運営は前途多難と思われる



（資料）日本銀行資料より作成 （注）直近データは2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（2023年1月）

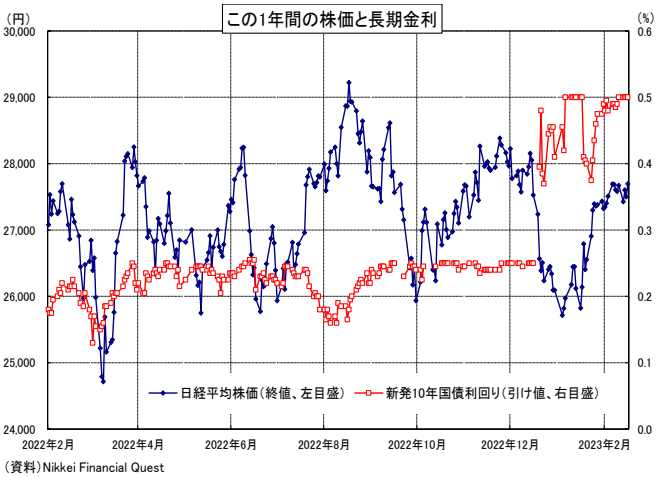
	実質GDP	消費者物価（除く生鮮食品）	（参考）消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）
2022年度	+1.9～+2.0 〈+1.9〉	+3.0～+3.0 〈+3.0〉	+2.1～+2.1 〈+2.1〉
10月時点の見通し	+1.8～+2.1 〈+2.0〉	+2.8～+2.9 〈+2.9〉	+1.8～+1.9 〈+1.8〉
2023年度	+1.5～+1.9 〈+1.7〉	+1.6～+1.8 〈+1.6〉	+1.7～+1.9 〈+1.8〉
10月時点の見通し	+1.5～+2.0 〈+1.9〉	+1.5～+1.8 〈+1.6〉	+1.5～+1.8 〈+1.6〉
2024年度	+0.9～+1.3 〈+1.1〉	+1.8～+1.9 〈+1.8〉	+1.5～+1.8 〈+1.6〉
10月時点の見通し	+1.3～+1.6 〈+1.5〉	+1.5～+1.9 〈+1.6〉	+1.5～+1.8 〈+1.6〉

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

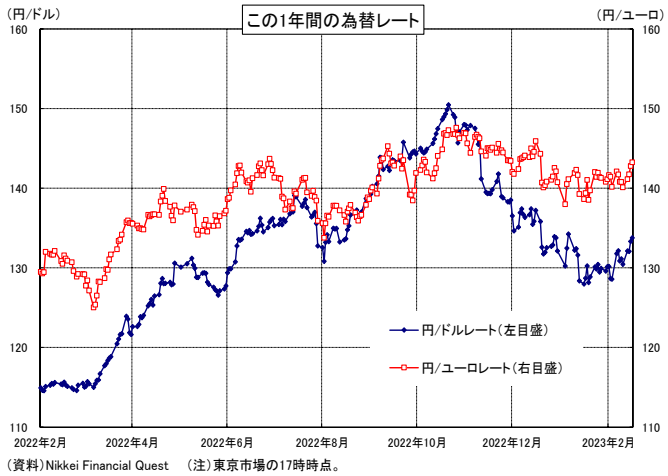
6　金融市場の見通し

□市場概況

- 米欧の主要中銀は本格的な金融引き締めを実施、インフレもピークアウトした動きがみられるが、依然として2%前後の物価目標を大幅に上回っており、マーケット参加者の利下げ転換時期の予想は後ズレしつつある
- 株式市場では内外景気の減速懸念や円高への警戒などから停滞色の強い展開が続いた
- 12月に日銀が長期金利の変動幅を拡大したことを受けて、国内の長期金利は上方シフトし、その後も金融政策の正常化観測が燻っていることもあり、10年物金利は日銀の誘導目標の上限（0.5%）近辺での推移が続いている
  - ➢ これに対して日銀は連続指値オペや国債買入れオペの増額で対応
- 米国のインフレ率がピークアウトしたことを受け、早期利下げ観測が浮上したことで、円安圧力が緩和したほか、日銀金融政策の正常化観測が高まったことで、年初の為替レートは7か月ぶりとなる一時1ドル＝127円台まで円高・ドル安が進んだ



（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
https://www.nochuri.co.jp/

ロ当面の見通し

－長期金利

- 日銀はしばらく現行の緩和策を続ける可能性が高いとみられ、10年ゾーンの金利はゼロ％近傍（0±0.5％）で推移するように操作する方針を維持するものとみられる
- 新体制となった日銀が政策正常化に向かうとの観測が浮上する場面では、イールドカーブ全体に上昇圧力がかかるだろう

－株価

- 本格的な金融引き締めによって23年度上期にかけて内外経済は減速傾向をたどる可能性が高く、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の拡大が予想されるほか、なかなか縮小しない（米国が高金利状態を続ける一方で、日本は政策修正が進まない）可能性から、当面は1ドル＝130円台での展開が続くとみられる
- 23年末にかけて米国の利下げ転換観測が浮上してくるとみられるほか、日銀の政策修正観測は燻り続けることから、徐々に円高が進行すると予想

金利・為替・株価の予想水準

年／月 ＼ 項　目			2023年				
			2月（実績）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	−0.010	−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	(%)	1.295	1.00～1.40	1.00～1.40	1.00～1.45	1.05～1.50
	10年債	(%)	0.500	0.25～0.55	0.25～0.55	0.30～0.55	0.30～0.75
	5年債	(%)	0.210	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/ﾄﾞﾙ)	133.8	125～145	120～140	120～140	115～140
	対ユーロ	(円/ユーロ)	143.3	135～155	135～155	135～155	130～150
日経平均株価		(円)	27,696	27,000±3,000	26,000±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2023年2月16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

中国経済金融

脱炭素化を促すための中央銀行の金融政策ツール

～炭素排出削減サポートツールをめぐる動向～

王　雷軒

2023年1月29日、中国人民銀行（中国の中央銀行、以下「人民銀行」）は、現行の3つの構造的な金融政策ツールの実施期限を延長すると発表した。具体的には、①炭素排出の削減を支援するための金融政策ツールを24年末まで、②石炭のクリーンかつ効率的な利用を支援するためのツールを23年末まで、③交通・物流部門向けのツールを23年6月末まで、それぞれ延長した。

このレポートでは脱炭素化をめぐるツール①を取り上げ、同ツールの創設や特徴を紹介したうえで、人民銀行の実施状況および、対象となる銀行の利用状況を簡潔に概観する。

炭素排出削減サポートツールの創設

周知のとおり、中国は、30年までに二酸化炭素などの温室効果ガスの排出量をピークアウトさせ、60年までにカーボンニュートラルを実現するという目標を掲げている。この目標を達成するために、金融面での取組みも積極的に行われている。

具体的には、21年7月に全国温室効果

図表1 炭素排出削減サポートツールの概要（創設当初）

対象銀行	暫定として全国性金融機関（6大銀行＋3つの開発性・政策性銀行＋12行の株式制商業銀行）
再貸出金の金利	1.75%
再貸出金の期限	基本は1年間、延期は2回可能、最長は3年間
実施期間	暫定として2022年末まで
再貸出規模	再貸出の上限枠は未設定。対象銀行は100%リスク負担で企業への炭素排出削減貸出を実施した後、四半期ごとに人民銀行に再貸出申請を行う。人民銀行は認定した申請銀行の炭素排出削減貸出額の60%を銀行に供給する
要件	銀行の貸出金利設定は直近のLPR（ローンプライムレート）とほぼ同じでなければならない。また、再貸出を受けた銀行は人民銀行に担保資産の提出、四半期ごとに炭素排出削減貸出の金利水準や炭素排出削減量などの情報開示をしなければならない
支援分野	支援分野は、①クリーンエネルギー：風力発電、太陽光発電、バイオマスエネルギー、揚水発電、水素エネルギー、地熱エネルギー、海洋エネルギー、ヒートポンプ、高効率蓄電、スマートグリッド等、②省エネ・環境保全：工業セクターの省エネ改造やエネルギー利用効率の向上、新電源システムのレトロフィット等、③炭素排出削減関連技術の研究開発：二酸化炭素の回収・利用・貯蔵等

（資料）中国人民銀行をもとに作成

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/

ガスの排出権取引市場（カーボンプライシング）の取引が始まったほか、グリーンファイナンス（グリーンローンやグリーン債）の強化も行われている。その一環として、人民銀行は21年11月に「炭素排出削減サポートツール」というものを新たに創設した（図表１）。その概要は以下のとおりである。

まず、同ツールを利用できる銀行は、当初21行の主要銀行（全国性金融機関）に限られていた。22年8月には2行の外資系銀行が対象に加わり、合計23行となっている。今回の延長発表では、23行のほか、一部の地方銀行（都市商業銀行や農村商業銀行）と外資系銀行を新たに追加することが決まり、対象銀行はさらに拡大した。

中国では、一般的にトランジションファイナンスを利用する企業の借入額が比較的大きいほか、借入期間も長く、銀行の資金対応能力、高い審査能力、リスク管理能力などが要求されるため、まず大手銀行で試行したうえで、中規模の銀行に徐々に広げていくという人民銀行の慎重な姿勢が見て取れる。

また、同ツールの支援分野として、風力や太陽光発電などのクリーンエネルギー、省エネ・環境保全、炭素排出削減関連技術の研究開発の3つが挙げられている。対象銀行はこれらの分野に携わる企業に炭素排出削減貸出を実行する際に、現行のローンプライムレート（LPR）並みの金利で貸出を行わなければならない。企業にとっては優遇金利となる。

さらに、銀行貸出額の60%に対して人民銀行が1.75%の金利で再貸出（資金供給）を行う。この金利は、銀行の資金調達コストを大きく下回っているので、対象銀行の脱炭素企業向けの貸出意欲を高めることを意図している。ほかの分野の再貸出の金利を確認すると、農業支援・中小企業支援向け（1年物）が2.25%となっていることと比較して50ポイント低く設定されていることから、当局の脱炭素化への取組みを支援する度合いの大きさがうかがえる。

一方、再貸出には、「先貸後借」というルールが設けられている。銀行が先に貸出を行ってから人民銀行が貸出の中身を審査したうえで再貸付を行うという手順が決まっている。また、銀行は、四半期ごとに貸出の額や金利水準、炭素排出の削減状況といった情報を公開しなければならない。そして、人民銀行は関連省庁と連携しながら、専門的な機関に依頼するなど、銀行が公開した情報を確認・検証するとした。

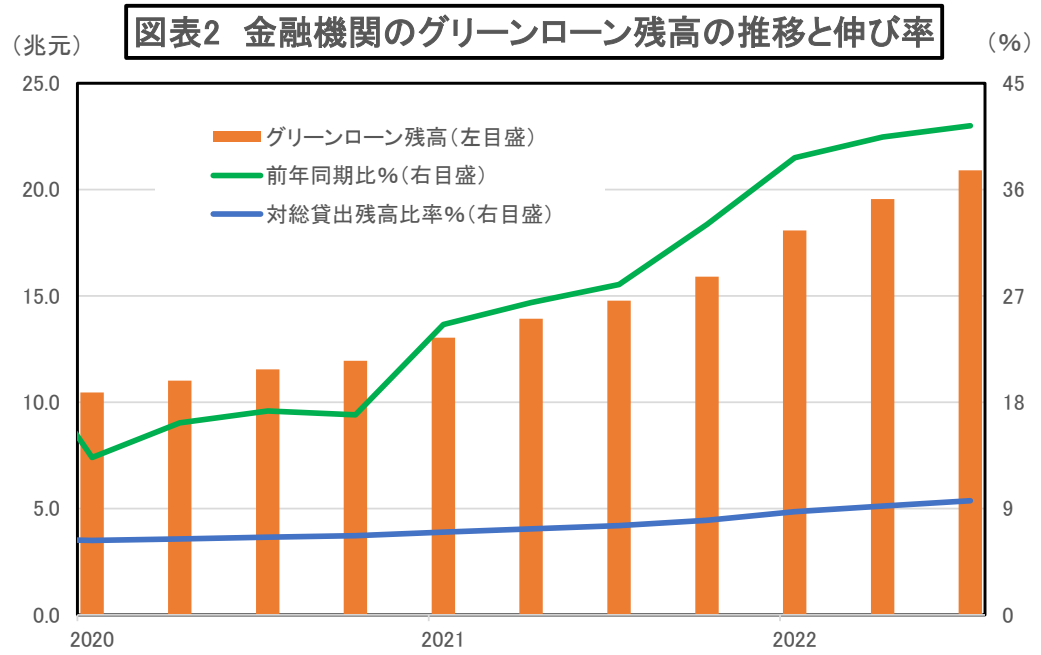
ツール創設後の人民銀行の実施状況

それでは、炭素排出削減サポートツール創設後の人民銀行の実施状況を確認してみよう。人民銀行が公表した四半期別の『中国貨幣政策執行報告』（金融政策レポート）によると、同行の再貸出額は21年10～12月期に855億元、22年1～3月期に530億元、4～6月期に441億元、7～9月期に642億元、延べ2,469億元（21年10～12月期以来の累計額）となっている。

前述のように銀行貸出額の60%に対して人民銀行が再貸出を行うことになっているので、同ツール創設後は銀行の炭素排出削減貸出4,115億元を誘発した計算となる。なお、人民銀行によると、これによって炭素排出の削減量は二酸化炭素換算で8,000万トン超となる。銀行の炭素排出削減貸出がグリーンローンの構成部

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/

図表2　金融機関のグリーンローン残高の推移と伸び率



（資料）中国人民銀行、Windをもとに作成、四半期データ、直近は22年7～9月期。

分であり、こうした実施状況をみるために、金融機関全体のグリーンローンの実行状況を紹介してみよう。

金融機関全体のグリーンローンの残高は 20 年 1～3 月期の 10.5 兆元から 22 年 7～9 月期の 20.9 兆元へと大きく増加した（図表 2）。前年比伸び率を確認しても、21 年末からは伸び率が高まり、22 年 7～9 月期には 41.4%となった。また、同期間の総貸出残高に占める比率も 6.3%から 9.7%へと緩やかながら高まってきている。これらの動きから同ツールの支援効果は一定程度あったと考えられる。

一方、同ツールは上限枠が設定されていないものの、多額の実行が見られているわけではない。今後、カーボンニュートラルの実現には、巨額の資金投入が必要とみられるなか、金融機関のグリーンローンをさらに拡大させていく必要性があるため、今回の延長につながったと思われる。

銀行別のツールの利用状況

各対象銀行が開示した 22 年 7～9 月期の炭素排出削減貸出関連情報をまとめたのは図表 3 である。この図表から、同ツールの利用状況を銀行別に見てみよう。

まず、6 大銀行（中国工商銀行、中国農業銀行、中国建設銀行、中国銀行、交通銀行、中国郵政儲蓄銀行）の炭素排出削減貸出の合計は 3,513 億元と全体の 68.2%を占めていることで同ツールの主な利用者であることが分かる。その次は株式制商業銀行、政策金融機関（開発性・政策性銀行）となっている。

21 年末時点の金融機関全体、21 行、6 大銀行のグリーンローン残高はそれぞれ 15.9 兆元、15.1 兆元、8.7 兆元だったことから、グリーンローンにおける 6 大銀行のプレゼンスが高いことは、一目瞭然である。また、銀行別の炭素排出削減貸出の加重平均利率をみると、6 大銀行が 3.72%とほかの銀行より低く設定されていることも同ツールを多く利用できた要因の一つである。

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　https://www.nochuri.co.jp/

このツールを利用して 6 大銀行の利ざやは 1.97%（＝3.72%－1.75%）が得られる計算となるが、銀行自身は貸出に40%の自己資金を利用するほか、企業の返済できないリスクもあり、6 大銀行は積極的に利用している状況ではなかった。

また、銀行は自社の炭素測定基準などに沿って炭素排出削減量の計測や情報開示を行っているが、実行した炭素排出削減貸出案件を人民銀行に申請しても、全て認定され再貸出を受けるというわけではない。このため、前述のように、22 年 7～9 月期の人民銀行の延べ再貸出額が 2,469 億元、これによって 4,115 億元の銀行貸出を誘発した計算だが、全ての対象銀行を集計しなくても図表 3 の炭素排出削減貸出の合計はすでに 5,154 億元にのぼった。

一方、なぜ認定されないのか、計測方法の問題、基準の甘さなどを検討するなどプロセスを通じて対象銀行自身の炭素計測能力や情報開示のレベルが徐々に高まっているとみられる。これは今後の脱炭素化を進めるうえで極めて重要な一歩である。

このように、同ツールを利用した銀行の貸出は一定程度の規模となっていることが確認できた。今後、地方政府が経済の立て直しにグリーン投資のプロジェクトを数多く発表するなか、同ツールの対象金融機関の拡充もあり、その利用規模はさらに拡大すると見込む。

図表3　銀行別の炭素排出削減貸出の状況

銀行名称	プロジェクトの数（個）	炭素排出削減貸出（億元）	貸出金加重平均利率（%）	炭素排出削減量（CO2換算、万トン）
中国工商銀行	707	812	3.66	1,890
中国農業銀行	744	803	3.65	1,812
中国建設銀行	650	734	3.66	1,590
中国銀行	498	688	3.66	1,695
交通銀行	300	165	3.73	325
中国郵政儲蓄銀行	302	312	3.98	587
小計	3,201	3,513	3.72	7,899
国家開発銀行	301	523	3.74	1,224
中国農業発展銀行	120	142	3.88	671
中国進出口銀行	39	80	3.88	151
小計	460	745	3.83	2,046
平安銀行	19	36	4.18	115
招商銀行	186	217	3.82	405
中信銀行	11	8	4.40	24
興業銀行	489	342	3.77	721
浦発銀行	171	278	3.91	657
渤海銀行	5	14	4.49	34
小計	881	895	4.10	1,956
徳意志銀行（中国）	1	1	3.53	4
合計	4,543	5,154	3.87	11,905

（資料）各銀行の公開情報をもとに作成、数値は開始時から22年9月末までの累計。

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/

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

2023年3月号　第34巻　第3号･通巻388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）