



農林中金総合研究所

2022～23年度改訂経済見通し

物価高や世界経済減速で景気回復に遅れも

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

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

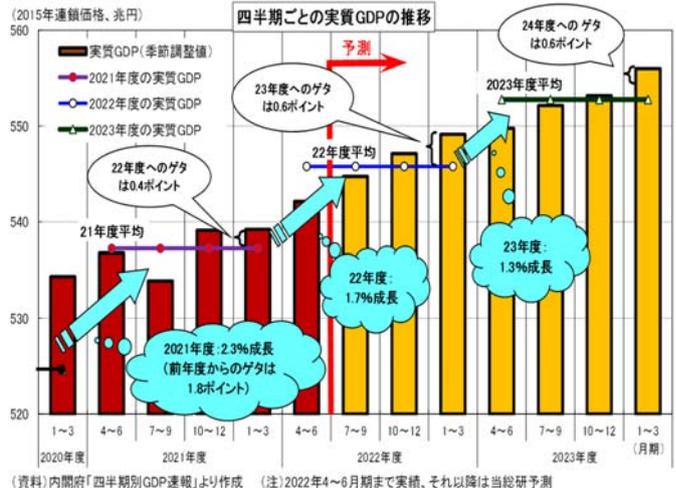
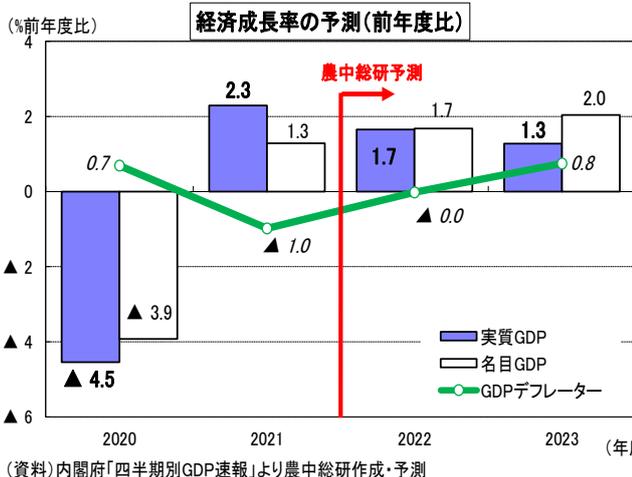
2022年8月18日

お問い合わせ先: (株)農林中金総合研究所
調査第二部 マクロ経済班
内容について: 03-6362-7758
その他(配送など): 03-6362-7757

無断転載を禁ず。本資料は信頼できると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。

《 サ マ リ ー 》

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



目次

1 景気の現状	4
2 世界経済の動向	6
3 国内の経済政策	22
4 日本経済・物価の見通し	24
5 金融政策の見通し	32
6 金融市場の見通し	34

見通し担当者：
 総括、日本経済・金融
 米国経済・金融
 欧州経済・金融
 中国経済・金融

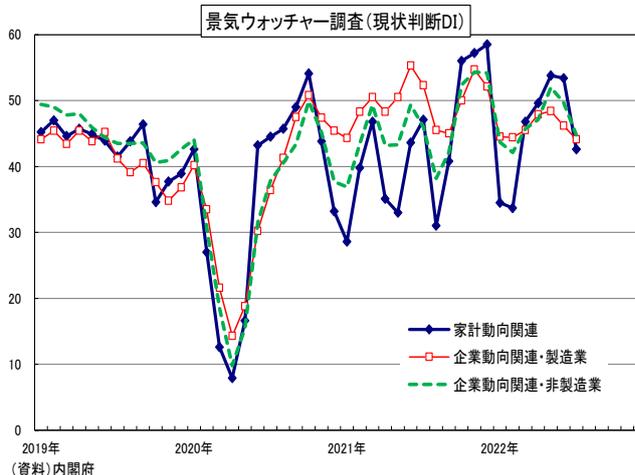
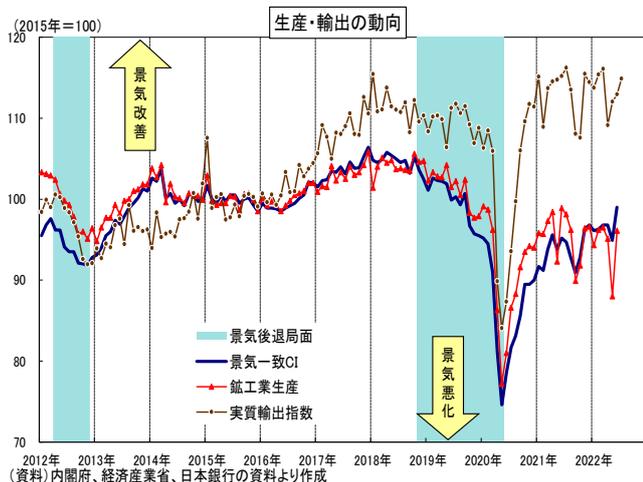
南 武志
 佐古佳史
 新谷弘人
 王 雷軒

農林中金総合研究所

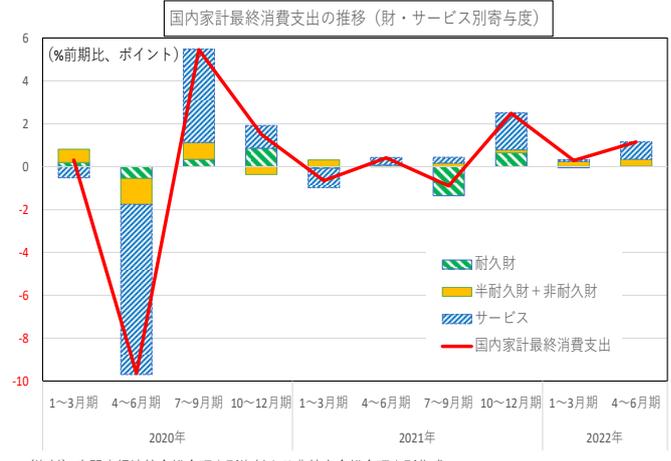
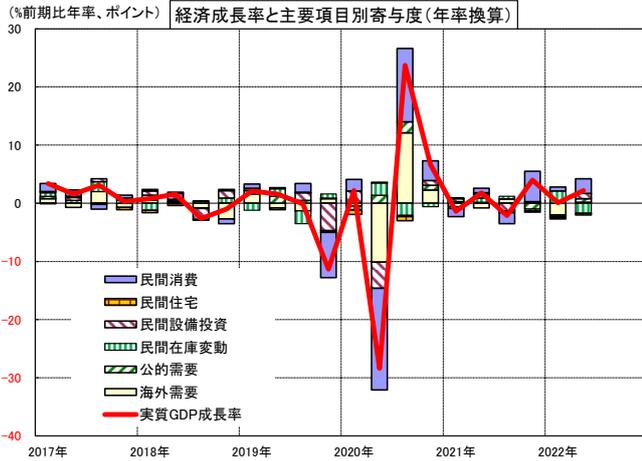
3

1 景気の現状

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



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

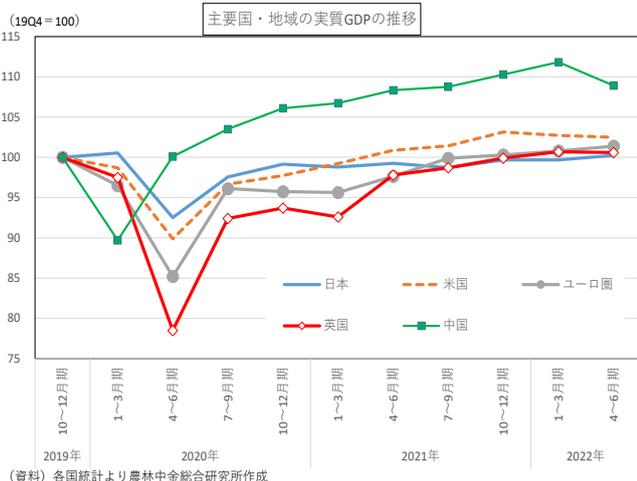


農林中金総合研究所

5

2 世界経済の動向 ①概況

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



2022～23年 IMF世界経済見通し

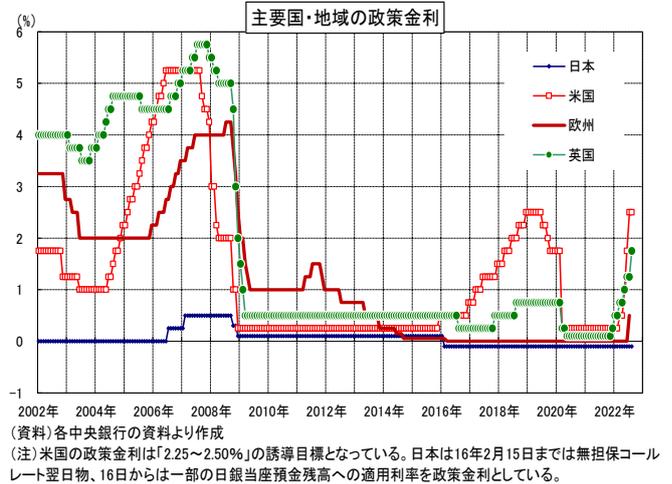
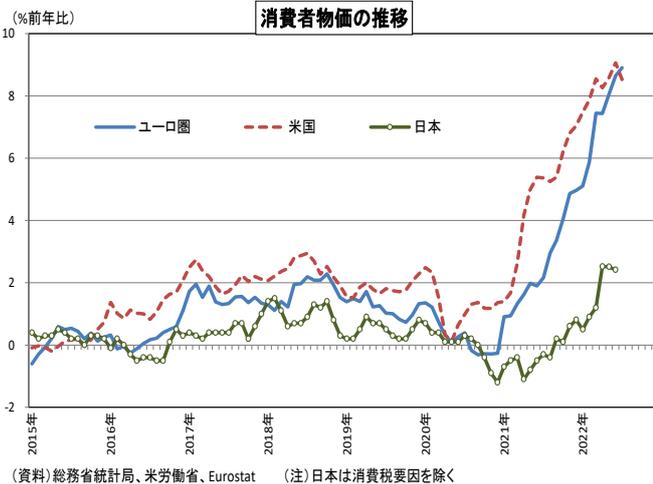
	2020年	2021年	2022年	2023年
世界全体(実質経済成長率)	▲3.1	6.1	3.2	2.9
先進国	▲4.5	5.2	2.5	1.4
米国	▲3.4	5.7	2.3	1.0
ユーロ圏	▲6.3	5.4	2.6	1.2
ドイツ	▲4.6	2.9	1.2	0.8
フランス	▲7.9	6.8	2.3	1.0
イタリア	▲9.0	6.6	3.0	0.7
スペイン	▲10.8	5.1	4.0	2.0
英国	▲9.3	7.4	3.2	0.5
日本	▲4.5	1.7	1.7	1.7
新興国・発展途上国	▲2.0	6.8	3.6	3.9
中国	2.2	8.1	3.3	4.6
インド	▲6.6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

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

農林中金総合研究所

6

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



農林中金総合研究所

7

2 世界経済の動向 ②米国

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

予測表 (四半期)

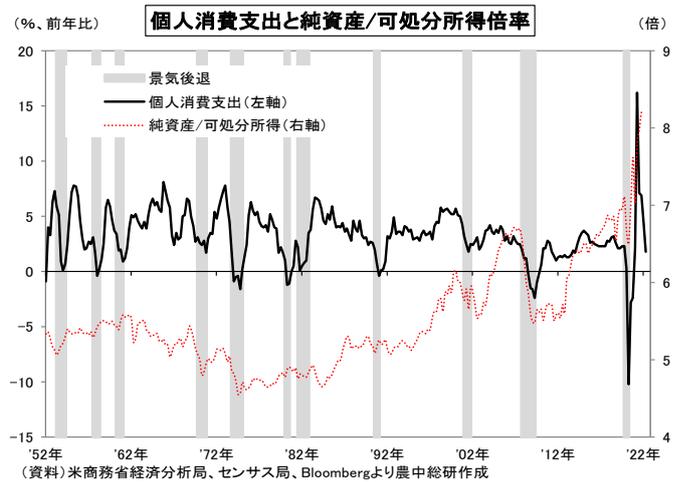
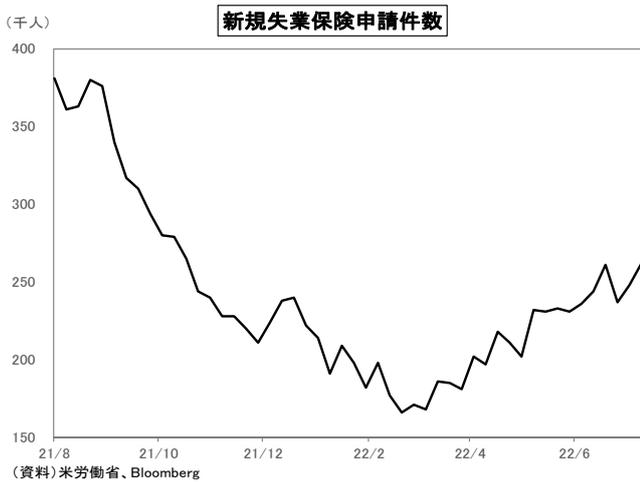
項目	単位	(予測→)											
		2021年				2022年				2023年			
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
実質GDP成長率	%	6.3	6.7	2.3	6.9	▲1.6	▲0.9	0.0	0.6	0.8	1.2	1.6	1.6
個人消費支出	%	11.4	12.0	2.0	2.5	1.8	▲1.0	1.0	1.2	1.3	1.5	1.6	1.7
民間設備投資	%	12.9	9.2	1.7	2.9	10.0	▲0.1	4.8	1.3	1.3	2.0	2.7	2.6
民間住宅投資	%	13.3	▲11.7	▲7.7	2.2	0.4	▲14.0	▲0.5	1.2	1.8	4.8	3.0	2.9
輸出	%	▲2.9	7.6	▲5.3	22.4	▲4.8	18.0	9.9	7.5	4.6	3.1	2.3	3.1
輸入	%	9.3	7.1	4.7	17.9	18.9	3.1	3.5	5.1	4.0	4.0	2.5	2.9
政府支出	%	4.2	▲2.0	0.9	▲2.6	▲2.9	▲1.9	▲1.2	▲1.0	0.0	0.6	0.8	0.7
非農業部門雇用者数増減	万人	64.5	42.2	54.3	61.1	54.9	38.4	40.0	35.0	30.0	20.0	15.0	15.0
失業率	%	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.5	3.7	3.9	4.2	4.4	4.6
賃金上昇率	%	4.9	2.0	4.2	5.2	5.4	5.4	5.5	5.6	5.3	4.9	4.5	4.0
コアPCEデフレーター	%	1.5	3.4	3.6	4.6	5.2	4.8	4.4	4.1	3.6	3.2	2.9	2.7
FFレート誘導水準	%	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.25~0.50	1.50~1.75	2.75~3.00	3.75~4.00	4.25~4.50	4.25~4.50	4.25~4.50	4.25~4.50
10年物国債利回り	%	1.7	1.5	1.5	1.5	2.3	3.0	3.4	3.5	3.7	3.8	3.8	3.7

(資料) 米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。
(注意) GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

農林中金総合研究所

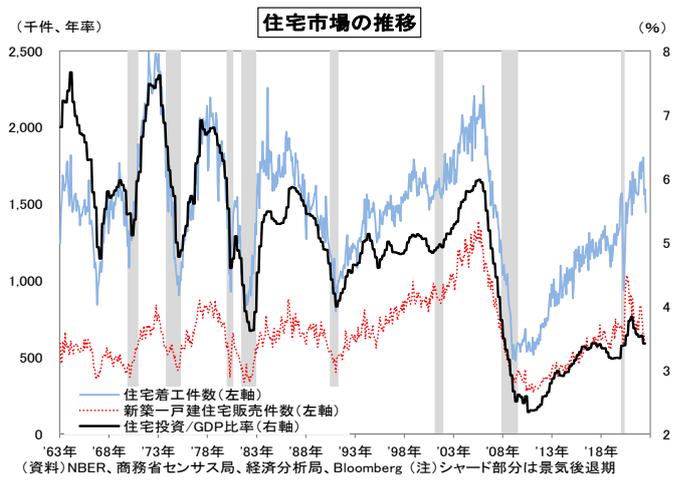
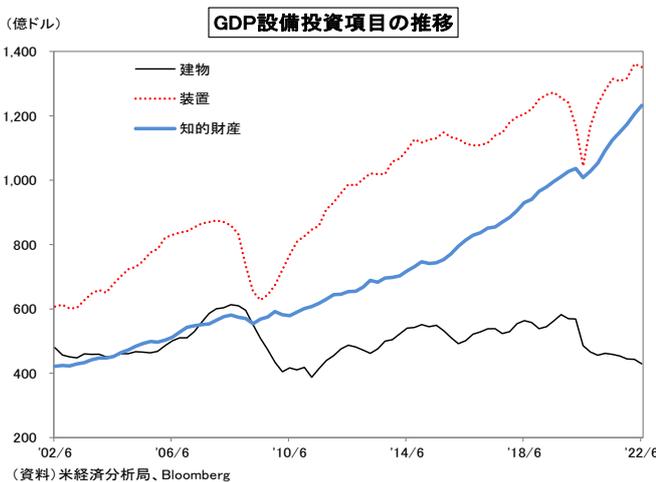
8

- 雇用: 人手不足と人員削減が併存
 - 幅広い産業で労働者不足が続く一方で、テクノロジー企業を中心に人員削減も
 - 全体としてみると労働市場はひっ迫しており、賃金上昇圧力が高まっているとみられる
- 消費: ゆるやかな回復へ
 - インフレ率の加速が、実質賃金の減少や消費者マインドの悪化へと波及
 - コロナ禍への対応として蓄積した「超過貯蓄」が下支えとなり、個人消費が腰折れする可能性は低いとみられる



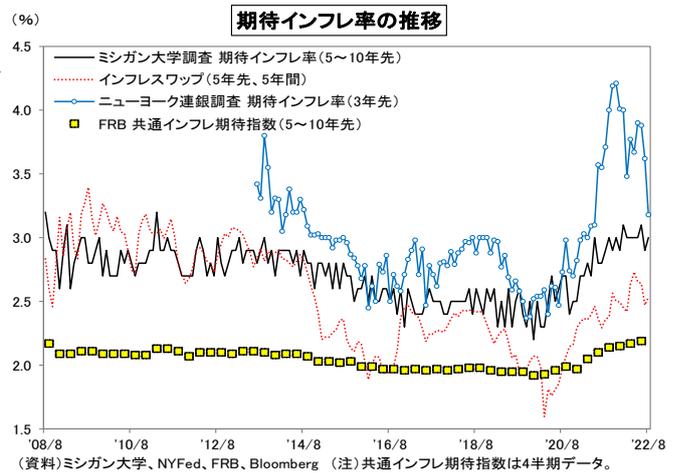
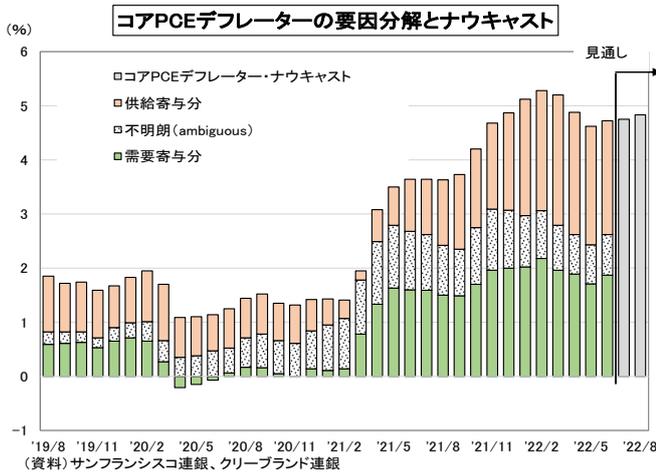
農林中金総合研究所

- 貿易: 22年半ばから後半にかけての回復を想定
 - 中国での都市封鎖解除などから供給制約は緩和しつつあり、貿易は回復が進むと見込まれる
- 設備投資: 堅調な推移を想定
 - 10年間で総額1.2兆ドルのインフラ投資が実施され、設備投資への追い風となる見込み
 - コロナ後の回復局面で顕著である、装置と知的財産への投資の底堅さが継続すると思われる
- 住宅投資: 調整局面入り
 - 政策金利の上昇により、調整局面入りしている



農林中金総合研究所

- インフレ率: 供給制約の解消と利上げによる需要抑制により、鈍化する見込み
 - ピークアウトしつつあるとみられるが、コアPCEデフレターは前年比4%後半と高止まりが続いている
- 金融政策: インフレ率の抑制を本格化
 - 6月FOMC時点でのFRBによる金利見通しから、一段とタカ派化する可能性も
- 財政政策: 「インフレ抑制法」成立
 - 10年間で4,300億ドル(約57兆円)規模
 - 約3,700億円は、エネルギー安全保障と気候変動対策に充てられる
 - インフレ率の抑制効果は非常に小さいとの試算も

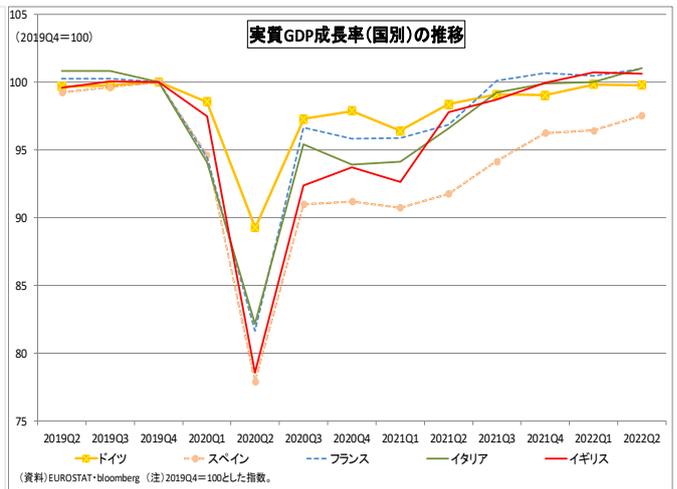
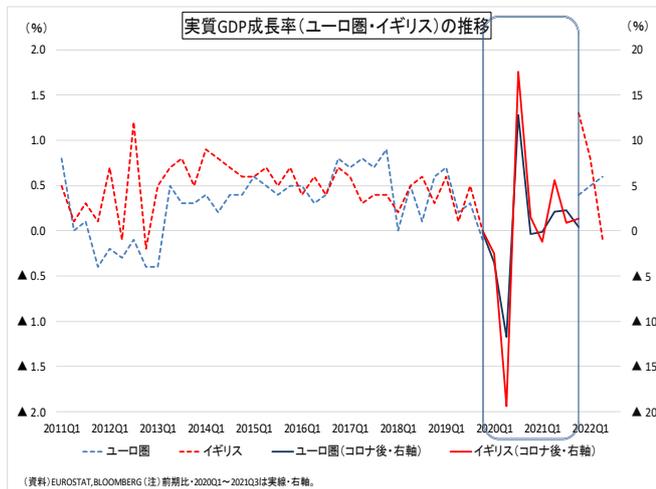


農林中金総合研究所

11

2 世界経済の動向 ③欧州

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



農林中金総合研究所

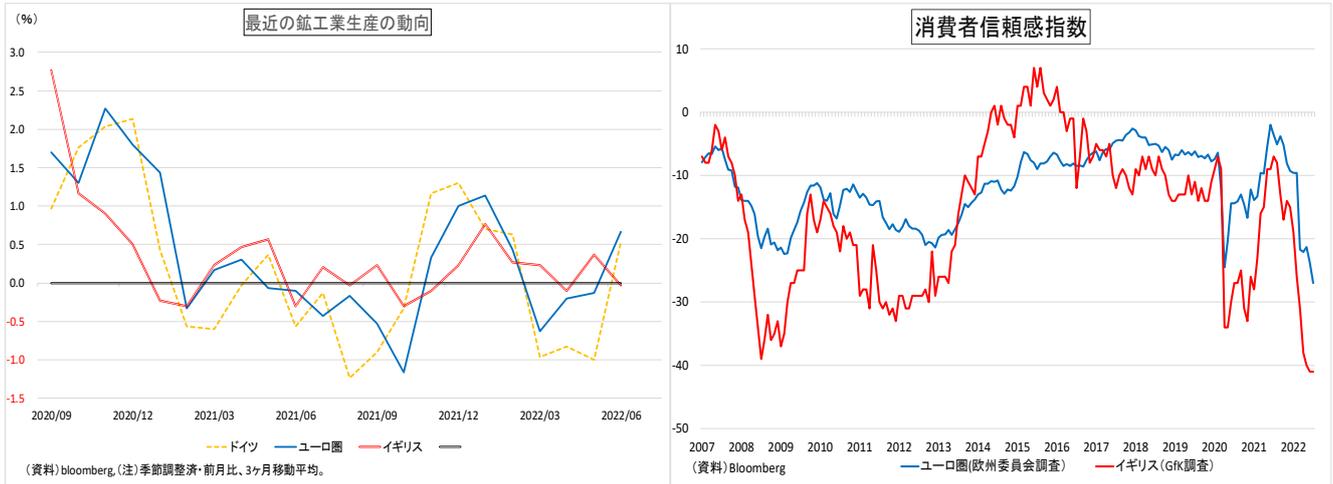
12

• 生産

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

• 消費

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



農林中金総合研究所

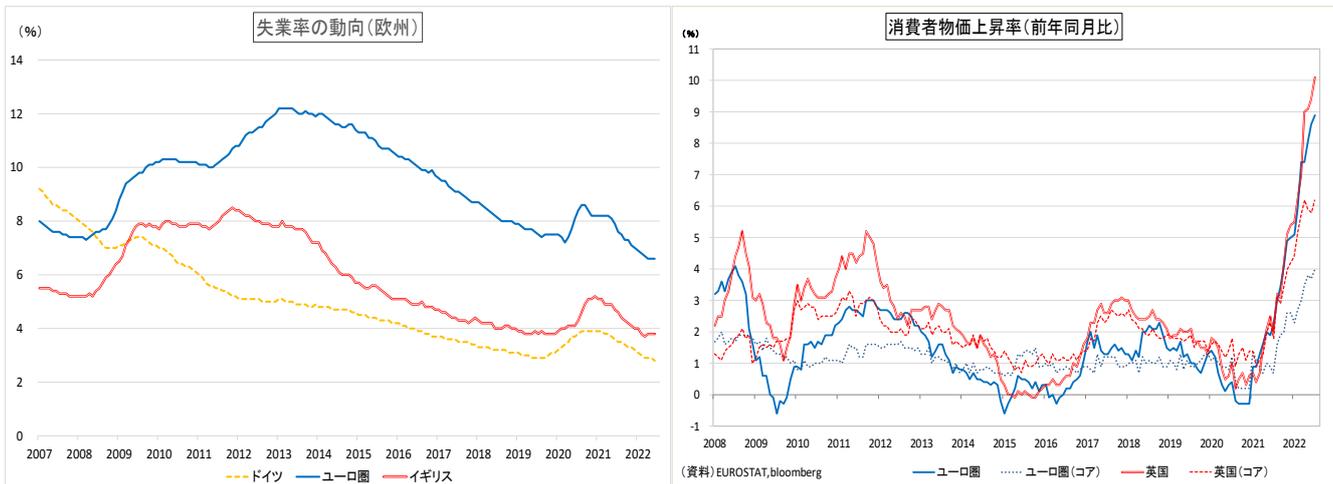
13

• 雇用

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

• 物価

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



農林中金総合研究所

14

金融政策

－ 欧州中央銀行(ECB)

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

－ イングランド銀行(BOE)

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

財政政策

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

景気見通し

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

物価見通し

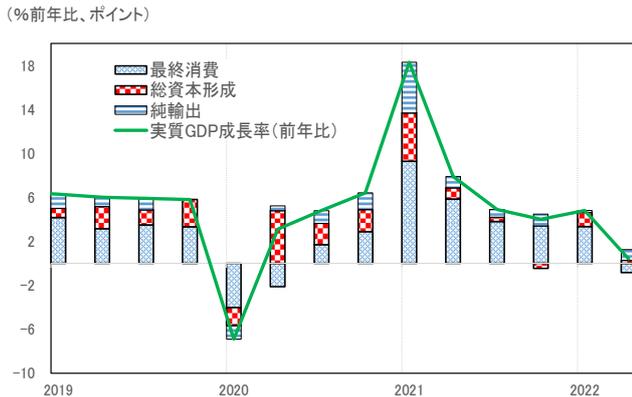
- 22年はユーロ圏8.0%前後、イギリスは9.0%前後を見込む
- 23年はユーロ圏4.0%前後、イギリスは5.5%前後を見込む
- エネルギー・食品高の影響が価格転嫁を通じ幅広い物価上昇に波及する懸念、通貨安(ユーロ・ポンド)傾向も懸念材料
- ユーロ圏では、今のところ賃金上昇圧力は限定的
- イギリスは、米国と同様、労働需給ひっ迫があるため、鈍化はするものの、ユーロ圏に比べ高止まり状態が長引くとみられる

2 世界経済の動向 ④中国

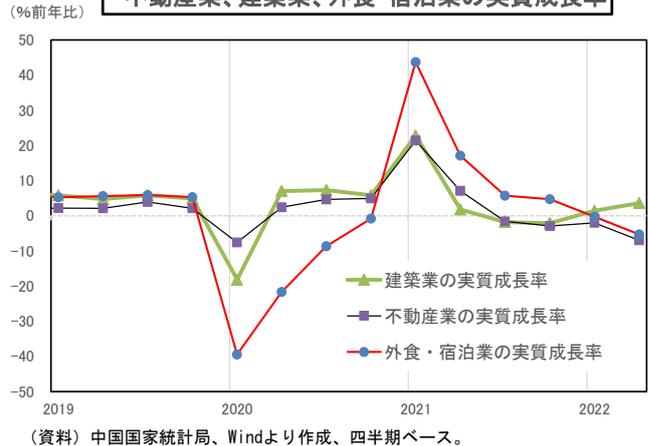
● 景気動向

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

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



不動産業、建築業、外食・宿泊業の実質成長率



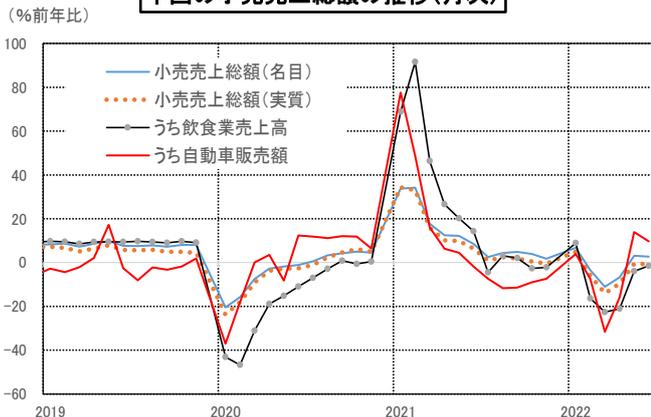
農林中金総合研究所

17

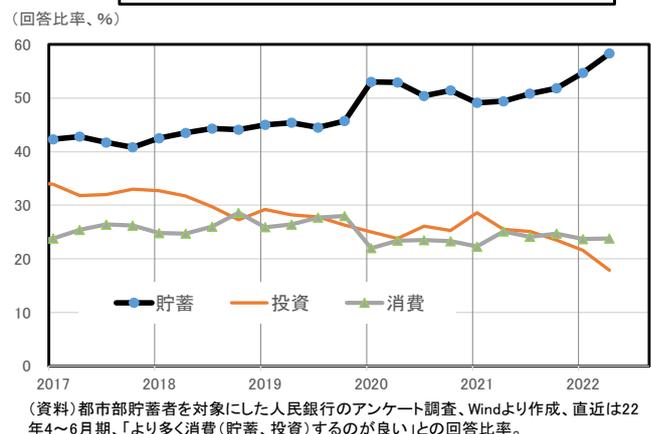
● 個人消費

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

中国の小売売上総額の推移(月次)

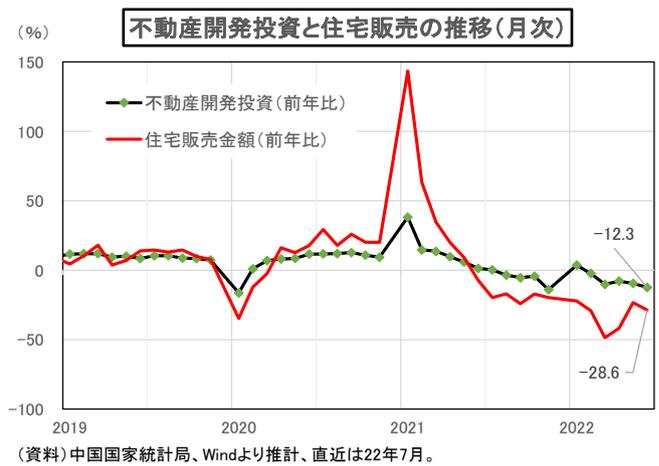
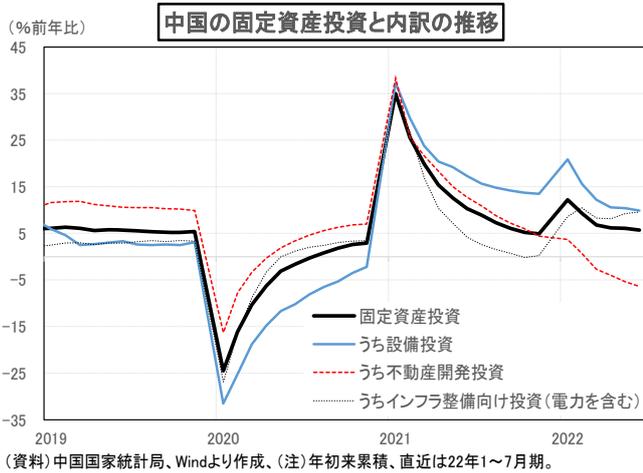


先行きの貯蓄・投資・消費行動に対する見方



● 固定資産投資

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



農林中金総合研究所

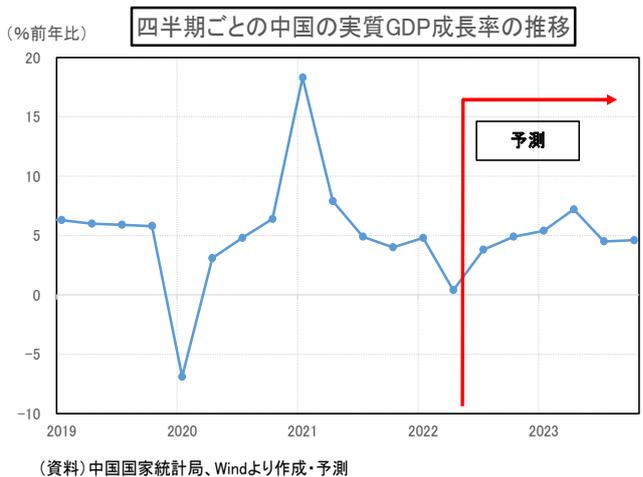
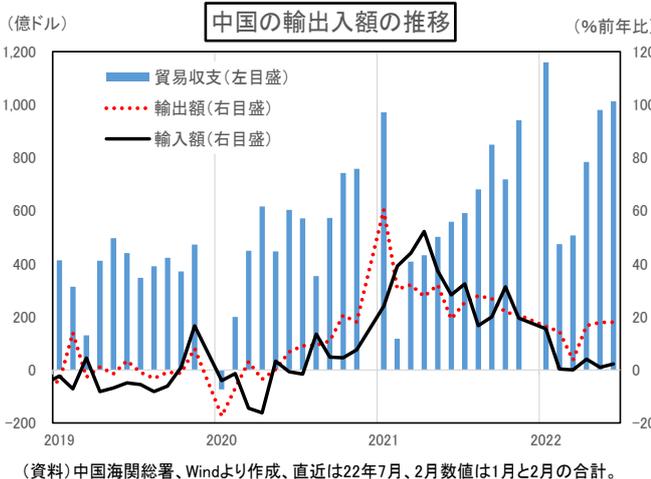
19

● 輸出入

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

● 経済見通し

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



農林中金総合研究所

20

2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格：世界景気の減速見通しから調整色強まる
 - OPECプラスによる協調減産は、20年5～6月に日量970万バレル(世界生産量の約1割)の減産で再開した後、徐々に減産量を縮小、20年秋以降は世界経済の回復期待から原油価格は上昇基調を辿った
 - OPECプラスは21年8月以降、毎月40万バレルずつ増産してきた(22年5月からは日量43.2万バレル)が、ロシアによるウクライナ軍事侵攻後には原油価格は急騰、一時130ドル近くとなった
 - 22年7、8月には増産枠を1.5倍に拡大(日量64.8万バレル)、9月にはさらに日量10万バレルの追加増産を決定
- 原油入着価格の見通し
 - 足元の世界経済の減速懸念を受けて原油価格は調整しているが、国内への入着価格(1バレルあたり)は22年度後半は100ドル前後、23年度は90ドル台での推移と予想



農林中金総合研究所

21

3 国内の経済政策

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

2022年度一般会計予算(補正後)

一般会計歳入(110.3兆円)

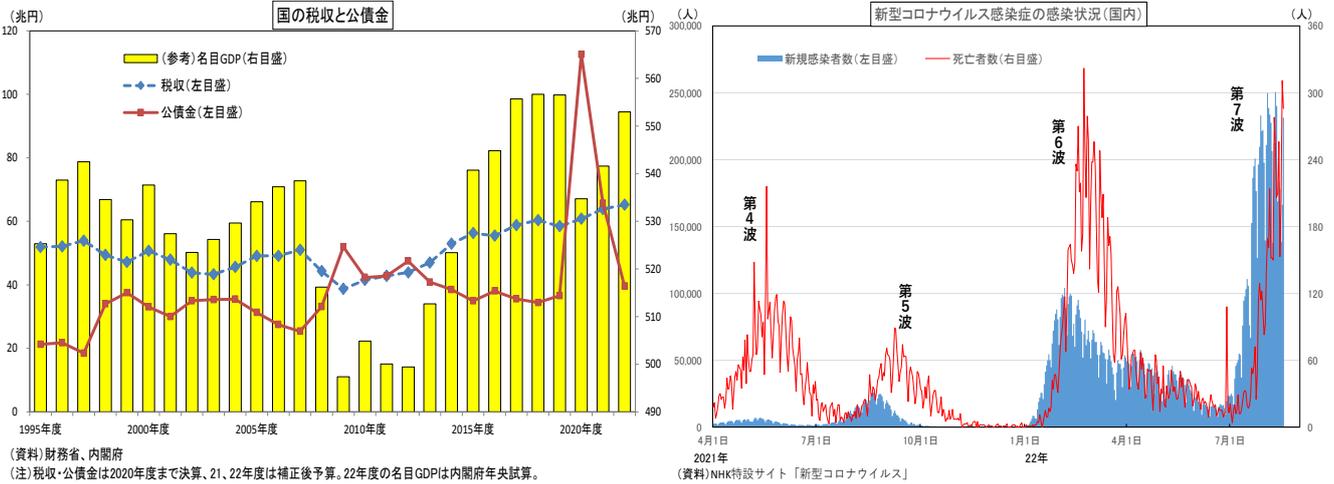


一般会計歳出(110.3兆円)



(資料) 財務省

- 23年度予算の編成方針
 - 「骨太方針2022」及び「骨太方針2021」に基づき、経済・財政一体改革を着実に推進
 - 年金・医療等にかかる経費は22年度予算額に高齢化等に伴う自然増(5,600億円)を加算した範囲内、裁量的経費は10%削減
 - 「人」、「科学技術・イノベーション」、「スタートアップ」、「GX」、「DX」への投資への予算の重点化を進めるとともに、エネルギー・食料を含めた経済安全保障の徹底するために「重要政策推進枠」を設置
- 感染対策: ウィズコロナを目指し、経済活動の回復に比重を移す
 - 10月中旬からオミクロン株対応の新ワクチンの接種を開始する方針、4回目の接種対象拡大も視野に
 - 「第7波」収束後には感染症法上の分類変更(現在は2類相当)の検討を開始するなど、ウィズコロナへの移行が今後の焦点に

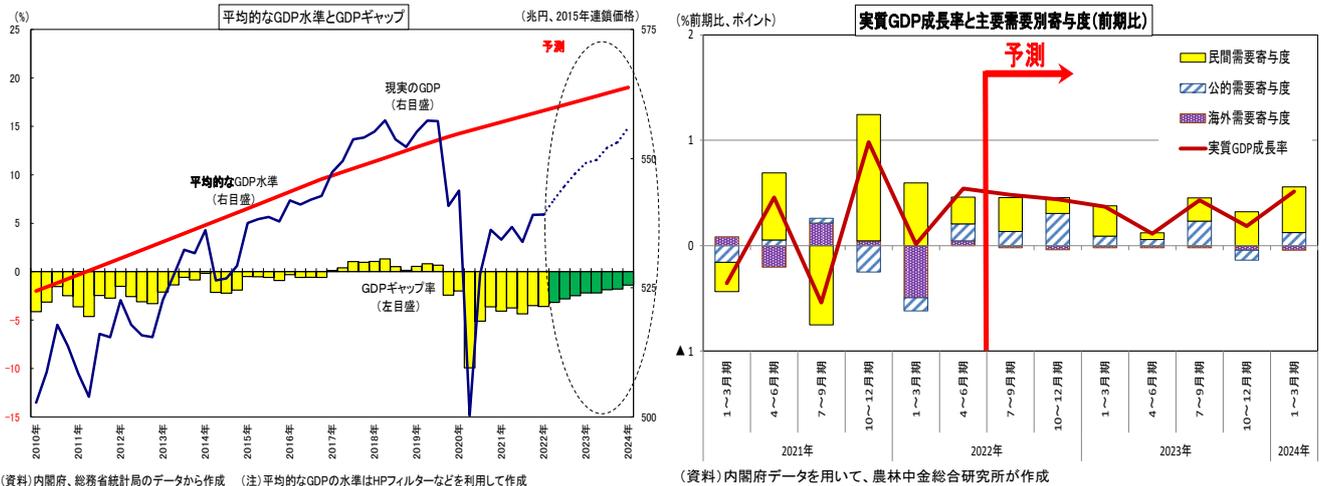


農林中金総合研究所

23

4 日本経済・物価の見通し

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



農林中金総合研究所

24

予測表(年度、半期)

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

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

(前期比)

項目	単位	2021年度	2022年度		2023年度			
		通期	通期	上期	下期	通期	上期	下期
実質GDP	%	2.3	1.7	0.8	1.1	1.3	0.5	0.9
民間需要	%	2.1	2.2	1.1	0.8	1.2	0.4	1.0
民間最終消費支出	%	2.6	2.9	1.5	0.7	1.0	0.4	0.8
民間住宅	%	▲ 1.6	▲ 5.0	▲ 3.1	▲ 1.5	▲ 0.3	0.1	0.3
民間企業設備	%	0.6	1.6	1.5	1.3	2.3	1.1	1.6
公的需要	%	▲ 0.0	1.2	0.7	1.8	1.8	0.8	0.7
政府最終消費支出	%	2.0	2.0	1.0	1.9	1.8	0.9	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 7.5	▲ 2.7	▲ 0.2	1.8	1.6	0.7	0.8
財政・サービスの繰越	兆円	0.4	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 1.3	▲ 1.7	▲ 1.5	▲ 1.9
輸出	%	12.5	2.4	1.6	0.5	1.9	0.8	2.1
輸入	%	7.2	3.9	2.7	0.9	2.4	1.0	2.5
内需寄与度(前期比)	%	1.5	2.0	1.1	0.9	1.4	0.6	0.7
民間需要(＃)	%	1.5	1.7	0.9	0.5	0.9	0.3	0.7
公的需要(＃)	%	▲ 0.0	0.3	0.2	0.4	0.5	0.2	0.1
外需寄与度(＃)	%	0.8	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1
デフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 0.0	▲ 0.3	0.3	0.8	0.8	0.7
完全失業率	%	2.8	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3
鉱工業生産(前期比)	%	5.9	0.6	▲ 0.6	2.7	2.9	1.1	1.0
住宅竣工戸数(年率換算)	万戸	86.5	85.1	85.1	85.0	85.0	85.0	85.0
経常収支	兆円	12.6	6.5	2.3	4.2	14.8	6.3	8.5
貿易収支	兆円	▲ 1.6	▲ 13.9	▲ 7.6	▲ 6.3	▲ 11.3	▲ 6.4	▲ 4.9
外国為替レート	円/ドル	112.4	130.6	131.3	130.0	126.3	127.5	125.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	76.4	107.3	112.1	102.5	92.5	95.0	90.0

(前年同期比)

項目	単位	2021年度	2022年度		2023年度			
		通期	通期	上期	下期	通期	上期	下期
名目GDP	%	1.3	1.7	1.2	2.1	2.0	2.2	1.9
実質GDP	%	2.3	1.7	1.5	1.7	1.3	1.4	1.2
民間需要	%	2.1	2.2	2.7	1.7	1.2	1.1	1.3
民間最終消費支出	%	2.6	2.9	3.7	2.0	1.0	0.9	1.1
民間住宅	%	▲ 1.6	▲ 5.0	▲ 5.9	▲ 4.1	▲ 0.3	▲ 1.0	0.3
民間企業設備	%	0.6	1.6	0.4	2.6	2.3	2.2	2.5
公的需要	%	▲ 0.0	1.2	▲ 0.3	2.3	1.8	2.4	1.1
政府最終消費支出	%	2.0	2.0	1.4	2.6	1.8	2.5	1.1
公的固定資本形成	%	▲ 7.5	▲ 2.7	▲ 7.1	1.0	1.6	2.0	1.3
財政・サービスの繰越	兆円	0.4	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 1.3	▲ 1.7	▲ 1.5	▲ 1.9
輸出	%	12.5	2.4	2.7	1.9	1.9	1.1	2.7
輸入	%	7.2	3.9	4.4	3.3	2.4	1.6	3.2
国内企業物価(前年比)	%	7.0	8.5	8.8	9.6	6.0	9.6	7.5
全国消費者物価(＃)	%	0.1	2.5	0.5	2.2	2.3	2.2	2.7
完全失業率	%	2.8	2.6	2.7	2.6	2.5	2.6	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	5.9	1.8	0.2	▲ 3.5	2.2	▲ 3.5	2.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当院による。

農林中金総合研究所

25

予測表(四半期)

(→予測)

項目	単位	2021年				2022年				2023年				2024年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.5	0.5	0.4	0.3	0.7	0.6	0.5	0.3	0.6	0.4	0.5
(年率換算)	%	▲ 2.4	▲ 0.7	▲ 1.9	1.9	1.5	1.1	2.8	2.6	2.2	1.3	2.6	1.5	2.0
実質GDP	%	▲ 0.4	0.5	▲ 0.5	1.0	0.0	0.5	0.5	0.4	0.4	0.1	0.4	0.2	0.5
(年率換算)	%	▲ 1.4	1.8	▲ 2.1	4.0	0.1	2.2	1.9	1.8	1.5	0.4	1.7	0.7	2.1
民間需要	%	▲ 0.4	0.9	▲ 1.0	1.6	0.8	1.0	1.3	0.2	0.4	1.0	1.3	0.4	0.6
民間最終消費支出	%	▲ 0.6	0.4	▲ 0.9	2.4	0.3	1.1	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5
民間住宅	%	0.7	1.6	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 1.4	▲ 1.9	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
民間企業設備	%	0.8	1.2	▲ 2.1	0.2	▲ 0.3	1.4	0.4	0.6	0.7	0.5	0.4	0.7	1.0
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.1	0.2	0.1	▲ 0.1	0.5	▲ 0.4	0.1	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.6	0.2	0.2	▲ 0.9	▲ 0.3	0.6	0.5	1.2	0.3	0.2	0.9	▲ 0.4	0.5
政府最終消費支出	%	▲ 0.8	0.9	1.1	▲ 0.3	0.4	0.5	0.4	1.3	0.3	0.2	1.0	▲ 0.5	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 0.2	▲ 2.5	▲ 3.3	▲ 3.7	▲ 3.2	0.9	1.0	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
輸出	%	2.3	3.0	0.0	0.6	0.9	0.9	0.5	▲ 0.2	0.5	0.3	0.5	1.0	1.2
輸入	%	1.8	4.4	▲ 1.1	0.4	3.5	0.7	0.6	0.0	0.6	0.4	0.6	1.2	1.4
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.4	0.7	▲ 0.7	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.1	0.5	0.2	0.6
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.3	0.6	▲ 0.8	1.2	0.6	0.3	0.3	0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.2	0.1	0.0	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.1	0.3	0.1	0.1	0.2	▲ 0.1	0.1
海外需要寄与度	ポイント	0.1	▲ 0.2	0.2	0.0	▲ 0.5	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.1	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 1.3	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.2	0.5	0.1	0.8	0.8	0.8	0.6
国内企業物価(前年比)	%	▲ 0.5	4.3	5.8	8.4	9.2	9.6	8.5	7.5	6.0	4.5	3.0	2.0	2.0
全国消費者物価(＃)	%	▲ 0.7	▲ 0.7	0.0	0.4	0.6	2.2	2.5	2.7	2.3	2.0	1.8	1.6	1.5
完全失業率	%	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3
鉱工業生産(前期比)	%	2.6	0.2	▲ 1.9	0.2	0.8	▲ 2.7	3.5	0.5	1.0	0.3	0.5	0.5	0.5
経常収支(季節調整値)	兆円	5.1	4.5	3.0	2.8	2.3	1.4	0.9	1.4	2.8	3.2	3.1	4.1	4.4
名目GDP比率	%	3.8	3.3	2.2	2.1	1.7	1.0	0.7	1.0	2.0	2.3	2.2	2.9	3.1
為替レート	円/ドル	105.9	109.5	110.1	113.7	116.2	129.6	133.0	130.0	130.0	127.5	127.5	125.0	125.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.01	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	0.00
新発10年物国債利回り	%	0.07	0.07	0.03	0.07	0.18	0.23	0.23	0.23	0.25	0.25	0.25	0.30	0.35
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.5	66.9	73.1	80.1	85.4	109.3	115.0	105.0	100.0	95.0	95.0	90.0	90.0

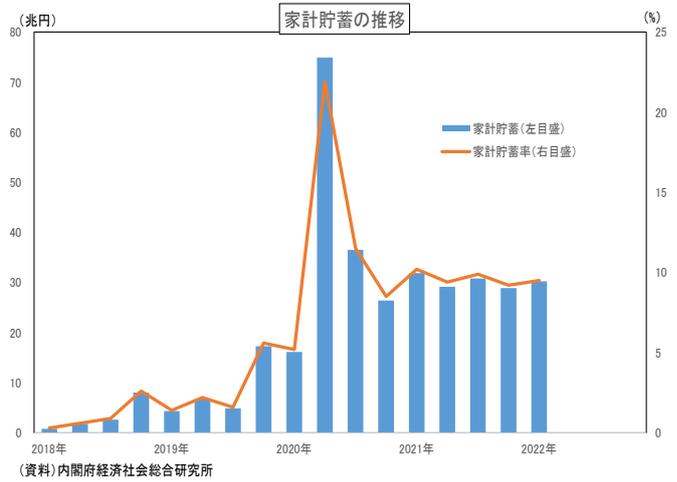
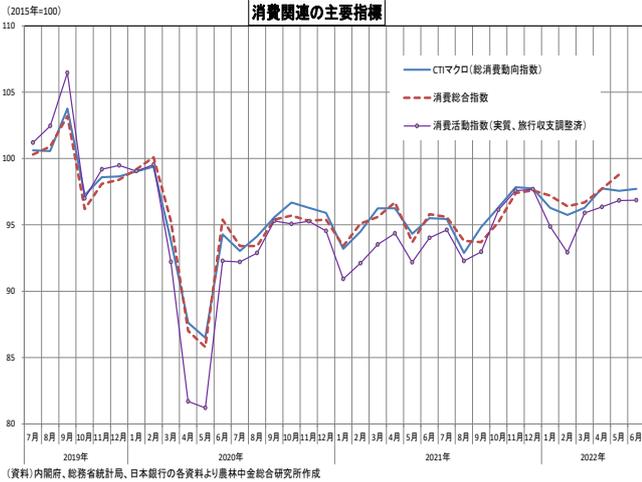
(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)
 (注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

26

● 民間消費

- 「まん延防止等重点措置」の解除後、徐々にサービス消費の持ち直しが進んできたが、最近ではエネルギー・食料品の相次ぐ値上げで消費者マインドが悪化しているほか、コロナ感染「第7波」の影響も懸念されている
- 春季賃上げ率(厚生労働省調べ)は2.20%と4年ぶりに高い伸びとなったほか、6月の毎月勤労統計・特別給与(≒夏季賞与)は前年比3.1%と底堅く推移
- 4~6月期の雇用者報酬は名目ベースでは前期比0.5%と4期連続で増加したが、実質ベースでは同▲0.9%と2期連続の減少となるなど、物価高で家計の実質購買力が低下
- 一方、家計貯蓄率(22年4~6月期:9.5%)と、コロナ前の水準(19年度上期:1.9%)を大幅に上回った状態が続いており、「リベンジ消費」の原資は十分に蓄積されている
- 民間最終消費支出は22年度:前年度比2.9%(2年連続の増加、22年7~9月期:前期比0.4%)、23年度は同1.0%へ鈍化すると予測

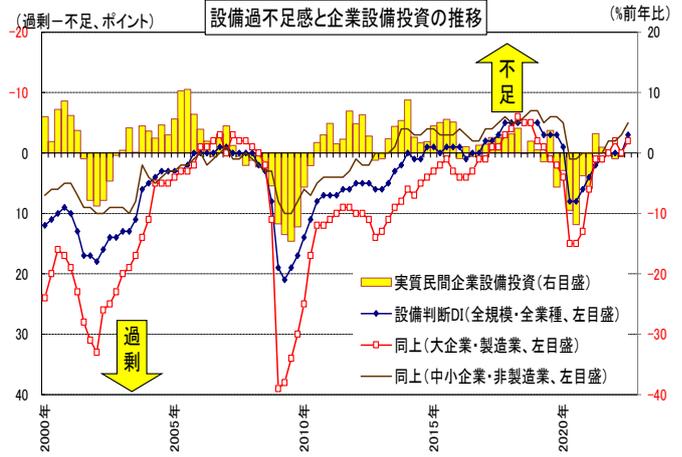
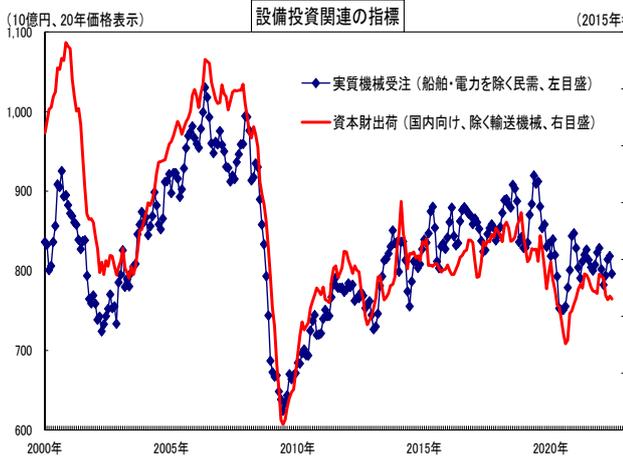


(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行の各資料より農林中金総合研究所作成

(資料)内閣府経済社会総合研究所

● 企業設備投資

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

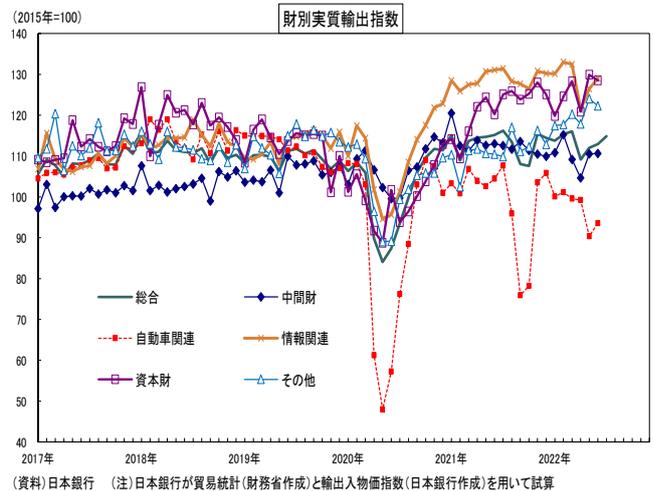


(資料)経済産業省、内閣府、日本銀行 (注)3ヶ月移動平均。機械受注は国内企業物価・投資財指数で実質化。

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

● 輸出入動向

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

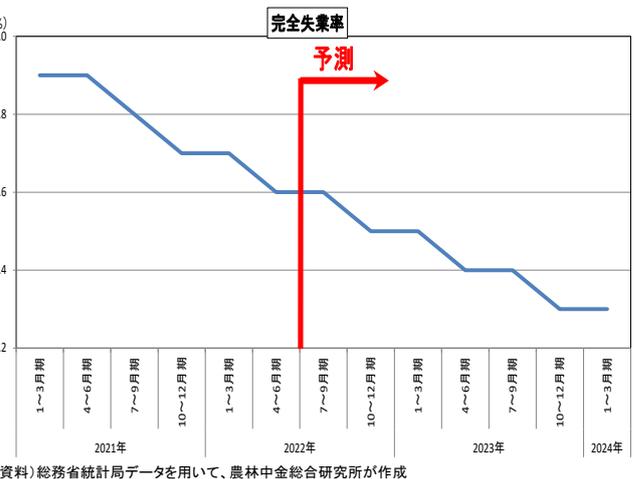
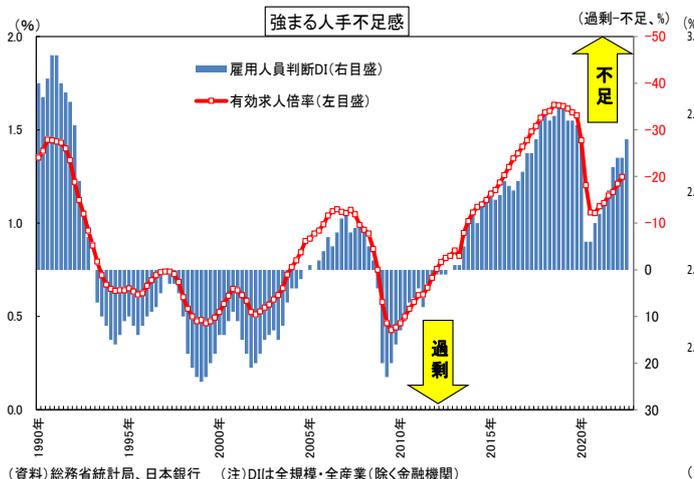


農林中金総合研究所

29

● 雇用情勢

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

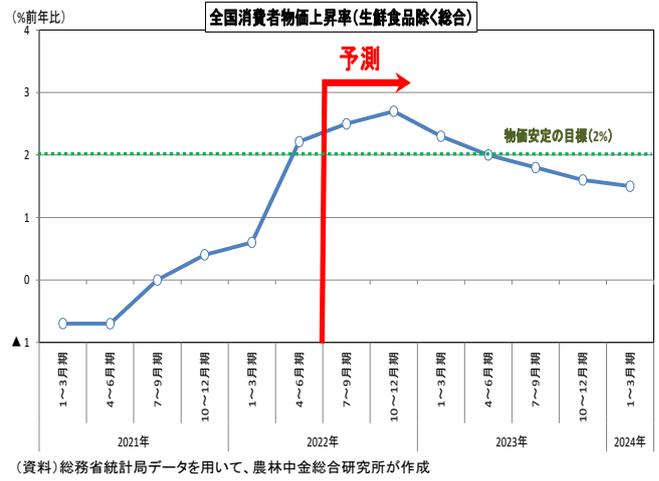
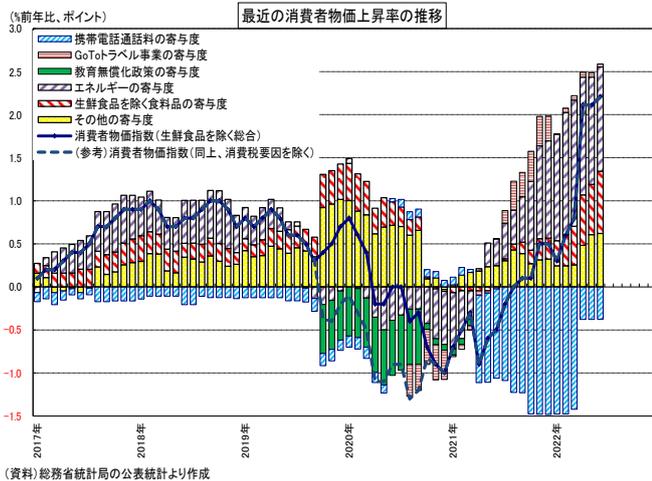


農林中金総合研究所

30

● 物価動向

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



農林中金総合研究所

31

5 金融政策の見通し

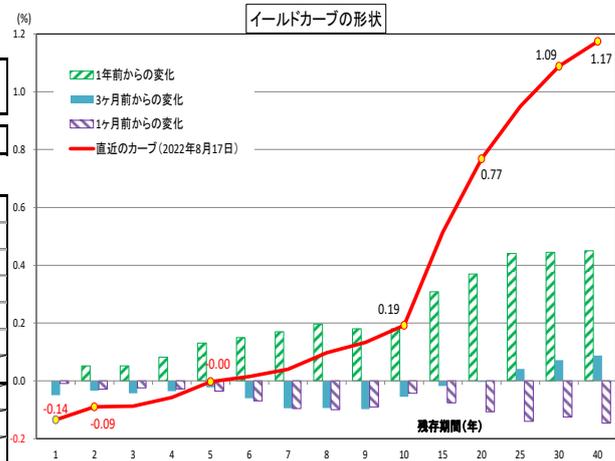
● 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する方針

- 海外中銀がインフレ沈静化に向けて本格的な金融引締めに乗り出す中、日銀は7月の金融政策決定会合で、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するという従来の方針を続けることを決定
- 6月の決定会合前後には、円安進行を受けて日銀も政策正常化をすとの思惑が高まり、10年金利が誘導目標レンジ(0±0.25%)の上限を一時的に上回ったほか、イールドカーブも大きく歪む場面も見られたが、日銀の姿勢はあくまで揺るがず、最近では落ち着いた動きとなっている
- 引き続き、新型コロナの影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる方針を維持
- 政策金利のフォワードガイダンスとしては、引き続き、現在の長短金利の水準、またはそれを下回る水準で推移することを想定

資産買入れ方針とバランスシートの見直し

	(億円)											
	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年末	19年末	20年末	21年末	22年7月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	518	618	670	666	拡大方針
(バランスシート項目の内訳)												
長期国債	89	142	202	282	361	419	456	472	494	508	532	上限を設けない
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	4.4	3.0	2.8	約2兆円の増高へ
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.5	8.3	8.4	約3兆円の増高へ
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	28.3	35.3	36.3	36.9	約12兆円を上限
J-REIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.55	0.65	0.65	0.66	約1,800億円を上限
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	47	50	62	62	67	-
その他と負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	725	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	113	118	122	120	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	401	494	543	541	
その他と負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	725	

(資料) 日本銀行 (注) 22年7月末の長期国債、ETF、J-REIT保有額は前年同月末からそれぞれ28兆円増、0.7兆円増、500億円増。

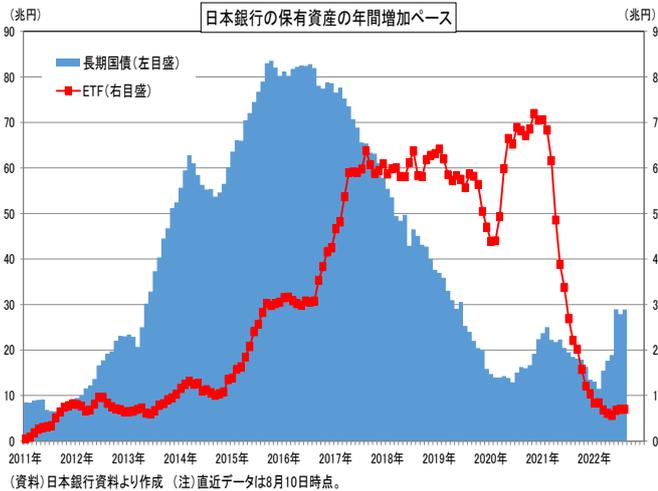


農林中金総合研究所

32

● 展望レポート(7月)では、先々の物価鈍化の予想

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



展望レポート:2022~24年度の政策委員の大勢見通し(2022年7月)

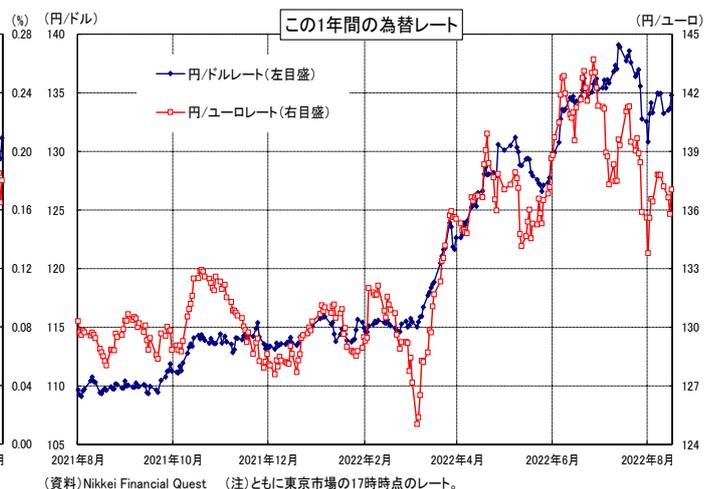
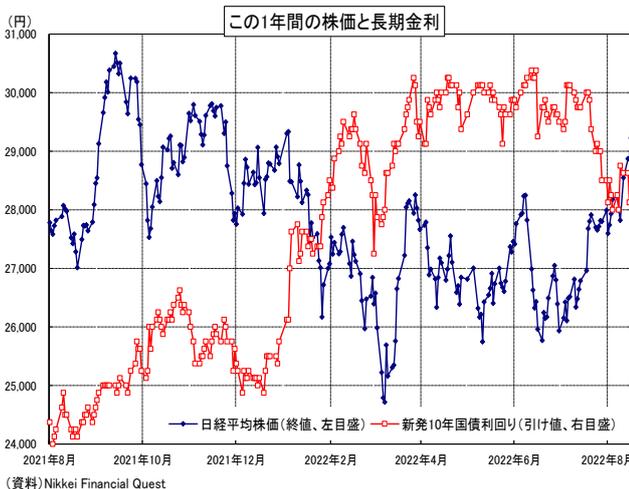
	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価 (除く生鮮食品・エネルギー)
2022年度	+2.2~+2.5 <+2.4>	+2.2~+2.4 <+2.3>	+1.2~+1.4 <+1.3>
4月時点の見通し	+2.6~+3.0 <+2.9>	+1.8~+2.0 <+1.9>	+0.8~+1.0 <+0.9>
2023年度	+1.7~+2.1 <+2.0>	+1.2~+1.5 <+1.4>	+1.2~+1.4 <+1.4>
4月時点の見通し	+1.5~+2.1 <+1.9>	+0.9~+1.3 <+1.1>	+1.1~+1.3 <+1.2>
2024年度	+1.1~+1.5 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

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

6 金融市場の見通し

● 市場概況

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



• 当面の見通し

– 長期金利

- 日銀は10年ゾーンの金利についてゼロ%近傍(0±0.25%)で推移するように操作する方針を維持、指値オペの連日実施によって上限である0.25%を定常的に上回る可能性は薄い
- ただし、日銀のコントロールが及びにくい超長期ゾーンについては、国内景気の持ち直し機運が強まるような場面では上昇圧力が高まる

– 株価

- 引き続き、世界的なインフレと金融政策の行方に注目が集まる
- 国内経済はコロナ禍からの持ち直しが続くと想定され、企業業績の回復期待を背景に株価は緩やかながらも上昇傾向をたどると予想

– 為替レート

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

金利・為替・株価の予想水準

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

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

(注)実績は2022年8月17日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

農林中金総合研究所

35