

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さ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します。

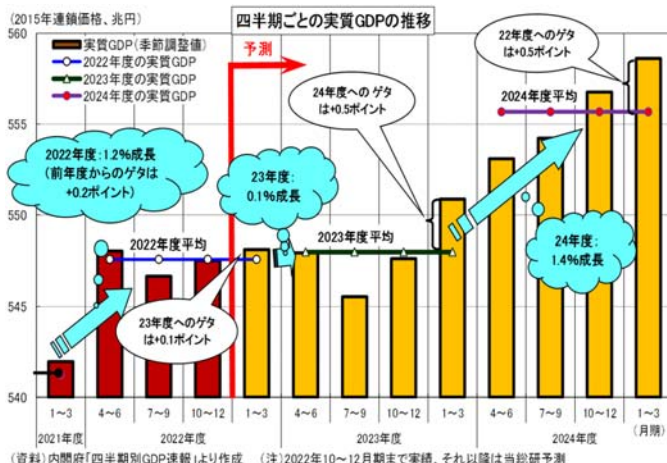
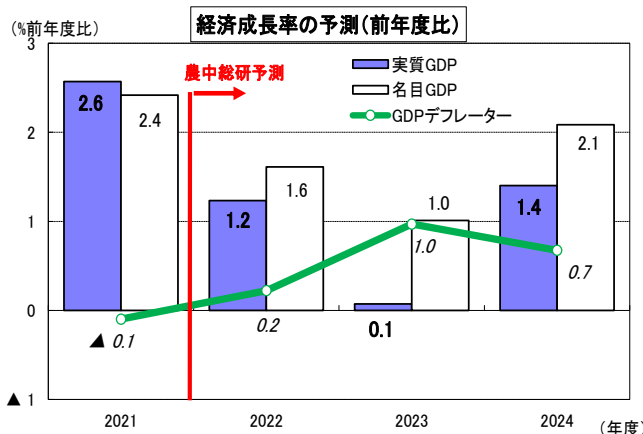
Norinchukin Research Institute

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

2023年2月17日

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。



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

金融市場2023年3月号

1

29

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

Norinchukin Research Institute

農林中金総合研究所

<https://www.nochuri.co.jp/>

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：

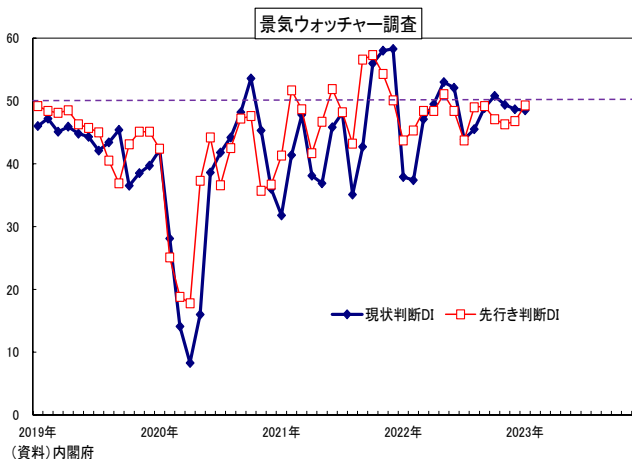
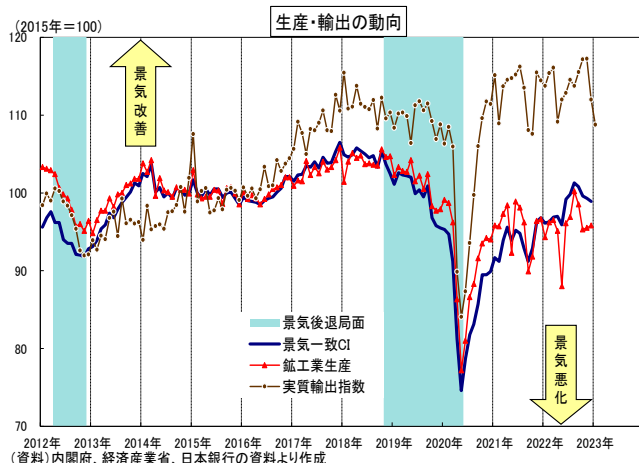
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
欧州経済・金融
中国経済・金融

南 武志
佐古 佳史
新谷 弘人
王 雷軒

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

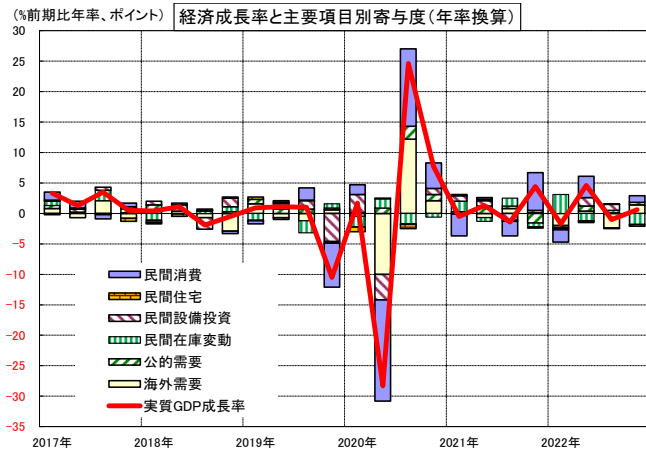
- 12月の景気動向指数・CI一致指数は4か月連続の低下、景気の基調判断は「足踏み」へ下方修正
 - CI先行指数も低下基調（2か月連続の低下）
- 半導体不足や部品調達難などの「供給の混乱」は解消する方向にあるものの、生産、輸出などは過去2年余りにわたり、頭打ち感が強い展開が続いた
 - 1月の実質輸出指数（日銀試算）は前月比▲2.9%（2か月連続の低下）で、2か月で7%超の悪化となるなど、世界経済の減速感が高まっている
- 政府がウィズコロナ移行に向けた措置を講じたことで、消費持ち直しが本格化することへの期待が高まったが、コロナ感染「第8波」襲来に加え、物価高の悪影響が顕在化し、企業・家計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」）



1 景気の現状

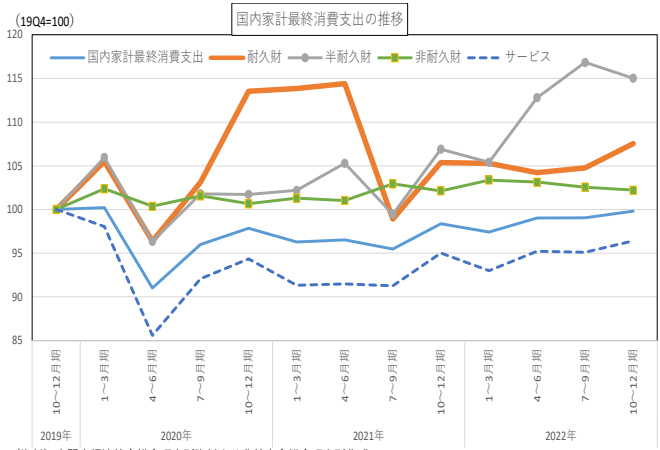
10～12月期GDP：2期ぶりのプラス成長（前期比0.2%、同年率0.6%）

- 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）が成長率押し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%）は成長率押し下げ要因となった
 - 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

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute



（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

Norinchukin Research Institute

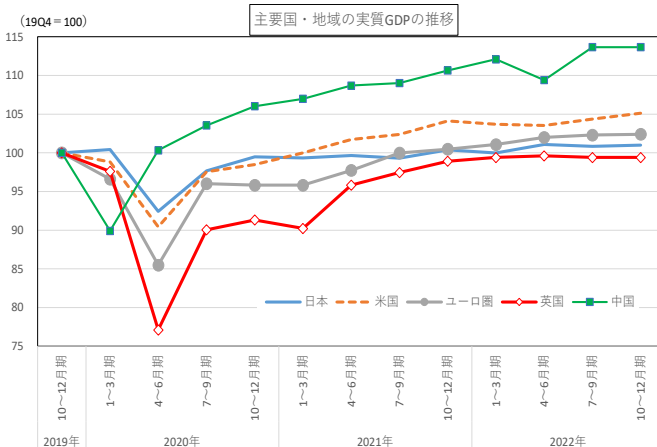
2 世界経済の動向 ①概況

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、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

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

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

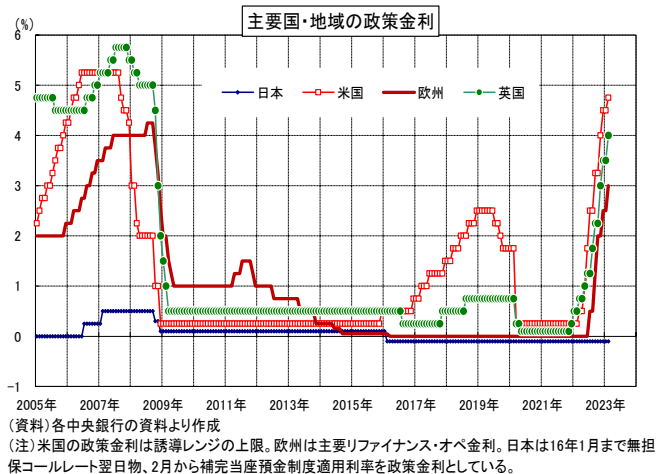
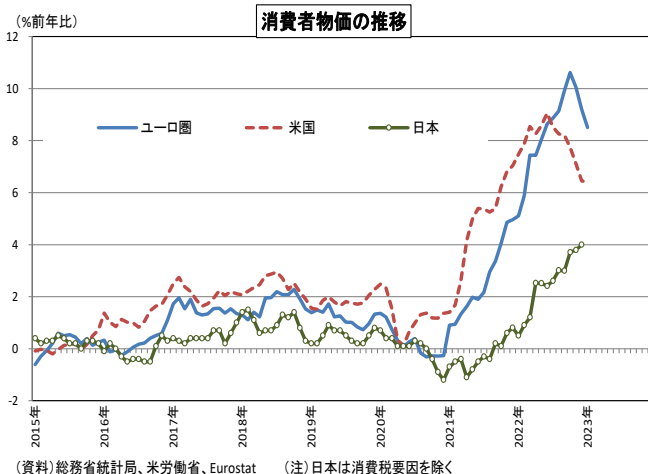
（資料）IMF『World Economic Outlook Update（2023年1月）』

口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

口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



口景気動向：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思われる
- 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を支えた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）

	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

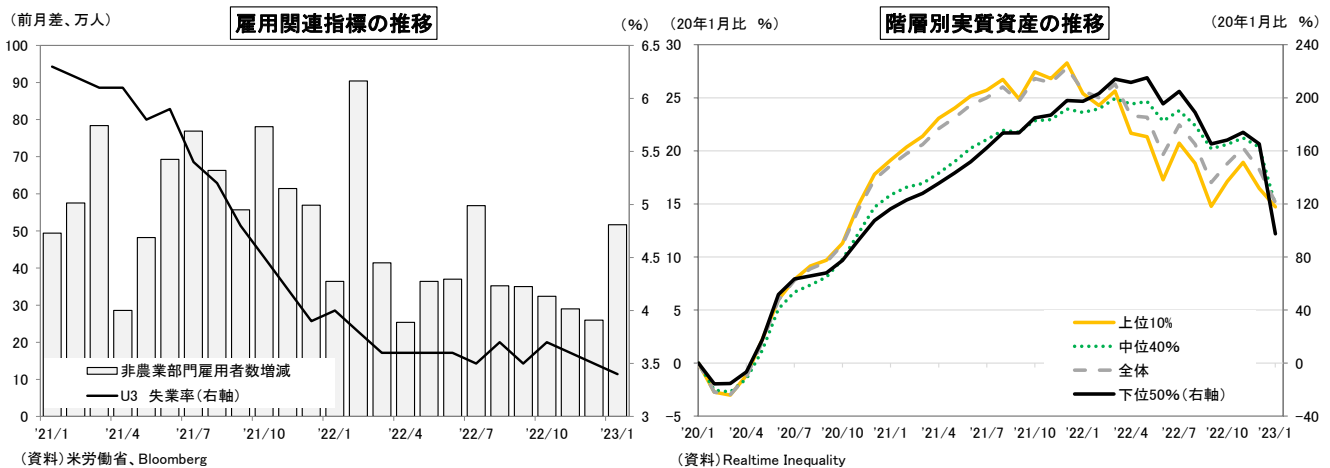
(資料)米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。
(注意)GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

□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



□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

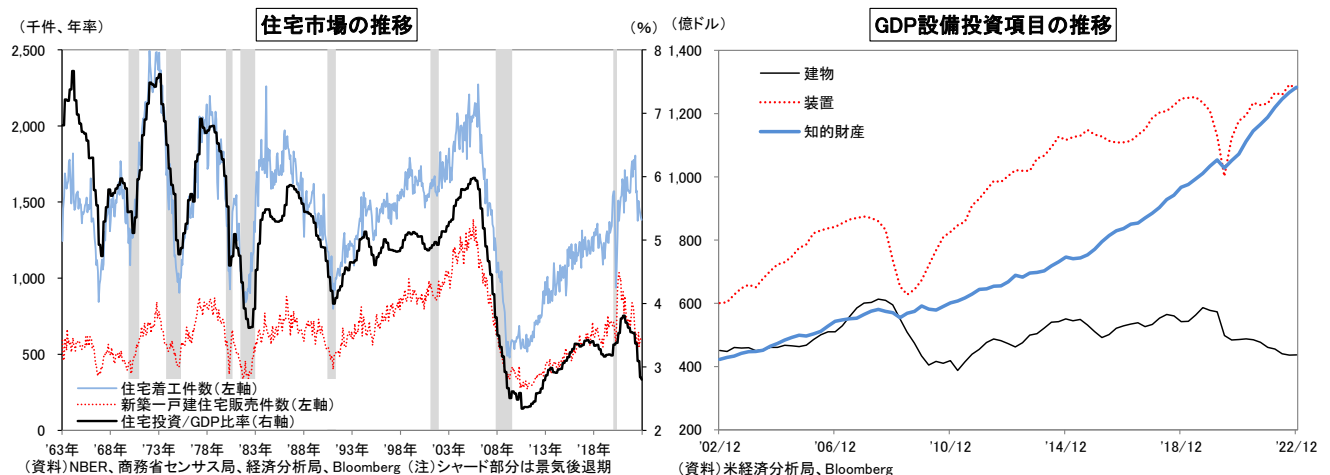
- － 中国では「ゼロコロナ」規制が解除され経済活動が再開したものの、半導体製造装置の対中輸出規制強化から、貿易の回復ペースは鈍いとみられる

□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



2 世界経済の動向 ②米国

ロインフレ率：ピークアウト

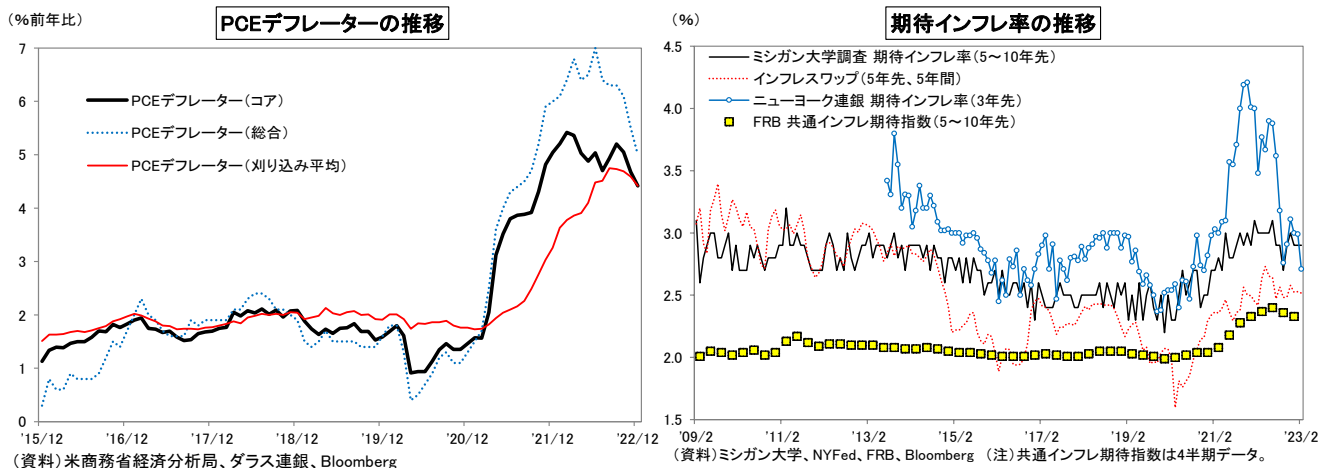
- FRBによる利上げの継続や潜在成長率を下回る成長、供給制約の緩和などからインフレ率はピークアウト
- 先行きについては、労働市場のひっ迫度合の抑制とともにサービスセクターのインフレ率の鈍化も見込まれる

ロ金融政策：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

ロ財政政策：「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



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

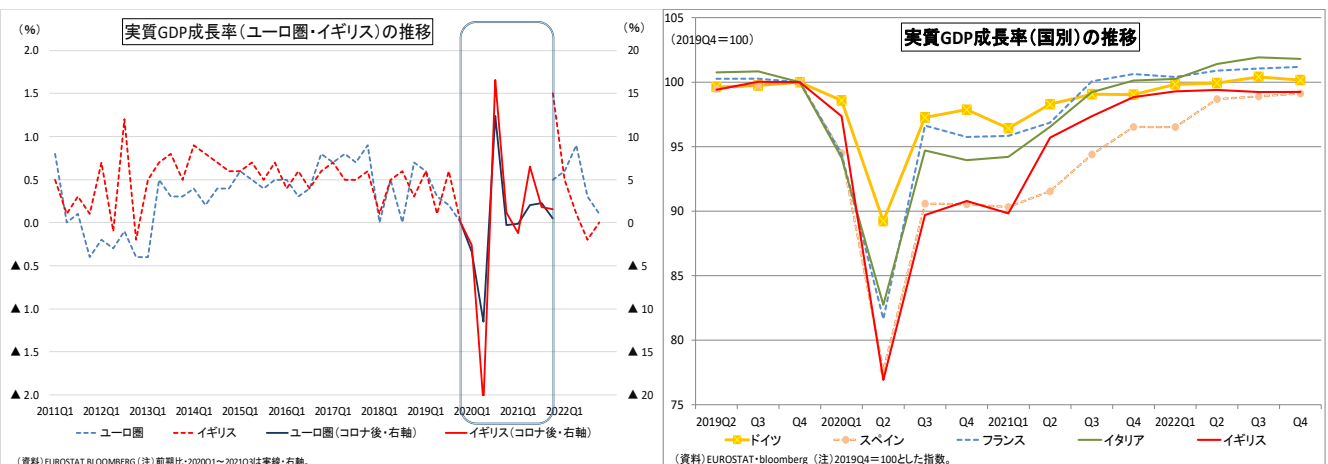
10

Norinchukin Research Institute

2 世界経済の動向 ③欧州

ロ景気の現状 (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



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

11

Norinchukin Research Institute

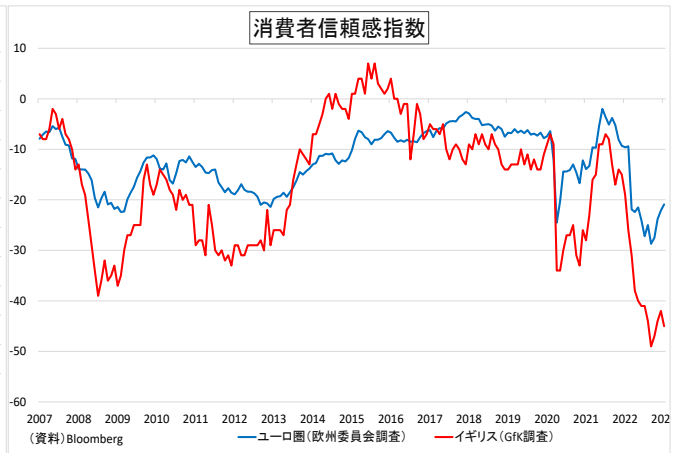
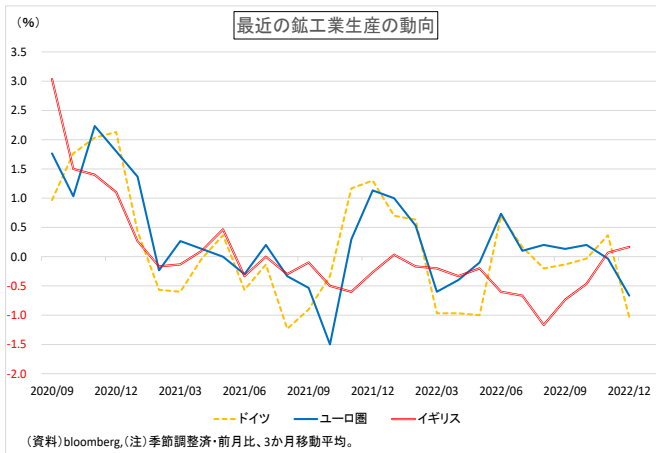
2 世界経済の動向 ③欧州

□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



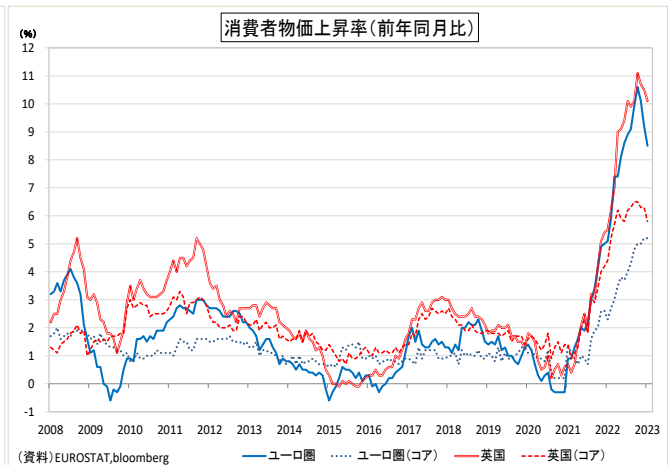
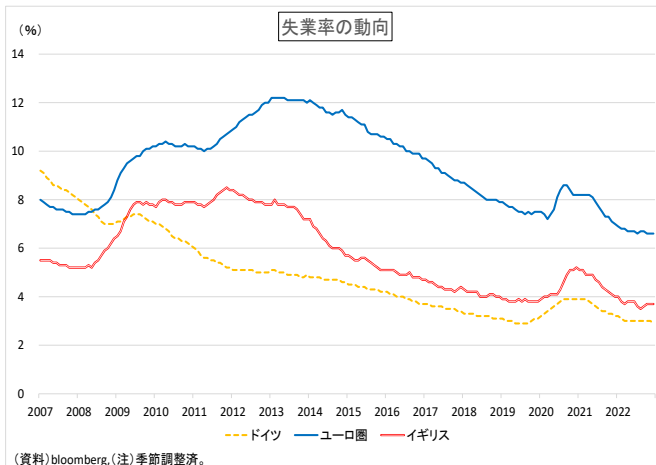
2 世界経済の動向 ③欧州

□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ではでておらず、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、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



□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%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%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、今後の労働市場の逼迫状況、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）を見込んでいます
- 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）

□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

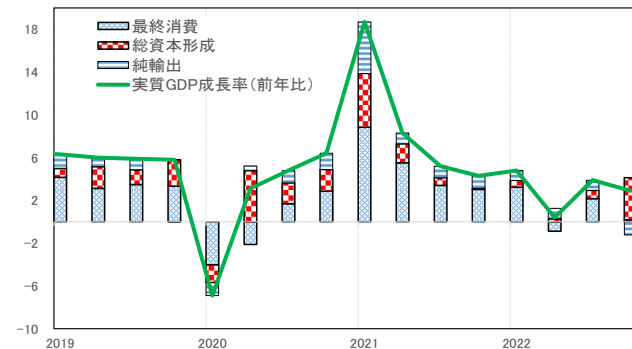
□物価見通し

- －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イ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、労働需給逼迫があるため、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

□景気の現状：緩やかな回復に向かっている

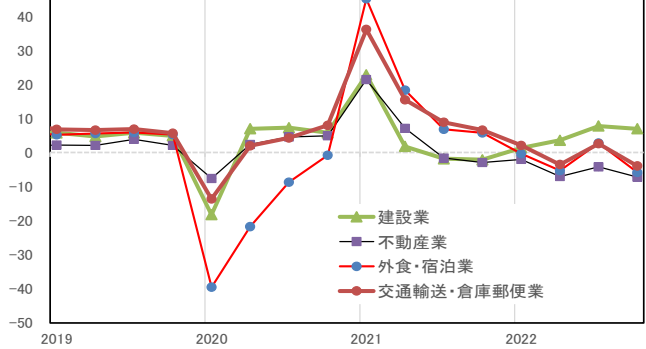
- － 22年10～12月期の実質GDP成長率は前年比2.9%と、7～9月期（同3.9%）から再び減速した
 - 再び減速した要因として、12月上旬までのゼロコロナ政策の実施による影響や不動産業の深刻な不振のほか、海外経済の減速を背景に輸出が停滞したことも挙げられる
 - 業種別の実質成長率を見ると、インフラ整備向け投資が底堅く推移したことから建設業は前年比7.0%とプラスが続いたものの、不動産業は同▲7.2%とマイナス幅が拡大した。また、ゼロコロナ政策の悪影響で交通輸送・倉庫郵便業および外食・宿泊業はそれぞれ同▲3.9%、▲5.8%と再びマイナスに転じた
- － 22年の実質GDP成長率は前年比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
(%前年比、ポイント)



(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
(%前年比)

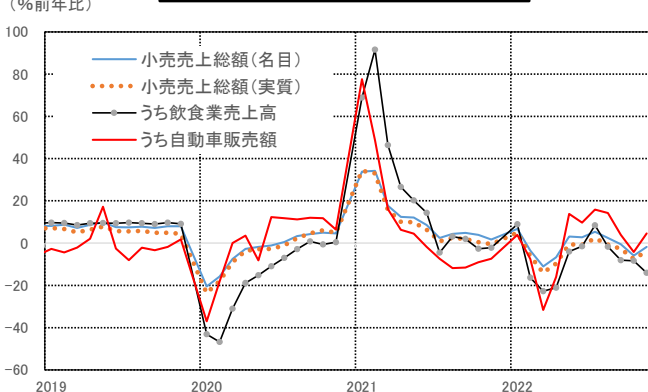


(資料) 中国国家統計局、Windより作成、四半期ベース。

□個人消費：回復に向かっているが、依然低調

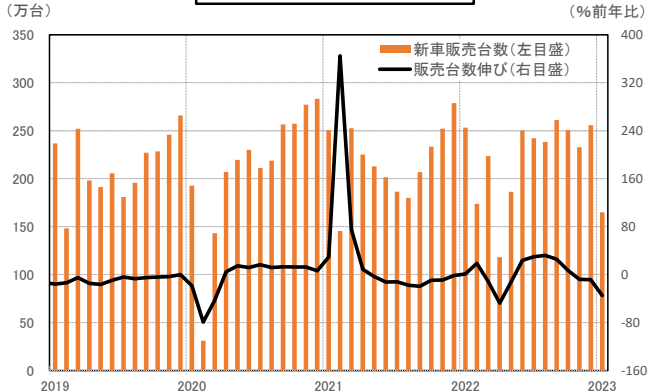
- － 12月の小売売上総額（社会消費品小売）は名目で前年比▲1.8%、物価変動を除いた実質ベースで同▲3.7%と、11月（それぞれ同▲5.9%、同▲7.6%）からいずれもマイナス幅が縮小した
 - ゼロコロナ政策の転換で感染者数が急増したため、飲食業売上高は前年比▲14.1%とマイナス幅が拡大したものの、22年末までだった自動車取得税半減などの購入促進策の終了前の駆け込み需要発生で、自動車販売額は同4.6%と堅調だった
 - しかし、春節連休（1月21日～27日）による影響もあり、1月の新車販売台数は同▲34.8%と大きく減少
- － 先行きについても、新車販売台数の伸び悩みが見込まれるものの、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）
(%前年比)



(資料) 中国国家統計局、Windより作成、直近は22年12月。

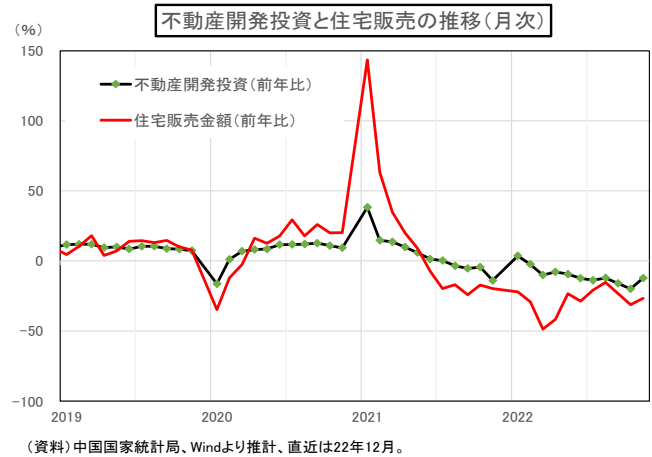
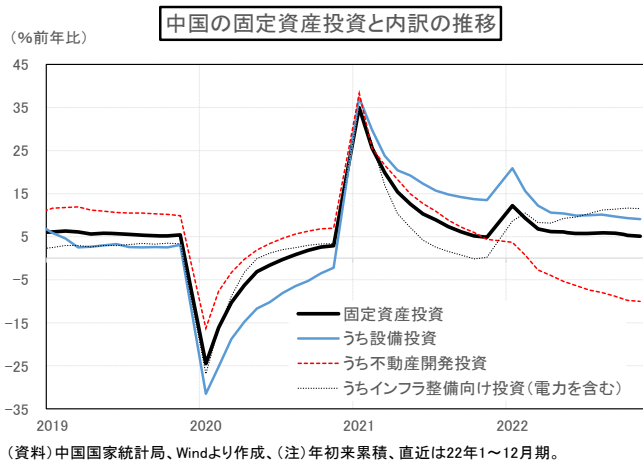
中国の新車販売台数の動向
(万台)



(資料) 中国汽车工业协会、Windより作成、直近は23年1月。

□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

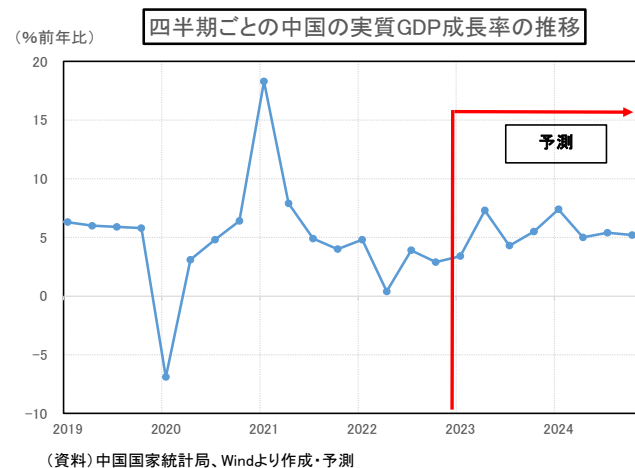
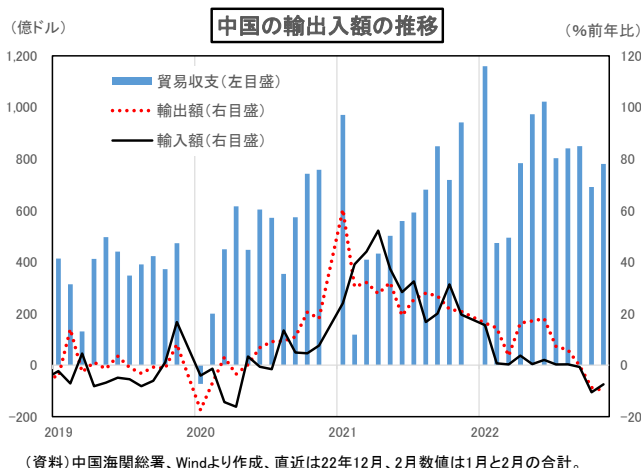


□輸出：停滞が続く可能性は高い

- － 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



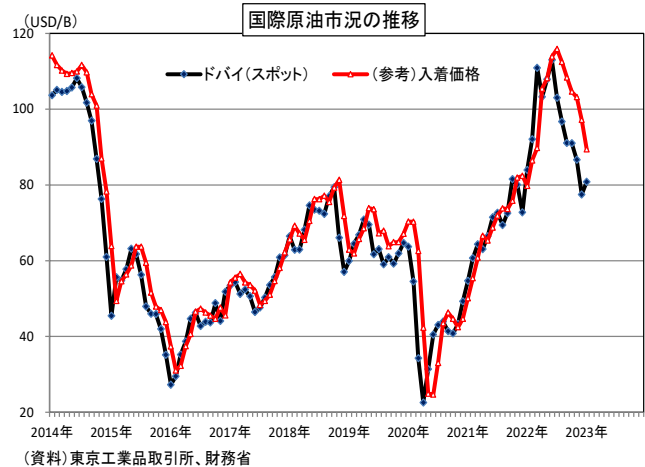
2 世界経済の動向 ⑤原油価格

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）は金融引き締め期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

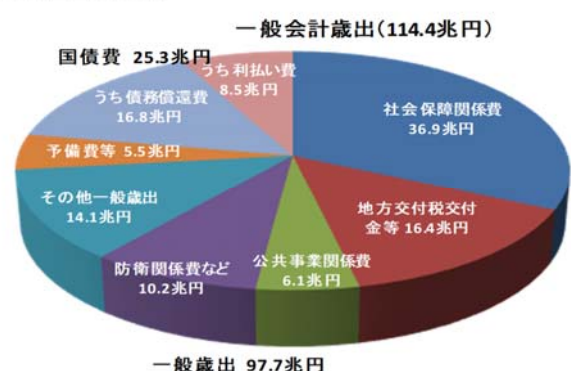
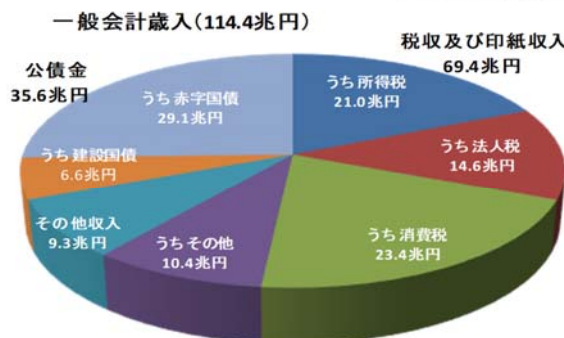


3 国内の経済政策

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）、財投資（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）

2023年度一般会計予算案



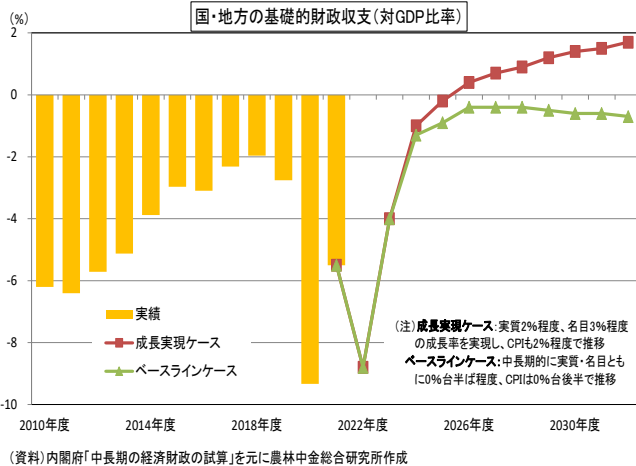
3 国内の経済政策

□進まぬ財政健全化

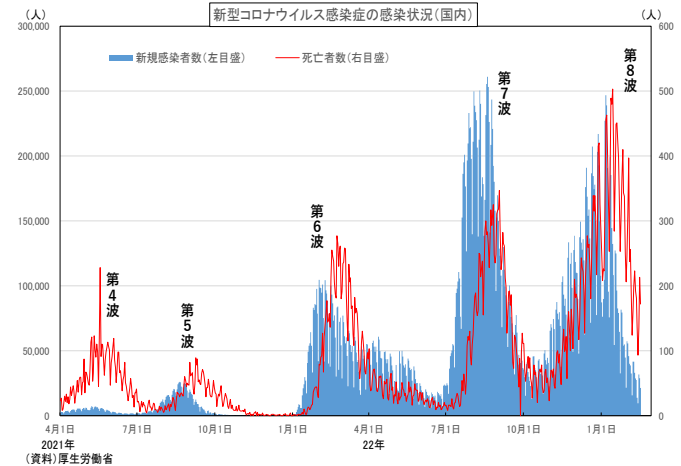
- 政府の財政健全化目標は①国・地方の基礎的財政収支（PB）を25年度までに黒字化、②、債務残高の対GDP比を安定的に引き下げる、であるが、「経済あつての財政」との方針も示している
- 内閣府「中長期の経済財政に関する試算（23年1月）」では、政府が掲げる「デフレ脱却・経済再生」が実現し、潜在成長率が着実に上昇するような「成長実現ケース（実質2%、名目3%程度の成長、2%の消費者物価上昇率を実現）」の下でこれまでと同様の歳出効率化努力を継続すれば国・地方のPBの25年度黒字化が視野に入る、とした
- 一方、財務省「後年度歳出・歳入への影響試算」では、24年度以降について名目3%成長、消費者物価（CPI）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



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute



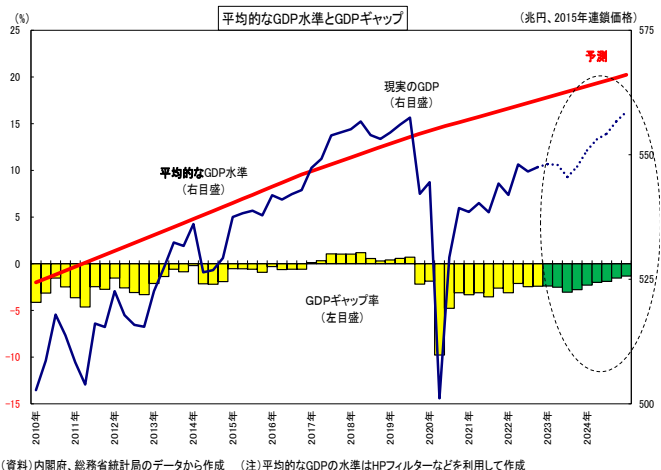
22

Norinchukin Research Institute

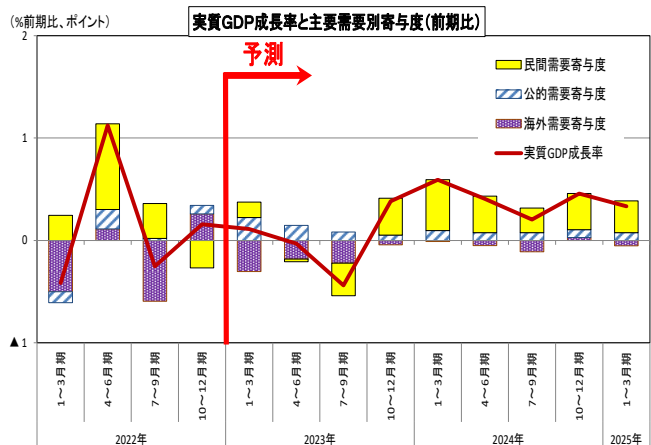
4 日本経済・物価の見通し

□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、緩やか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



(資料) 内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

23

Norinchukin Research Institute

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 通期	2022年度 通期	2022年度 上期	2022年度 下期	2023年度 通期	2023年度 上期	2023年度 下期	2024年度 通期
名目GDP	%	2.6	1.2	0.8	▲ 0.0	0.1	▲ 0.2	0.2	1.4
実質GDP	%	1.9	2.4	1.5	0.2	0.1	▲ 0.1	0.4	1.7
民間需要	%	1.5	2.3	1.2	0.5	0.2	▲ 0.2	0.3	0.9
民間最終消費支出	%	▲ 1.1	▲ 4.5	▲ 2.9	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.4
民間住宅	%	2.1	2.8	2.8	1.2	0.6	▲ 0.1	1.0	3.7
民間企業設備	%	1.3	0.5	0.6	0.8	1.8	1.1	0.7	1.1
公的需要	%	3.4	1.4	1.1	0.8	1.9	1.2	0.9	1.4
政府最終消費支出	%	▲ 6.4	▲ 3.4	▲ 0.8	0.6	0.9	1.0	▲ 0.2	0.2
公的固定資本形成	%	0.4	▲ 2.5	▲ 2.2	▲ 2.7	▲ 5.8	▲ 5.2	▲ 6.1	▲ 6.8
財・サービスの純輸出	兆円	12.3	4.9	3.4	3.4	0.0	▲ 1.2	0.2	2.7
輸出	%	7.0	7.8	5.7	5.4	2.8	1.0	1.5	3.7
輸入	%	1.8	1.9	1.3	0.2	0.6	0.2	0.6	1.6
国内需要寄与度(前期比)	%	1.4	1.8	1.2	▲ 0.0	0.2	▲ 0.1	0.5	1.3
民間需要 (")	%	0.4	0.1	0.2	0.2	0.5	0.3	0.1	0.3
公的需要 (")	%	0.8	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2
外需寄与度 (")	%	▲ 0.1	0.2	▲ 0.3	0.8	1.0	1.3	0.6	0.7
デフレーター(前年比)	%	2.8	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6	2.4
完全失業率	%	5.9	0.1	0.5	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.7	1.5	2.9
鉱工業生産(前期比)	%	86.5	85.4	85.8	85.1	84.0	84.0	84.0	85.0
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	20.2	8.2	3.9	4.3	7.1	3.5	3.6	7.6
経常収支	兆円	▲ 1.6	▲ 20.8	▲ 9.6	▲ 11.2	▲ 24.3	▲ 12.4	▲ 11.9	▲ 22.3
外需為替レート	円/円	112.4	135.1	134.0	136.2	128.9	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 通期	2022年度 通期	2022年度 上期	2022年度 下期	2023年度 通期	2023年度 上期	2023年度 下期	2024年度 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・サービスの純輸出	兆円	0.4	▲ 2.5	▲ 2.2	▲ 2.7	▲ 5.8	▲ 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。予測値は当院による。

予測表（四半期）

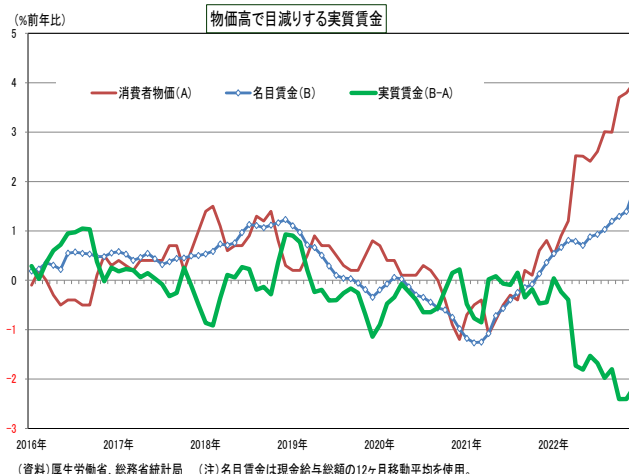
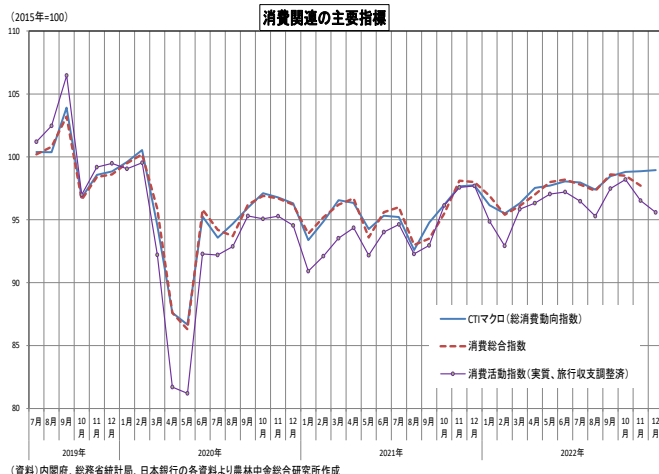
	単位	2022年				2023年				2024年				2025年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	0.2	1.0	▲ 0.8	1.3	0.4	0.0	▲ 0.3	0.5	0.8	0.6	0.3	0.7	0.7
(年率換算)	%	0.9	4.2	▲ 3.1	5.2	1.8	0.2	▲ 1.3	1.9	3.3	2.3	1.3	2.6	2.6
実質GDP	%	▲ 0.4	1.1	▲ 0.3	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.4	0.4	0.6	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。

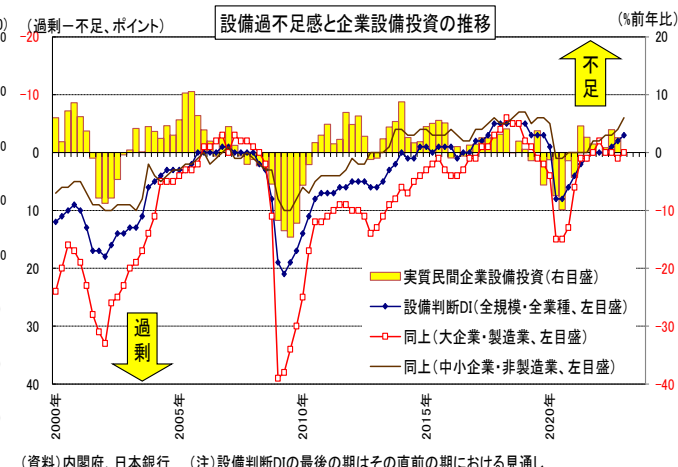
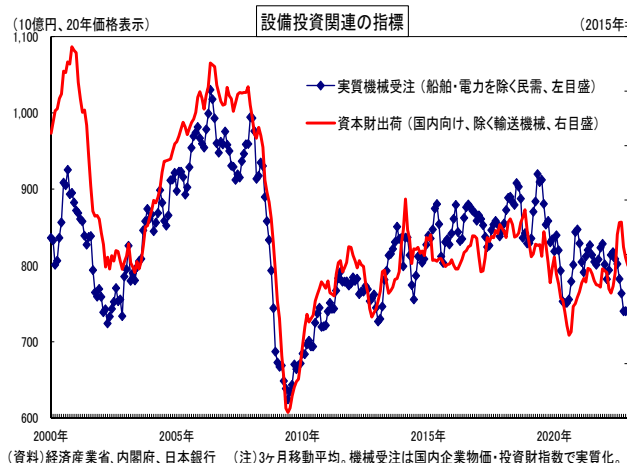
□民間消費

- 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



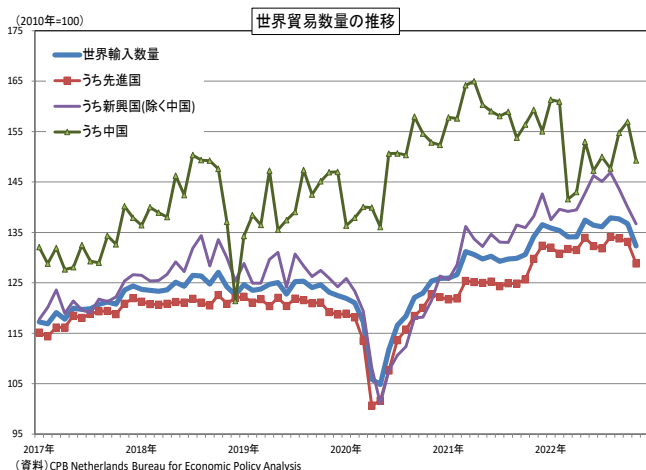
□企業設備投資

- 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

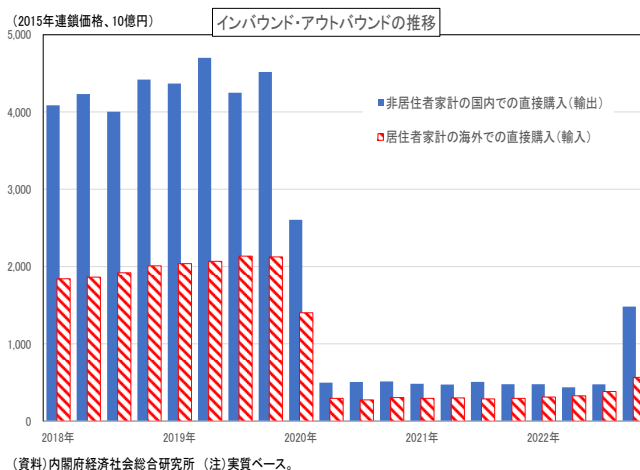


□輸出入動向

- 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



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

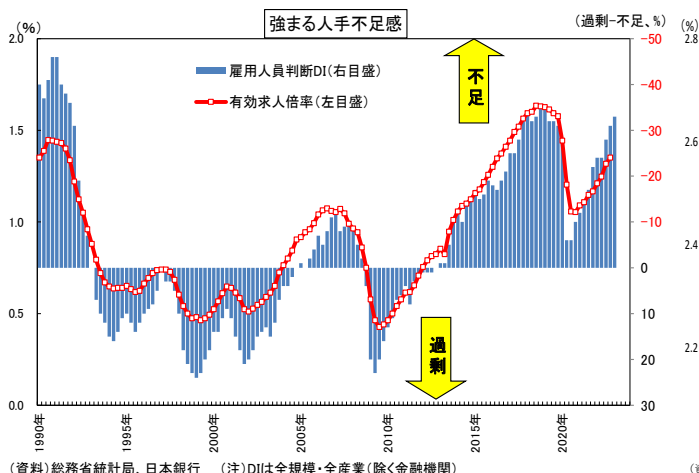


28

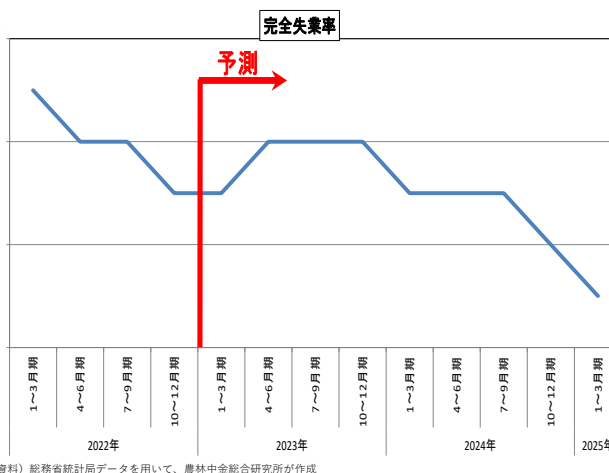
Norinchukin Research Institute

□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



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

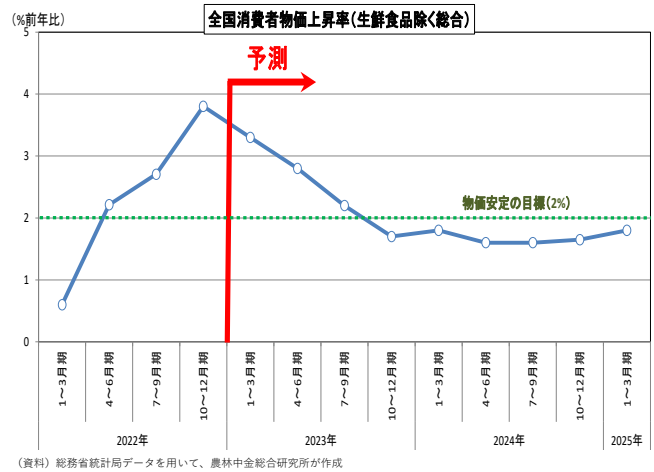
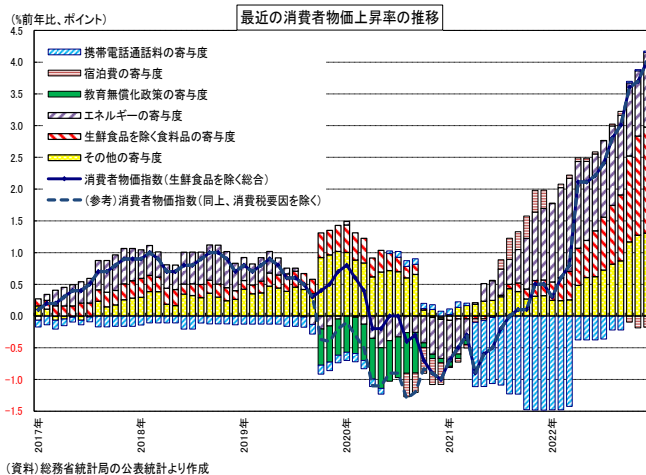


29

Norinchukin Research Institute

□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な下落し、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



5 金融政策の見通し

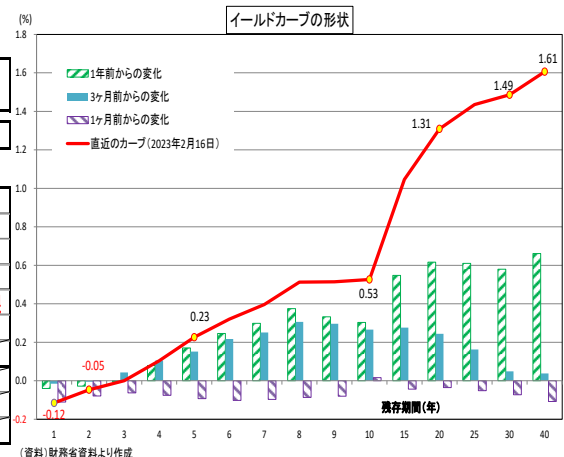
□しばらくは大規模緩和は継続の可能性

- 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燃る中で開催された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直し

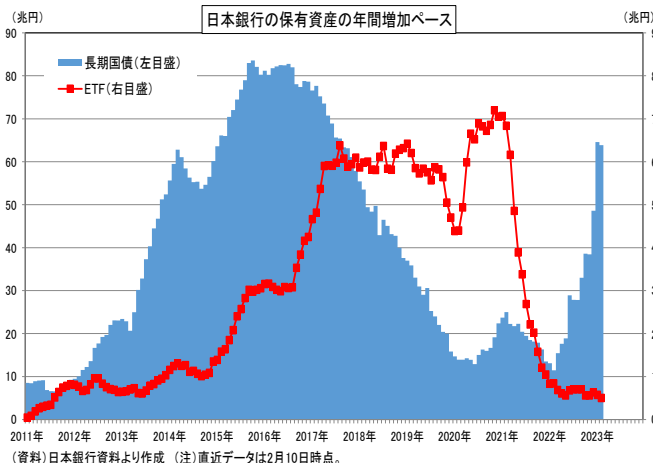
	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年末	19年末	20年末	21年末	22年末	23年1月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	518	618	670	632	652	拡大ペース
(バランスシート項目の内訳)													
長期国債	89	142	202	282	361	419	456	472	484	508	556	577	上限を設けない
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	4.4	3.0	2.6	2.6	約2兆円の増減へ
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.5	8.3	8.2	8.2	8.2	約3兆円の増減へ
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
J-REIT	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	
貸出支戻金	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	484	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、J-REIT保有額は前年末からそれぞれ65兆円増、0.6兆円増、27億円増。



口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



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

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、%。

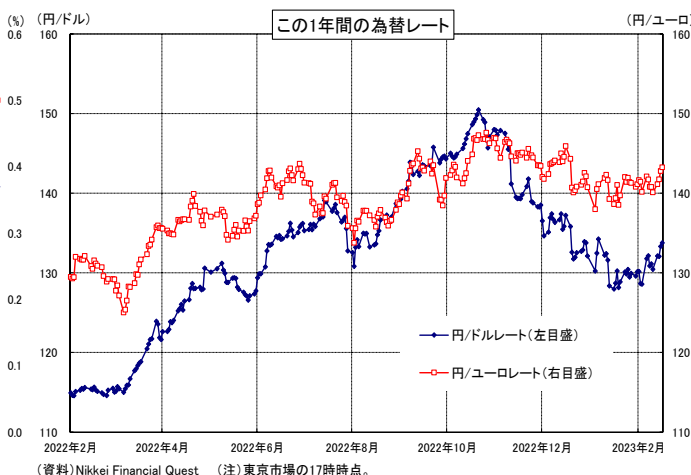
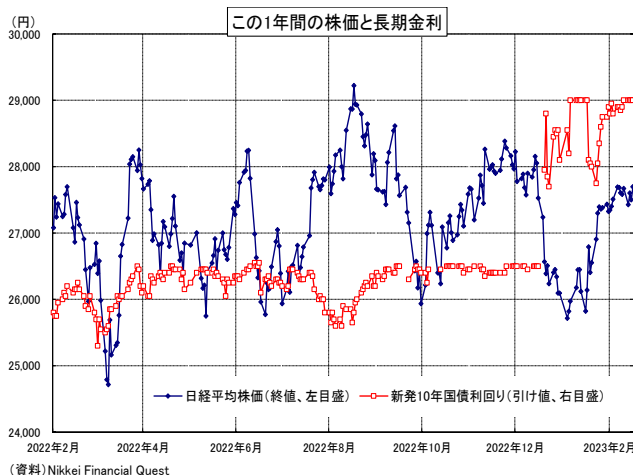
「大勢見通しは、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて幅で示したもので、その幅は見通しの上限・下限を意味しない。

32

Norinchukin Research Institute

口市場概況

- － 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熾ま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



農林中金総合研究所
Norinchukin Research Institute

金融市場2023年3月号

33

Norinchukin Research Institute

45

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

□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熾り続けることから、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
	10年債	(%)	0.500	0.25～0.55	0.25～0.55	0.30～0.55
	5年債	(%)	0.210	0.00～0.30	0.00～0.30	0.00～0.40
為替レート	対ドル	(円/ドル)	133.8	125～145	120～140	120～140
	対ユーロ	(円/ユーロ)	143.3	135～155	135～155	135～155
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。