2022年の国内経済金融の展望

――視界不良が続くが、出遅れた景気回復は本格化へ――

主席研究員　南　武志

〔要　　旨〕

コロナ・ワクチン接種の開始により、2021年春以降、欧米諸国などでは経済社会活動が再開され、リベンジ消費などが盛り上がった。その反動として、中央銀行が目標とする物価目標を上回るインフレが発生しており、量的緩和の縮小や利上げなど、金融政策を正常化する動きも散見され始めた。これに対し、日本では９月まで緊急事態宣言など行動制限措置が慢性的に出されたため、消費行動の自粛が続いた。10月以降は行動制限措置が解除され、飲食・旅行・娯楽などサービス消費の持ち直しが進んでいるほか、夏場に大幅減産を余儀なくされた自動車生産も回復しつつあることから、ようやく景気回復の本格化が展望できる状態となった。こうした前向きの動きは22年度にかけても継続することが想定される。しかし、感染力・重症化リスクともに高い新たな変異ウイルスの登場もありうるほか、一部先進国で始まった金融政策正常化による新興国経済への影響など、潜在的な下振れリスクを抱えた状態も続くだろう。

目　次

はじめに
――２年目のコロナ・パンデミック――
１　世界経済の動向
(1)　ワクチン接種とともに回復が進んだ世界経済
(2)　2022年も持ち直す見通しだが、不透明性・不確実性とも高い
２　内外の経済政策運営
(1)　積極的な財政政策を継続
(2)　金融政策の正常化を模索する動きも
(3)　気候変動問題への世界的な取組み
３　国内経済の現状と展望
(1)　コロナ感染の状況
(2)　2021年入り後は足踏みが続いた国内景気
(3)　2022年度にかけて景気持ち直しが本格化
(4)　依然として「２％」の物価上昇は見通せず
(5)　日本銀行は粘り強く現行政策を継続
(6)　引き続き、長期金利は低位安定的に推移
おわりに
――「新しい資本主義」の行方――

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

はじめに
―2年目のコロナ・パンデミック―

2020年３月に世界保健機関（WHO）は新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の感染状況をパンデミック相当と認定したが、それ以降、世界の多くの地域で「非日常」が続いている。有効な治療薬がないなか、コロナ感染が急拡大した国では、マスク着用義務などの基礎的な感染予防策に加え、外出規制、都市封鎖、国境閉鎖など、厳しい行動制限措置をとることで対処してきた。こうしたなかで、コロナ・ワクチンの開発が急ピッチで進められ、20年末までには実用化にこぎつけることができた。12月以降、米国、欧州など先進国を中心に順次、ワクチン接種が開始されたが、その進捗とともに都市封鎖を解除し、経済社会活動を再開させる動きも出始めた。こうした一部先進諸国のワクチン独占についてはWHOが批判をしており、中・低所得国の公平なワクチン・アクセスを可能にする枠組みであるCOVAX（COVID-19 Vaccines Global Access）が先進国・地域などからの寄付で創設されたが、接種そのものは大きく出遅れており、それが遠因となってグローバル・サプライチェーン障害が発生する場面もみられた。

また、21年には感染力の高く、重症化しやすい変異株が次々に登場した。20年秋以降、英国を中心に流行しつつあったアルファ株は21年入り後、世界中に拡散された。それに続き、５月にかけてインドで大流行したデルタ株は、夏場にはアルファ株に置き換わる格好となり、感染拡大を招いた。21年末時点でもデルタ株が大宗であるが、最近になってWHOはオミクロン株と名付けた変異ウイルスを「懸念される変異株（Variants of Concern）」に指定、加盟国に対して危険性は高いと警告した。これを受けて、内外の金融資本市場ではリスクオフが強まったほか、日本を含む各国では水際対策を再び強化するなどの措置に追われた。

国内に目を転じると、憲政史上最長の長期政権を引き継ぐ格好で20年９月に発足した菅内閣は、発足当初はGoToキャンペーンなど需要喚起策を実施したが、20年末にかけてコロナ感染が急拡大し、21年入り後は慢性的に緊急事態宣言などの行動制限措置を講じることとなった。ワクチン接種については、国内の感染者数が少ないことがある種、あだとなってワクチンの承認が欧米諸国に出遅れ、確保にも手間取った。しかし、11月までに希望者全員の接種を完了するという菅前首相が掲げた目標に対して、自衛隊や地方自治体、さらには企業などの努力もあり、今や主要７か国では最もワクチン接種率が高い国となり、かつ感染抑制に効果を発揮している。他方、21年７～９月には東京オリンピック・パラリンピックを開催した。感染「第５波」襲来によって医療供給体制の崩壊危機が意識されたなか、人流増加を促しかねないとの批判も少なくなく、史上最多のメダル獲得（金27個など全58個〔オリンピックのみ〕）に沸いた一方で、後味の悪さも残した。菅前首相はコロナ対

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

策への批判が高まるなか、９月に辞意を表明した。

1　世界経済の動向

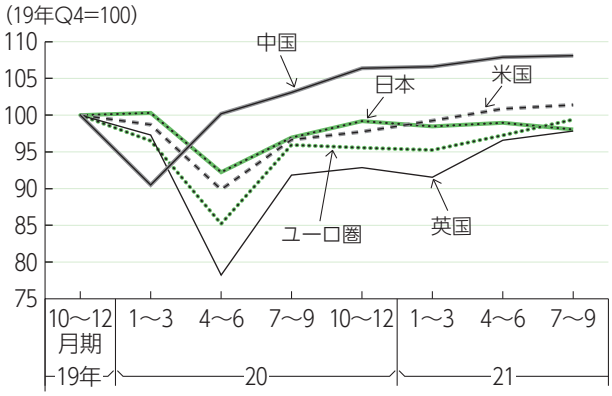
(1)　ワクチン接種とともに回復が進んだ世界経済

新型コロナの感染急拡大によって強力な感染抑制策を発動した主要国は、20年前半は軒並みマイナス成長に陥った（中国は20年１～３月期のみ）が、４～５月には一旦収束に向かったことで経済活動は再開され、７～９月期にはプラス成長に戻った。しかし、20年冬以降に大きな感染の波に襲われたことから、再び都市封鎖などの行動制限措置がとられた結果、欧州を中心に再びマイナス成長となる国も散見された。一方で、コロナ・ワクチンの実用化はそうした状況を打破するものとして期待された。接種率が高まると同時に、感染も収束に向かったことから、コロナ禍からの持ち直しが本格化し、日常を取り戻す動きが強まった。

主要国地域のGDPをみると、米国については20年７～９月期にプラス成長に転じて以降は、比較的順調な持ち直しをみせ、21年４～６月期にはコロナ前（19年10～12月期）のGDP水準を回復した。なお、直近７～９月期は雇用の戻りの鈍さや半導体不足といった供給面からの制約もあり、成長率が鈍化している（第１図）。

一方、ユーロ圏、英国では21年１～３月期には再びマイナス成長（ユーロ圏は２四半期連続のマイナス成長）となったものの、その後はプラス成長に戻っている。しかし、いずれもコロナ前のGDP水準には戻っていない。夏場にかけてはグローバル・サプライチェーン障害などもあり、製造業を中心に伸び悩む場面もあった。

第1図　主要国・地域の実質GDPの推移



資料　各国統計より作成

ゼロ・コロナ政策をとる中国に関しては、20年末にはコロナ前までの６％前後の成長経路へのキャッチアップを終了したが、21年に入るとそうした動きが一巡したほか、強力な感染防止策、自然災害、電力不足、不動産投資抑制策、投入コストの高騰、さらには半導体不足などもあり、最近は抑制気味の経済成長となっている。

(2)　2022年も持ち直す見通しだが、不透明性・不確実性とも高い

12月に発表された経済協力開発機構（OECD）の経済見通しによれば、21年に世界経済は5.6％とプラス成長に転じた後、22年は4.5％成長、23年は3.2％成長との予測が示された。基本的には世界経済は回復傾向を継続するが、成長テンポは鈍化していく

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

見通しである。22年の成長鈍化の背景として、需要急回復に対する供給面の混乱、高インフレの長期化、労働力不足などを指摘している。コロナ禍からの持続的な持ち直しに必要なワクチン接種状況は国によってばらつきが存在し、取り残される国が出てしまうリスクへの懸念も表明している。さらに、足元で感染急拡大している新たな変異ウイルス（オミクロン株）も先行きの不確実性を高めているとした。

このオミクロン株については、これまでの散発的な情報からは、従来のワクチンによる予防効果は小さく、感染力も高いものの、無症状か軽症が多いとのことであるほか、ブースター接種（３回目のワクチン接種）で感染防止効果が大きく向上するとの報告もある。そういう性格のウイルスであれば対応を間違えなければ、医療体制がひっ迫し、経済社会活動を止めなければならない事態にはならないとみるが、油断は禁物であろう。

２　内外の経済政策運営

(1)　積極的な財政政策を継続

主要各国は、20年に続き、コロナ禍がもたらす経済的被害に対し、雇用支援策、個人向けの現金給付、企業向けの給付・融資などから構成される大規模な財政措置を講じている。

米国では21年１月にバイデン新大統領が就任したが、その直前の20年12月に１人当たり最大600ドルの現金給付や失業手当の週300ドル上乗せの特例措置などからなる総額8,677億ドルの追加経済対策が成立した。また、３月には失業手当の拡充措置の延長、１人当たり最大1,400ドルの現金給付、州・地方政府向け支援などが盛り込まれた総額1.9兆ドルの米国救済計画が成立したほか、11月には総額1.2兆ドルのインフラ投資法案が成立した。

欧州連合（EU）では難航の末、加盟国の経済復興と構造改革を促進する7,500億ユーロ規模の復興基金の創設が合意に至り、21年６月に正式に始動した。また、ドイツは中小企業向けの支援策の継続、フランスでは復興基金を活用した「フランス再起動計画」などが実施されている。英国では雇用維持スキーム・所得補助スキームの延長・拡充、企業向けの給付金などを実施してきた。

一方、日本では、政府は総額106.6兆円と過去最大規模となった21年度一般会計予算には５兆円のコロナ予備費を計上、11月までに3.2兆円の支出を決定している。また、10月末の総選挙で勝利した岸田首相は追加の経済対策として、11月19日に「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」を閣議決定した。主な内容は、①新型コロナウイルス感染症の拡大防止（22.1兆円）、②「ウィズコロナ」下での社会経済活動の再開と次なる危機への備え（9.2兆円）、③未来社会を切り拓く「新しい資本主義」の起動（19.8兆円）、④防災・減災、国土強靭化の推進など安全・安心の確保（4.6兆円）で、財政支出ベースで55.7兆円と過去最大規模となっ

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

た。財政支出のうち国費は43.7兆円で、12月召集の臨時国会に提出する補正予算（一般会計）には31.6兆円が計上された。その財源は、税収の上振れ分（6.4兆円）、前年度剰余金（6.1兆円）などが充てられるが、国債も22.1兆円追加発行されることとなる（うち、赤字国債は19.2兆円）。また、22年度一般会計の概算要求・要望額は111.7兆円であったが、岸田首相は「経済あっての財政」であり、危機に対して必要な財政支出は躊躇（ちゅうちょ）なく行うとの方針を示しており、当初予算案も積極的な予算編成となる見込みである。

こうしたなか、財政規律の喪失を警戒する意見もある。21年９月の自由民主党総裁選や10月の総選挙では、財源を明確にしないまま大規模なコロナ対策や分配政策を訴える姿が散見されたが、財務省の矢野康治事務次官はそれを「バラマキ合戦」と批判、波紋を投じた。巨額な累積債務の裏には相応の資産も存在するなど、国家の債務問題は多面的に分析する必要があるのは言うまでもないが、先行き「何か」を契機に日本の信用力が毀損しないとの保証もない。その際には大規模な資本逃避や急激な円安などが引き起こされ、国民生活に多大な影響が出る恐れがある。コロナ後を見据え、財政健全化に向けた議論から目を背けるべきではない。

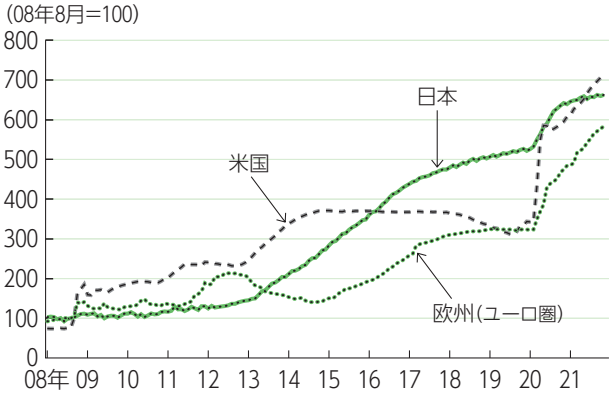
(2)　金融政策の正常化を模索する動きも

コロナ禍によって急激な経済収縮に見舞われた主要国の中央銀行は08～09年の世界金融危機時と同様、大規模な資産買入れやゼロ金利・マイナス金利政策といった異次元の金融政策に踏み切った。さらに、今回は中小企業に対する資金繰り支援といった企業金融の分野にまで踏み込んだ対策も打ち出された。その結果、主要中銀のバランスシートは急速な拡大を続けた（第２図）。

一方、21年春以降の欧米諸国での行動制限の緩和により、コロナ禍の下で抑制されたサービス消費への需要（リベンジ消費）が一気に噴出した半面、コロナ禍で弱体化した供給サイドの再整備が追い付かず、賃金・物価の上昇傾向が強まった。また、こうした景気回復の動きは一次産品価格の急上昇も引き起こした。夏場にかけては、ワクチン接種が遅れていた東南アジア諸国でのコロナ感染の拡大によって生産拠点が操業停止に追い込まれ、世界各国で大掛かりな部品調達難が発生するなど、グローバル・サプライチェーン障害も発生し、インフレ高進に寄与した（第３図）。

こうした状況に対して、コロナ禍の下での非常時対応の政策運営を正常化に戻そう

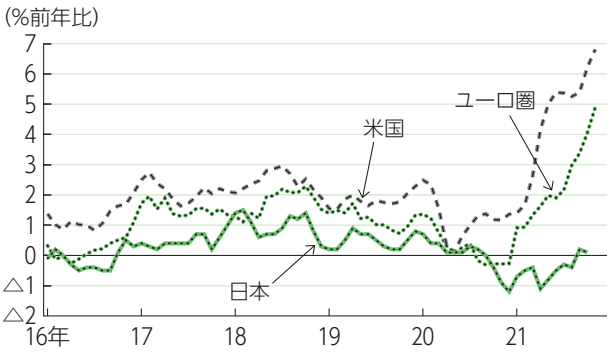
第2図　日米欧中央銀行のバランスシート規模



資料　各中央銀行の資料より作成

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

第3図　日米欧の消費者物価の推移



資料　総務省統計局、米労働省、Eurostat

とする動きも始まった。米連邦公開市場委員会（FOMC）は11月会合で量的緩和の規模縮小（テーパリング）を開始することを決定した。米連邦準備制度（Fed）はコロナ対策として、米国債を月額800億ドル、住宅ローン担保証券（MBS）を同400億ドル、購入してきたが、11、12月は購入額をそれぞれ100億ドル、50億ドル削減するとした。このペースだと22年６月で資産買入れが終了し、利上げが視野に入ってくる。また、利上げ観測が浮上していた英イングランド銀行は現状維持を決定したが、22年前半までに複数回の利上げや量的緩和の規模縮小をするとの見方は根強い。一方、欧州中央銀行は当面は現行政策を続ける意向を示している。

なお、欧米の主要中銀では、コロナ感染が沈静化すれば、消費の対象が財からサービスに戻るほか、供給制約も緩和すると想定しており、近い将来、インフレ率は目標の範囲内に収まってくるとしてきた。しかし、コロナ感染の終息はみえておらず、供給面の混乱は長期化するとの見方も台頭、インフレ率が高い状態は長期間続くとの懸念も根強い。こうしたなか、バイデン大統領に再任の意向が示されたパウエルFRB議長は議会証言にて、これまでの「高インフレは一時的」との認識を改め、テーパリングの早期終了を示唆している。

日本に目を転じると、物価上昇率は小幅プラス圏にとどまっており、政策正常化の動きは出ていない。改めて日銀の政策運営をみると、基本的な枠組みは、△0.1％の短期政策金利と０±0.25％に誘導する長期金利目標からなる「イールドカーブ・コントロール」と、物価上昇率が安定的に２％超となるまでマネタリーベースの拡大方針を継続するという「オーバーシュート型コミットメント」からなる「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」であるが、コロナ禍への対応として①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム（期限は22年３月末）、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限の下でのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努める姿勢を示している。

また、21年３月の金融政策決定会合では、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検がされ、今後とも大胆な金融緩和措置を続けていく姿勢が示された。これを受けて、④金融仲介機能に配慮しつつ、機動的に長短金利の引下げを行うため、短期政策金利に連動する「貸出促進付利制度」を創設、⑤過度の金利上振れに対して

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

は連続指値オペ制度を導入する、といった措置を講じた。一方、４月以降のETF買入れについては市場が大きく不安定化した際に大規模に買い入れることとなった（対象もTOPIX連動型に限定）。

(3)　気候変動問題への世界的な取組み

20年11月の大統領選挙で勝利したバイデン米大統領は、今世紀半ばまでにカーボンニュートラル、脱炭素社会の実現を目指す「パリ協定」から離脱し、石油業界を支援してきたトランプ前政権の路線から180度方針転換し、積極的に気候変動対策へ注力してきた。就任直後にパリ協定への復帰を決定し、ジョン・ケリー元国務長官を気候問題担当大統領特使に任命、さらに４月には気候変動サミットを主催し、「30年に05年比で温室効果ガス（GHG）排出量を50～52％削減」と、従来の「25年に05年比でGHG排出量26～28％削減」との目標からさらに踏み込んだ目標を公表するなど、脱炭素化の流れをけん引してきた。

その後、６月の主要７か国（Ｇ７）首脳会議では最重要課題として気候変動問題が議論され、10～11月にかけて開催された国連気候変動枠組条約第26回締約国会議（COP26）では産業革命前からの気温上昇幅を1.5℃に抑えることで合意するなど、一定の進展がみられた。

こうした流れを受けて、日本でも気候変動問題への対応が加速した。菅内閣では、グリーン社会の実現に向けた取組みを強化したほか、４月の気候変動サミットでは「30年度に13年度比GHG排出量46％削減」を目指し、さらに50％削減に向けて挑戦することを表明した。一方、COP26では石炭火力発電について段階的廃止を求める議長国英国や欧州からの提案に対し、全電源の３割を依存する日本は合意できず、課題を残した。

また、日銀も、気候変動問題は中長期的に経済・物価・金融情勢に極めて大きな影響を及ぼしうることから、中央銀行の立場から民間における気候変動への対応を支援していくことは長い目でみたマクロ経済の安定に資するとの判断により、21年12月から「気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション」を開始することとした。具体的には、金融機関が自らの判断に基づいて取り組む気候変動対応に資する投融資をバックファイナンスするスキームである。

3　国内経済の現状と展望

(1)　コロナ感染の状況

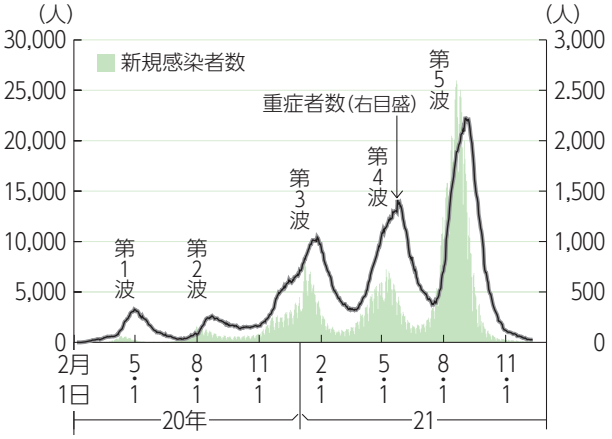
20年秋にコロナ感染の「第２波」は収束に向かったが、11月頃から新規感染者数が再び増加傾向となり、忘年会・新年会、年末年始の帰省・旅行などの自粛が呼びかけられたほか、GoToキャンペーンの運用の休止が決まった。しかし、感染「第３波」は沈静化せず、むしろ加速度的に感染者数が増加、医療供給体制の崩壊が意識されたことから、１月７日に首都圏４都県を対象に２回目の緊急事態宣言を発出した。その後も、対象拡大（最大で11都府県が対象）、期

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

限延長などを経ながら、３月21日をもって全て解除された。しかし、すぐに「第４波」が襲来、４月25日には東京都・大阪府・京都府・兵庫県に対して３回目の緊急事態宣言（最大10都道府県が対象、６月20日をもって沖縄県を除き解除）、７月12日には東京都に対して４回目の緊急事態宣言（最大で21都道府県が対象）を断続的に発出するなど、まん延防止等重点措置の適用も含めて、慢性的な行動制限措置が課された。

こうしたなか、菅内閣が推し進めたワクチン接種は多少の混乱もあったとはいえ、着実な進展がみられた。大規模接種会場の整備や職域接種などが開始された６月以降は急ピッチで接種率が高まり、秋には先行した米国に並んだほか、10月には英国、ドイツ、フランスなどを上回った（12月10日時点で全人口の79％が接種完了）。こうしたかいあってか、８月下旬には感染「第５波」はピークアウトし、一気に収束した（第４図）。それにより、緊急事態宣言、まん延防止等重点措置などの行動制限措置は９月末をもって全面解除されることとなった。10月以降も、飲食店利用時の人数や大規模イベントでの観客数などに制限が要請されたが、徐々に緩和される方向にある。

第4図　国内のコロナ感染状況



資料　厚生労働省

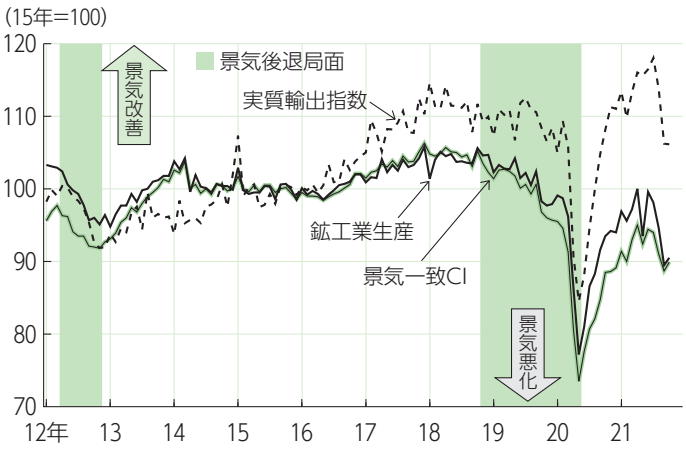
(2)　2021年入り後は足踏みが続いた国内景気

20年秋に実施されたGoToキャンペーン事業により、日本は20年10～12月期に主要先進国の中で最も高い成長を実現した。しかし、20年末からのコロナ感染再拡大によってサービス消費は再び悪化し、21年１～３月期は３四半期ぶりのマイナス成長（前期比年率△2.9％）に転じた。その後も、４～６月期はプラス成長（同2.0％）となったが、続く７～９月期は消費マインドの悪化に供給面の混乱が加わり、再びマイナス成長となるなど、コロナ感染状況が経済活動を制約する状況が続いた。

個別の経済指標をみると、21年７月までは世界貿易の回復傾向を受けて、日本の輸出も増勢を強めたが、21年春に中国の貿易数量がピークアウトしたこと、夏にかけての自動車減産などの影響から、21年度入り後は頭打ちの展開となっている。また、鉱工業生産も自動車製造業の落ち込みから、21年５月以降は足踏みを続けている。こうした動きを受けて、景気動向指数のCI一致指数による景気の基調判断は20年８月に「下げ止まり」となった後、21年１月に「上方への局面変化」、３月には「改善」へ、それぞれ上方修正されたものの、９月には「足踏み」へ下方修正されるなど、景気持ち

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

第5図　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

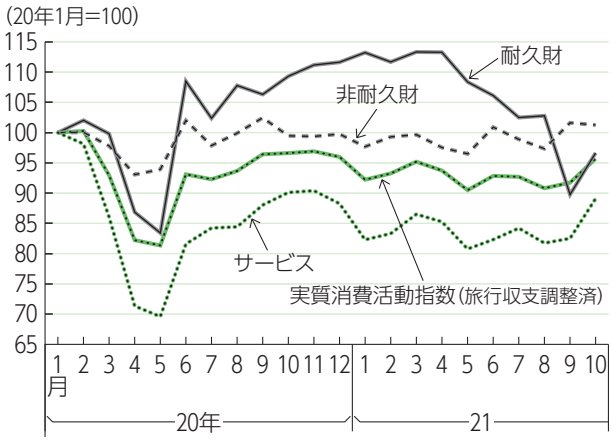
直しの機運は一旦沈静化した（第５図）。

消費は、21年１月以降、慢性的な緊急事態宣言、まん延防止等重点措置といった行動制限措置によって、消費の過半を占めるサービス分野の低迷が続いた。さらに、夏場にかけては、自動車の大幅減産の影響で代表的な耐久消費財である乗用車販売が大きく落ち込んだ。９月末をもって緊急事態宣言などが全て解除され、消費の持ち直しが再開されたが、欧米諸国でみられたようなペントアップ需要の急拡大はみられていない（第６図）。

こうした景気の低調さを受けて、雇用情勢の改善もなかなか進まなかった。この１年間（21年10月まで）で、失業者は32万人減、休業者は６万人減であったが、雇用者もまた16万人減少し、逆に非労働力人口は19万人増加するなど、雇用増がみられていない。失業率についても、コロナ前は2.2%前後であったものが、20年10月に3.1%まで悪化した後、21年中はおおむね2.8%前後で足踏みした。一時5.5%まで高まったリーマン・ショック時と比較すれば、悪化の度合いは軽かったが、雇用調整助成金の特例措置などで支えられた面が大きく、厚生労働省は失業率の上昇を2.6ポイント抑制したとの政策効果を試算している。ただし、雇用保険の財源は枯渇し、22年度には保険料が引き上げられる方針である。

また、「経済の体温」ともいえる物価（全国消費者物価指数〔除く生鮮食品〕）の動きをみると、21年入り直後はコロナ禍による原油需要減の影響などでエネルギー価格が大きく下がっていたほか、国内消費の停滞が続いたことから、前年比△0.7%と下落傾向となっていた。４月には菅前首相の肝煎りで実施された携帯電話通信料の大幅引下げによって物価全体に対して△１ポイント超の押下げ効果が発生した半面、世界経済の回復期待を背景に国際原油市況が上昇傾向を強めた結果、エネルギーの押下げ効果が解消し、逆に物価の押上げ要因となった。さらに、秋以降は前年

第6図　財・サービス別の消費動向（実質消費活動指数）



資料　日本銀行「消費活動指数」

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

実施されたGoToトラベル・キャンペーンによる宿泊料引下げの反動も加わり、小幅ながらも前年比プラスで推移し始めた。しかし、欧米諸国と比べると、物価上昇の鈍さは否めない。

このように、欧米主要国と比較して経済・物価動向の低調さが際立つが、一連のコロナ対策に不手際があったとの批判もある。日本は世界に冠たる「病床大国」を誇ってきたが、コロナ病床や医師・看護師などの確保が進まなかったがゆえに、大きな波が襲来した際に医療崩壊寸前にまで追い込まれ、経済活動を大きく制限せざるを得ない場面が散見された。また、「GoToキャンペーン」といった需要喚起策は、コロナ禍で厳しい状況に追い込まれていた飲食・宿泊・旅行業など対面型サービス業を一時的に潤したものの、20年末以降の感染「第３波」の遠因になったとの指摘も多く、一時休止の判断が遅れた可能性は否定できない。

(3) 2022年度にかけて景気持ち直しが本格化

緊急事態宣言などの全面解除後、サービス消費の持ち直しが再開された。ワクチン接種率が高いこと、基礎的な感染予防策が継続されていることもあり、新型コロナの感染者数は抑制された状態であり、消費持ち直しの流れは本格化しつつある。また、東南アジア諸国でのコロナ感染急拡大に伴って発生した供給面の混乱も一旦解消に向かったことで自動車生産も回復し、輸出を再びけん引するとみられる。こうした動きに足元で弱含んだ企業設備投資も再び増加が見込まれることから、足元10～12月期は前期比年率4.0％と２四半期ぶりのプラスが見込まれる。22年の年明け後も、オミクロン株の感染状況やそれに対する政府・国民などの反応にも左右されるが、基本シナリオとしてはGoToキャンペーンの再開などで、サービス消費の回復が本格化することが見込まれ、高めの成長率が期待される。その結果、21年度は2.4％成長と３年ぶりのプラス成長が予想される（第１表）。

22年度についても、世界全体でのワクチン接種、医療供給体制の充実が進むことで、新型コロナが経済活動に及ぼす影響は徐々に弱まっていくとみられるほか、積極的な財政運営による下支えもあることから、年度半ばにかけて高めの経済成長を続け、GDPギャップを縮小していくと思われる。一方で、高インフレの長期化を受けた欧米先進国の金融政策の正常化は、新興国経済の成長抑制や資金流出などにつながり、世界貿易の改善ペースも緩慢なものにとどまる可能性があるだろう。年度を通じては3.0％成長と予想するが、これまで抑え込まれてきたサービス消費のリバウンドという側面が強い。直近ピークの19年４～６月期のGDP水準の回復は23年度以降に持ち越されるだろう。

また、景気の回復傾向を受けて、雇用環境も徐々に改善し、22年度末には失業率は２％台前半へ低下するだろう。既に一部業種では人手不足感が出ているが、一段と強まる可能性が高い。

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

第1表　日本経済見通し

	単位	20年度（実績）	21（実績見込）	22（予測）
名目GDP	%	△3.9	1.6	3.6
実質GDP	%	△4.5	2.4	3.0
民間需要	%	△6.2	2.0	3.8
民間最終消費支出	%	△5.5	2.1	3.5
民間住宅	%	△7.8	△0.2	△0.4
民間企業設備	%	△7.5	2.2	5.4
民間在庫変動（寄与度）	ポイント	△0.2	△0.0	0.0
公的需要	%	3.0	0.8	1.6
政府最終消費支出	%	2.5	2.3	2.1
公的固定資本形成	%	5.1	△4.6	△0.3
輸出	%	△10.5	11.9	2.7
輸入	%	△6.6	7.4	3.7
国内需要寄与度	ポイント	△3.9	1.7	3.2
民間需要寄与度	ポイント	△4.7	1.5	2.8
公的需要寄与度	ポイント	0.8	0.2	0.4
海外需要寄与度	ポイント	△0.7	0.7	△0.2
GDPデフレーター（前年比）	%	0.7	△0.8	0.6
国内企業物価　（前年比）	%	△1.4	5.9	5.1
全国消費者物価（　〃　） *（消費税要因を除く）* *（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）*	%	△0.5 *（△0.9）* *（△0.6）*	0.0	1.0
完全失業率	%	2.9	2.8	2.5
鉱工業生産（前年比）	%	△9.9	6.6	2.4
経常収支	兆円	18.2	14.1	20.0
名目GDP比率	%	3.4	2.6	3.5
為替レート	円/ドル	106.0	112.1	115.0
無担保コールレート（O/N）	%	△0.02	△0.02	△0.01
新発10年物国債利回り	%	0.03	0.07	0.13
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	74.5	85.0

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）1　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。
2　無担保コールレートは年度末の水準。
3　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。

(4)　依然として「２％」の物価上昇は見通せず

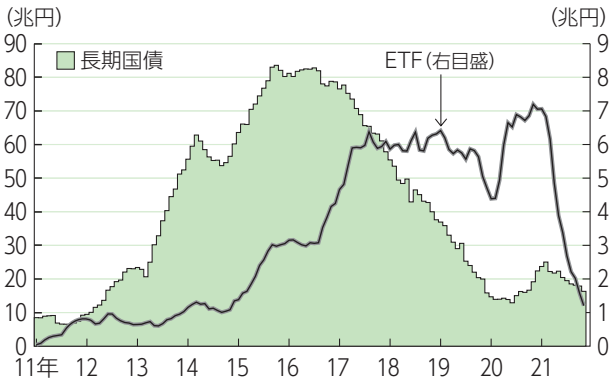
これまでの原油高騰を受けたエネルギー高などに伴い、物価上昇率はじわじわと高まると予想されるが、22年入り後に見込まれるGoToトラベル・キャンペーンの再開で宿泊料が再び大きく下がるとみられ、当面は小幅なプラス圏での推移となるだろう。一方、22年度入り後には携帯電話通信料の押下げ効果が徐々にはく落するほか、これまでの輸入食料や一次産品などの高騰を受けて、多くの分野に物価上昇が波及すると思われる。しかし、ペントアップ需要が一気に顕在化してインフレが加速するような事態は想定しがたいだろう。また、政府が求める賃上げについても22年春闘で一気に３％の賃上げが実現する可能性は薄く、国内での物価上昇圧力は限定的であろう。22年後半には前年比１％台まで高まる可能性があるが、依然として２％の物価目標には届かないだろう。

(5)　日本銀行は粘り強く現行政策を継続

21年10月に公表された「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）では、物価見通しについて「基調としては、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、徐々に上昇率を高めていくと予想される」とし、22年度は前年度比0.9％、23年度は1.0％（いずれも全国消費者物価指数〔除く生鮮食品〕）とした。このように、目標とする２％が見通せないことを踏まえると、黒田総裁の任期中（23年４月まで）は政策正常化に動く可能性は小さいと思われる。一方で、資産買入れについては、既に拡大ペースの縮小が進んで

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

第7図　日本銀行の保有資産の年間増加ペース



資料　日本銀行資料より作成

いるが、マネタリーベースの拡大方針との絡みから、保有資産が減少に転じる可能性は小さいと思われる（第７図）。

(6)　引き続き、長期金利は低位安定的に推移

日銀の金融市場調整方針によって、10年ゾーンの金利水準については当面ゼロ％近傍（０±0.25％）で推移するように操作されるとみられ、小幅プラス圏での推移が続くと予想される。0.25％を上回る金利上昇に対しては、日銀は国債の買入れ強化や連続指値オペなどで対応するとみられる。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、米国の利上げや国内景気の本格回復の機運が強まる場面では上昇傾向が強まる場面もありうる半面、感染力・重症化リスクともに高い新しい変異ウイルスの登場で世界的に経済活動の再収縮を余儀なくされるような状況では低下圧力がかかるなど、上下動が大きくなる場面も想定される。

おわりに
――「新しい資本主義」の行方――

21年10月４日に就任した岸田首相は、経済政策の理念として「成長と分配の好循環」や「コロナ後の新しい社会の開拓」をコンセプトとする「新しい資本主義の実現」を掲げている。「令和版所得倍増計画」という看板は下ろされた印象もあるが、「分配なくして次の成長なし」との理念の下、これまでの構造改革路線が生んだとされる所得格差の是正と中間層への手厚い分配に力点を置いている。医療・福祉・保育分野の従事者への賃上げを実施するほか、22年度税制改正では、いわゆる「賃上げ税制」についてさらなる拡充を図るなど、アベノミクスの下で「官製春闘」を主導してきた安倍元首相以上に積極的に取り組む姿勢をみせている。

折しも、21年２～12月に放映されたNHK大河ドラマ『青天を衝け』は、「日本資本主義の父」と称される渋沢栄一が主人公であった。株主至上主義が格差の固定化につながっているとの懸念など、現代資本主義の限界への意識が高まるなか、24年以降に流通される予定の新１万円札の「顔」になることもあり、近年、渋沢の思想や業績への注目が高まっており、講演録である『論語と算盤』の読書会も盛況と聞く。「論語」が象徴する道徳、公益性と「算盤」が意味する商売の組合せ自体は、二松学舎を創立した漢学者・三島中州の発案とされるが、渋

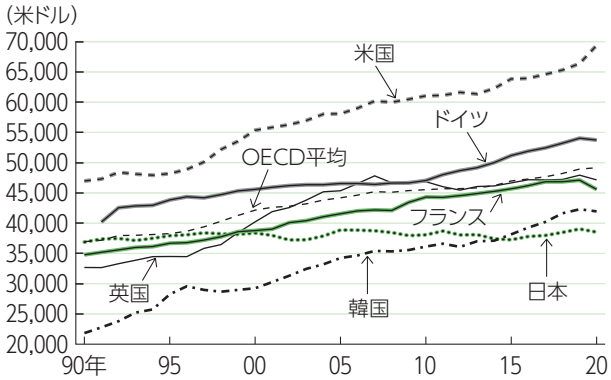
農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

沢は公益追及に向けて資本・人材を最適に配置し、事業を推進する「合本主義」をモットーとして行動するなど、まさに「論語と算盤」を体現する人物として知られている。

渋沢は生涯に約500の企業の育成に関わった（渋沢栄一記念財団）とのことであるが、その中には現在まで続く一流企業は少なくない。株式市場からは８％以上の株主資本利益率（ROE）を求められる一方で、企業の社会的責任、SDGs（持続可能な開発目標）など、現代の企業が取り組むべき使命は多く、さらにステークホルダー（企業を取り巻く全ての利害関係者）への配慮も求められている。しかしながら、従業員への利益の還元に対しては厳しい姿勢が続いてきた。

90年代はバブル崩壊とその後始末と、団塊世代が賃金プロファイルのピークに差し掛かり、人件費負担が膨らんだタイミングがちょうど重なった時期であり、企業は債務・資本設備に加え、雇用の「３つの過剰」に悩まされた。その後、日本発の金融危機が発生するなか、血のにじむようなリストラ努力で人件費負担を軽減した結果、日本企業は賃上げにかなり慎重になってしまった。過去30年間、日本の平均賃金はほぼ横ばいで推移し続けた結果、OECD平均を２割も下回ったほか、米国のたった56％にすぎない水準となっている（第８図）。実質賃金は労働生産性と労働分配率の積に近似できるが、労働分配率が一定だとすれば、実質賃金は労働生産性を反映したものになる。この30年間で情報通信技術（ICT）は大幅な進化を遂げたが、日本の労働生産性はほとんど伸びなかった、ということはありうるのか。

第8図　主要国の平均賃金の推移



資料　OECD
（注）　16年を基準年とする購買力平価に基づく米ドルでの表記。

足元では世界的にインフレ圧力が高まっている。日本国内にも素原材料や中間財、国際運輸の輸送料などを通じて、インフレの輸入が始まっている。これに対して、これまでの日本では投入コスト高に対して賃上げ抑制などを含む企業努力で吸収して、値上げをしないという行動を続けてきた。しかし、こうした行動が真っ当とする風潮を止める時期に差し掛かっているのではなかろうか。さらに、日本の雇用慣行もこうした問題の一端を担っていると指摘される。これまでの危機を労使協調で乗り越えてきたという成功体験を持つ大手企業の労働組合では、雇用維持を優先するがあまり、賃上げは強く主張してこなかったが、経営側もそれを受け入れてきた。こうした大手企業での雇用固定化は賃上げで生じる将来的なコスト負担を意識させ、実際の賃上げや設備投資行動などを委縮させているほか、人

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

材不足に悩む中堅・中小企業への労働移動を弱め、生産性向上の機会を奪っている可能性すらある。企業、従業員ともに利点が多いような雇用流動化・柔軟化のスキームを検討すべきであろう。

（2021年12月12日脱稿）

（みなみ　たけし）