2023年の国内経済金融の展望

──物価高、世界経済の失速が日本経済を下押し──

理事研究員　南　武志

〔要　　旨〕

コロナ禍からの需要急回復に対して、傷ついた供給面の再構築が追い付かなかったため、2021年以降、世界的にインフレが加速した。同時に、原油、穀物など国際商品市況も上昇圧力を高めたが、ロシアによるウクライナ軍事侵攻がそれに拍車をかけた。こうした状況を受けて、主要国の中央銀行はコロナ対応の大胆な金融緩和を終了し、大幅利上げや資産圧縮を本格化させている。一方、日本でもウィズコロナへの移行が推進されたものの、コロナ感染と消費動向とのリンクを断ち切ることができず、本格的な回復は未実現である。また、主に輸入インフレによって約40年ぶりの物価上昇率が発生しているが、日銀が大規模緩和を続けたことから、円安圧力が高まる場面もあり、さらなる物価押し上げにつながった。

23年の日本経済を展望すると、これまでの利上げの累積効果によって世界経済は失速することが見込まれるほか、物価高が消費回復を阻害するとみられることから、年前半にかけてマイナス成長に陥ると予想される。

目　次

はじめに
　──３年目のコロナ・パンデミック──
1　世界経済の動向
　(1)　コロナ禍からの持ち直しが一服
　(2)　想定外のインフレ加速
　(3)　遅れた金融引締め
2　内外の経済政策運営
　(1)　米欧は積極財政から転換
　(2)　大盤振る舞いを続ける日本財政
　(3)　日銀は金融緩和を継続
3　国内経済の現状と展望
　(1)　大きく進行した円安ドル高
　(2)　約40年ぶりとなった物価上昇率
　(3)　日本経済は鈍い回復
　(4)　悪化が見込まれる23年の世界経済
　(5)　23年上期にかけて強まる景気足踏み
　(6)　物価はピークアウトへ
　(7)　日銀は粘り強く現行政策を継続
　(8)　長期金利は23年末にかけてボラタイルな展開へ
おわりに
　──高まる放漫財政への懸念──

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

はじめに
──３年目のコロナ・パンデミック──

世界保健機関（WHO）が2020年３月に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てからほぼ３年が経過しようとしている。新型ウイルスの特性、治療法、ワクチンなどが未整備であった初期に比べ、死亡率は大きく低下したが、弱毒化すると同時に感染力を高めたウイルスの変異によって、新規感染者数は格段に増加するなど、もはや誰がかかってもおかしくはない病気になりつつある。ちなみに、20年の国内での新規感染者数（延べ人数）は23.4万人、21年は149.3万人、22年（12月14日時点）は2,450.7万人であった。また、死亡者は20年が3,459人、21年が１万4,926人、22年が３万3,902人である。22年の新規感染者数はこれまでの93％、死亡者数は同じく65％を占めている。

このように新型コロナは収束には程遠い状況ではあるが、政府は３月下旬に「まん延防止等重点措置」を解除して以降、ウィズコロナに向けて様々な制限措置を緩和し始めた。しかし、そのスピードは緩慢であったほか、コロナ禍の下で余儀なくされた行動変容はあまり修正されなかった。国内消費は今なおコロナの感染状況に左右される状況が続いている（第１図）。

「３年ぶりに行動制限のない夏休み」となった７～９月期には大きな期待が寄せられたものの、コロナ感染「第７波」などの影響もあってか、サービス消費に上向きの動きは見られなかった。こうしたなか、10月中旬になって訪日外国人による個人旅行が解禁されるなど、水際対策が大幅に緩和され、インバウンド需要にようやく回復の動きが出てきたほか、全国旅行支援も開始されるなど、宿泊・観光業などのサービス業種の持ち直しも本格化しつつあり、景況感も大きく改善した。

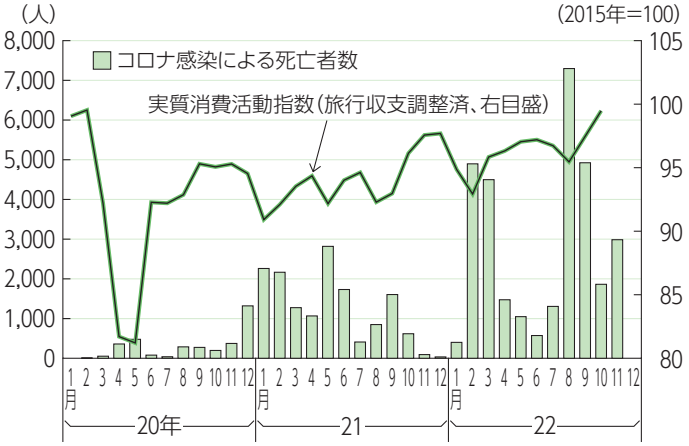
もちろん、大勢の中国人が訪日していたコロナ以前を思い起こせば、インバウンド需要の本格回復までの道のりは遠いが、厳格なゼロ・コロナ政策を堅持してきた中国でも制限緩和の動きが散見されており、徐々にウィズコロナに向けた動きが進むことが期待されている。

1　世界経済の動向

(1)　コロナ禍からの持ち直しが一服

21年来のコロナ禍からの持ち直しが一巡

第1図　コロナ感染と消費の関係



資料　厚生労働省、日本銀行

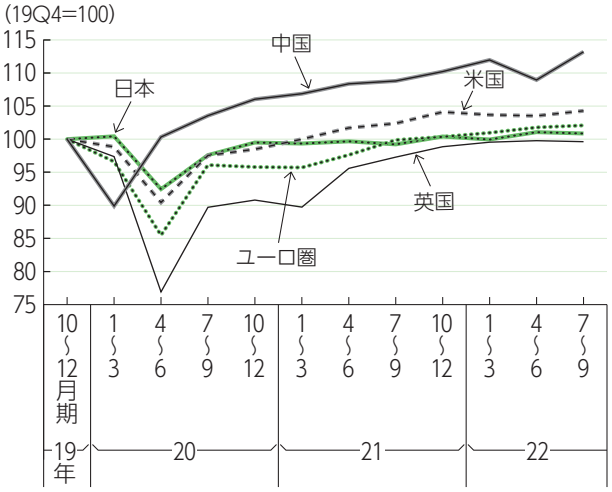
農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

しつつあり、一時的にせよマイナス成長に陥るような国・地域が散見される（第２図）。米国は22年１～３月期、４～６月期と２期連続のマイナス成長となった。７～９月期は前期比年率2.9％とプラスに転じたものの、民間最終需要はむしろ鈍化するなど、実態的には成長が減速しているといえる。

欧州経済もまだ低調である。年前半こそ、ユーロ圏経済はウィズコロナへの移行によって観光需要が盛り上がったものの、一次産品価格の高騰・高止まりやエネルギー危機への警戒もあり、成長減速がみられる。また、コロナ禍からの回復が出遅れている英国経済は既に失速しており、７～９月期にはマイナス成長に陥った。

最後に、厳格なゼロ・コロナ政策によって感染封じ込めにある程度成功し、経済活動の回復が比較的進んでいた中国であったが、感染力が格段に高まった変異ウイルスに対しては経済を犠牲にせざるを得なかった。22年春には上海市、長春市といった大きな産業集積地の都市封鎖を行ったことで、グローバル・サプライチェーン障害の再発を招いたが、４～６月期の成長率も前期比△2.7％と９期ぶりのマイナスとなった。その後も不動産市況の悪化に加え、消費停滞が継続したが、年末にかけてはゼロ・コロナ政策への不満が噴出するなど、異例の３期目入りしたばかりの習近平体制は正念場を迎えている。

第2図　主要国・地域の実質GDPの推移



資料　各国統計より農林中金総合研究所作成

(2)　想定外のインフレ加速

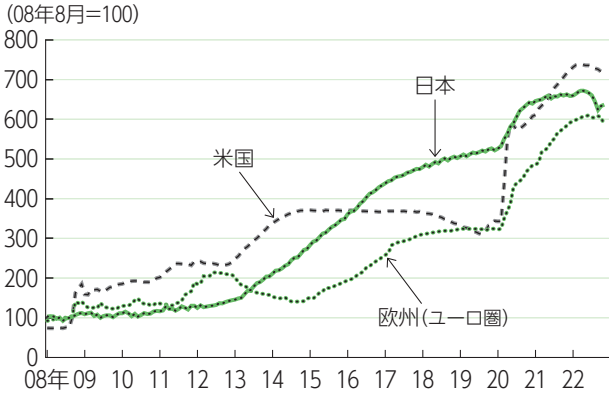
コロナ禍への対応として主要国の中央銀行は大規模な資産買入れやゼロ金利・マイナス金利政策といった異次元の金融政策に踏み切ったほか、資金繰り支援といった企業金融の分野にまで踏み込んだ対策も打ち出された。その結果、主要中銀のバランスシートは大幅に膨張した（第３図）。

こうしたなか、21年以降に本格化した欧米諸国での景気持ち直しに、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ほか、一次産品価格の急上昇も引き起こした。さらに、半導体不足など「供給の混乱」も生じるなど、グローバル・サプライチェーン障害もインフレ高進に寄与した（第４図）。

20年５月には前年比0.1％まで鈍化した米国消費者物価（CPI）であったが、都市封鎖など行動規制が緩和されて以降は持ち直しに転じ、21年３月には同2.6％まで回復した。その後は加速し始め、22年１月には同7.9％、６月には同9.1％と、81年11月以来の上昇率まで高まった。その後は緩やかに鈍

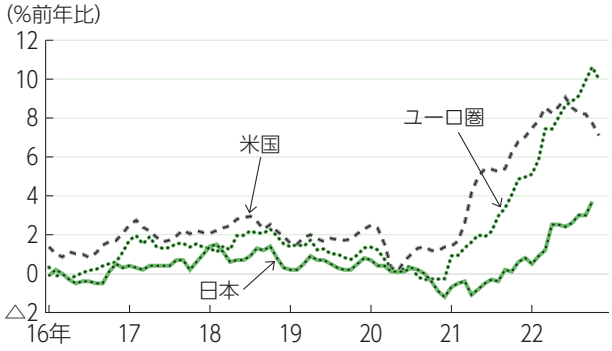
農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

第3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農林中金総合研究所作成

第4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

化し始め、11月は同7.1％となっている。

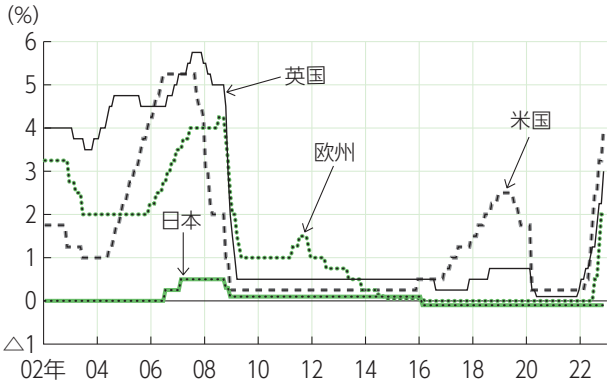
また、欧州の消費者物価（HICP）は、20年８月から12月まで前年比マイナスに陥った後、21年入り後からプラスに転じ、５～７月にかけては２％前後まで回復した。しかし、その後も上昇率は加速が続き、22年１月には5.1％、10月には10.6％まで高まった（11月は同10.0％へ鈍化）。欧州諸国はロシアからのエネルギーへの依存が高かったが、対ロシア制裁による原油・天然ガスの輸入制限などによってエネルギー価格が著しく上昇し、生計費を圧迫している。

(3)　遅れた金融引締め

こうした状況を受けて、21年後半以降、各中銀は非常時対応の政策運営を正常化に戻そうとする動きも始まった。22年にかけて、欧米中銀は資産買入れペースの鈍化（テーパリング）や買入れ停止、利上げ再開、さらにはバランスシート縮小（QT）といった具合に、金利・量ともに金融引締めに乗り出した。しかし、インフレ加速は止まらず、大幅な利上げを幾度も実施するなど、後追い的な政策対応となった印象は拭えない（第５図）。

このように後手に回った要因を考えると、ロシアによるウクライナ侵攻といった予期せぬ事態が起きたことも一因であろうが、そもそもインフレは一過性な現象と見誤った可能性もあるほか、ディスインフレの常態化を恐れるあまり、インフレ目標政策を修正し、ある程度の上振れを容認したことも影響した可能性が挙げられる。前者については、コロナ感染が終息に向かえば、消

第5図　主要国・地域の政策金利



資料　各中央銀行の資料より作成
（注）1　米国など政策金利をレンジで誘導している場合は上限の金利水準。
2　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使用。

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

費の対象が財からサービスに戻るほか、就業を敬遠してきた労働者も元に戻り、供給制約も緩むとの想定から、インフレはそのうち目標レンジに収まってくるとの見通しがあった。しかし、実際にはコロナ感染は終息せず、供給面の混乱も長期化するとの見方が強まっており、高インフレ状態は長引いている。欧米諸国での期待インフレ率は70～80年代に比べて落ち着いてはいるものの、徐々に高まっているのも確かであり、それを抑制せざるを得なくなったと思われる。

後者については、米連邦準備制度（Fed）は20年８月から「平均２％」のインフレ目標が導入され、過去のインフレ率が２％を下振れた分を埋め合わせる戦略をとっている。同時に、雇用最大化についても様々な指標を参照するなど、従来より重視する姿勢を明確化している。こうした金融政策の運営方針からは、雇用改善が最優先課題であり、インフレが加速し続けることがない限り、２％をやや上回るようなインフレをある程度容認する、と読み取れる。さらに、欧州中央銀行（ECB）もまた、21年７月に物価目標を「２％未満でかつそれに近い水準」から「２％」に若干引き上げるとともに、中期的に２％のインフレ目標を目指すこととした。この修正の背景には、低インフレと低成長の共存が長期化するといった、いわゆる「日本化（Japanization）」への警戒があったとされる。

そもそも、通常のインフレ目標と異なり、「平均インフレ目標」には曖昧さが備わっており、動学的不整合性という問題が生じる余地があった。さらに、今回のように、足元で起きているインフレは一過性なのか、持続的なものなのか、の判断を誤った場合、急ピッチでの利上げを余儀なくされるといった問題が生じることも判明している。

2　内外の経済政策運営

(1)　米欧は積極財政から転換

ウィズコロナが進む欧米諸国では、コロナ禍といった危機対応の財政政策運営からの転換がはかられてきた。米国では21年に10年間で3.5兆ドル規模（その後、約1.75兆ドル規模に縮小）「ビルド・バック・ベター法案」を審議していた。しかし、財政悪化とインフレの進行もあって最終的に10年間で約4,370億ドルの規模としたほか、大企業・富裕層向けの増税措置を盛り込んだ「2022年インフレ抑制法」を成立させた。保守的な財政運営が特徴のドイツもまた、インフレを深刻化させずに持続的な経済成長を実現する上で、サプライサイド強化に資する財政経済政策が必要との姿勢を明確にした。

一方、英国では、ジョンソン首相の退陣を受けて発足したトラス政権の下、大規模な財政出動と減税策が打ち出されたが、インフレ加速に対して金融引締めを本格化している中央銀行（BoE）との政策の整合性などが問われ、金融市場は金利高騰、ポンド急落、といった反応をした。こうした動揺は世界の主要金融市場に波及し、トラス

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

政権は政策の大転換を余儀なくされた。最終的に党内外の支持を失ったトラス首相はわずか１か月半で辞任し、後任のスナク新首相の下、次世代に負債を残さないといった財政健全化方針が確認された。

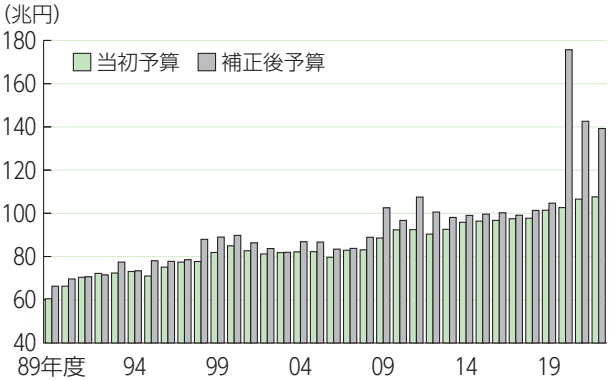
また、健全財政を志向する傾向が強いドイツでも、幾度かのエネルギー価格高騰対策を取りまとめつつも、政府の財政出動による需要喚起策より、サプライサイド強化によって生産性向上・生産能力拡大を促し、経済・財政双方の持続可能性を考慮した財政運営を行う方針を示している。

(2)　大盤振る舞いを続ける日本財政

一方で、日本はウィズコロナへの移行促進や物価高対策として、22年度は２度にわたって大規模な追加対策を取りまとめた。まず、政府・与党は年度入り直後の４月26日、事業規模13.2兆円の「コロナ禍における「原油価格・物価高騰等の総合緊急対策」」を取りまとめ、原油価格高騰対策（1.2兆円）、予備費（合わせて1.52兆円）が計上された2.7兆円規模の補正予算を編成した（５月31日に成立）（第６図）。

また、10月28日にも事業規模71.6兆円にも上る「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」を策定した。この総合経済対策は、①物価高騰・賃上げへの取組、②円安を生かした地域の「稼ぐ力」の回復・強化、③「新しい資本主義」の加速、④防災・減災、国土強靭化の推進、外交・安全保障環境の変化への対応など、国民の安全・安心の確保、の４つの柱から構成されており、それを反映した28.9兆円規模の補正予算案が編成された（12月２日に成立）。

第6図　補正予算編成の変遷



資料　財務省
(注)　2022年度は第2次補正予算後。

このように、22年中に策定された経済対策の柱は高騰するエネルギー支出の負担軽減である。第２次補正予算では政府は電気料金対策として2.5兆円、都市ガス料金対策として0.6兆円、燃料油価格激変緩和措置の延長措置として3.0兆円の予算をそれぞれ計上したが、本来は困窮している世帯や生産者・事業者に絞って支給すべきところであり、バラマキの誹りは免れない。また、価格シグナル機能を喪失させることで、省エネルギーや代替エネルギー活用の推進といったインセンティブを弱めてしまう弊害が出かねない恐れもある。

なお、第１次補正、第２次補正ともに、財源のほとんどを国債の追加発行で賄っており、それを考慮した22年度一般会計予算での国債発行額は62.5兆円（当初予算では36.9兆円）まで膨張することとなった。

(3)　日銀は金融緩和を継続

足元の物価上昇率は４％に迫るなど、約

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

40年ぶりの上昇率まで高まったものの、適度な賃金上昇を伴う持続的・安定的なものではない、との認識が示されるなど、政策正常化の動きは封印されている。改めて日銀の政策運営を確認すると、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」から成る「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」である。昨今は海外金利の上昇圧力が国内にも波及しているが、指値オペ・連続指値オペの連日運用、国債買入れオペの増額などを通じて、10年金利については0.25％を上回ることが常態化しないように対応している。

上述のとおり、欧米諸国では目標をはるかに上回る高インフレ状態が長期化しており、中銀は大幅な利上げを連続して実施するなど、景気を犠牲にしてでも物価沈静化を最優先する姿勢を強めている。これに対して、日銀はコロナ対応の金融支援策については順次終了することは決定したものの、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」については粘り強く継続する方針に変わりはなかった。

3　国内経済の現状と展望

(1)　大きく進行した円安ドル高

ドル円レートは21年に入ってから緩やかに円安ドル高が進行していたが、インフレ圧力が高まった米国で金融政策の正常化が始まることが意識されて以降は円安圧力が一段と高まった。特に、８月に開催されたジャクソンホール会議（米カンザスシティ連邦準備銀行主催の経済政策シンポジウム）において、パウエル米FRB議長が景気を犠牲にしてでもインフレ沈静化を目指す姿勢を明確にする半面、黒田日銀総裁は今後２～３年は利上げやフォワードガイダンスの変更はないといった発言もあったことから、為替レートは９月には一時１ドル＝145円後半まで円安が進んだ。こうした動きに対して「急激な為替レート変動は好ましくない」、「必要な場合には断固たる手段をとる用意がある」等、政府は牽制し続けてきたが、９月には1998年６月以来となる24年ぶりの円買いドル売り介入（規模：２兆8,382億円）に踏み切った（第７図）。しかし、介入効果は乏しく、10月には151円台後半まで円安が進み、再度の為替介入を実施した（規模：６兆3,499億円）。その後、年末にかけては米国の利上げペースが鈍化するとの思惑から、円高方向に戻した展開となっている。

日本は、戦後復興期からバブル期あたりまで、原材料を輸入し、それを加工し、組み立てて輸出する、という貿易立国モデルによる経済成長を志向、フルセット型の産業構造を構築してきた。当初は価格競争の激しい汎用品の生産が中心であったため、自国通貨は割安であることが好まれたが、フロート制（変動相場制）に移行し、かつ日本が先進国入りしても円高は敬遠され、

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

第7図　為替レート（円/ドル）の推移と市場介入額

資料　財務省、Nikkei　FQ
（注）　市場介入額は円買いは黒字方向、円売りは赤字方向。

円安が望まれた。しかし、幾度となく急激な円高圧力にさらされてきた国内製造業は、為替レートの変動に影響を受けにくい経営体質を目指した結果、価格競争の激しい分野は海外の生産拠点に移管、国内では高付加価値財の生産に特化するという選択をした。

もちろん、円安は円建ての輸出金額を膨らませるため、業績改善効果はあるが、その度合いは以前より弱まっている。一方、国内で取引される財は輸入品の浸透度が高まっているため、円安が大きく進んだ際には輸入品価格の上昇は避けられない。

(2)　約40年ぶりとなった物価上昇率

日本国内はウィズコロナ政策がなかなか進まず、景気動向が新型コロナの感染状況に左右される状況が続いていることもあり、需要回復テンポがなかなか高まらなかった。加えて、菅前首相の肝煎りで進められた携帯電話通信料の大幅引下げの影響もあり、21年度を通じて全国消費者物価指数は総合、生鮮食品を除く総合とも前年度比0.1％の上昇にとどまった。ただし、21年度下期以降は、国内でも原油高や円安進行の影響を受けて輸入物価が上昇傾向を強めたことから、エネルギーや食料品を中心に値上げ圧力が高まった。

一方、22年４月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、携帯電話通信料の押下げ効果の剥落が始まったこともあり、前年比2.1％と、７年ぶりの水準まで上昇率を高めた。その後、９月には同3.0％に上昇率を高め、10月には同3.6％と第２次石油危機の余韻が残る82年２月以来、40年８か月ぶりの高い伸びとなった。最近では、電気・ガス代、加工食品や外食などに限らず、多くの日用品などにも値上げの動きが波及しているほか、サービス分野でも上昇率が高まりつつある。低所得世帯を中心に体感の物価上昇は統計（消費者物価指数）を上振れている可能性が高い。

(3)　日本経済は鈍い回復

コロナ感染「第６波」が収束したことから、政府は３月21日に「まん延防止等重点措置」を全て解除し、ウィズコロナへの移行を推進してきた。しかしながら、実質GDPを見ると、経済成長率は22年に続き、プラスとマイナスに符号が交互に入れ替わる状態が続いている。冒頭で紹介したように、コロナ感染が広がると高齢者を中心に自粛ムードが強まり、景気全体が冷え込む、とい

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

った構図から脱出できずにいる。なお、景気動向指数・CI一致指数による景気の基調判断によれば、22年２月以降は「改善」を続けており、景気持ち直しの動き自体はなお継続していると思われる。

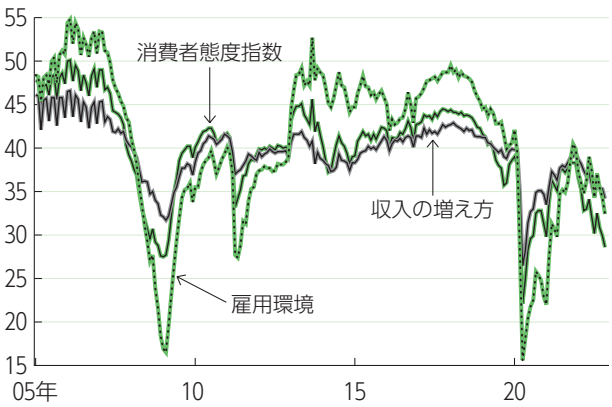
個別の経済指標を見ると、22年春の行動制限の解除、10月の「全国旅行支援」といった需要喚起策の導入などによって消費マインドが好転する場面もあったが、それ以上に物価高への懸念が強く、11月の消費動向調査からはマインドを示す消費者態度指数が前月から△1.3ポイント（３か月連続の低下）の28.6と、コロナ・ショック初期の20年６月（28.3）以来の水準まで悪化したことが確認できる（第８図）。物価上昇を予想する割合（94.0％）は高水準で、そのうち５％以上の上昇を見込む割合は64.1％まで高まっている。

産業活動についても、製造業は一時ほどではないにせよ、半導体不足など「供給の混乱」の影響が残り、頭打ち気味の展開が続いたほか、第３次産業についてもコロナ感染の影響や物価高などでペントアップ需要がなかなか盛り上がらず、コロナ前の水準を回復するには至らなかった。

唯一気を吐いたのは民間企業設備投資であり、コロナ禍で大きく悪化した過去２年間の空白を埋めるべく、日銀短観などに代表されるビジネスサーベイの設備投資計画調査は非常に高い数値となった。

このように景気回復の勢いは決して強くないが、雇用関連指標は改善が進んだ。この１年間（22年10月まで）で失業者は６万人減にとどまったが、非労働力人口は80万人減とコロナ禍の下で労働市場から一旦退出した人々が再参入したほか、雇用者は55万人増加した。一方で、企業の人手不足感は高まっており、10月の有効求人倍率は1.35倍と、コロナ・ショック直後の水準（20年３月：1.39倍）まで回復している。

第8図　消費者態度指数の推移



資料　内閣府

(4)　悪化が見込まれる23年の世界経済

11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年は5.9％成長とリバウンドした世界経済であったが、22年は3.1％成長、23年は2.2％成長と減速していくとの予測が示された。ロシアによるウクライナ侵略が引き起こした一次産品価格の高騰・高止まり、歴史的なインフレ加速、それに対抗するための欧米主要中銀による大幅な利上げ、目減りする実質所得、債務負担が高まる新興国経済など、世界経済は多くの課題に直面しており、景気回復を阻害するとの見立てである。一方、24年については2.7％成長と持ち直すと

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

の見通しだが、13～19年の平均成長率3.4％と比べると低調であることは否めず、世界経済の停滞感はしばらく残る可能性が指摘されている。

(5)　23年上期にかけて強まる景気足踏み

10月11日に水際対策が大幅に緩和されたことで訪日外国人が増加したほか、「全国旅行支援」開始によって旅行・宿泊などサービス消費の持ち直しが本格化、行楽地を中心に人流が急回復している。サービス分野の消費・輸出は景気押し上げに貢献したとみられる。一方で、上述のとおり、食料・エネルギーなどの価格高騰によって、困窮世帯・低所得世帯の家計への悪影響が強まっているほか、コロナ感染「第８波」の襲来や季節性インフルエンザとの同時流行への警戒から、高齢者の自粛行動が再び強まり、消費は本格回復とはならないだろう。以上を踏まえると、足元10～12月期は前期比年率2.4％と２四半期ぶりのプラス成長と予想する。

一方、23年入り後はこれまでの大幅利上げによって海外経済の減速傾向が強まり、一部では景気後退局面入りとも想定され、その余波が日本経済にも及ぶと思われる。輸出や企業設備投資が弱含むことで再びマイナス成長に陥るだろう。その結果、22年度は1.4％成長と２年連続のプラスながらも、21年度（2.5％成長）からは大きく減速するだろう（第１表）。

23年度についても、上期を中心に海外経済の失速状態が続くことが見込まれるほか、物価の高止まりが継続し、家計所得を目減りさせ、消費行動を阻害するものとみられ、景気下押し圧力が高い状態が続くだろう。しかし、年度下期になると、米国を中心に

第1表　日本経済見通し

	単位	21年度（実績）	22（実績見込）	23（予測）
名目GDP	%	2.4	0.9	0.4
実質GDP	%	2.5	1.4	0.1
民間需要	%	1.9	2.5	0.2
民間最終消費支出	%	1.5	2.4	0.4
民間住宅	%	△1.1	△4.7	△0.1
民間企業設備	%	2.1	2.7	0.4
民間在庫変動（寄与度）	ポイント	0.3	0.2	△0.1
公的需要	%	1.3	0.6	2.1
政府最終消費支出	%	3.4	1.4	2.2
公的固定資本形成	%	△6.4	△2.4	1.8
輸出	%	12.3	5.8	1.4
輸入	%	7.1	8.9	4.3
国内需要寄与度	ポイント	1.8	2.0	0.8
民間需要寄与度	ポイント	1.4	1.9	0.2
公的需要寄与度	ポイント	0.4	0.2	0.6
海外需要寄与度	ポイント	0.8	△0.6	△0.6
GDPデフレーター（前年比）	%	△0.1	△0.4	0.2
国内企業物価　（前年比）	%	7.1	9.1	4.2
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）*	%	0.1	2.9	2.0
完全失業率	%	2.8	2.6	2.5
鉱工業生産（前年比）	%	5.9	1.2	0.8
経常収支	兆円	20.2	5.1	2.8
名目GDP比率	%	3.7	0.9	0.5
為替レート	円/ドル	112.4	135.7	133.1
無担保コールレート（O/N）	%	△0.01	△0.05	△0.01
新発10年物国債利回り	%	0.09	0.22	0.23
通関輸入原油価格	ドル/バレル	76.4	102.9	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）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。

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

インフレ圧力が弱まり、利下げ転換の思惑が浮上してくる可能性があるだろう。そうした期待感から徐々に経済に前向きな力が働き、米国経済の持ち直しが再開されるだろう。さらに、停滞感の強まった中国経済についても、テコ入れ策が断続的に打ち出され、徐々に回復し始めると思われる。このように海外経済が最悪期を脱することや、官民挙げた賃上げの機運と物価鈍化によって所得目減りが解消されていくことで、日本経済も成長率を徐々に回復させると予想する。ただし、23年度を通じては上期の悪化もあり、0.1％成長と低調な数字になるだろう（上期は前期比△0.5％、下期は同1.1％）。

こうした23年度上期の景気停滞を受けて、雇用環境も一時足踏みする場面も想定されるものの、生産年齢人口の減少傾向が強まっていることもあり、失業率の再上昇は回避され、２％台半ばでの推移となるだろう。

(6)　物価はピークアウトへ

消費者物価、国内企業物価が40年ぶりの高い上昇率となった一方で、22年度に入ってからGDPデフレーターは前年比・前期比ともマイナス状態となっている。このことは、国内の生産者・事業者は輸入コスト（もしくは投入コスト）の上昇分を価格転嫁し切れていないことを示唆している。多くの国内企業では、これまでのコスト上昇分を転嫁する方針であることから、しばらくは値上げの動きは続くとみられる。しかし、既に国際商品市況は調整局面に入っており、円安圧力も緩和しつつある。さらに、政府の物価高対策によるエネルギーの価格抑制効果やベース効果の剥落なども想定される。こうしたなか、歴史的な物価高によって消費マインドが大きく悪化し、かつ実質所得を目減りするなど、消費も弱含む可能性があることから、値上げの動きはいずれ落ち着いてくるだろう。23年入り後には物価上昇率はピークアウトし、その後は徐々に鈍化が続き、年末までに２％を割るものと思われる。

(7)　日銀は粘り強く現行政策を継続

22年10月に日銀が公表した「経済・物価情勢の展望」（展望レポート）では、物価見通し（全国消費者物価指数（除く生鮮食品））について、「本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、これらの押し上げ寄与の減衰に伴い、来年度半ばにかけて、プラス幅を縮小していく」とし、22年度に前年度比2.9％まで高まった後、23年度は1.6％と再び２％割れになるとしている。24年度についても1.6％との見通しであり、２％割れは一時的とは見なしていない。

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８日まで）は政策正常化に動く可能性は小さいと思われる。さらに、新たな総裁が就任し、その下で新体制が発足したとしても、景気・物価に対して下押し圧力が働いているような状況では、金融引締めとの印象を与えかねないような政策運営の枠組み修正はすぐには乗り出せないだろう。

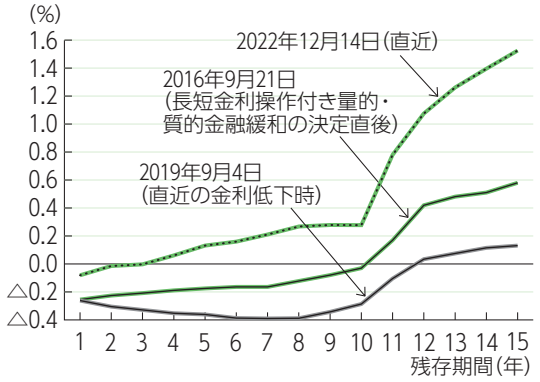
農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

(8)　長期金利は23年末にかけてボラタイルな展開へ

繰り返しになるが、23年春に日銀の「代替わり」が想定されるものの、政策の継続性や金融市場の混乱を招くことを避けるうえでも、現行政策の修正に関して即座に検討を開始するという可能性は薄いと思われる。また、その時点では内外景気は厳しい状況に置かれている可能性もある。そのため、当面は、10年金利については今までとおり、ゼロ％近傍（０％±0.25％）で推移するように操作されるとみられる。一方、22年上期にかけては海外からの金利上昇圧力が波及し、超長期ゾーンの金利が大きく上昇する場面も散見された。これまでの利上げによる累積的な景気下押し効果によって世界経済全体が失速するような状況では低下圧力がかかることが予想される（第９図）。

とはいえ、いつまでも現行政策を継続するというわけではないだろう。適度な賃金上昇に加え、投入コストの上昇分を「企業努力」で全て吸収することを抑え、価格転嫁していくといった具合に企業の価格設定行動が改まるのが確認できれば、長期金利がある程度変動するのを容認し、かつマイナス金利政策を解除するといった政策正常化に踏み出していくことになるだろう。

第9図　イールドカーブの形状の変化



資料　財務省

おわりに
―高まる放漫財政への懸念―

公益財団法人日本漢字能力検定協会が公募した22年「今年の漢字」は「戦」であったように、安倍元首相の暗殺事件とともに、ロシアによるウクライナ軍事侵攻は衝撃的な出来事であった。今なお終結が見通せない状況にあるが、「日常」が破壊され、厳冬期を迎えて深刻な電力不足に陥っているウクライナの惨状は見るに堪えないものであり、日本がそういう状況に置かれたらと思うと、ぞっと寒気を覚える。一刻も早い停戦を願いたい。

しかし、日本の周辺も決して安全とはいえなくなりつつある。執拗にミサイル実験を繰り返し、秘密裏に核開発を進める国、はたまた、かつての栄光と自信を取り戻して新たな世界秩序の構築を目論む国が隣にある。こうした東アジア地域における情勢変化を受けて、安倍政権時代から防衛予算を大幅に増やそうという動きがあったが、ロシア・ウクライナ戦争はそれを実現させる契機となった。岸田首相は防衛費をGDP比で２％程度に増額する方針について、北大西洋条約機構（NATO）首脳会議やアジア安全保障会議で明らかにしており、半ば

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

国際公約となっていた。そして12月には23年度からの５年間の防衛費総額を約43兆円と、現在の中期防衛力整備計画（19～23年度、27.4兆円）の1.7倍とする方針を表明した。しかし、敵からの攻撃をどのような体制で備えるのか、どの程度の防衛力が必要なのかなどに関する十分な説明はなく、まずは数字ありきといった印象は拭えない。

一方、財源については、歳出改革、決算剰余金の活用、税外収入の活用などを想定しつつも、27年度には１兆円程度の増税措置が必要とした。法人税率に一定税率を上乗せする「付加税」方式などが候補に上げられている。岸田首相は「今を生きる我々が自らの責任としてしっかりとその重みを背負って対応すべき」と増税に理解を求めたが、与党内には増税方針に反発する声も少なくなく、今後議論を呼びそうである。

最近は安易な国債発行に依存し過ぎていることへの批判もあるなど、財政規律の緩みを警戒する意見は少なくない。日銀の資金循環統計によれば、22年６月末時点の一般政府総負債は1,426兆円と、名目GDP（21年度）の2.6倍となっている。なお、純債務はこのところ減少気味に推移しているとはいえ（６月末：686兆円）、円安によって対外資産が膨んだことが背景にある。また、今回のコロナ禍の下での財政膨張圧力は目を見張るものがある。今回のコロナ禍に対し、日本を含めた主要国が迅速な財政的な措置を講じたことは十分評価できる。しかし、第２次補正予算で盛り込まれた電気・ガス代などの負担軽減については、本当に必要な世帯に絞るべきだったのではないか、と感じる。ちなみに、令和に入ってからの４年間で補正予算の積み増しは既に144兆円に達しており、２度の大震災や金融危機などに見舞われた平成30年間の累計（138兆円）を既に上回っているというのは衝撃的な事実である。

自国通貨建ての債務はデフォルトしないので、低インフレの下では財政支出を積極的に増やすべきとする現代貨幣理論（MMT）は与党内でも一定の支持を集めているが、この主張はいかなる場合でも国債が安定消化されることを暗黙の前提とするなど、議論の怪しさは否めない。来るべき日銀の出口戦略の過程で金融市場を混乱させないため、さらには「財政硬直化」の弊害を避けるためにも、節度ある財政運営を期待したい。

（2022年12月15日脱稿）

（みなみ　たけし）

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/