



農林中金総合研究所

2022～23年度改訂経済見通し

ウィズコロナへの移行を目指す日本経済

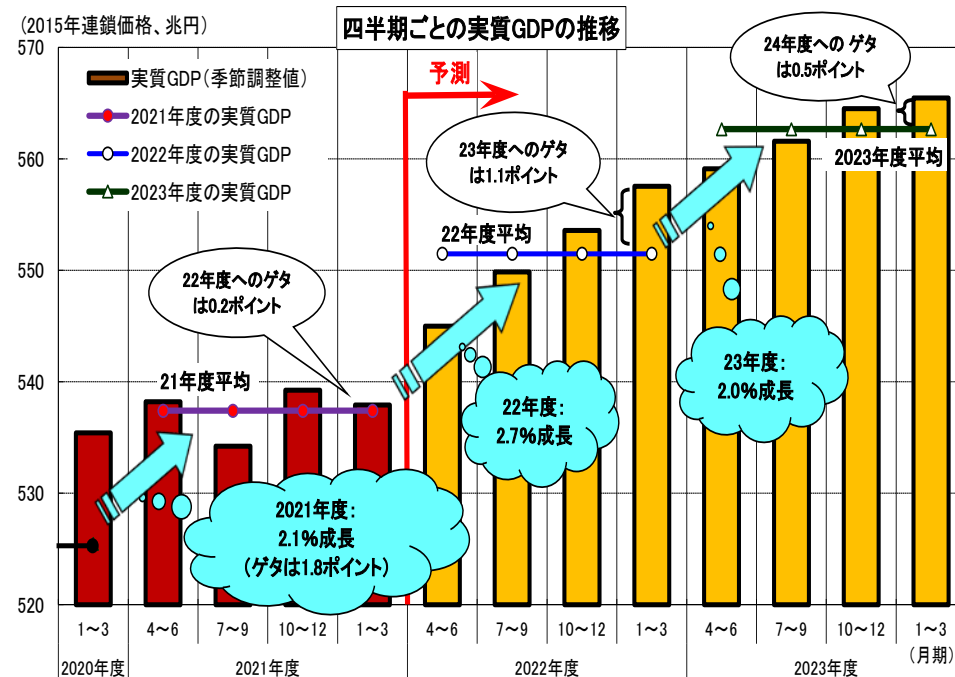
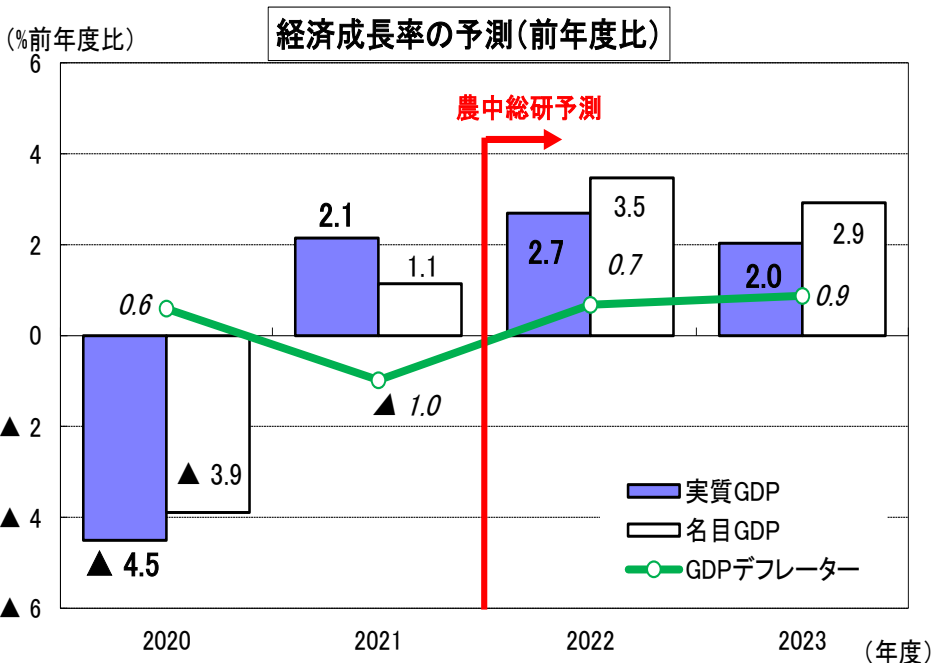
～ 日本経済見通し:2022年度:2.7% (上方修正※)、23年度:2.0% (変更なし※) ～

※22年3月時点の当総研見通し(22年度:2.4%、23年度:2.0%)との比較

2022年5月23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

- 2022年入り後から、新型コロナの変異ウイルスによる感染が急拡大したことから、政府は36都道府県に対して「まん延防止等重点措置」を適用したこともあり、国内景気は再び足踏み状態となった。また、半導体不足、部品調達難といった「供給の混乱」も解消に至らず、自動車などの生産活動を停滞させた。その結果、1～3月期は2四半期ぶりのマイナス成長に陥るなど、コロナ感染が景気動向を左右する状況が続いている。
- 3月下旬には「第6波」収束によって行動制限が大幅に緩和され、景気は再び持ち直しに向かっている。政府は水際対策なども緩和したほか、需要喚起策の再開も検討しつつあり、景気回復は本格化していくと思われる。ただし、世界的なインフレが国内にも波及し始めていることから、景気持ち直しがやや抑制される可能性があるだろう。
- 世界的にインフレが加速しており、金融政策の正常化が前倒しで実施されつつある中、日本でも4月によりやく2%の物価上昇に到達したが、日本銀行は安定的・持続的な物価上昇ではないと評価していることもあり、引き続き大規模な金融緩和策が継続されるものと思われる。



目 次

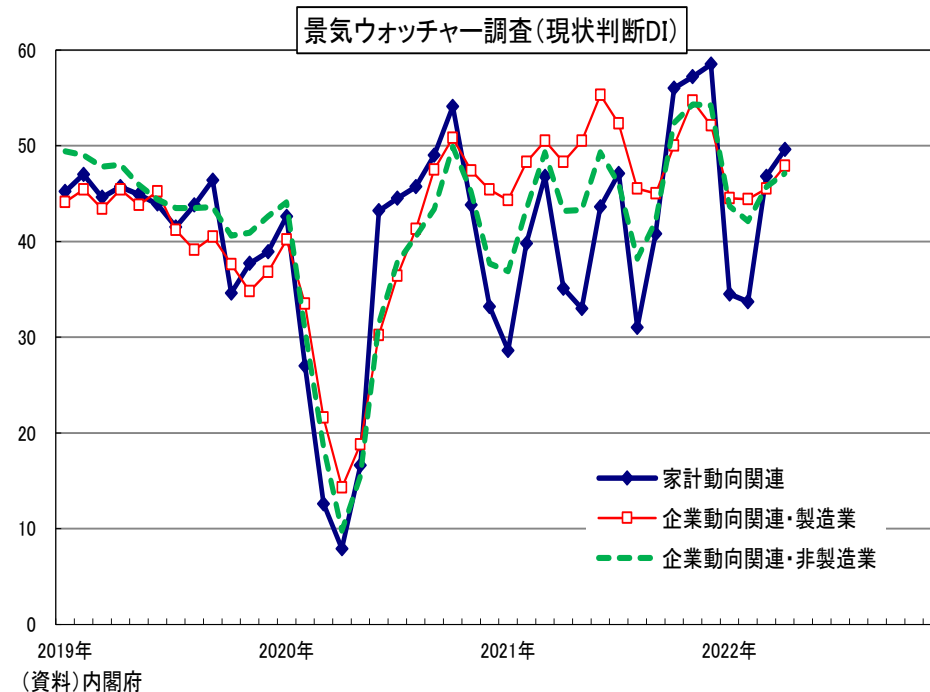
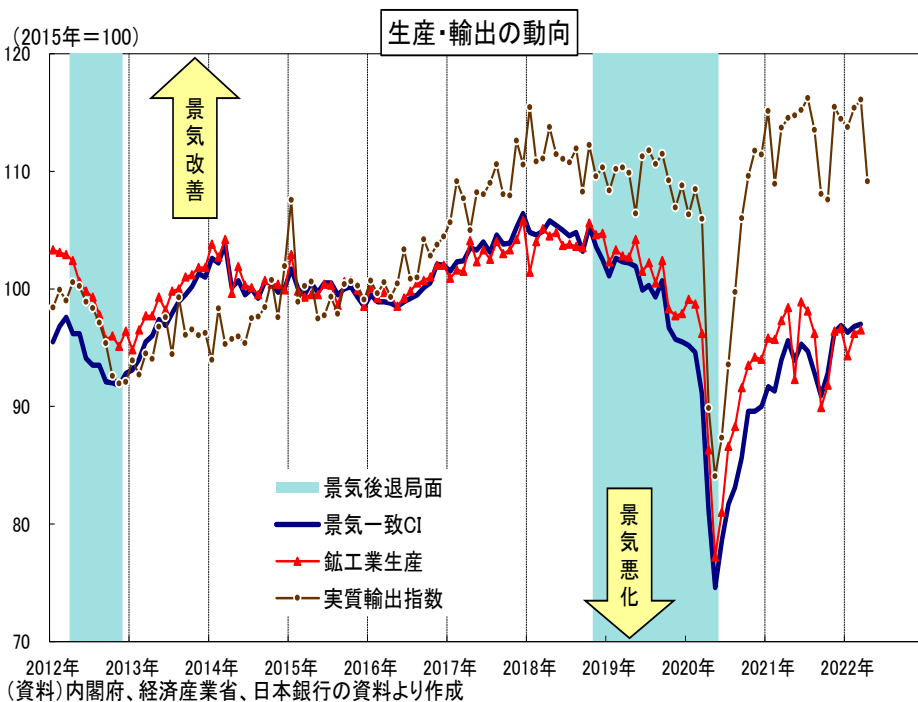
1 景気の現状	4
2 世界経済の動向	6
3 国内の経済政策	22
4 日本経済・物価の見通し	24
5 金融政策の見通し	32
6 金融市場の見通し	34

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

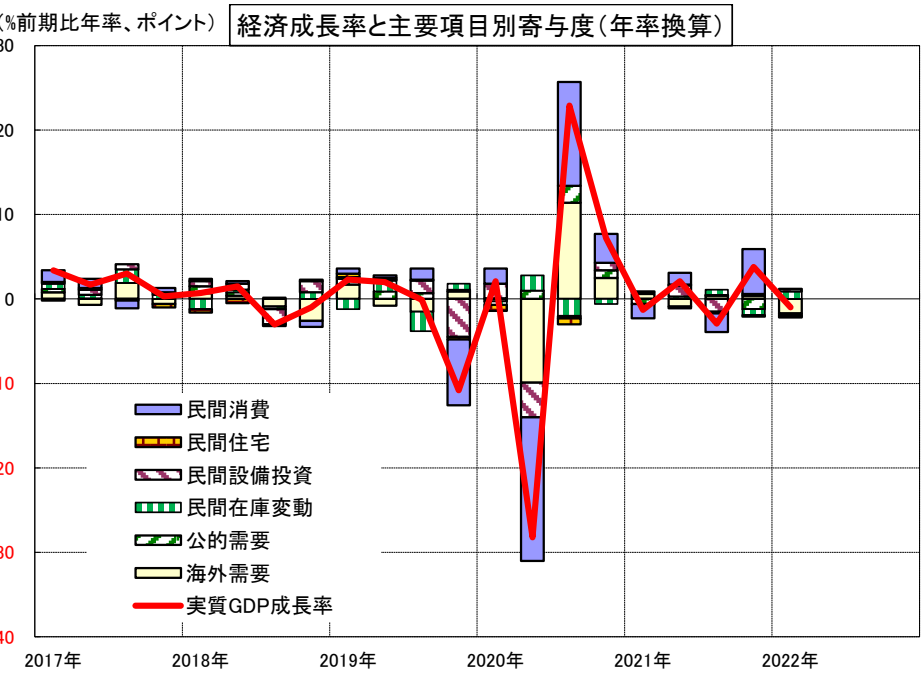
南 武志
佐古佳史
新谷弘人
王 雷軒

1 景気の現状

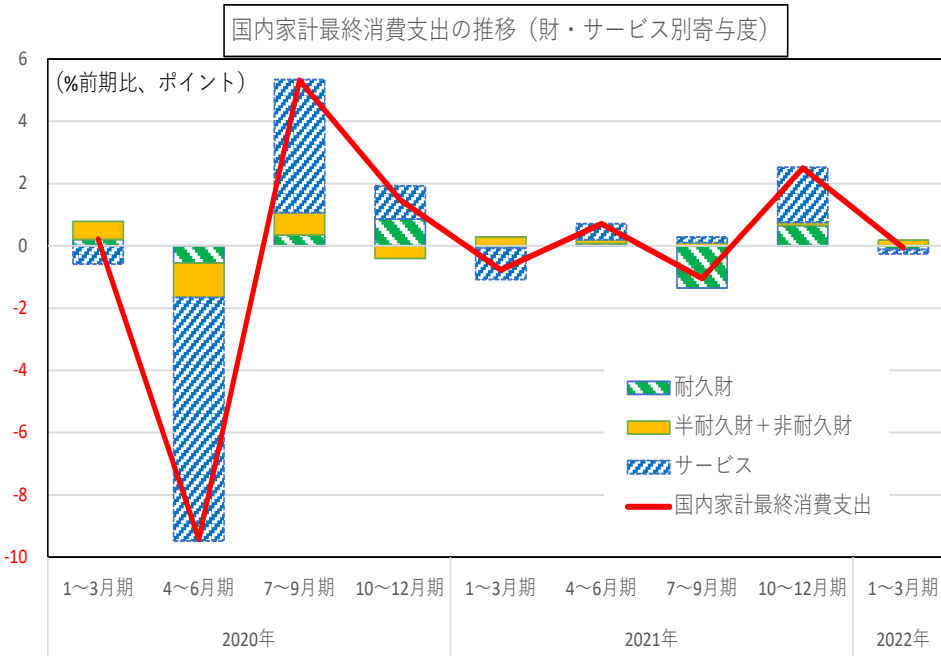
- 景気動向:コロナ感染「第6波」収束により、3月以降はサービス消費の持ち直しが再開
 - 1～3月期の消費関連指標はコロナ感染「第6波」襲来でサービス部門を中心に軒並み悪化
 - 一方で、3月の景気動向指数のCI一致指数は2ヶ月連続で上昇、コロナ禍からの持ち直し局面では最高値を更新、景気の基調判断は2月確報に続き、「改善」
 - 半導体不足や部品調達難などの「供給の混乱」が残っており、生産、輸出なども頭打ち気味に推移
 - 「まん延防止等重点措置」は3月下旬に解除され、サービス消費が再び持ち直しに向かった
 - 4月の景気ウォッチャー調査によれば、現状判断・先行き判断DIはともに判断基準となる50を上回った
 - しかし、エネルギー・食料品の値上がりが本格化しており、今後の回復ペースを抑制する可能性も
 - ロシアによるウクライナ侵攻の影響、中国のゼロコロナ政策、海外の高インフレと金融政策正常化など、海外経済を取り巻く環境は不透明感が高まっている
 - 4月の実質輸出指数は前月比▲6.0%と3ヶ月ぶりのマイナス



- 1～3月期GDP: 2四半期ぶりのマイナス成長(前期比▲0.2%、同年率▲1.0%)
 - コロナ感染「第6波」によって、飲食、宿泊、娯楽などサービス消費が再び悪化したほか、公共投資の減少継続、3回目のワクチン接種に伴う医薬品の輸入増などにより、2四半期ぶりのマイナス成長となった
 - 民間消費(前期比▲0.03%)、民間住宅投資(同▲1.1%)、公的需要(同▲0.2%)、輸入(同3.4%)は成長率押下げに寄与した一方、民間企業設備投資(同0.5%)、民間在庫変動(前期比成長率に対する寄与度: 0.2ポイント)、輸出(前期比1.1%)は成長率押上げ要因に
 - GDPデフレーターは前年比▲0.4%と5四半期連続で下落したが、マイナス幅は大幅に縮小、前期比は0.4%と7四半期ぶりの上昇となるなど、輸入インフレの国内最終財への価格転嫁も確認できる
 - この結果、21年度のGDP成長率は実質2.1%、名目1.1%と、それぞれ3年ぶり、2年ぶりのプラスとなった
 - ただし、20年度の落ち込み(実質▲4.5%、名目▲3.9%)からのリバウンドとしては鈍い



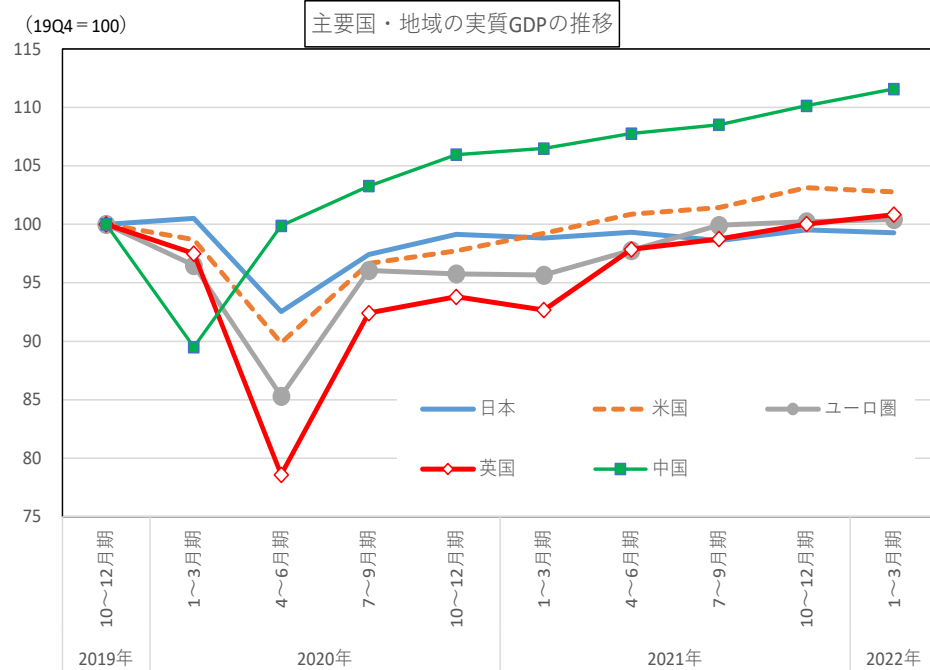
(資料)内閣府経済社会総合研究所



(資料)内閣府経済社会総合研究所資料より農林中金総合研究所作成

2 世界経済の動向 ①概況

- コロナ禍からの持ち直しを模索する中、ロシアによるウクライナ侵攻という新たなリスク要因が浮上
 - 戦争による世界貿易への悪影響、国際商品市況の一段の高騰やエネルギー・食料供給への懸念などへの警戒が高まる
- 国際機関による世界経済見通し: ロシアのウクライナ侵攻を受け、見通しを下方修正
 - IMF世界経済見通し(22年4月発表)では、22年の世界経済を3.6%成長と1 月時点の見通しから▲0.8 ポイントの下方修正をするなど、21 年(6.1%の見込み)からの減速は避けられないとしている
 - ロシアによるウクライナ軍事侵攻や対口制裁(及びその報復措置)などによる経済損失のほか、一次産品価格の高騰が世界的なインフレ加速をもたらすこと等が背景にある
 - 23年についても同じく3.6%成長と、再加速は見込まれていない



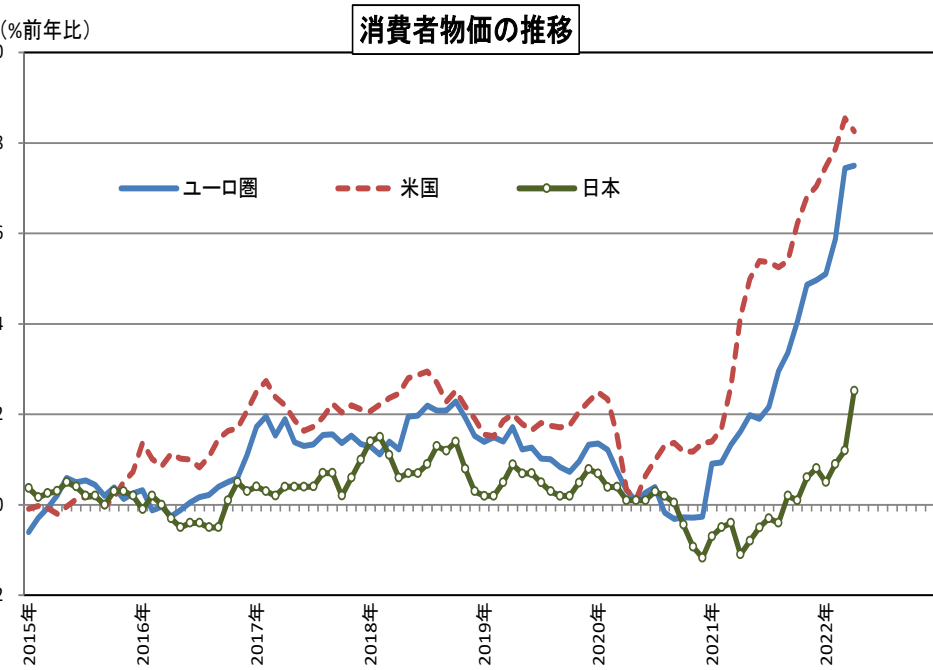
(資料) 各国統計より農林中金総合研究所作成

2022~23年 IMF世界経済見通し

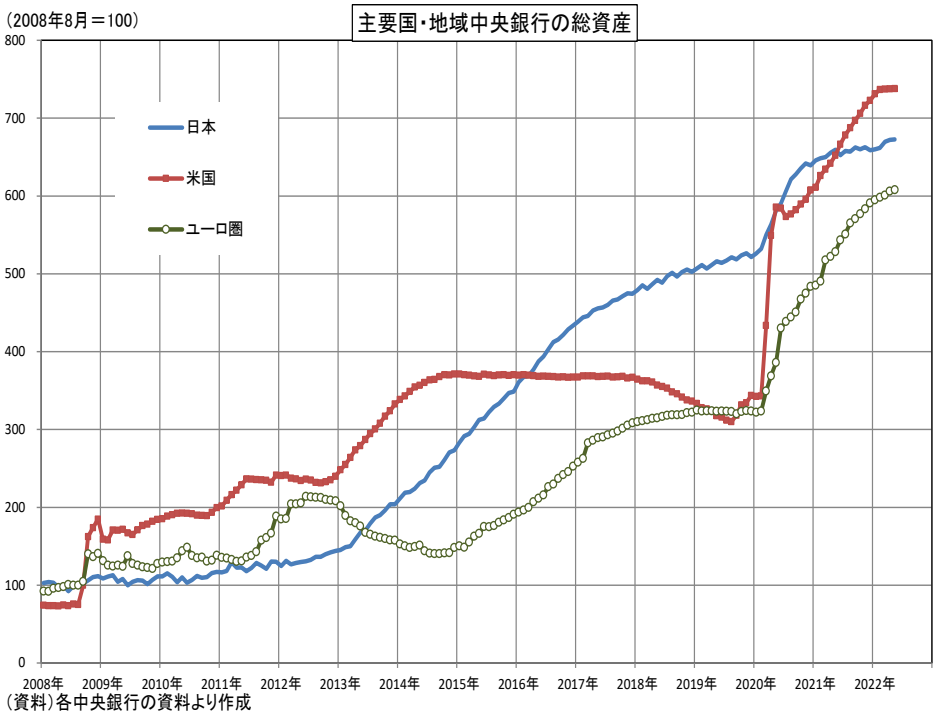
	2021年	2022年	2023年
世界全体(実質経済成長率)	6.1	3.6	3.6
先進国	5.2	3.3	2.4
米国	5.7	3.7	2.3
ユーロ圏	5.3	2.8	2.3
ドイツ	2.8	2.1	2.7
フランス	7.0	2.9	1.4
イタリア	6.6	2.3	1.7
スペイン	5.1	4.8	3.3
英国	7.4	3.7	1.2
日本	1.6	2.4	2.3
新興国・発展途上国	6.8	3.8	4.4
中国	8.1	4.4	5.1
インド	8.9	8.2	6.9
ブラジル	4.6	0.8	1.4
ロシア	4.7	▲ 8.5	▲ 2.3
南アフリカ	4.9	1.9	1.4
ASEAN5	3.4	5.3	5.9
世界貿易数量(財・サービス)	10.1	5.0	4.4

(資料) IMF『World Economic Outlook (2022年4月)』

- 需要の急回復と供給制約が重なり、高インフレ状態が定着
 - － 欧米諸国での需要急回復の一方で、供給の混乱が生じるなど、直ぐに沈静化するとの当初の想定に反してインフレが加速を続けている
- 海外中央銀行は政策正常化を当初の想定よりも早いペースで実施する意向
 - － コロナ禍の下、各中央銀行では政策金利を大幅に引き下げ、かつバランスシートを急拡大させてきたが、目標レンジを大幅に上回るインフレに対して、金融引き締めに取り出した
 - － 既に、米英中銀(Fed、BoE)は複数回の利上げを実施したほか、今夏にもバランスシート圧縮に踏み切る意向
 - － 景気回復テンポが高まらない欧州でも中銀(ECB)も政策正常化を前倒しでを開始する方針



(資料)総務省統計局、米労働省、Eurostat (注)日本は消費税要因を除く



2 世界経済の動向 ②米国

- 景気動向：供給制約が継続するなか、高インフレが社会問題化
 - 22年1～3月期のGDPは、貿易赤字が大幅に拡大したことなどから、前期比年率▲1.4%（速報）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、ウクライナ侵攻によるコモデティ価格の急騰など、不確実性の高い状態が続いている
 - 見通しのポイントとしては、①中国・上海市などの都市封鎖による供給制約は22年半ばから後半にかけて緩和するとみられること、②FRBは利上げとバランスシート縮小によって景気を減速させつつ、インフレ率の抑制を図ること、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2.4%（前回見通し(3.3%)から下方修正）、23年は2.2%（同じく据え置き）

予測表（四半期）

（予測→）

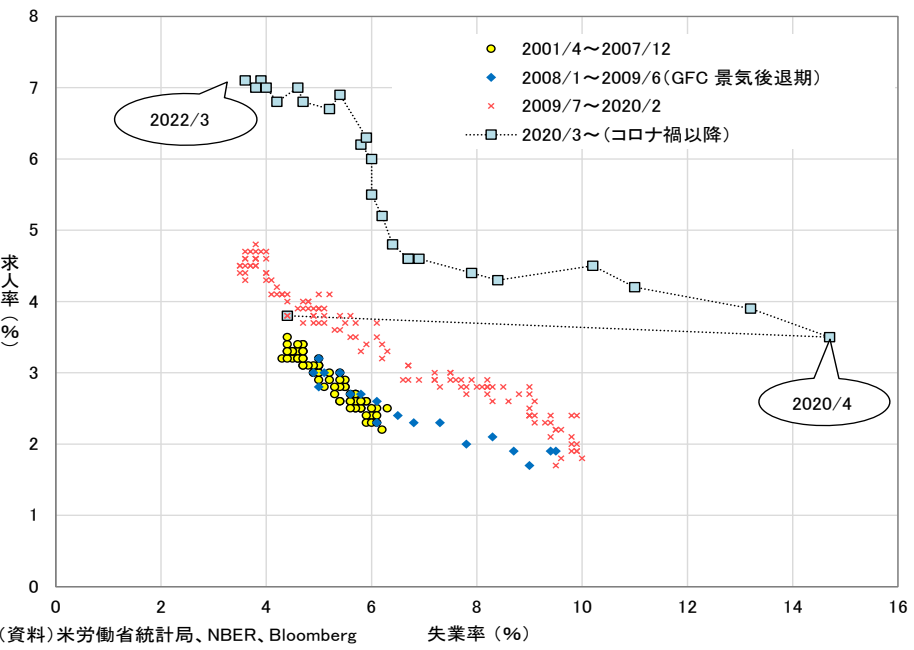
	単位	2021年				2022年				2023年			
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP成長率	%	6.3	6.7	2.3	6.9	▲ 1.4	2.3	2.1	2.3	2.3	2.3	2.1	2.2
個人消費支出	%	11.4	12.0	2.0	3.3	2.7	3.3	2.9	2.7	2.7	2.5	2.4	2.5
民間設備投資	%	12.9	9.2	1.6	2.0	9.2	4.2	4.2	3.8	3.5	3.0	2.8	2.5
民間住宅投資	%	13.3	▲ 11.7	▲ 7.7	▲ 0.8	2.1	2.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
輸出	%	▲ 2.9	7.6	▲ 5.3	24.5	▲ 5.9	21.1	10.3	5.6	4.6	3.9	2.3	2.3
輸入	%	9.3	7.1	4.7	17.7	17.7	3.0	5.2	4.6	4.0	3.5	3.0	2.9
政府支出	%	4.2	▲ 2.0	0.9	▲ 2.9	▲ 2.7	▲ 0.7	0.6	0.6	0.8	1.0	1.2	1.2
非農業部門雇用者数増減	万人	64.5	42.2	54.3	61.1	54.9	50.0	40.0	35.0	30.0	30.0	30.0	30.0
失業率	%	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.4	3.6	3.6	3.7	3.8	3.9	3.9
賃金上昇率	%	4.9	2.0	4.2	5.2	5.4	5.5	5.3	5.0	4.7	4.3	4.0	3.7
コアPCEデフレーター	%	1.5	3.4	3.6	4.6	5.2	4.9	4.8	4.2	3.6	3.2	2.9	2.6
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	1.25～1.50	2.00～2.25	2.50～2.75	3.00～3.25	3.00～3.25	3.00～3.25	3.00～3.25
10年物国債利回り	%	1.7	1.5	1.5	1.5	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	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。

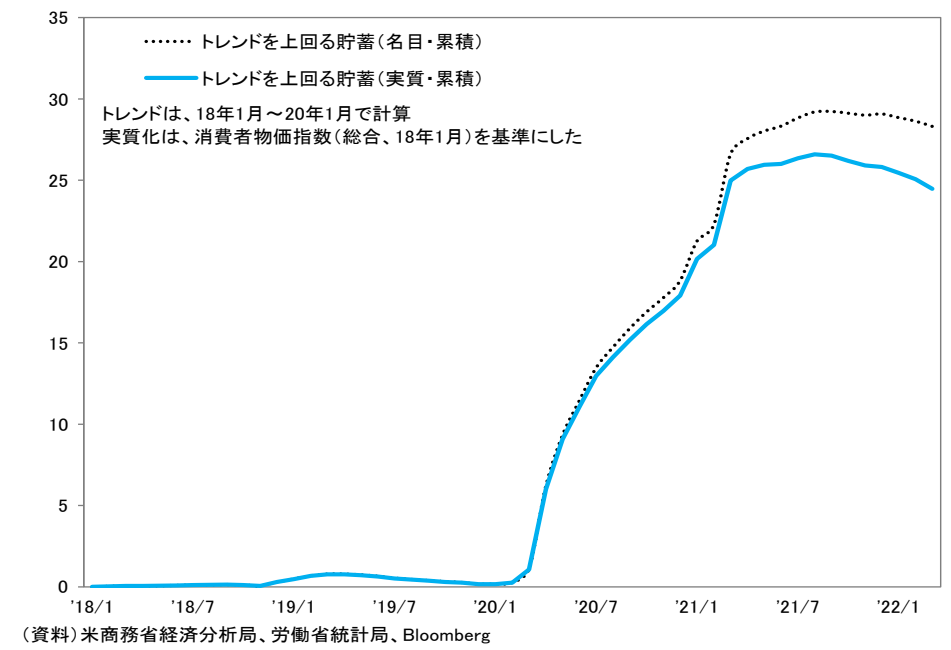
（注意）GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

- 雇用: 人手不足が顕著
 - 幅広い産業で労働者不足が続くとみられる
 - 低い失業率と高い求人率が併存
- 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
 - ただし、コロナ禍の下で蓄積された「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

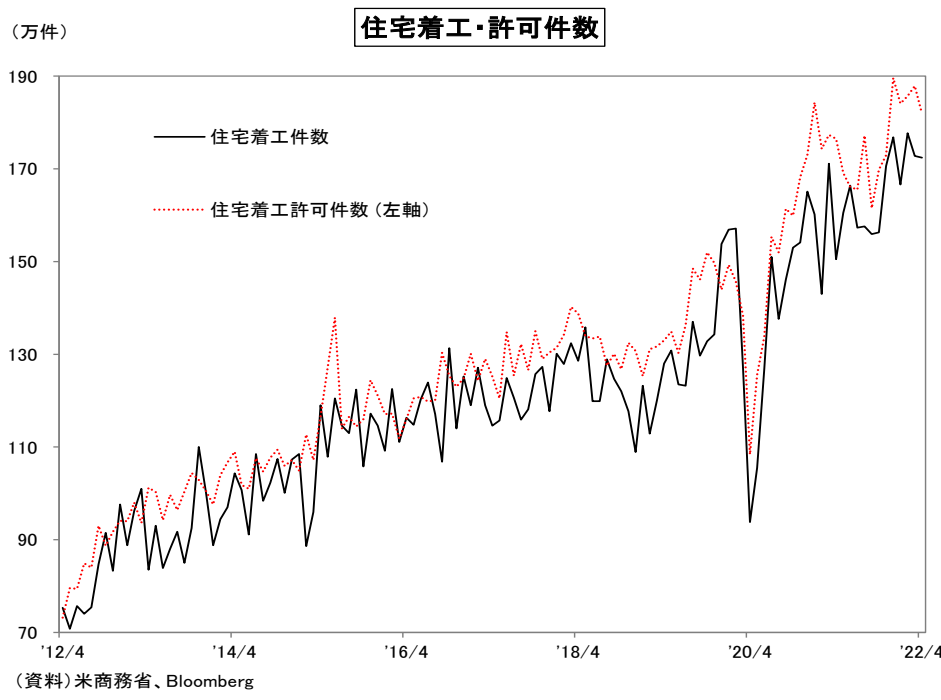
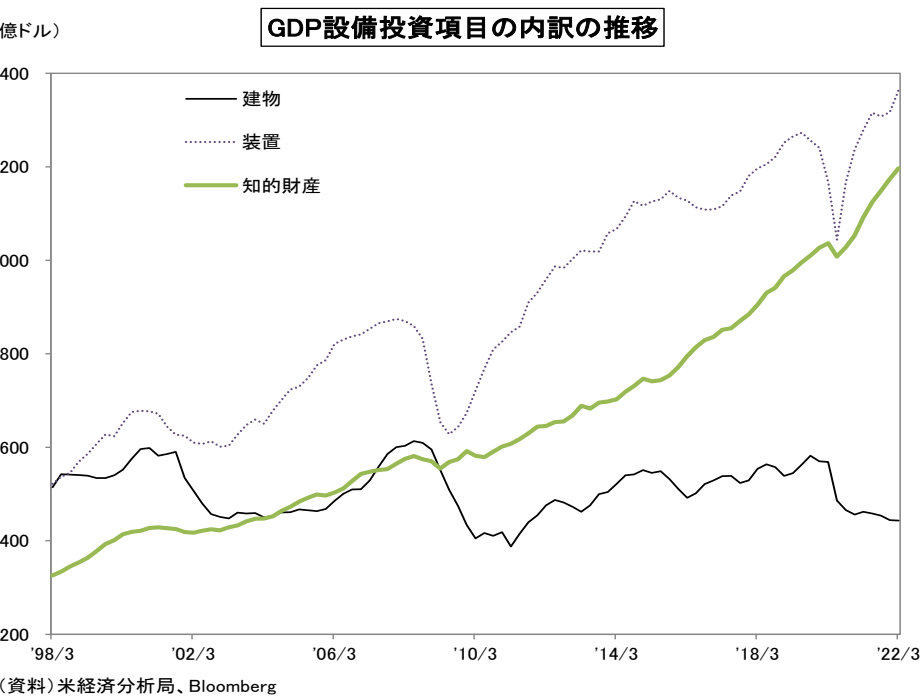
ペバリッジ(UV)曲線の推移



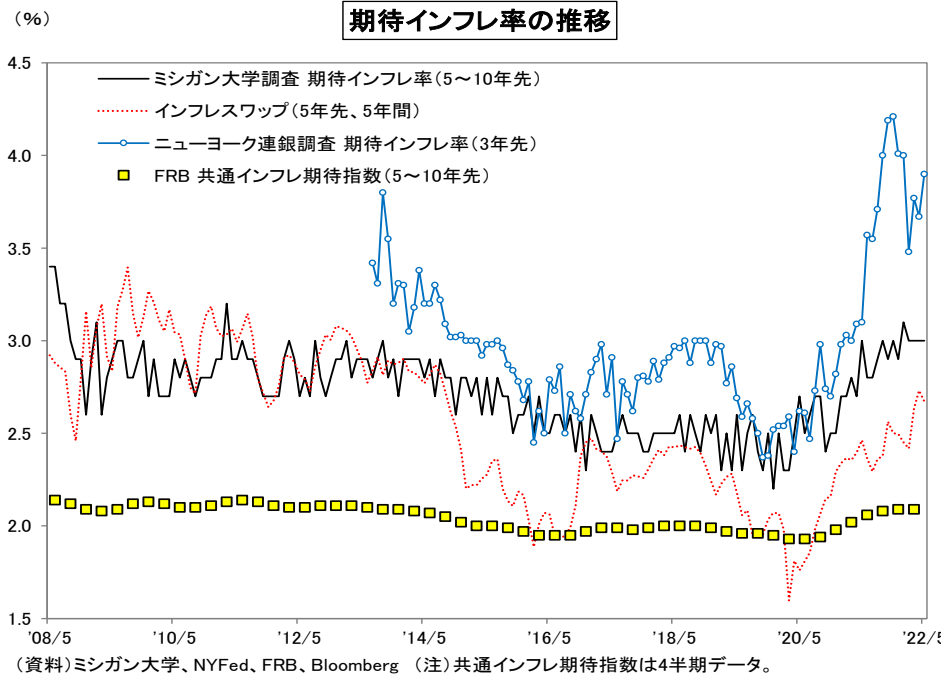
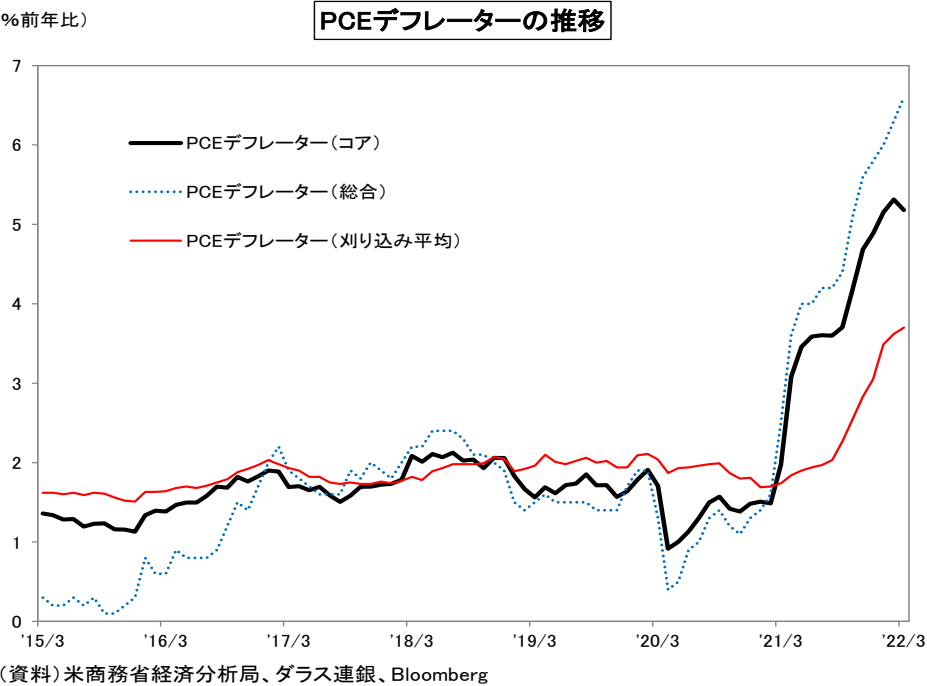
「超過貯蓄」の推移



- 貿易: 22年半ばから後半にかけての回復を想定
 - 中国・上海市などでの都市封鎖やロシアのウクライナ侵攻の影響で、足元では再び供給制約が強まった
- 設備投資: 堅調な推移を想定
 - 10年で総額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: 緩やかな拡大を想定
 - 在庫不足が顕著なことから、住宅投資の拡大は継続するとみられる

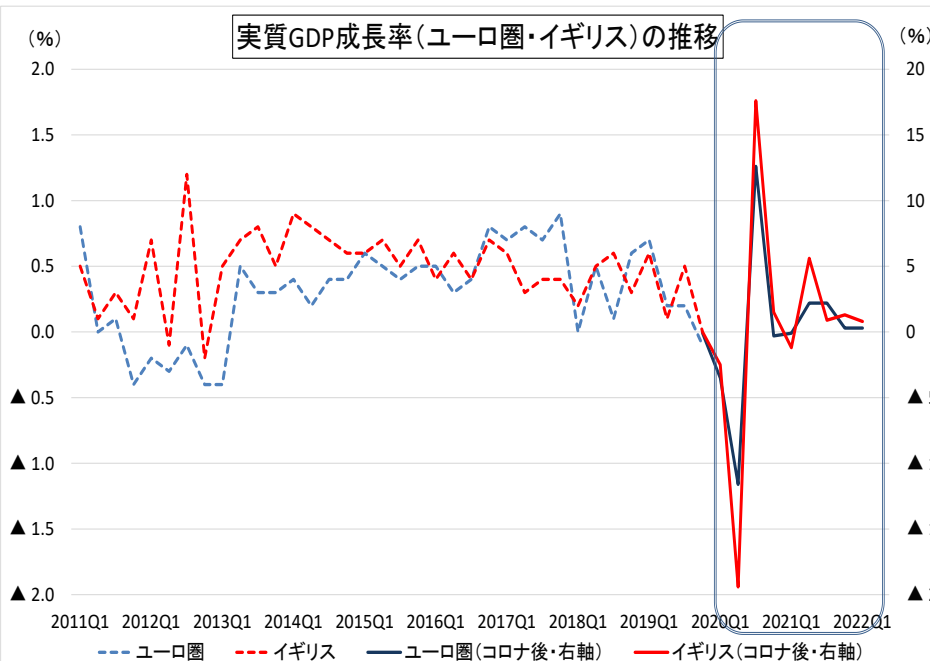


- インフレ率:ウクライナ侵攻によるコモデティ価格の急騰など、不確実性が高い
 - ベース効果の剥落で22年6月までは鈍化傾向、年央にかけては横ばいとなる見通し
- 金融政策:インフレ率の抑制を本格化
 - 22年6、7月のFOMCではそれぞれ50bpの利上げとなる見込み
 - 22年6月から1月あたり475億ドルのペースでBS縮小が実施され、9月以降は同950億ドルのペースへ加速
- 財政政策:歳出削減と富裕層への増税を計画
 - 3月28日、22年度比1%減の5.8兆ドル規模となる23年度(22年10月～23年9月)予算教書が発表された
 - バイデン大統領は5月4日、22会計年度末(9月末)までに財政赤字を1.5兆ドル削減する計画を発表

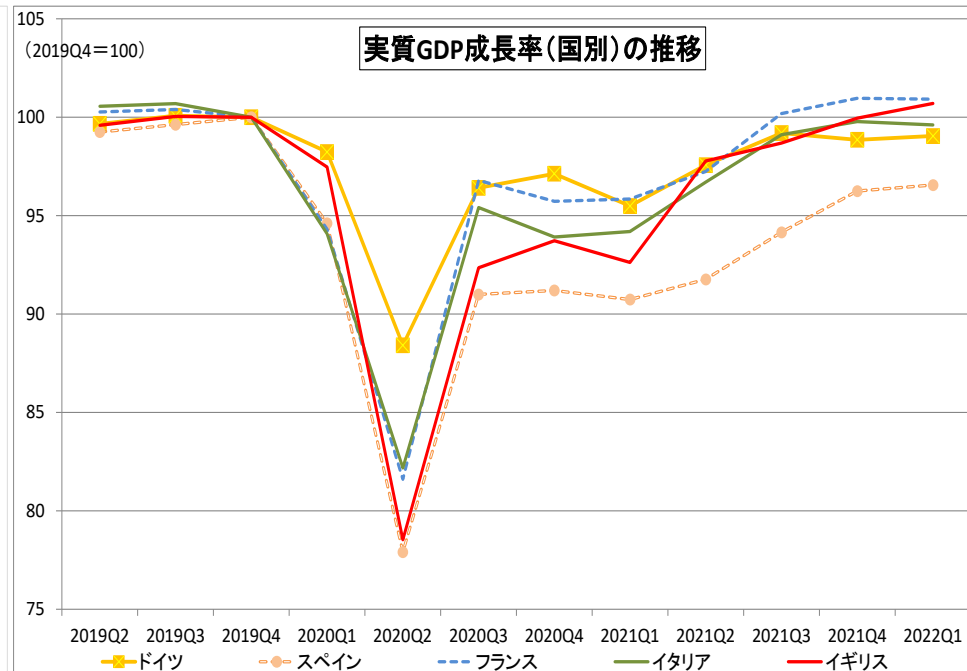


2 世界経済の動向 ③欧州

- 景気の現状(GDP成長率)
 - コロナとの共存が進んでいるものの、緩やかな回復にとどまっており、22年1～3月期もオミクロン株の影響もあり、国によりまだ模様で停滞色強い
 - 22年4～6月期は資源価格の高騰や経済制裁強化などウクライナ情勢の影響が顕在化するため、プラス成長とはなるものの停滞色も残る
 - 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
 - 22年1～3月期は、
 - ユーロ圏:前期比成長率0.3%(10～12月期:同0.2%)、EU:同0.4%(10～12月期:同0.5%)、イギリス:同0.8%(10～12月期:同1.3%)
 - ドイツは生産面は不振ながら、消費がやや回復したため、プラス成長(前期比0.2%)に転じた
 - スペイン・イギリスはプラス成長を維持するも、フランス・イタリアはマイナス成長に

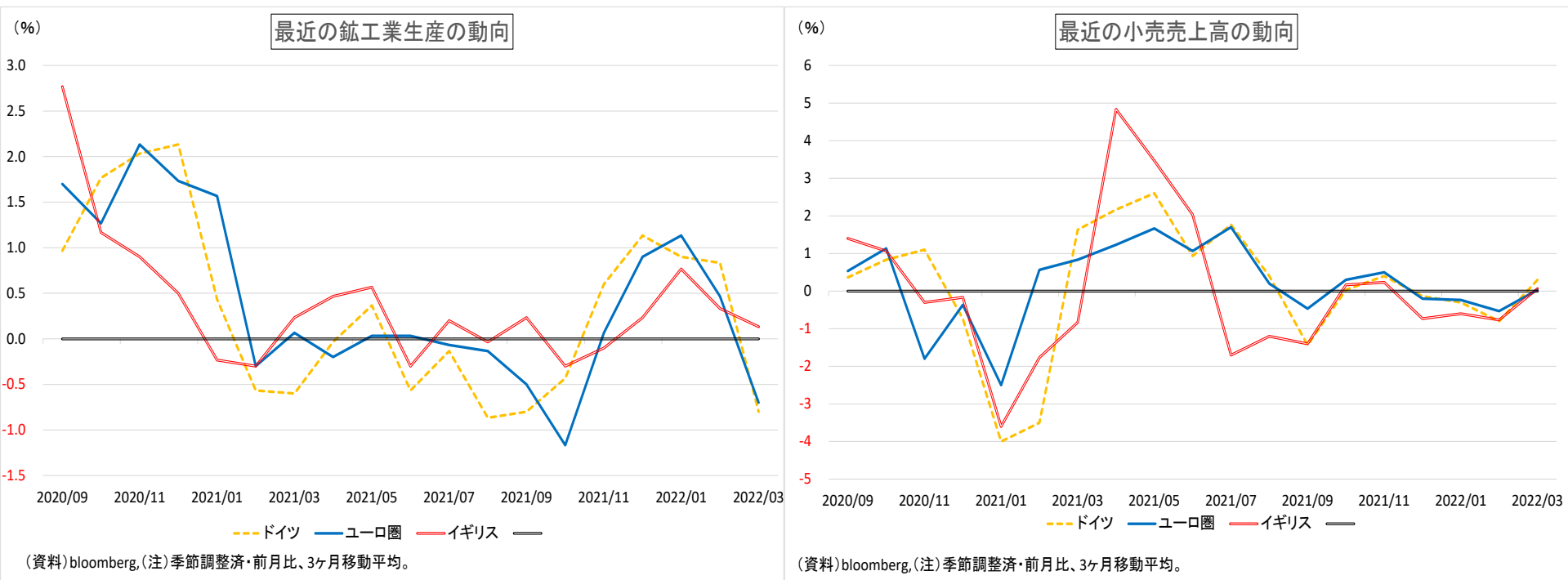


(資料)EUROSTAT,BLOOMBERG (注)前期比・2020Q1以降は実線・右軸。

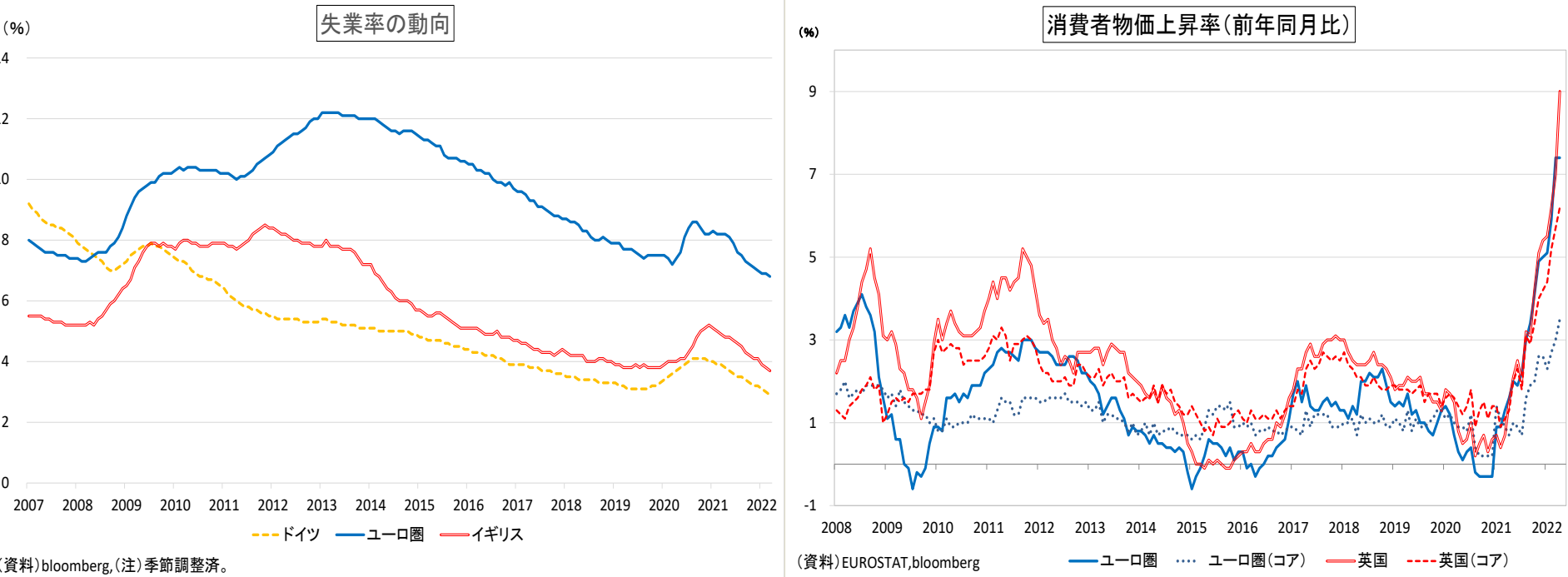


(資料)EUROSTAT・bloomberg (注)2019Q4=100とした指数。

- 生産**
 - 製造業では、サプライチェーン障害などの供給制約継続やウクライナ侵攻で拍車のかかったエネルギー価格の上昇が下押し圧力となっている。生産データは3月に急落
 - 企業景況感は製造業はドイツ中心にウクライナ侵攻後急落しているが、サービス業は比較的強めのデータとなっている
- 消費**
 - 21年夏以降はユーロ圏・英国ともに一進一退の動き
 - 年明け以降、各国で小売売上は回復の動きもみられたが、ウクライナ侵攻を受けた3月は失速
 - 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



- 雇用
 - 失業率(3月)はユーロ圏6.8%(うちドイツ2.9%)、イギリス3.7%と引き続き着実に低下、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、イギリスでは賃金上昇圧力
- 物価
 - 消費者物価の急上昇継続、ユーロ圏(1月)は前年比7.4%(コア同3.5%)、イギリス(1月)は同9.0%(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



- 金融政策

- 欧州中央銀行(ECB)

- 4月の政策理事会では、中銀預金金利▲0.5%など主要政策金利やフォワードガイダンスなどの現行の金融政策を維持
 - ラガルド総裁は理事会終了後の記者会見で、ウクライナ情勢による不確実性の高まり、コスト上昇、金融環境の引き締め、サプライチェーン障害などの困難な状況から、引き続き財政・金融政策による支援が重要であるとした
 - 資産購入終了後に漸進的な利上げを行うスタンスは変わらず
 - 最近の物価上昇動向等を踏まえたECB高官の発言からは、資産購入(APP)の終了は6月に前倒し、7月以降は0.25%ずつの利上げを複数回(連続利上げも)行い、23年初にかけてのマイナス金利解除が視野に入ってきたように思われる
 - ただし実際の利上げペースは、賃金や価格転嫁の動向次第
 - 停滞する景気と高止まりするインフレの間で、厳しい舵取りが求められる状況は変わらず
 - 市場は年内の連続利上げをほぼ織り込んでいる

- イングランド銀行(BOE)

- 5月の金融政策委員会では、政策金利を4回連続で0.25%引上げ、1.0%とした(3人は0.5%の引上げを主張)。また当初計画どおりバランスシート縮小検討を開始、8月に公表することとした
 - 同時に公表した23年のGDP見通しは、大幅利上げを前提に▲0.25%とした。また、物価については22年第4四半期に10%を超えると予想している。こうしたことから、一部ではスタグフレーションを懸念する見方もある
 - 市場は年内に2%超えまでの利上げを織り込んでいる

- 財政政策
 - ウクライナ侵攻によるエネルギー調達環境の悪化から、復興基金(NGEU)を活用しつつ、脱ロシア等調達先の多角化、再エネの普及(太陽光パネル設置)、水素インフラ等のために、官民計で27年までに2,100億ユーロを投資することとした
- 景気見通し
 - 22年はユーロ圏は2%台前半、イギリスは3%台後半と見込む
 - 23年については、さらに減速し、ユーロ圏は1%台後半、イギリスは1%前後を見込む
 - ウクライナ侵攻の帰趨は読みづらいものの、長期化は避けられない状況で、ロシアと地理的にも近く、エネルギー依存も高い欧州は、その影響を強く受けるとみられる
 - コロナ禍で取りやめていた消費がどの程度戻るか(超過貯蓄による消費の有無)が注目点
 - リスク要因としては、ウクライナ情勢の動向のさらなる悪化(対露経済制裁、EUやNATOの結束の状況を含む)とインフレ動向、ECBの金融引き締めによる景気への影響、コロナ対応による中国経済の減速、フランス議会選挙の行方などが挙げられる
- 物価見通し
 - 22年はユーロ圏7%台前半、イギリスは8%台を見込む
 - 23年はユーロ圏2%台半ば、イギリスは3%台後半を見込む
 - エネルギー高の影響が大きく、今後を見通すことは難しいが、ユーロ圏、イギリスともに年後半(秋ころ)にピークアウトする可能性
 - 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

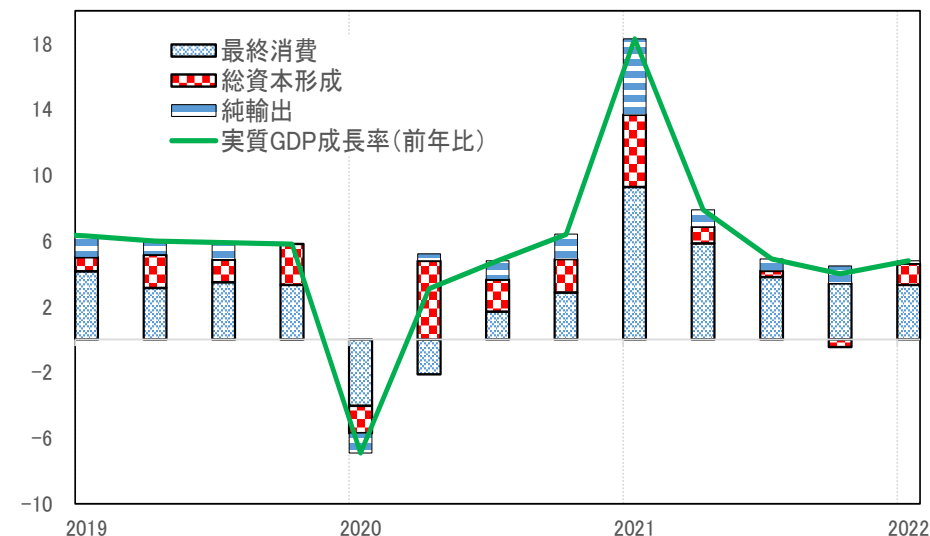
2 世界経済の動向 ④中国

● 景気動向

- 22年1～3月期の実質GDP成長率は前年比4.8%と、21年10～12月期(同4.0%)から持ち直したものの、前期比では1.3%と10～12月期(1.5%)から減速
 - 前年比成長率(前掲、4.8%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:3.33ポイント、総資本形成:1.29ポイント、純輸出:0.18ポイントで、総資本形成(投資)が成長を下支えた格好
 - 10～12月期から前期比で減速した要因として、厳格なコロナ感染抑制策(吉林省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住宅販売の不振による不動産業の低迷継続などが挙げられる
 - 産業別に見ると、不動産業、外食・宿泊業はそれぞれ▲2.0%、▲0.3%であった
- 3月下旬からの上海市ロックダウンや移動規制とそれらによるサプライチェーンの寸断等を受けて足元の景気は下振れ圧力が一段と増大したと見られる

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度

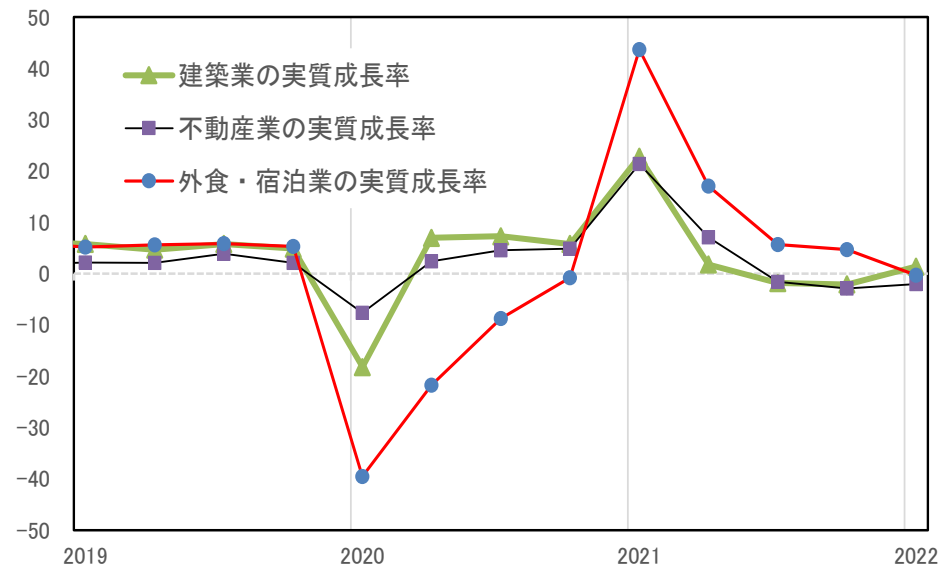
(%前年比、ポイント)



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、四半期ベース。

不動産業、建築業、外食・宿泊業の実質成長率

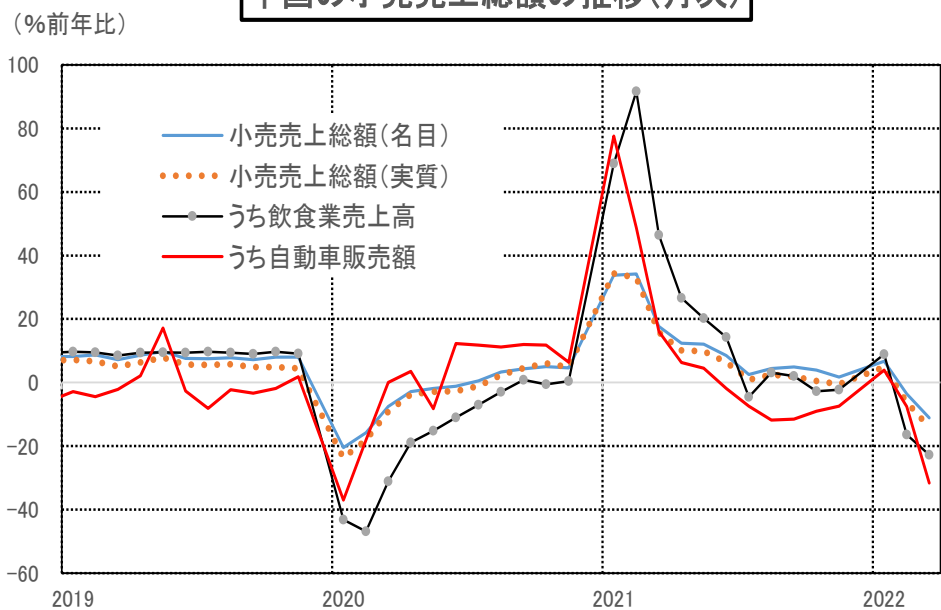
(%前年比)



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、四半期ベース。

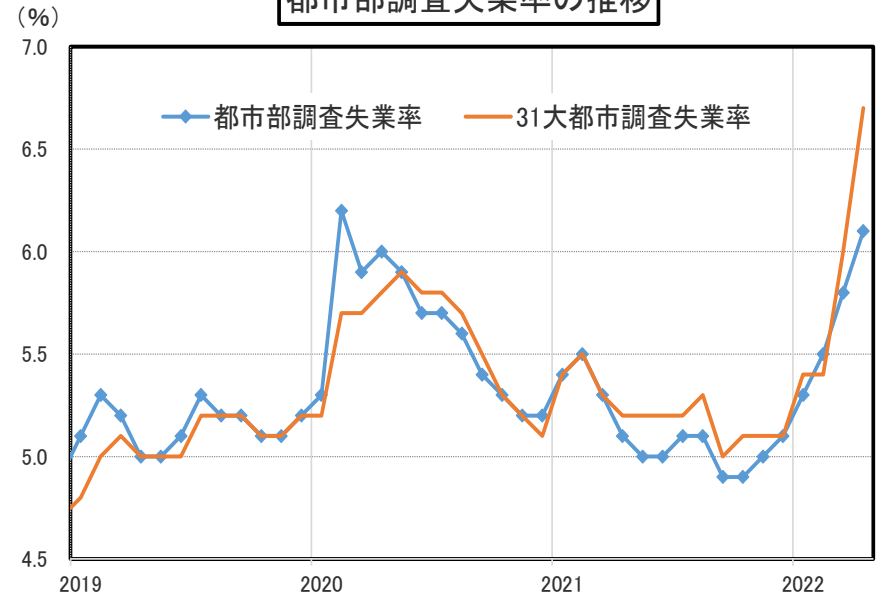
- 個人消費
 - － 大幅に冷え込む
 - 小売売上総額(社会消費品小売)は1～2月期に持ち直した動きがあったものの、2月下旬からのコロナ感染拡大を受けて3月にマイナスに転じ、4月には前年比▲11.1%と大きく冷え込んだ。物価変動を除いた実質ベースでは、前年比▲14.0%とコロナ流行初期の20年3月以来2年1ヶ月ぶりの低水準であった
 - 自動車販売額と飲食業売上高はそれぞれ前年比▲31.6%、▲22.7%と大きく減少したほか、衣類や家具・家電等も大幅なマイナスとなった
 - 低迷した背景として、都市封鎖の強力なコロナ感染抑制策や不動産市況の失速が挙げられる
 - － 先行きについては、5月入り後新型コロナ感染が抑制されつつあるなか、「リベンジ消費」が期待されること、消費券の配布や農村への自動車販売キャンペーンといった消費促進策、新規住宅ローン金利の引き下げ等の住宅市場下支え策を受けて一定程度の持ち直しに転じると思われるが、コロナ禍で失業率の急上昇や先行き不安感から本格回復には時間がかかるだろう

中国の小売売上総額の推移(月次)



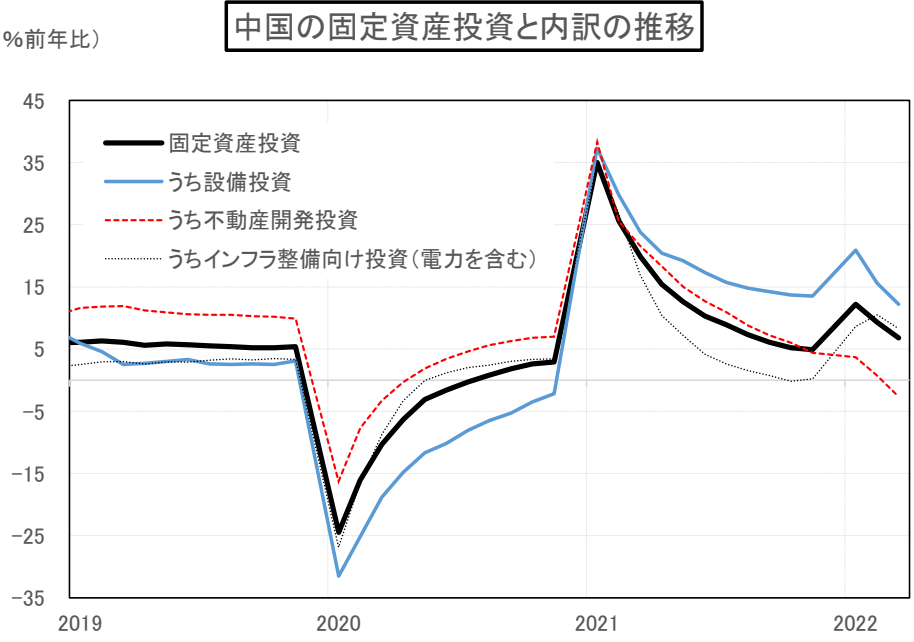
(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は22年4月。

都市部調査失業率の推移

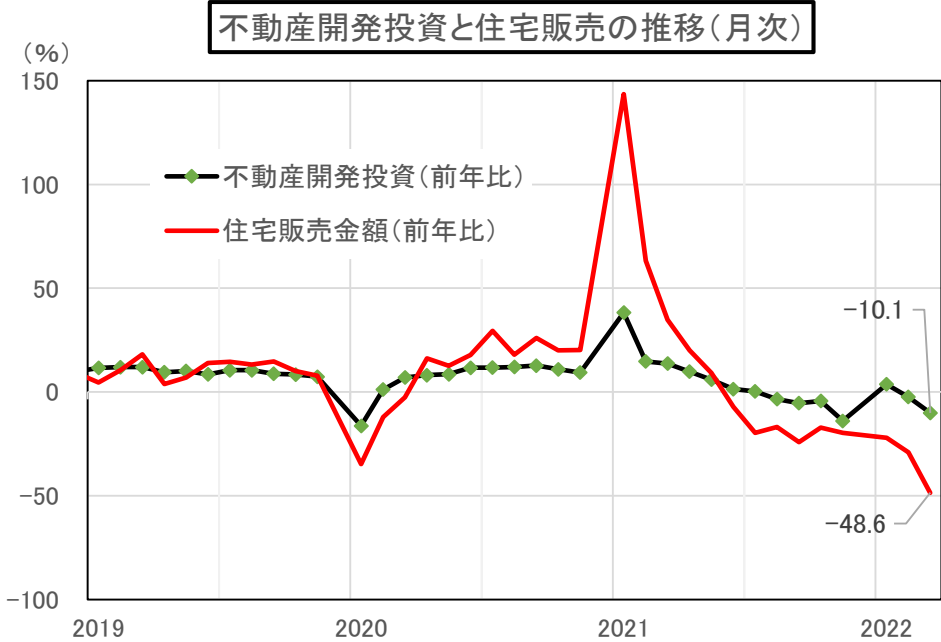


(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は22年4月。

- 固定資産投資
 - 不動産開発投資の不振で鈍化
 - 22年1～4月期の固定資産投資は前年比6.8%と、1～3月期(同9.3%)から一段と鈍化
 - 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12.2%、8.3%と比較的堅調だったものの、不動産開発投資は同▲2.7%とマイナスに転じた
 - 4月の不動産開発投資(推計値)は住宅販売の大幅な減少を受けて前年比▲10.1%と3月(同▲2.4%)からマイナス幅が大きく拡大した
 - 先行きについては、住宅のローン金利と頭金比率の引き下げ、社債発行の再開等の不動産デベロッパーへの融資規制の緩和が行われるなど、不動産抑制政策を緩める動きが強まりつつあることから不動産開発投資の不振に歯止めがかかると見られることや、コロナ感染拡大が抑制されつつあるほか、経済対策強化もあって設備投資とインフラ整備向け投資が堅調さを維持すると思われることから、持ち直しに向かう可能性が高い



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、(注) 年初来累積、直近は22年1～4月期。



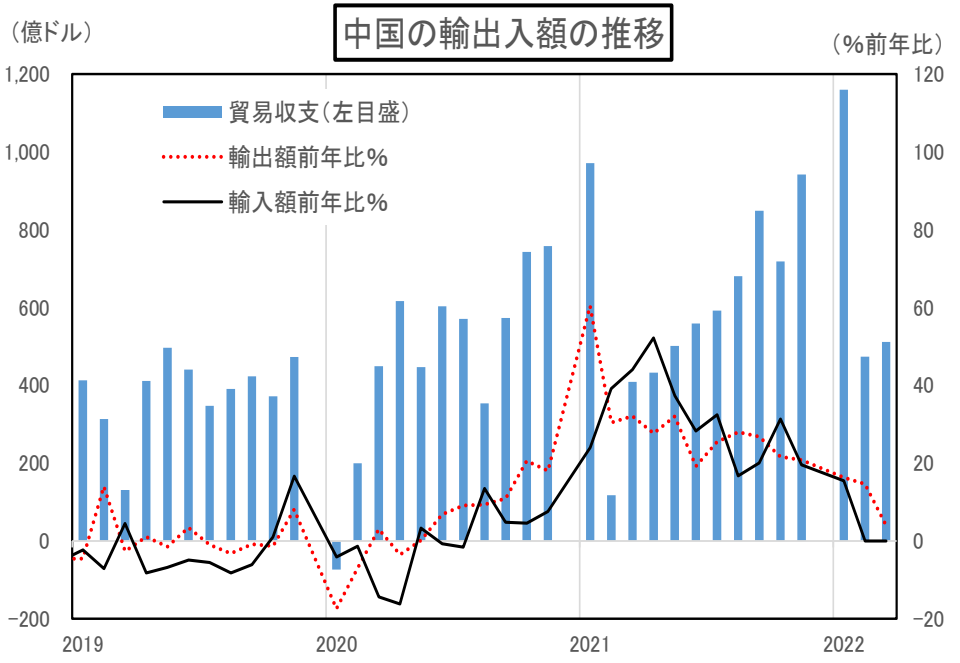
(資料) 中国国家统计局、Windより推計、直近は22年4月。

● 輸出入

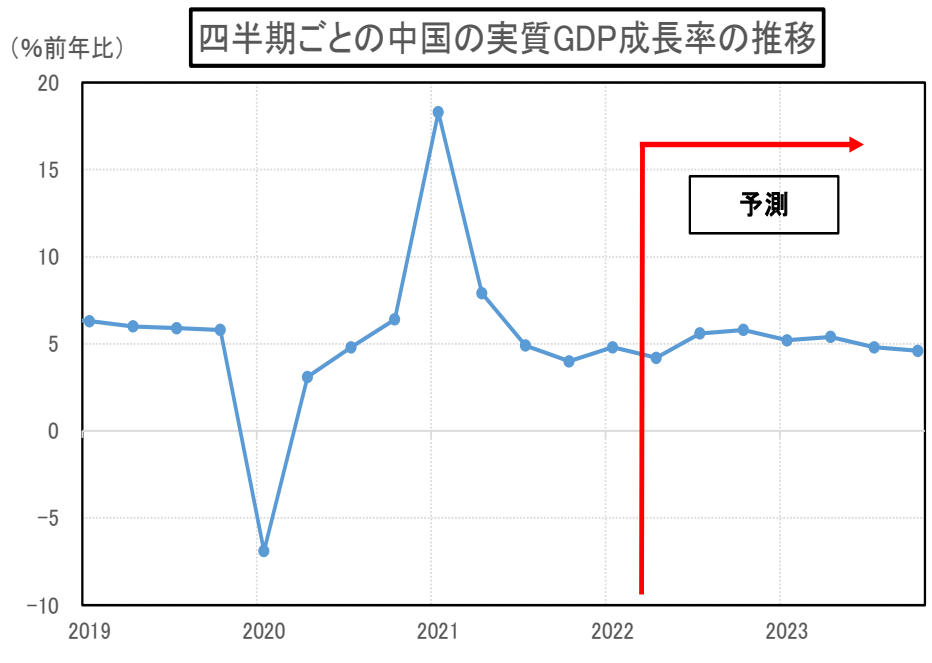
- 22年4月の輸出額(米ドル建て)は前年比3.9%とさらに鈍化、輸入額も前年比0%で弱かった
- 輸出の先行きについては、5月入り後、サプライチェーンの寸断が解消されつつあることから、幾分持ち直すと見られるが、ウクライナ情勢等をめぐる世界経済の減速からその低調さが続く見通し

● 経済見通し

- 固定資産投資の下支え効果が期待できるものの、4月の経済指標が予想以上に悪化したこと、消費の大幅な持ち直しが見込めないことから、4～6月期は前年比4.2%とさらに減速
 - 年後半は経済対策強化の効果が現れることで徐々に持ち直すことで、22年の実質成長率は前年比5.1%と予測(前回見通しからいずれも1.0ポイント、0.4ポイントとともに下方修正)
- 23年は、経済対策の効果一巡等から、前年比5.0%に小幅減速する見通し(前回見通しから0.2ポイントの下方修正)



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は22年4月、2月数値は1月と2月の合計。



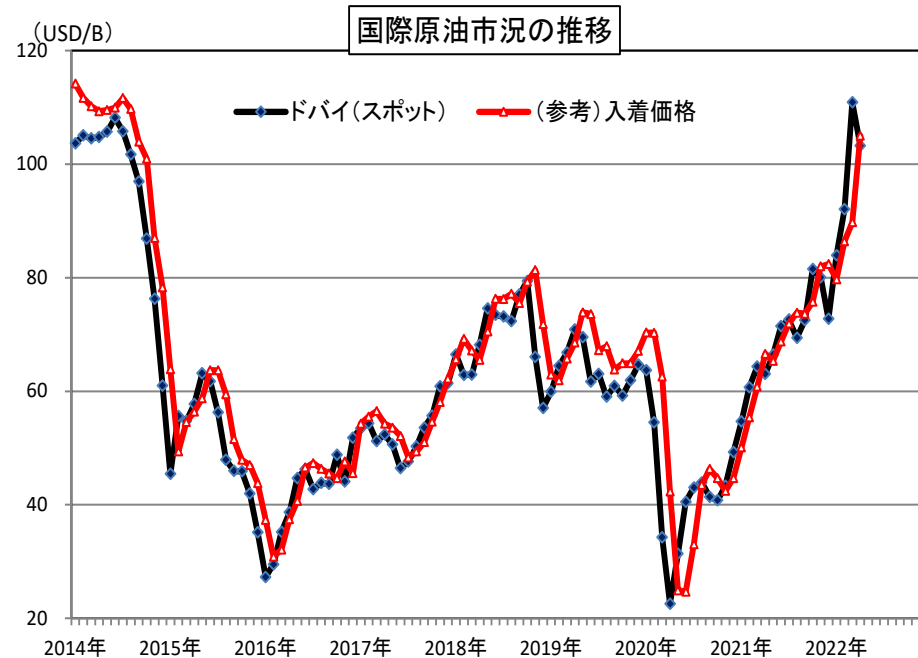
(資料) 中国国家统计局、Windより作成・予測

2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格: 8年ぶりの高値水準
 - 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る
 - その後、OPECプラスは21年8月以降、毎月40万バレルずつ増産(22年9月で協調減産終了の見通し)
 - ロシアによるウクライナ侵攻直後には一時130ドル近くまで上昇したが、米中経済の減速への警戒も浮上、直近はボラタイルに推移しつつ、110ドル前後での展開
- 原油入着価格の見通し
 - ウクライナ情勢の行方や米シェールオイルの増産動向などに左右されるが、当面は高値圏での展開が継続、国内への入着価格は110ドル/バレル前後での推移と予想



(資料) Bloombergより作成



(資料) NYMEX、東京工業品取引所、財務省

3 国内の経済政策

- 22年度補正(案)後の一般会計予算総額は110.3兆円へ
 - 22年度当初予算規模は107.6兆円と過去最高
 - 歳入: 税収65.2兆円(21年度補正後比で1.4兆円増)、公債金36.9兆円(同28.7兆円減)
 - 歳出: 国債費24.3兆円(21年度当初比で5,808億円増)、一般歳出67.9兆円(同4,723億円増)
 - 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
 - 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)

コロナ禍における「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」骨子

①原油価格高騰対策

事業規模: 1.5兆円程度(うち国費: 1.5兆円)

②エネルギー・原材料・食料等安定供給対策

事業規模: 2.4兆円程度(うち国費: 0.5兆円)

③新たな価格体系への適応の円滑化に向けた中小企業対策等

事業規模: 6.5兆円程度(うち国費: 1.3兆円)

④コロナ禍において物価高騰等に直面する生活困窮者等への支援

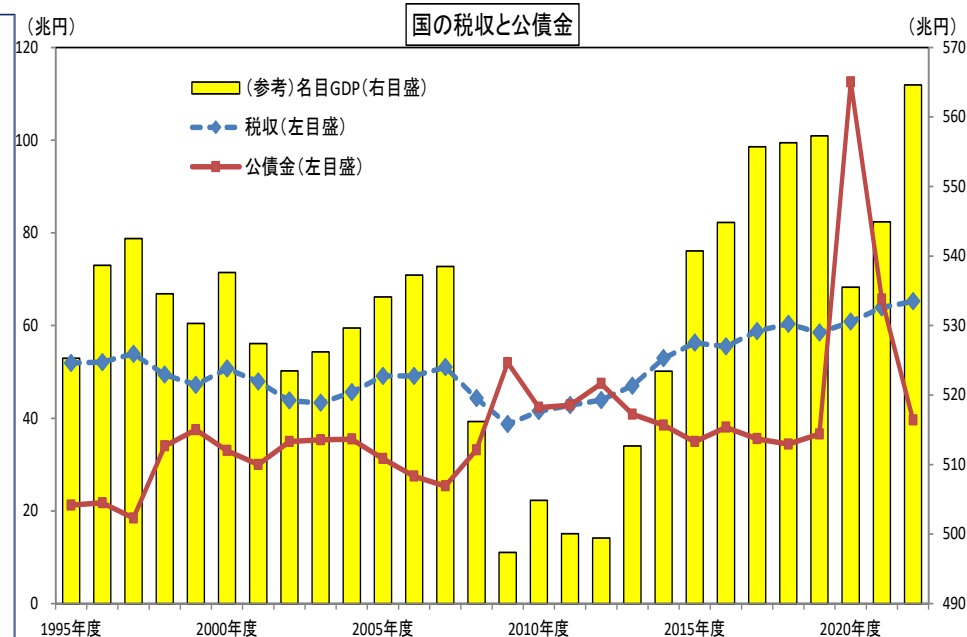
事業規模: 1.3兆円程度(うち国費: 1.3兆円)

⑤今後への備え

事業規模: 1.5兆円(うち国費: 1.5兆円)

⑥公共事業の前倒し執行など

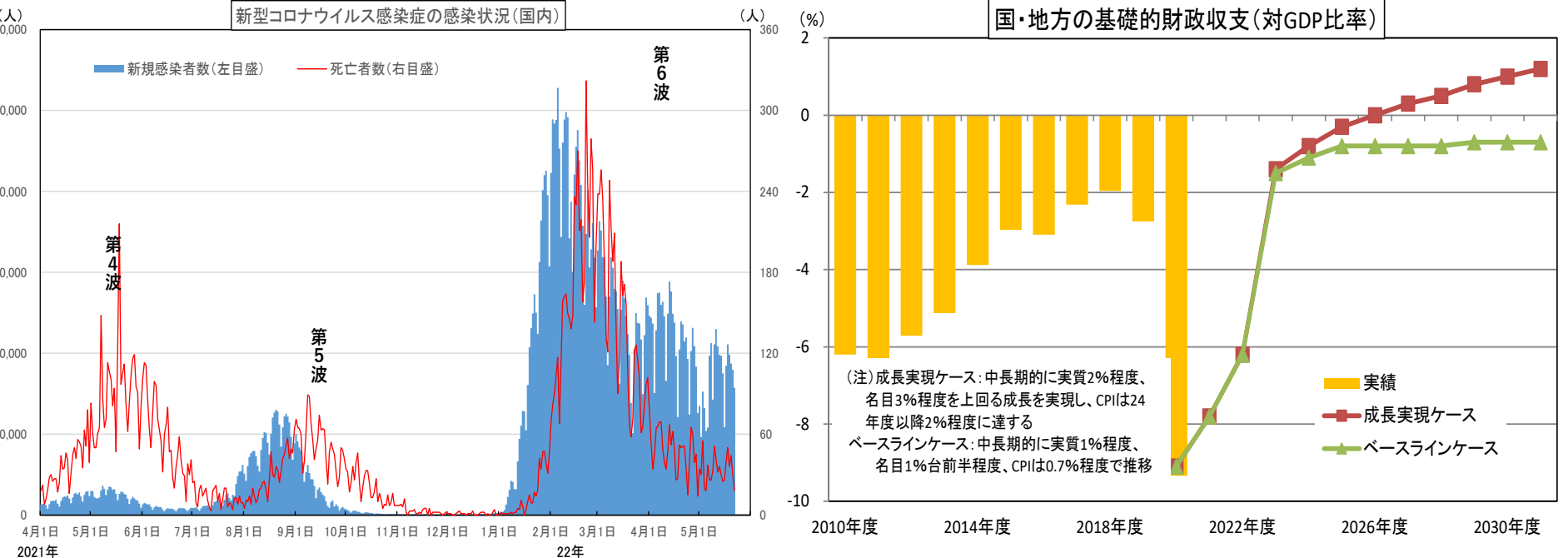
(資料) 内閣府



(資料) 財務省、内閣府

(注) 税収・公債金は2020年度まで決算、21年度は補正後予算、22年度は補正(案)後予算。21、22年度の名目GDPは政府見通し。

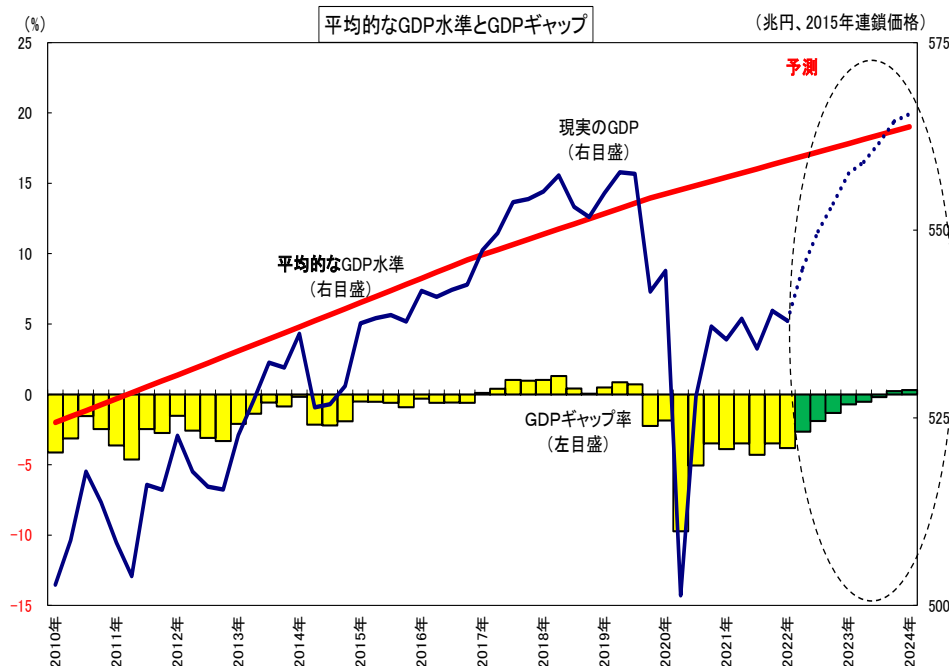
- 感染対策: ウィズコロナを目指し、経済活動の回復に比重を移す
 - 60歳以上や持病がある人、重症化リスクが高い人を対象に4回目のワクチン接種を5月25日より開始
 - 政府が一定条件の下ではマスク不要との見解を示したほか、ビジネス往来や外国人観光客の受け入れ拡大など水際対策を緩和、ウィズコロナへの移行が今後の焦点に
- 6月には「新しい資本主義のグランドデザインと実行計画」、「骨太方針2022」を取りまとめる方針
 - 「新しい資本主義」実現に向けて、人、科学技術・イノベーション、スターアップ、GX、DXに対して計画的な重点投資を行うことなどが盛り込まれる予定
 - 7月の参院選後にはそれらを反映した総合経済対策を打ち出す方針
 - 一部に期限の撤廃を求める声もある中、25年度の基礎的財政収支(PB)黒字化目標は堅持する方針



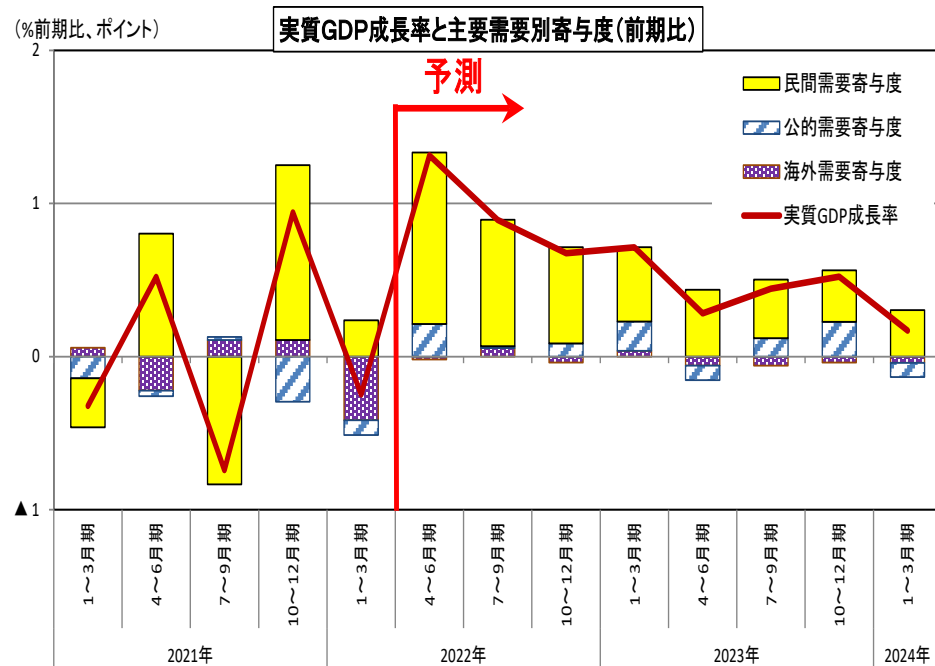
(資料) NHK特設サイト「新型コロナウイルス」 (資料) 内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

4 日本経済・物価の見通し

- 総論：2022年度は2.7%成長（前回見通しから上方修正）、23年度は2.0%成長（同じく変更なし）と予想
 - － 足元4～6月期は、感染「第6波」の収束によって、サービス消費の持ち直し傾向が再び強まる。ただし、国内でもインフレ圧力が高まっており、家計の実質購買力の目減りや企業のコスト増などが、回復の勢いを多少削ぐ可能性がある。また、「供給の混乱」が長引いており、生産・輸出も伸び悩むだろう。それでも、経済成長率は前期比年率5.4%と2四半期ぶりのプラス成長となり、コロナ前のGDP水準をようやく回復する。
 - － 22年夏以降は、訪日観光客の受け入れ拡大や需要喚起策などにより、持ち直しが本格化するほか、景気対策を強化する中国向けの輸出増も期待され、国内景気は回復基調をたどり、23年度入り後にはGDP水準は過去最高（現在は19年4～6月期の557兆円）を更新、23年度下期にはGDPギャップを解消すると予想される。
 - － ただし、ゼロコロナ政策を続ける中国国内のコロナ感染状況、先進国・地域における急速な金融引き締めによる影響（特に新興国）、さらには世界的にエネルギー・食料が不足する事態なども想定されるなど、下振れリスクは依然として高い。



(資料) 内閣府、総務省統計局のデータから作成 (注) 平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成



(資料) 内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

予測表(年度、半期)

	単位	2020年度 (実績)	2021年度 (実績)	2022年度 (予測)	2023年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 3.9	1.1	3.5	2.9
実質GDP	%	▲ 4.5	2.1	2.7	2.0
民間需要	%	▲ 6.2	2.0	3.8	2.5
民間最終消費支出	%	▲ 5.4	2.6	4.7	2.3
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.6	▲ 1.0	0.1
民間企業設備	%	▲ 7.5	1.3	1.7	3.6
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0
公的需要	%	3.0	▲ 0.4	0.7	1.1
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	2.4	1.3
公的固定資本形成	%	5.1	▲ 9.3	▲ 7.2	▲ 0.1
輸出	%	▲ 10.2	12.5	2.1	3.1
輸入	%	▲ 6.5	7.2	3.2	3.6
国内需要寄与度	ポイント	▲ 3.9	1.4	3.0	2.2
民間需要寄与度	ポイント	▲ 4.7	1.5	2.8	1.9
公的需要寄与度	ポイント	0.8	▲ 0.1	0.2	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	0.8	▲ 0.2	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	0.6	▲ 1.0	0.7	0.9
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.4	7.3	9.6	4.5
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.5	0.1	2.3	1.4
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	0.7	2.9
経常収支	兆円	16.3	12.6	8.8	12.1
名目GDP比率	%	3.0	2.3	1.6	2.1
為替レート	円/ドル	106.0	112.4	130.0	127.3
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01	0.05
新発10年物国債利回り	%	0.03	0.09	0.24	0.33
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	76.4	110.0	110.0

(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			2023年度		
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
実質GDP	%	2.1	2.7	1.6	1.9	2.0	0.9	1.1
民間需要	%	2.0	3.8	2.2	2.3	2.5	1.2	1.2
民間最終消費支出	%	2.6	4.7	2.8	2.3	2.3	1.0	1.0
民間住宅	%	▲ 1.6	▲ 1.0	0.4	▲ 0.2	0.1	0.1	0.3
民間企業設備	%	1.3	1.7	1.1	2.0	3.6	2.0	2.0
公的需要	%	▲ 0.4	0.7	0.7	0.7	1.1	0.2	1.2
政府最終消費支出	%	2.0	2.4	1.6	1.2	1.3	0.2	1.3
公的固定資本形成	%	▲ 9.3	▲ 7.2	▲ 3.1	▲ 1.4	▲ 0.1	0.2	0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 1.5
輸出	%	12.5	2.1	0.4	2.6	3.1	1.6	1.3
輸入	%	7.2	3.2	1.4	2.4	3.6	1.9	1.9
内需寄与度(前期比)	%	1.4	3.0	2.0	1.5	2.2	1.0	0.9
民間需要(")	%	1.5	2.8	1.8	1.3	1.9	1.0	0.7
公的需要(")	%	▲ 0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.2
外需寄与度(")	%	0.8	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
デフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	0.7	0.3	1.2	0.9	0.8	0.9
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	0.7	0.0	1.6	2.9	1.6	1.0
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	86.5	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
経常収支	兆円	12.6	8.8	4.0	4.8	12.1	5.5	6.6
貿易収支	兆円	▲ 1.7	▲ 3.3	▲ 2.0	▲ 1.3	0.1	▲ 0.5	0.6
外国為替レート	円/円	112.4	130.0	130.0	130.0	127.3	129.0	125.5
通関輸入原油価格	円/バレル	76.4	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0

(前年同期比)								
	単位	2021年度 通期	2022年度			2023年度		
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
名目GDP	%	1.1	3.5	2.4	4.5	2.9	3.2	2.7
実質GDP	%	2.1	2.7	2.1	3.2	2.0	2.4	1.7
民間需要	%	2.0	3.8	3.4	4.0	2.5	2.9	2.1
民間最終消費支出	%	2.6	4.7	4.8	4.6	2.3	2.7	1.8
民間住宅	%	▲ 1.6	▲ 1.0	▲ 2.2	0.2	0.1	▲ 0.1	0.3
民間企業設備	%	1.3	1.7	0.5	2.9	3.6	3.8	3.5
公的需要	%	▲ 0.4	0.7	▲ 0.4	1.5	1.1	1.0	1.2
政府最終消費支出	%	2.0	2.4	2.2	2.7	1.3	1.4	1.2
公的固定資本形成	%	▲ 9.3	▲ 7.2	▲ 11.1	▲ 4.2	▲ 0.1	▲ 0.9	0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 1.5
輸出	%	12.5	2.1	1.7	2.4	3.1	3.6	2.6
輸入	%	7.2	3.2	3.0	3.4	3.6	3.9	3.4

国内企業物価 (前年比)	%	7.3	10.5	9.2	10.5	8.0	10.5	9.5
全国消費者物価 (")	%	0.1	2.5	0.5	2.2	2.0	2.2	2.5
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	1.2	0.2	▲ 1.8	1.7	▲ 1.8	1.5

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

予測表(四半期)

(→予測)

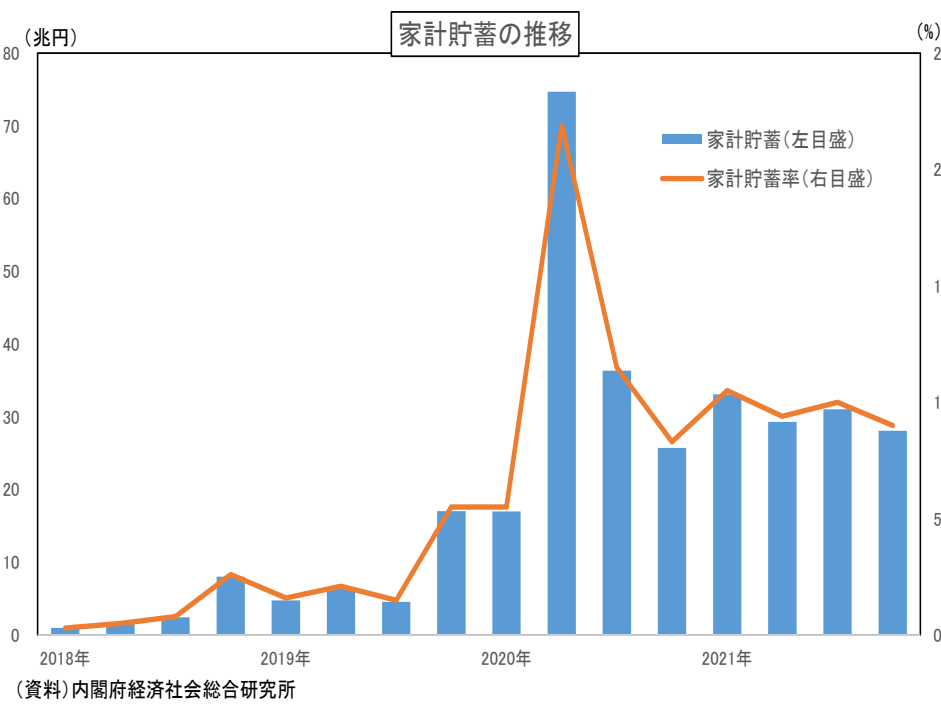
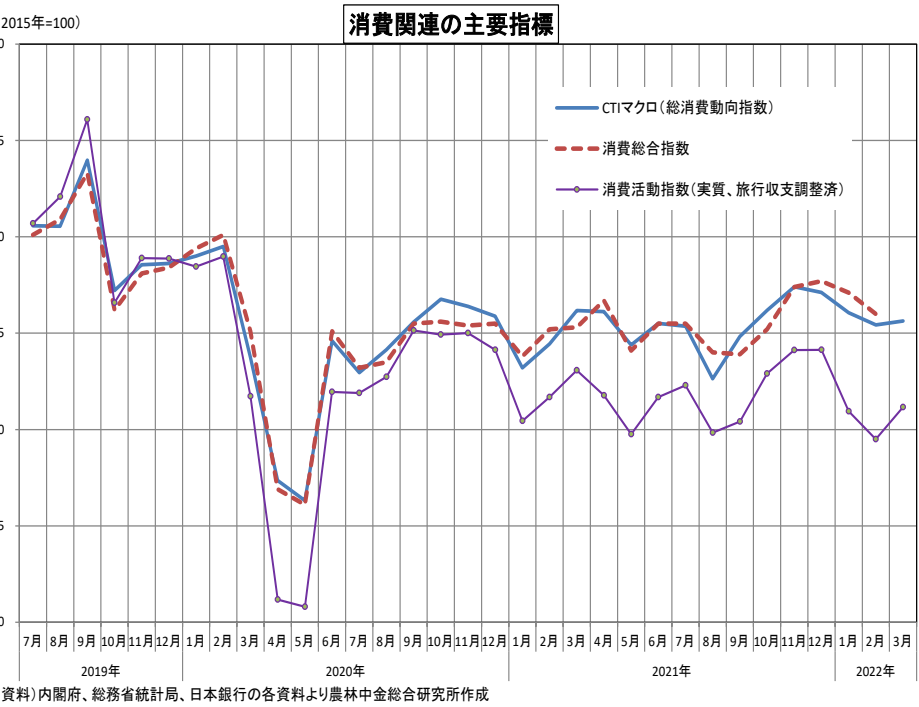
	単位	2021年				2022年				2023年				2024年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	▲ 0.6	0.3	▲ 1.0	0.3	0.1	2.0	1.0	0.9	0.9	0.5	0.6	0.9	0.5
(年率換算)	%	▲ 2.4	1.3	▲ 3.9	1.2	0.4	8.2	4.2	3.7	3.7	2.0	2.3	3.5	1.9
実質GDP	%	▲ 0.3	0.5	▲ 0.7	0.9	▲ 0.2	1.3	0.9	0.7	0.7	0.3	0.4	0.5	0.2
(年率換算)	%	▲ 1.3	2.1	▲ 2.9	3.8	▲ 1.0	5.4	3.6	2.7	2.9	1.1	1.8	2.1	0.7
民間需要	%	▲ 0.4	1.1	▲ 1.1	1.6	0.3	1.0	1.3	0.9	0.7	1.0	1.3	0.5	0.4
民間最終消費支出	%	▲ 0.8	0.7	▲ 1.0	2.5	▲ 0.0	2.2	1.2	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
民間住宅	%	1.0	1.0	▲ 1.7	▲ 1.2	▲ 1.1	1.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
民間企業設備	%	0.0	2.2	▲ 2.4	0.4	0.5	0.6	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	0.7	0.5
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.0	0.1	0.1	▲ 0.2	0.2	▲ 0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	▲ 1.1	▲ 0.2	0.8	0.0	0.3	0.7	▲ 0.4	0.5	0.9	▲ 0.4
政府最終消費支出	%	▲ 0.7	0.8	1.1	▲ 0.3	0.6	1.2	0.2	0.5	1.0	▲ 0.5	0.5	1.0	▲ 0.5
公的固定資本形成	%	▲ 0.1	▲ 3.7	▲ 3.8	▲ 4.7	▲ 3.6	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
輸出	%	2.6	2.8	▲ 0.3	0.9	1.1	▲ 0.8	1.2	0.8	1.2	0.7	0.5	0.5	0.5
輸入	%	1.8	4.3	▲ 0.8	0.3	3.4	▲ 0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.5	0.8	▲ 0.8	0.8	0.2	1.3	0.8	0.7	0.7	0.3	0.5	0.6	0.2
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.3	0.8	▲ 0.8	1.1	0.2	1.1	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.0	0.1	0.2	▲ 0.1	0.1	0.2	▲ 0.1
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.2	0.1	0.1	▲ 0.4	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.1	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 0.4	0.1	0.5	1.4	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 0.3	4.6	6.1	8.8	9.6	10.5	10.5	9.5	8.0	6.0	5.0	4.0	3.0
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.7	▲ 0.7	0.0	0.4	0.6	2.2	2.5	2.5	2.0	1.7	1.5	1.3	1.3
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	▲ 1.0	1.2	0.5	1.0	0.8	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	2.0	2.0	2.3	2.5	2.7	2.8	3.1	3.5
名目GDP比率	%	3.8	3.3	2.2	2.1	1.7	1.4	1.4	1.6	1.8	1.9	1.9	2.1	2.4
為替レート	円/ドル	105.9	109.5	110.1	113.7	116.2	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	128.0	126.0	125.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	0.00	0.00	0.05	0.05
新発10年物国債利回り	%	0.07	0.07	0.03	0.07	0.18	0.23	0.24	0.25	0.25	0.30	0.33	0.35	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	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0

(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。

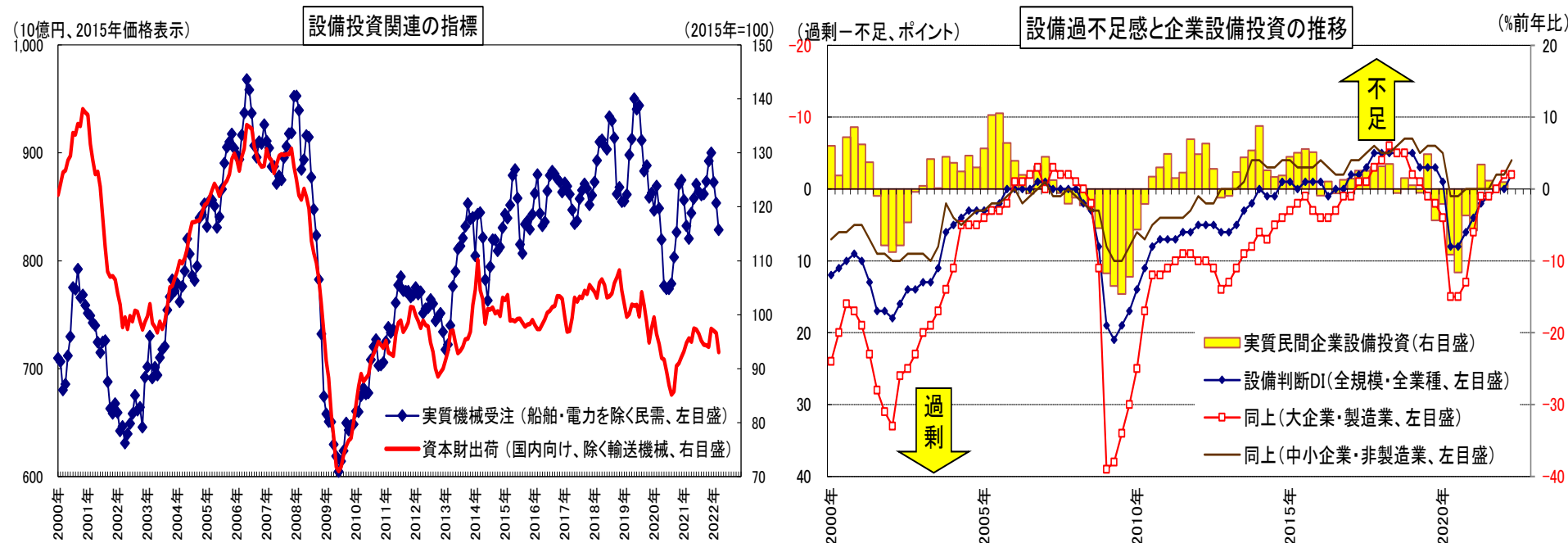
● 民間消費

- 22年2月には「第6波」はピークアウト、3月下旬には「まん延防止と重点措置」が全て解除されたことで、その後は徐々に持ち直しが進み、大型連休の観光需要は大幅に増加
- 1～3月期の雇用者報酬は名目ベースでは前期比0.7%だったが、実質ベースでは同▲0.4%となるなど、エネルギーや食品などの値上げの影響が見て取れる
- 一方、春闘賃上げ率（経団連調べ、5月20日公表分）は2.27%と、21年実績（1.70%）から伸び率が大きく拡大
- 家計貯蓄率（21年10～12月期：9.0%）と、コロナ前の水準（19年度上期：1.8%）を大幅に上回った状態であり、「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4.7%（2年連続の増加、22年4～6月期：前期比2.2%）、23年度は同2.3%と予測



企業設備投資

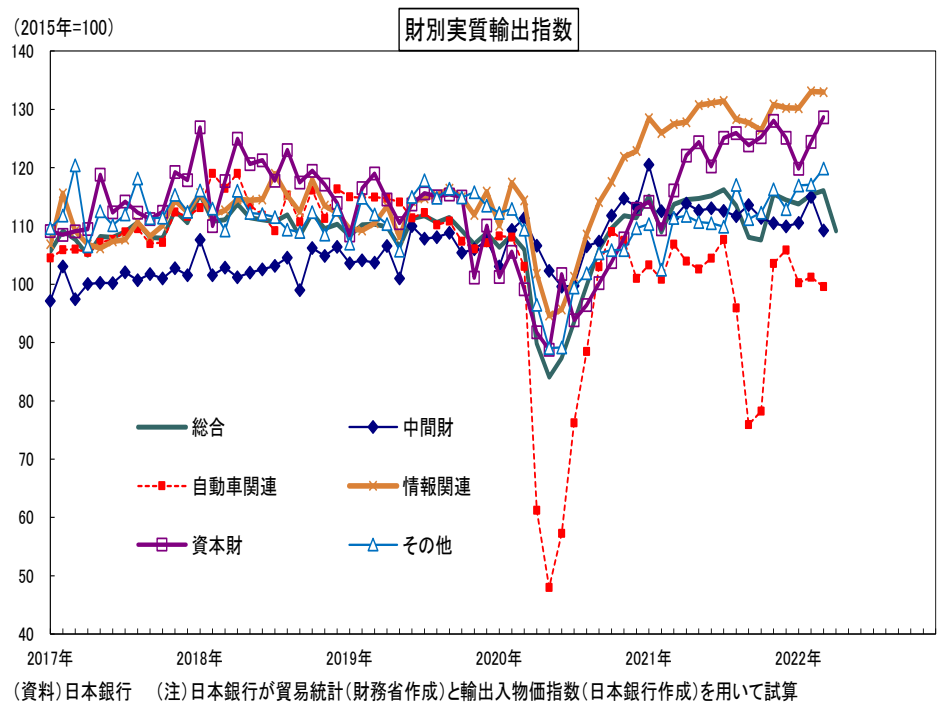
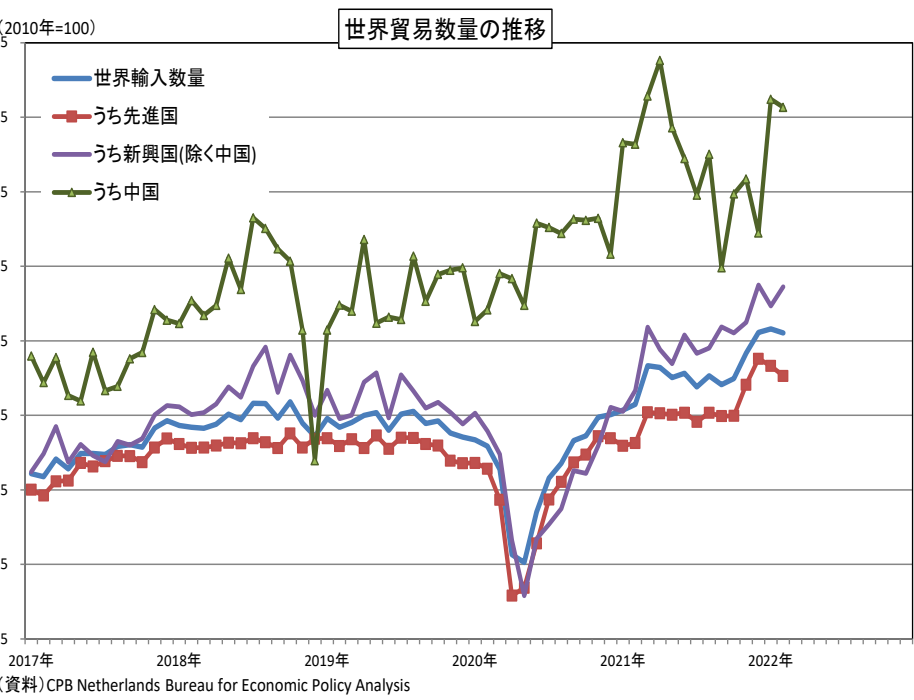
- 22年度の設備投資計画は底堅いが、足元の設備投資関連指標には鈍さも
 - 日銀短観(3月調査)での22年度計画は前年度比3.7%(全産業+金融・持株等、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース)と、設備投資マインドは堅調
 - 一方、1～3月期の資本財出荷(国内向け)は前期比▲2.3%と2四半期ぶりの減少
 - 1～3月期のコア機械受注も前期比▲3.6%と4四半期ぶりの減少、事前見通し(同▲0.5%)を下振れた
 - 4～6月期も同▲8.1%と、特に非製造業(コア、同▲12.1%)で大幅減が続く見通し
- コロナ禍からの持ち直しが進むにつれて非製造業の設備投資が回復に転じるほか、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・脱炭素化の流れもあり、底堅く推移するとみられる
- 22年度は前年度比1.7%(2年連続の増加)、23年度は同3.6%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。企業物価の資本財指数で実質化。

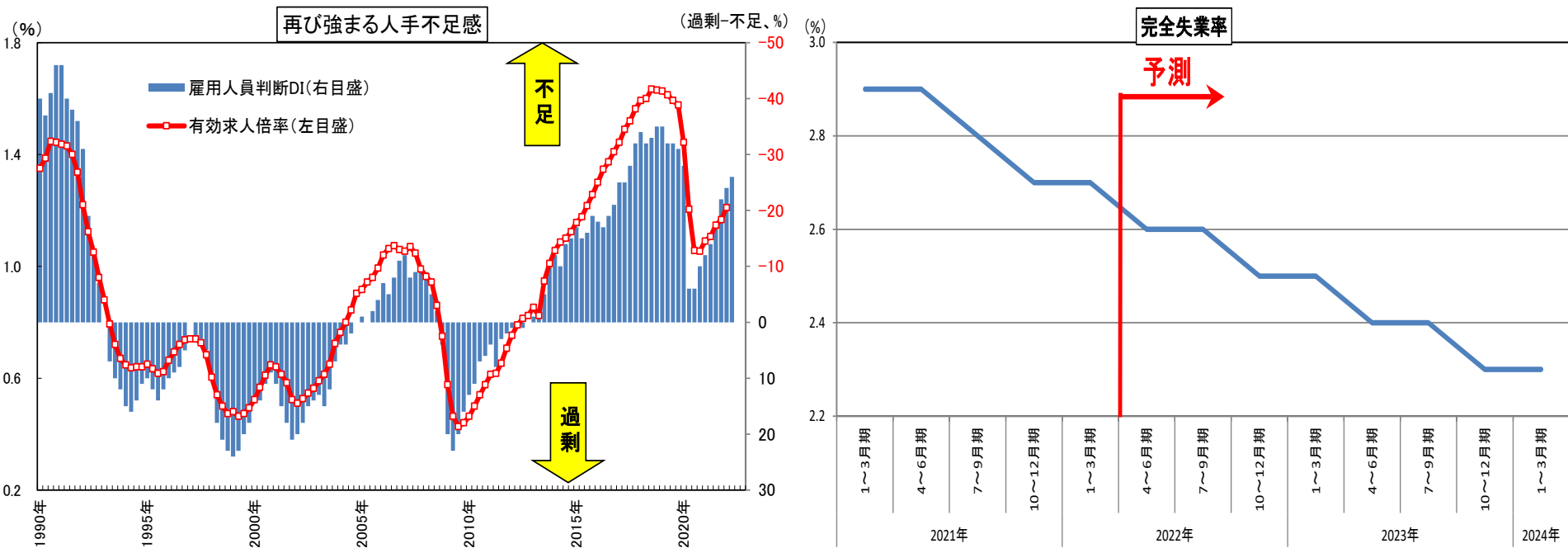
(資料) 内閣府、日本銀行 (注) 設備判断DIの最後の期はその直前の期における見通し

- 輸出入動向
 - 21年入り後に横ばい推移となっていた世界貿易数量は、秋に増加傾向が一旦強まったもの、直近は再び頭打ち気味の推移
 - 日本の実質輸出指数も伸び悩み
 - 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解消せず、自動車関連が停滞
 - 地域別には、ゼロコロナ政策による都市封鎖を実施した中国向けが3月以降に大きく低下
 - 22年度の輸出は前年度比2.1%（2年連続の増加）、23年度は同3.1%と予測
 - 一方、22年度の輸入は同3.2%（2年連続の増加）、23年度は同3.6%と予測
 - 22年度の経常収支は8.8兆円（名目GDP比率1.6%）と黒字幅は5年連続で縮小、23年度は12.1兆円（同2.1%）へ再拡大と予測



● 雇用情勢

- ウィズコロナへの移行の遅れから、感染状況に対面型サービス業の業況が左右される状態となっていることもあり、雇用関連指標の改善ペースは非常に緩やか
 - ・ 一時3.1%まで高まった失業率は、直近(3月)は2.6%に低下
 - ・ 一時1.04倍まで低下した有効求人倍率は、直近(3月)は1.22倍まで改善
 - ・ 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、コロナ前の水準まで戻った時期もあったが、直近は減少基調
 - ・ 一方で、人手不足感が高まっており、求人数も増加傾向を維持するなど、先行きの景気の本格回復を見据えた動きも
- 失業率は22年度:2.6%、23年度:2.4%と予測
 - ・ 24年1～3月期には2.3%まで改善し、賃金上昇圧力も徐々に高まっていくと予想

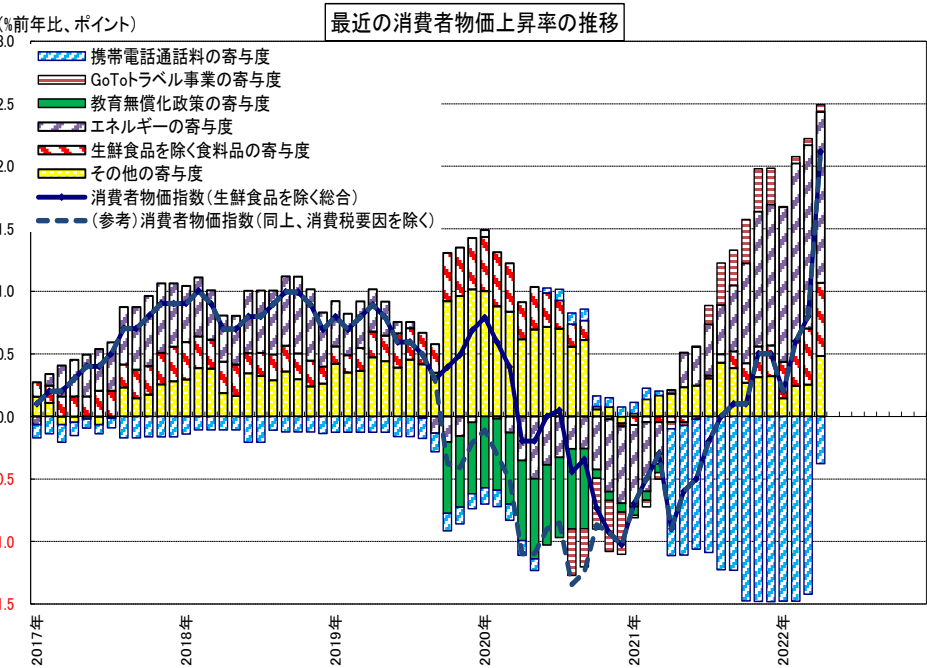


(資料)総務省統計局、日本銀行 (注)DIは全規模・全産業(除く金融機関)

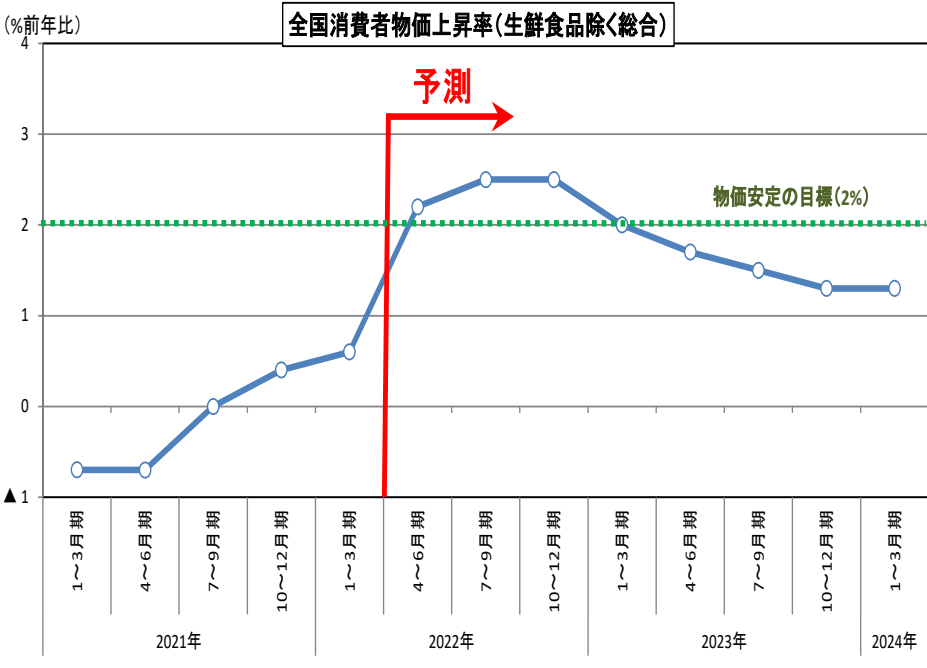
(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

物価動向

- コロナ禍からの持ち直しが鈍く、携帯電話通信料の大幅引き下げの効果もあり、21年秋口まで物価上昇圧力が乏しい状態が続いたが、21年度下期には原油高などの影響が国内にも徐々に波及
- 22年4月には携帯電話通信料の引き下げ効果がほぼ一巡、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、7年ぶりの2%台まで上昇(消費税要因を除けば13年半ぶり)
 - エネルギーや加工食品などの物価押し上げ効果は着実に高まっている
- 22年度半ばにかけて、一時的に2%台後半まで上昇率が高まる場面が想定される半面、エネルギー高のベース効果も徐々に剥落するほか、家計の所得環境も依然厳しく、値上げがなかなか浸透しにくいことから、インフレが加速し続ける事態は想定しづらい
 - GoToトラベル事業が再開されれば、物価上昇の抑制効果も
- 22年度の消費者物価は前年度比2.3%(年度半ばには一時2%台後半)へ加速、23年度は同1.4%へ鈍化すると予測



(資料)総務省統計局の公表統計より作成



(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

5 金融政策の見通し

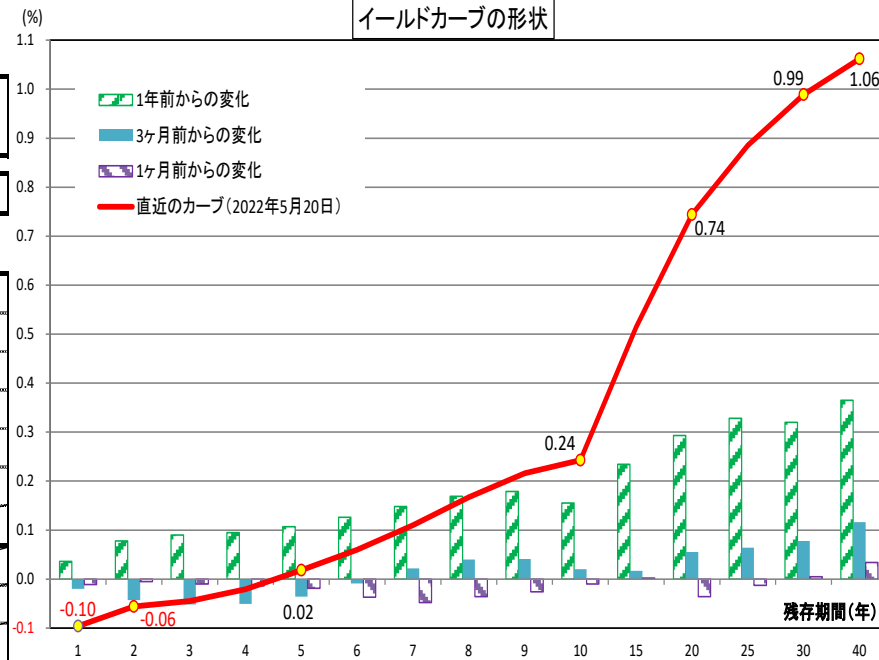
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する方針
 - 海外中銀が金融政策の正常化に向けて動く中、4月の金融政策決定会合では、従来通り、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続することを決定
 - 最近では米欧の長期金利上昇が国内金利にも波及しているが、10年金利が変動許容レンジ(0±0.25%)の上限を上回ることがないよう、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、「指値オペ」実施することを決定
 - 引き続き、新型コロナの影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる方針を維持
 - 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通し

	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4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	688	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	518	上限を設けない
OP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	4.4	3.0	3.0	約2兆円の残高へ
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.5	8.3	8.6	約3兆円の残高へ
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	28.3	35.3	36.3	36.7	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	64	-
その他も資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	739	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	113	118	122	121	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	401	494	543	562	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	739	

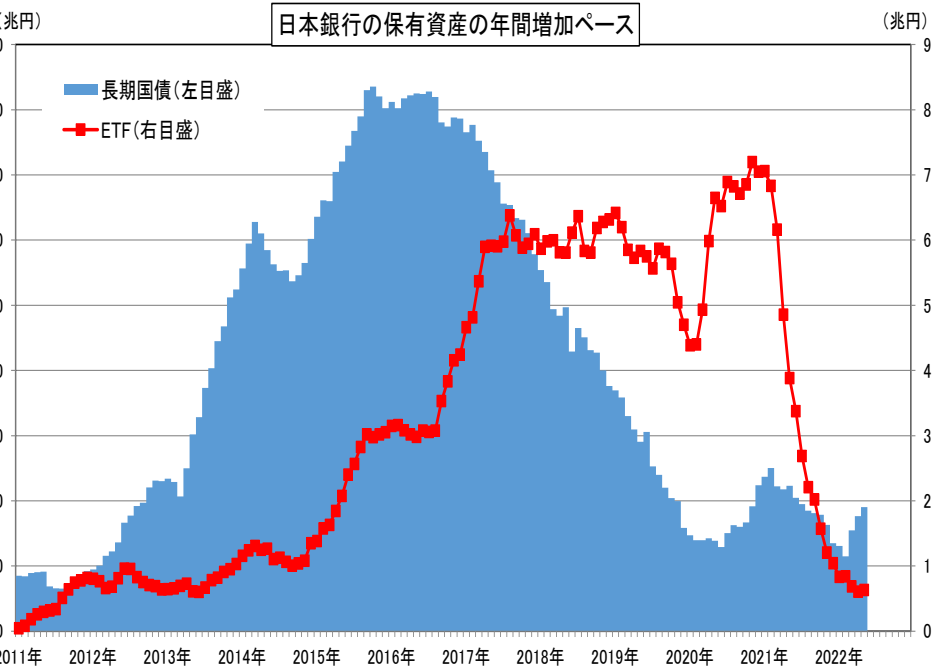
(資料) 日本銀行 (注) 22年4月末の長期国債、ETF、J-REIT保有額は前年同月末からそれぞれ18兆円増、0.6兆円増、0.9億円減。

イールドカーブの形状



(資料) 財務省資料より作成

- 展望レポート(4月)でも、3年後の安定的な2%の物価上昇を見通せず
 - 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1.9%の上昇となった後、23、24年度とともに同1.1%の上昇にとどまるとの見通し
 - 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0.9%の後、23年度:同1.2%、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ない日本では、現行レベルの緩和策が少なくとも22年度いっぱいには継続されると予想
 - ただし、22年度下期にはポスト黒田に見据えた動きがマーケットで活発化する可能性も



(資料)日本銀行資料より作成 (注)直近データは5月10日時点。

展望レポート: 2021~24年度の政策委員の大勢見通し(2022年4月)

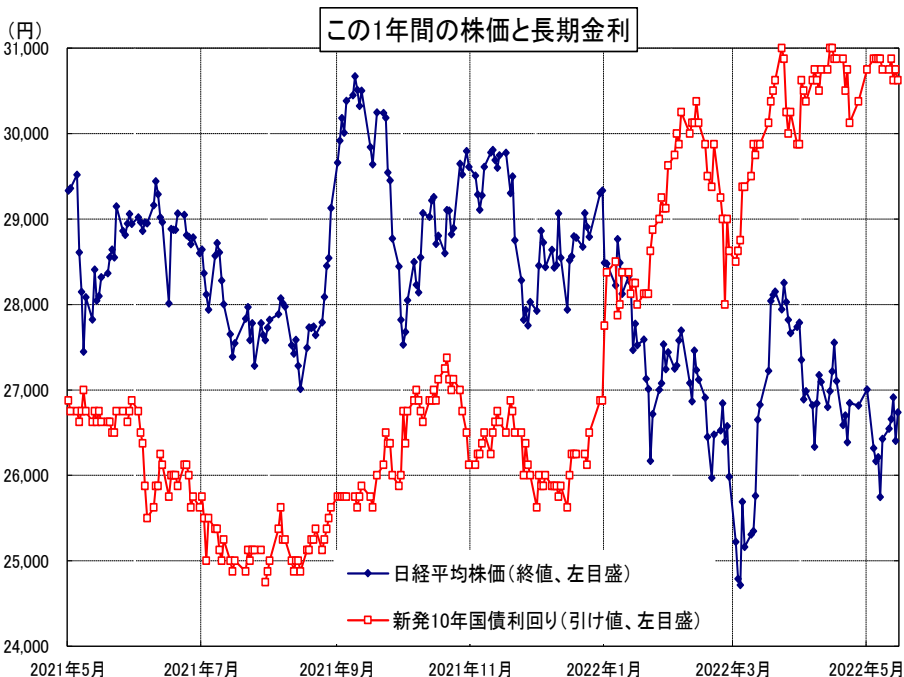
	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価 (除く生鮮食品・エネルギー)
2021年度	+2.0~+2.2 <+2.1>	+0.1	-0.8
1月時点の見通し	+2.7~+2.9 <+2.8>	0.0~+0.1 <0.0>	-
2022年度	+2.6~+3.0 <+2.9>	+1.8~+2.0 <+1.9>	+0.8~+1.0 <+0.9>
1月時点の見通し	+3.3~+4.1 <+3.8>	+1.0~+1.2 <+1.1>	-
2023年度	+1.5~+2.1 <+1.9>	+0.9~+1.3 <+1.1>	+1.1~+1.3 <+1.2>
1月時点の見通し	+1.0~+1.4 <+1.1>	+1.0~+1.3 <+1.1>	-
2024年度	+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。

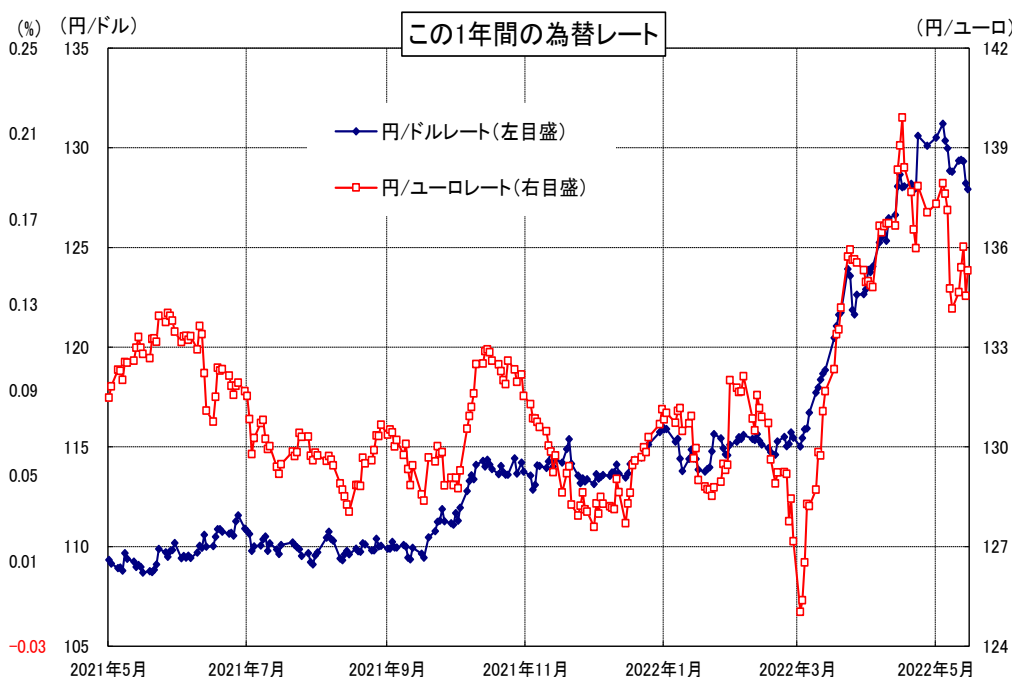
6 金融市場の見通し

市場概況

- 米欧では中銀が掲げる物価目標を上回るインフレが発生、それに対して中銀がコロナ禍で実施してきた大規模な金融緩和から引き締めへに転換する動きも散見されており、過剰流動性に支えられてきた株式市場は調整色を強めている
- また、海外(特に米国)の長期金利が上昇傾向を強める中、国内の長期金利にもそれが波及、10年金利が日銀の誘導目標の上限(0.25%)に迫ったため、日銀は指値オペの連続実施(無制限の国債買入れ)により、0.25%突破を死守する姿勢を明確にした
- 日米金利差の拡大見通しから円安・ドル高が緩やかに進行しているが、資源・エネルギー高との相乗効果により、企業収益の圧迫要因になりかねないとの思惑も浮上、政府・日銀の対応に注目が集まっている
 - ただし、日銀は円安阻止を目的にした政策発動はしない方針を重ねて表明



(資料) Nikkei Financial Quest



(資料) Nikkei Financial Quest

(注) ともに東京市場の17時時点のレート。

- 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%を上回る可能性はほぼ皆無
 - 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
 - インフレ沈静化のための金融政策の正常化加速が景気減速をもたらすとの思惑が株価を抑制
 - 一方、内外経済はコロナ禍からの持ち直しを続けると想定されることから、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
 - 内外金利差がさらに拡大するとの見通しから、為替レートは円安・ドル高気味の展開を予想

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2022年				2023年
		5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.020	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0490	-0.10～0.00	-0.10～0.05	-0.10～0.05	-0.10～0.05
国債利回り	20年債 (%)	0.735	0.50～0.85	0.50～0.85	0.50～0.90	0.55～0.95
	10年債 (%)	0.235	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25
	5年債 (%)	0.010	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.12
為替レート	対ドル	127.9	115～132	115～135	115～135	115～135
	対ユーロ (円/ユーロ)	135.3	125～145	125～148	125～148	125～148
日経平均株価 (円)		26,739	27,000±3,000	27,500±3,000	28,000±3,000	29,000±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5月20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。