

SCB

SHINKIN
CENTRAL
BANK



信金中央金庫

SCB 地域・中小企業研究所

〒103-0028 東京都中央区八重洲 1-3-7
TEL. 03-5202-7671 FAX. 03-3278-7048
URL <https://www.scbri.jp>

経済見通し

No. 2022-5

(2023. 2. 16)

実質成長率は22年度1.3%、23年度1.1%、24年度1.2%と予測

— 景気回復ペースは緩やかながらもコロナ禍の落込みを取り戻す動きが続く —

< 要 旨 >

1. 22年10～12月の実質GDPは前期比0.2%増(年率0.6%増)

個人消費は前期比0.5%増と7～9月の0.03%増から伸びを高めた。全国旅行支援の効果で宿泊旅行が回復したほか、供給制約の緩和を受けて自動車を中心に耐久財の消費が増えた。ただ、世界経済の減速を受けて製造業の景況感が悪化したため、設備投資は前期比0.5%減と3四半期ぶりにマイナスとなった。輸出は前期比1.4%増加した。中国向け輸出は落ち込んだが、水際対策の緩和によるインバウンド需要の回復が寄与した。輸入が減少に転じたこともあり、輸出から輸入を差し引いた純輸出は、年率換算の実質成長率を1.4%ポイント押し上げた。

2. 世界経済の減速が下押し要因となるが、個人消費を支えに景気回復が続く

感染「第8波」の沈静化を受けて外出行動が持ち直しており、サービス消費は回復の勢いを取り戻しつつある。一方、設備投資の減速や輸出の伸び悩みで製造業を中心に企業活動が弱含んでいる。今年1～3月は強弱要因がせめぎ合う格好で、国内景気は方向感を見極めにくい展開が続くとみられる。ただ、米欧に比べてコロナ禍からの回復が遅れている分、日本経済には回復の余地が残されている。世界経済の減速が下押し要因となるものの、日常を取り戻そうとする家計行動が広がることで国内景気は回復の動きを維持すると予想される。

3. 実質成長率は22年度1.3%、23年度1.1%、24年度1.2%と予測

22年度の実質成長率は1.3%と前回予測(1.6%)から下方修正した。新型コロナウイルスの感染再拡大でサービス消費の回復ペースが想定よりも緩慢にとどまっているためである。また、世界経済の減速で輸出が停滞するとの見方を強めたため、23年度の実質成長率も前回の1.2%から1.1%へ下方修正した。今回から予測対象とした24年度の実質成長率は1.2%と予測した。輸出をけん引役に景気回復ペースはやや高まると想定している。

(注)本稿は2023年2月16日時点のデータに基づき記述されている。

(図表1) GDP成長率の推移と予測

(単位: %)

	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	前回(22年12月)	
	〈実績〉	〈実績〉	〈予測〉	〈予測〉	〈予測〉	22年度(予)	23年度(予)
実質GDP	▲4.1	2.6	1.3	1.1	1.2	1.6	1.2
個人消費	▲5.1	1.5	2.5	1.3	1.0	2.7	1.2
住宅投資	▲7.6	▲1.1	▲4.5	1.1	2.0	▲4.3	1.7
設備投資	▲5.7	2.1	2.8	2.1	1.4	3.3	2.6
公共投資	4.9	▲6.4	▲3.9	1.2	▲2.0	▲3.7	0.7
純輸出(寄与度)	(▲0.6)	(0.8)	(▲0.6)	(▲0.2)	(0.3)	(▲0.5)	(▲0.0)
名目GDP	▲3.5	2.4	1.8	2.9	1.8	1.8	2.5

(備考)内閣府「四半期別GDP速報」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

1. 22年10~12月の実質GDPは前期比0.2%増（年率0.6%増）

22年10~12月のGDPは、物価変動の影響を除いた実質で前期比0.2%増、年率に換算すると0.6%増と2四半期ぶりにプラス成長になった。景気の実感に近い名目GDPは前期比1.3%増、年率では5.2%増加した（図表2）。

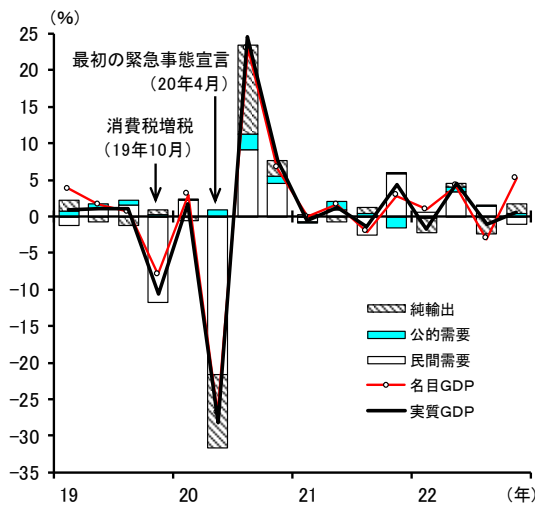
10~12月の実質GDPを需要項目別にみると、GDPの5割強を占める個人消費は前期に比べて0.5%増加した。全国旅行支援の効果で宿泊旅行が回復したほか、供給制約の緩和を受けて自動車など耐久財消費が増えた（図表3）。

住宅投資は前期比0.1%減と6四半期連続のマイナスとなった。アパートなど貸家建設は増加傾向で推移しているが、不動産価格の高騰で家計の住宅取得意欲は低下している。設備投資は前期比0.5%減と3四半期ぶりにマイナスとなった。人手不足対策を目的とした省力化投資やデジタル関連投資は堅調だったが、世界経済の減速を受けて製造業の投資スタンスが慎重化している。原材料在庫の積増しが一服した影響で在庫投資は前期比ベースの成長率を0.5%ポイント押し下げた。

公共投資は3四半期ぶりに減少した。21年度補正予算に計上された「防災・減災、国土強靱化」に関連する工事が一服している。ワクチン接種にかかる経費を含む政府消費は前期比0.3%増加した。

輸出は前期比1.4%増と5四半期連続で増加した。中国向け輸出は大きく落ち込んだが、水際対策の緩和によるインバウンド需要の回復などが寄与した。一方、輸入は0.4%減少した。前期の輸入を押し上げた対外サービスの支払いが一巡したことが主因である。この結果、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度は前期比プラス0.3%ポイント、年率換算の実質成長率を1.4%ポイント押し上げた。

(図表2) GDPの前期比年率と寄与度



(備考) 内閣府「四半期別GDP速報」より作成

(図表3) 個人消費関連指標（前年比増減率）

(単位：%)

	22年				22年											
	1~3月	4~6月	7~9月	10-12月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月			
全世帯実質消費	1.8	0.3	3.6	▲0.5	▲1.7	▲0.5	3.5	3.4	5.1	2.3	1.2	▲1.2	▲1.3			
平均消費性向(勤労者)	64.5	63.6	65.8	63.9	67.5	64.2	59.7	67.3	64.9	65.3	66.4	64.1	61.3			
乗用車販売	▲17.4	▲14.4	2.1	10.7	▲15.3	▲19.0	▲9.6	▲6.9	▲11.2	26.4	28.3	5.6	1.5			
(普通+小型乗用車)	▲14.8	▲15.9	▲1.0	5.5	▲16.0	▲17.8	▲14.3	▲12.2	▲12.1	24.7	23.6	2.2	▲5.5			
(軽乗用車)	▲21.9	▲11.7	8.3	20.8	▲14.1	▲21.1	▲0.1	4.8	▲9.4	29.9	37.2	11.9	16.5			
百貨店販売額	6.2	25.8	17.2	6.0	18.6	56.0	11.6	9.4	25.4	19.9	11.2	4.3	4.0			
スーパー販売額	▲0.1	▲1.4	▲0.5	2.3	▲0.3	▲1.9	▲2.1	0.5	▲1.4	▲0.5	1.6	1.6	3.5			
商業動態・小売業	0.3	2.8	3.7	3.6	3.1	3.7	1.5	2.4	4.1	4.8	4.4	2.5	3.8			
(衣類・身の回り品)	▲2.4	6.9	2.0	▲1.3	9.7	12.9	▲1.5	1.1	7.8	▲2.3	4.6	▲8.8	0.8			
(飲料・食料品)	▲0.4	▲0.2	0.1	2.1	0.5	▲0.1	▲1.2	0.5	▲0.1	▲0.1	1.4	1.6	3.2			
(自動車)	▲12.2	▲8.8	0.7	5.9	▲7.5	▲11.1	▲8.1	▲2.3	▲6.3	10.2	12.2	6.1	0.5			
(家庭用機械)	▲5.1	▲0.5	▲3.1	▲2.6	0.8	▲2.7	0.4	▲5.5	▲6.3	3.0	▲1.0	▲2.9	▲3.7			
(燃料)	19.6	13.5	8.7	0.8	13.8	15.2	11.8	7.9	10.8	7.5	1.6	▲2.6	3.0			
外食産業売上高	-	-	-	-	13.5	20.4	19.9	14.5	18.0	19.7	14.8	8.9	8.6			

(備考) 1. 平均消費性向は季節調整済みの実数。百貨店、スーパーは既存店。外食産業売上高は全店ベース

2. 総務省「家計調査」、経済産業省「商業動態統計」などより作成

2. 世界経済の減速が下押し要因となるが、個人消費を支えに景気回復が続く

(1) 感染一服で個人消費は回復の勢いを取り戻す見込み

22年10～12月の実質GDPは前期比年率0.6%増とプラスに転じたものの、マイナス成長だった7～9月期からの反動を考慮すると力不足感は否めない。7～9月のGDP 2次速報値が公表された昨年12月の段階では、10～12月の実質成長率は前期比年率3.8%と予測していたが、その予測値には届かなかった。昨年11月頃から新型コロナウイルスの感染が再拡大した影響で個人消費が当初の想定ほど伸びなかったためである。足元では感染「第8波」の沈静化を受けて外出行動は持ち直しており、サービス消費は回復の勢いを取り戻しつつあるが、一方で設備投資の減速や輸出の伸び悩みで製造業を中心に企業活動が弱含んでいる。今年1～3月は強弱要因がせめぎ合う格好となり、国内景気は方向感を見極めにくい展開が続くとみられる。

新型コロナウイルスの感染は22年11月中旬から再拡大した。12月には1日当たりの新規感染者数が10万人を超える日が続き、年明け直後には25万人近くまで急増するなど感染「第8波」に見舞われた。昨年夏の感染拡大局面と同様に重症者数が抑制されるなど医療提供体制へのひっ迫の度合いは限定的だったが、感染拡大への警戒感は再び高まった。内閣府「V-RESAS」の人流データによると、22年12月第4週の移動人口

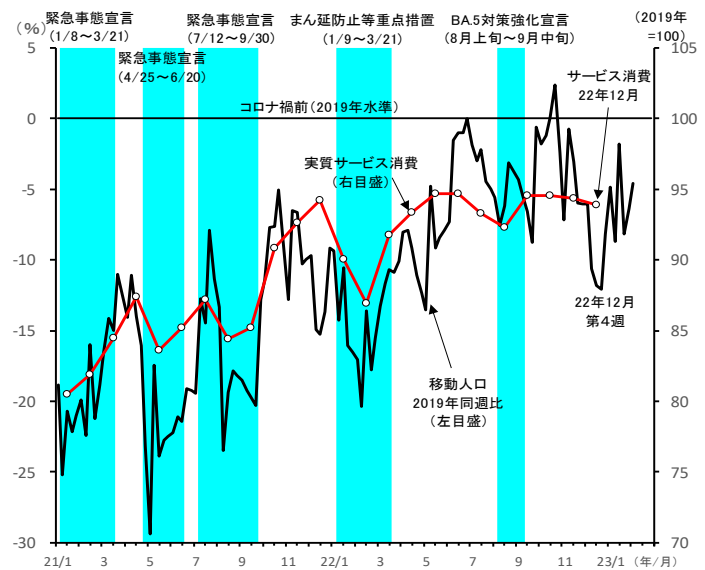
(推定居住地が市区町村外の者の人口)は、コロナ前の19年同週比で12%減と外出行動を控える傾向が強まった(図表4)。

外出行動の慎重化でサービス消費も伸び悩んだ。全国旅行支援の効果で宿泊旅行は底堅い動きを維持したが、年末にかけて飲食や一部の娯楽業の回復にブレーキがかかった。日本銀行が算出している実質サービス消費指数をみても、昨夏の「第7波」が収束した9月に水準を切り上げた後は横ばい圏の動きにとどまるなど足踏み状態にある。

もっとも、足元では感染が沈静化しており、人流も回復傾向にある。今年1月後半の寒波と大雪の影響で人流の回復には弾みが付かないが、気温が上昇する3月頃から人々の外出行動は回復してくるとみられる。

ゴールデン・ウィーク明けの5月8日には、新型コロナウイルスの感染症法上の分類が季節性インフルエンザと同等の「5類」に変更される。マスク着用が個人の判断に委ねられるほか、原則7日間となっている感染時の待機期間が撤廃される。「5類」に変更されることで感染への警戒感が大きく後退すると考えられる。イベントの収容規制の緩和は今年1月27日から先行実施されるなど、3年に及んだコロナ対策は感染防止から

(図表4) 移動人口の動向(2019年同週比)と
実質サービス消費の推移



(備考) 1. 実質サービス消費は2019年平均を100とした
2. 内閣府「V-RESAS」、日本銀行資料より作成

経済活動の正常化にシフトし始めている。

感染症法上の分類が「5類」に変更されるとはいえ、新型コロナウイルスの感染が完全に収束するわけではない。今後もインフルエンザと同様に流行と沈静化を繰り返す可能性が高く、感染拡大局面では個人消費の勢いが鈍るとみられる。ただ、感染への警戒感が薄れていくことで、家計の消費行動は振幅を伴いつつも正常化に向かうと想定している。23年度は、日常を取り戻そうとする家計行動が広がることで個人消費は徐々に水準を切り上げていくと予測している。

（2）世界経済の減速が輸出の下押し要因に

一方、世界経済の減速が日本経済の回復に向けたリスク要因となる。すでに、製造業は全世界的に減速局面にあり、実質ベースでみた日本の輸出は足踏み状態にある。特に資本財の輸出は世界経済の減速を反映して、22年秋頃から弱い動きに転じている（図表5）。半導体サイクルも調整局面に入っており、電子部品・デバイスの生産や輸出も振るわない状態が続いている。

今後、世界経済が深刻な不況期に入る可能性は低いとみているが、主要国・地域の中央銀行による利上げの影響で欧米経済は減速傾向で推移する可能性が高く、機械類や電子部品の輸出は弱い動きが続くとみられる。

ただ、中国政府はゼロコロナ政策を解除し、経済活動の回復を優先する姿勢に転換している。米中対立の激化やサプライチェーンの再構築に伴う脱中国の動きなどが不安要素ではあるが、中国経済が回復に向かうことで、日本経済にもその恩恵が波及してくると予想される。

車載用の半導体不足も徐々にではあるが解消に向かっている。依然として十分な在庫を確保できない状況ではあるが、国内外で日本車への需要は根強く、車載用半導体の供給制約が緩和するにつれて、自動車の挽回生産の動きも広がってこよう。23年度は機械類や電子部品の輸出停滞が見込まれるものの、自動車輸出の持直しが輸出全体を下支えすると予想している。

（3）製造業の投資意欲は慎重化しているが設備投資は中期的に増勢を維持

世界経済の減速の影響は国内企業の設備投資にもマイナスに作用する。特に輸出の減速を受けた生産調整で製造業の投資スタンスが慎重化している。設備投資の先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）の動きをみると、22年10～12月は前期比5.0%減と2四半期連続のマイナスとなった。業種別では非製造業が前期比4.7%増とプラスに転じる一方、製造業は14.0%減と2四半期連続で減少している（図表6）。輸出が減

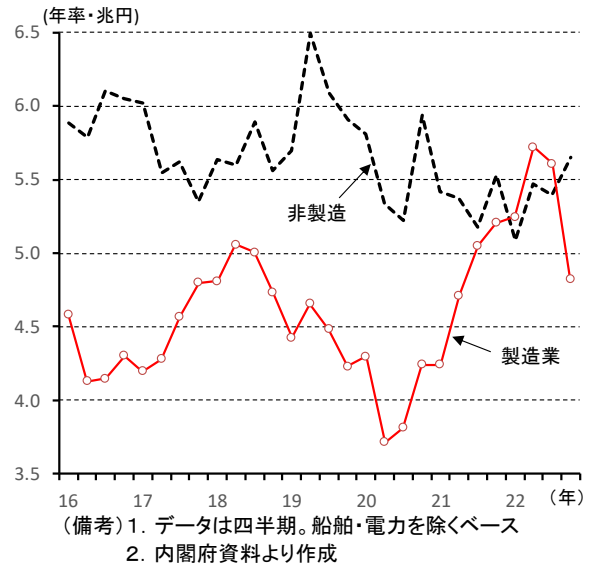
（図表5）月次の実質輸出指数の推移



速している一般機械や電気機械を中心に投資計画を先送りする動きがみられる。サービス消費の回復を受けて非製造業の投資意欲が上向いていることから設備投資が大きく落ち込むリスクは小さいが、当面の設備投資は力強さを欠いた動きになると予想される。

もともと企業の投資スタンスが極端に委縮しているわけではない。22年12月14日に公表された日銀短観によると、22年度の設備投資計画は前年度比15.1%増と依然として高い伸びが見込まれている。計画の一部は23年度に先送りされる公算が高まったが、設備投資は中期的に増勢を維持すると考えられる。コロナ禍で表面化した供給制約リスクや、米中対立を受けた地政学リスクが意識されるなか、企業はサプライチェーンの再構築を進め始めており、その選択肢として国内投資を拡充しようとする動きが原動力となろう。また、循環的な景気変動に左右されにくいグリーン（GX）とデジタル（DX）に関連した投資需要も下支えになるとみられる。

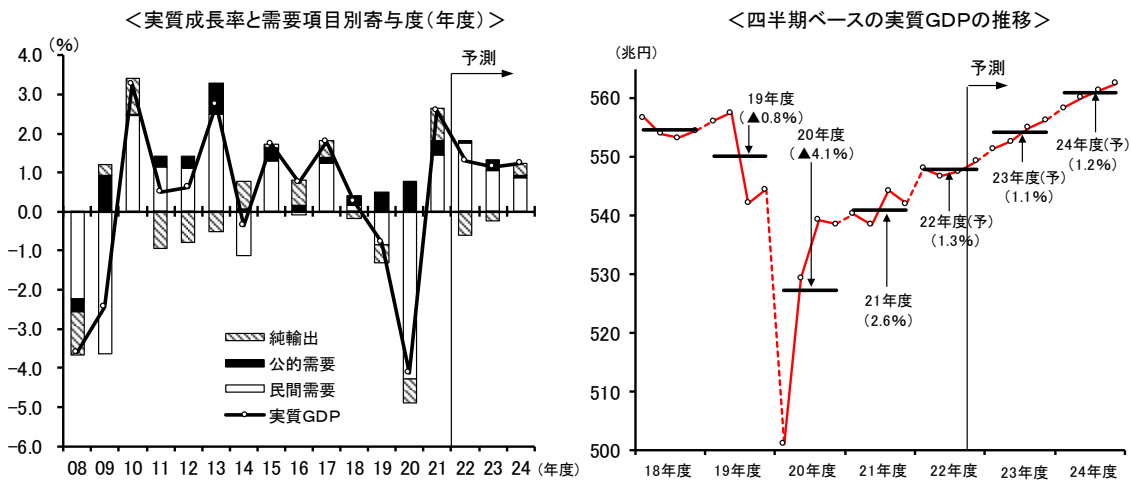
(図表6)業種別機械受注の推移(年率換算)



3. 実質成長率は22年度1.3%、23年度1.1%、24年度1.2%と予測

22年度の実質成長率は1.3%と前回予測(1.6%)から下方修正した。新型コロナウイルスの感染再拡大でサービス消費の回復ペースが想定よりも緩慢にとどまっているためである。また、世界経済の減速で輸出が停滞するとの見方を強めたため、23年度の実質成長率も前回の1.2%から1.1%へ下方修正した。今回から予測対象とした24年度の実質成長率は1.2%と予測した。国内需要は巡航速度の回復ペースに鈍化するが、輸出をけん引役に経済成長ペースがやや高まると想定している(図表7)。

(図表7) 実質GDP成長率の推移と予測



22年度も新型コロナウイルスの感染が個人消費の下押し要因となっているが、感染防止策の経験値が積み上がってきたことやワクチン接種が進展したことなどから、20～21年度に比べると消費行動への悪影響は小さくなった。年度下期は全国旅行支援の効果で宿泊旅行が回復し、レジャーなどの娯楽関連の消費も底堅く推移しよう。22年度全体の個人消費は前年比2.5%増と持ち直す見込みである。設備投資は年度下期に弱い動きとなるが、22年度全体では前年比2.8%増と2年連続の増加を見込んでいる。昨年夏頃からの世界経済の減速で輸出が伸び悩んでいるため、純輸出の寄与度はマイナス0.6%ポイントと成長率を押し下げる要因になる。四半期ベースの実質GDP成長率は、7～9月（前期比年率マイナス1.0%）を除いてプラス成長になると予測しているが、GDPの水準は年度最終四半期（23年1～3月）においてもコロナ前の19年（暦年）平均には届かないとみられる。

23年度も新型コロナの感染一服と再拡大が繰り返される可能性があるが、感染症法上の分類が「5類」に変更されることで人々の感染への警戒感は後退しよう。23年度の個人消費は前年比1.3%増と22年度の伸びは下回るが、コロナ禍前の水準近くまで回復すると予測している。

設備投資は製造業を中心に当面、抑制的な動きが続くとみられるが、コロナ禍で必要な投資を先送りしてきたこともあって、計画の見直しは一部に限られよう。循環的な景気変動に左右されにくいグリーン（GX）とデジタル（DX）に関連した投資需要は底堅く、23年度全体の設備投資は前年比2.1%増と3年連続の増加を見込んでいる。

一方、世界経済の減速や半導体サイクルの調整を受けて輸出が伸び悩むとみられ、外需は景気を下押しする要因となる。機械類や基礎素材、電子部品の輸出が停滞しよう。ただ、自動車は世界的にバックオーダー（注文残数）が積み上がっており、生産体制が整うにつれて、輸出も通常のレベルまで回復すると予想している。また、世界的な行動規制の緩和を受けてインバウンド需要が持直しに向かうことも外需のプラス要因になる。輸出から輸入を差し引いた純輸出は引き続き成長率の押下げ要因となるが、マイナス寄与度は0.2%ポイントに縮小しよう。なお、実質GDPが、コロナ禍前の平均的な経済活動レベルと考えられる19年（暦年）の水準を上回るのは23年7～9月と予測した。

24年度には正常な経済活動を取り戻し、個人消費はコロナ禍前の水準を明確に上回ると予測している。世界経済が持直しに向かうことで輸出が回復し、輸入を差し引いた純輸出の寄与度はプラスに転じると予想される。コロナ禍の落込みに伴う反動増が一巡するため、各需要項目とも伸び率は鈍化しようが、実感を伴った景気回復局面を迎えると想定している。

<海外経済>

<米国>…22年10～12月の実質GDP（事前推定値）は前期比年率2.9%増と2四半期連続のプラス成長となった。金利上昇の影響で住宅投資が前期比年率26.7%減と大きく落ち込んだが、個人消費は2.1%増と底堅く推移した。ただ、長引く物価高を受けて個人消費の勢いは鈍っている。月次ベースの実質個人消費は22年11月が前月比0.2%減、12月が0.3%減と2か月連続で前月の水準を下回った。また、足元では世界経済の減速

を背景に輸出が伸び悩んでいるほか生産活動も停滞しており、23年1～3月の実質成長率は大きくスローダウンする公算が大きい。一方、雇用環境は良好な状態を維持しており、賃金の増加も続いている。昨年6月に1ガロン5ドルに達したガソリン価格は足元で3.0～3.5ドルまで下落している。個人消費が大きく下振れする可能性は小さく、仮に景気後退局面に突入したとしても軽微な調整にとどまろう。政策金利の引上げの影響が顕在化する23年の実質成長率は0.6%に減速するものの、24年には1.3%と回復ペースをやや高めると予測した。

<欧州>…22年10～12月のユーロ圏の実質GDPは前期比0.1%増、年率では0.5%増加した。プラス成長は7四半期連続となるが、22年4～6月は年率3.5%増、7～9月は同1.2%増と成長ペースは徐々に鈍化してきている。国別ではフランスが前期比0.1%増、スペインが0.2%増とプラス成長を維持したものの、ユーロ圏最大の経済規模を持つドイツが0.2%減、イタリアが0.1%減とマイナス成長になった。世界的な製造業の減速がドイツ経済の下押し要因となっている。もっとも、記録的な暖冬の影響でエネルギー価格が大きく下落しており、物価上昇率の鈍化を受けて家計の購買力の低下に歯止めがかかっている。新型コロナ対策の行動規制は世界的に緩和の方向にあり、観光産業の回復も欧州経済の下支えとなっている。物価の高騰と金融引締めの効果でユーロ圏経済は当面も低空飛行が続くものの、深刻な景気後退は回避されると見込んだ。23年のユーロ圏の実質成長率は0.3%に減速するが、24年には1.5%に持ち直すと予測した。

<中国>…22年10～12月の中国の実質GDPは前年比2.9%増と7～9月の3.9%増から減速した。先進国で一般的に用いられる前期比ベースではゼロ成長にとどまった。ゼロコロナ政策に伴う一部都市のロックダウン（都市封鎖）で経済活動が停滞したためである。また、半導体サイクルが調整局面に入ったことで、工業生産や輸出が低調だった。ただ、ゼロコロナ政策は昨年12月7日から緩和されており、経済活動は徐々に正常化に向かっている。世界的なパソコンやスマートホンの需要一巡で中国の生産活動は当面も弱い動きが続くとみられるが、年央にかけてゼロコロナ政策で落ち込んだ反動が顕在化してくると予想される。ただ、米中対立の激化を受けて米国政府は先端技術分野を中心に制限措置を発動しているほか、サプライチェーンの再構築に伴う脱中国の動きなどもあり、先行きは楽観視できない。ゼロコロナ政策の反動で23年の実質成長率は5.1%に高まるものの、反動が一巡した後は成長ペースが鈍化してくると予想される。

4. 23年度も高めの物価上昇が続く見通し

(1) インフレ加速の要因は食料とエネルギーの高騰

22年12月のコア消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比上昇率は4.0%に達した。消費税導入・増税時を上回り、81年12月（4.0%上昇）以来、41年ぶりの高い上昇率を記録した（図表8）。

物価上昇率の加速が続いている要因の一つがエネルギー価格の高騰である。ガソリンや電気・ガスなどエネルギー品目の物価上昇によって、12月のコア消費者物価の伸びは

1.3%ポイント押し上げられている。もう一つの要因が食料品の値上がりである。小麦など輸入原材料の価格高騰を受けて食料品全般に値上げの波が広がっており、12月の生鮮食品を除く食料（外食を含む）の押し上げ寄与は1.7%ポイントまで拡大している。食料とエネルギーの値上がりだけで12月のコア消費者物価の上昇率は3.0%ポイント押し上げられたことになる。

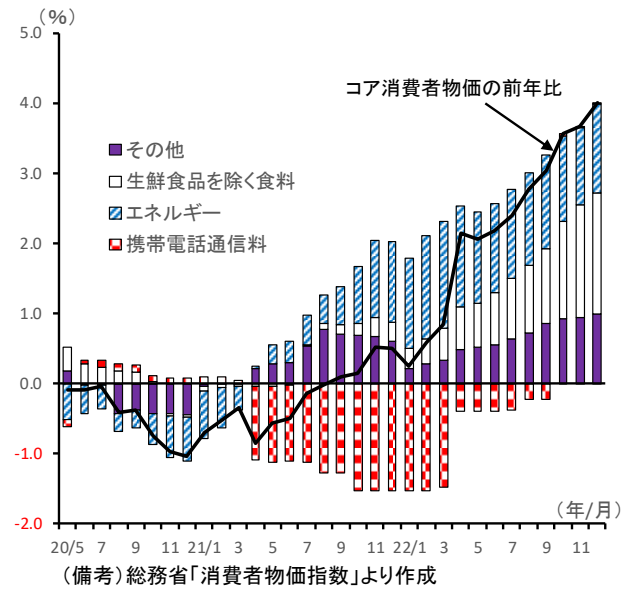
一方、米国で重視されている「食料・エネルギーを除く総合指数（米国式コアCPI）」の12月の前年比上昇率は1.6%と緩やかな上昇にとどまっている。日用品や衣料品、家電など耐久財にも値上げの動きがみられるものの、米国のように賃金の上昇を伴ってインフレ圧力が高まっているわけではない。

とはいえ、原材料・燃料費の高騰や人件費の上昇などで食料、エネルギー以外の品目でも価格の引上げを表明する企業は少なくない。原材料価格の値上がりを段階的に転嫁していく動きもある。先行して公表された東京都区部の23年1月の米国式コアCPIは前年比1.7%の上昇と22年12月の1.3%から加速しており、全国ベースの伸びもこの先もう一段高まってくると予想される。

こうした物価の高騰に対して、政府は物価高対策を盛り込んだ総合経済対策を打ち出した。具体的には、石油元売り会社への補助金継続と電気・ガス料金の支援で、家計の負担増を軽減する措置である。23年1月から補助が開始され、この効果でインフレ率は1.2ポイント程度押し下げられる。電気料金の値下げが消費者物価指数に反映される23年2月にはコア消費者物価上昇率は3%程度まで押し下げられよう。22年度全体のコア消費者物価の前年比上昇率は3.0%と予測している。

ただ、電力料金を算定する燃料費調整が上限に達していることから大手電力10社中、中部、関西、九州を除く7社が規制料金の値上げを申請している。23年4月から6月にかけて適用を目指しており、今年夏前には電力料金が大幅に引き上げられる見通しである。政府による物価高対策は、この値上げに先んじて講じられるとはいえ、23年度入り後は、政府による支援策が相殺される格好になり、コア消費者物価の上昇率は再び加速すると予想される。一方、23年度は世界経済の減速を受けて原油価格が前年水準を下回ると想定している。電力の規制料金の引上げを見込むものの、年度平均でみたエネルギー価格の押し上げ寄与度は縮小しよう。黒田日銀総裁が指摘しているとおおり、賃金引上げが広がりやを欠くなかで全体の物価が持続的に上昇していく可能性は低い。23年度のコア消費者物価上昇率は1.9%へ鈍化し、食料品の値上げが一服する24年度の上昇率は1.0%へ鈍化すると予測している。

(図表8)コア消費者物価の前年比上昇率と主な品目の寄与度



（２）今年半ば頃までにさらなる政策修正が決定される見通し

日銀は22年12月17～18日の金融政策決定会合で、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール=YCC）の運用における長期金利の変動幅を従来の±0.25%程度から±0.5%程度に拡大するとともに、国債買入れ額を増額した（月間7.3兆円から9兆円程度）。また、10年物国債は0.5%の利回りでの指値オペを毎営業日行い、各年限において買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施することとした。なお、マイナス金利政策（短期政策金利の▲0.1%適用）や長期金利をゼロ%程度に誘導するといった金融市場調節方針は据え置かれている。

22年12月の政策修正は、債券市場におけるイールドカーブの歪みなどの市場機能の低下が、企業の起債等の金融環境に悪影響を及ぼす恐れがあり、市場機能の改善やより円滑なイールドカーブ全体の形成を促すための措置である。

続く23年1月17～18日の会合では、投機筋の国債売りに対抗するため、「共通担保資金供給オペ」の拡充が決定された。金融機関に低利で資金を供給し、国債購入を促す異例の措置である。ただ、金利先高観が燦るなかでは追加的な資金供給の効果は限定的でイールドカーブの歪みは解消されていない。

こうしたなか、今年4月8日に任期満了を迎える黒田日銀総裁の後任として、元日銀審議委員（98～05年）の植田和男氏が起用される予定である。同氏は99年のゼロ金利政策の導入を理論的側面から支え、00年8月の金融政策決定会合では「ゼロ金利政策の解除」に反対票を投じた人物である。就任報道後の記者団の取材では、「現状では金融緩和の継続が必要」と述べるなど日銀の緩和政策を支持するスタンスを表明している。

ただ、日銀による大量の国債購入で債券市場の機能が低下するなどYCC政策の副作用は深刻化しており、新体制への移行後にはなんらかの追加的措置が打ち出される可能性が高い。日本経済研究センターのESPフォーキャスト調査によると、回答があったエコノミスト35人のうち22人が今年7月までになんらかの政策修正が決まると想定している。具体策としては、長期金利誘導目標の変動幅拡大が最多だが、誘導目標の対象年限短期化や撤廃、マイナス金利の解除なども挙げられている。

足元の物価上昇要因はあくまでもコストプッシュによるものであり、2%の物価安定の目標が達成できたわけではないが、少なくともデフレ状況からは脱却している。金融政策の持続性という観点からも異次元緩和を修正する時期を迎えている。一方、世界経済の先行き不透明感が強まっていることもあり、緩和政策を大きく転換するリスクも小さくない。当研究所では、YCCを維持しつつ、変動幅の拡大や対象年限の短期化などでイールドカーブの歪みを修正していくような政策修正を想定している。

以上
(角田 匠)

本レポートは、情報提供のみを目的とした標記時点における当研究所の意見です。投資等に関する最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また当研究所が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されていますが、その情報の正確性および完全性について当研究所が保証するものではありません。加えて、この資料に記載された当研究所の意見ならびに予測は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。

＜22年度、23年度、24年度の日本経済予測（前年度比）＞

（単位：％、10億円）

	20年度 ＜実績＞	21年度 ＜実績＞	22年度 ＜予測＞	23年度 ＜予測＞	24年度 ＜予測＞
名目GDP	▲3.5	2.4	1.8	2.9	1.8
実質GDP	▲4.1	2.6	1.3	1.1	1.2
国内需要	▲3.5	1.8	1.8	1.3	0.9
民間部門	▲5.7	1.9	2.4	1.4	1.1
民間最終消費支出	▲5.1	1.5	2.5	1.3	1.0
民間住宅投資	▲7.6	▲1.1	▲4.5	1.1	2.0
民間企業設備	▲5.7	2.1	2.8	2.1	1.4
民間在庫品増加	▲763	1,178	1,933	1,456	1,483
政府部門	3.1	1.3	0.3	1.0	0.3
政府最終消費支出	2.7	3.4	1.3	0.9	0.8
公的固定資本形成	4.9	▲6.4	▲3.9	1.2	▲2.0
財・サービスの純輸出	▲4,114	442	▲2,264	▲3,023	▲1,338
財・サービスの輸出	▲10.0	12.3	5.0	1.5	2.8
財・サービスの輸入	▲6.3	7.0	7.7	2.1	1.2

（備考）内閣府資料より作成。在庫投資、財貨・サービスの純輸出は実額。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜実質成長率の需要項目別寄与度＞

（単位：％）

	20年度 ＜実績＞	21年度 ＜実績＞	22年度 ＜予測＞	23年度 ＜予測＞	24年度 ＜予測＞
実質GDP	▲4.1	2.6	1.3	1.1	1.2
国内需要	▲3.5	1.8	1.9	1.3	0.9
民間部門	▲4.3	1.4	1.8	1.1	0.8
民間最終消費支出	▲2.8	0.8	1.3	0.7	0.5
民間住宅投資	▲0.3	▲0.0	▲0.2	0.0	0.1
民間企業設備	▲0.9	0.3	0.5	0.4	0.2
民間在庫品増加	▲0.3	0.4	0.1	▲0.1	0.0
政府部門	0.8	0.4	0.1	0.3	0.1
政府最終消費支出	0.5	0.7	0.3	0.2	0.2
公的固定資本形成	0.3	▲0.4	▲0.2	0.1	▲0.1
財・サービスの純輸出	▲0.6	0.8	▲0.6	▲0.2	0.3
財・サービスの輸出	▲1.7	2.0	1.0	0.3	0.6
財・サービスの輸入	1.1	▲1.2	▲1.5	▲0.6	▲0.3

（備考）内閣府資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

＜前提条件＞

	20年度 ＜実績＞	21年度 ＜実績＞	22年度 ＜予測＞	23年度 ＜予測＞	24年度 ＜予測＞
為替レート(円/ドル)	106.1	112.4	135.0	128.0	123.0
原油価格(入着価格、ドル/バレル)	43.3	77.4	102.5	81.0	84.0
(前年比、％)	▲36.2	78.9	32.4	▲21.0	3.7

（備考）日本銀行資料などより作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

<主要経済指標の推移と予測>

	20年度 <実績>	21年度 <実績>	22年度 <予測>	23年度 <予測>	24年度 <予測>
鉱工業生産指数 (前年比、%)	90.3 ▲9.6	95.5 5.8	95.4 ▲0.1	97.1 1.8	100.8 3.8
第3次産業活動指数 (前年比、%)	95.3 ▲6.8	97.5 2.3	99.6 2.2	100.7 1.1	101.5 0.8
完全失業率(季調済、%)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.3
国内企業物価(前年比、%)	▲1.4	7.1	9.3	1.3	1.9
コア消費者物価(前年比、%)	▲0.4	0.1	3.0	1.9	1.0
消費増税の影響を 除く前年比、%	▲0.9	—	—	—	—

(備考) 経済産業省、総務省資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

<経常収支>

(単位：億円、%)

	19年度 <実績>	20年度 <実績>	21年度 <実績>	22年度 <予測>	23年度 <予測>	24年度 <予測>
経常収支	186,286	167,492	202,747	97,372	125,424	147,223
前年差	▲7,551	▲18,794	35,255	▲105,375	28,052	21,798
名目GDP比(%)	3.3	3.1	3.7	1.7	2.2	2.5
貿易・サービス収支	▲13,548	2,364	▲64,620	▲237,720	▲217,503	▲203,897
前年差	▲7,034	15,913	▲66,985	▲173,099	20,216	13,607
貿易収支	3,753	37,770	▲16,187	▲173,743	▲150,618	▲141,175
前年差	▲1,905	34,017	▲53,958	▲157,555	23,124	9,443
サービス収支	▲17,302	▲35,406	▲48,433	▲63,977	▲66,885	▲62,721
前年差	▲5,130	▲18,104	▲13,027	▲15,544	▲2,908	4,164
第1次所得収支	214,651	193,071	292,304	359,716	366,048	369,451
前年差	▲3,052	▲21,580	99,233	67,412	6,322	3,413
第2次所得収支	▲14,817	▲27,943	▲24,936	▲24,624	▲23,110	▲18,331
前年差	2,536	▲13,126	3,007	312	1,514	4,779

(備考) 日本銀行「国際収支統計」より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所

<主要国の実質成長率の推移と予測>

(単位：前年比、%)

国名	19年	20年	21年	22年	23年(予)	24年(予)
米 国	2.3	▲2.8	5.9	2.1	0.6	1.3
ユ ー ロ 圏	1.6	▲6.1	5.3	3.5	0.3	1.5
ドイツ	1.1	▲3.7	2.6	1.9	▲0.2	1.3
フランス	1.8	▲7.9	6.8	2.6	0.3	1.2
イギリス	1.6	▲11.0	7.6	4.0	▲0.5	1.0
中 国	6.0	2.2	8.4	3.0	5.1	4.5

(注) 各国資料より作成。予測は信金中金 地域・中小企業研究所