

はまぎん

金融・経済レポート

目次

景気動向	日本経済 ● 2023年度の景気予測…………… 2
	米国経済 ● 景気が減速する中で、F R Bは12月に利上げ幅を縮小…………… 8
	【トピック】知財投資などに支えられて23年も設備投資は底堅く推移…………… 9
	ユーロ圏経済 ● E C Bは12月に利上げ幅を0.75%から0.5%に縮小…………… 10
	中国経済 ● コロナの感染急拡大を背景に、景気は足元で大幅に悪化…………… 12
	【トピック】習体制はゼロコロナからウィズコロナへと政策を転換…………… 13
金融情勢	◆ 為替レート ……………… 14
	23年1～3月期の対ドル円レートは円弱含みでのみみ合いを見込む。F R Bの利上げが続く中、米長期金利が緩やかに上昇し、それに合わせて円安・ドル高が徐々に進むと予想される。ただ、F R Bの利上げは春ごろに打ち止めになると見込まれることから、4～6月期以降は円高・ドル安基調に転じる可能性が大きい。
	◆ 国内金利 ……………… 16
	日銀は22年12月の金融政策決定会合で許容する長期金利の上限を0.5%に引き上げた。これを受けて10年国債流通利回りは1月6日に0.5%に達したが、イールドカーブがゆがんだ状況は解消していない。先行きイールドカーブのゆがみが鮮明となり、10年国債の取引に支障が生じるような場合には、日銀が追加の政策変更を迫られるとの思惑が強まろう。
	◆ 株 価 ……………… 17
	日本株はもみ合いを見込む。今後も米国株の動きに左右されやすい状況が続くものの、国内では新型コロナの影響が弱まり、経済活動の正常化が進むと期待されることが、株式相場の支援材料になると見込まれる。
	◆ 金融マーケットの推移 ……………… 18
金融市場データ	…………… 20



日本経済：2023年度の景気予測
 —海外経済の減速などで23年度は成長率が一段と低下—

要 約

1. 2022年7～9月期の実質GDP（国内総生産）は前期比-0.2%と再びマイナス成長になった。ただし、これはGDPの計算上の控除項目である輸入が一時的に大きく増加したことが原因で、景気の実勢としては緩やかな回復が続いたと判断される。続く秋以降も、日本経済は回復の動きが続いた。コロナの影響が弱まり経済活動が正常化に向かう中で、10月にスタートした「全国旅行支援」も追い風となり個人消費が増加した。一方、企業部門では、対中輸出の減少などにより輸出の増勢が鈍化し、生産も鈍い動きになった。
2. 日本経済の見通しの前提となる2023年の海外経済の動向を展望すると、米国経済はインフレやFRBの大幅利上げの影響で23年前半に景気が後退局面入りすると予想される。また、欧州経済はウクライナ危機に伴うエネルギー価格の高止まりやECBの大幅利上げにより、23年を通じて低迷が見込まれる。一方、中国経済はゼロコロナ政策の緩和措置や不動産会社への支援強化などの効果により23年後半には景気が次第に持ち直してくるようになる。
3. 2023年度の日本経済は年度前半には低成長となり、後半には成長率がやや上向くと見込んだ。個人消費は実質所得が弱い動きになることから年度を通じて小幅な増加にとどまるだろう。輸出については、欧米経済の停滞色が強まる年度前半には弱含み、年度後半には中国経済が次第に持ち直してくることなどから上向くと予想される。設備投資は企業業績が弱含むことなどから年度前半は小幅な伸びとなり、年度後半には輸出の回復期待などから増勢が次第に強まってくると見込まれる。2023年度の実質GDP成長率は+1.0%へと低下すると予測した。

7～9月期は特殊要因でマイナス成長

2022年7～9月期の実質GDP（国内総生産、2次速報値）は前期比-0.2%と、再びマイナス成長になった（図表1）。

内訳をみると、GDPの計算上の控除項目である輸入が一時的に大きく増加したことが成長率を押し下げた。また、夏場に新型コロナウイルス（以下、コロナ）の感染者数が急増したことに加えて、輸入物価上昇の影響で電気・ガスや食料品などに値上げの動きが広がり、個人消費の増勢が弱まった。もっとも、中国上海の都市封鎖解除などを受けて輸出の増勢

図表1 輸出や設備投資の増加が続く

	2022年 (季節調整済、前期比、%)			
	2021年 10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期
実質GDP	1.2	-0.5	1.1	-0.2
個人消費	3.2	-1.0	1.7	0.1
住宅投資	-1.3	-1.7	-1.9	-0.5
設備投資	0.7	-0.4	2.0	1.5
政府消費	-1.1	0.5	0.7	0.1
公共投資	-3.6	-3.1	0.7	0.9
輸 出	0.6	1.2	1.5	2.1
輸 入	0.3	3.7	1.0	5.2
内需寄与度	1.2	0.0	1.0	0.4
民間需要	1.6	0.1	0.8	0.4
うち在庫	-0.2	0.8	-0.3	0.1
公的需要	-0.4	-0.1	0.2	0.0
外需寄与度	0.0	-0.5	0.1	-0.6
名目GDP	0.9	0.2	1.0	-0.7

注：網掛けは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。
 出所：内閣府「四半期別GDP速報」

が強まり、設備投資も増加が続いた。7～9月期の景気の実勢としては、企業部門のけん引により緩やかな回復が続いたと判断される。

昨秋以降は個人消費が景気をけん引

昨年秋以降も日本経済は回復の動きが続いている。ただし、コロナの影響が弱まり家計部門の景気けん引力が強まる一方、海外経済減速の影響で企業部門のけん引が鈍りつつある様子がうかがえる。

家計部門をみると、10月の消費活動指数（実質）は前月比+2.2%と、2か月連続で上昇した（図表2）。コロナの影響が弱まり、経済活動が正常化に向かう中で、10月には「全国旅行支援」がスタートし、旅行や飲食などのサービス消費を中心に個人消費の増勢が強まった。ただし、食料品などの値上げの動きが一段と広がったことから、消費者物価の上昇幅は年末にかけて拡大した。物価の上昇により消費者の節約意識が高まったため、財も含めた個人消費全体の増加は一定程度、抑制されたとみられる。

一方、企業部門では、輸出の増勢が鈍

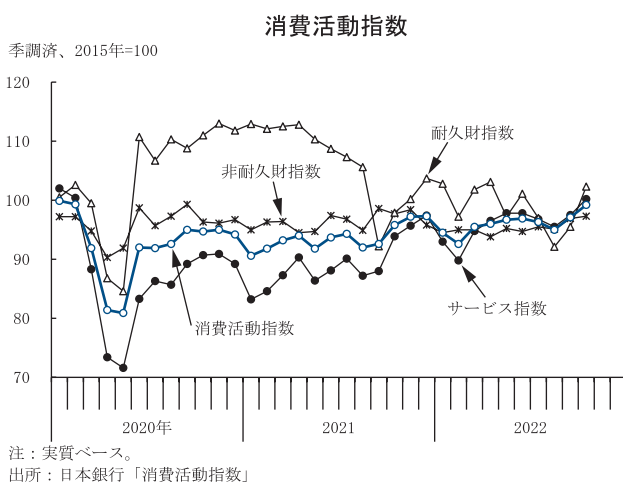
化している。11月の実質輸出は、対中輸出の減少などにより前月比横ばいとなった（図表3）。足元では、中国におけるコロナの感染急拡大の影響により中国向けを中心に輸出の増勢は一段と弱まっているとみられる。また、輸出の減速の影響などで11月の生産指数は同-0.1%と3か月連続で低下した。海外経済の先行き不透明感が強まる中で、生産用機械などが減産基調に転じている。

12月には日本銀行が金融政策を修正

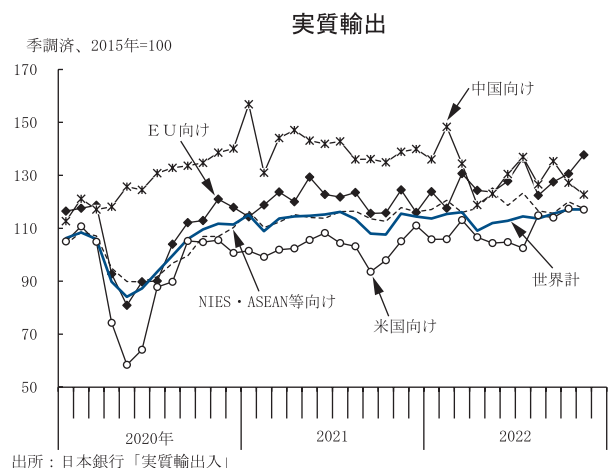
こうした中で、12月20日には日本銀行が金融政策を一部修正した。具体的には、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）における長期金利の許容変動幅を従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大した。もっとも、この金融政策修正の目的は、市場の実勢と乖離した長期金利の水準の修正と考えられ、緩和的な金融政策の枠組みは維持された。

今後の日銀の金融政策を展望すると、後述するように、2023年度のわが国で景気の減速が見込まれていることや、消費者物価の伸びが次第に鈍化するとみられ

図表2 秋以降に個人消費が再び上向く



図表3 中国向け輸出が弱い動きに



ることなどを踏まえると、緩和的な金融政策が維持されると見込まれる。なお、マクロ経済モデルを用いて、長期金利が0.25%程度上昇した場合の23年度の実質GDPの下押し効果を試算すると▲0.03%ポイント程度にとどまる。このため今回の金融政策変更による今後の日本経済への影響は現時点では軽微であると考えられる。

一方、今回の日銀の金融政策の変更を受けて、為替市場では、対ドル円レートが大幅な円高となった。しかし、上述のとおり、今後も日銀が緩和的な金融政策を維持すると見込まれる一方で、FRB（米連邦準備理事会）がしばらくの間、利上げを進めるとみられることを勘案すると、これ以上の急速な円高が進むことは想定しにくい。浜銀総研では、FRBの利上げが23年春ごろまで続き、その後しばらく政策金利が据え置かれるものの、年終盤には景気への配慮から利下げが行われると見込んでいる。このため今後の対ドル円レートは、しばらくの間、円弱含みで推移した後、4～6月期以降にFRBの将来的な利下げを先取りする形で円高・ドル安傾向に転じ、2023年末には1ドル=120円台前半になると想定した。

23年の海外経済は一段の減速を見込む

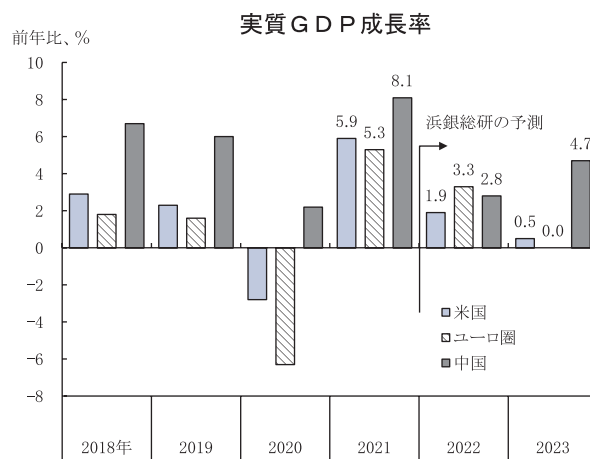
2023年度までの日本経済を展望するにあたっては、高インフレや急速な利上げの影響で景気の減速感が強まっている欧米や、コロナの感染が急速に拡大している中国などの海外経済の動向が重要なポイントになると考えられる。23年の海外経済については、欧米を中心に一段と減速すると予想される（図表4）。

まず、米国については、先行き景気の

減速感が強まり、2023年前半には景気が後退局面入りすると見込まれる。足元の米国では、コロナ禍からの経済活動の回復や資源価格の高騰などを受けて、消費者物価の伸びが高水準で推移しており、物価抑制のためFRBが急ピッチで利上げを進めている。23年には大幅な利上げの影響が本格的に表れ、個人消費や設備投資の増勢が一段と弱まると予想される。このため、年前半には実質GDP成長率が前期比マイナスになるだろう。ただし、23年の終盤には利上げの効果でインフレ率が落ち着いてくることや、長期金利の低下を受けてローン金利が低下することなどにより個人消費が持ち直しに向かい、米国景気はマイナス成長から脱すると見込まれる。

一方、欧州経済は2023年を通じて低迷が予想される。足元の欧州では、ロシアによるウクライナ侵攻に伴ってエネルギーや食品価格が高進するなど、インフレが顕著になっている。また、インフレを抑えるためにECB（欧州中央銀行）は急ピッチで利上げを進めている。この先もウクライナ危機に伴うエネルギー価

図表4 欧米の成長率が大幅低下へ



格の高止まりなどが、個人消費や設備投資などの内需を抑制すると見込まれる。また、ECBの大幅利上げの効果が本格的に表れることで、23年前半には実質GDPがマイナス成長になるだろう。年後半も、地政学リスクが意識されることで投資活動などの抑制が続き、景気の低迷が続くと予想される。

他方、中国経済は2023年後半に景気が次第に持ち直してくると見込まれる。足元の中国経済は、ゼロコロナ政策の転換に伴う経済の混乱や、不動産会社への資金調達規制に起因する住宅市場の低迷などにより、景気が落ち込んでいるとみられる。しかし、コロナの感染が落ち着いた後には、ゼロコロナの緩和措置が浸透して経済活動が正常化に向かうことで、コロナの景気への悪影響が軽減されると期待される。また、3期目となる習近平体制が打ち出した不動産業向けの支援強化策などにより、低迷が続く住宅市場も次第に上向いてくると見込まれる。こうした効果が次第に表れてくことで、23年後半には景気が持ち直してくることになるだろう。

輸出は欧米景気の減速などで鈍い動き

こうした海外経済の動向などを踏まえて、2023年度までの日本経済を展望する。

まず輸出については、欧米経済の停滞色が強まることから、2023年度前半には弱含むだろう。仕向け地別にみると、米国向け輸出は、米景気後退の影響により鈍い動きになるだろう。ただし、前述のとおり23年終盤には米景気が緩やかに持ち直し始めることから対米輸出も上向き始めると見込まれる。また、EU（欧州連合）向け輸出については、欧州経済の

低迷を受けて、予測期間を通じて弱い動きになるとみられる。他方、中国向け輸出はしばらくの間鈍い動きになるものの、23年度後半には中国経済の持ち直しとともに、少しずつ回復に向かうと予測した。

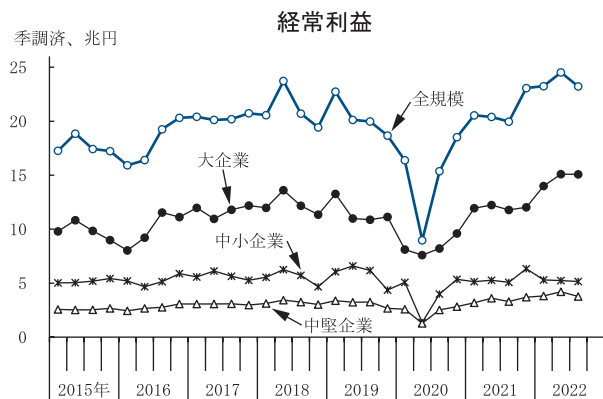
なお、サービスの輸出については、コロナ禍で大きく減少していたインバウンド需要の回復により持ち直していくと見込んだ。2022年10月に外国人の入国制限が大幅に緩和されたことを受けて、予測期間を通じて訪日観光客の回復の動きが続くと見込んだ。

以上から、2023年度の輸出は米欧の景気低迷により年度前半にはやや弱含むと予想される。ただし、インバウンド需要の回復などにより腰折れは避けられ、年度後半になると、中国経済の持ち直しなどにより増勢が上向いてくると予測した。

設備投資は減速しつつも底堅く推移

次に、設備投資は回復のテンポを緩めつつも底堅く推移するだろう。設備投資に影響を与える企業業績の動向をみると、足元では円安による利益押し上げ効果で、輸出や海外投資が多い大企業中心に利益

図表5 大企業中心に企業の利益は高水準



注：大企業は資本金10億円以上、中堅企業は同1億円以上10億円未満、中小企業は同1千万円以上1億円未満。金融業、保険業を除く。全規模以外の系列は当社で季節調整を施した。

出所：財務省「法人企業統計季報」より浜銀総研作成

水準が高くなっている（図表5）。しかし、この先は海外経済の減速による需要の鈍化で企業の売上高が伸び悩むことに加えて、為替レートが円高・ドル安傾向に転じると見込まれることから円安による利益押し上げ効果も徐々に剥落するとみられる。しかしその一方で、コロナ禍からの経済正常化が、国内企業の業績改善の追い風になると考えられる。このため、23年度の企業収益は前半には小幅な減益に転じるとみられるものの、比較的高めの水準で推移すると見込まれる。

一方、企業の設備投資ニーズをみると、デジタル関連や省力化に対する投資ニーズが引き続き強いと見込まれる。また、コロナ禍からの経済正常化が進み、飲食店や小売店などサービス消費関連業種でも投資の必要性が高まると予想される。企業収益が高めの水準で推移する下で、こうした投資ニーズが顕在化することで、設備投資が底上げされると期待される。

こうした点を踏まえると、2023年度の設備投資は、企業業績の弱含みにより、やや伸びが鈍化するものの、比較的底堅い動きになると見込まれる。

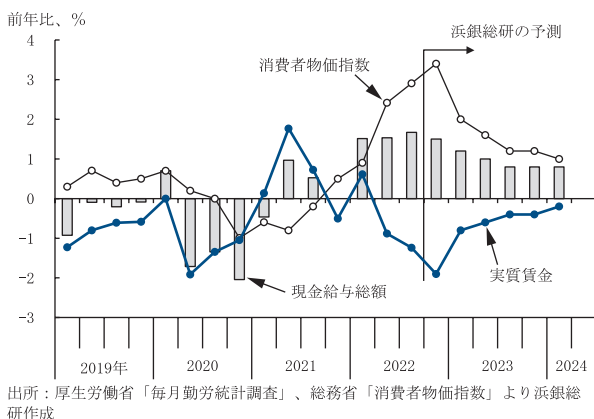
個人消費は実質所得の低迷で伸び悩む
個人消費については、物価上昇の影響で家計の購買力（実質所得）が高まりにくいことから、伸び悩むと予想される。

足元の実質所得を確認すると、企業業績の改善を受けて名目ベースの賃金が上昇しているものの、消費者物価指数については輸入物価上昇の影響などで賃金の伸びを上回る上昇となっている。このため実質ベースの賃金（実質所得）は前年を下回る水準で推移している（図表6）。

この先の実質賃金を展望すると、消費者物価については、世界経済の減速による資源価格の低下や、為替レートの円高・ドル安により、次第に物価の伸びが鈍化すると見込まれる。しかし、海外経済の減速などの影響で企業業績がやや弱含むことから、賃金も伸び悩むと予想される。このため、2023年度を通じて、物価の伸びが賃金の伸びを上回り、実質賃金は前年を下回る状況が続くことになるだろう。

足元の個人消費は、コロナ禍の経済への影響が弱まり、旅行や外食などサービス消費中心に回復の動きがみられる。しかし、実質所得の弱い動きが続くことで、2023年度の個人消費は伸び悩むと予想される。

図表6 実質所得は弱い動きが続く見通し



2022年度の実質GDP成長率を+1.6%、23年度を+1.0%と予測

こうした状況を踏まえて日本経済の先行きを展望すると、2022年10～12月期には実質GDPが高めのプラス成長に転じると予想される。22年10月にスタートした「全国旅行支援」の効果などでサービス消費を中心に個人消費の増勢が拡大すると見込まれる。しかし、23年1～3月

期には再び成長率が鈍化すると見込まれる。前期に拡大したサービス消費などのペントアップ需要（繰越需要）が次第に縮小することで個人消費の増勢が鈍化することに加えて、欧米経済の減速に伴い輸出も弱含むと予想される。

2023年度の日本経済は年度前半に低成長となり、後半には成長率がやや上向くと見込んだ。個人消費はコロナ禍からの正常化に向けた動きが押し上げ要因になるものの、実質所得が弱い動きになることから年度を通じて小幅な増加にとどまる見込みである。輸出については、欧米経済の停滞色が強まる年度前半には弱含むだろう。ただし、年度後半には、中国

経済の成長率が次第に高まってくることに加えて、米景気が緩やかな持ち直しに転じることなどから、輸出も上向くと見込んだ。設備投資については、企業業績が弱含むことに加えて、世界経済の先行き不透明感が強まることから、年度前半は小幅な伸びにとどまると予想される。ただし、年度後半には、輸出の回復期待などから、設備投資も増勢が次第に強まってくるだろう。

以上から、実質GDP成長率は2022年度に+1.6%と減速し、23年度も+1.0%と成長率が一段と低下すると予測した（図表7）。

（2023. 1. 4 調査部 小泉 司）

図表7 2022年度・2023年度のわが国経済の見通し（2022年12月改訂）

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2021年度	2022年度	2022年度		2023年度	2023年度		
	実績	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期	
実質GDP	2.5	1.6	[0.8]	[0.8]	1.0	[0.3]	[0.6]	
個人消費	1.5	2.6	[1.2]	[0.8]	0.8	[0.3]	[0.4]	
住宅投資	▲ 1.1	▲ 4.6	[▲ 3.0]	[▲ 0.5]	0.2	[0.2]	[0.5]	
設備投資	2.1	3.4	[2.6]	[2.1]	2.7	[0.9]	[1.5]	
政府消費	3.4	1.1	[1.1]	[0.2]	0.5	[0.3]	[0.2]	
公共投資	▲ 6.4	▲ 2.9	[▲ 0.4]	[1.1]	1.7	[0.8]	[0.7]	
輸出	12.3	4.7	[3.1]	[1.9]	1.8	[0.1]	[1.6]	
輸入	7.1	7.2	[5.5]	[1.6]	1.8	[0.5]	[1.1]	
寄与度	国内需要	1.8	2.2	[1.3]	[0.8]	1.1	[0.4]	[0.5]
	民間需要	1.4	2.1	[1.1]	[0.7]	0.9	[0.3]	[0.5]
	公的需要	0.4	0.1	[0.2]	[0.1]	0.2	[0.1]	[0.1]
	海外需要	0.8	▲ 0.5	[▲ 0.5]	[0.0]	▲ 0.0	[▲ 0.1]	[0.1]
名目GDP	2.4	1.4	[0.5]	[0.9]	2.0	[0.9]	[1.3]	

注：民間需要＝個人消費＋住宅投資＋設備投資＋民間在庫投資、公的需要＝政府消費＋公共投資＋公的在庫投資、

国内需要＝民間需要＋公的需要、海外需要＝輸出－輸入、

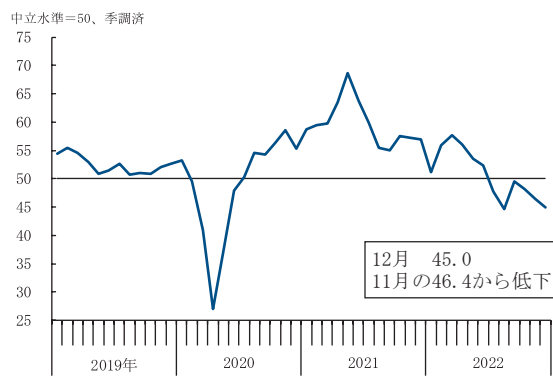
2022年12月20日の日銀の金融政策修正は、現時点では予測への影響が軽微と考えられるため、その影響を織り込んでいない。

出所：内閣府「四半期別GDP速報」などより浜銀総研作成

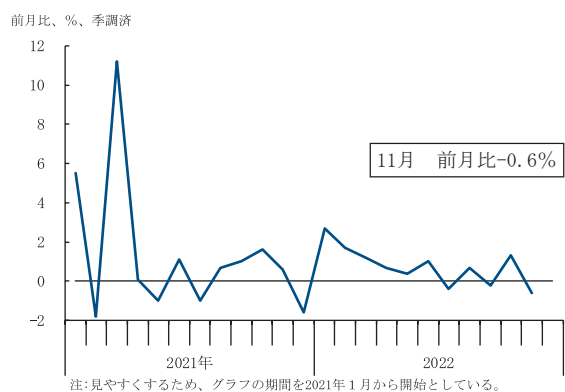
米国経済：景気が減速する中で、FRBは12月に利上げ幅を縮小

- ・2022年12月の総合PMI（購買担当者景気指数）は45.0と、前月の46.4から低下した。雇用は引き続き堅調に推移しているものの、物価高や金融引き締めの影響により、米国経済は減速感を増している。
- ・11月の実質個人消費は前月比横ばいとなり、10月の同+0.5%から低下した。金利上昇の影響で消費者はクレジットカードを利用したショッピングを抑制し始めた模様であり、11月の小売売上高は同-0.6%と落ち込んだ。金融引き締めの影響は住宅市場で顕著であり、同月の住宅着工件数は142.7万戸、前月比-0.5%と3か月連続で減少した。鉱工業生産指数も同-0.2%と、2か月連続で低下した。一方、同月のコア耐久財受注（航空機を除く非国防資本財、速報値）は同+0.2%と2か月連続で増加し、設備投資は底堅く推移している。
- ・11月のコア個人消費支出物価指数は前年比+4.7%と、前月の同+5.0%を下回った。物価上昇圧力の緩和を受け、12月のFOMC（米公開市場委員会）の利上げ幅は0.5%と、前回の0.75%から縮小された。ただし、物価上昇率はFRB（米連邦準備理事会）の目標である2%をかなり上回っている。当面、金融引き締めが継続され、今後も景気は減速基調で推移するとみられる。

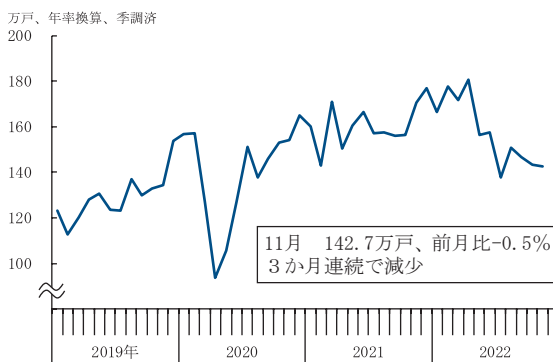
総合PMI（購買担当者景気指数）



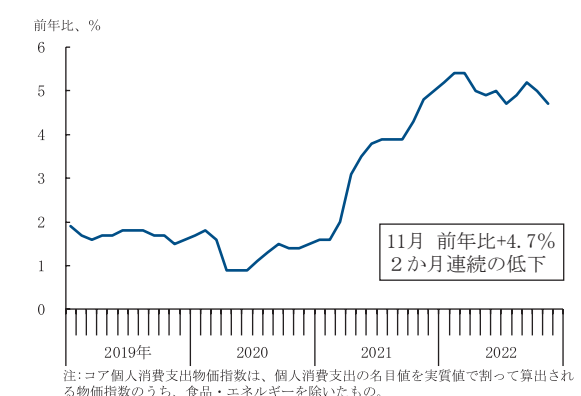
小売売上高



住宅着工件数



コア個人消費支出物価指数



出所:S & Pグローバル、米商務省

(2023. 1. 6 調査部 金子 修)

【トピック】知財投資などに支えられて23年も設備投資は底堅く推移

（建築物の投資は6四半期連続で減少）

近時の米国の設備投資は、減速の兆しがみられるものの、底堅く推移している。設備投資は2022年4～6月期に前期比年率+0.1%とほぼ横ばいまで落ち込んだ後、7～9月は同+6.2%に回復した。以下では、設備投資を種類別（建築物、機械設備、知的財産）に検討する（図表1）。

低迷が最も鮮明となっているのは、建築物の設備投資である。建築物の設備投資は2021年4～6月期以降、6四半期連続で減少している。この背景としては、コロナ禍の影響で、小売やオフィスなどの対面取引で利用される施設の需要が減少したことが挙げられる。2022年に入り、経済活動は正常化に向かったものの、建築物投資は機械設備投資に比べて人手不足や資材等の物価高、金融引き締めの影響を相対的に強く受けていると考えられる。

（機械は底堅く、知財は増加が継続）

一方、機械設備の投資は減速基調にあるものの、建築物に比べて底堅く推移している。この背景としては、①2022年後

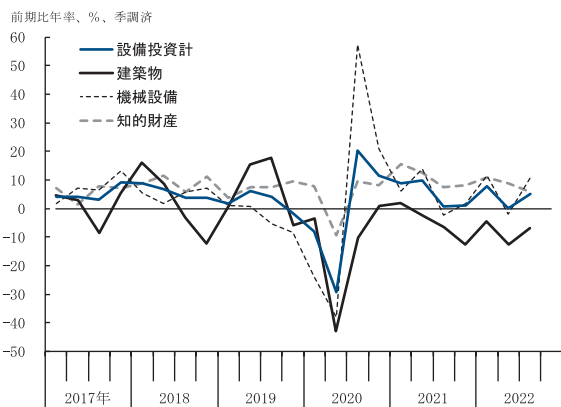
半に供給網の混乱が概ね解消したことにより、機械設備のペントアップディマンド（先延ばしされた需要）が徐々に顕在化していること、②企業のデジタルトランスフォーメーション（DX）の動きが情報処理機械の需要の追い風となっていること、などが挙げられる。

また知財投資（ソフトウェア投資、研究開発投資）に関しては、中長期的な増加基調が足元においても継続している。特に、ソフトウェア投資が好調に推移している。

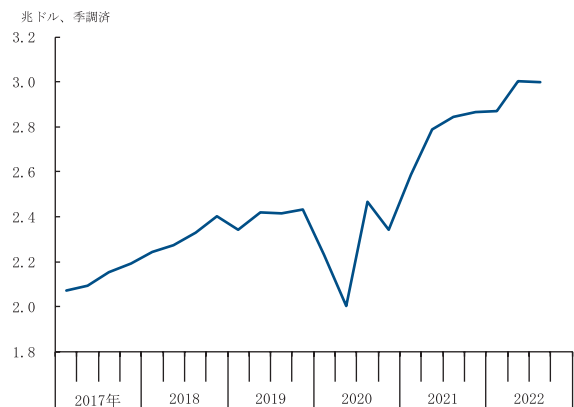
（2023年も設備投資は底堅い推移へ）

2023年を展望すると、設備投資は引き続き底堅く推移する可能性が高い。その理由としては、①企業のDXに伴う知財や情報機械の投資の増勢が続く、②ロシア産資源の代替需要によりエネルギー関連投資が拡大する、③足元の企業収益は増勢が鈍化しているものの高水準であり、収益を原資とした設備投資が持続する可能性が高い（図表2）、などが挙げられよう。（2023. 1. 6 調査部 金子 修）

図表1 種類別の実質設備投資



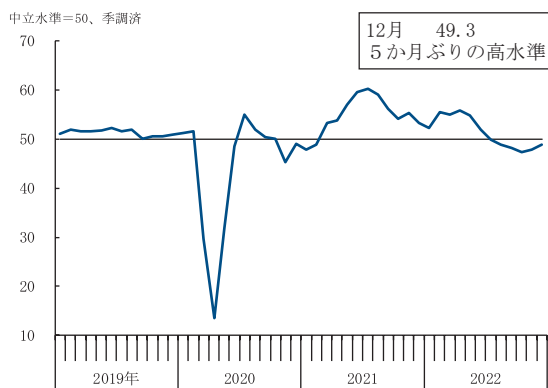
図表2 法人企業の利益



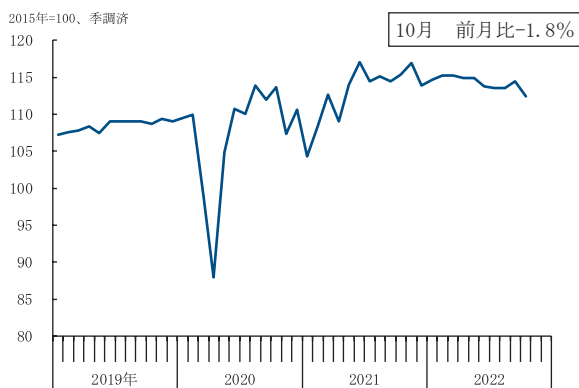
ユーロ圏経済：ECBは12月に利上げ幅を0.75%から0.5%に縮小

- ・2022年12月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）は49.3と、前月の47.8から上昇した。この背景としては、今冬のエネルギー危機が回避される可能性が高まっていることや、物価上昇の勢いが幾分弱まっていること、各国政府のエネルギー高対策が効果を発揮しつつあること、などが挙げられる。
- ・10月の指標を見ると、小売売上高指数は前月比-1.8%と3か月ぶりに低下し、個人消費が弱含んでいることを示唆した。また鉱工業生産指数も同-2.0%と大幅に低下した。一方、建設支出指数は同+1.3%と2か月連続で上昇した。失業率も6.5%と前月から0.1%改善し、過去最低を記録した。8月に269億ユーロの大幅な赤字を記録した経常収支は、エネルギー価格の下落を背景に10月に4億ユーロの赤字となり、赤字はほぼ解消された。
- ・欧州中央銀行（ECB）は12月15日の理事会で、利上げ幅を過去2回の0.75%から縮小し、0.5%の利上げを決定した。物価の抑制には大幅な利上げを継続することが適切であるものの、金融引き締めによる域内各国の財政面への影響にも目配りする必要性が高まりつつあり、利上げ幅が縮小されたとみられる。ECBは、今後について、当面、0.5%の利上げを続ける方針を表明している。

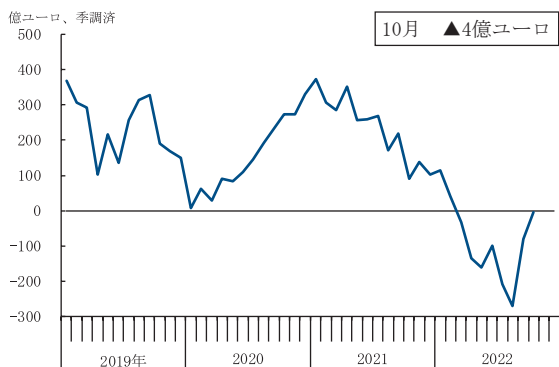
ユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）



ユーロ圏小売売上高指数



ユーロ圏経常収支



欧州中央銀行の金融政策の決定内容（2022年）

発表日	政策金利	中銀預金金利	政策理事会の声明や総裁の発言
2月 3日	0.00	▲ 0.50	政策姿勢の転換を示唆
3月10日	0.00	▲ 0.50	5月から債券購入を縮小
4月14日	0.00	▲ 0.50	今夏の債券買い入れ終了後、しばらくしてから利上げを示唆
6月 9日	0.00	▲ 0.50	7月に債券買い入れ終了、0.25%の利上げを実施する方針
7月21日	0.50	0.00	今後、一段と金利を正常化する
9月 8日	1.25	0.75	今後、数回の利上げを想定
10月27日	2.00	1.50	今後、追加の利上げを示唆
12月15日	2.50	2.00	しばらく利上げを継続、2023年第2四半期から保有債券を削減

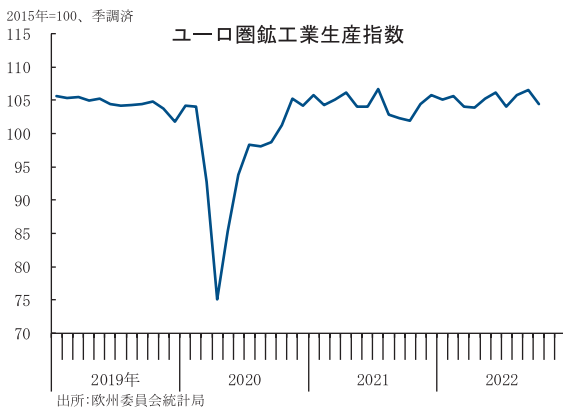
出所：S & Pグローバル、欧州委員会統計局、欧州中央銀行

(2023. 1. 6 調査部 金子 修)

ユーロ圏経済

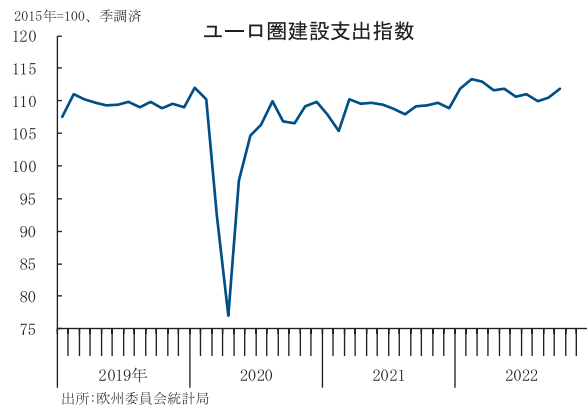
【鉱工業生産】

10月のユーロ圏の鉱工業生産指数は、前月比-2.0%と3か月ぶりに低下した。エネルギー（同-3.9%）や耐久消費財（同-1.9%）などの生産が減少した一方、非耐久消費財（同+0.3%）が増加した。



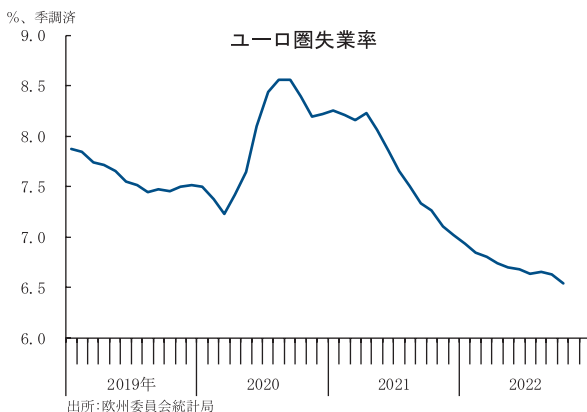
【建設支出】

10月のユーロ圏建設支出指数は、前月比+1.3%と、2か月連続で上昇した。建築が同+1.3%、土木工事が同+1.0%と上昇した。またEU（欧州連合）の建設支出指数も同+1.3%と上昇した。



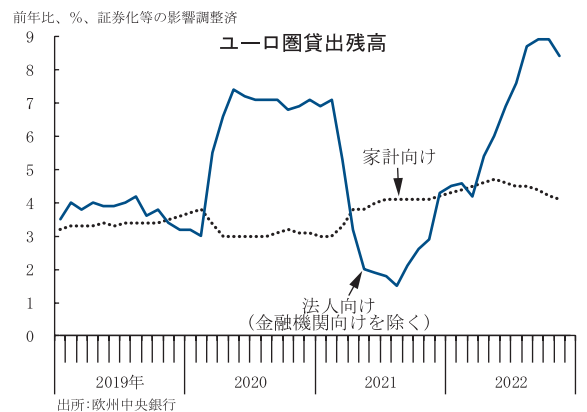
【失業率】

10月のユーロ圏の失業率は2か月連続で低下し、過去最低の6.5%となった。主要国をみると、スペインが12.5%、イタリアが7.8%、フランスが7.1%、ドイツが3.0%となった。



【貸出残高】

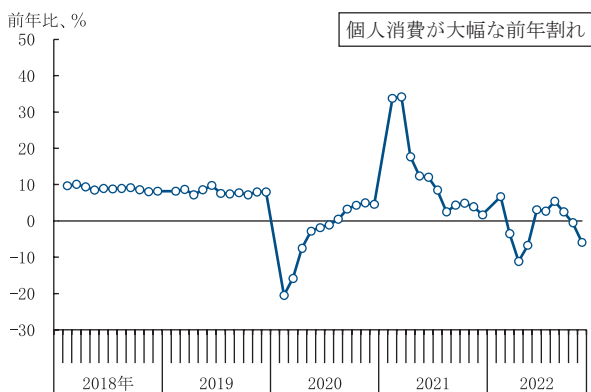
11月のユーロ圏の法人向け貸出残高は資金調達コストが上昇する中で前年比+8.4%と、10月の同+8.9%から伸びが減速した。家計向け貸出残高も同+4.1%と、前月の同+4.2%から伸び率が低下した。



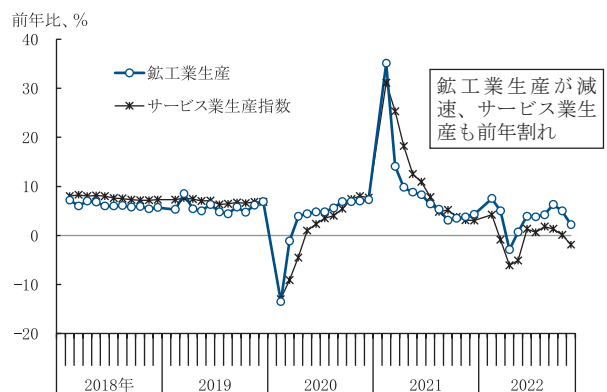
中国経済：コロナの感染急拡大を背景に、景気は足元で大幅に悪化

- ・ 中国景気は足元で大幅に悪化している。習体制が22年11月11日以降打ち出したゼロコロナ政策の緩和の影響で、11月中旬からコロナの感染が急拡大していることがその背景にある（詳細は後述）。まず、個人消費は急速に冷え込んでいる。感染者の急増に伴う外出の自粛などから、11月の小売売上高は前年比-5.9%と上海市の都市封鎖時の22年5月以来の大幅な前年割れとなった。また、同月の鉱工業生産は大幅に減速し、サービス業生産指数も前年割れに転じた。消費などの需要減少に加えて、出勤者減少に伴う人員確保難が工場の操業停止や物流の寸断を招いている。翌12月には、コロナの感染が中国全土に蔓延しており、それとともに中国の景気も一段と悪化したとみられる。実際に同月の製造業PMIは47.0と、20年2月以来の低水準を記録した。
- ・ 一方、中国人民銀行（中央銀行）は12月5日に市中銀行などの預金準備率を0.25%引き下げた。これにより、企業向けの貸出に充てられる市中銀行の資金が最大で5,000億元（約9.6兆円）増加すると見込まれている。先行き景気の低迷が続き、企業の資金繰りが改善しなければ、習体制は預金準備率のさらなる引き下げなど追加の金融緩和策を打ち出す公算大である。

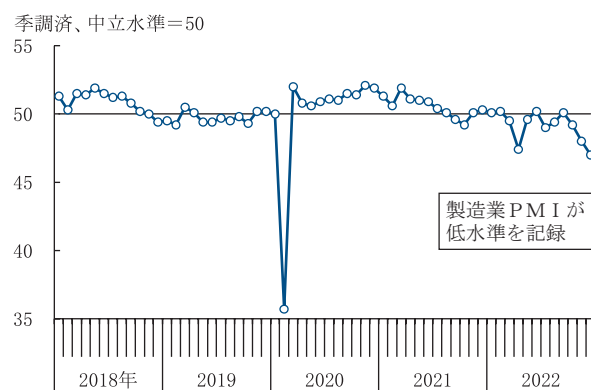
小売売上高



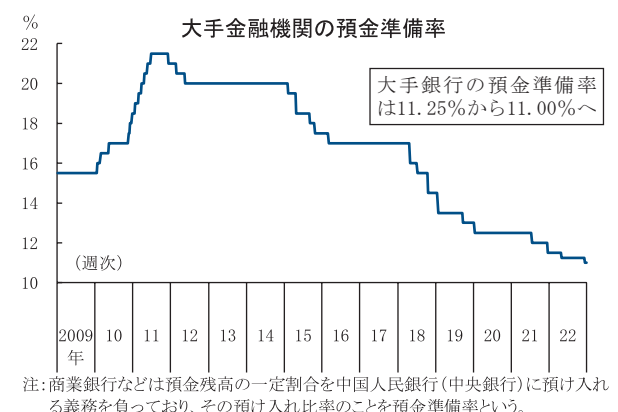
鉱工業生産とサービス業生産指数



製造業PMI（中国国家統計局発表）



預金準備率



(2023. 1. 4 調査部 白鳳翔)

【トピック】習体制はゼロコロナからウィズコロナへと政策を転換

(ゼロコロナ政策は事実上終了)

習体制がゼロコロナからウィズコロナへ政策の転換を進めている。まず2022年11月11日に「二十条措置」を公表し、感染者発生時の封鎖対象エリアの縮小などを実施した(図表)。また12月7日には、一段の緩和措置として「新十条措置」を発表し、集団感染の発地域(高リスク地域)以外での企業の操業停止を禁ずることなどが定められた。

さらに12月26日には、23年1月8日よりゼロコロナ政策を事実上終了するという通知が公表された。この結果、感染者の隔離が不要となり、海外からの入国者に対するPCR検査や強制隔離措置なども求められないことになった。

(事前の準備不足により市民生活が混乱)

ただ、今回の政策転換にあたっては、事前の準備不足から市民生活などに多くの混乱がみられる。まず、前もって中央政府と地方政府の意思疎通が十分に行われなかったことなどから、ゼロコロナ対策の最初の緩和措置である「二十条措置」が公表された後も、多くの地方政府が厳格な移動・外出制限などを継続した。その結果、地方政府の対応への不満が高まり、11月中旬から下旬にかけて、上海市など中国各地において、大学生を中心に多くの市民がゼロコロナ対策の解除を求めて抗議活動を行った。

また、高齢者のワクチン接種や治療薬の備蓄も進んでいない。その結果、12月に入ると、コロナの感染が中国全土に蔓延し、中国各地で医薬品が品薄状態となったほか、病院の機能も著しく低下した。オミクロン株の感染者の死亡率は低

いとされるものの、高齢者を中心に死者が急増している模様である。そして、こうした感染の急拡大による実体経済への打撃も大きくなっているとみられる。

(集団免疫の獲得後には景気が回復へ)

一方、中国現地の情報によると、23年1月初めの時点で、経済の発展が進む中国東沿岸地方を中心に、多くの地域で既に6割以上の住人がコロナに感染した模様である。また、感染の蔓延が先行した北京市などでは、感染者の体調の回復が進むにつれて、日常生活が正常化し始めている模様である。

このような状況を踏まえると、23年1～3月期中には、国民の多くがコロナに感染することとなり、結果として、感染症が流行しにくくなる「集団免疫」を獲得したような状況になると考えられる。1～3月期の中国経済は感染の蔓延により景気の低迷が続くとみられるものの、集団免疫の獲得後には、経済活動は正常化に向かい、景気が再び回復基調に復帰すると予想される。

(2023. 1. 4 調査部 白鳳翔)

図表 ゼロコロナ対策の緩和措置

「二十条措置」 (11月11日公表)	<ul style="list-style-type: none"> 濃厚接触者の隔離期間を短縮。 感染者発生時の封鎖エリアを縮小。 ワクチンの接種や治療薬の備蓄を加速。
「新十条措置」 (12月7日公表)	<ul style="list-style-type: none"> 各地域におけるPCR一斉検査の取りやめ。 老人ホームや医療機関などを除く公共の場所ではPCR検査の陰性証明の提示不要。 無症状感染者・軽症者の集中隔离不要。 医薬品を確保。 高齢者向けのコロナワクチン接種を加速。 高リスク地域以外での地域における人の移動制限や工場の操業停止などを禁止。
「コロナ感染症の「乙類乙管」への調整」 (12月26日公表)	<ul style="list-style-type: none"> 感染者の隔離不要。 濃厚接触者の判定不要。 高リスク・低リスク地域の指定不要。 海外からの入国者へのPCR検査・隔離不要。

注:一部抜粋。「コロナ感染症の「乙類乙管」への調整」が23年1月8日に実施予定。
出所:中国政府ホームページ

要約

- ・23年1～3月期の対ドル円レートは円弱含みでのみみ合いを見込む。F R Bの利上げが続く中、米長期金利が緩やかに上昇し、それに合わせて円安・ドル高が徐々に進むと予想される。ただ、F R Bの利上げは春ごろに打ち止めになると見込まれることから、4～6月期以降は円高・ドル安基調に転じる可能性が大きい。

12月の動き

対ドル円レートは大幅な円高・ドル安が進展。月初には米国のインフレが鎮静化に向かっているとの見方から米長期金利が低下し、円買い・ドル売りが膨らんだ。中旬にはF R B（米連邦準備理事会）がF O M C（公開市場委員会）で示した2023年の政策金利見通しを受けて、F R Bの利上げ長期化が意識され、円売り・ドル買いが優勢となる場面もあった。しかし下旬には、日銀が金融緩和策の一部修正を決定したことを受けて、1ドル＝130円台前半まで円高・ドル安が進んだ。

対ユーロ円レートは円高・ユーロ安が進展。15日にはE C B（欧州中央銀行）が0.5%の追加利上げを決定し、記者会見でラガルドE C B総裁が利上げを継続するタカ派姿勢を強調したことから、円売り・ユーロ買いが優勢となる場面もあった。しかし下旬には、対ドルで急激に円高が進んだことを受けて、対ユーロでも円高方向に振れた。

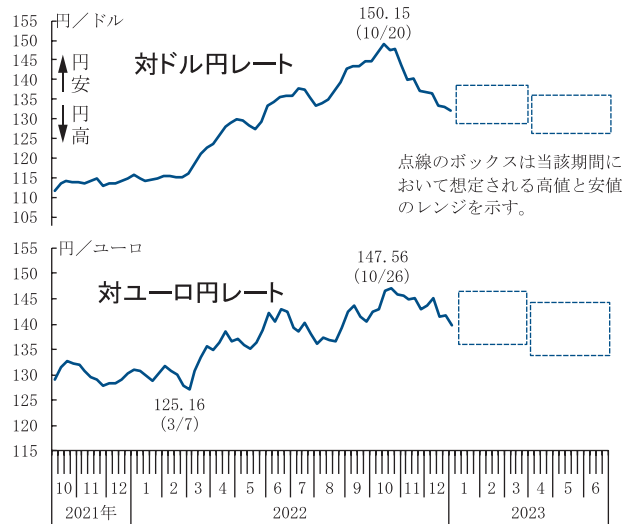
注目点：米利上げの最終到達水準

F R Bは12月14日のF O M Cで利上げ幅を0.75%から0.5%に縮小することを決定した。ただ、同時に公表したF O M C参加者の金利見通しでは、23年末時点で適切だと考える政策金利（F F金利）の誘導目標（中央値）を5.125%と、前回9月予測（4.625%）から引き上げた（右図）。一方、F F金利の先物市場では、こうしたF O M C参加者の見通しに比べて、

為替レートの予想レンジ

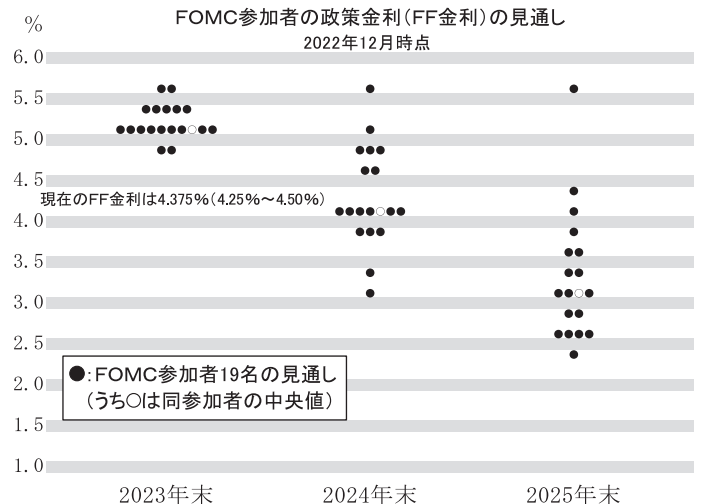
	2022年		2023年	
	7～9 (実績)	10～12 (実績)	1～3 (予想)	4～6 (予想)
対ドル円レート (円/ドル)	138.41	141.36	128～138	126～136
対ユーロ円レート (円/ユーロ)	139.31	144.22	136～146	134～144

注：実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。



出所：Bloomberg

(週平均値)



出所：F O M C資料

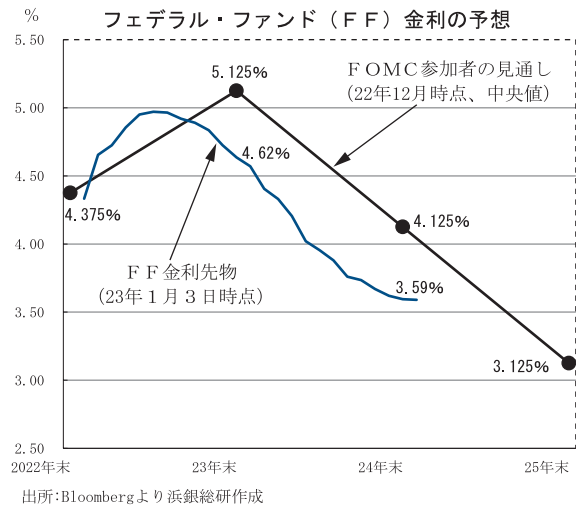
利上げの最終到達水準（ターミナルレート）が低位となっている。すなわち、1月3日時点の先物市場では、2023年5月にFF金利が5%程度まで上昇して、利上げが打ち止めになることを織り込んでいる（右図）。また、23年10～12月期以降、FRBが利下げスタンスに転じることも織り込んでいる。今後発表される米国のインフレ関連指標などを受けて、FF金利の先物市場の利上げの織り込み度合いが、FOMC参加者の金利見通しに近づいていく場合には、米長期金利にも上昇圧力が掛かると予想される。

向こう3か月程度の見通し

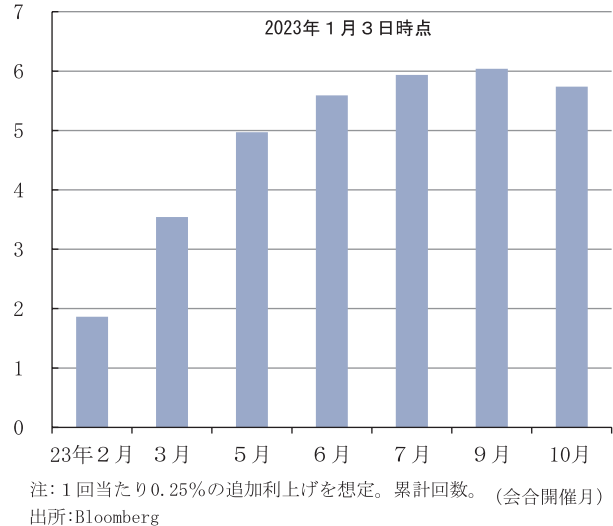
23年1～3月期の対ドル円レートは、円弱含みでのみ合いを見込む。FRBの追加利上げが続く中で、米長期金利が緩やかに上昇し、それに合わせるように円安・ドル高が徐々に進むと予想される。ただ、FRBの利上げは春ごろに打ち止めになると見込まれることから、4～6月期以降は米長期金利が将来的な利下げを織り込む形で低下し、対ドル円レートが円高・ドル安基調に転じる可能性が大きいと考えられる。

対ユーロ円レートは、円弱含みでのみ合いを見込む。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の下で大規模な金融緩和を継続する日銀と、当面、利上げの継続が見込まれるECB（右中図）との金融政策の方向性の違いは明瞭であり、この点が根強い円売り・ユーロ買い要因になると見込まれる。ただ、ユーロ圏景気は足元で減速基調を強めており、景気の悪化懸念がユーロの上値を抑える材料として引き続き意識されよう。

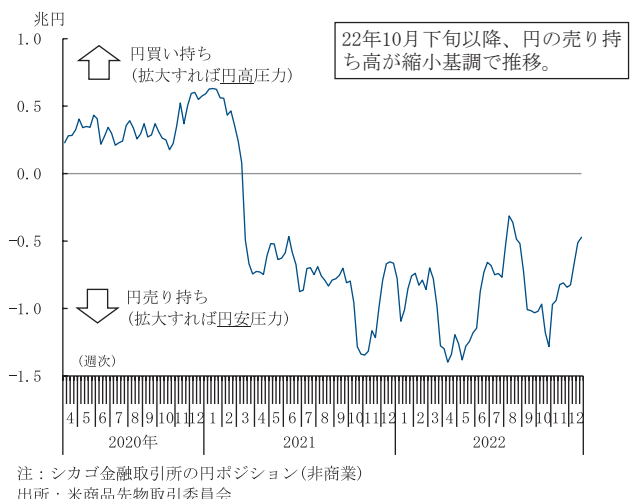
（2023. 1. 6 調査部 北田英治）



金利先物市場が織り込むECBの利上げ回数



投機筋の円先物ポジション



要 約

- ・日銀は12月の会合で長期金利の上限を0.5%に引き上げた。これを受けて10年国債流通利回りは0.5%に達したが、イールドカーブがゆがんだ状況は解消していない。先行きイールドカーブのゆがみが鮮明となり、10年国債の取引に支障が生じるような場合には、日銀が追加の政策変更を迫られるとの思惑が強まろう。

12月の動き

日本の長期金利は下旬に急上昇。日銀が20日の金融政策決定会合で、長短金利操作における長期金利の許容変動幅を従来の「±0.25%程度」から「±0.50%程度」に拡大すると決定したことを受けて、債券の売りが膨らんだ。

注目点：イールドカーブのゆがみ

日銀の金融緩和策の一部修正を受けて、10年国債流通利回りは大幅に水準を切り上げ、1月6日には日銀の許容変動幅の上限である0.5%に達した。ただ、国債のイールドカーブを見ると、残存期間9年の国債利回りは10年国債の利回りを上回っており、イールドカーブがゆがんだ状況は解消していない（右下図）。先行きFRB（米連邦準備理事会）の利上げ長期化観測が強まれば米長期金利が再び大きく上昇し、日本の長期金利に上昇圧力がかかる可能性も十分にある。イールドカーブのゆがみがさらに鮮明となり、10年国債の取引に支障が生じるような場合には、日銀が追加の政策変更を迫られるとの思惑が強まろう。

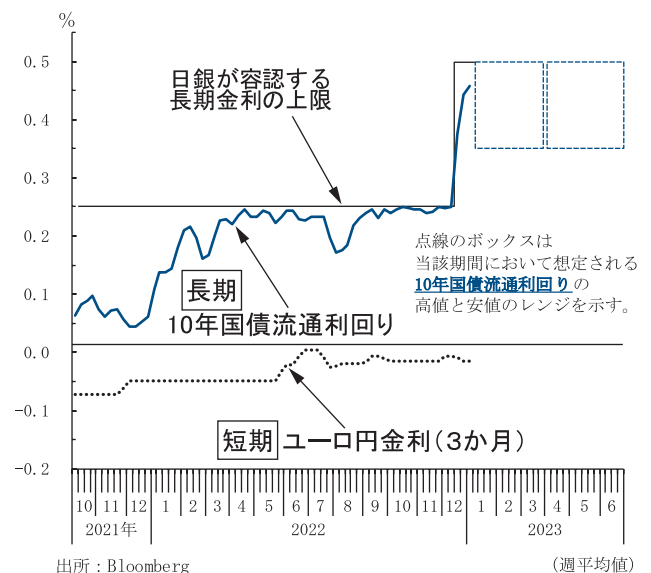
向こう3か月程度の見通し

長期金利はもみ合いを見込む。先行き米長期金利が上昇する場合には、日本の長期金利にも上昇圧力がかかるものの、日銀による国債買入れオペなどによって金利の上昇を防ぐ動きが当面続くと予想される。（2023. 1. 6 調査部 北田英治）

国内金利の予想レンジ

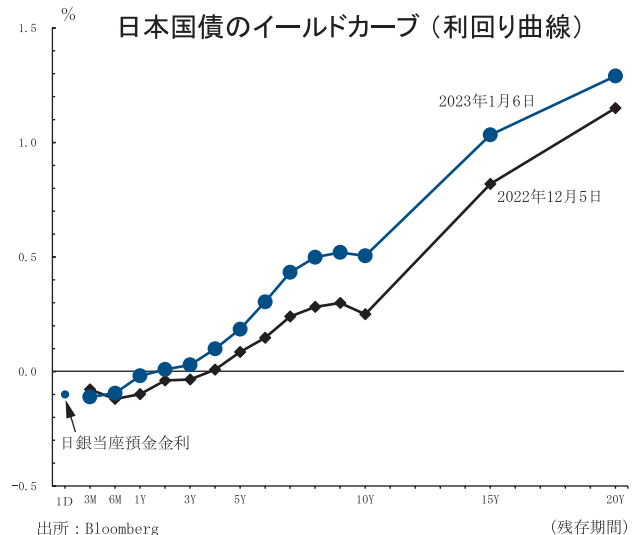
	2022年		2023年	
	7～9 (実績)	10～12 (実績)	1～3 (予想)	4～6 (予想)
ユーロ円金利3か月 (TIBOR、%)	-0.01	-0.01	-0.05～ 0.05	-0.05～ 0.05
10年国債流通利回り (%)	0.27	0.27	0.35～ 0.50	0.35～ 0.50

注：実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。



出所：Bloomberg

(週平均値)



出所：Bloomberg

(残存期間)

要 約

- ・米国株はもみ合いを見込む。F R Bの利上げペースが減速するとの見方が株式相場の支援材料。ただ、米景気の後退懸念が強まっている点が相場の重荷となろう。
- ・日本株はもみ合いを見込む。今後も米国株の動きに左右されやすい状況は続くものの、国内の経済活動の正常化期待が株価の支援材料になると見込まれる。

12月の動き

米国の株式相場は大幅に下落。中旬にはF R B（米連邦準備理事会）がF O M C（公開市場委員会）で示した2023年の政策金利見通しを受けて、F R Bの利上げ長期化が意識され、景気敏感株など幅広い銘柄が売られた。下旬には中国での新型コロナの感染拡大が警戒され、投資家心理が悪化して株価が下落した。

日本の株式相場は大幅に下落。中旬には米国株の大幅な下落を受けて、東京市場でも売りが優勢となった。下旬には日銀が金融緩和策の一部修正を決めたことや、中国での新型コロナの感染拡大が嫌気されて、株価は軟調に推移。

向こう3か月程度の見通し

(米国株価)

米国の株式相場はもみ合いを見込む。F R Bの利上げペースが減速するとの見方が株式相場の支援材料。ただ、F R Bの金融引き締めなどを受けて先行き米景気が後退局面入りするとの見方も強まっており、この点が相場の重荷となろう。

(日本株価)

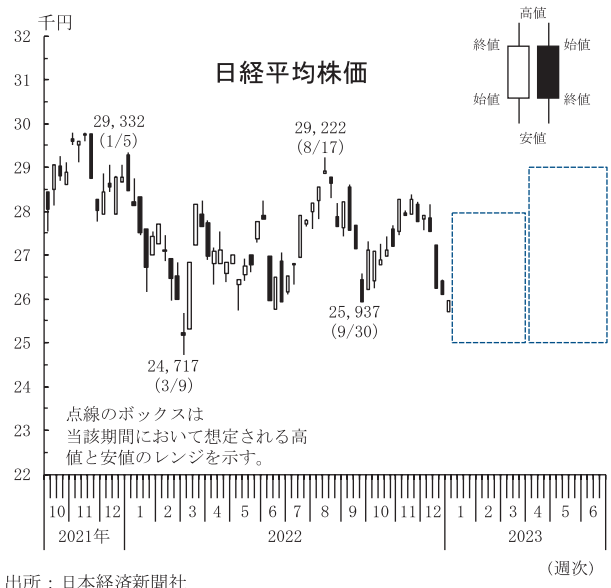
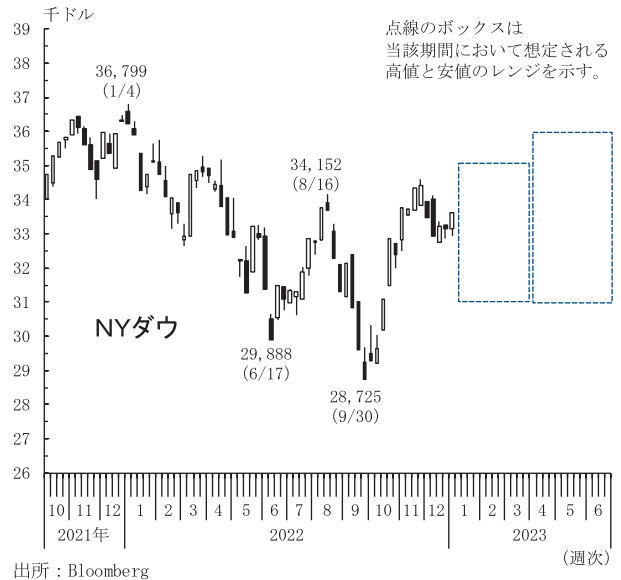
日本の株式相場はもみ合いを見込む。今後も米国株の動きに左右されやすい状況が続くと予想される。ただ、国内では新型コロナの影響が弱まり、先行き経済活動の正常化が進むと期待されることが、株式相場の支援材料になると見込まれる。

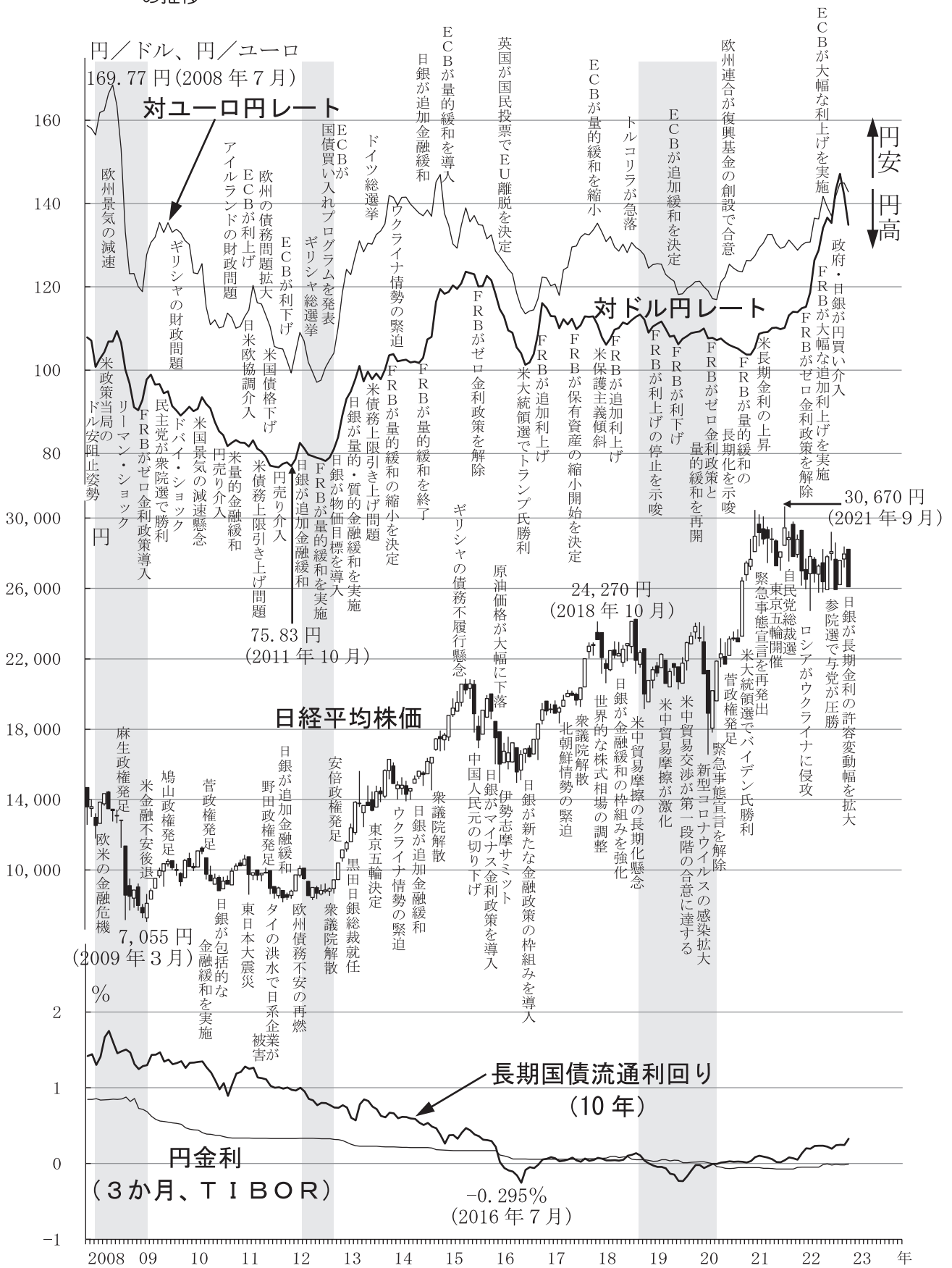
(2023. 1. 6 調査部 北田英治)

株価の予想レンジ

	2022年		2023年	
	7～9 (実績)	10～12 (実績)	1～3 (予想)	4～6 (予想)
NYダウ工業株30種 (ドル)	31,731	32,490	31,000～ 35,000	31,000～ 36,000
日経平均株価 (円)	27,586	27,367	25,000～ 28,000	25,000～ 29,000

注:実績は期中平均値。予想は高値と安値の目処を示す。







金融市場データ

2023年1月6日時点

	為替相場		長期金利		株 価	
	対ドル 円レート (円/ドル)	対ユーロ 円レート (円/ユーロ)	日本10年国債 流通利回り (%)	米国10年国債 利回り (%)	日経平均株価 (円)	NYダウ 工業株30種 (ドル)
2022年 7～9月	138.41	139.31	0.27	3.10	27,586	31,731
10～12月	141.36	144.22	0.27	3.82	27,367	32,490
2023年 1～3月 (予想)	128～138	136～146	0.35～0.50	3.25～4.25	25,000～ 28,000	31,000～ 35,000
4～6月 (予想)	126～136	134～144	0.35～0.50	3.00～4.00	25,000～ 29,000	31,000～ 36,000
2021年 12月	113.93	128.82	0.05	1.46	28,514	35,641
2022年 1月	114.86	130.01	0.14	1.76	27,904	35,456
2月	115.23	130.71	0.20	1.93	27,067	34,648
3月	118.70	130.76	0.20	2.12	26,584	34,030
4月	126.41	136.52	0.23	2.75	27,043	34,315
5月	128.79	136.28	0.23	2.89	26,654	32,379
6月	134.15	141.70	0.24	3.13	26,958	31,447
7月	136.65	139.13	0.22	2.89	26,987	31,535
8月	135.36	137.02	0.19	2.89	28,352	33,010
9月	143.21	141.78	0.24	3.51	27,419	30,650
10月	147.13	144.83	0.25	3.97	26,983	30,571
11月	142.06	144.98	0.24	3.87	27,903	33,418
12月	134.90	142.85	0.33	3.62	27,215	33,482

昨年来高値	113.68 (2022/1/21)	125.16 (2022/3/7)	0.500 (2023/1/6)	4.24 (2022/10/24)	29,332 (2022/1/5)	36,799 (2022/1/4)
昨年来安値	150.15 (2022/10/20)	147.56 (2022/10/26)	0.085 (2022/1/4)	1.63 (2022/1/3)	24,717 (2022/3/9)	28,725 (2022/9/30)

注:実績値は期中(月中)平均値。為替相場はNY市場の値。 出所:Bloomberg、日本経済新聞社

横浜銀行 | CONCORDIA

CONCORDIAファイナンシャルグループ

〈はまぎん〉ビジネスサポートダイレクトと横浜バンクカード・ビジネスを使って、
銀行取引をもっと便利に! 経費管理をもっと効率的に!

**〈はまぎん〉
ビジネスサポートダイレクト**

オフィスにいながら、簡単・便利に銀行取引
がおこなえる法人・個人事業主を対象とした
インターネットバンキングです。

+

横浜バンクカード・ビジネス

出張時の交通費や宿泊料のお支払い、携帯
電話料金やインターネット等の各種経費のお
支払い、さらにはインターネットでの仕入れ等
にもご利用になれるクレジットカードです。

銀行取引
および経費管理の
合理化・効率化に
つながります!

ご 確 認
く だ さ い

一部のサービスのご利用にあたっては、当行所定の審査があります。
【〈はまぎん〉ビジネスサポートダイレクト】 ● サービスのご利用にあたっては、当初契約料と月額基本手数料・振込手数料・従量手数料等がかかります。
【横浜バンクカード・ビジネス】 ● カードのご利用にあたっては、年会費がかかります。
● 「犯罪による収益の移転防止に関する法律」の定めにより、印鑑証明書・登記事項明細書等のご提出が必要になる場合があります。また、保証人(代表者)のお届けが必要となる場合があります。

Afresh

詳しくは、横浜銀行ホームページ <https://www.boy.co.jp/>
または支店の窓口までお問い合わせください。

編集・発行 浜 銀 総 合 研 究 所 調 査 部
お問い合わせは TEL.045(225)2375

当研究所では、インターネットを通じて、神奈川及び全国の景気や産業、企業経営などに關する情報を発信しています。ぜひご利用ください。アドレス <https://www.yokohama-ri.co.jp/>

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載した内容は、レポート執筆時の情報に基づくものであり、レポート発行後に予告なく変更されることがあります。また、本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。最終的な投資判断はお客様ご自身でなさるようお願いいたします。