

## 第一生命経済研究所レポート selection

2022 年 12 月 13 日

団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】2023 年 1 月以降の市場環境見通し  
～各国とも景気減速感が強まる見込み～

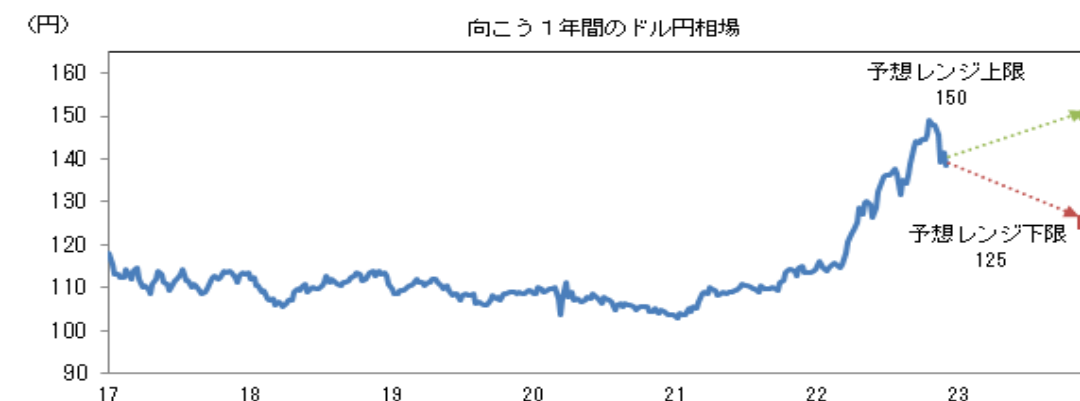
当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所が四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者向けに特別レポートを作成しております。

今回は、「2023 年 1 月以降の市場環境見通し～各国とも景気減速感が強まる見込み～」をお届けします。是非ご一読下さい。（別添参照）

## 内容

## ■ トピックス：マクロファンダメンタルズから見る市場環境

## ■ 市場見通し



（出所）Refinitivより第一生命経済研究所作成

## ■ 【景気の現状と展望（米国、日本、欧州、中国・アジア新興国）】

# 四半期特別マーケットレポート

テーマ：2023年1月以降の市場環境見通し  
～各国とも景気減速感が強まる見込み～

発表日：2022年12月12日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部

## 【トピックス：マクロファンダメンタルズから見る市場環境】

日本株の足かせとなってきた米国株の下落圧力はなお強い。しかしながら、ここへ来てFRBの政策態度がハト派方向に傾斜する兆しが見えてきたことは安心材料だ。むろん、景気の先行きについては下振れリスクが大きく、企業業績に慎重な見方は崩せないが、大きくみれば今後、金融引き締めに対する恐怖感はやわらいでいくと期待される。

そうした政策態度の変化が明らかになったのは、11月23日に発表された11月FOMC議事要旨（11月1-2日開催）だ。11月FOMCそれ自体はパウエル議長が記者会見で「ターミナルレート（政策金利の最終到達点）は従来想定していた水準よりも高くなる」と強調したほか、政策金利がターミナルレートで「長く」留まることを強調したことでタカ派的なイベントになったが、今回発表された議事要旨を見る限りFOMC内部のコンセンサスはハト派方向に傾斜しているとみられる。

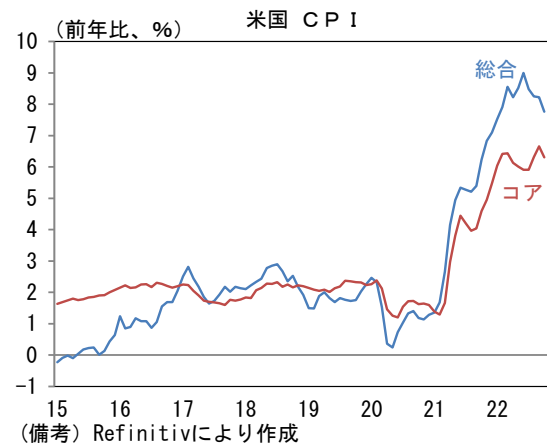
ここで政策金利の見通しについて結論を先取りすると、12月FOMCの50bp利上げに次いで2023年2月と3月FOMCにおいてそれぞれ0.25%の利上げが実施され、FF金利（誘導目標レンジ上限）が5.00%に達したところで利上げは終了するだろう。その頃にFRBは景気減速あるいは景気後退を示すデータに取り囲まれている可能性が高い。もっとも、インフレ率が十分に下がらない中で、利下げに踏み切る可能性は低いとみられ、最も早くても2023年秋頃まで利下げは持ち越しとなるだろう。

11月議事要旨を見る限り、FRBは実体経済の落ち込みを懸念している。議事要旨には、既往の金融引き締めが金利に敏感な住宅市場を直撃するなどして広範な経済活動が鈍化していることを懸念する言及があったほか、先行きについても下振れリスクが高まっているとの認識が多く示された。また、FRBスタッフが提示した景気見通しによれば2023年中にリセッションに陥る可能性は五分五分であるとの記載もあった。米経済の約7割を占める個人消費については、家計のバランスシートは2020-21年に積み上げられた貯蓄によって、全体としてみれば健全性を維持しているものの、高インフレを受けて低所得層を中心に選択的支出（嗜好品や娯楽等）が減少しているとの指摘があり、先行きに慎重な姿勢が示された。

他方、そうした景気減速にもかかわらず、労働市場は依然として著しく引き締まっているとの認識が示された。最近では離職率の低下（転職活動が鈍化し賃金上昇圧力が低下する兆候）や名目賃金の上昇率鈍化など、労働市場の需給改善を示す兆候がみられているとの言及があったが、一方でヘルスケア、対面型サービス業（飲食・宿泊）、建設業などの人手不足は依然として深刻で賃金上昇圧力がなお強く残存しているとの指摘があった。その上で失業率は現在の極めて低い水準から小幅に上昇し、人手不足感は緩和していくとの見通しが示された。なお、ここでいう「失業率の小幅な上昇」がどの程度を念頭に置いているかと言えば、それはFRBが9月FOMCで示した失業率見通しの4.4%程度であると推察される。つまり失業率4.4%までは想定範囲内ということになり、換言すれば、そこに達するまでは金融政策を引き締めが正当化されるということだろう。

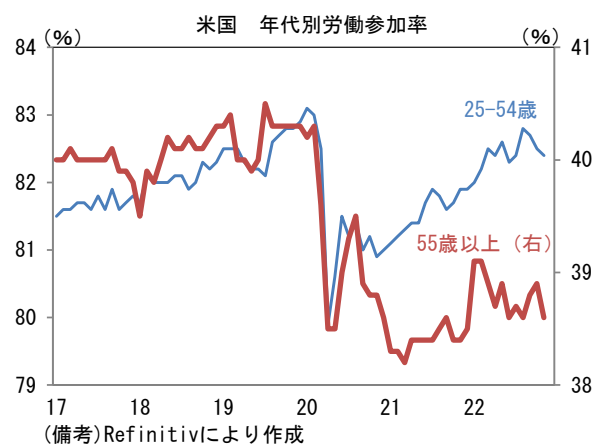
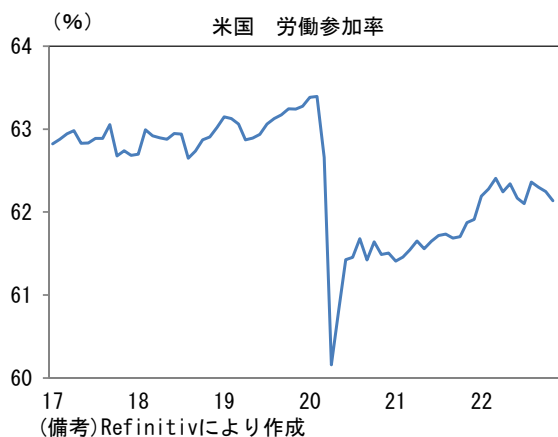
次にインフレ動向については、コモディティ価格の落ち着きとサプライチェーン問題の緩和を受けた財価格の低下がインフレ全体を下押しするとの認識が示されたほか、直近の住宅価格上昇ペースが減速していることに対する言及があった。現在インフレの牽引役となっている「家賃」については、速報性に優れたケース・シラー住宅価格やZillow住宅価格指数などが明確に減速しているため、政府統計（消費者物価指数やPCEデフレータ）における「家賃」が低下するのは時間の問題であるとの認識だ。また議事要旨に具体的な記載こそなかったが、これまでインフレ率を押し上げてきた中古車の価格も低下する公算が大きい。先行指

標として注目されるマンハイム中古車価格指数は11月に前年比▲14.2%へと落ち込んでおり、これを踏まえると今後のインフレ指標は鈍化していく公算が大きい。

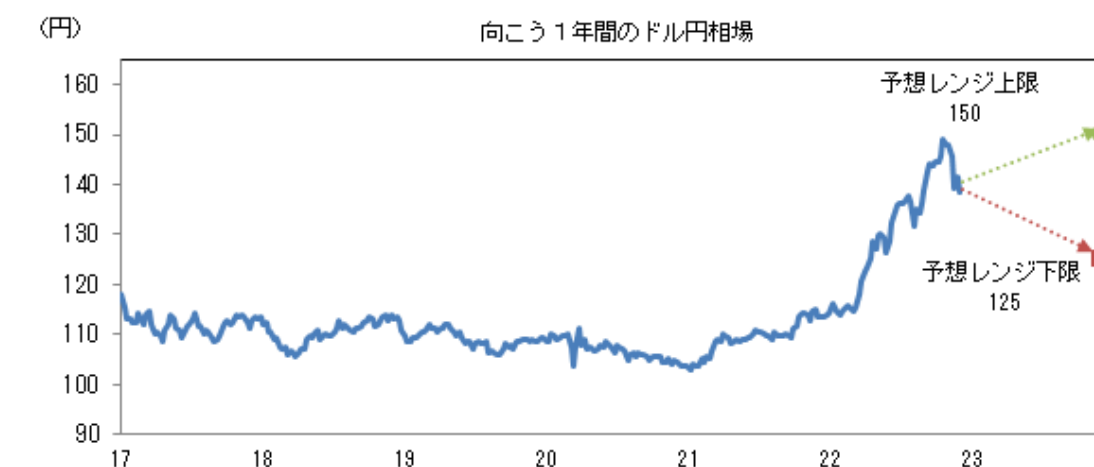
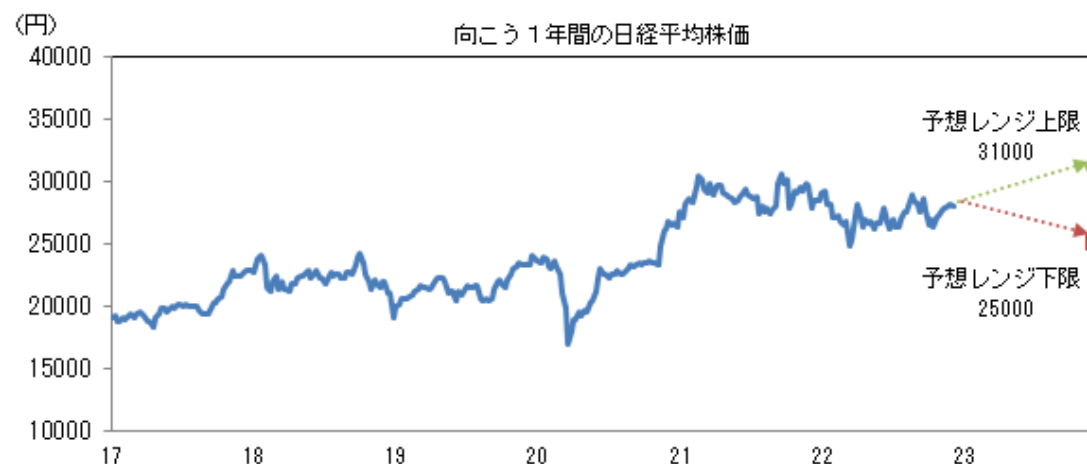


そうした認識の下で、大多数のFOMC参加者は「利上げペース鈍化が間もなく適切になる」との見解を示した。また「金融引き締めが経済活動や物価に影響を及ぼすタイムラグを考慮する必要がある」、「利上げペースの減速は金融システムの不安定化リスクを軽減することになる」といった記載があり、金融引き締めが行き過ぎてしまい経済に悪影響を及ぼすことを懸念する言及もあった。

今後、市場参加者の焦点は、2023 年中に利下げがあるか否かに移行していくだろう。その点、Fedを悩ませ続けている、賃金の異常値的上昇とその背景にある労働参加率の停滞についてその改善が遅々としていることを再認識しておく必要がある。上述のようにエネルギー価格高騰、サプライチェーン寸断、家賃高騰といったインフレ圧力はかなり低減している一方で、最も厄介な「賃金インフレ」は明確に収まっておらず、長期化する可能性がある。その主因は人手不足。当初、パンデミックを契機に労働市場から退出した多くの人は、政府からの手厚い給付が途切れ、資産価格（株式）が下落し、インフレが高止まりすれば止む無く復職を選択すると予想されていたが、パンデミックを契機に早期退職を決めた55歳以上の人々は現在も頑なに労働市場への復帰を拒んでおり人手不足解消の阻害要因となっている。労働供給の回復なくして賃金の異常値的上昇が解消するとは考えにくいことから、賃金の異常値的上昇が続く下でサービス物価の上昇圧力が残存し、インフレ率が高止まりする可能性は否定できない。政策金利の終着点は徐々に見えてきたとはいえ、利下げを見込む根拠は現在のところ乏しい。政策金利が高止まりするとの予想が支配的になれば、株式市場の空気は再び悲観的になるだろう。日本株については、2022 年は米国株下落をよそに底堅さを維持したが、2023 年も米国株の下落が続くようだと、その下落に巻き込まれる恐れがある。



## 【市場見通し】



(出所) Refinitivより第一生命経済研究所作成

## 予想コメント

### ◇株式

日本株は企業業績の拡大を背景に底堅い展開を予想する。ただし米国の金融引き締めが米景気後退懸念を通じて世界的株価下落を招く可能性には注意が必要。インフレ退治を最優先課題とするFRBは株式市場へ配慮する姿勢に乏しい。また日本の内需回復が遅れるリスクにも注意が必要。

### ◇ドル円

米国の利上げ終了が近づきつつあるとの見方からドルの先高観は薄れてきた。ただし、FRBの利下げが2024年以降になるとの見方が台頭すれば、米長期金利が上昇し、それに伴い日米金利差は拡大が見込まれることから、再び円安圧力が高まる可能性はある。

### ◇金利

日銀は長期金利の誘導目標を「0%程度」に据え置く公算が大きい。長期金利を抑制する仕組みを強化しており10年金利が0.25%を超える可能性は低い。短期金利は▲0.1%で不変の見込み。ただし、23年4月の黒田総裁の任期満了後、現在の金融政策が変化する可能性はある。

(注) 記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 【景気の現状と展望（米国）】

米国では、景気後退が懸念される中、22年7-9月期の実質GDP成長率（2次推計）が前期比年率+2.9%（4-6月期：同▲0.6%）と3四半期ぶりにプラス成長となったうえ、高い伸びだった。もっとも、純輸出が大幅な押し上げ要因となっており、国内最終需要は金利上昇の影響で減速傾向を辿っている。

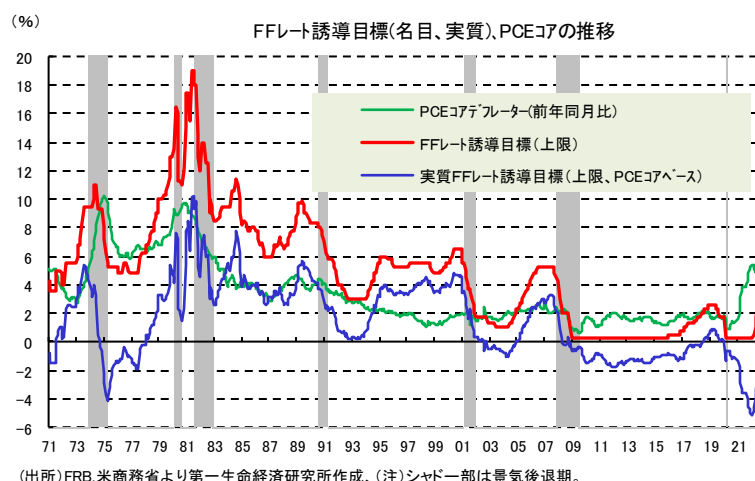
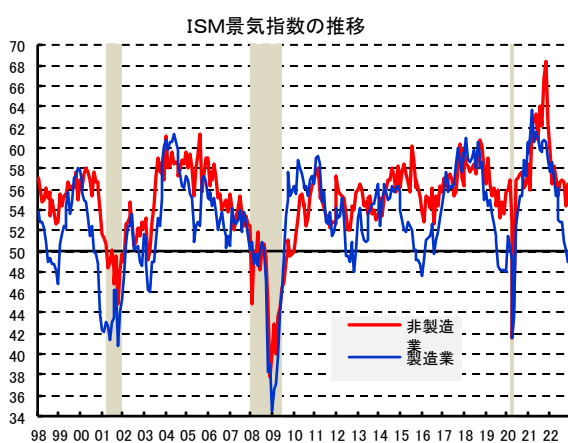
11月に入っても、世界経済の減速、サプライチェーンの混乱、インフレ高進などを背景に、企業の景況感を示すISM景気指数は景気の減速を示している。こうしたもと、11月の労働市場では非農業部門雇用者数が前月差+26.3万人（10月：同+28.4万人）と緩やかな減速にとどまり、堅調な増加ペースを維持した。また、失業率は3.7%（10月：3.7%）と前月と変わらず、依然として自然失業率と推測される4.0%を下回る低い水準を維持しており、労働市場は逼迫したままである。

インフレ環境では、PCEデフレーターが10月に前年比+6.0%、PCEコアデフレーターが同+5.0%と鈍化しているが、依然上昇率は高い。エネルギー・原材料価格の上昇、半導体や人材の不足の持続、経済のデジタル化など需要の構造変化等の影響が残存するなか、ドル高や供給制約の緩和を背景に情報機器が下落したほか、家具、新車、中古車、医薬品など医療用品、電化製品などの財価格が低下した。一方、住宅の供給不足を背景とした賃貸料、帰属家賃の上昇などによってサービス価格が上昇した。このようなもと、FRBが75bpの大幅利上げを連続で行い、FFレート誘導目標は11月に3.75~4.00%とFOMC参加者の推測する中立水準（中央値）を大幅に上回った。

23年の米国経済は、FRBの大幅利上げ、新型コロナウイルスのパンデミックの継続、ロシアへの経済制裁の強化、高いインフレの上昇、世界経済の減速によって、低成長にとどまると予想される。ただし、供給制約の緩和、不動産資産残高の増加、内外での人の移動の活発化等を背景に、個人消費が底堅く推移するほか、設備投資は投資減税終了前の駆け込み需要、エネルギー・環境関連、国防関連の強い需要によって堅調に推移するとみられ、景気後退は回避されると予想される。23年の実質GDP成長率は前年比+0.7%（22年+1.9%見込み）に鈍化し潜在成長率である+1.8%を下回ると見込む。

サプライチェーンの混乱は、世界的なワクチン接種の進展による供給制約の緩和、新型コロナウイルスの感染拡大ペース鈍化等を受けた就業意欲の回復等によって、徐々に収束すると予想される。さらに、ウィズ・コロナのもとで財からサービスへの需要シフトが進むことによって、財価格は低下傾向を辿ると見込まれる。一方、サービス価格は需要の強まりや家賃・帰属家賃の押し上げによって22年末にかけて上昇を続けるものの、23年には住宅市場の縮小の影響もあり緩やかに低下すると予想される。結果、コアインフレ（前年比）では、PCEコアデフレーターが23年末にかけて低下するものの緩やかなペースが予想される。

このような経済環境のもと、FRBは12月に50bpに利上げペースを鈍化させよう。FF金利誘導目標は4.25~4.50%となるが、実質FFレート（上限）はマイナスにとどまるとみられることから、FRBはインフレの低下ペースと景気動向に配慮しつつ、23年前半に25~75bpの利上げを実施するとみられる。FRBは実質FFレートがプラス、あるいはプラスに転じることがほぼ確実になると想定される年前半に様子見姿勢に転換すると予想される。





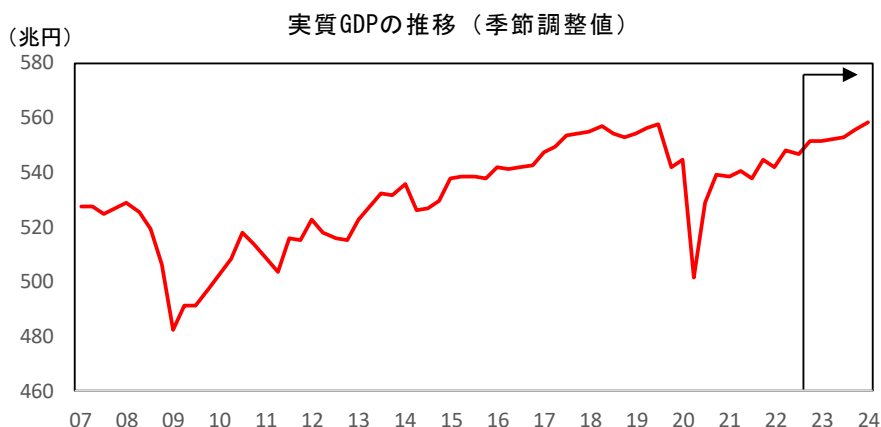
## 【景気の現状と展望（日本）】

2022年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.8%となった。4-6月期は新型コロナウイルスの感染者数減少とまん延防止等重点措置の全面解除を背景に同+4.5%の高成長が実現していたが、一転してマイナス成長となっている。サービス輸入の一時的な急増により押し下げられた面も大きく、景気の回復傾向が崩れたわけではないものの、感染者数急増の影響で個人消費の伸びが大きく鈍化するなど、弱さも垣間見える。個人消費については、感染急拡大のなかでも強い行動制限が出されなかったこともあり、過去の感染拡大時と比較すれば悪影響が抑えられたものの、高齢者を中心とした外出手控えの動きは一定程度生じた。足元では再び感染第8波が到来しており、10-12月期にも消費が下押しされる可能性があることは気がかりだ。

また、海外への所得流出が続いていることから、交易利得の動向も考慮した実質GDIでは前期比年率▲3.7%と、実質GDP以上の大幅なマイナスとなっている点も懸念材料だ。円安の進展や原材料価格の上昇によって実質購買力が毀損されていることが示されている。交易損失の拡大は企業や家計の負担に直結することから、家計の生活実感や企業の景況感を見る上では実質GDIの方が適しているともいえる。現時点では物価高の影響で消費が大きく悪化する状況には至っていないが、実質所得が悪化するなかでいつまでもこうした状況が続くとは限らない。実質GDIの悪化が今後の景気下振れに繋がるのが懸念される。

先行きも強気にはなれない。22年10-12月期については、7-9月期の落ち込みの反動が出ることに加えて全国旅行支援の開始などが押し上げることから、景気はいったん持ち直すと予想するが、23年については再び景気減速感が強まるだろう。特に懸念されるのが、海外経済の減速を背景とした輸出の下振れである。米国では現在、ようやく利上げペースが鈍化する段階に過ぎず、利上げ自体はまだ続く。また、利上げが終了した後もしばらくは金利水準が維持される見込みであり、過去の利上げの累積的な悪影響が顕在化することで、23年の景気は大きく下押しされざるを得ない。現時点では、住宅部門は明確に悪化する一方で個人消費や設備投資は底堅さを保っているが、今後は次第に悪化がみえてくるだろう。加えて、歴史的な高インフレや金融引き締め等を背景として欧州経済が景気後退局面入りする可能性が高いことも下押しとなるだろう。欧米以外でも、米国の利上げにより通貨安圧力が強まり、インフレの加速から利上げを実施せざるを得ない国が増えている。世界的に23年の景気は減速感が強まる可能性が高い。

世界経済がリセッションの瀬戸際に立たされるなか、日本への悪影響も避けられない。23年の財輸出は減少に転じると予想している。景気の牽引役として期待される設備投資についても、先行き不透明感が強まるなかでは企業が投資を積極化させることは考えにくく、増勢は鈍化することになるだろう。大きな流れとしては、コロナ禍からの正常化に向けた回復の動きが続くことから、景気回復の動きが頓挫する可能性は低いとみているが、外需の下振れを主因として回復のペースは抑制されざるを得ない。23年の景気は減速感が強まるだろう。



(出所)内閣府「国民経済計算」  
(注)予測は第一生命経済研究所

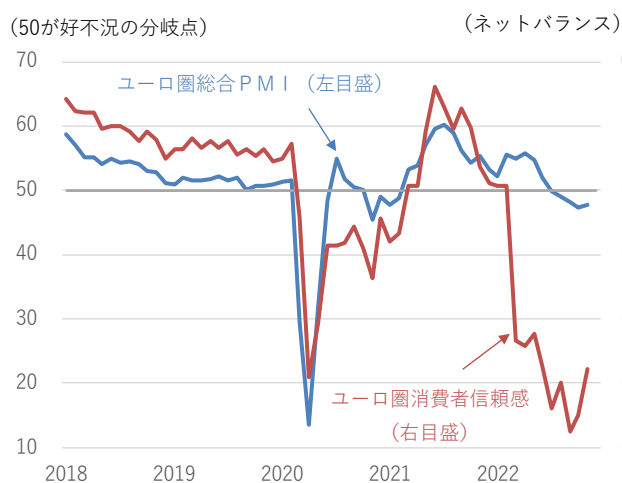
## 【景気の現状と展望（欧州）】

2022年前半のユーロ圏経済は、新型コロナウイルス関連の行動制限緩和による経済活動再開、コロナ後の経済復興に必要な財政資金を欧州連合（EU）の加盟国に提供する欧州復興基金の資金拠出開始、物価高騰による国民生活の打撃を軽減する各国の財政出動などに後押しされ、底堅い景気拡大を続けてきた。年後半に入ると、物価高による家計購買力の目減りや企業収益の圧迫が響き、景気に急ブレーキが掛かっている。7～9月期のユーロ圏の実質国内総生産（GDP）は、過去数四半期に比べて減速したものの、行動制限緩和による旅行や娯楽需要の回復に支えられ、マイナス成長への転落を回避した。10～12月期入り後は物価高による国民生活への打撃に加えて、インフレへの警戒姿勢を強める欧州中央銀行（ECB）による量的緩和の終了や利上げ開始の影響波及、冬場のガス不足を警戒した節電の取り組み強化などが響き、景気に一段のブレーキが掛かっている。10～12月期のマイナス成長転落は避けられそうにない。こうした経済活動への下押しは2023年前半にかけて続き、ユーロ圏は緩やかな景気後退に陥る公算が大きい。その後は資源価格の上昇一服やエネルギー価格の上昇による物価の押し上げが徐々に剥落することから、インフレ率の鈍化に応じて、景気への下押し圧力が弱まる展開を予想する。2023年後半に入ると、緩やかな回復軌道に復帰しよう。年前半の景気後退が響き、2023年のユーロ圏の年間成長率は僅かなマイナス成長を予想する。

ユーロ圏の消費者物価は2022年10月に前年比+10.6%で統計開始以来の過去最高を更新した後、11月は一部加盟国のエネルギー料金の引き下げを受け、同+10.0%に鈍化した。昨冬にエネルギー価格の上昇に弾みがついたこともあり、物価はひとまずピークアウトした可能性が高いが、上昇一服後も原油や天然ガス価格が高止まりしていることや、価格転嫁や賃上げの動きが広がっており、2023年を通じてECBが物価安定と定義する2%を上回る展開を想定する。マイナス成長転落後も物価の高止まりが続くことから、2023年前半にかけてECBは小幅の追加利上げに踏み切り、下限の政策金利である預金ファシリティ金利が2.5%に引き上げられ、その後は様子見に転じる展開を予想する。

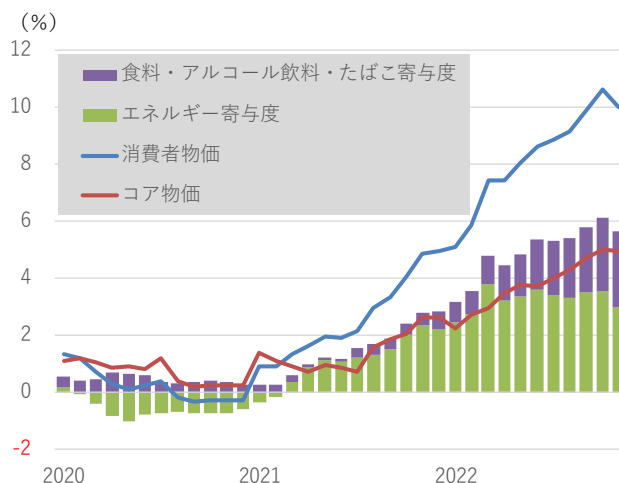
こうした見通しに対するリスク要因は、ガス不足の再燃による物価の上振れと景気の下振れだ。EUによる対ロシア制裁の報復措置の一環で、ロシアは欧州向けのガス供給を絞っている。ロシアからのパイプラインにガス供給の多くを依存してきた欧州では、冬場の需要期にエネルギー供給が不足し、深刻な景気後退に陥ることが不安視されてきた。エネルギー資源の脱ロシア依存を急ぐ欧州各国は、代替エネルギー源の確保やガス貯蔵の積み増しを急ぐとともに、省エネの取り組みを加速してきた。こうした取り組みや例年比で温暖な天候にも助けられ、今冬のエネルギー危機はどうか回避されるとの見方が今のところ支配的となっている。だが、ここにきて欧州を寒波が襲っており、各国はガス貯蔵の取り崩しを開始している。本格的なガス不足やガスの配給制の開始が回避されたとしても、来冬に向けたガス貯蔵の発射台が低下し、ガス価格の高止まりや各国による節電の取り組みが景気回復の重石となろう。

ユーロ圏の企業景況感と消費者信頼感



出所：S&P Global、欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

ユーロ圏の消費者物価の推移



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

## 【景気の現状と展望（中国・アジア新興国）】

足下の中国経済を巡っては、当局による強力な行動制限を伴う「動態ゼロコロナ」戦略への拘泥が幅広い経済活動の足かせになっている上、サプライチェーンの混乱の動きは中国経済と連動性が高いアジア新興国の足を引っ張る展開が続いている。動態ゼロコロナ戦略の長期化を受けて国民の間に不満が溜まる動きが顕在化するなか、当局はゼロコロナ政策の緩和を示唆するなど戦略転換に動く可能性が高まっている。仮にこうした動きが大きく前進すれば、サプライチェーンの回復が期待されるほか、中国人観光客への依存度が高いASEAN（東南ア

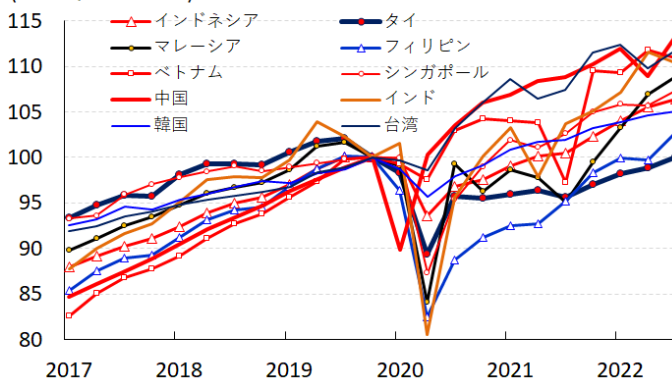
ジア諸国連合）などアジア新興国にとっては、観光客の受け入れ拡大が進むなど経済活動の正常化に向けた動きが一段と前進することが見込まれる。他方、中国経済の減速懸念を理由に頭打ちの動きをみせる国際商品市況は一転して底入れすることが見込まれるなか、足下では食料品やエネルギーなど生活必需品を中心とするインフレの動きが一巡しつつあるアジア新興国にとっては、経済活動の正常化の動きも重なることでインフレ圧力が高止まりすることが予想される。国際金融市場においては、米ドル高の一服を受けて資金流出に直面してきた新興国を取り巻く環境に変化の兆しがみられるものの、世界的なインフレの長期化により米FRBなどは一段の金融引き締めを迫られる事態となれば、アジア新興国においても物価、及び為替の安定を目的にさらなる金融引き締めに動かざるを得ない状況に直面する可能性に留意が必要になろう。

他方、足下の中国国内においては有症状者を中心にコロナ陽性者が拡大する動きがみられるなか、行動制限の緩和により感染動向が急速に悪化する事態となれば、一転して行動制限が強化されるほか、動態ゼロコロナに基づく様々な行動制限が長期化する可能性もくすぶる。中国では、21年末以降の段階的な金融緩和により信用動向は底入れする動きが確認されており、通常であれば景気の底入れが促されやすい環境にあると捉えられる。こうした状況にも拘らず足下の中国経済に減速懸念がくすぶる背景には、当局による動態ゼロコロナ戦略への拘泥に伴う行動制限が影響していることは間違いない。しかし、過去にも表現振りは制限解除を示唆する動きがみられるも、地方政府のレベルでは強力な行動制限が課されるなど実態として変化がなかったことを勘案すれば、今後も中央レベルで規制緩和の号令が出された場合においても同様の展開が続く可能性はくすぶる。よって、仮に先行きも動態ゼロコロナ戦略に基づく行動制限が課される展開が続けば、中国景気の足を引っ張る展開が続くことは避けられず、サプライチェーンの混乱がアジア新興国景気の重石となる動きもくすぶるであろう。さらに、欧米など主要国においては物価高と金利高の共存によりスタグフレーションに陥ることが懸念されるなか、中国経済も勢いを欠く展開が続くことは、世界経済全体にとって「けん引役」が不在となることを意味する。そうした状況は経済構造面で輸出依存度が相対的に高いアジアをはじめとする新興国経済の足かせとなり、結果的にアジア新興国においても景気の勢いに乏しい展開となることは避けられない。

もうひとつの世界経済の不透明要因であるウクライナ情勢も見通しの立たない状況が続いており、供給不安を理由とする穀物などの国際商品市況も高止まりが見込まれ、世界的な食料品やエネルギーなど生活必需品を中心とするインフレが長期化することも予想される。ここ数年の国際金融市場の動揺は世界経済が拡大を続けるなかで発生したことで比較的短期に収束が図られてきたものの、世界的なインフレを理由に量的緩和による対応が難しくなるなか、世界経済の減速と重なるタイミングで発生すれば事態収束に時間を要する状況も予想される。そうした事態となれば、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱な新興国を中心に資金流出の動きが集中することも予想され、実体経済の足を引っ張ることも考えられる。その意味では、当面の新興国を取り巻く状況には不透明要因が山積する展開が続く可能性は高いと予想される。

実質GDPの水準（季節調整値）の推移

(2019Q4=100・sa)



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成