

# 金融市場

## 潮流

アベベが走り抜けた路……………1

## 情勢判断

### 国内経済金融

「第5波」襲来で国内景気の本格回復は後ずれ

～半導体不足の影響で輸出・生産も一旦足踏み～…3

### 米国経済金融

失業保険上乗せ措置終了に伴い、求職者が増加

～テーパリング開始時期をめぐる議論が本格化～…13

### 中国経済金融

予想を下回る成長となった4～6月期の中国経済

～引き続き経済政策運営の動向等に注視～…23

## 分析レポート

コロナ危機からの回復期の欧州に求められる投資の拡充

～米国との経済格差は大きく戦略的な取り組みが必要に～…29

## 今月の焦点

法人課税を巡る新たな動き……………33

## 海外の話題

2つの決勝戦……………37

2021.8

農林中金総合研究所

Norinchukin Research Institute Co.,Ltd.

ホームページ <https://www.nochuri.co.jp>

## 潮流

### アベベが走り抜けた路

理事長 皆川 芳嗣

人生で二度目に夏のオリンピックが自国開催となった第32回オリンピック東京大会であるが、新型コロナウイルス感染症の蔓延防止のために無観客開催という前代未聞の事態となった。そこでこの機会に、1964年の第18回オリンピック東京大会を振り返るとともに、その後今日までのスポーツ界を始め日本及び世界の変化について考えてみたい。

前回の東京五輪で一番印象に残ったのは何かと問われ、菅首相はバレーボールの「東洋の魔女」の活躍だと答えていた。小学校4年生だった自分にとっては、日本武道館の柔道無差別級で仲永がオランダのヘーシングに袈裟固めで敗れたシーンと、最終日にマラソンで優勝したエチオピアのアベベ・ビキラが独走中を見せた哲学者然とした風貌であろうか。当時のマラソンのルートは、千駄ヶ谷の国立競技場をスタートして中央線に沿って西走、明治通りを北に少し走って左折し、新宿駅南口の跨線橋を越えたら調布まで甲州街道を一直線に走り往復するというものであった。最近車の運転を楽しむので甲州街道はお好みのルートだ。路の両側に聳える櫻並木がトンネルの様に枝を広げて夏空の強烈な日射を遮ってくれる。アベベもそんな櫻の下を快走したのだと信じ込んでいた。しかし違ったのだ。市川崑監督の東京五輪の記録映画はマラソンレースの模様を30分近くも撮っていたが、よく見ると沿道の観衆は映っていても57年前の甲州街道に櫻の並木はまだ育っていなかったのだ。これは一例に過ぎず、今は当たり前だが当時は存在しなかったものは極めて沢山ある。逆もまた然りである。

前回の東京五輪の参加国・地域はそれまで最多の93を数えた。当時アフリカの旧植民地で独立が進み、少人数ながら初めて選手団を送ってきた国々が目立った。色彩豊かな民族衣装に身を包み昂然と胸を張って行進する彼らにスタンドから大きな拍手が送られていた。大選手団を送ってきていたソビエト連邦は今はなく、最大の選手団を参加させた統一ドイツ（西ドイツ、東ドイツの混成チーム）はベルリンの壁崩壊後、国家としての統一を果たしている。今はスポーツ大国でもある中華人民共和国は未だ参加していなかった。前回大会時世界を覆っていた東西冷戦は終わったが、その後も民族や宗教対立を始め紛争の種は世界各地に尽きることはないし深刻化している。今回の参加国、地域は205に上るが、アフガニスタン紛争時のモスクワ五輪のボイコットの例もあるように、今後地域紛争や米中対立等がオリンピックの参加に影響を与える事も懸念されている。一方、紛争地域のアスリートの参加を可能にした難民選手団が2016年のリオ五輪から初めて参加している。

次に実施種目数と参加アスリートの総数、男女比を見てみよう。前回は20競技、163種目に5152人が参加しているが、圧倒的に男性優先で女性割合は13.2%に過ぎなかった。一方今回は33競技339種目に前回の倍の11000人が参加するという。決定的に違うのは女性割合が48.8%とほぼ男女半々になっていることだ。体重のクラス分けが違うぐらいで男女一緒の種目が設定されているし、新

体操の様に女性のみ実施されるものもある。日本のメダル有望種目と言えば女子柔道、レスリングが挙げられるが、前回五輪時には多くの人々がそんな時代が来るなど想像していなかったのではないだろうか。「女性にマラソンは過酷すぎる。格闘技は母性に合わない。」など、男性目線で種目が選択されていたと言っても過言ではなかった。その後多くの人々の長きにわたる努力があつてスポーツにおけるジェンダーギャップは改善して来たのだと思う。LGBTへの対応も今後何十年か後に振り返った時に大きく変わっているだろうか？

アベベが走り抜けた時苗木だった甲州街道の櫻は人々の手入れもあつて大きく成長して都市環境を守ってくれている。未来は不透明だが今日の一歩がその先へと繋がっていくのだ。普段はあまり意識しないが先々の経済・社会を変えるかもしれない変革の芽はそこそこにあるのだ。要はそれを伸ばすも枯らすも手入れ次第ということではないか。

# 「第5波」襲来で国内景気の本格回復は後ずれ

## ～半導体不足の影響で輸出・生産も一旦足踏み～

南 武志

### 要旨

東京都に対して4回目の緊急事態宣言を発出したことで、東京五輪はほぼ無観客での開催となったほか、飲食業に対して酒類提供の自粛や時短営業などが再び要請されるなど、対面型のサービス消費の停滞も続いている。一方、堅調だった輸出・生産に半導体不足による自動車減産の影響が出ているが、火災にあった工場の復旧が終了していることから、徐々にその影響は薄れ、再び増勢を強めるものと思われる。日本国内においてもワクチン接種が着実に進展していることから、五輪パラ後は生活や経済の正常化に向けた議論が高まっていくと思われる。

内外の金融市場では、しばらく大規模な金融緩和が継続されるとの見方が強まり、「リフレトレード」が巻き戻された結果、長期金利の低下が見られた。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2021年			2022年	
	7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.035	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0720	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
国債利回り	20年債 (%)	0.385	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65
	10年債 (%)	0.005	-0.05～0.20	-0.05～0.20	-0.05～0.20
	5年債 (%)	-0.130	-0.18～0.00	-0.18～0.00	-0.18～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	106.9	100～118	100～118	100～118
	対ユーロ (円/ユーロ)	129.2	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	27,388	28,500±3,000	30,000±3,000	30,750±3,000	31,250±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)

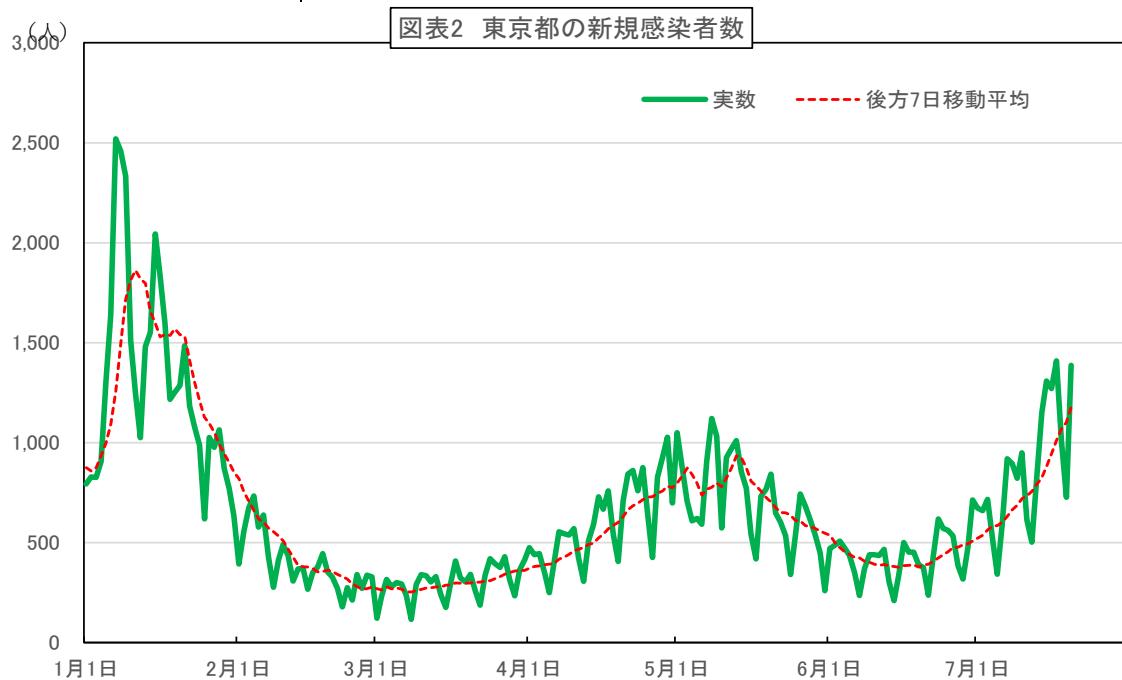
(注)実績は2021年7月20日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいづれも新発債。

新型コロナの感染「第5波」に対して東京都に対して4回目の緊急事態宣言を発出

新型コロナウイルス感染症の感染が再び拡大傾向を示す中、政府は、7月23日にオリンピック開会式を控えた東京都に対して4回目の緊急事態宣言を発出することを決定した(期間は7月12日～8月22日)。その結果、東京五輪は一部地域を除き、無観客で開催されることとなった。パラリンピックも含め、既に海外からの一般客の受け入れ中止が決定されていたことも踏まえると、五輪期間の前後に期待された派生需要は格段に小さなものになると見込まれる。

なお、沖縄県に出されている緊急事態宣言、埼玉県・千葉県・神奈川県・大阪府に対する「まん延防止等重点措置」についても8月22日まで期限を延長することとし、飲食店に対して酒

類提供の自粛や時短営業などを要請するなど、感染抑制措置を継続することを決定している。



(資料)NHK特設サイト「新型コロナウイルス」

### ワクチン接種が進んだ国の感染対策の方向性に違いも

世界に目を転じると、コロナ・ワクチンの接種がかなり進んだ国では、重症者数や死者数が大きく抑制されるなど、所期の効果が出ているものの、インド由来とされる変異ウイルス（デルタ株）の大流行によって新規感染者数は急増するなど、必ずしも収束に向かっているわけではない。成人人口の8割以上（全人口の6割程度）がワクチン接種を終えたイスラエルでは、6月から多くの行動制限が解除されたほか、同15日には屋内でのマスク着用義務も解除された。しかし、新規感染者数の爆発的拡大を受けて、イスラエル政府は一部規制の再導入を検討しているほか、免疫力が弱い人を対象にブースターショット（3回目の接種）を開始した。

一方、全人口の過半がワクチン接種を終えた（少なくとも1回接種した人も約3分の2）英国での新規感染者数は7月中旬には5万人超と、感染爆発が見られた年末年初の水準に迫った。しかし、英政府の感染対策は基本的に緩和方向にあり、ロンドンで準決勝・決勝が行われた欧州サッカー選手権（UEFA EURO2020）では、スタジアムへの入場条件として新型コロナウイルス検査の陰性証明書や14日前までにワクチンの2回接種を完了した証明書を提示することが求められたものの、入場客

## ワクチン接種が進んだ後、日本も「正常化」への議論が必要に

数を定員（9万人）の75%まで引き上げたほか、マスク着用も求めなかった。テニス4大会のウインブルドン選手権でも、センターコートで行われる決勝戦は満員の収容で、マスク、ソーシャル・ディスタンス（社会的距離）の規制はなかった（なお、サッカー、テニスとも選手らは外部との全面隔離措置（バブル方式）が取られた）。英政府は7月19日にはほぼ全ての規制を解除したが、ジョンソン首相はパンデミック終焉には程遠いことから、慎重な行動を呼び掛けつつも、今後のコロナ対策は規制ではなく、個々人の自発性に委ねるとし、コロナと共に生する社会を模索すべきと述べた。一部からの批判もあるが、英国の実験的試みに対して世界は大きな関心を寄せている。

国内では、コロナ・ワクチンの1回目が終了した人は全人口の34.2%、2回目が完了した人は22.3%（7月20日公表分）となっている。政府は希望する全ての人への接種は11月までに完了するとの方針である。また、最近の感染状況を見ると、ワクチン接種が進んだ65歳以上の高齢者（1回目：82.3%、2回目：60.0%）の感染がかなり抑制されるなど、日本でもワクチン接種には一定の効果があるといえるだろう。

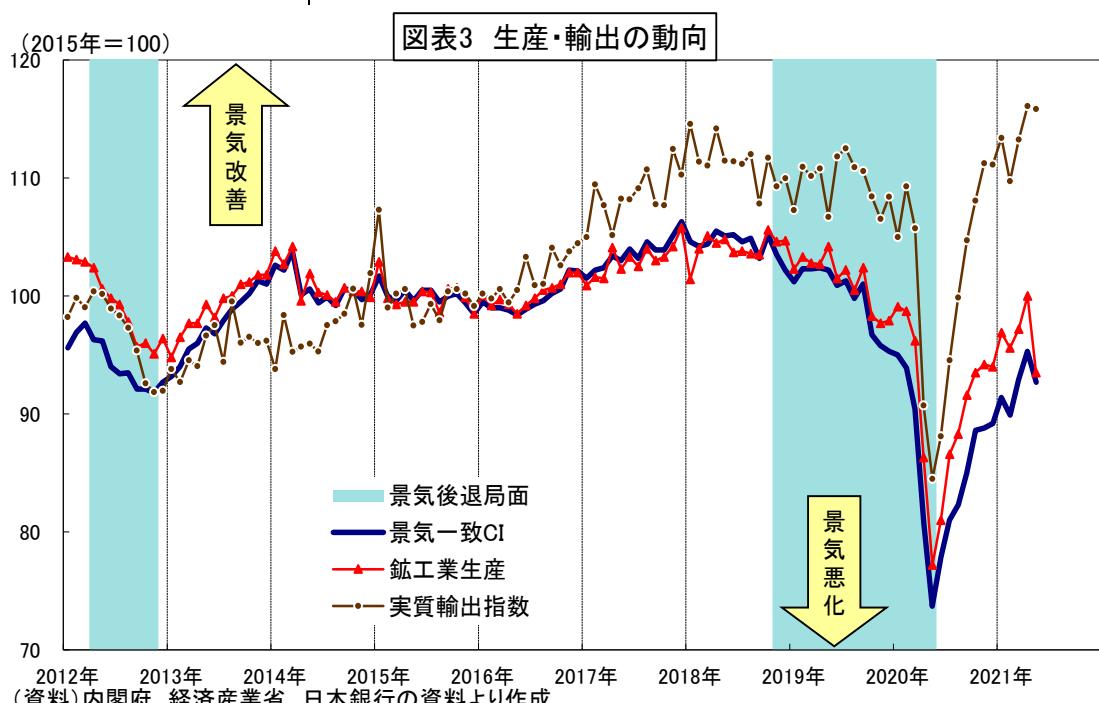
それゆえ、一般の国民へのワクチン接種が十分進んだ後を見据えた議論が求められる。菅首相は感染拡大防止と社会経済活動の両立を模索する「ウイズ・コロナ」を志向しているが、国民の理解・協力を得ながら「正常化」への道筋をつけ、景気の本格回復に向けた展望を描くことができるのか、今後注目されるだろう。

以下、国内景気についてみていきたい。米国、中国など海外経済の持ち直しに牽引される格好で輸出、生産が先行して回復する一方、緊急事態宣言などの影響でサービスを中心に消費が停滞気味に推移する構図に大きな変化はないが、後述の通り、半導体不足により回復を阻害する動きが見られている。

5月の実質輸出指数は前月比▲0.2%と微減ながらも3ヶ月ぶりに低下した。ただし、4～5月平均は1～3月平均を3.4%上回るなど、増勢は維持されていると評価できる。なお、財別にみると、半導体不足などで減産を余儀なくされている自動車が足踏みしているが、情報関連、資本財・部品は好調であった。

こうした半導体不足による自動車減産の影響で、5月の鉱工業生産は前月比▲6.5%と大きく低下、20年10月の水準まで後

戻りした。このうち、自動車製造業は前月比▲19.4%と激減、生産指数の低下（前掲の▲6.5%）に対して▲3.0 ポイントの寄与度であった。なお、半導体不足の一因となったルネサスエレクトロニクス子会社の工場火災（3月19日）については、復旧が進み、6月24日時点で生産能力が100%回復し、7月第3週には火災前の出荷水準に戻る見込みと発表されている。車載用以外の用途でも半導体の品薄状態が発生しているが、生産抑制効果は徐々に緩和されるものと予想される。



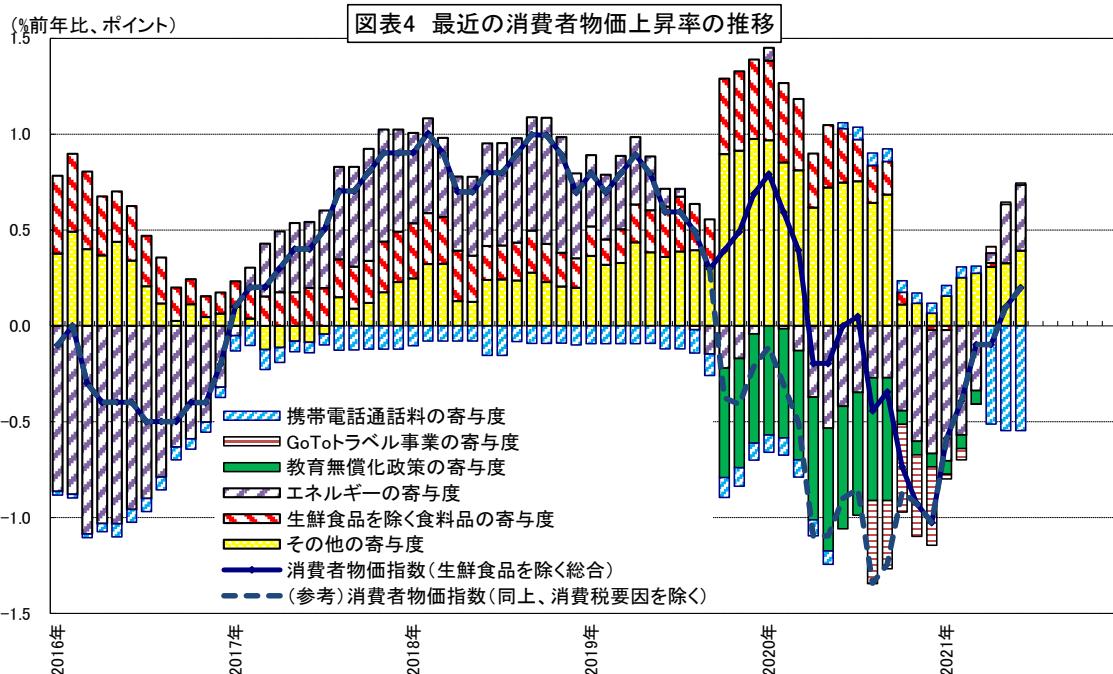
### 消費は停滞しているが、先行き期待は高まっている

一方、新型コロナの感染拡大が続いていることから、消費は停滞している。5月の消費関連指標をみると、代表的な消費総合指数は2ヶ月連続の低下で、大都市部を中心に緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が相次いで出された影響が出た。同指数の4~5月平均は1~3月平均をわずかに上回った状態である。ただし、6月には新規感染者数が減少に転じ、かつワクチン接種が加速したことから、マインドの改善もみられている。6月の消費動向調査によれば、新型コロナの感染再拡大の影響からマインドを示す消費者態度指数は3ヶ月ぶりに改善、20年2月以来の水準まで戻った。また、6月の景気ウォッチャー調査でも、景気の先行き判断 BSI が2ヶ月連続で改善、かつ17年10月以来の高水準となったことが確認できる（このうち家計動向関連も18年8月以来の高水準となった）。

## 経済見通し：今秋以降、景気の本格回復が始まる可能性も

ワクチン接種は着実に進展しているとはいえ、接種率はまだ十分高くないこと、感染力の高いデルタ株が大流行していること、さらに五輪・パラリンピック開催期間中の9月上旬までは感染拡大防止を推し進めると想定されることから、サービスを中心とした消費の低調さは秋口まで続くと思われる。

一方、中国経済の回復に一服感が出ているほか、東南アジアでの感染急拡大が見られるものの、欧米など先進国経済での持ち直し傾向が強まっていることもあり、輸出の増勢は保たれると思われる。また、日銀短観などに代表されるビジネスサーベイからは設備投資意欲が総じて堅調であることが確認できる。8月中旬に公表予定の4~6月期GDPは2四半期連続のマイナス成長は回避できるものと予想される。その後も8月までは緊急事態宣言などの影響が残るもの、五輪・パラリンピックの終了後には、徐々に自粛要請などが解除され、需要喚起策の再開も見込まれることから、景気は本格回復を開始するだろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

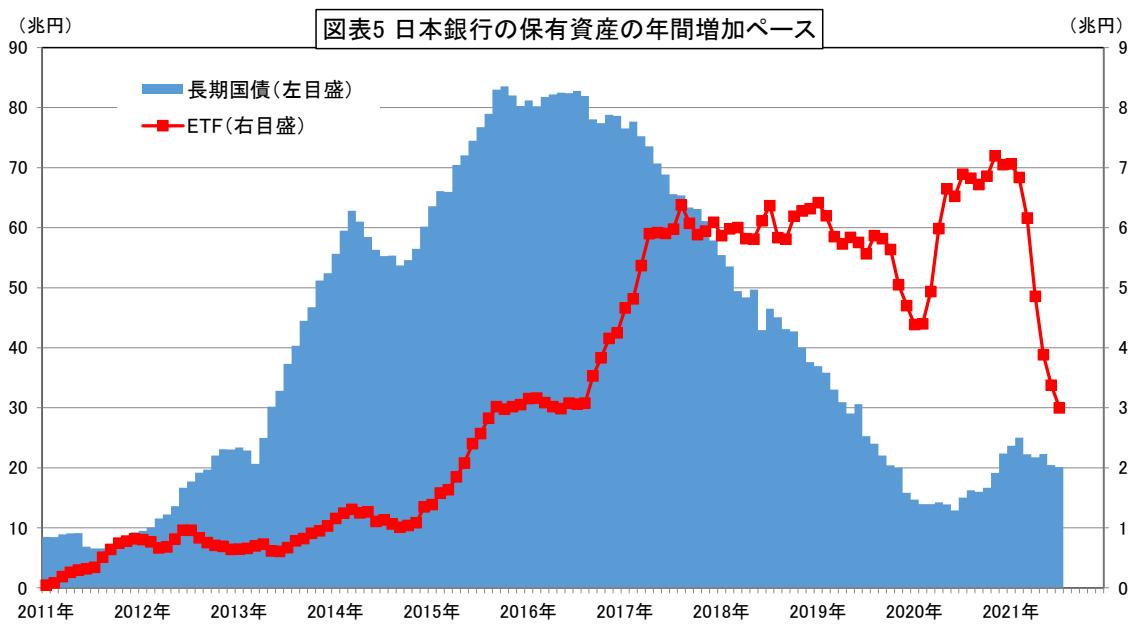
## 物価動向：携帯電話通信料の値下げ効果もあり、小幅上昇にとどまる

6月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア）は前年比0.2%と2ヶ月連続の上昇となった。世界経済の回復期待を背景に原油価格が高騰しており、それに伴ってエネルギーが同4.6%と上昇率を拡大させている。しかし、生鮮食品・エネルギーを除くベースで見ると、同▲0.2%と3ヶ月連続の下落であり、欧米先進国などで見られるようにコロナ禍からの回

復によって需要が急拡大した結果、インフレ率が加速するという姿とは程遠い。携帯電話通信料の引下げによって物価変動率に対して▲0.5 ポイント強の押下げ効果が発生していることを割り引いたとしても、僅かな上昇にとどまっている。

国内でのワクチン接種も着実に進展しており、五輪パラが終了した秋以降には、需要喚起策が再開される可能性もある。しかし、20年下期に実施された GoTo トラベルキャンペーンのように宿泊料の値下げなどが行われた場合には物価押下げに寄与するほか、国内ではデフレマインドが払拭されたわけではなく、消費者が持続的な値上げを容認する環境ではないこともあります。国内での物価上昇は限定的であろう。

ちなみに、協調減産の縮小幅を巡って紛糾していた OPEC プラスであったが、7月 18 日の閣僚級会合で 8 月以降は毎月日量 40 万バレル増産することで合意された。これにより、原油高騰に歯止めがかかるかが注目される。



(資料)日本銀行資料より作成 (注)最新データは7月10日時点。

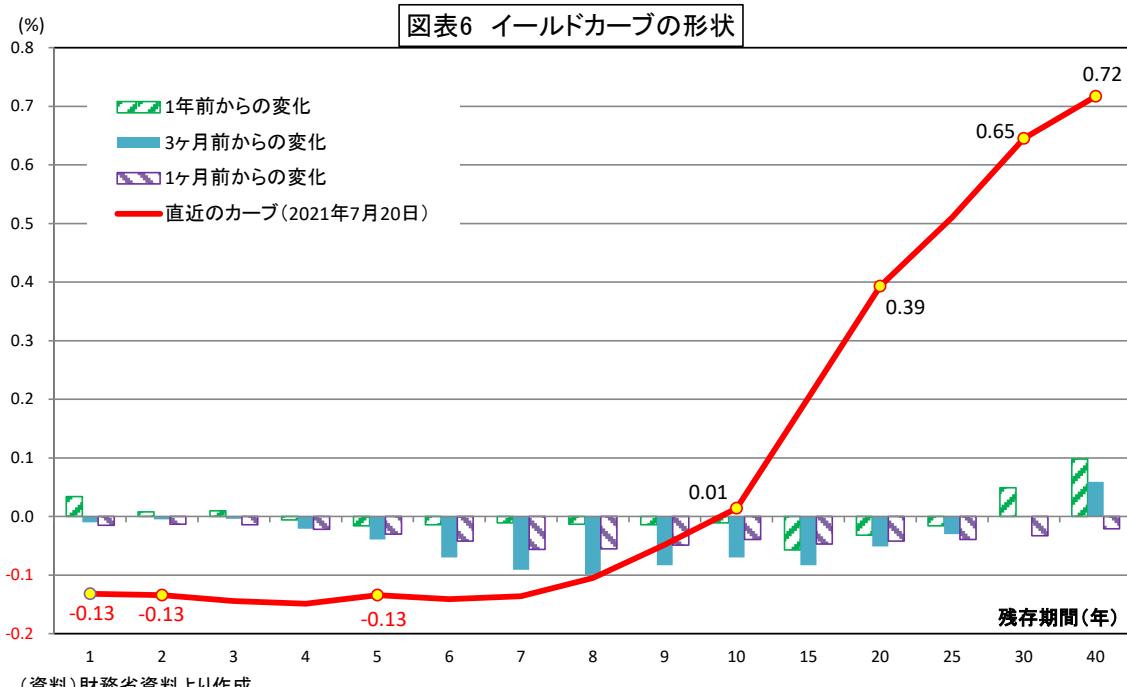
### 金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する方針

7月 17～18 日に開催された金融政策決定会合では、これまでと同様、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した。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援等別プログラム（期限は 22 年 3 月まで）、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約 12 兆円および約

1,800 億円の年間増加ペースの上限の下での ETF および J-REIT の買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努める姿勢を示している。

決定会合の終了後に示された展望レポートでは、緊急事態宣言の影響もあり、21 年度の経済成長率を 3.8%（政策委員見通しの中央値）へ下方修正する一方で、物価見通し（全国消費者物価コア）については原油高などの影響を踏まえて 0.6%（同）へ上方修正した。ただし、23 年度の物価見通しは 1.0%（同）で据え置きとなり、目標とする 2% の到達は見通せないことが改めて明らかとなった。黒田総裁の任期は 23 年 4 月であるが、それまでは現行レベルの緩和策が継続される可能性が高い。

なお、7 月会合後には 6 月会合で予告されていた「気候変動対応を支援するための資金供給」の骨子素案、および「気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について」が公表された。注目の資金供給のスキームについては、貸付利率はゼロ%、マクロ加算残高への「2 倍加算」を適用、貸出促進付利制度においては付利金利ゼロ% の対象とし、貸付期間を原則 1 年、実施期限（30 年度）まで対象投融資の残高の範囲内で借り換えを何回でも可能で、実質的に長期にわたるバックファイナスを受けることが可能な設計とした。年内を目指し方針だ。



金融市場：現状・

引き続き、景気回復に伴うインフレ昂進とそれに対する中央

## 見通し・注目点

銀行の対応がマーケットの注目を集めた。欧米中銀では最近のインフレ加速は一過性のものと評価、大規模な緩和を継続する構えを見せたほか、デルタ株の大流行などにより、7月は「リフレトレード」が巻き戻される格好で内外の金利が低下した。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。



## 長期金利は再び低下

### ① 債券市場

コロナ禍の下、主要中央銀行が大規模な緩和策を続けたこともあり、20年下期にかけて国内の長期金利（新発10年物国債利回り）は低位安定で推移した。しかし、21年入り後はワクチン接種を開始した米国の景気回復期待や大規模な追加財政政策などを受けて米長期金利が上昇したことに追随し、国内金利も上昇傾向となった。さらに、3月の金融政策決定会合で日銀が予定する「点検」で長期金利の変動許容幅が拡大されるとの思惑も加わり、2月末には長期金利は一時0.175%と、約5年ぶりの水準まで上昇する場面もあった。

しかし、「点検」で大規模緩和の長期化に資する措置が講じられ、かつコロナ禍が続く下ではイールドカーブ全体を低位安定させることを優先するとの方針が示されたため、3月会合の終了後は上昇圧力が一服した。6月に入ると、警戒感が高まっていた米国のインフレ加速は一時的との認識が広まり、米国長期金利が低下基調となり、それにつられて国内金利も低下傾向

## 長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

## 米金融政策の転換が意識され、日経平均は一時28,000円を割る展開

## 米長期金利の低下でドル円レートは110円前後で推移

となった。6月の米FOMC後には利上げ開始時期の前倒しが意識され、国内の長期金利も一旦0.06%まで上昇したが、その後は再び低下、7月20日には半年ぶりに一時0.005%まで低下した。

日銀の方針によって10年ゾーンの金利については当面ゼロ%近傍(0%±0.25%)で推移するように操作されるとみられ、当面はゼロ近傍から小幅プラス圏での推移が続くと予想される。0.25%を上回る金利上昇に対しては、日銀は国債の買入れ強化や新設した連続指値オペなどで対応するとみられる。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持ち直しの機運が強まり、金融緩和策の規模縮小などが意識される場面では上昇傾向が強まるだろう。

### ② 株式市場

米大統領選前後からの米国株高につられて国内株も上昇傾向を強め、12月末には日経平均株価は27,000円を回復、2月中旬には30年6ヶ月ぶりに30,000円の大台を回復した。その後、米国で成立した1.9兆ドル規模の経済対策などによって内外の長期金利が上昇傾向を強めたことへの警戒やワクチン接種の出遅れによる景気回復の鈍さ、さらにはスピード調整的な動きが重なり、じり安の展開となった。

さらに、6月の米FOMC後には大規模な金融緩和策の終了が意識されたほか、国内でのデルタ株の流行によって東京都に4回目の緊急事態宣言が発出されるなど景気の本格回復がさらに後ずれするとの見方が強まり、軟調な地合いが続いている。

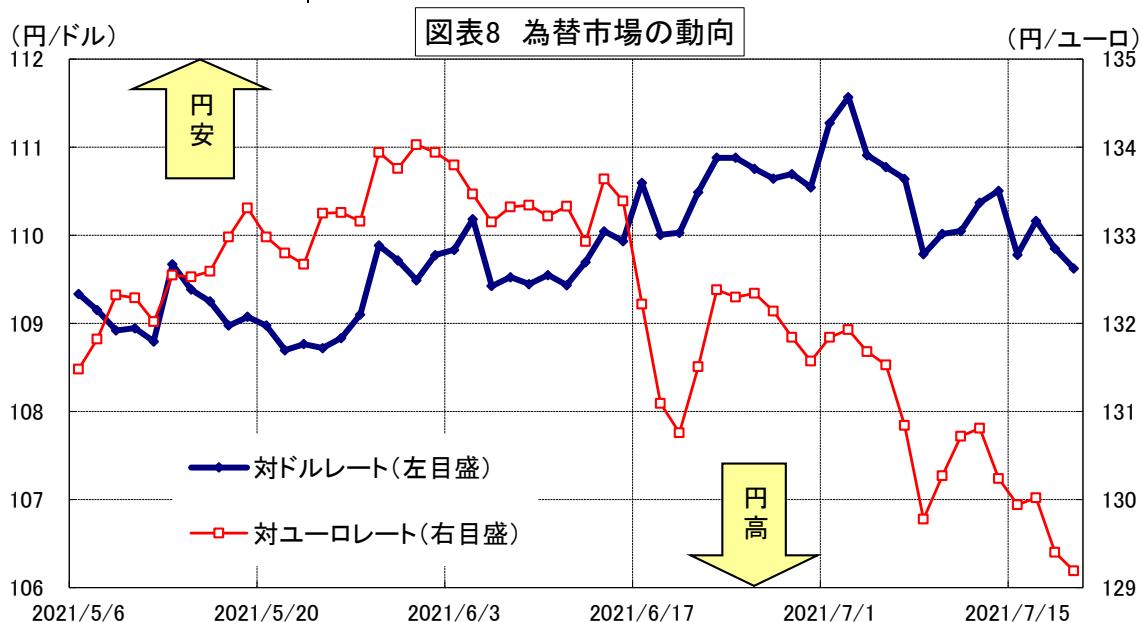
先行きについては、引き続き米国のインフレ動向や米国金融政策(テーパリングの開始時期など)を巡る思惑に左右される場面も想定されるものの、実際に金融緩和の規模縮小に向かうのはもう少し先であり、大規模な過剰流動性の存在は今しばらく株価を下支えするとみられる。基本的に内外経済はコロナ禍から持ち直していくと見込まれるため、業績見通しの上方修正とともに株価はいずれ上昇に転じると予想する。

### ③ 外国為替市場

21年初、ドル円レートは一時1ドル=102円台半ばまで円高が進んだが、その後は米国で誕生するバイデン政権による大規模な財政政策への期待が高まり、米長期金利が上昇したことを受けた円安ドル高の展開となった。3月下旬には111円目前と1年ぶりの水準まで円安が進んだ。4月に米長期金利の上昇が

一服すると、これまでのドル高を修正する動きが強まったが、5月以降は米国金融政策の転換への思惑などにより、緩やかな円安基調をたどった。7月上旬には一時111円後半まで円安が進んだが、その後は米長期金利の低下を受けて110円前後で推移している。

先行きについては、日米金利差が拡大するとの見通しであること、米国の景況感が日本よりも強いことなどを踏まえると、ドル高気味に推移しやすいと思われる。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

### 物価目標の引き上げでユーロ安が進行

ワクチン接種や景況回復に出遅れていたユーロ圏諸国でも、最近はワクチン接種が進み、景気の先行き回復期待が高まったほか、米国の金利高騰が沈静化したこともユーロ高に貢献し、5月下旬には一時1ユーロ=134円台と3年3ヶ月ぶりのユーロ高水準となった。6月入り後も概ね133円台での推移が続いたが、6月FOMCで米利上げ開始時期が23年に前倒しされたことを契機にユーロ安に転じた。さらに欧州中央銀行(ECB)が20年1月から行ってきた金融政策の戦略検証の結果、中期的な物価目標を2%（従来は「2%を下回るが、それに近い」）に微修正、必要ならば一時的な2%超えも容認する可能性を示したほか、7月の政策理事会で金融政策のフォワードガイダンスも緩和方向で修正されるとの見方が強まることで、足元ではユーロ安気味に推移している。

(21.7.20現在)

## 失業保険上乗せ措置終了に伴い、求職者が増加

### ～テーパリング開始時期をめぐる議論が本格化～

佐古 佳史,CFA

#### 要旨

労働市場では需要超過が継続し、労働者の確保が円滑に進んでいない。一方で、失業保険上乗せ措置が順次終了するなかで、労働参加率が上昇するなど、求職者数が増加し始めていることは、今後の景気回復の下支えになると考えられる。

6月FOMCの議事要旨からは、テーパリング開始時期をめぐる議論が本格化していることが明らかとなった。7月FOMCやジャクソンホール会議が今後の注目点となるだろう。

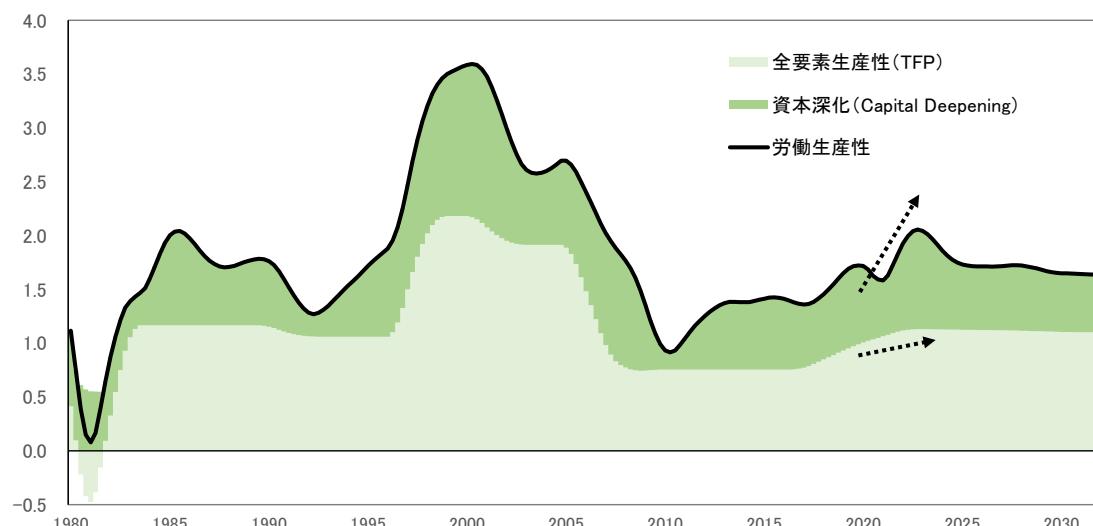
#### 設備投資の増加による労働生産性の加速

7月に入り米議会予算局（CBO）は、2021年米国救済計画を反映した今後10年間についての財政と経済の見通しを更新した。財政見通しでは、現在23兆ドル程度の国債残高（民間保有分）は28年度には30兆ドル、31年度には35兆ドルを上回り、GDP比でも長期的には緩やかに上昇すると予想されている。

また、経済見通しによると、おそらく現在検討されているインフラ投資計画なども幾分織り込む形で、設備投資の増加による労働生産性の加速が見込まれている。ただし、経済全体の技術水準や効率性を示す全要素生産性（TFP）については、上昇率の加速は小幅にとどまるようだ。

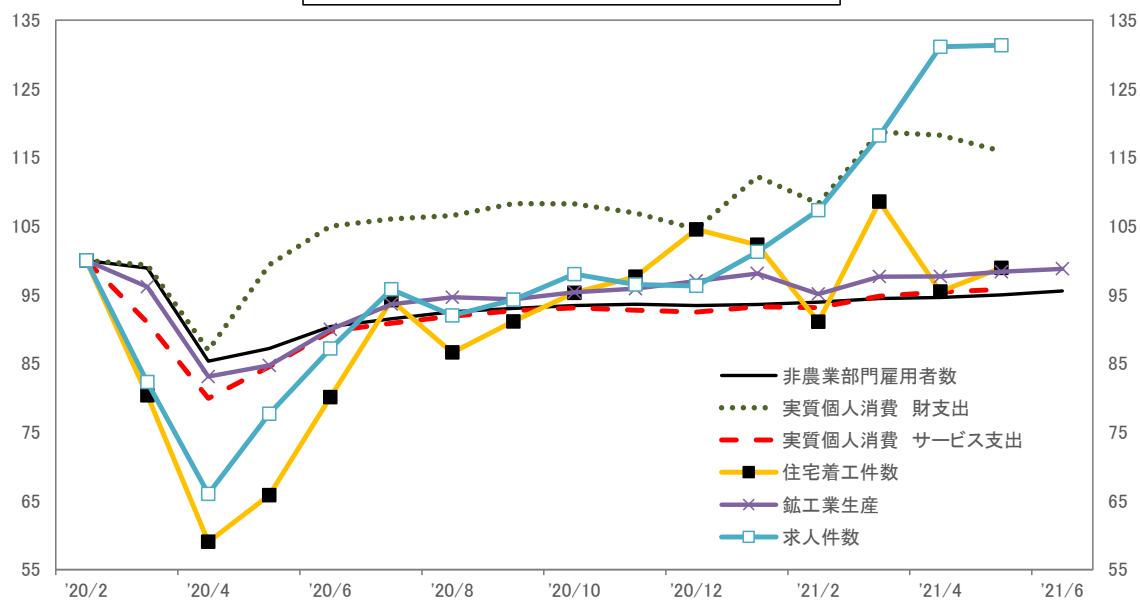
(%、前年比)

図表1 労働生産性の推移と見通し



(資料)米議会予算局(CBO)経済見通し(21年7月時点)より作成

図表2 主要な指標の推移(20年2月=100)



(資料)Bloomberg

### 景気の現状：ペントアップ需要に供給が追い付いていない

以下、経済指標を確認してみると、足元では経済正常化の進展に伴うペントアップ（繰越）需要に、供給が追い付いていないと判断できる。

6月の小売売上高は、前月比0.6%上昇と財からサービスへと消費パターンが戻りつつあるなかで、予想外に堅調な伸びとなった。内訳をみると、自動車ペーツや家具の売り上げが減少した一方で、デパートの売り上げが同5.9%、飲食店が同2.3%など、経済正常化の進展による売り上げの増加も確認できる。

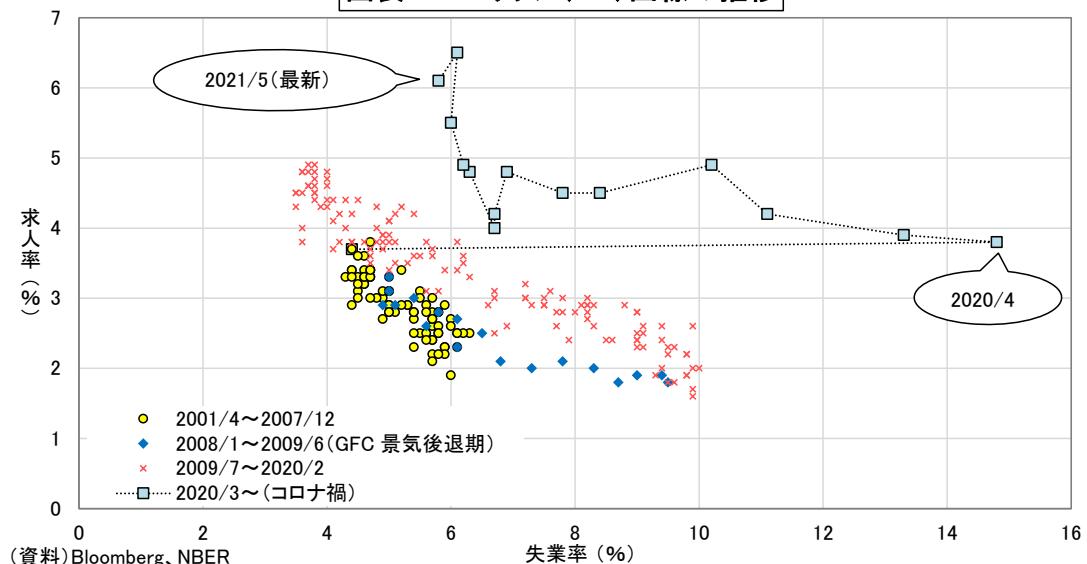
労働市場をみると、6月の非農業部門雇用者数は、前月から85.0万人増となり、5月の同58.3万人から雇用回復ペースは加速した。内訳をみると、娯楽・宿泊・飲食で34.3万人増（内、飲食は19.4万人増）、教育関連の採用が増加した影響から政府関連の雇用者は18.8万人増などとなった。また、労働参加率の上昇に伴い、失業率は前月から0.1ポイント上昇の5.9%となった。コロナ前の20年2月と比較すると、雇用の喪失は約710万人にまで減少した。人手不足を反映して、時間当たり賃金は前年比3.6%と再び高い伸びとなった。

5月の求人労働異動調査を確認すると、求人数は4月から小幅に増加し920.9万人と過去最高を記録した。一方で、5月に雇用された労働者は592.7万人にとどまり、約330万人の求人が未充足となった。また、求人率（=求人数÷（求人数+雇用者数））も

6.1%と高止まりしている。飲食を含む娯楽・接客業の求人率については、9.8%と非常に高いことから、著しい労働力不足が続いていると判断できる。

ここで、失業率と欠員率（グラフでは求人率）を用いて労働市場の需給を表現した、ベバリッジ曲線（UV曲線）を確認すると、新型コロナウイルス感染拡大後にベバリッジ曲線が右上にシフトしたことが確認できる。これは、米国の労働市場において、労働需給のミスマッチの拡大を示しているといえるだろう。

図表3 ベバリッジ(UV)曲線の推移



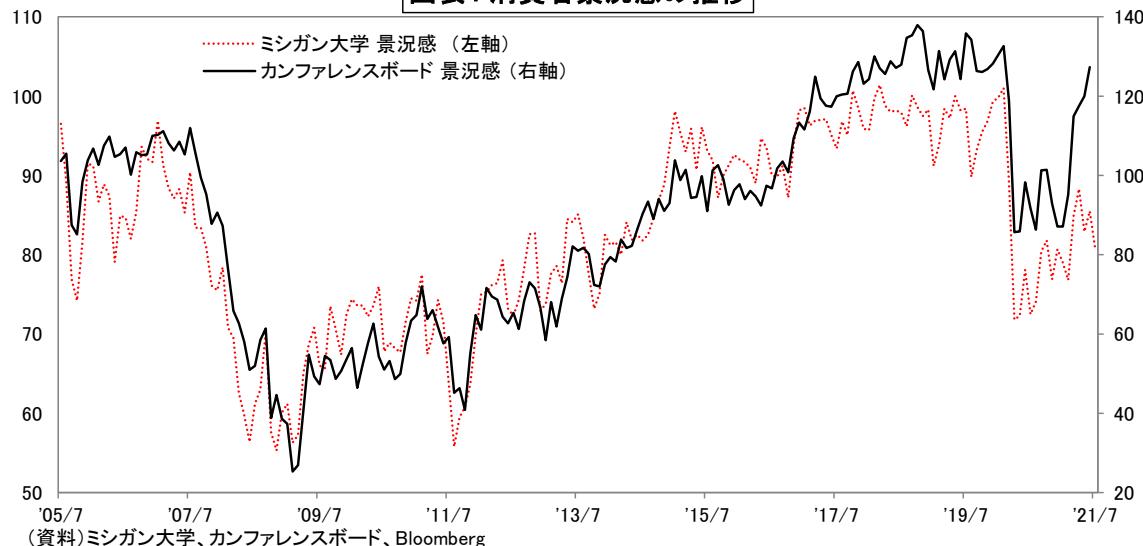
（資料）Bloomberg、NBER

7月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は6月から低下し80.8（現況指数84.5、期待指数78.4）となった。インフレ率の加速が、低・中所得者層の生活水準を圧迫し、高所得者層では高額の消費を延期させる原因となっていると報告されており、消費者マインド低下の理由と考えられる。また、住宅、自動車、耐久消費財などの価格上昇に対する消費者の不満が過去最高を記録したことでもミシガン大学から報告された。同様の指標であるカンファレンスボード景況感指数とは乖離がみられるものの、経済正常化の進展を経ても、消費者マインドの回復は一本調子というわけではなさそうだ。

企業マインドをみると、6月のISM製造業指数（製造業PMI）は60.6%、サービス業指数（サービス業PMI）は60.1%と6月から小幅に低下したが、判断の節目の50%を上回っていることから、全体としてみれば企業部門の回復が続いていると判断できる。し

かし、両指数とも雇用については、50%を下回ったことから5月と比べて「縮小」したとみられる。また価格指数は極端に高い水準で推移しており、インフレ率が短期的にせよ加速するのはほぼ間違いないだろう。

図表4 消費者景況感の推移



### 景気の先行き： 早いペースでの 景気回復が継続 する見込み

さて、景気の先行きについて考えてみたい。米国では12月14日からワクチンの接種が開始され、7月18日時点で56.6%の国民がワクチンを少なくとも1回接種完了、49.0%が2回目の接種が完了している。また、3月11日に成立した1.9兆ドル規模の新型コロナ対策法案に加えて、年内にさらなる追加経済対策が実施される可能性もあり、21年の景気回復は一段の上振れも考えられる。

現在の米国経済は労働需給のミスマッチが景気回復の障害となっているものの、6月はプライムエイジ（25～54歳）の労働参加率が上昇したこともあり、労働市場の回復が着実に進んでいる証拠と考えて良さそうだ。今後、学校や保育園などの再開が本格化すれば、女性の労働参加率もさらに回復するとみられ、一層の雇用回復につながるだろう。また、最近公開されたセントルイス連銀ブログにおける分析（<https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2021/july/early-impact-states-halting-jobless-benefits>）にあるように、失業給付金上乗せ措置の終了が失業者を求職に向かわせていると考えられるため、今後も雇用回復ペースにとっては追い風となるだろう。

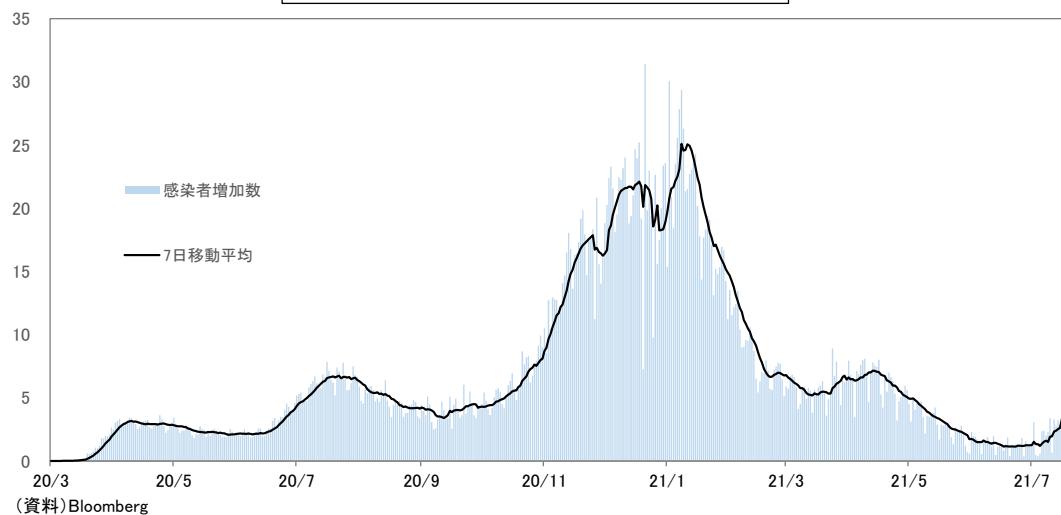
4～6月期は、経済正常化を背景とするペントアップ需要に、供給が追い付いていない印象が強かった。このため、求人の確保な

どで供給側の回復が継続すると期待される7～9月期についても、早いペースでの景気回復を見込んで良さそうだ。

リスク要因を指摘すると、米国でも新型コロナウイルス・デルタ株の感染が拡大しつつあり、カリフォルニア州ロサンゼルスではワクチン接種の有無にかかわらず屋内でのマスク着用を再度義務付けるなど、警戒感が広がりつつある。

(万人)

図表5 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



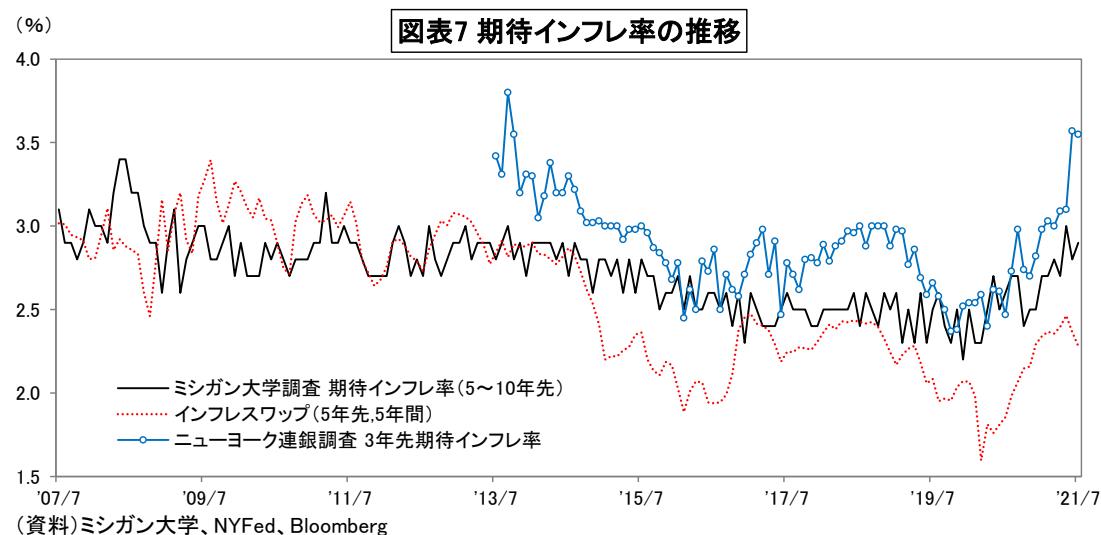
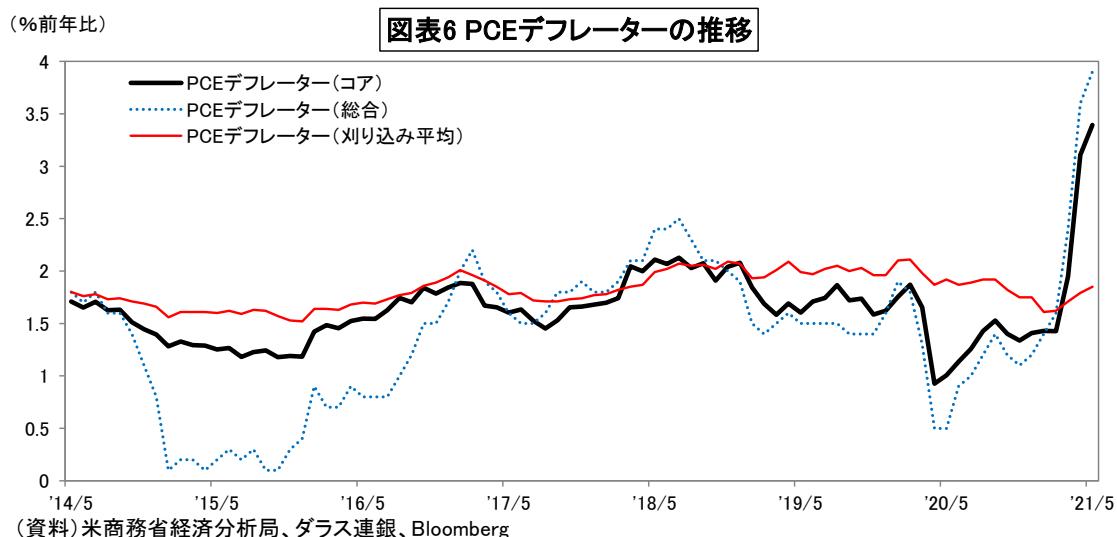
インフレ率は急加速したが、一時的とみられる

インフレ率については、コロナ禍によるこれまでの弱い需要を反映して鈍化傾向が続いていたが、4月から状況が一変し、5月のコアPCEデフレーターは前年比3.4%に加速した。また、6月の消費者物価指数(CPI)総合とコアはそれぞれ前年比で5.4%、4.5%、前月比で0.9%、0.9%と5月からさらに加速し、コアCPIは約30年ぶりの伸び率となった。内訳をみると、中古車・トラックは前年比45.2%（前月比10.5%）、輸送サービスは同10.4（同1.5%）、エネルギーは同24.5%（同1.5%）など上昇率が極端な一部の項目が全体を押し上げている印象はあるものの、刈り込み平均も前年比2.9%へと加速したことから、幅広い項目においてインフレ率の加速が確認される。

一方で、半導体不足や経済正常化に伴う需要超過と労働者不足の影響などが消費者物価の加速に反映されていると考えられるため、やはり基調としてはインフレ率の加速は一過性ということになるだろう。また、前年比で計測する場合はベース効果があることから、やや高めの数字が出る点にも注意したい。

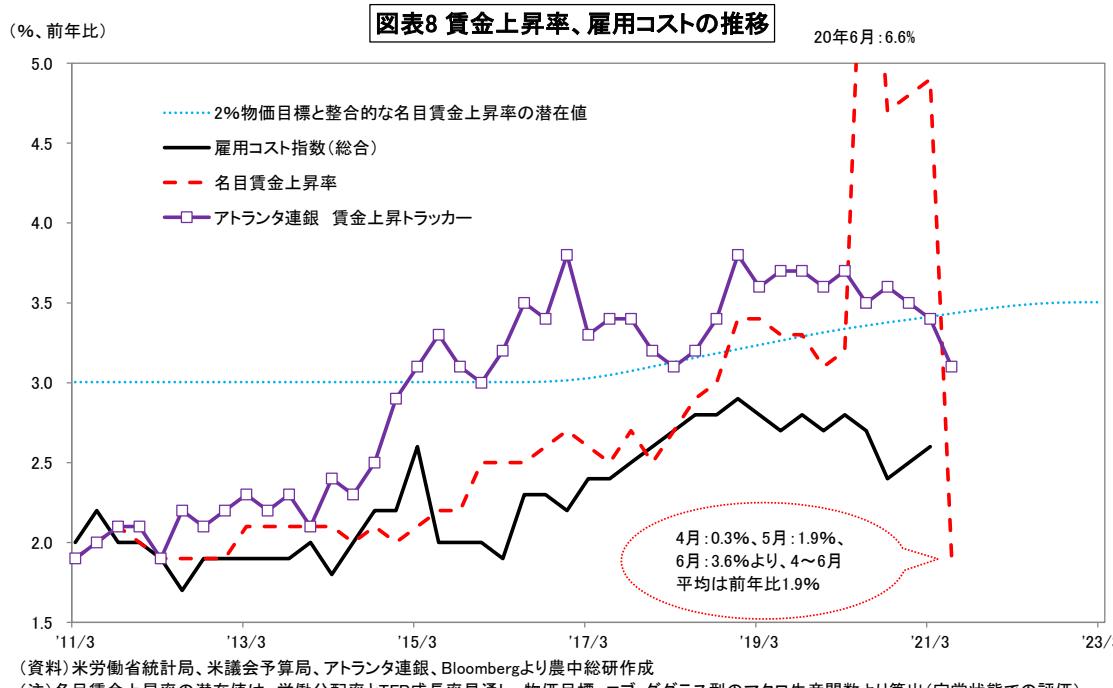
FRBが採用する平均インフレ目標の枠組みに鑑みれば、インフレ率が多少2%を超えることはむしろ望ましく、インフレ率が一時的

に上振れたとしても金融政策に即座に変更はないだろう。また、期待インフレ率の上昇も確認されるが持続的な2%インフレ率を達成するには依然としてやや低い印象を受ける。



## 足元の賃金上昇率について

ところで、雇用統計からは足元の米国経済では労働者の確保が困難なために賃金上昇率が高まっているという状況が確認されるものの、雇用統計以外の賃金に関する指標の上昇率はそれほど高くない場合には注意したい。また、CB0の全要素生産性の見通しなどを用いて目安となる水準を計算すると、現在の賃金上昇率は2%物価目標を達成するにはやや低い印象を受けるため、人手不足→賃金上昇→インフレ昂進というメカニズムが米国で働くとは考えづらく、経済正常化をめぐる調整が一巡した後は再びこれまでのディスインフレ傾向が強まると思われる。



(資料)米労働省統計局、米議会予算局、アトランタ連銀、Bloombergより農中総研作成

(注)名目賃金上昇率の潜在値は、労働分配率とTFP成長率見通し、物価目標、コブ=ダグラス型のマクロ生産関数より算出(定常状態での評価)。

## 6月FOMC議事要旨とパウエル議長の議会証言

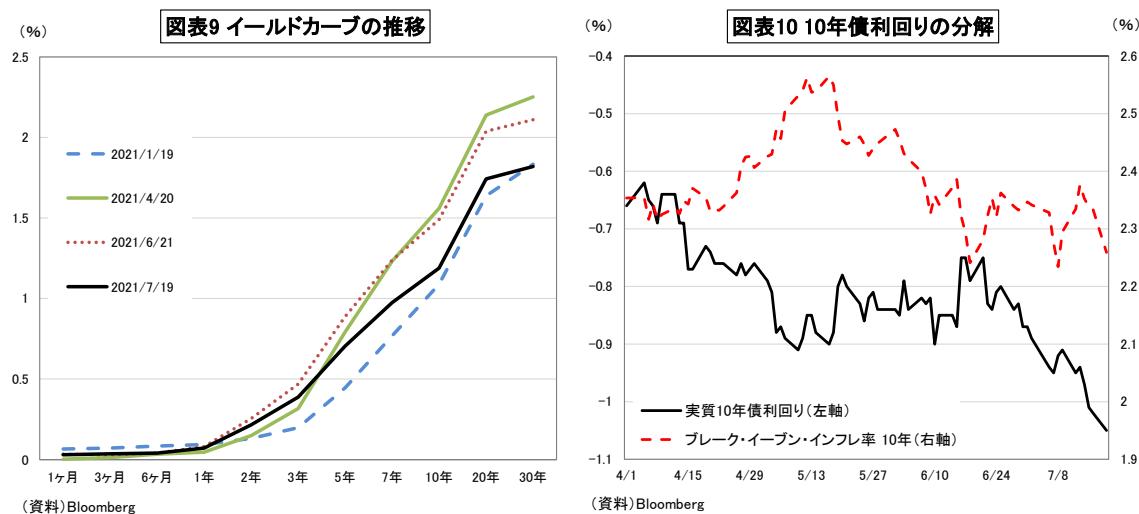
7日公表された6月FOMCの議事要旨から、FOMC参加者の意見を確認してみると、①景気については、「さらなる顕著な進展 (substantial further progress)」は全体としては未達成との判断であったものの、堅調な個人消費に支えられて景気は早いペースで回復しているとの判断で一致している。21年は供給の混乱と労働力不足が景気の下押し要因になるとみられるものの、夏から秋にかけて労働力不足は緩和すると予想されている。②資産買い入れの縮小 (テーパリング) については、3月時点で考えていたよりもテーパリング開始時期を幾分前倒しすべきと、様々な (various) 参加者が指摘した。③インフレ率については、供給の混乱や労働力不足、需要の急回復でインフレ率は加速したものの一時的であるとみられ、FOMC参加者全体 (generally) としては、インフレ率の加速は次第に収まると予想している。また、多くの (a number of) 参加者は、期待インフレ率は安定的と評価している、という内容が明らかとなった。

こうしたなか、パウエル議長は14、15日の議会証言において、インフレ率の加速は一過性の見通しであることやテーパリング開始にはしばらく時間が必要であること、経済は回復途上であることなどの従来の見解を繰り返し述べたことでややハト派的な印象を与えた、早期緩和縮小観測を後退させた。

現在のFRBは、労働市場やインフレ率の加速などにおける一時

的な要因と、景気回復の進展度合いを考えながら、テーパリングの速度や開始時期とそのアナウンスをいつ、どのように発表するか検討している段階と考えられる。今後は、7月FOMC(27、28日)やジャクソンホール会議(8月26~28日)が注目されるだろう。

FRBはマイノリティや低賃金労働者の雇用が十分に回復するまでは、現在の資産買い入れを継続すると考えられることから、テーパリングのアナウンスは21年末~22年初、テーパリング開始は22年春ぐらいになるのではないだろうか。いずれにせよ、今後も雇用回復ペースには非常に注目が集まるだろう。

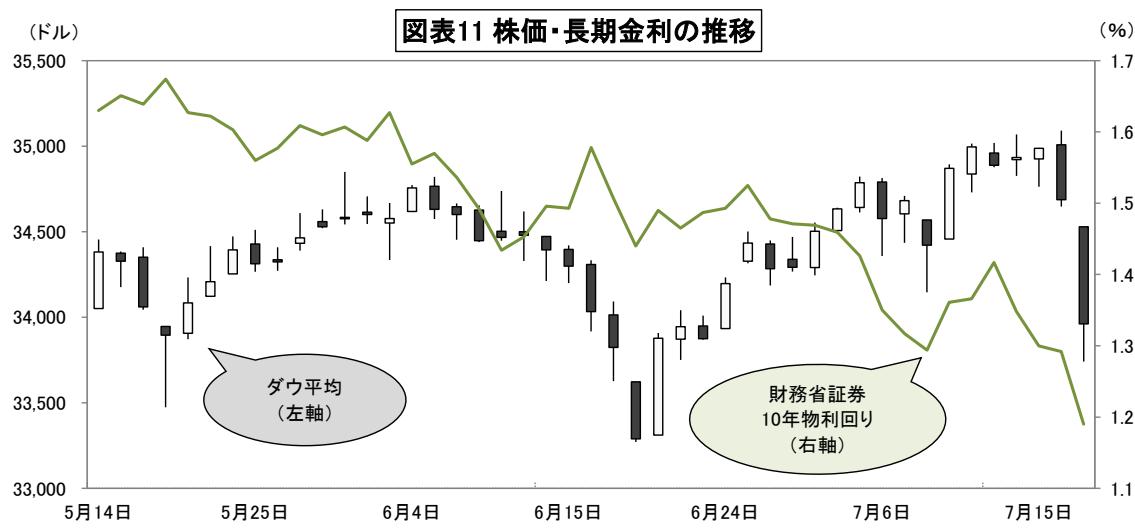


### 長期金利：デルタ株の感染拡大で金利上昇は後ずれ

さて、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では、期待インフレ率の変動は少なかったものの、世界的なデルタ株の感染拡大懸念から実質金利が低下したことで、米長期金利（10年債利回り）は約5ヶ月ぶりに1.2%を割りこんだ。

先行きについて考えてみると、経済活動の正常化と追加経済対策期待は金利上昇要因であることから、長期的な基調としては、ゆるやかに長期金利は上昇すると思われる。

しかしながら、足元ではデルタ株の感染拡大によって、世界経済の回復が後ずれする可能性が高まっており、金利は低下しやすい局面にあると思われる。以上から1.0%~1.4%程度とやや低いレンジを予想する。金利上昇は後ずれすることになるだろう。



### 株式市場：決算発表を見極める展開へ

株式市場では5月10日以降、インフレ率の加速からテーパリングの早期開始懸念が強まったことで一旦売られ、タカ派な印象を与えた6月FOMCも悪材料視された。その後バイデン大統領と超党派議員が8年で総額1.2兆ドルのインフラ投資計画に合意した（6月24日）ことや、堅調な経済指標などが株価の反発につながった。

先行きについて考えてみると、ダウ平均の構成銘柄は経済正常化の恩恵を受けるものが多いとみられていることもあり、さらなる追加経済対策やインフラ投資拡大の思惑は好材料だが、目先は決算発表を見極める展開となるだろう。また、デルタ株の感染拡大で調整を迫られる可能性にも注意したい。

図表12 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
F O M C メ ン バ ー	パウエル議長	-2	7/15 7/15	テーパリング開始には時間が必要 インフレ高進は一時的
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-2	7/12 7/12	テーパリング開始の時期ではない 米国債より速いペースのMBS購入縮小に慎重姿勢
	クラリダ副議長	-1		
	ブレイナード理事	-1		
	ウォーラー理事	0	6/29 6/29	テーパリング開始が間もなく適切に MBSの買い入れ縮小を先に行っても良いのでは
	ボウマン理事	?		
	クオールズ副議長	?		
	エバンス総裁 (シカゴ)	-1	6/15 6/15	22年にかけてインフレ環境はより正常化する見込み 24年の早い時点での利上げを予想
	バーキン総裁 (リッチモンド)	1	6/24 6/28	短期的なインフレ圧力は第4四半期に向けて和らぐ 状況が良ければ22年内に利上げも妥当
	ボスティック総裁 (アトランタ)	-2	7/7 7/13	テーパリング開始後は、決まったペースで徐々に行う予定 有色人種や先住民で顕著な高い収監率が経済の足かせに
F O M C メ ン バ ー	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	-1	7/13	消費者物価指数の上振れは景気回復の一時的な特徴
	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1		
	ブラード総裁 (セントルイス)	2	7/13 7/15	パンデミックがコントロールできているのでテーパリングすべき テーパリングの条件は整った
	ローゼングレン総裁 (ボストン)	0	6/25	利上げは早ければ22年末にも
F O M C バ ー	メスター総裁 (クリーブランド)	0		
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	6/24	インフラ投資の強化を呼び掛け
	カプラン総裁 (ダラス)	1	6/24 6/30	住宅市場はMBS買い入れを必要としていない 2013年の再来とならないように、テーパリングは円滑に行う
F O M C バ ー	メカシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	6/25	急速な経済再開によるインフレ高進は一時的

(資料)各種報道 (注)鷹/鳩の評価は農中総研による。+はタカ派、-はハト派の意。

22年は、ジョージ、ブラード、ローゼングレン、メスター総裁に投票権

(21.7.20 現在)

## 予想を下回る成長となった4~6月期の中国経済

## ～引き続き経済政策運営の動向等に注視～

王雷軒

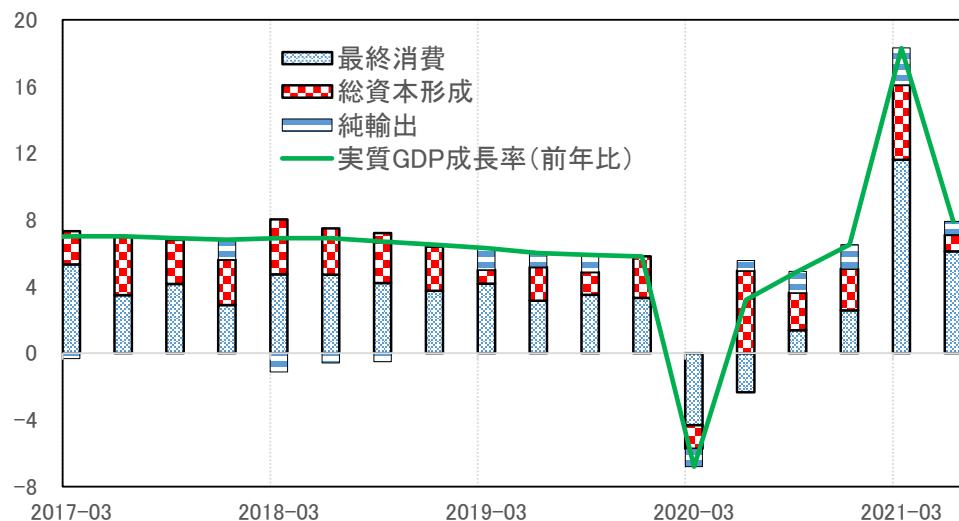
## 要旨

2021年4~6月期の実質GDP成長率は前年比7.9%、前期比1.3%で底堅い成長とはなったものの、大方の予想を下回った。その背景には輸出が堅調に拡大したものの、内需（消費+投資）の回復が総じて弱かったことがある。

こうしたなか、銀行の経営コストを低下させるため、当局は銀行の店頭預金利上限の設定方法の変更、預金準備率の引下げを実施したと思われる。経済回復の状況を見極めながら、次の一手としてローンプライムレート（LPR）を引下げる可能性もあり、経済政策運営の動向等に引き続き注目したい。

図表1 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)中国国家統計局、Windデータより作成

21年4~6月期の実質GDP成長率は前年比7.9%、前期比1.3%と予想を下回り、やや弱かつた

20年1~2月に実施された新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）の感染拡大抑制のための強力な対策を受けて経済活動が大きく制限された結果、20年1~3月期の実質GDP成長率は前年比▲6.8%、前期比▲8.7%となった（図表1）。

その後は政府の経済対策の総動員に加えて輸出の拡大もあって、20年4~6月期は前年比3.2%と再びプラス成長に転じ、7~9月期（同4.9%）、10~12月期（同6.5%）と、徐々に加速

## 個人消費：回復基調は 継続も 5 月からやや鈍 化

## 設備投資の回復は加 速も、固定資産投資全 体は依然弱かった

した。

20 年同期の低い伸びからの反動が徐々に弱まつたこともあり、21 年 4~6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 7.9% と 1~3 月期（同 18.3%）から大きく鈍化した。大方の予想水準である 8% 台前半を下回り、やや弱かったという評価が多かった。

一方、前期比は 1.3%（年率換算で 5.2%）と 1~3 月期の 0.4% から加速した。また、国家統計局が 20 年 4~6 月期の成長率と 21 年 4~6 月期の成長率を幾何平均により算出した 21 年 4~6 月期の幾何平均値（以下、幾何平均値）も 5.3% と、1~3 月期の 5.0% から小幅加速した。加速した背景としては、新型コロナ感染は散発的な発生が続いているものの、21 年の旧正月（春節）に行われたような大規模な移動規制等に至らなかつたこと、不動産開発投資が比較的底堅く推移したことや、輸出も底堅く拡大したこと等が挙げられる。

とはいっても、4~6 月期の前期比（1.3%）は 20 年 7~9 月期（2.8%）、10~12 月期（3.0%）に比べて伸び率が低かったほか、年率換算（5.2%）でも新型コロナ前の 6% 前後の平均的成長率に比べて依然として差がある。

以下、6 月分の主要経済指標の動向を確認したい。まず、6 月の消費は回復基調が継続しているものの、5 月からやや鈍化した。前年同期の反動が徐々に弱まり、6 月の小売売上総額は名目で前年比 12.1% と 5 月（同 12.4%）から伸びが鈍化した。物価変動を除いた実質ベースでの伸び率も前年比 9.8% となった。前月比も 0.70% と 5 月（同 0.81%）から伸び率が鈍化した。

一方、19 年同期比は 10.0% となり、5 月（同 9.3%）から加速した。また、幾何平均値は 4.9% と 5 月（同 4.5%）から伸び率が高まつた。消費促進策の効果が出現しつつあることに加え、これまで出遅れていた飲食業の回復も加速したことが挙げられる。

先行きについては、調査失業率の改善などを受けて家計の所得環境が改善する見込みであることや、家電・家具などの販売促進策強化の効果が一段と顕在化すると見込まれることから、消費の回復は継続する見込みである。

また、設備投資の回復は加速したものの、固定資産投資全体は依然として弱かった。前年同期の低い伸びからの反動が徐々に弱まっており、1~6 月期の固定資産投資も前年比 12.6% と、1~

## 輸出は引き続き堅調に拡大

## 銀行店頭貸出金利上限の設定方法の変更

5月期(同15.4%)から鈍化した。前月比も0.35%と5月(0.36%)からやや鈍化した。

他方、19年同期比と幾何平均値はそれぞれ9.1%、4.4%と1～5月期(同8.5%、4.2%)から加速した。

幾何平均値を投資分野別にみると、設備投資は2.0%と1～5月期(0.6%)から加速したものの、インフラ整備向け投資、不動産開発投資はそれぞれ2.4%、8.2%と前期(2.6%、8.6%)からいずれも鈍化した。

先行きは、不動産関連融資規制の強化もあり、不動産開発投資の伸びが高まる可能性は低いものの、設備投資の回復が続くほか、地方政府の特別債券の発行・利用の加速を受けてインフラ整備向け投資の回復も加速すると見込まれるため、固定資産投資全体は徐々に加速する可能性が高い。

一方、外需に目を向けると、輸出は引き続き堅調に拡大している。6月の輸出額(ドル建て)は前年比32.2%と5月(同27.9%)から拡大した。1～6月期の輸出額を国・地域別にみても、米国向けは同42.6%、EU向けは同35.9%、 ASEAN向けは38.3%、日本向けは18.7%と、いずれも底堅く推移した。

先行きについては、海外経済の回復による波及効果が期待される一方、米中摩擦の激化懸念が強まるなど対外関係をめぐる不確実性や不透明性が依然大きいことから、底堅さは続くものの、増勢は徐々に鈍化してくると見込む。

前述の通り、中国経済は底堅い成長となったものの、回復ペースが弱まったと見られるなか、当局が経済運営政策について調整を始めた動きもあったため、それについて述べてみよう。

6月21日、中国の市場金利設定に係る自主規制団体である「市場利率定価自律機制」は、銀行の店頭預金金利上限の設定方法を、現行の中国人民銀行(中央銀行、PBOC)が公表する預金基準金利に一定の倍数を乗じて算出する方式から、預金基準金利に一定幅を上乗せするものに変更することを発表した。

変更の内容(図表2)を取りまとめたが、普通預金金利上限の設定については、大手行、株式制銀行・都市・農村商業銀行(中小銀行)は預金基準金利にそれぞれ1.4、1.5を乗じて算出する方式を改め、預金基準金利にプラス10、20bpで設定するようになった。同様に、一般定期の設定はそれぞれプラス50、75bp、大口定期はそれぞれプラス60、80bpへと変わった。

PBOC が発表する預金基準金利に基づき、銀行規模別、商品種類別の店頭預金金利上限変更前後の水準の変化を算出してみた（図表 3）。今回の変更を受けて①銀行の普通預金はあまり変わらないこと、②定期預金のうち 6 ヶ月以下が概ね上昇する一方、1 年以上が低下することが見て取れる。上昇と低下の幅を確認すれば、2 年以上の定期預金、大口定期の預金金利上限の低下幅が比較的大きい。

今回の変更は預け入れ期間が長めの預金商品への影響が大きいと見られるが、小幅ながら銀行の利ザヤ改善に寄与するものとなろう。各銀行により預金構造は異なるが、全体的に言えば、普通預金の割合が 50% 前後で、1 年以上の定期が 30% 前後となっているため、銀行が支払う預金利息の全体は 2~3bp 低下する見込みである。

図表2 銀行の店頭預金金利上限設定方法の変更(21年6月21日)

	倍数乗じる方式			上乗せする方式	
	大手行	株式制銀行	都市・農村商業銀行	大手行	株式制銀行・都市・農村商業銀行
普通	基準 × 1.4	基準 × 1.5		基準 + 10bp	基準 + 20bp
一般定期					
3ヶ月					
6ヶ月				基準 + 50bp	基準 + 75bp
1年					
2年					
3年				基準 + 60bp	基準 + 80bp
大口定期	基準 × 1.5	基準 × 1.52	基準 × 1.55		

(資料) 中国人民政府をもとに作成、「基準」はPBOCが公表する預金基準金利をさす。

図表3 銀行店頭預金金利上限の変化(変更後-変更前)

	普通預金	定期預金				
		3ヶ月	6ヶ月	1年	2年	3年
預金基準金利（参考）	0.35%	1.10%	1.30%	1.50%	2.10%	2.75%
大手行	-0.04%	0.06%	-0.02%	-0.10%	-0.34%	-0.60%
中小銀行	0.02%	0.20%	0.10%	0.00%	-0.30%	-0.63%
大口定期						
大手行	0.05%	-0.05%	-0.15%	-0.45%	-0.78%	
株式制銀行	0.23%	0.12%	0.02%	-0.29%	-0.63%	
都市・農村商業銀行	0.20%	0.08%	-0.03%	-0.36%	-0.71%	

(資料) PBOCの預金基準金利をもとに作成

(注) 中小銀行には株式制銀行と都市商業銀行・農村商業銀行を含む。

## PBOC は預金準備率を引き下げ

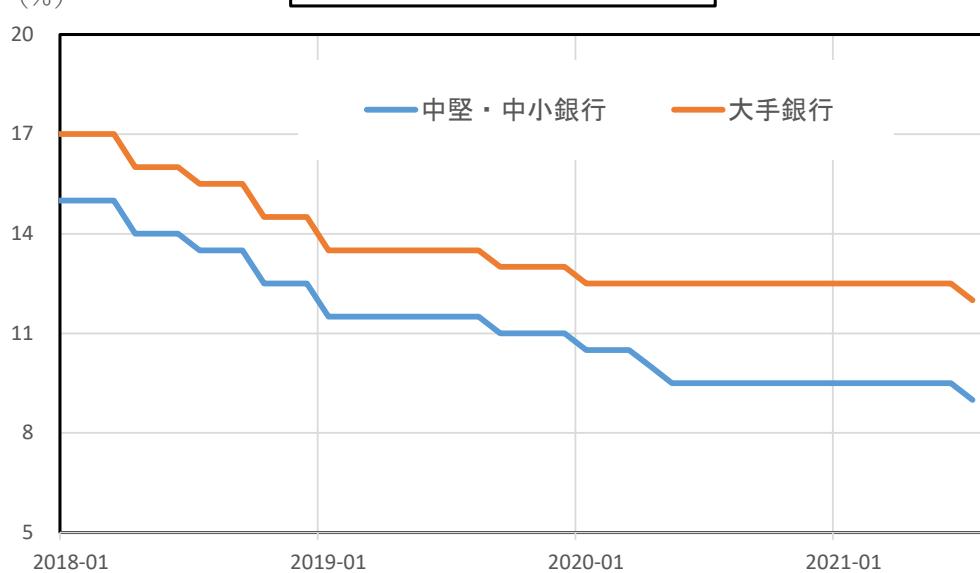
また、7月9日、PBOCは預金準備率を0.5%引き下げる発表した。PBOC公式サイトによると、今回の引下げにより約1兆元規模の資金（約17兆円）を貸出等に利用することが可能となる。

銀行の資産規模や貸出構造の特徴によって異なる預金準備率が適用されているが、今回の引下げを受けて大手銀行、中堅・中小銀行の預金準備率はそれぞれ12.5%から12.0%、9.5%から9.0%に引下げられた（図表4）。

一部の企業においては国際商品価格の急騰による経営への悪影響が顕在化するなど、経済回復の勢いをさらに鈍らせる可能性があるほか、21年後半にかけてはMLF（中央銀行の中期貸出ファシリティ）の満期償還による流動性減少への対応も必要となることから、当局は今回の引下げに踏み切ったと考えられる。

今後、経済回復の状況を見極めながら、次の一手として15ヶ月連続で据え置かれたローンプライムレート（LPR）を引き下げる可能性もあり、経済政策運営の動向等に引き続き注目したい。

図表4 預金準備率の推移



（資料）中国人民銀行、Windより作成

## 全国レベルの温暖化ガスの排出量取引を開始

最後に、気候変動において重要な動きがあったので、紹介しておこう。上海環境エネルギー取引所（上海環境エネルギー取引所）は、7月16日に全国レベルの温暖化ガスの排出量取引を開始した。

温暖化ガスの排出量取引について中国政府は、12年から上海市、北京市、天津市、重慶市、湖北省、広東省、深圳市の7つの

省・市で試験的に行い、その後範囲を拡大し、全国規模で取引する仕組みを整備してきた。21年2月に「全国炭素排出権交易管理弁法（試行）」が施行され、年間二酸化炭素（CO<sub>2</sub>）排出量2.6万トン以上の発電所2,225社が対象となる排出量取引を全国レベルで開始した。

生態環境省によると、これらの企業の年間CO<sub>2</sub>排出量を40億トン以上と試算しており、中国が排出量取引で世界最大の炭素市場になるとしている。今後、発電所だけでなく、鉄鋼、非鉄金属、石油化学、化学、建材、製紙、航空などの業界も対象とし、排出量取引を拡大すると見られる。

全国レベルの取引開始は、30年までの二酸化炭素（CO<sub>2</sub>）排出量のピークアウト、60年までの排出量実質ゼロ達成（カーボンニュートラル）に向けて大きな一歩を踏み出すことになるが、気候変動対策における国際競争が激化するなか、中国企業の削減への取組みを促進させるだけでなく、主導権を握るため自ら行動していると思われる。

今後、省エネルギー・グリーン産業には新規需要が生み出される一方、一部の高排出量産業等においては短期的な成長が抑制される可能性もあるので、引き続きその動向にも注視していきたい。

(21.7.19現在)

## コロナ危機からの回復期の欧州に求められる投資の拡充

## ～米国との経済格差は大きく戦略的な取り組みが必要に～

山口 勝義

## 要旨

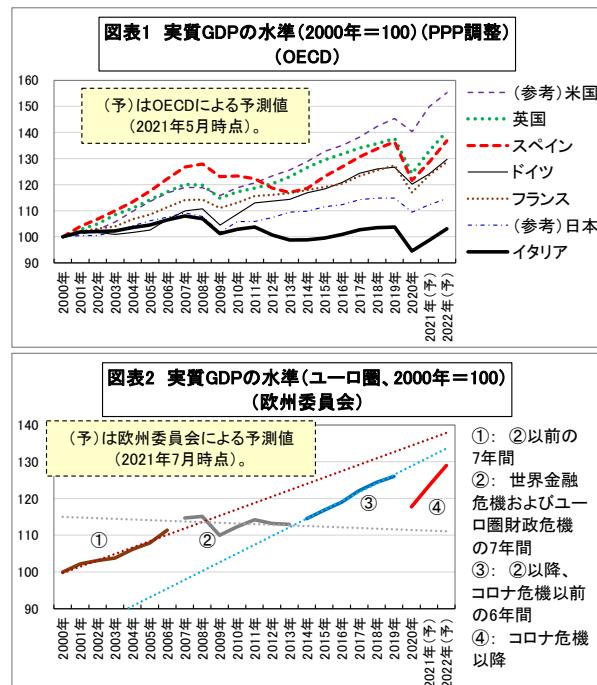
コロナ危機からの回復期に入りつつある欧州では、米国との経済格差は大きく戦略的な取り組みが必要になっている。特にR&D投資など投資の拡充が重要であり、「復興基金」の役割発揮も期待される。同時に、教育・訓練の拡充や労働市場の構造改革も求められる。

## はじめに

ワクチン接種の進捗を受け移動等の制限措置が段階的に緩和されてきた欧州では、夏の休暇シーズンを迎えて、コロナ危機からの景気回復への期待感が高まっている。これまで輸出の伸張に支えられた製造業が業績の回復で先行していたが、今後は観光や飲食などのサービス業が遅れを取り戻し、経済全体として回復力を強めるとの期待である。

確かにワクチンの効力が劣り感染力も強い変異株の感染拡大など、リスク要因も残されている。しかしメインシナリオでは、ユーロ圏の景気は2021年1~3月期には底打ちしその後は回復に向かう見込みである。欧州委員会も、21年の実質GDP成長率（前年比）の予測値を、5月には2月時点の3.8%を4.3%に、さらに7月には4.8%に、大幅に上方改定した。

しかし現状を見れば、経済協力開発機構（OECD）のデータでは、欧州の主要各国は経済成長力で米国に対し見劣りがする状態にある（図表1）<sup>（注1）</sup>。また欧州委員会によれば、コロナ危機後のユーロ圏の経済活動の水準（④）は、世界金融危機やユーロ圏の財政危機以前（①）やコロナ危機以前（③）の成長トレンドに対し下振れ状態が続くと見込まれている（図表2）。



（資料）図表1はOECDの、図表2は欧州委員会の、各データから農中総研作成

危機からの回復過程は成長のキャッチアップの好機でもある。しかし重要な点は回復を単に景気循環的なものに留めず構造的に強固なものとすることである。しかも、コロナ危機では働き方や生活のスタイルに顕著な変化が生じているほか気候変動対策が喫緊の課題となるなど、最近の環境変化は非常に大きい。このように欧州は、この時期の対応の適否が中長期的な経済情勢を左右する、ひとつの分岐点に立たされることになる。

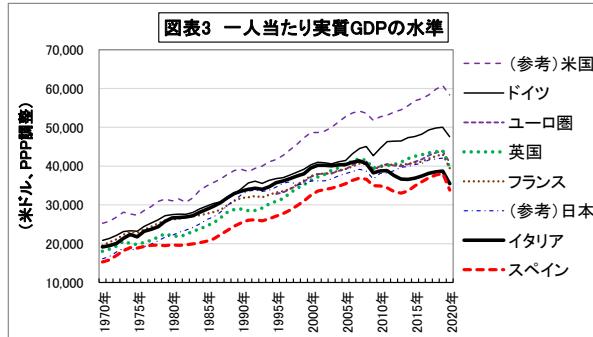
## 欧州経済の現状と課題

各国の経済情勢を国民一人当たりのGDPの水準で比較すれば、ユーロ圏の主要国ではドイツを例外として2000年代から伸びの鈍化が現れ始めている（図表3）。またこれを米国の水準と対比すれば、既に1990年代には米国との経済格差が拡大する傾向が生じている（図表4）。

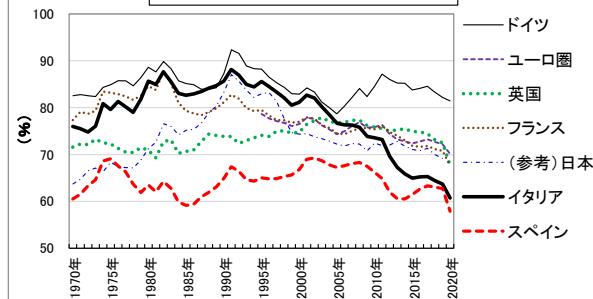
この傾向に関しては、特徴的な動向として次の点を挙げることができる。まず、この「国民一人当たりのGDP」は「労働者一人当たりの労働生産性」と「生産年齢人口比率」との2つの要素に分解できるが、このうち特に労働生産性で、米国と欧州の相違が際立っている（図表5）<sup>(注2)</sup>。これが安定的に右肩上がりで推移する米国に対し、欧州は横ばいの低迷状態にある。足元のコロナ危機時の労働生産性の一段の落ち込みは、主に失業者への対策以前に失業者の急増自体を回避する対策に注力してきた欧州各国の政策の結果であり一時的な動きと考えられるが、この点を差し引いても両者の格差はかなり大きい。

一方の生産年齢人口については米国と欧州間の格差は限られるが、やはりここにも米国の強みが現れている（図表6）。欧州では、99年に民事連帯契約（PACS）の制度を導入し、育児手当なども手厚いフランスでさえ、生産年齢人口比率の維持は困難な状況にある<sup>(注3)</sup>。また移民については、15年の難民危機における国民の反発や右派ポピュリスト勢力の伸張などから各国は受け入れ増加には慎重姿勢を維持しており、今後、欧州ではこの方針が大きく転換されることを考え難い。

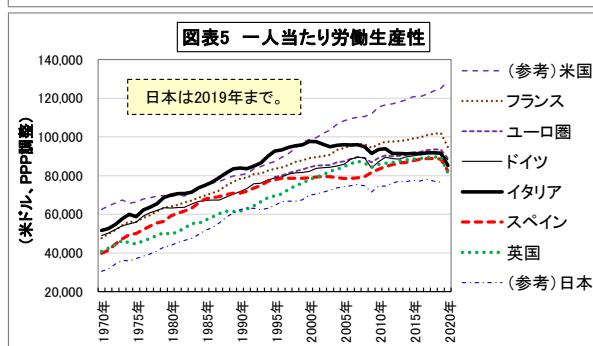
以上からコロナ危機からの回復期に欧州では、生産性を向上させ潜在成長率の上昇に繋がる適切な対策を打つことが重



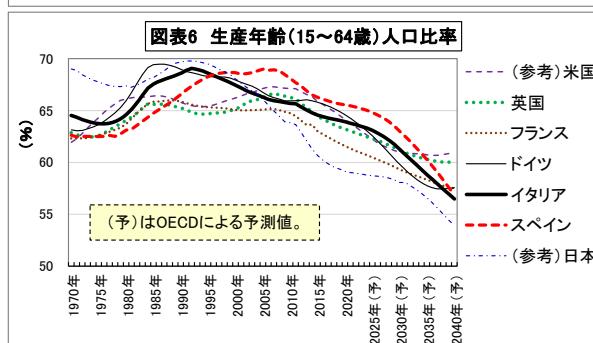
図表3 一人当たり実質GDPの水準



図表4 一人当たりGDPの対米国比率



図表5 一人当たり労働生産性



図表6 生産年齢(15~64歳)人口比率

(資料) 図表3～6はOECDのデータから農中総研作成

要な課題となる。経済成長の要件である、労働投入の増加、資本投入の増加、技術の進歩の観点からは、労働者数に制限がある中で、教育・訓練や労働市場の流動化などを通じた人的資本の質の向上や、投資の拡充、研究開発による技術進歩の実現、が特に重要なとみられる。

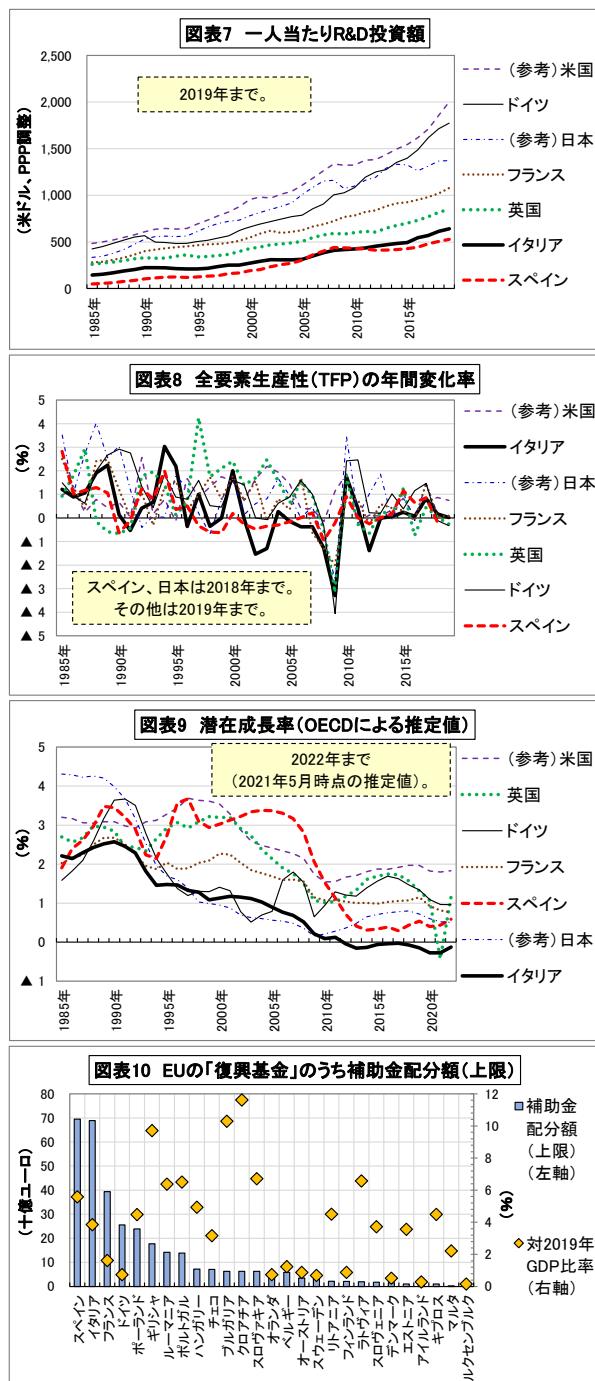
## 投資の拡充と「復興基金」への期待

これらのうち労働者の教育・訓練の拡充はコロナ危機を経てデジタル化が加速するに伴いその必要性が一層高まっているが、成果を得るには相応の時間が必要となる。また、労働市場の流動化は適材適所の人材配置のために重要な課題であるものの、これらの経済の構造改革には国民の抵抗も根強く、多くの国々では積年の課題として残されたままである<sup>(注4)</sup>。

各国はこれらの課題に対し着実な取り組みを継続する一方で、投資の拡充に注力する必要がある。特に、デジタル化への対応のほか気候変動対策が主要な課題となる中では、技術進歩のための研究開発

(R&D) 投資が重要な分野になるものと考えられる。この側面から改めて米国との比較を行えば、国民一人当たりの R&D 投資額でやはり欧州に対する米国の優位性が認められ、技術革新の程度を示す全要素生産性 (TFP) の伸び率でも同様の状態にある(図表 7、8)。こうした下で欧州は、潜在成長率では米国にかなり水を開けられた状態に置かれている(図表 9)。

この際に、投資の効果を確保するためには政府の後押しも重要となる。この点で注目されるのは欧州連合（EU）の「復興基金」である。コロナ危機による打撃の程度に応じて配分される補助金と、融資から成る総額7,500億ユーロのこの基金は、昨年7月、欧州理事会で合意に至った後、各国の「復興・強靭化計画」の承認が進み、現在、資金実行の段階に至っている。需要拡大のための緊急支援策ではなく、グリーン化やデジタル化などの重要分野における重点的な投資を通じ、持続可能な経済への転換を目指す点を特徴とする仕組みである。また、あわせて各国には構造改



(資料) 図表 7~9 は OECD の、図表 10 は欧州委員会の、各データから農中総研作成

革などの課題への対処を求めている点も重要なポイントである（図表 10）<sup>(注5)</sup>。

このように欧洲では、コロナ危機からの回復期に当たり投資の拡充に向け新たなチャレンジが始動しつつある。その役割發揮と成果が期待されるところである。

おわりに

重要な課題である気候変動対策では、企業に大きな負担が押し掛かる可能性がある。既存の資本の廃棄を迫られ、同時に生産性や収益性の改善に直接結び付かない投資を強いられるほか、温室効果ガスの排出権購入などでコスト増に直面する可能性である。このほか燃料価格や電力料金などの上昇も考えられる<sup>(注6)</sup>。

これに対し、投資の拡充や補助金制度の整備などを通じ政府が自らの関与を強める必要性が大きいが、なかでもコロナ危機対策の結果、各国で政府債務が増加し財政余力が縮小した下では、「復興基金」は一層意義のある取り組みとなる。

ただし、「復興基金」のみではEU内のニーズを満たしきれない可能性もある。EU加盟国の中ではイノベーションを巡る実績には格差が大きいのが実態であるが、コロナ危機からの復興に重点を置き、危機の打撃の程度に応じて補助金が傾斜配分される本基金のみでは、この格差を是正する面で十分な役割を発揮できない可能性が残されている（図表12）<sup>（注7）</sup>。

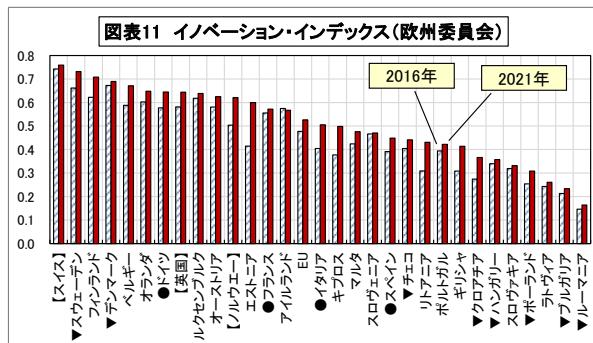
(注1) 近年の米国経済の堅調な成長にはいわゆるGAFAなどのIT企業の成長による寄与が大きいとみられるが、例えば情報通信業を除いた総付加価値額の推移を図表1と同様に比較した場合にも、米国とユーロ圏の間には依然として格差が認められる。

(注2)  $GDP/\text{人口} = (GDP/\text{労働者数}) \times (\text{労働者数}/\text{人口})$  であることから、概ね、「国民一人当たりの GDP」 = 「労働者一人当たりの労働生産性」  $\times$  「生産年齢人口比率」の関係にあると捉えることができる。

(注3) 「異性または同性の成人2名による共同生活を行うために締結される契約」であるPACSは、正式な結婚と同様の、社会保険、出産や育児にかかる手当、税制などが適用される仕組みである。この制度の

導入が、低迷していたフランスの出生率が2000年代に徐々に回復に転じた一要因であったとされている。  
(注4) 労働市場改革はドイツでは2000年代初頭にシユレーダー首相(当時)が、またフランスでもマクロン大統領が実施したが、イタリアなどでは遅れている

(注5) 「復興基金」の総額 7,500 億円は 3,900 億



(資料) 欧州委員会のデータから、農中総研作成

(注)●はユーロ圏の四大国、▼はユーロ圏外の国々、  
【】はEU外の国々を示す。

こうしてコロナ危機からの回復期に入りつつある欧州では、米国との経済格差は大きく戦略的な取り組みが必要になっている。特に生産性を向上させ潜在成長率の上昇に繋がるR&D投資などの投資の拡充が重要であるが、「復興基金」の役割発揮も期待される。同時に労働者の教育・訓練を拡充するとともに、適材適所の人材配置のために労働市場の流動性を高める構造改革も求められる。構造改革では、企業の参入・撤退を促し競争を促進する観点から、労働市場に限らず各種の規制撤廃などを含む総合的な対応が必要になるものとみられる。(21. 7. 19 現在)

ユーロの補助金と 3,600 億ユーロの融資とから構成されるが、これは EU の GDP の 5%を超える規模に当たる。なお、これらの金額は 2018 年の物価水準に基づく額であるが、図表 10 は直近の 2020～2021 年価格ベースでの調整後の値である。また融資については、各国は 2019 年の GNI の 6.8%を上限として申請を行うことができる。各国で「復興・強靭化計画」を策定し、欧州委員会の審査と EU 理事会の承認を受けることが、資金実行の要件とされている。

(注 6) 気候変動に関するマクロ経済への影響については、次を参照されたい。

- ・山口勝義「気候変動への対応と欧州のマクロ経済」  
(『金融市場』2019年12月号)

(注7) 欧州委員会は毎年、「歐州イノベーション・スコアボード」として、各EU加盟国などについて、イノベーション関連の基礎的資源、投資、イノベーション活動、影響波及の4分野にわたる32項目の評価を行っており、総合評価として「イノベーション・インデックス」(0.0~1.0の範囲)を算出している。

## 法人課税を巡る新たな動き

南 武志

過去数十年にもわたって、国際的な事業展開をする企業の国外流出を防ぐため、もしくはそうした企業を国内に誘致するため、世界各国では法人税率の引き下げ競争を繰り広げてきた。一方で、そうした行動によって十分な税収を確保できず、行政サービスの質低下を招くなどの弊害を生んだとの批判（いわゆる「底辺への競争」論など）も少なくなかった。

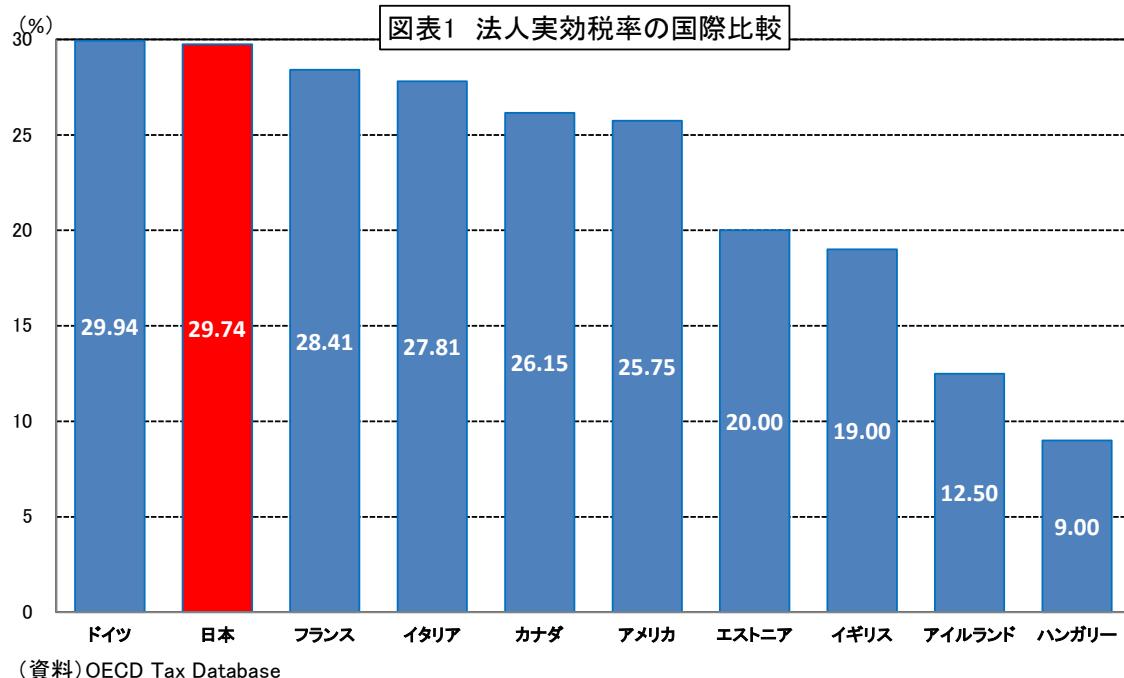
最近は GAFA と称されるような巨大 IT 企業による租税回避行動も問題視されていたほか、パンデミック化した新型コロナウイルス感染症による景気悪化に対する手厚い財政政策の代償として巨額の債務に直面していることもあり、法人税をめぐる国際課税ルールの変更を模索する動きが強まっていた。

経済協力開発機構（OECD）では、主要 20ヶ国（G20）とともに、過去 10 年にわたり多国籍企業による課税逃れ（BEPS：

税源浸食と利益移転）問題やデジタル課税のあり方など、国際課税ルールの見直しを議論してきた。21 年半ばに設定された合意期限を控えた 4 月、米国バイデン政権で財務長官に就任したジャネット・イエレン氏（前 FRB 議長）が世界共通の最低税率の導入に言及して以降、合意形成への流れが強まった印象を受ける。

### 多国籍企業の租税回避行動

企業が国境を越えて活発に活動し始めると同時に、徴税権をどのように行使すべきかについて各国の税務当局は悩んできた。現在の国際課税ルールの下では、販売拠点などの恒久的施設（PE）がないと認定された企業の収益に対して課税することは原則できなかった（国内では 18 年税制改正で PE 関連規定の見直しを実施）。多くの多国籍企業では、売上げが発生した地域から、タックス・ヘイブンと



呼ばれる法人税率が低い国・地域（アイルランドや英領ケイマン諸島など）に利益を移転することで「節税」してきた。さらに、国外にある関連企業との取引において、その取引価格（移転価格）を通常の価格（独立企業間価格）と異なる金額に操作することで、意図的に利益移転することも行われてきたとされる。

こうした行動に対して課税すべき所得の再計算などを行う移転価格税制などが各国で導入されているが、後述の通り、近年では特殊な財・サービス、または特許等の実施権供与などに関して、比較対象となる独立企業間価格を得ることができず、取引価格の算定が非常に困難であるケースが増えている。

### デジタルサービス税を巡って対立も

近年では巨額の収益を計上している巨大IT企業（その多くは米国企業とされる）による租税回避が問題視されてきた。これらの企業では大きな収益を生む特許など無形資産をタックス・ヘイブンに移転するなどの節税策を講じている。それにより、サービスなどの消費国での所得がタックス・ヘイブンに「特許使用料」などの名目で移転され、IT企業は「節税」が可能となっていた。

このような問題に対し、一部の欧州諸国では独自のデジタルサービス税（売上高の2~3%）を導入する動きも見られていたが、それに対して米国政府では米国企業を狙い撃ちにしたものと反発するなど、新たな摩擦や紛争の火種になりつつあった。

### 国際課税ルール見直し案が大筋合意

こうした多国籍企業による国際的な課

税回避に対し、OECDやG20といった国際機関・国際会議の場では、売上げが計上された国でどのように課税すべきか、等について議論してきた。こうした中、イエレン米財務長官は、21年4月に開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議において法人税率の引き下げ競争に終止符を打つべく、世界共通の最低税率を導入するよう提案した。具体的な最低税率として、当初は「21%」を提案していたが、低税率国や新興国からの同意が得られるように「最低15%」に修正した。

そして、6月30日～7月1日の日程で開催されたOECDの国際課税ルールに関する事務レベルでの交渉会合において、新たなルールが大筋で合意された。具体的には、①法人税に世界共通の最低税率（15%以上）を設ける（対象は連結売上高7.5億ユーロ以上の多国籍企業）、②PEがなくてもサービス利用者がいる国が利益の一部への課税を可能にする（対象は連結売上高が200億ユーロ超、かつ利益率10%以上の多国籍企業で、100社程度が対象となる見込み）、となっている。また、具体的なデジタル課税としては、多国籍企業の利益率が10%を超える部分について、その20~30%をサービス消費国で売上高に応じて配分することとした。さらに、導入から7年後に状況を再確認することとし、問題がなければ全世界の売上高を100億ユーロに引き下げる方針となった。その後、7月9~10日に開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議においても国際課税ルールの見直しについて大筋合意に至った。

なお、7月5日時点で、アイルランド、ハンガリー、エストニアといったEU加盟国の他、バルバドス、ケニア、ナイジェリア、スリランカ、セントビンセント・

グレナディーン諸島が合意を表明していないが、多国籍企業に対する課税権の配分や新興国が求める軽減措置など、残された問題を含め、詳細な実施計画を10月までに最終決定し、各国での法整備を経て23年までに実施することを目指す方針である。

一方、バイデン大統領は6月24日に、超党派の議員グループとインフラ投資計画について合意したが、その内容は当初案の半分程度まで縮小したほか、財源として法人税の引き上げが含まれなかつた。最低税率の導入については、野党共和党は国の徴税権に抵触するほか、巨大IT企業の支払う税金が他国に流れることへの抵抗は根強い。

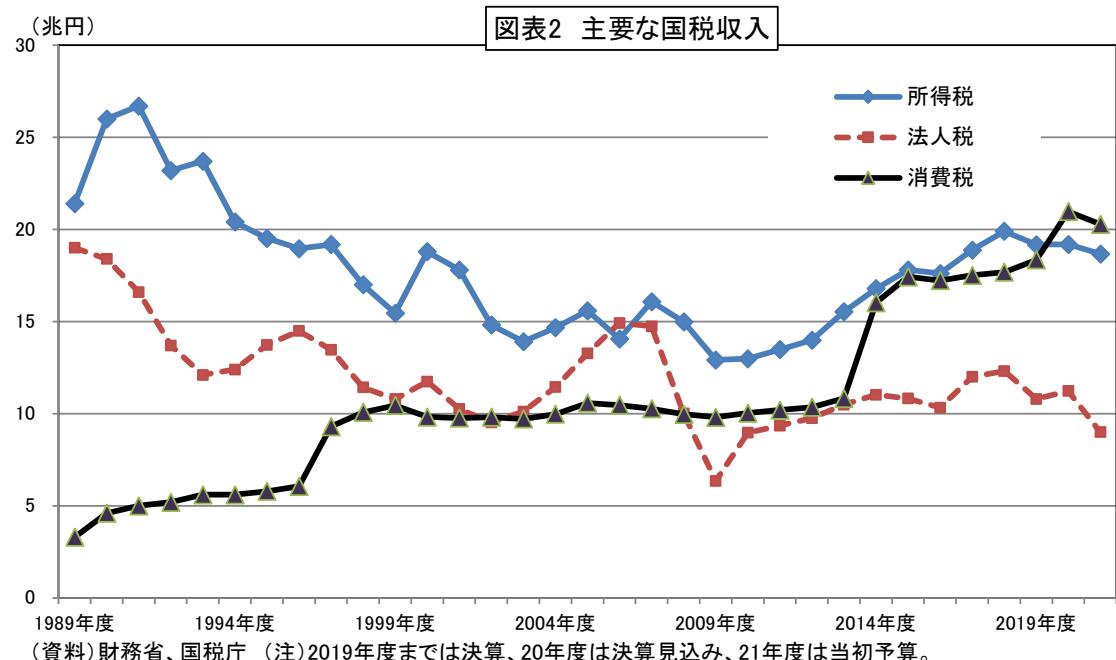
## 財政健全化に資するか

国内に目を転じると、平成初期（1990年前後）には40%（国税分）だった実効税率は、現在23.2%まで引き下げられている。一方で、20兆円近くあった法人税収は、今や10兆円足らずであり、所得

税・消費税といった他の基幹税の半分に過ぎない。なお、法人税率の引き下げ競争が行われたEU諸国で、必ずしも法人税収が減少せず、むしろ対GDP比率の上昇が観測されたこと（いわゆる「法人税パラドックス」）は、法人税率引き下げを主張する論者の根拠にもされた。

アベノミクス下でのわが国の政策目標は、大胆な経済政策運営によってデフレ脱却や成長促進を実現し、それによって財政健全化を進めていく、というものだった。実際、アベノミクスの成長戦略には当初、法人税率の引き下げが盛り込まれ、小幅ながらも実現した。しかし、法人税減税で期待された経済全体への波及効果はあまり起きず、規模の大きい企業や投資家が直接的なメリットを受けてきた面が大きい。麻生財務相は積み上がる一方の内部留保に対する課税をしばしば口にしてきたが、二重課税などの問題もあり、実現可能性は乏しいのが実際のところだ。

財政健全化にむけた施策は、基本的に



は増税と歳出削減が柱となる。これまでには、増税案として消費税率の引上げ、もしくは中高所得者層の所得や保有資産に対する課税強化という選択肢しかないと考えられてきたが、新しい国際課税ルールが導入されれば、コロナ禍で莫大な債務を抱える日本は巨大 IT 企業に対する課税権の確保など新たな財源を確保できる可能性がある。

他方、税率引き上げなど法人課税が強化された場合、株式市場などマーケットやマクロ経済にどのような影響が及ぶか、労働者への分配が弱まらないか、などの懸念もないわけではない。所期の目標通りになるのかどうか、注目される。

### **(補論)トランプ政権下での下院共和党の税制改革案**

源泉地主義での法人税の下では、企業が世界中で稼ぎ出した利益はその企業の本拠地で課税される。しかし、企業は税負担軽減のため、認められる範囲内で可能な限り利益を圧縮するほか、法人税率が低い国へ逃避する動きもある。これに對して、仕向地主義の法人税では、最終消費された国での売上高が基本的にその消費国の法人税の課税ベースとなる。米国トランプ前政権の下で、下院共和党が示した税制改革案では、法人税を「源泉地主義」から「仕向地主義」へ、課税ベースを「利益」から「キャッシュフロー」へ改革しようという野心的な試みが盛り込まれていた。

キャッシュフロー課税の課税ベースは「粗付加価値－輸出による売上げ＋輸入した仕入額－人件費－設備投資額」である。つまり、国境税調整として輸入額は課税対象となり、輸出額は課税対象から

外される。こうしたことから、下院共和党の減税案は「付加価値税（VAT）導入＋法人税廃止」とほぼ同じと考えられた。なお、連邦税として VAT がない米国では VAT が導入されている日欧などに対する不満が多く、米国が日欧に輸出する財・サービスは課税されるのに対して、日欧が米国へ輸出する財・サービスは非課税というのは不公平、とかねてから主張してきた。仮にこうした試みが実現していたら、主要国では法人税の抜本改革を迫られたとみていた財政学者も少なくなかった。

ちなみに、総額 1 兆 4,560 億ドル（27 年までの 10 年間）の減税規模となった 17 年トランプ税制改革では、下院共和党の案は取り入れられず、最終的に①法人税率の引き下げ（35%→21%）、②一部コストの即時償却、③所得税の最高税率の引下げ（39.6%→37%）、④単身世帯、2 人以上世帯の基礎控除額をそれぞれ 12,000 ドル、24,000 ドルへ倍増、⑤海外子会社から国内企業への配当控除を創設、⑥米企業の海外留保利益への課税、などで決着した。

## 海外の話題

### 2つの決勝戦

農林中央金庫 ロンドン支店長 吉田 健司

2021年7月11日午後、英国（ロンドン）では、2つの大きな国際スポーツ大会の決勝戦が行われた。1つ目はテニスの温ブルドン男子シングルス決勝で、ジョコビッチ（セルビア）対ベレッティーニ（イタリア）。2つ目はサッカー EURO2020 決勝での地元イングランド対イタリア。いずれもコロナの影響で2020年の大会が延期されたものだった。2つの大会の決勝にコマを進めたイタリアでの盛り上がりは相当なものだったことは想像に難くない。そしてイングランドも、本大会での決勝進出は初めてで、主要国際大会でも1966年のワールドカップ優勝以来の決勝ということで、朝からお祭り騒ぎで異様なほどの熱気に包まれた。

テレビでご覧になった方も多いと思うが、会場の温ブルドンのセンターコート、そしてウェンブリースタジアムは収容数の制限は設けたが、見る限り、マスクをしていない観客でほぼ満席であった。英国ではまだソーシャルディスタンスが正式には取り扱われていないのである。もちろん、入場者はコロナウィルスの陰性証明、ワクチン接種証明を義務付けられている。しかし、スタジアムの外や、街中の至る所にあるパブではビール片手に観戦する人が大勢集まり完全な「密」状態。屋内で飲食する場合、6人までという規制は残っているのである。

英国ではコロナ感染の拡大により2020年3月来3回のロックダウンに追い込まれた。特に2021年1月からの3回目は真っ暗な冬の時期とも重なり精神的に相当辛いものだった。その解除は「Irreversible（不可逆的）」かつ「Date（日付）」ではなく「Data（データ）」で行う、とされ相当慎重なアプローチがとられた。その間、驚異的なピッチでワクチン接種が進められ、ロックダウンが段階的に解除されていったが、最後の段階である6月21日からの「Stage4」は、デルタ変異株の感染拡大により4週間の延期措置が取られた。ワクチン接種もさらに進められたが感染は減るどころか急拡大の一途で、解除はさらに遠のいたか、と思われていた。しかし、政府は、決勝翌日の7月12日に、ロックダウンの全面解除を予定通り7月19日に行うと発表し、すべての制限・義務が取り扱われる「自由の日」がどうどう訪れることになった。1年半ぶりである。

ジョンソン首相は、「我々はウィルスと共に存することを学び始めなくてはならない」と述べ、感染予防は法的義務から「個人責任」へと移した。そして2つの決勝を機に、ロックダウン全面解除という「大きな賭け」にでた英國政府。ちぐはぐさや矛盾だらけと批判されながらも、ジョンソン首相の、政治生命を背負ってでも決断は一気呵成に大胆に行う姿勢は、もはや爽快とさえ言える。一方で、決断を先延ばしにし、結局、（一部を除き）オリンピックを完全無観客とした日本国政府。2つの国の措置は全く対照的となった。しかも圧倒的に英國での感

染者のほうが多い時期に、である。どちらが正しいかという議論はここでは避けるが、追ってデータや世論が証明してくれることになるだろう。

ウィンブルトンでの優勝インタビューで、「(この後行われる) サッカー決勝戦はどっちが勝つと思うか」と問われたジョコビッチはこう答えた。

「僕はただサッカーが大好きだから、純粋に楽しむよ」

イングランドがイタリアにPK戦で惜敗した夜、この言葉だけが心に沁みた。

誰もが長くて辛いロックダウンだった。でも、これから貴重な人生、純粋に楽しみたいと思っている。

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

## 金融市場

当社のホームページのアドレス <https://www.nochuri.co.jp>

2021年8月号 第32巻 第8号・通巻369号

編集・発行 (株)農林中金総合研究所 〒151-0051 東京都渋谷区千駄ヶ谷5-27-11 アグリスクエア新宿  
03 (6362) 7700 (代表)  
03 (6362) 7757 (調査第二部)  
03 (3351) 1154 (FAX)

印 刷 所 (株) 謙 栄 社