

# 金融市場

## 潮流

脱炭素化とエネルギー安定供給の課題 … 1

## 情勢判断

### 国内経済金融

コロナ収束で先行きの回復期待が高まる日本経済

～政府は過去最大規模の追加経済対策を策定～… 2

### 米国経済金融

今冬も景気回復ペースの鈍化に要注意

～FRBは11月半ばにテーパリングを開始～…12

### 中国経済金融

力強さを欠く景気回復が継続する中国経済

～引き続きコロナ感染抑制策や不動産市況に注視～…18

## 分析レポート

長期化する供給面の制約とECBの政策対応

～3つのミスマッチと3つのジレンマ～…24

「高インフレは一時的」とするFRB の裏側

～FRB/USモデルによるシミュレーション～…28

## 経済見通し

2021～22年度改訂経済見通し ……30

## 連 載

訪問活動を重視し、事業者を支える全東栄信用組合 …46

2021.12

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

## 脱炭素化とエネルギー安定供給の課題

代表取締役専務 柳田 茂

2021年も残すところあとひと月となった。本年は人類の歴史において、地球温暖化への危機感が広く共有されると同時に、脱炭素化の取組みを進めるうえでの課題が明確になった年と言えるのではないか。

本年も、地球温暖化が原因と考えられる異常気象や自然災害が世界各地で多発した。6月に米国・カナダ西部で46℃を記録した熱波による旱魃、7月は中国河南省とドイツなど欧州で深刻な豪雨・洪水災害が発生、8月にはギリシャ・イタリアなどで48℃に達した熱波により大規模な山火事が頻発、9月は米国東部を襲った大型ハリケーンによる広範囲の浸水被害など、枚挙にいとまがない。

8月には、国連の気候変動に関する政府間パネル（IPCC）が第6次報告書を公表し、地球温暖化が想定以上のスピードで進行している厳しい現実を突きつけ、破滅的な未来を回避するために脱炭素化の取組みを世界各国が強力に進めることを求めた。

一方で、温暖化対策に冷や水を浴びせたのが、9月に顕在化したエネルギー価格の高騰である。昨年、習近平国家主席が国連総会で脱炭素化の取組目標を表明した中国は、CO<sub>2</sub>排出量の多い石炭火力発電所の稼働を抑制し、液化天然ガス（LNG）の輸入を急拡大した。これに欧州の天候不順による再生可能エネルギーの供給不足と欧米などの経済回復による需要増が重なって、LNGの価格は前年比10倍以上の水準に急騰し、原油や石炭の価格も高値が続いている。

中国では環境重視に急ハンドルを切った中央政府の方針が地方経済に混乱をもたらし、石炭火力発電を各省で抑制した結果深刻な電力不足に陥り、大規模停電の発生など産業や市民生活に影響が広がった。中国政府は10月に入って方針を一変させ、社会経済の混乱を鎮めるため石炭の増産と石炭火力発電のフル稼働を決定した。

電力供給への懸念は中国だけの話ではない。日本でも老朽化した石炭火力発電所の運転取りやめ等により、この冬の電力需給は最近10年間で最も厳しい見通しとなっている。脱炭素化の取組みとエネルギーの安定供給をいかに両立させていくかは、特にエネルギー資源に乏しい国々にとって極めて難しい課題である。

このようななか、10月31日～11月13日にイギリス・グラスゴーで開催された国連気候変動枠組み条約締約国会議（COP26）は、世界の脱炭素化を加速させるため、100か国以上の国がメタン排出量削減や森林破壊防止の取組みに合意するなどの成果を挙げた。しかし、議長国イギリスが主導した石炭火力発電廃止の宣言は40か国あまりに止まり、米国・中国および日本などは加わらなかった。また、温室効果ガス排出量削減の目標・時期や支援を巡る先進国と新興国の溝も簡単には埋まらなかった。

各国とも置かれている状況が異なるなかで自国の経済と国民生活を考慮しなければならない事情は理解できるが、人類の未来を守る共通の目的に向けて、これからも知恵を出し合いながら粘り強く議論を続けていくことを期待したい。そして、脱炭素化は先進国が率先して実践する必要があり、日本においても政府・企業・団体・個人が各々のレベルで、いま行うべき対策に真摯に取り組んでいかなければならない。

# コロナ収束で先行きの回復期待が高まる日本経済

## ～政府は過去最大規模の追加経済対策を策定～

南 武志

### 要旨

欧米諸国でコロナ禍からの持ち直しが本格化し、インフレ率の加速が見られる中、日本では7~9月期が再びマイナス成長となり、かつ物価上昇率もゼロ近傍にとどまるなど、出遅れ感が鮮明となっている。しかし、緊急事態宣言などが全て解除された10月以降はサービス消費には持ち直しの動きが強まっているほか、グローバル・サプライチェーン障害も解消方向にあることから、10~12月期にはプラス成長に戻るとみられる。半導体不足による自動車生産への下押し圧力はしばらく残るもの、過去最大規模となった追加経済対策の効果も期待されることから、22年入り後には景気の本格回復が始まる可能性が高まっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2021年		2022年		
	11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.038	-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 (%)	0.465	0.35~0.65	0.35~0.65	0.35~0.65
	10年債 (%)	0.070	0.00~0.20	0.00~0.20	0.00~0.20
	5年債 (%)	-0.090	-0.15~0.00	-0.15~0.00	-0.15~0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	114.2	108~120	110~122	110~122
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.6	120~140	120~140	120~140
日経平均株価 (円)	29,774	30,250±3,000	31,000±3,000	31,500±3,000	32,000±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)

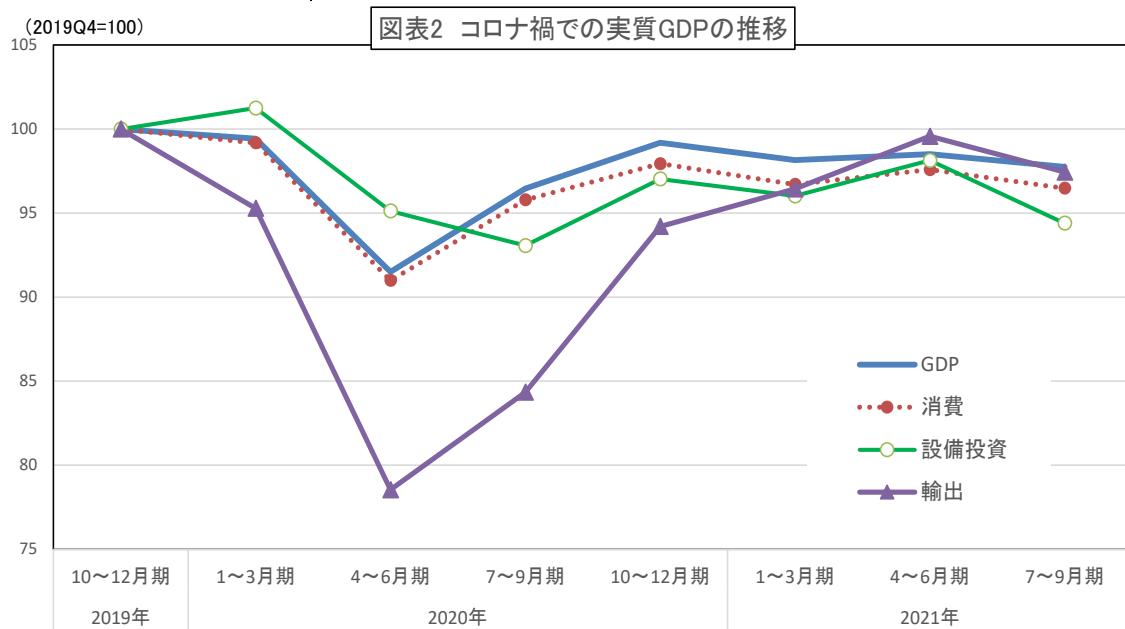
(注)実績は2021年11月22日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

### 21年入り後の停滞を改めて確認

ワクチン接種の進展に伴って行動規制が緩和され、コロナ禍からの持ち直しが進みつつある欧米諸国では、景気が回復基調となり、インフレ率も目標を上回って推移している。米連邦準備制度やイギリス銀行などの一部の中央銀行では政策正常化を進める、もしくは進めようとしている。

これに対して、日本では21年に入って以降「緊急事態宣言」や「まん延防止等重点措置」といった行動制限措置がほぼ常態化していたこともあり、飲食・観光・娯楽などのサービス消費が停滞を余儀なくされてきた。7~9月期のGDP第1次速報によれば、実質成長率は前期比年率▲3.0%と再びマイナスとなつた。1年延期された東京五輪・パラリンピックは開催に漕ぎつけたものの、その恩恵には与れなかつたほか、新型コロナウイルスの変異株（デルタ株）によるパンデミックが消費、企業設

備投資、輸出など広範囲に悪影響を及ぼした。



(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

### 夏場にかけて景気回復ペースが鈍化

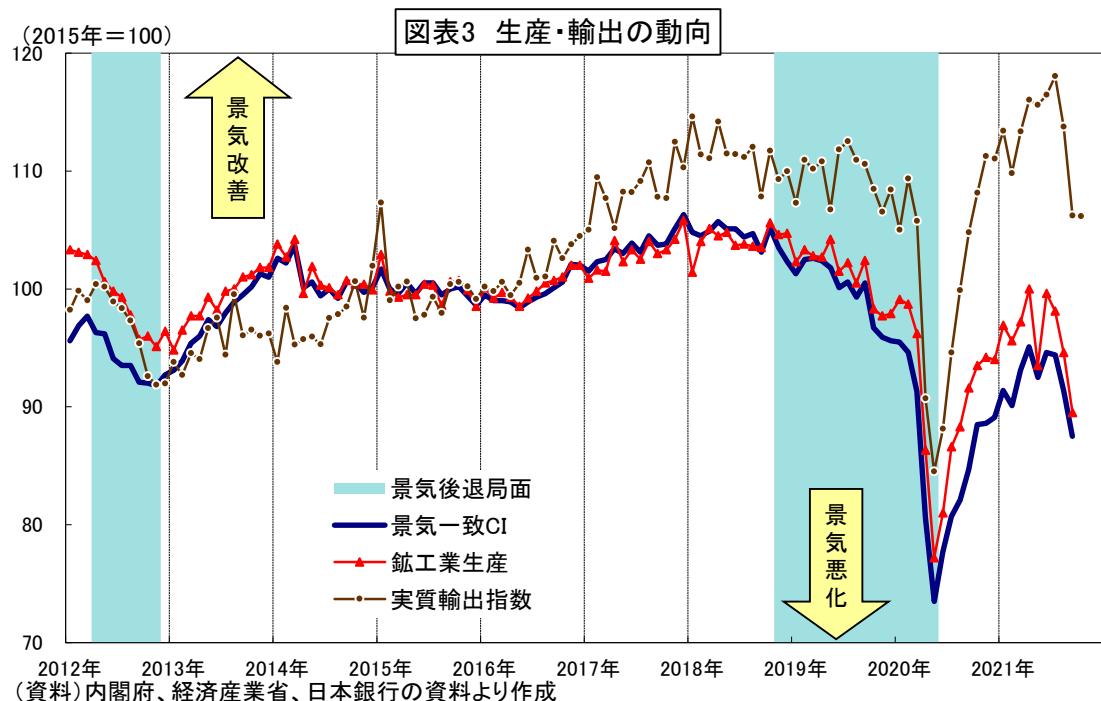
月次の経済指標からも国内景気の足踏みが確認できる。9月の景気動向指数によると、CI一致指数は87.5と3ヶ月連続で低下、20年9月以来の低水準となった。それに基づく景気の基調判断も「改善」から「足踏み」へ下方修正されたが、この表現は18年12月以来である。なお、10月分が僅かでも低下すると、「下方への局面変化」へさらに下方修正され、景気の山を通過した可能性が意識されることになる。ちなみに、CI先行指数も3ヶ月連続の低下だった。

### 自動車減産の影響で輸出に急ブレーキ

また、10月の貿易統計によれば、輸出額は前年比9.4%と8ヶ月連続の増加だったが、ベース効果の剥落もあり、増加率は5ヶ月連続で鈍化した。主因は9月と同様、自動車が同▲36.7%と大幅減少となったことである（輸出の前年比に対する寄与度は▲5.9ポイント）。一方で、半導体不足への対応から、半導体等製造装置など資本財の輸出は底堅く推移した。トヨタ自動車によれば、12月には部品調達難の緩和から生産ラインが相当程度回復することを見込んでいるが、不透明な状況が残っていることから挽回生産は年明け以降に持ち越される模様だ。

ちなみに、10月の実質輸出指数は前月比▲0.1%と3ヶ月連続の低下で、中国やNIEs・ASEANなどアジア向けが弱い動きであった。また、実質輸出全体も7~9月平均を5.8%下回るな

ど、輸出の弱さが生産や設備投資などの企業活動にとって懸念材料となっている。



### 第5波収束でマインドは大きく改善

### 物価動向：乏しい物価上昇圧力

消費関連指標も鈍い動きを続けた。9月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行試算）は前月比0.7%と3ヶ月ぶりに上昇したが、巣ごもり需要などで底堅く推移してきた耐久財が激減するなど、自動車減産の影響が消費にも出ている。

一方、「第5波」が一気に収束したことを受け、消費者マインドが改善傾向となっており、先行きへの期待感は高い。消費動向調査によると、10月の消費者態度指数は前月から1.4ポイント改善し、コロナ前の水準を上回ったほか、10月の景気ウオッチャー調査の先行き判断BSIも2ヶ月連続で改善、8年ぶりの水準まで高まっている。

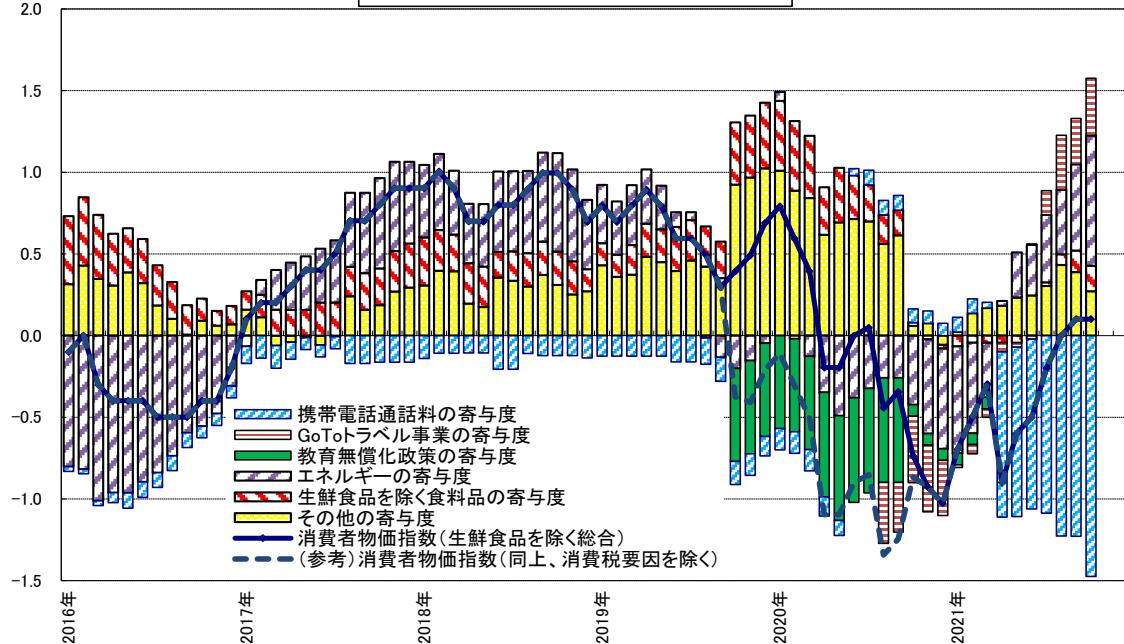
実体経済の鈍い動きは物価上昇圧力の乏しさにつながっている。10月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア）は前年比0.1%と2ヶ月連続のプラスながらも、インフレが加速している欧米諸国とは裏腹に、ゼロ近傍にとどまった。原油高などで電気・ガス代やガソリンなどエネルギーの上昇率が高まっており、物価全体の前年比に対して+0.79ポイント押上げたほか、前年のGoToトラベルキャンペーンの反動によって宿泊料も同じく+0.35ポイント押し上げたものの、菅前首相が主導した携帯電話通信料の引き下げによって▲1.47ポイントも

押し下げられており、前者の上昇分を相殺している。

物価のベース部分を見る際に用いられる「生鮮食品・エネルギーを除く総合」を見ると前年比▲0.7%と、逆にマイナス幅が拡大するなど、物価の動きは総じて鈍い。

(%前年比、ポイント)

図表4 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

## 過去最大規模の経済対策を閣議決定

10月31日に実施された衆議院議員選挙（総選挙）では、議席を減らしつつも、自由民主党は単独で絶対安定多数の261議席を確保（公明党の32議席を合わせて293議席）、岸田首相の続投が決まり、政権運営を本格化させた。

19日には「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」を閣議決定したが、財政支出ベースで55.7兆円と過去最大級となった。内訳は、①新型コロナウイルス感染症の拡大防止（22.1兆円）、②「ウイズコロナ」下での社会経済活動の再開と次なる危機への備え（9.2兆円）、③未来社会を切り拓く「新しい資本主義」の起動（19.8兆円）、④防災・減災、国土強靭化の推進など安全・安心の確保（4.6兆円）、となっている。財政支出のうち国費は43.7兆円で、12月召集の臨時国会に提出する補正予算（一般会計）には31.6兆円を計上する予定である。財源には、21年度予算の予備費の残額（8月末時点で2兆5,654億円）、前年度剩余金（4兆5,363億円）などが充てられるが、国債の追加発行は不可避とされている。

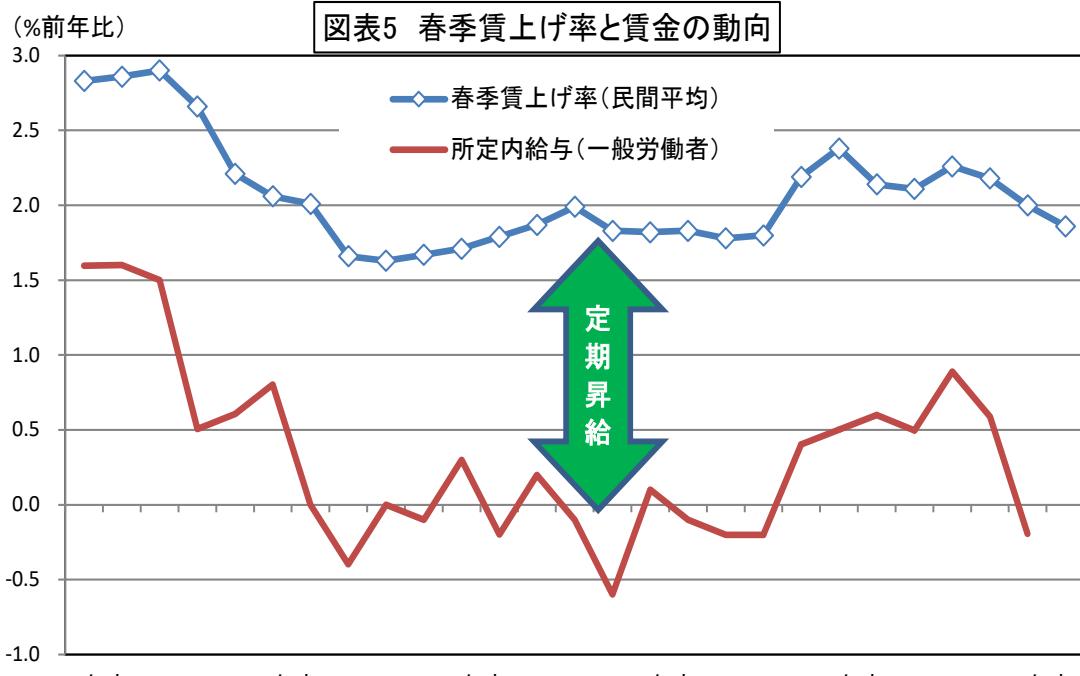
## 経済見通し：年度

既に日本のコロナワクチン接種率は主要7ヶ国（G7）の中で

## 下期には本格的な景気回復に向けた動きも

は最も高く、マスク着用や咳エチケットなどの基礎的な感染防止策も自主的に続けられていることもあり、新規感染者数や重症者数が激減するなど、収束の動きが続いている。徐々に、飲食・宿泊・娯楽などサービス消費が持ち直しつつあるが、政府は年明け以降の GoTo キャンペーン事業の再開を検討するなど、需要喚起策を復活させる意向である。政府の経済対策には医療供給体制の強化や 3 回目のワクチン接種とともに、「ワクチン・検査パッケージ制度」を創設し、社会経済活動との両立を目指す考えが反映されており、緊急事態宣言などの行動制限が再発出されるような事態にならなければ、コロナ禍からの持ち直しは本格化するものと思われる。

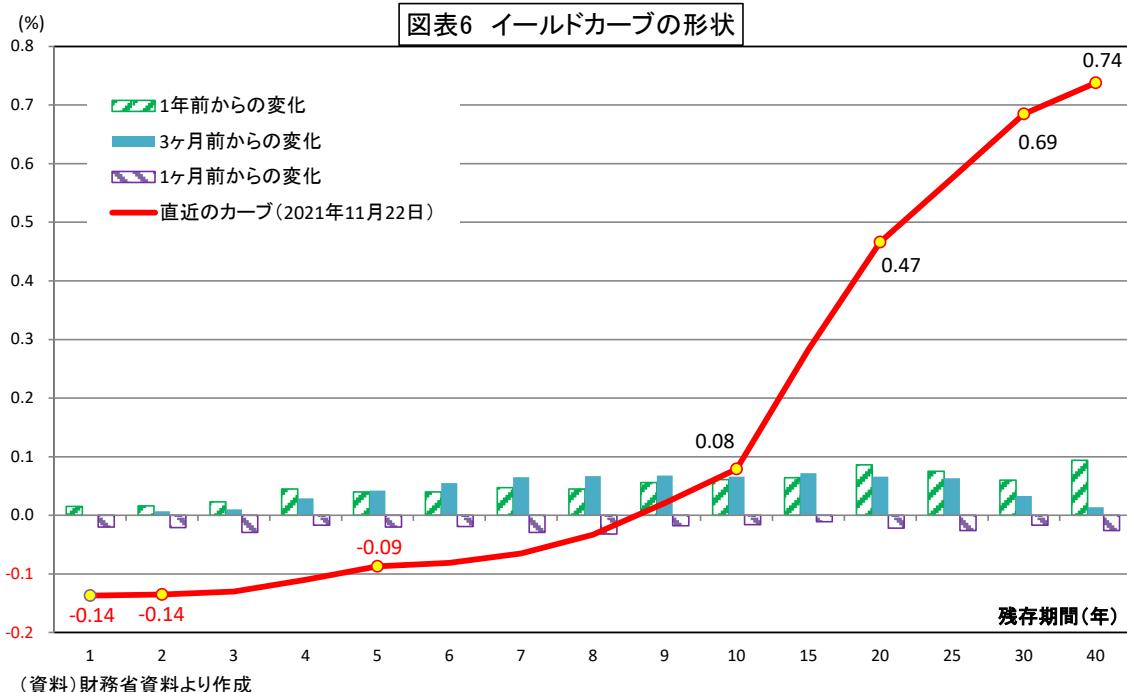
とはいっても、新型コロナの感染再拡大リスクには引き続き警戒が必要であろう。ワクチン接種が先行した欧米諸国では感染症が流行しやすいとされる冬季を控え、感染急拡大する国が増えており、再び行動規制に踏み切る動きも散見される。専門家はワクチン効果が弱まっていることも一因であるとしている。人流が活発化する年末年始にかけて、ワクチン接種による感染・重症化予防効果が低下すれば、感染「第 6 波」に襲われる可能性は否定できない。（詳細は後掲レポート「2021～22 年度改訂経済見通し」を参照）。



(資料)厚生労働省

## 物価見通し：徐々に高まるが、2%達成は見通せず

また、物価の先行きについては、エネルギー高に伴って上昇率がじわじわと高まると予想されるが、GoTo トラベルキャンペーンの再開で宿泊料が再び押下げ要因となる可能性もあり、21年度下期は小幅プラス圏にとどまるだろう。携帯電話通信料については、持続的な低下傾向をたどっているため、22年度入り後に押下げ効果が一気に剥落することはない。また、欧米諸国のようにペントアップ需要が一気に顕在化してインフレが加速するような事態も想定しがたい。政府主導の賃上げについても22年春闘で対応する動きは弱いと思われ、持続的な値上げは消費者に受け入れられない状況は残るだろう。依然として2%の物価目標の達成を見通せる状況はない。



(資料)財務省資料より作成

## 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

10月27~28日に開催された日本銀行・金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く実施するとともに、コロナ対策の継続を決定した。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム（期限は22年3月末）、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。

また、同時に公表された展望レポートでは、21年度について

## **金融市場：現状・見通し・注目点**

### **金利上昇は一服**

### **長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移**

は経済・物価見通しとも下方修正された（22年度の経済見通しは若干上方修正）。なお、23年度の物価見通しは1.0%に据え置かれるなど、目標とする2%が見通せないことが改めて確認された。黒田総裁は仮に物価上昇率が1%になっても金融緩和を緩めたり、撤回したりすることは考えていないと述べており、23年4月までの任期中は政策正常化に動く可能性は小さいと思われる。

総選挙後に本格稼働を開始した岸田内閣は過去最大規模の経済対策を取りまとめたが、経済効果が疑問視される現金給付策などはほとんど評価されないこともあります、株価は上値の重い展開が続いている。一方、10月下旬に0.1%を上回るなど上昇傾向が強まっていた長期金利はその後の米国金利の上昇一服もあり、落ち着いた動きとなっている。

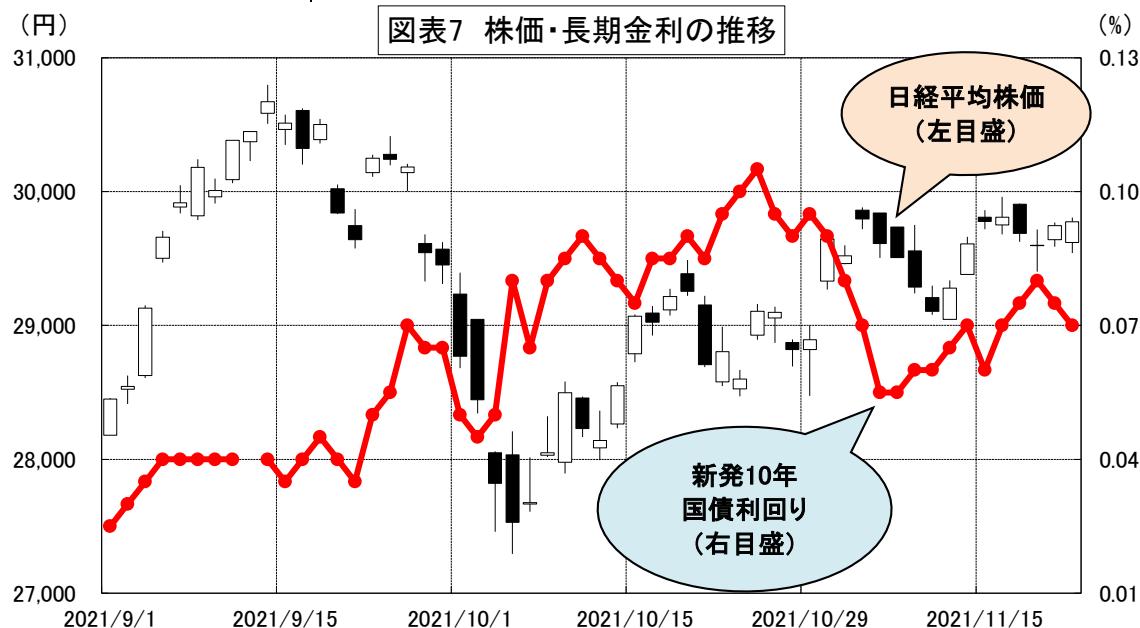
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

#### **① 債券市場**

21年に入り、米国での景気回復期待や大規模な追加財政政策などを受けて急上昇した米長期金利に追随する格好で、国内長期金利（新発10年物国債利回り）にも上昇圧力が強まった。さらに、3月の金融政策決定会合で予定された政策点検において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した。しかし、その政策点検では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ことから、3月会合終了以降は上昇圧力が一服、低下傾向をたどった。さらに、6月には米国のインフレ加速は一時的との認識が広まったほか、8月上旬には感染「第5波」で国内景気の足踏みが長期化するとの観測も加わり、一時0%に低下する場面もあった。9月中旬以降はテーパリング（緩和規模縮小）開始が意識された米長期金利の上昇につられて緩やかに上昇したものの、テーパリング開始を決定した米連邦準備制度が早期利上げに慎重な姿勢を示すと、上昇圧力は緩和した。

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、米国の利上げや国内景気の本格回復の機運が強まる場面では上昇傾向が強まるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)9/13の新発10年物国債は出合いなし。

## ② 株式市場

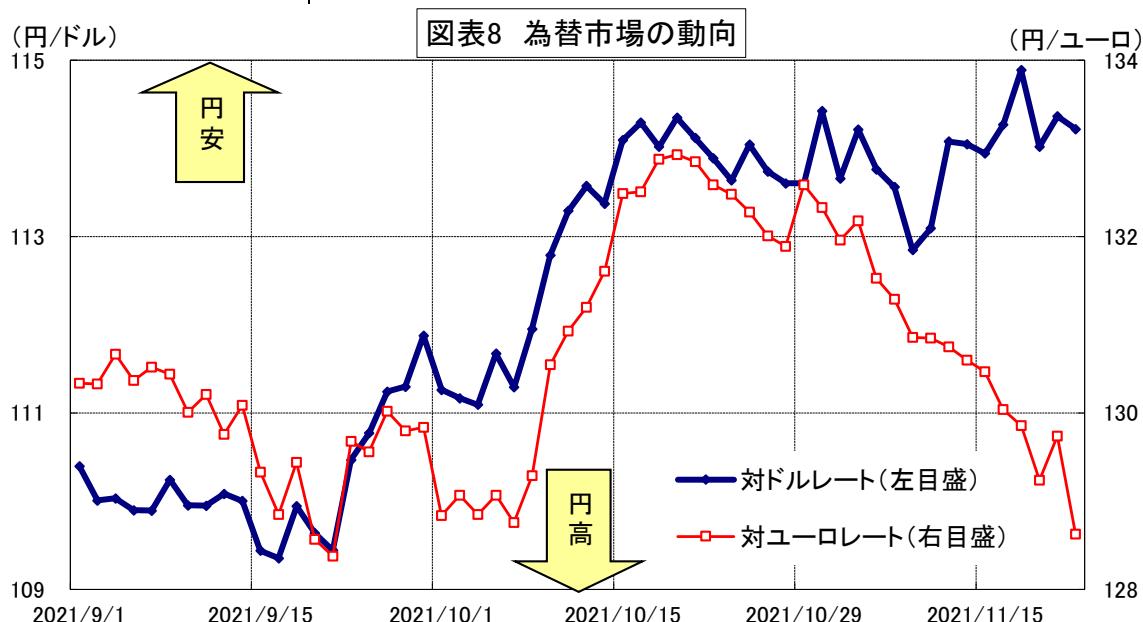
### 大規模な財政政策策定に株価は反応薄

米国バイデン政権による大規模経済対策への期待感から、日経平均株価は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。しかし、ワクチン接種の進展に伴って経済活動の正常化期待が高まるにつれて、内外の金利先高観が強まつたほか、国内でのコロナ感染再拡大やワクチン接種の出遅れによる景気停滞、さらにはこれまでのスピード調整も加わり、その後はじり安の展開となった。夏場にかけては米国で金融政策正常化が意識されたほか、「第5波」による国内景気の出遅れ継続、さらには菅首相の支持率低下によって政局リスクも加わり、8月20日には一時27,000円を割り込み、年初来安値を更新した。

しかし、菅首相の退陣表明後には一変、新内閣の経済政策への期待感から「政局相場」となり、バブル崩壊後の最高値を更新(30,795円)するなど、日経平均株価は1ヶ月で1割以上の値上がりとなった。9月下旬にかけては、海外要因に加え、新たに発足した岸田内閣の経済政策に対する警戒もあり、値上がり分が一旦剥落したものの、10月中旬以降は持ち直しに転じ

た。10月末の総選挙では自公両党が善戦したが、追加経済対策の中身への失望もあってか、過去最大規模となった割に株価はほとんど反応せず、30,000円を目前に上値の重い展開が続いている。

先行きは、引き続き米国金融政策の正常化（インフレ動向と利上げ時期）を巡る思惑に影響を受けやすいと思われるが、過剰流動性の回収開始までには相当の時間を要するほか、基本的にグローバル・サプライチェーン障害も解消に向かっていくと期待される。そのため、内外経済の持ち直し基調は継続すると見込まれ、株価はいずれ底堅く推移していくと予想する。



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

### ドル円レートは 114円前後でもみ 合い

### ③ 外国為替市場

21年初に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、その後は米国バイデン政権による積極的な財政運営スタンスにより米長期金利が上昇したことを見て円安ドル高の展開となった。3月下旬には1年ぶりに111円目前まで円安が進んだ。4月に米長期金利の上昇が一段と一旦はドル高が修正されたが、5月以降は米国金融政策の転換への思惑などにより、再び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、9月中旬にかけては110円を挟んだ狭いレンジでの展開が続いた。9月中旬以降は、米国長期金利の動向を横目に見ながら114円前後で推移したが、バイデン米大統領がパウエルFRB議長を再任する方針を発表し

## **対ユーロレートは 円高進行**

た直後に米国の早期利上げが意識され、一時 115 円台と 4 年 8 ヶ月ぶりの円安水準となった。

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、引き続きドル高気味の展開になりやすいと思われる。

一方、対ユーロレートは円高方向に向かった。欧州で新型コロナの感染再拡大が深刻化しており、都市封鎖に踏み切る国が散見されたことが嫌気されたとみられる。日銀、欧州中央銀行（ECB）ともに政策正常化には慎重姿勢であるが、コロナ感染状況などから目先はユーロ安気味の展開が予想される。

(21. 11. 23 現在)

# 今冬も景気回復ペースの鈍化に要注意

～FRBは11月半ばにテーパリングを開始～

佐古 佳史,CFA

#### 要旨

インフラ投資法案の成立やテーパリングの開始など、財政・金融政策は刻一刻と変更されているものの、米国経済は依然として供給制約による景気回復ペースの下押し圧力が継続している。今冬も新型コロナウイルスの感染再拡大によって、サービス消費を中心に景気回復ペースが鈍化する可能性もあり、注意が必要であろう。

## 1.2兆ドル規模のインフラ投資法案が成立

バイデン大統領は11月15日、1.2兆ドル（約140兆円）規模のインフラ投資法案に署名した。また、米下院は19日、大統領のもう一つの看板政策である気候変動・社会保障関連歳出法案（Build Back Better Plan）を僅差で可決した。同法案の規模は1.75兆ドル（約200兆円）とみられ、米議会予算局によると今後10年間で財政赤字が3,670億ドル増加すると見積もられている。今後は上院での可決を目指す過程でどのような修正が加えられるかが焦点となるだろう。

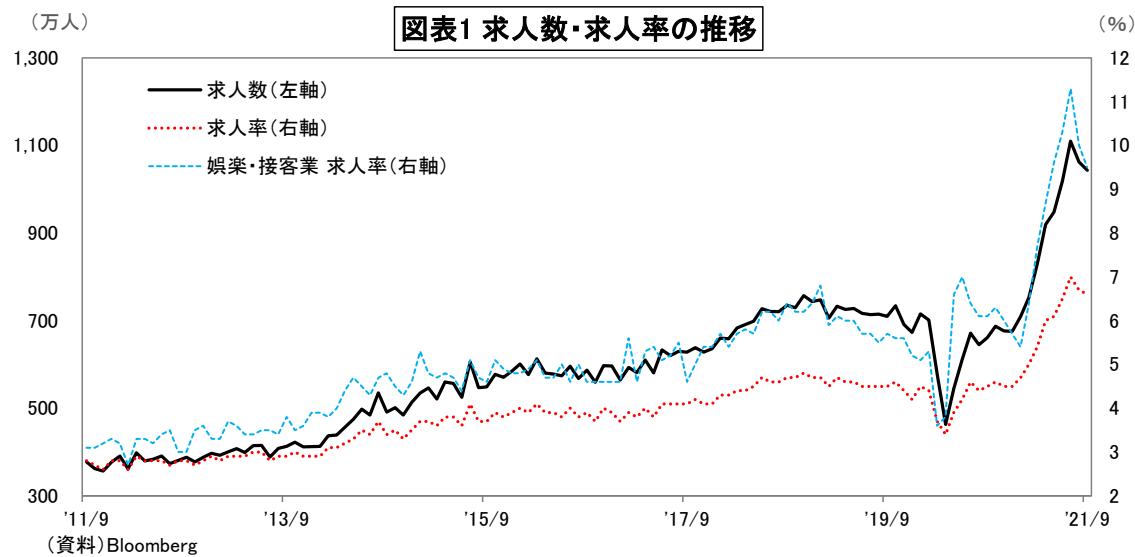
こうしたなか、実質的な債務上限の引き上げ期限が12月15日に迫り、米国債のデフォルトをめぐる混乱が懸念されている。

以下、経済指標を確認してみると、引き続き経済正常化の進展に伴うペントアップ需要に、供給が追い付いていないと判断できる。

10月の雇用統計を確認すると、事業所調査に基づく非農業部門雇用者数は9月から53.1万人増、失業率は0.2ポイント低下の4.6%と改善した。求人労働異動調査から求人率（=求人数÷（求人人数+雇用者数））を確認すると9月分は8月から0.1ポイント低下したものの、6.6%と依然として高止まりしており供給制約が意識されることに変わりはない。

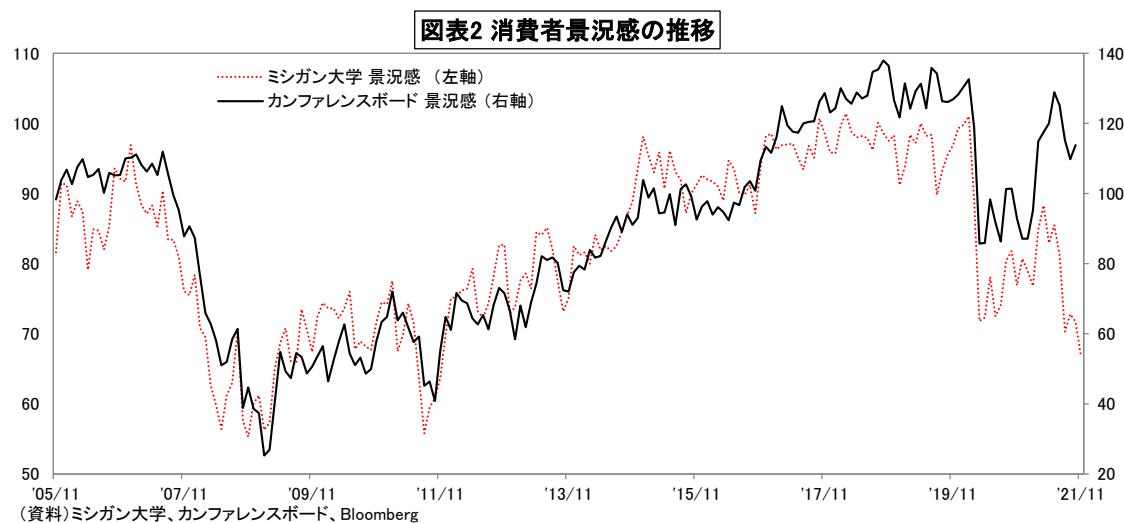
個人消費をみると、9月の実質個人消費支出は、サービス消費が前月比0.4%と7ヶ月連続で増加、財消費も増加したこと、総合では同0.3%と2ヶ月連続での増加となった。また、10月の小売売上高は幅広い項目で増加し、総合では前月比1.7%となった。インフレ率の高止まりによる名目ベースの売上高の押し上げ効果はあるものの、インフレ率や供給制約についての懸念があるなかでも、底堅い財消費が続いているといえる。

## 景気の現状：ペントアップ（繰越）需要に供給が追いついていない



一方、11月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は10月から低下し66.8（現況指数73.2、期待指数62.8）と10年ぶりの低水準となった。ミシガン大学からは、4人に1人がインフレ率の加速による生活水準の下落を指摘しており、インフレ率の加速に対して有効な経済対策が行われていないことも、消費者マインドが低下した背景にある。

とはいっても、企業マインドは底堅く、10月のISM製造業指数（製造業PMI）は60.8%、サービス業指数（サービス業PMI）は66.7%と、それぞれ17ヶ月連続での企業部門の拡大を示している。

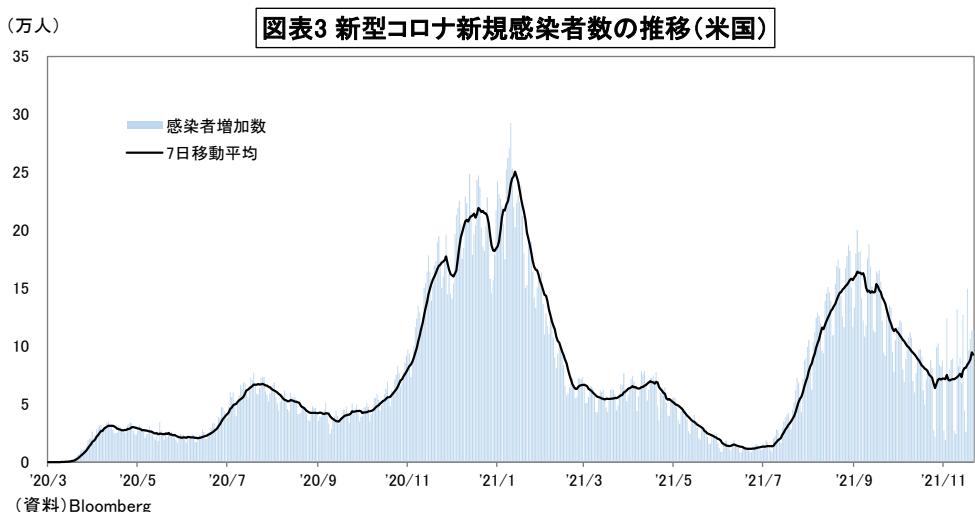


**景気の先行き：  
冬にかけては要注意**

さて、景気の先行きを考えてみると、足元では、3回目のワクチン接種も進んでおり、景気の底割れなど、新型コロナウイルス感染再拡大によるダウンサイドリスクを過度に織り込む必要はないと思われる。

一方で、感染リスクに加えて待遇面で雇用のミスマッチも根深く、採用が進まないだけでなく離職率も高止まりしていることから、労働者不足の解消には長い期間が必要となるだろう。また、依然として半導体の供給不足も継続している。こうした供給面での制約が景気回復ペースの下押し材料となるだろう。

加えて、足元では小売売上高が予想外に堅調に推移するなど、財消費の増加が見て取れるが、これはサービス消費の回復が遅れていることの裏返しかもしれない。このため、冬にかけての消費パターンと景気回復ペースは要注意と考えられる。



**図表4 供給制約が意識される**

	'20/9	'20/10	'20/11	'20/12	'21/1	'21/2	'21/3	'21/4	'21/5	'21/6	'21/7	'21/8	'21/9	'21/10
ISM 製造業 入荷遅延	59.0	60.5	61.7	67.7	68.2	72.0	76.6	75.0	78.8	75.1	72.5	69.5	73.4	75.6
ISM サービス業 入荷遅延	55.0	56.1	57.1	62.8	57.8	60.8	61.0	66.1	70.4	68.5	72.0	69.6	68.8	75.7
ISM 製造業 価格	62.8	65.5	65.4	77.6	82.1	86.0	85.6	89.6	88.0	92.1	85.7	79.4	81.2	85.7
ISM サービス業 価格	58.0	62.7	63.9	64.4	64.2	71.8	74.0	76.8	80.6	79.5	82.3	75.4	77.5	82.9
コモディティ価格 前年比%	-8.9	-9.3	-3.6	-3.5	7.0	20.1	34.9	48.4	46.1	45.5	40.2	30.9	42.2	43.9
バルチック海運指数 前月比%	15.9	-25.6	-4.4	11.3	6.3	15.4	22.1	49.2	-15.0	30.3	-2.7	25.5	25.0	-31.9
耐久財 受注残高 3ヶ月前比%	-1.8	-1.4	-1.0	-0.9	-0.5	0.5	1.3	1.8	1.9	2.2	2.3	2.2	2.1	
在庫売上比率 %	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
ISM 製造業 顧客在庫	37.9	36.7	36.3	37.9	33.1	32.5	29.9	28.4	28.0	30.8	25.0	30.2	31.7	31.7
ISM サービス業 顧客在庫	47.7	51.6	50.8	51.0	50.8	49.7	50.8	46.5	50.8	51.1	48.9	54.2	55.6	57.0

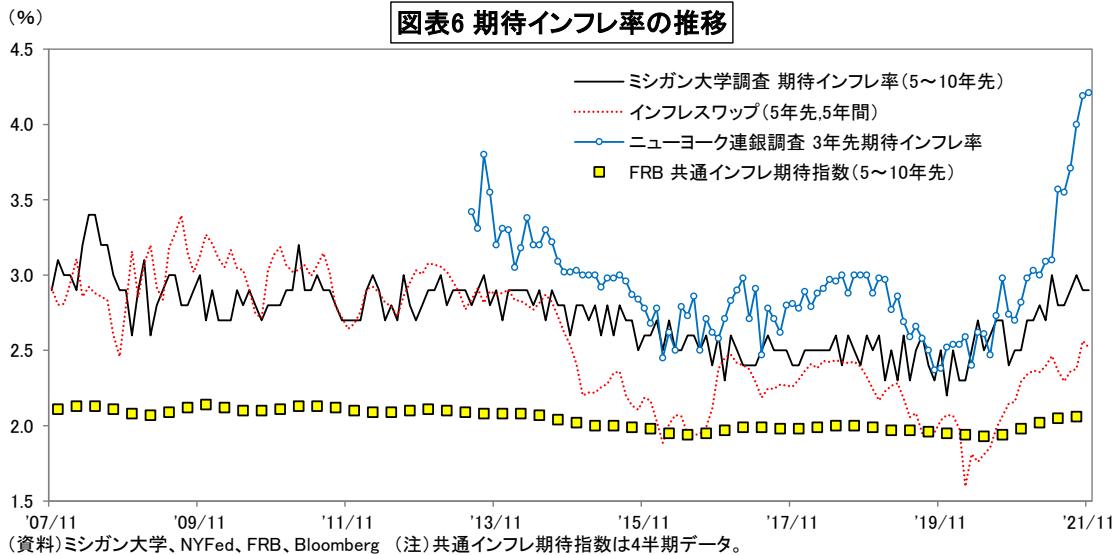
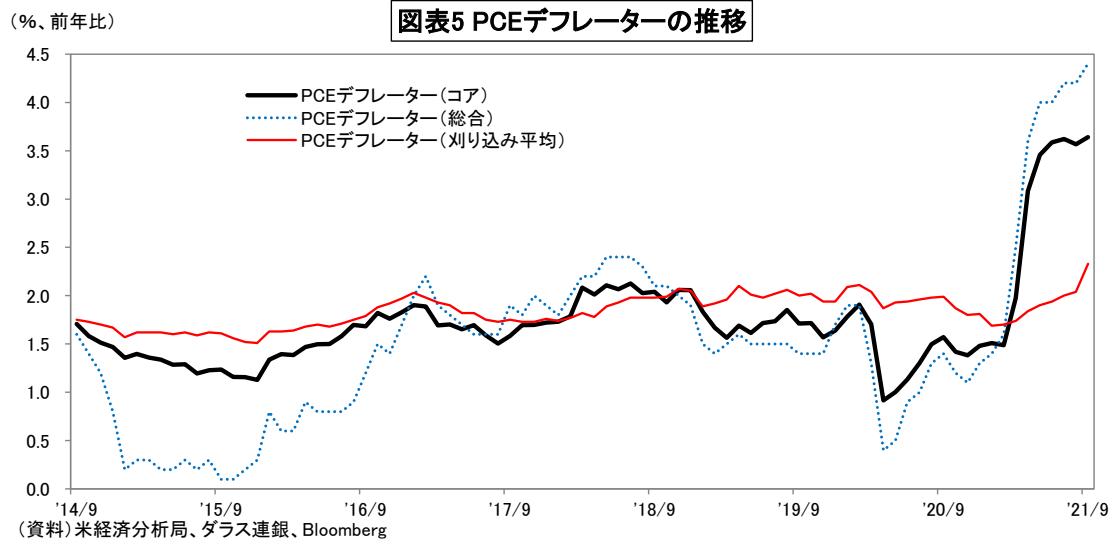
（資料）Bloomberg

## 高止まり状態のインフレ率

4月以降インフレ率は急加速し、9月のコアPCEデフレーターは前年比3.6%まで高まった。一方で、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同2.3%と比較的落ち着いた推移となっている。また、10月の消費者物価指数(CPI)をみると、総合は同6.2%、コアは同4.6%となり、9月からさらに加速した。コアの内訳をみると、インフレ率の加速は中古車や輸送サービス、メディケア、アパレルなど多岐に及んでいることがうかがえる。

今後については、求人の困難化や供給制約などからこうしたイ

ンフレ率の高止まりは長期化すると見込まれる一方で、期待インフレ率が比較的安定していることから、足元の高止まりはいずれ2%程度に収まるとの意味で、「一時的」との見方を変える必要はないだろう。

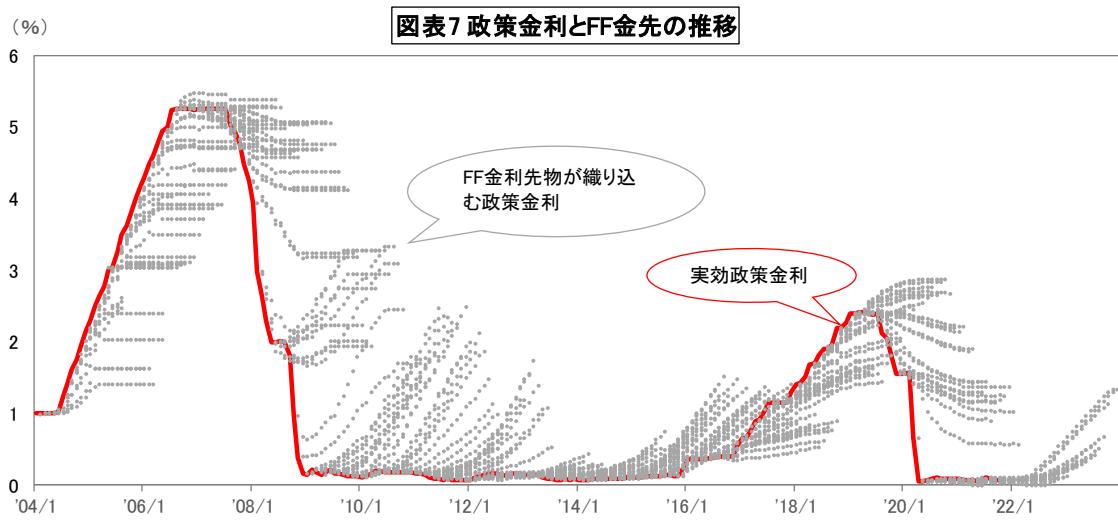


## テーパリング開始

11月2日から3日にかけて開催されたFOMCでは、事前予想通り11月半ばからの資産買い入れ量の縮小（テーパリング）開始が決定された。コロナ禍の下、FRBは米国債を月額800億ドル、MBSを月額400億ドル買い入れてきたが、これらを1月当たりそれぞれ100億ドル、50億ドルのペースで縮小するとした。このペースで縮小していくれば、資産買い入れは22年6月中旬に終了することとなる。もっとも、12月FOMC（14、15日）ではテーパリングの加

速が議論される可能性も高まっているようだ。

テーパリングの開始が決定されたことで、市場の関心はますます利上げ時期に集中するだろう。足元では、FF金先が織り込む政策金利見通しが上方修正されている。過去の利上げ局面の動きをみると、FRBは利上げまではFF金先の想定よりも辛抱強いスタンスを取っていた一方で、利上げペースそのものはFF金先の想定より速い傾向にあった。今回の利上げに関しても、FRBがインフレ率の加速は一時的とのスタンスを維持すれば、過去と同様のパターンになりそうだ。

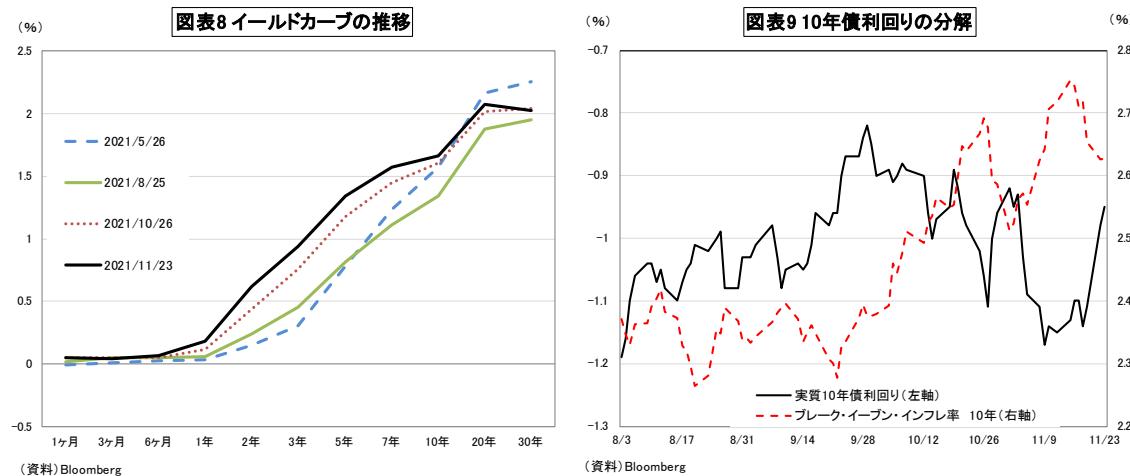


(資料) Bloombergより農中総研作成

### 長期金利：緩やかな上昇トレンドに回帰する見込み

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、デルタ株の世界的な感染拡大や経済指標の下振れを背景に、米長期金利（10年債利回り）は7月半ばと8月初めにかけて1.2%を割り込む場面もみられた。その後は、テーパリング観測などを背景に、9月後半から10月後半にかけて約30bp上昇し、足元では1.6%前後で推移している。

先行きについては、新型コロナウイルスの感染次第ではあるものの、徐々にコロナとの共生が可能になりつつあることに加えて、テーパリング開始と利上げ織り込みから、長期金利は緩やかな上昇トレンドに回帰すると思われる。



## 株式市場：上値の重い展開を予想

株式市場では、デルタ株の感染拡大懸念や年内テーパリング開始観測、中国の不動産問題などが悪材料視され、ダウ平均は上値の重い展開が続いた。足元では7~9月期決算を好感してS&P500やナスダック総合は史上最高値更新が続いた一方で、11月中旬にかけてダウ平均はやや頭打ちとなっている。

先行きについて考えてみると、金融政策が緩和から引き締めへと移行していくなかで長期金利も上がりつつあることに加えて、冬にかけての新型コロナウィルスの感染再拡大も懸念されており、上値の重い展開となってもおかしくないだろう。

(21.11.24現在)

## 力強さを欠く景気回復が継続する中国経済

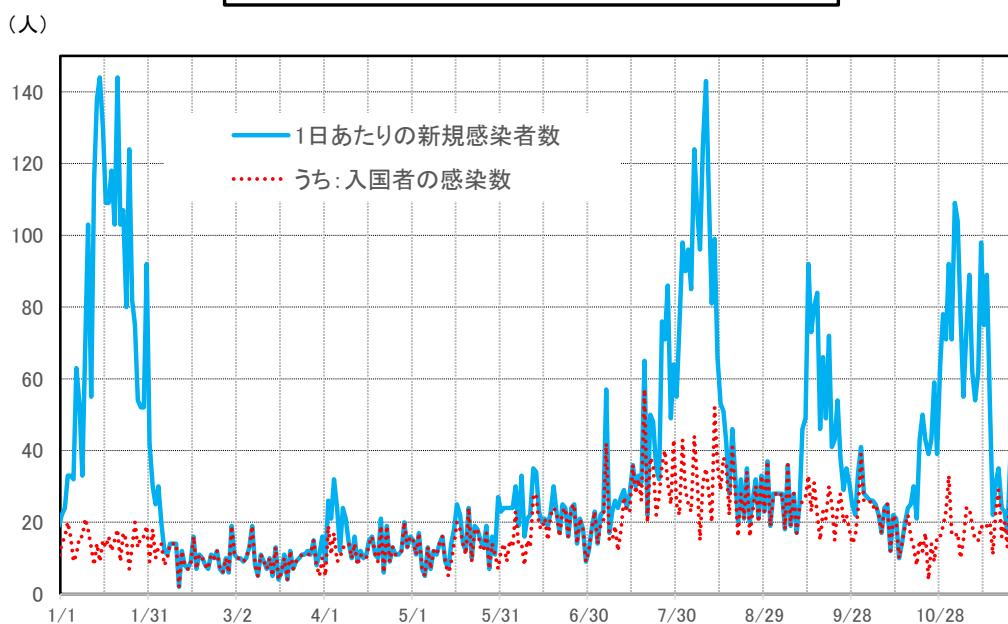
～引き続きコロナ感染抑制策や不動産市況に注視～

王 雷軒

### 要旨

2021年7~9月期の実質GDP成長率は前年比4.9%、前期比0.2%と、いずれも4~6月期7.9%、1.2%から大きく鈍化した。10月分の経済指標からは、景気は回復基調を維持しているものの、力強さを欠く状態が継続していると見られる。そのため、10~12月期の成長は3.8%にさらに減速すると予測している。引き続き新型コロナ感染抑制策や不動産市場をめぐる動きに注目が集まるだろう。

図表1 中国本土の新型コロナ感染者数の推移



(資料)中国衛健委、Windより作成、直近は21年11月21日。

「ゼロ・コロナ」方針はしばらく続く

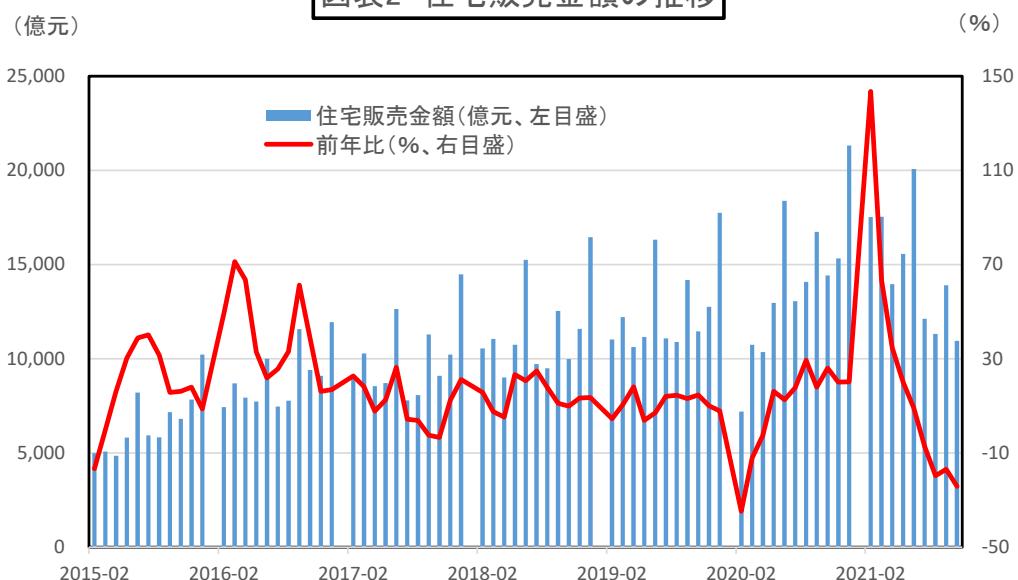
21年の1月、8月、9月に続き、10月中旬にも、新型コロナの感染再拡大が見られたが、政府が徹底的な対策を行った結果、感染拡大は抑制され、11月中旬以降、本土の新規感染者は再び一桁となった（図表1）。この「第4波」感染の抑制に約1ヶ月を要したが、多くの省市で感染対策による経済活動への影響が多かれ少なかれ生じた。

中国国内で強力な感染対策を行う「ゼロ・コロナ」方針は少なくとも、22年2月に開催予定の北京冬季オリンピック終了まで

は、継続されると考えられるので、経済活動への影響は引き続き注視していく必要がある。

特に、向こう 2 ヶ月ほどで正月休み（1 月 31 日～2 月 6 日）となるが、1 月中旬ごろからの帰省などによる人流の増加によって、「第 5 波」が発生する可能性も否定できないことから、予断を許さぬ状況は続くと見ている。

図表2 住宅販売金額の推移



(資料)中国国家統計局、Windより作成、直近は21年10月。

### 経済下押し要因となる不動産市場をめぐる動き

新型コロナ感染抑制策に加えて、経済を下押しするもう一つの要因として不動産市場の抑制策がある。中国人民銀行（中央銀行、人民銀行）・銀保監会は「銀行の不動産関連融資に関する集中管理制度の実施通達」（关于建立银行业金融机构房地产贷款集中管理制度的通知）を発表するなど、21 年以降不動産開発企業、住宅購入者への融資規制が強化されてきた。その結果、住宅新規着工面積と住宅販売金額が大きく減少していた。10 月の住宅新規着工面積は前年比▲33.9%、住宅販売金額は同▲24.1%となり、20 年初めに発生したコロナショック時の落ち込みに迫っている（図表 2）。

住宅販売の減少を受けて、不動産開発投資も鈍化した。固定資産投資に占める不動産開発投資の割合は約 3 割（20 年、27.3%）であるほか、雇用への影響や他産業への波及効果も大きいことから、当局の姿勢や見方はこれまで以上に注目されている。

こうしたなか、人民銀行は初めて単月の個人住宅ローン残高

を公表した。これによると、10月の個人住宅ローンは3,481億元と9月から1,013億元増加した。また、銀保監会も10月の不動産開発企業向けの貸出額を公表したが、9月から伸び率が高まっている。なお、中国では、住宅購入時の自己資金の割合が非常に高く住宅ローンの割合は低いため、住宅ローンは増加したにもかかわらず、住宅販売金額の減少には歯止めがかからなかつた。

さらに、人民銀行が11月19日に公表した「中国貨幣政策執行報告2021年第3四半期」には、総じて不動産市場に存在するリスクをコントロールすることが可能との判断を示したうえで、他の中央省庁や地方政府と連携しながら不動産市場の安定的、健全な成長を維持し、住宅購入者の合法的な権益を守るという新たな文言が盛り込まれている。

これらを踏まえると、政策当局は、「住宅は住むためのものであり、投機の対象ではない」という基本政策は変更しないものの、不動産市場による経済への下押し状況を見極めながら、融資規制などを徐々に緩めていく方針と思われる。

10月分の経済指標からは、足元の景気は回復基調を維持しているものの、力強さを欠く状態が継続しているとの評価ができる。

まず、10月の消費は力強さを欠く状態が継続している。10月の小売売上総額は名目で前年比4.9%と9月（同4.4%）から伸びが加速したものの、物価変動を除いた実質ベースでの伸び率は前年比1.9%と9月（同2.5%）から鈍化した。詳細を確認すると、自動車販売額は前年比▲11.5%と引き続き減少したほか、飲食業売上も同2.0%と9月（同3.1%）から鈍化した。

また、1~10月期の固定資産投資も前年比6.1%と、1~9月期（同7.3%）から鈍化した。投資分野別にみると、設備投資、不動産開発投資は同14.2%、7.2%と1~9月期（14.8%、8.8%）から鈍化したほか、インフラ整備向け投資も自然災害の発生や地方債の発行・利用の遅れで同1.0%と低迷したままだ。

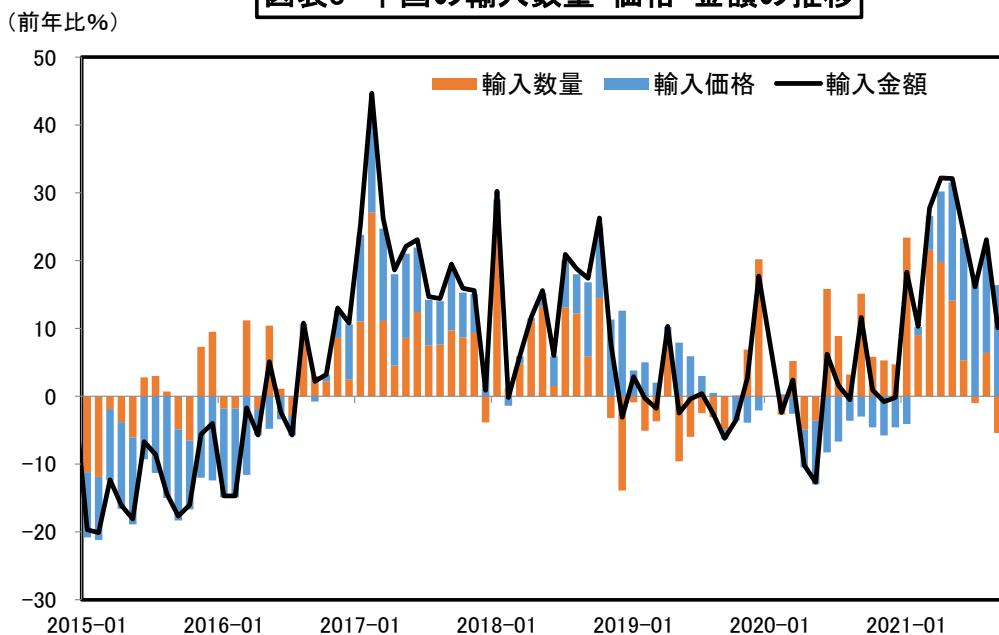
一方、輸出は引き続き堅調に推移している。10月の輸出額（ドル建て）は前年比27.1%と9月（同28.1%）からやや鈍化したものの底堅く推移した。輸入額は同20.6%と9月（同17.6%）から伸びが加速した。しかしながら、輸入額の増加について、数量と価格に別けて前年比を見ると、足元は価格上昇の効果が大

## 景気は回復基調を維持も、力強さを欠く状態

きく、内需は減速の兆しを示していると思われる（図表3）。

中国経済見通しについて述べておこう。輸出の底堅さが見込まれるもの、新型コロナ感染抑制策による経済活動への影響等を踏まえ、10～12月期は前年比3.8%にさらに減速、21年の実質成長率は前年比7.9%、22年は、安定成長が一段と重視されるものの、「ゼロ・コロナ」方針がしばらく続くことから、同5.5%を予測している。いずれも前回見通しと比べ大幅な下方修正を行った。

図表3 中国の輸入数量・価格・金額の推移



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は21年9月、人民元建て。

### 野菜・ガソリン価格の上昇を受けて CPI 上昇は加速

10月の消費者物価指数（CPI）は前月比0.7%と9月の0.0%から加速した。詳細をみると、食料品価格は1.7%と9月の▲0.7%から上昇に転じ、寄与度は0.31ポイントであった。うち、野菜価格は16.6%と大幅に上昇し、寄与度は0.34ポイントであった。豚肉価格については、消費量の増加に加えて、中央政府による豚肉備蓄制度の発動もあり、10月中旬から徐々に持ち直しているものの、▲2.0%と依然マイナスであった。

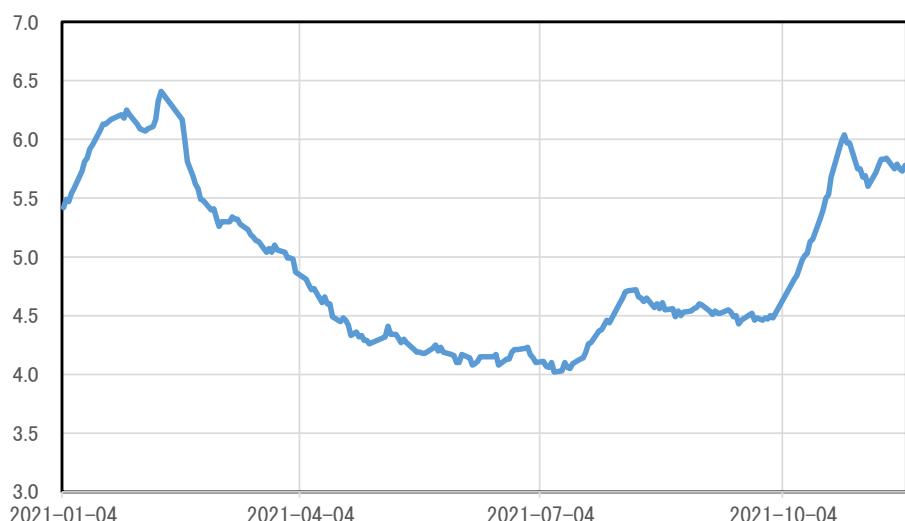
食料品以外は0.4%と、9月の0.2%からやや上昇率を高め、寄与度は0.35ポイントであった。うち、工業製品価格は0.9%と9月の0.3%から加速、ガソリンと軽油はそれぞれ4.7%、5.2%と、両者合計の寄与度は0.15ポイントとなっている。

このように、CPI上昇率はやや高まったが、野菜やエネルギー

の値上がりが主因である。10月に野菜の主要産地で大雨が降り、作物に被害が出たことや、化学肥料や農薬の大幅な値上がりに加えて石炭価格の高騰で電気料金が値上がりし、ハウス栽培や輸送にかかるコストが上昇したため、野菜の平均卸売価格は急騰した（図表4）。一部の地域で1キログラム当たりのホウレンソウ価格が豚肉価格より高くなるなど、インフレ懸念を引き起こしている。

しかし、食料品・エネルギーを除いたコアCPIは前年比1.3%と9月の1.2%からの上昇率の拡大は小幅に留まっており、インフレ圧力が懸念される状況ではない。また、11月入り後、国による物価安定化策の実施に伴い、石炭価格が大幅な下落に転じており、今後、インフレ圧力が一段と高まる可能性は低いと思われる。

図表4 28種類の野菜平均卸売価格の推移



（資料）中国農業農村部、Windより作成、直近は21年11月19日。

### 中国人民銀行が脱炭素支援のための新たな金融政策ツールを創設

最後に、脱炭素をめぐる人民銀行の金融政策ツールなどを紹介しよう。周知のとおり、中国は、2030年までに二酸化炭素などの温室効果ガスの排出量をピークアウトさせ、2060年までにカーボンニュートラルを実現するという目標を掲げている。この目標を達成するために、金融面での取組みも積極的に行われている。7月に全国統一炭素排出権取引市場が始動したが、11月8日、人民銀行は脱炭素を支援し、グリーン投資を促進するための金融政策ツールの創設を発表した。

人民銀行の記者会見によると、脱炭素関連の対象分野として、

クリーンエネルギー、省エネ・環境保全、炭素排出量削減関連技術の3つが挙げられている。全国性銀行（大手銀行）はこれらの分野に携わる企業に貸出を行う際に、現行のローンプライムレート（LPR）並みの金利で貸出を行わなければならない。現行のLPR（1年物）が3.85%、企業向けの貸出金利の加重平均が4.59%であるため、企業にとって優遇された金利となる。

また、銀行貸出額の60%に対して人民銀行が1.75%の金利で資金供給（再貸出）を行う。この供給金利は、銀行の資金調達金利を大きく下回っているので、銀行の脱炭素企業向けの貸出意欲を高めることを意図している。他の分野の再貸出の金利を確認すると、農業支援・中小企業支援向け（1年物）が2.25%となっていることと比較して50ポイント低いほか、MLF金利の2.95%に比べても120ポイント低く設定されている。

なお、再貸出には、「先貸後借」というルールが設けられている。銀行が先に貸出を行ってから人民銀行が再貸付を行うという手順が決まっている。再貸出を申請する際には、銀行は貸出先の炭素排出量削減の数値を人民銀行に報告のうえ、関連情報を開示する必要がある。また、再貸付を受けた後も四半期ごとに貸出金額や金利、炭素排出量削減の状況といった情報を公開しなければならない。そして、人民銀行は関連省庁と連携しながら、専門的な機関に依頼するなど、銀行が公開した情報を確認・検証する予定である。これらによって、低利資金が確実に脱炭素関連企業の実需に基づき提供されると期待される。

一方、人民銀行は、3つの分野への投資を促してはいるが、化石燃料を利用する発電所や石炭生産企業への融資を取りやめることを意味してはいないと説明している。この金融政策ツールはエネルギーの供給能力を増やすためのもので、石炭発電所や石炭生産企業の合理的な資金需要に対しての貸し剥がしや貸し済りがあつてはならないと強調している。

これに加えて、11月17日に開催された国務院常務会議で、2,000億元の専用資金を石炭のクリーン利用と利用効率の向上に充てる決定した。今後は、石炭のクリーン利用・利用効率の向上に向けてプロジェクトの資本金比率の引下げや税制優遇策を打ち出そうとしている。

（21.11.22現在）

## 長期化する供給面の制約と ECB の政策対応

～3つのミスマッチと3つのジレンマ～

山口 勝義

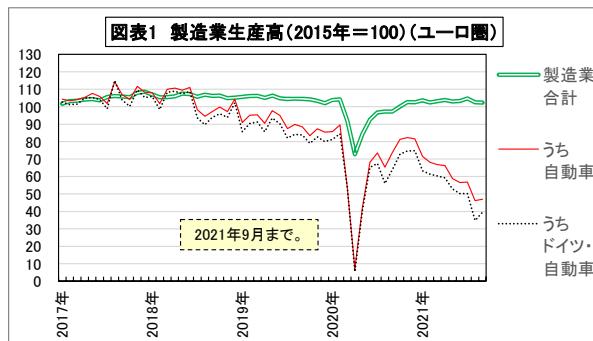
### 要旨

新型コロナウイルスと気候変動対策の双方の影響の下で複数のミスマッチが同時に発生したことにより、供給面の制約が生じている。この制約が長く継続する、あるいは頻繁に再発する可能性が否定できず、物価上昇を巡って ECB は難しい政策判断を迫られることになる。

### はじめに

欧州では労働力不足やモノ不足の他に夏以降はエネルギー価格の高騰も加わり、経済の供給面にのしかかる様々な制約がコロナ危機からの景気回復に陰を投げかけている。例えば主力の自動車産業では、半導体不足などで生産の不振が鮮明である（図表 1）。サービス業でも、業務の制約要因として労働力不足を指摘する事業体が増加している。同時に物価上昇圧力がかかっており、欧州経済がstagflationに陥る懸念もないとは言えない。

こうした動きの背後では、新型コロナウイルスの影響と気候変動対策による影響の、双方が働いている。まず新型コロナウイルスの関連では、移動等の制限措置の緩和に伴い需要が急回復する一方で、供給側でボトルネックが拡大している。欧州では、ワクチン接種の進捗で新規感染者数が減少した後にも長く労働力不足が続いている。また東南アジアにおける感染の拡大により、部品の供給が停滞しモノ不足の形でグローバルなサプライチェーンの機能低下が現れているほか、港湾機能の低下などで海運運賃の高騰も生じている。次に気候変動対策の関連では、エネルギー価格の上昇が著しい。なかでも比較的クリーンなエネルギー源である



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成

天然ガスに対する需要が拡大するとともに、風力発電などの発電量低下による代替需要の強まりや供給側の増産への慎重姿勢などが重なり、欧州では天然ガス価格が急上昇するに至っている。

はたしてこうした供給面の制約は一時的な現象なのだろうか。遠からず、感染症の収束に応じて労働力不足やモノ不足は解消し、また需給の引き締まりの緩和で資源価格は落ち着きを取り戻すと見てよいのだろうか。そして物価の上昇は鎮静化し、欧州中央銀行（ECB）も、コロナ危機からの経済の正常化の行方が依然として不透明な中で、現行の緩和政策を支障なく維持することができるのであろうか。

これらを議論するには、まず、労働力不足やモノ不足、エネルギー価格の高騰などの供給面の制約を生じた要因について、改めて検討することが必要と考えられる。

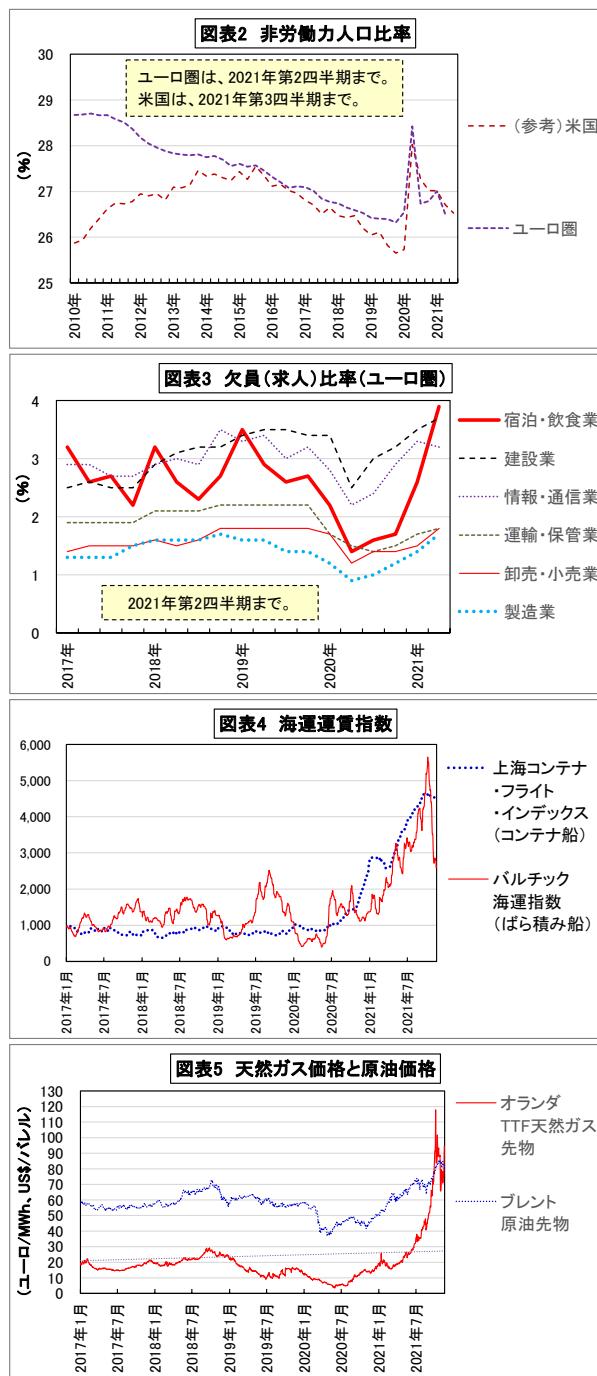
### 3つのミスマッチと供給面の制約の継続

供給面の制約を招いた要因としては、新型コロナウイルスと気候変動対策の双方の影響の下で、複数のミスマッチが同時に発生した事実を挙げることができる。

その第一は、労働需給のミスマッチである。ユーロ圏では、コロナ危機で急上昇した非労働力人口比率が、米国とは異なり今ではほぼ危機前の水準に低下してきている（図表2）<sup>(注1)</sup>。しかしその一方で、職種によっては労働力の不足感がむしろ強まっているという特徴がある（図表3）<sup>(注2)</sup>。第二には、感染状況のミスマッチである。ワクチン接種の進捗で新規感染者数が低下し需要が急回復したユーロ圏に対し、新興国の中では感染者数の増加や高止まりが見られている。サプライチェーンに組み込まれたこれらの国々の移動制限や職場閉鎖などが、モノ不足や海運運賃の上昇として現れている（図表4）。

同時に気候変動対策に関連した第三のミスマッチがある。経済活動の正常化に伴う一般的なエネルギー需要の回復に脱炭素対策での比較的クリーンな天然ガスへの需要拡大が加わり、資源需給の不均衡が強まっている（図表5）<sup>(注3)</sup>。

以上のミスマッチはいずれも一時的な現象であり、感染症の収束に応じて解消に向かうとの見方もある。しかし、第一の点については、既に非労働力人口比率が元の水準に戻った下では、労働力の職場復帰によって単純に解消が見込める類のものではない。また第二の点に関しては、ワクチン接種の進捗には国によって格差が大きいこと、今後とも感染力が強い新たな変異株が発生し世界各地で影響を拡大する可能性があること、また第三の点では今後は気候変動対策が一層加速する



（資料）図表2はOECDの、図表3はEurostatの、図表4、5はBloombergの、各データから農中総研作成

中で様々な不均衡をこれまで以上に生じやすくなること、などを指摘することができる<sup>(注4)</sup>。これらを勘案すれば、3つのミスマッチとこれに伴う供給面の制約が長く継続する、あるいは頻繁に再発する可能性を否定できないことになる。

### 3つのジレンマと ECB の政策対応

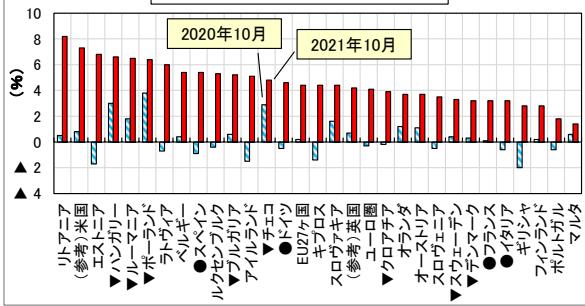
このような環境の下で、ECB が抱えるジレンマはこれまで以上に強まっている。まず、ユーロ圏全体としては物価上昇圧力が強いとはいえるが、各國毎には大きな格差が存在している。このため、その第一として、ユーロ圏にはあるべき唯一の政策は存在しないという点がある（図表 6）。

第二には、金融政策の有効性に関わるより本質的なジレンマである。最近の物価上昇の主な要因はエネルギー価格の上昇である（図表 7）。ここで引き締め政策へ転換しても資源需給の不均衡などの供給面の制約を軽減するには効力は乏しく、同時に経済には負荷を負わせることになる。ちなみにかつての石油危機時には、原油価格の上昇と政策金利の引き上げで経済の低迷が続いた状況が、例えば英国のデータによって確認できる（図表 8）。しかしその一方で、ECB は遅滞のない政策変更により経済主体のインフレ予想を目標値に繋ぎ止めておく責務を担っている。

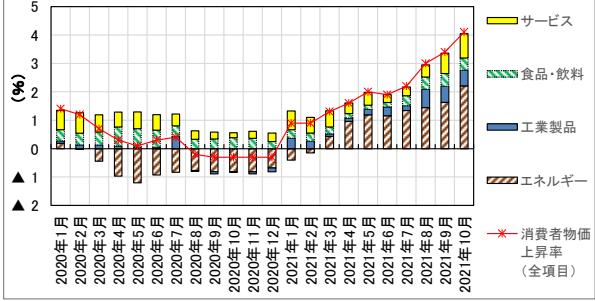
次に第三のジレンマは、資産バブルに関わるものである。ドイツなどでは既に住宅価格の上昇の勢いが強まっており、ECB が引き締め策の効果の限界や負の側面に配慮し現行の緩和策を継続する場合には、将来に向けて経済波乱の芽を拡大することになりかねない（図表 9）。

こうしたなか、欧州連合（EU）に加盟する非ユーロ圏の国々には政策金利の引き上げに動いた国もある<sup>(注5)</sup>。英国でも、イングランド銀行（BOE）は 11 月には引き上げを見送ったものの、今後数ヶ月内に利上げが必要になるとの見方を強めている。これに対し ECB は、ユーロ圏に固有の第一のジレンマも含め難しい立場に立たされている。各種のミスマッチを背景とす

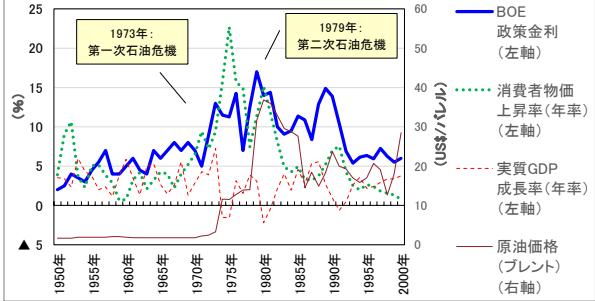
図表6 消費者物価上昇率(前年比)



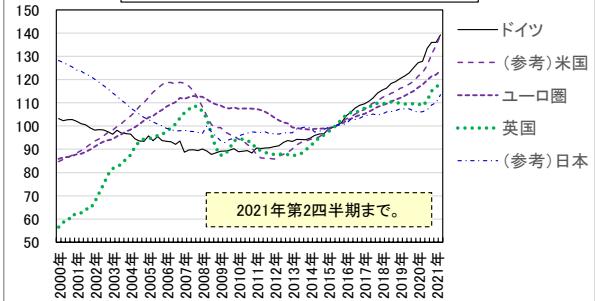
図表7 消費者物価上昇率(ユーロ圏、前年比)



図表8 石油危機と金融政策(英国、年データ)



図表9 住宅価格指数(実質、2015年=100)



(資料) 図表6、7はEurostat の、図表8はBOE の、図表9はOECD の、各データから農中総研作成

(注) ●は四大国、▼はユーロ圏外の国々を示す。

る物価上昇にどう対処するのか、後手に回った政策対応をどう回避するのか、また景気回復や気候変動対策で重要となる企業投資を阻害しない政策をどう打ち出していくのかなどの課題を巡って、難しい政策判断を迫られることになる。

## おわりに

こうして欧州経済は、1年前の低インフレ懸念からスタグフレーション懸念へと、短期間に大きな変化を遂げたことになる。

この間の教訓の第一は、ウイルスとの共生が続く下では労働力やモノの不足を通じて供給サイドにボトルネックが生じやすくなり、これが物価上昇を促すという点である。また、今後は中期的に安定性をより重視したサプライチェーンへの組み直しの動きが強まり、製造プロセスの分散化や国内回帰（オンショアリング）を通じて企業のコストが上昇し、物価の押し上げ要因となる可能性もある。加えて、労働力不足が継続することで賃金に上昇圧力がかかり、需要面から物価上昇圧力が強まる可能性にも注意が必要となる。

(注<sup>1)</sup>) ILO の分類による、「employed」(就業者)、「unemployed」(失業者)(以上の合計が「active population」(労働力人口))、および「economically inactive」(非労働力人口)のうち、「非労働力人口比率」は「economically inactive」の、対人口比率である。

コロナ危機では、求人の減少に伴い職探しをあきらめた者や子弟の学校の閉鎖により在宅を強いられたことで退職した者など、いったん労働市場の外に逃避した者が増加したが、ここにはこれらが含まれている。

なお、ユーロ圏全体としては非労働力人口比率がほぼ危機前の水準まで低下しているが、フランスでは危機前の水準をやや超えてこれが低下しているのに対し、ドイツなどでは危機前の水準を若干上回るなど、国ごとに差異が見られている。このほか英国でも、同比率は危機前の水準をまだ上回っている。

(注<sup>2)</sup>) 「欠員(求人)比率」(ジョブ・ベイナンシー・レート)は、採用が未了のポジション数を、採用済みのポジション数と採用未了のポジション数の合計で除したものである。

対人接触が多く感染リスクが高い飲食業の従業員や、将来的に自動化が進むとみられる運転手などの職種では経済活動の正常化の過程でも労働力の供給が滞り、また一方では人材の需要が強まっている情報処理分野などで十分なスキルを持った人材の供給が追いつかず、労働市場では労働供給側の職種選択と労働需要側が求めるスキルの両面で需給のミスマッチが強まっているものと考えられる。また、運転手などの職種では、感染拡大防止のための外国人労働者の入国制限なども影響しているものとみられる。

(注<sup>3)</sup>) 天然ガスは、石炭や石油と比較して温室効果ガスの排出量は少なく、化石燃料の中では比較的クリ

また気候変動対策に関して今回の経験は、化石燃料からクリーンエネルギーへのエネルギー転換は一方向に単純に進むものではないこと、この移行の過程ではエネルギー価格が一段と不安定化する可能性を否定できないことを示している。

では、このような環境の下で ECB はどう動くのだろうか。利上げはエネルギー価格主導の物価上昇に対し逆にスタグフレーションのリスクを高めることになる。一方、気候変動対策で企業に生産性や収益性の改善に直接結び付かない大規模な投資を促す観点からは長期の実質金利を低く抑えることが重要である。このため、経済主体のインフレ予想を注視しつつ、引き締め策への転換には慎重姿勢を継続するものと考えられる。(21. 11. 22 現在)

ーンなエネルギー源である。また、発電の燃料や暖房の熱源などのほか、メタノールやアンモニアなどの製造に使用され肥料製造などで広く利用されている。

今回の天然ガス価格の上昇の背景には、再生可能エネルギーの貯蔵が困難で、これによる発電量の変動が大きい点がある。このため今後とも化石燃料からクリーンエネルギーへの移行は前者から後者への単純な置き換えとはならず、化石燃料への並行的な依存がしばらく継続するとの見方が一般的である。こうしたなか、比較的クリーンな化石燃料である天然ガスには再生可能エネルギーの一時的な供給不足を補うためのバックアップ発電などを含め、この移行を円滑にするエネルギー源として需要が継続するとみられる。しかし逆に見ると、欧州が 2050 年までの温室効果ガス実質ゼロ化を目指す移行期においては、天然ガスに対する需要の頻繁な変動によりその価格が一段と不安定性を増す可能性を否定できることになる。

なお、今回の天然ガス価格の上昇では、産出国で天然ガスの採掘量を増加させても現存のパイプラインや液化施設の余力は限られるため供給量を即座に増加できるとは限らず、価格の高止まりが長期化する可能性がある。また、ロシアに対する天然ガス依存の大きさという点で地政学的リスクが露呈した側面もある。

(注<sup>4)</sup>) 気候変動対策に伴う不均衡の発生と、これに伴うコストの上昇の可能性としては、(注<sup>3)</sup>で述べたエネルギー価格の上昇や不安定化のほか、脱炭素製品の生産に必要な資源や素材の供給不足や価格の上昇、また運輸コストの上昇などがある。

(注<sup>5)</sup>) EU 内で政策金利の引き上げを実施した国としては、ハンガリー、チェコ、ルーマニア、ポーランドがある。また、EU 外の欧州ではノルウェーがある。

# 分析レポート

## 米国経済金融

### 「高インフレは一時的」とする FRB の裏側

#### ～FRB/US モデルによるシミュレーション～

佐古 佳史,CFA

##### 要旨

利上げによるインフレ率の抑制効果は比較的小さく、利上げ開始から1年半ほどラグを伴う。このため、いずれ解消すると考えられる供給制約に起因するインフレ率の昂進に対しては、FRBは現在の「一時的」との表現を変更すべきではない。

#### インフレ率の高止まり

サプライチェーンの混乱や求人の困難化などの供給制約を背景に世界中でインフレ率が高い状態が続いているが、米国も例外ではない。10月の消費者物価指数は総合が前年比6.2%、コアが同4.6%となり、高いインフレ率が社会問題化している。このため、米連邦準備制度理事会(FRB)は早期に利上げをしてインフレに対処すべきとの意見も散見される。

そこで、本稿では利上げによるインフレ率の抑制効果をFRB/USモデル(以下、FRB/US)を用いて計算し、FRBの「インフレ率の高止まりは一時的」とのスタンスが妥当であることを確認した。

#### FRB/USとは

FRB/USは、FRBが1996年から利用しており、様々な資料からFRBのメインモデルと考えられている。理論的な整合性と使い勝手の良さとの折り合いをつけた折衷案的な(eclectic)モデルともいわれているが、その分特に政策金利の細かいシミュレーションが行いやすい印象を受ける。

#### 利上げのインフレ抑制効果は弱い

利上げによるインフレ率の抑制効果を

見るために、FRB/USを用いて以下のシナリオを考察した。即ち、22年第1四半期から50bpの利上げを8四半期連続で行った後、続く4四半期は金利操作をせず、その後、経済の実態に合わせて利下げをしていく(というフォワードガイダンスも22年第1四半期に同時に使う)内容である。

なお、FRB/USの非常に優れた点として、経済主体の期待値の取り方について、様々な設定の組み合わせができるが、今回は金利操作にインフレ率が最も反応しやすいと考えられる設定(%mcegroup="-all")を利用した。このため、以下の結果は今回のシミュレーションでのインフレ率の抑制効果の上限と解釈して良いだろう。

さて、結果を確認してみると、このシナリオでは、利上げによるインフレ率の抑制効果は最大でも約▲0.5ポイントとなった。また、効果が最大化するまでに6四半期ほど必要なことがわかる。GDPの下押し効果は最大で約▲4.5ポイントとかなり大きい。加えて、10年債利回りは最大でも1.4ポイント程度しか上昇しないため、シミュレーションのほとんどの期間は逆イールドになってしまう。

全体としては、実体経済への非常に大

きい引き締め効果のわりには、インフレ率の抑制効果は弱いといえる。

## 「一時的」との表現が妥当

仮に FRB が足元のインフレ率の高止まりは一時的ではないと判断し、これに対処する姿勢を示すと、以降は非常に強い引き締め方向の金融政策を行う必要が生じる。この場合、今回のシミュレーション結果に鑑みれば、インフレ率の高止まりは少なくとも 2 年以上続くと見込んでいる（ので、対処する必要が生じると考える）ことになるだろう。

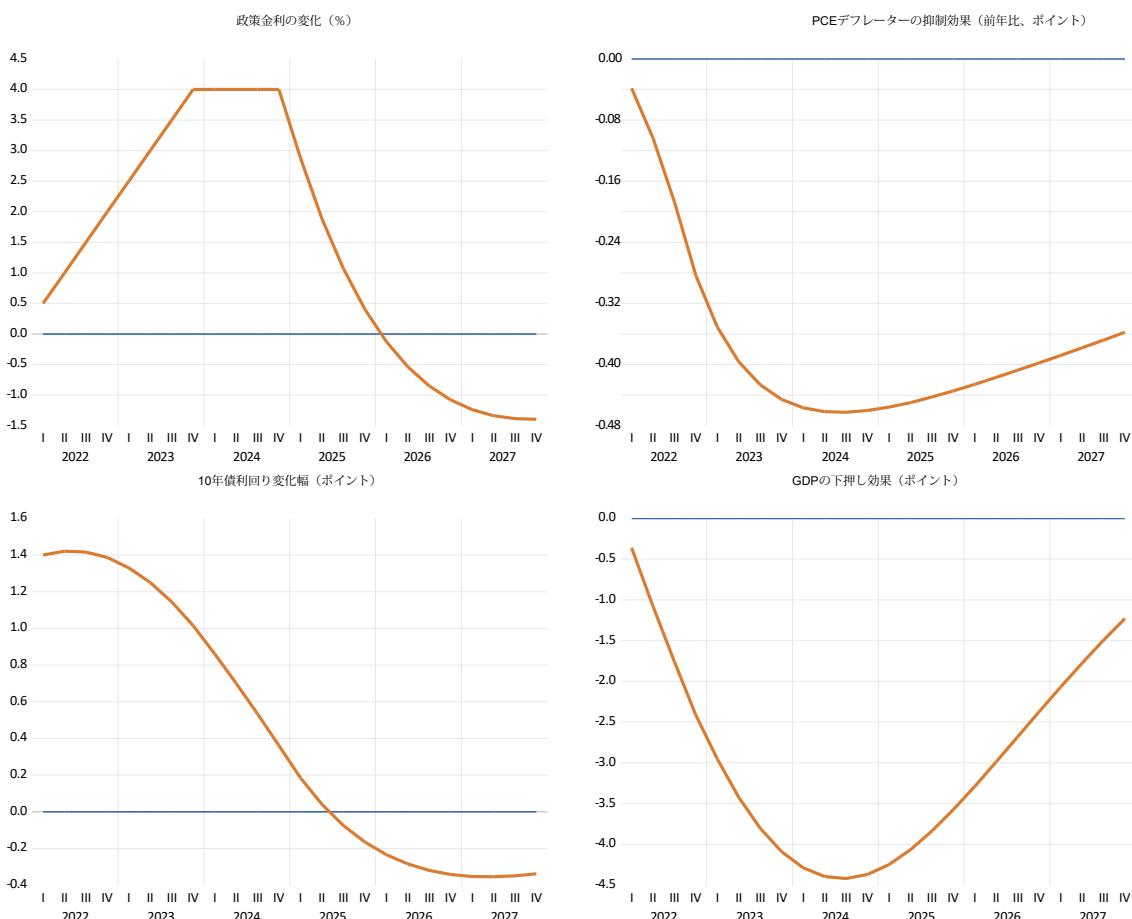
金融政策による高いインフレ率への対処は実体経済への影響が非常に大きい。このため、インフレ率が高止まりしている現状は認めつつも、その原因がいずれ

解消されると思われる供給制約にある間は、FRB は安易に「インフレ率の高止まりは一時的」との表現を変えるべきではない。

こうしたことから、足元では現状に合っていないように聞こえても、FRB 関係者は「インフレ率の高止まりは一時的」と言い続けるのが妥当だと考えられる。また、本当に利上げが必要になるのは期待インフレ率が急上昇してコントロールできなくなった時だと思われるが、今のところ、その状況にはないだろう。

なお、金利操作の結果、(今回のシミュレーションでは一定となっている)「長期的」な期待インフレ率も低下する場合は、より強力なインフレ率の抑制効果が生じることは、注意点として挙げられる。

図表1 今回のシミュレーションにおける利上げの影響



# 農林中金総合研究所 2021～22年度改訂経済見通し

## 第5波収束で先行き期待が高まる国内景気

～ 日本経済見通し：2021年度：2.5%（下方修正※）、22年度：3.0%（上方修正※）～

※21年9月時点の当総研見通し（21年度：3.0%、22年度：2.8%）との比較

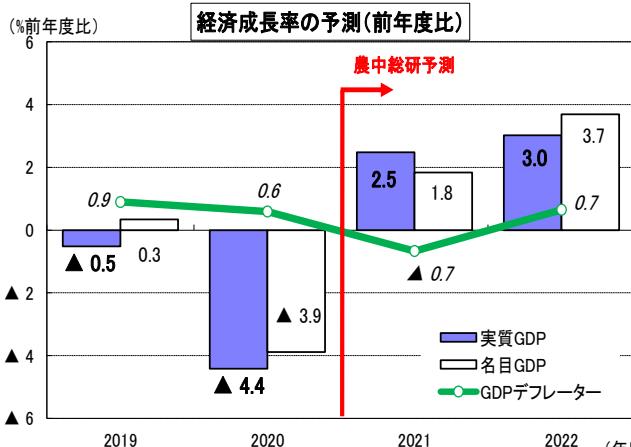
2021年11月18日

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

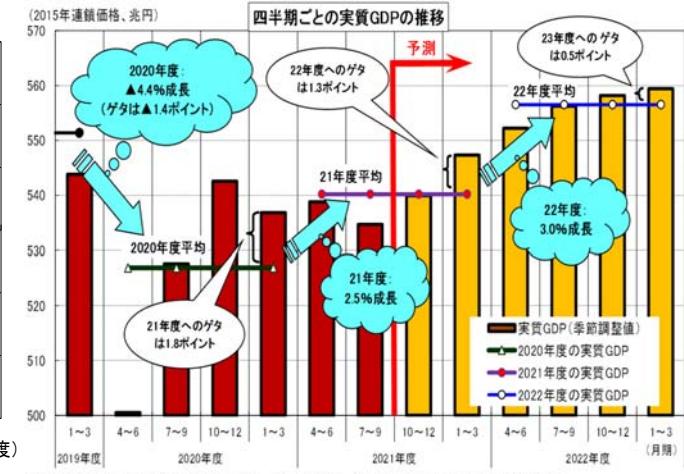
無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

### 《 サ マ リ ー 》

- 2021年夏にかけて世界中で新型コロナウイルス感染症が急速な感染拡大を引き起こした。国内では4回目の緊急事態宣言など行動制限措置が取られたほか、グローバル・サプライチェーン障害も発生したことで自動車の生産・輸出・販売が悪化したこともあり、7～9月期の日本経済は2四半期ぶりのマイナス成長となった。
- 一方、8月下旬以降、国内では新型コロナ感染が一気に収束に向かい、9月末には行動制限措置が解除された。これにより、コロナ禍の打撃を受けてきたサービス消費に持ち直しが見られるが、そのペースは欧米諸国と比べると緩慢である。22年入り後にはGoToキャンペーンなど需要喚起策が再開される見込みであるほか、家計貯蓄が積み上がっていることもあり、景気の本格回復が期待される。ただし、足元では資源・エネルギー高騰や円安進行もあり、生活物資の値上げが始まっている一方、「企業から家計へ」の所得還流は依然鈍いことから、消費者マインドの悪化には十分留意する必要がある。
- 政府はコロナ禍からの持ち直しを支援するため、大規模な経済対策を策定し、「16ヶ月予算」として運用する意向である。



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



農林中金総合研究所

金融市场2021年12月号

30

2

農林中金総合研究所  
<https://www.nochuri.co.jp/>

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 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	21
4 日本経済・物価の見通し	23
5 金融政策の見通し	31

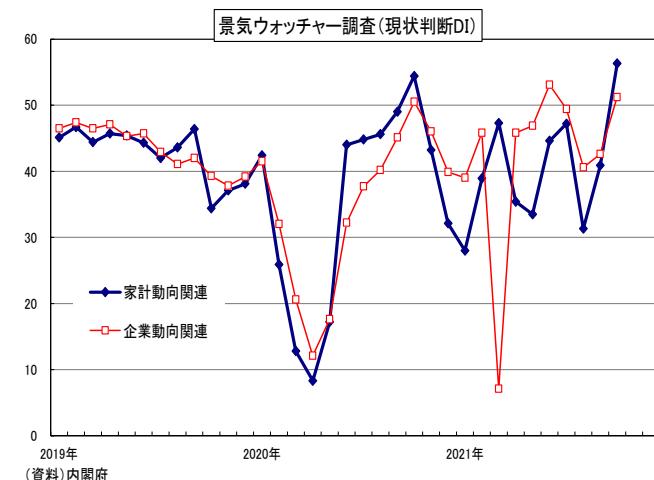
見通し担当者:  
総括、日本経済・金融 南 武志  
米国経済・金融 佐古佳史  
欧州経済・金融 新谷弘人  
中国経済・金融 王 雷軒

農林中金総合研究所

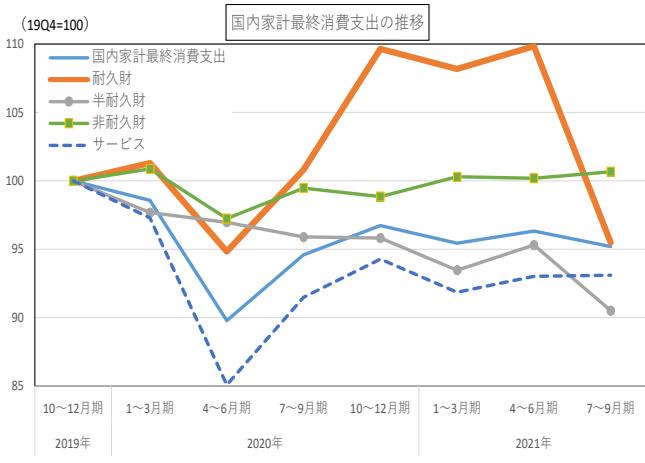
3

## 1 景気の現状

- 景気動向:コロナ感染再拡大や供給制約で一旦足踏みしたが、先行き期待は高まっている
  - 世界的に新型コロナウイルス・デルタ株が大流行した影響もあり、消費、生産、輸出など主要指標に足踏み
    - ・ 消費関連指標は感染状況に左右されつつ、頭打ち気味の推移
    - ・ 7~9月期の鉱工業生産指数は前期比▲3.7%と5四半期ぶりのマイナス
    - ・ 7~9月期の第3次産業活動指数は同▲0.8%と3四半期連続のマイナス
    - ・ 10月の実質輸出指数は前月比▲0.1%と3ヶ月連続のマイナス、7~9月平均を5.8%下回った
  - 9月の景気動向指数によれば、CI一致指数は3ヶ月連続の低下、景気の基調判断は「足踏み」へ下方修正
    - ・ 10月分が僅かでも悪化すれば、基調判断は「下方への局面変化」へさらに下方修正
  - 一方、コロナ感染「第5波」が一気に収束したことで、先行き期待は高まっており、10月の景気ウォッチャー調査によれば、現状判断DI、先行き判断DIとも2ヶ月連続で改善し、いずれも判断基準である50を上回るなど、センチメントは改善がみられる



- 7~9月期GDP:2四半期ぶりのマイナス成長(前期比▲0.8%、同年率▲3.0%)
- 五輪・パラリンピック開催に伴う経済効果が不発に終わったほか、世界的なデルタ株による感染拡大や半導体不足など供給制約の影響が広範囲に出たことで2四半期ぶりのマイナス成長となった
  - 21年入り後はコロナ感染拡大による行動制限措置もあり、持ち直しが中断された状態
  - 民間消費(前期比▲1.1%、2四半期ぶりの減少)、民間企業設備投資(同▲3.8%、2四半期ぶりの減少)、自動車減産を主因とした輸出減(同▲2.1%、5四半期ぶりの減少)などが成長率押下げに寄与した半面、民間在庫変動(前期比成長率に対する寄与度:0.3ポイント)、政府消費(前期比1.1%、2四半期連続の増加)、輸入(同▲2.7%、4四半期ぶりの減少)は成長率押上げに寄与
- GDPデフレーターは前年比▲1.1%と3四半期連続の下落、輸入インフレを国内最終財に価格転嫁できない状況が継続



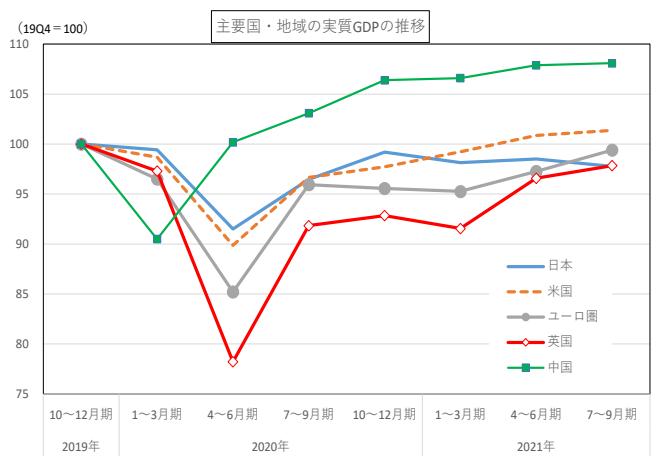
(資料)内閣府経済社会総合研究所

農林中金総合研究所

5

## 2 世界経済の動向 ①概況

- ワクチン接種が進んだ欧米諸国では経済社会活動の正常化を進めたが、秋以降は新型コロナの感染再拡大もみられ、収束する兆しは見えない
  - 最近は欧州でもコロナ感染が再拡大しており、規制強化に乗り出す国(オランダ、オーストリアなど)も
- 国際機関による世界経済見通し:供給制約や変異株の大流行で見通しを若干下方修正
  - IMF世界経済見通し(21年10月発表)では、供給の混乱などの理由で先進国の見通しを下方修正する一方で、一次產品価格の高騰を背景に資源輸出国の見通しを上方修正
    - 21年の世界全体の成長率は前年比5.9%、22年も同4.9%と、回復が継続するとの見通し
    - 全体的に、成長率見通しの下振れリスクは大きく、先行き不透明性・不確実性も高い状態



(資料) 各国統計より農林中金総合研究所作成

農林中金総合研究所

6

	2019年	2020年	2021年	2022年
<b>世界全体(実質経済成長率)</b>				
先進国	2.8	▲3.1	5.9	4.9
米国	1.6	▲4.5	5.2	4.5
ユーロ圏	2.2	▲3.4	6.0	5.2
ドイツ	1.3	▲6.3	5.0	4.3
フランス	0.6	▲4.6	3.1	4.6
イタリア	1.8	▲8.0	6.3	3.9
スペイン	0.3	▲8.9	5.8	4.2
英国	2.0	▲10.8	5.7	6.4
日本	1.4	▲9.8	6.8	5.0
<b>新興国・発展途上国</b>				
中国	3.7	▲2.1	6.4	5.1
インド	6.0	▲2.3	8.0	5.6
ブラジル	4.0	▲7.3	9.5	8.5
ロシア	1.4	▲4.1	5.2	1.5
南アフリカ	2.0	▲3.0	4.7	2.9
ASEAN5	0.2	▲6.4	5.0	2.2
<b>世界貿易数量(財・サービス)</b>				
	0.9	▲8.2	9.7	6.7

(資料)IMF『World Economic Outlook(2021年10月)』

金融市場2021年12月号

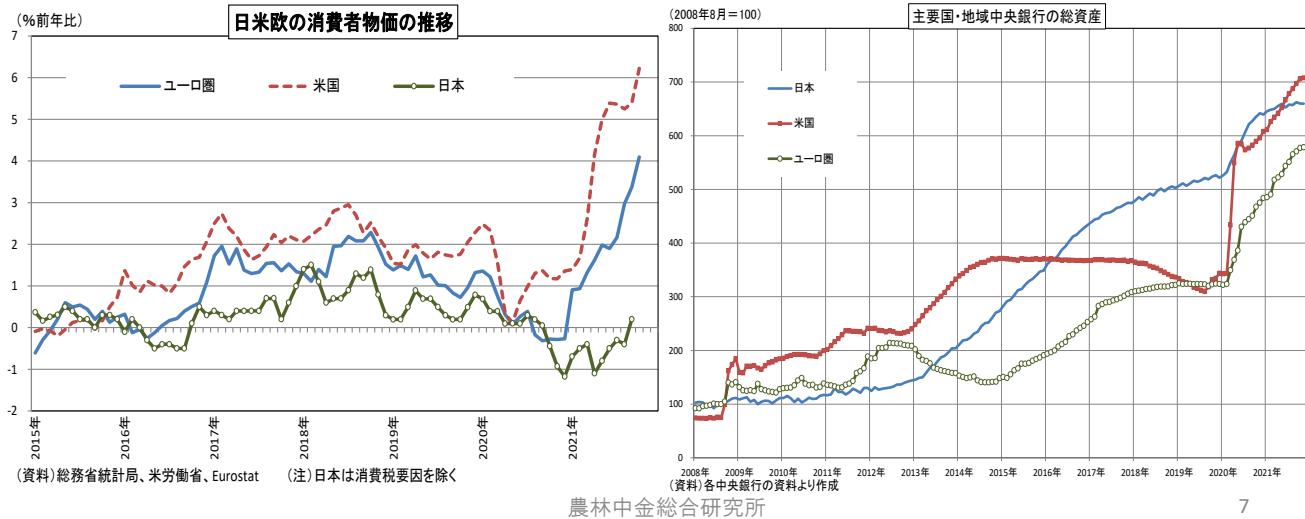
32

農林中金総合研究所

<https://www.nochuri.co.jp/>

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 需要の急回復と供給制約が重なり、インフレが加速
  - 海外では行動制限措置の解除に伴って需要回復が急ピッチで進んだ一方で、コロナ禍で痛んだ供給体制がそれに対応できず、目標を上回るインフレが発生するケースが散見される
  - 多くの中銀では、インフレ加速は一時的で、いずれ目標レンジに収束するとの見通しを維持
- コロナ禍に対して異例の金融政策で対応してきた主要中央銀行では政策正常化が視野に
  - 各中央銀行のバランスシートやマネーストックは急拡大が続いている、過剰流動性が発生し続けている
  - しかし、最近の需要回復ペースに供給が追いつかず、インフレ圧力が高まる動きもみられており、金融緩和の規模縮小を開始する時期を巡って思惑が交錯



7

## 2 世界経済の動向 ②米国

- 景気動向：供給制約から景気回復ペースは鈍化へ
  - 21年7~9月期のGDPは前期比年率2.0%（速報）へ鈍化
  - 新型コロナの感染拡大前に比べ約420万人の雇用が喪失しているが、失業率は4.6%にまで改善
  - 足元では、供給制約（労働者と半導体の不足）から景気回復ペースが大幅に鈍化
  - 見通しのポイントとしては、①労働者不足が長期化すること、②インフレ率の高止まり続くこと、③貿易の回復は緩慢なこと、などが挙げられる
  - 成長率見通し：21年は5.2%、22年は3.3%（前回見通しの21年：6.6%、22年：4.3%から下方修正）

### 予測表（四半期）

単位	(予測→)													
	2020年				2021年				2022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	%	▲5.0	▲32.1	33.8	4.5	6.3	6.5	2.0	1.7	3.9	4.3	2.7	2.6	
個人消費支出	%	▲6.9	▲35.5	41.4	3.4	11.4	11.8	1.6	3.3	3.5	3.5	3.6	3.0	
民間設備投資	%	▲6.7	▲26.0	18.7	12.5	12.9	8.0	1.8	4.1	3.5	4.1	3.4	3.4	
民間住宅投資	%	19.0	▲29.2	60.0	34.4	13.3	▲9.8	▲7.7	▲5.2	▲2.9	▲2.9	▲2.9	▲3.0	
輸出	%	▲9.5	▲63.2	54.5	22.5	▲2.9	6.0	▲2.5	3.6	5.3	7.0	4.3	4.2	
輸入	%	▲15.0	▲53.0	89.2	31.3	9.3	7.8	6.1	2.1	2.8	3.3	3.3	3.3	
政府支出	%	1.3	3.7	▲2.1	▲0.5	4.2	▲1.5	0.8	2.0	2.7	2.6	2.5	2.4	
非農業部門雇用者数増減	万人	▲36.0	▲433.3	134.2	21.3	51.3	60.7	62.9	45.0	40.0	40.0	35.0	30.0	
失業率	%	3.8	13.0	8.8	6.8	6.2	5.9	5.1	4.5	4.3	4.0	3.8	3.7	
賃金上昇率	%	3.2	6.5	4.6	4.8	4.9	2.0	4.2	5.0	5.0	4.8	3.5	3.5	
コアPCEデフレーター	%	1.8	0.9	1.4	1.4	1.5	3.4	3.6	3.7	3.7	3.5	2.9	2.4	
FFレート誘導水準	%	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.25~0.50	0.50~0.75	
10年物国債利回り	%	0.7	0.7	0.7	0.9	1.7	1.5	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	

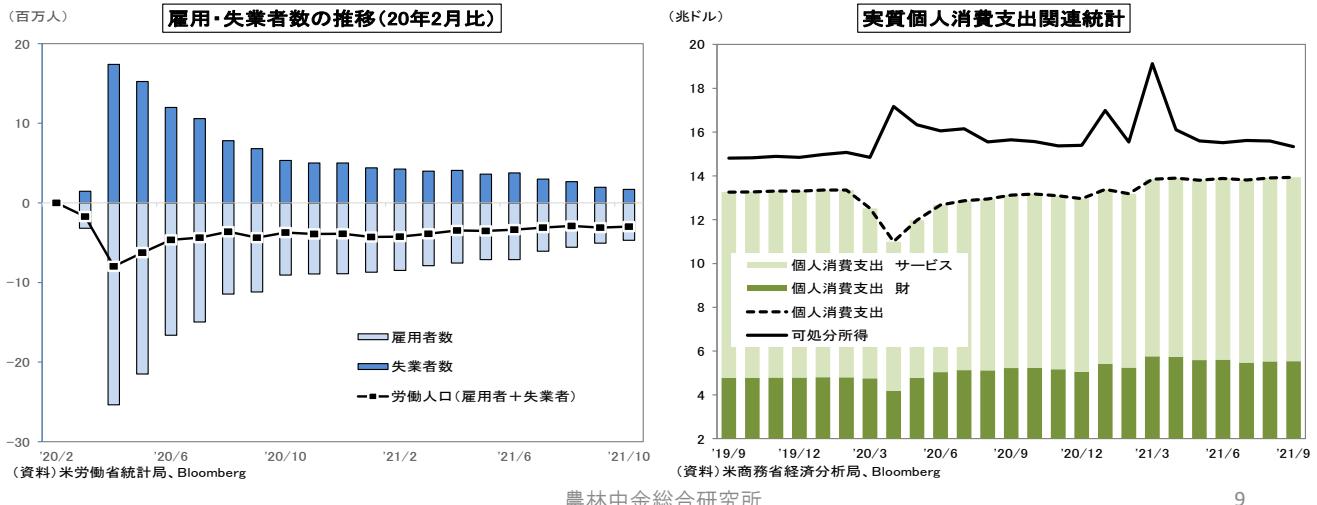
(資料)米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中研による。

(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。

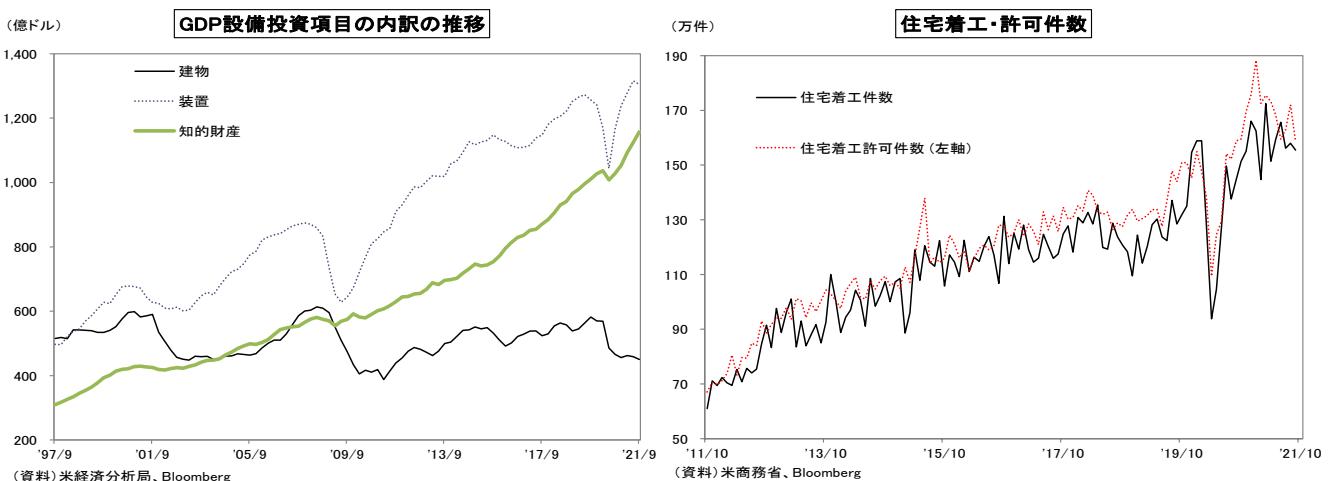
農林中金総合研究所

8

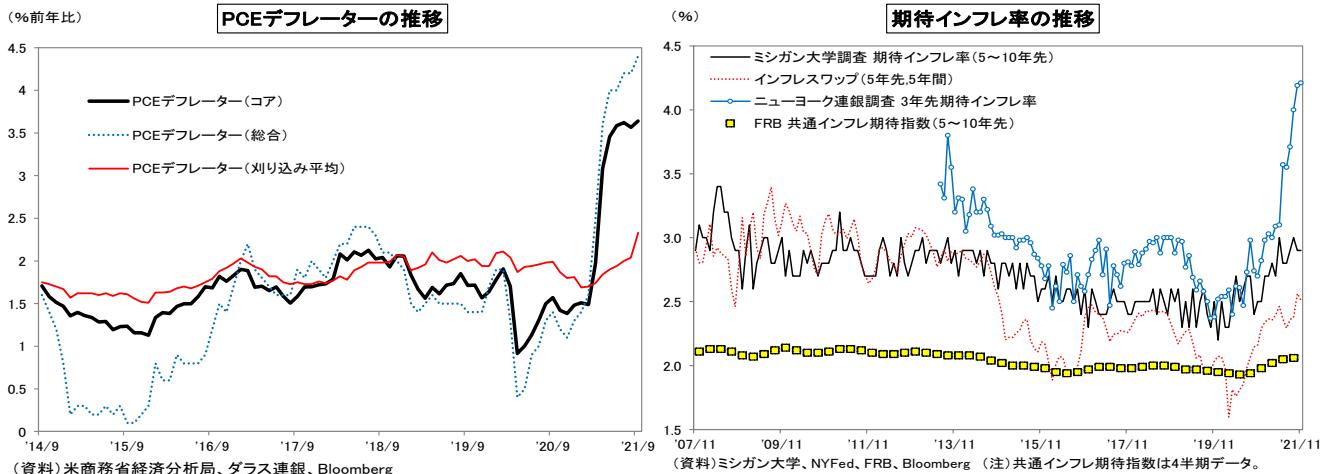
- 雇用: 経済正常化による雇用回復が進展
  - 新型コロナが収束するまで、雇用が完全に戻るのは困難な状況にある
  - 幅広い産業で労働者不足が続くとみられる
- 消費: ゆるやかな回復へ
  - 供給制約に加えて、インフレ率の加速から実質賃金の減少や消費者マインドが悪化している
  - 21年前半に見られた消費の回復ペースから鈍化、今後は緩やかな回復となる見込み



- 貿易: 緩慢な回復を想定
  - 米中対立や中国の景気回復の大幅鈍化、新型コロナウイルスの感染再拡大、半導体不足などが下押し圧力と考えられ、輸出入とも緩慢なペースでの回復を想定
- 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った「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: 一段落する見込み
  - FRBによる資産買い入れの縮小や、建設業界での労働者不足、金利上昇などが抑制要因とみられる



- ・ インフレ率:
  - 供給制約とペントアップ需要から、FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は高止まりが続くと見込まれる
- ・ 金融政策:
  - 21年11月半ばから、テーパリング(バランスシート拡大ペースの縮小)が開始
  - 足元のインフレ率の高止まりには反応せず、利上げは22年後半に実施されると思われる
- ・ 財政政策:
  - 12月初旬に債務上限問題が再燃する可能性
  - 気候変動対策と社会保障の強化を目指す「ビルド・バック・ベター」法案が今後の焦点に

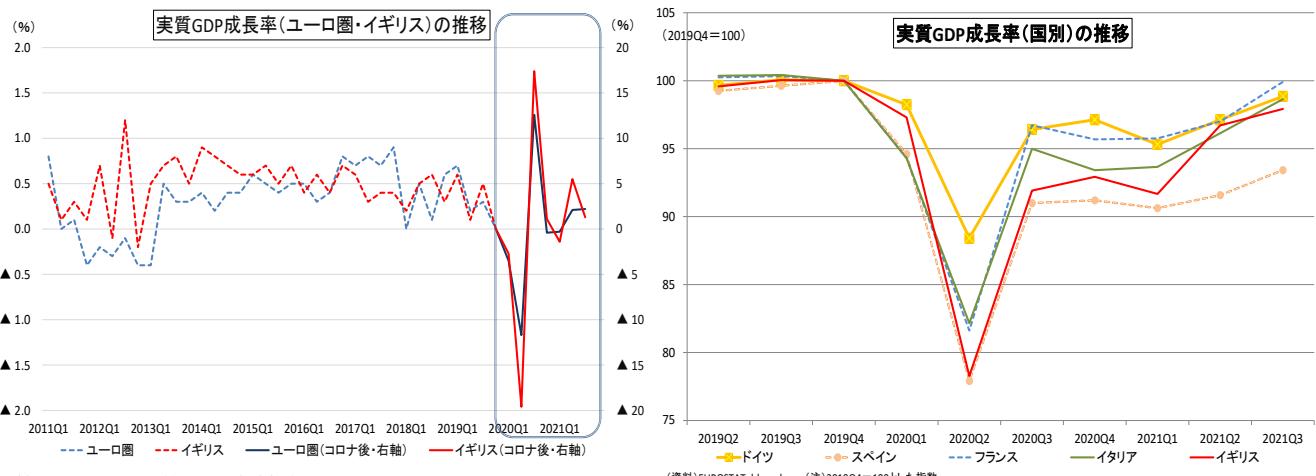


農林中金総合研究所

11

## 2 世界経済の動向 ③欧州

- ・ 景気の現状(GDP成長率)
  - 20年7~9月期のコロナショック後の大幅反動増のあと、21年1~3月期にかけて外出制限などの継続で経済活動は全般に停滞
  - その後はワクチン接種の進捗に伴う外出制限などの解除で経済活動再開、主要国ではスペインを除きコロナ前(19年10~12月期)の水準まで戻りつつある
  - 21年7~9月期は、
    - ・ ユーロ圏: 前期比成長率は2.2%(4~6月期: 2.1%)、前年同期比成長率は3.7%(同: 14.2%)
    - ・ EU: 前期比成長率は2.1%(4~6月期: 2.0%)、前年同期比成長率は3.9%(同: 13.7%)
    - ・ 英国: 前期比成長率は1.3%(4~6月期: 5.5%)、前年同期比成長率は6.6%(同: 23.6%)
  - 引き続き個人消費が牽引したとみられる
  - 特にフランス・イタリアは上振れ気味で推移



農林中金総合研究所

金融市场2021年12月号

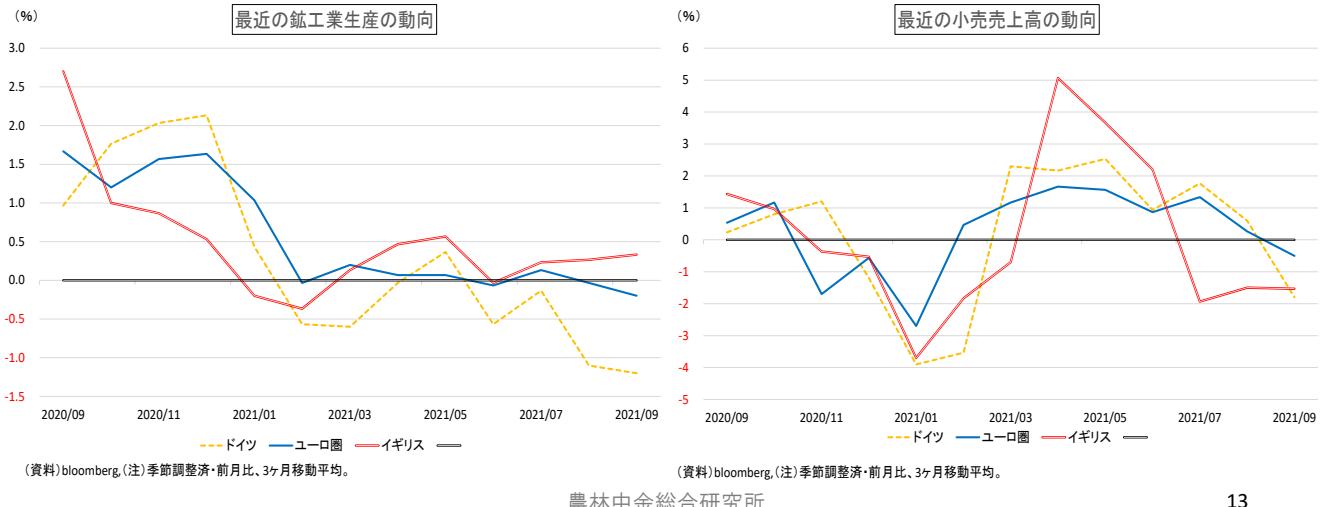
35

農林中金総合研究所  
<https://www.nochuri.co.jp/>

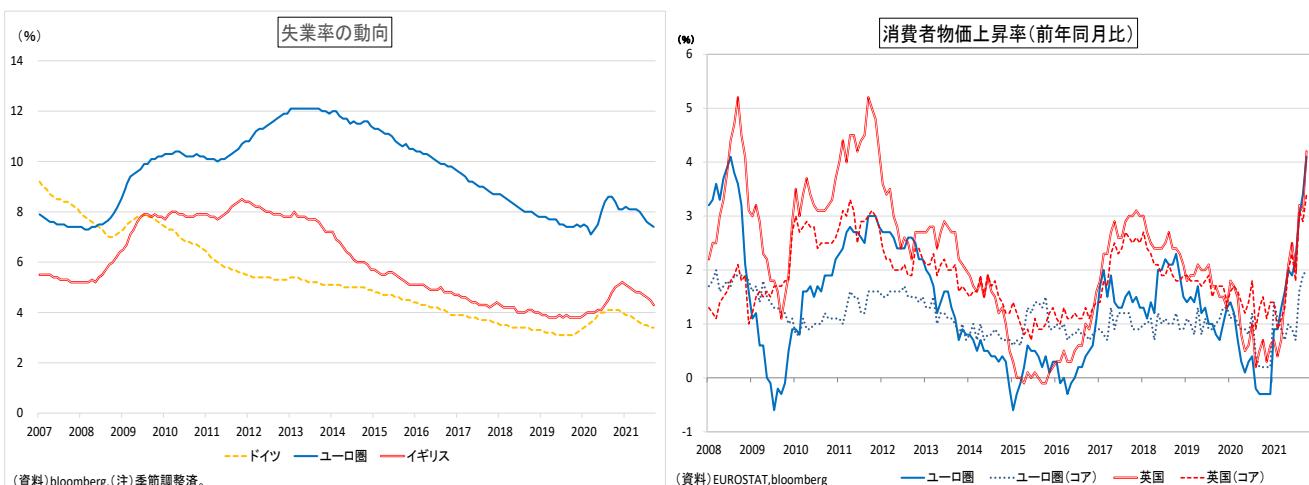
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

12

- 生産
  - サプライチェーン障害による供給制約により、製造業は落ち込み、特にドイツは低迷
  - 景況感もピークアウト、ただし期待指数には底打ちの兆しも
- 消費
  - 経済活動本格再開により、多くの地域で春から夏場にかけてユーロ圏・イギリスともに個人消費が活発化
  - コロナ感染再拡大の影響から足元ではドイツ・イギリスで弱含み
  - 消費者センチメントはユーロ圏・イギリスともに総じて高止まり



- 雇用
  - 失業率(9月)はユーロ圏7.4%(うちドイツ3.4%)、イギリス4.3%と着実に低下するも、コロナ前水準までは低下していない
- 物価
  - 消費者物価は急上昇、ユーロ圏(10月)は前年比4.1%(コア同2.0%)、イギリス(10月)は同4.2%(コア同3.4%)
  - エネルギー価格(天然ガスなど資源、風力発電不振から電力料金も)の上昇、経済再開による需要増と供給制約、ドイツの付加価値税率の復元(コロナ対応による一時的引き下げ分の戻し)などが背景



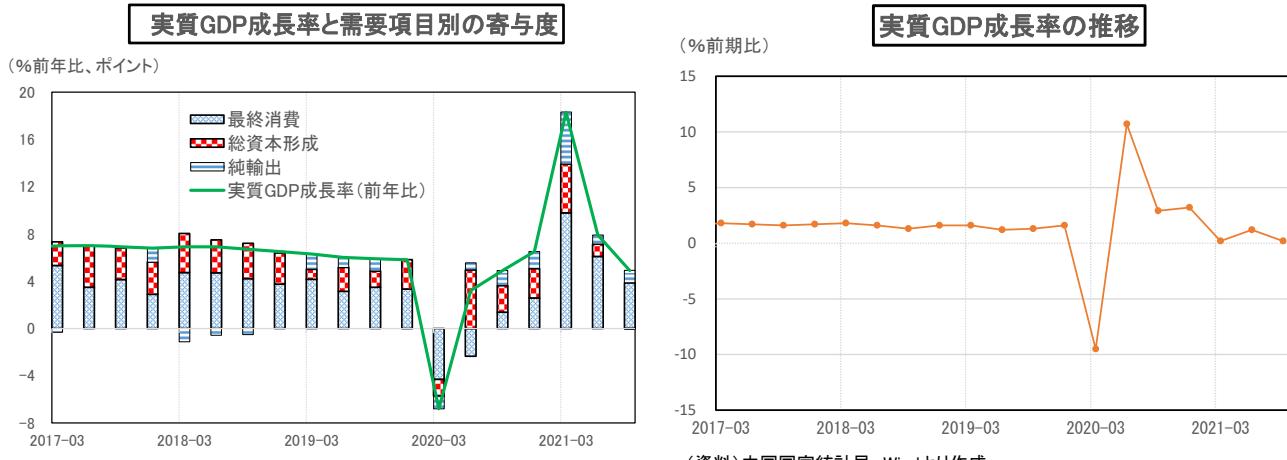
- **金融政策**
  - 欧州中央銀行(ECB)
    - 21年10月の政策理事会で、中銀預資金利の▲0.5%など、現行の金融政策を維持
    - 21年7月、戦略見直しの結果、中期的なインフレ率目標を2%に変更、またフォワードガイダンス(FG)を変更し、物価が十分早く目標に達し、その後も持続すると見通せるまで低金利を継続する方針とした
    - ラガルド総裁は市場の利上げ見通しに対し、足元の物価上昇はFGを満たしていないと強調しけん制
    - ECB幹部の発言からは、物価上昇は当初想定よりは長引くものの二次的効果は限定的とみており、政策金利の変更は当面考えにくい
    - 一方、コロナ対応の緊急資産購入(PEPP)は22年3月に終了、従来からの資産購入(APP)はその際一時増額により激変緩和措置をとる可能性が高い
  - イングランド銀行(BOE)
    - 21年11月の金融政策委員会で、政策金利の0.1%など、現行の金融政策を維持
    - 消費者物価の上昇に加え、労働需給ひっ迫から賃上げ圧力が高まる事を警戒しており、次回委員会(12月)から来年前半にかけ複数回利上げを行う可能性が高い
- **財政政策**
  - 復興基金(NGEU)の資金配付を8月開始、承認された復興計画にもとづき、気候変動対応やデジタル化に使用される。大半の資金配付は22年以降になる見込み
- **景気・物価見通し**
  - 21年通年はユーロ圏は5.0%、英国は7%程度に着地見込み
  - これにより、おおむねコロナ前(19年10~12月期)の水準を回復
  - 22年通年はユーロ圏は4.5%、英国は5%程度の成長を見込む
  - 域内でのコロナ感染拡大がリスク、ワクチンのブースター接種の進展と綱引き
  - 消費者物価上昇率については、需要要因による持続的なインフレに至る可能性は小さいものの、22年前半にかけては、資源高・供給制約の影響残るうえ、一定の賃上げが予想されるため高止まるとみられる

農林中金総合研究所

15

## 2 世界経済の動向 ④中国

- **景気動向**
  - 21年7~9月期の実質GDP成長率は前年比4.9%、前期比0.2%と、いずれも4~6月期(7.9%、1.2%)から大きく鈍化した
    - 前年比成長率(前掲、4.9%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:3.86ポイント、総資本形成:▲0.03ポイント、純輸出:1.06ポイントで、最終消費と純輸出が成長を牽引した格好
    - 大幅鈍化の背景としては、強力な新型コロナ感染抑制策、自然災害、電力供給制限・不足、不動産市場の抑制策、半導体不足、資源・エネルギー価格の高騰などが挙げられる
  - 足元の景気は、新型コロナ感染対策による経済活動への影響が懸念されるものの、電力供給制限・不足の解消や不動産市場の抑制策の緩和などを受けて回復基調は維持していると見られる



(資料)中国国家統計局、Windより作成

農林中金総合研究所

金融市場2021年12月号

37

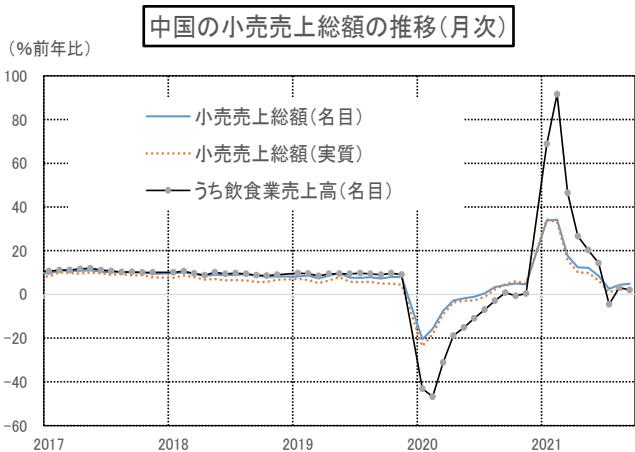
16

農林中金総合研究所

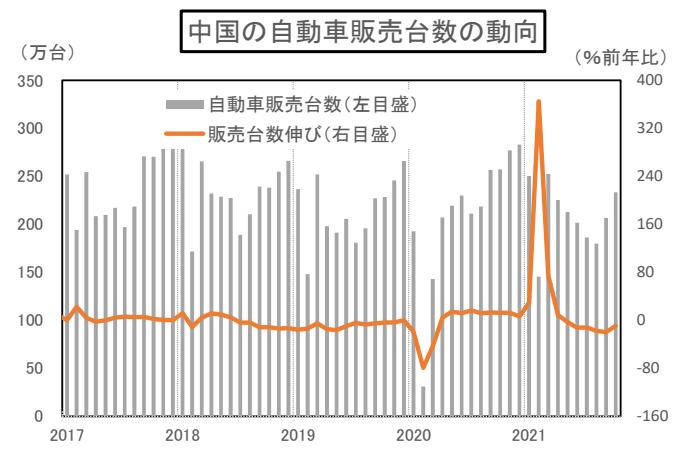
<https://www.nochuri.co.jp/>

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 個人消費
  - 回復は依然道半ば
    - 21年10月の小売売上総額(社会消費品小売)は前年比4.9%、前月比0.43%と9月(同4.4%、0.30%)から小幅ながら加速した
    - 一方、実質で前年比1.9%と、9月(同2.5%)の伸びを下回った
    - 10月中旬以降、新型コロナの感染再拡大を受けて飲食業売上高が前年比2.0%と9月から鈍化したほか、半導体不足の影響等から自動車販売台数も同▲9.4%と6ヶ月連続のマイナスとなった
  - 先行きについても、新型コロナ感染の再拡大が抑制されつつあるとはいえる、「ゼロ・コロナ」という方針下で消費は回復感が乏しい状態が続くだろう



(資料)中国国家統計局、Windより作成、直近は21年10月。

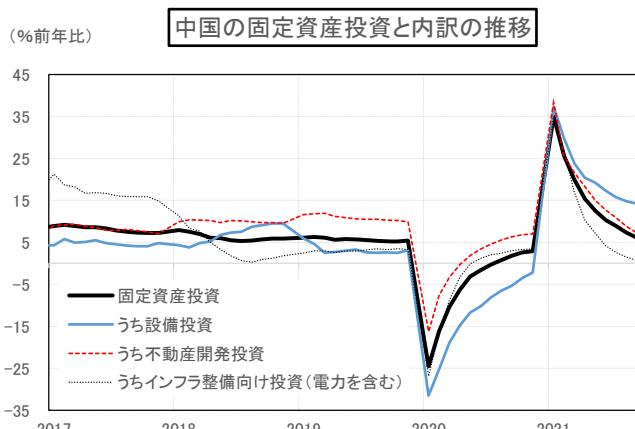


(資料)中国汽車工業協会、Windより作成、直近は21年10月。

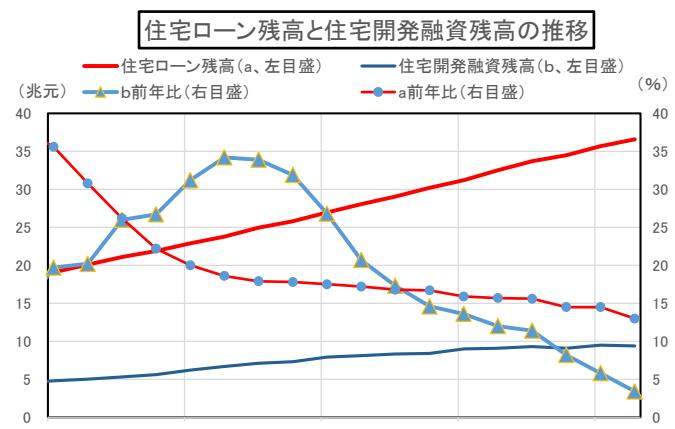
農林中金総合研究所

17

- 固定資産投資
  - 力強さを欠く動きが続いた
    - 10月の固定資産投資(総資本形成に相当)は前月比0.15%と、9月(0.15%)の伸び率と変わらず
    - 1~10月期の固定資産投資は前年比6.1%と、1~9月期(同7.3%)の伸びを下回った
    - 投資分野別では、輸出の底堅さを受けて設備投資は堅調に推移したもの、電力供給制限・不足、資源・エネルギー価格の高騰や新型コロナ感染対策などを受けてインフラ整備向けの投資が低迷したままであったほか、融資規制の強まりで不動産開発投資の伸びも鈍化した
  - 先行きについては、融資規制の緩和から不動産開発投資の鈍化に歯止めがかかると見られるほか、電力供給制限・不足の解消や地方債発行・利用の加速などを受けてインフラ整備向け投資の底入れが期待されることから、投資は全体として改善していく見込み



(資料)中国国家統計局、Windより作成、(注)年初来累積、直近は21年1~10月期。



(資料)中国人民銀行、Windより作成、四半期データ。

農林中金総合研究所

18

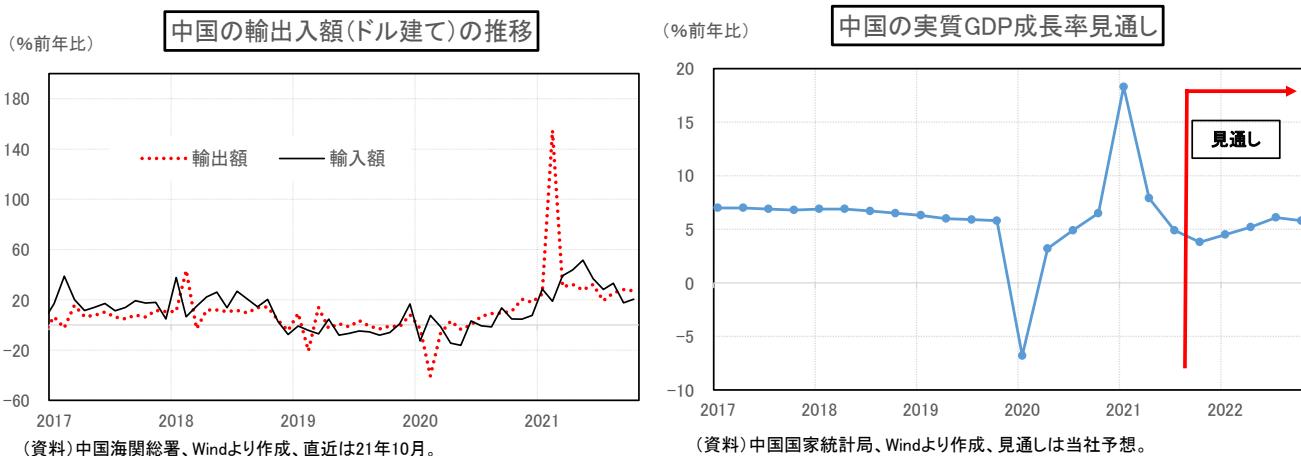
金融市場2021年12月号

38

農林中金総合研究所  
<https://www.nochuri.co.jp/>

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- ・ **輸出**
  - 21年10月の輸出額(ドルベース)は前年比27.1%と、9月(同28.1%)から鈍化したが、引き続き堅調
  - 先行きについても、海外経済のコロナ禍からの持ち直しが続くと見られ、拡大基調は続くと見込む
- ・ **経済見通し**
  - 輸出の底堅さが見込まれるもの、新型コロナ感染対策による経済活動への影響等を踏まえ、10～12月期は前年比3.8%に減速、21年の実質成長率は前年比7.9%と予測(前回見通しから0.8ポイントの下方修正)
  - また、22年も、安定成長が一段と重視されるものの、「ゼロ・コロナ」方針がしばらく続くことから、同5.5%を予測(前回見通しから0.6ポイントの下方修正)、前低後高となる可能性が高い

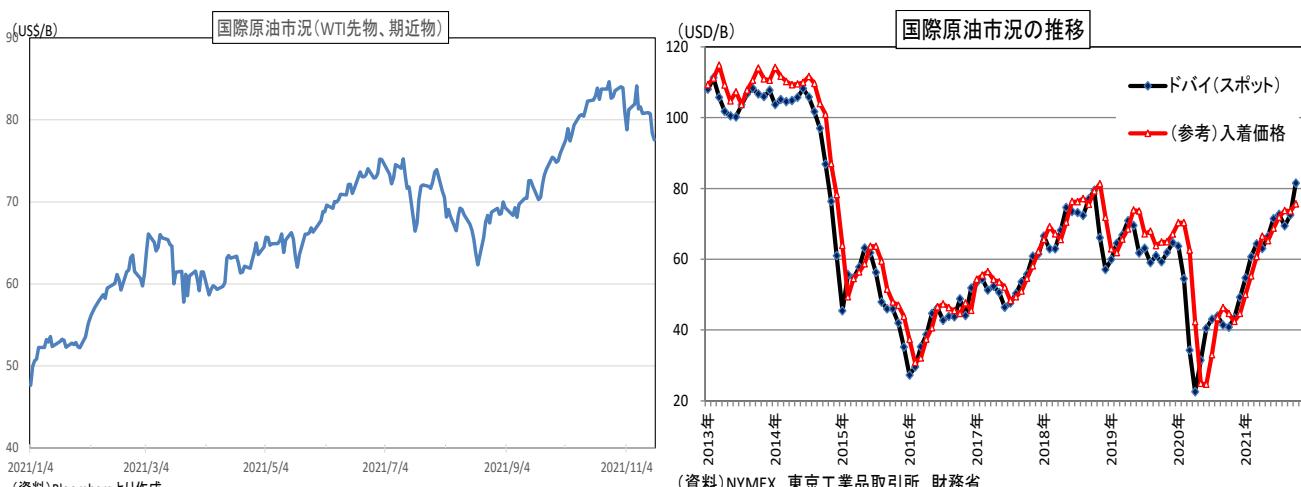


農林中金総合研究所

19

## 2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- ・ **原油価格**: 7年ぶりの高値となっているが、OPECプラスはさらなる増産には慎重
  - 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
  - OPECプラスは21年8月以降、毎月40万バレルずつ増産することで合意(22年9月で協調減産終了の見通し)
    - ・ その後も、需要回復の勢いが強く、原油価格は80ドル台まで上昇しているが、産油国側は22年には再び供給超過状態になると警戒しており、日米などからの増産要請に慎重姿勢
- ・ **原油入着価格の見通し**
  - 当面は、景気回復への期待感と原油備蓄の放出観測が交錯する格好で高値圏での展開が継続、国内への入着価格も80ドル/バレル台での推移と予想

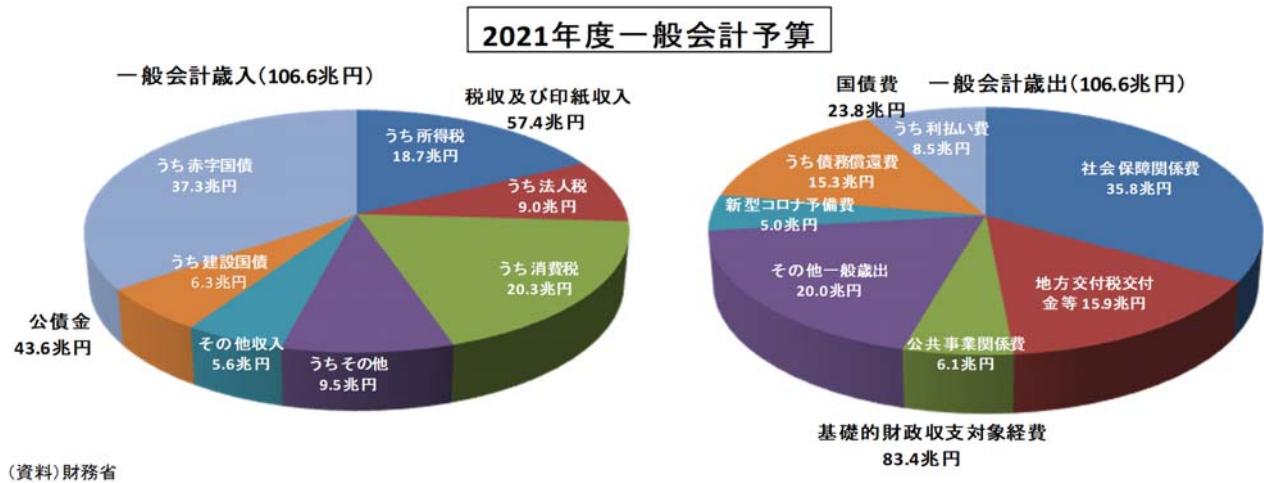


農林中金総合研究所

20

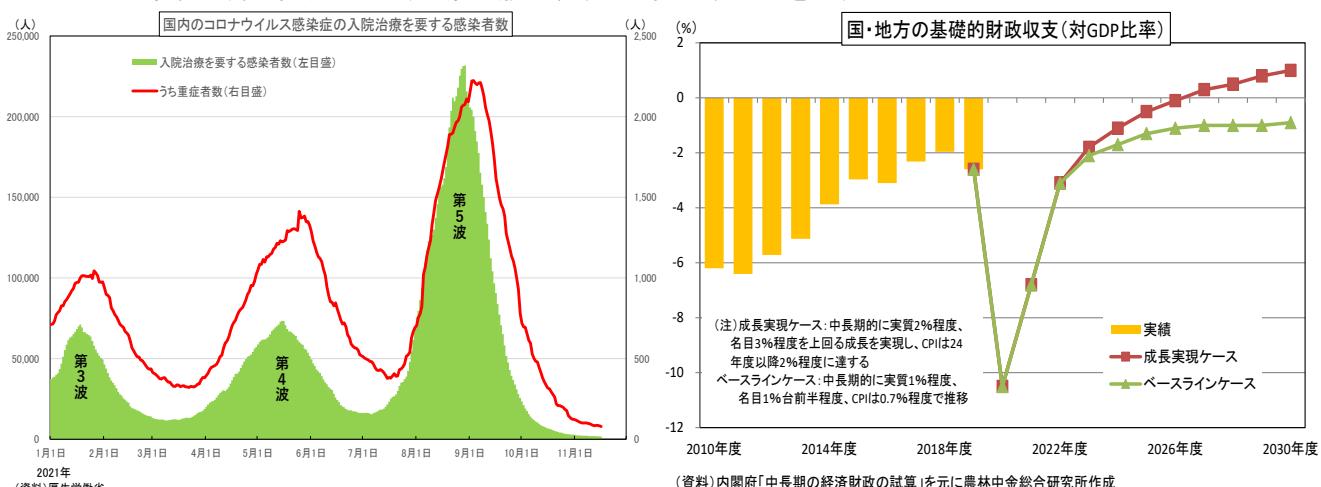
### 3 国内の経済政策

- 財政政策:「成長と分配の好循環」を目論む岸田内閣は積極的な政策運営を継続
  - 政府は国・地方の財政支出で総額40兆円規模の追加経済対策を取りまとめ、12月に召集される臨時国会でそれらを盛り込んだ補正予算案の成立を目指す意向
- 22年度予算の編成方針
  - 「新経済・財政再生計画」の枠組みの下で本格的な歳出改革に取り組む姿勢
    - 裁量的経費を10%削減する一方、年金・医療等にかかる経費は21年度予算額に高齢化等に伴う自然増(6,600億円)を加算した額に抑制
  - 「グリーン」、「デジタル」、「地方活性化」、「子供・子育て」の4分野に対して重点的に予算配分する方針
  - 概算要求は111兆6,559億円と過去最高、100兆円超は8年連続



21

- 感染対策:「第6波」への備え、経済社会活動との両立
  - 医療供給体制の強化、ワクチン接種の促進(12月から追加接種開始)、治療薬の確保に全力で取り組む方針
  - 一方、「ワクチン・検査パッケージ制度」を創設し、感染再拡大の下でも経済社会活動との両立を目指す
- 中期的な課題:コロナ対策の「出口」、分配政策のための財源、達成が事実上不可能な財政健全化目標の見直しが今後の焦点に
  - 岸田内閣は企業に賃上げ努力を求めており、持続的な賃金上昇を実現するには生産性の向上も必要
  - 「骨太方針2021」では国・地方の基礎的財政収支(PB)の25年度黒字化目標や債務残高(対GDP比)の安定的引下げは堅持したが、「中長期の経済財政に関する試算(内閣府)」は目標達成には実質2%の経済成長や2%の物価上昇の実現に加え、一層の歳出改革が必要であることを示唆

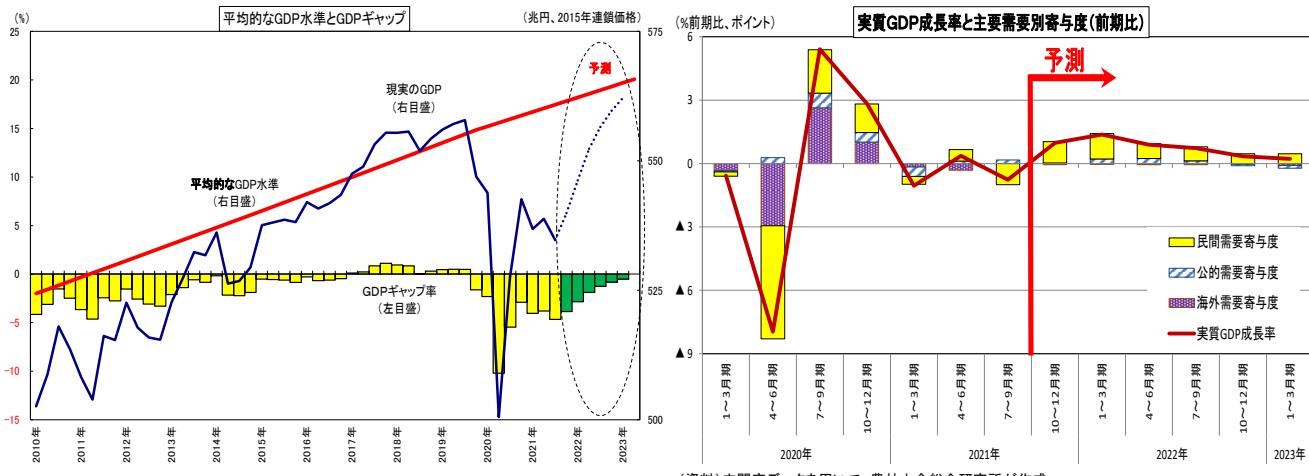


22

# 4 日本経済・物価の見通し

## ・ 総論: 2021年度は2.5%成長(3年ぶりのプラス)、22年度は3.0%成長と予想

- 足元10~12月期は、緊急事態宣言などの行動制限が解除されたことで、サービス消費が徐々に持ち直していくほか、グローバル・サプライチェーンの障害も解消に向かい、生産・輸出も持ち直しが期待されることから、前期比年率4.0%と2四半期ぶりのプラス成長が見込まれる
- 22年入り後は、3回目のワクチン接種(ブースター)やGoToキャンペーン事業の再開などを経て、新型コロナの経済への影響度が弱まっていき、経済活動が本格的に正常化していく
- ただし、半導体不足問題が長期化し、自動車の生産・輸出・消費などを抑制する可能性があるほか、資源・エネルギー価格高騰が消費者マインドに悪影響を及ぼすリスクには注意が必要
  - ・ コロナ前の実質GDP水準回復は21年1~3月期、直近ピークの19年7~9月期の水準回復は22年度下期と想定



農林中金総合研究所

23

## 予測表(年度、半期)

	単位	2019年度 (実績)	2020年度 (実績)	2021年度 (予測)	2022年度 (予測)
<b>名目GDP</b>	%	0.3	▲3.9	1.8	3.7
<b>実質GDP</b>	%	▲0.5	▲4.4	2.5	3.0
<b>民間需要</b>	%	▲0.7	▲6.3	2.0	3.7
民間最終消費支出	%	▲1.0	▲5.8	2.6	3.8
民間住宅	%	2.5	▲7.2	▲0.2	▲0.7
民間企業設備	%	▲0.6	▲6.8	1.5	4.8
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.0
<b>公的需要</b>	%	2.0	3.5	1.4	1.8
政府最終消費支出	%	2.0	3.4	2.6	2.2
公的固定資本形成	%	1.5	4.2	▲3.7	▲0.2
<b>輸出</b>	%	▲2.2	▲10.4	11.7	2.3
<b>輸入</b>	%	0.2	▲6.8	7.5	3.3
<b>国内需要寄与度</b>	ポイント	▲0.1	▲3.8	1.9	3.3
民間需要寄与度	ポイント	▲0.6	▲4.7	1.5	2.8
公的需要寄与度	ポイント	0.5	0.9	0.4	0.5
<b>海外需要寄与度</b>	ポイント	▲0.4	▲0.6	0.7	▲0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.6	▲0.7	0.7
<b>国内企業物価 (前年比)</b>	%	0.1	▲1.4	5.9	4.4
<b>全国消費者物価 (〃)</b>	%	0.7	▲0.5	0.0	0.7
(消費税率を除く)	(0.2)	(▲0.9)			
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)	(0.5)	(▲0.6)			
<b>完全失業率</b>	%	2.3	2.9	2.8	2.6
<b>就工業生産 (前年比)</b>	%	▲3.7	▲9.9	6.6	2.4
経常収支	兆円	18.9	18.2	14.1	20.0
名目GDP比率	%	3.4	3.4	2.6	3.5
為替レート	円/ドル	108.7	106.0	112.0	115.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲0.03	▲0.02	▲0.02	▲0.01
新規10年物国債利回り	%	▲0.10	0.03	0.07	0.13
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.9	42.7	73.8	85.0

(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	2020年度 通期	2021年度			2022年度		
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
<b>実質GDP</b>	%	▲4.4	2.5	▲0.5	0.9	3.0	1.9	1.2
<b>民間需要</b>	%	▲6.3	2.0	▲0.2	0.6	3.7	2.3	1.8
民間最終消費支出	%	▲5.8	2.6	▲0.3	1.1	3.8	2.4	1.5
民間住宅	%	▲7.2	▲0.2	1.2	▲1.7	▲0.7	▲0.3	▲0.5
民間企業設備	%	▲6.8	1.5	▲0.3	0.8	4.8	2.9	3.3
<b>公的需要</b>	%	3.5	1.4	▲0.1	1.1	1.8	1.5	▲0.0
政府最終消費支出	%	3.4	2.6	0.8	1.8	2.2	1.7	0.0
公的固定資本形成	%	4.2	▲3.7	▲3.5	▲1.6	▲0.2	0.6	▲0.5
財貿・サービスの純輸出	兆円	▲3.9	▲0.3	▲0.2	▲0.3	▲1.2	▲0.9	▲1.5
輸出	%	▲10.4	11.7	3.3	▲0.5	2.3	1.3	1.8
輸入	%	▲6.8	7.5	5.9	▲0.7	3.3	1.8	2.6
<b>内需寄与度(前期比)</b>	%	▲3.8	1.9	▲0.2	1.3	3.3	2.2	0.9
民間需要(〃)	%	▲4.7	1.5	▲0.2	1.1	2.8	1.8	1.0
公的需要(〃)	%	0.9	0.4	▲0.0	0.2	0.5	0.4	▲0.1
<b>外需寄与度(〃)</b>	%	▲0.6	0.7	▲0.4	▲0.0	▲0.2	▲0.1	▲0.1
デフレーター(前年比)	%	0.6	▲0.7	▲1.1	▲0.3	0.7	0.6	0.7
完全失業率	%	2.9	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.5
就工業生産(年率換算)	%	▲9.9	6.6	0.7	0.6	2.4	1.1	2.0
就工業生産(万戸)	万戸	81.4	86.3	87.5	85.0	85.0	85.0	85.0
経常収支	兆円	18.2	14.1	7.6	6.5	20.0	9.0	11.0
貿易収支	兆円	3.9	1.3	0.8	0.5	7.0	2.5	4.5
国外為替レート	兆円/ドル	106.0	112.0	109.8	114.3	115.0	115.0	115.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	73.8	70.0	77.5	85.0	85.0	85.0

(前年同期比)	単位	2020年度 通期	2021年度			2022年度		
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
<b>名目GDP</b>	%	▲3.9	1.8	3.3	0.5	3.7	3.9	3.5
<b>実質GDP</b>	%	▲4.4	2.5	4.4	0.7	3.0	3.3	2.8
<b>民間需要</b>	%	▲6.3	2.0	2.7	1.3	3.7	3.8	3.7
民間最終消費支出	%	▲5.8	2.6	3.9	1.3	3.8	4.0	3.5
民間住宅	%	▲7.2	▲0.2	▲1.3	0.8	▲0.7	▲0.7	▲0.7
民間企業設備	%	▲6.8	1.5	2.3	0.8	4.8	4.0	5.5
<b>公的需要</b>	%	3.5	1.4	2.0	0.7	1.8	2.3	1.2
政府最終消費支出	%	3.4	2.6	3.3	2.0	2.2	3.0	1.5
公的固定資本形成	%	4.2	▲3.7	▲2.8	▲4.4	▲0.2	▲0.3	▲0.0
財貿・サービスの純輸出	兆円	▲3.9	▲0.3	▲0.2	▲0.3	▲1.2	▲0.9	▲1.5
輸出	%	▲10.4	11.7	21.0	4.0	2.3	1.9	2.8
輸入	%	▲6.8	7.5	8.3	6.6	3.3	2.5	4.0
<b>国内企業物価 (前年比)</b>	%	▲1.4	5.9	5.3	6.5	5.0	6.5	5.5
<b>全国消費者物価 (〃)</b>	%	▲0.5	0.0	▲0.4	0.4	0.6	0.4	0.6
完全失業率	%	2.9	2.8	2.9	2.8	2.6	2.8	2.7
就工業生産(前年比)	%	▲9.9	6.6	12.6	1.3	2.0	1.3	3.0

国内企業物価 (前年比)	%	▲1.4	5.9	5.3	6.5	5.0	6.5	5.5
全国消費者物価 (〃)	%	▲0.5	0.0	▲0.4	0.4	0.6	0.4	0.6
完全失業率	%	2.9	2.8	2.9	2.8	2.6	2.8	2.7
就工業生産(前年比)	%	▲9.9	6.6	12.6	1.3	2.0	1.3	3.0

(注) 消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当研究所による。

農林中金総合研究所

24

金融市場2021年12月号

41

農林中金総合研究所

<https://www.nochuri.co.jp/>

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 予測表(四半期)

単位	2020年				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	1~3月期
名目GDP (年率換算)	% ▲0.5 ▲2.2	% ▲7.6 ▲27.2	% 5.5 23.9	% 2.3 9.7	% ▲1.1 ▲4.4	% ▲0.2 ▲1.0	% ▲0.6 ▲2.5	% 1.1 4.6	% 1.6 6.6	% 1.0 4.0	% 0.9 3.5	% 0.8 2.4	0.5 1.8
実質GDP (年率換算)	% ▲0.6 ▲2.3	% ▲8.0 ▲28.2	% 5.4 23.5	% 2.8 11.8	% ▲1.1 ▲4.1	% 0.4 1.5	% ▲0.8 ▲3.0	% 1.0 4.0	% 1.4 5.6	% 0.9 3.6	% 0.7 3.0	% 0.3 1.4	0.2 0.9
民間需要	% ▲0.3	% ▲7.2	% 2.7	% 1.8	% ▲0.5	% 0.7	% ▲1.4	% 1.4	% 1.6	% 1.0	% 1.3	% 0.6	0.6
民間最終消費支出	% ▲0.8	% ▲8.3	% 5.3	% 2.2	% ▲1.3	% 0.9	% ▲1.1	% 1.2	% 2.0	% 1.0	% 0.7	% 0.5	0.5
民間住宅	% ▲3.7	% 0.6	% ▲5.7	% ▲0.0	% 1.1	% 2.0	% ▲2.6	% 1.0	% ▲0.1	% ▲0.2	% ▲0.2	% ▲0.2	▲0.2
民間企業設備	% 1.2	% ▲6.0	% ▲2.2	% 4.3	% ▲1.0	% 2.2	% ▲3.8	% 2.5	% 1.2	% 1.5	% 1.5	% 1.2	1.2
民間在庫変動(寄与度)	%pt 0.2	% 0.1	% ▲0.2	% ▲0.5	% 0.4	% ▲0.3	% 0.3	% ▲0.1	% ▲0.1	% ▲0.1	% 0.1	% 0.0	0.0
公的需要	% ▲0.3	% 1.1	% 2.5	% 1.6	% ▲1.6	% 0.4	% 0.6	% 0.1	% 0.8	% 0.9	% 0.5	% ▲0.3	▲0.5
政府最終消費支出	% ▲0.3	% 0.7	% 2.8	% 1.9	% ▲1.7	% 1.1	% 1.1	% 0.2	% 0.9	% 1.0	% 0.5	% ▲0.2	▲0.5
公的固定資本形成	% ▲0.2	% 2.9	% 1.3	% 0.7	% ▲1.4	% ▲2.1	% ▲1.5	% ▲0.3	% 0.3	% 0.3	% 0.3	% ▲0.5	▲0.5
輸出	% ▲4.7	% ▲17.6	% 7.4	% 11.7	% 2.4	% 3.2	% ▲2.1	% 1.2	% 1.0	% 0.5	% 0.5	% 0.8	1.0
輸入	% ▲3.1	% ▲6.0	% ▲8.2	% 4.8	% 4.0	% 5.3	% ▲2.7	% 1.5	% 1.2	% 0.8	% 0.8	% 1.0	1.5
国内需要寄与度	%pt ▲0.3	% ▲5.1	% 2.8	% 1.8	% ▲0.8	% 0.7	% ▲0.9	% 1.0	% 1.4	% 0.9	% 0.8	% 0.4	0.3
民間需要寄与度	%pt ▲0.2	% ▲5.4	% 2.1	% 1.4	% ▲0.4	% 0.6	% ▲1.0	% 1.0	% 1.2	% 0.7	% 0.7	% 0.5	0.5
公的需要寄与度	%pt ▲0.1	% 0.3	% 0.7	% 0.4	% ▲0.4	% 0.1	% 0.2	% 0.0	% 0.2	% 0.2	% 0.1	% ▲0.1	▲0.1
海外需要寄与度	%pt ▲0.3	% ▲2.9	% 2.7	% 1.0	% ▲0.2	% ▲0.3	% 0.1	% ▲0.1	% ▲0.0	% ▲0.1	% ▲0.1	% ▲0.0	▲0.1
GDPデフレーター(前年比)	% 1.0	% 1.4	% 1.1	% 0.1	% ▲0.2	% ▲1.1	% ▲1.1	% ▲0.4	% ▲0.1	% 0.6	% 0.6	% 0.7	0.7
国内企業物価(前年比)	% 0.6	% ▲2.2	% ▲0.8	% ▲2.2	% ▲0.3	% 4.6	% 6.0	% 7.0	% 6.0	% 5.5	% 5.0	% 4.0	3.0
全国消費者物価(〃)	% 0.7	% ▲0.1	% ▲0.3	% ▲1.0	% ▲0.7	% ▲0.7	% 0.0	% 0.3	% 0.5	% 0.6	% 0.6	% 0.7	0.8
(消費税要因を除く)	(▲0.2)	(▲1.0)	(▲1.2)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.5)	(▲0.8)	(▲0.7)					
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)													
完全失業率	% 2.4	% 2.7	% 3.0	% 3.0	% 2.8	% 2.9	% 2.8	% 2.8	% 2.7	% 2.7	% 2.6	% 2.5	2.4
鉱工業生産(前期比)	% 0.0	% ▲16.8	% 9.0	% 5.7	% 2.9	% 1.1	% ▲3.7	% 2.0	% 1.0	% 0.3	% 0.5	% 1.0	1.5
経常収支(季節調整値)	兆円 4.4	1.7	3.6	5.9	4.6	4.7	2.9	3.0	3.5	4.0	5.0	5.6	5.4
名目GDP比率	% 3.2	1.3	2.7	4.3	3.4	3.5	2.1	2.2	2.5	2.9	3.5	3.9	3.8
為替レート	円/ドル 108.9	107.6	106.2	104.5	105.9	109.5	110.1	113.5	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0
無担保コールレート(O/N)	% ▲0.03	% ▲0.04	% ▲0.04	% ▲0.03	% ▲0.02	% ▲0.02	% ▲0.03	% ▲0.02	% ▲0.02	% ▲0.01	% ▲0.01	% ▲0.01	▲0.01
新規10年物国債利回り	% ▲0.04	0.00	0.02	0.02	0.07	0.07	0.03	0.08	0.10	0.10	0.12	0.15	0.15
通関輸入原油価格	㌦/バレル 67.8	30.7	40.9	43.9	55.5	66.9	73.1	75.0	80.0	85.0	85.0	85.0	85.0

(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)

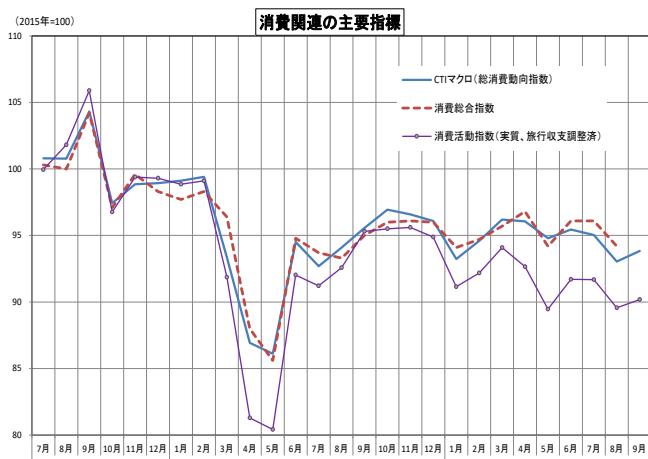
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

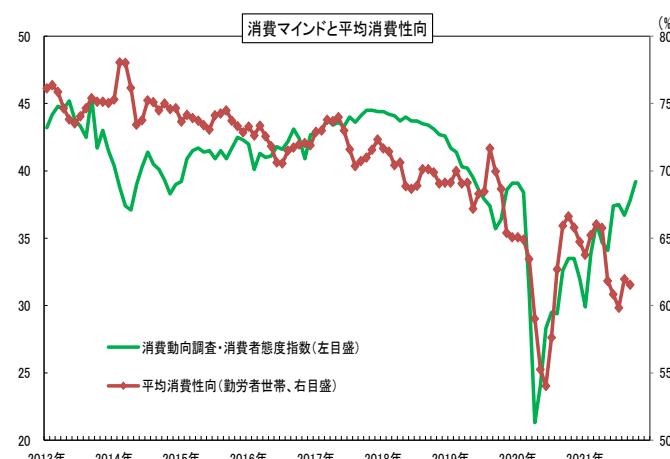
25

## ・ 民間消費

- デルタ株による感染「第5波」の影響で、飲食・旅行・娯楽などサービス消費の停滞が継続したことに加え、自動車の大幅減産の煽りを受けて耐久財消費も大きく悪化
  - ・ 10月以降、緊急事態宣言などの行動制限措置が解除され、サービス消費が持ち直しつつあるが、本格回復はGoToキャンペーン再開後の1~3月期以降と想定される
- 厚生労働省調べでは、21年春季賃上げ率は前年比1.86%と8年ぶりに2%割れとなったほか、21年夏季賞与も同▲0.8%(支給事業所ベース)と2年ぶりのマイナスで、家計所得環境には厳しさも
- 一方で、家計貯蓄率(21年4~6月期:7.8%)はコロナ前(19年度上期:1%台)を大きく上回って推移
- 民間最終消費支出は21年度:前年度比2.6%(10~12月期:同1.2%、年度としては3年ぶりの増加)、22年度:同3.8%と予測

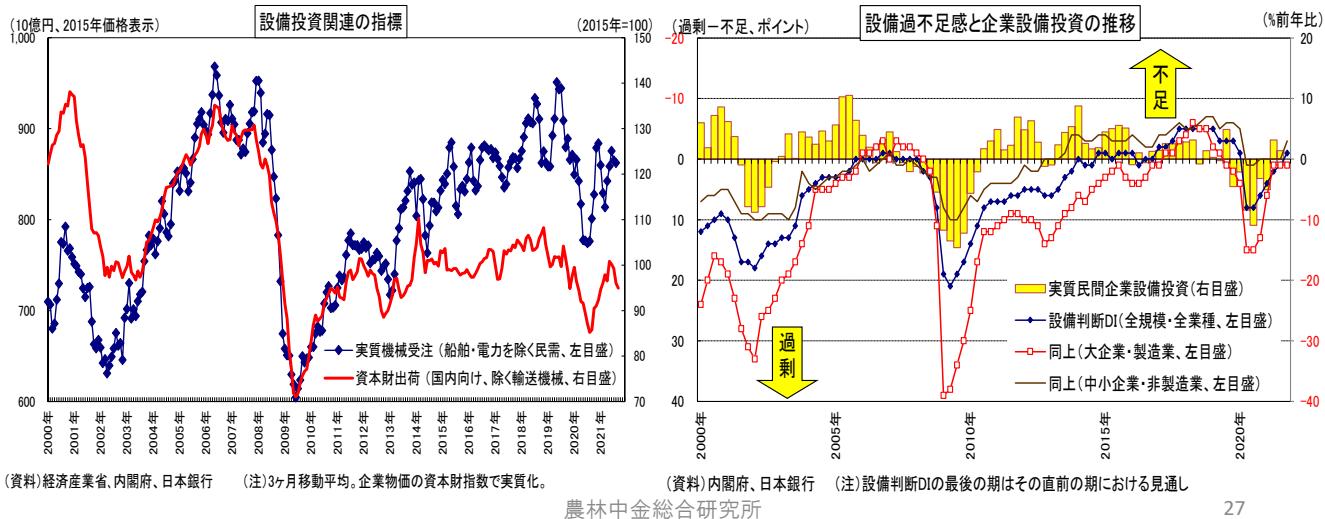


(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行の各資料より農林中金総合研究所作成



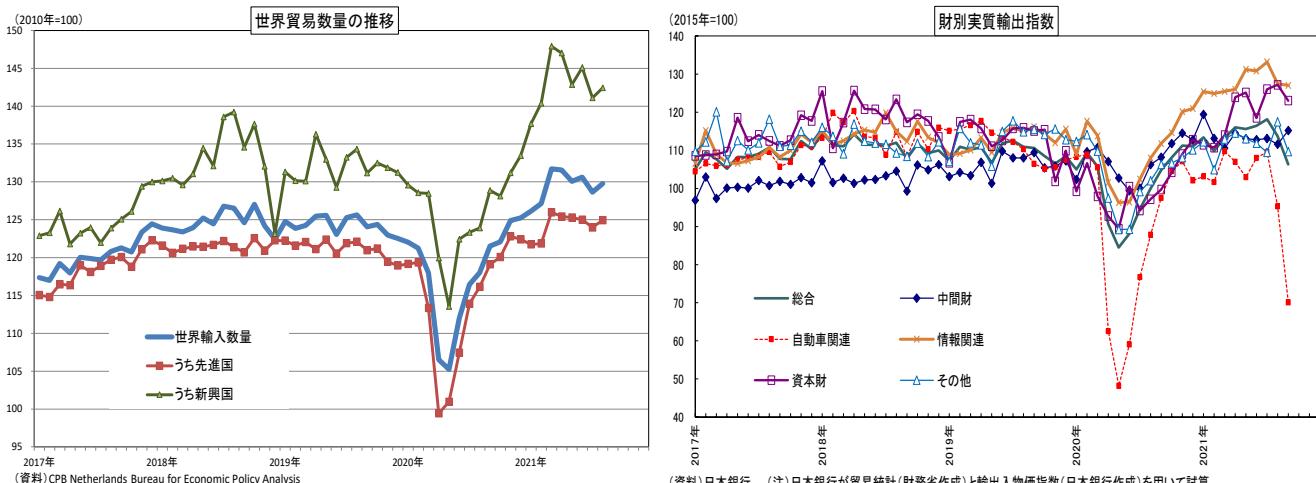
(資料)内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局 (注)平均消費性向は3ヶ月移動平均

- 企業設備投資
  - 21年度の設備投資計画は増加見通し
    - 日銀短観9月調査では前年度比9.2%（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
    - ただし、7～9月期は供給制約によって生産活動が停滞し、資本財出荷などに鈍い動きが見られた
    - また、7～9月期のコア機械受注は前期比0.7%と2四半期連続の増加ながらも、事前見通し（同11.0%）を大きく下回った
  - 一方、10～12月期は同3.1%の増加見通しで、製造業の設備投資意欲は衰えていないとみられる
  - 中長期的に省力化・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
  - 21年度 前年度比1.5%（3年ぶりの増加）、22年度は同4.8%と予測



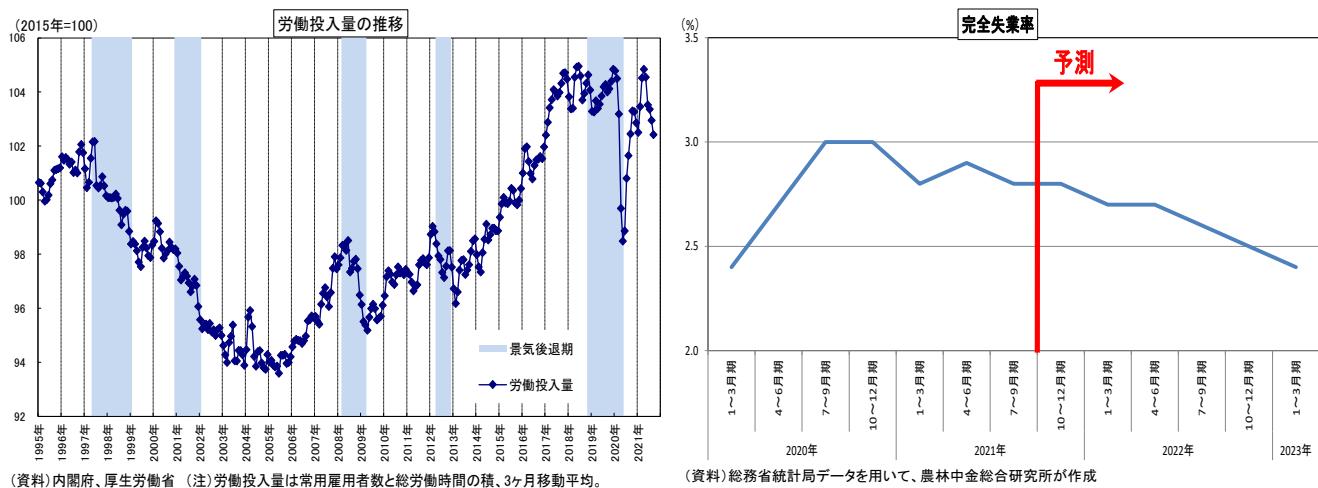
27

- 輸出入動向
  - 米国、中国の景気減速に加え、半導体不足や東南アジアからの部品調達難による自動車の大幅減産の影響により、7～9月期にかけて輸出に急ブレーキ
    - 21年春以降、世界貿易数量は頭打ちとなっている
    - 財別にみると、自動車関連が大きく減少したものの、資本財・情報関連には底堅さも
    - 半導体不足は長期化するリスクも
  - 21年度の輸出は前年度比11.7%（3年ぶりの増加）、22年度は同2.3%と予測
  - 一方、国内景気も持ち直すことから、21年度の輸入も同7.5%（2年ぶりの増加）、22年度は同3.3%と予測
  - 21年度の经常収支は14.1兆円と黒字幅は4年連続で縮小、22年度は20.0兆円へ再拡大と予測



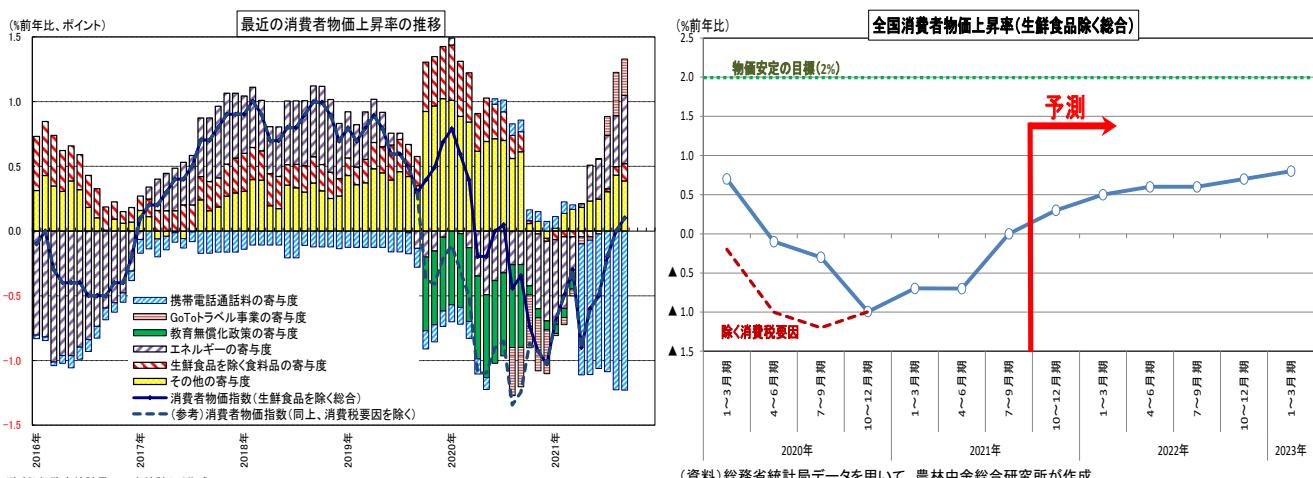
28

- 雇用情勢
  - 21年入り後は、断続的に緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が出されていたこともあり、雇用関連指標の改善ペースは緩慢
    - 一時3.1%まで高まった失業率は21年3月に一旦2.6%まで改善、直近(9月)は2.8%で改善足踏み
    - 一時1.04倍まで低下した有効求人倍率は直近(9月)は1.16倍へ緩やかに改善
    - 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、今春にかけてコロナ前の水準まで戻ったが、その後は再び減少基調
    - 一方で、9月には休業者数は大きく減少、かつ新規求人数も増加基調となるなど、先行きの経済活動再開を見据えた動きも
  - 失業率は21年度:2.8%、22年度:2.6%と予測
    - 22年度には改善ペースが強まる(23年1~3月期は2.4%)



29

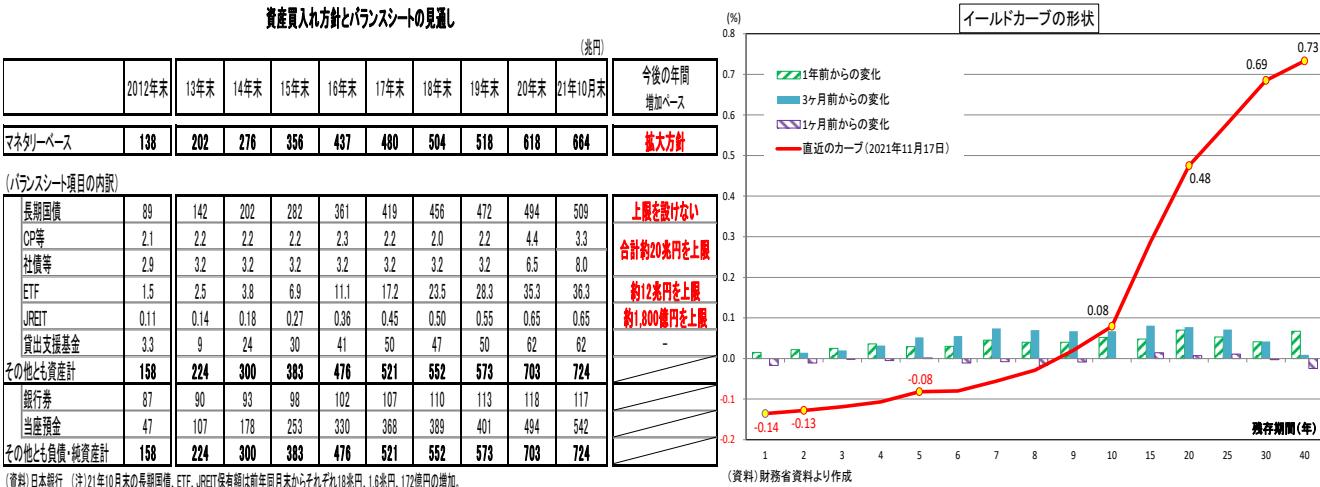
- 物価動向
  - 世界的な景気回復期待からエネルギー・原材料など「川上」の価格が上昇傾向を強めているが、国内では欧米諸国のように「需要が供給を上回る勢いで回復」する動きは起きず、物価の動きは鈍い
  - 21年9月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は前年比0.1%と、18ヶ月ぶりの上昇
    - 原油高を受けて、エネルギーの物価押上げ効果は高まっているほか、20年下期に実施されたGoToトラベルキャンペーンの反動により宿泊料が大きく上昇
    - 一方、携帯電話通信料の引下げにより物価指数全体は▲1.23ポイントの押下げられている
  - 21年度の消費者物価は前年度比0.0%、22年度はエネルギー高や携帯電話通信料による押下げ効果の剥落で同0.7%とプラスに転じるが、23年1~3月期でも前年比0.8%と、日銀が目標とする前年比2%には程遠い
    - 「川上」の価格上昇は徐々に波及するものの、家計所得環境は依然厳しく、値上げはなかなか浸透しない



30

## 5 金融政策の見通し

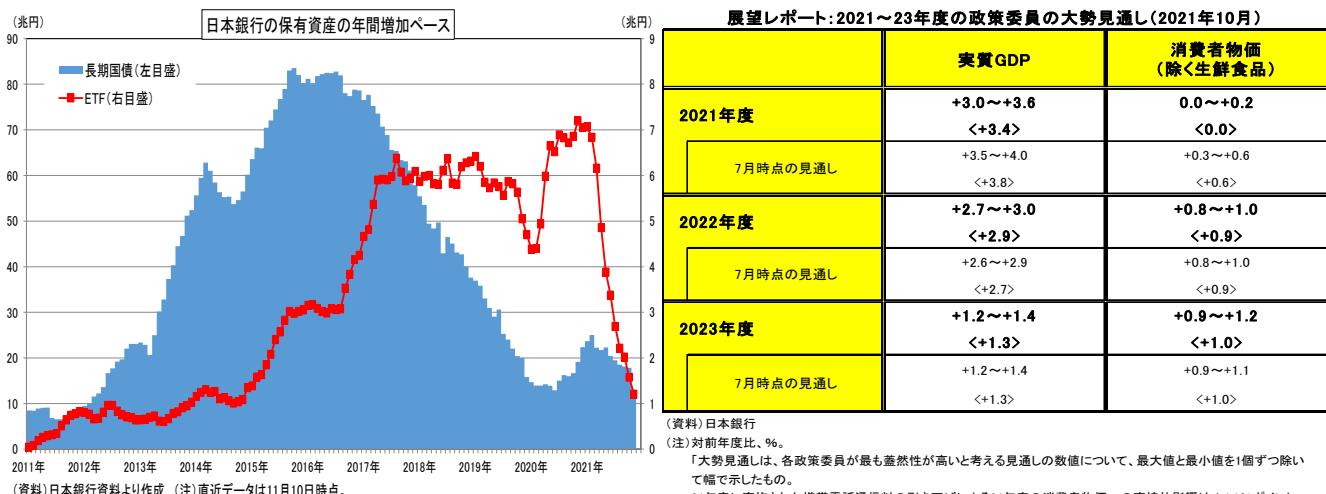
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に加え、20年3月以降はコロナ対応の資金供給も実施
  - 10月の金融政策決定会合では、従来通り、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続することを決定
  - ①新型コロナ対応金融支援特別オペとCP・社債等の買入れ増額からなる「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」(期限は22年3月まで)、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限の下でのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市场の安定維持に努める姿勢
  - 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表明



農林中金総合研究所

31

- 展望レポート(10月)では、2年後も2%の物価上昇を見通せず
  - 先行き、基調としては、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、徐々に消費者物価の前年比は、当面、プラス幅を緩やかに拡大させていくとしつつも、23年度も1.0%にとどまるとの見通し
  - インフレ加速に直面する海外中銀で政策正常化に向けた動きが散見されるが、世界標準である「2%の物価目標」の達成時期が見通せない日本では、現行レベルの緩和策は少なくとも23年度中は継続されると予想
- 当面の焦点は、21年度末を期限とする「特別プログラム」などのコロナ対応の行方



32

金融市场2021年12月号

45

農林中金総合研究所  
<https://www.nochuri.co.jp/>

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

## 訪問活動を重視し、事業者を支える全東栄信用組合

古江 晋也

### 要旨

東京都豊島区に本部を置く全東栄信用組合は、取引先のもとを足繁く訪問し、経営者の人柄や経営実態を把握することで、銀行が一般的には取り扱わない案件に対応することを強みとしている。2010年からは「生活総合相談センター」をスローガンに経営改善指導や資金繰り支援など取引先の課題解決にも力を入れている。なお、不動産融資残高は「地域のさまざまな業種に融資を行うことが地域信用組合の意義」との考え方から、総貸出残高の30%以内としている。

### はじめに

東京都豊島区に本部を置く全東栄信用組合(21年3月・預金積金残高849億円、貸出金残高505億円、職員数111人)は、千代田区(本店営業部)、世田谷区(世田谷支店)、台東区(三筋町支店)、豊島区(東長崎支店、下板橋支店)、渋谷区(渋谷本町支店)、大田区(大森支店)、北区(十条支店)、足立区(西新井支店、舎人支店)と、都内に10店舗を展開している地域信用組合である。

本部は1951年の設立当時、千代田区神田小川町に設置していたが、下板橋支店を開設(73年)したことを機に、豊島区池袋本町に移転した(旧本店所在地には

本店営業部がある)。

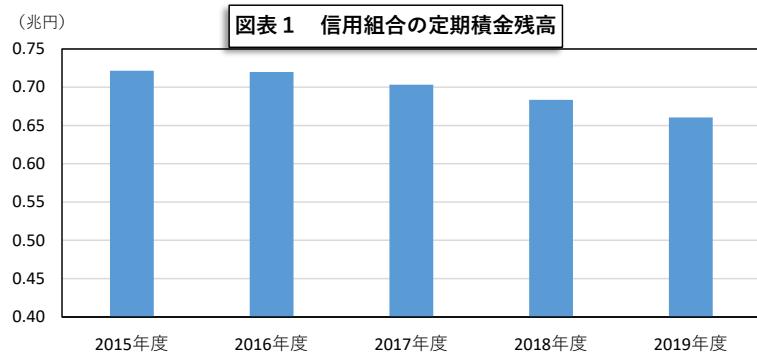
同組合は23区内全域に店舗を展開することをめざし、監督当局に組合名を「全東京」と申請したが、営業区域が限定されていたため認可されなかつたそうだ。そこで「全東京で繁栄する」という意味を込めて「全東栄」とした。

同組合の営業地区は、全国的にも競争が最も激しい地域の一つであるが、協同組織金融機関ならではのきめ細やかな渉外活動を繰り返すことで、経営者の人柄や経営実態を把握し、銀行が一般的には取り扱わない案件とされる中小企業や個人事業者への融資推進に力を入れている。

### 定期積金の集金業務を維持する

近年、協同組織金融機関では定期積金の集金業務を取りやめる動きが広がっている(図表1)。その理由の一つは、日本銀行の低金利政策の継続によって利ざやが縮小し、業務の効率化が求められるようになったからである。また役務取引等利益に力点を置くため、預かり資産業務などに積極的に人的資源を投入していることも集金業務を取りやめるようになった理由と考えられる。





(資料) 全国信用組合中央協会『全国信用組合決算状況』の各年度

こうした中、理事長の高橋正次氏は「個人の資産形成を図りつつ、取引先とコミュニケーションを促進し、信頼関係を構築するため集金業務は大切である」と考える。また若手の渉外担当者に過度なプレッシャーを与えないという思いからも集金業務を維持している。

### 下板橋支店のテラーカウンター



### 下板橋支店の融資カウンター



### 研修による意識改革

全東栄信用組合の営業店は現在、平均10人の職員が在籍し、3人ほどの渉外担当者が集金業務、融資開拓、補助金申請支援などさまざまな業務をこなしている。ただ、最近ではベテラン職員が退職し、若手職員

が多くなったことから、高橋氏には「今一度、職員一人ひとりが同じ意識を共有するとともに、実践力を高めることが重要ではないか」との思いがあった。そこで21年6月に理事長に就任したことを機に、支店長向け研修と若手・中堅職員向け研修を実施することにした。

まず、支店長向け研修では、「支店経営力の強化」に重点を置くことにした。具体的には各支店長に「自店のあるべき姿」と「部下から目標とされる支店長」を検討してもらい、現状とのギャップを分析してもらうことにしたのである。そしてそのギャップを解消するための具体的な行動計画（あるべき姿に近づくためのサポート策）を実践へと落とし込むこととした。

若手職員向け研修については「ホスピタリティ研修」を中心とし、ルールや規則だけではなく、TPOによって取引先が何を必要としているのかを理解してもらうように意識改革を図ることとし、きめ細やかな対応をめざすことにした。

### 「生活総合相談センター」をめざして

全東栄信用組合では、2010年より「生活総合相談センター」というスローガン

## 高橋正次理事長



### 本店営業部



を掲げている。同スローガンは職員からアイデアを募集して定めたものであり、「顧客のあらゆる相談に応じる」ことを意味する。ここでは、事業者と個人の取組みに分けて、その内容を概観する。

#### (1)事業者への取組み

今日、「生活総合相談センター」として組合が最も力を入れているのは新型コロナ関連の取組みである。これまで東京都では緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が断続的に続く中、支援金や助成金などの申請を希望する事業者が増加した。そこで職員は、申請手続き支援にきめ細かく対応してきた。ただ都内は区ごとに申請方法が異なることから、本部が支店に一括して対応を指導するのではなく、支店ごとで対応することとした。

ゼロゼロ融資（実質無利子・無担保での融資）などを受けた事業者は、返済猶予期限が経過した後、事業が回復しているかどうかがポイントとなる。そこで同組合では、継続的なモニタリングを通じ、さまざまな相談に乗るとともに、東京都信用組合協会に所属している中小企業診断士を活用した経営改善指導にも取り組むことで、取引先の早期の業績回復を支援している。

一方、資金繰り支援については、資金繰り表作成勉強会を実施し、顧客とともに資金繰り表を作成し、適切な資金状況の把握に努めている。また新設した事業性評価ローンは、職員が経営者の人柄、技術力などを記載する欄に内容を埋めることで、取引先に対する知見を深めることができるため、コンサルティング力の向上を図るきっかけになっている。

このような取り組みの結果、21年4月から8月末までの新型コロナ関連の支援金等は3,044件、15億9,000万円となつた（一時支援金383件・9,000万円、感染症防止協力金560件・7億4,500万円、雇用調整助成金2,068件・7億5,300万円、家賃支援給付金33件・200万円）。

また同組合ではこれまで東京都行政書士会や事業承継・M&Aプラットフォームの「トランビ」との連携に加え、第一勧業信用組合（本店：新宿区）との連携で物産展なども行ってきた。なかでも第一勧業信用組合との物産展では、十条支店（東京都北区）の会議室に新潟県の生産者を招き、取引先の飲食店との新たな取引が始まるなどの成果もあったという。

#### (2)個人への取組み

一方、個人への取組みで注目されるの

が多重債務問題の解決である。この取組みは取引先の「何気ないつぶやき」を受け、渉外担当者が相談に乗るケースが多い。全東栄信用組合では消費者金融会社などから借り入れた債務を一本化することで対応するが、その際には家計全体のキャッシュフローを考慮に入れた家計再建計画を作成する。

融資実行後も渉外担当者は、取引先のもとを定期的に訪問するが、ここで重要な役割を果たすのが定期積金である。その理由は、資産形成を進めるとともに、月々の対話を通じて悩み事などを把握できるためである。

住宅ローンは、例えば、責任を持たせるために親の不動産を子供が購入して居住する「家族間売買」、借地の上に住宅を建設したローンなど、銀行などの画一な審査では対応することができない案件なども手がけている。

また職域セールスの取組みも強化しており、小規模な事業者で商品説明などをを行う際には、従業員の個人情報漏洩防止の観点からパンフレットを配布し、来店もしくはウェブサイトの申し込みで対応している。

## 不動産業融資には上限枠を設定

首都圏などの大都市圏の地域金融機関は、これまで不動産業融資に注力してきた。なかには融資総額における不動産業向け融資の割合が 6 割を占める金融機関もある。しかし全東栄信用組合は貸出金総額に占める不動産業の割合を 30% 以内とする方針を掲げており、21 年 3 月は 25.69% と、地域信用組合全体（20 年 3 月）の 30.4% を下回る。

同組合がこのような方針を採用した理

由は、地域金融機関の意義は営業地区のさまざまな業種の発展にあるとの考えに加え、組合経営上、不動産業向け融資は相対的に融資額が大きく、貸し倒れなどが発生すると、大きなリスクを抱えることになるからである。

## おわりに

以上、全東栄信用組合の経営戦略についてまとめてみた。

前述したように同組合の営業地区は多くの金融機関がひしめき合う金融激戦区であるが、訪問活動を強化し、小規模事業者への融資に積極的に取り組むことで差別化を図っている。ただこの経営戦略の継続は、役職員一人ひとりの「目利き力」（コンサルティング力）にかかっていると言っても過言ではない。そのため、取引先の話に真摯に耳を傾け、財務諸表には表れない経営者の人柄や実態を把握する必要がある。そしてその基盤となるのが、職員一人ひとりのビジネススキルに加え、営業店を統括する支店長のマネジメント力である。高橋氏は「支店長は、支店の主（あるじ）であるという気概を持ち、自分の支店をつくりあげてほしい」と話すように、全東栄信用組合の事例は、ニッチ市場で生き残る地域金融機関の戦略としても注目される。

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。

## 金融市场

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

2021年12月号 第32巻 第12号・通巻373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