ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

ラニーニャ現象下で迎える厳しい冬…… 1

情勢判断

国内経済金融

持ち直しているが、コロナ前の水準には程遠い日本経済

～先行き、需要不足の慢性化に伴う下押し圧力に要警戒～… 2

米国経済金融

緩やかな回復が続くものの、ペースはやや鈍化

～追加財政政策は大統領選後にずれ込む可能性も～…12

中国経済金融

緩やかながらも正常化が進む中国経済

～先行きは決して楽観視はできない～…18

分析レポート

世界大戦とコロナ危機、その類似点と相違点

～欧州の物価動向や財政改革について示唆するもの～…24

連　載

コロナ不況下、本業支援に注力する大東京信用組合…28

海外の話題

Covid-19 を巡る英国の迷走……32

2020.11

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

ラニーニャ現象下で迎える厳しい冬

取締役調査第二部長　新谷　弘人

気象庁（10 月 9 日付エルニーニョ監視速報）によれば、今夏からラニーニャ現象が発生しているとみられ、今後冬にかけて 90% の確率で続く可能性が高いとのことである。米海洋大気庁（NOAA）も同様の見解を示しており、1 月にかけて 85%、4 月にかけて 60%の確率で継続との見通しである。

ラニーニャ現象とは、太平洋赤道域の日付変更線付近から南米沿岸（ペルー沖）にかけて海面水温が平年より低くなる現象をいい、逆に同海域で海面水温が平年より高い状態が続くエルニーニョ現象とほぼ交互に数年おきに発生している。問題は、ラニーニャ現象やエルニーニョ現象が日本や世界の異常気象の要因となり得ると考えられていることだ。

前回ラニーニャ現象が発生した 2017 ～ 18 年の冬には同現象が一因となり、西日本で 32 年ぶりの低温、日本海側では 17 地点で最深積雪の記録を更新している。今年東京では強烈な残暑から一転、10 月に入り初冬を思わせる寒い日が続いたが、ラニーニャ現象下の 10（～ 12）月に東日本では低温になる傾向があり、その影響が出ている可能性も考えられる。肝心なのはこの先 11 ～ 1 月にかけても、東日本では統計的に有意な低温傾向、西日本や沖縄・奄美でも平均気温が低い確率が高くなっており、厳しい冬が懸念されることだ。最新の 3 ケ月予報でも、気温については、北日本では寒気の影響を受けにくいため平年並か高いが、東・西日本と沖縄・奄美はほぼ平年並の見込みで、12 月については平年並か低い見込みとなっている。

さて、厳冬となれば、今後の景気という観点では冬物消費、たとえば防寒衣料や暖房機器商戦の盛り上がりが期待される。もっとも、前回ラニーニャ現象となった 18 年 1 ～ 3 月期実質 GDP 成長率は 9 期ぶりのマイナスとなり、個人消費も冴えなかった。背景には野菜やガソリンなどの値上がりや暖房費の増加、前年末にかけ iPhone Ｘなどスマホの購入増があり、冬物消費にまでカネが回りきらなかったことがあったようだ。ただ家計調査で詳細を見ると、暖房機器などで大幅購入増は確認できる。

一方、今冬が厳しくなる場合もっとも懸念されるのが、新型コロナの感染再拡大やインフルエンザとの同時流行である。すでに気温が低下している欧州では新規感染者は春のパンデミック時を大幅に上回っており、外出規制などの社会経済活動の制限から景気の二番底が現実味を帯び始めている国もある。国内においては、今のところ感染状況は一進一退で、米欧と比較すると抑制されているようにも見えるが、今後気温低下の影響が出ないか、心配である。

ラニーニャ現象の気象への影響をグローバルにみるとさまざまである。過去、同現象下での 11 ～ 1 月の天候の特徴をみると、目立って低温傾向となるのは中欧や南欧、インド、東南アジアの一部、中米やカナダ、アラスカなどである。また、降水量が目立って少なくなるのが中国や米国南部、ブラジル・アルゼンチンの一部である。直近 10 月に入り、シカゴ先物市場で小麦、とうもろこしや大豆など農産物価格が上昇し始めている。これは、主な産地において、今夏の悪天候に加えラニーニャ現象による影響で作付けや収穫量の減少が予想され始めているのも一因のようだ。もちろん米中協議第一段階合意にもとづく中国の輸入拡大など様々な要因が絡んでのことであるが、米農務省の需給報告で大豆などの在庫水準が下方修正される動きもあり、食料自給率の低い日本にとっては、穀倉地帯の天候の行方も気になるところである。

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

情勢判断

国内経済金融

持ち直しているが、コロナ前の水準には程遠い日本経済

～先行き、需要不足の慢性化に伴う下押し圧力に要警戒～

南　武志

要旨

国内景気は 5 月には底入れし、その後は緩慢ながらも持ち直している。コロナ禍に対する需要喚起策「GoTo キャンペーン」も順次開始され、それらの下支え効果に対する期待感もある。しかし、新型コロナの感染再拡大への警戒も根強く、消費行動の自粛ムードが残っているほか、一般的にウイルス感染症が流行しやすい冬季を控えていることもあり、先行き、足踏みする場面も想定される。コロナ前の水準を取り戻すのに 4～5 年かかるとの見方もあるなど、需要不足は慢性化するとみられ、余剰な資本設備や雇用を抱えた企業が「リストラ」を本格化するリスクもあるだろう。

菅内閣が発足して 1 ヶ月が経過したが、引き続きコロナ対策には万全を期す構えであり、残り 7 兆円余のコロナ対策予備費の活用に加え、第 3 次補正予算案が策定される可能性が高い。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2020年		2021年		
			10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		(%)	-0.019	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	-0.0550	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
国債利回り	20年債	(%)	0.405	0.15～0.50	0.20～0.60	0.20～0.60	0.20～0.60
	10年債	(%)	0.030	-0.10～0.10	-0.10～0.15	-0.10～0.15	-0.10～0.15
	5年債	(%)	-0.105	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00
為替レート	対ドル	(円/ドル)	105.0	100～115	100～115	100～115	105～120
	対ユーロ	(円/ユーロ)	124.6	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価		(円)	23,639	23,250±3,000	23,000±3,000	24,000±3,000	24,000±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2020年10月21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。

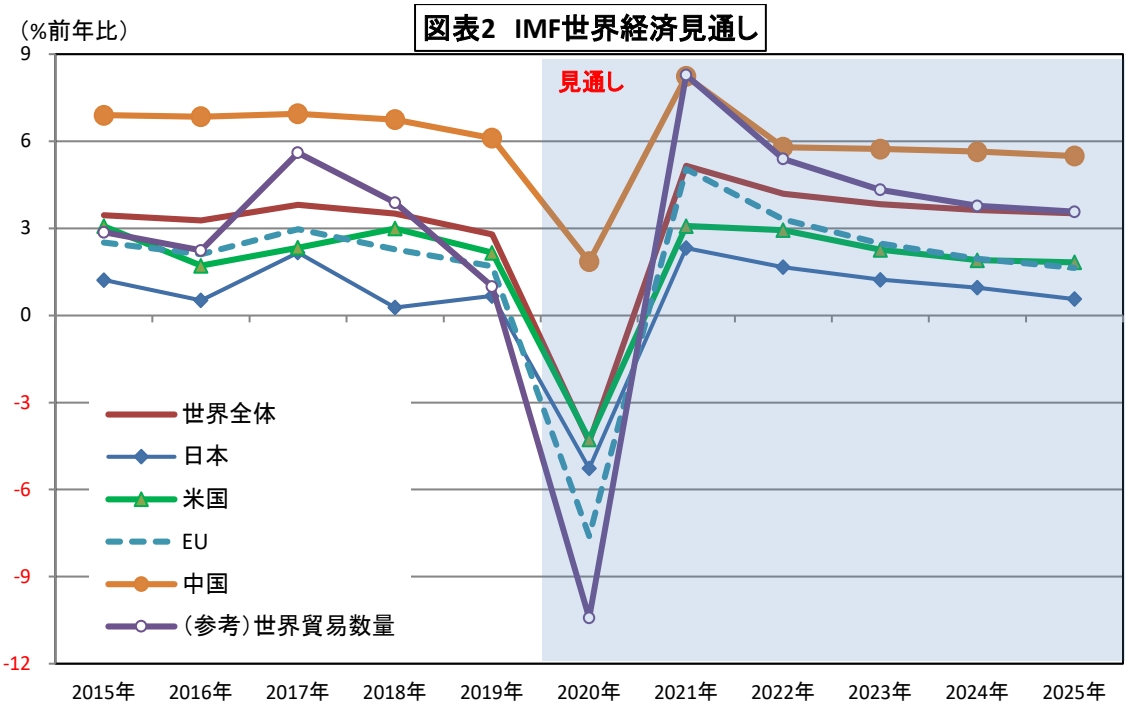
一足早くプラス成長に転じた中国に対し、欧米諸国では新型コロナの感染が再拡大

世界経済の深刻な悪化をもたらした新型コロナウイルス感染症は、都市封鎖など強力な移動制限措置が奏功し、5 月までには欧米諸国でも一旦収束に向かった。しかし、最近では再び感染拡大が広がっており、景気回復のモメンタムに水が差されるとの警戒が強まっている。

一方、新型コロナ発生源である中国では新規感染が抑制された状況が続いており、比較的順調に景気が回復しており、7～9 月期にはプラス成長（前年比）に戻った。日本から中国への輸出も前年比二桁増となるなど、国内景気の持ち直しに大きく「貢献」している。

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

図表2　IMF世界経済見通し



(資料)IMF WEOデータベース

IMF 世界経済見通しは上方修正だが…

また、10 月 13 日に国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しが発表されたが、4～6 月期の各国の落ち込みが前回 6 月時点の想定ほど悪くなかったこと、かつ 7 月以降の持ち直し（特に米国・中国）も想定を上回るペースであることから、20 年の世界全体の成長率は▲4.4%と、前回 6 月から+0.8 ポイントの上方修正となった。とはいえ、深刻な景気悪化に見舞われたことは確かであり、先行きの回復の道のりにも困難が待ち受けているとしている。

今後、北半球はウイルス感染症が流行しやすい冬季を迎える。感染抑制を優先せざるを得ない状況も想定され、実際に順調に持ち直していくのは難しいだろう。IMF の見通しでは 21 年は 5.2%成長とプラスに戻るとしているが、前回 6 月時点から▲0.2 ポイントの下方修正であり、19 年まで辿っていた元の成長経路への回帰は見通せる状況にない。

大幅なデフレギャップが発生

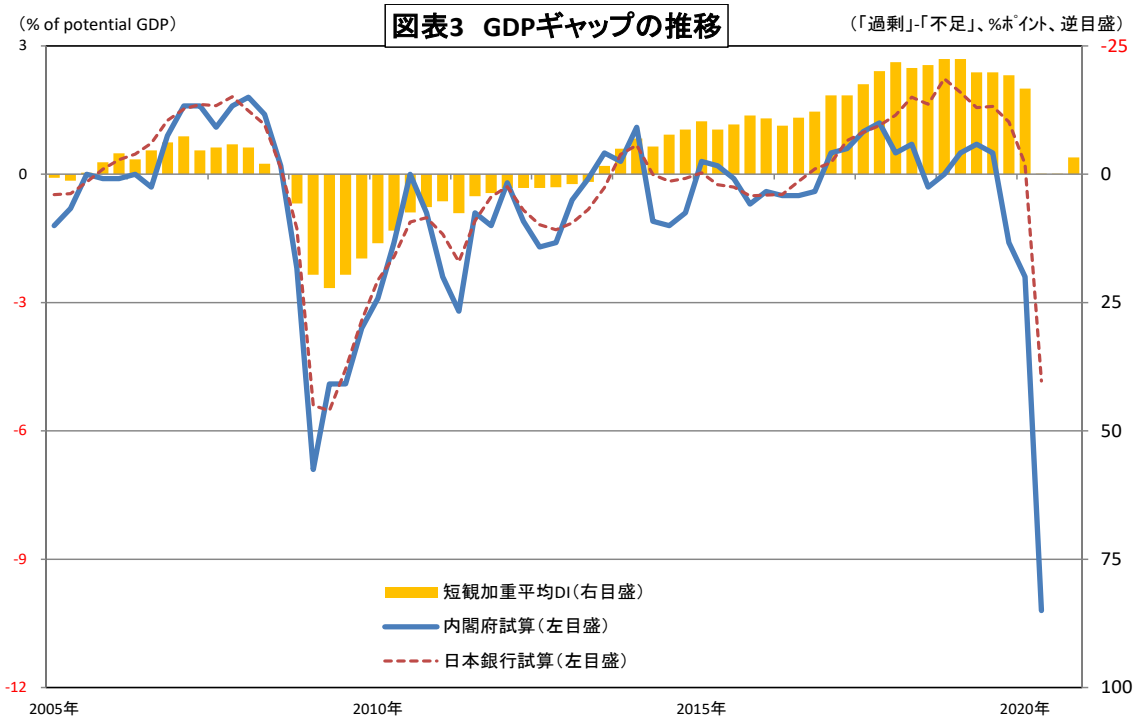
国内景気については、緊急事態宣言の解除後に経済活動が再開されたことで 5 月には底入れし、その後は概ね持ち直し基調となっている。日銀短観 9 月調査によれば、大企業・製造業の業況判断 DI は▲27 と 11 期ぶりに改善、同・非製造業でも DI は▲12 と 5 期ぶりに改善するなど、景況感の持ち直しが確認できた。しかし、ともに「悪化」超（製造業は 3 期連続、非製

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

造業は 2 期連続）の状態であるほか、雇用・資本設備などへの強い不足感がほぼ解消された状態となっている。19 年内は▲20 程度であった「短観加重平均 DI（生産・営業用設備判断 DI と雇用人員判断 DI を資本・労働分配率で加重平均して算出したもの）」は、足元 0 程度となっている。

また、内閣府、日本銀行では独自に推計した潜在 GDP を基に、マクロ的な需給ギャップ（GDP ギャップ）を試算しているが、それらによれば 4～6 月期には大幅な乖離が発生した（それぞれ▲10.2%、▲4.8%）。リーマンショック級もしくはそれを上回る規模での需要不足に見舞われたことになる。ちなみに、IMF の世界経済見通しによれば、日本の GDP が 19 年水準に戻るには 4～5 年かかるとしている。

図表3　GDPギャップの推移



(資料)内閣府、日本銀行

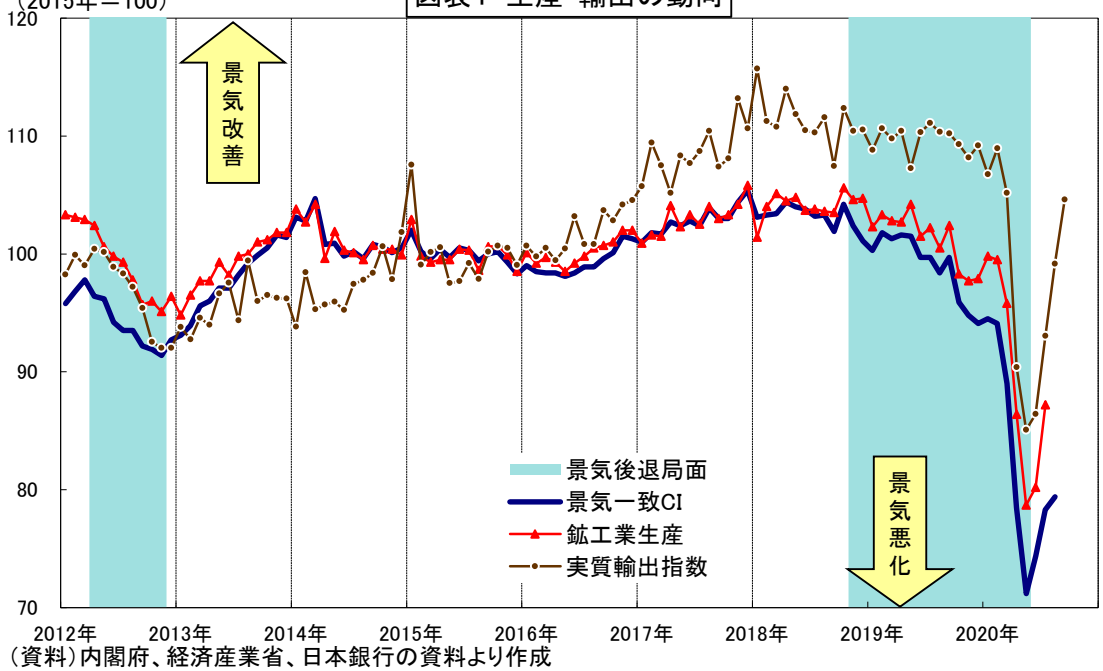
国内景気は緩慢ながらも回復継続

以下、主要な月次経済指標を確認したい。まず、9 月の貿易統計を基に日銀が試算した実質輸出指数は前月比 6.5%と 4 ヶ月連続の上昇となった。中国向けの輸出がその牽引役であるが、米国向けの自動車輸出も急回復を見せた。これらが牽引する格好で、鉱工業生産も総じて回復が進んでいる。6～8 月にかけて 3 ヶ月連続で上昇しており、3～5 月の低下分の半分弱を回復させた格好となっている。上方バイアスを補正した 9 月分の製造工業予測指数（最頻値）は前月比 2.8%と試算されており、

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

コロナ前の水準には程遠いとはいえ、持ち直しに向けた動きが継続していることは確かであろう。

図表4　生産・輸出の動向



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

GoTo キャンペーンへの期待感

一方、夏場にかけての消費回復の足取りは鈍かった。GDP 統計の民間消費に近い消費総合指数（内閣府試算）の 8 月分は前月比 0.8%と 2 ヶ月ぶりの上昇であったが、緊急事態宣言の解除直後の 6 月に同 10.1%と急回復を見せ、2～5 月にかけて落ち込んだ分の 3 分の 2 を取り戻した後は足踏みしている。

こうした中、感染防止対策と社会経済活動を両立させる方針を示してきた政府は、コロナ禍で落ち込んだ需要喚起策として補正予算に盛り込んだ「GoTo キャンペーン」を順次開始している。7 月 22 日からの「GoTo トラベル」（東京発着は 10 月 1 日開始）を皮切りに、10 月 1 日に「GoTo イート」、同 19 日に「GoTo 商店街」キャンペーンが導入されている。週末には各地の観光地や GoTo キャンペーンに参加した飲食店などには人出が戻りつつあり、一定の下支え効果が期待されている。

経済見通し：7～9 月期には一旦リバウンドするも、その後は頭打ち気味で推移

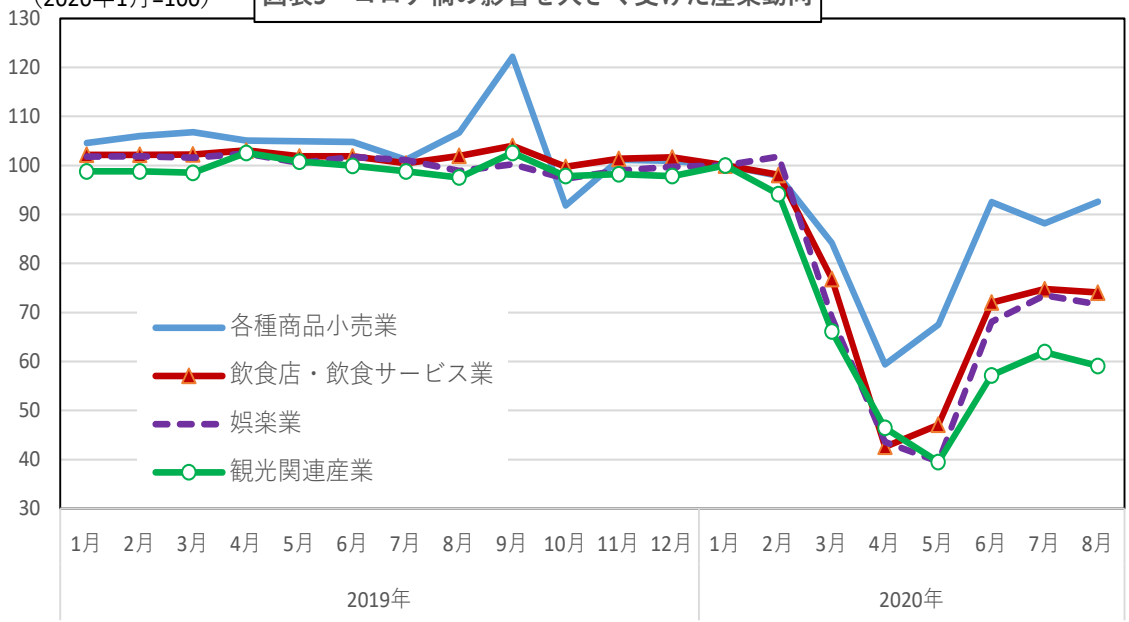
18 年 11 月に後退局面入りした国内景気は、19 年 10 月の消費税率の引上げ、そして 20 年入り後のコロナ禍により、3 四半期連続のマイナス成長に見舞われたが、7～9 月期は前期比 15%前後のリバウンドが見込まれている。それでも、コロナ禍で落ち込んだ分の 4 割程度（44.8 兆円の落ち込みに対して 17.6 兆円の回復）を取り戻すに過ぎず、経済活動の水準は低いと言わ

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

ざるをえない。

20 年度下期についても、日本を含む主要国で新型コロナの感染が燻り続けるのであれば、経済活動の持ち直しペースはなかなか上がらず、低調な推移が続くと予想する。加えて、コロナ禍の影響が深刻な業種では設備投資抑制や雇用調整を本格化させる可能性が高い。その結果、20 年度は▲6.5%成長と 6 年ぶりかつ戦後最大のマイナスが見込まれる。21 年度にかけては世界全体で持ち直しが緩慢ながらも継続、来夏に予定される東京五輪パラの開催を控え、年度上期は成長率がやや高まる可能性もあるが、先行き不透明感が高い状況に変わりはない。

図表5　コロナ禍の影響を大きく受けた産業動向



（資料）経済産業省「第3次産業活動指数」を基に農林中金総合研究所作成

（注）娯楽業と観光関連産業の一部が重複している。

年明け後の通常国会には第 3 次補正予算案が提出される公算

なお、菅内閣では引き続き、新型コロナ対策に万全を期す構えであり、第 1 次・第 2 次の補正予算で盛り込んだ 11.5 兆円のコロナ対策予備費の活用を行ってきた。20 年度下期に入ったことで、残り 7 兆円余を有効活用していくことが求められているほか、企業業績の悪化や納税の猶予措置などで大幅な歳入欠陥が予想されること、さらに災害対策などの面から、与党内からは第 3 次補正予算案の編成は不可欠との意見が強い。

12 月 5 日に会期末を迎える臨時国会後には追加の経済対策が策定され、年明け後の通常国会の冒頭で補正予算案が提出される方向とみられる。

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

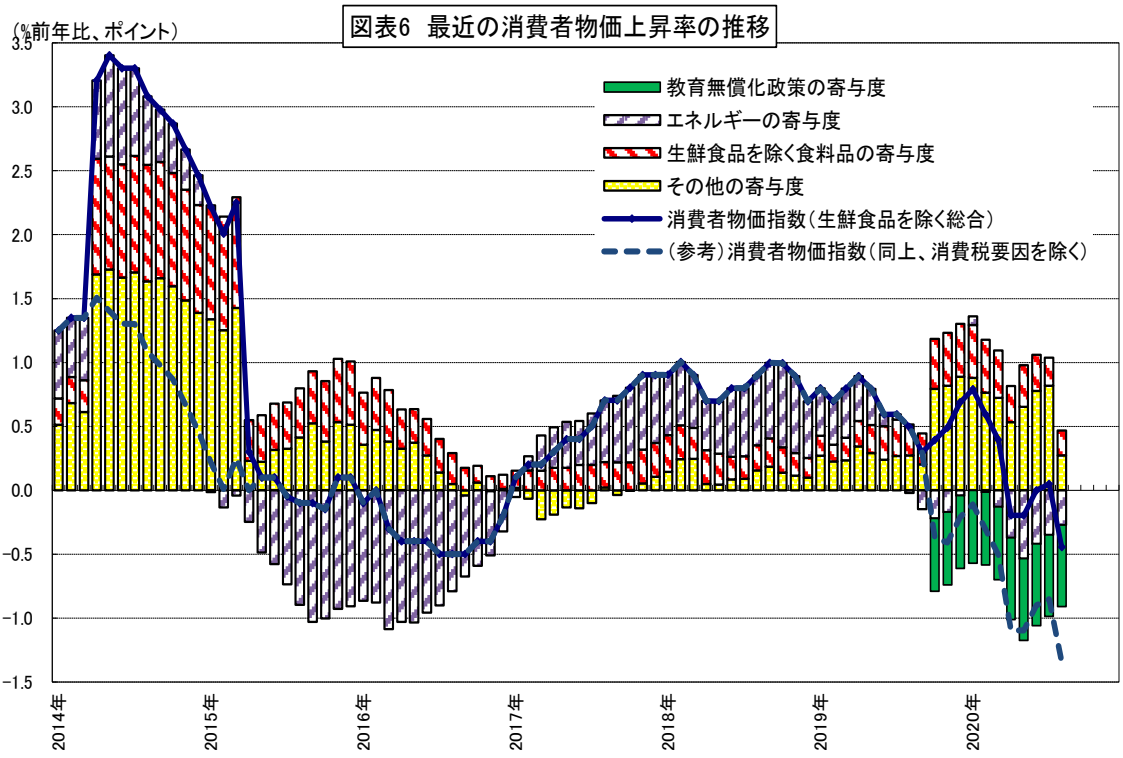
物価動向：20 年度下期も下落継続

8 月の全国消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比▲0.4%と 3 ヶ月ぶりの下落となった。下落に転じた要因として、新型コロナによって旅行需要が全般的に減退している状況の下、GoTo トラベルキャンペーンによって宿泊料が前年比▲32.0%と大幅に下落、物価変動率に対して▲0.42 ポイントの押下げ効果となったことが挙げられる。

民間消費は徐々に持ち直しつつあるとはいえ、コロナ前の水準から 5%ほど落ち込んだ状態であり、19 年 10 月の消費税率引上げ後の低調さと合わせ、消費財・サービスの需給バランスは崩れたままであり、物価に対して下落圧力が発生しているのは間違いないだろう。

なお、10 月には消費税率引上げ（物価上昇率に対する寄与度：+0.9 ポイント）と幼児教育無償化政策（同▲0.6 ポイント）の影響が一巡するため、消費者物価の変動率は▲0.3 ポイントほど押下げられるとみられる。また、年度下期にかけて家計の所得環境は厳しさを増し、消費回復は抑制されると思われる。さらに、ワクチン・治療薬が早期に開発された場合、生き残りに向けた値下げ競争が激化することもありうる。20 年度下期にかけても物価下落が継続するだろう。

図表6 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

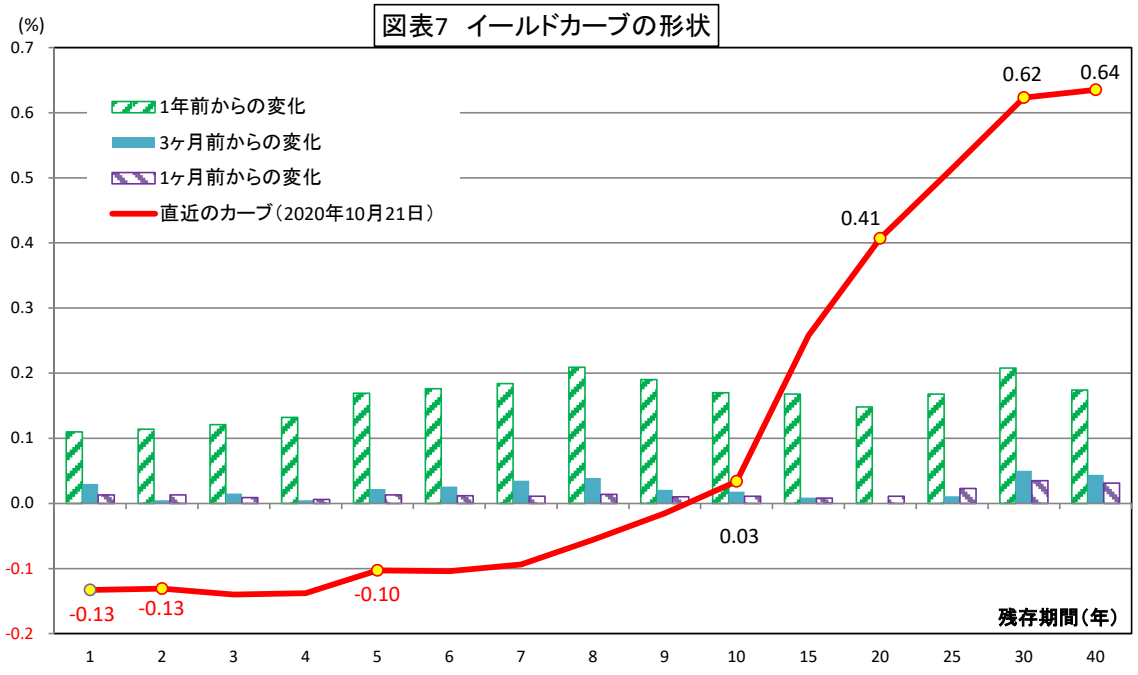
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

金融政策：引き続き金融市場の安定と企業の資金繰り支援策に注力

今回のコロナ禍に対して、日本銀行は金融市場の安定化に加え、企業金融支援に万全を期するなど、手厚い対策を打ってきた。総枠 110 兆円の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の創設と上限 20 兆円まで引き上げた CP・社債等の買入れによる資金繰り支援、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、さらには ETF、J-REIT についても、当面、それぞれ年間約 12 兆円、同約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う方針を示すなど、強力な金融緩和を講じている。

前述の通り、消費者物価の上昇圧力は乏しく、これまで重視してきた「物価のモメンタム」も一旦損なわれたとの認識を 4 月には示しているものの、目下の最優先課題は企業倒産・失業の大量発生を防ぐべく、企業金融支援に注力することであり、21 年 3 月末を期限とする特別プログラムの延長も視野に入っているとみられるが、物価安定目標の早期達成に向けて新たな政策を発動することは当面見送られるだろう。

図表7　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

金融市場：現状・見通し・注目点

新型コロナのパンデミック化により、3 月中旬にかけて内外の金融資本市場は大荒れとなったが、その後、主要国の政府・中銀が大規模な対策を打ち出したこともあり、マーケットは落ち着きを取り戻した。なお、秋以降は景気回復やワクチン開発などへの期待感と感染再拡大への警戒感などが交錯したこと

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

に加え、11 月 3 日の米大統領選を控えて様子見姿勢が強まっていることもあり、各マーケットとも狭いレンジ内での値動きが続いている。

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

10 年ゾーンはゼロ%近傍での推移

債券市場は、2 月下旬から 3 月中旬にかけてコロナ禍の影響を巡って金利が乱高下したが、日銀を含む主要国中銀による潤沢な資金供給や国債買入れの増額などもあり、3 月下旬以降の長期金利（新発 10 年物国債利回り）は操作目標であるゼロ%近傍での展開が続いている。また、日銀は 4 月の金融政策決定会合において、長期国債の買入れペースについての上限を撤廃し、「10 年ゼロ%」の操作目標を達成するために必要なだけ買い入れることとしたが、日銀保有国債の年間増加額は 9 月末時点でも 16 兆円程度と、買入れ額が増えているわけではない。

長期金利は引き続き低位で推移

一方、7 月から政府の新型コロナ対策に伴って国債増発（当初予算比で新規発行分・財投債の合計で約 100 兆円）が始まっており、一旦、超長期ゾーンには上昇圧力がかかった。しかし、日米とも現行緩和策が長期にわたるとの予想が改めて浸透したことで、長期金利は落ち着いた動きを続けている。

先行きについては、上述したような日銀の国債買入れ方針により、10 年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍で推移するような操作がされ、全般的に見れば金利水準は低位に推移すると思われる。一方、ワクチン・治療薬の開発に進展がみられる、もしくは内外経済の回復が想定を上回るペースとなる場面では、超長期ゾーンに再び金利上昇圧力がかかるだろう。

② 株式市場

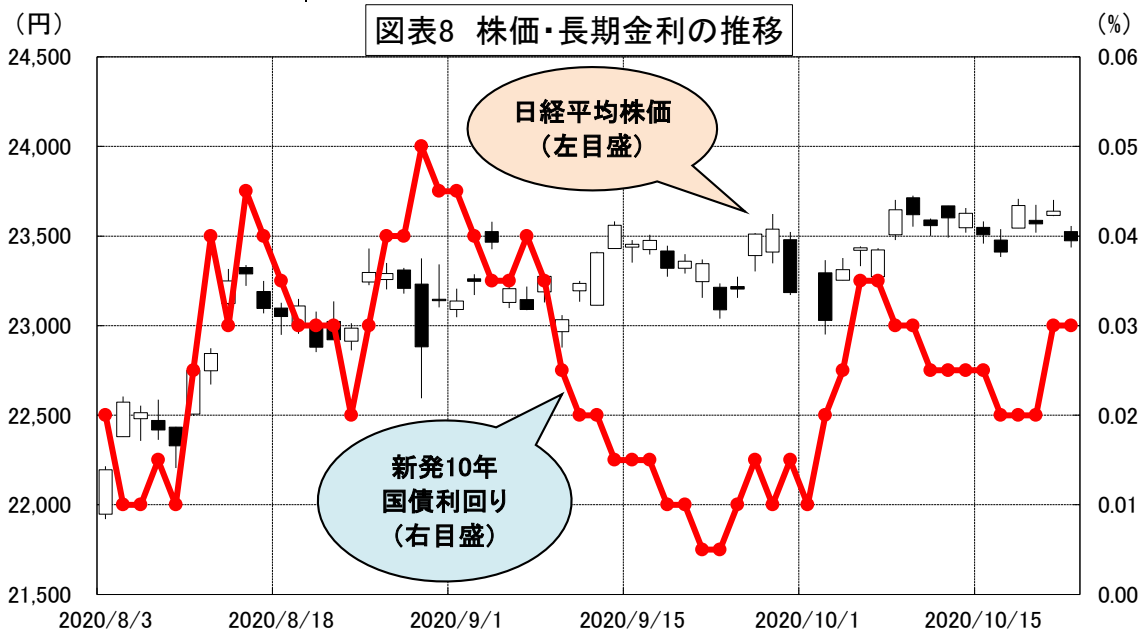
上値の重い展開

新型コロナの世界的な感染拡大から、3 月中旬には一時 16,000 円台まで下落した日経平均株価であったが、3 月下旬以降、主要国政府・中銀による大胆な景気下支え策が打ち出され、大量の流動性が供給されたことなどが好感され、株価は持ち直しに転じた。5 月には内外で経済活動が再開され、景気回復への期待が強まったことから、6 月に入り 23,000 円台まで回復した。しかしながら、世界各地で感染再拡大が散見されるなど、景気の V 字回復は困難との見方も根強く、約 3 ヶ月にわたって 23,000 円台半ばでの上値の重い展開が続いている。

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

大量の過剰流動性が発生しており、株式市場には消去法的に資金が流入しやすい状況であるほか、最大で年間約 12 兆円増のペースまで拡大可能な日銀による ETF 買入れに対する安心感があるものの、先進国を中心に新型コロナの感染再拡大がみられる中、経済・企業活動がコロナ前の水準に向けて回復していく姿は描けないことから、株価が本格的な上昇局面入りするのはしばらく難しいと思われる。

図表8　株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　（注）10月1日の東証は終日売買停止。

ドル円レートは105円台でもみ合い

③ 外国為替市場

新型コロナのパンデミック化により、3 月 9 日には一時 1 ドル＝101 円台まで円高が進む場面もあったが、世界的な株価暴落により「有事のドル」需要が著しく高まり、3 月下旬には 110 円台を回復するなど、春先の対ドルレートはボラタイルな展開が続いた。その後、主要国のコロナ対策が出揃ったことでマーケットは落ち着きを取り戻し、4 月中旬から 5 月下旬にかけては 107 円前後での方向感の乏しい展開が続いた。

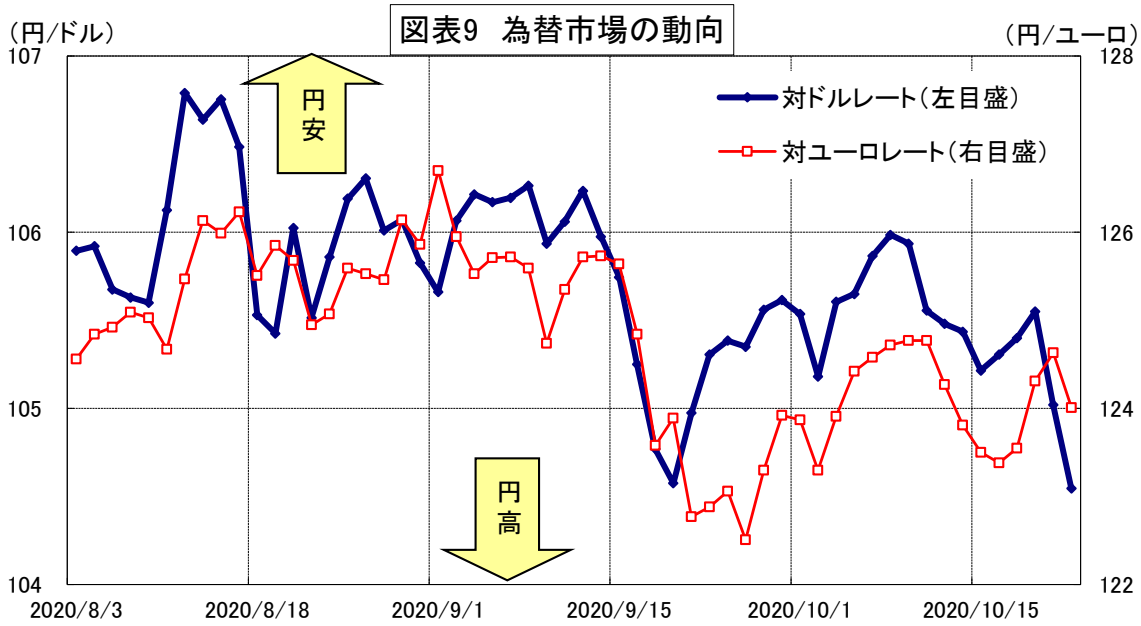
6 月上旬には米国経済の V 字回復期待からドル高が進む場面もあったが、その後は 107 円前後で推移した。直近は米大統領選を控えて動きが乏しくなっており、概ね 105 円台でのもみ合いが続いている。

2%の平均インフレ目標を導入した米国に比べて、日銀の物価安定目標は若干弱いように感じるものの、日米ともに少なくとも現行レベルでの金融緩和を長期間にわたり継続するとみ

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

られるなど、金融政策の方向性に違いがあるわけではない。むしろ、経済復興や景況感の勢いは米国の方が強いことから、金融政策を材料に円高が進行する可能性は薄いだろう。

図表9　為替市場の動向



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

ユーロは 124 円前後でのもみ合い

対ユーロレートについては、8 月上旬にかけてドル過剰感への警戒や新型コロナ復興基金の創設合意などが好感され、ユーロ高の展開となった。しかし、ユーロ高に対する警戒が強まったほか、欧州での新型コロナ感染再拡大などから、9 月下旬にはユーロ高が修正され、直近は 1 ユーロ＝124 円前後でのもみ合いとなっている。

先行きについては、相対的にユーロ圏の景気落ち込みが激しいこともあり、弱含む展開が予想される。

(20.10.22 現在)

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

情勢判断

米国経済金融

緩やかな回復が続くものの、ペースはやや鈍化

～追加財政政策は大統領選後にずれ込む可能性も～

佐古　佳史

要旨

米国経済は緩やかな回復が続いているものの、回復ペースは労働市場や製造業を中心にスローダウンしているとみられる。また、インフレ率についても、コロナ禍での需要不足が続く限り、鈍化傾向が続くだろう。

先行きについても、緩やかな回復が継続すると見込まれるが、新型コロナウイルスの新規感染者数が増加していることもあり、下押し圧力の顕在化には警戒を要する。また、共和・民主党間では追加財政政策に関する協議が続いているものの、その実施は大統領選後にずれ込む可能性が高く、景気の下支えにはしばらく時間がかかりそうだ。

間近に迫った大統領選

11 月 3 日の大統領選挙を間近に控えるなか、新型コロナウイルス対策の拙さから高年齢層の支持率が低下したことで、トランプ大統領がバイデン民主党候補に後塵を拝しているとの報道も見られる。また、郵便投票の増加に伴い選挙結果の判明が後ずれするとの指摘もあり、トランプ大統領のスタンスと相まって、例えば選挙結果の確定を待たずに一方的に勝利宣言をするなど、一波乱起こる可能性も否定できないが、まずは選挙結果を見守りたいところだ。

なお、4 年前の大統領選の反省もあり、ツイッターやフェイスブックなどのソーシャルネットワークサービス（SNS）では、選挙に関する一部の報道や投稿、広告には規制がかかるようになっている。

景気の現状：回復ペースはやや鈍化

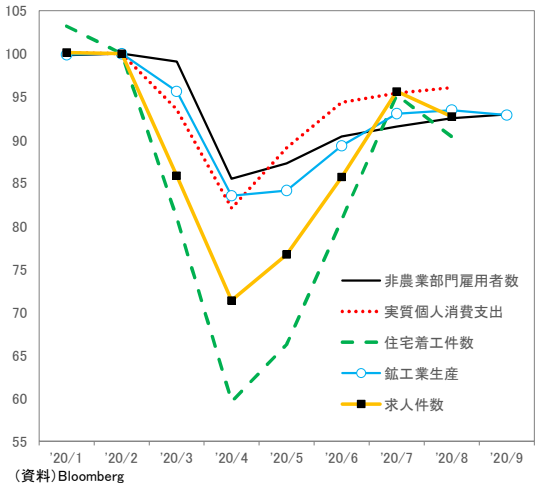
以下では、足元の経済指標を確認してみよう。全般的な傾向としては、米国経済は緩やかな回復基調にあるものの、そのペースはやや鈍化していると考えられる。

消費については、底割れは回避できたものの、失業給付金の上積み措置が 7 月末で終了した結果、消費の回復ペースが鈍化したとみられる。8 月の実質個人消費支出は前月比 0.7%と回復が続いているが、7 月の同 1.1%からは鈍化した。9 月の小売売上高は同 1.9%と 8 月の同 0.6%から消費拡大ペースが加速したものの、失業者への追加財政支援が遅れるなかで、消費の回復ペースは再び鈍化すると見込まれる。

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

雇用環境を表す代表的な指標である非農業部門雇用者数の 9 月分は前月から 66.1 万人増と、8 月の同 148.9 万人増からは減速となった。ピークだった 2 月比では依然として 1,074 万人分の雇用が喪失したままである。失業率は前月から 0.5 ポイント低下の 7.9%となった。また、足元では新規失業保険申請件数が緩やかに増加に転じたのも気がかりである。失業者に占める恒久的失業者の割合が高まっていることもあり、労働市場の回復は緩慢といえる。

図表1 主要な指標の推移(20年2月=100)



(資料)Bloomberg

図表2 NY連銀 週次経済指数

(資料)NY連銀、Bloomberg

10 月のミシガン大学調査消費者マインド指数（速報値）は 9 月から 0.8 ポイントの上昇となる 81.2（現況指数 84.9、期待指数 78.8）となった。併せてミシガン大学からは、雇用の伸びの鈍化と追加支援策の不在から現況指数が 9 月から低下したことが報告されている。

企業マインドをみると、9 月の ISM 指数は製造業（55.4%）、非製造業（57.8%）ともに判断の節目となる 50%を上回り、堅調に推移している。しかし、製造業の雇用指数は 50%割れが続いており、9 月の鉱工業生産も前月比▲0.6%となるなど、特に製造業は一本調子での回復とは言い難い。

こうしたなか、設備投資は米中対立の激化やコロナ禍の不確実性の高まりなどから戻りは弱いと思われるものの、先行指標であるコア資本財受注をみると、コンピュータ、電子製品がけん引したことで 8 月は直近のピークを更新し 2 年ぶりの水準まで回復した。今後も高水準が維持できるか注目される。

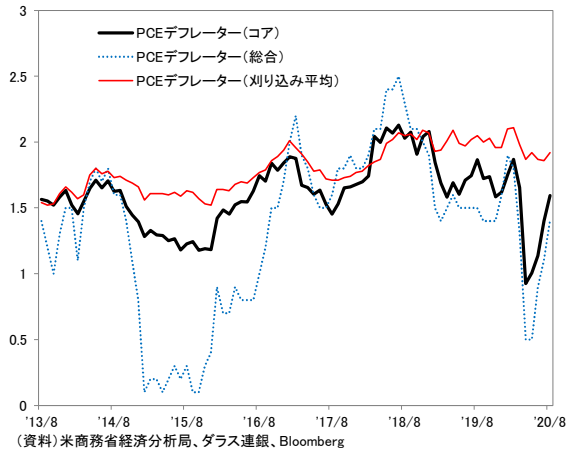
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

鈍化見通しのインフレ率

インフレ率については、コロナ禍での弱い需要を反映して鈍化傾向が続くとみられる。8 月のコア PCE デフレーターは前年比 1.6%と FRB の目標の 2%を下回って推移している。また、9 月の消費者物価指数は同 1.7%であった。内訳をみると中古車・トラックや食料品、住宅価格の値上がりが目立つ。

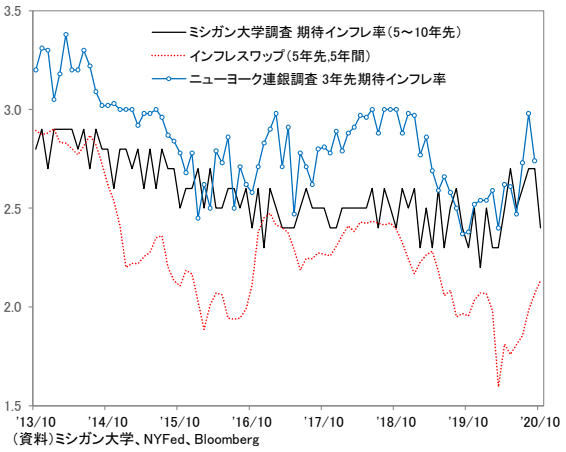
足元の期待インフレ率はやや振れ幅が大きく、「コロナ前」である 2 月から比べるとわずかに上昇しているといえるが、インフレ率の加速に対する警戒が必要というほどでは決してない。コロナ禍での需要不足が続く限り、インフレが昂進するとは考えづらいだろう。

図表3 PCEデフレーターの推移



（資料）米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

図表4 期待インフレ率の推移



（資料）ミシガン大学、NYFed、Bloomberg

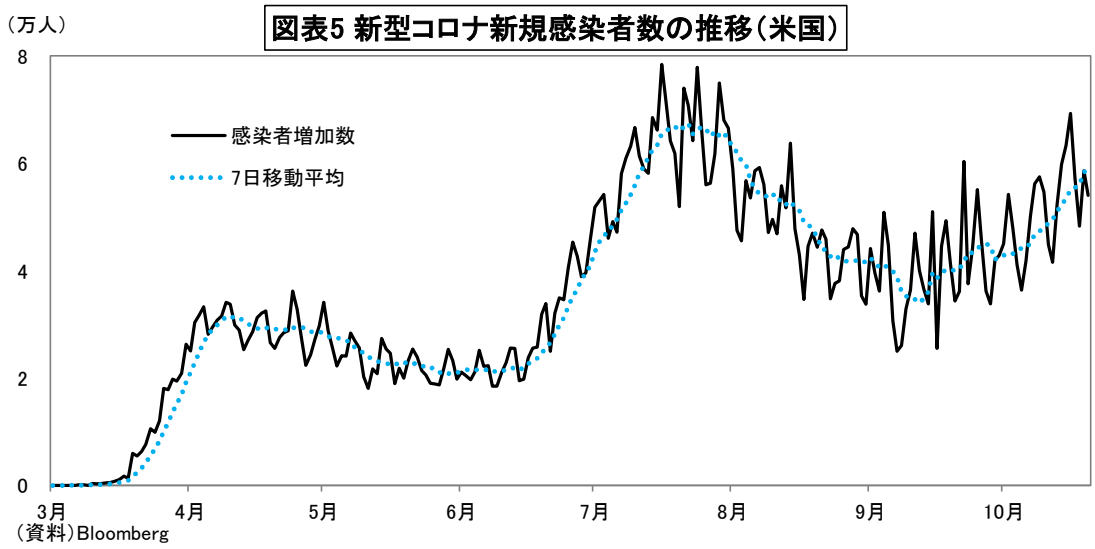
景気の先行き：緩やかな回復を想定も下押し圧力に注意

さて景気の先行きを考えてみると、緩やかな回復シナリオを想定しているものの、秋～冬にかけて新型コロナウイルスの感染拡大が懸念され、景気への下押し圧力が顕在化する可能性にも注意が必要になってきた。

FOMC 参加者がしばしば指摘するように、金融政策による景気刺激策には限界があり大幅な需要不足を財政政策で支える必要がある。一方で、協議は続いているものの共和党と民主党の対立から追加支援策の実施は大統領選後となる可能性が高まっており、景気下支えにはしばらく時間を要する。なお、コロナ対策を巡っては民主党の方が財政政策に積極的なこともあり、短期的には景気浮揚効果が高いと思われる。

こうしたなか、10 月に公表された IMF 世界経済見通しでは 20 年の米国経済成長率は 7 月から 2.3 ポイント上方修正され、▲5.8%、21 年は同 0.9 ポイント下方修正の 3.9%となった。このため、20 年下期は、前期比年率 8%程度の成長を見込んでいることとなる。

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



（資料）Bloomberg

長期金利：緩やかな上昇を予想

最後に、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では8月半ばにかけて、市場期待ほどはハト派的ではなかったFOMC議事要旨や、大規模な国債入札を受けて金利は上昇し、10年債利回りは0.7%を上回る場面も見られた。9月に入ると失業率の低下を受けて金利が上昇する場面も見られたが、概ね0.6%～0.7%での推移となった。10月は追加財政政策への思惑もありやや利回りが上昇する場面も見られたが、概ね0.6～0.7%での推移となった。

先行きについて考えてみると、当面完全な形での経済活動再開は難しいと思われるが、大統領選を経て議会のねじれ状態も解消されれば、財政支出拡大による国債発行増の可能性が高まるのではないだろうか。以上から、利回りは緩やかな上昇を見込む。

（資料）Bloombergより農中総研作成

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

株式市場：ボラティリティの高まりを予想

また、株式市場では、8 月に入ると想定されたほどは悪くない企業決算を背景に、アップルの時価総額が米国企業で初めて 2 兆ドルを突破（19 日）するなど大手 IT 銘柄がけん引する形でダウ平均は上昇した。一方で、9 月は大手 IT 銘柄を中心に調整局面を迎え、一旦 26,500 ドル付近まで下落した。10 月は再び緩やかに上昇しているが、追加財政政策が決まらないなかで上値の重い展開となっている。

先行きについては、21 年は業績の改善が見込まれている一方で、20 年末までの業績見通しは弱く、足元のバリュエーションの高止まりは否めない。バイデン民主党候補の大統領選勝利が株価に織り込まれている可能性も指摘されているものの、目先は大統領選の結果とその後に実施される追加財政政策の内容次第といえるだろう。また、選挙結果が早期に決まらない恐れもあり、株式市場ではボラティリティが高まる場面が生じると思われる。

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

図表7 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
FOMCメンバー 投票権あり	パウエル議長	−1	10/6 10/19	財政政策が弱いと景気回復も緩慢に デジタル通貨発行の決定を下していないが、研究は継続
	ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	−1	10/7 10/16	一部産業のほか芸術活動の苦境は続くと予想 経済の先行きは感染拡大や人々の感染防止行動、ワクチン次第
	クラリダ副議長	−1	10/14 10/19	コロナ以前への回復には長い時間が必要な点を強調 コロナ以前への回復には時間がかかり、財政金融政策が必要
	ブレイナード理事	−1		民主党政権の財務長官候補？
	ボウマン理事	？		
	クオールズ副議長	？	10/14 10/15	国債市場の拡大により、ストレス時に民間が対応できない可能性 短期金融市場にも強い規制が必要かもしれない
	ハーカー総裁（フィラデルフィア）	1	10/2	完全雇用到達前に、インフレを懸念した予防的な利上げはしない
	カプラン総裁（ダラス）	0	10/8	FEDは金融緩和をしたが、所得補償は財政政策の担当
	カシュカリ総裁（ミネアポリス）	−2	10/11 10/15	多数の小企業が破産、回復は非常に緩慢 規制に反対する銀行を批判
	メスター総裁（クリーブランド）	0〜1	10/5	長期債の購入を検討することに好意的
FOMCメンバー 投票権なし	エバンス総裁（シカゴ）	0	10/9 10/20	ゼロ金利政策、資産買い入れ、財政政策を必要に応じて行うべき 21年の経済回復見通しについてやや楽観的
	バーキン総裁（リッチモンド）	0〜−1	10/9 10/14	財政政策をさらにやれば、さらに効果がある 新規感染者数の増加で不確実性が増し、雇用と投資に懸念
	ボスティック総裁（アトランタ）	0〜1	10/18 10/19	セクターによって回復はまちまち 恒久的な失業の増加が景気回復の足枷になりうる
	デイリー総裁（サンフランシスコ）	−1	10/15	金融政策は最適な状態。財政政策を期待
非FOMCメン バー 投票権なし	ジョージ総裁（カンザスシティー）	1	10/8	FEDは債券購入で透明性を確保すべき
	ブラード総裁（セントルイス）	−2	10/16	コロナウイルスへの対処ができれば労働市場は急回復する
	ローゼングレン総裁（ボストン）	2	10/8	財政政策が必要

（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。
21年は、メスター、ハーカー、カプラン、カシュカリ総裁に代わり、エバンス、バーキン、ボスティック、デイリー総裁に

9月は平均インフレ目標の是非や、利上げのタイミングと判断材料などをめぐり、FOMC参加者の意見の相違があったものの、10 月は財政政策の必要性や悲観的な景気見通しで概ね意見の一致が見られた。追加財政政策が実施された後は、景気判断に関する意見が増えると思われる。

（20.10.21 現在）

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

情勢判断

中国経済金融

緩やかながらも正常化が進む中国経済

～先行きは決して楽観視はできない～

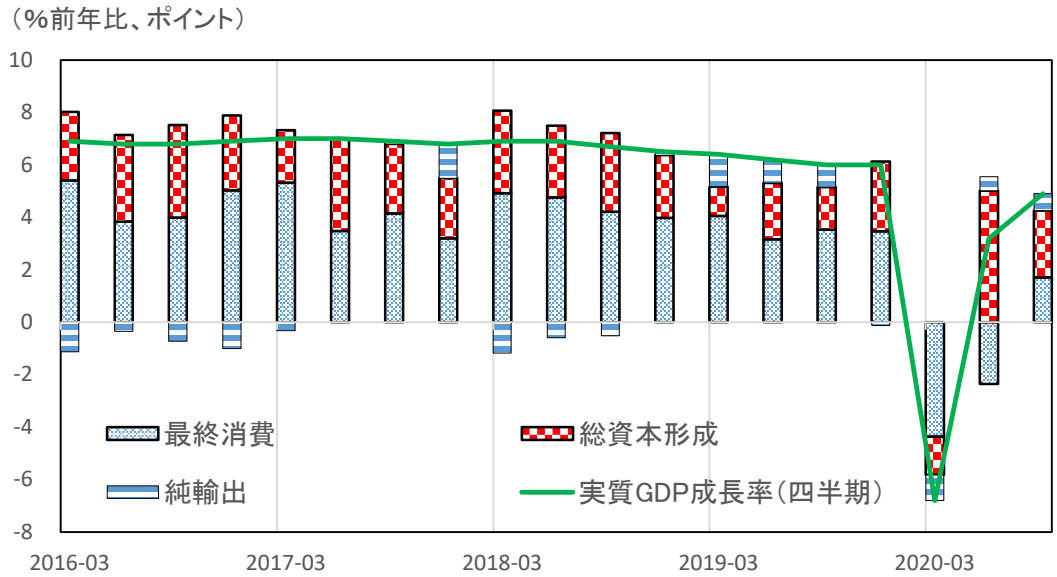
王　雷軒

要旨

2020年7～9月期の実質GDP成長率は前年比4.9%、前期比2.7%と2四半期連続のプラス成長となった。1～3月期（同▲6.8%、同▲10.0%）の急落から緩やかながらも順調な回復は継続していることが確認できた。

先行きについても、緩やかな回復は続くものの、当面は外需に大きな期待ができず、内需の回復テンポが緩慢であるほか、新型コロナウイルス感染再拡大のリスクもあり、決して楽観視はできない。

図表1 中国の実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



（資料）中国国家統計局、Windデータより作成

7～9月期は2四半期連続のプラス成長となったものの、先行きは決して楽観視できない状況にある

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封じ込め策を受けて経済活動が大きく制限された結果、1～3月期の実質GDP成長率は前年比▲6.8%、前期比▲10.0%となった。

その後は、新型コロナの感染拡大が沈静化したのを受けて、外出規制の緩和や都市封鎖の解除などが行われたほか、政府の経済対策の効果も手伝って、経済活動は正常化しつつある。そ

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

の結果、7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.9%、前期比 2.7%と 4～6 月期（同 3.2%、同 11.7%）から 2 四半期連続のプラス成長となった（図表 1）。

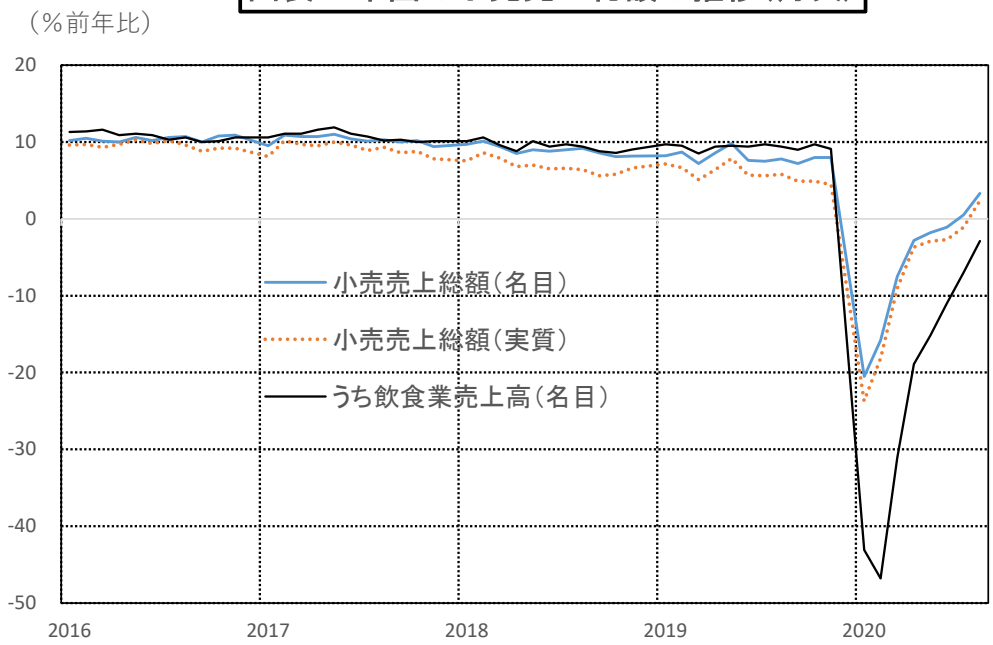
また、7～9 月期の実質 GDP 成長率に対する需要項目別の寄与度からは、最終消費 1.7 ポイント、総資本形成 2.6 ポイント、純輸出 0.6 ポイントと、これまで大きく落ち込んでいた消費もようやくプラスに転じたことが分かる。

一方、1～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 0.7%となり、プラス成長へ転換した。この 0.7%成長に対する需要項目別の寄与度は、最終消費▲2.5 ポイント、総資本形成 3.1 ポイント、純輸出 0.1 ポイントと、総資本形成が経済回復に大きく貢献していることが特徴である。

いずれにしても、経済活動の再開などを受けて他国に先んじで中国経済は緩やかながらも正常化に向かいつつあると言えよう。しかしながら、後述の通り、先行きは決して楽観視できない状況にあると思われる。

以下、9 月の主要経済指標の動向をまとめたうえで、今後の経済見通しや注目点を述べたい。

図表2　中国の小売売上総額の推移（月次）



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は20年9月。

9 月の小売売上総額（名目）は前年比

まず、消費については、9 月の小売売上総額は名目（3.5 兆元）で前年比 3.3%と 8 月（同 0.5%）から加速した。物価変動を除い

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

3.3%と加速したものの、新型コロナ前の水準との乖離は依然大きい

た実質ベースでの変動率も前年比2.4%と20年入り後で初めてプラスに転じた（図表2）。

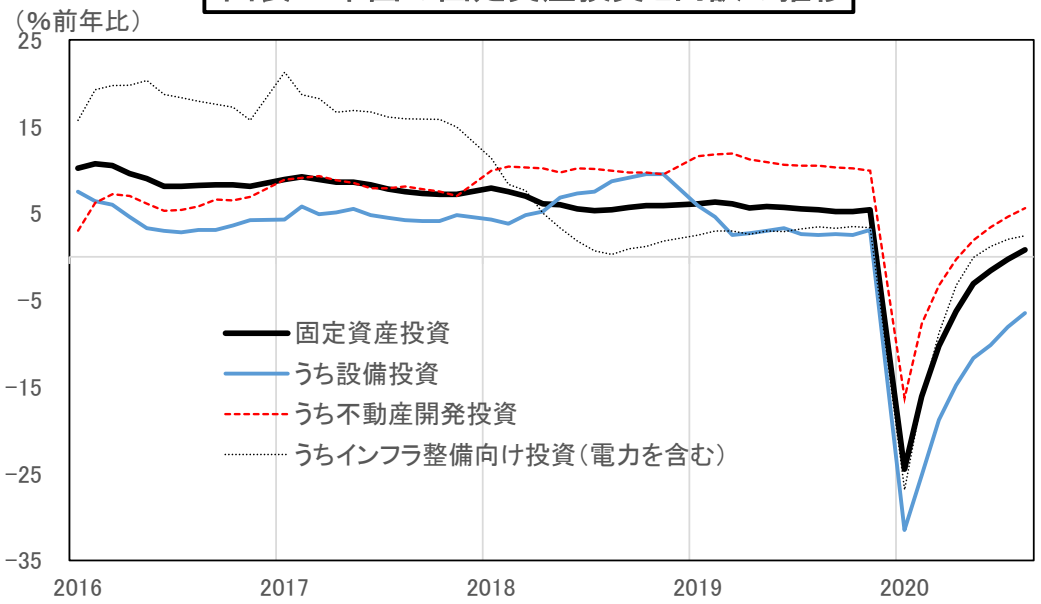
詳細にみると、1～9 月期の小売売上総額は名目で同▲7.2%だが、このうち、全体の24.3%を占めるネット販売を通じた小売売上総額（財のみ）は同15.3%と引き続き底堅く推移した。また、9月の自動車販売額（0.39兆元）は同11.2%と引き続き底堅く推移したほか、飲料、酒類・タバコ、衣類などの販売額も持ち直しつつあるなど、消費を下支えした。

一方、9月の飲食業売上高は同▲2.9%と減少率は縮小しつつあるが、依然マイナスのままであったほか、ガソリン、家具、家電・音響機器の販売額もそれぞれ同▲11.8%、▲0.6%、▲0.5%と弱い動きが続いた。

足元、10月に入っても消費は緩やかな回復が続いていると見られる。商務部によると、国慶節・中秋節大型連休中（1～8日）の小売・飲食企業の売上高は1.6兆元で、1日当たりの平均売上高は前年比で4.9%となった。

とはいえ、現在の消費は緩慢な回復にとどまり、新型コロナ前の水準との乖離は依然大きく、所得・雇用環境の一層の改善、消費促進策の更なる拡充が求められよう。

図表3　中国の固定資産投資と内訳の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、（注）年初来累積、直近は1～9月期。

1～9 月期の固定資産投資は前年比0.8%と

また、投資については、20年に入り年初来累計で前年割れが続いてきたものの、1～9月期の固定資産投資は前年比0.8%と

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

プラスに転じたものの、設備投資の低迷やインフラ整備向け投資の低調さに変わりはない

ようやくプラスに転じた（図表 3）。

しかし、詳細にみると、投資分野別では、不動産開発投資は同 5.6%と底堅く推移したものの、設備投資は同▲6.5%と依然大幅なマイナスが続いたほか、インフラ整備向け投資（電力を含む公共投資）も同 2.4%と、想定したほどの大幅な伸びは依然見られなかった。

すでに発行された特別国債(1 兆元)に加えて公共投資の財源となる地方債（専項債）も 9 月末時点で 20 年度計画額（3.75 兆元）の 90%分が発行されたものの、地方政府の財政事情は依然厳しい状況にあるため、水利建設プロジェクト・公共衛生施設建設といった公共投資に回す財源は限られていた可能性が高い。

また、設備投資の低迷の背景には企業のバランスシートの調整に加えて外需の弱さが挙げられる。

投資主体別では、民間投資は同▲1.5%と固定資産投資全体を下回り前年割れ状態が続いたが、国有企業による投資が同 4.0%と比較的底堅く、投資全体を下支えした。

先行きについては、財政金融対策の効果からインフラ整備向けの投資が緩やかな回復を続けると見込まれるほか、不動産開発投資も引き続き底堅く推移すると見られることから、持ち直しの動きは続くだろう。

ただし、企業のバランスシート調整が進行中のため、設備投資が増加に転じるには時間がかかることなどから、水準自体が大幅に高まる可能性は高くないと思われる。

9 月の輸出は前年比 9.9%と堅調さを維持も先行きには不透明要因がくすぶる

貿易に目を転じると、9 月の輸出額（ドルベース）は前年比 9.9%と 8 月(同 9.5%)からやや加速したほか、輸入額は同 13.2%と 8 月（同▲2.1%）から大幅に伸びたことで、貿易収支は 370 億ドルの黒字となった（図表 4）。

輸出が堅調に推移している背景として、海外の経済活動が再開したことで外需の復調が見られたほか、国内の大きな循環を主体とし、国内と海外の 2 つの循環が相互に促進し合って経済成長の好循環を再構築しようとする政府の「双循環」の方針下、当局の輸出促進策による押し上げ効果も生じたことが挙げられる。

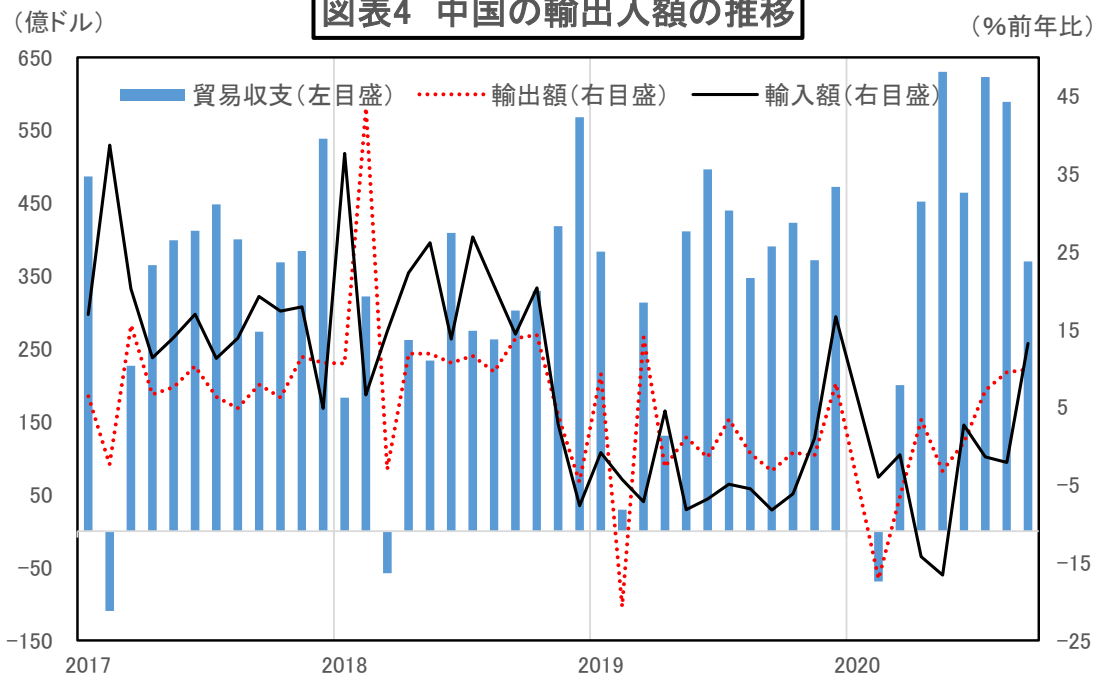
先行きの輸出については、海外の経済活動の緩やかな回復が続くと見込まれるほか、新型コロナ感染拡大が続いている国や

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

地域では、マスクや医療機器の需要が依然旺盛であることなどから、堅調な推移は続くと思われる。

ただし、欧州での新型コロナ感染再拡大を受けたロックダウン再導入などにより欧州向けの輸出が停滞する可能性もあるほか、米国大統領選でバイデン氏が勝利したとしても、すぐには米中関係を改善する可能性が高くないと見られ、米中摩擦の激化も懸念材料となることから、大幅な加速は見込みにくい。

図表4　中国の輸出入額の推移



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は20年9月。

9 月の鉱工業生産は一段と加速し、新型コロナの影響をほぼ克服

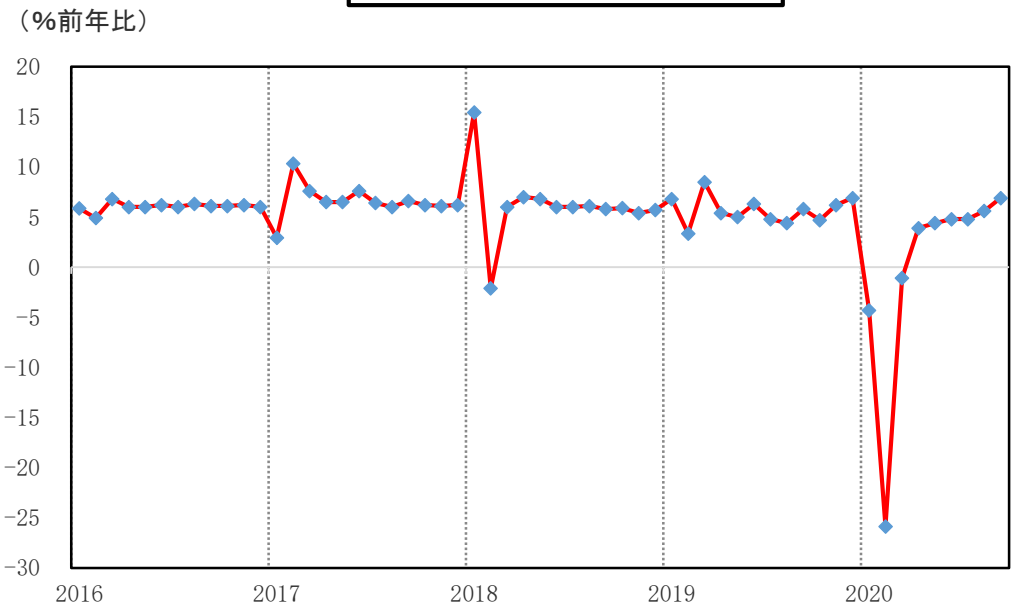
前述の通り、内需（消費＋投資）が緩やかながらも正常化に向かいつつあるなか、9 月の鉱工業生産は前年比 6.9%と 4 月（同 3.9%）、5 月（同 4.4%）、6 月（同 4.8%）、7 月（同 4.8%）、8 月（同 5.6%）から徐々に加速してきた（図表 5）。

企業のセンチメントを表す指標である製造業 PMI も 51.5 と 8 月（同 51.0）から上昇し、7 ヶ月連続で景気判断の分岐点となる 50 を上回った。サブ指数をみると、新規輸出受注は 50.8 と 50 を上回ったものの、雇用は 49.6 と回復基調にあるが、50 割れ状態が続いている。

また、9 月の非製造業 PMI は 55.9 と 8 月（同 55.2）から小幅上昇した。とりわけ、前述の不動産開発投資の加速を受けて建築業は 60.2 と 50 を大きく上回る水準で推移している。

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

図表5　鉱工業生産の動向



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は20年9月。

先行きについては、経済回復は続くものの、決して楽観視できない

以上の内容を踏まえると、中国経済は内需（消費＋投資）もようやくプラスに転じるなど正常化に向かいつつある状況にある。今のところ、財政金融政策の効果が期待され、10～12 月の成長率は前年比 6%台、20 年通年では 2%台の成長という経済見通し（8 月時点）に変更はない。

しかしながら、前述の通り、海外情勢の不透明要因がくすぶるなか、設備投資の低迷が当面継続することや、想定したほど公共投資が加速しておらず、所得・雇用の厳しさなどを受けて消費回復テンポの緩慢さが続くと見られるほか、新型コロナの感染再拡大のリスクもある。

そのため、先行きの中国経済は、緩やかな回復は続くものの、決して楽観視できない状況にあるとみている。引き続き、米中関係のほか、財政金融政策の実施状況などに注目したい。

（20. 10. 21 現在）

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

分析レポート

欧州経済金融

世界大戦とコロナ危機、その類似点と相違点

～欧州の物価動向や財政改革について示唆するもの～

山口　勝義

要旨

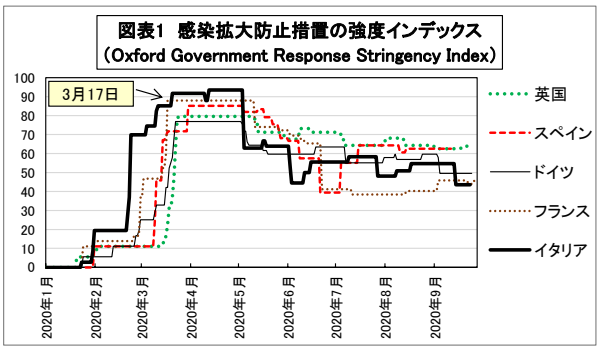
世界大戦の経験は様々な示唆を与えてくれる。物価動向については戦後に類似した経路をたどるとは考えにくい一方で、財政改革に果たす金融政策の役割は戦後同様に重要なものとなる可能性がある。その際には資産バブルの発生という歪みを伴うことが見込まれる。

はじめに

マクロン仏大統領は3月16日のテレビ演説で、フランス国民は新型コロナウイルスとの間で戦争状態にあると繰り返し強調した。これは、従来の飲食店などの営業時間の制限に加え、翌17日から全土で外出規制という異例の措置に踏み切るに当たり、国民の感染症拡大に対する危機感を高め、厳しい措置の導入に理解を得るための発言であった（図表1）[注1]。

感染症の拡大を戦争になぞらえたこの仏大統領の発言は、上記の本来の意図とは別に、経済的な見地からすれば、一面でコロナ危機の本質を突いたものであった。というのも、今回の危機は供給と需要の双方に直接的なダメージを与えた点で、世界がこれまでに経験したことのない、むしろ戦時経済に類似した特性を有する危機であったからである。

つまりコロナ危機では、経済の供給面でサプライチェーンの機能不全により生産が停止するとともに、需要面では人の移動や接触の制限により消費が大きな打撃を被った。これは、過去の石油危機（インフレと金利上昇）や通貨危機（通貨下落と資本逃避）、金融危機（資産価格下落と銀行財務悪化）や財政危機（資本逃避と金利上昇）などとは性格が大きく異なる、正



（資料）Our World in Data のデータから農中総研作成

に戦争の勃発による経済活動の突然の停止に似通った類の危機であった。なかでも、IT（情報通信）やEコマース（電子商取引）、ヘルスケア（健康管理）などの例外的に追い風を受けた一部の業種を除き、飲食店など、サービス部門の個々の経済主体をも含む極めて広い範囲に、同時かつ直接的に多大な打撃が及んだことは、通常の経済ショックでは見られない特徴的な現象であった。

このため、今後の欧州の経済情勢を見通す上で、世界大戦中や戦後の動向が参考になるとの見方がある。しかし両者の間では異なる事情も存在しており、軽々に判断できない側面もある。大戦前後まで遡る欧州の経済データは限られているが、イングランド銀行（BOE）の長期データをもとに、大戦の経験が現在に何を示唆するのか、検討することとしたい。

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

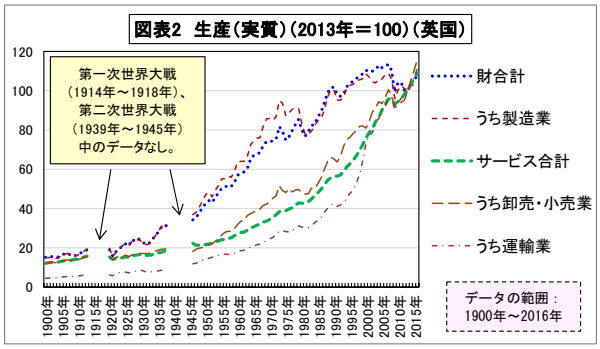
大戦の経験に基づくコロナ危機の論点

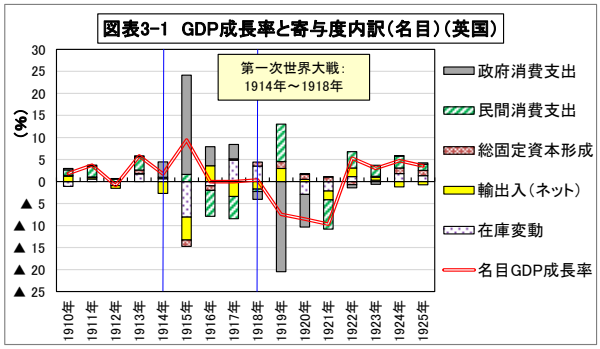
BOE の長期データは一部で欠落があるなど必ずしも万全なものではないが、世界大戦以降の推移をたどるには十分有用である（図表 2)。そこで本稿の検討を始めるに当たり、まず、この BOE のデータにより両大戦時の英国経済の特徴的な動向を確認し、これを踏まえてコロナ危機を巡る論点を洗い出すこととする(注 2)。

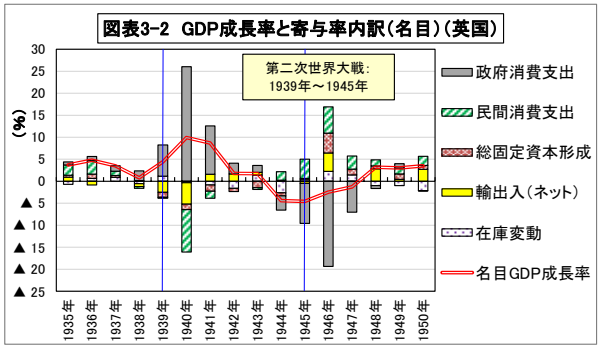
第一次・第二次の両大戦に共通する特徴としては、開戦直後には政府支出の拡大により経済成長は大幅に押し上げられたものの、その後はその伸びの鈍化とともに戦中を通じて経済成長の低迷が続いた状況が確認できる。また戦争終結後のしばらくの間は、民間の消費や投資は急速に回復したにもかかわらず、それ以上に政府支出が縮小したことが経済成長上の負担となったことも見て取ることができる（図表 3-1、3-2)。加えて、戦中から戦後にかけて消費者物価の大幅な上昇が生じたことが示されている（図表 4)。

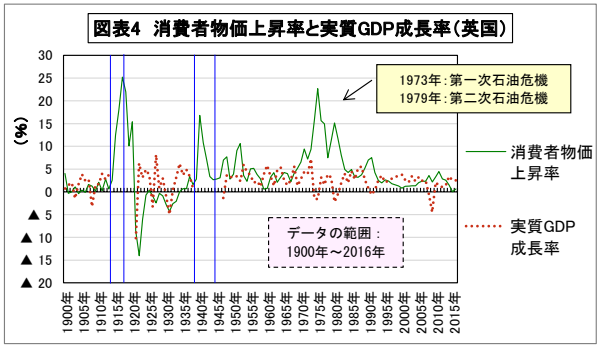
こうした英国経済の動向は、戦中・戦後には概ね各国に共通した現象であったと考えられる。それは、通常、戦時には政府の軍事関連支出が拡大する一方で、労働力人口の大部分が徴兵されるとともに生産設備やインフラが物理的に破壊されるため軍需産業などの一部の例外を除き生産は縮小を余儀なくされること、家計消費についても大方は生活に必要な消費に限定されること、また戦中・戦後には生産力の低下や復興需要の急速な高まりなどにより物価上昇が生じやすいことなどは、英国に限らず各国で共通に見られる現象であると考えられるためである。

以上の検討を踏まえ、大戦の経験が欧州経済全体に与える論点としては、特に









（資料）図表 2～4 は、BOE データから農中総研作成

次の 2 点が重要ではないかと考えられる。第一にコロナ危機で供給面の打撃を被った経済が今後、早い時期にインフレに見舞われるのではないかという点であり、第二にはコロナ危機で拡大した政府債務残高の改善に向けて、戦後の経験が何らかの参考にはならないかという点である。

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

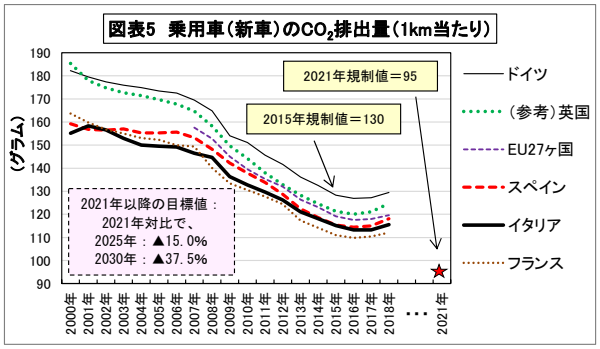
今後の物価動向と財政改革の行方

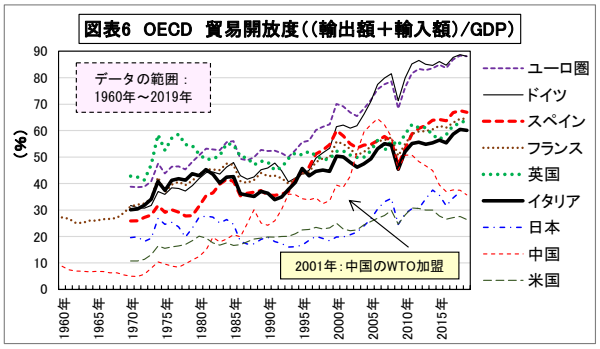
このうち、まずインフレの可能性であるが、コロナ危機を巡っては復興需要の急速な高まりにより需給が引き締まった戦後とは事情が異なる点が多々あるため、供給面の打撃という類似点のみに着目して早期のインフレの到来を見込むことには無理があるように考えられる(注3)。

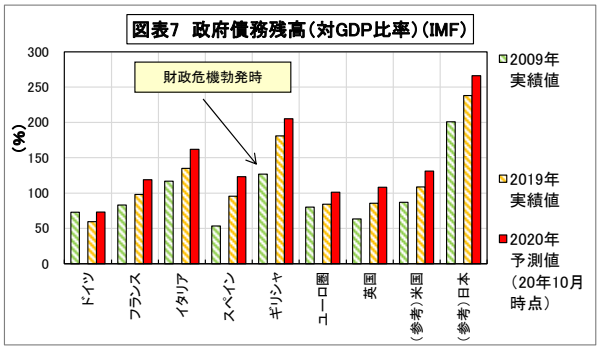
戦後には生産設備、インフラ、家屋などを早急に元通りに再建することが何よりも優先する課題であったのに対し、今回は感染症拡大の直接的な影響に働き方や生活の見直しの定着も加わり、産業構造自体に変化が生じつつあるという違いがある(注4)。しかも、同時に様々な技術革新が進行中であり、また環境対策の重要性も増しているほか、世界貿易の拡大が成長を後押しした戦後とは異なり反グローバル化の動きも強まっている(図表5、6)。

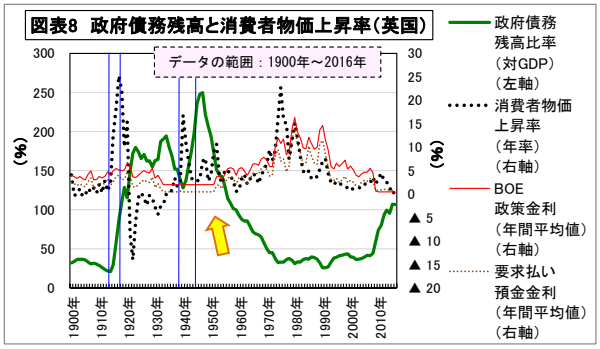
このためコロナ危機後には先行きに不透明感が残り、投資需要は慎重で選別的なものにならざるを得ないものとみられる。一方の消費需要についても、政策のシフトなどで今後、失業者が増加する展開も見込まれ、安定的な回復は期待しづらい事情がある(注5)。このように需要の停滞で、逆にデフレ圧力が強まる期間が長引く可能性が大きいものと判断される。

次に財政問題については、コロナ危機により改めて重要かつ困難な課題として浮上しているが、第二次大戦中の政府債務残高の急上昇に対しては、英国や米国などでは戦後のインフレ期に、金利水準を低位に留める「金融抑圧（Financial Repression)」の政策で国債費を抑制し、対処したとされている(図表7、8)(注6)。確かに現在は当時の規制金利の時代とは異なるものの、増税や高成長による税収









（資料）図表5はEurostatの、図表6はOECDの、図表7はIMFの、図表8はBOEの、各データから農中総研作成

増が期待し難い中では、やはり欧州中央銀行（ECB）が資産買取り（QE）を含む緩和策を長期間にわたり継続する、かつての「金融抑圧」に類似した政策対応を担い、その間に徐々に財政改革を図る以外に対応策は乏しいのではないかと考えられる。

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

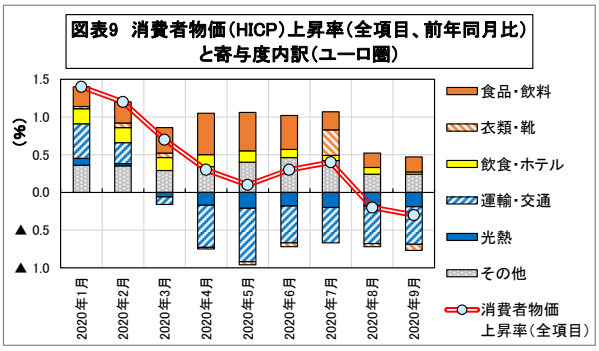
おわりに

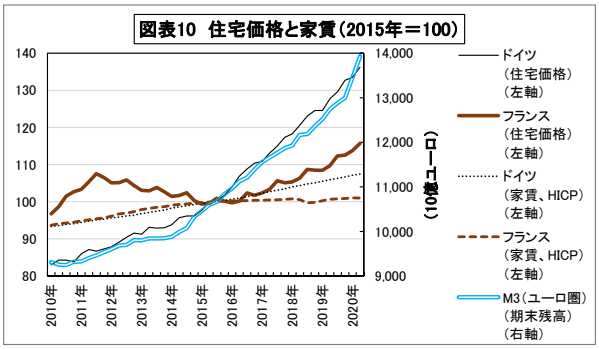
こうして、仮に今後、緩やかながらも需給ギャップが縮小し物価動向が改善に向かった場合にも ECB が緩和策を継続する場合には、潤沢な資金供給と過度に低く抑えられた実質金利により実体経済に歪みを生じる可能性がある。

ここで足元の消費者物価（HICP）の動向を確認すると、まずデフレ圧力の強まりが認められる（図表 9）。これには原油価格の下落やユーロ高、ドイツでの付加価値税率の引き下げの影響などが働いているとみられるが、エネルギー価格などを除くコアについても上昇率はやはり低調である。次に HICP の一項目である家賃と資産価格である住宅価格を対比すると、両者の格差が明らかである（図表 10）。

つまり、伸びが緩やかな家賃に対し住宅価格が上昇の勢いを強める気配があるほか、ドイツなどではマネーサプライ（M3）の拡大と歩調を合わせる形での上昇となっている。これは、ECB の緩和策が長期化すれば、物価上昇率が回復する以前に資産バブルが表面化することを示す、ひとつの兆候ではないかと考えられる。

以上の検討を通じて見れば、世界大戦の経験はコロナ危機下の我々に様々な示唆を与えてくれることになる。今後、物価動向については戦後に類似した経路をたどるとは考えにくい一方で、財政改革の過程で果たす金融政策の役割は戦後同様に重要なものとなる可能性がある。そしてこの財政改革の金融緩和への継続的な依存は、資産バブルの発生という歪みを伴うことが見込まれる。（20.10.21 現在）





（資料）図表 9 は Eurostat の、図表 10 は Eurostat および ECB の、各データから農中総研作成

（注 1）フランス全土で 3 月 17 日正午から適用されたロックダウン（都市封鎖）は、食料品の購入や医療機関の受診などの例外的な場合を除き外出を禁止する措置であり、違反者には罰金が科された。

（注 2）本稿で使用した BOE のデータは、次による。
https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2010/q4/the-uk-recession-in-context-what-do-three-centuries-of-data-tell-us

（注 3）コロナ危機後にインフレを見込む根拠には、サプライチェーンの再構築や分散化などに伴う生産コストの上昇、厳格な健康管理（リモートワーク等）の導入による生産性の低下、などの供給側の要因がある。

（注 4）コロナ危機の影響は今後も長期間にわたり残存し、観光・レジャー・スポーツ、宿泊、飲食、伝統的小売、航空、鉄道、都心などが悪影響を受ける一方で、IT、テレコム、E コマース、ヘルスケア、食材、郊外などが好影響を受けるなか、全体的な産業構造が悪影響を受ける業種から好影響を受ける業種に重点を移していくとみられている。また、投資需要の回復については、そもそも終戦と言う明確な終息点がある大戦とは異なりコロナ危機ではこれが明確となりにくいことが、需要の回復に影響を与える可能性もある。

（注 5）この点については、次を参照されたい。
・ 山口勝義「コロナ禍の欧州経済、デフレかインフレか？」（『金融市場』2020 年 10 月号所収）

（注 6）この点については、例えば次を参照されたい。ここで Krueger は、「金融抑圧」は国債費を抑制し財政改革を推し進める上で相応の効果があった一方で、インフレを助長し経済成長を阻害するなどの弊害を伴っていたとする見解に言及している。
・ Anne O. Krueger（Aug. 20, 2020）“Financial Repression Revisited?”

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

連載

金融機関の新潮流〈第 25 回〉

コロナ不況下、本業支援に注力する大東京信用組合

古江　晋也

要旨

東京都港区に本店を置く大東京信用組合は、新型コロナの感染拡大を受け、3 月中旬に新型コロナに対応したプロパー商品を開発することで資金繰り支援を行うとともに、6 月からは「新型コロナウイルス感染症対応プロジェクトチーム」を本部に設置し、外部専門家・外部専門機関との連携による「伴走型の本業支援」を実施した。また売上高が激減した取引先事業者の商品やサービスを約 10 万人の組合員に紹介する「助け合いプロジェクト」を展開することで、取引先事業者の売上高向上をめざしている。

はじめに

2020 年 1 月中旬、新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）の感染者が国内で初めて確認されて以降、東京都では新型コロナへの警戒感が一気に高まった。当初は、飲食サービス業や宿泊業など特定業種の売上が急激に落ち込んだが、外出自粛要請や「緊急事態宣言」の発令などを受け、ほどなくあらゆる業種が影響を受けた。

このような状況のなか、取引先への金融支援に加え、外部専門家を活用した経営支援や、新型コロナの感染拡大の影響を受けた取引先の商品やサービスなどを約 10 万人の組合員に紹介し、販売などを助け合い、売上に貢献する取り組み「だいしん“地域応援！助け合いプロジェクト”」（以下、助け合いプロジェクト）を展開しているのが、東京都港区新橋に本店を置く大東京信用組合（2020 年 3 月・預金残高 6,037 億円、職員数 588 人、45 店舗）である。

新型コロナによる「売上蒸発」

新型コロナの感染拡大を受け、「売上蒸発」に見舞われた東京都内の中小企業や個人事業者は突如として厳しい経営状況に追い込まれた。ただ、西は西八支店から東は葛飾区の新小岩支店まで都内に 45 店舗を構える大東京信用組合によると、取引先事業者への影響には、「地域差」もみられたという。

具体的には、数多くの飲食店が軒を連ねる港区新橋は 2 月以降、新型コロナへの警戒感や在宅勤務の増加によって来店者が激減したが、住宅街の多い多摩地域の飲食店は都心と比較して影響は少なかったそうだ。また宿泊業については、都心はインバウンド需要の急減による打撃を受けたものの、多摩地域は企業や団体などの研修やイベントが急減した影響が大きかったという。

写真1　大東京信用組合本店

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

写真1　本店営業部受付カウンター

写真2　左から大久保部長代理、鈴木理事、井上部長代理、久保田営業推進部長

一方、地域性に関わらず影響を受けたのは食肉卸売業者や建築業者などである。食肉卸業者の場合は、飲食店の需要急減と、休校による学校給食の中止のためであり、建築業者の場合は、住宅資材の輸入が滞ったためである。

コロナ禍における営業体制

そこで大東京信用組合では、2 月 27 日にコロナ対策本部を立ち上げ、事業継続計画で策定していた「新型インフルエンザ対応マニュアル」をコロナ版にアレンジし、業務を進めることとした。

まず、窓口業務や渉外業務で不可欠なマスクについては、事業継続計画によって備蓄していたものを職員に配布するとともに、消毒液を各営業店の店頭に配置した。また窓口担当職員には額で固定するタイプのフェイスシールドを配布したが、マスクを着用した上に同フェイスシールドを装着するとフェイスシールドが曇ったため、その後は通気性のよいメガネタイプのフェイスシールドを導入することにした（飛沫感染防止のためのアクリルボードなどについては、供給され次第、少しずつ装備していった）。

営業店における勤務体制については、時差出勤を採用することとし、各営業店の裁量で運用することとした。具体的には、職員の勤務時間を早番、通常出勤、遅番に区分し、通勤時の混雑を緩和するようにするとともに、新型コロナに対応した「特別休暇」を導入することにした。

一方、渉外業務については、「緊急事態宣言」が発令された翌日（4 月 8 日）から解除された 5 月 25 日までの約 2 か月間は通常の定期積金の集金業務や公共料金の振り込みなどで取引先のもとを訪問することを控えたのに対し、「売上蒸発」などによって新型コロナ関連資金が必要であるという取引先への支援は、制限をせずに対応することとした。担当者職員が取引先のもとを訪問する際には、マスクとフェイスシールドを着用し、消毒液を持って訪問した。なかには取引先事業者の感染が判明し、2 週間自宅待機を余儀なくされる担当職員もいたが、現場の職員は、厳しい状況にある取引先を支援し続けた（当該担当職員は結果として感染していなかった）。

このように営業店で業務を行う職員は常に感染リスクに晒される状況にあったが、常勤理事の鈴木明美氏は当時を振り返り、「誰一人として不満を言わず、取引先のために業務に励んでくれた」と話す。

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

そこで組合では、地域金融を滞らせることなく、懸命に業務を行っている職員の「気持ちの支えになれば」との考えから、嘱託職員やパート職員を含めたすべての職員に一律同額の感謝金を、理事長のメッセージも添えて支給した。

新型コロナ対応のプロパー商品を開発

大東京信用組合の金融支援は大別して、①国の制度融資（いわゆる「無利息・無担保融資」）、②市区町村の制度融資（市区町村が低利融資を金融機関にあっせんし、融資後の支払い利子の一部や全部を補助する）、③プロパー融資がある。

組合では新型コロナ対応のプロパー商品の取り扱いを 3 月半ばに開始したが、このような迅速な取り組みができた背景には、日々の業務を通じて 2 月頃から、都内の飲食業の客足の減少が顕著になり、新型コロナの影響が厳しいものになるとの認識があったことと、制度融資が受付だけで「2 か月待ち」と報じられるなか、何よりも「スピードが重要である」という思いがあったためである。また積極的な条件変更にも対応することにした。

一方、営業店では、売上蒸発で苦悩する取引先からの相談が急増した。そこで

図表１　助け合いプロジェクトのパンフレット

各支店長は、渉外担当者などにさまざまな制度融資やプロパー融資に対応できるようにポイントをレクチャーし、細部は確認しながら業務を遂行していった。

営業推進部部長代理の井上哲也氏によると「特に若手職員が取引先の苦悩に耳を傾け、対応することで感謝された。このことが信用組合の職員としてのモチベーションを高めるとともに、スキルアップにもつながった」という。

外部専門家で事業の再構築を促す

新型コロナの影響を受けた中小企業や個人事業者は、まず資金繰りを改善させるために制度融資や金融機関のプロパー融資を受けたものの、事業を存続させていくためには、財務改善よりもむしろ、売上高の向上に効果のあるビジネスモデルの構築を急がなければならない。

そこで大東京信用組合では、6 月から「新型コロナウイルス感染症対応プロジェクトチーム」を本部に設置し、外部専門家・外部専門機関との連携による「伴走型の本業支援」を展開することとした。

具体的には、新型コロナ関連資金の申し込みがあった先を、事業性評価に基づいて、A（現状では問題ない）、B（問題は軽微）、C（何とか対応できるが、難しい）、D（事業継続が難しい）、E（事業継続に限界がある）の 5 段階に区分し、早期の対応が求められる C、D に分類された 60 先を優先的に対応することとした。

大東京信用組合では、中小企業等の支援サイト「ミラサポ」（中小企業庁の委託運営）による外部専門家派遣に加え、同組合が加入している東京都信用組合協会と東京都中小企業診断士協会の提携による専門家派遣（時間制約はあるが、派遣

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

図表2　飲食店マップ

費用は無料）や、板橋区立企業活性化センターなどによる専門家派遣などを積極的に活用しており、各支店長同席のもと、中小企業診断士やコンサルタントが取引先の経営改善やビジネスモデルの再構築に関する相談にあたっている。営業推進部長の久保田友幸氏は「専門家派遣を通じてビジネスモデルの再構築につながるヒントを得てほしい」と話す。

組合員の絆「助け合いプロジェクト」

外部専門家派遣に力を入れる一方、大東京信用組合では組合員同士が「こういう時だから助け合おう」「6 割、7 割と売上高が減少しているなか少しでも貢献できるように」との考えからスタートしたのが、助け合いプロジェクトである。この取り組みは、新型コロナの感染拡大で影響を受けた取引先の商品、製品、サービスを組合員に紹介することを目的にパンフレットを配布する活動である。

組合では 6 月に開催された総代会後の配当金通知書にプロジェクトを実施する予告案内を同封、10 万 3,667 人（20 年 3 月現在）すべての組合員に郵送した。

10 月時点で第 5 号まで刊行され、渉外担当者による取引先のもとへの配布や組合ホームページにも掲載し、PR を展開している。経営環境が急変し、広告宣伝費を捻出することが難しくなるなか、「もっと掲載してほしい」という要望は多くあり、「十条商店街の地域限定版」なども作成した。助け合いプロジェクトは今後、さまざまな特典の付与や企画も検討しており、「組合員の絆づくりのインフラ」になることができるかにも注目が集まる。

また大東京信用組合では、「こんな時期だからこそ少しでも力になりたい」との思いから、営業店周辺の取引先飲食店の店舗がすぐにわかるように「飲食店マップ」を作成し、組合役職員が昼食時に利用できるように組合内で配布している。助け合いプロジェクトや飲食店マップの取り組みについて総合企画部部長代理の大久保光氏は「職員と取引先が一体感を持つことが重要であり、顧客支援の基盤になってほしい」と話す。

おわりに

緊急事態宣言が解除されてからすでに 5 か月が経過したが、新型コロナの感染拡大が未だに収束しないなか、大東京信用組合の渉外活動も、現時点では集金業務や新規開拓などを控えざるを得ない状況にあるという。

今後、地域金融機関のビジネスは緊急事態宣言が再度発令されないことを前提に、取引先の資金繰り支援への対応から、経営改善やビジネスモデルの再構築などの本業支援（非金融支援）へと急速にシフトしていくと考えられるが、そうしたなか、早い段階から外部専門家派遣の活用や助け合いプロジェクトによる情報発信など、本業支援に力を入れていた大東京信用組合の取り組みは注目され、今後の展開にも期待が集まる。

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

海外の話題

Covid-19 を巡る英国の迷走

農林中央金庫　ロンドン支店長　大石　稔

Covid-19 問題は全く収束する気配がない。ここ英国では現在第 2 波が襲来し感染者数が急激に増加してきており、人々の行動に関する規制は再び厳格化されつつある。本稿では一連の Covid-19 対応の中で英国がいかに迷走してきたかをレポートしたい。

英国は感染拡大の初動対応を誤った。政府は「集団免疫」を作るとしてあえて徹底した感染防止策を採らず、イタリア、スペインをはじめ大陸各国で感染が拡大している最中、海外からもたらされる感染リスクをほぼ無視した。結果、感染者、死者数は 3 月に爆発的に増加し一気に欧州の中で最悪の状況となった。慌てた政府は政策を転換し、3 月下旬から都市封鎖（ロックダウン）し、生活必需品を扱うスーパーなどを除き全ての小売店舗は閉鎖、Key Worker と呼ばれる医療従事者や事業の継続上やむを得ない人間しか出勤してはならないし、公共交通機関も使ってはならなかった。一時は屋外での運動についても 1 日 1 回に制限され、ほとんど外出できなかった。一方でこのロックダウン期間中でも海外からの入国者に対しては何もチェック等を行わず、海外からの感染リスクは軽視したままであった。この厳しい規制は 5 月頃から徐々に緩和されてきたが、入国者の自主隔離がようやく求められ始めたのはこの緩和に移行したのと同時だった。どう考えても矛盾している。

また、マスク着用に関しても混乱の極みだった。広く知られているように欧米人はマスクを嫌がる傾向が強いが、この国でも非常に顕著だった。感染拡大初期の頃、BBC ではニュースでマスクについて「効果は無い、むしろ悪影響」という論調を連日繰り広げ、街でマスクをしているのはアジア系のみでヘイトクライムの対象にもなった。しかし今では一転し公共交通機関や店舗の中でマスク着用は義務化され、罰金も科せられる。BBC も今ではニュースで「マスクをしていないといかに飛沫が広範に広がるか」のような話題を取り上げて国民にマスク着用を呼びかけている。こんなことは最初からわかっていただろうに、これまでさんざん言ってきたことへの反省も全くなしに、である。

ボリス・ジョンソン首相は 4 月に Covid-19 に感染し一時は集中治療室に移されるほどに重篤な状態となった。幸い復帰できたが、その後彼は「自分が重症化したのは肥満のせい」として 14 億円もかけジャンクフードの広告禁止などの肥満防止キャンペーンを行った。肥満と重症化に相関は確かにあるらしいが、医療現場でマスクや防護服などの不足が叫ばれていたのだからそちらの方にお金を使えばいいのに、何かズレてしまっている。

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

この国が当初集団免疫に固執したのは、NHS（国民保健サービス）と呼ばれる医療制度が Covid-19 流行前からすでに崩壊していたことにあると言われている。筆者の友人が腹痛を起こして緊急外来を受診したところ 6 時間待たされた挙句 10 分ほどの診察で処方箋を渡されただけで終わり、薬局に行ってみればすでに閉店していてその日は薬も手に入らなかった、と言っていたがそんな状況がこの国の医療の現実である。その中で数多くの感染者が病院に殺到すればパニックになることは明らかであった。だから最初の政府のスローガンも「Stay at Home, Protect the NHS, Save Lives」であり、NHS を守ろう！（要するに『病院に行くな』）と呼びかけていたのである。

経済対策として働けない労働者、自営業者等への所得補償、個人向けローンの支払猶予、家賃滞納者に対する退去要請禁止などを迅速に行ったことは評価される対応だった。しかし、そうした施策はあっても失業率は上昇し、経済への影響は甚大な中、首相は EU とようやく結んだ離脱協定を一方的に反故にする国内市場法を議会に提出し、本稿執筆時点（10 月 18 日）で英国は「EU との交渉は終わった」として国民に対し自由貿易協定無しの EU 離脱に準備するよう呼び掛けている。この疲弊した経済状況に無秩序な離脱が加わればいったいどれだけ国民を苦しめるのか想像できないのだろうか。残念ながら首相は離脱できれば他のことはどうでもいいという側近ばかりで周囲を固めてしまったため、もはやコントロールできない状態になってしまっている。

ロンドンの多くのインフラは 19 世紀のビクトリア朝時代に整備されており、最近これらが老朽化し改修が必要となっている。テムズ川に架かるハマースミス橋は通行できなくなっているし、シンボルであるビッグベンも大改修中である。BREXIT といい Covid-19 といい、今のこの国の迷走ぶりを見ていると政治体制、医療制度等多くのものが社会インフラと同じく制度疲労を起こし機能不全に陥っているように思える。大英帝国の遺産を使い果たしてしまったこの国は果たして「G ゼロ」世界の中でどのような位置を占めることが出来るのだろうか。この国の文化、歴史を愛する一人として「Land of Hope and Glory」（希望と栄光の国、エルガー作曲の英国民の愛唱歌）を国民が誇りを持って歌える国であり続けてほしいと心から願っている。

以上

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

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

2020年11月号　第31巻　第11号･通巻360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）謄 栄 社