

金融市場

潮流

『デカメロン』と2021年 …………… 1

情勢判断

国内経済金融

内外の感染再拡大で二番底リスク高まる
～年末年始のGoToキャンペーン事業を一時停止～ … 2

経済見通し

2020年～21年度 改訂経済見通し（2次OE後の改訂）…12

情勢判断

米国経済金融

感染再拡大により足踏み継続
～FRBは資産買い入れの長期化を示唆～ …16

中国経済金融

緩やかな回復を続ける中国経済
～「需要側改革」で内需拡大を目指す～ …22

分析レポート

コロナ危機が拡大する国家間の格差、国民間の格差
～ワクチンの実用化では終わらないウイルスとの戦い～ …28

連載

フェイス・トゥ・フェイスを重視する東京証券信用組合 …32

海外の話題

ガジュマル ……………36

2021.1

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

『デカメロン』と2021年

主席研究員 山口 勝義

ボッカッチョの『デカメロン』も、新型コロナウイルス感染症の拡大を機に改めて読み直された本のひとつなのだろう。イタリアの国民的作家と称えられる19世紀のマンゾーニは、代表作である『いなづけ』にペストが猖獗を極めた17世紀のミラノの情勢を織り込んだ。これに対して14世紀の『デカメロン』は1348年にフィレンツェを襲ったペストの流行を背景としているのであるが、ここには同市を本拠地としこの時代を生き抜いたボッカッチョの見聞が直に生かされている。『デカメロン』は、フィレンツェのサンタ・マリーア・ノヴェツァ教会で落ち合った7人の淑女が他の3人の紳士とともに郊外の別荘に疫病の難を逃れ、そこで死の影を振り払うべく、10人が10日間にわたり毎日ひとり1話ずつ、愉快地物語を語り継いでいくという趣向である。そして、このペストの惨状は、第1日目の前書きの部分に極めて写実的な筆致をもって描かれている。

これから50年ほどして、ボッカッチョの影響の下に、チョーサーが『カンタベリー物語』を完成させることになる。たまたま同じ宿に泊まり合わせた様々な身分の巡礼者たちがカンタベリー大聖堂への道中、交代で物語を語り合うというものである。英国も14世紀にペストの流行に見舞われたが、こちらは春の暖かな風に誘われたのどかな巡礼気分が主体であり、疫病の暗い雰囲気は感じられない。しかしこのような違いがあるとはいえ、『デカメロン』の特色がペストの描写に尽きるというわけではない。『デカメロン』で何より感じられるのは、作者の視点がグローバルであることである。話題はイタリア国内にとどまらず、地中海世界を中心とした欧州から、サラディンが登場するなどイスラム圏をも含む広範な世界に及んでいる。若い頃、ボッカッチョは東西世界の交流の拠点であった国際都市ナポリで商業や金融業の実務経験を積んでおり、これが彼の広い視野に反映したものと捉えられている。また他にも、聖職者の腐敗を、皮肉を交えながら鋭く突くところには言論の自由が感じられ、この時代として意外感もある。さらにはキリスト教、ユダヤ教、イスラム教の平和共存を主張し、宗教上の寛容の重要性を強調しているところなどもその特色となっている。

このように見ると、約700年前の『デカメロン』が持つ現代性に驚かされることになる。最近の世界の論点には反グローバル機運の高まりや原理主義的な宗教テロの頻発、政権によるメディアの支配強化、人権の軽視などがあるが、ボッカッチョが取り上げた話題と多くオーバーラップしている点が印象的である。当時も東西間の盛んな交易に加え、イタリアの大商社も英王室への融資で関りを持った英仏百年戦争などの戦乱、また文化面でもダンテによるギリシャやローマの古典とキリスト教精神の融合、ボッカッチョの師でありフランスでも活躍したペトラルカによる古典文献の探索などの様々な動きがあり、決して閉ざされた停滞した世界ではない。むしろ『デカメロン』には、これからルネサンスが本格化していくイタリアの、人間解放の躍動感を感じさせるところがある。

さて、こうして全100話を語り尽くした10人の淑女と紳士たちは、連日の物語ばかりか歌やダンスで陰鬱な気分をすっかり拭き去ってフィレンツェに向けて帰路につく。翻って現代の2021年が、同様にコロナ感染症の憂いが遠のいた晴れ晴れとした年になるのかどうか。ともかくわれわれも、彼らにあやかり、より良い1年を過ごすことができるよう期待したいものである。

内外の感染再拡大で二番底リスク高まる

～年末年始のGoToキャンペーン事業を一時停止～

南 武志

要旨

新型コロナウイルス感染症の感染が再び広がったのを受けて、政府は需要喚起策であるGoToキャンペーン事業を一時停止することを余儀なくされた。コロナ禍で打撃を受けたサービス業の業況が再び悪化するほか、これまで景気持ち直しの牽引役だった輸出も中国で元の成長経路へのキャッチアップが終了しつつある。さらに、欧米諸国での都市封鎖などの措置を受けて、増勢を維持するのが厳しくなっていることなどから、景気の二番底リスクが高まっている。こうした中、一部の国では対コロナ・ワクチンの接種が開始されるなど、明るい材料も出ているが、国内での接種は早くとも21年3月以降とされていることから、しばらく国内景気は一進一退が続くだろう。

なお、政府は総額73.6兆円規模の新たな追加経済対策を策定、コロナ禍への対応を継続していく構えを見せている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目		2020年	2021年			
		12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.027	-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 (%)	0.380	0.20~0.50	0.20~0.50	0.20~0.60	0.20~0.60
	10年債 (%)	0.005	-0.10~0.15	-0.10~0.15	-0.10~0.15	-0.10~0.15
	5年債 (%)	-0.120	-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)	103.2	98~110	98~115	98~115	98~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	126.2	115~135	115~135	115~135	115~135
日経平均株価 (円)		26,806	26,500±3,000	27,000±3,000	27,500±3,000	27,750±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12月17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。

感染急拡大により感染防止と経済再生との両立を一時断念

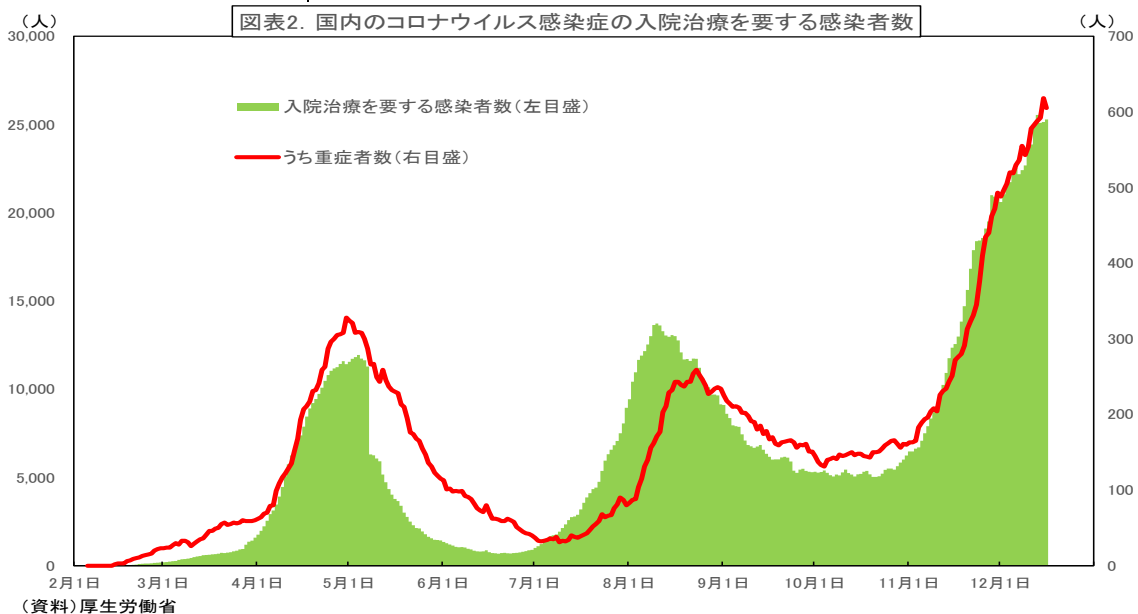
新型コロナウイルス感染症が中国・武漢市で確認されてから既に1年が経過したが、世界では今なお、ウイルスとの闘いが続いている。感染拡大防止のために都市封鎖など厳しい行動制限措置をとる国も少なくないが、規制強化に反発する動きも散見されるなど、感染症対策への不満が鬱積しているようだ。こうした中、メルケル独首相が感情を高ぶらせながらも国民に忍耐を訴えかける姿は印象的だった。

日本政府もまた、11月24日から「我慢の3週間」を呼びかけるなど感染封じ込めへの協力を求める一方、GoToキャンペーン事業については一部地域を除き基本的に継続するなど、感染

防止と経済活動とのバランスをとってきた。しかし、感染拡大は収束に向かうどころか、むしろ重症者数が増加し、医療供給体制が逼迫したことから、方針転換を余儀なくされている。

菅首相は14日、GoToトラベル・キャンペーンについて11月25日から運用を停止していた「札幌市着」、「大阪市着」に「名古屋市着」を加えたほか、18日からは「東京都着」も停止することとした。さらに、28日から1月11日までは全国を対象にGoToトラベルの適用を停止することを発表した。お盆時期の帰省自粛の要請に続き、正月休みの書き入れ時をまたぐ期間での運用停止だけに衝撃は大きく、政府は事業者への補償を従来の35%から50%へ引き上げる方針を示した。その後もGoToキャンペーン事業の運用見直しが続いた。24日からは「広島市着」のGoToトラベルを適用除外にするほか、GoToイベント・GoTo商店街の各キャンペーンも、28日からの2週間停止することとなった。年末年始のGoToイートは自粛を要請している。

政府は4～5月のように全国規模での緊急事態宣言を発出するような状況ではないとの認識を続けているが、年末年始にかけての様々な行事やイベント開催が見送られるなど、立ち直りつつあった経済への影響は決して小さくない。日増しに景気の二番底リスクへの警戒が強まっている。

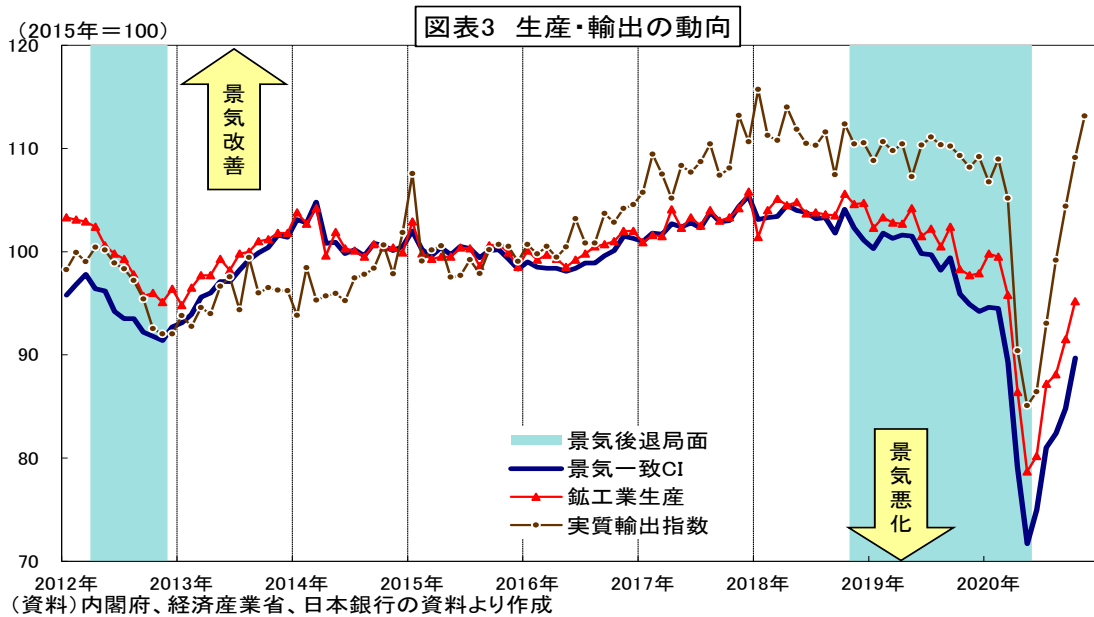


総額 73.6 兆円の追加 経済対策を策定

政府は8日、追加経済対策である「国民の命と暮らしを守る安心と希望のための総合経済対策」を閣議決定した。内容としては①新型コロナウイルス感染症の拡大防止策（事業費：6.0

兆円)、②ポストコロナに向けた経済構造の転換・好循環の実現(同51.7兆円)、③防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保(同5.9兆円)、④予備費の確保(20、21年度分として各5兆円)、といった4つの柱で構成されており、事業規模は73.6兆円と大規模なものとなった。このうち財政支出は40.0兆円で、期間を延長したGoToトラベル(1兆311億円)、GoToイート(515億円)の追加分などを含め、総額19兆1,761億円を後述の20年度第3次補正予算案に計上することとなった。とはいえ、年度末までに使い切って景気を下支えすることができるのか、やや疑問も残る。

15日には第3次補正予算案が閣議決定されたが、歳入面では8兆3,880億円の税収下方修正を行ったこともあり、22兆3,950億円の国債追加発行が盛り込まれた(うち、建設国債:3兆8,580億円、赤字国債:18兆5,370億円)。この結果、20年度の一般会計予算総額は175兆6,878億円と当初予算(101兆4,571億円)から7割近く増加したほか、新規国債発行額は112兆5,539億円と当初予算(32兆5,562億円)の3.5倍に膨張する。



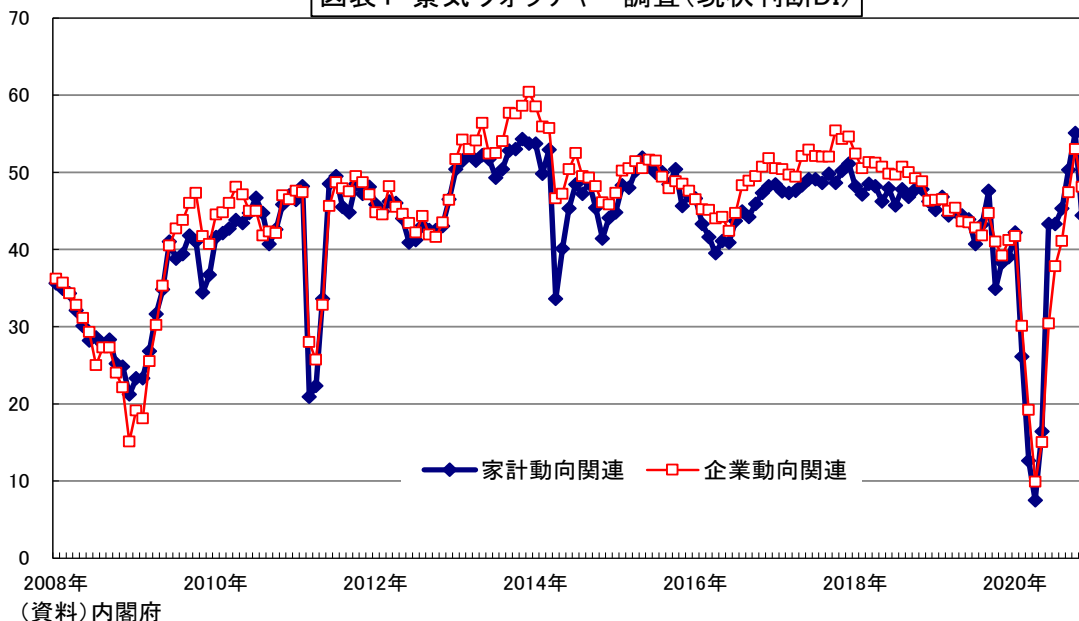
6月以降、景気は改善してきたが、先行きは回復一服か

さて、国内景気に目を転じると、主要経済指標の動向からは5月に底入れした後、回復基調を続けているとみられる。その牽引役は中国や米国向けの輸出であり、それが製造業の生産活動の活性化につながってきた。また、順次開始されたGoToキャンペーン事業もコロナ禍で大打撃をこうむったサービス業を中心に持ち直しに一役買って来た。日銀短観12月調査によ

れば、大企業・製造業の業況判断DIは▲10（前回から+17ポイント）、同・非製造業は▲5（同じく+7ポイント）と、2期連続で改善した。資本設備の過剰感は解消方向となり、非製造業を中心に雇用人員の不足感が再び強まったことが確認できる。また、11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3.7%と6ヶ月連続の上昇と、コロナ前の水準を上回り、18年4月以来の高い水準となった。

しかし、足元までの堅調さとは裏腹に、先行きは鈍化する要因も浮上してきた。その要因とは、中国経済が元の成長経路にキャッチアップする過程が終了に近づきつつあること、そして欧米諸国での都市封鎖などの再導入が引き起こす需要減である。実際、11月の全米新車販売台数は前月比で減少するなど頭打ち気味となっているほか、米国向けの自動車・同部品の輸出額も11月には急ブレーキがかかっている。

図表4 景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



自粛ムードが強まる可能性も

さらに、11月の景気ウォッチャー調査からは新型コロナの感染再拡大が景況感に悪影響を及ぼしている様子が確認できる。景気の現状判断DI(方向性)が前月から▲8.9ポイントの45.6と7ヶ月ぶりの低下で、再び判断基準の50を割り込んだ。構成する「家計動向関連」、「企業動向関連」、「雇用動向関連」はいずれも悪化した。さらに、先行き判断DIも前月から▲12.6ポイントの36.5と4ヶ月ぶりの低下となった。この数ヶ月はGoToキャンペーンへの期待が強まっていたが、感染再拡大によ

経済見通し：10～12月期はプラス維持ながらも、1～3月期はマイナスの可能性も

ってキャンセルも散見されるなど、先行きの警戒感が強まっている様子が見てとれる。

冒頭で触れたように、年末年始を挟んで GoTo トラベルが全国規模で停止されることを受けて、関連する業種では期待感が一気に剥落したとみられる。今後の感染状況次第では、自粛ムードがさらに強まるリスクもある。巣ごもり消費関連には追い風であるが、コロナ禍の影響を強く受けた産業・企業では存亡の危機が続くことになる。

15年基準への改定、19年度年次推計とともに公表された7～9月期のGDP第2次速報(2次QE)によれば、経済成長率は前期比年率22.9%と、1次QE時(同21.4%)から上方修正された。しかし、4～6月期の落ち込み幅の6割弱しか戻らず、リバウンドは限定的であったこと、そして民間企業設備投資が減少を続けたことは、1次QEと変わらずであった。

最近は、ようやく一部の国でワクチン接種が開始された。まずは、医療従事者や重症化リスクのある高齢者から、という順番になっているが、核酸(mRNA)ワクチンという先端技術が用いられ、通常は長い期間かけて安全性、投与量・回数、有効性等の確認を行う臨床実験を短期間で終わらせていることで、決して小さくない不安を抱えた状態である。とはいえ、致命的な副反応が確認できず、感染を収束に向かわせるような動きが確認できれば、内外経済は本格的に復興するものと思われる。

国内での接種開始は、治験や審査の手続きを経る必要があることから、早くとも21年3月以降とみられている。気温・湿度の低下とともに体温・免疫力も低下する冬季を迎え、新型コロナの感染は「第3波」が落ち着いても、燻り続けるものと思われ、景気はしばらく一進一退となるだろう。

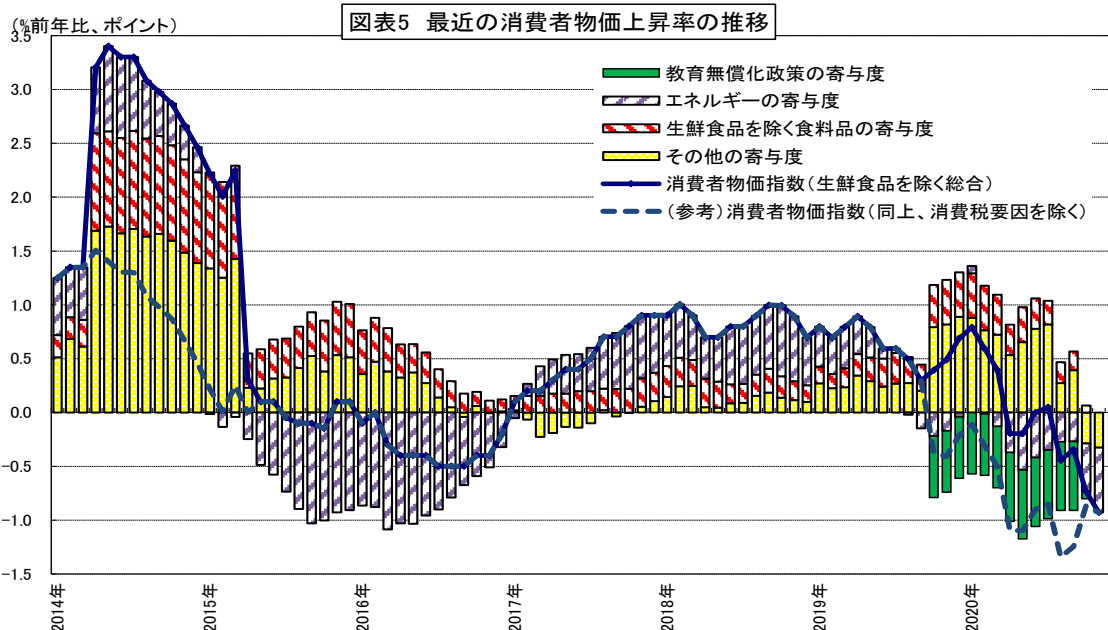
なお、足元10～12月期はGoToキャンペーンによる押し上げ効果もあり、2四半期連続のプラス成長が見込まれるが、年率3.1%と急減速することは否めず、続く1～3月期はマイナス成長に転じる可能性もあるだろう。その結果、20年度は▲5.5%成長と、2年連続かつ戦後最大のマイナスが見込まれる。21年度はワクチン接種が徐々に広がり、世界全体で持ち直しに向けた動きが強まるほか、来夏に東京五輪パラが開催されることから、年度半ばにかけて成長率が高まっていくとのシナリオに変更はないが、先行き不透明感が高い状況に変わりはない(詳細

物価動向：20年度 下期も下落継続

は後掲レポート「2020～21年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」を参照）。

11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CPI）」は前年比▲0.9%と4ヶ月連続での下落となり、下落幅も10年9月以来の大きさとなった。原油安に伴ってエネルギーが下落を強めているほか、GoTo旅行・キャンペーンによって宿泊費が大幅に下落していることが主因であるが、物価下落の根底にはコロナ禍による消費活動の低調さがあるといえる。

先行きについても、企業業績が厳しいことから冬季賞与の削減が見込まれるなど、家計の所得環境は厳しさを増すとみられるほか、年末にかけての新型コロナの感染再拡大などで消費者の自粛ムードが一段と強まり、消費持ち直しを阻害するものと思われる。21年にかけても物価下落状態は続くだろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

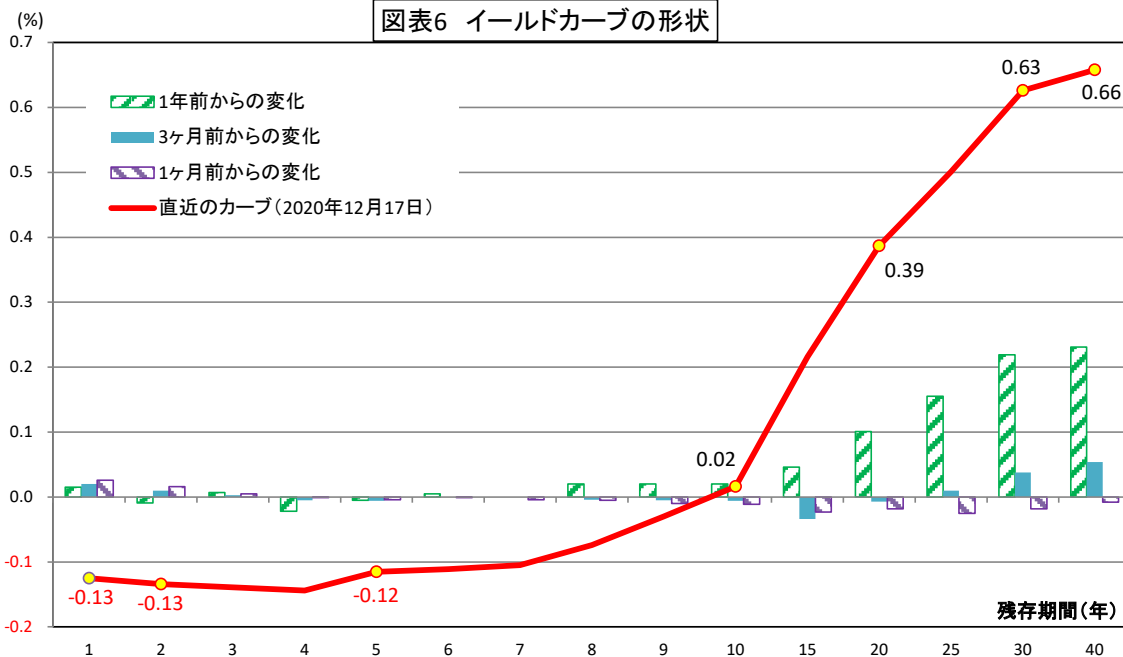
金融政策：引き続き 金融市場の安定 と企業の資金繰り 支援策に注力

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。基本的な枠組みは2%の「物価安定の目標」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」であるが、コロナ対応として①総枠140兆円の「特別プログラム」の導入（最大120兆円規模になりうる「新型コロナ対応資金繰り支援特別オペレーション」の導入と上限20兆円まで拡充したCP・社債等の買入れ）、②国債買入れやドル資金供給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、③ETF、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、といった強力な金融緩和を講じてきた。こうした中、12 月 17～18 日に開催した金融政策決定会合では、特別プログラムの半年間延長（21 年 9 月末まで）と運用面の見直し（CP・社債買入れの追加買入れ枠の合算（7.5 兆円ずつ→合わせて 15 兆円）、特別オペでのプロパー融資にかかる 1 金融機関当たりの上限 1,000 億円の撤廃）を決定した。

加えて、2%の「物価安定の目標」を実現する観点から、より効果的で持続的な金融緩和の点検を行うことも公表した。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みの変更は必要ないとしたが、この枠組みの下での各種の施策を点検し、21 年 3 月会合を目的に結果を公表する方針だ。この「点検」が何を意味するのか憶測を呼んでいるが、イールドカーブの形状に何らかの影響を与える可能性もあるだろう。

図表6 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

20 年の金融資本市場を振り返ると、2～3 月にかけて新型コロナのパンデミック化によって大荒れの展開となったが、主要国政府・中銀による大規模かつ手厚い対策対応によって 3 月末以降は沈静化に向かった。夏から秋にかけて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

10年ゾーンはゼロ%近傍での展開継続

長期金利は引き続き低位で推移

29年ぶり高値水準ながらも、スピード調整する可能性も

したことから株価は一進一退の動きが続いたが、11月3日の米大統領選を機にリスクオンの動きが強まった。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

債券市場は、2月下旬から3月中旬にかけて金利の乱高下が見られたが、日銀を含む主要国中銀による潤沢な資金供給や柔軟な国債買入れを実施したなどもあり、3月下旬以降の長期金利（新発10年物国債利回り）はゼロ%近傍での展開が続いている。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ことも、長期金利の低位安定に寄与したと考えられる。

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）が始まったが、それを前に超長期ゾーンには上昇圧力がかかる場面もあった。しかし、日銀も含め、主要中銀では現行レベルの金融緩和を長期間続けるとの予想が浸透したことから、金利上昇圧力は沈静化、超長期ゾーンも7月入り後も落ち着いた動きとなっている。足元の長期金利（10年ゾーン）は内外の感染再拡大を受けて低下気味に推移している。

また、第3次補正予算案では22.4兆円の国債追加発行が計上された（前掲）が、前倒し発行分に対応する方針であり、年度内については市中消化額に変更はない。

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ると思われ、全般的に見れば金利水準は低位に推移すると思われる。

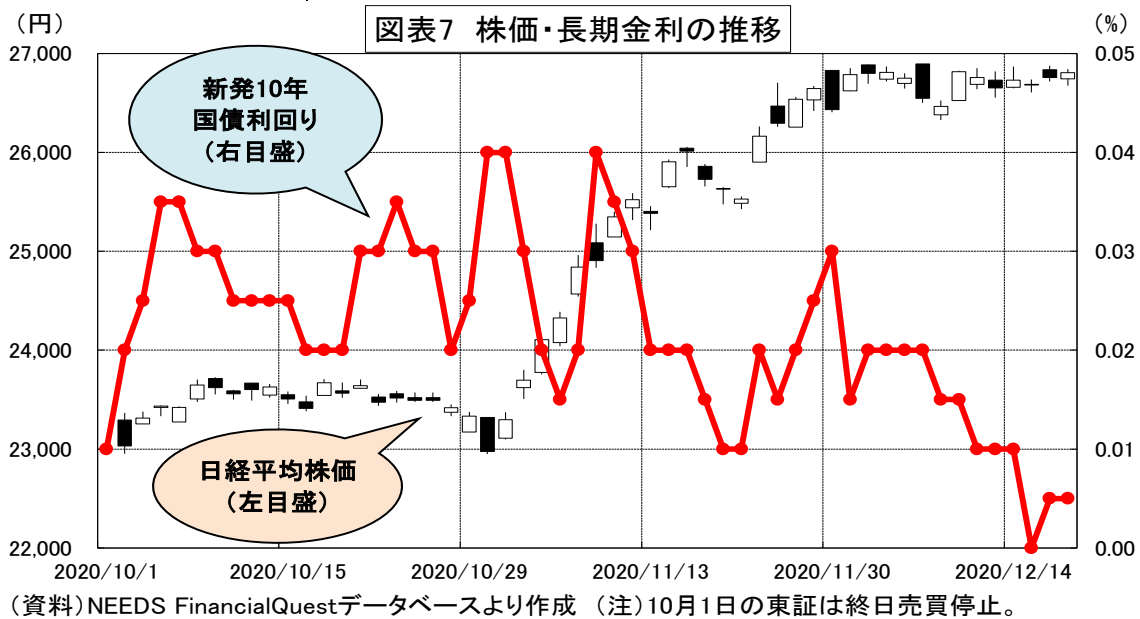
② 株式市場

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、その後は市場安定化のための流動性供給や景気下支え策によって持ち直しに転じ、6月には23,000円台まで回復した。しかし、ワクチン・治療薬が不在な中、景気のV字回復は困難との見方も根強く、10月までは上値の重い展開が続いた。

一方、11月の米大統領選や連邦議会選を受けて、世界的に株

価は上昇傾向を強めた。バイデン政権が誕生しても、議会のねじれによって公約の大企業や富裕層への課税強化は困難である半面、追加経済対策への期待が高まったことが背景にある。加えて、複数の対コロナ・ワクチンで良好な治験結果が得られたとの報道もあり、リスクオンの流れが一気に強まった。米国株高につられ、日経平均株価も 29 年半ぶりとなる 26,000 円台まで回復した。

大量の過剰流動性の発生によって株式市場には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もある。また、足元ではワクチンへの期待も強い。しかし、景気の二番底リスクも意識されていること、さらに 11 月の株価上昇スピードが速かったこともあり、株価の調整する場面がしばらく続くものと思われる。

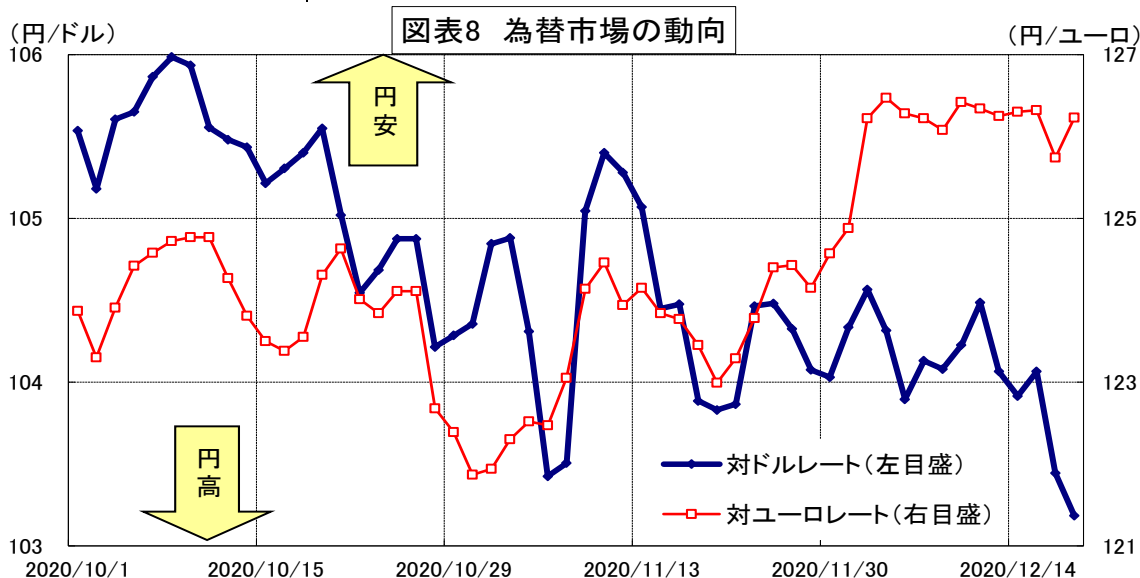


ドル円レートは緩やかな円高が進行

③ 外国為替市場

新型コロナのパンデミック化で、3月上旬には一時1ドル＝101円台まで円高が進む場面もあったが、同下旬には「有事のドル」需要によって110円台を回復するなど、春先の対ドルレートは荒い展開が続いた。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への期待からドル高が進む場面もあったが、その後は緩やかな円高ドル安基調が続いた。

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、日米ともに現行レベルの金融緩和を今後数年間にわたって継続するとみられるなど、金融政策の方向性に違いがあるわけではない。しかし、12月15～16日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）において、現行の債券購入ペースを継続する期間をそれまでの「今後数ヶ月にわたって」から「雇用や物価に顕著な進展がみられるまで」へ変更し、フォワードガイダンスを強化したと受け止められたことから、足元では円高ドル安が進んだ。とはいえ、ワクチン接種が開始されたこともあり、今後の経済復興や景況感の勢いは米国の方が強いと思われることから、一方的に円高が進行する可能性は薄いだろう。



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

ユーロ高気味での推移

対ユーロレートについては、8月から9月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。その後、ユーロ高への警戒感や欧州での新型コロナ感染再拡大などから、9月下旬以降はユーロ高が修正される動きとなったが、12月に入ると対コロナ・ワクチンの年内承認見込みによる欧州経済の回復期待などを背景に、再びユーロ高が進み、126円前後での推移となっている。

とはいえ、ユーロ高による経済・物価への悪影響も懸念されれば、欧州中央銀行の追加緩和観測が強まることも予想され、再びユーロ高が修正される可能性もあるだろう。

(20.12.18 現在)



農林中金総合研究所

2020～21年度改訂経済見通し

(2次QE後の改訂)

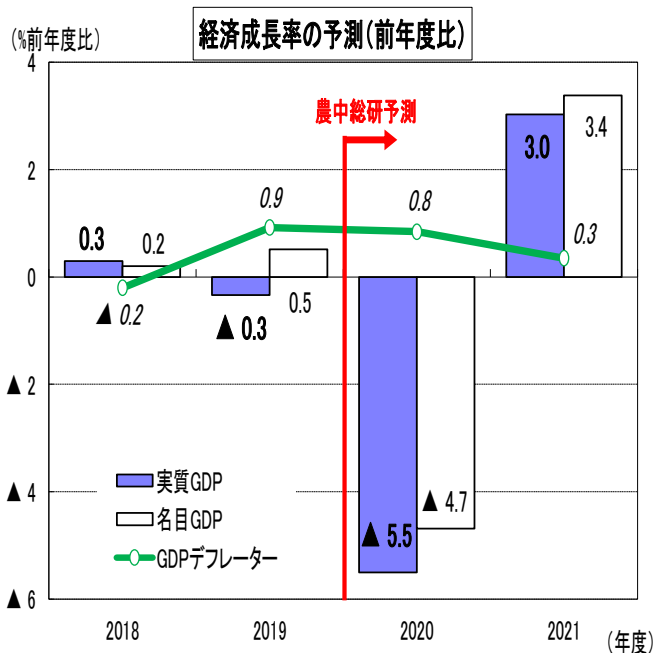
～2020年度：▲5.5%成長、21年度：3.0%成長(ともに据え置き※)～

(※ いずれも11月時点との比較)

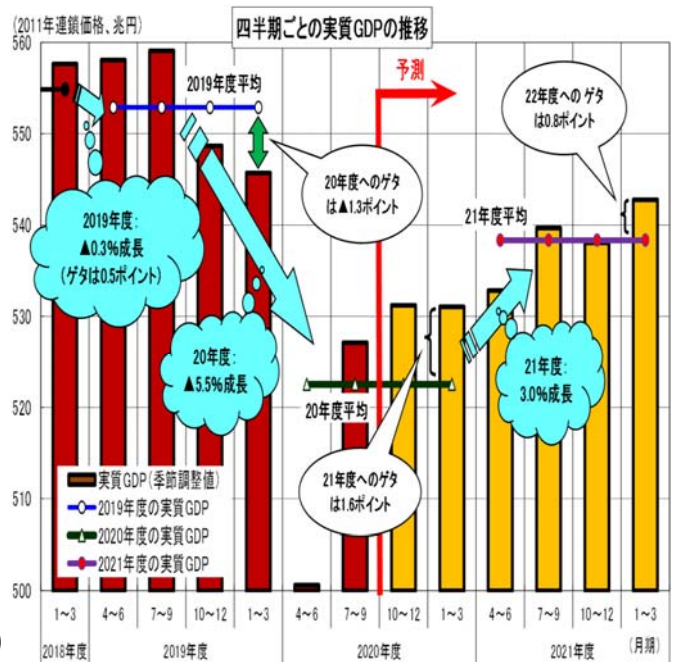
2020年12月8日

お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所
03-6362-7758(調査第二部 南)

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できるとさ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。



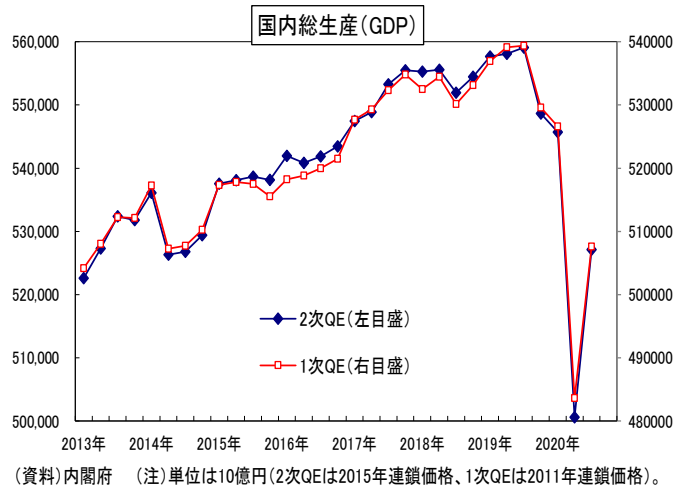
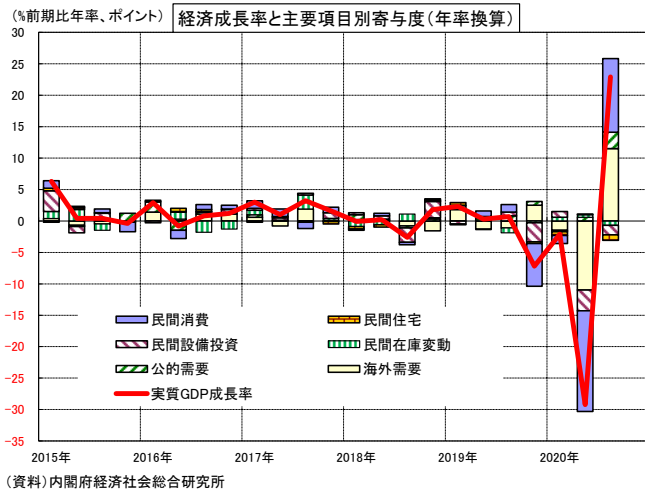
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2020年7～9月期まで実績、それ以降は当総研予測

1 GDP第2次速報(2次QE)の内容

- 2020年7~9月期のGDPは上方修正(4四半期ぶりのプラス成長)
 - 7~9月期の法人企業統計季報などが反映された2次QEで、実質GDP成長率は前期比年率22.9%(1次QE:同21.4%)へ上方修正された
 - 民間消費、民間企業設備投資、公的需要など、ほとんどの需要項目で上方修正
 - 民間企業設備投資は前期比▲2.4%と(1次QE:▲3.4%)からマイナス幅が縮小したが、2四半期連続減少
 - 名目GDPも前期比年率23.9%(1次QE:同22.7%)へ、GDPデフレーターも前年比1.2%(1次QE:同1.1%)へと、いずれも上方修正
- 同時に15年基準への改訂のほか、19年度年次改訂も公表されたが、これらによれば19年度の成長率は▲0.3%(従来は0.0%)へ下方修正

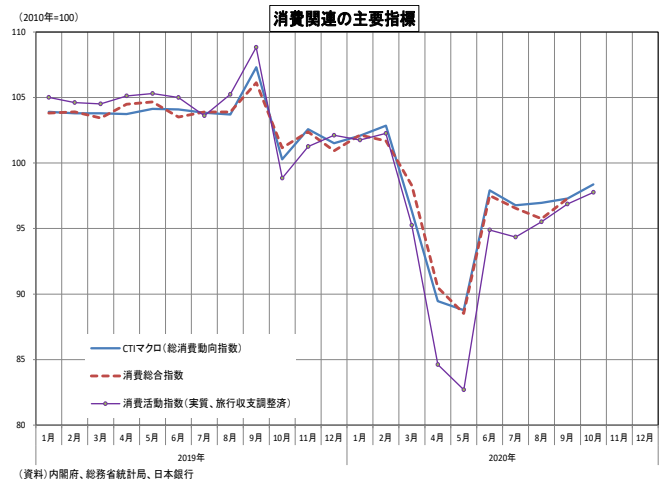
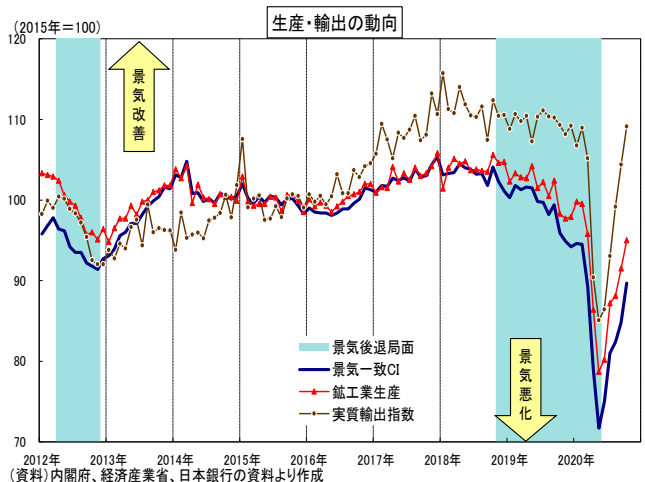


農林中金総合研究所

3

2 前回見通し発表後の経済指標の動き

- 国内景気の持ち直しペースは緩慢、設備投資・雇用などに依然厳しさも
 - 10月の景気動向指数のCI先行・一致指数はともに5ヶ月連続で上昇、一致指数に基づく基調判断は「下げ止まり」(3ヶ月連続)だが、11月にも「上方への局面変化」へ上方修正される可能性も
 - 中国・米国向けの輸出が牽引する格好で、生産活動は底堅く推移
 - 各種GoToキャンペーンへの期待は高いが、「新しい日常」を模索する中で消費は頭打ち気味に推移
 - 業績急回復が見通せない中、雇用人員、資本設備の過剰感が高い業種で潜在的なリストラ圧力強まる
 - 10月の失業率は3.1%と、悪化が続いている
 - 8月以降、消費者物価(生鮮食品を除く)は前年比下落に転じており、10月全国、11月東京都区部ともに前年比▲0.7%で、下落幅が拡大する傾向に

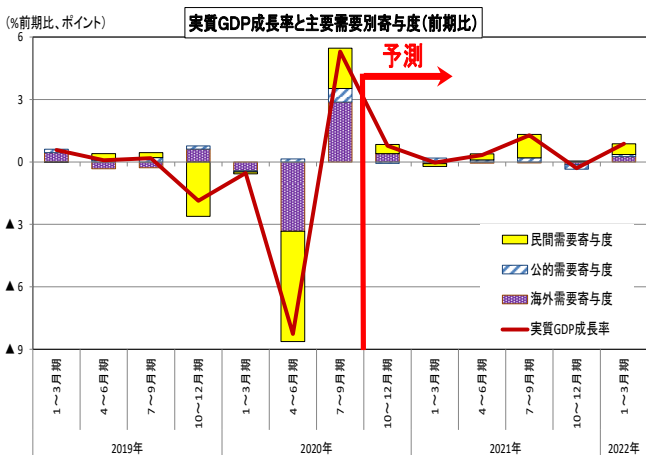


農林中金総合研究所

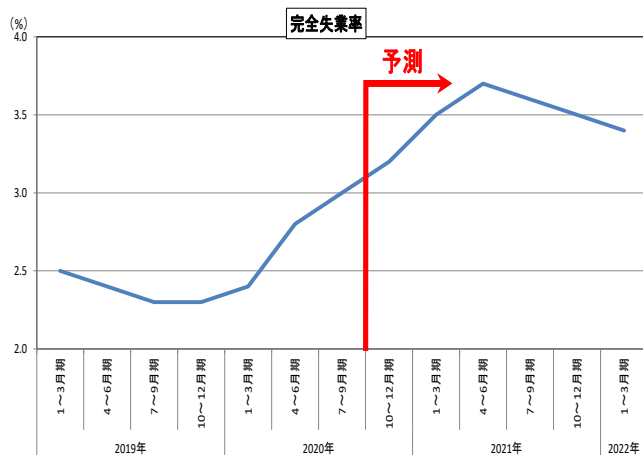
4

3 日本経済・物価の見通し

- **経済見通し** ～2020年度は▲5.5%成長、21年度は3.0%成長(いずれも前回から据え置き)と予測～
 - 足元20年10～12月期は、新型コロナの感染再拡大が広がるなど自粛ムードが強まりつつあるものの、輸出の堅調さに加え、GoToキャンペーンによるサービス消費の下支え効果もあり、2四半期連続のプラス成長と予想する(前期比年率で3.1%成長)
 - しかし、主要国では再び厳しい移動制限措置に踏み切るなど、内外で感染再拡大への警戒が強く、20年度末にかけて景気回復が足踏みすることも想定される
 - 対コロナワクチンの接種が本格化する21年度には、世界経済全般の持ち直し、さらには東京五輪・パラリンピックの開催などで回復ペースが加速する場面も予想されるが、全般的に低調さは残る
 - 政府・与党は事業規模73.6兆円の追加経済対策を取りまとめ、このうち30兆円程度を20年度第3次補正予算案と21年度予算案に計上する方針



(資料)内閣府経済社会総合研究所データを用いて、農林中金総合研究所が作成

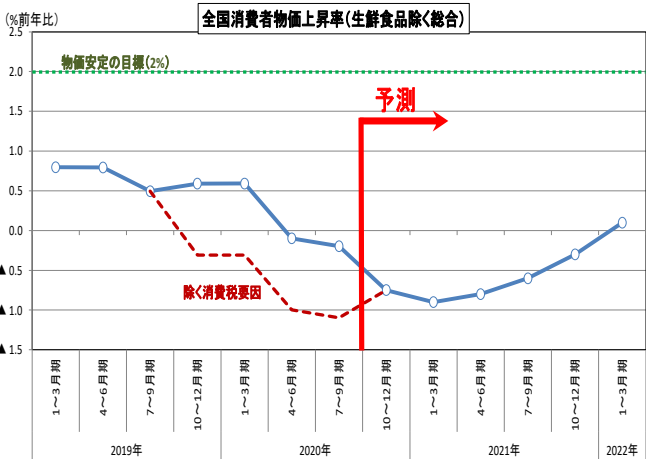


(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

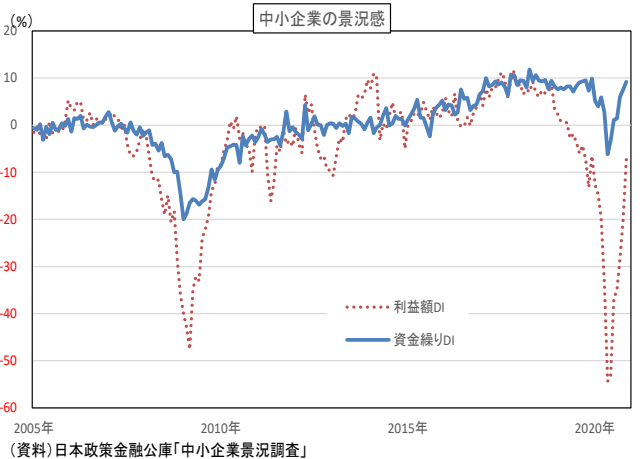
農林中金総合研究所

5

- **物価見通し** ～2020年度:前年度比▲0.5%(消費税要因を除くと同▲0.9%)、21年度:同▲0.4%と予測～
 - 20年度下期にかけて家計の所得環境が一層厳しくなるほか、需給バランスが大きく崩れた状態が長引くことから、物価はしばらく軟調に推移
- **金融政策、長期金利** ～日本銀行は引き続き企業金融支援に万全を期す方針～
 - コロナ禍に対して日銀は手厚い措置を講じてきた
 - 総枠140兆円規模の「新型コロナ対応資金繰り特別プログラム」の導入、円貨および外貨の潤沢かつ弾力的な供給、ETFおよびJ-REITの積極的な買入れ(当面、年間約12兆円、同約1,800億円ペースを上限)
 - 中期的に財政赤字が膨張した状態が続く可能性が高いが、日銀は「10年ゼロ%」という長期金利操作目標の達成のために必要な国債買入れを行う方針であり、金利の急騰は回避される見込み



(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成



(資料)日本政策金融公庫「中小企業景況調査」
(注)利益額DI:「増加」-「減少」企業割合、資金繰りDI:「余裕」-「窮屈」企業割合

農林中金総合研究所

6

感染再拡大により足踏み継続

～FRBは資産買い入れの長期化を示唆～

佐古 佳史

要旨

新型コロナウイルスの感染再拡大とそれに伴う行動制限措置の導入などから、米国経済の回復ペースは足踏み状態にある。先行きについても、今冬にかけて景気回復の足踏みが続くとみられるが、ワクチン接種の普及などから、21年の春先には経済が正常化するとの分析もみられる。

FRBは12月のFOMCにてゼロ金利政策と資産買い入れ量の現状維持を決定し、資産買い入れ期間についてのフォワードガイダンスを強化した。また、FOMC参加者の経済見通しなどからは、インフレ率の下振れリスクが依然として高いことが確認できる。

大詰めを迎えた 財政政策協議

米連邦政府のつなぎ予算が失効する18日が迫るなか、総額1.4兆ドル（約146兆円）とみられる21会計年度（20年10月～21年9月）本予算案協議が大詰めを迎えている。なお本予算にも新型コロナウイルス（以下、新型コロナ）対策関連費用が盛り込まれる見通しとなっている。また、合計9,000億ドル（約93兆円）の新型コロナ追加救済法案については、民主党がやや折れる形で合意間近と報道されており、週300ドルの失業給付の上乗せや国民1人当たり600～700ドルの支給などが実現するとみられる。

なお、上院における多数派が決まる1月5日のジョージア州決選投票は接戦が予想されている。

景気の現状：景 気回復は足踏み 状態

以下では、足元の経済指標を確認してみよう。新型コロナ新規感染者数の急増を受け、米国経済を取り巻く目下の状況は芳しくない。現状は、緩やかな景気回復基調の下で、一旦足踏みしている状態といえるだろう。

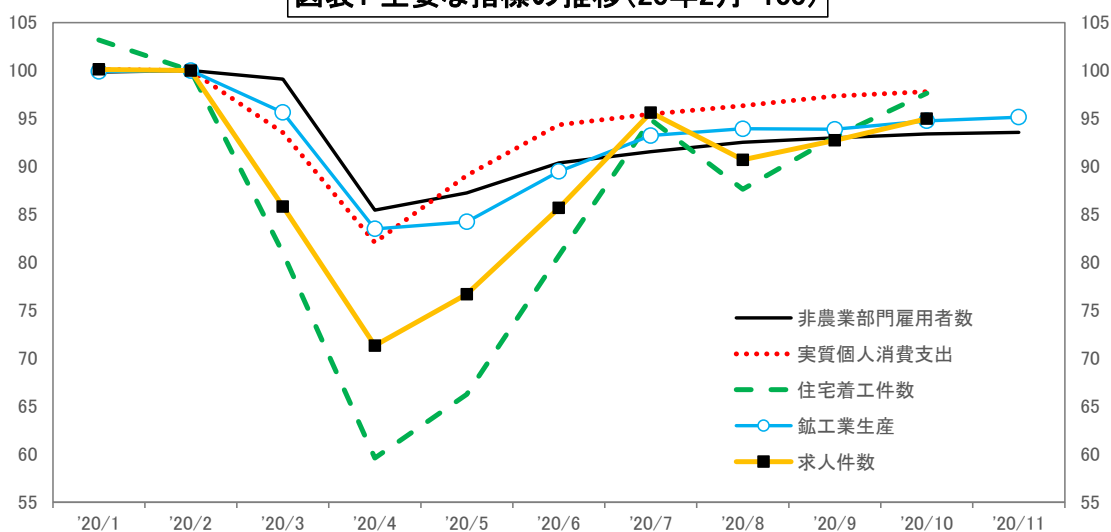
消費については、底割れは回避したものの、失業給付金の上乗せ措置が7月末で終了した結果、回復ペースは鈍化したとみられる。10月の実質個人消費支出は前月比0.5%と9月（同1.1%）から鈍化しており、11月の小売売上高は同▲1.1%と下方修正された10月に続き2ヶ月連続での減少となった。

労働市場に目を転じると、11月の非農業部門雇用者数は前月から24.5万人増となったものの、10月（同61.0万人増）からは大幅に鈍化した。また、失業率は同0.2ポイント低下の6.7%となっ

た。一方で、家計調査ベースでは11月の就業者は同7.4万人減と、調査によるブレも大きく、全体像が把握しにくい状況が続いている。全体としてみれば、新規失業保険申請件数が約3ヶ月ぶりの水準に上昇するなど、雇用回復ペースの鈍化傾向が確認できる。

住宅市場については、低金利環境に加えて、郊外での戸建て需要の増加や、新築、中古ともに在庫が極端に少ないことから、新築住宅着工件数は堅調に推移している。

図表1 主要な指標の推移(20年2月=100)



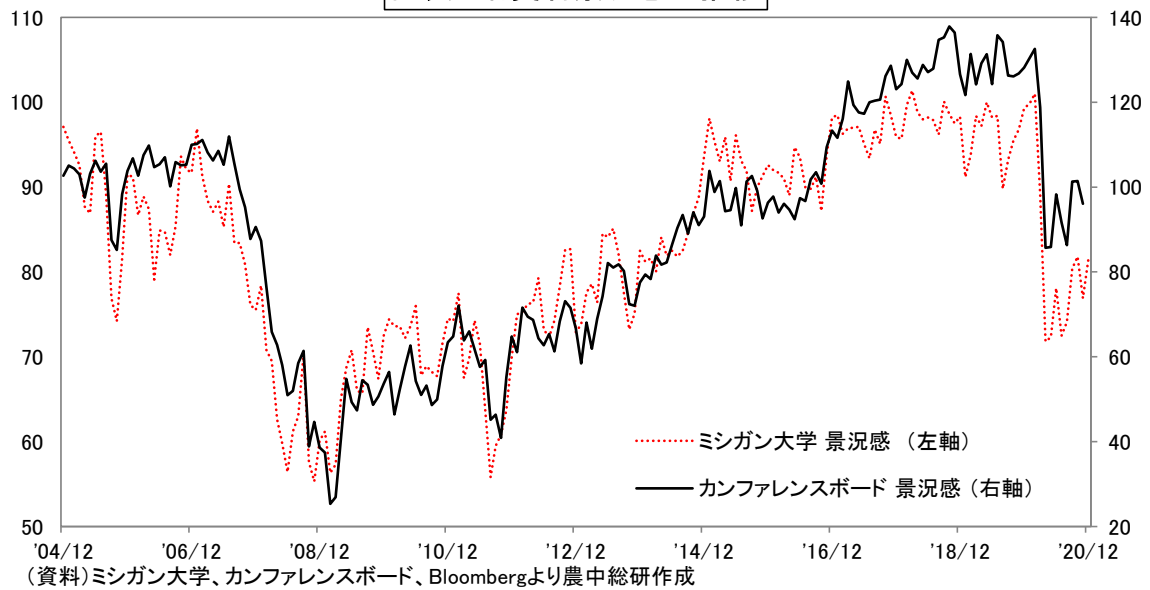
(資料) Bloomberg

12月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は11月から4.5ポイントの上昇となる81.4(現況指数91.8、期待指数74.7)となった。ただし、ミシガン大学によると、大統領選後しばらくの間は、経済の実勢よりも期待指数が高めに出る傾向にあるため、やや割り引いてみるべきだろう。

企業マインドをみると、製造業、非製造業とも10月から小幅に低下したものの、判断の節目となる50%を上回っており、景気の拡大を示している。11月のISM製造業PMIは前月から1.8ポイント低下の57.5%、非製造業は同0.7ポイント低下の55.9%となった。また、11月の鉱工業生産は前月比0.4%上昇したものの、年初のピークからは約5%低い水準にとどまっている。

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は予想外に堅調に推移している。

図表2 消費者景況感の推移



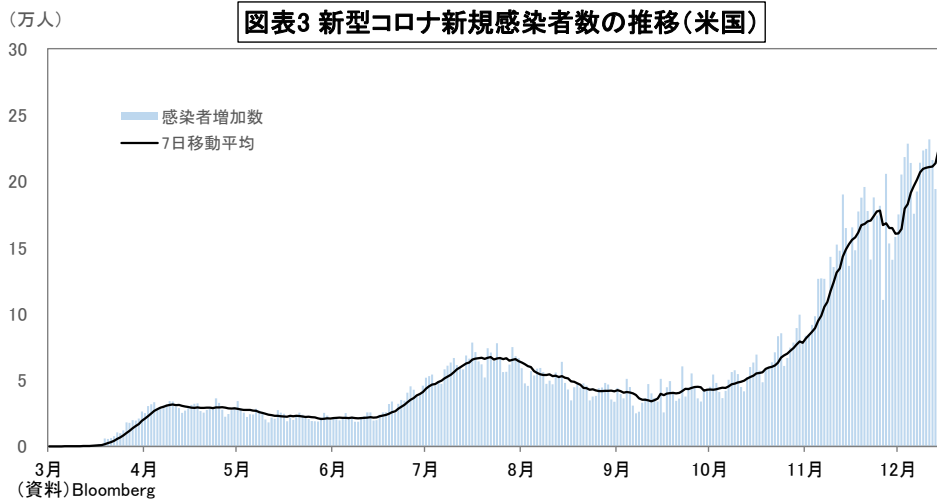
**景気の先行き：
景気回復は足踏
みが継続**

さて、新型コロナの感染状況や対コロナウイルスワクチン（以下、ワクチン）の普及過程、上院多数派が未定の状態、追加経済政策の行方、1月20日に発足するバイデン政権の動向など、不確実性が高い状態にあることは否めないが、景気の先行きについて考えてみたい。

米国では14日からワクチンの接種が開始されたが、冬にかけて感染再拡大が続いてきた。例えばニューヨーク州では2度目の都市封鎖の可能性も浮上するなど、既に景気への下押し圧力が顕在化しており、予断を許さない状況となっている。このため、景気回復は足踏み状態が続くと考えられる。

一方で、英医療調査会社エアフィニティーは、現時点でのワクチンの確保状況などに鑑みて米国の経済正常化を21年4月と分析していることなど、今冬を乗り越れば経済活動の正常化に向けて前進し始める可能性が高い。このため、基調としては緩やかな景気回復シナリオを維持できるだろう。

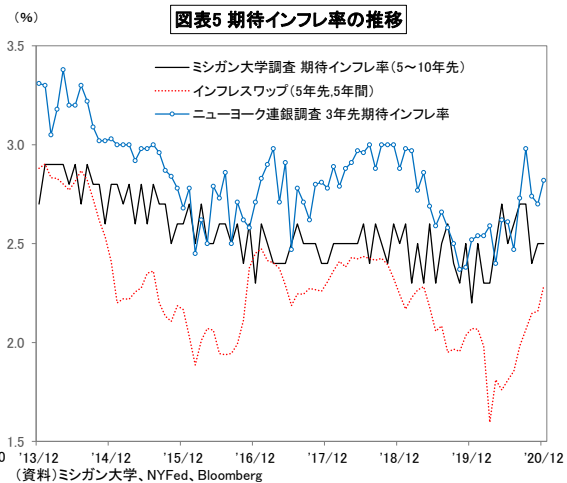
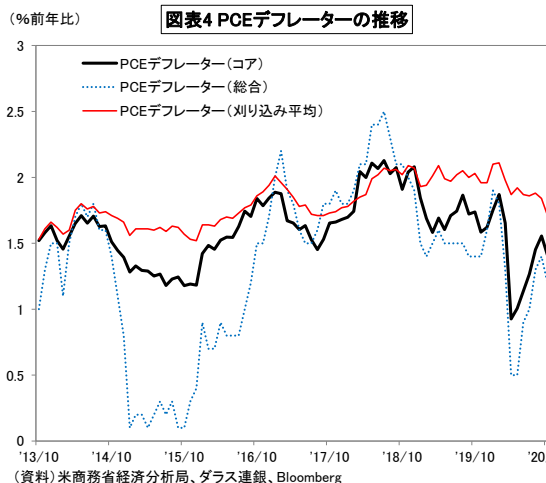
また、11月のニューヨーク連銀調査によると、今後1年間の支出は、特に低所得者層にけん引されて、3.7%増の予想と4年ぶりの水準にまで上昇した。ワクチンの効果や今後の財政支援策などが早くも織り込まれつつある可能性もあり、注目に値する。



鈍化見通しのインフレ率

インフレ率については、コロナ禍による弱い需要を反映して鈍化傾向が続くとみられる。10月のコアPCEデフレーターは前年比1.4%とFRBが目標とする2%を下回って推移している。また、11月の消費者物価指数(CPI)は前月から変わらずの同1.2%、コアCPIは同1.6%となっている。

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ものの、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。



12月FOMC:資産買い入れのフォワードガイダンスを強化

こうしたなか、15、16日にかけて開催された12月の連邦公開市場委員会(FOMC)では、ゼロ金利政策と資産買い入れペース(1月当たり米国債800億ドル、MBS400億ドル)の現状維持が決定された。

このうち資産買い入れを継続する期間については、9月時点での

「今後数ヶ月にわたって」という表現が削除され、新たに「最大雇用と物価安定目標に向かって一段と顕著な進展 (substantial further progress) があるまで」という表現が追加された。具体的な時期や指標は明示されていないものの、フォワードガイダンス (以下、FG) は強まったと解釈できる。なお、11月 FOMC の議事要旨などから、長期金利の急上昇を抑える役割も兼ねて、資産買い入れ額の増加や買い入れ資産の年限長期化が一部では予想されていたものの、そうした変更は見送られた。

12月 FOMC 後に公表された経済予測についての資料では、20～22年の経済成長率が前回の9月時点から上方修正された。また、FOMC 参加者の政策金利予想を表すドットチャートはほぼ変化がなく、23年まではゼロ金利政策が適切とのコンセンサスがみられる。

また、今回から経済見通しについて FOMC 参加者が抱く不確実性と、リスクが上下どちらに傾いているかを表す DI の公表が始まった。それによると、12月時点での不確実性は 07～08年の世界金融危機期時と同じ程度に高水準ではあるものの、GDP 成長率についての下振れリスクはほぼ解消されたとみられている。一方で、インフレについての下振れ圧力は依然として高いと認識されており、資産買い入れに関する FG 強化の一因と推察できる。

図表6 FRB大勢見通し(12月時点)

	2020年	2021年	2022年	2023年	長期見通し
実質GDP (％前年比)	-2.5～-2.2	3.7～5.0	3.0～3.5	2.2～2.7	1.7～2.0
9月時点 (％前年比)	-4.0～-3.0	3.6～4.7	2.5～3.3	2.4～3.0	1.7～2.0
失業率 (%)	6.7～6.8	4.7～5.4	3.8～4.6	3.5～4.3	3.9～4.3
9月時点 (%)	7.0～8.0	5.0～6.2	4.0～5.0	3.5～4.4	3.9～4.3
PCEデフレーター (％前年比)	1.2	1.7～1.9	1.8～1.9	1.9～2.1	2.0
9月時点 (％前年比)	1.1～1.3	1.6～1.9	1.7～1.9	1.9～2.0	2.0
コアPCEデフレーター (％前年比)	1.4	1.7～1.8	1.8～2.0	1.9～2.1	
9月時点 (％前年比)	1.3～1.5	1.6～1.8	1.7～1.9	1.9～2.0	
政策金利(中央値) (%)	0.125	0.125	0.125	0.125	2.50
9月時点 (%)	0.125	0.125	0.125	0.125	2.50

(資料)FRBより作成

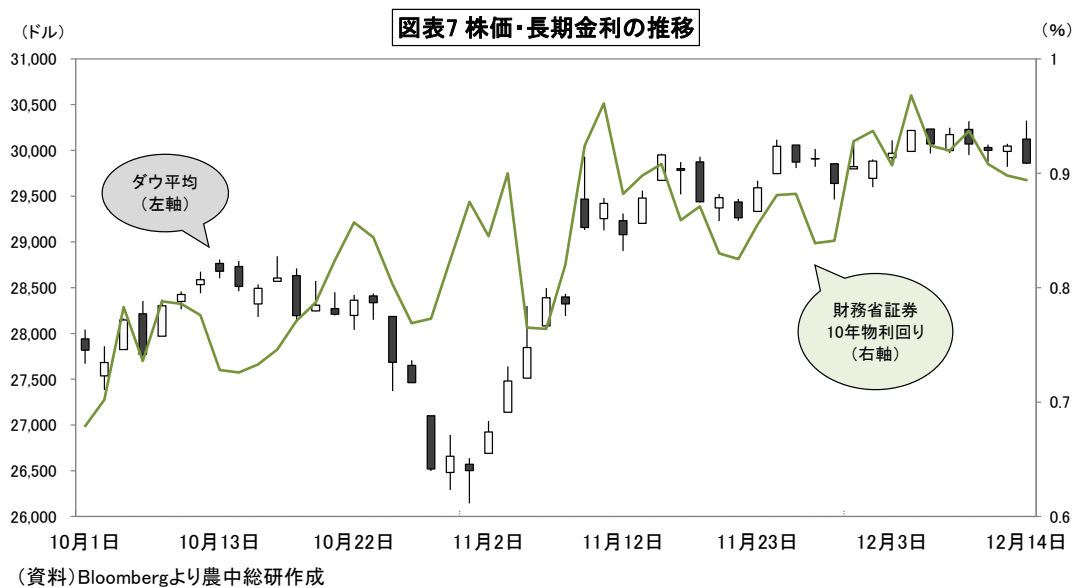
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

長期金利：0.8～1.0%での推移を予想

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10月は追加財政政策への思惑から米長期金利(10年債利回り)が上昇する場面も見られたものの、概ね0.6～0.7%での推移となった。11月に入ると、大統領選というイベントの消化やワクチン開

発による経済復興の加速期待などから金利は一時 1% 目前まで上昇した。12 月入り後は、追加経済対策期待が高まったことから、概ね 0.9% 台前半での推移となっている。

先行きについて考えてみると、経済活動の正常化が見え始めたことや、財政赤字の拡大によって金利が低下する余地は少ないと考えられる。一方で、コロナウイルス感染者数の増加によって景気回復は一旦足踏みするとみられることや、FRB の強化された FG が金利上昇を抑制する効果を持つだろう。以上から、利回りは 0.8 ~ 1.0% での推移が続くとみられる。



株式市場：緩やかな上昇を予想

株式市場では、11 月に入り大統領選・連邦議会選の結果やワクチン開発の進展を受けて株価は急反発し、24 日にはダウ平均は史上初となる 30,000 ドル台をつけた。12 月入り後は、主に追加財政政策への思惑を背景に 30,000 ドル前後での取引となっている。

足元の株式市場は、経済活動の正常化期待に過度に依存した相場の様相を呈しており、バリュエーションの高止まりは否めない。一方で、経済再開期待によるバリュー株の見直しなど、これまで売られていた銘柄、業種にも買いが入ることで相場の底上げにつながっており、この動きが 21 年入り後にも継続するとみられる。以上から、先行きについては緩やかな上昇を予想する。

なお、懸念材料としては、新型コロナの変異種がイギリスを中心に急速に拡大しつつあることが挙げられる。

(20. 12. 17 現在)

緩やかな回復を続ける中国経済

～「需要側改革」で内需拡大を目指す～

王 雷軒

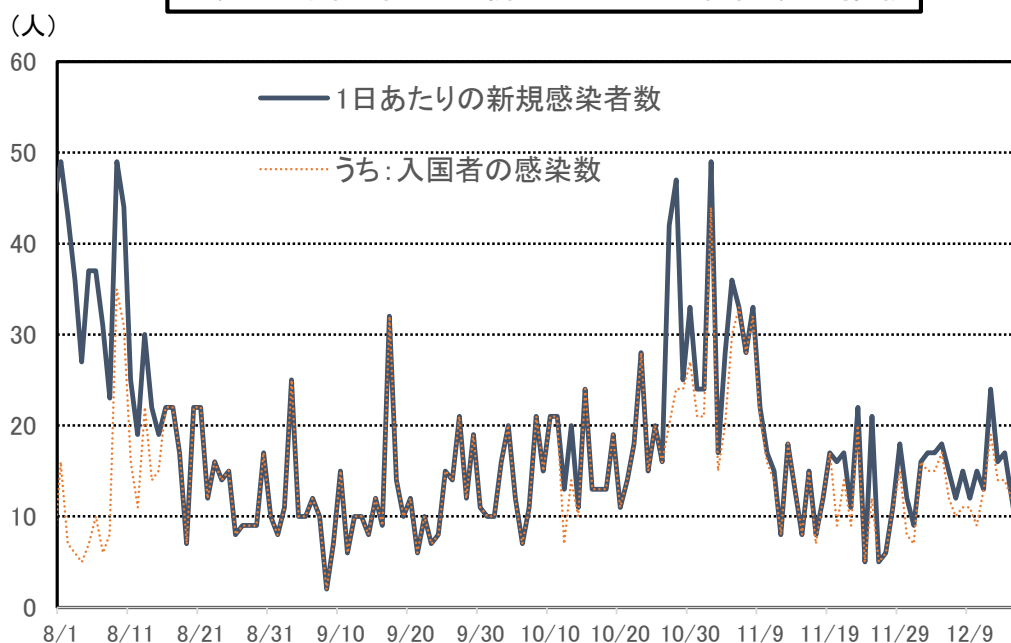
要旨

11月の経済指標からは、景気は緩やかながらも回復が継続していると見られる。内需（投資＋消費）が徐々に回復しているほか、輸出の拡大が加速したことから、10～12月期の実質GDP成長率は7～9月期を上回る公算が大きい。

しかし、飲食業が依然低迷したほか、設備投資も盛り上がらないことで内需の回復テンポは鈍いことに加えて、人民元高・ドル安の進行から輸出への下押し圧力もあり、先行きは依然として楽観視できない。

先行きの不透明性・不確実性が極めて高いなか、共産党中央政治局会議では供給側の構造改革に加えて「需要側改革」も打ち出し、内需拡大を目指す方針が示された。

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20年12月16日。

少数ながらクラスタ 一感染は散発

中国では、健康コードやPCR検査を通じて新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）拡大の防止策に取り組んでいることで、今のところ、感染再拡大は見られない（図表1）。例えば、中国国家衛生健康委員会によれば、12月14日1日あたり

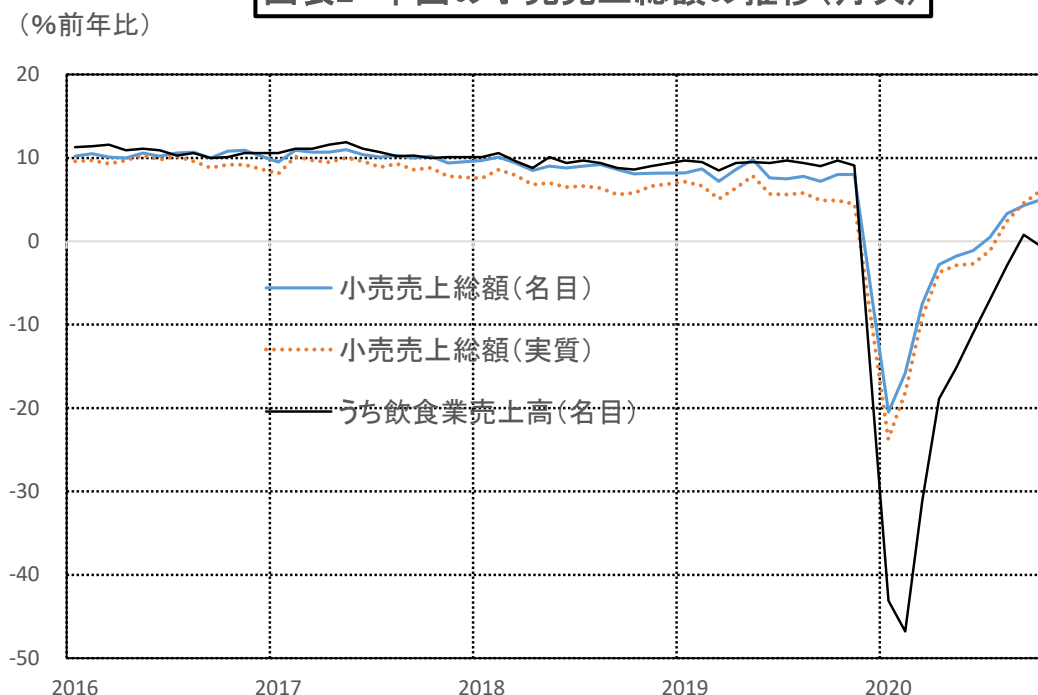
の本土での新規感染者数は17人、うち入国者で14人の確認にとどまっている。

しかし、12月入り後、新疆トルファン市、内モンゴル自治区満州里市、黒竜江省東寧市・綏芬河市、四川省成都市、山東省膠州市で、新型コロナの新規感染者が相次ぎ確認された。いずれの地域でも、速やかかつ大規模なPCR検査などを通じて感染者を割り出すなど、感染拡大は抑制されているが、外出を控える動きなどで少なからず該当地域の経済活動に悪影響を及ぼしていると思われる。

一方、新型コロナ感染症のワクチン開発については、中国国家衛生健康委員会の鄭忠偉氏への新華社取材（12月16日）によると、中国は開発中のワクチンのうち15種類が臨床試験に進み、うち5種類で第3相臨床試験を行っている。また、国内で小規模なワクチン接種を行っているほか、ブラジル、インドネシアなどの国に中国製ワクチンをすでに提供し始めていると報道されており、その安全性や有効性が注目されている。

こうしたなか、11月の経済指標からは、景気は緩慢ながらも回復が続いていると見られる。以下、主要経済指標の動向を確認したい。

図表2 中国の小売売上総額の推移(月次)



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は20年11月。

11月の小売売上総額は10月から加速、飲食業は依然低迷

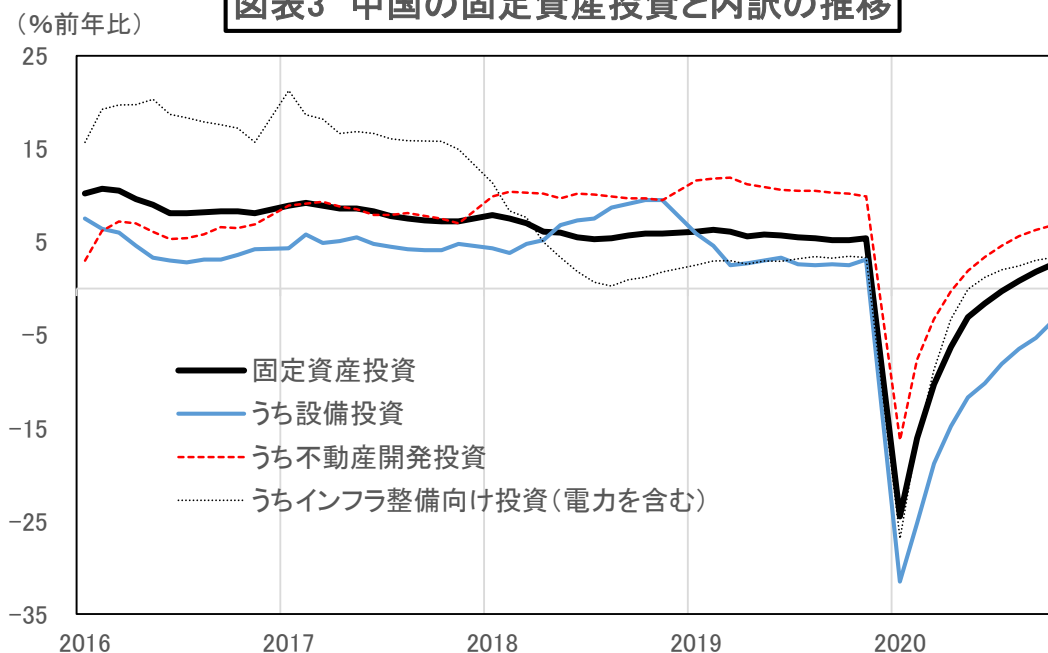
まず、消費については、11月の小売売上総額は名目で前年比5.0%と10月(同4.3%)から加速した。物価変動を除いた実質ベースでの変動率も前年比6.1%と10月(同4.6%)から加速した(図表2)。

詳細にみると、1~11月期の小売売上総額は名目で同▲4.8%だが、このうち、全体の25.0%を占めるネット販売を通じた小売売上総額(財のみ)は同15.7%と引き続き底堅く推移した。また、11月の自動車販売額は同11.8%と引き続き底堅く推移したほか、独身の日(11月11日)セールなどを受けて通信機器、化粧品、飲料、医薬品、事務用品などの販売額も大きく伸びるなど消費を下支えした。

一方、10月にプラスに転じた飲食業売上高は11月に同▲0.6%と再びマイナスとなった。

このように、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には戻り切れていないが、先行きは自動車や家電・家具などの販売促進策の効果が期待されることから、緩やかな持ち直しが続くと思込まれる。

図表3 中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料)中国国家统计局、Windより作成、(注)年初来累積、直近は1~11月期。

1~11月期の固定資産投資も前年比2.6%と小幅加速したものの、

また、投資については、1~11月期の固定資産投資は前年比2.6%と、1~10月期(同1.8%)から小幅ながら加速した(図表3)。投資分野別にみると、不動産開発投資は同6.8%と底堅

総じて回復ペースは鈍い

く推移したものの、設備投資は同▲3.5%と依然マイナスが続いたほか、インフラ整備向け投資も同 3.3%と想定したほどの回復は見られなかったことから、総じて固定資産投資全体の回復ペースは鈍いと言えよう。

なお、当総研が推計した 11 月単月の固定資産投資は前年比 9.7%と 10 月（同 9.5%）から小幅ながら加速した。11 月単月での投資分野別では、不動産開発投資、インフラ整備向け投資はそれぞれ同 10.9%、同 5.9%と 10 月（同 12.7%、同 7.3%）から鈍化したものの、設備投資は同 12.5%と 10 月（同 3.7%）から大きく加速した。

投資主体別では、投資全体の約 6 割を占める民間投資が同 0.2%と年初来初めてプラスに転じたほか、国有企業による投資は同 5.6%と加速した。

先行きについては、設備投資が増加に転じるにはなお時間がかかるが、財政政策によりインフラ整備向けの投資が加速するほか、不動産開発投資も引き続き底堅く推移すると見られ、全体として緩やかな回復が続くだろう。

ただ、国有企業を含む社債の債務不履行（デフォルト）が急増している。20 年累計で 1,608 億円（12 月 16 日時点）と過去最多だった 19 年の 1,495 億円を上回っている。このような社債の債務不履行の頻発を受けて新規社債の発行は延期されるなど、今後の設備投資への悪影響をもたらす可能性もあり、留意する必要がある。

11 月の輸出額は前年比 21.1%と予想以上に拡大

貿易に目を転じると、11 月の輸出額（ドルベース）は前年比 21.1%と 10 月（同 11.4%）から大幅に加速し、単月の輸出額は過去最大を記録した。一方、輸入額は同 4.5%と 10 月（同 4.7%）から小幅に鈍化し、貿易収支は 754 億ドルの黒字となった（図表 4）。黒字規模も 1990 年以降のデータでは過去最大を記録した。

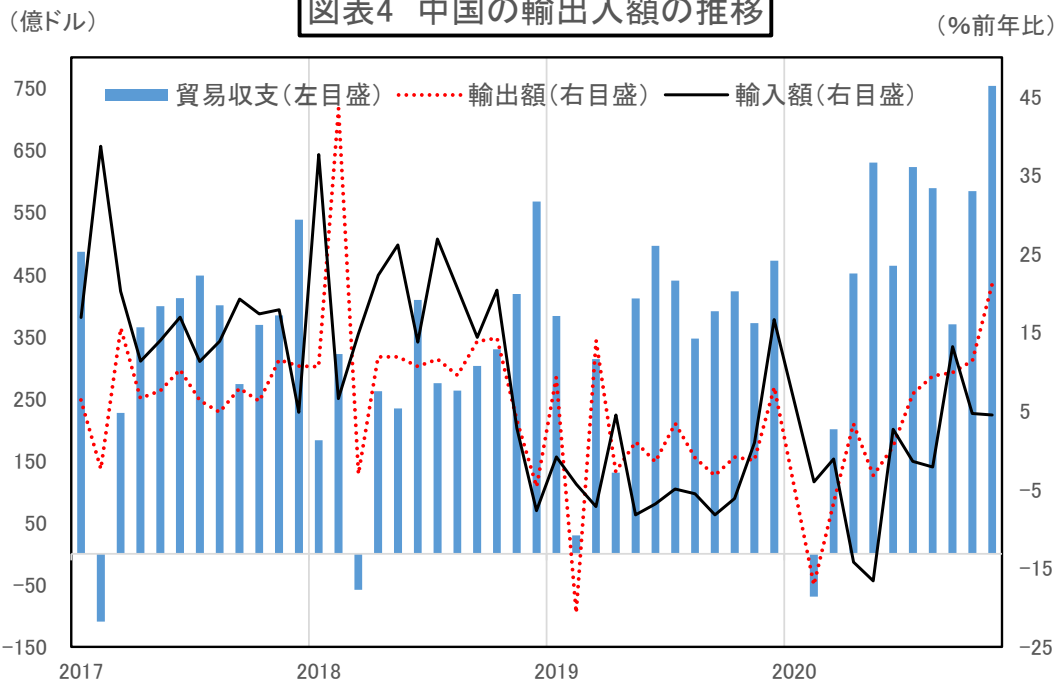
輸出が大幅に拡大した背景として、マスクや人工呼吸器などの医療用物資に加え、巣ごもり消費のための家具、家電や玩具、テレワークに伴うパソコンやタブレットが引き続き牽引役となったほか、国内の大きな循環を主体とし、内外の 2 つの循環が相互に促進し合って経済成長の好循環を再構築しようとする政府の「双循環」の方針の下、当局の輸出促進策が奏効したことが挙げられる。

なお、20年1～11月期の輸出額（ドルベース）は同2.5%、うち米国、EU、アセアン向けはそれぞれ同5.7%、5.7%、5.8%と大きく伸びたものの、日本、香港向けはそれぞれ同▲1.2%、同▲4.2%と全体（同2.5%）を下回っている。

先行きの輸出については、海外の大規模な景気支援策によって需要が一定程度維持されると見られるほか、新型コロナウイルス感染拡大が続いている国や地域では、マスクや医療用物資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、人民元高・ドル安が急速に進行したことは輸出を下押しする要因となるので、留意する必要がある。

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11月。

10～12月期の実質GDP成長率は7～9月期を上回る公算

以上の内容を踏まえると、20年10～12月期の実質GDP成長率は7～9月期（前年比4.9%）を上回る公算が大きい。

ただ、設備投資が低調に推移することや、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思われることから、先行きの中国経済は依然として楽観視できない状況にある。

実際、国家統計局が12月15日に行った記者会見でも、「国民経済は回復しつつあるが、世界経済回復の不確実性に加えて国内の構造問題が依然突出しており、経済の安定・持続発展の基礎を固めるための努力が引き続き必要である」としている。

供給側の構造改革に加えて「需要側改革」で内需拡大を目指す

こうしたなか、注目される21年の経済政策運営の基本方針を決める「中央経済工作会議」の開催を控え、その内容を議論するための共産党中央政治局会議が12月11日に行われた。この会議では、以下のような内容が決定されている。

まず、中国経済は正常化しつつあるが、新型コロナ感染や外部環境において多くの不確実な要素が存在しているとの認識を示した。そのうえで21年は第14次5カ年計画（21～25年）の始まる重要な年であり、「稳中求進」（安定を維持しながら前進する）という経済政策運営の基本方針を堅持することが示された。

この基本方針のもとで、供給側の構造改革に加えて、国民経済の質を向上させる「需要側改革」も重視する方針を打ち出した。具体的には、消費行動のグレードアップ、サービス消費の拡大などの消費促進策に加えて5Gや医療施設などの新型インフラ整備が想定される。

なお、この会議ではこれまでの「需要側管理」に代えて初めて「需要側改革」という文言を使用している。これは、内需回復テンポの鈍さが意識されていることから、質的向上による内需拡大を目指す方針を示したものであろう。

また、21年の成長を合理的な範囲内にするために、詳細な取り組み事項として、①改革開放を全面的に推進する、②国の科学技術力を強化する、③産業連鎖とサプライチェーンを自前でコントロールする、④強大な国内市場を形成する、⑤農業基礎を固める、⑥反独占と資本の無秩序な拡張の防止策を強化する、⑦不動産市場の安定的・健全な成長を促進する、⑧生態環境の持続的改善を進める、⑨「小康社会」の全面的完成についての評価と総括を行う、⑩脱貧困の成果を固め、農村振興と結びつける、⑪蓄積してきたリスクおよび新たに生じたリスクの解消を目指す、⑫新型コロナ感染拡大の防止策を引き続き強化する、⑬第14次5カ年計画の要綱を策定する、ことが挙げられた。

(20.12.17 現在)

コロナ危機が拡大する国家間の格差、国民間の格差

～ワクチンの実用化では終わらないウイルスとの戦い～

山口 勝義

要旨

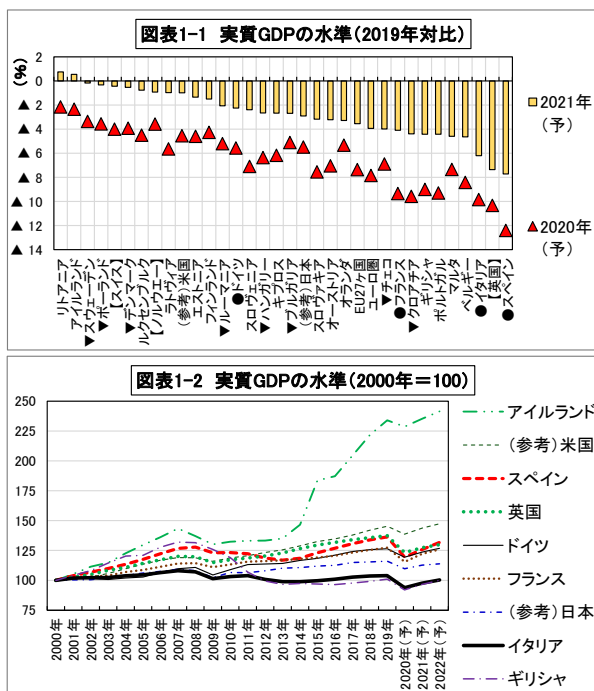
コロナ危機では政策の総動員で表面的には経済や市場の混乱は回避されたとしても、水面下で国家の間の経済成長の格差拡大や国民の間の貧富の格差拡大が避け難い。こうした歪みは、危機の収束後も欧州経済に様々な影響を長い期間にわたり残すことになる。

はじめに

武漢市で原因不明の肺炎患者が初めて発生したとされる2019年12月8日から、1年余りが経過した。その後も欧州では、新型コロナウイルス感染症ワクチンの実用化に向けた期待の高まりを背景に株式市場が堅調に推移する一方で、新規感染者数が大幅な増加に転じる局面もあり、未だ問題の収束が見通せる状況にはない。こうしたなか、コロナ危機は欧州で様々な格差の拡大を助長しつつある。

まず、国家間の経済成長の格差の拡大である。20年にはGDPが前年比で大きく落ち込む欧州であるが、21年にも戻りは鈍く、GDPがコロナ危機前の19年の水準を回復するのは、欧州委員会の直近の予測ではリトアニアとアイルランドの2ヶ国のみである。しかも経済情勢は各国で大きく相違し、全体として国家間の経済格差の拡大が見込まれている(図表1-1)。またより長期的に見れば、主要国の間でイタリアの成長の鈍さが際立っているが、金融危機や財政危機を経て、さらに今回のコロナ危機が同国の経済に重く押し掛かることが懸念されている(図表1-2)。

次に、一国の中でも国民の間で格差の拡大が予想される。現在のところ勤務時間を短縮しつつも雇用を維持する短時間



(資料) 欧州委員会のデータから農中総研作成

(注) 図表 1-1 で、●はユーロ圏の四大国、▼はユーロ圏外の国々、【】は EU 外の国々を示す。図表 1-1 と 1-2 で、(参考)として米国と日本を併記する。また、(予)は欧州委員会による直近(20年 11 月時点)の予測値である。

労働制度の拡充などで失業者の急増は回避されてはいるが、職の安定性の違いや資産の保有状況の違いから、国民の間で貧富の格差が拡大する可能性がある。

こうして、危機に際して政策の総動員により表面的には大きな混乱は回避されたとしても、水面下で格差の拡大という歪みの発生は避け難い。この結果、コロナ危機はその収束後も欧州経済に様々な影響を長く残すことになるものとみられる。

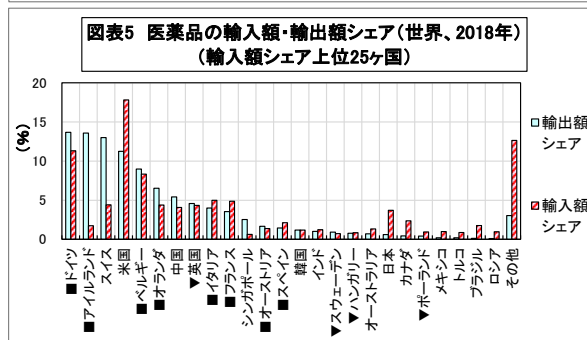
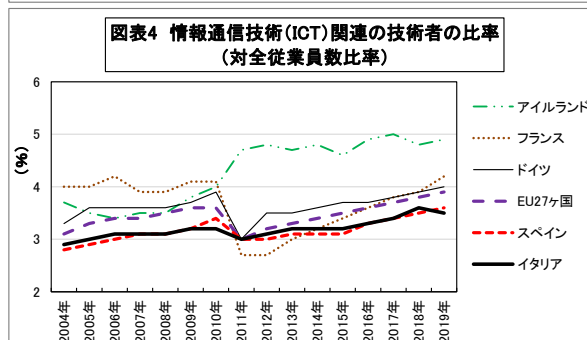
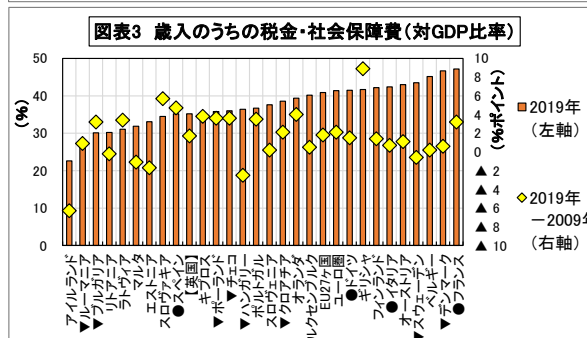
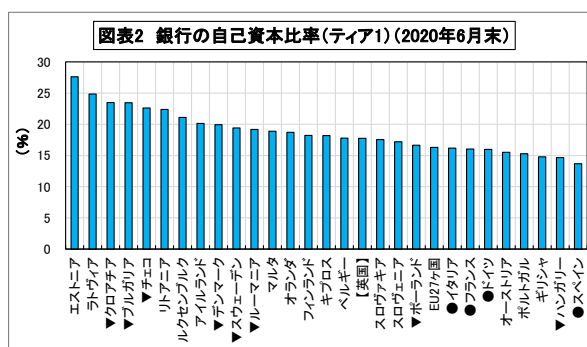
国家の間の成長格差の拡大

比較的順調な景気回復が見込まれるアイルランドであるが、ユーロ圏の財政危機の際には金融支援を受けた経緯がある。しかしその後は不動産バブルの破裂で傷んだ銀行の改革を急ぐとともに、低い法人税率や英語環境を生かして情報通信技術（ICT）や医薬品関連の国際的な大企業の誘致に注力することなどにより、力強い成長を遂げてきた（図表 1-2、2、3）。さらにコロナ危機の下でも、これらの ICT 関連サービスや医薬品などの輸出に支えられ、また観光への依存度の低さも有利に働いて、景気の落ち込みは小幅なものに留まっている（図表 4、5）^(注1)。

確かにアイルランドでも内需は縮小しており、また英国の欧州連合（EU）からの離脱が与える影響は他国に比べより大きなものになるとみられている。このため、今後の景気回復に懸念がないわけではないが、コロナ危機を経てデジタル化が一層進捗し、またヘルスケア関連の需要の高まりが予想される中では、これらの産業に強みを持つアイルランド経済の優位性を否定することはできない。

今後、EU 内ではこうした強みの有無により、各国間で経済成長の格差が拡大する展開が考えられる。なかでもイタリアではこれらの分野の競争力に乏しいばかりか、財政危機後も一貫した経済の構造改革は進まず、また他にも銀行の財務内容に弱みを抱え、政治の安定性にも欠けるなど様々な課題を抱えていることから、アイルランドなどとの対比で景気回復が大きく劣後することが予想される^(注2)。

イタリアに限らず一朝一夕に経済構造の転換を果たすことは不可能であり、これから数年にわたり欧州では各国間の経



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

(注) 図表 2、3 の▼、●は、図表 1-1 に同じ。また図表 5 の■はユーロ圏加盟国を、▼は(データ時点の)ユーロ圏外の EU 加盟国を示す。

済格差が拡大する推移が見込まれる。この結果、課題となる財政改革では各国間に対応力の違いが生じるほか、欧州中央銀行（ECB）による金融政策の舵取りも難度を増すことになるものと考えられる。

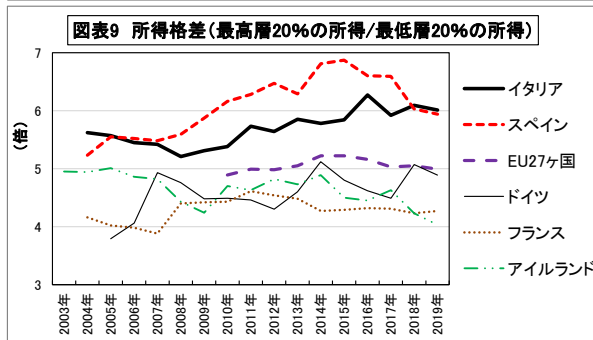
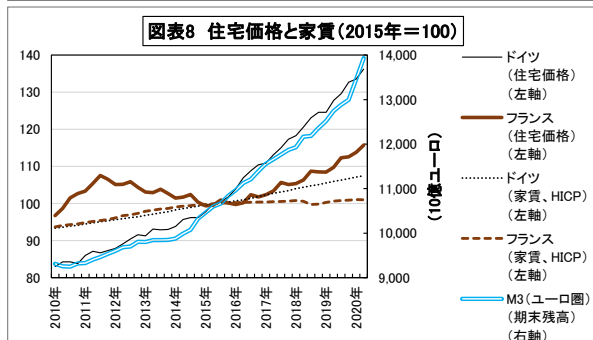
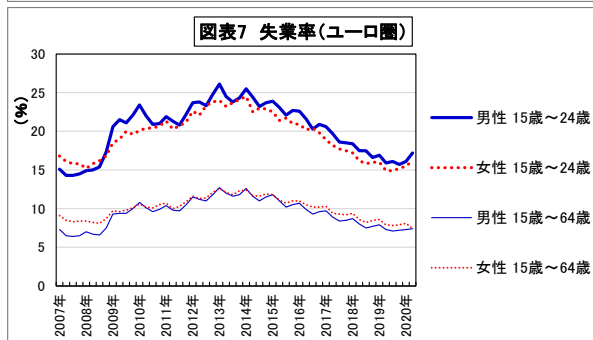
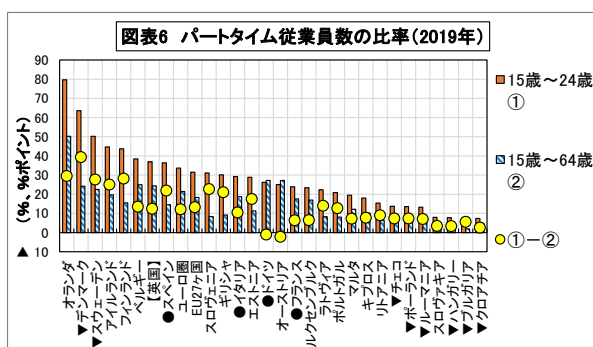
国民の間の貧富格差の拡大

次に、国民の間の格差の拡大がある。欧州の各国では短時間労働制度の拡充などにより、これまで失業者の急増は回避されてきた。しかしパートタイム従業員が占める比率は特に若年層で高く、職の安定性という点では年齢階層間で様ではない実態が見て取れる(図表6)。そして、現実に若年層の失業率は高い水準で推移しており、しかも特に足元で、明らかにその上昇傾向が現れてきている(図表7)。

このように世代間で職の安定性に違いが認められるが、これと同時に、一般に若年層ではシニア層に比べ株式や不動産などの資産の保有額が少額であるため、世代間で持つ者と持たざる者の違いも存在している。そしてこの点からも、国民の間で経済力の格差が拡大する可能性がある。

折から最近の金融市場では、ワクチンの実用化期待の高まりでコロナ後を見据えた株価の上昇が生じているほか、ECBの金融緩和の長期化に伴い、一部の国では住宅価格の上昇も見られている(図表8)。これに対し、職の安定性の面で弱みを抱える若年層は、キャピタルゲインを得る機会に限られ、また時間の経過とともに住宅の取得コストは上昇することもあり、シニア層に対して一層経済面で不利な立場に立たされることになる。

現在も欧州の主要国の間ではイタリアやスペインで国民の所得格差が大きい。以上の結果、今後この格差がさらに拡大する可能性が見込まれる(図表9)。そして、国民の間の貧富の格差の拡大、特に若年層の経済的な疲弊は欧州経済に大きな影響を及ぼすことが懸念される。つまり、若年層の疲弊はスキルの習得やキャリア開発に支障をきたし、経済成長を長期間



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

にわたり抑制する要因になりかねない。また、不満の蓄積がポピュリズム政党を再活性化させ経済改革を阻害することで、影響が長期間に及ぶことにもなり得る。このように、様々な経路を通じた経済情勢への影響の波及が考えられる。

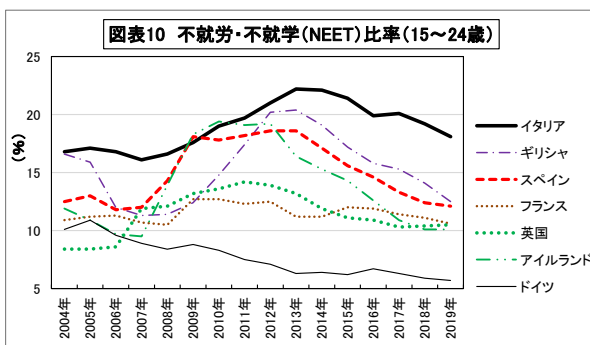
おわりに

以上に見たように、コロナ危機では政策の総動員で表面的には経済や市場の大きな混乱は回避されたとしても、水面下で国家の間の経済成長の格差の拡大や、国民の間の貧富の格差の拡大が避け難い。そしてこうした歪みは、コロナ危機が収束した後にも、欧州経済に様々な影響を長い期間にわたり残すことになる。

その影響の第一には、国家の間の経済成長の格差の拡大により、財政改革の進捗度合いが国毎で乖離し、また ECB による金融政策が困難化する点がある。これは例えば ECB が現行の異例な緩和策から転換する局面で、ある国では既に資産バブルが発生しており、また別の国ではこの転換が景気の急減速や国債費の急上昇を招くことになるなど、国家間で様々な波乱を生じさせる可能性をはらんでいる。第二には国民の間の貧富格差の拡大に伴う影響であり、なかでも若年層のキャリア開発などの阻害やポピュリストの再活性化などが長期間にわたり経済成長を抑制する要因となり得る点である。そしてこれはまた、第一の国家間の経済格差の拡大に繋がり、問題を一層困難なものとすることになる。この点では、現時点でも若年層のニート比率が高いイタリアの先行きが、やはり懸念材料である(図表 10)。

しかもこうした影響は、コロナ危機の下で増幅される可能性がある。というの

(注1) 21年のGDPが19年の水準を回復すると見込まれる2ヶ国のうち一方のリトアニアは、バルト三国の中でも最も南に位置することで不凍港を有し、海運に強みがある。コロナ危機では、初期の感染症対策が効果的であったことのほか、観光依存度が小さいこと、また同国の低付加価値製品に対する外需が比較的安定的であったことなどが経済活動を支えてきており、今後の回復も比較的順調であると予想されている。なおこれらの国々の経済規模は、ユーロ圏のGDP(19



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成
(注) 同年齢層の全人口に対する比率である。

も、「デジタル・トランスフォーメーション(DX)」と呼ばれるビジネス改革が重要な課題となる中で、特に若年層による新たなスキルの習得が今後の経済成長を左右することになるためである。「世界経済フォーラム(WEF)」は10月のレポートで、従来の自動化の流れにコロナ危機の影響が加わり、主要26ヶ国では25年までに85百万人の雇用が失われる一方で、97百万人の新たな雇用が創出されている(注3)。まさに現在、各国はこうした環境変化に対する対応力を問われているわけであり、なかでも若年層の疲弊が著しい国々はますます将来に向けて経済の競争力を失うことになるものとみられる。

このように、ワクチンの実用化でコロナ危機は収束に向かうとしても、实体经济の見地からすれば、これをもってウイルスとの戦いが終了したことにはならない。むしろ危機の収束後も続く、この危機による格差の拡大が与える影響に、注意が必要となるわけである。(20. 12. 16 現在)

年)合計額に占めるシェアで、ドイツが28%、フランスが21%、イタリアが15%、スペインが11%であるのに対し、アイルランドは3%、リトアニアは0.4%である。

(注2) イタリア経済が抱える様々な課題については、次を参照されたい。

- ・ 山口勝義「感染症拡大で深まるイタリアの苦境と復興基金への期待」(『金融市場』20年9月号所収)

(注3) 次による。

- ・ WEF(October 2020)“The Future of Jobs Report”

フェイス・トゥ・フェイスを重視する東京証券信用組合

古江 晋也

要旨

東京都中央区日本橋茅場町に本店を置く東京証券信用組合は証券会社、証券関連団体、証券会社役員、一般投資家などを組合員とする業域信用組合である。同組合は「証券業界の金融機関」というポジショニングから、証券会社向け無担保融資、証券担保ローン、ストックオプション融資などのユニークな商品を取り扱っている。今日の証券業界は、異業種からの新規参入の増加やデジタル技術の急速な進展など、競争環境は厳しさを増しているが、同組合は協同組織金融機関に欠かせないフェイス・トゥ・フェイスによるコミュニケーションを重視しながら、今後も「証券業界の金融機関」として業界の発展に貢献していくことをめざしている。

はじめに

東京証券信用組合（2020年9月末、預金残高1,006億円、貸出金残高155億円、1店舗、役員数24人）は東京証券取引所にほど近い東京証券会館に本店を構える業域信用組合である。組合員は証券会社、証券関連団体、証券会社役員、一般投資家などであり、「証券業界の金融機関」として証券会社向け無担保融資、証券担保ローン、ストックオプション融資などユニークな商品を取り扱っている。

1955年に設立された当初は、東京証券取引所内に店舗を構え、東京証券取引所

職員や証券会社社員が取引所購買部で家電製品や洋服などを購入する際のファイナンスやサービスを提供していた。

その後、高度成長期を迎え、証券業界が活況を呈するようになると、証券会社は運転資金を求めようになった。ただ当時の地場の証券会社は零細な会社が多く、高利貸しから資金調達するケースもあった。そこで東京証券信用組合が事業性融資をも担うようになった経緯がある。

証券会社への事業性融資

東京証券信用組合が提供する金融商品は大きく分けて、①証券会社への事業性融資、②一般投資家向け融資、③証券会社従業員への個人ローンがある。

まず、証券会社への事業性融資とは設備投資ではなく、資金繰り融資のことを示す。証券会社の経理部門は一日の取引が終了すると資金繰り管理を行うが、通常の資金の過不足以外にも、株式市場が大きく変動した場合は、取引顧客の収支状況の見通しがつきにくくなるため手元資金を多めに確保しておきたいと考える

写真1 東京証券信用組合入り口



写真2 東京証券会館



写真3 東京証券取引所



(この資金繰り管理には、分別管理制度^(注1)に基づく顧客分別金信託の管理も含まれる)。

そこで証券会社は、金融機関から短期の事業性融資を受けることになるが、銀行から事業性融資を受ける場合は、当座預金の枠内で担保を差し入れるケースがある。しかし、東京証券信用組合は「フェイス・トゥ・フェイス」をモットーに担当職員が証券会社の経理担当者と常に連絡を取り合い、月次の財務データも把握していることから、短期無担保融資(数億円単位を1週間から10日ほど)を即日で行うことが可能である。そしてこの資金繰り融資が同組合のメイン業務となっている。

^(注1)証券会社は日々顧客と取引を行うが、顧客から預かった資産(分別金)は証券会社の資産とは別に保管

される。これが分別管理制度であり、同制度によって顧客は証券会社が廃業や経営破綻した場合でも資産の返還を受けることができる。証券会社は通常、顧客から預かった分別金を信託銀行に信託している(顧客分別金信託)。

新興証券会社へのトップセールス

一方、証券業界では98年に金融システム改革法が成立し、証券業が免許制から登録制へと移行したことから、新規参入が相次いだ。ただ最近までの東京証券信用組合は「従来からのなじみの証券会社」との取引に注力しており、新たに台頭したネット証券などへのアプローチには積極的ではなかった。そこで15年6月に理事長に就任した八尾和夫氏は、ホームページをリニューアルしたり、組合の事業内容が一目でわかるパンフレットを作成したりするとともに、新規見込先や組合員であるが取引がなかった証券会社にも積極的にトップセールスを実施することにした。

その結果、現在では外国為替証拠金取引、融資型クラウドファンディング、証券会社が証券取引所外で投資家の売買などを取り持つダークプールを得意とする新興証券会社とも取引が始まることとなった。

また組合では、役職員がこれまで以上に情報共有を密にするとともに、さまざまな勉強会や意見交換会などにも参加することで、新たな金融分野に対する「アンテナを張る」ことにも注力するようになった。

一般投資家向け融資

一般投資家向け融資には、証券担保ローンとストックオプション融資がある。

写真4 右から八尾和夫理事長、武川学常勤理事



証券担保ローンの利用を希望する投資家は、主に証券会社からの紹介案件である。大手証券会社の場合であれば、自社のプライベートバンキング部門などに顧客をつなぐことになるが、証券会社の中には同部門を擁していないところもある。そこで証券会社は組合を紹介する。また最近では、ネット経由で「証券担保ローンを利用したい」という問い合わせも増えているという。

かつての証券担保ローンは顧客から紙ベースの株券を預かっていたが、ペーパーレスとなった現在では、証券保管振替機構を通じて組合に顧客の株券を振り替えてもらい、返済が終了すると、再振替する。組合では15時に取引が終了すると証券担保ローンを利用している全顧客の

写真5 テラーカウンター



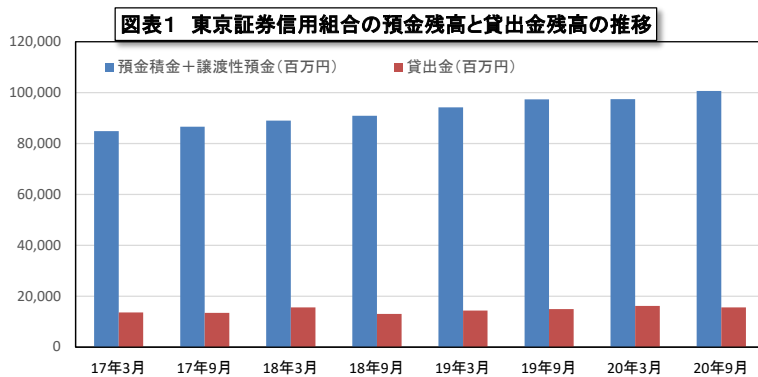
貸出金残高と担保価格の状況を確認し、担保割れが生じた場合は、期日内に追加で担保を差し入れてもらうか、借入金を返済してもらうことになる。

ただ、組合は組合員と常にフェイス・トゥ・フェイスで向き合うことを重視しており、返済を猶予してほしいという申し出があると、具体的な返済計画などを融資審査会で検討し個別に対応している。このスタンスは、「コロナショック」の時にも適用され、時価割れに陥った投資家に対しては、すぐに担保を売却することで融資の返済に充てることなく、じっくり取り組むことにした。その後、相場が反転したこともあり、すべての時価割れに陥った投資家も時価割れの状態を解消することができたという。

一方、ストックオプション融資は、ストックオプションの権利を付与された役員や会社の創業メンバーが、権利を行使する際に必要となる株式購入資金を融資するローン商品である（返済期間は1か月以内）。取り扱う金融機関が少なく、希少性があるためか、検索エンジンで「ストックオプションローン」という言葉を検索すると、組合の商品が上位にランクインされることから、メールや電話による問い合わせも少なくないという。

証券会社従業員向け個人ローン

設立当初の東京証券信用組合は、個人ローンがメイン商品であったが、その後は証券会社向け事業性融資のウェイトが高くなり、2015年度の個人への貸出金残高は14億円となった。しかし、経営戦略上、証券会社への事業性融資は取引の拡張性が限定されていることと、証券業界の役職員に利用を限定するとデフォルト



(資料)東京証券信用組合ディスクロージャー誌

率が低く、保証料率も低いことがわかった。そこで八尾氏は各証券会社の経営者に「従業員の可処分所得の向上」「福利厚生拡大」ということを強調したセールスを展開。すると社内イントラネットで組合の個人ローン商品を発信する証券会社も増加するようになり、19年度には28億円まで拡大することになった。

1,000億円を突破した預金残高

図表1は東京証券信用組合の預金残高(預金積金残高+譲渡性預金)と貸出金残高の推移を表したものである。まず、貸出金残高の推移は、トップセールスによる新興証券会社の利用拡大に加え、一般投資家向け融資や証券会社従業員向け個人ローンにも力を入れてきたことから貸出金残高は3年間(17年9月期から20年9月期)で20億8,700万円増加した。

ただ、貸出金残高以上に注目されるのが預金残高の増加であり、20年9月末には1,006億4,500万円と1,000億円の大台を突破した。この理由は近年、証券会社が信託銀行に支払う信託報酬(分別管理制度に伴う顧客分別金信託)が、信託銀行に預ける預金利息を上回るようになり、信託銀行から預金金利が高い組合に再預託するようになったからである(日

銀のマイナス金利政策導入以前は、預金利息が信託報酬を上回っていたため、組合に再預託を行っていなかった)。

組合では「再預託も証券会社のニーズである」との経営判断から、経営コストを削減することで対応しているが、

長引く日銀のマイナス金利政策は証券業界にも大きな影響を与えていることがわかる。

おわりに

以上、東京証券信用組合の経営戦略をまとめてみた。

証券業界は異業種からの新規参入の増加やデジタル技術の急速な進歩を受け、伝統的な店舗営業を展開していた中堅証券会社が廃業する一方、ネット証券が業容を拡大するなど競争環境が厳しさを増している。このような中、今日の東京証券信用組合は、既存の証券会社への資金繰り融資に加え、トップセールスによる新興証券会社との取引を拡大したり、一般投資家向け融資や個人ローンにも注力したりするなど、取引の幅を拡大するようになった。

八尾氏は協同組織金融機関に欠かせないフェイス・トゥ・フェイスによるコミュニケーションを重視しながら、今後も「証券業界の金融機関」として業界の発展に貢献していくことをめざしており、そのことが「業域信用組合の存在意義」であることを強調する。

海外の話題

ガジュマル

北京駐在員事務所 首席代表 米坂 樹紀

先般、休暇で訪れた福建省の島を散策していたら樹齢300年のガジュマルの樹が倒壊していた。一昨年の台風の影響により倒壊したという。ガジュマルは亜熱帯～熱帯に分布するクワ科の常緑樹で根を張る力が強いことから古くから防風林、防潮林としても利用されており、台風にはめっぽう強い筈である。私が目撃した倒壊ガジュマルも300年もの間、無数の台風に耐えてきたが、ついに耐え切れないほどの強烈な台風に出くわしたということなのであろう。

想定外あまたの颱風しのぎし樹

ガジュマルは力強く成長し、大きく広がった枝葉は南国の強い日差しをさえぎり、木陰には人が安らげる場所を提供する。そのため、亜熱帯エリアでは町のシンボルになることが多い樹である。福建省に限らず、沖縄県、鹿児島県でも近年、町あるいは学校のシンボルとなっていた樹齢100年以上のガジュマルが倒壊したというニュースがよく聞かれるようになった。ガジュマルが高齢化して樹力が衰えたこともあるのだろうが、やはり自然災害の激甚化と関係しているような気がする。

キジムナー遊び庭にも温暖化

私が訪れた福建省の島では倒壊したガジュマルは町のシンボルというわけではなかったけれども、倒壊してニュースメディアに採り上げられたことで、「倒壊ガジュマル」として観光スポットになっていた。早速、倒壊したガジュマルの前には案内看板が掲げられ、倒壊ガジュマルをバックに観光客が記念写真を撮っていく。倒れたことを逆手に取って観光資源化していく島の人々の生命力を感じずにはいられなかった。

倒れてもタダでは起きず倍返し

さらに驚いたのは、倒壊ガジュマルは倒壊しても尚もガジュマルは成長を続けているということ。生き残った根から養分を吸収し、今も新たな枝葉を育てているガジュマルのみなぎる生命力には感動を覚えた。



生命をつなぐ老木魂震え

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できるとさ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、投資のご判断等をご自身でお願い致します。

金融市場

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

2021年1月号 第32巻 第1号・通巻362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) 騰栄社