

金融市場

潮流

トランプ大統領とは何だったのか…………… 1

情勢判断

国内経済金融

緊急事態宣言の再発出で回復が一時中断

～1～3月期には再びマイナス成長に陥る可能性も～… 2

米国経済金融

行動制限措置から足踏み状態が継続

～バイデン政権は新たな追加経済対策を目指す～…12

中国経済金融

2020年はプラス成長を維持した中国経済

～21年の経済政策運営と重要な取組事項～…20

分析レポート

コロナ危機下の企業、銀行、家計の動向と今後の懸念点

～21年もまだまだ波乱含みの欧州の経済と金融市場～…26

地方銀行の2020年度中間決算の状況と経営戦略…30

今月の焦点

日本の財政①：2021年度予算案 ……36

海外の話題

苦境が続くニューヨークのレストラン事情…40

2021.2

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

トランプ大統領とは何だったのか

代表取締役専務 柳田 茂

1月20日、第46代アメリカ合衆国大統領にジョー・バイデン氏が就任し、4年間にわたったドナルド・トランプ大統領の時代は幕を閉じた。

就任式は州兵が立ち並ぶ異例の厳戒態勢のなかで行われた。就任式に先立つ1月6日に、次期大統領選出の審議を行っていた連邦議会にデモ隊の参加者らが多数乱入して議事堂を一時占拠する事件が発生した影響である。乱入者の多くはトランプ氏の呼びかけに応じてホワイトハウス前に集まった人々と見られており、暴力行為を求めているなくてもトランプ氏の責任は免れ難く、昨年の大統領選挙を不正だと言い続けた彼の言動が惹起した事態と言わざるを得ない。

昨年11月3日に行われた大統領選挙は史上最高の投票数を記録し、有権者の大半が参加してのまさに米国を二分する戦いとなった。新型コロナウイルス感染拡大と人種差別問題深刻化という二つの大きな問題に的確に対処できなかったトランプ氏は選挙戦で終始苦戦を強いられたが、諦めずに最終盤一日に激戦州を5州も回って大規模集会を開くなど驚異的な粘りを見せて票を掘り起こし、4年前の選挙を1千万以上上回る7400万票を獲得して大接戦に持ち込んだ。

最終的に大統領選史上最多の8100万票を獲得したバイデン氏に敗れはしたが、問題はあってもトランプ氏を強固に支持し続ける多くの人々の存在が印象付けられた。その中には、白人の保守層のみならず製造業の従業員や農家、警官など労働者層が多く含まれている。彼らは、グローバリゼーションと産業の構造転換が進みGAFに代表される一部の巨大企業に富が集中する現在の米国において、取り残された人々と呼べる存在である。トランプ政権の本質が、格差の拡大を背景に膨らんだ米国内のエスタブリッシュメント（支配層）に対する巨大な不満の受け皿であったことが、昨年の選挙によって改めて示されたと言えよう。

問題は、人々の不満によって誕生したトランプ政権が、問題の解決を目指すのではなく、むしろ不満を煽り国民の分断を助長することで支持を調達し政権の浮揚を図ってきたことである。4年の在任期間中にトランプ氏が行った政策や言動は常に自らの支持者層に向けられ、批判する人々やマスメディアを苛烈に攻撃し続ける一方で、移民や人種差別の問題への対応も含め国民全体の融和と安寧を目指す姿勢はほとんど見られなかった。

バイデン大統領には、トランプ氏が残した国民の分断と憎しみという深い傷を癒して融和に導いていくことが求められている。バイデン政権の閣僚人事をみるとトランプ氏が否定したオバマ政権時代の経験者が目立つが、前政権の否定の応酬を続ければ国民の分断はさらに広がりかねない。バイデン大統領には、広く国民の声に耳を傾けて、トランプ大統領という異形の存在を産み出した国民の不満と正面から向き合い、その根本にある格差の問題の是正を図っていくことが必要と考える。

米国が、「ビルド・バック・ベター」掲げる新しい大統領の下で分断から統合に舵を切り、民主主義の価値を具現化する「よりよい社会の再建」に向かっていくことを期待したい。

緊急事態宣言の再発出で回復が一時中断

～1～3 月期には再びマイナス成長に陥る可能性も～

南 武志

要旨

年明け後に新型コロナウイルス感染症の感染拡大が加速度的に広がったことから、政府は緊急事態宣言を再発出した。2020 年末にかけて景気の持ち直しが一服する動きがみられていたが、こうした事態を受けて 1～3 月期には再びマイナス成長に陥るリスクが高まっている。なお、今回の緊急事態宣言は昨春のものとは比べて感染防止の効果は弱いとみられ、長期化する可能性があるほか、一部の国で始まった対コロナワクチンが国内で承認され、実際に接種が始まるにはもう少し時間がかかることなどを踏まえると、しばらくは不安定な経済情勢が続くことになりそうだ。

こうした中、政府は総額 73.6 兆円規模の追加経済対策を盛り込んだ 20 年度第 3 次補正予算案、21 年度当初予算案を編成、「15ヶ月予算」としてコロナ対策に注力していく姿勢を見せている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目		2021年				
		1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 (%)		-0.018	-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 (%)	0.430	0.20～0.50	0.20～0.50	0.20～0.60	0.20～0.60
	10年債 (%)	0.030	-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)	103.5	98～110	98～115	98～115	98～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	125.5	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価 (円)		28,756	28,500±3,000	29,000±3,000	29,000±3,000	29,500±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1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。

新型コロナの加速的な感染拡大により緊急事態宣言が再発出

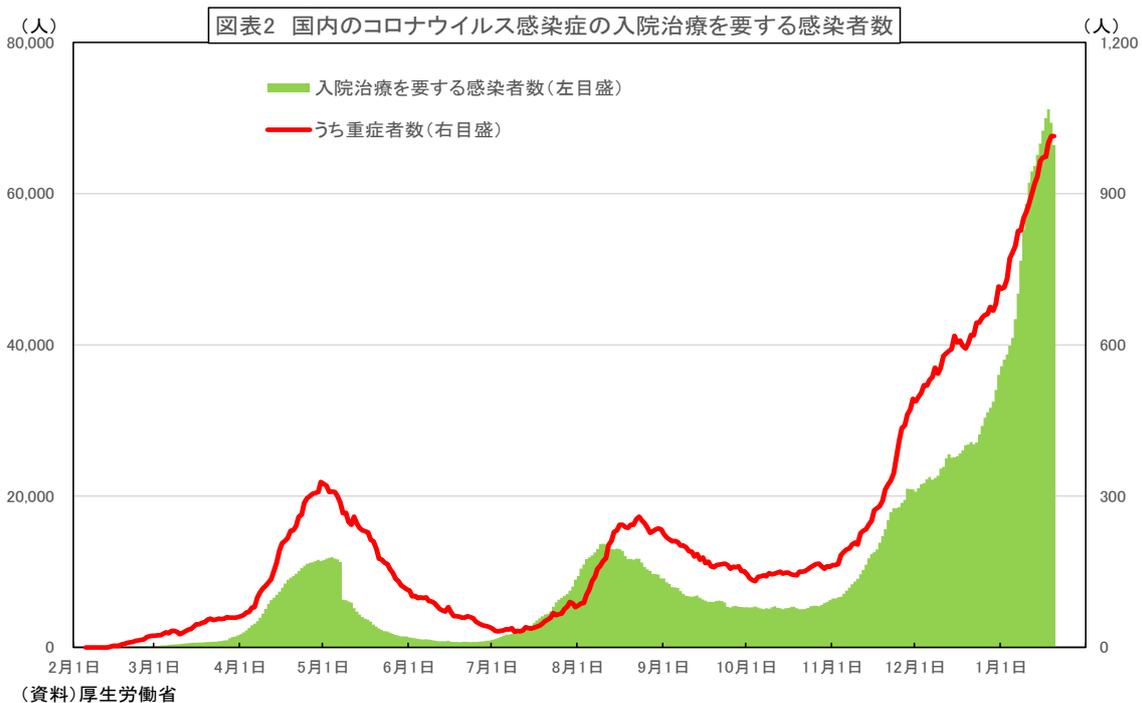
冬季を迎えた北半球では新型コロナウイルス感染症が猛威を振るっており、経済活動の抑制を余儀なくされる国も多い。2020 年 11 月以降、感染拡大傾向をたどってきた国内においても、21 年入り後には新規感染者数が加速度的に増加しており、自宅療養中や入院調整中に亡くなるケースも散見されるなど、保健所や病院などのコロナ患者受入れ体制は十分な機能を果たせなくなってきた。

日本政府はこれまで感染抑制と経済活動との両立を図ろうとしてきたが、医療崩壊危機が意識されたことから、首都圏 4 都県を対象に 1 月 8 日から 2 月 7 日までの緊急事態宣言を再発

出したほか、15日には7府県を対象地域に加えることを決定した。なお、今回の緊急事態宣言は、人と人との接触の8割削減など広範囲な行動変容を求めた昨春のものとは異なり、飲食店に対する午後8時以降の営業自粛や事業所などに対する出勤者の7割削減の要請など、限定的なものとなっている。こうした緊急事態宣言の再発出に伴って、年末から一時停止されていた「GoTo トラベル」や「GoTo 商店街」なども停止措置が延長されたほか、「GoTo イート」も利用を控えるよう要請された。

最近では一連のコロナ対策は完全に後手に回っているとの厳しい評価も多く、実際にコロナ専門病院の設置の遅れなどといった準備不足が足元の医療崩壊危機に繋がった可能性は否定できない。各調査機関による内閣支持率も急低下しており、不支持率を下回る事態となっている。

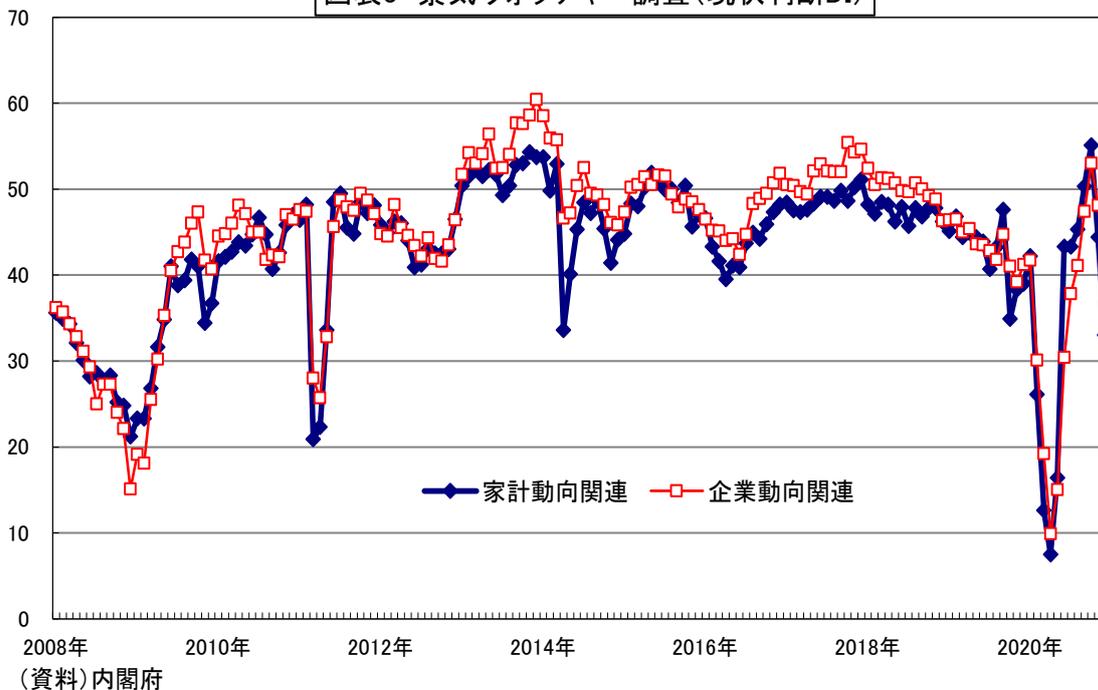
こうした状況の下、政府・与党は18日に召集された通常国会の冒頭で19.2兆円のコロナ対策費を盛り込んだ第3次補正予算案の審議を迅速に行い、成立させた後、新型コロナウイルスの感染防止策の実効性を高めるために新型インフル等対策特措法、感染症法、検疫法の改正案の審議を始める構えである。この改正案には感染防止策に強制力を持たせ、従わないものへの罰則等が盛り込まれているが、社会の分断を招かぬよう、慎重かつ冷静な議論が求められる。



マインドが再び悪化

さて、国内景気に目を転じると、新型コロナの加速的な感染拡大の影響によってソフトデータが再び大きく悪化している。12月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DI（方向性）は前月から▲10.1ポイントの35.5と2ヶ月連続の低下で、持ち直しが始まった6月の水準（38.8）を割り込んだ。各種GoToキャンペーンの一時停止や年末年始の帰省の自粛などが悪影響を与えたものと見られる。一方、先行き判断DIは37.1と前月から+0.6ポイントと僅かに改善したが、1月には緊急事態宣言が発出されていることを踏まえると、実際にはDIがさらに下振れる可能性が高い。類似のビジネスサーベイも押しなべて足元の景況感が悪化に転じている。

図表3 景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



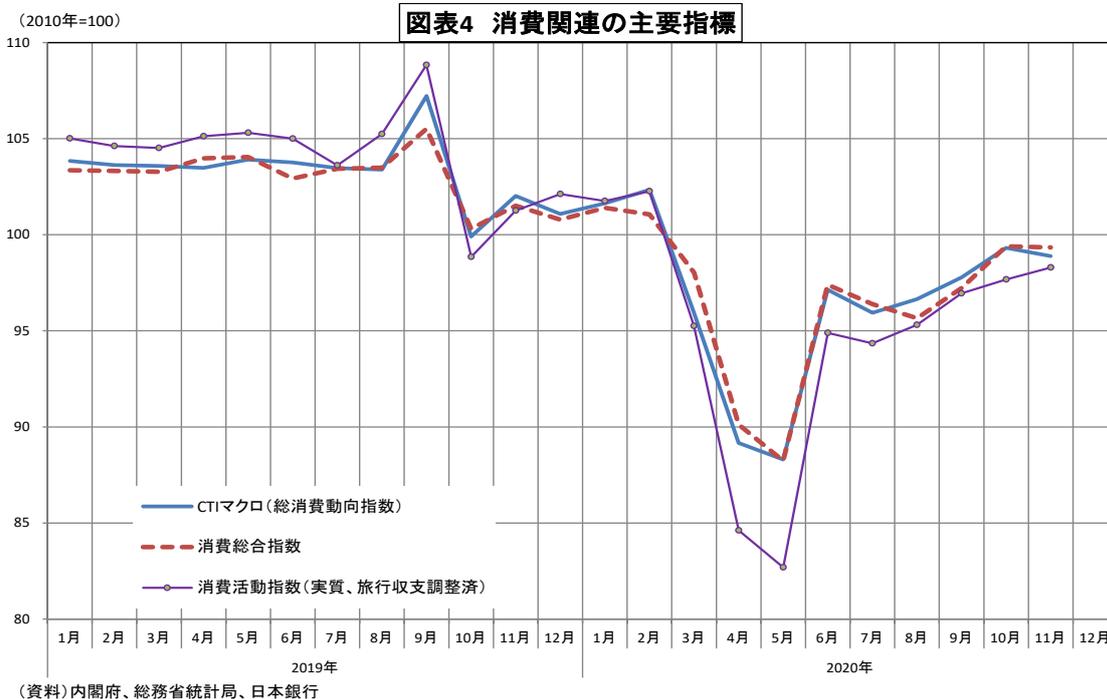
自粛ムードがさらに強まる可能性も

また、ハードデータでも持ち直しの勢いが年末にかけて弱まっている様子が見て取れる。12月の実質輸出指数は前月比▲1.0%と7ヶ月ぶりに低下した。コロナ禍からの回復が順調だった中国向けは依然底堅いが、新型コロナの感染拡大が続く欧米向けは総じて鈍く、二極化が目立っている。また、輸出回復を牽引してきた自動車輸出も、底堅かった米国向けも含めて、全般的に鈍い動きになりつつある。

さらに、11月には鉱工業生産指数、第3次産業活動指数ともに6ヶ月ぶりの前月比マイナスとなったほか、製造工業生産予

測指数によれば 12 月分も生産指数の低下が見込まれるなど、産業活動は総じて足踏み傾向が強まっている。

消費の持ち直しの勢いも乏しい。10 月には GoTo トラベルに「東京発着分」が加わったほか、GoTo イートがスタートしたこと等もあり、サービス消費にも明るい兆しが見られたが、新型コロナウイルスの感染者数が増え始めた 11 月には再び自粛ムードが強まった。GDP 統計の民間消費に近い消費総合指数の 11 月分は前月比▲0.1%と 3 ヶ月ぶりに低下するなど、頭打ち気味となっている。12 月分ではさらに悪化している可能性が高い。

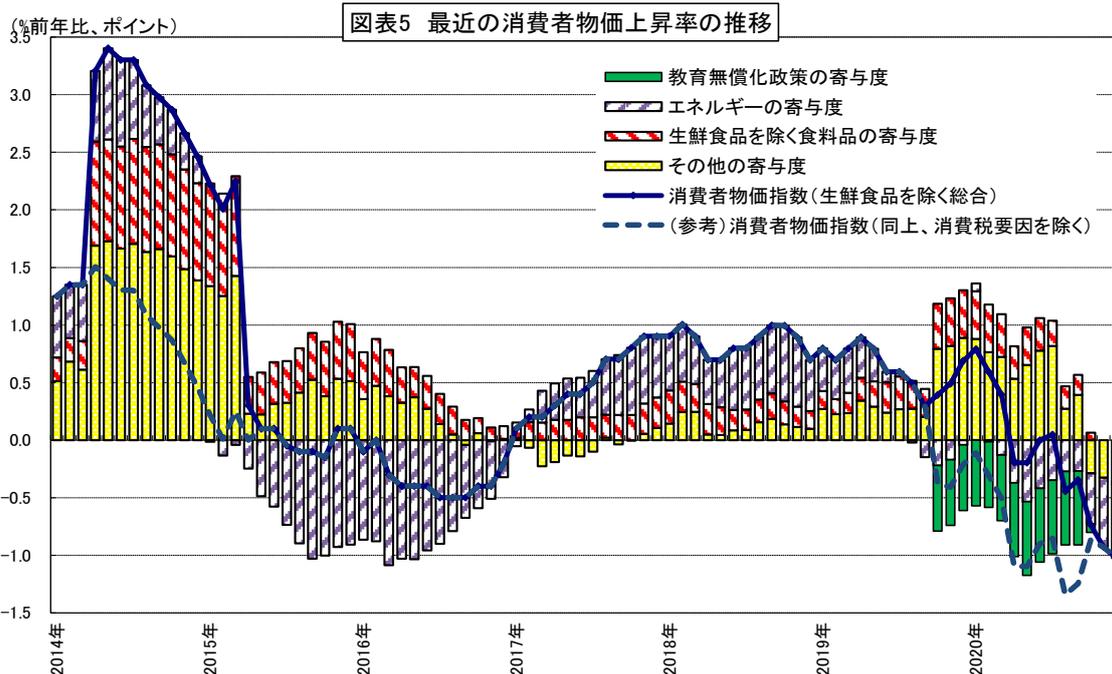


経済見通し：1～3月期は再びマイナス成長となる公算

さて、最近では米中摩擦による中国メーカーへの受注停止やEV（電気自動車）の普及などが重なって、半導体が品薄状態になっていると報じられており、実際に一部の自動車メーカーでは生産ラインを一時停止する動きもみられる。品薄解消には半年程度かかるとの見方もあり、今後の貿易・生産動向に影響する可能性がある。

一方、緊急事態宣言の解除時期については、今回の措置が限定的なものとなっていることもあり、当初の予定（2月7日）を大きく後ずれする可能性が指摘されている。政府は、病床使用率などの6指標が現在のステージ4（感染爆発）からステージ3（感染急増）に落ち着かせることが解除の目安になるとの考えを示したが、政府の新型コロナ対策分科会の尾身会長は1

ヶ月未満でステージ3に近づくのはそう簡単ではないと述べている。また、一般の国民に対するワクチン接種が始まるのも年央と見られ、集団免疫の獲得までにはまだ時間がかかる。それゆえ、国内景気はコロナ禍の影響から脱するのはしばらく困難であり、当面は一進一退が続くだろう。足元10~12月期はGoToキャンペーンによる押し上げ効果によって2四半期連続のプラス成長が見込まれるが、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が高いだろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：しばらく下落継続

12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▲1.0%と5ヶ月連続での下落となり、下落幅も3ヶ月連続で拡大した。原油価格の影響で電気・ガス代などのエネルギーが下落しているほか、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背景にあるが、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。なお、20年としては前年比▲0.2%と4年ぶりの下落に転じた。

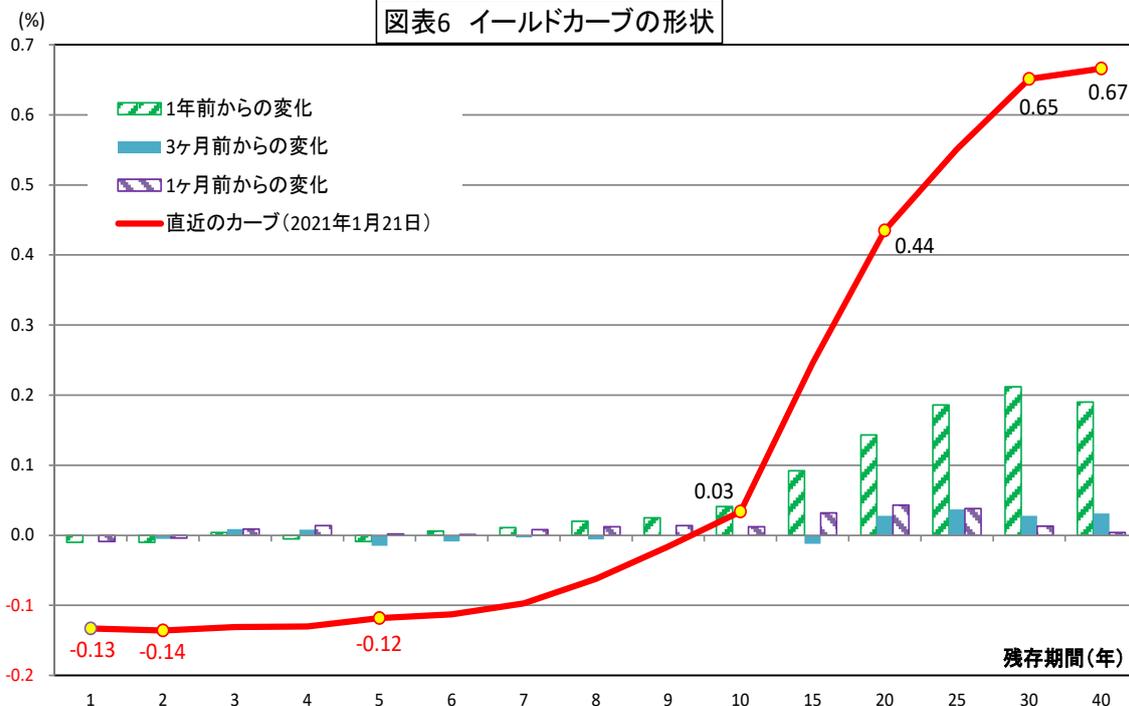
先行きについても、家計の所得環境は厳しさを増す中、緊急事態宣言の再発出によって消費者の自粛ムードが一段と強まっており、サービス消費を中心に低調な状態が続くものと思われる。こうした需要不足の慢性化により、しばらくは物価下落状態が残るだろう。

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

1月20～21日に開催された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」の現状維持が決定された。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いる。

なお、12月会合では、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ている。現行政策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、次回3月会合で結果が公表される見通しである。この「点検」によって将来的に何らかの政策変更があるのか、市場参加者の注目を集めている。

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

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

30年ぶり高値水準ながらも、先行き一旦は調整する場

パンデミック化した新型コロナの影響による大幅下落から株価は一旦持ち直した後、20年半ばから秋にかけて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から一進一退の動きが続いたが、11月の米大統領選を機にリスクオンの動きが強まった。直近にかけても米国次期政権による大規模な財政政策への期待感が高まっている。

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

コロナ禍の影響によって19年度末にかけての債券市場では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。日本銀行が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入れると決定したことも、長期金利の低位安定に寄与している。

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0.03%前後と小幅プラス状態で推移している。

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ると思われる、全般的に見れば金利水準は低位に推移すると予想する。一方で、集団免疫を獲得するなど、コロナ禍の影響が弱まれば、景気回復力が強まっていくとともに、内外で大量の国債発行への警戒も高まり、超長期ゾーンを中心に上昇圧力が強まることもあるだろう。

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

面も

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。米国株高にもつられて、日経平均株価は11月下旬には26,000円台が定着、12月末には27,000円を回復、1月中旬には28,000円台が定着するなど、堅調に推移している。バイデン政権で財務長官に就任するイエレン前FRB議長は、大統領選での公約である大企業や富裕層への課税強化は急がず、当面は経済立て直しに注力する考えを表明したが、こうした姿勢もリスクオンの流れを強めたものと思われる。

このように、大規模な財政政策や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、ワクチン接種によって近い将来、コロナ禍が沈静化することへの期待も強い。とはいえ、期待先行で買われている面も強いほか、30年来の高値圏までの上昇ピッチがやや速かったことから、一旦は調整する場面も想定すべきであろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

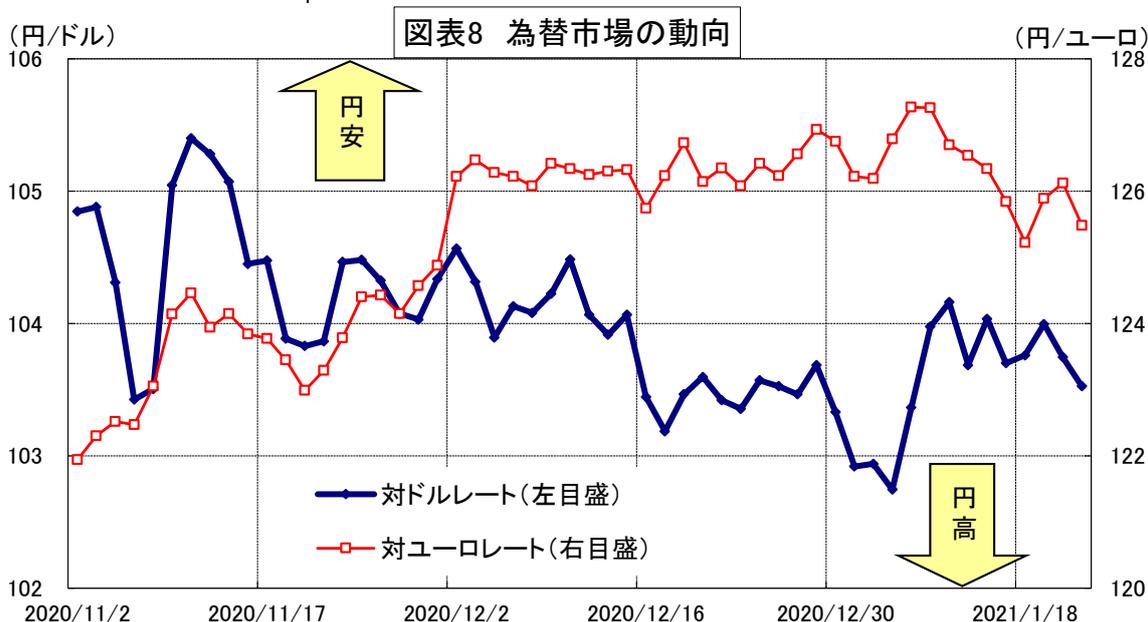
ドル円レートは 100円台前半

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。1月には緊急事態宣言の再発出を受けて、一時102円台半ばまで円高が進む場面もあったが、米国で大規模な財政政策への期待が高まり、米長期金利が上昇したことを受けて、その後は104円前後まで戻った。

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。むしろ、ワクチン接種が開始されたことや景気立て直しに向けた財政出動への期待などもあり、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、円高が一段と進行する可能性は薄いだらう。



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

1ユーロ = 126円前後でのみみ合い

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、直近は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。

(21. 1. 21 現在)

行動制限措置から足踏み状態が継続

～バイデン政権は新たな追加経済対策を目指す～

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り、雇用統計からは労働市場の小幅な悪化が確認できる。先行きについても、冬季中は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に加えて、トランプ大統領が署名した 9,000 億ドルの新型コロナ追加救済法案や、バイデン次期政権が目指す追加経済対策によって、春先以降は再び景気回復が進むと見込まれる。

FRB は 12 月の FOMC にて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が、テーパリングの時期を巡って既に FOMC 参加者間での意見の相違も確認できる。ただ現在の超緩和的な金融政策が変更されるには、ワクチン接種が普及し、経済活動が正常化され、インフレ率が 2% を安定的に超える必要があるだろう。

バイデン政権は新たな追加経済対策を目指す

トランプ大統領は 12 月 27 日、総額 1.4 兆ドル（約 146 兆円）の 21 会計年度（20 年 10 月～21 年 9 月）歳出法案に署名した。また、9,000 億ドル（約 93 兆円）の新型コロナ追加救済法案も成立したことで、週 300 ドルの失業給付の上乗せや国民 1 人当たり最大 600 ドルの支給などが実現する。

こうしたなか、1 月 5 日のジョージア州決選投票において民主党が 2 議席とも勝利し、上院における実質的な過半数を獲得した。上院での議事進行妨害（フィリバスター）は起こりうるものの、「ねじれ議会」を回避できたことで、20 日に発足するバイデン政権の運営は幾分容易になったと思われる。また、バイデン次期大統領は 14 日、1.9 兆ドル（約 200 兆円）規模の新たな新型コロナ対策案を発表し、失業給付上乗せを 9 月まで延長することや、現金給付を 1 人当たり 1,400 ドル追加、対コロナウイルスワクチン（以下、ワクチン）普及にむけた補助などを目指すようだ。さらに、20 日の大統領就任後からは大統領令を多用することで、パリ協定への復帰などトランプ政権からの転換を印象づけるとみられている。

バイデン政権発足に先駆けて、次期財務長官に指名されたイエレン前 FRB 議長は 19 日、上院承認公聴会において、景気回復が腰折れする懸念を表明し、追加経済対策を優先課題とすることを説

景気の現状：景気回復は足踏み状態

明した。また、市場から懸念されていた法人税や富裕層向けの税制改革は早急には行わない考えを示したが、コロナ対策が終わった後には取り組む可能性を示唆した。加えて、対中政策を強化し、中国の「不平等で不公正な」慣習に積極的に対応していく考えを示した。

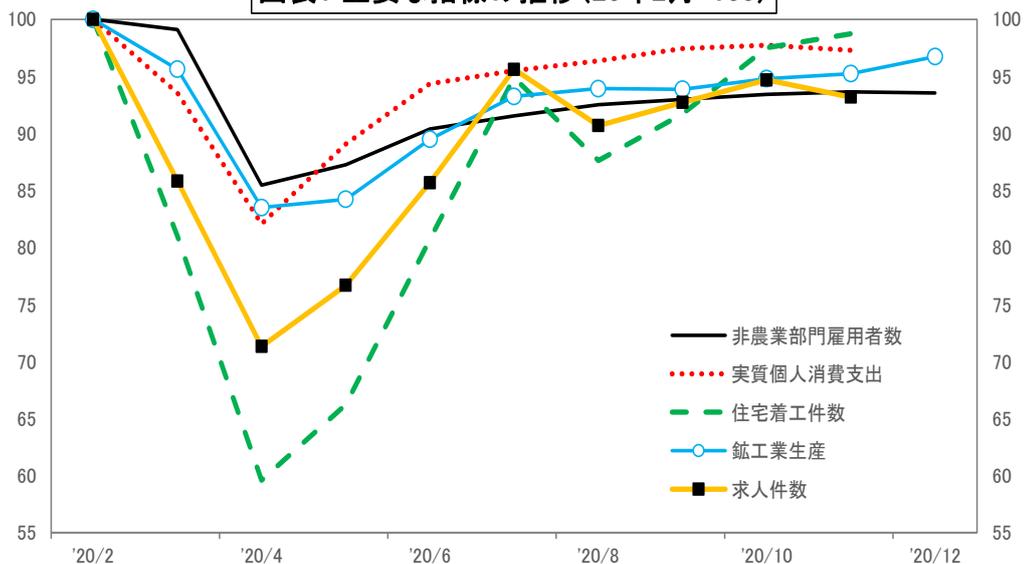
以下、足元の経済指標を確認してみよう。新型コロナ新規感染者数の急増を受け、米国経済を取り巻く目下の状況は芳しくない。現状は、緩やかな景気回復基調の下で一旦足踏みしている状態といえるだろう。

消費については、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。9月以降鈍化傾向が続いていた実質個人消費支出は、11月は前月比▲0.4%と減少に転じた。また、12月の小売売上高は同▲0.7%と3ヶ月連続での減少となった。

労働市場に目を転じると、12月の非農業部門雇用者数は前月から14万人減、失業率は変わらずの6.7%となった。一方で、家計調査ベースでは12月の就業者は同14.5万人増と相反する結果となるなど、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の上昇もあり、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)

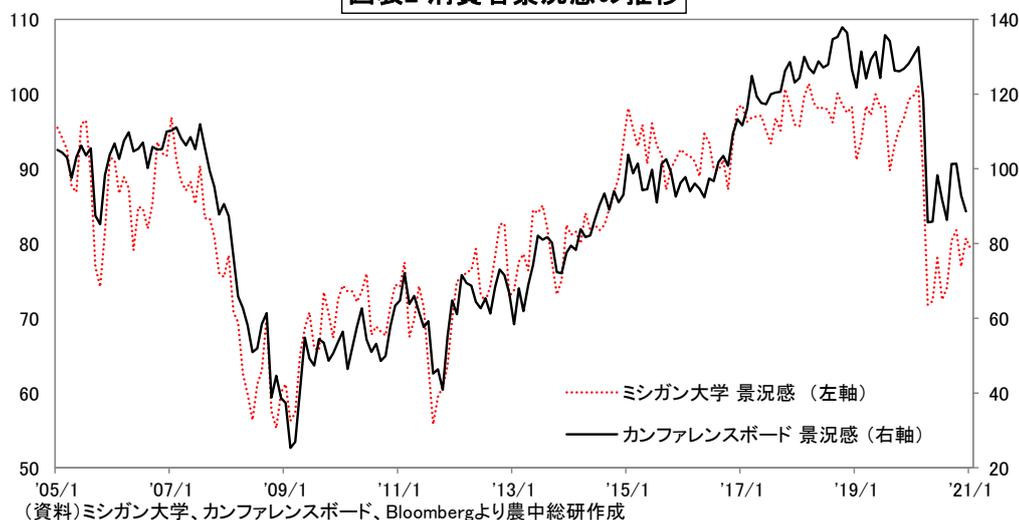


(資料) Bloomberg

1月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は12月からやや低下となる79.2（現況指数87.7、期待指数73.8）となったが、二番底を警戒する必要があるほどは落ち込んでいない。

企業マインドをみると、製造業、非製造業とも11月から上昇し、引き続き景気の拡大を示している。12月のISM製造業PMIは前月から3.2ポイント上昇の60.7%、非製造業も同1.3ポイント上昇の57.2%となった。また、12月の鉱工業生産は前月比1.6%上昇したものの、年初のピークからは約3.6%低い水準にとどまっている。製造業が「コロナ前」の水準を回復するには、しばらく時間がかかりそうだ。

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ワクチンの普及過程など不確実性は依然として大きいものの、景気の先行きについて考えてみたい。

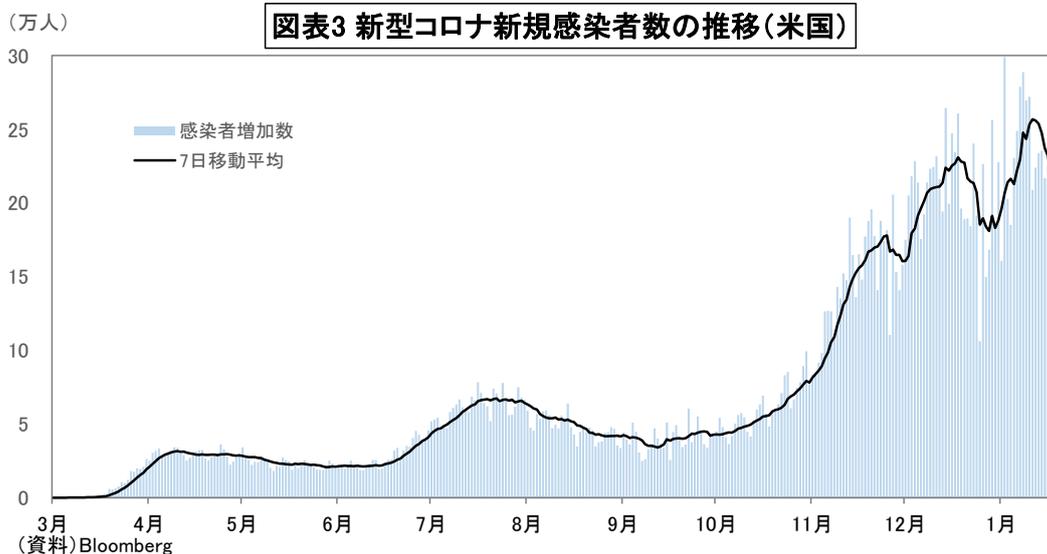
米国では12月14日からワクチンの接種が開始されたが、普及ペースはやや遅いと指摘されている。また、冬場に入ってから感染再拡大が続いており、都市封鎖や夜間外出の禁止措置などを導入した州もみられ、雇用統計などからは景気への下押し圧力が確認できる。こうしたことから、景気回復は冬の間は足踏み状態が続くと考えられる。

また、景気刺激策の拡大を過度に見積もることは注意を要する。バイデン政権が目指す1.9兆ドル規模の新たな新型コロナ対策案の成立や、環境政策、インフラ投資などを実行するには、フィリバスターを回避するために上院において60票以上が必要となる。このため、上下両院を民主党が抑えてはいるものの、共和党議

員との協調が不可欠であり、バイデン政権の主要な政策が次々と実現できるわけではない。

一方で、英医療調査会社エアフィニティは、ワクチンの確保状況などに鑑みて、集団免疫の獲得による日常の正常化を米国の場合は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。

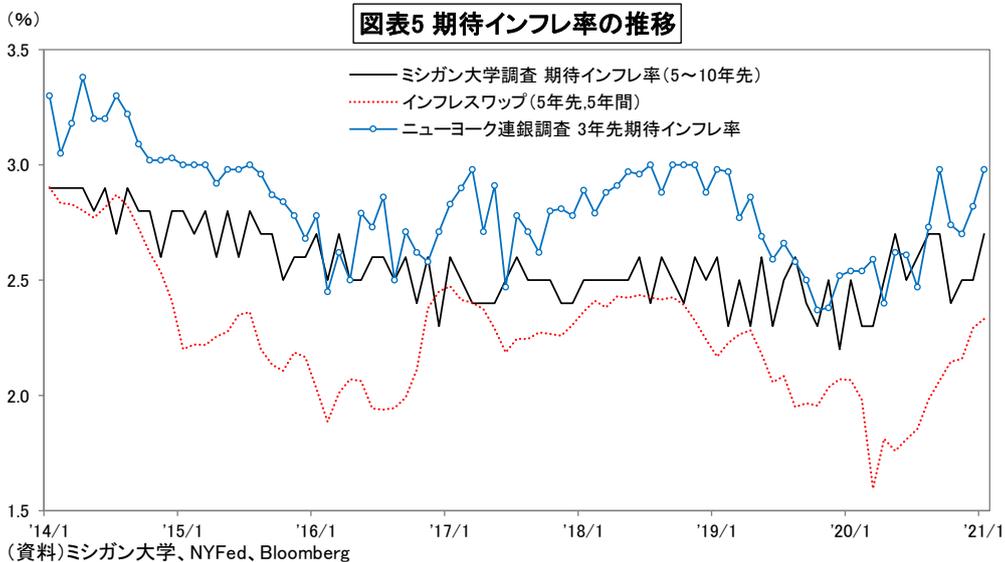
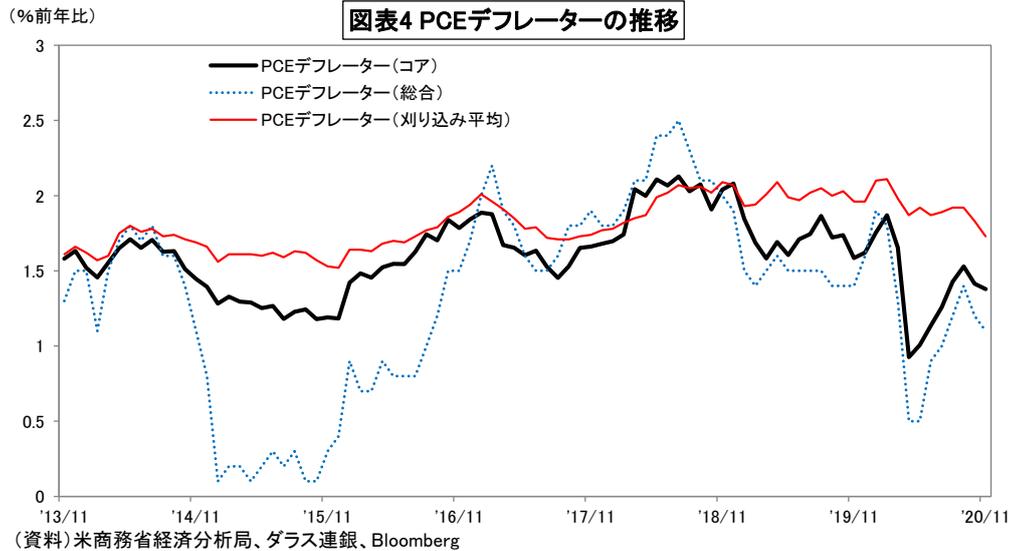
また、27日に成立した9,000億ドルの新型コロナ追加救済法案のうち、1,660億ドルが現金給付に充てられることから、消費の鈍化も緩和されるとみられる。なお、前回の現金給付の際は、給付金の約半分が直ちに消費に回ったとする分析もあり、今回の現金給付についても消費下支え効果は大きいと思われる。



インフレ率の加速にはワクチンの普及が必須

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。11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、12月のコア消費者物価指数(CPI)は同1.6%となっている。

足元の期待インフレ率は「コロナ前」である20年2月と比べると全体的にはわずかに上昇しているが、コロナ禍による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。インフレ率が加速するには、ワクチンが普及して集団免疫を獲得し、経済活動が正常化することで、既に大量に供給された貨幣が実体経済で流通し始める必要があるだろう。とはいえ、FRBには利上げなどの対応手段があることから、制御不能な高インフレ状態に陥るとは考えづらい。



資産買い入れをめぐ る見解の相違

12月の連邦公開市場委員会（FOMC）後の声明文では、資産買い入れを継続する期間について「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」と表現された。しかし、足元では既に資産買い入れの段階的な縮小（テーパリング）の時期について、FOMC参加者間の見解の相違が表面化しつつある。1月初めにはカプラン・ダラス連銀総裁とハーカー・フィラデルフィア総裁からテーパリングについての積極的な発言があったものの、その後は複数のFOMC参加者からテーパリング議論は時期尚早と、火消しともとれる発言があった。

こうしたテーパリングをめぐる議論は13年5月、当時のバーナンキFRB議長が資産買い入れの段階的縮小を検討中と明かしたことで金融市場が混乱し債券利回りが急上昇した、いわゆる「テー

**長期金利：
1.1%前後での
推移を予想**

パー・タントラム」を想起させるだけに、特に今年の本FOMCにおいて投票権を持つ参加者は発言に慎重を期すものと思われる。

なお、21年のFOMC参加者は20年よりもハト派色が強まったと評価されており、足元の超緩和的な金融政策が市場参加者などの予想より早く終了することは考えづらい。テーパリングの開始についても、ワクチンの普及や雇用の回復、インフレ率が2%を上回って安定することなどの条件が満たされなければ難しいと思われる。

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11月は大統領選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%台前半で推移した。1月に入ると、ジョージア州上院決選投票において民主党が2議席確保し、大規模な財政政策が実現する可能性が高まり金利は上昇し、1.1%前後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、新型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していることや、FRBの強化されたフォワードガイダンスが金利上昇を抑制する効果を持つことから、方向感を欠く展開となりそうだ。短期的には、1.9兆ドル規模の追加経済対策をめぐる思惑が材料視されると思われるものの、金利は引き続き1.1%前後での推移が続くと予想する。



（資料）Bloombergより農中総研作成

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た。1.9兆ドル規模の追加経済対策期待はあるものの、金利上昇がやや懸念材料視されるなか1月は上値の重い展開が続いている。

足元の株式市場は、ワクチンの普及と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いる。また、ロビンフッドなど個人投資家向けの証券取引サービスを通じて、現金給付が株価に流れ込むとの指摘もあり、短期的には加熱材料となりやすいとみられる。以上から、先行きについても緩やかな上昇を予想する。

(21.1.20 現在)

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	1/14	資産買い入れの変更に関する議論は時期尚早
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1		
	クラリダ副議長	-1	1/8 1/14	ワクチンが開発されたことで、見通しに対する下向きのリスクは低下 インフレ率が年間で2%を超えるまでは利上げしない
	ブレイナード理事	-1	1/13	債券購入は現在のペースがしばらく適切
	ウォーラー理事	?		前セントルイス地区連銀調査局長 任期は2030年まで
	ボウマン理事	?		
	クオールズ副議長	?		
	エバンス総裁 (シカゴ)	-1	1/7	インフレが2%に戻らない場合、資産買い入れ拡充を迫られる可能性
	バーキン総裁 (リッチモンド)	-1~0	1/7 1/11	米財政支援策は今後は拡大しない公算が大きい 21年後半に力強く回復、前半は困難なみこみ
	ボスティック総裁 (アトランタ)	0~1	1/8 1/13	予想よりも早く、債券購入のテーパリングが始まる可能性も ワクチンの配布に遅れ。遅れが続けば景気回復の勢いは弱まる
デイリー総裁 (サンフランシスコ)	-1	1/7	1つの指標で最大雇用測るのは危険	
FOMCメンバー 投票権なし	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	1/12	ワクチンの普及の遅れがが主要リスク
	ブラード総裁 (セントルイス)	-2	1/12 1/13	テーパリング議論は時期尚早 インフレ率上昇が示唆されているがテーパリング議論は時期尚早
	ローゼングレン総裁 (ボストン)	0~1	1/12 1/15	ワクチン普及を受け、米経済は21年下半期に力強く回復する見込み バイデン次期大統領の1.9兆ドル規模の追加経済対策は必要
	メスター総裁 (クリーブランド)	0	1/4 1/12	金融政策はかなり長い間緩和的である必要 金融・財政政策の双方が必要
	非FOMCメンバー 投票権なし			
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	1/7	債券購入プログラムが早ければ年末にも縮小を始める可能性
	カプラン総裁 (ダラス)	1	1/11	テーパリング、年内の議論開始を望む
	メカシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	1/15	新型コロナウイルスは21年通して米経済の重しに

(資料)各種報道 (注)鷹/鳩の評価は農中総研による。+はタカ派、-はハト派の意。
22年は、ジョージ、ブラード、ローゼングレン、メスター総裁に投票権

2020 年はプラス成長を維持した中国経済

～21 年の経済政策運営と重要な取組事項～

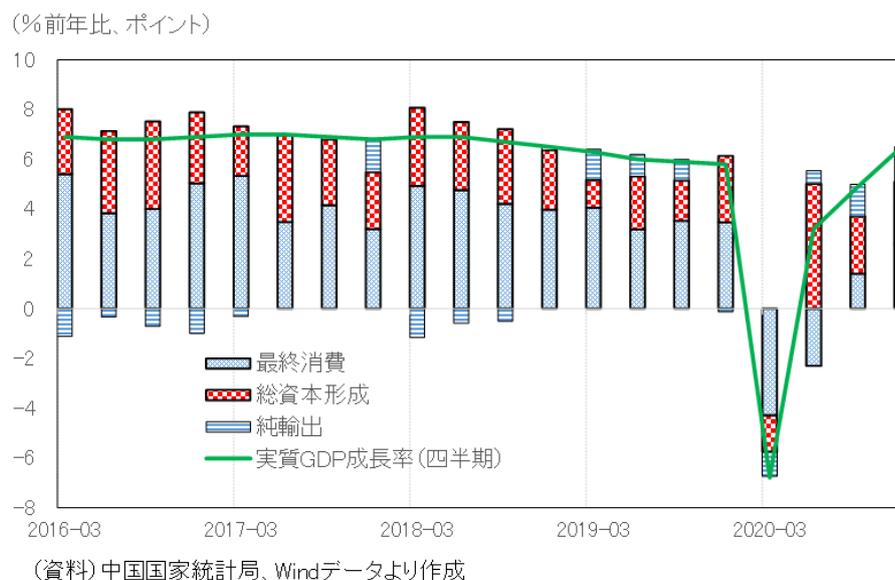
王 雷軒

要旨

新型コロナ禍の影響を受けて 2020 年の実質 GDP 成長率は前年比 2.3%と 76 年以来の低成長となったものの、19 年に続きプラス成長を維持することができた。

21 年の中国経済を展望するうえでは、20 年 12 月に開催された「中央経済工作会议」が重要である。同会議では「積極的な財政政策と穏健（中立的）な金融政策」を維持したうえで、21 年の重要な取組事項として初めて独占禁止及び資本の無秩序な拡大防止やカーボンニュートラル推進が挙げられた。

図表1 実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



20 年は前年比 2.3%と プラス成長を維持

20 年 1～2 月に実施された新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）の感染拡大抑制のための強力な対策を受けて経済活動が大きく制限された結果、1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比▲6.8%、前期比▲9.7%となった。

その後は、新型コロナ感染拡大の沈静化を受けて、外出規制の緩和や都市封鎖の解除などが行われたほか、政府の経済対策の総動員に加えて輸出の拡大もあって、経済活動はほぼ正常化してきた。

その結果、10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.5%と 4

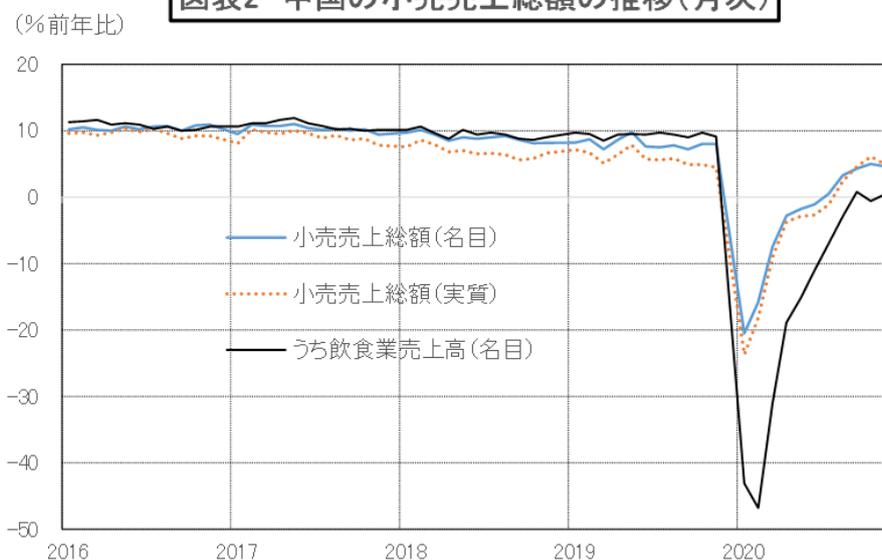
～6月期（同3.2%）、7～9月期（同4.9%）から徐々に加速した（図表1）。なお、4～6月期以降の前期比はそれぞれ11.6%、3.0%、2.6%であった。

また、20年通年の実質GDP成長率は前年比2.3%と19年（同6.0%）から大幅に減速したものの、プラス成長を維持することができた。新型コロナの感染拡大に歯止めがかからない先進国とは対照的に、主要国で唯一のプラス成長となったとみられる。とはいえ、成長率自体は、76年（同▲1.6%）以来44年ぶりの低い数字となった。

20年の実質GDP成長率（2.3%）に対する需要項目別の寄与度からは、最終消費：▲0.5ポイント、総資本形成：2.2ポイント、外需（純輸出）：0.7ポイントと、最近では成長を牽引していた消費も新型コロナ後は低調だった一方、投資と輸出がプラス成長の牽引役となったことが分かる。

また、産業別の実質成長率をみると、第1次産業（農業）、第2次産業（製造業）、第3次産業（サービス業）はそれぞれ前年比3.0%、2.6%、2.1%であった。以下、主要経済指標の月次と年初来前年比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12月。

12月の小売売上総額は11月から小幅減速

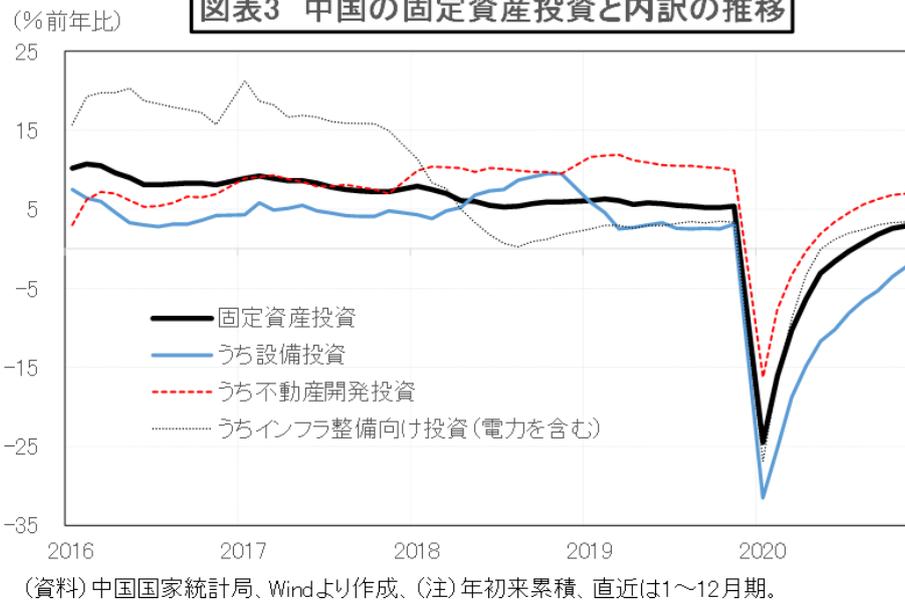
まず、消費については、12月の小売売上総額は名目で前年比4.6%と11月（同5.0%）からやや減速した。物価変動を除いた実質ベースでの変動率も前年比4.9%と11月（同6.1%）から減速した（図表2）。その背景には、12月に一部の地域で新型

コロナ感染対策を強化したことによる影響があると考えられる。

しかし、5ヶ月連続でのプラスとなった動きからは、消費は緩やかな回復基調にあることは変わらない。とはいえ、1～12月期の小売上総額は名目で前年比▲3.9%と1～11月期（同▲4.8%）からマイナス幅が縮小したものの、未だに新型コロナ前の水準には戻り切れず、後述の投資と輸出に比べて出遅れ感は否めない。

先行きについては、新たに打ち出された自動車や家電・家具などの販売促進策の効果が期待される一方、足元の新型コロナ感染再拡大に伴う対策強化が消費を押し下げる可能性が高く、回復ペースは緩やかなままと見込まれる。

図表3 中国の固定資産投資と内訳の推移



12月の固定資産投資も11月から減速

また、投資についても、当総研が推計した12月単月の固定資産投資は前年比5.9%と11月（同9.7%）から大きく減速した。12月の投資分野別にみても、不動産開発投資、インフラ整備向け投資、設備投資はそれぞれ同9.3%、同4.3%、同10.2%と11月（同10.9%、同5.9%、同12.5%）からいずれも減速した。

一方、1～12月期の固定資産投資は前年比2.9%と、1～11月期（同2.6%）から小幅ながら加速した（図表3）。投資分野別にみると、設備投資は同▲2.2%と依然マイナスが続いたものの、インフラ整備向け投資が同3.4%と11月からやや加速したほか、不動産開発投資も同7.0%と底堅く推移した。

このように、中国経済の回復は固定資産投資が牽引したが、先行きは、不動産開発投資が引き続き底堅く推移するほか、医薬品製造やコンピュータ・通信機器などにおける外需の底堅さなどから出遅れていた設備投資が回復傾向を強めると見られることから、全体として底堅く推移すると見込まれる。

図表4 中国の輸出入額(ドルベース)の推移



(資料)中国海関総署、Windより作成、直近は20年12月。

12月の輸出額は拡大 基調継続

貿易に目を転じると、12月の輸出額（ドルベース）は前年比18.1%と11月（同20.6%）から減速したものの、拡大基調が続いている。また、輸入額は同6.5%と11月（同3.9%）から加速した（図表4）。

輸出の拡大基調の背景として、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。

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・ドル安の急速な進行は輸出の下押し要因となるので、留意する必要がある。

「中央経済工作会議」 で決まった 21 年の財政金融政策と重要な 取組事項

さて、20 年 12 月 16～18 日に 21 年の経営政策運営の方針や重要な取組事項を決める定例の「中央経済工作会議」が開催された。この会議は 21 年の中国経済を展望するうえで重要であるため、今回決定された 21 年の財政・金融政策と重要な取組事項の概要をまとめたうえで特に重要な取組事項の幾つかを紹介したい。

まず、21 年については、新型コロナウイルスの感染や外部環境には多くの不確実性があるとした上で、中国経済の基盤はしっかりしているわけではないとの認識を示しており、政策運営についても「急転換してはいけない」など漸進的な対応を進める姿勢が示された。

そのうえで、最悪の事態を想定した対応が不可欠であるほか、経済政策の継続性、安定性、持続可能性を維持する必要があるとし、21 年の経営政策運営の基本方針は安定を保ちながら前に進むこと、つまり「稳中求進」が決定された。また、財政・金融政策についても 20 年と同様、「積極的な財政政策と穏健（中立的）な金融政策」を維持した。

「積極的な財政政策」については、質と効率の改善を図り、持続可能であること、適度な支出規模を保つこと、などが示された。また、「穏健な金融政策」は柔軟かつ的確で合理的であるべきであり、マネーサプライと社会融資規模の伸び率と名目 GDP 成長率が同程度となり、経済回復とリスク抑制のバランスを図ること、などが挙げられた。

これまでは、新型コロナウイルスの克服に向けて財政金融政策の総動員による異例の対応が図られたことで経済回復が進んだものの、金融市場ではカネ余りが生じて大都市部では不動産価格の上昇によるバブル懸念や、社債のデフォルト頻発などを念頭に、21 年は経済情勢を見極めつつ現行の財政・金融政策を維持するものの、財政支出規模の縮小やマクロレバレッジ比率の安定を重視するなど、出口戦略に向けた取り組みを意識していると推察される。

また、21 年の重要な取組事項（重点任務）には、次の 8 つの項目、①国家の戦略的科学技术力の強化、②産業連鎖・サプライチェーンの自立的なコントロール能力の向上、③内需拡大という戦略的基盤の堅持、④改革開放路線の全面的推進、⑤食糧安全保障に向けた種子及び耕地を巡る課題の解決、⑥反独占及

**今後も新型コロナ再
拡大・消費回復の動
向・米中関係に注目**

び資本の無秩序な拡大防止策の強化、⑦大都市部における突出した住宅問題の解決、⑧二酸化炭素排出抑制・カーボンニュートラル活動の推進、に取り組むとしている。

具体的には、①と②では、イノベーションや科学技術水準の向上は国次元の力を総動員して戦略的に取り組むほか、サプライチェーンを強化するなど、自主開発や独自路線が強調された。

③の内需拡大については、雇用促進、社会保障の改善、所得分配構造の最適化、中間層の拡大を図ることで消費の拡大と民生向上のバランスをとるとし、5Gや医療施設などの新型インフラ投資の拡大や都市化の推進、国全体で統一された計画と管理・監督の強化を通じて重複投資を回避するなど、が挙げられた。

⑤の食料安全保障については、自前で育種を強化するほか、農地転用規制の強化を図ることなどが挙げられた。

⑥の独占禁止及び資本の無秩序な拡大防止では、経済や社会の質の高い発展にとって不可欠であるが、プラットフォーム企業の独占禁止、ビッグデータの収集及び利用、管理などの強化、金融イノベーションに対する監督管理の強化、消費者の権利保護に向けた法整備を進めるとの方針を示した。

⑧の温室効果ガス排出については、30年より前にCO₂排出量がピークを迎えるアクションプランを制定するほか、早めに達成見込みのある一部の地域を支援することや、国土緑化行動（グリーン化）を通じて生態システムによるCO₂吸収能力を高めること、などが明記されている。

最後に21年の成長見通しと当面の注目ポイントを述べてみたい。12月の鉱工業生産が前年比7.3%と11月から加速したように、新型コロナ前の水準に戻した指標もあるが、足元の投資や消費の回復は鈍いほか、河北省など一部の地域では新型コロナの感染が再拡大する動きも出ている。

これらを踏まえると、21年は前年比8%前後と20年の反動などから20年（同2.3%）を大きく上回る成長が期待されるが、新型コロナの感染再拡大のリスク、それによる消費回復の遅れ、さらに米中関係においても不確実性や不透明性を抱えるため、決して楽観視できない。引き続きこれらの動向や進展に注目したい。

(21.1.20 現在)

コロナ危機下の企業、銀行、家計の動向と今後の懸念点

～21年もまだまだ波乱含みの欧州の経済と金融市場～

山口 勝義

要旨

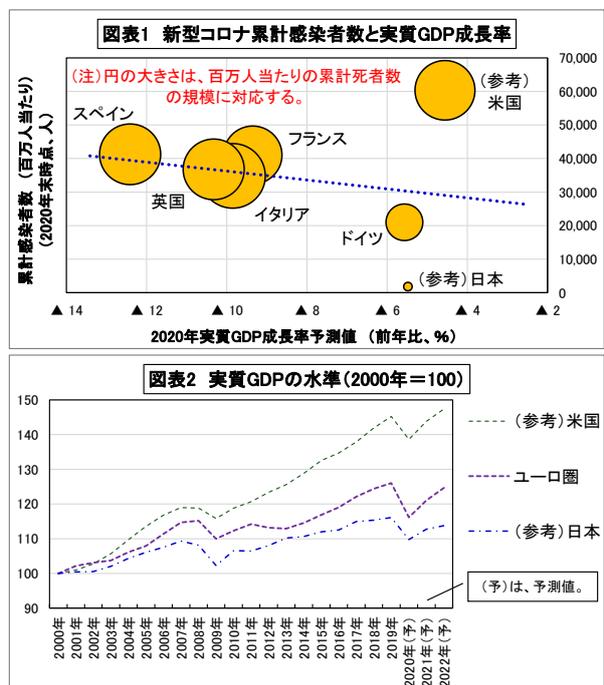
21年にはワクチン接種の進捗を通じた新型コロナウイルス感染症の収束と経済活動の回復への期待感が大きいものの、欧州では企業、銀行、家計が様々な懸念点を抱えている。経済活動の底打ち・反転は順調には進まず、21年も経済や金融市場は依然波乱含みとみられる。

はじめに

昨年2020年は新型コロナウイルス感染症に明け、また、これに暮れた1年であった。

昨年末時点のデータによれば、ユーロ圏の主要4ヶ国と英国の中で、単位人口当たりの累計感染者数ではスペインとフランスがほぼ肩を並べて最も多数に上り、累計死者数ではイタリアが最大となった。また20年のGDPは、特にスペインで大幅に縮小したとみられている。これに対してドイツでは、感染症の拡大とその影響は限定的である。さらにここに米国と日本を加えれば、感染規模との対比で経済の落ち込みが小さい米国とこれとは対照的な日本とともに、欧・米・日の三極それぞれの特徴的な姿が現れている(図表1)。

こうした差異は、各国の経済構造の特性(観光業や宿泊・飲食業への依存度、デジタル技術やヘルスケア関連の産業規模、外需の取り込みの程度など)のほか、感染拡大防止措置の強度や実効性、医療体制の整備度合いを含めた様々な要因に依存しているものとみられる。そして、三極それぞれの特徴にはGDPの長期的な推移との共通点も認められることから、コロナ危機下の各国の経済情勢には、諸要因の中でも産業特性や規制動向などを含む、構造的な要因が軽視できない影響を与え



(資料) 図表1は欧州委員会および Our World in Data の、図表2は欧州委員会の、各データから農中総研作成 (注) 図表1、2とも、予測値は2020年11月時点での欧州委員会による予測値である。

ている可能性が考えられる(図表2)^(注1)。

以上の20年中の推移に対し、ワクチンの実用化もあり、21年には経済活動は底打ちし反転するものと見込まれている。しかしその底打ち・反転は、これまでの通常の危機後の推移に比べて順調なものとなりそうにはない。本稿では、企業や家計、銀行という経済主体ごとにコロナ危機下の動向を点検し、今後の景気回復上の懸念点を洗い出すこととしたい。

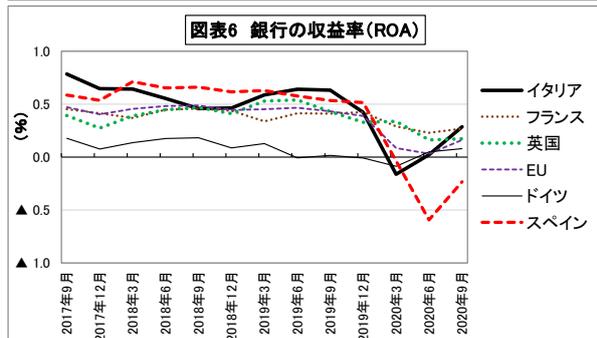
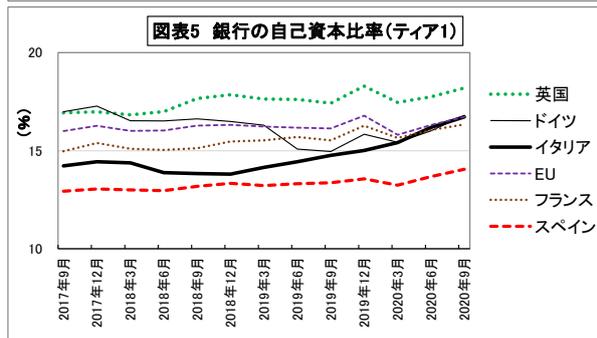
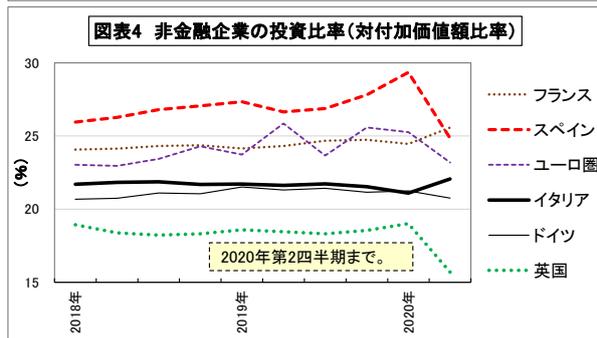
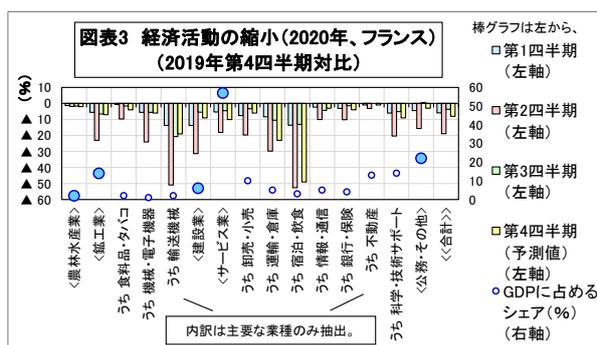
企業や銀行が抱える懸念点

コロナ危機では需要・供給の両面において経済活動が阻害され、また混乱が世界全体に及んだため、観光や自動車生産、貿易への依存度が大きい欧州経済には重い負荷がのしかかった。その後は中国での感染の沈静化もあり、この負荷は需要側に傾斜しつつある。こうした変化は例えばフランスの、感染第1波の下の20年第2四半期と第2波の下の第4四半期のデータを比較することで読み取ることができる(図表3)。さらに、感染予防に働き方や生活の見直しの定着も加わり、需要の中でも観光・宿泊・飲食、伝統的小売、航空などへの悪影響の一方でEコマース、IT、ヘルスケアなどには追い風が吹き、産業構造の変革への圧力が強まっている。

こうしたなか、企業を巡っては、先行きの不透明感に伴う投資の手控え感が多くの国々で認められる(図表4)。また、各国で政府保証融資の整備や支援金の支給、倒産基準の緩和などの企業に対する手厚い支援策が実施されてきてはいるものの、収益の減少と負債の拡大で企業の財務の悪化が進行している実態がある。

これに対し銀行については政策支援により流動性に懸念はなく、また貸倒引当金を積み増すなど危機の影響の拡大に対する備えを進めている。自己資本比率の推移にも懸念はない(図表5)。しかしその一方で、収益面の厳しさは一層増大する傾向にある(図表6)^(注2)。

このように、今回の危機で強まっている産業構造の変革への適応には時間がかかること、投資の手控えで生産性の低下が生じる恐れがあること、中小企業を中心に今後は倒産の増加が考えられるとともに効率性が劣る企業もある程度温存さ



(資料) 図表3はINSEE(フランス国立統計経済研究所)の、図表4はEurostatの、図表5、6はEBA(欧州銀行監督局)の、各データから農中総研作成
 (注) 図表3の予測値は、2020年12月時点でのINSEEによる予測値である。

れるとみられることなど、危機後の順調な景気回復を阻害する材料に事欠かない。また銀行経営もそれに応じて困難さを増し、十分な機能発揮が損なわれる可能性が考えられる。

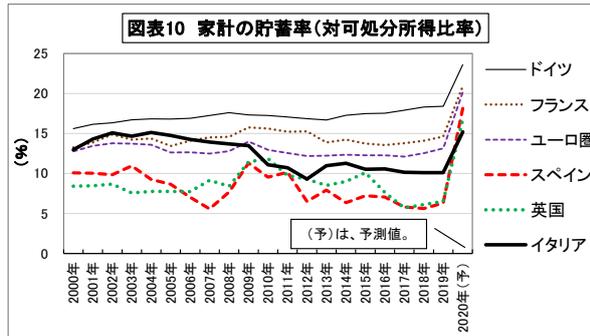
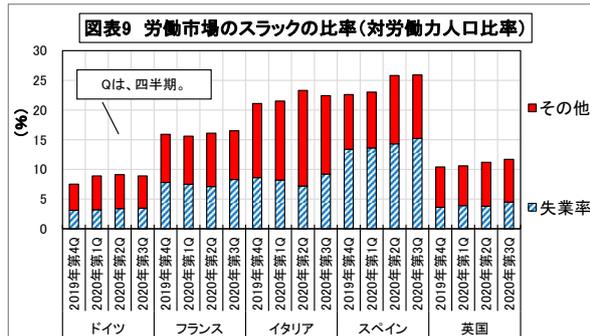
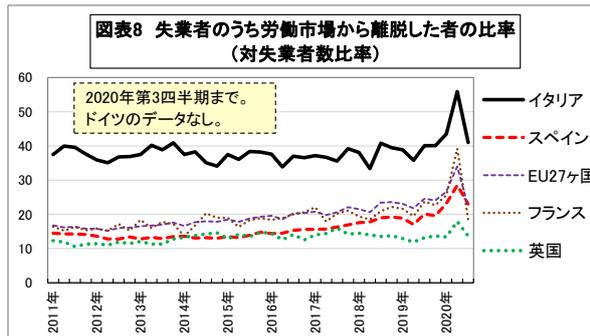
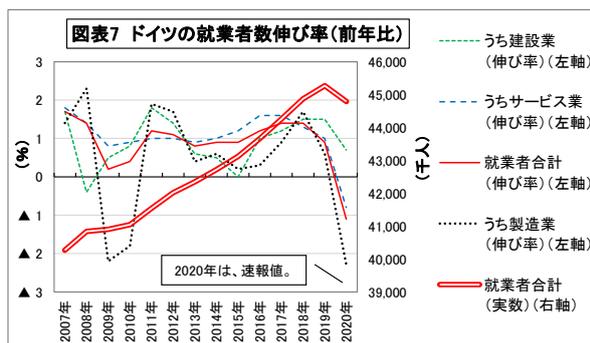
家計が抱える懸念点

一方で労働市場では、勤務時間を短縮しつつも雇用を維持する短時間労働制度や企業に対する各種支援制度などの拡充を通じ、これまで各国では失業者の急増は回避されてきている。しかし、比較的コロナ危機の影響が小さいドイツにおいてさえ、20年には世界金融危機時にも見られなかった就業者数の減少が生じるなどの目立った変化が現れている（図表7）。

実際に、労働市場には失業率には反映されない厳しさが潜んでいる。まず、失業者のうち職探しを諦めるなどで労働市場から離脱した者の数は感染が増加した時期に急増している（図表8）^{（注3）}。これらの離脱者は失業者の範疇には含まれないため、労働市場では表面的な数字以上に厳しさが増していることになる。このほか、欧州統計局（Eurostat）では、失業者とともに労働市場から離脱した休業者や、さらに希望する時間をフルに働くことができなくなったパート労働者を含め、労働市場の Slack としてデータを集計している（図表9）。コロナ危機の下では、特にイタリアなどで、この失業者以外の Slack の増加を確認することができる。

こうしたなか家計の貯蓄率は各国で大幅に上昇しており、家計行動の保守化を見て取ることができる（図表10）。貯蓄の増加は、感染症が収束に向かい支援政策が縮小される過程では消費や投資を回復させるバッファとしての役割を果たす一方で、先行きの不透明感が払拭されない間は高止まりし、消費などを抑制する要因として働き続けるものとみられる。

さらに危機後も国民の間の貧富の格差の拡大が需要を抑制するほか、なかでも若年層の経済的な疲弊がスキルの習得や



（資料）図表7は Statistisches Bundesamt(ドイツ連邦統計局)の、図表8、9は Eurostat の、図表10は欧州連合の、各データから農中総研作成

（注）図表10の予測値は、2020年11月時点での欧州委員会による予測値である。

キャリア開発に支障をきたし、また不満の蓄積がポピュリズム政党を再活性化させ一貫した経済改革を阻害することで、経済成長を長期間にわたり抑制することになる可能性が考えられる。

地方銀行の2020年度中間決算の状況と経営戦略

古江 晋也

要旨

2020年度中間期の地方銀行の決算は、新型コロナウイルス感染症(以下、新型コロナ)の感染拡大を受け、企業の資金繰りニーズが高まったことから預金残高、貸出金残高が高い伸びとなった。しかし、「緊急事態宣言」の発令を受け、投信販売などが低迷したことから役務取引等利益は低迷、信用コストも増加した。新型コロナの感染拡大の収束が見通せないなか、地方銀行は取引先企業への事業支援や非対面取引の強化が求められる一方、信用コストが増加する可能性もあり、難しいかじ取りが今後も続くと考えられる。

はじめに

2020年1月中旬に新型コロナウイルス感染症(以下、新型コロナ)の感染者が初めて国内で確認された後、飲食サービス業や宿泊業などの売上が急激に減少した。政府は政府系金融機関による相談窓口を20年1月末から開設したが、「売上蒸発」に見舞われた事業者が窓口で連日殺到した。そのためスピード対応が求められる資金繰り支援にもかかわらず、「制度融資の受付だけで2か月待ち」と報じられるなど、機能不全に陥った。

新型コロナの感染者数はその後も増加し、外出自粛要請や「緊急事態宣言」(4~5月)が発出されたことから、ほどなく多くの業種が甚大な影響を受けるようになった。こうしたなか、5月1日からは民間金融機関でも「無利子・無担保融資」が取り扱われるようになった。

一方、8月28日に安倍首相が辞意を表明し、9月16日に安倍内閣は総辞職。同日午後菅政権が発足した。菅首相は自民党総裁選への立候補を表明した記者会見で、地方銀行の「数

が多すぎるのではないかと発言するなど、地銀再編への意欲を示している。そうしたなか、日本銀行は11月10日に地域金融機関に対し、「特別当座預金制度」を導入。さらに金融庁は21年度にも経営統合や合併を行う地方銀行に補助金を出す制度の創設をめざしているという。

本稿では、全国地方銀行協会「地方銀行2020年度中間決算の概要」と各銀行の決算説明会資料をベースに、2020年度中間期の地方銀行の決算動向と今後の経営戦略をまとめることにする。

コロナ禍における中間決算

図表1は地方銀行の預金残高と貸出金残高(ともに平残)の推移を表したものである。コロナ禍の下、企業の資金繰りニーズが高まったことを受け、信用保証

図表1 地方銀行の預金残高と貸出金残高の推移(平残)

(単位:兆円)

	16年/中	17年/中	18年/中	19年/中	20年/中
預金	248.37	255.19	263.04	272.18	288.96
増減率	2.2	2.7	3.1	3.5	6.2
貸出金	185.26	192.79	202.00	213.73	224.77
増減率	3.7	4.1	4.8	5.8	5.2

(資料)全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行の決算の状況」における中間決算の概要の各年度。

(注1)各年度中間期の数値は公表当時の数値を使用している。

(注2)貸出金=貸付金-金融機関貸付金+割引手形

図表2 地方銀行の貸出金残高内訳の推移(末残・国内店)

(単位:兆円、%)

	16年9月		17年9月		18年9月		19年9月		20年9月	
	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率
法人向け	110.15	3.1	114.69	4.1	120.07	4.7	124.18	3.4	132.05	6.3
中小企業向け	76.43	5.3	81.28	6.3	85.90	5.7	89.74	4.5	95.88	6.8
地方公共団体向け	20.51	5.6	20.43	▲0.4	20.65	1.1	20.48	▲0.8	20.79	1.5
個人向け	54.84	4.0	57.01	4.0	59.60	4.5	63.52	6.6	65.03	2.4
貸出金合計	186.90	3.6	193.80	3.7	202.11	4.3	210.19	4.0	220.05	4.7

(資料)全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行の決算の状況」における中間決算の概要の各年度。

付き融資をメインに貸出金残高は高い伸びを示した。近年、地方銀行の多くは比較的高い利ざやを確保できる中小企業融資に力を入れてきたが、20年9月期は中小企業向け貸出金残高が前年同期比+6.8%と大幅に上昇したことは注目される(図表2)。また預金残高についても、個人は特別定額給付金の影響といった要因に加え、法人はコロナ関連融資の利用

により、手元資金が預金に回ったことや持続化給付金の影響などから増加した。

しかし、貸出金利息に目を転じると、前年同期より減少することとなった(図表3、4)。この理由は、20年度中間期においても貸出金利回りの低下に歯止めがかからなかったからである。低下要因は市場金利の低下や貸出競争の激化などが主であるが、なかにはコロナ禍を受け、

大企業の短期融資が増加したことが要因という銀行もあった。

役員取引等利益については、緊急事態宣言の発出を受け、積極的に営業推進ができなかったことから投信、保険販売が低迷したため減少した。また外貨建て保険については、世界的な金利低下を受け、商品としての魅力が低下したため、販売が伸び悩んだ。

一方、経費は、税負担が増加したものの、コロナ禍で行員の働き方が変化し、超過勤務や出張旅費などが減少したことから全般的に減少した。このことがコア業務純益増加の要

図表3 地方銀行の損益の推移(中間決算)

(単位:億円)

	16年/中	17年/中	18年/中	19年/中	20年/中
業務純益	6,172	5,316	4,929	5,465	5,366
コア業務純益	5,563	5,359	5,553	5,036	5,189
(除く投資信託解約損益)	-	-	-	4674	(4,843)
コア業務粗利益	17,175	16,875	16,949	16,589	16,568
資金利益	14,710	14,710	14,720	14,361	14,281
資金運用収益	15,903	16,007	16,202	15,926	15,059
貸出金利息	11,324	11,176	11,291	11,455	11,078
有価証券利息配当金	4,319	4,541	4,542	4,112	3,763
資金調達費用	▲1,194	▲1,298	▲1,482	▲1,566	▲778
役員取引等利益	2,070	2,128	2,212	2,144	2,063
その他業務利益	394	37	16	83	223
経費	▲11,612	▲11,516	▲11,395	▲11,552	▲11,379
人件費	▲5,854	▲5,777	▲5,721	▲5,730	▲5,624
物件費	▲4,937	▲4,905	▲4,867	▲4,999	▲4,901
税金	▲820	▲833	▲806	▲822	▲853
国債等債券関係損益	578	▲60	▲332	590	298
一般貸倒引当金繰入額①	30	17	▲291	▲160	▲121
臨時損益	472	1,334	▲31	92	▲433
不良債権処理額②	▲441	▲330	▲1,529	▲918	▲1,207
個別貸倒引当金繰入額	▲286	▲175	▲1,225	▲601	▲1,048
貸出金償却	▲102	▲109	▲228	▲222	▲94
株式等関係損益	480	1,168	1,169	793	691
貸倒引当金戻入益③	336	415	160	55	65
償却債権取立益④	139	94	83	97	84
その他臨時損益	▲41	▲12	84	63	▲66
経常利益	6,644	6,650	4,897	5,557	4,932
特別損益	▲181	▲6	168	▲80	▲21
法人税等	▲1,769	▲1,826	▲1,703	▲1,481	▲1,385
中間純利益	4,693	4,817	3,361	3,994	3,524
信用コスト(①+②+③+④)	65	195	▲1,576	▲925	▲1,178

(資料)全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行の決算の状況」における中間決算の概要の各年度。

(注1)各年度中間期の数値は公表当時の数値を使用している。

(注2)▲は、利益に対して減少要因となった計数を表す(増減額・率も同様)。

(注3)増減額は単位未満切り捨て、増減率は単位未満四捨五入。

(注4)貸出金利息=貸出金利息-金融機関貸付金利息+手形割引料

(注5)その他業務利益:特定取引(トレーディング業務)利益等を含み、国債等債券関係損益を除く。

(注6)国債等債券関係損益:国債等債券売却益、同償還益、同売却損(▲)、同償還損(▲)、同償却(▲)

(注7)株式等関係損益:株式等売却益、同売却損(▲)、同償却(▲)

(注8)その他臨時損益:金銭の投資信託運用損益、退職給付費用(臨時費用処理分)(▲)等

図表4 地方銀行の経営諸指標の推移(中間決算)

(単位:%)

	16年/中	17年/中	18年/中	19年/中	20年/中
貸出金利回	1.21	1.15	1.11	1.06	0.98
有価証券利回	1.14	1.28	1.35	1.29	1.14
資金運用利回	1.14	1.13	1.11	1.06	0.95
預金等原価	0.93	0.89	0.86	0.85	0.77
預金等利回	0.04	0.03	0.04	0.03	0.01
経費率	0.89	0.86	0.82	0.81	0.76
人件費率	0.44	0.43	0.41	0.40	0.37
物件費率	0.37	0.36	0.35	0.35	0.32
資金調達利回	0.08	0.08	0.09	0.09	0.04
資金調達原価	0.91	0.87	0.84	0.83	0.71
預貸金利鞘	0.28	0.26	0.25	0.21	0.21
資金粗利鞘	1.06	1.05	1.02	0.97	0.91
総資金利鞘	0.23	0.26	0.27	0.23	0.24
総資産コア業務純益率(ROA)	0.37	0.34	0.34	0.30	0.29
株主資本コア業務純益率(ROE)	8.07	7.45	7.37	6.45	6.51
コア業務粗利益経費率(OHR)	67.60	68.24	67.23	69.63	68.67

(資料) 全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行の決算の状況」における中間決算の概要の各年度。

(注1) 各年度中間期の数値は公表当時の数値を使用している。

(注2) 預金等＝預金＋譲渡性預金

(注3) 比率は、小数点第3位以下を切り捨て

(注4) コア業務粗利益＝業務粗利益－国債等債券関係損益(5勘定戻)

(注5) 総資産コア業務純益率(ROA)＝コア業務純益／(総資産計平残－支払承諾見返平残)

(注6) 株主資本コア業務純益率(ROE)＝コア業務純益／株主資本合計平残

(注7) コア業務粗利益経費率(OHR)＝経費／コア業務粗利益

因となったものの、国債等関係損益が減少したことから業務純益は前年同期より減少した。

信用コストは前年同期より増加しており、特に個別貸倒引当金繰入額の増加幅が大きかった。ただ、20年度中間期は資金繰り支援などによって中小企業等のデフォルトが抑制されたことを考慮に入れる必要があり、今後の状況次第では、信用コストがさらに増加する可能性もある。

このような状況を受け、20年度中間決算は、経常利益が前年同期比▲11.2% (▲624億円)、中間純利益は同▲11.8% (▲469億円) となった。

なお、地方銀行協会は21年3月期通期業績予想(経常利益は61行、当期純利益は62行の合計)について、経常利益を7,917億円(前年度比▲601億円、増益予

想20行・減益予想41行)、当期純利益を5,586億円(前年度比▲340億円、増益予想22行・減益予想40行)と発表している。ただ、新型コロナウイルスの感染拡大が収束の兆しを見せないなか、2020年度通期決算はさらに厳しい内容となることも考えられる。

地銀の新型コロナ対策

新型コロナウイルスの感染拡大と、それに伴う緊急事態宣言が発出されたことで、地域経済は甚大な影響を受けた。当初は政府系金融機関によって

無利子・無担保融資が取り扱われたが、ほどなく民間金融機関でも取り扱われるようになった。

「売上蒸発」によって事業の継続が危ぶまれるなか、企業にとってまず何よりも重要であったのは、事業を継続するための資金であり、多くの金融機関にとって取引先の資金繰り支援は業務の最優先事項となった。ピークは6月であるが、やはり飲食業、宿泊業、生活関連・娯楽業に赤字の割合が多いなど、業種によって影響の度合いが異なる傾向にあるという。

またコロナ禍の下では、地元だけでなく、これまで採算性の観点から残高を減少させてきた東京や大阪などの都市部でも資金需要が高まり、都市部の貸出金残高が増加に転じた銀行もあった。

一方、資金繰り支援にメドがつくようになると、取引先企業の課題解決が重要となった。ある銀行では4月に新型コロナ事業支援チームを設置し、企業規模が大きく、地域への影響が大きい取引先を重点支援先とすることで事業再生支援に取り組んでいるという。また、中小企業支援策の一環として資本性ローンの取り扱いを実施する銀行も増加するようになった。

手数料ビジネスの動向

(1) コロナ禍での手数料ビジネス

20年度中間期は、緊急事態宣言が発出されたことを受け、積極的な営業推進を自粛したことから投信販売が伸び悩んだ。緊急事態宣言解除後は、株式市場が好調だったこともあり、証券子会社とともに巻き返しを図る銀行もあるが、21年1月8日からは2度目の緊急事態宣言が発出されるなど、先行きの不透明感もある。

ただその一方で、スマホ完結サービスを開始するなど非対面に力を入れた銀行は、投信のネット販売額が大幅に伸びたといった事例もあり、預かり資産業務の非対面取引は今後も重要性を増すと考えられる。

また、世界的な低金利環境となったことから外貨建て一時払い保険などの販売が伸び悩んだことも個人向け手数料ビジネスに影響を与えた。そのため保障性保険の提案強化を図ることを表明する銀行もある。

一方、法人向け手数料ビジネスについては、海外進出案件などは厳しかったものの、取引先の課題解決業務、ストラクチャード・ファイナンス、シンジケートローンなどの法人ソリューション関連収

益が増加し、結果として個人向け手数料ビジネスの落ち込みをほぼカバーした銀行もあるなど、法人向け手数料ビジネスの多様化の重要性が改めて認識されるようになった。

(2) コロナ禍での事業承継ビジネス

1947～49年生まれのいわゆる「団塊の世代」が70歳を迎え、近年、相続や事業承継ニーズが高まっているが、この動きはコロナ禍の状況でも変化はないと考えられる。このことについては、例えば、重要性を感じながらもこれまで事業承継を先延ばしにしてきた人々が、コロナ禍をきっかけにニーズを顕在化させたと感じたり、オンラインによるM&Aセミナーを開催したところ、募集定員を大幅に上回る応募があったりするなど、そのニーズの高さに手ごたえを感じるという銀行があるからである。

さらにはコロナ禍にも関わらず、将来の不安から逆に「じっくりと相談したい」という要望も少なくないといった意見もある。銀行のなかにはこのようなニーズを捉え、プライベートバンキングやウェルスマネジメントといった富裕層ビジネスへと展開を図る動きもあり、その動向にも注目が集まる。

与信関連費用を左右する取引先との緊密度

図表3でも示したように20年度中間決算の信用コストは、コロナ禍を受けて増加したものの、「想定よりも少ない」という意見が少なくなかった。その理由は、政府などの資金繰り支援などがあったからである。しかし、新型コロナは収束の兆しを見せず、再び緊急事態宣言が発出

されるなど、依然として厳しい環境には変わりない。

地方銀行はこれまで取引先の課題解決をめざし、コンサルティング会社や地域商社を設立したりするなどの動きを活発化させてきた。これらの取り組みがコロナ禍という取引先の未曾有の危機に真価を発揮できるかが、今後の法人向け手数料ビジネスの先行きを占ううえで重要になるとともに、与信コストの状況を左右するともいえよう。

なかには、取引先に試算表の徴求や経営計画の共有などを通じて実態を「見える化」したうえで、行内格付けなどに反映させ、与信コストを算出することを考える銀行もあるが、いずれにしろ、取引先にどれだけ寄り添えるかがポイントとなる。

コロナ禍と業務のデジタル化

近年、地方銀行はデジタルトランスフォーメーションを経営戦略の重要な柱として積極的に取り組んできたが、新型コロナウイルスの感染拡大を受け、これまで以上に取り組みを加速させる方針を掲げる銀行が増加している。

たとえばある銀行では、住宅ローンや消費性ローンの契約の電子化、アプリによる口座開設、インターネットバンキングの利用促進などを進めてきたが、コロナ禍を受け、さらに取引のセルフ化、デジタル化を進展させるという。

また営業店では、ペーパーレス化、印鑑レス化を推進するためタブレット端末を導入し、事務処理時間の短縮を図ることで生産性の向上をめざす動きがますます加速している。そしてこのようなデジタル改革を通じて捻出した行員を、営業

推進や預かり資產業務に再配置することでトップラインの拡大を図っている。なかには、コロナ禍の影響を受け、来店者数がこれまでよりも減少していることを踏まえ、さらなる営業店の事務行員の適正化を進め、営業担当者へと再配置することを強化する銀行もある。

地銀再編圧力を強める政府と日銀

一方、地方銀行の収益力が厳しさを増すなか、政府と日本銀行は、地方銀行や第二地方銀行に対する再編圧力を強めている。

具体的には独占禁止法特例法が5月20日に成立し、11月27日に施行された。同法が成立した背景には、公正取引員会から合併承認を得ることができなかったため、ふくおかフィナンシャルグループ傘下の親和銀行と十八銀行の合併計画が公表から2年以上経過し、20年10月に「十八親和銀行」がようやく誕生したという経緯がある（『日本経済新聞』2020年9月4日付）。同法の施行によって同一県内の地方銀行、第二地方銀行の統合がこれまでよりも容易になることが予想される。

また日本銀行は、菅政権と足並みを揃えるかのように11月10日に「地域金融強化のための特別当座預金制度」を導入する方針を決定した。同制度は、OHRを一定以上引き下げる「一定の経営基盤の強化を実現すること」、または「経営統合等により経営基盤の強化を図ること」のいずれかを満たした場合は、当座預金に追加的な付利（年+0.1%）を行うこととした（2020～22年度の3年間の時限措置）。

また『日本経済新聞』（2020年11月26日付）によると、金融庁は11月25日の金融審議会において、合併・経営統合を

行う地方銀行に補助金を出す資金交付制度案を示し、大筋で合意されたという。同制度は21年夏からの適用をめざすこととされ、独占禁止法特例法の施行、日銀の特別当座預金制度と並び、合併、経営統合に対する大きなインセンティブになると考えられる。

おわりに

以上、地方銀行の20年度中間期決算と最近の経営戦略の動向をまとめてみた。日本銀行の長引く金融緩和政策の下、新型コロナウイルスの感染拡大を受け、地域金融機関の経営状況はさらに厳しさを増している。こうしたなか、政府や日本銀行は地方銀行に対し、再編圧力を強めている。

これまで、地域金融機関は地域経済を活性化させる観点から、事業性評価や創業支援、事業承継や取引先企業の販路拡大などの取り組みに力を入れてきた。ただこれらの取り組みを真摯に継続するためには、人材育成など多くのコストがかかることも事実である。

また現在は、新型コロナウイルスの感染拡大を受け、11都府県に二度目の緊急事態宣言が発出されるなど、地域経済がさらに低迷する可能性も否定できない状況にある。こうしたなか、取引先企業や事業者我真摯に寄り添い、経営支援を実施していくことが、地域金融機関の喫緊の課題であることを考慮すれば、地域経済の活性化や新型コロナ対応に優先的に経営資源を配分している地域金融機関にこそ「付利」をするべきである。

今後、政府等は地域金融機関を巡る議論を活発化させていくことが想定されるが、「経営統合や再編ありき」の議論を行うのではなく、地域社会を発展させてい

くためのビジネスモデルをどのように構築、転換していくかという「ビジネスの中身」のあり方に議論の力点を置き、ビジネスモデルの転換をサポートしていくことが最優先されるべきであると筆者は考える。

策関係経費（19.2兆円）のほか、地方交付税交付金（4,221億円）、既定経費の削減（▲4兆1,963億円）などを歳出に計上する一方、歳入面では税収を下方修正（▲8兆3,880億円）し、代わりに公債金を大幅に積み増した（22兆3,950億円）。この結果、20年度の新規国債発行額は112.6兆円へ膨らみ、当初予算からは80兆円の増額となった。

21年度一般会計予算案

また、12月21日には21年度の一般会計予算案が閣議決定された。前述した追加経済対策に盛り込まれた新型コロナ対策が計上されたこともあり、総額106兆6,097億円と、過去最大の規模となった。20年度当初予算からは3兆9,517億円の増額であるが、20年度予算には消費税対策として1兆7,788億円の「臨時・特別の措置」が含まれていたこと、一方で21年度予算案に5兆円のコロナ予備費が計上されていることを踏まえると、実質的には7,306億円の増額となる。

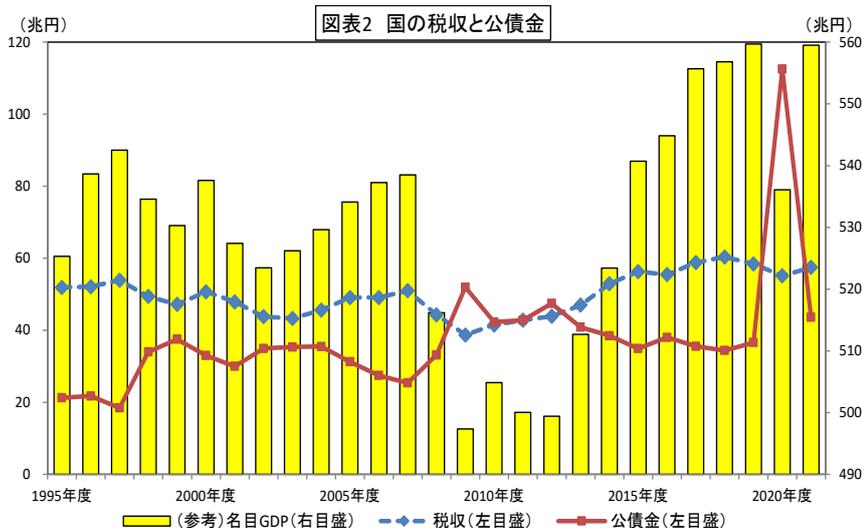
歳入面をみると、追加経済対策による景気押し上げや新型コロナの感染収束期待などから、21年度の名目成長率を4.4%（実質成長率は4.0%）と見積もったことにより、税収は57兆4,480億円（20年度第3次補正比で2兆3,230億円増）が見込まれている。ただし、ESPフォーキャスト調査（21年1月、21年度の名目成長率

3.29%（実質3.31%））などに比べて成長率を高め設定していること（政府は21年度内にコロナ前のGDP水準に回帰するとしている）、21年入り後に見られた新型コロナの新規感染者の加速的な増加によって、緊急事態宣言が再発出されるなど、下押し効果が発生する可能性を踏まえると、税収見通しは楽観的にも映る。

一方、公債金（新規国債発行額）は43兆5,970億円（うち、建設国債：6兆3,410億円、赤字国債：37兆2,560億円）で、20年度当初比では11兆408億円の増額、公債依存度は40.9%と、当初ベースでは7年ぶりの40%超となった。

一方、歳出面（以下、通常分で記述）については、国債費を23兆7,588億円（20年度当初比で4,072億円増）、地方交付税交付金等を15兆9,489億円（同じく1,396億円増）、一般歳出は66兆9,020億円（同じく3兆4,049億円増）と、いずれも増額となった。

一般歳出の過半を占める社会保障関係費は35兆8,421億円と、20年度当初比で187億円減であるが、消費税率引上げ後の「臨時・特別の措置（487億円）」の



剥落や医療費動向を踏まえると実質的には3,500億円程度の増額とされている。なお、財務省では自然増を4,800億円程度と想定していたが、薬価の引下げなどで増額を抑制できたと説明している。

そのほか、公共事業関係費は6兆695億円(20年度当初比で26億円増)、防衛関係費(5兆3,235億円)、文教及び科学振興費(5兆3,969億円)、中小企業対策費(1,745億円)は20年度当初比で増額された半面、経済協力費(5,108億円)、食料安定供給関係費(1兆2,773億円)、エネルギー対策費(8,891億円)、恩給関係費(1,451億円)は減額となった。

国債発行計画

上述の通り、21年度の新規国債発行額は43兆5,970億円であるが、これに復興債(2,183億円)、財投債(45兆円)、借換債(147兆1,929億円)を合わせ、全体で236兆82億円の国債発行が予定されている。ここから個人向け販売分(4.1兆円)、日銀乗換分(2.2兆円)、第Ⅱ非価格競争入札等(8.2兆円)などを除いたカレンダーベースの市中発行額は

221.4兆円と、20年度第3次補正後(212.3兆円)から若干増額される予定である。

なお、年限毎の発行額については、隔月発行の40年債について1回あたり1,000億円増額されるにとどまり、それ以外の年限は20年7月以降の1回あたり発行額で据え置かれた。なお、懸案だった利付債の表面利率の引下げ(0.1%→0.005%)は、4月をめどに実施される予定となった。

ちなみに、フローベースの平均償還年限は6年10ヶ月へ、ストックベースでも9年4ヶ月へと、19年度から大きく短縮された20年度第3次補正後ベース(前倒し発行分43兆円を含む)から、ともに若干延長される見通しである。

コロナ対策による財政悪化への対応

最後に、財政赤字や公的債務の状況について紹介したい。コロナ化への対応もあり、21年度当初予算案での基礎的財政収支(PB)は▲20.4兆円が見込まれており、20年度当初予算(▲9.6兆円)の約2倍へ急膨張した。また、債務の状況としては、21年度末の普通国債残高は990

図表3 国債発行計画の推移

	2021年度	2020年度			2019年度		2018年度
	当初案	第3次補正後	第2次補正後	当初	補正後	当初	補正後
国債発行額	2,360,082	2,630,655	2,532,648	1,534,621	1,548,596	1,487,293	1,521,720
新規財源債	435,970	1,125,539	901,589	325,562	370,819	326,605	353,954
建設国債	63,410	225,960	187,380	71,100	91,437	69,520	80,972
赤字国債	372,560	899,579	714,209	254,462	279,382	257,085	272,982
復興債	2,183	7,824	9,241	9,241	9,042	9,284	6,068
借換債	1,471,929	1,090,292	1,079,818	1,079,818	1,043,235	1,031,404	1,041,698
うち、復興債分	28,710	27,254	16,932	16,932	30,514	18,080	28,332
財投債	450,000	407,000	542,000	120,000	125,500	120,000	120,000
市中分・個人向け国債合計	2,338,082	2,608,655	2,510,648	1,512,621	1,526,596	1,465,293	1,496,720
市中発行分	2,297,082	2,576,655	2,462,648	1,464,621	1,478,596	1,418,293	1,449,720
年度間調整分	782	376,275	239,028	96,737	90,253	38,653	22,898
カレンダーベース市中発行額	2,214,000	2,123,000	2,123,000	1,288,000	1,294,000	1,294,000	1,342,000
第Ⅱ非価格競争入札	82,300	77,380	100,620	79,884	94,343	85,640	84,822
個人向け販売分	41,000	32,000	48,000	48,000	48,000	47,000	47,000
公的部門(日銀乗換)	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	25,000

(資料)財務省 (注)単位は億円、四捨五入による誤差がある

兆円（20年度末見込み：985兆円）、国・地方の長期債務残高は1,209兆円（同：1,201億円）へそれぞれ膨張する見込みである。なお、GDP比率は若干の改善（それぞれ184%→177%、224%→216%）を想定しているが、過去最悪の状況であることには変わりはない。

政府は今なお、財政健全化目標として、①国・地方を合わせたプライマリーバランス（PB）を25年度までに黒字化、②債務残高の対GDP比の安定的な引下げ、を掲げているが、少なくとも①の達成可能性はほぼゼロといえるだろう。名目成長率を高めたほか、2度の消費税率引上げを実施した安倍内閣の下でも、PB黒字化時期を先送りする動きが続いたが、一部では財政規律の緩みが生じているとも言われている。

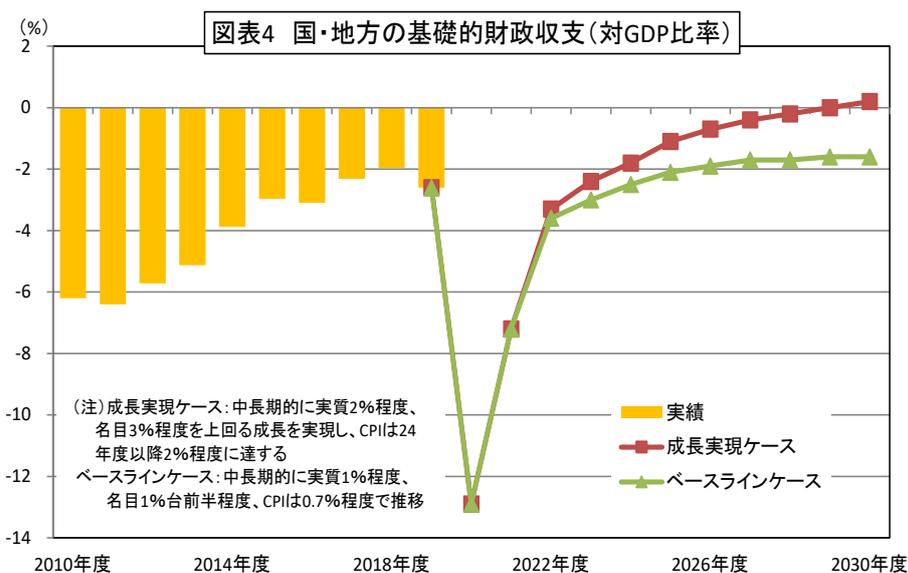
なお、1月21日に開催された経済財政諮問会議において、内閣府が提出した「中長期の経済財政に関する試算（2021年1月）」によれば、デジタル化・グリーン社会の実現、人材投資、中小企業などでの事業再構築を通じて生産性が着実に上昇

するような「成長実現ケース」においても、自然体（特段の歳出改革をしない）では25年度のPBは▲7.3兆円、29年度に0.3兆円とようやく黒字化する、としている。

現在は日本銀行の国債買入れ方針によって長期金利の上昇が抑制できているが、将来的な不規則な変動を回避する上でも菅内閣ではより現実味の高い（≒保守的な歳入見通しを前提とした）財政健全化目標の再設定が求められている。

こうした中、今回のコロナ対策の財源として発行された国債の償還費をどう調達していくか、といった問題が先々議論されるものと思われる。参考までに、東日本大震災の復興財源としては、復興特別税（12～13年度の法人税、13～37年の所得税、14～23年度の住民税へそれぞれ上乘せ）が導入されたほか、日本郵政・JT株式の売却収入、国家公務員給与の削減（人事院勧告分（10年度比で平均0.23%引上げ）を踏まえた上で平均7.8%引下げ）に加え、国会議員歳費も13%削減（さらに定数削減が実現するまで

7%削減を上乘せ）するなど、国民全てで負担することとなった。今回も20年5月から国会議員歳費は20%削減されている。いずれ増税計画が浮上する可能性は高いものと思われる。



(資料)内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

海外の話題

苦境が続くニューヨークのレストラン事情

農林中央金庫 ニューヨーク支店長 和田 透

COVID-19の再拡大を受け、NY市では昨年12月14日から再びレストランやバーでの店内飲食が禁止された。COVID-19の第一波に襲われた昨年3月に最初の店内飲食禁止が出されて以来、9月末に一部（最大収容人数の25%を上限）禁止が緩和されたものの、再度の全面禁止に追い込まれた形だ。感染状況が改善すれば解除される見込みであるが、本稿執筆時点（1月15日）でまだ目途はたっておらず、書き入れ時であるクリスマス・シーズンや年末を逃したレストランのダメージは大きい。店舗の外に設置した仮設スペースでの屋外飲食やデリバリー、持ち帰りなどは許可されているため、そちらに力を入れたレストランの中には売上を伸ばした所もあるようであるが、大半は売上が大きく落ち込み閉店（営業自体をやめる意）を余儀なくされる店も増えている。National Restaurant Association（全米レストラン協会）の推計によると昨年、全米のレストランのうち6分の1が既に閉店している（2020年11月調査）とのことであるが、NYについてはもっと比率は高いように感じる。閉店したレストランの中には1930年創業の「21 Club」などの老舗も含まれており、市民からは惜しむ声が上がっている。マンハッタン内の筆者の通勤経路にあるレストランも多くが閉店しており、空きスペースとなるものが増えている。New York State Restaurant Association（ニューヨーク州レストラン協会）の11月調査では、ニューヨーク州内のレストラン・オーナーの54%が追加の支援が得られなければ次の6ヶ月間生き残ることができないと回答をしている（全米ベースでは同比率は37%）。

日本食レストランでも、ラーメン店などはデリバリーに適さないこともあり大きなダメージとなっている。寿司レストランではデリバリーに力を入れ凌いでいる所もあるが、やはり注文を受けながらの対面販売ができない影響は大きい。10月末には一旦、顧客間やシェフと顧客の間に適切なバリアを設置することにより寿司カウンター席での接客が許可され、多くの店が設備を整えた上で再開していただけない12月の店内飲食再禁止はショックが大きい。また居酒屋系の店もビジネス・職場関連の飲食がほとんど消滅しているため閉店を余儀なくされる店が多く、当支店の近くにありリーズナブルな価格のため頻繁に利用していた居酒屋も11月に閉店となってしまった。

筆者がプライベートでよく利用していた自宅近隣のレストラン（COVID-19以前は結構繁盛していた）もデリバリーや持ち帰りに力を入れていたがとうとう11月に閉店した。店の入り口の張り紙には「After eight months of trying to survive, it is finally time to throw in the towel.（生き残るため8か月間頑張ったものの、とうとうタオルを投げ入れる時がきてしまった）」から始まるメッセージが書かれ、顧客や従業員に対する感謝の言葉が綴られていた。気に入っていた店だけに生活の張りがまた一つ失われたようで寂しい限りである。

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2月号 第32巻 第2号・通巻363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