

金融市場

潮流

コロナ禍で進むか 地方移住…………… 1

情勢判断

国内経済金融

集団免疫獲得までは国内景気の不安定さは残る
～緊急事態宣言の継続で1～3月期のマイナス成長は濃厚～ …… 2

米国経済金融

労働市場の回復に鈍さ
～追加経済対策案で景気回復は加速する見込み～ ……12

中国経済金融

感染リスク地域の解除などを受けて回復が続く中国経済
～3月5日開催予定の全人代などに注目～ ……18

分析レポート

21年の欧州経済、インフレ回帰による波乱はあるのか？
～小幅で一時的な物価上昇に留まり影響は限定的～ ……24

経済見通し

2020～22年度経済見通し……………28

分析レポート

人口減少と米国コミュニティ銀行……………44

今月の焦点

資産形成・運用をめぐる2020年の動向…54

2021.3

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

コロナ禍で進むか 地方移住

調査第二部 部長代理 木村 俊文

新型コロナウイルスの感染拡大を受けたテレワークの普及を背景に、東京都からの人の流出傾向が続いている。総務省「住民基本台帳人口移動報告」によれば、東京都は2020年4月までは転入が転出を上回る「転入超過」だったが、緊急事態宣言発出後の20年5月に反転し、6月にいったん戻ったものの7月以降は6ヶ月連続で転出が転入を上回る「転出超過」（直近6ヶ月の転出超過数は2.2万人）となった。ただしこの半年間、埼玉・神奈川・千葉の周辺3県は転入超過だったため、都心から郊外へと住み替えの動きが起きている可能性もある。

テレワークを導入した東京都内の企業の中には、事務所スペースの縮小や本社ビルの売却、さらには本社機能そのものを地方に移転する動きもみられる。

こうした中、菅首相は21年初、今国会冒頭の施政方針演説の中で「新型コロナを機に改めて地方への関心が高まっている。都会から地方への大きな人の流れを生み出す」と述べ、地方創生に向けた決意を示した。具体的には、①光ファイバー回線網の整備（500億円、20年度第2次補正予算）や、②サテライトオフィスの開設・利用促進・企業の地方進出支援などテレワークを活用した移住・滞在支援（新たな地方創生交付金100億円、20年度第3次補正予算）のほか、③東京圏（東京・埼玉・神奈川・千葉の1都3県）から地方への移住者に最大100万円を交付する移住支援事業にテレワークで仕事を続ける移住者も21年度から対象に加えるなど、地方創生に資するテレワーク（地方創生テレワーク）を推進するとしている。すでに政府は20年末に「地方創生テレワーク推進に向けた検討会議」を設置し、時代の変化を捉えた新しい地方創生の実現に向けて議論を重ねている。

こうした動きを受けて、人口減少に対する危機感の強い自治体の中には、数日～1ヶ月程度の「お試しテレワーク体験事業」のほか、公共施設や空き家を活用したオフィス・住宅などテレワークのための拠点整備、移住者への独自の現金支給（交通費やオフィス利用料の補助）など、「テレワーク移住」を呼び込む動きが広がりつつある。

一方、テレワーク導入が進む中で、家事・子育て・介護等で業務に集中できる時間を確保できないために仕事時間が延びる傾向があるなど、労務面を考慮しながら、いかに生産性を高めていくかといった新たな課題も認識されるようになった。

また今後、新型コロナのワクチン接種が進み、経済活動が正常化すれば、企業のテレワーク導入・利用の動きが鈍化し、同時に東京都からの人の流出が弱まる可能性もある。

こうした点を踏まえると、コロナ禍によるテレワークの普及とそれに伴う意識の変容という絶好の機会を捉えて政府主体の地方創生テレワークを推進するとともに、「地方の魅力を高め、地方で雇用を生み出す」という地方が主体的に取り組む戦略にもいっそう力を入れていくことが大切ではないかと考えられる。

政府による今後の「地方創生テレワーク推進」を受け、東京都だけでなく東京圏全体でみても人の流出が確かなものとなり、移住先が地方に広がることを期待したい。

情勢判断

国内経済金融

集団免疫獲得までは国内景気の不安定さは残る

～緊急事態宣言の継続で1～3月期のマイナス成長は濃厚～

南 武志

要旨

政府は新型コロナウイルス感染症の爆発的な感染拡大を受けて1月に緊急事態宣言を再発出したが、当初の期限後も10都府県を対象に継続してきた。それに伴い、10～12月期の高成長(年率12.7%成長)を牽引したGoToトラベル・キャンペーンなど各種の需要喚起策の停止も延長されたほか、消費の自粛ムードも続いており、1～3月期には再びマイナス成長に陥る可能性が濃厚だ。国内でもコロナ・ワクチンの接種が開始されたが、多くの国民が接種を終えて集団免疫を獲得するまでにはまだ時間がかかることなどを踏まえると、21年度上期にかけては景気の不安定な状態が続くとみられる。

金融市場では米バイデン政権の大規模財政政策を巡り、米長期金利が上昇傾向を強めたことに追随する格好で、国内の長期金利も0.1%超まで上昇している。こうした中、日本銀行が3月の金融政策決定会合で公表予定の「点検」内容への注目が高まっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月	項目	2021年				
		2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 (%)	-0.020	-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 (%)	0.520	0.35～0.60	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65
	10年債 (%)	0.115	0.00～0.15	-0.05～0.20	-0.05～0.20	-0.05～0.20
	5年債 (%)	-0.070	-0.15～0.00	-0.18～0.00	-0.18～0.00	-0.18～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	105.8	100～110	98～115	98～118	98～118
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.2	120～140	120～140	120～140	120～140
	日経平均株価 (円)	30,156	30,500±3,000	31,000±3,000	31,000±3,000	31,500±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2月22日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

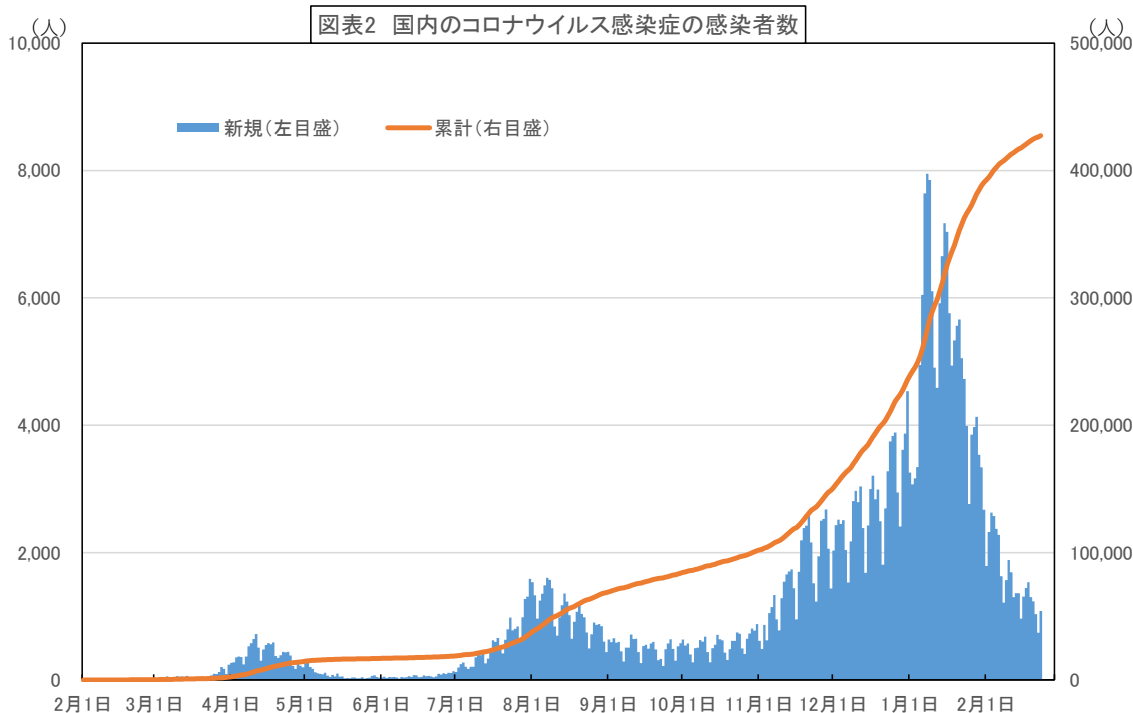
政府は緊急事態宣言の早期解除に慎重姿勢

2021年に入り、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り、医療崩壊の危機が高まったことから、政府は11都府県を対象に緊急事態宣言を再発出、飲食店に対して20時以降の営業自粛を要請するなど、感染防止を呼び掛けた。その甲斐あってか、1月中旬には入院治療を要する感染者数がピークアウトしたほか、2月には重症者数も減少傾向となるなど、危機的な状況はなんとか脱した感もある。

しかし、最近では新規感染者数が下げ渋りを示すなど、感染再拡大の「火種」が残っていることを危惧する声も少なくない。携帯電話の位置情報データを利用した繁華街の人出も最近

増加傾向を示す地点も散見されている。

政府は、医療体制は依然として逼迫しているほか、感染力が高いとされる変異型ウイルス、さらには「気の緩み」を警戒しており、現在 10 都府県を対象とする緊急事態宣言の早期解除について慎重な姿勢を続けてきた。ワクチン接種によって集団免疫を獲得するまでは、特に大都市部においては感染抑制に力点を置いた対応を続けざるを得ないだろう。

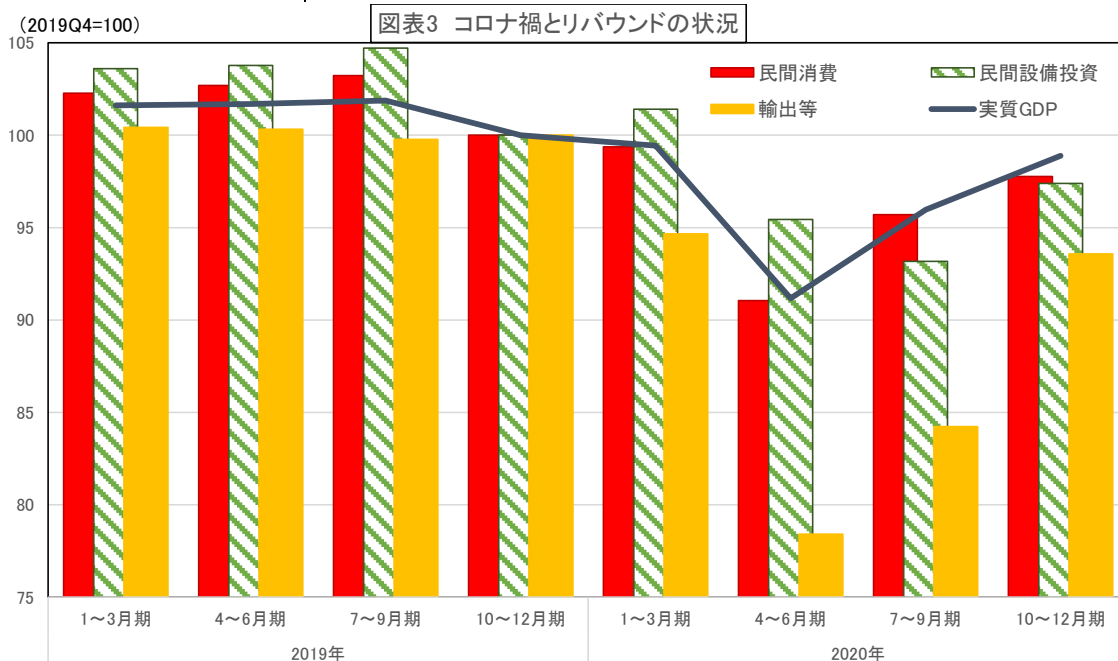


(資料)NHK特設サイト「新型コロナウイルス」(注)クルーズ船内の感染確認は除く(帰宅後の感染確認は含む)。

10～12 月期は 2 四半 期連続のプラス成長

2月15日に公表された10～12月期のGDP第1次速報(1次QE)によれば、経済成長率は前期比年率12.7%と、2四半期連続のプラスとなった。これは中国を含めた主要国の中で最も高い伸び率である。米中向けの輸出が好調だったほか(輸出等は前期比11.1%、前期比成長率3.0%)に対する寄与度:1.7ポイント)、GoToトラベル、GoToイートなどの需要喚起策によってサービス消費が刺激されたこと(消費は前期比2.0%、寄与度:1.2ポイント)が背景にある。さらに景気の持ち直しに伴い、企業設備投資も前期比4.5%(寄与度:0.7ポイント)と3四半期ぶりの増加となった。7～9月期のリバウンドと合わせると、4～6月期の実質GDP減少幅45兆円のうち、93%を取り戻した計算になる(ただし、直近ピークである19年7～9月期からの減少幅59兆円に対してはまだ72%しか取り戻せてい

ない)。



(資料)内閣府経済社会総合研究所「GDP資料より農林中金総合研究所作成

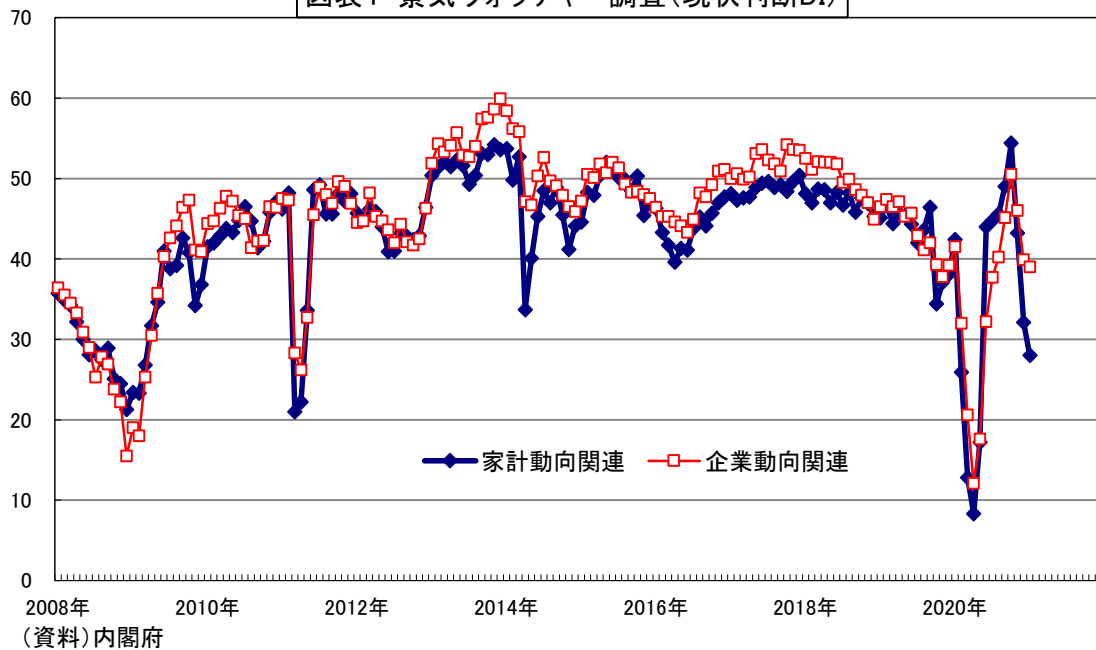
年末以降は回復に足踏みも

とはいえ、年末にかけて新型コロナウイルスの感染拡大が広がったことで、高齢者を中心に消費の自粛傾向が強まったほか、GoTo トラベル事業などが一時停止となったこともあり、11月前後をピークに主要経済指標では改善が一旦止まっている。特に、ソフト・データの悪化が著しく、1月の景気ウォッチャー調査からは景気の現状判断が3ヶ月連続で低下したことが見て取れる。

供給サイドの統計である鉱工業生産指数、第3次産業活動指数はいずれも11、12月と2ヶ月連続で低下している。旧正月を控えた前倒し的な動きにより1月の実質輸出指数が過去最高を更新したこともあり、1月の鉱工業生産は一旦持ち直すとみられる一方、緊急事態宣言の影響で対個人サービス業を中心に落ち込みが見込まれることから、第3次産業活動指数は軟調な展開が続くものとみられる。

新型コロナウイルスの感染再拡大の影響から消費もサービス部門を中心に低調である。GDP統計の民間消費に近い消費総合指数(内閣府)は11、12月と2ヶ月連続の低下、6~10月にかけて回復した分の23%分が剥落した。消費活動指数(日本銀行)からは巣ごもり消費に伴って耐久消費財が底堅く推移したことが確認できるが、消費全体の過半を占めるサービスの落ち込み分を相殺するには至っていない。

図表4 景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



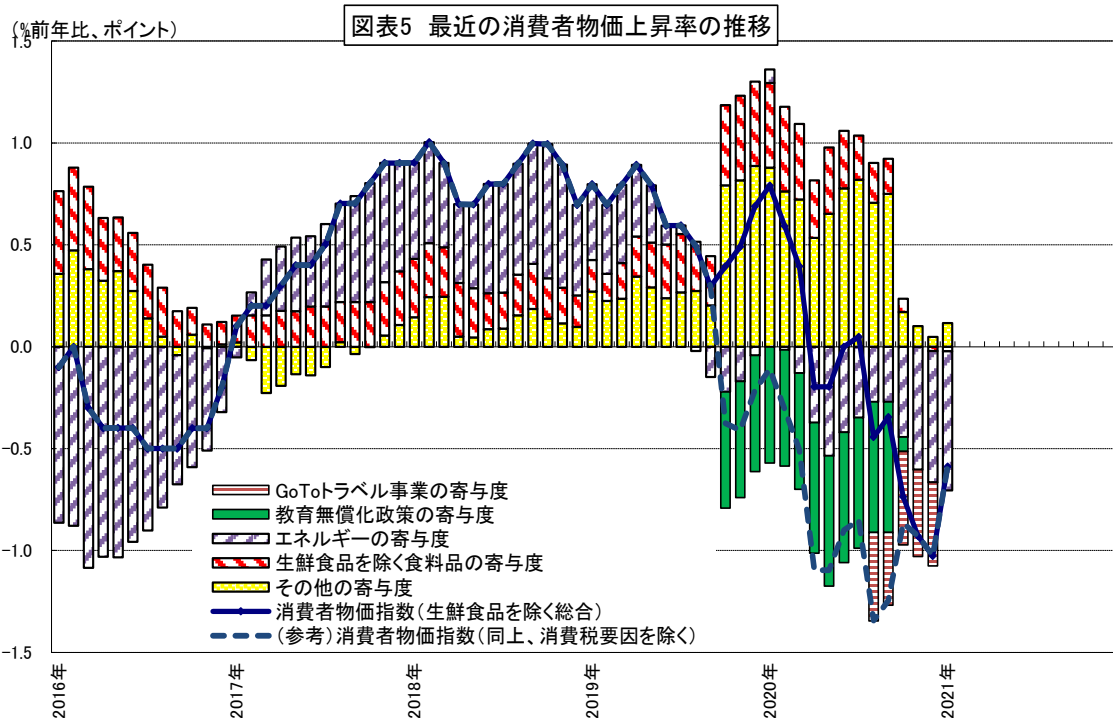
経済見通し：景気の本格的回復は21年度下期以降

今後の景気動向を見通す上では、国内外で始まったコロナ・ワクチン接種によって、感染症に対する集団免疫をいつ獲得できるのかという点が重要であろう。先行して接種を開始した国からは、実際に発症や重症化に対する予防効果を確認できたとの報告も出ており、日本国内でもワクチン接種が広がることへの期待が高まりつつある。とはいえ、一般の国民への接種は夏以降とみられるほか、供給次第では接種開始が半年ほど遅れる可能性も指摘されており、楽観的になるのは時期尚早だろう。

現在の「第3波」は沈静化に向かっていることから、3月7日には緊急事態宣言が全面解除される可能性もあるが、十分に新規感染者数が減少しないままに制限を解除すれば、数ヶ月後に再び医療崩壊の危機が意識される可能性もある。当面は感染状況を見ながら、経済活動の再稼働を段階的に進めていかざるを得ず、景気は「ストップ・アンド・ゴー」の展開が続くことになるだろう。

さて、10～12月期の1次QE発表を受けて当総研は経済見通しの見直しを行ったが、緊急事態宣言の再発出を受けて1～3月期は3四半期ぶりのマイナス成長、20年度を通じても▲5.0%成長と戦後最大のマイナスとなると予測した。一方、21年度は4～6月期には緊急事態宣言の再解除によるリバウンドや内外の大規模な経済政策の効果などにより、景気を持ち直し傾向が

再び強まるだろう。さらにワクチン接種の効果が 21 年度下期には出始めるとみられ、景気回復力が徐々に強まっていくと思われる。21 年度は 3.7% 成長と 3 年ぶりのプラスに転じると予測した。ただし、サービス消費が元の水準に戻るには時間を要すると想定されることもあり、直近ピークの 19 年 7～9 月期の GDP 水準の回復は 23 年以降になるだろう（詳細は後掲レポート「2020～22 年度経済見通し」を参照）。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

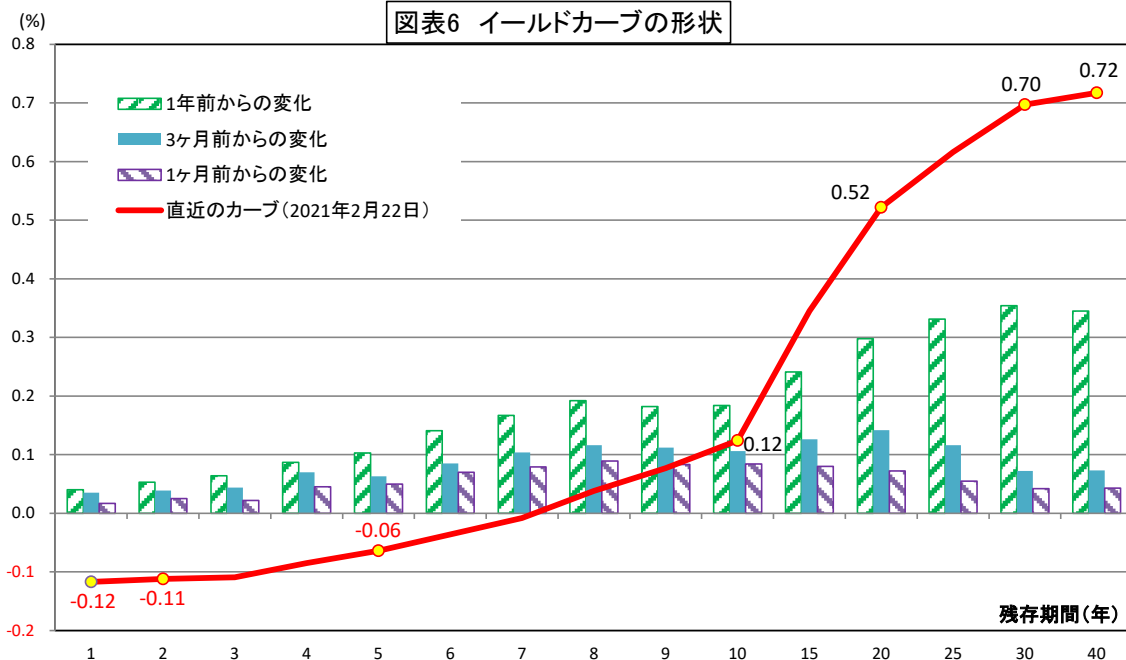
物価動向：年内はマイルドな下落継続

緊急事態宣言の影響は物価指数にも及んでいる。20 年 8 月以降、GoTo トラベル事業の伴う宿泊費の値下がりにより、消費物価変動率は前年比で 0.4 ポイントほど押下げられてきたが、GoTo トラベル事業の一時停止によってその効果が剥落し、物価下落を緩和させている。1 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▲0.6%と 6 ヶ月連続での下落ながらも、12 月（同▲1.0%）から下落幅は縮小した。

先行きについては、携帯電話通信料の値下げなどが反映される半面、21 年度入り後にはエネルギーが押し上げ方向に寄与し始めるほか、高等教育無償化の影響も一巡するなど、これまでの押し下げ要因が剥落することが見込まれる。GoTo トラベルも中止期間が長引けば、需要が減退しているサービス部門の価格は高

止まりする可能性もあるだろう。しかし、家計所得は厳しい状況が続いているほか、巣ごもり消費で盛り上がった耐久財消費も永続するものではなく、将来的に反動減が発生することもありうる。需要不足状態は慢性化するとみられることから、21年末にかけてマイルドながらも物価下落が続くだろう。

図表6 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

金融政策：憶測を呼ぶ3月会合で公表予定の「点検」

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「特別プログラム」の導入（「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。

一方、特別プログラムの期間延長や微修正などを決定した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発表したが、その内容がどのようなものになるかについてそれ以降の金融市場で大きな注目を集めてきた。基本的に、現行政策の枠組

金融市場：現状・見通し・注目点

長期金利は 2 年 3 ヶ月ぶりの水準へ上昇

長期金利は 0.1% 台まで上昇

み変更はないとのことだが、30 年来の高値水準で推移する株式市場を踏まえ、ETF の買入れ方針に何らかの変更がされるとの見方、さらには長期金利の変動許容幅を拡大するとの見方など、市場では様々な憶測を呼んでいる。

20 年 11 月の米大統領選前後から、内外の金融市場ではリスクオンの動きが強まっている。主要国ではコロナ禍に対して手厚い金融・財政政策が継続され、大量の過剰流動性が発生する中、コロナ・ワクチンの接種開始などで先々の景気回復期待が高まりつつある。直近でも米バイデン政権が進めようとする大規模な財政政策への期待感から米国長期金利が上昇し始めており、それが国内市場にも余波を及ぼしている。

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こともあり、3 月下旬には長期金利（新発 10 年物国債利回り）は落ち着きを取り戻し、ゼロ%近傍での展開に戻った。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い入れると決定したことも、長期金利の低位安定に貢献した。

こうした中、昨年 7 月には新型コロナ対策に伴って国債が増発（当初予算比で新規発行分・財投債の合計で約 100 兆円）されることを控え、超長期ゾーンには上昇圧力がかかる場面もあったが、コロナ禍の下、日銀も含めた主要中銀は大胆な金融緩和措置を長期間続けざるをえないとの予想が浸透したこともあり、金利上昇圧力は沈静化した。その後、20 年内は落ち着いた動きを続けていたが、コロナ・ワクチンの接種開始や米国での相次ぐ追加財政政策などにより、先々の景気回復に対する期待感が高まったことで米長期金利が上昇、それに追随する格好で、国内の長期金利も上昇傾向となった。加えて、日銀が 3 月会合で結果を示すとしている「点検」により、長期金利の変動許容幅を拡大するとの思惑も金利上昇に寄与したとの見方もある。10 年国債利回りは 2 月下旬には一時 0.12%と、約 2 年 3 ヶ月ぶりの高い水準となっている。

先行きは、日銀の国債買入れ方針により、基本的には 10 年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍（0%±0.2%）で推移するような操作が継続されると思われ、過度な金利上昇に対しては買入れ強化などで対応することになるだろう。なお、物価下落に陥っている日本国内での金利上昇の容認は、金融緩和姿勢の後退と受け取られかねない。景気・物価への悪影響も懸念されることから、現段階でのさらなる金利上昇の可能性は薄いと思われる。ただし、日銀のコントロールが及びにくい超長期ゾーンには上昇圧力がかかる場面もあるだろう。



30年ぶり高値水準ながらも、先行き一旦は調整する場面も

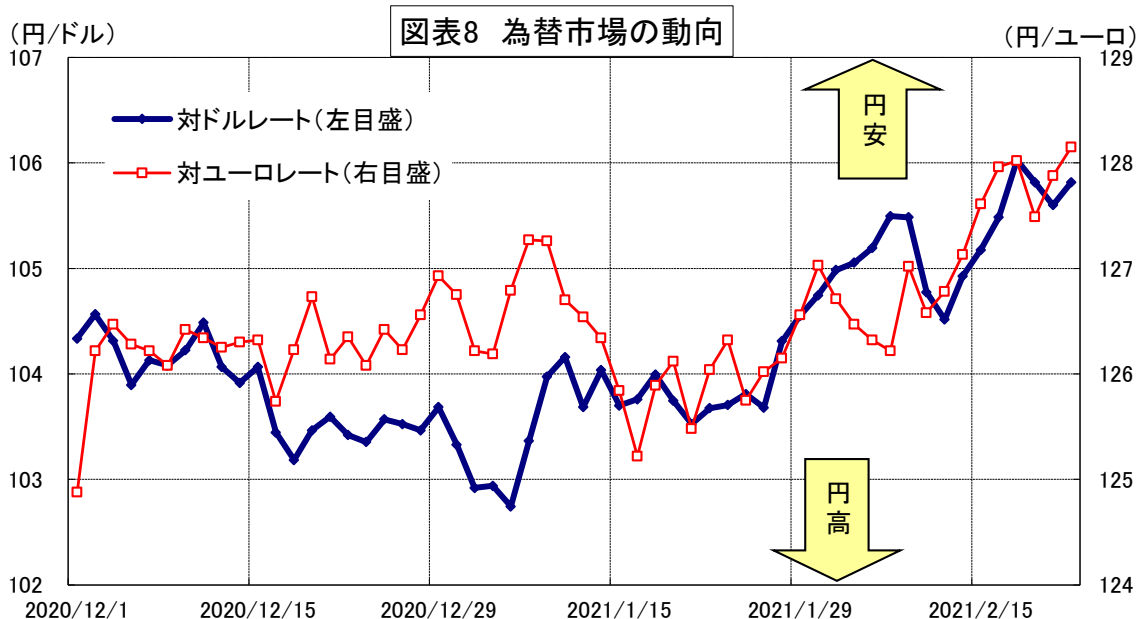
② 株式市場

新型コロナの世界的な感染拡大から、20年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。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 (注)東京市場の17時時点。

**ドル円レートは一
時 1 ドル = 106 円
台**

③ 外国為替市場

新型コロナがパンデミック化した直後、外国為替市場ではドル円レートが一時 1 ドル = 101 円台まで円高が進んだ後、「有事のドル」需要によって 110 円台を回復するなど、荒っぽい展開となった。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たが、20 年末にかけては緩やかに円高ドル高が進んだ。

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、その後は円安ドル高の展開となっている。

こうした中、米国ではインフレ論争が盛り上がり、今後の金融政策に何らかの影響を及ぼすかが議論されている。サ

緩やかな円安ユーロ高が進行

マーズ元財務長官はバイデン政権による1.9兆ドル規模の追加財政政策によってインフレ圧力が高まる懸念を表明したが、イエレン財務長官やパウレルFRB議長らはそうした見方を否定、失業率などは発表されている統計の数値よりもかなり高いと推計されることなどを挙げ、インフレ昂進の可能性は薄いと主張している。

一方、米国でワクチン接種が進んでいることやバイデン政権による大規模な財政政策の効果などもあり、景気改善テンポは米国の方が早いと思われる。そうした景況感格差からも当面はドル高気味の展開が続く可能性が高いと思われる。

年末から年始にかけて、1ユーロ=126円台でのみ合いが続いた対ユーロレートも、足元ではリスクオンの流れから、緩やかに円安ユーロ高が進んだ。政治不安が続いていたイタリアで欧州中央銀行のドラギ前総裁が首相に就任したことへの期待感もユーロ相場を下支えしたとみられ、2月中旬には一時128円と2年2ヶ月ぶりの水準となった。

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. 2. 23 現在)

労働市場の回復に鈍さ

～追加経済対策案で景気回復は加速する見込み～

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、労働市場の回復の鈍さが確認できる一方で、米国経済の回復ペースは足踏み状態から脱しつつある。先行きについては、米国南部を中心に大寒波が到来したことで短期的な下押し圧力はあるものの、バイデン政権が目指す 1.9 兆ドル規模の新たな追加経済対策案も成立する見込みとなっており、21 年の景気回復は加速しそうだ。

1 月の FOMC 議事要旨からは、資産購入の段階的な縮小(テーパリング)をする予定は当面ないという認識が FOMC 参加者の間で共有されていることが明らかとなった。足元では短期的にインフレ率が高まる兆しはあるものの、経済活動が正常化されるまでは、インフレ率の持続的な加速は起こらないだろう。

バイデン政権は新たな追加経済対策を目指す

バイデン大統領は 1.9 兆ドル(約 200 兆円)規模の新たな新型コロナ対策法案を発表し、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している。上院は 2 月 5 日、財政調整措置に基づき同法案をハリス副大統領の決定票を加えた 51 対 50 で可決した。今後は、早ければ 2 月内にも下院で採決される見通しとなっている。

景気の現状：足踏み状態から脱しつつある

以下、足元の経済指標を確認してみよう。現状は労働市場の回復は足踏みしているが、景気としては足踏み状態から脱しつつある。

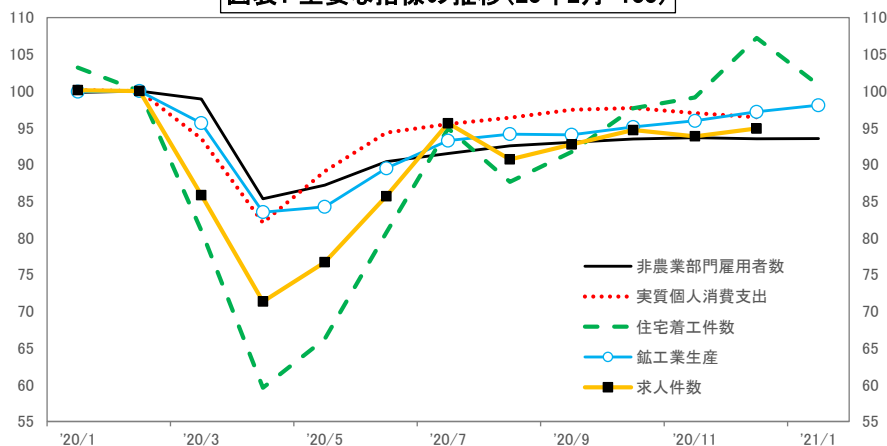
失業給付金の上乗せ措置が 20 年 7 月末で終了したことから、消費の回復ペースは鈍化していたが、12 月末に成立した 9,000 億ドルの新型コロナ追加救済法のうちの 1,660 億ドルが現金給付に充てられたこともあり、1 月の小売売上高は前月比 5.3%と 4 ヶ月ぶりに大幅な増加に転じた。

労働市場に目を転じると、1 月の非農業部門雇用者数は前月から 4.9 万人増、失業率は同じく 0.4%低下し 6.3%となった。ただし、労働力人口が 12 月から約 40 万人減少したことを踏まえると、労働市場の回復は鈍いといえる。コロナ禍による雇用喪失が低所得者やマイノリティに集中していることから、イエレン財務長官や FRB 関係者など、労働市場の回復を重要視する政策当局者は多く、

今後も要注目といえるだろう。

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な推移が続いている。こうしたなか、1月の住宅着工許可件数は前月比10.4%と急増しており、住宅市場の好調さが改めて示された。

図表1 主要な指標の推移(20年2月=100)

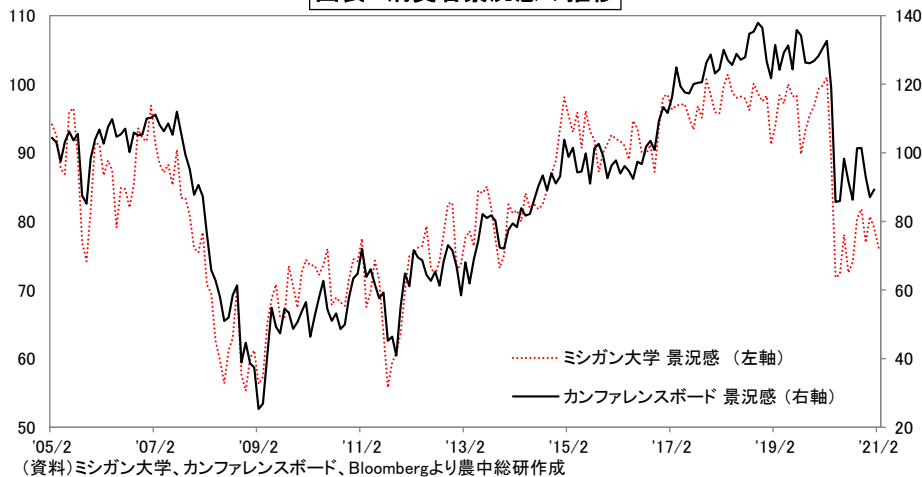


(資料) Bloomberg

2月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は1月から低下し76.2(現況指数86.2、期待指数69.8)となった。この背景としては、低所得家計が将来に対して悲観的な見通しを強めたことがあるとミシガン大学は報告している。

企業マインドをみると、ISM製造業、非製造業指数ともに1月は58.7%となり、企業部門の回復傾向が続いていることがうかがえる。また、1月の鉱工業生産は前月比0.9%上昇し、前年比では▲1.8%まで減少率を縮小させた。

図表2 消費者景況感の推移



(資料) ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloombergより農中総研作成

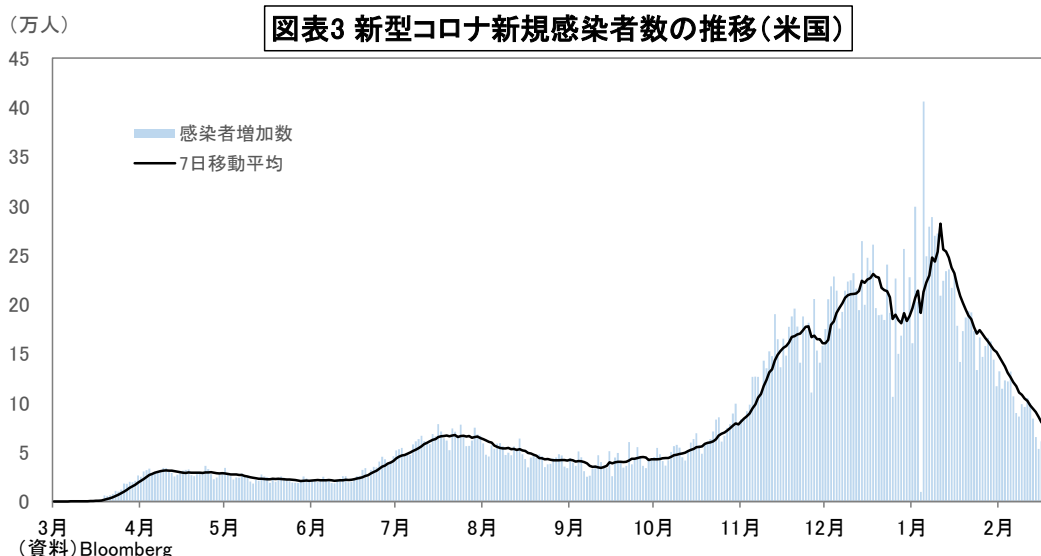
**景気の先行き：
大寒波による下
振れも、21年の
景気回復は加速
する見込み**

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。米国では冬期にかけて新型コロナウイルスの感染再拡大が続いてきたものの、12月14日からワクチンの接種が開始されたこともあり、1月中旬以降、新規感染者数は減少傾向となっている。今後、さらなるワクチンの普及で経済正常化も期待できるだろう。

こうしたなか、12月27日に成立した9,000億ドルの新型コロナ追加救済法が景気を下支えしていることや、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法案も成立する見込みとなっており、21年の景気回復は加速しそうだ。米政府は既に7月末までに6億回分のワクチンを確保しており、国防生産法や国家防衛法によるワクチンや医療機器の供給支援を行うなど、集団免疫の獲得と経済正常化について着実に前進している。

しかし、2月中旬には米国南部を中心に大寒波が到来し、電気や水道などの生活インフラに加えて、操業停止を余儀なくされた企業も報告されている。このため、短期的には景気への下押し圧力は避けられない。

図表3 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



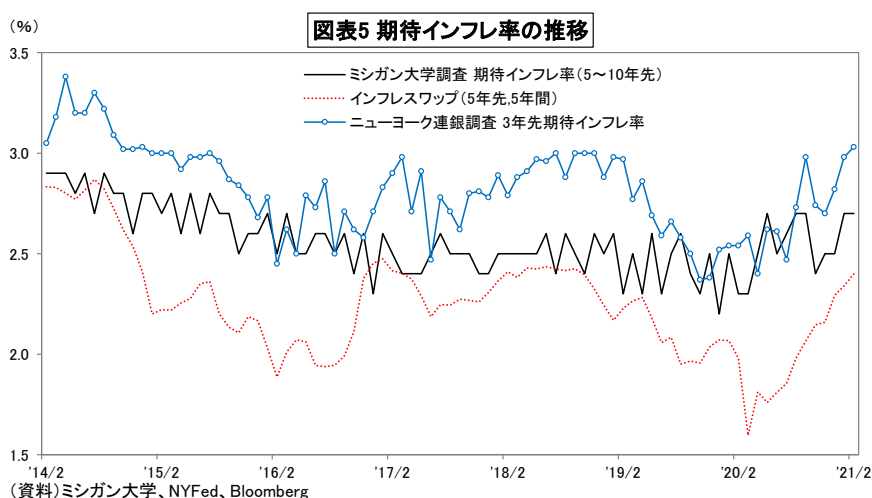
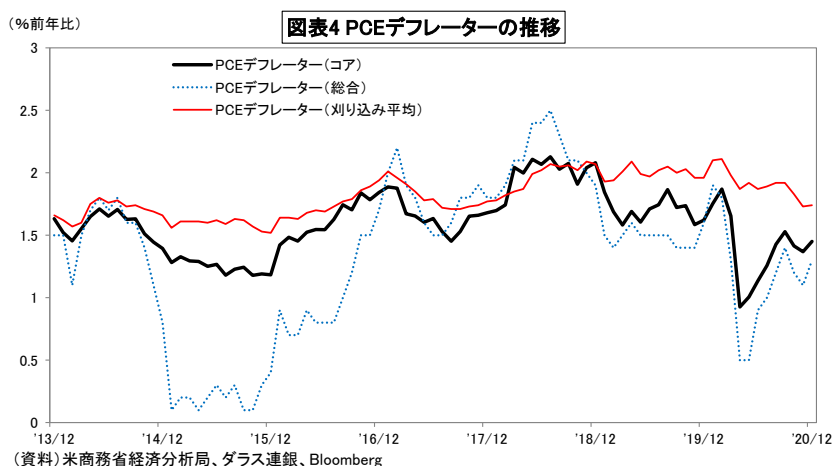
**インフレ率の持続
的な加速にはワク
チンの普及が必須**

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。12月のコアPCEデフレーターは前年比1.5%とFRBが目標とする2%を下回って推移している。また、1月のコア消費者物価指数(CPI)は同1.4%と上昇は鈍い。

1.9兆ドルと大規模な景気刺激策が実現される可能性や新型コロナウイルス感染拡大が鈍化しつつあることを受け、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上昇して

いる。なかでも、足元ではブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI) やインフレスワップなど市場で計測される期待インフレの上昇が著しい。また、直近のデータからは、原油価格や輸入財価格指数、生産者物価指数の上昇などインフレが一時的に加速する要因が多いように思われる。

とはいえ、持続的に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の流通が活性化し始める必要があるだろう。一方で 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。FRB が現在採用している平均インフレ目標の枠組みに鑑みれば、インフレ率が多少 2%を超えることはむしろ望ましく、多少インフレ率が上振れたところで、金融政策に変更はないと思われる。



**FRB は資産購入
を継続へ**

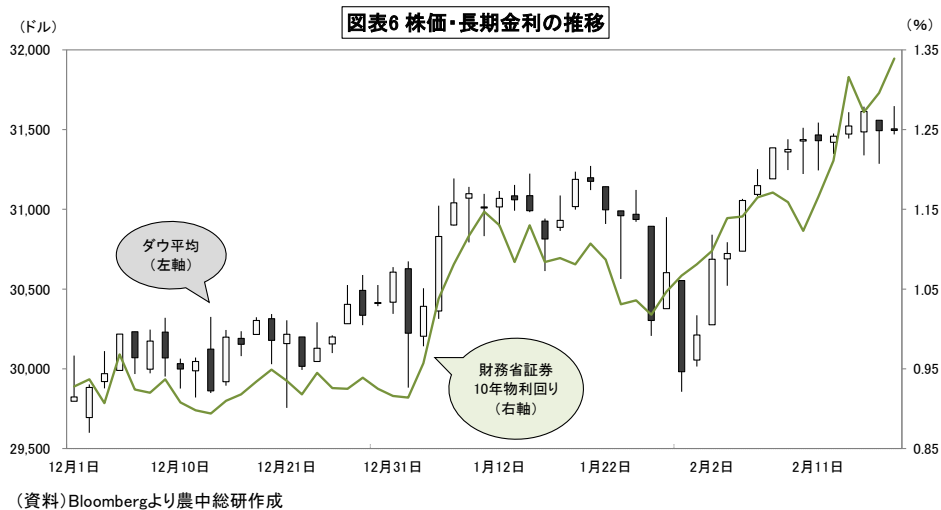
17日に公表された1月のFOMC議事要旨では、資産購入の段階的な縮小(テーパリング)はしばらく行わないとの認識がFOMC参

**長期金利：
1.3%前後での
推移を予想**

加者間で共有されていることが示された。コロナ禍からの回復を
考える上で、FOMC 参加者は労働市場の回復を最重要視しているよ
うに見受けられるため、GDP やインフレ率を基準に考えた場合より
も、テーパリングの開始は後ずれする可能性もあり、今後の FOMC
などに要注目といえるだろう。

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
12 月は追加経済対策期待が高まったことから、概ね米長期債金利
(10 年債利回り) は 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、金利は一旦上昇。2 月入り後
は、新型コロナウイルス感染拡大の鈍化や、1.9 兆ドル規模の追加
経済対策を織り込む形で金利は急ピッチで上昇し、足元では
1.35% に迫っている。

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
考えられるが、これまでの上昇ペースが速かったことに加えて、
追加経済対策については材料出尽くし感もあり、金利上昇は一旦
落ち着くと思われる。このため、1.3% 前後での推移が続くと予想
する。



**株式市場：緩や
かな上昇を予想**

株式市場では 12 月入り後、主に追加財政政策への思惑を背景に
ダウ平均は 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、金利上昇が懸念材料となり、1 月
末には 30,000 ドルを割り込む場面も見られたが、2 月に入ると経
済正常化期待などから再び上昇した。足元では、急ピッチな金利
上昇が引き続き懸念されている。

先行きについて考えてみると、金利上昇への警戒感が強く、経済正常化期待はあるものの、上値の重い展開が続くと予想する。

(21. 2. 22 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	1/27 2/10	今後数ヶ月の一時的な物価上昇は静観 力強い労働市場からは非常に遠い状態
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1	2/19	過剰な財政政策により、経済が過熱することは心配していない
	クラリダ副議長	-1	1/14	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	2/18	金融機関は気候変動リスクに備えるべき
	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	?	2/16	経済回復までには「長い道のり」
	クオールズ副議長	?		
	エバンス総裁 (シカゴ)	-1	2/3	インフレ率は低すぎるため、緩和的な措置の継続が必要
	バーキン総裁 (リッチモンド)	-1~0	2/17 2/19	全般的に「かなり楽観的」 集団免疫が得られなくても今年は経済が急速に成長する可能性
	ボスティック総裁 (アトランタ)	0~1	2/1 2/4	低所得者など一部の失業者が職を得るにはさらなる支援が必要 年内テーパリング開始の可能性は小さい
デイリー総裁 (サンフランシスコ)	-1	2/11 2/16	年内テーパリング開始の可能性を見込まず インフレの過度な高進は現時点でリスクになっていない	
FOMCメンバー 投票権なし	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	2/4 2/16	テーパリング議論は時期尚早 新型コロナウイルス感染が収束するまで財政政策が重要
	ブラード総裁 (セントルイス)	-2	2/3 2/16	失業率は引き続き急ピッチで低下する可能性も 経済成長は中国を上回る可能性がある
	ローゼングレン総裁 (ボストン)	0~1	2/1 2/19	景気の回復が春までに始まるよう期待しているが、雇用確保が重要 労働市場の回復に育児支援必要
	メスター総裁 (クリーブランド)	0	2/3 2/8	より大きな財政支援が必要 米金融政策は「極めて長い期間」にわたり緩和的に維持される
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	2/11	インフレ率が近く2%を上回るとは考えていない
	カプラン総裁 (ダラス)	1	2/9 2/17	インフレの一時的急上昇の可能性見込む 新型コロナウイルス変異株の抑制やワクチン接種が最大の関心事
	メカシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	2/3 2/4	ワクチンの広範な普及が、経済の立て直しに不可欠 財政支援は雇用市場の指標に結びつけるべき

(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

情勢判断

中国経済金融

感染リスク地域の解除などを受けて回復が続く中国経済

～3月5日開催予定の全人代などに注目～

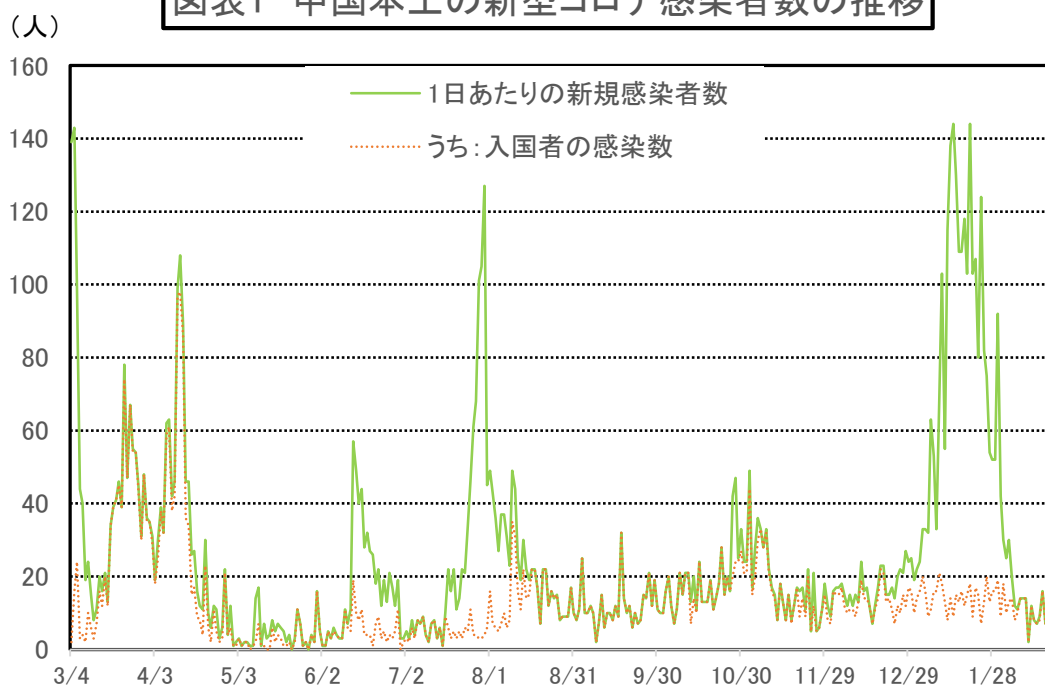
王 雷軒

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19年に続きプラス成長を維持することができた。足元の経済指標や春節連休中の消費動向などからは、その後も回復が続いている可能性は高い。

21年の中国経済を展望するためには、3月5日に開催される予定の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）で審議される政府活動報告や第14次5カ年計画（21～25年）・35年までの長期目標の綱要などが重要であり、特に成長率目標や地方債の発行枠等に注目したい。

図表1 中国本土の新型コロナ感染者数の推移



(資料)中国衛健委、Windより作成、直近は21年2月20日。

感染再拡大の抑制に成功し、中・高リスク地域はほぼ解除

まず、新型コロナの感染状況を確認してみたい。1月に入り、北京市など一部の省市で新型コロナ感染者が急増した（図表1）。

これに対し政府は、感染状況に応じクラスターが発生したコミュニティなどを移動制限の対象とする中・高リスク地域に指

定し、「やりすぎ」とも言われるほどの PCR 検査や外出禁止措置などを行ったことが奏功し、2 月入り後は感染者数は減少してきた。足元では 1 日の新規感染者数は 10 人前後に抑制されている（図表 1）。2 月 21 日時点で、高リスク地域の指定はすべて解除されているほか、中リスク地域も残り 1 つのみとなった。

また、政府は 1 月上旬にワクチンの接種費用を無料にすることを発表し、1,000 万人以上の医療関係者や輸入検疫担当者、交通輸送関連従事者などの接種を行ったと報道され、ワクチン接種は着実に進められている模様である。ただし、ワクチン接種が全国に行き渡って集団免疫を獲得できる状態になるには、なお時間を要すると見られる。

米中首脳電話会談が 2 月 11 日に開催

加えて、他国より出遅れた米中首脳会談が行われた。1 月 25 日に開催された世界経済フォーラム（WEF）主催のオンライン会議（ダボス・アジェンダ）で習近平国家主席が新型コロナのパンデミックからの不安定な回復を踏まえ、マクロ経済政策の国際的協調と世界経済ガバナンスにおける 20 ヶ国・地域（G20）の役割拡大を呼びかけた。一方、米ホワイトハウスのサキ報道官は 25 日に、米国は中国と厳しい競争関係にあり、バイデン大統領は対中関係に忍耐をもって取り組む意向だと述べた。

これを受けて米中首脳初の会談はいつ行われるか注目が集まっていた。こうしたなか、2 月 11 日、米バイデン大統領は就任後初めて習国家主席と電話会談を行った。会談のなかで、習国家主席が両国の協力が唯一の正しい選択で、米トランプ前政権で悪化した米中両国の関係改善を呼びかけ、経済や外交、軍事などの分野での新たな対話メカニズムを構築することを提案した。

一方、バイデン大統領はアメリカ国民の利益になる場合には中国と協力するとし、新型コロナ対策や気候変動などの分野での協力姿勢を示した。いずれにしても、関係改善に向けた糸口を探ったものの、香港や新疆などの情勢をめぐっては両国の意見の隔たりは依然大きく、今後もその動向に注視していきたい。

東北三省で出生規制を撤廃する方針

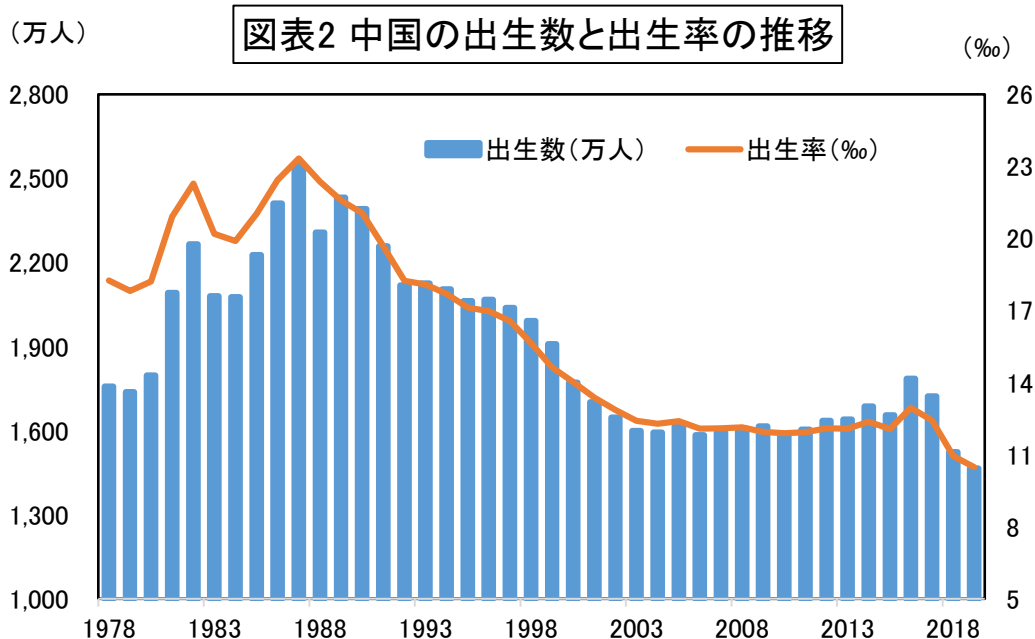
これらのほか、人口政策に関連する動きがあり、中国経済を中長期的にみるうえで重要であるため、紹介しておこう。2 月 18 日、中国国家衛生健康委員会（衛健委）はウェブサイト黒竜江省、吉林省、遼寧省の東北 3 省で、夫婦 1 組当たり原則 2 人までとしてきた出生制限（計画生育）の撤廃を検討する方針

を示した。

その背景には、東北3省では若い世帯が他の地方の大都市に転出する傾向が強く、少子化が激しいことから、全国人民代表大会の出席者（国会議員に相当）が衛健委に東北3省の出生制限撤廃を求める意見「東北地区の人口減少問題の解決に関する建議」を提出したことがある。

中国は15年末、70年代から続いた「一人っ子政策」を全廃し、2人までの出産を全面的に認めたが、今回出生規制が撤廃されれば、何人でも子どもが認められるようになる見込みだ。そして、東北3省の実証状況次第ではあるが、全国に広がる可能性もありうる。

一方、その場合でも住宅価格や教育費の高騰などで進む出生数の減少、出生率の低下に歯止めがかかるかは不透明だ（図表2）。実際、公安部戸政管理研究中心が2月8日に発表した20年12月31日時点の公安機関に戸籍登記された20年の新生児人数は1,003万人で19年（1,179万人）から前年比▲14.9%と3年連続の減少だった。



(資料)中国国家统计局、Windより作成

回復基調が続くと見られる

さて、早い段階で新型コロナ感染拡大への対策が行われたほか、政府の経済対策の総動員に加えて輸出の拡大もあって、20年の実質 GDP 成長率は前年比 2.3%と19年（同 6.0%）から大

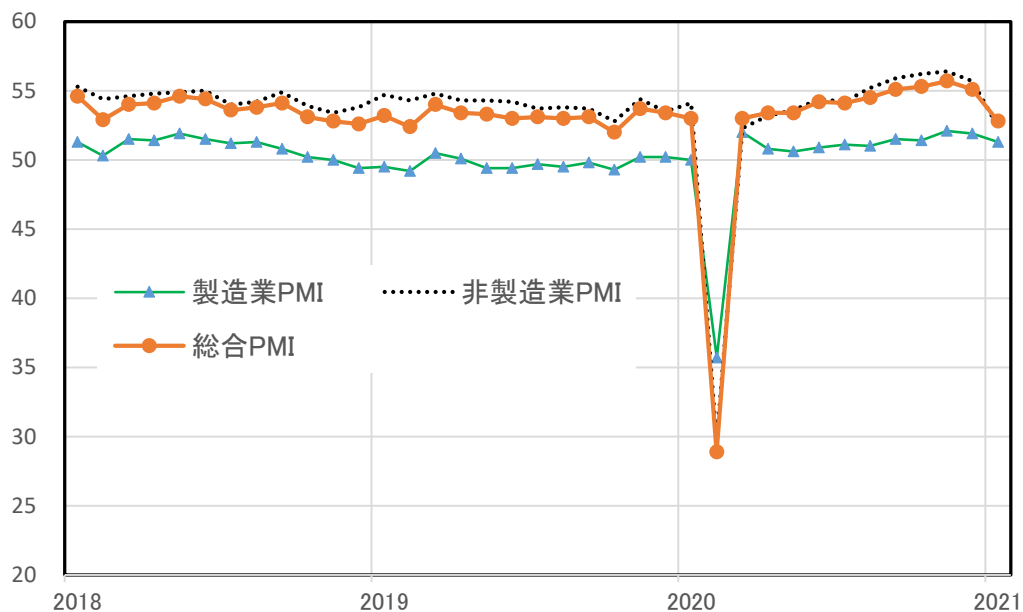
幅に減速したものの、プラス成長を維持することができた。

元来、年初は経済指標の発表は少ないが、20年に続き21年1月分の貿易統計の発表も見送られているため、その後の景気動向の実態を的確に把握するのは難しいが、中国PMIなどからは、回復基調が継続していると見られる。

まず、国家統計局が発表した1月の製造業購買担当者景気指数（PMI）は51.3と、20年12月の51.9から0.6ポイント低下したものの、景況感の分岐点となる50を上回った（図表3）。非製造業PMIも52.4と前月から0.3ポイント低下となった。前述の通り、1月に一部の省市で新型コロナの感染再拡大があったことの影響が見られている。

物価動向を確認しても、春節（旧正月）の時期のずれによる影響を受けて1月の消費者物価（CPI）は前年比▲0.3%と、20年12月（同0.2%）から鈍化したが、前月比では1.0%と2ヶ月連続上昇した。1月の生産者物価（PPI）も前年比0.3%と1年半ぶりにプラスに転じた。

図表3 中国の製造業PMI・非製造業PMI・総合PMI



（資料）中国国家统计局、Windより作成、直近は21年1月。

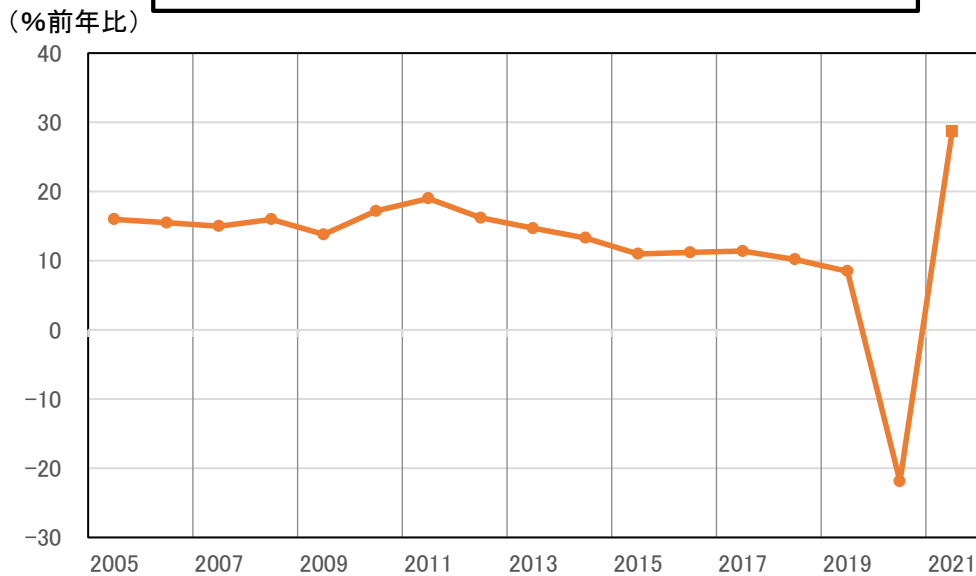
21年春節連休中の消費は想定より改善

1月の感染再拡大を背景に、政府が春節前後の帰省や旅行の自粛を呼び掛けた。具体的には、一部の地方政府が出稼ぎ労働者などの対象者に給付金やクーポン券を支給するほか、鉄道や航空会社などの交通機関も予約の変更やキャンセルを無料にす

る措置を発表した。それを受けて、春節連休（2月11日～17日）中の鉄道・バス・飛行機などを利用した人は延べ9,842万と20年春節の同じ期間に比べて▲34.8%、19年比では▲76.8%となった。

これらの措置により、運輸だけでなく、外食・ホテルなどのサービス業への打撃が深刻だったと予想される半面、帰省せず「今いる場所で年越し」によって、都市部の観光施設や公共施設が春節連休中も休まずに営業するなど、日常の経済活動は維持された。例えば、映画などの興行収入が過去最高を記録するなど、需要が大きく回復した分野もあったことで、春節連休中の消費は想定より改善した。実際、商務部によれば、春節連休中の小売・飲食売上は20年春節の同じ期間比で28.7%、19年比でも4.9%となった（図表4）。

図表4 春節連休中の小売・飲食業の売上動向



(資料)商務部、Windより作成、(注)20年は発表されず、推計値。

3月5日に開催予定の 全人代の注目点

こうした状況の下、第13期全国人民代表大会（全人代）が3月5日に開催される予定である。20年の開催時期は3月5日から5月22日に先延ばしされたが、新型コロナの新規感染者の減少から、21年は予定通りに行われるだろう。

今回の全人代では、①20年の実績と21年の計画や経済施策をまとめる政府活動報告、②第14次5カ年計画と35年までの長期目標に関する綱要草案、③雇用や投資成長の数値目標を示す20年の国民経済・社会発展の実績と21年の計画草案、④21

21 年の経済見通しは 9.2%と予測

年の財政赤字比率や地方債の発行枠などを決める 20 年の予算施行実績と 21 年の計画草案、などが審議される。

注目点として以下の 2 点を挙げたい。まず、成長率目標の設定があるかについてであるが、20 年の成長目標は設定されなかったことや新型コロナの感染状況について不確実性が依然あることから、21 年も設定しない可能性はある。

他方、各地方では 21 年の成長率目標をすでに発表しているが、20 年に唯一のマイナス 5%成長となった湖北省（武漢）、自由貿易港に認定された海南では 10%以上の目標を掲げるものの、広東省や山東省など GDP 規模の大きな省市は 6%前後の成長率を目標としている。

また、金融引き締めや地方債の発行枠などに関する、いわゆる「出口戦略」も注目される。経済全体の資金調達の状況を示す社会融資規模（残高）は 20 年 10 月の前年比 13.7%をピークに鈍化し、21 年 1 月には 13.0%となり、すでに金融引き締めを開始しているという見方もある。地方債の発行枠についても、20 年は 3.75 兆円と 19 年から 74.4%増加したが、21 年は減少する可能性が高く、全人代で示されるこれらの経済政策の具体的内容や方向性に注目したい。

最後に 21 年の経済見通しと当面の注目ポイントを述べてみたい。20 年 1～3 月期の経済が大きく低迷した反動が生じるほか、ワクチン接種の拡大、投資の下支え、消費回復ペースの加速などを受けて 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 18.6%まで高まるが、4～6 月期以降は徐々に減速し、21 年を通しては前年比 9.2%を予測する（後掲の 2020～22 年度経済見通し、世界経済の動向④中国を参照）。

他方、「出口戦略」の進行状況やワクチン接種の普及ペースにも左右されるため、依然として不確実性がある点にも留意が必要だ。さらに米中関係も不安定さを抱えるため、決して楽観視できない。引き続き全人代に加えてこれらの動向や進展にも注目したい。

(21.2.22 現在)

21年の欧州経済、インフレ回帰による波乱はあるのか？

～小幅で一時的な物価上昇に留まり影響は限定的～

山口 勝義

要旨

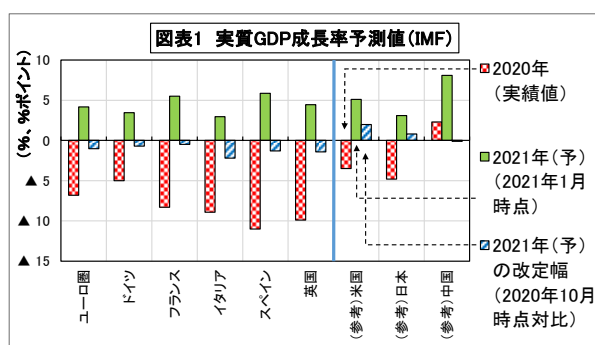
欧州では新型コロナワクチンの普及に伴う外出制限などの緩和を受けて、需要の拡大と供給の制約により物価が上昇する可能性がある。しかし比較的小幅で一時的な上昇に留まり、緩和政策の見直しが迫られるなどのリスクシナリオの蓋然性は高くないものとみられる。

はじめに

2021年の世界経済を巡る主要テーマは、「ワクチン接種の普及による新型コロナウイルス感染症の収束と経済活動の回復」ということになるのだろう。しかし欧州にはこれまで本誌で述べてきたように様々な懸念点が残されているため、米国などと比較して経済回復が順調には進まない可能性が大きい^(注1)。こうした見方は国際通貨基金（IMF）による経済見通しでも共通している。前回の20年10月の見通しで、欧州については20年の経済活動の落ち込みの大きさとともに21年の戻りの鈍さを指摘していたIMFは、この1月には、欧州の21年の成長率予測値をさらに下方改定してきている（図表1）^(注2)。

このように経済回復の道のりが平坦ではない欧州であるが、しかし一方で、21年にはワクチンの普及により景気回復に向けたセンチメントが好転するにつれ、物価が先行して上昇に向かう展開も想定される。その根拠のひとつは需要側にある。外出や旅行、飲食などの制限の緩和を受けて、これまで抑えられてきた消費を、コロナ危機下で大幅に拡大した家計の貯蓄が急回復させるとみられるためである。

これと同時に注目されるのは、このところ表面化している供給側の問題である。



（資料）IMF（2021年予測値）および各国統計局等（2020年実績値）の、各データから農中総研作成
（注）（予）はIMFによる予測値である。

これには、例えばパソコンなどの需要の高まりの中で生じた半導体不足による自動車生産の停滞がある^(注3)。海運コストの上昇によるモノ不足もある^(注4)。原油などの資源価格や大豆を始めとする農産物価格の上昇も見られている。コロナ危機による企業の廃業や失業者のスキルの喪失に加えて、少子高齢化や温暖化対策なども物価を上昇させる要因となり得る。

では実際に、欧州で21年に需要の拡大と供給の制約により足元で物価が上昇し、中期的なインフレ期待も押し上げられる蓋然性はどの程度高いのだろうか。そして長期金利が上昇し、当面の間は継続が求められる金融・財政双方の緩和策についても見直しが迫られ、スタグフレーションに陥るなどのシナリオを、どの程度、考慮に入れる必要があるのだろうか。

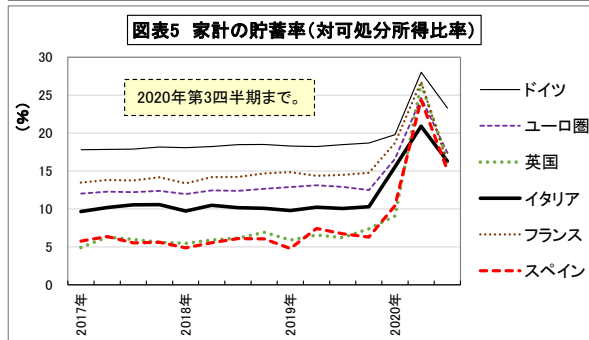
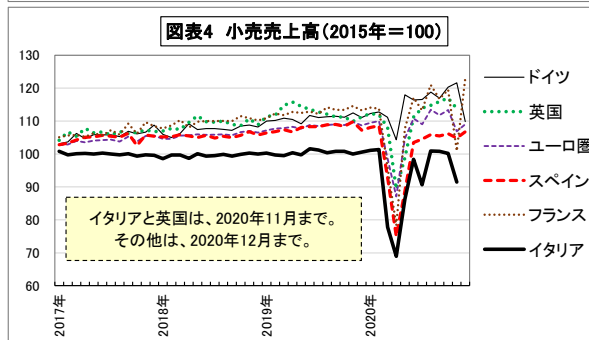
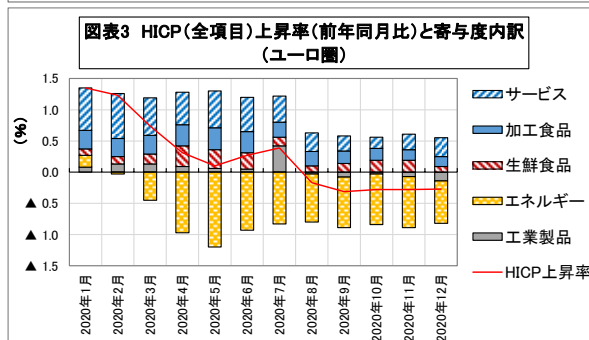
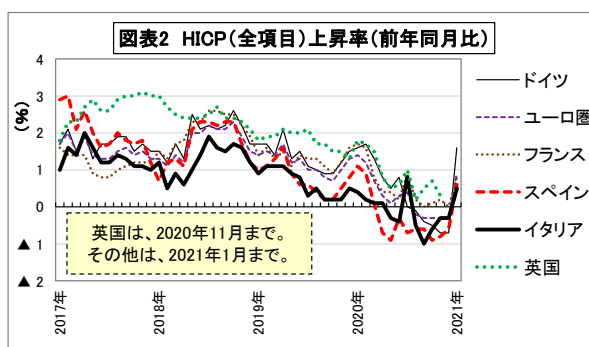
消費者物価や貯蓄・消費の現状

最初に欧州の物価と、貯蓄や消費の現状を確認しておく、次のとおりである。

ユーロ圏の消費者物価（HICP）上昇率（前年同月比）は、直近の21年1月のデータでは全項目ベースで前月の▲0.3%から0.9%へ大幅に回復し、6ヶ月ぶりにマイナス圏を脱した。エネルギーや食品などを除くコアも、前月の0.2%から1.4%に上昇している（図表2）。しかし、この回復は主に外出制限に伴うセールの先延ばしやドイツの付加価値税（VAT）減税の終了などの一時的な要因によるものとみられ、今後も同じ傾向が継続するとは考えにくい^(注5)。このほか寄与度内訳では、20年12月までのデータであるが、サービスや食品のプラスの寄与に対して、エネルギー価格によるマイナス寄与が継続している状況が見て取れる（図表3）。

次に、貯蓄と消費の動向はどうか。欧州では18年以降の貿易摩擦の拡大や、同年の欧州連合（EU）による新たな乗用車等の燃費試験の導入に関連した自動車生産の低迷などの影響を受け、17年末をピークに、その後、経済活動は減速感を強めていた。この生産の低迷に対し景気の下支え役として機能してきたのが消費であったが、これがコロナ危機により一転して打撃を被ったわけである。こうした中で、制限の緩和や再強化で変動はあるものの、消費の低迷と家計の貯蓄の拡大が並行して現れている（図表4、5）。

以上の下で注目されるのが、外出制限などが緩和された場合の消費の動向である。消費と貯蓄の現状は、そのかなりの部分が外出などの人為的な制限の結果とみられるため、これが緩和される局面では大きな反動が起こるものと予想される。



(資料) 図表2～5はEurostatのデータから農中総研作成

そして、この需要の急拡大は、足元で需給を引き締めるとともに中期的なインフレ期待をも押し上げる可能性がある。しかし、果たしてこうした効果が想定どおりに生じるのかどうかについては、影響を及ぼし得る他の材料などを含めて総合的に検討する必要があるものと考えられる。

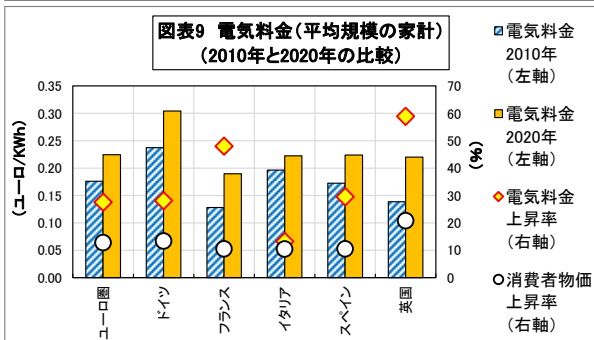
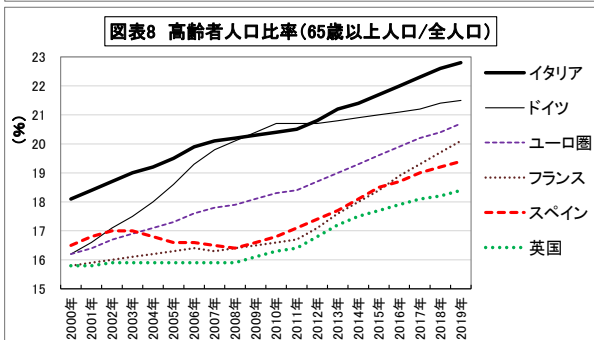
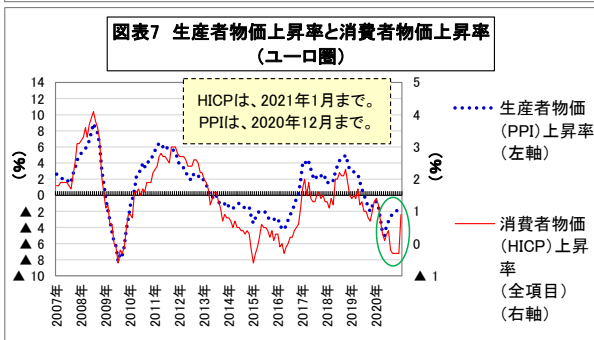
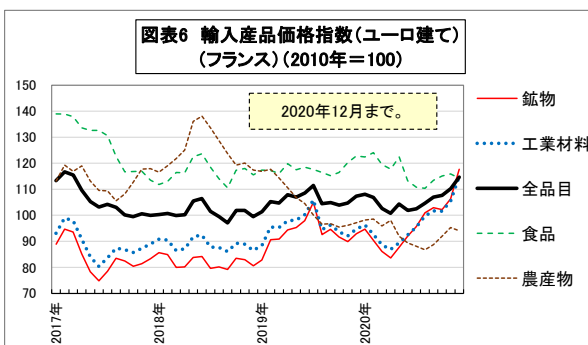
物価動向に影響を及ぼす様々な材料

まず、物価の上昇にはワクチン接種の順調な普及が前提となる。しかし欧州ではワクチンの供給不足などで接種が遅れが生じており、21年9月末にはひと通りの完了を目指すドイツやフランスでも、その達成は困難との見方が強まっている(注6)。しかも、感染力が強く、ワクチンの効果が疑われる変異種も発生している。このため、感染症の収束は遅れ、外出制限などの緩和に時間を要するとともに国民の間で警戒感が長引き、需要の反発が緩やかで小幅なものに留まる可能性がある。

こうした点で不透明感が残る一方では、物価上昇に結び付く材料が複数存在するのも事実である。先に挙げた半導体不足や海運コストの上昇に伴う供給の制約などに加え、昨年春から夏以降には鉱物資源や農産物の価格の上昇が現れている。ユーロ高傾向の下でも輸入製品の価格は上昇しており、今後、この影響が具体化してくることが考えられる(図表6)。その際、足元では一時的な要因による1月のHICPの急反発を除けば需要の低迷の下で生産者物価と消費者物価の上昇率の間には乖離があるが、ワクチン接種の普及に伴う需要の回復に従い、生産コストの消費財価格への転嫁が進みやすくなることも考慮に入れる必要がある(図表7)。

このほか構造的な物価上昇要因として、少子高齢化や温暖化対策などがある(注7)。人口の伸び悩みと高齢化により、生産年齢人口は減少し、生産よりも消費に重点が移ることになる(図表8)。また温暖化対策では、再生エネルギーの買い取り価格の電力料金への上乗せなどにより、消費者のコスト増は不可避である(図表9)。

しかし現実には、これらがうまく複合



(資料) 図表6は INSEE(フランス国立統計経済研究所)の、図表7~9は Eurostat の、各データから農中総研作成

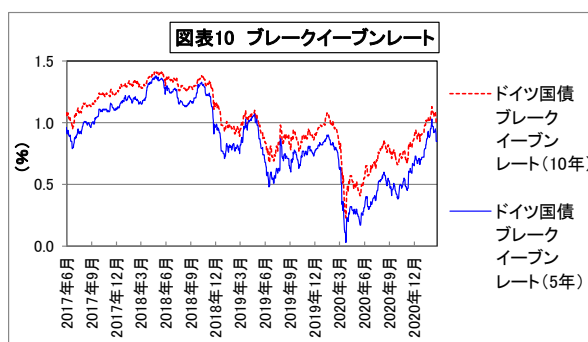
しない限り、物価を継続的に上昇させ、インフレ期待を押し上げるには力不足のように考えられる。このため、当面のところ欧州では物価が上昇しても比較的小幅で一時的なものに留まる可能性が大きい、と捉えるのが相当ではないかとみられる。

おわりに

当面のところインフレの昂進は考えにくいとする根拠には、以上の個別の材料の特性と合わせて、コロナ危機の下、非正規労働者に対する負荷の増大などで拡大した貧富の格差がある。この結果、本来消費性向の高い低所得層の立ち直しには時間を要し、外出制限などの緩和に伴う需要の高まりは生じるとはしても、いったん拡大した需給ギャップの解消には2年以上の時間を要するものとみられている。

実際に市場でも、インフレ期待は底打ちした後も高い水準に上昇しているわけではない(図表10)。こうして基調としてのインフレ圧力は強くはないまま、21年にはエネルギー価格のマイナス寄与度の縮小などもありHICPの年間上昇率が2%近くに達する局面は見込まれるものの、それ以上にインフレが政策などに影響を及ぼす状況に発展するとは考えにくい。

そして、この先注目されるのは、持続的な物価上昇をもたらす原動力としての賃金の動向ということになる。この数年間、



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

欧州では労働分配率は低下傾向にあるが、労働者不足で賃金交渉力が強まりこの動きに反転が生じるのかどうか、あるいは、ロボットや人工知能(AI)の普及が加わり従来の傾向が助長されることになるのかどうか、などに注意を払う必要がある。

特にインフレ期待は将来に向けた消費者の集団心理などにも左右されるため、その動向を見通すことは簡単ではない。しかし21年の欧州については、以上から、インフレの回帰により緩和政策の見直しが迫られ、またスタグフレーションに陥るなどのリスクシナリオの蓋然性は高くはないものと考えられる。(21. 2. 22 現在)

(注1) コロナ危機の下での欧州経済の特徴については、次を参照されたい。

- ・ 山口勝義「世界的な感染症拡大で日・米以上に縮小する欧州経済」(『金融市場』2020年8月号所収)
- ・ 山口勝義「コロナ危機が拡大する国家間の格差、国民間の格差」(『金融市場』2021年1月号所収)
- ・ 山口勝義「コロナ危機下の企業、銀行、家計の動向と今後の懸念点」(『金融市場』2021年2月号所収)

(注2) 次による。

- ・ IMF (January 2021) “World Economic Outlook Update” p4

(注3) 例えば次による。

- ・ Financial Times (8 January 2021) “Car manufacturing hit by global semiconductor shortage”
- ・ Financial Times (26 January 2021) “Global chip shortage brings vehicle production lines to a grinding halt”

(注4) 例えば次による。

- ・ Financial Times (20 January 2021) “Shipping costs quadruple to record highs on China-Europe ‘bottleneck’”

- ・ Financial Times (31 February 2021) “European retailers face goods shortage as shipping costs soar”

(注5) ドイツは20年7月から12月末まで、コロナ危機対策としてVATの標準税率を19%から16%に、食品などの軽減税率を7%から5%に引き下げた。

(注6) 例えば次による。

- ・ Wall Street Journal (January 4, 2021) “How Europe Tripped in Covid-19 Vaccine Race”

また、ドイツの研究機関 Ifo による最新の調査では、ドイツ企業関係者の見通しとして、生活上の制限は現時点から7.4ヶ月間(つまり2021年9月半ばまで)継続し、また自己の業務のコロナ危機前への復帰は10.3ヶ月後(つまり2021年12月半ば)を見込む、との結果が示されている。次による。

- ・ Ifo (4 February, 2021) “Companies Expect Germany’s Coronavirus Restrictions to Last until Mid-September”

(注7) 物価上昇要因としては、以上に挙げた要因以外にも、コロナ危機の下での企業の廃業や失業者のスキルの喪失に伴う供給面の弱体化、コストよりもサプライチェーンの安定性を優先する生産の国内回帰の動きの強まり、なども考えられる。

農林中金総合研究所 2020～22年度経済見通し

ワクチン接種効果で21年度下期に回復本格化へ

～ 日本経済見通し: 2020年度: ▲5.0% (上方修正※)、
21年度: +3.7% (上方修正※)、22年度: 2.2% ～

※20年12月時点の当総研見通し(20年度: ▲5.5%、21年度+3.0%)との比較

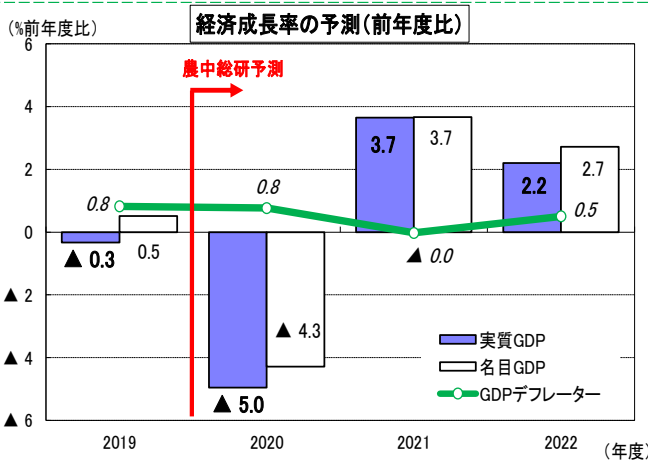
2021年2月18日

お問い合わせ先: (株)農林中金総合研究所
調査第二部 マクロ経済班
内容について: 03-6362-7758
その他(配送など): 03-6362-7757

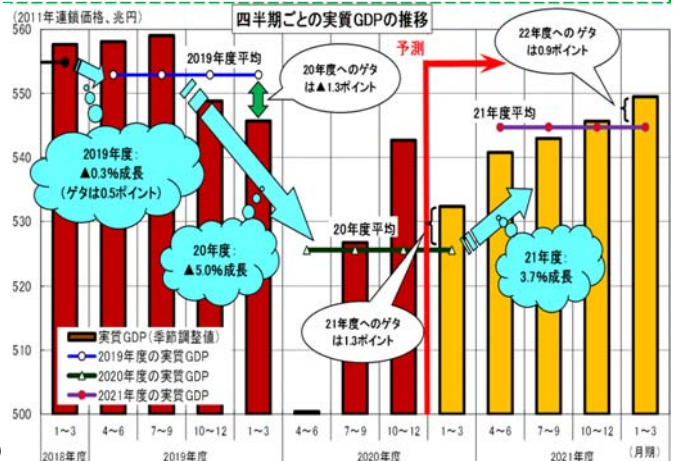
無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

《 サ マ リ ー 》

- 新型コロナウイルス感染症のパンデミック化によって2020年前半の内外経済は大打撃を受けたが、感染が一旦収束に向かった年半ば以降は経済活動の再開が徐々に進められてきた。10～12月期には需要喚起策の効果もあり、日本は年率12.7%と主要国の中では最も高い経済成長を達成した。
- しかし、年末にかけて感染拡大が再び広がったことで消費者の自粛ムードが強まったほか、GoToトラベル事業などが一時停止されたこともあり、足元1～3月期は3四半期ぶりのマイナス成長が見込まれる。コロナ・ワクチンの接種が開始されたことで景気回復期待が浮上しているが、集団免疫を獲得するまでは景気の回復ペースは緩慢なものにとどまるだろう。一方で、多くの国民のワクチン接種が広がる21年度下期以降は経済活動の正常化が本格的に進むだろう。
- 20年度の経済成長率は▲5.0%と、6年ぶりかつ戦後最大のマイナスとなるが、21年度は3.7%とプラスに転じ、22年度も2.2%と潜在成長率を大きく上回って推移するだろう。ただし、GDPの直近ピーク水準(19年7～9月期)の回復は23年度以降になるだろう。



(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10～12月期まで実績、それ以降は当総研予測

目次

1 景気の現状	4
2 世界経済の動向	6
3 国内の経済政策	21
4 日本経済・物価の見通し	24

見通し担当者：
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
欧州経済・金融
中国経済・金融

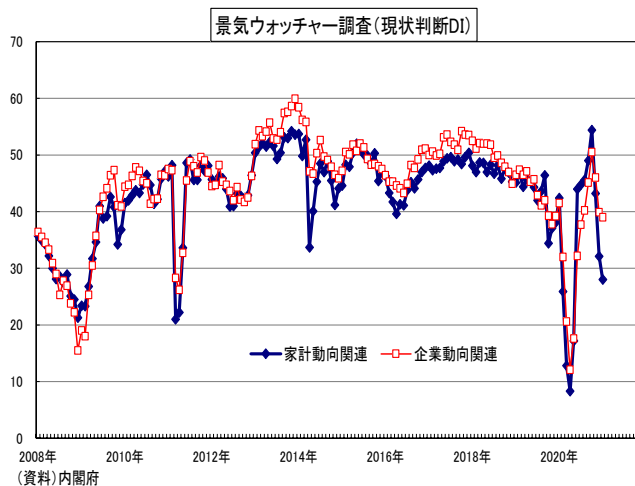
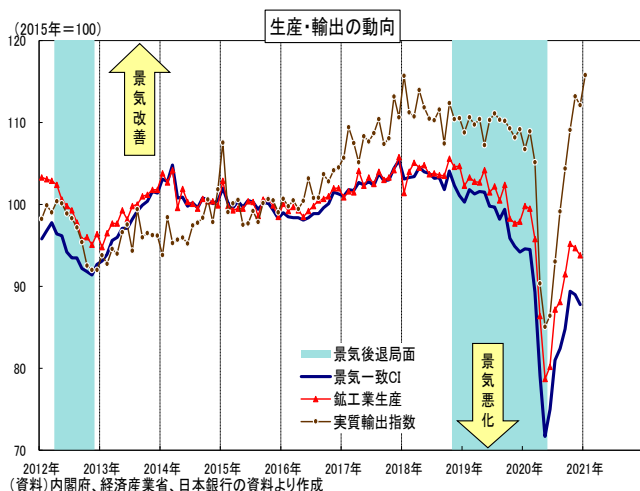
南 武志
佐古佳史
山口勝義
王 雷軒

農林中金総合研究所

3

1 景気の現状

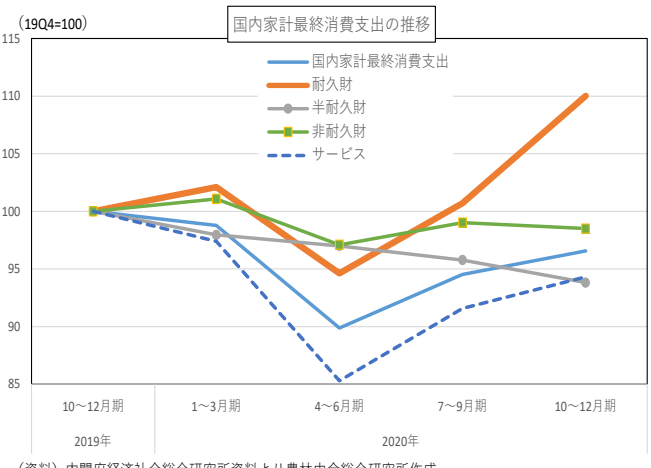
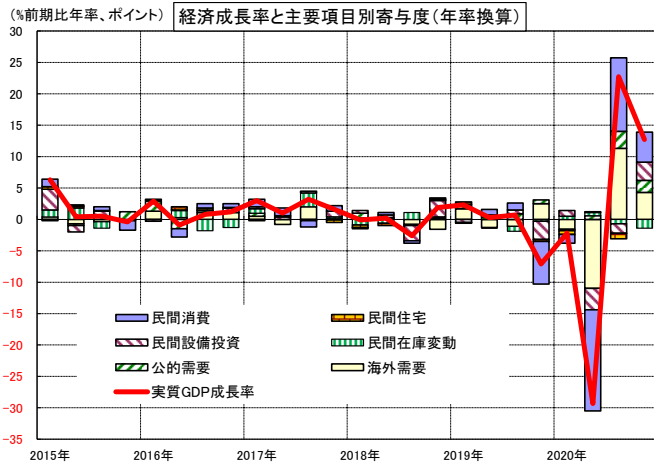
- 景気動向：持ち直し基調は維持しているが、感染再拡大によって年末以降は足踏みも
 - － 消費、生産、輸出など主要指標はいずれも5月に底入れし、その後は持ち直してきたが、直近は回復一服も
 - ・ 12月の主要な消費関連指標は軒並み悪化（消費総合指数は2ヶ月連続の低下）
 - ・ 12月の鉱工業生産指数、第3次産業活動指数はいずれも2ヶ月連続の低下
 - ・ 12月の実質輸出指数は7ヶ月ぶりに低下したが、旧正月要因により21年1月は3年ぶりに過去最高を更新
 - － 12月の景気動向指数によれば、CI一致指数は2ヶ月連続の低下、これに基づく景気の基調判断は5ヶ月連続で「下げ止まり」
 - － 一方、1月の景気ウォッチャー調査によれば、年明けにかけて新型コロナの感染拡大が急速に広がったことから、現状判断DIは3ヶ月連続で悪化、前回の緊急事態宣言解除直後の20年6月の水準を割り込んだ



農林中金総合研究所

4

- 10～12月期GDP:2四半期連続のプラス成長(前期比3.0%、同年率12.7%)
 - GoToキャンペーン事業などの効果に加え、米国・中国向けの輸出が好調で、2四半期連続のプラス成長
 - 7～9月期に続き、民間消費(前期比2.2%)、輸出等(同11.1%)が増加したほか、民間住宅投資(同0.1%)、民間企業設備投資(同4.5%)も増加に転じた(それぞれ2四半期ぶり、3四半期ぶり)
 - 外需寄与度(対前期比成長率)も1.0ポイントと2四半期連続のプラス
 - 4～6月期の実質GDP減少幅:45兆円に対して、20年下期の2四半期累計で42兆円、93%を回復(直近ピークの19年7～9月期からの減少幅:59兆円に対しては72%を回復)
 - 一方、需給バランスが崩れたままであることから、GDPデフレーターは前年比0.2%へ大幅鈍化
 - この結果、20年の実質成長率は▲4.8%と、11年ぶりのマイナス成長(09年は▲5.7%)



(資料)内閣府経済社会総合研究所

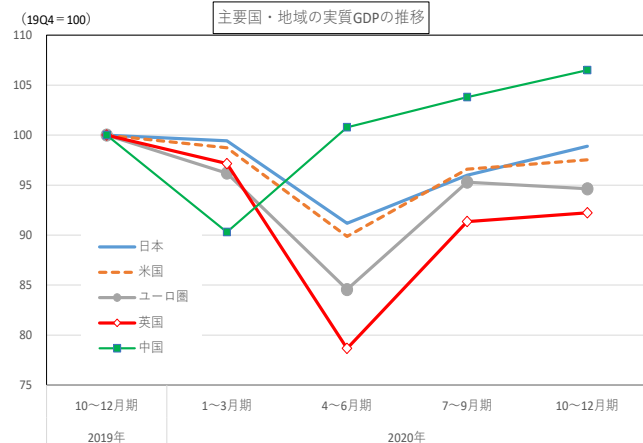
(資料)内閣府経済社会総合研究所資料より農林中金総合研究所作成

農林中金総合研究所

5

2 世界経済の動向 ①概況

- 新型コロナの感染拡大が一旦収まった後、主要国では移動制限など厳しい感染防止措置を緩和、経済活動を再開していったが、冬季を前に感染が再拡大、再び規制が強化された
 - 中国以外の主要国は、まだコロナ前のGDP水準を回復できず
- 国際機関による世界経済見通し:21年後半以降の成長加速を見込む
 - IMF世界経済見通し(21年1月発表)では、新たな感染の波や変異型ウイルスの登場など懸念は残るものの、コロナ・ワクチンの接種開始や一部の主要国での大規模な財政出動の効果を踏まえ、21年下半期に成長が加速すると予測
 - 21年の世界全体の成長率は前年比5.5%、22年も同4.2%との見通し
 - ただし、国・地域によって成長率にばらつきが見られる可能性も



(資料)各国統計より農林中金総合研究所作成

2021～22年 IMF世界経済見通し

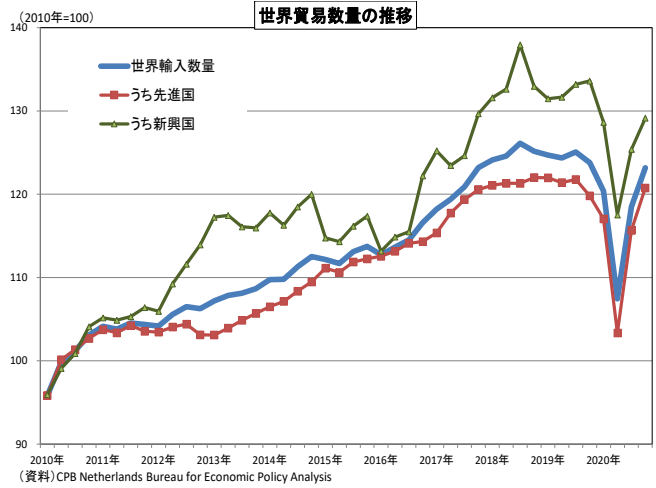
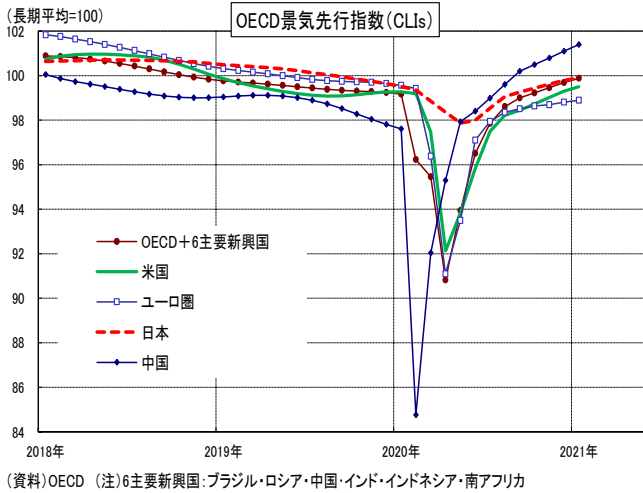
	2019年	2020年	2021年	2022年
世界全体(実質経済成長率)	2.8	▲3.5	5.5	4.2
先進国	1.6	▲4.9	4.3	3.1
米国	2.2	▲3.4	5.1	2.5
ユーロ圏	1.3	▲7.2	4.2	3.6
ドイツ	0.6	▲5.4	3.5	3.1
フランス	1.5	▲9.0	5.5	4.1
イタリア	0.3	▲9.2	3.0	3.6
スペイン	2.0	▲11.1	5.9	4.7
英国	1.4	▲10.0	4.5	5.0
日本	0.3	▲5.1	3.6	2.4
新興国・発展途上国	3.6	▲2.4	6.3	5.0
中国	6.0	2.3	8.1	5.6
インド	4.2	▲8.0	11.5	6.8
ブラジル	1.4	▲4.5	3.6	2.6
ロシア	1.3	▲3.6	3.0	3.9
南アフリカ	0.2	▲7.5	2.8	1.4
ASEAN5	4.9	▲3.7	5.2	6.0
世界貿易数量(財・サービス)	1.0	▲9.6	8.1	6.3

(資料)IMF『World Economic Outlook Update(2021年1月)』

農林中金総合研究所

6

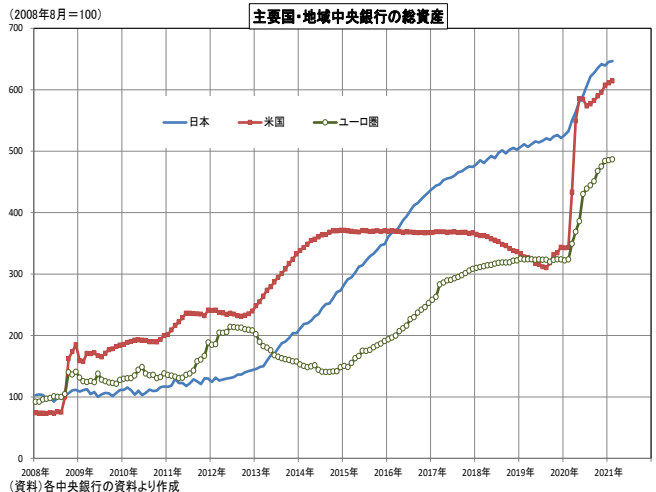
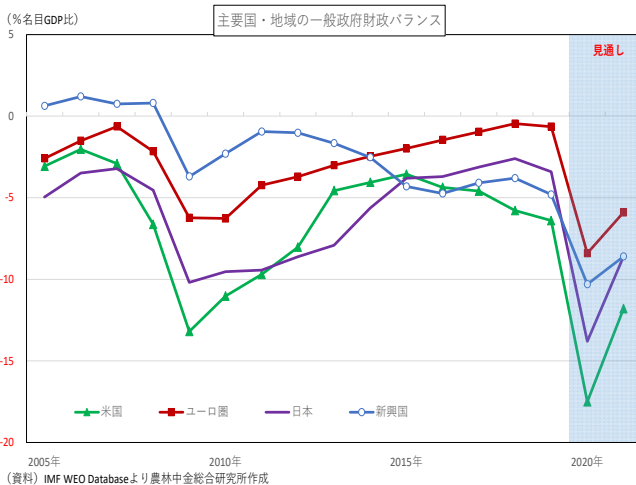
- OECD景気先行指数 (CLIs) : 先行きの回復継続を示唆
 - 強権的ながらもコロナ感染を早い段階で抑制できた中国は堅調で、既に長期平均(≒趨勢)を上回っての推移
 - それに日米が追随するが、ユーロ圏は出遅れ気味
- 世界貿易 : 先進国でコロナ前の水準回復
 - 世界貿易数量は20年4~6月期に前期比▲12.1%と大きく悪化(三四半期連続のマイナス)した後、持ち直しに転じ、11月には前年水準を回復
 - ただし、新興国の貿易量の回復には鈍さも



農林中金総合研究所

7

- 主要国政府はコロナ禍への対応として大規模な財政政策を断続的に発動
 - コロナ禍に対して世界全体で14兆ドルの大規模な財政政策が打たれ、世界経済全体の持ち直しに貢献した半面、先進国を中心に財政収支が大幅に悪化した状態がしばらく継続することが見込まれる
 - IMFによれば、20年の先進国の政府債務はGDP比123% (19年: 105%)、21年は同125%へ膨張、その後も高止まりが続くとの見通し
- 主要中央銀行も同様に、ゼロ金利政策の復活や資産買入れの強化、さらには企業の資金繰り支援など異例の政策運営で対応
 - 各中央銀行のバランスシートやマネーストックは急拡大を続けており、過剰流動性が発生



農林中金総合研究所

8

2 世界経済の動向 ②米国

- 景気動向: コロナ・ワクチンの普及と追加経済対策で回復加速
 - 20年10~12月期のGDPは前期比年率4.0%成長(速報)
 - 新型コロナウイルス感染拡大前に比べ依然として約1,000万人の雇用が喪失している
 - 足元では、行動制限の影響から雇用の回復は鈍く、消費者マインドも頭打ち
 - 見通しのポイントとしては、コロナ・ワクチンが普及するとの仮定のもと、①21年半ばから回復が加速すること、②バイデン政権による1.9兆ドル規模の追加経済対策による下支えが想定されること、③米中対立の再燃から、貿易の回復テンポは鈍化すること、などが挙げられる
 - 成長率見通し: 21年は5.0%、(前回見通し(4.3%)から上方修正)、22年は3.7%

予測表(四半期)

(予測→)

	単位	2020年				2021年				2022年			
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
実質GDP成長率	%	▲ 5.0	▲ 31.4	33.4	4.0	3.9	6.0	5.6	3.8	3.8	2.6	2.3	2.4
個人消費支出	%	▲ 6.9	▲ 33.2	41.0	2.5	6.1	7.8	7.6	4.5	3.5	2.6	2.3	2.3
民間設備投資	%	▲ 6.7	▲ 27.2	22.9	13.8	8.1	4.4	3.6	3.5	2.8	2.8	2.8	2.7
民間住宅投資	%	19.0	▲ 35.6	63.0	33.5	19.2	8.5	5.5	0.0	0.0	▲ 2.6	▲ 3.7	▲ 4.3
輸出	%	▲ 9.5	▲ 64.4	59.6	22.0	7.8	6.2	5.2	6.9	5.9	5.8	5.7	4.8
輸入	%	▲ 15.0	▲ 54.1	93.1	29.5	6.3	8.4	5.8	4.6	3.4	2.2	1.6	1.1
政府支出	%	1.3	2.5	▲ 4.8	▲ 1.2	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
非農業部門雇用者数増減	万人	▲ 30.3	▲ 442.4	130.9	23.9	35.0	55.0	65.0	55.0	50.0	45.0	40.0	35.0
失業率	%	3.8	13.0	8.8	6.8	6.0	6.0	5.5	5.0	4.8	4.8	4.7	4.6
賃金上昇率	%	3.2	6.5	4.6	4.8	4.5	4.4	4.3	4.2	4.0	3.8	3.6	3.5
コアPCEデフレター	%	1.8	0.9	1.4	1.4	1.5	2.2	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1
FFレート誘導水準	%	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25
10年物国債利回り	%	0.7	0.7	0.7	0.9	1.3	1.4	1.7	1.7	1.8	2.0	2.2	2.3

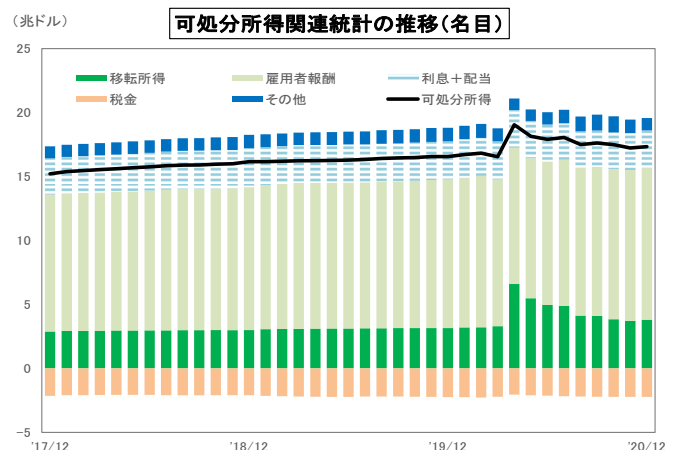
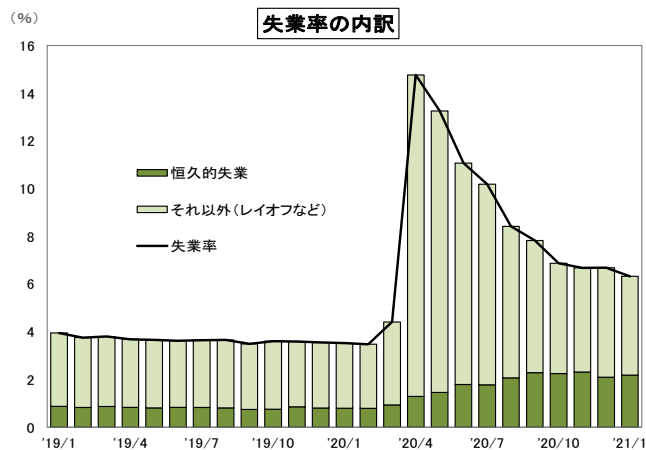
(資料)米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。

(注意)GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

農林中金総合研究所

9

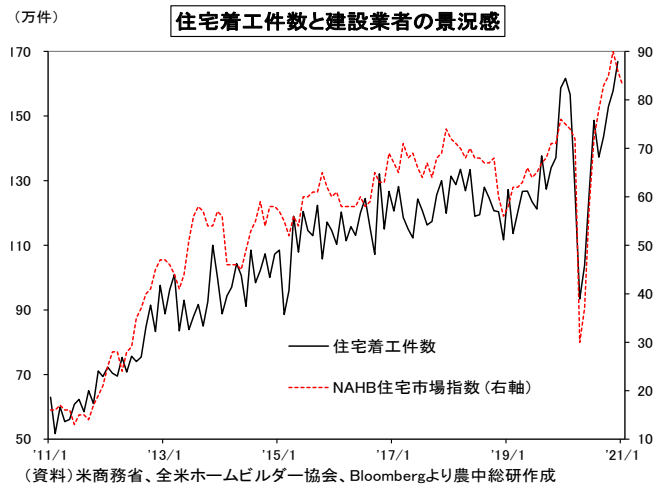
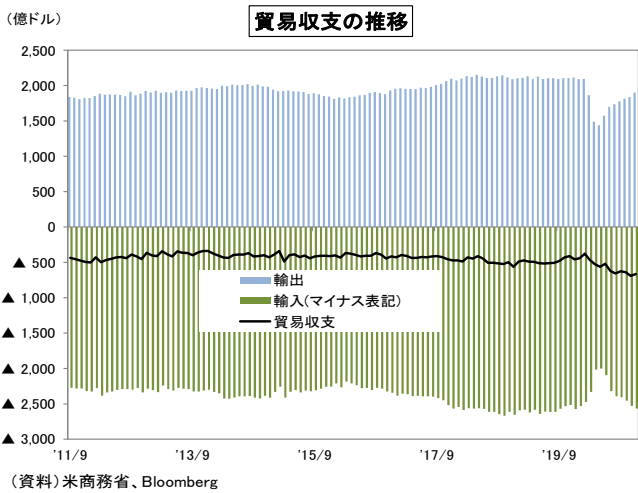
- 雇用: 急速な雇用喪失と緩慢な回復
 - 労働者の16%に相当する2,079万人が失業した20年4月に比べ、累計で1,247万人の雇用が回復したが、足元の回復ペースは鈍化している
 - 感染拡大への警戒や行動様式の変化から、雇用の戻りは緩やかなペースにとどまると思われる
 - 恒久的失業者率が高止まりしており、労働市場回復の足かせにもなりうる
- 消費: 底堅い回復ペースを想定
 - 現金給付や失業給付、追加経済対策が下支えとなり、21年半ばにかけて消費の回復ペースは加速すると思われる
 - ワクチン普及の遅れ次第では下振れも



農林中金総合研究所

10

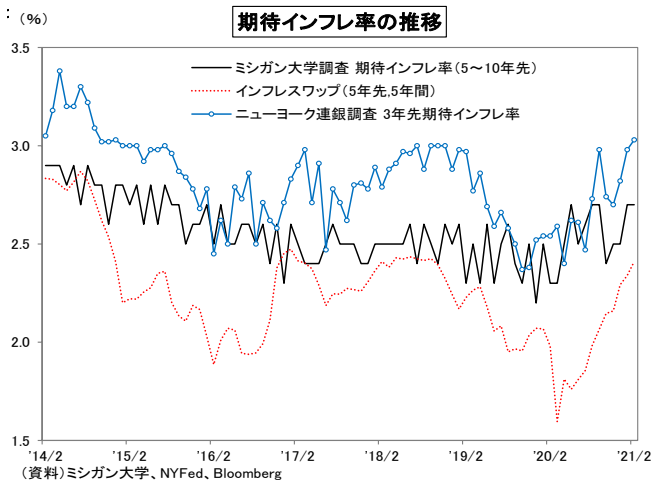
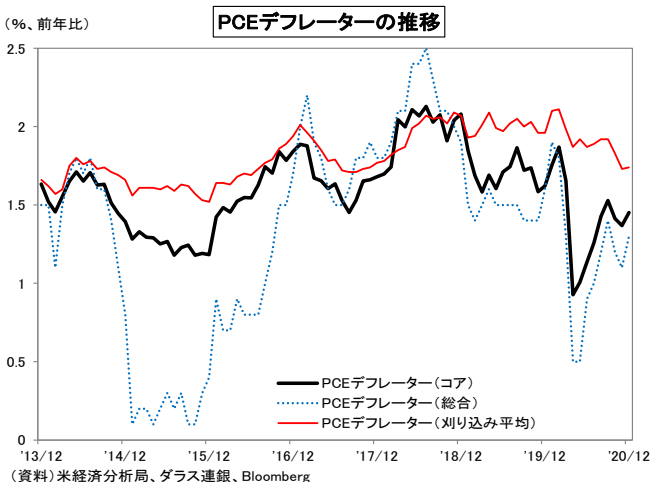
- 貿易: 鈍い回復を想定
 - 米中対立や中国企業の締め出しもあり、回復テンポは鈍いと想定
- 設備投資: 堅調な推移を想定
 - バイデン政権による経済対策により、設備投資は促進されると見込む
 - また、コロナ後の回復局面で顕著であった「装置」と「知的財産」への投資の底堅さが継続すると思われる
- 住宅投資: 底堅いが鈍化する見込み
 - 超緩和的な金融環境と、歴史的な低水準の住宅ローン金利が下支えとなり、住宅投資は底堅い推移を見込む
 - ただし、長期金利の上昇に伴い、次第に鈍化すると想定



農林中金総合研究所

11

- インフレ率:
 - FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比1.4~1.5%で推移、21年半ばに前年の反動で一時的に高まる可能性
- 金融政策:
 - 20年8月のFOMCで2%の平均インフレ目標を導入、雇用最大化を目指す中で2%超のインフレが容認された
 - 21年後半にかけて、テーパリング(バランスシート拡大ペースの縮小)をめぐる議論が本格化すると予想
- 財政政策:
 - バイデン政権は、主要給付金が失効する3月14日より前に、1.9兆ドル規模の追加経済対策の成立を目指す



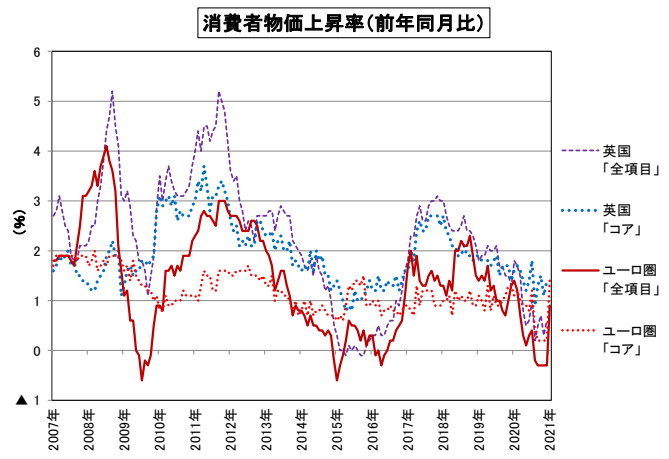
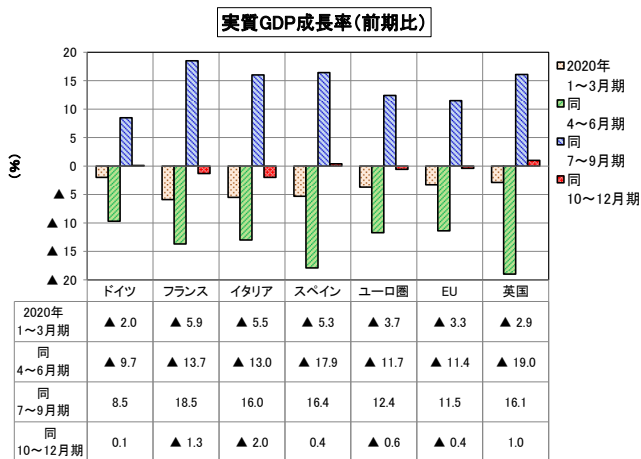
農林中金総合研究所

12

2 世界経済の動向 ③欧州

● 景気動向(20年10~12月期の実質GDP成長率)

- 20年3月から本格化した感染症の拡大で、4~6月期に実質GDP成長率は大幅に下落
- 7~9月期には経済活動は回復したものの、10~12月期には感染症の再拡大で経済活動は減速、縮小
- 10~12月期には、
 - ・ ユーロ圏では前期比成長率は▲0.6%(7~9月期:12.4%)、前年同期比成長率は▲5.0%(同:▲4.3%)
 - ・ EUでは、前期比成長率は▲0.4%(7~9月期:11.5%)、前年同期比成長率は▲4.8%(同:▲4.2%)
 - ・ 英国では、前期比成長率は1.0%(7~9月期:16.1%)、前年同期比成長率は▲7.8%(同:▲8.7%)
- 21年1月以降も外出制限などが継続されており、1~3月期は前期比マイナス成長となる見込み
- また、新型コロナワクチンの接種に遅れが生じている点も景気回復の懸念点



農林中金総合研究所

13

● 主要な経済指標

- 20年10~12月期には、全般に、消費の低迷が続く一方で受注や生産は徐々に回復の方向
- ただし、外出などの制限の時期や強度が各国の月々の経済情勢を大きく左右
- ユーロ圏
 - ・ 20年12月の小売売上高は、前月比で2.0%の上昇となり、前年同月比では0.6%の上昇
 - ・ 同月の鉱工業生産指数は、前月比で1.6%の低下となり、前年同月比では0.8%の低下
 - ・ 同月の失業率は8.3%と、前月から横ばい
- ドイツ
 - ・ 20年12月の小売売上高は、前月比で9.6%の低下となり、前年同月比では1.1%の低下
 - ・ 同月の製造業受注指数は、前月比で1.9%の低下であったが、前年同月比では6.4%の上昇
 - ・ 同月の鉱工業生産指数は、前月から変わらず、前年同月比では1.0%の低下
 - ・ 同月の輸出額は、前月比で0.1%の上昇ながら、前年同月比では3.3%の低下
 - ・ 同月の失業率は4.6%と、前月の4.5%から上昇
- 英国
 - ・ 20年12月の小売売上高は、前月比で0.4%の上昇となり、前年同月比では6.4%の上昇
 - ・ 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.1%の低下となり、前年同月比では4.7%の低下
 - ・ 20年11月の失業率は5.0%と、前月の4.9%から上昇

● 物価動向

- ユーロ圏では20年8月以降5ヶ月連続のマイナス圏であったが、21年1月にはプラス圏に回復
- ただし、外出制限に伴う冬のセールの先延ばしやドイツのVAT減税終了などの一時的要因によるもの
 - ・ ユーロ圏では、21年1月の消費者物価上昇率(前年同月比)は0.9%(コアは1.4%)
 - ・ 英国では、20年12月の消費者物価上昇率(前年同月比)は0.6%(コアは1.4%)

農林中金総合研究所

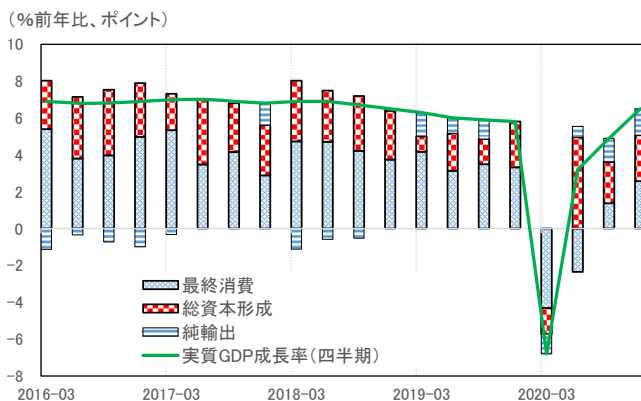
14

- **金融政策**
 - 欧州中央銀行(ECB)
 - 21年1月の政策理事会で、中銀預金金利の▲0.5%など、現行の金融政策を維持
 - 幅広い免疫の獲得には時間がかかりパンデミックによる悪影響が拡大する可能性を排除できない、とした
 - イングランド銀行(BOE)
 - 21年2月の金融政策委員会で、政策金利の0.1%など、現行の金融政策を維持
 - マイナス金利の導入については今後もその是非を検討していくこととした
- **財政政策**
 - 各国は機動的な財政出動に注力
 - EUは、感染症の打撃からの復興基金である「次世代EU(NGEU)」の実行に向けて準備中
- **景気見通し**
 - 経緯
 - 20年4～6月期に落ち込んだ経済活動は、感染症拡大防止措置の段階的緩和に伴い7～9月期には回復
 - しかし夏場を経て感染症が再拡大し、10月以降、各国で感染拡大防止対策を強化
 - 7～9月期にいったん回復した経済活動は、10～12月期には減速
 - 21年1月以降も、多くの国で外出等の制限措置を継続
 - 一方、EUでは20年12月からワクチン接種を開始したが、ワクチンの供給不足等で接種に遅れが発生
 - 21年1～3月期には、ユーロ圏、英国とも前期比▲3%程度の成長となる見込み
 - 前期比成長率がプラスに転じるのは、ユーロ圏、英国とも21年4～6月期から
 - 21年通年の見通しとしては、ユーロ圏、英国とも前年比4%程度の成長となる見込み

2 世界経済の動向 ④中国

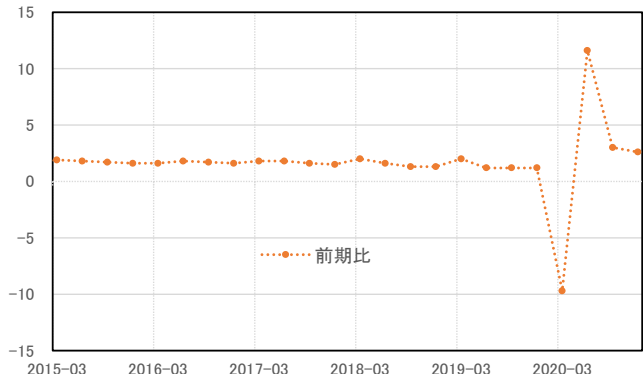
- **景気動向**
 - 新型コロナの感染を早い段階で抑え込んだことが奏功し、20年10～12月期の実質GDP成長率は前年比6.5%となるなど、これまで順調に景気が持ち直してきた
 - その結果、20年の実質GDP成長率は前年比2.3%と、19年(同6.0%)からは大幅に減速したものの、プラス成長を維持できた
 - 前年比成長率(前掲2.3%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費: ▲0.5ポイントと低調だった半面、総資本形成: 2.2ポイント、純輸出: 0.7ポイントの2つが牽引役となった
 - 20年の四半期毎の前期比成長率は、1～3月期: ▲9.7%、4～6月期: 11.6%、7～9月期: 3.0%、10～12月期: 2.6%

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

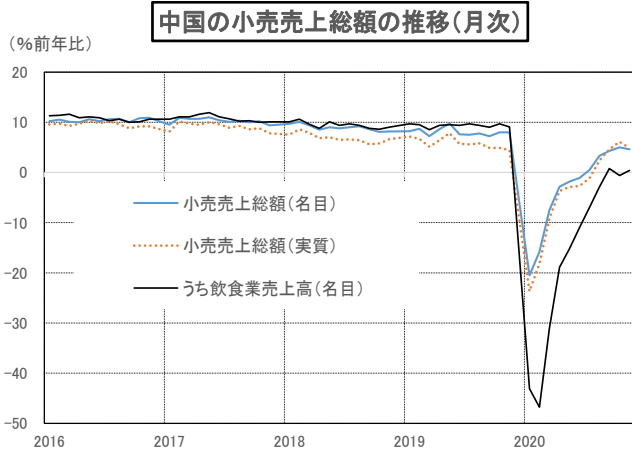
実質GDP成長率の推移



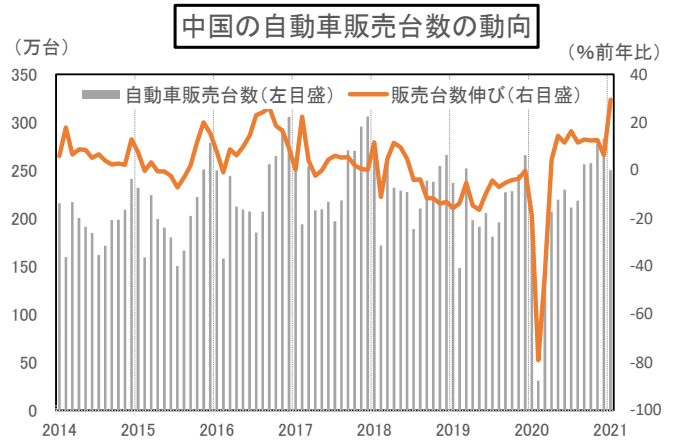
(資料) 中国国家統計局、Windより作成

● 個人消費

- 消費の回復ペースは緩慢で、コロナ前の水準に戻り切れず
 - 一部の地域で新型コロナ感染対策を強化した影響で、20年12月の小売売上総額は名目で前年比4.6%、実質で前年比4.9%と、11月(それぞれ同5.0%、同6.1%)から減速
 - 20年の小売売上総額は名目で前年比▲3.9%
 - 販売促進策によって自動車販売台数は底堅く推移する一方、飲食業売上高は低調だった
- 先行きについても、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、春節(旧正月)帰省の自粛などが抑制要因となる可能性もあり、回復ペースは緩やかなままと見込まれる



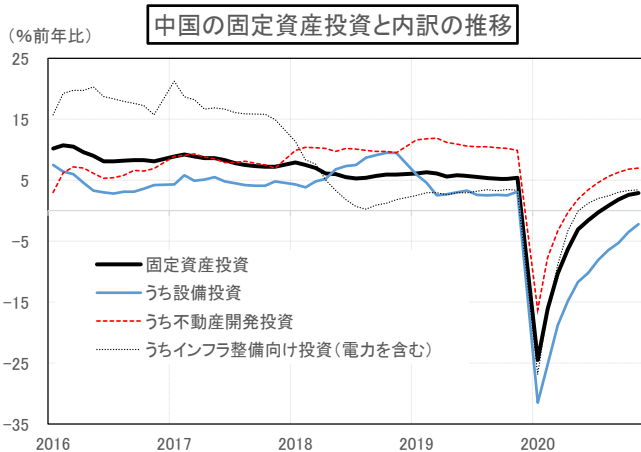
(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は20年12月。



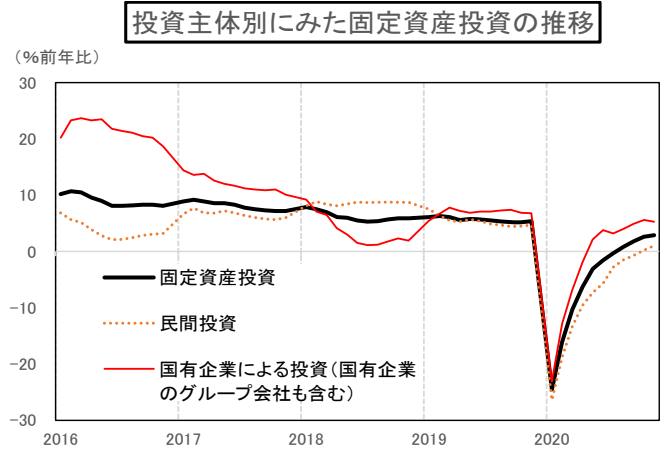
(資料) 中国汽车工业协会、Windより作成、直近は21年1月。

● 固定資産投資

- 20年1~12月期の固定資産投資(総資本形成に相当、名目)は前年比2.9%と、1~11月期(同2.6%)からやや加速が見られた
 - 投資分野別では、インフラ整備向け投資が同3.4%へ加速したほか、不動産開発投資も同7.0%と底堅く推移した一方で、設備投資は同▲2.2%と引き続き減少
 - 投資主体別では、民間投資は同1.0%だったが、国有企業による投資は同5.3%と投資全体を下支え
- 先行きについては、設備投資が回復傾向を強めるほか、インフラ整備向け投資・不動産開発投資も引き続き底堅く推移すると見られ、全体としても底堅く推移する見込み

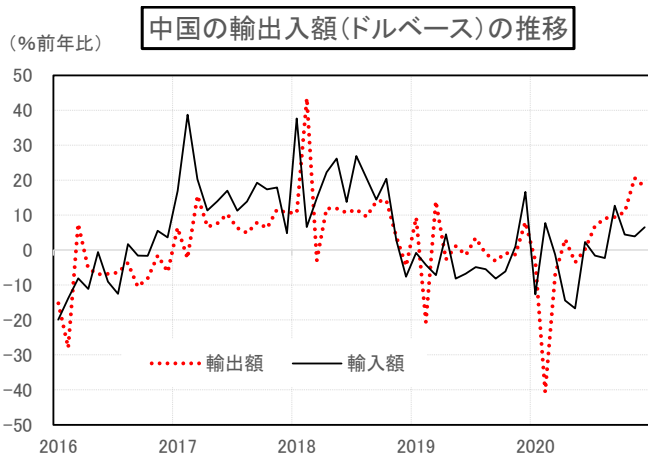


(資料) 中国国家统计局、Windより作成、(注) 年初来累積、直近は20年1~12月期。

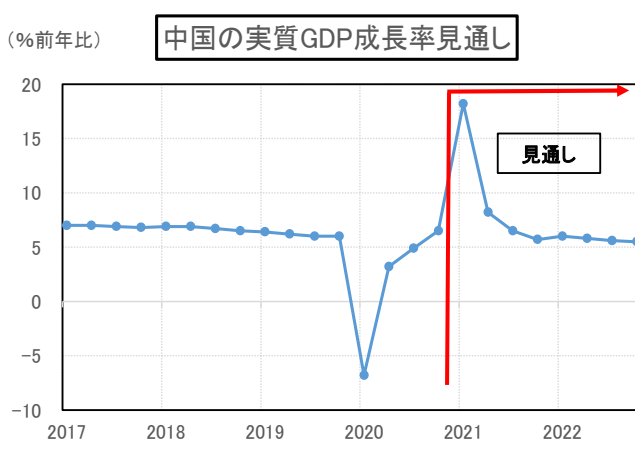


(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は20年1~12月期。

- 輸出
 - 20年12月の輸出額(ドルベース)は前年比18.1%と、11月(同20.6%)から鈍化したものの、増加基調は継続
 - 先行きについては、海外の大規模な景気対策による波及効果が期待されるほか、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、堅調さはしばらく続くと思込まれる
- 経済見通し
 - 前年のマイナス成長の反動もあり、21年1~3月期の実質成長率は前年比18.6%に高まるが、4~6月期以降は減速、21年を通しては前年比9.2%を予測
 - リバウンドが一巡する22年は、政府・企業部門の債務膨張からくる金融リスクを抑制するための調整策に再び乗り出すとみられ、同5.6%への減速が見込まれる



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は20年12月。



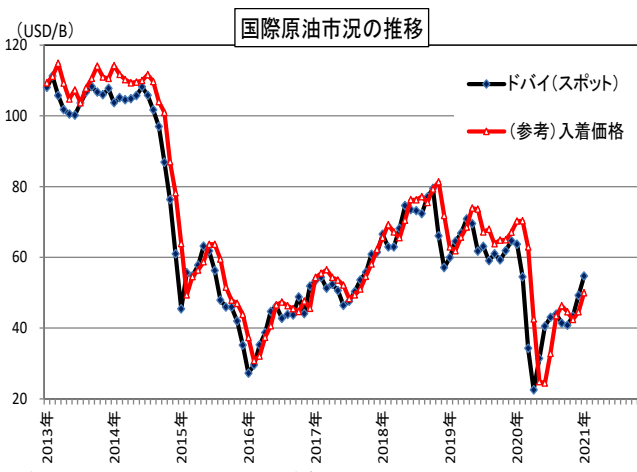
(資料) 中国国家统计局、Windより作成、見通しは当社予想。

2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格: OPECプラスの協調減産継続に加え、景気回復期待から1バレル=60ドル前後まで上昇
 - 20年3月で一旦終了したOPECプラスによる協調減産は、5~6月に日量970万バレル(世界生産量の約1割)、7~12月に日量770万バレルを協調減産することで合意
 - ・ その後、OPECプラスは21年1月の減産幅を日量720万バレルに縮小、2~3月にかけて同7.5万バレルの増産を認めたが、サウジアラビアは独自に2~3月に日量100万バレルの減産を実施
 - ・ 景気回復期待や中東地域の地政学的リスクの高まりから、WTI先物は13ヶ月ぶりに1バレル=60ドル台へ
- 原油入着価格の見通し
 - 4月以降、OPECプラスの協調減産幅が縮小するとみられる中、世界的な脱炭素化の流れが強まっているほか、価格上昇自体は供給増につながるなどから、国内への入着価格は当面60ドル/バレル程度で推移と予想



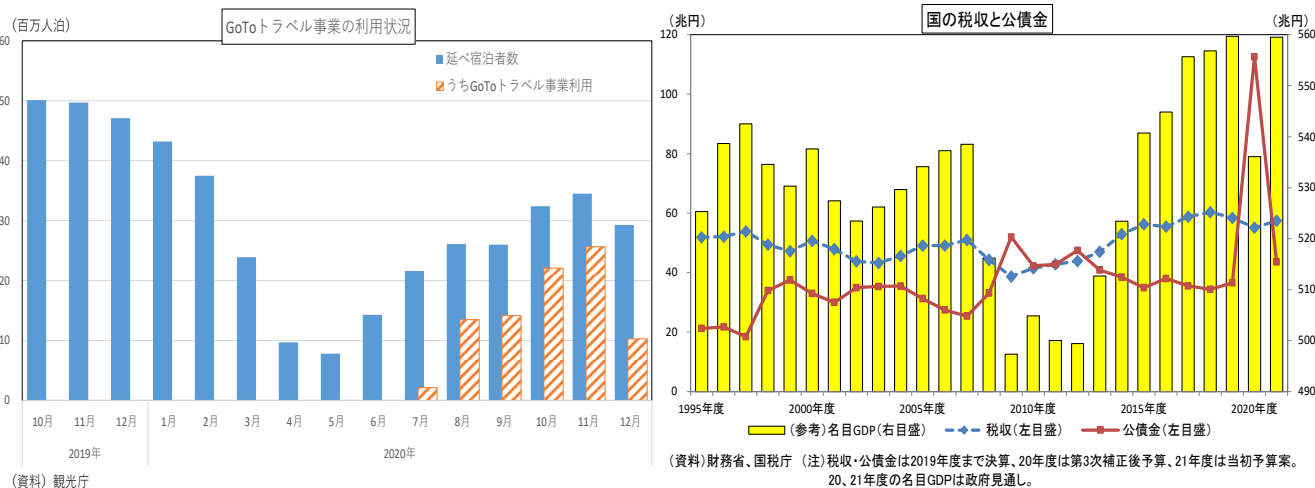
(資料) Bloombergより作成



(資料) NYMEX、東京工業品取引所、財務省

3 国内の経済政策

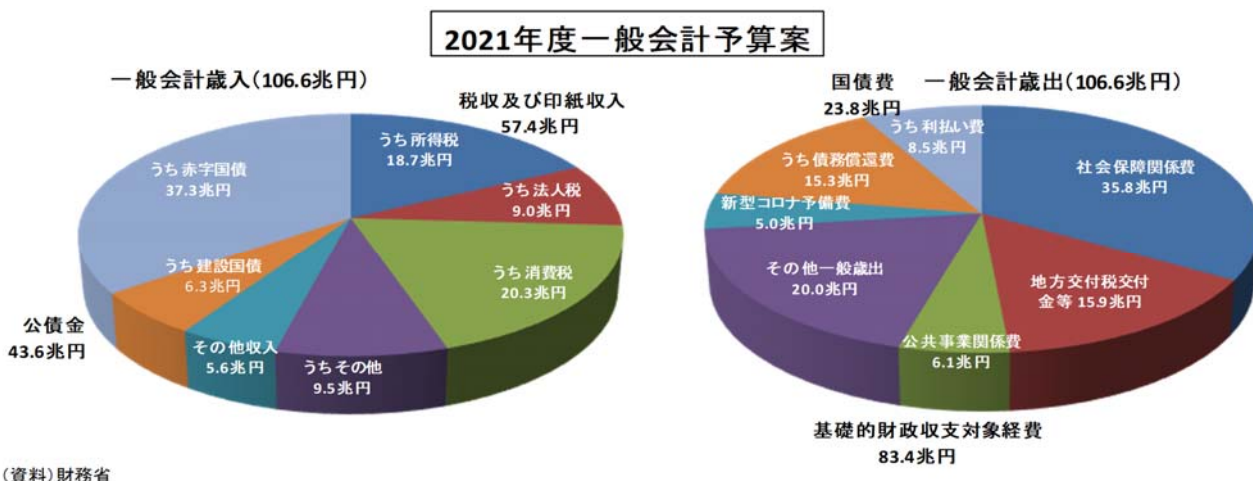
- 20年12月に「国民の命と暮らしを守る安心と希望のための総合経済対策」を策定
 - 内容は、①新型コロナウイルス感染症の拡大防止策、②ポストコロナに向けた経済構造の転換・好循環の実現、③防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保、④予備費の確保
 - 総枠は73.6兆円で、うち財政支出40.0兆円
 - 国費は30.6兆円程度で、そのうち19.2兆円を20年度第3次補正予算（一般会計）に計上
 - 目玉政策として、デジタル改革・グリーン社会の実現（2.8兆円）、経済構造の転換・イノベーション等の生産性向上（2.4兆円）に加え、地域・社会・雇用における民需主導の好循環の実現（6.4兆円、うちGoToトラベル（1.0兆円）、GoToイート（515億円））なども盛り込まれた
 - 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



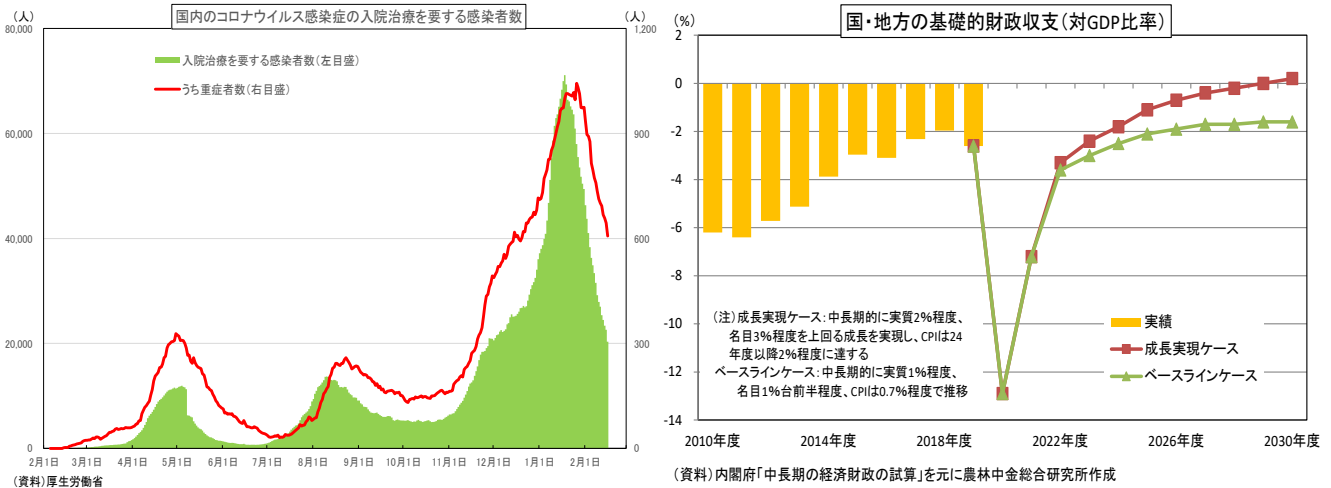
農林中金総合研究所

21

- 財政政策：21年度当初予算案は総額106.6兆円
 - 追加経済対策の新型コロナ対策などを盛り込んだ結果、総額106兆6,097億円と過去最大規模に
 - 20年度当初予算から3兆9,517億円の増額だが、消費税対策として「臨時・特別の措置（総額1.8兆円）」が含まれること、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
 - 社会保障関係費（35.8兆円）は、20年度当初比で187億円減だが、「臨時・特別の措置（487億円）」や医療費動向を考慮すると、増額幅は3,500億円程度（自然増は4,800億円との想定）
 - 高めの成長率見通し（名目4.4%成長）の下、税収は57.4兆円（20年度第3次補正比で2.3兆円増）を見込むが、新規国債発行は43.6兆円を計上、公債依存度は40.9%と7年ぶりの40%超に



- 感染対策：新型コロナの爆発的な感染拡大を受け、1月に11都府県を対象に緊急事態宣言を再発出
 - － 2月8日に栃木県を対象から解除したが、残りの10都府県（東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県、愛知県、岐阜県、大阪府、京都府、兵庫県、福岡県）に対しては継続中
 - － 一般的に自粛を要請した前回の緊急事態宣言と異なり、飲食店への時短営業要請（20時まで）など、的を絞った対策となっている
 - － 解除は感染状況がステージ3（感染急増）相当に下がっているかを踏まえ、総合的に判断
 - － 解除後も新たに設けた「まん延防止等重点措置」などにより、感染抑制に努める方針
- 中期的な課題：コロナ対策の「出口」、大量発行した国債の償還財源、財政健全化策の仕切り直しが今後の焦点に

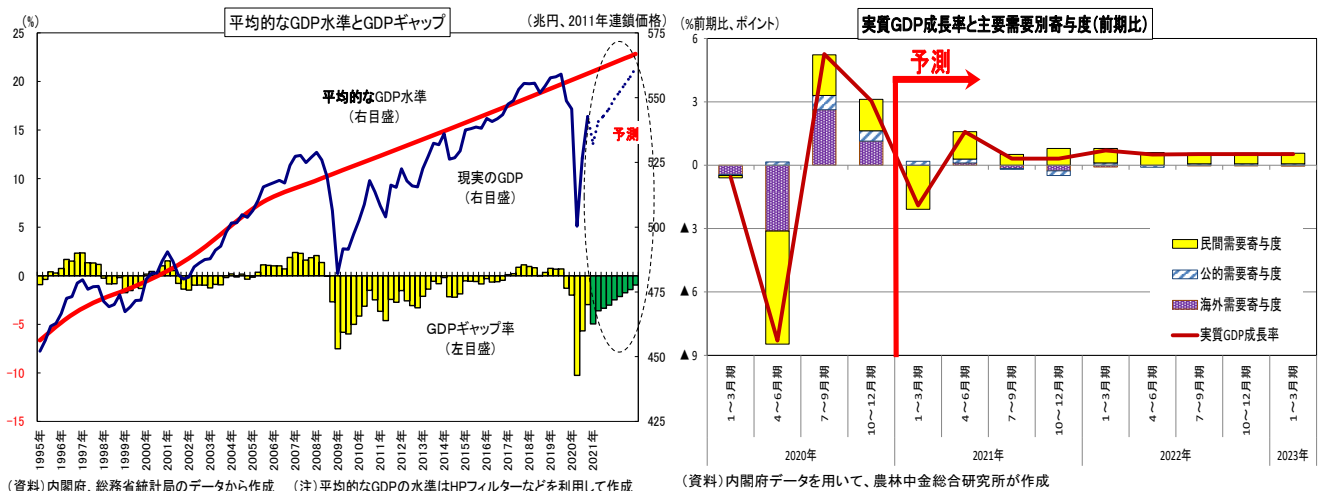


農林中金総合研究所

23

4 日本経済・物価の見通し

- 総論：2020年度は▲5.0%成長、21年度は3.7%成長、22年度は2.2%成長と予想
 - － 足元1～3月期は、緊急事態宣言の再発出によって、自粛ムードが強まったほか、かつGoToキャンペーンなどの下支え効果も剥落、前期比年率▲7.4%と3四半期ぶりのマイナスへ
 - － 国内でもコロナ・ワクチンの接種が開始されたが、一般国民に幅広く行き渡り、集団免疫を獲得するまでにはまだ時間がかかるほか、7～8月の東京五輪・パラ開催を前提にすれば新規感染者数を一定レベルで抑え込む必要があり、現在の緊急事態宣言が解除されても、21年度上期中は景気を持ち直しペースはなかなか上がらず、「ストップ・アンド・ゴー」の状態が続く
 - － 21年度下期には、内外でコロナ・ワクチン接種による集団免疫の獲得が期待され、経済活動の正常化に向けた動きが本格的に進むとみられ、成長ペースが徐々に高まる
 - ただし、直近ピークの19年7～9月期の実質GDP水準の回復は23年以降にずれ込む可能性

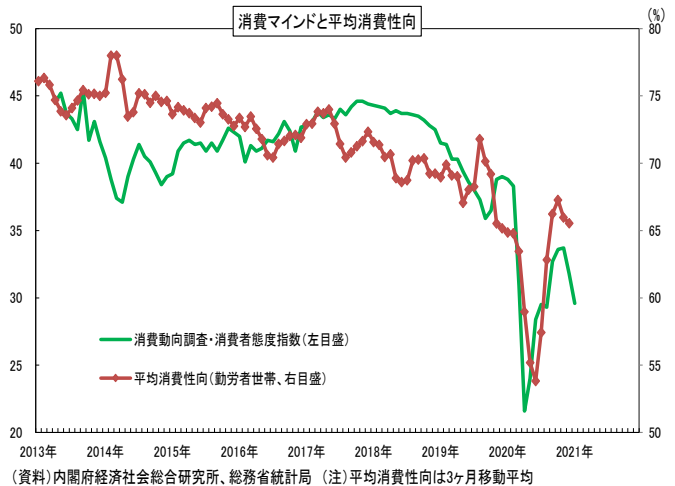
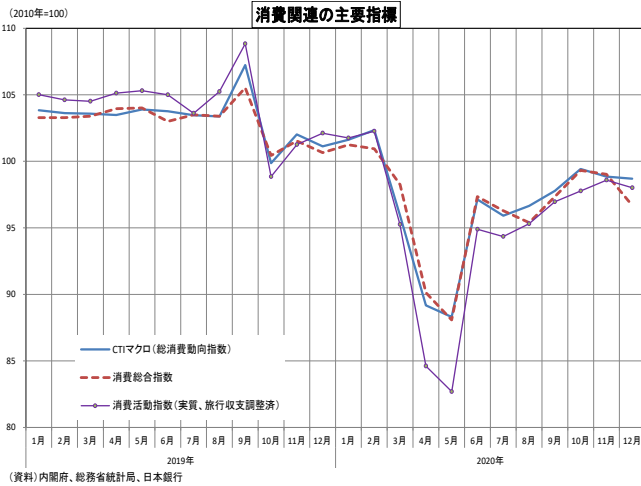


農林中金総合研究所

24

● 民間消費

- GoToトラベル・キャンペーンに「東京発着」が加わった10月以降、宿泊業・旅客運輸業など観光関連などの持ち直しが強まったほか、10月開始のGoToイート・キャンペーンも飲食業の持ち直しに貢献した
 - ・ ただし、11月以降は新型コロナの感染拡大が加速的に広がり、21年入り後には感染爆発となったことで消費者の自粛ムードが一気に強まった
 - ・ 一方、巣ごもり消費に関連した食料品、生活家電、衛生製品などは堅調に推移
- コロナ禍の影響で所定外給与・賞与が減少、家計の所得環境は厳しいほか、1月以降の緊急事態宣言などによって消費行動は制限されている
- 民間最終消費支出は20年度：前年度比▲6.5%（1～3月期：同▲3.5%）、21年度：同3.4%、22年度：3.1%と予測

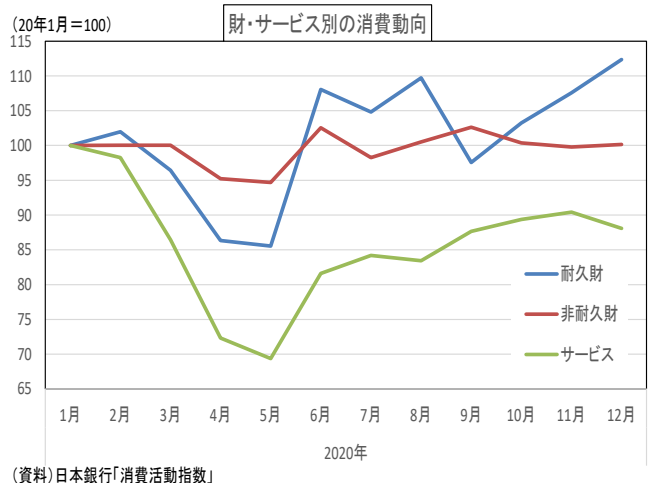


農林中金総合研究所

27

● (参考)サービス消費

- 日本銀行「消費活動指数」での財・サービス毎のウエイトは耐久財：9.4、非耐久財：39.1、サービス：51.5であり、消費活動の過半はサービス部門
- 第3次産業活動指数からも、20年6月以降は飲食業、娯楽業、観光業などの持ち直しが進み、GoToキャンペーン事業が本格運用された10～11月にかけて産業活動が改善した様子が見て取れる
 - ・ しかし、感染拡大が広がった12月には飲食業、観光業などで失速
- GoToトラベル事業の利用実績（観光庁調べ）
 - ・ 利用人泊数：8,781万人泊、支援額：5,399億円
 - 宿泊・旅行代金の割引として4,082億円、地域共通クーポン利用額として1,317億円

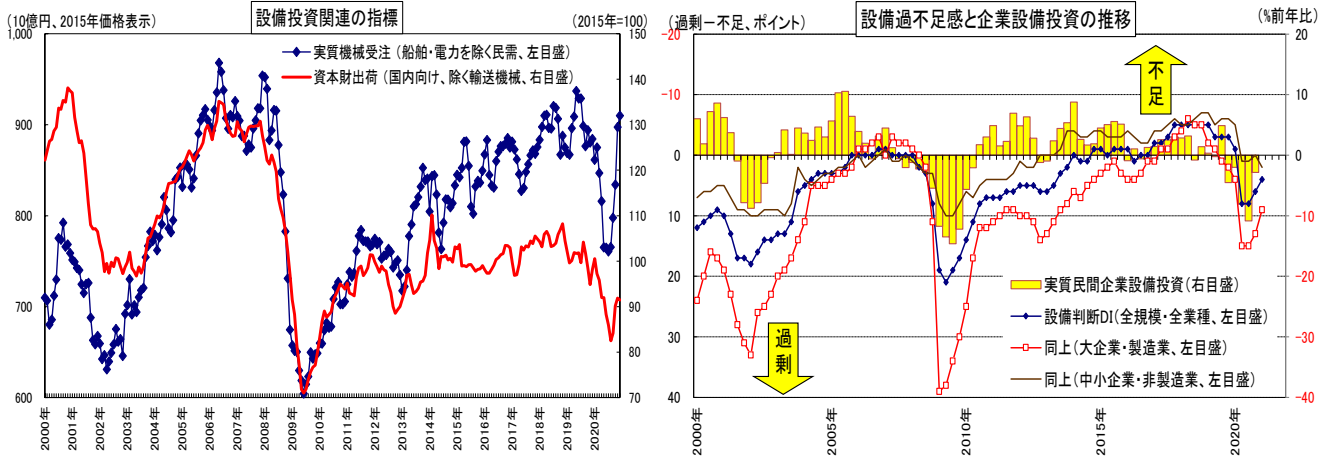


農林中金総合研究所

28

● 企業設備投資

- 20年度の設備投資計画は時間経過とともに下方修正
 - 日銀短観12月調査では、前年度比▲3.2%（全産業＋金融・持株等、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース）へ下方修正
- 20年後半にかけての景気持ち直しにより、足元の設備投資関連指標に回復傾向が強まった
 - しかし、サービス業などで売上の急回復が見込みがたいことから、慢性的に需要不足状態となる企業を中心に先行き供給能力の削減を余儀なくされる企業が増える可能性
- 中長期的に見れば、省力化・省人化ニーズは高いほか、菅内閣の肝煎りであるデジタル化・脱炭素化政策の支援もあり、底堅く推移していくとみられる
- 20年度：前年度比▲6.9%、21年度：同0.8%（3年ぶりの増加）、22年度：同4.1%と予測

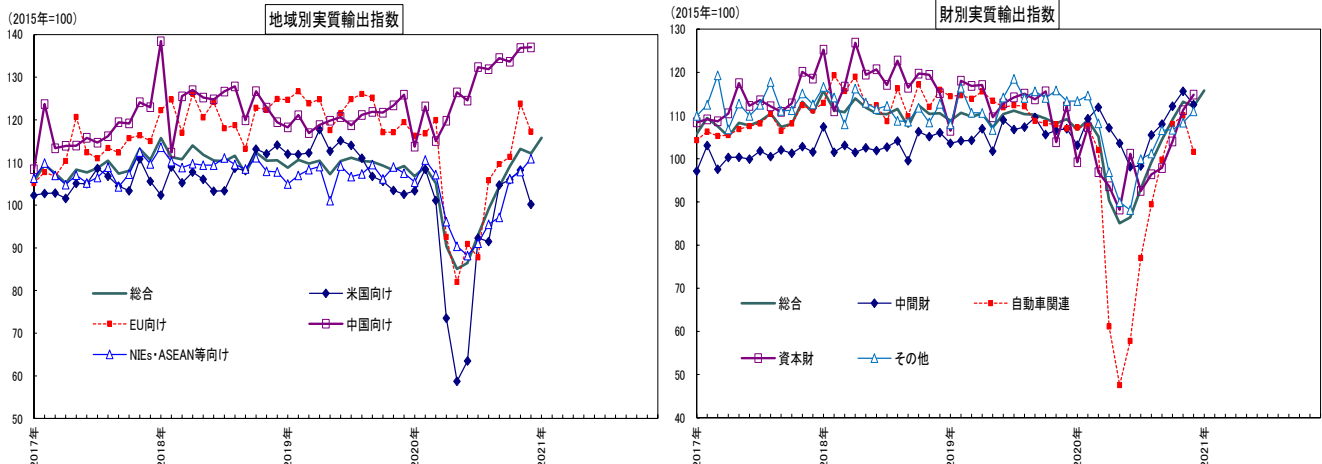


(資料) 経済産業省、内閣府、日本銀行 (注) 3ヶ月移動平均。企業物価の資本財指数で実質化。 (資料) 内閣府、日本銀行 (注) 設備判断DIの最後の期はその直前の期における見通し

農林中金総合研究所

● 輸出入動向

- 海外経済の持ち直しに牽引され、輸出は回復傾向
 - 地域別にみると、中国・アジア向けはコロナ前の水準を既に上回ったが、米国・EUなど先進国向けはまだ鈍い動き
 - 財別にみると、持ち直しを牽引した自動車関連も足元では頭打ち感も
- 20年度の輸出は前年度比▲11.9%の大幅減(2年連続のマイナス)、21年度は同13.3%、22年度は同8.2%と予測
- 一方、20年度の輸入は同▲7.2%と2年連続の減少ながらも、21年度は5.9%、22年度は9.4%へ回復すると予測
- 20年度の経常収支は16.3兆円(黒字幅は19年度(20.1兆円)から縮小)、21年度は16.9兆円、22年度は18.0兆円と黒字幅の再拡大を予測

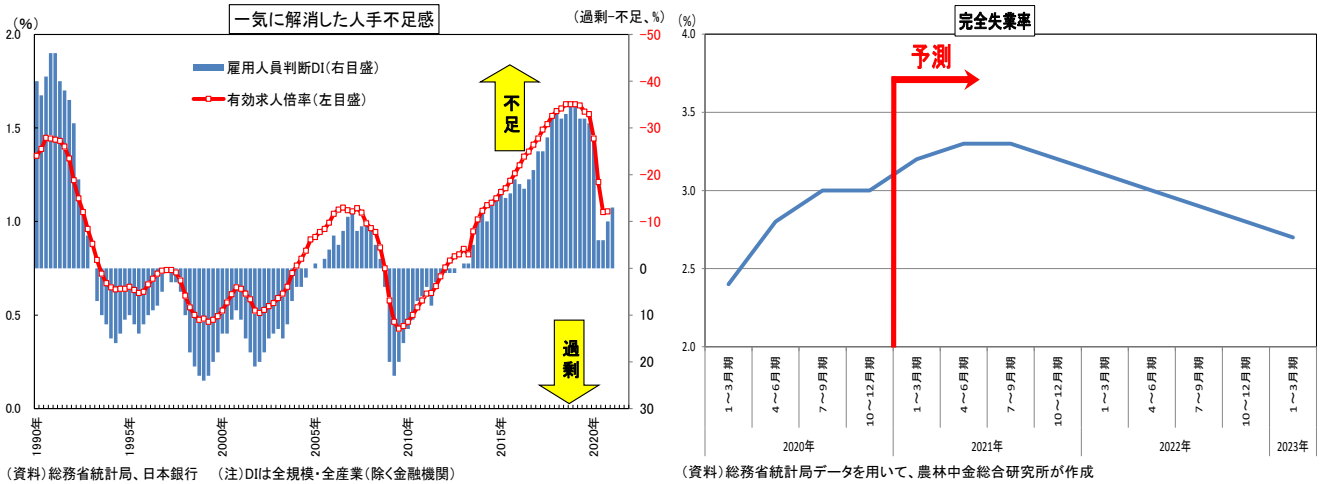


(資料) 日本銀行 (注) 日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算 (資料) 日本銀行 (注) 日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算

農林中金総合研究所

• 雇用情勢

- 景気を持ち直しを受けて、雇用関連指標の悪化は一旦停止
 - 一時3.1%まで高まった失業率は足元2.9%(12月)へ若干改善
 - 一時1.03倍まで低下した有効求人倍率も足元1.06倍(12月)へ若干改善
 - リーマン・ショック時以上に悪化した労働投入量(=総労働時間×常用雇用者数)も、その後は急速に持ち直した
 - 4～6月期には159万人まで増加した休業者(勤め先・事業の都合)は10～12月期には32万人に減少したが、それでもコロナ前(10万人台)と比べるとまだ多い
- 失業率は20年度:3.0%、21年度:3.2%、22年度:2.9%と予測
 - 21年央にかけて3%台前半で推移した後、緩やかに低下(23年1～3月期は2.7%)

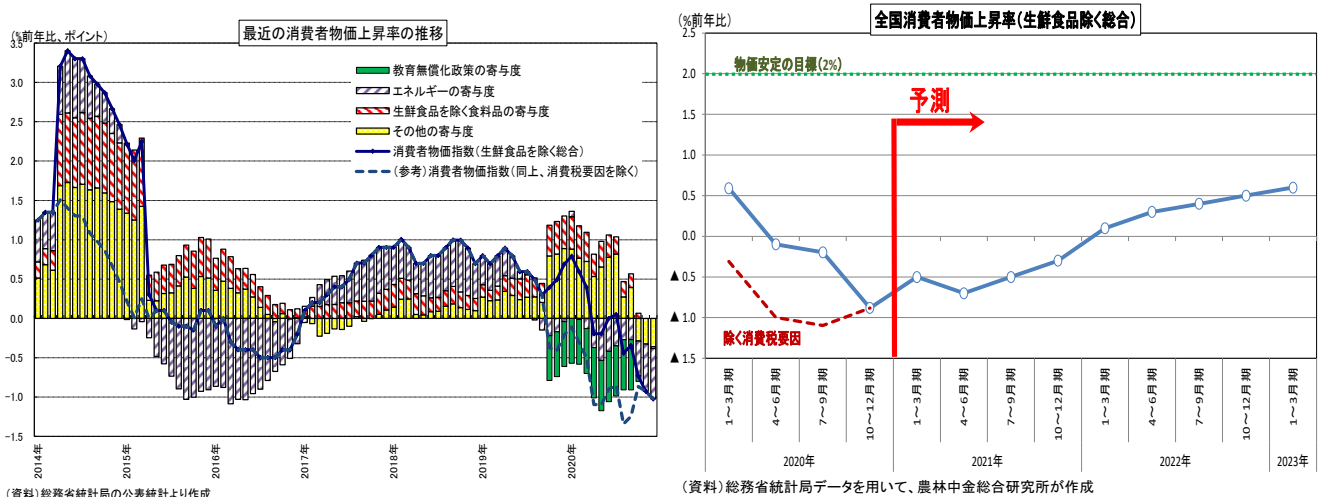


農林中金総合研究所

31

• 物価動向

- 20年12月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は前年比▲1.0%と10年ぶりの下落率(5ヶ月連続の下落)
 - GoToトラベル・キャンペーン事業による宿泊料割引は前年比上昇率を▲0.5ポイントほど押下げた
 - 一方、感染再拡大によってGoToトラベルが一時停止された1月の東京都区部分は同▲0.4%(12月:同▲0.9%)へと下落幅が縮小
- 20年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比▲0.4%(消費税要因を除くと同▲0.8%)と4年ぶりの下落、21年度も同▲0.4%で年度末にはプラスに転じるものの、22年度は同0.5%と、日銀が目標とする前年比2%は見通せない状況



農林中金総合研究所

32

人口減少と米国コミュニティ銀行

田代 雅之

要旨

米国の農村地域の人口減少が農村地域のコミュニティ銀行に与えた影響を理解するため、規制当局の一角を占める米国預金保険公社(FDIC)の機関誌に掲載された同公社の John M.Anderlik と Richard D.Cofe による論文“Long-Term Trends in Rural Depopulation and Their Implications for Community Banks”を概説する。わが国同様に人口減少を続ける米国の農村地域とコミュニティ銀行の状況を 2010 年頃までのデータで分析したこの論文では、統合等により減少しつつもなお多くの地域の銀行が米国内には存続し、特に人口減少の農村地域では経営も相対的に良好であるとする。米国とわが国の都市・農村や地域金融機関をとりまく状況は異なり同一視はできないが、状況理解には有益だろう。

はじめに

米国の農村地域の人口減少と、その趨勢が農村地域の米国コミュニティ銀行に与えた影響を、米国 FDIC の論文を参照して概説することが本稿の目的である。参照するのは、米国政府の規制機関の一角を占める米国預金保険公社(FDIC)の機関誌に掲載された、同公社の John M.Anderlik と Richard D.Cofe による論文^(注 1)である。日本と同様に減少を続ける米国の農村地域の人口とコミュニティ銀行の状況をやや古いながら 2010 年頃までの数値を用いて報告している。

米国の農村地域の人口減少とコミュニティ銀行

(1) 米国の農村地域の人口減少

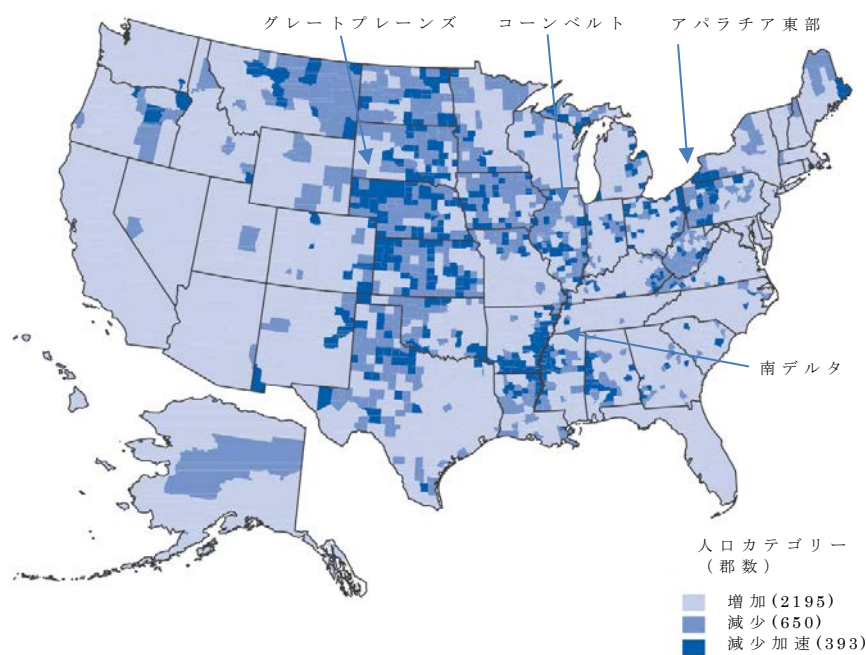
1980～2010年に米国の人口は増加したが、全米の農村郡の半分以上で人口が減少している。流出した農村郡では、平均して人口の14.8%を失ったという。米国の農村地域の人口減少は1980年以前に始まり、減少は加速している。減少要因には、農業関連企業の統合と必要農場労働者数の縮小につながる生産性向上、地域内の雇用機会の不足、および都市部の高い生活水準への期待等が挙げられている。

FDIC は、「農村の人口減少が農村地域の将来の経済健全性と農村地域を支えるコミュニティ銀行に及ぼす意味」^(注 2)と題した論文を 2004 年の機関誌に発表しており、本稿の参照論文の先行研究と位置付けられる。2004 年の論文では、2000 年において米国の全ての郡の 4 分の 1 は人口減少(減少及び減少加速)の郡であり、その人口減少が主に農村地域で生じているとする。1970 年から 2000 年にかけて、農村郡の約 32%で人口が減少し、その大多数はグレートプレーンズ(北米のロッキー山脈からミシシッピ川にかけての大平原地帯)、コーンベルト(中西部で東西にベルト状に広がるトウモロコシ栽培地域)、南デルタ、そしてアパラチア東部の 4 地域のいずれかに属するという。減少要因には、都市部や他の農村郡への雇用や教育機会を求めての高校卒業後の若年成人の流出もある。

本稿の参照論文でも、引き続き同様の人口減少が指摘される(図表 1)。1980～2010 年には、1,043 の米国郡(32%)で人口が減少している。その大部分は、南部の中央地帯、東側の非沿岸の諸州である。4 地域の郡ごとの人口動向では、グレー

トプレーンズの諸郡で約71%(340/478)、コーンベルトの諸郡では約 41%(310/749)で、1980～2010 年に人口が減少したとする(図表 2)。その結果、グレートプレーンズの諸郡においては人口密度が低い(図表 3)。

図表 1 ほぼ 3 分の 1 の米国郡で人口減少 (1980～2010 年)



出典 John M.Anderlik,Richard D.Cofe (2014) .p46

注釈 増加—人口は、1980～2010 年に増加。減少—人口は、1980～2010 年に減少。減少加速—人口は 1980～2010 年に減少。そして、2000～2010 年の低下率は前の 20 年から悪化。

図表 2 郡の大部分が人口減少する 4 地域 (1980～2010 年) (郡数)

地域	増加	減少	減少加速	地域計
グレートプレーンズ	138	199	141	478
コーンベルト	439	198	112	749
南デルタ	316	65	70	451
アパラチア東部	125	68	20	213
その他	1,177	120	50	1,347
合衆国、総合計	2,195	650	393	3,238

出典 John M.Anderlik,Richard D.Cofe (2014) .p47

注釈 「その他」には、米領サモア、ミクロネシア連邦、グアム、北マリアナ諸島連邦、プエルトリコと米領ヴァージン諸島を含む。

図表 3 農村郡、特にグレートプレーンズで低い人口密度 (人口/平方マイル)

	農村郡	小都市圏	大都市圏
グレートプレーンズ	4.2	18.8	110.7
コーンベルト	25.9	67.6	336.0
南デルタ	30.1	62.5	205.6
アパラチア 東部	41.5	96.3	573.3
その他	7.7	33.6	281.7
合衆国、総合計	10.6	42.2	285.9

出典 John M.Anderlik,Richard D.Cofe (2014) .p49

(2) 人口減少と農村地域のコミュニティ銀行

若年成人の流出にもかかわらず、大小都市圏郡に本部があるコミュニティ銀行と比べて、人口減少の農村地域のコミュニティ銀行の経営は平均的には良好とされる。

2012 年末現在で人口減少の農村地域に本部をおくコミュニティ銀行は 1,064 あり、全コミュニティ銀行の 16%を構成する(図表 4) (注³⁾。人口減少の農村地域に本部があるコミュニティ銀行は、グレートプレーンズやコーンベルトに集中する傾向があり、835 のコミュニティ銀行が集計されている。

人口減少の農村郡に本部があるコミュニティ銀行の資産規模は相対的に小さい(図表 4)。人口減少あるいは減少加速の農村郡に本部があるコミュニティ銀行の資産規模は、それぞれ 8,800 万ドルと 8,400 万ドルである。人口増加の農村郡に本部があるコミュニティ銀行の資産規模の中央値は 1 億 2,670 万ドルであり、大都市圏のコミュニティ銀行は 2 億ドルの資産を有する。

人口減少農村郡に本部があるコミュニティ銀行は、他の、特に大都市圏に本部があるコミュニティ銀行より、農業貸付に重点を置く傾向がある。人口が減少し、農業部門の事業体が統合されて事業体の雇用が失われたこともあり、人口は他産業へ流出した。人口減少はまた商業の衰退と商業

貸付需要の減退に繋がる。人口減少地域のコミュニティ銀行の貸出金は地域市場で縮退してきたが、農業貸付に影響は及ばなかった。2012 年末の人口減少の農村地域のコミュニティ銀行による農業貸付は、総資産の 19.3%を構成し、大都市圏のコミュニティ銀行は 0.4%と対照的だった。図表 5 は、FDIC の内部的な定義による貸付重点グループ別の銀行数を表す。2012 年末に、人口減少の農村郡に本部があるコミュニティ銀行の約半分が農業に専門化している。

大都市圏のコミュニティ銀行の大半は農業を専門とせず、CRE 貸付(商業用不動産貸付)を専門とすることが多い。人口増加の農村地域でも、農業を専門とするコミュニティ銀行は少数だった。人口減少の農村地域に本部があるコミュニティ銀行は、地域で利ザヤの確保が難しくなると大都市圏に支店を展開して成長を試みるが、大都市圏の銀行と同様にリーマン・ショックによる不況(2008.8~2009.6)の悪影響を受けた。しかし、農業部門は堅調だったので、大都市圏と比べると人口減少の農村地域のコミュニティ銀行の収益や資産の質の方が強靱だった。

農村地域のコミュニティ銀行にとって農業貸付への専門化は効果があった。米国の純農業収入は 1990 年から 2003 年まで年平均 637 億ドルだったが、2004 年から 2012 年までは年平均 845 億ドルだった(図表 6)。純農業収入の堅調さは、グレートプレーン

ズとコーンベルトの主要作物であるコーンや大豆及び小麦の高価格に起因している。

1991～2005年に、人口減少の農村地域のコミュニティ銀行は、大都市圏、小都市圏あるいは人口増加の農村郡より、総資産、貸出金と預金の増加率が低かった(図表7)。しかし、2006年以降の資産の増加率は、他の地域では低下したが、農業部門の強靭さを保った人口減少の農村地域で

は上昇している。結果として、人口減少の農村地域における2006年から2012年のコミュニティ銀行は、他のコミュニティ銀行より資産の増加率は高かった。農業者の高収入による資産増加は、強い預金増加を伴った。しかし、高収入は農業者に借入金の必要性を減退させる。そのため、人口減少の農村地域のコミュニティ銀行の貸出金増加率は2011～2012年に2%未満まで低下している(図表7)。

図表4 地域別のコミュニティ銀行の機関数と規模(2012年末)

地域	(注) 総資産(10億ドル) 中央値(10億ドル)	郡タイプによるコミュニティ銀行の数と資産					
		農村地域			小都市圏	大都市圏	計
		増加	減少	減少加速			
グレート プレーンズ	金融機関数 総資産 中央値	47 6.4 112.8	227 30.8 73.6	166 17.7 62.9	185 41.2 140.9	211 78.5 153.9	836 174.6 99.7
コーンベルト	金融機関数 総資産 中央値	240 38.3 113.5	269 34.2 87.9	173 21.7 80.1	527 112.5 130.9	1,135 349.9 152.2	2,344 556.7 125.3
南デルタ	金融機関数 総資産 中央値	122 22.9 139.5	41 8.8 135.6	65 12.7 113.8	175 51.5 186.8	296 94.7 172.4	699 190.5 160.0
アパラチア東部	金融機関数 総資産 中央値	50 19.4 226.6	21 4.1 124.7	4 0.8 199.3	74 28.3 205.1	282 186.5 305.4	431 239.1 258.3
その他	金融機関数 総資産 中央値	307 58.2 127.0	64 9.8 110.3	34 7.5 126.6	336 101.6 196.2	1,493 681.1 238.8	2,234 858.2 204.5
合衆国、総合計	金融機関数 総資産 中央値	766 145.3 126.7	622 87.6 88.0	442 60.4 84.0	1,297 335.2 153.9	3,417 1,390.5 199.9	6,544 2,019.1 155.2

出典 John M.Anderlik,Richard D.Cofe (2014) .p51

図表5 貸付重点グループ別のコミュニティ銀行数(2012年末)

貸付重点グループ	郡タイプと貸付重点分野による多くのコミュニティ銀行					
	農村地域			小都市圏	大都市圏	計
	増加	減少	減少加速			
住宅ローン重点	134	29	22	218	637	1,040
消費者貸付重点	3	4	0	6	29	42
商業用不動産(CRE)貸付重点	71	18	22	162	1,199	1,472
C&I貸付重点(商工業)	10	7	4	24	96	141
農業貸付重点	86	285	215	198	148	932
複数貸付重点	80	33	28	157	435	733
貸付重点無し	382	246	151	532	873	2,184
合計	766	622	442	1,297	3,417	6,544

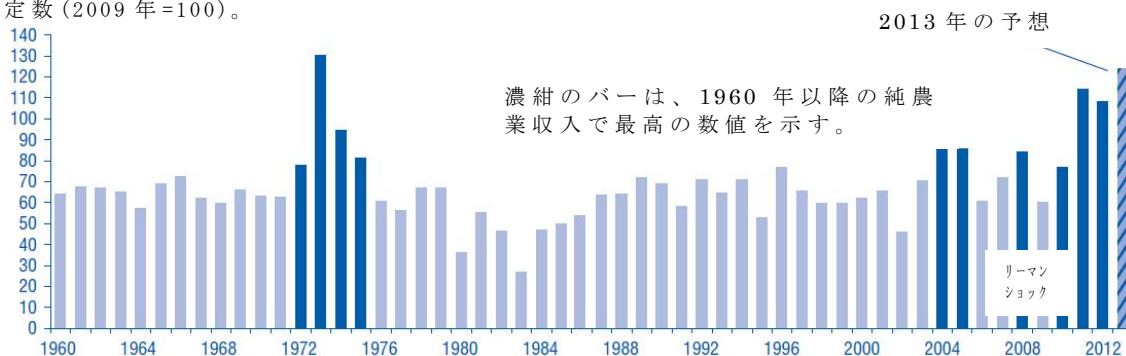
出典 John M.Anderlik,Richard D.Cofe (2014) .p52

人口減少の農村地域のコミュニティ銀行には、人口規模があり経済が成長している大都市圏で支店展開する銀行がある。2000 年末には、人口減少の農村地域に本部があるコミュニティ銀行の 9.3%は、大都市圏に支店を構えていた。2007 年末までに、割合は 17.5%まで上昇した。この支店戦略は高い成長率に繋がった。2000 年末から 2007 年末までの 7 年間に、大都市圏に支店がある人口減少の農村地域に本部があるコミュニティ銀行は、年 6.6%で総資産を、年 8.2%で貸出金を成長させた。これは、大都市圏に支店がな

い人口減少の農村地域に本部があるコミュニティ銀行との比較では率で約 2 倍だった。しかしこの増加にあたって、大都市圏に支店がある人口減少の農村地域のコミュニティ銀行は大都市圏のコミュニティ銀行の貸出の特徴を引き継いでしまった。2000 年から 2007 年まで大都市圏に支店のない人口減少の農村地域のコミュニティ銀行は高水準の農業融資と低水準の CRE 貸付金と C&D 貸出金(建設、開発貸出金)を維持したが、大都市圏に支店のある銀行は CRE と C&D の貸出金で運用している(図表 8)。

図表 6 歴史的に強靱な純農業収入(2002~2012 年)

合衆国純農業収入、10 億ドル
定数(2009 年=100)。



出典 John M.Anderlik, Richard D.Cofe (2014) .p53

図表 7 コミュニティ銀行の総資産等の成長率(1991-2012 年) (年換算中央値, %)

郡タイプ	総資産					総貸出金					総預金*				
	1991 ~ 1995	1996 ~ 2000	2001 ~ 2005	2006 ~ 2010	2011 ~ 2012	1991 ~ 1995	1996 ~ 2000	2001 ~ 2005	2006 ~ 2010	2011 ~ 2012	1991 ~ 1995	1996 ~ 2000	2001 ~ 2005	2006 ~ 2010	2011 ~ 2012
大都市圏郡	5.07	7.84	7.44	4.56	2.90	5.68	10.42	8.24	4.17	-0.10	4.38	6.76	7.12	4.94	3.20
小都市圏郡	4.33	5.83	5.16	4.32	3.72	6.33	8.57	5.54	3.53	0.33	3.69	4.99	5.00	4.76	4.04
農村郡															
増加	4.73	6.23	4.97	4.14	3.13	6.59	9.39	5.17	3.44	-0.79	4.27	5.49	4.85	4.47	3.36
減少	2.60	3.91	3.42	4.61	5.76	6.15	6.75	4.39	4.22	1.86	2.12	3.30	3.24	5.02	6.06
減少加速	2.86	4.09	3.30	4.67	5.54	6.05	6.70	3.91	3.82	1.46	2.52	3.46	3.11	5.10	5.72

出典 John M.Anderlik, Richard D.Cofe (2014) .p54

米国経済が後退し CRE 貸付金や C&D 貸出金の質が悪化した結果、大都市圏に支店がある農村地域のコミュニティ銀行も

大都市圏の銀行と同様に資産の質と収益が低下した(図表 9 及び 10)。加えて、大都市圏の支店は、人口減少の農村地域に

本部があるコミュニティ銀行全体の破綻率を悪化させた。しかし、人口減少の農村郡に本部があるコミュニティ銀行は、地域人口の減少にもかかわらず、リーマン・ショックを経ても高い収益と資産の質を維持した。対照的に、大都市圏等の人口増加地域のコミュニティ銀行は収益と資産の質を悪化させた。銀行の業績の推移は人口減少の傾向に反している。

2000年代初期、コミュニティ銀行は、利益を確保し資産の質を維持していた(図表9)。コミュニティ銀行の税引前総資産収益率(ROA)は、1.42~1.56%の範囲にあった。大都市圏に本部があるコミュニティ銀行では特に、純貸倒損失額は、どのグループより低い。しかし、「2006-2010年」に、コミュニティ銀行の財務は、地域類型に従い変化し始める。大都市圏にあるコミュニティ銀行は、収益と資産の質が悪化した。大都市圏の銀行より多少は維持されたが、小都市圏や人口増加の農村地域のコミュニティ銀行も、「2001-2005年」より収益と資産の質は低下した。小都市圏や人口増加の農村地域の金融機関は、「2001-2005年」より税引前ROAでそれぞれ0.62%、0.57%低下している。小都市圏にあるコミュニティ銀行同様に、高い引当金繰入は収益低下を招いた。加えて「2006~2010年」の小都市圏や人口増加の農村地域の金融機関の長期貸付金は、「2001~2005年」のほぼ2倍だった。対照的に、人口減少の農村地域に本部があるコミュニティ銀行は、「2006~2010年」と「2001~2005年」を比べるとROAが0.29~0.37%低下しただけだった。人口減少の農村地域に本部があるコミュニティ銀行の「2006~2010年」

と大都市圏のコミュニティ銀行の「2006~2010年」の実績と比べると前者が優位にある。人口減少の農村郡のコミュニティ銀行は農業貸付に依存しCRE貸付金の保有は低いため、貸倒損失は低く抑えられている。

銀行の統合は米国の長期的な趨勢だった。連邦の保険加入銀行とスリフト・チャーターの数は、1984年の17,901から2012年にはわずか7,083にほぼ30年で減少した。人口減少の農村地域のコミュニティ銀行チャーターの数も、1984年以降には減少した(図表11)。1984年末に、人口減少の農村地域には総数2,477のチャーターがあり、その96%以上はコミュニティ銀行だった。2012年末には、これらの地域のチャーター総数は1,074まで減少した。1984~2012年の28年間に、人口減少の農村地域のコミュニティ銀行の数は、55%減少した。人口減少は農村地域におけるチャーターの長期的な統合要因だが、統合率は大都市圏や郡の小都市圏の方が高かった(注4)。大都市圏では、コミュニティ銀行チャーターの数は1984~2012年に60%減少し、小都市圏では58%減少した。人口増加の農村地域は54%の縮小で、人口減少の農村地域より統合は少ない。

人口減少は多くの農村地域で加速している。シェール・オイルやグレートプレーンズとアパラチア東部地域での天然ガスの産出にもかかわらず、農村地域の人口減少に反転の見込みはない。一方で、人口減少の農村地域のコミュニティ銀行の実績は、経済力の強い地域にある銀行と比べて遜色がなかった。農業貸付の寄与と強い農業経済で凌げたからとされる。

図表 8 コミュニティ銀行の貸出金の推移 (2000-2007年)

銀行の本店立地 (注)農業貸付は農業生産用貸出金と農地担保貸出。		(割合 [%])		
		2000	2007	2012
大都市圏	総資産対CRE貸付	16.82	22.30	24.65
	総資産対C&D貸付	5.08	12.85	4.04
	総資産対農業貸付	1.88	2.01	2.02
大都市圏に支店がある 人口減少農村地域	総資産対CRE貸付	11.44	17.25	17.00
	総資産対C&D貸付	2.57	7.83	3.51
	総資産対農業貸付	12.43	14.50	15.99
大都市圏に支店がない 人口減少農村地域	総資産対CRE貸付	6.23	8.74	7.95
	総資産対C&D貸付	0.94	2.21	1.03
	総資産対農業貸付	21.95	22.94	22.33

出典 John M.Anderlik,Richard D.Cofe (2014) .p55

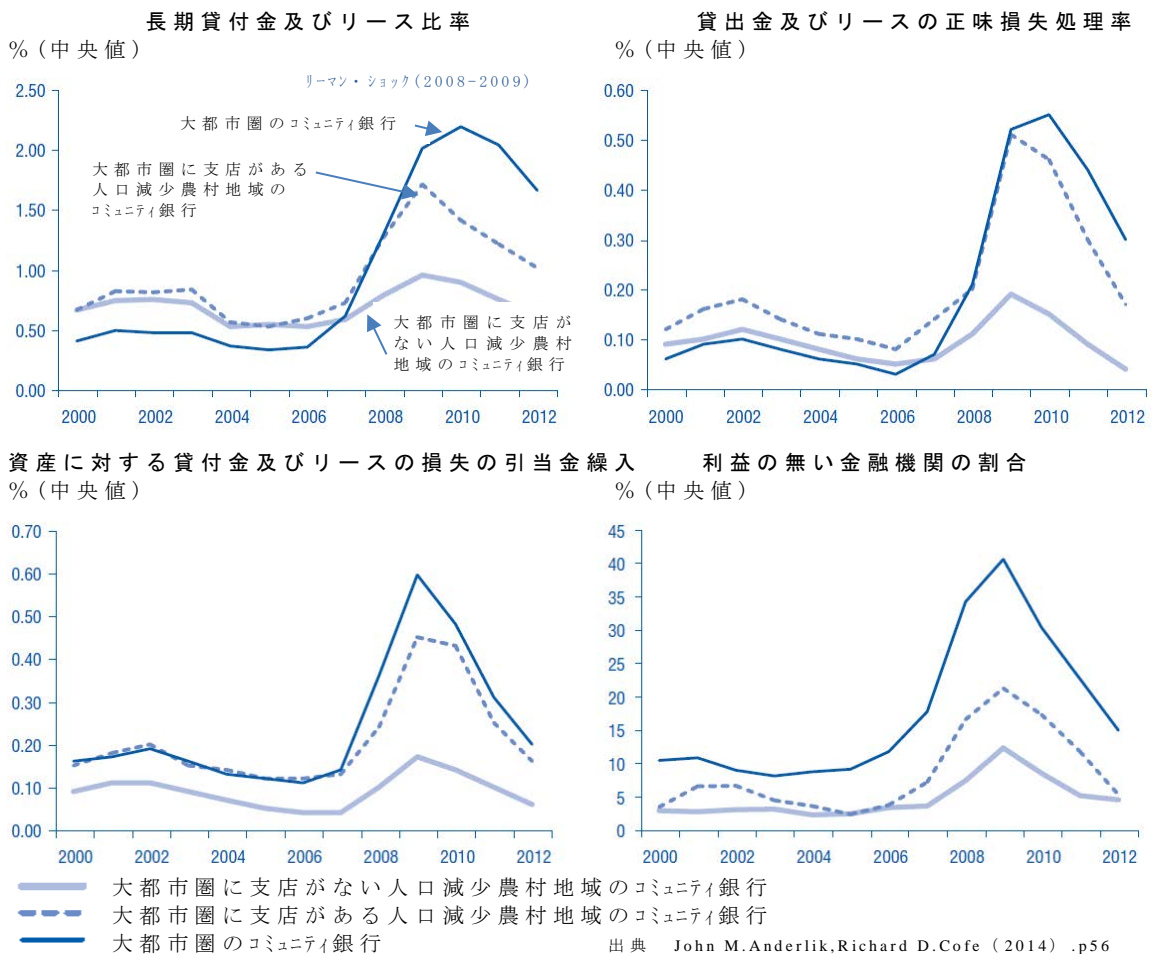
図表 9 コミュニティ銀行の財務実績

郡タイプ	税引前総資産収益率 (%)				平均資産対引当金繰入 (%)				総貸出金対総長期貸付金 (%)			
	2001 ~ 2005	2006 ~ 2010	2011	2012	2001 ~ 2005	2006 ~ 2010	2011	2012	2001 ~ 2005	2006 ~ 2010	2011	2012
	大都市圏郡	1.49	0.46	0.65	1.01	0.22	0.73	0.61	0.35	0.74	2.55	3.33
小都市圏郡	1.49	0.87	0.89	1.12	0.24	0.55	0.51	0.31	0.87	1.93	2.57	2.05
農村郡 増加	1.56	0.99	0.88	1.11	0.24	0.45	0.50	0.32	0.96	1.88	2.76	2.21
減少	1.45	1.08	1.04	1.17	0.21	0.39	0.35	0.24	1.04	1.64	1.95	1.51
減少加速	1.42	1.13	1.23	1.41	0.25	0.40	0.32	0.22	1.13	1.45	1.59	1.35

出典 John M.Anderlik,Richard D.Cofe (2014) .p56

注釈 すべての比率は、示される期間の間の加重平均。

図表 10 リーマン・ショックを挟んだコミュニティ銀行の経営推移



図表 11 1984 年以降に発生したチャーターの統合

郡および銀行の タイプ	期間毎のチャーター数					1984 年を基準とした 期間毎のチャーター数割合の推移						
	1984	1990	2000	2010	2012	1984	1990	2000	2010	2012		
大都市圏	コミュニティ銀行	8,569	7,175	4,566	3,723	3,417	100%	84%	53%	43%	40%	
	非コミュニティ銀行	1,758	1,580	916	543	453	100%	90%	52%	31%	26%	
	合計	10,327	8,755	5,482	4,266	3,870	100%	85%	53%	41%	37%	
小都市圏	コミュニティ銀行	3,053	2,498	1,756	1,371	1,297	100%	82%	58%	45%	42%	
	非コミュニティ銀行	271	261	116	63	51	100%	96%	43%	23%	19%	
	合計	3,324	2,759	1,872	1,434	1,348	100%	83%	56%	43%	41%	
農村 増加 地域	コミュニティ銀行	1,651	1,448	1,048	809	766	100%	88%	63%	49%	46%	
	非コミュニティ銀行	122	106	41	22	25	100%	87%	34%	18%	20%	
	合計	1,773	1,554	1,089	831	791	100%	88%	61%	47%	45%	
	減少	コミュニティ銀行	1,423	1,194	856	654	622	100%	84%	60%	46%	44%
		非コミュニティ銀行	54	42	9	8	5	100%	78%	17%	15%	9%
		合計	1,477	1,236	865	662	627	100%	84%	59%	45%	42%
	減少 加速	コミュニティ銀行	967	836	590	459	442	100%	86%	61%	47%	46%
非コミュニティ銀行		33	18	6	6	5	100%	55%	18%	18%	15%	
合計	1,000	854	596	465	447	100%	85%	60%	47%	45%		

出典 John M.Anderlik,Richard D.Cofe (2014) .p58

日本の人口減少と地域金融機関

日本の人口推移と現状、将来予測については既に多くの分析がある^(注5)。明治時代の初め頃に3千万人強であった人口は、第二次世界大戦終戦時頃で8千万人強に達して更に上昇を続けたが1億2,808万人をピークに減少に転じ、現在は農村や都市圏を問わず少子高齢化と人口減少への危機感が広がっている。戦後の日本社会は、地域社会から都市部への、特に若者中心の人口移動と労働力に支えられて経済発展の恩恵を享受できたが、都市部への人口集中は過密問題や地価高騰を招き、地域には過疎化と高齢化をもたらした。日本と米国の地域の人口減少は性格が異なる。人口が農村地域から流出すると言っても、米国の総人口は増加基調^(注6)である。広大な米国とその米国の1州程度の地理的規模でしかない日本の状況を同列に評価することは難しい。

地域金融機関が立地する地域の代表的産業は様々である。産業としての日本の農業には米国に比べての優位が薄く、農業金融の魅力は相対的に小さい。日本の農業向け貸出金は6兆円程度で、地方銀

行は5千億円程度である。地銀の貸出金に占める農業向けの比率はわずかで、信用金庫や信用組合等のその他の民間金融機関を合わせても1兆円程度である^(注7)。日本の貸出金に占める農業向け貸出の比重は低く、商業銀行、信金や信組等の占める位置はさらに低い。ただし米国では連邦農業信用制度(FCS)や連邦農業抵当公社等の政策金融も産業を支えて、貸出は非農地担保貸出より農地担保貸出の比重が高い。米国で農業貸出にコミュニティ銀行等商業銀行の比重が高いのは、米国農業金融が農地担保の民間金融から発展したからとも言われる。貸出リスクの低減策としての農地担保は、日本では所有制限のため評価されがたいが、米国では、農地を担保にFCSが長期的資金を、商業銀行は短期資金を主に供給している。また商業銀行には、連邦農業抵当公社の機能による貸出債権の流動化で与信リスクを分散できる仕組みもある。農業所得税の申告が大半なことも米国の農業者の経営状況を把握しやすくしており、与信リスクを緩和しているかもしれない。

米国においても日本においても金融仲

介機能を担う地域金融機関の経営は資金収支を確保できるかどうかにかき左右される。そしてその資金収支は米国においては地域の農業の堅調さが支えており、オーバーバンキング論的な弊害を生まない所以かもしれない。したがって、その関係に着目するならば、日本の地域金融機関の将来もまたそれぞれの地域の産業の行方と密接にかかわっているとは言えるだろう。

おわりに

本稿では、米国預金保険公社の保険・調査部の担当者による論文を参照しつつ米国の農村地域の人口減少とコミュニティ銀行の状況を概説した。

地域の人口減少が進む中、米国の人口減少の農村地域の農業貸付重点のコミュニティ銀行の経営が、平均的にはむしろ良好である点は印象的である。環境条件は異なっても、的確に地域のニーズに応える限り銀行経営も相応に耐久力をもつものかもしれない。それは苦境にあるとされる日本の地域金融機関にも一つの可能性を示しはする。

人口減少の農村地域の米国コミュニティ銀行は、地域の衰退や低成長下で金融機関運営を継続している。他の地域で成長機会を求める選択肢はあるが、大都市圏に支店展開した結果は思わしくなかった。参照論文は、農村地域のコミュニティ銀行は減少しても、そのシステムは無傷で強力なままだろうと結んでいる。

ただし、米国の人口減少の農村地域の農業貸付重点のコミュニティ銀行の経営が良好である背景には、地域の代表的産業である農業が堅調に推移したことを踏まえる必要がある。もちろん近時の金融審議会での議論のごとく、銀行の取り組

みが地域社会・経済を活性化し、地方創生に資する側面もあるかもしれないが、コミュニティ銀行によって米国の地域経済が再生し、回した資金が衰退する地域経済を快復させるとまで言えるかは定かではない。日本でも地域金融機関による商社機能の強化など地元産業の活性化を重視する方向性が最近ではあり、実効はともかく着眼点は近い。しかし、米国では地域の代表的産業である農業の堅調さがまず先立っているからコミュニティ銀行の営業も効力を発し、結果として経営も良好を維持できてきた可能性はある。

間接金融の比重低下による地域金融機関破綻のダメージの縮小、不良債権問題や超低金利、地域の人口減少、そして少子高齢化に直面しても日本の地域金融機関に変化は乏しい。公正取引委員会は統合に伴う金融寡占の規制を緩和し、日本銀行は収益面から再編を支援する。金融庁は地方銀行や信用金庫の収益源を拡充し、補助金制度の創設等で再編の進展を期待するが、楽観はできない。

米国のコミュニティ銀行の多くが小規模で専門特化していることを考慮するならば、農村・都市を問わない人口減少が進む日本における今後の生存競争の過程で、地域性を保持した良質な産業があれば、人口に見合うダウンサイジングと専門特化で明らかな優位を示せる地域金融機関は純化が深まり、それ以外の地域金融機関は、規模と地域・顧客密着の両立^(注8)を探りながら、業態や県域をも超えて再編統合や業態転換を進めるかもしれない。

しかし、金融のデジタル化が進展する状況下、ダウンサイジングの先で、選別に耐える専門性の優位を広域銀行や強力なFintech企業に対抗して継続的に貫徹で

きるのか懸念は残る。あるいは、メインバンク制的な関係性が薄まった環境において、地域密着による決済等情報の掌握を前提とした専門性の優位が実態として存在するのか足元を見つめ直す必要もある。また他方において、再編統合が専門性や地域性を希薄化し、地域金融機関それぞれの優位性を毀損する可能性も意識する必要がある。業態によっては、全国組織に担われる機能の将来像にも関わる。

米国と異なる国土全域に渡る人口減少の趨勢、地域の成長産業の濃淡、地域顧客が選択可能な金融手段の多様化、選択に

内在するリスク、地域金融機関と地域顧客の密着性の変化、Fintechなど情報技術(IT)の進展による地域へのアクセス障壁の低下、世代交代による地域のITリテラシーの質的な変化、政府や中央銀行の支援策や働きかけ等々、それぞれの様々な環境と存立の基盤を見据えながら日本の地域金融機関もまた個別に戦略を構築していくこととなる。地域金融の市場構造が市場行動を通じて如何なる市場成果に結び付くのか、地域金融機関の収益力の再生のゆくえも、経営の持続可能性もなお不透明である。

(注1) John M. Anderlik, Richard D. Cofe (2014) [1]

(注2) John Anderlik and Jeffrey Walser (2004) [2].

内田聡「アメリカ金融システムの再構築」昭和堂(2009)p158-163も参照。

(注3) FDICのコミュニティ銀行の定義は、[3]“FDIC Community Banking Study“(2012)で確認のこと。

(注4) 1980年代中頃からのコミュニティ銀行間の統合率に影響した他の要因は、FDIC(2012)[3]p2-2参照。

(注5) 人口白書。厚生労働白書、人協研資料。日本政策投資銀行(2014)「人口減少問題研究会最終報告書」[4]、国土審議会政策部会長期展望委員会(2011)「「国土の長期的展望」中間とりまとめ」[5]等々。

(注6) IMF-World Economic Outlook Databases(2020.10)

(注7) 中里幸聖(2020)[6]参照。

(注8) Bird Anat, “Supercommunity banking strategies”(1997)[7]参照。

参考文献

[1] John M. Anderlik, Richard D. Cofe “Long-Term Trends in Rural Depopulation and Their Implications for Community Banks” (FDIC Quarterly 2014, Volume 8, Number 2.)

[2] John Anderlik and Jeffrey Walser, “Rural Depopulation: What Does It Mean for the Future Economic Health of Rural Areas and the Community Banks That Support Them?” FDIC Banking Review 16.3 (2004),

[3] FDIC “FDIC Community Banking Study“(2012)[邦訳「米国コミュニティ銀行の研究」(農中総研刊(2019))]

[4] 日本政策投資銀行(2014)「人口減少問題研究会最終報告書」

[5] 国土審議会政策部会 長期展望委員会(2011)「「国土の長期的展望」中間とりまとめ」

[6] 中里幸聖「地銀のアグリビジネスへの取組み」(大和総研リサーチレポート、2020.3.19)

[7] Bird Anat, “Supercommunity banking strategies”(1997)

[邦訳「金融リテール戦略：米国スーパーコミュニティ銀行に学ぶ」(東洋経済新報社(1999))]

資産形成・運用をめぐる 2020 年の動向

新谷 弘人

20 年の運用環境

2020 年はコロナ禍に明け暮れた年であった。特に 3 月にかけて景気の先行き見通しが悲観的になったことに加え、極度の不安感の高まりもあり、債券・株式・不動産投資信託 (REIT) など多くの資産価格が急落、一時的に資産分散効果が効かない局面もみられた (コロナショック)。一方、その後は大規模な財政政策とこれを支える異例な金融緩和が行われたこと、年後半にかけては米大統領選挙を無事通過し、ワクチン接種の開始など先行きへの期待も高まり、株式は大きく上昇した。債券については海外金利は低下したものの、国内は低金利継続で概ね横ばいだった。一方、REIT については、コロナ禍による社会環境の変化が懸念されオフィスや商業施設対象を中心に暴落からの戻りは鈍いものとなった (図表 1)。

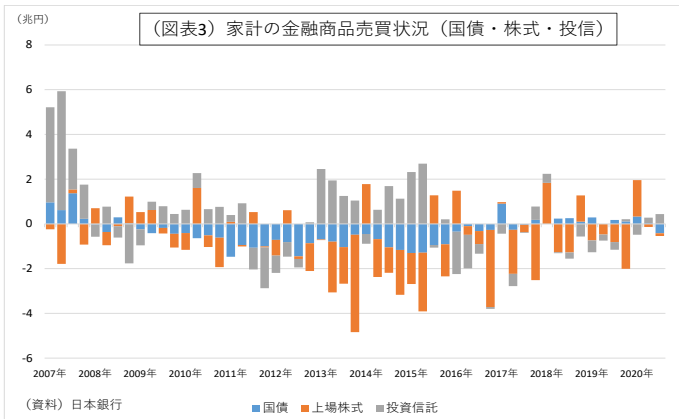
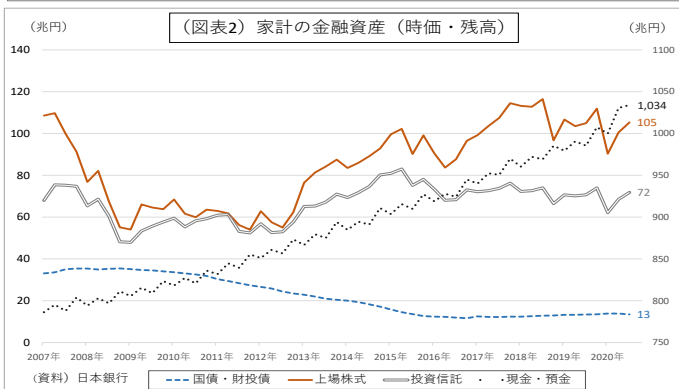
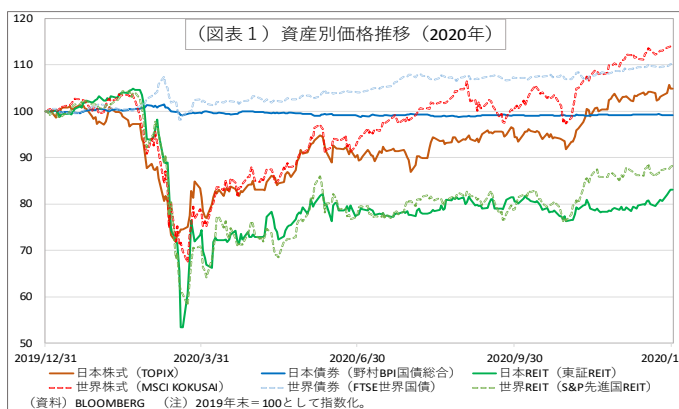
なお、19 年は内外 REIT が高収益率となっていたが、様変わりとなった。

資産形成・運用の現状

こうした環境下であったが、家計の資産形成・運用については顕著な動きはみられなかった。日本銀行が公表している資金循環統計 (20 年 9 月末速報) によれば、家計の保有する上場株式や投資信託の残高はそれぞれ 105 兆円、72 兆円となった (図表 2)。ちな

みに 19 年 12 月末はそれぞれ 112 兆円、74 兆円であり、ほぼ横ばいといえる。なお、売買額をみると、価格が急落した 1~3 月期に上場株式、その後の 4~9 月期にかけて投資信託を買う動きがいくらか目立つ程度である (図表 3)。

ちなみに、コンスタントに増加が続いている現金・預金については、コロナ禍で



の消費手控えや特別定額給付金の支給から 1,034 兆円となっており、個人金融資産 1,901 兆円の過半 (54%) を占め、資産形成・運用への動きが大きな流れとなっているとは言い難い。

NISA の現状

NISA は 14 年 1 月にスタートした個人投資家のための税制優遇制度 (年間 120 万円・5 年間、以下一般) であるが、18 年 1 月には、少額からの長期・積立・分散投資を支援するため、年間 40 万円・非課税期間 20 年・購入可能商品は金融庁が信託報酬等について定めた基準をみたく投資信託に限定する「つみたて NISA」が加わっている。

金融庁がまとめた 20 年 9 月末現在の利用状況は、口座数が一般 1,210 万口座、つみたて 275 万口座、買付額が一般 20.2 兆円、つみたて 5,613 億円となっている。年代別買付額をみると、一般が 50 歳代以上が 4 分の 3 を占めるのに対し、つみたては 20 歳～40 歳代が 3 分の 2 を占めており、比較的若い世代の資産形成を支援するという政策意図を反映したものになっている。また、つみたて NISA の対象投信・ETF は 193 本 (うちアクティブ運用 19 本)

と着実に増加している (20 年 12 月現在)。また平均信託報酬率についても海外を投資先とする商品を中心に低下傾向となっている。

つみたて NISA の口座数・買付額ともに制度発足以降順調に増加してきたが、20 年 1～3 月は過去最高となる前期比 31 万口座増となった (図表 4)。ネット証券口座の急増も報告されており、株価の急落による値ごろ感から資産購入に関心が高まった可能性がある。ただ、先に述べたように潜在的な購入可能額からみれば、本格的に若年層に資産形成の裾野が広がったといえる状況にはない。

なお、NISA 制度は 24 年に大幅に制度が刷新されることになっている (注 1)。

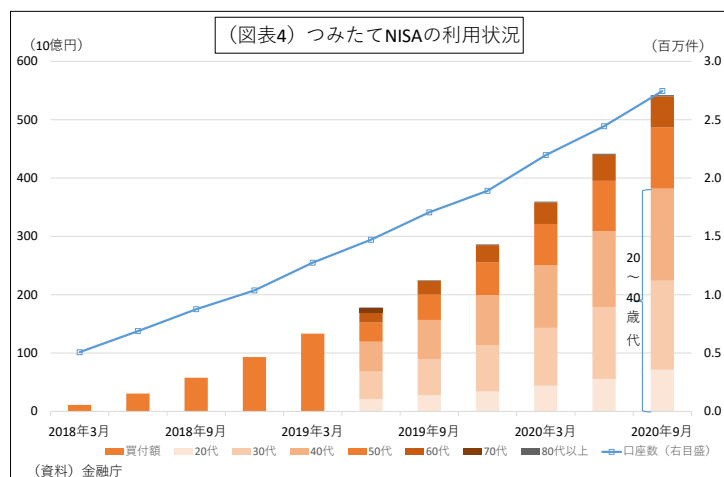
(注 1) 詳細は、新谷弘人「資産形成・運用をめぐる最近の動向」(『金融市場』20 年 1 月号) 参照

20 年の投信の動き

ここで、20 年のおもに公募株式投資信託の動きを振り返ってみよう。20 年末の公募株式投信の純資産額は 125 兆円となり、前年末比 15.3 兆円の増加となった。このうち設定から解約・償還を差し引いた資金流入は 8.9 兆円の流入 (設定) 超である (図表 5)。

運用対象別では、国内株式型への流入が 5 兆円を超え突出している。一方 18 年、19 年と流入額が 1 兆円を超えて、個人向けの商品の定番となっていた内外資産複合型 (バランス型) は 6,120 億円の流入にとどまり、一服感がみられる。

なお、ETF への資金流入が 7.0 兆円あり、公募株式投信へ



の資金流入の8割弱を占めている。また、インデックス型への資金流入も 8.1 兆円に上っているが、これは日本銀行の金融政策（バランスシート上は年間で ETF 純増額 7.0 兆円）によるものとみられ、先に述べた国内株式型への大量流入とあわせ、個人の資産運用の動きとは関係のない要因とみられることには留意する必要がある。

(図表 5) 契約型公募投資信託の資金流入状況

2020年12月末 (単位：10億円)				
		純資産総額	資金流入 (年間)	ファンド本数
国内	株式	61,341	5,036	1,021
海外	株式	11,694	1,832	851
内外	株式	14,369	1,655	513
内外	資産複合	11,782	612	1,030
国内	不動産投信	4,129	455	136
海外	不動産投信	3,004	163	194
海外	その他資産	481	95	134
内外	その他資産	569	74	69
国内	その他資産	66	17	2
国内	資産複合	1,089	10	70
国内	債券	3,000	▲ 4	178
内外	債券	3,446	▲ 34	300
内外	不動産投信	919	▲ 45	81
海外	資産複合	1,156	▲ 57	181
海外	債券	8,115	▲ 936	1,055
株式投信合計		125,162	8,874	5,815

(うち)

ETF		54,808	6,971	192
毎月決算型		19,840	▲ 370	1,231
インデックス	日経225	19,477	251	83
	TOPIX	32,096	5,391	86
	その他	16,164	2,422	841
		67,737	8,065	1,010
特殊型	ブル・ヘア型	304	30	55
	条件付運用型	397	71	29
	ロング・ショート型	780	50	84
	その他型	49	▲ 9	16
		1,529	142	184

(資料) 投資信託協会

個別の投信での目立つ動き

20 年を通じて目立った動きのあった投信について、いくつか述べてみたい。20 年は特に 3 月にかけてのコロナショック(多くの資産価格の同時下落)があり、様々な影響がみられた。

まず、損失限定型の繰上償還である。リ

スク許容度の低い顧客に勧めやすい商品として一定の人気があったが、3 月の急落で強制償還となる基準への抵触が一部発生した。設定当初の設計どおり損失は限定されていたとはいえるもののいわゆる元本割れでの運用終了となっている。

またシリーズ合計で 3,000 億円を超えるヒットとなった元本確保型投信も基準価額が一時急落、現在も設定タイミングによっては 10,000 円以下となっているものもある(2/19 現在)。ただ、こちらは約 10 年間の運用で元本確保をめざす単位型投信であり、そもそもコロナショック程度の下落は設計段階で十分織り込んでみるとみられ、現段階で評価を行うのは時期尚早といえるだろう。

レバレッジ付きバランス型投信

次に 20 年に注目を集めた投信の動向について触れてみたい。分類上は内外/資産複合となる株式・債券・REIT に分散投資を行うバランス型ファンドながら、先物取引を活用することによりレバレッジをかけ受入資金の数倍(3 倍等)の投資を行うことが特徴だ。3 月には基準価額が 3 割超の下落となり話題になった商品もある。資産配分比率については固定としているものと、運用担当者の裁量で市場動向に応じて変動させるものがある。前者についてはその後の内外株式を中心とした市場の回復をとらえたことから急落前の水準を現在では回復しているものもある。一方、後者にはコロナ禍により株式に強気になれなかった運用担当者の商品で、3 月の急落時に株式への配分比率を下げ市場回復後も比率の引き上げが遅れたものについて、基準価額の伸びが限定的になっているものもみられる。

テーマ型アクティブ投信

このほかでは、テーマ型の大型アクティブ投信の新規設定も目立った。ESG（環境・社会・ガバナンス）への取り組みなどで高く評価される内外企業の株式に投資するもの、DX（デジタル・トランスフォーメーション）で成長が期待できる内外企業の株式に投資するものについては、現在純資産総額が5,000億～1兆円を超えるヒット商品となっている。

日銀ETFの出口政策

日銀の保有するETFの残高は21年1月末現在36兆円に達しており、国内株式市場での存在感は無視できない状況となっている。3月の金融政策決定会合で行われる点検により、買入れについては柔軟化（実質的には減額）が行われるとの見方が専らだ。

最近の話題として、証券アナリストジャーナル（20年11月号）への日銀OB 榎田誠希氏の寄稿を紹介する。同氏はこのなかで、日銀ETF購入の出口政策として、直接個人（一般の国民）に保有してもらうのが、資産形成の出発点として適切であり、市場へのマイナス影響も最小限となる。またこうした対応への実務的準備、たとえば証券口座の保有と政策主体による口座情報の活用等をインフラ基盤整備の契機とすべき、としている。ちなみに一定の売却制限を付したうえで、一律に定額を給付することを想定している。実際の出口政策は黒田総裁退任後ではあろうが、注目に値する。

個人向け国債

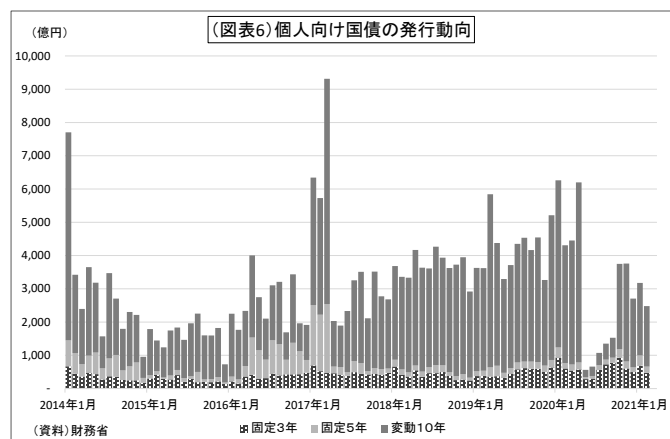
最後に個人向け国債の販売動向

について触れておく。安全性が高く0.05%の最低金利保証があることから、根強い人気が続いていたが、去年は販売額が一時激減した。財務省トップリテラー会議の資料によれば、要因としては証券会社を中心としたキャッシュバック・キャンペーンの中断に緊急事態宣言発出による営業自粛が重なったとのことである。直近はキャッシュバック・キャンペーンも復活しており、持ち直し気味である（図表6）。なお、財務省は20年10月発行分から、販売会社への手数料体系を見直し、従来の募集発行事務取扱手数料を再引き下げ、長期保有促進のため保有期間に比例する管理手数料を導入した。

おわりに

個人金融資産の過半が依然として現金・預金に滞留し、資産形成・運用への動きは鈍いままである。一方、超低金利環境は当面継続するとみられ、資産形成・運用の重要性は変わらない。

昨年のコロナショックにより多くの資産価格の同時下落が生じた一方、今般の日経平均3万円回復にみられるように市場の動向は想定しがたい。資産分散はもとより、時間分散の重要性をあらためて認識させたといえるだろう。



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3月号 第32巻 第3号・通巻364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