

金融市場

潮流

「愚者は経験に学び、賢者は歴史に学ぶ」… 1

情勢判断

国内経済金融

緊急事態宣言の解除後も燦る景気の先行き懸念

～日本銀行は緩和長期化への対応を強化～… 2

経済見通し

2020～22年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）

～2020年度：▲5.0%成長、21年度：3.7%成長、22年度：2.2%成長～…12

情勢判断

米国経済金融

雇用の戻りから景気回復ペースは加速しつつある

～3兆ドル規模のさらなる追加経済対策法案が今後の焦点に～…16

中国経済金融

コロナ禍の反動で1～2月期の経済指標が大幅上昇

～マクロ経済政策を急転換せず、回復は続く見通し～…24

分析レポート

コロナ危機からの景気回復で出遅れる欧州

～大規模な経済収縮に加え回復を緩慢にする様々な要因～…34

海外の話題

コロナ下の香港生活

～トレイルを通じた新たな発見～………38

2021.4

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

「愚者は経験に学び、賢者は歴史に学ぶ」

調査第二部部長 南武志

江戸時代は暗黒の時代だったという説がある。身分制度などの不自由さや18世紀以降の人口停滞などが主張の根拠のようだ。今年のNHK大河ドラマ「青天を衝け」では、主人公の渋沢栄一が御用金を無心する岡部藩の代官に激怒する様子が描かれたが、渋沢は理不尽なシステムの変革を目指し、討幕運動に一旦は加担している。一方で、1人当たりGDPは江戸時代中期以降、上昇率を高めており、18世紀にはアジアでは最も生産性の高い国となった。明治期の日本が殖産興業に成功し、欧米列強の植民地にされるのを回避できたのは、江戸時代に「地力」が養われていたことも一因であろう。

また、江戸時代は庶民の文化が花開いた時期でもある。2020年夏、筆者は東京オリンピック・パラリンピックの訪日観光客を目当てにしたと推察される、いくつかの浮世絵展に出掛けた。東京都美術館は「The UKIYO-E 2020 ― 日本三大浮世絵コレクション」と題し、太田記念美術館、日本浮世絵博物館、平木浮世絵財団などが所蔵する数多くの浮世絵から厳選された約450点を展示した。六本木ヒルズ・森アーツセンターギャラリーでも「おいしい浮世絵展 ～北斎 広重 国芳たちが描いた江戸の味わい～」という展覧会が開催され、江戸時代の食文化に焦点を当てた浮世絵などがテーマごとに紹介された。13年に「和食」はユネスコ無形文化遺産に登録されたが、その代表格の江戸前寿司は江戸の大衆文化が育んだものであり、元々は屋台で提供されたファストフードだったことが浮世絵からも見て取れる。

つい先日、長野県小布施町にある北斎館を再訪した。小布施は葛飾北斎が晩年を過ごした地で、その北斎館には祭屋台の天井絵（上町祭屋台の『怒涛図』、東町祭屋台の『鳳凰図』・『龍図』）などが展示されている。近くの岩松院という寺院には『八方睨み鳳凰図』という天井絵もある。「神奈川沖浪裏」（海外ではビッグウェーブと呼ばれる）や「凱風快晴（いわゆる赤富士）」などの富嶽三十六景で有名な北斎であるが、海外からの評価も極めて高い。19世紀のパリで起きたジャポニスムの中でモネやゴッホらは北斎や歌川広重らをリスペクトした作品を残している。

ちなみに、現在の新型コロナウイルスと同様、江戸時代も麻疹や天然痘（疱瘡）などの疫病に幾度となく襲われた。最近ではアマビエ（正式にはアマビコらしい）という妖怪の絵を見かけるが、病除けには赤いものがいいということで、当時は源為朝（鎮西八郎）、鐘馗（しょうき）などを赤一色で描いた絵がよく売れたようだ。

さて、表題は鉄血宰相の異名を持つビスマルクの言葉として有名である（正確には「愚者は自分の経験に学ぶと言う、私はむしろ他人の経験に学ぶのを好む」のようだが）。中学・高校で学ぶ歴史は暗記科目という色合いが強く、多くの人は敬遠しがちで、受験が終わるとほとんど忘れてしまう。しかし、歴史を学び、人類の歩みを知るということは、現代を正しく理解する、または直面している問題に対処する、さらには未来を見通す上で有益である。われわれの祖先が数え切れないほどの試行錯誤をしてきた結果として「今」があるのである。また、過ちを繰り返さないためにも、そしてアフター・コロナの時代を見通す上でも歴史から学ぶ価値は十分高いだろう。

緊急事態宣言の解除後も燃る景気の先行き懸念

～日本銀行は緩和長期化への対応を強化～

南 武志

要旨

3月21日を以て緊急事態宣言は全面解除されたが、新型コロナウイルス感染症の新規感染者数は既に底打ちした可能性もあるほか、感染力が高い変異株の割合が増えており、国・地方自治体では引き続き感染防止に向けた措置を継続していく方針である。10～12月期の成長率を押し上げたGoToトラベル・キャンペーンなど需要喚起策の再開は慎重に判断されるとみられており、一般国民のコロナ・ワクチンの接種が広がり、集団免疫を獲得するまでは本格的な景気回復は困難であろう。

金融市場では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一時0.175%まで上昇したが、コロナ禍が続く下ではイールドカーブ全体を低位安定させることを優先するとの方針を日本銀行が示したことから、上昇圧力は一服した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2021年				2022年
		3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		-0.014	-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 (%)	0.445	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65
	10年債 (%)	0.075	-0.05～0.20	-0.05～0.20	-0.05～0.20	-0.05～0.20
	5年債 (%)	-0.095	-0.18～0.00	-0.18～0.00	-0.18～0.00	-0.18～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	108.8	100～115	100～118	100～118	100～118
	対ユーロ (円/ユーロ)	129.5	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)		28,995	30,000±3,000	30,500±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3月23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。

緊急事態宣言は3月21日に全面解除されたが、リバウンドへの警戒は根強い

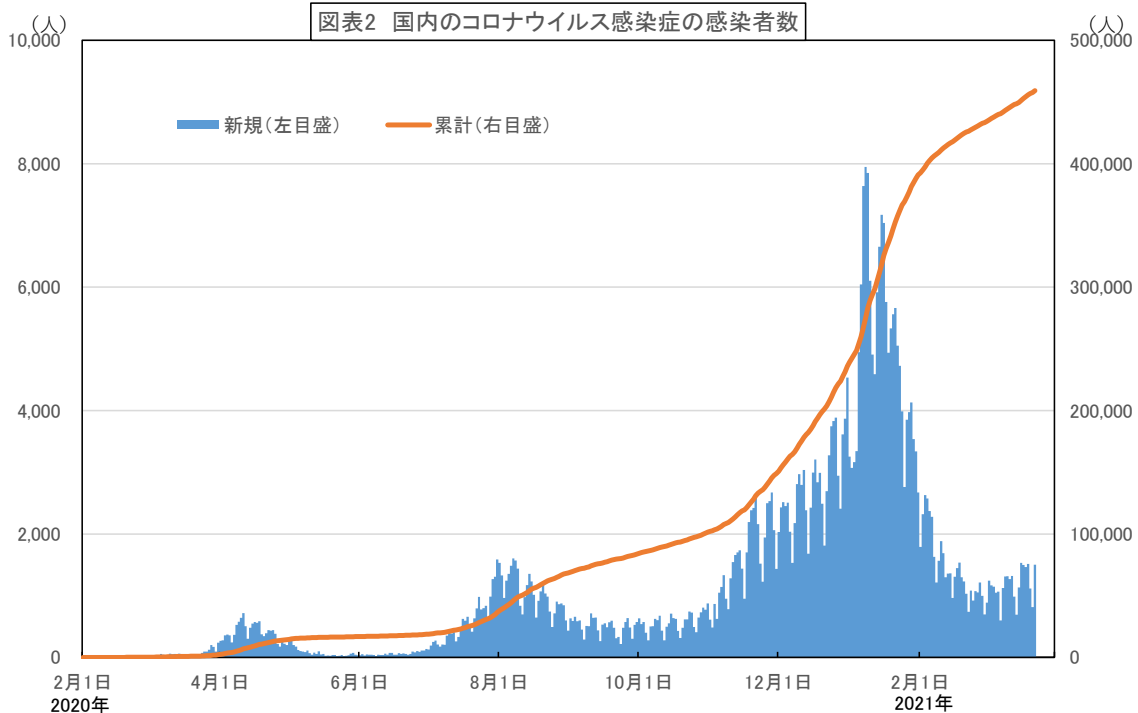
首都圏4都県に対して1月7日に発出されていた緊急事態宣言(実施は8日から)は、新規感染者数などが大きく下がり、医療逼迫も緩和したことから3月21日を以て解除された。とはいえ、感染力が高いとされる変異株による感染割合が高まりつつある中で、新規感染者数は既に底打ちの様相を示すなど、解除に伴うリバウンドを警戒する声は根強い。

一方、政府は同宣言の解除とともに、①飲食の感染防止、②変異株への対応、③無症状者へのモニタリング検査拡充、④ワクチン接種、⑤次の感染拡大に備えた医療体制の強化、といった「感染の再拡大を防ぐための5本の柱」からなる総合的な対策」を決定、リバウンド防止に向けて対応していく構えを見せてい

る。加えて、新型インフル等対策特措法の改正で新設された「まん延防止等重点措置（まん防）」を適切に適用することで、感染第4波を未然に防ぐ方針である。

こうした中、今夏に開催を予定している東京五輪・パラリンピックについて、大会組織委員会は「安全で安心な大会を実現するため」海外からの観客を受け入れないことを決定した。会場の観客上限、検査体制などについては4月に方向性を決める方針であるが、状況の変化に柔軟に対応としている。

また、ワクチン接種に関しては、政府は4月最終週に全市町村に対して最低1,000回分のワクチンを届け、高齢者へ優先的に接種していく方針である。5月の大型連休明けからワクチン供給を本格化していく予定であるが、発送元となるEUによる輸出承認などに支障が生じれば、今夏以降を予定している一般の国民への接種は後ズレすることになる。



(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)。

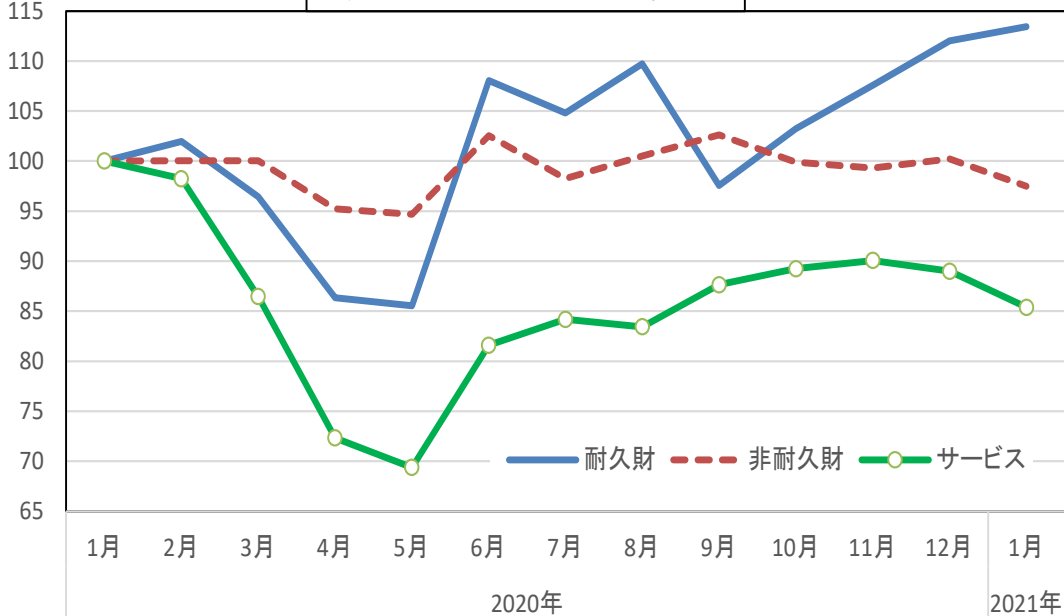
中国向け輸出を牽引 役に景気持ち直しを 継続

以下、足元の経済情勢について簡単にみていきたい。外需については、中国経済の堅調さに牽引される格好で輸出は概ね増加傾向を続けている。2月の実質輸出指数は前月比▲5.6%と、旧正月のズレ、米国南部を襲った記録的寒波、欧州主要国での都市封鎖などの影響から、2ヶ月ぶりの低下となった。ただし、1、2月平均と10～12月平均を比較すると0.9%上回っており、

1～3月期を通して3四半期連続の前期比プラスとなる可能性は高いと思われる。ただし、地域別にみると（1、2月平均と10～12月平均との比較）、米国向けは▲6.4%、EU向けは▲1.4%といずれも低下している半面、中国向けは6.2%、NIEs・ASEAN等向けは6.6%と底堅い動きを続けている。

(20年1月=100)

図表3 財・サービス別の消費動向



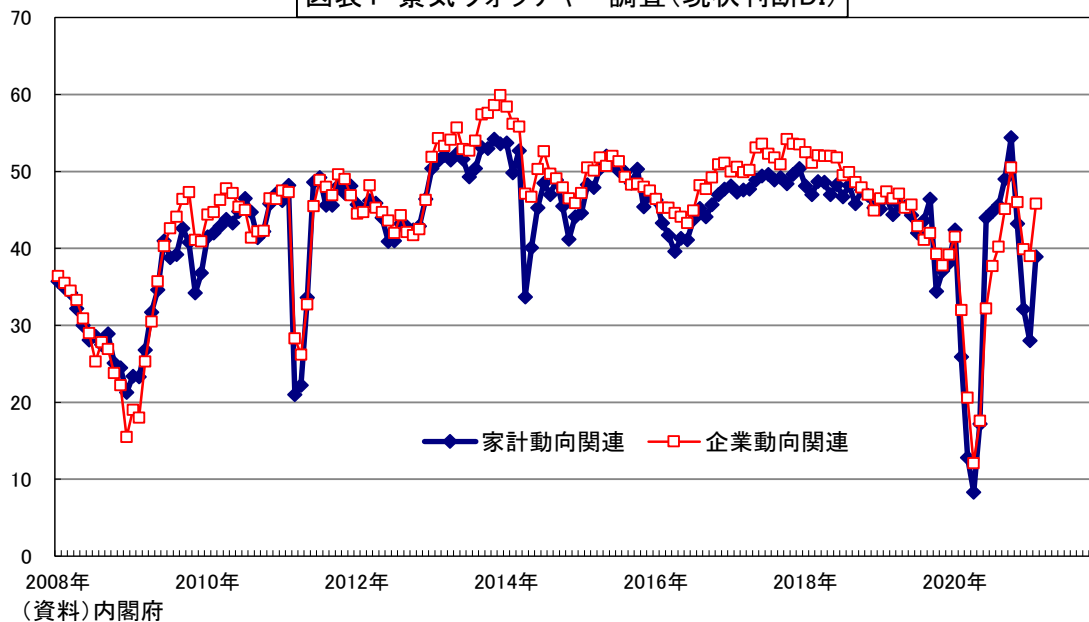
(資料)日本銀行「消費活動指数」

消費は鈍いが、マインドは改善方向

一方、消費動向は新型コロナの感染拡大によって緊急事態宣言が再発出されたこともあり、鈍い動きとなっている。GDP 統計の民間消費に近い消費総合指数（内閣府）の1月分は前月比▲3.0%と3ヶ月連続の低下、水準としても前回の緊急事態宣言（20年4～5月）解除以降で最低となった。なお、日銀の消費活動指数によれば、消費全般が悪いわけではないことも見て取れる。巣ごもり需要で耐久消費財は底堅く推移する半面、消費全体の過半を占めるサービスが落ち込んでいる。

しかし、2月には新規感染者数が大きく減少し、かつ医療従事者へのワクチン接種も開始されたことで、景気動向に対する見方が好転していることも確認できた。2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41.3と4ヶ月ぶりの上昇で、構成する「家計動向関連」、「企業動向関連」、「雇用動向関連」はいずれも上昇。先行き判断DIも同じく+11.4ポイントと3ヶ月連続で改善している。

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 の本格回復は21年 度下期以降

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11.7%と、民間在庫変動の下方修正を主因に、1次QE時(同12.7%)から下方修正された。しかし、2四半期連続の二桁成長、かつ主要国の中で最も高い成長率であったことは変わらずであった。

これを受けて、当総研では経済見通しを改訂したが、景気・物価シナリオ(ワクチン接種が進み、集団免疫を獲得すると目される21年度下期までは本格的な回復は厳しい等)や成長率(20年度：▲5.0%、21年度：3.7%、22年度：2.2%)など主要項目の見通しは据え置いた。ワクチン接種が進み、集団免疫を獲得できれば、経済活動が正常化していくと期待されるが、国内では一般国民への接種は今夏以降とされ、まだ楽観できる状況にはない。集団免疫の獲得まで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(詳細は後掲レポート「2020～22年度改訂経済見通し」を参照)。

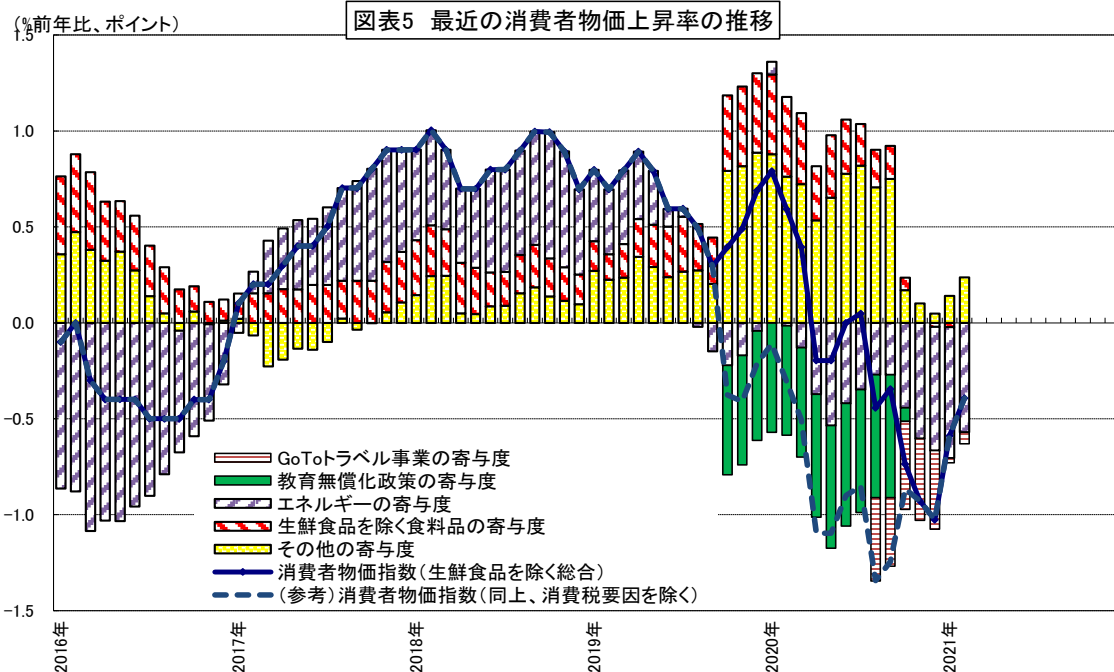
なお、このところ車載半導体の品薄によって、内外の自動車生産にも影響が出ていたが、半導体大手ルネサスエレクトロニクス的那珂工場の火災により、そうした減産に拍車がかかるとの懸念が高まっている。同社では1ヶ月以内の生産再開を目指しているが、半導体製造装置自体も需給が逼迫しているほか、半導体の生産ラインもフル稼働状態で遊休設備による代替

物価動向：しばらくマイルドな下落継続

生産も厳しく、影響が長期化するとの見方も多い。自動車製造業の生産波及効果は大きいため、景気全体への影響が懸念されている。

こうした中、物価動向も軟調な動きが継続している。2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▲0.4%と7ヶ月連続での下落であったが、下落幅は2ヶ月連続で縮小した。原油高や円安気味の為替レートにより、足元でガソリン価格が値上がりしており、エネルギーの前年比下落幅が小さくなってきたことが背景にある。

今後、原油高は電気・ガス代などに波及していき、21年度入り後にはエネルギーは物価押し上げ要因に転じるとみられる。一方、携帯電話通話料の引下げが物価指数に反映される可能性があるほか、GoToトラベル事業が再開されれば物価押し下げ効果が強まる場面もあるだろう。そもそも、家計所得環境は厳しく、値上げが浸透するのは困難であり、マイルドながらも物価下落はしばらく続くだろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

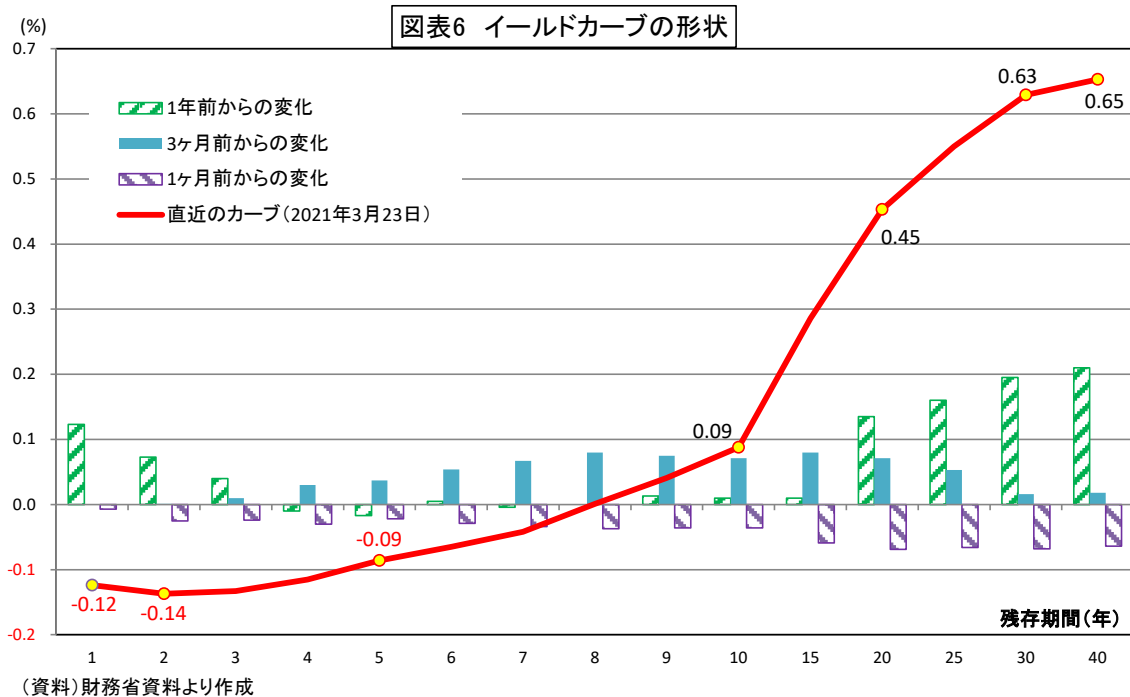
金融政策：緩和長期化に向けた措置を導入

3月18～19日に開催された金融政策決定会合では、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検がなされた。現状の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」については想定されたメカニズムに沿って効果を発揮していると評価しつつも、安定的な2%の物価上昇にはなお時間がかかるとして、

今後も持続的な緩和を継続し、状況次第では、躊躇なく、機動的かつ効果的に対応していくことが重要と判断している。

そうした観点から、以下のような政策対応が決定された。第一に、金融仲介機能に配慮しつつ、機動的に長短金利の引下げを行うため、短期政策金利に連動する「貸出促進付利制度」を創設した。第二に、長期金利の変動幅は「±0.25%程度」であることを明確化すると同時に、過度の金利上振れに対しては連続指値オペを導入することとした。第三に、ETF、J-REIT 買入れについては、市場が大きく不安定化した場合に、大規模な買入れを行うことが効果的であることを確認、コロナ対策としての臨時措置として決定したそれぞれ約 12 兆円および約 1,800 億円の年間増加ペースの上限を、コロナ収束後も継続することとし、必要に応じて、弾力的に買入れを行うこととした。さらに、ETF については、個別銘柄に偏った影響ができるだけ生じないよう、今後、指数の構成銘柄が最も多い TOPIX 連動型のみを買い入れることとした。加えて、金融政策運営にあたり、金融システムの動向に一層目配りするため、年 4 回の展望レポートを決定する金融政策決定会合において、金融機構局から報告を受けることとした。

ちなみに、現行政策の柱である「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みは維持が決定されている。



**今回の措置による
経済・物価や金融
市場への影響は小
さい**

「点検」を受けた政策対応に対する評価としては、万一の際にマイナス金利の深掘り（現状▲0.1%である短期政策金利の引下げ）という事態に陥った際の副作用の軽減といった措置を講じてはいるものの、基本的には従来の緩和策を長期間継続するためのものと考えられる。展望レポート（1月）において、日銀は22年度の消費者物価を前年比0.7%（中央値）とするなど、2%の達成が見通せる状況にないことを示している。米国でも採用した「埋め合わせ戦略（平均インフレ目標）」に類似するオーバーシュート型コミットメントを踏まえれば、現状程度の超緩和策を最低でも2年以上は続けざるを得ないことは自明である。

なお、黒田総裁は±0.25%程度とした長期金利の変動許容幅について、決して変動幅を拡大したわけではないとする一方、一定程度的変動は緩和効果を損なわずに市場機能にはプラスに作用するとしている。ETF買入れについても、買入れを減らす、もしくは出口に向かう正常化の一步ではなく、必要に応じて十分なETF買入れを行えるように持続性と機動性を強化したものと説明している。

実際、今回の措置によって緩和効果がより浸透し、経済・物価が事前の想定を上振れて推移する可能性は小さいほか、金融市場への影響も限定的と思われる。

**金融市場：現状・
見通し・注目点**

21年入り後も内外の金融市場では基本的にリスクオンの流れが続いている。一方で、米国で成立した大規模な財政政策によるインフレ観測から米国長期金利が上昇しており、内外の金融市場への影響が続いている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

**長期金利は一時5
年ぶりの水準へ上
昇した後、沈静化**

新型コロナ対策に伴う国債増発（当初予算比で新規発行分・財投債の合計で約100兆円）を控え、20年半ばにかけて超長期ゾーンに上昇圧力がかかる場面もあったが、コロナ禍への対応として日銀も含めた主要中銀は異例の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、金利上昇圧力は間もなく沈静化した。その結果、20年後半にかけて長期金利（新発10年物国債利回り）は落ち着いた動きを続けたが、21年に入り、米国のコロナ・ワクチン接種開始や相次ぐ追加財政政策などに

長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

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したことに追随する格好で、国内の長期金利も上昇し始めた。加えて、日銀が3月会合で結果を示すとしている「点検」によって長期金利の変動許容幅を拡大するとの思惑が高まり、長期金利は一時0.175%と、約5年ぶりの水準まで上昇する場面もあった。

前掲した日銀の「点検」について、一部で浮上していた長期金利の変動許容幅の拡大については、「 $\pm 0.25\%$ 」に明確化されたに過ぎず、コロナ禍が続く下ではイールドカーブ全体を低位安定させることを優先するとの方針が示され、会合終了後は上昇圧力が一服した。

日銀の方針により、基本的に10年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍($0\% \pm 0.25\%$)で推移するように操作され、当面は現状程度の小幅プラス圏での推移が続くだろう。過度の金利上昇に対しては買入れ強化などで対応するとみられる。ただし、日銀のコントロールが及びにくい超長期ゾーンについては、景気持ち直しの機運が強まれば上昇圧力が高まる場面もあるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

30年来の高値水準だが、目先はスピード調整

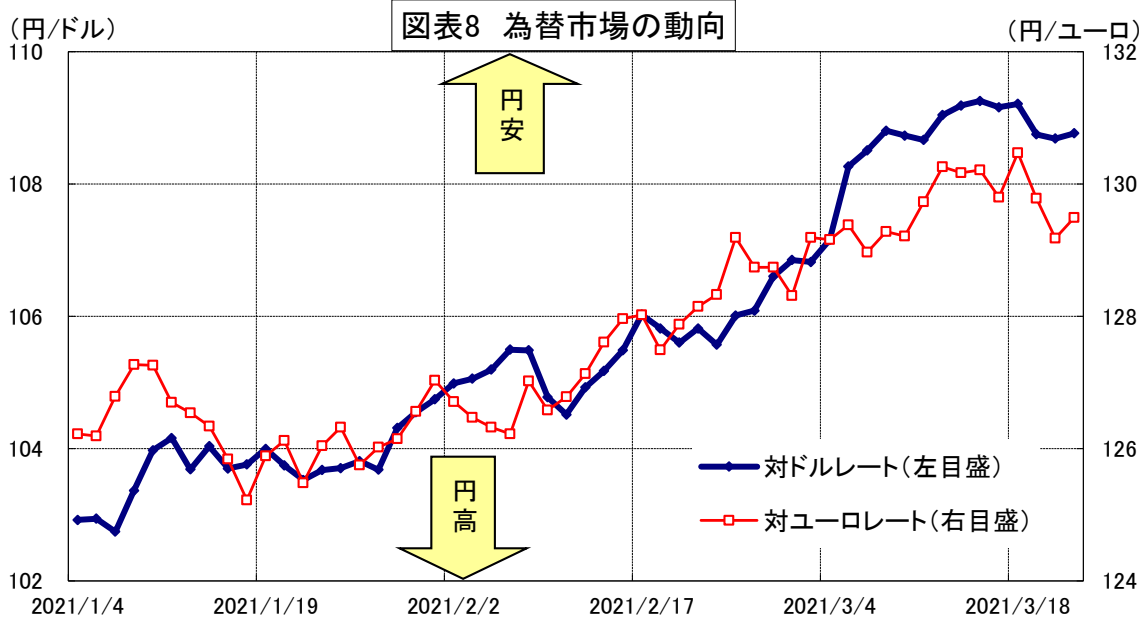
② 株式市場

米大統領選前後からの米国株高につられて国内株も上昇傾向を強め、12月末には日経平均株価は27,000円を回復、2月中旬には30年6ヶ月ぶりに30,000円の大台を回復した。ただ

し、米国で1.9兆ドル規模の経済対策が成立したことで長期金利が上昇したことへの警戒やスピード調整的な動きが重なり、この1ヶ月ほどは30,000円前後でのみ合いが続いている。

こうした中、日銀はETF買入れ方針について、今後は指数の構成銘柄が最も多いTOPIX連動型のみを買い入れることを発表した。それを受けて、グロース株が売られ、割安なバリュー株が買われる動きも散見された。

現状7兆円前後の年間増加ペースとなっているETF買入れについて、日銀は株式市場が大きく不安定化した場合には大規模な買入れを行うことが効果的との見解を示しており、下落局面では実際に買い支える可能性が示されたといえるだろう。一方で、相場が堅調な場面では買入れがやや鈍化することもありうるが、そのこと自体は相場への影響はほとんどないとみられる。目先は米国の長期金利動向に左右される場面も想定され、スピード調整が続くと思われるが、大規模な過剰流動性の存在は株価を下支えするだろう。また、中国などアジアに加え、欧米諸国でも景気持ち直し傾向が強まれば、株価は再び上昇傾向を強めるものと思われる。



③ 外国為替市場

**ドル円レートは一
時 1 ドル = 109 円
台**

20 年末にかけてドル円レートは緩やかな円高ドル安が進行したが、1 月の緊急事態宣言の再発出によって一時 1 ドル = 102 円台半ばまで円高が一段と進んだ。しかし、その後は米国で大

**1 ユーロ = 130 円前
後まで円安ユーロ
高が進行**

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円安ドル高の展開となっている。3 月中旬には 9 ヶ月ぶりの 109 円台となった。

米長期金利上昇の背景には、1.9 兆ドル規模の追加財政政策がインフレ圧力を高めるとの警戒があるが、政策当局では労働市場は発表されている統計ほど改善が進んでいないと評価するなど、インフレ昂進の可能性は薄いとしているほか、インフレをコントロールするための手立ても十分あるとしている。

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。

また、対ユーロレートも、21 年入り後、緩やかに円安ユーロ高が進んだ。米長期金利に追随する格好で独長期金利も上昇（マイナス幅の縮小）したほか、特殊要因によるとはいえ物価下落に歯止めがかかったことなどが背景にあるとみられる。3 月中旬には一時 1 ユーロ = 130 円と 2 年 4 ヶ月ぶりの水準となった。

しかし、ユーロ高による経済・物価への悪影響も懸念されていることから、欧州中央銀行は 3 月理事会でパンデミック緊急購入プログラム（PEPP、1 兆 8,500 億ユーロ）による債券の買入れペースを 4～6 月期に加速することを決定した。そのため、一旦はユーロ高が修正される可能性もあるだろう。

(21. 3. 24 現在)



農林中金総合研究所

2020～22年度改訂経済見通し (2次QE後の改訂)

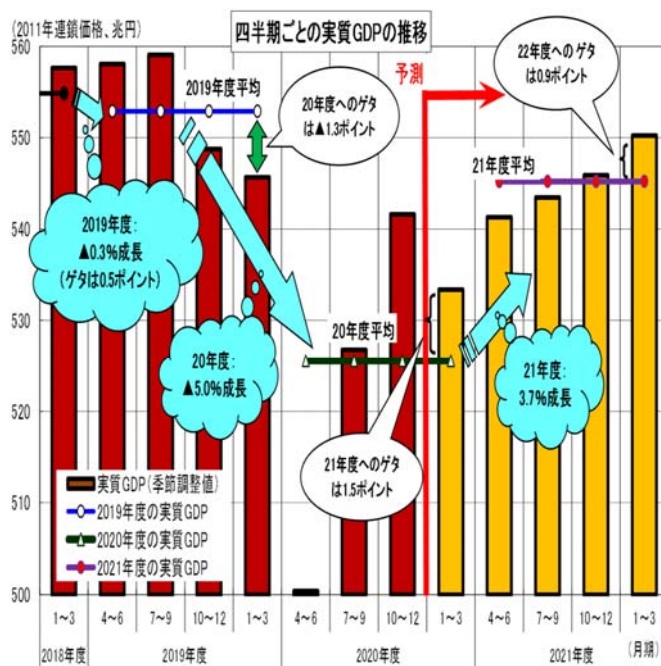
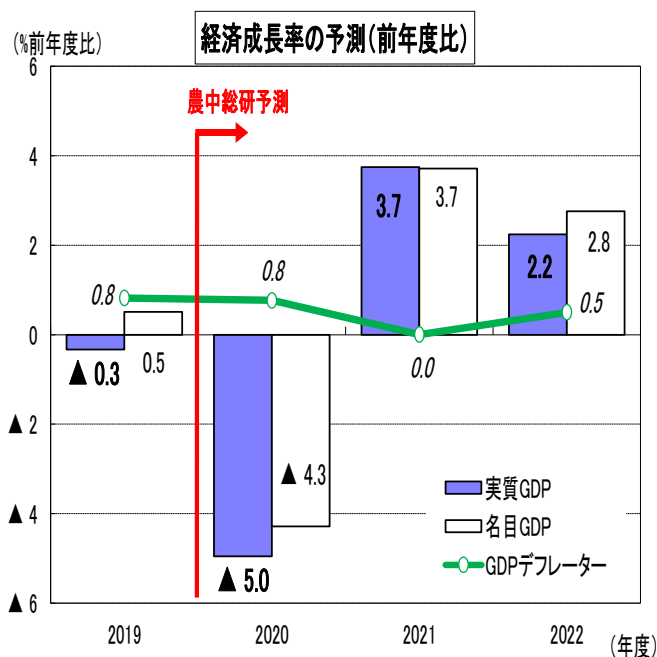
～2020年度：▲5.0%成長、21年度：3.7%成長、22年度：2.2%成長～

(いずれも2月時点の見通しから据え置き)

2021年3月9日

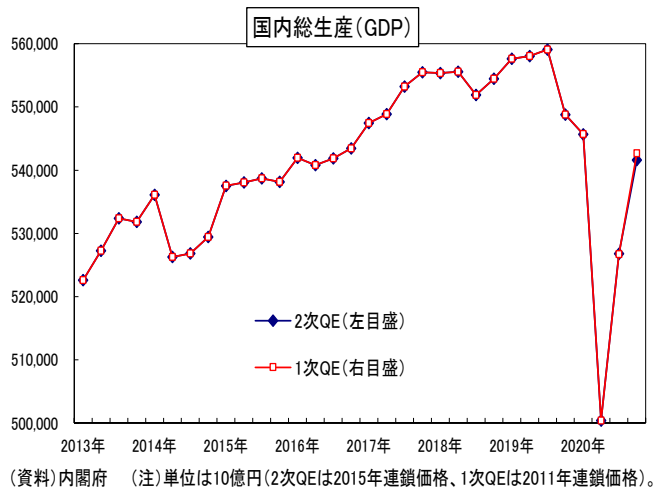
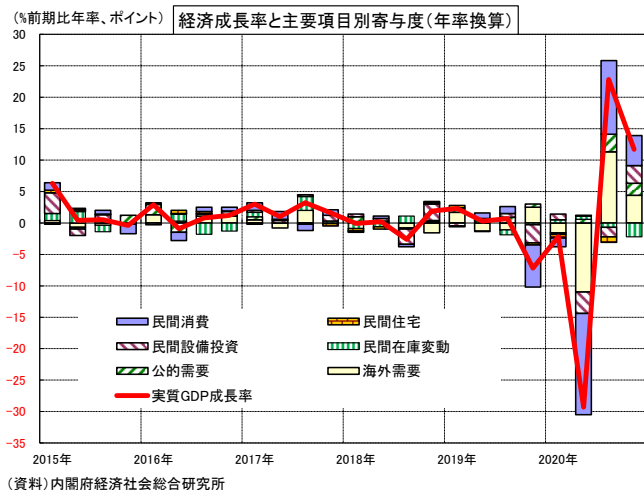
お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所
03-6362-7758(調査第二部 南)

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



1 GDP第2次速報(2次QE)の内容

- 2020年10～12月期のGDPは下方修正(2四半期連続のプラス成長は変わらず)
 - 10～12月期の法人企業統計季報などが反映された2次QEで、実質GDP成長率は前期比年率11.7%(1次QE: 同12.7%)へ下方修正
 - 民間在庫変動の下方修正が成長率押し下げの主因
 - 民間企業設備投資は前期比4.3%(1次QE: 4.5%)と小幅の下方修正だったが、民間在庫変動は大きく下方修正され、前期比成長率(2.8%)に対する寄与度は▲0.6ポイント(1次QE: ▲0.4ポイント)へ
 - 一方、公共投資は前期比1.5%(1次QE: 同1.3%)へ上方修正
 - 名目GDPも前期比年率9.6%(1次QE: 同10.5%)へ下方修正されたが、GDPデフレーターは前年比0.3%(1次QE: 同0.2%)へ上方修正

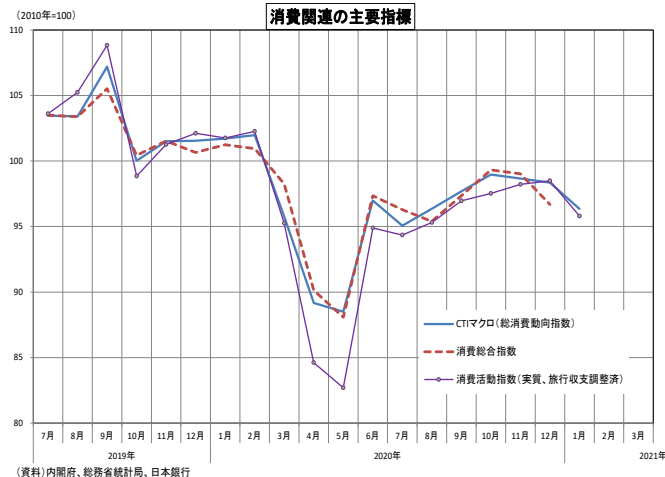
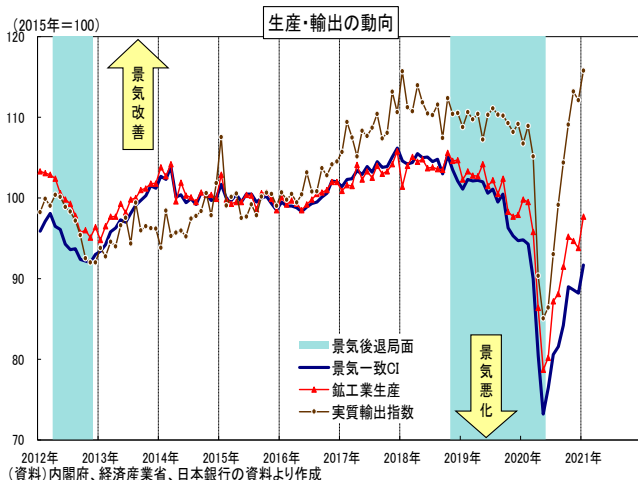


農林中金総合研究所

3

2 前回見通し発表後の経済指標の動き

- 国内景気は一進一退、中国向け輸出は好調だが、サービス消費は低調
 - 1月の景気動向指数のCI一致指数は3ヶ月ぶりの上昇、一致指数に基づく基調判断は「上方への局面変化」へ上方修正され、景気の底入れが確認
 - 中国向けの輸出が牽引する格好で、製造業の生産活動は底堅く推移
 - ただし、半導体の品薄などにより、これまで順調に持ち直してきた自動車工業で頭打ち感強まる
 - 一方、新型コロナウイルス感染症の感染再拡大の影響で、サービス業の業況が再び悪化
 - 20年8月以降、消費者物価(生鮮食品を除く)は前年比下落が継続
 - 1月全国は前年比▲0.6%、2月東京都都区は同▲0.3%と、GoToトラベル・キャンペーンの一時停止やエネルギーの値上がりの影響から、下落率は縮小傾向

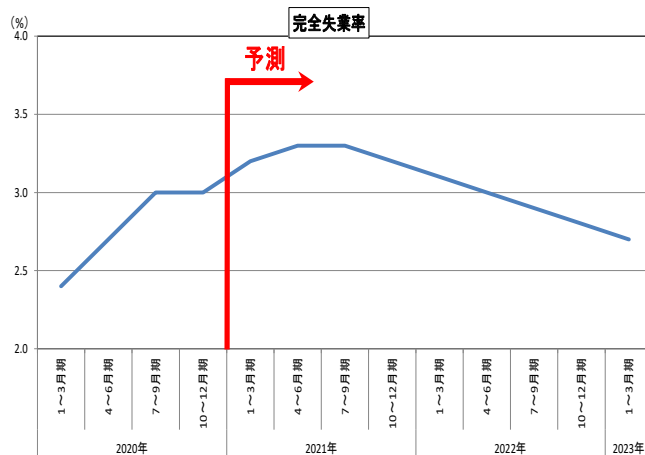
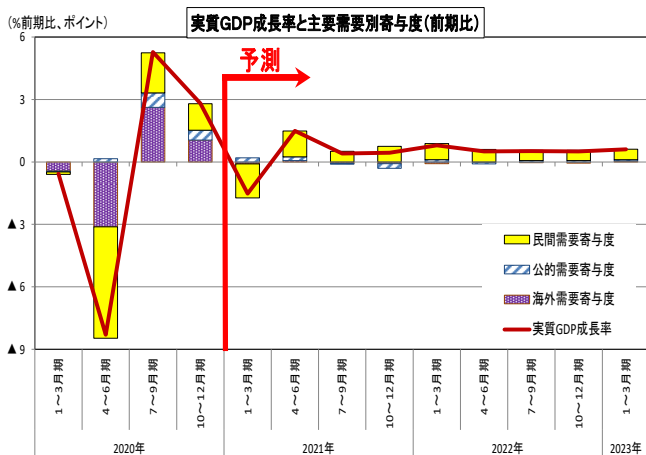


農林中金総合研究所

4

3 日本経済・物価の見通し

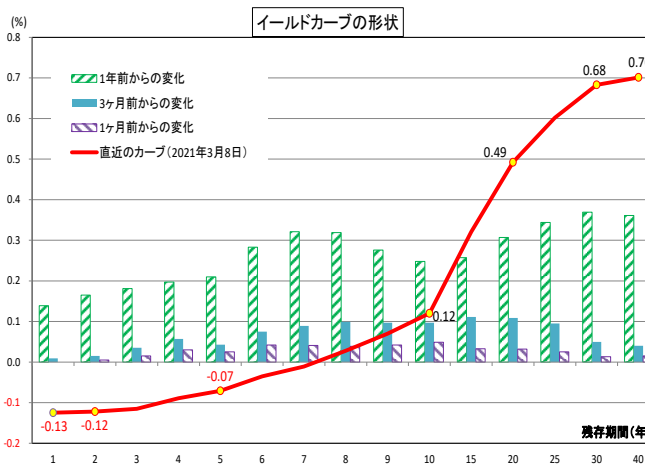
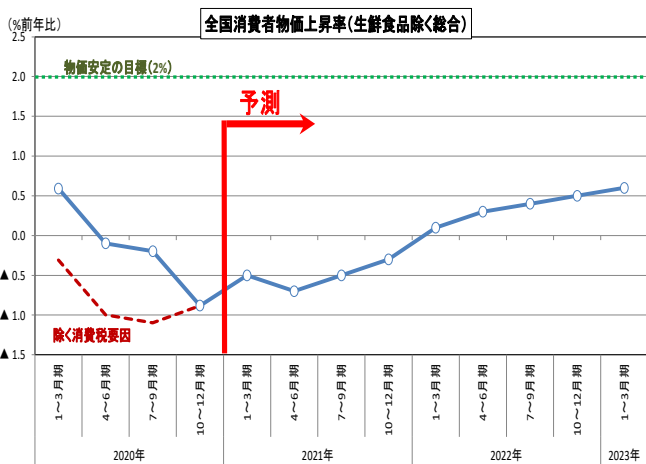
- 経済見通し ～2020年度は▲5.0%成長、21年度は3.7%成長、22年度は2.2%(いずれも前回から据置き)と予測～
 - － 足元1～3月期は、年初にかけて新型コロナの感染拡大が爆発的となり、消費者の自粛ムードが広がったほか、GoToキャンペーン事業の一時停止が続いたこともあり、3四半期ぶりのマイナス成長と予想する(前期比年率で▲6.0%成長)
 - － 国内でもコロナ・ワクチンの接種を開始したが、一般人への接種が浸透し、集団免疫を獲得するのは21年末あたりと想定されており、それまでは新たな感染の波が襲来するリスクもある
 - － 国内景気は基調としては持ち直していくものの、一進一退の展開をしばらく続けると見込まれる
 - － また、コロナ禍からの立ち直りが遅れている業種では、資本設備や雇用人員の過剰感が意識され、リストラ圧力が高まる懸念もある



農林中金総合研究所

5

- 物価見通し ～2020年度:前年度比▲0.4%(消費税要因を除くと同▲0.8%)、21年度:同▲0.4%、22年度:同0.5%と予測～
 - － 厳しい家計の所得環境や崩れた需給バランスなどから物価下落は当面続くが、エネルギーの値上がりや高等教育無償化政策の一巡によって下落幅は徐々に縮小へ
- 金融政策、長期金利 ～金融緩和の「点検」を巡って長期金利がボラタイルな動き～
 - － コロナ禍に対して日銀はこれまでも手厚い措置を講じてきたが、収束への道筋が見えるまではコロナ対応を継続していくとみられる
 - － 3月の金融政策決定会合で公表予定とされる「点検」は、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みに変更はないとされているが、直近は「点検」の内容を巡る思惑から長期金利がややボラタイルな動きとなっている



農林中金総合研究所

6

予測表(年度、半期)

	単位	2019年度 (実績)	2020年度 (予測)	2021年度 (予測)	2022年度 (予測)
名目GDP	%	0.5	▲ 4.3	3.7	2.8
実質GDP	%	▲ 0.3	▲ 5.0	3.7	2.2
民間需要	%	▲ 0.8	▲ 6.8	2.8	3.4
民間最終消費支出	%	▲ 1.0	▲ 6.4	3.7	3.1
民間住宅	%	2.5	▲ 7.6	▲ 1.2	1.7
民間企業設備	%	▲ 0.6	▲ 7.0	0.6	4.1
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	0.1
公的需要	%	2.0	4.0	2.3	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	2.0	3.8	2.4	▲ 0.4
公的固定資本形成	%	1.5	4.5	1.8	1.2
輸出	%	▲ 2.6	▲ 11.8	13.4	8.2
輸入	%	▲ 1.3	▲ 7.0	6.6	9.4
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	▲ 4.1	2.8	2.5
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	▲ 5.1	2.1	2.5
公的需要寄与度	ポイント	0.5	1.0	0.6	▲ 0.0
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.2	▲ 0.9	1.1	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.8	0.8	0.0	0.5
国内企業物価 (前年比)	%	0.1	▲ 1.6	0.1	1.5
全国消費者物価 (") (消費税要因を除く)	%	0.6 (0.2)	▲ 0.4 (▲ 0.8)	▲ 0.4	0.5
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)	%	(0.5)	(▲ 0.4)		
完全失業率	%	2.3	3.0	3.2	2.9
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 3.6	▲ 9.9	7.0	4.3
経常収支	兆円	20.1	16.3	16.9	18.0
名目GDP比率	%	3.6	3.1	3.0	3.2
為替レート	円/ドル	108.7	105.8	107.1	110.0
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.10	0.02	0.08	0.12
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.9	42.6	60.0	60.0

(資料) 内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合、断り書きのない場合、前年度比。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(前期比)		単位	2019年度 通期	2020年度			2021年度			2022年度 通期
				通期	上期	下期	通期	上期	下期	
実質GDP	%		▲ 0.3	▲ 5.0	▲ 6.1	7.4	3.7	0.9	1.2	2.2
民間需要	%		▲ 0.8	▲ 6.8	▲ 6.1	3.2	2.8	0.9	2.3	3.4
民間最終消費支出	%		▲ 1.0	▲ 6.4	▲ 6.3	5.9	3.7	1.2	2.2	3.1
民間住宅	%		2.5	▲ 7.6	▲ 4.2	▲ 6.2	▲ 1.2	0.1	1.2	1.7
民間企業設備	%		▲ 0.6	▲ 7.0	▲ 6.3	0.8	0.6	▲ 1.3	2.1	4.1
公的需要	%		2.0	4.0	1.8	4.7	2.3	1.0	▲ 0.8	▲ 0.1
政府最終消費支出	%		2.0	3.8	1.6	5.2	2.4	1.0	▲ 1.0	▲ 0.4
公的固定資本形成	%		1.5	4.5	2.8	2.6	1.8	0.8	0.0	1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円		1.2	▲ 3.8	▲ 10.2	2.7	2.1	2.6	1.7	1.1
輸出	%		▲ 2.6	▲ 11.8	▲ 16.5	18.2	13.4	4.1	5.9	8.2
輸入	%		▲ 1.3	▲ 7.0	▲ 4.4	▲ 5.2	6.6	4.4	7.2	9.4
内需寄与度 (前期比)	%		▲ 0.1	▲ 4.1	▲ 4.4	2.3	2.8	1.0	1.2	2.5
民間需要 (")	%		▲ 0.6	▲ 5.1	▲ 4.9	1.4	2.1	0.7	1.4	2.5
公的需要 (")	%		0.5	1.0	0.5	0.9	0.6	0.3	▲ 0.2	▲ 0.0
外需寄与度 (")	%		▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 2.2	2.5	1.1	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2
デフレーター (前年比)	%		0.8	0.8	1.3	0.2	0.0	▲ 0.3	0.2	0.5
完全失業率	%		2.3	3.0	2.9	3.1	3.2	3.3	3.2	2.9
鉱工業生産(前期比)	%		▲ 3.6	▲ 9.9	▲ 13.1	11.5	7.0	0.1	2.8	4.3
住宅着工戸数(年率換算)	万戸		88.8	79.4	81.1	77.8	77.5	75.0	80.0	82.5
経常収支	兆円		20.1	16.3	6.4	10.0	16.9	8.5	8.4	18.0
貿易収支	兆円		0.7	1.6	0.2	1.9	1.7	0.5	1.2	2.8
外需為替レート	円/円		108.7	105.8	106.9	104.7	107.1	106.8	107.5	110.0
通関輸入原油価格	円/バレル		67.9	42.6	35.8	49.4	60.0	60.0	60.0	60.0

(前年同期比)		単位	2019年度 通期	2020年度			2021年度			2022年度 通期
				通期	上期	下期	通期	上期	下期	
名目GDP	%		0.5	▲ 4.3	▲ 6.9	▲ 1.7	3.7	5.3	2.3	2.8
実質GDP	%		▲ 0.3	▲ 5.0	▲ 8.1	▲ 1.8	3.7	5.6	2.0	2.2
民間需要	%		▲ 0.8	▲ 6.8	▲ 9.3	▲ 4.3	2.8	2.8	2.9	3.4
民間最終消費支出	%		▲ 1.0	▲ 6.4	▲ 9.3	▲ 3.3	3.7	4.5	3.0	3.1
民間住宅	%		2.5	▲ 7.6	▲ 7.7	▲ 7.5	▲ 1.2	▲ 3.4	1.0	1.7
民間企業設備	%		▲ 0.6	▲ 7.0	▲ 9.5	▲ 4.5	0.6	0.7	0.6	4.1
公的需要	%		2.0	4.0	2.7	5.2	2.3	4.4	0.3	▲ 0.1
政府最終消費支出	%		2.0	3.8	2.3	5.4	2.4	4.8	0.2	▲ 0.4
公的固定資本形成	%		1.5	4.5	4.2	5.0	1.8	2.9	0.7	1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円		1.2	▲ 3.8	▲ 10.2	2.7	2.1	2.6	1.7	1.1
輸出	%		▲ 2.6	▲ 11.8	▲ 18.7	▲ 4.8	13.4	18.6	8.9	8.2
輸入	%		▲ 1.3	▲ 7.0	▲ 8.5	▲ 5.6	6.6	3.1	10.2	9.4
国内企業物価 (前年比)	%		0.1	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.7	0.1	▲ 0.7	0.9	1.5
全国消費者物価 (")	%		0.6	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.1	0.4
完全失業率	%		2.3	3.0	2.9	3.1	3.2	3.3	3.2	2.9
鉱工業生産(前年比)	%		▲ 3.6	▲ 9.9	▲ 16.5	▲ 3.1	7.0	11.6	2.9	2.0

(注) 消費者物価は生鮮食品を除く総合、予測値は当院による。

農林中金総合研究所

7

予測表(四半期)

		単位	2020年				2021年				2022年				2023年
			1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%		▲ 0.5	▲ 7.9	5.5	2.3	▲ 1.6	1.6	0.5	0.6	0.8	0.6	0.7	0.8	0.7
(年率換算)	%		▲ 2.0	▲ 28.2	23.7	9.6	▲ 6.1	6.6	1.9	2.3	3.1	2.6	2.8	3.4	2.7
実質GDP	%		▲ 0.6	▲ 8.3	5.3	2.8	▲ 1.5	1.5	0.4	0.4	0.8	0.5	0.5	0.5	0.6
(年率換算)	%		▲ 2.2	▲ 29.3	22.8	11.7	▲ 6.0	6.1	1.6	1.8	3.2	2.0	2.1	2.0	2.4
民間需要	%		▲ 0.2	▲ 7.2	1.3	1.7	▲ 2.2	1.0	1.3	1.0	1.1	1.0	1.3	0.7	0.7
民間最終消費支出	%		▲ 0.6	▲ 8.4	5.1	2.2	▲ 2.8	2.3	0.7	1.0	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
民間住宅	%		▲ 3.7	0.5	▲ 5.7	0.0	▲ 1.2	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
民間企業設備	%		1.4	▲ 5.9	▲ 2.4	4.3	▲ 2.0	▲ 0.5	0.5	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
民間在庫変動(寄与度)	%pt		0.1	0.1	▲ 0.2	▲ 0.6	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%		▲ 0.2	0.6	2.5	1.7	0.7	0.7	▲ 0.1	▲ 0.8	0.4	▲ 0.3	0.3	0.3	0.3
政府最終消費支出	%		▲ 0.3	0.2	2.9	1.8	0.8	0.7	▲ 0.2	▲ 1.0	0.5	▲ 0.5	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%		0.1	2.2	0.9	1.5	0.3	0.5	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
輸出	%		▲ 5.3	▲ 17.2	7.4	11.1	▲ 2.0	3.9	2.5	2.0	2.5	2.1	1.8	1.5	1.2
輸入	%		▲ 3.1	1.3	▲ 8.2	4.0	▲ 1.5	3.6	3.0	2.5	3.0	2.2	2.0	1.8	1.0
国内需要寄与度	%pt		▲ 0.2	▲ 5.2	2.6	1.8	▲ 1.4	1.4	0.5	0.5	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
民間需要寄与度	%pt		▲ 0.1	▲ 5.4	1.9	1.3	▲ 1.6	1.2	0.5	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
公的需要寄与度	%pt		▲ 0.0	0.2	0.7	0.5	0.2	0.2	▲ 0.0	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt		▲ 0.4	▲ 3.1	2.6	1.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%		0.9	1.4	1.2	0.3	0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	0.1	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7
国内企業物価 (前年比)	%		0.5	▲ 2.3	▲ 0.8	▲ 2.1	▲ 1.3	▲ 1.0	▲ 0.5	0.5	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
全国消費者物価 (")	%		0.6	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.3	0.1	0.3	0.4	0.5	0.6
(消費税要因を除く)	%		(▲ 0.3)	(▲ 1.0)	(▲ 1.1)	▲ 0.9	(▲ 0.4)								
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)	%		(0.3)	(▲ 0.3)	(▲ 0.4)	(▲ 0.7)	(▲ 0.4)								
完全失業率	%		2.4	2.7	3.0	3.0	3.2	3.3	3.3	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7
鉱工業生産 (前期比)	%		0.4	▲ 16.9	8.7	6.4	1.2	▲ 1.0	1.0	1.5	1.5	1.0	1.0	0.5	0.5
経常収支(季節調整値)	兆円		4.8	2.2	4.1	6.3	3.7	4.0	4.5	4.1	4.3	4.5	4.5	4.5	4.5
名目GDP比率	%		3.5	1.7	3.1	4.6	2.7	2.9	3.2	2.9	3.1	3.2	3.2	3.1	3.1
為替レート	円/ドル		108.9	107.6	106.2	104.5	105.0	106.0	107.5	107.5	107.5	110.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(0/N)	%		▲ 0.03	▲ 0.04	▲ 0.04	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.03
新発10年物国債利回り	%		▲ 0.04	0.00	0.02	0.02	0.05	0.08	0.08	0.08	0.10	0.10	0.13	0.13	0.13
通関輸入原油価格	円/バレル		67.8	30.7	40.9	43.9	55.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0

(資料) 内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合、断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

8

金融市場2021年4月号

15

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

雇用の戻りから景気回復ペースは加速しつつある

～3兆ドル規模のさらなる追加経済対策法案が今後の焦点に～

佐古 佳史

要旨

寒波が到来した2月については消費や住宅市場などで弱含む指標もみられたが、対新型コロナウイルスワクチン接種の普及と新規感染者数の減少、労働市場の改善傾向などから、米国経済の回復ペースは加速しつつあり、3月分以降は堅調な指標が確認できると思われる。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。

景気の先行きについては、1.9兆ドル規模の新型コロナ対策案が成立したことに加えて、バイデン政権がさらに最大3兆ドル規模の新たな追加経済対策法案の成立を目指すと思込まれることから、景気回復ペースが一段と加速する可能性も考えられる。

金融政策の現状維持が決まった3月FOMC後の記者会見にてパウエル議長は、最大雇用の早期回復を目指すため金融緩和が長期化することや、政策変更がある際は十分に前もって公表する予定であることを強調した。

1.9兆ドルの新型コロナ対策法案が成立

バイデン大統領は3月11日、1.9兆ドル（約200兆円）規模の新型コロナ対策法案（米国救済計画）に署名した。内訳別の推計では、現金給付に4,000億ドル、失業給付に2,500億ドル、コロナ対策に4,000億ドル、財政難の州・地方政府への資金援助に3,500億ドルを充てることとなっている。

10日に公表された米議会予算局の推計によると、21年度（20年10月～21年9月）の財政支出は1.09兆ドル、財政赤字は1.16兆ドル、22年度（21年10月～22年9月）の財政支出は0.48兆ドル、財政赤字は0.53兆ドルの増加が見込まれている。また、21年9月末までに、名目GDP比で5.2%の財政政策が実施される見通しとなっており、経済対策としては十分すぎる規模だろう。

今後は、バイデン大統領の施政方針演説に加えて、インフラ投資計画と再生可能エネルギーの拡大を中心とした最大3兆ドル規模ともみられる新たな追加経済対策が発表される予定となっており、注目材料といえるだろう。

景気の現状：回復ペースは加速しつつある

以下、足元の経済指標を確認してみよう。2月は寒波が到来したことで弱含む指標もみられたが、景気としてはこれまでの足踏み状態から脱し、回復ペースが加速しつつあり、3月分以降は堅調な

指標が確認できると思われる。

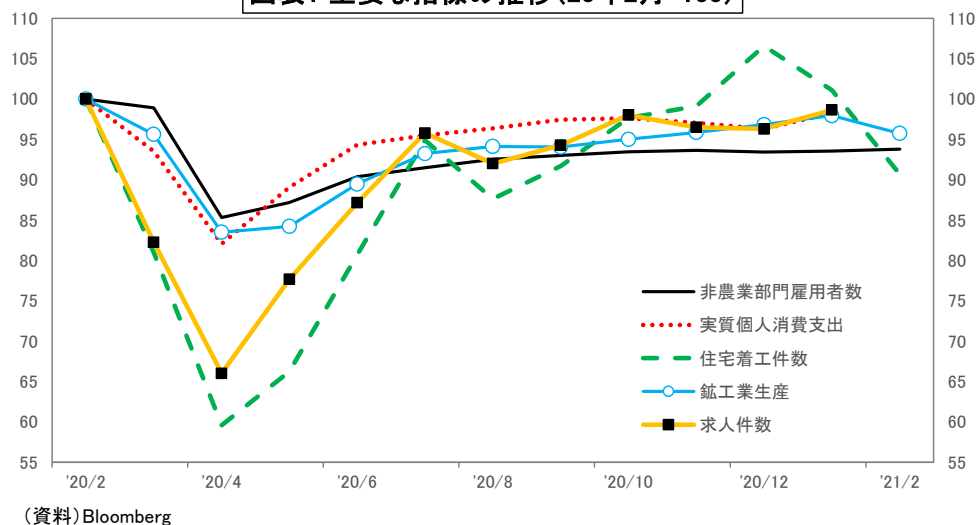
失業給付金の上乗せ措置が20年7月末で終了したことから、消費の回復ペースは一旦鈍化していたが、12月末に成立した9,000億ドルの新型コロナ追加救済法のうちの1,660億ドルが現金給付に充てられたこともあり、1月の小売売上高は前月比7.6%（5.3%から上方修正）と4ヶ月ぶりに大幅な増加に転じた。寒波の影響から2月は同▲3.0%の減少となったが、減少は一過性とみられる。

労働市場に目を転じると、2月の非農業部門雇用者数は前月から37.9万人増と雇用の回復ペースが加速した。失業率は前月から0.1ポイント低下し6.2%となった。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、今後と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これまで堅調な推移が続いた。ただし、寒波の影響から2月の住宅着工件数は前月比▲10.3%と急落した。また足元では長期金利上昇に伴い住宅ローン金利が上昇していることも住宅市場にとっては悪材料といえる。

こうしたなか、ニューヨーク連銀が2月に公表した「家計負債・信用に関する四半期報告書」によると、新規住宅ローンの組成はクレジットスコアが最も高い区分に分類される消費者に集中しており、いわゆるバブルの様相を呈しているわけではなさそうだ。

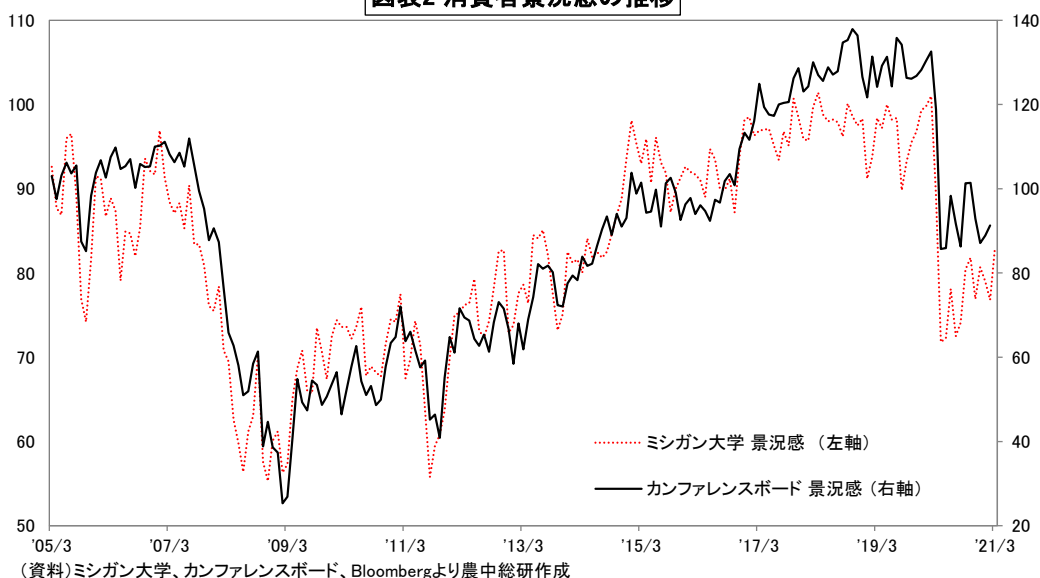
図表1 主要な指標の推移(20年2月=100)



3月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は2月から上昇し83.0（現況指数91.5、期待指数77.5）となった。この背景としては対新型コロナウイルスワクチンの普及が考えられ、景況感の改善は低所得層と高齢者層が中心であるとミシガン大学は解説している。

企業マインドをみると、2月のISM製造業指数は60.8%と3年ぶりの高水準に上昇、非製造業指数は55.3%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。構成項目の中では、半導体不足の影響もあり入荷遅延指数が上昇している。なお、仕入れ価格指数が上昇していることもあり、インフレ率の加速につながるのかどうか注意したい。

図表2 消費者景況感の推移



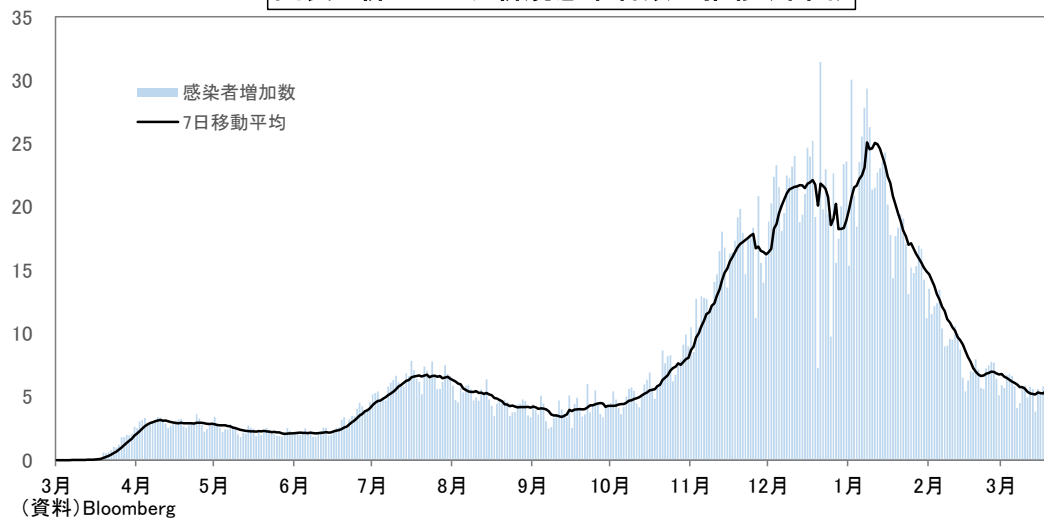
景気の先行き： 21年の景気回復 は加速する見込み

さて、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、3月22日時点でワクチン接種総数は1.2億回、ワクチンを一回接種した人は8,277万人、接種が完了した人は4,491万人となっている。また、バイデン大統領は11日のテレビ演説において、5月1日までに成人の希望者全員がワクチンを接種できる体制を整えると表明した。こうしたなかワクチンの効果もあり、新規感染者数は減少傾向をたどっている。

11日に成立した1.9兆ドル規模の新型コロナ対策法案に加えて、さらに追加経済対策が実施される可能性もあり、21年の景気回復は加速する見込みである。

(万人)

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

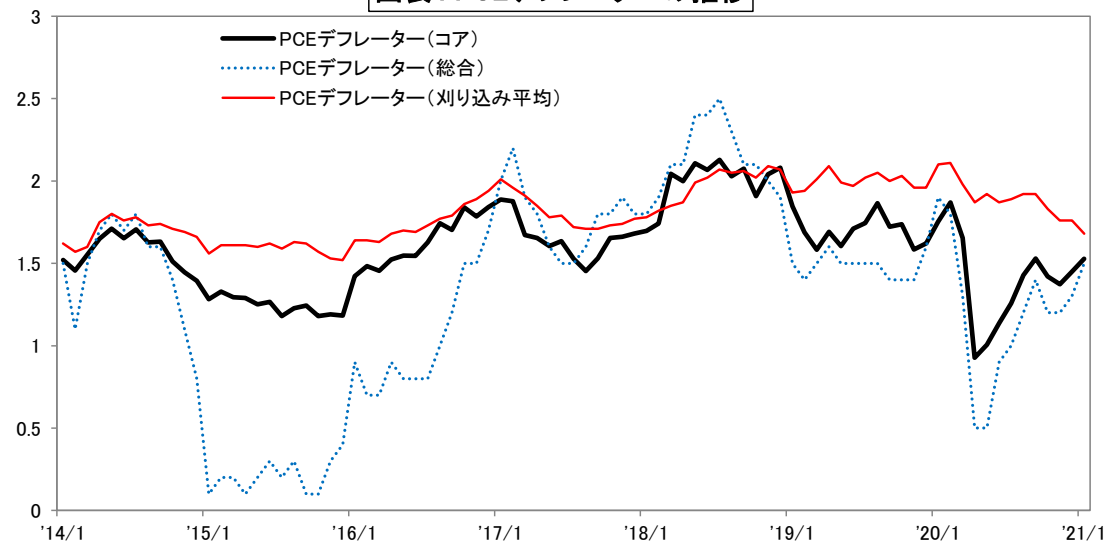
インフレ率については、コロナ禍による弱い需要を反映して鈍化傾向が続くとみられる。1月のコアPCEデフレーターは前年比1.5%とFRBが目標とする2%を下回って推移している。また、2月のコア消費者物価指数（CPI）は同1.3%と上昇は鈍い。

1.9兆ドルと大規模な景気刺激策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率の上昇が著しい。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率が一時的に加速する要因が多いように思われる。なお、前年比で計測する場合、新型コロナウイルスによりインフレ率の鈍化が鮮明となった20年3月分のデータと比べることから、21年3月以降はやや高めの数字が出る点には注意したい。

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の実体経済での循環が本格化し始める必要があるだろう。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、インフレ率が上振れたところで、金融政策に変更はないだろう。

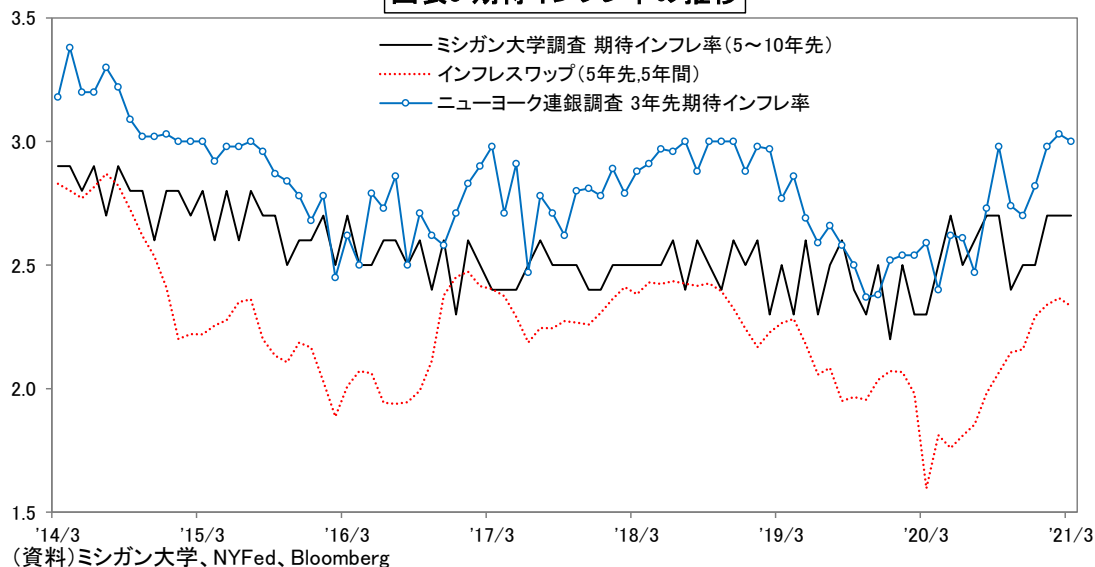
(%前年比)

図表4 PCEデフレーター推移



(%)

図表5 期待インフレ率の推移



3月FOMC後の記者会見にて、金融緩和の長期化を示唆

3月のFOMC(16、17日)では、政策金利(0~0.25%)と資産買い入れペース(一月当たり米国債800億ドル、MBS400億ドル)について現状維持が決定された。

また、FOMC後に公表された経済見通しなどによると、見通し期間の21~23年にかけて経済成長率とインフレ率は上方修正、失業率は下方修正され、対新型コロナウイルスワクチンの普及を反映した形となった。一方で、政策金利予測分布図(ドット・プロット)による政策金利の見通しでは、23年までゼロ金利政策の維持を見込むFOMC参加者が依然として多数派なものの、22年に少なくとも1回の利上げを見込む参加者が4人に増加(12月時点では1

人)、23年については7人に増加(同5人)したことで、政策金利の見通しについてはFOMC参加者の間でも意見が割れている印象を与えた。

ただし、こうした公表資料の解釈には注意を要する。FOMC後の記者会見でパウエル議長は、①ドットプロットは各FOMC参加者の独自の予想であり政策の見通しとしてはあまり意味がないこと、②失業率だけで労働市場の回復を測ることは不可能なため、金融政策を変更する際は幅広い指標を考慮する必要があること、③インフレ率の上振れをある程度許容すること、④政策変更をする際には市場を混乱させないように十分に前もってアナウンスすることなどを強調した。

現在のFRBは金融政策の目標として最大限の雇用の確保と平均2%インフレ目標を掲げている。雇用については基準となる指標が複数存在し、インフレについては参照期間や上振れ許容度に幅がある。このため、金融政策の変更はFRBによるデータの解釈次第の面が強く、今回の経済見通しのように「景気は強いが金融政策は長期間にわたって非常に緩和的に推移する」という一見すると矛盾とも取れるメッセージが今後も公表されることになるだろうが、基本的には超緩和的な金融政策が長期化すると考えるのが妥当だろう。

図表6 FRB大勢見通し(3月時点)

	2021年	2022年	2023年	長期見通し
実質GDP (％前年比)	5.8～6.6	3.0～3.8	2.0～2.5	1.8～2.0
12月時点 (％前年比)	3.7～5.0	3.0～3.5	2.2～2.7	1.7～2.0
失業率 (％)	4.2～4.7	3.6～4.0	3.2～3.8	3.8～4.3
12月時点 (％)	4.7～5.4	3.8～4.6	3.5～4.3	3.9～4.3
PCEデフレーター (％前年比)	2.2～2.4	1.8～2.1	2.0～2.2	2.0
12月時点 (％前年比)	1.7～1.9	1.8～1.9	1.9～2.1	2.0
コアPCEデフレーター (％前年比)	2.0～2.3	1.9～2.1	2.0～2.2	
12月時点 (％前年比)	1.7～1.8	1.8～2.0	1.9～2.1	
政策金利(中央値) (％)	0.125	0.125	0.125	2.50
12月時点 (％)	0.125	0.125	0.125	2.50

(資料)FRBより作成

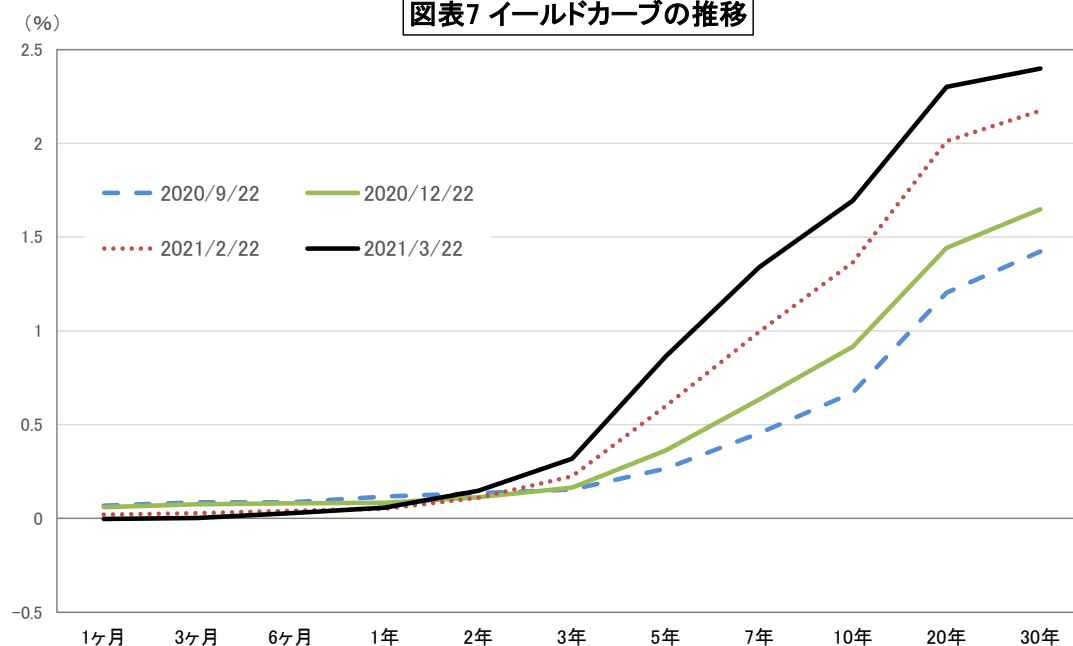
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

長期金利：上昇傾向の継続を予想

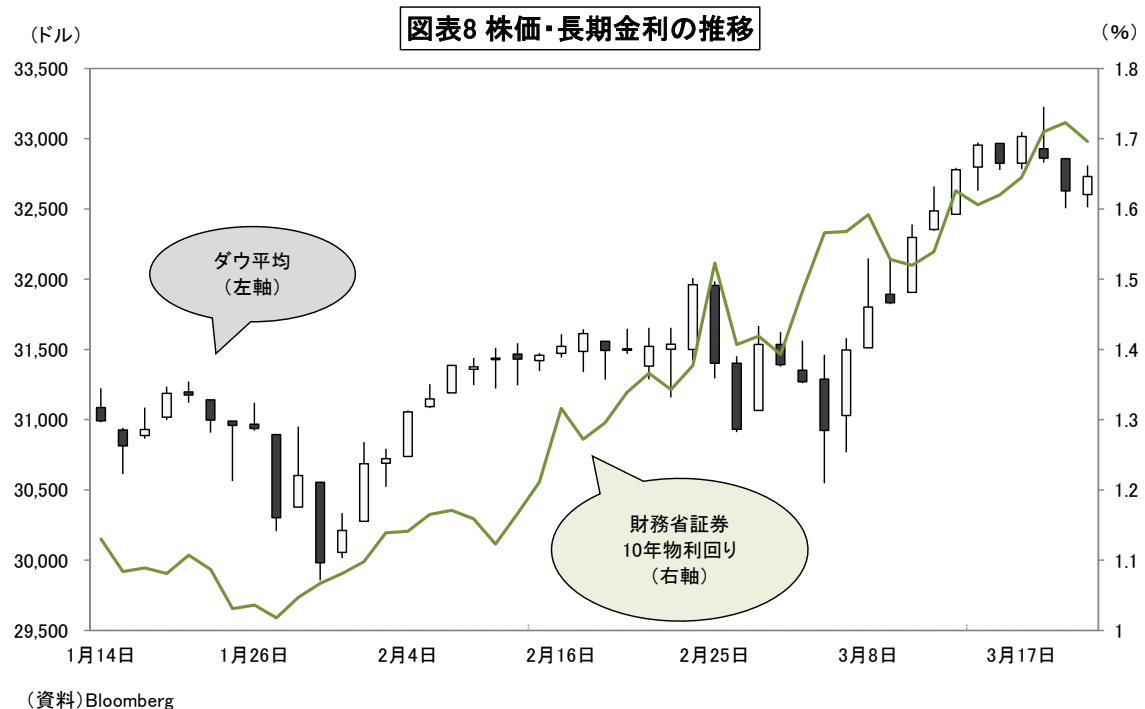
最後に、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では2月入り後、新型コロナウイルス感染拡大の鈍化や補完的レバレッジ比率（SLR）の条件緩和措置の3月末での打ち切り観測、1.9兆ドル規模の追加経済対策を織り込む形で長期金利（米10年債利回り）は急ピッチで上昇し、足元では1.7%前後での推移となっている。

先行きについて考えてみると、経済活動が正常化しつつあるなか、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。また、さらなる追加経済対策をめぐる思惑や、FRB関係者による、金利上昇は経済の回復を反映しているとの解釈（いわゆる「良い金利上昇」説）などもあり、今後も長期金利の上昇が続くと見込まれる。

図表7 イールドカーブの推移



(資料)Bloomberg



株式市場：底堅い展開を予想

株式市場では、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。急ピッチな金利上昇が引き続き懸念されたものの、3月前半にかけてダウ平均は1,000ドル程度上昇した。

先行きについて考えてみると、金利上昇への警戒感は根強いものの、ダウ平均の構成銘柄は経済正常化の恩恵を受けるものが多いとみられていることもあり、さらなる追加経済対策やインフラ投資拡大の思惑から、底堅い展開が続くと予想する。

(21. 3. 23 現在)

コロナ禍の反動で1～2月期の経済指標が大幅上昇

～マクロ経済政策を急転換せず、回復は続く見通し～

王 雷軒

要旨

コロナ禍からの持ち直しが比較的順調だったこともあり、2020年の実質GDP成長率は前年比2.3%と19年から急減速したが、プラス成長を維持することができた。足元の経済指標からは、21年入り後も回復が続いていると見られる。

こうしたなか、注目された全国人民代表大会（全人代、国会に相当）が開催されたが、採択された「政府活動報告」などで21年の成長率目標は控えめの「6%前後」に設定したほか、「積極的な財政政策」と「穏健な金融政策」の中身も明らかになった。

また、今後の中国経済を展望するうえで極めて重要である「国民経済・社会発展第14次5カ年計画と35年までの遠景目標綱要」も採択された。今後5年間の実質GDP成長率の具体的な数字目標は設定されなかったものの、イノベーションや民生・福祉を重視する姿勢を確認できた。

新型コロナ感染拡大抑制で全人代は無事開催

21年に入り、北京など一部の省市で新型コロナウイルス（以下、新型コロナ）の感染者が再び急増したが、これに対し政府は「やりすぎ」とも言われるほどPCR検査や外出禁止措置などを行ったことが奏功し、2月に入り感染者数は減少した。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。

こうしたなか、第13期全国人民代表大会第4次会议（全人代、国会に相当）が予定通り3月5日に開幕し、「政府活動報告」や「国民経済・社会発展第14次5カ年計画と35年までの遠景目標綱要」（以下、綱要）を審議・採択した。

以下、足元1～2月期の主要経済指標の動向をまとめたうえで、全人代で示された経済政策関連のポイントや特徴などを紹介しておこう。

2月のPMIは低下も、50を上回った

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、プラス成長は維持できた。足元の経済指標からは、21年入り後も回復が続いていると見られる。

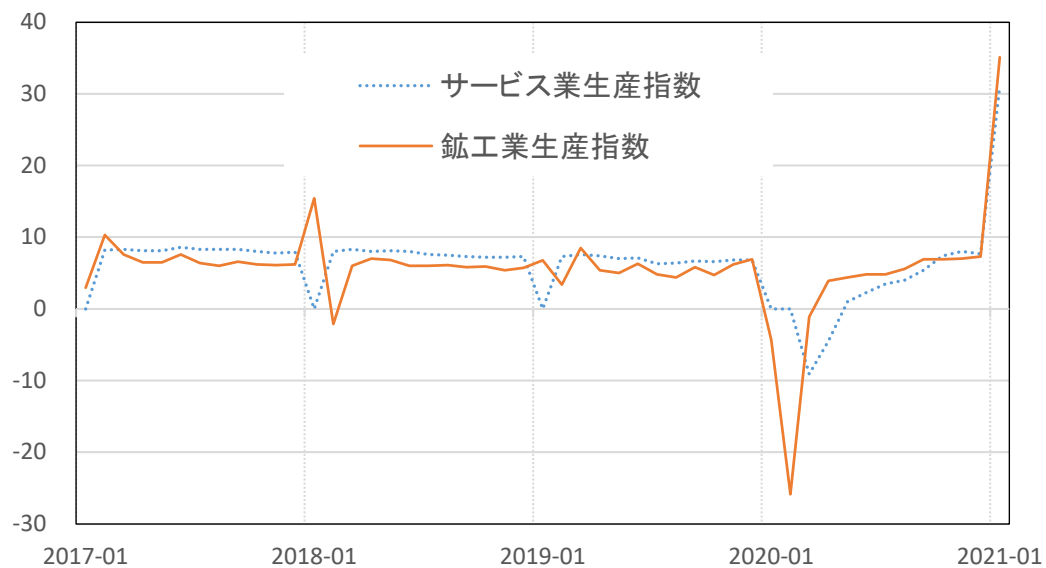
まず、企業マインドはやや頭打ち感が出ているものの、回復基調にあることは変わらない。国家統計局が発表した2月の製造業購買担当者景気指数（PMI）は50.6と1月の51.3から0.7ポイント低下したものの、景況感の分岐点となる50を上回っ

た。非製造業 PMI も 51.4 と 1 月の 52.4 から 1.0 ポイント低下した。

一方、企業規模別に製造業 PMI をみると、大手企業は 52.1 と 1 月から 0.1 ポイント上昇する半面、中堅企業は 49.6、零細企業は 48.3 と、1 月からそれぞれ 1.8 ポイント、1.1 ポイント低下しており、中小企業の景況感が悪化したことが見て取れる。

(%前年比)

図表1 工業とサービス業の生産動向



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は21年1～2月期。

1～2 月期の鉱工業生産は前年比 35.1%、19年同期比で 16.9%

また、1～2 月期の鉱工業生産は前年比 35.1%と市場予想 (同 32.0%) を上回り、98 年以降の最大な上昇幅となった (図表 1)。19 年 1～2 月期比でも 16.9%の伸びとなるなど、底堅く推移したことが見て取れる。これらを踏まえると、鉱工業生産は新型コロナ以前の水準に戻したと思われる。

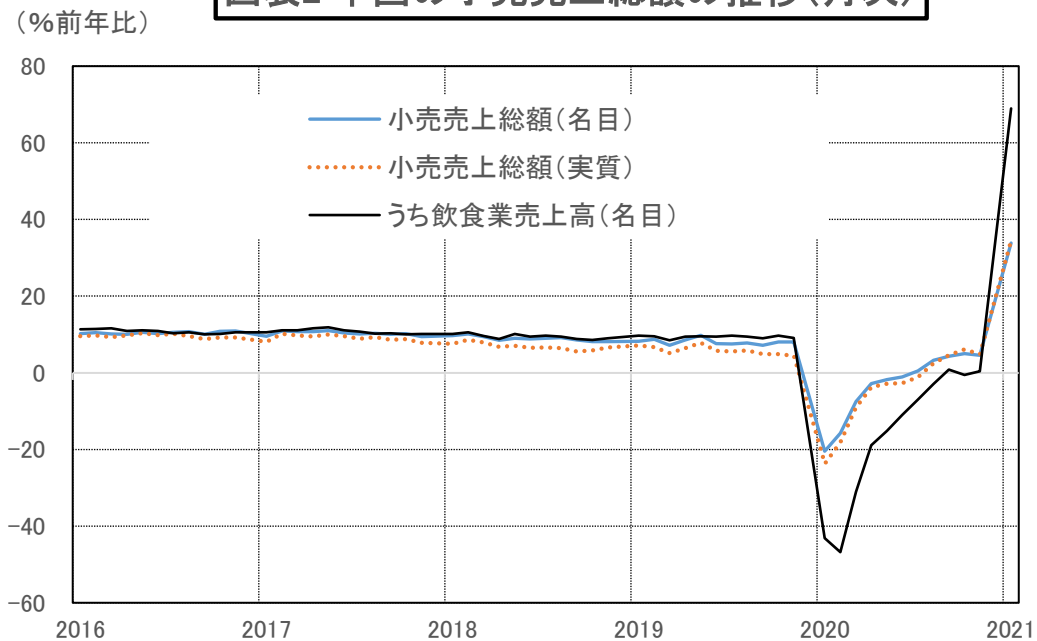
こうした生産増は、20 年 1～2 月期が新型コロナの感染拡大による影響で同▲13.5%と大きく悪化した反動や、海外経済の回復に加えて春節連休 (2 月 11 日～17 日) 明け後の工場稼働が例年より早まったことも寄与したと考えられる。

業種別にみると、自動車、汎用設備、専用設備がそれぞれ同 70.9%、62.4%、59.2%と大きく上昇した。とりわけ、政府は 25 年までに新エネルギー自動車の比率を現在の 5%前後から 20%前後に引き上げる目標を掲げていることもあり、新エネル

ギー自動車は前年比 395.3%と大幅に伸びた。

また、1～2 月期のサービス業生産指数は前年比 31.1%、19 年比でも 14.1%となるなど、サービス業も大分回復してきたことが確認できる。

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21年1～2月。

**1～2 月期の小売売上
総額は前年比 33.8%、
19 年同期比で 6.4%**

生産はほぼ新型コロナ以前の水準に戻したが、内需（消費＋投資）は回復が緩慢で、出遅れ感がある。まず、消費については、1～2 月期の小売売上総額は名目で前年比 33.8%と市場予想を上回った。物価変動を除いた実質ベースでの変動率も前年比 34.3%となった（図表 2）。

20 年 1～2 月期が前年比▲20.5%と大幅に落ち込んだことからの反動増であることは言うまでもないが、19 年同期比で 6.4%（19 年通年の前年比 8.0%）と緩慢ながらも回復しつつあることが見て取れる。とくに、自動車、通信機器、家電製品・音像機材はそれぞれ前年比 77.6%、53.1%、43.2%となるなど、消費全体を押し上げた。

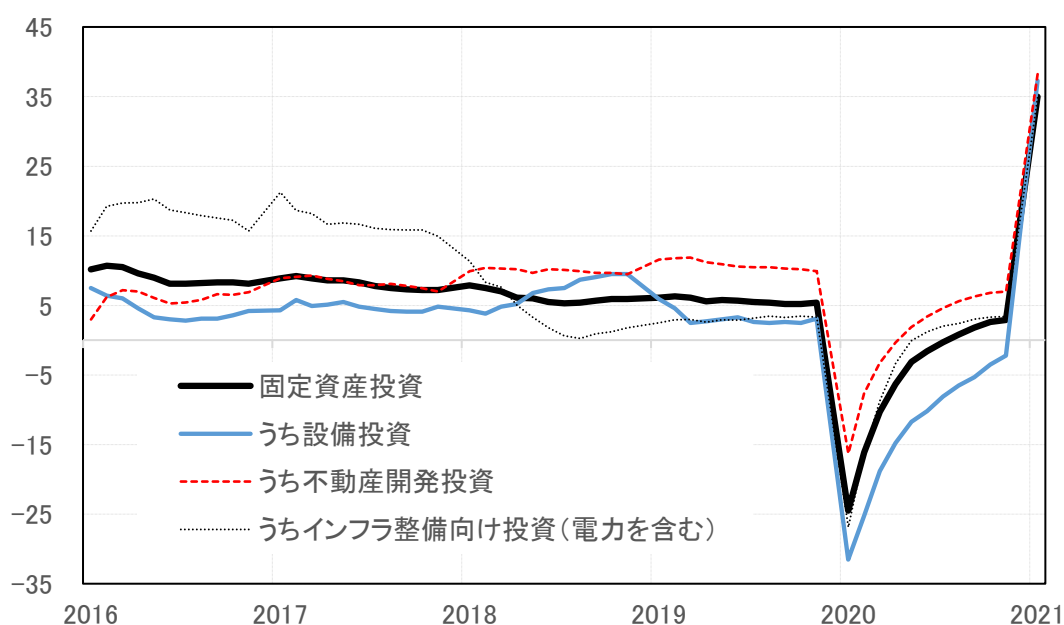
季節調節済前月比を見ても、1 月は▲1.40%、2 月は 0.56%となっており、新型コロナ感染対策を強化したことによる影響で 1 月は 20 年 12 月を下回ったが、2 月には感染拡大が沈静化し、消費回復につながったと考えられる。とはいえ、飲食業売上高が依然として緩慢な回復にとどまり、消費は未だに新型コ

ロナ前の水準には戻り切れていない。

先行きについては、自動車や家電・家具などの販売促進策強化の効果に加えて、新型コロナ感染が抑制されていることで飲食やホテル、観光業においては回復ペースの加速が期待される一方、失業率の上昇などを受けて家計の所得環境が厳しくなることが消費を抑制する可能性もあり、回復ペースは緩やかなまで見込む。

(%前年比)

図表3 中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、(注) 年初来累積、直近は21年1~2月期。

1~2 月期の固定資産投資は前年比 35.0%、19 年同期比で 3.5%

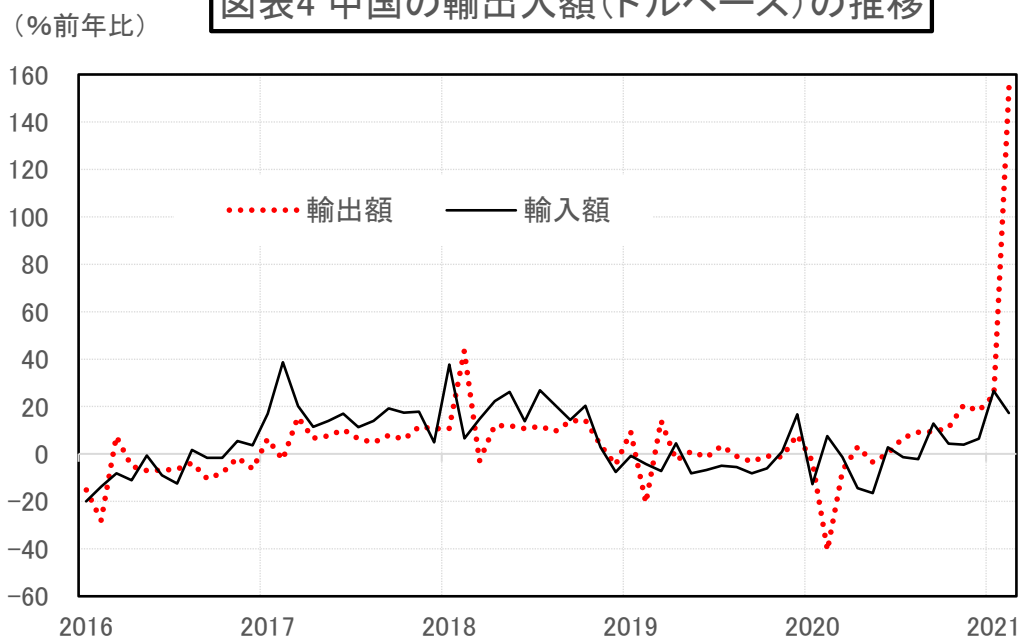
また、投資については、1~2 月期の固定資産投資は前年比 35.0%となった(図表 3)。これも 20 年 1~2 月期の前年比▲24.5%だったことからの反動で大きく上昇した。19 年同期比で 3.5% (19 年通年の前年比 5.4%) の伸びとなった。

投資分野別にみても、設備投資、インフラ整備向け投資、不動産開発投資がそれぞれ同 37.3%、36.6%、38.3%と上昇幅は大きかった。季節調節済前月比をみると、1 月は 2.51%、2 月は 2.43%となっており、足元ではやや鈍化したものの、不動産開発投資によって支えられ投資全体の回復基調は継続していると見られる。

先行きは、不動産価格の高騰に対する警戒感が強まるなか、融資規制などをさらに強化する可能性があることから、不動産

開発投資の伸びが鈍化すると見込まれるが、医薬品製造、コンピューターや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ほか、インフラ整備向け投資用の資金調達額が大きく伸びたことなどから、全体として底堅く推移すると見込む。

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21年2月。

**1～2 月期の輸出は前
年比 60.6%、19 年同
期比で 32.7%**

前述の通り、内需（消費＋投資）の回復が道半ばであることに対して輸出は予想を大幅に上回る伸びとなり、20年に続き堅調に拡大した。1～2月期の輸出額（ドル建て）は前年比60.6%の大幅増となった。1月、2月単月の前年比はそれぞれ24.8%、154.9%であった（図表4）。国・地域別では、米国向けは同87.3%、EU向けは同62.6%、アセアン向けは53.0%、日本向けは47.9%となった。

その背景に、春節連休（2月11日～17日）中に人々があまり帰省せず連休明け後の工場稼働の早まりから輸出に迅速に対応できたことや、新型コロナ感染拡大を受けた20年1～2月期の大きな下振れからの反動といった特殊要因が挙げられる。ただ、これらの特殊要因を割り引いても、19年同期比で32.7%となることから、海外経済の回復を受けて足元の輸出が大きく拡大したとは言えよう。

先行きについても、3月18日～19日に米国アラスカ州のアン

カレッジで米中外交トップ会談が行われたものの、米中関係をめぐる不確実性が依然大きいことや、マスクや医療用物資などの特需が部分的に剥落すると見られる一方、海外の大規模な景気対策による波及効果が期待されることなどから、底堅く推移すると見込む。

なお、1～2 月期の輸入額も内需の回復によって前年比 22.2%、貿易黒字は 1,032 億ドルとなった。

図表5 全人代で発表された経済運営に関する政府の目標と実績

	21年目標	20年目標	19年目標	20年実績
実質GDP成長率(%)	6以上	未設定	6.0～6.5	2.3
財政赤字対GDP比(%)	3.2前後	3.6以上	2.8	3.7
地方政府専項債(兆円)	3.65	3.75	2.15	3.75
新型コロナ対応特別国債(兆円)	発行なし	1	発行なし	1
消費者物価上昇率(%)	3.0前後	3.5前後	3.0前後	2.5
都市部新規雇用者数(万人)	1,100以上	900以上	1,100以上	1,186
都市部の調査失業率(%)	5.5前後	6.0前後	5.5前後	5.2

(資料)政府活動報告をもとに作成

全人代で 21 年の成長率目標は「6%前後」と設定

さて、全人代が 3 月 5 日から 11 日までの日程で開催された。今回のポイント等は以下のとおりである。

まず、「政府活動報告」では 21 年の成長率目標が予想に反して示された。20 年は成長率目標の公表が見送られたが、21 年は「6%以上」と設定、19 年の目標である「6～6.5%」に戻ったように見受けられる（図表 5）。

20 年の低成長からのリバウンドの可能性を踏まえると、21 年の目標はかなり控えめに映るが、経済回復が続くなか、量よりイノベーションによる生産性の向上や制度改革などを通じた質の成長を重視する姿勢を示したと見られる。

また、目標を IMF 見通し等に見るように「8%前後」に設定すると成長をさらに促進しなければならないという誤解を一部の地方政府に与える懸念があるほか、22 年以降の目標を設定する際に大きな段差が生じることも回避できる。

ただ、必要最低限の成長率目標を示したとの意味合いが強いことに留意が必要である。当局は量の成長も無視できず、ある程度の成長を目指す必要があるとのスタンスがうかがえる。

なお、当総研は、前年のマイナス成長の反動もあり、1～3 月

全人代で改めて示された 21 年の財政・金融政策の中身

期の実質成長率は前年比 18.6%に高まるが、4～6 月期以降は巡航速度に向けて減速、21 年を通して前年比 9.2%と予測した。

また、21 年のマクロ経済政策の方向性についてである。「政府活動報告」ではマクロ経済政策は急転換せず、連続性・安定性・持続可能性を維持し、経済が合理的な範囲内で動くようにするとした。

まず、「積極的な財政政策」については、財政赤字の対名目 GDP 比は 3.2%前後と 20 年（目標・実績はそれぞれ 3.6%以上、3.7%）から縮小することや、20 年には 1 兆元にのぼった新型コロナ対策特別国債の発行をしないほか、地方政府专项債を 20 年の 3.75 兆元から 3.65 兆元にすることが決定された。

一方、①財政支出（全国一般公共支出）は 1.8%増加すること、②財政支出全体が増加するなかで中央政府の予算支出は減少し、中央政府から地方政府への一般性移転支出は 7.8%増加すること、③移転支出のうち、20 年から実施し始めた財政資金の直接到達メカニズム（地方政府は省、地級市、市・県、郷鎮からなるが、新型コロナを契機に、中央から地方への財政移転支出を、省をスルーして中央政府から市・県レベル政府に交付するという事実上の直接移転）が常態化され、規模も 20 年の 2 兆元から 2.8 兆元に拡大することが決まった。

さらに、税制面では、小規模納税者、中小・零細企業・個人経営者向けの減税措置が継続するとした。21 年の規模は明らかになっていないが、19 年、20 年の実績はそれぞれ 2 兆元、2.5 兆元であった。

これらの中身を踏まえると、財政規模の適正化に向けて支出をやや抑制する方針が示されたものの、大幅な縮小には至らないことは明らかである。

また、「穏健な金融政策」については、実体経済への貢献を重視し、経済回復と金融リスク防止のバランスをうまくとることで、柔軟かつ的確で、合理的かつ適度なものにするとした。具体的には、マネーサプライと社会融資規模残高の増加率と名目 GDP 成長率を基本的に同じにする。なお、財政赤字の対名目 GDP 比（3.2%）をもとに計算すると、21 年の名目 GDP 成長率は前年比で 9.8%となる。

加えて、不動産価格の高騰や企業債務の増加への対応が必要となる一方、中小・零細企業の資金繰り難を解決するための元

**全人代で採択された
「綱要」に盛り込まれ
た新5カ年計画の主要
指標の目標**

本償還・利払い猶予を実施するなどのインクルーシブファイナンスを一層取り組むとした。

さらに、貸出金利のさらなる引き下げを推進し、中小・零細企業の融資コストを引き下げることなどにより、銀行などから実体経済への「利益移転」が継続するようにする。なお、金利低下や手数料などの引き下げによって20年の実績として1.5兆元を移転したとしている。

足元の金融統計を確認すると、2月のマネーサプライ M2 は前年比 10.1%と、1月（同 9.4%）と市場予想（同 9.4%）を上回った。加えて2月の社会融資規模残高も前年比 13.3%と1月（同 13.0%）からやや拡大した。先行きも、前述の中身に沿って急激な金融引き締めを行う可能性は極めて低く、金融政策の正常化に向けた動きが徐々に進められると見られる。

20年の財政・金融政策は新型コロナに対応するため拡張的なものであったのに対し、21年は正常化に向けて動くと思われるが、依然として、中小企業や零細企業等への対応を強化しながら慎重に進めることになろう。

最後に、全人代で採択された綱要で示された主要指標の目標を紹介しておこう（図表6）。綱要は約7.4万字、第1編～19編（65章）で構成されており、第1編で発展環境、指導方針、主要目標を、第2編から第18編までは18の重点任務（重点政策）、19編は計画を着実に実施するための保障手段を述べている。

綱要の内容全体については、20年10月26日～29に開催の中国共産党第19期中央委員会第5回全体会議（5中全会）で発表された建議（コミュニケ）に沿う内容であり、大きなサプライズはない。（詳細は金融市場20年12月号を参照されたい。）

主要指標として経済発展、イノベーション、民生・福祉、環境、安全保障、の5つの分野で計20個を示したが、以下ではその内容や特徴を簡単に紹介しておこう。

まず、第14次5カ年計画の具体的な成長数値目標は示されなかったものの、「成長率を合理的な範囲内に維持し、年ごとに数値目標を提示」とされた。その背景には質の成長を追求する方針の現れに加え、新型コロナや米中関係をめぐる不確実性や不透明性が存在するなかで具体的な成長数値目標を設定することの難しさが挙げられる。

また、イノベーションについては3つの指標を示している。第13次5カ年計画の「研究開発投資の対GDP比率を5年累積で+0.4%」に対して、今回は「年平均伸び率7.0%」の目標が掲げられ、研究開発投資が大幅に増加することが期待される。なお、20年の実績は2.44兆元とGDP比2.4%で、年平均7%をもとに計算すると、25年までの投資額は3.76兆元にのぼる。

加えて、質が伴わない特許出願が混在している問題にも取り組み始めることが読み取れるが、ハイレベルで中核技術の分野での特許取得がさらに増加することが期待される。

デジタルエコノミーを大いに発展させる指標も目立つ。重要産業としてはクラウドコンピューティング、ビッグデータ、モノのインターネット（IoT）、工業インターネット、ブロックチェーン、AI、仮想現実（VR）と拡張現実（AR）が挙げられた。社会のあらゆるところまでデジタル化を推進することで効率化、サービスの向上をはかり、生産性を高めていく姿勢が伺われる。

そして、民生・福祉においては、分野別で最多の7指標が採択された。指標の9は必ず達成しなければならない拘束性指標に指定されていることから、質の高い労働力を確保するために、教育を最も重視する姿勢は明らかである。指標の10と12を目新しい指標として掲げ、育児環境の改善、医師数の増加や定年退職の引き上げなどで高齢化社会に備える取り組みを進めるとした。

いずれにしても、第13次5カ年計画に比べて新5カ年計画はより広範囲でのデジタル化やイノベーションを全面的に打ち出し、さらに制度改革も盛り込むことで、中国の経済発展が新たな段階を迎えたことを示すと言えよう。

(21.3.22 現在)

図表6 第14次5カ年計画(21年～25年)の主要指標の目標

指標分野	指標番号と内容		20年の実績	第14次5カ年計画期の目標	指標の性質
経済発展	1	実質GDP成長率(%)	2.3	合理的範囲を維持し、実情に応じて各年ごとに明示	予期性
	2	国民一人当たり労働生産性上昇率(%)	2.5	GDP成長率を上回る	予期性
	3	常駐人口ベースの都市化率(%)	60.6※	65.0	予期性
イノベーション	4	社会全体の研究開発投資の伸び率(%)	—	年平均7.0以上、第13次5カ年計画期の実績より高める	予期性
	5	1万人当たり高価値発明・特許保有件数(件)	6.3	7.0	予期性
	6	デジタルエコノミー重要産業のGDP比(%)	7.8	10.0	予期性
民生・福祉	7	一人当たり可処分所得の伸び率(%)	2.1	GDP成長率とほぼ同様	予期性
	8	都市部の調査失業率(%)	5.2	5.5以下	予期性
	9	労働年齢人口の平均教育年数(年)	10.8	11.3	拘束性
	10	1千人当たりの医師数(人)	2.9	3.2	予期性
	11	基本養老保険参加率(%)	91	95	予期性
	12	1千人当たりの3歳以下の幼児施設(カ所)	1.8	4.5	予期性
	13	平均寿命(歳)	77.3※	20年実績+1歳	予期性
緑色生態(環境)	14	単位GDP当たりエネルギー消費量の低下率(%)	—	20年比で13.5低下させる	拘束性
	15	単位GDP当たりCO2排出量の減少率(%)	—	20年比で18.0減少させる	拘束性
	16	地級市以上の都市部における空気優良日の比率(%)	87.0	87.5	拘束性
	17	Ⅲ類水質に達する地表水の比率(%)	83.4	85.0	拘束性
	18	森林被覆率(%)	23.2※	24.1	拘束性
安全保障	19	食糧生産量(億トン)	—	6.5以上	拘束性
	20	エネルギー生産量(億トン、標準炭換算)	—	46以上	拘束性

(資料)「国民経済・社会発展第14次5カ年計画と35年までの遠景目標綱要」をもとに作成

(注)①予期性指標は努力するもので、拘束性指標は必ず成し遂げるものである。②—は発表待ち、※は19年の実績、③指標16と17については、新型コロナ等の影響で20年実績は例年より極めて良好だった、④指標2の20年実績は予想値である。⑤地表水の水質についてⅠ～Ⅴ類に分け、それぞれについて汚染物質の基準を設定しているが、Ⅲ類は生活飲用水をさす。

コロナ危機からの景気回復で出遅れる欧州

～大規模な経済収縮に加え回復を緩慢にする様々な要因～

山口 勝義

要旨

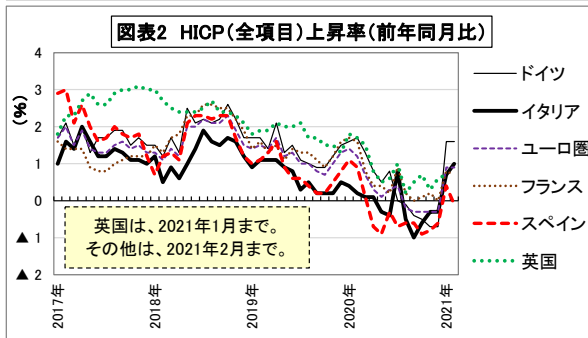
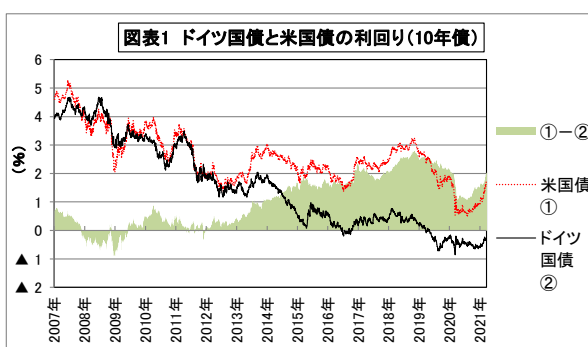
コロナ危機からの景気回復では、経済活動の収縮の程度が大規模なものである現実に加え、今後の回復を緩慢なものにするコロナ危機に固有の要因や欧州経済に固有の要因が働くため、欧州は出遅れ、先行する中国や米国などに水を開けられる可能性が大きい。

はじめに

2月以降、主要国の金融市場では長期金利が急上昇するなど、神経質な動きが強まった。米国で大型の追加財政政策が具体化するとともに多くの国々で新型コロナウイルスワクチンの接種が進捗しつつあることを受け、今年後半には世界経済が急速に正常化に向かうとの観測が広がったことがその背景にある。

欧州においても、米国債の影響の下で国債利回りに上昇圧力が強まっている（図表1）。また同時に、消費者物価（HICP）上昇率にも底打ちとも見られる動きが現れ始めている（図表2）。このほか、ワクチン接種が先行する英国で、2月には政府がイングランドにおける感染症対策の解除に向けた「出口」の手順を明確化するなどの対応も打ち出している^{（注1）}。

こうして、足元では感染症の収束と経済活動の回復について楽観的な展望が台頭してきている。しかし、果たしてこうした見方は現実的なのだろうか。外出などの制限の解除とともに需要の急拡大が予想され、また米国の景気回復からの好影響も期待されるが、その一方では、過去に例のない規模の経済活動の収縮という現実があるとともに、今後の順調な回復を困難にするコロナ危機ならではの材料も



（資料）図表1はBloombergの、図表2はEurostatの、各データから農中総研作成

存在している。また、欧州に固有の要因が感染症の影響を長引かせ、景気回復を緩慢なものとする展開も想定される。

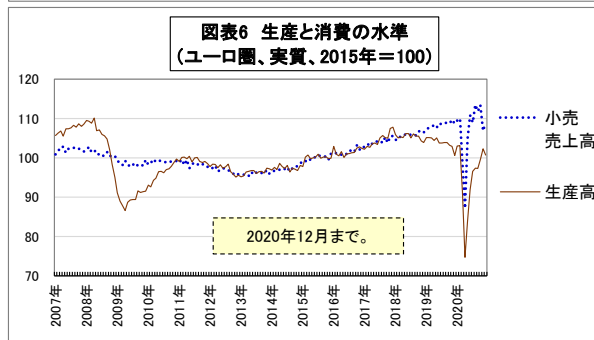
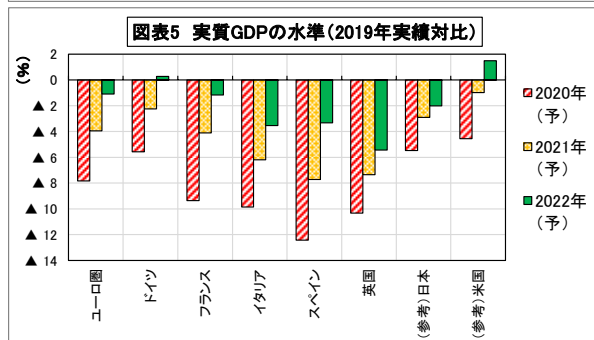
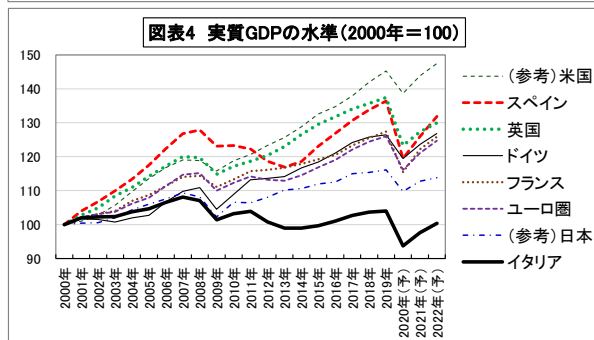
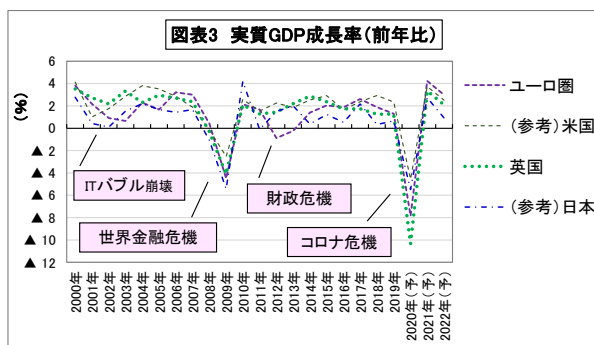
市場は常に経済情勢の先を読むものである。しかし、少なくとも欧州の立場からすれば、早期の景気回復を織り込む現在の市場動向は実体経済からは乖離しているように感じられる。本稿では、コロナ危機からの景気回復で欧州が米国などに対し出遅れると考えられる、その様々な根拠について検討することとしたい。

経済活動の大規模な収縮という現実

最初に、コロナ危機による経済活動の収縮の大きさの観点から点検を行うこととする。まず過去の主要な危機である世界金融危機を見ると、実質 GDP 成長率は 09 年を底に 10 年には急回復を遂げている。また今回のコロナ危機においても、欧州委員会の予測では成長率は 20 年の大幅なマイナスから 21 年には V 字型の急転換を果たすと見込まれている(図表 3)^(注 2)。しかし、低い位置からの反転は成長率の面では大きな値となることは当然であり、この視点からのみでは経済活動の実態を捉え損なうことになりかねない。

つまり、視点を変えて GDP の水準に着目すると、違った世界が現れてくる。世界金融危機後には、成長率では急回復を遂げたにもかかわらず、実質 GDP が危機前の水準を回復するには米国で 4 年を要している。欧州では英国が 5 年、続けて財政危機に見舞われた事情はあるもののユーロ圏全体では 7 年、ドイツ、フランスで 3 年、スペインが 9 年を要し、イタリアに至っては現在も世界金融危機前の水準を取り戻すことができてはいない(図表 4)。同様に、上記のコロナ危機後の欧州委員会の予測では、主要国で 21 年にコロナ危機前の 19 年の実質 GDP の水準を取り戻す国はなく、22 年にようやく一部の国がこの水準に達するのみである(図表 5)。

こうした議論は、最近のサービス業と製造業の動向にも関連している。コロナ禍の下で消費の落ち込みを生産が支える構造が指摘されているが、水準の点ではユーロ圏の生産は小売りなどとは対照的に 17 年をピークに縮小を続けてきており、景気浮揚力の面で必ずしも万全とは言えない事実を見落としがちである(図表 6)。



(資料) 図表 3～5 は欧州委員会の、図表 6 は Eurostat の、各データから農中総研作成

(注) 図表 3～5 の(予)は、欧州委員会による予測値である。

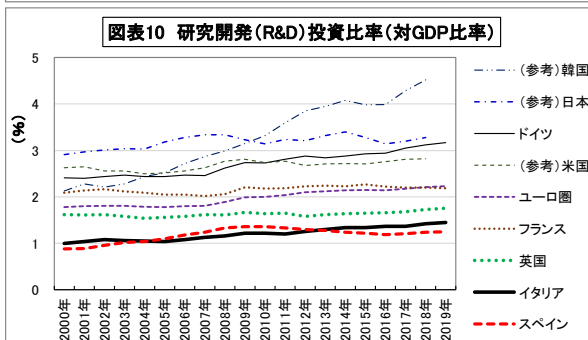
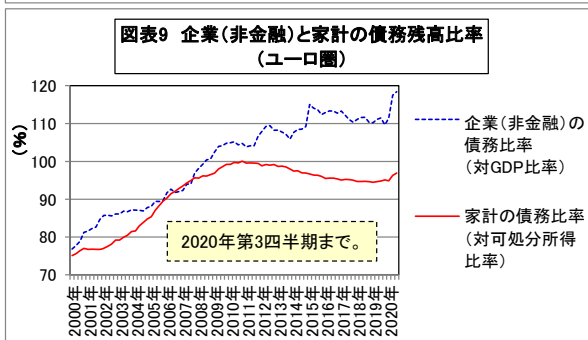
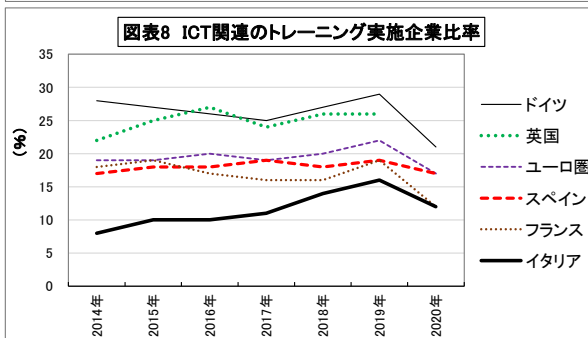
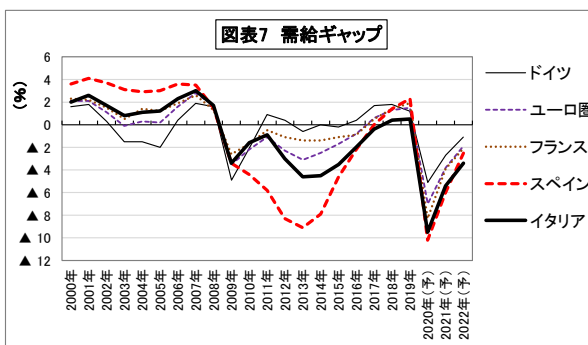
コロナ危機では経済活動の水準が世界金融危機時以上に収縮した現実がある。このような大規模な危機の後では水準の推移に目を向ける意義は一層大きく、またその回復には相応の時間を要することを認識する必要があるものと考えられる。

今後の景気回復を緩慢にする要因

今回の経済活動の収縮の規模の大きさは、需給ギャップの大幅な拡大としても現れている（図表 7）。しかしコロナ危機においては、こうした厳しい現実ばかりでなく、今後の景気回復に向けても、それをより緩慢なものとする固有の要因が存在する点に注意が必要となる。

これにはまず、他の危機との対比でコロナ危機に固有の要因がある。欧州では、失業者以外に労働市場からの離脱を迫られた休業者などを含む「スラック」が拡大している実態があり、スキルの喪失による人的資本の棄損の懸念が生じているが、問題はこればかりではない。それは、危機の収束後も産業構造の変革への圧力が継続するとみられる中で労働者の再教育がこれまで以上に重要となる点に関わっている^(注3)。例えば情報通信技術（ICT）などを含む訓練の拡充が求められるが、労働者の適応には時間を要し、この間、生産性が中期的に低迷する可能性がある。また、企業の異例な債務の積み上がりを受けて、むしろこれから倒産が増加する可能性があるほか、投資の手控えで生産性の低下を招く恐れもある（図表 8、9、10）。さらには、世界規模の危機であるコロナ危機の特性から、新興国経済の停滞が長引き、その影響が波及する懸念もある。

次に、米国などとの対比で欧州固有の要因である。欧州ではワクチン接種の遅れが生じており、感染症の収束の後ろ倒しばかりか政治問題化の懸念も出てきている。欧州経済は観光業や宿泊・飲食業への依存度が大きく、また情報通信関連分野の層が薄いことから、コロナ危機の影響が長く残存することが見込まれる。同時に、折から 21 年にはドイツの議会選挙



(資料) 図表 7 は欧州委員会の、図表 8、10 は Eurostat の、図表 9 は ECB の、各データから農中総研作成
(注) 図表 7 の(予)は、欧州委員会による予測値である。

が、また 22 年にはフランスの大統領選挙や議会選挙が予定されており、政治面での影響の拡大に注意が必要となっている。

このように欧州では、現状の厳しさばかりか、今後の回復の面でも様々な困難な材料が存在していることになる。

おわりに

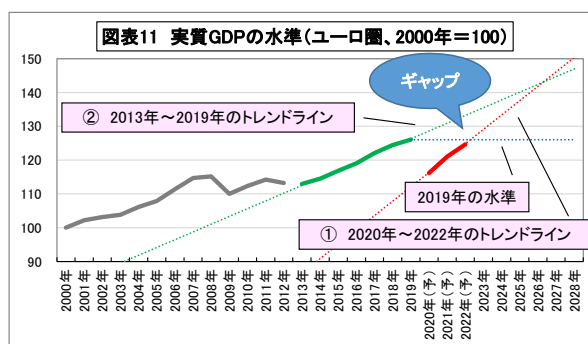
市場動向と実体経済との乖離という点では、物価もそのひとつである。欧州でも、市場ではブレイクイーブンレートの上昇などが見られているが、実体経済の観点からは消費者物価が安定的に上昇傾向に転じる可能性は限られている^(注4)。

その主な根拠としては、改めて実質 GDP の水準に着目すれば、次の点を指摘することができる。仮に、欧州委員会が予測する 20 年から 22 年の間の実質 GDP の水準のトレンド^(①) がその後も継続するとしたとしても、これをコロナ危機が発生しなかった場合の、財政危機からの離脱に目途がついた 13 年以降のトレンド^(②) と対比すれば、両者の間には今後まだ数年にわたりギャップが存在することになる(図表 11)。この間、労働市場には「スラック」が残り、需要は弱く需給ギャップは解消されにくい状態が続くことになる。このため当面は、資源価格の上昇などのコストプッシュで一時的に物価が上昇する局面はあり得るものの、ディマンドプルによる本質的、持続的な物価上昇に至る可能性は小さいものと判断できる^(注5)。

(注1) 英国政府は 2 月 22 日、イングランドでのロックダウンなどの解除に向けたロードマップを発表した。これは、4 段階のステップを経て、6 月 21 日には商業施設の営業やソーシャル・ディスタンス、マスク着用などの規制を大部分解除するとするものである(ただし、今後の感染状況やワクチンの接種状況により、解除の時期が後ずれする可能性がある、としている)。

また、英国政府はこれと同時に、秋までとしていた全成人へのワクチン接種を 7 月末までに完了させるなど、接種を加速させる計画も示した。

(注2) 図表 3～5 では、欧州委員会による英国や米国、日本を含む総合的なデータセットとして直近のバージョンである 20 年 11 月時点のデータを使用した。欧州委員会は、直近では 21 年 2 月に EU 加盟各国、EU、ユーロ圏のみについて予測値の改定を行っている(例えばユーロ圏については、21 年の実質 GDP 成長率予測値を 20 年 11 月時点の 4.2%から 21 年 2 月には 3.8%に下方改定するとともに、22 年について



(資料) 欧州委員会のデータから農中総研作成

(注) (予)は欧州委員会による予測値である。

こうしたなか、3 月 11 日には欧州中央銀行 (ECB) は資産購入の加速化を決定した。また同時に発表した経済予測では、ユーロ圏の 21 年の実質 GDP 成長率を 4.0%と、前回 12 月時点の予測値の 3.9%から小幅に引き上げるに留め、HICP 上昇率についても、21 年に 1.5%を見込むものの 22 年には 1.2%に低下するとしている。

21 年の世界経済を巡る主要なテーマは、「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」であろう。しかし、以上のように、欧州経済にはこの動きをリードする力は乏しく、欧州の景気回復は出遅れ、先行する中国や米国などに水を開けられる可能性が大きいものと考えられる。(21. 3. 22 現在)

は 3.0%から 3.8%に上方改定した)。しかし、20 年 11 月時点のものである英国、米国、日本の予測値と統一するため、また、こうした対応をとった場合にも大勢に影響はないと考えられるため、図表 3～5 にはこれらの 21 年 2 月時点の改定は反映していない。

(注3) コロナ危機の下では、観光・宿泊・飲食、伝統的小売、航空などの需要が低迷する一方で、E コマース、IT、ヘルスケアなどには追い風が吹いているが、危機の収束後も、感染症への警戒感の継続や生活や働き方の変化の定着により、同様の傾向が継続するものとみられている。

(注4) ブレイクイーブンレートは物価連動国債と固定利付国債の利回りが等しくなるインフレ率であり、市場が示すインフレ期待のひとつの指標である。

(注5) このほか欧州で消費者物価の上昇が限定的と考えられる点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「21 年の欧州経済、インフレ回帰による波乱はあるのか?」(『金融市場』21 年 3 月号所収)

海外の話題

コロナ下の香港生活 ～トレイルを通じた新たな発見～

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 浅田 健一

香港は2019年6月に起きたデモ、昨年1月から続くコロナと約2年間、政治社会情勢が大きく変化しているので、日本の読者の中にはネガティブな印象を持つ方もいるものと思います。しかし、当地に駐在し生活すると、コロナによる規制があるものの、日本産食品が街にはあふれている等生活に困ることは全くありません。執筆時点（3月22日）直近のコロナの感染状況は、1日当りの新規感染者は8人、感染者は累計11,379人、死者は累計203人です。市民を対象とするワクチン接種も始まりました。3月10日過ぎに集団感染が出て、1日当りの新規感染者が60人に増加しましたが、落ち着きつつあります。

コロナ以前、週末はゴルフ、ソフトボール、一時帰国して家族と過ごす、また自らの視野を広げるために東南アジア等に短期旅行をしていました。約1年前にゴルフ場やソフトボールのグラウンドが規制で使用停止となり、週末をどう過ごすかを考えていた時に、仕事でもお世話になっていた当時の日本人駐在員から「トレイル一緒にやらないか？」と誘いを受けました。誘いを受けた週末の日曜日に普段履いているスニーカーなど軽装でトレイルに行ったら、小雨交じりで時折滑りそうになりながらも約20km歩き、これは面白いと感じました。その後、コロナの状況を考慮しながら、週末はトレイルとゴルフを中心とする生活を送っています。1日で最大50km歩いたことや、深夜トレイルも経験しました。

香港の総面積は1,110 km²、人口は約750万人。面積は東京都の約半分、札幌市とほぼ同じ、人口は東京都の約半分、札幌市の約4倍です。その約40%が郊野公園（カントリーパーク）などで、自然豊かな都市でもあります。

1971年から約10年間務めた総督が大のハイキング好きだったこともあり、自らの名前を冠した100kmに渡るロングトレイル「マクリホース・トレイル」を完成させました。その後、3つのロングトレイルコース「ランタオ・トレイル」、「ウィルソン・トレイル」、「ホンコン・トレイル」が整備され、これらを総称する「香港四大トレイル」は総延長約300kmあります。さらに、四大トレイル以外にも多数のトレイルコースがあり、それらを含めると総延長は約600kmを超えと言われ、香港市民のレジャーの1つになっています。日本からのトレイルツアーもコロナ以前は定期的に開催されていました。香港政府は2021-2022年度予算で5,500万香港ドル（約7.7億円）を用意し、郊野公園のハイキングコースを改善することを発表しました。

香港には山が300超あり、最高峰は大帽山の標高957m、個人的に一番眺望がきれいと感じ香港の槍ヶ岳と言われるシャープピークは標高468mです。日本と比べると標高が低く、

住宅地からも遠くないので、アクセスが容易なことも利点です。

トレイルレースも頻繁にあちこちで開催されています。最も過酷なレースは香港四大トレイルを60時間以内に完走しなければならないもので、昨年6月にNHKがそのドキュメンタリー番組を放映しました。個人的にも昨年11月にマクリホース・トレイルを48時間以内に完走するレースに参加予定でしたがコロナで中止となり、代わりに開催された1か月以内に4つのステージに分けてチャレンジするイベントに参加し、2月から3月にかけて計4日、約26時間30分で完走できました。

トレイルを通じて、郊外に行く機会が増え、あらゆる交通機関に乗り、香港の歴史、地理、素晴らしい景色、市民生活を知ることができ、さらに香港が好きになりました。香港市民の多くは郊外の住宅地に住んでいるため、トレイルの合間に住宅地の駅周辺にあるショッピングモール、商店あるいは飲食店を訪れると、市民生活や最近の流行を感じ取ることができ、食関連の仕事をする上でも役立っています。

コロナ収束後には、多くの日本の皆様に香港に足を運んでもらい、食のみならず自然にも触れてもらい、香港の良さを知ってもらえることを切に願っています。



(写真1) 名峰シャープピーク



(写真2) 公私共々仲間である金築全農香港事務所長とのトレイル (向って左が筆者)

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、投資のご判断等の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4月号 第32巻 第4号・通巻365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