ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

老後の生活不安とFIREムーブメント … 1

情勢判断

国内経済金融

感染急拡大で3度目の緊急事態宣言へ

～国内景気の本格回復は21年度下期以降と想定～… 2

米国経済金融

景気回復ペースの急加速が始まった可能性

～バイデン政権はインフラ投資計画を発表～ …12

中国経済金融

順調な回復が継続する中国経済

～先行きは楽観視できない～……20

分析レポート

欧州経済を巡るコロナ危機後のダウンサイドリスク

～中央銀行に求められる慎重な対応～ …28

海外の話題

サステナビリティにまい進するシンガポール …32

2021. 5

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

老後の生活不安とFIRE ムーブメント

常務取締役　内田多喜生

2019 年 6 月に公表された金融審議会の報告書「高齢社会における資産形成・管理」で取り上げられた老後の生活資金の不足額が 1300 ～ 2000 万円に上るとするいわゆる「2000 万円問題」は大きな論議を呼んだ。報告書は事実上撤回されたが、公的年金だけでは老後の生活が持たない可能性について関心が高まったことは間違いない。さらに、21 年 4 月に施行された改正高年齢者雇用安定法では、従業員の 70 歳までの就業確保を努力義務とする規定が盛り込まれた。これも労働力不足対応とともに、老後の生活資金不足を緩和する意味もあろう。こうした一連の動きは、20 代、30 代の若年層の金融行動にも大きな影響を与えたとみられる。例えば、つみたて NISA の口座開設の急増も一つの表れであろう。20 年 9 月末時点のつみたて NISA 口座数の伸び率は 1 年前に比べ 20 代で 77%、30 代で 71%と急増している。

さらに、こうした動きを加速させるものとして、日本の若年層のライフスタイルの変化があるかもしれない。アメリカではすでに、生まれながらにパソコンやインターネットが当たり前に存在したミレニアル世代（1980 ～ 90 年代生まれ）を中心に、モノ消費からコト消費へのシフトが強まったとみられている。そして、そうしたライフスタイルの変化の一つとして FIRE ムーブメント（以下 FIRE）が挙げられる。ご存じの方も多いと思われるが、このムーブメントは 2010 年代に注目が高まったもので Financial Independence，Retire Early の頭文字をとったものである。経済的自立による早期退職を意味し、若いうちに収入をできるだけ運用に回し、その運用収益で生活費を賄えるようになったら、早期にリタイアするというものである。早期退職といえば、大金を稼いで悠々自適な暮らしをするアメリカンドリームを思い浮かべるが、FIRE はそれとは異なる。生活費を可能な限り抑えることで運用資産を増やし経済的自立を達成（同時に精神的自由を獲得）するというものである。FIRE のためには年間生活費の何年分を確保し、それを何 % で運用する必要があるかについて、米国の大学での研究がよく引用されている。また、生活費を抑えるための知恵を持ち寄るオンラインコミュニティが多数立ち上がり、世界中から意見が寄せられている。もちろん生活費を抑え早期リタイアすることについては、超長期化するリタイア後のリスクを低く見すぎているなどの批判もある。

この FIRE について、日本でもネットメディア等で取り上げられ若年層を中心に関心が高まっている。「失われた 20 年」後も低成長が続き、日本でも若年層はモノ消費より、コト消費、物質的な充足よりも精神的な充足を重視する傾向が強まっているといわれている。さらに、リーマンショック、コロナ禍に遭遇するなかで自分が依拠している日本の経済社会の不安定性にもリスクを感じていよう。そのため FIRE への関心にみられるような、若年層を中心とする経済的自立への志向は今後も続くとみられ、それは資産運用やライフスタイルにも影響するとみられる。資産運用に関しては、先のつみたて NISA の口座開設にみられるように、貯蓄から投資への動きを後押しする可能性もある。ライフスタイルに関しては、社会・経済へのかかわり方の多様化が予想され、その選択肢の一つに農業もあろう。FIRE を達成し、農業を始めた著名ブロガーもいる。FIRE への関心の高まりにみられるような若年層の意識やライフスタイルの変化が今後の社会にもたらす変化に注目したい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

感染急拡大で3度目の緊急事態宣言へ

～国内景気の本格回復は21年度下期以降と想定～

南　武志

要旨

2回目の緊急事態宣言の全面解除後、新型コロナウイルス感染症の感染拡大は収まるどころか、むしろ事態は悪化に向かっている。政府は東京都、大阪府、京都府、兵庫県に対する3度目の緊急事態宣言の発令を決定したが、それに伴い、サービス消費を中心とした経済活動の停滞長期化が懸念される。一方、コロナ・ワクチンの接種が進んだ国では景気回復の加速も見られることから、日本が集団免疫を獲得すると期待される21年度下期には景気回復が本格化する可能性があるだろう。

金融市場では、米長期金利の上昇一服やそれに伴うドル高修正、さらには緊急事態宣言の再々発出への警戒などから、足元ではリスクオフが強まっており、長期金利も低下傾向にある。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2021年 4月（実績）	2021年 6月（予想）	2021年 9月（予想）	2021年 12月（予想）	2022年 3月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	−0.013	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	−0.0650	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
国債利回り	20年債	(%)	0.430	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65
	10年債	(%)	0.065	−0.05～0.20	−0.05～0.20	−0.05～0.20	−0.05～0.20
	5年債	(%)	−0.110	−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)	107.9	100～115	100～118	100～118	100～118
	対ユーロ	(円/ユーロ)	130.0	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価		(円)	29,188	29,750±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4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。

第4波によりまん延防止措置等重点措置が10都府県に適用

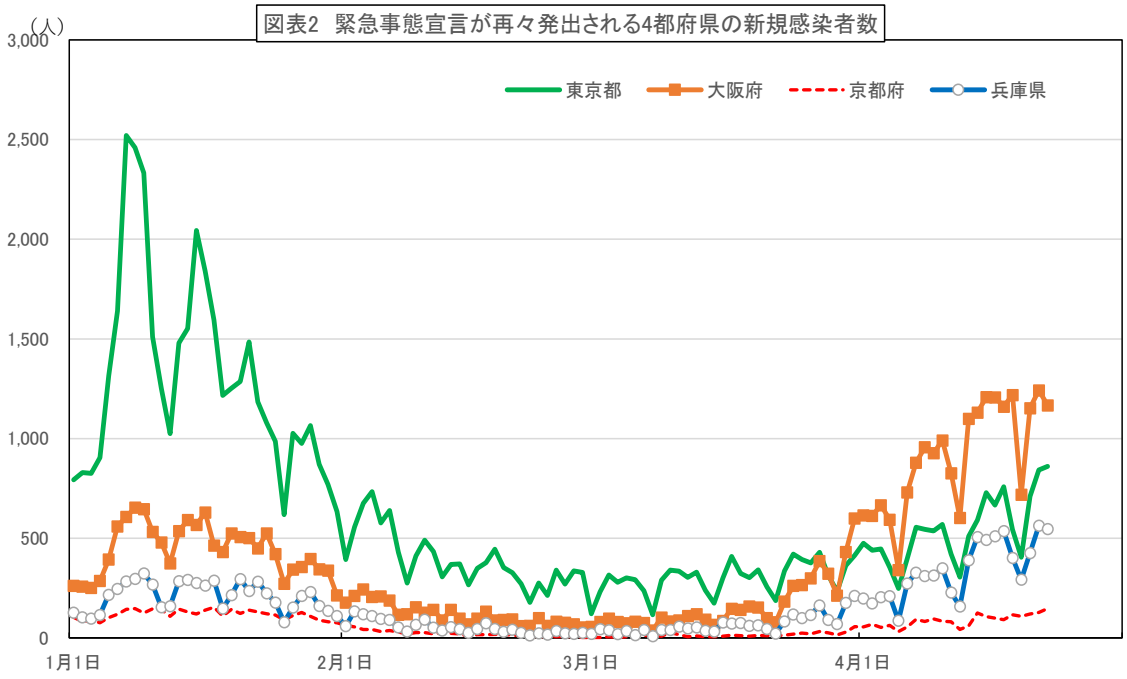
2回目の緊急事態宣言は3月21日を以て全面解除されたが、その後も新型コロナウイルス感染症の感染拡大には歯止めがかかっていない。政府は各都府県からの要請を受け、宮城県、大阪府、兵庫県に対して新型インフル等特措法改正で新設された「まん延防止等重点措置」を適用（4月5日から実施）したことを皮切りに、これまで10都府県を対象に同措置を実施している。しかし、従来株に比べて感染力が強いと指摘される変異株の大流行によって、既に感染「第4波」に襲われており、政府は感染が急拡大している東京都、大阪府、京都府、兵庫県に対して3度目となる緊急事態宣言を発出することを決定した（期間は4月25日～5月11日まで）。対象となる4都府県で

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

は、休業や飲食店に対する酒類提供の自粛の要請など、これまでよりも一段踏み込んだ措置を検討している。

感染拡大の打開策として期待されるワクチン接種については、2 月 17 日から国立病院などの医療従事者から先行・優先接種が始まり、4 月 12 日には 65 歳以上の高齢者への優先接種も開始された。主要国と比べて接種は大きく出遅れているが、政府は米ファイザーと 5 月に承認が見込まれる米モデルナの 2 社から 9 月末までに計 2 億 4,400 万回分（うちファイザーからは 1 億 9,400 万回分）を確保したとしている。ワクチン接種が広がっている国では景気の加速も見られることから、21 年度下期にも集団免疫を獲得できれば、日本でも景気回復が本格化する可能性があるだろう。

図表2　緊急事態宣言が再々発出される4都府県の新規感染者数



（資料）NHK特設サイト「新型コロナウイルス」

中国などアジア向け輸出が景気持ち直しを牽引

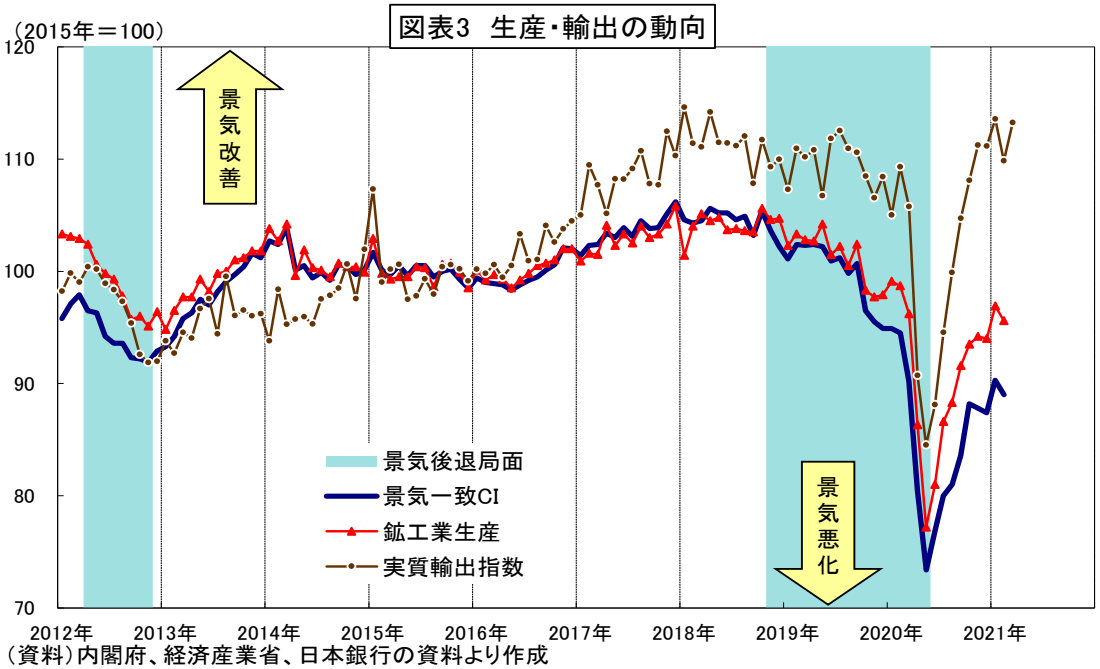
以下、足元の経済情勢について簡単にみていきたい。これまでと同様、いち早くコロナ前の水準回復を果たした中国向けの輸出を牽引役として景気の持ち直し自体は進行中ではあるが、感染対策の影響を受けて対面型サービス消費は不調が続くなど、二極化の状況に変わりはない。

まず、輸出については 3 月の実質輸出指数は前月比 3.1%と、旧正月要因、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低下した 2 月分からの持ち直しが見られた。1～3 月期を通じては前期比 1.9%と 3 四半期連続のプラス

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

だったが、二桁増だった 20 年下期からは大きく鈍化した。中国向け（前期比 6.7%）は依然底堅かったものの、米国向け（同▲2.1%）、EU 向け（同 1.7%）などの鈍さで一部相殺された格好である。こうした輸出減速などに加え、世界的な半導体不足による自動車減産もあって、鉱工業生産も 1～3 月期は伸びが鈍化した模様だ。この半導体の品薄状態は年内の解消見込みは低いと見られ、今後の景気回復の足枷になることも想定される。

図表3　生産・輸出の動向



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

消費マインドに持ち直しが見られたが、サービス消費を中心になお低調

1 月後半以降は新規感染者数が減少に転じ、かつ医療従事者へのワクチン接種も開始されたことから、消費マインドに回復が見られた。3 月の消費動向調査によれば、マインドを示す消費者態度指数は 2 ヶ月連続で改善、20 年 2 月以来の水準となった。日本銀行が試算する消費活動指数（実質ベース、旅行収支調整済）の 2 月分も前月比 1.3%と 2 ヶ月ぶりに上昇、消費全体の半分を占めるサービス部門も 3 ヶ月ぶりに改善した。とはいえ、対面型のサービス消費を中心に低調である状況はほとんど変化していないのが実際のところだ。

設備投資関連では、2 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲8.5%と 2 ヶ月連続の減少となり、内閣府の基調判断も「持ち直している」から「持ち直しの動きに足踏みがみられる」へ下方修正されたものの、鉱工業統計の資本財出荷指数や 3 月の工作機械受注・内需などは持ち直し傾向を続けるなど、

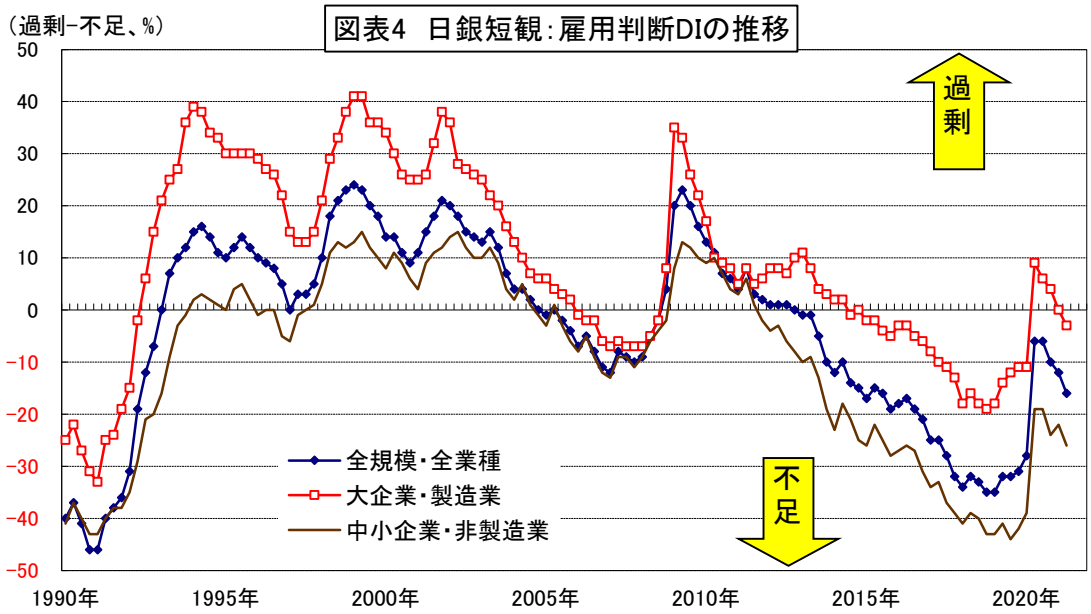
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

製造業での投資意欲は依然底堅いと思われる。

製造業の景況感が大きく改善

また、日銀短観（3 月調査）によれば、2 回目の緊急事態宣言が発出されていた期間を挟んだものの、企業マインドは総じて改善が見られた。大企業・製造業の業況判断 DI は 5（前回から+15 ポイント））、同・非製造業は▲1（同じく+4 ポイント）と、いずれも 3 期連続の改善であったが、輸出の急速な持ち直しに支えられた製造業の改善が目立った。さらに、同・製造業では雇用人員の過剰感も解消されている。20 年度の企業業績や設備投資の実績見込みは前年割れであるが、21 年度については増収増益見通しであるほか、設備投資計画も 3 月調査時点としては「初」の増加となるなど、先行きに対する期待が高い様子が見てとれる。

図表4　日銀短観：雇用判断DIの推移



（資料）日本銀行

経済見通し：景気の本格回復は 21 年度下期以降

先行きについては、冒頭でも触れたように、ワクチン接種が一般国民に広く浸透し、集団免疫を獲得すると期待される 21 年度下期までは国内の経済活動が本格的かつ持続的に回復することは難しく、これまでと同様、感染状況を見ながら、経済活動の停止・再開を繰り返さざるを得ないだろう。日本経済は今しばらく「ストップ・アンド・ゴー」の状態が続くとの見方の変更はない。足元 4～6 月期は、マイナス成長だった可能性がある 1～3 月期からのリバウンドが期待されていたが、緊急事態宣言の再々発出によって、そうした予想を下振れする公算が高い。こうした中、米国の大規模な経済対策や中国経済の底

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

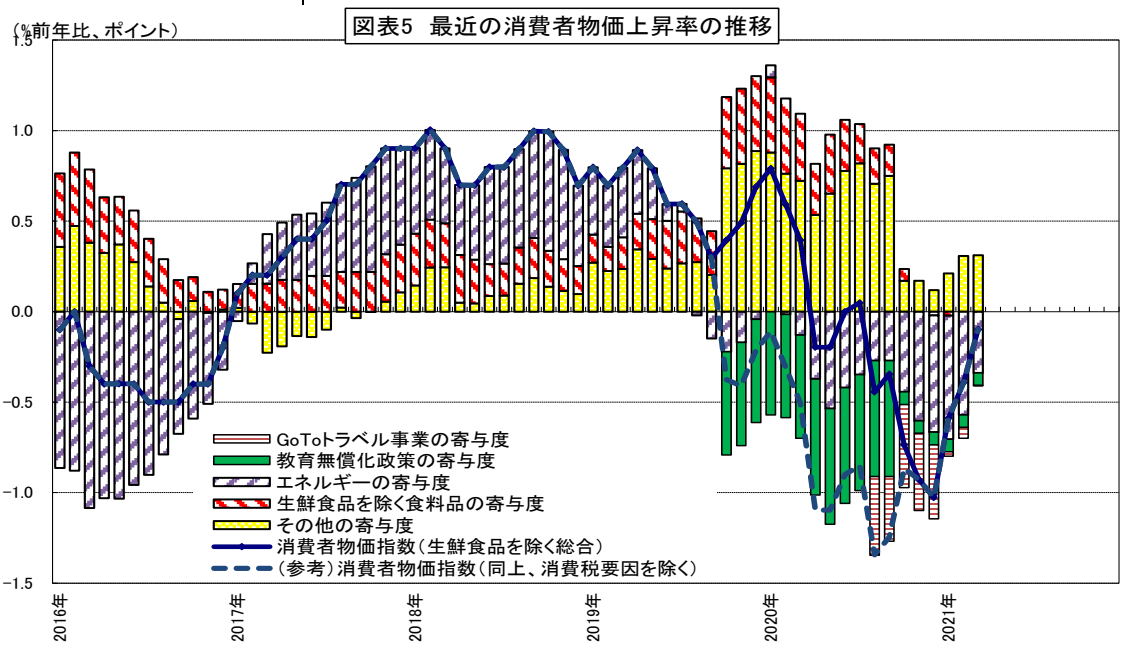
堅さといった「恩恵」を享受するなど、外需が下支えすることとなるだろう。

物価動向：エネルギー高により一時的に前年比上昇に転じる可能性も

コロナ禍で需要が大きく減退した中、物価は全般的に軟調な展開となっていたが、足元ではエネルギー・原材料など「川上」の価格上昇が波及しつつある。3 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▲0.1%と 8 ヶ月連続での下落であったが、下落幅は 3 ヶ月連続で縮小した。GoTo トラベル事業の中断により、宿泊費の値下げが止まっているほか、原油高によってエネルギーの前年比下落幅が小さくなったことが背景にある。

4 月以降、原油高が電気・ガス代などに波及していき、物価上昇率を一時的にプラス圏に押し上げる場面もあるだろう。しかし、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下げ効果が再び強まるとみられる。そもそも、家計の所得環境は厳しいため、値上げが浸透するのは困難と思われ、物価上昇率が持続的に高まっていく可能性は薄いと思われる。

図表5　最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

金融政策：粘り強く現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を続ける方針

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され、今後とも大胆な金融緩和措置を続けていく姿勢が示された。

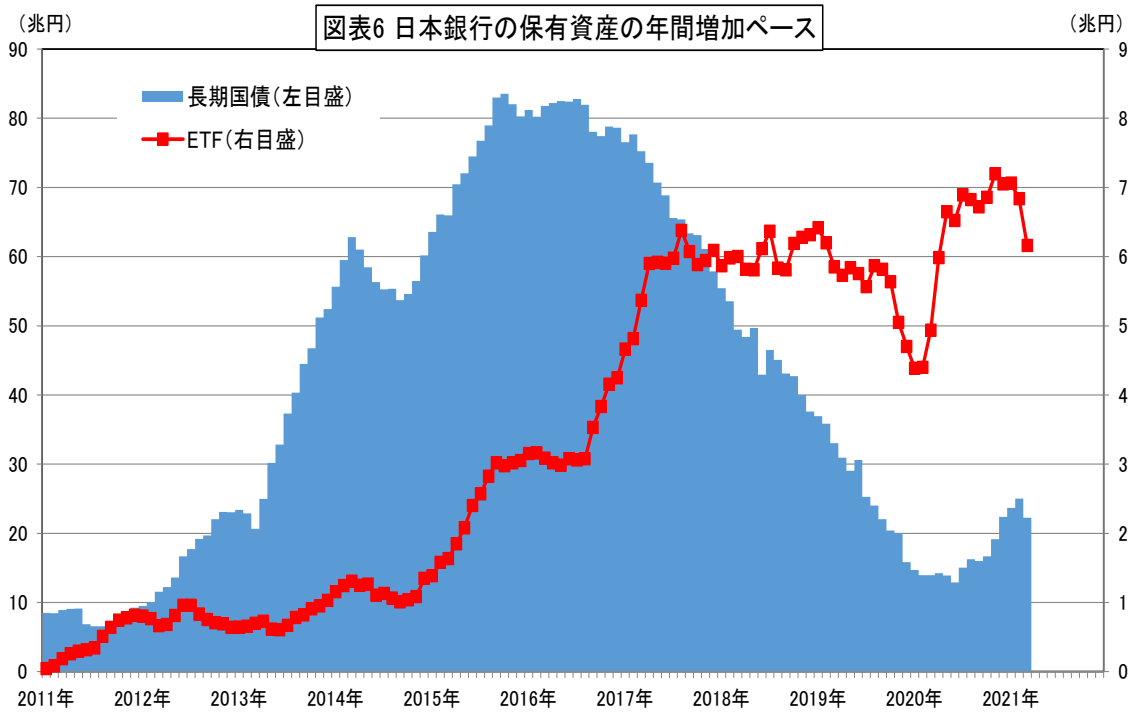
改めて現行政策を整理すると、①長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）として、短期政策金利を▲0.1%（日本

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

銀行当座預金のうち政策金利残高に対して）とし、かつ長期金利（10 年物国債金利）がゼロ％程度で推移するよう上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う、②資産買入れ方針として、ETF および J-REIT についてはそれぞれ年間約 12 兆円、年間約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行い、CP 等、社債等については 21 年 9 月末までの間、合計で約 20 兆円の残高を上限に、それぞれ買入れを行う、というものである。

加えて、3 月に実施した金融緩和策の「点検」を受けて、③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、④過度の金利上振れに対しては連続指値オペを導入する、といった措置を講じた。なお、4 月以降の ETF 買入れについては TOPIX 連動型のみを買い入れることになった。

図表6 日本銀行の保有資産の年間増加ペース



（注）日本銀行資料より作成

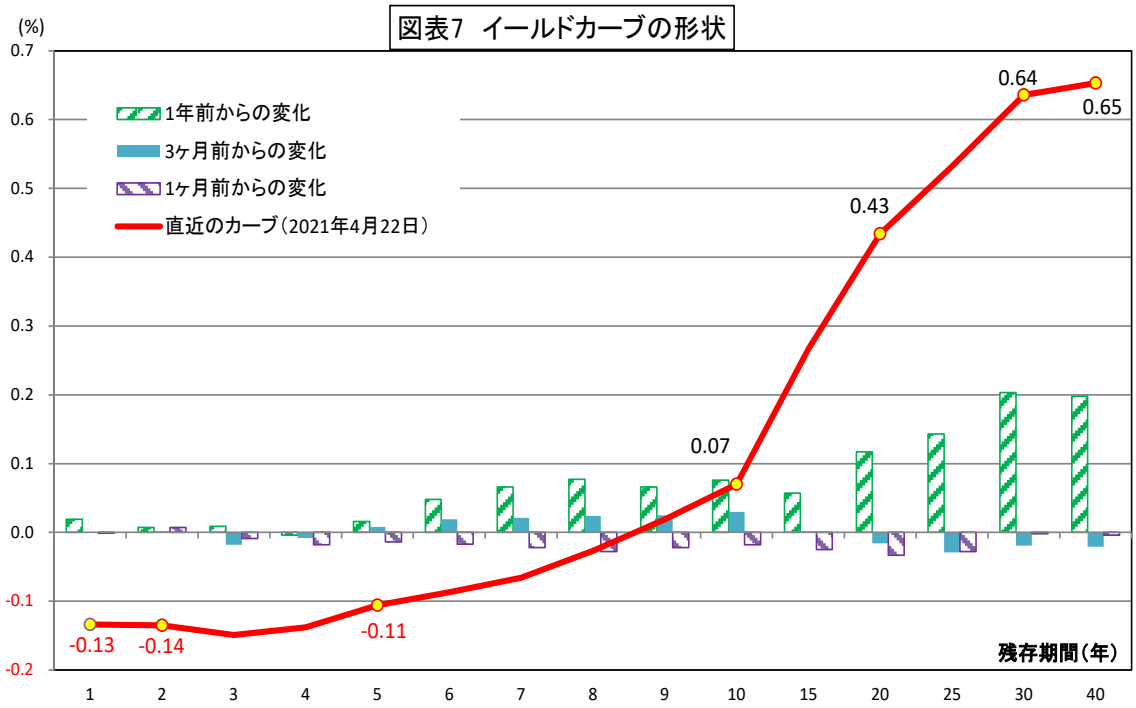
点検後の措置による経済・物価や金融市場への影響は小さい

こうし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たものの、基本的には大規模な緩和策を長期間継続するための微修正と考えられる。逆に 3 月の措置による経済・物価や金融市場への影響は小さいとみられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

4 月 27 日には展望レポート（4 月）が公表予定であるが、新たに予測を公表する 23 年度分の物価見通しについても 2%を大きく下振れた数字になると見られる。米国でも採用された「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の存在を踏まえれば、現状程度の緩和策は少なくとも今後 3 年は続く可能性が高いだろう。

図表7 イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

「金融システムレポート」では債務返済能力を意識した分析

一方、4 月 20 日に公表した「金融システムレポート」では、先行き、企業金融の課題が資金確保（liquidity）から債務返済（solvency）へ徐々にシフトしていくことを意識した分析を行っている。景気回復が遅れる場合には、コロナ禍の影響を強く受けた企業などへの貸出の信用力に悪影響が及ぶリスクがあるとし、不動産市場動向や M&A 等に関連してレバレッジを大幅に高めた大口与信先の収益動向などを注視していく必要がるとしている。

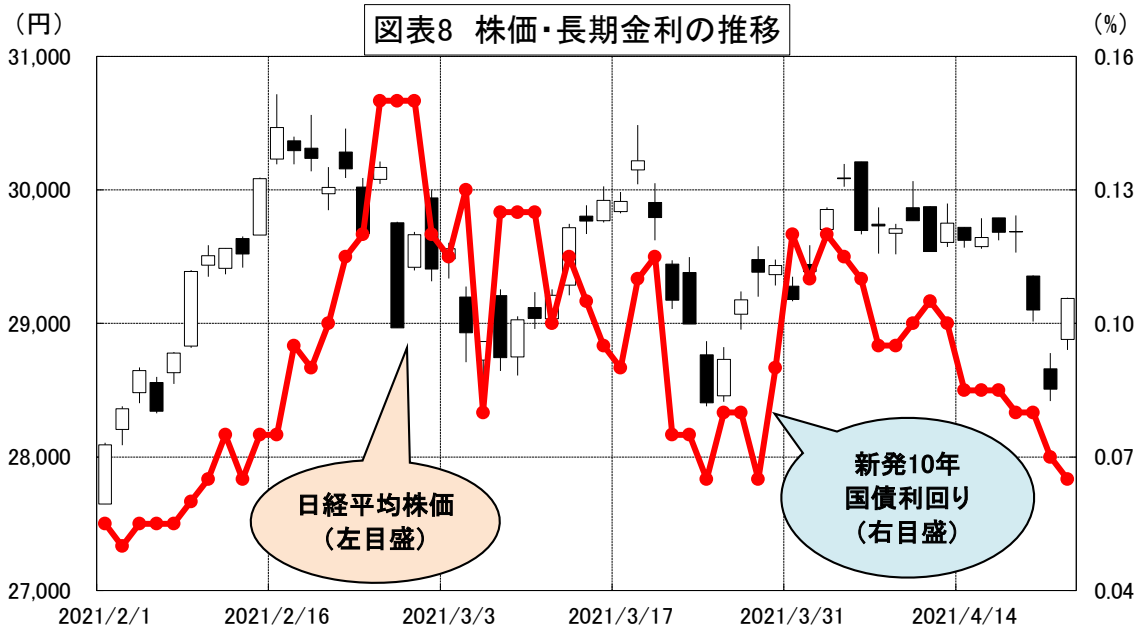
金融市場：現状・見通し・注目点

3 月にかけて上昇した米国長期金利は、4 月入り後は緩やかな低下傾向に転じたが、それに伴って「米国株高・ドル安」傾向となっている。一方、ワクチン接種が遅れている国内において感染「第 4 波」が襲来していることへの警戒もあり、足元の金融市場はやや膠着した状態となっている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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。

図表8　株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期金利は一時 5 年ぶりの水準へ上昇した後、沈静化

① 債券市場

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 年夏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、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 年に入ると米国のコロナ・ワクチン接種の開始や大規模な追加財政政策などによって米長期金利が上昇したことに追随する格好で、国内の長期金利にも上昇圧力が加わった。日銀の「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も加わり、2 月末には長期金利は一時 0.175%と、約 5 年ぶりの水準まで上昇する場面もあった。

しかし、「点検」において長期金利の変動許容幅について「±0.25%」に明確化したに過ぎないとの説明があったほか、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たため、3 月会合の終了後は上昇圧力が一服した。さらに、米国長期金利の上昇一服や国内の感染再拡大などにより、足元の長期金利は落ち着いた動きとなっ

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

ている。

長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

日銀の方針によって 10 年ゾーンの金利については当面ゼロ％近傍（0％±0.25％）で推移するように操作されるとみられ、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、米国の長期金利が再び上昇する、もしくは景気持ち直しの機運が強まるような場面では上昇圧力が高まるだろう。

② 株式市場

30 年来の高値水準だが、目先はスピード調整

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。一方で、米国で成立した 1.9 兆ドル規模の経済対策などによって内外の長期金利が上昇傾向を強めたことへの警戒やスピード調整的な動きが重なり、その後は 30,000 円前後での上値の重い展開が続いた。特に直近は、米長期金利の上昇一服やドル高修正、景気加速の期待などを背景に米国株がじり高で推移する中、国内株は緊急事態宣言の再々発出への警戒や円高進行を受けて調整色を強めている。

先行きについては、引き続き米国のインフレ率や長期金利動向に左右される場面も想定されるものの、主要国で発生している大規模な過剰流動性の存在は今しばらく株価を下支えするとみられる。また、基本的に世界経済はコロナ禍からの持ち直し基調を続けると見込まれるため、業績見通しの上方修正とともに株価は再び上昇傾向を強めていくと予想する。

③ 外国為替市場

米長期金利の上昇一服やリスクオフでドル高が修正

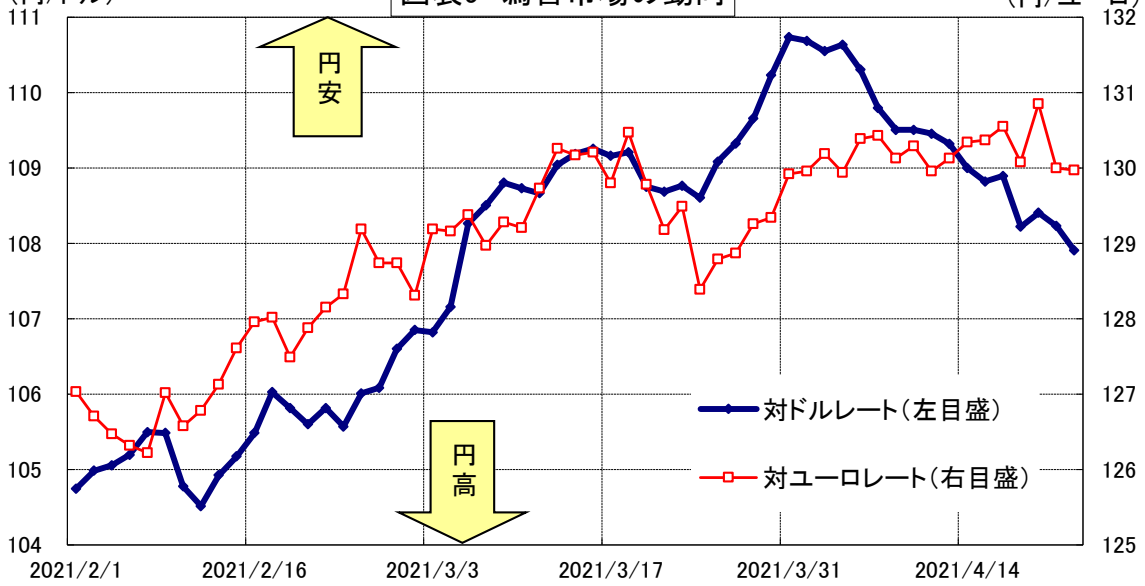
1 月に緊急事態宣言が再発出された際、ドル円レートは一時 1 ドル＝102 円台半ばまで円高が進んだが、その後は米国で誕生するバイデン政権による大規模な財政政策への期待が高まり、米長期金利が上昇したことを受けて円安ドル高の展開となった。3 月下旬には 111 円目前と 1 年ぶりの水準まで円安が進んだ。しかし、4 月に入り、米長期金利の上昇一服から、これまでのドル高を修正する動きが強まったほか、直近では緊急事態宣言の発出観測からリスクオフによる円買いも加わり、107 円台となっている。

先行きについては、金利差や景況感格差の面から今後とも円

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

高が一方的に進む可能性は薄いと思われる。中期的にみればドル高気味の展開が続く可能性が高いだろう。

図表9　為替市場の動向



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

対ユーロは 130 円前後での展開

また、21 年入り後、対ユーロレートも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ったとみられる。3 月中旬には一時 1 ユーロ＝130 円台と 2 年 4 ヶ月ぶりの水準となった。直近 1 ヶ月は 130 円前後の展開となっている。

欧州中央銀行は 4 月以降、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加速させるなど、日銀と同様、大規模な緩和措置を継続しており、金融政策の方向性はほぼ同じとみられるほか、ワクチン接種も日本ほどではないものの、やや遅れ気味であることから、先行き、一方的にユーロ高が進行することは考えにくい。

(21.4.23 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

米国経済金融

景気回復ペースの急加速が始まった可能性

～バイデン政権はインフラ投資計画を発表～

佐古　佳史

要旨

寒波到来で足踏みした 2 月の反動もあり、3 月は雇用、企業部門、住宅市場など幅広い分野で非常に堅調な指標が確認できたことから、景気回復ペースの急加速が始まった可能性も考えられる。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による押上げ効果が期待されるが、バイデン政権と民主党が目指すインフラ投資計画が成立すれば景気回復ペースは一段と加速する可能性もあるだろう。

金融政策の現状維持が決まった 3 月 FOMC の議事要旨からは、現在の資産買い入れペースはしばらく継続するとの方針が改めて確認された。

バイデン政権はインフラ投資計画を発表

バイデン大統領は 3 月 31 日、8 年間で 2 兆 2,500 億ドル（約 247 兆円）規模のインフラ投資計画（The American Jobs Plan）を発表した。主な内訳としては①道路や橋の修復、公共交通機関の近代化(modernize)、電気自動車の普及などに 6,210 億ドル、②安全な飲料水の供給などに 1,110 億ドル、③高速通信網の普及に 1,000 億ドル、④電気インフラ、エネルギー事業の改善などに 1,000 億ドル、⑤手ごろな価格（affordable）の 200 万件以上の住宅供給などに 2,130 億ドル、⑥技術開発支援に 1,800 億ドル、⑦製造業と中小企業支援などに 3,000 億ドル、⑦再教育など労働力開発に 1,000 億ドル、となっている。

また、それらの資金源を 15 年間で確保する税制案も同時に発表された。具体的には、①法人税率を 28%へ引き上げ、②海外収益に 21%の課税、③大企業の帳簿所得（book income）に最低 15%の課税、などとなっている。

今後は米議会での同法案の審議と、当初 4 月半ばに予定されていた医療保険や育児支援などを中心とした支援策の発表が注目材料になるだろう。

景気の現状：回復ペースの急加速が始まった可

以下、足元の経済指標を確認してみよう。寒波が到来した 2 月の反動もあり、3 月は非常に堅調な指標が多数確認され、景気回復ペースの急加速が始まった可能性も考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

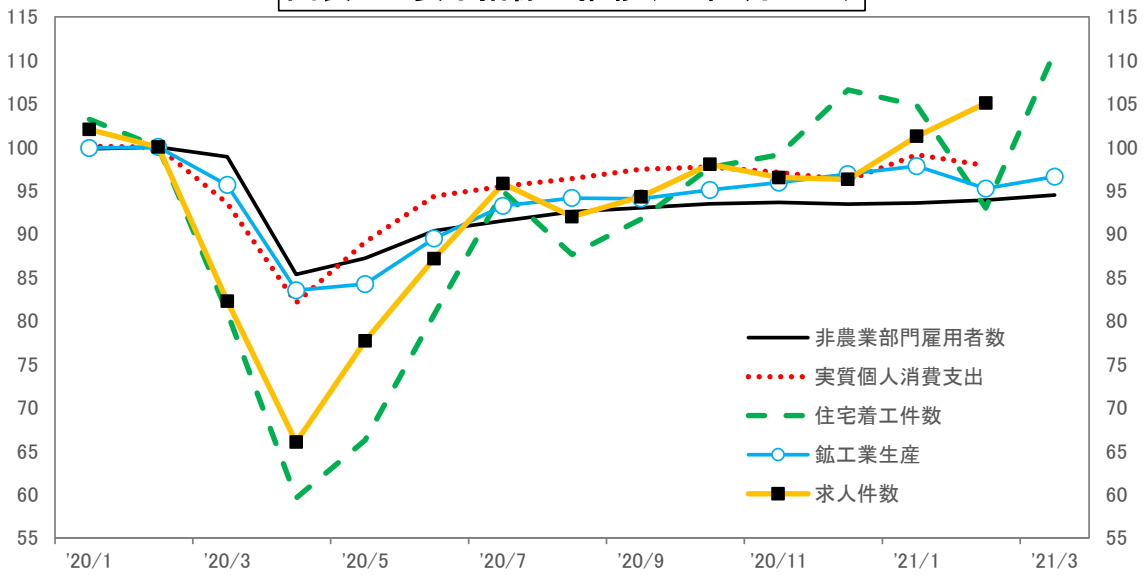
能性も

消費の回復ペースは寒波の影響から 2 月は鈍化し、小売売上高は前月比▲3.0%の減少となった。一方で、3 月は同 9.8%と大きく反発したことで個人消費の堅調さが示された。

労働市場についても、3 月の非農業部門雇用者数は前月から 91.6 万人増と、2 月の同 46.8 万人増から雇用の回復ペースが加速した。失業率は前月から 0.2 ポイント低下し 6.0%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、今後も雇用の戻りは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てきた。3 月の住宅着工件数は寒波の影響で急減した 2 月からの反発もあり、前月比 19.4%と急増した。また、一世帯用賃貸住宅の機関投資家購入分の内、約 3 分の 1 を海外の機関投資家が占めているとの指摘もあり、投資熱が高まっているとも考えられる。

図表1 主要な指標の推移（20年2月=100）



（資料）Bloomberg

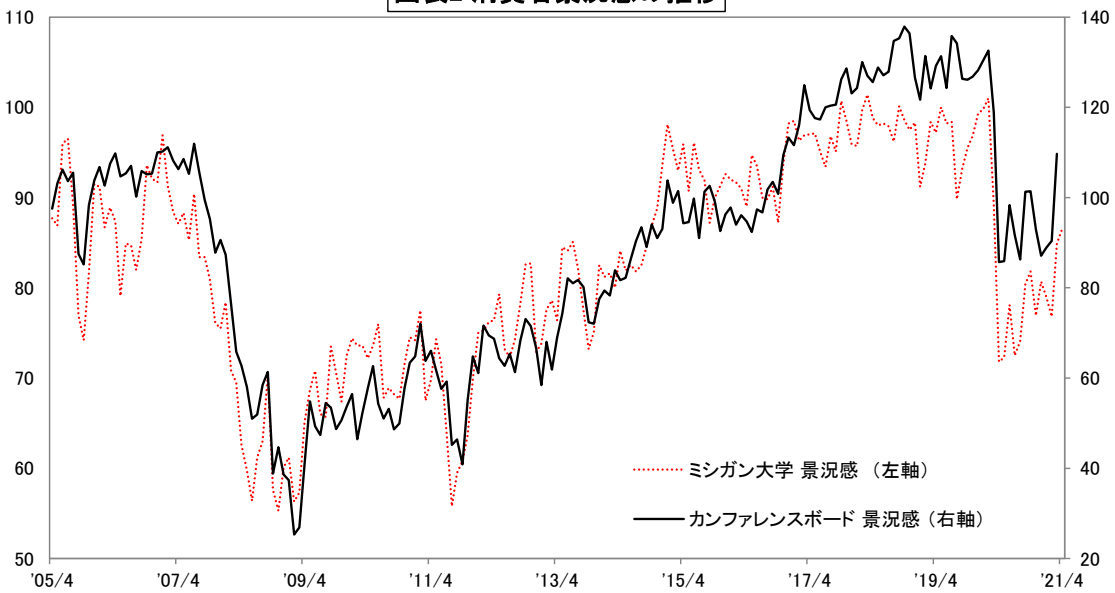
4 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は 3 月から上昇し 86.5（現況指数 97.2、期待指数 79.7）となった。対新型コロナウイルスワクチンの普及と景気と雇用の回復を背景に現況指数が上昇をけん引した。

企業マインドをみると、3 月の ISM 製造業指数（PMI）は約 37 年

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

ぶりの水準となる64.7%、非製造業指数(NMI)は過去最高の63.7%となったことから、企業部門も非常に堅調とみてよいだろう。各構成項目が上昇するなかで、PMIは生産、NMIは企業活動と新規受注の上昇が顕著であった。また、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、仕入れ価格指数も高止まりしており、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



（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：21年の景気回復は加速する見込み

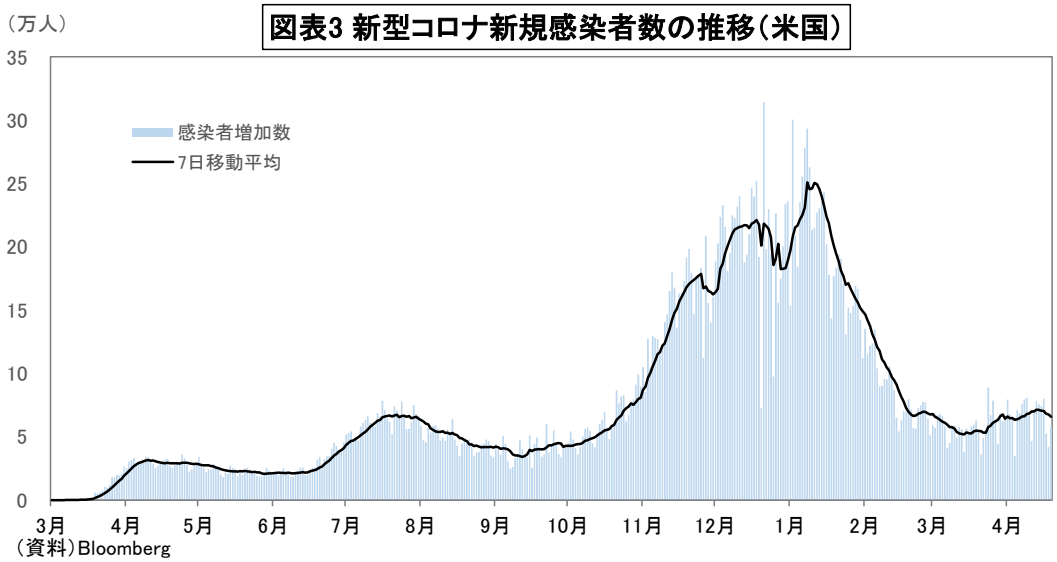
さて、景気の先行きについて考えてみたい。米国では冬期にかけて新型コロナウイルスの感染再拡大が続いてきたものの、12月14日からワクチンの接種が開始され、4月19日時点でワクチン接種総数は2.1億回、ワクチンを1回接種した人は1.3億人、接種が完了した人は8,537万人となっている。足元では、感染再拡大が各国で確認されているものの、ワクチン接種の普及もあり米国では新規感染者数の増加が比較的抑制されている印象を受ける。

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、年内にさらなる追加経済対策が実施される可能性もあるなか、ワクチン接種の普及による経済正常化も見えつつあり、21年の景気回復は加速する見込みである。

こうしたなか、バイデン政権の1.9兆ドルの追加経済対策やワクチンの普及などを反映し、国際通貨基金（IMF）は4月の世界経済見通しにおいて21年の米国経済成長率を6.4%と、1月時点から1.3ポイント上方修正した。22年は同1.0ポイント上方修正となる3.5%としている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表3 新型コロナ新規感染者数の推移（米国）



（資料）Bloomberg

インフレ率の持続的な加速には経済活動の正常化が必要

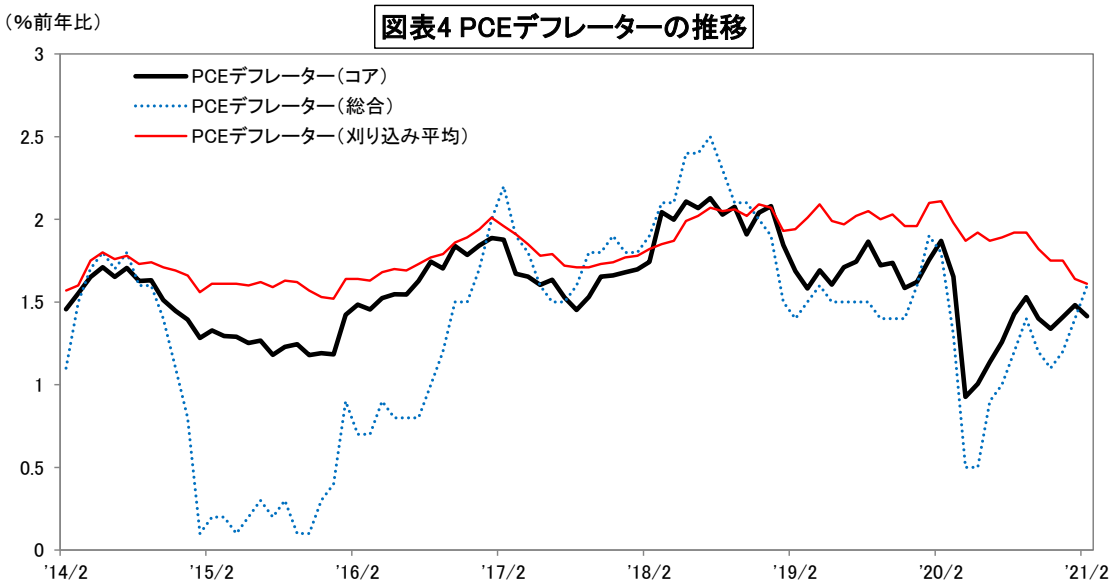
インフレ率については、コロナ禍によるこれまでの弱い需要を反映して鈍化傾向が続いている。2 月のコア PCE デフレーターは前年比 1.4%と、FRB が目標とする 2%を下回って推移している。また、3 月の消費者物価指数（CPI）はエネルギー価格の急上昇により、同 2.6%となったものの、コアは同 1.6%と上昇は鈍い。

1.9 兆ドルと大規模な景気刺激策や経済活動の正常化が進展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。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も多いように思われる。なお、前年比で計測する場合、新型コロナの感染急拡大による需要急減によりインフレ率の鈍化が鮮明となった 20 年 3 月以降のデータと比べることから、当面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が必要だろう。FRB が採用す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、インフレ率が一時的に上振れたとしても金融政策に変更はないだろう。

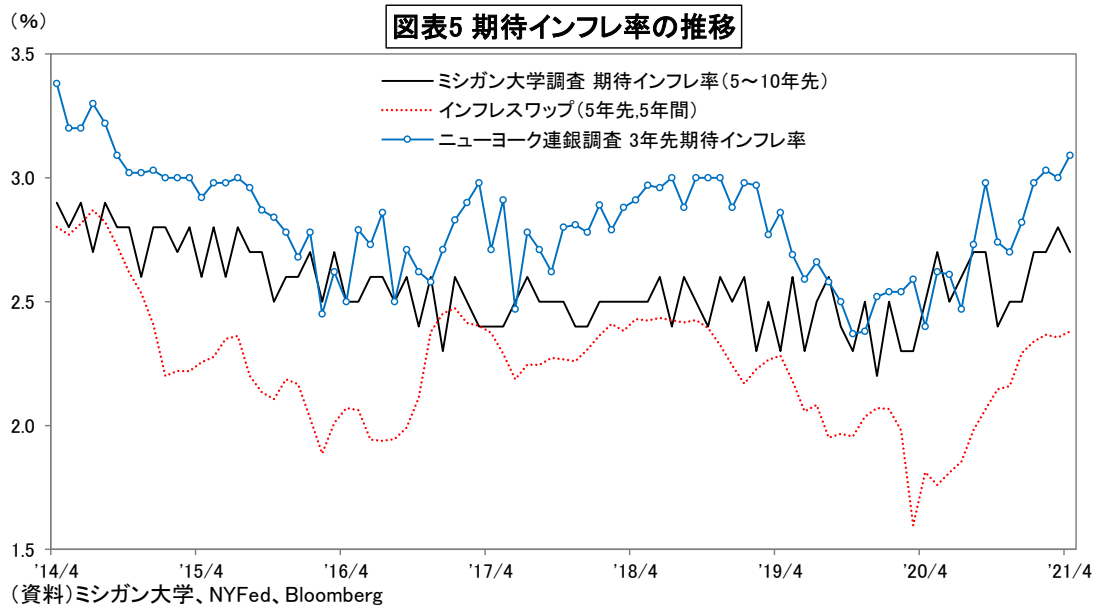
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表4 PCEデフレーターの推移



（資料）米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

図表5 期待インフレ率の推移



（資料）ミシガン大学、NYFed、Bloomberg

3月FOMC議事要旨は資産買い入れの長期化を示唆

4月7日に公開された3月のFOMC議事要旨によれば、最大雇用の確保というFRBの目標には程遠いとの認識の下、現在のペースでの資産買い入れがしばらく継続すると考えられていることが明らかとなった。

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、「景気見通し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

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

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。

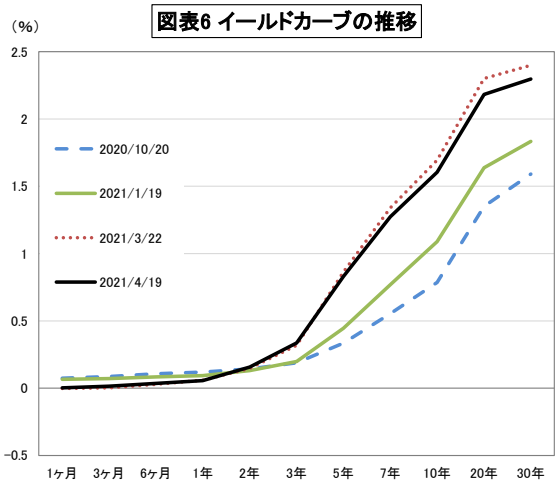
「コロナ前」の雇用水準を回復するためには 850 万人程度が職を得る必要があり、仮に一月あたり 100 万人のペースで雇用が回復しても、労働市場の回復は 21 年末という計算になる。また、FRB はマイノリティや低賃金労働者の雇用が十分に回復するまでは、現在の資産買い入れを継続すると考えられることから、資産買い入れの縮小（テーパリング）のアナウンスは 21 年末～22 年初、テーパリング開始は 22 年春ぐらいになるのではないだろうか。いずれにせよ、今後の雇用回復ペースには非常に注目が集まるだろう。

長期金利：上昇傾向の継続を予想

さて、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一服や、1.9 兆ドル規模の追加経済対策を織り込む形で急上昇した実質金利につられて、長期金利（米 10 年債利回り）は急ピッチで上昇した。3 月以降は期待インフレ率（ブレーク・イーブン・インフレ率）が緩やかに上昇する一方で実質金利は横ばいとなった結果、長期金利は概ね 1.6～1.7%での推移となった。

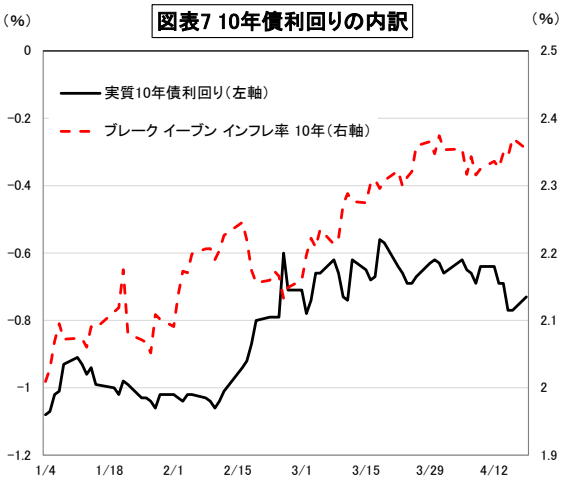
先行きについて考えてみると、経済活動が正常化しつつあるなか、財政赤字の拡大もあり金利が低下する余地は少ないと考えられる。また、さらなる追加経済対策をめぐる思惑や、FRB 関係者による、金利上昇は経済の回復を反映しているとの解釈（いわゆる「良い金利上昇」説）などもあり、今後もゆるやかに長期金利の上昇が続くと見込まれる。もっとも、期待インフレ率の急上昇は考えづらいため、一段の金利上昇には経済正常化の本格化による実質金利の上昇が必要となるだろう。

図表6 イールドカーブの推移



（資料）Bloomberg

図表7 10年債利回りの内訳



（資料）Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表8 株価・長期金利の推移

（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 月末にはダウ平均が 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。3 月以降は堅調な経済指標や金利上昇の一服などからダウ平均は上昇傾向で推移している。

先行きについて考えてみると、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が、目先は 21 年第 1 四半期の決算が材料となるだろう。

景気回復への自信を強めた FOMC 参加者

最後に、FOMC 参加者の最近の発言を振り返ってみると、景気回復への自信が強まっていることがうかがえる一方で、インフレ率については 2%を達成するかどうか長期的なスタンスで見極めたいとの姿勢が確認できる。テーパリングの開始時期を考える上では、FOMC での投票権があり特にマイノリティや女性の雇用についての発言が多い、デイリー・サンフランシスコ連銀総裁やボスティック・アトランタ連銀総裁の発言に注目したい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表9 連銀関係者の発言など

区分		人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
投票権あり	FOMCメンバー	パウエル議長	−1	4/11 4/14	景気回復ペースの急加速に直面している 景気回復が十分進めば、テーパリングを開始する時期になる
		ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	−1	3/30 4/14	米景気に対して楽観的 高インフレに対処する手段はある
		クラリダ副議長	−1	4/9	政策変更の前に物価と雇用の目標達成を確認したい
		ブレイナード理事	−1	4/7	フォワードガイダンスは予測ではなく結果に基づいている
		ウォーラー理事	?	4/16	金融緩和をやめる理由がない
		ボウマン理事	?	3/22	雇用最大化と物価上昇の目標達成まで「しばらく時間」
		クオールズ副議長	?		
		エバンス総裁（シカゴ）	−1	4/7	インフレが持続可能かどうか判断するまでには長い時間が必要
		バーキン総裁（リッチモンド）	−1～0	4/6 4/13	経済正常化につれて雇用が増加する見込み 長期的なディスインフレ圧力がある
		ボスティック総裁（アトランタ）	0～1	4/15	予防的な金融引き締めはしない
		デイリー総裁（サンフランシスコ）	−1	4/8 4/15	景気回復を確認する必要がある 短期金融市場とヘッジファンドを改革する必要がある
投票権なし	FOMCメンバー	ジョージ総裁（カンザスシティー）	1		
		ブラード総裁（セントルイス）	−2	4/1	しばらくの間2%を超えるインフレ率が望ましい
		ローゼングレン総裁（ボストン）	0～1	4/12	インフレは上振れ・下振れリスクがともにあり、謙虚になるべき
		メスター総裁（クリーブランド）	0	4/15 4/5	景気回復の道のりは長い 850万人程度の失業者いるため、雇用はより回復する必要がある
投票権なし	非FOMCメンバー	ハーカー総裁（フィラデルフィア）	1	4/13	21年の経済成長率は5～6%を予想している
		カプラン総裁（ダラス）	1	4/7 4/7	FRBの目標に到達すれば金融緩和縮小が健全 FRBはパンデミック渦中の経済を強力にサポートする
		カシュカリ総裁（ミネアポリス）	−2	4/8	新型コロナウイルスの変異株が最大のリスク

（資料）各種報道 （注）鷹/鳩の評価は農中総研による。+はタカ派、−はハト派の意。

（21.4.20 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

中国経済金融

順調な回復が継続する中国経済

～先行きは楽観視できない～

王　雷軒

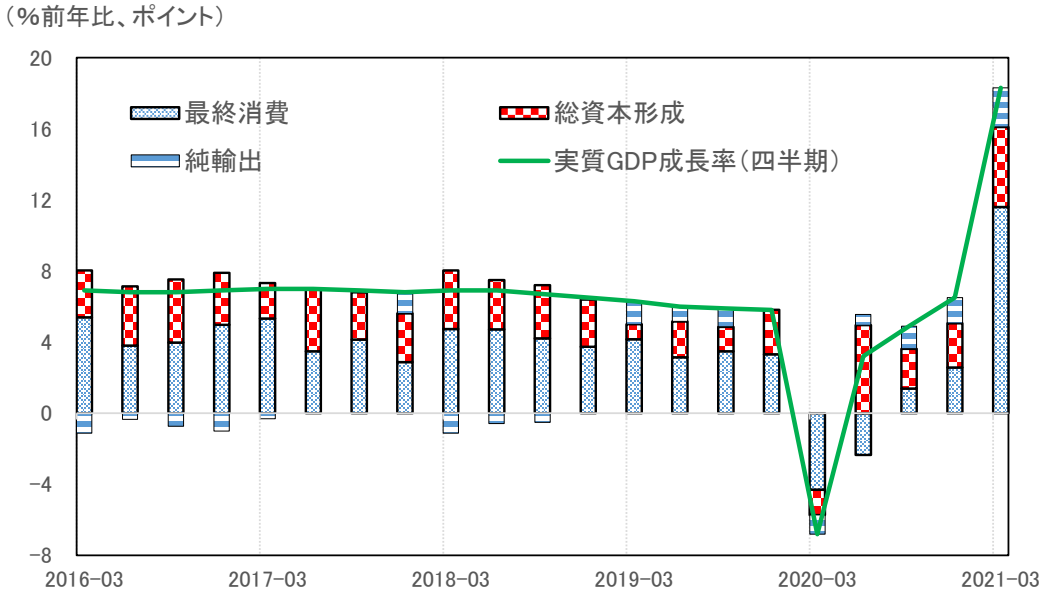
要旨

コロナ禍で 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。21 年入り後もコロナ禍からの回復が続き、1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 18.3%と事前予想通りの高い伸びを記録した。

この高成長は前年同期のマイナス成長からの反動による面が大きいが、輸出が大きく拡大したことや消費回復が鮮明になるなど、中国経済が順調に回復している様子が見て取れる。一方、前期比は 0.6%と 20 年 10～12 月（同 3.2%）から鈍化したことから、景気は踊り場に差し掛かっている可能性がある。

先行きについては、巡行速度に向けて内需主導の回復が継続するとみられ、当総研は 21 年の成長率見通しを 9.2%としている。一方、設備投資、飲食業や観光業などの回復はなお道半ばであるほか、生産者物価上昇率の高まりや金融政策の調整、さらに米中関係等には留意が必要であるため、楽観視はできない。

図表1　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

1～3 月期の実質 GDP 成長率はほぼ予想通り

20 年 1～2 月に実施された新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）の感染拡大抑制のための強力な対策を受けて経済

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

活動が大きく制限された結果、20年1～3月期の実質GDP成長率は前年比▲6.8%、前期比▲9.3%となった（図表1）。

その後は、新型コロナ感染拡大の沈静化を受けて、外出規制の緩和や都市封鎖の解除などが行われたほか、政府の経済対策の総動員に加えて輸出の拡大もあって、20年4～6月期（前年比3.2%）には再びプラス成長に転じ、7～9月期（同4.9%）、10～12月期（同6.5%）と、徐々に加速した。

21年入り後も回復が続いている。国家統計局が公表した1～3月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比18.3%と、事前予想通り、四半期統計データの公表を始めた92年以降で最大の伸び率を記録した。この実質GDP成長率（18.3%）に対する需要項目別の寄与度は、最終消費：11.6%ポイント、総資本形成：4.5%ポイント、外需（純輸出）：2.2%ポイントであった。

また、産業別の実質成長率をみると、第1次産業（農業、GDPに占めるシェアは4.5%、前年比成長率に対する寄与度は0.4ポイント）、第2次産業（製造業、同37.2%、同8.6ポイント）、第3次産業（サービス業、同58.3%、同9.3ポイント）はそれぞれ前年比で8.1%、24.4%、15.6%と、特に第2次産業の伸びが高かった。

今回の高成長には20年1～3月期の反動の影響が大きく出ているものの、19年同期比でも21年1～3月期の実質GDP成長率は10.3%であり、過去2年の平均成長率は5%となるなど、中国経済がコロナ禍から順調に回復し、本来の巡行速度に戻りつつあると言えよう。

その背景には、21年春節連休後（2月11日～17日）の企業活動の再稼働が例年より早かったことや、2月入り後消費の回復テンポが加速したほか、世界経済の回復基調を受けて1～3月期の輸出も底堅く推移したことが挙げられる。

とはいえ、前期比は0.6%で20年10～12月期（3.2%）から鈍化したことから、回復は一旦踊り場に差し掛かっていると見られ、先行きはまだ楽観視できないと考えている。以下、3月分の主要経済指標の動向を確認したい。

企業マインドは改善

足元の企業マインドは改善した。国家統計局が発表した3月の製造業購買担当者景気指数（PMI）は51.9と、2月の50.6から1.3ポイント上昇、13ヶ月連続で景況感の分岐点となる50を上回った。サブ指数を確認しても、新規輸出受注、生産はそれぞ

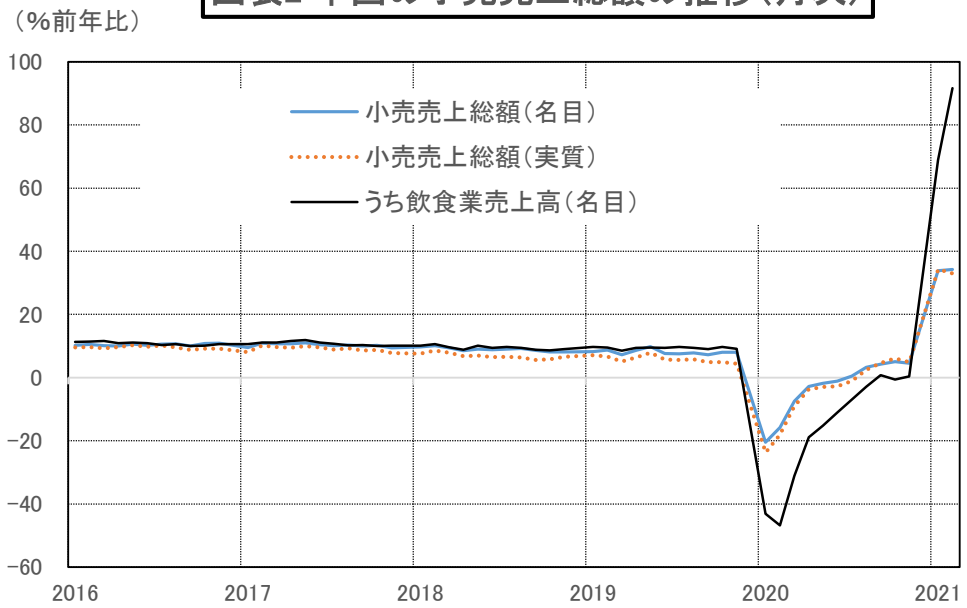
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

れ 51.2、53.6 と、輸出の堅調さが製造業の生産拡大に寄与している様子がうかがえる。非製造業 PMI も 56.3 と 2 月の 51.4 から大幅に上昇した。業種別では、サービス業、建築業がそれぞれ 55.2、62.3 と大きく水準を高めた。

一方、3 月の鉱工業生産は前月比 0.60%、前年比 14.1%と 2 月（それぞれ 0.69%、35.1%）から減速した。減速した背景には、半導体供給不足による影響で自動車生産は勢いがやや弱まったほか、原材料価格の急上昇に加えて一部の中小企業の人手不足もあると考えられる。

ただ、19 年同期比で 14.0%となるなど、鉱工業生産は拡大基調にあることに変わりはない。また、3 月の全国サービス業生産指数も前年比 25.3%と 1～2 月期（同 31.1%）から鈍化したものの、回復が継続していると見られる。

図表2 中国の小売売上総額の推移（月次）



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は21年3月。

消費の回復基調は鮮明

さて、需要項目別の状況を確認すると、足元消費の回復基調は一層鮮明になった。3 月の小売売上総額は名目で前年比 34.2%と 1～2 月期（同 33.8%）から伸びを高めた。物価変動を除いた実質ベースでの変動率は前年比 33.0%となった（図表 2）。

20 年 3 月が前年比▲15.8%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 年同期比でも 12.9%（19 年通年の前年比 8.0%）と回復基調が鮮明になってきたとはいえよう。その背景には、新型コロナ感染拡大が抑制されているな

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

か、当局による消費刺激策の効果が現れたことに加えて、3月入り後の雇用環境が改善したことや、これまで出遅れていた飲食業も大幅に伸びたことが挙げられる。実際、3月の飲食業、自動車、家具、家電製品・音像機材はそれぞれ前年比91.6%、48.7%、42.8%、38.9%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▲0.92%、2月は1.45%、3月は1.75%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月入り後感染拡大が沈静化したため、消費の回復基調が強まったと見られる。とはいえ、飲食業の回復がなお道半ばにあり、消費全体はいまだに新型コロナ前の水準には戻り切れていない。

国家統計局によると、日本の彼岸にあたる清明節連休（4月3日～5日）中、国内観光人数は1.02億人と、新型コロナ前の94.5%を取り戻したほか、4月2日～5日間の鉄道利用客数も20年同期間比225.8%と、19年同期間の92.4%まで回復したと指摘している。

これらを踏まえると、先行きについても、調査失業率の低下などを受けて家計の所得環境が改善する見込みであることや、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、新型コロナ感染拡大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継続することから、消費の回復傾向は一段と強まる見込みである。

ただ、4月入り後、雲南省で新型コロナ感染者が増加する動きも見られたように、中国の感染対策への圧力は依然として大きく、消費者マインドに一定程度の悪影響を及ぼすと想定しておくべきであろう。

投資は回復基調継続も、設備投資が回復の足かせに

一方、投資は回復基調が継続している。1～3月期の固定資産投資は前年比25.6%と、1～2月期（同35.0%）からは鈍化した（図表3）。こちらも20年1～3月期が前年比▲16.1%だったことからの反動で大きく上昇したが、20年10～12月期比で2.06%、19年同期比で6.0%（19年通年の前年比5.4%）の伸びとなるなど、堅調に拡大したと思われる。ただし、季節調節済前月比をみると、1月は1.51%、2月は1.50%、3月は1.51%となっており、堅調ながら、足元で加速する動きは見られなかった。

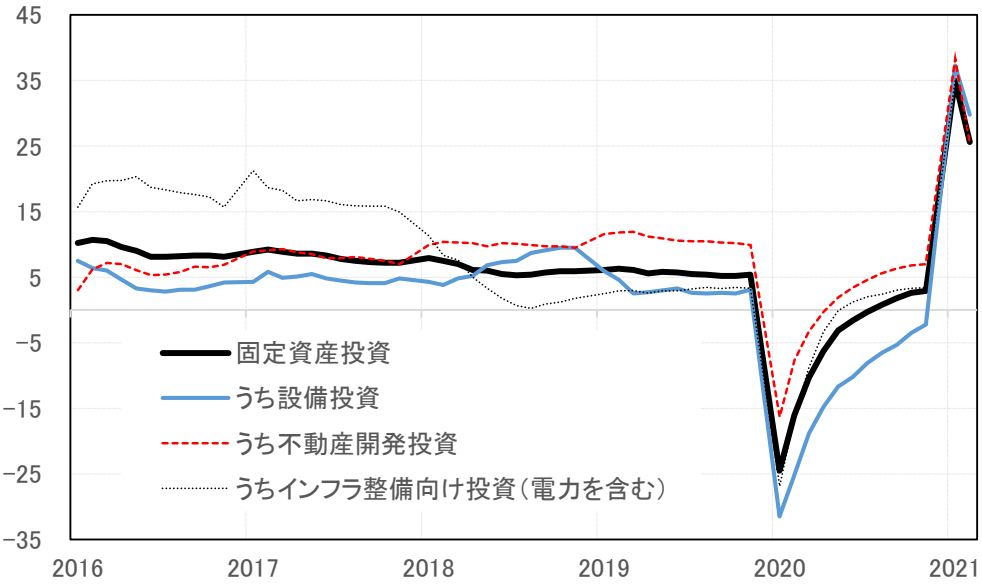
投資分野別にみても、設備投資、インフラ整備向け投資、不動産開発投資がそれぞれ同29.8%、26.8%、25.6%と1～2月期か

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

らは（37.3%、36.6%、38.3%）鈍化した。2年前と比べてみると、それぞれの平均成長率は▲2.0%、2.3%、7.6%と、不動産開発投資とインフラ整備向け投資は比較的底堅く推移したものの、設備投資は回復に向かいつつあるが、新型コロナ前の水準に戻り切れていない。国家統計局によると、原因はたくさんあるとしたうえで、「企業経営が直面する困難が比較的多く、投資意欲が高まらないままである」と指摘している。

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、融資規制などを強化したことで、不動産開発投資の伸びがさらに鈍化するほか、設備投資の慎重な姿勢が継続するものと見られるが、4月入り後の地方政府の特別債券の発行・利用を受けてインフラ整備向け投資が加速することが期待されるため、全体として緩やかな回復が続くだろう。

図表3 中国の固定資産投資と内訳の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、（注）年初来累積、直近は21年1～3月期。

輸出の拡大基調は継続

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する状況が続いている。3月の輸出額（ドル建て）は前年比30.6%の大幅増となった（図表4）。1月、2月単月の前年比はそれぞれ24.8%、154.9%であったことで、1～3月期の輸出額は前年比48.9%と、20年10～12月期（同17.0%）から伸びが大きく高まった。

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

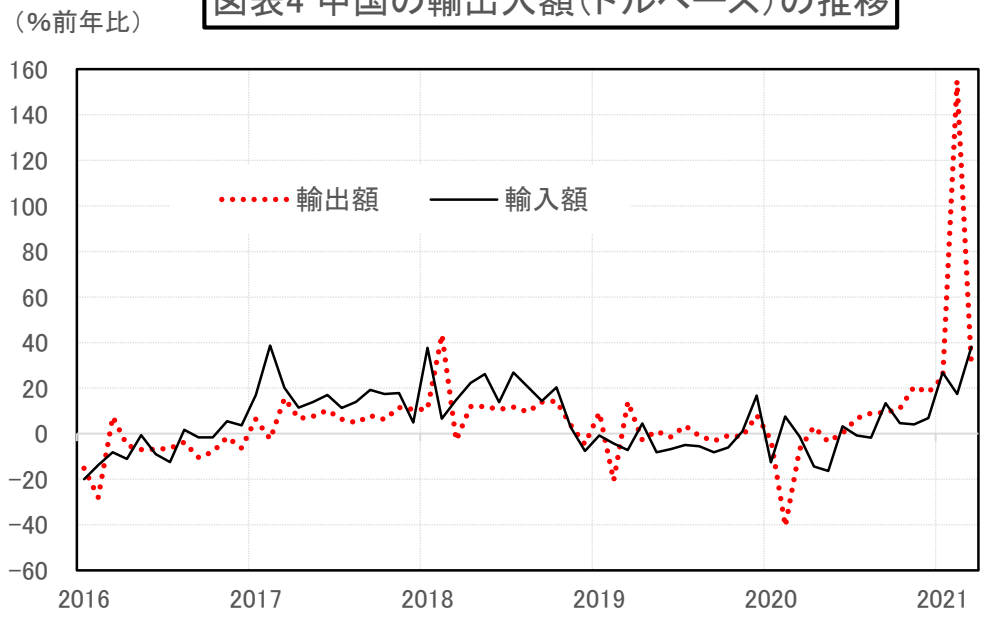
1～3 月期の輸出額を国・地域別にみると、米国向けは同74.8%、EU 向けは同 56.7%、アセアン向けは 36.5%、日本向けは 30.8%となった。その背景に、春節連休（2 月 11 日～17 日）中に人々があまり帰省しなかったために連休明け後の工場稼働が早まり、輸出に向けた業務に迅速に対応できたことや、新型コロナ感染拡大を受けた 20 年 1～3 月期の大きな下振れからの反動といった特殊要因が挙げられる。

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、米中関係をめぐる不確実性や不透明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、拡大基調は続くと見込む。

なお、3 月の輸入額は内需の回復によって前年比 38.1%、貿易黒字は 138 億ドルとなった。

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3月。

PPI 上昇率の高まりや資金供給動向に注視

こうしたなか、3 月の消費者物価指数（CPI）は前年比 0.4%と 3 ヶ月ぶりのプラスに転じた（図表 5）。豚肉はマイナス幅が拡大したものの、交通通信、教育文化娯楽などのサービスはプラスに転じたことが主因である。なお、前月比では▲0.5%であった。

一方、3 月の生産者物価指数（PPI）は前年比 4.4%、前月比

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

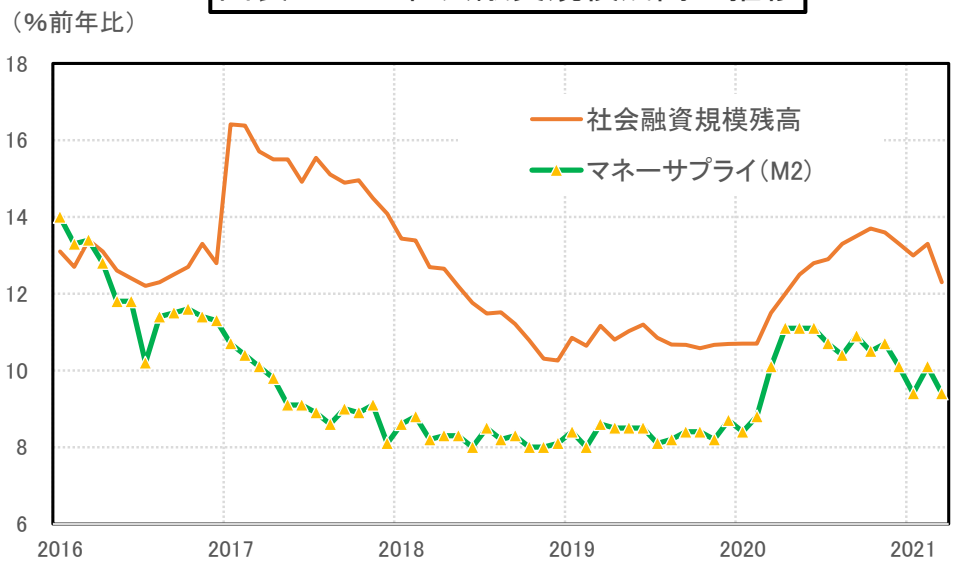
1.6%と2月（それぞれ同1.7%、0.8%）から伸びが高まった。国際商品市況の高騰による輸入物価の急上昇を受けて原材料は前年比 10.1%となるなど、企業経営コストの増加につながりかねないことから、今後の動きに注意を払う必要があろう。

また、マネーサプライ M2 を確認すると、20年2月までの前年比8%前後のペースから20年3月以降は10%を上回る高い伸びとなったものの、21年入り後の1月、3月は9.4%まで鈍化している（図表5）。

ただ、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。

これらの動きをもとに、4月入り後の地方政府の特別債券が発行されることなどを考慮すれば、今後金融緩和の調整が必ずしも行われるとは限らないが、M2 や資金供給量（社会融資規模）の抑制傾向が継続すれば、不動産開発投資をさらに減速させるほか、中小企業の経営環境を悪化させることにつながりかねないため、金融当局の金融調整にも留意する必要がある。

図表5　M2と社会融資規模残高の推移



（資料）中国人民銀行、Windより作成、直近は21年3月。

先行きは回復が継続も楽観視はできず

これらの留意事項のほか、前述したように、鉱工業生産は新型コロナ前の水準を取り戻したものの、足元の飲食業と設備投資は依然回復の道半ばである。とりわけ、中小企業の経営環境は、新型コロナ禍で打撃が大きかったことや、目下の原材料価格の

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

急上昇や人件費の上昇などを受けて厳しい状態が続くと見られる。

加えて、足元の雇用は改善したものの、21年の大学新卒は909万人にのぼると見込まれるほか、留学生の帰国就業も大きく増えると見られ、若年層の国内就業希望は高い状態が続くと考えられる。

さらに、地方政府の債務返済圧力が高まっているほか、社債のデフォルトが頻発していること、中小金融機関の資本増強を行う必要もある。

外部環境に目を転じると、米中関係においても協調を模索する動きも見られるものの、競争の激化も予想され、不確実性や不透明性を抱えるため、中国経済の先行きはまだ楽観視できない。引き続きこれらの動向や進展を注視したい。

とはいえ、中国政府は21年の成長率目標を「6.0%以上」と設定し、世界経済の回復に伴い中国の輸出が堅調に推移することや、今後インフラ整備向け投資の加速に加え、コロナ禍で大打撃を受けた飲食・ホテル・観光などの回復加速が期待されるほか、低成長だった20年の反動もあり、当総研は21年の見通し（21年2月見通し：前年比9.2%）を据え置く予定である。

（21.4.20現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

分析レポート

欧州経済金融

欧州経済を巡るコロナ危機後のダウンサイドリスク

～中央銀行に求められる慎重な対応～

山口　勝義

要旨

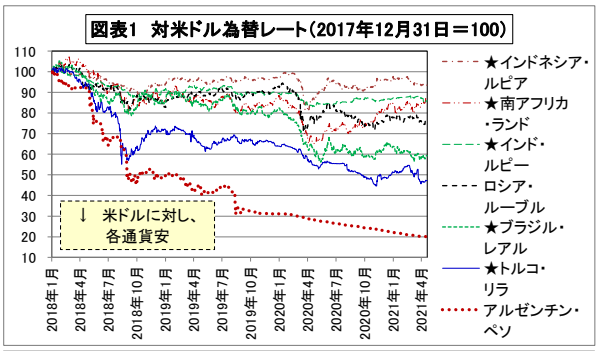
欧州経済は、コロナ危機から脱却した後にも、途上国経済の長引く停滞の影響の波及や、欧州での資産バブルの発生による撹乱などのダウンサイドリスクを抱えることになる。金利上昇が波乱のトリガーとなるため、何よりも中央銀行には慎重な対応が求められる。

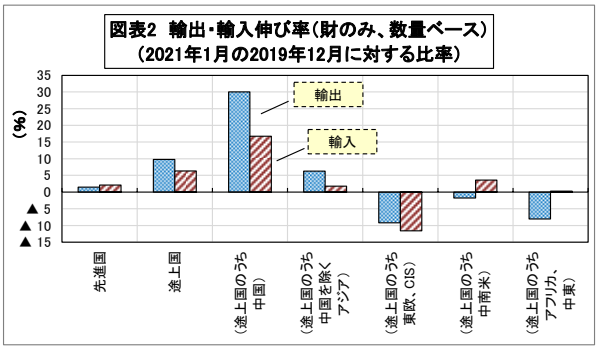
はじめに

2021 年の世界経済を巡る主要テーマが「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」である中で、欧州経済は困難な状況の下に置かれている。そもそもワクチン接種の進捗が順調ではないうえ変異株の感染拡大も見られており、観光業や宿泊・飲食業への依存度が大きい経済の、コロナ危機からの立ち直りは容易ではない。

このほか欧州では、失業者以外にも休業者などを含む労働市場の「スラック」が増大し、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。これに対し、産業構造の変化の下では労働者の再教育には時間を要するばかりか、財務悪化に伴う企業の投資の手控えも加わり、生産性が中期間にわたり低迷する可能性がある。さらに、貧富の格差の拡大の結果、需要の回復に手間取る展開も考えられる(注1)。

以上は欧州経済のコロナ危機からの回復を遅延させる要因であるが、これとは別に危機後のリスク要因として考慮が必要な材料も存在している。その第一は、一般にワクチン接種の普及が先進国に比べて遅く財務基盤も弱い新興・発展途上国（以下、「途上国」と表記）で経済の停滞が長引き、その影響が欧州に波及するリスクである。そして第二には、異例な金融緩和が続く欧州で資産バブルが発生し、経済を撹乱するリスクがある。





（資料）図表 1 は Bloomberg の、図表 2 は CPB（オランダ経済政策分析局）の、各データから農中総研作成
（注）図表 1 の★は、米国の量的緩和縮小の 2013 年当時に「フラジャイル 5」（脆弱な 5 ヶ国）と称された国々。

現実に途上国では通貨安が進む国もあり、また中国を除けば全般に貿易の回復も鈍い（図表 1、2）(注2)。一方で、欧州の資産価格についても注意を要する動きが現れ始めている。本稿では、コロナ危機後の欧州経済を取り巻くダウンサイドリスクについて、検討することとしたい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

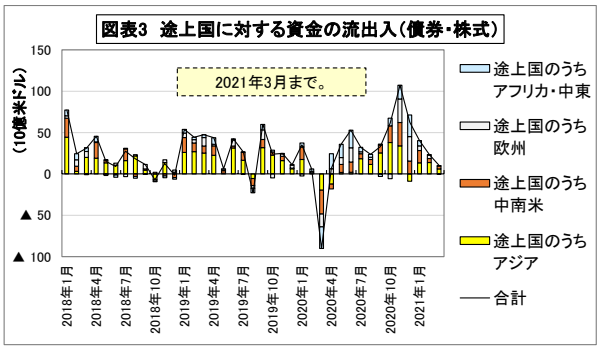
途上国経済の停滞の長期化

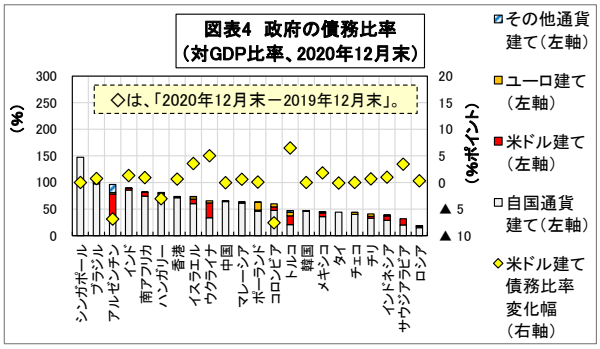
途上国を巡っては、債券や株式に対する資金フローを見る限り、特段、警戒感が強まっているわけではない。コロナ危機の勃発で一時は流出超となった資金も、その後は回帰が見られている（図表 3)。しかし、これをもって安泰とは言えそうにない。途上国では先進国に比べワクチン接種の普及に時間を要し、また全般に財務基盤の悪化が進んでいるためである。

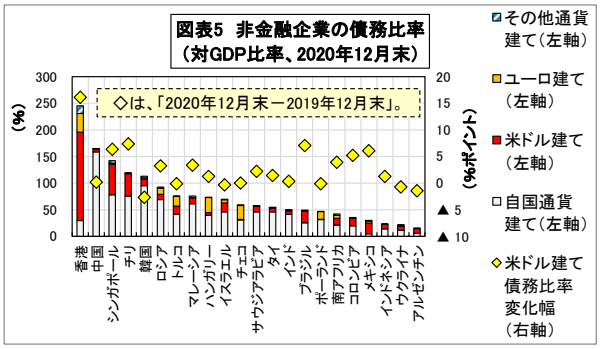
財務面では、途上国ではここ 20 年程の間に、非金融企業部門を中心に債務の拡大が続いている。そして注意を要するのは、債務残高全体の動きとともに米ドル建て債務残高の増大である（図表 4、5)。折からの米国の景気回復見込みに伴う米ドル高や米金利の上昇は、途上国の米ドル建て債務の負担を高めることになる。国際通貨基金（IMF）などの支援の枠組みにより途上国で財政危機が拡大する可能性は限られるとしても、こうした途上国の債務負担の増大を嫌気して海外資金が流出に転じ、その経済回復を一層困難化するリスクが存在していることになる。

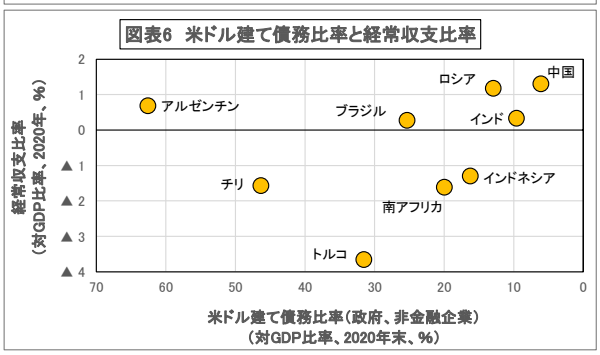
個別国については、貿易等で欧州との経済関係が緊密な中国やロシア、トルコの動向がなかでも注目される。このうちトルコは米ドル建て債務比率が相応に高く、しかも経常収支がマイナスであるため、特に注意が必要である（図表 6)。同国は途上国の間ではワクチン接種の進捗が比較的順調な国のひとつであるが、リラ安の下で消費者物価上昇率はこの 3 月には前年同月比で 16.2%に達しており、景気の低迷とインフレの亢進の間で既に厳しい状況に追い込まれている。

途上国は、中には資源価格上昇の追い風が吹く国々があるとはしても、全般的にワクチンの接種の遅れや財務を巡る課題などで困難な環境の下に置かれている。このため、途上国経済の全体的な停滞が欧州からの輸出の拡大を妨げ、危機後の欧州の成長抑制要因となるリスクを想定する必要があるものとみられる。









（資料）図表 3～5 は IIF（国際金融協会）の、図表 6 は IIF と IMF の、各データから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

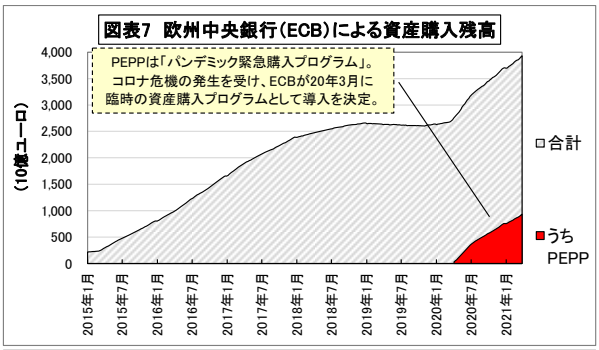
欧州における資産バブルの発生

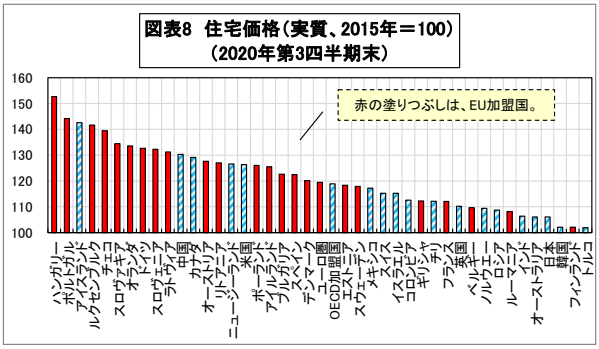
欧州では、特にユーロ圏の財政危機以降、異例な金融緩和が長く続いている(注3)。しかし景気や物価の回復は力強さを欠き、政策の効果以上に、むしろ、低く抑えられた実質金利や潤沢な資金供給に伴う副作用の拡大が懸念されてきた。例えば、利鞘の縮小による銀行収益の圧迫、国家や企業の財務改革の停滞、低収益企業の生き残りによる経済の非効率化、国債の指標機能の低下、そして資産バブル発生の可能性などである。こうした中でのコロナ危機の勃発であるが、景気刺激のほか、財政出動に伴う長期金利の上昇を抑制するためにも、金融緩和は一層の拡大を迫られているのが実態である（図表7）。

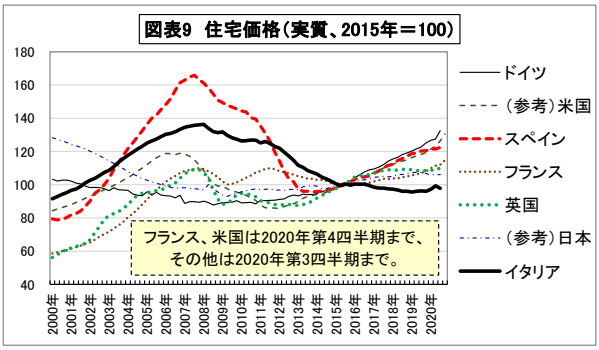
上記の副作用のうちでも経済の直接的な波乱要因として特に注意を要するのは、資産バブルの発生ではないかと考えられる。欧州ではかつてアイルランドやスペインで不動産バブルが破裂し、ユーロ圏の財政危機のさなかに銀行の経営危機を招きつつ、問題の解決を困難なものにした経緯がある。実際に近年、欧州では多くの国々で、他の地域以上に住宅価格の上昇が顕著になっている（図表8）。

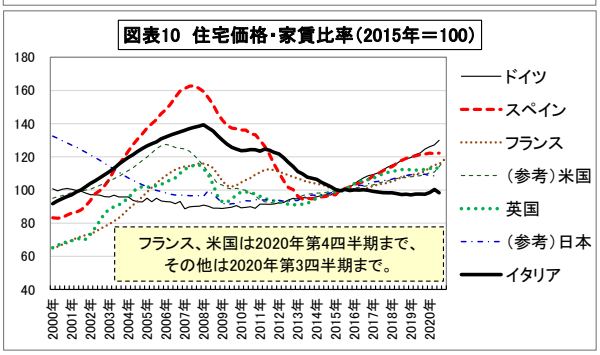
主要国の中では、経済情勢が低迷するイタリアを例外として、特にドイツやスペインで住宅価格の上昇傾向が現れている（図表9）。これらの国々では、消費者物価の一項目である家賃の動向との対比でも、住宅価格の上昇の勢いの強さを確認することができる（図表10）(注4)。

こうして、インフレが回帰する局面などでは金融政策の転換により経済が波乱にさらされるリスクがある。欧州では労働市場の「スラック」の増大で、資源価格などに起因する一時的な物価上昇を除き、当面は需要要因による持続的なインフレの可能性は限られるものの、逆にこの間に、緩和政策の下でバブルの拡大が続く懸念がある。しかも、コロナ危機の下で同時に債務残高も上昇しており、潜在的なリスクの規模は一層大きいことになる。









（資料）図表7はECBの、図表8～10はOECDの、各データから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

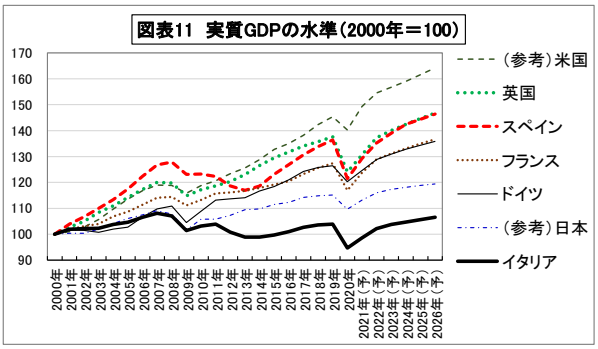
おわりに

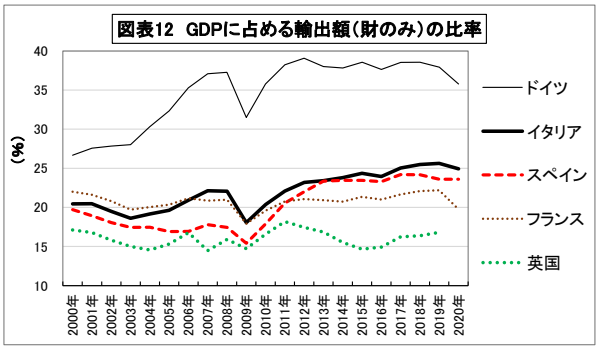
IMF はこの 4 月に世界経済見通し（WEO）などを発表するに際し、途上国経済のコロナ危機によるダメージの大きさを指摘するとともに、先進国の金利上昇に伴い途上国の資金調達に支障が生じる可能性を懸念し、注意を促した。このほか IMF は、今回の危機を通じ、先進国を含めて各国間や、一国内の国民間で、様々な格差が拡大すると予測している。

この WEO によれば、欧州においても国ごとの経済格差は一層拡大することになる。主要国の間では、なかでも経済情勢が長期にわたり低迷するイタリアの不振が鮮明となっており、今後の推移が懸念される状況にある（図表 11）。

例えば、同国では経済の外需への依存度が高く、途上国経済の停滞の影響をより強く受ける可能性がある（図表 12）。また、もともとユーロ圏でギリシャに次いで高い政府債務比率は、今回の危機でさらに上昇している。加えて銀行による国債保有比率も依然高く、政府と銀行との間のリスクの連鎖は軽減されてはいない。こうして、住宅価格は低位安定ながらも他に懸念点が多いイタリア経済が、今後、波乱の芽となることも考えられる。

以上のように、欧州経済は自らがコロナ危機から脱却した後にも注意を要するダウンサイドリスクを抱えることになる。途上国で長引く経済停滞の影響が欧州経済に波及するリスクや、欧州において資産バブルが発生し経済を撹乱するリスクである。また、イタリアの経済情勢も懸念材料である。そして、米国や欧州における金利上昇が波乱のトリガーとなり得るため、何よりも中央銀行には緩和政策を縮小する段階に至った際に慎重な対応が求められることになる。（21.4.20 現在）





（資料）図表 11 は IMF の、図表 12 は Eurostat の、各データから農中総研作成
（注）図表 11 の（予）は、IMF による予測値である。

（注 1）欧州経済の回復が緩慢なものになると考えられる様々な根拠については、次を参照されたい。
・ 山口勝義「コロナ危機からの景気回復で出遅れる欧州」（『金融市場』2021 年 4 月号所収）
なお、産業構造の変化とは、コロナ危機では観光・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たが、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ることを指している。

（注 2）途上国は、13 年の米国の量的緩和縮小に伴い、いわゆる「テーパー・タントラム」の影響を被った。その後も特に 18 年以降、不安定な情勢が続く国がある。例えば、IMF の支援下に置かれ債務再編を進めているアルゼンチン、米政権による経済制裁を機にリラの急落に見舞われたトルコ、大統領選挙を機に政治面で混乱が生じたブラジルなどである。

（注 3）ECB は、14 年 6 月に市中銀行による中央銀行への預金に対しマイナス金利を導入するとともに、資産購入（QE）については同年 10 月に貸出債権を担保とするカバードボンドなどの購入策、次いで 15 年 3 月には国債などを加えた購入策を開始するなどの対応を行ってきた。また 14 年 6 月には、企業の資金ニーズに応じて銀行に対して低利で貸出原資を供給する仕組み（TLTRO）を新設した。

（注 4）図表 10 は、「15 年を 100 とする住宅価格指数」を「15 年を 100 とする家賃指数」で除し、100 を乗じたものである。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外の話題

サステナビリティにまい進するシンガポール

農林中央金庫　シンガポール支店長　原　勇一郎

昨年 7 月にシンガポールの環境省（Ministry of the Environment）が改称され、持続的発展及び環境省（MSE : Ministry of Sustainability and the Environment）となった。サステナビリティを省庁名に入れて、本格的に取り組む姿勢を見せている。シンガポールはご存じの通り、東京 23 区程度の国土であり、資源は乏しい。絶対的に不利な状況にあるが、食糧、水、電力という主要資源の持続可能な供給確保に確実に前進している。

食糧は MSE 傘下にシンガポール食糧庁（SFA）を 2019 年に設置。30x30 という 2030 年までに食糧自給率を現在の 10％未満から 30％に引き上げるという野心的な目標を掲げている。野菜工場だけでなく、高層ビルでの水産養殖や、新技術である人工タンパク（肉）なども積極的に推進している。この過程で、アグテック、フードテックなどのベンチャー企業への支援も厚く行っており、多くのベンチャーキャピタルもシンガポールに拠点を置き、投資先を探すという好循環も生まれている。

水資源は多くをマレーシアからの輸入に依存している。ジョホール海峡に敷設されたパイプラインにより供給を受けているが、独立間もない 1962 年にマレーシアと締結した水供給にかかる合意は 2061 年に期限を迎える。2000 年前後にマレーシアと契約延長交渉を行っていたが、10 倍以上の価格引き上げを求めるマレーシア側と折り合いがつかず、シンガポールは水の自給自足を目指すこととなった。MSE 傘下の公益事業庁（PUB）が主体となった①逆浸透膜などにより下水を再処理した再生水（NeWater と呼ばれている）② 海水淡水化 ③ 島内 17 ヶ所にある貯水池整備の三本柱である。再生水は現在需要の 40％、淡水化は 30％を賄っているが、2060 年にはそれぞれ 55％、30％となる見込みであり、85％はこの 2 つで賄う目算である。貯水池を含めれば輸入水は補完的な規模となり、対外依存度は大きく低下すると思われる。経済成長や人口増加に伴い全体の水需要は増加すると思われるが、国民一人当たりの水消費量は 2030 年には 1 日 130 ℓへの減少を目指していることも注目に値する（2000 年は 165 ℓ、2018 年は 145 ℓ）。

最後に電力であるが、水同様にかつてはマレーシアから天然ガスの輸入に依存してきた。2003 年にはインドネシアから海底パイプラインによる天然ガスの輸入が始まり、かつ LNG の輸入も始まっている。現在はガスによる火力発電が 95％を占めているが、天然ガスは価格変動もある。よりクリーンで持続可能なエネルギーへの転換に向け、シンガポールは洋上太陽光発電にも乗り出した。今年 3 月に完成したジョホール海峡の洋上太陽光発電はサッカー場 7 つ分という規模である。政府目標は 2030 年には 2005 年対比で二酸化炭素排出量を 36％削減することである。加えて、豪州の北部準州の砂漠地帯に設置された大規模太陽光施設から前例のない 3,700km の海底送電網を通じ、電力を送るという壮大な計画もある。2 兆円以上の投資を要し、2027 年の稼働を目指している。

資源確保は国家の安全保障にもかかる重要課題であるが、賢人国家であるシンガポールは、サステナビリティという社会的課題の要素も加わり複雑化する中でも確実に進んでいる。省庁名にまでサステナビリティを冠したことに、政府の強いコミットメントを感じる。コロナ禍のワクチン確保、接種センター設置も迅速で確実である。都市国家であることの機動力や、政府組織の高い政策遂行能力に改めて感心している。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

金融市場

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

2021年5月号　第32巻　第5号･通巻366号

編集･発行（株）農林中金総合研究所　〒151-0051 東京都渋谷区千駄ヶ谷5-27-11　アグリスクエア新宿
03（6362）7700（代表）
03（6362）7757（調査第二部）
03（3351）1154（ＦＡＸ）

印　刷　所　　（株）謄 栄 社