

金融市場

潮流

脱炭素社会実現への道のり …………… 1

情勢判断

国内経済金融

ワクチン接種が本格化したが、景気の出遅れ感は否めず
～3回目の緊急事態宣言で4月以降も消費は停滞～… 2

米国経済金融

ワクチンの普及で経済正常化が進展
～テーパリング開始時期をめぐり、雇用とインフレ率が焦点に～…12

中国経済金融

4月の経済指標は概ね鈍化したが、回復基調は維持
～経済回復を固めながら構造改革も進めていく政策運営へ～…22

分析レポート

コロナ危機が欧州経済に残す後遺症
～感染が収束しても長く残る危機の影響～…28

経済見通し

2021～22年度改訂経済見通し ……………32

連載

取引先の家計再建に取り組む三條信用組合 …48

2021.6

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

脱炭素社会実現への道のり

代表取締役専務 柳田 茂

発足から半年を経た菅義偉内閣が、脱炭素化への取組姿勢を強めている。

昨年臨時国会で「2050年に温室効果ガスの排出実質ゼロ（カーボンニュートラル）を目指す」と所信表明したのに続き、4月22日に米国が主催した「気候変動サミット」で「2030年度に温室効果ガス排出量を2013年度比46%削減する」新たな目標を表明した。

欧州や米国は気候変動対策への取組みを加速させており、2050年のカーボンニュートラル実現に向けた2030年にピーク比半減の目標設定は先進国のスタンダードとなりつつある。その意味において今回の表明は、日本が世界で認められるためのギリギリの政治判断だったと言えるかもしれない。しかし、パリ協定を踏まえた従来の目標「2030年度に2013年度比26%削減」を一気に20%引き上げて達成するのは容易なことではない。

現在の日本の温室効果ガス排出量は約12億トンと推計されているが、これを4億トン以上削減しなければならない。政府には、この新たな国際公約を今後9年間でどのように実現していくのか、具体的な年次の行程表を作って内外に示し、実行していく責任がある。

日本で排出される温室効果ガスは、火力発電所や製鉄などの産業および運輸における燃料すなわちエネルギー起源のCO₂が太宗を占める。このため目標の達成には、まず再生可能エネルギー拡大を主軸とするエネルギー政策の転換が必要である。政府はいまの通常国会で「温暖化対策推進法」の改正を行い、地方自治体が地域の再エネ開発エリアを設定するなど関与する仕組みを作り、メガソーラー等の導入を促進していく方針である。

並行して、昨年12月に経済産業省を中心に策定した「グリーン成長戦略」に基づき、洋上風力発電への投資や水素・燃料アンモニア等の技術開発を進める方針であるが、実用化はまだ遠く、コストの増大を誰がどのように負担するのかという重要な問題も手付かずである。このため、経済界の一部からは原発の再稼働や新規増設を求める声も出されている。

エネルギー政策の転換に加えて、電気自動車・船舶への切り替えなど物流・人流も含めた産業構造の転換と住宅やオフィスのあり方も含めた人々のライフスタイルの転換も必要である。農林水産業においても、5月12日に決定された「みどりの食料システム戦略」に基づく生産体系の大きな変革を求められている。そうした政策転換の大前提として、安倍前内閣から続く異次元の金融緩和と大規模財政で民間の投資と消費を喚起しGDPの拡大を目指す成長志向の経済政策を根本から見直すことが重要であろう。

脱炭素社会を実現するためには、経済社会のあり方を変革する為政者の覚悟と国民の合意が不可欠である。政府には、国民と正面から向き合い、取組みの必要性とともにコストや痛みといった難題も避けることなく率直に説明し、今夏に改定される「エネルギー基本計画」をはじめとして国民的な議論をしっかりと行っただうえで方策を定める真摯な努力を求めたい。

情勢判断

国内経済金融

ワクチン接種が本格化した、景気の出遅れ感は否めず

～3回目の緊急事態宣言で4月以降も消費は停滞～

南 武志

要旨

政府は4月25日から東京都、大阪府、京都府、兵庫県に対して3回目となる緊急事態宣言を実施したが、全国的な新型コロナウイルス感染症の感染急拡大を受けて、その後、計10都道府県まで対象範囲を拡大、対面型のサービス消費を中心に経済活動の停滞が懸念されている。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ものの、それに出遅れた日本が集団免疫を獲得するのは21年度下期以降であり、本格的な景気回復は後ズレする可能性が高い。それまでは輸出頼みの景気回復とならざるを得ないだろう。

内外の金融市場では米国のインフレ動向やそれに対する金融政策の転換時期に関する思惑が高まっている。足元では債券、株式市場ともにもみ合う展開が続いている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2021年				2022年
	5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.016	-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 (%)	0.440	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
	5年債 (%)	-0.100	-0.18～0.00	-0.18～0.00	-0.18～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	108.7	100～115	100～118	100～118
	対ユーロ (円/ユーロ)	133.3	125～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	28,553	28,500±3,000	29,500±3,000	30,000±3,000	31,000±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5月25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。

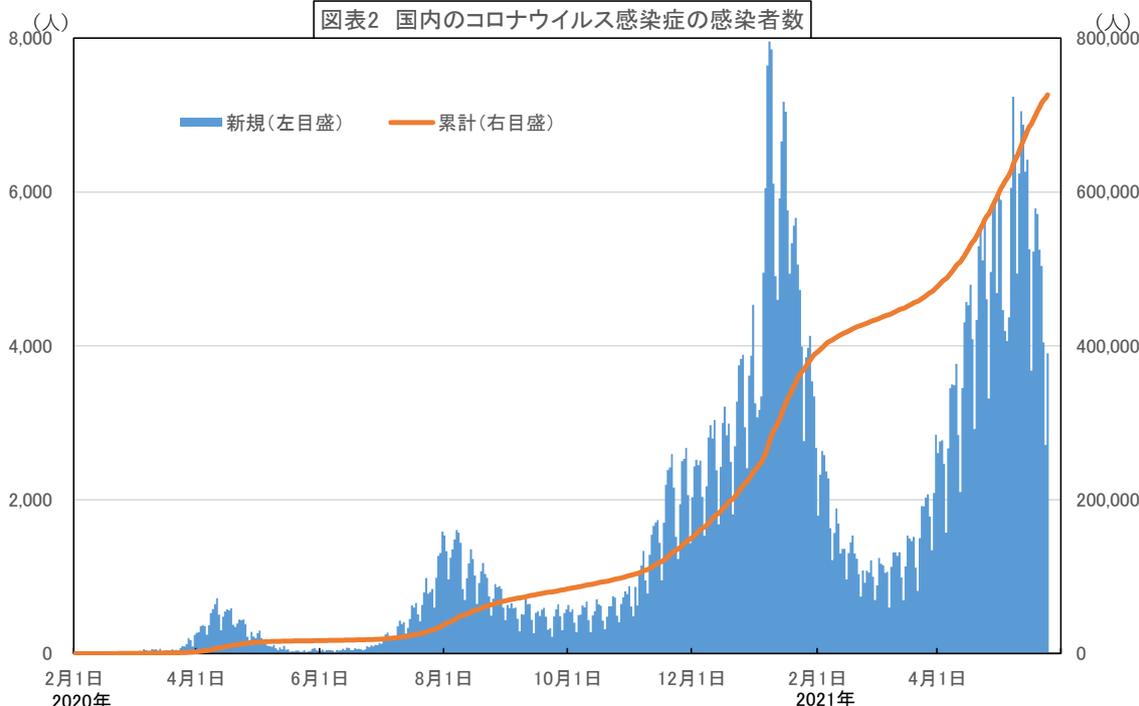
コロナ・ワクチンの接種がようやく本格化した、予断は許さぬ状況

新型コロナウイルス感染症の感染拡大が続く中、「日常」を取り戻すための打開策として多くの期待が込められたコロナ・ワクチンの高齢者への優先接種がようやく本格化し始めた。5月24日には政府が東京と大阪に設置した「自衛隊大規模接種センター」での集団接種が開始されたほか、宮城県、群馬県、愛知県でも独自の大規模接種会場を設置して接種を加速させるなど、菅首相が目標として掲げた高齢者接種の7月末の完了を目指した動きが強まっている。長いトンネルの先によりやく光が見えてきた半面、政府の新型コロナウイルス感染症対策分科会の尾身会長はワクチン接種ですぐに感染が下火になるとの幻想を抱かない方がいいとの見解を示している。

日本はこれまで感染者数を比較的抑制してきたと評価され

てきた半面、ワクチンの承認や接種開始に出遅れ、それが景況感や経済活動に影響を及ぼしている。既に人口の半数以上に少なくとも1回のワクチン接種を行った英国では、最近の新規感染者数は日本を下回って推移しており、都市封鎖の緩和を段階的に開始するなど、景気の先行き期待も高まりつつある。しかし、その英国ですら、足元では一段と感染力が高い変異株（インド型）が流行しつつあり、その動向次第では制限解除のスケジュールにも影響が出かねないといった慎重論も浮上している。ワクチン接種がある程度進んだ国でもまだ予断を許さぬ状況といえるだろう。

図表2 国内のコロナウイルス感染症の感染者数



(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)。

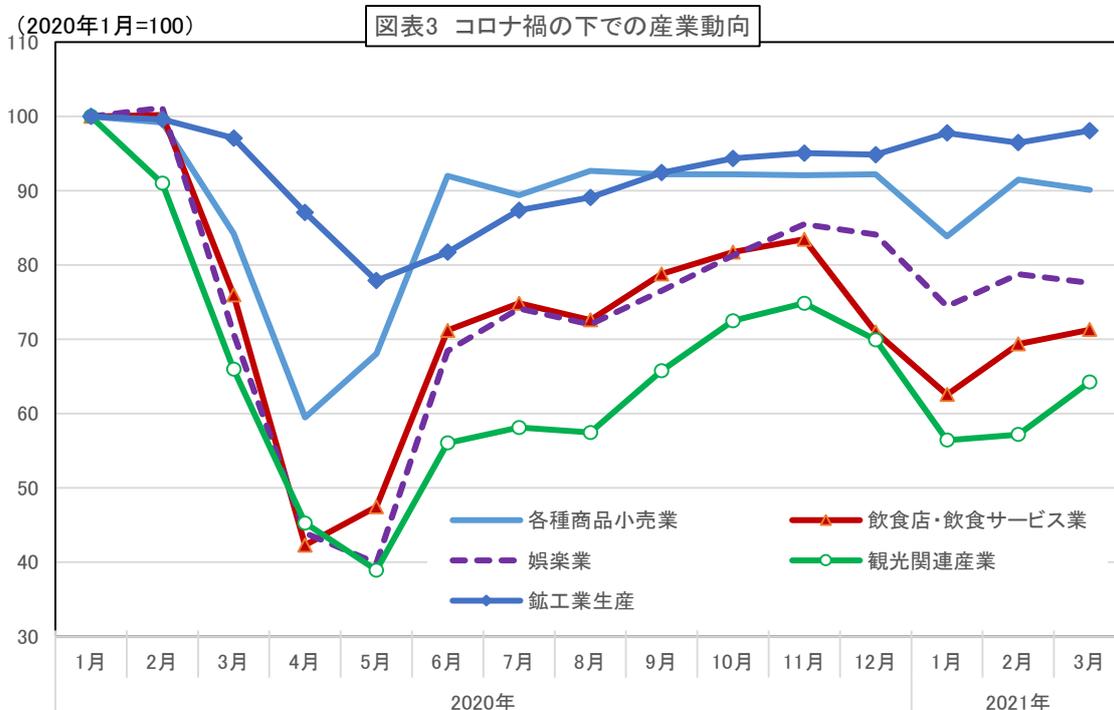
緊急事態宣言の期間 延長や対象地域の拡大

4月25日以降、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が適用され、春の大型連休は2年連続で「がまん週間」となったが、感染状況は収束方向に向かわず、期限は当初の5月11日から5月31日まで延長された。加えて、5月12日から愛知県、福岡県が、5月16日から北海道、岡山県、広島県が、さらに5月23日から沖縄県が、同宣言の対象地域となったほか(全部で10都道府県)、8県に対してまん延防止等重点措置を適用し、大規模施設やイベントの休業や飲食店に対する酒類提供の自粛の要請など、従来よりも厳しい措置が講じられている。

**感染爆発により 1~3
月期は3四半期ぶりの
マイナス成長**

こうした対策が奏功してか、東京都や近畿圏では新規感染者数が減少傾向となってきたが、政府は改善が不十分とし、期限をさらに 20 日ほど延長する方向で調整している。一方で、休業を要請されている飲食業や百貨店などは売上が激減するなど、死活問題になりかねないとの悲痛の声も上がっている。短期間で最大限の効果を発揮するためには、十分かつ迅速な休業補償の提供は不可欠であり、コロナ予備費の積極的な運用や追加対策の検討を求める意見も多い。

こうした中、5月18日には1~3月期のGDP第1次速報(1次QE)が発表されたが、経済成長率は前期比年率▲5.1%と、3四半期ぶりのマイナスとなった。10~12月期はGoToキャンペーン事業の押し上げによって先進国の中で最も高い成長率(同11.8%)であったが、2回目の緊急事態宣言による外出自粛やGoToキャンペーンの一時中断などの影響が出たと考えられる。需要項目別にみると、民間消費は3四半期ぶり、民間企業設備投資は2四半期ぶり、公的需要は10四半期ぶりで、いずれも減少した半面、海外経済の持ち直しを受けて、輸出は3四半期連続で増加した。なお、20年度としては、実質成長率は▲4.6%と、戦後最悪を更新した(これまでは08年度の▲3.6%)。



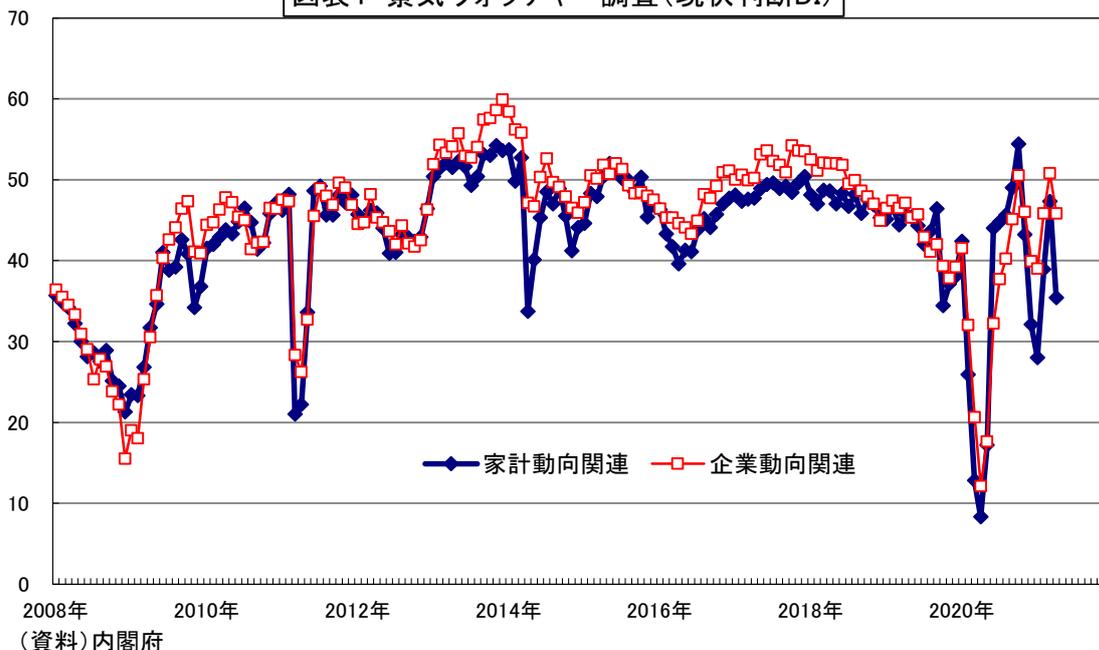
(資料) 経済産業省「第3次産業活動指数」を基に農林中金総合研究所作成
(注) 娯楽業と観光関連産業の一部が重複している。

コロナ禍の下、輸出は好調維持、製造業は底堅い反面、消費は停滞し、非製造業も軟調

さて、3月の景気動向指数によれば、CI一致指数に基づく景気の現状判断は「改善」へ上方修正され、景気は既に回復局面にあることが改めて確認できた。しかし、月次の経済指標をみると、回復の程度は一様ではない。輸出が堅調さを増している半面、消費者マインドが再び悪化し、消費回復が足踏みしている様子が見て取れる。産業活動からも製造業と非製造業で相反する動きとなっており、1～3月期の鉱工業生産指数が前期比2.9%（3四半期連続の上昇）だったのに対し、第3次産業活動指数は同▲1.1%（3四半期ぶりの低下）であった。

まず、輸出動向であるが、4月の実質輸出指数は前月比2.6%と2ヶ月連続で上昇、過去最高を3年3ヶ月ぶりに更新した。1～3月平均を3.6%上回るなど、増勢が強まっている。地域別にみると、相変わらず中国向け（1～3月平均を4.4%上回っている）が好調であり、NIEs・ASEAN等向け（同3.2%）もコロナ前の水準を上回って推移している。一方、米国向け（同2.1%）、EU向け（同1.4%）も増加傾向ながらも、やや出遅れ感もある。財別にみると、懸念された自動車が足元で伸び悩んでいるものの、その原因である半導体の品薄解消に向けて半導体製造装置など資本財・部品の輸出が急増している。当該製品は中国向けの輸出が急増しているが、米中摩擦の影響が反映された可能性もあるだろう。

図表4 景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



消費マインドは再び悪化

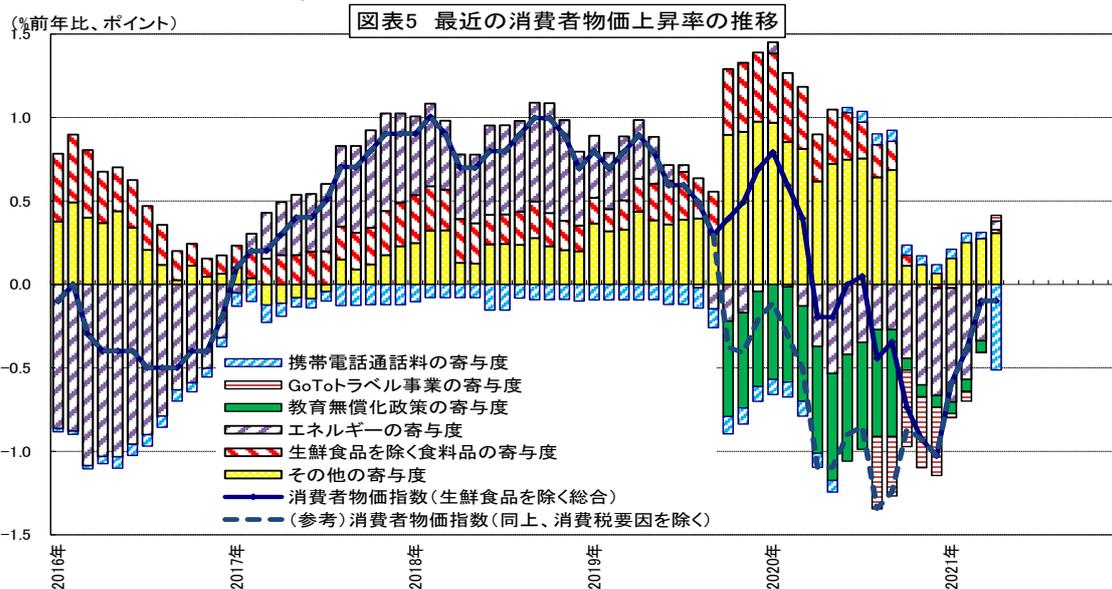
経済見通し：景気の本格回復は21年度下期以降

一方、1月をボトムに回復傾向にあった消費マインドは再び悪化した。4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3ヶ月ぶりに悪化した。また、景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DIは3ヶ月ぶり、先行き判断DIは2ヶ月連続で悪化した。特に家計動向関連の悪化幅が大きく、営業時間の短縮や酒類提供の自粛が要請された飲食関連を中心に悪化が見られる。

先行きについては、現在の感染「第4波」は沈静化しつつあるとはいえ、重症者は高止まりしているほか、政府は7月に迫った東京五輪の開催に向けて感染者数をさらに減少させる方針とみられ、現状レベルの自粛要請を継続する可能性が高い。そのため、当面は消費の足踏みが続くと思われる。

一方で、米国経済の加速期待や中国経済の底堅さなどにより、輸出の増勢は保たれるとみられるほか、製造業を中心に設備投資意欲も堅調であり、現時点では4～6月期が2四半期連続のマイナス成長となるのはなんとか回避できるとみられる。

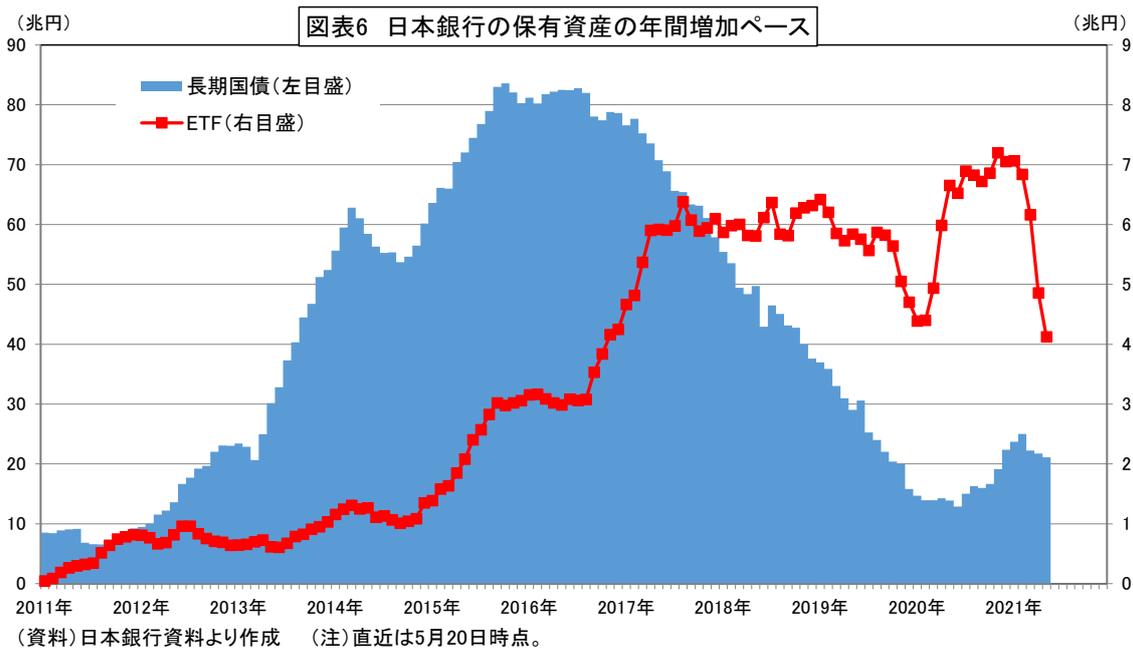
とはいえ、ワクチン接種が一般国民に広く浸透し、集団免疫を獲得すると期待される21年度下期までは国内の経済活動が本格的かつ持続的に回復することは難しく、これまでと同様、感染状況を見ながら、経済活動の停止・再開を繰り返さざるを得ないだろう。日本経済は今しばらく「ストップ・アンド・ゴー」の状態が続くとの見方の変更はない（詳細は後掲レポート「2021～22年度改訂経済見通し」を参照）。



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

4月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア）は前年比▲0.1%と9ヶ月連続の下落で、マイナス幅は3月と変わらなかった。これまでの原油高により、ガソリンやプロパンガス、灯油といった石油製品が前年比プラスに転じたほか、高等教育無償化政策による物価押下げ効果の一巡もあったが、菅首相の肝煎りで引き下げられた携帯電話通話料がそれらを相殺する格好となった。この携帯電話通話料の引下げがなければ、コア指数は0.4%程度の上昇となっていた可能性がある。

先行きはエネルギー高の影響で、物価は数ヶ月以内に前年比上昇に転じる可能性がある。川上分野での値上げが相次いでいるが、消費まわりの需給環境はサービス分野を中心に崩れたままであり、家計も持続的な値上げを受け入れられる状況にはないことなどを踏まえると、物価上昇率が加速していく可能性は小さいだろう。



金融政策：現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続けることを改めて確認

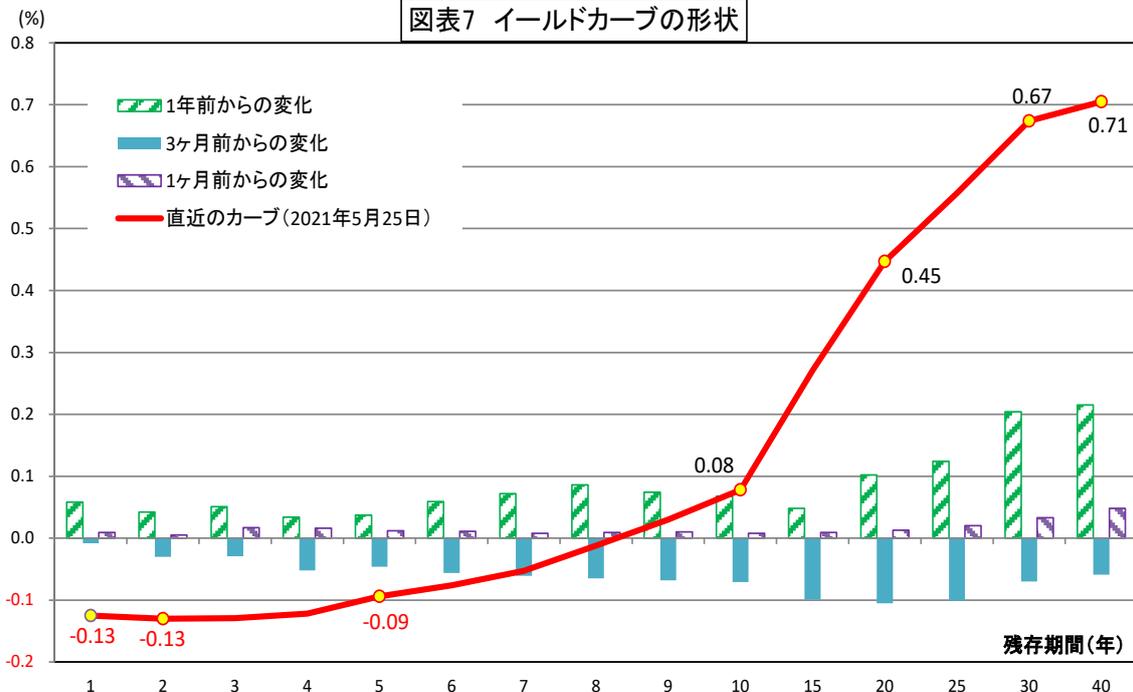
4月26～27日に開催された金融政策決定会合では、これまでの「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続が決定された。前回3月会合では、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検がされ、今後とも大胆な金融緩和措置を続けていく姿勢が示されており、無難な内容だったといえる。

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、というものに加え、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 買入れについては市場が大きく不安定化した際に大規模に買入れることとなった（対象も TOPIX 連動型に限定）。

なお、最近の日銀はコロナ禍の下で加速させた資産買入ペースを緩め、必要な分だけ購入するようになっているが、これも大規模緩和を長期間続ける方針であることと整合的であろう。実際、4 月会合後に公表された展望レポートによれば、23 年度の消費者物価（コア）の大勢見通しは前年度比 1.0%と、目標とする「2%」にはなお遠く、政策正常化に向かう時期は日銀自身も見通せる状況にないことが改めて確認できた。

図表7 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

金融市場：現状・見通し・注目点

長期金利は一時5年ぶりの水準へ上昇した後、沈静化

長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

今春にかけて、内外の金融市場は米国長期金利の変動に影響を受けたが、最近は米国のインフレ動向とそれに対する金融政策の転換時期への注目度が高まっている。一方、国内ではワクチン接種の遅れと3度目の緊急事態宣言の期限延長などで、景気の本格回復が遅れるとの見方が根強く、金融市場では動意に乏しい状態となっている。

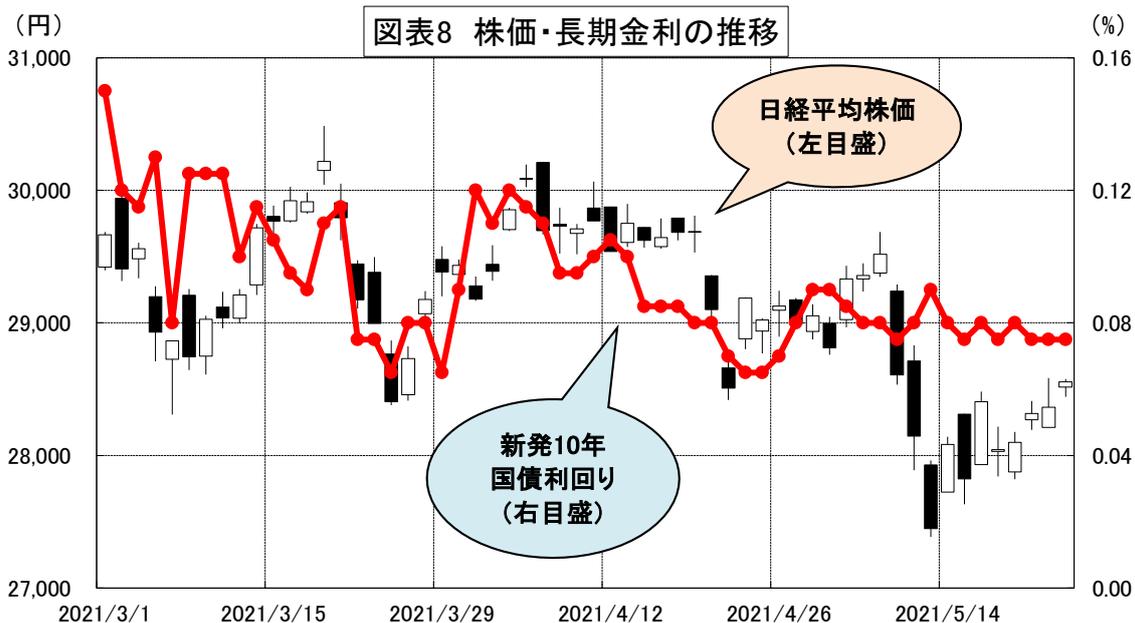
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

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。しかし、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（新発10年物国債利回り）にも再び上昇圧力が加わった。さらに、3月の金融政策決定会合で日銀が予定する「点検」で長期金利の変動許容幅が拡大され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」によって大規模緩和の長期化に資する措置が講じられ、かつ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による景気低迷などによって、4月中旬以降、長期金利は0.075%を中心とした狭いレンジでのみ合いが続いている。

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と予想される。0.25%を上回る金利上昇に対しては、日銀は国債の買入れ強化や新設した連続指値オペ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、もしくは内外の景気持ち直しの機運が強まるような場面では上昇傾向が強まるだろう。



**日経平均 30,000 円
到達後は上値の重
い展開に**

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。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、じり安の展開となった。

最近では米長期金利が落ち着いた動きとなっている半面、米国のインフレ率が予想外に高まったことで米連邦準備制度 (Fed) による資産買入れの縮小 (テーパリング) 開始時期が想定よりも早まるとの思惑が浮上、米国株は上値の重い展開となっているが、国内株も上値の重い展開となっている。

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、主要国の金融緩和が縮小に向かう時期はまだ先のことであり、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いずれ上昇傾向を強めていくと予想する。

**ドル円レートは
109 円前後でも**

③ 外国為替市場

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

み合いが継続

生ず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が、直近は109円を挟んでもみ合いが続いている。

先行きについては、金利差や景況感格差の面からドル高気味の展開となる可能性が高いと思われる。



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

対ユーロは緩やかな円安が進む

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でいる。ユーロ圏経済は2四半期連続のマイナス成長となるなど、日米に対して景気の出遅れ感があるが、ワクチン接種の加速に伴い、景気の先行き回復期待が高まっているほか、米長期金利の沈静化もユーロ高に貢献したと思われる。5月中旬には一時1ユーロ=133円台と3年1ヶ月ぶりの水準までユーロ高が進んでいる。

とはいえ、欧州中央銀行は過度のユーロ高は物価に悪影響を及ぼすと牽制しているほか、金融緩和の縮小も時期尚早との方針を崩していない。それゆえ、一方的にユーロ高が進行し続ける可能性は低いだろう。

(21.5.25 現在)

ワクチンの普及で経済正常化が進展

～テーパリング開始時期をめぐり、雇用とインフレ率が焦点に～

佐古 佳史, CFA

要旨

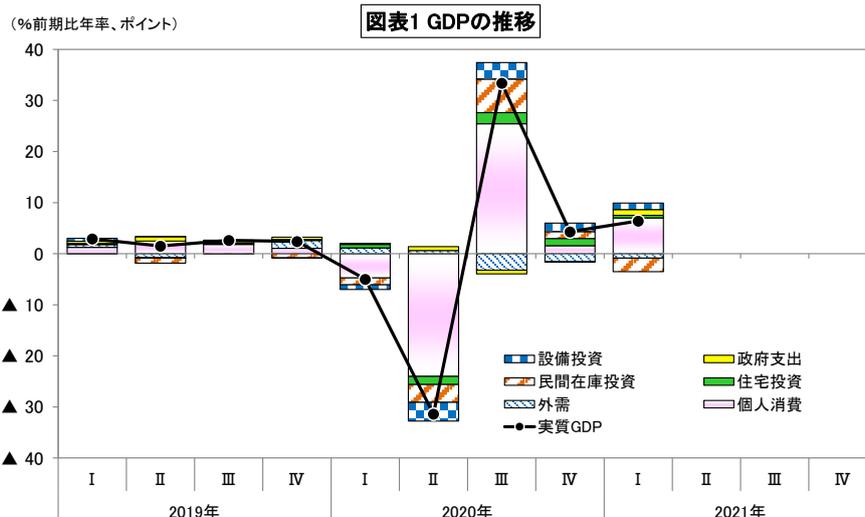
バイデン政権は総額 4 兆ドル超の財政支出計画と増税案を発表したが、共和党との交渉で既に規模を縮小する動きもみられる。

雇用など一部に軟調な指標が確認されたものの、対新型コロナウイルスワクチンの普及により新規感染者数が大幅に抑制され、経済正常化が進展していることから、基調としては回復が続いているとみて良いだろう。

こうしたなか、金融政策の現状維持が決まった 4 月の FOMC では、景気回復が進めばテーパリングの議論を開始すべきとの意見が述べられており、急加速したインフレ率とともに、引き続き注目点となるだろう。

大型財政政策で交渉中のバイデン政権

バイデン政権は、米国雇用計画（3月31日発表）と米国家族計画（4月28日発表）で今後8～10年で総額4.1兆ドルの支出増、法人税と富裕層税の増税で総額4.2兆ドルの歳入増を計画している。ただし、当面は超党派での合意を目指すともみられている。このうち、米国雇用計画について共和党との交渉する過程で、約0.5兆ドル減額となる1.7兆ドルの提案（5月21日）をするなど、最終的にどれぐらいの規模になるのかは、現段階では不透明といえる。



(資料)米商務省、Bloombergより農中総研作成 (注)各需要項目は寄与度。

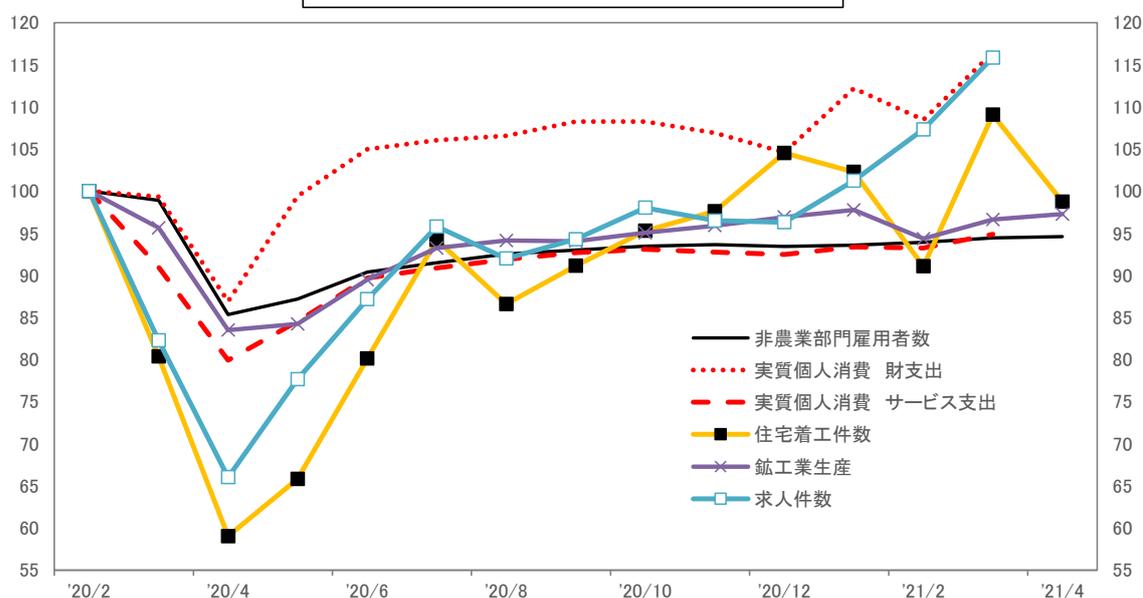
年率 6.4% となった 1～3 月期

4月29日に公表された21年1～3月期GDPは、前期比年率6.4% (速報値) となり、20年10～12月期の同4.3%から景気回復ペー

GDP

スが加速し、コロナ前である 2019 年 10～12 月期の水準をほぼ回復した。寄与度別では個人消費の内、財消費が 4.9 ポイントと大きかった一方で、サービス消費は 2.1 ポイントにとどまった。足元では行動制限が徐々に解除されており、4～6 月期はサービス消費の回復が経済成長のけん引役となるだろう。また、政府支出は 1.1 ポイントとかなり高い寄与度となり、需要面でも財政支出が景気を下支えしていることが確認できた。

図表2 主要な指標の推移(20年2月=100)



(資料)Bloomberg

景気の現状：回復ペースの急加速が始まった可能性も

以下、経済指標を確認してみよう。4月は軟調な指標も散見されたものの、基調としては回復傾向が続いている。

4月の小売売上高は3月から変化がなく、個人消費の約4割を占める財消費は横ばいであった。もともと、経済正常化が進展するにつれて財からサービスへと消費のパターンがコロナ前に戻りつつあると推察されることから、それほど悪い内容ではないだろう。なお、サービス消費は28日に発表される個人消費支出で確認できる。

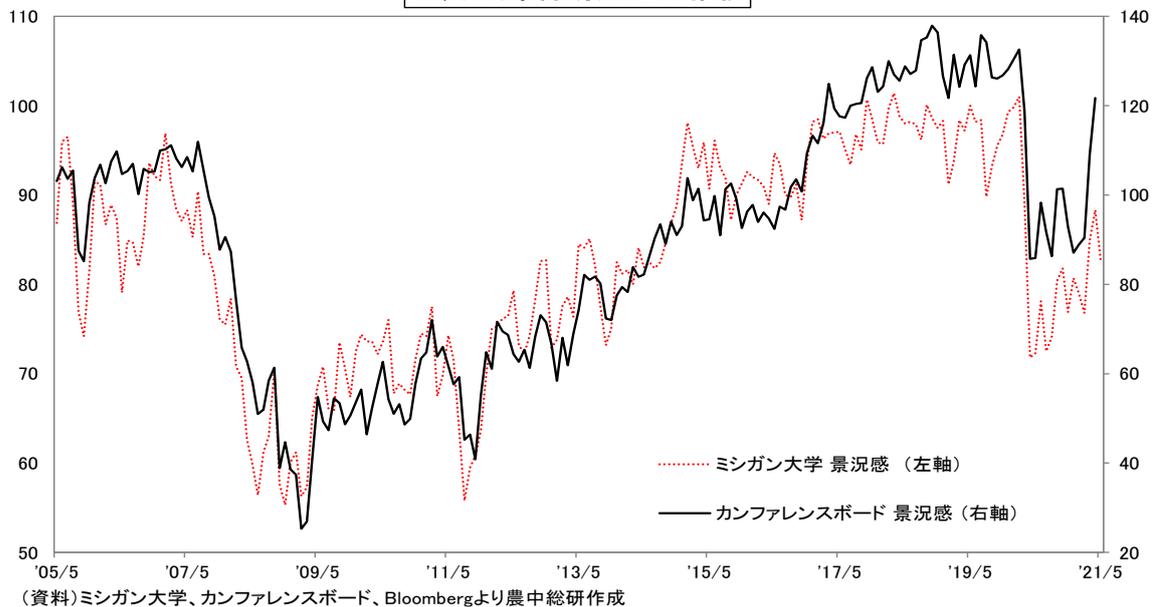
労働市場についても、3月の求人件数が812.3万件と2000年12月の統計開始以降、過去最高を記録するなど経済正常化の進展が確認できるものの、4月の非農業部門雇用者数は前月から26.6万人増にとどまり、失業率も前月から0.1ポイント上昇の6.1%となるなど、雇用のミスマッチもうかがえる。

雇用者数の増加が少なかった背景としては、①20年4月に雇用

が急減した影響から季節調整がうまくできていない可能性（季節調整前の数値では同 108.9 万人増）や、②失業給付金が上積みされている影響から労働参加意欲が湧きにくい可能性、③子どもの面倒を見る必要がある家庭では、学校や保育園などが完全に再開されない限り、特に女性の就業が困難な可能性（実際に 4 月は女性の雇用者が小幅に減少した）などが考えられる。

住宅市場は低金利環境や郊外での戸建て需要の増加に支えられて、コロナ禍では堅調な推移が続いてきた。ただし、足元では木材価格の高騰や、在庫の減少による住宅価格の高騰などが問題視され始めている印象を受ける。

図表3 消費者景況感の推移



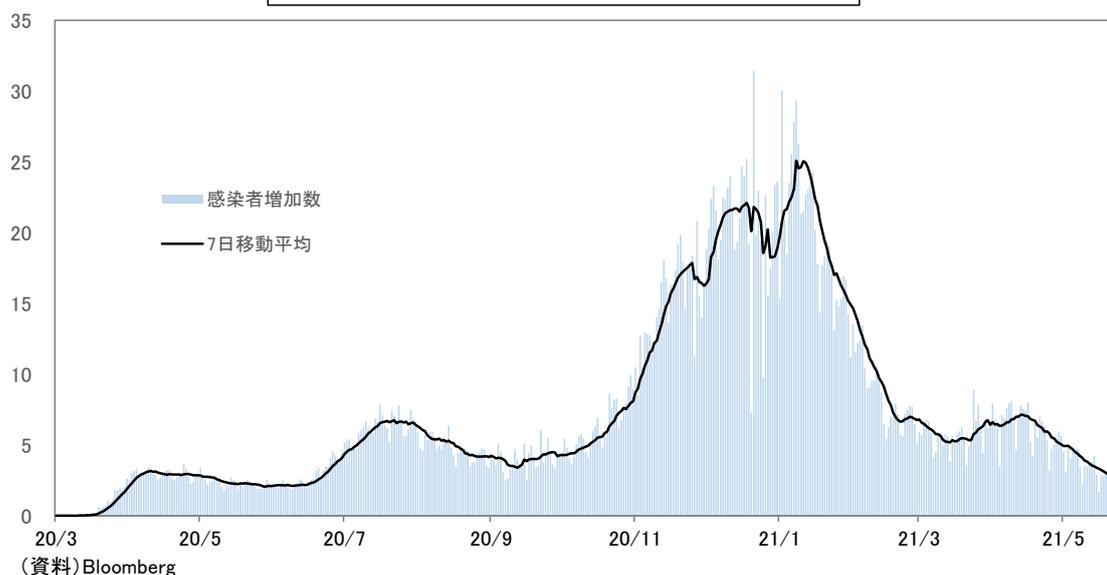
5月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は4月から低下し82.8（現況指数90.8、期待指数77.6）となった。4月は対新型コロナウイルスワクチンの普及や、景気と雇用の回復を背景に消費者マインドは上昇していたが、5月に入ると、インフレ率と期待インフレ率の上昇への警戒感が高まったことがマインドを押し下げたとミシガン大学は報告している。また、今回の調査では足元の強い景気回復などを背景に、3分の2の回答者が22年中の利上げを予想していることも明らかとなった。

企業マインドをみると、4月のISM製造業指数（製造業PMI）は60.7%、サービス業指数（サービス業PMI）は62.7%と4月からは小幅低下したものの、いずれも非常に高い水準を維持しており、企業部門の回復が続いていると判断できる。構成項目別にみると、

製造業 PMI は入荷遅延指数が小幅低下するなど、半導体不足が一層深刻化しているわけではないようだ。一方でサービス業 PMI の内訳では、入荷遅延指数の上昇が顕著であり、経済正常化によるサービス業への需要の回復と、人手不足などから生じるサービス業の供給制約の間のひずみとも解釈できる。また、両指数とも価格指数は極端に高い水準で推移しており、インフレ率が短期的にせよ、加速するのはほぼ間違いないだろう。

(万人)

図表4 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



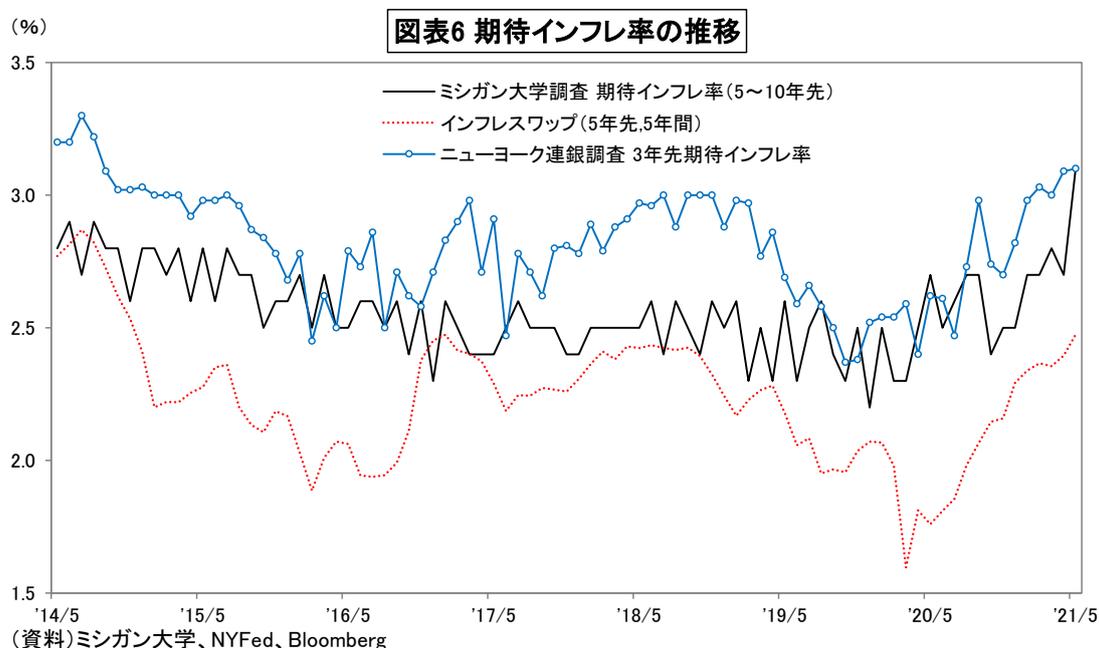
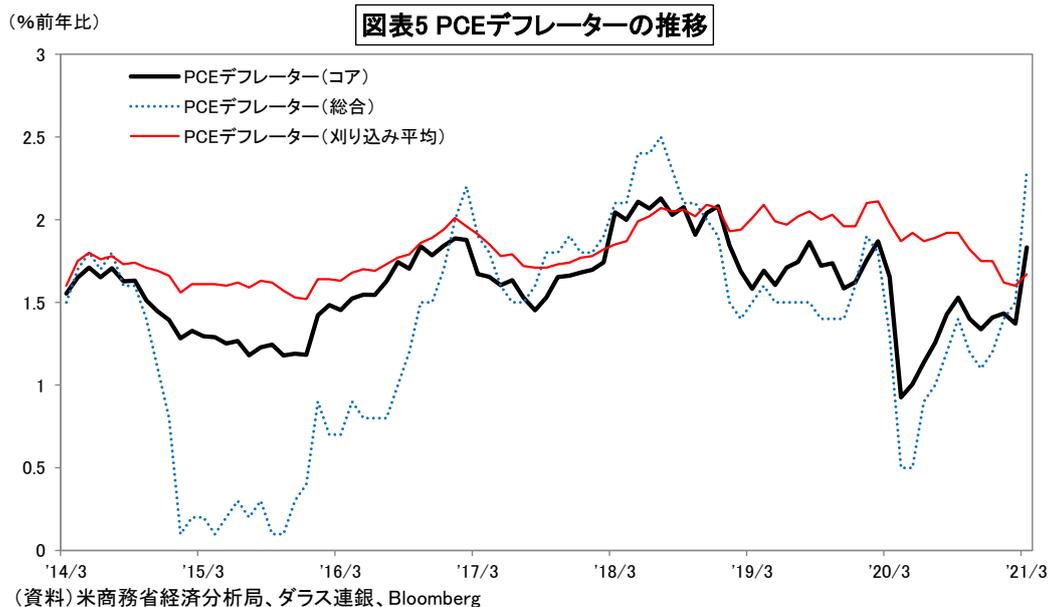
**景気の先行き：
4～6月期の景気
回復は加速する
見込み**

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感染症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、5月24日時点でワクチンを1回接種した人は1.6億人、接種が完了した人は1.3億人となっている。変異株の蔓延に伴い、感染再拡大が確認される国も散見されるなか、ワクチン接種の普及から米国では新規感染者数は減少の一途をたどっており、足元の新規感染者数は20年3月末の水準を下回るまでに抑制されている。このため、例えばニューヨーク州の大部分では5月19日に経済活動の制限が解除されるなど、経済正常化が着実に進んでいる。なお、米務省が24日に新型コロナウイルスの変異株への警戒感から各国への渡航情報を見直し（日本は「渡航してはならない」に引き上げ）たように、ワクチン接種が進んでも感染再拡大のリスクが完全に消えたわけではない点には注意したい。

こうしたなか、3月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、経済正常化の進展に伴い 21 年 4～6 月期の景気回復は加速する見込みである。

一方で、アメリカ海洋大気庁 (NOAA) 気候予測センターは 20 日、今年のハリケーンに対する警告を発表するなど、景気回復に対する新たなリスク要因もすでに指摘されている。



インフレ率は急加速したが、一時的とみられる

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たが、3月のコア PCE デフレーターは前年比 1.8%に加速し、FRB が目標とする 2%に迫った。また、

**テーパリングに
ついての意見が
確認された 4 月
FOMC**

4月の消費者物価指数(CPI)総合とコアはそれぞれ前年比で4.2%、3.0%、前月比で0.8%、0.9%と、非常に高い伸びを示した。内訳をみると、以前から価格が急上昇していた中古車が前月比10.0%となったほか、経済正常化を背景に航空運賃が同10.2%と急上昇した。

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。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。

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即座に変更はないだろう。また、期待インフレ率の上昇も確認されるが持続的な2%インフレ率を達成するには依然としてやや低い印象を受ける。

4月27、28日にかけて行われたFOMCでは、政策金利の0.00%~0.25%での据え置きと資産買い入れの継続(1月当たり米国債を800億ドル、MBSを400億ドル)など、金融政策の現状維持が決定された。また、声明文では3月時点から経済の基調判断が上方修正された。

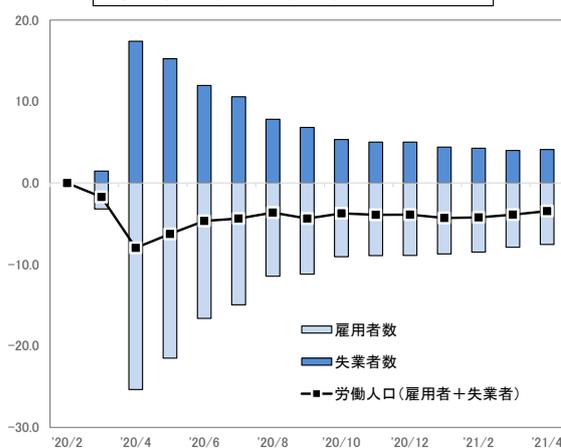
5月19日に公開された4月FOMC議事要旨からは、幾人かの(a number of)参加者は景気回復が早ければ資産買い入れ額の調整(テーパリング)の議論を開始するのが適切と意見表明したことが記載されており、テーパリングの時期に敏感な市場では非常に注目された(FRBが「a number of」という表現を使った場合、5、6人程度と見積もられている)。とはいえ、様々な(various)参加者が、「経済が一段と顕著に進展するには、しばらく時間がかかる可能性が高い」と述べており、現段階ではテーパリング議論の開始が差し迫っているわけではないとみて良いだろう。

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。なお、こうした矛盾は平均インフレ目標が動学的に不整合な政策枠組みであることに起因する。

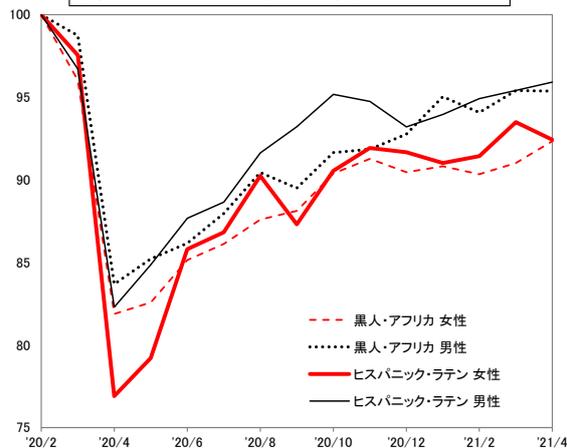
「コロナ前」の雇用水準を回復するためには低く見積もっても800万人程度が職を得る必要があり、仮に1月あたり100万人のペースで雇用が回復しても、労働市場の回復は21年末か22年年初という計算になる。また、FRBはマイノリティや低賃金労働者の雇用が十分に回復するまでは、現在の資産買い入れを継続すると考えられることから、テーパリングのアナウンスは21年末～22年年初、テーパリング開始は22年春ぐらいになるのではないだろうか。いずれにせよ、今後も雇用回復ペースには非常に注目が集まるだろう。

図表7 雇用・失業者数の推移(20年2月比)



(資料)米労働省統計局、Bloomberg

図表8 マイノリティの雇用の推移(20年2月=100)



(資料)Bloomberg (注)20歳以上の区分。

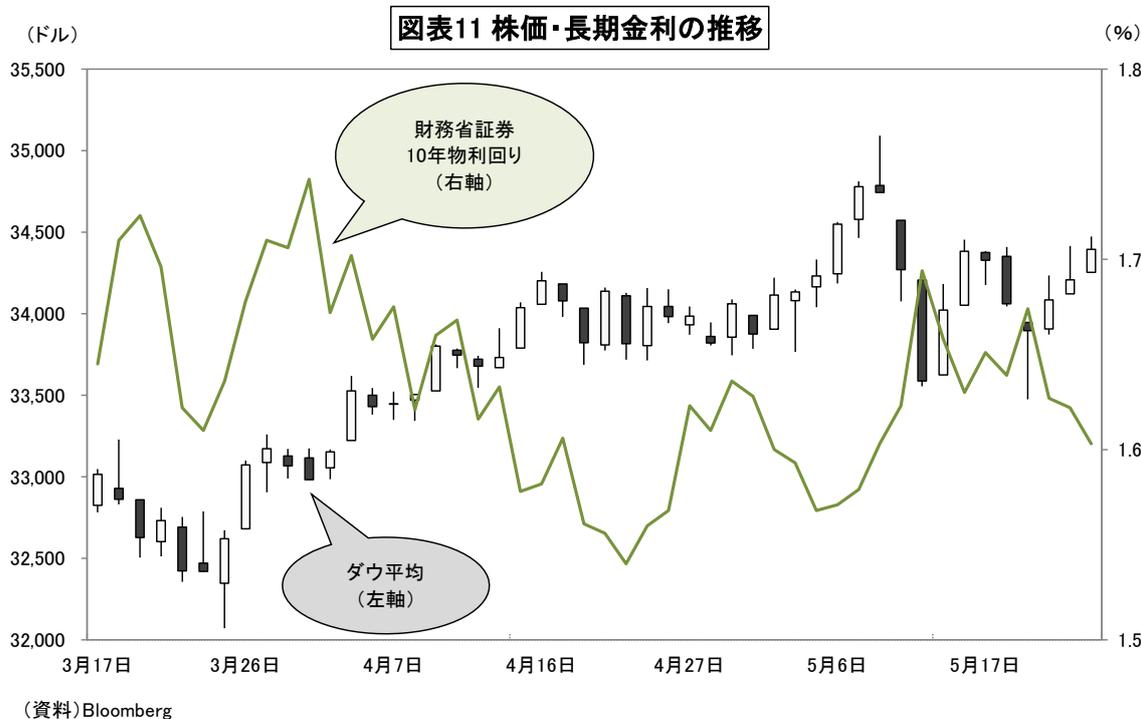
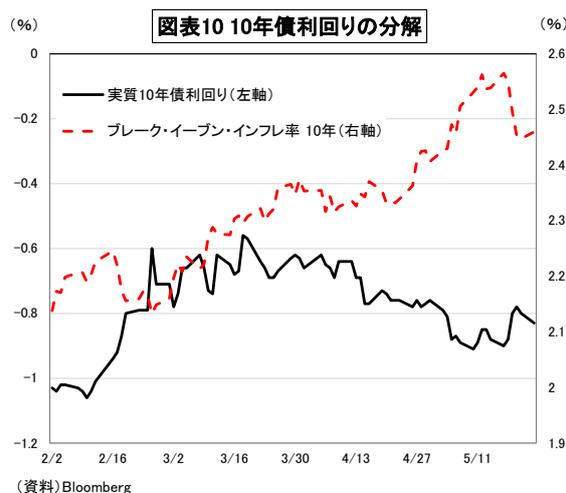
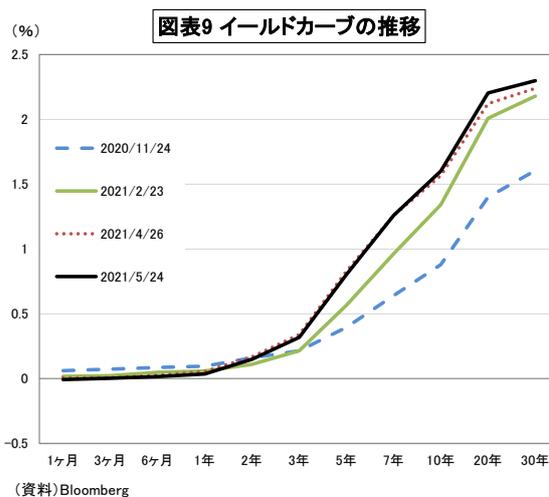
長期金利：現状の1.6～1.7%前後の水準を予想

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3月以降、期待インフレ率(ブレイク・イーブン・インフレ率)が緩やかに上昇する一方、実質金利は横ばいとなった結果、長期金利(10年債利回り)は概ね1.6～1.7%での推移となった。4月から5月にかけては実質金利の低下が顕著であり、期待インフレ率が上昇しても金利上昇が抑えられている原因となっている。

先行きについて考えてみると、経済活動の正常化が進むなか、財政赤字の拡大もあり、金利低下余地は少ないことに加え、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などは金利上昇要因と思われる。

一方で、そうした環境にあっても実質金利の上昇がみられないことに加えて、テーパリング開始までしばらくかかること、ゼロ金利政策の解除にはさらに時間が必要なことなどが金利上昇を阻止する要因となるだろう。

こうしたことから、長期的な基調としてはゆるやかに長期金利の上昇が続くと見込まれるものの、しばらくは現状の1.6~1.7%前後の水準が続くと思われる。



**株式市場：イン
フレ率とテーパ
リングが材料に**

株式市場では、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、4月末から5月初にかけての決算発表も無難に通過した。5月10日以降、インフレ率の加速からテーパリングの早期開始懸念が強まったことで一旦売られたが、足元では落ち着きを取り戻しつつある。

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は好材料となるだろうが、しばらくはインフレ率の加速とテーパリング時期をめぐり神経質な展開が続きそうだ。

**FOMC参加者は雇
用回復を確認す
る姿勢を強調**

最後に、FOMC参加者の最近の発言を振り返ってみると、4月FOMC後にテーパリングをめぐる発言が一層注目を集めるようになったが、市場やメディアが取り立てるほどにはテーパリングを急いでいるわけではなく、むしろ雇用回復を確認する姿勢が強調された印象を受ける。4月のインフレ率の急上昇についても、期待インフレ率が極めて安定している（well anchored）ことから、一時的との認識でほぼ一致しており、当面は十分な雇用回復が確認されるまでは、現状の金融政策が継続されるとの認識で良さそうだ。

図表12 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	4/28	資本市場ではやや(バブル前の)泡だっている状態が見られる
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1	5/11	SOFRの品質は問題なく、Libor後に参照金利として利用可能
	クラリダ副議長	-1	5/12	4月のCPIには驚いたがおそらく一時的
			5/17	4月雇用統計では、「さらなる一段の景気回復」は認められない
	ブレイナード理事	-1	5/11	経済は回復局面であり、辛抱強いスタンスが必要
			5/24	期待インフレが非常に重要で、極めて安定している
	ウォーラー理事	0	5/13	一時的なインフレのオーバーシュートには反応しない
	ボウマン理事	?		
	クオールズ副議長	?	5/19	FRBはインフレに対処する手段がある
	エバンス総裁 (シカゴ)	-1	5/10	一段の雇用回復と、インフレを確認する必要がある
		5/10	一段の雇用回復が必要	
バーキン総裁 (リッチモンド)	-1	5/13	中長期期待インフレが変わったという話は聞いていない	
		5/21	金融緩和を調整する前に、雇用回復が必要	
ポスティック総裁 (アトランタ)	-2	5/19	景気回復が進めば、金融政策変更	
		5/24	需要の回復が供給の回復を超えているため、価格が上昇する	
デイリー総裁 (サンフランシスコ)	-2	5/11	ワクチンの普及で年末の経済状況は良好な見通し	
		5/21	インフレ率の上昇は一時的。22年頭に鈍化する	
FOMCメンバー 投票権なし	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	5/21	現行政策に織り込まれている過去数年のインフレや雇用の動態と、これからのインフレ率は異なるものとなる可能性
	ブラード総裁 (セントルイス)	-1	5/19	パンデミック渦中での金融政策変更には反対してきた
			5/24	パンデミック渦中にあり、金融政策変更の議論は時期尚早
	ローゼングレン総裁 (ボストン)	0~1	5/12	デジタルドルと相乗効果のある支払いシステムを2年以内に
メスター総裁 (クリーブランド)	0	5/11	4月雇用統計にかかわらず、景気見通しは明るい	
		5/14	景気回復が実際にどのように進展するかで、金融政策は調整する	
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)	0~1	5/11	テーパリング議論は現段階では時期尚早
			5/21	近いうちに(sooner rather than later)テーパリング議論開始を
	カプラン総裁 (ダラス)	1~2	5/10	雇用回復は力強いと考えている
			5/20	近いうちにテーパリング議論開始を
メカシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	5/7	800~1000万人程度の失業者がいるため、緩和は長期化する	
		5/12	最大雇用からは依然としてかなり離れた状態	

(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

(21.5.25 現在)

情勢判断

中国経済金融

4月の経済指標は概ね鈍化したが、回復基調は維持

～経済回復を固めながら構造改革も進めていく政策運営へ～

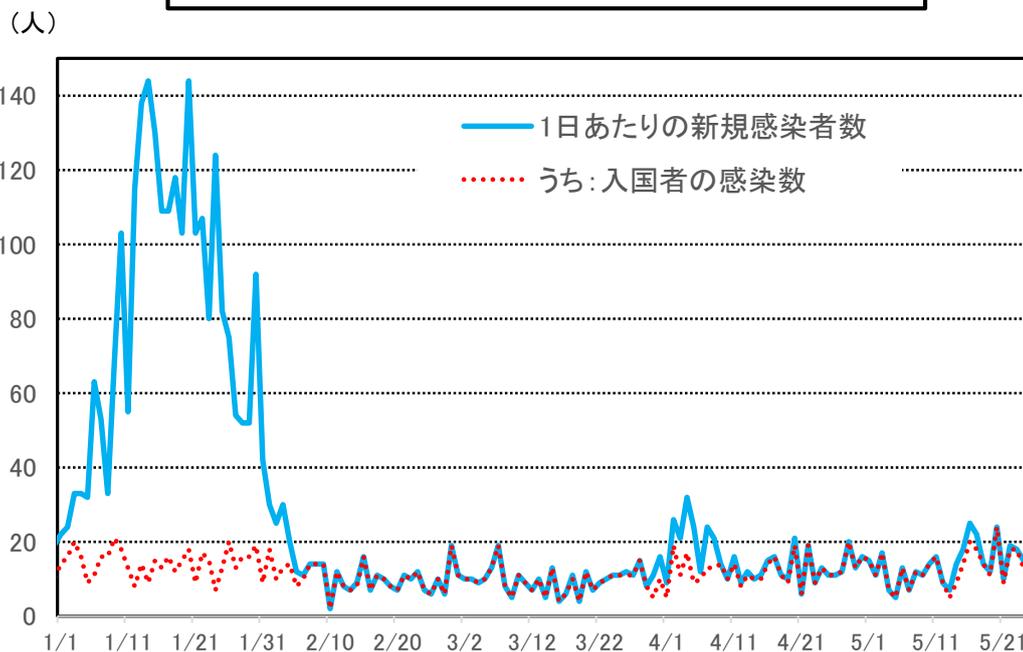
王 雷軒

要旨

新型コロナ感染者の発生が散発的に続いていることもあり、4月の経済指標は3月から概ね鈍化したものの、輸出は引き続き拡大していること、企業マインドが総じて良好であったほか、回復が比較的遅れていたサービス生産も回復に向かいつつあり、中国経済の回復基調は維持していると見られる。

こうしたなか、4月30日に開催された中央政治局会議では、「成長圧力の小さい時機をうまく活用し、経済安定のなかで供給側構造改革を深める」とし、構造改革に注力する方向性も感じられる。当面は、経済回復を盤石なものとしながら、構造改革も進めていくという政策運営が行われていくであろう。

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5月24日。

5月入り後も少数ながら新たな感染者が発生したこともあり、ワクチン接種は急加速

20年12月以降、河北省や北京等で相次いで新型コロナウイルス（以下、新型コロナ）の感染者が再び確認されたため、中国政府は発生地域においてPCR検査や移動制限などを行った。また、主要都市では2月春節（旧正月）連休（11日～17日）中の帰省

を控えるなど2月末までの移動制限を実施した。

その結果、2月以降、感染者数は減少した。この間、輸出や生産が伸びたものの、移動制限による交通需要の減少や飲食・旅行などのサービス消費の低迷により、国内需要は減少したと考えられる。

3月末には雲南省で新たな感染者が再び増加したが、強力なクラスター対策によって他地域への感染拡大には至らず、4月に入ると感染者は減少に転じた。しかし、5月中旬に遼寧省・安徽省で少数ながらも感染者が発生した（図表1）。

このように、散発的な発生を繰り返しており、発生地域では厳格な移動制限などを受けて消費の急激な落ち込みに追い込まれるなど経済活動への影響は大きく、依然として油断できない状況が続いている。実際、4月の消費は回復基調を維持したものの、鈍化しており、5月も散発的な感染発生が消費に悪影響を及ぼすと想定すべきであろう。

こうしたなか、期待されるワクチン接種については、中国国家衛生健康委員会によると、5月19日時点での全国累計接種回数が4.5億回、100人当たりの接種回数は32.2回となっている。直近8日間の全国累計接種回数が1億回を超えるなど、ペースが急加速していることを明らかにした。

同委員会では6月末までに100人当たりの接種回数40回（全体で約5.6億回）を達成する目標を掲げている。足元の接種加速を受けて達成する公算が大きいと、このペースを維持すれば年末までに人口の70%の接種完了が見込まれる。このようにワクチン接種が着実に進められれば、前述の移動制限などを受けて回復が遅れている飲食や旅行などのサービス消費が改善する可能性は高いが、それは年後半になりそうだ。

輸出以外の4月経済指標は3月比で鈍化したものの、景気の回復基調は維持

こうしたなか、後掲レポートの2021～22年度改訂経済見通し（世界経済の動向④中国）の通り、輸出を除き、4月の内需（消費＋投資）関連の経済指標は前年比、前月比のいずれも3月から鈍化が見られたものの、回復基調は維持している。以下、企業マインド、生産や物価動向を簡単にみていきたい。

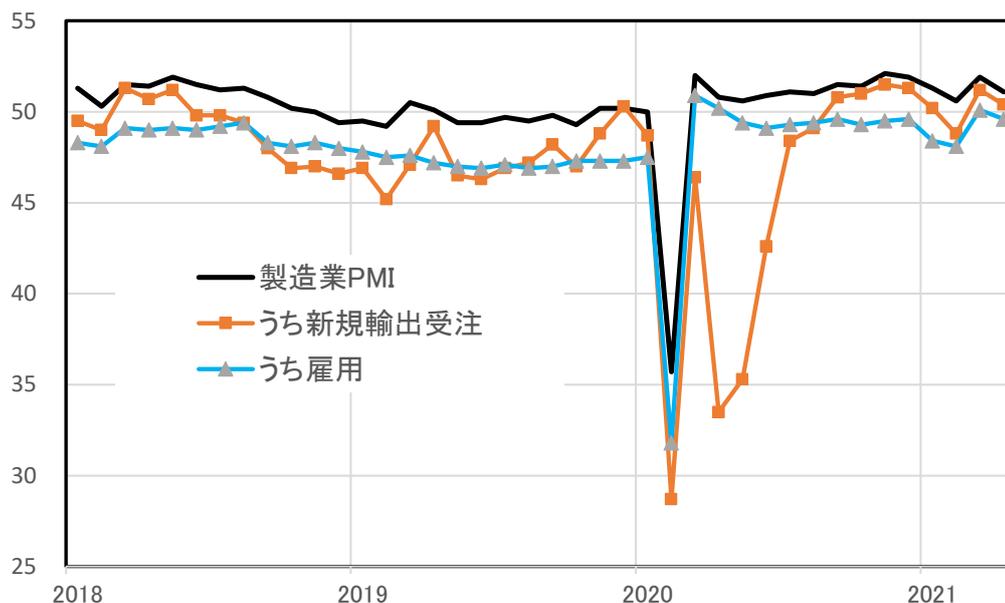
4月の製造業PMIは低下も、企業マインドは総じて良好

国家統計局が発表した4月の製造業購買担当者景気指数（PMI）は51.1と、3月の51.9から0.8ポイント低下したものの、14ヶ月連続で景況感の分岐点となる50を上回った（図表2）。

サブ指数を確認しても、新規輸出受注、生産はそれぞれ50.4、

52.2 と 3 月から低下したが、いずれも 50 超で拡大を続けている。輸出の堅調さが引き続き製造業の生産拡大に寄与している様子がうかがえる。ただ、雇用は 49.6 と再び 50 を下回っており、消費回復をさらに遅らせる可能性もあるため、今後の動向に注視していきたい。

図表2 中国の製造業PMIの推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は21年4月。

鉱工業生産は完全に回復、サービス生産の回復はなお道半ば

4月の鉱工業生産(実質)は前月比0.52%、前年比9.8%と3月(それぞれ0.60%、14.1%)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が急減速したほか、原材料価格の急上昇による影響もあると考えられる。

ただ、19年同期比で14.1%、国家统计局が20年4月の前年比と21年4月の前年比を幾何平均により計算した21年4月の幾何平均値(以下、幾何平均値)が6.8%となるなど、鉱工業生産はコロナ前の水準を回復した状況は変わらない。

また、4月の全国サービス業生産指数も前年比18.2%と3月(25.3%)から鈍化したものの、幾何平均値が6.2%と回復が継続していると見られる。

物価動向：銅や原油などの商品価格の急上昇によりPPI上昇率はさらに高まった

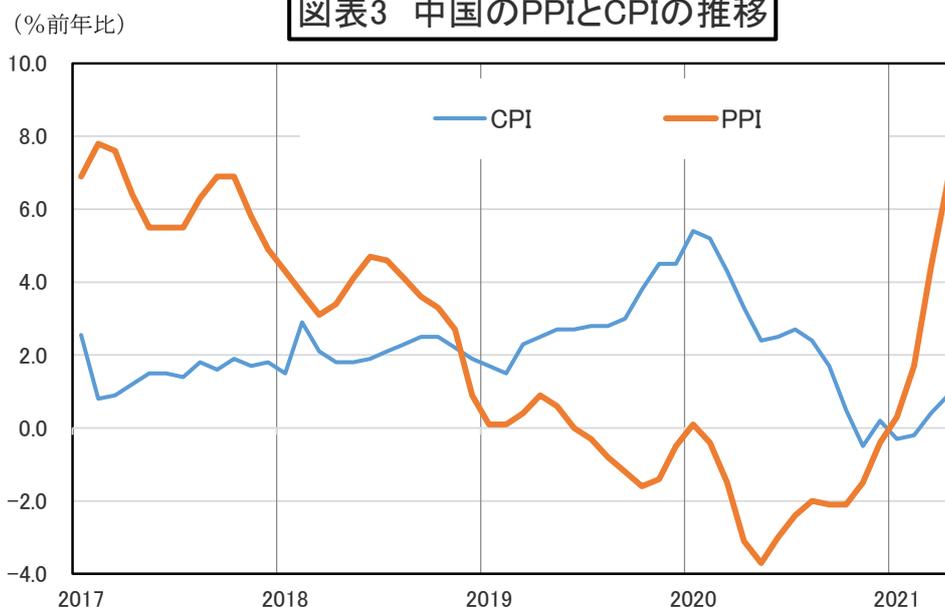
4月の消費者物価指数(CPI)は前年比0.9%と3月(同0.4%)から小幅ながら伸びを高めた(図表3)。食品・エネルギーを除くコアCPIは同0.7%だった。豚肉は引き続きマイナス幅が拡大したものの、食品以外の上昇率が拡大したことが主因である。な

お、前月比も▲0.3%と3月(▲0.5%)からマイナス幅が縮小した。

CPIの上昇率が比較的小幅に留まったのに対して、4月の生産者物価指数(PPI)は前年比6.8%と3月(同4.4%)から伸び率を大きく高め、17年10月以来の高い伸びとなった。内訳をみると、生産財価格は同9.1%と3月(同5.8%)から加速、このうち採掘工業・原材料はそれぞれ24.9%、15.2%と3月から上昇率が大きく拡大した。

銅や原油などの商品価格の高騰は企業経営コストの増加につながりかねないことから、国务院常务会议で価格高騰を抑制する方針が示されているが、今後の動きに引き続き注意を払う必要があるだろう。

図表3 中国のPPIとCPIの推移



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は21年4月。

今後の経済運営：経済回復と構造調整とのバランスを目指す

さて、4月30日に開催された中央政治局会議において「現在の経済回復は不均衡で基礎がしっかりしておらず」との認識が示された。21年1~3月期の実質GDP成長率が18.3%(幾何平均値で5.0%)となったにもかかわらず、依然として楽観視できないとの見方であろう。

そのうえで、「国内需要の回復を加速、製造業における設備投資と民間投資の回復を促進する」とし、内需の回復は不十分であることを滲ませている一方、「成長圧力の小さい時機をうまく活用し、経済安定のなかで供給側構造改革を深める」とし、金融リ

構造改革の一環として不動産税の導入は予想される

スクの防止や解消を進めるなどの構造改革に注力する方向性も感じられる。

当面、経済回復を固めながら、構造改革も進めていくという政策運営が徐々に行われていくであろう。

この構造改革の一環として、日本の固定資産税に相当する不動産税の導入が再び議論されている。5月11日、財政部は全人代常務委予算工作委、住宅都市建設部、税務総局の責任者と共同で不動産税改革試行工作座談会を開催し、一部都市の責任者と専門家・学者の意見を聴取した。

地方政府は不動産価格の急低下などを懸念してきたこともあって、不動産税の導入にかかわる議論はこれまで何度も行われてきたが、実際に全国的に導入されることはなかった。ただ、今回の動きを受けて関連法の整備を行う可能性は高く、その後導入試行地域の実験効果を踏まえながら全国的に導入されると見込まれ、引き続きその動向を注視していきたい。

図表4 第7回人口センサスによる人口構成

年齢層	人口数(億人)	構成比(%)
0～14歳	2.53	18.0
15～59歳	8.9	63.4
60歳以上(60歳を含む)	2.6	18.7
うち65歳以上(65歳を含む)	1.91	13.5
合計	14.1	100.0

(資料)中国国家统计局、Windより作成

第7回人口センサス：少子高齢化が急速に進む

最後に、5月11日、国家统计局が20年11月1日から実施した第7回人口センサスの結果を公表したため、その内容を簡単に紹介しておこう。20年の中国の総人口数(香港・マカオ・台湾を除く)は14億1,178万人と10年間で7,206万人増であった。人口増加は続いているものの、増加率は大きく鈍化している。

人口構成については、14歳以下の人口は2億5,338万人、総人口に占める比率は18.0%と前回調査(16.6%)から1.4%ポイント上昇した(図表5)。一方、15～59歳の生産年齢人口は8億9,438万人で、総人口に占める比率は63.4%と前回から6.8%ポイント低下した。また、60歳以上の高齢者人口は2億6,402万人で、総人口に占める比率は18.7%と前回から5.4%ポイント

上昇した。

このように、14歳以下の比率は上昇するなど若年層人口が増加している一方、60歳以上の比率は大幅に上昇しており、若年層の増加を上回るペースで高齢化が進展している様子が見えてくる。

国家統計局による記者会見で、20年の出生数は1,200万人で、合計特殊出生率は1.3%であったことが明らかになったが、19年の出生数(1,465万人)に比べると▲18.1%の減少であった。16年に一人っ子政策が廃止されたものの、未婚者の増加や子供の教育費や住宅ローンなどの負担増などで出生数の減少に歯止めがかかっておらず、これにコロナ禍が拍車を掛けた形だ。

今後の人口推移について、国家統計局は、「高齢化とともに少子化が進んでおり、バランスの取れた人口増に繋がる施策が必要になっている」との考えを示したうえで、先行きの人口動態について「緩やかな鈍化が続く」としつつも、「人口がピークに達する時期は不明である」として明確な見通しの言及は避けた。進む少子高齢化への今後の具体策に引き続き注目が集まるだろう。

(21.5.25 現在)

コロナ危機が欧州経済に残す後遺症

～感染が収束しても長く残る危機の影響～

山口 勝義

要旨

欧州では、コロナ危機が欧州経済の構造的な問題を困難化させ景気回復の過程を複雑なものとする中で、危機の収束後も後遺症としてその影響を長く残す可能性がある。特に、若年層の疲弊の進行や債務残高の積み上がりに伴う問題点に注意が必要である。

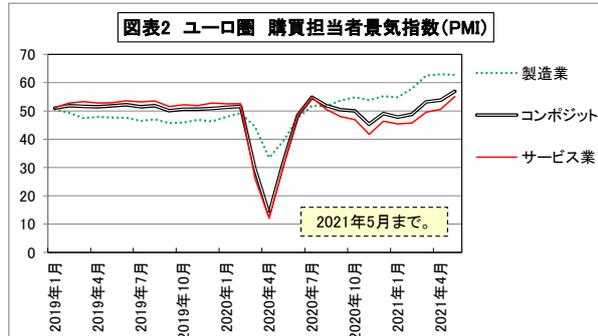
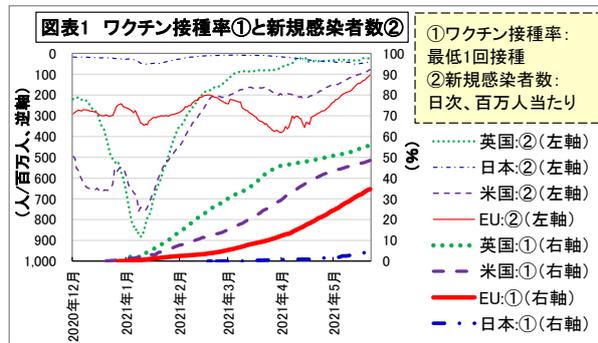
はじめに

欧州連合 (EU) は、ワクチンの承認遅延や供給不足、接種体制の制約などにより、新型コロナウイルスのワクチン接種で英国や米国などに後れを取っていたが、最近ではその加速に向けて明るい兆しが出始めている^(注1)。そして、接種が先行する国々で新規の感染者数が減少していることから、EU においても景気回復への期待感が強まってきている (図表 1)。

その現われのひとつは購買担当者景気指数 (PMI) である。ユーロ圏のサービス業 PMI は 4 月には景気拡大の目安となる 50 台を上回ったが、移動制限措置が残る中でのこの動きには企業の景気回復観測が反映しているとみられている (図表 2)。

しかし一方で、先行きに不透明感が根強い点も確かである。例えばワクチンが効きにくい変異株の発生の可能性であり、またワクチンの効果の持続期間の問題である^(注2)。今後も継続的に追加接種が必要となる可能性があるが、そのための安定的な体制構築にはまだ 1、2 年程度を要することとなり、この間は制限措置を完全には撤廃できない推移も見込まれる。

こうした下では、観光業や宿泊・飲食業への依存度が大きい欧州経済の、コロナ危機からの立ち直りは容易ではない^(注3)。



(資料) 図表 1 は Our World in Data の、図表 2 は Bloomberg (原データは IHS Markit) の、各データから農中総研作成

また、長引く途上国経済の停滞の影響が波及するリスクや、資産バブルが発生し経済を攪乱するリスクなどのダウンサイドリスクも考慮に入れる必要がある^(注4)。加えて第三として、欧州ではコロナ危機の収束後もその後遺症が長く残る可能性がある。というのも、今回のコロナ危機は以前から欧州経済に潜む構造的な問題を困難化させ景気回復の過程を複雑なものとする点で、その影響は一過性のものには留まらないと考えられるためである。

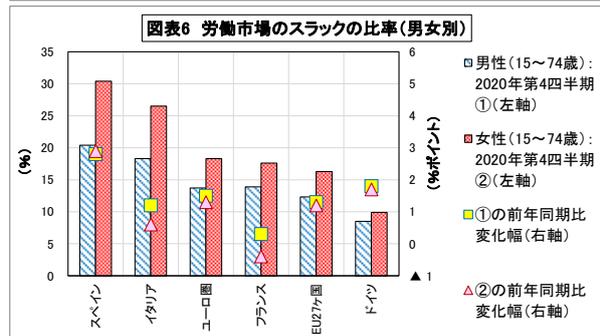
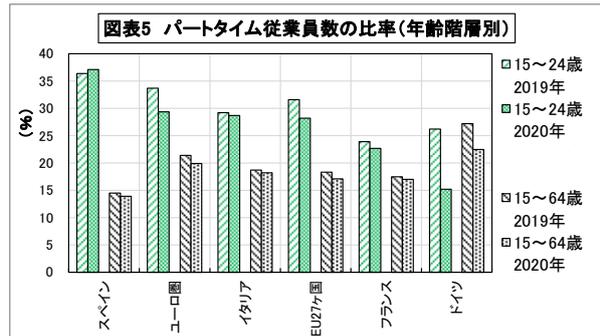
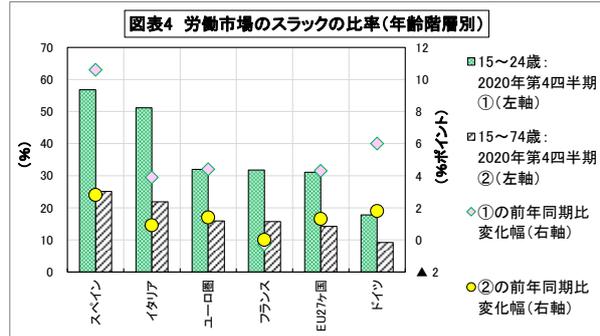
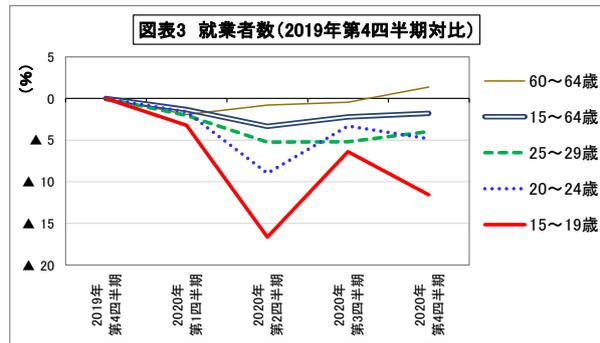
若年層などの疲弊の進行が残す後遺症

EU ではコロナ危機以前から、特に若年層を取り巻く労働環境が困難化しており、実体経済に直接・間接に及ぶ悪影響が懸念されてきた。例えば、購買力の伸び悩みや、社会保障負担の増大の懸念である。また、若年層のスキルの習得やキャリア開発が阻害され、将来にわたり生産性を低迷させるとともに貧富の格差を定着化させる恐れも懸念点のひとつであった。このほか、若年層の不満の蓄積がポピュリズム政党を再活性化させ一貫した経済改革を阻害することで、欧州の経済成長を中長期的に抑制する可能性も考えられた。

こうした中で、コロナ危機を通じて若年層の負担はさらに拡大している。就業者数の推移を、コロナ危機直前の19年第4四半期を基点として追跡すると、若年層の落ち込みの大きさとその後の回復の鈍さが鮮明である(図表3)。加えて、欧州統計局(Eurostat)では失業者に休業者などを加えた労働市場の「スラック」を集計しているが、若年層ではこの「スラック」の比率がもともと高いうえ、コロナ危機でこれが上昇している状況が確認できる(図表4)(注5)(注6)。これらの背景には、若年層における、パートタイムなどの不安定な職種に就く者の比率の高さが働いているものとみられている(図表5)。

このほか労働市場で弱い立場に立つ女性については、コロナ危機下でその「スラック」の比率が男性に比較し大幅に上昇したわけではない点が、特徴である(注7)。しかし今回の危機以前から、女性の「スラック」の比率が男性対比で高い水準にあることは確かである(図表6)。

こうしてコロナ危機を通じ、欧州では若年層を中心に上記の懸念点が一層拡大



(資料) 図表3~6はEurostatのデータから農中総研作成

していることになる。しかもコロナ危機後には産業構造の変化に伴い労働者の再教育や再配分はスムーズに進まず、労働環境の回復には従来の危機時以上に時間を要することが予想される(注8)。この結果、これらの懸念点は拡大したばかりか、長く残存することが考えられる。

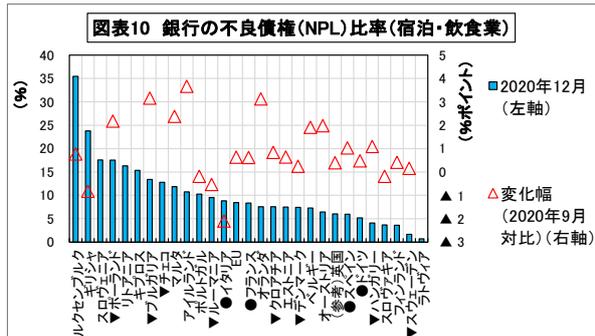
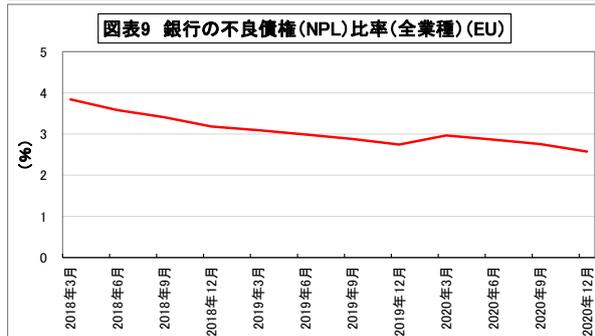
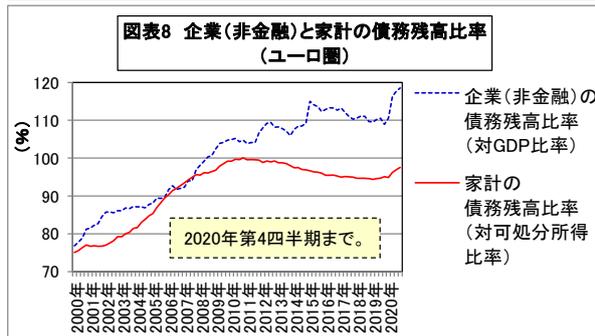
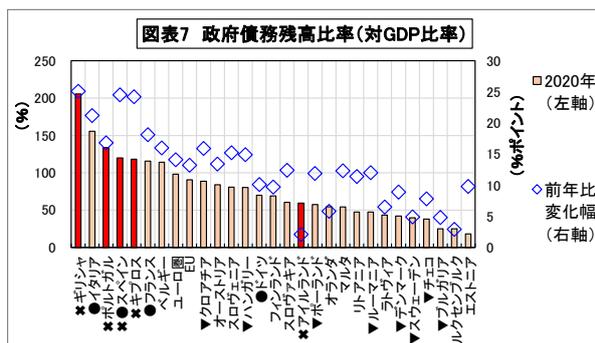
債務残高の積み上がりが残す後遺症

EU では世界金融危機の直後にユーロ圏の財政危機を経験し、支援対応や財政改革、経済の構造改革などに取り組んだ経緯がある。このため、債務残高の上昇は財政危機の再来懸念を高めるのみならず、財政余力の縮小に伴う歳出の制約や企業投資の手控えなどを通じて実体経済の負担となる懸念からも、政府などの財務状況には注意深い目が向けられている。しかし財政危機後も、欧州中央銀行（ECB）の緩和政策に安住する形で、債務残高の高止まりが続いてきたのが実態である。

こうした中で勃発したコロナ危機であるが、各経済主体の財務状況の一層の悪化は明らかである。まず政府部門では、アイルランドを例外として財政危機時の被支援国を中心に債務残高比率が大幅に上昇している（図表7）。一方の民間部門では、ここ数年、財務改善が進み足元でも小幅の悪化に留まっている家計に対し、企業の債務残高の積み上がりの大きさが特に目立っている（図表8）。

これに対し、全体としては銀行資産に劣化は見られていない（図表9）。各国では企業などに対する政府保証融資の整備や支援金の支給のほか倒産基準の緩和などの手厚い支援策を実施してきており、ここにはその効果が反映しているものと考えられる。しかし、不良債権比率を業種や各国毎に見た場合には、厳しい状況が生じている事実がある（図表10）^{（注9）}。

このようにコロナ危機を機に、高債務の問題が広く拡大している。この結果、インフレが回帰する局面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強まっている。確かに欧州では資源価格などに起因する一時的な物価上昇を



（資料）図表7はEurostatの、図表8はECBの、図9、10はEBA（欧州銀行監督局）の、各データから農中総研作成
 （注）図表7で、✳はユーロ圏の財政危機における被支援国を示す。また図表7、10で、●はユーロ圏の経済規模4大国を、▼はユーロ圏外のEU加盟国を示す。

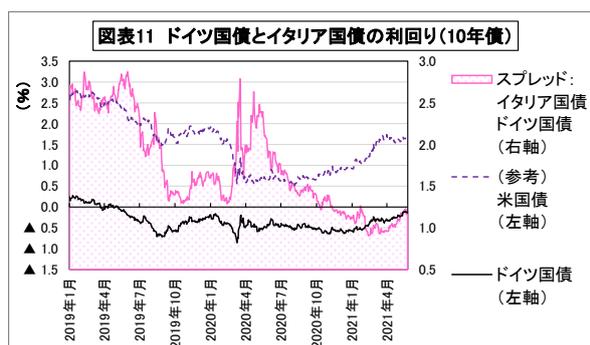
除き当面は需要要因による持続的なインフレの可能性は限られるが、一方では住宅価格上昇の気配も見られており、資産バブルを含めて金利上昇に対するリスクがさらに蓄積される可能性もある。

おわりに

以上の若年層などの疲弊の進行や債務残高の積み上がりに伴う問題点は、危機の収束後も影響が長く残る、いわば「コロナ危機の後遺症」である。しかし、既に足元では注意を要する動きが生じている。

それは米国経済の動向である。米国ではワクチン接種の進捗に大型の追加財政政策が加わり景気過熱やインフレ加速の懸念が出てきている。この影響で、欧州の国債利回りにも上昇圧力が生じている。

現時点ではドイツ国債は米国債ほどの利回り上昇には至らず、イタリア国債などとドイツ国債の利回りスプレッドも概ね落ち着いた動きとなっている(図表 11)。しかし欧州においても感染の収束が進み、また今後実施される EU 復興基金の資金配布などで景況感がさらに上向くに従い、



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

状況が急速に変化する可能性をはらんでいる。ラガルド ECB 総裁は緩和政策の縮小は時期尚早であると強調しているが、ECB にはこれまで以上に注意深い市場との対話が求められることになる。

こうして、コロナ危機が順調に収束したとしても欧州経済はまた新たな難題を抱えることになり、引き続き注視が必要である。(21. 5. 25 現在)

(注1) 欧州委員会は 2021 年夏の終わりまでにワクチン接種率 70%を達成する目標を掲げているが、4 月 25 日、接種の責任者であるブルトン委員は、EU では十分なワクチンを確保し、7 月半ばまでに域内の成人の 70%にワクチン接種を終え集団免疫を達成することができるとの見通しを示した。また、フォンデアライエン委員長は、同日、EU は今夏から、ワクチン接種の終了者を対象に、米国からの観光客の無条件での受け入れを再開する方針であることを明らかにした。

(注2) ファイザー社の CEO は 4 月 15 日、ワクチンの効果を維持するためには、同社製ワクチンの 2 回目の接種後 6~12 ヶ月以内に 3 回目の接種を、またその後も、年に 1 回の頻度で接種を受ける必要があるとの見解を示した。

(注3) 欧州経済のコロナ危機からの回復が緩慢なものにな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)

(注4) 欧州経済がコロナ危機から脱却した後も抱えるダウンサイドリスクについては、次を参照されたい。
・ 山口勝義「欧州経済を巡るコロナ危機後のダウンサイドリスク」(『金融市場』2021 年 5 月号所収)

(注5) Eurostat が集計する労働市場の「スラック」には、失業者のほか、労働市場から離脱を余儀なくされた休業者や、希望する時間をフルに働くことができなくなったパート従業員などを含む。

(注6) Eurostat によるデータ・セットでは、労働者の全体の年齢階層について、図表 3、5 では 15~64 歳、

図表 4、6 では 15~74 歳と差異があるが、65~74 歳の年齢階層に属する労働者数は全体の中では少数とみられるため、相互の比較対照に当たっては大きな問題とはならないと考えられる。

(注7) 例えば IIF(国際金融協会)は、中核となる年齢層(25~54 歳)について、コロナ危機下で男性に比較して女性の雇用情勢が特に悪化したわけではない要因として、ここ数年間にわたり南欧を中心に続く女性の労働力を活用する動きを挙げ、構造的な大きな変化がコロナ危機による循環的な影響を見えづらくしていると指摘している、次による。

・ IIF(April 29, 2021)“Global Macro Views – Labor market damage from COVID-19”

(注8) ここで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が完全には払拭されず、また生活や働き方の変化がある程度定着するとみられることにより、同様の傾向が継続すると考えられることを指している。

(注9) 欧州金融監督システム(ESFS)に属し、マクロブルーデンスの観点から EU の金融システムの監督を担当する欧州システムリスク理事会(ESRB)は、4 月 28 日、コロナ危機下での非金融企業の債務残高の積み上がりに伴うリスクの拡大と適切な管理の必要性を指摘した。次を参照されたい。

・ ESRB(28 April 2021)“Preventing and managing a large number of corporate insolvencies”



農林中金総合研究所

2021～22年度改訂経済見通し

ワクチン接種の出遅れが景気回復の足枷に

～ 日本経済見通し: 2021年度: 3.3% (下方修正※)、22年度: 2.6% (上方修正※) ～

※21年3月時点の当総研見通し(21年度: 3.7%、21年度: 2.2%)との比較

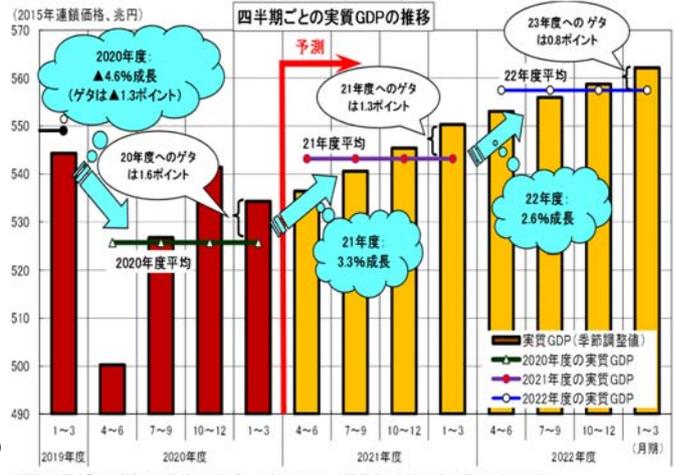
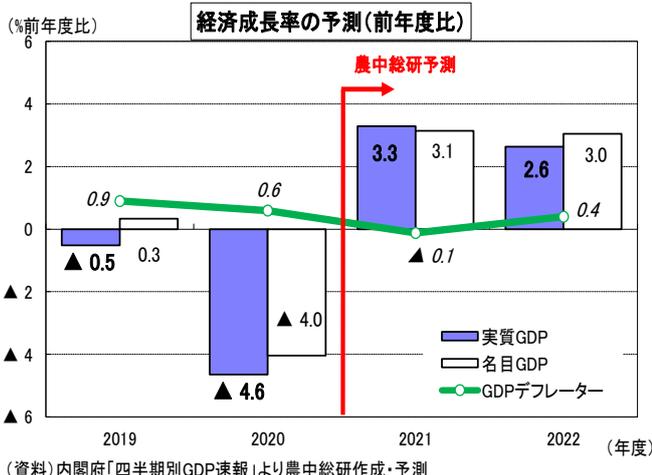
2021年5月21日

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 》

- 2020年後半の日本経済は、GoToキャンペーン事業といった需要喚起策もあり、景気回復が進んだが、20年末に新型コロナウイルス感染症の感染拡大が急速に広がったために2回目の緊急事態宣言が発出され、1～3月期は3四半期ぶりのマイナス成長となった。4月25日からは3回目の緊急事態宣言が出され、大都市部を中心に休業・時短要請などの行動制限が出され、サービス消費に悪影響が出ているが、海外の景気回復を受けて輸出が増勢を強めていることが国内景気を辛うじて下支えしている。
- 医療従事者に加え、高齢者に対するコロナワクチンの優先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進むことが期待される。
- 21年度の経済成長率は3.3%と、3年ぶりのプラス成長となり、22年度も2.6%と潜在成長率を大きく上回って推移するだろう。ただし、経済正常化は一気に進むことは想定できず、GDPの直近ピーク水準(19年7～9月期)の回復は23年1～3月期まで難しいだろう。



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	23
5 金融政策の見通し	31

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

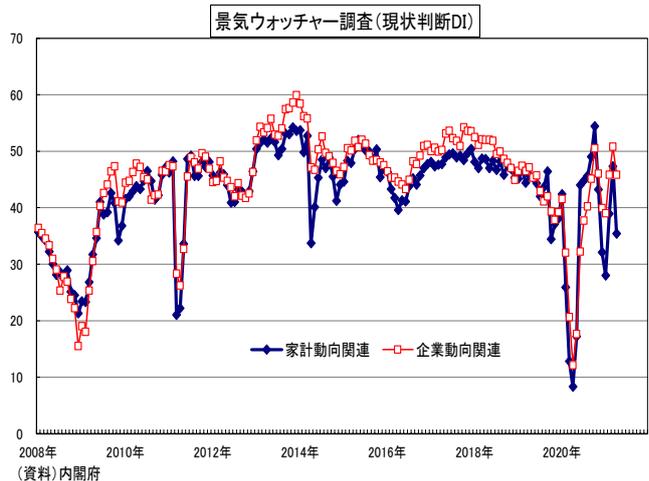
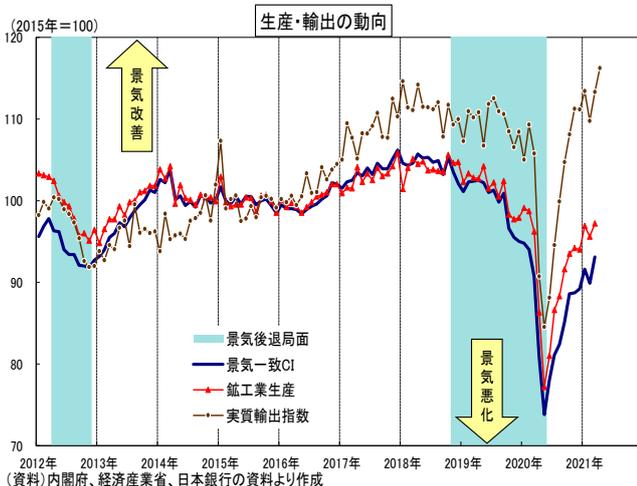
南 武志
 佐古佳史
 山口勝義
 王 雷軒

農林中金総合研究所

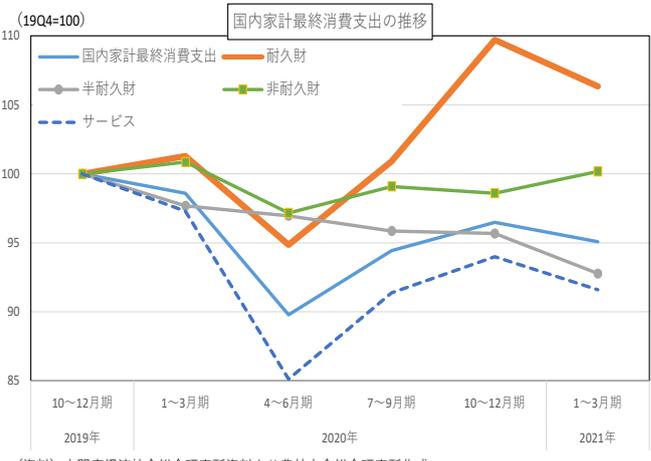
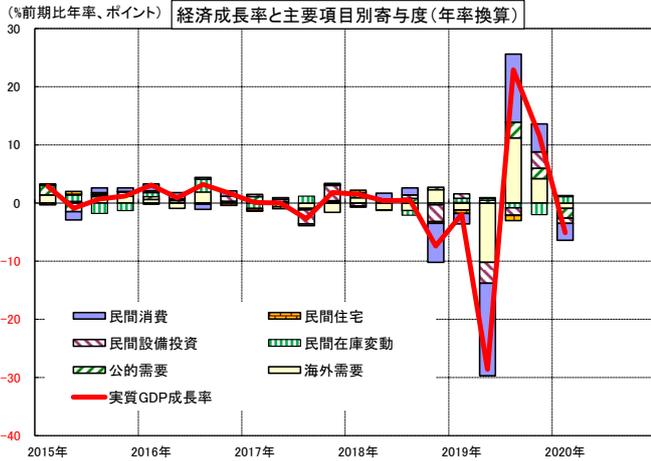
3

1 景気の現状

- 景気動向：新型コロナの感染再拡大で持ち直しテンポは鈍化
 - 消費、生産、輸出など主要指標はいずれも20年5月に底入れし、その後は持ち直しを続けているが、21年入り前後から足踏みする場面も
 - ・ 消費関連指標は、1月に大幅な悪化となった後、2月、3月と持ち直しが見られた
 - ・ 3月の鉱工業生産指数、第3次産業活動指数はいずれも上昇
 - ・ 4月の実質輸出指数は2ヶ月連続の上昇で、過去最高だった18年1月の水準を上回った
 - 3月の景気動向指数において、CI一致指数に基づく景気の基調判断は18年8月以来となる「改善」へ上方修正
 - 一方、4月の景気ウォッチャー調査によれば、25日から東京都と近畿圏の4都府県に対して3度目の緊急事態宣言が実施されたこともあり、現状判断DIは3ヶ月ぶりに悪化、2月の数値を割り込んだ



- 1～3月期GDP:3四半期ぶりのマイナス成長(前期比▲1.3%、同年率▲5.1%)
 - 新型コロナの感染再拡大によって自粛ムードが強まったほか、10～12月期の高成長を支えたGoToキャンペーンの一時中止などの影響で、3四半期ぶりのマイナス成長
 - 輸出等(前期比2.3%)、民間在庫変動(前期比成長率に対する寄与度:0.3ポイント、民間住宅投資(前期比1.1%)が増加したが、民間消費(同▲1.4%)、民間企業設備投資(同▲1.4%)、公的需要(同▲1.6%)が減少
 - 前期比成長率(前掲▲1.3%)に対する国内需要の寄与度は▲1.1ポイント(うち、民間需要:▲0.7ポイント、公的需要:▲0.4ポイント)、海外需要は▲0.2ポイントと、ともに3四半期ぶりのマイナス
 - 国内需要デフレーターの下落傾向により、GDPデフレーターも前年比▲0.2%と9四半期ぶりの下落
 - この結果、20年度のGDPは名目で▲4.0%、実質で▲4.6%と、それぞれ8年ぶり、2年連続でのマイナス
 - 「▲4.6%」という実質成長率はリーマンショック時の08年度(▲3.6%)を下回り、戦後最悪を更新



(資料)内閣府経済社会総合研究所

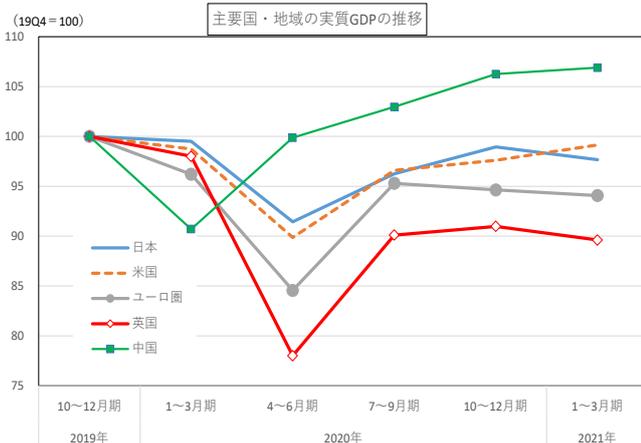
(資料)内閣府経済社会総合研究所資料より農林中金総合研究所作成

農林中金総合研究所

5

2 世界経済の動向 ①概況

- 足元で感染力の強い変異株が流行するなど、世界的に新型コロナが収束する兆しはまだ見えない
- コロナ・ワクチン接種が進んだ国・地域では行動制限を解除する動きもみられる半面、ワクチン接種が遅れている国では停滞が継続するとの見方が強まるなど、景気回復には地域的にばらつきも
- 国際機関による世界経済見通し:危機の出口が見えつつある
 - IMF世界経済見通し(21年4月発表)では、米国などの大規模な財政出動やワクチン接種による年後半以降の景気回復を踏まえ、全般的に見通しを引き上げた
 - 21年の世界全体の成長率は前年比6.0%、22年も同4.4%との見通し
 - ただし、見通しを取り巻く不確実性は大きく、ワクチンの変異株への有効性に加え、コロナ禍の後遺症など中長期的な懸念も少なくない



(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

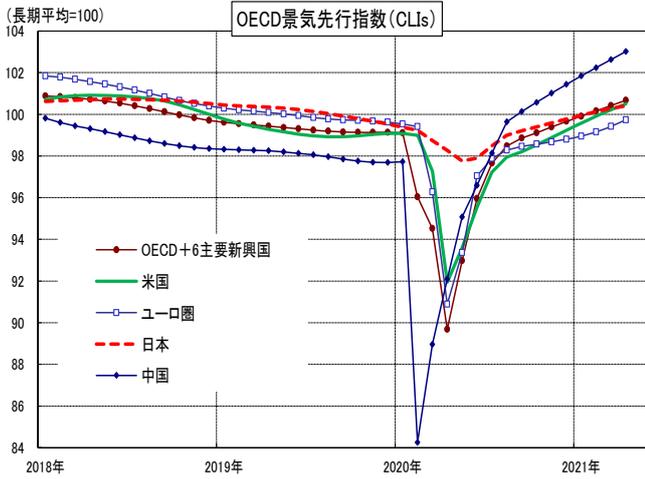
	2019年	2020年	2021年	2022年
世界全体(実質経済成長率)	2.8	▲3.3	6.0	4.4
先進国	1.6	▲4.7	5.1	3.6
米国	2.2	▲3.5	6.4	3.5
ユーロ圏	1.3	▲6.6	4.4	3.8
ドイツ	0.6	▲4.9	3.6	3.4
フランス	1.5	▲8.2	5.8	4.2
イタリア	0.3	▲8.9	4.2	3.6
スペイン	2.0	▲11.0	6.4	4.7
英国	1.4	▲9.9	5.3	5.1
日本	0.3	▲4.8	3.3	2.5
新興国・発展途上国	3.6	▲2.2	6.7	5.0
中国	5.8	2.3	8.4	5.6
インド	4.0	▲8.0	12.5	6.9
ブラジル	1.4	▲4.1	3.7	2.6
ロシア	2.0	▲3.1	3.8	3.8
南アフリカ	0.2	▲7.0	3.1	2.0
ASEAN5	4.8	▲3.4	4.9	6.1
世界貿易数量(財・サービス)	0.9	▲8.5	8.4	6.5

(資料)IMF『World Economic Outlook(2021年4月)』

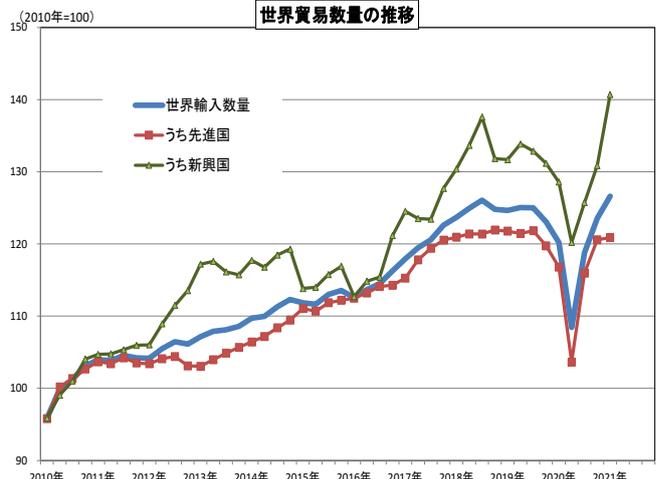
農林中金総合研究所

6

- OECD景気先行指数 (CLIs) : 先行きの回復継続を示唆
 - コロナ感染を早い段階で抑制できた中国は堅調で、20年後半以降は長期平均(≒趨勢)を上回って推移
 - それに日米が追随(21年入り後に長期平均を上回る)するが、ユーロ圏には出遅れ感も
- 世界貿易: 新興国で急拡大
 - 世界貿易数量は20年4~6月期に前期比▲11.0%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
 - 21年入り後に新興国の貿易数量が急回復した反面、先進国では足踏み



(資料) OECD (注) 6主要新興国: ブラジル・ロシア・中国・インド・インドネシア・南アフリカ



(資料) CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

- 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、世界経済全体の底入れや持ち直しに貢献した反面、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120%(19年: 104%)、21年は同123%へ膨らみ、その後も高止まりが続くとの見通し
- 主要中央銀行もゼロ金利復活や資産買入れ強化、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
 - 一方、前年の反動や景気回復に伴い、川上分野を中心にインフレ率が高まっており、資産買入額縮小(テーパリング)の観測も浮上



(資料) IMF WEO Databaseより農林中金総合研究所作成



(資料) 各中央銀行の資料より作成

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経済正常化の進展で回復加速
 - 21年1~3月期のGDPは前期比年率6.4%成長(速報)
 - コロナ前に比べ、依然として約800万人の雇用が喪失している
 - 足元では、コロナワクチンの普及から経済活動の正常化が進展
 - 見通しのポイントとしては、①21年4~6月期に回復が加速すること、②バイデン政権は、米国雇用計画と米国家族計画で総額4.1兆ドルの支出増、法人税と富裕層税の増税で総額4.2兆ドルの歳入増を計画しており、21年半ばから後半にかけて、議会で審議される見通しであること、③新興国の回復の後ずれや、米中対立の再燃から、貿易の回復は鈍化することなどが挙げられる
 - 成長率見通し: 21年は6.5%、22年は3.8%(前回見通しの21年:5.0%、22年:3.7%から上方修正)

予測表(四半期)

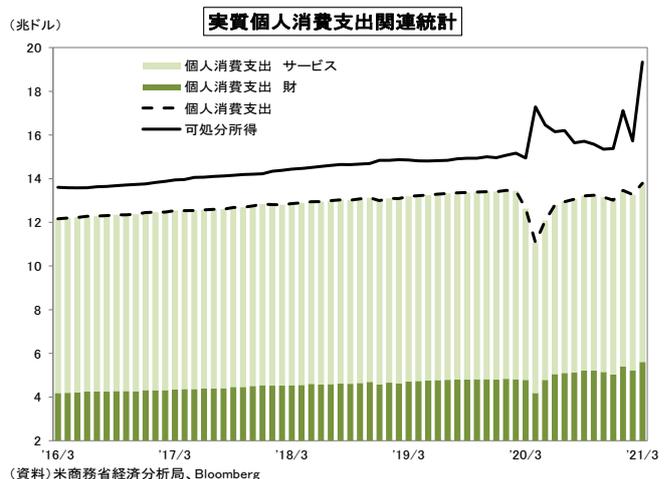
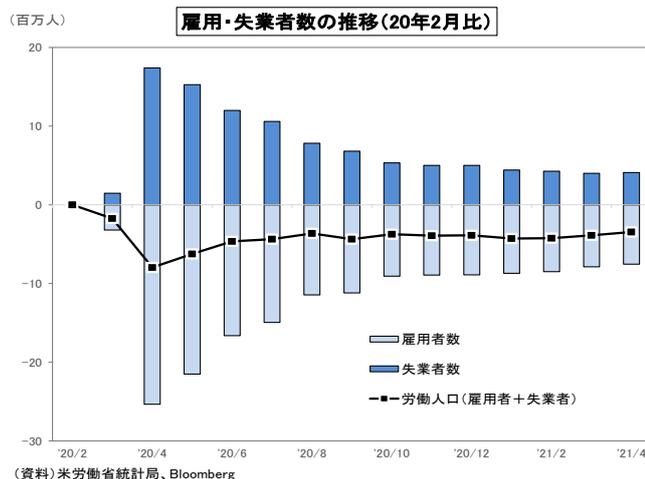
項目	単位	2020年				2021年				2022年			
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
実質GDP成長率	%	▲ 5.0	▲ 31.4	33.4	4.3	6.4	9.9	5.4	5.6	3.0	2.5	2.0	1.6
個人消費支出	%	▲ 6.9	▲ 33.2	41.0	2.3	10.7	17.4	5.9	3.5	2.8	2.3	2.0	1.7
民間設備投資	%	▲ 6.7	▲ 27.2	22.9	13.1	9.9	6.2	5.0	4.2	3.9	3.4	3.3	2.4
民間住宅投資	%	19.0	▲ 35.6	63.0	36.6	10.8	8.1	5.6	5.5	0.0	▲ 2.6	▲ 3.7	▲ 4.3
輸出	%	▲ 9.5	▲ 64.4	59.6	22.3	▲ 1.1	4.1	5.3	8.0	5.2	6.0	4.2	3.3
輸入	%	▲ 15.0	▲ 54.1	93.1	29.9	5.7	13.7	3.4	3.4	3.0	3.1	3.1	2.9
政府支出	%	1.3	2.5	▲ 4.8	▲ 0.8	6.3	1.9	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0	1.9
非農業部門雇用者数増減	万人	▲ 36.0	▲ 433.3	134.2	21.3	51.3	55.0	55.0	50.0	45.0	40.0	35.0	35.0
失業率	%	3.8	13.0	8.8	6.8	6.2	6.0	5.5	4.8	4.6	4.6	4.5	4.3
賃金上昇率	%	3.2	6.5	4.6	4.8	4.9	0.4	0.4	0.5	0.6	3.5	3.6	3.6
コアPCEデフレーター	%	1.8	0.9	1.4	1.4	1.5	2.2	2.4	2.4	2.3	1.9	1.9	1.9
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	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0

(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。

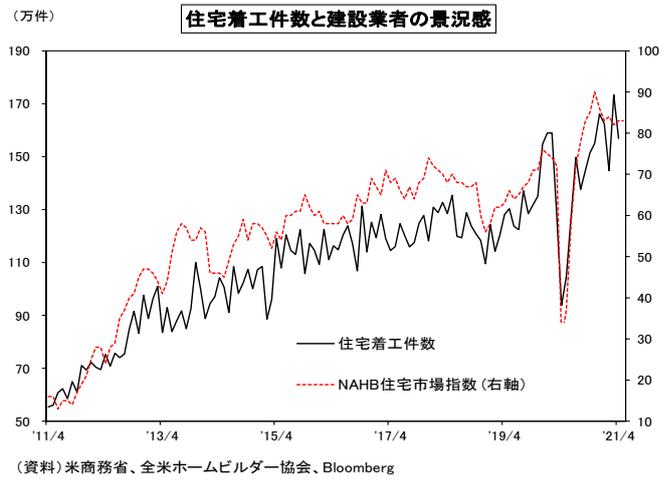
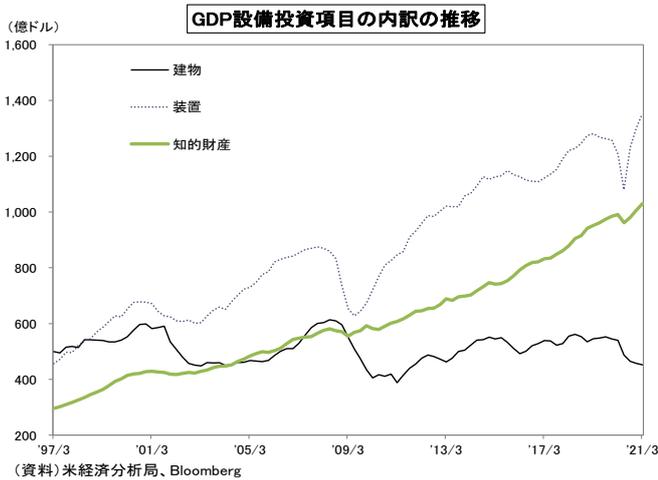
農林中金総合研究所

9

- 雇用: 経済正常化による雇用回復が進展
 - ワクチン接種の普及が進み、集団免疫の獲得が見え始めたことで、経済正常化が進み、雇用も戻りつつある
 - 子どものいる家庭における女性や、黒人・ヒスパニック系などの層での雇用回復が相対的に遅く、今後の注目点といえる
- 消費: 回復ペースの加速を想定
 - これまでの現金給付や失業給付による貯蓄率の上昇に加えて、経済正常化が進展する過程でサービス消費が急速に回復するとみられることから、4~6月期は消費の回復ペースが加速する見込み



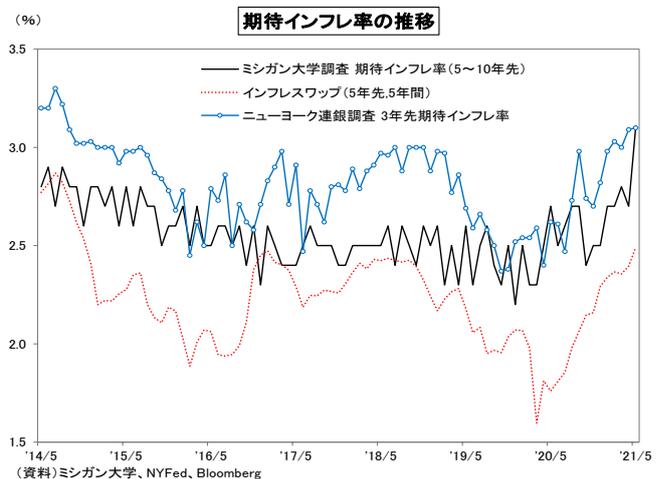
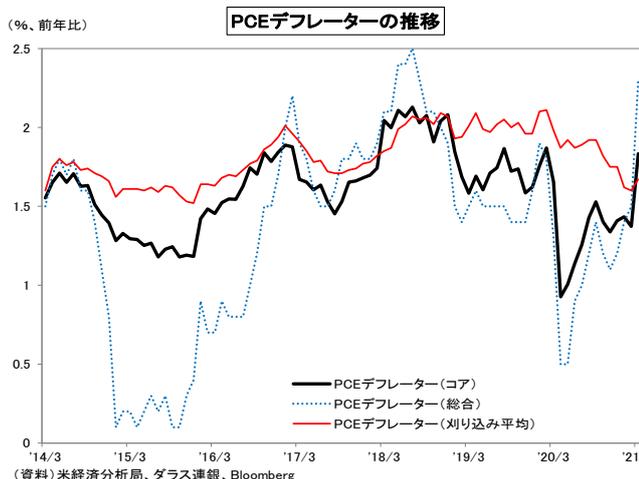
- 貿易: 緩やかな回復を想定
 - テクノロジー分野における中国企業の締め出しや、ウイグルにおける人権問題に端を発する米中対立、ワクチン接種の普及の遅れによる新興国の景気回復の後ずれなどもあり、輸出入ともに回復ペースは緩やかと想定
- 設備投資: 堅調な推移を想定
 - バイデン政権による経済対策により、設備投資は促進されると見込まれる
 - また、コロナ後の回復局面で顕著である、装置と知的財産への投資の底堅さが継続すると思われる
- 住宅投資: 増加基調だが過熱感も
 - 超緩和的な金融環境と強い需要を背景に住宅投資は増加基調の継続を見込む一方で、過熱感も



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21年4月以降は一時的に加速する見込み
- 金融政策:
 - 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予定
 - FRBは労働市場の十分な回復を待つとみられ、テーパリング開始は22年春頃と予想
- 財政政策:
 - インフラ設備の更新や雇用対策、再生可能エネルギー、ITなどへの投資などが中心
 - 法人税、富裕層に対する課税強化で財源を賄う計画



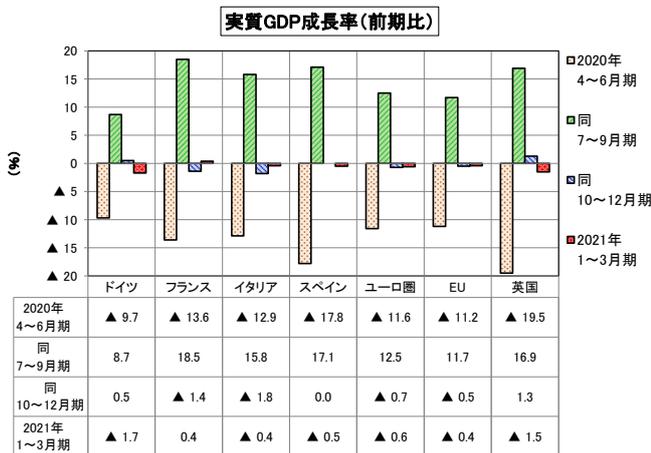
農林中金総合研究所

12

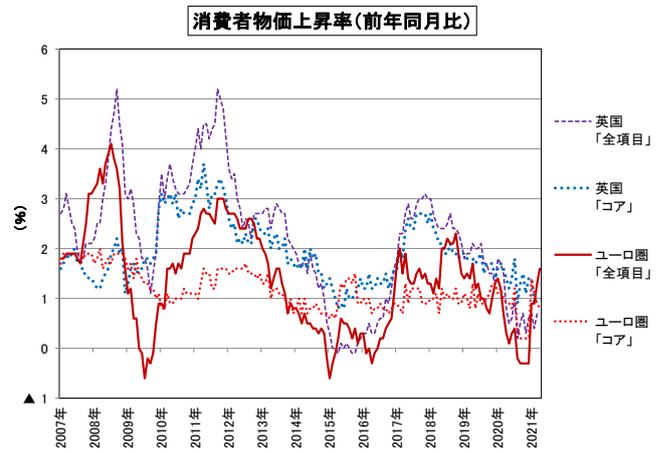
2 世界経済の動向 ③欧州

景気動向(21年1~3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、20年4~6月期に実質GDP成長率は大幅に下落
- 20年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
- 21年1~3月期も外出制限などの継続で、経済活動は全般に停滞
 - ・ ユーロ圏: 前期比成長率は▲0.6%(10~12月期: ▲0.7%)、前年同期比成長率は▲1.8%(同: ▲4.9%)
 - ・ EU: 前期比成長率は▲0.4%(10~12月期: ▲0.5%)、前年同期比成長率は▲1.7%(同: ▲4.6%)
 - ・ 英国: 前期比成長率は▲1.5%(10~12月期: 1.3%)、前年同期比成長率は▲6.1%(同: ▲7.3%)
- なお、制限措置の時期や強度の違いにより、国ごとの情勢には格差
- しかし、ワクチン接種の進捗に伴い景況感は徐々に回復、2、3月の経済指標には景気の底打ち・反転の兆し



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成



農林中金総合研究所

13

主要な経済指標

- 足元の経済指標には、景気の底打ち・反転の兆し
- ユーロ圏
 - ・ 21年3月の鉱工業生産指数は、前月比で0.1%の、前年同月比では10.9%の上昇
 - ・ 同月の小売売上高は、前月比で2.7%の、前年同月比では12.0%の上昇
 - ・ 同月の失業率は8.1%と、前月から0.1%ポイント低下
- ドイツ
 - ・ 21年3月の製造業受注指数は、前月比で3.0%の、前年同月比では27.8%の上昇
 - ・ 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.8%の、前年同月比では5.5%の上昇
 - ・ 同月の輸出額は、前月比で1.2%の、前年同月比では12.6%の上昇
 - ・ 同月の小売売上高は、前月比で7.7%の、前年同月比では5.5%の上昇
 - ・ 同月の失業率は4.5%と、前月から横ばい
- 英国
 - ・ 21年3月の鉱工業生産指数は、前月比で1.8%の、前年同月比では3.6%の上昇
 - ・ 同月の小売売上高は、前月比で4.9%の、前年同月比では7.9%の上昇
 - ・ 21年2月の失業率は4.9%と、前月から0.1%ポイント低下

物価動向

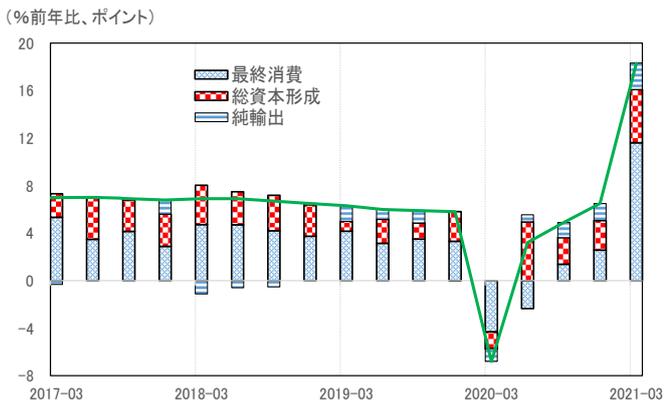
- ユーロ圏では、20年8月以降マイナスであった消費者物価上昇率(前年同月比)が21年1月にはプラスに
- エネルギーなどの商品価格の上昇が主因
 - ・ ユーロ圏では、21年4月の消費者物価上昇率(前年同月比)は1.6%(コアは0.8%)
 - ・ 英国では、21年3月の消費者物価上昇率(前年同月比)は0.7%(コアは1.1%)

- 金融政策
 - 欧州中央銀行(ECB)
 - 21年4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
 - パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の段階的な縮小は時期尚早、とした
 - イングランド銀行(BOE)
 - 21年5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
 - 同時に、英経済の回復を見越し週間の国債買い入れ規模の縮小を決定
- 財政政策
 - EUは、感染症の打撃からの復興基金である「次世代EU(NGEU)」の資金配布に向けて準備中
- 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で20年7～9月期には回復
 - しかし夏場を経て感染症が再拡大し、20年10月以降、各国で感染拡大防止対策を強化
 - この結果、20年10～12月期には経済活動は減速、縮小
 - 21年1月以降も外出制限などが継続され、21年1～3月期も経済活動は全般に停滞
 - 一方、英国やEUでは20年12月からワクチン接種を開始
 - 徐々に新規感染者数は低下し、景気に底入れ感
 - ユーロ圏、英国とも、21年4～6月期には実質GDP成長率(前期比)がプラスに転じる見通し
 - 21年通年の見通しは、ユーロ圏、英国とも前年比4～5%程度のプラス成長
 - ただし、変異株の感染拡大のダウンサイドリスクを伴う
 - なお、消費者物価上昇率については、需要要因による持続的なインフレに至る可能性は小

2 世界経済の動向 ④中国

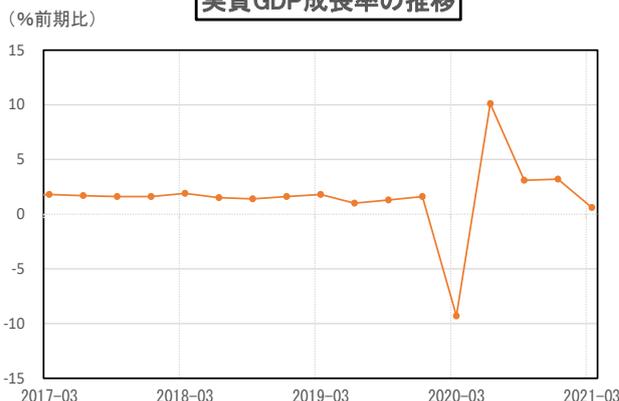
- 景気動向
 - 21年1～3月期の実質GDP成長率は前年比18.3%と、事前予想通りの高い伸びを記録した
 - 背景としては、前年同期のマイナス成長からの反動という面が大きいが、内容としては輸出が大幅に拡大したことや消費の回復が続いたことも挙げられる
 - 前年比成長率(前掲18.3%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:11.6ポイント、総資本形成:4.5ポイント、純輸出:2.2ポイントであった
 - 一方、前期比は0.6%と20年10～12月(3.2%)から鈍化したことから、景気はコロナ禍からの持ち直しフェーズが終了し、踊り場に差し掛かっている可能性がある

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



(資料)中国国家统计局、Windデータより作成

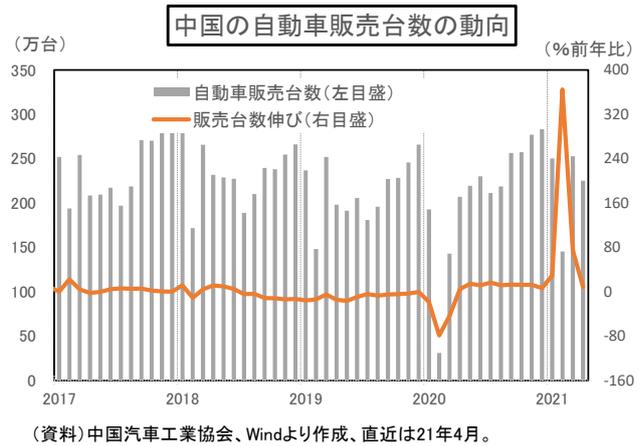
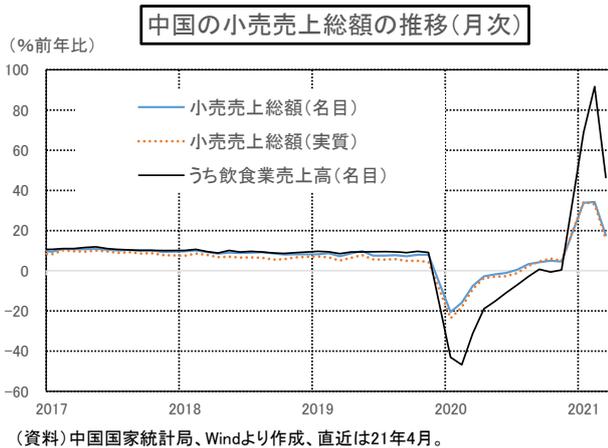
実質GDP成長率の推移



(資料)中国国家统计局、Windより作成

● 個人消費

- 足元では鈍化したが、回復基調を維持
 - 21年4月の小売上総額は前月比0.32%と2月(0.86%)、3月(0.94%)から鈍化したものの、19年4月比では8.8%と回復基調が継続している
 - 前年同期のマイナス成長からの反動が徐々に弱まったことで、名目で前年比17.7%、実質で前年比15.8%と、3月(それぞれ同34.2%、同33.0%)の伸びを大きく下回った
 - 観光業や飲食業は復調しつつあるが、なお道半ば
 - 自動車販売も伸びが鈍化した
- 先行きについても、農村地域における自動車や家電・家具などの販売促進策の効果が期待される一方、遼寧省・安徽省での新たな新型コロナ感染確認などが抑制要因となる可能性もあり、完全な回復までにはなお時間がかかる

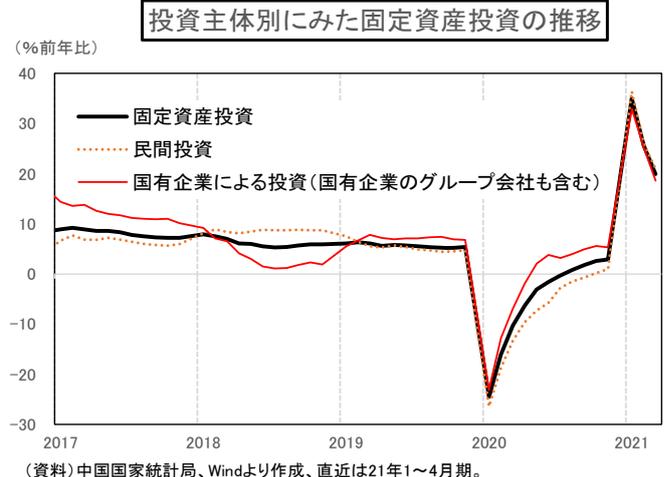
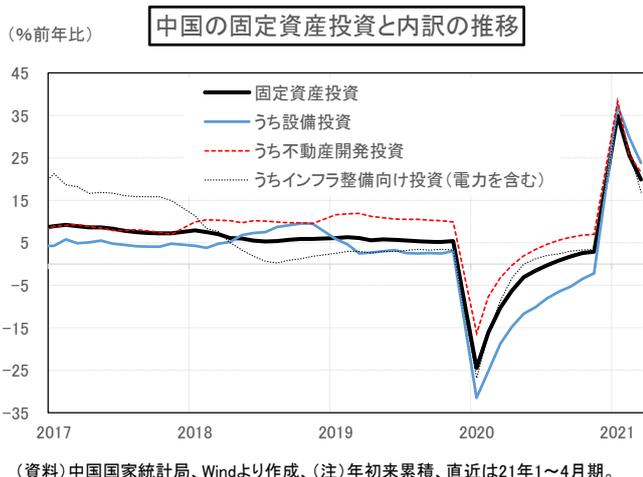


農林中金総合研究所

17

● 固定資産投資

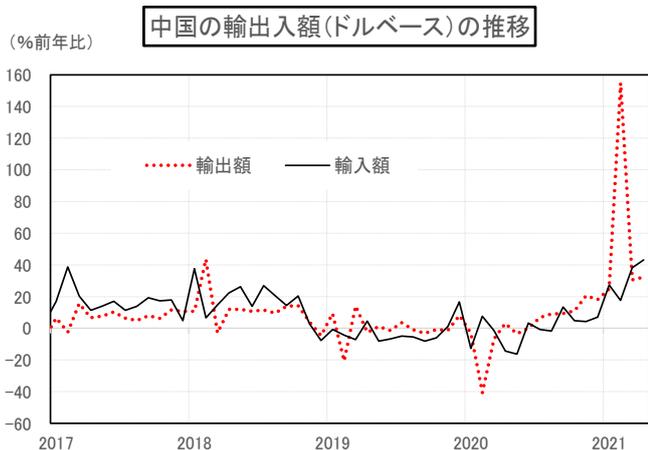
- 投資も足元では鈍化したが、回復基調は継続
 - 4月の固定資産投資(総資本形成に相当)は前月比1.49%と3月(2.10%)から伸び率が鈍化した
 - 反動が徐々に弱まったことで21年1~4月期の固定資産投資も前年比19.9%と1~3月期(同25.6%)の伸びを下回ったが、19年同期比8.0%と回復基調が継続している
 - 投資主体別では、民間投資は同21.0%と比較的底堅い動きを見せる一方、国有企業による投資は同18.6%と頭打ち感を強めた
- 先行きについては、設備投資が回復基調を強めるほか、インフラ整備向け投資の加速と不動産開発投資の底堅さが期待されることから、全体としても底堅く推移する見込み



農林中金総合研究所

18

- 輸出
 - 21年4月の輸出額(ドルベース)は前年比32.3%と、3月(同30.6%)から加速、引き続き堅調
 - 先行きについても、海外経済の回復が期待されるほか、インドが新型コロナの再拡大で生産停滞や停止を余儀なくされた影響で中国による代替生産・輸出の動きが見られることなどから、拡大基調は続く見込み
- 経済見通し
 - 前年同期のマイナス成長からの反動が徐々に弱まることを踏まえ、4~6月期は前年比8.2%に減速、その後は巡行速度に落ち着き、21年の実質成長率は前年比9.1%を予測(前回見通しから0.1ポイント下方修正)
 - 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(前回見通しを据え置いた)



(資料)中国海関総署、Windより作成、直近は21年4月。



(資料)中国国家統計局、Windより作成、見通しは当社予想。

農林中金総合研究所

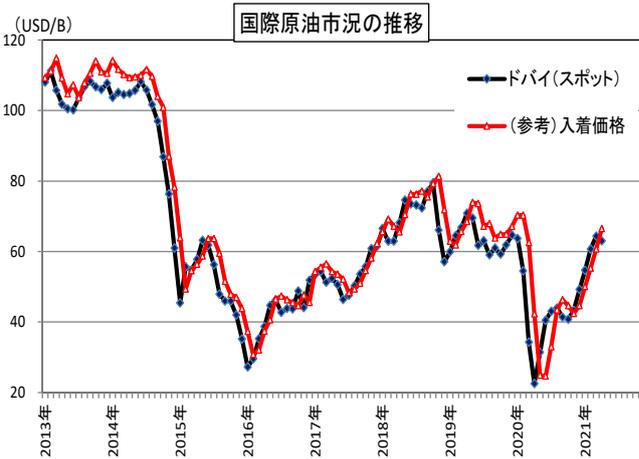
19

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ドル台まで上昇
 - OPECプラスによる協調減産は、20年5~6月に日量970万バレル(世界生産量の約1割)の減産で再開した後、徐々に減産量を縮小、20年秋以降は世界経済の回復期待から原油価格は上昇傾向へ
 - 原油需要の先行き不透明として多くの産油国が増産に慎重な姿勢を見せる中、サウジアラビアが独自に日量100万バレルの減産を実施したことで、さらに原油価格は上昇、2月以降は1ドル=60ドル台で推移
 - OPECプラスは4月の閣僚会合で、5月以降の減産量を段階的に縮小するとともに、サウジの自主減産も6月で終了することで合意(全体の減産量は4月の日量690万バレルから7月は575.9万バレルへ)
- 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65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

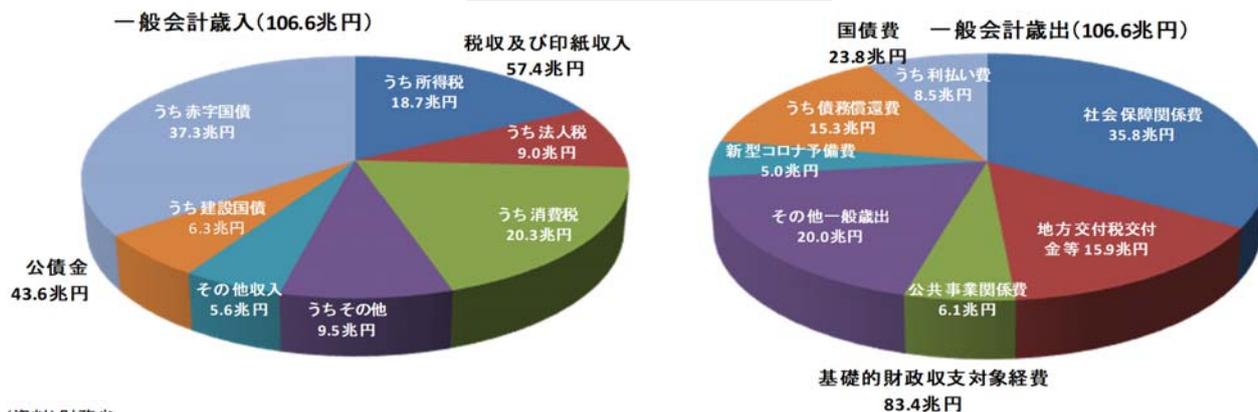
農林中金総合研究所

20

3 国内の経済政策

- 財政政策：21年度一般会計予算は総額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(4,800億円との想定される自然増より抑制)
 - 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
 - 1~3月期のマイナス成長や3回目の緊急事態宣言の期間延長の可能性などもあり、補正予算編成の思惑も

2021年度一般会計予算

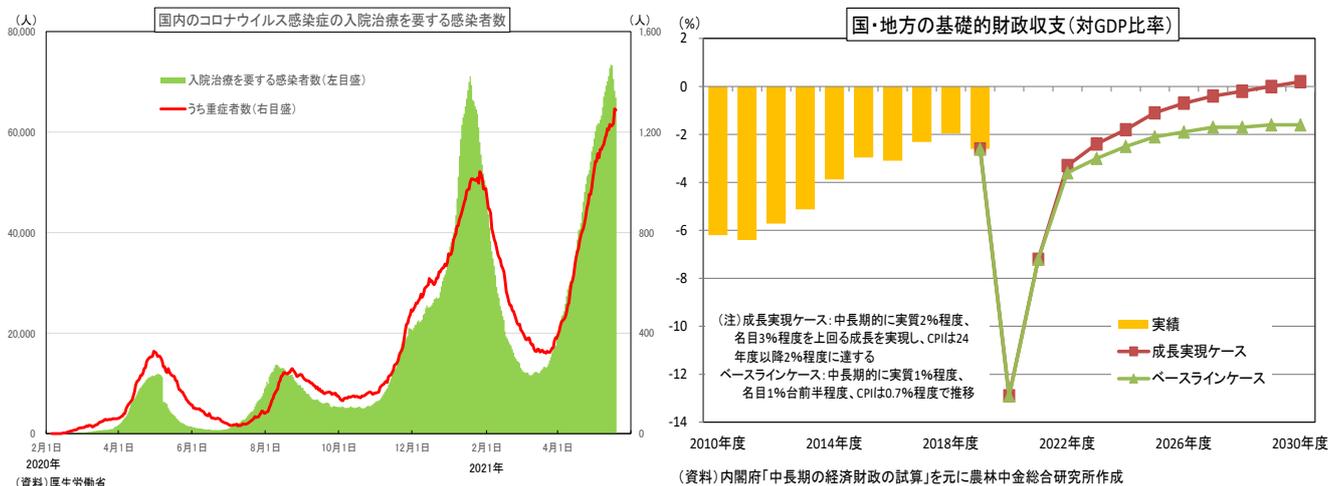


(資料)財務省

農林中金総合研究所

21

- 感染対策：変異株などによる感染「第4波」を受け、4月には3回目の緊急事態宣言の発出へ
 - 3月21日までに2回目の緊急事態宣言は一旦解除されたが、その直後から従来株に比べて感染力が強いとされる変異株の大流行によって、感染拡大地域に対して「まん延防止重点措置」(5月20日時点で10県が対象)や「緊急事態宣言」(9都道府県が対象)が相次いで発出される事態に
 - ワクチン接種の推進と同時に、コロナ専門の病院・病床の確保が急務
- 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、達成が事実上不可能な財政健全化目標の見直しが今後の焦点に
 - 6月中に「骨太方針2021」が閣議決定される見通しだが、国・地方の基礎的財政収支(PB)の25年度黒字化目標は堅持する方針



(資料)厚生労働省

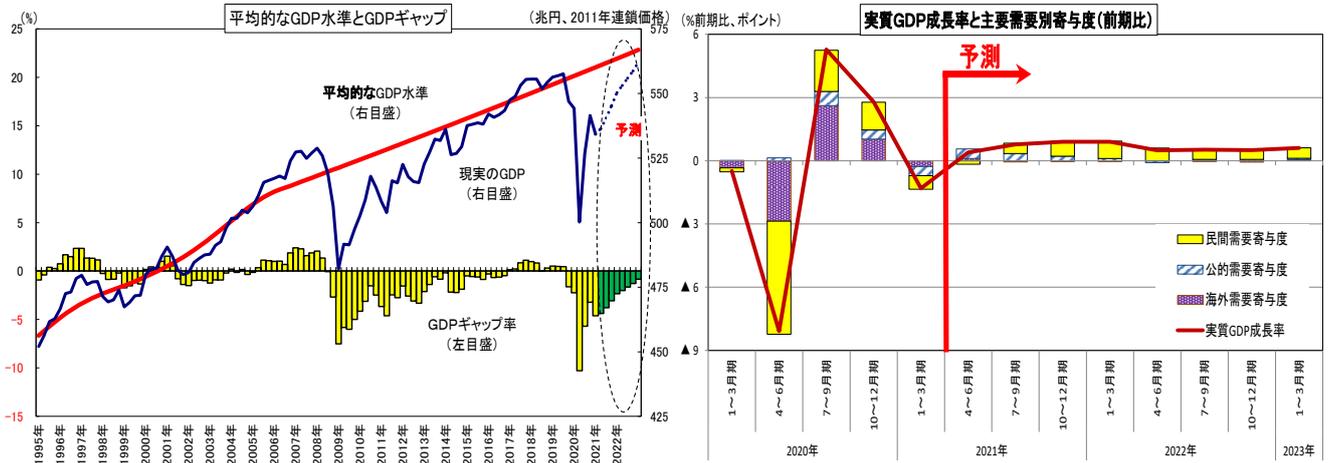
(資料)内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

農林中金総合研究所

22

4 日本経済・物価の見通し

- 総論: 2021年度は3.3%成長(3年ぶりのプラス)、22年度は2.6%成長と予想
 - 足元4~6月期は、東京都、大阪府などに対する3回目の緊急事態宣言によって自粛ムードが再び強まり、消費に悪影響が出ているが、米国・中国の景気回復に牽引される格好で輸出の増勢が強まっていることから、前期比年率1.6%とプラス成長が見込まれるが、感染状況次第では下振れの可能性も
 - 国内でもコロナ・ワクチンの接種が開始されたが、一般国民への接種が進み、集団免疫を獲得するまでにはまだ時間がかかるため、21年内の景気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想定され、成長ペースが徐々に高まっていく
 - ・ ただし、正常化が一気に進む可能性は低く、直近ピークの19年7~9月期の実質GDP水準の回復は23年1~3月期まで難しい



(資料)内閣府、総務省統計局のデータから作成 (注)平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成

(資料)内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

予測表(年度、半期)

	単位	2019年度 (実績)	2020年度 (実績)	2021年度 (予測)	2022年度 (予測)
名目GDP	%	0.3	▲ 4.0	3.1	3.0
実質GDP	%	▲ 0.5	▲ 4.6	3.3	2.6
民間需要	%	▲ 0.7	▲ 6.5	1.9	3.4
民間最終消費支出	%	▲ 1.0	▲ 6.0	2.2	3.0
民間住宅	%	2.5	▲ 7.1	0.7	1.8
民間企業設備	%	▲ 0.6	▲ 6.9	2.1	4.1
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1
公的需要	%	1.9	3.2	3.4	1.1
政府最終消費支出	%	2.0	3.1	4.1	1.0
公的固定資本形成	%	1.5	4.0	0.5	1.2
輸出	%	▲ 2.2	▲ 10.4	18.5	8.7
輸入	%	0.2	▲ 6.8	12.0	9.5
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	▲ 4.1	2.4	2.8
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	▲ 4.9	1.4	2.5
公的需要寄与度	ポイント	0.5	0.8	0.9	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.4	▲ 0.6	1.0	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.6	▲ 0.1	0.4
国内企業物価(前年比)	%	0.1	▲ 1.4	3.4	1.2
全国消費者物価(＃)	%	0.6	▲ 0.4	0.1	0.4
(消費税率を除外)	(0.2)	(▲ 0.8)			
(消費税率・教育無償化政策の影響を除く)	(0.5)	(▲ 0.4)			
完全失業率	%	2.3	2.9	2.8	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 3.7	▲ 9.9	8.5	4.1
経常収支	兆円	18.9	18.2	24.2	22.8
名目GDP比率	%	3.4	3.4	4.4	4.0
為替レート	円/ドル	108.7	106.0	110.0	110.0
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.03
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.10	0.03	0.09	0.13
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.9	42.7	65.0	65.0

(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。

	単位	2020年度		2021年度		2022年度	
		前期	下期	前期	下期	前期	下期
実質GDP	%	▲ 4.6	3.3	0.1	2.1	2.6	1.2
民間需要	%	▲ 6.5	1.9	▲ 0.3	2.2	3.4	1.7
民間最終消費支出	%	▲ 6.0	2.2	▲ 0.5	1.9	3.0	1.6
民間住宅	%	▲ 7.1	0.7	1.3	1.3	1.8	0.9
民間企業設備	%	▲ 6.9	2.1	▲ 0.1	2.1	4.1	2.1
公的需要	%	3.2	3.4	1.5	2.2	1.1	0.0
政府最終消費支出	%	3.1	4.1	1.8	2.8	1.0	▲ 0.2
公的固定資本形成	%	4.0	0.5	0.1	0.0	1.2	0.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.9	1.8	1.8	1.4	1.0	1.1
輸出	%	▲ 10.4	18.5	7.3	6.1	8.7	4.5
輸入	%	▲ 6.8	12.0	7.8	6.7	9.5	4.8
内需寄与度(前期比)	%	▲ 4.1	2.4	0.1	1.8	2.8	1.4
民間需要(＃)	%	▲ 4.9	1.4	▲ 0.3	1.4	2.5	1.4
公的需要(＃)	%	0.8	0.9	0.4	0.4	0.3	0.0
外需寄与度(＃)	%	▲ 0.6	1.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
デフレーター(前年比)	%	0.6	▲ 0.1	▲ 0.5	0.1	0.4	0.3
完全失業率	%	2.9	2.8	2.8	2.8	2.6	2.7
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 9.9	8.5	1.4	2.6	4.1	2.1
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	81.4	80.0	80.0	80.0	82.5	80.0
経常収支	兆円	18.2	24.2	11.8	12.4	22.8	11.8
貿易収支	兆円	3.9	9.0	3.8	5.2	9.3	4.8
外国為替レート	円/円	106.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0

	単位	2020年度		2021年度		2022年度	
		前期	下期	前期	下期	前期	下期
名目GDP	%	▲ 4.0	3.1	4.4	2.0	3.0	3.3
実質GDP	%	▲ 4.6	3.3	4.9	1.9	2.6	3.0
民間需要	%	▲ 6.5	1.9	2.3	1.6	3.4	3.7
民間最終消費支出	%	▲ 6.0	2.2	3.5	1.1	3.0	3.2
民間住宅	%	▲ 7.1	0.7	▲ 1.1	2.3	1.8	1.9
民間企業設備	%	▲ 6.9	2.1	2.4	1.8	4.1	4.0
公的需要	%	3.2	3.4	3.5	3.1	1.1	1.6
政府最終消費支出	%	3.1	4.1	4.2	3.9	1.0	1.9
公的固定資本形成	%	4.0	0.5	1.0	0.0	1.2	0.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.9	1.8	1.8	1.4	1.0	1.1
輸出	%	▲ 10.4	18.5	25.5	12.7	8.7	9.8
輸入	%	▲ 6.8	12.0	10.2	13.7	9.5	10.6
国内企業物価(前年比)	%	▲ 1.4	3.4	3.7	3.0	1.4	3.0
全国消費者物価(＃)	%	▲ 0.4	0.1	0.1	0.0	0.4	0.0
完全失業率	%	2.9	2.8	2.8	2.8	2.6	2.7
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 9.9	8.5	13.4	4.1	2.0	4.1

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合、予測値は当研究所による。

農林中金総合研究所

予測表(四半期)

(→予測)

	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 (年率換算)	%	▲ 0.5	▲ 7.8	5.5	2.4	▲ 1.6	0.5	0.9	0.9	1.1	0.5	0.6	0.6	1.0
実質GDP (年率換算)	%	▲ 2.1	▲ 27.7	24.1	10.0	▲ 6.3	1.9	3.6	3.6	4.4	2.2	2.5	2.4	4.0
民間需要	%	▲ 0.3	▲ 7.2	1.3	1.8	▲ 0.9	1.0	1.3	1.0	1.1	1.0	1.3	0.7	0.7
民間最終消費支出	%	▲ 0.8	▲ 8.3	5.1	2.2	▲ 1.4	▲ 0.1	0.6	0.8	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
民間住宅	%	▲ 3.7	0.6	▲ 5.7	0.1	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
民間企業設備	%	1.3	▲ 6.1	▲ 2.1	4.3	▲ 1.4	0.4	0.5	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.5	0.3	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	0.1	0.5	2.4	1.6	▲ 1.6	1.7	1.2	0.8	0.4	▲ 0.3	0.3	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	▲ 0.1	0.2	2.9	1.8	▲ 1.8	2.0	1.5	1.0	0.5	▲ 0.5	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	0.6	2.1	0.7	1.1	▲ 1.1	0.5	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
輸出	%	▲ 4.7	▲ 17.5	7.3	11.7	2.3	5.0	2.0	2.5	3.0	2.1	1.8	1.5	1.2
輸入	%	▲ 3.0	▲ 0.7	▲ 8.2	4.8	4.0	4.5	2.3	2.7	3.2	2.2	2.0	1.8	1.0
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 5.2	2.6	1.8	▲ 1.1	0.3	0.8	0.9	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 5.4	2.0	1.3	▲ 0.7	▲ 0.2	0.5	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.0	0.1	0.7	0.4	▲ 0.4	0.5	0.3	0.2	0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.3	▲ 2.8	2.6	1.0	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	1.0	1.4	1.2	0.2	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.2	0.5	0.3	0.3	0.4	0.6
国内企業物価 (前年比)	%	0.6	▲ 2.3	▲ 0.8	▲ 2.1	▲ 0.3	4.0	3.5	3.5	2.5	1.5	1.4	1.0	1.0
全国消費者物価 (") (消費税要因を除く)	%	0.6	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 0.1	0.2	0.2	▲ 0.1	0.1	0.4	0.5	0.7
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)		(▲ 0.3)	(▲ 1.0)	(▲ 1.1)	(▲ 0.7)	(▲ 0.4)								
完全失業率	%	2.4	2.7	3.0	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4
鉱工業生産 (前期比)	%	0.0	▲ 16.8	9.0	5.7	2.9	▲ 0.5	1.0	1.5	1.2	1.0	1.0	0.5	0.5
経常収支(季節調整値)	兆円	4.6	2.2	4.1	6.4	5.1	5.8	6.0	6.1	6.3	6.0	5.8	5.6	5.4
名目GDP比率	%	3.3	1.7	3.1	4.6	3.7	4.3	4.4	4.4	4.5	4.3	4.1	3.9	3.7
為替レート	円/ドル	108.9	107.6	106.2	104.5	105.9	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.03	▲ 0.04	▲ 0.04	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 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	0.07	0.10	0.08	0.08	0.10	0.10	0.13	0.15	0.15
通関輸入原油価格	\$/バレル	67.8	30.7	40.9	43.9	55.5	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0

(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)

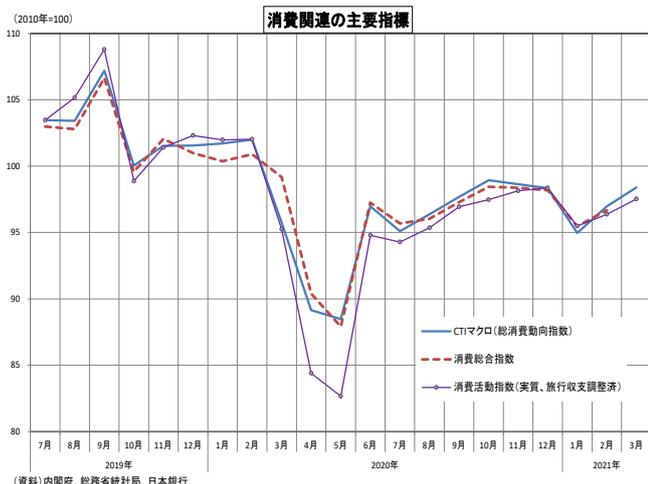
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

25

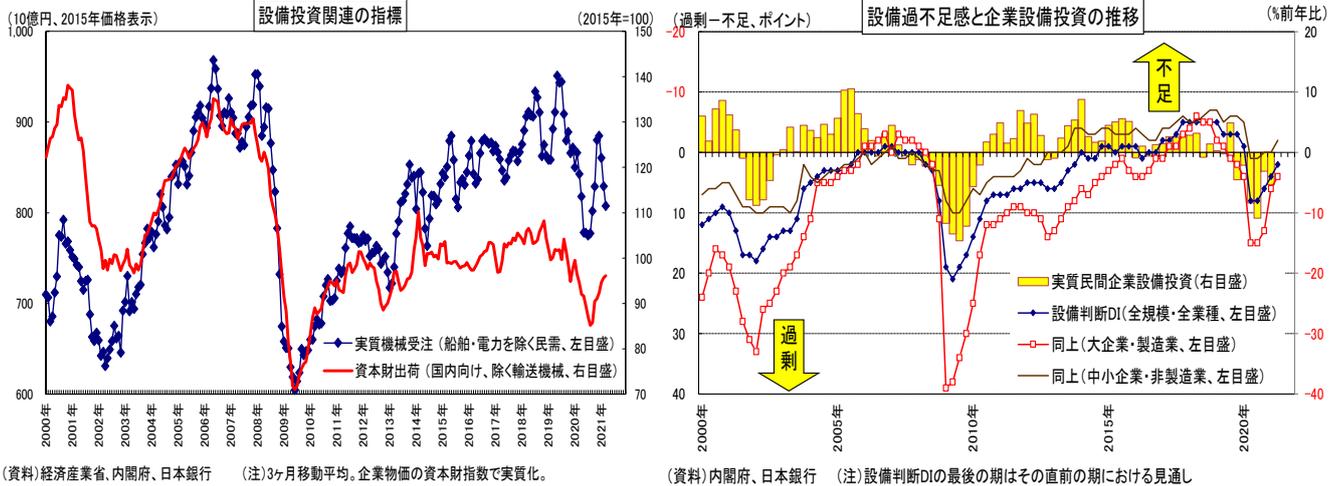
民間消費

- 21年入り直後に新型コロナが爆発的な感染状況となったことで、消費者の自粛ムードが再び強まったほか、飲食業に対して休業要請をしたことで、1月の消費は大きく落ち込んだ
 - ・ 2月に入り、感染拡大に一旦歯止めがかかったことから、4月にかけて持ち直しもみられた
 - ・ しかし、3回目の緊急事態制限で、飲食業や大規模小売店、催事場などへ休業要請がされたことから、消費は再び悪化した可能性
- 21年春闘での賃上げは20年の伸びを下回ったほか、コロナ禍の影響が強い業種を中心に雇用環境が悪化していることもあり、家計の所得環境は総じて厳しい
- 民間最終消費支出は21年度:前年度比2.2%(4~6月期:同▲0.1%、年度は3年ぶりの増加)、22年度:同3.0%と予測



● 企業設備投資

- 20年度は設備投資計画が期を追うごとに下方修正されたが、21年度計画は当初から増加見通し
 - 日銀短観3月調査では前年度比2.2%(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)と、年度入り前の調査としては異例のプラス
- 輸出の増勢が強まったことから、設備投資関連指標には回復傾向が強まった
 - 1~3月期のコア機械受注はペントアップ需要が噴出した10~12月期の反動で減少したが、4~6月期は増加見通し
- 中長期的に省力化・省人化ニーズは高いほか、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
- 21年度:前年度比2.1%(3年ぶりの増加)、22年度:同4.1%と予測

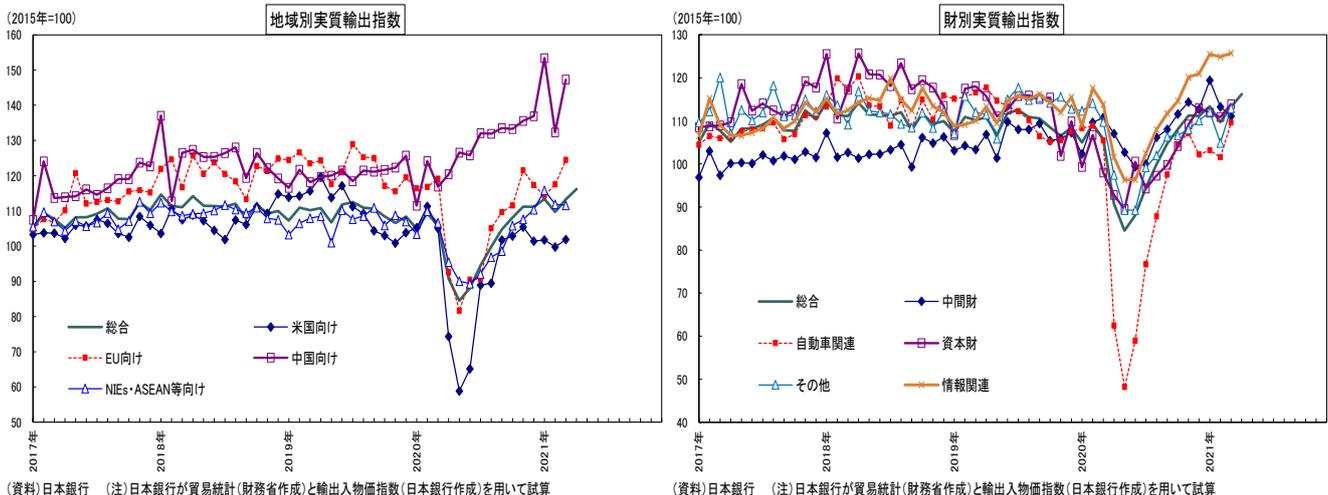


農林中金総合研究所

27

● 輸出入動向

- 中国を筆頭に、海外経済の持ち直しに牽引される格好で、輸出は回復基調を維持
 - 地域別にみると、中国・アジア向けが堅調で、出遅れていた米国・EUなど先進国向けも徐々に増勢が強まりつつある
 - 財別にみると、一旦足踏みした自動車関連が堅調となっているほか、資本財・情報関連も底堅い
 - ただし、車載用の半導体の品薄により、先行き、自動車輸出が伸び悩む場面も想定される
- 21年度の輸出は前年度比18.5%(3年ぶりの増加)、22年度は同8.7%と予測
- 一方、国内景気も持ち直すことから、21年度の輸入も同12.0%(2年ぶりの増加)、22年度は同9.5%と予測
- 21年度の経常収支は24.2兆円と黒字幅は4年ぶりに拡大に転じるが、22年度は22.8兆円へやや縮小と予測

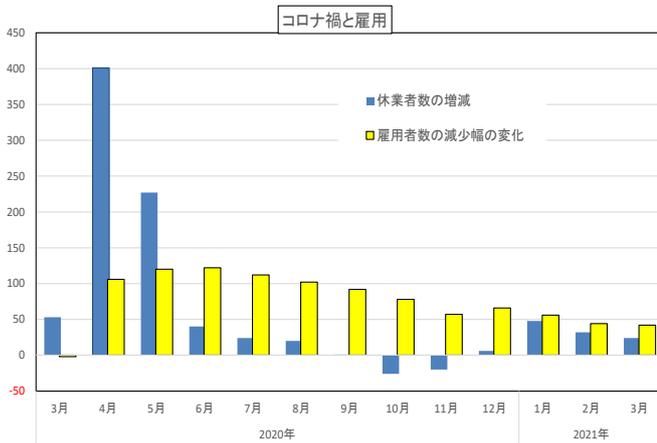


農林中金総合研究所

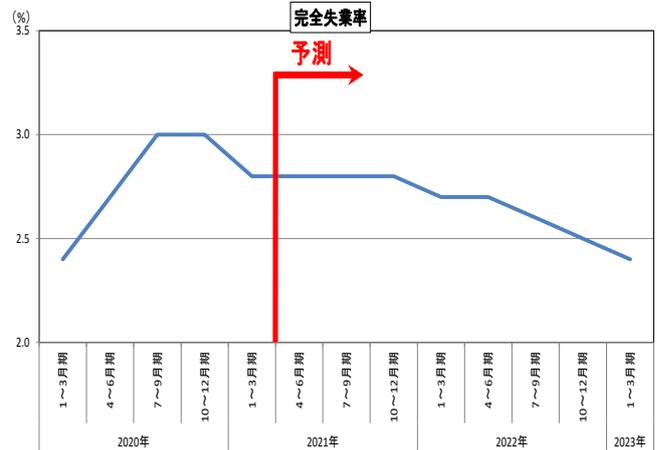
28

● 雇用情勢

- 21年入り後も断続的に緊急事態宣言が発出されているが、雇用関連指標は持ち直し気味に推移
 - ・ 20年10月に3.1%まで高まった失業率は、21年3月には2.6%へ改善
 - ・ 20年9～10月にかけて1.04倍まで低下した有効求人倍率も、21年3月には1.10倍へ改善
 - ・ 一方、20年5月を底に持ち直してきた労働投入量(=総労働時間×常用雇用者数)は20年秋以降は足踏みしているほか、10月以降は休業者が増加気味に推移
- 失業率は21年度:2.8%、22年度:2.6%と予測
 - ・ 21年度中は改善が足踏みするが、22年度は緩やかに低下(23年1～3月期は2.4%)



(資料)厚生労働省、総務省統計局 (注)20年2月分からの乖離幅



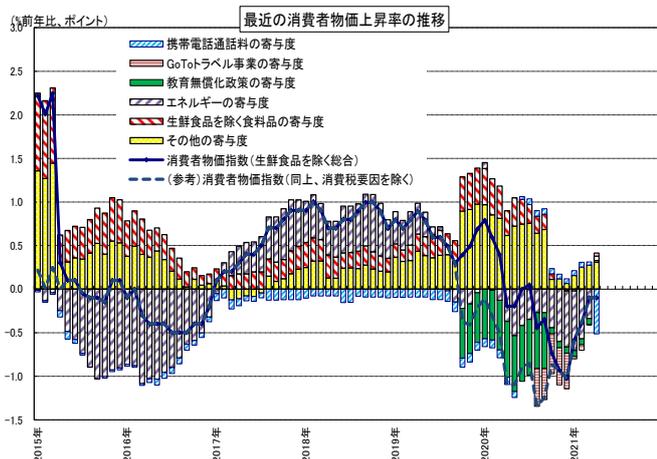
(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

29

● 物価動向

- コロナ禍で需要が大きく減退したことから、20年度の物価は総じて軟調な展開であったが、最近では景気回復を受けてエネルギー・原材料など「川上」の価格が上昇傾向にある
- 21年4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▲0.1%と9ヶ月連続の下落
 - ・ 携帯電話通話料の値下げにより、物価の前年比上昇率は▲0.50ポイント押し下げられた
 - ・ 一方、原油市況高を受けて、石油製品が前年比プラスに転じるなど、エネルギーの下落幅が大きく縮小
- 21年度の消費者物価は前年度比0.1%と2年ぶりのプラス、22年度は同0.4%(23年1～3月期は前年比0.7%)と上昇率を高めていくが、日銀が目標とする前年比2%には程遠い
 - ・ 「川上」の価格上昇が波及する可能性もあるが、家計所得を取り巻く環境が厳しい中、値上げはなかなか浸透しないとみられる



(資料)総務省統計局の公表統計より作成



(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

30

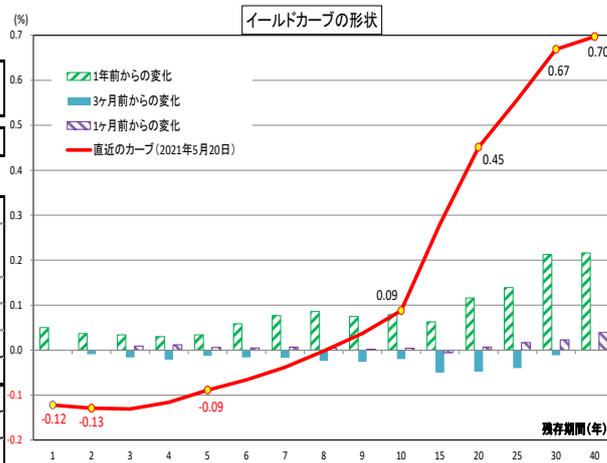
5 金融政策の見通し

- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に加え、20年3月以降はコロナ対応も実施
 - コロナ対応として、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の潤沢かつ弾力的な供給、ETF・J-REITの買入れ、といった「3つの柱」による強力な金融緩和を実施
 - 3月の「点検」を受けて、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、長期金利の操作目標の変動幅を±0.25%程度と明確化するとともに、過度の金利上振れに対しては連続指値オペを導入する、といった措置を講じたほか、4月以降のETF買入れは市場が大きく不安定化した場合に大規模に買入れることとなった(対象もTOPIX連動型のみ)
 - 引き続き、当面、新型コロナの影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる方針を表明

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年末	19年末	20年末	21年4月末	今後の年間増加ベース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	518	618	655	拡大方針
(バランスシート項目の内訳)											
長期国債	89	142	202	282	361	419	456	472	494	501	上限を設けない
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	4.4	2.9	合計約20兆円を上限
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.5	7.6	約12兆円を上限
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	28.3	35.3	36.1	約1,800億円を上限
J-REIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.55	0.65	0.66	-
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	47	50	62	62	-
その他も資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	720	-
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	113	118	117	-
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	401	494	533	-
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	720	-

(資料) 日本銀行 (注) 21年4月末の長期国債、ETF、J-REIT保有額は前年同月末からそれぞれ22兆円、4.9兆円、640億円の増加。



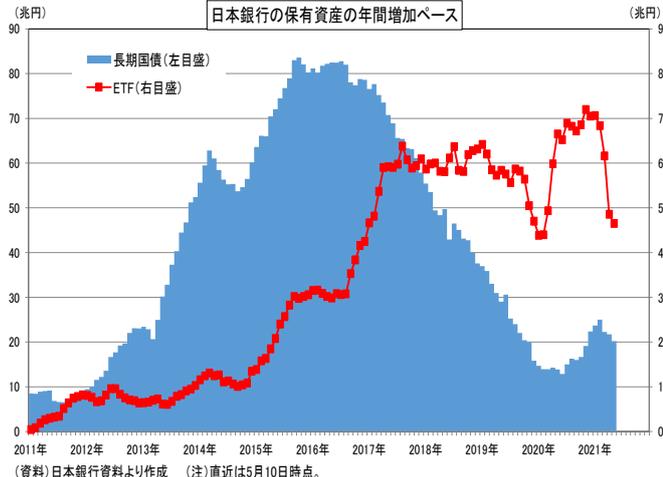
(資料) 財務省資料より作成

農林中金総合研究所

31

- 3月の点検を受けた政策的な対応は、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が、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解釈
- 展望レポート(4月)では先行きの景気拡大を見込むが、2%の物価上昇は見通せず
 - 物価はいずれプラスに転じ、徐々に上昇率を高めていくものの、23年度は前年度比1.0%の見通しであり、目標とする「2%」にはなお距離がある
 - オーバーシュート型コミットメントを踏まえると、現行レベルの緩和策は少なくとも2年程度は継続される可能性が高い

日本銀行の保有資産の年間増加ベース



(資料) 日本銀行資料より作成 (注) 直近は5月10日時点。

展望レポート: 2020~22年度の政策委員の大勢見通し(2021年4月)

	実質GDP	消費者物価(除く生鮮食品)
2021年度	+3.6~+4.4 <+4.0>	0.0~+0.2 <+0.1>
1月時点の見通し	+3.3~+4.0 <+3.9>	+0.3~+0.5 <+0.5>
2022年度	+2.1~+2.5 <+2.4>	+0.5~+0.9 <+0.8>
1月時点の見通し	+1.5~+2.0 <+1.8>	+0.7~+0.8 <+0.7>
2023年度	+1.2~+1.5 <+1.3>	+0.7~+1.0 <+1.0>

(資料) 日本銀行

(注) 対前年度比、%。

「大勢見通しは、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて幅で示したものを。

農林中金総合研究所

32

取引先の家計再建に取り組む三條信用組合

古江 晋也

要旨

低金利競争が激しさを増すなか、新潟県三条市に本店を置く三條信用組合は、「組合の原点は金融弱者の金融機関」であり、「地域貢献を組合の収益に直結させたい」という思いから、取引先の生活再建に取り組んだ。取り組みを開始した 2015 年から 21 年 3 月末までで 345 件（融資総額 16 億 6,500 万円）の案件に対応してきたが、①営業店が審査管理部と事前協議をしっかりと行い、取引先の「深掘り」を重視すること、②融資後もきめ細やかな訪問を定期的実施していることから、貸倒れや延滞債権はゼロであり、地域社会のセーフティネットとしての役割を果たしている。

はじめに

新潟県三条市は、金属加工を中心とする「ものづくりの町」として知られ、多くの中小企業が地場産業を支えている。同地域における事業者の経営スタンスは職人氣質を反映しているからか、「慎重であり、固く、頑固」であり、「進取の気質に乏しい」と言われているが、だからこそ、景気の波に左右されず、堅実な経営を行う事業所が多い。

一方、三条市は 30 もの金融機関店舗がある金融激戦地区であり、2011 年頃からは、地方銀行などが事業性ローンや住宅ローンを中心に低金利競争を展開するようになった。

このような厳しい競争環境の中、15 年から「地域金融機関として何ができるのか」を問いかけ、取引先の家計再建に取り組むようになったのが三條信用組合（2020 年 3 月末・預金残高 465 億円、貸出金残高 199 億円、職員数 54 人、7 店舗）である。

「金融弱者のための金融機関」という原点回帰

三條信用組合が家計再建に取り組むようになった理由は、地方銀行などが低金利競争を活発化させたことを受け、貸出金残高が伸び悩んだことと、後継者不足による事業所数の減少によって収益力が低下するようになったからである。

組合では、常勤役員が打開策を見出すために議論を重ねる中、「他金融機関と同じ土俵、同じ商品、同じ考え方で行動しても立ち行かなくなる。組合設立の原点に立ち返り、真の地域密着とは何か」という発想から、次第に「組合はもともと金融弱者のための金融機関であり、地域でセーフティネットの役割を果たすことが、安定した地域社会の構築に寄与する」「地域貢献を組合の収益に直結させたい」という考えに収れんするようになった。そして個人顧客の家計再建に取り組むという共通認識が醸成されるようになった。

ただ家計再建は、多重債務問題を解決することにほかならず、貸倒れリスクが高いのではないかという懸念もあった。しかし、このような懸念については、これまで個人宅にも定期積金の集金業務を

行っており、各家庭の事情を把握してきたことから、貸倒れリスクは回避できると判断した。また、何よりも「保証会社に頼った営業活動から、組合の役職員自らが融資判断できる体制を構築したい」との考えも、家計再建をスタートさせる原動力となった。

家計再建に取り組む3つの基準

家計再建の取組みを開始した当初、組合の役職員は「ギャンブルなどに起因した多重債務相談が多いのではないかと」考えていた。しかし、相談者の多くは、毎日懸命に働いている人々が多重債務問題を抱えていること、ギャンブルや浪費などによる多重債務者は少数派であることが次第にわかってきた。

ここでは、三條信用組合における家計再建の取組みの流れをまとめることにする。

まず、組合職員は組合が保有する情報をもとに、カードローンやフリーローンなど複数のローンを借り入れている組合員に債務の一本化を提案する（「おまとめローン」）。また保証会社の審査で保証を受けられなかった組合員や、既存の融資で返済が滞っている組合員にも家計再建の対象先として声かけをする（組合の取引事業所の7割近くが個人事業者であるため、家計再建が事業再建と同一となることもある）。

ただ対象者の中には、ローンの借入件数が10件を上回り、その状況を配偶者は知らないというケースもある。また対象者が住宅ローンを抱えている場合は、債権を保全することがほとんどできず、税金を滞納していることも少なくない。そして複数のローンを抱えた人のなかには、

心の整理がつかず、家計再建を諦める者もいる。

このように家計再建、多重債務問題といっても債務者が直面している状況は一人ひとり異なっているのが現状であるため、職員は粘り強く、再建後の将来を提案するとともに、家族の協力が必要であることを訴え続けている。

組合では、①本人に家計を再建するという強い意志があるか、②家族に債務状況を公表し、家族で家計を再建するという共通認識をもつことができるか、③家計全体の収支の中で返済が可能か、を基準に、案件を取り上げるかどうかの判断をしている。そしてこれらの3つの基準を満たす案件については、税金の滞納などすべての債務を一本化し、返済期限を長期化することで家計収支の改善を図ることにした。

現場でノウハウを獲得する

三條信用組合の営業推進活動は、フェイス・トゥ・フェイスを重視し、日々地域情報の把握に努めているものの、当初は生活再建のノウハウが確立されていなかったため、その取組みは「まさに手探りの状況であった」という。

そこで営業店は、案件を稟議する前に審査管理部と情報を共有し、さまざまなすり合わせを行うこととした。その際、審査管理部は、営業担当職員に表面的なことではなく、話を深掘りすることの重要性を訴え続け、対応方針なども同時に決定することにした。

ただ取引先の中には、いつも返済を迫られているという緊張感から一度にすべてのことを話すことができない人も少なくない。そのため職員は、家計再建計画

を策定するにあたっては、何度も取引先のもとを訪問し、対話を重ねることにしている。

通常の聞き取り期間は数か月ほどで、多重債務に陥った根本的な原因を突きとめたり、聞き取りしたことをもとに、家計のキャッシュフローの改善を提案したりする。

債務を一本化し、家計再建がスタートした後においても、組合では定期的に面談を繰り返すことにしている。この時に重要な役割を果たしているのが定期積金であり、定期積金本来の機能である取引先の資産形成に加え、集金業務時の家計相談を行っている。

家計再建の途中においては、通勤や買い物に必要な自動車の修理費用が必要となることもある。その場合は、組合がその費用を融資することで対応する。ただ生活態度が改まらず、再びフリーローンやカードローンを利用するケースについては、再び家族会議を開催し、家計収支の見直しを検討する（家計再建を決意し、組合が支援を決定した案件については、組合は改善に向け、あきらめずにモニタリングを実施するというスタンスである）。

そして家計再建スキームの中で注目すべき事例や成功事例などがあると、組合では、案件を取り上げるまでの経緯、アプローチ方法、担当職員が工夫や苦勞したことなどを集合研修で議論したり、各会議などの際に、職員に説明したりすることでノウハウを共有し、対応力の高度化を図っている。

家計再建によって成長する職員

三條信用組合の家計再建の取り組みは、

他金融機関との低金利競争に巻き込まれず、適正金利を確保することができるだけでなく、「職員の成長」という観点からも欠かせない。それは同取組みが「取引先の現在の苦しみや不安がわからないと根本的な解決にならない」という側面があるからに他ならない。

また気を緩め、無駄使いをしてしまう組合員には、「しっかりとした生活をしてほしい」と諭すことが必要な場合もある。だから家計再建を成し遂げた組合員の中には、「あの時は助かりました」「しんくみのおかげで救われました」「家庭崩壊を免れることができた」と涙を流しながら感謝する人も少なくない。そしてこのような組合員の声があるからこそ、職員は使命感を持って取り組みに邁進することができるのである。

今日の住宅ローンや自動車ローンといった個人ローンは、非対面取引が急速に進展しており、審査も保証会社に依存していると言っても過言ではない。そのため取引先の思いを汲み取ることが難しくなっているとも言え、この点からも家計再建のためのおまとめローンは「金融マンの役割」を職員に自覚させる数少ない金融商品といえよう。

「しんくみ相談員制度」の創設

三條信用組合のおまとめローンの融資実績は15年から21年3月末までで合計345件、融資総額16億6,500万円であるが、特筆されることは個人の家計再建（個人事業者の事業再建を除く）で貸倒れや延滞となった案件がゼロであることだ。専務理事の高橋孝利氏はこの実績について、①案件を精査する段階で審査管理部と事前協議をしっかりと実施していること

と、②融資後も職員がきめ細やかな訪問活動（モニタリング）を定期的に行っていることが影響していると分析する。

一方、地域では、家計再建を希望する個人や事業者の潜在的なニーズはまだ少なくないと考えられるが、限られた

経営資源の中で組合が周知することには限界があるのも事実である。そこで21年度からスタートしたのが「しんくみ相談員制度」（図表1）である。

同制度は、金融面で困りごとがある個人や小規模事業者が相談員に相談すると、相談員が組合を紹介する仕組みである。相談員には地域の人々と比較的接点が多い地元の税理士や行政書士、元組合職員などに就任してもらい、相談員の紹介を受けて、組合が支援を実施する。

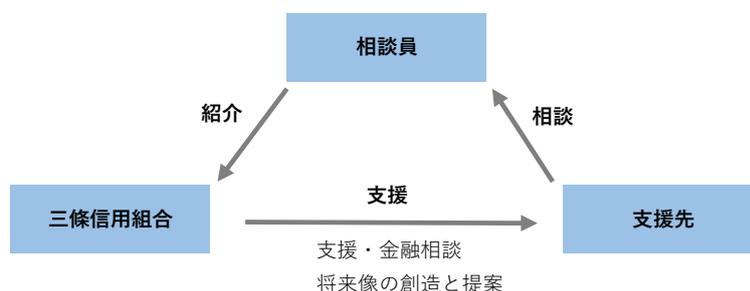
組合や相談員は、このネットワークが広がると、地域社会の安定につながると期待しており、今後の展開に注目が集まる。

おわりに

以上、三條信用組合の家計再建の取り組みをまとめてみた。

一般的に多重債務問題の解決が中心となる家計再建は貸倒れとなる可能性が高いとみなされる事業分野の一つであり、積極的に取り組む金融機関は全国的に多くない。しかし同組合では本稿でもみたように、案件の徹底した「深掘り」と、融資後も定期的取引先のもとを訪問することで、貸倒れリスクを回避するとともに、多くの家計を再建に導いた。

図表1 三條信用組合の「しんくみ相談員制度」の概念図



（資料）三條信用組合資料を一部修正。

多重債務問題は一時期に比べると落ち着きを取り戻したように見られているが、地域社会を子細に見つめてみると、「非正規雇用のため所得が増加しない」「贅沢をしていないにもかかわらず、すぐに出費がかさむ」という苦悩を抱える家庭は少なくない。こうした中、多重債務問題に立ち向かうことができる地域金融機関は地域社会にとって重要な存在である。高橋氏は、「懸命に働いているにも関わらず、所得が増加しない『格差社会』を金融機関が是正することはできない。しかし、格差社会の中、窮地に陥った家計を再建することはできる」と筆者に話す。

コロナ禍を受け、地域経済が大きな打撃を受ける中、今後の状況次第によってはさらに家計再建支援を求める声が高まることも十分に考えられる。そうした中、「金融弱者のための金融機関」という設立当初の原点に立ち返り、地域貢献が金融機関の収益に直結するというビジネスモデルを構築した三條信用組合の取り組みは、地域社会における協同組織金融機関の役割を今一度、我々に問いかける。

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

金融市場

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

2021年6月号 第32巻 第6号・通巻367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