

金融市場

潮流

地域経済や社会の盛衰と疫病 …………… 1

情勢判断

国内経済金融

景気回復の「二極化」が鮮明
～4～6月期はプラス成長に戻る可能性～ …… 2

経済見通し

2021～22年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂） …12

情勢判断

米国経済金融

経済正常化による需要急回復に供給が追いつかず
～FRBは23年内の利上げを示唆～ …16

中国経済金融

回復基調は続くもその勢いが弱まった中国経済
～引き続き金融・財政政策運営の動向等を注視～ …24

分析レポート

コロナ危機からの回復と労働市場のミスマッチ
～欧州で賃金上昇による物価の押し上げは起こるのか？～ …32
中国の地方政府が発行する「再融資債」をめぐる動向 …36
2020年度の地方銀行の決算動向と今後の経営戦略 …40

連載

「ドクターファースト」に注力する神奈川県医師信用組合 …46

海外の話題

シドニー雑感……………50

2021.7

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>

地域経済や社会の盛衰と疫病

専任研究員 田代 雅之

二酸化炭素濃度に関わるヒトの営為など待たずとも、太陽や火山などの活動次第で地表の気温などというものはどうしようもなく変動し、その影響も受けて人口も変動する。そうした当たり前の事実を、歴史的な地域の人口動向の中にみる。長いスケールで見れば寒冷地も温暖だったことを、青森の三内丸山遺跡は示している。日本列島は、弥生時代には寒冷化したが、平安時代に至り温暖化したという。エコ社会と評される江戸時代は寒冷化とされるが、飢饉を挟んで気候は変動した。人口変動を招来する気候変動の大勢は人為に先立つ。

人口に変動を起こす要因には疫病もある。「ペスト」「麻疹」「天然痘」「コレラ」「チフス」「結核」「スペイン風邪」「香港風邪」「ポリオ」「エボラ出血熱」「エイズ」「マラリア」「日本脳炎」「SARS」「MERS」等々、有史以来でも人類は大きな疫病に襲われ、国のみならず地域経済や社会の盛衰を招いてきた。日本も「続日本紀」の記述などにもみられるように古代から今日に至るまで様々な疫病に見舞われており、とりまく気候環境、新しい文化の伝来や大陸との往来、諸外国との外交関係、戦乱、都市化等との関連も語られている。

100年ほど前の1918年から1920年にかけてのスペイン風邪は極めて多くの死者を出し、諸説あるが世界中で5億人が感染し死者数は5,000万人ともいわれる。日本での流行は1918年8月下旬頃から始まり、急速に各県で死亡者が増加して全国に蔓延し、第二波及び第三波に渡る流行を経て収束した。当時の日本の人口の半数の約2,380万人が感染し、死者数は39万人とも45万人とも伝えられる。現在より通信・交通も未発達で分断された状況下、地域の自立的そして自律的な対処が求められたらう。

今回の「新型コロナウイルス禍」への対応の評価は、今後の推移を更に待つ必要がある。医療に関わる産業組織の問題も露わになった。複数年に渡る対策では、新型インフルエンザ等対策特措法に基づき、国の総合調整があっても具体的な局面では都道府県が権限を行使したが、それは地域住民も含め地域の内発的な力量が分権に足りるか測られる機会ともなった。米国のカリフォルニア州にも満たない国土の構成地域が、地域特性を説いて地域主権や地方分権を唱え、税源や権限の委譲を求めているのだから、自然な成り行きではあったかもしれない。

新型コロナウイルス禍の一方で、世界人口はスペイン風邪の死者数を超えて拡大し続けてもいる。ヒトの思惑を超えて世界は変動を続け、些細な条件次第で地域は勃興も衰退もする。

著名な劇作家の島村抱月はスペイン風邪に急性肺炎を併発して急死した。後を追った島村の愛人で女優の松井須磨子による流行歌「カチューシャの唄」の歌詞の末尾には「ひろい野原を とぼとぼと 独り出て行く (ララ) あすの旅」とある。自然の風雪の中、その自然の一部である人間が迎える未来への旅の行方も、地域経済や社会の行く末も見通し難いが、疫病や気候変動と離れての「あすの旅」は考え難い。疫病や気候変動の猛威に抗う術は個々に高度化しても、付き合い方が拙ければ文明も地域も簡単に破滅に瀕する。過熱しがちな世論を鎮めて、医療や経済等々多岐にわたる状況を総合的に見極めて賢明に疫病に向き合えるか。視線は過去からも未来からも注がれている。

情勢判断

国内経済金融

景気回復の「二極化」が鮮明

～4～6 月期はプラス成長に戻る可能性～

南 武志

要旨

出遅れていたコロナ・ワクチン接種が本格化する中、政府は沖縄県以外の 9 都道府県に対する緊急事態宣言を 6 月 20 日に解除した。しかし、飲食業に対する時短営業などの要請は継続されるなど、厳しい感染対策が継続されることから、引き続き、対面型のサービス消費は停滞感の強い状態が続くだろう。一方、ワクチン接種が進んだ国では景況改善が進んでいることから、輸出は増加傾向にあるほか、鉱工業生産も既にコロナ前の水準を上回っている。とはいえ、集団免疫を獲得するとされる 21 年度下期までは持続的かつ本格的な景気回復は難しいだろう。

内外の金融市場では、米国でのインフレ加速や金融政策の転換時期に対する思惑からややボラタイルな展開となっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2021年			2022年	
	6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.026	-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 (%)	0.425	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65
	10年債 (%)	0.040	-0.05～0.20	-0.05～0.20	-0.05～0.20
	5年債 (%)	-0.105	-0.18～0.00	-0.18～0.00	-0.18～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	110.0	100～118	100～118	100～118
	対ユーロ (円/ユーロ)	130.8	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	28,010	29,000±3,000	30,000±3,000	31,000±3,000	31,500±3,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2021年6月21日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

新型コロナは引き続き予断を許さぬ状況

新型コロナウイルス感染症の新規感染者数の減少や医療供給体制の逼迫状態が緩和したことから、政府は 10 都道府県に発令していた緊急事態宣言について、沖縄県(7月11日まで延長)以外は期限である 6 月 20 日を以て解除することを決定した。このうち、北海道、東京都、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、福岡県の 7 都道府県に対して 21 日以降「まん延防止等重点措置」(～7月11日)を適用することとした。一方、「まん延防止」の対象となっていた岐阜県、三重県は 20 日で解除、埼玉県、千葉県、神奈川県は 7 月 11 日まで延長することも併せて決定した。

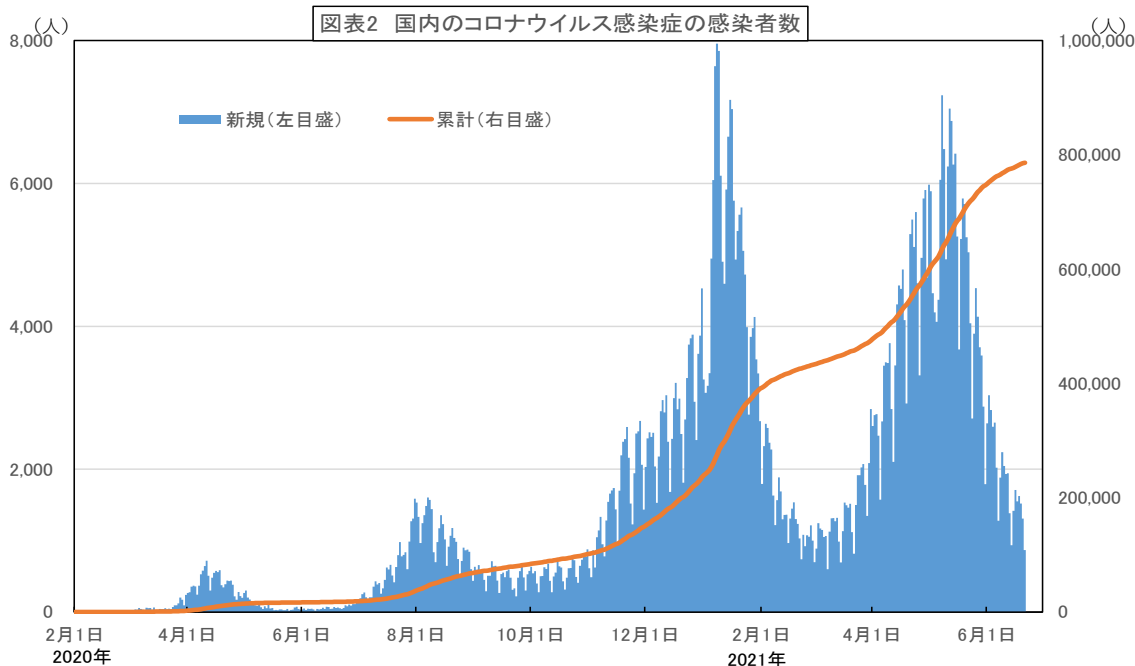
最近是国内でもコロナ・ワクチンの接種が本格化しており、

1 回目が済んだ人は人口の 17.74%、2 回目が完了した人は 7.24% (6 月 22 日時点の最新データ、NHK 調べ) となっている。政府は高齢者向け接種が 7 月に完了するめどがついたとし、さらに菅首相は希望する全ての人への接種は 11 月までに完了すると表明した。6 月 21 日から本格化する職域接種などによって、接種は一段と加速していくものと思われる。

しかし、懸念材料も少なくない。緊急事態宣言が解除された東京都では、既に新規感染者数は下げ止まり、7 日移動平均では増加に転じている。行動制限の緩和による人流の増加が再び感染拡大につながる可能性は否定できない。また、国内で現在流行している変異ウイルスは主にアルファ株 (英国株) であるが、今後、感染力がさらに高いデルタ株 (インド株) やラムダ株 (アンデス株) に置き換わっていく可能性もある。ワクチン接種が進み、一旦は感染抑制に成功したかに見えた英国でも、デルタ株の大流行により、各種規制の解除スケジュールは先送りされ、2 回目のワクチン接種を急ぐなど、予断を許さぬ状況が続いている。

7 月下旬以降、五輪・パラリンピックが順次開催される方針であることを踏まえると、水際対策を一層強化するとともに、大都市部での徹底的な感染防止策がされない限り、感染「第 5 波」が襲来するのは必然であろう。

図表2 国内のコロナウイルス感染症の感染者数

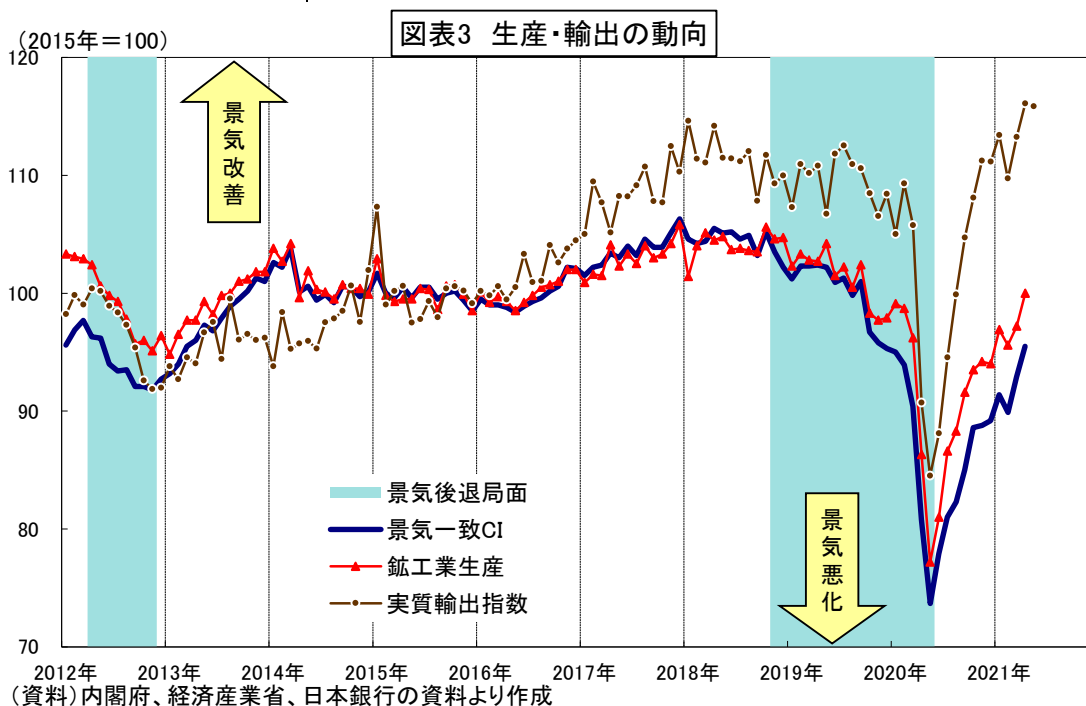


(資料)NHK特設サイト「新型コロナウイルス」(注)クルーズ船内の感染確認は除く(帰宅後の感染確認は含む)。

輸出・生産は堅調に推移

4月の景気動向指数によれば、CI一致指数は2ヶ月連続で改善、景気の現状判断は「改善」が維持されたように、国内景気は回復局面にあることは確かであろう。しかし、月次の経済指標は、コロナ禍の下で「二極化」が鮮明である。輸出・生産は4月の時点でコロナ前（20年初頭）の水準を上回っているのに対し、消費は20年5月の底入れ後、一定程度まで持ち直したものの、その後は頭打ち気味で推移している。

まず、5月の実質輸出指数は前月比▲0.2%と微減ながらも3ヶ月ぶりに低下した。世界的な半導体不足により、国内の自動車生産や輸出に下押し圧力が働いた影響が出たとみられるものの、4～5月平均は1～3月平均を3.4%上回るなど、増勢は維持されていると評価できる。なお、地域別にみると、これまで堅調だった中国向け（4～5月平均は1～3月平均を2.1%上回っている）が鈍化した半面、出遅れ感があった米国向け（同3.6%）、EU向け（同5.9%）が底堅さを増してきた。財別にみると、半導体不足などで減産を余儀なくされている自動車が足踏みしているが、情報関連、資本財・部品は好調である。



一方、消費は低調

一方、消費は足踏みが続いている。5月の消費動向調査によれば、新型コロナウイルスの感染再拡大の影響からマインドを示す消費者態度指数は2ヶ月連続で悪化した。また、4月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行試算）も2ヶ月ぶりの低下

経済見通し：21年度下期まで景気の本格回復は厳しい

財政健全化目標の再検討は総選挙後に先送り

で、財別にみると巣ごもり需要から耐久財は堅調だったが、非耐久財、サービスは悪かった。なお、4月は大都市圏を中心にまん延防止等重点措置、緊急事態宣言が相次いで出されたが、1、2月ほどの落ち込みは見られなかった。

当面の国内景気は、ワクチン接種が本格化しているとはいえ、集団免疫の獲得までには少なくとも半年程度はかかると思われること、政府は五輪を有観客で開催する方針であり、感染者数を抑制すべく、飲食店などに対する時短営業要請などを継続するとみられること等もあり、消費の低調さはしばらく続くと思われる。

一方、欧米など先進国経済の持ち直し加速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る。開始されたワクチン接種も公的需要に計上されることから、4～6月期が2四半期連続のマイナス成長となるのは回避できると思われる。

とはいえ、新型コロナに対する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、しばらくは景気の低調さが残るだろう（詳細は後掲レポート「2021～22年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」を参照）。

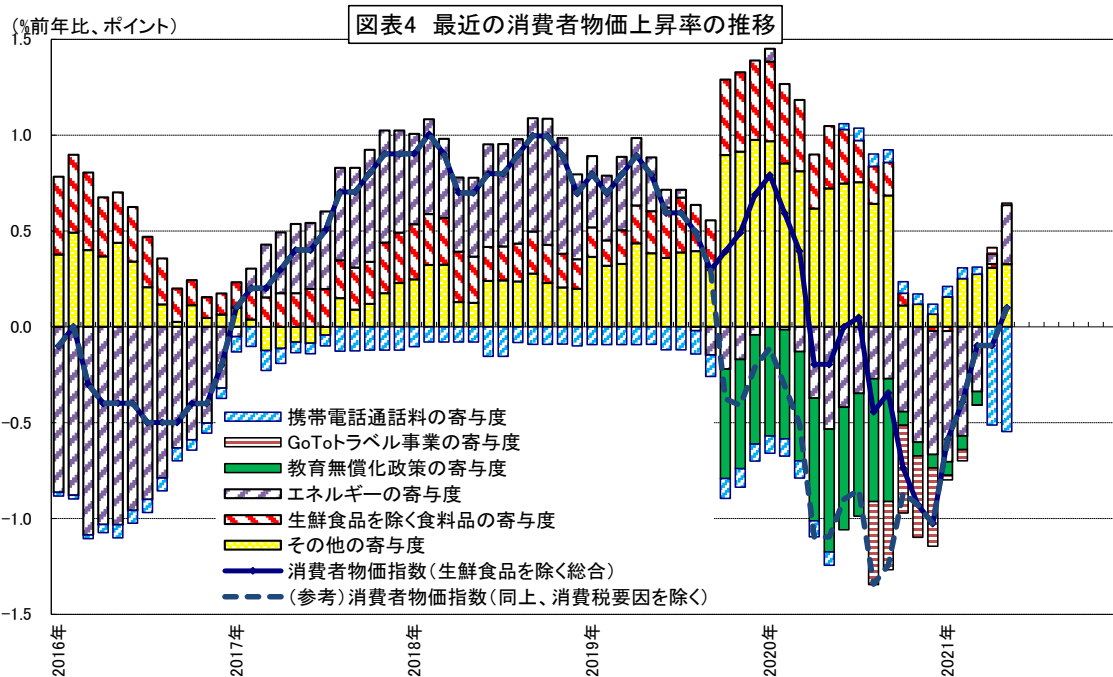
こうした中、6月18日に菅内閣としては初となる「経済財政運営と改革の基本方針2021」（骨太方針）が閣議決定された。日本経済に未来を拓く4つの原動力として「グリーン」、「デジタル」、「活力ある地域創り」、「少子化対策」を掲げ、各政策を具体化して強力に推進し、ポストコロナの持続的な成長につながる投資を加速していく姿勢を示した。22年度予算案の編成にあたっては、そうした分野に対して重点的に配分する意向である。と同時に、様々なセーフティネットを強化し、格差の拡大・固定化を防ぐとともに、誰一人として取り残さない包摂的な社会を構築することも目指している。

なお、焦点の財政健全化目標については、25年度の国・地方の基礎的財政収支（PB）黒字化とともに、債務残高の対GDP比率の安定的な引下げを目指すという従来の方針を堅持したものの、コロナ禍の影響で不安定な経済財政状況を踏まえ、21年度内に目標年度の再検討などを行う意向が示された。

5月21日には財政制度等審議会が「財政健全化に向けた建議」

を公表、当面は新型コロナへの対応が必要であることは認めつつも、財政健全化の必要性も訴えている。欧米諸国での国債発行に頼らない歳入確保の動きを参考にすべきとしている。

なお、通常国会では、団塊世代が順次 75 歳以上の後期高齢者となる中、一定の所得がある後期高齢者の医療費窓口負担を 2 割（従来は 1 割）に引き上げる「医療制度改革関連法」が成立するなど、医療保険財政の持続可能性を高めるための措置が講じられた。しかし、この制度変更による現役世代の負担軽減は年間 830 億円（厚生労働省試算）と、現役世代などの保険料から充当される 6.8 兆円（21 年度）の後期高齢者支援金と比較すると、微々たるものであるのも確かである。全世代型社会保障制度の構築や財政健全化の着実な達成に向けた議論が求められている。

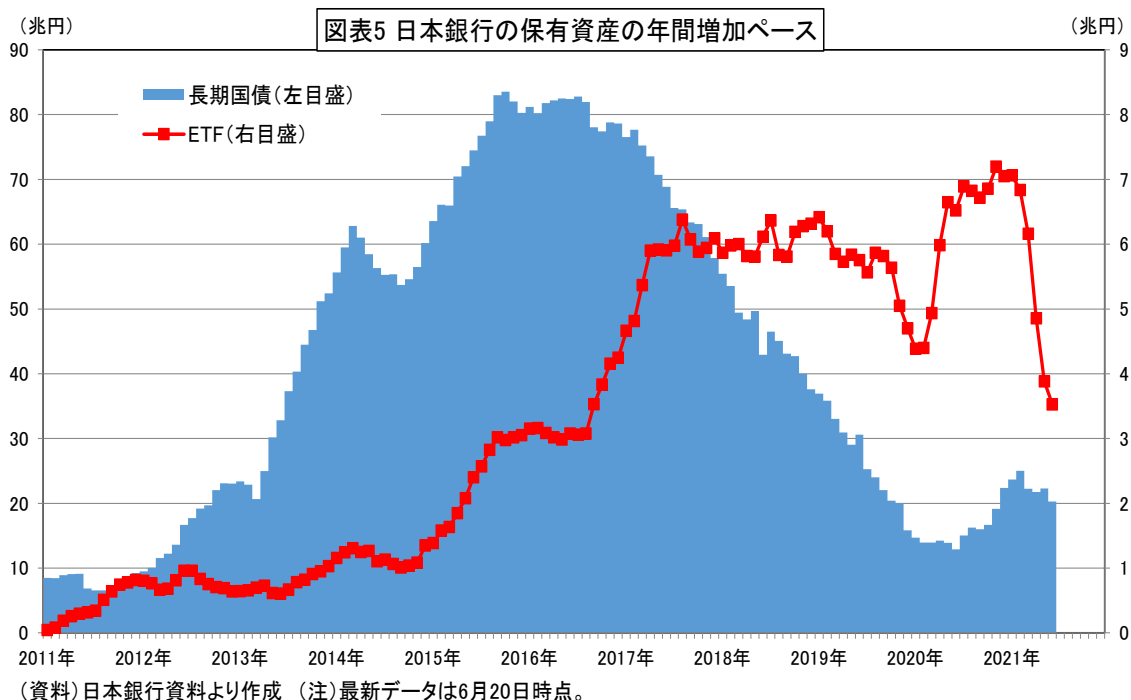


(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：エネルギー高により前年比上昇に転じたが、持続的な加速は困難か

5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14ヶ月ぶりの上昇となった。これまでの原油高に伴い、エネルギーが同4.1%と上昇率を拡大させた影響が出た。ちなみに、生鮮食品・エネルギーを除くベースで見ると、同▲0.2%と2ヶ月連続の下落であった。しかし、携帯電話通信料の引下げによって物価変動率に対して▲0.5ポイント強の押下げ効果が発生していることを踏まえると、趨勢としては小幅の上昇と見做すことができる。

ワクチン接種の本格化などで世界経済の先行き回復期待が高まる中、川上分野での価格上昇が強まっているが、国内の消費者物価にもそうした動きが多少なりとも波及していることは確かである。とはいえ、国内ではデフレマインドが払拭されたわけではなく、消費者は値上げを容認する状況にはない。当面は、電気・ガス代などの値上げにより物価上昇率はやや高まると予想されるが、持続的な加速の可能性は小さいだろう。



金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続とコロナ支援策の延長を決定

6月17～18日に開催された金融政策決定会合では、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続とともに、コロナ支援策である「特別プログラム」の期限を22年3月末まで半年間延長することも決定した。

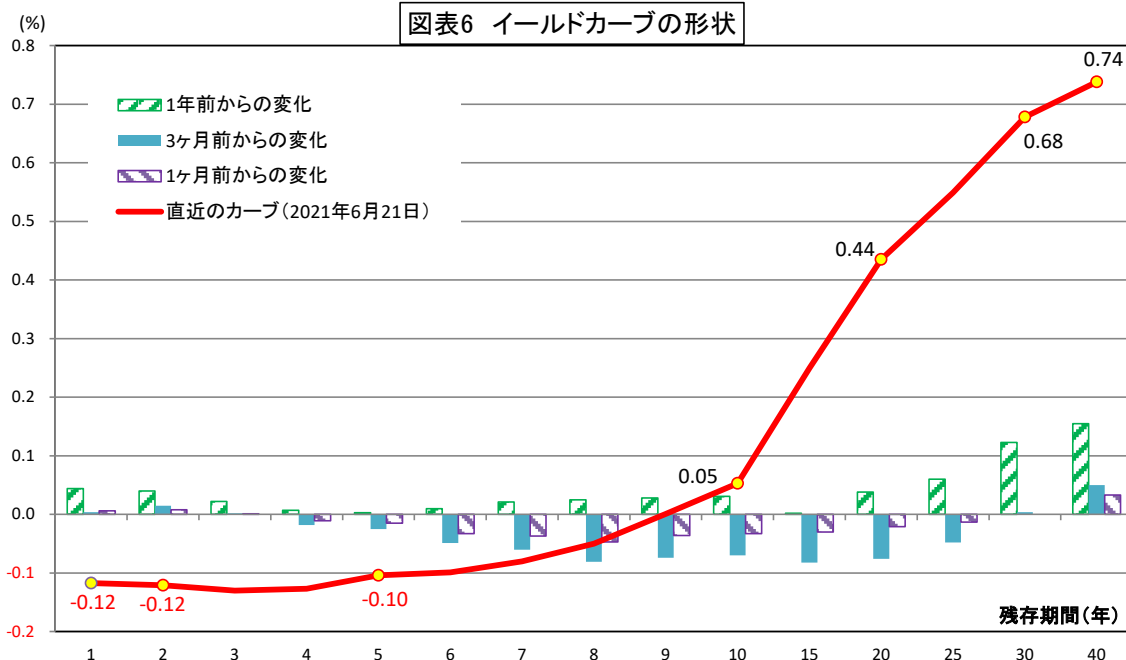
改めて現行政策を整理すると、①長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）として、短期政策金利を▲0.1%（日本銀行当座預金のうち政策金利残高に対して）とし、かつ長期金利（10年物国債金利）がゼロ%程度で推移するよう上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う、②資産買入れ方針として、ETFおよびJ-REITについてはそれぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行い、CP等、社債等については22年3月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、それぞれ買入れを行う、③金融仲介機能に配慮しつつ、機動的に長短金利の引

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、となっている。加えて、政策金利のフォワードガイダンスとして「現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」としている。

ETF 買入れについて市場が大きく不安定化した際に大規模に買い入れるとしている（対象も TOPIX 連動型に限定）が、5月にはETF購入を見送ったことが判明している。なお、6月21日の株価下落局面では2ヶ月ぶりに買入れ（701億円）を実施した。

また、6月会合後、日銀は気候変動関連分野での民間金融機関の多様な取組みを支援するため、金融機関が自らの判断に基づいて取り組む気候変動対応投融资をバックファイナンスする新たな資金供給の仕組みを導入することを公表、骨子素案を7月会合で公表し、年内を目途に実施するとした。

図表6 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

金融市場：現状・見通し・注目点

内外での景気回復の期待の高まりとともにインフレ懸念も浮上しており、それに対する中央銀行の反応がマーケットの注目を集めている。6月16日のFOMC終了後には、米連邦準備制度（Fed）が従来の想定よりも前倒しで利上げを開始する可能性が示されたことで、各市場に動きが見られた。

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。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)6/1の新発10年物国債は出合いなし。

長期金利は再び低下

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、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は総じて低位安定で推移してきた。しかし、21 年入り後は米国での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、国内金利に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」で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。6 月に入ると、警戒されてきた米国のインフレ加速は一時的との認識が広まり、米国長期金利が低下したにつられて、11 日には一時 0.025%まで低下した。米 FOMC 後には利上げ開始時期の前倒しが意識されたことから、国内の長期金利も 0.06%前後まで一旦上昇したが、その

長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

米金融政策の転換が意識され、日経平均は一時28,000円を割る展開

日米金利差からドル円レートは110円前後の円安へ

後は再低下した。ただし、超長期ゾーンの金利は上昇気味に推移している。

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内外の景気持ち直しの機運が強まり、金融緩和策の規模縮小などが意識される場面では上昇傾向が強まるだろう。

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。その後、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ワクチン接種の出遅れによる景気回復の鈍さ、さらにはスピード調整的な動きが重なり、じり安の展開となった。

6月に入っても上値の重い展開が続いたが、米FOMC後はこれまでの株高を支えてきた大胆な金融緩和はいずれ終了するということが意識され、一時28,000円を割る場面もあった。

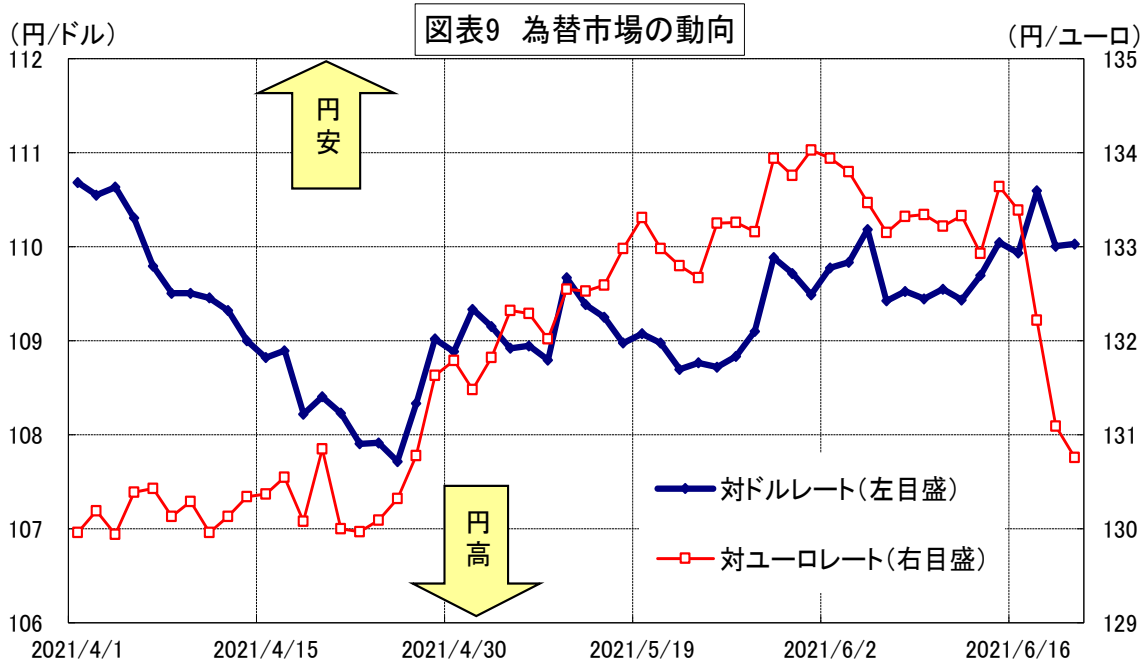
先行きについては、引き続き米国のインフレ動向や米国金融政策(テーパリングの開始時期など)を巡る思惑に左右される場面も想定されるものの、実際に金融緩和の規模縮小に向かうのはもう少し先であり、大規模な過剰流動性の存在は今しばらく株価を下支えするとみられる。基本的に内外経済はコロナ禍からの持ち直し基調を続けると見込まれるため、業績見通しの上方修正とともに株価は再び上昇傾向を強めると予想する。

③ 外国為替市場

21年初、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。4月に米長期金利の上昇が一服すると、これまでのドル高を修正する動きが強まったが、5月以降は米国金融政策の転換への思惑などにより、緩やかな

円安基調をたどっており、直近は 110 円台となっている。

先行きについても、日米金利差が拡大するとの見通しであること、米国の景況感が日本よりも強いことなどを踏まえると、ドル高気味に推移しやすいと思われる。



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

ユーロ高を修正する動き

ワクチン接種や景況回復に遅れが出ていたユーロ圏諸国でも、最近ではワクチン接種が進み、景気の先行き回復期待が高まったほか、米長期金利が沈静化したこともユーロ高に貢献し、5月下旬には一時1ユーロ=134円台と3年3ヶ月ぶりのユーロ高水準となった。6月入り後も概ね133円台での推移が続いたが、直近は米利上げ開始時期が23年に前倒しされたことを契機に、ユーロ安が一気に強まった。

欧州中央銀行は6月の政策理事会で、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)での資産買い入れ規模について、少なくとも22年3月末まで1兆8,500億ユーロで維持、7~9月期もかなり速いペースで買い入れを実施する方針を示すなど、現行レベルでの緩和を継続する姿勢を示した。それ自体はユーロの上昇抑制につながるが、ECB内部からは規模縮小の意見も出ており、今後の議論の行方が注目される。

(21.6.22現在)



農林中金総合研究所

2021～22年度改訂経済見通し

(2次QE後の改訂)

～2021年度:3.3%成長、22年度:2.6%成長～

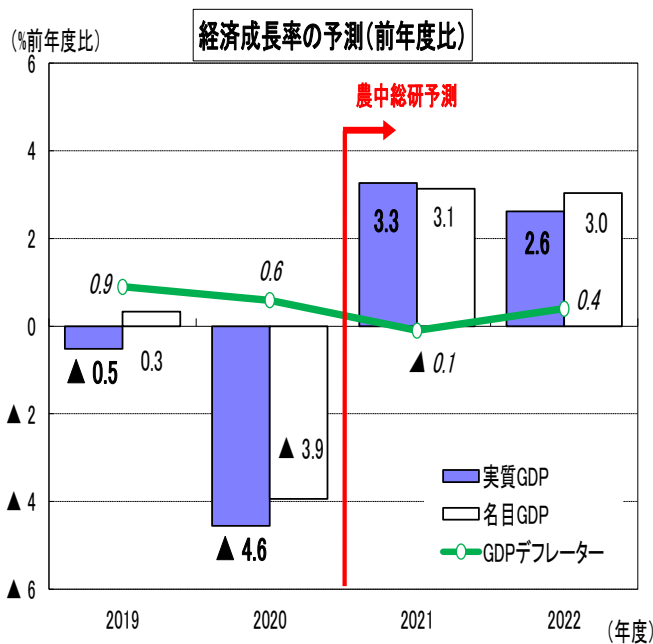
(いずれも5月時点の見通しから据え置き)

2021年6月8日

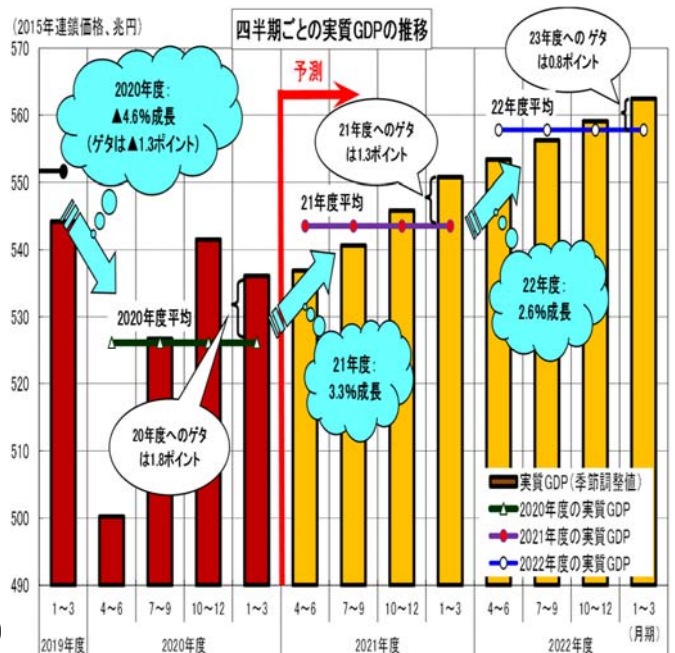
お問い合わせ先:(株)農林中金総合研究所

03-6362-7758(調査第二部 南)

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



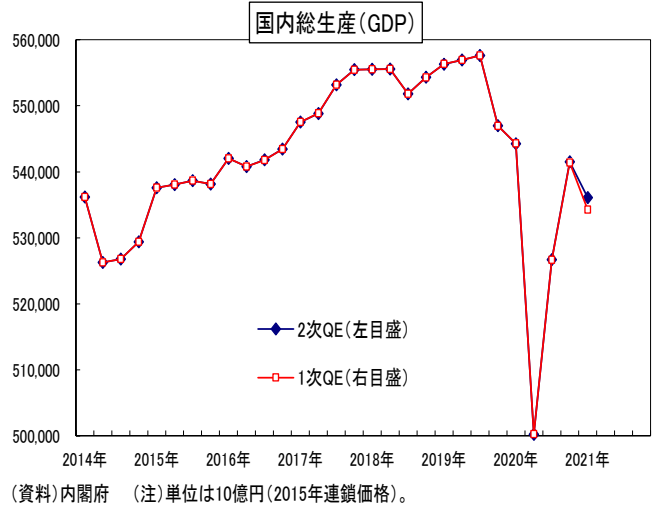
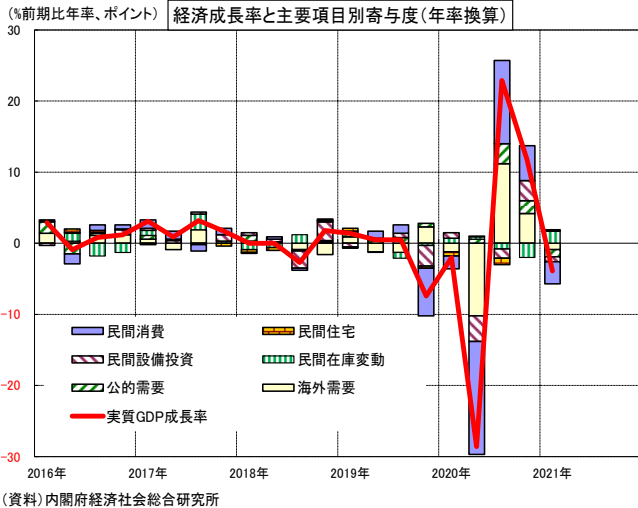
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2021年1～3月期まで実績、それ以降は当総研予測

1 GDP第2次速報(2次QE)の内容

- 2021年1~3月期のGDPは上方修正(3四半期ぶりのマイナス成長は変わらず)
 - 1~3月期の法人企業統計季報などが反映された2次QEで、実質GDP成長率は前期比年率▲3.9%(1次QE:同▲5.1%)へ上方修正
 - 民間在庫変動と公的需要の上方修正が成長率の上方改訂の主因
 - 民間消費は前期比▲1.5%(1次QE:同▲1.4%)へ下方修正されたほか、民間企業設備投資は前期比▲1.2%と小幅の上方修正(1次QE:同▲1.4%)にとどまった一方、民間在庫変動が上方修正され、前期比成長率(▲3.9%)に対する寄与度は0.4ポイント(1次QE:0.3ポイント)となったほか、政府消費が同▲1.1%(1次QE:同▲1.8%)、公共投資が同▲0.5%(1次QE:同▲1.1%)と、いずれも上方修正
 - 名目GDPも前期比年率▲5.1%(1次QE:同▲6.3%)へ、GDPデフレーターは前年比▲0.1%(1次QE:同▲0.2%)へ、いずれも上方修正

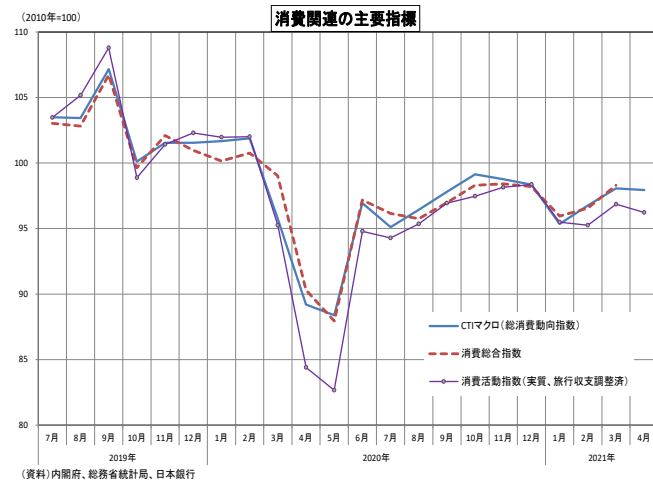
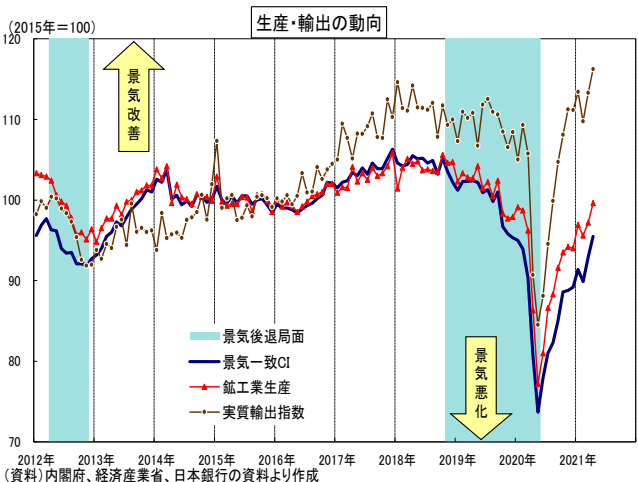


農林中金総合研究所

3

2 前回見通し発表後の経済指標の動き

- 景気持ち直しに温度差 ~輸出・生産は堅調だが、消費はサービス部門を中心に低調~
 - 4月の景気動向指数のCI一致指数は2ヶ月連続で上昇、かつコロナ前の水準を回復、一致指数に基づく基調判断は2ヶ月連続の「改善」と、景気は回復基調
 - 世界経済の改善を受けて、輸出・生産は堅調に推移、いずれもコロナ前の水準を上回る
 - ただし、半導体の品薄などにより、自動車工業は頭打ち感が強い展開
 - 一方、新型コロナウイルス感染症の感染拡大の中、対面型サービス業の持ち直しに限界
 - 20年8月以降、消費者物価(生鮮食品を除く)は前年比下落が継続
 - 川上分野での価格上昇が散見される中、携帯電話通信料の引き下げによって、4月全国は前年比▲0.1%、5月東京都都部は同▲0.2%と、小幅ながらも下落が継続

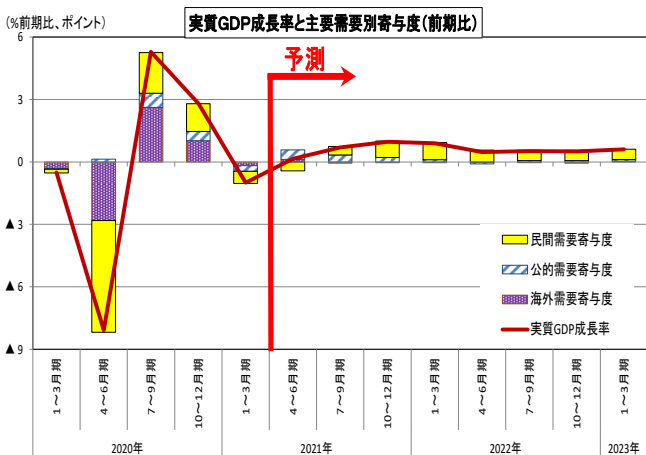


農林中金総合研究所

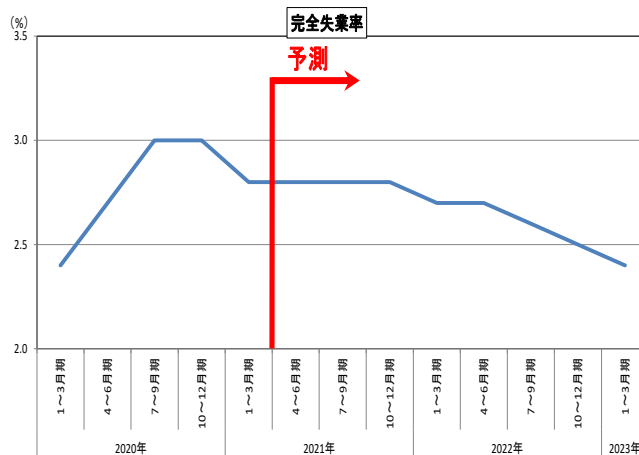
4

3 日本経済・物価の見通し

- **経済見通し** ～2021年度は3.3%成長、22年度は2.6%(いずれも前回から据え置き)と予測～
 - － 足元4～6月期は、3回目となる緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が出されたことから、サービス分野を中心に消費持ち直しが中断したものの、輸出増を背景に製造業の設備投資需要が高まっていること、ワクチン接種の加速を受けた公的需要の増加が見込まれ、2四半期ぶりのプラス成長と予想(前期比年率で0.6%成長)
 - － しばらくは現状の二極化状態が継続するものと思われる
 - － 感染力の高い変異株への警戒も強く、ワクチン接種が浸透し、集団免疫を獲得すると見込まれる21年末までは国内景気は一進一退状態が続くが、22年入り後には景気回復が本格化していくと予想
 - － 一方、コロナ禍の影響が強い業種では、資本設備や雇用人員の過剰感が意識され、リストラ圧力がさらに高まる懸念もあるほか、債務問題への警戒が強まるリスクもある



(資料)内閣府経済社会総合研究所データを用いて、農林中金総合研究所が作成

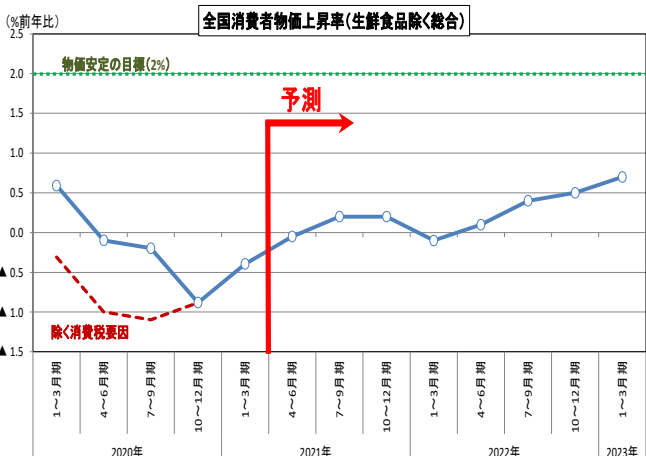


(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

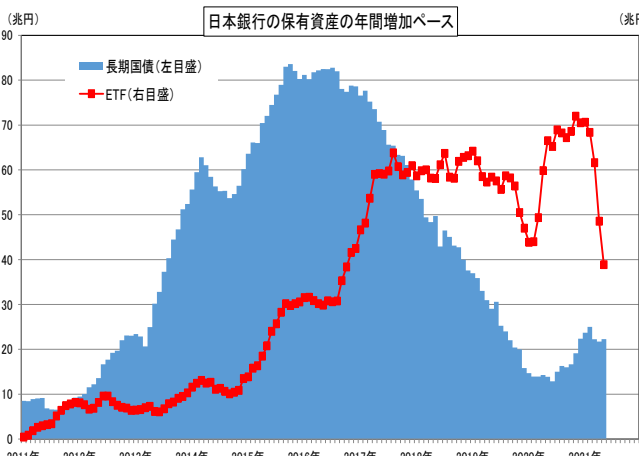
農林中金総合研究所

5

- **物価見通し** ～2021年度:前年度比0.1%、22年度:同0.4%と、「2%」達成は見通せず～
 - － 世界経済の回復加速期待を背景に川上分野の価格上昇圧力は根強いが、携帯電話通信料要因が残るほか、厳しさが続く家計の所得環境により、持続的な値上げは浸透しにくいと思われる
- **金融政策、長期金利** ～粘り強く金融緩和を継続する方針、長期金利は小幅プラスで推移～
 - － 3月会合での「点検」を受けて、日銀は金融緩和を粘り強く継続していく方針を改めて示したほか、マイナス金利の深掘りなど一段の緩和策を実施した際の副作用に対しても配慮
 - － 長期国債やETFの買入れペースは4月以降、鈍化がみられており、緩和長期化と整合的な動き



(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



(資料)日本銀行資料より作成 (注)直近は5月20日時点。

農林中金総合研究所

6

予測表(年度、半期)

	単位	2019年度 (実績)	2020年度 (実績)	2021年度 (予測)	2022年度 (予測)
名目GDP	%	0.3	▲ 3.9	3.1	3.0
実質GDP	%	▲ 0.5	▲ 4.6	3.3	2.6
民間需要	%	▲ 0.7	▲ 6.4	1.7	3.4
民間最終消費支出	%	▲ 1.0	▲ 6.0	2.0	2.9
民間住宅	%	2.5	▲ 7.1	0.7	1.8
民間企業設備	%	▲ 0.6	▲ 6.9	2.3	4.1
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.2
公的需要	%	1.9	3.4	3.9	1.1
政府最終消費支出	%	2.0	3.2	4.6	1.0
公的固定資本形成	%	1.5	4.3	1.0	1.2
輸出	%	▲ 2.2	▲ 10.5	18.6	8.7
輸入	%	0.2	▲ 6.9	12.1	9.5
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	▲ 4.0	2.3	2.8
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	▲ 4.8	1.3	2.5
公的需要寄与度	ポイント	0.5	0.9	1.1	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.4	▲ 0.6	1.1	▲ 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 (") (消費税率を除外)	%	0.6	▲ 0.4	0.1	0.4
(消費税率・教育無償化政策の影響を除く)		(0.2)	(▲ 0.8)		
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	9.9	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(O/N)	%	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.01
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		
		通期	前期比	上期	下期	通期	上期	下期
実質GDP	%	▲ 4.6	3.3	▲ 0.0	2.1	2.6	1.2	1.3
民間需要	%	▲ 6.4	1.7	▲ 0.6	2.2	3.4	1.7	1.7
民間最終消費支出	%	▲ 6.0	2.0	▲ 0.6	1.7	2.9	1.6	1.5
民間住宅	%	▲ 7.1	0.7	1.3	1.3	1.8	0.9	1.0
民間企業設備	%	▲ 6.9	2.3	0.1	2.1	4.1	2.1	2.5
公的需要	%	3.4	3.9	1.8	2.2	1.1	0.0	0.6
政府最終消費支出	%	3.2	4.6	2.2	2.8	1.0	▲ 0.2	0.5
公的固定資本形成	%	4.3	1.0	0.3	0.0	1.2	0.7	1.3
財資・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.9	1.6	1.8	1.4	1.0	1.2	0.9
輸出	%	▲ 10.5	18.6	7.4	6.1	8.7	4.5	3.9
輸入	%	▲ 6.9	12.1	7.8	6.7	9.5	4.8	4.4
国内需要寄与度 (前期比)	%	▲ 4.0	2.3	▲ 0.0	1.8	2.8	1.3	1.1
民間需要 (")	%	▲ 4.8	1.3	▲ 0.5	1.4	2.5	1.3	1.0
公的需要 (")	%	0.9	1.1	0.5	0.4	0.3	0.0	0.1
外需寄与度 (")	%	▲ 0.6	▲ 1.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1
デフレーター (前期比)	%	0.6	▲ 0.1	▲ 0.5	0.1	0.4	0.3	0.5
完全失業率	%	2.9	2.8	2.8	2.8	2.6	2.7	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 9.9	9.9	2.7	2.6	4.1	2.1	1.3
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	81.4	80.0	80.0	80.0	82.5	80.0	85.0
経常収支	兆円	18.2	24.2	11.8	12.4	22.8	11.8	11.0
貿易収支	兆円	3.9	9.0	3.8	5.2	9.3	4.8	4.5
外国為替レート	円/ドル	106.0	110.0	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	65.0

	単位	2020年度		2021年度		2022年度		
		通期	前期比	上期	下期	通期	上期	下期
名目GDP	%	▲ 3.9	3.1	4.5	1.9	3.0	3.3	2.8
実質GDP	%	▲ 4.6	3.3	4.9	1.8	2.6	3.0	2.3
民間需要	%	▲ 6.4	1.7	2.1	1.3	3.4	3.7	3.1
民間最終消費支出	%	▲ 6.0	2.0	3.3	0.9	2.9	3.1	2.8
民間住宅	%	▲ 7.1	0.7	▲ 1.0	2.4	1.8	1.9	1.7
民間企業設備	%	▲ 6.9	2.3	2.7	1.9	4.1	4.0	4.2
公的需要	%	3.4	3.9	4.3	3.4	1.1	1.6	0.5
政府最終消費支出	%	3.2	4.6	4.9	4.2	1.0	1.9	0.2
公的固定資本形成	%	4.3	1.0	1.8	0.3	1.2	0.7	1.7
財資・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.9	1.6	1.8	1.4	1.0	1.2	0.9
輸出	%	▲ 10.5	18.6	25.6	12.9	8.7	9.8	7.7
輸入	%	▲ 6.9	12.1	10.3	13.8	9.5	10.6	8.3
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.4	3.4	3.7	3.0	1.4	3.0	1.5
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.4	0.1	0.1	0.0	0.4	0.0	0.1
完全失業率	%	2.9	2.8	2.8	2.8	2.6	2.8	2.7
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 9.9	9.9	14.9	5.4	2.0	5.4	3.0

(注) 消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

農林中金総合研究所

7

予測表(四半期)

	単位	2020年				2021年				2022年				2023年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	▲ 0.6	▲ 7.8	5.6	2.4	▲ 1.3	0.2	0.8	1.0	1.2	0.4	0.6	0.8	1.1
(年率換算)	%	▲ 2.2	▲ 27.7	24.1	10.1	▲ 5.1	0.9	3.2	3.9	4.8	1.6	2.5	2.4	4.4
実質GDP	%	▲ 0.5	▲ 8.1	5.3	2.8	▲ 1.0	0.2	0.7	1.0	0.9	0.5	0.5	0.5	0.6
(年率換算)	%	▲ 2.0	▲ 28.6	22.9	11.7	▲ 3.9	0.6	2.8	3.9	3.7	1.9	2.1	2.0	2.5
民間需要	%	▲ 0.3	▲ 7.2	1.3	1.8	▲ 0.7	1.0	1.3	1.1	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	▲ 1.5	▲ 0.1	0.4	0.8	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
民間住宅	%	▲ 3.7	0.6	▲ 5.7	0.0	1.2	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	▲ 1.2	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)	ポイント	0.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.5	0.4	▲ 0.5	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.0	0.6	2.5	1.7	▲ 1.0	1.7	1.2	0.8	0.4	▲ 0.3	0.3	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	▲ 0.2	0.2	2.9	1.8	▲ 1.1	2.0	1.5	1.0	0.5	▲ 0.5	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	0.4	2.2	0.8	1.3	▲ 0.5	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	2.2	5.2	2.0	2.5	3.0	2.1	1.8	1.5	1.2
輸入	%	▲ 3.0	▲ 0.7	▲ 8.2	4.8	3.9	4.6	2.3	2.7	3.2	2.2	2.0	1.8	1.0
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.2	▲ 5.2	2.6	1.8	▲ 0.8	0.0	0.7	1.0	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.2	▲ 5.4	2.0	1.3	▲ 0.5	▲ 0.4	0.4	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.0	0.1	0.7	0.5	▲ 0.3	0.5	0.3	0.2	0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	ポイント	▲ 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	▲ 0.1	▲ 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 (")	%	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
(消費税率を除外)		(▲ 0.3)	(▲ 1.0)	(▲ 1.1)										
(消費税率・教育無償化政策の影響を除く)		(0.3)	(▲ 0.3)	(▲ 0.4)	(▲ 0.7)	(▲ 0.4)								
完全失業率	%	2.4	2.7	3.0	3.0	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	0.8	1.0	1.5	1.2	1.0	1.0	0.5	0.5
経常収支(季節調整)	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	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01
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	ドル/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(予測値は農林中金総合研究所)
 (注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

8

経済正常化による需要急回復に供給が追いつかず

～FRB は 23 年内の利上げを示唆～

佐古 佳史, CFA

要旨

バイデン政権は 5 月 28 日、22 会計年度(21 年 10 月～22 年 9 月)の予算教書を米議会に提出したが、共和党との交渉で既にその規模を縮小する動きもみられる。

足元では経済正常化の進展に伴うペントアップ(繰越)需要に、供給が追いついていない状況になっており、飲食など一部のセクターでは労働力が不足している。

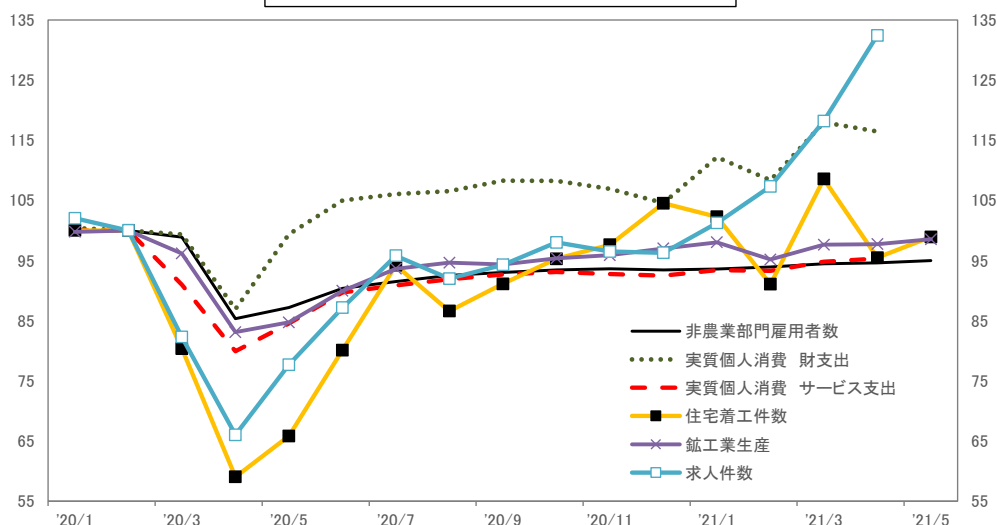
こうしたなか、金融政策の現状維持が決まった 6 月の FOMC からは、テーパリング開始時期をめぐる追加的な手掛かりは得られなかった。一方で、FOMC 後に公表されたドットプロットからは 23 年内の利上げが示唆されるなど、ややタカ派的な内容となったといえる。

大型財政政策で交渉中のバイデン政権

バイデン政権は 5 月 28 日、22 会計年度 (21 年 10 月～22 年 9 月) の予算教書を米議会に提出した。歳出規模は 6 兆ドル (GDP 比 25.6%) とかなり大型の予算となっているが、議会による承認過程の多くで共和党との妥協が必要となることから、規模はある程度縮小することは避けられないだろう。

例えば、非常に注目されているインフラ投資計画については、予算教書の段階では 8 年間で累計 1.7 兆ドルだったものの、上院共和党との交渉のなか、6 月 20 日時点では、1.2 兆ドルの共和党案が俎上に載っている。

図表1 主要な指標の推移(20年2月=100)



(資料) Bloomberg

**景気の現状：ペ
ントアップ需要
に供給が追い付
いていない**

以下、経済指標を確認してみると、足元では経済正常化の進展に伴うペントアップ（繰越）需要に、供給が追い付いていないと判断できる。

5月の小売売上高は、これまでコロナ禍で需要が高まっていた自動車や家具・家電などが減少したことで、前月比1.3%減と財消費の減速がみられた。もっとも、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。

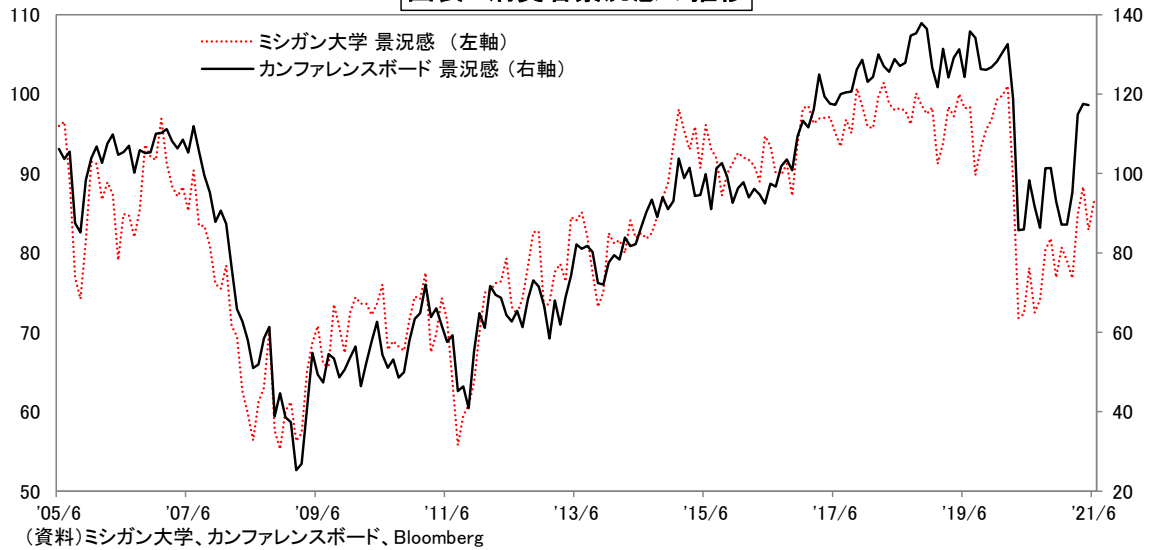
労働市場では、雇用のミスマッチが顕著となっている。5月の非農業部門雇用者数は、前月から55.9万人増となり、4月の同26.6万人から雇用回復ペースは加速した。内訳をみると、娯楽・宿泊・飲食で29.2万人増（内、飲食は18.6万人増）、政府関連の雇用者は6.7万人増などとなった。また、失業率は前月から0.3ポイント低下の5.8%となった。コロナ前の20年2月と比較すると、雇用の喪失は約760万人にまで減少した。

4月の求人労働異動調査を確認すると、求人数は3月から99.8万人増加し2000年12月の統計開始以来最高となる930万人となった。また、求人率（求人数÷（求人数+雇用者数）で求められる比率）は6.0%とこちらも統計開始以来最高となり、労働力不足の証左となった。飲食を含む娯楽・接客業の求人率は10.1%と非常に高く、労働力不足が如実に表れている。

求人が難航する理由として、バイデン政権が3月11日に成立させた1.9兆ドルの米国救済計画法に計上された週当たり300ドルの失業保険加算措置が失業者の求職意欲を阻害していると、最近はやや批判的に指摘される機会が増えている。全米の約半数の州では6月中に失業保険加算措置が終了する見通しとなっているほか、残りの州でも給付期限として米国救済計画法で決められている9月6日までには終了する見通しである。

住宅市場は低金利環境や郊外での戸建て需要の増加、中古住宅在庫のひっ迫などに支えられて、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労働者不足などが新築住宅着工件数の抑制材料となっている。

図表2 消費者景況感の推移

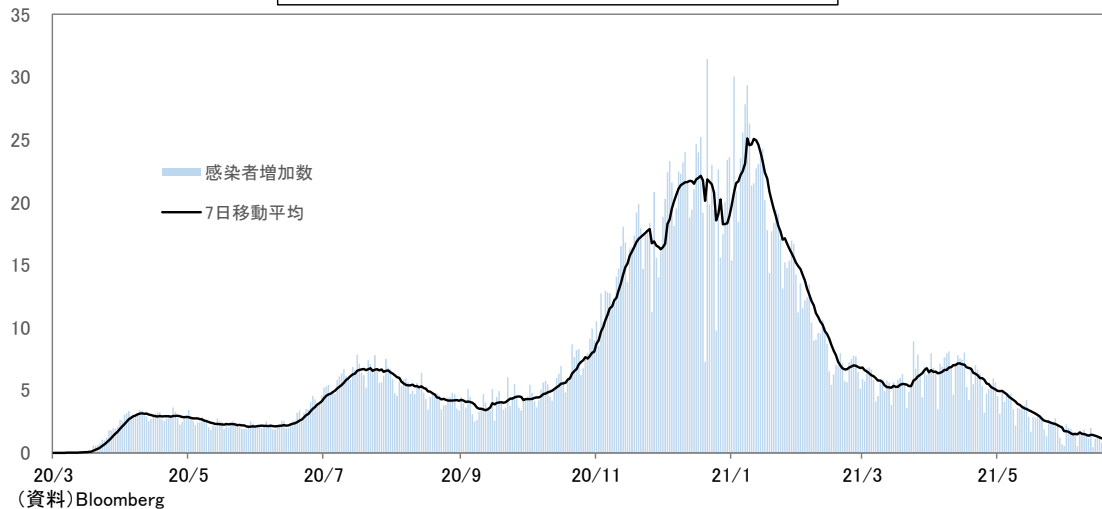


6月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は5月から上昇し86.4（現況指数90.6、期待指数83.8）となった。5月から引き続きインフレ率の加速に対する警戒感が報告されているが、6月は中～高所得層の回答者から将来の景況感についての肯定的な意見が多かったことが消費者マインドの上昇に寄与したと報告されている。

企業マインドをみると、5月のISM製造業指数（製造業PMI）は61.2%、サービス業指数（サービス業PMI）は64.0%と5月から小幅上昇し、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の新規受注や、サービス業PMIの営業活動などに堅調さがみられる一方で、両指数とも供給遅延が再び上昇し、急速な経済正常化への対応の困難さもうかがえる。また、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3 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



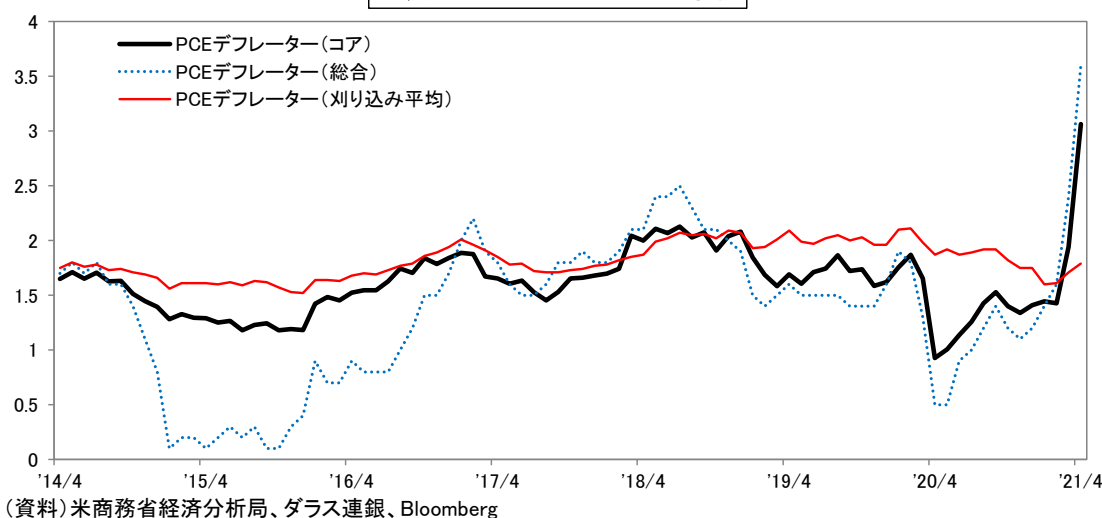
**景気の先行き：
早いペースでの
景気回復が継続
する見込み**

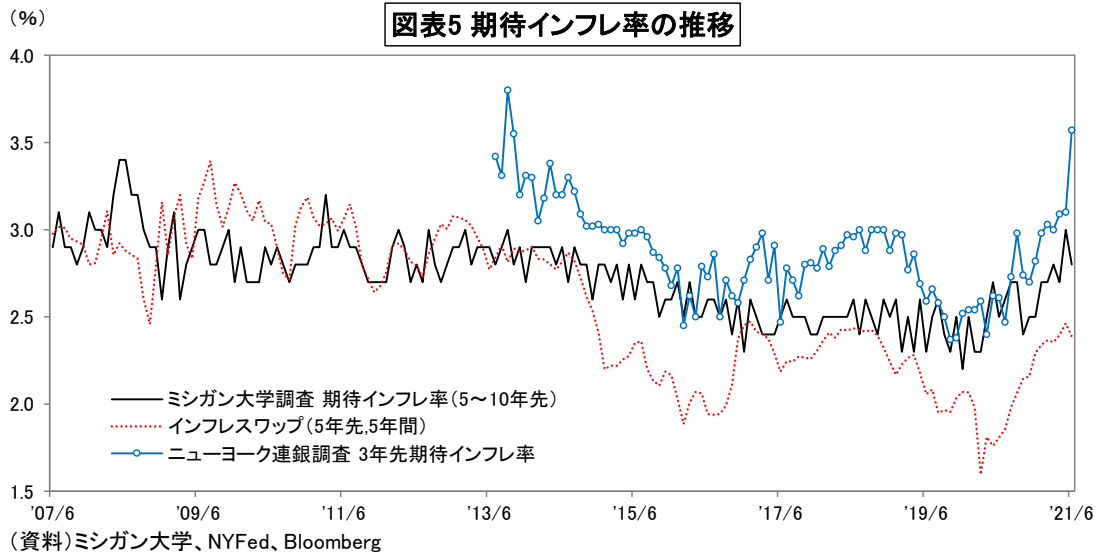
さて、景気の先行きについて考えてみたい。米国では12月14日からワクチンの接種が開始され、6月20日時点で半数以上の国民がワクチンを少なくとも1回の接種が完了している。3月11日に成立した1.9兆ドル規模の新型コロナ対策法案に加えて、年内にさらなる追加経済対策が実施される可能性もあり、21年の景気回復は一段の上振れも考えられる。

4～6月期は、経済正常化を背景とするペントアップ需要に、供給が追い付いていない印象が強い。このため、求人確保などで供給側の回復が継続することが期待される7～9月期についても、早いペースでの景気回復を見込んで良さそうだ。

(%前年比)

図表4 PCEデフレーター推移





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、今春までコロナ禍による弱い需要を反映して鈍化傾向が続いていたが、4月から状況が一変し、コアPCEデフレーターは前年比3.1%に加速した。また、5月の消費者物価指数(CPI)総合とコアはそれぞれ前年比で5.0%、3.8%、前月比で0.6%、0.7%と、約13年ぶりの大幅な伸びとなった。寄与度をみると、足元のインフレ率の加速は中古車・トラック、輸送サービスなど、「コロナ禍～経済正常化局面」で需要が高まった一部の項目がけん引していることがわかり、刈り込み平均からはインフレ率の加速が一部の項目に集中していることもうかがえる。供給面が回復すれば価格上昇は落ち着くとみられることから、インフレ率の加速は一過性との判断を変更する必要はなさそうだ。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。

ドットプロットで23年内の利上げを示唆した6月FOMC

6月FOMC(15,16日)では事前予想通り、政策金利の誘導目標の据え置き(0.00~0.25%)と資産買い入れペース(1月当たり米国債800億ドル、MBS400億ドル)の継続を決定した。一方で、FOMC後に公表されたFOMC参加者が考える政策金利の見通し(ドットプロット)からは、23年末時点で2回の利上げが示唆され、3月時

点での23年末までゼロ金利政策が維持されるとの見通しからはタカ派的な内容となった。ただし、パウエル FRB 議長は、ドットプロットは割り引いて見る必要があることを繰り返し発言している点には留意したい。大勢見通しでは21年の経済成長率が上方修正されるとともに、21年のインフレ率も大幅に上方修正された。FOMC参加者にとっても、ワクチン接種の普及と経済正常化による景気回復ペースの加速や、それを受けたインフレ率の加速はポジティブサプライズになっていると考えられる。

市場での関心が高い資産買い入れペースの縮小（テーパリング）について、パウエル議長は FOMC 後の記者会見にて、6月 FOMC は「議論のための議論（“the talking about talking about meeting”）」と述べるにとどめたが、テーパリングについての議論開始が迫っていることを事実上認める内容となった。現時点では、8月26～28日に予定されている経済シンポジウム、ジャクソンホール会議にて具体的な予定が公表されることが考えられる。

また、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が、インフレ率については、参照期間（ウィンドウ（window））内で平均2%のインフレ率を達成することを目標としている。これまで、このウィンドウについて推測する手掛かりは全くなかったが、6月 FOMC 後に公表されたドットプロットにおいて、23年内の利上げが示唆されたことから、FRB が想定するウィンドウは3年から4年程度と考えても良さそうだ。

なお、「コロナ前」の雇用水準を回復するためには5月時点で760万人程度がさらに職を得る必要があり、仮に1月あたり100万人というかなり早い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6 FRB大勢見通し(6月時点)

	2021年	2022年	2023年	長期見通し
実質GDP (％前年比)	6.8～7.3	2.8～3.8	2.0～2.5	1.8～2.0
3月時点 (％前年比)	5.8～6.6	3.0～3.8	2.0～2.5	1.8～2.0
失業率 (%)	4.4～4.8	3.5～4.0	3.2～3.8	3.8～4.3
3月時点 (%)	4.2～4.7	3.6～4.0	3.2～3.8	3.8～4.3
PCEデフレーター (％前年比)	3.1～3.5	1.9～2.3	2.0～2.2	2.0
3月時点 (％前年比)	2.2～2.4	1.8～2.1	2.0～2.2	2.0
コアPCEデフレーター (％前年比)	2.9～3.1	1.9～2.3	2.0～2.2	
3月時点 (％前年比)	2.0～2.3	1.9～2.1	2.0～2.2	
政策金利(中央値) (%)	0.125	0.125	0.625	2.50
3月時点 (%)	0.125	0.125	0.125	2.50

(資料)FRBより作成

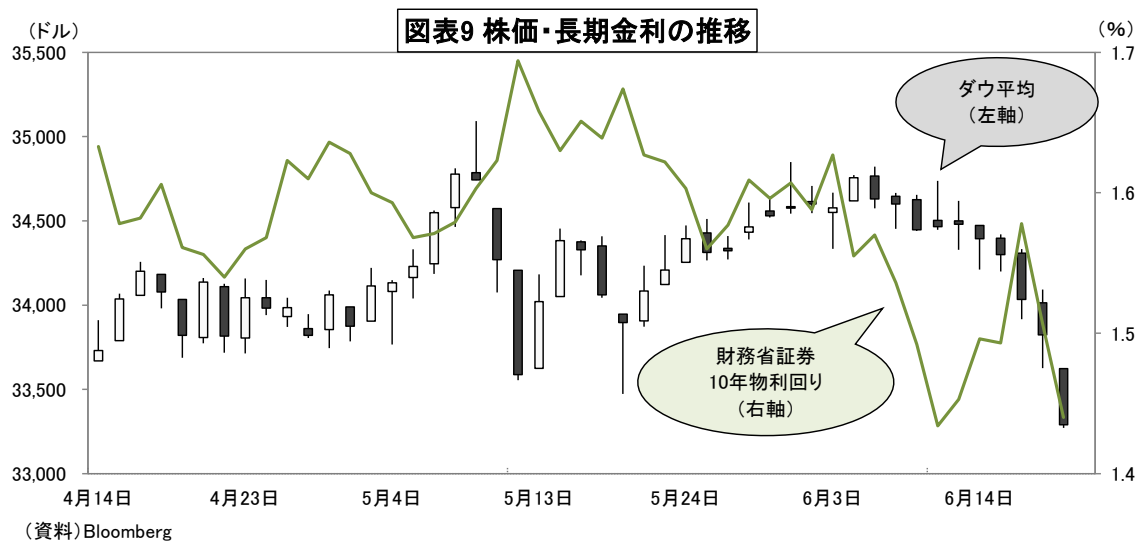
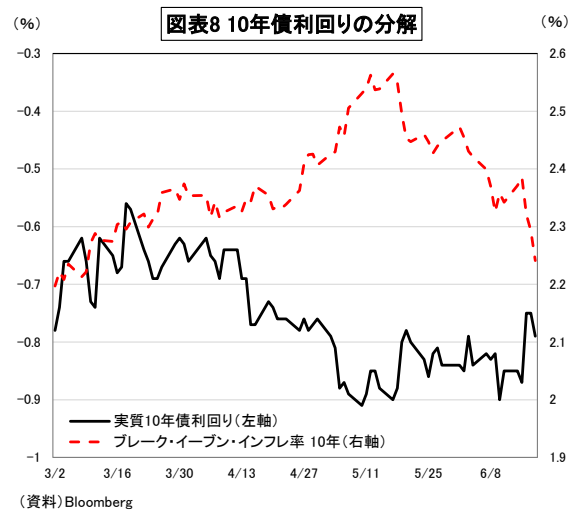
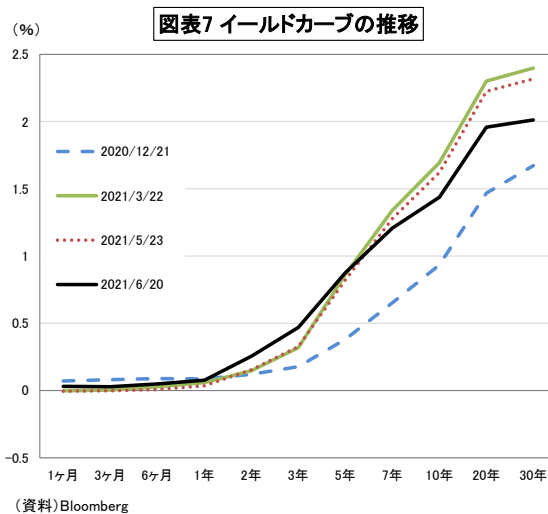
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

**長期金利：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4月から5月にかけて顕著であった実質金利の低下が6月に入り一段落した。一方で、インフレ率の加速は一時的との認識が広まるにつれて期待インフレ率(ブレイク・イーブン・インフレ率)が低下したことで長期金利(10年債利回り)は大きく低下し1.5%前後での推移となっている。また6月FOMCを消化する過程では、振れ幅の大きい展開となった。

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、しばらくは低位で安定するのではないだろうか。ただし、足元の金利の低下ペースが急だったこともあり、レンジとしては1.6～1.7%程度を予想する。



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、足元でもタカ派な印象を与えた6月FOMCを嫌気して下落基調となっている。

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ボラタイルな展開が続きそうだ。

(21.6.21 現在)

回復基調は続くもその勢いが弱まった中国経済

～引き続き金融・財政政策運営の動向等を注視～

王 雷軒

要旨

5月の主要経済指標は、消費の回復が加速したほか、サービス業生産の回復も速まった一方、固定資産投資が弱かったほか、輸出も鈍化した。中国経済の回復基調は維持されているものの、伸び悩んでいるように思われる。

こうしたなか、金融・財政政策運営の動向に注目が集まっている。急激な人民元高・ドル安を阻止するため、金融当局は6月15日に銀行の外貨預金準備率の引き上げを実施した。今後、金融政策を現行の引き締め気味からやや緩和に転じる可能性があり、その動向に注目したい。

また、国有土地使用権譲渡収入の徴収体制の変更もあったが、今のところ影響は限定的とはいえ、今後、中央政府による同収入の用途に対する規制が強まると予想される。地方政府財政への影響が多かれ少なかれ出ると見られるため、その動向を含む財政政策運営の動向にも注目したい。

新型コロナ感染状況： 依然として予断を許さない状態が続いている

中国では新型コロナ感染の再拡大は抑制されているものの、依然として予断を許さない状況が続いている。21年5月中旬に遼寧省・安徽省で少数ながらも新型コロナ感染者が発生したが、5月下旬後も広東省で新たな感染者の発生を受けて指定地域で封鎖式管理に踏み切り、市民へのPCR検査などが実施された。

依然として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が大きいと見られるため、ワクチン接種が著しく加速している。中国国家衛生健康委員会によると、6月20日時点での全国累計接種回数は10.3億回、100人当たりの接種回数は71.5回となっている。

このように、新型コロナ感染の散発的な発生による影響もあって、中国経済の回復基調は維持しているものの、その勢いが弱まっていると見られる。以下、5月分の主要経済指標の動向を確認したい。

鉱工業生産は鈍化、サービス生産の回復は加速

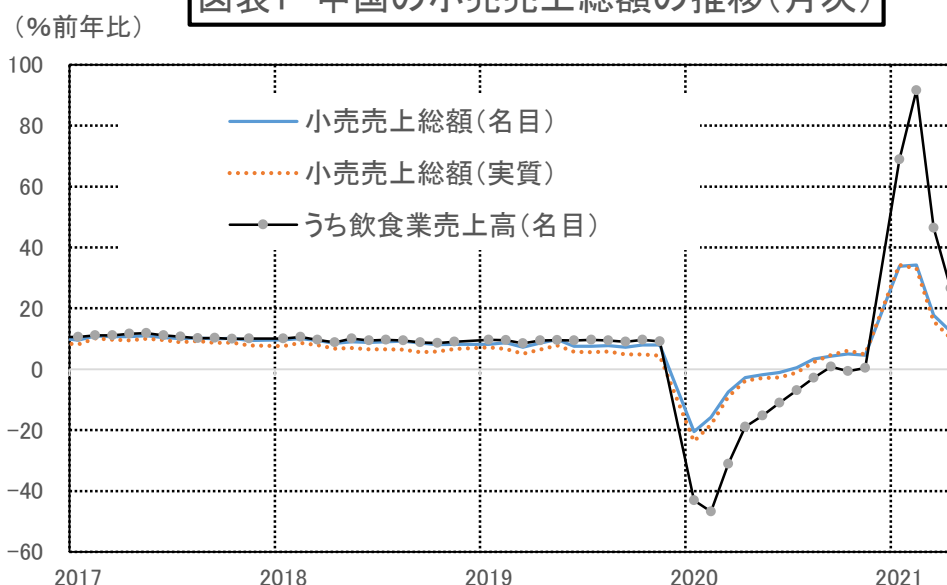
5月の鉱工業生産（実質）は前月比0.52%と4月（0.52%）の伸びと変わらずであった。その背景には、半導体供給不足による影響で自動車生産が前年比▲4%と急減速したほか、原材料価格

の急上昇による影響もあると考えられる。

また、19年同期比で13.6%、国家統計局が20年5月の前年比と21年5月の前年比を幾何平均により計算した21年5月の幾何平均値（以下、幾何平均値）が6.6%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に変わりはないが、4月（同6.8%）に比べて勢いが鈍化したと言えよう。

一方、5月の全国サービス業生産指数は前年比12.5%と4月（同18.2%）から鈍化したものの、幾何平均値が6.6%と4月（6.2%）から加速した。また、国家統計局が発表した5月の製造業購買担当者景気指数（PMI）は51.0と、4月の51.1から0.1ポイント低下したものの、15ヶ月連続で景況感の分岐点となる50を上回った。

図表1 中国の小売売上総額の推移(月次)



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は21年5月。

個人消費の回復は加速したと見られる

さて、需要項目別の状況を確認すると、消費の回復は依然道半ばだが、足元では加速したと見られる。前年同期の低い伸びからの反動が徐々に弱まり、5月の小売売上総額は名目で前年比12.4%と4月（同17.7%）から伸びが鈍化した。物価変動を除いた実質ベースでの伸び率も前年比10.1%となった（図表1）。

一方、19年同期比は9.3%となり、4月（同8.8%）から加速した。また、前月比と幾何平均値はそれぞれ0.81%、4.5%と4月（同0.25%、4.3%）から伸び率が高まった。5月入り後、消費促進策の効果が出現しつつあることに加え、これまで出遅れ

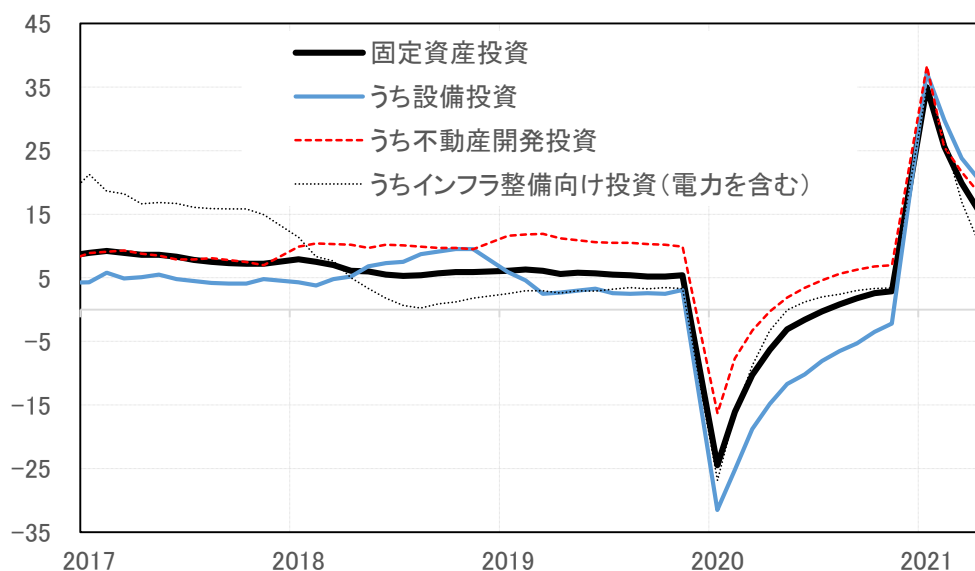
ていた飲食業の回復も加速したことが挙げられる。実際、国家統計局によれば、5月の飲食業収入の幾何平均値は1.4%と依然として低い水準に留まっているものの、4月（同0.4%）から加速した。

ただ、国家統計局によると、労働節（メーデー）連休（5月1日～5日）中、観光収入は新型コロナ前の水準の77.0%まで回復した。しかし、端午節（6月12～14日）連休中の消費動向を確認すると観光収入は新型コロナ前の74.8%までしか戻らないなど、飲食業や観光業の完全な回復までになお時間がかかる見込みだ。一方、EC大手の京東が行った618オンラインセール（アリババの独身の日に行うセールに次ぐ規模）の売上（6月1～18日）は3,438億元（約5.8兆元）、前年比27.7%となるなど、ネット販売の好調さは続いている模様だ。

先行きについては、調査失業率の継続的な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が顕在化すると見込まれることから、消費の回復は継続する見込みである。ただ、広東省での新たな新型コロナ感染確認などが消費の抑制要因となる可能性もあり、完全な回復までになお時間がかかると考えている。

(%前年比)

図表2 中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料)中国国家统计局、Windより作成、(注)年初来累積、直近は21年1～5月期。

設備投資の回復は加

設備投資の回復は加速したものの、固定資産投資全体は弱か

速も、固定資産投資全体は弱かった

った。前年同期の低い伸びからの反動が徐々に弱まっており、1～5月期の固定資産投資も前年比15.4%と、1～4月期（同19.9%）からは鈍化した（図表2）。前月比も0.17%と4月（0.93%）から鈍化した。

他方、19年同期比と幾何平均値はそれぞれ8.5%、4.2%と1～4月期（同8.5%、3.9%）から横ばい、小幅ながら加速した。

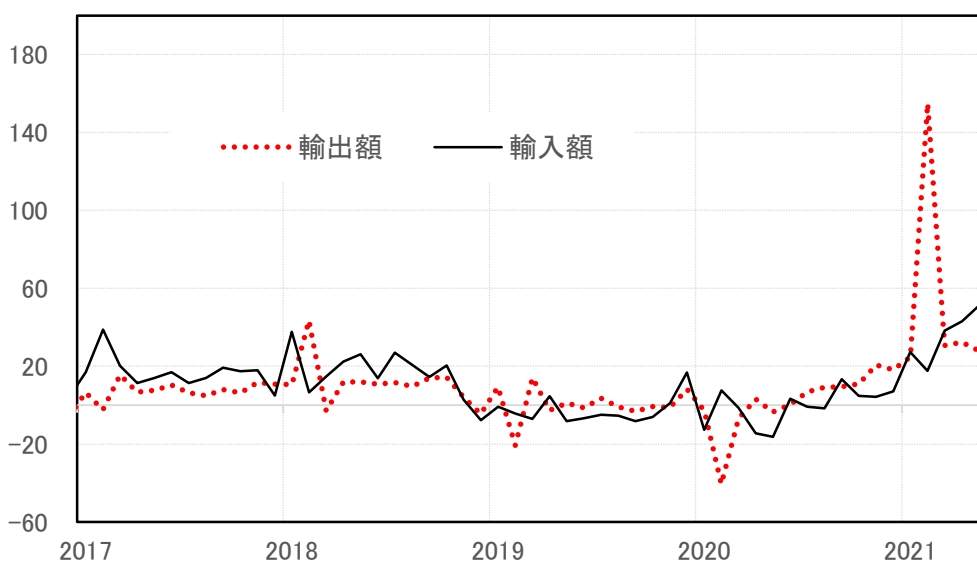
幾何平均値を投資分野別にみると、設備投資、インフラ整備向け投資、不動産開発投資がそれぞれ0.6%、2.6%、8.6%と1～4月期（▲0.4%、2.4%、8.4%）からはいずれも加速した。不動産開発投資とインフラ整備向け投資に比べて設備投資の伸びは低い水準に留まっているものの、足元の伸び幅は大きかった。

先行きは、5月入り後の地方政府の特別債券の発行・利用の加速を受けて新規着工事業への投資額（計画ベース）が大きく伸びたことや、固定資産投資に用いる資金規模が大きく増大したほか、5月の建築業ビジネス活動指数も60.1と4月（同57.4）から拡大したことなどから、全体として緩やかな回復が続くだろう。

ただ、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ていることで、不動産開発投資の伸びが高まりにくいほか、設備投資の慎重な姿勢はしばらく続くものと見られるため、固定資産投資全体が大きく加速する可能性は低い。

図表3 中国の輸出入額(ドル建て)の推移

(%前年比)



(資料)中国海関総署、Windより作成、直近は21年5月。

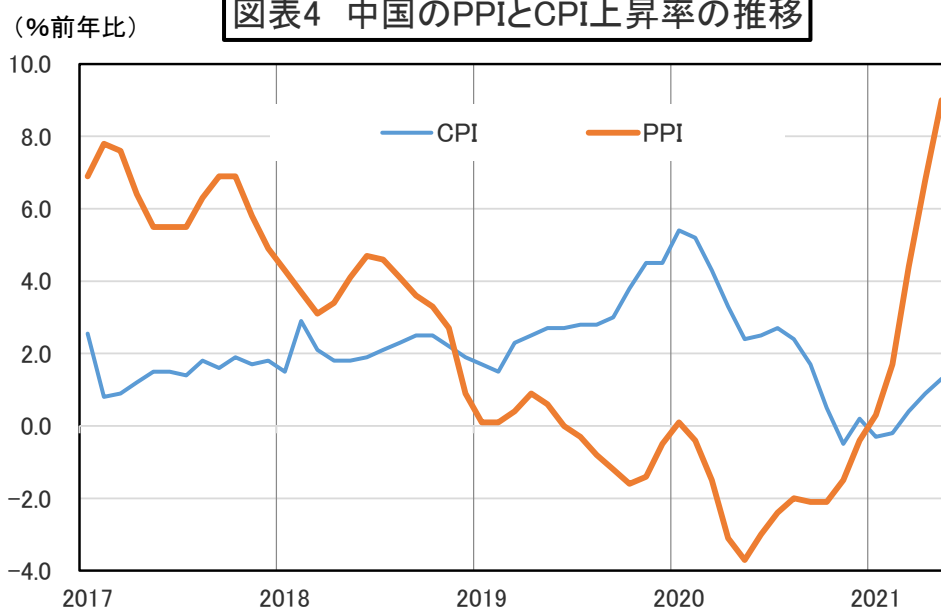
輸出は底堅さを維持も鈍化した

外需に目を向けると、輸出は底堅さを維持しているものの、足元鈍化した。5月の輸出額（ドル建て）は前年比27.9%と依然高い伸びとなったものの、4月（同32.3%）から鈍化した（図表3）。一方、国際商品価格の急騰もあって、輸入額（ドル建て）は前年比51.1%と11年1月以来の大幅な伸びとなった。

1～5月期の輸出額を国・地域別にみても、米国向けは同49.8%、EU向けは同38.0%、アセアン向けは39.3%、日本向けは17.3%と、1～4月期からアセアン以外はすべて鈍化した。その背景には、前年同期の低い伸びからの反動が徐々に弱まり、ベース効果が剥落したことや、人民元高・ドル安の進行や輸出拠点である広東省での新型コロナ感染拡大が挙げられる。

先行きについては、海外経済の回復による波及効果が期待される一方、G7で採択された共同声明を受けて米中摩擦の激化懸念が強まるなど対外関係をめぐる不確実性や不透明性が依然大きいことから、底堅さは続くものの、増勢は徐々に鈍化してくると見込む。

図表4 中国のPPIとCPI上昇率の推移



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は21年5月。

CPI・PPI 上昇率はさらに高まった

5月の消費者物価指数(CPI)は前年比1.3%と3月(同0.4%)、4月(同0.9%)から小幅ながら伸びを高めた(図表4)。食品・エネルギーを除くコアCPIは同0.9%だった。豚肉は前月比▲11.0%、前年比▲23.8%と、引き続きマイナス幅が拡大したものの、航空運賃やガソリンなどの交通通信の上昇率が拡大したこ

とが伸び率拡大の主因である。なお、前月比も▲0.2%と3月(▲0.5%)、4月(▲0.3%)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、5月の生産者物価指数(PPI)は前年比9.0%と3月(同4.4%)、4月(同6.8%)から伸び率を大きく高め、08年9月以来の高い伸びとなった。内訳をみると、生産財は同12.0%と3月(同5.8%)、4月(同9.1%)からさらに加速、このうち採掘工業・原材料はそれぞれ36.4%、18.8%と4月から上昇率が高まった。前月比も1.6%と4月(0.9%)から拡大した。

PPI上昇率が高まった背景として、前年同期のPPIが低かったことや、銅や原油などの国際商品価格が急騰していることが挙げられる。今後、ベース効果が剥落してくるほか、国際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、国务院常務会議で価格高騰を抑制する方針が示されており、備蓄の放出や投機的な行為への取り締まりを強化していることから、上昇率は鈍化する可能性が高いと思われる。

図表5 人民元レートの推移



(資料)Windより作成、直近は21年6月21日。

14年ぶりの外貨預金準備率を引き上げ

以上のように、景気はやや伸び悩んでいる状態にあると見られるなか、年後半の金融・財政政策運営の動向が注目されている。足元では、まず急激な人民元高・ドル安を抑制するための措置が実施された。

20年後半以降、人民元の対ドルレートは上昇基調で推移、21年5月末には1ドル=6.36元台と3年ぶりの水準まで高まった

国有土地使用権譲渡 収入の徴収体制の変 更

(図表5)。20年5月からの1年で13%、5月だけでも1.7%上昇するなど、足元では急激な人民元高・ドル安が進行していた。

18年入り後、米中経済・通商摩擦の激化が懸念されるなか、中国経済の先行き不透明感が高まったほか、新型コロナ感染対策による影響で20年1~3月期に中国経済が急失速したことなどを背景に、20年前半まで元安が進行した。しかし、20年後半以降、中国経済が順調に回復し始めたほか、主要国が大規模な金融緩和・財政出動を実施したことなどをを受けて人民元買いドル売りが進み、人民元高・ドル安基調となっていた。

しかし、人民元高基調がさらに強まれば、輸出を下押しするリスクもあり、当局は投機的な動きを抑制するための強い措置をとることに踏み切ったと思われる。5月31日、中国人民銀行(中央銀行、PBOC)は金融機関から強制的に預かる外貨の預金準備率(外貨預金準備率)を6月15日から2ポイント引き上げて7%にすると発表した。今回の引き上げは14年ぶりとなるが、中国の金融資本市場の外貨流動性を減らし、急激な人民元高・ドル安の進行に歯止めをかけることを意図したものと思われる。

今回の措置を受けて、人民元対ドルレートは6月18日に1ドル=6.44元台に下落するなど、人民元高ドル安が一服した模様である。ただし、中国経済の底堅さなどから、外貨の調達コストを引き上げても、緩やかな人民元高基調が今後も続く可能性は高いと見られる。

金融当局は6月15日に銀行などの外貨預金準備率の引き上げを実施したが、今後、当局は経済回復の状況を見極めながら、次ぎの一手としてローンプライムレート(LPR)の引下げなど、金融政策を現行の引き締め気味からやや緩和に転じる可能性があり、金融政策運営の調整の有無などに注目したい。

また、財政関連の動きについても紹介しておこう。財政部(日本の財務省に相当)のホームページによると、6月4日、財政部・自然資源部・国家税務総局・中国人民銀行は「税務局による国有土地使用権譲渡収入を含む4種類の政府非税収入の徴収に係る問題に関する通達」(以下、通達)を発表した。

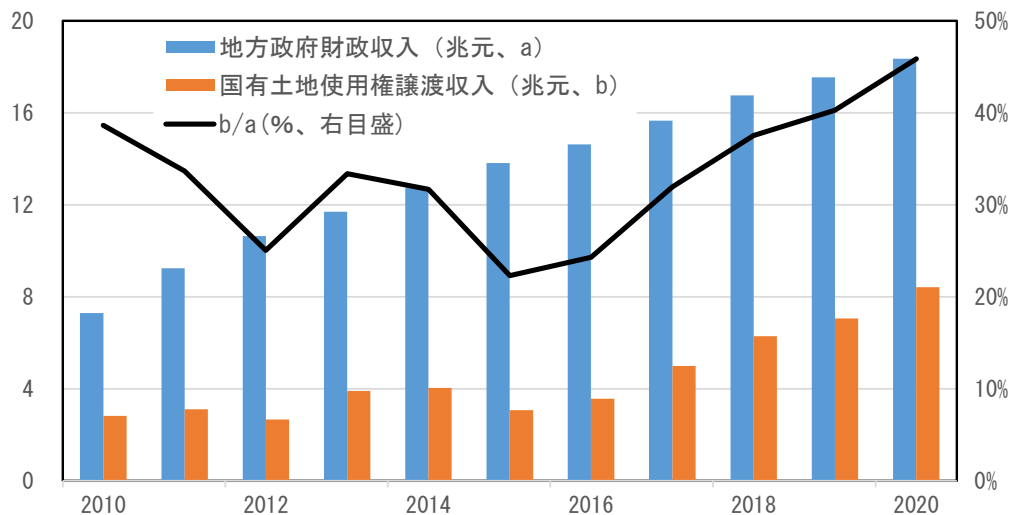
通達によると、国有土地使用権譲渡収入の徴収体制について、自然資源部から国家税務総局へ変更し、7月1日から河北省、内モンゴル自治区、上海、浙江省、安徽省、青島、雲南省で試行が開始され、22年1月1日に全面実施するとした。一方、国家税

務総局体制下で徴収される同収入の使用や管理については、従来の規程に沿って引き続き行われることが決定された。

地方政府財政収入に占める同収入の割合を確認すると、近年上昇傾向を辿っており、20年には46%に達した(図表6)。同収入に併せて不動産関連税収としての耕地占有税、土地増値税、契税(不動産取得税に相当)、土地使用税、房産税(固定資産税に相当)で合計される「土地財政収入」は地方政府財政収入の大半を占めるようになっている。

このように、土地財政、特に国有土地所有権譲渡収入に依存する地方政府にとって、今回の徴収体制の変更のみで収入の使用や管理方法が変わるわけではないため、受ける影響は今のところ限定的だ。ただし、20年9月に公布された「農村振興を優先的に支援するため、土地譲渡収入の使用範囲に係る調整・改善に関する意見」では、21年から農業農村への投資に用いる土地譲渡収入の割合を徐々に高め、現在の6%前後から25年には50%以上にするという目標を掲げていることから、今後は、中央政府による同収入の用途に対する規制が強まると予想され、地方政府財政への影響が多かれ少なかれ出ると見られる。その動向にも引き続き注目したい。

図表6 国有土地所有権譲渡収入の推移



(資料) 中国財政部、Windより作成、

(注) 地方政府財政収入は地方財政調節基金及び使用繰越・余剰を含まない。

(21. 6. 21 現在)

コロナ危機からの回復と労働市場のミスマッチ

～欧州で賃金上昇による物価の押し上げは起こるのか？～

山口 勝義

要旨

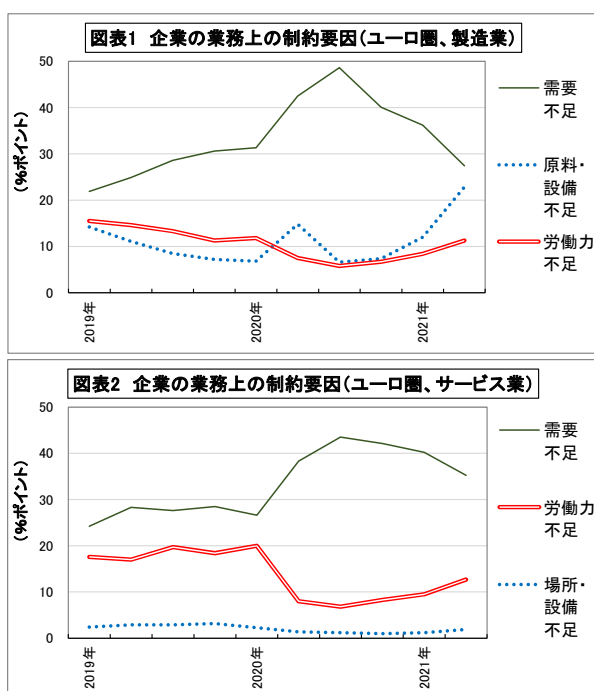
コロナ危機からの回復によりユーロ圏でも求人と求職のミスマッチが現れつつある。しかし労働市場の過熱は考え難く、また一部の業種の賃金上昇の影響も限定的とみられる。このため、賃金上昇を通じ物価上昇が促され、金融緩和が転換を迫られる可能性は小さい。

はじめに

コロナ危機からの景気回復で欧州に先行する米国では、求人は急増する一方で、就業者がそれに応じて増加してはいない実態が4月の雇用統計で明らかになり、注目を集めた^(注1)。この就業者の伸び悩みの要因としては、失業給付金の手厚い支給がとりわけ低賃金の職種で労働への復帰意欲を削いでいる可能性や、学校の再開が途上であることで保護者の職場復帰が進んでいない可能性などが指摘された。

では、このような求人と求職のミスマッチは米国に特有の現象なのだろうか。欧州でも類似のミスマッチが発生し、かつこれが長期化するならば、賃金に上昇圧力がかかり物価上昇を促すことも考えられる。そしてこの物価上昇は、長く続いてきた金融緩和の転換を通じて、コロナ危機の下で債務が積み上がり、また資産バブルの気配も見られる欧州経済を混乱に陥らせることにも繋がりがかねない。

欧州では失業者のほか休業者などを含む労働市場の緩みである「スラック」がしばらくは残存し、この間は、基本的に需要は弱く需給ギャップは解消されにくい状態が続くものとみられてきた。このため、資源価格の上昇などのコストプッシュで一時的な物価の上昇はあるとはしても、



(資料) 図表1、2は、Eurostatのデータから農中総研作成

ディマンドプルによる本質的で持続的な物価上昇に至る可能性は、当面のところは小さいものと考えられている^(注2)。

はたしてこうした見方を修正する必要があるのだろうか。確かに欧州でも、業務上の制約要因を問う欧州委員会による調査では、ユーロ圏の企業の間で圧倒的な大きさを占めていた「需要不足」が後退し、その一方で「労働力不足」が浮上しつつある(図表1、2)^(注3)。本稿では欧州の労働市場の実態を探り、それが物価動向に及ぼす影響について検討することとしたい。

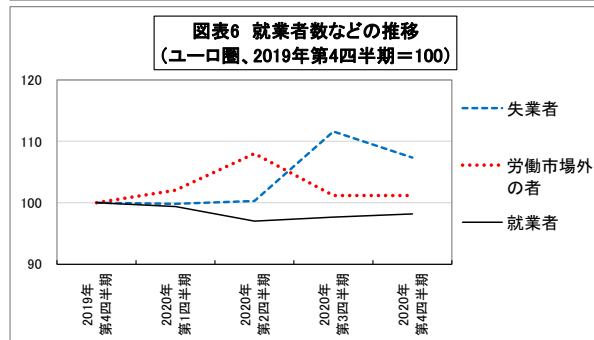
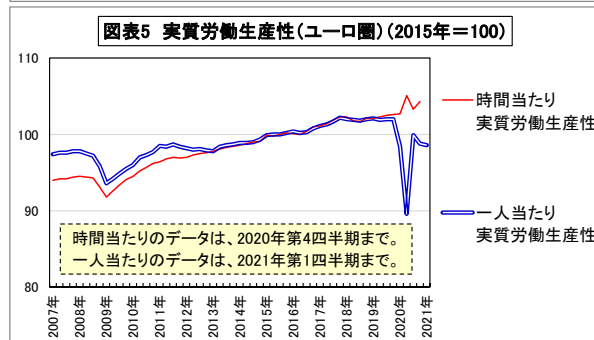
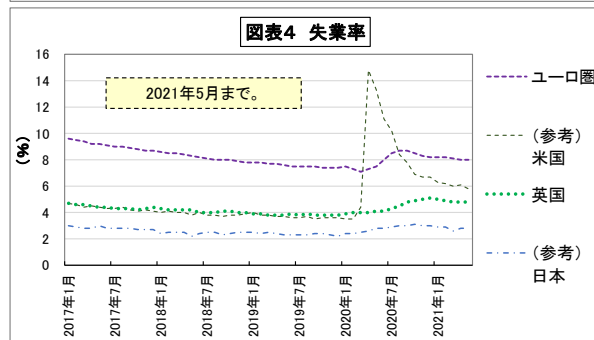
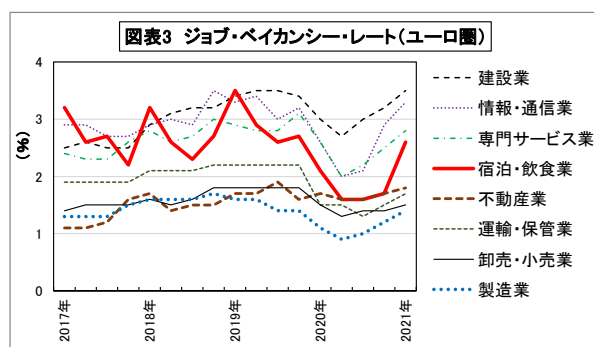
やはり緩やかな「スラック」の縮小

この求人と求職のミスマッチは、採用未了の求人の比率を示すジョブ・ベイカンシー・レートの上昇にも現われている(図表3)^(注4)。特に、景気回復への期待感が強まり始めた2021年第1四半期以降には、この比率はこれまで強い逆風下にあった宿泊・飲食業で上昇が顕著である。

ただし、ここで特徴的であるのは、この未充足の求人比率にしても、先の業務上の制約要因としての「労働力不足」にしている点である。つまり、ユーロ圏では労働市場が締まりつつあるとはいえ、過熱感を伴うに至っているとは言い難い^(注5)。

もともと米国とユーロ圏の間には、労働市場に大きな構造的な相違点が存在している。米国ではその流動性が高く失業者数や就業者数は短期間に大幅に変動するのに対し、ユーロ圏ではこうした現象は一般的ではない。しかも今回の危機でユーロ圏の各国は、就労時間を短縮しつつも雇用を維持する短時間労働制度や企業に対する各種の支援制度の拡充を図り、失業者への対策以前に、失業者の急増自体を回避する対策に注力してきている。この結果、ユーロ圏の失業率はより安定的に推移している(図表4)。また、一人当たりの労働生産性はコロナ危機下では時間当たりのそれに対して大幅な下振れとなっているが、これは、かつての世界金融危機やユーロ圏の財政危機の際以上に、今回、強力な雇用維持対策が打たれた事実を反映するものでもある(図表5)。

今後は移動等の制限措置の段階的な緩和などを受け短時間労働の解除や就業予備軍のプールからの職場復帰が徐々に進



(資料) 図表3～6は、Eurostatのデータから農中総研作成

行するものとみられ、引き続き労働市場の過熱は考え難い(図表6)^(注6)。こうした下では「スラック」の縮小は緩やかであると見込まれ、「経済の需給ギャップが解消されにくい状態が続くことで物価上昇は起こりにくい」とする従来の見方を修正する必要性は乏しい、と考えられる。

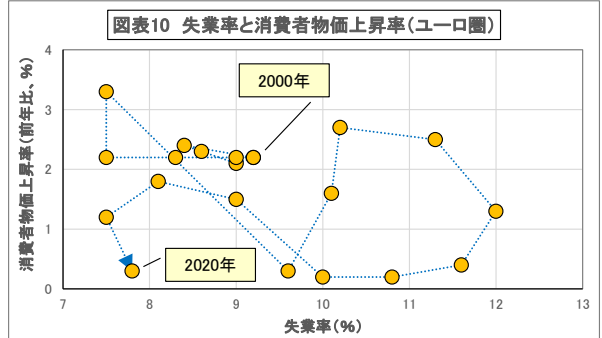
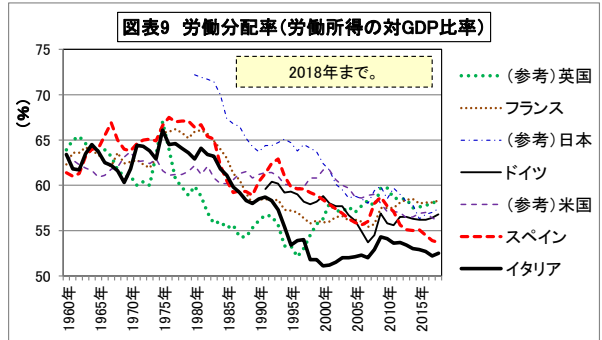
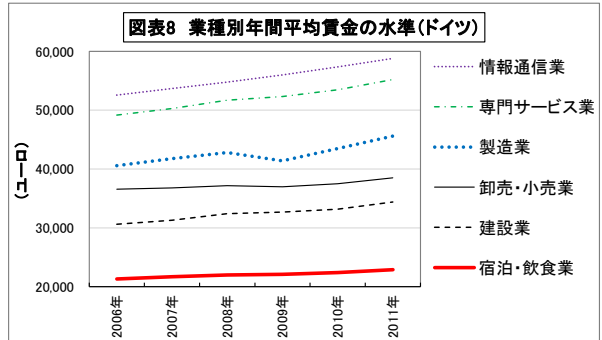
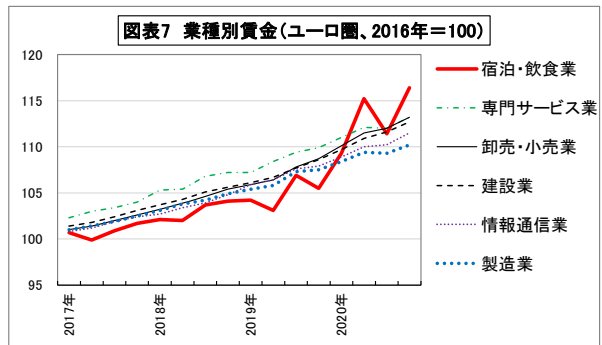
限定的である一部の賃金上昇の影響

上記のようにユーロ圏の労働市場には全体として過熱感は認められないが、では実際の賃金動向はどのようなのであろうか。求人と求職のミスマッチが窺われる宿泊・飲食業では、実際に賃金水準の上昇の動きも現れており、これをどう評価するかが次のポイントとなる（図表7）。

この宿泊・飲食業における賃金の上昇は、採用難による雇用市場の過熱よりも、むしろ低賃金労働者の失業や労働市場からの離脱が賃金水準の平均を押し上げた結果である可能性もある。また、仮に採用難が賃金上昇に影響を与えているとしても、宿泊・飲食業はもともと賃金水準が低い業種である事実が注目される（図表8）。つまりこの点からは、この一部の業種での賃金の上昇が経済全体の賃金水準を左右し、ひいては物価動向に影響を及ぼす可能性は限られるということになる（注7）。

このほか、経済全体の賃金や物価の動向を考えるに当たっては、近年の経済における構造的な変化も考慮に入れる必要があるものとみられる。その第一は、長期的な趨勢として労働分配率の低下が生じ、賃金の上昇が下押しされる傾向が現れている点がある（図表9）（注8）。そして第二としては、失業率と物価上昇率の関係を示すフィリップス・カーブの形状変化に示されるように、失業率の変化が物価上昇率の変化に対応しにくくなっている実態が指摘できる（図表10）（注9）。

以上の議論をまとめれば次のとおりである。コロナ危機からの回復により、ユーロ圏においても求人と求職のミスマッチが現れつつある。しかし、労働市場は今後も過熱感を生じるとは考え難く、「スラック」の縮小は緩やかなものに留まるも



（資料）図表7、8、10はEurostatの、図表9はILOの、各データから農中総研作成

のとみられる。一方、一部の業種では賃金の上昇も認められるが、これが経済全体に大きな影響を及ぼすとは見なし難い。このため、「賃金の上昇を通じ物価上昇が促され金融緩和が転換を迫られる可能性は小さい」、と結論付けることができる。

おわりに

折から欧州では、7月中旬に欧州連合(EU)域内の成人の70%にワクチン接種を完了し集団免疫を獲得できるとの見通しの下で、夏の休暇シーズンに向けて景気回復への期待感が急速に高まってきている。

また、世界では一挙に回復する需要に対し需給のミスマッチに直面するのは人材だけではなく、鉱産物や農産物なども同様の状況の下にある(図表11)。

こうして市場が物価動向と中央銀行の政策に神経質になるのは当然の成り行きであるが、欧州中央銀行(ECB)は6月10日に消費者物価上昇率の予測値を引き上げたものの一時的要因が薄れるに従い鈍化するとし、またラガルド総裁は記者会見で債券買い入れの出口戦略の議論は現時点では時期尚早であると強調している。

(注1) 米国では、3月の求人件数8,288千件に対し、5月7日発表の4月の雇用統計では非農業部門就業者数は前月比266千人の増加に留まった。その後も、4月の求人件数9,286千件に対し、6月4日に発表された5月の雇用統計で非農業部門就業者数は前月比559千人の増加となり、企業による人材の確保が順調ではない状況が改めて示された。

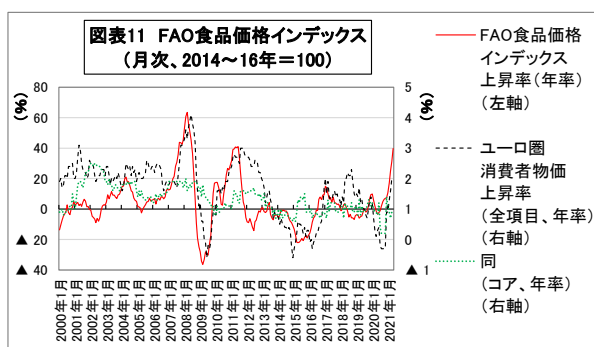
(注2) この点については、次を参照されたい。

- ・ 山口勝義「21年の欧州経済、インフレ回帰による波乱はあるのか?」(『金融市場』2021年3月号所収)
- ・ 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3) 欧州委員会は、製造業では欧州連合(EU)の約38千社(うちユーロ圏で約25千社)、サービス業ではEUの約44千社(うちユーロ圏で約27千社)を対象に定期的に調査を実施している。業務上の制約要因に関する調査では、製造業については「なし」、「需要不足」、「労働力不足」、「原料・設備不足」、「資金不足」、「その他」、サービス業については「なし」、「需要不足」、「労働力不足」、「場所・設備不足」、「資金不足」、「その他」のそれぞれについて、「該当する」、「該当しない」のいずれかで回答を求めている。図表1、2は各項目について「該当する」と回答した企業の割合(%)から「該当しない」と回答した企業の割合(%)を差し引いた%ポイントである。

(注4) ジョブ・バイカンシー・レートは、採用が未了のポジション数を、採用済みのポジション数と採用未了のポジション数の合計で除したものである。

(注5) 米国では、(注4)と類似の統計である労働省発表のジョブ・オープニングズ・レートは、全業種で2021



(資料) FAO のデータから農中総研作成

(注) コアは、エネルギー、食品、酒、タバコを除外したものの。

確かに、今後は気候変動対策でエネルギー転換や国境炭素税の導入などが進むに伴い、新たな物価上昇要因が加わることも見込まれる。しかし、当面のコロナ危機からの景気回復の過程で生じる労働市場のミスマッチについては、賃金に上昇圧力がかかり物価上昇を促すことで現行の金融緩和が転換を迫られる、という展開となるとは考え難い。(21.6.21現在)

年3月は5.4%、4月は6.0%であり、2019年中の水準(4.2%~4.7%の範囲で推移)を既に超えている。

(注6) Eurostatでは、ILOの定義を踏まえ、国民を「employed」、「unemployed」(これら2者の合計が「active population」)、「economically inactive」に分類しているが、図表8では「employed」を「就業者」、「unemployed」を「失業者」、「economically inactive」を「労働市場外の者」と表記した。なお、コロナ危機の下で、新たに「労働市場外の者」に移行した者の例としては、労働市場の環境悪化に伴い職探しをあきらめた失業者、子弟の学校の閉鎖により在宅を強いられ退職した者、などが挙げられる。

(注7) しかも、全就業者数に占める宿泊・飲食業の就業者数の比率は、2020年時点で、ドイツで3.1%、フランスで3.7%、イタリアで5.7%、スペインで7.5%、などと限られたものである(ILOのデータによる)。

(注8) 労働分配率が低下傾向にある要因としては、労働組合への加入率の低下に伴う労働者の交渉力の低下、企業の株主重視の姿勢の強まり、サービス産業化が進む中での全体的な賃金水準の低下、などが考えられる。

(注9) フィリップス・カーブのフラット化(横軸に失業率、縦軸に物価上昇率を取った場合)の要因としては、賃金には下方硬直性があるため景気後退局面で賃金を十分に下げられないため、その後の景気回復局面でも企業が引き上げに消極的になっている可能性、景気拡大局面においても将来の不透明感の強まりから企業が賃金引き上げを抑制している可能性、などがある。また、(注8)の労働分配率の低下の諸要因が影響を及ぼしている可能性も考えられる。

中国の地方政府が発行する「再融資債」をめぐる動向

王 雷軒

要旨

20年12月以降、中国の地方債のうち、満期が到来した既発債の借り換えのために発行する「再融資債」の発行額が急増したほか、再融資債券の目論見書に明示された用途についての記述も変更された。再融資債発行で調達された資金は、①満期債券の償還、②非債券形式の法定債務への償還、③認可された一部の県政府・市政府管轄区で隠れ債務の処理に利用されていると考えられる。

再融資債発行による隠れ債務の処理は長期的に考えれば適切な措置であるが、短期的には財政・金融市場への悪影響を及ぼすだけでなく、地方財政の健全性悪化の可能性もありうると考えられる。さらに、再融資債券発行の急増により、景気への下押し圧力が顕在化する懸念もある。そのため、今後の動向に引き続き注目していきたい。

はじめに

ここ数年、中国では地方債の発行規模が拡大傾向にあり、足元では地方債のうち、満期が到来した既発債の借り換えのために発行する「再融資債」の発行額が急増しているほか、再融資債券の目論見書に明示された用途についての記述も変更され、金融資本市場からの注目度が高まっている。

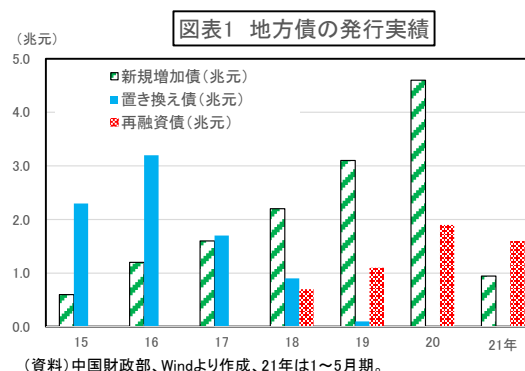
中央政府は、14年に地方政府融資平台等を通じた資金調達で積みあがった地方政府債務に対し、18年以降、借り換え債（以下、置き換え債）とは別に、冒頭の再融資債発行も正式に認めており、償還を繰り延べることが可能となっている。

そこで、このレポートでは、地方債の分類や発行経緯を概観したうえで、再融資債の発行動向や用途の変化を確認し、財政・金融市場、経済に及ぼす影響などについて考察する。

地方財政と地方債発行の経緯等

地方政府の財源は、主に①国有土地使

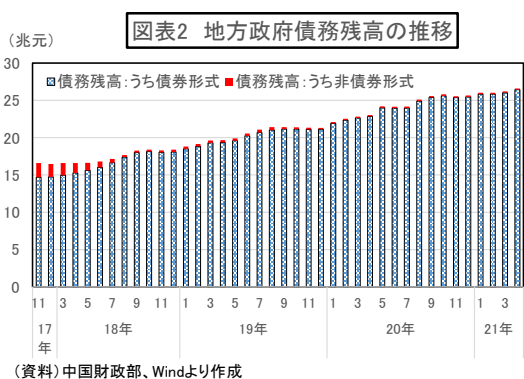
用権譲渡収入、②税収、③地方債がある。地方債は地方政府が収益性のあるプロジェクトの資金調達のために発行する特別債（専項債、レベニュー債に相当する）と一般公共预算赤字を補填するための一般債の2種類に分けられる。



また、18年の置き換え債発行の終了に伴い、最近の用途別では、新規増加債（一般債＋特別債）と再融資債（一般債＋特別債）に分けられており、それぞれの発行実績は図表1の通りである。

実は、14年まで中国では地方債の発行は旧予算法（95年施行）で禁じられていた。そのため、地方政府は国有土地使用権

譲渡収入と税収に依存していたが、旺盛なインフラ整備向け投資需要を満たすため、地方政府融資平台（LGFV: local Government Financing Vehicles）と呼ばれる法人を設立し、資金調達を行った。しかし、地方政府のLGFVが発行する「城投債」による資金調達規模は急拡大し、その実態が不透明であったほか、資金調達コストの高さもあり、地方政府の財政リスクの一つとなった。



そのため、中央政府は14年に予算法を改正し、省政府に対して全人代が決定する年間限度枠を上限として地方政府独自の債券発行を認めた。同時に、地方政府が抱える債務の透明化を高め、LGFV債等の借り換えを目的とした置き換え債の発行（債券化）を15年に開始、18年にその発行をほぼ終了した（図表1）。

しかし、一部の地方政府が債務の過小申告（隠れ債務とも呼ばれる）を行ったほか、15年以降にもLGFV債の新たな発行に加えて地方政府の資金調達の新たな手段として活用されたPPP（官民連携）による債務の増加も発生したため、地方政府債務をめぐるリスクは蓄積され続けてきた。

そのため、19年5月からは、債務返済圧力が高く、税収が少なくかつ、土地所有権譲渡収入もあまりない一部の県レベルの政府を対象に、14年末以前の未認定の

隠れ債務や以降のLGFVやPPPによる債務を借り換えるため、地方債の発行が認められるようになった。

財政部によれば、19年は、湖南省などの6つの省の一部の県政府が1,639億元の地方債を発行した。20年入り後、他の省も「積極的」に申請を行い、財政部によって認定された県レベル政府の数が拡大したほか、市レベル政府の管轄区も申請できるようになった。

隠れ債務の規模は制度上認められる正式な地方政府債務（法定債務）の規模を超えるとの推計もあり、金融リスク防止の観点から無視できない問題となっていると指摘されている。これに加えて、14年に地方政府の法定債務として認められたものの、個別の地方政府は置き換え債の発行で対処せず、21年4月末時点、未だに統計上、非債券形式の債務残高として1,751億元が債券形式より小額ながら残っており、その消化も必要であろう。（図表2）。

以上の内容を踏まえると、再融資債の資金用途については、①満期債券の償還、②非債券形式（1,751億元）の法定債務の償還、③認可された一部の県政府・市政府管轄区での隠れ債務の処理、に利用されていると考えられる。ただし、実際の用途別の利用額は不明であるものの、発行された再融資債券の大半が①に利用されていると見られるため、償還に伴う債務残高の急増が実際に発生しているわけではない（図表2）。

再融資債券発行の急増と用途の変化

このように、満期債を償還するだけでなく、「隠れ債務」や非債券形式の法定債務への対応も必要となっていたため、20

年12月以後、再融資債券の発行額は急増したほか、個別の地方政府が発行した再融資債券の目論見書に明示された用途についての記述も変わったと考えられる。

図表3 地方政府債券発行額の推移(月次)

		地方政府債券発行額	用途別:新規増加債券	うち一般債券	うち特別債券	用途別:再融資債券	うち一般債券	うち特別債券
19年	1月	4,180	3,688	2,276	1,412	492	359	133
	2月	3,642	3,274	1,607	1,667	368	318	50
	3月	6,245	4,886	1,304	3,582	1,359	1,031	328
	4月	2,267	1,093	456	637	1,174	866	308
	5月	3,043	1,657	355	1,302	1,386	1,109	277
	小計	19,377	14,598	5,998	8,600	4,779	3,683	1,096
20年	1月	7,851	7,851	702	7,148	0	0	0
	2月	4,379	4,379	2,029	2,350	0	0	0
	3月	3,875	3,194	1,863	1,331	681	470	211
	4月	2,868	1,202	509	693	1,666	1,158	507
	5月	13,025	10,398	418	9,980	2,627	2,297	329
	小計	31,997	27,023	5,521	21,502	4,974	3,926	1,048
21年	1月	3,623	0	0	0	3,623	2,128	1,496
	2月	557	0	0	0	557	295	262
	3月	4,771	364	100	264	4,407	2,688	1,718
	4月	7,758	3,399	1,343	2,056	4,359	2,976	1,383
	5月	8,753	5,701	2,181	3,520	3,052	2,048	1,004
	小計	25,462	9,464	3,624	5,840	15,998	10,135	5,864

(資料)中国財政部、Windより作成

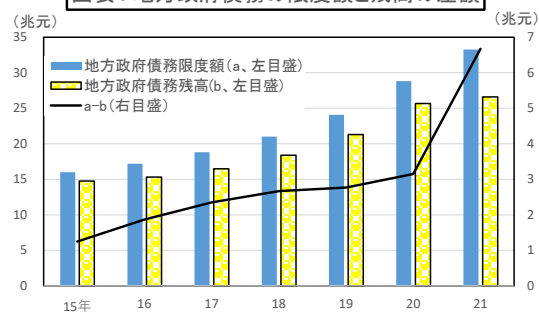
まず、地方債の発行動向を確認してみよう(図表3)。足元の新規増加債券の発行は進まず遅れていることは明らかである。21年1~5月期の新規増加債券の発行額は9,464億元にとどまり、19年同期の1兆4,598億元、20年同期の2兆7,023億元に比べて少なかった。一方、再融資債券は1兆5,998億元と、19年同期の4,779億元、20年同期の4,974億元から大きく増加した。

また、20年12月4日に発行された江蘇省の再融資債券の目論見書をみると、資金用途は「管理されている地方政府債務を償還するため」と、償還される債券の名称や元金などの既存債に関する情報についての記述はなかった。これを皮切りに、12月下旬以降も既発債の情報を明示せず、単なる「債務を償還するため」とした発行は、広西チワン自治区、甘肅省、寧夏回族自治区、山東省、天津市、河北省、貴州省においても行われた。

財政・金融市場、経済に及ぼす影響

さて、図表4に示した通り、20年末の地方政府の債務残高は25.66兆元であり、全人代が批准した限度額28.81兆元に収まった。これに予算管理に組み入れた中央政府の債務残高20.89兆元を加えると、中国政府全体の債務残高の対GDP比は45.8%となり、国際的なコンセンサスの60%警戒ラインより低く、リスクは総じてコントロール可能であるとされている。

図表4 地方政府債務の限度額と残高の差額



(資料)中国財政部、Windより作成、21年の債務残高は4月末時点。

こうしたなか、地方政府の隠れ債務の増加を抑制する中央政府の基本姿勢は変わっていないが、隠れ債務の扱い方次第では、中国政府の財政余力が変わりうることになる。

他方、隠れ債務の返済が順調に進まなければ、LGFVなどで資金繰りが悪化し、デフォルト発生や金融機関の不良債権増加などの金融市場の混乱をもたらす恐れも懸念される。債務が徐々に処理されていけば問題とはならないが、深刻化すれば、金融システムの不安定化を招くことさえもありうる。

さらに、地方財政の負担が重くなるなか、今回の政府による措置により隠れ債務の再発生の恐れもあり、財政健全性の悪化に拍車がかかるリスクがあることに留意しておく必要がある。

このように、再融資債発行による隠れ

債務の処理は短期的には財政・金融市場への悪影響を及ぼすだけでなく、地方財政の健全性悪化の可能性も考えられる。ただ、再融資債発行による隠れ債務の処理は長期的にみる場合、債務の透明化を高めることで、適切な措置とも言えよう。

加えて、再融資債券発行の急増により、景気への下押し圧力が顕在化すると懸念もある。実際、再融資債券発行の急増もあって、21年入り後の新規増加債券発行が遅れ、インフラ整備向け投資の進捗に影響を及ぼしていたと考えられる。そのため、5月には新規増加債券の発行ペースを加速させたと見られるが、引き続きインフラ整備向け投資の拡大を後押しできるかを注視したい。

おわりに

以上、地方債発行の経緯や再融資債の発行動向を整理、経済、財政・金融市場に及ぼす影響等について考察した。

再融資債発行で債務償還に伴う地方政府の債務残高の急増は見られないが、マクロレバレッジを低下させる観点から見れば、これは根本的な解決方法ではなく、問題の先送りに過ぎない。

もっとも、地方政府債務が積みあがってきた主因として、中央政府と地方政府の財政収入と徴税責任を明確に割合分担する仕組み、いわゆる94年に導入された「分税制」による影響が挙げられる。財源の分担の在り方を見直す改革をさらに推進していくことが求められる。

最後に地方政府の債務リスクに関して中央政府（財政部）の取組み等を述べておこう。21年4月7日、財政部は第14次5カ年計画期間における現代財政制度・税制の確立について記者会見を行った。そ

れによると、今後、我々は「表口をしっかりと開け、裏口を厳しく塞ぐ」という考え方に基づき、地方政府の債務リスクの解消にしっかりと取り組むとしている。

具体的には、まず、法定債務管理を引き続き整備し、成長の安定とリスクの防止の必要性を併せて考慮し、新たに増やす債券の分配メカニズムを整備し、ハイリスク地域で新たに増やす債券の規模を厳しく抑制し、リスクの積み上がりを回避する。

また、潜在債務リスクを常に防止・解消する。隠れ債務の増大に断固歯止めをかけ、各種の隠れ債務を新たに増やす行為について発見するごとに調査・処分し、問責する。既存の隠れ債務を適切に解消し、常態化したモニタリング・調査・監督のメカニズムを整備し、各種の潜在債務リスクを早期に発見し、早期に処理し、システムリスクを発生させない最低ラインをしっかりと守る、ことが挙げられた。

以上のような取組みが確実に実施できれば、前述の財政・金融市場への影響は限定的であろうが、引き続き中国の地方債の動向に注目していきたい。

<参考文献・資料>

- アルフレッド・シプケほか編、金森俊樹監訳（2020）『中国債券市場の未来』第5章、日本証券経済研究所・国際通貨基金
- 王君（2020）「中国の地方債市場の新展開」『証券経済研究』第111号
- 陳健恒（2021）「再融資地方債新変化剖析」中金固定収益研究レポート

2020年度の地方銀行の決算動向と今後の経営戦略

古江 晋也

要旨

新型コロナウイルス感染症の感染拡大を受け、2020年度の地方銀行の決算は対前年度比で貸出金残高が大幅に増加したものの、信用コストや不良債権額も増加する結果となった。経営戦略については、デジタルトランスフォーメーションの推進に加え、事業承継や地域商社などの多様なビジネスに取り組む一方、コロナ禍で苦境に陥った企業をどのように支援していくかも今後の焦点となる。

はじめに

2021年1月、政府は新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）の感染拡大を受け、11都府県に2回目の「緊急事態宣言」を発出した。同宣言では、飲食店や大規模小売店への営業時間の短縮、外出自粛が要請されるなど、地域経済に甚大な影響を及ぼした（3月21日に全面解除）。

一方、米国では米大統領選で勝利したバイデン次期大統領（当時）への期待や、新型コロナのワクチン開発および接種の進展などから景気の先行きに対する楽観論が広がり、NYダウ平均は11月下旬頃から上昇傾向が続いた。この米株高の動きにつられ、日経平均株価も12月末に2万7千円台を回復。21年2月中旬には30年6ヶ月ぶりとなる3万円台を回復した。

本稿では、全国地方銀行協会「地方銀行2020年度決算の概要」と各銀行の決算説明会資料をベースに、2020年度の地方銀行

の決算動向と今後の経営戦略をまとめることにする。

コロナ禍における地銀決算

2020年度の地方銀行決算で注目されることは、預金残高と貸出金残高が大きく増加したことである。

預金残高の増加要因は特別定額給付金、持続化給付金などであり、貸出金残高の増加要因は「無利子・無担保融資」（いわゆる「ゼロゼロ融資」）、プロパー融資などで、取引先の資金繰り支援に注力したためである。

ただ貸出金利息に目を向けてみると、前年度より減少しており、利回りも低下している。この要因は、低金利競争などもあるが、「ゼロゼロ融資」の利子補給分の金利水準が各自治体によって異なっており、通常の事業性融資より低い金利水準に設定した自治体を主たる営業エリアと

する銀行は、結果として貸出金利回りが低下することになった。

資金利益が低迷している中、各行は役務取引等利益の拡大に力を入れている。ただ投資信託

図表1 地方銀行の預金残高と貸出金残高の推移（平残）

（単位：兆円）

	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度
預金	249.18	255.71	263.11	272.72	290.15
増減率	2.5	2.6	2.9	3.7	6.4
貸出金	187.44	194.81	204.21	215.62	224.49
増減率	3.9	3.9	4.8	5.6	4.1

（資料）全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行決算の概要」の各年度

（注1）貸出金＝貸付金－金融機関貸付金＋割引手形

図表2 地方銀行の貸出金残高内訳の推移(末残・国内店)

(単位:兆円、%)

	17年3月末		18年3月末		19年3月末		20年3末		21年3月末	
	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率
法人向け	112.67	3.2	117.02	3.9	121.83	4.1	126.68	4.0	134.56	6.2
中小企業向け	79.15	5.3	83.75	5.8	87.77	4.8	91.45	4.2	98.42	7.6
地方公共団体向け	20.50	2.3	20.76	1.3	20.75	▲ 0.1	20.82	0.3	21.12	1.5
個人向け	56.11	4.3	58.35	4.0	60.77	4.1	64.42	6.0	65.56	1.8
貸出金合計	190.82	3.5	197.81	3.7	205.25	3.8	214.06	4.3	223.52	4.4

(資料)全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行決算の概要」の各年度

や保険販売といった個人預かり資産業務は、緊急事態宣言の発令などで対面営業が制約を受けたことから販売が苦戦したケースもある。

法人向け手数料ビジネスについても、対面営業が制約を受けたため伸び悩む銀行もあったが、シンジケートローンなどが好調に推移し、「法人向け手数料ビジネスが役務取引等利益全体をけん引した」という銀行もある。

コア業務純益は、コロナ禍による出張

旅費の減少、生産性の向上に伴う職員数の減少などによって経費が減少したこともあり、前年度比で増加した。ただ米金利上昇で外債の売却損が発生したことを受け、国債等債券関係損益が損超となったことから業務純益は減少した。

経常利益は、業務純益の減少に加え、株式等関係損益が増加したものの、不良債権処理額がかさんだことからトータルで減少。当期純利益は、特別損益の減少幅が前年度より縮小したことから増加した。

図表3 地方銀行の損益の推移

(単位:億円)

	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度
業務純益	10,348	9,463	9,739	9,761	9,633
コア業務純益	10,660	10,887	10,299	9,962	10,877
(除く投資信託解約益)				9,319	10,059
コア業務粗利益	33,718	33,715	32,945	32,902	33,301
資金利益	29,122	29,256	28,625	28,377	28,362
資金運用収益	31,693	31,857	31,719	31,349	29,709
貸出金利息	22,581	22,371	22,636	22,811	21,951
有価証券利息配当金	8,548	8,886	8,326	7,876	7,319
資金調達費用	▲ 2,573	▲ 2,602	▲ 3,096	▲ 2,973	▲ 1,346
役務取引等利益	4,056	4,308	4,319	4,327	4,456
その他業務利益	540	150	0	197	482
経費	▲ 23,058	▲ 22,827	▲ 22,646	▲ 22,939	▲ 22,424
人件費	▲ 11,638	▲ 11,450	▲ 11,349	▲ 11,361	▲ 11,059
物件費	▲ 9,922	▲ 9,863	▲ 9,826	▲ 10,032	▲ 9,761
税金	▲ 1,496	▲ 1,513	▲ 1,469	▲ 1,544	▲ 1,603
国債等債券関係損益	▲ 467	▲ 1,067	▲ 228	614	▲ 608
一般貸倒引当金繰入額	154	▲ 355	▲ 330	▲ 815	▲ 635
臨時損益	971	1,553	▲ 468	▲ 1,149	▲ 1,185
不良債権処理額	▲ 1,198	▲ 1,000	▲ 2,784	▲ 2,018	▲ 2,847
個別貸倒引当金繰入額	▲ 808	▲ 634	▲ 2,202	▲ 1,314	▲ 2,373
貸出金償却	▲ 276	▲ 249	▲ 425	▲ 508	▲ 280
株式等関係損益	1,810	2,086	2,103	749	1,782
貸倒引当金戻入益	335	360	71	11	9
償却債権取立益	267	189	162	191	166
その他臨時損益	▲ 243	▲ 82	▲ 21	▲ 83	▲ 296
経常利益	11,316	11,015	9,269	8,610	8,447
特別損益	▲ 299	▲ 45	▲ 46	▲ 412	▲ 205
法人税等	▲ 2,727	▲ 3,130	▲ 2,998	▲ 2,270	▲ 2,289
当期純利益	7,954	7,838	6,223	5,926	5,952
信用コスト	▲ 441	▲ 805	▲ 2,881	▲ 2,631	▲ 3,307

(資料)全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行決算の概要」の各年度

(注1)▲は、利益に対して減少要因となった計数を表す。

(注2)貸出金利息＝貸付金利息－金融機関貸付金利息＋手形割引料

(注3)その他業務利益：特定取引(トレーディング業務)利益を含み、国債等債券関係損益を除く。

(注4)国債等債券関係損益：国債等債券売却益、同償還益、同売却損(▲)、同償還損(▲)、同償却(▲)

(注5)株式等関係損益：株式等売却益、同売却損(▲)、同償却(▲)

(注6)その他臨時損益：金銭の信託運用損益、退職給付費用(臨時費用処理分)(▲)等

不良債権額(金融再生法開示債権額)は4兆1,453億円と対前年度比+10.5%増加。総与信額に占める比率は1.77%と低水準で推移しているが、これは総与信額が拡大したからでもある。

なお、全国地方銀行協会が公表している地方銀行の22年度通期業績予想は、経常利益(59行合計)は8,969億円と21年3月期実績比で678億円の増加(+8.2%、増益32行・減益27行)、当期純利益は6,351億円と同422億円の増加(+7.1%、増益37行・減益23行)の見通しを示している。

図表4 地方銀行における経営諸指標の推移

(単位:%)

	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度
貸出金利回	1.20	1.14	1.10	1.05	0.97
有価証券利回	1.13	1.27	1.26	1.23	1.11
資金運用利回	1.13	1.12	1.09	1.04	0.93
預金等原価	0.92	0.89	0.86	0.84	0.76
預金等利回	0.04	0.03	0.04	0.03	0.01
経費率	0.88	0.85	0.82	0.80	0.74
人件費率	0.44	0.42	0.41	0.40	0.36
物件費率	0.38	0.36	0.35	0.35	0.32
資金調達利回	0.09	0.08	0.10	0.09	0.03
資金調達原価	0.90	0.86	0.84	0.81	0.68
預貸金利鞘	0.28	0.25	0.24	0.21	0.21
資金粗利鞘	1.04	1.04	0.99	0.95	0.90
総資金利鞘	0.23	0.26	0.25	0.23	0.25
総資産コア業務純益率(ROA)	0.35	0.35	0.31	0.29	0.29
株主資本コア業務純益率(ROE)	7.60	7.46	6.75	6.31	6.82
コア業務粗利益経費率(OHR)	68.38	67.70	68.73	69.71	67.33

(資料)全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行決算の概要」の各年度

融資業務の取り組み

(1)増加する貸出金残高

図表1で示したように地方銀行の貸出金平均残高は224兆円(21年3月末)まで積み上がった。ただ、資金繰り支援は何よりもスピードが求められることから、まず借入元金の据置きを進めることで時間を稼ぎ、その後、金融機関や保証協会の審査などに時間がかかる新たなニューマネーを提供することとした銀行もある。またこれまでは、低金利競争を回避するため、大企業への融資を抑制してきたものの、コロナ禍を受けて大企業向け貸出金残高が増加に転じた銀行もある。

個人ローンについては、申し込みから契約までウェブ上で完結する非対面取引に注力する銀行が増加しているが、コロナ禍を契機にその動きはさらに加速するであろう。特に個人取引分野は、店舗からスマホバンキングに確実にシフトしていくと考える銀行も少なくなく、スマホバンキングの普及に合わせ、店舗の効率化をさらに進める方針を示す銀行もある。

住宅ローンは、リモートワークが奨励され、在宅勤務が増加するようになった

ことを背景に、都心のアパートやマンションよりも、居住スペースが比較的広い郊外の戸建てニーズが高まったため、残高が好調に推移している銀行がある。自動車ローンなどについては、住宅ローンの顧客を囲い込む戦略で利用率を高めるなど、クロスセリングを重視する動きもある。

しかしその一方で、地域社会には、コロナ禍によって経済的な苦境に陥っている人が少なくない。そこである第二地方銀行は、多重債務に苦しんでいる顧客や廃業を希望している顧客などと対話を重ね、生活再建支援を表明していることは注目される。

なお、預金残高については、新型コロナの収束が見通せないなか、「予防的に資金を借り入れている」というケースも多く、資金が前向きな投資や消費に向かっていないという。

(2)個人向け手数料ビジネスの動き

個人預かり資産業務は、たとえば投信販売は、市場の動向に大きく左右されるなどの特徴があるが、「資産形成や長期運用といったニーズは高い」という見方は多い。そこで、独自に開発したシステムを用い、一人ひとりの資産づくりの提案ができる資産形成サービスを提供したり、ファンドラップを推進したりする銀行がある。また訪問営業についても、これまでは預かり資産担当者が営業店の行員と同行訪問することで営業支援を実施していたが、今後は育成支援へと変更すること

で底上げをめざす銀行もある。

さらに昨年は、顧客本位の業務運営の観点から収益目標を全店で廃止し、ネット証券の手数料無料化の動きをにらみ、対面営業においても販売手数料の無料化を掲げる証券子会社が開業するなど、投信販売も多様なビジネスモデルが構築されつつある。

相続関連業務については、相対的に高齢の顧客が多いことから、遺言信託や遺産整理業務の契約を受託すると生命保険の残高が増加したり、投信から生命保険へとシフトしたりする動きがみられるという銀行もあるなど、顧客のニーズを細かく把握し、長期的な信頼関係を構築することが、個人向け手数料ビジネスでは重要になることがわかる。

(3)注目される法人向け手数料ビジネス

コロナ禍においても事業承継、シンジケートローン、ビジネスマッチングなどの法人向け手数料ビジネスについてはニーズが高まっているという銀行は多い。

なかでも事業承継分野は、取引先へのプレゼンテーションといった営業推進に加え、コンサルティング子会社や投資専門子会社の設立など、さまざまな体制整備に取り組むことでグループ内におけるワンストップサービスをめざす銀行もある。さらに同分野は、相続やプライベートバンキングといった個人向け手数料ビジネスへの波及効果も期待できる取り組みである。ただ、事業承継は税理士や会計士、さらにはメイン行に相談するケースが多く、非メイン行は入り込むことが難しいという特性があるため、体制づくりとともにメイン化取引の推進の重要性を指摘

する声もある。

最近では地域商社への取り組みも活発化している。電子商取引や購入型クラウドファンディングなどを活用するなど、デジタルとリアルを融合させたサービスの展開をめざしたり、地元の百貨店、新聞社、マーケティング会社などと合弁会社を設立することで「流通」という枠組みを超える存在をめざしたりするなど、さまざまなアイデアを盛り込むことで地域の活性化をめざしている。

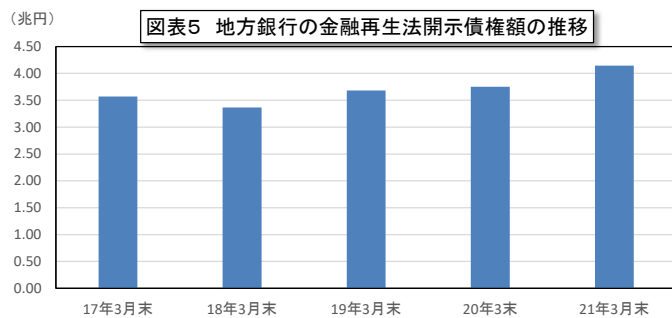
これ以外にも、取引先企業への経営診断や中期経営計画の策定支援、人材紹介など幅広い取り組みを実施することで資金調達以外のニーズにも対応する動きが加速している。

個人取引は「店舗からスマホ」へ

デジタルトランスフォーメーションについては、「個人取引は店舗からスマホバンキングにシフトしていく」「金融機関は店舗、ATMの数ではなく、ネットやモバイルサービスで選ばれる時代になりつつある」との考えが強まる中、スマホアプリを活用した金融サービスの提供が加速している。なかには銀行全体の顧客の50%をデジタル顧客が占めることをめざすと野心的な目標を掲げる銀行もある。

こうしたなか、ふくおかフィナンシャルグループが「スマホがデジタルウォレットになる」という世界観のもと、デジタルネイティブ世代をターゲット層としたモバイル専門銀行「みんなの銀行」を21年5月下旬に開業したり、東京きらぼしフィナンシャルグループがデジタル銀行への参入を表明し、22年1月の開業をめざしたりするなどの動きもある。

そのため地方銀行の店舗やATMは将来



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

的にさらに減少していくことが予想されるが、「顧客とのリアルな接点を持っていることも強みの一つ」「地銀の強みは対面サービスであり、顧客との接触を深める差別化チャンネルとして一定の店舗数を維持していく」ことを表明する地方銀行もあり、今後のチャンネル戦略はスマホチャンネルが主流なることは間違いないものの、デジタルとリアルをどのように組み合わせていくかが引き続き注目される。

経費と日銀の特別付利制度

20年11月10日、日本銀行は「地域金融強化のための特別当座預金制度」を導入する方針を決定した。同制度は、①収益力の強化や経費削減によりOHRを一定以上引き下げる「OHR要件」、②合併、経営統合および連結子会社化による「統合要件」のいずれかを満たした場合は日銀当座預金に上乗せ金利(年+0.1%)を行うこととした(特別付利の期間はOHR要件が1年間、統合要件が3年間)。

この制度については多くの地方銀行が利用を検討しているとされ、経費削減の強いインセンティブになると考えられる。ただ日銀のマイナス金利政策が6年目を迎え、これまで徹底した経費削減を実施してきただけに、店舗統廃合や人員削減を追加的に実施する可能性があり、高齢

者比率の高い地域では懸念材料となるであろう。

懸念される信用コストの増加

新型コロナの感染拡大によって飲食業、観光業、宿泊業、小売業などの企業は甚大な影響を被った。そのため取引先

の債務者区分を引き下げたが、取引先企業の粉飾決算から与信コストが増加した銀行もあった。

こうした中、追加の与信コストの発生を懸念することなく、前向きな営業活動や取引先支援をめざすために、貸倒引当金の算定方法を将来の景気予測に基づく「フォワードルッキングな引当」へと変更したり、変更を検討したりする銀行も出てきた。

今後の与信コストの動向については新型コロナの感染状況に左右されると考えられるが、東京オリンピック・パラリンピック開催後に新型コロナが感染拡大し、緊急事態宣言が度々発令されるような事態となった場合は、不良債権額がさらに上昇することも考えられ、注意が必要だ。

おわりに

以上、2020年度における地方銀行の決算動向と今後の経営戦略についてまとめてみた。

資金繰り支援などから貸出金残高が増加し、増収増益となった銀行もあるが、信用コスト負担が経営に重く押し掛かっていることは多くの銀行で共通している。このような状況が改善するようにワクチン接種がスムーズに進展し、一日も早い感染拡大の収束を願うが、新型コロナ感

染拡大前の水準にまで景気が回復するには相応の時間がかかるであろう。そのため、各地域金融機関は資金繰り支援のみならず、事業再生支援を含めた取引先企業への経営支援対応が今後の経営課題の一つになる。

そうしたなか、5月19日に改正銀行法が参議院本会議で可決・成立した。「日本経済新聞」(2021年5月20日付)によると、改正銀行法は金融庁の認可を前提に銀行本体や子会社が開発したシステムの販売、業務で蓄積した膨大なデータを活用した広告、登録型人材派遣などの業務が可能となり、収益機会が拡大することに加え、外部企業への出資規制も緩和され、コロナ禍で業績が悪化している企業への出資がスムーズにできるようになるという。そのため今後は、デジタルトランスフォーメーションへの対応も含め、「脱銀行」への取り組みが一段と加速するかもしれない。

しかし新型コロナ感染拡大前の地方銀行や第二地方銀行が、マイナス金利政策の下においても利益を確保することができたのは、信用コストがまれにみる低水準で推移してきたからでもある。ゼロゼロ融資は21年末まで申請が延長されることになったが、信用コストおよび不良債権額が増加に転じた局面ではいずれ経営体力が限界に近づく銀行が出てくる可能性もある。

そのため改正銀行法と同時に可決・成立した改正金融機能強化法を活用し、合併や統合を選択することも考えられ、21年度が金融機関再編のターニングポイントになることも否定できない。

「ドクターファースト」に注力する神奈川県医師信用組合

古江 晋也

要旨

神奈川県横浜市に本店を置く神奈川県医師信用組合は、2012 年度から従来の有価証券運用を重視した経営から、組合員への融資を重視する経営への転換を進めている。この経営を実現するために、同組合は業域信用組合としてのあるべき姿や将来像をわかりやすく職員に伝え、役職員の思いを統一したうえで、①医業経営コンサルタントという高い専門性のある職員の育成、②組合員の技術、技量までを把握する「目利き力」のある審査体制の確立、③組合員の声に真摯に耳を傾けた商品づくりなどに取り組んでいる。

はじめに

信用組合の業態の中には、同じ業種の人々を組合員とする業域信用組合が 2021 年 3 月現在、27 組合ある。このうち医師とその関係者を組合員としているのが医師信用組合である。

神奈川県横浜市に本店を置く神奈川県医師信用組合（2021 年 3 月末・預金残高 1,263 億円、貸出金残高 638 億円、常勤役職員数 44 人、4 店舗）は 1950 年に日本で最初に設立された医師信用組合であり、現在の預金・貸出金残高は 19 ある医師信用組合のなかで最大規模である。医師信用組合の運営は、一般的に有価証券運用の収益に依存してきたが、神奈川県医師信用組合では 12 年度から組合のあるべき姿を追求する「原点回帰」と、市中金融機関との徹底した「差別化」を核に据え、組合改革に取り組んでいる。

「原点回帰」と「差別化」

日本銀行が 13 年 4 月に「量的・質的金融緩和」を導入する以前の地域金融機関の中には、有価証券運用で利益を稼ぐ金融機関が少なくなかった。しかし、このような経営のあり方に疑問を抱き、原点

に立ち返ることの重要性を感じていたのが神奈川県医師信用組合常務理事の須佐隆一氏である。須佐氏は 12 年度に常務理事に就任すると、組合の経営改革に着手し、組合のあるべき姿を追求する「原点回帰」と、市中金融機関との徹底した「差別化」を推し進めた。

ここでいう原点回帰とは、従来の有価証券運用を重視した姿勢を見直し、組合員への融資増強を最重要施策と位置付けることである。これは、組合が公益社団法人神奈川県医師会の外郭団体であり、設立以来、神奈川県の地域医療を支える医師を金融面で支えることを使命としてきたことを見つめ直し、新規開業から事

写真1 神奈川県医師信用組合本店



写真2 テラーカウンター



写真3 須佐隆一 常務理事



業承継までを一気通貫でサポートすることを指す。

また、差別化については、市中金融機関が投信や保険販売といった役務取引等利益の増強を推進するなど、業務の多様化を図る中、あえて組合は「医療専門金融機関」というポジショニングを追求することを指す。そして原点回帰と差別化を主軸に据えることで本業利益の黒字化を達成することをめざすこととした。

専門性を高めることが融資増強につながる

原点回帰に取り組む以前の神奈川県医師信用組合の渉外活動は、集金・両替、訪問による振込手続き、通帳記入などをこまめに行うものの、渉外担当者に医療専門知識、税務や財務といった知識が乏

しかったため、組合員に提案などを行うことができなかった。また、組合員の事業モデルを評価することも難しかったため、画一的な与信判断となり、組合員のニーズに対応することができなかった。そのため、「増加していく預金を有価証券運用でまかなう」経営体質に陥ったのである。

そこで組合では、まず職員の意識改革を促すため、常勤役員が「現在の金融機関が置かれている環境」「将来のめざす姿」などを何度も話した。なかでも特に力を入れたのが朝会であり、職員が健全な危機感を醸成するため様々なことを訴え続けた。

そして渉外および融資担当者には、資格試験の取得を推奨した。具体的には、①財務・税務の検定試験、②医療経営士3級、2級の取得である。これらの資格取得は他の金融機関でも奨励しているが、他の金融機関の職員（行員）は資格を取得しても、人事異動などによって他の業務に携わるようになるためコンサルティングができるまで専門性を高めることは難しい。

しかし、「医療専門金融機関」をめざす組合は、どの部署に異動してもその専門性を十二分に発揮することができる。そのため、①②をクリアした職員には、さらに広範囲かつ専門的知識が求められる、③医業経営コンサルタントの受験資格を付与し、奨励することにした。同試験に合格した職員には、理事長が理事会で直接「おめでとう」というねぎらいの言葉とともに、表彰することとした。神奈川県医師信用組合の27人の理事は、神奈川県医師会などで要職を務める医師であることから職員の喜びもひとしおであろう。

写真4 改革の原点となった朝会議事録



このような専門性を高める自己啓発制度を構築したことにより 21 年 3 月現在、8 人の職員が医業経営コンサルタントとなっている。

また融資体制は、組合幹部職員で構成され、融資に必要な財務的な項目を確認する「事前審査会」と、常勤常務理事以外はすべて医師で構成される「貸付審査会」に分かれ、原則貸付審査会で最終決裁を行うこととした。特に貸付審査会は、病院や診療所の経営に長年携わってきた医師が審査するため、融資申請者の技術、技能的な観点をも審査に加味することができる。このことが担保に過度に依存することなく、低水準の不良債権比率を維持する要因となっている。

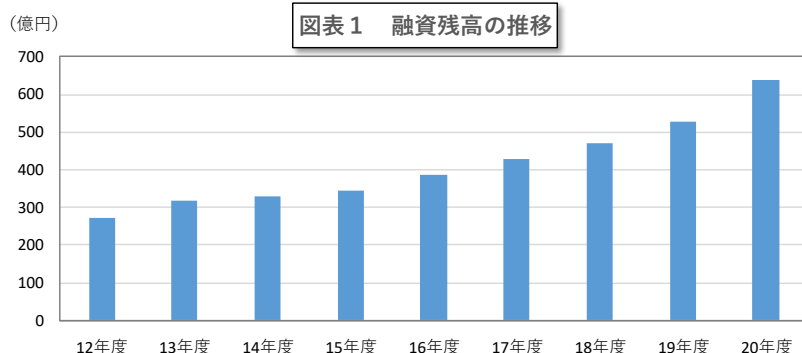
組合員の声を重視した商品開発

神奈川県医師信用組合の組合員数は 21 年 3 月現在、5,045 人である。神奈川県医師会会員数が 9 千人以上であることを考えると、一見半数以上が組合員となっているように見える。しかし、例えば、神奈川県医師会会員が理事長を務める医療法人や医師の家族などを含めると、潜在的な組合員は 2 万人以上となり、25%ほどしか組合員となっていないともいえる。

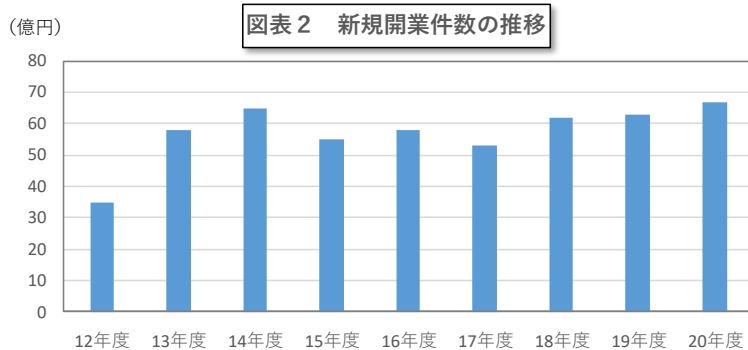
そこで組合では、他の金融機関ではまねのできないローン商品を次々と開発している。その一つが「ドクター教育ローン」である。同ローンは医師の子どもの医学部入学のための教育資金であり、無担保で最大 8 千万円まで、融資期間 20 年、据置期間 2 年となっている。この融資期間を 20 年としたのは、複数の子どもを医学部に入学させたいという医師の希望から開発したものである。また、医師は医師会に入会する際、「入会金および 2 年分の会費相当額」を納める規約があるが、この入会金等のための金利ゼロ%のローンも開発した。

須佐氏は「商品開発は組合員に聞かないといけない」と筆者に話すように、「メイド・バイ・ドクター」の発想で、医師

からの意見や要望に真摯に耳を傾けることの重要性を強調する。そしてこのことが組合員との関係性の強化につながり、他の金融機関と差別化をするうえで欠かせないという。



(資料) 神奈川県医師信用組合



(資料) 神奈川県医師信用組合

そして組合の取組みで特筆すべきことは、医師の新規開業に力を入れていることであり、過去10年間で500先以上に融資を行ってきた。この背景には、医師会や会計事務所などからの紹介案件を丁寧にフォローしていることと、口コミによる評判が高まったことがあげられる。

コロナ禍における組合員への対応

一方、2020年1月中旬に国内で新型コロナウイルス感染症(以下、新型コロナ)の感染者が初めて確認されて以降、感染者は拡大。4月には「緊急事態宣言」が発令され、さまざまな業種が大きな打撃を受けた。

政府は、政府系金融機関を窓口とした制度融資(いわゆる「実質無利子・無担保融資」)の取り扱いを開始したが、当初は受付窓口が事業者が殺到し、大混乱に陥った。そうした状況を踏まえ、20年3月に神奈川県医師会と相談し、最大1千万円まで、金利ゼロ%のプロパー資金「コロナ対策支援ローン」(期間最大10年間)を商品化した。このスピード対応に「先行きの不安が解消した」との声が組合員から寄せられた。またこれまで組合員ではなかった医師からも「『いししん』を知らなかったが、すぐに対応してくれた」

と喜ばれ、新たな組合員も大幅に増加した。

その後は県も制度融資を行うなど、コロナ関連の金融支援体制は充実するようになったが、組合では、コロナ感染による休業時緊急資金の創設など、さらなる医師会会員の事業継続に配

慮した取組みを実施した。

おわりに

以上、神奈川県医師信用組合の原点回帰の取組みをまとめた。

同組合は、①あるべき姿や将来像をわかりやすく職員に伝え続ける役員の本意をベースに、②高い専門性のある職員の育成、③組合員の技術、技量までを把握する「目利き力」のある審査体制の確立、④組合員の声に真摯に耳を傾けた商品づくり、を実施することで、有価証券運用から融資重視への経営転換を進めてきた。

地域金融機関を取り巻く経営環境は厳しさを増しているが、その取組みは依然として「横並び」であることが少なくない。そうした中、今一度、職員や取引先と真摯に向き合い、「どのような金融機関であり続けていきたいのか」を問い直し続けた神奈川県医師信用組合の事例は経営改革に取り組む金融機関にとって大きな示唆を与えるといえよう。

海外の話題

シドニー雑感

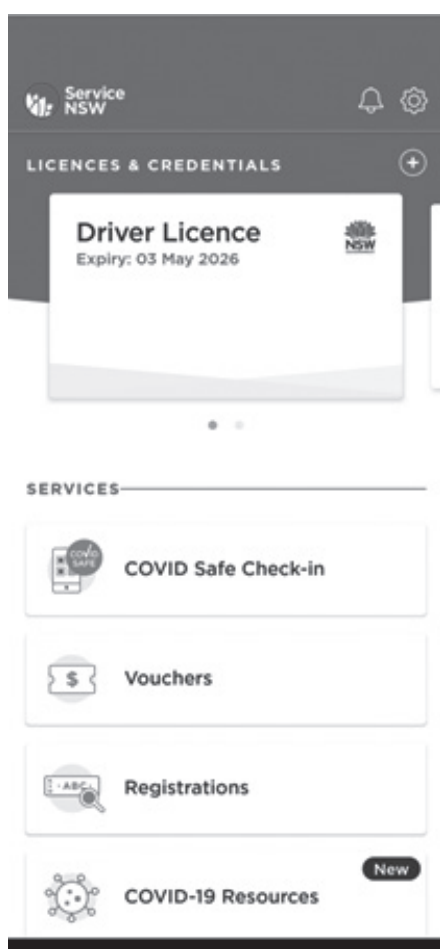
農林中金オーストラリア MD 大藤 大典

本稿執筆時点でシドニー滞在期間は2か月余りとまだ短期間ではありますが、現地を感じたことなどを記させていただきます。

まず新型コロナについて、豪州は数少ない封じ込めに成功した国となっています。世界的なパンデミックを踏まえ、昨年ロックダウンおよび強力な入国制限を実施した結果、足元の新規感染者数は全豪でゼロ～一桁となっており、シドニーを含む大部分の都市ではマスクの着用義務も無くなっています。私も3月31日の入国後、ホテルの部屋での14日間の隔離生活を過ごしましたが、看護師による毎日の体調ヒアリング、食事もドアの外に置かれリネン交換も期間中に1度だけであるなど、隔離者の体調管理および非接触を徹底して行う厳格な運営を体験しました。さらに隔離期間中の2回だけでなく隔離が終わった2日後にもPCR受検が実質的に義務付けられるなど、隔離終了後のフォローアップも行われています。また、街なかのショッピングセンターや飲食店に入る際はNSW（ニューサウスウェールズ）州のアプリを用いたチェックイン（入館登録）が求められ、万が一の際の個人の行動トレースも容易にできるようになっています。余談ですが、このアプリはチェックインだけでなく、運転免許証の更新や交通違反点数の確認、またNSW州が発行する飲食店で使えるバウチャー（割引券）の取得なども可能であり、市民の生活に根差した機能が付与されています。部屋から出ることができない14日間の隔離は正直なところかなり大変でしたが、こうした徹底した水際対策と個人ベースの行動トレースを可能にする技術のおかげで、新規感染が抑制されているのだと実感しています。

休日に街中を歩いているとシドニーは公園が多いことにも気づきます。私は片道15分程度かけて徒歩で通勤していますが、途中に通るハイパークについて少し触れたいと思います。1792年に初代総督フィリップにより造成され、第5代総督マッコリーによりロンドンのハイパークに因んで命名された本公園は豪州最古の公園です。都市部のど真ん中にあるロケーションから1830年代には宅地として払い下げられかけたこともありましたが、市民の反対もあり公園としての存続が決められています。公園面積は日比谷公園とほぼ同じ、芝生と木々を縫って遊歩道があり、公園北部と南部にある花壇はシドニー市職員の管理のもと美しい景観を保っています。また園内にはジェームズ・クック像やアーチボルドの噴水、また第一次世界大戦時の犠牲者を記念するANZAC（アンザック）記念館などの歴史的建造物が多数展示されており、また周囲にも国内のカトリックの総本山であるセントメアリ大聖堂などの建造物があり、シドニー CBD（ビジネス中心区域）の高層ビル群と対照的なスカイラインを構成しています。

ハイパークもセントメアリ大聖堂も本来は観光スポットですが、継続するコロナの状況下で海外からの観光客がおらず足元人出は限られています。豪州の観光業の GDP に占める割合は 2.5%と相応にあり、豪州全体がコロナに伴う昨年の落ち込みから急速に回復しつつあるなかでも、観光・ホスピタリティ関連セクターは依然苦境に喘いでいます。今後、グローバルにワクチン接種がさらに進み、封鎖されている国境が再度開かれ、以前のように国境を跨いだ人々の往来がまた可能になる日が来ることを祈っております。



↑ セントメアリ大聖堂（右）とCBDの高層ビル群（左遠景）

← NSW 州の携帯アプリの画面。運転免許証も表示される。

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7月号 第32巻 第7号・通巻368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