

金融市場

潮流

広がる「断層」への懸念 …………… 1

情勢判断

国内経済金融

変異ウイルスの大流行でさらに遅れる景気の本格回復

～求められる医療供給体制の一段の拡充～ … 2

米国経済金融

労働者不足と早いペースでの雇用回復

～テーパリング年内開始に向けた下地が整いつつある～ …12

中国経済金融

回復ペースがさらに鈍化した中国経済

～年後半は「安定成長」をより重視する政策運営を想定～ …20

分析レポート

コロナウイルスとの共生の長期化と欧州経済の行方

～気候変動対策の影響も加わり情勢はさらに複雑に～ …24

経済見通し

2021～22年度改訂経済見通し ……………28

2021.9

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

広がる「断層」への懸念

執行役員調査第二部長 新谷 弘人

IMF（国際通貨基金）が「世界経済見通し」を公表した。直近7月のタイトルは「世界経済回復の断層線 亀裂の広がり」であり、前回4月のタイトル「広がる復興の差」より事態が深刻化していることが読み取れる。このなかで、経済成長率の見通しについて各国間の差が拡大したことを指摘しており、ワクチンへのアクセスが世界経済の回復のスピードを二分する主要な断層線として浮上、22年にかけてもその流れは継続する、としている。

今回の見通しで、IMFは21年の世界の成長率を6.0%に据え置いている。ただ、内訳をみると、先進国は5.6%と4月対比0.5%上方修正したのに対し、新興・発展途上国は6.3%と0.4%下方修正している。先進国では経済再開により米国や英国、カナダの上方修正が目立つ一方、残念ながら日本は最大幅の下方修正となった。また、新興・発展途上国の下方修正はインド、ASEANなどのアジア新興国が主因である。ちなみに22年の世界の成長率は0.5%上方修正して4.9%、特に今後見込まれる米国の財政出動が大きな上方修正要因となっている。なお、ウイルスのさらなる変異による予測の下方修正リスクや、新興・発展途上国との格差縮小のためのワクチンの公平な配分、資金調達へのスムーズなアクセスなどの国際協力の重要性についても記載している。

IMF見通しのタイトルとなった断層についてはコロナ禍でいたるところで深刻となっており、二極化とも、最近ではK字型ともいわれる。たとえば、需要復活から好調な製造業と非製造業（特に宿泊・飲食などの対面サービス）との格差は拡大している。対面サービス業は、正規雇用が少なく低賃金であることも事態を悪化させている。企業間ではGAFAMなどのプラットフォームとその利用者との間の収益性の格差も無視できない。米国の株価指数S&P500に占めるGAFAMのシェアはコロナ前の17%から現在23%まで拡大している。家計では富裕層と貧困層との格差も拡大している。これまでの過剰ともいえた積極的な財政・金融政策による株価上昇などの資産効果で富裕層がメリットを受けたのに対し、需要の回復に気候変動対応などの様々な要因が重なり原材料価格を中心に物価が高騰したこと、相対的に貧困層に大きなダメージを与えた。

一方、日本では都市部と地方との間の断層が指摘されるが、若者や働き手の地方への移住が進む可能性が出てきた。米国でも働き方の変化から都心部を避け郊外へ移住する動きは同様のようだが、物件不足から不動産価格の高騰を招く弊害も出ている。

さて断層といえば、金融論が専門の経済学者で16年までインド準備銀行（中央銀行）総裁をつとめたラグラム・ラジャン氏の著書「断層線」が有名だ。著書では、貿易不均衡（過剰貯蓄と過剰消費）など世界経済に関する断層と金融セクターの関わりについて論じている。そのラジャン氏はIMFのチーフエコノミストだった05年に、毎夏恒例のカンザスシティ連銀主催ジャクソンホール経済シンポジウムで講演を行っている。「グリンズパンの時代～将来への教訓」と題されたこのシンポジウムで、多くがマエストロ（グリンズパン）を称賛するなか、彼は「金融技術の進歩は世界をより高リスクにしたのか？」について、金融機関が証券化やCDSなどの金融技術を過度に利用しているとして、実際に2年後に起こった世界的な金融システム危機に前もって警鐘を鳴らした。IMFが今回の経済見通し改定でタイトルに断層という言葉を使ったのは、かつてチーフエコノミストだったラジャン氏を意識していることだろう。まさか、裏のメッセージとして、危機再来への危惧を伝えているということはないだろうが。

変異ウイルスの大流行でさらに遅れる景気の本格回復

～求められる医療供給体制の一段の拡充～

南 武志

要旨

新型コロナの感染爆発の現状が「災害級」とまで評される中、政府はワクチン接種の推進に加え、13 都府県に対して緊急事態宣言を発出するなど、人流抑制などの行動制限を課している。しかし、感染第5波には収束のめどが見えておらず、対面型のサービス消費の停滞が続いている。輸出・生産や企業設備投資は底堅く、景気の回復基調は維持しているものの、医療逼迫が経済活動の本格再開のボトルネックとなっているほか、半導体不足による影響がしばらく続く可能性も強まっており、景気が本格的な回復軌道に乗るのは想定よりも大分後ずれする可能性が高い。

こうした動きを受けて、国内の金融市場ではリスクオフの流れが強まっており、株価は年初来安値を更新したほか、長期金利も一時ゼロ%まで低下した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2021年			2022年	
	8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 (%)	-0.032	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0720	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00
国債利回り	20年債 (%)	0.400	0.30~0.60	0.35~0.65	0.35~0.65
	10年債 (%)	0.015	-0.05~0.15	-0.05~0.20	-0.05~0.20
	5年債 (%)	-0.125	-0.18~-0.05	-0.18~0.00	-0.18~0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	109.9	100~118	100~118	100~118
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.9	120~140	120~140	120~140
日経平均株価 (円)	27,494	28,000±3,000	29,000±3,000	30,000±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8月23日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

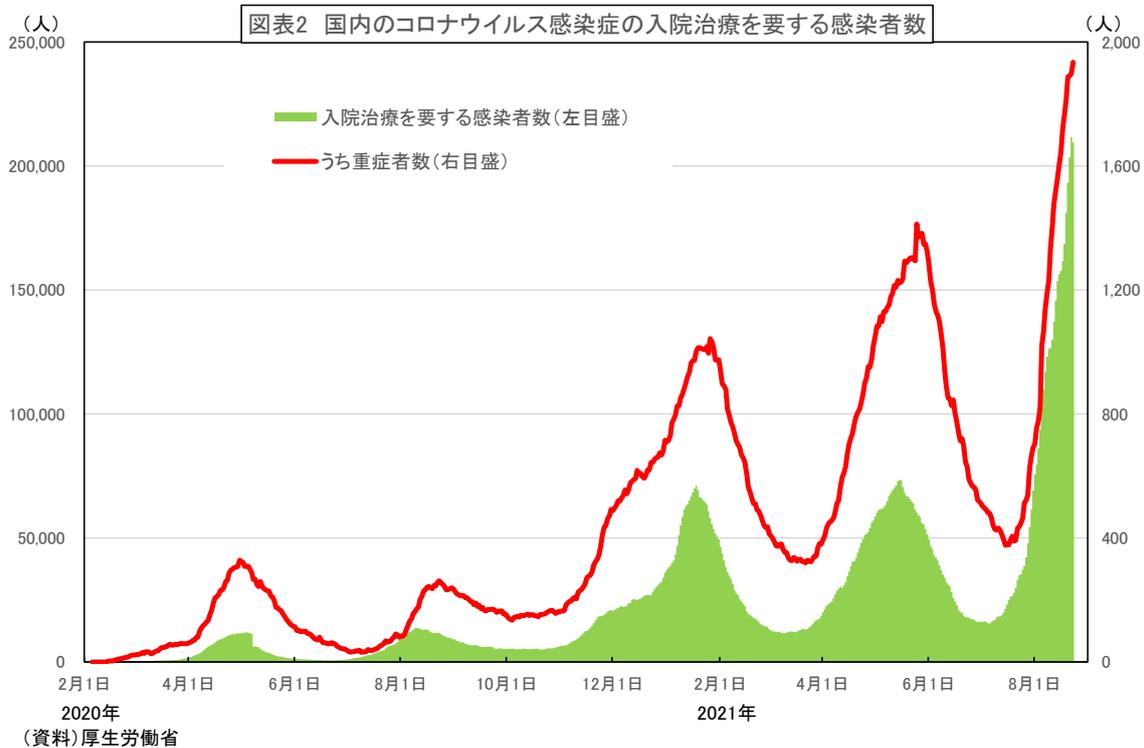
「災害級」の感染爆発 に対して医療供給体制の再構築が求められる

欧米主要国からは遅れているものの、国内でもコロナ・ワクチンの接種が進み、既に国民の4割超が2回目を完了した。政府は11月までに希望者全員の接種完了を目指している。

ワクチン接種が先行する国では行動制限を緩和、経済活動を正常化させており、日本もそれに追随することが期待されていた。しかしながら、現時点では感染時の重症化・死亡の抑制には一定程度貢献しているが、景気回復にとって所期の効果は出していない。新型コロナウイルス感染症の新規感染者数が急増すると、医療供給体制が逼迫し、人流の抑制や飲食を伴う会合の自粛などを要請するということが幾度も繰り返されてきたのが実情だ。

一方、夏場以降は変異ウイルス（デルタ株）が大流行しており、政府は沖縄（5月23日～）、東京（7月12日～）、埼玉、千葉、神奈川、大阪（8月2日～）の6都府県に対して出していた緊急事態宣言の実施期限を9月12日まで延長するとともに、8月20日から茨城・栃木、群馬、静岡、京都、兵庫、福岡の7府県を加えた、また、まん延防止等重点措置の対象地域を16道県に広げることを決定、不要不急の外出や人流の抑制などを要請している。さらに、北海道と岐阜、愛知、三重の3県も緊急事態宣言の対象とすることも検討されている。全国知事会では政府に対して都市封鎖の検討を求めるなど、各自治体の現場では事態が深刻に受け止められている。

現在の感染状況を「災害級」と認識するのであれば、コロナ専門の病床やそれに対応する医師・看護師などの確保、コロナ患者を受け入れる民間病院への手厚い補償や支援などで、医療資源の最適配分を早急に目指す必要がある。感染拡大リスクが残る中では、こうした医療供給体制の十分な整備無しでは、国内景気の本格回復は見込みがたい。なお、23日に厚労省と東京都は感染症法に基づき、都内の全医療機関に対してコロナ患者の受け入れを要請することを発表しており、ようやく本腰が入り始めたように思われる。

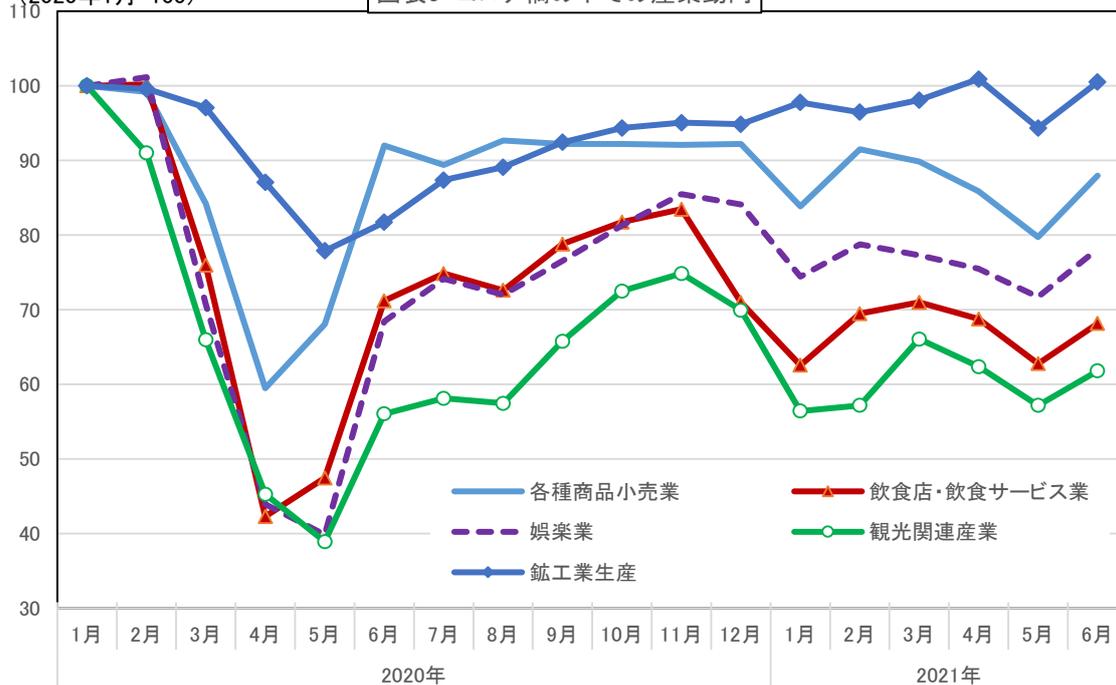


4～6 月期は 2 四半期 ぶりのプラス成長

以下、国内景気についてみていきたい。まず、4～6 月期の実質 GDP は前期比年率前期比年率 1.3%と、2 四半期ぶりのプラスとなった。東京・大阪など大都市圏に対してまん延防止等重点措置や緊急事態宣言が相次いで出され、飲食業などに時短営業や酒類提供の自粛要請がされた半面、高齢者へのワクチン優先接種が始まるなど、多少の安心感が醸成された時期でもあり、民間消費は前期比 0.8%と予想外の強さであった。また、成長率にとってはマイナス寄与ではあるが、輸入の増加（同 5.1%）はコロナ・ワクチンもさることながら、国内需要が底割れしていないことを反映していると解釈できるほか、民間企業設備投資（同 1.7%）、輸出等（同 2.9%）なども堅調だった。ただし、GoTo キャンペーンが奏功した 20 年 10～12 月期の水準を下回るなど、足踏みしている印象は拭えず、今春以降の欧米主要国が景気回復を強めていることとは対照的である。

(2020年1月=100)

図表3 コロナ禍の下での産業動向



(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。

消費の停滞続く

また、月次の経済指標を確認しても、コロナ感染拡大が続く中、半ば恒常的な行動制限が課されている民間消費関連は弱いものの、海外経済の持ち直しに牽引された輸出、生産は底堅く推移している、という構図を見て取れる。6 月の消費関連指標をみると、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行試算）

**半導体不足などが当
面、輸出・生産を抑制
する可能性**

**経済見通し：年度
内は本格的な景気
回復は難しい**

は前月比 2.7%、総消費動向指数（実質、総務省統計局）は同 1.2%と、いずれも 3 ヶ月ぶりの上昇だったが、下旬に沖縄県以外の 9 都道府県に対する緊急事態宣言が解除され、行動制限が一部緩和されたことに伴うものと思われる。7 月には東京都で感染が再拡大し、4 回目の緊急事態宣言が発出されたことを踏まえると、サービスを中心に消費の停滞色が再び強まった可能性がある。

消費者マインドもコロナの感染状況に左右される状態が続いている。7 月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の先行き判断 BSI が 3 ヶ月ぶりに悪化、このうち家計動向関連も同じく 3 ヶ月ぶりに悪化し、再び判断基準となる 50 割れとなったことが見て取れる。

一方、7 月の実質輸出指数は前月比 1.7%と 2 ヶ月連続で上昇した。ただし、これまで牽引してきた中国向けに足踏みがみられるほか、米国・EU 向けも伸び悩んだ。財別にみても、半導体不足の影響を受ける自動車が横ばい推移を続けている半面、情報関連、資本財・部品には底堅さもあった。

年初来、半導体不足による自動車減産の影響が続いているが、新型コロナ・デルタ株の感染爆発が起きている東南アジアからの部品調達難から、トヨタ自動車は 9 月に 4 割減産を実施すると発表している。10 月には正常化し、年度内に挽回生産するとの見通しであるが、半導体不足問題に関しては年末にかけてさらに悪化するとの見方もあり、予断を許さぬ状況である。

中国経済の回復に一服感が出ているほか、東南アジアでの感染急拡大が続いているものの、欧米など先進国経済では持ち直し傾向を維持していることもあり、輸出の増勢は保たれるだろう。また、企業の設備投資意欲も総じて堅調である。

新型コロナに関しては、行動制限措置やワクチン接種の進展などにより、いずれデルタ株の感染爆発は沈静化し、病床逼迫などが解消され、行動制限も一部緩和されるのだろう。しかし、次は別の変異ウイルス（ラムダ株など）の感染者が急増するとの予想やワクチン接種の完了者が感染する「ブレイクスルー感染」も報告されるなど、果たしていつになったら経済活動が本格的に再開されるのか、先行き不透明な状況に陥っている。

こうした中、先行してワクチン接種を開始したイスラエルでは 8 月から 3 回目の接種（ブースター）を開始したほか、欧米

政局流動化が進む可能性も

物価動向：基準改訂の影響で、物価は12ヶ月連続の下落状態へ下方修正

主要国でも同様の動きを9月にも始める方針である。国内ではワクチン接種完了者が国民の4割程度となったが、既にブースター接種の準備に取り掛かっている。

裏返してみれば、国内では今しばらくは新型コロナの感染状況に応じて経済活動への制限を続ける可能性が高く、サービス消費などの低調さは今年度中継続する可能性もあるだろう。それゆえ、21年度下期も国内景気は「ストップ・アンド・ゴー」の状態が続くものと想定される。GDPの直近ピーク水準（19年7～9月期）の回復は22年度下期までは難しいだろう。（詳細は後掲レポート「2021～22年度改訂経済見通し」を参照）。

一方、発足後1年の菅政権の行方にも暗雲が立ち込めている。発足直後こそ高い支持率だったが、コロナ感染をなかなか抑制できず、緊急事態宣言が半ば定常化するなど、コロナ対策などへの不満が高まっており、内閣支持率も危険水域とされる30%割れとなる世論調査も散見されている。

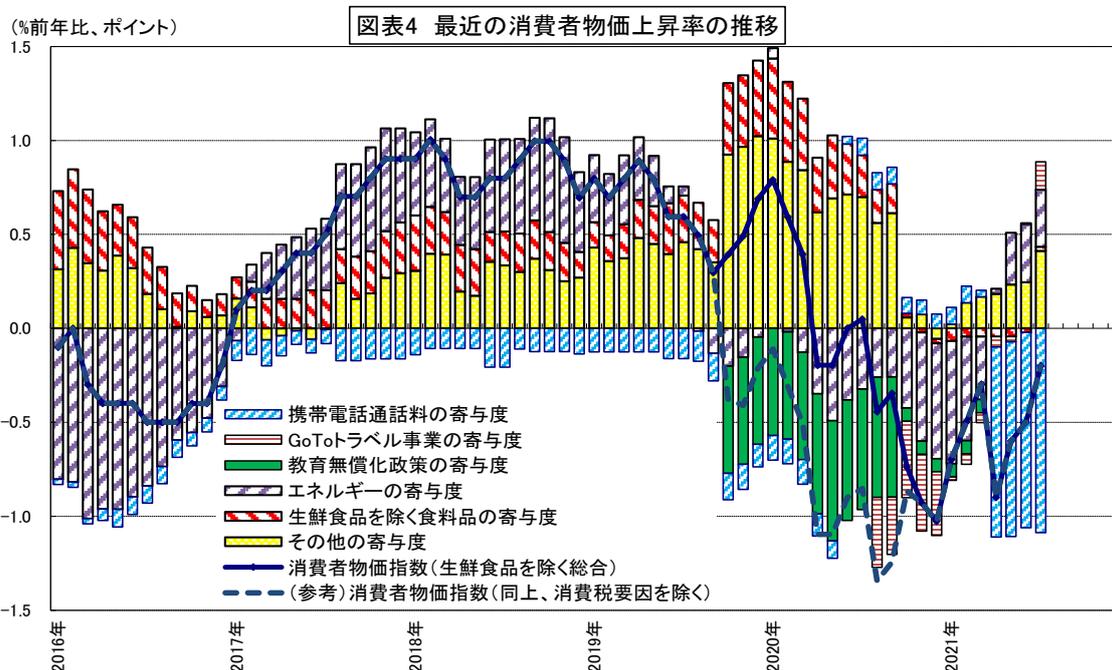
こうした中、首相のお膝元で行われた横浜市長選（8月22日投開票）も自身が推した候補が大敗を喫するなど、今春の3つの国政選挙での与党全敗（衆院北海道2区は不戦敗）に続き、近々実施予定の総選挙に対する与党内の危機感をさらに高めた。9月末に菅首相は自由民主党総裁として任期を迎えるが、複数名が総裁選への立候補への意欲を表明するなど、今後、政局流動化が一気に進む可能性もあるだろう。

消費者物価指数は2020年基準へ改訂され、全般的に物価変動率が押し下げられている。例えば、全国6月分の生鮮食品を除く総合（以下コア）は、旧基準では前年比0.2%のプラスであったが、新基準では同▲0.5%とマイナスへと、▲0.7ポイントの下方修正となった。また、7月の全国コアも前年比▲0.2%と、12ヶ月連続の下落となった。世界経済の回復期待を背景とした原油高により、電気代、ガソリン代などエネルギーの前年比上昇率が拡大したほか、前年7月に始まったGoToトラベルキャンペーンで宿泊料が引き下げられた反動が出て、下落幅は縮小した。

なお、4月に引き下げられた携帯電話通信料だけで物価全体を▲1.09ポイントも押し下げているが、この要因を除いてもコア指数の上昇率は前年比1%未満であり、需要が供給を上回る勢いで回復している欧米主要国でみられるインフレ昂進は国

内ではまだ無縁である。

冒頭でも触れたとおり、国内では新型コロナの新規感染者数が増加すると、医療逼迫につながり、飲食業・宿泊業・旅行業などの活動を制限せざるを得ない状況から脱しておらず、それらのリンクが切れない限り、需要喚起策を再開しても、景気の本格回復につながる可能性は薄い。また、家計の所得環境が厳しい国内ではデフレマインドが払拭されたわけではなく、消費者が持続的な値上げを容認する環境ではないこともあり、21年度下期にかけても物価上昇圧力は限定的であろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

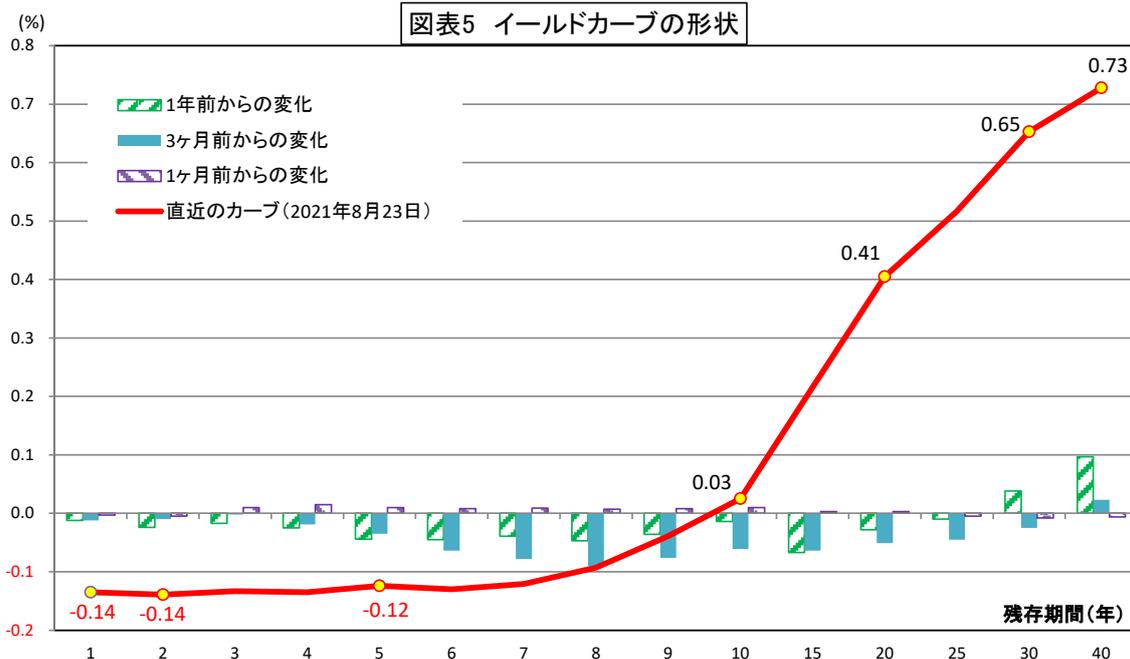
金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する方針

日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続していることに加え、コロナ対応の対策を打っている。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム（期限は22年3月まで）、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限の下でのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努める姿勢を示している。

昨年来、欧米中銀では物価目標について、中期的に2%の物価上昇率を目指す方針に修正し、一時的な物価上振れを容認す

る姿勢を示す中、日銀でもオーバーシュート型コミットメントによって物価上昇率が安定的に 2%超となるまでマネタリーベースを拡大し続けることを約束している。7 月の展望レポートによれば、23 年度の物価見通しは 1.0%（全国コア）であること、前述の通り、国内の物価上昇圧力が乏しいことを踏まえると、少なくとも今後 2 年間は現行レベルの緩和策が継続される可能性が高いだろう。

図表5 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

景気回復に伴うインフレ昂進とそれに対する中央銀行の対応に加え、内外で猛威を振るうデルタ株が景気回復を阻害する可能性がマーケットの注目を集めた。基本的に、7月に続いてリスクオフの流れが続いている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

長期金利に低下圧力

21年に入り、ワクチン接種を先行開始した米国での景気回復期待や大規模な追加財政政策などを受けて米長期金利が急上昇、それに追随し、国内の長期金利（新発10年物国債利回り）も上昇傾向が強まった。さらに、3月の金融政策決定会合で予定する政策点検にて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した。しかし、その政策点検では大規模緩

長期金利は引き続きゼロ近傍から小幅プラス圏での推移

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月会合終了後は上昇圧力が一服した。

6月には米国のインフレ加速は一時的との認識が広まり、内外金利は低下に転じた。8月4日には8ヶ月半ぶりに一時0%まで低下するなど、景気回復がさらに遅れるとの観測も加わり、上昇圧力の乏しい展開が続いている。

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、当面はゼロ近傍から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国内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。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)6/1、8/3の新発10年物国債は出合いなし。

国内景気の出遅れ感から、日経平均は年初来安値を更新

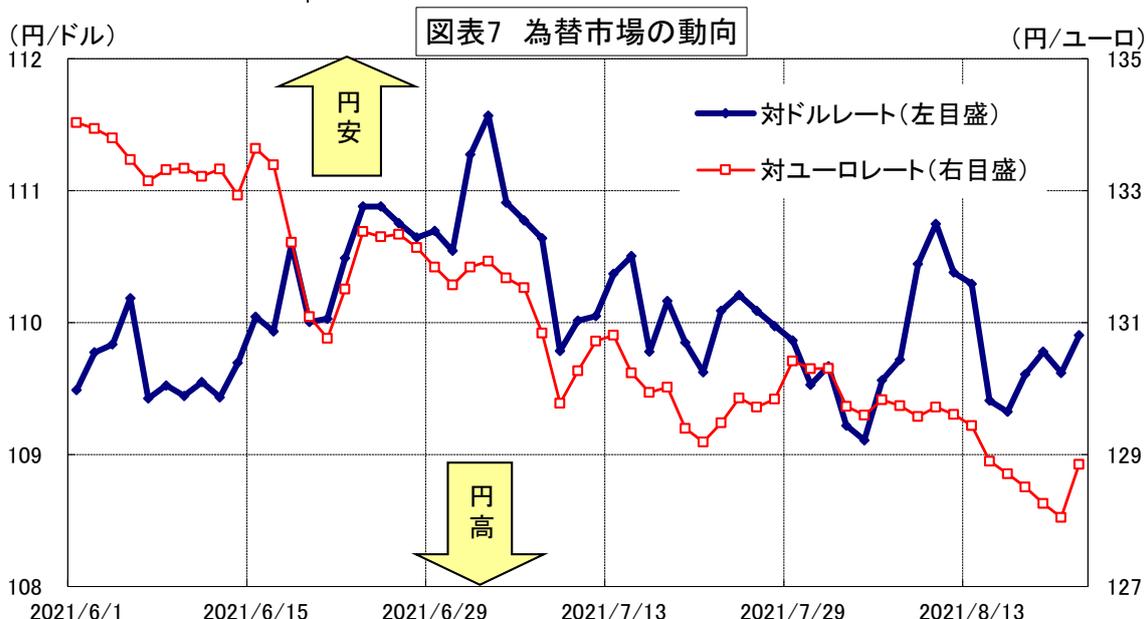
② 株式市場

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。

さらに、6月の米FOMC後には大規模な金融緩和策の終了が意識されたほか、国内でのデルタ株の流行によって景気の本格回復がさらに後ずれするとの見方が強まり、軟調な地合いが続いている。8月20日には8ヶ月ぶりに27,000円を割り、年初来安値を更新する場面もあった。

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、金融緩和の規模縮小は米国景気の足腰が強まっていることの証拠でもあり、過度の悲観論は不要であろう。基本的に内外経済はコロナ禍から持ち直していくと見込まれることから、業績見通しの上方修正とともに株価はいずれ上昇に転じるものと予想する。



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

ドル円レートは 110円前後で推移

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た。7月上旬には一時111円後半まで円安が

ユーロ安が進行

進んだが、その後は米長期金利の変動に影響を受けつつ、概ね110円前後での展開が続いている。

先行きについては、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、ドル高気味の展開になりやすいと思われる。

ワクチン接種や景況回復に出遅れ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、米国の金利高騰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、6月FOMCで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に転じた。さらに欧州中央銀行（ECB）が20年1月から行ってきた金融政策の戦略検証の結果、中期的な物価目標を2%（従来は「2%を下回るが、それに近い」）に修正し、それに合わせて7月の政策理事会では政策金利のフォワードガイダンスについて、2%の安定的な物価上昇が持続すると判断される時期まで現行金利水準かそれ以下にとどめるとし、一時的な2%超の物価上昇を容認する姿勢を見せた。こうした政策スタンスに日欧間の差はないものの、中銀バランスシートの拡大テンポはECBの方が速いこともあり、最近ではユーロ安傾向で推移している。

(21.8.23 現在)

労働者不足と早いペースでの雇用回復

～テーパリング年内開始に向けた下地が整いつつある～

佐古 佳史, CFA

要旨

5,500 億ドル規模のインフラ投資法案が上院で可決され、9 月末をめどに下院で審議される見通しとなった。また、10 年間で 3.5 兆ドル規模の予算決議案も両院を通過したことで、米国はバイデン政権が重視する、子育て、教育支援の拡充と気候変動対策に向けて前進した形となった。

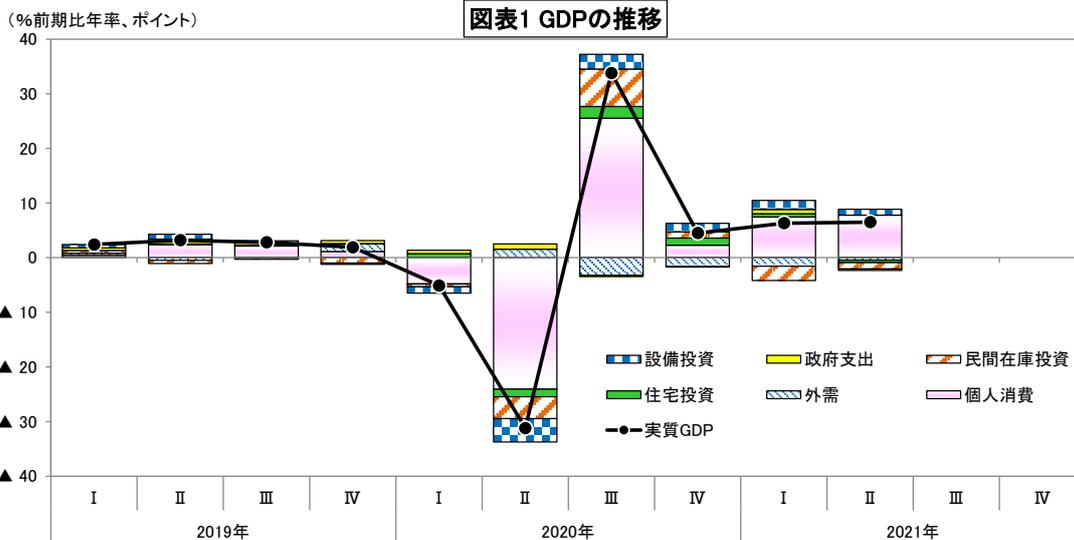
米国経済は引き続き労働者不足が景気回復の足かせになっているものの、早いペースでの雇用回復が維持されており、年内のテーパリング開始に向けた下地が整いつつあるようだ。

インフラ投資法案と予算決議案が前進

米上院は 8 月 10 日、超党派グループが提出した 5,500 億ドル規模のインフラ投資法案（既存の法案と合わせて 5 年間で総額 1 兆ドル規模）を可決した。共和党からも 19 人が賛成したことで、バイデン大統領が重視する「与野党の団結」が垣間見られる内容となった。今後、インフラ投資法案は 9 月末までの採決をめどに下院での審議に付される見通しとなった。

また、米下院は 24 日、すでに上院で可決されていた 10 年間で 3.5 兆ドル規模の予算決議案を可決した。これにより、財政調整措置を利用すれば民主党単独で、子育て、教育支援の拡充と気候変動対策の強化を盛り込んだ予算案を可決する道が開けた。

こうしたなか、7 月 29 日に公表された 4～6 月期 GDP（速報値）は前期比年率 6.5%と 1～3 月期の同 6.3%から成長率が高まったものの、市場予想（同 8.4%程度）は大きく下回った。内訳をみると、個人消費の寄与度が +7.78%ポイントと大きく、そのうちサービス消費は +5.10%ポイントと、経済正常化によりサービス需要が回復していることが確認できる内容であった。また、GDP 水準もコロナ前（19 年 10～12 月期）の水準を上回った。



(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。

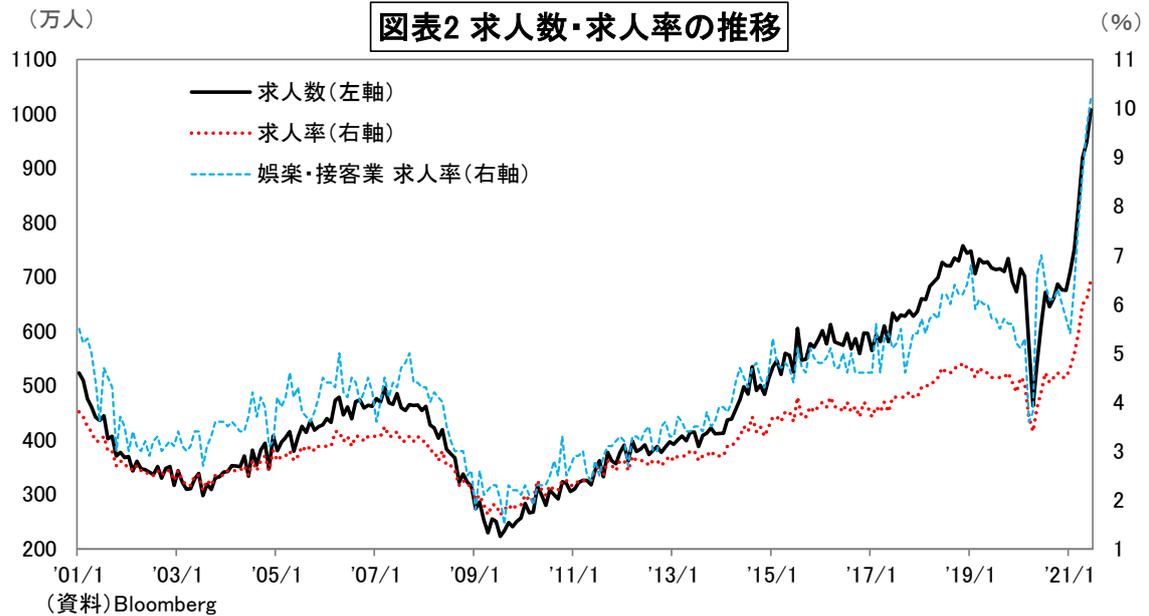
景気の現状：ペントアップ（繰越）需要に供給が追いついていない

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需要に、供給が追いついていないと判断できる。

6月の求人労働異動調査を確認すると、求人数は5月から約60万人増加し1,000.7万人と過去最高を記録した。一方で、6月に雇用された労働者は671.9万人にとどまり、5月と同じく約330万人の求人が未充足となった。また、求人率（=求人数÷（求人数+雇用者数））も6.5%と過去最高を記録し、飲食を含む娯楽・接客業の求人率については、10.2%と非常に高いことから、著しい労働力不足が続いており、依然として供給サイドが追いついていない。

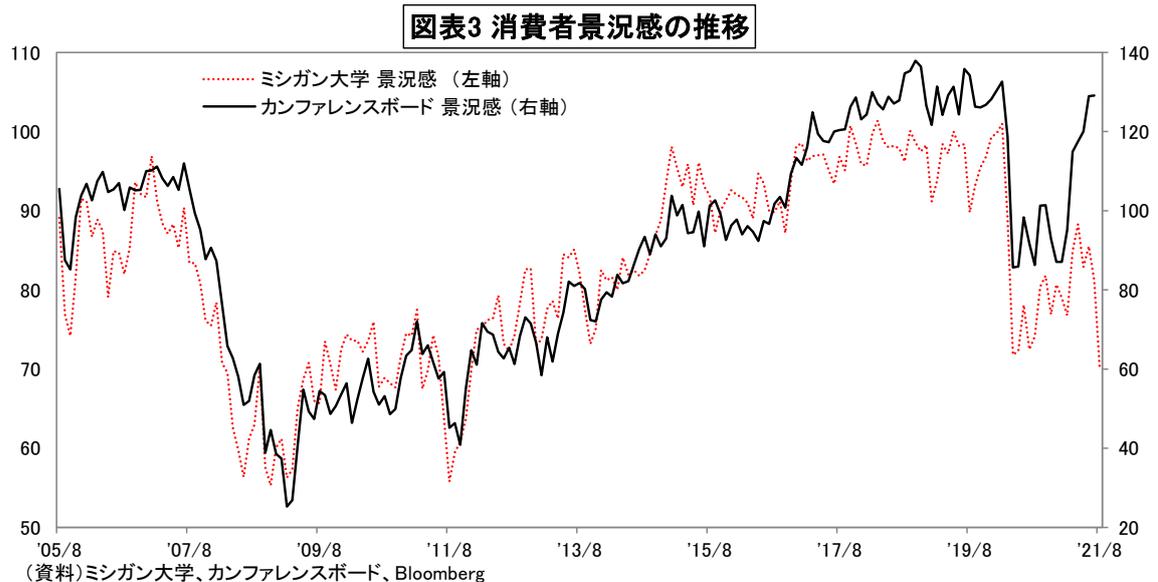
個人消費をみると、7月の小売売上高は前月比1.1%減少と弱含んだ。しかし、内訳をみると飲食店が同1.7%（6月は同2.4%）となるなど、経済正常化の進展は確認できる。

雇用統計をみると、7月の非農業部門雇用者数は前月から94.3万人増となり、6月の同93.8万人とあわせて、速いペースでの雇用回復が継続している。また、労働参加率は0.1ポイント上昇し61.7%となった一方で、失業率は0.5ポイント低下の5.4%となり、労働市場の改善が確認できる。コロナ前の20年2月と比較すると、雇用の喪失は約570万人（事業所調査ベース）にまで減少した。なお、人手不足を反映して、時間当たり賃金は前年比4.0%へと加速した。



8月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は7月から▲13.5%と大幅低下の70.2(現況指数77.9、期待指数65.2)となった。新型コロナウイルス・デルタ株の感染拡大が理由として報告されている。

一方、企業マインドをみると、7月のISM製造業指数(製造業PMI)は59.5%、サービス業指数(サービス業PMI)は64.1%と14ヶ月連続での企業部門の拡大を示した。また、両指数とも雇用については2ヶ月ぶりに回復傾向を示した。



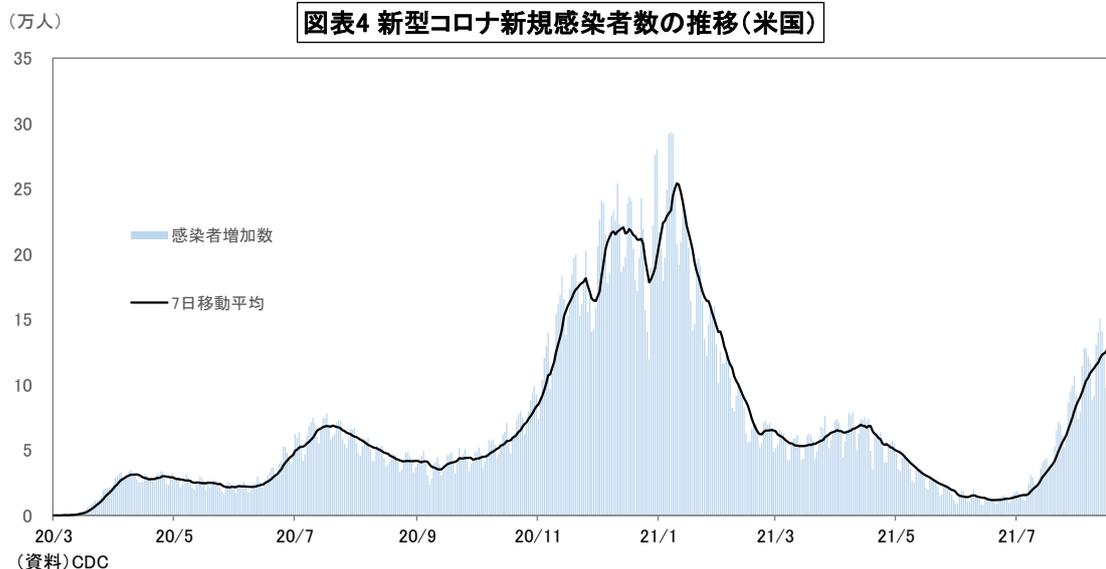
**景気の先行き：
速いペースでの
景気回復が継続
する見込み**

さて、景気の先行きを考えると、現在の米国経済は労働力不足が景気回復の障害となっているものの、9月からの学校や保育園などの再開に伴い女性の労働参加率が回復する見込みから、労働市場の回復も継続すると考えられる。

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かった。このため、労働者の確保によって供給側の回復が継続すると期待される7～9月期についても、速いペースでの景気回復を見込んで良さそうだ。足元では、デルタ株の感染が拡大しているものの、既存のワクチンは依然として有効であり、9月末からは必要に応じて3回目の接種も開始されることから、過剰にダウンサイドリスクを織り込む必要はないように思われる。多くのFOMC参加者が指摘するように、年内のテーパリング開始に向けた下地が整いつつある。

ただし、リスク要因として、デルタ株の感染が拡大するなかでの学校再開となれば、若年層を中心に感染拡大が生じるのではとの懸念もある。この点については、学校の対応や家庭へのウイルスの持ち込み度合い、家庭内での感染、労働市場への影響など、経済への影響が多岐にわたり予断を許さない。

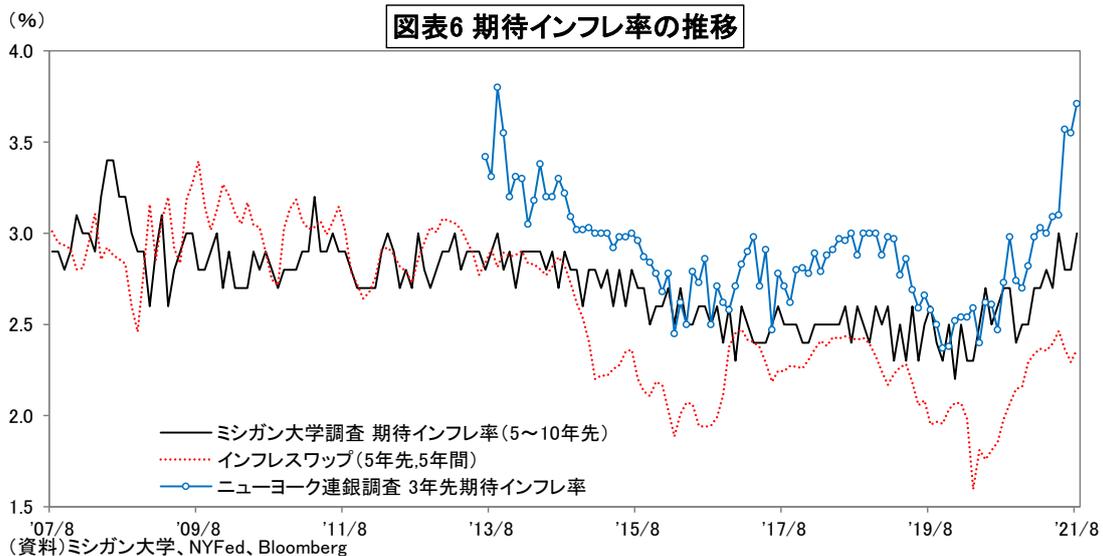
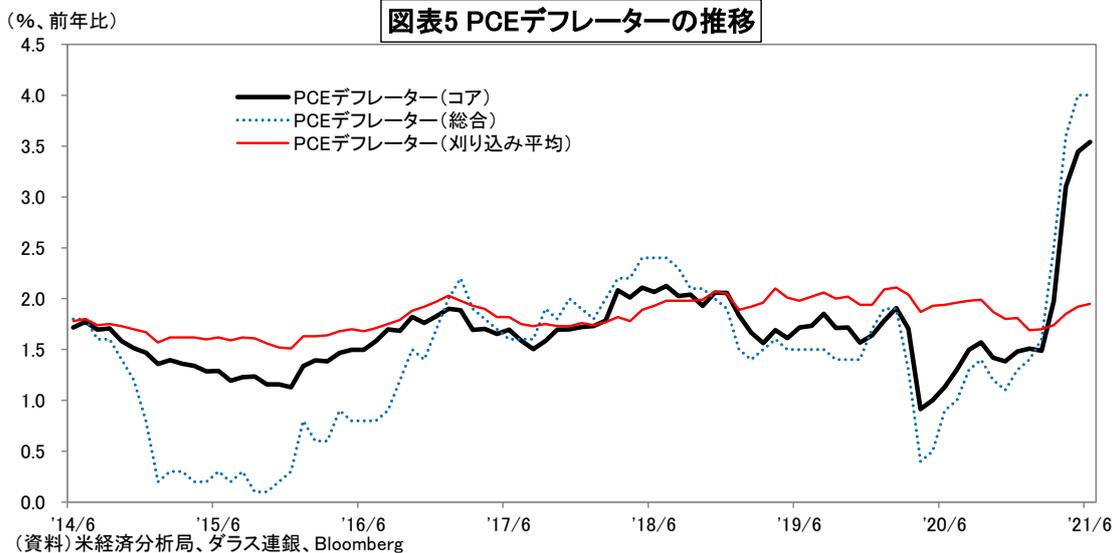
図表4 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



**インフレ率の加速
は収まり始めた可
能性も**

インフレ率については、コロナ禍による弱い需要を反映して鈍化傾向が続いていたが、4月以降は急加速し、6月のコアPCEデフレーターは前年比3.5%まで高まった。しかしながら、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同2.0%となっており、ほとんど加速がみられない。さらに、刈り込み平均を前月比年

率でみると、5月の3.1%から6月は同2.3%へとすでに鈍化している。また、7月の消費者物価指数（CPI）も6月から鈍化しており、「一時的なインフレ率の加速」は収まり始めた可能性も考えられる。



テーパリングの議論が進んだ7月FOMCと議事要旨

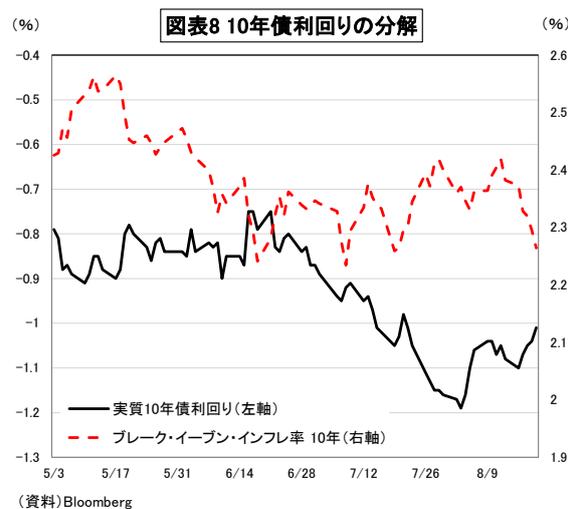
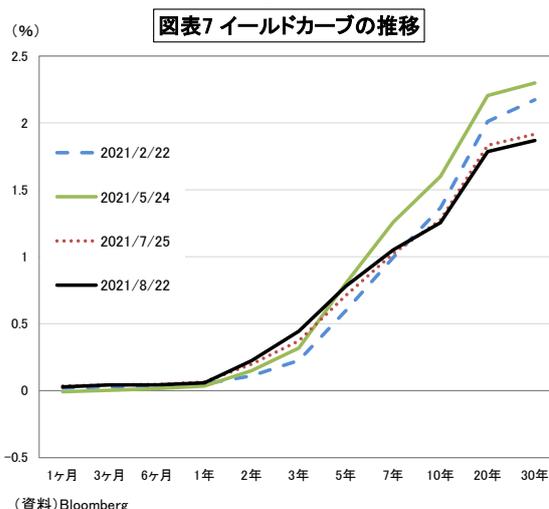
7月FOMC（27、28日）では、金融政策の現状維持（ゼロ金利政策と量的緩和政策の継続）が決定された。声明文からは、米国経済はFRBの目標（最大雇用と平均2%インフレ）に向かって進展しており、今後は経済の回復度合いを評価する予定であることが示された。

8月18日に公開された7月FOMCの議事要旨によると、ほとんどのFOMC参加者は資産買い入れの縮小（テーパリング）開始の条件が年内に達成される可能性があるとの見解を示していることが

明らかとなった。

筆者はこれまでのところ労働市場の回復をかなり待ってからテーパリングが開始されると考えていたが、実際のところは、堅調な労働市場の回復が持続するとの想定の下で、早ければ21年秋にも開始されることになりそうだ。

なお、8月26～28日に例年ジャクソンホールで開催される年次経済シンポジウム（今年はオンライン開催）において、テーパリングのより具体的な計画が公表される可能性が高い。

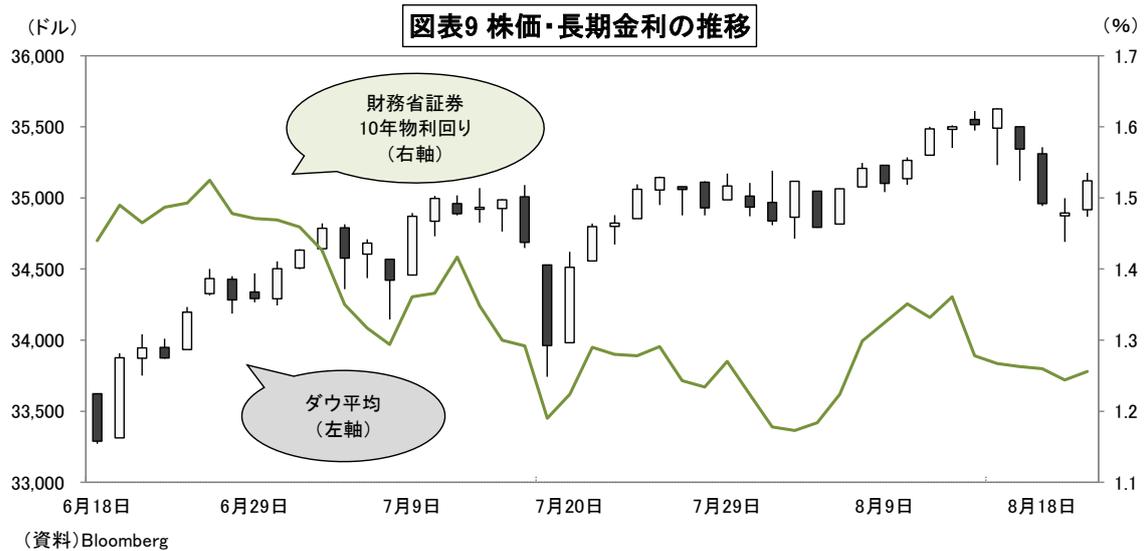


長期金利：デルタ株の感染拡大で金利上昇は後ずれ

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、デルタ株の世界的な感染拡大や経済指標の下振れを背景に、米長期金利（10年債利回り）は7月半ばと8月初めにかけて1.2%を割り込む場面も見られ、足元では1.3%前後での推移となっている。

先行きについては、経済活動の正常化やインフラ投資法案期待、テーパリングの開始観測、将来的な利上げ期待など金利上昇要因も多いものの、長期的な基調としては、緩やかに長期金利は上昇すると思われる。

しかしながら、足元ではデルタ株の感染拡大によって、世界経済の回復が後ずれする可能性が高まっており、目先の金利は低下しやすい局面にあると思われる。以上から1.0%～1.4%程度とやや低いレンジを予想する。金利上昇は後ずれすることになるだろう。



株式市場：調整を迫られる可能性も

株式市場では、デルタ株の感染拡大懸念や年内テーパリング開始観測などが悪材料視され、ダウ平均が急落する局面も見られるなどやや不安定な展開が続いているが、7月末から8月初めにかけての好調な決算発表に加えて、5,500億ドル規模のインフラ投資法案の上院での可決（8月10日）などが追い風となった。

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やインフラ投資拡大の恩恵を受けるものが多いとみられていることもあり、インフラ投資法案に対する期待は上昇要因といえるが、テーパリング観測やデルタ株の感染拡大などをきっかけに調整を迫られる可能性もあるだろう。

FOMC参加者からはテーパリングについての発言が多い

最後にFOMC参加者の発言を確認すると、雇用統計が強ければテーパリングのアナウンスをすべきといった種類の発言が多かった。また、クラリダ副議長は23年の利上げ開始を現在のところ検討していると発言している。足元ではデルタ株の感染拡大はあるものの、ほとんどのFOMC参加者は、米国経済はコロナ禍の下での超緩和的な金融政策を巻き戻していく時期に差し掛かっていると考えていることがうかがえる。

図表10 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	-2	8/17	新型コロナ禍は「並外れた世代」生み出すだろう
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-2		
	クラリダ副議長	0	8/4	経済が予想通りなら23年の利上げが可能
	ブレイナー副理事	-1	7/30	労働市場はFRBの目標達成までには、まだ遠い
	ウォラー理事	0	8/2 8/5	次の2回の雇用統計が強ければテーパリング発表を支持 景気回復は素晴らしく、今後も継続すると思われる
	ボウマン理事	?	8/3	雇用ペースは励みになるものの、雇用はまだコロナ前には程遠い
	クオールズ副議長	?		
	エバンス総裁 (シカゴ)	-1	8/10	年後半に「一層のさらなる進展」がみられるだろう
	バーキン総裁 (リッチモンド)	1	8/11	テーパリングを開始できる状況に近づいている
	ポスティック総裁 (アトランタ)	-1	8/9 8/11	あと1、2回雇用統計が強ければ早いペースでテーパリングできる 最大雇用へのコミットメントがあるため、利上げは急がない
デイリー総裁 (サンフランシスコ)	0~-1	8/3 8/12	失業した1000万人の多くは今後職場復帰するだろう 景気回復は強く、金融緩和は弱められる	
FOMCメンバー 投票権なし	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	8/11	景気回復は進展しているんで、中立的な金融政策に移行すべき
	ブラード総裁 (セントルイス)	2	8/3 8/4	パンデミックで、高成長、高生産性、高金利、高インフレ経済へ 高いインフレ率はより持続するのでは
	ローゼングレン総裁 (ボストン)	1	8/16 8/18	次の雇用統計が強ければ9月にテーパリングのアナウンスも テーパリングを秋に開始、22年半ばに終了を支持
	メスター総裁 (クリーブランド)	0		
非FOMCメンバー 投票権なし	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1		
	カプラン総裁 (ダラス)	0	8/6 8/20	すぐにテーパリングを開始しても良いが、ゆっくりしたペースを希望 デルタ株が収まらなければ、早期テーパリングは再考察
	メカシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	8/5 8/15	秋には労働市場は好調だと思われる 雇用統計があと2、3回強ければテーパリングも可

(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. 8. 24 現在)

回復ペースがさらに鈍化した中国経済

～年後半は「安定成長」をより重視する政策運営を想定～

王 雷軒

要旨

2021年4～6月期の実質GDP成長率は前年比7.9%、前期比1.3%で底堅い成長とはなったものの、大方の予想を下回った。その後も、不動産市場への規制強化や地方債の発行の遅れに加えて、自然災害や新型コロナの感染再拡大による影響もあり、経済回復ペースは一段と鈍化したと見られる。

こうしたなか、党中央政治局会議では年後半の経済政策を決定した。追加経済対策は打ち出されなかったものの、経済成長・金融の安定化が強調されており、今後は安定成長をより重視する政策運営が想定される。

河南省等では洪水等の自然災害が発生、経済活動への影響は懸念される

7月中旬以降、内陸地域の河南省では「千年に一度」と言われるほどの記録的大雨に見舞われた。河南省人民政府によると、今回の洪水によって、3万戸の建物が倒壊し、水害を受けた作付面積が1,620万ムー（約108万ha、作付け総面積の約1割）になるなど、直接的な経済被害額だけで1,337億元（20年GDPの2.4%）にのぼったという。

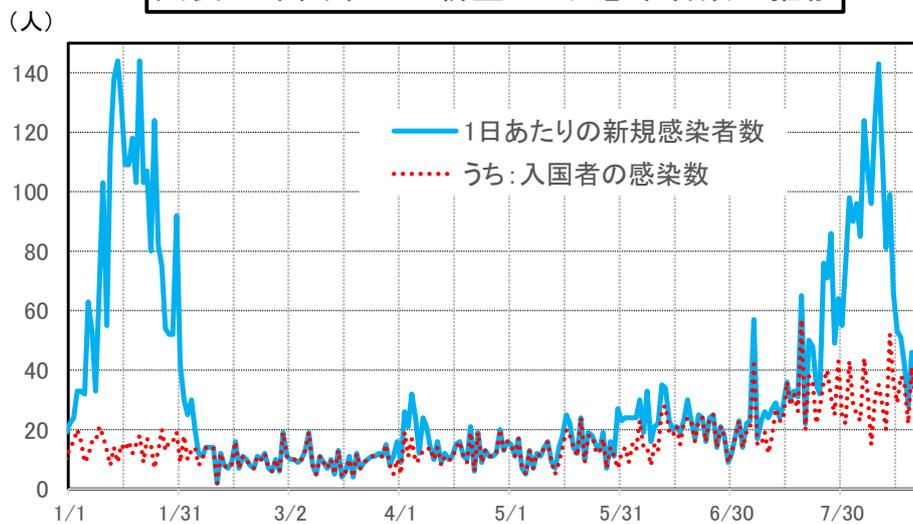
一方、国家統計局によると、河南省の鉱工業生産（7月）が前年比4.6%と6月（同5.6%）からやや減速、固定資産投資（1～7月期）が前年比5.8%と1～6月期（同7.8%）から鈍化した。総じていえば中国経済への悪影響は限定的であるとの見方を示した。

とはいえ、自然災害からの復旧・復興を進めている最中の8月中旬にも河南省等で再び大雨が降ったこともあり、引き続き経済活動への悪影響が懸念される。

変異株による新型コロナの感染再拡大が発生したが、抑制されつつある

7月20日、江蘇省南京市の国際空港で清掃員9人のデルタ株による新型コロナの感染が確認されたほか、観光地の湖南省張家界でも劇場でクラスター感染が発生、観客を通じて多くの省市に拡散した。政府は、大規模PCR検査と移動制限、そして地域や地区を限定した都市封鎖によって速やかに対応してきたため、8月中旬以降は1日当たりの新規感染者が1桁台まで減少し、感染再拡大は抑制されつつある（図表1）。

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8月21日。

自然災害・コロナ禍等の影響で足元の回復ペースはさらに鈍化

前述のとおり、河南省等で発生した洪水被害、デルタ株による新型コロナの感染再拡大に加えて、さらに半導体不足による自動車生産・販売の減少、不動産市場への規制強化、地方政府の債務への監督管理の強化を背景に、経済の回復ペースはさらに鈍化したと見られる。以下、7月分の主要経済指標の動向を簡単に確認したい。

消費は半年ぶりの減少に転じたが、先行きは再び持ち直す

まず、回復基調が継続してきた小売売上総額は前月比▲0.13%と半年ぶりの減少に転じた。また、国家统计局が20年7月の前年比と21年7月の前年比から算出した21年7月の幾何平均値(以下、幾何平均値)も3.6%と、5月(同4.5%)、6月(同4.9%)から鈍化した。

自然災害や新型コロナの感染再拡大を受けて観光業や飲食業が伸び悩んだほか、車載半導体不足の影響等から自動車販売も前年比▲11.9%と3ヶ月連続のマイナスとなった。

先行きについては、新型コロナ感染の再拡大が抑制されつつあるなか、自然災害からの復旧・復興も行われており、一旦は落ち込んだ消費も再び持ち直しに転じると見込まれる。ただ、家計収入は新型コロナ前の水準まで回復していないほか、住宅ローン等の家計負担も重く、消費は力強さを欠く展開となろう。

固定資産投資は鈍化した、回復基調を維持している

一方、固定資産投資も鈍化した、回復基調は維持している。7月の固定資産投資は前月比0.18%と6月(0.26%)から鈍化した。1~7月期の前年比も10.3%と、1~6月期(同12.6%)から

中央政治局会議で示された 21 年後半の経済政策

年後半は安定成長をより重視する政策運営を想定

鈍化した。

その背景として、堅調な輸出を受けて設備投資は加速したものの、「積極的な財政政策」の実施が十分ではないこと、自然災害や新型コロナの感染再拡大による影響で鉄道運輸業への投資が減少したほか、住宅価格の高騰を抑制するための融資規制の強まりで不動産開発投資の伸びも鈍化したことが挙げられる。

ただ、1～7 月期の固定資産投資の幾何平均値は 4.3%と 1～6 月期（同 4.4%）から伸び率がやや低下した状態に留まった。

先行きは、不動産開発投資の鈍化が続くものの、設備投資の回復基調が一段と強まるほか、地方債発行・利用の加速などを受けてインフラ整備向け投資の戻りも加速すると見られることから、投資は全体として堅調な推移が続く見込みである。

経済回復ペースがさらに鈍化したと見られるなか、共産党中央政治局は 7 月 30 日に会議を開催し、当面の経済情勢を分析・検討し、21 年後半の経済政策を手配した。その概要を紹介しておこう。

まず、当面の経済情勢についての認識である。目下、世界の新型コロナをめぐる状況は変化しており、外部環境はさらに複雑となり、国内経済の回復は依然として堅固ではなく、不安定なままである。

また、下半期の経済政策をしっかりと実施するには、安定の中で前進を求めるといふ政策の総基調を堅持し、マクロ政策の連続性・安定性・持続可能性を維持し、21 年と 22 年の 2 年間のマクロ政策を統一的にしっかりとリンクさせ、経済成長を合理的範囲内に維持しなければならない。

具体的には、まず、「積極的財政政策」は政策効果を高め、末端の「基本民生・給与・運営の保障」の最低ラインを保障し、予算内投資と地方政府特別債（専項債）の発行進度を把握し、21 年末・22 年初の実物成果量の形成を推進しなければならない。

また、「穏健な金融政策」は流動性の合理的な潤沢を維持し、中小企業と困難業種の持続的回復に注力しなければならない、とした。

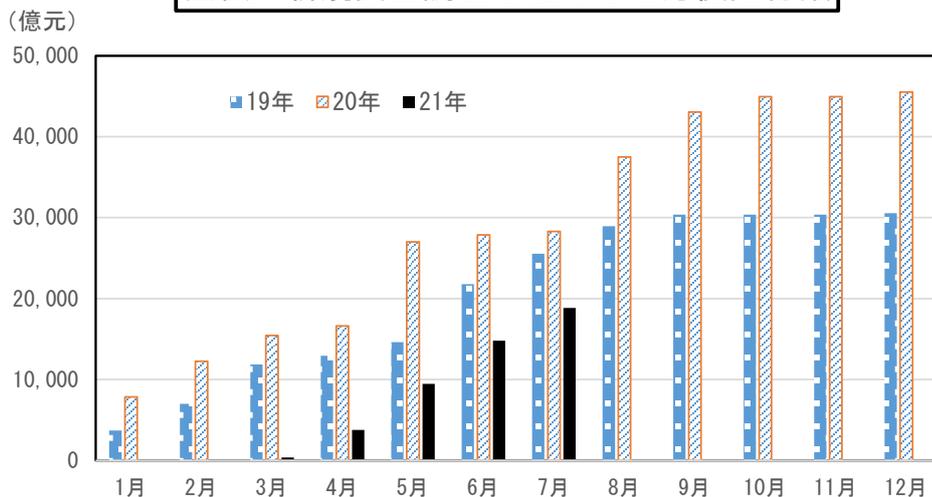
この会議を受けて中国の中央銀行である中国人民銀行および財政部（日本の財務省に相当）は年後半の金融・財政政策を発表したものの、回復ペースの鈍化で期待された具体的な追加経済対策は見送られた。

その背景として、21年の成長率目標である「6%以上」が設定されているなか、追加経済対策で高い成長率の達成より、むしろ金融や不動産、地方政府の債務等の分野におけるリスク防止・解消に重点を置いた経済運営で質的成長を追求しようとする事が挙げられる。

現行の金融政策を見ても、7月に預金準備率の引下げが行われたが、LPR（ローンプライムレート）が16ヶ月連続の据え置きとなったほか、マネーサプライM2・社会融資規模残高の伸びも19年の水準まで低下するなど、金融リスクの防止・解消を意識した政策運営であったと思われる。また、地方政府の債務への監督管理が強まったことで、地方債の発行が例年より遅れているなど、「積極的な財政政策」の実施は順調に進んでいるとは言えない状況だ（図表2）。

その一方、22年の成長を大きく減速させないため、取組み中の金融リスクの防止・解消にあたっては、システムリスクを生じさせず、更なる経済下押し圧力を強めてはいけないなど、経済成長・金融の安定化も強調されている。これらを踏まえると、年後半には安定成長をより重視する政策運営に舵を切ると考えられる。具体的には、現行の金融政策は当面維持されるが、地方債の発行・利用の加速などの積極的財政政策の本格実施を想定する。引き続き地方債の発行動向等に注視していきたい。

図表2 新規資金調達のための地方債発行額



(資料) 中国財政部、Windより作成、年初来累計発行額。

(21. 8. 23 現在)

コロナウイルスとの共生の長期化と欧州経済の行方

～気候変動対策の影響も加わり情勢はさらに複雑に～

山口 勝義

要旨

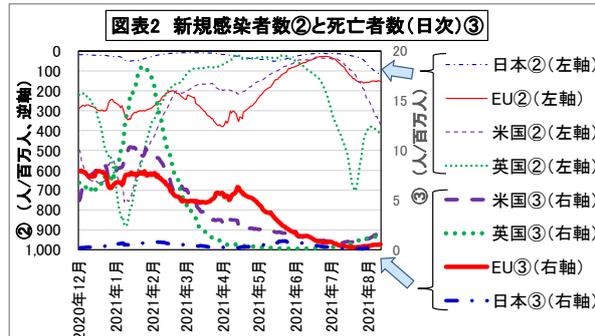
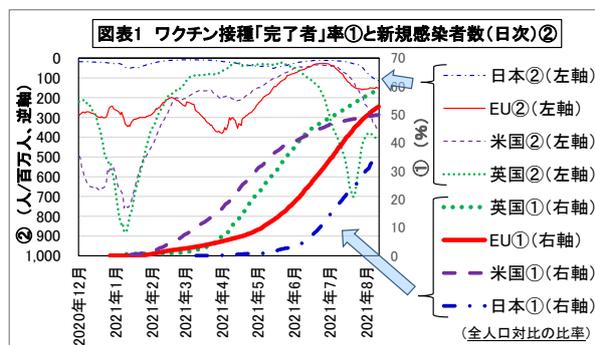
デルタ株の感染拡大で、コロナウイルスとの共生が想定外に長期化する可能性が強まっている。これに伴い、景気回復の減速のみならず、政策の難度や政治的不安定性の強まりなどが予想される。また気候変動対策の影響も加わり、情勢は一層複雑化するとみられる。

はじめに

国際通貨基金（IMF）は7月27日、「世界経済見通し（WE0）」の改定に当たって、2021年の世界の成長率を4月の予測値から据え置き6.0%とした。しかし内訳ではワクチン接種の進捗に応じて米国やユーロ圏、英国などを上方改定するとともに新興国や日本は下方改定しており、成長が世界で二極化すると見込んでいる（注1）。

こうしたなか、フォン・デア・ライエン欧州委員会委員長は27日、声明を発表し、7月中に成人の70%が少なくとも1回のワクチン接種を終了するとして欧州連合（EU）の目標を、この日に達成したことを明らかにした（注2）。しかしその一方では、同委員長も自身の声明の中で指摘したように、EUでもデルタ株の感染が拡大し、懸念点として急速に浮上してきている。

ここでデータを見れば、EUではワクチン接種の進捗とともに減少してきた新規感染者数が、デルタ株の感染拡大につれ増加している状況が確認できる（図表1）。しかしこれに対し、今回は重症者数や病床の逼迫度合は限られており、死亡者数の大幅な増加には至っていないという特徴がある（図表2）。この点は、移動等の制限措置が再強化される場合も限定的なものになるとみられることで、経済回復



（資料）図表1、2は、Our World in Dataのデータから農中総研作成

を巡る懸念を軽減する材料となっている。

とはいえその影響が比較的限られたものであるとしても、今回の感染拡大は今後とも感染力が強くワクチンの効果が劣る新たな変異株が継続的に発生する可能性を意味している。欧州委員会も来年以降に向け追加のワクチン確保に早い段階から動いているが、ウイルスとの共生が想定外に長期化する可能性が強まるなか、経済情勢を分析する上でもこの環境変化を考慮に入れる必要が生じている（注3）。

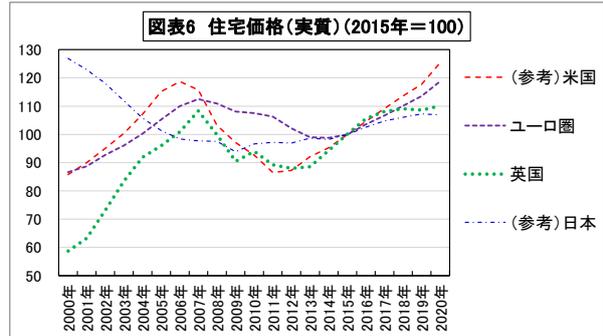
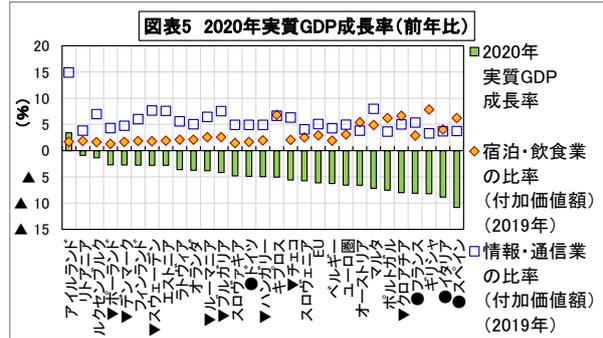
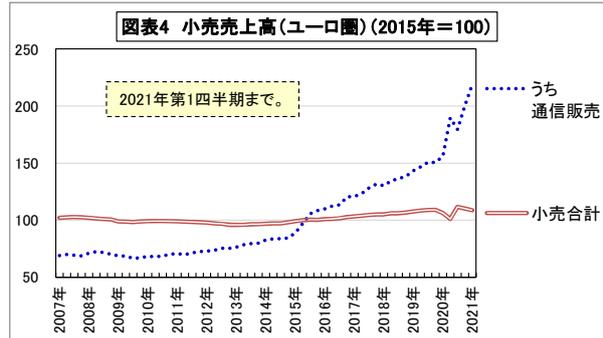
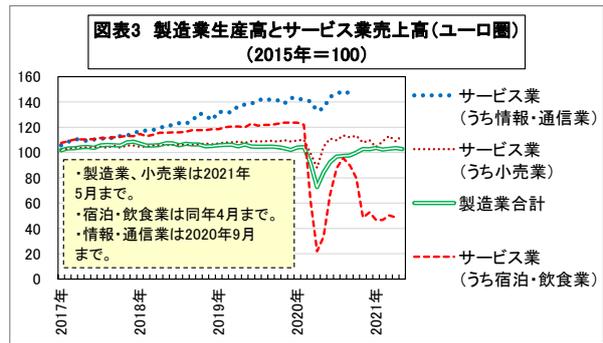
これまでに生じた変化の定着化

では、コロナウイルスとの共生の長期化で、どのような動きが生じることになるのだろうか。まずは、これまでに欧州経済に生じた変化の巻き戻しよりもその定着化の方向に力が働くことになるため、従来からの様々な懸念点が今後は一層困難なものとなることが考えられる。

欧州経済は、感染症の拡大の下で大きな変動を経験してきた。当初はサプライチェーンの寸断と厳格な人の移動制限により生産と消費の両面から実体経済に甚大な影響が及んだが、その後は中国経済の回復に伴いサプライチェーンの修復が進み製造業が持ち直してきた。こうして、低迷する製造業を堅調なサービス業が下支えするという、18年頃からの欧州経済の特徴的な構図に根本的な変化が生じるようになった。また、このサービス業では、業種により観光・宿泊・飲食、伝統的小売、航空などの需要が大きく縮小する一方で、Eコマース、情報・通信、ヘルスケアなどには追い風が吹いてきた（図表3、4）。

以上を受けて、国ごとに大きな成長格差が現れた。20年には観光業への依存度が高い南欧諸国の落ち込みが大きくなる一方で、情報・通信や製薬などの分野に強みを持つアイルランドがEU内で唯一、プラスの成長を遂げている（図表5）。また同時に若年層の失業率が上昇し、国民の間で貧富の格差が拡大してきている。

従来から、例えば国家間の成長格差の拡大は欧州中央銀行（ECB）の政策の難度を増し、国民間の格差の拡大は政治的な軋轢を生む余地を増大させるとの懸念があったが、ウイルスとの共生が長期化する下ではこれらの懸念点はますます困難なものとなることになる。また、各国では



（資料）図表3、4はEurostatの、図表5は欧州委員会とEurostatの、図表6はOECDの、各データから農中総研作成

（注）図表5で、●はユーロ圏の四大国、▼はユーロ圏外の国々を示す。

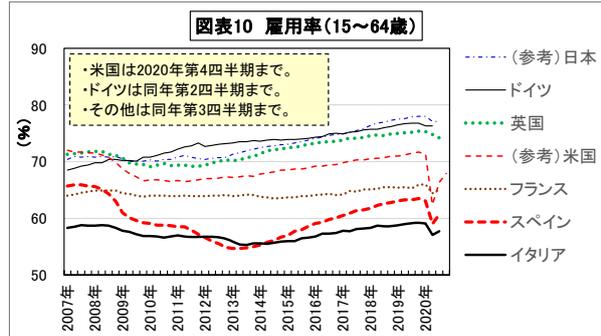
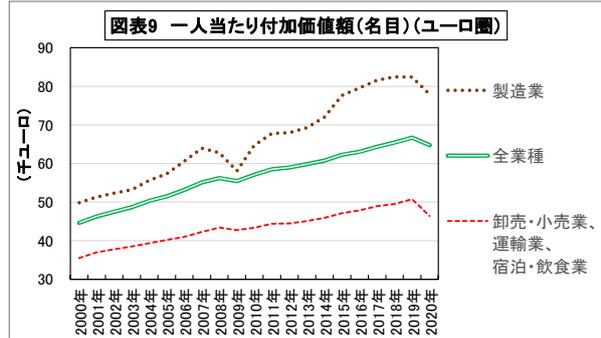
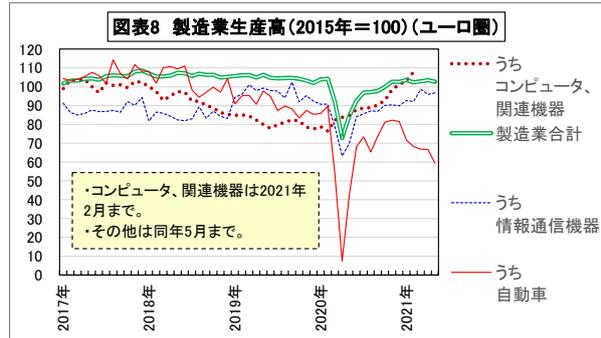
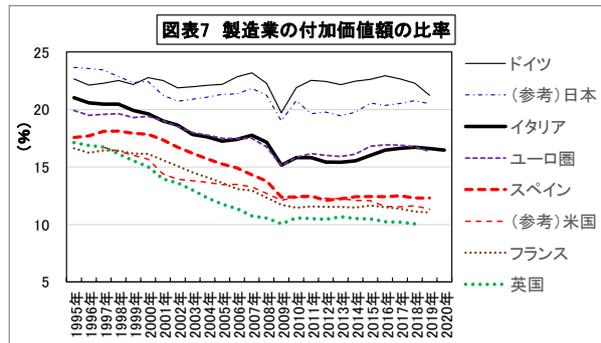
財政が大幅に悪化したほか住宅価格の上昇などが見られているが、こうした経済情勢の波乱の芽がさらに拡大する可能性に対して、今後はこれまで以上に注意が必要となる（図表6）^{（注4）}。

これから生じる経済の構造的な変化

しかし、コロナウイルスとの共生の長期化による影響はこれに止まるわけではない。新たに生じる経済の構造的な変化とその影響にも、目を向ける必要がある。

これまで先進諸国では経済のサービス産業化が進み、中長期的に製造業が占める比率は低下傾向を辿ってきた(図表7)。しかしコロナ危機では、対人接触が多い、あるいは人の移動に関わる分野でサービスの縮小が生じるとともに、製造業の側ではデジタル化や医薬品などに関連する分野で根強い需要が見込まれており、これらを含め戦略的に重要な業種では製造の国内回帰(オンショアリング)の動きが強まる可能性がある(図表8)。加えて、安定性をより重視したサプライチェーンへの組み直しが進み、この国内回帰の動きが加速することも考えられる(注5)。

この結果、新たな産業構造の変化として製造業の地位の底打ち・反転が明らかになる可能性がある。この影響は多岐にわたるとみられるが、第一には貧富の格差の拡大を助長する点がある。付加価値額の差にも現れるように製造業では労働者に対しより高いスキルが要求されるため、労働市場での求人と求職のミスマッチが長期化する可能性がある(図表9)。観光業への依存度が高い南欧諸国で特に雇用率の落ち込みが大きいのが、この回復には時間がかかるとみられる(図表10)。この間、製造業の一部では賃上げを余儀なくされ、他方ではスキルの劣る労働者の失業率が高止まることとなり、貧富の格差の拡大に繋がることになる。第二には、物価への影響である。製造業の国内回帰は企業のコストの上昇をもたらし、物価押し上げ要因となる可能性がある。



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

このようにして、予想される製造業の底打ちは実体経済に軽視できない影響を及ぼす可能性がある。また、今後は気候変動対策が同時に進行することになるが、これが労働市場や物価の情勢をさらに複雑なものにすることが考えられる。

おわりに

ユーロ圏ではコロナウイルスとの共生が長期化する見通しの下で、移動等の制限措置の緩和を受けた足元でのサービス業の業績の回復や、22年にはGDPはコロナ危機前の19年の水準を取り戻すとする従来のメインシナリオを巡って、先行きの不透明感が強まってきている。

しかもこの共生の長期化は、単に景気回復を減速させるのみならず、上で見たように、困難な問題を増大させることになる。それは、感染症拡大による従来からの懸念点がますます困難なものとなるとともに、今後は新たに製造業の底打ちという産業構造の変化を通じた影響が生じる可能性があるためである。例えば、国家間の成長格差の拡大が続くことに加え、財政の悪化や、資産価格やその他の物価の上昇などの将来の波乱の芽がさらに蓄積されることによりECBの政策は困難化し、国民間の貧富の格差の一層の拡大で政治面の不安定性が強まる可能性がある。

こうした状況に対し、急速に進む気候変動対策の影響が加わることになる。そ

のひとつには様々なコストの上昇がある。例えば脱炭素製品への転換を通じた素材価格の上昇や、再生エネルギー化の過程での電力料金などの上昇である。また、温暖化ガス排出量規制に伴う運輸コストの上昇なども考えられる。一方で、企業は既存の資本の廃棄を迫られ、また生産性や収益性の改善に直接結び付かない投資を強いられることにより、諸コストの上昇に対する耐性を弱めることになる。政府による補助制度で影響の軽減が図られるとはしても、企業がコストの上昇を製品価格に転嫁するインセンティブが強まるのが考えられる。このほか、新たに必要となる人材の需要と供給のミスマッチが企業の人的コストを上昇させ、同時に貧富の格差を拡大させる可能性もある。

このように様々な要因が複合する中で、経済全体として生産性をどう高めていくかは一層困難な課題となる。むしろ今後は、環境や社会の持続可能性の観点から、生活の質などを含めて成長だけではない、経済のあるべき姿について議論が高まることも考えられる^(注6)。(21.8.23現在)

(注1) ユーロ圏については、IMFは2021年の成長率予測値を4月時点の4.4%から4.6%に引き上げた。

(注2) European Commission (27 July 2021)

“Statement by President von der Leyen on a new milestone in the EU Vaccines Strategy”

このほかEUでは、夏の終わりまでに成人の70%に接種を完了させるとする目標を掲げている。なお、EUでは現在、17歳以下の若年層にも対象を拡大してワクチン接種を進めている。

(注3) ファイザー社のCEOは2021年4月15日に、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、またその後毎年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。その後、変異株の発生もあり、EUや英国、米国などは2023年までを視野に入れてワクチンの確保に向け製薬会社との契約を進めてきている。この経緯は、例えば次を参照されたい。

・ Wall Street Journal (June 3, 2021) “Rich Nations Secure Shots Through 2023”

(注4) 図表6で、2000年の年間上昇率は米国

6.5%、ユーロ圏4.7%、英国1.4%、日本▲0.3%、である。EU加盟国の中でこの値が米国以上である国は、ルクセンブルク(13.4%)、ポルトガル(7.4%)、ドイツ(7.0%)、ポーランド(7.0%)、エストニア(6.6%)、オーストリア(6.5%)、である。

なお、住宅価格の上昇には金融緩和のほか、在宅勤務の拡大に伴う広い住宅や環境の良好な住宅への住み替えニーズの増大や、鉄鋼や木材などの建設資材価格の上昇などの影響も働いているとみられる。

(注5) デジタル化関連のIT分野のほか医薬品などのヘルスケア分野を含め、安全保障の観点から戦略的に要な産業については、政府の後押しでオンショアリングに向けた力が働くとみられる。サプライチェーンについては、中国への過度の依存を見直し、安定性をより重視した拠点の分散化を図る動きが予想される。

(注6) 例えば、次を参照されたい。

・ P. Dasgupta (February 2021) “The Economics of Biodiversity, The Dasgupta Review”



農林中金総合研究所

2021～22年度改訂経済見通し

変異株流行で本格回復がさらに遅れる国内景気

～ 日本経済見通し: 2021年度: 3.0% (下方修正※)、22年度: 2.8% (上方修正※) ～

※21年6月時点の当総研見通し(21年度: 3.3%、21年度: 2.6%)との比較

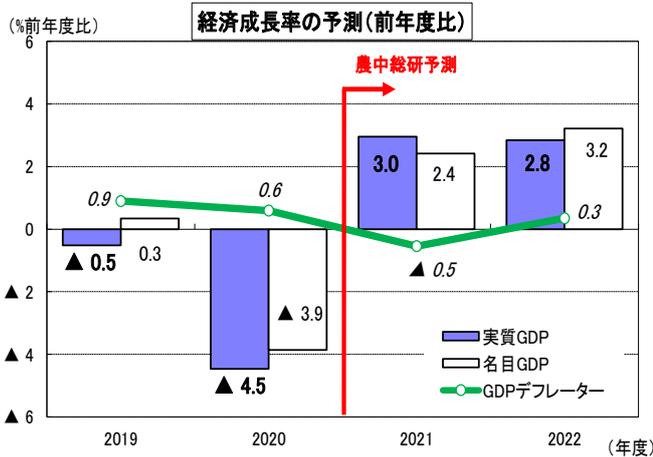
2021年8月19日

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

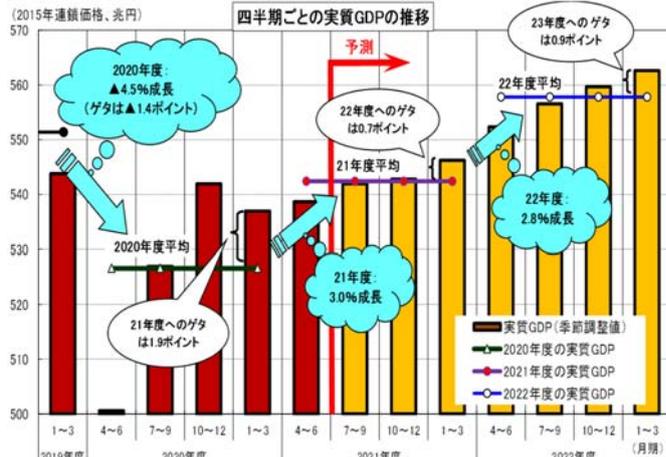
無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

《 サ マ リ ー 》

- 2021年度入り後も新型コロナウイルス感染症の感染拡大が続いており、断続的に「緊急事態宣言」や「まん延防止等重点措置」が出される中、4～6月期は2四半期ぶりのプラス成長となった。しかし、20年10～12月期の実質GDP水準は下回るなど、21年前半は足踏み状態だったことから、足元で回復傾向が強まっている欧米主要国からの出遅れ感が意識される内容だった。
- 4回目の緊急事態宣言の下、感染急拡大に歯止めがかからず、その対象地域は順次拡大、期限延長が繰り返されており、サービス消費への悪影響が続いている。その半面、海外の景気回復を受けて輸出が増勢を強めているほか、企業の設備投資意欲も堅調であることから、国内景気は持ち直しを続けているといえる。
- 国内でもコロナ・ワクチンの接種が進んでいるが、変異ウイルス（デルタ株）に対する有効性の低下も報告されている。今後のラムダ株などの流行可能性を踏まえると、21年度下期も景気回復ペースは感染状況に左右され、「ストップ・アンド・ゴー」の状態が続くものと想定される。国内景気の本格回復入りは22年度入り後にずれ込み、GDPの直近ピーク水準（19年7～9月期）の回復は22年度下期までは難しいだろう。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



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

目次

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

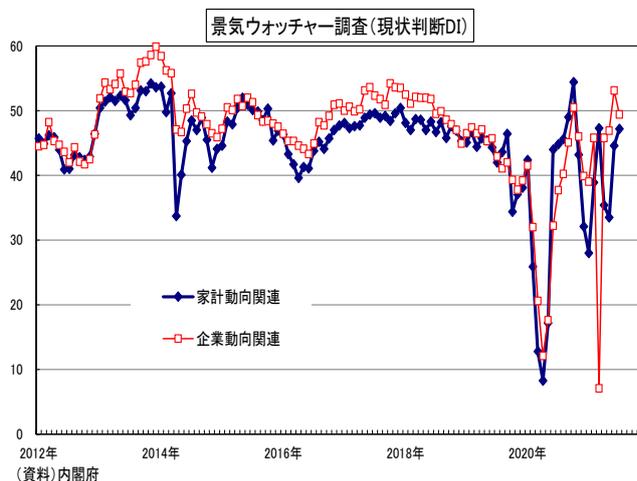
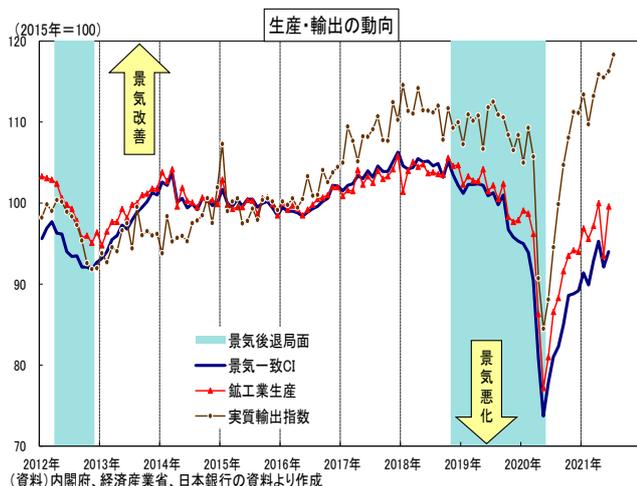
南 武志
 佐古佳史
 山口勝義
 王 雷軒

農林中金総合研究所

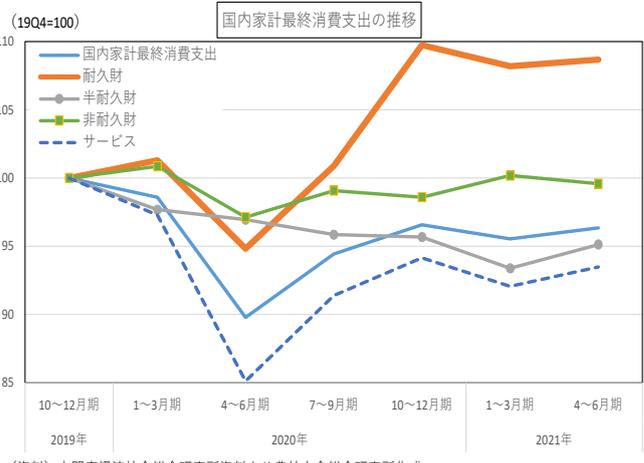
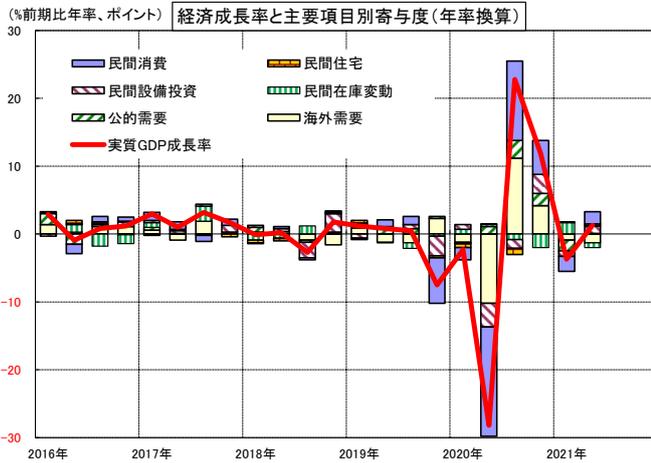
3

1 景気の現状

- 景気動向：持ち直し基調は継続、一部に鈍さも
 - － 消費、生産、輸出など主要指標は概ね持ち直し基調にあるが、足踏みも散見される
 - ・ 消費関連指標は感染状況に左右されつつ、頭打ち気味の推移
 - ・ 4～6月期の鉱工業生産指数は前期比1.1%と4四半期連続のプラスながらも、鈍化傾向
 - ・ 4～6月期の第3次産業活動指数は同▲0.6%と2四半期連続のマイナス
 - ・ 一方、7月の実質輸出指数は前月比1.7%と2ヶ月連続の上昇、過去最高水準で推移
 - － 6月の景気動向指数によれば、CI一致指数は2ヶ月ぶりの上昇、景気の基調判断は4ヶ月連続の「改善」
 - － 7月の景気ウォッチャー調査によれば、ワクチン接種の進展や五輪開催への期待などから現状判断DIは2ヶ月連続で改善
 - ・ ただし、新型コロナウイルスの変異ウイルス(デルタ株)の感染急拡大で、先行き判断DIは3ヶ月ぶりに悪化するなど、先行き不透明感は根強い



- 4～6月期GDP:2四半期ぶりのプラス成長(前期比0.3%、同年率1.3%)
 - 新型コロナの感染急拡大が見られた大都市圏では緊急事態宣言など行動制限を求められたが、人流がなかなか減らず、民間消費(前期比0.8%、2四半期ぶりの増加)はむしろ持ち直しの動きを見せたほか、堅調な設備投資意欲を背景に民間企業設備投資(同1.7%)も2四半期ぶりの増加、さらに欧米主要国の景気回復再開に伴う輸出増(同2.9%、4四半期連続の増加)などにより、2四半期ぶりのプラス成長となった
 - ただし、20年10～12月期のGDP水準を下回っており、21年前半は足踏みが続いた印象は払拭できず
 - 一方、民間在庫変動(前期比成長率に対する寄与度:▲0.2ポイント)、公共投資(前期比▲1.5%、2四半期連続の減少)、輸入(同5.1%、3四半期連続の増加)は成長率の押下げに寄与
 - GDPデフレーターは前年比▲0.7%と2四半期連続の下落、輸入インフレを国内において最終財へ価格転嫁できていない状況となっている

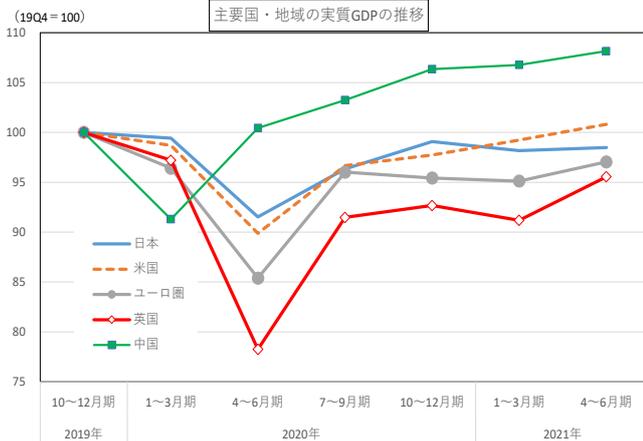


(資料)内閣府経済社会総合研究所

(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

2 世界経済の動向 ①概況

- イスラエル、英国、米国など、ワクチン接種が進んだ国・地域ですら感染力の強い変異ウイルス(デルタ株)が大流行するなど、世界的に新型コロナが収束する兆しはまだ見えない
 - 各国では一旦解除した行動制限の一部を復活させる動きもみられるが、ワクチン接種で重症化や死亡は一定程度抑制できていることから、欧米主要国では都市封鎖のような厳しい措置に戻る状況にはない
- 国際機関による世界経済見通し:ワクチンへのアクセスが回復テンポの差を広げる
 - IMF世界経済見通し(21年7月発表)では、米国・英国・カナダなど先進国の見通しを上方修正する半面、中国・インド・東南アジアなど新興国の見通しを下方修正、世界全体では据え置き
 - 21年の世界全体の成長率は前年比6.0%、22年も同4.9%との見通し
 - 見通しを取り巻くリスクは引き続き下向きで、具体的にはワクチン普及の遅れ、先進国におけるインフレ懸念による金融環境の急速なタイト化などが挙げられている



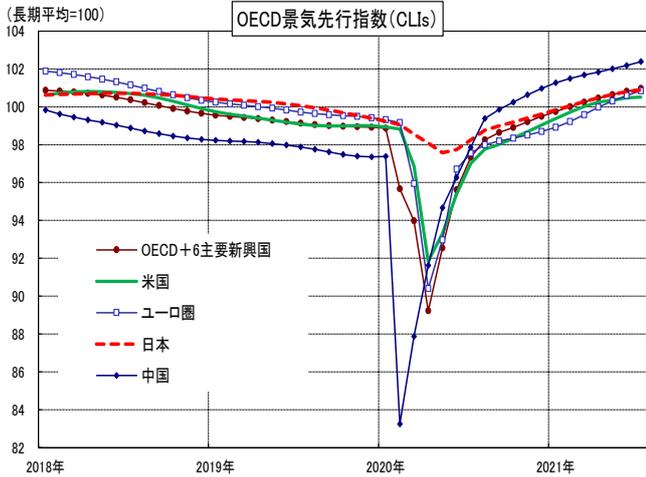
(資料)各国統計より農林中金総合研究所作成

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	▲3.2	6.0	4.9
先進国	1.6	▲4.6	5.6	4.4
米国	2.2	▲3.5	7.0	4.9
ユーロ圏	1.3	▲6.5	4.6	4.3
ドイツ	0.6	▲4.8	3.6	4.1
フランス	1.8	▲8.0	5.8	4.2
イタリア	0.3	▲8.9	4.9	4.2
スペイン	2.0	▲10.8	6.2	5.8
英国	1.4	▲9.8	7.0	4.8
日本	0.0	▲4.7	2.8	3.0
新興国・発展途上国	3.7	▲2.1	6.3	5.2
中国	6.0	2.3	8.1	5.7
インド	4.0	▲7.3	9.5	8.5
ブラジル	1.4	▲4.1	5.3	1.9
ロシア	2.0	▲3.0	4.4	3.1
南アフリカ	0.2	▲7.0	4.0	2.2
ASEAN5	4.9	▲3.4	4.3	6.3
世界貿易数量(財・サービス)	0.9	▲83.0	9.7	7.0

(資料)IMF『World Economic Outlook Update』(2021年7月)』

- OECD景気先行指数 (CLIs) : 先行きの回復継続を示唆
 - 中国、米国に続き、日本、ユーロ圏でも長期平均(≒トレンド)を上回って推移し始めており、先行きも景気回復基調をたどる可能性を示唆
- 世界貿易: 拡大基調だが、直近は新興国で足踏みも
 - 世界貿易数量は20年4~6月期に前期比▲10.9%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3月にかけて拡大を続けたが、直近は新興国で頭打ち気味の推移

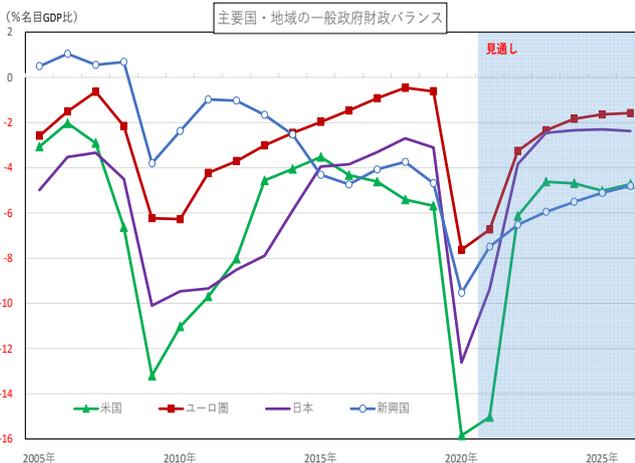


(資料) OECD (注) 6主要新興国: ブラジル・ロシア・中国・インド・インドネシア・南アフリカ

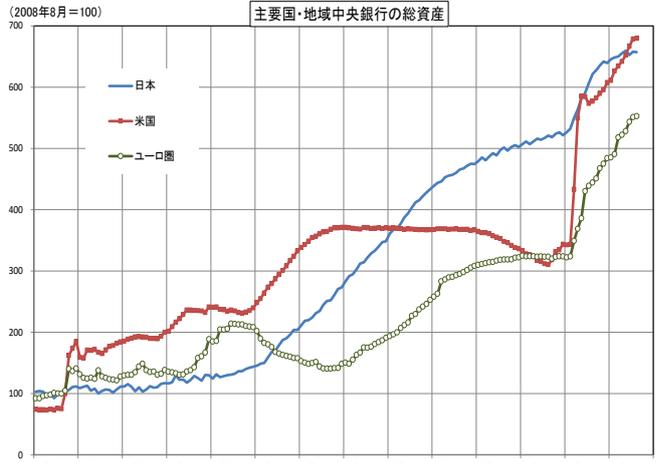


(資料) CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

- 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半面、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が続いており、過剰流動性が発生し続けている
 - しかし、最近の需要回復ペースに供給が追い付かず、インフレ圧力が高まる動きもみられており、金融緩和の規模縮小を開始する時期を巡って思惑が交錯



(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: 対コロナウイルスワクチンの普及と経済正常化の進展で回復加速
 - 21年4~6月期のGDPは前期比年率6.5%成長(速報)
 - 新型コロナウイルス感染拡大前に比べ、依然として約570万人の雇用が喪失している
 - 足元では、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年後半にかけて回復が加速すること、②5年で総額1兆ドル程度のインフラ投資計画が実施される見込みであること、③貿易の回復は緩慢なこと、などが挙げられる
 - 成長率見通し: 21年は6.6%、22年は4.3%(前回見通し、21年: 6.5%、22年: 3.8%からいずれも上方修正)

予測表(四半期)

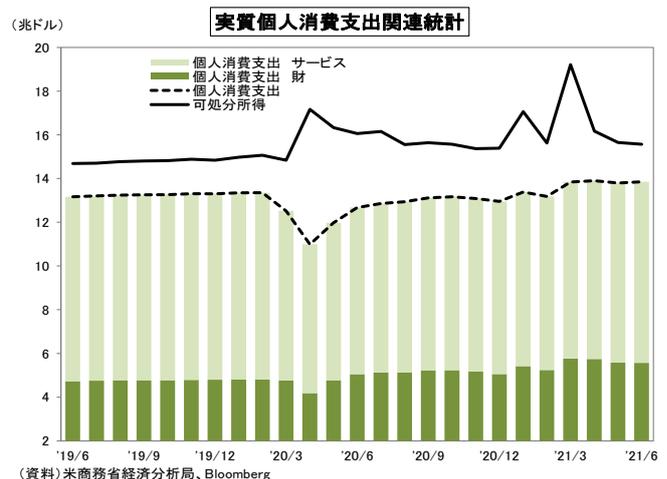
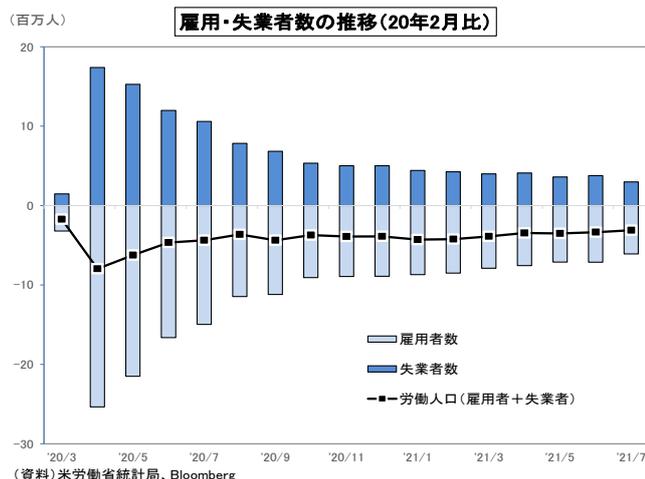
項目	単位	(予測→)											
		2020年				2021年				2022年			
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
実質GDP成長率	%	▲ 5.0	▲ 32.1	33.8	4.5	6.3	6.5	9.5	9.0	2.6	1.4	1.1	1.3
個人消費支出	%	▲ 6.9	▲ 35.5	41.4	3.4	11.4	11.8	11.9	7.0	3.1	1.4	1.4	1.4
民間設備投資	%	▲ 6.7	▲ 26.0	18.7	12.5	12.9	8.0	9.4	7.0	2.7	2.7	2.7	2.7
民間住宅投資	%	19.0	▲ 29.2	60.0	34.4	13.3	▲ 9.8	4.5	5.7	▲ 5.4	▲ 5.4	▲ 5.5	0.0
輸出	%	▲ 9.5	▲ 63.2	54.5	22.5	▲ 2.9	6.0	8.0	7.0	10.5	3.3	1.6	1.6
輸入	%	▲ 15.0	▲ 53.0	89.2	31.3	9.3	7.8	4.0	3.4	5.3	4.8	3.3	3.2
政府支出	%	1.3	3.7	▲ 2.1	▲ 0.5	4.2	▲ 1.5	2.9	2.7	2.4	2.0	2.0	2.0
非農業部門雇用者数増減	万人	▲ 36.0	▲ 433.3	134.2	21.3	51.3	60.7	80.0	60.0	45.0	40.0	35.0	35.0
失業率	%	3.8	13.0	8.8	6.8	6.2	5.9	5.5	4.8	4.3	4.0	3.8	3.7
賃金上昇率	%	3.2	6.5	4.6	4.8	4.9	2.0	4.0	4.0	3.4	3.1	3.4	3.5
コアPCEデフレーター	%	1.8	0.9	1.4	1.4	1.5	3.4	3.8	3.5	3.4	2.2	2.1	2.1
FFレート誘導水準	%	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.25~0.50	0.50~0.75
10年物国債利回り	%	0.7	0.7	0.7	0.9	1.7	1.5	1.4	1.5	1.6	1.7	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。

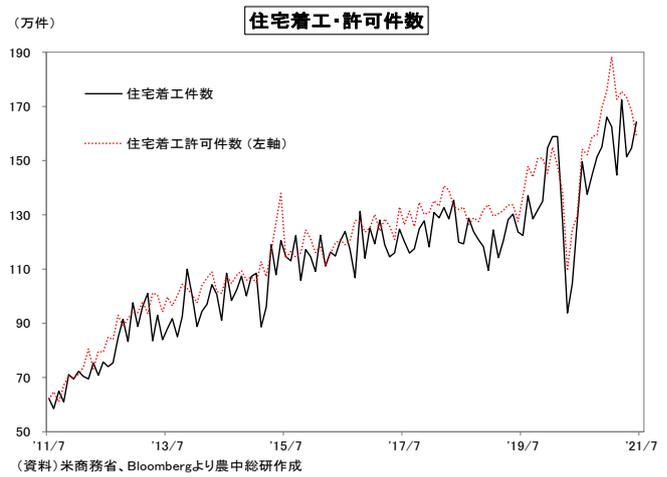
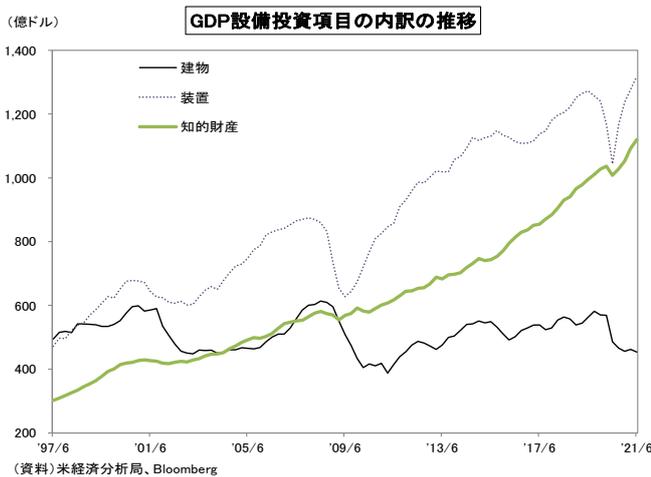
農林中金総合研究所

9

- 雇用: 経済正常化による雇用回復が進展
 - 幅広い産業で労働者不足がみられ、4~6月期は経済回復のボトルネックとなった
 - ワクチン接種の普及と、失業給付金の上乗せ措置が多く州で終了したことから、雇用回復が進展
 - 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
 - 経済正常化が進展する過程でサービス消費が回復するとみられることから、21年7~9月期は消費の回復ペースが加速する見込み



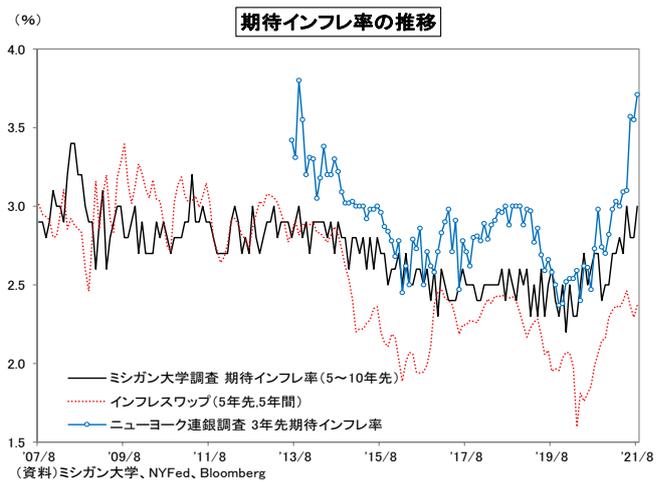
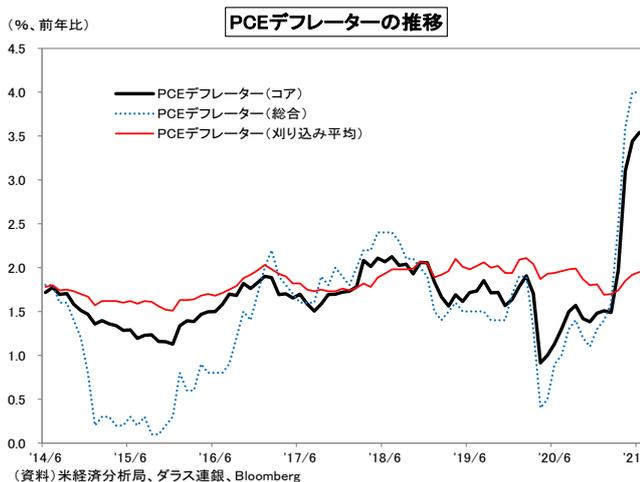
- 貿易: 緩慢な回復を想定
 - テクノロジー分野における中国企業の締め出しや、ウイグルにおける人権問題に端を発する米中対立、ワクチン接種の普及の遅れによる新興国の景気回復の後ずれなどから、貿易は緩慢な回復を想定
- 設備投資: 堅調な推移を想定
 - 5年で総額1兆ドル程度のインフラ投資計画が設備投資への追い風となる見込み
 - また、コロナ後の回復局面で顕著である、装置と知的財産への投資の底堅さが継続すると思われる
- 住宅投資: 一段落する見込み
 - FRBによる資産買い入れの縮小や、建設業界での労働者不足、金利上昇などが抑制要因とみられる



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)はベース効果もあり、しばらくは高い伸びが続くと見込まれる
- 金融政策:
 - 21年末には、テーパリング(バランスシート拡大ペースの縮小)が開始される可能性が高い
 - 経済状況次第では22年後半に前倒しで利上げが行われる可能性も
- 財政政策:
 - 富裕層増税を財源に、教育や福祉に10年間で1.8兆ドル規模の投資を行う「米国家族計画」が今後の焦点に
 - 10~11月にかけて債務上限(財政の崖)が問題化する懸念も



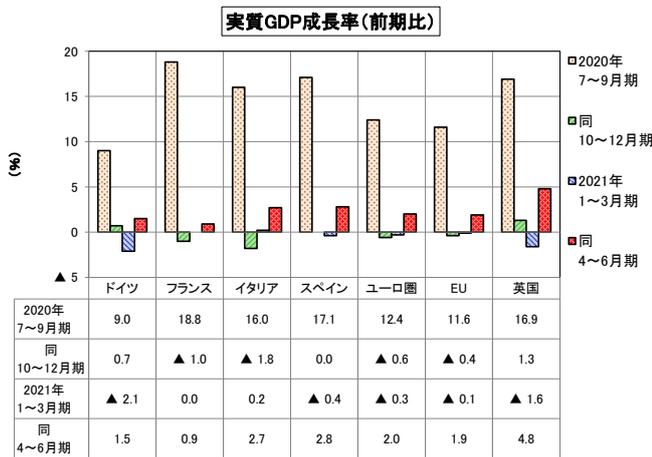
農林中金総合研究所

12

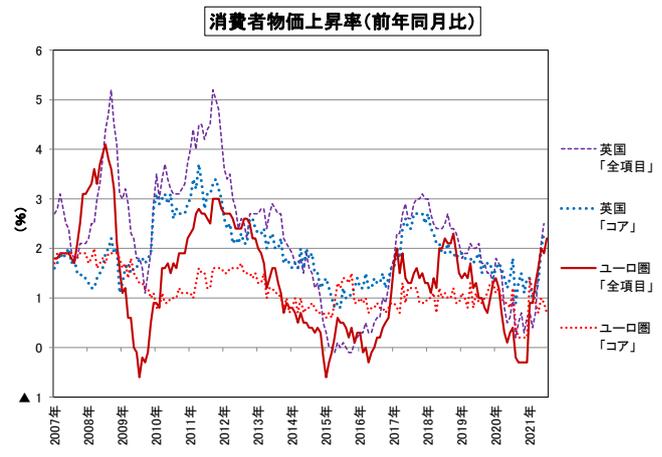
2 世界経済の動向 ③欧州

● 景気動向(21年4~6月期の実質GDP成長率)

- 21年1~3月期には、外出制限などの継続で経済活動は全般に停滞
 - その後、ワクチン接種の進捗に伴い外出制限などは徐々に解除、景況感が回復
- 21年4~6月期は、
 - ユーロ圏: 前期比成長率は2.0%(1~3月期: ▲0.3%)、前年同期比成長率は13.6%(同: ▲1.3%)
 - EU: 前期比成長率は1.9%(1~3月期: ▲0.1%)、前年同期比成長率は13.2%(同: ▲1.3%)
 - 英国: 前期比成長率は4.8%(1~3月期: ▲1.6%)、前年同期比成長率は22.2%(同: ▲6.1%)



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成



(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・反転の動き
- 半導体不足などで製造業の回復が鈍化する一方、移動等の制限措置の緩和でサービス業が堅調に
- ユーロ圏
 - 21年6月の鉱工業生産指数は、前月比で0.3%の低下、前年同月比では9.7%の上昇
 - 同月の小売売上高は、前月比で1.5%の、前年同月比では5.0%の増加
 - 同月の失業率は7.7%と、前月から0.3%ポイント低下
- ドイツ
 - 21年6月の製造業受注指数は、前月比で4.1%の、前年同月比では26.2%の上昇
 - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で1.3%の低下、前年同月比では5.1%の上昇
 - 同月の輸出額は、前月比で1.3%の、前年同月比では20.0%の増加
 - 同月の小売売上高は、前月比で4.2%の、前年同月比では4.6%の増加
 - 同月の失業率は3.7%と、前月から横ばい
- 英国
 - 21年6月の鉱工業生産指数は、前月比で0.7%の低下、前年同月比では8.3%の上昇
 - 同月の小売売上高は、前月比で0.3%の、前年同月比では7.4%の上昇
 - 21年5月の失業率は4.8%と、前月から横ばい

● 物価動向

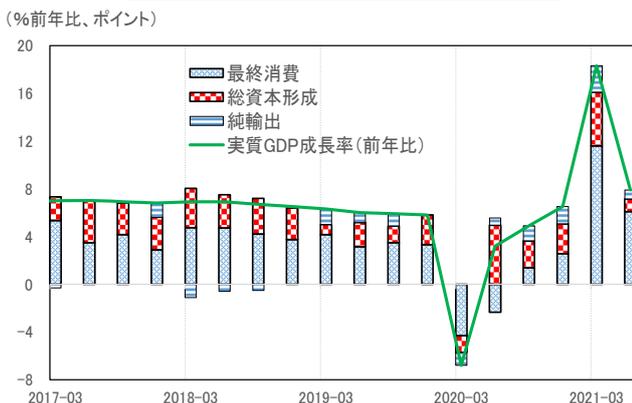
- ユーロ圏では、20年8月以降マイナスであった消費者物価上昇率(前年同月比)が21年1月にはプラスに
- エネルギーなどの商品価格の上昇を主因として、2%を上回る水準に
 - ユーロ圏では、21年7月の消費者物価上昇率(前年同月比)は2.2%(コアは0.7%)
 - 英国では、21年6月の消費者物価上昇率(前年同月比)は2.5%(コアは2.3%)

- 金融政策
 - 欧州中央銀行(ECB)
 - 21年7月、戦略見直しの結果、中期的なインフレ率目標を2%に変更
 - 21年7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
 - フォワードガイダンスを変更し、物価の一時的な上振れを容認し低金利を長期間継続する方針を表明
 - イングランド銀行(BOE)
 - 21年8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
 - インフレ目標を上回る可能性があり、ある時点で緩やかな引き締めが必要になると認識
 - 「出口戦略」の新たな指針を公表し、量的緩和(QE)の縮小は従来よりも早い段階で開始の方向
- 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)」の資金配布を開始
- 景気見通し
 - 経緯
 - 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
 - 英国やEUでは20年12月からワクチン接種を開始、その後は新規感染者数は低下し景況感は回復
 - 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
 - 21年通年の見通しは、ユーロ圏で4.5%、英国で7.0%程度のプラス成長
 - ただし、域内での変異株の感染拡大がダウンサイドリスク
 - また、アジアでの変異株の感染拡大に伴う影響波及(物流停滞など)も懸念材料
 - 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

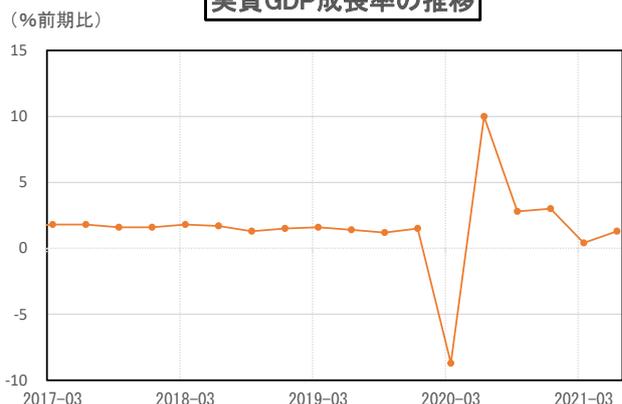
- 景気動向
 - 21年4~6月期の実質GDP成長率は前年比7.9%と、コロナ禍でマイナス成長となった前年からの反動で急伸した1~3月期(同18.3%)から大きく鈍化した
 - 前年比成長率(前掲、7.9%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:6.1ポイント、総資本形成:1.0ポイント、純輸出:0.8ポイント
 - 一方、前期比は1.3%と、21年1~3月(0.4%)から加速
 - 背景としては、内需(消費+投資)が1~3月期から加速したほか、輸出も底堅く拡大したことが挙げられる
 - とはいえ、20年7~9月期(2.8%)、10~12月期(3.0%)に比べて伸び率は低く、回復ペースが鈍化していることは否めない
 - 足元の景気は、自然災害や新型コロナの感染再拡大などを受けて回復ペースが一段と鈍化したと見られる

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

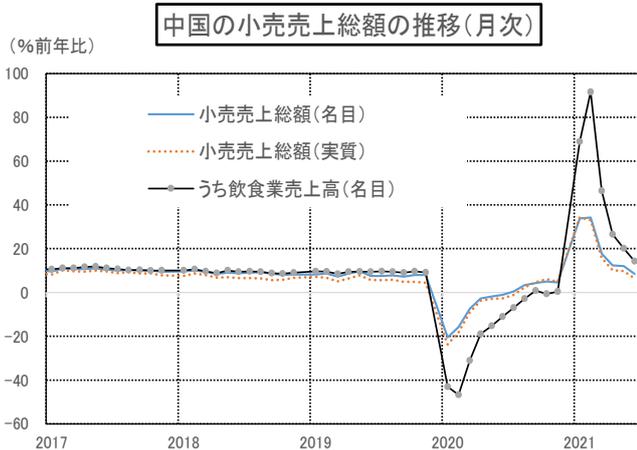
実質GDP成長率の推移



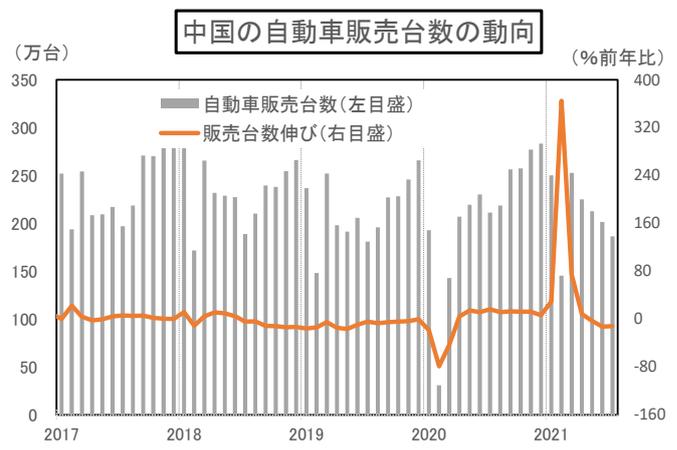
(資料)中国国家统计局、Windより作成

・ 個人消費

- 足元では半年ぶりの減少へ
 - ・ 21年7月の小売売上総額(社会消費品小売)は前月比▲0.13%と半年ぶりの減少に転じた
 - ・ 前年の反動が徐々に弱まっており、名目で前年比8.5%、実質で前年比6.4%と、6月(それぞれ同12.1%、同9.8%)の伸びを大きく下回った
 - ・ 7月下旬以降、自然災害や新型コロナの感染再拡大を受けて観光業や飲食業は大きく落ち込んだと見られるほか、半導体不足の影響等から自動車販売も3ヶ月連続のマイナスとなった
- 先行きについては、新型コロナ感染の再拡大が抑制されつつあるなか、自然災害からの復旧・復興も行われており、一旦は落ち込んだ消費も再び持ち直しに転じると見込まれる
 - ・ ただ、家計収入は新型コロナ前の水準まで回復していないほか、住宅ローン等の家計負担も重く、消費は力強さを欠く見込み



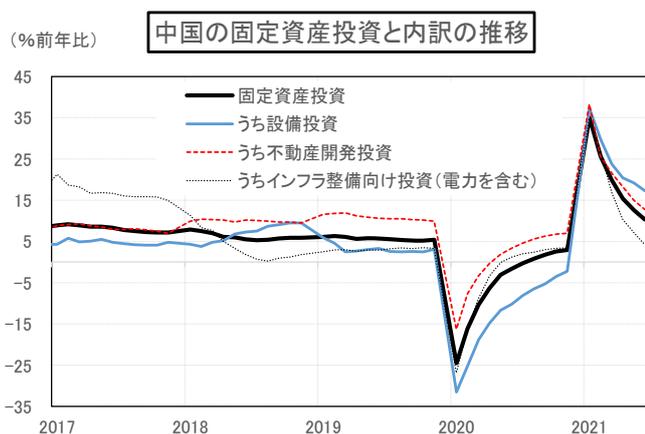
(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は21年7月。



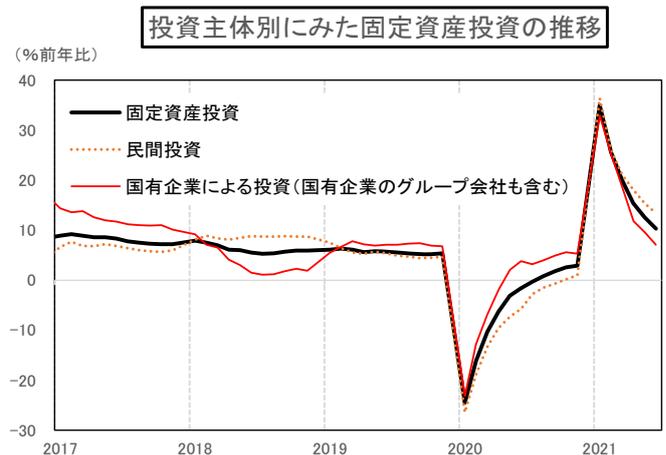
(資料) 中国汽車工業協会、Windより作成、直近は21年7月。

・ 固定資産投資

- 足元では鈍化したが、回復基調は継続
 - ・ 7月の固定資産投資(総資本形成に相当)は前月比0.18%と6月(0.26%)から伸び率が鈍化した
 - ・ 堅調な輸出を受けて設備投資は加速したものの、自然災害や新型コロナの感染再拡大による影響で鉄道運輸業への投資が減少したほか、融資規制の強まりで不動産開発投資の伸びも鈍化
 - ・ 前年の反動が徐々に弱まっているため、1~7月期の固定資産投資は前年比10.3%と、1~6月期(同12.6%)の伸びを下回ったが、19年同期比では8.7%と回復基調が継続している
 - ・ 投資主体別では、国有企業による投資に比べて民間投資は前年比13.4%と比較的底堅い動きを見せた
- 先行きについては、不動産開発投資の鈍化が続くものの、設備投資の回復基調が一段と強まるほか、地方債発行・利用の加速などをを受けてインフラ整備向け投資の戻りも加速すると見られることから、投資は全体として堅調な推移が続く見込み

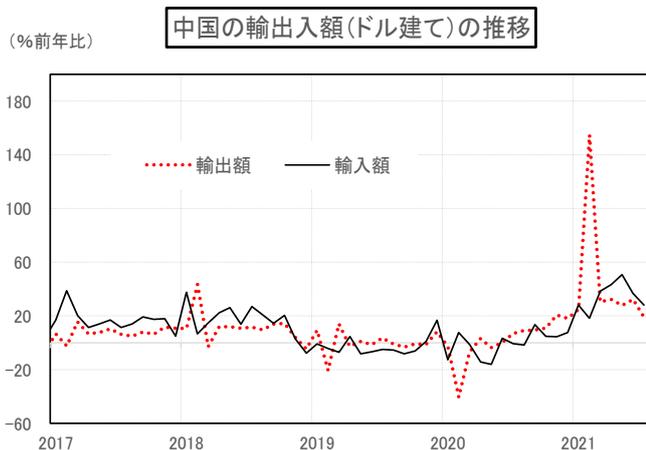


(資料) 中国国家统计局、Windより作成、(注)年初来累積、直近は21年1~7月期。

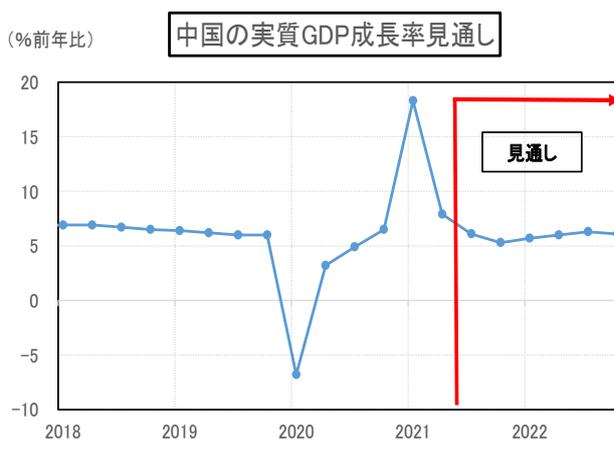


(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は21年1~7月期。

- 輸出
 - 21年7月の輸出額(ドルベース)は前年比19.3%と、6月(同32.2%)から鈍化したが、引き続き堅調
 - 先行きについても、海外経済のコロナ禍からの持ち直しが続くと思われ、拡大基調は続くと思込む
- 経済見通し
 - 自然災害や新型コロナの感染再拡大の影響等を踏まえ、7~9月期は前年比6.1%に減速、21年の実質成長率は前年比8.7%と予測(前回見通しから0.4ポイントの下方修正)
 - 一方、22年は、安定成長が一段と重視されると見込まれる中、21年末にかけて追加経済対策が講じられると想定、同6.1%を予測(前回見通しから0.5ポイントの上方修正)



(資料)中国海関総署、Windより作成、直近は21年7月。



(資料)中国国家統計局、Windより作成、見通しは当社予想。

2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格: OPECプラスの減産枠は縮小で合意、価格上昇は一服
 - 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し、20年秋以降は世界経済の回復期待から原油価格は上昇、一時1バレル=76ドル台へ
 - 減産縮小を巡って難航したものの、OPECプラスは21年7月の閣僚級会合において、8月以降は毎月40万バレルずつ増産することで合意
 - 7月時点の日量575.9万バレルの協調減産の枠を22年9月末でゼロになるよう努める方針
- 原油入着価格の見通し
 - 当面は、景気回復への期待と新型コロナの変異ウイルス(デルタ株など)の感染拡大への懸念が交錯するとみられ、国内への入着価格は70ドル/バレル台で推移と予想



(資料)Bloombergより作成

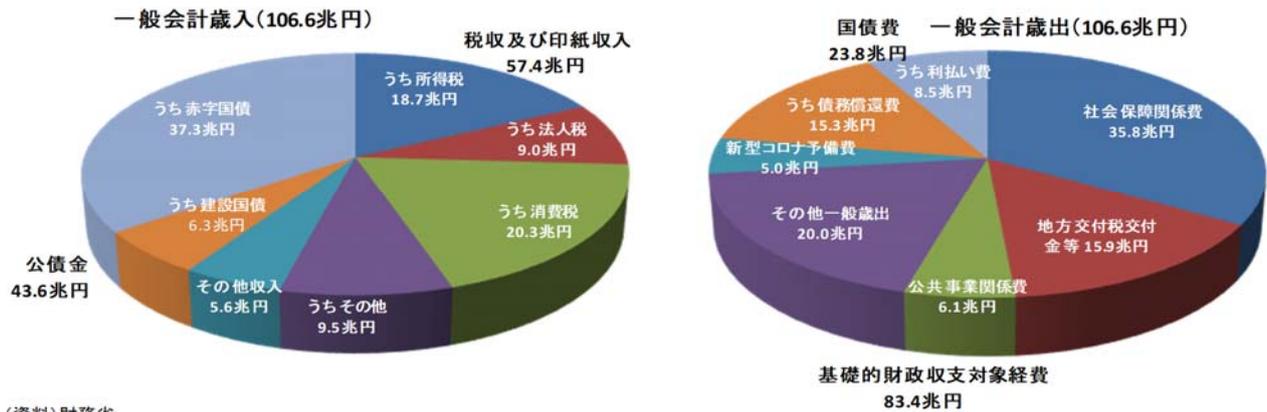


(資料)NYMEX、東京工業品取引所、財務省

3 国内の経済政策

- 財政政策：21年度一般会計予算は総額106.6兆円と過去最大規模
 - 総選挙を控える中、新型コロナの感染急拡大などを受けた「緊急事態宣言」や「まん延防止等重点措置」の対象地域拡大や度重なる期限延長などもあり、追加経済対策を盛り込んだ補正編成が想定される
- 22年度予算の編成方針
 - 「新経済・財政再生計画」の枠組みの下、本格的な歳出改革に取り組む姿勢
 - 裁量的経費を10%削減する一方、年金・医療等にかかる経費は21年度予算額に高齢化等に伴う自然増(6,600億円)を加算した額に抑制
 - 「グリーン」、「デジタル」、「地方活性化」、「子供・子育て」の4分野に対して重点的に予算配分するため、「新たな成長推進枠」を設置

2021年度一般会計予算

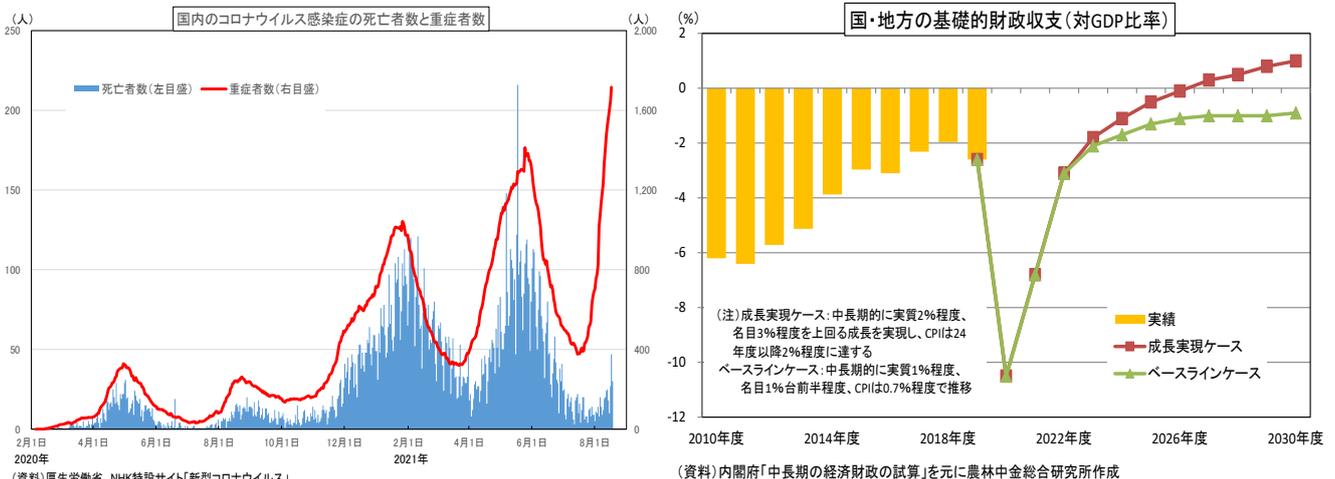


(資料)財務省

農林中金総合研究所

21

- 感染対策：感染「第5波」を受け、7月12日には東京都に対して4回目の緊急事態宣言を発出
 - 「緊急事態宣言」発令中の沖縄(5/23～)、東京(7/12～)、埼玉・千葉・神奈川・大阪(8/2～)に、茨城・栃木・群馬・静岡・京都・兵庫・福岡(8/20～)の7府県を加え、かつ期限を9月12日まで延長(全13都府県が対象)することを決定したほか、「まん延防止等重点措置」の対象地域も拡大(8/20以降は16道県が対象、期限は9/12まで)
 - ワクチン接種は進展がみられるが、コロナ専門(特に重症者向け)の病院・病床の拡大が引き続き急務
- 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
 - 「骨太方針2021」では国・地方の基礎的財政収支(PB)の25年度黒字化目標や債務残高(対GDP比)の安定的引下げは堅持したが、「中長期の経済財政に関する試算(内閣府)」は実質2%の経済成長や2%の物価上昇を実現し、かつこれまでと同様の歳出改革が目標達成にとって必要であることを示唆



(資料)厚生労働省、NHK特設サイト「新型コロナウイルス」

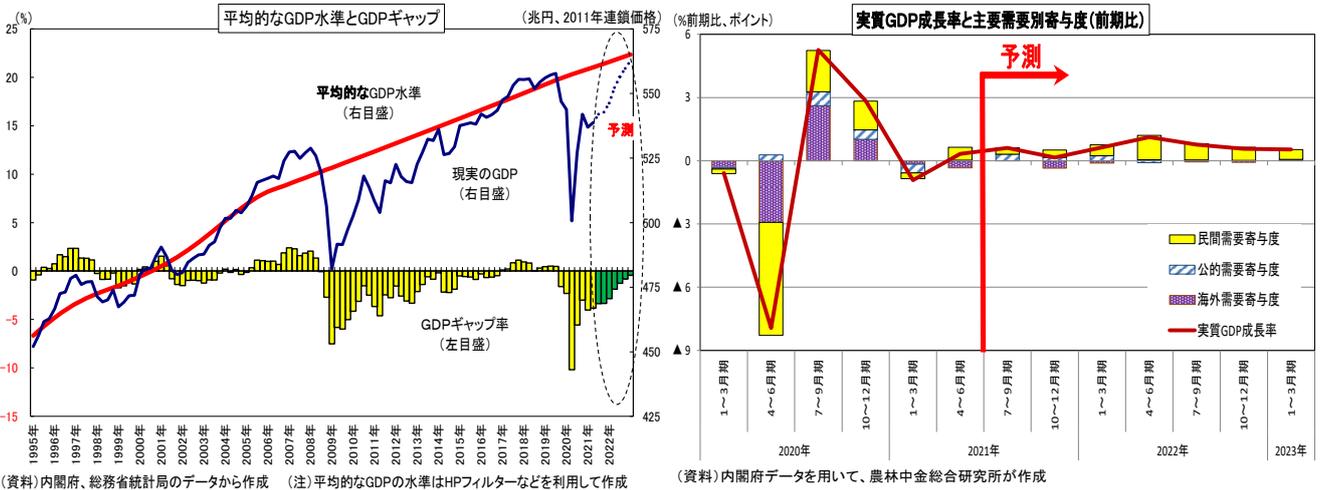
(資料)内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

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3.0%成長(3年ぶりのプラス)、22年度は2.8%成長と予想
 - 足元7~9月期は、緊急事態宣言やまん延防止等重点措置などの行動制限により、引き続きサービス消費は低迷が続くものの、輸出も多少の鈍化は見込まれるが、増勢は維持するほか、堅調な投資家マインドを背景とした設備投資の自律回復などが見込まれ、前期比年率2.4%とプラス成長が見込まれる
 - 国内でもコロナ・ワクチンの接種が開始されたが、変異株に対する有効性の低下も報告されており、今後も新たな変異株(ラムダ株など)の流行の可能性を踏まえると、21年度下期も景気回復ペースは感染状況に左右され、「ストップ・アンド・ゴー」の状態が続くものと想定される
 - 22年度入り後には、3回目のワクチン接種(ブースター)などを経て、新型コロナの経済への影響度が弱まっていき、経済活動の正常化が本格的に進むと想定され、成長ペースが高まっていく
 - 直近ピークの19年7~9月期の実質GDP水準(558兆円)の回復は22年度下期と想定



農林中金総合研究所

23

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	2.4	3.2
実質GDP	%	▲ 0.5	▲ 4.5	3.0	2.8
民間需要	%	▲ 0.7	▲ 6.3	2.8	3.9
民間最終消費支出	%	▲ 1.0	▲ 5.9	2.7	3.6
民間住宅	%	2.5	▲ 7.2	1.8	0.1
民間企業設備	%	▲ 0.6	▲ 6.8	4.3	5.4
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0
公的需要	%	1.9	3.5	1.7	1.0
政府最終消費支出	%	2.0	3.3	2.3	1.1
公的固定資本形成	%	1.5	4.2	▲ 0.8	0.7
輸出	%	▲ 2.2	▲ 10.4	15.8	8.5
輸入	%	0.2	▲ 6.8	13.0	9.8
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	▲ 3.9	2.6	3.2
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	▲ 4.7	2.1	2.9
公的需要寄与度	ポイント	0.5	0.9	0.5	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.4	▲ 0.6	0.4	▲ 0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.6	▲ 0.5	0.3
国内企業物価(前年比)	%	0.1	▲ 1.4	4.9	1.7
全国消費者物価(注)	%	0.7	▲ 0.5	▲ 0.4	0.5
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	10.4	4.1
経常収支	兆円	18.9	18.2	23.6	22.8
名目GDP比率	%	3.4	3.4	4.3	4.0
為替レート	円/ドル	108.7	106.0	110.6	112.5
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.01
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.10	0.03	0.05	0.13
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.9	42.7	72.2	72.5

(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	上期	通期	下期	通期	下期	
実質GDP	%	▲ 4.5	3.0	0.2	1.1	2.8	1.8	1.6
民間需要	%	▲ 6.3	2.8	0.9	1.3	3.9	2.5	2.2
民間最終消費支出	%	▲ 5.9	2.7	0.4	0.5	3.6	2.6	2.1
民間住宅	%	▲ 7.2	1.8	2.7	0.8	0.1	▲ 0.1	▲ 0.5
民間企業設備	%	▲ 6.8	4.3	1.8	3.1	5.4	2.9	3.3
公的需要	%	3.5	1.7	▲ 0.1	2.2	1.0	0.2	0.3
政府最終消費支出	%	3.3	2.3	0.2	2.4	1.1	0.0	0.4
公的固定資本形成	%	4.2	▲ 0.8	▲ 1.5	1.3	0.7	0.6	▲ 0.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.9	▲ 1.8	▲ 0.7	▲ 2.9	▲ 3.3	▲ 3.1	▲ 3.6
輸出	%	▲ 10.4	15.8	5.5	5.1	8.5	5.0	3.9
輸入	%	▲ 6.8	13.0	8.4	7.2	9.8	5.0	4.4
内需寄与度(前期比)	%	▲ 3.9	2.6	0.6	1.2	3.2	2.0	1.3
民間需要(注)	%	▲ 4.7	2.1	0.7	0.8	2.9	2.0	1.2
公的需要(注)	%	0.9	0.5	▲ 0.0	0.4	0.3	0.0	0.1
外需寄与度(注)	%	▲ 0.6	0.4	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.1
デフレーター(前年比)	%	0.6	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.3	0.3	0.2	0.5
完全失業率	%	2.9	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 9.9	10.4	3.2	2.7	4.1	2.1	1.3
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	81.4	85.6	86.2	85.0	80.0	80.0	80.0
経常収支	兆円	18.2	23.6	11.2	12.4	22.8	11.8	11.0
貿易収支	兆円	3.9	5.7	2.2	3.5	9.3	4.8	4.5
外国為替レート	円/円	106.0	110.6	109.7	111.5	112.5	112.5	112.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	72.2	69.4	75.0	72.5	72.5	72.5

	単位	2020年度		2021年度		2022年度		
		通期	上期	通期	下期	通期	下期	
名目GDP	%	▲ 3.0	2.4	4.3	0.7	3.2	2.9	3.6
実質GDP	%	▲ 4.5	3.0	5.2	0.9	2.8	2.6	3.1
民間需要	%	▲ 6.3	2.8	3.9	1.9	3.9	3.5	4.2
民間最終消費支出	%	▲ 5.9	2.7	4.7	0.8	3.6	3.0	4.2
民間住宅	%	▲ 7.2	1.8	0.1	3.3	0.1	0.6	▲ 0.5
民間企業設備	%	▲ 6.8	4.3	4.4	4.2	5.4	5.3	5.5
公的需要	%	3.5	1.7	1.9	1.5	1.0	1.8	0.3
政府最終消費支出	%	3.3	2.3	2.6	2.0	1.1	1.9	0.4
公的固定資本形成	%	4.2	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.7	0.7	1.4	0.1
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.9	▲ 1.8	▲ 0.7	▲ 2.9	▲ 3.3	▲ 3.1	▲ 3.6
輸出	%	▲ 10.4	15.8	23.4	9.4	8.5	8.9	8.1
輸入	%	▲ 6.8	13.0	11.0	14.8	9.8	11.2	8.5
国内企業物価(前年比)	%	▲ 1.4	4.9	5.2	4.5	2.0	4.5	3.0
全国消費者物価(注)	%	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.3	0.4	▲ 0.3	0.3
完全失業率	%	2.9	2.8	2.9	2.8	2.6	2.8	2.7
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 9.9	10.4	15.4	6.0	2.0	6.0	3.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合、季節調整は当研究所による。

農林中金総合研究所

24

予測表(四半期)

(→予測)

項目	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	▲7.6	5.4	2.3	▲1.0	0.1	0.6	0.2	0.7	1.2	0.8	0.7	0.8
実質GDP (年率換算)	%	▲2.1	▲27.1	23.6	9.7	▲4.0	0.2	2.2	0.8	2.7	5.1	3.4	2.9	3.1
民間需要	%	▲0.3	▲7.2	1.3	1.9	▲0.4	1.0	1.3	0.5	0.7	1.0	1.3	0.8	0.6
民間最終消費支出	%	▲0.8	▲8.3	5.1	2.3	▲1.0	0.8	0.2	0.1	0.5	1.8	1.0	0.8	0.5
民間住宅	%	▲3.7	0.6	▲5.7	0.0	0.9	2.1	0.2	0.3	0.5	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2
民間企業設備	%	1.1	▲6.0	▲2.1	4.3	▲1.3	1.7	1.5	1.0	1.2	1.5	1.5	1.2	1.2
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.2	0.1	▲0.2	▲0.5	0.4	▲0.2	▲0.0	0.1	0.0	▲0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲0.2	1.1	2.3	1.6	▲1.5	0.1	1.2	0.6	0.9	▲0.3	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	%	▲0.3	0.7	2.8	1.8	▲1.7	0.5	1.2	0.7	1.0	▲0.5	0.1	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	0.1	2.9	0.7	1.0	▲1.0	▲1.5	1.0	0.1	0.3	0.3	0.3	▲0.5	▲0.2
輸出	%	▲4.7	▲17.5	7.3	11.7	2.4	2.9	2.5	1.0	3.0	2.5	1.8	1.5	1.2
輸入	%	▲3.0	▲0.7	▲8.2	4.8	4.0	5.1	2.5	2.8	3.5	2.2	2.0	1.8	1.0
国内需要寄与度	%pt	▲0.3	▲5.1	2.6	1.8	▲0.7	0.6	0.6	0.5	0.7	1.1	0.8	0.6	0.5
民間需要寄与度	%pt	▲0.2	▲5.4	2.0	1.4	▲0.3	0.6	0.3	0.4	0.5	1.2	0.8	0.6	0.5
公的需要寄与度	%pt	▲0.1	0.3	0.7	0.4	▲0.4	0.0	0.3	0.2	0.2	▲0.1	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲0.3	▲2.9	2.6	1.0	▲0.2	▲0.3	0.0	▲0.4	▲0.1	0.0	▲0.1	▲0.1	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	1.0	1.4	1.2	0.2	▲0.1	▲0.7	▲0.8	▲0.5	▲0.1	0.1	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	4.7	5.7	5.0	4.0	3.0	2.0	1.0	1.0
全国消費者物価(〃)	%	0.7	▲0.1	▲0.3	▲1.0	▲0.7	▲0.7	▲0.5	▲0.2	▲0.3	0.3	0.4	0.5	0.7
(消費税要因を除く)		(▲0.2)	(▲1.0)	(▲1.2)										
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)		(0.4)	(▲0.3)	(▲0.5)	(▲0.8)	(▲0.7)								
完全失業率	%	2.4	2.7	3.0	3.0	2.8	2.9	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	1.1	1.2	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	5.2	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	4.7	3.7	3.8	4.4	4.4	4.5	4.3	4.1	3.9	3.8
為替レート	円/ドル	108.9	107.6	106.2	104.5	105.9	109.5	110.0	111.0	112.0	112.5	112.5	112.5	112.5
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	0.07	0.03	0.04	0.05	0.10	0.12	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	66.9	72.0	75.0	75.0	72.5	72.5	72.5	72.5

(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)

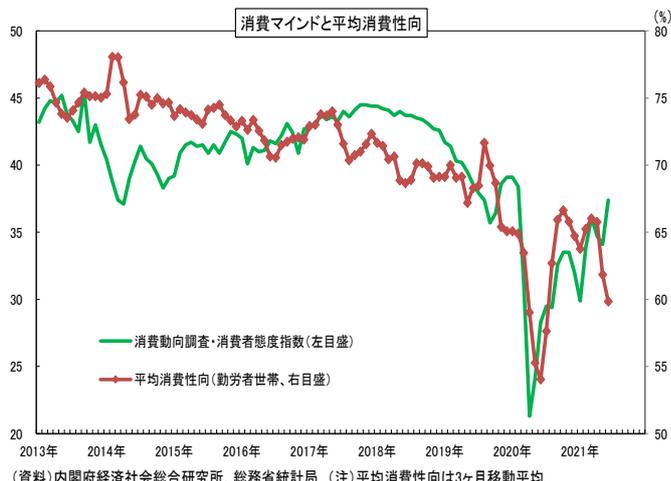
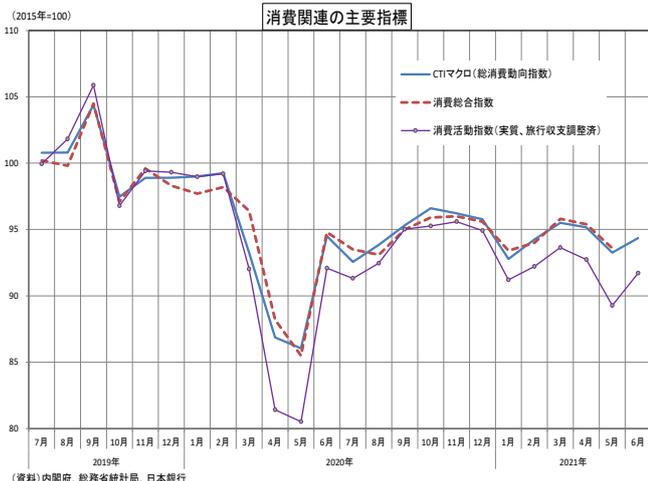
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

25

民間消費

- 新型コロナウイルスの感染拡大が続く中、緊急事態宣言などの発出で、消費者の自粛ムードが再び強まったほか、飲食業に対しても時短営業や酒類提供の自粛要請をしたことで、サービス消費は低調に推移
 - 6月には沖縄県を除き、緊急事態宣言が一旦解除されたことでサービス消費にも持ち直しもみられた
 - しかし、7月に入り、感染が急拡大したため、東京都などに4回目の緊急事態宣言が発出され、1年延期された五輪・パラリンピックが無観客での開催となり、旅行業・宿泊業などに一段の悪影響が出ている
- 経団連によれば、21年春季労使交渉での賃上げ率(大手企業、加重平均)は前年比1.84%で、20年(同2.12%)からは伸びが鈍化、21年夏季賞与・一時金(同)は同▲8.27%と3年連続のマイナスと、家計所得環境に厳しさも
- 民間最終消費支出は21年度:前年度比2.7%(7~9月期:同0.2%、年度としては3年ぶりの増加)、22年度:同3.6%と予測

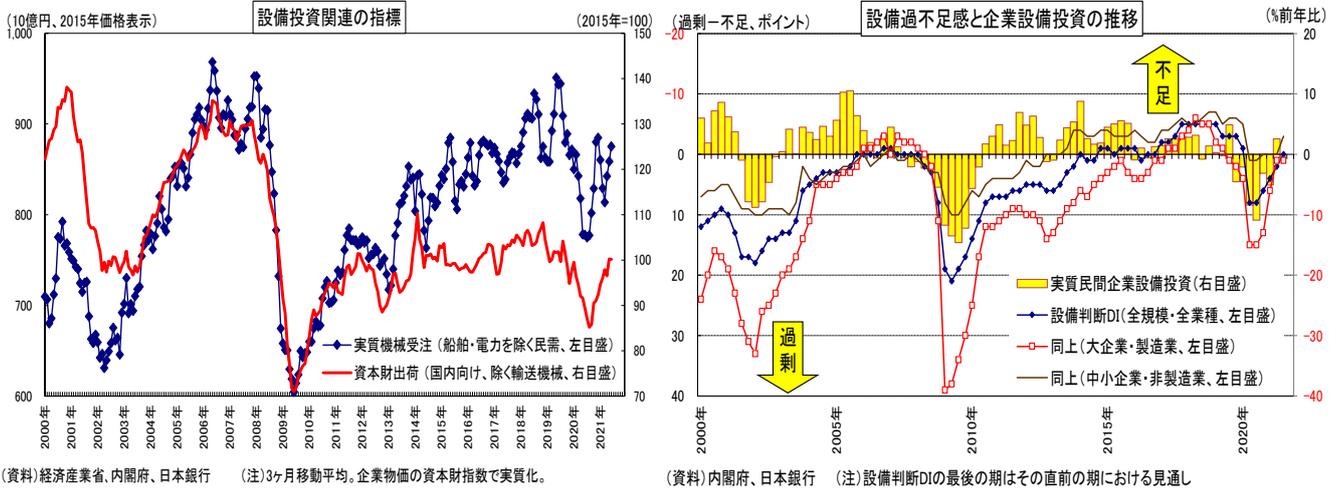


農林中金総合研究所

26

● 企業設備投資

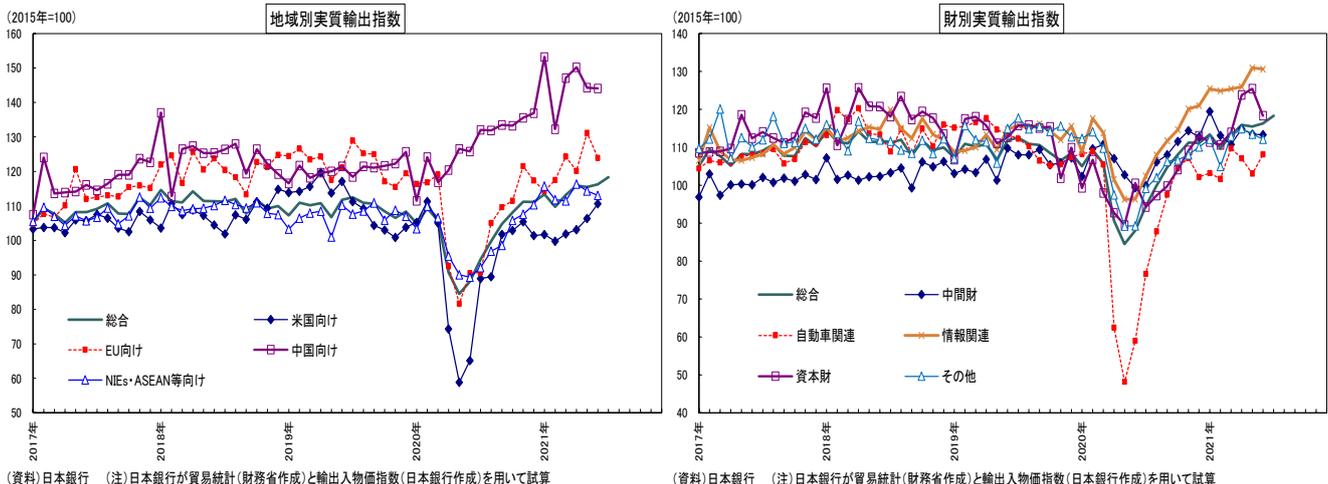
- 21年度の設備投資計画は軒並み増加の見通し
 - ・ 日銀短観6月調査では前年度比9.2%(全産業+金融・持株等、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース)、中小企業(同9.3%)も含め、この調査時期としては異例のプラス
- 弱かった20年度からの繰り越し分に加え、先行きの景気回復期待が高いこと等から、設備投資関連指標の回復傾向が続いている
 - ・ 4~6月期のコア機械受注は前期比4.6%と2四半期ぶりの増加、7~9月期も同11.0%の増加見通し
- 中長期的に省力化・省人化ニーズは高いほか、政府のデジタル化・脱炭素化政策の支援もあり、底堅く推移していくとみられる
- 21年度:前年度比4.3%(3年ぶりの増加)、22年度:同5.4%と予測



農林中金総合研究所

● 輸出入動向

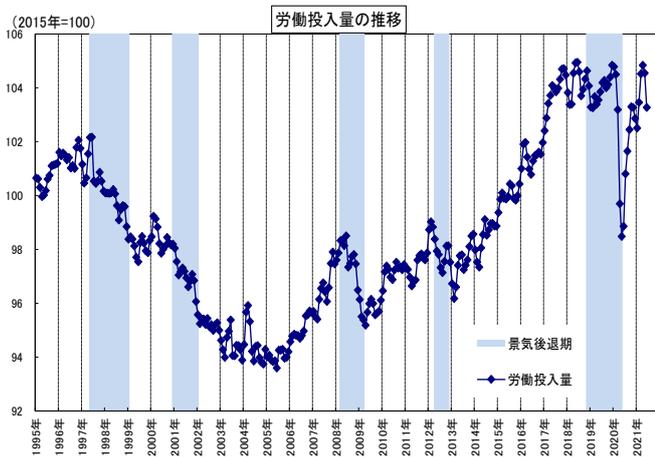
- コロナ禍の下でも景気持ち直しを強める海外経済に牽引される格好で、輸出は回復基調を維持
 - ・ 地域別にみると、21年初頭まで堅調だった中国・アジア向けの勢いが鈍ってきたが、それらに代わって米国・EUなど先進国向けの増勢が強まっている
 - ・ 財別にみると、半導体不足により自動車関連が伸び悩んでいるものの、資本財・情報関連に底堅さ
- 21年度の輸出は前年度比15.8%(3年ぶりの増加)、22年度は同8.5%と予測
- 一方、国内景気も持ち直すことから、21年度の輸入も同13.0%(2年ぶりの増加)、22年度は同9.8%と予測
- 21年度の経常収支は23.6兆円と黒字幅は4年ぶりに拡大に転じるが、22年度は22.8兆円へ小幅縮小と予測



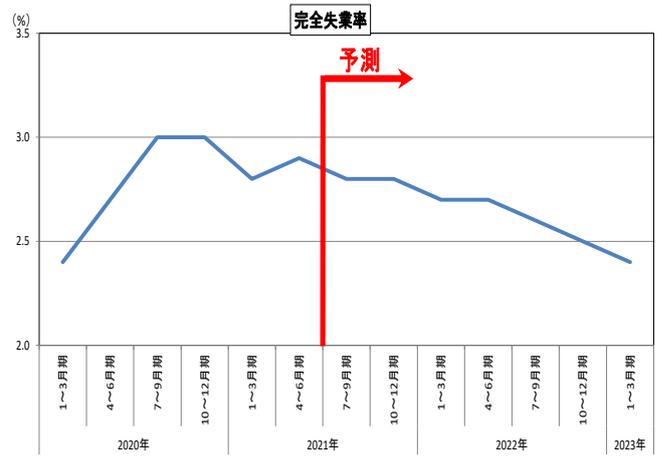
農林中金総合研究所

● 雇用情勢

- 21年入り後は、断続的に緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が出されており、雇用関連指標の改善ペースは緩慢なまま
 - ・ 20年10月に3.1%まで高まった失業率は、21年3月に一旦2.6%まで改善したが、直近(6月)は2.9%
 - ・ 20年9~10月にかけて1.04倍まで低下した有効求人倍率は、21年1~5月にかけて1.10倍前後で推移した後、直近(6月)は1.13倍まで改善
 - ・ 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、今春にかけてコロナ前の水準まで戻ったが、直近は再び減少
- 失業率は21年度:2.8%、22年度:2.6%と予測
 - ・ 21年度下期の改善ペースは緩慢だが、22年度にかけて低下傾向が強まる(23年1~3月期は2.4%)



(資料)内閣府、厚生労働省 (注)労働投入量は常用雇用者数と総労働時間の積、3ヶ月移動平均。

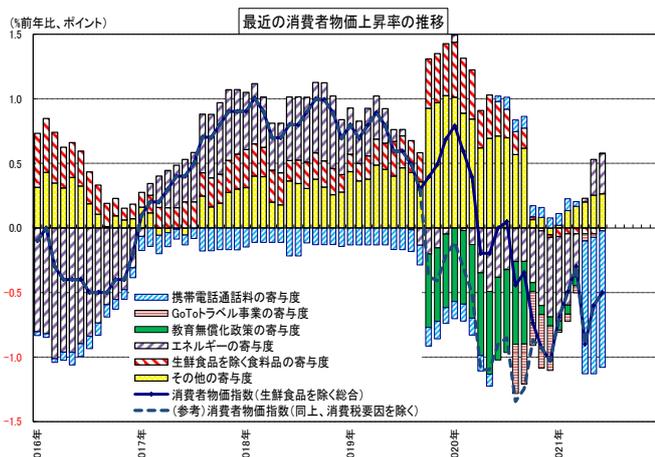


(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

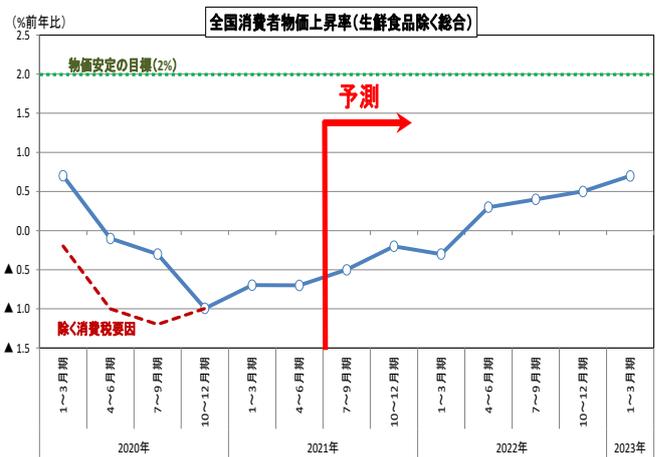
農林中金総合研究所

● 物価動向

- 世界的な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ものの、欧米諸国のように「需要が供給を上回る勢いで回復」するような動きは見られず、依然として下落継続
- 21年6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▲0.5%と11ヶ月連続の下落
 - ・ 基準改訂(2020年)により、携帯電話通信料引き下げの物価全体への寄与度は▲1.04ポイントと、旧基準から▲0.50ポイントも拡大
 - ・ 一方、原油市況高を受けて、エネルギーの物価押し上げ効果は高まっている
- 21年度の消費者物価は前年度比▲0.4%と2年連続のマイナス、22年度は携帯電話通信料による押し下げ効果剥落で同0.5%とプラスに転じるが、23年1~3月期でも前年比0.7%と、日銀が目標とする前年比2%には程遠い
 - ・ 「川上」の価格上昇は徐々に波及するが、家計所得を取り巻く環境が厳しく、値上げはなかなか浸透しない



(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

5 金融政策の見通し

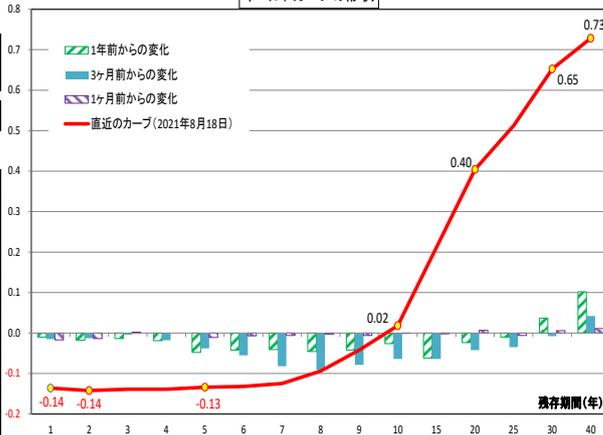
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に加え、20年3月以降はコロナ対応も実施
 - 7月の金融政策決定会合では、従来通り、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続することを決定
 - ①新型コロナ対応資金繰り支援等別プログラム(期限は22年3月まで)、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限の下でのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努める姿勢
 - 引き続き、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
 - 合わせて、「気候変動対応を支援するための資金供給」の骨子素案、および「気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について」を公表、企業の気候変動への取り組みを金融面で支援するスキームを年内開始の方針

資産買入れ方針とバランスシートの見直し

	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7月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	130	202	276	356	437	480	504	518	618	661	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	504	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	3.0	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	7.8	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	36.2	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	
その他資産計	150	224	300	383	476	521	552	573	703	723	
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	539	
その他負債・総資産計	150	224	300	383	476	521	552	573	703	723	

(資料)日本銀行 (注)21年7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19兆円、2.7兆円、331億円の増加。

イールドカーブの形状



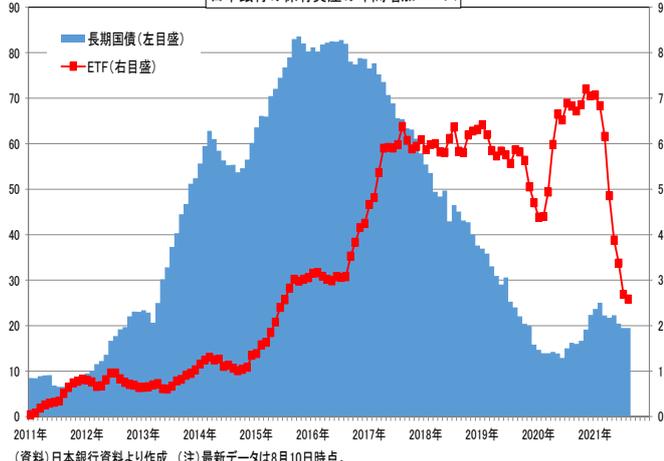
(資料)財務省資料より作成

農林中金総合研究所

31

- 日銀は3月の「点検」において資産買入れの目標額の明示をやめたが、保有資産(長期国債、ETF、J-REIT)の年間増加ペースは鈍化傾向で推移
- 展望レポート(7月)では、23年度までの2%の物価上昇を見通せず
 - 先行き、経済の改善が続く下で、当面のエネルギー価格上昇の影響に加え、携帯電話通信料の引き下げの影響剥落などもあって、物価は徐々に上昇率を高めていくと想定しているものの、23年度も前年度比1.0%の見通しで、目標とする「2%」にはなお距離がある
 - 欧米中銀で採用された中期的に2%の物価上昇を目指す政策は、日銀が採用しているオーバーシュート型コミットメントと類似の枠組みであるが、それを踏まえると現行レベルの緩和策は少なくとも23年度いっぱいに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ペース



(資料)日本銀行資料より作成 (注)最新データは8月10日時点。

展望レポート:2021~23年度の政策委員の大勢見通し(2021年7月)

	実質GDP	消費者物価(除く生鮮食品)
2021年度	+3.5~+4.4 <+3.8>	+0.3~+0.6 <+0.6>
4月時点の見通し	+3.6~+4.4 <+4.0>	0.0~+0.2 <+0.1>
2022年度	+2.6~+2.9 <+2.7>	+0.8~+1.0 <+0.9>
4月時点の見通し	+2.1~+2.5 <+2.4>	+0.5~+0.9 <+0.8>
2023年度	+1.2~+1.4 <+1.3>	+0.9~+1.1 <+1.0>
4月時点の見通し	+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

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9月号 第32巻 第9号・通巻370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