

# 金融市場

## 潮流

気候変動のスーパー・イヤーと金融機関の取組み … 1

## 情勢判断

国内経済金融

「第5波」収束で高まる国内景気の本格回復期待  
～菅首相の退陣表明後の株価は急騰～ … 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

供給制約から景気回復ペースは鈍化へ  
～21年内にテーパリング開始の見通し～ … 16

中国経済金融

強力なコロナ感染抑制策等で回復が一服した中国経済  
～先行きの景気は再び回復基調に転じる見通し～ … 24

## 分析レポート

欧州で定着するインフレ圧力とスタグフレーションの懸念  
～ウイルスとの共生の長期化と気候変動対策の加速化で～ … 30

家計の金融資産をめぐる最近の動き  
～若年層中心に資産形成・運用に積極姿勢～ … 34

## 今月の焦点

気候危機

～世界の気候変動対応はサステナブルからサバイバルへ～ … 38

## 海外の話題

「寝そべり族」は急増しているのか？ … 40

# 2021.10

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

## 気候変動のスーパー・イヤーと金融機関の取組み

理事研究員 高島 浩

気候変動を巡る各国の対応が進展してきている。2021年は、11月に「国連気候変動枠組条約第26回締約国会議」(COP26)が開催されることもあり、一部に言われるようにまさしく気候変動にとって特別の年(スーパー・イヤー)になっている。また、近年の異常気象現象の多発もあり、気候変動への対応強化を求める声も高まっているのではないかと。

気候変動への取組みは、国、企業、国民それぞれに求められるものであるが、とりわけ、金融機関への取組み強化を求める声が高まっている。8月末に発表された金融庁の2021事業年度金融行政方針においても、コロナへの対応とともに、気候変動対応を含むサステナブルファイナンス(持続可能な社会を実現するための金融)の拡大に向け取組みを強化する行政の姿勢が示されている。

近年の異常気象現象が示す通り、このまま気候変動への対応をしなければ、さらに激しい気象現象が発生し、企業の事業継続が難しくなるほか、住宅への影響も甚大なものになる。これは、そうした事業・住宅に融資を行っている金融機関にとっては信用リスクの顕在化、不良債権の発生を意味する。また、気候変動への対応が加速した場合には、従来のエネルギーに依存する産業の評価は厳しいものになるし、消費者の嗜好の変化もあり、炭素排出量の多い商品が敬遠され将来的に販売拡大は見込めなくなる。これも、金融機関にとっては、将来的に融資先の信用リスクにかかわる問題となる。

それでは、気候変動に対して個々の金融機関がどのように対応すればいいのか。その意義は理解できるが、どのように行動すればいいのかについて、詳細に整理している金融機関は少ない。こうした状況を背景に、昨年11月に国連気候変動特使で英国中央銀行であるイングランド銀行前総裁のカーニー氏が3つのRと1つのMが重要であると指摘した。3つのRは、開示(Report)、リスク管理(Risk)、および、投資機会(Return)のことで、Mは、資金の動員(Mobilization)のことである。

カーニー氏は、統一的な基準で気候変動に係るデータや目標の開示を行い、そのデータや各国の気候変動対応目標・ロードマップに基づき、金融機関がリスクを測定し管理することが必要であると指摘している。現状、気候変動に係るデータや情報は、財務情報のように横並びで分析できる状況ではないが、官民で気候変動のリスク分析手法に対する研究は加速度的に進展しつつあるため、早晚、気候変動リスクを考慮した意思決定が一般化してくるであろう。

また、低炭素社会への移行には巨額の費用が必要で投融資の機会にもなるし、地域創生の起爆剤になる可能性もある。個々の金融機関にとっては、この3つのRについてバランス良く情報収集することで、具体的な行動計画の策定が可能になるのではないかと。

一方、低炭素社会への移行は産業構造の変化を伴うため、マイナスの影響を受ける産業や地域が発生する。金融機関にとっては、国や地方公共団体他と協調し、こうしたセクターに融資やノウハウを提供する機会となる。このM(資金の動員)は、個々の金融機関が単独で行うことは難しいものの、地域で連携することで対応可能なものになるのであろう。また、こうした取組みは、単なる気候変動対応を超え、コロナを乗り越え、力強い経済回復を後押しする金融機関の役割を強化するものとなる。気候変動のスーパー・イヤーに、金融機関への期待は高まっている。

## 「第5波」収束で高まる国内景気の本格回復期待

### ～菅首相の退陣表明後の株価は急騰～

南 武志

#### 要旨

新型コロナウイルス・デルタ株による「第5波」は8月中旬にピークアウトしており、緊急事態宣言などを9月末にも解除できる状況となった。ワクチン接種も国民の半数が完了、米国の接種率を上回っており、経済活動の正常化に向けた検討も始まった。ただし、ワクチン接種が進んだ国でも行動制限解除後に感染拡大が起きていることを踏まえると、「第6波」が起きる前に十分な医療供給体制を整えなければ、逆戻りする可能性もありうる。足元では半導体不足や東南アジアからの部品調達難により自動車製造業で調整圧力が高まっていることもあり、景気が本格回復し始めるまでにはもう少し時間がかかるだろう。

一方、就任1年を迎えた菅首相の退陣表明を受けて、後継総裁選びが本格化する中、出遅れていた金融資本市場ではリスクオンが一気に強まり、株価はバブル崩壊後の最高値を更新したほか、8月には一時ゼロ%に低下した長期金利もやや持ち直した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

| 年/月   | 項目                | 2021年      |              | 2022年        |              |              |
|-------|-------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|       |                   | 9月<br>(実績) | 12月<br>(予想)  | 3月<br>(予想)   | 6月<br>(予想)   | 9月<br>(予想)   |
|       | 無担保コールレート翌日物 (%)  | -0.021     | -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 (%)          | 0.425      | 0.35~0.65    | 0.35~0.65    | 0.35~0.65    | 0.35~0.65    |
|       | 10年債 (%)          | 0.035      | -0.05~0.20   | -0.05~0.20   | -0.05~0.20   | -0.05~0.20   |
|       | 5年債 (%)           | -1.050     | -0.18~0.00   | -0.18~0.00   | -0.18~0.00   | -0.18~0.00   |
| 為替レート | 対ドル (円/ドル)        | 109.5      | 100~118      | 100~118      | 100~118      | 100~118      |
|       | 対ユーロ (円/ユーロ)      | 128.4      | 120~140      | 120~140      | 120~140      | 120~140      |
|       | 日経平均株価 (円)        | 29,639     | 30,250±3,000 | 31,000±3,000 | 31,500±3,000 | 32,000±3,000 |

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

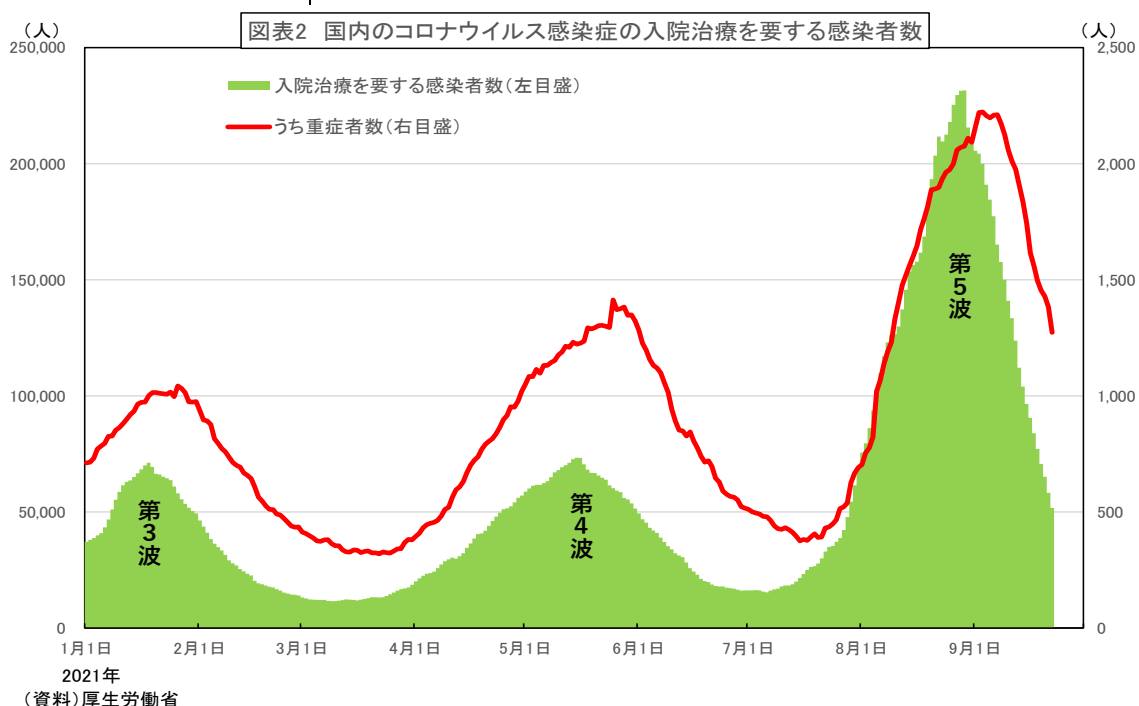
(注)実績は2021年9月22日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### ポスト菅を巡る思惑から株価は急騰

9月3日、菅首相は9月に予定される自由民主党総裁選に立候補しない方針を表明したことで、次期首相となる後継総裁を巡る動きが急に慌ただしくなった。2021年に入って以降、新型コロナウイルス感染症の感染拡大には歯止めがかからず、「緊急事態宣言」や「まん延防止等重点措置」といった行動制限措置がほぼ定常化しているほか、コロナ・ワクチン接種にも出遅れたことから、コロナ対策に対する国民の不満が大いに高まった。直近の世論調査では内閣支持率が危険水域とされる30%割れまで低下するものも多く、近く予定される総選挙で連立与党は大きく議席を減らすとの見通しが強まっていた。

しかし、菅首相の退陣表明を受けて、連立与党への逆風は収まったようだ。総選挙後に政治的な不安定な状態が生み出されるとの観測が大きく後退、新政権による経済政策に対する期待が加わり、株価はこの1ヶ月で1割以上も値上がりした。

なお、9月29日の総選挙後、政府は首班指名選挙を行う臨時国会を10月4日に召集する方針であり、それに伴って新首相の所信表明演説と各党による代表質問が行われた後、新首相は衆議院解散・総選挙に踏み切るとのシナリオが有力視されている（その場合、総選挙の投開票は11月7日もしくは14日になる可能性が指摘されている）。



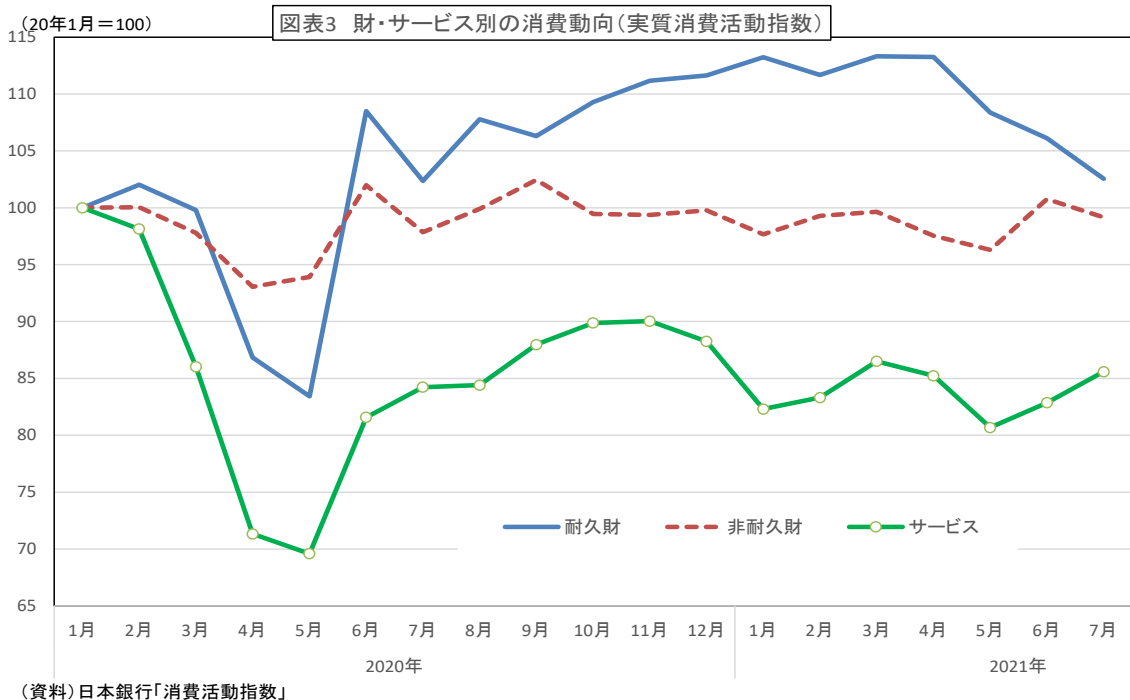
### 第5波は沈静化に向かうも、医療供給体制に依然厳しさも

さて、3～6月にかけてインドで猛威を振るった新型コロナウイルスのデルタ型変異株（デルタ株）は、その高い感染力によって夏場以降、世界中で爆発的な感染拡大を引き起こした。国内でも今春の「第4波」を引き起こしたアルファ株からデルタ株への置き換えが進み、7月以降はそれまでの感染拡大を遥かに凌ぐ「第5波」に襲われた。政府は東京都に対して4回目の緊急事態宣言を発出（7月12日～）したのを皮切りに、対象地域の拡大（最大で21都道府県）と期限延長を幾度か繰り返したが、感染増加に対してなかなか歯止めをかけられず、医療供給体制の逼迫を招いた。

しかし、8月中旬のお盆前後に東京都の新規感染者数がピー

クアウトしたのを皮切りに、全国的にも感染拡大が収束に向かい始めた。ただし、第5波が大きかったこともあり、要入院治療の患者数や重症者数はなお多く、医療供給体制の逼迫した状況はその後も続いている。一方、ワクチン接種も着実に進展しており、菅首相が「11月をめどに」と目標に掲げた希望者全員の接種完了が視野に入ってきた。2回接種を完了した人は既に人口の5割を超え、接種率は米国を追い抜いた。こうした状況を受けて、政府は11月以降の行動制限緩和に向けた議論を本格化させている。10月には飲食店やコンサートホールを対象に広域で実証実験を開始する方針とされている。

とはいえ、ワクチン接種はコロナ感染や重症化のリスク軽減には効果があっても、完全に防ぐものではないこと、また、ワクチン接種率が高いスペイン、カナダ、イスラエルなどでは感染者数が高止まっていることなどを踏まえると、行動制限緩和には医療供給体制の十分な整備が必要不可欠であることは言うまでもない。コロナ禍からの持ち直しが欧米に比べて弱いのは、ワクチン接種の遅れにも一因があるが、同時に感染者数が相対的に少ない割に医療供給体制の逼迫を招きやすく、すぐに行動制限措置が課せられてしまう点にある。新しい内閣では今後の行動制限緩和に向けてそのような視点を踏まえた指針を示すべきであろう。



## 政府の景気判断は下方修正

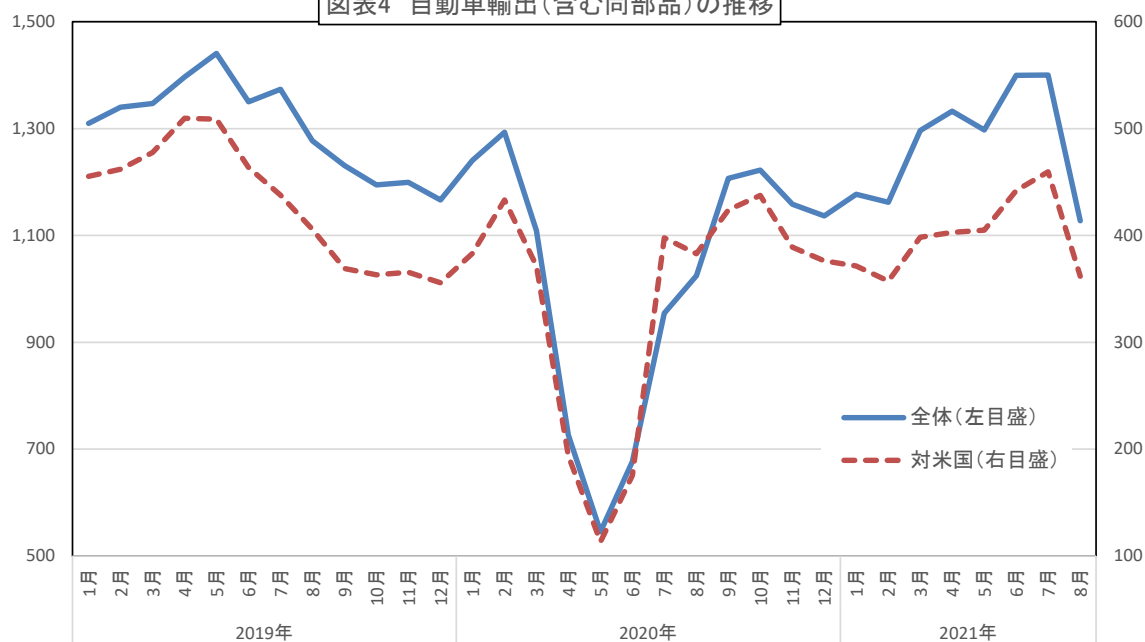
## 消費の停滞続く

以下、国内景気についてみていきたい。コロナ禍からの持ち直し自体は続いているものの、相変わらずサービス消費が頭打ち気味の推移を続けているほか、最近では海外経済の減速や半導体不足問題などによって、自動車等の生産・輸出に悪影響が出るなど、一部の経済指標のスローダウンが散見される。実際、月例経済報告（9月）において、政府の景気判断は「テンポが弱まっている」と4ヶ月ぶりに下方修正されている。

まず、7月の消費関連指標をみると、デルタ株による「第5波」によって東京都に対して4回目の緊急事態宣言が発出されるなど、行動制限措置が再び厳しくなったものの、落ち込みが見られなかった。GDP統計の民間消費に近い消費総合指数（内閣府試算）は前月比0.2%と2ヶ月連続の上昇だった。同様に同0.5%の伸びだった実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行試算）の内訳をみると、コロナ禍の下で堅調だった財に勢いがなくなってきた半面、サービスは底割れすることなく推移している様子が見てとれる。

8月には全国的な感染爆発によって行動制限が一段と厳格化され、消費者マインドも悪化が見られ、代表的な耐久消費財である自動車についても半導体不足の影響を受けて販売不調となったことから、改善は一旦足踏みしたと見られるが、底割れの可能性も薄いだらう。

図表4 自動車輸出(含む同部品)の推移



(資料)財務省データより農林中金総合研究所作成 (注)当総研による季節調整値。単位は百万円。

## 半導体不足の影響で 自動車などに生産調 整圧力

## 経済見通し：年度 内は本格的な景気 回復は難しい

また、8月の実質輸出指数は前月比▲3.7%と3ヶ月ぶりに低下した。中国経済の回復一服に加え、世界的な半導体不足、さらにはデルタ株の大流行によってグローバル・サプライチェーンの寸断が起きている影響も出たとみられる。貿易統計によれば、この1年の輸出回復を牽引した自動車の伸びが失速し、米国・EU・中国といった主要輸出先向けが軒並み前年割れとなるなど、半導体不足の問題が深刻化している。

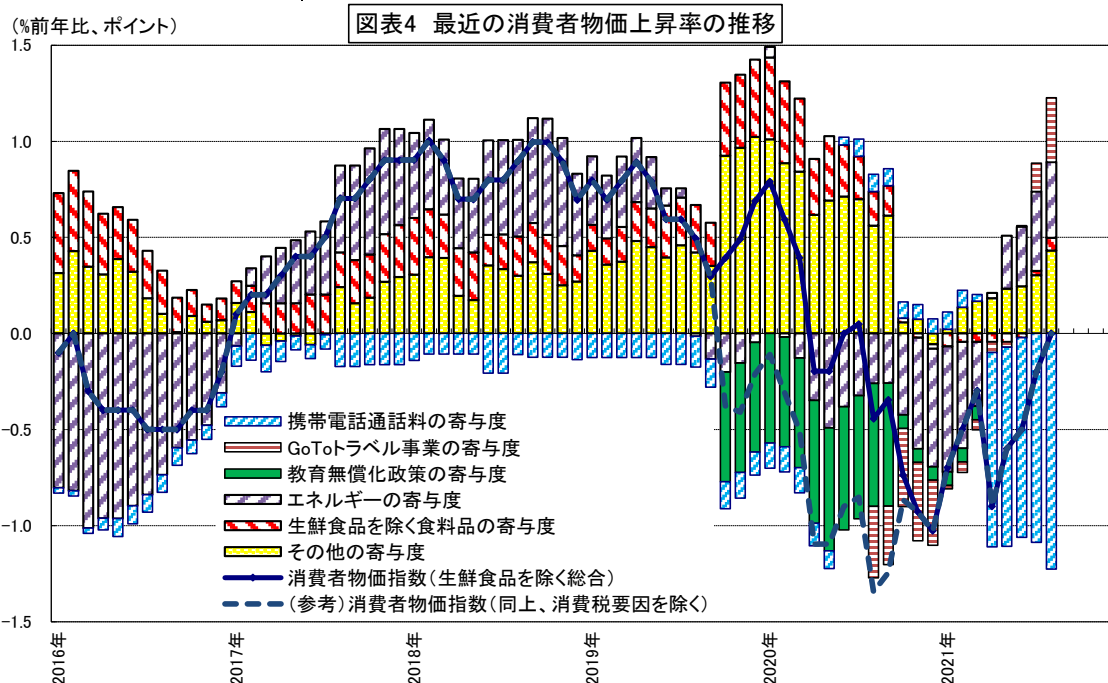
9月に全世界で4割の減産をすると発表していたトヨタ自動車では、10月も減産体制を継続する方針であるほか、11月以降の状況も見通せないとし、21年度の生産計画の下方修正を余儀なくされている。他のメーカーでも概ね同様の状況と思われる。終息までには相当の時間がかかるとの見方が強まるなど、予断を許さぬ状況が続いている。

このように、足元では世界経済の回復が一旦足踏みする動きも散見され、景気減速の兆しが窺える。しかし、この半年の間、世界中で猛威を振るったデルタ株による感染拡大には歯止めがかかり、沈静化の動きが始まっているのも確かである。生産拠点の操業停止を余儀なくされた東南アジア諸国でもいずれ再稼働が始まるだろう。ただし、完全に復旧するには時間がかかることは避けられず、輸出・生産は21年末にかけて足踏みするリスクがある。こうした状況を受けて、製造業の設備投資には多少の下押し圧力がかかるが、コロナ禍の影響を強く受けていたサービス業の持ち直しが進むことで設備投資へのプラス効果も期待されることから、設備投資の自律的回復そのものには変化はないだろう。

一方、日本国内では緊急事態宣言の解除が検討されており、10月以降は行動制限が緩和されるものと思われる。そうなった場合、飲食、旅行・観光などのサービス業の業況が改善すると同時に、コロナ感染の再拡大も起きる可能性が高い。前述した通り、医療供給体制の拡充が急務であるほか、当面はマスク着用などの感染防止策の徹底を呼び掛けることも必要であろう。

前期比年率で1.9%成長へ上方修正されたGDP第2次速報の公表を受けて、当総研は経済見通しの見直しを行ったが、21年度下期には感染「第6波」によって行動制限措置が再導入される可能性もあることから、回復テンポには緩慢さが残るものと予想した。経済活動の本格的な正常化はブースター接種（3回

目のワクチン接種)が始まる22年入り後にずれ込むだろう(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)。



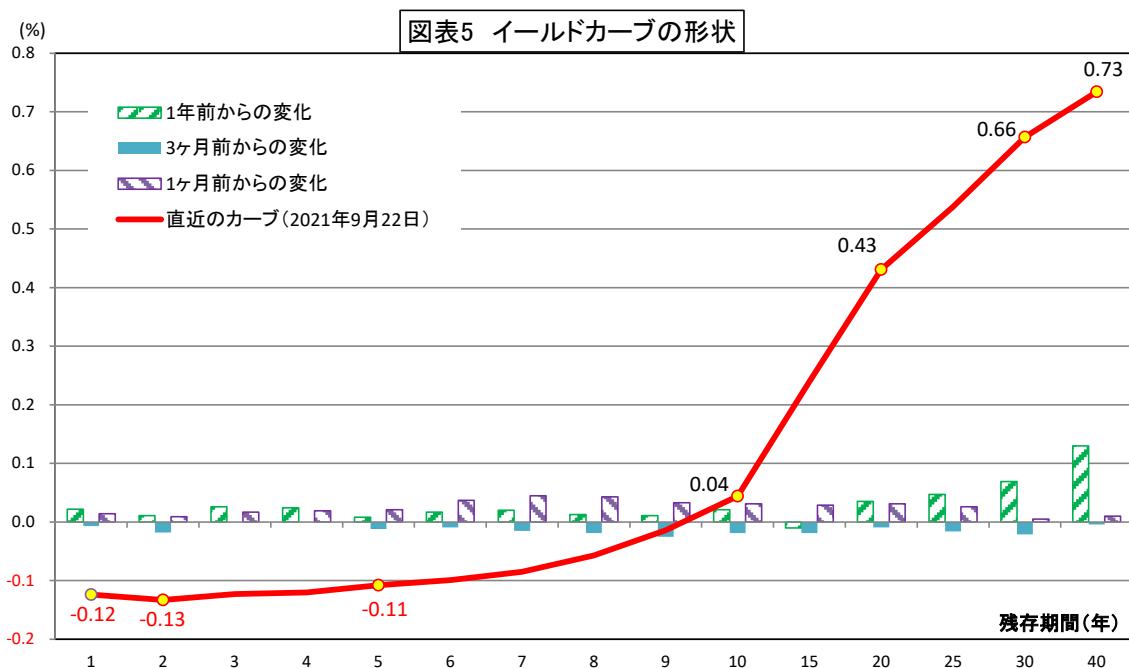
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

### 物価動向：物価は前年比横ばい圏での推移

8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0.0%と、12ヶ月続いた下落状態から抜け出した。世界経済の回復期待を背景とした原油高により、電気代、ガソリン代などのエネルギーが上昇しているほか、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いることが主因である。一方で、4月以降に引き下げられた携帯電話通信料は一段と下落率が拡大しており、この要因だけで物価全体を▲1.23ポイントも押し下げている。こうした宿泊料や携帯電話通信料の影響を除くと物価は0.9%前後の上昇となり、これが「自然体」の物価上昇率と推察されるが、それでもインフレ加速が見られた欧米主要国と比較すると明らかに低調である。

当面は電気・ガス代などエネルギー高の影響が続くほか、宿泊料の押し上げ効果が年内まで残ることから、物価上昇率はプラス圏で推移すると思われる。ただし、家計の所得環境が依然厳しく、デフレマインドが払拭されたわけではないほか、欧米のようにペントアップ需要が一気に高まることもないことから、物価上昇率が加速する可能性は小さいだろう。





(資料)財務省資料より作成

**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**

9月21～22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」とともにコロナ対応の対策を継続することを決定した。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月末）、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。

ワクチン接種が進んだ欧米主要国では行動制限を大幅に緩和したこともあり、経済活動の正常化が進むと同時に、中期的な物価目標である2%を上回って推移している。そのため、近い将来、コロナ対応で導入した大規模な資産買入れについて規模を縮小することが見込まれている。これに対し、日本ではこれまでのところ本格的な景気回復には至っておらず、物価上昇率も鈍い状況が続いている。日銀は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が、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）であることを考慮すると、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と思われる。

**金融市場：現状・見通し・注目点**

菅首相の退陣表明やそれによって総選挙後には政治的な不安定さが強まるとの観測の後退、ワクチン接種が完了する 11 月以降の国内景気の本格回復への期待などを受けて、出遅れ気味だった株価が急騰するなど、一時リスクオンに傾いた。しかし、直近は中国の大手不動産企業のデフォルトリスクが意識され、リスクオフの流れが一旦強まった。

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)8/3、9/13の新発10年物国債は出合いなし。

**長期金利は低位安定**

**① 債券市場**

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 月上旬にはデルタ株による感染爆発で景気の本格回復が遅れるとの観測も加わり、一時 0%に低下

## 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

する場面もあったが、菅首相の退陣表明のあった9月3日以降は鈍いながらも持ち直す動きが見られている。

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。

## バブル崩壊後の最高値を更新

### ② 株式市場

米国株高につられる格好で20年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。しかし、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国内景気の鈍さ、さらにはスピード調整も加わり、その後はじり安の展開となった。

また、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、デルタ株の大流行によって国内景気の本格回復がさらに後ずれするとの見方が強まり、8月20日には一時27,000円を割り込み、年初来安値を更新した。しかし、菅首相の退陣表明後には一変し、新内閣の経済政策運営への期待が高まり、バブル崩壊後の最高値を更新するなど、出遅れていた日経平均株価は1ヶ月で1割以上も値上がりした。なお、直近は中国の不動産開発大手・中国恒大集団のデフォルトリスクが意識され、調整する動きが見られた。

先行きは、引き続き米国のテーパリング(金融緩和の規模縮小)を巡る思惑や中国の金融システム不安への警戒が上値を抑える場面も想定されるが、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と思われるほか、中国政府も自国の安定を脅かす「中国発」の金融危機発生は未然に防ぐものと思われる。基本的にはコロナ禍から持ち直していく姿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底堅く推移していくものと予想する。

## ドル円レートは

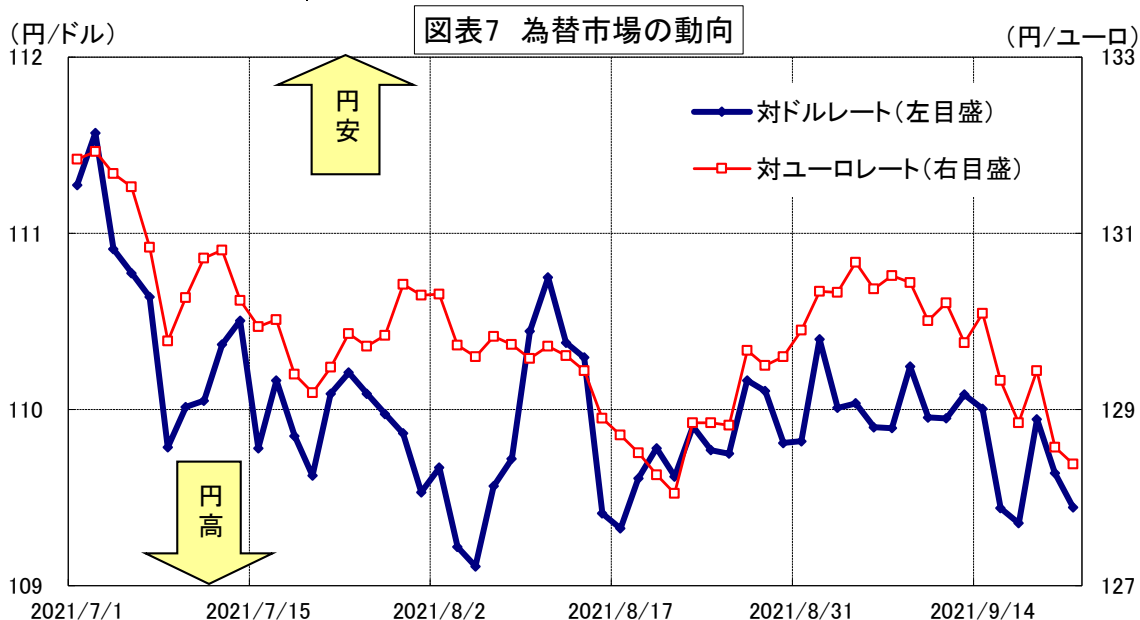
### ③ 外国為替市場

21年初、ドル円レートは一時1ドル=102円台半ばまで円高

## 110 円前後で推移

が進んだが、その後は米国バイデン政権による積極的な財政運営から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1年ぶりに111円目前まで円安が進んだ。4月に米長期金利の上昇が一服するとドル高修正の動きが強まったが、5月以降は米国金融政策の転換への思惑などにより、再び緩やかな円安基調をたどった。7月上旬には一時111円後半まで円安が進んだが、その後は110円を挟んだ狭いレンジ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。



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

## 対ユーロレートは130円を挟む展開

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。その後は概ね130円を挟んだ展開となっている

(21.9.24 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:3.0%成長、22年度:2.8%成長～

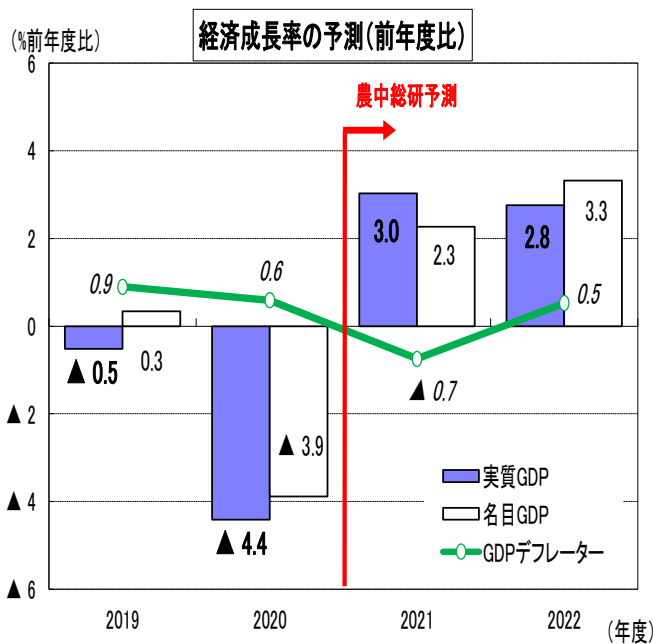
(いずれも8月時点の見通しから据え置き)

2021年9月8日

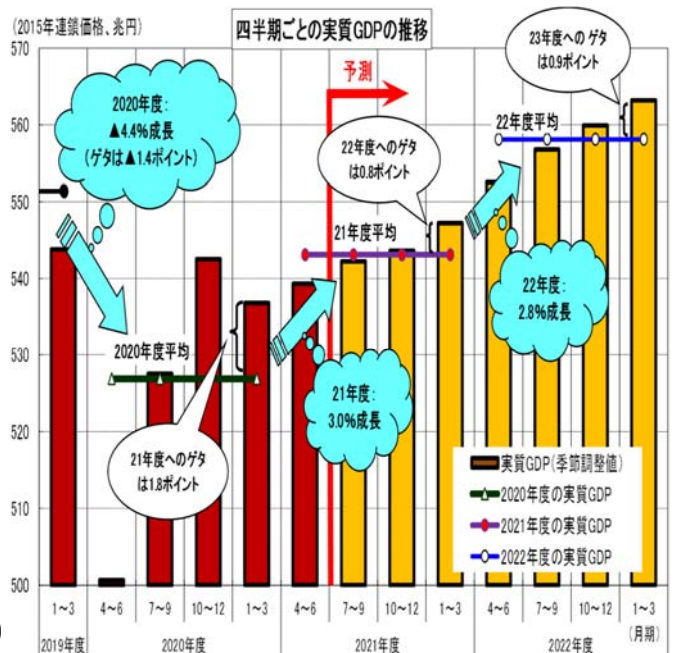
お問い合わせ先:(株)農林中金総合研究所

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致します。



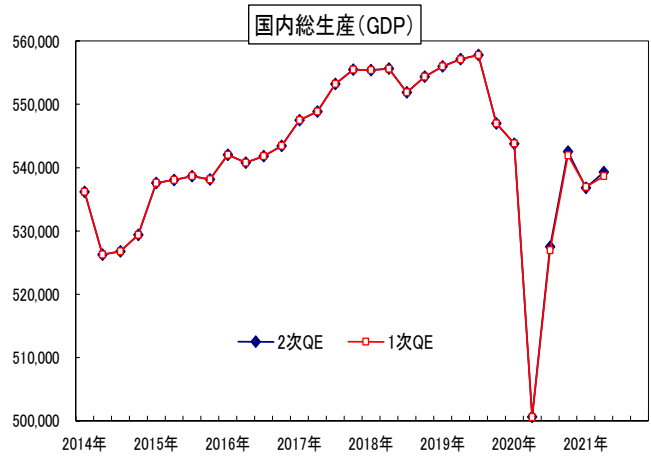
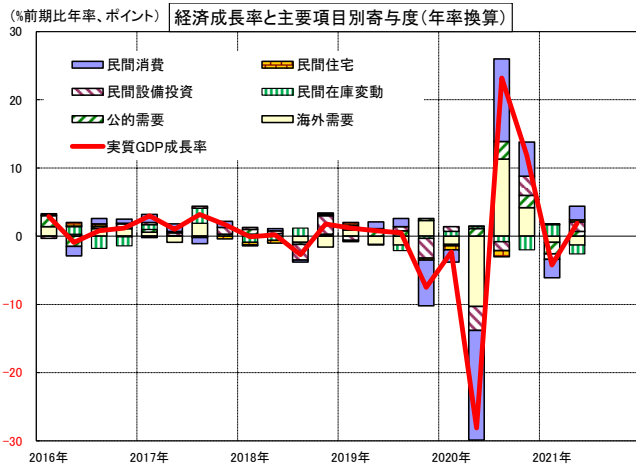
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2021年4～6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4～6月期の実質GDPは上方修正
  - 4～6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1.9%(1次QE:同1.3%)へ上方修正、2四半期ぶりのプラス成長
    - 民間消費、民間企業設備投資、政府消費が上方修正された半面、民間在庫変動、公共投資、輸出等、輸入等が下方修正
    - ただし、GoToキャンペーン効果などで盛り上がった20年10～12月期の水準を下回るなど、21年前半は総じて足踏み状態であり、欧米に比べて景気の出遅れ感は否めず
  - 一方、消費者物価指数の基準改定の影響から、名目GDPは前期比年率▲0.5%(1次QE:同0.2%)と2四半期連続のマイナスへ下方修正されたほか、GDPデフレーターも前年比▲1.1%へ下方修正

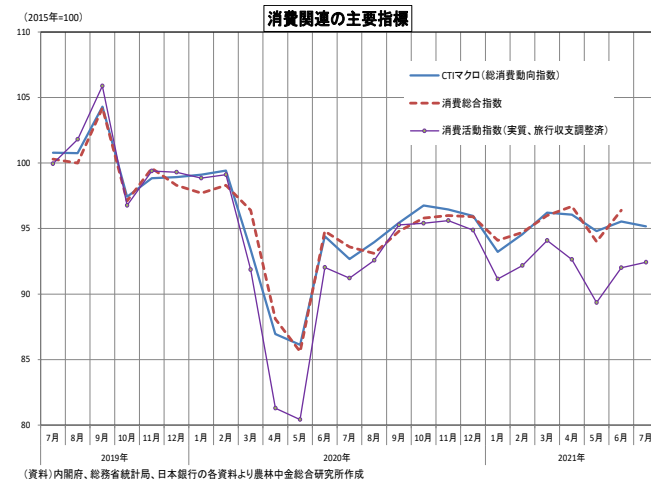
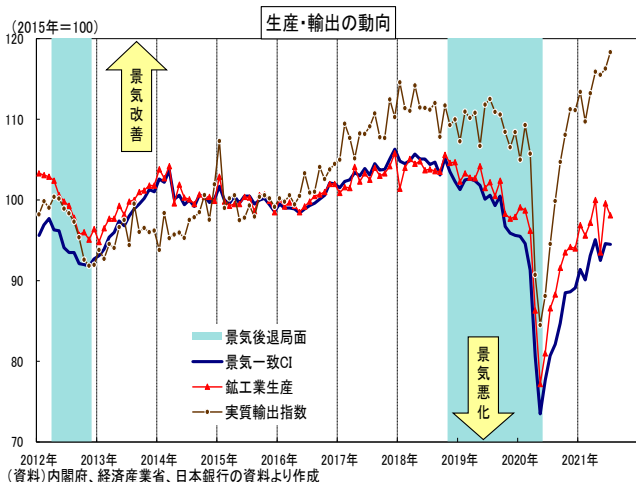


農林中金総合研究所

3

# 2 前回見通し発表後の経済指標の動き

- 景気持ち直しに一服感 ～行動制限の継続に加え、半導体不足の影響も～
  - 7月の景気動向指数のCI一致指数は僅かながらも2ヶ月ぶりに低下したが、それに基づく基調判断は5ヶ月連続の「改善」で、景気回復を維持
  - 世界経済の回復傾向を受けて輸出は底堅いものの、半導体不足・部品調達難などの影響で生産に足踏み感
  - 新型コロナの変異ウイルス(デルタ株)の感染爆発によって広範囲で継続的に行動制限が要請されており、対面型サービス業の持ち直しに限界
    - コロナ禍で底堅く続してきた耐久財消費も足元では頭打ち気味
  - 消費者物価(生鮮食品を除く、以下コア)は前年比下落状態が継続
    - エネルギー価格が上昇しているが、7月全国コアは前年比▲0.2%と12ヶ月連続のマイナス

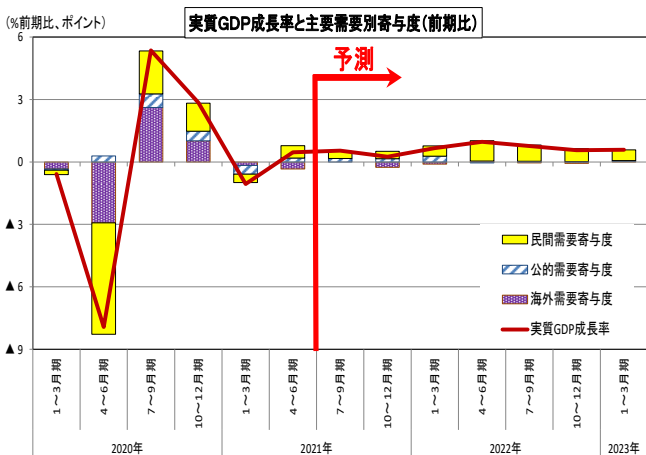


農林中金総合研究所

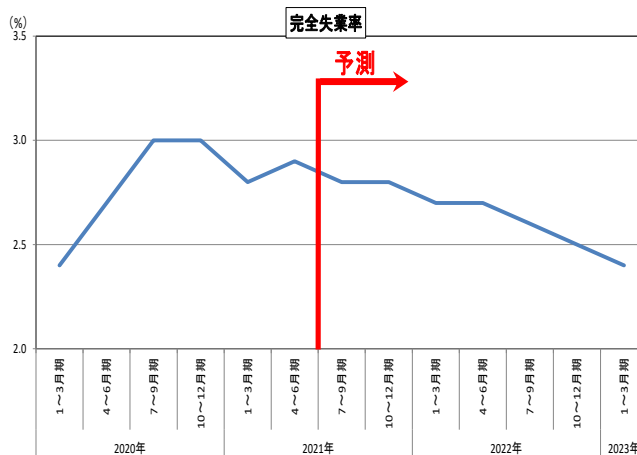
4

### 3 日本経済・物価の見通し

- **経済見通し** ～2021年度は3.0%成長、22年度は2.8%（いずれも前回から据え置き）と予測～
  - 足元7～9月期は、デルタ株の感染拡大によって緊急事態宣言などの行動制限が出されており、サービス消費の低迷が続いたほか、輸出もやや減速することが見込まれるが、堅調な投資意欲を背景とした企業設備投資の自律回復などが見込まれ、2四半期連続のプラス成長と予想（前期比年率で2.2%成長）
  - 足元ではワクチン接種の完了者も国民の半数近くに達したほか、デルタ株による「第5波」もピークアウトしつつあるものの、今後も新たな変異株による感染再拡大が起きる可能性があることから、21年度下期も景気回復ペースは緩慢なものにとどまると想定
    - 本格回復のボトルネックとなっている医療供給体制の整備が喫緊の課題
  - 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る
    - ただし、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



(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

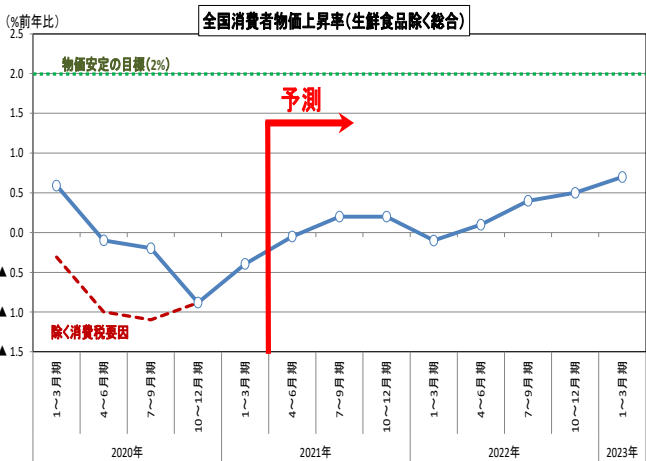


(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

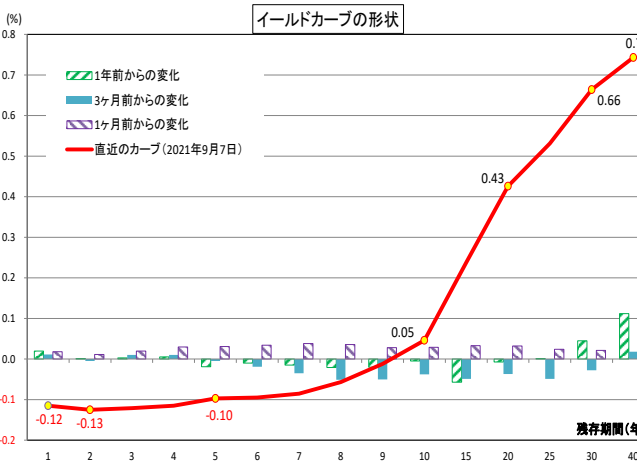
農林中金総合研究所

5

- **物価見通し** ～2021年度:前年度比▲0.3%、22年度:同0.5%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、21年度を通じて▲1ポイントほどの携帯電話通信料の押下げ要因が続くほか、需要回復テンポが緩慢なこともあり、欧米で見られるようなインフレ加速はないと思われる
- **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～
  - 日銀は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、コロナ対応の対策も実施
  - 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）であるが、国内の物価上昇圧力が鈍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
  - 一方、長期国債やETFの買入れペースは21年4月以降は鈍化している



(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)財務省資料より作成

農林中金総合研究所

6





## 供給制約から景気回復ペースは鈍化へ

### ～21年内にテーパリング開始の見通し～

佐古 佳史, CFA

#### 要旨

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が、足元の統計からは労働者不足が一層強まっていると考えられる。また、東南アジアでの新型コロナウイルス・デルタ株感染拡大の影響から、半導体を中心とする供給制約が問題化しており、景気回復ペースは鈍化する可能性が高い。

こうしたなか、9月のFOMCでは、21年内のテーパリングの開始と、22年の利上げが示唆され、新型コロナウイルスの感染拡大を受けた非常に緩和的な金融政策からの転換が見え始めた。

#### 債務上限問題が 焦点に

凍結されていた債務上限の適用措置が復活したことに伴い、10月中に連邦政府の資金が枯渇する可能性が高いなか、民主党と共和党の債務上限をめぐる駆け引きが激化している。下院民主党は21日、債務上限を22年12月16日まで凍結する暫定予算案を単独で可決した。一方で共和党は、財政調整措置の利用を狙う民主党の議会運営や、暫定予算案に含まれる予定のアフガン支援策などに反対しており、同法案の上院での可決をめぐる、両党の調整は難航しそうだ。

#### 景気の現状：ペ ントアップ（繰 越）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需要に、供給が追い付いていないと判断できる。

7月の求人労働異動調査を確認すると、6月から労働力不足が強まったことがうかがえる。求人数は6月から約75万人増加の1,093.4万人と過去最高を更新した。一方で、7月に雇用された労働者は6月から16万人減少の666.7万人となったことで、未充足の求人が約430万人となった。また、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））も6.9%と過去最高を記録し、特に飲食を含む娯楽・接客業の求人率については、10.8%と非常に高く、供給制約が意識される。

こうしたなか8月の雇用統計において、非農業部門雇用者数は市場予想を大幅に下回り、前月から23.5万人増と雇用回復ペースが急減速した。失業率は0.2ポイント低下の5.2%となり、労働市場の改善が確認できるものの、プライムエイジ（25～54歳）の女

性労働参加率が 0.1 ポイント低下したことで、労働市場への復帰が思うように進んでいない側面も垣間見られた。

コロナ前の 20 年 2 月と比較すると、8 月時点では雇用の喪失は約 533 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 4.3%へと加速した。

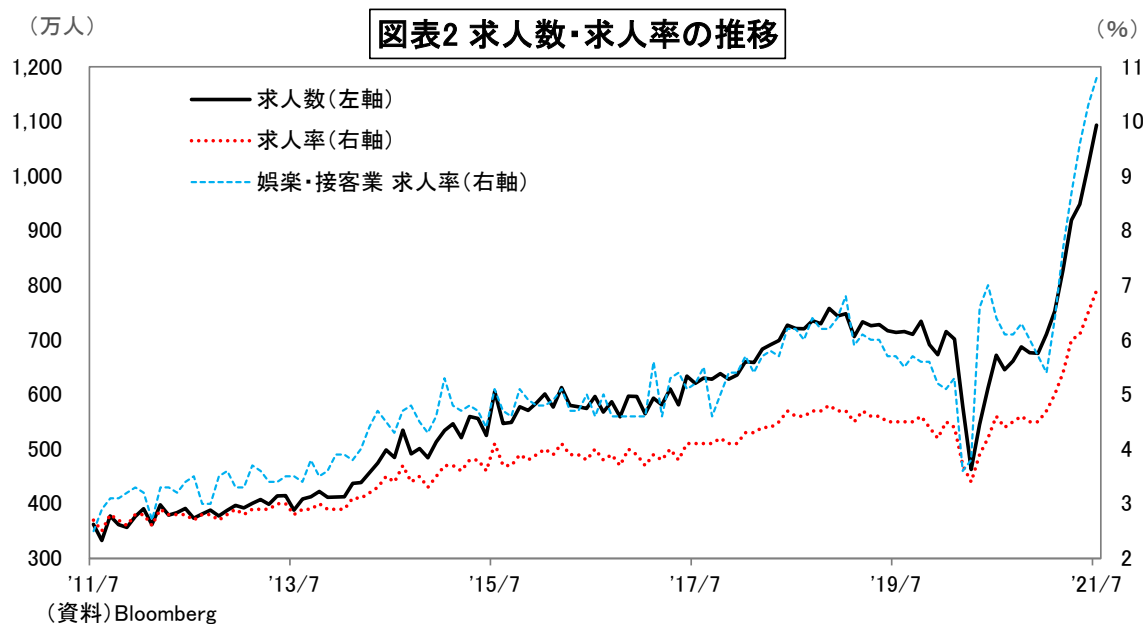
個人消費をみると、7 月の実質個人消費支出は、サービス消費が前月比 0.6%と 5 ヶ月連続で増加したものの、財消費が減少したことを受け、総合では前月比▲0.1%と冴えない動きとなった。

また、8 月の小売売上高は前月比 0.7%と 2 ヶ月ぶりに増加に転じた。内訳をみると飲食が 7 月から変わらずとなる一方で、無店舗（オンラインストア）が高い伸びを示した。また、昨今の半導体供給不足の影響から、自動車・部品の売り上げ減少が継続していることもうかがえる。

図表1 小売売上高の推移

| (前月比、%)  | '20/7 | '20/8 | '20/9 | '20/10 | '20/11 | '20/12 | '21/1 | '21/2 | '21/3 | '21/4 | '21/5 | '21/6 | '21/7 | '21/8 |
|----------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 総合       | 1.4   | 0.8   | 2.2   | 0.1    | -1.4   | -1.2   | 7.6   | -2.9  | 11.3  | 0.9   | -1.4  | 0.9   | -1.8  | 0.7   |
| コア       | 1.7   | 0.2   | 1.5   | 0.1    | -0.9   | -2.8   | 8.4   | -3.3  | 8.6   | -0.4  | -1.1  | 1.5   | -1.9  | 2.5   |
| 自動車・部品   | -1.0  | 0.2   | 4.2   | -0.1   | -1.8   | 2.0    | 4.9   | -3.6  | 17.0  | 4.4   | -4.6  | -2.1  | -4.6  | -3.6  |
| 家具       | 7.6   | 2.7   | -0.4  | 1.4    | -2.3   | -2.7   | 14.9  | -5.4  | 11.8  | 1.2   | -2.3  | 0.8   | -0.6  | 0.9   |
| 建築資材     | -1.3  | 2.3   | -0.1  | 0.0    | 0.9    | 0.3    | 7.8   | -4.8  | 14.1  | -3.3  | -5.7  | -1.4  | -1.0  | 0.9   |
| 食品       | 0.3   | -1.3  | 0.0   | -0.8   | 1.4    | -1.1   | 1.9   | -0.5  | 0.8   | 0.7   | 1.2   | 1.0   | -0.8  | 1.8   |
| ヘルスケア    | 5.2   | -0.7  | 1.3   | -0.1   | -1.3   | 1.3    | 0.9   | -1.7  | 8.0   | 0.1   | -3.0  | 4.6   | -0.8  | 0.2   |
| ガソリンスタンド | 5.0   | 1.0   | 1.8   | 0.5    | -1.9   | 7.2    | 4.6   | 3.2   | 10.1  | -1.4  | 1.8   | 3.6   | 2.0   | 0.2   |
| アパレル     | 4.1   | 2.8   | 15.2  | -3.0   | -5.6   | 2.5    | 6.3   | -5.5  | 23.9  | -1.4  | 3.8   | 3.4   | -2.7  | 0.1   |
| 無店舗      | 2.6   | 1.9   | -1.7  | 3.1    | -1.2   | -9.5   | 16.9  | -3.1  | 5.4   | 0.1   | -1.2  | 0.1   | -4.6  | 5.3   |
| 飲食       | 3.5   | 4.5   | 3.0   | -0.3   | -3.8   | -5.1   | 10.0  | -1.4  | 13.9  | 5.1   | 4.3   | 2.4   | 1.3   | 0.0   |

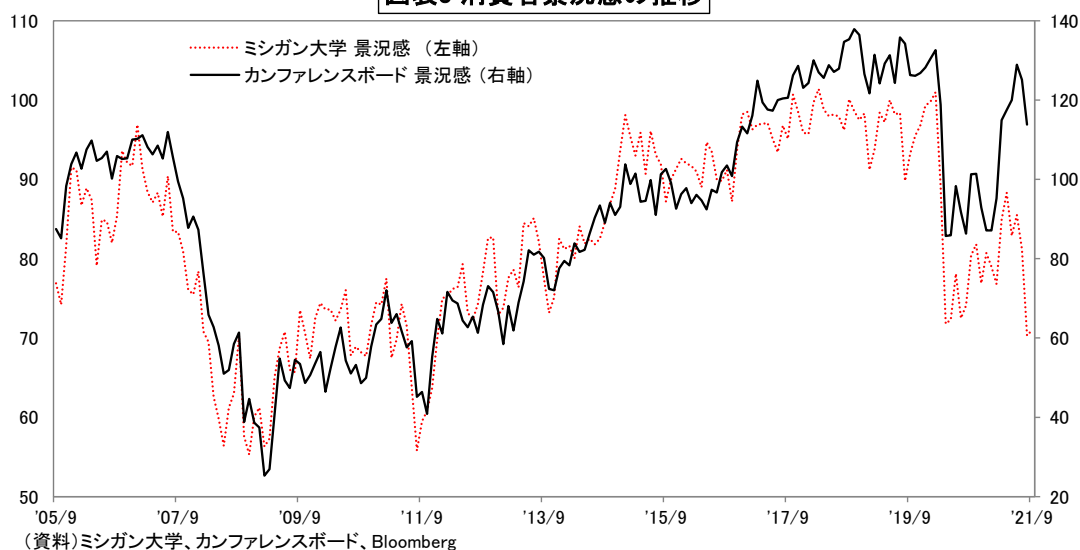
(資料) Bloomberg



9月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は大幅に低下した8月からほぼ変わらずの71.0（現況指数77.1、期待指数67.1）となった。ミシガン大学からは、インフレ率の加速と高止まりが長期化すると観測に伴い購買力の減少を警戒する声が多いと報告されている。

一方、企業マインドをみると、8月のISM製造業指数（製造業PMI）は前月から0.4ポイント上昇の59.9%、サービス業指数（サービス業PMI）は同2.4ポイント低下の61.7%となり、それぞれ15ヶ月連続での企業部門の拡大を示した。

図表3 消費者景況感の推移



**景気の先行き：  
供給制約で回復  
ペースは鈍化**

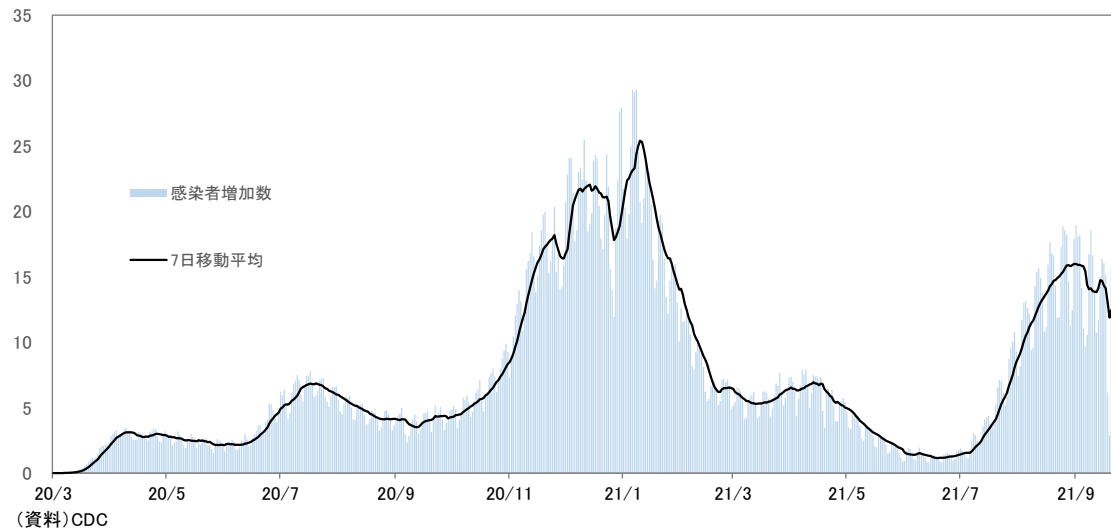
さて、景気の先行きを考えてみると、現在の米国経済は、国内の労働力不足に加えて、世界的な半導体不足など供給制約が深刻化していることもあり、景気回復ペースが鈍化する可能性が高まってきた。

足元では、デルタ株の感染が拡大しているものの、3回目のワクチン接種も開始される見込みであることから、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。一方で、感染リスクに加えて待遇面で雇用のミスマッチも根深く、採用が進まないだけでなく離職率も高止まりしていることから、労働者不足の解消には長期間が必要となるだろう。

また、特にマレーシアなどの東南アジアにおいて、デルタ株の感染が急拡大したことに伴う生産拠点の操業停止などで、半導体供給不足が深刻化していることも、景気回復ペースの下押し材料となっているといえるだろう。

(万人)

図表4 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



図表5 供給制約が意識される

|           |        | '20/7 | '20/8 | '20/9 | '20/10 | '20/11 | '20/12 | '21/1 | '21/2 | '21/3 | '21/4 | '21/5 | '21/6 | '21/7 | '21/8 |
|-----------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ISM 製造業   | 入荷遅延   | 55.9  | 58.2  | 59    | 60.5   | 61.7   | 67.7   | 68.2  | 72    | 76.6  | 75    | 78.8  | 75.1  | 72.5  | 69.5  |
| ISM サービス業 | 入荷遅延   | 55.3  | 60.5  | 55    | 56.1   | 57.1   | 62.8   | 57.8  | 60.8  | 61    | 66.1  | 70.4  | 68.5  | 72    | 69.6  |
| ISM 製造業   | 価格     | 53.2  | 59.5  | 62.8  | 65.5   | 65.4   | 77.6   | 82.1  | 86    | 85.6  | 89.6  | 88    | 92.1  | 85.7  | 79.4  |
| ISM サービス業 | 価格     | 57.6  | 63.4  | 58    | 62.7   | 63.9   | 64.4   | 64.2  | 71.8  | 74    | 76.8  | 80.6  | 79.5  | 82.3  | 75.4  |
| コモディティ価格  | 前年比%   | -13.0 | -4.8  | -8.9  | -9.3   | -3.6   | -3.5   | 7.0   | 20.1  | 34.9  | 48.4  | 46.1  | 45.5  | 40.2  | 30.9  |
| バルチック海運指数 | 前月比%   | -25.0 | 10.2  | 15.9  | -25.6  | -4.4   | 11.3   | 6.3   | 15.4  | 22.1  | 49.2  | -15.0 | 30.3  | -2.7  | 25.5  |
| 耐久財 受注残高  | 3ヶ月前比% | -2.5  | -2.6  | -1.8  | -1.4   | -1.0   | -0.9   | -0.5  | 0.5   | 1.3   | 1.8   | 1.9   | 2.2   | 2.1   |       |
| 在庫売上比率    | %      | 1.36  | 1.32  | 1.32  | 1.32   | 1.32   | 1.32   | 1.27  | 1.30  | 1.26  | 1.25  | 1.26  | 1.25  | 1.25  |       |
| ISM 製造業   | 顧客在庫   | 41.6  | 38.1  | 37.9  | 36.7   | 36.3   | 37.9   | 33.1  | 32.5  | 29.9  | 28.4  | 28    | 30.8  | 25    | 30.2  |
| ISM サービス業 | 顧客在庫   | 47.2  | 44.8  | 47.7  | 51.6   | 50.8   | 51     | 50.8  | 49.7  | 50.8  | 46.5  | 50.8  | 51.1  | 48.9  | 54.2  |

(資料) Bloomberg

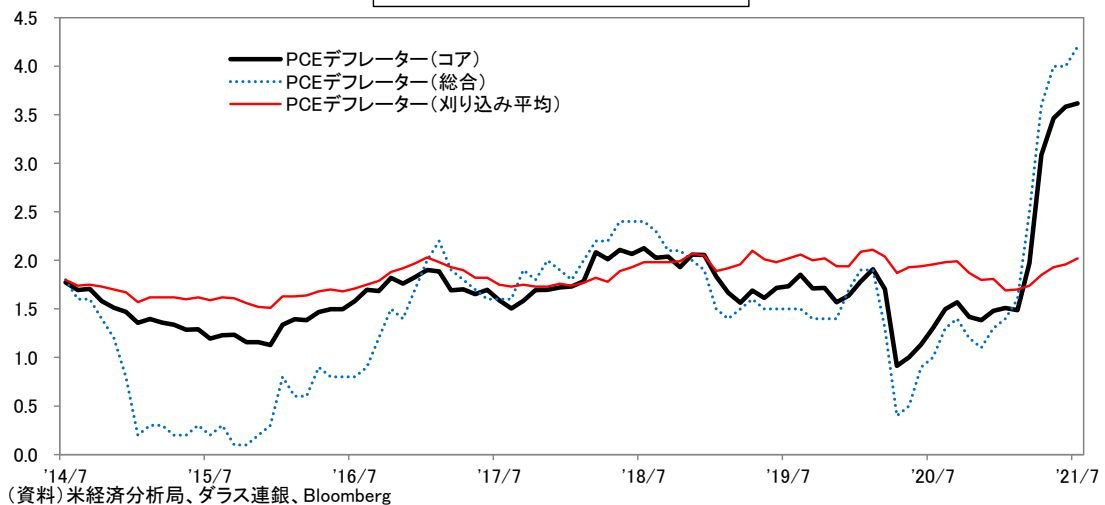
### インフレ率の加速は収まり始めた可能性も

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、7月のコアPCEデフレーターは前年比3.6%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。

また、8月の消費者物価指数(CPI)をみると、総合は同5.3%、コアは同4.0%と、いずれも7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。

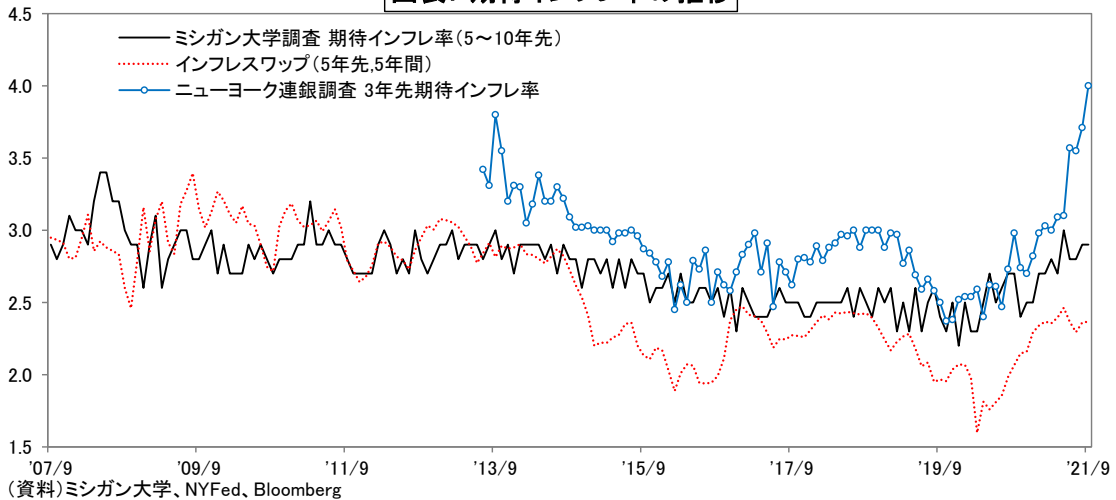
(%、前年比)

図表6 PCEデフレーター推移



(%)

図表7 期待インフレ率の推移



## 21年内のテーパリング開始が示唆された9月FOMC

9月FOMC(21、22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。声明文では、新型コロナウイルスの感染拡大が景気回復を鈍化させていると認めつつ、景気回復が概ね予想通りに進めば、資産買い入れペースの減速(テーパリング)が近く正当化されると明言した。

FOMC後に公開された景気見通し(大勢見通し)によると、21年の経済成長率の見通しは前回の6月時点の見通しから1ポイント程度下方修正となる5.8%~6.0%、インフレ率の見通しは1.0ポイント弱の上方修正となり、足元の供給制約による景気回復ペースの鈍化とインフレ率の高止まりが反映された形となった。

また、ドットプロットからは、22年の政策金利見通しの中央値が6月時点の0.00~0.25%から0.25%へと上方修正され、22年

内の利上げ開始が現実味を帯びてきた。さらに、23年は1.00%、24年は1.75%と利上げが継続する見通しも示された。

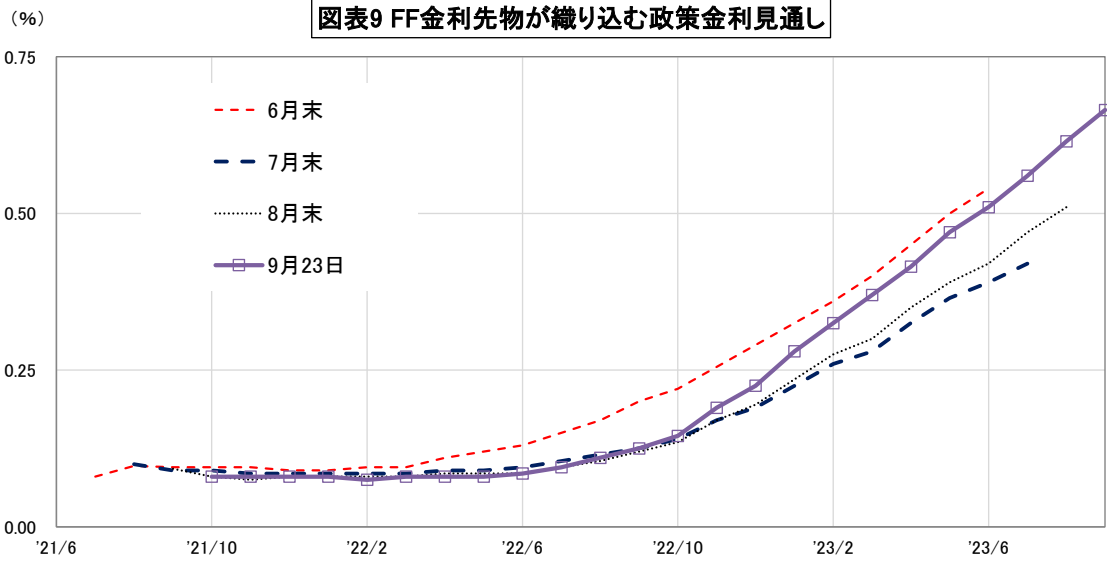
FOMC後の記者会見においてパウエル議長は、テーパリングは22年半ばごろに完了するのが適切であるものの、テーパリングが終了しても利上げ開始の条件が整うのは程遠いとの見解を示した。おそらく、FRB見通しとしては22年半ばの時点では完全雇用は達成されておらず、利上げは22年後半ということだろう。筆者は以前、労働市場の回復をかなり待ってからテーパリングが開始されると考えていたが、実際のところは、堅調な労働市場の回復が持続するとの想定の下で、11月FOMC(2、3日)にてテーパリングの発表、12月FOMC(14、15日)にて開始といったスケジュールになると思われる。

図表8 FRB大勢見通し(9月時点)

|                           | 2021年          | 2022年          | 2023年          | 2024年          | 長期見通し          |
|---------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>実質GDP</b> (％前年比)       | <b>5.8～6.0</b> | <b>3.4～4.5</b> | <b>2.2～2.5</b> | <b>2.0～2.2</b> | <b>1.8～2.0</b> |
| 6月時点 (％前年比)               | 6.8～7.3        | 2.8～3.8        | 2.0～2.5        |                | 1.8～2.0        |
| <b>失業率</b> (%)            | <b>4.6～4.8</b> | <b>3.6～4.0</b> | <b>3.3～3.7</b> | <b>3.3～3.6</b> | <b>3.8～4.3</b> |
| 6月時点 (%)                  | 4.4～4.8        | 3.5～4.0        | 3.2～3.8        |                | 3.8～4.3        |
| <b>PCEデフレーター</b> (％前年比)   | <b>4.0～4.3</b> | <b>2.0～2.5</b> | <b>2.0～2.3</b> | <b>2.0～2.2</b> | <b>2.0</b>     |
| 6月時点 (％前年比)               | 3.1～3.5        | 1.9～2.3        | 2.0～2.2        |                | 2.0            |
| <b>コアPCEデフレーター</b> (％前年比) | <b>3.6～3.8</b> | <b>2.0～2.5</b> | <b>2.0～2.3</b> | <b>2.0～2.2</b> |                |
| 6月時点 (％前年比)               | 2.9～3.1        | 1.9～2.3        | 2.0～2.2        |                |                |
| <b>政策金利(中央値)</b> (%)      | <b>0.125</b>   | <b>0.250</b>   | <b>1.000</b>   | <b>1.750</b>   | <b>2.50</b>    |
| 6月時点 (%)                  | 0.125          | 0.125          | 0.625          |                | 2.50           |

(資料)FRBより作成

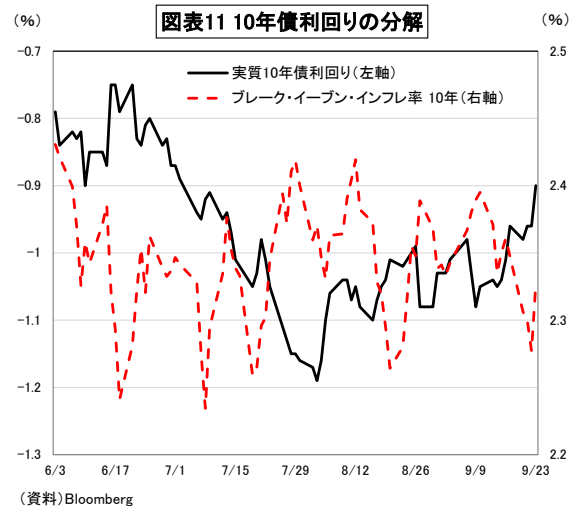
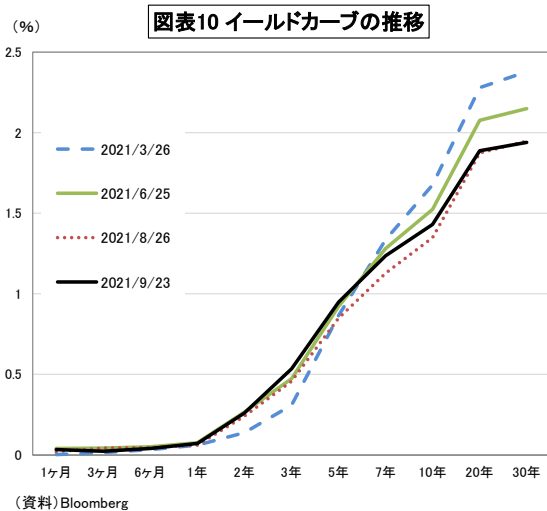
(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

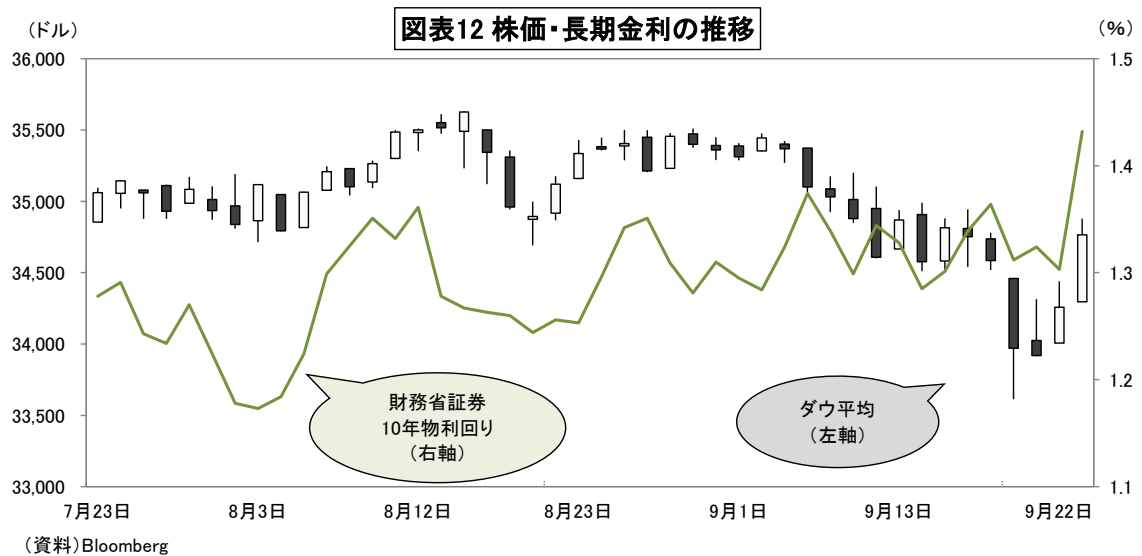


**長期金利：デルタ株の感染拡大で金利上昇は後ずれ**

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%を割り込む場面もみられ、その後も1.3%前後での推移が続いていた。9月FOMCにて22年の利上げ見通しが公表されたことや、中国恒大の全面的なデフォルト懸念が和らいだことで、23日の長期金利は2ヶ月半ぶりに1.4%を回復した。

先行きについては、デルタ株の感染拡大によって、世界経済の回復が後ずれしつつあり、目先の金利は上昇しづらいと思われることから、1.2%~1.5%程度とやや低めのレンジでの展開を予想する。米景気回復を背景とした金利上昇は後ずれするだろう。





**株式市場：調整  
が続く可能性も**

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、中国の不動産問題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、不安定な展開となった。中国恒大の問題に対する懸念の緩和や、9月FOMCにて金融政策の見通しについての不確実性の一部が解消されたことなどを背景に、株価は反発に転じた。

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、足元ではデルタ株の感染拡大を背景とする供給制約が意識され、上値は重いと思われる。また、中国の不動産問題も引き続き材料視される可能性もあり、調整を迫られる場面もありそうだ。

(21.9.23 現在)



## 強力なコロナ感染抑制策等で回復が一服した中国経済

～先行きの景気は再び回復基調に転じる見通し～

王 雷軒

### 要旨

8月の固定資産投資と輸出は比較的底堅く推移した一方、7月下旬から8月中旬にかけての新型コロナの感染再拡大などを背景に個人消費が低迷したほか、非製造業の企業マインドも大幅に悪化したことから、経済の回復は一服したと見られる。

景気の先行き懸念が高まる中、9月中旬から福建省で新型コロナ感染拡大が再び確認されたことを受けて、今後、当局による経済支援策の強化・拡充が予想される。先行きの景気は、消費の弱含み継続が想定されるため勢いは強くないものの、再び回復基調に転じると思われる。

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9月20日。

### 新型コロナは予断を許さぬ状況が続く

7月下旬、江蘇省南京市の国際空港で清掃員9人が新型コロナウイルス・デルタ株に感染したことが確認されたほか、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、感染者に対する厳格な行動追跡と濃厚接触者の集中隔離観察、周辺住民すべてに対するPCR検査と中・高リスク地域の移動制限等、徹底的な防疫対策を行った結果、8月下旬以降の感染拡大は抑制されていた(図表1)。

しかし、夏の旅行シーズンでもあったこの時期、旅行代理店は

## コロナ対策等で消費は大幅に落ち込み

キャンセルに追われ、7～8月の売上高が例年の3割以下となったほか、8月の飲食業売上高も前年割れに転じるなど、徹底した感染抑制策は観光産業や飲食業に大きな打撃を与えたと見られる。

8月下旬から9月上旬にかけては、新型コロナ感染者が入国者のみで、本土の新規感染者数がゼロとなり、デルタ株の感染拡大は食い止められたと思いきや、9月中旬には福建省で再びコロナ感染が確認されている（図表1）。

政府が徹底的な対策を行った結果、今のところ、他の省市には拡散せず、7～8月の感染時に比べて経済活動への影響は小さいと見られる。ただし、中秋節（9月19～21日）、国慶節（10月1～7日）などの連休のなか、帰省や旅行シーズンであるこの時期、感染再拡大が収束に向かわなければ個人消費の低迷は続くものと見込まれる。

中国国内で強力な感染対策を行うゼロ・コロナか、一定程度の感染を容認しつつ経済活動との両立を図るウィズ・コロナか、一時賛否両論の議論が巻き起こった。一部の専門家はウィズ・コロナを主張したが、最近ではその選択肢についてはほとんど議論されなくなった。少なくとも、22年2月に開催予定の北京冬季オリンピックまでは、ゼロ・コロナに相当する強力な感染対策が継続されると考えられる。

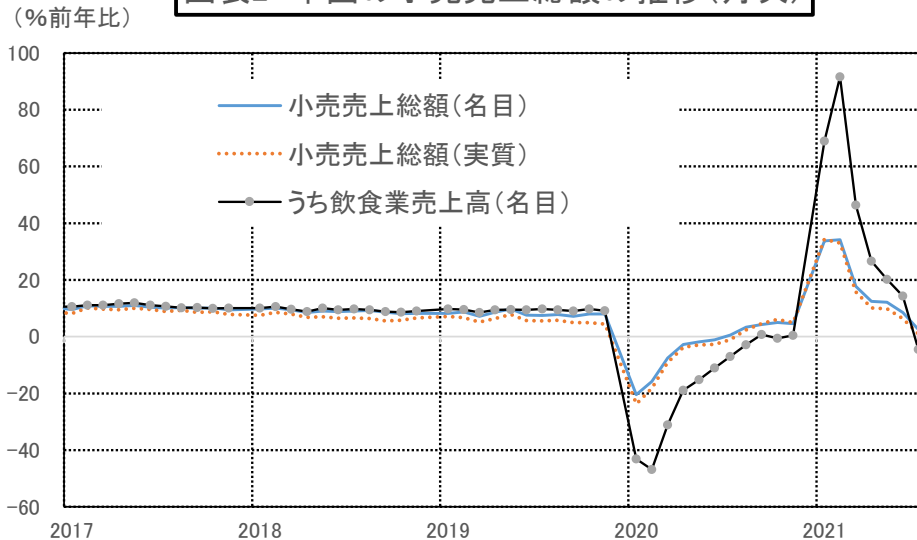
一方、コロナ・ワクチンの接種は順調に進んでいる。国家衛生健康委員会によると、9月20日時点での全国累計接種回数は21.8億回、単純に計算すれば、77%の国民が既に2回接種済みとなっている。しかし、ワクチン接種が進んでも、デルタ株の感染力は比較的高いほか、国慶節大型連休による人流の増加によって全土に拡散される可能性も否定できないことから、予断を許さぬ状況は続いている。

以下、景気動向についてみていきたい。まず、新型コロナの感染再拡大などを背景に個人消費は大きく鈍化した。8月の小売売上総額は名目で前年比2.5%と7月（同8.5%）から大きく減速した。物価変動を除いた実質ベースでの伸び率も0.9%と7月（同6.4%）から失速している（図表2）。

小売売上総額の詳細を見ると、8月の飲食業売上高が前年比▲4.5%とマイナスに転じたこと、自動車販売額が同▲7.4%と引き続き減少したほか、スマートフォン等の通信機器類が同▲

14.9%、家電製品・音像機材類が▲5.0%、服装等が▲6.0%となったことが、消費低迷につながったと見られる。

**図表2 中国の小売売上総額の推移(月次)**



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は21年8月。

**鉱工業生産・企業マインドは芳しくない**

また、生産活動も弱まったほか、非製造業の企業マインドも大きく悪化した。鉱工業生産は前年比 5.3%と 7 月 (同 6.4%) から鈍化し、20 年 7 月以来の低水準となった。半導体不足の影響等で自動車生産は同▲19.1%と一段と減少したのが響いた。

国家统计局が発表した 8 月の製造業 PMI は 50.1 と辛うじて判断基準となる 50 を維持したが、5 ヶ月連続で低下した。また、コロナ対策による影響を受けやすい非製造業 PMI は 47.5 と 7 月 (53.3) から大きく低下し、50 を割った。

**固定資産投資と輸出は比較的底堅く推移し、景気を下支え**

一方、インフラ整備向けの投資が盛り上がり、設備投資の回復が加速したことで 1~8 月期の固定資産投資は前年比 8.9%と、1~7 月期 (同 10.3%) から小幅な鈍化に留まった。また、8 月の輸出額も 2,943 億ドルで前年比 25.6%と、7 月 (同 19.3%) に続き高い伸び率を維持している (図表 3)。輸入額は 2,360 億ドルで前年比 33.1%と、7 月 (同 28.1%) から拡大し、貿易収支は 583 億ドルの黒字となった。

**経済見通し:回復基調に戻るものの、勢いは弱い**

このように、デルタ株による新型コロナウイルスの感染再拡大に加えて、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、地方政府や企業の債務リスクへの監督管理の強化を背景に、中国経済の回復は一服したと見られる。

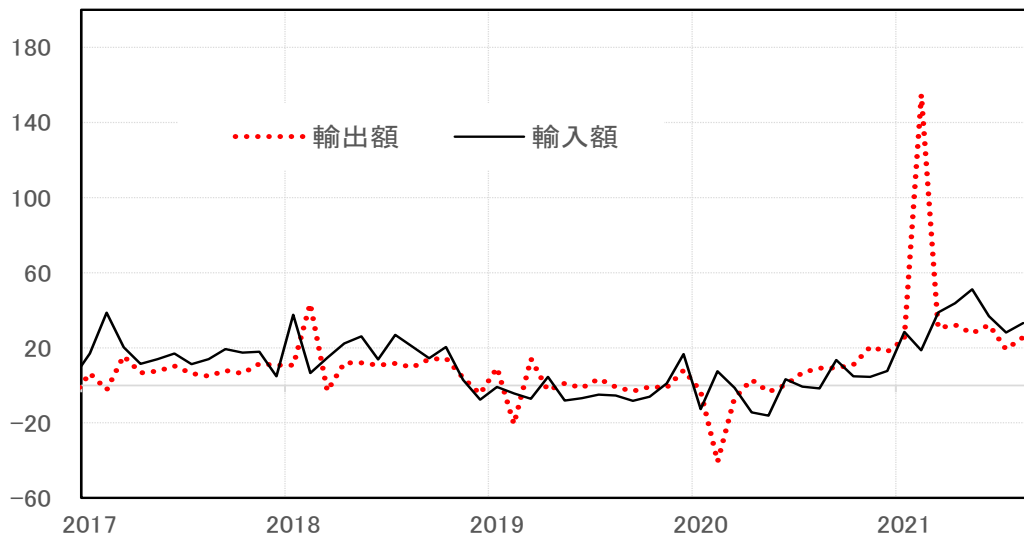
こうした状況下、中小企業の資金繰りを支援するため、中国人

民銀行（中央銀行、PBOC）は9月上旬、中小企業への融資促進に向けて市中銀行に3,000億元（約5兆円）規模の低利資金を供給した。また、コロナ対策で大きな打撃を受けた企業への利子補給や投資を加速させるための地方債の発行や利用の加速措置も講じつつある。

前述の通り、足元の消費は低迷したほか、生産も鈍化したことで景気の先行き懸念がくすぶっている。加えて、22年の成長を大きく減速させないために、取組み中の金融リスクの防止・解消にあたっては、システミック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・金融の安定化が7月30日に開催された共産党中央政治局会議において強調されていることから、当局による支援策の強化・拡充が予想される。

これらを踏まえると、新型コロナ感染をめぐる不確実性・不透明性は依然あるが、先行きの景気は、消費の弱含み継続が見込まれるため勢いは強くないものの、再び回復基調に転じると思われる。

(%前年比) **図表3 中国の輸出入額(ドル建て)の推移**



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は21年8月。

### 北京証券取引所を設立

さて、9月2日、習近平国家主席は21年中国国際サービス貿易交易会で北京証券取引所を設立することを発表した。翌3日、全国中小企業株式譲渡システム(BEEQ)有限責任会社は資本金10億元を全額拠出し、同取引所を設立した。

これまで中国本土には上海証券取引所、深圳証券取引所の2つ

## 注目を集める「共同富裕」関連の動向

の取引所があった。多くの大手国有企業が上場する上海市場（メインボードとハイテク新興市場である科創板がある）に対して、深圳市場（メインボードとベンチャー市場である創業版がある）には民間の中小企業等が多く上場している。

北京市場の設立は、多層的な資本市場の構築により中小企業の資金調達を支援する一環と位置付けられるが、既存の科創板や創業版との棲み分けがどのように行われるか、今後の動向に引き続き注目したい。

また、これまでも先に豊かになった人が取り残された人を支え、共に豊かになることを提唱していたが、8月17日に開催された中央財經委員会第10回会議では、格差是正で国民全体がともに豊かになる「共同富裕」が改めて強調された。

共同富裕の実現に関しては、市場を通じて富を個人や集団に分配する一次分配と一旦分配された資源を政府が必要度に応じて税制や社会保障を通じて再び分配し直す再分配に加えて、個人や企業からの寄付や慈善活動等による三次分配といった分配機能を適切に組み合わせることで格差を是正していく点に特徴があるように見受けられる。

これを受けて IT 大手のテンセントは、8月18日に低所得層への支援、医療救済、農村振興等に500億元を拠出する「共同富裕特別計画」を発表した。また、9月2日、アリババグループも「共同富裕を推進する10の行動」を打ち出し、デジタル化の遅れた地域への支援、社会的弱者への雇用支援、配達員等ギグワーカー向けの支援事業等のため、25年までに1,000億元を拠出すると発表した。

9月16日に開かれたマクロコントロールを行う中央官庁である發改委の定例記者会見では、「共同富裕を推進する行動綱要」を制定していることが明らかにされた。

さらに、貧富拡大の是正、消費者の保護を目的として学習塾やゲーム分野においては具体的な法整備や規制制定を行うほか、白酒業界や芸能界などに対しても規制強化が行われ、特に芸能界に関して有名人の異常な高収入や脱税、道徳倫理などの問題が取り上げられ、社会の注目度は一段と高まっている。

こうした動きに対し、共同富裕に向けた取り組みは企業や富裕層への規制強化との指摘もあるが、実際は不動産価格の抑制や教育費、医療費の負担軽減等により、低所得層の収入を引き上

## 高まる中国恒大の資金 繰りをめぐる懸念

げて中流階級に押し上げることで、貧富の格差を縮小させることを目指しており、質の高い成長を目指すための政策実行手段であると思われる。

こうした取り組みは、中長期的には、法整備が着実に進むことなどで、政策の予見性と透明性の改善や消費の底上げにつながると思われるが、学習塾などへの規制強化が短期的に国内消費を押し下げる可能性もあるので、引き続き注視していきたい。

こうした中、香港市場に上場している中国の不動産大手の恒大集団（チャイナ・エバーグランデ・グループ）が過剰債務で資金繰り危機に陥っているとの報道が相次いでおり、内外の金融市場は動揺している。

政府が重大な金融リスクの解消や防止に取り組んでいることを受けて、同社は20年3月に経営戦略の見直しを行い、負債積み上げ方式による業務拡大路線を取りやめ、資産売却を通じて有利子負債削減に取り組んでいた。

こうした状況下、同社が販売した理財商品（資産運用商品）が期限を過ぎても元本全額が償還されなかったことを契機に投資家が本社に押し掛けたことや、銀行借入の利払いが一時停止されたことが報道され、経営不安は一気に高まった。

これに対し、PBOCは8月19日、同社に対して債務リスクを解消し、安定を優先するよう指導したほか、国家統計局も9月15日に開催した月次経済情勢についての記者会見で、「一部の大手不動産関連企業の経営は確かに困難に直面していることを把握しているが、不動産業等に対する影響を引き続き見極める必要がある」と述べている。

仮に同社が破綻すれば、21年6月末時点での総負債規模が約33兆円（GDPの約2%）、うち有利子負債額約10兆円であるため、地方政府、銀行、企業等には少なからず影響がある。また、資金繰りのために保有不動産を売却すれば、不動産市況にも影響が出るとの懸念もある。ただし、無秩序の経営破綻は望ましくないと見られていること等から、今は静観している。早晩、何らかの形で事態收拾に向けて当局の動きがあると思われ、中国経済への影響は限定的であろうが、その動向を注視する必要がある。

(21.9.21 現在)

## 欧州で定着するインフレ圧力とスタグフレーションの懸念

### ～ウイルスとの共生の長期化と気候変動対策の加速化で～

山口 勝義

#### 要旨

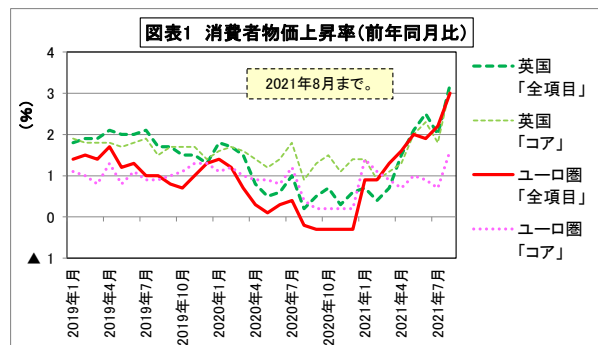
欧州はこの夏、新型コロナウイルスのデルタ株の感染拡大と、異常気象と自然災害の頻発を経験した。今後、ウイルスとの共生の長期化と気候変動対策の加速化の同時進行で、インフレ圧力が定着し、景気回復が本格化しないままスタグフレーションに陥る懸念がある。

#### はじめに

いわゆる「高頻度データ」によれば、欧州ではこの夏、旅行や飲食、娯楽などに関わる人の流れは概ね順調に回復しており、消費主導で第3四半期（7～9月期）もプラスの経済成長を維持することが見込まれている<sup>(注1)</sup>。ただし一方では、今後の経済情勢を左右する可能性がある重要な動きも生じている。その第一は新型コロナウイルスのデルタ株の感染拡大であり、第二は異常気象と自然災害の頻発である。

まず、欧州ではワクチン接種の進捗に伴い減少してきた新型コロナウイルスの新規感染者数が夏場には増加に転じている。今回のデルタ株に限って言えば重症者数や病床の逼迫度合は限られているため経済活動に及ぼす影響は大きくはないが、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し、影響を拡大させる可能性をはらんでいる。

次に、この夏、ドイツやベルギーなどで豪雨による大規模な洪水が発生し、イタリアでは48.8℃というかつてない高温を記録したほか、地中海沿岸地域は広範囲にわたり山林火災に見舞われた。加えてこの間に、国際機関や欧州委員会などにより気候変動にかかる分析結果や対応策が相次いで発表されたこともあり、欧州



(資料) Bloomberg(原データは Eurostat および ONS)のデータから農中総研作成

(注)「コア」は、「全項目」からエネルギー、食品、酒、たばこを除いたもの。

では脱炭素への取り組みの重要性と喫緊性が改めて強く意識されている<sup>(注2)</sup>。こうした中で気候変動対策の加速が予想されることから、それがマクロ経済に及ぼす影響についても注意が必要となっている。

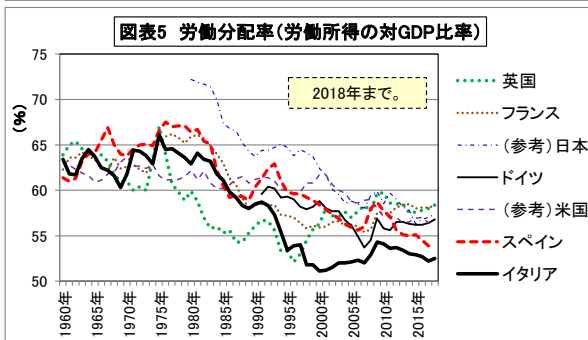
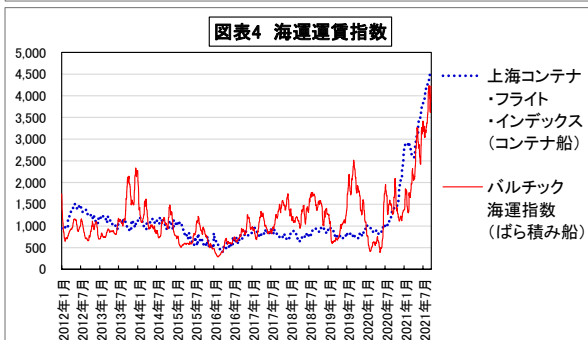
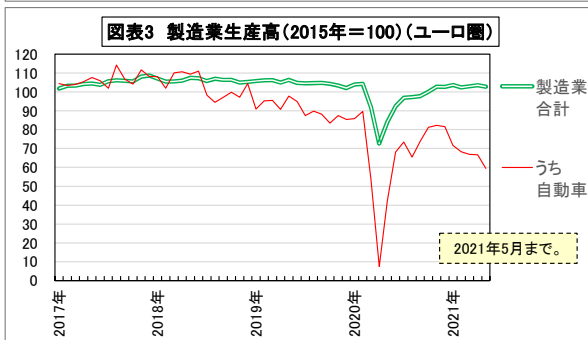
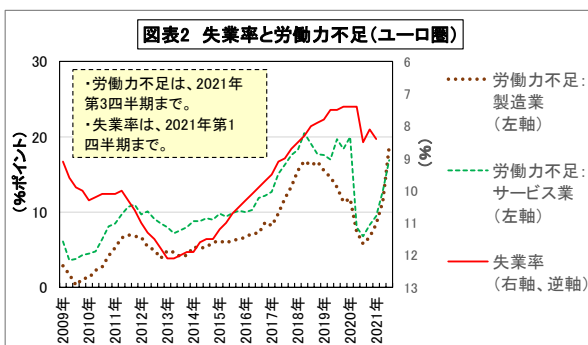
これらの影響のひとつは、物価上昇圧力の定着である。ウイルスとの共生が想定外に長期化することで、足元の物価上昇率の高まりは一時的なものであると捉えてきた従来の判断の妥当性を再検討する必要が生じている。また気候変動対策については、脱炭素社会への移行過程における諸コストの上昇を考慮に入れる必要がある。欧州の消費者物価上昇率は8月には前年比で3%台に達しているが、依然として景気回復が不安定な下でのインフレ基調の定着は困難な問題を生むことともなり、注意が必要である(図表1)。

## ウイルスとの共生の長期化に伴う影響

これまで、足元での物価上昇率の高まりは一時的な消費の急回復や人材市場のミスマッチによるもので、早晩、鎮静化するとの見方が一般的であった<sup>(注3)</sup>。しかし、ウイルスとの共生が長期化する場合には事情は異なってくる。感染症の拡大に伴う異例な状況が当面の間継続する、またはいったん解消されても、同様の状況が新たな変異株の拡大とともに頻りに再発することになると考えられるためである。

この異例な状況には、第一に労働力不足がある。失業率は比較的高い水準にあるものの感染拡大防止のための制限措置の残存や自主隔離などの影響で、製造業とサービス業の双方で労働力不足が強まっている(図表2)<sup>(注4)</sup>。第二には、グローバルなサプライチェーンの機能低下が生じている。特に東南アジアでの感染拡大により半導体やその他の部品、資材の供給が滞り、労働力不足と相まって欧州では様々な分野で生産が阻害されており、中古車価格の上昇などの影響の波及も見られている(図表3)。物流に支障が生じ、海運運賃の上昇が企業のコストを押し上げるという側面も現れている(図表4)。

こうしてウイルスとの共生が長期化する下ではまず何よりも労働力やモノの不足を通じて供給サイドにボトルネックが生じやすくなり、これが物価上昇要因として継続的に機能することが考えられる。また以上の動きを受けて、安定性をより重視したサプライチェーンへの組み直しの動きが強まり、製造プロセスの国内回帰(オンショアリング)を通じて企業のコストが上昇し、物価上昇を促す要因となる可能性もある。さらに、労働分配率は中期的に低下傾向をたどってきているが、



(資料) 図表2、3はEurostatの、図表4はBloombergの、図表5はILOの、各データから農中総研作

労働力不足が継続することで賃金に上昇圧力がかかり、需要面から物価上昇圧力が強まる可能性も否定できない(図表5)。

このように、ウイルスとの共生が長期化するに伴い、物価上昇をもたらす多様な要因が持続的に作用することになる。



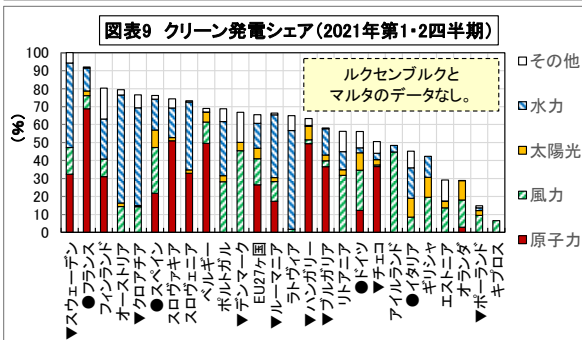
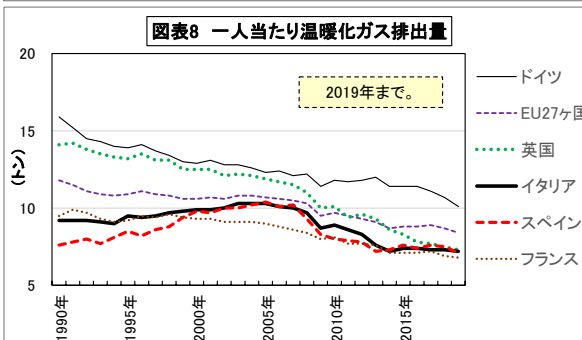
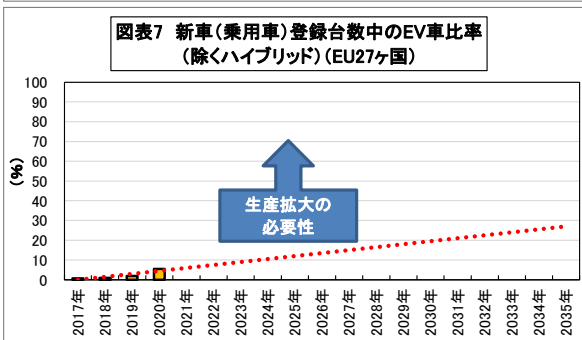
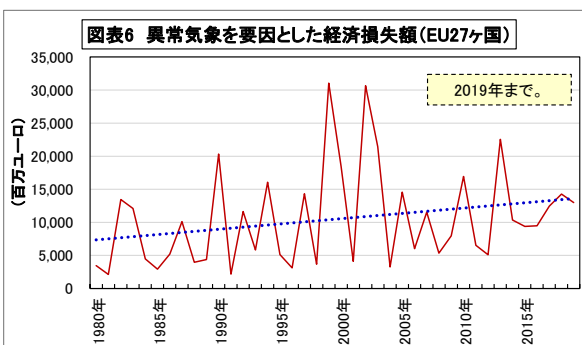
## 気候変動対策の加速化に伴う影響

気候変動のマクロ経済への影響の経路は多様である。まず「気候変動自体による影響」として、温暖化の進展による影響と、異常気象の頻発による影響がある。さらに「脱炭素社会への移行を目指す気候変動対策による影響」があり、これには非常に幅広い分野が関わることになる(注5)。

この中で例えば異常気象による経済損失額は着実な増加傾向を示しており、問題の切実さが感じられる(図表6)。しかしより注目されるのは、今後、弾みがつく気候変動対策に伴う影響の拡大である。

例えば欧州委員会は7月に発表した政策パッケージ案である「Fit for 55」で、35年以降は全ての新車をゼロエミッション車とし、ハイブリッド車を含めて内燃機関搭載車の生産を実質禁止とする方針を示した。このように欧州では、企業に対し待ったなしの対応を求めるより厳格な気候変動対策が動き始めている(図表7)。また他の主要分野である発電についても、今後の対応余地は大きい。旧東ドイツ地域の石炭火力発電を抱えるドイツなども、一方で22年までに原子力発電を全廃する方針を決定済みであることもあり、遅滞のない対応が求められている(図表8、9)。

こうした下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なる。また同時に、様々なコストの上昇にも直面することになる。例えば炭素税の引き上げや、脱炭素製品の生産に必要な資源や素材価格のほかエネルギー価格や運輸コストなどの上昇が考えられる。新たに必要となる人材の需給のミスマッチが人的コストを上昇させる可能性もある。そして、一部は減税策や補助制度など



(資料) 図表6、8はEurostatの、図表7はACEAの、図表9はEMBERの、各データから農中総研作成  
(注) 図表9で、●は四大国、▼はユーロ圏外の国々を示す。

の政策の拡充により影響が緩和されるとはしても、迅速かつ大規模な変革を迫られた企業ではコスト上昇に対する耐性が低下し経営努力で吸収する余裕を失い、この上昇分を製品価格に転嫁するインセンティブを強めていくことが考えられる。

## まとめ

GDP 規模対比の温暖化ガス排出量を基準に取れば米国などとの対比で気候変動対策のマクロ経済への影響は幾分限定的であるかもしれないが、欧州は対策を先行させ、世界のリーダーを目指す姿勢を明確にしている（図表 10、11）。しかし、以上のように、ウイルスとの共生の長期化と気候変動対策の加速化の同時進行で、インフレ圧力が定着し、景気回復が本格化しないままスタグフレーションに陥る懸念がある点に、また他にも、国境炭素税の導入を巡り新たな貿易摩擦が発生し、状況をより困難なものとする可能性などにも、注意が必要となる。（21. 9. 21 現在）

（注1） ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、2021 年第 1 四半期の前期比▲0.3%から、第 2 四半期には同 2.2%に回復した。

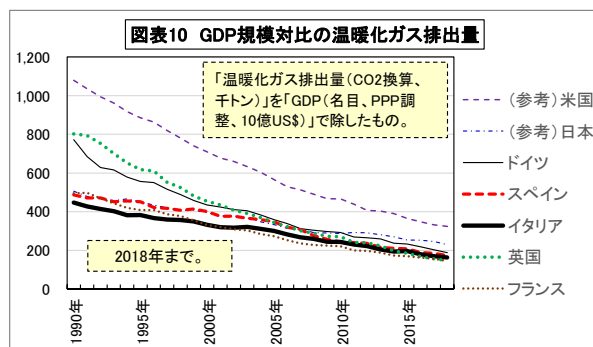
（注2） 2021 年 6 月には、2050 年までの温室効果ガス実質ゼロ化などを義務付ける「欧州気候法」が欧州議会および EU 理事会で採択された。これにより、1990 年比で正味の温室効果ガス排出量を 2030 年までに少なくとも 55%削減するという中間目標も法的拘束力を持つこととなった。その後の気候変動に関連する主要な動きは、次のとおりである。

- ・ 7 月 8 日、ECB が金融政策の戦略的見直しの結果とともに気候変動対策関連の行動計画を発表し、金融政策の枠組みや運営に気候変動への配慮をさらに組み込む方針を明らかにした。具体的には、気候変動を考慮したマクロ経済モデルの構築や、統計やリスク分析の拡充、気候変動ストレステストの実施などを掲げ、2024 年に向けた工程表も示した。

- ・ 7 月 14 日、欧州委員会が、1990 年比で正味の温室効果ガス排出量を 2030 年までに少なくとも 55%削減するための政策パッケージ案である「Fit for 55」を発表した。例えば、新車の CO2 排出量を 2021 年比で 2030 年までに 55%削減、2035 年までに 100%削減するとの目標を設定したほか、炭素国境メカニズム（CBAM、いわゆる国境炭素税）の創設案を示した。

- ・ 8 月 9 日、国連の気候変動に関する政府間パネル（IPCC）が、産業革命前対比で 2021~40 年に世界の気温上昇が 1.5℃に達するとの予測を公表した（これは 2018 年時点の予測よりも約 10 年早くなるもの）。また、自然災害を増やす温暖化を抑えるには CO2 排出量を実質ゼロにする必要があると指摘した。

（注3） 足元での物価上昇率の高まりは、新型コロナウイルス感染症の鎮静化に伴う移動等の制限緩和によ



図表11 気候変動への対応評価(最下位=61位)

| CGPI(Climate Change Performance Index)2021 | 総合順位 | 前年比<br>上昇▲<br>下落▼ | 評価項目ごとの内訳(順位) |                 |            |              |
|--|------|-------------------|---------------|-----------------|------------|--------------|
|  |      |                   | 1.温室効果ガス排出量   | 2.再生可能エネルギーへの対応 | 3.エネルギー使用量 | 4.気候変動への政策対応 |
| 英国   | 5    | ▲                 | 7             | 21              | 12         | 10           |
| EU28ヶ国                                     | 16   | ▲                 | 21            | 29              | 23         | 12           |
| ドイツ  | 19   | ▲                 | 18            | 28              | 21         | 18           |
| フランス                                       | 23   | ▼                 | 15            | 42              | 29         | 20           |
| イタリア                                       | 27   | ▼                 | 24            | 31              | 22         | 23           |
| スペイン                                       | 41   | ▼                 | 32            | 38              | 40         | 35           |
| 日本   | 45   | ▲                 | 40            | 46              | 25         | 50           |
| 米国   | 61   | -                 | 55            | 53              | 57         | 61           |

（資料）図表 10 は OECD と IMF の、図表 11 は Germanwatch、NewClimate Institute、Climate Action Network International の、各データから農中総研作成

る消費の急回復や人材市場のミスマッチなど一時的な要因によるものであり、消費の回復が一巡し、所得補償制度などの危機対策が期限を迎え、学校の再開で保護者の職場復帰が進むなどにつれ、いずれ落ち着きを取り戻すものとみられてきた。また、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（スラック）がしばらくは残存し、需給ギャップは解消されにくい状態が当面は続くと思われるため、デ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小さいとの見方が一般的であった。

（注4）図表 2 の「労働力不足」は、欧州委員会による業務上の制約要因に関する調査において、「労働力不足」が制約要因として「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5）気候変動対策による影響は、例えば次のように非常に幅広い分野に及んでいる。①温暖化対策：特定の資源価格の上昇、エネルギーコストの上昇、炭素税などの賦課金、新技術の開発やエネルギー転換などへの補助金、インフラ整備や技術革新にかかる投資拡大を通じた影響、②産業構造：新規参入の増加や旧来業種の衰退を通じた影響、雇用市場を通じた影響、③金融市場：グリーン・ボンド市場の拡大、脱炭素に反する企業の資金調達困難化を通じた影響、④金融機関：脱炭素に反する資産の価格下落、リスク管理や開示の厳格化を通じた影響、⑤財政：財政支出増加を通じた影響、⑥産油・産炭国：経済成長の鈍化、地政学的な影響力の低下を通じた影響、⑦社会や政治情勢：エネルギーコストの上昇、将来の不透明感の増大を通じた影響、などである。

## 家計の金融資産をめぐる最近の動き

### ～若年層中心に資産形成・運用に積極姿勢～

木村 俊文

#### はじめに

新型コロナウイルス感染症の影響が長期化する中、家計の貯蓄が増加している。以下では、貯蓄増加の背景や家計金融資産の動向を確認した後、資産形成・運用にかかる年齢階級別の特徴的な動きなどについて整理する。

#### 個人消費減少で貯蓄増加

まず、家計部門の所得と支出がどのように変化したのかを確認したい。内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」（2021年8月公表）に基づき、20年の家計所得収支の内訳を示したのが図表1である。前年差で特徴的な動きをみると、受取では、政府による「1人10万円」の特別定額給付金（予算規模12.8兆円）などにより「その他の経常移転」が13.9兆円と大きく増加した。また、「雇用者報酬」は▲4.4兆円（前年比▲1.5%）減少したものの、雇用調整助成金の特例措置など

雇用維持のための政策が実施され、雇用者報酬を下支えしたとみられる。こうした感染症の影響を踏まえた政府のコロナ対策が20年の家計所得を押し上げたといえるだろう。

一方、支出では、感染症の影響で外食や旅行などが控えられたことから、家計最終消費支出（いわゆる個人消費）が▲18.1兆円（前年比▲6.1%）と大きく減少した。その結果、支出されなかった残額、すなわち貯蓄が前年に比べ29.1兆円と急増することになった。

21年に入ってから、可処分所得に占める個人消費の割合を示す「平均消費性向」は、感染症流行前（15～19年平均）を下回っていると想定されることから、貯蓄がさらに積みあがっていると考えられる。

#### 過半を占める現金・預金

つぎに、貯蓄がどのような形態で保有

図表1 家計部門の所得収支（2020年）

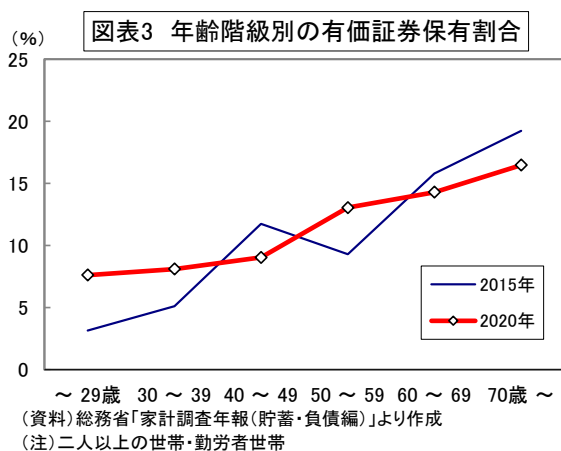
|                                    | 年額           |             | 前年差 |     |
|------------------------------------|--------------|-------------|-----|-----|
|                                    | 年額           | 前年差         | 年額  | 前年差 |
| <b>支出</b>                          | <b>429.3</b> | <b>9.2</b>  |     |     |
| 家計最終消費支出<br>消費財・サービスの購入            | 280.3        | ▲18.1       |     |     |
| 所得・富等に課される経常税<br>所得税・地方税・自動車関係税など  | 30.2         | ▲0.9        |     |     |
| 純社会負担<br>社会保険料・掛金                  | 82.7         | ▲0.9        |     |     |
| <b>貯蓄</b>                          | <b>36.0</b>  | <b>29.1</b> |     |     |
| 支出されなかった残額                         |              |             |     |     |
| <b>受取</b>                          | <b>429.3</b> | <b>9.2</b>  |     |     |
| 雇用者報酬<br>事業主から受け取る所得               | 282.5        | ▲4.4        |     |     |
| 営業余剰・混合所得<br>個人事業主の労働報酬を含む所得       | 31.1         | ▲1.1        |     |     |
| 財産所得<br>利子・配当・賃貸料など                | 24.0         | ▲0.3        |     |     |
| 現物社会移転以外の社会給付<br>年金・生活保護・労災・雇用保険など | 79.5         | 1.0         |     |     |
| 年金受給権の変動調整<br>企業年金・退職一時金の受払差       | 0.1          | 0.2         |     |     |
| その他の経常移転<br>政府からの給付金・補助金など         | 12.1         | 13.9        |     |     |

（資料）内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」より作成 （注）名目値。

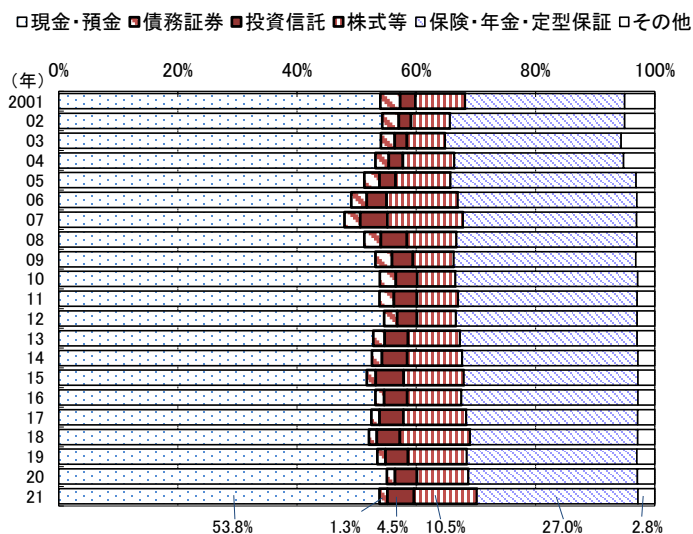
されているかを確認する。日本銀行「資金循環統計」（21年9月公表）によれば、21年6月末の家計金融資産残高は前年比6.3%の1,992兆円と、過去最高を更新した。内訳は、コロナ禍での先行き不安から手元資金を厚くしたこともあり、「現金・預金」が前年比4.0%増えたが、株価上昇による評価額増加の影響を受けて、「株式」は同30.0%、「投資信託」は同28.7%と、ともに大きく伸びた。

ただし、構成比をみると、「現金・預金」が53.8%と依然として過半を占める一方、「株式」と「投資信託」は、それぞれ10.5%、4.5%とほとんど変化せず低水準にとどまっている（図表2）。

つまり、かつては「貯蓄から投資へ」、16年以降は「貯蓄から資産形成へ」という政府方針が掲げられているが、家計全体でみれば、現時点ではそうした動きが進展している様子はいかかええないと言えるだろう。



**図表2 家計部門の金融資産残高の内訳**



(資料)日本銀行「資金循環統計」より作成  
(注)預金は流動性預金・定期性預金・外貨預金など、債務証券は国債や社債など、投資信託は公社債投信や株式投信・不動産投信など、株式等は上場・非上場株式やその他持分など、保険・年金・定型保証は生命保険や企業年金などを指す。各年6月末。

### 若年層の投資もやや増加

さらに、年齢階級別の投資動向をしてみる。総務省「家計調査年報(貯蓄・負債編)」(21年5月公表)によれば、世帯主の年齢階級別の有価証券保有割合は、直近の20年と15年を比較すると、20代以下(4.5ポイント上昇)、50代(3.8ポイント上昇)、30代(3.0ポイント上昇)の保有割合が上昇した(図表3)。有価証券保有割合は、世帯主の年収や金融資産保有額などの違いから、相対的に若年層が低く、高年齢層が高いという傾向は変わらないものの、近年は証券投資を行う20～30代が増えていると解釈することができるだろう。

### 若年層の増加が目立つNISA口座

また、年齢階級別の「一般・つみたてNISA」の動向を確認する。金融庁がまとめた21年3月末時点のNISA口座の利用状況(21年7月公表)によれば、一般

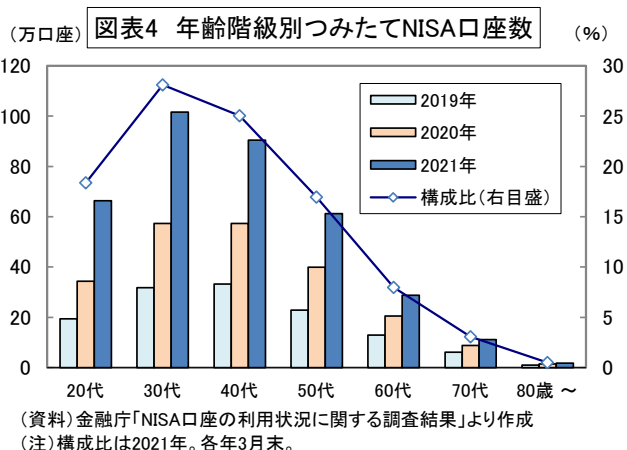
NISA（現在は年間120万円までの投資による収益が最長5年間非課税）は1,225万口座（買付額22.2兆円）、つみたてNISA（年間40万円・最長非課税期間20年）は362万口座（同9,013億円）となっている。

NISAは14年1月にスタートした個人向け少額投資非課税制度であり、18年1月からは長期・積立・分散投資を支援する「つみたてNISA」が加わった。

年齢階級別の口座数をみると、一般NISAは50代以上が7割を占めるのに対し、つみたてNISAは、最長20年という長期の非課税制度ということもあり、20～40代が7割を占めている。

注目されるのは、つみたてNISA口座において20～30代の増加が著しいことである。20～30代の割合は年々上昇し、直近では5割弱を占めている（図表4）。こうした動きは、若い世代の資産形成を支援するという政策意図を反映した状況になっているといえるだろう。

とはいえ、20～30代の人口対比で見ると、つみたてNISA口座の普及率は6%程度であり、さらなる普及拡大が期待される。



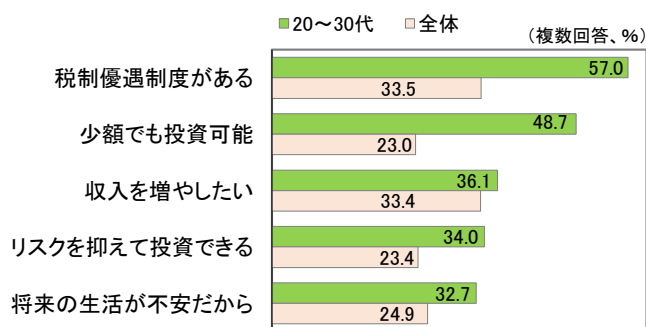
### 資産形成に関する年齢別の意識

最後に、資産形成に関して年齢階層別にみた特徴的な動きを3つ紹介する。

1つ目は、有価証券への投資に興味・関心を持った理由（きっかけ）である。日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査」（20年10月公表）によれば、証券投資に興味を持ったきっかけは、回答が多かった上位5項目のうち、「投資に関する税制優遇制度（NISA・つみたてNISA・確定拠出年金制度）があることを知った」とする回答割合が全体（33.5%）に比べて20～30代（57.0%）で高くなっていることが注目される（図表5）。

同様に、「少額（例えば1,000円）からでも投資を始められることを知った」や「分散投資などリスクを抑えて投資をする方法があることを知った」とする回答でも全体に比べ20～30代で高くなっている。近年、証券投資を行う20～30代が増えている背景には、こうした少額投資の税制優遇制度や分散投資によるリスク低減効果などが影響していると考えられる。

図表5 証券投資に興味・関心を持ったきっかけ

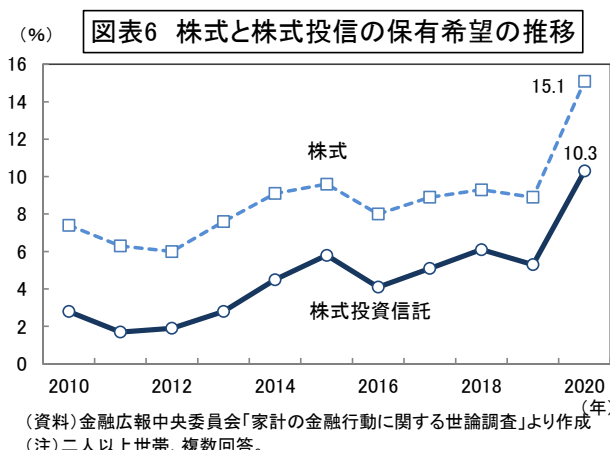


(資料) 日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査」(2020年10月20日)より作成  
(注) 上位5項目を抜粋。文字数の関係から回答内容を簡略化した。

2 つ目は、今後の金融商品の保有希望である。金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」(20年8月調査、21年1月公表)によれば、今後保有したい金融商品は、「預貯金」(51.1%)が最も高いものの、「株式」(15.1%)および「株式投資信託」(10.3%)がともに前年比5ポイント以上も上昇し、この項目の調査が始まった99年以降でともに最高水準となった(図表6)。

注目されるのは、株式では20~40代が、また株式投資信託では30~50代が全体よりも高くなっていることである。ただし、20年は、感染症の影響で世界の株価指数が3月に大幅下落した後、急速に回復したことから、先行きへの株価上昇期待を背景にリスク選好の度合いが高まった可能性もあり、今後の動向が注目される。

3 つ目は、生活設計の策定有無である。同じく「家計の金融行動に関する世論調査」によれば、「現在生活設計を立てていないが、今後は立てるつもりである」とする回答割合が全体(35.6%)に比べて20代(52.0%)、30代(51.5%)など年齢が低いほど高くなっていることが注目される(図表7)。また、「現在資金計画を立て

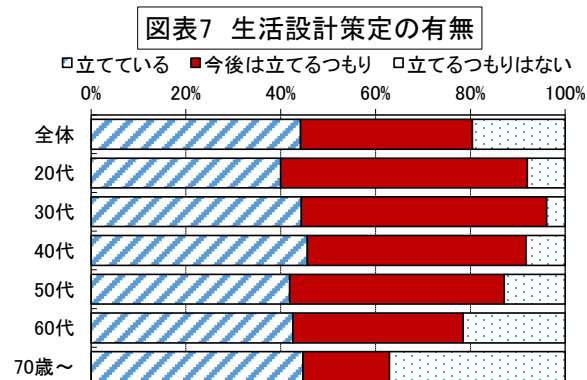


ていないが、今後は立てるつもりである」の回答についても同様に年齢が低いほど高くなる傾向がうかがえる。つまり、若い世代ほど生活設計や資金計画の必要性を感じているということになる。

上述した3点は、金融機関が資産形成・運用の普及促進を検討する際に考慮することが重要だと思われる。

## まとめ

以上のように、家計の貯蓄が増加する中、金融資産の過半は依然として預貯金に滞留し、安全志向が根強いことが改めて確認された。その一方で、若年層を中心に税制優遇制度を活用し、長期的な視点で資産形成・運用に向けた積極的な姿勢を示しつつある様子もうかがえた。金融機関にはこうした動きを促進させつつ、資産形成・運用に関する国民の多様なニーズに対応することが求められている。



(資料)金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」(2020年)より作成  
(注)文字数の関係から回答内容を簡略化した。

## 気候危機

### ～世界の気候変動対応はサステナブルからサバイバルへ～

菊池 純一

#### 日米欧のカーボンニュートラル政策

昨年10月、菅首相（当時）が所信表明演説でカーボンニュートラルを表明してから、早や1年になろうとしている。

今年1月にスタートした米国バイデン政権は、3月に電力および運輸部門のグリーン化を柱とするインフラ投資計画を打ち出し、米議会では予算審議が行われている。

欧州では7月、2030年CO2排出量の55%以上削減（1990年比）達成のための包括的な気候変動政策パッケージ「Fit for 55」が欧州委員会から示されている。

日米欧は、2050年カーボンニュートラルに向けて動き出しているが、気候変動を巡る状況は残念ながら楽観できるようなものとはなっていない

#### 世界各地の熱波、洪水、山火事

ここ数年、日本では過去に経験したことのないような記録的な豪雨による河川氾濫被害などが相次いでいるが、この夏、世界各地でも異常気象による災害が頻発している。

カナダと米北西部では6月、例年の気温を20℃以上上回る45℃超えの熱波が続く、死者も発生、また、中国中部河南省やドイツ西部などでは7月、記録的な洪水被害が発生している。

山火事は北米やシベリア、地中海周辺国など全世界で発生し、燃えた森林からは英国やイタリアの年間排出量に相当する炭素が排出されてしまったという。

#### IPCC 第6次評価報告書

国連気候変動に関する政府間パネル（IPCC）は8月、2015年のパリ協定合意に大きな影響を与えたとされる2013年報告書から8年ぶりとなる第6次報告書を公表した。

内容は、以下のとおり、地球温暖化およびその影響が一段と深刻さを増していることを示している。

- ① 温暖化が従来予測（2019年公表のIPCC「1.5℃特別報告書」）よりも10年程早まっており、2040年までに1.5℃上昇となる可能性があること
- ② 異常気象による災害は、より頻繁かつ激しくなること
- ③ 海面上昇や氷冠の融解は、数世紀または数千年にわたって不可逆的なこと

#### 先進国と新興国の「温度差」

今回のIPCC報告書からは、ようやく日米欧が具体化しつつある2050年カーボンニュートラル政策さえ抜本的前倒しが避けられなくなる可能性も想定されるが、先進国と新興国の足並みは以下のとおりそろっていない。

- ① 6月に開催されたG7サミットでは、排出削減対策が講じられていない石炭火力発電への新規政府支援の終了などについて合意
- ② 7月開催のG20環境相・気候エネルギー相会議では、石炭火力発電縮小や化石燃料補助金廃止について、新興国の反対が強く、合意できず

## 新興国の声

新興国の上述の反対は、「先進国には18世紀の産業革命以降、膨大な化石燃料を消費して経済発展を遂げてきたことへの責任があり、新興国には成長する権利がある」という従来からの主張に基づくものである。

近年、新興国の温室効果ガス累積排出量は急増しているが、中国は9月にも、米国のケリー気候問題担当大統領特使に対し、「中国の2060年ネットゼロ目標は、排出量ピークから30年での達成を目指すものであり、欧州が60年、米国が45年かけるとしていることよりもずっと早い」と述べており、歩み寄りには簡単ではない。

## 「脱成長」degrowth?

今回のIPCC報告書が出た直後、8月13日付のFinancial Times紙の記事(Talking about my generation)では、「海面上昇によって南アジアの大都市や国々では、30年以内に居住できなくなってしまうところが発生し、食料および移住が問題化する可能性がある」という専門家の見解が紹介されている。

また、「脱成長は、日本のように経済がすでに豊かな場合は簡単だが、多くの人々が貧困の中で生きている国では低成長下でパイを奪い合う残酷な争いとなってしまう」旨の懸念も示されている。

日本を「脱成長」とされてしまっていることはさておき、世界各地で発生している異常気象による災害に対し、治水等のインフラの限界が顕在化していることも考え合わせると、気候変動についてサステナブル課題として対応する余裕はなくなりつつあるのではないだろうか。

## 金融セクターの取組み

気候変動対応政策や国内調整、国際交渉は、もとより政府の役割であり、金融当局・中銀を含む金融セクターはそれをサポートする立場であるが、期待されていることや、やるべきことは以下のように未踏の領域にあり、世界の金融界は目下、それらの開発・整備途上にある。

- ① 気候変動金融リスク評価手法(シナリオ分析、ストレステストなど)の確立および統合的リスク管理の実施
- ② 投融資先を含めた温室効果ガス排出量の把握・削減
- ③ 排出削減に向けた投融資先との対話および金融サポート

官民協調の動きも出ている。アジア開発銀行と欧米主要行は、アジアの石炭火力発電所を買取り、一定期間運営して債務等を返済、廃炉と並行して再エネ転換も支援、というスキームを検討中とされる。

## 次世代へ

ドイツ憲法裁判所(最高裁)は4月、同国の気候保護法での温室効果ガス削減策について、「現在の世代が許容される排出予算(カーボンバジェット)の大部分を使用することになり、次世代から、より大きな削減を行う以外の選択の自由を奪い、生活を危険にさらすなど、容認できない基本的権利侵害を伴う可能性がある」として一部違憲の判決を下した。

バイデン大統領は4月に主催した気候変動サミットで、気候変動危機による最悪の結果を避けるための決断を各国首脳に呼びかけたが、国連が10月末から英国で開催するCOP26(気候変動枠組条約締約国会議)では、次世代のためにも、その道筋が明示されるよう期待したい。



## 海外の話題

# 「寝そべり族」は急増しているのか？

農林中央金庫 北京駐在員事務所 首席代表 米坂 樹紀

—— 「寝そべり族」の急増は中国経済にどのような影響を与えるのでしょうか？

日本から寄せられるこの手の質問に在中国の某日本人エコノミストは「また、その話か」とうんざり気味です。

今年上半期の中国の新語・流行語大賞というものがあれば、「寝そべり族」が受賞するのは確実でしょう。寝そべり族とは消費意欲が低い草食系若者で、マンションも車も結婚もあきらめ、あくせくと働くことなく日々を過ごしている人々のことを指しています。

寝そべり族は中国語では「躺平（タンピン）族」。中国のネットスラングとして広まった背景には、中国の厳しい競争社会、労働環境や埋めがたい格差へのアンチテーゼとして「寝そべり」が一定の共感を得たことがあるとされています。

しかし、そこは中国、国営メディアが寝そべり族を向上心がなく自己中心的な態度だと一喝。中国では7月ごろまでに寝そべり族はホットワードからは消えていきました。寝そべり族の反響・余韻が長続きしたのは日本の方でした。日本でも以前から寝そべり族的なライフスタイルは珍しくはありませんので、中国の今を切り取るワードとして「寝そべり族」は日本人にも理解しやすかったのでしょう。

日本でのメディアの伝え方は「中国の若者の間で広がる寝そべり族」というふうになっていたかと思います。報道は概ね事実ではありますが、問題は今になって中国で寝そべり族が急増したのかどうかです。中国でも以前から寝そべり族は存在しており、「躺平族 / 寝そべり族」という気の利いたネーミングによって世間の注目が集まっただけではないか。そんな思いが冒頭のエコノミスト氏の違和感にもつながっています。

寝そべり族が急速に勢力を増大させているのであれば、マクロ的にも、マーケティング的にもインパクトが出てくるかもしれません。逆に寝そべりが価値観の多様化という長期的な趨勢の中に納まる話であれば短期的な経済インパクトは大きくはないでしょう。残念ながら寝そべり族に関する統計などはありませんが、私は後者ではないかと感じています。

——インタビューできる「寝そべり族」をもっと探してこい！

日系テレビ局中国総局の某中国人記者アシスタントは上席日本人記者から繰り返される指示に違和感を覚えています。この上席は何人の寝そべり族を取材したら気が済むのだろうか。この上席は中国では寝そべり族の若者であふれているとでも思っているのだろうか、と。なお、この記者アシスタント、猛烈にビジネスにまい進する若者を題材に採り上げて「寝そべり族だけでない、中国の若者」という取材アイデアを上席に提案しています。結果はもちろん「却下」でした。

猛烈なスピードで発展してきた中国が転換期を迎え、中国にも多様な価値観・ライフスタイルが出現している中で寝そべり族が一定の存在感を持ち始めているのも確かだと思います。しかし、寝そべり族だけに過度なフォーカスを当てていると中国への適切なビジネスアプローチを外してしまう——この記者アシスタントが伝えなかったのはそういうことだと思います。

以上

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10月号 第32巻 第10号・通巻371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