ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

『ルイ・ボナパルトのブリュメール十八日』と気候変動… 1

情勢判断

国内経済金融

行動制限の緩和によって動き始めたサービス消費

～総選挙は「分配政策」を巡って各党がアピール～… 2

米国経済金融

供給制約が景気回復の下押し圧力として顕在化

～早ければ11月半ばにもテーパリング開始～…12

中国経済金融

停電等で成長鈍化が鮮明になった中国経済

～先行きの景況感は改善する見込み～…20

分析レポート

欧州で強まる物価上昇圧力とその影響の拡大

～ECB、新興国、そして気候変動対策にも～…28

電子的決済と社会制度の基盤

～電子マネーや仮想通貨等を巡る法制度の現状～…32

連　載

横浜中華街の発展に尽力する信用組合横浜華銀…44

海外の話題

オランダからみる新しい消費スタイル…48

2021.11

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

『ルイ・ボナパルトのブリュメール十八日』と気候変動

主席研究員　山口 勝義

うっかりすると、マルクスがこの書名の中に埋め込んだ「ねじれ」を見落としてしまうかもしれない。ここで「ブリュメール十八日」はナポレオン（後のナポレオン一世）による1799年のクーデタであるのに対し、「ルイ・ボナパルト」とは、1851年のクーデタで実権を握り後にナポレオン三世を名乗る、ナポレオンの甥のことである。しかもマルクスは、ヘーゲルの「全ての世界史的な大事件や大人物は二度現れる」とする言葉を引いたうえで、「彼（ヘーゲル）は、一度目は悲劇として、二度目は茶番として、と付け加えるのを忘れた」と述べている。つまりマルクスは、凡庸であるにもかかわらず偉大なナポレオンによる革命を真似たとして、ルイ・ボナパルトを揶揄しているわけである。もっともマルクスは、このルイ・ボナパルトと同時代を生きた人間として、あくまで彼が独裁制を樹立するに至った歴史上の必然性を論じるところに、本書の主眼を置いている。

マルクスによれば、この必然性は、この時期にプロレタリアートが影響力を拡大するにつれブルジョワジーが保守反動化した歴史の流れの中に求められるとしている。その詳細はともかくも、正に19世紀のフランスは近代国民国家の樹立に向かう激動のただ中にある。フランス革命の後にも、七月革命、二月革命を経てパリ・コミューンに至るまで、第一共和政、第一帝政、復古王政、七月王政、第二共和政、第二帝政、第三共和政と、目まぐるしい政体の変遷を経てきている。その背後では、王朝派、共和派、社会主義派に属するブルジョワジー、中産階級、プロレタリアートなどが、しかもそれぞれが分派に分かれ相互に複雑に絡み合いながら、政治力の発揮を狙っていた。こうして幾多の曲折を経ながらも、英国を追いつつ本格化する産業革命に市民革命が加わることで、19世紀のフランスでは資本主義の発達に一段と弾みがつくことになる。エンゲルスも本書に寄せた序文の中で、フランスは階級闘争を通じて資本主義の発達を見た典型的な国であると位置付けている。

さて、この資本主義なのであるが、実は今、歴史的な見直しが提起されている、しかもその端緒は気候変動にある、と言えば意外感があるだろうか。気候変動対策に当たって脱炭素への取り組みのみでは不十分である、同時に、豊かさとは何かという価値観の根源に立ち返り、自然環境を含む資産や持続可能な経済の価値を評価する新たな枠組みを確立する必要がある、との主張である。従来のGDP成長率はこれからの時代の要請には適合しないとし、資本主義を巡るパラダイムの転換を求めている。これらの論点については、なかでもケンブリッジ大学のダスグプタ名誉教授による“Dasgupta Review”（英国財務省のホームページに掲示されている）が、包括的に検討の方向を示し議論の深化を促している。

ところでルイ・ボナパルトについては、近年、再評価が行われているようである。軍事的栄光を第一としたナポレオン一世に対し、ルイ・ボナパルトはナポレオン三世として普通選挙を通じ民主主義を推し進めるとともに経済成長を実現したとして、今では肯定的な評価が広がっている。同様に、脱炭素時代の資本主義のあり方についても、視点を転換し、現代的な価値尺度で改めて見直しを行う必要があるということになるのだろう。パリ協定では平均気温の上昇を産業革命以前との対比で一定の範囲内に抑えることを目標としているが、資本主義自体についても、いわば産業革命以前の視点に立ち返り再検討が迫られているわけである。私たち一人一人も、気候変動対策は単に物質上の問題ではない、価値観に関わる精神上の取り組みでもあることを、今一度、確認する必要があるということであろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

情勢判断

国内経済金融

行動制限の緩和によって動き始めたサービス消費

～総選挙は「分配政策」を巡って各党がアピール～

南　武志

要旨

新型コロナウイルス・デルタ株による「第 5 波」は一気に収束し、9 月末を以て緊急事態宣言などは全て解除された。10 月以降、コロナ禍の下で自粛が続いた飲食・旅行・娯楽などサービス消費には持ち直しの動きが強まっている。半導体不足やグローバル・サプライチェーン障害などで内外の自動車製造業などに調整圧力が高まるなど、世界的に供給制約による景気下押し圧力が発生しているものの、21 年度下期は本格的な景気回復に向けた動きが続くだろう。なお、岸田新首相の下、解散・総選挙が実施されており、各党とも格差是正に向けた分配政策の強化を訴える構図となっている。

一方、資源・エネルギー価格が高騰する中、円安が進行しており、その動向や景気への影響に注目が集まりつつある。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2021年 10月（実績）	2021年 12月（予想）	2022年 3月（予想）	2022年 6月（予想）	2022年 9月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	−0.034	−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	(%)	0.480	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65
	10年債	(%)	0.085	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.20
	5年債	(%)	−0.075	−0.15～0.00	−0.15～0.00	−0.15～0.00	−0.15～0.00
為替レート	対ドル	(円/ドル)	114.1	105～120	105～120	105～120	105～120
	対ユーロ	(円/ユーロ)	132.9	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価		(円)	28,708	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10月21日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

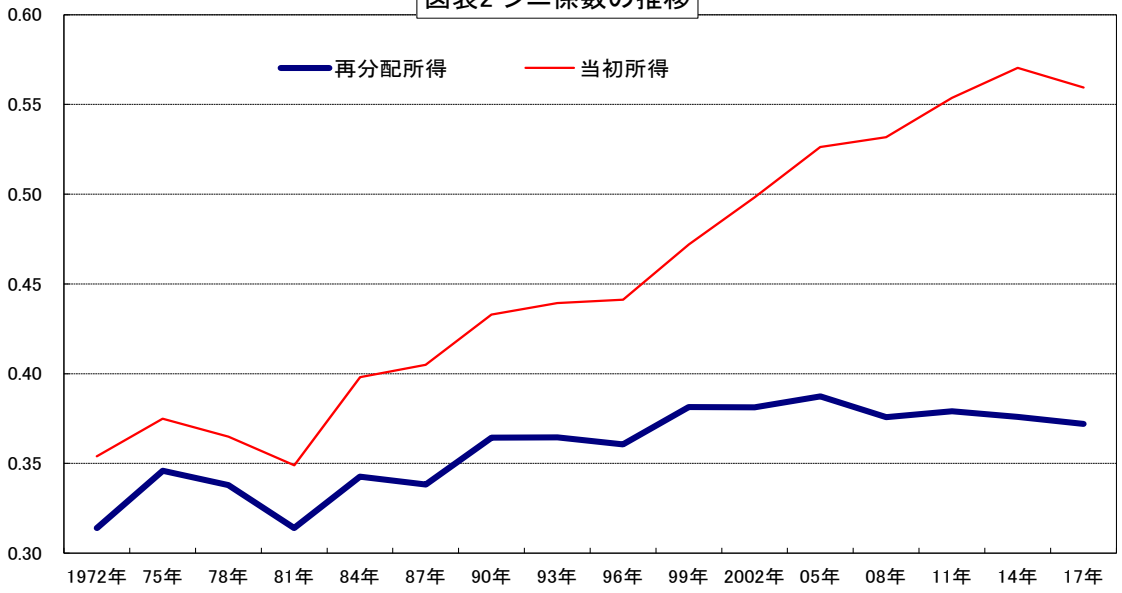
岸田新首相の下、解散・総選挙へ突入

9 月 29 日の自由民主党総裁選挙で勝利した岸田文雄氏は、10 月 4 日に召集された臨時国会において第 100 代内閣総理大臣に指名された。その後、所信表明演説やそれに対する各党代表質問を経て、14 日に衆議院が解散され、政権選択のための選挙戦が事実上スタートした。新内閣の誕生から僅か 10 日後の解散、27 日後の投開票（31 日）はいずれも戦後最短の記録だが、短期決戦に踏み切ったのは、内閣支持率が十分高く、かつ野党共闘の態勢が整わないうちに総選挙戦に突入したいとの思惑が働いたためとみられる。ただし、岸田内閣への支持率（49%、NHK 調べ（以下同じ））は第 2 次安倍内閣や菅内閣の発足直後（それぞれ 64%、62%）と比べて低いのは否めず、岸田色の打

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

ち出しに苦労していることも見て取れる。

図表2 ジニ係数の推移



（資料）厚生労働省「所得再分配調査」

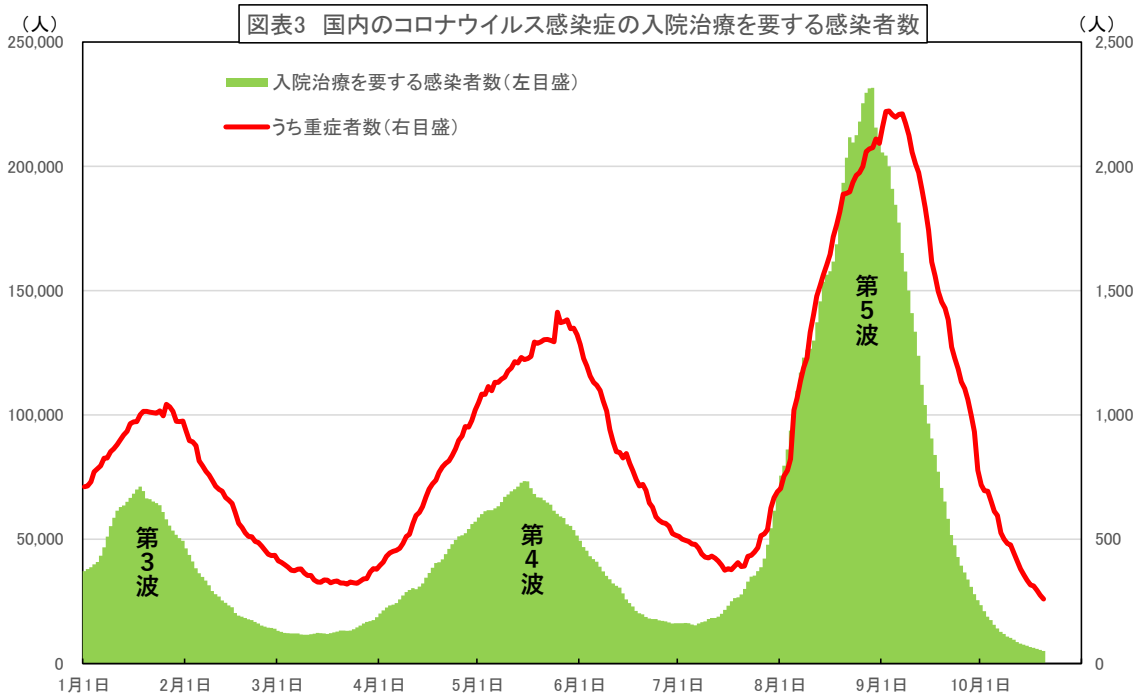
分配政策に注目が集まるが、財源については不透明さも

さて、岸田首相は経済政策の理念として「成長と分配の好循環」や「コロナ後の新しい社会の開拓」をコンセプトとする「新しい資本主義の実現」を掲げている。成長を最優先したアベノミクスの下、所得・保有資産の格差が一段と拡大したとされることもあり、岸田首相は「分配なくして次の成長なし」と主張している。ただし、その評価が真っ当なものかどうかは疑しい点もある。厚生労働省「所得再分配調査」によれば、ジニ係数は当初所得ベースでは確かに上昇基調である（直近 2017 年は低下）ものの、税制や社会保障制度などによる再分配所得ベースでみると僅かに低下しており、格差は存在するものの、拡大傾向にあるとは言えない。一方で、アベノミクスの下で名目国民総所得（GNI、GDP＋交易利得＋海外からの所得の純受取）は 9%、雇用者数も 8%、それぞれ増加したものの、1 人当たり雇用者報酬は 4%の増加にとどまるなど、「成長の果実」が雇用者に十分行き渡らなかったことは否定できない。

分配面への気配りはアベノミクスを批判してきた野党とも共通しているが、分配政策のための財源や効果の試算などについてはあまり示されていないのが実情である。総選挙後で岸田首相の続投ということになれば、「成長戦略会議」に代わって設置された「新しい資本主義実現会議」において具体策の検討が本格的に始まる見込みである。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

図表3　国内のコロナウイルス感染症の入院治療を要する感染者数



（資料）厚生労働省

行動制限の緩和と来るべき「第 6 波」への備えの両立

コロナ・ワクチン接種の出遅れ、崩壊寸前に迫った医療体制など、菅内閣のコロナ対策を巡る不満は少なくなかったが、夏場にかけてワクチン接種が急ピッチで進み（1 回目終了が人口の 76.0%、2 回目完了が 68.3%、首相官邸調べ）、欧州諸国に並んでいるほか、「第 5 波」も一気に収束しており、足元では感染抑制にかなり成功した国の一つとなっている。

緊急事態宣言やまん延防止等重点措置など行動制限措置は 9 月末を以て全面解除されたが、東京都では 10 月 24 日まで「リバウンド防止措置」を実施するなど、時短営業の要請やイベント開催時の人数制限など一部の行動制限措置は残された。しかし、10 月以降は対面型サービス業などの活動再開が本格化しつつあり、歓楽街や行楽地などでの人流回復も散見される。なお、都は 25 日以降、十分なコロナ対策を講じていると認証された飲食店に対しては時短営業を要請しないことを決定した。

一方、政府は来るべき「第 6 波」への警戒も続けている。医療供給体制の更なる整備に加え、3 回目のワクチン接種に向けて準備を進めており、早ければ 12 月にも開始する方針である。それでも 22 年初頭には新規感染者数が急増するといった見通しもあり、国民に対して手洗いや咳エチケットなどの基礎的な感染予防を粘り強く続けるよう要請する必要がある。

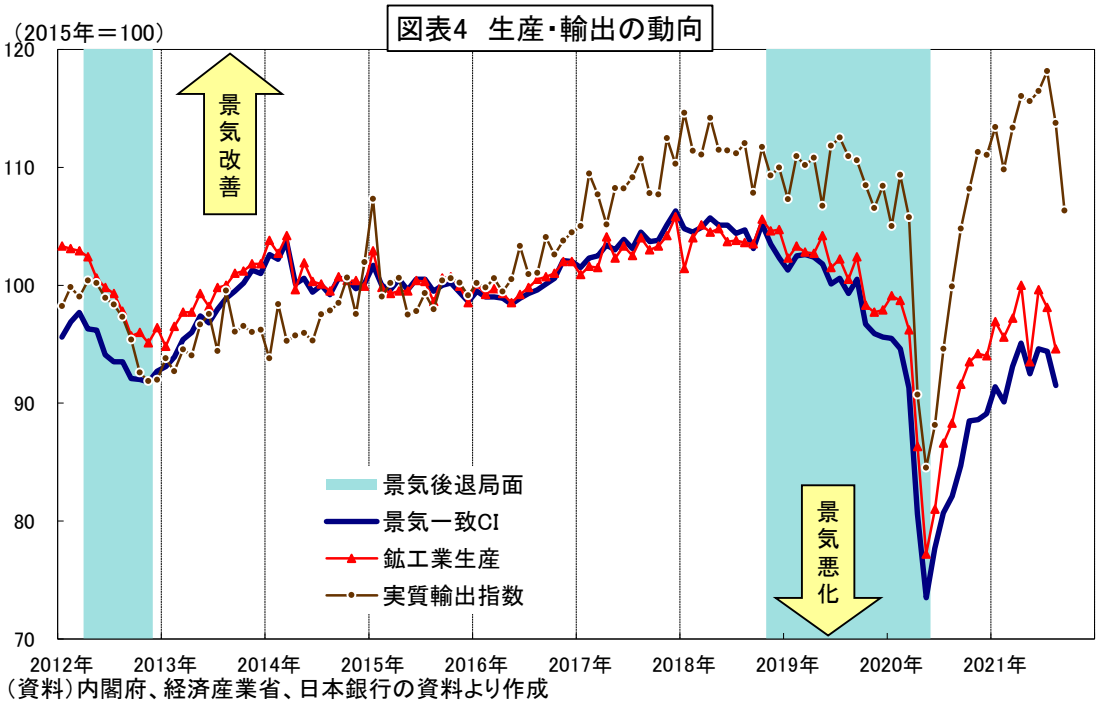
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

夏場にかけて景気回復ペースが鈍化

以下、国内景気についてみていきたい。代表的なビジネスサーベイである日銀短観（9 月調査）によれば、中小企業・非製造業を除き、景況感の改善が続いたものの、改善幅は小幅に留まった。また、大企業・製造業の業況判断 DI は 18、同・非製造業は 2 と、いずれも 5 期連続の改善だったが、前回からの改善幅はそれぞれ+4 ポイント、+1 ポイントと、非製造業の出遅れが改めて確認された。一方、原材料価格の高騰などにより、製造業の中でも素材業種と加工業種でも違いが出ている（改善幅はそれぞれ+7 ポイント、+1 ポイント）。ちなみに、半導体不足や東南アジアからの部品調達難などによって大幅減産を余儀なくされている自動車製造業は 2 期連続の悪化（前回から▲10 ポイント）で、DI の値も▲7 と「悪い」超に転じている。

一方、月次の主要経済指標からは夏場にかけて景気回復のテンポが鈍った可能性が見てとれる。8 月の景気動向指数によると、CI 一致指数は 91.5 と 2 ヶ月連続の低下（前月から▲2.9 ポイント）だったが、基調判断は 6 ヶ月連続で「改善」を維持した。しかし、9 月分が僅かでも低下すれば、基調判断は「足踏み」へ下方修正されることになる。また、CI 先行指数も 2 ヶ月連続で低下した。

図表4　生産・輸出の動向



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

自動車減産の影響で輸出に急ブレーキ

9 月の貿易統計によれば、輸出額は前年比 13.0%と 7 ヶ月連続の増加だったが、8 月（同 26.2%）から大きく鈍化した。主

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

因は自動車が同▲40.3%と大幅減となったことであり、輸出の前年比に対する寄与度は▲6.5 ポイントだった。9～10 月に 4 割の減産体制となったトヨタ自動車によれば、東南アジアでの新型コロナウイルス感染症に対する行動制限が緩和されつつあることから、11 月には回復を見込んでいるが、一部で部品不足の影響が残るとしている。なお、9 月の実質輸出指数は前月比▲3.7%と 2 ヶ月連続の低下で、直近ピークの 7 月から 1 割の落ち込みとなったほか、7～9 月期を通じても前期比▲2.8%と 5 四半期ぶりのマイナスとなった。

行動制限措置の全面解除で先行き期待が高まる

次に、消費関連指標をみると GDP 統計の民間消費に近い消費総合指数（内閣府試算）の 8 月分は前月比▲2.0%と 3 ヶ月ぶりの低下だった。7～8 月平均は 4～6 月平均を 0.6%下回っている。8 月分が同▲2.1%の低下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、サービス消費が低迷している様子が見てとれる。一方、第 5 波の収束を受けて、消費者マインドが改善するなど、先行きへの期待が高まっていることも確認できる。消費動向調査によると、9 月の消費者態度指数は前月から 1.1 ポイント改善したほか、9 月の景気ウオッチャー調査の先行き判断 BSI も 3 ヶ月ぶりに改善、ともにコロナ禍からの持ち直し局面での最高値を更新した。

経済見通し：年度下期には本格的な景気回復に向けた動きも

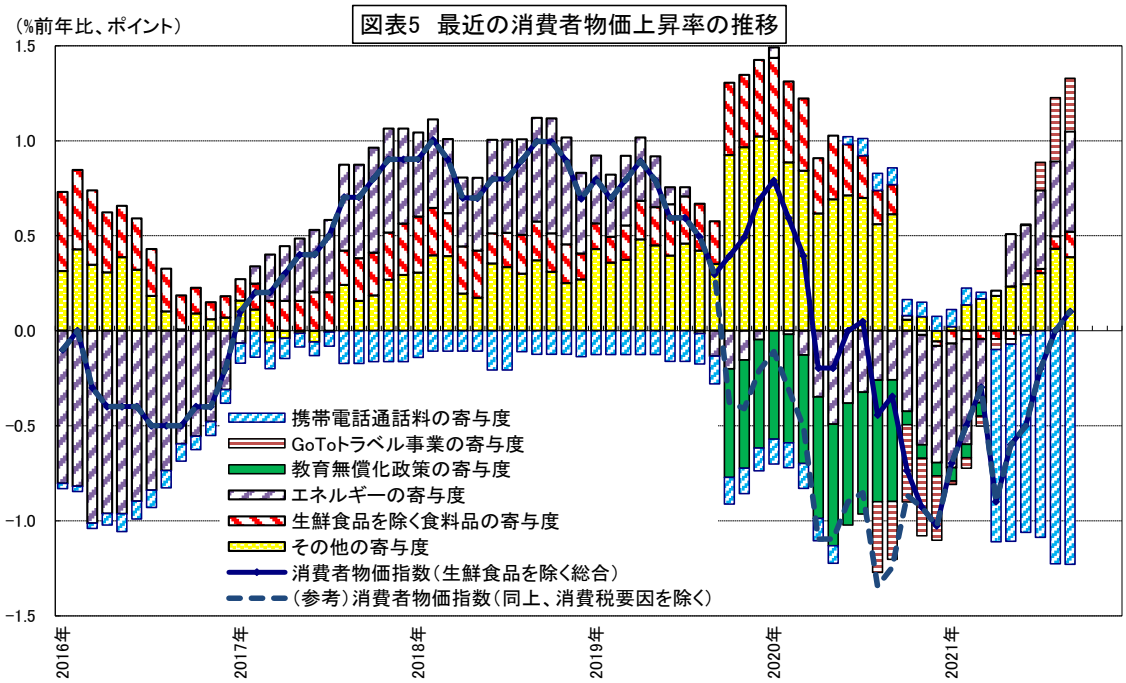
夏場にかけて世界的に新型コロナ・デルタ株の爆発的な感染拡大が起きたことで、内外経済ではコロナ禍からの持ち直しペースに鈍化が見られており、世界貿易数量も新興国を中心に頭打ち気味の推移となっている。グローバル・サプライチェーン障害は今後解消が期待されているが、資源・エネルギーなどの高騰やそれを受けた早過ぎるタイミングでの金融緩和縮小・金融引締めなどで、世界経済全体がスタグフレーション的な様相を帯びる可能性も無視できない。今後の輸出環境にはやや不透明性が高まっていると思われる。

一方、国内ではワクチン接種が進んだことで、感染リスク・重症化リスクなどが大幅に軽減され、新規感染者数も激減したことから、10 月以降、サービス消費の持ち直しが本格化している。しかし、人流の回復に伴ってコロナ感染が再拡大する可能性も否定できず、感染症が流行しやすい冬場に「第 6 波」が襲来すれば、何らかの行動制限措置が導入されることもありうるだろう。ただし、3 回目のワクチン接種などが 22 年前半には本

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

格化することから、国内景気が腰折れするような事態は避けられると思われる。21 年度下期を通じて景気の本格回復に向けた動きが継続すると予想される。

図表5　最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：コア指数は 18 ヶ月ぶりに上昇

9 月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア）は前年比 0.1%と、18 ヶ月ぶりに上昇に転じた。原油高によって電気代、ガソリン代などのエネルギーが上昇している（前年比 7.4%、寄与度：0.52 ポイント）ほか、前年下期に実施された GoTo トラベルキャンペーンで宿泊料が値引きされた反動が出ていること（前年比 43.1%、寄与度：0.28 ポイント）が主因である。一方、4 月以降に引き下げられた携帯電話通信料は同▲44.8%と大きく下落、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 1%程度の上昇となり、これが「自然体」の物価上昇率と推察されるものの、ペントアップ需要が急増し、供給能力を上回る状況となってインフレが加速し、金融政策の正常化を視野に入れる欧米主要国と比較すると明らかに低調といえる。

当面は電気・ガス代・ガソリンなどの値上げが続くほか、宿泊料の押上げ効果が年内まで残ることから、物価上昇率はプラス幅を徐々に拡大させていくと思われる。ただし、家計の所得環境が依然厳しく、消費財・サービスの値上げに対しては消費

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

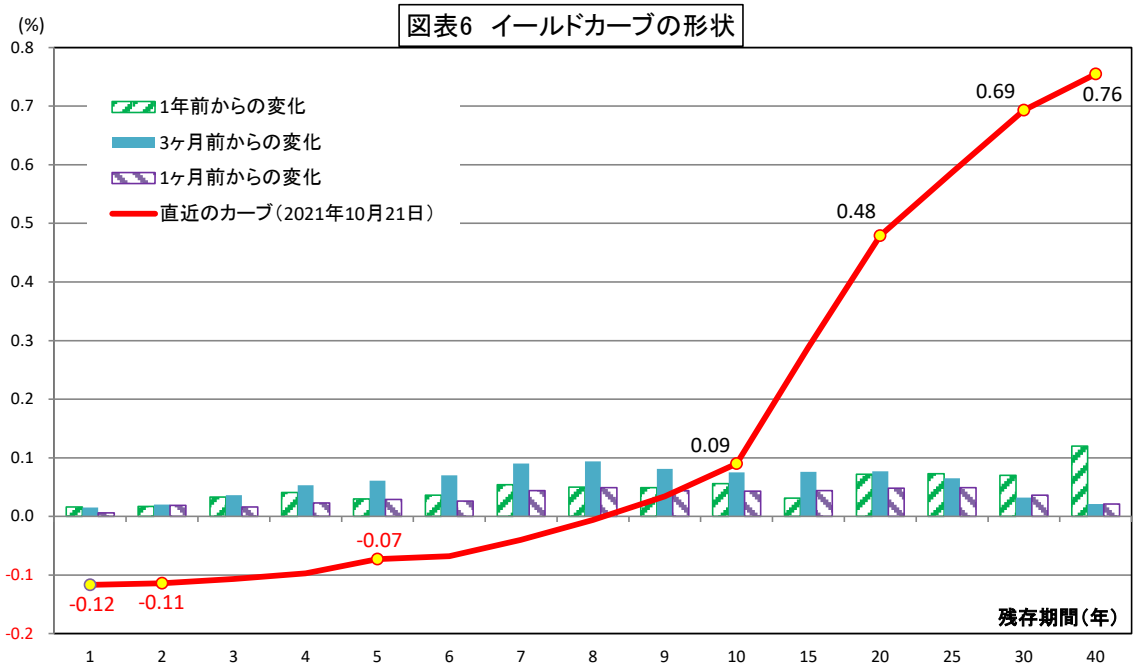
抑制的な動きが強まりかねない。それゆえ、物価上昇率が加速する可能性は小さいだろう。

金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する方針

日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く実施するとともに、コロナ対応の対策を継続している。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。

さて、岸田新首相は金融政策について「大規模な金融緩和策によるデフレ脱却を最優先する」、「物価 2%は世界標準で変えるつもりはない」と述べており、現行政策については肯定的との受け止めが可能である。黒田総裁が任期を迎える 23 年 4 月まで 1 年半となったが、2%の物価上昇が見通せる状況にない以上、政策正常化を促す可能性は乏しいと思われる。

図表6 イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

金融市場：現状・見通し・注目点

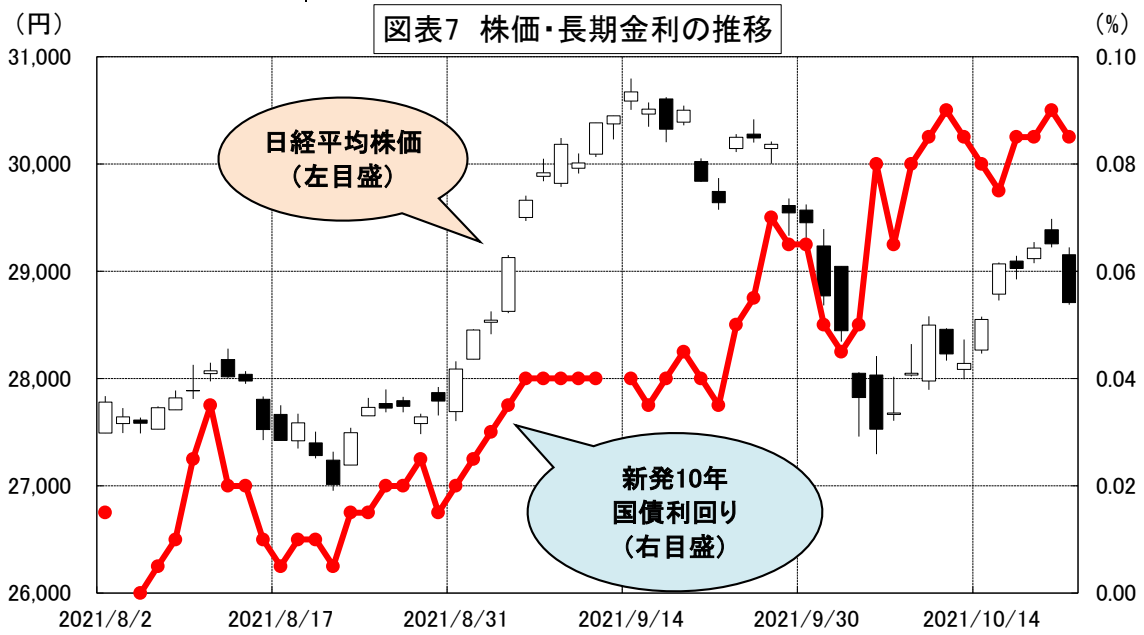
岸田内閣の発足に対し、株式市場は 12 年ぶりとなる 8 日続落となるなど、手荒い歓迎となった。その背景として、岸田首相の下では改革が進まないのではとの思惑が働いたほか、金融所得課税の強化などでリスクマネーの供給に悪影響が出るとの懸念が指摘されたが、米国の連邦債務上限問題や中国の不動

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

産大手の債務問題、インフレ高止まりによる急ピッチの米国利上げ懸念、資源・エネルギー価格の高騰継続など、海外発の要因も影響したことも確かであろう。なお、10 月入り後は米国株高や円安も手伝い、株価持ち直しも見られる。

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。

図表7　株価・長期金利の推移



（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。

長期金利はじり高

① 債券市場

21 年に入り、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急上昇した米長期金利に追随する格好で、国内長期金利（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 月会合終了以降は上昇圧力が一服、低下傾向をたどった。さらに、6 月には米国のインフレ加速は一時的との認識が広まったほか、8 月上旬には「第 5 波」で国内景気の足踏みが長期化するとの観測も加わり、一時 0%に低下する場面もあったが、その後は米長期金利の上昇につられて緩やかに上昇、直近は 0.08%前後で推移するなど、6 月上旬並みの水準となっている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

日銀の方針によって 10 年ゾーンの金利については当面ゼロ％近傍（0％±0.25％）で推移するように操作されるとみられ、当面は小幅プラス圏での推移が続くと予想される。0.25％を上回る金利上昇に対しては、日銀は国債の買入れ強化や新設した連続指値オペなどで対応するとみられる。ただし、日銀のコントロールが及びにくい超長期ゾーンについては、米国の利上げや国内景気の本格回復の機運が強まる場面では上昇傾向が強まるだろう。

② 株式市場

8 月末以降の値上がり分が一旦剥落した後、緩やかに再上昇

米国株高につられる格好で、日経平均株価は 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。夏場にかけては米国で金融政策正常化が意識されたほか、「第 5 波」により国内景気の本格回復がさらに後ずれするとの見方から下落傾向が強まり、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、新内閣の経済政策への期待感から「政局相場」となり、バブル崩壊後の最高値を更新（30,795 円）するなど、日経平均株価は 1 ヶ月で 1 割以上も値上がりした。9 月下旬にかけては、海外要因に加え、岸田新内閣の経済政策に対する警戒もあり、値上がり分が一旦剥がれ落ちたものの、10 月中旬以降は持ち直しの動きが見られる。

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）を巡る思惑や内外経済のスローダウン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経済の正常化が進みつつあることの証拠で、過度の警戒は不要と思われるほか、グローバル・サプライチェーン障害も解消に向かっていくと期待される。基本的に内外経済の持ち直し基調は継続すると見込まれることから、株価は底堅く推移していくものと予想する。

③ 外国為替市場

ドル円レートは円安進行

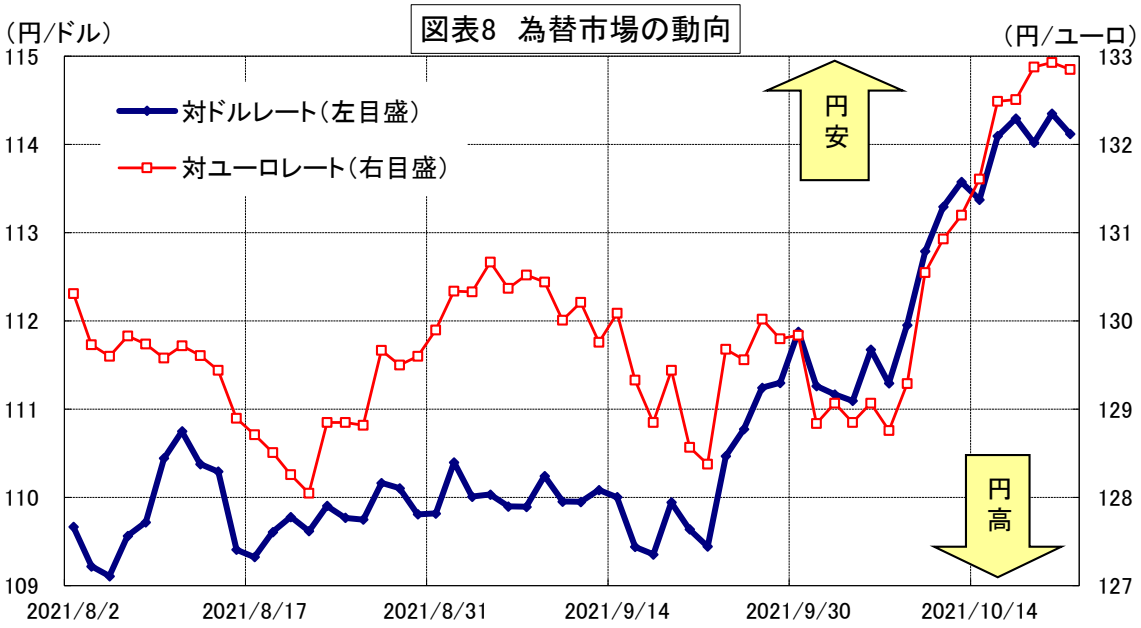
21 年初、ドル円レートは一時 1 ドル＝102 円台半ばまで円高が進んだが、その後は米国バイデン政権による積極的な財政運営から米長期金利が上昇したことを受けて円安ドル高の展開

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

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、9 月中旬にかけては 110 円を挟んだ狭いレンジでの展開が続いた。しかし、9 月下旬以降は米国長期金利が上昇したこともあり、円安傾向が強まり、114 円台となっている。

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、引き続きドル高気味の展開になりやすいと思われる。なお、このところの円安進行は日本経済にとってメリットよりもデメリットの方が大きいとする「悪い円安」であるとの評価も浮上している。

図表8　為替市場の動向



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

対ユーロレートも円安方向へ

また、対ユーロレートでも円安が進行している。コロナ禍からの持ち直しが進むユーロ圏諸国でも、最近は部品調達難やエネルギー高騰などの懸念材料が浮上しているものの、ワクチン接種が進んだことで、経済活動の正常化が進み、金融政策の正常化に向かいつつある。こうしたことから、10 月に入り、ドル高につられる形でユーロ高が進み、足元では 133 円前後となっている。当面は円安気味の展開が予想される。

(21. 10. 21 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

米国経済金融

供給制約が景気回復の下押し圧力として顕在化

～早ければ 11 月半ばにもテーパリング開始～

佐古　佳史,CFA

要旨

9 月の雇用統計はやや軟調な数字となったものの、米国経済のこれまでの回復を背景に、早ければ 11 月半ばにもテーパリングが開始される見通しとなっている。

3 回目のワクチン接種が開始されたこともあり、秋以降の新型コロナウイルス感染再拡大によるダウンサイドリスクを過剰に織り込む必要はないように思われる一方で、労働者確保の困難さと半導体の供給制約などが長期化し、景気回復に対する下押し圧力とインフレ率の高止まり要因となっている。

12 月 3 日まで先送りされた債務上限問題

バイデン米大統領は 14 日、連邦政府の債務上限を 4,800 億ドル引き上げる法案に署名した。これを受け、イエレン財務長官は 18 日、一部の基金への拠出を停止することで 12 月 3 日まで資金繰りが可能になったと発表した。

こうした債務上限問題の背景には、民主、共和党の対立に加えて、3.5 兆ドル規模の経済対策に対して反対姿勢を示す穏健派の上院民主党議員の存在や、かろうじて過半数を確保しているに過ぎない上院民主党の議会運営などが密接に関係しており、引き続き難しい交渉が継続しそうだ。

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。

9 月の雇用統計を確認すると、事業所調査に基づく非農業部門雇用者数は 8 月から 19.4 万人増と、同 50 万人程度の市場予想を大幅に下回った。ただし、通常 9 月に増加する傾向のある教育関連雇用者の季節調整が上手くできていないことから、教育関連で 16 万人程度の雇用減となった。このため、9 月の雇用統計は実勢より弱めの数字となった可能性がある。また、労働参加率が小幅ながらも低下した影響もあり、失業率は 0.4 ポイント低下の 4.8%と大幅な改善となった。

なお、7、8 月分が合計 16.9 万人上方修正されたことや、家計調査による計測では 9 月の雇用者は 52.6 万人増加したことなどから、一見すると弱い内容となった 9 月の雇用統計ではあるものの、雇用回復ペースは年内にテーパリングを開始するにあたり十分と

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

判断できるだろう。

こうしたなか、求人労働異動調査から求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））を確認すると８月分は6.6%と、過去最高を記録した７月からは低下したものの、依然として高止まりしており供給制約が意識されることに変わりはない。

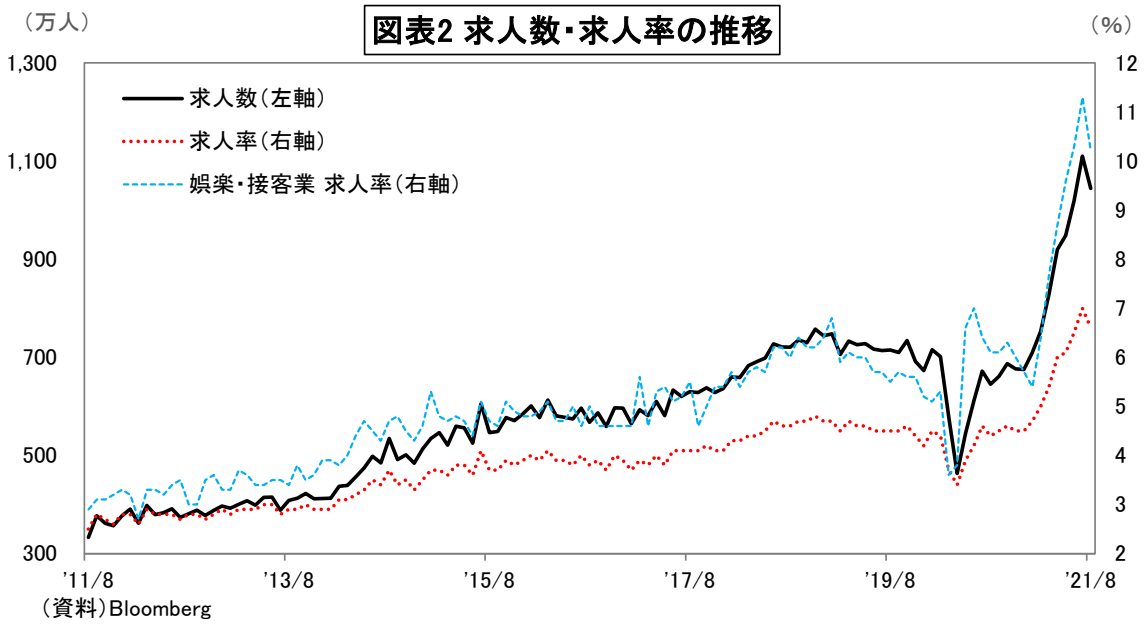
個人消費をみると、８月の実質個人消費支出は、サービス消費が前月比0.3%と６ヶ月連続で増加、財消費も増加したことで、総合では同0.4%と、同▲0.5%となった７月から反発した。また、９月の小売売上高は幅広い項目で増加し、総合では前月比0.7%と２ヶ月連続での増加となった。インフレ率の高止まりによる名目ベースの売上高の押し上げ効果はあるものの、インフレ率や供給制約についての懸念があるなかでも、底堅い個人消費が確認できた。

図表1 小売売上高の推移

（前月比、%）	'20/10	'20/11	'20/12	'21/1	'21/2	'21/3	'21/4	'21/5	'21/6	'21/7	'21/8	'21/9
総合	0.2	−1.4	−1.2	7.6	−2.9	11.3	0.9	−1.4	0.9	−1.6	0.9	0.7
コア	0.1	−0.9	−2.8	8.4	−3.3	8.6	−0.4	−1.1	1.5	−1.8	2.6	0.8
自動車・部品	0.3	−1.8	2.0	4.9	−3.6	17.0	4.4	−4.6	−2.1	−4.3	−3.3	0.5
家具	1.4	−2.3	−2.7	14.9	−5.4	11.8	1.2	−2.3	0.8	−0.7	−0.7	−0.2
建築資材	−0.7	0.9	0.3	7.8	−4.8	14.1	−3.3	−5.7	−1.4	−1.1	1.1	0.1
食品	−0.8	1.4	−1.1	1.9	−0.5	0.8	0.7	1.2	1.0	−0.6	2.2	0.7
ヘルスケア	−0.1	−1.3	1.3	0.9	−1.7	8.0	0.1	−3.0	4.6	−0.5	0.2	−1.4
ガソリンスタンド	1.0	−1.9	7.2	4.6	3.2	10.1	−1.4	1.8	3.6	2.4	1.0	1.8
アパレル	−2.8	−5.6	2.5	6.3	−5.5	23.9	−1.4	3.8	3.4	−2.6	0.4	1.1
無店舗	3.1	−1.2	−9.5	16.9	−3.1	5.4	0.1	−1.2	0.1	−4.6	5.7	0.6
飲食	0.2	−3.8	−5.1	10.0	−1.4	13.9	5.1	4.3	2.4	1.5	0.2	0.3

（資料）Bloomberg

図表2 求人数・求人率の推移



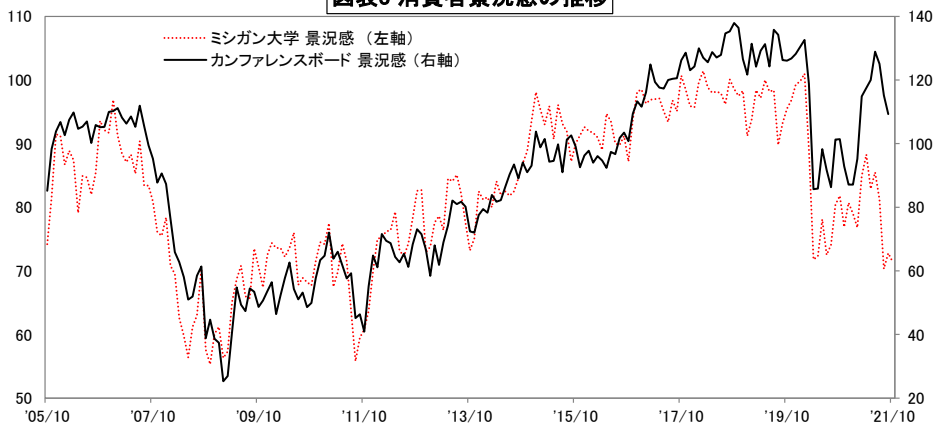
（資料）Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

10 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は 9 月から小幅に低下し 71.0（現況指数 77.9、期待指数 67.2）となった。ミシガン大学からは、デルタ株や供給制約、労働参加率の低下が 22 年の個人消費の下押し材料になると報告されている。また、この半年間で、政府の経済対策に対する信頼感が著しく低下したとも報告されている。こうしたなか、9 月の鉱工業生産はハリケーン「アイダ」による約▲0.6 ポイントの下押しもあり、前月比▲1.3%と悪化した。また、自動車・部品が同▲7.2%と急落するなど、半導体の供給制約問題も顕在化している。同様に、8 月の貿易統計においても、自動車・部品の輸出入が軟調な推移となっている。

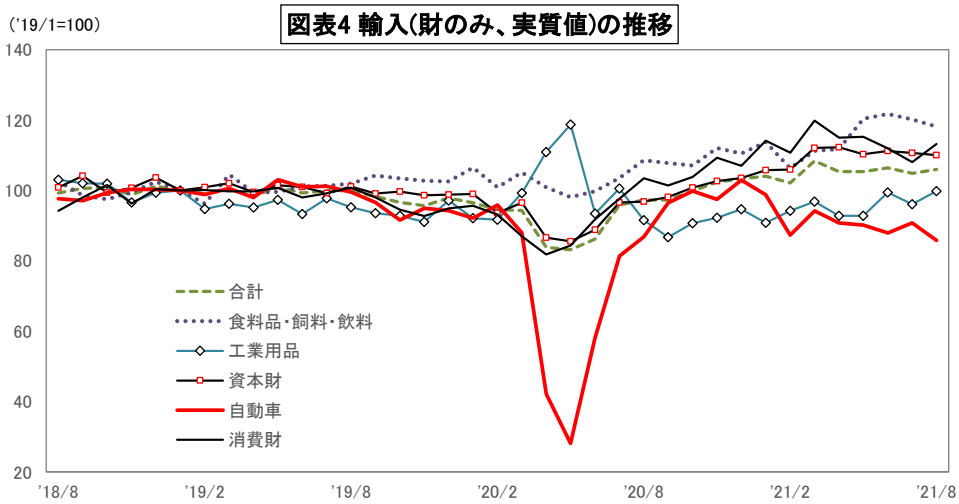
とはいえ、企業マインドは底堅く、9 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は前月から 1.2 ポイント上昇の 61.1%、サービス業指数（サービス業 PMI）は同 0.2 ポイント上昇の 61.9%となり、それぞれ 16 ヶ月連続での企業部門の拡大を示している。

図表3 消費者景況感の推移



（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloomberg

図表4 輸入(財のみ、実質値)の推移



（資料）商務省センサス局、Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

景気の先行き：供給制約で回復ペースは鈍化

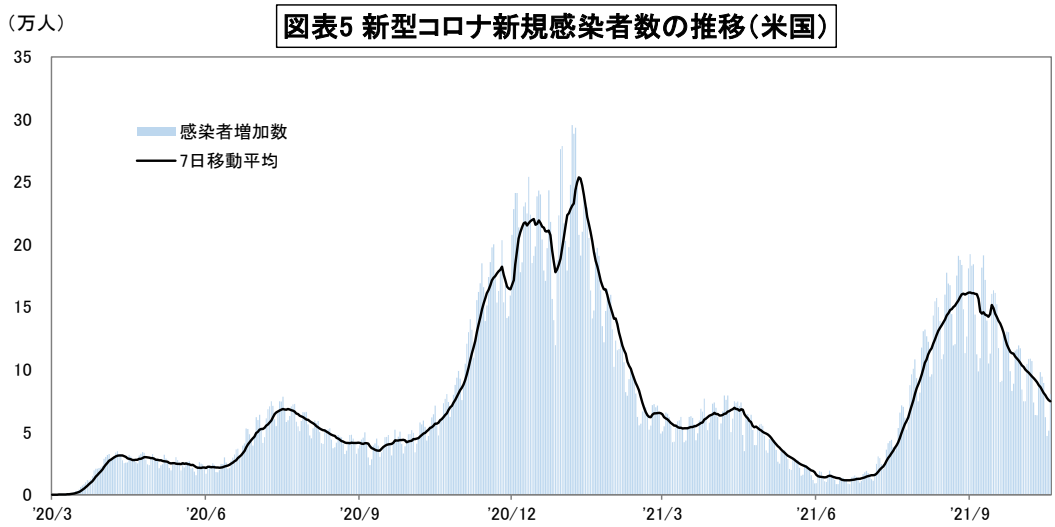
さて、景気の先行きを考えてみると、現在の米国経済は、国内の労働力不足に加えて、世界的な半導体不足など供給制約が深刻化していることもあり、景気回復ペースが鈍化するとみられる。

足元では、3回目のワクチン接種が開始されたこともあり、新型コロナウイルス感染再拡大によるダウンサイドリスクを過剰に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い期間が必要となるだろう。また、依然として半導体の供給不足も継続している。こうした供給面での制約が景気回復ペースの下押し材料となるだろう。

こうしたなか、IMFによる10月の世界経済見通しにおける21年の米国の経済成長率は、供給制約問題や当初の予想ほどには増加しなかった個人消費を反映したことで、7月見通しから▲1.0ポイント低下の6.0%へと下方修正された。

図表5 新型コロナ新規感染者数の推移（米国）



（資料）Bloomberg

図表6 供給制約が意識される

		'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	'21/9
ISM 製造業	入荷遅延	58.2	59.0	60.5	61.7	67.7	68.2	72.0	76.6	75.0	78.8	75.1	72.5	69.5	73.4
ISM サービス業	入荷遅延	60.5	55.0	56.1	57.1	62.8	57.8	60.8	61.0	66.1	70.4	68.5	72.0	69.6	68.8
ISM 製造業	価格	59.5	62.8	65.5	65.4	77.6	82.1	86.0	85.6	89.6	88.0	92.1	85.7	79.4	81.2
ISM サービス業	価格	63.4	58.0	62.7	63.9	64.4	64.2	71.8	74.0	76.8	80.6	79.5	82.3	75.4	77.5
コモディティ価格	前年比%	−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	42.2
バルチック海運指数	前月比%	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	25.0
耐久財 受注残高	3ヶ月前比%	−2.6	−1.8	−1.4	−1.0	−0.9	−0.5	0.5	1.3	1.8	1.9	2.2	2.3	2.3	
在庫売上比率	%	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	
ISM 製造業	顧客在庫	38.1	37.9	36.7	36.3	37.9	33.1	32.5	29.9	28.4	28.0	30.8	25.0	30.2	31.7
ISM サービス業	顧客在庫	44.8	47.7	51.6	50.8	51.0	50.8	49.7	50.8	46.5	50.8	51.1	48.9	54.2	55.6

（資料）Bloomberg

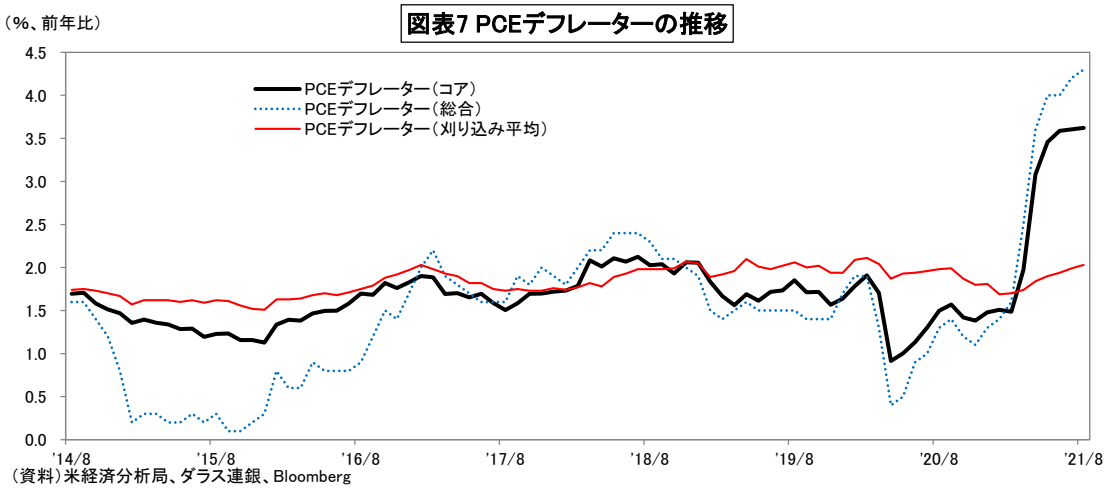
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

高止まり状態のインフレ率

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、8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、9月の消費者物価指数(CPI)をみると、総合は同5.4%、コアは同4.0%となり、「一時的なインフレ率の加速」は一段落し、高止まりの状態に移ったと思われる。

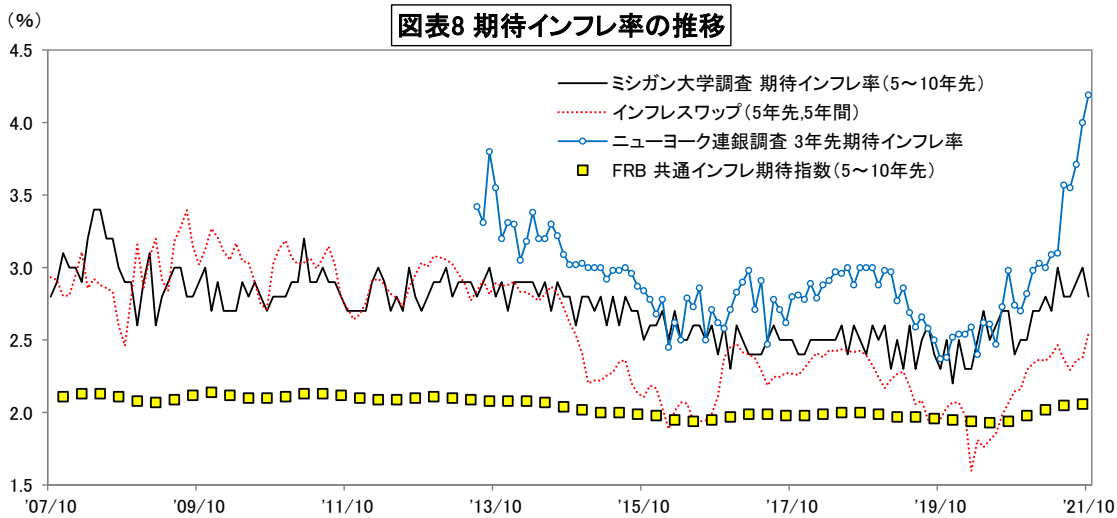
今後については、求人の困難化や供給制約などからこうしたインフレ率の高止まりは長期化すると見込まれる。一方で、期待インフレ率が比較的安定していることから、足元の高止まりはいずれ2%程度に収まるとの意味で、「一時的」との見方を変える必要はないように思われる。

図表7 PCEデフレーターの推移



(資料)米経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

図表8 期待インフレ率の推移



(資料)ミシガン大学、NYFed、FRB、Bloomberg (注)共通インフレ期待指数は4半期データ。

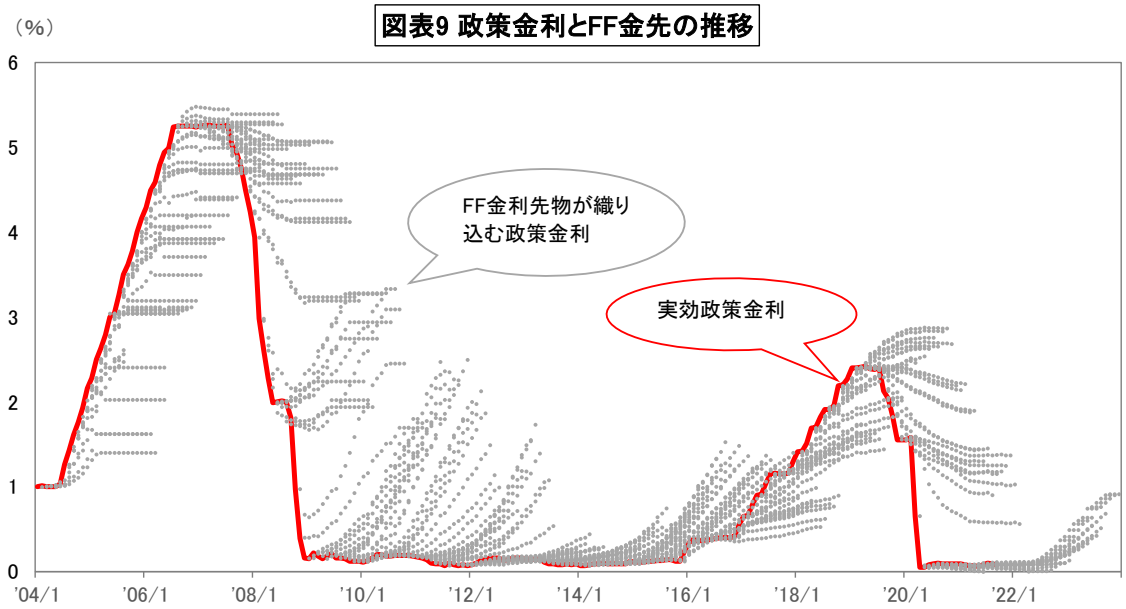
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

早ければ 11 月半ばにテーパリング開始も

13 日に公表された 9 月 FOMC 議事要旨からは、11 月半ばまたは 12 月半ばに資産買い入れの縮小（テーパリング）を開始できるとの見解で、FOMC 参加者がおおむね合意に達したことが明らかとなった。11 月 2、3 日にかけて開催される次回の FOMC では、具体的な開始日や、資産買い入れ額（現在、1 月当たり米国債を 800 億ドル、MBS を 400 億ドル購入）の縮小ペースなどが焦点となるだろう。

また、9 月 FOMC にて 22 年の利上げが示唆されたことなどをきっかけとして、テーパリングに加えて利上げについても徐々に織り込みが進んでいる。足元の FF 金先の動きからは、22 年後半と 23 年前半にそれぞれ 1 回の利上げが織り込まれている。もっとも、過去の利上げ局面の動きをみると、FF 金先の想定より FRB の利上げペースが速い傾向にあったことは、注意しても良いだろう。

図表9 政策金利とFF金先の推移



（資料）Bloombergより農中総研作成

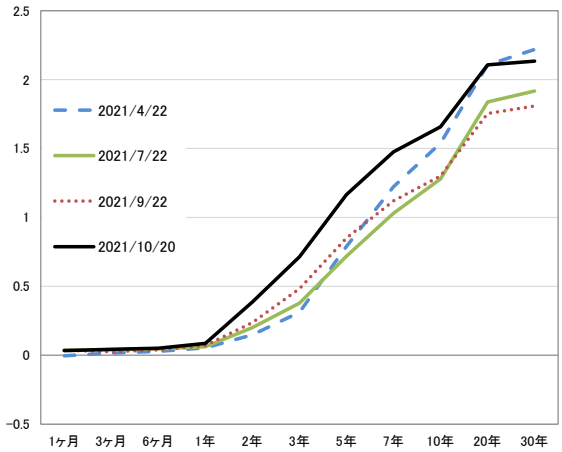
長期金利：緩やかな上昇トレンドに回帰する見込み

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 9 月半ばまで 1.3%前後での推移が続いていた。その後は、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、早ければ 11 月半ばにもテーパリングが開始される見通しとなったことなどを背景に、9 月後半から 10 月後半にかけて約 30bp 上昇し、足元では 1.6%前後で推移している。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

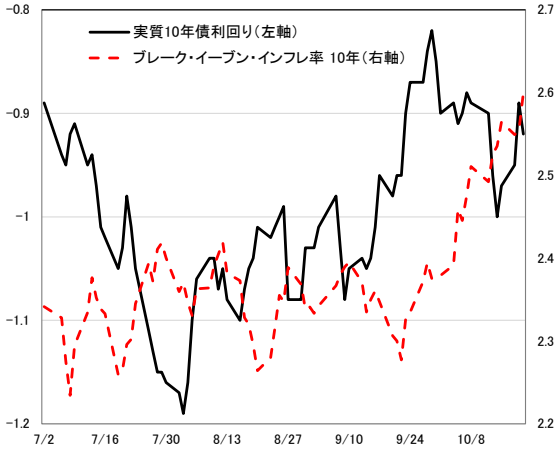
先行きについては、秋から冬にかけて新型コロナウイルスの感染がどの程度拡大するのかという点に左右される面はあるものの、徐々にコロナとの共生が可能になりつつあることに加えて、テーパリング開始と利上げ織り込みから、長期金利は緩やかな上昇トレンドに回帰すると思われる。

図表10 イールドカーブの推移



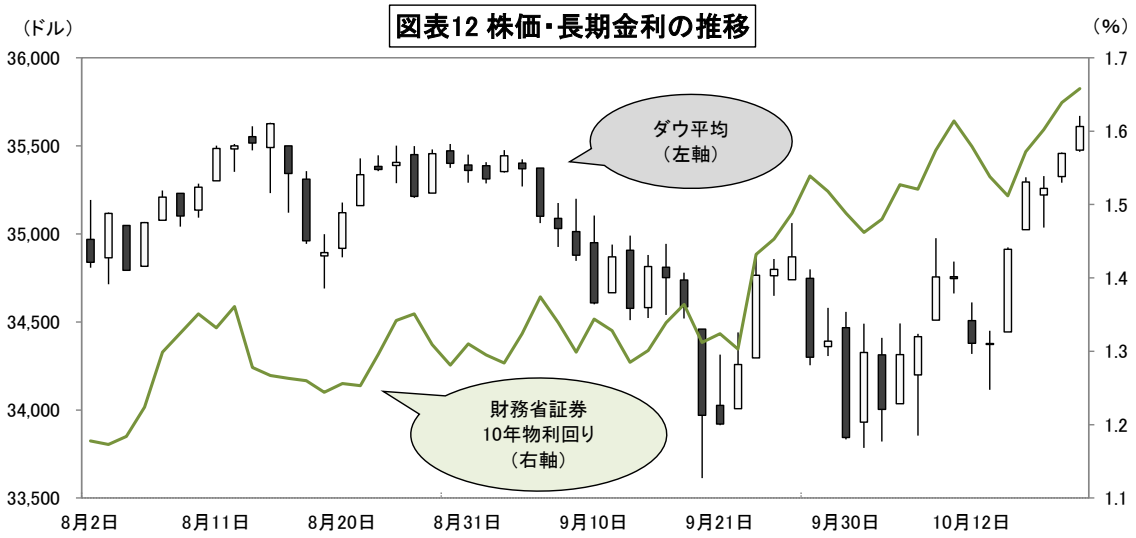
(資料)Bloomberg

図表11 10年債利回りの分解



(資料)Bloomberg

図表12 株価・長期金利の推移



(資料)Bloomberg

株式市場：緩やかな上昇傾向を予想

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、ダウ平均は上値の重い展開が続いたが、足元では7～9月期決算を好感して買われる動きも見られ上昇傾向となっている。

先行きについて考えてみると、金融政策が緩和から引き締めへと移行していくなかで長期金利が上がりつつあるため、足元の株

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

価が本格的な上昇トレンドに入るとは思い難い。一方で、予想 PER などで測ると割高感がやや修正されたこともあり、積極的に売られる相場でもないため、緩やかな上昇傾向が続くのではないだろうか。

図表13 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
投票権あり FOMCメンバー	パウエル議長	−2	9/29 9/28	供給制約からインフレ率が高止まりしているとのコンセンサス 供給制約は長期化し、インフレ率は高止まりすると思われる
	ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	−2	9/27	経済の改善が予想通り継続すればテーパリングは間もなく開始
	クラリダ副議長	0	10/12	70年代のスタグフレーションには向かっていない
	ブレイナード理事	−1	10/7	気候変動リスクの分析に2つの側面から取り組んでいる
	ウォーラー理事	0	10/19	テーパリングの11月スタートに賛成
	ボウマン理事	?	10/19 10/19	供給制約からインフレ率は高止まり（物価上昇は継続） 長期インフレ期待にも影響するか注視すべき
	クオールズ副議長	?	10/20	テーパリングの11月スタートに賛成
	エバンス総裁（シカゴ）	−1	10/5	供給制約が解消されればインフレは落ち着くと思われる
	バーキン総裁（リッチモンド）	1	10/19 10/14	特に低賃金労働者の賃上げが行われている 利上げが適切かどうかを判断するには時間がかかる
	ボスティック総裁（アトランタ）	−1	10/12	インフレ率は高止まりは長期化するので一時的と言うべきでない
	デイリー総裁（サンフランシスコ）	0～−1	10/14	テーパリング開始の条件が整った。利上げは時期尚早
投票権なし FOMCメンバー	ジョージ総裁（カンザスシティー）	1	9/24 9/24	テーパリング開始の条件が整った。 BSが政策金利を巡る議論をどのように複雑にするのか判断すべき
	ブラード総裁（セントルイス）	2	10/14 10/4	インフレ率は高止まりが長引く インフレ率の高止まりから値上げが容易になり、新たなリスクに
	ローゼングレン総裁（ボストン）		9/30	辞任
	メスター総裁（クリーブランド）	0	10/20 10/1	すぐに利上げすることはない テーパリングの11月スタートに賛成
投票権なし 非FOMCメンバー	ハーカー総裁（フィラデルフィア）	1	10/14 10/1	インフレが加速しない限り、22年末まで利上げはないだろう インフレが一時的ではない可能性を心配している
	カプラン総裁（ダラス）		10/8	辞任
	カシュカリ総裁（ミネアポリス）	−2	10/1	遠くない将来に、テーパリングすることは理にかなっている

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

（21.10.21 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

中国経済金融

停電等で成長鈍化が鮮明になった中国経済

～先行きの景況感は改善する見込み～

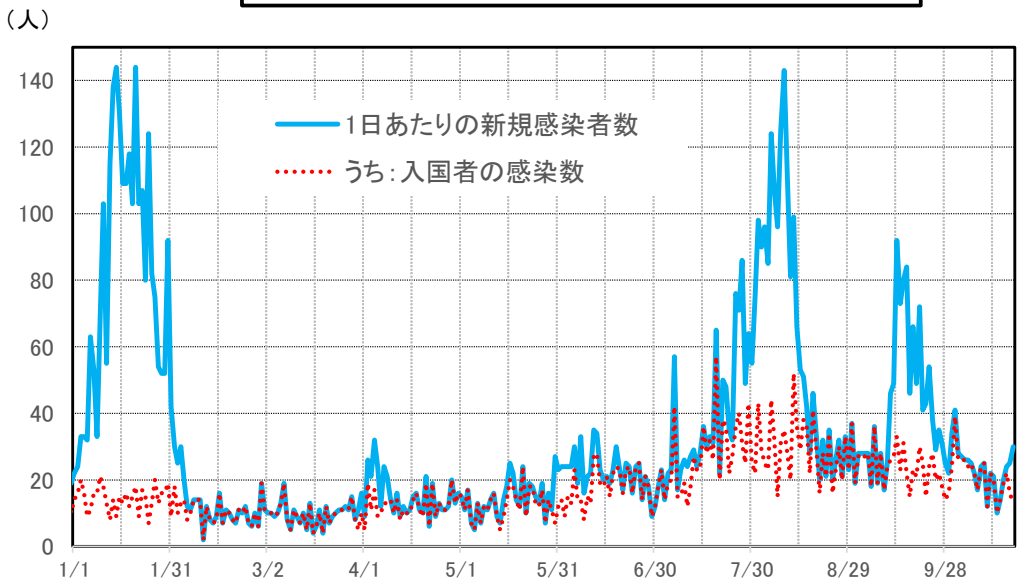
王　雷軒

要旨

2021 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.9%、前期比 0.2%と、それぞれ 4～6 月期 7.9%、1.2%から大きく鈍化した。その背景には、輸出が比較的堅調に拡大したものの、電力供給制限・不足、半導体不足、資源・原材料価格の高騰が工業生産活動に大きな影響を与えたほか、新型コロナウイルスの散発的な感染再発、不動産市場の規制強化、自然災害などが内需（消費＋投資）の回復を遅らせたことが挙げられる。

しかし、足元では新型コロナの感染再拡大が発生しているものの、電力不足問題や不動産市場の規制が緩和されつつあると見られるほか、地方債発行・利用の加速がインフラ整備向け投資を促すことが見込まれることなどから、先行きは決して楽観視できないものの、改善するものと思われる。

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10月19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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

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た（図表1）。それを受けて、政府が徹底的な対策を行った結果、10月入り後、本土の新規感染者は再びゼロになった。9月の感染再拡大は他の省市には拡散せず、7～8月に比べて経済活動への影響は小さかった。

しかし、10月中旬に入ってから、感染再拡大が見られ、19日の本土の新規感染者は17人と、9月末以降で最多になった。また、今回は、内モンゴル自治区、甘粛省、北京市、貴州省、雲南省、陝西省、寧夏回族自治区の7つの地域に広がっている模様で、今後、感染対策による消費活動への影響が懸念される。

図表2 中国沿海発電用石炭購入価格指数の推移

（資料）中国電力企業聯合会、Windより作成、直近は21年10月14日、週次数字。

9月中旬から広範囲で

中国では、9月中旬から大規模な停電が相次いで発生した。この

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

停電が発生したが、足元では改善しつつある

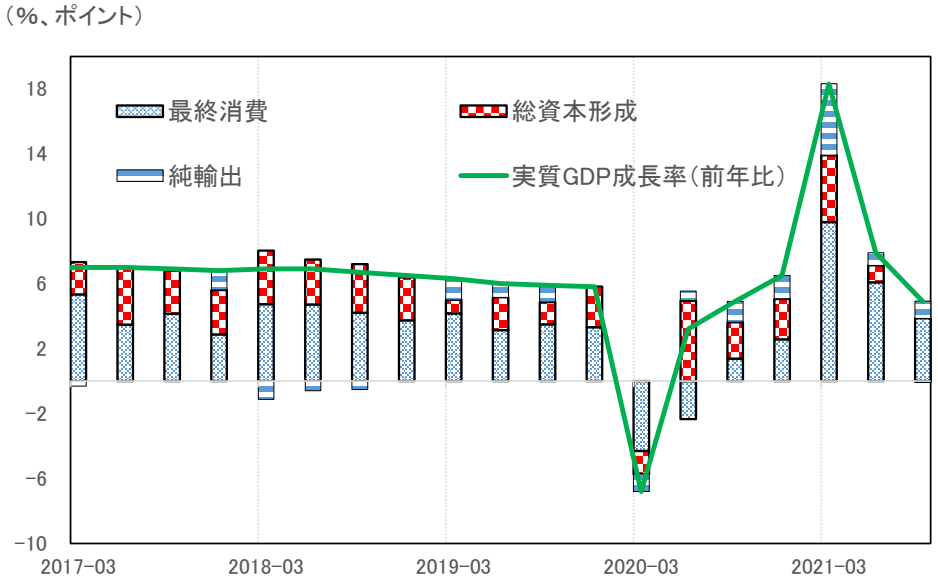
背景には、電力消費量の急増、火力発電所向け石炭価格の高騰、国のエネルギー消費抑制政策による影響が挙げられる。

コロナ禍で落ち込んだ世界経済が回復するにつれて、中国の輸出拡大を背景に設備稼働率が上昇し、電力消費が拡大した。しかし、温室効果ガス排出量の削減を進めるため、国産石炭だけでなく、海外からの石炭輸入も減少させたことでその価格は高騰している（図表 2）。石炭価格の上昇分が、売電価格の引き上げを通じて調整されれば発電量の減少は発生しないが、電力価格を統制しているため、発電所は発電すればするほど赤字になるわけで、積極的に発電量を増やすインセンティブは皆無である。

加えて、国家発展改革委員会（マクロコントロールを行う中央省庁）は、8 月 17 日に「21 年上半期における地域別のエネルギー消費抑制の完成状況」という通達を公表した。これを受けて地方政府は厳格な電力制限措置を取り始めたため、強制的「停電」につながったと見られる。

こうした事態は、生産活動に大きな影響を及ぼしたほか、東北三省（黒竜江省・吉林省・遼寧省）では信号機の停止や住宅の停電・断水が発生するなど、国民生活にも影響が出るようになった。そのため、政策当局は国産石炭の増産や輸入量の拡大、売電価格の引き上げなどの措置をとり、足元では電力供給制限・不足は改善されつつあると見られる。

図表3　実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



（資料）中国国家統計局、Windデータより作成、四半期ベース。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

21 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は大幅鈍化

こうしたなか、国家統計局が 18 日に発表した 21 年 7～9 期の実質 GDP 成長率（速報値）は前年比 4.9%と 4～6 月期（同 7.9%）から大きく鈍化した（図表 3）。また、前期比も 0.2%とプラス成長を維持したものの、4～6 月期の 1.2%から大きく鈍化した。

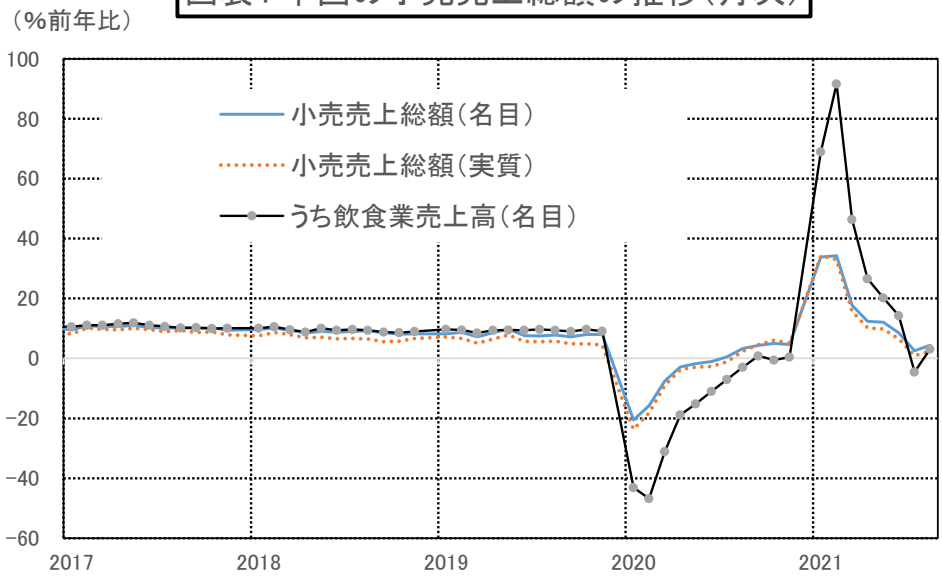
成長率が大幅に鈍化した背景としては、新型コロナ感染対策のほか、河南省などで発生した自然災害、電力供給制限・不足、不動産市場への規制強化、半導体不足、原油や石炭などの国際商品価格の高騰などが挙げられる。

この実質 GDP 成長率（4.9%）に対する需要項目別の寄与度は、最終消費：3.86%ポイント、総資本形成：▲0.03%ポイント、外需（純輸出）：1.06%ポイントであった。最終消費と純輸出が成長率を牽引した。

また、産業別の実質成長率をみると、第 1 次産業（農業、GDP に占めるシェアは 7.9%、前年比成長率に対する寄与度は 0.6 ポイント）、第 2 次産業（製造業、同 39.1%、同 1.3 ポイント）、第 3 次産業（サービス業、同 53.0%、同 2.9 ポイント）はそれぞれ前年比で 7.1%、3.6%、5.2%と、特に第 1 次産業の伸びが比較的高かった。

ただ、21 年 1～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 9.8%であり、先行きの不確実性や不透明性は依然高いものの、10～12 月期に失速することがなければ政府の 21 年目標である 6%以上の成長を達成する可能性は高い。

図表4 中国の小売売上総額の推移（月次）



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は21年9月。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

9 月の消費は持ち直すも先行きに懸念

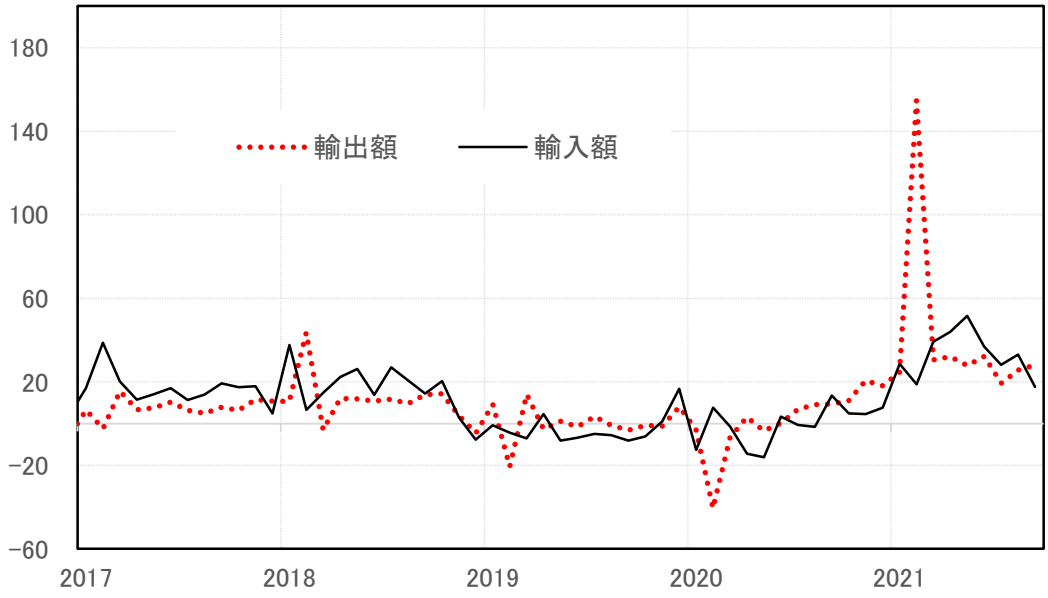
以下、9 月分の主要経済指標の動向を確認したい。まず、9 月の消費は力強さを欠く展開が継続しているものの、新型コロナ感染対策の解除を受けて持ち直した。9 月の小売売上総額は名目で前年比 4.4%と 8 月（同 2.5%）から伸びが加速した（図表 4）。物価変動を除いた実質ベースでの伸び率も前年比 2.5%と 8 月（同 0.9%）から加速した。また、前月比も 0.30%と 8 月（同 0.22%）から伸び率が高まった。

詳細を確認すると、自動車販売額は前年比▲11.8%と引き続き減少したものの、飲食業売上が同 3.1%とプラスに転じたほか、スマートフォン等の通信機器類が同 22.8%だったことが、消費を下支えしたと見られる。

しかし、10 月の国慶節連休（1 日～7 日）の消費動向を確認すると、その間に新型コロナ感染対策が解除されたにもかかわらず、消費は芳しくなかった模様だ。文化観光省（文化旅遊部）によると、連休中の中国内観光収入は前年比▲4.7%、19 年比では▲40.1%だったほか、交通運輸省によると、10 月 1 日の航空や鉄道などの旅客数は前年比▲3.1%、19 年比▲30.0%となった。

加えて、前述のように、10 月中旬に入ってから新型コロナ感染再拡大の動きが見られたことから、先行きの消費は力強さを欠く状態が続くだろう。

図表5　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9月。

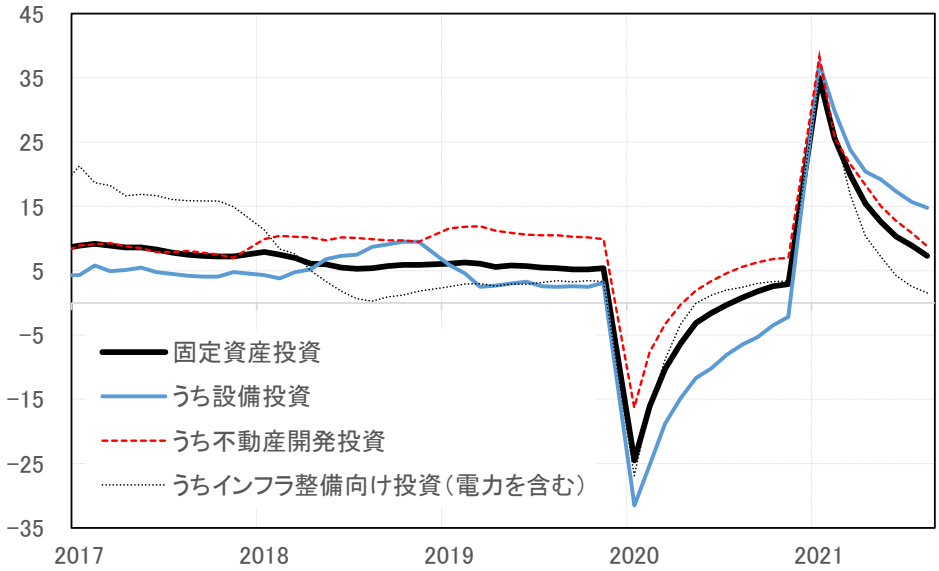
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

輸出も引き続き堅調に推移

また、輸出は引き続き堅調に推移している。9 月の輸出額（ドル建て）は前年比 28.1%と 8 月（同 25.6%）から拡大した（図表 5）。1～9 月期の輸出額を国・地域別にみても、米国向けは同 32.9%、EU 向けは同 32.0%、アセアン向けは 29.9%、日本向けは 17.7%と、いずれも底堅く推移した。

先行きについては、海外経済の回復による波及効果が期待される一方、新規輸出受注が 6 ヶ月連続で低下したことや新型コロナ感染の影響で中国による代替生産の効果が剥落すると見られ、年末にかけて底堅さは続くものの、徐々に鈍化してくると見込む。

図表6　中国の固定資産投資と内訳の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、（注）年初来累積、直近は21年1～9月期。

足元のインフラ整備向け投資は低迷したものの、先行きは持ち直し

一方、設備投資と不動産開発投資は比較的底堅く推移したものの、固定資産投資全体は依然として弱かった。1～9 月期の固定資産投資は前年比 7.3%と、1～8 月期（同 8.9%）から鈍化した（図表 6）。単月ベースの前月比も 0.17%と 8 月（0.18%）からやや鈍化した。

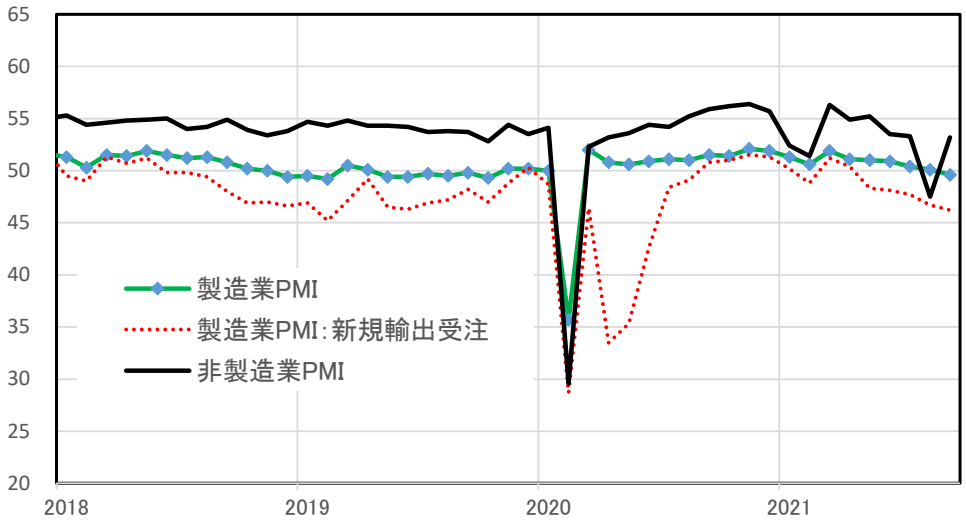
実施主体別では、国有企業は前年比 5.0%と全体を下回る一方、民間投資は同 9.8%と引き続き投資を牽引している。また、投資分野別にみると、設備投資、不動産開発投資は同 14.8%、8.8%と 1～8 月期（15.7%、10.9%）から鈍化したものの、比較的底堅く推移したが、インフラ整備向け投資は自然災害の発生

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

や地方債の発行・利用の遅れで同 1.5%と低迷したままだ。

先行きは、不動産市場への規制強化が一服したと見られたことで不動産開発投資の底堅さが続くほか、今後の地方政府の特別債券の発行・利用の加速を受けてインフラ整備向け投資の回復も見込まれるため、固定資産投資全体は持ち直すだろう。

図表7　中国の製造業PMIと非製造業PMI



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は21年9月。

製造業の企業マインド、鉱工業生産は芳しくなかった

また、停電等の影響で生産活動も弱まったほか、製造業の企業マインドも大きく悪化した。9 月の鉱工業生産は前年比 3.1%と 8 月（同 5.3%）から一段と鈍化して 20 年 4 月以降での低水準となった。前月比も 0.05%と 8 月（同 0.31%）から伸び率が鈍化した。国家統計局が発表した 9 月の製造業 PMI も 49.6 と、判断基準となる 50 を下回った（図表 7）。その背景には、半導体不足の影響で自動車生産が引き続き減少したほか、電力供給制限・不足や資源・原材料価格の高騰などが挙げられる。

ただ、9 月の非製造業 PMI は 53.2 と 8 月の 47.5 から大きく上昇した。7～8 月の新型コロナ感染対策で非製造業をめぐる景況感が一時悪化したものの、その後の対策が解除されたことで改善に転じたと思われる。

CPI の上昇率は鈍化した一方、PPI の上昇率は一段と高まった

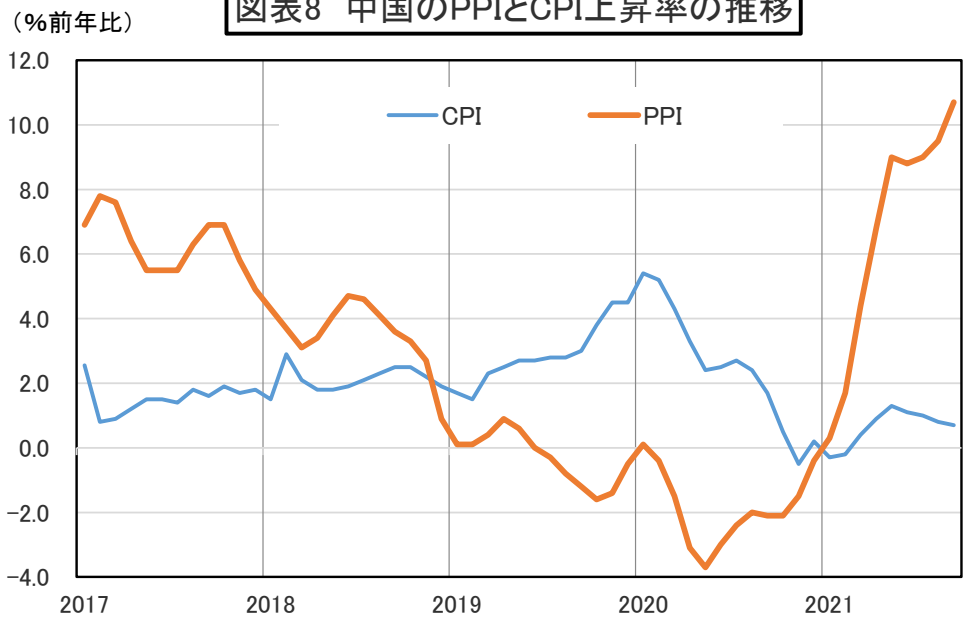
9 月の消費者物価指数（CPI）は前年比 0.7%と 8 月（同 0.8%）から小幅ながら伸びが鈍化した（図表 8）。食品・エネルギーを除くコア CPI は同 1.2%だった。航空運賃やガソリンなどの交通通信の上昇率は拡大したものの、豚肉は前月比▲5.1%、前年比

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

▲46.9%と引き続きマイナス幅が拡大したことが伸び率低下の主因である。なお、前月比も 0.0%と 7 月（0.3%）、8 月（0.1%）から伸び率が低下した。

CPI の上昇率が比較的小幅に留まったのに対して、9 月の生産者物価指数（PPI）は前年比 10.7%と 7 月（同 9.0%）、8 月（同 9.5%）から伸び率を高めた。内訳をみると、生産財は同 14.2%と 7 月（同 12.0%）、8 月（同 12.7%）からさらに加速、このうち採掘工業・原材料はそれぞれ 49.4%、20.4%と 8 月から上昇率が高まった。前月比も 1.2%と 7 月（0.5%）、8 月（同 0.7%）から拡大した。

図表8　中国のPPIとCPI上昇率の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は21年9月。

先行きは楽観視できないものの、回復基調は維持できる見込み

以上を踏まえると、10 月中旬以降の新型コロナの感染再拡大を受けて感染対策による消費活動への影響が懸念されるなか、年末にかけて電力不足や不動産市況の不振などが改善しなければ、通年の成長率は 8%を割り込む可能性もある。しかし、足元では電力不足問題や不動産市場への規制が緩和されつつあると見られるなか、地方債発行・利用の加速がインフラ整備向け投資を促すことが見込まれる。また、輸出の底堅さもあり、先行きは決して楽観視できないものの、景気の回復基調は維持できるものと思われる。

（21.10.20 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

分析レポート

欧州経済金融

欧州で強まる物価上昇圧力とその影響の拡大

～ECB、新興国、そして気候変動対策にも～

山口　勝義

要旨

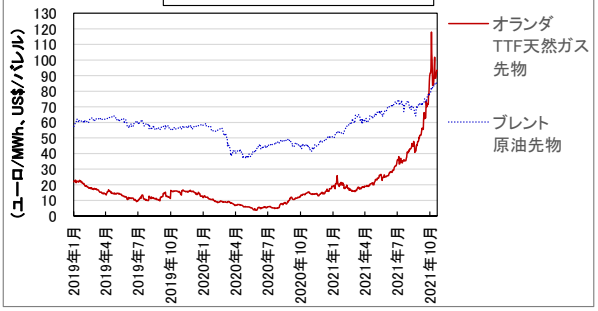
欧州ではインフレ高進に対する警戒感が強まっている。この物価上昇は、ECB の政策運営の困難化のみならず新興国からの資金流出の可能性など、多方面に影響を与えることになる。加えて、気候変動対策への問題提起を含め、注目すべき様々な論点を含んでいる。

はじめに

欧州では、9 月の消費者物価上昇率（前年比）がドイツで 4.1%に、またユーロ圏全体でも 3.4%に達し、インフレ高進に対する警戒感が強まっている。金融市場では国債利回りに上昇圧力がかかり、株式市場にも不安定な動きが生じている。

この物価上昇の背後には、新型コロナウイルスと気候変動対策の双方の影響がある。前者については、移動等の制限措置の緩和に伴い需要が急回復する一方で、供給側で生じたボトルネック（供給制約）が大きな影響を与えている。まず欧州では、労働市場からの離脱や自主隔離、人材需給のミスマッチなどによる労働力不足が続いている。加えて、東南アジアでの感染の拡大で部品などの供給が停滞し、モノ不足の形でグローバルなサプライチェーンの機能低下が現れているほか、海運運賃も高騰している。一方、後者の関連では、エネルギー価格の上昇が著しい。なかでも石炭や石油からクリーンなエネルギー源に転換する移行期において中心的な役割を果たす天然ガスに対する需要が増大するとともに、天候要因による風力発電などの発電量の低下、天然ガスの供給側の増産への慎重姿勢などが重なり、欧州では天然ガス価格が特に夏場以降、急激に上昇するに至っている（図表 1）。

図表1　天然ガス価格と原油価格



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

こうした要因は一過性のものとして、いずれ影響度合いが低下するとも考えられる。しかし、感染力が強くワクチンの効果が劣る新たな変異株が今後も発生し影響を拡大させる可能性があること、また気候変動対策が加速するにつれ脱炭素社会への移行過程で様々なコストの上昇が予想されること、しかも今後はこの両者が併存することからすれば、物価上昇圧力が長く持続する、または頻繁に再発する可能性が否定できないことになる(注 1)。

そして、この物価上昇が与える影響は多岐に渡ることが考えられる。例えば欧州中央銀行（ECB）の政策運営の困難化や、新興国からの資金流出の可能性などが挙げられる。しかしこれらに留まらず、これから本格化する気候変動対策への問題提起を含むことにもなりそうである。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

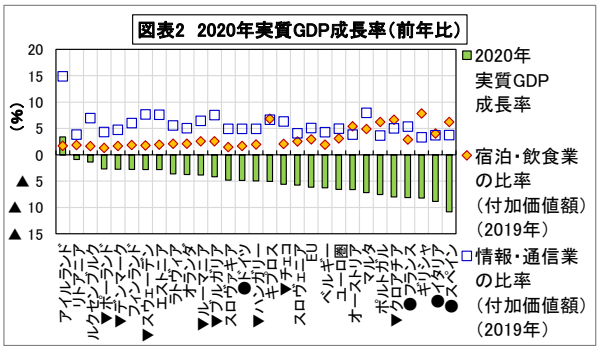
ECB や新興国を巡る新たな課題

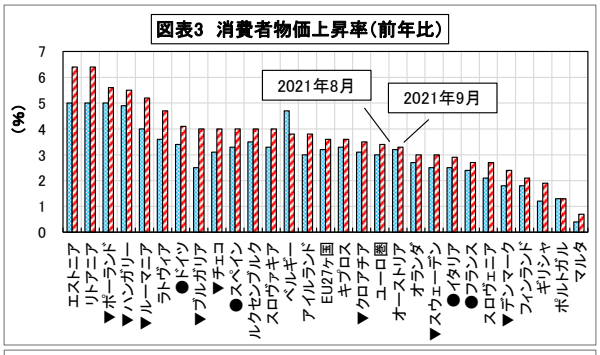
欧州での物価上昇の影響としてはまず、コロナ危機からの景気回復の足元が未だ定まらない中で ECB の政策の舵取りが難度を高めることがある。また、キャリートレードの巻き戻しなどにより新興国への資金流入が流出に転じ世界経済の回復を阻害する可能性も考えられる(注 2)。

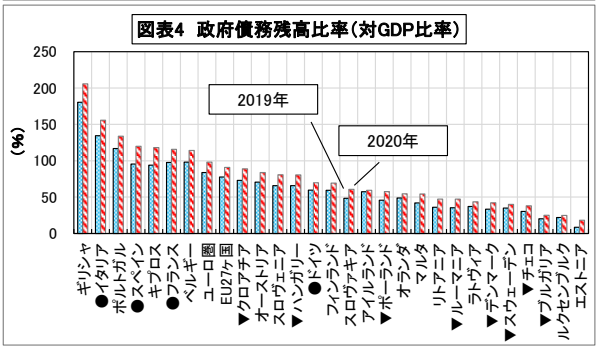
コロナ危機を通じて欧州各国の経済格差は拡大するに至っているが、この格差は経済の成長力ばかりでなく消費者物価についても当てはまる（図表 2、3）。9 月の前年比上昇率で見れば、ユーロ圏の消費者物価上昇率はエストニアとリトアニアが 6.4%という高率で並び、一方の極ではマルタが 0.7%に留まっている。四大国の中ではドイツが 4.1%であるのに対し、フランスは 2.7%と、比較的低い水準にある。既にユーロ圏外の欧州連合（EU）加盟国では政策金利の引き上げが相次いでいるが、この格差の大きい物価情勢の中では ECB の政策運営はますます難度を高めることになる(注 3)。コロナ危機を通じて各国の債務残高が大幅に拡大していることから、市場の混乱を避けるためにも ECB にとっては慎重な判断と適切な市場との対話が重要である（図表 4）。

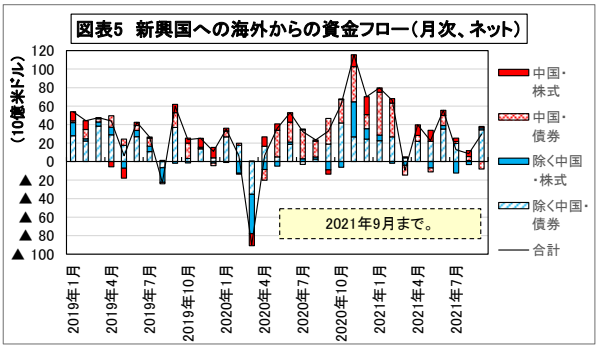
一方で目を世界に転じれば、欧州の物価上昇は新興国からの資金流出を引き起こす可能性もある。新興国への資金フローには現在のところ大きな変動はないものの、インフレ懸念で欧州の金融市場が不安定化し、また金利水準が上昇すれば、キャリートレードの巻き戻しにより一転して新興国からの資金の引き上げが生じる可能性が考えられる（図表 5）。こうして、グローバルなサプライチェーンの一端を担う新興国の経済が打撃を被れば、世界経済全体に影響が及ぶことになる。

欧州はようやくコロナ危機からの本格的な景気回復が期待される段階にあるが、その反面で、ECB の異例な金融緩和からの出口対応などを巡り、このように新たな課題を抱えるに至っている。









（資料）図表 2～4 は Eurostat の、図表 5 は IIF の、各データから農中総研作成
（注）●は四大国、▼はユーロ圏外の国々を示す。

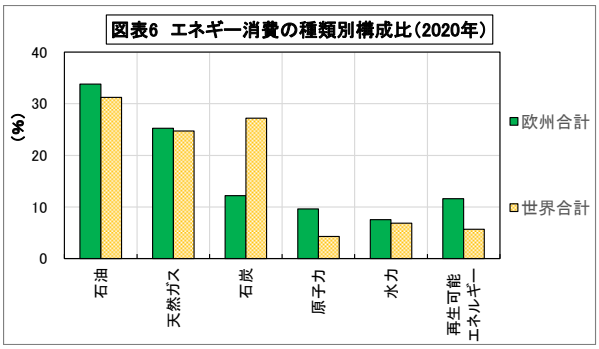
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

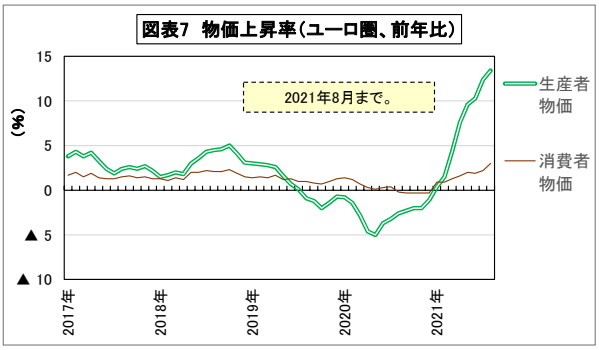
天然ガス価格の上昇が提起する論点

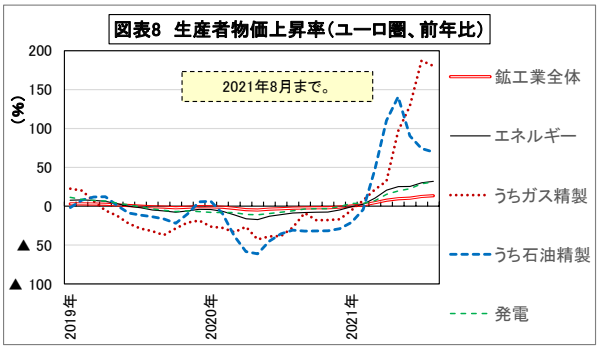
次に注目が必要なのは、天然ガス価格の上昇である。天然ガスは比較的クリーンなエネルギー源として、脱炭素社会への移行を円滑にする役割を担うものとの期待が大きい（図表 6）(注 4)。このため、今回の価格の急上昇とそれが惹起した混乱については多面的な検証が必要である。

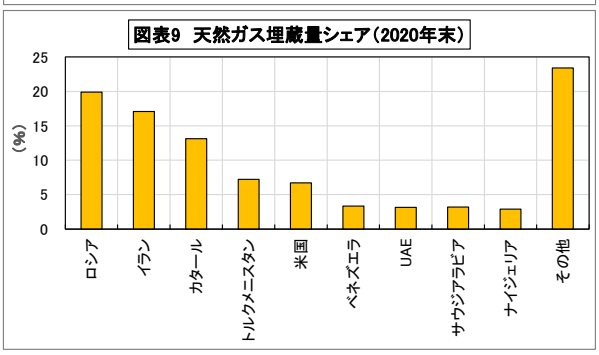
ひとつのポイントは、天然ガス価格の上昇を背景に大幅に上昇した生産者物価の消費者物価への波及である（図表 7、8）。既に家庭向けガス価格や電力価格の引き上げなども生じているため、今後の動向に注視が必要となる(注 5)。これに対して、ロシアなどの増産により、近く足元の異例な高価格は修正されるとの見方もある。しかし問題は簡単に終結しそうにはない。掘削現場で天然ガスの採掘量を増加させても現存のパイプラインや液化施設の余力は限られるため、供給量を即座に増加できるとは限らないためである(注 6)。この点に関しては、ロシアに対する依存の大きさで地政学的リスクが改めて大きく浮上した点にも注意が必要となる（図表 9）。加えて、エネルギー価格の上昇は社会や政治の不安定化の要因となる可能性もある。欧州では、燃料税の引き上げを機に 2018 年にフランスで拡大した「黄色いベスト」運動の記憶が今も新しい。

しかし、何より注目すべきは気候変動対策への問題提起である。今回の経験は、エネルギー転換は一方向に単純に進むものではないこと、移行の過程では天然ガス価格が一段と不安定性を増す可能性を否定できないことを示している(注 7)。このリスクの軽減のため化石燃料の貯蔵力の増強などの脱炭素とは逆行する投資が必要となり、また現行の排出権制度の妥当性についても議論が及ぶ可能性がある。









（資料）図表 6、9 は BP の、図表 7、8 は Eurostat の、各データから農中総研作成

このように、今回の天然ガス価格の上昇は多くの論点を含んでいる。なかでも気候変動対策に関しては、EU 全体として改めて論議すべき重要な問題を提起しているように考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

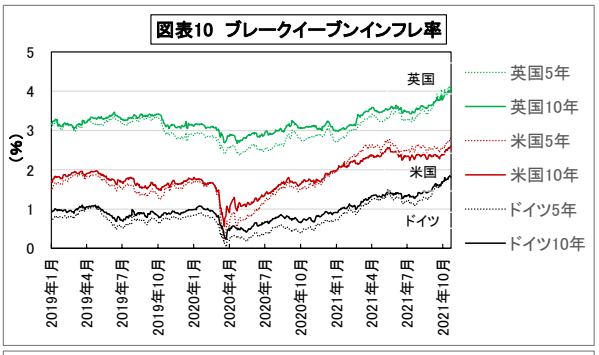
おわりに

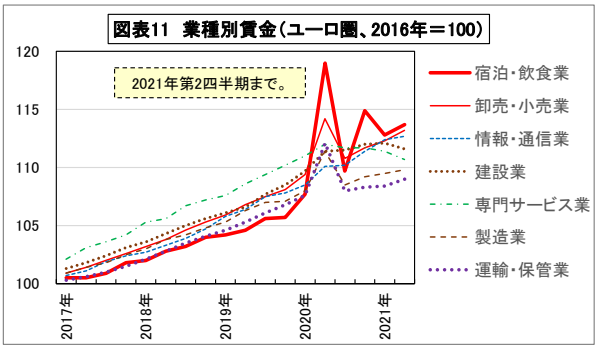
以上の下で、市場が織り込むインフレ期待はどの程度であろうか。ユーロ圏では例えばドイツのブレークイーブンインフレ率は英国など対し低い水準にあるが、直近では急速にインフレ期待が高まる姿が現れている（図表 10）[注 8]。

これに対し、当面の注目点は賃金動向である（図表 11）。労働力不足や物価上昇を根拠に賃金引上げが相次げば、需要の拡大を通じた本格的な物価上昇に繋がる可能性が一層強まることになる。ドイツの製造業では一部で賃上げストなどの動きが出ており、注視が必要である[注 9]。

こうして欧州経済は、低インフレ懸念からスタグフレーション懸念へと、短い期間に大きな変化を遂げたことになる。

しかも今回の欧州の物価上昇は、多方面に影響を拡大するばかりではなく重要な論点を多く含んでいる。単に物価上昇の現象面を捉えるばかりではなく、これらの論点のひとつひとつに目を配る必要があるように考えられる。(21. 10. 20 現在)





（資料）図表 10 は Bloomberg の、図表 11 は Eurostat の、各データから農中総研作成

[注 1] 欧州では今後、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もある。次を参照されたい。

・ 山口勝義「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」(『金融市場』2021 年 10 月号所収)

[注 2] キャリートレードとは、低金利国（主として先進国）で資金調達を行い、これを原資として高金利国（主として新興国）の資産に投資し、利鞘を稼ぐ取り引き。

[注 3] ユーロ圏外の国々の政策金利引き上げの例としては、直近ではポーランド中銀が 10 月 6 日に 40bp の、また 10 月 5 日にはルーマニア中銀が 25bp の引き上げを決定した。またこれらに先立ち、チェコ中銀は 8 月 5 日に 25bp の、ハンガリー中銀は 6 月 22 日に 30bp の引き上げを決定している。このほか、EU 外のノルウェーも、9 月に政策金利を 25bp 引き上げた。

[注 4] 天然ガスは、暖房などの熱源や発電の燃料のほか、メタノールやアンモニアなどの製造に使用され肥料製造などで広く利用されている。石炭や石油と比較して温室効果ガスの排出量は少なく、再生可能エネルギーの一時的な供給不足を補うためのバックアップ発電の燃料としての利用なども見込まれている。

[注 5] 電力価格の上昇の主要な要因としては、燃料である天然ガス価格の上昇とともに、代替策としての石炭火力の稼働拡大に伴い増加した排出権コストの双方がある。

[注 6] 天然ガスの生産では、原油生産における石油輸出国機構（OPEC）のような世界的な団体が存在しない点も、柔軟で、かつ各国間で整合性が取れた供給量の調整が困難である一要因であるとされている。

[注 7] 今回の天然ガス価格の上昇の背景のひとつには、再生可能エネルギーの貯蔵が困難であり、発電量の変動が大きい点がある。このため、化石燃料からクリーンエネルギーへの移行は前者から後者への単純な置き換えとはならず、化石燃料への並行的な依存がしばらくは継続するとの見方が一般的である。こうした中で、比較的クリーンな化石燃料である天然ガスにはこの移行を円滑にするエネルギー源としての期待が大きいが、逆に見ると、欧州が 2050 年までの温室効果ガス実質ゼロ化を目指す移行期においては、需要の頻繁な変動により天然ガス価格が一段と不安定性を増す可能性を否定できないことになる。

[注 8] ブレークイーブンインフレ率とは、物価連動債と固定利付債の利回りを等しくさせるレートであり、市場が織り込んでいる期待インフレ率にほぼ等しい。

[注 9] 例えば、次を参照されたい。

・ Financial Times（1 October 2021）“German workers strike for higher pay as inflation surges”

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

分析レポート

国内経済金融

電子的決済と社会制度の基盤

～電子マネーや仮想通貨等を巡る法制度の現状～

田代　雅之

要旨

電子的決済は革新と秩序形成の途上にあり、当分はその状況が継続するだろう。技術や機能、利用方法の革新において様々な展開が今後もあるだろうが、それを支えるものとしての社会制度の基盤の重要性も大きい。

本稿では、キャッシュレスを実現する電子的決済の諸手段のうち、主として電子マネー、仮想通貨について、社会制度の基盤の状況を、法制度を入口に展望する。

1　はじめに

電子的決済は一様には整理できない。電子マネー、仮想通貨(暗号資産)、キャッシュレス、フィンテック等々、視点により範囲も括り方も呼称も微妙に異なる。

決済は取引当事者間の債権債務関係の解消手段であり、解消のための情報の処理・伝達と関係者が取引完了を認識するための決済完了性(settlement finality)の要素から構成される。電子的決済は、要素である情報の処理・伝達に金融 IT 関連技術を取り入れるものである。

電子的決済は、IT 技術を中心とした金融上の技術革新の結実であり、有体物の現金通貨を中心とした伝統的な貨幣概念の再構築を迫り、決済の側面から経済社会全体に大きな影響を及ぼす。

本稿は、地域金融機関の将来にも大きな影響を及ぼす可能性がある電子的決済の社会制度の基盤の状況の一端を、法制度を入口に展望する。

2　電子的決済と社会制度の基盤

電子的決済とその影響の検討には、法制など社会的な制度の基盤を考慮する必要がある。電子決済は情報通信の最新の技術革新を背景とするため、貨幣に関わる現行法の体系では対応しきれない問題の発生や、既存の法制度が発展を阻害する可能性も予想された。そこで、1996 年頃から、関係各省庁も研究会や審議会を設置して、電子マネー導入に関する環境整備の検討や提言が行われた(注 1)。(広義の)電子マネーについては、㈶金融情報システムセンターの電子決済研究会(第 2 部)や「電子マネー及び電子決済の環境整備に向けた懇談会報告書」（金融制度調査会 1998.6.17）の後、公的規制に関わる一定の法整備が進められた。

併行して電子マネーに関して様々な論考が林立した。閉塞した経済の打開や既存秩序からの開放への期待等もあったのかもしれないが、程なくブームは沈静化する。具体化された電子マネーが既存の手形小切手等の仕組みを踏襲したものに止まったからかもしれないが、それが再度活性化に向かった起点は、「仮想通貨」の出現だろう。

3　電子的決済の概念の広がり

かつて「電子マネー」で広く一括りにされていた電子的決済手段は、視点により差異があるものの、取引と支払の時間関係毎の各種の「電子マネー」「仮想通貨」、そし

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

て検討途上ではあるが法貨である「中央銀行デジタル通貨」を代表とする。ただし、その定義も括り方も依然として安定してはおらず、境界も曖昧さが残る(図表 1)。

電子マネーは、電子データの送受信で決済を行う決済サービスの一種である。現金を使用せずに支払いが通信で完結できる。電子マネーには、交通系（電車やバス等の交通機関で利用)、流通系（スーパーやコンビニ等で利用)、クレジットカード系（クレジット機能との連携で利用)、QR コード決済系（スマホとクレジットの連携で利用）がある。電子マネーは企業によって発行され、専用の IC カードやスマホアプリを企業が提供して支払いに使用する。交通系電子マネーの Suica(スイカ)や PASMO(パスモ)、セブン&アイ・ホールディングスが発行する nanaco（ナナコ)、スマホで QR コード決済ができる PayPay（ペイペイ）などが代表である。決済の時点によって現金をあらかじめ入金(チャージ)しておくことで使える前払い型((狭義の)電子マネー)(注 2)と、後払い型(クレジットカード)、決済直後に銀行から自動引き落とされる即時払い型(デビットカード)に大別される。

仮想通貨は暗号化されたデジタル資産であり、「暗号資産」とも呼ばれるが、法貨とは異なる。インターネット上で送受信される電子データであり、物理的な実体はないものの、法貨と同様に決済や送金に使うことが可能である。利用者同士による取引承認など、特定の国家に価値を依存しない独自のシステムを構築したものである。

仮想通貨は財産的価値を有し、財貨サービスを購入する決済手段として使用可能であり、投資対象にもなる。また、仮想通貨はブロックチェーン(分散型台帳)と呼ばれる取引履歴のブロックをつなげたデータベースで管理される。中央集権的なデータ管理ではなく、ネットワーク上の複数の利用者による分散データ管理であり、セキュリティは高度に維持される。

仮想通貨には数多くの種類がある。日本では、Bitcoin（ビットコイン)、Ripple（リップル)、NEM（ネム）などがあり、「仮想通貨取引所」で取り扱われる。

中央銀行デジタル通貨（CBDC： Central Bank Digital Currency）は公的な裏付けのある法貨であり、中央銀行の直接的な負債として、発行国の通貨建てで提供される電子的な決済手段とされ、金融機関等の一部の対象先に限定して大口の資金決済に利用する「ホールセール型」と、利用対象に制限を設けず小口決済に利用する「一般利用型」がある。最近において念頭に置かれているのは後者の一般利用型である。

CBDC に慎重だった各国の中央銀行の姿勢が変化したきっかけは、2019 年 6 月のフェイスブックによる「民間デジタル通貨リブラ構想」の公表と、中国政府の「デジタル人民元発行準備」の加速である。特にリブラは複数通貨のバスケットに価値を連動させる仕様(注 3)で、フェイスブック利用者約 27 億人に利用が急拡大する可能性があった。各国中央銀行は通貨主権を含む通貨制度の持続可能性や資金洗浄への悪用に危機感を募らせた。中国政府には、民間デジタル決済手段の統制強化に加えて、国内の監視強化やデジタル人民元による影響力拡大の意図もうかがわれた。国際決済銀行(BIS)の研究報告は、CBDC に否定的だった各国中央銀行当局者の認識が、2019 年終わり頃から肯定に変化したとする。2021 年 10 月の先進 7 か国(G7)財務相・中央銀行総裁会議は、中国を意識しつつ国際通貨秩序安定のために通貨発行の共通原則をまとめた。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

図表 1 決済手段の類型(国内)

- 現金通貨〔法貨〕(硬貨、紙幣)
- 手形・小切手
- 要求払い預金(窓口、CD/ATM)
- オンラインバンキング(インターネットバンキング)
- ネッティング (netting)
- (電子的決済)
  - 電子マネー
    - ①デビット型(即時払い)
    - ②電子マネー(狭義)(前払い)
    - ③クレジット型(後払い)
  - 仮想通貨(暗号資産)
  - 中銀電子マネー〔法貨〕CBDC
- 地域通貨
- ポイント・クーポン

(資料)筆者整理
(注)代表的な決済手段にかかる類型イメージ。
比較次元の不整合に留意が必要である。発行主体、決済の通貨単位、デバイス(ｶｰﾄﾞ、PC 等の利用媒体)、決済時期、匿名性、転々流通性、法規制等により分類され、類型横断の組み合わせもある。

4 電子的決済と社会制度の基盤

(1)電子マネー（狭義）の社会制度の基盤

①公的規制の枠組み

電子データの送受信で決済を行う決済サービスのうち、現金をあらかじめ入金(チャージ)しておくことで使える前払い型の(狭義の)電子マネーは、金融庁管轄の「資金決済に関する法律」（資金決済法）に基づき、同法に定められる「前払式支払手段」に分類される。一定の残高をもつ電子マネーを事前に購入し、商品の支払いなどに充てるサービスを指す。他方、後払い型の電子マネーは「割賦販売法」に規定されており、クレジットカードが該当する。そして、決済直後に銀行口座残高から自動引き落とされる即時払い型のデビットカードがあり、「銀行法」に規定される。(図表 2)

②私人間での取扱い

各種の決済サービスは、利用にあたり受入れた様々な約款等に拠っても取り扱われるが、全てが有効とは限らない。紛争が生じればその本質に戻って解決されねばならないが、私法的性質の議論は錯綜している。

後払い型の電子マネーや決済直後に銀行から自動引き落とされる即時払い型のデビットカードは従来から流通しており、構成は理解することができる。

しかし、現金をあらかじめ入金(チャージ)しておくことで使える前払い型の(狭義の)電子マネー、すなわち資金決済法 3 条に基づく前払式支払手段は、出資法の「預り金規制」(注 4)、銀行法上の「為替取引の禁止」(注 5)への抵触を回避しつつ構成を理解する必要がある。

前払式支払手段の電子マネーの法的性質に関する主要な見解には、債権説（債務引受構成)、価値説、合意構成がある。(注 6)

債権説では、入金(チャージ)により利用者が発行者に対して何らかの債権を取得すると構成する。チャージにより金銭を発行者に預託しているとみる。だが、顧客が預託した金銭相当の預託金返還請求権（預金債権）を取得するとみると預り金規制との抵触関係が問題となるので、回避のための構成が検討された。チャージによって利用

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

者は発行者に対して、利用者の加盟店に対する代金債務を債務引受させる債権を取得し、利用者の加盟店での利用と同時に、加盟店に対する代金債務を発行者が債務引受し、発行者の代金債務の履行として、加盟店に対する支払いがされるとする。預託を受けるのではなく債務引受の対価の受領と構成することで、預り金規制との抵触問題を回避している。なお、債権譲渡構成、更改構成、振込指図構成等の考え方も債権説の一部とみなせる。

価値説は電子マネーそのものに価値が化体しているとする見方である。チャージによって利用者は発行者からチャージ相当の電子マネーという価値を購入し、加盟店に対して電子マネーを代物弁済として交付することで弁済すると構成する。預り金規制には抵触しなくなるが、ここでいう「価値」が、法律上のどのような財産なのか判然とはしない。なお、価値説の類型には、細分化すると有価証券構成、金券構成などといった考え方もある。

合意構成は、約款という合意に法的根拠を求める見方である。しかしそうなると個別の問題になるので、電子マネー全般の問題解決の土台とはならない。

見解のどれをとるかにより、利用者の死亡や倒産手続開始、発行者の倒産手続開始、等々具体的な局面における取り扱いは変わる可能性が出てくる。

その他、電子マネーのデータの紛失や毀損、不正利用、システム障害等によるサービス停止や変更、加盟店への倒産手続開始等々条件の異なる様々な状況があり得るが、そうした場合の取り扱いについて、見解が確立されているわけではない。

図表 2 電子マネーの分類

種類		支払方法	法律	規制官庁
即時払い型	ﾃﾞﾋﾞｯﾄｶｰﾄﾞ	預貯金口座から残高内で即時自動引き落とし	銀行法	金融庁
前払い型 （電子ﾏﾈｰ(狭義)）	ﾌﾟﾘﾍﾟｲﾄﾞｶｰﾄﾞ	事前に入金(チャージ) ※交通系（Suica、PASMO…）、流通系(nanaco…)、QR コード決済(PayPay…)、楽天 Edy	資金決済法 (3 条)	金融庁
後払い型	ｸﾚｼﾞｯﾄｶｰﾄﾞ	与信枠内で後日請求による後払い	割賦販売法	経済産業省

（資料）筆者整理　（注）現金の支払方式による電子マネーの整理例。

(2)仮想通貨（暗号資産）の社会制度の基盤

①公的規制の枠組み

資金決済法および犯罪による収益の移転防止に関する法律（犯収法）の改正法が 2017 年 4 月に施行され、「仮想通貨交換業」に対する規制が導入された。仮想通貨交換業者の登録制を通じて利用者保護に関する一定の制度の枠組みが整備され、仮想通貨交換業者に対して本人確認義務等の資金洗浄やテロ資金供与対策にかかる義務が課された。

他方、不正アクセスにより仮想通貨交換業者が管理する顧客の仮想通貨の外部流出事案等不祥事が多数発生し、事業規模の急拡大に仮想通貨交換業者の内部管理態勢の不備等の問題が露呈した（図表 3）。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

図表 3 近年の主な仮想通貨流出事件

年	仮想通貨交換業者	流出額	対象通貨
2019 年	BITPoint(日本)	約 35 億円	BTC/ETH/XRP/等 5 通貨
	Binance (ﾏﾙﾀ共和国)	約 44 億円	BTC
	Biki.com (ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ)	約 0.13 億円	
	DragonEX (ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ)	約 6.6 億円	BTC/ETH/等 20 通貨
	Cryptopia (ﾆｭｰｼﾞｰﾗﾝﾄﾞ)	約 17 億円	ETH 等
2018 年	Zaif(日本)	約 70 億円	BTC/BCH/MONA
	Bithumb(韓国)	約 35 億円	BTC/ETH/等 11 通貨
	Coinrail(韓国)	約 44 億円	NXPS/ATC/NPER/
	Coinsecure (ｲﾝﾄﾞ)	約 3.6 億円	BTC
	BitGrail (ｲﾀﾘｱ)	約 210 億円	Nano(XRB)
	CoinCheck (日本)	約 580 億円	NEM(XEM)
2017 年	Nicehash (ｽﾛﾍﾞﾆｱ)	約 76 億円	BTC
	YouBit(韓国)	総資産の 17%	
	YAPIZON (韓国)	約 5.8 億円	

(資料)筆者抽出
(注)2017～2019 年の 3 年間の主な事件について抽出。2015 年には Bitstamp、2016 年には The Dad や Bitfinex の事件もあった。

また、仮想通貨が投機対象になっていることや、証拠金を用いた仮想通貨の取引や仮想通貨による資金調達など、想定外の状況が現れてきたことから、金融庁は資金決済法及び関連する金融商品取引法等の改正を含む「情報通信技術の進展に伴う金融取引の多様化に対応するための資金決済に関する法律等の一部を改正する法律案」(注 7)を 2019 年の通常国会へ提出して可決、成立させ、翌 2020 年 5 月から施行した。

なお、改正された資金決済法 (2 条 5 項) は仮想通貨を以下のように定義した。

一．物品を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されているものに限り、本邦通貨及び外国通貨並びに通貨建資産を除く。次号において同じ。）であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの

二．不特定の者を相手方として前号に掲げるものと相互に交換を行うことができる財産的価値であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの

改正法の施行と共に、仮想通貨を巡る関連事業環境は大きく変化をした。

②私人間での取扱い

規制法である資金決済法における仮想通貨の定義は、あくまで規制上の便宜によるものである。

仮想通貨は法貨ではなく、自由通貨に概ね該当する(注 8)。仮想通貨は「完了性」「汎用性」「転々流通性」を保持するよう設計されるが、データであり動産・不動産のような有体物ではないので民法上の物（民法 85 条（定義））に該当せず、民法 206 条を前提にすると仮想通貨を客体とする所有権を観念できない。知的財産として無体財産権と理解しようにも、仮想通貨は情報財ではないので法律上の位置づけの付与が難しい。東京地裁平成 27 年 8 月 5 日判決(注 9)は、有体物でないことや排他的支配可能性がないことを理由に、ビットコインに所有権を認めないと判示している。また、特定の発行者がいないので、資金決済法上の前払式決済

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

手段に該当せず、発行者を債務者とする債権の構成もできない。これまでの私法の枠組みで仮想通貨の私法上の性質を整理することは簡単ではない。

仮想通貨に財産権を認める場合、仮想通貨の帰属や移転において、仮想通貨が特定の者に排他的に帰属する特徴から物権法あるいは物権法に準ずる規律を適用する考え方、物権･債権を含む上位の概念である財産権に共通して適用される規律を適用する考え方、仮想通貨の性質から離れてネットワーク参加者の合意に基づいて規律する考え方がある。しかし、有体物ではない仮想通貨への物権法の適用は不自然であり、物権等の類型の上位概念である財産権での説明は困難で、従来の当事者間の契約とは異なるネットワーク参加者の合意がこれまでの契約法で整理可能かにも懸念が残る。

整理の行方は、秘密鍵のハッキング等による無権限者の仮想通貨盗取時の返還を目的とする元の保有者からの物権的請求権の有無、預託した仮想通貨への預託者の権利、強制執行や相続に関わるネットワーク参加以外の第三者との法律関係と効力、供託や信託が可能性等々個別の状況を想定した場合の判断に影響する。仮想通貨の排他的な帰属や移転に保護を与える方向性はある。しかし判例も学説も蓄積が薄く、定説の共有には至っていない。

仮想通貨による決済機能の普及には、信頼と共に利用者から見た「いつでも」「どこでも」「幅広く」「安く」「安全に」等の特性獲得を要するが、紛争解決のための社会制度の基盤は重要である。拙速な立法は控えるべき新たな開発途上の財貨だとは言っても、事業あるいは利用者としての参画にあたり法的予見可能性の不透明感は減じられるべきだろう。

(3) 中央銀行デジタル通貨の制度の基盤

①通貨に関わる現行法

中央銀行デジタル通貨(CBDC)はまだ検討途上だが、法貨として発行される前提なのだから現行の法貨の制度に位置づけを与えられるか確認が必要である(注 10)。

貨幣に関わる言葉は、多種多様な法律上に認められるが、貨幣の定義を定める条文はほぼない。

日本の貨幣法制を定める法律の中核は、「通貨の単位及び貨幣の発行等に関する法律」(新貨幣法) と「日本銀行法」である。新貨幣法 2 条 3 項は、日本の通貨を「貨幣」と日本銀行が発行する「銀行券」としている。貨幣は硬貨を原則とし、製造及び発行券は政府に属するとする (同 4 条 1 項)。他方、日本銀行法 29 条 1 および 2 項は、銀行券の発行権を定め、銀行券の公私の取引に関する無制限の強制通用力を定めている。

いわいる「法貨(legal tender)」あるいは「通貨」は、法律上の強制通用力(注 11)を与えられた支払手段である貨幣・紙幣および銀行券をいう (刑法 148 条(通貨偽造及び行使等)、民法 402 条(金銭債務の通貨による弁済)および 403 条(外貨建金銭債権)) とされており、具体的には前段の 2 法によって規定されるものが該当する。紙幣は、政府その他の発行権者が発行するもので、信用により貨幣(ここでは硬貨)に代用される証券であり、銀行券は政府の認可によって特定の銀行が発行する貨幣の代用物たる証券のことで、現在の日本では日本銀行のみが発行権を有する。電子マネーや仮想通貨は、政府や日本銀行以外の発行体により発行されるので、法貨にはなり得ない。

その他、紙幣類似証券取締法、プリペイドカード法、出資法、銀行法その他の金融制度関係法、預金保険法および準備預金制

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じますに

度に関する法律、等々がそれぞれの適用局面において問題となる。

法律における貨幣に関わる用語は多様で概念も統一性が乏しい。新貨幣法、日銀法、民法 402 条およびそれ以外の法律の規定における「金銭」「通貨」「貨幣」「現金」「紙幣」「硬貨」等々統一的、整合的な定義が法律上にない。用語間の統一もないに等しい。

「貨幣」は一般には広い意味をもつが、法制度では新貨幣法にみられるように鋳造貨幣を意味することが多く、刑法や、通貨および証券模造取締法も同じ位置付けのようだが、破産法での貨幣は意味が広いようである。「現金」は国税徴収法等で使われており、銀行券および鋳造貨幣を意味するとされる。その他の、国庫金や地方公共団体の公金に関する財政法、住宅金融公庫法、地方自治法、小切手法、政治資金規制法、には、「現金」を銀行券および貨幣としている規定もあるが、同じ法律の中でさえ、「現金」を銀行券および貨幣を指すと解釈するのに適さないものもある。「通貨」は、外国為替および外国貿易管理法では、世界各国に通貨が存在することを前提に、日本円を単位とするものを本邦通貨としている。民法でも、外貨が登場する 402 条 3 項や 403 条では「外国の通貨」、「日本の通貨」という用語を使う。通貨の定義については何も触れられていない。他方、労働基準法は、賃金の支払いは原則として、「通貨で、直接労働者に、その全額を支払わなければならない」旨を強行規定として規定している。「金銭」は、民法では、概ね有体物である金銭（銀行券、貨幣）とし、国税通則法や関税法も同様の想定になる。他方、銀行券や鋳造貨幣といった有体物より価値に着目している規定もあり、民法 399 条(債権の目的)の「金銭に見積もる」、同 417 条(損害賠償の方法)の「金銭をもってその額を定める」などでは金額そのものが大事である。また、国税徴収法 56 条(差押の手続及び効力発生時期等)の 3 項が規定する「金銭を差し押さえたとき」の「金銭」は有体物としての金銭を意味するようだが、他方で 67 条(差し押さえた債権の取立て)の 3 項、128 条(配当すべき金銭)等の金銭は金銭的価値の意味で用いられているようである。同一の法律の中でも用語法は不統一である。

統一が乏しい原因ははっきりしない。意識されずに立法が積み重ねられてきたのが実態なのかもしれない。また他方で、概念としての貨幣の捉え方も、例えば「法律により強制通用力を付与されたものが金銭である」とする見方もあれば、「法律の規定以前に世の中には金銭として機能するものが存在する」と考える見方もあり得る。

法貨である CBDC といっても、どのような法規範を大前提にどのように事実関係を当てはめて法制度の適用に関わる結論を得られるのか、新たな立法を要するのか判然としないまま、技術の進歩が先行してきた。

②CBDC の法律問題検討

日本銀行は、2019 年に「中央銀行デジタル通貨に関する法律問題研究会」報告書を公表した(注 12)。

報告書は、CBDC を巡る主な法的論点を洗い出して検討している。CBDC の発行形態に「口座型(中央銀行口座を通じて提供される預金債権の移転によって決済を行う口座型の CBDC)」と「トークン型(カードやスマートフォンのソフトウェア等で記録・管理される、金銭的価値が組み込まれたデータの授受によって決済を行う)」を想定し、流通形態により利用者に直接供給する「直接型」と仲介機関を介して間接的に供給する

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

「間接型」があるとして 4 種類のモデルを前提に、検討が行われた。

日本銀行が CBDC を発行できるかといった日本銀行法上の根拠や法貨性(強制通用力を有すること)、一般受容性(注 13)については、銀行券が有体物を前提としていることから、日本銀行法 1 条 1 項の銀行券には該当しないとする。また現行法の法貨は銀行券および貨幣に限定されているので、CBDC への法貨性の付与には法改正が必要とする。CBDC の利用者の範囲の制限等は、手段の合理性や相当性の確保が必要だが、日本銀行の目的達成や効率的な業務運営の観点から制限を可能とした。

更に資金洗浄防止や個人情報保護の観点を踏まえて、間接型の CBDC では犯罪収益移転防止法の本人確認等の実務は仲介機関が担うとし、CBDC 発行における日銀の個別取引情報取得は、仲介機関との役割分担次第とした。日銀が直接に実務を担うのは困難とみられる。

口座型では預金債権を管理する口座の減額・増額記帳により、トークン型では決済当事者間での金銭的価値が組み込まれたデータの授受により、CBDC が移転し決済が完了する。

偽造・複製への対応等の私法上の論点や CBDC と通貨偽造罪との関係等では、偽造・複製データを用いた決済は口座型、トークン型いずれでも私法上無効とし、データの消滅は、口座型では CBDC である預金債権は消滅しないため、私法上、利用者は払戻しを請求し得るとした。トークン型の場合は、データ消滅により金銭的価値も消滅し再発行請求はできないとした。

口座型の CBDC は日銀に対する預金債権のため、CBDC の差押えは民間預金の差押え同様に可能とする。トークン型の場合は、データそのものの差し押さえが考えられるものの、データの差押えの仕組み自体が未整備とした。

なお、現行刑法の通貨偽造罪が対象を「通用する貨幣、紙幣又は銀行券」と定めているので、CBDC を対象にはできないとした。電磁的記録不正作出罪等に該当する可能性はある。短期間で大量の偽造・複製が容易である等のデジタル通貨の特徴や、民間デジタル通貨に通貨偽造罪が成立しないこととの関係も踏まえ対象とできるか検討を要すると指摘している。

世界の動向は加速しており、CBDC 発行に関わる内外の波風は強い。しかし、現行の通貨に関わる法制の体系は複雑であり、解釈や立法で環境を整えるにしても、CBDC の発行において検討すべき法的論点は日本銀行法や民商法のみならず、行政法、競争法、情報法、刑法など、広範な法領域に幅広く及ぶようである。

なお、政府の経済財政運営と改革の基本方針 2021(骨太の方針) の成長戦略実行計画 (2021.6.18) は、CBDC について、2022 年度中までに行う概念実証の結果を踏まえ、制度設計の大枠を整理し、パイロット実験や発行の実現可能性・法制面の検討を進める、としている。

5 決済を巡る制度の基礎の不確かさ

電子的決済については、技術的側面や必要性、活用法等々に視線が注がれがちだが、それらを円滑に運用するための社会制度の基盤は、意外と脆弱に見える。

発展途上の新しい決済の仕組みの発展を阻害をしないように制度化を控える配慮もあるだろう。しかし、紛争発生時にどのような解決があるのか法的予見可能性が備わっていない状況であることをも示す。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

昨今の賑やかな電子的決済の普及拡大に比べて社会制度の基盤固めが遅いのは、決済とか貨幣というものの本質が、日々それを利用し生活しながらも結局はブラックボックスだからなのかもしれない。もちろん、貨幣の定義を考えることは「科学的必然性をもったものというよりは、むしろ半ば趣味の問題(注 14)」という批判もある。法的あるいは学術的に定められるものではないからである。

貨幣に関係する法律は新貨幣法や紙幣類似証券取締法を始め多岐に渡るものの、法律上の用語としての貨幣等と、経済学等で言われるところの貨幣とは必ずしも一致せず多様である。そこに日比谷公園に展示されている南太平洋ヤップ島（現ミクロネシア連邦）で使われていた巨大な石の貨幣などを並べようものなら、困惑は広がる。

その貨幣が物理的な実体さえ失いデータとか暗号資産といった微妙なニュアンスの言葉で表されるようになり、その交換で決済されるとなると、貨幣とは何か、ましてや決済とは何か良くわからなくなる。

一見して堅固に見える社会の基盤が、実はかなり不確かなものの上に成立しているという状況は解放感とともに不安も呼ぶ。

6 電子的決済の活用による金融包摂および地域金融機関への影響

電子的決済の活用による利点は様々に語られてきた。

特に、所得水準が低くとも低コストの送金サービスを享受できるなど仮想通貨は貧困対策に貢献し、金融包摂（Financial Inclusion）(注 15)の推進に有用である。それは、マイクロファイナンス（小規模金融）でも埋められないでいた金融の恩恵を、伝統的な銀行システムにアクセスできていなかったunbanked層(注 16)にも広く行き渡らせることで、経済活動の機会を拡大し、リスクを低減し、経済全体を活性化するとともに、社会厚生を向上させる。そうした利便性は電子マネー等においても同様の期待が可能であり、店舗やCD/ATMのネットワークのような大規模な金融インフラを持たない開発途上の国々において普及が先行する理由ともされる。

日本では海外で顕著な unbanked 層の問題は小さい。相対的には地域格差や高齢者世代の IT リテラシー格差の問題の方が大きく、地域に細かく店舗網を持ち日常的に接点を保つ郵便局や地域金融機関が地域社会の人口減少や高齢化の問題を緩和してきた側面はある。地域の人口減少が更に進行しても、地域社会での金融機能の享受を包摂的に維持するうえで、電子的決済は重要な手段や経路になり得るかもしれない。

しかし一方で、銀行等の既存の金融機関にとっては大きな環境変化である。

仮想通貨やCBDCは、通貨主権(通貨高権)を含む金融秩序を揺るがす危険と表裏にある。発行主体がなく流通量の調節も不能な仮想通貨等が主流となれば、金融経済を制御する舵を失うかもしれない(注 17)。

また、仮想通貨やCBDCの場合は、預金から急速かつ大規模な資金流出が起こり得る。「デジタル取り付け騒ぎ」のようなこと念頭に置けば金融機関経営は深刻な危険に晒されるかもしれない。地域金融機関の預金が流出すれば、信用創造を通じた地域経済への恵沢を減じるとともに、持続可能性が懸念されつつも地域金融機関のビジネスモデルであり続けた、預金の受入と運用、各種手数料収入に依る収益構造の動揺に繋がる。地域社会に密着したリレーションシップバンキングを主戦場とする地域金融機関

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

は、優位性の相当部分を失いかねない。

電子マネーの場合は全体での銀行預金の減少は考え難い。しかし、地域金融機関と大規模で全国的な金融機関とで機能の差異は大きくはない。大規模な金融機関の方が電子的決済機能に関わるコンテンツの構築能力は優れている可能性もある。地域金融機関は、地域社会に立地しつ預金量や事業拡大の機会を持てるが、当然に逆もある。対策の猶予は、リレーションシップに優位性が残る、IT リテラシーのある世代が高齢者になるまでの期間に限られている。

電子的決済の普及の流れが世界的に止まらない、あるいは加速すれば、金融機関の収益構造を覆し、生き残りをかけた合従連衡、経営統合や提携による規模拡大や専門特化、IT に関わる経営資源の共同運用、他業態の参入や他業態との連携、既存金融機関の退出等々も含め金融の産業組織を大きく変化させるかもしれない。電子的決済の普及が急速であれば、地域金融機関はこれからの存続の基盤をどこに求めるのか回答を迫られることになる。

7 おわりに

本稿では、電子的決済と社会制度の基盤の状況の一端を展望した。

状況は変化しており、これからの行方によっては電子的決済の普及はいわゆる貨幣の流通速度の上昇による経済的取引効率の向上や、かつてシルビオ・ゲゼルが唱えた「減価するマネー」(注 18)の有効な機能発揮を実現するかもしれない。期待ほどは機能してこなかった地域通貨を法貨の外側で電子的に実現して地域独自の地域振興の有効な手段を提供するかもしれない(注 19)。金融政策の手段も新たな経路が加わるかもしれない。それらが、経済学や金融政策、社会科学が前提としていた世界の見え方に影響を及ぼす可能性はある。

法制度など社会制度の基盤の検討は、政府の関係機関や各種審議会等、日本銀行、法曹関係者、学術など各方面で積み重ねられてはいるがまだ途上である。自動運転の自動車技術が進歩しても、運用にかかる法制度の基盤がなければ制約なく公道を走ることはできない。電子的決済も現時点ではリスクを抱えて走り始めた状況にある。

言葉と貨幣については類似性が指摘されてきた。言葉を国語と言い換えるならば、人はある特定の貨幣による祖国に住んでいるともイメージできる(注 20)。その祖国とはとりあえず通貨圏であり卑近なところでは国だろう。その貨幣による祖国の決済制度、そして現代の電子的決済を主として制度面から支える法制度は、積み重ねられる判例や新たな立法等で維持し続けなければ、人は安住の住処を失う。

個人も、言葉がリアリティーを失えば平衡感覚を失い統合を失調する。法制度によって支えられた決済秩序が崩れれば、信用秩序も崩れハイパーインフレを生ずる形で経済社会全体が瓦解に向かう。

地域社会とその経済が一国の経済全体と一体でいられるのは、貨幣とその決済秩序を共有できているからである。決済秩序は、将来的には、既往の決済手段も電子的決済も横断的に整理されるべきかもしれないが過渡期はまだまだ続くだろう。

壮大な電子的決済の将来像が日々示されるが、その実現にあたっては、取扱業者の倒産時の消費者保護等、関係者の利用上のリスク軽減や保護に関わる制度が整えられ、最低限の法的予見可能性が得られた上での普及が望まれる。

(21.10.21 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

脚　注

(注1)　大蔵省（「電子マネー及び電子決済に関する懇談会（1996.7-97.5)」「電子マネー及び電子決済の環境整備向けた懇談会（97.10-98.55)」、通産省（「電子商取引環境整備研究会」「電子商取引実証推進協議会(ECOM)」、郵政省（「電子決済、電子現金とその利用環境に関する調査研究会」「高度情報通信社会に向けた環境整備に関する研究会」、法務省(「電子取引法制に関する研究会(96.7-98.3)」)、等々。

(注2)　カードやスマホなどのデバイス、オンライン性、発行主体や通貨単位、ブロックチェーン等の利用、等々のように分類の視点は様々にある。

(注3)　米ドル等の法定通貨と価格が連動するペッグ型のデジタル通貨をステーブルコインという。

(注4)　出資法２条１項「何人も業として預り金をしてはならない」

(注5)　「銀行法２条２項２号にいう「為替取引を行うこと」とは、顧客から、隔地者間で直接現金を輸送せずに資金を移動する仕組みを利用して資金を移動することを内容とする依頼を受けて、これを引き受けること、又はこれを引き受けて遂行することをいう。」最判 H13.3.12、刑集第 55 巻 2 号 97 頁

(注6)　[1] 森田宏樹(1997)は通貨媒体と手段の概念を基に金銭の一般理論の構築を試みて類型分析。[2]日銀金融研究所（1997)、[4]全銀協金融法委員会(2018)、[5]岡田仁志他(2015)、[6] 原謙一（2018)参照。

(注7)　金融庁国会提出法案（第 198 回国会)。改正法では、①「仮想通貨」から「暗号資産」への呼称の変更,②暗号資産カストディ業務に対する規制の追加、③暗号資産交換業の業務に関する規制の強化等、④電子記録移転権利の創設及びこれに対する規制の適用、⑤暗号資産デリバティブ取引に対する規制の創設、⑥暗号資産又は暗号資産デリバティブの取引に関する不公正な行為に関する規制の創設、⑦暗号資産の販売等に対する金販法（金融商品の販売等に関する法律）の適用、を骨子とした。

(注8) 中米エルサルバドルはビットコインを法定通貨とした(2021.9)。

(注9) 2014 年のマウントゴックス(Mt.Gox)社の破産事件(前掲[5]ｐ215-219)に関連し、利用者が破産管財人に対し、ビットコインの引渡し等を求めた訴訟。

(注10) やや古いが[7]牧瀬義博（1991）あるいは[8]古市峰子（1995）に網羅的な整理がある。

(注11) 支払手段として通用する効力を強制通用力と言う。強制通用力のある支払い手段による支払については、受取人はこれを拒むことはできない。

(注12) [9]中央銀行デジタル通貨に関する法律問題研究会(2020)。

(注13) 貨幣を人々が受け取ってくれること。誰に対しても使える性質のこと。どのような物とも交換できる性質を指す汎用性と並ぶ貨幣の重要な性格。

(注14)　Paul A.Samuelson, 1976, ECONOMICS, 10th.Edition, McGraw-Hill Book Company, New York,　(訳書)(1977)「サミュエルソン経済学（上）［原書第 10 版］」(都留重人・訳)、岩波書店,P458.「…貨幣供給Ｍの精密な定義は、科学的必然性をもったものというよりは、むしろ半ば趣味の問題であると言ったほうがよい。」

(注15) 社会的包摂からの派生用語。2005 年に国連で提起された定義では「すべての人々が、経済活動のチャンスを捉えるため、また経済的に不安定な状況を軽減するために必要とされる金融サービスにアクセスでき、またそれを利用できる状況」とする。

(注16)　「アンバンクト(unbanked)」「アンダーバンクト(underbanked)」。貧困等の理由で銀行口座を持たない(持てない)あるいはクレジットカードなど十分な金融サービスを享受できない社会的階層。

(注17) 7 か国財務大臣・中央銀行総裁声明（2021.6.5）は、デジタル・マネー及びデジタル・ペイメントのイノベーションは、大きな利益をもたらし得る一方、公共政策及び規制上の問題を引き起こす可能性もあると指摘している。

(注18)　シルビオ・ゲゼル「自然的経済秩序」(1916)。徐々に貨幣価値が下がる通貨。減価するので使わざるを得ず、貯蓄意欲の減退といった副作用はあるが、デフレ防止や消費喚起に効果があるとされる。

(注19)　例えば飛騨信用組合が 2017 年から運営する「さるぼぼコイン」(中部経済連合会「中経連」2018.5)。

(注20)　「私たちは、ある国に住むのではない。ある国語に住むのだ。祖国とは、国語だ。それ以外の何ものでもない。」。Cioran, 1987,　AVEUX ET　ANATHEMES　, Editions　Callimard,(訳書)(1994.12.24)「告白と呪詛」(出口裕弘・訳)、株式会社紀伊国屋書店

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じますに

参考文献

本文及び脚注記載以外

[1] 森田宏樹「電子マネーの法的構成―私法上の金銭の一般理論からの法的分析 (1)～(5)」NBL616号、617号、619号、622号、626号(1997)

[2] 「電子マネーの私法的側面に関する一考察」(日本銀行金融研究所「電子マネーに関する勉強会」報告書)金融研究第16巻第2号(1997)

[3] 中森他「バーチャルマネーの法務〔第二版〕-電子マネー・ポイント・仮想通貨を中心に-」(2018)民事法研究会

[4] 全銀協金融法委員会「仮想通貨の私法上の位置づけに関する論点整理」(2018)
http://www.flb.gr.jp/jdoc/publication55-j.pdf

[5] 岡田仁志他(2015)、「仮想通貨　技術・法律・制度」東洋経済新報社

[6] 原謙一「仮想通貨(暗号通貨)の法的性質決定及び法的処遇－ビットコインを中心として－」横浜法学 27 巻(2号) 79 - 156(2018), p79-p156

[7] 牧瀬義博(1991)、「通貨の法律原理」、信山社

[8] 古市峰子(1995)、「現金、金銭に関する法的一考察」、金融研究第14巻第4号、日本銀行金融研究所

[9] 中央銀行デジタル通貨に関する法律問題研究会(2020)「「中央銀行デジタル通貨に関する法律問題研究会」報告書」(金融研究第 39 巻第 2 号、2020 年 6 月)

[10] 鈴木智也「発行も視野、中央銀行デジタル通貨　昨年の振り返りと 2021 年以降の展望」NLI Research Institute REPORT February 2021

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

連載

金融機関の新潮流〈第 29 回〉

横浜中華街の発展に尽力する信用組合横浜華銀

古江　晋也

要旨

信用組合横浜華銀は 70 年にわたって横浜中華街の発展を支えてきた地域信用組合である。組合員の多くは中華街を職場としているが、なかには日本語によるコミュニケーションが不得手であることから、他の金融機関で金融サービスを受けることが難しい人々も少なくない。そこで同組合では、中国語を話す職員を配置し、ストレスなく金融サービスが受けられるように対応している。このことが安心感を高め、口コミで顧客が広がっている。また組合役職員は中華街のさまざまなイベントに積極的に参加するなど、地域との交流を深めることを重視しており、金融包摂の観点からも多くの示唆を我々に与えてくれる。

はじめに

神奈川県横浜市にある横浜中華街は 500 平方メートルの広さのなかに飲食店や雑貨店など 620 もの店舗が軒を連ねる日本最大かつ、世界最大級の規模を誇る中華街である。この横浜中華街の金融を 70 年にわたって支え続けてきたのが信用組合横浜華銀（2021 年 3 月末・預金残高 124 億円、貸出金残高 108 億円、常勤役職員数 15 人、1 店舗）である。

横浜中華街の発展と横浜華銀

戦後の日本の金融機関は法人融資に力を入れてきたことから小規模事業者、個人、外国人は資金を借り入れることが難しかった。そこで横浜の華僑の人々は無尽講を設立することで事業資金を賄った。しかし事業規模が拡大すると無尽講では対応することができなくなり、「信用組合国際興業合作社」を 1952 年に設立した（54 年に信用組合横浜華銀と名称変更）。

当時の横浜中華街には、三つの刃物を意味する「三把刀（サンパータオ）」（飲食店、理髪店、洋服店）と呼ばれる職業を営む人々に加え、貿易商、家具店を営む人々がおり、華僑の人々の生活空間でもあった。ただ通りのなかには、米兵や船員向けの「外人バー」もあり、今日のように家族連れや気の合う仲間で気軽に中華料理を堪能したり、まんじゅうやスイーツを「食べ歩き」したりといった雰囲気ではなかった。

ベトナム戦争が終結した 70 年代半ば頃になると「外人バー」が姿を消し、中華料理店が増加するようになった。70 年代後半には、烏龍茶の一種の鉄観音が「美容と健康によい」と言われたことから、多くの人々が鉄観音を求めて横浜中華街を訪れるようになった。そして 80 年代になると本場の中華料理を味わうことがで

写真1　信用組合横浜華銀本店

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

写真2　預金カウンター

写真3　融資カウンター

写真4　横浜中華街の街並み

写真5　四代目関帝廟

きる横浜中華街は、横浜屈指の観光スポットとなった。

一方、華僑の人々の母国である中国では国民党と共産党が対立したが、その対立が中華街の人々にももたらされた。特に日中国交正常化が実現（72 年）した時期は対立が激しくなり、台湾を母国とした華僑の人々のなかには、日本に帰化する人々も増加した。そこで横浜華銀では 73 年に組合員資格を中国人から「中国人（元中国人を含む）」へと変更し、日本に帰化した人々も組合を利用できるようにした（19 年 8 月には組合員資格を「地区内に転居することが確実と見込まれる者を組合員となることを妨げない」に拡大）。

華僑の人々の政治的な対立は、横浜華銀にももたらされたが、当時の組合役員は「金融ビジネスに色はない」「組合は『無色』である」という方針を打ち立てた。このスタンスが多くの組合員の安心感を高めることになり、華僑社会からも共感を得ることとなった。

また 80 年代半ばから 90 年代初めに理事長を務めた林清文氏は、福建省や広東省など出身地に関係なく、すべての組合員が「中立・公平」に金融サービスを受けることを改めて徹底し、横浜華銀が横浜中華街の発展に集中できる体制を確立した。

林氏はその後、横浜中華街発展会協同組合の理事長に就任するなど、横浜中華街のブランド力を高めることに貢献。三代目関帝廟が 86 年に火災で焼失した際には、その再建に尽力した中心人物である（四代目関帝廟は 90 年に再建され、祝賀行事が行われた）。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

信組業界トップクラスの預貸率

横浜華銀は、組合員の多くが横浜中華街を職場としており、コンビニエンスストアに設置されている ATM よりも身近な金融機関である。しかし渉外担当者は、定期積金の集金業務などをメインに取引先のもとを一日 30 軒ほど訪問している。近年の横浜中華街は、中華料理店を経営してきた世代が引退すると、後継者はその事業を継がず、店舗を他の人々に賃貸する不動産業へと業種転換することが多くなった。そのため横浜華銀では集金業務を通じて地域情報を把握し、組合員のさまざまな相談に対応できるようにしている。

ただ 2010 年代初め頃からは、横浜中華街にも金利競争の波が押し寄せるようになった。組合員のなかには、「華銀に育ててもらった。これからも華銀のお世話になりたい」という事業者がいる一方、世代交代が進行すると金利を重視する者も増えるようになった。

加えて、横浜中華街では 80 年代に中国本土から来日した「ニューカマー」(新華僑)や 2000 年代頃に来日した「新々華僑」の人々が増加しており、店舗を構えるなど自身の夢に向かって懸命に働き、経済的な余裕ができると中古マンションなどを購入する。

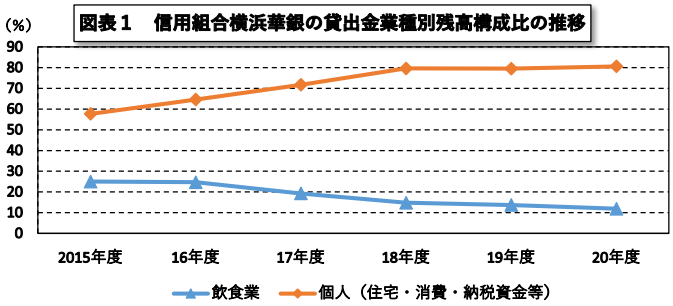
写真6　左から善如寺総務部長、越山総務部課長、李理事長、鈴木総務部主任、王融資部課長

写真7　善隣門

ただ、新華僑や新々華僑は在留資格の面や日本語によるコミュニケーションが不得手であることから、他の金融機関で金融サービスを受けることが難しい。そこで横浜華銀では中国語を話す職員を配置し、振込一件からでも中国語で対応できる。

王文鋒融資部課長によると、文化の違いから「必要書類はどこでもらえるのか」「どのように区役所で申し込めばよいのか」ということがわからない相談者もいるという。そこで横浜華銀の職員はどのような些細なこと

図表１　信用組合横浜華銀の貸出金業種別残高構成比の推移



（出所）信用組合横浜華銀のディスクロージャー誌

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

でも相談にのり、「どうすれば融資ができるか」に心を砕く。このことが「華銀に相談すれば安心だ」「華銀に相談すると間違いない」という安心感を高めることとなり、口コミで利用者が広がった。

図表 1 は横浜華銀の貸出金業種別残高構成比の推移である。2010 年代初めは飲食業の割合が高かったが、近年では個人ローン（主に住宅ローン）の割合が 8 割を占めている。また 21 年 3 月期の預貸率（期末）は 87.39%と信用組合業界でもトップクラスを誇っていることは注目される（図表 2、預証率はゼロ）。

「地域に信頼されることが存在意義」

2020 年 1 月中旬以降、新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）の感染者が拡大し、飲食店は大きな影響を受けるようになった。横浜中華街も例外ではなく、外出自粛要請や度重なる緊急事態宣言の発令などを受け、厳しい状況が続いている。ただ新型コロナウイルス感染症拡大防止協力金、月次支援金、雇用調整助成金などがあることもあり、横浜華銀の取引先は、現時点では大きな影響を免れている。

横浜華銀はこれまで「つながりのある取引先で返済の意志のある人は、潰さない」というスタンスで金融支援を行ってきた。今後の新型コロナの感染拡大の動向や政府の将来の対応など先行きを見通せないこともあるが、理事長の李肇臻氏は「地域に信頼される金融機関であり続けることが華銀の存在意義」であると話す。

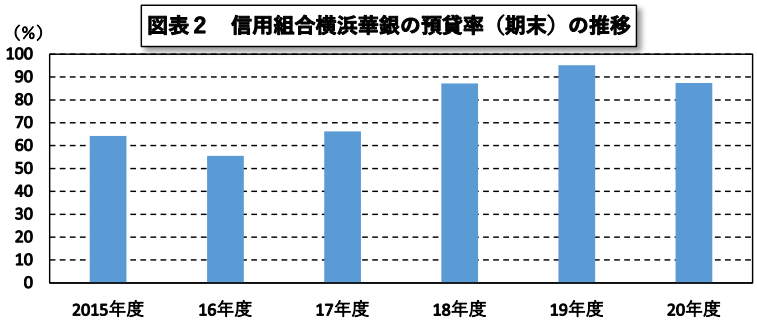
おわりに

以上、70 年にわたって横浜中華街とともに歩んできた信用組合横浜華銀の取組みをまとめてみた。

前述したように同組合は、横浜中華街の発展と平仄をそろえ、飲食店経営者の事業や中華街で働く人々の生活を金融面から支えてきた。また金融サービスの提供以外にも、横浜中華街発展会協同組合や横浜中華街街づくり団体連合協議会に加入し、関帝廟のお祭りの手伝いなどさまざまな行事に役職員が積極的に参加してきた。なかでも総務部長の善如寺秀幸氏は、横浜中華街発展会協同組合が主催する「横浜中華街コンシェルジュ」の認定を受け、地域の活性化に日々汗をかく。

このように横浜華銀の経営は、地域金融機関の存在意義とは何かを、我々に改めて問い直すとともに、積極的な金融包摂の取組みという観点からも注目され、「ウィズコロナ、アフターコロナ」時代に増加するであろうと考えられる在留外国人にいかに地域金融機関が対応していくかについても我々に大きな示唆を与えてくれる。

図表２　信用組合横浜華銀の預貸率（期末）の推移



（出所）信用組合横浜華銀のディスクロージャー誌

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

海外の話題

オランダからみる新しい消費スタイル

Norinchukin Bank Europe N.V. President & CEO　安武　篤

農林中央金庫は欧州における商業銀行業務の拡充を目的に欧州子銀行「Norinchukin Bank Europe N.V.」をオランダに設立、2020 年より業務を開始している。オランダは九州と同程度の国土に約 1,700 万人が暮らし成熟した民主主義が根付いている。欧州最大規模の港湾と空港を持つ欧州ビジネスの窓口であり、率直・寛容・多様性を尊重する社会は国際ビジネスとの親和性も高く、欧州統括拠点等在蘭日本商工会議所の会員数も 350 社を超え増加傾向にある。

また、オランダは先進的な農業国で、1,000 キロ以内に 2 億 4,400 万人の EU 圏を中心とした消費者人口を抱える有利な立地もあり、食品輸出では世界 2 位の規模にある。オランダの農業においては、欧州を代表する食農研究機関であるワーヘニンゲン大学を中核にしたフードバレー等活発な産学官連携が行われており、高い技術を背景に温室等を活用した効率的な農業や、精密農業、培養肉、ロボット・AI 等新たなフードテックへの取組みも進められている。

一方、足元注目されつつあるのが、グローバルな動向の先駆けとしてのオランダの消費スタイルである。2021 年 3 月新型コロナ禍でのロックダウンのもと下院総選挙が行われたが、投票率は 82% と高い水準が維持されており、自立した市民社会の歴史を反映した「自分の行動は責任もって自分で決める」文化がある。質素・倹約を尊重しつつも積極的な寄付活動でも知られており、複数の有力な環境 NGO がオランダに本部を持っている。近年気候変動等環境問題に対する意識が広く高まる中、オランダの消費者が生活に関わる多くの局面で「環境」も軸の一つとした消費スタイルをとっていることが、政府統計（CBS）等から明らかになっている。直近 2020 年の調査によれば、住宅における環境設備（太陽光パネル等）、移動手段（航空機・鉄道・自動車・自転車等）、肉の消費、エネルギー転換、ライフスタイル等異なる分野で、環境への意識が大きく共通して影響している傾向がみられる。例えば、18 歳以上の 58% が自分の行動が気候変動に影響を与えると考えており、35% がほぼ毎日自転車を利用している。2005 年以降に建てられた住宅の半分には太陽光パネルがあり、過去 1 年で 35% が肉の消費を減らし、45% は準菜食主義者（肉の消費は週 4 日まで）となっている。近年注目を集める植物性代替肉にかかる別の調査（Smart Protein 2021）によれば、欧州主要 11 か国のうち、人口あたりの植物性代替肉の消費はオランダがトップであり、過去 2 年で売り上げが 50% 増加している。また、オランダにおける持続可能性ブランドインデックスにおいてトップに位置する「Tony's Chocolonely」は奴隷 / 児童労働を排除したフェアトレードチョコレートの生産を設立目的にしており、その理念とユニークな商品が評価され、15 ～ 20% の国内市場トップシェアを維持している。

こうした環境を軸とした消費スタイルは、オランダのみならずグローバルに新たなトレンドとして共通する可能性があり、新型コロナ禍における生活見直しにおいても強まっている。共感に基づくエシカル消費がどう深みを増していくのか、今後とも当地から注目していきたい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じますに

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

金融市場

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

2021年11月号　第32巻　第11号･通巻372号

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

印　刷　所　　（株）謄 栄 社