

# 金融市場

## 潮流

2022年はどんな年？ …… 1

## 情勢判断

国内経済金融

出遅れ挽回を図る国内景気

～オミクロン株と内外のインフレ動向に要警戒～ … 3

## 経済見通し

2021～22年度改訂経済見通し

(2次QE後の改訂) …… 13

## 情勢判断

米国経済金融

景気下振れリスクがやや高まった

～FRBはテーパリングのペースを加速～ … 17

中国経済金融

中央経済工作会議からみる22年の中国経済

～安定成長を最重視する政策の実施で5%台の成長へ～ … 25

## 分析レポート

2022年、転換期のユーロ圏経済

～コロナとの共生と気候変動対策が同時進行する下で～ … 31

## 海外の話題

日常生活と人々の心の中にある“インフレ期待” in NY … 35

# 2022.1

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>

## 2022 年はどんな年？

取締役会長 大竹 和彦

新年あけましておめでとうございます。今年も皆様のお役に立つ情報の発信につとめて参ります。どうぞよろしくお願いいたします。

昨年は1年を通して新型コロナウイルス一色の年だった。もともと収束するまでには相当の時間がかかるとの指摘がなされていたものの、やはり世界のあちこちで脅威が続いている状況は「パンデミック」というこれまでは縁遠い言葉を肌身に感じる1年となった。この間、日本では第1波から第5波まで山や谷を繰り返してきたし、第6波はかならず来るとも言われている。幸い現時点（この原稿を書いている12月7日現在）ではこの波は発生していない。

夏のオリンピックのころあれほど多かった東京の新規感染者数が、このところ1桁・2桁まで減少しているのはなぜだろうか。専門家とされている人たちから納得できる説明を聞いたことがない。大勢の人がワクチンを接種したから、手洗い・マスク・うがいなどの対策がなされているからなどと言われているものの、海外の例を見るにつけ本当の理由は専門家ですらわからないのではないかと。急激に減少したことが説明できれば、拡大を阻止するための対策が立てられそうなものだが、そこは素人の浅はかな考えなのかもしれない。

さて、2022年はどんな年になるだろうか。実は今年が1945年第二次世界大戦敗戦から77年、さらにそこから77年前の1868年に明治維新が始まった。天と地がひっくり返るような大改革が始まった年が過去77年の周期でやってきたことからすると今年が次の大転換点のスタートになる年だ。ややこじつけだが、大きな変革の萌芽はすでに出てきている。そのうち3点について考えてみる。

まず第一に、地球温暖化や気候変動リスクへの対応である。昨年IPCC（気候変動に関する政府間パネル）は、世界の気温が産業革命前と比較し向こう20年で1.5度上昇するとの予測を公表、しかもこれは2018年の想定より10年も早まっており、世界各国の脱炭素化への取組み強化を声高に訴えた。その後開かれたCOP26（国連気候変動枠組条約第26回締約国会議）では、温室効果ガス排出量削減目標などは先進国と新興国との思惑の違いもあり合意には至っていないものの、メタン排出量の削減や森林破壊防止の取組みなど一定の合意を得た。毎年のように世界中で発生する異常気象や自然災害は、人類にとってものを言わぬ最大のステークホルダー「地球」の叫びであり、脱炭素化は待たない。

この分野における金融機関としての取組みについても様々な形での役割発揮が求められてくる。2021年金融庁金融行政方針には、「サステナブル・ファイナンスの推進」の一項目として「金融機関の投融資先支援と気候変動リスク管理」が書かれており、モニタリング上の目線を盛り込んだガイドラインの策定や共通シナリオに基づくシナリオ分析の試行的実施がうたわれている。企業における気候変動開示の充実や「グリーン国際金融センター」の実現に向けた環境整備の進展などにも触れられており、サステナブルな社会の実現に金融機関としてどう向き合っていくか問われる1年になりそうだ。

第二は、デジタル化の進展である。この1年以上金融機関の窓口を訪れたことがない。かといって金融取引をしていないわけではない。ほとんどの取引がPCやスマホでできてしまうからわざわざ窓口に行く必要がない。コロナ禍で人と人の接触が制限される中、非接触の動きが加速化し、買い物はインターネット・EC（イー・コマース）、支払いはキャッシュレスでクレジットカード・電子マネーという流れが一気に進んだ。特に注目されるのは銀行免許を持たない資金移動業者の進出が著しいことだ。

金融機関の店舗・窓口に行くことの意味は何か。住宅ローンの相談や相続手続きといった一生の

うち頻繁には起きないイベントの時だけ訪れるのであれば、そのあり方を抜本的に見直さなければならぬ。例えば、JAバンクの全組合員にタブレットを貸与してはどうか。発想を転換し店舗に来ていただくのではなく店舗が組合員宅に行くのだ。どうしても機械が苦手な人や借入れなど込み入った相談には渉外担当者が丁寧に対応すればよい。店舗の維持コストとの比較だけでなく、どちらが顧客本位のサービスとして受け入れられるか、検討に値すると思う。

FinTechが金融機関を破壊すると言われて時間がたつが、ブロックチェーンやAIなどの革新的技術を取り入れた新しいビジネスがどんどん出てくる日進月歩の世界が展開されている。遅れていたグローバル決済についても、デジタル技術の飛躍的進展によりグローバルステーブルコインや各国中央銀行のデジタル通貨(CBDC)の議論が進んでいきそうだ。いずれにしても、資金決済＝金融機関という等式が成り立たなくなったことをより強く実感する1年になるだろう。

第三は、多様な働き方の広まりである。以前から働き方改革の必要性が叫ばれていたが、コロナ禍で一番大きく変わった(変わらざるを得なかった)のは働き方であろう。かつて職場は、同じ場所に集まり同時に仕事をする場所だった。英語のcompanyの語源はパンを食べるところであり、まさに同じ釜の飯を食べるところだった。コロナ禍はこれを否定してしまった。他の人との接触が命にかかわるとなれば、異なる場所・違う時間で仕事をするしかない。あらゆる組織が在宅勤務などのテレワークや時差出勤に切り替えていかざるを得なかった。これで仕事が回っているのだからよいではないかという意見がある一方、最低限必要なことは何とか出来ているがコミュニケーションがとれず高い生産性の維持が難しくなってしまったという見方もある。どちらも間違っているとは言えない。これからは、リアルとリモート・テレワークの併存が当たり前に進むであろう。クリエイティブで効率的な働き方を追求する手段は多種多様である。そうすると住む場所の選択肢も広がるし、副業も進む。昨年の新語・流行語大賞「リアル二刀流」は大谷選手だけではなく多くの働く人に当てはまるようになるだろう。働くことの価値や意義について議論が深まる1年になることは間違いない。

77年前や154年前のような大イベントはないものの、いずれも確実にしかも不可逆的に起こっている。気づいたら「ゆでガエル」になってしまっていた、ということにならないよう世の中の動きをしっかりとウオッチしていきたい。

コロナウイルスについてはまだまだ分からない部分も多い。12月はじめに現れた「オミクロン」株については現時点では感染力や毒性についてほとんど不明である。今後もこうした新種が次々に出てこよう(余計な心配だが、アルファから始まるギリシャ文字を使い切った後はどういう名前にするのだろうか…)

一方で、2年余りの世界各国のコロナとの闘いで、ワクチン接種や感染予防のあり方など、新型コロナウイルスへの対処の仕方、リスクコントロールの方法が経験則として蓄積されつつある。変異株に有効なワクチンの改良についても速やかな対応が可能となってきたようだ。コロナ前の状態に戻ることは考えられないが、人類の英知の結集により、新型コロナウイルスの感染を抑えながら経済社会活動を徐々に活発化する1年になっていくのではないか。やがては、従来のインフルエンザや風邪と同じようにパンデミックと大騒ぎしない流行ものに収斂していくであろう。そうした希望の持てる1年になることを切に願って2022年を「Withコロナ元年」と名付けたい。

最後に、昨年出版された小説を2つほど紹介したい。「黄金の稲とヘッジファンド」(波多野聖、角川文庫)、「錯覚の権力者たち一狙われた農協一」(稲田宗一郎、遊行社)。どちらもフィクションであるが、架空のモデルが誰かを想像しながら読むのも一興。前者は系統信用事業、後者は農協改革が舞台だ。

皆様にとって「Withコロナ元年」が有意義な1年になりますよう祈念申し上げます。

## 出遅れ挽回を図る国内景気

### ～オミクロン株と内外のインフレ動向に要警戒～

南 武志

#### 要旨

緊急事態宣言などが全て解除された 10 月以降、サービス消費は持ち直しの動きが本格化しつつあるほか、大幅減産を余儀なくされた自動車製造業も半導体不足や部品調達難が緩和されたため、生産水準が回復に向かい、輸出の増勢が再び強まった。そのため、10～12 月期にはプラス成長に戻るとみられる。オミクロン株など変異ウイルスへの警戒は今後とも続くと思われるが、GoTo キャンペーン再開や過去最大規模となった追加経済対策の効果も期待されることから、22 年入り後も景気回復が継続すると思われる。

なお、世界的にインフレ率が目標水準を上回って推移するなど、高インフレが当初の想定より長期化すると認識を改めつつあり、主要中央銀行では資産買い入れの漸次縮小など、政策正常化に向かい始めた。日本でも今後、物価上昇圧力が高まるとの見方が強まっているが、黒田総裁は粘り強く大規模な緩和策を継続する方針を改めて示している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2021年	2022年			
		12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.028	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0490	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
国債利回り	20年債 (%)	0.445	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65
	10年債 (%)	0.045	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.20
	5年債 (%)	-0.100	-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)	113.7	110～122	110～122	110～122	110～122
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.6	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)		28,545	29,500±3,000	30,500±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)

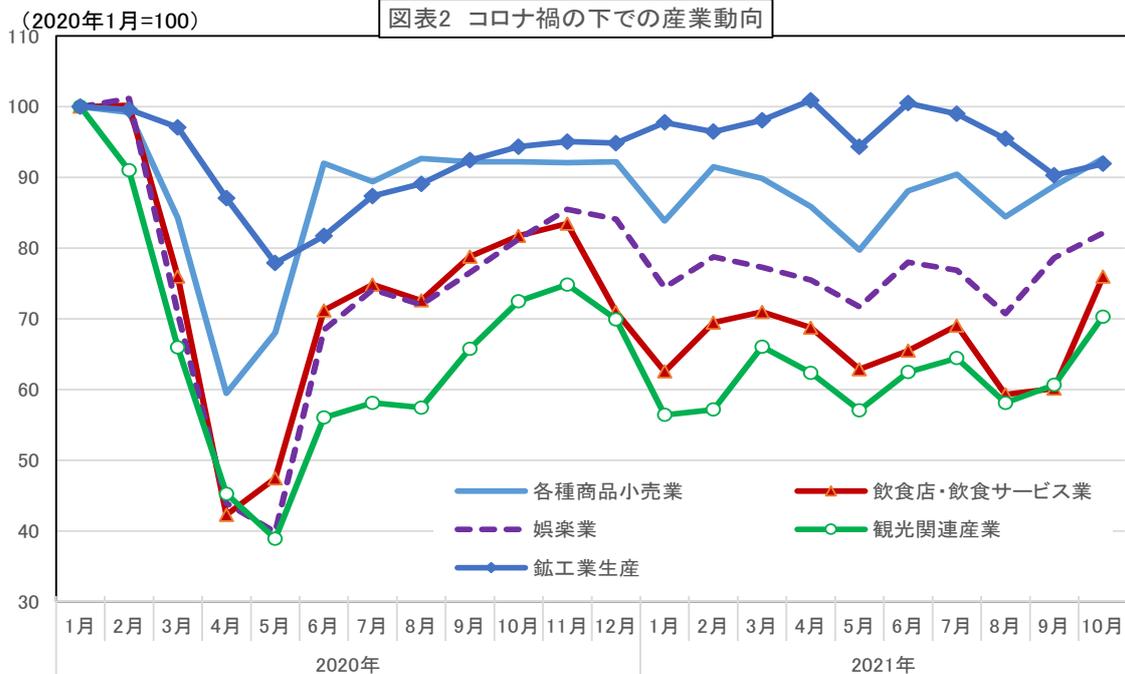
(注)実績は2021年12月17日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### コロナ禍からの持ち直しが遅れた日本経済

ワクチン接種の進展に伴って欧米主要国では行動規制が緩和され、21 年春以降、景気回復が本格化し始めた。一方、コロナ禍で傷んだ供給面の復旧がそれに追いつかなかったこともあり、インフレが加速してきた。これを受けて、米連邦準備制度 (Fed) など主要中央銀行ではコロナ対応で大規模緩和を継続してきた金融政策を正常化させつつある。

一方、国内経済は 20 年夏に開始した GoTo キャンペーンによって 20 年 10～12 月期にかけて成長率が一旦高まったものの、21 年入り後はコロナ感染がなかなか収束しなかったばかりか、五輪・パラリンピック開催という制約もあり、「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常態化していたことから、景気の停滞が続いた。7～9月期のGDP第2次速報で実質成長率は前期比年率▲3.6%へ下方修正された結果、過去3四半期の平均成長率が年率▲1.5%となるなど、景気出遅れは鮮明となっている。



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

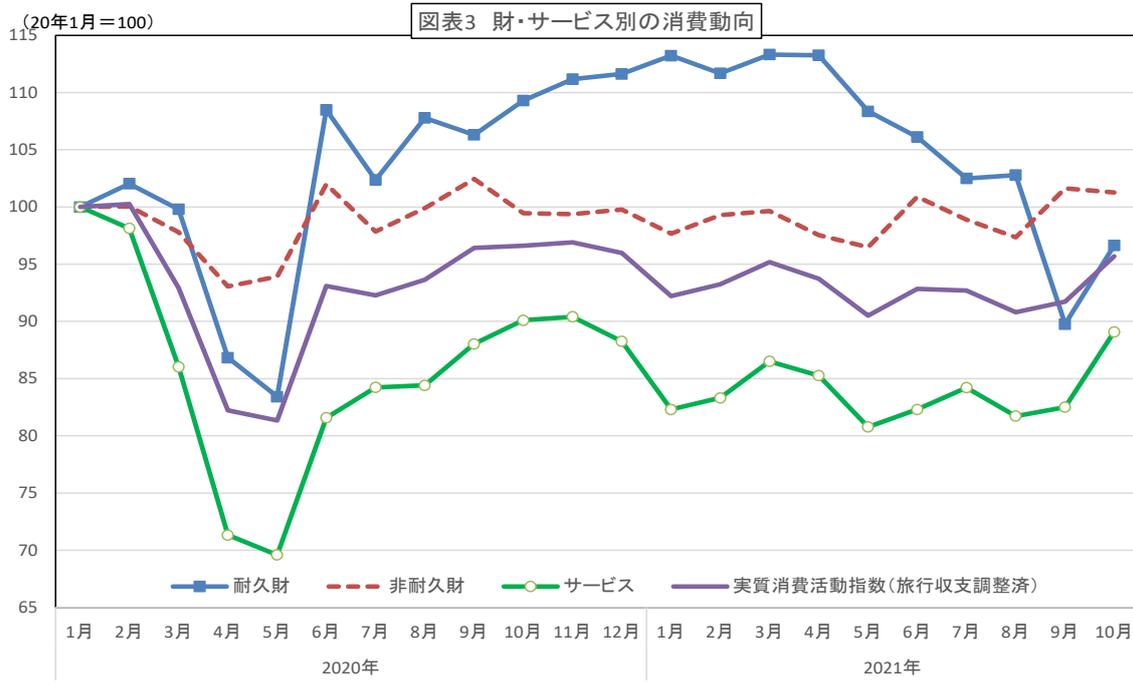
### 秋以降、国内景気は再び回復基調へ

一方、国内のコロナ感染が一気に収束したことで、9月末に行動制限措置が全て解除されたこともあり、経済活動の再開への期待から、企業（特に非製造業）・家計のマインドが好転している。日銀短観12月調査によると、代表的な大企業・製造業の業況判断DIは前回と変わらずであったが、同・非製造業では改善が進んだ（9月調査：2→12月調査：9）。また、11月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DI（方向性）は56.3と、前月から+0.8ポイントと3ヶ月連続の上昇で、判断基準となる50を2ヶ月連続で上回った。水準もアベノミクスによって景気回復期待が高まった13年11月に並んだ。さらに企業動向関連DIのうち、非製造業についてはコロナ禍からの持ち直し局面での最高を更新した。

実際、10月以降は停滞が続いたサービス消費などでの持ち直しが再開されている。10月の第3次産業活動指数は前月比1.5%と2ヶ月連続の上昇、このうち生活娯楽関連サービスは

同 10.3%で、指数全体の伸びを 0.85 ポイント押し上げた（より詳細にみると、宿泊が同 41.2%、飲食店・飲食サービス業が同 26.3%と、いずれも大幅上昇であり、しかも GoTo キャンペーンが実施されていた 20 年 11 月以来の水準まで戻っている）。

また、消費関連指標にも改善がみられた。10 月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行試算）は前月比 4.3%と 2 ヶ月連続の上昇で、21 年入り後で最も高水準となった。サービスに加え、自動車が含まれる耐久財も回復がみられた。

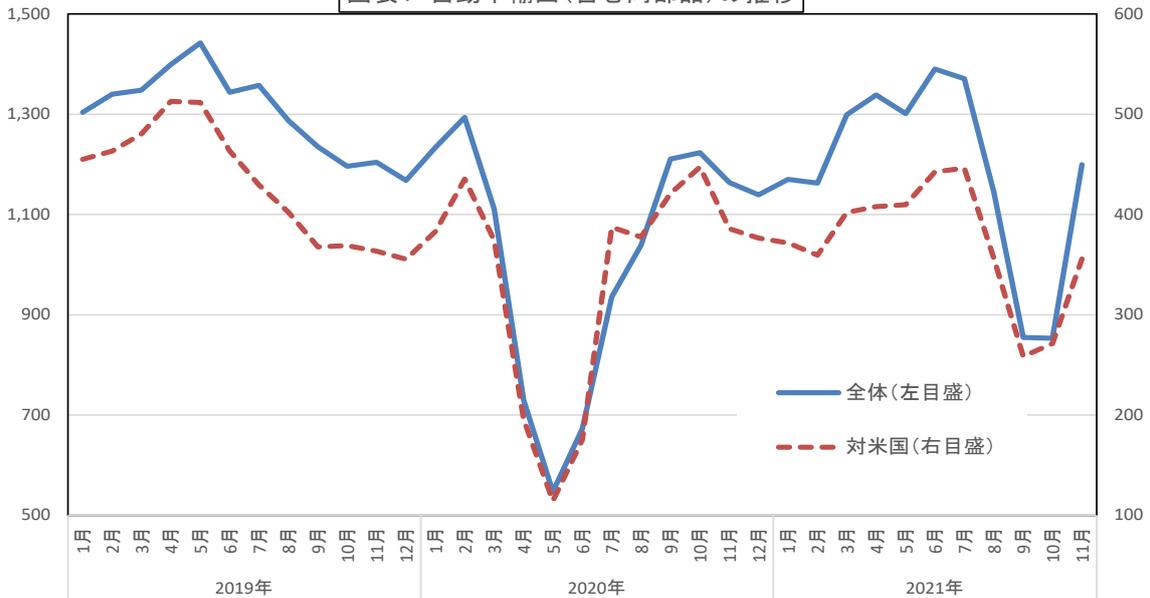


## 自動車生産も持ち直しへ

また、11月の貿易統計によれば、輸出額は前年比 20.5%と、再び増加幅が拡大した。大規模な部品調達難が生じた影響で大幅減産を余儀なくされた自動車生産が回復に向かっていることが主因として挙げられる。9、10月の自動車輸出は前年比 4割前後の減少だったが、11月は小幅ながらもプラスに転じた。こうした動きは、実質輸出指数が前月比 9.5%と 4ヶ月ぶり、かつ大幅な上昇となったことから確認できる。

また、11月の製造工業生産予測指数でも自動車など輸送機械工業では大幅増（前月比 35.8%）が見込まれており、21年半ばにかけて停滞した輸出・生産を再び押し上げることが期待されるが、半導体不足や東南アジアからの部品調達難は完全に解消したわけではないようで、生産ラインの復旧や挽回生産は 22 年入り後にずれ込む可能性が高い。

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。

**経済見通し：オミ  
クロン株への警戒  
など視界不良なが  
らも、景気回復は  
継続**

21 年末にかけて国内の新規感染者数や重症者は抑制された状態が保たれており、消費持ち直しは徐々に本格化しつつある。また、東南アジア諸国でのコロナ感染急拡大に伴って発生した供給面の混乱も解消に向かっており、輸出、企業設備投資なども増加が見込まれることから、足元 10~12 月期は再びプラス成長に転じるだろう。

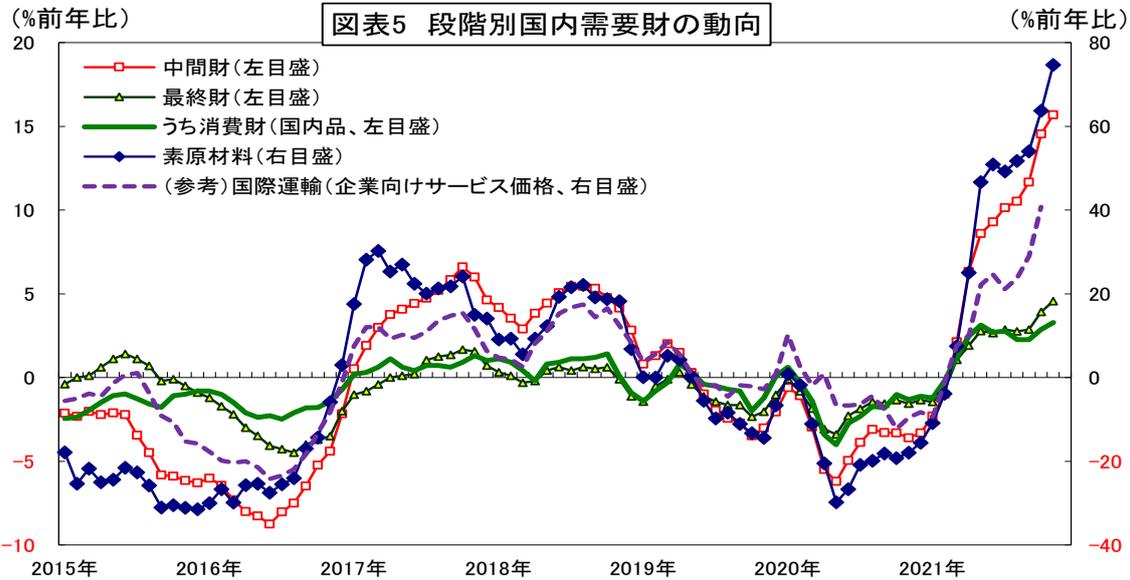
22 年入り後の経済動向は、警戒が高まっているオミクロン株の感染状況やそれに対する政府・国民などの反応にも左右されるが、基本的には GoTo キャンペーンの再開などで、サービス消費の回復が本格化することが見込まれる。大規模なコロナ対策を盛り込んだ財政政策も下支えするだろう。その結果、21 年度は 2.4% 成長、22 年度は 3.0% と予想するが、既に始まっている欧米主要国での金融政策の正常化のペースが早まれば、新興国経済の成長抑制や資金流出などにつながりかねないほか、世界貿易の改善ペースも緩慢なものにとどまる可能性がある(詳細は後掲レポート「2021~22 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)」を参照)。

**輸入インフレの波  
及**

一方、物価を取り巻く環境にも変化がみられる。欧米主要国で見られる「需要の急回復に供給体制の再整備が追い付かない」ことによる物価上昇圧力は相変わらず乏しいものの、国内にも輸入インフレが波及しつつある。11 月の輸入物価(企業物価指数ベース)は前年比 44.3% (円ベース) と約 41 年ぶりの

高い伸びとなった。契約通貨ベースでは同 35.7%の上昇であることから、上昇分の 2 割程度は円安の影響と推察される。また、足元では反落したとはいえ、12 月上旬にかけてバルチック海運指数が急騰したこともあり、国際貨物運輸も上昇圧力を高めている（10 月は同 40.7%、企業向けサービス価格指数ベース）。こうした状況の下、国内企業物価も同 9.0%、そのうち消費財についても同 5.0%と、いずれも 41 年ぶりの上昇率となった。

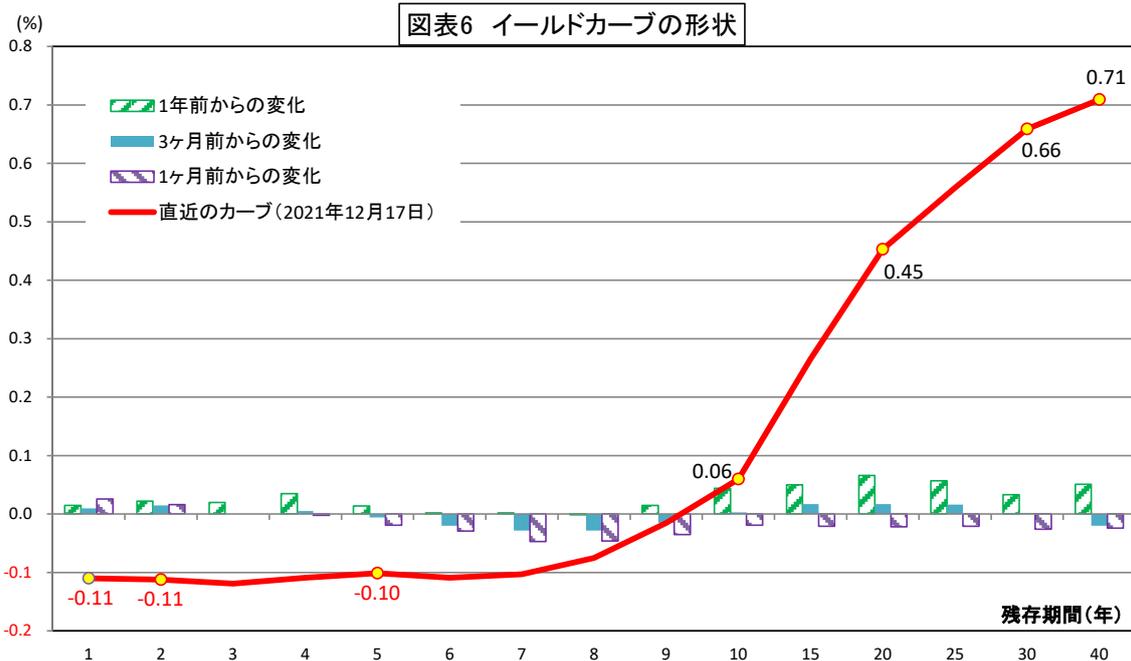
消費者物価への波及も始まっている。11 月の東京都区部消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア）は前年比 0.3%と依然としてゼロ近傍にとどまっているが、携帯電話通信料の大幅引き下げ（同▲53.6%、寄与度：▲1.13 ポイント）による影響が大きく、財に限れば同 2.2%へ加速した（10 月は同 1.2%）。



(資料)日本銀行

**物価見通し：徐々に高まるが、安定的な 2% 達成はまだ遠い**

物価の先行きについては、これまでのエネルギー高の影響がしばらく残るほか、携帯電話通信料による物価押下げ効果が 22 年 4 月以降は徐々に剥落するため、22 年度入り後には上昇率が大きく高まる可能性がある。とはいえ、日本人の習性からみて、欧米諸国のようにペントアップ需要が一気に顕在化してインフレが加速するような事態は想定しがたい。さらに、22 年春闘を前に、投入コスト高騰による収益圧迫懸念は強まっており、岸田首相が期待する「3%の賃上げ」実現の可能性は乏しく、消費者の値上げへの抵抗感も根強い。一時的に物価上昇率が高まる場面は想定されるが、安定的に 2%の物価目標の達成を見通せる状況にはない。



(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**

12月16～17日に開催された日本銀行・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」を粘り強く実施する一方、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムを22年4月以降に一部縮小することを決定した。具体的には、①新型コロナ対応金融支援特別オペについて、大企業向けや住宅ローンを中心とする民間債務担保分は22年3月末で終了する一方、中小企業等向けのプロパー融資分は22年9月まで期限を延長、②CP・社債等の買入れについても増額措置（残高上限：合計で約20兆円）は22年3月末で終了し、コロナ前の買入れ残高（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へ徐々に引き下げる、というものである。インフレ加速に直面する主要中央銀行でもコロナ対応で実施してきた大規模緩和策の縮小方針が決定されたが、それに平仄を合わせた格好といえる。

とはいえ、欧米諸国でのインフレが物価目標を上回っているのに対し、日本では依然として物価目標を下回っており、しかもそれを安定的に達成することが見通せないのが現状である。コロナ対応を縮小したとしても、本来の「政策正常化」を進められる状況にはない。黒田総裁も、日本の物価上昇率は2%にはまだ相当遠く、現在の大幅な金融緩和を粘り強く続けていくことはわが国の経済・物価にとって必要なことであるとの認識を示している。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

### 長期金利は再びゼロ近傍へ

### 長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

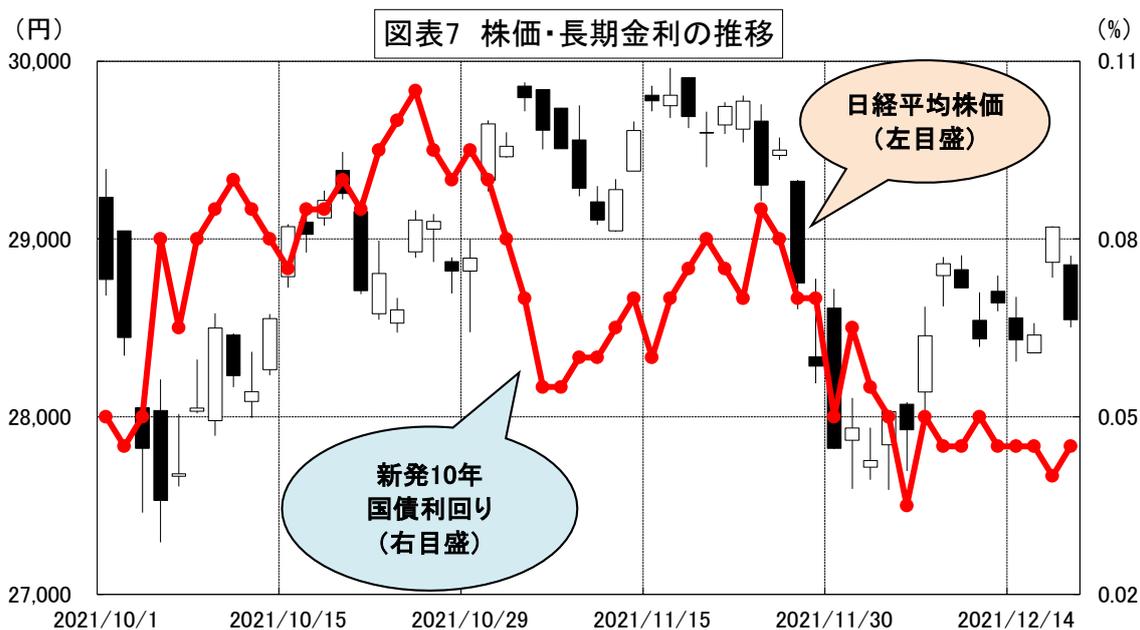
11月下旬以降、世界的に新型コロナウイルスの感染拡大が続く中、新たな変異ウイルス・オミクロン株への警戒が高まる半面、米国金融政策の正常化ペースの加速も意識されるなど、材料は多かったものの、マーケットは小動きに終始した。12月にかけて株価は上値の重い展開が続いたほか、長期金利はじり安での展開であった。為替レートも概ね横ばい圏での推移であった。

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。

#### 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）にも上昇圧力が強まった。さらに、3月の金融政策決定会合で予定された政策点検におい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ことから、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月上旬には感染「第5波」で国内景気の足踏みが長期化すると観測も加わり、一時0%に低下する場面もあった。9月中旬以降はテーパリング（緩和規模縮小）開始が意識された米長期金利の上昇につられて緩やかに上昇したものの、テーパリング開始を決定した米連邦準備制度が早期利上げに慎重な姿勢を示すと、上昇圧力は緩和した。12月にかけては0.04~0.05%を中心レンジとするボックス圏での展開に終始した。

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。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

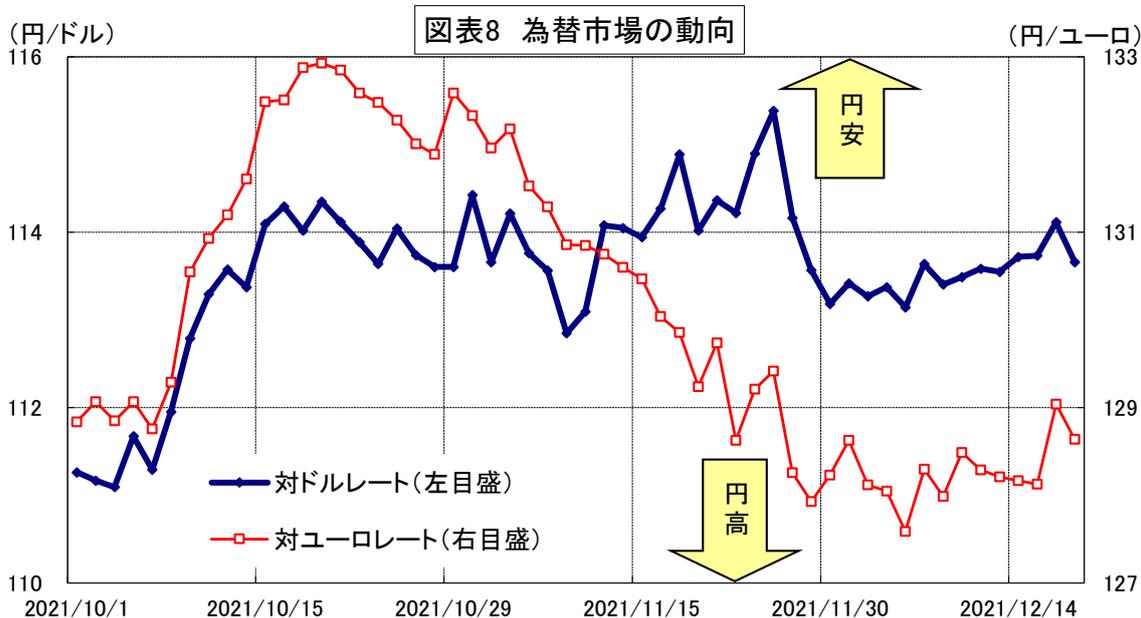
## 株価は底堅く推移へ

### ② 株式市場

21年夏場にかけて、インフレが加速し始めた米国で金融政策正常化が意識されたほか、「第5波」による国内景気の出遅れ継続、さらには菅首相の支持率低下によって政局リスクも加わり、8月20日に日経平均株価は一時27,000円を割り込み、年初来安値を更新した。しかし、菅首相が退陣表明をした後、新内閣の経済政策への期待感からバブル崩壊後の最高値を更新(30,795円)するなど、日経平均株価は値動きが激しい展開となった。9月下旬にかけては、海外要因に加え、新たに発足した岸田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落したものの、10月中旬以降は持ち直しに転じた。10月末の総選挙では自公両党が善戦したが、追加経済対策の中身への失望もあつてか、過去最大規模となった割に株価はほとんど反応しなかった。その後も、オミクロン株への警戒や12月第3週に相次いで開催された主要国中央銀行の金融政策会合を前に様子見姿勢が強まり、動意に乏しい展開が続いた。

先行きは、引き続き、米国のインフレ動向や利上げ開始時期を巡る思惑に影響を受けやすいと思われるが、過剰流動性の回収(QT)開始までには相当の時間を要するほか、主要国で散見される供給面の混乱も解消に向かっていくと期待される。そのため、内外経済の持ち直し基調は継続すると見込まれ、株価はいずれ底堅く推移していくと予想する。ただし、急ピッチでの

金融政策正常化は新興国経済への負担（ドル高による資本流出や債務膨張）も大きい点にも留意する必要があるだろう。



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

**ドル円レートは  
113円台でもみ合  
い**

**ユーロ安が一服**

### ③ 外国為替市場

21年は1ドル=102円台でスタートしたドル円レートであったが、年内は基本的に円安基調での推移となった。背景には、米国の大規模な財政政策によって景気回復や金利上昇観測が高まったこと、さらに米国内でのインフレ昂進によって金融政策の正常化への思惑が高まったことが挙げられる。10月中旬以降、米国長期金利の動向を横目に見ながらドル円レートは114円前後で推移したが、バイデン米大統領がパウエルFRB議長を再任する方針を発表した直後に米国の早期利上げが意識され、一時115円台と4年8ヶ月ぶりの円安水準となった。その後、オミクロン株流行への警戒からリスクオフに転じ、一旦、円高方向に戻ったが、12月にかけては113円台でもみ合いつつも、緩やかに円安気味の推移となった。

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、引き続き円安ドル高気味の展開になりやすいと思われる。

一方、10月中旬以降、対ユーロレートは円高方向に向かったが、12月入り後は概ね1ユーロ=128円前後での展開が続いた。欧州では新型コロナの感染再拡大が続いているが、インフレ上昇に直面する欧州中央銀行（ECB）はコロナ対応で実施してき

た資産買入れ（PEPP）を 22 年 3 月で終了することを決定するなど、正常化に向けた準備を整えつつある。とはいえ、ラガルド ECB 総裁は 22 年内の利上げはあり得ないとの認識を示したほか、PEPP 終了後も従来からの資産購入プログラム（APP、原則として月 200 億ユーロ（22 年 4～9 月は移行措置に伴い増額））は残ることから、日銀と同様、「マイナス金利+量的緩和」の枠組みはしばらく継続されるとみられる。そのため、金融政策という観点からは対ユーロレートには明確な方向性は出にくいものと思われる。

(21. 12. 19 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)

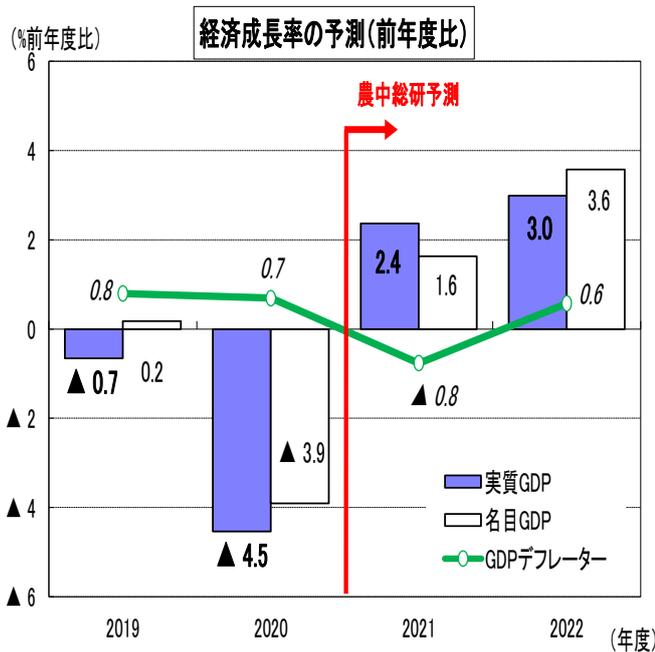
～2021年度:2.4%成長(下方修正※)、22年度:3.0%成長(据え置き※)～

※21年11月時点の当総研見通し(21年度:2.5%、22年度:3.0%)との比較

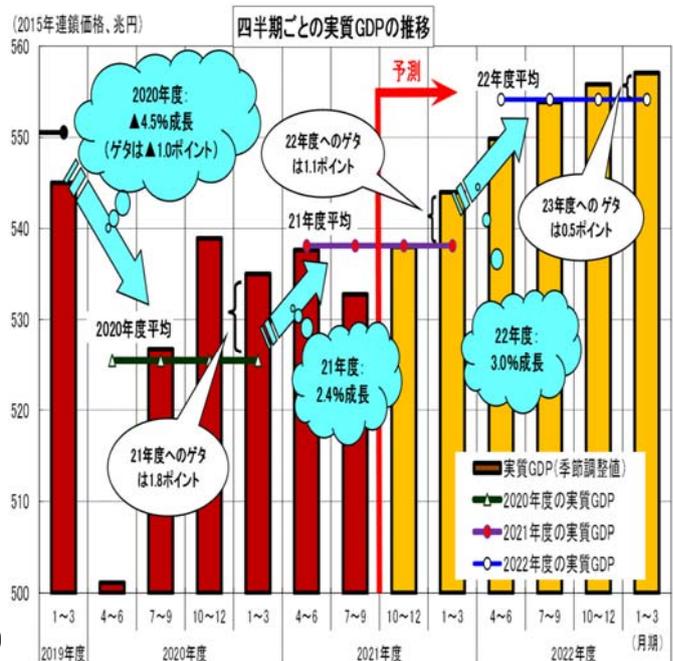
2021年12月8日

お問い合わせ先:(株)農林中金総合研究所  
03-6362-7758(調査第二部 南)

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



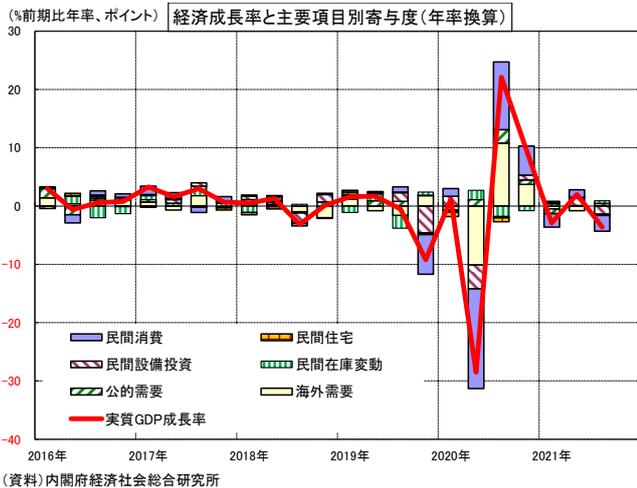
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2021年7～9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7～9月期の実質GDPは下方修正
  - 7～9月期の法人企業統計季報などが反映された2次QEで、実質GDP成長率は前期比年率▲3.6%(1次QE:同▲3.0%)へ下方修正、2四半期ぶりのマイナス成長
    - 民間住宅投資、民間企業投資、輸出等、輸入等は上方修正、民間消費、民間在庫変動、政府消費、公共投資は下方修正
    - 名目GDPも前期比年率▲4.1%(1次QE:同▲2.5%)へ、GDPデフレーターも前年比▲1.2%(1次QE:同▲1.1%)へと、ともに下方修正
- 20年度の年次改訂により、20年度の成長率は▲4.5%へ下方修正(ピークも19年4～6月期に修正)されたほか、足元のGDP水準も2兆円ほど引き下げられた

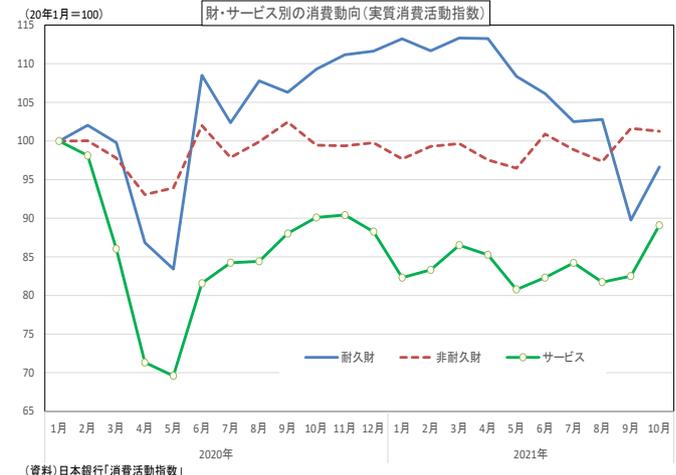
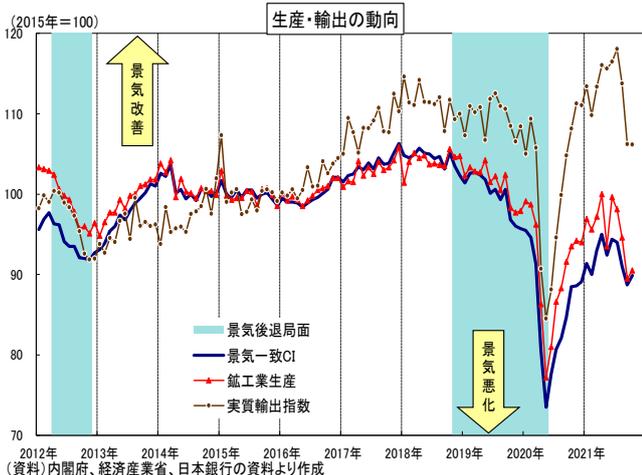


農林中金総合研究所

3

# 2 前回見通し発表後の経済指標の動き

- 景気の踊り場 ～感染収束で先行き期待が高まる～
  - 10月の景気動向指数のCI一致指数は4ヶ月ぶりの上昇に転じたが、それに基づく景気の基調判断は2ヶ月連続の「足踏み」
  - 感染「第5波」が一気に収束し、緊急事態宣言など行動制限が解除されたことで、停滞していたサービス消費が持ち直してきたが、そのペースは緩やか
    - 一方、消費者マインドは大きく改善、コロナ前の水準を回復
  - 半導体不足や東南アジアからの部品調達難が解消方向に向かったことから、夏場にかけて大きく減少した自動車生産にも回復が見られる
  - 10月の消費者物価(生鮮食品を除く、以下コア)は前年比上昇率は小幅プラス(2ヶ月連続)
    - エネルギー価格が上昇傾向を強めているが、携帯電話通話料の大幅引き下げがそれを相殺

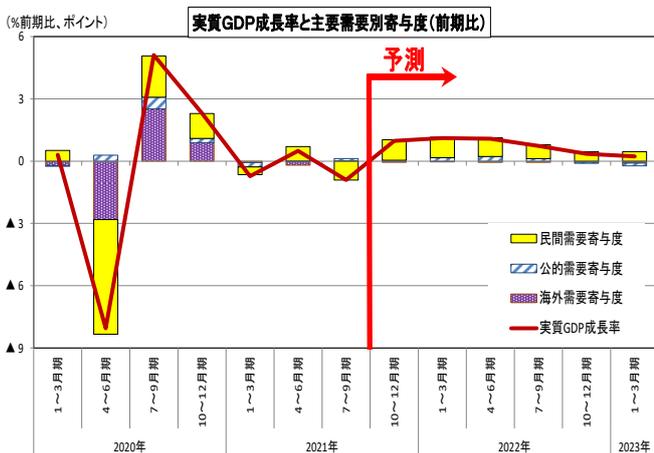


農林中金総合研究所

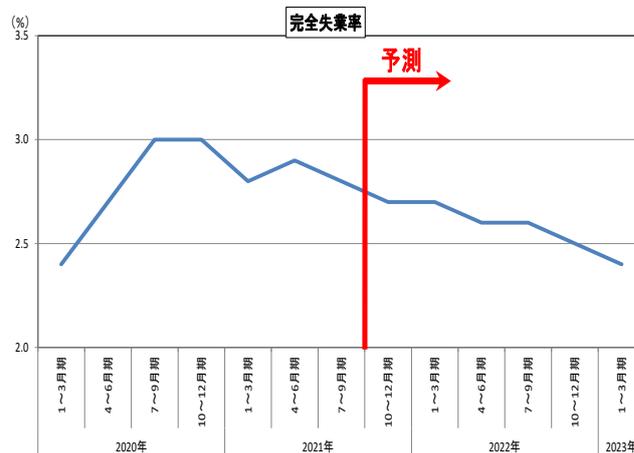
4

### 3 日本経済・物価の見通し

- 経済見通し ～2021年度は2.4%成長(前回から下方修正)、22年度は3.0%(同じく据え置き)と予測～
  - － 足元10～12月期は、緊急事態宣言など行動制限措置の全面解除によってサービス消費の持ち直しが見込まれるほか、供給面の混乱が緩和することで自動車生産も回復し、輸出を再び牽引するとみられることから、2四半期ぶりのプラス成長と予想(前期比年率で4.0%成長)
  - － 最近新たな変異ウイルス(オミクロン株)に世界的流行の兆しがみられるが、感染予防対策の徹底や3回目のワクチン接種開始もあり、社会経済活動の回復を阻害するには至らないとの想定の下、22年入り後はGoToキャンペーンなどの需要喚起策の再開によってサービス消費の持ち直しも本格化するなど、景気回復基調を維持すると予測される
    - 医療供給体制の充実、経口治療薬の認可などが急務
    - 雇用環境も徐々に改善し、22年度末には失業率は2%台前半へ
    - 直近ピークの19年4～6月期の実質GDP水準(557兆円)の回復は23年度以降に持ち越されると想定



(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

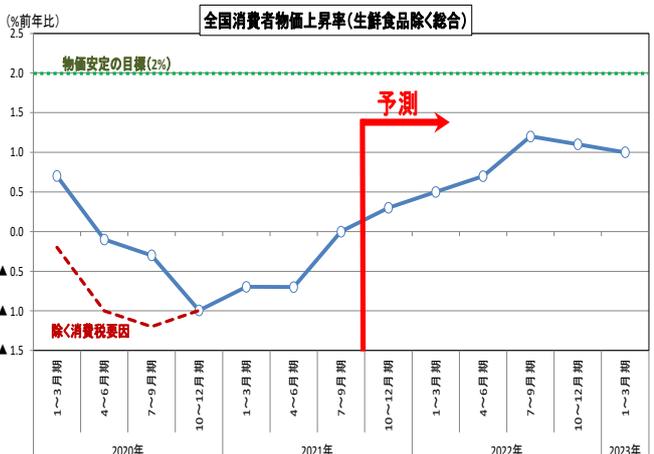


(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

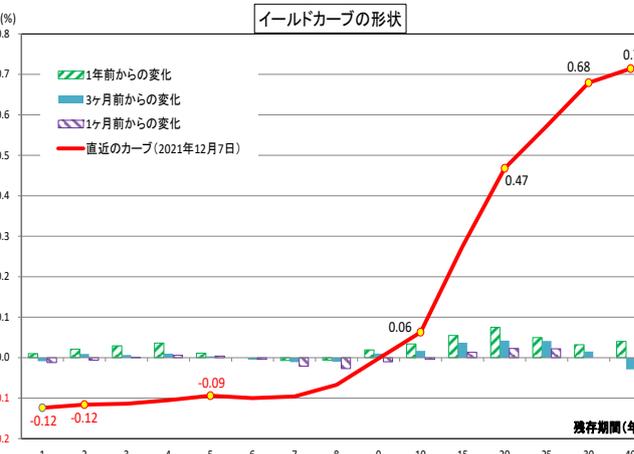
農林中金総合研究所

5

- 物価見通し ～2021年度:前年度比0.0%、22年度:同1.0%と、上昇率は徐々に高まる～
  - － 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が根強いほか、供給面の混乱も長期化する可能性があるものの、欧米で見られる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」を継続する方針を継続
  - － 10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)と物価上昇率は高まっていくとの予想であるが、2%の目標達成は見通せず、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の買入れペースは鈍化しており、実質的なテーパリングが進行中
  - － 国内景気の持ち直しや海外金利上昇もあり、長期金利はプラス圏で推移



(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

# 予測表(年度、半期)

	単位	2019年度 (実績)	2020年度 (実績)	2021年度 (予測)	2022年度 (予測)
名目GDP	%	0.2	▲ 3.9	1.6	3.6
実質GDP	%	▲ 0.7	▲ 4.5	2.4	3.0
民間需要	%	▲ 1.0	▲ 6.2	2.0	3.8
民間最終消費支出	%	▲ 1.0	▲ 5.5	2.1	3.5
民間住宅	%	2.6	▲ 7.8	▲ 0.2	▲ 0.4
民間企業設備	%	▲ 0.6	▲ 7.5	2.2	5.4
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0
公的需要	%	2.1	3.0	0.8	1.6
政府最終消費支出	%	2.1	2.5	2.3	2.1
公的固定資本形成	%	1.6	5.1	▲ 4.6	▲ 0.3
輸出	%	▲ 2.2	▲ 10.5	11.9	2.7
輸入	%	0.2	▲ 6.6	7.4	3.7
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.2	▲ 3.9	1.7	3.2
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.7	▲ 4.7	1.5	2.8
公的需要寄与度	ポイント	0.5	0.8	0.2	0.4
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.4	▲ 0.7	0.7	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.8	0.7	▲ 0.8	0.6
国内企業物価 (前年比)	%	0.1	▲ 1.4	5.9	5.1
全国消費者物価 ( " ) (消費税率を除外)	%	0.7	▲ 0.5	0.0	1.0
(消費税率・教育無償化政策の影響を除く)		(0.2)	(▲ 0.9)		
完全失業率	%	2.3	2.9	2.8	2.5
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 3.7	▲ 9.9	6.6	2.4
経常収支	兆円	18.9	18.2	14.1	20.0
名目GDP比率	%	3.4	3.4	2.6	3.5
為替レート	円/ドル	108.7	106.0	112.1	115.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.01
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.10	0.03	0.07	0.13
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.9	42.7	74.5	85.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成  
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。  
無担保コールレートは年度末の水準。  
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

	単位	2020年度 通期	2021年度			2022年度		
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
名目GDP	%	▲ 4.5	2.4	▲ 0.3	0.6	3.0	2.0	1.2
実質GDP	%	▲ 6.2	2.0	▲ 0.0	0.6	3.8	2.4	1.9
民間需要	%	▲ 5.5	2.1	▲ 0.6	0.6	3.5	2.3	1.5
民間最終消費支出	%	▲ 7.8	▲ 0.2	0.7	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.5
民間住宅	%	▲ 7.5	2.2	1.1	▲ 0.1	5.4	3.5	3.3
民間企業設備	%	3.0	0.8	▲ 0.2	0.9	1.6	1.4	▲ 0.0
公的需要	%	2.5	2.3	0.9	1.7	2.1	1.6	0.0
政府最終消費支出	%	5.1	▲ 4.6	▲ 4.3	▲ 2.2	▲ 0.3	0.6	▲ 0.5
公的固定資本形成	%	▲ 4.2	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 1.4	▲ 1.1	▲ 1.7
財資・サービスの純輸出	兆円	▲ 10.5	11.9	3.2	0.8	2.7	1.3	1.8
輸出	%	▲ 6.6	7.4	5.0	1.1	3.7	1.8	2.6
輸入	%	▲ 3.9	1.7	▲ 0.1	1.1	3.2	2.2	0.9
国内需要寄与度 (前期比)	%	▲ 4.7	1.5	▲ 0.0	1.0	2.8	1.9	1.0
民間需要 ( " )	%	0.8	0.2	▲ 0.0	0.2	0.4	0.4	▲ 0.1
公的需要 ( " )	%	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
外需寄与度 ( " )	%	0.7	▲ 0.8	▲ 1.1	▲ 0.4	0.6	0.4	0.7
デフレーター(前年比)	%	2.9	2.8	2.9	2.7	2.5	2.6	2.5
完全失業率	%	▲ 9.9	6.6	0.7	0.6	2.4	1.1	2.0
鉱工業生産(前期比)	%	81.4	86.3	87.5	85.0	85.0	85.0	85.0
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	18.2	14.1	7.6	6.5	20.0	9.0	11.0
経常収支	兆円	3.9	1.3	0.8	0.5	7.0	2.5	4.5
貿易収支	兆円	106.0	112.1	109.8	114.5	115.0	115.0	115.0
外国為替レート	円/ドル	42.7	74.5	70.0	79.0	85.0	85.0	85.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル							

	単位	2020年度 通期	2021年度			2022年度		
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
名目GDP	%	▲ 3.9	1.6	3.0	0.3	3.6	3.6	3.6
実質GDP	%	▲ 4.5	2.4	4.1	0.7	3.0	3.1	2.9
民間需要	%	▲ 6.2	2.0	2.7	1.3	3.8	3.7	3.8
民間最終消費支出	%	▲ 5.5	2.1	3.6	0.7	3.5	3.6	3.4
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 0.2	▲ 1.3	0.8	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.6
民間企業設備	%	▲ 7.5	2.2	2.3	2.2	5.4	4.6	6.2
公的需要	%	3.0	0.8	1.2	0.5	1.6	2.1	1.1
政府最終消費支出	%	2.5	2.3	2.5	2.1	2.1	2.8	1.4
公的固定資本形成	%	5.1	▲ 4.6	▲ 3.7	▲ 5.4	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 0.0
財資・サービスの純輸出	兆円	▲ 4.2	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 1.4	▲ 1.1	▲ 1.7
輸出	%	▲ 10.5	11.9	20.8	4.5	2.7	2.5	2.8
輸入	%	▲ 6.6	7.4	8.2	6.7	3.7	3.4	4.0
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.4	5.9	5.3	6.5	5.5	6.5	5.5
全国消費者物価 ( " )	%	▲ 0.5	0.0	▲ 0.4	0.4	1.2	0.4	0.7
完全失業率	%	2.9	2.8	2.9	2.7	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 9.9	6.6	12.6	1.3	3.8	1.3	▲ 0.5

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当院による。

農林中金総合研究所

7

# 予測表(四半期)

	単位	2020年				2021年				2022年				2023年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	0.5	▲ 7.6	5.1	1.8	▲ 0.7	0.1	▲ 1.0	1.1	1.3	1.2	0.9	0.6	0.4
(年率換算)	%	2.0	▲ 27.0	22.2	7.2	▲ 3.0	0.2	▲ 4.1	4.4	5.3	5.1	3.6	2.2	1.6
実質GDP	%	0.3	▲ 8.0	5.1	2.3	▲ 0.7	0.5	▲ 0.9	1.0	1.1	1.1	0.7	0.3	0.2
(年率換算)	%	1.2	▲ 28.5	22.1	9.6	▲ 2.9	2.0	▲ 3.6	4.0	4.5	4.4	3.0	1.4	0.9
民間需要	%	0.7	▲ 7.4	2.6	1.6	▲ 0.5	1.0	▲ 1.4	1.4	1.3	1.0	1.3	0.6	0.6
民間最終消費支出	%	0.6	▲ 8.7	5.0	2.3	▲ 1.1	0.6	▲ 1.3	1.2	1.5	1.2	0.7	0.5	0.5
民間住宅	%	▲ 4.9	▲ 0.1	▲ 4.8	0.0	0.9	1.0	▲ 1.6	1.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2
民間企業設備	%	2.7	▲ 7.0	▲ 0.4	1.2	0.4	2.0	▲ 2.3	1.5	1.5	2.0	1.5	1.2	1.2
民間在庫変動(寄与度)	%pt	▲ 0.0	0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.1	1.1	2.0	0.7	▲ 0.8	0.0	0.4	0.2	0.6	0.9	0.5	▲ 0.3	▲ 0.5
政府最終消費支出	%	0.1	0.4	2.1	0.8	▲ 0.6	0.7	1.0	0.3	0.7	1.0	0.5	▲ 0.2	▲ 0.5
公的固定資本形成	%	▲ 1.0	4.3	1.6	0.6	▲ 1.5	▲ 2.6	▲ 2.0	▲ 0.3	0.3	0.3	0.3	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	▲ 4.6	▲ 18.1	8.7	11.1	2.3	2.5	▲ 0.9	1.2	1.0	0.5	0.5	0.8	1.0
輸入	%	▲ 3.5	▲ 1.6	▲ 6.7	5.0	3.2	3.9	▲ 1.0	1.5	1.2	0.8	0.8	1.0	1.5
国内需要寄与度	%pt	0.5	▲ 5.3	2.6	1.4	▲ 0.6	0.7	▲ 0.9	1.0	1.2	1.1	0.8	0.4	0.3
民間需要寄与度	%pt	0.5	▲ 5.5	2.0	1.2	▲ 0.4	0.7	▲ 0.9	1.0	1.0	0.9	0.7	0.5	0.5
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.0	0.3	0.6	0.2	▲ 0.2	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 2.8	2.5	0.9	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	1.4	1.1	0.2	▲ 0.1	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 0.5	▲ 0.3	0.3	0.6	0.7	0.7
国内企業物価 (前年比)	%	0.6	▲ 2.2	▲ 0.8	▲ 2.2	▲ 0.3	4.6	6.0	7.0	6.0	5.5	5.5	5.0	4.5
全国消費者物価 ( " )	%	0.7	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.7	0.0	0.3	0.5	0.7	1.2	1.1	1.0
(消費税率を除外)		(▲ 0.2)	(▲ 1.0)	(▲ 1.2)										
(消費税率・教育無償化政策の影響を除く)		(0.4)	(▲ 0.3)	(▲ 0.5)	(▲ 0.8)	(▲ 0.7)								
完全失業率	%	2.4	2.7	3.0	3.0	2.8	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.4
鉱工業生産 (前期比)	%	0.0	▲ 16.8	9.0	5.7	2.9	1.1	▲ 3.7	2.0	1.0	0.3	0.5	1.0	1.5
経常収支(季節調整値)	兆円	4.4	1.7	3.6	5.9	4.6	4.7	2.9	3.0	3.5	4.0	5.0	5.6	5.4
名目GDP比率	%	3.2	1.3	2.7	4.3	3.4	3.5	2.2	2.2	2.5	2.9	3.6	4.0	3.8
為替レート	円/ドル	108.9	107.6	106.2	104.5	105.9	109.5	110.1	114.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.03	▲ 0.04	▲ 0.04	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.04	0.00	0.02	0.02	0.07	0.07	0.03	0.08	0.10	0.10	0.12	0.15	0.15
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.8	30.7	40.9	43.9	55.5	66.9	73.1	78.0	80.0	85.0	85.0	85.0	85.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測値は農林中金総合研究所)  
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

8

## 景気下振れリスクがやや高まった

### ～FRB はテーパリングのペースを加速～

佐古 佳史, CFA

#### 要旨

米国経済は依然として供給制約による景気回復ペースの下押し圧力が継続している。11月末に発見されたオミクロン株の危険性について、現時点では不明なことも多いものの、冬にかけて景気下振れリスクはやや高まったと考えるのが妥当だろう。

こうしたなか、FRBは12月FOMCにてテーパリングペースの加速を発表し、コロナ禍に対応した資産買い入れ政策は3月半ばに終了する見通しとなった。

#### 気候変動・社会保障関連歳出法案は可決のめど立たず

バイデン大統領の看板政策の一つである約2兆ドル規模の気候変動・社会保障関連歳出法案（Build Back Better Plan）は、歳出規模などをめぐって民主党内での調整が継続している。

こうしたなか、バイデン大統領は16日、債務上限を2.5兆ドル引き上げる法案に署名し米国債のデフォルトはぎりぎり回避された。なお、同法案により連邦政府の資金繰りは23年初まで可能となるとみられている。

また、22年の北京冬季オリンピックへの外交的ボイコットや、ウイグル強制労働防止法案の上下両院での可決、新たに中国企業8社を米国からの投資を禁じるブラックリストへの追加など、米中対立は一層激化する様相を呈している。同時に、台湾問題やウクライナ問題でも米中・米ロ間の緊張が増しており、「平和の祭典」である冬季オリンピックの開幕を2月4日に控えるなか、地政学リスクの高まりを感じさせる年の瀬となった。

#### 景気の現状：ペントアップ（繰越）需要に供給が追いついていない

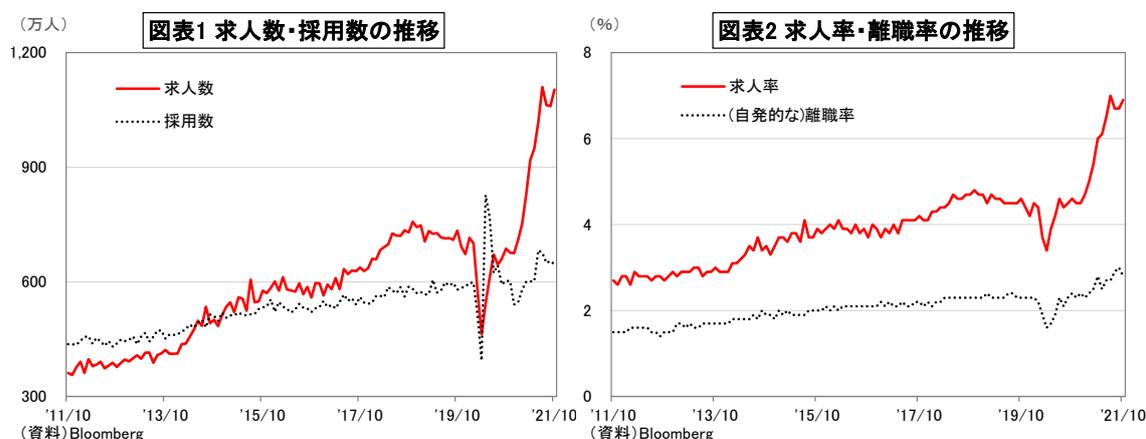
以下、経済指標を確認してみると、引き続き経済正常化の進展に伴うペントアップ需要に、供給が追いついていないと判断できる。

11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10月から21.0万人増と小幅な増加にとどまった。一方で、家計調査によると雇用者数は同113.6万人と急増し、失業率は0.4ポイント低下の4.2%と大きく改善した。実体としては雇用の回復が進んでいると判断して良さそうだ。

雇用回復は継続する一方で、求人の困難さは解消されていない。10月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は6.9%と9月から0.2ポイント上昇しており、自

発的な離職率も高止まりしている。

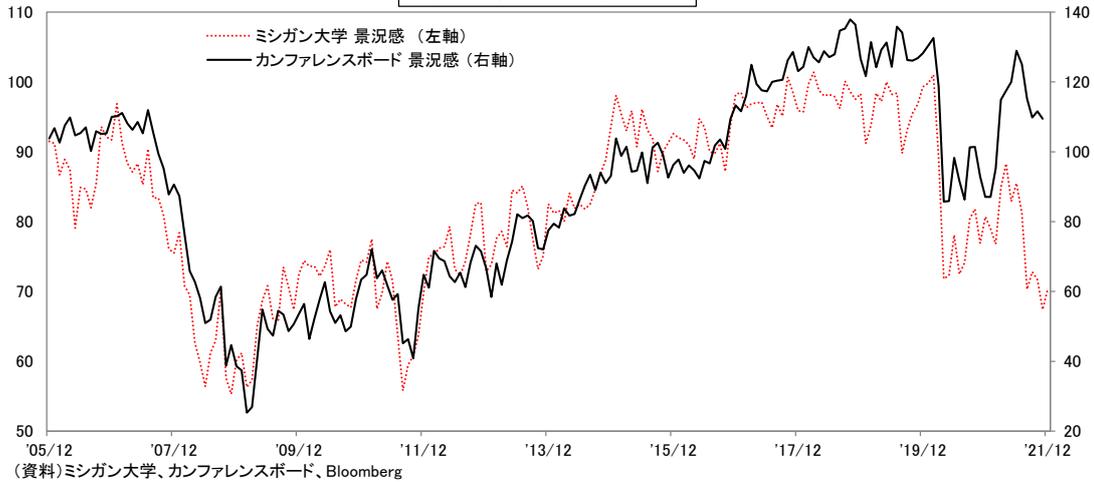
個人消費をみると、10月の実質個人消費支出は、サービス消費が前月比0.5%増加、財消費が同1.0%増加したことで、総合では同0.7%増加となった。一方で、11月の小売売上高は前月比0.3%と小幅な伸びとなり、インフレ率を考慮すると財消費は11月に減少した可能性も考えられる。しかし、インフレ率の加速が続くなか、クリスマス休暇の買い物シーズン(holiday shopping season)が10月に前倒しされた反動で11月の消費が弱含んだ可能性も指摘されており、消費の減速を警戒する必要はなさそうだ。



また、12月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は10年ぶりの低水準となった11月から上昇し70.4(現況指数74.6、期待指数67.8)となった。ミシガン大学によると、12月分の上昇は所得が下位3分の1の家計において、来年の所得増加について楽観視しているとの回答が多かったことが反映されている。また、インフレ率の加速を問題視する回答者が依然として多いことも報告されている。

こうしたなか、企業マインドは堅調に推移しており、11月のISM製造業指数(製造業PMI)は61.1%、サービス業指数(サービス業PMI)は69.1%と、それぞれ18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



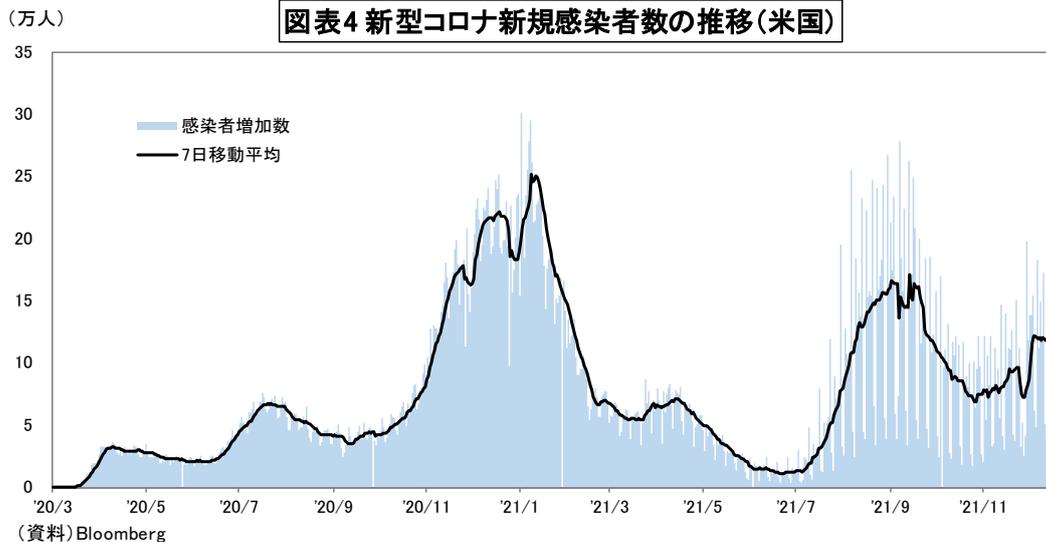
**景気の先行き：  
下振れリスクは  
やや高まった**

さて、景気の先行きを考えてみると、オミクロン株の登場は懸念事項だが、デルタ株ほどの危険性がないと見込まれていることや、3回目のワクチン接種も進んでいることなどから、景気の底割れといった悲観的なシナリオを考えるのは時期尚早と思われる。

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。

オミクロン株の感染力と重症化リスク次第と言わざるを得ないものの、現段階では冬にかけて景気下振れリスクはやや高まったという認識が妥当だろう。

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

		'20/10	'20/11	'20/12	'21/1	'21/2	'21/3	'21/4	'21/5	'21/6	'21/7	'21/8	'21/9	'21/10	'21/11
ISM 製造業	入荷遅延	60.5	61.7	67.7	68.2	72.0	76.6	75.0	78.8	75.1	72.5	69.5	73.4	75.6	72.2
ISM サービス業	入荷遅延	56.1	57.1	62.8	57.8	60.8	61.0	66.1	70.4	68.5	72.0	69.6	68.8	75.7	75.7
ISM 製造業	価格	65.5	65.4	77.6	82.1	86.0	85.6	89.6	88.0	92.1	85.7	79.4	81.2	85.7	82.4
ISM サービス業	価格	62.7	63.9	64.4	64.2	71.8	74.0	76.8	80.6	79.5	82.3	75.4	77.5	82.9	82.3
ISM 製造業	顧客在庫	36.7	36.3	37.9	33.1	32.5	29.9	28.4	28.0	30.8	25.0	30.2	31.7	31.7	25.1
ISM サービス業	顧客在庫	51.6	50.8	51.0	50.8	49.7	50.8	46.5	50.8	51.1	48.9	54.2	55.6	57.0	56.8
コモディティ価格	前年比%	-9.3	-3.6	-3.5	7.0	20.1	34.9	48.4	46.1	45.5	40.2	30.9	42.2	43.9	28.8
バルチック海運指数	前月比%	-25.6	-4.4	11.3	6.3	15.4	22.1	49.2	-15.0	30.3	-2.7	25.5	25.0	-31.9	-14.2
耐久財 受注残高	3ヶ月前比%	-1.4	-1.0	-0.9	-0.5	0.5	1.3	1.8	1.9	2.2	2.3	2.2	2.1	1.8	
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	1.2	

(資料) Bloomberg

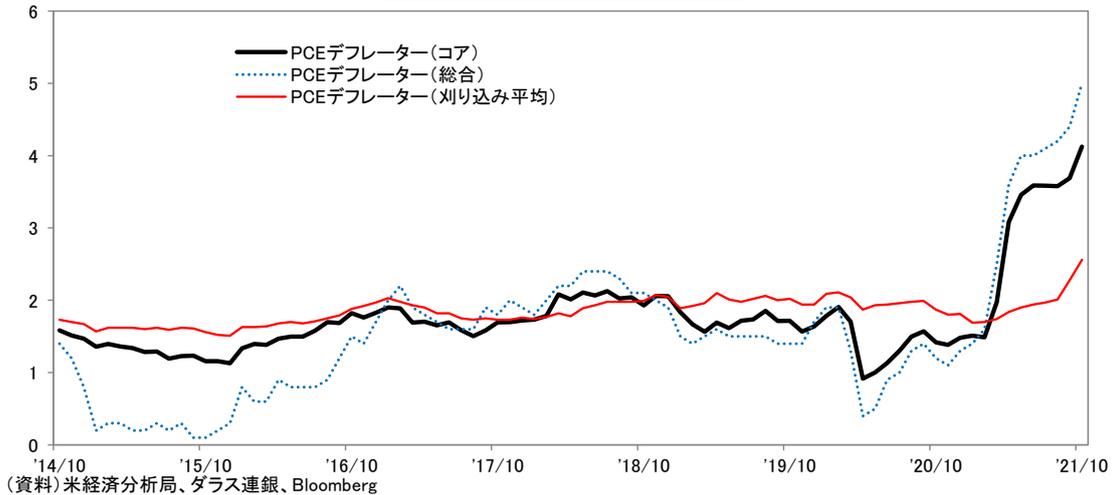
### 高止まり状態のインフレ率

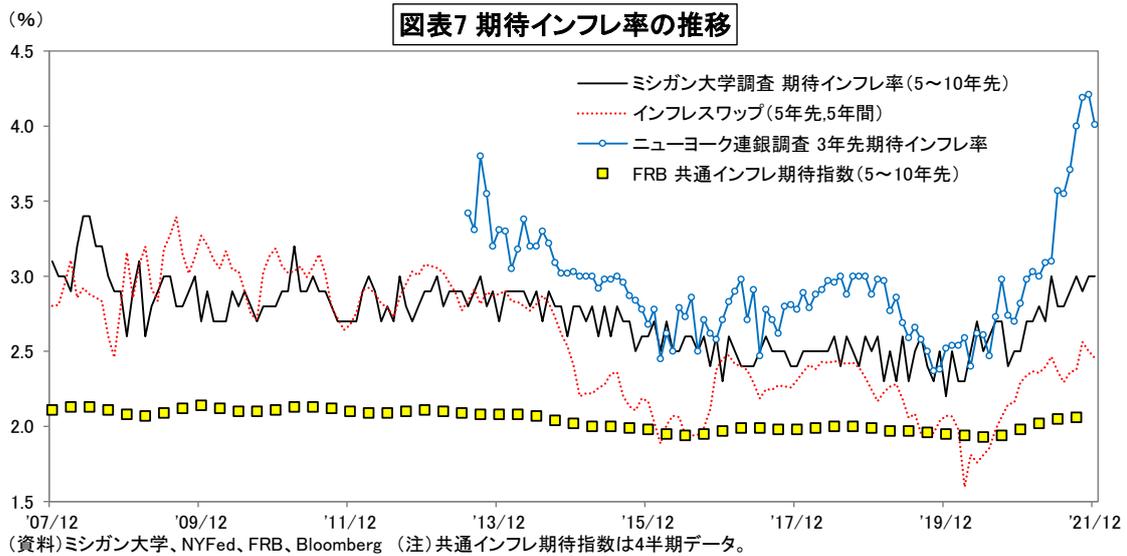
4月以降インフレ率は急加速し、10月のコアPCEデフレーターは前年比4.1%まで高まった。また、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同2.6%となり、物価上昇が多岐にわたっている可能性が示唆されている。11月の消費者物価指数(CPI)をみると、総合は同6.8%、コアは同4.9%となり、10月からさらに加速した。

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、ベース効果が剥落することから、インフレ率は徐々に鈍化していくと見込まれる。また、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%程度に収まるだろう。

(%, 前年比)

図表6 PCEデフレーターの推移





### テーパリングの 加速を決定した 12月FOMC

12月14日から15日にかけて開催されたFOMCでは、事前予想通りゼロ金利政策の維持と、12月半ばからの資産買い入れ量縮小（テーパリング）のペースを加速することが発表された。FRBは1月半ばから2月半ばにかけて米国債を400億ドル、MBSを200億ドル買い入れる予定であったが、これらを1月当たりそれぞれ200億ドル、100億ドルと従来の2倍のペースで縮小することを発表した。このペースで縮小していけば、資産買い入れは22年3月半ばに終了することとなる。また、12月FOMCの声明文からは「インフレ率は一過性」との表現が削除され、パウエル議長はFOMC後の記者会見にて、インフレ率の高止まりは想定より持続的であると認めた。

**図表8 FRB大勢見通し(12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>5.5</b>	<b>3.6～4.5</b>	<b>2.0～2.5</b>	<b>1.8～2.0</b>	<b>1.8～2.0</b>
9月時点 (％前年比)	5.8～6.0	3.4～4.5	2.2～2.5	2.0～2.2	1.8～2.0
<b>失業率</b> (％)	<b>4.2～4.3</b>	<b>3.4～3.7</b>	<b>3.2～3.6</b>	<b>3.2～3.7</b>	<b>3.8～4.2</b>
9月時点 (％)	4.6～4.8	3.6～4.0	3.3～3.7	3.3～3.6	3.8～4.3
<b>PCEデフレーター</b> (％前年比)	<b>5.3～5.4</b>	<b>2.2～3.0</b>	<b>2.1～2.5</b>	<b>2.0～2.2</b>	<b>2.0</b>
9月時点 (％前年比)	4.0～4.3	2.0～2.5	2.0～2.3	2.0～2.2	2.0
<b>コアPCEデフレーター</b> (％前年比)	<b>4.4</b>	<b>2.5～3.0</b>	<b>2.1～2.4</b>	<b>2.0～2.2</b>	
9月時点 (％前年比)	3.6～3.8	2.0～2.5	2.0～2.3	2.0～2.2	
<b>政策金利(中央値)</b> (％)	<b>0.125</b>	<b>0.875</b>	<b>1.625</b>	<b>2.125</b>	<b>2.50</b>
9月時点 (％)	0.125	0.250	1.000	1.750	2.50

(資料)FRBより作成

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

## 希望的観測に基づいた大勢見通し

FOMC 後に公表された経済見通しから、FOMC 参加者の大勢見通しを確認すると、長期見通しは基本的に変化していない一方で、政策金利を 22 年から 24 年にかけて長期見通しの値へと滑らかに上げていく過程で、GDP 成長率とインフレ率が長期見通しに収束していくという、やや希望的観測に基づいた見通しとなっている。

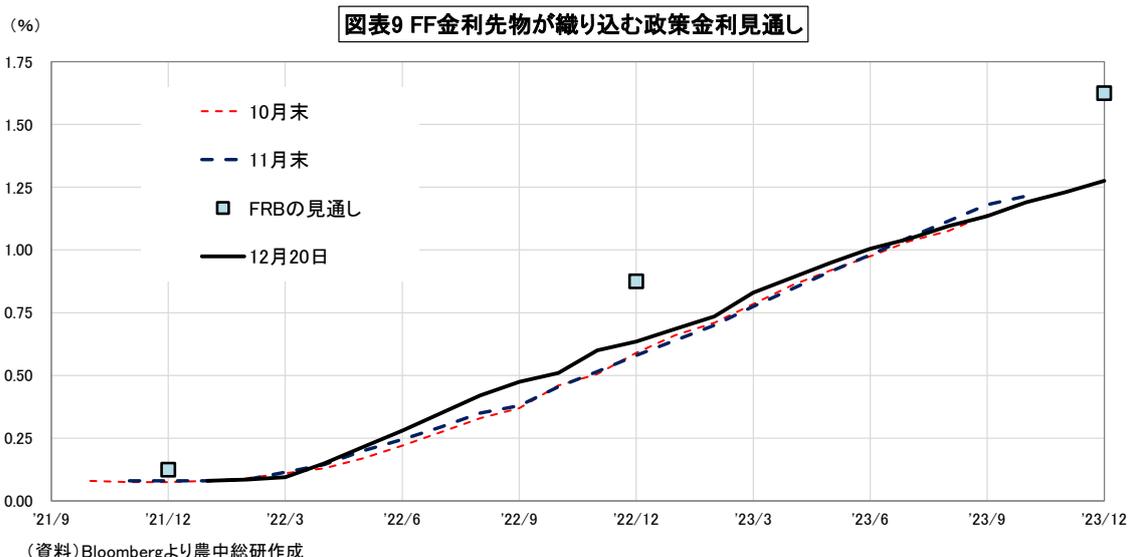
同時に公表されたドット・プロットによると、25bp の利上げ回数（中央値）は、22 年に 3 回、23 年に 3 回、24 年に 2 回と予想されている。

なお、12 月 FOMC の声明文からは「インフレ率は一過性」との表現こそ消えたものの、足元の高インフレに対して 22 年以降の急速な利上げで対応することはないようだ。このため、期待インフレ率がある程度一定の値で推移すれば、実質政策金利は 24 年末にかるうじてプラスに転じるかどうかという見通しになっている。

総合的に見れば、「足元の高インフレは一過性ではないにせよ、自然と解消されていくとみられるため、金融政策で特別に対応する必要はない」との想定が FRB 内部で共有されているような印象を受ける。本音としては、足元の高インフレと金利操作は分けて考えたいということだろう。

## FRB の利上げペースに懐疑的な市場

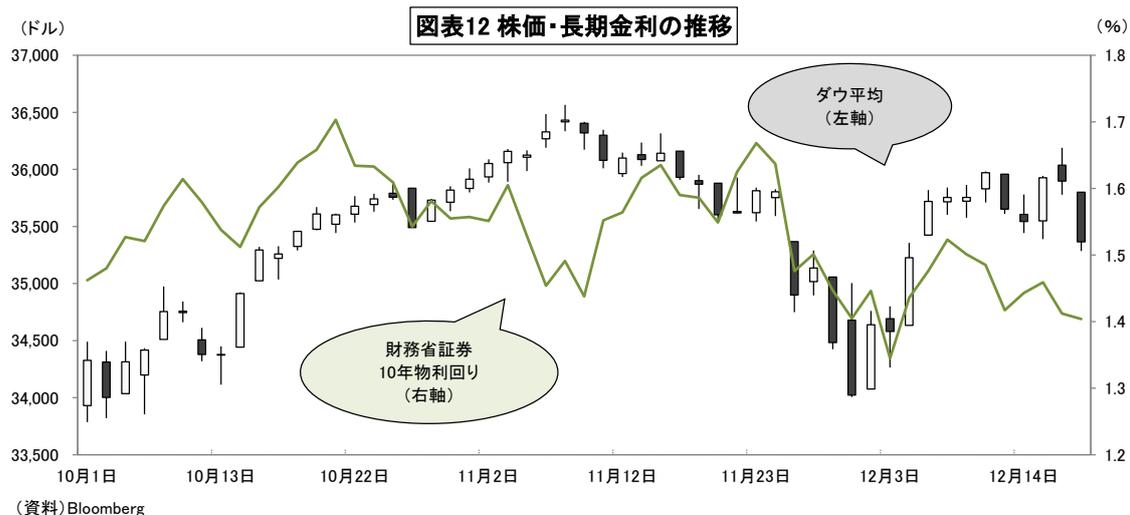
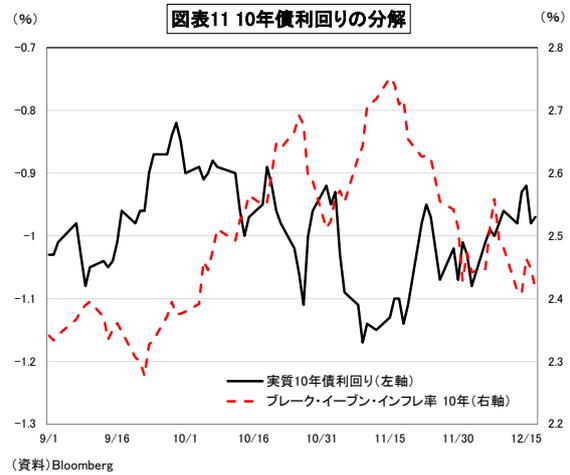
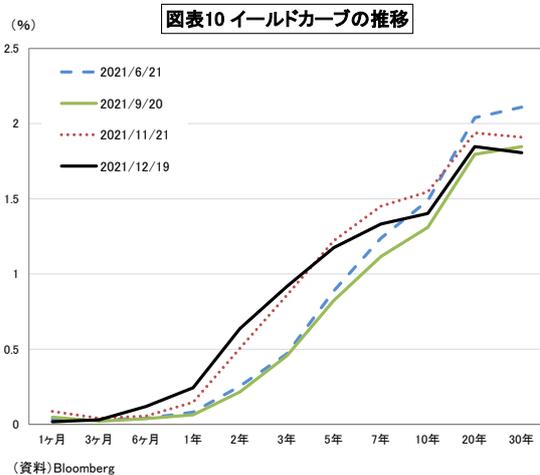
ここで、足元の FF 金先の動きから市場の利上げ織り込みを確認してみると、22 年末、23 年末の段階でそれぞれ FRB 見通しよりも 1 回ほど利上げ織り込みが少ないことがうかがえる。12 月 FOMC をタカ派的と評価する報道も散見されたが、市場は FRB の利上げペースを懐疑的に見ているようだ。



**長期金利：足元と同じ1.5%前後での推移を予想**

さて、これまでの市場の動きを確認してみると、債券市場では、テーパリング観測などを背景に、9月後半から10月後半にかけて米長期金利（10年債利回り）は約30bp上昇した。その後は11月末に発見されたオミクロン株が新たな脅威となるなか、金利はやや低下し、1.4~1.5%を中心に推移している。

先行きについては、冬にかけて新型コロナウイルスの感染再拡大が警戒されることは金利低下要因と考えられる。感染力が高いとされるオミクロン株の危険性について一定の評価が下されるまでは、長期金利は上昇しづらいのではないだろうか。以上から、足元と同じ1.5%前後での推移を予想する。また、米中対立や突発的な地政学リスクの高まりにも注意したい。



## 株式市場：上値 の重い展開を予想

株式市場では、オミクロン株の出現以降 11 月末にかけてダウ平均は下落した。足元では、オミクロン株の危険性は低いとの暫定的な評価を背景に 11 月末の下落を戻した形となっている。

先行きについて考えてみると、金融政策の緩和度合いが後退することに加えて、冬にかけて新型コロナウイルスの感染再拡大も懸念されること、米中対立や地政学リスクの高まりなど悪材料が多く、上値の重い展開となってもおかしくないだろう。

(21. 12. 20 現在)

## 中央経済工作会議からみる 22 年の中国経済

～安定成長を最重視する政策の実施で 5% 台の成長へ～

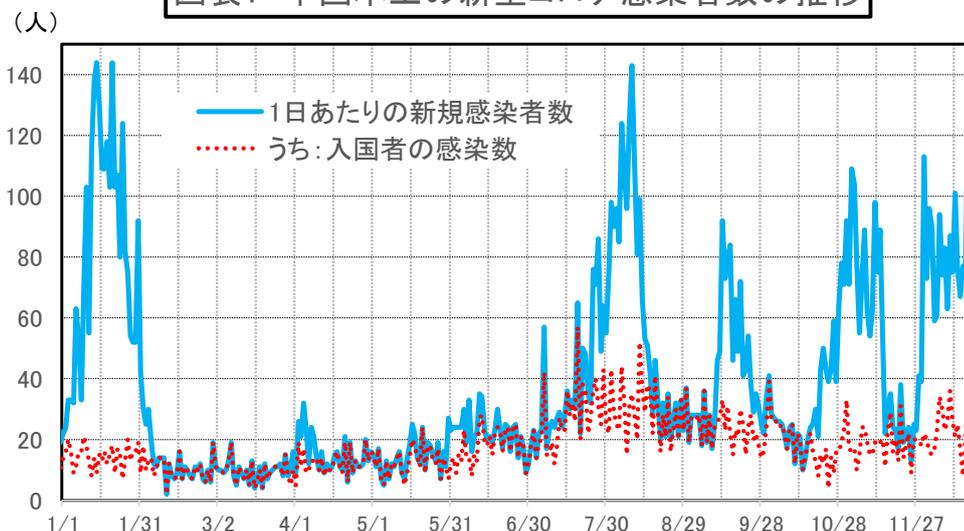
王 雷軒

### 要旨

11 月分の経済指標からは、景気は回復基調を維持しているものの、下振れ圧力が一段と強まったと見られる。こうしたなか、12 月 8～10 日に開催された「中央経済工作会議」では、22 年は経済運営の基本方針として「安定を最重視し、安定のなかで前進を求める」という内容が示された。これを受けて景気対策の第一弾として、預金準備率と再貸出金利、さらに LPR が引き下げられた。

今後については、新型コロナ感染抑制策による経済活動への影響が続くほか、不動産市場が低迷状態を抜け出すには時間を要すると見られるものの、低迷した内需を拡大させる刺激策が前倒しで実施されるほか、金融政策が中立から緩和へ本格的に舵を切ることも見込まれることから、22 年の実質 GDP 成長率は「前低後高」で 5% 台になる見通しである。

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12月19日。

**景気は回復基調を維持も、下振れ圧力が強まる**

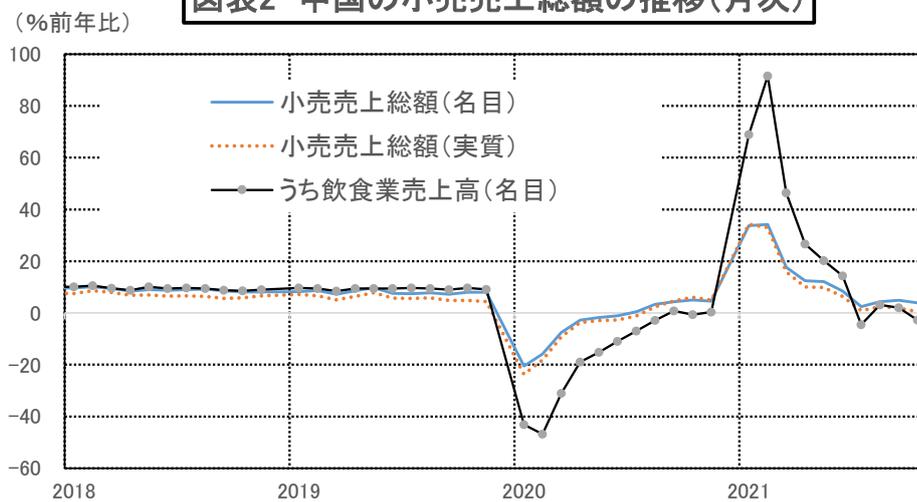
21年の1月、8月、9月、10月に続き、11月下旬以降も、内モンゴルや浙江省などで新型コロナの感染再拡大が確認されており、「ゼロ・コロナ」方針下での感染抑制策による経済活動への下押し圧力が続いている(図表1)。一方、電力供給制限・不足は解消されつつあるほか、不動産市場の抑制策も徐々に緩和する兆しが見られた。

こうした中、11月分の経済指標からは、足元の景気は回復基調を維持しているものの、下振れ圧力が一段と強まったと思われる。電力供給制限・不足が解消しつつあることなどを背景に鉱工業生産は前年比3.8%と10月(同3.5%)から小幅ながら伸び率を高めたほか、輸出も堅調に推移した。一方、消費と投資は低調さが続いている。

まず、新型コロナ感染抑制策などにより11月の消費はさらに鈍化した。11月の小売売上総額は名目で前年比3.9%と10月(同4.9%)から鈍化した。物価変動を除いた実質ベースでも前年比0.5%と、10月(同1.9%)から一段と鈍化した(図表2)。詳細を確認すると、自動車販売額が前年比▲9.0%と引き続き減少したほか、飲食業売上も同▲2.7%と再びマイナスに陥るなど全体として低調さが続いている。

また、1~11月期の固定資産投資も前年比5.2%と1~10月期(同6.1%)から一段と鈍化した。投資分野別にみると、設備投資、不動産開発投資は同13.7%、6.0%と1~10月期(14.2%、7.2%)からさらに鈍化したほか、インフラ整備向け投資(電力を含む)も同▲0.2%とマイナスに陥った。

**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11月。

**中央経済工作会議で  
安定成長を最重視する  
姿勢への転換を確認**

こうしたなか、12月8~10日に22年の経済運営方針などを決定する「中央経済工作会議」(以下、会議)が開催された。公表されたコミュニケによると、まず、目下の中国国内の経済情勢については、「需要収縮、供給ショック、期待の弱まり」という3つの圧力にさらされているとの認識が示されている。

## 22年も「積極的財政政策」と「穏健な金融政策」を実施

22年は、第20回の共産党大会の開催を控えて安定成長を保つことが極めて重要であるため、経済運営の基本方針は「安定（穏）を最重視し、安定（穏）のなかで前進を求める」とした。実際、発表されたコミュニケのなかで安定（穏）というキーワードが25回も使われていることから安定成長を重視する姿勢が鮮明になった。これは12月6日の共産党中央政治局会議ですでに示されていたが、安定成長を最重視する姿勢への転換が改めて確認された格好になった。

会議では、安定成長を成し遂げるため、22年は以下の7つの政策を実施するとしている。

具体的には、①マクロ経済政策の安定化・有効性を保つ、②中小・零細企業、個人商工事業者等の活力を持たせるような刺激策をミクロ政策として打ち出す、③経済循環を円滑化するための構造政策を行う、④科学技術関連の政策を着実に実施する、⑤発展の原動力を促進するための改革開放政策を行う、⑥地域間の不均衡を是正するための地域政策を強化する、⑦雇用や国民の生活を保障するための社会政策を実施する、となっている。

①マクロ経済政策については、22年は「積極的財政政策」と「穏健（中立的）な金融政策」を引き続き実施するとしている。財政政策については、財政支出規模の拡大や迅速な実施、新たな減税などを行う一方、地方政府の新たな隠れ債務を増やさないよう財政規律も重視されている。とくに、インフラ整備向け投資を適宜前倒しで実施するよう要請したことが特徴的である。

これを受けて、22年も地方債の前倒し発行が見込まれ、22年1～3月期にはインフラ整備向け投資が底入れする可能性が高い。

金融政策については、従来の内容とは変わらないものの、政策の柔軟性をさらに高め、潤沢な流動性を供給することが強調されたほか、金融機関の零細企業、グリーンな成長、農村振興等への支援を強化するとしている。

## 5つの重要な事項についての認識も示された

上記の7つの政策に併せて、会議では、5つの重要な事項についての認識も示されている。具体的には、①共同富裕、②資本、③食糧やエネルギーなどの安定供給、④重大なリスクの防止や解消、⑤炭素排出のピークアウトとカーボンニュートラルの推進、である。

①については、共同富裕を成し遂げるには時間がかかるため、

質の高い成長を通じて経済の「パイ」を大きくし、そのパイをバランスよく分配するための制度づくりを行う、ことが重要としている。

②については、資本の無秩序な増大を防止し、企業が法令遵守するよう有効な管理監督を行う必要がある。また、IPO（新規上場）について従来の審査制から登録制を全面的に実施すると改めて強調されている。

③については、モノ不足による経済成長、国民生活への影響を回避するため、食糧やエネルギーなどの「一級産品」の安定供給を確保しなければならない。とりわけ、食糧の安定供給が重要であるが、まず消費の節約を提唱し、二番手として食糧生産能力の強化が挙げられている。

④を処理する際には、社会の安定維持、企業自身による対応の先行、各管轄省庁の協調といったことが重要であるとの内容が示されている。

⑤を実現するために長い年月が必要である、衝動的、短絡的な対応や措置を回避する、中国国内のエネルギー構造や産業構造の基本状況を十分に踏まえたうえで炭素削減を進めるとしている。

## 22年の不動産市場等に関する方針や施策

さらに、注目を集めている不動産市場に関しては、「住宅は住むためのもので投機のためのものではない」という従来の基本方針が堅持されたものの、賃貸住宅市場の整備、低所得者向けの保障性住宅建設の推進に加えて住宅購入者の合理的な需要を満たすための支援策の実施を通じて、不動産市場の健全な成長を促していくとしている。

これらに加えて、安定成長を維持することは経済問題だけでなく、「政治問題」としても捉えるべく、地方政府や中央省庁が収縮する効果のある政策を控え、経済の安定化を促進する政策を積極的に打ち出すほか、打ち出した政策をできるだけ早め実施するとしている。

## 22年の成長率見通しは前年比5.5%

これらの内容はほぼ予想通りであったことで22年の中国経済見通し（11月）は据え置いた。当総研では輸出の底堅さが見込まれるものの、新型コロナ感染抑制策による経済活動への影響等を踏まえ、10～12月期は前年比3.8%とさらに減速、21年の実質成長率は前年比7.9%、22年は同5.5%と予測している。

## 安定成長に向けて第1

安定成長に向けて、中国人民銀行（中央銀行、人民銀行）は12

## 弾として預金準備率 と再貸出金利、さらに LPR を引き下げ

月6日に預金準備率を、7日に再貸出金利等をそれぞれ引き下げることを発表した。まず、12月6日、ほぼすべての金融機関に対して預金準備率を0.5%ポイント引き下げることを発表した。これは李克強首相が3日のIMFの専務理事とのオンライン会談で言及した「適時預金準備率を引き下げる」を実行したもので、12月15日から実施された。

ただ、今回の引き下げで供給される約1.2兆元（約21兆円）の流動性の大部分が12月中旬に満期を迎えた中期貸出制度（MLF）の資金規模約9,500億元への返済に充てられたことを考えると、供給される流動性規模は限定的であった。

加えて、人民銀行（貨幣政策司）は7日に、農業や中小企業を支援するための再貸出金利を0.25%引き下げることも発表した。引き下げ後の再貸出金利は3ヶ月物が1.7%に、6ヶ月物が1.9%に、1年物が2.0%になる。

これらの動きから、人民銀行の金融緩和スタンスは強まったと思われる。ただし、人民銀行が公表した記者向けの解釈文では、「『穏健』姿勢を堅持するとともに、大幅な金融緩和を意味する『洪水』を回避しつつ国内・外の要因のバランスを採り、流動性を適度かつ潤沢に保つ」としており、預金準備率の引き下げについては金融政策の転換ではないと強調していた。

さらに、12月20日に市中銀行の貸出金利の指標金利となるローンプライムレート（LPR）が20ヶ月ぶりに引き下げられた。ただ、今回はLPRの1年物のみを対象にしたほか、引き下げ幅も0.05%で前回の0.20%に比べて小さかった。これらを踏まえると、今後も、預金準備率は再度引き下げられる可能性が高いほか、LPRの引き下げも予想される。

## 人口減少迫る中国

最後に、20年の出生率を紹介しよう。国家統計局が22日に発表した『中国統計年鑑2021』によると、20年の全国人口出生率（以下、出生率）は0.85%まで低下、1%を下回る事態になった。死亡率は0.71%であり、20年の自然増減率（出生率－死亡率）は0.15%まで低下した。

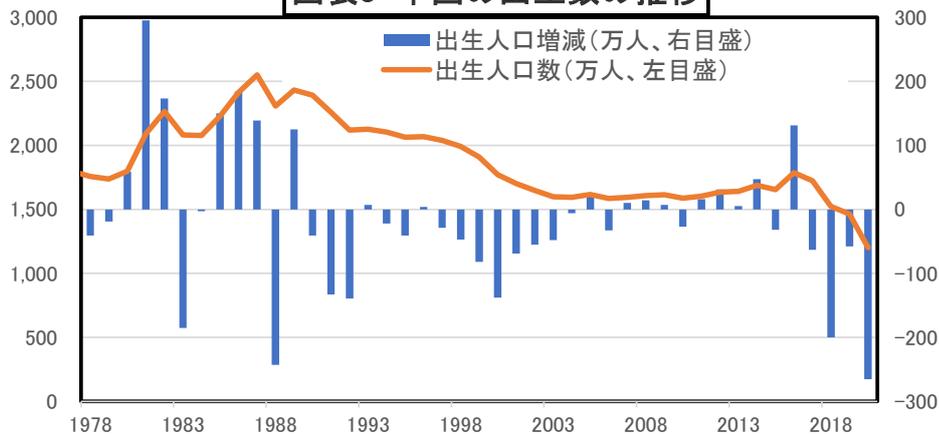
なぜ、20年の出生率はさらに低下したのか？それはコロナによる影響が大きかったと見られる。コロナ感染を抑制するため、強力な外出規制によって対面での交流が減少したことが、恋愛や結婚に影響を及ぼした。また、コロナで失業や収入減少になった人々が結婚や出産を控えたことも考えられる。実際、20年の

第4四半期の出生数は急減している。このようなコロナによる影響に加えて、出産適齢期の女性人口の減少や子供の教育費の上昇による出産意欲の低下が要因として挙げられる。

周知のとおり、1979年に導入された1人っ子政策は2016年に完全に廃止され、2人っ子政策が全面的に導入された。しかし、出生数を確認すると、16年には1,786万人と15年から131万人増加したものの、その後は再び減少に転じている(図表3)。20年は1,200万人と、19年の1,465万人に比べ▲18%減少した。近年の死亡数は990万人で推移しているが、21年に1,000万人を超える場合、自然増減率はマイナスに陥る可能性もある。そうなれば、中国は、予想された2020年代後半より早く人口減少時代に突入することになる。

このように、1人っ子政策の廃止は問題の解決の転機とはなっておらず、21年5月に開催された中央政治局会議では「産児政策を最適化し、人口の長期的バランスのとれた推移を促進することに関する決定」で1組の夫婦に3人までの出産を認めることとした。これを受けて、地方政府は人口増加を促す対策を相次ぎ打ち出している。例えば、北京市は、3人目を出産する場合、通常の産休以外に30日、配偶者に15日の休暇をそれぞれ取得できる、四川省攀枝花市では2人以上の児童を持つ家計を対象に3歳まで給付金を支払う、などがある。今後、コロナ収束や産児促進策により出生率は多少上がるかもしれないが、大幅な人口増加につながる可能性は低いだらう。

**図表3 中国の出生数の推移**



(資料)中国国家统计局、Windより作成

(21. 12. 20 現在)

## 2022年、転換期のユーロ圏経済

～コロナとの共生と気候変動対策が同時進行する下で～

山口 勝義

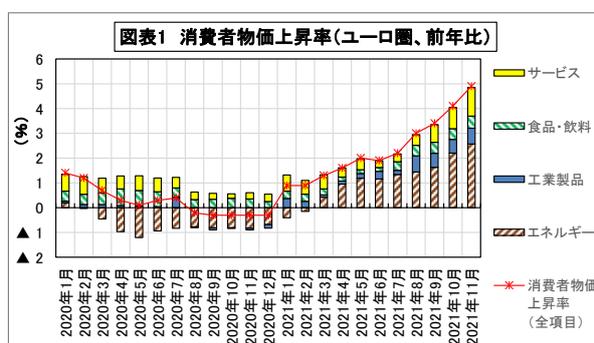
## 要旨

22年にはコロナとの共生の長期化と気候変動対策の加速化が同時進行する下で、ユーロ圏経済はひとつの転換点を迎えることになるものとみられる。まずは物価情勢とECBの政策対応が、そしてこれとの関連で社会情勢が、注目点になると考えられる。

## はじめに

2021年の欧州経済を振り返ると、特徴的な動きとして次の2点を指摘できる。第一は新型コロナウイルスのデルタ株の感染拡大に翻弄され、また年末には新たにオミクロン株の影響が懸念される状況に置かれたことである。ここでの教訓は、感染が拡大する下では供給サイドにボトルネックが生じやすくなり、これが労働力やモノの不足を通じて物価上昇を促す点である。今後とも感染力が強い新たな変異株が発生し世界で影響を拡大することでコロナとの共生が長期化し、この歪みが長く継続する、あるいは頻繁に再発する可能性を否定できないことになる。

第二は気候変動対策を巡る影響である。欧州連合(EU)では6月に「欧州気候法」が採択され、50年までの温室効果ガス実質ゼロ化に向けて具体的な対策が本格化しつつある。こうしたなか、比較的クリーンなエネルギー源である天然ガスに対する需要が拡大する一方で、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急上昇するに至っている。今回の経験は、化石燃料からクリーンエネルギーへの転換は一方に単純に進むものではないこと、この移行の過程ではエネルギー価格が一段と不安定化する可



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成

能性が小さくないことを示している。

このように、21年にはコロナとの共生の長期化と気候変動対策の加速化が経済情勢を左右する要因として浮上してきたわけである。そして22年にはこれらの2要因が同時進行することで、21年中に生じた供給制約や物価上昇圧力が残存し根強く影響し続けるものと考えられる(注1)。

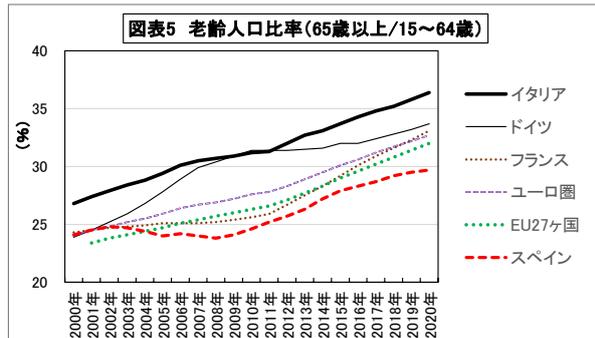
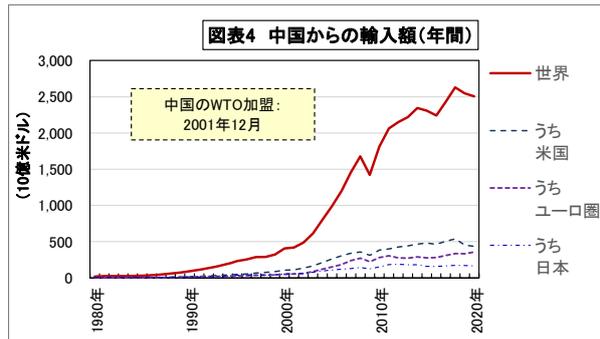
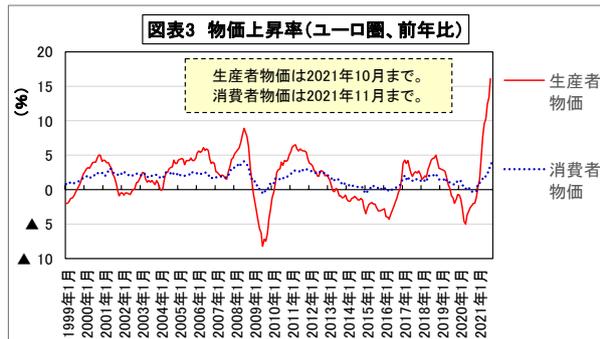
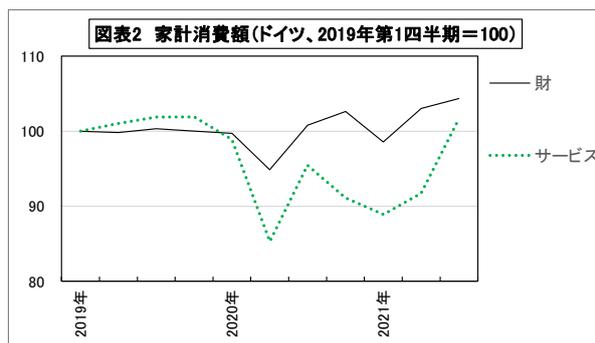
こうしてユーロ圏経済は低インフレ懸念からスタグフレーション懸念へと短い期間に大きな変化を遂げ、欧州中央銀行(ECB)の政策対応が注目点となっている(図表1)。加えてデジタル化やAI化などが進捗するほか、貿易関係に影響を及ぼす国際関係も一層複雑化してきている。基調としては少子高齢化の動きもある。今やユーロ圏経済は、大きな環境変化の中でひとつの転換期を迎えていると見る事ができるのではないだろうか。

## 物価情勢を巡る注目点と ECB の対応

このようななか目下の議論においては、オミクロン株などの新たな変異種の発生は需要を抑制し、物価上昇圧力を緩和するのではないかとの見方がある。しかしこれまでの経験では、感染の拡大に伴いサービス需要は大きく落ち込む一方で、財に対する需要は底堅く推移してきている（図表 2）。このため今後についても、変異種の発生は供給制約を拡大し、逆に物価上昇圧力を強める方向で働く可能性が大きいのではないかと考えられる。

この他の注目点としては、第一に過去に例を見ない生産者物価の上昇と消費者物価との乖離がある（図表 3）。これからすれば、生産者側のコスト上昇分の、消費者側への潜在的な転嫁の余地はかなり大きいことになる。第二には、貿易を巡る動向である（図表 4）。サプライチェーンの分散化や、中国やロシアなどとの緊張の高まりに伴う脱グローバル化の動きなどが、今後、企業のコスト増加要因となる可能性がある。また中期的には第三として、少子高齢化の影響も重要である（図表 5）。生産年齢人口の減少や貯蓄率の低下などが物価上昇要因としてどの程度働くことになるのか、見極めが必要となっている。

こうした中でのポイントは、ECB の政策対応である。ECB は、物価上昇は一時的な現象であるとして金融政策の正常化には慎重であり、早期の利上げの可能性を否定している。一般的にも、確かに金融引き締め策への転換は資源需給の不均衡などを主因とする物価上昇には効力が乏しく、逆に実体経済に負荷を及ぼすことになる。しかしその一方で、ECB は適時の政策変更を通じ経済主体のインフレ予想を目標値に繋ぎ止める責務を担っている。ここで



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

ECB が信任を失えば、市場や経済の大きな混乱を招く結果にも繋がりがかねない。

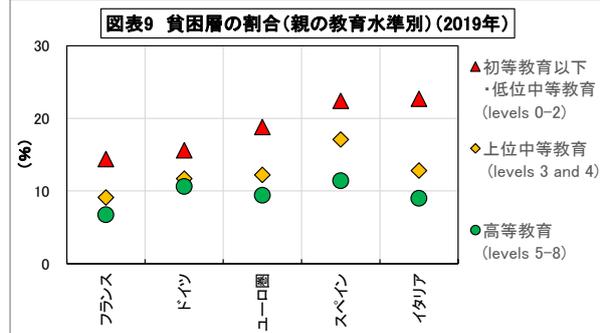
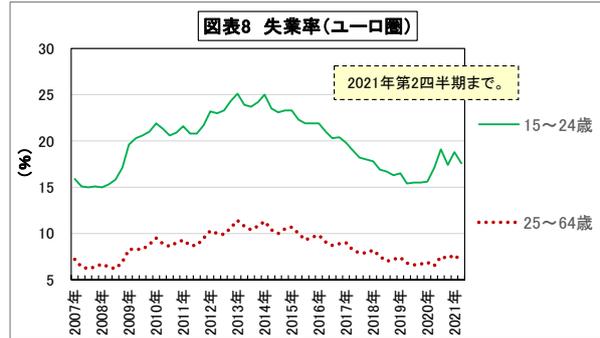
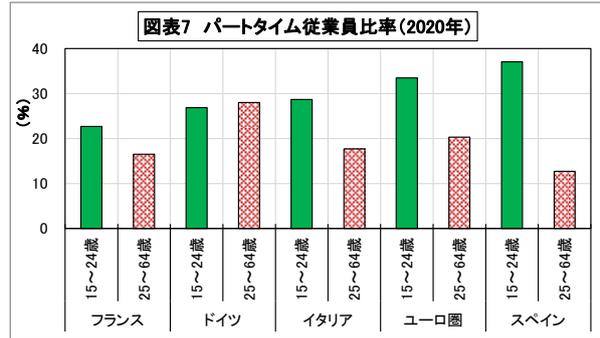
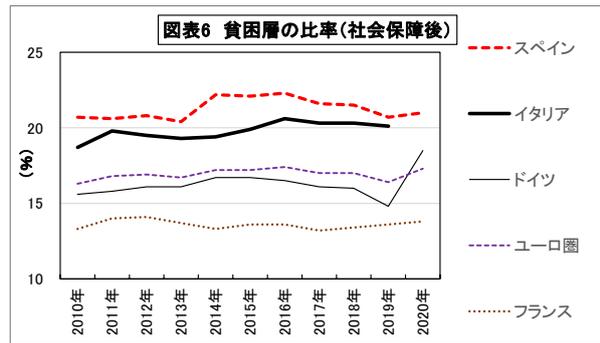
このように 22 年のユーロ圏では、物価動向と ECB の政策対応が何よりの注目点である。国際的な政治情勢などを含めて、注意深いフォローが必要となる。

## 預金者や若年層への負担のしわ寄せ

一方で、ECBの第一の使命である物価の安定が達成されている下では、ECBが資産買い入れ策などを含め現行の緩和政策を維持することは理にかなった対応である。というのも、コロナ危機からの景気回復のみならず、本格化する気候変動対策や、さらには財政改革のために緩和策は重要な支援材料となるためである。気候変動対策では、企業は耐用年数の残る資産の廃棄を迫られるとともに生産性や収益性の改善に直接結びつかない巨額の投資を強いられることになる。また、政府債務は財政危機時の水準を超えて悪化しており、財政改善の取り組みが必要になっている。

しかしその反面で、緩和策の継続は社会経済情勢に与える弊害をも伴っている。物価上昇に伴う負担ばかりか、現行の政策が債務者である企業や政府には有利に働く一方で、低金利を通じて預金者など広く国民に負担を及ぼすためである。

既にコロナ危機では貧困層が拡大する気配も出ているが、なかでも懸念されるのは若年層の状況である(図表6)(注2)。パートタイム従業員比率が高く雇用は安定性を欠いており、現実に失業率も高止まりするなど、若年層は厳しい状況に置かれている(図表7、8)。加えて、一般に若年層は不動産や株式などの資産の保有が限られているため、住宅価格などに資産バブルの兆候も現れている中で、経済面で一層不利な立場に立たされることになる。そして、若年層の疲弊はスキルの習得やキャリア開発に支障をきたし経済成長を抑制する要因となるとともに、不満の蓄積が社会情勢の不安定化を呼び起こすことに繋がりがかねない。加えて、現在の若年層の疲弊が後の世代に貧困状態を



(資料) 図表6~9は、Eurostatのデータから農中総研作成

代々引き継ぎ、長期間に渡り格差を定着化させることも懸念点である(図表9)。

デジタル化やAI化などが着実に進む中で、特に現代は若年層の教育・訓練が重要な時代である。22年を通じて、こうした社会情勢の推移にも目を配ることが重要になるものと考えられる。

## おわりに

以上のように22年にはユーロ圏経済はひとつの転換点を迎え、まずは物価情勢とECBの政策対応が、そしてこれとの関連で社会情勢が、注目点になるものと考えられる。このうちECBについては、既に現在、非常に難しい立場に置かれている。

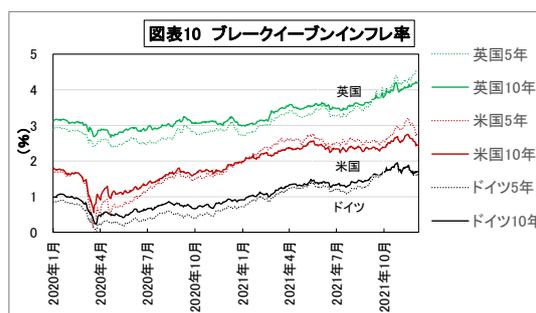
前述のとおり、物価上昇は一時的な現象であるとするECBは金融政策の正常化には慎重な姿勢を維持している。一方、経済主体のインフレ予想はたとえば、ECBが目標値とする2%近辺に納まっており、現在のところ市場のECBに対する信任は維持されているものと判断できる(図表10)<sup>(注3)</sup>。このように経済主体のインフレ予想が目標値に繋ぎ止められている限り、様々な経済ショックがインフレ予想に与える影響は限定され、実際の物価上昇に対する影響も軽減されることになる。

しかしこれは極めて微妙なバランスの上の繋ぎ止めである。確かに金融引き締め策は現在の物価上昇には効力が乏しく、実体経済には負荷を及ぼすことになる。一方、22年にはコロナとの共生の長期化と気候変動対策の加速化が同時進行する下で、物価上昇圧力が根強く継続することが見込まれている。このまま物価水準

(注1) コロナとの共生の長期化と気候変動対策の加速化が同時進行する下で物価上昇が生じる要因としては、次の3つのミスマッチが同時に発生する可能性が強まっている点を指摘できる。

第一に、労働需給のミスマッチであり、労働供給側の職種選択と労働需要側が求めるスキルの両面で需給のミスマッチが強まる点である。これは構造的な問題であり、いったん労働市場から退出した労働力の職場復帰によって単純に解消が見込める類のものとは考えられない。また、感染拡大防止のための外国人労働者の入国制限なども影響することになる。

第二には、感染状況のミスマッチである。ユーロ圏で感染が鎮静化し需要が回復する一方でサプライチェーンに組み込まれた新興国などでは移動制限や職場閉鎖などが残り、モノ不足や海運運賃の上昇を引



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

が高止まりすれば、ECBは必要以上に緩和政策に拘泥しているとして信任を失い、長期金利の急上昇により市場や経済は混乱に陥りかねないことになる。そもそも資産買い入れ策で国債利回りに歪みが生じ、インフレ予想を示す指標は実態を正確に反映していない可能性もある。こうして、ECBにとり時機を逸さない適切な行動をとることが極めて重要になっている。

後手に回った政策対応をどう回避するのか、しかも景気回復や気候変動対策で重要となる企業投資を阻害しない政策をどう打ち出していくのか、ECBは非常に難しい政策判断を迫られている。ユーロ圏では新たな大規模な感染拡大などはないとの前提の下で、22年には4%程度の経済成長が予想されている。しかし以上からすれば、下振れリスクは依然大きいものとする必要がある。(21.12.17 現在)

き起こすミスマッチである。これは、今後とも感染力が強い新たな変異株が発生し世界各地で影響を拡大する可能性がある下で、ワクチン接種の各国間格差などにより容易に再発することが見込まれる。

第三は気候変動対策に関連したミスマッチである。今回の天然ガスを巡る需給の不均衡化などは、今後は気候変動対策が一層加速する中でこれまで以上に頻繁に生じ易くなるものと考えられる。

(注2) 図表6の「貧困層」は、可処分所得が「当該国における可処分所得(社会保障勘案後)の中央値の60%を下回る層」を指す。図表9も同じである。

(注3) 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インフレ予想にほぼ等しいとされている。

## 海外の話題

# 日常生活と人々の心の中にある“インフレ期待” in NY

農林中央金庫 ニューヨーク支店長 藤井 英孝

2022年がスタートしました。今年の金融市場を見ていく上で最もホットなトピックは、米国のインフレ・リスクと想定を超えるFRBの利上げ懸念だと思います。米国労働省が11月に発表した10月のCPI（消費者物価指数）は、31年ぶりに前年対比+6.0%超えを記録し、11月も同様に高い伸び率を示しています。変動の大きいエネルギーや食品を除いたコアCPIと呼ばれる指標で見ても、5.0%近い伸びを示しており、経済活動の再開に伴う需要回復に供給サイドが追いつかず、材料不足や人手不足が全米各地で生じていると言われています。

さて、私事になりますが、ニューヨークへ着任して約8ヶ月が経過しました。その間、驚異的なスピードで進んだワクチン接種や本格的な経済再開に伴ってマンハッタンに活気が戻るなど、危機に臨んだ力強い国家の姿と街に生きる人々の生命力をひしひしと感じています。いまだにニューヨーク州ではコロナの新規感染患者は日々数千人規模で存在し（12月10日現在）、オミクロン変異株の患者が出はじめるなど懸念がまったくないわけではありませんが、いわゆる“withコロナ”の生活をうまく実践できているのが現在の米国の国民性であり、強さなのではないでしょうか。

本題に戻ってインフレについてです。皆さんは、“インフレ期待”という言葉をお聞きになったことがありますか？教科書的に言えば、「将来に対して人々が感じるインフレの予想（期待）」と書かれているのですが、バブル以降の日本経済しか知らない私にとって、インフレ期待という言葉は単なる机上の理論値という感覚でした。そうした私が今回ニューヨークで実際の生活をおくる中で最も驚いた経験の一つが、日常生活の中でインフレ（物価の値上がり）をリアルに肌で感じることもあるということでした。

いくつかご紹介すると、コロナの影響の反動が大きかったと思いますが、まず家賃の上昇が顕著でした。コロナの影響でマンハッタンから人々が郊外へ避難し、一時的に家賃の値下がりが見られましたが、現在はコロナ前の水準以上にまで上昇しているとも言われ、物件探しに苦労する状況になってきているようです。郊外の物件にいたっては、コロナ禍でさえ下落することなく、むしろ大きく上昇した後も値上がりが続いている状況と言われています。もともと、不動産は景気の変動を受けやすく、今回の家賃上昇もどちらかといえば、インフレというよりはコロナに伴う一時的な影響という整理ができるかもしれません。

しかし、このほかにもローカル職員の給料を考える際に、インフレ上昇を賃上げのベースとして考える、日本では伝説となっている所謂“ベア＝ベース・アップ”が当然のように給与交渉の前提となっています。また、街へ出ればレストランでの食事やチップ（以前は15%と言われていたチップですが最近では20%が当たり前とも、、、）なども上がり続けているようで、米国では身の回りの多くのモノやサービスに継続的な値上がりが自動的に組み込まれているように感じます。言い換えると、米国で生活している人の心には、きっと来年以降も多くのモノやサービス、もしかすると株式までも基本的には値上がるだろうという考えがDNAのように根付いているように思います。したがって、何かものを買う場合には値上がる前、すなわち今のうちに買っておこうという消費意欲につながっていく効果があるのではないかと感じます。まさに、人々の心に根付いているこうした気持ちをインフレ期待、インフレ心理という言葉で表しているものであり、私にとって初めてのインフレ期待を実感しています。

翻って日本では、電車・バス料金や電気・ガス料金などでたまに値上げが実施される場合には必ず大きなニュースとなって報道されています。このため、値上げ＝悪というイメージが持たれる中で、値上げをしたい企業にとっては大きなプレッシャーがかかっているように見えます。こうした環境が何十年も続くと、当然、今年だけでなく来年も多くのモノやサービスの価格は上がらないし、この先の将来に対してもモノやサービスの値段は上がらないものなのだとして多くの人が心の中で考えていくようになってしまいます。実際、私自身が無意識にそうした考えを持っていました。所得が上がらない中で物価だけが上がることは確かに消費者にとってマイナス要因になりますが、緩やかなインフレとそれを支える所得の上昇が健全な経済の成長を生み出すという基本的な仕組みをどこかに忘れてきてしまったように感じます。

日銀が目指すようなインフレ目標を達成することが先なのか、政府が掲げる賃上げ（所得向上）のどちらが先なのかは分かりませんが、日本が再び経済成長を取り戻すということは、私達一人ひとりの日常の生活と心の中に小さなインフレ期待を取り戻していくことなのかもしれません。

と考える一方で、何年経っても1,000円で食べられる美味しいランチと無料で受けられる極上のサービス、、、矛盾を承知で、改めて日本ほど住み心地の良い国はないと実感しています。

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>

2022年1月号 第33巻 第1号・通巻374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