

金融市場

潮流

老後の資金問題と金融教育 …… 1

情勢判断

国内経済金融

コロナ感染「第6波」で高まる経済の下振れリスク

～政府は34都道府県に「まん延防止等重点措置」を適用～ … 2

米国経済金融

求人数が高止まるなかで、完全雇用に接近

～速いペースでの金融政策正常化の織り込みが進展～ … 12

中国経済金融

内需の低迷で下押し圧力が依然強い中国経済

～先行きの景気は金融緩和策等を受けて持ち直しへ～ … 20

分析レポート

米国・英国・日本との対比で見たユーロ圏経済

～ECBの信任低下の懸念、労働生産性向上の必要性～ … 26

今月の焦点

日本の財政⑩：2022年度予算案 …… 30

連載

公衆浴場を90年以上支え続ける東浴信用組合 … 34

海外の話題

日本から香港 香港から世界に広がる「OMUSUBI」文化 … 38

2022. 2

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>

老後の資金問題と金融教育

調査第二部 部長代理 木村俊文

21 年晩秋に公開された映画「老後の資金がありません！」は中高年を中心に話題となり、老後のお金を巡る問題への関心が高いことを改めて実感した。映画は、老後を少しでも豊かに過ごそうと節約につとめる普通の主婦が、親の葬儀や娘の結婚、夫のリストラ、浪費家の姑との同居など様々な資金難に襲われながらも、「何とかなるから絶対！」との気概で懸命に奮闘する姿をユーモラスに描いたものである。お金をかけなくても「工夫すれば楽しめる暮らし方は必ずある」といった考え方を提示する内容だったが、老後の資金問題の具体的な解決策を期待した人にとっては少し物足りなさを感じたかもしれない。

老後の資金を巡っては、金融庁が 19 年 6 月に公表した報告書「高齢社会における資産形成・管理」で高齢夫婦無職世帯の生活資金が 30 年間で 2,000 万円（月額 5.5 万円）不足するという「老後 2,000 万円問題」が話題になった。この金額は 17 年の総務省「家計調査年報」に基づくものであり、その後の動きを確認すると、新型コロナ禍の影響を大きく受けた 20 年（外食・旅行など支出が減少した一方で 1 人 10 万円の現金給付により黒字化）を除けば、19 年時点でも 30 年間で 1,200 万円（月額 3.3 万円）不足すると試算される。

一方、金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」（21 年 1 月）によれば、約 8 割の人が老後の生活に不安を抱えており、その理由は「年金や保険が十分ではないから」といったお金の問題を挙げている。当然のことながら、年齢が若い人ほど老後に対する不安感が強くなる傾向を示している。

では、老後資金は一体いくらあれば安心なのか。生活資金だけでなく医療・介護費、葬儀代なども見積ることになるが、老後に必要な資金については、個別の家計状況のほか、自らの住まい・居住地、退職後の生きがいといったライフプランをどのように想定するかによって異なるため、個々人が考えていく必要があるといえる。

したがって、老後の資金不安を解消するためには、若いうちから金融リテラシー（お金に関する知識や判断力）を高めるとともに、将来を見据えたライフプラン・マネープランに関する意識づけを行うなど、早期に対策を始めることが重要だと考えられる。

こうした中、成人年齢が 18 歳に引き下げられることもあり、22 年 4 月から高校の家庭科で「金融教育」の授業が始まる。文部科学省「高等学校学習指導要領解説（家庭編）」（18 年 7 月）によれば、生涯を見通した計画を立てるために、教育資金、住宅取得、老後の備え、リスク（事故や病気、失業など）への対応のほか、金融商品（預貯金や民間保険、株式、債券、投資信託など）の特徴や資産形成の視点などについて学ぶようである。こうした体系的な学習は中高年などすでに成人した人たちにも必要だと思われるが、新たな取組みが老後の資金不安の解消に資することを期待したい。

コロナ感染「第6波」で高まる経済の下振れリスク

～政府は34都道府県に「まん延防止等重点措置」を適用～

南 武志

要旨

2021年末にかけてサービス消費は持ち直しが本格化する動きが強まったほか、部品調達難等が緩和したことで8～9月に大きく落ち込んだ自動車生産の回復が進んだ。しかし、22年入り後からオミクロン株による新型コロナ感染が加速度的に増え始めたことを受け、政府は「まん延防止等重点措置」の再発動に踏み切った。そのため、1～3月期にかけて国内景気が減速する可能性が高まるなど、経済の下振れリスクが高まっている。

欧米主要国ではインフレ昂進が続いており、米国を筆頭に金融政策の正常化ペースが速められつつある。その余波もあり、年初来、長期金利は0.1%台にレンジを切り上げて推移している。国内でも22年4月以降は物価上昇率が2%に接近する可能性が高いが、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た。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2022年				
		1月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		-0.021	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0490	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
国債利回り	20年債 (%)	0.525	0.40～0.65	0.40～0.65	0.40～0.65	0.40～0.65
	10年債 (%)	0.135	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.20
	5年債 (%)	-0.035	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	113.8	108～120	108～120	108～120	108～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.8	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)		27,588	28,500±3,000	29,500±3,000	30,500±3,000	31,000±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2022年1月24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。

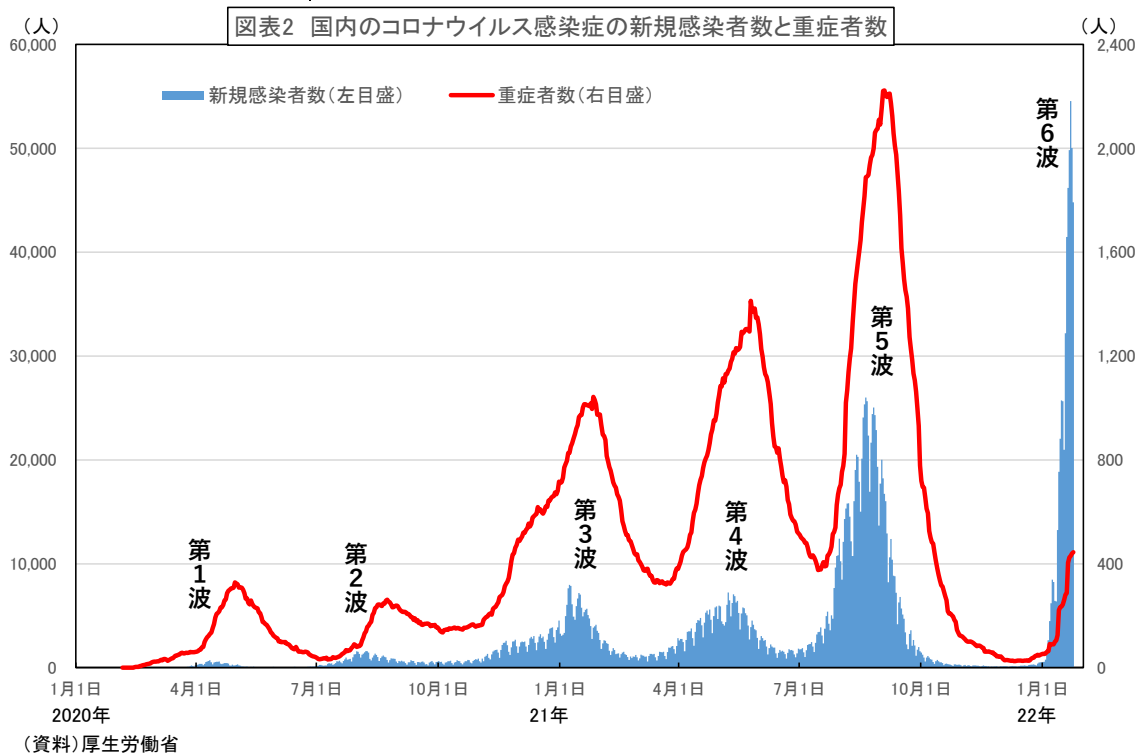
コロナ感染「第6波」の襲来

新型コロナウイルス感染症の感染「第5波」が収束したことにより、2021年末にかけて国内景気の持ち直しがようやく本格化したかに見えたが、22年入りと同時に新型コロナの新規感染者数も加速度的に増え始めた。それに伴って濃厚接触者も急増しており、社会経済活動の維持に支障が出かねない状況となっている。現在のコロナ感染の主流であるオミクロン株は、感染力は非常に強いが、感染しても重症化リスクは低く、たいていは軽症か無症状とされる。そのため、感染を封じ込めるのは容易ではなく、しばらくは感染拡大が続く可能性が高いと思われる。

一方、政府は感染防止対策と社会経済活動の両立を目指して

きたが、感染急拡大が見られた広島県、山口県、沖縄県に対して「まん延防止等重点措置」（当初の設定期間は1月9日～31日、その後2月20日まで期限延長）を適用したほか、21日には群馬県、埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県、新潟県、岐阜県、愛知県、三重県、香川県、長崎県、熊本県、宮崎県の13都県も対象に加えた（期間は1月21日～2月13日）。適用対象となった都県では、飲食業に対して時短営業や酒類提供自粛、イベントの人数制限などを要請しており、サービス消費には再び逆風が吹き始めた。

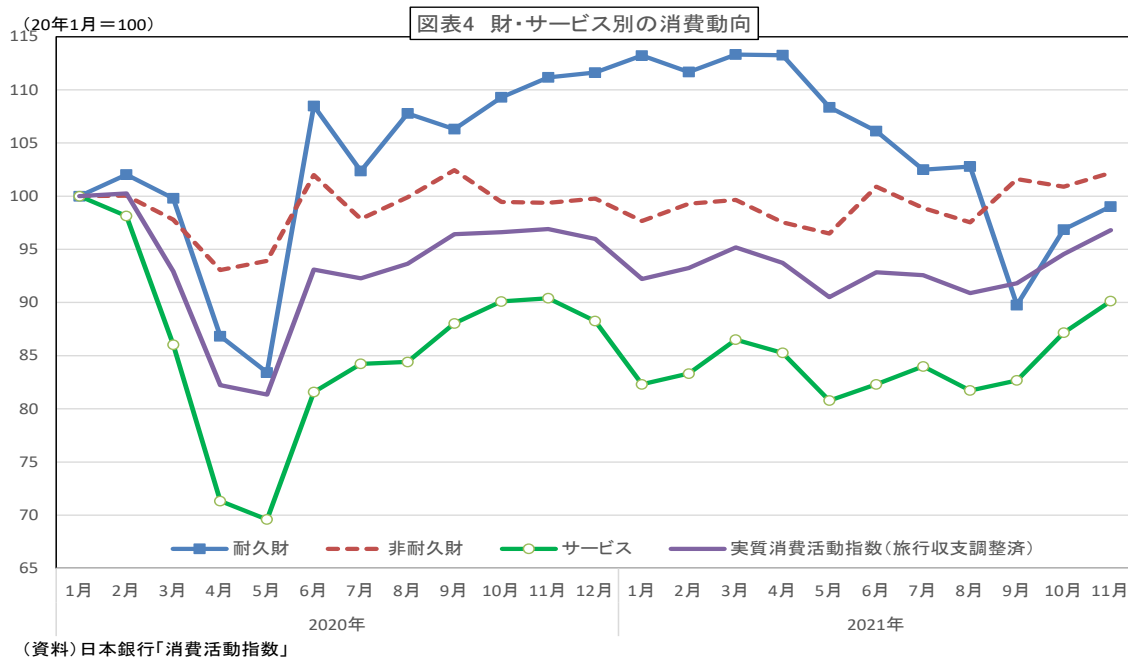
さらに、25日には北海道、青森県、山形県、福島県、栃木県、茨城県、静岡県、石川県、長野県、大阪府、京都府、兵庫県、岡山県、島根県、福岡県、佐賀県、大分県、鹿児島県の18道府県を加えることを決定する予定（期間は1月27日～2月20日）で、適用地域は34都道府県となった。



年末にかけてサービス消費が急回復

現時点で利用可能な経済指標からは、21年末にかけて感染「第5波」収束によるサービス消費の回復が確認できる。11月の第3次産業活動指数は前月比0.4%と3ヶ月連続の上昇で、このうち宿泊業、飲食店・飲食サービス業、娯楽業などが含まれる生活娯楽関連サービスは同4.3%であった。この3ヶ月で指数全体は2.8%上昇したが、生活娯楽関連サービスの寄与

度は2.5ポイントであった。消費関連指標についても、11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2.4%と3ヶ月連続の上昇、8月比で6.5%の上昇であった。このうち、サービス消費の寄与度は5.2ポイントで、GoToキャンペーン事業が奏功していた20年秋の水準まで回復した。



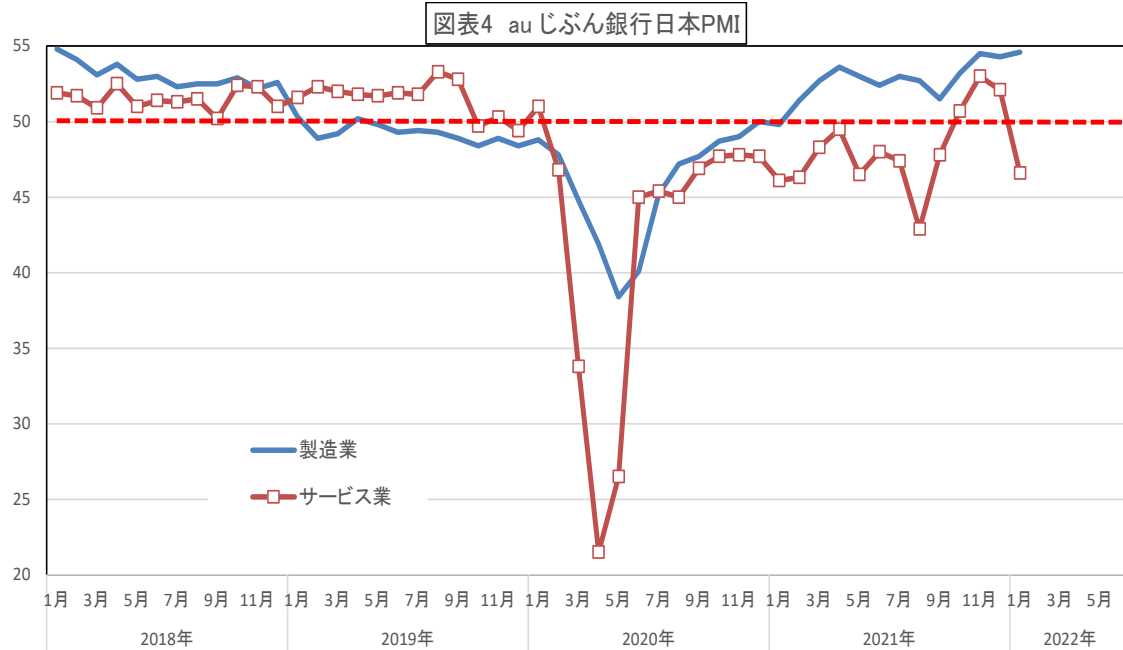
自動車生産・輸出も持ち直したが、半導体不足問題は長期化の様相

一方、生産・貿易などの統計からは、8～9月に大幅減産を余儀なくされた自動車生産については、部品調達難などが緩和したことにより、持ち直しつつあるが、中国経済の減速の影響などもあり、その勢いが鈍いことも見て取れる。

12月の貿易統計によれば、輸出額は前年比17.5%と、11月からは増加率がやや縮小したが、二桁台の伸びを維持した。8～9月にかけて発生した大規模な部品調達難によって大幅減産を余儀なくされた自動車生産が引き続き回復に向かっていることに加え、半導体等電子部品、半導体等製造装置なども堅調だった。ただし、自動車・同部品の輸出は直近ピーク（21年6月）の水準を依然として下回るなど、半導体不足などの問題は残っている模様だ。また、日本銀行が試算する実質輸出指数は前月比▲0.9%と2ヶ月ぶりに低下、10～12月期としても前期比▲0.9%と2四半期連続のマイナスであった。

また、11月の鉱工業生産は前月比7.0%と2ヶ月連続の上昇で、自動車生産の回復が牽引する格好となったが、12月の製造工業生産予測指数（予測誤差補正後）は同▲1.3%の減産が見

込まれるなど、順調に回復する姿が想定されているわけでもない。半導体不足問題や部品調達難といった供給面の混乱は長期化するとの見方が強く、オミクロン株が東南アジアでも爆発的に広がれば、昨夏のような自動車生産の大幅減が再来する事態もありうる。



(資料) auじぶん銀行、IHS Markit

経済見通し：景気の本格回復時期が後ずれする公算

上述したように、新型コロナの感染「第5波」収束を受けて、サービス消費が大きく持ち直したことを主因に、21年10～12月期は再びプラス成長に転じるとみられる。しかし、オミクロン株による感染「第6波」とそれに伴うまん延防止等重点措置の影響により、22年入り後はサービス消費の持ち直しが再び足踏みする可能性が高い。実際、1月下旬の再開を模索していたGoToキャンペーン事業も先送りされることになったこともあり、サービス業の景況感は急低下している。12月から3回目のワクチン接種が開始されたものの、まだ国民の2%が完了したに過ぎず、今後の感染状況次第では一段と厳しい行動制限が課されることも予想される。

当総研では、21年12月時点で22年1～3月期の経済成長率を前期比1.1%（年率4.5%）、このうち民間消費は同1.5%と予測、21年度を通じては2.4%成長（民間消費は前年度比2.1%）と予測していたが、いずれも下振れる公算が高まったとみられる。景気の本格回復時期も22年度入り後にずれ込むだろう。

物価見通し：4月以降は2%に接近するが、安定的な2%達成は依然困難

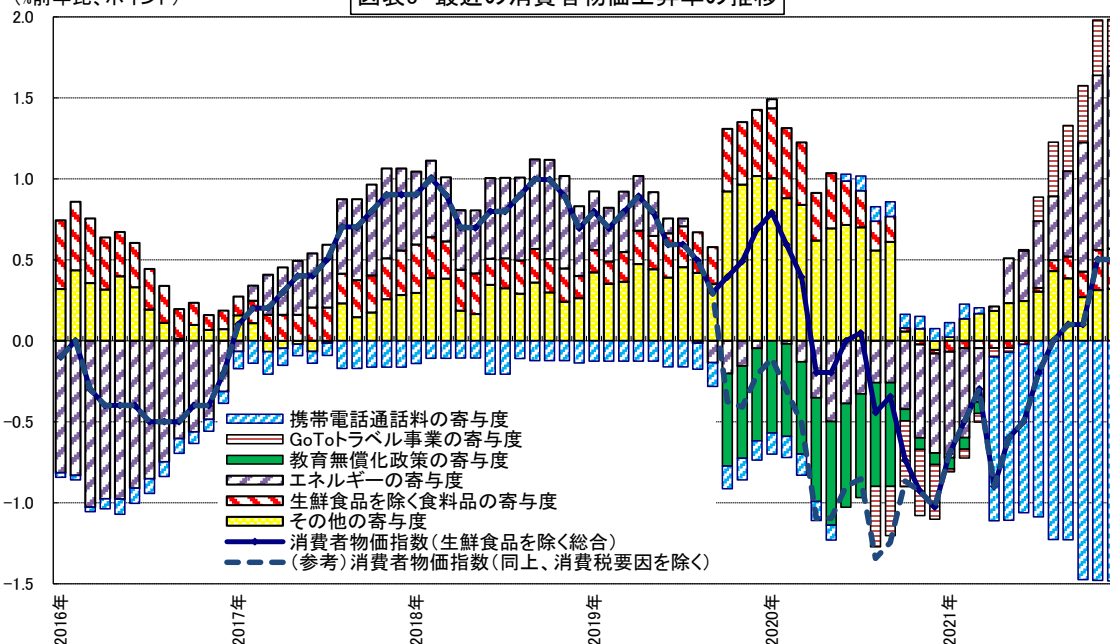
12月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比0.5%と4ヶ月連続のプラスだったが、上昇率は11月と変わらずであった。物価のベース部分を見る際に用いられる「生鮮食品・エネルギーを除く総合」に至っては同▲0.7%と、マイナス幅が拡大しており、携帯電話通信料の引き下げ効果（寄与度：▲1.5ポイント）の影響を多分に受けているとはいえ、円安・資源高によるコスト上昇分を消費財・サービスに転嫁する動きはなお低調である。

目先は、GoTo トラベルキャンペーンの一時中止の影響で大幅上昇となっていた宿泊料要因が剥落することで、0.35ポイントほどの押下げ効果が見込まれるから、物価上昇率が一旦は鈍化する可能性が高い。しかし、資源・エネルギー高騰の影響がしばらく続くほか、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拡大し、2%に迫るとみられる。価格転嫁の動きも広範囲に広がる可能性もあるだろう。

しかし、黒田日銀総裁も指摘する通り、賃金上昇を伴わずに資源価格・国際商品価格の上昇を主因とする物価上昇が起きても持続的なものになりえないと思われる。そのため、一時的に物価上昇率が高まる場面は十分ありうるが、安定的に2%の物価目標の達成を見通せる状況ではないだろう。

(%前年比、ポイント)

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



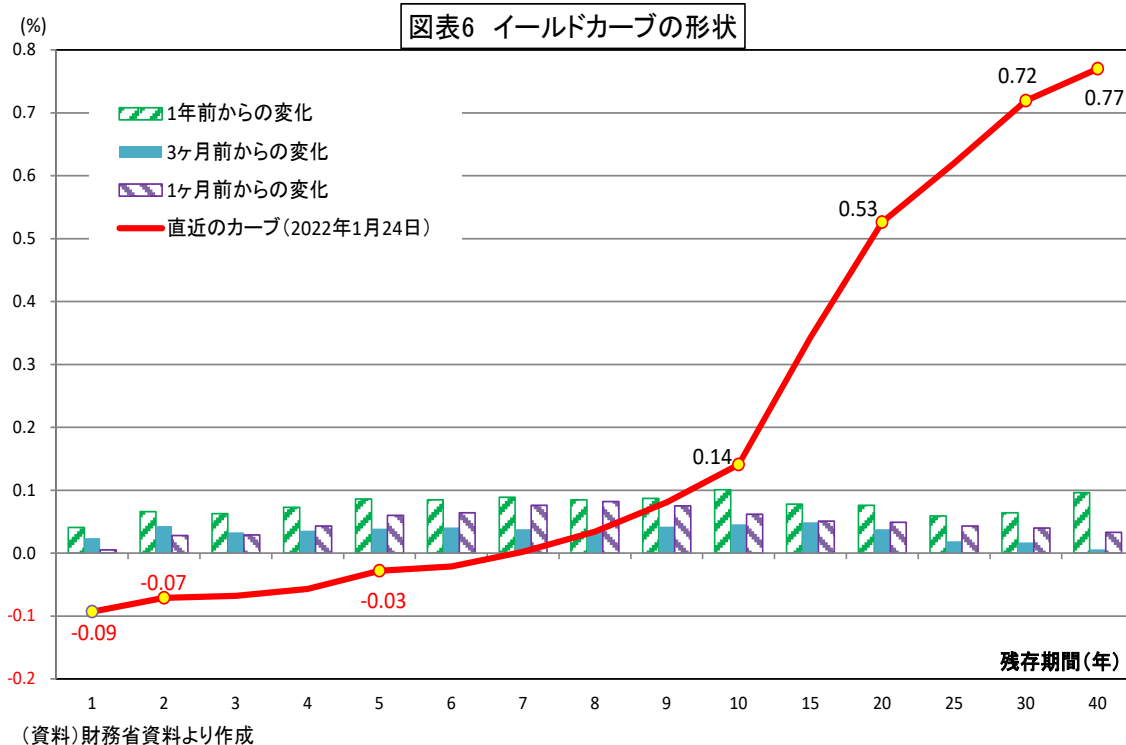
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

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

1月17～18日に開催された日本銀行・金融政策決定会合では、大方の予想通り、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続が決定された。また、6月末に期限を迎える「貸出増加支援資金供給」について1年間延長することも決定した。

同時に公表された展望レポートでは、それまで「下振れリスクの方が大きい」としていた物価に関するリスク評価を「概ね上下にバランスしている」へ上方修正した。背景には、需給ギャップの改善が続く下で企業の価格設定スタンスが徐々に積極化し、原材料コスト上昇の価格転嫁が緩やかに進むと想定していることが挙げられるが、それでも22、23年度の物価見通し（全国消費者物価（コア））はいずれも前年度比1.1%と、目標とする2%には程遠い数字が示された。

米国、英国などインフレ加速が起きている主要国では金融政策の正常化に向けた議論が進んでおり、日銀も円安の進行次第では2%物価目標を達成する前の利上げを議論するのではとの観測も浮上していたが、黒田総裁はそうした見方を否定、粘り強く現行レベルの緩和策を継続する方針を改めて表明している。



金融市場：現状・見通し・注目点

世界を見渡せば、新型コロナの感染急拡大がみられるなか、それに伴う供給面の混乱が強まっており、インフレ加速にはま

だ歯止めがかかっていない状況である。そうした中、米国金融政策の正常化が当初の想定を上回るペースとなるとの見方が広がり、米国の長短金利が上昇、株式市場は調整色が強まっている。また、ウクライナ情勢の緊迫化などを材料に、相場が大きく変動する場面も散見されている。国内の金融資本市場は年明け以降、金利高、株安の展開となっている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。



**長期金利は 0.1%
台へ水準を切り上
げて推移**

① 債券市場

21年夏場にかけての国内長期金利(新発10年物国債利回り)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は慎重な姿勢を示すと、上昇圧力は緩和、12月前半は0.04~0.05%を中心レンジとするボックス圏での展開となった。

しかしながら、想定以上にタカ派的な内容となった12月FOMCの議事要旨の公表後には早期の利上げ開始や速いピッチでの利上げ観測が高まり、米国長期金利が急上昇、それにつられて

長期金利は引き続き 小幅プラス圏で の推移

米国の利上げ方針 が明確になるまで 株価は軟調推移

国内金利も 0.1% 台前半まで上昇した。

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 ($0\% \pm 0.25\%$) で推移するように操作されるとみられ、そのレンジを外れるような動きは想定しない。しかし、市場参加者は 1 月 25~26 日に開催される米連邦公開市場委員会 (FOMC) で利上げ開始などが検討されるか注目している。それゆえ、利上げに関して何らかの方針が示されるまでは金利高止まりが続くと思われる。特に、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上昇しやすい地合いが残るだろう。

② 株式市場

10 月に発足した岸田内閣では「新しい資本主義の実現」を掲げているが、株式市場の反応を見る限り、決して好意的には捉えていないようだ。背景には、目玉の分配政策がリスクマネー供給に支障を来すとの懸念を生むなど、経済政策に対する不安感があるとみられる。11 月 19 日には過去最大となる財政支出で 55.7 兆円規模の経済対策を閣議決定したものの、追加経済対策の中身への失望感から株価はほとんど反応せず、21 年内は上値の重い展開が続いた。

22 年の年明け直後には一時 29,388 円台まで上昇する場面もあったが、オミクロン株による加速度的な感染拡大、さらにはインフレ加速に直面する米国の金融政策の正常化が想定よりだいぶ早いとの警戒が広がったことから、その後は軟調な展開が続いており、直近は 27,000 円台での推移となっている。

先行きは、引き続き、米国のインフレ動向や利上げを巡る思惑に影響を受けやすいと思われるが、その方針が明確になるまでは引き続き軟調な地合いが続くだろう。しかし、いずれ過剰流動性の回収 (QT) が始めるとはいえ、世界規模での金余り状態はしばらく残られるほか、供給面の混乱や資源価格の高騰もいずれ落ち着いてくることが期待される。また、オミクロン株に続く新たな変異ウイルスの登場もありうるが、新型コロナウイルスの経済・企業活動への影響も徐々に弱まっていくだろう。そのため、内外経済の持ち直し基調は維持できると見込まれ、株価はいずれ底堅く推移し始めると予想する。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) が大きい点にも留意する必要があるだろう。

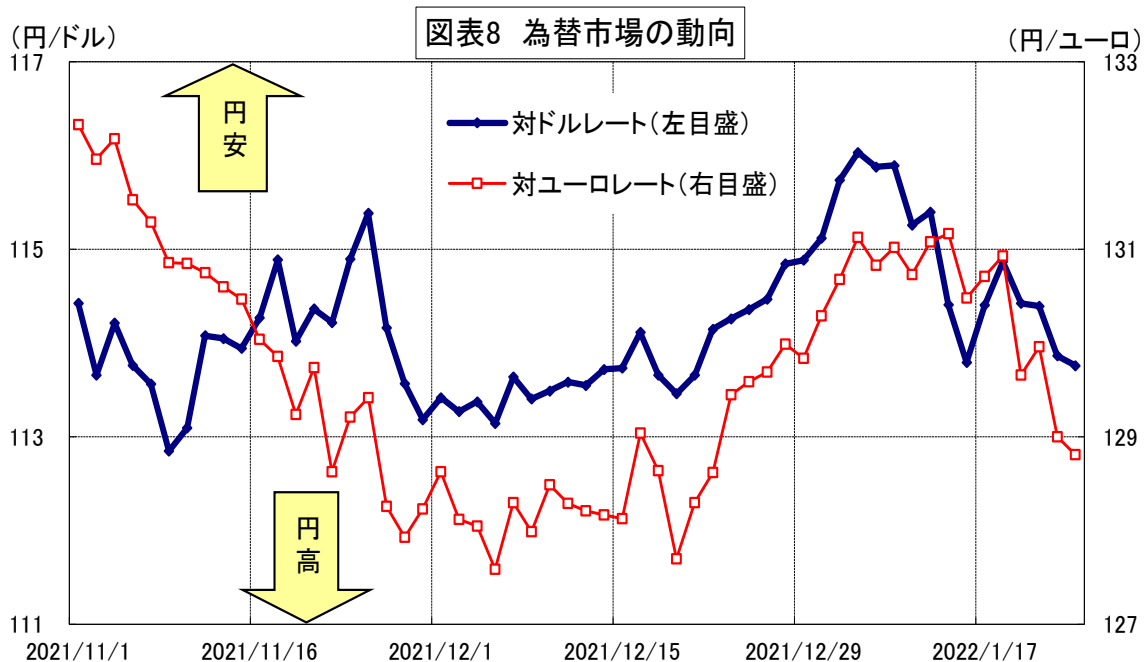
直近のドル円レートは円高方向に推移したが、先行きは再び円安へ

③ 外国為替市場

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、さらに日本のコロナ禍からの持ち直しが出遅れたこと等から、21年中のドル円レートは概ね円安方向での展開が続いた。

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、円安圧力が高まった。年明け直後には一時116円台と約5年ぶりの円安水準となったが、その後はリスクオフに伴う円買いニーズもあり、113円台へやや円高気味に推移している。

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、日本経済がオミクロン株の流行で再び減速する可能性が高まるなど、米国の景況感が日本よりも強いことなどを踏まえると、基調としては円安ドル高気味の展開が予想される。



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

対ユーロレートはもみ合い推移と予想

対ユーロレートは、11月末にかけて円高方向に推移した後、12月前半は1ユーロ=128円前後でのもみ合いとなった。その後、1月上旬にはドル高につられる格好で131円までユーロ高が進んだが、足元では129円台と円高方向に戻すなど、方向感

の乏しい展開となっている。

インフレ加速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既に決定するなど、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））は残るなど、日銀と同様に「マイナス金利＋量的緩和」の枠組みはしばらくの間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との見方に変更はない。

（22. 1. 25 現在）

求人数が高止まるなかで、完全雇用に接近

～速いペースでの金融政策正常化の織り込みが進展～

佐古 佳史, CFA

要旨

雇用者数は小幅な伸びにとどまったものの失業率が急低下したことで、労働市場は求人数が高止まるなかでも完全雇用に接近しつつある可能性が考えられる。

インフレ抑制のため、FRB はタカ派なスタンスに方針転換済みであり、22 年の金融政策正常化は速いペースで進みそうだ。1 月の調整局面を経て、市場ではこうした織り込みが進展したといえる。

2 年目を迎えた バイデン政権

1 月 20 日で 2 年目を迎えたバイデン政権は、これまで新型コロナワクチンの普及や景気回復、インフラ投資法案の可決などが実績としてある一方で、国内ではインフレ率の高止まりや議会運営、難航する大型支出法案、国外ではウクライナ問題、米中対立など課題も多い。22 年 11 月に控える中間選挙を前に、こうした課題に対してどのように取り組んでいくのか、注目材料は多そうだ。

景気の現状：求人数が高止まるなかで、完全雇用に接近

以下、経済指標を確認してみると、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状態が継続している。

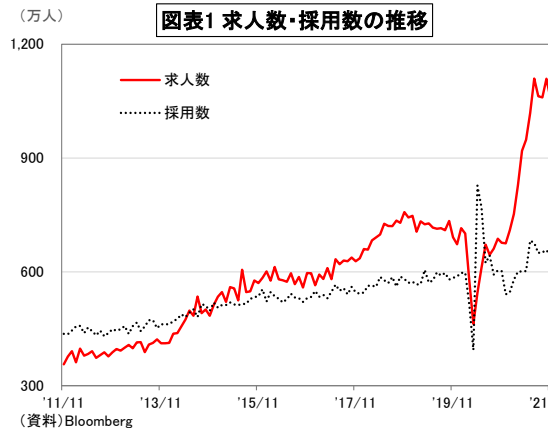
12 月の雇用統計を確認すると、事業所調査に基づく非農業部門雇用者数は 11 月から 19.9 万人増と小幅な増加にとどまった。一方で、家計調査によると雇用者数は同 65.1 万人増加し、失業率は 0.3 ポイント低下の 3.9%と大きく改善した。失業率は 11、12 月と合わせて 0.7 ポイント低下し、労働市場が速いペースで改善したと考えられる。また、コロナ前の失業率が 3.4～3.5%で推移したことに鑑みると、足元の労働市場は完全雇用に接近していると考えられる。

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。11 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 6.6%と 10 月から 0.4 ポイント低下したが依然として高い水準であり、自発的な離職率も高止まりしている。

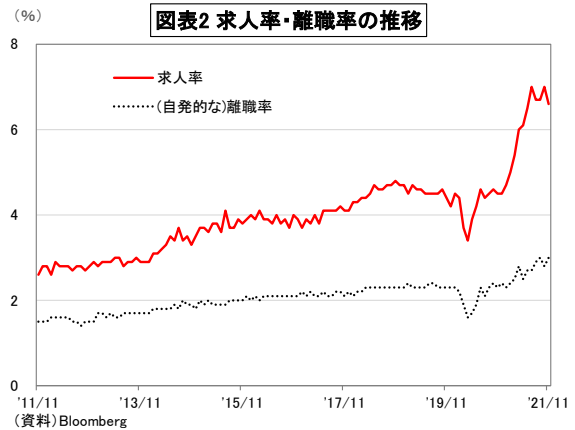
個人消費をみると、11 月の実質個人消費支出は、サービス消費が前月比 0.5%増加、クリスマス休暇の買い物シーズン（holiday shopping season）が 10 月に前倒しされた反動で財消費が同▲0.8%の減少となり、全体では 10 月から変わらずとなった。12 月

の小売売上高も同様に▲1.9%と減少しているものの、個人消費が鈍化しているわけではないだろう。

図表1 求人数・採用数の推移



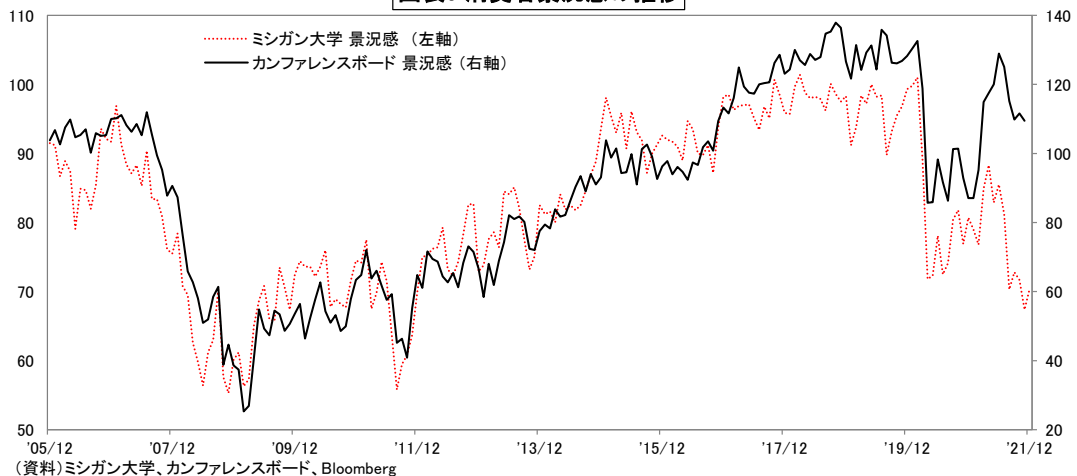
図表2 求人率・離職率の推移



また、1月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は小幅に低下し 68.8（現況指数 73.2、期待指数 65.9）と再び 10 年ぶりの低水準となった。ミシガン大学によると、消費者信頼感が改善しているのは所得が 10 万ドル以上の層に限定されており、全体的には経済政策への信頼感が非常に低いことや、75%の回答者が失業率よりもインフレ率の加速を問題視していることなどが報告されている。

こうしたなか、企業マインドは堅調に推移しており、12 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は 58.7%、サービス業指数（サービス業 PMI）は 62.0%と、いずれも 12 月に低下したものの、19 ヶ月連続での企業部門の拡大を示している。なお、製造業 PMI 価格指数は ▲14.2 ポイントと大幅に低下し、インフレ率がピークアウトする兆候ともとらえられる。

図表3 消費者景況感の推移

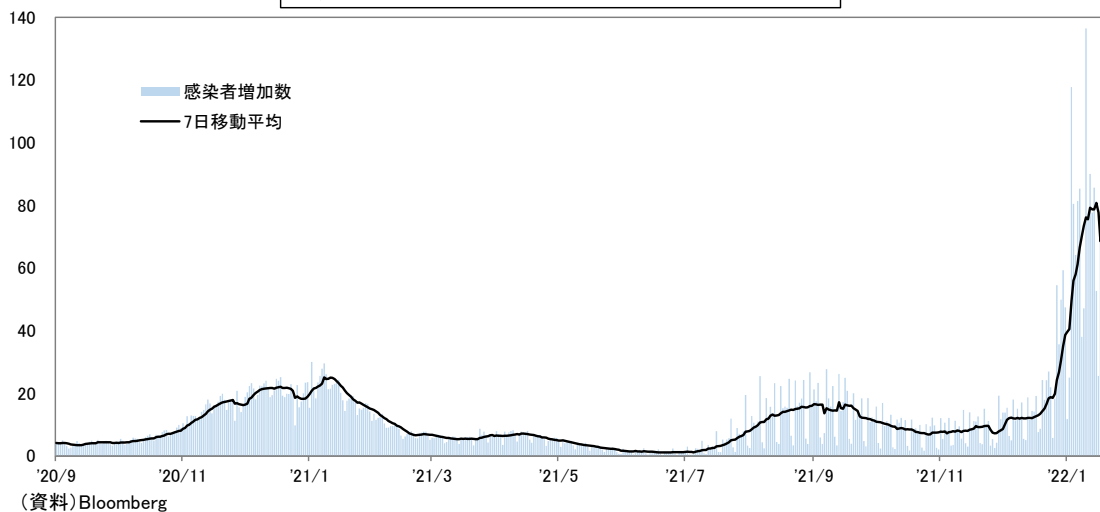


景気の先行き： オミクロン株の 影響は短期的な 見込み

さて、景気の先行きを考えてみると、やや改善方向にはあるものの引き続き半導体などの供給不足が景気回復ペースの下押し材料とみられる。一方で、警戒されていたオミクロン株の感染急拡大は短期間でピークアウトする傾向がみられることから、景気への影響は短期的なものにとどまりそうだ。労働市場のひっ迫も警戒されつつあるが、オミクロン株のピークアウト後は緩やかな雇用者数の増加と、景気拡大が続くと思われる。

(万人)

図表4 新型コロナ新規感染者数の推移(米国)



図表5 供給制約が意識される

		'20/11	'20/12	'21/1	'21/2	'21/3	'21/4	'21/5	'21/6	'21/7	'21/8	'21/9	'21/10	'21/11	'21/12
ISM 製造業	入荷遅延	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	64.9
ISM サービス業	入荷遅延	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	63.9
ISM 製造業	価格	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	68.2
ISM サービス業	価格	64.3	65.4	64.7	71.6	73.5	76.0	79.1	78.8	81.4	75.9	79.5	83.0	83.0	83.9
ISM 製造業	顧客在庫	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	31.7
ISM サービス業	顧客在庫	50.4	50.9	50.9	49.9	50.9	46.9	51.1	51.3	49.1	54.0	55.2	56.4	56.3	54.6
コモディティ価格	前年比%	-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	27.1
バルチック海運指数	前月比%	-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	-26.5
耐久財 受注残高	3ヶ月前比%	-1.0	-0.9	-0.5	0.5	1.3	1.8	1.9	2.2	2.3	2.2	2.1	1.9	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	1.2	1.3	

(資料) Bloomberg

図表6 グローバル・サプライ・チェーン・プレッシャー・インデックス(GSCPI)

(平均からの標準偏差、平均 = 0)

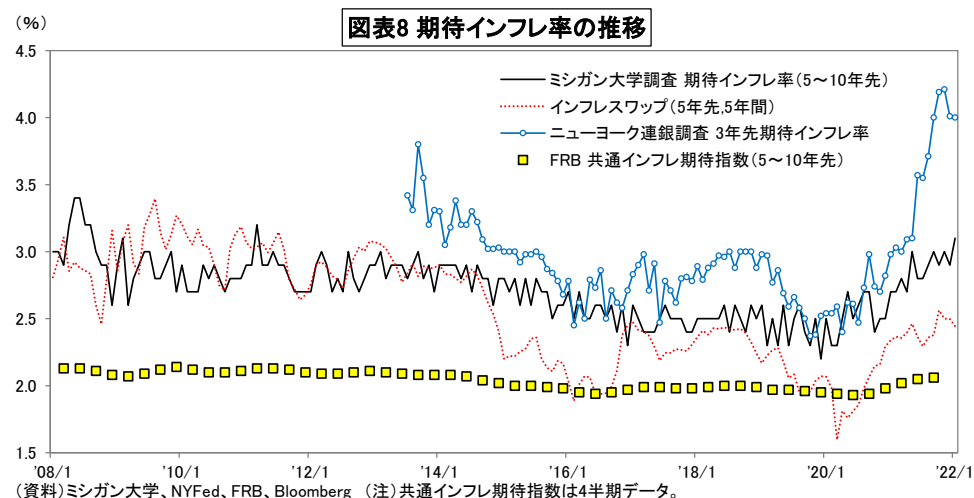
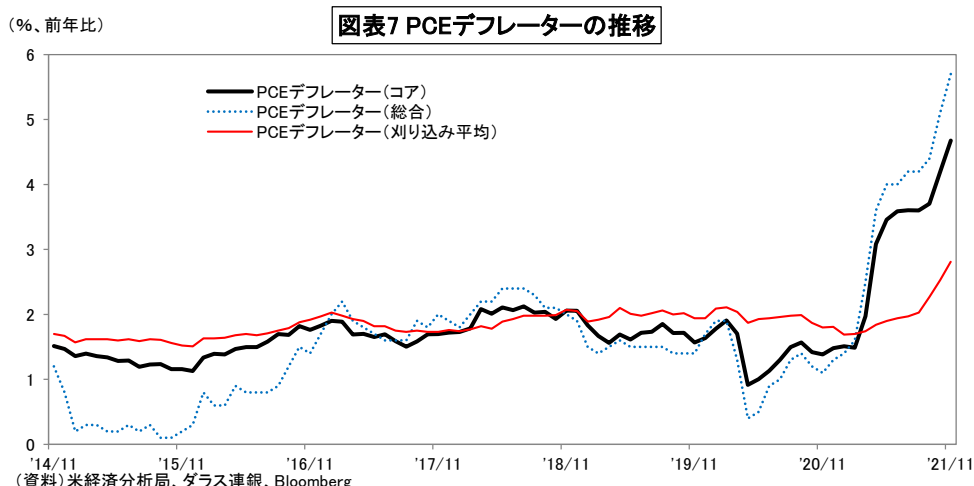


急騰したインフレ率

21年4月以降インフレ率は急加速し、11月のコアPCEデフレーターは前年比4.7%まで加速した。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2.8%となり、物価上昇が幅広い分野で確認できる。また、12月の消費者物価指数（総合）は約40年ぶりとなる同7.0%、コアは同5.5%と11月から加速した。

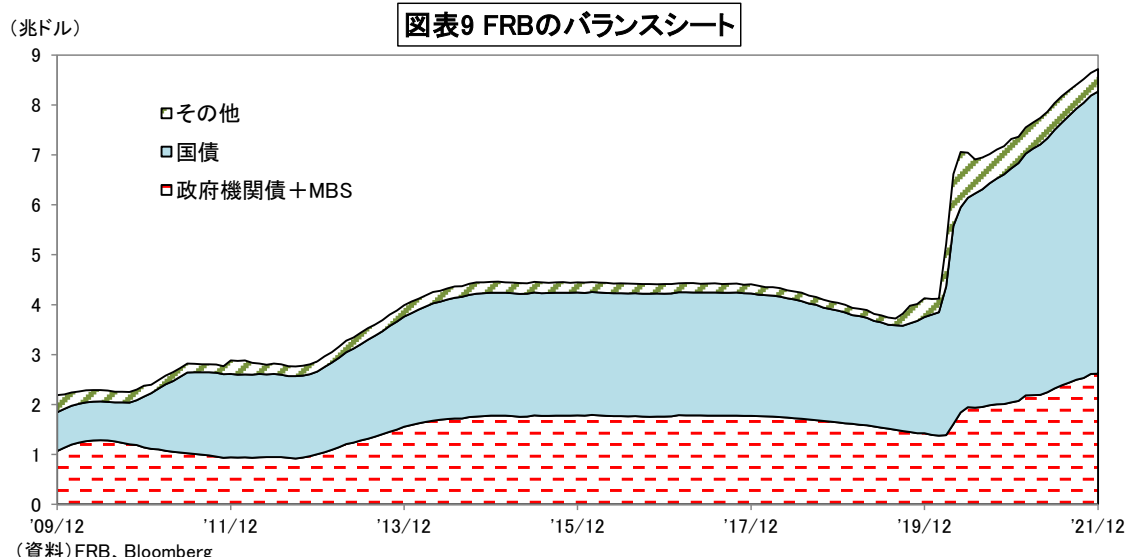
今後の見通しとしては、オミクロン株の拡大に伴う経済への影響から短期的にインフレ率は高止まる可能性はあるものの、ベース効果が剥落することや、生産者物価の伸びが頭打ちとなったこと、期待インフレ率が比較的安定していることなどから徐々にインフレ率は鈍化していき、2%程度に収まるとみられる。

一方で、現段階では蓋然性は低そうだが懸念材料としては、求人数の高止まりと完全雇用への接近が同時に進展することで、賃金上昇率が加速し、期待インフレ率に波及してしまえば、足元のインフレ率も収まる見込みがなくなってしまうだろう。22年は賃金上昇率が注目材料になると思われる。



タカ派な印象を与えた 12 月 FOMC 議事要旨

資産買い入れ縮小（テーパリング）のペースを加速することが発表された 12 月 FOMC の議事要旨によれば、多くの FOMC 参加者が①雇用者数の増加や失業率、労働参加率などから判断して、労働市場の回復ペースは速く、現在の回復ペースが続けば最大雇用は早期に達成される見通しであること、②現在の景気見通しに従えば、早期に、または速いペースで利上げをすることが適切になる可能性があること、を議論していたことが明らかとなった。そのほか、③バランスシート（BS）縮小を前回よりも早いペースで行うのが望ましい可能性や、④最大雇用が達成される前に利上げをすることが適切になる可能性、⑤将来的に金融政策の緩和度合いをより弱めて、高インフレを抑制することへの強力なコミットメントを発表すべき、といった意見も見られた。全体としてみれば、市場の想定よりもタカ派な印象が強い FOMC 議事要旨であった。



多様性を強調した FRB 執行部人事案

バイデン大統領は 14 日、FRB の執行部の人事案を発表した。現在上院承認待ちのパウエル議長（白人・男性）、ブレイナード副議長（白人・女性）に加えて、新たにラスキン副議長（金融監督担当、白人・女性）、クック理事（黒人・女性）、ジェファーソン理事（黒人・男性）を起用する方針となり、人種と性別において多様性を強調した人事といえるだろう。ただし、共和党の反発から上院での承認が難航する可能性も指摘されている。

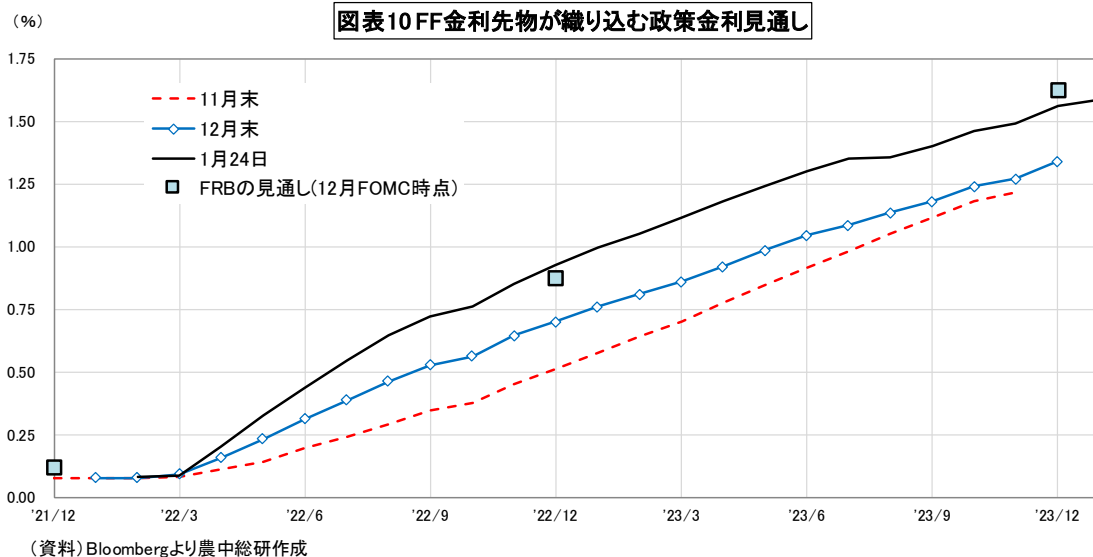
長期金利：1.8% からやや上での推移を予想

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、22 年入り後は、FOMC 参加者の利上げと BS 縮小をめぐるタカ派的な発言や 12 月 FOMC 議事要旨を受け、22 年の利上げ回数の増加や、より積極的な BS 縮小を織り込む形で、長期金利（10 年債利回り）

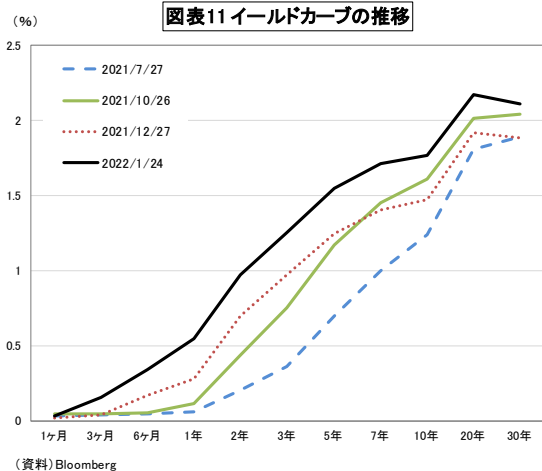
は大幅に上昇。足元では、21 年末時点と比べて約 30bp の上昇となっている。

先行きについて考えてみると、既に速いペースでの BS 縮小と 22 年内の 4 回利上げが織り込まれており、1 月 FOMC（25、26 日）にて一層タカ派的なスタンスが示されない限りは、金利急上昇はないだろう。一方で、23 年以降も利上げは継続すると思われることから、長期金利の上昇局面は継続すると思われる。以上から、現状と同水準の 1.8% 程度からやや上での推移となると予想する。

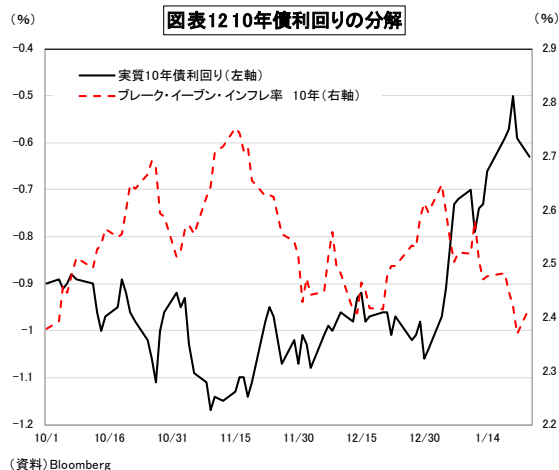
図表10 FF金利先物が織り込む政策金利見通し

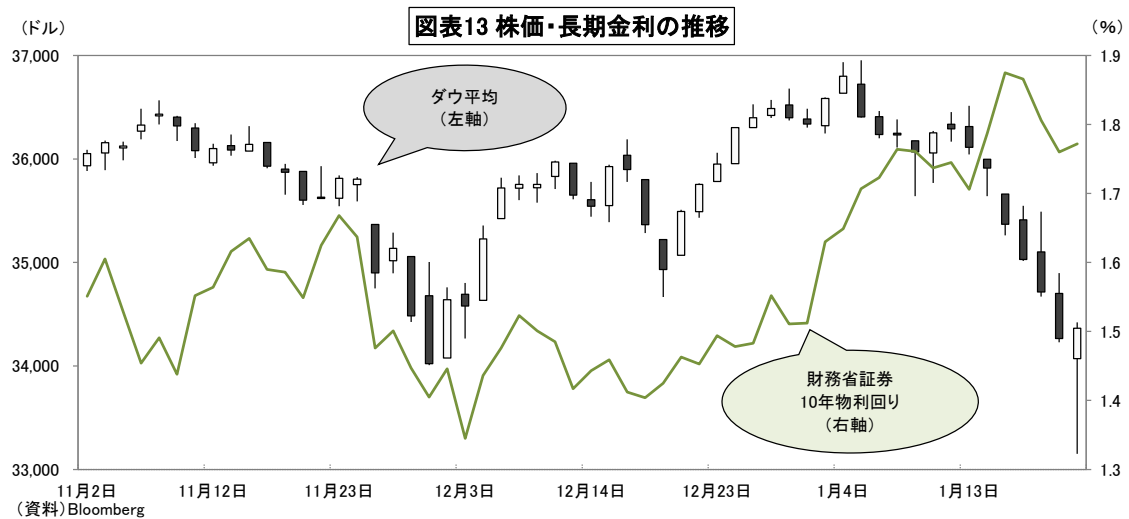


図表11 イールドカーブの推移



図表12 10年債利回りの分解





**株式市場：一旦
反発も上昇は緩
やかなペースに**

**一気にタカ派に
転じた FOMC メ
ンバー**

株式市場では、長期金利の急上昇をきっかけに 22 年入り後は調整が入りハイテク株を中心に売り込まれる展開となり、ダウ平均も下落基調となっている。

先行きについて考えてみると、金利上昇が一服する段階で一旦反発すると思われるが、金融政策が正常化へと向かうなかで株価の上昇は緩やかなペースにとどまるだろう。また、ウクライナ情勢をめぐる地政学リスクにも注意したい。

最後に、22 年の FOMC 参加者のスタンスと発言を確認したい。22 年の FOMC 参加者は 21 年から一気にタカ派化した印象があり、パウエル議長以外は全員タカ派と認識してもよさそうだ。これまで、ハト派な印象が強かったウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁が 4、5 回利上げの必要性に言及したことや、(意見は変わりやすいものの) ブラード・セントルイス連銀総裁が 4 回利上げを支持しつつあることなどもタカ派的とみられる。

1 月 FOMC 前時点での筆者の予想としては、インフレ率が年後半に落ち着いてくるとの想定の下で、年後半から BS 縮小を比較的速いペースで行いつつ、3、6、9 月に 25bp ずつ 3 回利上げした後、12 月は様子見ではないかと想定している。

もともと、実際にはあらかじめ決められたペースではなく、インフレ率や、新型コロナの感染状況、供給制約の度合いなどを見つつ、金融政策の正常化をしていくことになるだろう。

図表14 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言
FOMC委員 投票権あり	パウエル議長	0	1/11 1/11	利上げ回数を増やす必要があれば、そうする 高いインフレ率に対処する
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	2	1/14 1/14	緩やかな利上げが金融緩和を縮小する次の一手 インフレ率をコントロールするために4、5回利上げが必要になる可能性も
	空席 副議長			
	ブレイナード理事	1~2	1/12 1/13	インフレ率は高すぎる 3月に利上げ可能、22年内に複数回(several)の利上げを予想
	空席 副議長 (銀行監督担当)			
	ウォラー理事	2	1/13 1/13	インフレ率が2.5%まで下がれば、急速な利上げは必要なくなる インフレ率次第で5回の利上げも
	ボウマン理事	?		
	メスター総裁 (クリーブランド)	1	1/12 1/12	3月に利上げ可能、22年利上げは3回予想 できるだけ速やかなバランスシートの縮小が必要
	ハーカー総裁 (代役)	1	1/13 1/14	3月に利上げ可能、22年は3回か4回利上げ 米経済は改善したが、一部の企業が雇用に苦戦している
	ブラード総裁 (セントルイス)	2	1/6 1/12	3月に利上げ可能、インフレ率が落ち着けば、利上げペースの鈍化も 4回利上げの可能性が高い
	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	1	1/11	バランスシートの縮小に着手する必要がある
FOMC委員 投票権なし	バーキン総裁 (リッチモンド)	0	1/10 1/14	3月利上げは考えられる 利上げ時期とペースはインフレ率次第
	ボスティック総裁 (アトランタ)	0	1/10 1/11	利上げ後すぐにバランスシートの縮小に着手すべき 3月に利上げ可能、22年は3回利上げの予想
	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	2	1/14 1/14	インフレ率が落ち着く兆候は少ない 22年終わりにかけてインフレ率は少し鈍化する見込み
FOMC代理委員 投票権なし	エバンス総裁 (シカゴ)	1	1/13 1/13	インフレ率が急速に鈍化しなければ、4回利上げも 22年末に向けてインフレ率を抑えることに対し、金融政策の貢献度は小さい
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	1/13 1/14	3月に利上げ可能、22年は3回か4回利上げ 米経済は改善したが、一部の企業が雇用に苦戦している
	ブラック暫定総裁 (ダラス)	?		
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-1	1/4 1/4	2回利上げ支持 コロナ前の低インフレ環境に最終的には戻ると予想

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

(22. 1. 25 現在)

内需の低迷で下押し圧力が依然強い中国経済

～先行きの景気は金融緩和策等を受けて持ち直しへ～

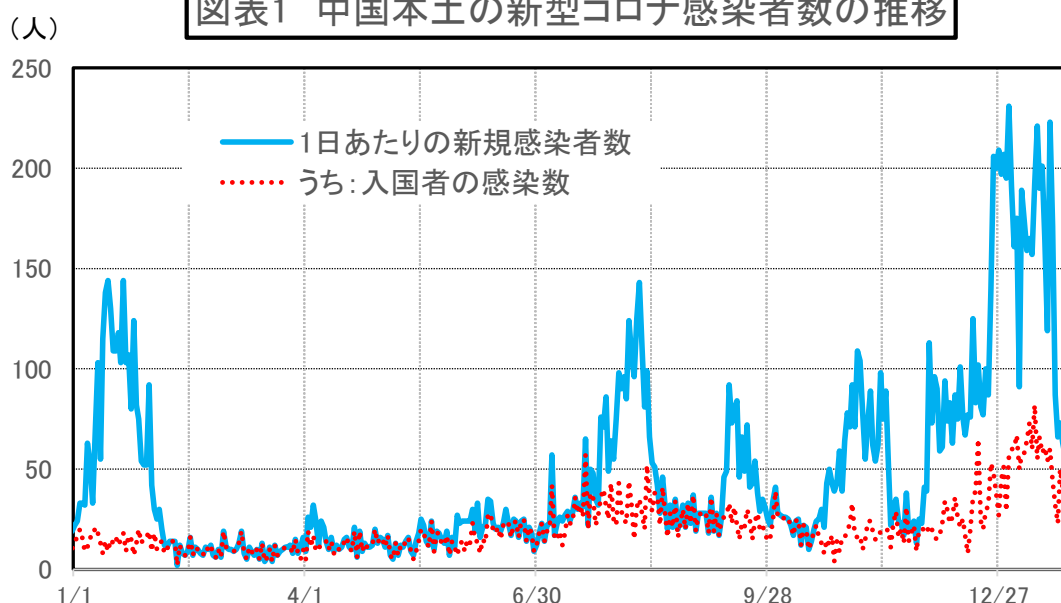
王 雷 軒

要旨

2021年10～12月期の実質GDP成長率は前年比4.0%と7～9月期（同4.9%）から鈍化したものの、前期比で見れば1.6%と前期の0.7%から加速した。底入れの兆しは見られるものの、足元の経済指標からは内需が一段と冷え込んでいることから経済下押し圧力は依然強いと思われる。

こうしたなか、12月に続き、銀行の新規貸出金利の参照指標となるローンプライムレート（LPR）は1月にも引き下げられた。今回は据え置かれた住宅ローン金利の参照指標となるLPRの5年物についても今回は引き下げに踏み切った。今後も、預金準備率の引き下げ等の金融緩和が行われる可能性が高い。これらの金融緩和策を受けて先行きの景気は持ち直すと見込まれる。

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22年1月23日。

デルタ株に加えて、感染力が強いオミクロン株も出現

中国政府はゼロ・コロナ政策を推し進めてきたが、12月以降も新型コロナウイルス感染（以下、コロナ感染）の拡大が繰り返されている（図表1）。陝西省西安市、河南省安陽市では、厳格な移動制限などの都市封鎖が12月末から実施されたほか、天津市や北京市の一部地域で感染力が強いとされるオミクロン株に

よる感染も確認されたため、厳格な検査や工場閉鎖などが行われた模様である。その結果、1日当たりの新規感染者数は12月31日のピーク時の175人（入国者の感染を除く）から1月23日には18人に減少した。しかし、こういった都市封鎖などによる経済活動への悪影響は小さくなかった。

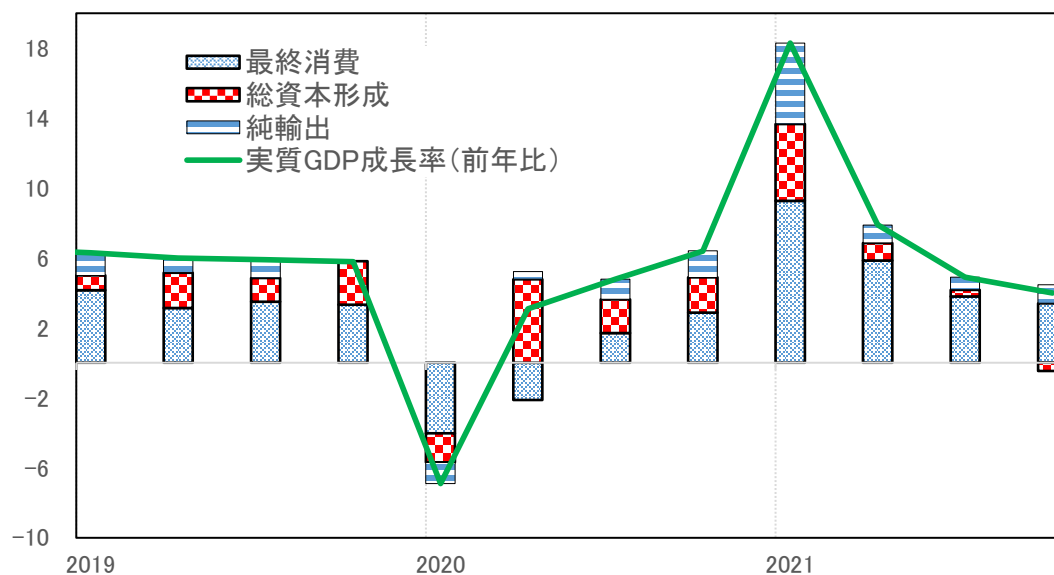
1月17日からは春節休暇（旧正月、1月31日～2月6日）のための特別輸送体制（春運、2月25日まで）が始まっており、1年のうち最も人流が活発化する期間となることから、各地で警戒態勢が一段と強化されると見られ、経済活動への悪影響がさらに懸念される。

加えて、北京冬季オリンピックが2月4日～20日に開催されるほか、全人代が3月5日に開催されることも決まっている。少なくとも3月末までは外食産業や観光業の回復は難しいと見られる。その後は、過度な移動規制、都市封鎖をせず、きめ細かい感染抑制策を行いながら、経済活動を回していくという選択肢もありうると考える。

とはいえ、コロナ感染抑制策による経済活動への悪影響は当面続くものとみられるため、引き続きその影響度合いに留意していきたい。

図表2 実質GDP成長率と需要項目別の寄与度

(%前年比、ポイント)



(資料) 中国国家统计局、Windデータより作成、四半期ベース。

21 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前期比 1.6%と加速

国家統計局が 17 日に発表した 21 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前年比 4.0%と 7～9 月期（同 4.9%）から鈍化した（図表 2）。一方、前期比で見ると 1.6%と 7～9 月期（0.7%）から加速した。

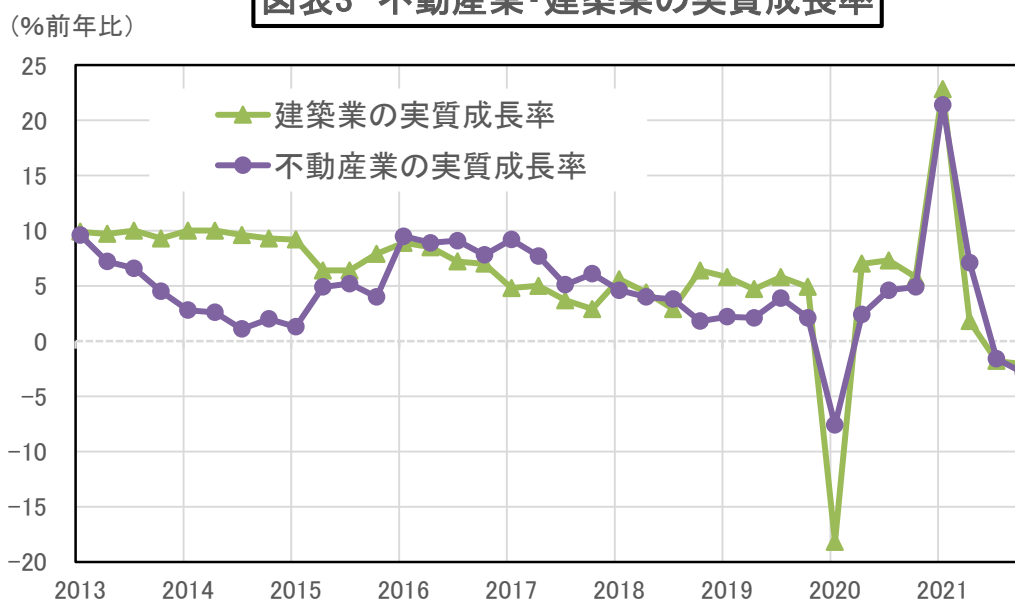
国家統計局が発表した 21 年の四半期別の実質 GDP 成長率の 2 年平均値（20 年と 21 年の四半期成長率を幾何平均により算出されるもの）を確認しても、前年比 5.0%、5.5%、4.9%、5.2%となっており、7～9 月期は減速したものの、10～12 月期には加速が見られた。

加速した要因として、電力供給制限・不足や半導体供給不足の改善傾向や世界経済の回復などを背景に、鉱工業生産が回復傾向を強めたほか、輸出も堅調に推移したことが挙げられる。

この実質 GDP 成長率（4.0%）に対する需要項目別の寄与度は、最終消費：3.4%ポイント、総資本形成：▲0.5%ポイント、外需（純輸出）：1.1%ポイントであり、最終消費と純輸出が成長を牽引した。

一方、21 年通年の成長率は前年比 8.1%となり、政府の目標である「6%」以上を達成したものの、2 年平均値は 5.1%に留まり、新型コロナ前の 18 年（同 6.7%）、19 年（同 6.0%）に比べて依然低い状況である。その要因として、コロナ感染抑制策に加えて不動産業・建築業の急減速が挙げられる。

図表3 不動産業・建築業の実質成長率



（資料）中国国家統計局、Windより作成、四半期数値。

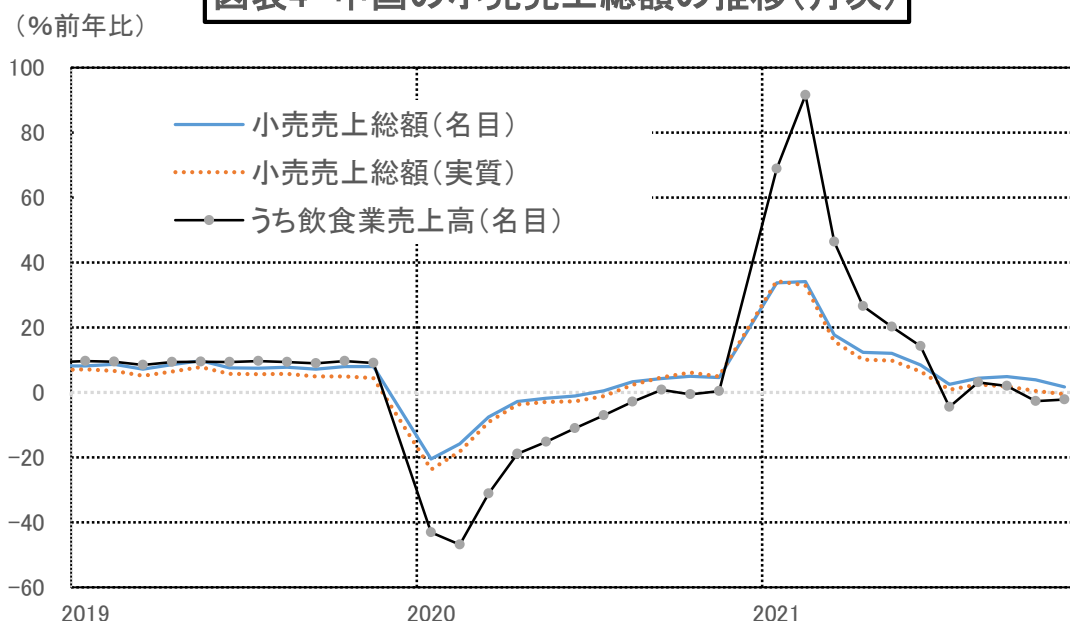
21 年後半から急減速した不動産業・建築業

国家統計局によると、21 年の不動産業と建築業の付加価値はそれぞれ 7.8 兆元、8.0 兆元で、両者の合計は 21 年 GDP (114.4 兆元 $\div$ 17.7 兆ドル) の 13.8%を占めている。不動産バブル懸念が高まりつつあるなか、最高指導部は「不動産は住むためのもので、投機のためのものではない」という政策方針を打ち出した。

これを受けて、20 年 8 月、中国人民銀行（中央銀行）と住宅・都市農村建設部（中央省庁）は、不動産開発企業に対して、総負債率を 70%以下にするなど負債にかかわる「3 つのレッドライン」と融資規制とを結びつける厳しい監督管理を取り始めてきた。また、21 年 1 月から、金融当局は金融機関の不動産向けの融資総量規制を導入し、不動産開発企業だけでなく、住宅ローンの利用者に対しても厳格な規制を行ってきた。これらを背景に不動産業、建築業は 21 年の後半から急減速した（図表 3）。

足元では、住宅ローン金利を引き下げるなど、厳格な規制はやや緩和に転じる兆候が見られたことから、最悪期を脱しつつあると思われるものの、GDP の 1 割強を占める不動産・建築業が以前の水準を取り戻すにはしばらく時間がかかると想定される。

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12月。

内需の低迷が一段と進む

前述の通り、21 年 10～12 月期には底入れの兆しが見られたものの、12 月分の経済指標からは消費と投資（内需）が一段と冷え込んだことが確認できるなど経済下押し圧力は依然強いと思

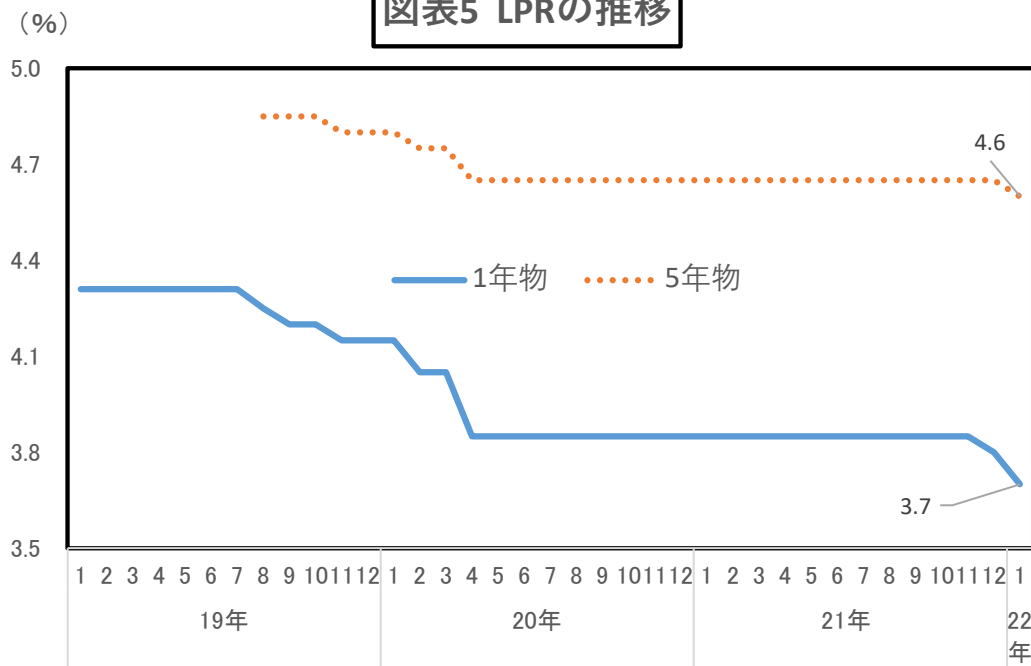
われる。

まず、12月の個人消費はさらに鈍化した。12月の小売売上総額は名目で前年比1.7%と11月（同3.9%）から伸びがさらに鈍化した。物価変動を除いた実質ベースでも前年比▲0.5%と20年8月以来15ヶ月ぶりのマイナスに陥った（図表4）。前月比も▲0.18%と5ヶ月ぶりの減少に転じた。詳細を確認しても、自動車販売額と飲食業売上はそれぞれ前年比▲7.4%、▲2.2%と引き続き減少したほか、衣類や家具・家電等もマイナスに陥った。都市封鎖などの強力な感染抑制策や不動産市況の変調による経済活動への悪影響の大きさが見て取れる。

また、1～12月期の固定資産投資も前年比4.9%と1～11月期（同5.2%）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13.5%、4.4%と1～11月期（13.7%、6.0%）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%とプラスに転じたものの、依然として低迷したままだ。

なお、国家統計局の数値を利用して単月の不動産開発投資を計算すると、21年12月の不動産開発投資は前年比▲13.9%と4ヶ月連続のマイナスとなるなど急減速の様子がうかがえる。

図表5 LPRの推移



(資料)Windデータをもとに作成

1 月も LPR の引き下げ など、本格的な金融緩和に舵を切る

21 年 12 月の「中央経済工作会議」では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期に実施するとの方針が示された。この方針の下、金融当局は金融緩和への舵を切ったと見られる。

まず、12 月 15 日に中国人民銀行は預金準備率を 0.5%引き下げた。12 月 20 日には全国銀行間資金調達センターが、銀行の新規貸出金利の参照指標となるローンプライムレート（LPR）の 1 年物を 3.85%から 3.80%に引下げた（図表 5）。ただし、LPR の 5 年物は 4.65%に据え置かれた。

これらに続き、1 月 17 日に MLF（中期貸出制度、1 年物）とリバースレポ金利（7 日物）がそれぞれ 10bp 引き下げられた。これを受けて 1 月 20 日には、LPR の 1 年物が 3.70%と 10bp 引下げられたほか、前回は据え置かれた 5 年物も 5bp 引き下げられ、4.60%となっている。21 日にも中国人民銀行は SLF（常備貸出制度、翌日物、7 日物、1 ヶ月物）金利を 10bp 引下げることを発表した。

このように、矢継ぎ早の金融緩和策が行われているが、足元の経済下押し圧力は依然として強く、今後も、預金準備率が 3 月に再度引き下げられる可能性が高いほか、LPR の追加引き下げも予想される。

内需促進策等を受けて 先行きの景気は持ち直 すと見込まれる

このような利下げ等の金融緩和策に加えて、中央テレビ（CCTV）でも報道されたように、各省・市の地方政府も前倒して公共事業に取り組んでいるほか、農村部へ自動車（汽車下郷）を促進するなどの消費拡大策を相次ぎ発表している。コロナ感染抑制策として過度な移動規制が行われなければ、これらの内需促進策を受けて先行きの景気は持ち直すと見込まれる。

今後、3 月 5 日に開催予定の全人代でどのような 22 年成長目標が示されるのかが注目されている。現段階で議論されているのは「5%以上」、「5～5.5%」、「5.5%以上」という 3 つの成長目標である。21～25 年までの 5 年計画では年平均 5.2%以上が必要とされるほか、35 年までの長期目標で 21～35 年間の平均成長が少なくとも 5%成長を達成しなければならないこととなっているが、コロナ感染抑制策や不動産市況の状況を踏まえると、22 年は「5%以上」と設定される可能性が高い。

（22. 1. 24 現在）

米国・英国・日本との対比で見たユーロ圏経済

～ECB の信任低下の懸念、労働生産性向上の必要性～

山口 勝義

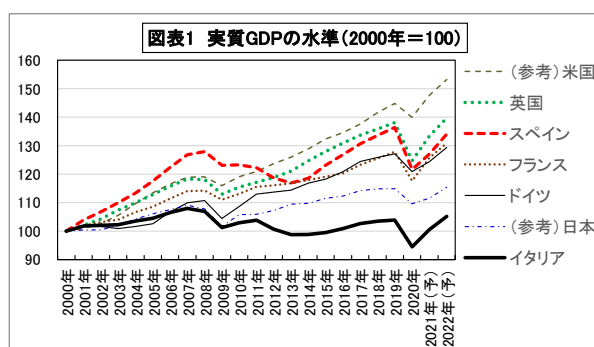
要旨

新型コロナウイルスの感染拡大が3年目に入り、ユーロ圏、米国、英国、日本の経済情勢には特徴的な動きが生じている。そして、ユーロ圏ではECBに対する信任低下を生じる懸念があり、また労働生産性の向上への取り組み強化の必要性が浮かび上がってきている。

はじめに

2022 年を迎え、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大は 3 年目に入った。欧州ではこの間、各国政府や欧州中央銀行（ECB）がかつての危機時にはない迅速で多面的な政策対応を行い、経済情勢の混乱拡大の阻止に努めてきた。先行きの不透明感は依然として根強いものの、こうした下で欧州のコロナ危機からの景気回復は概ね順調に推移してきている。主要各国の GDP の水準は世界金融危機やユーロ圏の財政危機の際に比べ急速に回復し、22 年にはコロナ危機前の 19 年の水準を回復する見込みである（図表 1）。

一方、欧州では各国間に回復の格差が残る点も確かである。経済構造（観光業や宿泊・飲食業への依存度、デジタル技術やヘルスケア関連の産業規模など）の特性や支援策の実効性のほか感染拡大防止措置の強度や医療体制の整備度合いなどの相違が、その要因として働いてきたものと考えられる。また、ユーロ圏を米国、英国、日本と対比した場合にも経済情勢の相違が認められる。これらの 4 ヶ国・地域の中では、特に米国の、景気後退の小ささと回復の強さが目立っている。そして、この経済情勢の違いを反映しているのが、足元の中央銀行の政策対応である。



（資料）OECD のデータから農中総研作成

（注）2021 年および 2022 年は OECD による予測値。

21 年 12 月半ばには、主要先進国の中央銀行が相次いで政策決定のための会議を開催した。米連邦準備理事会（FRB）は 15 日に資産買い入れ縮小のペースの加速を決定するとともに、従来の想定よりも早い 22 年中の政策金利引き上げを示唆した。翌 16 日にはイングランド銀行（BOE）が政策金利を 0.10% から 0.25% に引き上げ、コロナ危機の勃発後に主要 7 ヶ国（G7）の中で初めて利上げを実施した国となった。これに対し ECB や日本銀行は、政策の転換は段階的に行い柔軟な対応を継続することとし、前 2 者とは対照的に慎重な姿勢を示している。

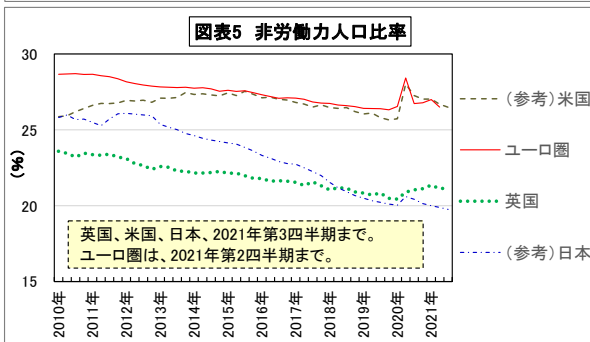
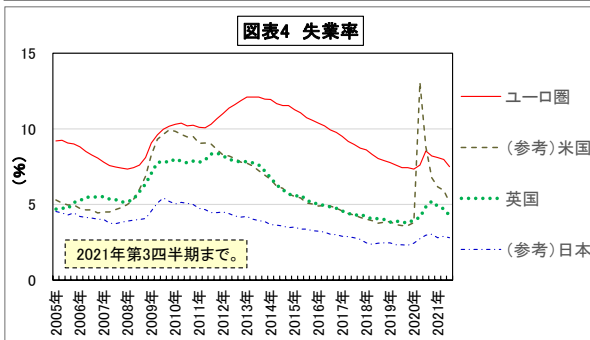
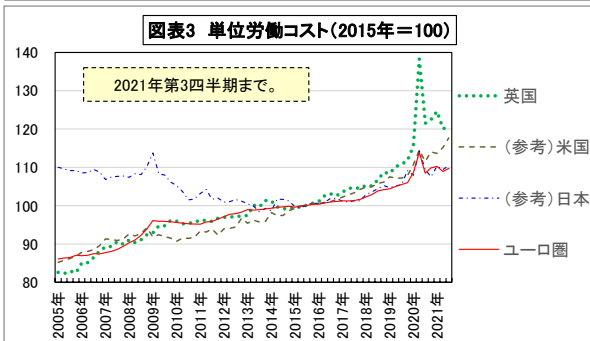
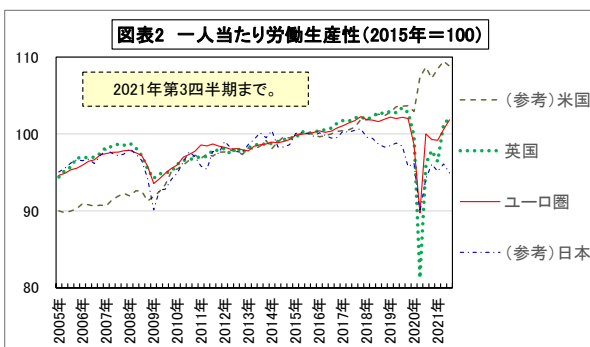
では、これらの主要各国の経済情勢の違いの中で、特徴的と見られる動きはどこにあるのだろうか。本稿ではこの点を踏まえつつ、ユーロ圏経済を巡る課題や懸念点を検討することとしたい。

4ヶ国・地域の経済情勢の特徴

なかでも GDP を巡る 2 つのデータが、4ヶ国・地域の情勢の特徴をよく示している。まず労働者一人当たりの GDP で捉えられる労働生産性は、コロナ危機の下、英国、日本、ユーロ圏で大きく落ち込み、その後は回復に転じている。これに対し米国では、危機の当初からこれが逆に大きく改善している点が注目される（図表 2）。次に、GDP 一単位当たりの雇用者報酬である単位労働コストは英国で上昇が著しく、米国でも上昇傾向にある。一方で日本やユーロ圏では、その上昇は小幅かつ一時的なものに留まっている（図表 3）。

このうち労働生産性の相違には、まずコロナ危機下の政策対応の違いが関わっている。米国では失業者に対する失業給付金の給付を政策の柱としたのに対し、欧州などでは失業者の急増自体を回避する対策に注力し、勤務時間を短縮しつつも雇用を維持する短時間労働制度などに重点を置いてきた（図表 4）。こうして、まずは就業者数の違いが労働生産性の格差の要因となっている。次に注目されるのは、非労働力人口比率の動向である。これがユーロ圏ではほぼ危機前の水準にまで低下したのに対し、米国や英国では依然として高い水準にある（図表 5）^{（注 1）}。この労働力の減少を米国では IT 化により補いつつ経済活動の回復を図ることとなり、この動きが労働生産性の一段の押し上げに寄与した可能性が考えられる。

一方の単位労働コストについては、英国では欧州連合（EU）からの離脱の影響も加わったことで米国以上に労働力不足が拡大し、雇用者報酬には一層、上昇圧力が強まったものとみられる。そして、賃金上昇が物価上昇圧力を持続させる要因とな



（資料）それぞれ、OECD のデータから農中総研作成

り得る点を考慮すれば、英国や米国でユーロ圏などに比べ早期に引き締め政策に転じた合理性はより大きいことになる。

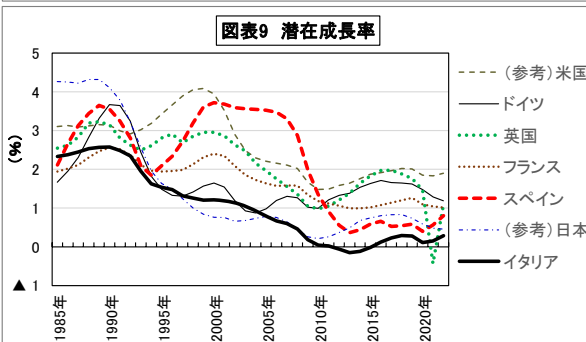
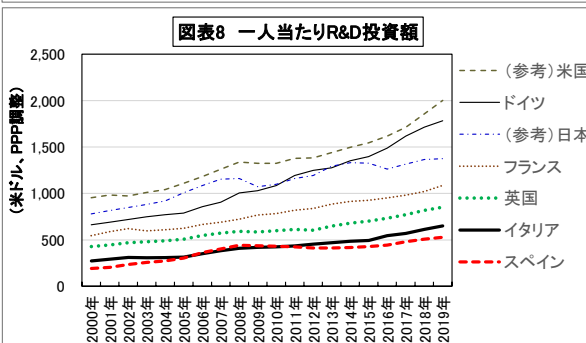
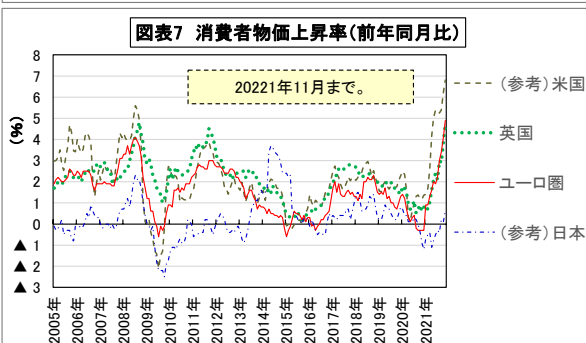
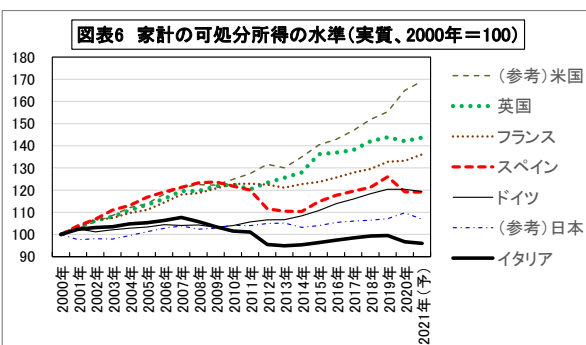
このように、これら各国・地域の間での重要な相違点のひとつは労働市場を巡る動向にあり、これが中央銀行の政策の違いなどにも反映する結果となっている。

ユーロ圏経済を巡る課題や懸念点

ではこうした中で、ユーロ圏経済の課題や懸念点としては何があるのだろうか。その第一は ECB に対する信任に関わる懸念の強まりであり、第二には労働生産性向上への取り組み強化の必要性である。

まず、確かにユーロ圏では家計の可処分所得の大幅な上昇も見られておらず、現在のところ需要側から物価上昇圧力がさらに高まる懸念は米国や英国に比べて小さいものと考えられる(図表6)。ECB も、エネルギー価格の高騰を主因とする足元の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な姿勢を維持してきている。しかし一方で、ユーロ圏の物価上昇率は、既に英国に並ぶ高い水準にある(図表7)。しかも今後を見通せば、新型コロナウイルス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可能性が小さくない^(注2)。こうした環境の中で、ECB は政策判断の誤りにより信任の低下を生じるリスクを抱えることになる。そして ECB に対する信任の低下は、長期金利の急上昇により市場や経済の混乱をもたらすことにも繋がることになる。

次に、従来から指摘されてきた点ではあるが、コロナ危機を通じてユーロ圏の労働生産性の伸びの鈍さが改めて意識された形である。例えば国民一人当たりの研究開発(R&D)投資額の推移を見れば、米国に劣後する欧州の姿を確認することができる(図表8)。特に現代は、デジタル化への対応のほか気候変動対策が主要な課題となるなか、技術進歩のための R&D 投資の重要性がこれまで以上に増している時代でもある。潜在成長率の面で、今後、米国にさらに水を開けられることにもな



(資料) それぞれ、OECD のデータから農中総研作成
(注) 図表6 の 2021 年、および図表9 の 2021 年および 2022 年は OECD による予測値である。

りかねず、政策面での指導力の発揮などを含め、労働生産性の向上に向けた対応が強く求められることになる(図表9)。

こうしてコロナ危機下のユーロ圏では、他国との対比を通じ、懸念点や重要な課題が浮き彫りになってきている。

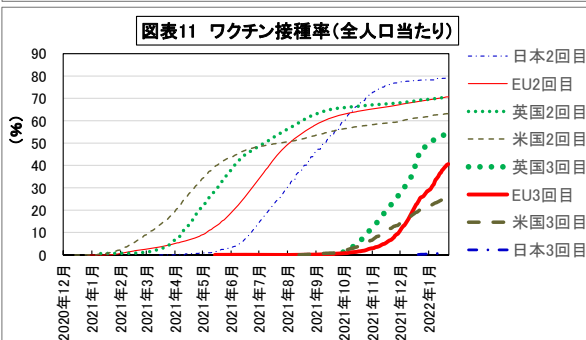
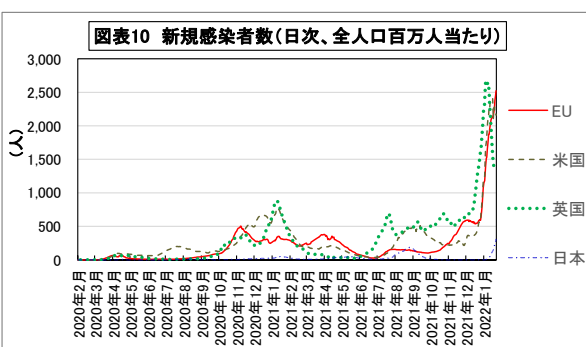
おわりに

欧州では昨年末以降、オミクロン株の感染が急拡大している（図表 10）。これに対し各国では、3 回目のワクチン接種を急ぐとともに移動制限等の厳格化は極力回避する対応策を採ってきている（図表 11）。このため現在のところ、足元の感染規模に比較して、需要面から経済情勢に及ぼす影響は限定的であるとみられている。

しかしこの一方で懸念されるのは、供給面での影響の拡大である。オミクロン株の感染の拡大は急速で大規模であり、欧州では感染者のみならず、濃厚接触者として就業制限を受ける者の数が急増している実態がある。そしてこれにより強まるのは、物価上昇圧力として働く労働力不足やモノ不足である。しかもこの影響は、欧州内に納まるわけではない。以前にも、東南アジアにおいてデルタ株の拡大により生じた供給制約が、欧州の製造業のコスト増として波及した経緯がある。この影響は現在も継続しているが、新たにオミクロン株の拡大がこの物価上昇圧力をさらに強める可能性が考えられる。

ここで浮かび上がるのは、やはり ECB の厳しい立場である。ECB は、既に政策転換に着手した FRB や BOE や、また物価上昇率が低位に留まる日本銀行にはない、特有の困難さを抱えている。第一の使命として物価の安定を担う ECB が後手に回っ

（注 1）「失業率」は 15 歳以上人口のうち「労働力人口」（「就業者」と「失業者」の合計）に占める「失業者」の比率であるのに対し、「非労働力人口比率」は 15 歳以上人口全体に占める「労働力人口」に属さない者（「非労働力人口」）の比率である。コロナ危機では、求人の減少に伴い職探しをあきらめた者や子弟の学校の閉鎖により在宅を強いられたことで退職した者など、いったん労働市場の外に退避した者が増加したが、「非労働力人口」にはこれらが含まれている。米国で「非労働力人口比率」が危機前の水準に低下していない主要な要因にはコロナ禍の下で労働者の職



（資料）それぞれ、Our World in Data のデータから農中総研作成

た政策対応をどう回避するのか、しかも景気回復を阻害しない政策をどう継続していくのか、これからますます ECB は自身の信任の維持をも左右しかねない、難しい政策判断を迫られることになる。

あわせて上記のとおり、主要国間の比較の中でユーロ圏における労働生産性の向上策の重要性が改めて指摘できる。コロナ危機の下で、EU は「復興基金」によりグリーン化やデジタル化などの重点分野に対する投資の支援策を打ち出している。今後とも、継続的な取り組み強化が重要な課題になっている。（22. 1. 24 現在）

業選択の基準が厳格化している点があり、この結果、労働力不足が強まっていると指摘されている。

（注 2）22 年には、新型コロナウイルスとの共生の長期化と、気候変動対策の加速化が見込まれている。これらが同時進行することで、労働力不足やモノ不足による供給制約や、エネルギー価格の上昇・高止まりが生じ、物価上昇圧力が持続することが考えられる。この点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「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～」
（『金融市場』2022 年 1 月号所収）

日本の財政⑫:2022 年度予算案

南 武志

新型コロナウイルス感染症のパンデミックは未だ終息が見えないが、ワクチン接種が進んだ国では行動制限を緩和し、経済活動を再開させる動きが見られた。一方、日本では感染抑制が比較的うまくいったが故にワクチン承認に時間がかかったこと、さらに7月の東京五輪開催を前に感染者数を抑制するため、行動制限措置が常態化したこともあり、他の主要国に比べて経済活動の再開が出遅れた。

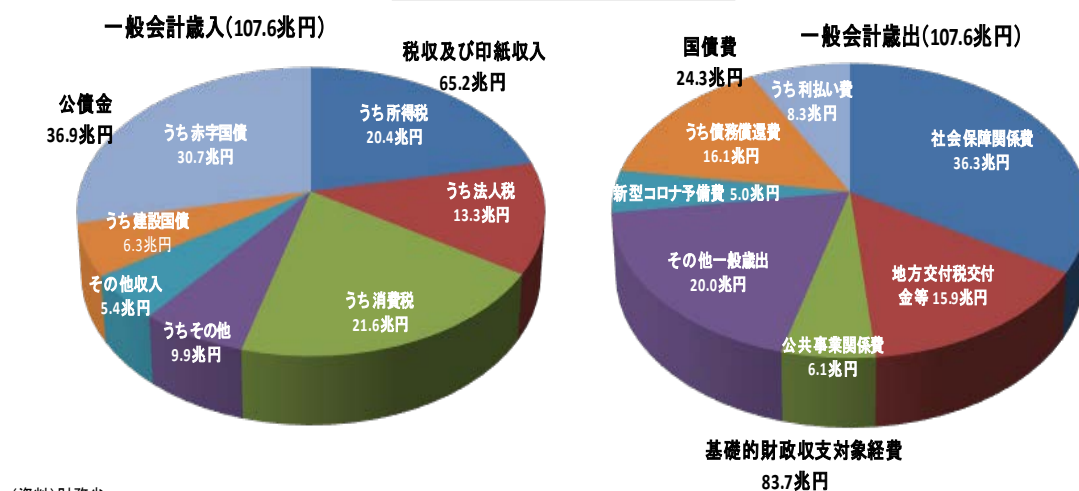
こうした中、1年余りで退陣を余儀なくされた菅前首相の後を受けて就任した岸田首相は、経済政策の理念として「成長と分配の好循環」や「コロナ後の新しい社会の開拓」をコンセプトとする「新しい資本主義の実現」を掲げた。21年10月末の総選挙での連立与党の勝利を受けて、政府は11月19日に財政支出ベースで55.7兆円と過去最大級となる「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」を閣議決定した。内訳は、①新型コロナウイルス感染症の拡大防止（財政支出：

22.1兆円）、②「ウィズコロナ」下での社会経済活動の再開と次なる危機への備え（同：9.2兆円）、③未来社会を切り拓く「新しい資本主義」の起動（同：19.8兆円）、④防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保（同：4.6兆円）となっている。なお、内閣府で実質GDPを5.6%程度押し上げる効果があるとの試算結果を示している。

21 年度補正予算

この追加経済対策の財政支出（前掲55.7兆円程度）の国費は43.7兆円で、12月の臨時国会に提出した補正予算（一般会計）には31.6兆円が計上された。その補正予算は12月20日に成立したが、上述の経済対策関係経費のほか、国債整理基金特別会計への繰入（2.3兆円）、地方交付税交付金（3.5兆円）、既定経費の削減（▲1.6兆円）を歳出に計上した。一方、歳入面では前年度剰余金を6.1兆円受け入れたほか、税収、税外収入をい

2022年度一般会計予算案



ずれも上方修正（それぞれ 6.4 兆円、1.4 兆円）、さらに公債金を大幅に積み増した（22.1 兆円）。その結果、21 年度の新規国債発行額は 65.7 兆円へ膨らんだ。20 年度補正後ベース（112.6 兆円）からは 4 割減であるが、過去 2 番目の水準である。

22 年度一般会計予算案

また、12 月 24 日には 22 年度の一般会計予算案が閣議決定された。111.7 兆円だった概算要求・要望額からは減額されたが、総額 107 兆 5,964 億円と最大の規模となった。21 年度当初予算からは 9,867 億円の増額である。

歳入面をみると、追加経済対策を迅速かつ着実に実施すること等により、22 年度の名目成長率を 3.6%（実質成長率は 3.2%）と見込んだことにより、税収を 65 兆 2,350 億円（21 年度補正比で 1 兆 3,520 億円増）と見積もっている。なお、ESP フォーキャスト調査（22 年 1 月、22 年度の名目成長率 3.58%（実質 3.07%））、日本銀行の展望レポート（実質 3.8%）などに比べても、成長率を殊更高めに設定したわけではなく、さらに 20、21 年度

分では景気変動の影響に左右されやすい法人税収の上振れ（注 1）もあったことから、従来ほど税収見通しは楽観的過ぎるというわけでもなさそうだ。

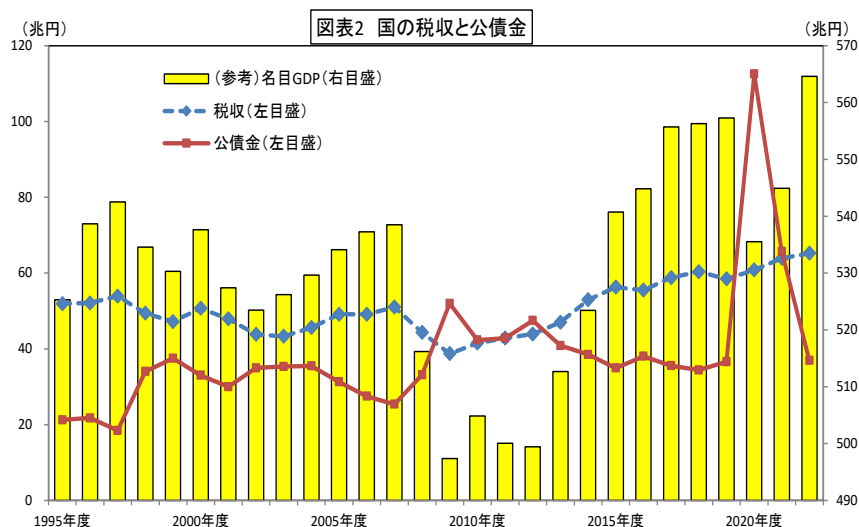
一方、公債金（新規国債発行額）は 36 兆 9,260 億円（うち、建設国債：6 兆 2,510 億円、赤字国

債：30 兆 6,750 億円）で、21 年度当初比では 6 兆 6,710 億円の減額（同補正後比では 28 兆 7,290 億円減）、公債依存度は 34.3%と 2 年ぶりの 40%割れとした。

一方、歳出面（以下、通常分で記述）については、国債費を 24 兆 3,393 億円と 21 年度当初比 5,808 億円の増額となった半面、地方交付税交付金等は 15 兆 8,825 億円と同 664 億円の減額とした。一般歳出は 67 兆 9,020 億円と同 4,723 億円の増額となった。

一般歳出の過半を占める社会保障関係費は 36 兆 2,735 億円と、21 年度当初比で 4,393 億円の増額で、一般歳出の増額分のほとんどを占める。財務省では当初、高齢化などによる自然増を 6,600 億円程度と想定しており、看護職員の処遇改善、不妊治療の保険適用などを実施したものの、薬価等の引下げなどで増額を抑制できたと説明している。

また、21 年度と同様、新型コロナウイルス感染症対策予備費として 5 兆円を計上したほか、公共事業関係費（6 兆 575 億円）、防衛関係費（5 兆 3,687 億円）はいずれも 21 年度当初比で増額された。半



(資料)財務省、内閣府

(注)税収・公債金は2020年度まで決算、21年度は補正後予算、22年度は当初予算案。21、22年度の名目GDPは政府見通し。

面、文教及び科学振興費（5兆3,901億円）、経済協力費（5,105億円）、中小企業対策費（1,713億円）、食料安定供給関係費（1兆2,701億円）、エネルギー対策費（8,756億円）、恩給関係費（1,221億円）はいずれも減額された。

（注1）20年度の法人税収は、当初予算では12.1兆円だったが、第3次補正予算段階で8.0兆円へ下方修正された。しかし、決算では11.2兆円となっている。21年度については、当初予算では8.0兆円を計上したが、補正予算で12.9兆円へ上方修正している。

国債発行計画

上述の通り、22年度の新規国債発行額は36.9兆円であるが、これに復興債（0.2兆円）、財投債（25.0兆円）、借換債（152.9兆円）を合わせ、全体で215.0兆円の国債発行が予定されている。ここから個人向け販売分（2.9兆円）、日銀乗換分（2.2兆円）、第Ⅱ非価格競争入札等（8.3兆円）、年度間調整分（3.0兆円）を除いたカレンダーベースの市中発行額は198.6兆円と、21年度補正後（212.2兆円）から減

額される予定である。

なお、年限毎の発行額については、隔月発行の40年債と毎月発行の10年債について1回あたり1,000億円の増額とする一方で、2年債は1回あたり2,000億円の減額となり、それ以外の年限の利付国債は据え置かれた。割引短期国債は6ヶ月物が年間で13.6兆円の減額された（1年物は据え置き）。流動性供給入札は「1年超5年以下」を0.6兆円増額する方針である。

ちなみに、フローベースの平均償還年限は7年9ヶ月へ、ストックベースでも9年3ヶ月へと、21年度補正後ベース（それぞれ7年1ヶ月、9年0ヶ月）から、ともに若干延長される見通しである。

財政健全化目標は据え置く方針か

最後に、財政赤字や公的債務の状況について確認したい。22年度当初予算案での基礎的財政収支（PB）は▲13.0兆円が見込まれており、21年度当初予算（▲20.4兆円）からの大幅改善が見込まれている。一方、債務の状況としては、22年度末の

図表3 国債発行計画の推移

	2022年度	21年度		20年度		19年度	
	当初案	補正後	当初	第3次補正後	当初	補正後	当初
国債発行額	2,150,380	2,243,583	2,360,082	2,630,655	1,534,621	1,548,596	1,487,293
新規財源債	369,260	656,550	435,970	1,125,539	325,562	370,819	326,605
建設国債	62,510	91,680	63,410	225,960	71,100	91,437	69,520
赤字国債	306,750	564,870	372,560	899,579	254,462	279,382	257,085
復興債	1,716	400	2,183	7,824	9,241	9,042	9,284
借換債	1,529,404	1,436,633	1,471,929	1,090,292	1,079,818	1,043,235	1,031,404
うち、復興債分	38,589	27,375	28,710	27,254	16,932	30,514	18,080
財投債	250,000	150,000	450,000	407,000	120,000	125,500	120,000
市中分・個人向け国債合計	2,128,380	2,221,583	2,338,082	2,608,655	1,512,621	1,526,596	1,465,293
市中発行分	2,099,380	2,193,178	2,297,082	2,576,655	1,464,621	1,478,596	1,418,293
年度間調整分	30,410	859	782	376,275	96,737	90,253	38,653
カレンダーベース市中発行額	1,966,000	2,122,000	2,214,000	2,123,000	1,288,000	1,294,000	1,294,000
第Ⅱ非価格競争入札	82,970	70,319	82,300	77,380	79,884	94,343	85,640
個人向け販売分	29,000	28,405	41,000	32,000	48,000	48,000	47,000
公的部門（日銀乗換）	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000	22,000

（資料）財務省 （注）単位は億円、四捨五入による誤差がある。

普通国債残高は1,026兆円（21年度末見込み：1,004兆円）、国・地方の長期債務残高は1,243兆円（同：1,222億円）へそれぞれ膨張する見込みである。なお、GDP比率は若干の改善（それぞれ184%→182%、224%→220%）を想定しているが、高止まり状況であることは否めない。

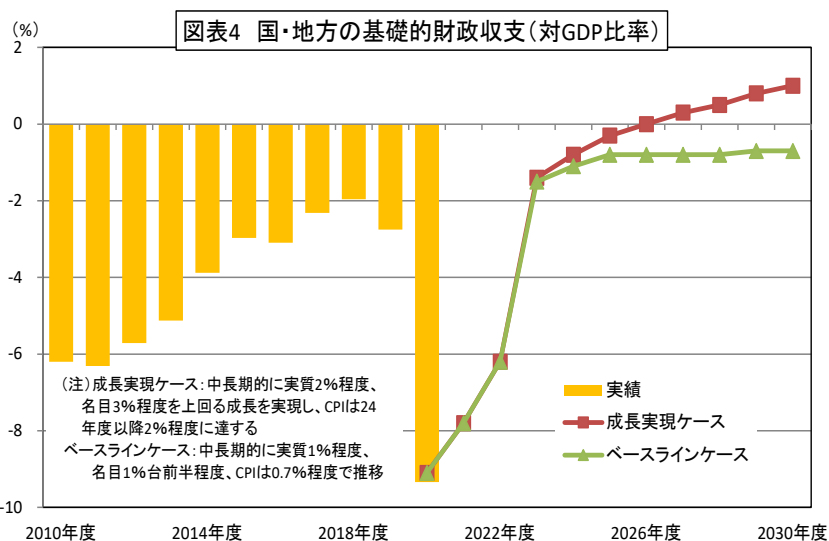
政府は、財政健全化目標として、①国・地方を合わせたプライマリーバランス（PB）を25年度までに黒字化、②債務残高の対GDP比の安定的な引下げ、を掲げてきた。1月14日に開催された経済財政諮問会議に、内閣府が提出した「中長期の経済財政に関する試算（2022年1月）」によれば、①「成長と分配の好循環」に向けた政策が奏功し、潜在成長率が着実に上昇するような「成長実現ケース」において、歳出自然体の姿では25年度のPBは▲1.7兆円と赤字が残るが、26年度には0.2兆円と黒字化する、②骨太方針に基づく歳出改革を継続すれば25年度の目標達成は可能、としている。

しかし、「成長実現ケース」では実質2%程度、名目3%程度を上回る成長率であり、全要素生産性（TFP）上昇率は足元の0.4%から26年度までの5年間で1.3%へ上昇すること等を前提とするなど、かなり楽観的である。より保守的な前提（TFP成長率は0.7%程度、実質1%程度、名目1%台前半程度）による「ベースラインケース」では、25年度のPB赤字は▲4

兆円台後半で、その後も改善が進まない、といったものとなっている。

また、予算審議の際に財務省が示す「後年度歳出・歳入への影響試算」によれば、23年度以降の名目3%成長、消費者物価（CPI）上昇率を2%とした場合、25年度のPBは▲5.5兆円となるとしている。さらに、同じく名目1.5%成長、CPI上昇率1%とした場合にはPBは▲7.8兆円、としている。予算積算金利（国債の利払い費を見積もる際に使用する長期金利）が1%上昇した際には25年度の国債費が3.7兆円増加することも示している。

近年、注目されている現代貨幣理論（MMT）は「自国通貨建ての債務はデフォルトしない」ので、低インフレの下では財政支出を積極的に増やすべきと主張しており、与党内でもその主張に賛同する政治家が増えつつある。しかし、この主張は安定的な国債の買い手が常に存在することを暗黙の前提とするなど、怪しさも垣間見える。次世代に「財政硬直化」による経済への悪影響を遺さないためにも、節度ある財政運営が望まれる。



（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

公衆浴場を 90 年以上支え続ける東浴信用組合

古江 晋也

要旨

東京都千代田区に本店を置く東浴信用組合は 1927 年に設立された公衆浴場業者を主な組合員とする業域信用組合である。同組合のビジネスモデルは、①組合員とのコミュニケーションを図るため定期積金を重視する、②公衆浴場では硬貨の取り扱いが多いため円貨両替手数料を無料としている、③リスク性商品は一切取り扱わないことを特徴としている。またコロナ禍においては、「必要な時に、必要なだけ、何度でも」をキャッチフレーズにした「新型コロナウイルス感染症関連ローン」をいち早く創設するなど組合員のニーズに应运てきた。最近では、公衆浴場の大規模改修のための融資を行うことで「銭湯サウナ」ブームを支えるなど、鎌倉時代から続くといわれる「銭湯」という日本の文化の継承に尽力している。

はじめに

東京都千代田区に本店を置く東浴信用組合（2021 年 3 月・預金積金残高 481 億円、貸出金残高 371 億円、職員数 42 人）は、公衆浴場業者を主な組合員とする業域信用組合である。1920 年代の公衆浴場業者は、設備や運転資金を無尽講で調達していたが、事業規模が拡大すると無尽講で対応することが難しくなつた。そこで 1927 年に設立されたのが産業組合法に基づく「有限責任東京浴場信用組合」であった（53 年に組合名が「東浴信用組合」となる）。当時は東京市の区部を営業範囲としていたが、現在は東京都、神奈川県、

東浴信用組合本店



千葉県、埼玉県を営業地区としている。

業域信用組合は一般的に組合員が特定業種の事業者などに限定されており、店舗数も多くない。しかしだからこそ、他の金融機関にはまねのできない専門的な知識を活用した商品やサービスの展開や、きめ細かなコミュニケーションを図ることで、組合員の満足度を高めている。

定期積金は「組合の命」である

日本銀行の低金利政策の継続を受け、地域金融機関は利ざやが縮小し、業務の効率化が求められている。そのため近年、多くの金融機関が定期積金の集金業務を取りやめるようになった。また円貨両替手数料をはじめとした各種手数料の値上げも相次いでいる。

しかし、常勤理事の山田博史氏が「定期積金こそ組合の命である」と話すように、東浴信用組合では定期積金の集金業務を重視するとともに、円貨両替手数料も無料に対応している。この理由は、集金業務は職員が組合員とコミュニケーションを図るかけがえのない手段であると考えて

いることと、公衆浴場では硬貨の取り扱いが多いためである。

集金業務を実施するために同組合では、11 人の得意先係が組合員のもとを足繫く訪問する。そして組合員との会話の中で、業界内の動向や省エネ設備など、浴場経営にまつわるさまざまな相談を受けると、素早く対応することとしている。このような職員のきめ細かな対応力が組合員のロイヤリティを高める要因となっている。また円貨両替手数料の無料化を継続するなか、最近では他金融機関と取引をしていた公衆浴場事業者も「再び組合と取引をしたい」と声をかけてくれるようになっているという。

このような組合員目線を重視した運営を行ってきたからこそ、2020 年の新型コロナウイルス感染症の感染拡大時にも素早く対応し、組合員の不安を払しょくしたことは注目される。

独自のコロナ関連対策ローンで組合員を支援

20 年 1 月中旬、国内で最初の新型コロナウイルスの感染者が確認されて以降、感染者数が瞬く間に増加した。3 月下旬には政府や地方自治体が外出を自粛するように要請し、4 月上旬には「第 1 次緊急事態宣言」が 7 都府県に発出された。

この時、スポーツセンターやスーパー銭湯などが休業を要請されたが、公衆浴場は公衆衛生の観点から可能な限り営業を継続することとなった。ただ多くの公衆浴場は、売上が通常の 3 割から 5 割減となり、国の制度融資（無利息・無担保で融資するいわゆる「ゼロゼロ融資」）は受付だけで「2 か月待ち」と報じられるなど、先行きに対する不安感が高まった。

そうしたなか、東浴信用組合では、スピードが何よりも求められていることと考へ、3 月 2 日に「新型コロナウイルス関連対策ローン」の取り扱いを開始した。同ローンは 500 万円を上限に、①担保や保証人はいない、②対象月の売上が減少していると申し込みができる、③帳簿等のエビデンスは不要である、④「必要な時に、必要なだけ、何度でも」借り入れることができる、こととした（3 月 16 日には融資限度額を 1000 万円にまで引き上げた）。

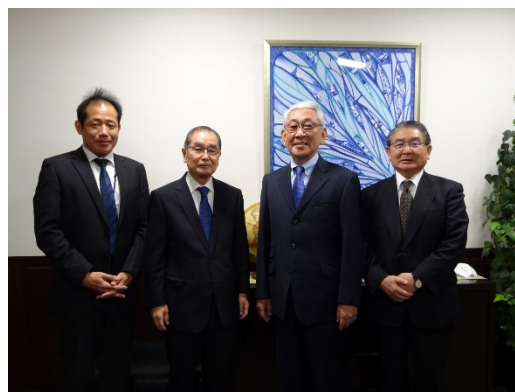
また組合員に迅速に資金を供給するために、ファクスによる申し込みを可能とし、面談することなく、申込 3 日以内に希望する金額を入金することとした。

さらに、このローンを組合員に周知徹底するために、得意先係の訪問活動、全組合員へのダイレクトメールの発送に加え、月に 1 回開催される理事会でも非常勤理事に丁寧な説明を行った。

同組合の非常勤理事は、23 区や三多摩地域の公衆浴場事業者が就任しており、各地域の組合員の意見の集約や、組合のさまざまな取組みを組合員に伝えるといった役割をも担っている。

そのため非常勤理事が直接、各事業者に説明することで、将来的な不安を取り

**右から戸谷博幸常勤理事、金山一信理事長、
山田博史常勤理事、諸藤真也融資部副部長**



職員の皆さん



除くことにつながったことは注目される。このような組合の迅速な対応が功を奏し、多くの組合員が同ローンを利用した。その後、同組合では「ゼロゼロ融資」の申込も組合員に周知徹底したが、すでに「新型コロナウイルス関連対策ローン」を利用していることからゼロゼロ融資の申込は結果としてなかった。

一方、20年4月から5月にかけての緊急事態宣言下における組合内の対応としては、通勤時の混雑を回避するため5人のうち1人が週に一度、休暇を取得する体制とし、出勤者の削減に取り組んだ。

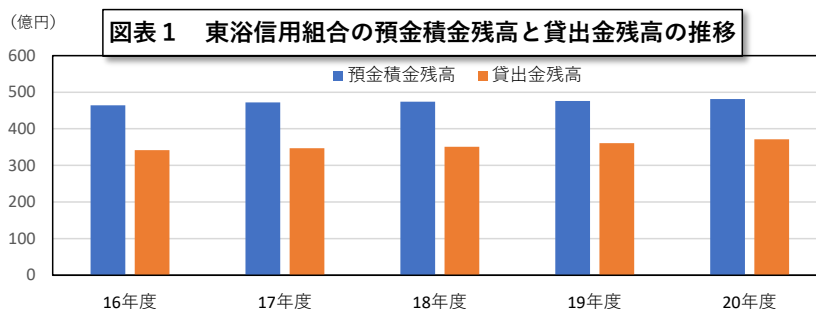
また渉外活動は、硬貨の集金業

務などがあるため、取引先に意向を確認した後、業務を継続することとした。事業者の中にはコロナ禍であることから訪問自粛を要請する人もいたが、多くの事業者は「訪問活動を継続してほしい」と言い、組合が通常通りに業務を継続することに安堵したという。

都内浴場のリニューアルに貢献

東浴信用組合は21年3月25日から6月20日にかけて、取引先に対し、業況についてのアンケートを行った。その結果、浴場入浴者数はコロナ禍前と比較して88%回復したが、多くの事業者は、売上が完全に回復することは難しいと考えていることがわかった。

しかしその一方で、近年は「銭湯サウナ」ブームが到来しており、入場制限を行うほど活況を呈している浴場もある。また、代替わりを機に若手経営者が大規模改修を実施し、従来のイメージとは異なる浴場が相次いで誕生していることも最近の傾向である。具体的には、サウナ設備の更新に加え、多くの浴槽を備えたり、幻想的な雰囲気のライティングを導入したりといったハード面の充実に加え、薬草湯などの多くの変わり湯を用意することで入浴者を楽しませている。さらに風呂あがりにビールやおつまみなどを提供すること



(資料) 東浴信用組合ディスクロージャー誌

とで売上の向上をめざしている。

これらの公衆浴場の大規模改修に関する資金を融資しているのも東浴信用組合であり、公衆浴場の専門金融機関ならではの見地から設備投資の見極めなどもアドバイスしている。

一方、公衆浴場は、業務の終了が午前2時や3時となるなどの理由で「職住一致」の業種であることなどから、第三者による事業承継が難しく、後継者は親族に限られている。最近ではオーナーに代わって公衆浴場に関係していた人が管理運営をする「賃貸浴場」(預かり湯)もあるが、廃業や転業を選択した場合についても、組合では、長年蓄積してきたノウハウを活かした解決策を提供することで「浴場ファミリーの幸せ」を追求することとしている。

このような業界内のさまざまなニーズにきめ細かく対応してきたことから貸出金残高も順調に伸長し、20年度の預貸率(期末)は77.0%と信用組合業界でもトップクラスの実績を誇っている(図表1、2)。なお、近年、役務取引等利益を強化する観点から、投信販売、外貨預金、保険商品の販売に力点を置く地域金融機関が増加しているが、取引先が限定されている同組合では「顧客に損失を生じさせて

はならない」との考えからリスク性商品には取り扱わないことにしている。

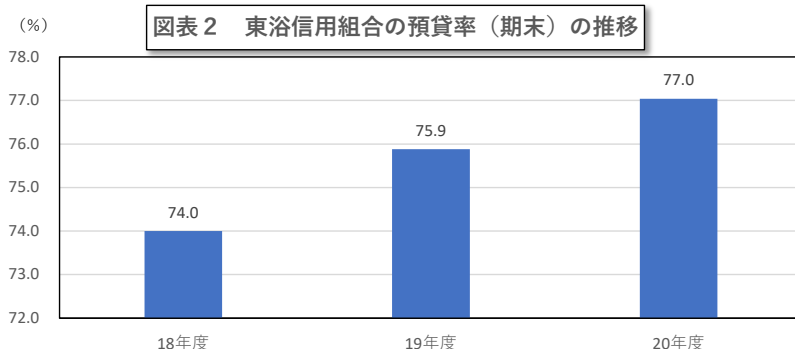
おわりに

以上、東浴信用組合のビジネスモデルをまとめてみた。読者の中には、定期積金や集金業務を大切にする同組合のビジネスモデルに「非効率ではないか」という意見を持つ人がいるかもしれない。

しかし、取引先が限定されている業域信用組合では、他の金融機関のマネをしても意味がなく、取引先のニーズをくみ取ることでの自らのビジネスモデルを構築していかなければならない。そのため同組合は、組合員とのコミュニケーションを何よりも重視するとともに、日本で唯一の公衆浴場の専門金融機関という立場からさまざまなアドバイスを行っているのである。

公衆浴場は自家風呂の急速な普及によってその数を減らしつつあったが、最近では、若手経営者がさまざまな経営努力を行うことで人気が高まっている。こうしたなか、鎌倉時代から続くといわれる「銭湯」という日本のかけがえのない文化を将来にも継承していくためには、業界特有の事情や特性を的確に把握した商品開発やサービスが欠かせず、「非効率」

とみられる取組みが、実は最も効率的であることを東浴信用組合の事例は我々に教えてくれる。



(資料) 東浴信用組合ディスクロージャー誌

日本から香港 香港から世界に広がる「OMUSUBI」文化

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 浅田 健一

本号の出版日は旧正月の元旦。私は香港で4回目の旧正月を迎える。当地では約2年半前から政治・社会情勢がそれ以前と大きく変化し、続いてコロナも起き、日本にいる知人や同僚からは「香港は大丈夫か？」という連絡をよく頂く。しかし、香港政府が「ゼロコロナ政策」に基づき域外との往来に厳しい規制をかけていることや、日本食を日本とほぼ同じ水準で食べることができる等により、私は日本よりも安全かつ健康に生活できていると感じる。

今回は日本が誇るソルフードである「おむすび」を、香港市民に日本食の代表的な食べ物として浸透させた百農社国際有限公司（以下、「百農社」という。）を紹介する。

百農社は1984年生まれの西田宗生氏が2010年に香港で創業。当地にて「華御結（はなむすび）」ブランドで日本米おむすびチェーンを展開。2010年の香港フードエキスポに出展し香港市民に好評を得たことで事業化を進め、2011年に1号店を開業し、昨年12月に100店出店を達成。経営理念は「百年先の農を創る」。この理念には、日本の農林水産業の振興に寄与することに加えて、海外の人々の食文化や暮らしを支えていくことが込められている。私はこの理念に共感し、定期的に店舗に立ち寄りおむすびを購入し主に朝食または昼食として食べている。

百農社は今後10年かけて香港から世界に進出するために、1月11日に新ブランド「OMUSUBI」を立ち上げ、グローバル旗艦店となる1号店を当地の高級ショッピングモール「ifc mall」にオープンした。このブランドは「安心安全」、「環境保全」、「世界展開」という3つのキーワードを根幹に据え、トータルプロデュースはユニクロや日清食品等のブランドを立ち上げたクリエイティブ・ダイレクターの佐藤可士和氏が担当。

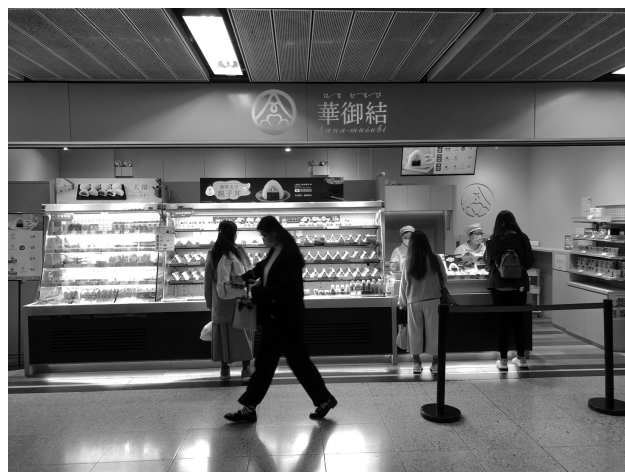
このブランドで使用する日本米は、生産者の顔が見えるものを選び、スタート時は宮城県美里町で環境保全型農業に取り組む生産者グループが育てた「ひとめぼれ」。プラスチックコーティングされた肥料を使わないことや、中干し期間を長くすることでメタンガスの発生を抑えるなどの取り組みも産地とともに行っていく。

今年から大湾区計画（中国政府による香港・マカオ・広州や深圳等広東省主要9都市を含むベイエリアを一体的に発展させる計画）の対象都市への出店を皮切りに、2025年までにアジアを中心に2,000店舗、2030年までに世界に10,000店舗出店する計画を発表した。これにより、年間の日本米使用量（玄米ベース）は最大14万トン、5万人の雇用、「OMUSUBI」の1日当たり生産量は最大10百万個、グループ全体でカーボンニュートラルを実現できる体制を目指す。14万トンは2021年（1-11月累計）の日本米輸出量（20,473トン）の約7倍

に相当するので、今後日本において百農社が求める生産量と品質を満たす産地の育成も必要になると言える。

当金庫は 2017 年に F&A 成長産業化投資枠を通じて百農社に出資。株主の一員として、経営・財務の支援の他、当地での営業支援、日本米ならびに日本産食品の輸出拡大を目指しグループ一体となって食品・食材を提案している。コロナ以前、私は社員の方々と一緒に新店舗の開業日に店頭に立ち、百農社の法被（はっぴ）を着て、チラシを通りすがりの市民に配布した。これは貴重な経験であり当地でのいい思い出の一つになっている。

日本米を使い、当地で加工・「OMUSUBI」を生産することで米に付加価値をつけ、当地他海外で販売することにより経営理念を実現させたい百農社の取組を、今まで以上にお手伝いしていきたい。



華御結の店舗風景



新ブランド OMUSUBI の店舗風景

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、投資のご判断等の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2月号 第33巻 第2号・通巻375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