ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

FIREからDIE　WITH　ZEROへ…… 1

情勢判断

国内経済金融

「第6波」後の本格回復の機会を模索する国内景気

～1～3月期は再びマイナス成長となる可能性も～ … 2

米国経済金融

3月FOMCから利上げ局面入りへ

～新型コロナウイルスとの共生を模索する動きも～ …12

中国経済金融

高まる追加金融緩和期待

～22年は「5%以上」の成長を目指すか～ …20

分析レポート

金融引き締めを織り込み始めたユーロ圏情勢を読む視点

～「ヘッドライン」か「コア」か、「名目」か「実質」か～ …26

経済見通し

2021～23年度経済見通し ……30

分析レポート

米国預金保険公社の金融包摂政策とコミュニティ銀行 …48

2022. 3

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

FIRE から DIE　WITH　ZERO へ

常務取締役　内田多喜生

昨年 5 月の本欄で、筆者は若者層に関心が高まる FIRE（Financial Independence, Retire Early の頭文字、経済的自立による早期退職の意味）を紹介したが、その後、FIRE は一般的な用語として定着し、書店にいけば FIRE に関する書籍は平積みになっている。最近の「iDeCo」や「つみたて NISA」の若者層への浸透も FIRE という言葉が広まったことが一助となったのかもしれない。

表題にある DIE　WITH　ZERO は、FIRE に関心が高い層にも共感を呼んでいる本の書名『DIE　WITH　ZERO』（ビル・パーキンス著、ダイヤモンド社）である。本書は、「経済的に豊かになるだけでなく、人生を豊かにするための方法を考える」ことを目的としている。そのためには、書名にあるように、資産を ZERO にして、死ぬことが最適であるとする。

著者は、アメリカでは世帯主が 70 代になっても未来のために金を貯めようとしていることなどを指摘し、今の生活の質を犠牲にしてまで、老後に備えることは大きな間違いとする。そのうえで人生のある時点から、資産の切り崩しを考えるべきとする。

前述の FIRE に生活費 25 年分の資産を貯め 4%で運用すれば計算上、経済的自立ができるとする「4%ルール」があるように、本書でも純資産を減らすポイントについての提案がある。詳しくは本書を読んでもらいたいが、予測余命に年間生活費をかけるなどして、老後に必要な最低限の資産を計算し、それに達した時点で、次世代以降に渡す部分などを含め、純資産を取り崩す時期を考え始めるというものである。なお、その際は、金融資産だけでなく、リバースモーゲージなどで様々な資産の取り崩しを考える。

ただし、著者がユニークなのは、一般的な資産だけでなく、人生における「経験」を「思い出という配当」を生む資産と見なしていることである。その経験（そこでは次世代以降の経験も含まれる）を得ることを後回しにして必要以上に資産を残すことは、人生最大の楽しみを犠牲にすると強調する。経済的利得と人生経験のトレードオフという考え方は、精神的自由のため経済的自立を目指すという FIRE とも共通する点が多い。

「若い時の苦労は買ってでもしろ」という言葉があるように、「思い出という配当」を生む経験を得られる時期は限られている。みなさんも若い時に苦労して得た経験は、ふとした拍子に思い出す貴重な資産となっているであろう。私事で恐縮だが、郷里の 90 歳近い両親は今では自宅から出ることもめったにない。しかし、帰省の度に、90 年近い人生で得た自分自身、子や孫、友人たちと過ごした経験を、今見てきたように話してくれる。経験は思い出という無限の配当を生んでくれる資産との考え方に共感する人は多いだろう。

本書は、人生の後半期に個人が経済的豊かさと人生の豊かさのバランスをどうとるか、考え方の一つを提示してくれているが、日本全体としても重要な課題である。2019 年 6 月の金融審議会資料では 2035 年に日本の金融資産の 4 割を 70 歳以上が占める一方、同年に最大で 65 歳以上の高齢者の 3 人に一人が認知症になる可能性があるとされている。金融行政、金融機関等も含めどう対応していくか、残された時間はあまりないように感じられる。

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

情勢判断

国内経済金融

「第 6 波」後の本格回復の機会を模索する国内景気

～1～3 月期は再びマイナス成長となる可能性も～

南　武志

要旨

コロナ感染「第 5 波」の収束などを受けて 2021 年 10～12 月はプラス成長に転じ、コロナ禍からの持ち直し局面として最大の実質 GDP 水準となった。しかし、22 年入り後からオミクロン株によるコロナ感染が爆発的に広がり、政府は「まん延防止等重点措置」を再発動したこともあり、サービス消費に再び下押し圧力がかかったほか、供給の混乱も強まり、自動車の生産・輸出などが悪化しており、1～3 月期はマイナス成長となる可能性が高い。「第 6 波」の収束やワクチン追加接種の進展から景気の先行き回復期待は高いものの、ウクライナ情勢の緊迫化や新たな変異ウイルスの可能性など、不透明感もまた根強い状況といえる。

また、世界的なインフレの長期化や米国金融政策の正常化ペースが加速するとの思惑から、国内の長期金利にも上昇圧力がかかったが、日本銀行は物価目標達成前の政策正常化を否定、現行の緩和策を粘り強く続ける姿勢を改めて明確にした。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2022年 2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		(%)	−0.017	−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	−0.10～0.05	−0.10～0.05
国債利回り	20年債	(%)	0.650	0.45～0.85	0.45～0.85	0.45～0.90	0.45～0.90
	10年債	(%)	0.185	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.28	0.00～0.28
	5年債	(%)	0.020	−0.10～0.08	−0.10～0.08	−0.10～0.10	−0.10～0.10
為替レート	対ドル		114.6	110～120	110～123	110～123	110～123
	対ユーロ	(円/ユーロ)	128.9	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価		(円)	25,970	26,000±2,000	28,000±3,000	29,000±3,000	30,000±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2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。

感染「第 6 波」はピークアウトしたが、高止まり状態が続く

「感染力は非常に強いが、重症化リスクは低い」とされる新型コロナウイルスの変異種であるオミクロン株であるが、新規感染者数の急増に伴って濃厚接触者が大量に発生し、社会経済活動の維持が厳しい状況となったほか、コロナ感染による死亡者数も最多となるなど、深刻な状況が続いている。この感染「第 6 波」は 2 月前半には峠を越した模様であるが、その後も新規感染者数は下げ渋るなど、予断を許さぬ状況が続いている。

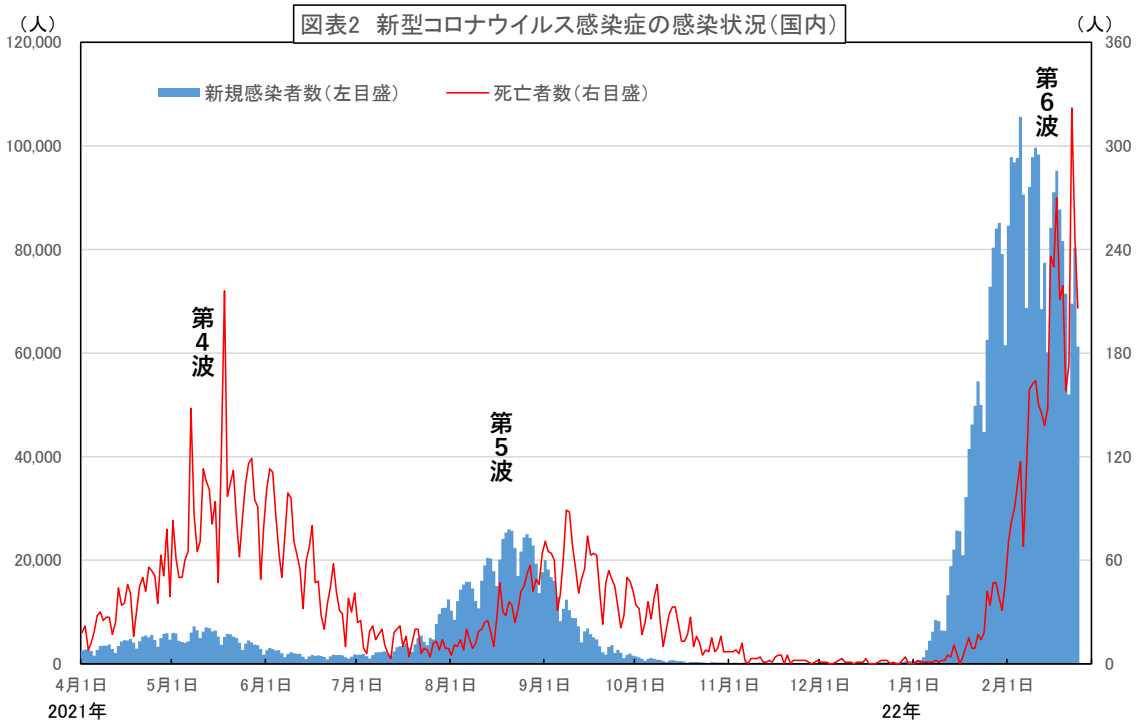
一方、3 回目のワクチン接種はようやく国民の 16.5%（約 6 分の 1）の接種が終了したに過ぎず、独（55.9%）、英（55.8%）、仏（52.3%）、米（28.1%）など主要国と比べた出遅れ感は否

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

めない。こうした欧米主要国の中には、日本よりも人口対比での新規感染者が多い国もあるが、ワクチン接種の進展を背景に、屋内でのマスク着用義務など行動制限や入国制限を大幅に緩和するなど、「ウィズコロナ」を本格的に模索する動きを進めている。

一方、日本でも「第 6 波」後を見据えた動きが始まりつつある。政府は 36 都道府県に対して発出していた「まん延防止等重点措置」を、山形、島根、山口、大分、沖縄の 5 県について 2 月 20 日を以て解除した半面、残りの 21 都道府県は 3 月 6 日まで継続することを決定した。更なる延長は回避したいとの考えであり、社会経済活動を再活性化させるために 3 回目のワクチン接種をさらに加速させ、かつ「ワクチン・検査パッケージ」の適用再開などを検討する方針とされている。

図表2 新型コロナウイルス感染症の感染状況（国内）



（資料）NHK特設サイト「新型コロナウイルス」

ロシアがウクライナへ軍事侵攻

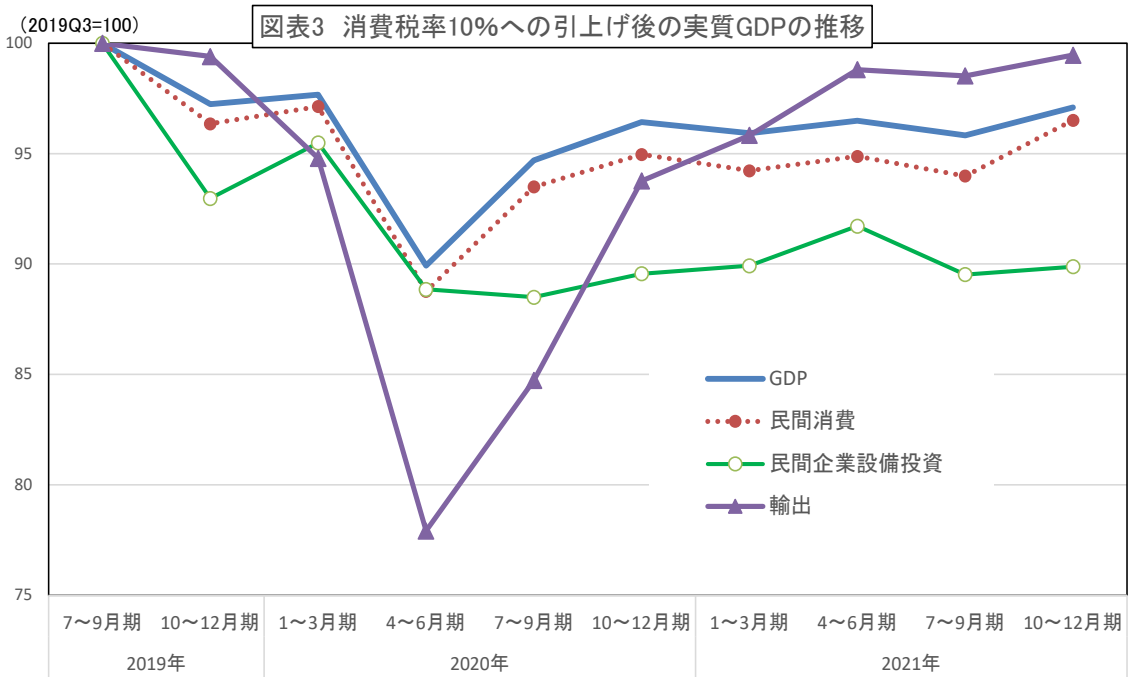
一方、ロシアとウクライナを巡る地政学的リスクが高まり、内外の金融資本市場や資源エネルギー価格にも多大な影響を与えている。元来、ロシアとウクライナは旧ソビエト連邦の体制下で「兄弟国」という関係性であったが、ソ連崩壊後に独立して以降、ウクライナ国内では欧州との接近を図る勢力とロシアとの関係を重視する勢力とが対立してきた。14 年 2 月の政変では親ロシア派のヤヌコーヴィチ大統領（当時）が失脚、これ

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

に対抗してロシアはロシア系住民が多いクリミア半島を併合する暴挙に出た。そのため、欧米諸国は経済制裁を講じ、かつ主要８ヶ国（G8）メンバーから追放するなど、関係が悪化していた。

今回の事態を受けて、エネルギーの一定割合をロシアからの天然ガスに依存する欧州各国首脳はロシアのプーチン大統領との会談を幾度も重ねるなど、外交手段を駆使してきたものの、ロシアが求める北大西洋条約機構（NATO）の拡大自粛については拒否してきた。こうした中、21 日にロシアは親ロシア派住民の支配地域である東ウクライナの独立を一方的に承認し、平和維持のために当該地域への派兵を表明したことを受けて、欧米各国や日本は一斉に制裁措置を発表したが、外交的な解決を模索する動きも続けた。しかし、24 日にはウクライナへの軍事侵攻が開始されるなど、新たな局面を迎えている。ウクライナ中西部には穀倉地帯を抱えていることもあり、穀物市況に大きな影響が出ているほか、金、原油なども高騰している。

図表3　消費税率10%への引上げ後の実質GDPの推移



（資料）内閣府経済社会総合研究所資料より農林中金総合研究所作成

10～12 月期は年率 5.4%成長

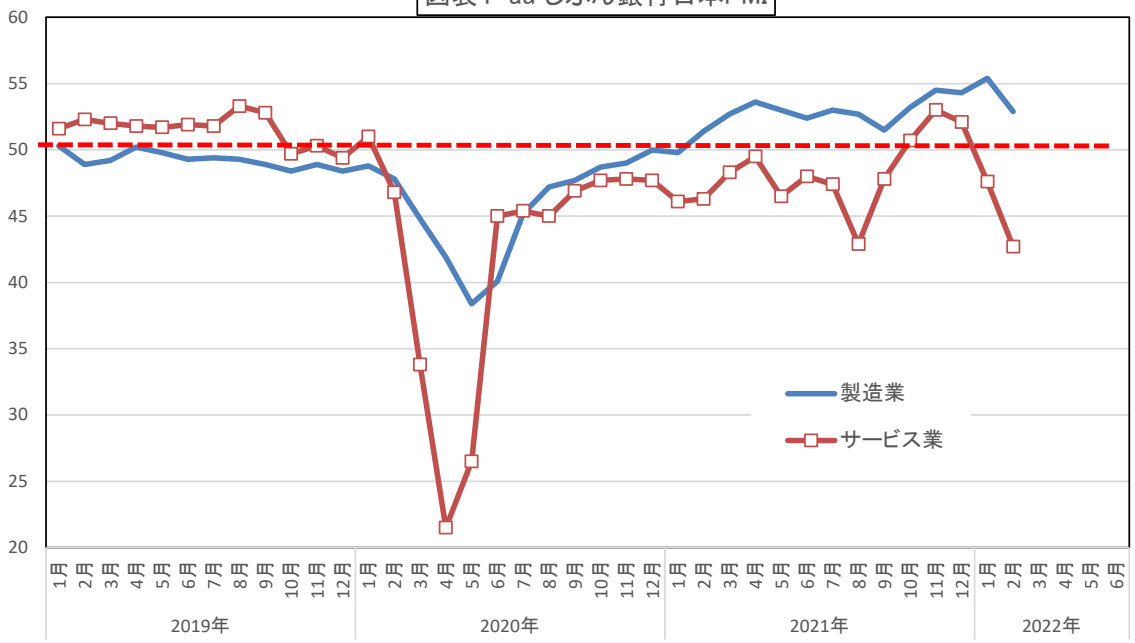
2 月 15 日に発表された 10～12 月期の GDP 第 1 次速報によれば、感染「第 5 波」の収束、供給の混乱が緩和し、9～10 月にかけて大幅減となっていた自動車生産の回復しなどから、実質成長率は前期比 1.6%（同年率 5.4%）と 2 四半期ぶりのプラスとなった。コロナ禍からの持ち直し局面（20 年 7～9 月期以

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

降）では実質 GDP の水準は最大となるなど、本格回復に向けた動きが見られたが、コロナ前（19 年 10～12 月期）には僅かながらも及ばなかった。

内容的には、民間消費が前期比 2.7%と 2 四半期ぶりの増加となり、前期比成長率（前掲 1.3%）に対する寄与度が 1.4 ポイントとなるなど、成長の大部分を支えた（そのうち、1.1 ポイントはサービス消費で説明可能）。半面、民間設備投資は前期比 0.4%と微増にとどまるなど、総じて低調である。また、GDP デフレーターは前年比▲1.3%と 4 四半期連続のマイナスかつ下落幅が徐々に拡大するなど、輸入インフレを国内の生産物に価格転嫁できていない状況も示された。

図表4　au じぶん銀行日本PMI



（資料）auじぶん銀行、IHS Markit

マインドが大きく悪化、実体経済も足踏み

22 年入り後の経済指標の多くはまだ入手できないものの、消費者や企業のマインドといったソフトデータからは経済活動が悪化している可能性が示唆される。2 月の au じぶん銀行日本製造業 PMI は 52.9 と判断基準の 50 を 13 ヶ月連続で上回ったが、21 年 9 月以来の水準へ低下したほか、同サービス業 PMI は 42.7 と、直近ボトムの 21 年 8 月（42.9）を割り込んだ。また、1 月の消費動向調査によると、消費者態度指数は 2 ヶ月連続の悪化、21 年 8 月の水準まで落ち込んだ。こうしたマインド面の悪化は年明け後の消費行動や企業設備投資などにも影響を及ぼしているものと思われる。

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

また、1 月の貿易統計によれば、輸出額は前年比 9.6%と、再び一桁台に鈍化した。この 1 年で円安が 1 割程度進んだことを踏まえると、輸出は頭打ち状態に陥っているといえる。実際、前月比▲1.5%と 2 ヶ月連続で低下した 1 月の実質輸出指数(日本銀行試算）は前年水準を割り込んでいる。内容的には、半導体不足など供給の混乱が再び強まったため、自動車関連が大きく悪化したほか、資本財・部品も弱かった。こうした輸出の鈍さは生産活動とも密接な関係があるため、鉱工業生産も弱含みが予想されるほか、感染「第 6 波」によって飲食・観光・娯楽などのサービス業も再び悪化した可能性が高い。

経済見通し:足元 1～3 月期はマイナス成長と予想

以上のように、感染「第 6 波」の影響、さらには供給の混乱が再び強まったこともあり、1～3 月期の成長率への下押し圧力が高まっている。前述の通り、政府は社会経済活動の維持にも目配りした対応をしているものの、濃厚接触者の高止まりによる休業も多発するなど、経済活動は総じて停滞気味といえる。当総研では、1～3 月期の経済成長率を前期比年率▲1.6%と予測、主要需要項目である民間消費（前期比▲0.8%）、民間企業設備投資（同▲0.3%）、輸出（同▲0.3%）はいずれも減少と見込んでいる。その後、22 年度に入れば、3 回目のワクチン接種の進展や GoTo キャンペーン事業の再開などにより、国内景気の回復傾向は高まっていき、23 年度下期にかけて GDP ギャップがマイナス状態から脱出すると予測している。とはいえ、先行きの不透明感が高い状態が続くことには留意が必要だ（詳細は後掲レポート「2021～23 年度経済見通し」を参照）。

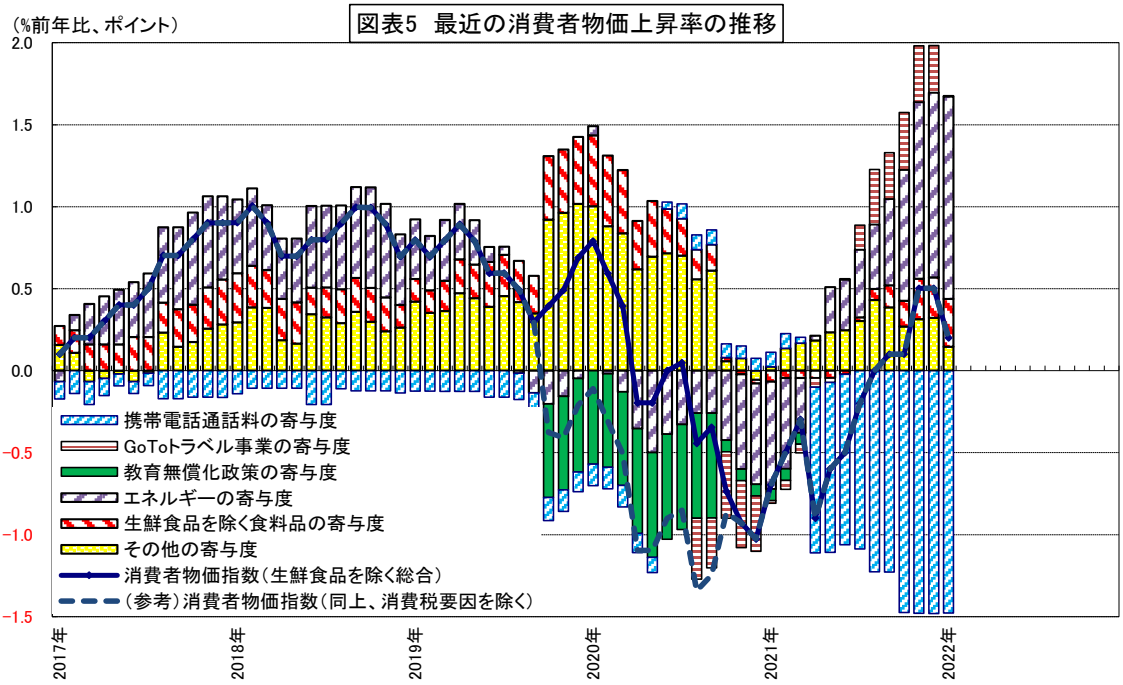
物価見通し:4 月以降は 2%に接近するが、安定的な 2%達成は依然困難

1 月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比 0.2%と 5 ヶ月連続のプラスだったが、上昇率は 12 月(同 0.5%)から鈍化するなど、目標を大幅に上回るインフレが発生している欧米諸国とは景色の違う内容であった。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▲1.1%と、11 年ぶりの下落率となった。円安や国際商品市況の高騰を受けて、エネルギーや食料品などで値上げの動きがみられるものの、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ほか、携帯電話通信料の引き下げ効果（寄与度：▲1.5 ポイント）に加え、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した影響も出た。

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

先行きについては、円安や一次産品価格の　高騰は物価上昇を下支えするとみられるほか、携帯電話通信料による物価押下げ効果が 22 年 4 月以降は剥落し始めるため、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。とはいえ、賃金上昇による家計所得増を伴わなければ、一時的に物価上昇率が高まったとしても、それは長続きせず、むしろ消費の冷え込みによる物価鈍化が起きることもありうるだろう。

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：黒田総裁は目標達成前の政策正常化を完全否定

目標レンジを大幅に上回るインフレが発生している欧米各国では金融政策の正常化を進める動きがみられるものの、上述の通り、国内の物価は低調なままで、かつ安定的な 2%の上昇率達成を見通せる状況にないことから、日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する姿勢を維持している。

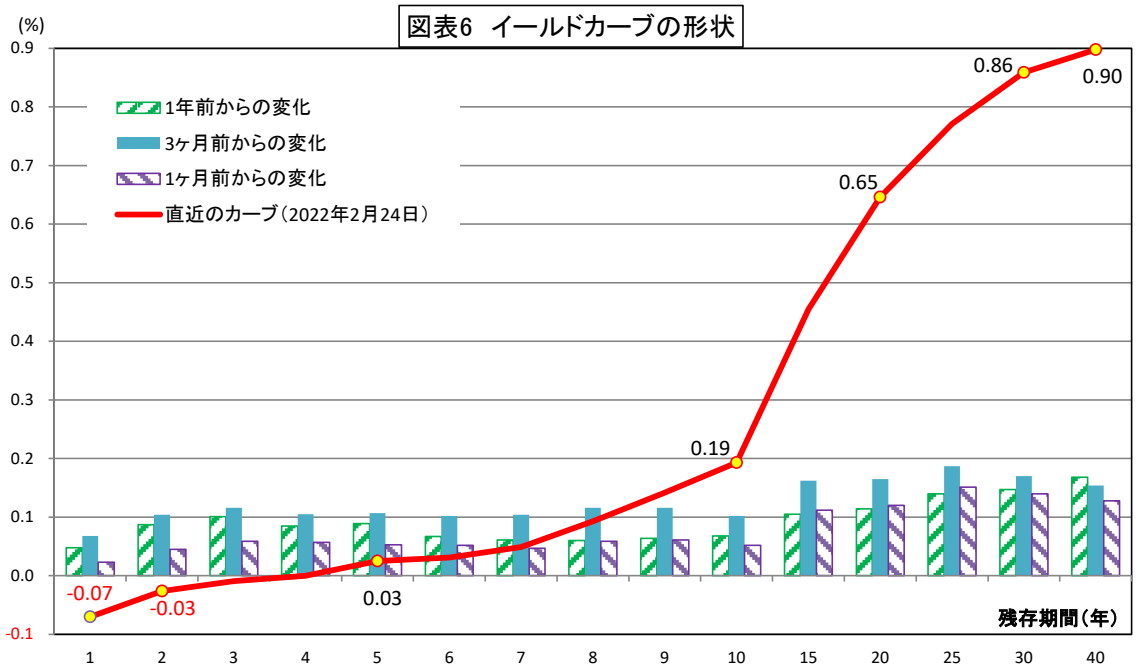
しかし、金融市場の一部では、円安の進行次第では日銀も海外中銀の動きに追随して正常化を開始する、といった見方が広がり、22 年に入って以降、イールドカーブは全般的に上方シフトした。黒田総裁らはそうした見方を打ち消したものの、2 月には 10 年物国債利回りが誘導水準（0±0.25%）の上限に迫ったことから、10 日には 18 年 7 月以来 3 年半ぶりに「指値オペ」を通知、金利上昇を抑制する姿勢を改めて示した。

しかし、上述の通り、4 月以降は消費者物価上昇率が跳ね上

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

がる可能性が高く、2%前後まで上昇するとの見通しが強まった場合には、正常化の前倒し観測が再燃する可能性もある。また、22 年度下期にはポスト黒田を巡る思惑が浮上し、正常化を前提としたイールドカーブ形成となることも予想されるなど、相場が乱高下しやすくなると思われる。こうした動きに日銀がどのように対応するのか注目される。

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

主要国のインフレ加速とそれに伴う金融政策の正常化に加え、ウクライナ情勢といった地政学的リスクの高まりへの警戒が高まった。上昇傾向を強めていた内外の長短金利はウクライナ情勢の緊迫化によるリスクオフで一旦低下に転じたほか、世界的に株式市場の調整色が強まっている。一方、為替レートは足元では安全資産と目されるドル・円買いニーズが強まった。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

長期金利は一時誘導目標の上限に迫る

国内長期金利（新発 10 年物国債利回り）は 21 年 8 月上旬にかけて、感染「第 5 波」による国内景気への警戒もあり、一時 0%に低下する場面があった。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、米連邦準備制度（Fed）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

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

～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、想定外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利上げ開始の前倒しや利上げペースが加速するとの思惑が広まり、米国長期金利が急上昇、それにつられて国内金利も上昇傾向を高めた。2 月上旬には日銀の金融政策も正常化に向けて動くとの観測が浮上、誘導目標の上限である 0.25%に迫ったため、日銀は「指値オペ」を通告、更なる上昇を抑制する姿勢を明確にした。その後も長期金利は 0.2%台で高止まりを続けたが、足元では地政学的リスクの高まりを受けたリスクオフで 0.2%割れとなっている。

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、そのレンジを外れるような動きは想定しない。基本的に小幅プラス圏での推移が続くとみるが、世界的なインフレ動向と各国中銀の対応、ウクライナ情勢の展開に影響を受ける動きが続くだろう。

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）12/27の新発10年物国債は出合いなし。

② 株式市場

金融政策正常化やウクライナ情勢の緊迫化で軟調に推移

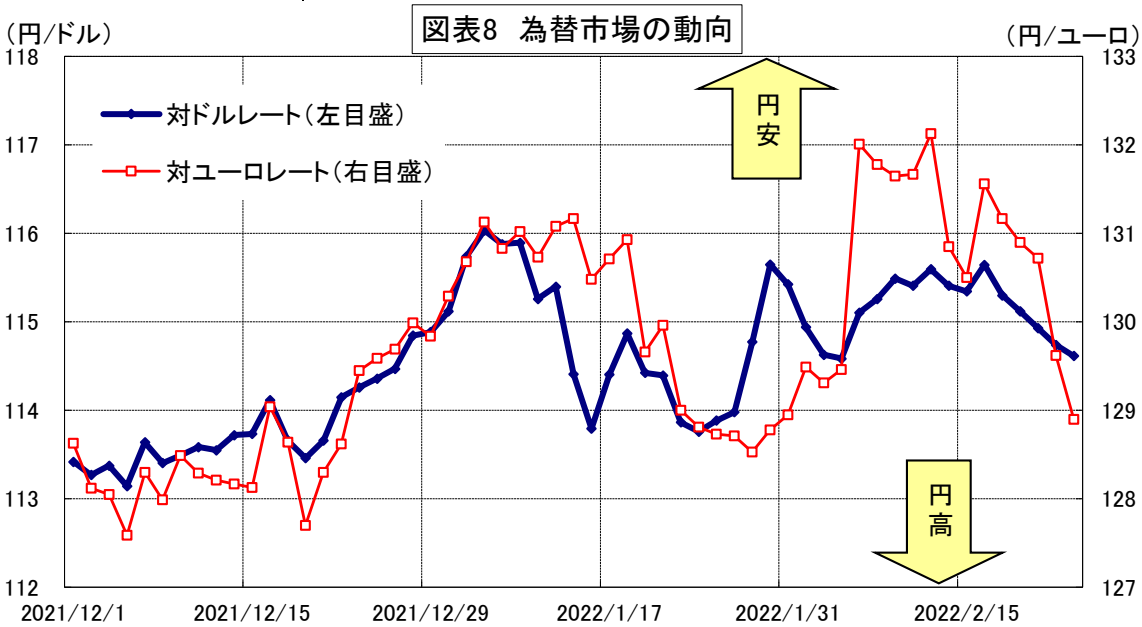
政府は 11 月 19 日に過去最大規模となる財政支出 55.7 兆円規模の経済対策を閣議決定したものの、追加経済対策の中身への失望感から株価はほとんど反応せず、21 年内は上値の重い展開が続いた。22 年の年明け直後には一時 29,388 円台まで上昇する場面もあったが、オミクロン株による加速度的な感染拡

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

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ペースアップするとの警戒が広がったほか、2 月以降はウクライナ情勢が緊迫化していったことから、軟調な展開が続いており、足元では 1 年 3 ヶ月ぶりの 25,000 円台に下落する場面もあった。

先行きは、引き続き、ウクライナ情勢に左右されるほか、それが内外のインフレ動向や利上げなどに与える影響を見極める展開になると思われる。しばらくは軟調な展開が避けられそうもないが、一方で新型コロナの国内経済・企業活動への影響は徐々に弱まっていくとみられることから、株価はいずれ持ち直しに転じるものと予想する。

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。

材料が交錯し、ドル円レートは 115 円前後でのもみ合い

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。22 年明け直後には日米金利差の拡大見通しを背景に一時 116 円台と約 5 年ぶりの円安水準となる場面もあったが、ウクライナ情勢の緊迫化に伴う円買いニーズもあり、概ね 115 円前後でのもみ合いが続いている。

先行きについては、基本的に日米金利差が拡大していくとの見通しであること、行動制限の撤廃などが進む米国の景況感が

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

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。ただし、ウクライナ情勢の展開次第では不規則な動きを強める場面もあるだろう。

対ユーロレートは乱高下しやすい展開と予想

対ユーロレートは、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、ウクライナ情勢への警戒から同下旬には128円台まで戻した。しかし、2月にはユーロ圏のインフレ高止まりから年内利上げ予想が浮上し、再び132円台までユーロが買われるなど、変動の激しい展開となっている。また、足元では地政学的リスクが意識され129円台まで円高方向に戻している。

インフレ加速に直面する欧州中央銀行（ECB）では量的緩和の終了など政策正常化に向けて動きつつあるほか、年内の利上げも視野に入りつつあるなど、日欧間の金融政策の方向性という観点からはユーロ高になりやすいとみられる。とはいえ、ウクライナ情勢の展開次第では、欧州経済や金融市場に少なからぬ影響が及ぶことから、ボラタイルな展開になりやすいものと思われる。

（22.2.24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

米国経済金融

3 月 FOMC から利上げ局面入りへ

～新型コロナウイルスとの共生を模索する動きも～

佐古　佳史,CFA

要旨

オミクロン株の感染拡大が 2 ヶ月程度と短期間で収束したため、米国経済への下押し圧力は軽微なものにとどまりそうだ。また、カリフォルニア州はコロナとの共生を前提として、コロナ対応からの出口戦略を発表するなど、徐々に「コロナ後」を模索し、移行する動きもみられる。こうした動きは雇用回復と景気拡大を下支えすることになるだろう。

長引く供給制約や石油価格の上昇などからインフレ率は加速が続いている。FRB は 3 月に利上げを開始するとみられるものの、供給側の問題には対処できないこともあり、難しい利上げ局面となりそうだ。

緊迫化したウクライナ情勢

ウクライナ情勢の緊迫化を受けバイデン政権は 22 日、ロシアに対する第 1 弾の経済制裁を発表した。また、ロシアによるウクライナ侵攻が本格化する場合は輸出規制などの制裁を追加する見通しとなっている。一方で、米国民のウクライナ問題への関心はあまり高くなく、足元の原油価格の高騰やインフレ率の加速に拍車をかけることになりかねない経済制裁の強化に踏み切るのは、バイデン政権としても難しい判断となりそうだ。

景気の現状：オミクロン株感染拡大による影響は軽微

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、供給が追い付いていない状態が継続している。

1 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 12 月から 46.7 万人増、失業率はほぼ変わらずの 4.0%となった。

コロナ前の失業率が 3.4～3.5%であったことに鑑みると、足元の労働市場は「コロナ禍の下」での完全雇用に接近していると考えられる。なお、サンフランシスコ連銀によると、新型コロナが存在しなかった場合の完全雇用水準を達成するのは、24 年ごろになると推計している。こうした認識のずれの背景としては、コロナによって労働参加率が低下し、労働供給が減少したことが挙げられる。

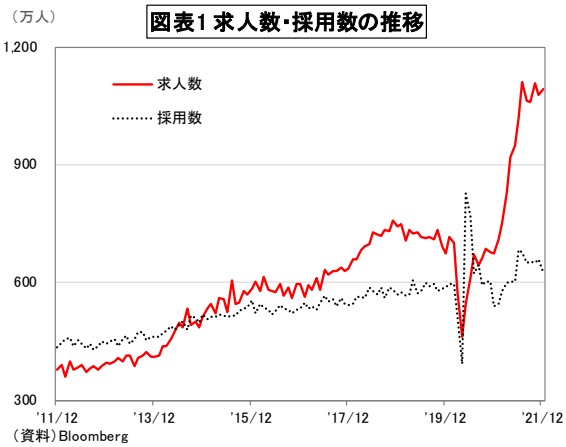
こうしたなか、求人の困難さは解消されていない。12 月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は 6.8%と高い水準であり、自発的な離職率も高止まりしている。

個人消費をみると、12 月の実質個人消費支出は、財消費は前月

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

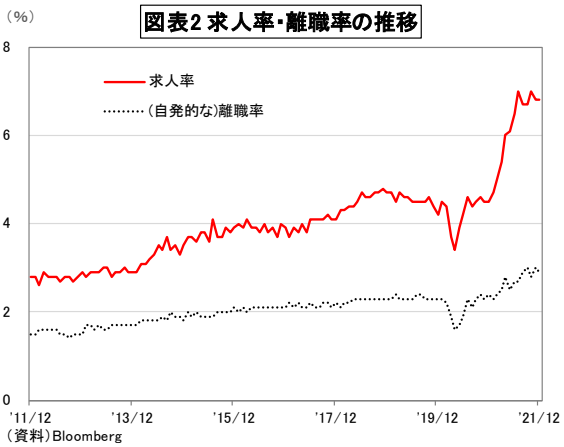
比▲3.1%、サービス消費は同0.1%となり、全体では▲1.0%と2ヶ月連続で減少した。一方で、1月の小売売上高が同3.8%と2ヶ月ぶりに大幅に増加に転じたことで、21年末の個人消費の弱さは年末商戦の前倒しによるものあり、一時的であったと確認できた。

図表1 求人数・採用数の推移



（資料）Bloomberg

図表2 求人率・離職率の推移



（資料）Bloomberg

また、2月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は2ヶ月連続で低下し61.7（現況指数68.5、期待指数57.4）と10年ぶりの低水準となった。ミシガン大学の報告では、消費者マインド指数の低下の原因としては、インフレ率の加速と経済政策への期待の剥落、経済成長への悲観的な見通しを背景とする金銭面の見通しが悪化したことが挙げられている。

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

20ヶ月連続での拡大を示唆する企業マインド

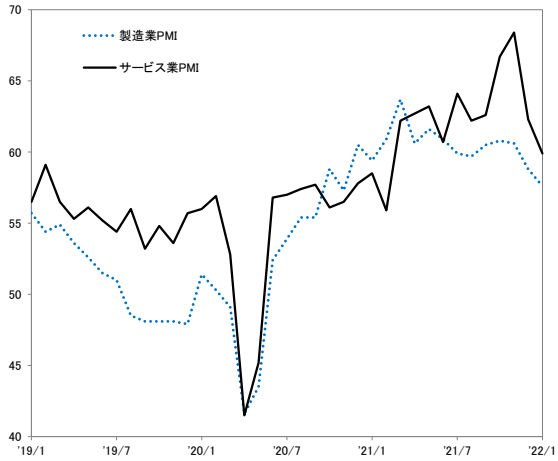
こうしたなか、企業マインドは堅調に推移しており、1月のISM製造業指数（製造業PMI）は57.6%、サービス業指数（サービス業PMI）は59.9%と、いずれも低下が続いているものの20ヶ月連続での企業部門の拡大を示している。

ISM景況感指数からは、21年11月をピークにオミクロン株の影響などから企業の景況感が低下していることがうかがえる。また、

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

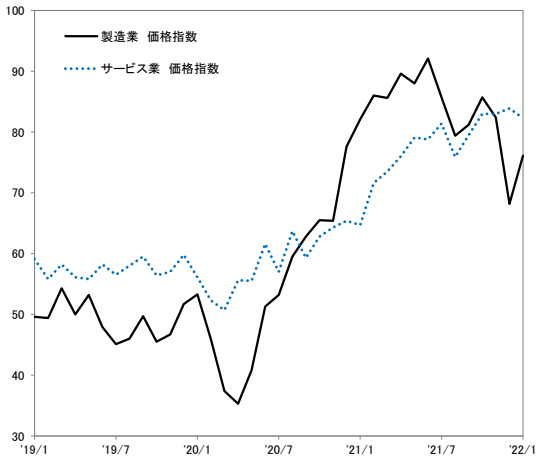
ISM 価格指数からは製造業の前月比でみたインフレ傾向は 21 年 6 月がピークであったのに対して、サービス業のインフレ傾向は継続中とみられる。

図表4 ISM景況感指数の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表5 ISM価格指数



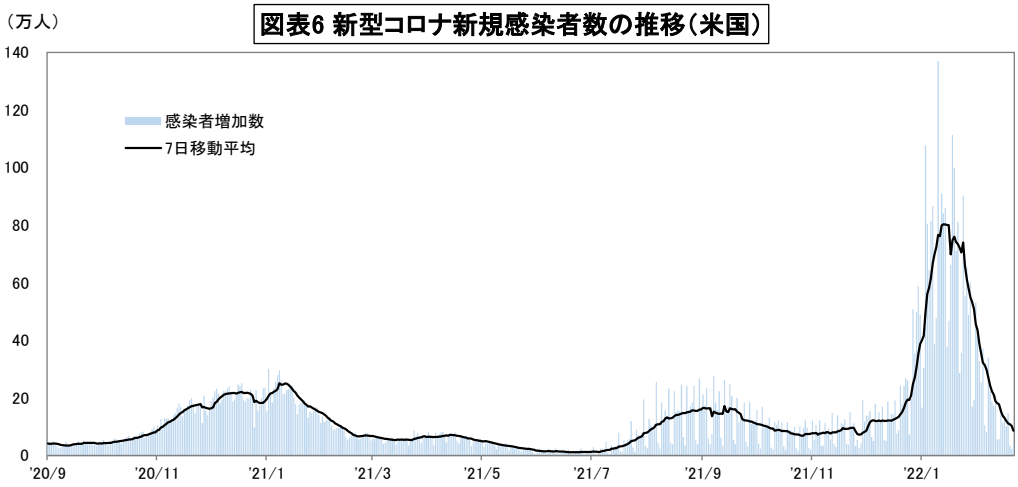
（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloombergより農中総研作成

景気の先行き：コロナとの共生を模索

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を抑制しているとみられる。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鎮静化したため景気への影響は短期的なものにとどまりそうだ。こうしたことから、高インフレ下であっても、雇用回復に伴い、消費と景気拡大が続くと思われる。

また、カリフォルニア州は 17 日、新型コロナウイルス対策からの出口戦略を発表し、オミクロン株の感染拡大を世界的大流行の「パンデミック」ではなく、特定の地域で感染が広がる「エンデミック」として対処する方針を発表した。こうした新型コロナウイルスとの「共生」を模索する動きは広がっていくだろう。

図表6 新型コロナ新規感染者数の推移（米国）



（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

図表7 供給制約はやや改善方向

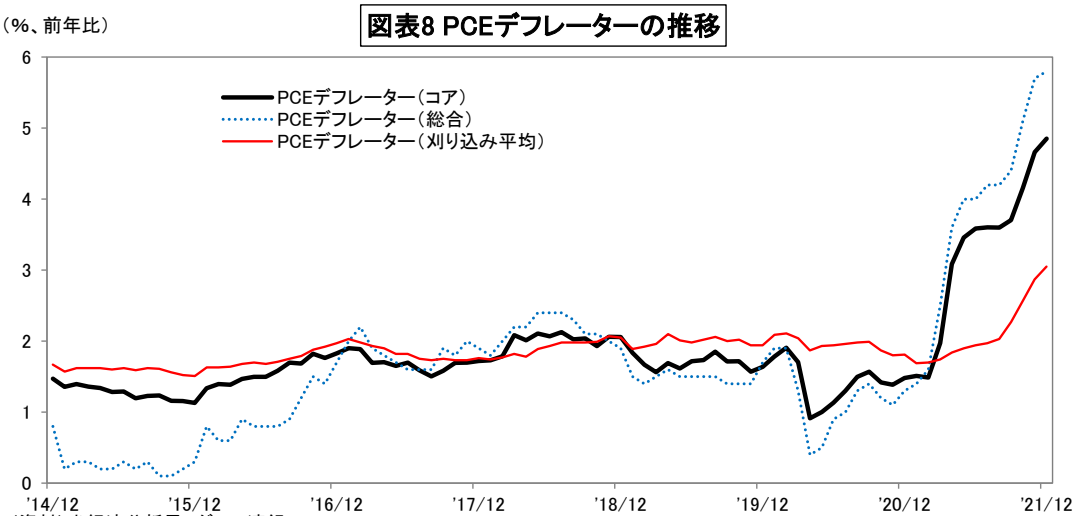
		'20/12	'21/1	'21/2	'21/3	'21/4	'21/5	'21/6	'21/7	'21/8	'21/9	'21/10	'21/11	'21/12	'22/1
ISM 製造業	入荷遅延	67.7	68.2	72.0	76.6	75.0	78.8	75.1	72.5	69.5	73.4	75.6	72.2	64.9	64.6
ISM サービス業	入荷遅延	62.8	57.8	60.8	61.0	66.1	70.4	68.5	72.0	69.6	68.8	75.7	75.7	63.9	65.7
ISM 製造業	価格	77.6	82.1	86.0	85.6	89.6	88.0	92.1	85.7	79.4	81.2	85.7	82.4	68.2	76.1
ISM サービス業	価格	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	82.3
ISM 製造業	顧客在庫	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	33.0
ISM サービス業	顧客在庫	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	53.2
コモディティ価格	前年比%	−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	34.7
バルチック海運指数	前月比%	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	−36.0
耐久財 受注残高	3ヶ月前比%	−0.9	−0.5	0.5	1.3	1.8	1.9	2.2	2.3	2.2	2.1	1.9	1.9	1.7	
在庫売上比率	%	1.35	1.27	1.30	1.26	1.25	1.26	1.25	1.25	1.26	1.26	1.24	1.25	1.29	

（資料）Bloomberg

急騰したインフレ率

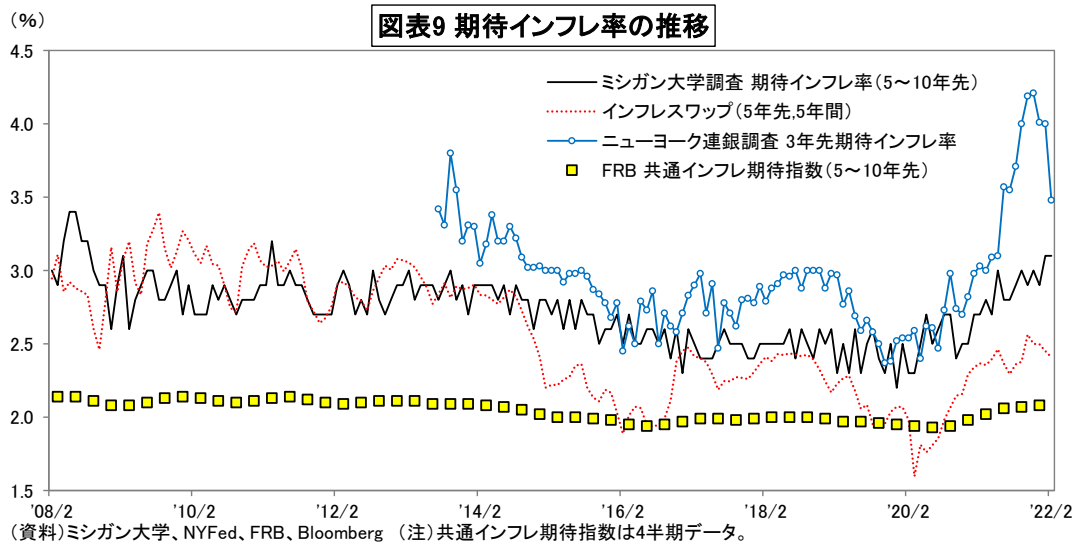
21 年 4 月以降インフレ率は急加速し、12 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.9%となった。また、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは同 3.1%となり、物価上昇が幅広い分野で確認できる。また、1 月の消費者物価指数（総合）は約 40 年ぶりとなる同 7.5%、コアは同 6.0%と 12 月からさらに加速した。

図表8 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9 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。

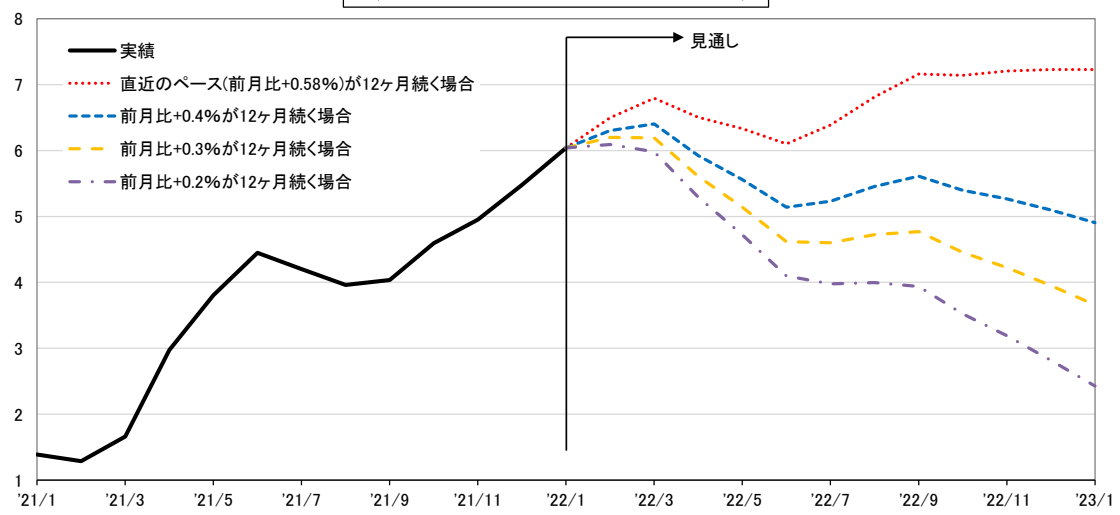
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

インフレ率の見通し：5 月 FOMC 前のインフレ鈍化は期待薄

インフレ率の先行きを考えるため、「前月比の伸び率が一定で 12 ヶ月続く」と仮定し、コア CPI の前年比インフレ率を 4 通り試算した。そのうちの 1 パターンとして、前月比 0.6%（下二桁までみると 0.58%）となった 1 月のコア CPI の伸び率も利用した。

試算の結果としては、①ベース効果があるため、前年比でインフレ率が鈍化するのは早くても 4 月以降になり、5 月 FOMC（3～4 日）時点ではインフレ率の鈍化は確認できない可能性が高いことや、②足元の伸び率が続くと、前年比でインフレ率の鈍化を確認できる期間はほとんどないこと、③仮に前月比 0.2%という理想的な状態になったとしても、22 年半ばのインフレ率は鈍化しないこと、などが確認できた。

図表10 コアCPI上昇率（前年比）の試算



（資料）米労働省統計局、Boloomberg、見通しは農中総研

金融政策：3 月 FOMC から利上げ局面へ

足元では、住宅価格の上昇率はやや鈍化傾向ではあるが、供給制約や原油高が解消されないことにはインフレ率の大幅な鈍化は難しいといえるだろう。こうしたなか、3 月 FOMC（15、16 日）では 25bp の利上げが行われるとみられるが、金融政策では供給側の問題には対処できないため、昨今のインフレ率の高止まりは FRB としても頭痛の種と思われる。

最善手としては、「高いインフレ率を問題視している」という認識を表明しつつ、期待インフレ率が上昇しないように継続して利上げしていくことだろう。一方で、今のところは期待インフレ率が比較的安定していることから、速いペースの利上げで景気回復を腰折れさせ、需要側を抑制してインフレ率に対処する、というような金融政策の運営が行われると想像し難い。

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

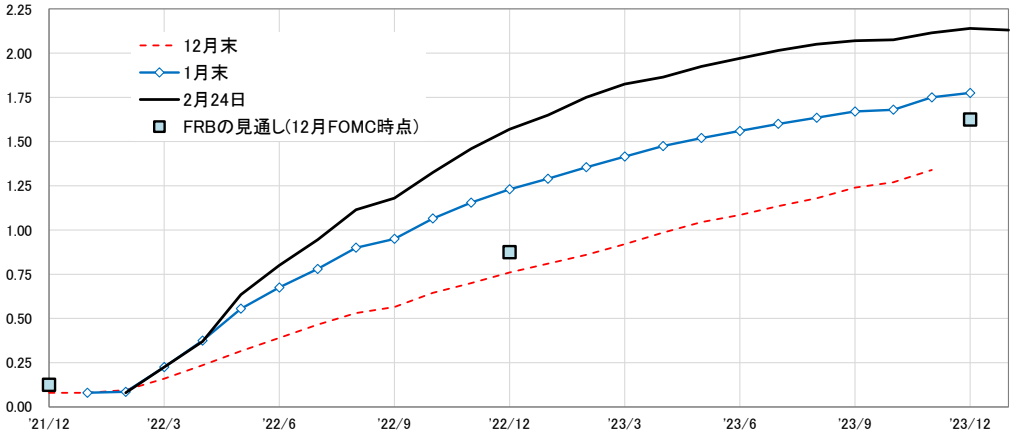
長期金利：2.0%程度での推移を予想

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 参加者のタカ派的な発言や 22 年の利上げ回数の増加、より積極的なバランスシート（BS）縮小を織り込む形で、長期金利（10 年債利回り）は大幅に上昇し、2%を中心に推移している。

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 年内の利上げ回数としては 6 回程度が織り込まれており、金利が急上昇することはなさそうだ。一方で、23 年以降も利上げは継続する見込みから、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 2.0%程度での推移を予想する。

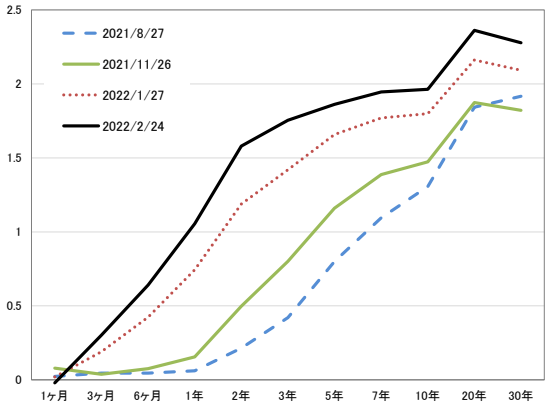
とはいえ、目先はウクライナ情勢の緊迫化によるリスクオフが強まれば金利が低下する可能性がある一方で、対ロシア経済制裁などから原油価格が上昇すれば、インフレ加速懸念から金利が上昇するとも考えられ、複雑な動きになりそうだ。

図表11 FF金利先物が織り込む政策金利見通し



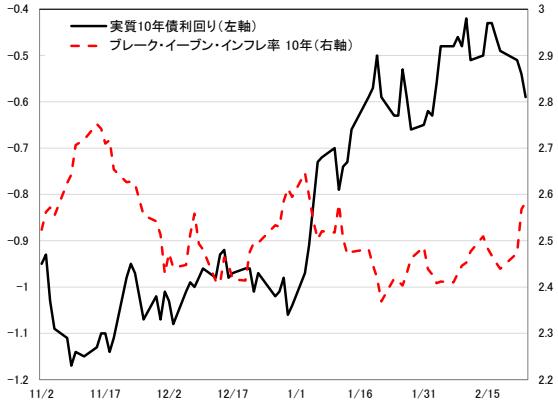
（資料）Bloombergより農中総研作成

図表12 イールドカーブの推移



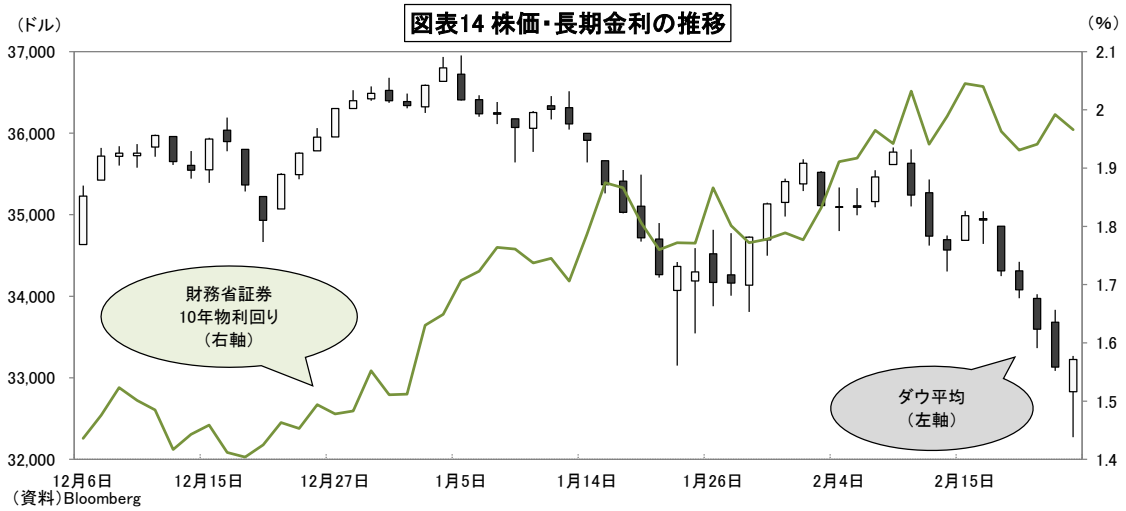
（資料）Bloomberg

図表13 10年債利回りの分解



（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



株式市場：ウクライナ情勢をめぐる材料の出尽くし待ち

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った。また、2月はウクライナ情勢が緊迫化するにつれてリスクオフが強まるなかでも、金利があまり低下しなかったこともあり、ダウ平均は下落基調となっている。

先行きについても、ウクライナ情勢をめぐる材料が出尽くさないことには本格的な反発は難しそうだ。

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

図表15 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言
投票権あり FOMC委員	パウエル議長	0	3/2	下院議会証言予定
	ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	2	2/18 2/18	3月FOMCにて大幅な利上げをする必要はないと考える 22年末にPCEデフレーターは3%程度に低下予想
	空席　副議長			
	ブレイナード理事	1～2	2/18 2/18	景気回復は力強いため、利上げが適切になるだろう 今後数回のFOMCでBS縮小の開始する用意ができている
	空席　副議長（銀行監督担当）			
	ウォラー理事	2	2/25 2/18	公演予定 景気を過熱気味にすれば労働市場の一部は改善
	ボウマン理事	1～2	2/21	インフレ率が高ければ、3月FOMCで50bpの利上げも検討に値する
	メスター総裁（クリーブランド）	1	2/17 2/17	3月利上げを支持 年央までにインフレ率が下がらなかった場合は速いペースの金融政策正常化を
	コリンズ総裁（ボストン）	?		7/1就任 ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁が代理投票
	ブラード総裁（セントルイス）	2	2/17 2/10	インフレ率を下げるには、中立金利を超える水準の利上げが必要なる可能性も 7月初めまでに100bpの利上げを支持
	ジョージ総裁（カンザスシティー）	1	2/14 1/31	7.5%のインフレとタイトな労働市場、ゼロ金利政策は正しい組み合わせではない 積極的な資産縮小により、利上げペースは緩やかで済む可能性も
投票権なし FOMC委員	バーキン総裁（リッチモンド）	1	2/15 2/10	金融政策の正常化に着手する時期に来た 50bpの利上げは選択肢ではあるが、確信が必要
	ボスティック総裁（アトランタ）	0	2/22	現在の金融政策は危機対応であり、終了する必要がある
	デイリー総裁（サンフランシスコ）	2	2/23 2/23	金融緩和を停止する時期である インフレ率は高すぎる、インフレ圧力が広がり始めている
投票権なし FOMC代理委員	エバンス総裁（シカゴ）	1	2/18	現在の金融政策はまごついており、大幅な調整が必要
	ハーカー総裁（フィラデルフィア）	1	2/1 2/1	25bpの利上げを年4回行うことを支持 50bpの利上げ支持にはさらなるインフレの加速が必要
	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	2/16	金利を大幅に上げれば、リセッション入りのリスクに

（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。

（22.2.24 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

中国経済金融

高まる追加金融緩和期待

～22年は「5%以上」の成長を目指すか～

王　雷軒

要旨

年初は経済指標の発表は少ないが、春節連休中（旧正月）の消費動向等からは景気下押し圧力は依然強いと思われる。こうしたなか、1月の社会融資規模が過去最多を更新したものの、企業の借入金利や住宅ローン金利をさらに引き下げる必要性もあり、追加金融緩和を行う可能性が高い。

また、3月5日に開催される予定の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）でどのような22年成長率目標を示すのかが注目されている。各地方の成長率目標の設定状況を踏まえると、「5%以上」と設定される見込みだ。

景気動向：下押し圧力は依然強い

年初は経済指標の発表は少ないため、足元の景気動向の実態を的確に把握するのは難しいが、北京冬季五輪（2月4日～20日）や春節連休中（旧正月、1月31日～2月6日）の消費動向からは、景気は持ち直しの動きはあるものの、下押し圧力が依然強いと見られる。

まず、北京冬季五輪の開催を契機に、感染リスクが低い地域でスキー場などのウィンタースポーツ施設の利用が急増したほか、関連用品も爆発的に売られていたことから、個人消費は一定程度押し上げられたと見られる。

また、交通輸送部（中央省庁）によると、22年の春節連休中、鉄道・道路・船舶、航空便を利用した客数は延べ1.3億人、前年比31.7%となるなど、大きく回復した。その背景には、政府が高リスク地域のみを対象に「いる場所で年越しをしよう」と呼びかけたことから、新型コロナ抑制策が21年春節期間に比べてやや緩和したことが挙げられる。

一方、文化・観光部（中央省庁）によると、22年春節連休中の国内観光客数は2.51億人、前年比▲2.0%、19年の73.9%に相当する。また、国内観光収入は2,892億元（約5.2兆円）、前年比▲3.9%、19年の56.3%となった。さらに、映画興行収入は60億元、前年比▲22.3%となったほか、白酒消費も21年春節を下回った状況である。新型コロナ抑制策に加えてチケットの値上がりなどを背景に観光業や娯楽業をめぐる状況は依然厳しいも

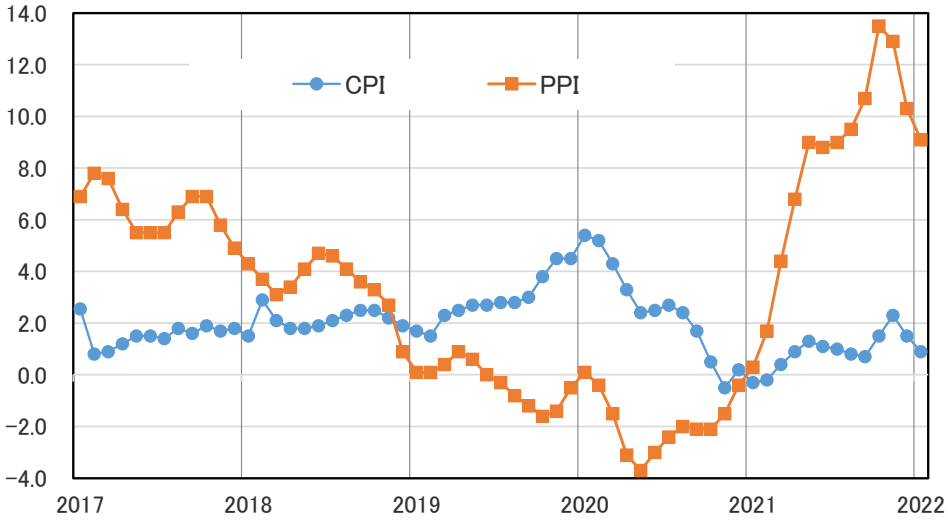
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

のとなっている。

また、中国指数研究院によると、22 年春節連休中の新築住宅販売面積は前年比▲51.0%となり、不動産市場は依然低迷し調整局面が続いていると見られる。

以上から、北京冬季五輪による個人消費の押し上げ効果や春節連休中の帰省人数の増加は景気下支えとなったものの、観光収入や住宅販売の低迷が続いたことから、景気下押し圧力は依然強いと思われる。

図表1　中国のCPIとPPI上昇率の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は22年1月。

物価動向：インフレ懸念は和らいだ

こうした内需の弱さもあり、中国の物価上昇率は鈍化した。国家統計局が発表した物価統計によると、1 月の CPI と PPI はいずれも前年比上昇率が鈍化した。CPI は前年比が 0.9%と 21 年 12 月（同 1.5%）から 0.6 ポイント縮小、PPI も同 9.1%と 3 ヶ月連続で鈍化した（図表 1）。これらのデータからインフレ懸念が和らいだため、追加金融緩和期待が高まっている。

鈍化した要因として、豚肉価格が前年比▲41.6%と急落したほか、石炭や鋼材の値上がりも一服したことが挙げられる。ただ、前月比でみれば、いずれも上昇率がやや高まっており、インフレ懸念が払しょくされたわけではない。

金融情勢：1 月の社会融資規模が過去最多を更新

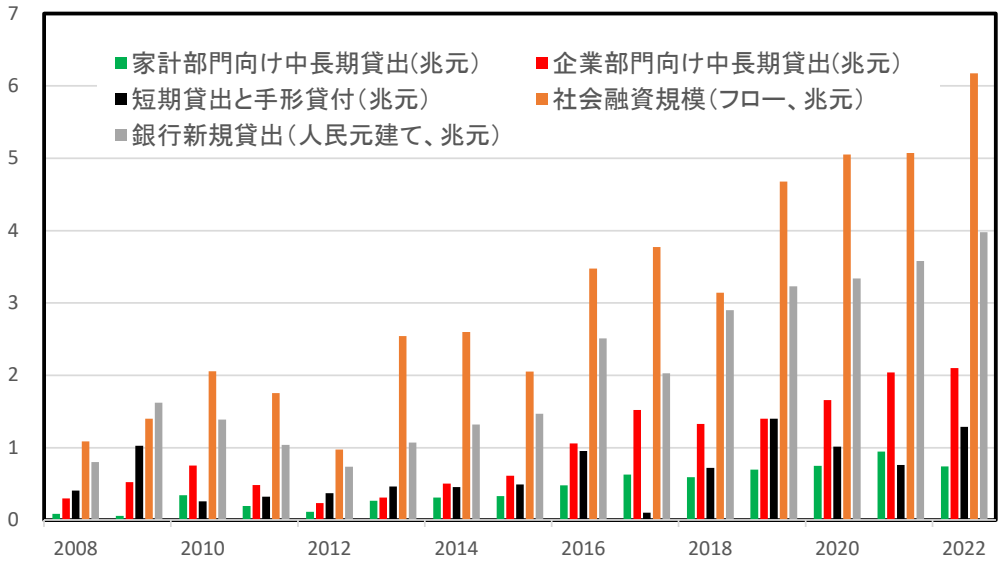
中国人民銀行（中央銀行、以下「人民銀行」）が公表した 1 月の社会融資規模（実体経済に供給される資金量）は 6.17 兆元と過去最多を更新した（図表 2）。その詳細を確認すると、22 年 1 月の家計部門向け中長期貸出は 21 年 1 月に比べて減少したほ

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

か、企業部門向け中長期貸出も小幅増加にとどまった。一方、短期貸出と手形貸付（1.29 兆元）が家計部門向け中長期貸出の減少を上回る急増となった。

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。これを受けて家計部門（住宅ローン）向けの貸出や不動産ディベロッパー向けの貸出が抑制された状況は 22 年 1 月も続いていたと見られる。

図表2 年次別の1月の銀行新規貸出の推移



（資料）中国人民銀行、Windより作成

2 月の LPR は据え置かれたが、3 月には追加金融緩和を行う可能性が高い

人民銀行は 21 年 12 月 15 日に預金準備率を 0.5%引き下げた。また、12 月 20 日には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%に引き下げた。さらに、22 年 1 月 20 日にも、LPR1 年物を 3.70%と 10bp 引き下げたほか、前回は据え置かれた LPR5 年物も 5bp 引き下げるなど矢継ぎ早の金融緩和策が行われてきた。

そのため、2 月には LPR は据え置かれたが、前述した通り、金融緩和の波及効果はまだ現れていないと見られるため、LPR5 年物の金利をさらに引き下げるなど追加金融緩和が必要な状況と言える。

実際、企業向けの銀行新規貸出金利を確認してもそれほど低下していない。21 年 10～12 月期の銀行新規貸出の加重平均金利は 4.76%と 7～9 月期から 24bp 低下したが、企業向けは 4.57%

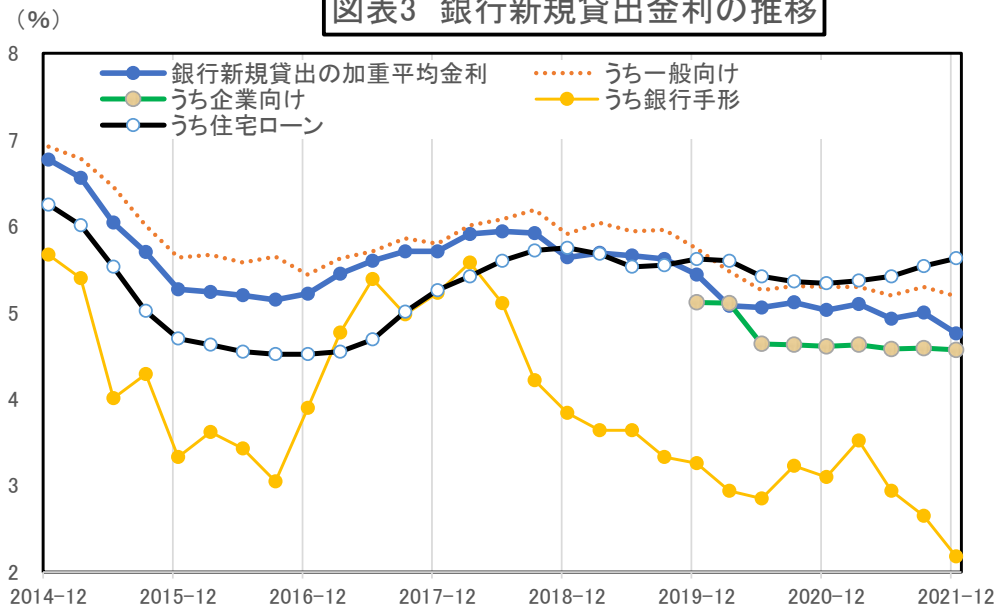
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

とそれほど低下しなかった（図表 3）。住宅ローン金利をみると、21 年から上昇に転じ、21 年 10～12 月期には 5.63%と 20 年 10～12 月期から 29bp 上昇した。ただ、足元では、1 月 20 日に LPR5 年物の金利が 5bp 引き下げられたこともあり、再び低下に転じたと思われる。

また、「中国貨幣政策執行報告 21 年第 4 四半期」によると、21 年のマクロレバレッジ比率は 272.5%と 20 年から 7.7 ポイント低下したとの記述があり、追加金融緩和の余地があるとも読み取れる。そのうえ、「金融機関が実体経済の資金需要を拡大させる必要がある」との内容から、今後は銀行貸出金利の引き下げなどを通じて企業の資金需要を拡大させる動きが強まるだろう。

これらに加えて、春節連休明け後、インフラ投資の前倒し実施や地方債発行の前倒し承認が行われるなど、当局の安定成長維持への施策が加速している。これらを踏まえると、3 月にも追加利下げ、預金準備率の引き下げを行う可能性が高い。

図表3　銀行新規貸出金利の推移



（資料）中国人民銀行、Windより作成、四半期別データ、直近は21年10～12月期。

全人代では 22 年の成長率目標は「5%以上」に設定される見込み

一方、3 月 5 日に開催される予定の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）でどのような 22 年成長率目標などが示されるかが注目されている。

全人代の前に各地方政府が人民代表大会（地方版全人代）を開催する。新型コロナ感染者の拡大によって例年より開催が遅

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

れていた天津市の人民代表大会が2月14日に閉幕したことを受けて31地方（省・市・自治区）の22年地方版全人代は終了した。そこで地方版全人代で示された22年の成長率目標をまとめた（図表4）。

図表4の22年実質GDP成長率目標を確認すると、北京市・天津市が「5%以上」で最も低いものとなる。また、上海市・広東省・重慶市・黒竜江省・青海省の5つの地方が「5.5%前後」を設定した。ほかの24の地方が5.5%以上となっているが、最も高いのは海南省の9%以上である。

22年目標については、当然ながらベース効果の剥落などを受けて21年目標から引き下げた地方が多く、31地方のうち26と大多数を占めた。しかし、20年と21年の実質GDP成長率を幾何平均により算出した2年平均値と比較すると、江蘇省と重慶市が引き下げ、浙江省と山西省が変わらず、ほかの27地方では引き上げた格好である。

こうした各地方の目標の設定状況を踏まえると、全国の22年目標は「5%以上」と設定される可能性が高い。ただ、上海市、北京市、河南省、湖北省などの11つの地方の2年平均の実質GDP成長率は全国の5.1%を下回った。うち湖北省は21年に2年ぶりのプラス成長となったものの、2年平均では3.5%と、19年（同6.8%）に比べて20年の都市封鎖からのダメージが大きく、完全回復には至っていないと見られる。

また、21年の目標を達成できなかった地方は河南省（実績－目標＝▲0.7%）、遼寧省（同▲0.2%）などがある。河南省については、洪水などの自然災害や新型コロナ感染抑制策による影響が大きかったと考えられる。これらの状況を考えると、22年の目標は「5%以上」に設定されたとしても、決して容易に達成されるものではないと考えている。

22年の経済見通しは5.5%と予測

最後に22年の経済見通しと当面の注目ポイントを述べてみたい。新型コロナ感染抑制策による経済活動への下押し効果や輸出拡大テンポの鈍化が見込まれるものの、打ち出された金融緩和策や内需拡大策などを受けて1～3月期の実質GDP成長率は前年比4.5%に持ち直し、その後も徐々に加速し、22年を通しては前年比5.5%を予測している。

他方、不動産市場は調整局面から脱出できるか、米国の金融政策の正常化への警戒感やウクライナ情勢をめぐる地政学的リス

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

クの高まりによる中国経済への影響などに注意を払う必要がある。引き続き全人代に加えてこれらの動向や進展にも注意深く見ていきたい。

(22.2.22 現在)

図表4　地方別の成長率目標

	21年実質GDP成長率目標(a)	21年名目GDP(兆元)	21年実質GDP成長率(%、前年比、b)	21年目標の達成状況	21年実質GDP成長率(%、2年平均、c)	22年実質GDP成長率目標(d)	dとc比較	dとa比較
全国	6%以上	114.37	8.1	達成	5.1	—	—	—
広東	6%以上	12.44	8.0	達成	5.1	5.5%前後	↑	↓
江蘇	6%以上	11.64	8.6	達成	6.1	5.5%以上	↓	↓
山東	6%以上	8.31	8.3	達成	5.9	5.5%以上	↑	↓
浙江	6.5%以上	7.35	8.5	達成	6.0	6%前後	→	↓
河南	7%以上	5.89	6.3	未達成	3.8	7%	↑	→
四川	7%以上	5.39	8.2	達成	6.0	6.5%前後	↑	↓
湖北	10%以上	5.00	12.9	達成	3.5	7%前後	↑	↓
福建	7.5%以上	4.88	8.0	達成	5.6	6.5%	↑	↓
湖南	7%以上	4.61	7.7	達成	5.7	6.5%以上	↑	↓
上海	6%以上	4.32	8.1	達成	4.9	5.5%前後	↑	↓
安徽	8%以上	4.30	8.3	達成	6.1	7%以上	↑	↓
河北	6.5%	4.04	6.5	達成	5.2	6.5%	↑	→
北京	6%以上	4.03	8.5	達成	4.8	5%以上	↑	↓
陝西	6.5%前後	2.98	6.5	達成	4.3	6%前後	↑	↓
江西	8%	2.95	8.8	達成	6.3	7%以上	↑	↓
重慶	6%以上	2.79	8.3	達成	6.1	5.5%前後	↓	↓
遼寧	6%以上	2.76	5.8	未達成	3.2	5.5%以上	↑	↓
雲南	8%以上	2.71	7.3	達成	5.6	7%前後	↑	↓
広西	7.5%以上	2.47	7.5	達成	5.6	6.5%	↑	↓
山西	8%	2.56	9.1	達成	6.3	6.5%前後	→	↓
内モンゴル	6%前後	2.05	6.3	達成	3.2	6%前後	↑	→
貴州	8%前後	1.96	8.1	達成	6.3	7%前後	↑	↓
新疆	6.5%前後	1.60	7.0	達成	5.2	6%前後	↑	↓
天津	6.5%	1.57	6.6	達成	4.0	5%以上	↑	↓
黒竜江	6%前後	1.49	6.1	達成	3.5	5.5%前後	↑	↓
吉林	6～7%	1.32	6.6	達成	4.5	6%前後	↑	↓
甘粛	6.5%	1.02	6.9	達成	5.4	6.5%以上	↑	→
海南	10%以上	0.65	11.2	達成	7.3	9%以上	↑	↓
寧夏	7%以上	0.45	6.7	未達成	5.3	7%	↑	→
青海	6%以上	0.33	5.7	未達成	3.6	5.5%前後	↑	↓
チベット	9%以上	0.21	6.7	未達成	7.2	8%前後	↑	↓

(資料)中国国家統計局、地方政府工作報告などをもとに作成、引き下げ(↓)、据え置き(→)、引き上げ(↑)

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

欧州経済金融

金融引き締めを織り込み始めたユーロ圏情勢を読む視点

～「ヘッドライン」か「コア」か、「名目」か「実質」か～

山口　勝義

要旨

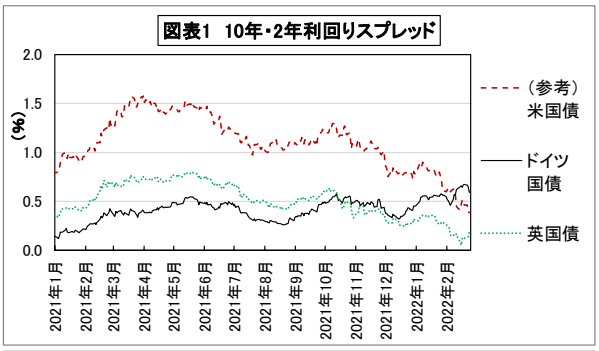
ECB のハト派スタンスからの転換を受けて、金利に上昇圧力がかかってきている。ユーロ圏ではコアの上昇の緩やかさをもって物価上昇の影響は小さいと判断することはできず、また金利水準の上昇に伴う影響については実質金利の動向にも目を配る必要がある。

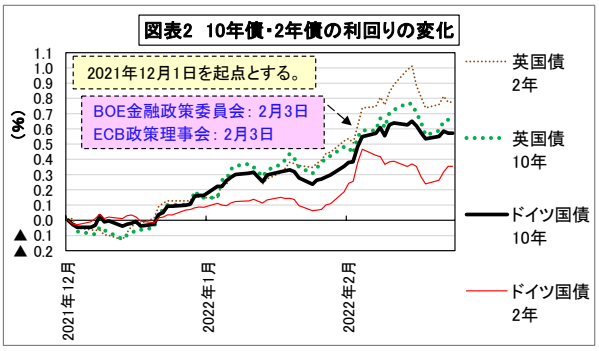
はじめに

2 月に入り、イングランド銀行（BOE）は追加利上げと量的緩和の縮小を決めた。また、欧州中央銀行（ECB）も物価上昇リスクが増大している事実を認め、ハト派スタンスからの転換を明らかにした(注 1)。

BOE の政策決定は市場予想どおりの 25bp の利上げであったが、委員間で意見が割れた点が注目された。投票権を持つ 9 人のうち 5 人が 25bp の利上げを支持したのに対し、4 人はインフレ加速の可能性を理由に 50bp の利上げを主張した。一方の ECB は、ラガルド総裁が政策理事会後の記者会見で物価上昇は一時的であるとしてきた従来の認識を修正し、物価上昇リスクは上方に傾いているとした。さらに、これまで「2022 年内の利上げの可能性は極めて低い」としてきた説明に対し、今回はこの点について明言を避け、年内利上げを排除しない姿勢を示すことになった。

この背景にはユーロ圏で過去最高の前年比 5.1%に達した 1 月の消費者物価上昇率や最低の 7.0%にまで低下した昨年 12 月の失業率があるが、今回の ECB の方向転換を受けて、ユーロ圏の金融市場では国債利回りが急上昇するに至っている。そして、これまでは引き締め策で先行する英国でイールドカーブのフラット化が進む一方でドイツなどではスティープ化の動きが続いていたが、ドイツにおいても ECB の政策理事会直後には利上げの可能性を織り込む形で特に短期ゾーンの利回り上昇が強まるなど、神経質な動きが現れてきている（図表 1、2）。





（資料）ともに Bloomberg のデータから農中総研作成

こうしてユーロ圏では、ECB の方向転換を受けて物価上昇の定着化が強く意識されるとともに、金融市場も動意付き始めている。では、このような環境の下に置かれたユーロ圏情勢を読むに当たっては、どういった点に着目すべきなのだろうか。

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

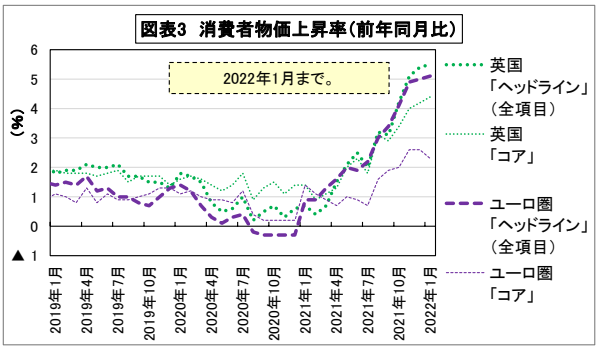
「ヘッドライン」で見るか「コア」で見るか

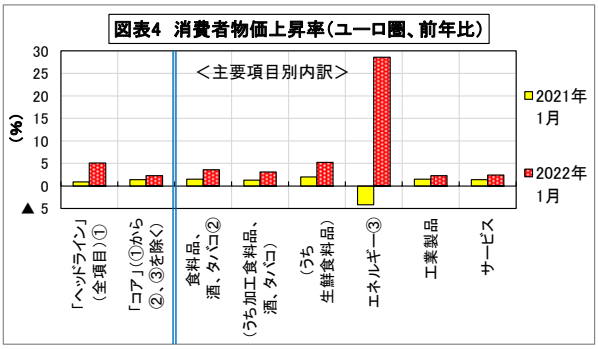
第一に物価の上昇を、全項目を含む「ヘッドライン」で見るか、特定の項目を除外した「コア」で見るか、という点がある。ユーロ圏では通常、全項目から食料品やエネルギーのほか酒、タバコを除いた指標を「コア」として位置付けている。この除外項目は、変動が大きく、金融政策の効果も及びにくい項目ということになる。

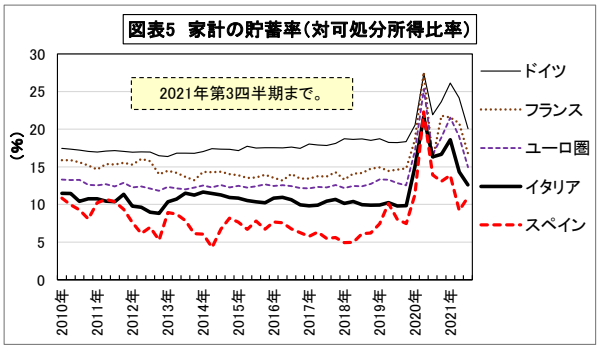
ここで英国とユーロ圏を比較すると、英国ではこの両者ともに上昇が著しい一方で、ユーロ圏ではコアの上昇は比較的緩やかであるという特徴がある（図表 3）。英国の指標には、コロナ危機ばかりか欧州連合（EU）からの離脱の影響も加わり労働力不足やモノ不足が拡大し、物価上昇圧力が広範囲に及んでいる姿が現れている。賃金にも上昇傾向が見られる英国で、ユーロ圏に比べ早期に引き締め政策に転じた合理性はより大きいことになる。

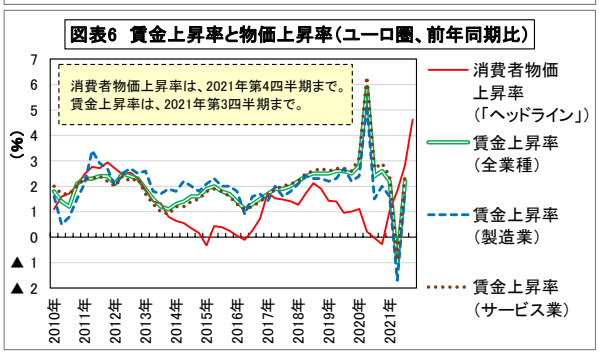
しかし、コアの上昇の緩やかさをもって、ユーロ圏の物価上昇は近く鎮静化し、経済に及ぼす影響も限定的であるとは判断できない。まず、コアの中でもサービス価格も含め幅広い品目に物価上昇が拡大しつつある実態がある（図表 4）。しかも失業率の低下で、需要面から物価押し上げ圧力が強まる可能性もある。加えて、エネルギーや食料品価格の上昇も一時的なものに終わるとは考え難い。新型コロナウイルスとの共生の長期化と気候変動対策の加速化が同時進行する下で、これらに対する物価上昇圧力が根強く継続する可能性が強まっているためである[注 2]。

家計に直接的に影響が及ぶエネルギーや食料品を含め、幅広い品目の物価の上昇が及ぼす影響は軽視できない。家計では貯蓄の取り崩しが進むほか、賃金の上昇はインフレに遅行することで実質ベースの購買力が減少し、これらが今後、家計消費を抑制する要因として働く可能性がある（図表 5、6）。また、貧富の格差の拡大による政治情勢の不安定化など、連鎖的な影響波及にも注意が必要となる。









（資料）図表 3 は Bloomberg の、図表 4～6 は Eurostat の、各データから農中総研作成

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

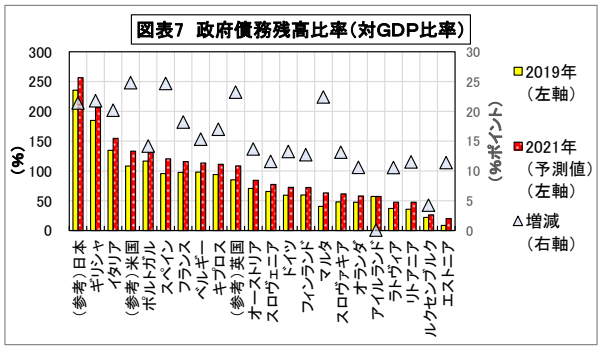
「名目」で見るか「実質」で見るか

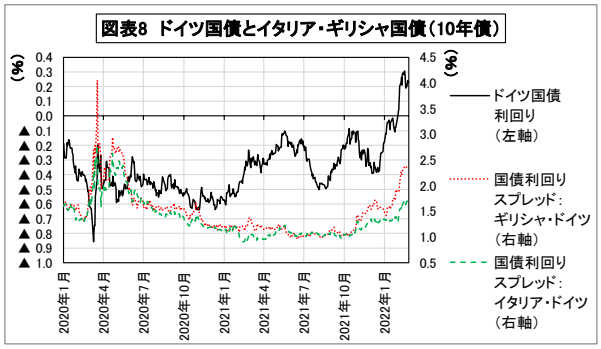
第二には、経済指標を「名目」で見るか、物価上昇の影響を控除した「実質」で見るか、という点である。これは足元では、特に金利の上昇がコロナ危機下で拡大した債務残高に与える影響に関わっている。

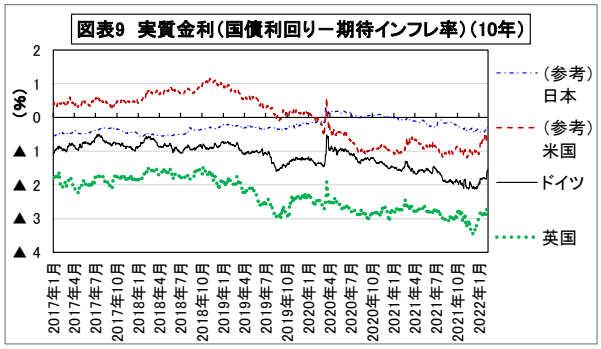
コロナ危機を通じ、政府、企業、家計の各部門ではそれぞれ債務残高が増加した。このうち政府部門では、一部の例外を除き各国で債務残高比率の大幅な上昇が見られている（図表 7）。こうしたなか、ECB の方向転換を受けて高債務国のリスク・プレミアムは上昇し、ドイツ国債に対する利回りスプレッドは急拡大してきている（図表 8）。かつて財政危機を経験したユーロ圏では、こうした動向に対し警戒的な目を向けざるを得ないことになる。

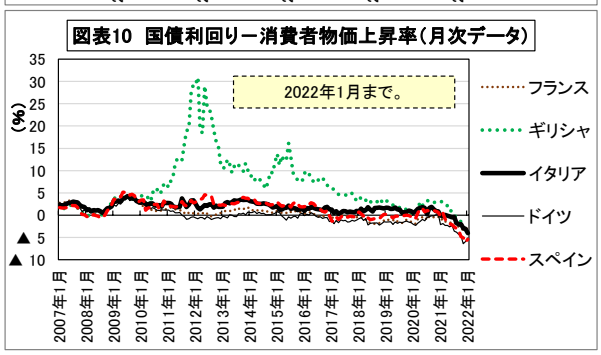
しかし、実質金利の動向に着目すれば、少なくとも現在のところは懸念を強める段階には至ってはいない。というのも、実質金利は十分低く、債務負担は実質的に軽減される状況にあるためである。まず期待インフレ率が把握し易い主要国では、実質金利は依然として大幅なマイナスの水準にある（図表 9）(注 3)。それ以外の国々について消費者物価上昇率で近似した場合にも、この値はギリシャを含めて十分低い水準に留まっている（図表 10）。

確かに実質金利の水準は、今後の ECB の政策運営に左右されることになる。ECB が想定外に急速な引き締め政策を採用した場合などには名目金利が上げ足を速め、実質金利も上昇することになる。しかし現時点では賃金に対する上昇圧力が限られているユーロ圏では、ましてコロナ危機からの景気回復は途上であり、気候変動対策で重要となる企業投資を阻害しないよう配慮が必要となることからも、ECB は金融政策の正常化に向けては慎重な姿勢を継続するものと考えられる。そしてこうした政策運営により市場の名目金利に大幅な上昇が生じない限り実質金利は低位に留まり、債務問題が急速に浮上する可能性は小さいものとみられる。









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

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

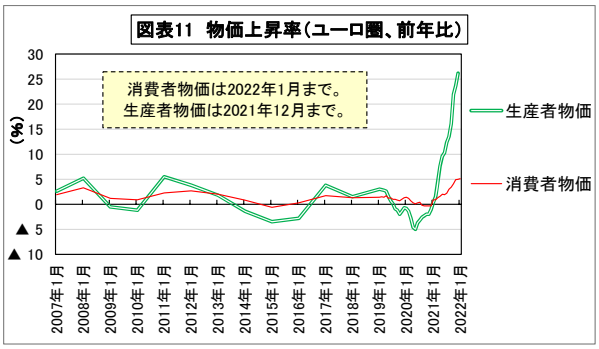
おわりに

以上のように、ユーロ圏の物価動向を見るに当たってはコアの上昇の緩やかさをもって影響は小さいと判断することはできず、また金利水準の上昇に伴う債務問題への波及の可能性については実質金利の動向にも目を配る必要があることになる。ただし、ECB が金融政策の正常化に向けて慎重で段階的な姿勢を維持し、同時に市場からの信認を確保することを通じて実質金利の上昇を回避できるかどうかは、今後の物価上昇の速度と程度に大きく依存するものとみられる。

この物価の動向については、エネルギー価格の頭打ちや供給制約の緩和で上昇率は徐々に低下に転じるとの見方もある。しかし、前述のとおり現在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同時進行する時代に入っており、新たな視点で情勢を注視することが求められている。このような環境下では、物価上昇圧力が長く持続し、また頻繁に再発する可能性が強まっていると捉える必要があるものと考えられる。

一方で、これまでの生産者物価の上昇は極めて大幅であり、企業がコスト上昇を製品価格に転嫁する潜在性が拡大している点にも注意が必要である（図表 11）。インフレの進行は債権者や預金者、家計から債務者や企業に向けての一種の所得移転となるため、部分的には企業がコスト上昇に対する耐久力を強めている側面もある。しかし、コストの上昇幅が大幅であるために、生産者物価の上昇圧力が継続するに連れ企業はその転嫁を進めざるを得なくなり、これが継続的に消費者物価を押し上げる要因になる可能性がある。

ユーロ圏では ECB の方向転換を受け、市場は金融引き締めを織り込み始めている。経済や市場の情勢は一層複雑化しつつあり、こうした中で ECB は引き続き困難な政策の舵取りを迫られることになりそうである。（22.2.22 現在）



（資料）Eurostat のデータから農中総研作成

(注 1) BOE は 2 月 3 日、金融政策員会で政策金利を 25bp 引き上げ、0.50%とすることを決定した。これは昨年 12 月に続く連続の利上げである。このほか、量的緩和で購入した債券の償還分の再投資を終了し、残高の自然減に着手することとした。また、ECB の政策理事会も、同日の 2 月 3 日に実施された。

(注 2) 今後、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。両者が同時進行することにより、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。

具体的には、特にエネルギー転換の移行期には再生可能エネルギーの供給は安定せず、この間、これを補う化石燃料を巡る需給が不均衡となりその価格に上昇圧力が生じる局面が増加するものと考えられる。また、電動化等に必要な鉱物資源なども需要の強まりで価格は上昇傾向で推移するとみられる。生鮮食品については、コロナ下での作業員不足による収穫作業や輸送の停滞、化学肥料の原料となる天然ガス価格の上昇などが価格の押し上げ要因となるほか、異常気象による生産の落ち込みも随所で発生が継続することが見込まれる。また、原材料価格のほか、燃料や資材、物流などを巡るコストの上昇が、加工食品の価格上昇圧力として働くことになる。

なお、これら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）

(注 3) 図表 9 では、期待インフレ率としてはブレークイーブン・インフレ率を使用した。これ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、市場が織り込むインフレ予想にほぼ等しい。

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

農林中金総合研究所

2021～23年度経済見通し

高速ギアへのシフト・アップが進まない日本経済

～ 日本経済見通し：2022年度：2.8%（下方修正※）、23年度：2.4%～

※21年12月時点の当総研見通し（22年度:3.0%）との比較

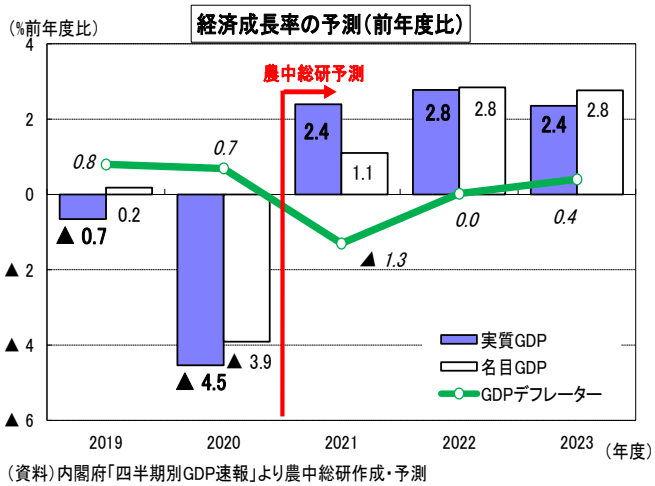
2022年2月18日

お問い合わせ先：（株）農林中金総合研究所
調査第二部　マクロ経済班
内容について：03-6362-7758
その他（配送など）：03-6362-7757

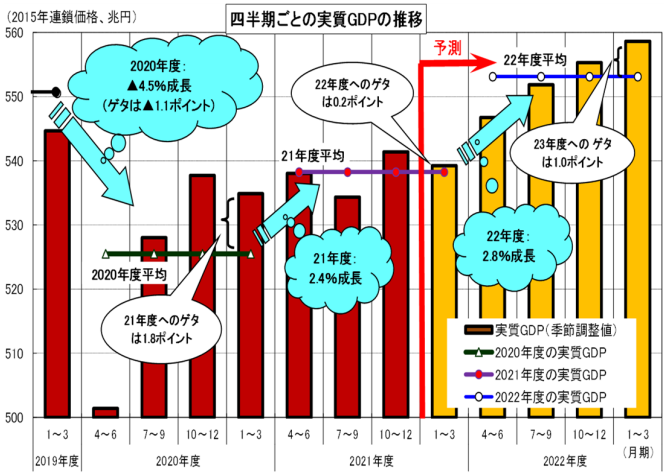
無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

≪ サ マ リ ー ≫

- 2021年秋以降、新型コロナ感染「第5波」が一気に収束に向かい、9月末には行動制限措置が解除された。それを受けて飲食・観光・娯楽などのサービス消費が持ち直したほか、半導体不足などの供給の混乱も一旦は解消に向かい、自動車の生産・輸出・販売も回復、10～12月期の日本経済は2四半期ぶりのプラス成長となった。
- 一方、22年入り後にはオミクロン株による感染「第6波」が襲来、政府は7割超の都道府県に対して「まん延防止等重点措置」を適用したことで、サービス消費は再び悪化したほか、供給の混乱も再び強まっている。1～3月期には再びマイナス成長に陥るなど、日本経済の本格的な景気回復は後ズレするとみられる。なお、22年度入り後には「第6波」収束、3回目のワクチン接種の進展などが期待され、コロナ前のGDP水準を回復、景気回復傾向が再度強まると思われる。23年度後半にはGDPギャップのマイナスは解消されると予測するが、引き続き下振れリスクが高い状態は続くだろう。
- 世界的にインフレが加速し、一部の中央銀行は金融政策の正常化を開始したが、安定的な2%の物価上昇を達成が見通せないこともあり、日本銀行は引き続き金融緩和策を継続するものと思われる。



（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10～12月期まで実績、それ以降は当総研予測

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

目　次

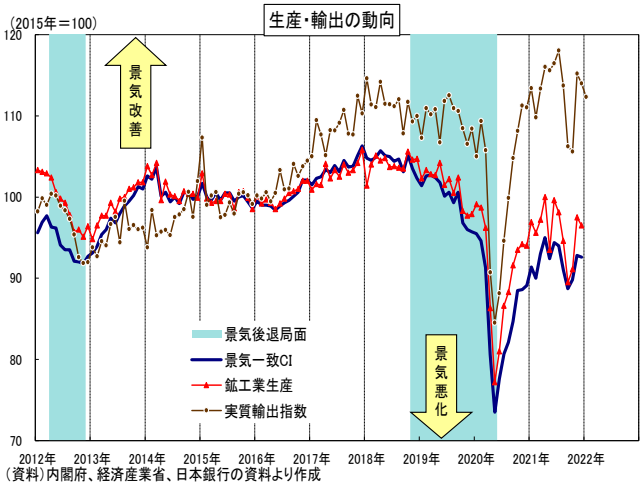
1	景気の現状	4
2	世界経済の動向	6
3	国内の経済政策	22
4	日本経済・物価の見通し	25
5	金融政策の見通し	33
6	金融市場の見通し	35

見通し担当者:

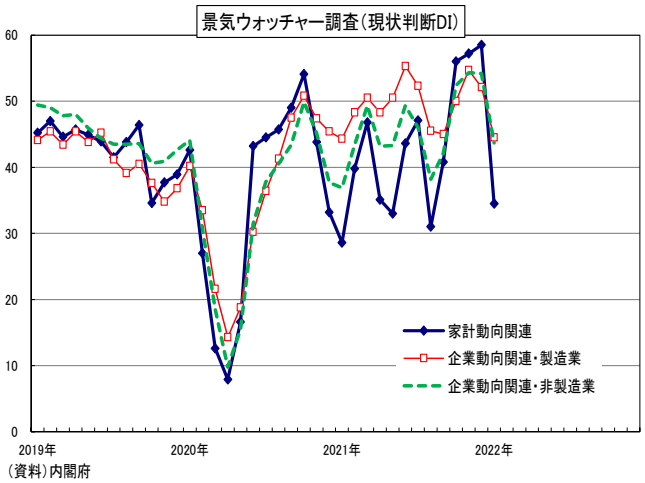
総括、日本経済・金融	南　武志
米国経済・金融	佐古佳史
欧州経済・金融	新谷弘人
中国経済・金融	王　雷軒

1　景気の現状

- 景気動向:21年末にかけて新型コロナ感染が一旦収束、サービス消費を中心に持ち直しが進行
  - マインドが好転、消費、生産、輸出などのハード統計も概ね改善
    - 10～12月期の鉱工業生産指数は前期比1.0%と2四半期ぶり、第3次産業活動指数も同2.5%と4四半期ぶりに、ともに上昇に転じた
    - ただし、12月の景気動向指数のCI一致指数は3ヶ月ぶりに低下、景気の基調判断は「足踏み」で据え置き
      - 1月のCI一致指数が改善すれば、基調判断は「改善」に上方修正へ
  - 22年入り後には感染「第6波」が襲来、「第5波」を大幅に上回る感染者数が発生、7割以上の都道府県に対して「まん延防止等重点措置」が適用されたほか、供給の混乱も再び強まっており、企業・家計のマインドが悪化
    - 1月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DIは東日本大震災直後以来の落ち込み幅を記録、4ヶ月ぶりに判断基準となる50を割った
    - 1月の実質輸出指数は前月比▲1.5%と2ヶ月連続のマイナス



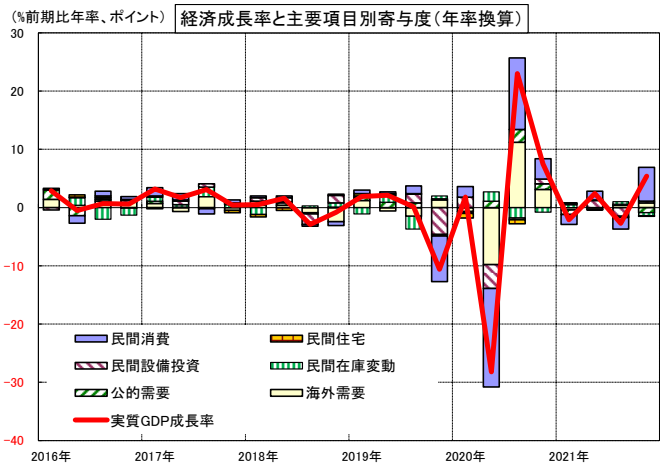
(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成



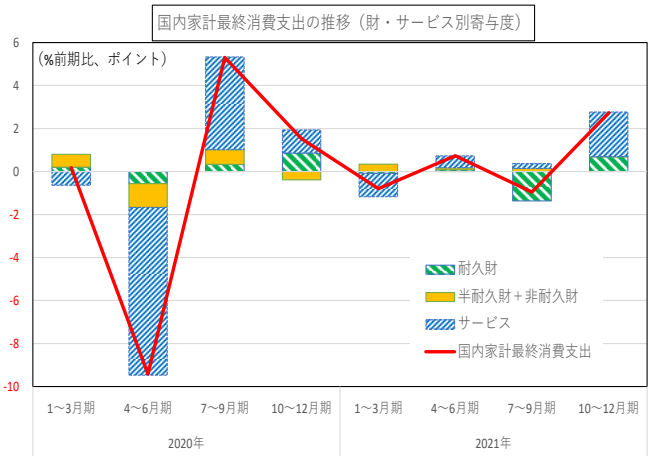
(資料)内閣府

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

- 10～12月期GDP：2四半期ぶりのプラス成長（前期比1.3%、同年率5.4%）
  - 「第5波」収束によって9月末に緊急事態宣言など行動制限が全て解除され、飲食、観光、娯楽などのサービス消費が大きく持ち直したほか、半導体不足や部品調達難など供給面の混乱も緩和したことで、2四半期ぶりのプラス成長となった
    - コロナ禍からの持ち直し局面で最大のGDP水準を1年ぶりに更新したが、コロナ前の水準には届かず
    - 民間消費（前期比2.7%）、民間企業設備投資（同0.4%）、輸出（同1.0%）、輸入（同▲0.3%）が成長率押上げに寄与した半面、民間住宅投資（同▲0.9%）、民間在庫変動（前期比成長率に対する寄与度：▲0.1ポイント）、公的需要（前期比▲0.9%）は成長率押下げ要因に
  - 一方で、GDPデフレーターは前年比▲1.3%と4四半期連続の下落かつマイナス幅も拡大するなど、輸入インフレを国内最終財に価格転嫁できない状況は継続



（資料）内閣府経済社会総合研究所

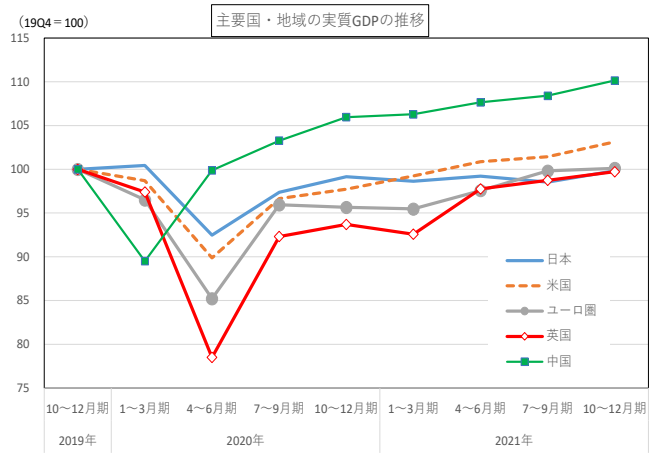


（資料）内閣府経済社会総合研究所資料より農林中金総合研究所作成

2　世界経済の動向　①概況

- 年末から年初にかけて内外でオミクロン株による感染拡大が広がったが、足元では収束に向かっている
  - 海外では3回目のワクチン接種が進んだ結果、重症化リスクが抑えられたとして、国境措置の緩和やマスク着用義務などの規制を撤廃する動きも散見される

- 国際機関による世界経済見通し：供給の混乱やインフレ、金融政策の正常化などで下方修正
  - IMF世界経済見通し（22年1月発表）では、オミクロン株による感染拡大による供給の混乱や一次産品価格の高騰などによるインフレ加速、一部先進国の金融政策の正常化前倒しの動きなどを踏まえ、22年の世界経済の成長率を前年比4.4%へ下方修正
    - 23年も同3.8%と減速するものの、回復基調は維持するとの見通し
    - 先進国は22年中にパンデミック前のトレンドへ回復する一方、一部の新興国では中期的に深刻な経済損失を被ると予想するなど、根強い見通し格差に対する危惧を表明



（資料）各国統計より農林中金総合研究所作成

2022～23年　IMF世界経済見通し

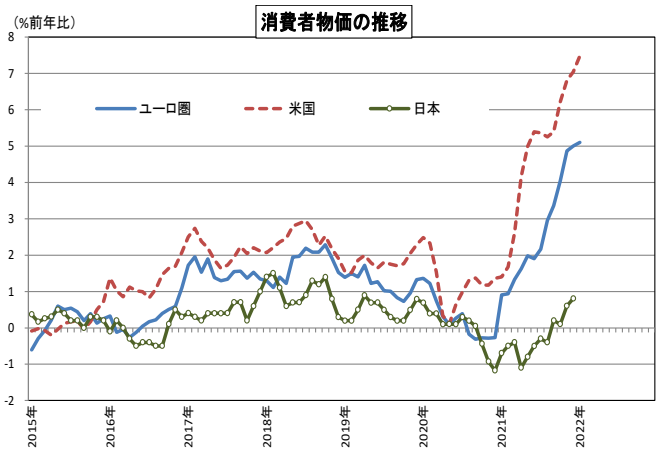
	2020年	2021年	2022年	2023年
世界全体（実質経済成長率）	▲ 3.1	5.9	4.4	3.8
先進国	▲ 4.5	5.0	3.9	2.6
米国	▲ 3.4	5.6	4.0	2.6
ユーロ圏	▲ 6.3	5.2	3.9	2.5
ドイツ	▲ 4.6	2.7	3.8	2.5
フランス	▲ 8.0	6.7	3.5	1.8
イタリア	▲ 8.9	6.2	3.8	2.2
スペイン	▲ 10.8	4.9	5.8	3.8
英国	▲ 9.4	7.2	4.7	2.3
日本	▲ 4.5	1.6	3.3	1.8
新興国・発展途上国	▲ 2.0	6.5	4.8	4.7
中国	2.3	8.1	4.8	5.2
インド	▲ 7.3	9.0	9.0	7.1
ブラジル	▲ 3.9	4.7	0.3	1.6
ロシア	▲ 2.7	4.5	2.8	2.1
南アフリカ	▲ 6.4	4.6	1.9	1.4
ASEAN5	▲ 3.4	3.1	5.6	6.0
世界貿易数量（財・サービス）	▲ 8.2	9.3	6.0	4.9

（資料）IMF『World Economic Outlook Update（2022年1月）』

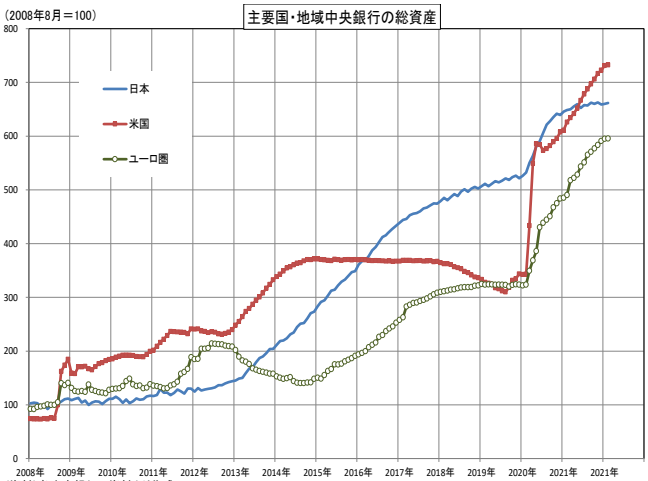
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 需要の急回復と供給制約が重なり、インフレ加速が継続
  - 海外では需要回復が急ピッチで進む一方で、コロナ禍で傷ついた供給体制の再整備が追い付かず、インフレが加速を続けるなど、各国中央銀行の設定するインフレ目標を上回っている
  - 足元の高インフレはいずれピークアウトするものの、目標レンジへの収束までには時間を要するとの見方が強まっている

- 米英の中央銀行は政策正常化を開始
  - コロナ禍の下、各中央銀行ではバランスシートやマネーストックを急拡大、過剰流動性を発生させてきた
  - しかし、多くの中銀で資産買い入れの規模縮小を始めているほか、既に利上げに踏み切る中銀も



(資料)総務省統計局、米労働省、Eurostat　(注)日本は消費税要因を除く



(資料)各中央銀行の資料より作成

2　世界経済の動向　②米国

- 景気動向：供給制約が継続するなか高インフレが問題化
  - 21年10～12月期GDPは前期比年率6.9%、21年を通じて前年比5.7%成長（速報）となった
  - 新型コロナウイルス感染拡大前に比べ約290万人の雇用が喪失しているが、失業率は4.0%まで改善
  - 足元では、高インフレが社会問題化している
  - 見通しのポイントとしては、①労働者不足が長期化すること、②22年はインフレ率の高止まり続くこと、③利上げとバランスシート縮小が予定されていること、④供給制約（労働者と半導体などの不足）から景気回復ペースに下押し圧力がかかること、などが挙げられる
  - 成長率見通し：22年は3.3%（前回見通しから据え置き）、23年は2.2%

予測表（四半期）

（予測→）

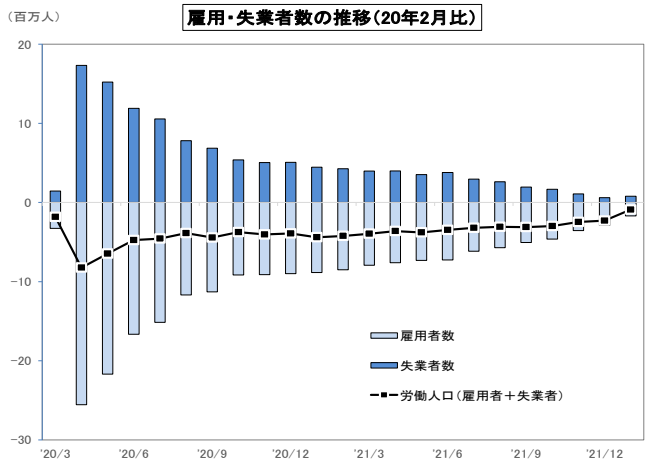
	単位	2021年				2022年				2023年			
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP成長率	%	6.3	6.7	2.3	6.9	1.4	2.5	2.7	2.1	1.9	2.2	2.3	2.4
個人消費支出	%	11.4	12.0	2.0	3.3	2.5	5.3	3.9	2.6	2.5	2.5	2.5	2.6
民間設備投資	%	12.9	9.2	1.6	2.0	2.2	4.9	3.4	3.4	3.0	3.1	3.1	3.2
民間住宅投資	%	13.3	▲ 11.7	▲ 7.7	▲ 0.8	▲ 1.6	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.3	0.0	0.0
輸出	%	▲ 2.9	7.6	▲ 5.3	24.5	5.8	11.1	4.9	4.0	3.3	3.3	3.1	3.1
輸入	%	9.3	7.1	4.7	17.7	3.9	8.8	5.3	4.2	4.6	4.1	3.7	3.8
政府支出	%	4.2	▲ 2.0	0.9	▲ 2.9	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
非農業部門雇用者数増減	万人	64.5	42.2	54.3	61.1	40.0	40.0	35.0	35.0	30.0	30.0	30.0	30.0
失業率	%	6.2	5.9	5.1	4.2	4.0	3.9	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6
賃金上昇率	%	4.9	2.0	4.2	5.2	5.5	5.3	4.7	4.5	4.2	4.0	3.8	3.6
コアPCEデフレーター	%	1.5	3.4	3.6	4.6	5.3	4.6	4.1	3.6	3.0	2.7	2.4	2.3
FFレート誘導水準	%	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.25～0.50	0.50～0.75	0.75～1.00	1.00～1.25	1.25～1.50	1.50～1.75	1.75～2.00	2.00～2.25
10年物国債利回り	%	1.7	1.5	1.5	1.5	2.0	2.1	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7

（資料）米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。
（注意）GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

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

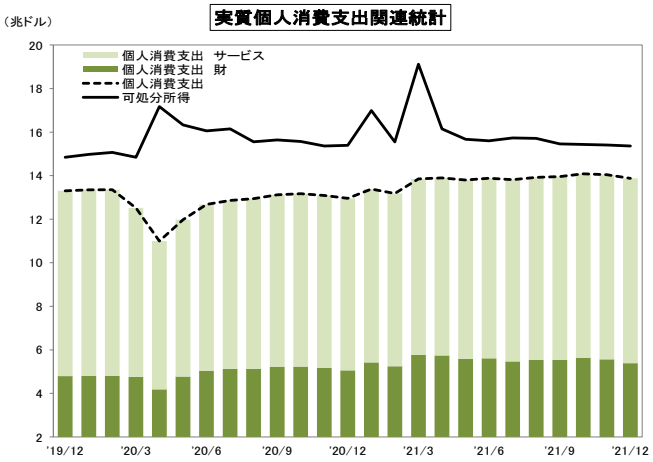
- 雇用：完全雇用に接近
  - 新型コロナウイルスの影響から労働参加率が低下しつつも、労働市場は完全雇用に接近しつつある
  - 幅広い産業で労働者不足が続くとみられる
- 消費：ゆるやかな回復へ
  - インフレ率の加速が、実質賃金の減少や消費者マインドの悪化へと波及
  - 21年前半に見られた消費回復のペースからは鈍化し、今後は緩やかな回復となる見込み
  - 家計のバランスシートは概ね良好で、個人消費の腰折れの可能性は低いとみられる

雇用・失業者数の推移（20年2月比）



（資料）米労働省統計局、Bloomberg

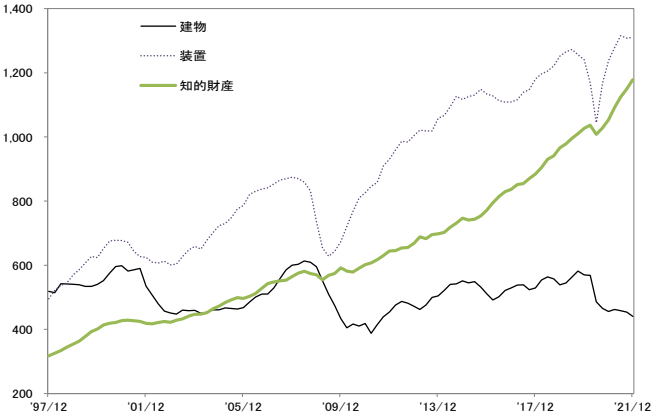
実質個人消費支出関連統計



（資料）米商務省経済分析局、Bloomberg

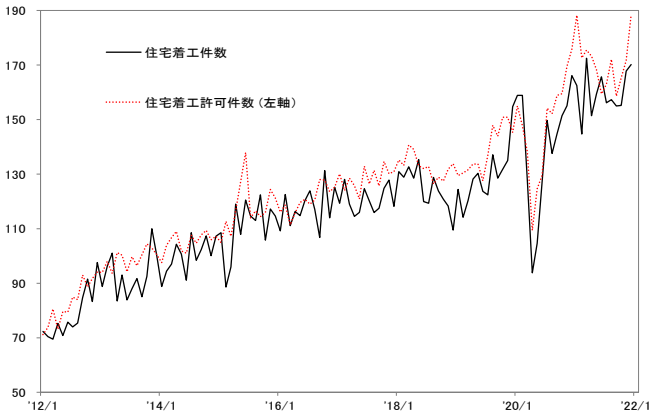
- 貿易：緩慢な回復を想定
  - 米中対立や半導体不足など供給の混乱が下押し圧力と考えられ、貿易は緩慢な回復を想定
- 設備投資：堅調な推移を想定
  - 10年で総額1.2兆ドルのインフラ投資が実施され、設備投資への追い風となる見込み
  - コロナ後の回復局面で顕著な「装置」と「知的財産」への投資が底堅さを継続すると思われる
- 住宅投資：横ばいでの推移を想定
  - 利上げとBS縮小による長期金利の上昇や建設業界での労働者不足などが抑制要因になるとみられる

GDP設備投資項目の内訳の推移



（資料）米経済分析局、Bloomberg

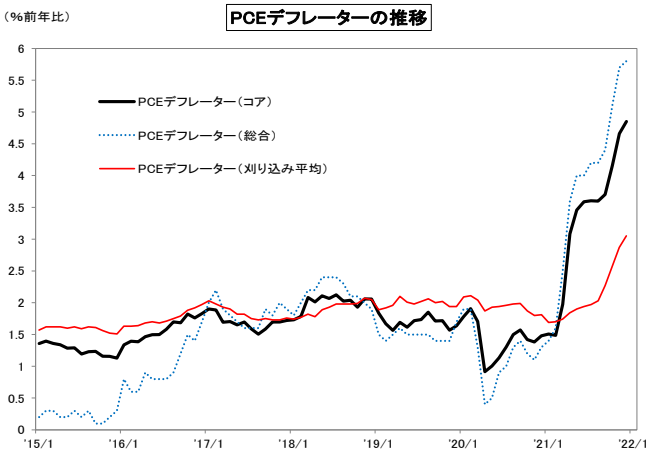
住宅着工・許可件数



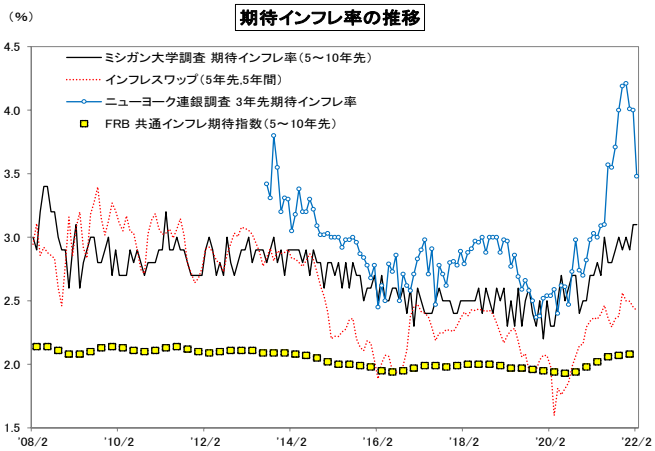
（資料）米商務省、Bloomberg

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

- インフレ率：
  - 供給制約とペントアップ需要から、FRBが注視するPCEデフレーター（コア）は高止まりが続くと見込まれる
  - ベース効果から22年3月までは高止まり、その後は緩やかに鈍化する見通し
- 金融政策：
  - 22年3月のFOMCから継続的な利上げが開始され、22年後半からはBS縮小が実施されるとみられる
- 財政政策：
  - 気候変動対策と社会保障の強化を目指す「ビルド・バック・ベター」法案は成立のめどが立たず



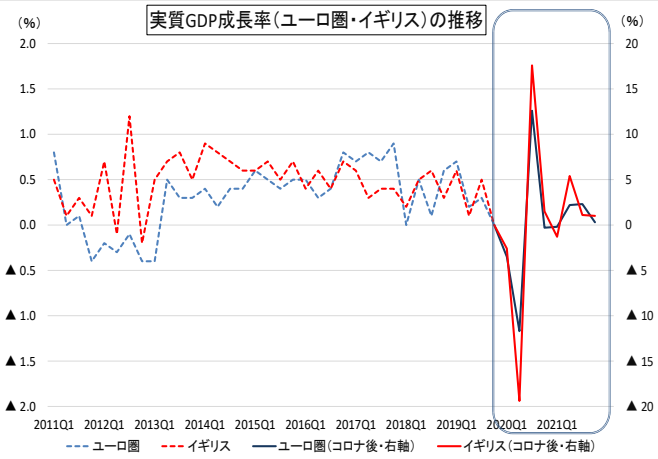
（資料）米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg



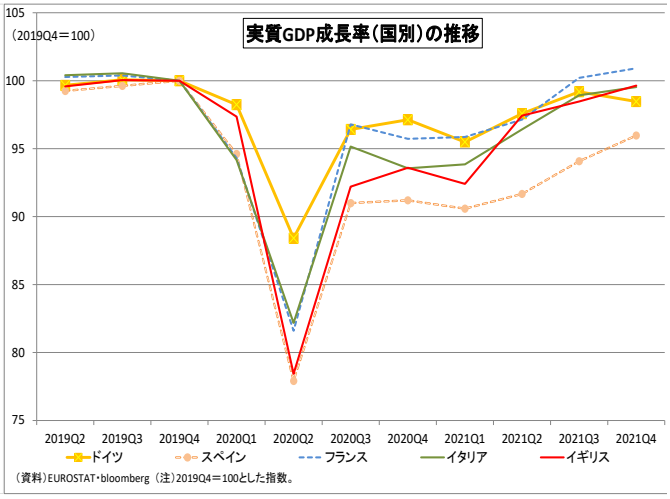
（資料）ミシガン大学、NYFed、FRB、Bloomberg （注）共通インフレ期待指数は4半期データ。

2 世界経済の動向 ③欧州

- 景気の現状（GDP成長率）
  - 20年4～6月期のコロナショック後は、コロナとの共存を進めつつあるものの、依然感染動向に左右される展開が続いている
  - 21年10～12月期は回復色の強かった夏場の反動もありやや停滞。22年1～3月期もオミクロン株の爆発的感染の影響で社会経済活動を制限しなかった国を含め、サービス消費中心に停滞継続とみられる。ユーロ圏全体ではフランスが主導する形でコロナ前（19年10～12月期）の水準を回復
  - 21年10～12月期は、
    - ユーロ圏：前期比成長率は0.3%（7～9月期：2.3%）、前年同期比成長率は4.6%（同：3.9%）
    - EU：前期比成長率は0.4%（7～9月期：2.2%）、前年同期比成長率は4.8%（同：4.1%）
    - 英国：前期比成長率は1.0%（7～9月期：1.1%）、前年同期比成長率は6.5%（同：7.0%）
  - ドイツはマイナス成長（前期比▲0.7%）、感染拡大による行動制限で個人消費が悪化したとみられる。一方、フランス同0.7%、スペイン同2.0%、イタリア同0.6%とプラス成長



（資料）EUROSTAT,BLOOMBERG （注）前期比・2020Q1以降は実線・右軸。

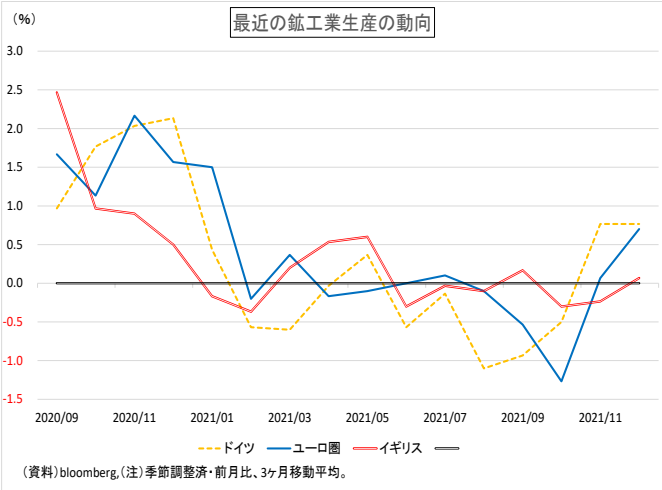


（資料）EUROSTAT・bloomberg （注）2019Q4＝100とした指数。

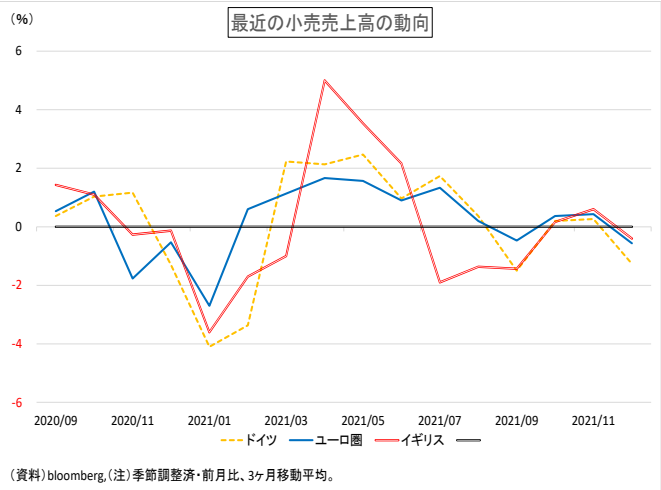
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 生産
  - サプライチェーン障害や半導体不足による供給制約が徐々に改善しつつあり、製造業では持ち直しつつある
  - 企業景況感は製造業はピークアウト後横ばい推移、一方のサービス業はオミクロン株の影響を受け、1月にかけて大幅に下落

- 消費
  - 経済活動の本格再開により、21年春から夏にかけてユーロ圏・英国ともに個人消費が活発化
  - 12月以降、各国で小売売上などの消費の失速が見られる
  - 消費者センチメントはオミクロン株の感染拡大でユーロ圏・英国ともに1月にかけてさらに低下



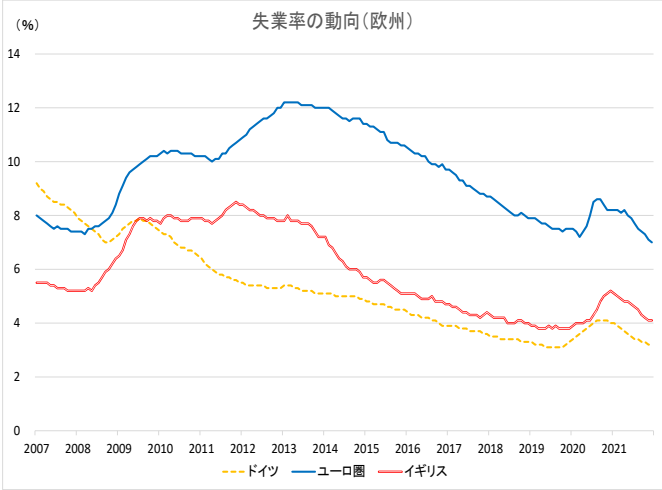
(資料)bloomberg,(注)季節調整済・前月比、3ヶ月移動平均。

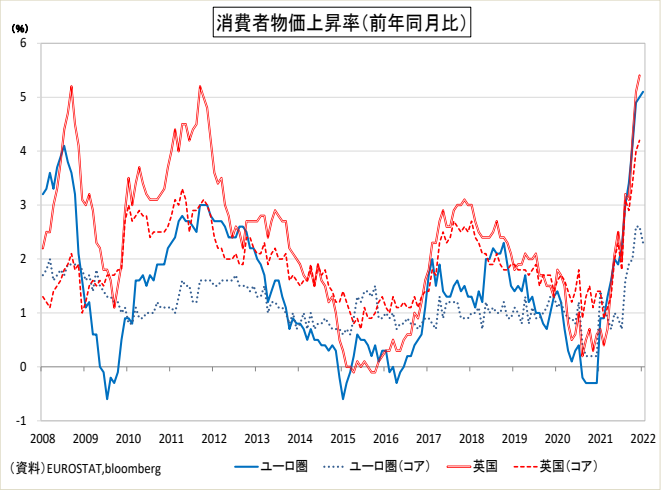


(資料)bloomberg,(注)季節調整済・前月比、3ヶ月移動平均。

- 雇用
  - 失業率(12月)はユーロ圏7.0%(うちドイツ3.2%)、英国4.1%と着実に低下、ユーロ圏・英国ともにコロナ前水準まで低下した。ユーロ圏では雇用環境に過熱感はないものの、英国では賃金上昇圧力も

- 物価
  - 消費者物価の上昇継続、ユーロ圏(1月)は前年比5.1%(コア同2.3%)、英国(1月)は同5.4%(コア同4.2%)
  - エネルギー価格の上昇が主因ではあるものの、企業のコスト増を価格転嫁する動きも懸念される状況。1月以降ドイツの付加価値税率復元によるベース効果剥落などで鈍化するとみられていたが、想定を上回る高止まり
  - 特に英国の物価上昇はコアを含め深刻な状況





(資料)EUROSTAT,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

- 金融政策
  - 欧州中央銀行（ECB）
    - 2月の政策理事会では、中銀預金金利▲0.5%など、現行の金融政策を維持
    - ラガルド総裁は理事会終了後の記者会見で、理事会メンバーはインフレの域内への影響に懸念を共有していること、インフレが中期的に安定するために適切な政策調整を行う用意があること（短期的にはインフレ上振れリスク）を表明、従来可能性は非常に小さいとしていた年内利上げの可能性を明確には否定しなかった
    - 資産買入れ縮小（テーパリング）終了後に利上げを実施との方針には変化なし
    - コロナ対応の緊急資産購入（PEPP）の3月終了後の、従来からの資産購入（APP）の一時増額による激変緩和措置については、想定を上回るインフレにより、一時増額の規模縮小や早期終了（7～9月期）とし、年内利上げに道を開く可能性がある
      - ただし実際に利上げを実施するかは、賃金や価格転嫁の動向次第
    - 市場は年内のマイナス金利解除（0.5%利上げ）を織り込む展開となっているものの、米英とは雇用環境などが異なり、行き過ぎとみられる
  - イングランド銀行（BOE）
    - 2月の金融政策委員会では、政策金利を2回連続で0.25%引上げ、0.5%とした。メンバー9人中4人は0.5%幅の大幅利上げを主張
      - 買入れ資産のテーパリング（再投資停止）も開始
    - 消費者物価の上昇加速に、労働需給ひっ迫から賃上げ圧力が高まっており、次回（3月）以降も複数回利上げを行い政策金利を1%以上（かつ買入れ資産の売却開始）とする可能性が高い

- 財政政策
  - コロナ対応の財政支出に加え、復興基金（NGEU）の資金配付（気候変動対応やデジタル化対応）がユーロ圏の景気を下支えするとみられる

- 景気見通し
  - 21年通年はユーロ圏は5.2%、英国は7.2%程度に着地見込み
  - これにより、コロナ前（19年10～12月期）の水準を概ね回復
  - 22年は、1～3月期の不振が見込まれることから、ユーロ圏は4%弱、英国は4%台半ばに減速（下方修正）
  - リスク要因としては、域内でのコロナ感染再拡大に加え、ウクライナ問題や中国経済低迷による対露・中向け輸出の減少、フランス大統領選挙の行方（マクロン苦戦の可能性）などが挙げられる

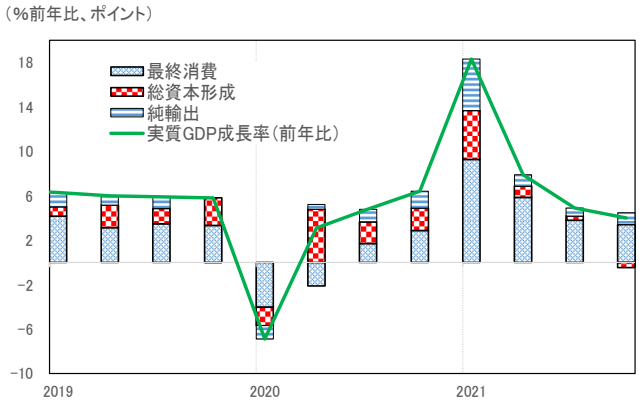
- 物価見通し
  - ユーロ圏では需要要因による持続的なインフレに至る可能性は小さく、2%台前半に向けて徐々に鈍化するとみられるものの、22年前半は資源高・供給制約の影響が残るうえ、一定の賃上げは予想されるため当初想定と比べて高止まり
  - 英国は、米国と同様、労働需給ひっ迫があるため、鈍化はするものの、高止まり状態が長引くとみられる

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

2　世界経済の動向　④中国

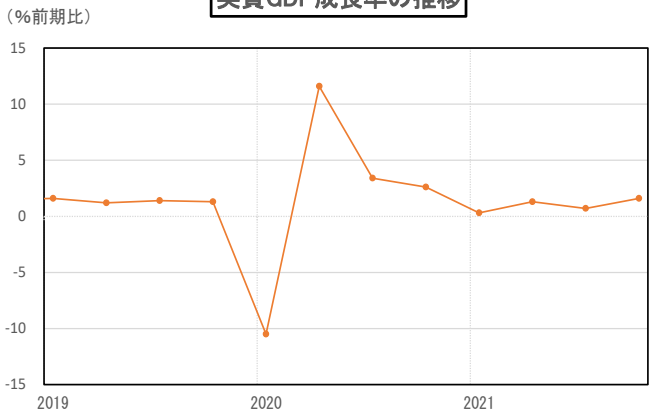
- 景気動向
  - 21年10～12月期の実質GDP成長率は前年比4.0%と、7～9月期（同4.9%）から鈍化したものの、前期比でみれば1.6%と7～9月期（0.7%）から加速
    - 前年比成長率（前掲、4.0%）に対する需要項目別の寄与度は、最終消費：3.41ポイント、純輸出：1.06ポイント、総資本形成：▲0.46ポイントで、最終消費と純輸出が成長を下支えた格好
    - 7～9月期から加速した要因として、電力供給制限・不足や半導体等供給不足の緩和や世界経済の回復などを背景に鉱工業生産が回復傾向を強めたほか、輸出も堅調に推移したことが挙げられる
    - 21年通年の成長率は前年比8.1%と、政府目標の「6%以上」を達成したものの、20～21年の平均成長率は5.1%に留まり、新型コロナ前の19年（同6.0%）に比べると鈍い
  - 足元の景気は下押し圧力が依然強いが、金融緩和策や内需拡大策などを受けて持ち直しに転じつつあると見られる

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



（資料）中国国家統計局、Windより作成、四半期ベース。

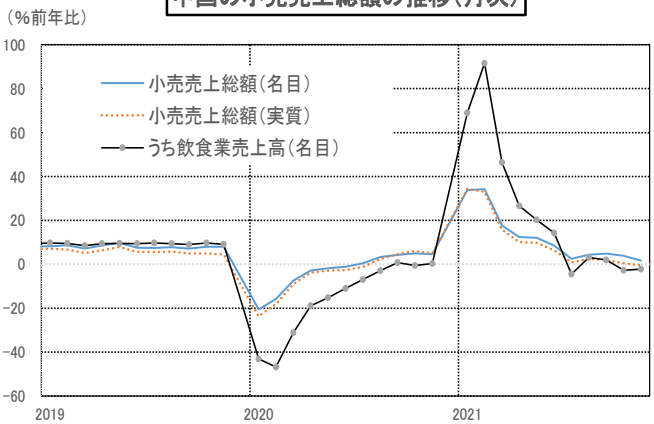
実質GDP成長率の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成

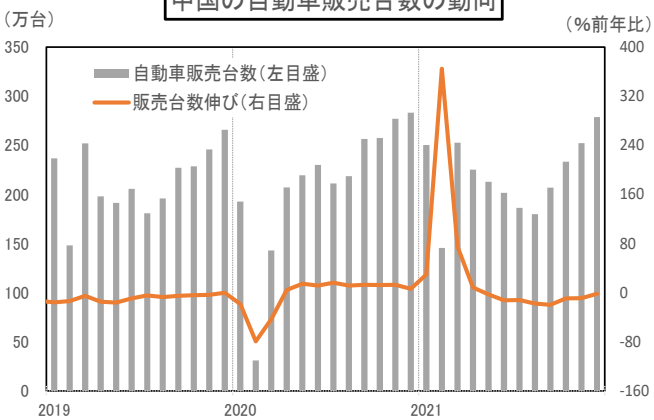
- 個人消費
  - 回復は依然道半ば
    - 21年12月の小売売上総額（社会消費品小売）は名目で前年比1.7%と11月（同3.9%）から伸びがさらに鈍化した。物価変動を除いた実質ベースでも前年比▲0.5%と20年8月以来15ヶ月ぶりのマイナスに陥った
    - 自動車販売額と飲食業売上高はそれぞれ前年比▲7.4%、▲2.2%と引き続き減少したほか、衣類や家具・家電等もマイナスに転じた
    - 低迷した要因として、都市封鎖などの強力な新型コロナ抑制策や不動産市況の変調が挙げられる
  - 先行きについては、北京五輪・パラリンピック後にはコロナ抑制策が緩和される見込みであるほか、消費促進策などを受けて持ち直しに転じると予想される

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。

中国の自動車販売台数の動向

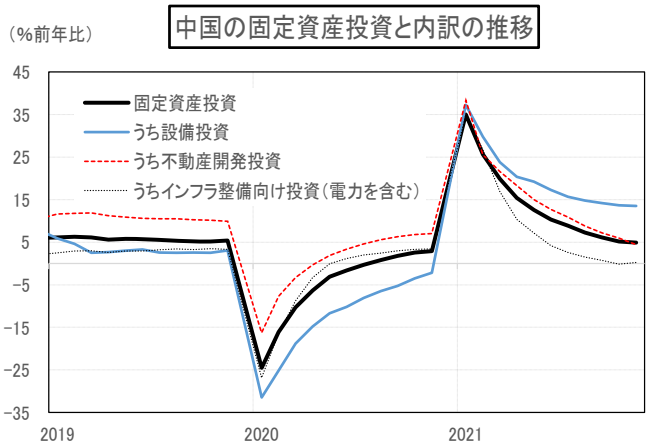


（資料）中国汽車工業協会、Windより作成、直近は21年12月。

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

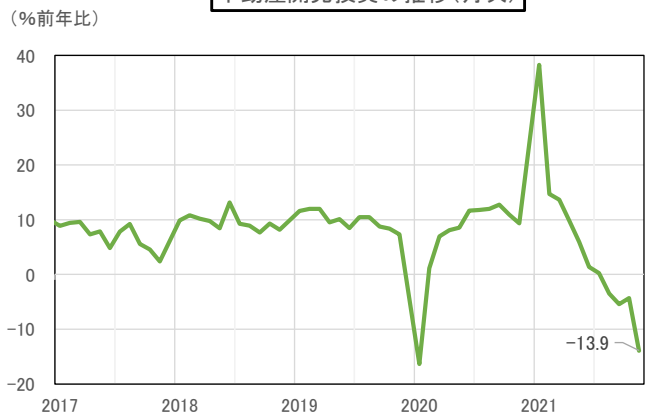
- 固定資産投資
  - 鈍化傾向
    - 1～12月期の固定資産投資も前年比4.9%と、1～11月期（同5.2%）から一段と鈍化
    - 投資分野別では、輸出の底堅さを受けて設備投資は堅調に推移したものの、融資規制で不動産開発投資は同4.4%と1～11月期（6.0%）から一段と鈍化したほか、インフラ整備向け投資（電力を含む）も同0.2%とプラスに転じたが、依然として低迷
    - 21年12月の不動産開発投資は前年比▲13.9%（4ヶ月連続のマイナス）と急減速
  - 先行きについては、融資規制の緩和や賃貸住宅建設の促進から不動産開発投資の鈍化に歯止めがかかると見られるほか、公共事業の前倒し実施や地方債新規発行額の承認などを受けてインフラ整備向け投資の底入れも期待されることから、持ち直しに向かう可能性は高い

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1～12月期。

不動産開発投資の推移（月次）

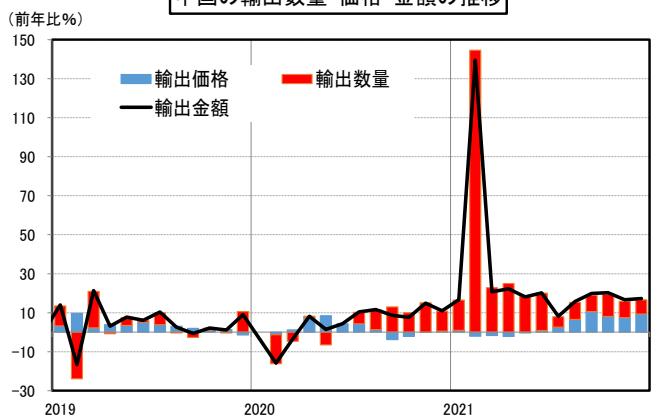


（資料）中国国家統計局、Windより推計、直近は21年12月。

- 輸出
  - 21年12月の輸出額（人民元建て）は前年比17.3%と堅調さを維持
  - 先行きについては、当面拡大基調が続くものの、拡大テンポは鈍化すると見込む

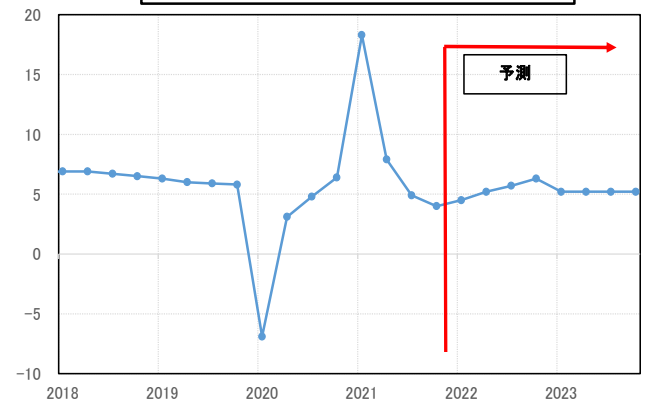
- 経済見通し
  - コロナ感染抑制策による経済活動への下押し効果や輸出拡大テンポの鈍化が予想されるものの、打ち出された金融緩和策や内需拡大策などを受けて1～3月期は前年比4.5%に持ち直し、その後も徐々に加速し、22年の実質成長率は前年比5.5%と予測（前回見通しから据え置き）
  - しかし、23年は、22年の政治イベント（秋に開催予定の第20回党大会）を通過し、構造調整の推進を重視する方針に転じると予想されることなどから、前年比5.2%に減速する見通し

中国の輸出数量・価格・金額の推移



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は21年12月、人民元建て。

四半期ごとの中国の実質GDP成長率の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成・予測

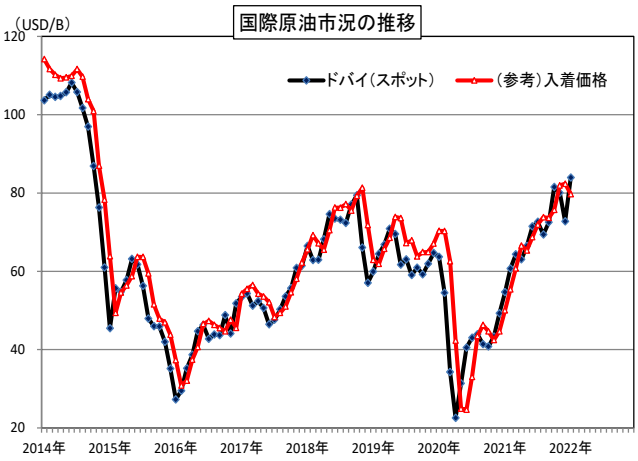
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2　世界経済の動向　⑤原油価格

- 原油価格：7年ぶりの高値となっているが、OPECプラスは増産要求を拒否
  - OPECプラスによる協調減産は、20年5～6月に日量970 万バレル（世界生産量の約1 割）の減産で再開した後、徐々に減産量を縮小、20年秋以降は世界経済の回復期待から原油価格は上昇基調を辿る
  - その後、OPECプラスは21年8月以降、毎月40万バレルずつ増産（22年9月で協調減産終了の見通し）
    - 足元の原油価格はウクライナ情勢の緊迫化によって90ドル台まで上昇しているが、サウジアラビアなど主要産油国は米国の増産要求には慎重姿勢

- 原油入着価格の見通し
  - 世界経済の回復期待に伴う需要増や地政学的リスクへの警戒などを背景に、高値圏での展開が継続、国内への入着価格も90ドル／バレル前後での推移と予想

（資料）Bloombergより作成

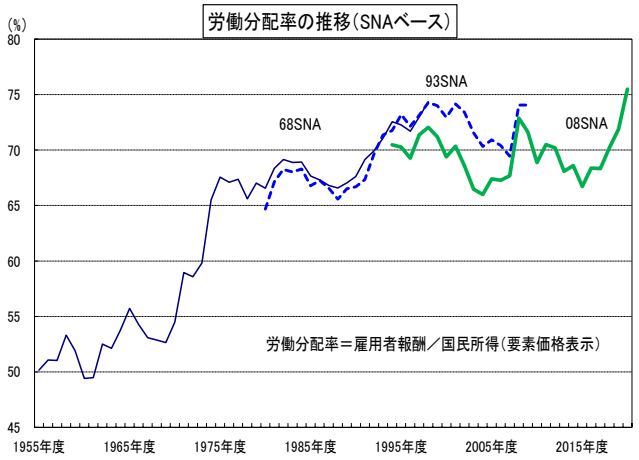


（資料）NYMEX、東京工業品取引所、財務省

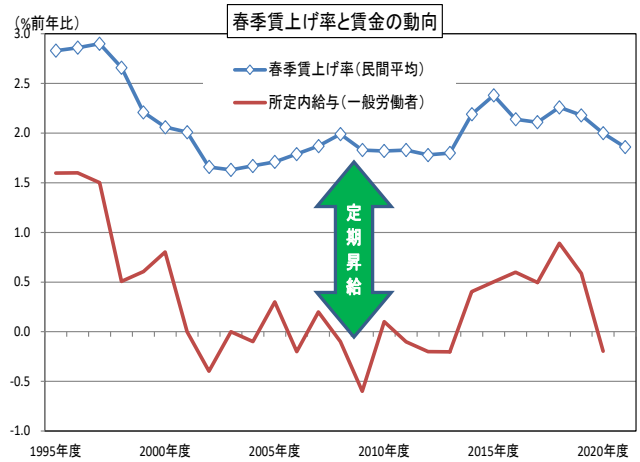
3　国内の経済政策

- 経済政策の理念として「成長と分配の好循環」、「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」を掲げる岸田内閣
  - 賃上げ税制の拡充や看護職員の処遇改善などを実施するのに加え、民間企業に対して3%超の賃上げを要望

- 11月には財政支出ベースで総額55.7兆円（うち国費は43.7兆円）の追加経済対策（コロナ克服・新時代開拓のための経済対策）を策定
  - 内容は、①新型コロナウイルス感染症の拡大防止（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（9.2兆円）、③未来社会を切り拓く「新しい資本主義」の起動（19.8兆円）、④防災・減災、国土強靭化の推進など安全・安心の確保（4.6兆円）
  - このうちの31.6兆円を盛り込んだ補正予算を編成



（資料）内閣府

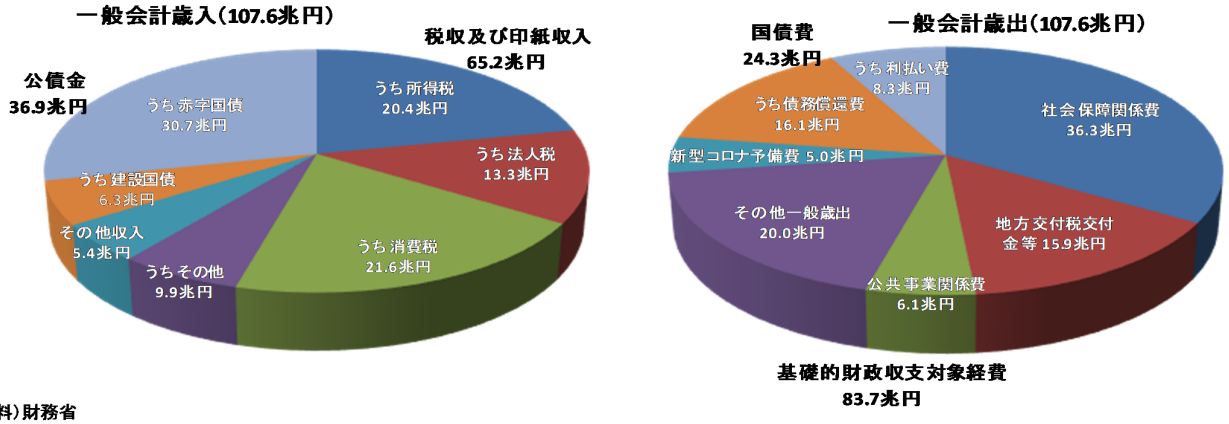


（資料）厚生労働省

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

- 22年度一般会計予算案総額は107.6兆円と過去最大
  - 21年度当初予算から9,867億円の増額
  - 歳入：税収65.2兆円（21年度補正後比で1.4兆円増）、公債金36.9兆円（同28.7兆円減）
    - 民間予測と比べて穏当な政府経済見通し（22年度は名目3.6%）、近年の税収上振れ傾向などを踏まえると、税収は妥当な水準と評価できる
  - 歳出：国債費24.3兆円（21年度当初比で5,808億円増）、一般歳出67.9兆円（同4,723億円増）
    - 社会保障関係費（36.2兆円、同4,393億円増）については、当初、自然増を6,600億円としていたが、薬価等の引き下げなどで抑制
  - 国債発行計画：借換債（152.8兆円）、財投債（25.0兆円）などを含めて増額215.0兆円の発行
    - カレンダーベースの市中発行額は198.6兆円（21年度補正後比で13.6兆円減）

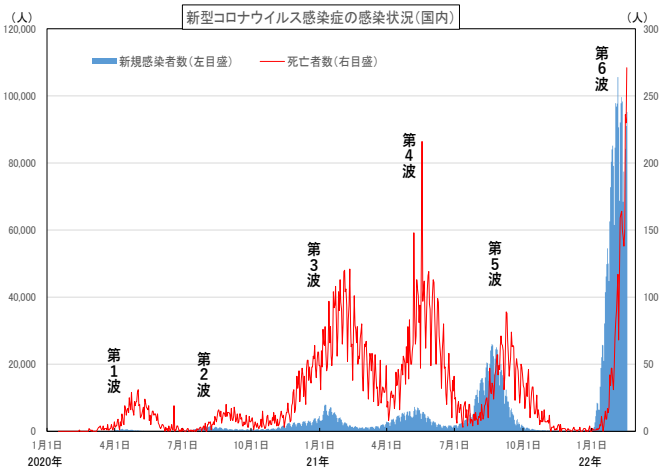
2022年度一般会計予算案



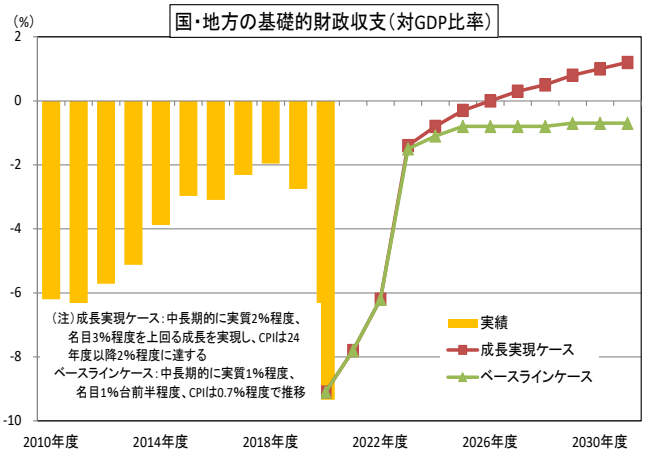
（資料）財務省

- 感染対策：経済社会活動との両立を目指す
  - 36都道府県に対して「まん延防止等重点措置」を適用（2月17日時点）
  - 3回目のワクチン接種の促進、経口治療薬の特例承認などで医療体制への負担軽減を狙う

- 財政健全化目標：据え置きか、見直しか
  - 内閣府「中長期の経済財政に関する試算（22年1月）」では、「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」の下、骨太方針に基づく歳出改革を継続すれば国・地方の基礎的財政収支（PB）の25年度黒字化目標は達成可能とした
  - 一方、財務省「後年度歳出・歳入への影響試算」では、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▲5.5兆円と試算するなど、見解は異なる



（資料）NHK特設サイト「新型コロナウイルス」

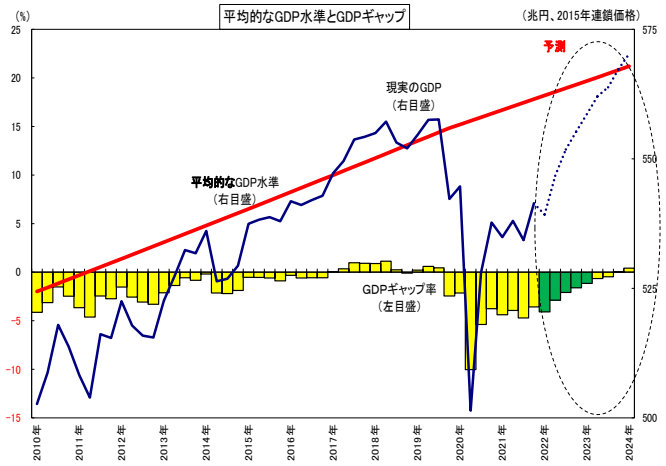


（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

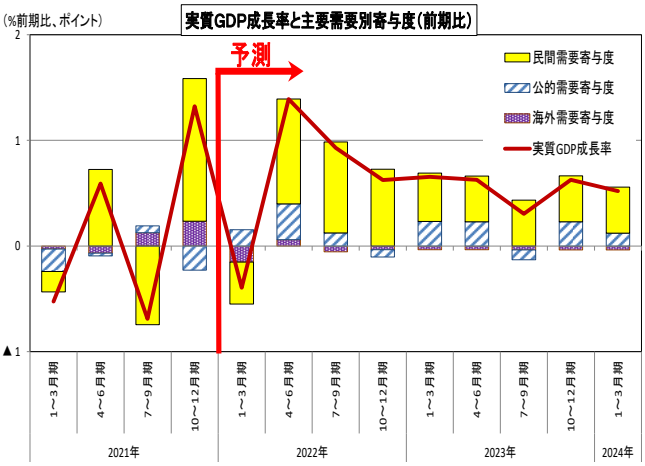
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

4　日本経済・物価の見通し

- 総論：2021年度は2.4%成長（3年ぶりのプラス）、22年度は2.8%成長、23年度は2.4%成長と予想
  - 足元1～3月期は、新たな変異ウイルス（オミクロン株）による感染急拡大によって、再び行動制限措置が課されたため、サービス消費が腰折れしたほか、半導体不足問題が再び深刻化、生産・輸出も停滞すると見込まれることから、前期比年率▲1.6%と2四半期ぶりのマイナス成長が見込まれる
  - 22年度入り後は、「第6波」の収束、3回目のワクチン接種の進展やGoToキャンペーン事業の再開などにより、国内景気の回復傾向が徐々に高まっていき、23年度下期にはGDPギャップがマイナス状態から脱出すると予想
  - ただし、新たな変異ウイルスによる感染「第7波」に襲われるリスクもあるほか、半導体不足問題の長期化により、耐久財の生産・輸出・消費などに抑制効果が働く可能性、さらには資源・エネルギー価格高騰が消費などに悪影響を及ぼすリスクなど、下振れリスクは依然として高い
    - コロナ前（19年10～12月期）の実質GDP水準回復は22年4～6月期、直近ピークの19年7～9月期の水準回復は23年1～3月期と想定



（資料）内閣府、総務省統計局のデータから作成　（注）平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成



（資料）内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

予測表（年度、半期）

	単位	2020年度（実績）	2021年度（実績見込）	2022年度（予測）	2023年度（予測）
名目GDP	%	▲ 3.9	1.1	2.8	2.8
実質GDP	%	▲ 4.5	2.4	2.8	2.4
民間需要	%	▲ 6.2	2.0	3.1	2.8
民間最終消費支出	%	▲ 5.5	2.6	3.6	2.4
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.2	▲ 1.3	0.1
民間企業設備	%	▲ 7.5	1.0	2.2	4.4
民間在庫変動（寄与度）	ポイント	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	0.0
公的需要	%	3.0	0.1	1.8	1.8
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	2.6	2.2
公的固定資本形成	%	5.1	▲ 7.0	▲ 1.9	0.2
輸出	%	▲ 10.5	12.4	2.2	3.8
輸入	%	▲ 6.6	6.1	2.1	4.7
国内需要寄与度	ポイント	▲ 3.9	1.5	2.8	2.6
民間需要寄与度	ポイント	▲ 4.6	1.5	2.3	2.1
公的需要寄与度	ポイント	0.8	0.0	0.5	0.5
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	1.0	0.0	▲ 0.2
GDPデフレーター（前年比）	%	0.6	▲ 1.3	0.0	0.4
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 1.4	7.0	5.6	3.4
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.5	▲ 0.0	1.4	1.2
（消費税要因を除く）		*（▲ 0.9）*			
（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）		*（▲ 0.6）*			
完全失業率	%	2.9	2.8	2.5	2.3
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 9.9	5.7	1.4	3.3
経常収支	兆円	18.2	13.1	10.0	14.7
名目GDP比率	%	3.4	2.4	1.8	2.6
為替レート	円/ドル	106.0	112.1	117.3	118.0
無担保コールレート（O/N）	%	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.01	0.00
新発10年物国債利回り	%	0.03	0.07	0.13	0.19
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	76.3	90.0	90.0

（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。

（前期比）

	単位	2020年度	2021年度			2022年度			2023年度
		通期	通期	上期	下期	通期	上期	下期	通期
実質GDP	%	▲ 4.5	2.4	▲ 0.0	0.4	2.8	1.7	1.9	2.4
民間需要	%	▲ 6.2	2.0	0.3	0.4	3.1	1.7	2.5	2.8
民間最終消費支出	%	▲ 5.5	2.6	▲ 0.2	1.3	3.6	1.7	2.5	2.4
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.2	0.7	▲ 2.6	▲ 1.3	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1
民間企業設備	%	▲ 7.5	1.0	1.0	▲ 2.1	2.2	1.5	3.0	4.4
公的需要	%	3.0	0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	1.8	1.8	0.6	1.8
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	1.0	1.0	2.6	2.1	0.9	2.2
公的固定資本形成	%	5.1	▲ 7.0	▲ 5.6	▲ 5.9	▲ 1.9	0.7	▲ 0.5	0.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 4.2	1.3	0.7	1.9	1.5	1.7	1.2	0.6
輸出	%	▲ 10.5	12.4	4.1	0.5	2.2	1.1	1.8	3.8
輸入	%	▲ 6.6	6.1	4.8	▲ 1.0	2.1	1.4	2.4	4.7
内需寄与度　（前期比）	%	▲ 3.9	1.5	0.1	0.6	2.8	1.8	1.5	2.6
民間需要　（　〃　）	%	▲ 4.6	1.5	0.2	0.7	2.3	1.3	1.4	2.1
公的需要　（　〃　）	%	0.8	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	0.5	0.1	0.5
外需寄与度　（　〃　）	%	▲ 0.6	1.0	▲ 0.1	0.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.2
デフレーター　（前年比）	%	0.6	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 1.4	0.0	▲ 0.6	0.6	0.4
完全失業率	%	2.9	2.8	2.9	2.7	2.5	2.6	2.5	2.3
鉱工業生産（前期比）	%	▲ 9.9	5.7	0.7	▲ 1.2	1.4	1.0	1.9	3.3
住宅着工戸数（年率換算）	万戸	81.1	85.9	86.6	85.3	85.0	85.0	85.0	85.0
経常収支	兆円	18.2	13.1	7.6	5.6	10.0	4.5	5.5	14.7
貿易収支	兆円	3.9	▲ 0.8	0.8	▲ 1.5	▲ 3.3	▲ 2.0	▲ 1.3	0.1
外国為替レート	円/ドル	106.0	112.1	109.8	114.4	117.3	116.5	118.0	118.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	76.3	70.0	82.5	90.0	90.0	90.0	90.0

（前年同期比）

	単位	2020年度	2021年度			2022年度			2023年度
		通期	通期	上期	下期	通期	上期	下期	通期
名目GDP	%	▲ 3.9	1.1	3.1	▲ 0.7	2.8	1.9	3.8	2.8
実質GDP	%	▲ 4.5	2.4	4.2	0.8	2.8	2.4	3.1	2.4
民間需要	%	▲ 6.2	2.0	2.7	1.3	3.1	2.7	3.6	2.8
民間最終消費支出	%	▲ 5.5	2.6	3.6	1.6	3.6	3.5	3.6	2.4
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.2	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 2.1	▲ 0.4	0.1
民間企業設備	%	▲ 7.5	1.0	2.2	0.0	2.2	0.5	3.9	4.4
公的需要	%	3.0	0.1	1.1	▲ 0.8	1.8	1.4	2.2	1.8
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	2.5	1.5	2.6	2.6	2.7	2.2
公的固定資本形成	%	5.1	▲ 7.0	▲ 3.9	▲ 9.8	▲ 1.9	▲ 3.8	0.1	0.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 4.2	1.3	0.7	1.9	1.5	1.7	1.2	0.6
輸出	%	▲ 10.5	12.4	21.3	4.8	2.2	1.8	2.7	3.8
輸入	%	▲ 6.6	6.1	8.1	4.3	2.1	0.8	3.4	4.7
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 1.4	7.0	5.4	8.7	6.0	8.7	7.0	4.5
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.5	▲ 0.0	▲ 0.4	0.4	1.5	0.4	1.6	1.3
完全失業率	%	2.9	2.8	2.9	2.7	2.6	2.7	2.6	2.4
鉱工業生産（前年比）	%	▲ 9.9	5.7	12.6	▲ 0.5	2.0	▲ 0.5	▲ 2.3	4.0

（注）消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

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

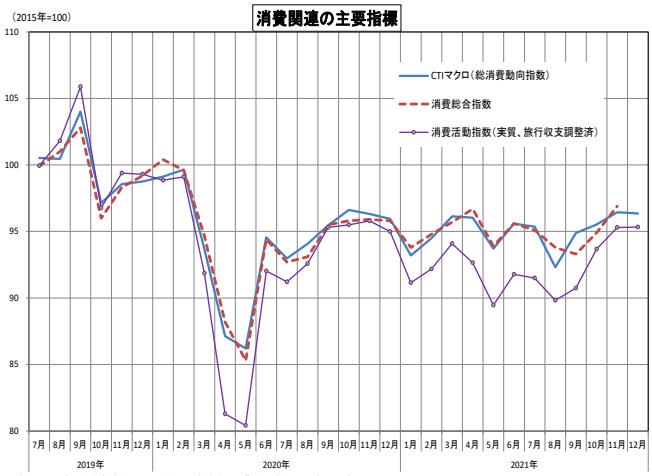
予測表（四半期）

（→予測）

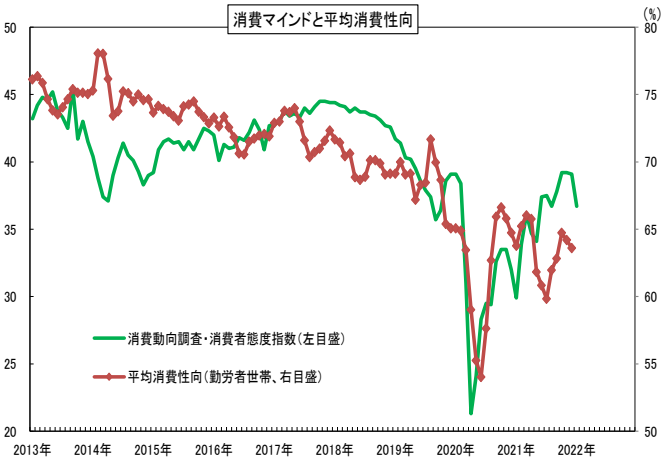
	単位	2021年				2022年				2023年				2024年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	▲ 0.4	0.2	▲ 1.0	0.5	▲ 0.4	1.7	1.1	0.8	0.7	0.7	0.4	0.8	0.6
（年率換算）	%	▲ 1.6	0.9	▲ 4.1	2.0	▲ 1.4	7.1	4.4	3.1	3.0	2.7	1.8	3.1	2.4
実質GDP	%	▲ 0.5	0.6	▲ 0.7	1.3	▲ 0.4	1.4	0.9	0.6	0.7	0.6	0.3	0.6	0.5
（年率換算）	%	▲ 2.1	2.4	▲ 2.7	5.4	▲ 1.6	5.7	3.8	2.5	2.6	2.5	1.2	2.5	2.1
民間需要	%	▲ 0.3	1.0	▲ 1.2	1.9	▲ 0.5	1.0	1.3	1.0	0.6	1.0	1.3	0.6	0.6
民間最終消費支出	%	▲ 0.8	0.7	▲ 0.9	2.7	▲ 0.8	1.5	1.2	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
民間住宅	%	0.9	1.0	▲ 1.6	▲ 0.9	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
民間企業設備	%	0.4	2.0	▲ 2.4	0.4	▲ 0.3	1.0	1.2	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
民間在庫変動（寄与度）	%pt	0.1	0.0	0.1	▲ 0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.8	▲ 0.1	0.2	▲ 0.9	0.6	1.3	0.5	▲ 0.3	0.9	0.9	▲ 0.4	0.9	0.5
政府最終消費支出	%	▲ 0.6	0.7	1.1	▲ 0.3	0.6	1.5	0.5	▲ 0.2	1.2	1.0	▲ 0.5	1.0	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 1.6	▲ 3.3	▲ 3.0	▲ 3.3	0.5	0.3	0.3	▲ 0.5	▲ 0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
輸出	%	2.2	3.1	▲ 0.3	1.0	▲ 0.3	1.0	0.5	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
輸入	%	3.0	3.8	▲ 0.9	▲ 0.3	0.5	0.7	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.4	0.7	▲ 0.8	1.1	▲ 0.2	1.3	1.0	0.7	0.7	0.7	0.3	0.7	0.6
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.7	▲ 0.8	1.3	▲ 0.4	1.0	0.9	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 0.0	0.1	▲ 0.2	0.2	0.3	0.1	▲ 0.1	0.2	0.2	▲ 0.1	0.2	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.2	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 0.1	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 0.3	0.5	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 0.3	4.6	6.1	8.8	8.6	7.0	6.0	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	3.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.7	▲ 0.7	0.0	0.4	0.3	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
（消費税要因を除く）														
（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）		*（▲ 0.7）*												
完全失業率	%	2.8	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2
鉱工業生産　（前期比）	%	2.9	1.1	▲ 3.7	1.0	▲ 0.5	1.0	0.5	0.9	1.5	0.8	0.5	0.5	0.5
経常収支（季節調整値）	兆円	4.6	4.7	2.8	3.2	2.4	2.3	2.2	2.5	3.0	3.3	3.5	3.7	4.2
名目GDP比率	%	3.4	3.5	2.1	2.3	1.8	1.7	1.6	1.8	2.1	2.3	2.5	2.6	2.9
為替レート	円/ドル	105.9	109.5	110.1	113.7	115.0	116.0	117.0	118.0	118.0	118.0	118.0	118.0	118.0
無担保コールレート（O/N）	%	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
新発10年物国債利回り	%	0.07	0.07	0.03	0.07	0.10	0.10	0.12	0.15	0.15	0.16	0.18	0.20	0.22
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.5	66.9	73.1	80.0	85.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0

（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。

- 民間消費
  - 感染「第5波」が収束したことで、これまで抑制されてきた飲食・観光・娯楽などサービス消費が持ち直したことに加え、自動車生産も回復したことで耐久財消費も増加
    - ただし、22年入り後には感染「第6波」が襲来、多くの都道府県でまん延防止等重点措置が適用されたこともあり、サービス消費は再び悪化、GoToキャンペーン再開も先送りされた
  - 12月の総雇用者所得（内閣府試算）は前年比▲0.7%と2ヶ月連続のマイナス、物価高や冬季賞与の伸び悩みが影響した可能性
  - 一方で、家計貯蓄率（21年7～9月期：10.3%）はコロナ前（19年度上期：1%台）の水準を上回った状態で、コロナ後の消費押上げの原資としての期待も
  - 民間最終消費支出は21年度：前年度比2.6%（22年1～3月期：同▲0.8%、年度としては3年ぶりの増加）、22年度は同3.6%、23年度は同2.4%と予測



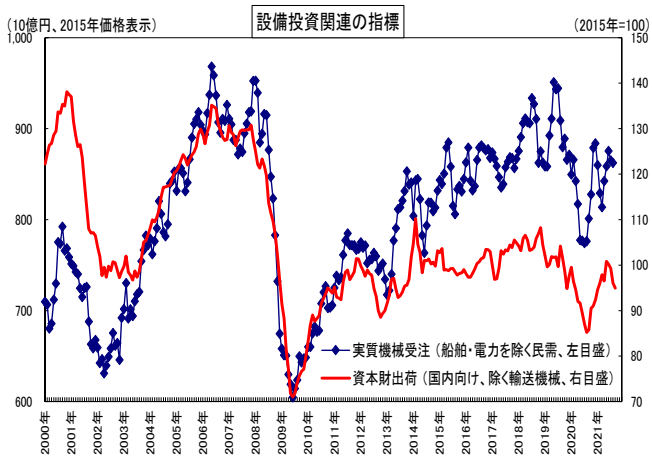
（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行の各資料より農林中金総合研究所作成



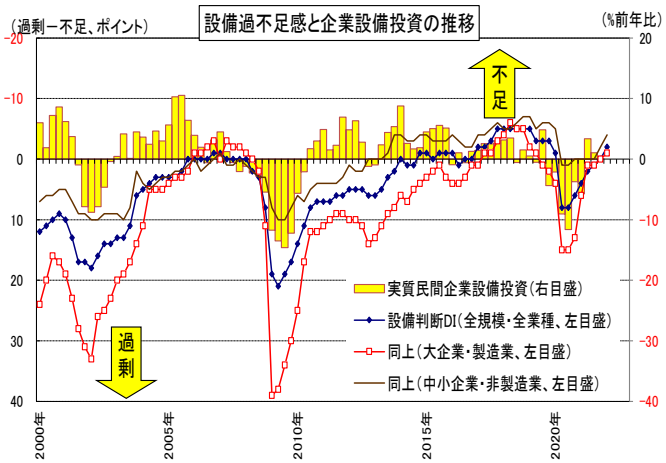
（資料）内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局　（注）平均消費性向は3ヶ月移動平均

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

- 企業設備投資
  - 21年度の設備投資計画は底堅いが、足元の設備投資関連指標には鈍さも
    - 日銀短観12月調査では前年度比8.4%（全産業＋金融・持株等、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース）と、9月調査時から若干下方修正されたが、設備投資マインドは堅調さを維持
    - 一方、10～12月期の資本財出荷（国内向け）は前期比▲3.4%と2四半期連続で減少するなど軟調な動き
    - 10～12月期のコア機械受注は前期比6.5%と3四半期連続で増加、事前見通し（同3.1%）を上回った
      - しかし、1～3月期は同▲1.1%の減少見通しで、特に非製造業の弱さが際立つ
  - 中長期的にみれば、省力化・省人化ニーズが高いほか、デジタル化・脱炭素化の流れもあり、底堅く推移するとみられる
  - 21年度は前年度比1.0%（3年ぶりの増加）、22年度は同2.2%、23年度は同4.4%と緩やかな増加傾向を予測

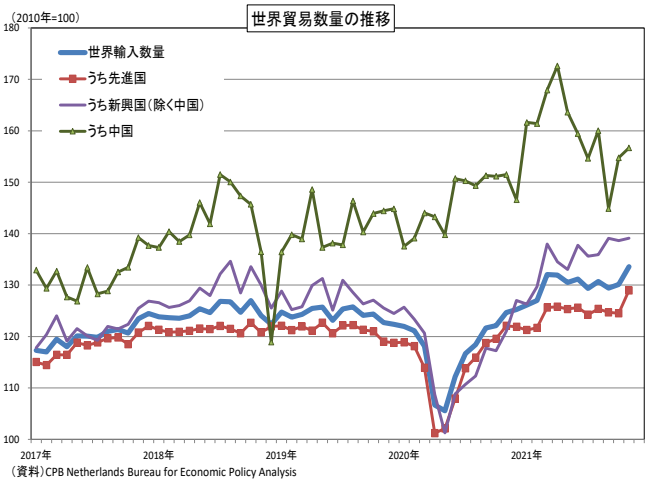


（資料）経済産業省、内閣府、日本銀行　（注）3ヶ月移動平均。企業物価の資本財指数で実質化。

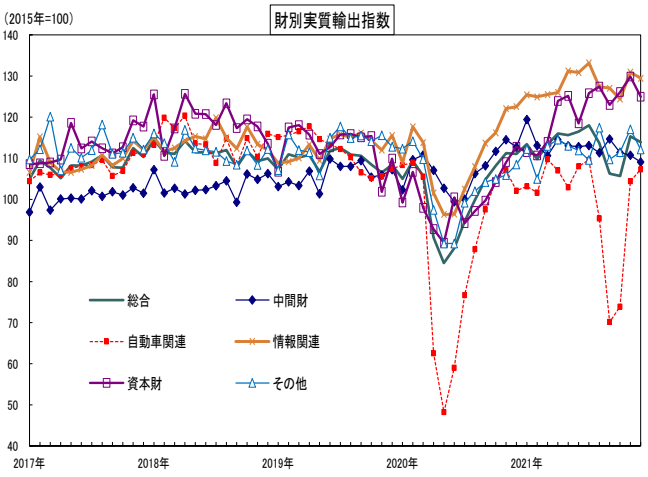


（資料）内閣府、日本銀行　（注）設備判断DIの最後の期はその直前の期における見通し

- 輸出入動向
  - 21年夏から秋にかけて輸出に急ブレーキがかかったが、11月以降は回復が見られた
    - 21年央にかけて世界貿易数量は頭打ちとなったが、年末にかけて持ち直しの動き
      - 財別にみると、自動車関連が大きく回復
    - ただし、半導体不足など供給の混乱は長期化するリスクも
  - 21年度の輸出は前年度比12.4%（3年ぶりの増加）、22年度は同2.2%、23年度は3.8%と予測
  - 一方、国内景気も持ち直し傾向をたどることから、21年度の輸入は同6.1%（2年ぶりの増加）、22年度は同2.1%、23年度は4.7%と予測
  - 21年度の経常収支は13.1兆円と黒字幅は4年連続で縮小、22年度も10.0兆円に縮小するが、23年度は14.7兆円に再拡大と予測



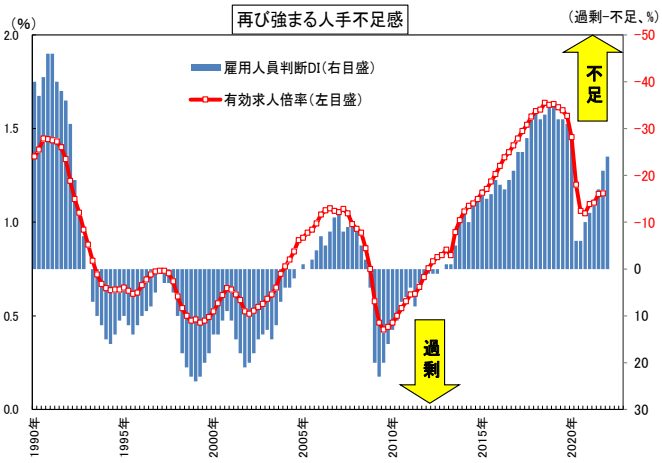
（資料）CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis



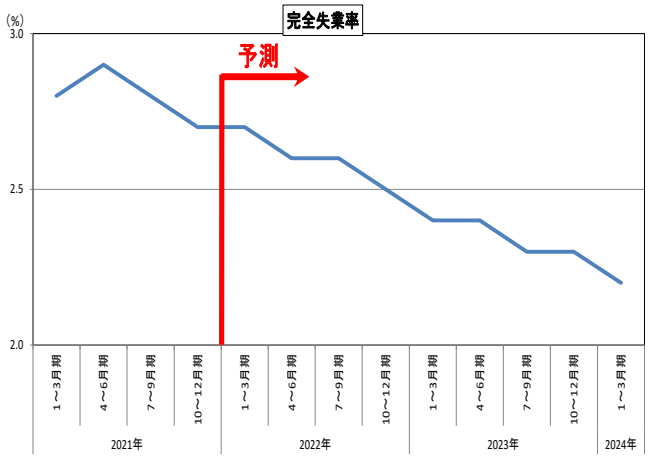
（資料）日本銀行　（注）日本銀行が貿易統計（財務省作成）と輸出入物価指数（日本銀行作成）を用いて試算

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

- 雇用情勢
  - 21年入り後は、断続的に緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が出されていたこともあり、雇用関連指標の改善ペースは緩慢
    - 一時3.1%まで高まった失業率は21年3月に一旦2.6%まで改善、直近（12月）は2.7%で下げ渋る
    - 一時1.04倍まで低下した有効求人倍率は直近（12月）は1.16倍まで改善しているが、そのペースは緩やか
    - 20年5月を底に持ち直してきた労働投入量（＝総労働時間×常用雇用者数）は、今春にかけてコロナ前の水準まで戻ったが、その後は再び減少基調
    - 一方で、人手不足感は高まりつつあり、新規求人数の増加ペースも加速するなど、先行きの本格回復を見据えた動きも
  - 失業率は21年度：2.8%、22年度：2.5%、23年度：2.3%と予測
    - 24年1～3月期には2.2%まで改善し、賃上げ圧力を高めるものと予想

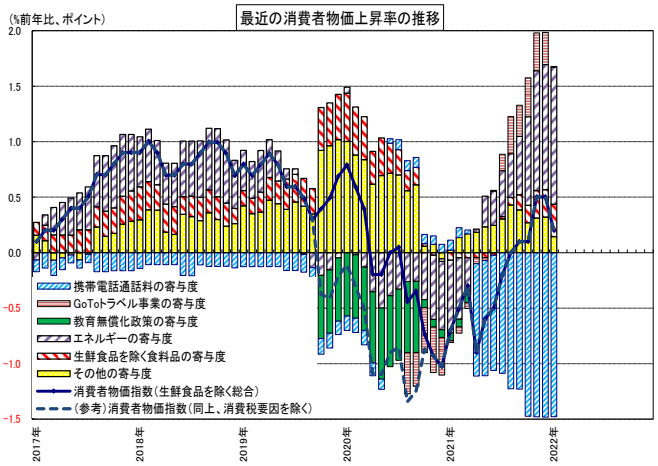


（資料）総務省統計局、日本銀行　（注）DIは全規模・全産業（除く金融機関）

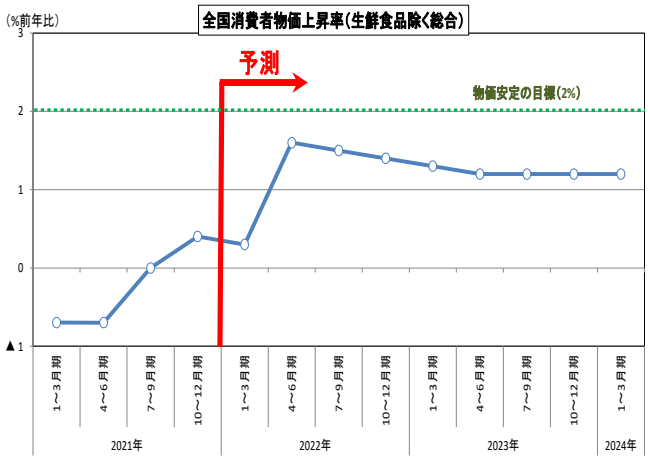


（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

- 物価動向
  - エネルギー・原材料など「川上」の価格が上昇傾向を強めているが、国内では欧米諸国のように「需要が供給を上回る勢いで回復」する動きは起きておらず、物価の動きは依然鈍い
  - 22年1月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）は前年比0.2%と、5ヶ月連続の上昇
    - エネルギーや加工食品などの物価押上げ効果は徐々に高まっている
    - しかし、宿泊料による押上げ効果が剥落したほか、22年度を通じて携帯電話通信料の引下げによる物価押下げ効果（1月分では▲1.47ポイント）が発生
  - 22年度入り後には携帯電話通信料による押下げ効果の剥落により、一旦は2%近くまで上昇率が高まる場面が想定される半面、エネルギー高のベース効果も徐々に剥落するほか、家計の所得環境も厳しく値上げが浸透しにくいことから、インフレが加速する事態は想定しづらい。
  - 21年度の消費者物価は前年度比▲0.0%、22年度は同1.4%とプラスに転じるが、23年度は同1.2%へ鈍化と予測



（資料）総務省統計局の公表統計より作成



（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

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

5　金融政策の見通し

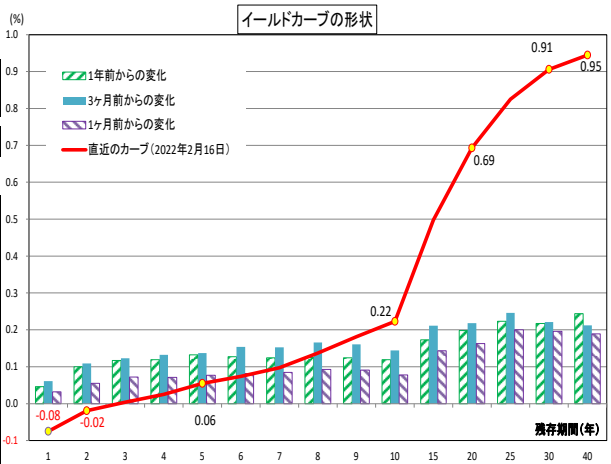
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」に加え、20年3月以降はコロナ対応の資金供給も実施
  - 1月の金融政策決定会合では、従来通り、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続することを決定
  - ①新型コロナ対応金融支援特別オペとCP・社債等の買入れ増額からなる「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限の下でのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努める姿勢を表明
  - 引き続き、新型コロナの影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる方針
  - 政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

（兆円）

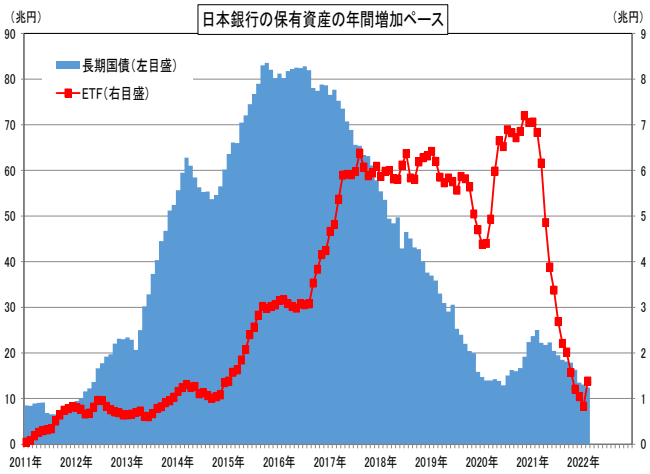
	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年末	19年末	20年末	21年末	22年1月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	518	618	670	663	拡大方針
（バランスシート項目の内訳）												
長期国債	89	142	202	282	361	419	456	472	494	508	512	上限を設けない
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	4.4	3.0	3.2	合計約20兆円を上限（～22年3月末）
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.5	8.3	8.4	
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	28.3	35.3	36.3	36.4	約12兆円を上限
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.55	0.65	0.65	0.65	約1,800億円を上限
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	47	50	62	62	62	-
その他とも資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	725	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	113	118	122	119	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	401	494	543	539	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	725	

（資料）日本銀行　（注）22年1月末の長期国債、ETF、JREIT保有額は前年同月末からそれぞれ13兆円、0.8兆円、10億円の増加。



（資料）財務省資料より作成

- 展望レポート（1月）では、2年後も2%の物価上昇を見通せず
  - 先行き、基調としては、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、徐々に消費者物価の前年比は、当面、プラス幅を緩やかに拡大させていくとしつつも、22、23年度とも1.1%の上昇にとどまるとの見通し
  - インフレ加速に直面する海外中銀で政策正常化に向けた動きが散見されるが、世界標準である「2%の物価目標」の達成時期が見通せない日本では、現行レベルの緩和策が23年度いっぱいは継続されると予想
    - 日銀は物価安定目標を達成する前の政策正常化を否定しているほか、足元の金利上昇に対して「指値オペ」を通告
- 一方、「特別プログラム」などのコロナ対応策は22年4月以降は縮小方針



（資料）日本銀行資料より作成　（注）直近データは2月10日時点。

展望レポート：2021～23年度の政策委員の大勢見通し（2022年1月）

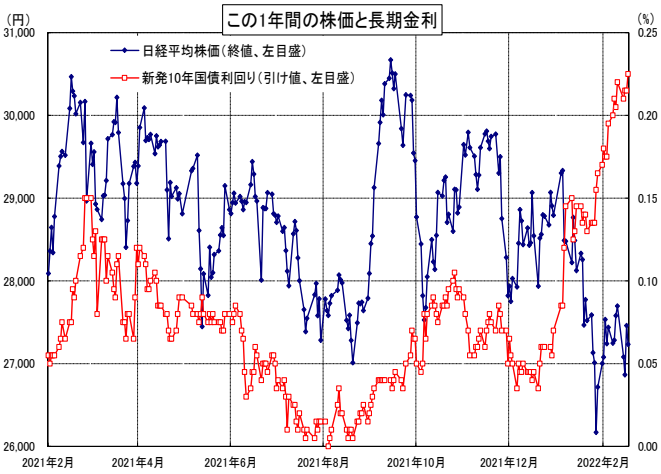
	実質GDP	消費者物価（除く生鮮食品）
2021年度	+2.7～+2.9 <+2.8>	0.0～+0.1 <0.0>
10月時点の見通し	+3.0～+3.6 <+3.4>	0.0～+0.2 <0.0>
2022年度	+3.3～+4.1 <+3.8>	+1.0～+1.2 <+1.1>
10月時点の見通し	+2.7～+3.0 <+2.9>	+0.8～+1.0 <+0.9>
2023年度	+1.0～+1.4 <+1.1>	+1.0～+1.3 <+1.1>
10月時点の見通し	+1.2～+1.4 <+1.3>	+0.9～+1.2 <+1.0>

（資料）日本銀行
（注）対前年度比、%。
「大勢見通しは、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて幅で示したもの。
21年春に実施された携帯電話通信料の引き下げによる21年度の消費者物価への直接的影響は▲1.1%ポイント。

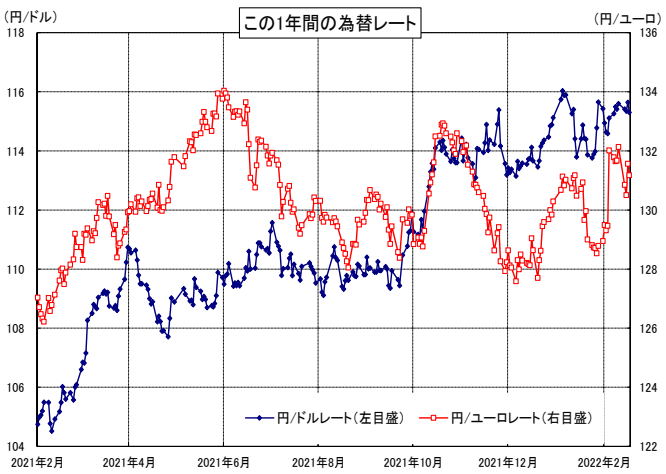
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

6　金融市場の見通し

- 市場概況
  - 主要中央銀行はコロナ禍に対して大規模な金融緩和措置を講じてきたが、21年春以降は行動規制の緩和による景気回復期待やそれに伴う資源・エネルギー高の影響でインフレ率が加速しており、一部の中銀では金融政策の正常化を始めている
  - 海外（特に米国）の長期金利が上昇傾向を強める中、国内の長期金利にもそれが波及、10年金利は日銀の誘導目標の上限（0.25%）に接近している
  - 一方、ウクライナ情勢を巡る地政学的リスクが高まっており、リスクオフの流れが強まる場面も散見される
  - 新たに発足した岸田内閣は大規模な経済対策を取りまとめたが、株価は上値の重い展開が継続
  - 日米金利差の拡大見通しから円安・ドル高が緩やかに進行しているが、資源・エネルギー高との相乗効果により、企業収益の圧迫要因になりかねないとの思惑も浮上



（資料）Nikkei Financial Quest



（資料）Nikkei Financial Quest　（注）ともに東京市場の17時時点のレート。

- 当面の見通し
  - 長期金利
    - 日銀は10年ゾーンの金利についてゼロ%近傍（0±0.25%）で推移するように操作する方針であり、上限である0.25%を定常的に上回る可能性は薄い
    - 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、米国で早期利上げ観測が浮上する、もしくは国内景気の持ち直し機運が強まるような場面では上昇圧力が高まる
  - 株価
    - 世界的なインフレ警戒から、金融政策の正常化が急ピッチで進むとの思惑が株価を抑制
    - 一方、当面の世界経済はコロナ禍からの持ち直しを続けると想定されることから、企業業績の回復期待を背景に株価は緩やかながらも上昇傾向をたどると予想
  - 為替レート
    - 地政学的リスクの高まりに伴う円高圧力が強まる場面も想定されるものの、内外金利差がさらに拡大するとの見通しから、為替レートは円安・ドル高基調の継続を予想

金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2022年 2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		(%)	−0.022	−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	−0.10～0.05	−0.10～0.05
国債利回り	20年債	(%)	0.740	0.45～0.85	0.45～0.85	0.45～0.90	0.45～0.90
	10年債	(%)	0.225	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.28	0.00～0.28
	5年債	(%)	0.055	−0.10～0.08	−0.10～0.08	−0.10～0.10	−0.10～0.10
為替レート	対ドル	(円/ドル)	115.3	110～120	110～123	110～123	110～123
	対ユーロ	(円/ユーロ)	131.2	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価		(円)	27,232	27,500±2,000	29,000±3,000	30,000±3,000	30,500±3,000

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2022年2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。

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

分析レポート

海外経済金融

米国預金保険公社の金融包摂政策とコミュニティ銀行

田代　雅之

要旨

米国の地域金融の主要な担い手であるコミュニティ銀行にとっての規制当局である米国預金保険公社(FDIC)は、その指導・監督機能を通じて様々な金融包摂等対策を傘下金融機関に対して求めている。

本稿では、同公社のリーマン･ショックを挟んだ10年程度の年報から見て取れる公社政策を辿りながら、コミュニティ銀行の事業展開と金融包摂等の関係を探った。

1 はじめに

リーマン･ショック(2008)後の 2010 年 12 月、G20(金融･世界経済に関する首脳会合)において「金融包摂のためのグローバルパートナーシップ」(GPFI：Global Partnership for Financial Inclusion)が立ち上げられ、以降、世界的に「金融包摂（financial Inclusion)」が認識されるに至った。

貧困や差別等で、雇用や収入、教育機会が得られなくなった状況やプロセスを「社会的排除」(social exclusion)という。社会的排除を受けた人々を立ち直らせるために、経済的、社会的、文化的な標準的な生活に参加する機会や資源を与えることを「社会的包摂」(Social Inclusion)と呼ぶ。社会的包摂のなかでも、経済生活に欠かせない金融サービスに焦点を当て、金融サービスにアクセスできない状態を「金融排除」(financial exclusion)(注1)、金融排除された人々に金融サービスを受けられる状況にすることを金融包摂という。これらの用語としての発祥は英仏を始めとする欧州に源がある。人々が日常的な経済生活を送る上で欠かせない金融サービスへのアクセス上の問題を解消し、サービスを受けられるようにする「金融包摂」は、社会的包摂において重い位置づけを有する。

他方、米国では、1970 年代以降に、少数民族･人種、女性、低所得者のためのコミュニティ開発を目的とする民間金融仲介組織を創出し、政府主導型で、住宅や零細企業への事業融資、消費者小口金融等のサービスが進められてきた。これらは欧州における社会的排除と源を共にするとは必ずしも言いきれないが、人種問題等の米国に固有の歴史的及び社会的土壌を背景に類似の領域について施策を講じてきたものである。

銀行は一私企業の立場を超えた高い公共性を有するとされ、近年では経済活動とともに様々な社会的責任を要求されるようになり、試行錯誤が続いている。

本稿では、コミュニティ銀行等ほぼ全ての米国の銀行･貯蓄金融機関が加入し、監督･検査及び規制機関としての主導的な機能を担う規制当局である「米国連邦預金保険公社」(FDIC:The Federal Deposit Insurance Corporation)におけるリーマン･ショックを挟んだ 10 年程度(2007-2016)の金融包摂（及び近接領域）に関わる事績を年報(参考文献[1])等の記述を参照して辿る。

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

2 連邦預金保険公社の金融包摂対策

(1) 連邦預金保険公社による コミュニティ銀行利用者対策

米国の連邦預金保険公社(FDIC)は、1933 年の「グラス・スティーガル法」(Glass-Steagall Act)に基づき設立された独立行政法人(公社)であり、米国の保険加入金融機関の預金保護のために銀行及び貯蓄金融機関の預金保険業務を行い、その中核業務は保険加入の銀行及び貯蓄金融機関の管財人として破綻処理にあたることである(注2)。

世界恐慌の結果として全米各地で大量の金融機関が破綻したため、連邦議会は預金の保護政策に迫られ、その頃マサチューセッツ州で運用されていた預金保険基金をモデルに FDIC は創設された(注3)。1950 年になると、「連邦預金保険法」(FDI Act)がグラス・スティーガル法から分離されて単独の根拠法となり、1991 年「連邦預金保険公社改善法」、2005 年「連邦預金保険改革法」等その都度の金融環境にあわせた改革を経て今日に至っている。

FDIC は、預金保険業務と金融機関の破綻処理が本来業務だが、保険加入の銀行及び貯蓄金融機関に対する、経営の安定性・健全性確保と消費者保護を目的とする監督・検査及び規制機関としての主導的な機能をもっている。銀行・貯蓄金融機関のうち一定規模以下のものはしばしば「コミュニティ銀行」(注4)と呼称されるが、ほぼ全ての銀行・貯蓄金融機関が FDIC に加入している。コミュニティ銀行は、米国銀行資産のわずかを占めるにとどまるものの保険加入金融機関の小口融資全体のうち4割余を占め、農村社会や小都市、都市部の住民に融資や金融サービスを提供している。FDIC は国内の金融システムの安定性と国民からの信頼を維持することを役割とし、サブプライム・ローン(subprime lending)問題の動揺の最中の 2008 年に当時のシーラ・C・ベアー総裁は年報(注5)で「消費者保護と安全で健全な貸付は切り離して考えることはできない」と述べ、コミュニティ銀行の健全な業務展開に改めて政策的な注意を向けた。

地域に根差したコミュニティ銀行に対する監督・検査及び規制機関としての主導的な機能や歴史を背景に、地域社会開発や経済的包摂等も含む消費者保護等の金融包摂の問題についても、FDIC は多面的な活動を展開してきた。

(2)地域社会開発

①運営の企画推進支援

主導的な規制機関として、地域社会開発の指導等、地域コミュニティに関与する素地があった FDIC は、リーマン・ショック後の 2009 年にベアー総裁の下で「コミュニティ銀行に関する FDIC 諮問委員会」を設置した。この委員会は、農村地域で活動する小規模コミュニティ銀行が、地域社会の中だけでなく全国から、重要な政策課題に関する助言等を受けるために組織したものとされる。

ドッド・フランク法制定翌年の 2011 年に、FDIC は、後任のマーティン・J・グルーエンバーグ総裁の下で「コミュニティ銀行構想」を立ち上げた。「FDIC は、米国におけるコミュニティ銀行(注6)の大部分に対する主導的な規制機関であり、かつすべてのコミュニティ銀行の保険機関」であり、FDIC は「コミュニティ銀行が直面している課題について理解を深めるとともに、銀行や一般国民とその理解を共有するために、自らの資源を活用する責任」

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

があると、同総裁は年報で構想の意図を説明している(注7)。

この分野におけるFDICの最初の取組みは、2012年初めの「コミュニティ銀行の将来」についての全米会議である。FDICは、6つのFDIC地方事務所管内ごとにコミュニティ銀行関係者と円卓会議を持ち、FDICの対応事項を直接聴取していった。その上でコミュニティ銀行の業務を包括的に見直した(注8)。業界の現状の理解に重要であるとともに将来行う調査・分析の基盤を提供するものでもあった。FDICは、コミュニティ銀行の中小企業融資を通じた業務の雇用創出効果や、他の金融機関等からは十分な金融サービスを受けられない企業・世帯の顧客にもコミュニティ銀行がサービスを提供していることの重要性を認識し、前述のコミュニティ銀行の将来に関する会議を始めとする関係者との会合、コミュニティ銀行業務に関する調査研究などを実施した。コミュニティ銀行に関する検査手順、及び規則制定や指針の公表手順の見直しや、自己資本規則案についての教育的アウトリーチなども実施された。企画の多くは、2013年以降も継続されている。

2015年には、銀行の役員、幹部、職員向けの専門的支援プログラムである「役員大学」を開催した。コーポレートガバナンス、規制資本、コミュニティ銀行業務、与信集中管理、消費者保護、銀行秘密保持法、金利リスクなどの問題をとり上げた。ブローカー預金、サイバー・セキュリティ、「消費者金融保護局」(CFPB)の住宅ローン規則、特別洪水危険地域の融資に関する規制機関間規則、若年層向け貯蓄プログラム、などの広範なテーマでテレビ会議も開催した。銀行幹部、職員向けにもセミナーを開催し、内容をウェブサイトやYouTubeチャネルで公開している。

自力対策が困難な業容の小さい傘下金融機関の水準を底上げし、共に歩む地域社会の開発に有効に機能したと思われる。

②少数民族の預金取扱金融機関にかかる諸施策

「少数民族の預金取扱金融機関(MDI)(注9)」とは1989年の「金融機関改革救済執行法」(Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act:FIRREA)に定める「51%以上の株式が1人以上の社会・経済的に恵まれない個人により所有されている金融機関」であり、「少数民族」とは「黒人、アメリカ先住民、ヒスパニックまたはアジア系米国人」とされる。

FDICは、MDI、及び少数民族の地域社会と公共サービスの行き届いていない地域社会の経済活力増進の重要性を認識してきた。2002年には「少数民族の預金取扱金融機関に関する方針文書」(注10)を発表し、少数民族による金融機関の所有の保護・促進の支援プログラムを実施した。FIRREAの定義に加えて、理事会の過半数が少数民族に属する個人であり、少数民族が支配的な地域にサービス提供する金融機関はMDIとしている。多様なMDIの業界団体との接触の維持、他の連邦銀行規制当局とも定期的に会合し、2004年には、MDIとFDICとの間の連携を図るために「少数民族銀行関係者の円卓会議」を設けた。ハリケーン「カトリーナ(注11)」の支援では、2006年8月に、フロリダ州のマイアミにおいて、100人以上の銀行関係者、「通貨監督局」(OCC)「連邦準備制度」(FRB)等各金融監督機関からの代表、各種

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

民間部門及び銀行業界団体の代表の参加による、第 1 回「全国少数民族預金取扱金融機関会議」を主催した。

2007 年に、FDIC は、第 2 回「全国少数民族預金取扱金融機関会議」をフロリダ州マイアミで主催した。「金融の主流サービスの利用拡大」「ネイバー・ワークス・アメリカ及び少数民族社会の銀行関係者のための機会」及び「地域社会開発金融機関基金」に関するプレゼンを含む「資本増強と投資機会」がテーマに含まれ、プログラムには「情報技術」「銀行秘密保持法の新たな問題」「法令等遵守及び CRA 最新テーマ」、及び「融資・リースの貸倒引当金に関する規制機関間の方針文書の改訂」の研究会も含んでいる。

MDI の保護に関しては、「少数民族の預金取扱金融機関、その構造、業績、社会的影響(注 12)」と題する MDI 研究を 2014 年に発表し、金融システムにおける MDI の役割、業界の変遷と金融上の実績、地域社会への貢献を主張している。金融上の実績についての業界の標準的な指標では非 MDI に及ばないものの、少数民族や銀行サービスの行き届かない地域社会の経済的持続可能性を MDI は高めているという。MDI 店舗のサービス提供市場には、コミュニティ銀行に比べ、少数民族だけでなく、中・低所得(LMI)の国勢統計区(注 13)に生活する住民も、高い割合で含まれる。加えて、「住宅ローン情報開示法」(the Home Mortgage Disclosure Act：HMDA)に基づくデータ報告金融機関では、LMI 国勢統計区で生活する借り手、及び少数民族の借り手向けの MDI 組成の住宅ローンの割合は、非 MDI コミュニティ銀行組成での割合よりも大きいという。

MDI と「コミュニティ開発金融機関」(CDFI)に関する規制機関合同主催の会議の企画を念頭に、FDIC は OCC 及び FRB との作業を行い、MDI との情報伝達や意思疎通を向上させ、少数民族の銀行関係者の懸念に対応する方法を検討した。MDI 業界団体とのアウトリーチ活動に加え、地方事務所の責任者と各 MDI の役員会とで会合を持った。監督下の MDI と常に接触し、安全性・健全性検査、法令等遵守検査、「地域再投資法検査を進め、特別検査終了後には、検査勧告の理解と実行の支援のため、再訪問や専門的支援を行っている。

そして 2015 年、FDIC は、MDI と CDFI に、「2013 年の規制機関間 MDI 及び CDFI 銀行会議」及び前述の「少数民族の預金金融機関、その構造、業績と社会的影響」(2014)における MDI 研究の成果を踏まえるよう奨励した。業界主導の問題解決、MDI 及び CDFI 銀行関係者による相互の経験の交換、費用分担・自己資本増強・協調融資の手法、専門的支援、及び連邦プログラムの創造的な利用が含まれる。2015 年 6 月に、FDIC は、ユタ州のソルト・レイク市で、MDI と CDFI の合計 100 行近くを代表する 3 つの業界団体、及び提携見込み銀行の代表およそ 20 名とともに、「地域再投資法」(Community Reinvestment Act of 1977:CRA)に基づく提携を議論する円卓会議を開催している。7 月には「2015 年規制機関間 MDI・CDFI 銀行会議」を、OCC 及び FRB と共同で開催し、72 行からの 110 人近い銀行関係者が、「少数民族の預金取扱金融機関の 150 年を祝う、その変化と課題及び機会」の会議に出席した。グルーエンバーグ FDIC 総裁、ラエル・ブレイナード FRB 理事及びトーマス・Ｊ・カリー通貨監督官がパネリストとして出席している。

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

(3)消費者保護等

①消費者保護等にかかる企画

FDIC の消費者保護関連の取り組みは多岐にわたる。代表的なものには「銀行秘密保持法」(Bank Secrecy Act:BSA)に基づく諸施策、金融犯罪の防止対策としてのインターネット詐欺などの預金者保護関連、反テロリズム資金調達（CFT）及び反マネー･ロンダリング（AML）等の一般消費者関連などである。消費者の金融サービスの利用促進のためのオンラインプログラムであるマネー･スマート等の金融教育、経済的包摂に係る取組み、ドッド･フランク法第342条で設置を義務づけられた少数民族･女性参画推進室の活動も加わる。

②消費者保護にかかる諸施策の展開

FDIC は、保険加入の銀行及び貯蓄金融機関に対する、経営の安定性･健全性確保と消費者保護を目的とする監督･検査及び規制機関としての消費者保護等施策を展開してきた。

2004 年には、「2003 年公正真実信用取引法」（Fair and Accurate Credit Transactions Act：FACT 法）を連邦政府機関の一つとして履行する一方、FRB と共同で、「連邦取引委員会法」(Federal Trade Commission Act：FTC)第 5 項で禁止されている不公正もしくは詐欺的な行為あるいは慣行に関する指針を、州免許金融機関に発行した。

年報を基にさらに主な事績を辿ると、2006 年には、個人情報の盗難と戦う支援的取組みとして「オンライン犠牲者になるな―インターネットによる盗難と電子詐欺をいかに防ぐかー」というオンライン訓練手段を公開した。

2007 年には、情報技術、インターネット詐欺及び金融犯罪の分野で、オンライン詐欺防止、消費者及び商業的インターネット･バンキングの顧客保護のため、金融機関が口座利用資格の認定を強化することを義務付ける指針を他の規制機関と合同で発出した。

この 2007 年には、住宅購入用途向けサブプライム･ローンの不良債権化問題が顕在化し、その動揺の中、2008 年にはリーマン･ブラザースが経営破綻し、世界的な金融危機に発展した。不動産担保商品を中心とした消費者保護について、FDIC は、消費者向け新商品についての検査情報を、政策立案者がよりタイムリーに活用できるように仕組みを改め、リバース･モーゲージ、ホーム･エクィティ･ライン･オブ･クレジット等の問題を検討した。金融危機に対応した消費者向け情報提供と消費者教育については、2008 年の金融危機下での一般消費者の預金保険に対する関心の高まりに対応して、預金保険補填の認知向上キャンペーンを実施し、インディマック･バンク（IndyMac Bank）の破綻に対応して、「私の預金は大丈夫？」というウェブ･アプリケーションを開発し、インディマックの顧客に口座の保証の確認手段を提供した。

2009 年には、消費者保護、担保処分防止として、住宅ローンの条件変更等による不必要な担保処分の回避を支援し、住宅を失う危機にある消費者に対する担保処分「救援」詐欺の阻止対策を立ち上げた。消費者への直接的なアウトリーチ活動と情報提供、業界へのアウトリーチ･教育活動、担保処分関連カウンセリングの拡大支援活動などが含まれる。

さて、2010 年 7 月 21 日にはドッド･フ

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

ランク法が発効した。同法は、金融部門に生ずる新たなリスクを明らかにし、対応措置をとって規制上の欠陥を埋めることを意図したものであり、米国の金融規制に多大な影響を与えた。環境激変の中で、対象金融機関をめぐるリスクの把握、新たなリスクの監視にあたるとともに、住宅ローンの条件変更等に伴う、担保処分軽減の取組みを進めている。FDIC は、預金者･消費者保護に関する規則･指針のほか、高リスク住宅ローンの不動産評価や問題銀行の免許転換などについての規則制定と指針発出にも取り組んでいるが、法令等遵守や消費者保護に関する規則･指針等についての、情報提供と情報連絡網の維持のため、銀行関係者向けの 5 回の電話会議を開催した。

顧客情報等情報管理では、FDIC 自身の対策と併せて、自身及び対象金融機関の委託先管理を改善あるいは側面支援をしている。例えば、2011 年に FDIC は、増大する破綻処理業務に対応して、閉鎖銀行の顧客機密情報に対するリスクの識別と対処のため、銀行閉鎖手続の詳細評価を行った。結果は 2012 年の戦略目的に組み込まれた。加えて FDIC は、リスクにさらされているプライバシー･データを識別し、情報、特に社会保障番号の紛失防止のため、全社的ネットワークの監視を強化し、本部内の無通告実地検証も行った。また、銀行閉鎖の支援において、相当量の機密情報の処理が第三者サービス提供業者に委ねられる結果となったことから、閉鎖銀行の個人識別情報が、FDIC のプライバシー要件を踏まえて保護されるようにするため、機密情報の統制について業者を査定した。加えて FDIC は、職員や受託業者向けに年に 1 度の「プライバシー関係書類の整理日」を設定し、保有する機密情報量の削減と、その結果としての、内外の個人、及び FDIC のリスクの低減を図った。

また、サイバー攻撃の脅威が米国にとって最も深刻なセキュリティ上の課題の 1 つと認識する観点から、2012 年には、「連邦最高情報責任者協議会」の「プライバシー委員会」に関与し、政府機関間データ喪失防止に係る、技術とツールの情報を取得し、最優良事例、連邦要件、及び学んだ教訓を議論するために、15 機関からなる作業グループも設置した。さらに、外部のサイバー犯罪対策資源を補強するために、新設の「上席連邦情報調整官審議会」の始動に参画し、「連邦捜査局（FBI)」の「サイバー犯罪特捜班」とも非公式な情報共有体制を構築した。また「金融サービス情報共有･分析センター」等、業界の情報共有組織にも参加した。FDIC 内部に関しても、不法侵入を発見し阻止するため、継続的な監視とリスク分析を行う「セキュリティ業務運営センター」を設置している。

2013 年には、FDIC は、監督下の金融機関や、その業務を支援する主要な技術サービス･プロバイダに対し、情報技術(IT)検査を実施した。他の規制機関や法執行機関等と、新たな問題を情報共有し対応調整の協力もしている。

また、FDIC は 2013 年を通じて「国立標準技術研究所（NIST)」の主催するワークショップに参加し、「大統領命令 13636」により義務づけられた「サイバー･セキュリティの枠組み」の策定にあたった。また、乗っ取った複数のマシンから、標的となるコンピュータに対して大量の処理負荷を与え、サービスを機能停止状態へ

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

追い込む手法である分散型サービス妨害（DDoS）攻撃についての、FBI、金融規制機関、大規模金融機関、米国財務省、及び最大規模の技術サービス・プロバイダ代表との、全国的なテレビ会議の開催にも関わっている。消費者保護等のFDICの業務展開は、預金者・消費者等の保護や教育・啓蒙から、自身の保護態勢や対象金融機関の業務の改善、自身や対象金融機関の情報技術の改善や組織改革、管理対策充実をも網羅して、極めて広範で多様である。そうした活動は、後述のマネー・スマート等による金融教育等や、多様性とも密接な関係を持っている。

③マネー・スマート等金融教育

FDICは2001年に、消費者保護法に従い銀行の法令遵守を強化し、銀行問題の教育を銀行関係者と消費者に行うという役割において、金融教育を促進拡充するためマネー・スマートの教育プログラムを開始している。「マネー・スマート」(Money Smart)とは、金融の主流外にいる個人向けに、金銭管理技術の向上と銀行との前向きな関係構築支援を目的としたオンライン教育プログラムである(注14)。

2002年には、300以上の全国及び地域組織との提携を通じて、略奪的な融資慣行の急増に関する国民の懸念増大や銀行取引の経験が少ない人々を金融の主流に加えるためのマネー・スマートの教育プログラムを拡充し、プログラムの成果・測定に力を注いだ。翌2003年には、金融の主流外にいる米国の中・低所得者の金融能力向上のために、プログラムを拡充し、英語、スペイン語、中国語、及び朝鮮語でも可能とさせた。

さらに2004年には、米国において金融の主流外にいる中・低所得者の金融能力向上のためにプログラムを拡大し、金融教育の促進のための「マネー・スマート提携」を5つのヒスパニック系組織を含むところまで拡充した。

2005年には、プログラムを用いて、ヒスパニック系地域社会における金融教育の重要性の認識向上の為、夏期の長期のメディア・キャンペーンを実施している。2006年には、プログラムを、銀行をほとんど利用しなかったり、まったく利用しない人々に届けるために、ロシア語版、大文字印刷版、及び点字版のカリキュラムを公開している。

2007年には、全国の銀行取引のない人及び不十分な人に対する金融教育を進め、プログラムを公立学校に組み込む取組みを拡大した。インストラクター向けのカリキュラムの改訂版とコンピュータによるオンライン教育情報を配布した。さらに2008年には、金融教育用のソフトウェア「マネー・スマート」の若年層向け版を制作し普及を図った。

拡充はさらに続き、FDICは、2009年には、金融教育用の教材の拡充、提供チャネルの拡張などにより、その金融教育の取組みを拡大した。教材として、「マネー・スマート」のフモン語版(注15)と、携帯オーディオ版（MP3対応）をリリースした。

そして2010年には、消費者向け金融教育の取組みを拡大し、インストラクター主導型「マネー・スマート」金融教育カリキュラムの改良版も公表した。クレジット・カードに関する最近の改正、当座貸越への新たな事前同意規則、金銭的な失敗を喫した消費者の回復への道筋などが含まれている（図表参照）。

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

図表　インストラクター主導型「マネー・スマート」の課程

課程	内容	課程	内容
1.銀行とは	銀行サービスの入門	7.信用のため	クレジットの重要性と クレジット・ヒストリー
2.借入の基本	クレジットの入門	8.請求額の管理	クレジット・カードの 上手な利用法
3.チェック しよう	当座預金口座の選択と その利用法	9.借入とレンタル	購入前の消費者ローンの 理解
4.お金のこと	自分のお金の管理法	10.住宅の購入	住宅購入プロセスと 住宅ローン
5.まず自分の ため	貯蓄の重要性、方法、 目的と選択肢	11.金銭状況の回復	金銭的失敗を喫した後の 金銭状況回復への道筋
6.安全に	消費者としての権利		

（資料）[2]土田他［2017］『ﾘｰﾏﾝ･ｼｮｯｸと米国連邦預金保険公社』P117

また、提供チャネルは、携帯オーディオ版「マネー・スマート・ポッドキャスト・ネットワーク」の拡充や、「全米クレジット・ユニオン管理庁(NCUA)」と「米国教育省」との間で交わされた、中・低所得層の学生に対する金融教育と銀行利用促進のための合意を通じて拡張された。

2011 年、起業家の役割の拡大に応じ、中小企業局との協働により、中小企業向けプログラムのインストラクター主導版を開発した。また、若年層向けインストラクター主導版へは、クレジット・カードに関する改正、当座貸越への事前同意規則、高等教育のための資金手配など、金融面における変更、変化などを反映させた。さらに、NCUA と教育省との連携による、中・低所得層の学生への金融教育と金融アクセス推進の取組みとして、教育省助成金の受領機関への金融教育や、金融アクセス資材利用促進等を行った。

2012 年になると、中小企業向けプログラムのインストラクター主導版の普及を進め、新進の意欲的な起業家に対し、企業を組織し運営する基本について、入門的な研修を提供した。また、既存の「消費者向けマネー・スマート」教材でも、ゲーム主体の設計を特徴とする「マネー・スマート・コンピュータ利用教育版」と、5～8 歳の子供に、主要な個人金融の概念を紹介するために「小学生向けマネー・スマート」が投入された。

さらに続いて、2014 年には、CFPB と複数年にわたる MOU(了解覚書)に署名した。この MOU は、幼稚園前から 20 歳までの若年層米国人の間で、金融教育を向上させ意思決定能力を高めるために、両機関の力を活用するものである。この新たな協調関係の初期の成果には、金融教育資源を、教員、若年層、及び父兄／保護者に合わせて調整したことが含まれるとされる。既存の、一連の「消費者向けマネー・スマート」教材も、CFPB と協働した「高齢者向けマネー・スマート」のスペイン語への翻訳版の公表により拡充された。両機関の開発した、この独立型の研修課程は、当初英語版により 2013 年に公表されたもので、62 歳以上の高齢者とその介護者の間で、高齢者につけ入る金融取引を回避し、識別し、対処方法についての認識を高めるためのものであり、金融取引

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

の安全性を確保し、情報に基づく金融取引の決定を下すためのものとされる。

なお2014年には、タイムリーかつ高品質な金融教育用教材への利用機会の提供、最優良事例の共有、及び消費者に手を差し伸べるパートナーシップなどを通じ、金融教育への取組みを拡大させた。とりわけ、金融教育活動を、財務長官を委員長とし金融教育の国家戦略を担う「金融リテラシー教育委員会」による若年層の基礎的な金融能力に関する論説である「健全な家計への早期取組み」の着目点に整合させた。新たな協調関係の一環としてはまた、2014年には、子供たちが金融の知識を築くように、父兄・保護者が手助けすることを促すキャンペーンも、FDICとCFPBにより立ち上げられた。父兄・保護者が金銭について若者と話をするのに利用できるウェブサイトには、13,000人超の閲覧者があった。2014年8月、FDICは「若年層貯蓄試験プログラム」を立ち上げた。これは、幼稚園から12年生までの学齢期の子供向けの、安全で低コストの普通預金口座の開設に結び付く金融教育の提供に関わるものである。

さて、2015年には、改良した「教員オンライン情報源センター」に「青少年向けマネー・スマート」の新課程を追加した。学習過程に、「父母／保護者の手引き」(英語・スペイン語版が利用可能）の活用も含め、教育関係者、父母／保護者、及び青少年を関与させるものである。金融教育は実践的な学習方法を通じて向上するので、試験プログラムを参加銀行21行にまで拡大した。同プログラムは、青少年向けに、普通預金口座の提供と金融教育プログラムを結合するものである。またFDICは、金融リテラシー教育委員会や他の規制機関と一緒に、銀行が若年層に貯蓄プログラムを提供するのを推奨するとともに、関連する「よくある質問(FAQ)」に答える指針を発出した。

④経済的包摂にかかる取組み

2006年に、FDIC理事会は、サービスの行き届いていない人々による銀行サービスの利用拡大に焦点を当てた助言・勧告を受けるため、「経済的包摂に関するFDIC諮問委員会(ComE-IN)」の設立を承認した。委員会のメンバーは、銀行業界、州規制当局、政府、学界、消費者・国民支援組織、地域社会グループ、及び銀行関連業務によって影響を受けるグループを代表している。他方で、銀行、地域団体、社会事業財団、教育関係者、及びFDICの6区域それぞれにおける地域・州・連邦の規制諸機関の広範な連携である「経済的包摂のための同盟」（Alliance for Economic Inclusion：AEI）を創設した。AEI構想の目標は、中・低所得者地域、少数民族地域及び農村地域を含むすべての銀行を利用していない人達、及び十分なサービスを受けていない人達を金融主流に引き込むこととされる。

2007年からは、全国9市場でAEI構想に着手し、基本的なリテール金融サービスの拡充について、金融機関、地域団体、及びその他の協力者との広範囲な連携が形成された。サービスには、貯蓄口座、手頃な送金手段、小口ローン・プログラム、対象を絞った金融教育プログラム、代替的送金手段及び他の資産形成プログラムや担保処分回避の取組みも組み込まれた。他方、FDICは金融面で困難な状態にある住宅資金の借り手を支援することに焦点を当て、AEIを通じて、また非営利全国組

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

織である「ネイバー・ワークス・アメリカ」と連携して、サブプライム・ローン及び非伝統的住宅ローンによる担保処分の危機にある顧客のために、担保処分の回避対策を推進した。

サブプライム・ローンの不良債権化問題顕在化を経た、リーマン・ブラザース経営破綻と金融危機の 2008 年に、FDIC は、銀行サービスが行き届いていない人々に対し、AEI 構想を新たな地域に拡大している。また、担保処分防止の取組みも、構想に含めた。具体的施策としては、中・低所得層への住宅ローンに関するフォーラムの開催、成果の銀行関係者等への伝達、銀行による手ごろな小口ローンについての試験的プロジェクトの立ち上げ、などがある。

2009 年になると、AEI 構想をさらに新たな地域に拡大するとともに、AEI に倣って設立された地域構想の主導や、「全米都市連盟」と協力した、銀行利用促進のための「バンク・オン」キャンペーンの立ち上げに取り組んだ。

FDIC では 2011 年に、銀行取引のない、あるいは不十分な人や世帯へのサービス提供の取組みを評価する調査を、「国勢調査局」(United States Census Bureau)との連携により実施しており、結果分析は 2012 年に完了して調査結果が公表された。調査の重点は、銀行の基本的な決済性口座・普通預金口座プログラム、補助的な商品・サービスの提供、及び金融教育・アウトリーチへの取組みに置かれている。

また、AEI の結成をさらに進め、銀行取引のなかった人々による新規口座開設、取引開始などに結び付けている。2011 年には、同盟が結成されている市場圏が、14 地域から 17 地域に拡大した。会員組織数も同年中に 44%増加して 1,613 団体となり、年間で 17 万を超える新規口座が開設されている。

FDIC では 2013 年にも、銀行取引のない人、不十分な人についての調査を国勢調査局と実施した。基本的な当座預金口座、普通預金口座の保有に焦点をあてたものだが、世帯における主流外の金融サービスの利用についても調査した。調査結果は 2014 年に公表されている。銀行関係者、地域社会や消費者の組織、及び学識経験者からなる、FDIC の「経済的包摂に関する諮問委員会」は、銀行取引のない人々を金融の主流へと導く戦略を模索し、2013 年には、家計貯蓄の増進、携帯電話を通じた支援、学齢期にある若年層に金融教育を行う戦略研究、及び、安全で、手頃な貯蓄商品や決済商品の利用の提供、などに注力した。

また地方段階では、AEI が、銀行取引のない人、不十分な人を金融の主流に導くため、金融機関、地域社会組織、地方政府機関、その他関係者等との提携を全国各地で取りまとめた。この取組みにより、基本的なリテール金融サービス、たとえば、当座預金口座や普通預金口座、手頃な送金商品、小口ローン、的を絞った金融教育プログラム、及び資産形成プログラムなどの利用向上が図られた。

2014 年、FDIC が国勢調査局と合同で行う「銀行取引のない世帯・不十分な世帯の全国調査」は、人口の相当部分が、保険加入金融機関と取引関係がないか、金融サービス・ニーズの充足の際の代替的な金融サービス・プロバイダへの依存、を実証している。消費者保護、主流の銀行サービスの利用拡大の取組みの継続において、FDIC の「経済的包摂に関する諮問委

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

員会」は、消費者に対する銀行サービス拡大のための新方策に力を入れた。2014年には、数行が低コストの決済性口座を提供したが、これは、同委員会による基準(注16)に基づいて作成された、FDICの「安全」決済性口座モデルの様式に合致するものだった。これらの安全口座は、80%近くの米国国民が住む郡に支店のある銀行により、安全で料金の手頃な決済サービスとして提供されている。銀行関係者、地域社会や消費者の組織、及び学識経験者からなる同諮問委員会はまた、携帯電話によるバンキング技術が銀行システムへの経済的包摂の拡大に寄与する程度の見極めに着手するとともに、障害のある個人の金融サービス・ニーズに対処する機会を探った。

⑤多様性にかかる施策

a.ドッド・フランク法第342条

ドッド・フランク法は、FDIC等規制当局の多様性への対応についても規定を設けている。法第342条により、財務省、FDIC、「連邦住宅金融庁(FHFA)」、各連邦準備銀行、FRB、NCUA、OCC、「証券取引委員会(SEC)」及びCFPB等金融規制当局は、ドッド・フランク法成立後6ヶ月以内に、それぞれ「少数民族・女性企画推進室(Office of Minority and Women Inclusion:OMWI)」を設置し、経営陣、雇用、業務のあらゆる場面での多様性推進が義務付けられている。OMWIは、各機関の経営陣、雇用及び業務活動における多様性に関連するすべての事項について責任を負うとしている。さらに、各OMWIの室長は、①平等な雇用機会及び当該機関の従業員・上級管理者の人種・民族・性別の多様性、②当該機関のプログラム及び契約における少数民族・女性経営の企業の参加増加、③当該機関の規制対象事業体の多様性に関する方針と実践の評価、これらの基準を整備し、各OMWIの室長は、当該機関の政策・規制が少数民族・女性経営の企業に与える影響について、当該機関の長に助言するとともに、当該機関すべてのレベルのすべての業務・活動において、少数民族、女性及び少数民族・女性経営の企業の、公正な包摂及び利用を最大限保証するための基準と手続の策定と実施を定めた。

b.業務の外部委託先選定

FDICはその業務に外部委託を活用している。2014年には、締結した業務委託契約合計1,072件のうち288件(26.9%)を、FDICは「少数民族・女性経営の企業(MWOB)」に発注した。FDICは2014年に、総額では6億8,680万ドルの契約を発注しており、うち2億3,990万ドル(34.9%)がMWOBに対して発注された。「少数民族・女性経営の法律事務所(MWOLF)」への法的委託件数は、2014年には、委託件数全体の16%であり、外部弁護士に対する総支払額の13%にあたる1,530万ドルが、MWOLFに向けられた。2015年以降も委託先選定における積極的格差是正措置がとられている。FDICの指導下で、コミュニティ銀行の現場においてもそうした方向での配慮は行われているのであろう。

2015年には、FDICは、企業展示会、個別商談会、パネル展示会など、全部で34の催しに参加した。情報の提供や照会への応答など取組みの対象は、MWOBとMWOLF、加えて退役軍人経営の企業や環境に恵まれない零細企業である。参加業者には、FDICの委託契約手続、元請け業者の連絡先、及び今後予定される勧誘の見込みが

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

提供された。参加業者はまた、「受託業者情報リスト」への登録を勧奨された。

FDICは2015年8月に、他の7つの規制機関と「成功への協力」を共催した。「北バージニア調達斡旋専門的支援プログラム(PTAP)」と協力した技術専門的支援の催しであり、目的は連邦政府との契約活動に興味を示すMWOBとのネットワークを形成し、連邦政府との契約機会を作り拡大する一助となる情報のMWOBへの提供である。この催しは、ドッド･フランク法第342条の重要な条項の一つを支えている。その条項は、規制機関に、MWOBの公正な参入の拡大と保証、及び調達手続きのMWOBに対する専門的支援とガイダンスを、義務付けている。

3 おわりに

コミュニティ銀行に対する施策の細部や効果は不確かながら、規制当局であるFDICによる金融包摂等政策の一端を年報の記述を基に概説し、間接的に米国の地域金融機関であるコミュニティ銀行の事業が直面する金融排除等問題の局面とその振幅の把握を試みた。

FDICによる金融包摂等政策は、地域社会開発、少数民族対策、消費者保護、金融教育、女性等経済的包摂、多様性対策等々課題設定は多岐に渡る。

設定課題には、地域社会開発などコミュニティ銀行の基盤とする社会的土壌に根差すものもあるが、米国の自由な金融市場の世界に、様々な人工的な手が加えられているのがわかる。市場の失敗を補完して健全性を保つというより、理念的な外部的枠組みの反映の色合いも濃い。

その設定課題がそのままコミュニティ銀行の現在の事業特性を示すわけではない。しかし、コミュニティ銀行は米国の金融排除等問題の前線にあるが、包摂の担い手としての機能は十分でないとFDICが見なしているのは確かだろう。極度の市場経済の下でウォール街に軒を並べる大銀行が利益を競い合っている印象が流通している一方、今日でも米国では地域に根差したコミュニティ銀行が大きな社会的位置を占めて様々な問題の結節点となっており、金融排除等問題も発露しやすいということかもしれない。

また、ドッド･フランク法の定めるところもあり、FDIC等規制機関は、金融システムの安定のための経済的包摂や消費者保護、少数民族や女性の社会参画にかかる施策等多面的に活動している。法的な基礎付けの上に展開されている諸施策は、時代の思潮への公的規制機関の過度な傾斜への懸念も含めて、政治状況等も反映しつつ変化もしていくだろう。

米国における金融包摂等政策の方向性や濃淡は米国固有の国情を反映している。広大な国土に隔絶して自立する地域社会と人口の遍在等、根強い少数民族等人種問題、地域や人種間そして経済全般における貧富の格差等々。適した可能な教育機会やサービス及び情報の提供により健全な市場への不断の復元が試みられる。多様な金融教育のツール提供などは、経営体として小さいコミュニティ銀行の体制を補完するものとして興味深い。

日本における金融包摂等施策は米国におけるほど存在感は大きくない。担保や信用力を過度に重視しすぎて将来性や地域貢献性のある事業融資に消極的だとする「日本的金融排除」の存在も強調されたが、規制当局、全銀協等業界のセンターの施策も比べれば控えめである。米国

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

コミュニティ銀行に比べると、個別金融機関に組織的な対応力もある。人種差別問題などは米国におけるほど先鋭化してはおらず、むしろ地域差や過疎化による問題があるかもしれない。

しかし、制定法であれソフトローであれ、「アファーマティブ・アクション」(Affirmative Action(注17))的な要素を含む金融機関一律の枠組みを要すようには思えない。米国や欧州におけるような銀行をして金融包摂等に誘導する様々な施策を、監督・検査及び規制機関の主導的機能等で施す必然性には距離がある。

金融機関もまた多くは私企業であり、それぞれの経営環境や個々のあるいは業態等による組織の志向により、収益確保しつつ金融包摂等を状況に応じて事業の中で積み重ねることは社会全体にとって好ましい。それぞれの企業の創業の目的・来歴や「社是」、業態の伝統や主義とも繋がる。規模を要する施策には、業態のセンターに期待される機能もあるだろう。

多重債務者問題、生活保護受給者、障がい者、高齢者問題等々、社会的課題は様々に存在する。金融機能による社会的課題の解決はSDGs等に見られるように近年の時流でもある。地域差や過疎化の包摂は津々浦々の郵便局や夥しい数の地域金融機関が担ってきたが、合併統合や支店統廃合の進行は課題を顕在化させる。デジタル技術の金融への活用といった新たな要素も加えながら、店舗展開の変容に伴う問題の緩和も求められるだろう。

(22.2.22現在)

脚 注

(注1) 世界銀行による定義「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」。

(注2) FDICの業務は「預金保険」「監督及び消費者保護」「管財業務管理」の三大業務、とその他業務とされる。

(注3) 設立経緯等については以下の文献を参照されたい。
㈶農村金融研究会訳『米国の預金保険制度-その歩みと改革への提言-』(2005)、農水産業協同組合貯金保険機構刊(収録されている「合衆国預金保険小史」は原書名FDIC(1998)'Brief History of Deposit Insurance in the United States'を、「約束の遵守-預金保険改革への提言-」は原書名FDIC(2001)'Keeping the Promise: Recommendation for Deposit Insurance Reform')を訳出したもの。)

(注4) FDICによる研究(2012)(注8)では、多くの研究者が総資産10億ドル以下の金融機関という定義を採用してきたとしている。

(注5) FDIC"*Annual Report 2007*"(FDIC『連邦預金保険公社2007年次報告書』㈶農村金融研究会訳(2008),農水産業協同組合貯金保険機構刊)

(注6) 資産が10億ドル未満のコミュニティ銀行は、米国における銀行資産のわずか1割強にとどまるが、FDIC被保険預金取扱金融機関が企業や農場に対して行う小口融資全体の4割強を、コミュニティ銀行が提供しているとされる。

(注7) FDIC"*Annual Report 2012*"(FDIC『連邦預金保険公社2012年次報告書』㈶農村金融研究会訳(2013),農水産業協同組合貯金保険機構刊)

(注8) "FDIC Community Banking Study"(2012)、米国連邦預金保険公社『米国コミュニティ銀行業務の研究』(2019)、(農林中金総合研究所刊)。

(注9)「少数民族の預金取扱金融機関」については以下参照。
Federal Register/Vol. 67, No. 73/Tuesday, April 16, 2002、
https://www.fdic.gov/regulations/laws/federal/02sopminor.pdf

(注10) FDIC「少数民族の預金取扱金融機関に関する方針文書」(*POLICY STATEMENT REGARDING MINORITY DEPOSITORY INSTITUTIONS*)については以下参照。
https://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/5000-2600.html#fdic5000policyso

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

(注11) 2005年8月末にルイジアナ、ミシシッピ、アラバマの三州を直撃した大型ハリケーン。ジャズ発祥地で黒人貧困層の多いニューオーリンズの8割が冠水。死者1,800人以上という米史上最悪の自然災害。沿岸低地堤防の工事遅延、政府・州政府・市当局の連携不全、高齢者と低所得者層の避難体制不備等で被害拡大。米社会の貧富の格差や人種問題が注目された。

(注12) 『少数民族の預金取扱金融機関、その構造、業績、社会的影響』(*Minority Depository Institutions: Structure, Performance, and Social Impact*)
https://www.fdic.gov/bank/analytical/quarterly/2014_vol8_3/mdi_study.pdf

(注13) 国勢統計区は、米国の国勢調査局によって用いられる国勢調査における地理的単位の一種。郡よりも小さい区画であり、景観上の特徴や行政区画などに沿って区切られている。

(注14) マネー・スマートについては以下参照。
FDIC, *Money Smart* - A Financial Education Program,
https://www.fdic.gov/consumers/consumer/moneysmart/
https://www.fdic.gov/consumers/consumer/moneysmart/adult.html

(注15) 中国南部、ベトナム、ラオス、タイなどに住むモン族 (Hmong)の言語の総称。米国にはミネソタ州を中心に30万人ものモン族が居住。ベトナム戦争時に米軍側につき、終戦後に難民となって数千人がミネソタ中部に移住した。

(注16) FDICの安全口座モデルについては以下参照。
FDIC Model Safe Accounts Pilot
https://www.fdic.gov/consumers/template/

(注17) 積極的格差是正措置。

参考文献

本文及び脚注記載以外

[1]Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)”*Annual Report*”(2003～2015)

https://www.fdic.gov/about/financial-reports/reports/index.html

(同上に関わる農水産業協同組合貯金保険機構、㈶農村金融研究会、(一財)農村金融研究会の翻訳資料を参照。)

[2]土田壽孝、鈴木誠、佐々木隆、原弘平、田代雅之 [2017]『リーマン･ショックと米国連邦預金保険公社～激変した金融市場との10年～』, (一財)農村金融研究会刊

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

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

2022年3月号　第33巻　第3号･通巻376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