

金融市場

潮流

政治リスクに翻弄される寅年相場 … 1

情勢判断

国内経済金融

ウクライナ戦争で先行き不透明感を増す国内景気

～行動制限の緩和で4月以降は再び持ち直しへ～

… 3

経済見通し

2022～23年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）

…13

情勢判断

米国経済金融

利上げによる景気のピークアウトも

～対ロシア制裁から、高インフレはさらに長期化する見込み～

…17

中国経済金融

成長率目標の達成に向けて総力を結集する中国

～1～2月期の主要経済指標は持ち直しも先行きには懸念～

…25

分析レポート

ロシアによるウクライナ侵攻と欧州経済

～当面の影響ばかりか中長期間に渡る影響に
要注意～

…33

今月の焦点

データで見る2021年の家計の資産形成・

運用動向

…37

海外の話題

ソブリンウェルスファンド：Temasek Holdings …42

2022.4

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>

政治リスクに翻弄される寅年相場

代表取締役社長 川島 憲治

すでに 2022 年も 3 ヶ月が過ぎたところであり、今さら干支の話をするのはどうかとは思いますが、改めて今年の干支である寅年にちなんだ相場について触れてみたい。

いわゆる相場格言では「寅千里を走る」といわれており、躍動する勇ましさを感じられるわけだが、実際のところ戦後の寅年相場は 1 勝 5 敗と十二支のうち断トツの最下位となっている。

それぞれの寅年の騰落率と主な出来事は下表を参考にしてほしい。

＜寅年における日経平均騰落率＞

	騰落率	主な出来事
1950 年	▲7.3%	朝鮮戦争勃発
1962 年	▲0.8%	キューバ危機
1974 年	▲11.4%	ニクソン大統領辞任、田中首相辞意表明
1986 年	+42.6%	チェルノブイリ原発事故、国鉄分割民営化
1998 年	▲9.3%	ロシア危機、橋本首相辞任、長銀破綻
2010 年	▲3.0%	ギリシャ危機

過去 6 回の寅年相場を振り返ってみると、戦争の勃発や核戦争の危機、諸外国の深刻な財政危機、そして国のトップの辞任があり、直接的な因果関係はともかく株価の下落とグローバルな政治リスクの発現が同時に発生したことが多いのが分かる。

今年はもともと、韓国、フランス、フィリピン、ブラジルといった国々で大統領選挙が行われるとともに、日本では参議院議員選挙が行われ、そして中国では習近平国家主席の異例の 3 期目がかかる共産党大会の開催が予定されている。そして、米国においては 11 月に中間選挙を控えるなか、インフレ抑制に向けた金融政策の行方に大きな関心と注目が集まり、株式相場は調整局面が予測されていたところである。

まさに、政治的に重要な年であったのは間違いない。

こうしたなか、年初の想定をはるかに超える事態が発生してしまった。

ロシアによるウクライナ侵攻である。

現状の国際秩序を力に変更しようとするロシアの暴挙に対し、多くの国々から強烈な非難と反発をよんでいる。日本を含む欧米諸国は、ロシア中央銀行の資産凍結や国際金融決済網からのロシア主要銀行の排除、さらには大手企業のロシアからの撤退や事業中断等々、金融・経済両面からもロシアに徹底して対抗する姿勢を示している。

また、これまでの世界では、SDGs や ESG、気候変動への取組み等、地球規模での環境・社会課題を前にして、先進国も途上国も様々な事情はあるにせよ共に手を取り合って課題解決を目指そうとする機運が盛り上がってきてただけに、こうしたロシアの暴挙は、一気に時代を揺り戻し、逆回転させてしまわないか心配されるところである。

いずれにせよ、まずは一日も早い停戦合意によるウクライナ国民の安全の確保と秩序ある世界の回復を願うばかりである。

株式相場に話を戻すと、ウクライナ侵攻により一気にリスクオフモードとなり本稿執筆時における主要株式市場の年初来変動率は、日経平均が▲5.5%、S&P500 が▲5.3%等と下落している（3/22 終値ベース）。

寅年は、年後半でボトムになることが多いとも言われているが、せめて今年は「寅、千里往って、千里帰る」という「往来相場」になぞらえて年末には反転することを願いつつ、来年の「卯、跳ねる」相場を見据え、虎視眈々と相場に臨む心構えを持っていきたいところだ。

ウクライナ戦争で先行き不透明感を増す国内景気

～行動制限の緩和で4月以降は再び持ち直しへ～

南 武志

要旨

ロシアのウクライナ侵略を受けて、原油・穀物などの一時産品価格が急騰したほか、西側諸国がロシアに厳しい経済制裁を課し、ロシアもその報復措置をとるなど、コロナ禍からの持ち直しを模索する世界経済に新たな障壁が立ちはだかっている。日本はロシアとの直接的な貿易取引は小さいものの、欧州のエネルギー問題、資源・エネルギー高やインフレ加速、それらに対する主要国での金融政策対応など、先行き不透明感が一段と高まっている。

足元の日本経済は、オミクロン株によるコロナ感染「第6波」によってサービス消費が再び落ち込むなど景気の足踏み感が強まったが、3月21日を以て「まん延防止等重点措置」が全て解除されたほか、3回目のワクチン接種も順調に進んでいることから、4月以降は再び国内景気の改善が強まるとみられる。ただし、ウクライナ戦争の行方や半導体不足など「供給の混乱」、投入コストの高騰など、下振れリスクは少なくない。

金融資本市場には不規則な変動も散見されるが、海外金利の上昇圧力を受けてドル円レートが約6年ぶりの円安水準となっており、日本銀行の政策対応の可能性に注目が集まっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2022年				2023年
		3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.005	-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	-0.10～0.05	-0.10～0.05	-0.10～0.05
国債利回り	20年債 (%)	0.715	0.45～0.85	0.45～0.85	0.45～0.90	0.45～0.90
	10年債 (%)	0.230	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.30
	5年債 (%)	0.045	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.15
為替レート	対ドル	121.6	110～125	110～128	110～128	110～128
	対ユーロ (円/ユーロ)	133.5	120～145	120～145	120～145	120～145
日経平均株価 (円)		28,110	28,500±3,000	29,500±3,000	30,500±3,000	31,000±3,000

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

(注)実績は2022年3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。

ロシアのウクライナ侵略で世界経済の不安定さが高まる

2月24日にロシアがウクライナに対して軍事侵攻を開始して1ヶ月が経過した。2014年2月のロシアによるクリミア併合以降、ウクライナ東部2州(ドンバス地方)は親ロシア勢力が実効支配し、ウクライナからの分離独立を画策してきたが、それを阻止したい政府軍との間で散発的な紛争が起きていた。15年2月にはミンスク2に基づく停戦が合意されていたものの、双方とも履行しておらず、21年10月にはウクライナが親ロシア

勢力を攻撃したことで、緊張感が高まりつつあった。こうした中、2月21日にロシアは「ドネツク人民共和国」と「ルガンスク人民共和国」の独立を一方的に承認、治安目的のための派兵を発表するなど、一気に緊迫化した。

ロシアが圧倒的な軍事力を有しているものの、ウクライナの首都を電撃的に陥落し、親ロシアの傀儡政権を樹立するという当初計画はウクライナ側からの激しい反撃によって実現に至らなかった。両国間では幾度か停戦協議が開催されたが、主張の隔たりはなお大きく、停戦には至っていない。いわゆる西側諸国（自由主義陣営）はロシアとそれに協力するベラルーシに対して厳しい経済制裁を講じるとともに、ウクライナに対して軍事的・人道的の両面から支援を行っているが、局面打開のためにロシアが大量破壊兵器を使用するのではないかと、そのリスクも意識されている。



一次産品価格の急騰

このような事態を受けて、21年入り後から上昇傾向にあった原油、穀物などの一次産品が一段と高騰している。西側諸国、特にドイツなどの欧州諸国ではエネルギー供給源としてロシア産の原油・天然ガスに大きく依存してきたが、経済制裁を強化する中でそうした状態からの脱却を迫られている。事態が悪化すれば、短期的にエネルギー不足に陥るような混乱が起きることもありうる。また、ロシアに賦存する希少資源や農水産物の輸入も滞る可能性もあるほか、ロシアに進出した企業では

コロナ感染が続く中、 「まん延防止等重点 措置」が解除

1～3 月期の国内景気 は足踏み

事業停止や撤退を余儀なくされている。今後、世界経済全体としてスタグフレーション的な様相が強まる可能性もある。

なお、日本との貿易（21 年）をみると、対ロシアの輸出シェアは 1.0%、輸入シェアは 1.8%であり、決して大きくない。とはいえ、資源高などが家計・企業マインドを圧迫するなど、様々な面で悪影響が出てくるリスクには注意したい。

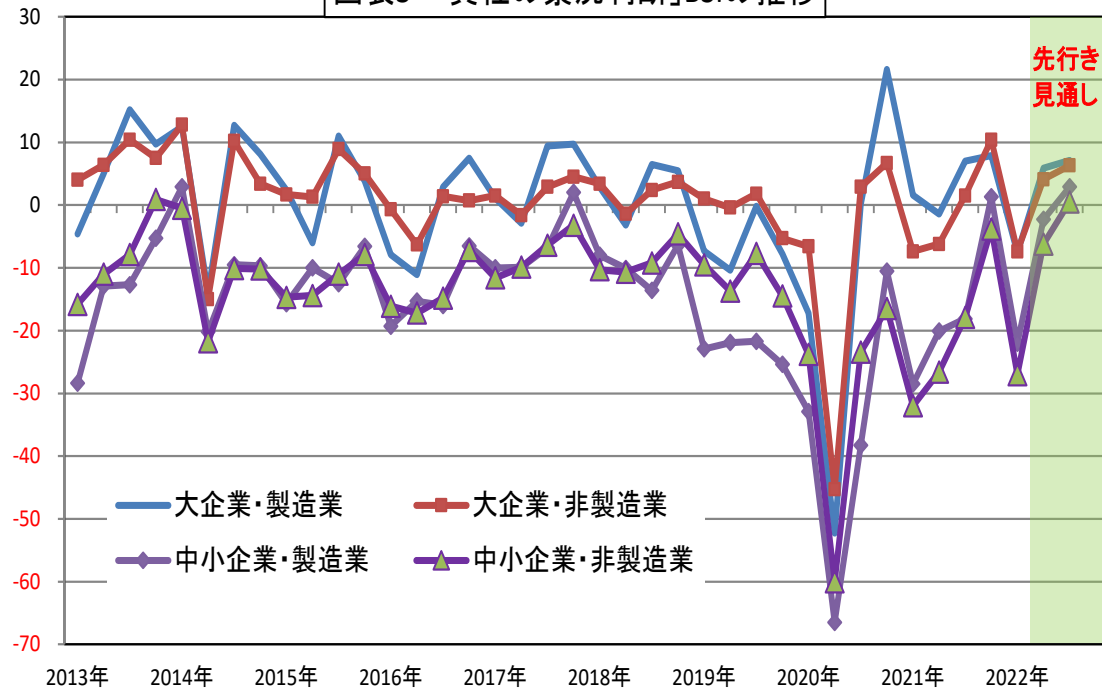
22 年入り後、オミクロン株による新型コロナ感染「第 6 波」が襲来、昨夏の「第 5 波」を大幅に上回る爆発的な感染拡大に見舞われた。政府は 1 月 9 日から「まん延防止等重点措置」を広島、山口、沖縄の 3 県に適用したのを皮切りに、適用範囲の拡大（最大 36 都道府県）と期限延長を幾度か繰り返した。その後、「第 6 波」は 2 月前半にはピークアウトしたが、新規感染者数は下げ渋っており、3 月下旬でも「第 5 波」のピークを上回っている状況である。

しかし、政府は病床利用率や在宅療養者数などが明確に低下しているとして、18 都道府県に対して延長適用していた「まん延防止等重点措置」を期限の 3 月 21 日で全面解除した。今後、オミクロン株亜種（BA. 2）に置き換わっていく可能性も指摘されるほか、ブラジルで「デルタクロン株」なる新たな変異ウイルスが確認されたと報じられるなど、引き続き感染予防には万全を尽くす必要があるが、先行きサービス消費などが 1～3 月の落ち込みを取り戻していくことが期待される。

以下では足元の経済指標を確認したい。コロナ感染「第 6 波」の影響により、22 年入り後は全般的に景気の足踏み感が強まった。政府短観と称される法人企業景気予測調査（1～3 月期）によれば、代表的な大企業・製造業の景況感（貴社の景況判断 BSI）は▲7.6 と 3 期ぶりの悪化（10～12 月期から▲15.5 ポイント）かつ 3 期ぶりのマイナス（＝「下降」超）となった。調査時点は 2 月 15 日で、半導体不足などが長引くとの懸念が強まっていたほか、ウクライナ情勢の緊迫化によって原油などが高騰した時期でもあった。さらに、同・非製造業の BSI も▲7.4 と、10～12 月期から▲17.8 ポイントと 4 期ぶりの悪化かつ 3 期ぶりのマイナスであった。コロナ感染「第 6 波」の影響で 10～12 月期はともに 50 超の水準まで改善していた宿泊業・飲食サービス業、娯楽業の BSI はそれぞれ▲63.9、▲54.9 と大幅に悪化した。

(「上昇」・「下降」、%)

図表3 「貴社の景況判断」BSIの推移



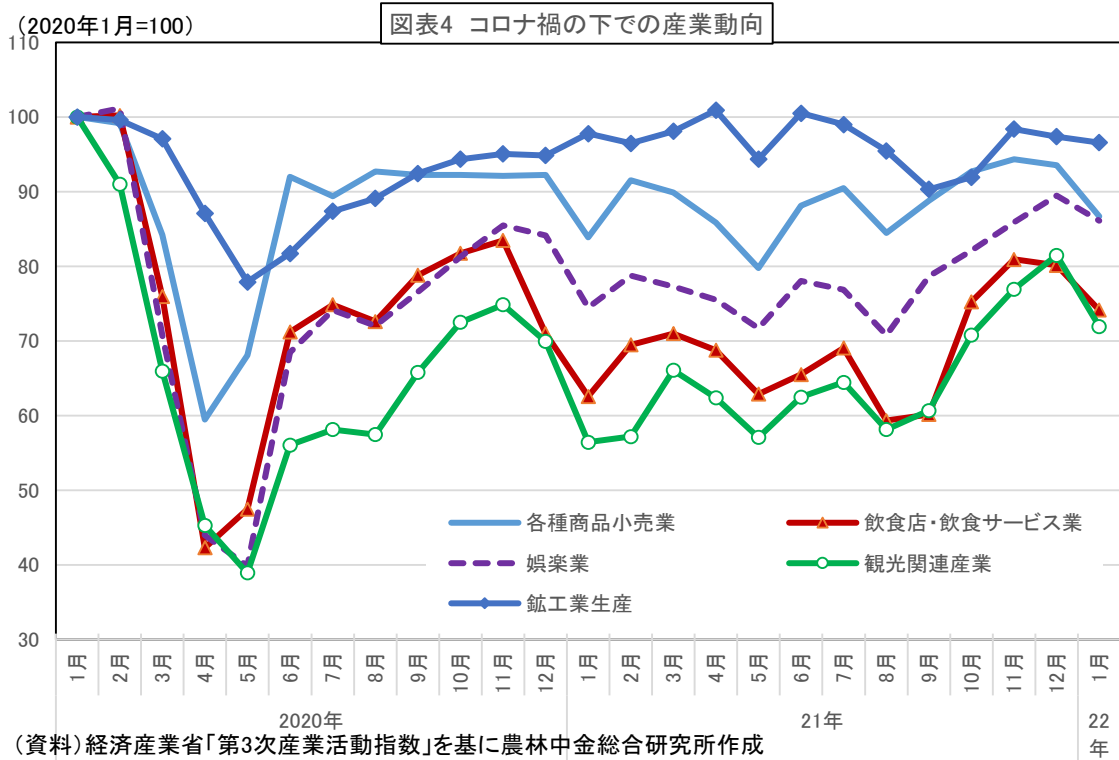
(資料)財務省・内閣府

サービス消費は再び悪化

また、2月の消費動向調査によれば、消費者態度指数は35.3と、前月から▲1.4ポイントの低下(3ヶ月連続)で、21年5月以来の水準まで悪化した。消費マインドに対する基調判断も「足踏みがみられる」から「弱含んでいる」へさらに下方修正された。

实体经济に目を転じると、感染「第6波」の影響で消費統計は弱含んでいる。1月の総消費動向指数(CTI マクロ、実質、総務省統計局)は前月比▲0.8%と5ヶ月ぶり、実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行)は同▲2.9%と2ヶ月連続で、ともに低下した。10~12月平均と比べ、それぞれ▲0.4%、▲2.5%の悪化となっている。サービス消費の落ち込みが顕著であるが、第3次産業活動指数からも対面型サービス業の悪化が見て取れる。

輸出・生産関連の統計からは半導体不足の影響が続いていることが見て取れる。2月の実質輸出指数(日本銀行試算)は前月比3.8%と3ヶ月ぶりの上昇ながらも、自動車関連は頭打ち気味であり、勢いが乏しい。国内の自動車メーカーが21年度下期に予定していた挽回生産は後ズレしており、その時期の目途が立たない状況である。



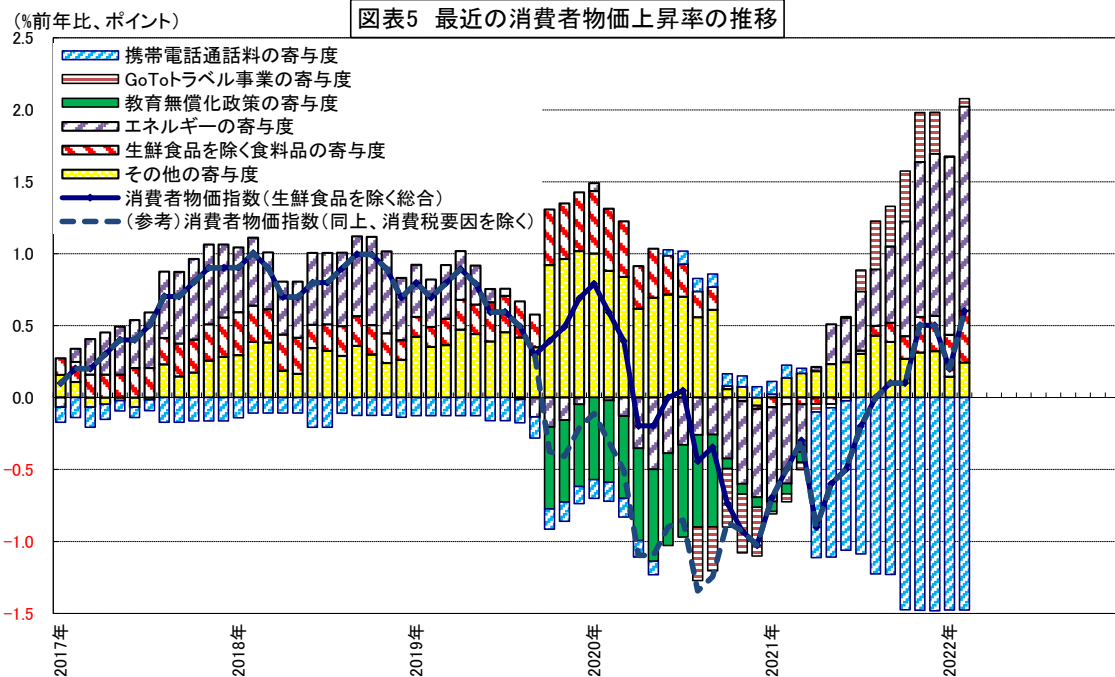
経済見通し：4～6 月期は再び持ち直 すものの、先行き 不透明感は根強い

以上のように、新型コロナの新規感染者数は依然として高いものの、3月21日を以て行動制限措置が全て解除されたこと、さらに3回目のワクチン接種も急速に進んでいること（国民の36.8%が完了、24日発表）もあり、飲食業、宿泊業、旅行業などのサービス業を中心に、持ち直し傾向が再び強まると思われる。政府は都道府県限定だった地域観光事業支援（県民割）について、対象地域を北海道・東北、関東、北陸信越・中部、近畿、中国・四国、九州・沖縄の6ブロックに拡大する方向で検討しているほか、GoTo トラベル・キャンペーンの再開時期を探るなど、需要喚起を促す構えである。

一方で、ウクライナ情勢の行方は日本のみならず、世界経済の先行きにとって大きなリスク要因として立ちはだかっている。インフレ加速が続く欧米諸国では利上げや量的緩和の縮小など、金融政策の正常化に着手しているが、一次産品価格が一段と上昇すれば、金融引締めペースやその度合いが強まり、世界経済の腰折れリスクを高めかねない。

当総研では、1～3月期の経済成長率を前期比年率▲1.9%と2四半期ぶりのマイナスとする一方、4～6月期には同5.4%とリバウンドがみられ、その後もしばらく持ち直しが続くと予測

している。ただし、物価高による家計の実質所得の目減りも想定され、消費のリバウンド力は当初の想定よりも緩慢になると思われる。さらに、22年度上期にかけて東日本を中心に電力需給の逼迫が顕在化する可能性もあるなど、供給制約が意識される点にも注意が必要だ。また、ウクライナ戦争やそれに伴うロシア制裁（とそれに対するロシア側の報復）など、先行きの不透明感が高い状態が続くことになるだろう（詳細は後掲レポート「2022～23年度改訂経済見通し」を参照）。



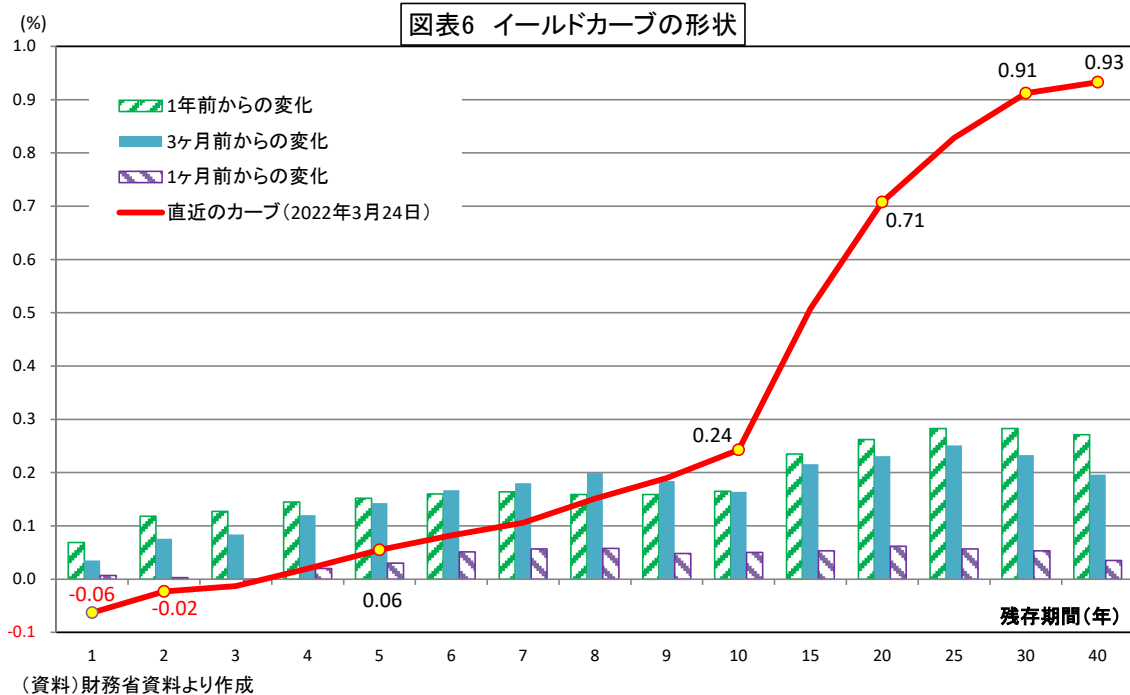
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価見通し：4月以降は2%前後まで一気に高まる

2月の全国消費者物価指数統計によれば、「生鮮食品を除く総合（コアCPI）」は前年比0.6%（6ヶ月連続のプラス）と、一旦鈍化した1月（同0.2%）から再び上昇率を高めた。コロナ禍の影響が出始めた20年2月以来の「高い」伸びである。一方、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」は同▲1.0%と、マイナス幅が小幅縮小したものの、11ヶ月連続の下落であった。エネルギーや加工食料、日用品などで値上げの動きが強まりつつあるものの、需要回復の勢いは鈍く、コスト上昇分を消費財・サービスに転嫁する動きは依然低調である。

しかし、ウクライナ情勢を受けて国際商品市況は一段と高騰したほか、4月以降は携帯電話通信料のマイナス寄与が解消に向かう（4月は物価上昇率を+1ポイント程度押し上げるとみら

れる) ことから、22 年度入り後にはコア CPI は一気に 2% 前後まで高まる。さらに値上げの動きが本格化すれば 2% 超の期間がしばらく続く可能性がある。一方で、賃金上昇を伴わない形で物価上昇によって家計の実質購買力は低下し、消費回復の勢いを削ぐことも懸念される。



金融政策：黒田総裁は大規模金融緩和の継続を繰り返し表明

インフレが加速している欧米各国の中央銀行では金融政策の正常化を始める動きが散見される。一方、上述の通り、1% 弱の物価上昇にとどまっている日本銀行は大規模な金融緩和を継続する方針を崩していない。実際、3 月 17～18 日に開催された日銀の金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続が決定された。ただし、CP 等、社債等の買入れに関しては、4 月以降、コロナ前の買入れ方針に戻ることとなっている（3 月末までは合計約 20 兆円の残高を上限、4 月以降はそれぞれ約 2 兆円、約 3 兆円の残高を上限）。

黒田総裁は、現状のようなコストプッシュ型のインフレは持続性がなく、むしろ家計の実質所得の減少や企業収益の悪化を通じて、日本経済に悪影響を与え、持続的・安定的な物価上昇を目指して現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが適当との見解を繰り返している。また、円安が日本経済に与える影響についても、全体としてはプラスになるという基本的な構図は変わっていない、としている。

金融市場：現状・見通し・注目点

長期金利は一時誘導目標の上限に迫る

長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

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に追随して政策正常化を開始する、といった観測が燦り続けているのも確かであり、年初来、イールドカーブは全般的に上方シフトした状態が続いている。

上述の通り、新年度入り後は消費者物価上昇率が 2%前後まで一気に上昇し、その状態がしばらく続く可能性が高い。さらに、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。

欧米諸国では想定以上のペースでインフレが加速、金融政策の正常化が急ピッチで進む可能性が浮上し、金利上昇圧力が発生している。また、ウクライナ戦争とそれに伴うロシアへの経済制裁（及びそれに対する報復措置）などもマーケットの材料となった。開戦当初はリスクオフが強まったが、停戦に向けて一定の進展がみられたとの報道が好感され、3 月下旬にかけては株価が持ち直す場面も見られた。こうした中、為替レートは日本円が全面安の展開となっている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

22 年入り後、米国の利上げ開始が現実味を帯びてきたほか、その後利上げも想定以上に速いペースになることが意識されて上昇した米国長期金利につられる格好で国内長期金利（新発 10 年物国債利回り）は上昇傾向を強めた。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、ウクライナ情勢の緊迫化を受けたリスクオフで一旦は 0.13%まで低下したものの、3 月に入ると米国長期金利の上昇圧力が再び強まり、足元の国内金利は 0.2%台まで上昇している。

日銀の方針によって 10 年ゾーンの金利については当面ゼロ%近傍（0%±0.25%）で推移するように操作されるとみられ、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、ウクライナ戦争の行方に影響を受ける動きが

続くだろう。



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

下押し材料は多いが、足元は円安が株価を支える展開に

② 株式市場

22年の年明け直後、日経平均株価は一時29,388円台まで上昇する場面もあったが、オミクロン株による加速度的な感染拡大、さらにはインフレ加速に直面する米国の金融政策の正常化が想定より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、原油などが急騰したことから、3月上旬にかけて続落、一時1年4ヶ月ぶりとなる24,000円台まで下落した。その後、アラブ首長国連邦(UAE)が原油増産を支持する意向を示したことで、原油価格が一旦急落したほか、円安傾向が強まったこともあり、株価は持ち直しに転じ、直近は28,000円台を回復した。

先行きは、ウクライナ戦争の展開に加え、それが内外の経済動向やインフレ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。3月に見られた株価の戻りがこのまま続くことは想定できず、再び調整色が強まることも十分あり得るだろう。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、年後半に向けて株価は徐々に持ち直していくと予想する。

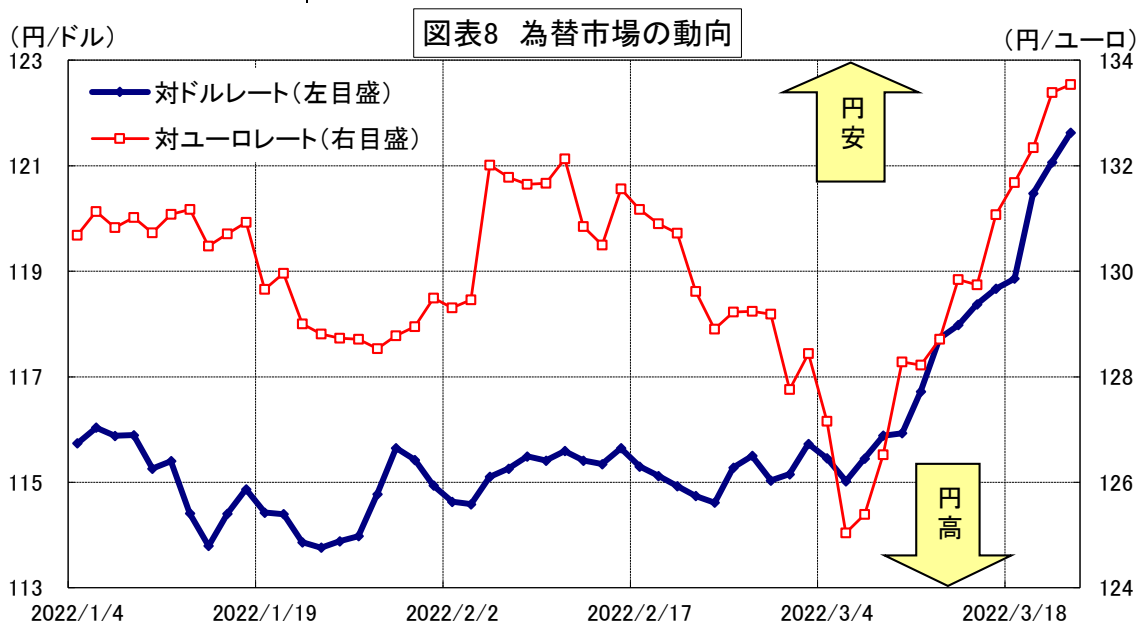
③ 外国為替市場

米国の金利先高観から円安が進行

米国のインフレ加速や高インフレの長期化見通し、それを受けた米国金融政策の正常化の思惑により、21年入り後のドル円

レートは概ね円安基調が続いた。22年の年明け後はしばらく1ドル=115円前後でもみ合いが続いたが、ロシアによるウクライナ軍事侵攻を受けた一次産品価格の急騰、日米間の金融政策の方向性の違いが明確になったことから、3月入り後は円安ドル高が進み、直近は6年3ヶ月ぶりの122円台となった。

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日本よりも強いことなどを踏まえると、引き続き、円安ドル高気味の展開が予想される。なお、ウクライナ戦争の展開次第では不規則な動きが強まる場面もあるだろう。



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

対ユーロレートは 引き続き乱高下し やすい展開と予想

対ユーロレートは、22年入り当初は1ユーロ=130円前後での展開であったが、2月に入るとユーロ圏のインフレ高止まり観測から年内利上げ予想が浮上、一時132円台までユーロ高が進行した。その後、ウクライナ情勢の緊迫化や開戦を受けて一旦は124円台まで円高が進んだものの、欧州中央銀行の政策正常化が意識されたほか、停戦への期待も加わり、直近は133円台まで急速に円安ユーロ高が進行した。

しばらくはウクライナ戦争の行方と金融政策の正常化の思惑に左右される展開が予想されるが、欧州はエネルギー問題を抱えていることもあり、一方的にユーロ高が進行する可能性は小さいと思われる。

(22.3.24 現在)



農林中金総合研究所 2022～23年度改訂経済見通し (2次QE後の改訂)

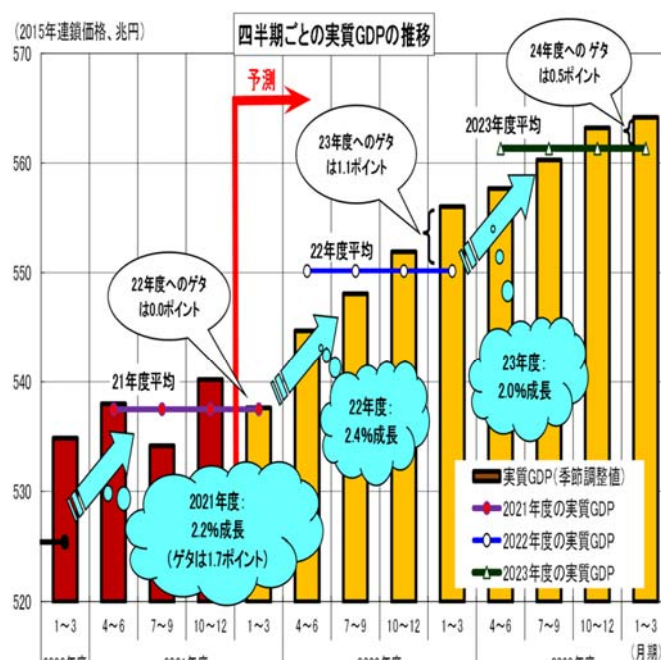
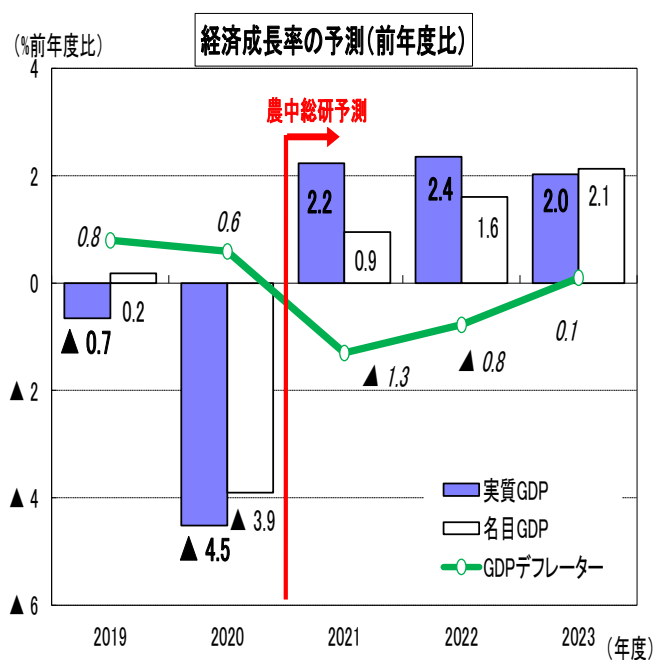
～2022年度:2.4%成長(下方修正※)、23年度:2.0%成長(下方修正※)～

※22年2月時点の当総研見通し(22年度:2.8%、23年度:2.4%)との比較

2022年3月9日

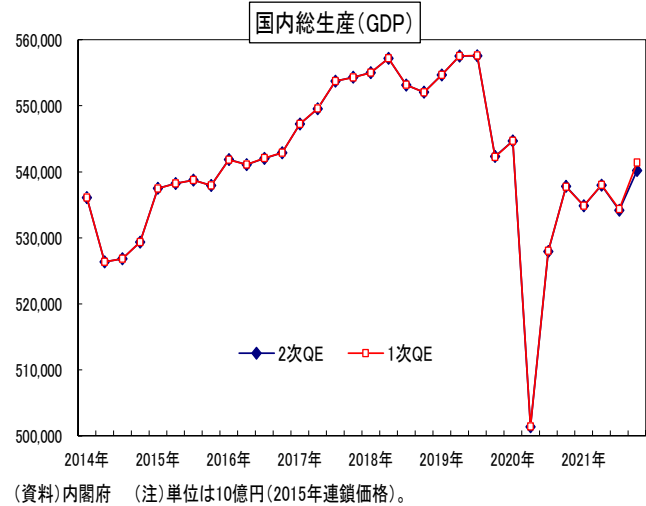
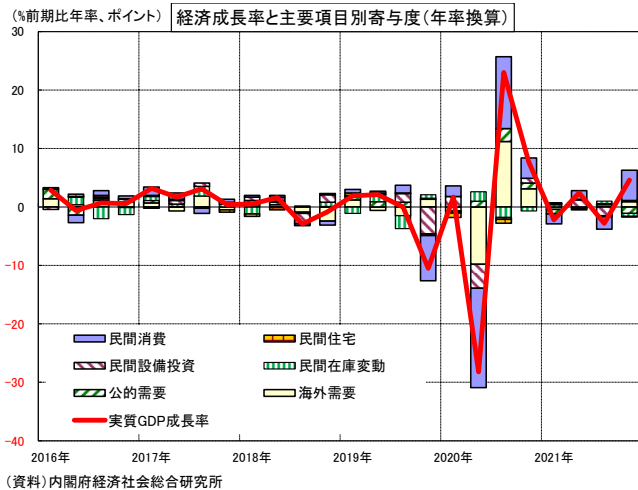
お問い合わせ先:(株)農林中金総合研究所
03-6362-7758(調査第二部 南)

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると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します。



1 GDP第2次速報(2次QE)の内容

- 2021年10～12月期の実質GDPは下方修正
 - 10～12月期の法人企業統計季報などが反映された2次QEで、実質GDP成長率は前期比年率4.6%(1次QE:同5.4%)へ下方修正されたが、2四半期ぶりのプラス成長は変わらず
 - 民間消費、民間企業設備投資、公的需要、輸出等、輸入等はいずれも小幅の下方修正
 - 名目GDPも前期比年率1.4%(1次QE:同2.0%)へ下方修正されたが、GDPデフレーターは前年比▲1.3%で変わらず
- 20暦年の実質成長率は1.6%(1次QE時は1.7%)、名目成長率も0.7%(同じく0.8%)へ、いずれも引き下げられた
 - GDPデフレーターは前年比▲0.9%で変わらず

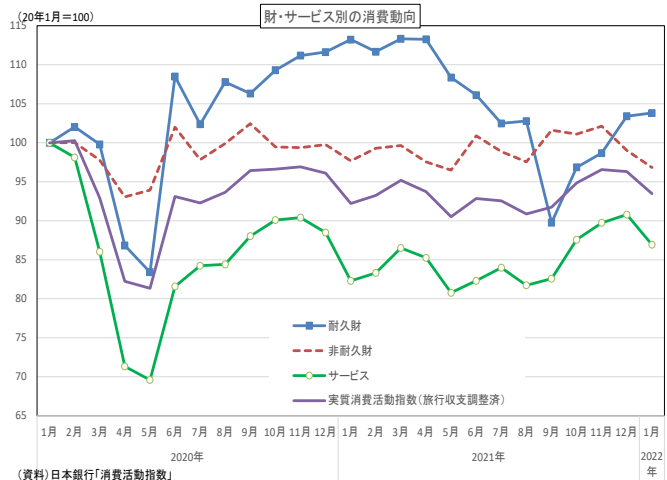
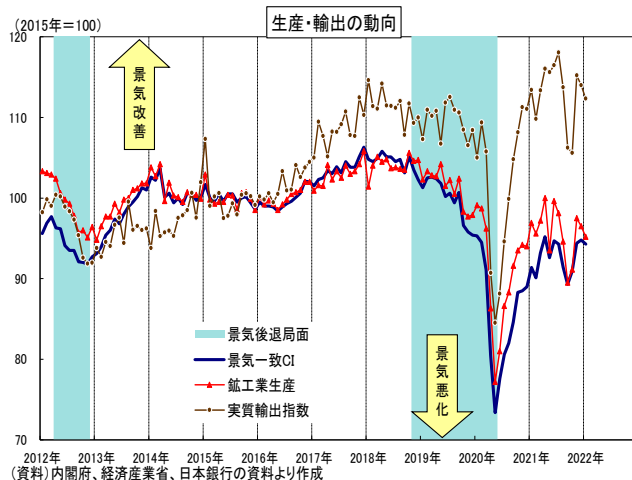


農林中金総合研究所

3

2 前回見通し発表後の経済指標の動き

- 景気は再び足踏み ～コロナ感染「第6波」はピークアウトしたが、地政学的リスクへの警戒高まる
 - 1月の景気動向指数のCI一致指数は4ヶ月ぶりの低下、それに基づく景気の基調判断は5ヶ月連続の「足踏み」
 - オミクロン株によるコロナ感染が爆発的に広がり(感染「第6波」)、最大で36都道府県に対して「まん延防止等重点措置宣言」が適用、消費者マインドが大幅に悪化
 - 2月上旬にはピークアウトした模様だが、行動制限措置の解除は慎重に判断している(3月9日時点で18都道府県に適用中)
 - 年末にかけて一旦は解消に向かった半導体不足などの供給の混乱が22年入り後に再び強まっており、自動車の生産・輸出・購入が弱含んでいる
 - 1月の消費者物価(生鮮食品を除く、以下コア)は前年比0.2%と鈍化(5ヶ月連続のプラス)
 - 直近はロシアのウクライナ侵攻により、原油価格が一時130ドル/バレル台まで急上昇する場面も

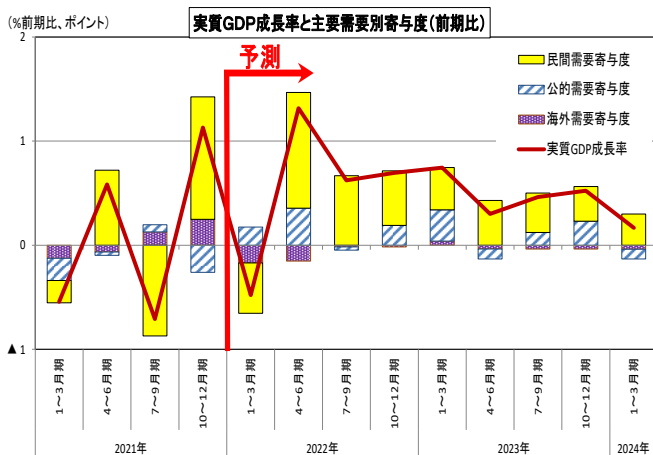


農林中金総合研究所

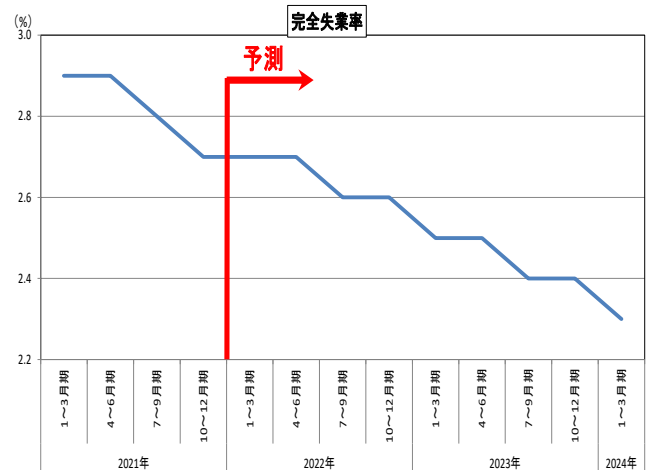
4

3 日本経済・物価の見通し

- 経済見通し ～2022年度は2.4%成長、23年度は2.0%(ともに下方修正)と予測～
 - － 足元1～3月期は、まん延防止等重点措置の適用などでサービス消費が再び減少しているほか、半導体不足などの供給の混乱による自動車減産が長引いており、輸出が弱含んでいることもあり、2四半期ぶりのマイナス成長と予想(前期比年率で▲1.9%成長)
 - その結果、2021年度は2.2%と3年ぶりのプラス成長が見込まれる
 - － 感染「第6波」の収束や3回目のワクチン接種の加速などで、22年度入り後はコロナ感染の景気への影響度は弱まるものの、ロシアのウクライナ侵攻によって資源・エネルギーが大幅に高騰し、企業・家計の支出行動を抑制するほか、欧州を中心に経済・貿易の鈍化が見込まれることから、国内景気は緩やかなペースでの持ち直しがしばらく継続
 - コロナ前(19年10～12月期、542兆円)の実質GDP水準は22年4～6月期にも回復するが、その後も持ち直しペースは緩慢で、直近ピークの19年7～9月期の水準(557兆円)は23年後半まで持ち越されると想定
 - ロシアへの経済制裁が一段と強化されると、内外景気の腰折れリスクが高まるのは必至



(資料)内閣府経済社会総合研究所データを用いて、農林中金総合研究所が作成

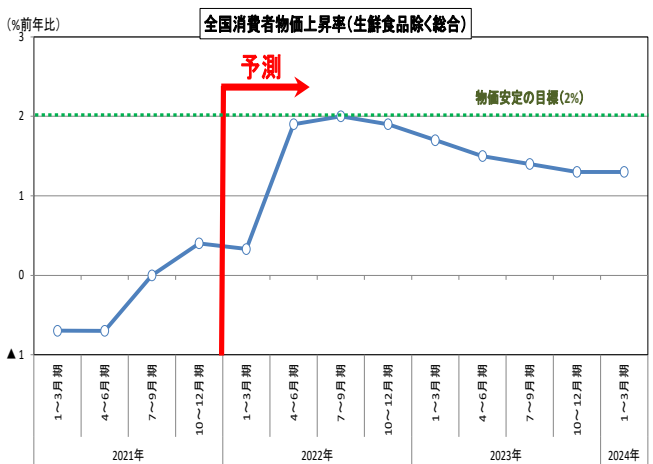


(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

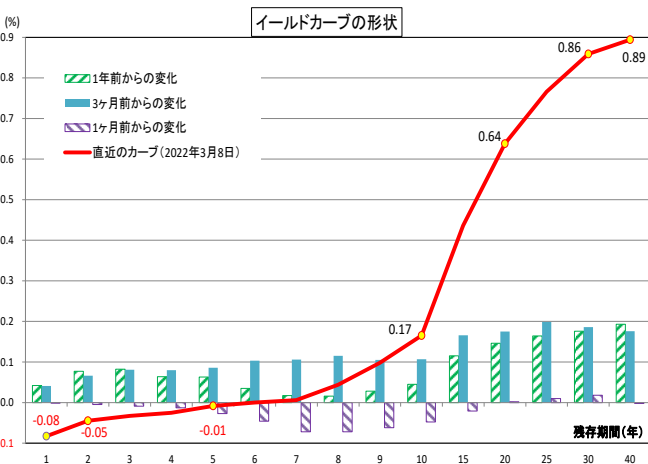
農林中金総合研究所

5

- 物価見通し ～2022年度は前年度比1.9%と上昇率が高まる(23年度は同1.4%)～
 - － 一次産品高騰の影響によってエネルギー、加工食品などを中心に上昇圧力が高まるが、実質賃金が減少し、家計の消費行動は抑制されることから、欧米諸国で見られるようなインフレ加速という事態は想定しがたい
- 金融政策、長期金利 ～粘り強く金融緩和を継続する方針、長期金利の上昇圧力は一旦解消～
 - － 日本銀行は2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する方針を継続
 - － 円安の施行次第では、日銀も海外中銀に追従して金融政策の正常化を開始するとの観測が浮上、長期金利は一時誘導目標(0±0.25%)の上限に迫ったが、日銀はそうした見方を否定し、「指値オペ」を通知するなど、金利上昇を抑制する姿勢を改めて示した
 - － なお、長期国債やETFの買入れペースは鈍化しており、実質的なテーパリングが進行中



(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成



(資料)財務省資料より作成

農林中金総合研究所

6

予測表(年度、半期)

	単位	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	0.9	1.6	2.1
実質GDP	%	▲ 4.5	2.2	2.4	2.0
民間需要	%	▲ 6.2	1.8	2.7	2.3
民間最終消費支出	%	▲ 5.4	2.4	3.2	2.2
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.2	▲ 1.3	0.1
民間企業設備	%	▲ 7.5	1.0	1.3	3.5
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	2.0	1.5
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	2.9	1.8
公的固定資本形成	%	5.2	▲ 7.3	▲ 1.9	0.2
輸出	%	▲ 10.5	12.3	1.0	4.0
輸入	%	▲ 6.7	6.1	1.8	4.5
国内需要寄与度	ポイント	▲ 3.9	1.4	2.6	2.2
民間需要寄与度	ポイント	▲ 4.6	1.3	2.0	1.8
公的需要寄与度	ポイント	0.8	0.0	0.5	0.4
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	1.0	▲ 0.1	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	0.6	▲ 1.3	▲ 0.8	0.1
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.4	7.1	9.1	5.5
全国消費者物価 (") (消費税要因を除く)	%	▲ 0.5	0.0	1.9	1.4
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)		(▲ 0.9)			
完全失業率	%	2.9	2.8	2.6	2.4
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 9.9	5.8	1.4	3.0
経常収支	兆円	18.2	12.4	8.8	12.1
名目GDP比率	%	3.4	2.3	1.6	2.2
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(0/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.01	0.00
新発10年物国債利回り	%	0.03	0.08	0.15	0.22
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	77.0	108.8	110.0

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

	単位	2020年度 通期	2021年度 通期	2022年度 通期	2023年度 通期
名目GDP	%	▲ 3.9	0.9	1.6	2.1
実質GDP	%	▲ 4.5	2.2	2.4	2.0
民間需要	%	▲ 6.2	1.8	2.7	2.3
民間最終消費支出	%	▲ 5.4	2.4	3.2	2.2
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.2	▲ 1.3	0.1
民間企業設備	%	▲ 7.5	1.0	1.3	3.5
公的需要	%	3.0	0.1	2.0	1.5
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	2.9	1.8
公的固定資本形成	%	5.2	▲ 7.3	▲ 1.9	0.2
輸出	%	▲ 10.5	12.3	1.0	4.0
輸入	%	▲ 6.7	6.1	1.8	4.5
国内需要寄与度 (前年比)	%	▲ 3.9	1.4	2.6	2.2
民間需要寄与度 (")	%	▲ 4.6	1.3	2.0	1.8
公的需要寄与度 (")	%	0.8	0.0	0.5	0.4
外需寄与度 (")	%	▲ 0.6	1.0	▲ 0.1	▲ 0.1
デフレーター (前年比)	%	0.6	▲ 1.3	▲ 0.8	0.1
完全失業率	%	2.9	2.8	2.6	2.4
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 9.9	5.8	1.4	3.0
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	81.1	85.9	85.3	85.0
経常収支	兆円	18.2	12.4	8.8	12.1
貿易収支	兆円	3.9	▲ 0.8	▲ 1.7	▲ 3.3
外需為替レート	円/ドル	106.0	112.1	117.3	118.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	77.0	108.8	110.0

	単位	2020年度 通期	2021年度 通期	2022年度 通期	2023年度 通期
名目GDP	%	▲ 3.9	0.9	1.6	2.1
実質GDP	%	▲ 4.5	2.2	2.4	2.0
民間需要	%	▲ 6.2	1.8	2.7	2.3
民間最終消費支出	%	▲ 5.4	2.4	3.2	2.2
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.2	▲ 1.3	0.1
民間企業設備	%	▲ 7.5	1.0	1.3	3.5
公的需要	%	3.0	0.1	2.0	1.5
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	2.9	1.8
公的固定資本形成	%	5.2	▲ 7.3	▲ 1.9	0.2
輸出	%	▲ 10.5	12.3	1.0	4.0
輸入	%	▲ 6.7	6.1	1.8	4.5
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.4	7.1	9.1	5.5
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.5	0.0	1.9	1.4
完全失業率	%	2.9	2.8	2.6	2.4
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 9.9	5.8	1.4	3.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合、予測値は当財研による。

農林中金総合研究所

7

予測表(四半期)

	単位	2021年	2022年	2023年	2024年
名目GDP	%	▲ 0.5	0.2	▲ 1.1	0.3
(年率換算)	%	▲ 1.8	0.8	▲ 4.2	1.4
実質GDP	%	▲ 0.5	0.6	▲ 0.7	1.1
(年率換算)	%	▲ 2.2	2.4	▲ 2.8	4.6
民間需要	%	▲ 0.3	1.0	▲ 1.2	1.6
民間最終消費支出	%	▲ 0.8	0.7	▲ 1.0	2.4
民間住宅	%	0.9	1.0	▲ 1.6	▲ 1.0
民間企業設備	%	0.4	2.0	▲ 2.4	0.3
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.1	0.0	0.1	▲ 0.1
公的需要	%	▲ 0.8	▲ 0.1	0.3	▲ 1.0
政府最終消費支出	%	▲ 0.6	0.7	1.1	▲ 0.4
公的固定資本形成	%	▲ 1.7	▲ 3.4	▲ 3.0	▲ 3.8
輸出	%	2.2	3.1	▲ 0.3	0.9
輸入	%	3.0	3.8	▲ 1.0	▲ 0.4
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.4	0.7	▲ 0.8	0.9
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.7	▲ 0.9	1.2
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 0.0	0.1	▲ 0.3
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.1	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.3
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 0.3	4.6	6.1	8.8
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.7	▲ 0.7	0.0	0.4
(消費税要因を除く)		(▲ 0.7)			
完全失業率	%	2.9	2.9	2.8	2.7
鉱工業生産 (前期比)	%	2.9	1.1	▲ 3.7	1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	5.0	4.5	2.9	2.9
名目GDP比率	%	3.7	3.3	2.2	2.2
為替レート	円/ドル	105.9	109.5	110.1	113.7
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.03
新発10年物国債利回り	%	0.07	0.07	0.03	0.07
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.5	66.9	73.1	80.0

(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。

農林中金総合研究所

8

金融市場2022年4月号

16

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

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

利上げによる景気のピークアウトも

～対ロシア制裁から、高インフレはさらに長期化する見込み～

佐古 佳史

要旨

新型コロナウイルス感染者数が落ち着き、雇用が順調に回復しているため、米国経済は堅調に推移していると判断できる。一方で、既に問題化している高インフレは、ウクライナ侵攻と対ロシア制裁の影響からさらに長期化すると見込まれる。

3月FOMCにて示唆された22～23年にかけての速いペースでの利上げにより、景気がピークアウトする可能性も考え始めても良いかもしれない。

対ロシア経済制裁を強化

ロシアのウクライナ侵攻を受け、米国はG7など西側諸国と協調しつつ、ロシア中銀が保有する外貨準備の凍結、主要行の国際銀行間通信協会（SWIFT）からの排除、ロシア産資源の全面禁輸、プーチン大統領と新興財閥幹部（オリガルヒ）の資産凍結などの対ロシア経済制裁を発動した。また、ウクライナを支援するために、対戦車ミサイルや攻撃用ドローンなどを提供したほか、防空システムの補充なども行っている。

米国経済への直接的な影響は小さい可能性

米国とロシア、ウクライナ間の貿易は規模が小さく、21年のデータでは米国の輸出に占める割合はそれぞれ0.36%、0.14%、輸入に占める割合は1.05%、0.07%となっており、ウクライナ侵攻と対ロシア制裁による米国経済への直接的な影響は小さいと思われる。しかし、世界的な景気下押し圧力や供給網の再構築などの影響は米国にも波及するだろう。また、ロシアへの依存度が高い石油製品やウランなどの代替輸入先も検討する必要がある。

景気の現状：雇用回復は進むものの、人手不足は継続

以下、経済指標を確認してみると、経済正常化の進展に伴うペントアップ需要に、供給が追いついていない状態が継続している。

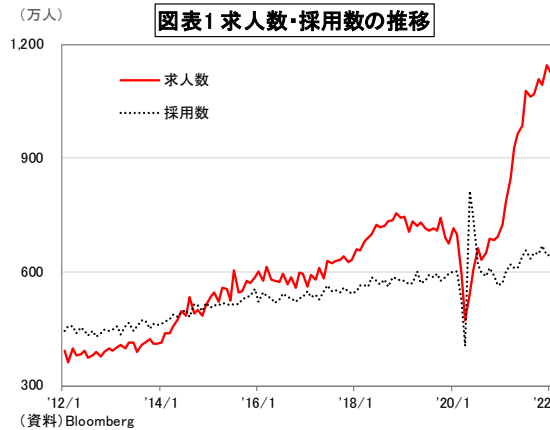
2月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は1月から67.8万人増、失業率は3.8%へと低下した。コロナ前の失業率が3.4～3.5%であったことに鑑みると、足元の労働市場は「コロナ禍の下」での完全雇用に接近していると考えられる。

こうしたなか、求人の困難さは解消されていない。1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7.0%と高い水準であり、自発的な離職率も高止まりしている。

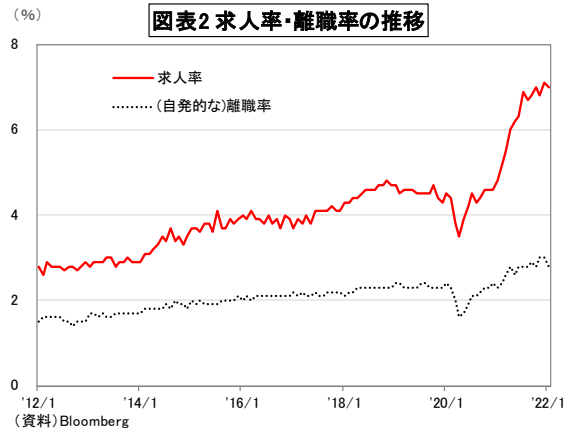
個人消費をみると、1月の実質個人消費支出は、財消費は前月比

4.3%、サービス消費は同 0.1%となり、全体では 1.5%と 3 ヶ月ぶりに増加した。一方で、2 月の小売売上高は同 0.3%とやや弱かった。全体としてみれば、景気は堅調に推移しているといえるだろう。

図表1 求人数・採用数の推移

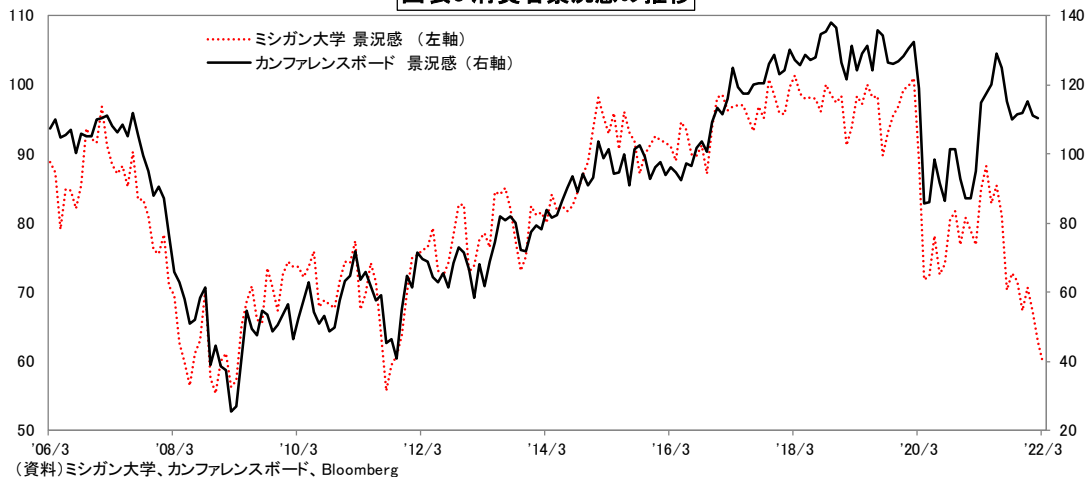


図表2 求人率・離職率の推移



また、3 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は 3 ヶ月連続で低下し、59.7（現況指数 67.8、期待指数 54.4）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、インフレ調整後所得の減少とウクライナ侵攻による燃料価格の上昇が挙げられている。

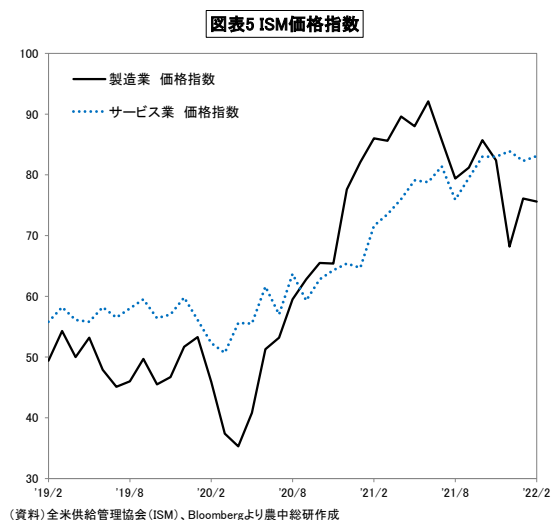
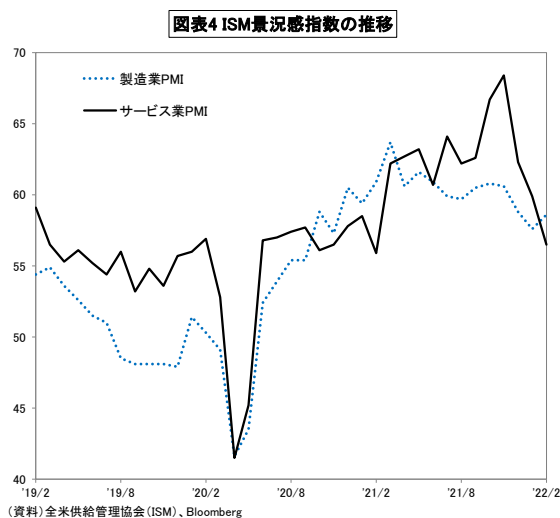
図表3 消費者景況感の推移



21 ヶ月連続での 拡大を示唆する 企業マインド

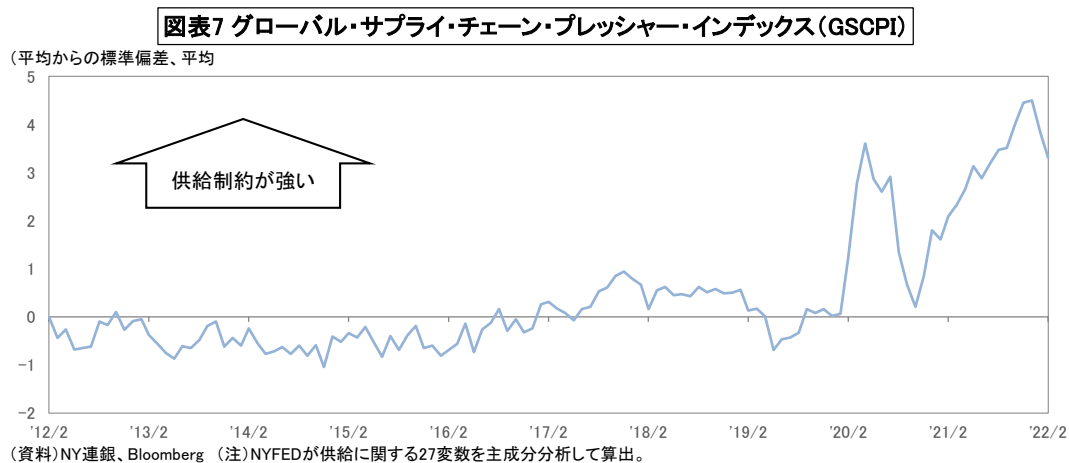
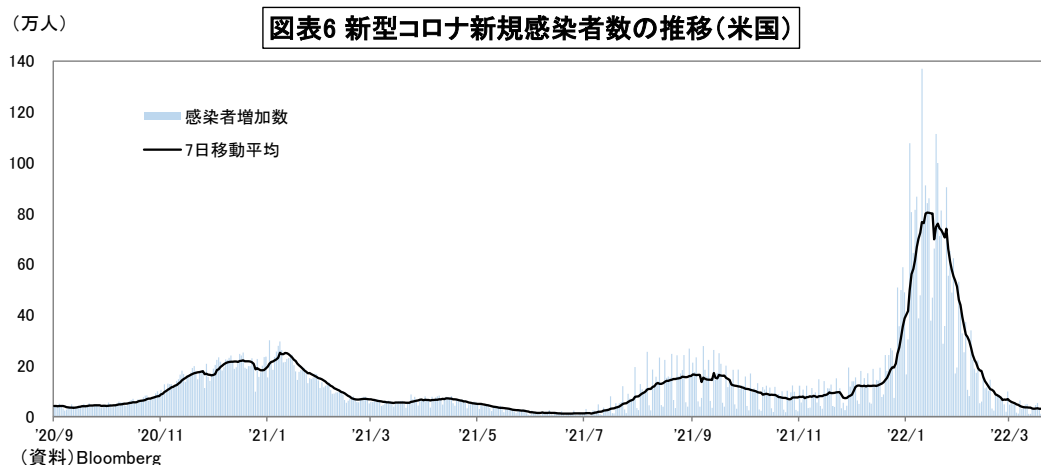
こうしたなか、2 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は 58.6%、サービス業指数（サービス業 PMI）は 56.5%と、企業マインドは 21 ヶ月連続での企業部門の拡大を示している。

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収まっていないことがうかがえる。



景気の先行き： 利上げペース次第で景気腰折れ リスクも

さて、景気の先行きを考えると、やや改善方向にあった供給制約がロシアによるウクライナ侵攻で悪化するとみられることから、景気回復ペースは抑制されるだろう。もっとも、新型コロナウイルスの感染が落ち着いていることもあり、基調としては雇用回復に支えられた景気拡大が継続すると思われる。

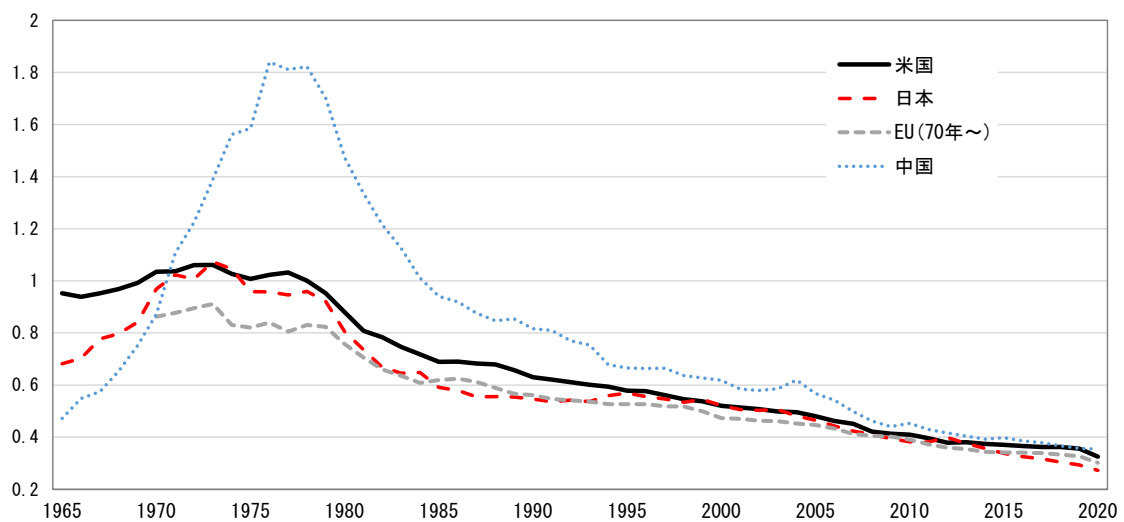


リスク要因としては、3月FOMCにてインフレ抑制スタンスを明確化したFRBによる速いペースでの利上げが景気を腰折れさせる可能性に注意が必要になるだろう。

なお、対ロシア制裁を契機に原油価格が急上昇したことから、石油危機が発生するのではとの懸念もみられるが、省エネルギー化や産業構造の変化などから、GDPで測った石油への依存度は70年代と比較すると3分の1程度に低下しており、当時ほどの景気の落ち込みにはならないと思われる。

(バレル/GDP\$1000)

図表8 実質GDP1000ドルあたりの石油消費量



(資料) BP Statistical Review of World Energy (2021)、OECDより農中総研作成 (注) GDPは2015年米ドル。

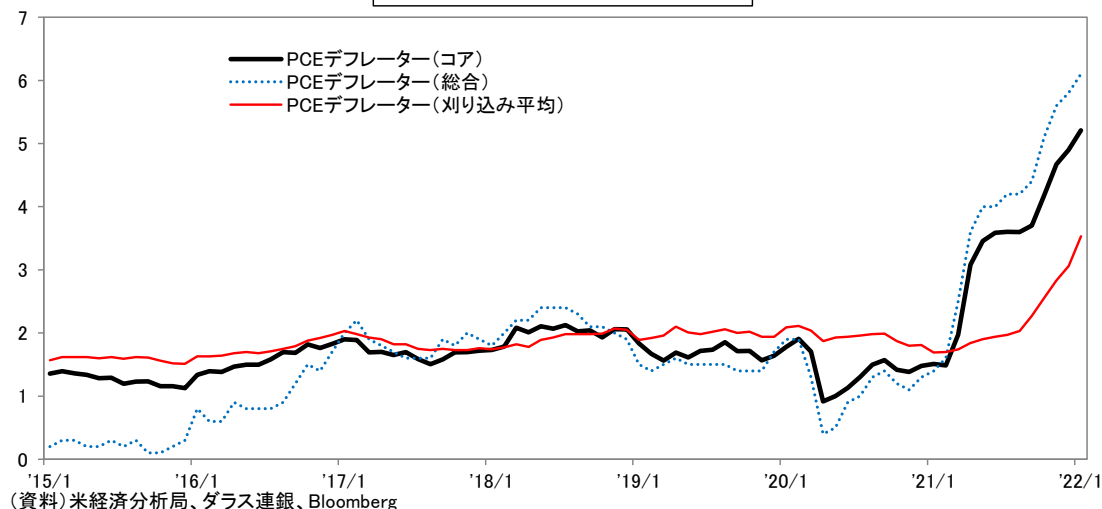
高止まりがさらに長期化する見込みとなったインフレ率

21年4月以降インフレ率は急加速し、1月のコアPCEデフレーターは前年比5.2%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3.5%となり、物価上昇が幅広い分野で確認できる。なお、2月の消費者物価指数(総合)は約40年ぶりとなる同7.9%、コアは同6.4%と1月からさらに加速した。

先行きについても、原油価格の高騰や対ロシア制裁の影響からインフレ率の高止まりが予想される。供給制約の緩和とベース効果の剥落から、22年後半にかけてインフレ率は鈍化するとの見通しは、ウクライナ侵攻によって望み薄となったといえるだろう。

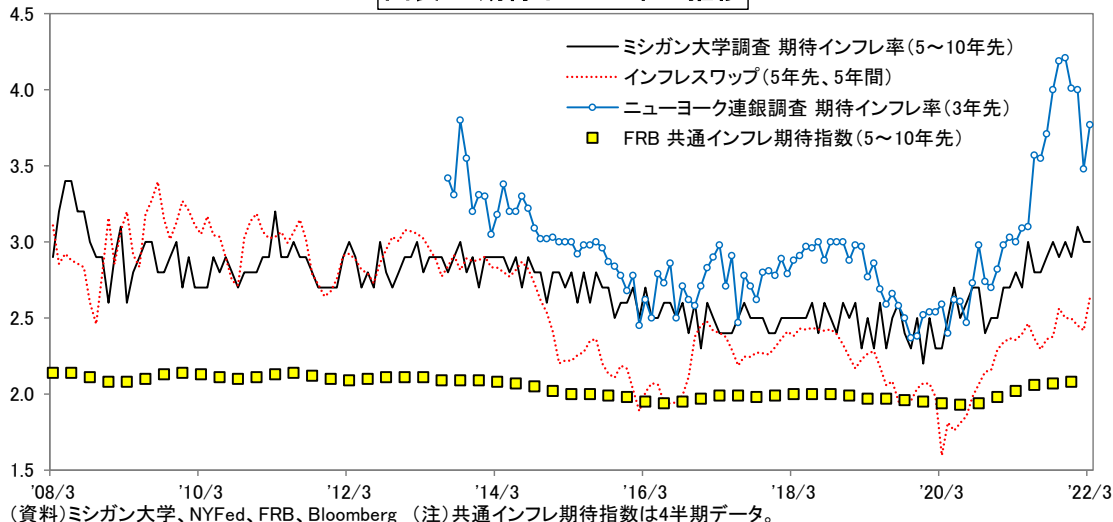
(%、前年比)

図表9 PCEデフレーター推移



(%)

図表10 期待インフレ率の推移



速いペースでの 利上げを示唆し た3月FOMC

3月FOMC(15~16日)では、市場の予想通り0.25%の利上げが決定され、コロナ禍への対応として実施されていたゼロ金利政策は2年ぶりに解除された。声明文には、5月FOMC(3~4日)にてバランスシートの縮小を開始する可能性も示された。また、ロシアによるウクライナ侵攻が、インフレを一層加速させ、経済活動の下押しにつながる可能性も記載された。

FOMC後に公開された政策金利の見通しをみると、22年末は1.875%(中央値)と、22年内はさらに150bpの利上げが示唆されている。また、23年も3~4回の利上げが見込まれている。22~23年にかけて利上げを進め24年以降のインフレ率を安定させ、その後、政策金利を中立的な水準にまで低下させることによって、経済のソフトランディングを目指す見通しとなっているが、実現す

れば奇跡的ともいえるだろう。

実際には、FOMC 参加者の最近の発言から考えると 50bp の利上げを含めて利上げペースはより速まる可能性が高そうだ。このため、政策金利の上げ過ぎによって 23 年末頃に景気がピークアウトするというシナリオを考え始めても良いかもしれない。

図表11 FRB大勢見通し(3月時点)

		2022年	2023年	2024年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	2.5～3.0	2.1～2.5	1.8～2.0	1.8～2.0
	12月時点 (%前年比)	3.6～4.5	2.0～2.5	1.8～2.0	1.8～2.0
失業率	(%)	3.4～3.6	3.3～3.6	3.2～3.7	3.5～4.2
	12月時点 (%)	3.4～3.7	3.2～3.6	3.2～3.7	3.8～4.2
PCEデフレーター	(%前年比)	4.1～4.7	2.3～3.0	2.1～2.4	2.0
	12月時点 (%前年比)	2.2～3.0	2.1～2.5	2.0～2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	3.9～4.4	2.4～3.0	2.1～2.4	
	12月時点 (%前年比)	2.5～3.0	2.1～2.4	2.0～2.2	
政策金利(中央値)	(%)	1.875	2.750	2.750	2.375
	12月時点 (%)	0.875	1.625	2.125	2.50

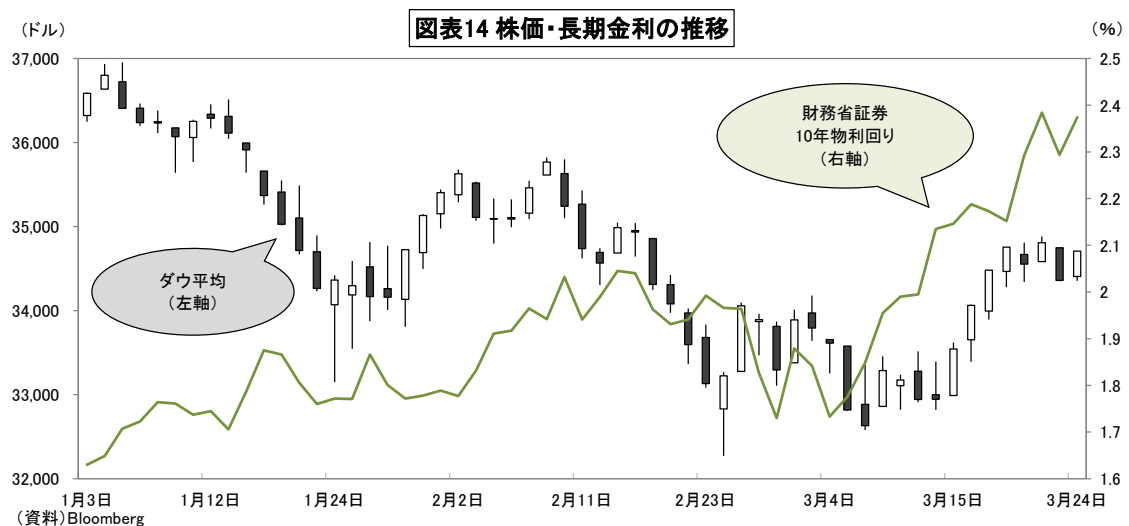
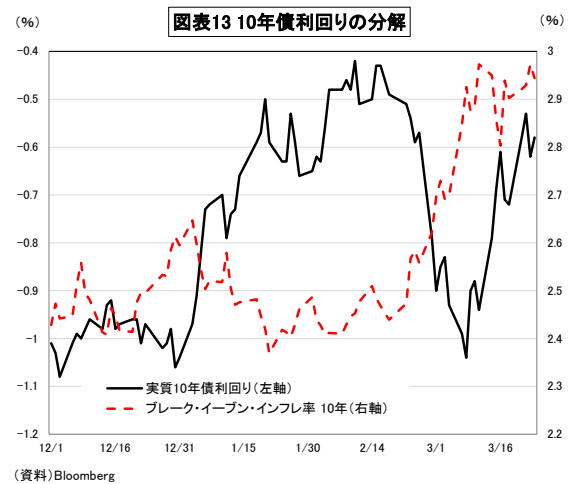
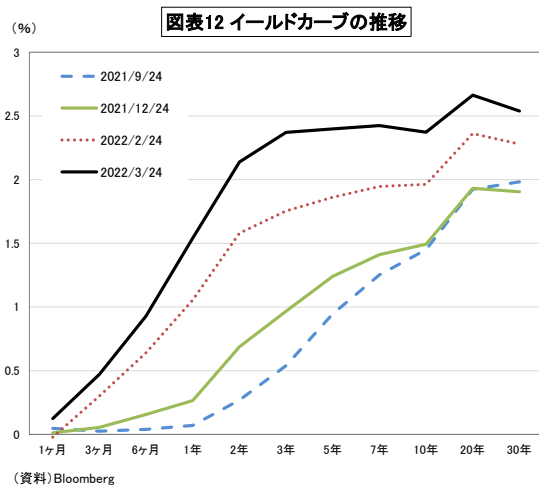
(資料)FRBより作成

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

長期金利：上昇局面は継続を予想

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) 縮小などを織り込む形で、長期金利 (10 年債利回り) は大幅に上昇した。

先行きについて考えてみると、5 月 FOMC にて公表される可能性のある BS 縮小ペースが次の焦点となりそう。また、利上げペースの加速も考えられるため、長期金利の上昇局面は継続すると思われる。以上から、2.3%～2.5%程度での推移を予想する。



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。2月以降はウクライナ情勢の緊迫化と、ロシアによるウクライナ侵攻を受け、ダウ平均は一旦下落。3月半ば以降は、FRBがインフレ抑制のために利上げ方針を示したことや、ロシア・ウクライナ間での和平交渉が継続されていることなどが好感され、上昇傾向となった。

先行きについては、和平交渉は継続しているとみられるものの、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いと思われる。また、さらなる利上げ観測により、景況感が悪化する可能性にも注意したい。

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	2	3/21	インフレ率を抑制するために、FRBは必要な措置をとる
			3/21	現在予想されているよりも、早いペースでの利上げをする可能性も
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	2	3/22	ステーブルコインの決済における有益性を表明
	空席 副議長			
	ブレynaード理事	1~2		
	空席 副議長 (銀行監督担当)			
	ウォラー理事	2	3/24	金融政策を判断する際に米住宅市場の状況を考慮すべき
			3/24	住宅価格の上昇は、過剰な債務や融資の容易さによるものではない
	ボウマン理事	1~2		
	メスター総裁 (クリーブランド)	2	3/23	複数回の50bp利上げを含む利上げでインフレ率を抑制することを支持する
投票権なし FOMC委員			3/23	迅速により積極的な利上げをする必要がある
	コリンズ総裁 (ボストン)	?		
	ブラード総裁 (セントルイス)	2	3/22	2022年内に中立的な水準である2.5%まで金利を引き上げるべき
			3/22	早く行動する方がよい
	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	2		
	パーキン総裁 (リッチモンド)	1~2	3/18	50bpの利上げに対してきわめてオープン
			3/18	インフレの抑制は必要だが過剰反応は避けるべき
	ボスティック総裁 (アトランタ)	1	3/21	2022年の25bpでの6回利上げを支持
			3/21	ウクライナ侵攻で不確実性が増したため、利上げの積極性をやや控えてはどうか
	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	2	3/23	必要ならば50bpの利上げも
投票権なし FOMC代理委員			3/23	物価の安定に資することは何でもやる準備ができている
	エバンス総裁 (シカゴ)	1~2	3/24	50bpの利上げも必要ならば行うべき
			3/24	全てのFOMCで25bp利上げに賛成
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1		
	ブラック暫定総裁 (ダラス)	?		
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	0	3/24	インフレ抑制に向け年内に25bpの利上げが7回実施することを支持
			3/24	過去半年間でインフレに対する見解が劇的に変化した

(資料)各種報道 (注)鷹/鳩の評価は農中総研による。

(22. 3. 25 現在)

成長率目標の達成に向けて総力を結集する中国

～1～2 月期の主要経済指標は持ち直しも先行きには懸念～

王 雷軒

要旨

3月5日から11日にかけて開催された全国人民代表大会（全人代、国会に相当）で22年の成長率目標は「5.5%前後」に設定されたほか、「積極的な財政政策」と「穏健な金融政策」の中身も明らかになった。

また、国家統計局が3月15日に発表した1～2月期の主要経済指標からは中国経済は予想以上に堅調だったといえる。しかし、3月に入ると、新型コロナ感染の急速な拡大や不動産市場の低迷の継続などを背景に再び減速に転じるリスクが高まっている。とはいえ、感染抑制策の精度の高まりに加えて全人代で示された22年の財政・金融政策を着実に実施していけば大幅な失速に陥る可能性は低いであろう。

図表1 政府活動報告で示された政府の目標

	21年目標	22年目標
実質GDP成長率(%)	6以上	5.5前後
都市部新規雇用者数(万人)	1,100以上	1,100以上
都市部調査失業率(%)	5.5前後	5.5以内
消費者物価上昇率(%)	3.0前後	3.0前後
GDP単位当たりエネルギー消費量の減少幅(%)	3.0前後	未設定
財政赤字対GDP比(%)	3.2前後	2.8
地方政府専項債(兆元)	3.65	3.65
税・費用軽減等規模(兆元)	未設定(実際1兆元)	2.5(企業減税・税還付)
中央から地方への交付金伸び率(前年比%)	7.8	18
M2と社会融資規模残高伸び率(%)	名目GDPと同水準	名目GDPと同水準

(資料) 政府活動報告をもとに作成

22年は「5.5%前後」という高めの成長率目標を設定

3月5日から11日にかけて第13期全国人民代表大会第5回会議（全人代、国会に相当）が北京で開催された。「政府活動報告」で大きく注目されていた22年の成長率目標は「5.5%前後」と、21年の成長率目標「6%以上」から引き下げられたものの、市場予想が5.0～5.5%のレンジに集中していたことを踏まえると高めに設定されたと言える（図表1）。

20年と21年の成長実績はそれぞれ2.2%、8.1%であるため、2年平均では5.1%に留まり、新型コロナ前の18年（同6.7%）、19年（同6.0%）に比べて低いことを踏まえると、22年の成長率目標は高いと言わざるを得ない。

22 年の目標達成は容易ではない模様

この高い成長率目標が設定された背景には、政府活動報告において雇用の安定化、国民福祉厚生水準の維持、リスクへの対応が盛り込まれたことがある。これに加えて 2 年平均の成長率（5.1%）および第 14 次 5 カ年計画（21～25 年）で示された目標も考慮されているという。確かに 22 年の大卒が 1,000 万人を上回るなど、まず雇用を安定化させる必要性を感じるほか、22 年秋ごろに予定される 5 年に一度の党大会開催も重要な背景として挙げられる。

李首相は初日の政府活動報告のなかでウクライナ情勢の緊迫化なども念頭に「地球規模で新型コロナ感染が継続しており、世界経済回復の原動力が不足し、コモディティ価格が高止まりし、外部環境は一層複雑化して厳しさを増し、不確実性は高まる一方である」との認識を示した。

また、李首相は全人代閉幕後の記者会見（11 日）で「5.5%前後の成長率を実現することは容易ではなく、相応なマクロ政策によって支えられなければならない」と述べた。

このように、目標達成のハードルは高くなっていることもあり、22 年の政府目標のなか、GDP 単位当たりのエネルギー消費量の減少幅については、単年の目標を設定しなかった（図表 1）。ちなみに 21 年には 3.0%前後の削減という目標を掲げたが、実績は 2.7%であった。

おそらく 21 年の石炭利用の抑制などが電力供給不足を招いたことが成長に悪影響を及ぼしたことへの反省やウクライナ情勢から、政府活動報告で「第 14 次 5 カ年計画期間中に目標（25 年までに 20 年対比で 13.5%削減）を実現すると同時に、適当な余地を残す。再生可能エネルギーの新規増加分と原材料として使用するエネルギー資源はエネルギー消費総量には計上しない」とした。

つまり、炭素削減に向けてエネルギー消費総量のコントロールが行われているなか、化石エネルギーから再生可能エネルギーへの転換を促進するため、新たに生産・消費された再生可能エネルギーは消費総量コントロールの対象にはならない。また、石炭や原油などのエネルギー資源がエネルギー源としてばかりではなく、プラスチックや鉄鋼などを生産するための原材料としても利用されていることから、原材料として使用するエネルギー資源分も消費総量コントロールの対象にはならないとし

全人代で示された 22 年の財政政策

た。

これまでの成長率目標と実績を確認すれば、実績が目標を上回るのがほとんどであったが、下回ったのは14年であった。14年の目標は「7.5%前後」に設定されたものの、実績は7.4%であった。

また、「政府活動報告」では安定の下で前進を求めることが活動全体の基本方針であるとしたうえで22年の財政・金融政策が示されている。まず、「積極的な財政政策」については、財政赤字の対名目GDP比は2.8%前後と21年の（目標・実績はそれぞれ3.2%、3.1%）から縮小した。また、地方政府専項債は3.65兆元と21年と同額であることも決定された（図表1）。

一方、22年の税還付・減税額ならび社会保険料などの費用軽減額は2.5兆元と市場予想を大幅に上回った。うち税還付額は1.5兆元、減税額は1兆元である。21年の目標は未設定だったが、減税の実績は1.0兆元規模とされている。また、中央政府から地方政府への一般性移転支出額は9.87兆元で前年比18%増（1.5兆元増加）とした。これは21年の7.8%を大きく超過している。さらに、中央予算内投資規模は21年の目標と実績がともに6,100億元から6,400億元へと増えている。増加額は小幅ながら投資を安定化させる意図が見受けられる。

これらの中身を踏まえると、22年の財政政策は一見財政緊縮が示されたように見えるが、広義の財政支出額を計算すると、21年の実績より8.4%の増加となっており、依然として拡張的なものであるとは言えよう。

全人代で示された 22 年の金融政策

また、「穏健な金融政策」については、「穏健的」という方針を維持しながら、融資コストを着実に低下させることが決まった。具体的には、新規貸出規模を拡大させ、マネーサプライと社会融資規模残高の伸び率と名目GDP成長率を基本的に同じにし、マクロレバレッジ比率の基本的安定を維持する。金融機関が自ら貸出金利の引き下げを推し進め、企業の資金調達コストを着実に引き下げなければならない。

とくに、新型コロナによる甚大な影響を受けた業界や企業に対しての融資支援強化を図り、貸し渋り・貸しはがしを回避しなければならないとした。これにより、これまでの融資規制によって調整局面に入っている不動産市況の改善が期待される。

また、金融リスクへの対応については、政府活動報告でシス

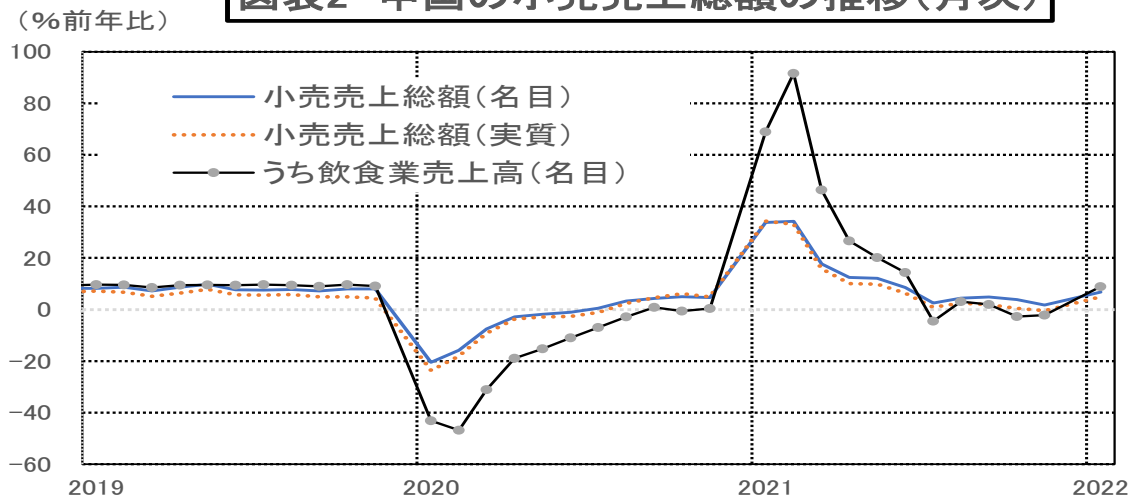
国务院金融安定発展 委員会の会議

テミックリスクを防止し、金融リスクへの対応を行うため、金融安定保障基金を立ち上げること、22 年中に登録制の IPO を完全に実施すること、金融監督管理を強化・改善することが決まった。このように、金融政策だけでなく、金融規制の見直しや改善を行っていくことから、安定成長に悪影響を与える類の金融規制の実施は控えると思われる。

このように、22 年の金融政策の基本方針はこれまでと同様の内容であり、目新しい内容が乏しいと見られるなか、ウクライナ情勢や新型コロナ感染の急速な拡大などを受けて 3 月 16 日、劉鶴副首相が主催した国务院金融安定発展委員会の会議が開催された。

同会議では、目下の複雑な情勢のなかで、最も重要なのは経済成長であると強調した。新型コロナ感染抑制策をとりながら経済成長を合理的な範囲内に収め、金融資本市場の安定化を図ることとしている。そのため、関連する中央省庁が市場に有利な政策などを積極的に打ち出すよう要請している。一方、経済成長を押し下げるなどの政策を打ち出すことには慎重を期すよう強調している。

図表2 中国の小売売上総額の推移(月次)



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は22年1~2月期。

1~2 月期の経済指標 は持ち直し

中国では、春節(旧正月)の影響を回避するため、消費や投資などの主要経済指標は 1 月と 2 月の合計が 3 月に発表される。3 月 15 日に公表された 1~2 月期の主要経済指標からは、2 中国経済は予想以上に堅調だったことが見て取れる。

まず、1~2 月期の個人消費は持ち直しに転じた。1~2 月期の小売売上総額は名目で前年比 6.7%と 21 年 12 月(同 1.7%)か

ウクライナ情勢が中国経済に与える影響は現時点でそれほど大きくないと見られる

ら伸びが加速した。物価変動を除いた実質ベースでも前年比 4.9%となった（図表 2）。これは新型コロナ前の水準には及ばないが、市場予想値（Wind）の 4.6%、2 年平均の 3.9%を大きく上回った格好である。詳細を確認しても、飲食業売上と自動車販売額はそれぞれ前年比 8.9%、3.9%と持ち直しの動きが確認されたほか、家具（同▲6.0%）を除き、家電や衣類等もプラスに転じた。

また、1～2 月期の固定資産投資も前年比 12.2%と 21 年の 4.9%から大きく加速した。投資分野別にみると、不動産開発投資は 3.7%と鈍化が続いているものの、設備投資とインフラ整備向け投資（電力を含む）はそれぞれ同 20.9%、8.6%と底堅く推移した。とくに地方政府の公共投資が前倒しで動き出したことで 21 年後半に低迷が続いたインフラ整備向け投資はようやく持ち直しの動きが見られた。

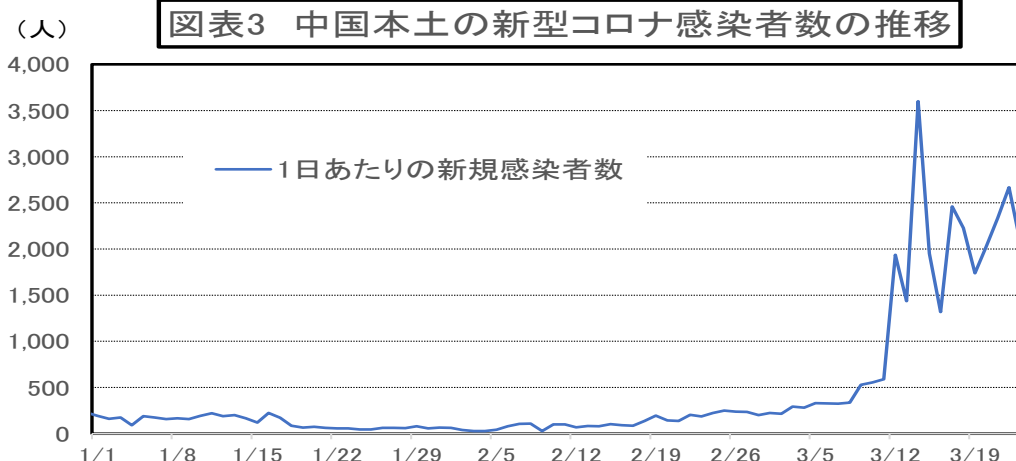
さらに、1～2 月期の鉱工業生産は前年比 7.5%と 21 年 12 月（同 4.3%）から加速したほか、輸出（ドル建て）も前年比 16.3%と 21 年の高い伸びから鈍化したものの、底堅く推移した。

2 月 24 日にロシアがウクライナに侵攻したことを受けて、日米欧などは SWIFT（国際銀行間通信協会）からのロシアの一部銀行の除外などロシアへの経済制裁を発動した。

銀保会の郭樹清主席は 3 月 2 日の記者会見でロシアへの制裁による中国経済への影響について、現時点で目立った影響は現れておらず、引き続き観察する必要があるが、中国経済と金融の強靱性から総じて大きな影響は生じないと指摘した。そのうえで、中国は金融制裁に賛同せず、制裁に加わるつもりはなく、正常な経済貿易、そして金融関係を引き続き維持していくと述べた。

このように、中国はロシアへの経済制裁を行っていないものの、ウクライナ情勢をめぐる世界経済の不安定が輸出に悪影響を及ぼす可能性があるほか、原油などのコモディティ価格の急上昇が個人消費を下押すこともありうる。

なお、中国海関総署の統計によると、21 年の中国対ウクライナの輸出額は 94.1 億ドル（輸出総額に占める比率は 0.3%）、輸入額は 98.9 億ドル（輸入総額に占める比率は 0.4%）であった。対ロシアの貿易については、21 年の輸出額は 675.6 億ドル（同 2.0%）、輸入額は 793.2 億ドル（同 3.0%）であった。



(資料) 国家衛健委、Windより作成、直近は22年3月23日。(注) 新規感染者数は海外からの入国者も含めた中国本土の感染確認者数(無症状感染者を含めない)。

「ゼロ・コロナ」政策 は引き続き堅持される

1～2月の経済は予想以上に堅調だったと見られる一方、原材料やエネルギー価格の高騰などを受けて中小企業の製造業 PMI (2月) が50を下回っての推移が続き景況感は悪化している。また、3月に入ると、新型コロナ感染症の急拡大を受けて消費や生産への悪影響が懸念される。

中国政府は「ゼロ・コロナ」政策を推し進めてきたが、直近は20年1～2月以降で最多の感染レベルになっている(図表3)。国家卫生健康委員会(国家衛健委)によると、東北部の吉林省などの多くの地域でオミクロン株による感染が拡大している。3月14日には、1日当たりの新規感染者数が3,602人に達した。うち吉林省が最多である。吉林省では3月18日に21年1月以来、約1年2ヶ月ぶりに2人の死亡が確認された。こうした状況を受けて上海ディズニーランドは21日から臨時休園することに踏み切った。

こうしたなか、3月17日に開催された中央政治局常務委員会で習近平国家主席は「新型コロナの感染拡大をできるだけ速やかに抑制し、感染抑制策による経済成長への影響をできるだけ減らし、最小の代償で最大の感染抑制効果を獲得するよう」との指示を出した。以前に比較すると、今回は感染状況が深刻であったにもかかわらず、過度な移動制限や一斉の操業停止などが発生しておらず、感染者が確認されたビルや住宅区のみを封鎖するなど感染抑制策の精度が高まりつつあると見られる。

とはいえ、深圳市、東莞市、上海市などの経済発展地域ではミニクラスターが発生した一部の場所がロックダウンされるな

金融機関が相次ぎ住宅ローン金利・頭金比率を引き下げ

ど、経済活動に与える影響が懸念されている。いずれにしても、現段階では「ゼロ・コロナ」政策を大きく転換する様子は見られないが、経済へのインパクトを最小限に抑えながら感染抑制策を進めている。

ウクライナ情勢の緊迫化、新型コロナ感染の急速な拡大に加えて、不動産市場の動きも注目されている。政府活動報告で住宅は投機のためのものではない、賃貸とマイホームを同様に重視するといった従来の方針が示されたほか、当局が「住宅市場が住宅購入者の合理的需要をさらに満たせるよう支援する」との内容も盛り込まれている。実際、銀保会と中国人民銀行（中央銀行、以下「人民銀行」）は3月初めに「新市民への金融サービスの提供を許可するための通達」を公表しており、そのなか、都市に定住する出稼ぎ労働者等向けの住宅ローンの提供を行うよう商業銀行に要請している。

足元では不動産市場の調整局面が続いていると見られるが、金融面での引き締め色は薄れつつあると思われる。2月21日、6つの大手銀行（工商・建設・農業・中国銀行・郵貯・交通）の広州地区支店が1軒目の住宅ローン金利をLPR（ローンプライムレート、最優遇貸出金）+100bp=5.6%からLPR+80bp=5.4%に引き下げた。2軒目の住宅ローン金利をLPR+120BP=5.8%からLPR+100bp=5.6%にした。また、蘇州市も同日に1軒目の住宅ローン金利を4.8%に引き下げたが、3月22日に蘇州の一部の銀行が1軒目の住宅ローン金利を4.6%にさらに引き下げた。この水準はLPRの5年物の金利と同様である。

これに加えて山東省荷沢市、広西南寧市、江西省贛州市、重慶市等では頭金比率の下限を引き下げた。広西南寧市では、2軒目についても下限の40%を30%にし、3月1日に実施された模様である。

期待されていた追加金融緩和は3月には行われず

2月のマネーサプライM2は前年比9.2%と、1月（同9.8%）から鈍化、かつ市場予想（同9.5%）を下回った。2月の社会融資規模残高も前年比10.2%と1月（同10.5%）からやや鈍化した（図表4）。これらに加えて前述の国務院金融安定発展委員会の会議などを受けて市場関係者の多くが3月21日にLPR金利の引き下げを予想していた。しかし、人民銀行はLPR金利を2ヶ月連続で据え置いた。

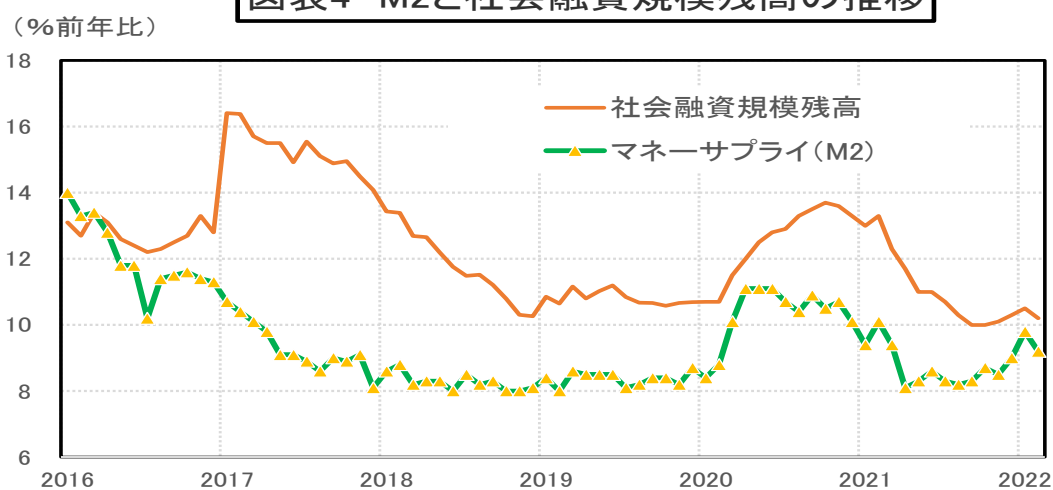
振り返ってみると、人民銀行は21年12月15日に預金準備率

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LPRの1年物を3.85%から3.80%に引き下げた。22年に入ってから1月20日にLPRの1年物を3.70%と10bp引き下げたほか、前回は据え置かれたLPRの5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。

こうしたなか、今回の現状維持の理由として、金融機関の住宅ローンの引き下げに加えて、①米政策金利の引き上げなどを受けて中国の金融政策を本格的な緩和に転換させることには慎重である、②預金準備率の引き下げが行われず、銀行の資金コストが低下していないこと、③3月15日の公開市場操作でMLF（中央銀行の中期貸出ファシリティ）1年物の金利が2.85%に据え置かれたこと、が挙げられる。

先行きについては、中国経済を取り巻く不透明性・不確実性が高まるなか、金融緩和の波及効果がまだ現れていないと見られるため、預金準備率、LPRの金利を引き下げるなどの追加金融緩和が行われる余地は十分にあると考えている。

図表4 M2と社会融資規模残高の推移



(資料) 中国人民銀行、Windより作成、直近は22年2月。

1～3 月期の経済見通し: 持ち直しへ

以上の内容を踏まえると、3月に入ってから新型コロナウイルス感染抑制策による経済活動への下押し効果や不動産市場の低調さが見込まれるものの、1～2月期の中国経済が予想以上に堅調であったことなどから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。

(22. 3. 24 現在)

ロシアによるウクライナ侵攻と欧州経済

～当面の影響ばかりか中長期間に渡る影響に要注意～

山口 勝義

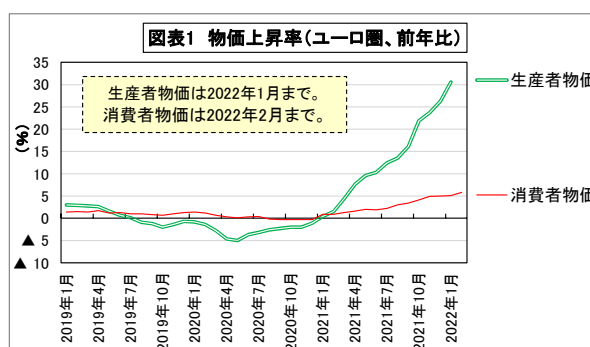
要旨

ロシアによるウクライナ侵攻が欧州経済に及ぼす影響は、インフレ高進と成長減速などの当面の影響に留まらない。グローバル化の動向や、安全保障体制の見直しやエネルギー対策などを通じて中長期間に渡り様々な角度からインパクトを与える可能性が生じている。

はじめに

マクロン仏大統領が北大西洋条約機構（NATO）を「脳死状態」に陥っていると批判したのは2019年11月のことであった。これは、NATOでは米欧間で戦略の調整が欠如しているとし欧州の軍事力の自立の必要性を強調するものであった^(注1)。この批判に対して関係各国やNATOからは、米国と欧州との関係を弱体化することに伴うリスクや欧州内で分断を招く恐れなどを根拠に反発が相次いだ。しかし欧州では、2月24日に始まったロシアのウクライナ侵攻を機に、改めて安全保障体制の強化が重要課題として浮上してきている。

一般に国際紛争による影響は、その継続期間の長さや深刻度合いに左右されることになる。このため現時点で今回の影響の程度を評価するのは困難であるが、仮に紛争が早期に沈静化した場合にも、ロシアリスクの高まりの下で世界的なロシア排除の動きが継続することが予想される。このため、足元ではエネルギー（天然ガスなど）や農産物（小麦など）、鉱物資源（ニッケルなど）の価格が大幅に上昇しているが、需給の逼迫は容易には解消せず、侵攻以前から生じていたモノ需要の回復や供給制約による物価押し上げ圧力を、さらに増大させ長期化させる可能



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成

性が強まっていることになる（図表1）。また企業や金融機関のロシア資産の毀損のほか、難民の流入拡大による負担の増大や、先行きの不透明感に伴う経済主体の手控え感の強まりなども予想される。

このように今回のロシアによる侵攻では、紛争の長さや深刻度合いに関わらず、広範な影響の拡大が見込まれている。そして、世界の中でも地理的に隣接し、貿易や直接投資、銀行与信などを通じたロシアとの経済関係が密接な欧州においてその影響は大きいものとなり、コロナ危機からの景気回復の重石となることが避けられないものと考えられる。

しかもこの影響は、インフレ高進と成長減速などの当面の影響に留まらない。上記の安全保障体制のほかエネルギー対策などを通じ、中長期的に影響が欧州経済に波及することになるものとみられる。

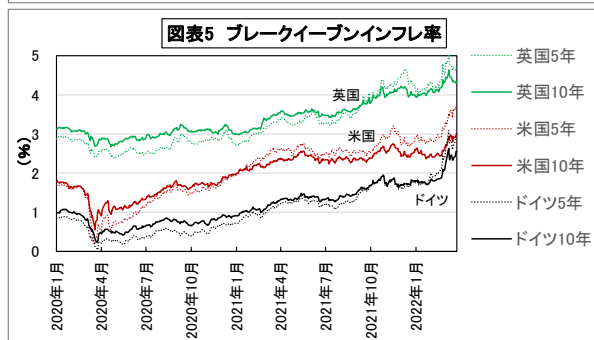
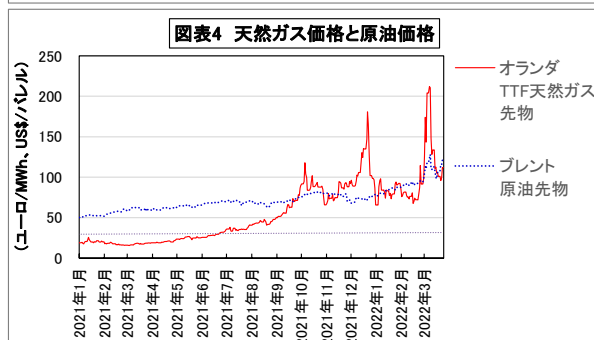
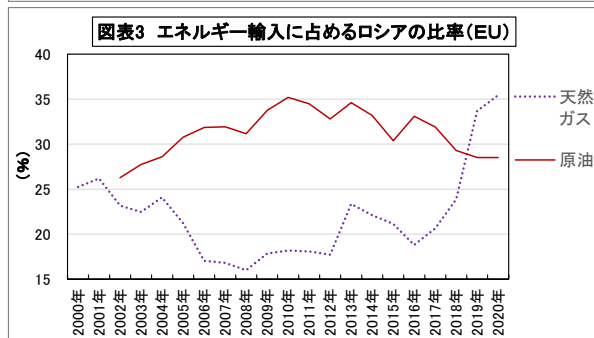
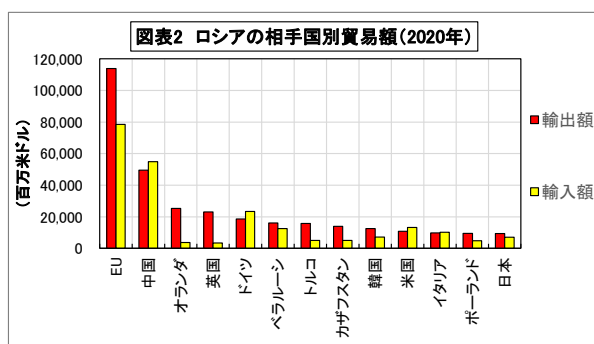
当面の影響

欧州とロシアの経済関係は緊密である。欧州連合（EU）から見たロシアはEUの総輸出額の2%弱を占める先に過ぎないが、ロシアにとりEUは総輸出額の30%超を占める最大の輸出相手先である（図表2）。しかも、このうちなかでも主要なエネルギー資源である天然ガスや原油については、EUはロシアからの輸入に大きく依存する実態がある（図表3）^{（注2）}。

既に昨年の夏場以降、欧州は天然ガス価格の急上昇に見舞われてきた（図表4）。これは、温室効果ガスの排出量が比較的少ない天然ガスに対して特に石炭や石油からクリーンなエネルギー源へ転換する移行期に需要が増大するなか、天候要因による風力発電の発電量の低下や天然ガス輸出国の供給増への消極姿勢などが重なった結果である。さらに今回のロシアのウクライナ侵攻を受け、欧州は資源価格の上昇によるインフレ圧力の強まりはもとより、必要なエネルギーの量の確保にさえ不安が生じる状態に置かれている。

欧州の主要国で、ロシア産ガスに対する依存度が大きいのはドイツやイタリアである。このほかロシアに対する直接投資ではオランダや英国、フランス、ドイツの残高が目立っており、銀行の対ロシア与信額ではイタリア、フランス、オーストリアが主要な債権国である^{（注3）}。このため、今回の侵攻の影響の出方は国毎にまちまちなものとなる可能性がある。しかしまず指摘できるのは、広く欧州全体における物価上昇に伴う企業や家計のコスト増と、成長減速の懸念の強まりである^{（注4）}。

エネルギーに限らず農産物や鉱物資源なども含む今回の新たな供給ショックは、紛争が早期に沈静化した場合にも容易に



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

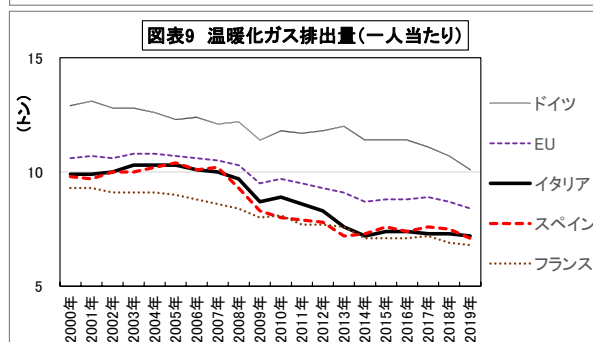
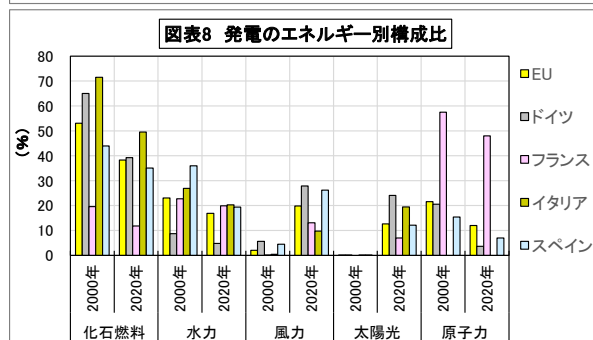
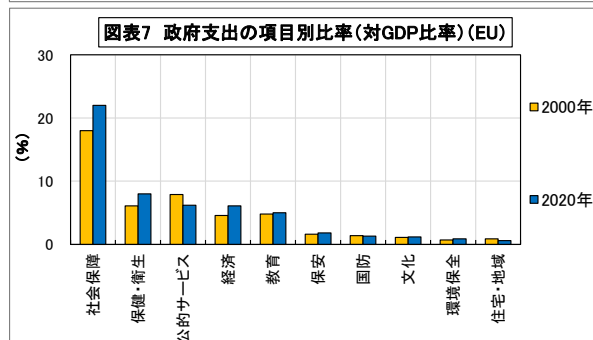
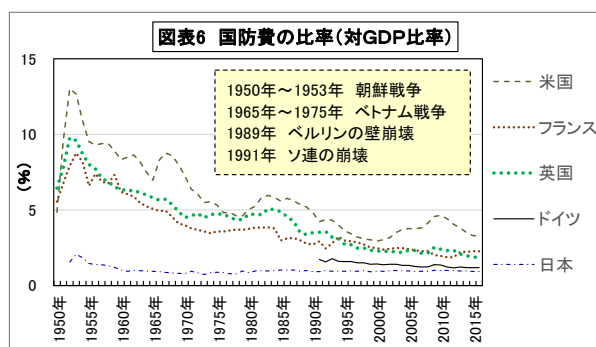
収束するとは考え難い。市場ではブレークイーブンインフレ率は急速に上昇し、インフレ期待には上放れの気配がある（図表5）^{（注5）}。こうして欧州中央銀行(ECB)などの政策の舵取りは、これまで以上に難度を増していることになる。

中長期間に渡る影響

しかしこれらのほか、中長期的な影響にも目を配る必要がある。そのひとつは、今回の紛争を機にこれまでの世界経済のグローバル化の流れが反転し、コストの増加が長く定着化する可能性である^(注6)。また、安全保障体制の見直しやエネルギー対策などを通じて中長期的な影響が経済情勢に及ぶ可能性も考えられる。

近年、世界の主要国はいわゆる「平和の配当」を享受してきた。国防費の比率は漸減し、インターネットなどの軍事技術が民生部門に開放され経済成長の推進役ともなってきた（図表6）。しかし今後は、国防費増額の見返りに社会保障費などの他の財政支出が手薄になる可能性や、政府債務のさらなる拡大を招く可能性などが考えられる（図表7）^(注7)。こうした動きは直接的には経済成長の阻害要因とはならないものの、欧州経済に内在する様々なリスクの拡大に繋がるものである。

一方、安全保障の問題は軍事面ばかりかエネルギー面にも及んでいる^(注8)。根本的な対策は再生可能エネルギーによるエネルギー自給体制の構築であるが、これには時間を要することになる（図表8、9）^(注9)。当面は米国やカタールなど天然ガスの輸入代替先の確保が重要であるが、これも関連するインフラ整備が前提となる^(注10)。こうした中で石炭などの化石燃料への再依存が不可避となる展開も想定されるが、その場合には限られた期間しか使用する見込みのない設備への投資が必要となる可能性があり、また気候変動対策自体にも相当の遅延が生じる恐れがある。その一方で脱炭素化を加速する場合には、企業は当面は収益を生まない投資の急拡大を迫られるほか、電動化に不可欠の鉱



(資料) 図表6は Our World in Data の、図表7～9は Eurostat の、各データから農中総研作成

物資源価格の急上昇なども考えられる。

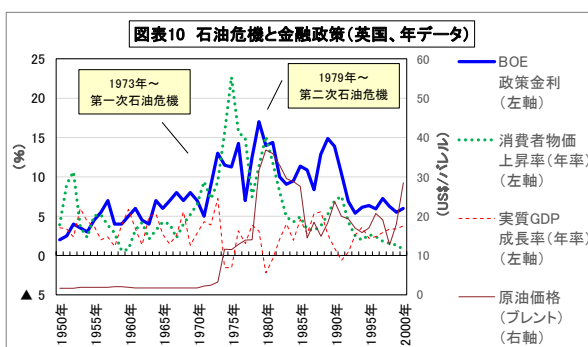
このように、今回の紛争による欧州経済に対する影響は当面のインフレ高進と成長減速に留まらない。より中長期間に渡り、様々な形で経済情勢に負荷が及ぶ可能性にも注意が必要となる。

おわりに

こうした下で ECB は 3 月 10 日、資産買い入れ策を市場予想よりも早く第 3 四半期にも終了する方針を示した。また、イングランド銀行 (BOE) は 3 月 17 日、昨年 12 月からの 3 会合連続の利上げとなる、政策金利の 0.25% の引き上げを発表した。

ここからは欧州の主要な 2 中銀の、景気回復への配慮よりもインフレ高進阻止を重視する姿勢を読み取ることができる。確かにここで引き締めの手を緩めれば、物価と賃金がスパイラル的な制御不能の上昇に陥る可能性が強まることになる。

その一方で、供給ショックによるインフレへの対処策としての金融政策は実質金利の引き上げによる需要の抑制ということになる。かつての石油危機時には、例えば英国のデータにより原油価格の上昇と金融引き締めの下で経済の低迷が続いた状況を確認することができるが、今回



(資料) BOE のデータから農中総研作成

も、財政政策の活用余地はあるとは言え、コロナ危機からの景気回復の腰折れがより現実味を帯びることになる(図表 10)。

以上のように、ロシアのウクライナ侵攻は足元のインフレ対策ひとつをとっても政策対応の困難性を増大させている。そればかりか、グローバル化の動向や、安全保障体制の見直しやエネルギー対策などを通じて中長期間に渡り欧州の経済情勢に様々な角度からインパクトを与える可能性も軽視できない。(22. 3. 24 現在)

(注 1) マクロン大統領の発言は、トランプ米大統領(当時)が NATO 加盟国との協議を行わないまま、トルコがシリア国境を越えて行ったクルド人勢力に対する攻撃(19 年 10 月)を容認したことに端を発するものであった。またトランプ大統領は NATO を「時代遅れ」とあり、GDP の 2% の国防費の支出(24 年期限の目標値)がドイツなどで未達である点を批判していた。

(注 2) データの制約により、図表 3 で天然ガスは数量ベース、原油は金額ベースである。

(注 3) 直接投資は IMF の、また銀行与信は BIS の、各データによる。

(注 4) ロシア産品以外にも、例えばウクライナ産のワイヤーハーネスの供給の停滞が、ドイツなどの自動車企業の生産の障害として浮上してきている。

(注 5) ブレークイーブンインフレ率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。

(注 6) 例えば 3 月 10、11 日の EU 首脳会議では、半導体、医薬品、原材料、食糧、デジタル技術などについて、域外依存を低下させる対応で合意した。

(注 7) 例えばドイツのシュルツ首相は 2 月 27 日、連邦議会で、国防費を今後 GDP 対比で 2% 以上(現在は 1.5% 程度)に大幅に引き上げる方針などを表明した。

(注 8) 国際エネルギー機関(IEA)は 3 月 3 日、EU のロシア産天然ガス依存を軽減するための 10 の対処策を提言した。これにはガス輸入先の拡大、貯蔵義務の導入、新規の風力・太陽光プロジェクトの加速、バ

イオエネルギーや原子力発電活用の最大化、エネルギー価格高騰による想定外の利益を享受した事業者への時限的な課税措置、柔軟性のある電力システムの構築、などを含んでいる。

またその後、欧州委員会は 3 月 8 日、ロシア産ガスに対する依存を低減させるためのエネルギー政策の包括案を発表した。これには代替先からの LNG 輸入の拡大や、化石燃料依存の解消の加速化などを含んでいる。また、ロシアからの天然ガス依存を本年末までに 3 分の 2 減らし、ロシアからの化石燃料の輸入を 30 年以前の早い時期に全廃する、とした。

このほか 3 月 10、11 日の EU 首脳会議では、主要産品の域外依存の引き下げや加盟各国の国防費の増額で合意したほか、ロシア産化石燃料については 27 年までの依存脱却を目指すことし、欧州委員会が 5 月までに具体策を提案することとした。

(注 9) EU は 21 年 6 月に欧州議会および EU 理事会で採択した「欧州気候法」で、温室効果ガス実質ゼロ化などを達成する期限を 50 年に置いている。また中間目標として、温室効果ガス排出量を 90 年比で少なくとも 55% 削減する期限を 30 年としている。

(注 10) 例えばドイツ政府は 3 月 5 日、国内初となる液化天然ガス(LNG)の輸入ターミナルを建設すると発表した。完成時期は明示されていないが、完成には 3～5 年を要すると見込まれている。なおドイツでは 11 年に、22 年末までの原子力発電所の全廃を決定したが、これを見直す議論が浮上している。

データで見る 2021 年の家計の資産形成・運用動向

新谷 弘人

21 年の運用環境

2021 年は依然新型コロナの流行が繰り返されたものの、海外では一定程度のコロナとの共存も図られた 1 年であった。こうしたなか、主要国の中央銀行での大規模な金融緩和が継続し、株式市場では 20 年 4 月以降の上昇が継続、不動産投信（REIT）市場も高パフォーマンスとなった。一方で、将来の緩和終了も意識され、長期金利は上昇に転じ債券市場は冴えない動きとなった。

なお、22 年初以降はこうした流れが一変し、米英を中心に需要の急回復に供給が追い付かないこと、サプライチェーンの寸断による供給制約、商品価格の高騰などを要因とした物価上昇が当初の想定以上に長期化し、多くの中央銀行は一気に金融引締めモードに転換した。加えて、ロシアのウクライナへの軍事侵攻も重なり、株式・債券・REIT いずれも価格は下

（図表2）資産別パフォーマンス

（単位：%）

	20年	21年	22/3/18まで
国内株式	4.8	10.4	▲ 4.2
国内債券	▲ 0.9	▲ 0.2	▲ 1.5
国内REIT	▲ 16.9	15.8	▲ 6.5
世界株式	14.2	21.8	▲ 6.8
世界債券	10.1	▲ 7.0	▲ 5.6
世界REIT	▲ 11.8	28.2	▲ 6.5

（資料）BLOOMBERG

（注）使用した指数は図表1と同じ。債券のみ利配込、各指数で日本を含むかなど計上基準が異なるため厳密な比較はできない。

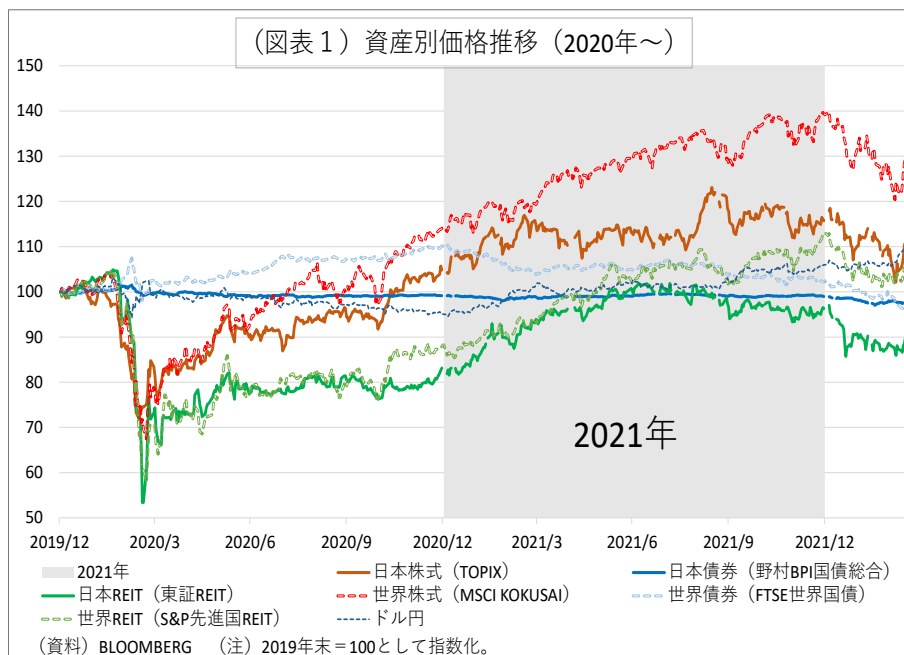
落、21 年末までの様相は大きく変化した（図表 1・2）。ただし、直近の株式市場は大きく値を戻している。

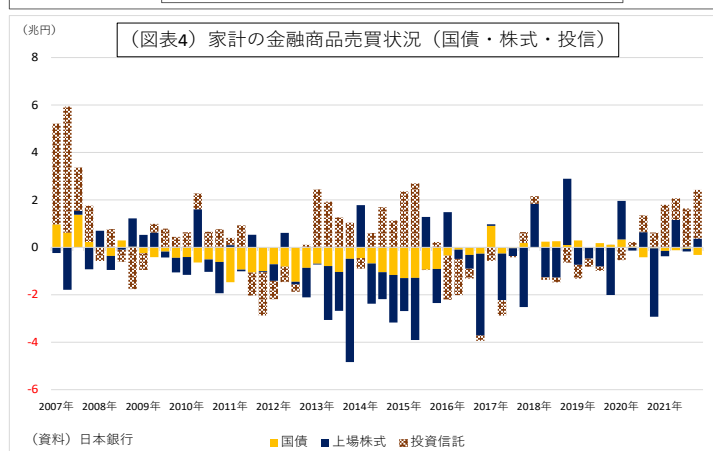
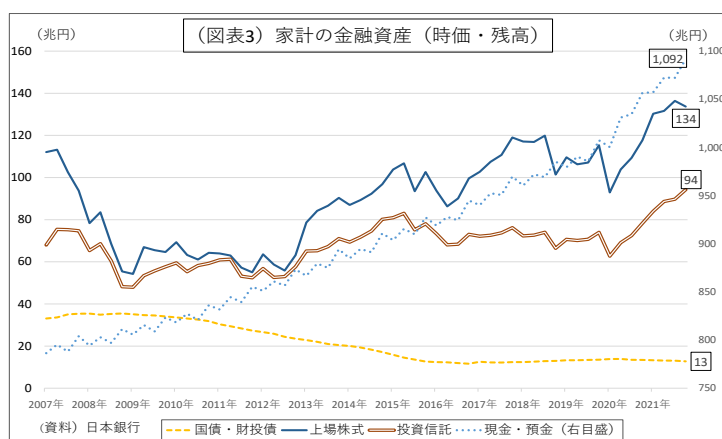
資産形成・運用の現状

次に、家計の資産形成・運用の状況をみてみよう。日本銀行が公表している資金

循環統計（21 年 12 月末速報）によれば、家計の保有する上場株式や投資信託の残高はそれぞれ 134 兆円、94 兆円となった（図表 3）。ちなみに 20 年 12 月末はそれぞれ 118 兆円、78 兆円であり、大幅に増加し

（図表 1）資産別価格推移（2020 年～）





ている。前述したように、21 年は株式や REIT 価格は大幅に上昇しており、その時価評価による増加もあることから、売買額（資金流入）に注目してみると、上場株式については4～6月期を中心に資金が流入している。一方、投資信託については20 年4～6月期以降（新型コロナのパンデミックを受けた株価急落が20 年3月）一貫して資金が流入しているのが確認できる（図表4）。特に21 年は四半期あたり2兆円弱の資金流入となっている。

ちなみに、コンスタントに増加が続いている現金・預金については、コロナ禍での消費手控えが継続し、1,092 兆円となっており、個人金融資産2,023 兆円の過半（54%）を占める状況は変わっておらず、資産形成・運用への動きが大きなトレンドとな

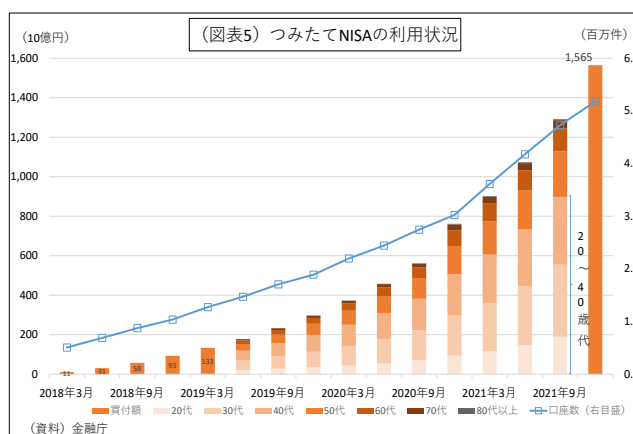
っているとは言い難い。

NISA の現状

NISA は14 年1 月にスタートした個人投資家のための税制優遇制度であるが、18 年1 月には、少額からの長期・積立・分散投資を支援するため、「つみたてNISA」が加わっている。

金融庁がまとめた21 年12 月末現在の利用状況（速報値）は、口座数が一般NISA 1,767 万口座、つみたてNISA 518 万口座、買付額が一般24.8 兆円、つみたて1.6 兆円となっている。年代別買付額をみると、一般が50 歳代以上が7 割強を占めるのに対し、つみたては20 歳～40 歳代が7割弱を占めており、

比較的若い世代の資産形成を支援するという政策意図を反映したものになっている（21 年9 月現在）。ちなみに、つみたてNISA の対象投信・ETF は210 本（うちアクティブ運用22 本）と着実に増加している（22 年3 月現在）。また、平均信託報酬率についても海外を投資先とする商品を中心に低下傾向となっている。



つみたて NISA の口座数・買付額はともに制度発足以降順調に増加しており、21 年以降は四半期あたりの口座数の増加は 50 万口座を超え（ただし 10～12 月期は 45 万）、そのペースは加速しているようにみえる。また買付額についても四半期あたり 0.2 兆円を超えてきた（図表 5）。青壮年層の資産形成への関心高まりが背景にあるとみられるが、株式投信の市場規模と比較するとその貢献は限定的であることも否めない。

なお、NISA のうち、一般 NISA については 24 年から制度が改正される。合計では年間 122 万円の 2 階建てとなり、1 階部分（年間 20 万円）はつみたて NISA 対象商品での積立投資のみが可能となる。原則として 2 階部分（年間 102 万円）の利用には 1 階部分の積立投資が必要になる。

21 年の投信の動き

ここで、21 年のおもに公募株式投資信託の動きを振り返ってみよう。21 年末の公募株式投信の純資産額は 150.0 兆円となり、前年末比 24.9 兆円の増加となった。このうち設定から解約・償還を差し引いた資金流入は 11.9 兆円の流入（設定）超である（図表 6）。

20 年までは ETF への資金流入が公募株式投信のうち国内株式型への資金流入の太宗を占める状況となっていた。すなわち、日銀による国内株式 ETF の購入が投信市場で大きなプレゼンスを示していたわけだが、21 年については、日銀の政策運営の見直しから購入額が 0.9 兆円にとどまるなかでも 2.0 兆円の資金流入となっている点は注目だ。

（図表 6）株式投信の商品分類別内訳

2021年12月末（単位：10億円）				
項目		資金流入 (2021年間)	純資産総額	ファンド本数
地域	資産			
内外	株式	4,657	20,487	587
海外	株式	4,173	19,040	889
国内	株式	2,032	68,664	1,005
内外	債券	1,130	4,585	313
内外	資産複合	1,021	14,047	1,044
国内	債券	277	3,267	180
国内	不動産投信	66	4,673	144
国内	その他資産	4	75	2
内外	その他資産	▲21	305	65
国内	資産複合	▲87	1,013	69
海外	その他資産	▲140	426	125
海外	不動産投信	▲147	3,862	199
内外	不動産投信	▲165	1,032	80
海外	資産複合	▲286	1,012	155
海外	債券	▲655	7,539	970
株式投信合計		11,858	150,028	5,827
株式投信計（除くETF）		9,163	87,594	5,615

（うち）

毎月決算型	▲19	21,380	1,168
ファンドオブファンズ	2,118	28,709	1,973
インデックス	日経225	649	21,142
	TOPIX	1,587	37,119
	その他	3,841	22,911
		6,076	81,172
ETF		2,695	62,434
特殊型	ブル・ベア型	205	568
	条件付運用型	▲49	344
	ロング・ショート型	213	1,021
	その他型	19	79
		387	2,012

（資料）投資信託協会

なお、地域・資産（商品分類）別の資金流入状況を確認すると、20 年以降の好パフォーマンスから内外株式・海外株式の資金流入が各 4 兆円超となり目立っている。一方で、内外の不動産投信や資産複合型についてはかつての勢いがなくなっている。

また、21 年は新規設定のファンド数が

397 本と 6 年ぶりに増加に転じた。ESG や気候変動などのテーマ型投信が増加したことが背景にあるとみられる。4 月には当初設定額が 2,900 億円弱となる大型設定があった。

このほか、毎月決算型はネットでわずかながら資金が流出している。

また、人気化から 20 年 10 月まで設定が続いた元本確保をめざす単位型投信（条件付運用型）は設定が終了した。

ラップ(SMA)の拡大

投資信託の残高増加に貢献した要因のひとつとして、ラップ口座の増加が挙げられる。ラップ口座とは、証券会社等が顧客のために投信などの金融商品をまとめて（WRAP して）管理する投資一任口座である。一時ファンドラップとして注目を集めたが、手数料などのコストが高くパフォーマンスが冴えないケースもあったようである。現在増加しているのは SMA（Separately Managed Account）とみられ、最低でも 30 百万円から 1 億円といった富裕層向け資産管理・運用スキームとなっており、より顧客ニーズに沿った運用になるほか、手数料率等はかなり低く抑えられているのが特徴だ。断定はできないが、ラップ向けのファンドの急増はこうした背景があるのではないかとと思われる（図表 7）。

個人向け国債

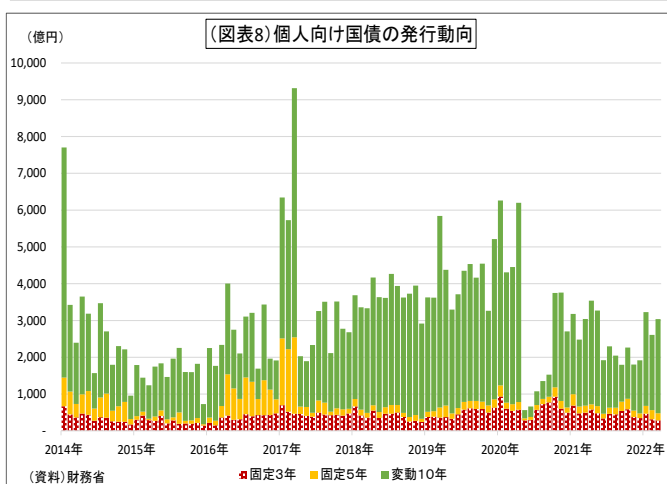
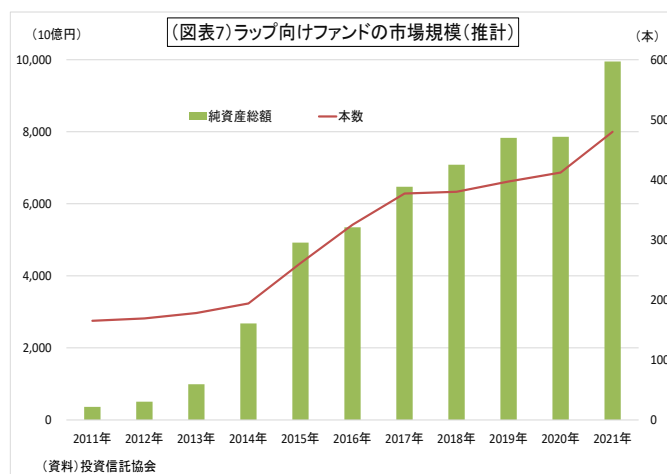
続いて個人向け国債の販売動向について触れておく。安全性が高く 0.05% の最低金利保証があ

ることから、根強い人気が続いている。20 年はキャッシュバック・キャンペーンの中断に、緊急事態宣言発出による営業自粛が重なり販売額が一時激減した。その後手数料体系の見直しが実施されたものの、特典を圧縮したうえでキャッシュバック・キャンペーンは復活させている証券会社もあり、販売額は比較的堅調だ（図表 8）。

なお、最近の長期金利上昇により、変動 10 年の初回利率（クーポン）は 0.05% を超えてきており、販売増に寄与している可能性がある。

米国の資産運用動向

米国では日本とは異なり、個人金融資産に占める金融商品の比率は非常に高く

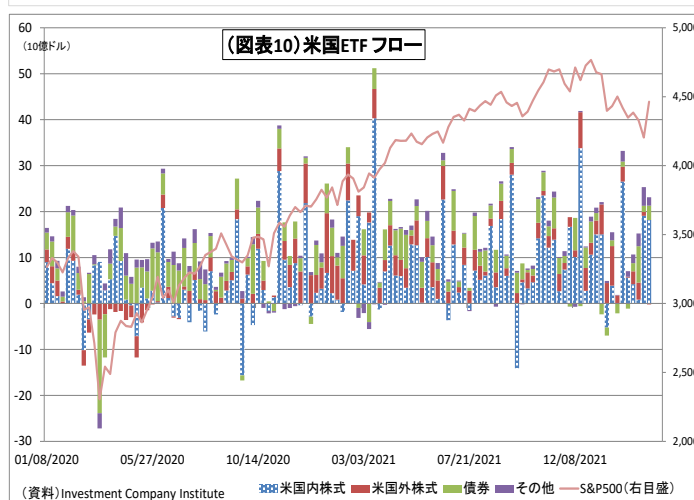
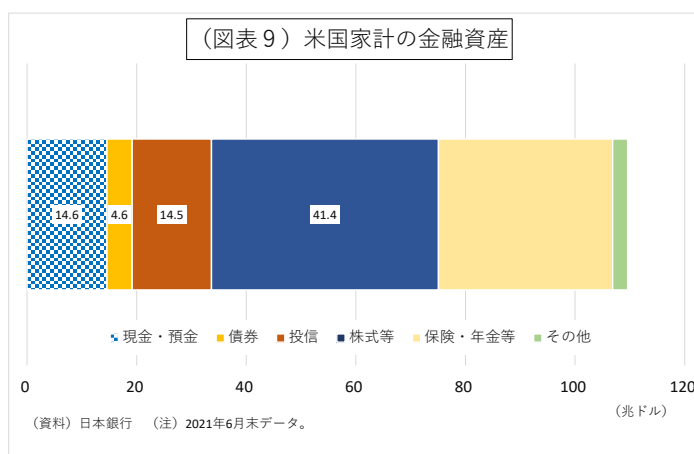


なっている(図表9)。ニワトリとたまごの関係とはなるものの、これが株式市場など金融市場の厚みを増し、金融資産の増加と資産価格の下方耐性の強さを生んでいる側面があると思われる。

米国におけるETFの20年以降の週間投資動向(機関投資家も含まれる)をみると、米国内の株式ETFがネットで100億ドル以上の大幅資金流出となったのは、コロナパンデミックで急落となった20年3月のほか、2回しかない(図10)。(ただしミューチュアル・ファンドからは総じて資金流出していることを勘案する必要がある。)

国内における長期・積立・分散の資産形成による資金流入規模が、このところのつみたて

NISAの裾野拡大の継続や24年度のNISA新制度導入でさらに増加することが期待されるものの、規模的な物足りなさ是否めず、日本の株式市場やREIT市場は米国と比較して脆弱性をはらんだ状況は続くのではないと思われる。



ソブリンウェルスファンド: Temasek Holdings

農林中央金庫 シンガポール支店長 原 勇一郎

西武ホールディングスが国内レジャー施設をシンガポール政府系ファンドのGICに売却したことは記憶に新しい。いわゆるソブリンウェルスファンド(SWF)と言われるGICだが、原資は政府の外貨準備金である。シンガポールにはこのGIC以外にもう一つSWFがある。1974年に設立されたテマセク (Temasek Holdings) である。

財務省から移管された国営企業35社の株式を原資に出発し、2021年3月末時点では3,810億シンガポールドル(約32兆円)の資産を有し、9か国に800人もの従業員を抱えている。主たる投資対象もシンガポール大手の銀行であるDBS、シンガポール航空、港湾局などに留まらず、中国建設銀行やアリババといった成長企業や未公開株ファンドなど多岐にわたる。信用格付AAA/Aaaを有し、社債発行によるレバレッジ活用でリターン向上も図っている。長期的視点に基づく国際分散投資はリーマンショック時などを除き、安定したリターンを創出し、運用開始以来、年率14%のリターンをもたらしている。

運用パフォーマンスも注目に値するが、政府財政への貢献度には目を見張るものがある。シンガポール政府の予算において租税公課などの財政収入は、財政支出の約8割程度に留まっており、この数年不足を埋めているのはテマセクおよびGICという2つのソブリンウェルスファンドがもたらす運用収入である(政府は2社と中銀であるMASの運用利益の50%までを国庫に徴収可能)。2022年度予算でも財政のプライマリーバランスは207億ドル(1兆6千億円)の赤字であるが、GIC及びテマセクからの運用配当を216億ドル(1兆7千億円)と予定している。言い換えれば、政府は租税公課以外にも、資産運用業をソブリンウェルスファンドという形態を通じて行い、財政均衡を維持しているとも言えよう。財政支出の規模は年間1000億ドル(8-9兆円)規模であることから、いかにファンドからの収入が大きな存在かが分かる。

ソブリンウェルスファンドといえば資産規模すら公開しない不透明さもあり不気味な存在と見られることがあるが、テマセクは開示にも積極的であり、公益活動を活発に行っている。直近のコロナ禍ではテマセク財団を通じ、全国民(含む外国籍在留者)へのマスクの無料配布などを度々行っている。また、機関投資家としてSDGsへの取り組みも真摯である。

最後に一つ興味深い活動を紹介したい。2021年11月にテマセクはAsian Sustainable Foods Platformを設立した。シンガポール科学技術庁などの政府機関と共に食農分野におけるスタートアップ企業の研究開発支援を行うものである。注力分野としては代替タンパクが挙げられている。食糧自給率が低いシンガポールは30x30という2030年までに食糧自給率を30%に引き上げるという野心的な政府目標がある。アジア全体で見ても持続可能な食糧供給のためには、向こう10年で1.5兆ドル規模の資金が必要とされている。ソブリンウェルスファンドとして、国家の基幹産業の重要なステイクホルダーでありつつも、機関投資家として収益を確保し、財政にも貢献する。また、公益事業や社会的課題の解決にも正面から取り組む姿勢は高く評価できよう。今後も動向を追いかけてい存在である。

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

金融市場

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

2022年4月号 第33巻 第4号・通巻377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)