

# 金融市場

## 潮流

「異次元の金融緩和」の出口は …… 1

## 情勢判断

### 国内経済金融

20年ぶり水準となった円安への警戒を強める国内経済  
～政府は食品・エネルギー高に対する緊急対策を策定～ …… 3

### 米国経済金融

向かい風が強まりつつある米国経済  
～FRBはバランスシート縮小に着手へ～ …… 13

### 中国経済金融

コロナ禍と不動産業の低迷等で足元減速した中国経済  
～追加金融緩和等の経済対策強化で年後半には持ち直しへ～ …… 21

## 分析レポート

欧州で今後も続く物価上昇圧力と経済を取り巻くリスクの拡大  
～新興国の疲弊、家計消費の縮小、財政悪化の進展など～ …… 29  
3.5%まで利上げすると、どうなるか？  
～FRB/USモデルによるシミュレーション～ …… 33

## 連載

「庶民金融機関」に徹する中ノ郷信用組合 …… 36

## 海外の話題

シドニーフィッシュマーケット …… 40

# 2022.5

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>

### 「異次元の金融緩和」の出口は

代表取締役専務 柳田 茂

歴代最長の在任になっている黒田東彦日本銀行総裁の残り任期が1年を切った。

黒田総裁は、就任直後の2013年4月に「物価上昇率2%を2年程度で実現する」と政策目標を明示したうえで、国債や上場投資信託を大量に買い入れてマネタリーベースをそれまでの2倍に拡大する「異次元の金融緩和」を開始した。

しかし、2年を経ても目標を達成できなかったため、目標達成時期を先送りするとともに、2016年1月の日銀当座預金への「マイナス金利」導入や同年9月の「長短金利のイールドカーブ・コントロール」開始などの追加緩和が実施された。

このようにして9年間続けられてきた「異次元の金融緩和」には、功罪両面の評価が指摘されている。黒田総裁の就任前は2008年のリーマンショックの後遺症なお残り、70～80円台の歴史的円高もあってデフレ状態にあったのが、円高の是正により輸出企業等の業績が回復し、株価や不動産などの資産価格は大幅に上昇した。しかし、異例の金融緩和の長期化は日本経済に様々な「副作用」を及ぼした。

一つは、ゼロ金利やマイナス金利といった超低金利が常態化したことにより金融機関経営が悪化し、金融仲介機能に懸念が生じたことである。政府・日銀は、コロナ禍の困窮者への対応や経営の再編・合理化を支援する制度の導入等を行なったが、超低金利の長期化は年金や生保などの資産運用にも悪影響を与えている。

金融市場の機能低下も大きい。本来、「経済の体温」として実体経済を反映して変動すべき長期金利が人為的に固定され続けた結果、実体経済が見えづらくなり、結果的に自由な経済活動や適切な経済政策の支障となった可能性はないか検証が必要である。

さらに、日銀による国債の大量買入れが結果として財政ファイナンスとなり、財政規律の弛緩につながっていることも見過ごせない。日銀の保有資産は黒田総裁の就任前と比べ3倍以上に膨れ上がっているが、その大半が日本国債である。

これらの「副作用」が指摘されても、黒田総裁は「安定的な物価上昇を実現するまでは、強力な金融緩和を粘り強く続ける」方針を一貫して堅持してきた。しかし昨年来、世界的にインフレが亢進するなか米欧等の中央銀行は相次いで金融政策を引締め方向に転換し、外国為替市場では急激な円安が進行している。さらに、ロシアのウクライナ侵攻による国際的なエネルギーや資源価格の高騰も加わり、日本国内でも輸入資材やコモデティなどを中心に物価上昇の動きが加速しつつある。

日本銀行が、この大きな局面の変化にどのように対処し、これまで続けてきた「異次元の金融緩和」を円滑に出口に導いていくのか、黒田総裁にとって10年間の任期中で最大の難所を迎えていると言えよう。

日銀法に定める理念「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」に則して、局面の激しい変化に柔軟に対処するとともに、これまでの政策を公平に検証し金融政策をあるべき姿に立て直していくことを強く期待したい。

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 20年ぶり水準となった円安への警戒を強める国内経済

### ～政府は食品・エネルギー高に対する緊急対策を策定～

南 武志

#### 要旨

ロシアのウクライナ軍事侵攻は昨年来高騰を続ける国際商品市況を一段と加速させたほか、拡大傾向にある内外金利差を背景とした円安進行により、国内にも値上げの動きが徐々に強まっている。22年春闘は前年を上回る水準で妥結する企業が多いとはいえ、ベアは物価上昇率を下回る見込みである。「まん延防止等重点措置」の全面解除により、4月以降は消費の持ち直しが期待されているが、家計の実質購買力の目減りは避けられず、悪影響が懸念されている。こうした中、政府・与党では困窮世帯への現金給付などを盛り込んだ緊急対策の策定に乗り出した。

マーケットでは海外の長期金利の上昇につられて、国内金利にも上昇圧力がかかっているが、日銀は連続指値オペによってそれを阻止するなど、粘り強く現行の大規模緩和を継続する姿勢を崩していない。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月	項目	2022年				2023年
		4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 (%)	-0.016	-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 (%)	0.770	0.50~0.85	0.50~0.85	0.50~0.90	0.55~0.95
	10年債 (%)	0.245	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.30	0.00~0.30
	5年債 (%)	0.010	-0.10~0.10	-0.10~0.10	-0.10~0.12	-0.10~0.15
為替レート	対ドル	128.2	115~132	115~135	115~135	115~135
	対ユーロ (円/ユーロ)	137.7	125~145	125~148	125~148	125~148
	日経平均株価 (円)	26,590	27,500±3,000	28,500±3,000	29,500±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4月25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。

#### 内外金利差の拡大から円安進行

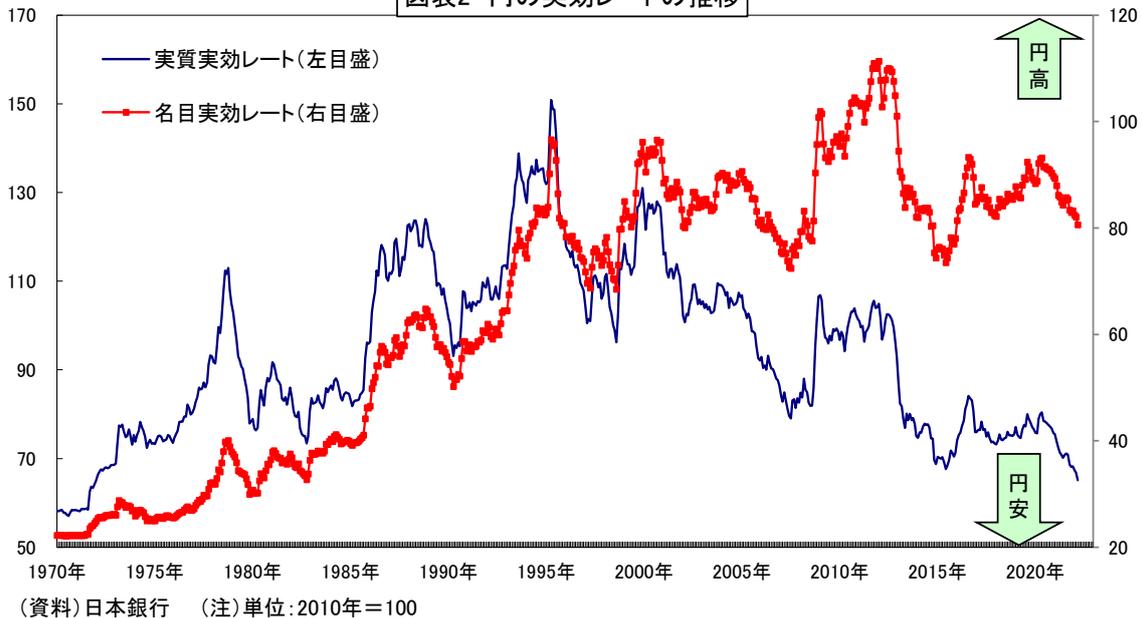
コロナ禍からの需要急回復に対して、一度傷んだ供給面の再構築が追い付かず、2021年入り後以降、世界的なインフレ傾向が定着しつつある。同時に、原油、穀物など国際商品市況も上昇圧力を高めてきたが、ウクライナ情勢の緊迫化がそれに拍車をかけている。こうした状況を受けて、主要国の中央銀行ではコロナ対応の大胆な金融緩和を終了し、政策正常化やインフレ鎮静化に向けて動き始めた。

一方、一進一退を続ける日本では需要回復ペースが高まっておらず、かつ政治主導で携帯電話通信料が大幅に引き下げられたこともあり、インフレ率は低位安定状態から脱することがで

きないままである。原油高や円安によって、エネルギーや加工食品などの値上げが始まっているものの、物価全体としては2%目標にかなりの距離があったことから、日本銀行の金融政策正常化は封印されており、主要中銀との金融政策の方向性の違いが目立っている。21年入り後からドル円レートは緩やかな円安傾向となってきたが、最近では一段と金融政策の方向性の違いが明確化しており、日本銀行が長期金利の上昇抑制姿勢を強めれば強めるほど、円安圧力は高まり、4月下旬には一時1ドル=130円に迫った。実質実効レートで測れば50年ぶりの低水準となっている。

4月の20ヶ国（G20）財務大臣・中央銀行総裁会合に出席した鈴木財務相は、イエレン米財務長官との会談で最近の為替レート変動に関して日米で緊密な連携をとることを確認したとされるが、円買い介入や日銀の政策正常化などといった円安阻止に寄与すると期待される政策発動の可能性は現時点では高くないようにみえる。

図表2 円の実効レートの推移



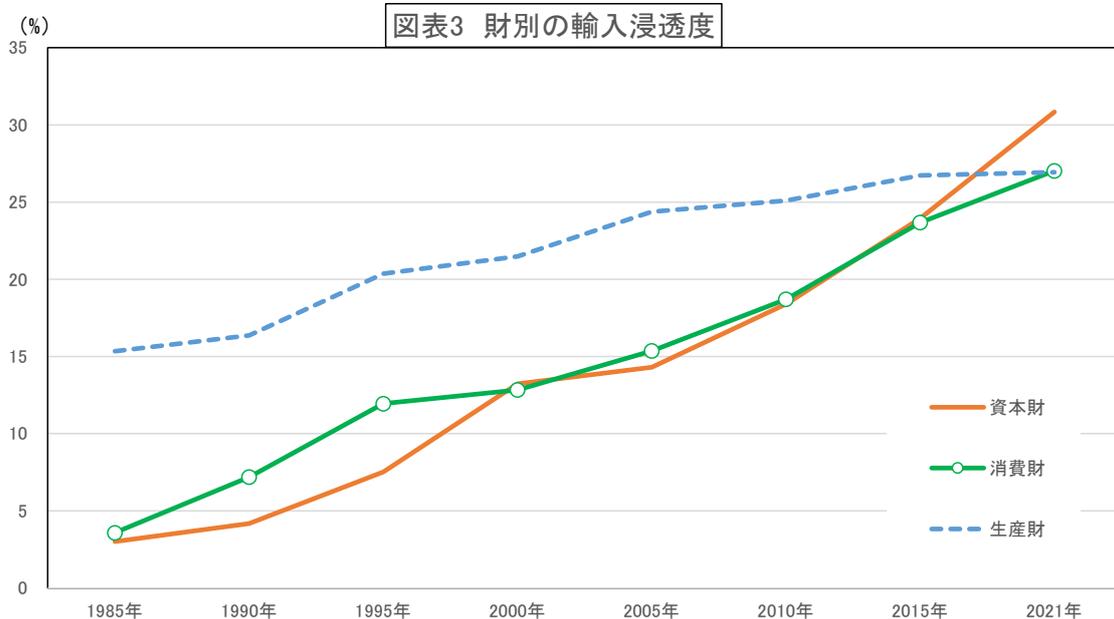
### 警戒される円安デメリット

日本は、戦後復興期からバブル期あたりまで、原材料を輸入し、それを加工し、組み立てて輸出する、という貿易立国モデルによる経済成長を志向、フルセット型の産業構造を構築してきた。当初は価格競争の激しい汎用品の生産が中心であったため、自国通貨は割安であることが好まれたが、フロート制（変動相場制）に移行し、かつ日本が先進国入りしても円高は敬遠

され、円安が望まれた。しかし、幾度となく急激な円高圧力に晒されてきた国内製造業は、為替レートの変動に影響を受けにくい経営体質を目指した結果、価格競争の激しい分野は海外の生産拠点に移管、国内では高付加価値財の生産に特化するという選択をした。もちろん、円安は円建ての輸出金額を膨らませるため、業績改善効果はあるが、その度合いは依然と比べれば低下している。

一方、国内で取引される財は、輸入品の浸透度が徐々に高まっている。当然、輸入比率が高まれば、円安が大きく進んだ際には輸入品価格の上昇は避けられない。特に、今回の円安は原油や穀物など一次産品価格の高騰と同時に起きており、電気・ガス・ガソリンなどのエネルギーや肉類・加工食品といった身近なものを中心に値上がり傾向が強まっていることから、消費者の実感する物価上昇は統計（消費者物価）をかなり上振れている可能性もある。

こうした事態を受けて、政府・与党は生活困窮世帯への補給金などを盛り込んだ緊急対策を取りまとめ、2.7兆円規模の補正予算案を編成し、今通常国会に提出する方針である。



(資料)経済産業省「鉱工業総供給表」より作成

(注)輸入浸透度は鉱工業部門全体の総供給に占める輸入品の割合。

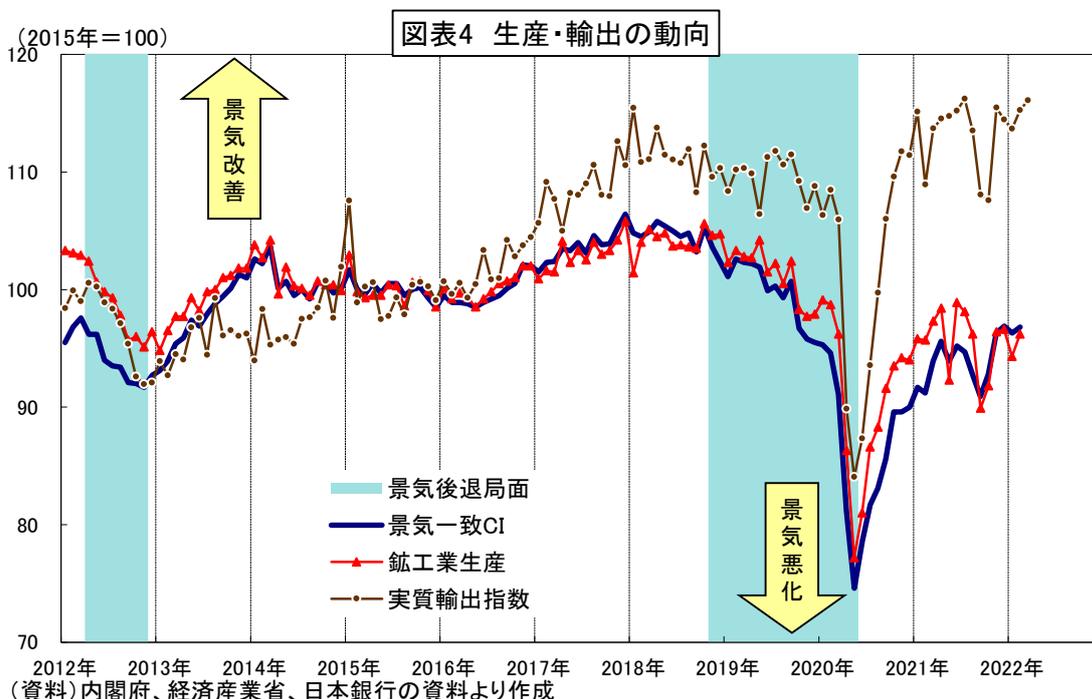
## 22年入り後の国内景気は概ね足踏み

以下では最近の国内経済の動向を確認したい。1～3月期は最多時で36都道府県に対して「まん延防止等重点措置」が適用されたこともあり、飲食・宿泊などサービス消費が再び悪化し

たほか、生産面でも供給の混乱が残り、足踏みが続いた。マインド面では3月下旬に行動制限が全て解除されたことで先行きに対する期待感も再浮上したものの、ほぼ同時期に深刻化していったウクライナ情勢などによって生じたエネルギー・食料品の値上がりが警戒されるなど、時間経過とともに不透明感が強まったとみられる。

まず、民間消費については、2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▲0.4%、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も同▲1.1%と、いずれも3ヶ月連続低下した。「緊急事態宣言」が全面解除された昨年秋にはサービス消費の回復が見られたものの、2月のサービス消費は21年9月以来の水準まで悪化している。

一方、3月の景気ウォッチャー調査からは、景気の現状判断DI（方向性）が47.8と50割れながらも、前月から+10.1ポイントの上昇（3ヶ月ぶり）したほか、先行き判断DIも50.1と前月から+5.7ポイントの改善（2ヶ月連続）で、3ヶ月ぶりの50超となるなど、先行きへの期待を高めた様子が確認できる。



### 先行き不透明感が漂う輸出・生産動向

3月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比0.7%と2ヶ月連続の上昇だったが、直近ピークの21年7月の水準を下回るなど、頭打ち気味の推移であることもまた確かである。地域別には、米国・EU向けが持ち直した半面、中国などアジア向け

**経済見通し：4～6  
月期は持ち直すも  
の、その後の回  
復テンポは緩慢な  
ものに**

が悪化した。また、財別にみると、資本財・部品、情報関連は底堅かったが、自動車関連は軟調であり、2月からは半導体不足の影響が弱まったものの、供給の混乱自体は解消していないことも見て取れる。鉱工業生産もこの1年は総じて頭打ち気味の推移を続けてきたが、当面は中国・上海市の都市封鎖などによる部品調達難などの影響が出るものと思われる。

新型コロナウイルス感染症の新規感染者数は大都市圏では緩やかに収束しつつあるものの、再拡大する地方も散見されるなど、高止まりが続いている。ただし、高齢者や基礎疾患を有する人々に対する3回目のワクチン接種が進んだことから、重症化リスクは軽減されており、医療供給体制も逼迫している状況にはない。こうした中、政府や地方自治体では感染対策を徹底した上で「ワクチン・検査パッケージ制度」や「県民割」「ブロック割」などの需要喚起策によって経済活動の回復を支援する意向を示している。最長10連休となる大型連休ではコロナ前の水準にはまだ及ばないものの、緊急事態宣言下だった前年に比べて鉄道・航空機や宿泊の予約が大きく増加したと報じられるなど、サービス消費は再び持ち直しつつある。

とはいえ、ウクライナ情勢を巡っては、世界貿易の収縮、一次産品価格や消費財・サービスの高騰、さらにはそれに対応する主要国での利上げ加速による需要減退が引き起こされる懸念もあり、コロナ禍からの回復を模索する内外経済にとって大きなリスク要因となっている。4月19日に公表された国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しは「War Sets Back the Global Recovery（戦争が経済回復を抑制する）」との副題が付けられたが、22年の世界経済を3.6%成長と1月時点の見通しから▲0.8ポイントの下方修正をするなど、21年（6.1%の見込み）からの減速は避けられないとしている（23年についても3.6%成長と再加速は見込まれていない）。

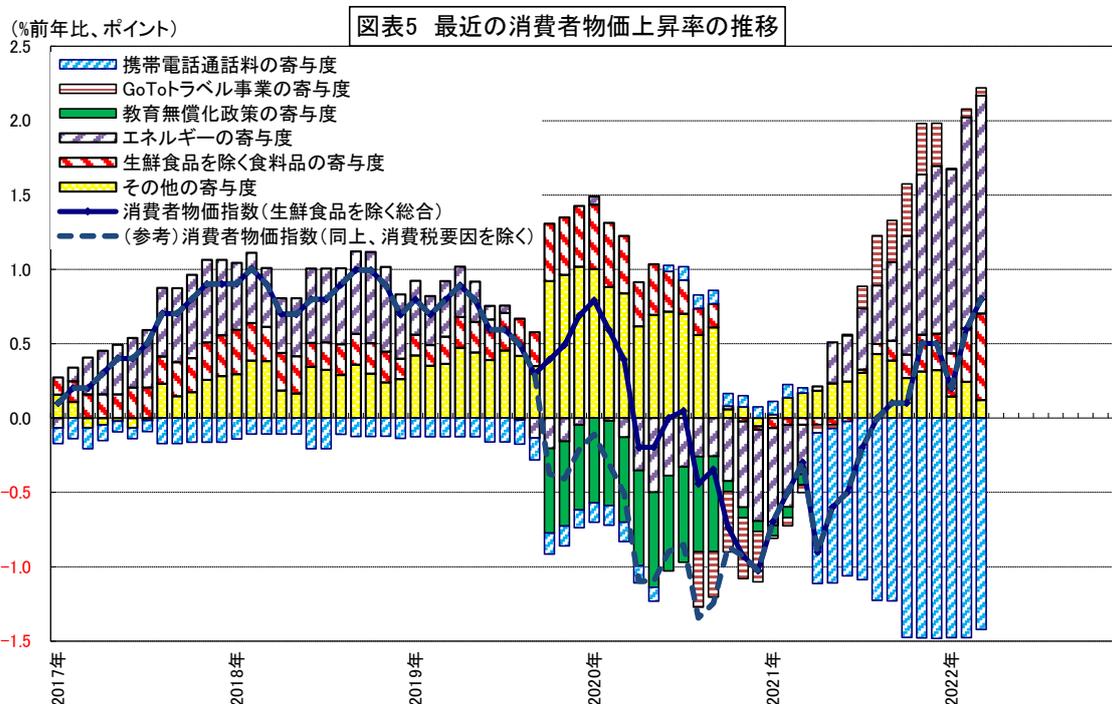
当総研では、1～3月期の日本経済はマイナス成長と見込むが、4～6月期には一定のリバウンドがみられ、その後も回復が続くと予測している。ただし、持ち直しテンポは当初の想定よりも緩慢なものになる可能性が高い。

**物価見通し：4月に  
2%前後まで一気  
に上昇率が高まる**

3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0.8%と7ヶ月連続の上昇で、20年1月以来の伸びとなった。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▲0.7%とマイナス幅は縮小したが、12ヶ月連続での下落であり、投入コスト高を価格転嫁する動きがまだ本格化していない影響が出ている。

一方、4月には携帯電話通信料のマイナス寄与が解消に向かう（とりあえず4月は+1ポイントほど物価上昇率が高まると試算される）ほか、エネルギー、加工食品などを中心に値上げの動きが一段と強まることから、コアCPI上昇率は一気に2%前後まで高まり、その後も2%超の状態がしばらく続くものと見込まれる。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

### 金融政策：黒田総裁は大規模金融緩和の継続を繰り返し表明

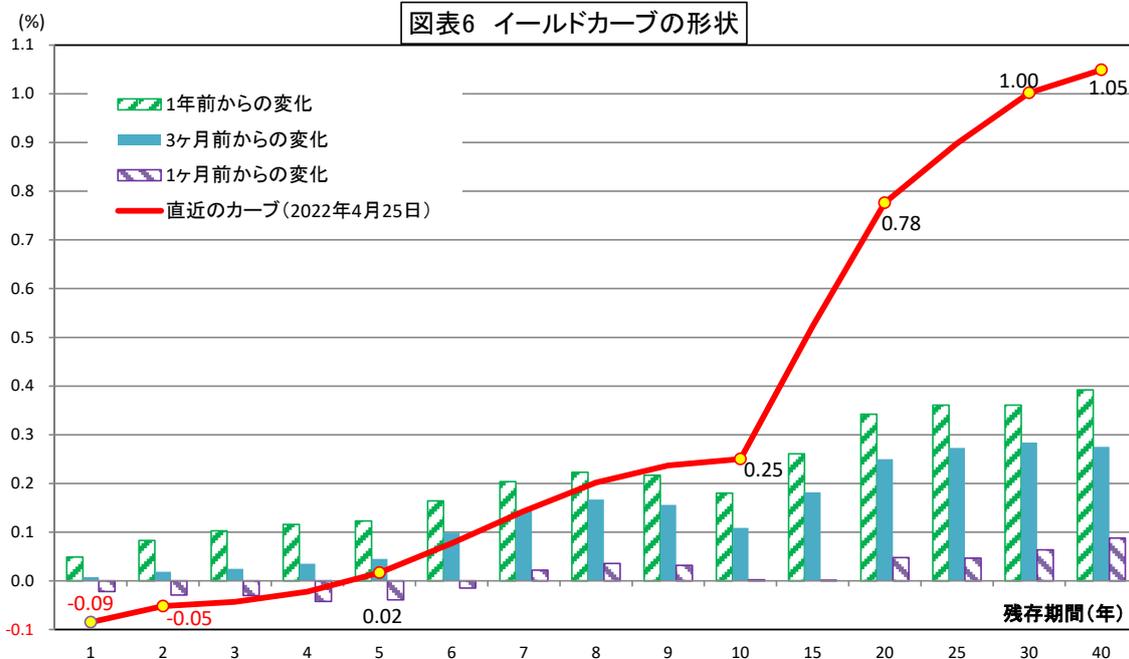
冒頭でも触れたとおり、欧米の主要中央銀行が金融政策の正常化を始める中、日本銀行は大規模な金融緩和を継続する方針を崩していない。黒田日銀総裁は、急速な円安はマイナス面が大きいとしつつも、現状水準は日本経済全体としてプラスとの評価は変えてはいない。また、長期金利には海外金利の上昇が波及し、断続的に上昇圧力が加わっているが、日銀は連続指値オペなどによって許容レンジの上限 0.25%を死守する姿勢を明確にしている。

一方、マーケットは、現在進行している円安は、金融政策の方向性の違いによる面が大きいと捉えており、それが引き起こ

すデメリットがさらに大きくなれば、日銀は何らかの政策修正を余儀なくされるとみている。海外、特に米国では利上げペースが想定よりも速まるとの見方が有力視されており、それが現実となった場合、国内金利の上昇圧力が高まり、かつ円安がさらに進行する可能性もある。

前述の通り、4月に消費者物価上昇率は2%前後まで一気に高まり、その後もしばらく2%台で推移する可能性が高い。さらに、年度下期にはポスト黒田を巡る思惑が浮上し、近い将来の政策正常化を前提としたイールドカーブ形成も想定され始め、相場が乱高下しやすくなると思われる。国内景気が緩やかながらも回復傾向を続けると想定される下、日銀はこれまでと同様、大規模緩和を粘り強く継続していくのか注目される。

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

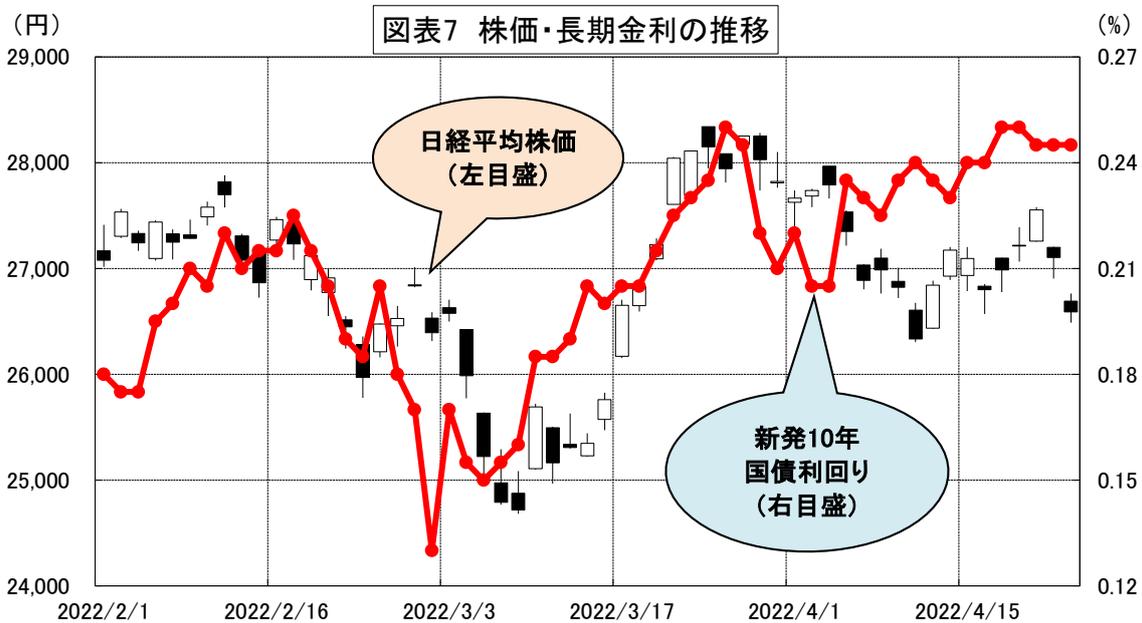
金融市場では、引き続き国際商品市況の高騰、主要国のインフレ動向とそれに対する金融政策、そしてロシアとウクライナの停戦交渉の行方などが注目を集めた。繰り返しになるが、大規模緩和を続ける日銀に対して、欧米英の中銀は正常化に向けて動いており、日本円が全面安の展開となっている。一方、米国での金利上昇が将来の景気悪化につながる可能性が意識されつつあり、株価は伸び悩んでいる。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

**長期金利は誘導目標の上限近辺で推移**

**① 債券市場**

22年入り後、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、2月上旬には日銀も政策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。それを受けて、日銀は「指値オペ」を通告、0.25%を上回ることを阻止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0.13%まで低下したが、3月以降は米国長期金利の上昇圧力が再び強まり、再び国内金利は0.25%に迫った。そのため、日銀は3月29～31日に続き、4月21～26日にかけて「連続指値オペ」を通知した。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

**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る。指値オペや連続指値オペを駆使し、0.25%の上限を上回ることを阻止するだろう。基本的に0.2%前後での推移が続くとみるが、しばらく金利上昇圧力が高い状態が続くだろう。

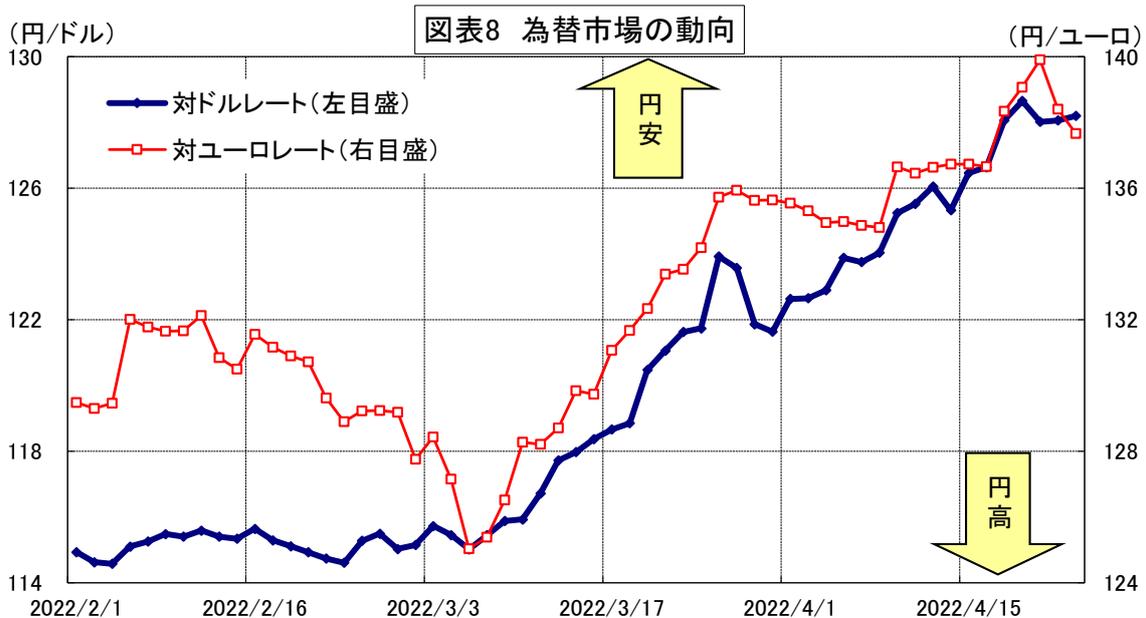
**② 株式市場**

**上値の重い展開**

年初こそ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、その後はコロナ感染再拡大(第6波)や米国の金融政策の正常化ペースが加速するとの警戒感、さらにはウクライナ情勢の緊迫化によって原油など一次産品価格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、3月下旬には一旦 28,000 円台を回復したが、その後も米利上げによる悪影響などが意識され、27,000 円前後でのみ合いが続いている。

先行きは、主要国中銀がインフレへの対抗を鮮明にし始めたこともあり、海外の株式市場で調整が続く可能性があるほか、国内でも投入コストの上昇が収益圧迫につながる可能性も意識されることから、上値の重い展開が続くと思われる。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。



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

## 20年ぶりの円安水準

### ③ 外国為替市場

22年入り後、ドル円レートは1ドル=115円前後でのみ合いが続いたが、3月には米国の利上げが現実味を増し、かつロシアのウクライナ軍事侵攻による国際商品市況の一段高などによって当初の想定を上回るペースでの利上げが続くとの見方が強まったこともあり、円安ドル高が進行、一時130円に迫る水準となった。

先行きについても、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を背景に、円安ドル高気味の展開が予想され

## 対ユーロレートも 円安が進行

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。

対ユーロレートもまた断続的に円安圧力に晒されている。欧州中央銀行（ECB）では22年中には利上げをしないとしていたものの、2月にはユーロ圏でのインフレ高止まり観測が強まり、年内利上げ観測が浮上、一時1ユーロ=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3月上旬にかけて一旦は124円台まで円高方向に戻したが、ECB関係者から7月の資産買入れ（APP）の終了や年内利上げに関してタカ派的な発言が相次いだこともあり、その後は円安が進み、直近は一時6年10ヶ月ぶりとなる140円台となった。

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、ユーロ高が今後とも一方的に進行する可能性は小さいと思われる。

(22. 4. 25 現在)

### 向かい風が強まりつつある米国経済

#### ～FRB はバランスシート縮小に着手へ～

佐古 佳史

#### 要旨

ガソリン価格上昇など対ロシア制裁の影響が米国経済にも及ぶなか、FRB の速いペースでの利上げや可処分所得の減少、高インフレの長期化など、景気への向かい風は多い。

こうしたなか、FRB は 5 月 FOMC にて 50bp の利上げとバランスシートの縮小に着手するとみられる。引き続き、インフレ動向と利上げペースが、先行きを考える上での焦点となるだろう。

#### 国内への影響も みられる対ロシア 制裁

ロシアによるウクライナ侵攻が続くなか、原油価格が上昇したことで、全米平均レギュラーガソリン価格が前年比約 50% 上昇し、1 ガロン（約 3.8 リットル）あたり 4 ドル超となったことから、対ロシア制裁の影響が米国民の生活にも及んでいる状況がうかがえる。こうしたなか、バイデン政権は石油戦略備蓄を放出してエネルギー価格の上昇を抑制するなどの対応に追われている。

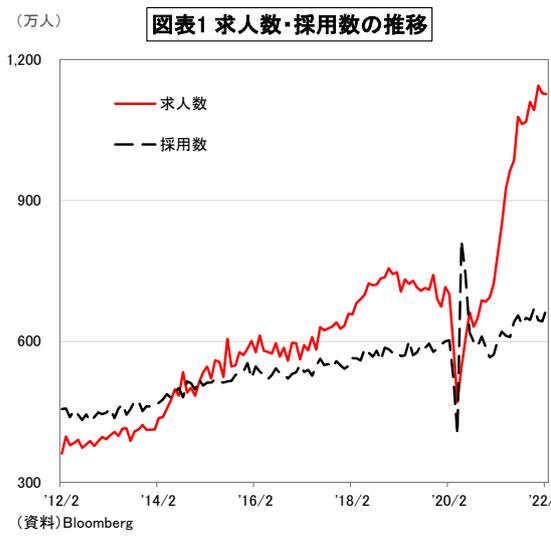
#### 景気の現状：人 手不足と雇用回 復

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。

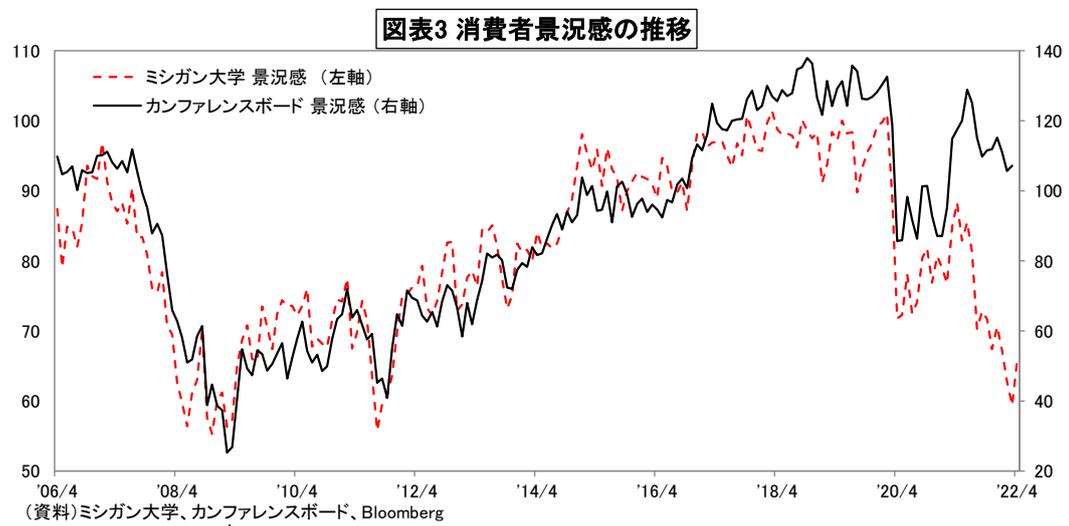
3 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 2 月から 43.1 万人増、失業率は 3.6% へと低下した。コロナ前の失業率が 3.4~3.5% であったことに鑑みると、失業率だけで判断すればほぼ完全雇用といえそうだ。今後はコロナ禍で退出した労働者が再び労働市場に参加することで、低い失業率を維持しながら雇用が増加するとみられる。

一方で、求人の困難さも継続しており、2 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%、自発的な離職率は 2.9% といずれも統計開始以来ほぼ最高水準で推移しており、労働市場のひっ迫度がうかがえる。

個人消費をみると、2 月の実質個人消費支出は、財消費は前月比 ▲2.1%、サービス消費は同 0.6% となり、全体では ▲0.4% と 2 ヶ月ぶりに減少した。一方で、3 月の小売売上高は同 0.5%、2 月は同 0.3% から、同 0.8% へと上方修正されたことで、全体としてみれば消費は特段階弱いわけではないが、増加ペースは徐々に減速している印象を受ける。



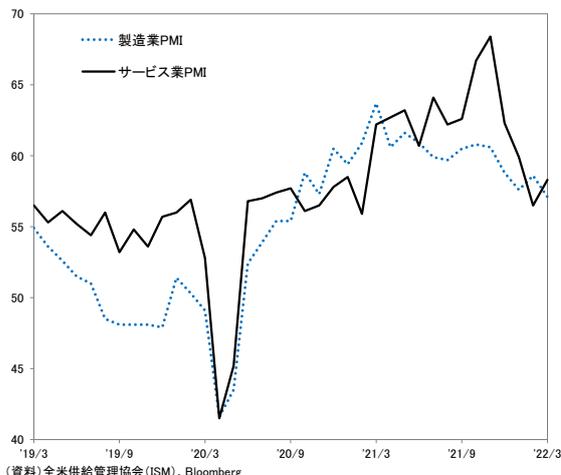
また、3月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は4ヶ月連続で上昇し、65.7（現況指数 68.1、期待指数 64.1）となったが、引き続き10年ぶりの低水準での推移が続いている。ミシガン大学からは、今回の消費者マインド指数の上昇は予想外だったものの、その要因としてはガソリン価格の上昇が3月で一旦落ち着いたことに安心感を覚えた消費者が多かったことなどが報告されている。



**21ヶ月連続での拡大を示唆する企業マインド**

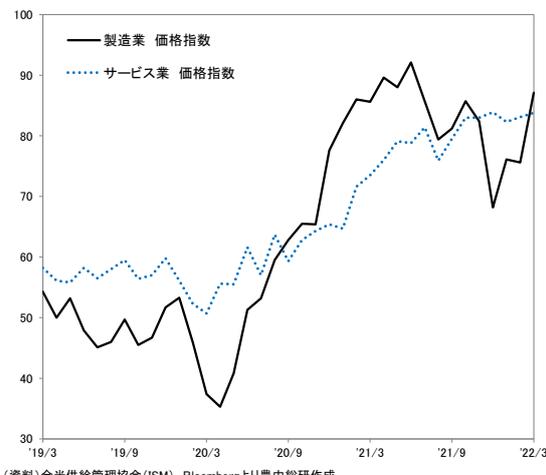
こうしたなか、3月のISM製造業指数（製造業PMI）は57.1%、サービス業指数（サービス業PMI）は58.3%と、企業マインドは22ヶ月連続での企業部門の拡大を示した。しかし、内訳をみると対ロシア制裁やサプライチェーン混乱の影響が確認される内容となっており、製造業での新規受注が53.8%と2月から大幅に低下したことや、インフレ傾向が再び強まったことがうかがえる。

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

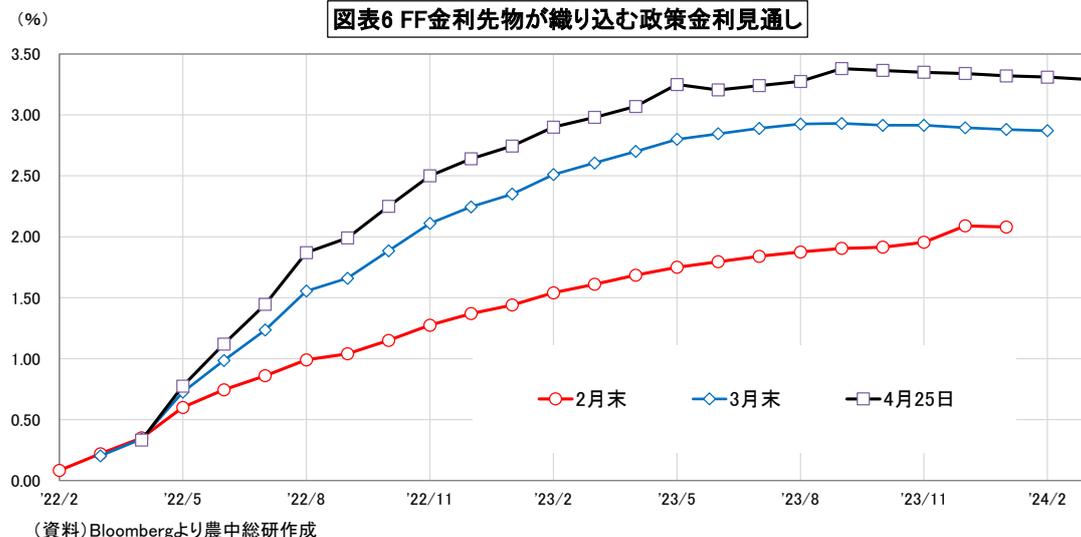
**景気の先行き：  
金融政策による  
景気下押し圧力**

さて、景気の先行きを考えてみると、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や、中国のロックダウンで再び悪化しそうであり、景気回復ペースは抑制されるだろう。

また、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懸念材料といえる。FF金先などからは、景気に対して中立的と考えられる2.25%程度を超えて、3.5%まで利上げする見通しが織り込まれ始めているが、実現すれば、1%以上の引き締め的な金融政策を1年ほど行うこととなり、景気下押し圧力はかなり強まるだろう。

こうした見通しの下では、高インフレが長期化してさらなる利上げが必要となる場合や、新型コロナウイルスの変異株が新たな脅威となる場合など、想定外の事態に対しても脆弱な状態となりそうだ。

図表6 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

足元では、インフレ率に賃金上昇率が追い付いていないことから実質可処分所得の減少が続いている。このため、個人消費支出の増加ペースは徐々に減速するとみられ、当面の景気下押し圧力になりそうだ。



(資料)米商務省経済分析局、Bloomberg

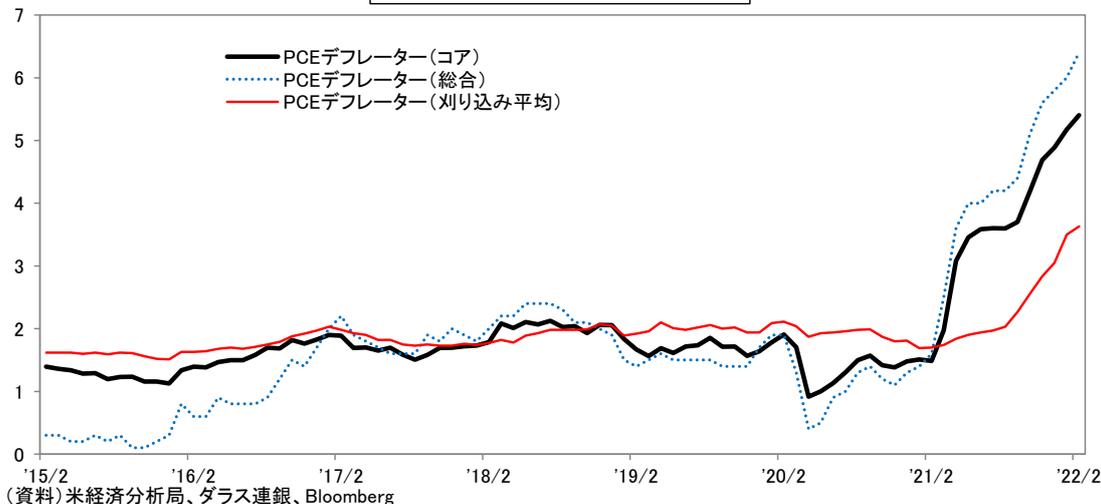
### 高止まりがさらに長期化する見込みとなったインフレ率

21年4月以降インフレ率は急加速し、2月のコアPCEデフレーターは前年比5.4%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3.6%となり、物価上昇が幅広い分野で確認できる。なお、3月の消費者物価指数(コア)は約40年ぶりとなる同6.5%となったが、前月比で見るとインフレ率が鈍化する兆しも確認できた。

先行きについては、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。ベース効果の剥落はあるものの、ウクライナ侵攻や中国のロックダウンなどからサプライチェーンの混乱が継続する可能性が高く、22年後半にかけてインフレ率は鈍化するとの従来の見通しは、再考を迫られそうだ。

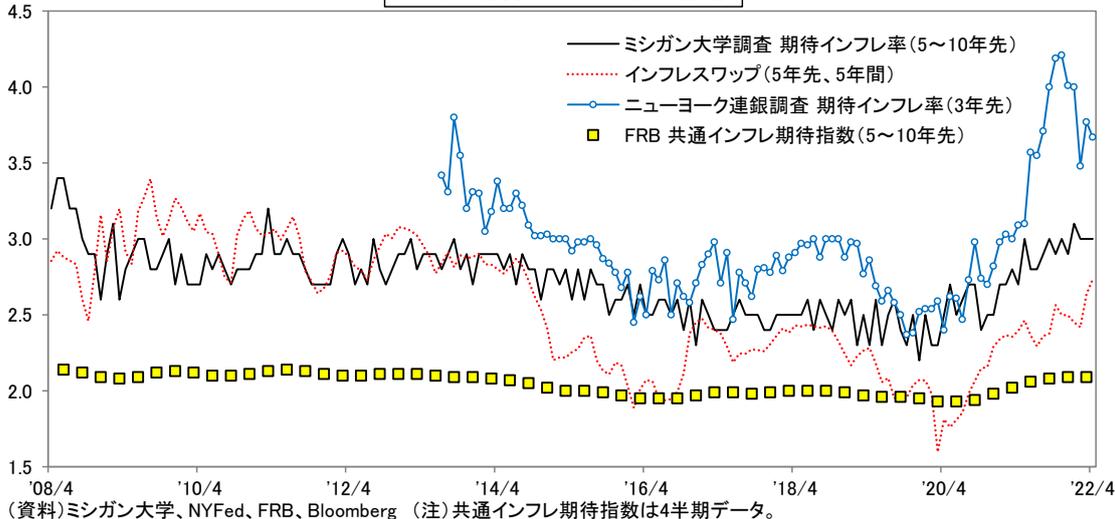
(%、前年比)

図表8 PCEデフレーター推移



(%)

図表9 期待インフレ率の推移



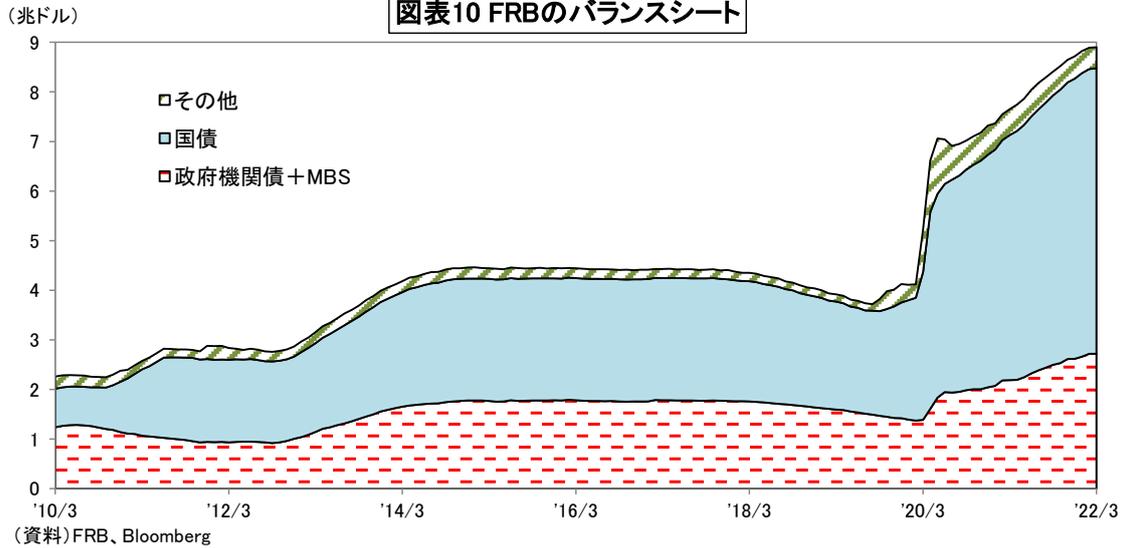
### 5月にも開始される見通しとなったBS縮小

6日に公表された3月FOMCの議事要旨からは、高インフレに対処すべく金融政策正常化ペースの加速が話し合われたことが明らかとなった。政策金利については、今後は複数回の50bp利上げを含め、2.00~2.50%程度と考えられている中立的な水準までは迅速に(expediently)利上げしていくことが適切であり、状況によってはより引き締めの水準へと利上げすることも正当化されるとの見解でFOMC参加者の見解が一致している。

また、バランスシート(BS)縮小について、早ければ5月から再投資額の上限を定め、17~19年のBS縮小よりも速いペースで実行すべきとの見解で一致したことが明らかとなった。米国債とMBSの再投資停止額は段階的に引き上げられるとみられるが、それぞ

れ最大で月額 600 億ドル、350 億ドルが妥当との見解となっており、1 月あたり最大 950 億ドル、年間 1.14 兆ドルの縮小ペースとなりそうだ。

図表10 FRBのバランスシート

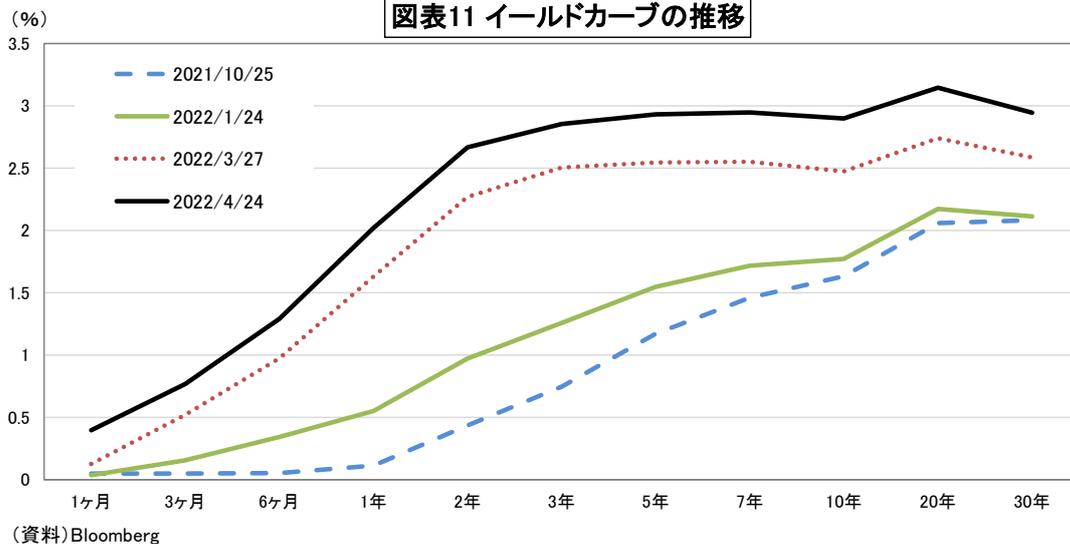


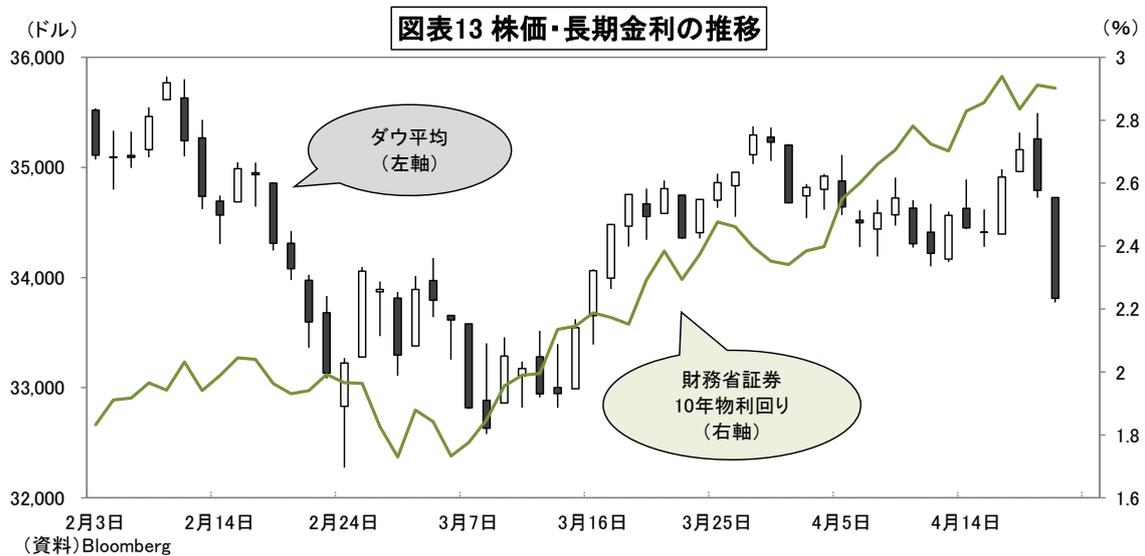
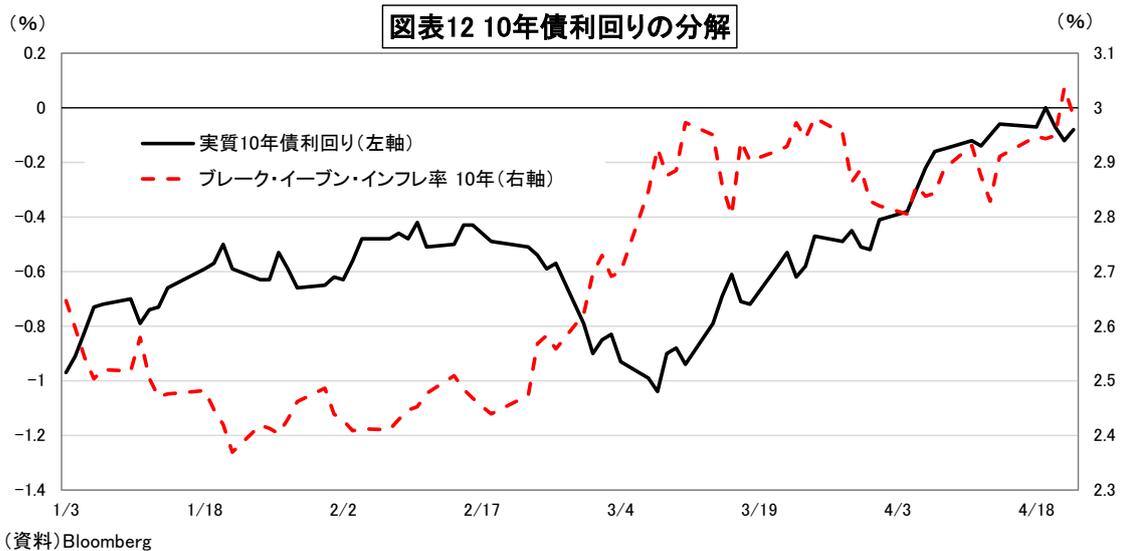
**長期金利：上昇局面の継続を予想**

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、FOMC 参加者のタカ派的な発言や 22 年の利上げ回数の増加などを織り込む形で、長期金利（10 年債利回り）の大幅な上昇が継続している。また、5 月 FOMC（3、4 日）では 50bp の利上げが実施される見込みとなっている。

先行きについて考えてみると、さらなる利上げペース加速の有無や、利上げ終了となる政策金利（ターミナルレート）に注目が集中することで、長期金利の上昇局面は継続すると思われる。以上から、3.0~3.5%程度での推移を予想する。

図表11 イールドカーブの推移





**株式市場：悪材料が多く上昇は困難か**

株式市場では、FRBの金融政策の見通しと、長期金利の急上昇をきっかけとする調整局面が継続している。

先行きについては、ウクライナ侵攻の長期化懸念や、利上げ織り込みの上方修正、長期金利の上昇などが悪材料となり株価の本格的な上昇は難しいように思われる。とはいえ足元は、22年1~3月期決算も注目材料となるだろう。

図表14 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言
投票権あり FOMC委員	パウエル議長	2	4/21	3月FOMCにて50bp利上げも検討される
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	2	4/14 4/14	0.5ポイント幅を含めた利上げペースの加速は「妥当な選択肢」 中立金利は2-2.5%の範囲内
	空席 副議長			
	ブレйнаード理事	1~2	4/12 4/5	「整然とした」引き締めで政策を中立水準へ バランスシート縮小は5月にも急ピッチで始める
	空席 副議長 (銀行監督担当)		4/15	現ミシガン大学公共政策大学院長のマイケル・バー氏を指名する計画
	ウォラー理事	2	4/13 4/13	5月FOMCでの50bpの利上げ支持 50bpの利上げは6月と7月もあり得る
	ボウマン理事	1~2		
	メスター総裁 (クリーブランド)	2	4/22 4/14	「整然とした」利上げを支持、75bpに反対 インフレ抑制のため景気支援策解除へ
	コリンズ総裁 (ボストン)	?		7/1以降FOMCに参加予定
	ブラード総裁 (セントルイス)	2	4/18 4/7	必要なら75bpの利上げも 2022年内に3-3.25%への利上げを支持
	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	2	4/5 4/5	5月FOMCでは50bpの利上げが選択肢になる 利上げの程度はBS縮小と関連付けて検討されるべき
投票権なし FOMC委員	バーキン総裁 (リッチモンド)	1~2	4/12 4/12	中立水準まで迅速に引き上げ必要 必要ならさらに行動する可能性がある
	ボスティック総裁 (アトランタ)	1	4/19 4/19	中立水準を超えていきたいと表明することにはこの足 75bp利上げは念頭にない
	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	2	4/20 4/5	5月FOMCでは50bpの利上げが堅実 米経済の成長は鈍化するだろうが、リセッション(景気後退)には陥らない
投票権なし FOMC代理委員	エバンス総裁 (シカゴ)	1~2	4/19 4/19	政策金利はいずれ中立金利上回ると予想 政策金利が中立金利を超えるかはインフレが沈静化するかどうか依存する
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	4/14 4/14	22年に慎重で整然とした一連の利上げ予想 過度な利上げは望まない
	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	4/20 3/18	供給面の制約続けば追加措置が必要にも ミネアポリス連銀のHPIにインフレ見通しの判断ミスを掲載

(資料)各種報道 (注)鷹/鳩の評価は農中総研による。

(22. 4. 25 現在)

## 情勢判断

### 中国経済金融

## コロナ禍と不動産の低迷等で足元減速した中国経済

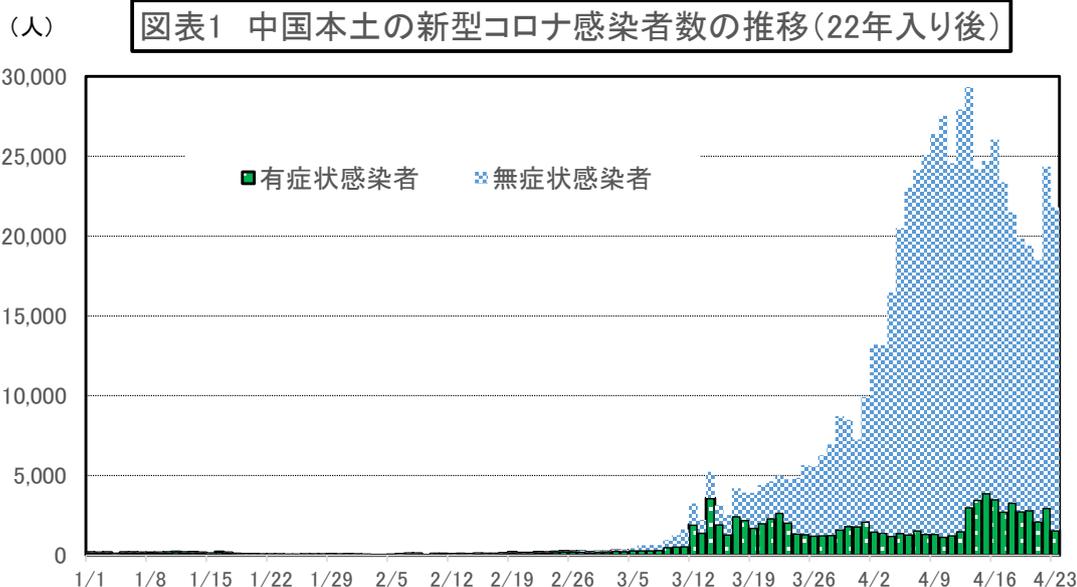
### ～追加金融緩和等の経済対策強化で年後半には持ち直しへ～

王 雷軒

#### 要旨

国家統計局が発表した22年1～3月期の実質GDP成長率（速報）は前年比4.8%と21年10～12月期（同4.0%）から伸びが加速した。一方、ロックダウンや移動制限による経済活動への悪影響に加えて不動産の低迷等を受けて前期比は1.3%と21年10～12月期（1.5%）から減速した。

こうしたなか、中国人民銀行（中央銀行）は預金準備率を引き下げ、新たに再貸出枠を創設したほか、利潤の国庫への納付も前倒しで実施した一方、LPRは3ヶ月連続で据え置いた。景気下振れ圧力が強まっているなか、今後も経済対策強化が見込まれることから、腰折れリスクは今のところ限定的と思われる。



(資料) 国家衛健委、Windより作成、直近は22年4月24日。(注) 新型コロナ感染者数は海外からの入国者も含めた中国本土の感染者数(無症状感染者+有症状感染者)。

#### 上海等でロックダウンや移動制限の長期化・拡大懸念

中国政府は「ゼロ・コロナ」政策を推し進めてきたが、4月に入って1日あたりの新規感染者数は無症状者を中心に約3万人に急増した(図表1)。1日当たりの新規感染者数は4月13日にピークを迎えた後、一旦減少傾向に転じたものの、足元では上海市などで建築現場のクラスター感染の発生や企業活動の再開などを受けて再び増加するなど、高止まりの状況は継続して

いる。

3月中旬に吉林省長春市、広東省深圳市がロックダウン（都市封鎖）を実施した結果、4月中旬にはダイナミック・ゼロコロナ（「動態清零」）という目標を達成したと宣言した。一方、上海市は東部を3月28日から4月1日まで、西部を4月1日から5日までと二段階のロックダウンを行ったものの、4月4日の一斉PCR検査の結果、無症状感染者が13,088人にのぼったことで、期限を延長することになった。4月24日時点で感染が抑制された一部の地域を除き、大半の地域で封鎖が続いており、全面的なロックダウンの解除は見通せない状況にある。

このように、ロックダウン期限が延長された地域に加えて新たに追加された地域もあるため、経済・社会活動への悪影響は予想以上に増大した。とくに、ロックダウンや移動制限を受けてサプライチェーンの寸断が発生し、一部の地域で企業の稼働停止に追い込まれたケースも見られた。

こうしたなか、サプライチェーンの寸断を解消すべく、共産党中央委員会・国務院は4月上旬に全国統一大市場の構築に関わる意見を公表し、ドライバーへの特別通行証などの発行で対応策を行い始めた。中国交通運輸部によると、4月上旬に道路やサービスエリアの閉鎖を禁じる通達を出して以降、10日時点で閉鎖された高速道路料金徴収所は全国で678カ所であったが、23日時点で11カ所に減少した（全体の0.1%）。過度な感染抑制策は是正されつつあるが、ロックダウンや移動制限が行われている地域では依然として自由な移動ができないため、本格的な職場復帰にはなお時間を要すると思われる。

**1～3 月期の実質 GDP  
成長率は前年比  
4.8%、前期比1.3%**

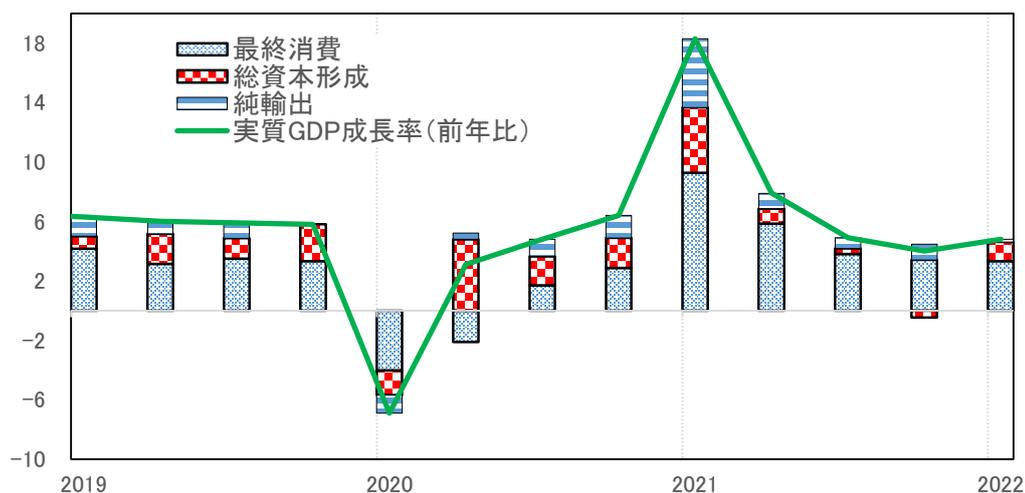
国家統計局が4月18日に発表した22年1～3月期の実質成長率（速報）は前年比4.8%と21年10～12月期（同4.0%）から伸びが加速した（図表2）。この実質GDP成長率（4.8%）に対する需要項目別の寄与度は、最終消費：3.3%ポイント、総資本形成：1.3%ポイント、外需（純輸出）：0.2%ポイントであった。

一方、前期比で見ると1.3%と21年10～12月期（1.5%）から減速した。また、20年と21年の2年平均（幾何平均で算出した伸び率）である5.1%を下回った。さらに、政府の22年の成長率目標である「5.5%前後」に比べても低かった。その要因として、前述したロックダウンや移動制限による経済活動への

悪影響に加えて不動産の低迷等が挙げられる。実際、宿泊飲食、不動産の1～3月期の実質GDP成長率（速報）はそれぞれ前年比▲0.3%、▲2.0%であった。

**図表2 実質GDP成長率と需要項目別の寄与度**

(%前年比、ポイント)



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、四半期ベース。

**景気動向：強まる下振れ圧力**

1～2月期の中国経済は比較的堅調だったが、3月中旬に新型コロナウイルス感染者の急増でロックダウンや移動制限が行われたことを受けて3月の主要経済指標は軒並み悪化した。

まず、企業の景況感は急速に冷え込んだ。国家统计局が発表した3月の中国購買担当者景気指数（PMI）は製造業と非製造業ともに景気判断の境目である50を下回った。これについて、国家统计局は感染抑制策などによって、人手不足と物流の停滞が生じ、企業の生産・経営に悪影響をもたらしたと指摘している。

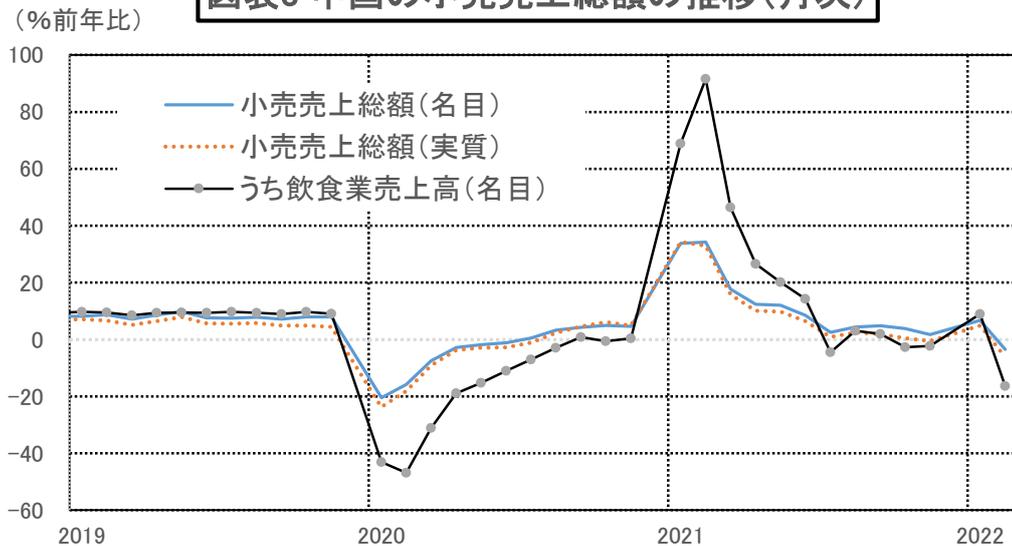
また、個人消費も急減速した。小売売上総額は1～2月期に名目で前年比6.7%と21年12月（同1.7%）から伸びが加速したものの、3月には同▲3.5%と大きく冷え込んだ。物価変動を除いた実質ベースでは前年比▲6.0%となった（図表3）。とくに飲食業売上と自動車販売額はそれぞれ同▲16.4%と▲7.5%と1～2月期（それぞれ前年比8.9%、3.9%）から大幅に低迷した。衣類や家具類もそれぞれ▲12.7%、▲8.8%とマイナスに転じた。

一方、消費の急減速と対照的に投資全体は堅調であった。1～3月期の固定資産投資は前年比9.3%と1～2月期（同12.2%）から減速したものの、21年の4.9%よりは高い伸びとなった。投

資分野別にみると、不動産開発投資は 0.7%と 1~2 月期（同 3.7%）から大幅に減速したものの、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 15.6%、10.5%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が 1~2 月期から加速したことが投資全体を下支えした。

また、輸出も比較的底堅く推移した。3 月の輸出額（ドル建てベース、速報）は 2,761 億ドルで前年比 14.7%、輸入額は 2,287 億ドルで同▲0.1%、貿易黒字額は 474 億ドルであった。なお、輸出は比較的底堅く推移したのに対して輸入の落ち込みが目立っている背景には、新型コロナ感染者の急増を受けて各地で相次いで厳しい移動制限やロックダウンが実施され、内需（消費+投資）が急速に冷え込んだことが挙げられる。加えてロシアのウクライナ侵攻による商品価格の急騰を受けて、輸入企業が購買を控える動きもあったと思われる。

**図表3 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3月。

**国務院常務会議で発表された経済対策**

景気下振れ圧力が高まるなか、4月13日、李克強首相が主催した国務院常務会議で、経済成長の基盤を安定させるための消費促進策などが決まった。その会議の主なポイントは次の通りである。まず、消費促進策についてである。①既に打ち出された外食産業、小売業、観光業、航空、道路・水路・鉄道輸送業等への支援策を着実に実施し、地方政府による支援策を強化する。とくに一部の都市近郊で応急用の生活品備蓄倉庫拠点を整

備する、②オンラインとオフライン（リアル店舗）の融合を加速させ、スマート家電製品の販売などを拡大する、③医療・健康、高齢者や子供に向けたサービスの提供を促進することに加えて、自動車や家電製品の消費を促進するため、各地方は自動車購入制限を新たに導入するのを禁じ、実施されている購入制限を少しずつ緩和する。さらに、電気自動車（新エネルギー車）の購入を促進するための充電施設整備への支援を行う、④質の高い商品やブランドの農村への販売を促進する、⑤消費者金融商品を多様化するほか、消費関連のインフラ施設の整備に特別地方債（専項債）を活用できるようにすること、などが示された。

また、金融面での施策も示された。具体的には、大手銀行の貸倒引当金カバー率（貸倒引当金/不良債権残高）を適切に引き下げること、金融機関の預金準備率などの引き下げなどを通じて銀行の貸出能力を高めることである。さらに、金融機関の貸出金利の引き下げなどを通じてコロナ禍で打撃を受けた大きな業種や中小企業、自営業者への支援強化を進めていくことが挙げられた。

### 預金準備率引き下げ +再貸出枠新設など の金融緩和は進む

この会議を受け、中国人民銀行（中央銀行、以下人民銀行）は4月15日、経済成長を支援し、企業の資金調達コストを引き下げることを促進するため、4月25日から預金準備率を0.25%引き下げることを発表した。ただし、5%の預金準備率が適用されている金融機関は除かれる。

また、中小企業や「三農」（農民・農業・農村）への金融支援を拡大するため、都市商業銀行で、「省」を跨る営業活動を行っていないもの、また農村商業銀行で、5%以上の預金準備率が適用されているものを対象に、追加で0.25%引き下げる。これらにより大手銀行、中堅・中小銀行の預金準備率はそれぞれ11.25%、8.25%（図表4）、金融機関の加重平均預金準備率は8.1%となり、約5,300億元規模の市場流動性が供給されることになる。振り返ってみると、21年7月9日、12月6日に発表された預金準備率引き下げを受けて、金融機関の加重平均預金準備率はそれぞれ8.9%、8.4%であったことから、今回の引き下げ幅は前回12月6日の0.5%より小幅の約0.3%（8.4%→8.1%）となり、市場予想の0.5%に比べて小さく、経済全般に影響を与える金融政策ツールの利用に対する姿勢は依然として

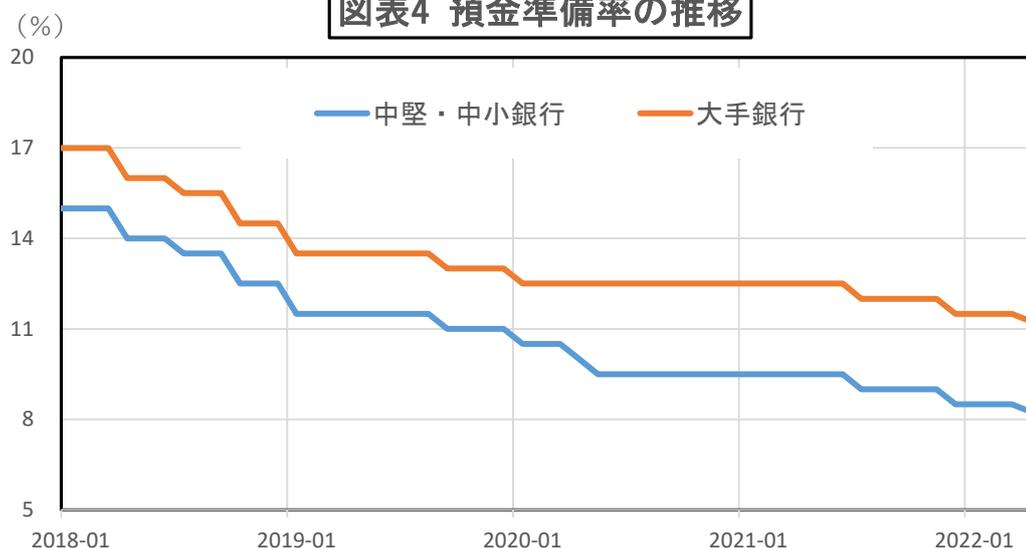
慎重であると見受けられる。

こうした状況のなか、18日に劉鶴副首相が出席したテレビ電話会議「物流の円滑化を通じて供給網の安定化を図る」で自動車、半導体、電子部品、農業資材、食料品、医薬品等の重要な業種を対象に、新たに創設された2,000億元の科技创新（技術革新を支援するための再融資枠）再貸出枠と1,000億元の物流輸送向けの再貸出枠を速やかに実施することが決定された。

これまでも農業・中小企業支援向けの再貸出枠、炭素削減支援融資ツール、石炭のクリーン・効率利用促進向け再貸出枠などが利用されてきたが、上述の物流輸送や科技创新向け再貸出枠が新設された。このように、預金準備率や金利の調整などの経済全般に影響を及ぼす金融政策ツールとターゲットを絞った金融政策ツールが並行し利用されているが、ターゲットを絞った金融政策ツールも重要な役割を果たすことになるだろう。

さらに、人民銀行は4月中旬までに6,000億元の利潤を財政部（日本の財務省に相当）に前倒しで納付したが、これについては預金準備率の0.25%引き下げによる流動性供給規模に相当すると説明した。

図表4 預金準備率の推移



（資料）中国人民銀行、Windより作成

### 一方、LPRは3ヶ月連続で据え置かれた

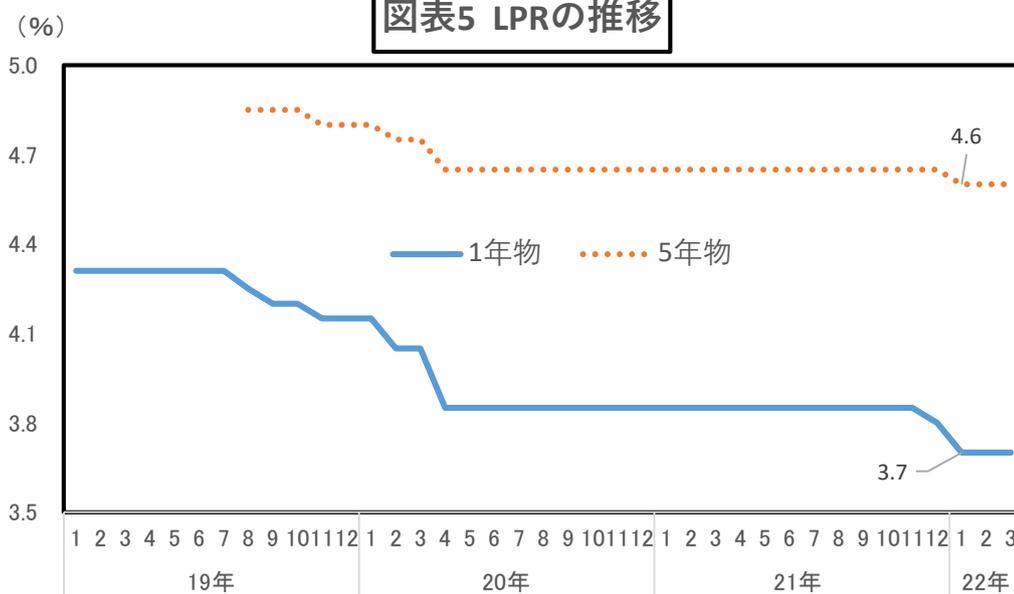
人民銀行が公表した3月の社会融資規模（实体经济に供給される資金量）は4.66兆元と市場予想を大きく上回ったものの、3月の家計部門向け貸出は0.76兆元で21年3月に比べて0.39兆元減少したほか、企業部門向け中長期貸出も1.34兆元で同じ

く0.01兆元の小幅増加にとどまった。3月も家計や企業向けの融資が依然として芳しくなかったことが見て取れる。こうした状況から市場では利下げ観測が高まっていた。

しかしながら、4月20日に発表された貸出金利の参照指標となる最優遇貸出金利（ローンプライムレート、LPR）は3ヶ月連続で据え置かれた（図表5）。金融機関の住宅ローン金利の引き下げに加えて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人民銀行は慎重な姿勢を崩していない状況にあると考えられる。

LPR 引下げは、効果が比較的大きいと見られる予備策として残しておかれたと見られるが、今後4～6月期の下振れ圧力の高まりに対応するため、実施される可能性が高いと思われる。実際、中国の市場金利設定に係る自主規制団体である「市場利率定価自律機制」は、中小銀行に対して預金金利の上限を10bp引き下げることがを推奨していると報道された。上限は基準金利+75bpから基準金利+65bpとなる。また、一部の株式制商業銀行は自ら預金金利を引き下げなどの動きも出ている。これらはLPR引き下げの前兆とも言えよう。

図表5 LPRの推移



(資料)Windデータをもとに作成

4～6月期には「二番底」に陥るリスクがあるが、年後半にかけて

以上の内容を踏まえると、景気下振れ圧力が高まっているなか、4～6月期の成長率は前年比4.8%を下回る可能性がある。一方、住宅ローン金利の引き下げなど不動産市場の正常化を図

## は持ち直しへ

る動きが強まっていることや、サプライチェーンの寸断が徐々に解消しつつあると見られるほか、ロックダウンや移動制限解除後のリベンジ消費も考えられる。また、5月のLPR引き下げや財政出動の拡充も見込まれることから、景気腰折れリスクは、今のところ限定的と思われる。

当総研では、現時点では感染拡大が5月中旬には抑制されることを前提に、4～6月期は前年比4.6%と2月時点の見通し(5.2%)から下方修正した一方、追加経済対策の強化などによって年後半にかけて成長率は徐々に加速し、22年通年の成長率は前年比5.5%と据え置く予定である(図表6)。ただし、5月中旬までに感染拡大が抑制されなければ、小幅な金融緩和・財政出動だけでは5%を割り込む可能性もある。足元の金融緩和策で景気下振れ圧力は緩和するものの、「5.5%前後」の成長率目標を達成するには物足りない感は否めない。今後の経済対策の強化が政府目標達成のカギを握ることから、引き続きその動向を注視していきたい。



(資料) 中国国家统计局、Windより作成・予測

(22. 4. 25 現在)

## 欧州で今後も続く物価上昇圧力と経済を取り巻くリスクの拡大

～新興国の疲弊、家計消費の縮小、財政悪化の進展など～

山口 勝義

### 要旨

欧州では、今後も物価上昇圧力が継続するものとみられる。その中で経済を取り巻くリスクは拡大しつつあり、これには新興国経済の疲弊の影響の波及、家計消費の縮小や財政悪化の進展のほか、ECBの政策に伴うインフレの高進やバブル発生リスクが含まれる。

### はじめに

欧州では資源価格や原材料価格、物流費などが高騰し、消費者物価に対して上昇圧力が掛かり続けている。これまでに、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という2つの要因が同時進行することにより、物価に与える影響の度合いが拡大してきた。

まず、ウイルス感染の拡大期には供給サイドにボトルネックが生じ易くなるとともに感染の収束過程では経済活動の再開に伴い需要が急回復し、モノや労働力の不足を通じて物価上昇が促されてきた。新たな変異株の発生は今後も見込まれることから、こうした歪みが長く継続する、あるいは頻繁に再発する可能性が否定できないことになる。また、欧州連合(EU)では昨年6月に「欧州気候法」が採択され、50年までの温室効果ガス実質ゼロ化に向け対策が本格化してきている。こうした下で比較的クリーンな天然ガスに対する需要が拡大する一方、天候要因による風力発電量の低下や輸出国の供給増への消極姿勢などが重なり、昨年夏以降、天然ガス価格が急上昇するに至っている(図表1)。この経験は化石燃料からクリーンエネルギーへの転換は一方向に単純に進むものではないこと、移行期には引



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

き続きエネルギー価格が不安定化する可能性が小さくないことを示している。

そして今回、この2つに新たに加わったのがロシアによるウクライナ侵攻である。足元では天然ガスのほか小麦やニッケルなどの価格の上昇が見られているが、紛争が沈静化した場合にもロシアリスクの高まりの下でロシア排除の動きが継続することが予想されるため、今回生じたエネルギーのほか農産物や鉱物資源などを含む新たな供給ショックは容易に収束するとは考え難い。加えて中長期的には、こ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もある(注1)。

こうして欧州では、この3つの材料により、物価を巡る環境には大きな構造的な変化が生じている。これまでの低インフレ基調からの、急速な転換である。

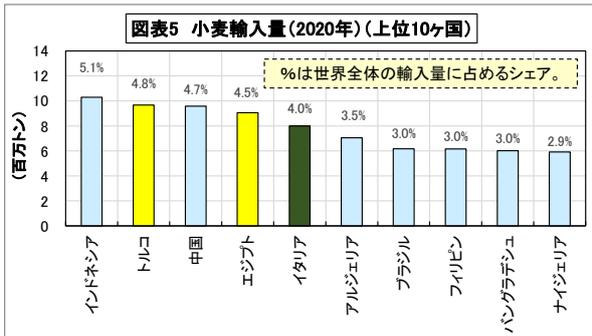
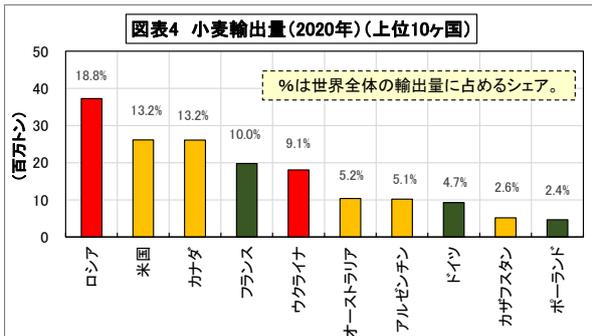
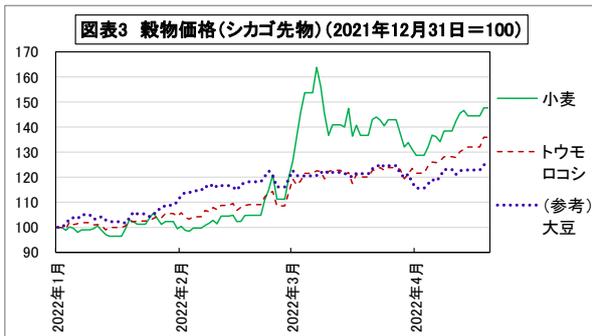
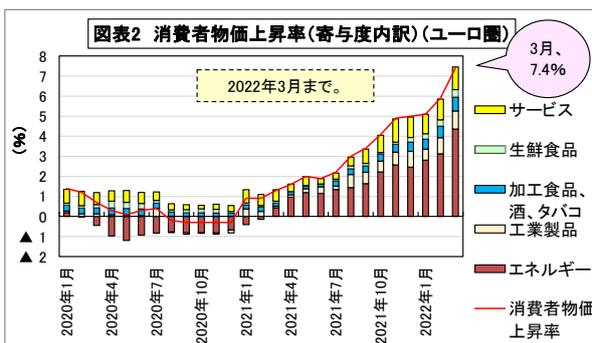
## 食糧価格上昇による新興国の疲弊

ユーロ圏の最近の消費者物価上昇率に対する寄与度では、エネルギー関連項目が主要な役割を果たしている（図表 2）。ロシアによるウクライナ侵攻の後も天然ガスなどの価格が大幅に上昇したほか、ロシアが欧州に対する天然ガスや原油の最大の供給国であるため、欧州は必要なエネルギーの量の確保にさえ不安が生じる状況に置かれている。

これに対して、食品の、物価上昇への寄与度は現時点では限定的である。しかし、ウクライナやロシアは小麦やトウモロコシの主要な輸出国であることから、今後の影響の拡大が懸念されている。つまり、秋または春に播種された小麦は夏から秋にかけて収穫され、トウモロコシも 6～9 月が収穫期であるため、これからウクライナやロシアの生産や輸出の停滞の影響が具体化することになる。これまでは南半球の生産により量の確保はなされてきたが、今夏には初めて紛争の直接的な影響が及ぶわけである（図表 3、4、5）。

この際、小麦などの供給量の減少と価格上昇の影響は、まずはエネルギーとともに食糧を輸入に依存する新興国で大きなものとなり、新興国経済の疲弊を伴いつつユーロ圏への影響を拡大する可能性が大きい。近隣国の中でもトルコの 3 月の消費者物価上昇率（前年比）は既に 61.1%に達し、またエジプトが 3 月に国際通貨基金（IMF）に支援を要請するなど、注意を払うべき動きが生じてきている。

エネルギー調達先の多角化や再生可能エネルギーへの転換の加速化が重要課題として急浮上している欧州であるが、このように物価押し上げ要因としてはエネルギー価格とともに食品価格の動向にも



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

注意が必要となる。そして、米金利の上昇や米ドル高の影響も及ぶ中で、欧州以前に、資源を専ら輸入に依存し財政基盤も脆弱な新興国経済が疲弊し危機に陥り、これが欧州経済の成長抑制要因として働くことになる可能性も強まってきている。

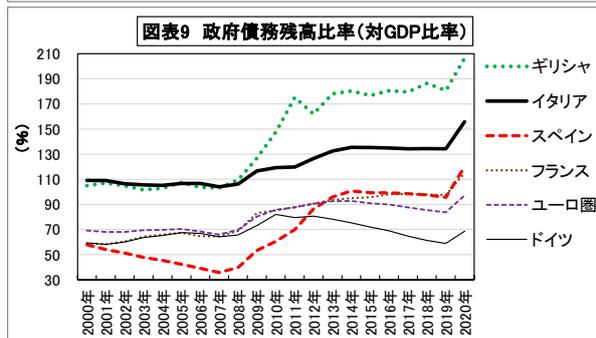
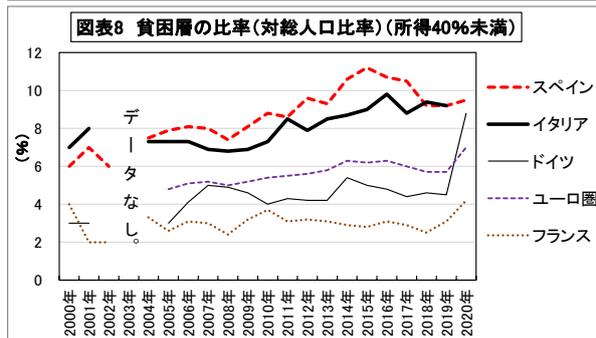
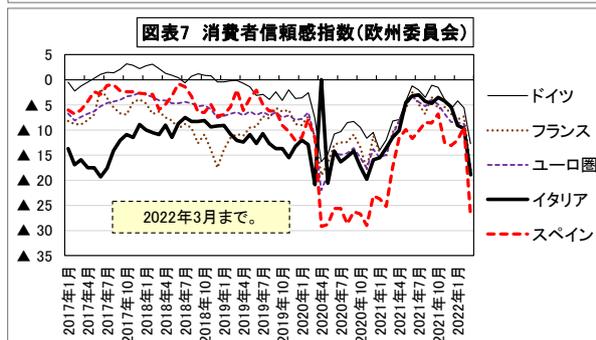
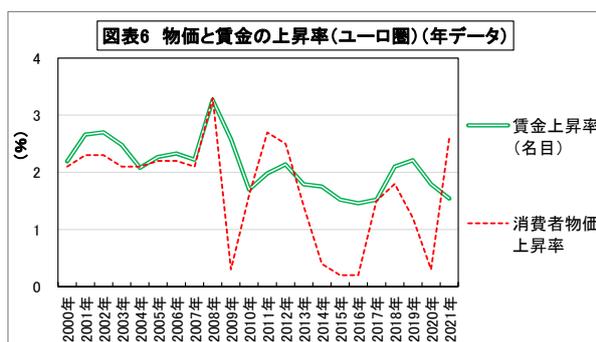
## 家計消費の縮小、財政悪化の進展

一方、欧州自身の経済情勢に目を戻すと、今後に向けて、家計消費や財政を巡るリスクの拡大を指摘することができる。

まず、光熱費やガソリン、食品などの価格の上昇が家計に及ぼす影響の程度は軽視できない。何よりも賃金の上昇はインフレに遅行することで実質賃金は低下し、家計の購買力の縮小が進むことが予想される（図表6）。ユーロ圏ではウクライナ侵攻後の3月には消費者信頼感指数が急低下したが、今後は家計の貯蓄率の低下や借入れの増加のほか消費を抑制する動きが強まり、経済成長の下押し要因となることが考えられる（図表7）<sup>（注2）</sup>。

次に、政府財政の一層の悪化も予想される。既にユーロ圏の多くの国では、コロナ危機を通じて貧困層の比率の上昇が生じている（図表8）<sup>（注3）</sup>。こうした中での物価上昇であるため、各国では家計支援のために財政支出が不可避となる可能性が大きい。4月のフランス大統領選挙でもこの支援策が争点となり、ルペン候補がマクロン候補を急速に追い上げた経緯がある。また他方では、国防費の増額も控えている。近年、いわゆる「平和の配当」を享受し、国防費を漸減させるとともにこれを他の歳出に振り向けることができた各国では、今後は、逆に国防費の増加が財政の圧迫要因になるものと考えられる。このような複数の要因により、コロナ危機で既に増大した政府債務はさらに拡大するものと見込まれている（図表9）。

加えて、エネルギーや食糧について輸入依存度の高い欧州の国々では、これらの価格の上昇の下で経常収支も悪化しつつある。債務の増大と経常収支の双方の悪化はユーロ圏の財政危機時と同様のリ



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

スクの拡大を意味しており、実際にイタリアなどでは自国の国債のドイツ国債との利回りスプレッドに拡大の動きが現れている。こうして、異例な金融緩和からの転換に取り組む欧州中央銀行（ECB）にとっては、新たな難題が加わることになる。

## おわりに

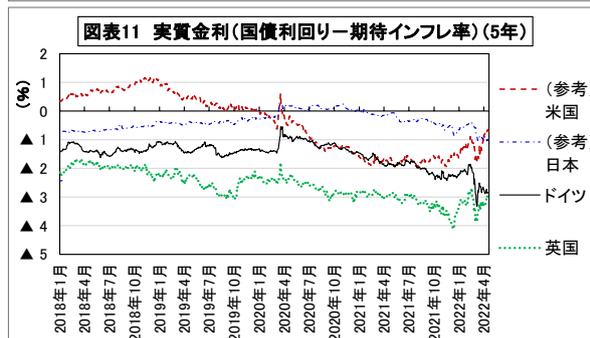
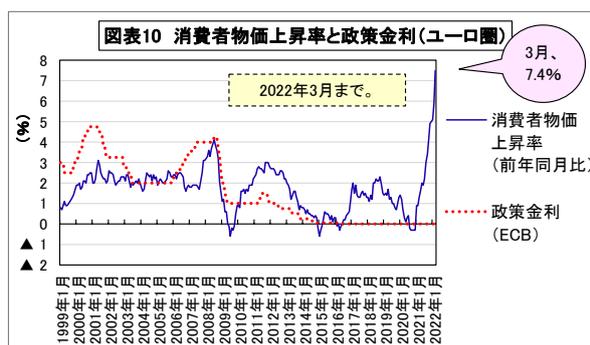
ECBは、それまでは物価上昇は一時的な現象としていたが、2月の政策理事会で初めて物価上昇リスクが増大している事実を認め、続けて3月には資産買い入れ策を市場予想よりも早く第3四半期にも終了する方針を示した。しかし、これに対し4月の理事会では、この資産買い入れ策の終了時期を維持する一方で、利上げは慎重に行う姿勢を強調した(図表10)。

もとよりウクライナ紛争の勃発により政策の柔軟性を確保する必要性が強まっているが、この経緯にはインフレ対策と景気対策の間で政策を決めかねる、ECBの困難な立場が現れている。資源価格の上昇を主因とするインフレに対しては、中央銀行は直接的な政策手段を持たず、金融引き締めによる需要の抑制を通じて間接的に働きかけるのみである。そしてこの需要の抑制は、コロナ危機からの景気回復の腰折れに直結するリスクをはらんでいる。しかしその一方で引き締めの手を緩めた場合には、いずれ物価と賃金のスパイラル的な上昇という制御困難な状況に陥るリスクを抱えることになる。

これらを総合的に勘案した場合には、ウクライナ紛争の影響の大きい欧州で、おそらくECBは大幅な引き締め策は回避せざるを得ないものとみられる。この他にも、気候変動対策関連の投資促進の重要性や債務残高の積み上がりなどがECB

(注1) ウクライナ紛争勃発を受けサプライチェーンの見直しや戦略的な製品の生産の推進が重要な課題として浮上しているが、3月の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2) 欧州委員会による「消費者信頼感指数」の調査は月次で実施されている。この指数は、①過去および今後の家計の財政状況、②今後の一般的な経済情勢、および③今後12ヶ月間にまとまった消費をする



(資料) とともに Bloomberg のデータから農中総研作成

の考慮の対象となることも考えられる。しかしこの反面、インフレ高進のリスクばかりか、低水準の実質金利が長期間継続することで不動産や株式などの価格が押し上げられバブルの発生に至るリスクを容認することにもなる(図表11)(注4)。

以上に見たように、欧州では物価を巡る環境に大きな構造的な変化が生じており、今後も物価上昇圧力が継続するものとみられる。その中で経済を取り巻くリスクは拡大しつつあり、これには新興国経済の疲弊の影響の波及、家計消費の縮小や財政悪化の進展のほか、ECBの政策に伴うインフレの高進やバブル発生リスクが含まれることになる。(22.4.25現在)

計画、の各項目について、肯定的な回答の割合(%)から否定的な回答の割合(%)を差し引いて算出した値(%ポイント)を平均したものである。

(注3) 図表8の貧困層は、「当該国における可処分所得の中央値の40%を下回る層」である。

(注4) 図表11では、期待インフレ率としてブレークオープン・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。

### 3.5%まで利上げすると、どうなるか？

#### ～FRB/US モデルによるシミュレーション～

佐古 佳史

#### 要旨

米国のインフレ率は鈍化する兆しが見え始めた一方で、足元ではウクライナ情勢やサプライチェーン混乱の長期化から、再度インフレ圧力が強まる可能性が高い。こうしたなか、速いペースで中立金利を超えるまで利上げをする必要性が指摘されつつある。本稿では、一例として、3.5%まで利上げした場合の米国経済の見通しを検討し、インフレ率が2%へと鈍化していくことや、景気の腰折れは回避できそうなことなどを確認した。

#### 速いペースでの利上げ

3月の消費者物価指数からはコアインフレ率は前月比で見ると鈍化し始めるなど、インフレ率が鈍化する兆しが見え始めたものの、足元ではロシアによるウクライナ侵攻を背景とする食料品やエネルギー価格の上昇と、サプライチェーン混乱の長期化などから、再度インフレ圧力が強まる可能性が高まっている。

米国の場合、足元の高インフレは賃金上昇率を上回っていることから、特に低所得者の生活への悪影響が大きいと考えられる。また、高インフレが長期化する

と期待インフレ率の安定性が損なわれ、インフレ率の制御が困難になってしまう可能性も懸念される。実際、[ニューヨーク連銀の調査](#)では、期待インフレ率は概ね安定している一方で、高インフレ環境が続くと上振れしてしまう可能性も無視できないと指摘されており、高インフレは看過できない問題といえるだろう。

こうしたなか、米連邦準備制度理事会（FRB）は、目標である2%インフレを達成するため、22年から23年にかけて速いペースで利上げをすることが見込まれているが、あまりに利上げペースが速い

(図表1) 1983年～2018年の利上げ局面

初回利上げ時期	利上げ開始時点の政策金利誘導目標(%)	最終利上げ時期	利上げ終了時点の政策金利誘導目標(%)	利上げ幅(%)	逆イールドが生じたか?	景気の山
1983/3/31	8.5	1984/8/9	11.5	3	No	N/A
1988/3/29	6.5	1989/5/16	9.81	3.31	Yes	1990/7/1
1994/2/4	3	1995/2/1	6	3	No	N/A
1999/6/30	4.75	2000/5/16	6.5	1.75	Yes	2001/3/1
2004/6/30	1	2006/6/29	5.25	4.25	Yes	2007/12/1
2015/12/16	0.00-0.25	2018/12/19	2.25-2.50	2.25	Yes	2020/2/1
6回の利上げ局面での平均利上げ幅				2.93		

(資料) セントルイス連銀 “A Look at Fed Tightening Episodes since the 1980s: Part I”

(注) “N/A”は利上げサイクル後に景気後退が起らなかったことを示す。

場合は景気の腰折れを警戒する必要もありそうだ。例えば、4月14日に公表された[セントルイス連銀のレポート](#)では、83年から18年までの6回の利上げ局面をみると、平均して2.93%の利上げが行われ、その内4回は利上げ局面後に、平均15ヶ月で景気後退が生じたと報告されている。今後の利上げ幅や景気腰折れの可能性などについても警戒すべき点は多いそうだ。

足元では、ウクライナ情勢などインフレ率を加速させる要因が多く、不確実性が高いため、利上げ幅を予想するのは困難なものの、過去の利上げ幅をみれば3%や3%を超えるまで利上げする可能性もゼロではなさそうだ。また、政策金利の参考値としてしばしば利用される[テイラー・ルール \(アトランタ連銀\)](#)からも、設定次第ではあるが、高めの政策金利が示唆される。

### 利上げのシミュレーション

最近のFOMC参加者の発言などからは、「2.25%程度と考えられる中立金利を超えるまで利上げをして経済を減速させつつインフレ率を抑制し、その後は小幅の利下げをすることで経済のソフトランディングを図る」という金融政策運営をFRBは目指していると思われる。

FOMC参加者の内、現時点で最もタカ派と思われるブラッド・セントルイス連銀総裁は、見解はすぐ変わるものの、3.5%まで利上げすべきと発言しており、利上げ幅の上限を考える上では参考になりそうだ。

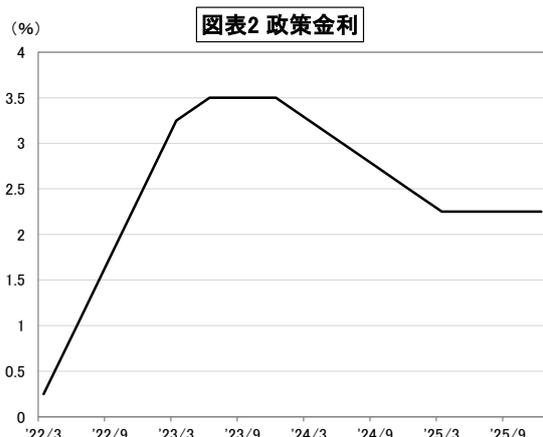
そこで本稿では、「①23年半ばに3.5%に到達するよう、3ヶ月で75bpのペースで利上げを実施し、②その後は半年ほど政策金利を据え置き、③中立金利と目される2.25%まで25bpずつ段階的に利下げを行う」という金融政策のシナリオをFRB/USモデルを使ってシミュレーションし、インフレ率やGDP成長率の見通しを考察した。

なお、FRB/USモデルは米国経済の予測データセットを利用するが、FRBから公開されている最新のデータが少し古いため、ロシアによるウクライナ侵攻の影響が一部反映されていると思われる、3月のFOMCにおける経済予測資料で一部代用した。

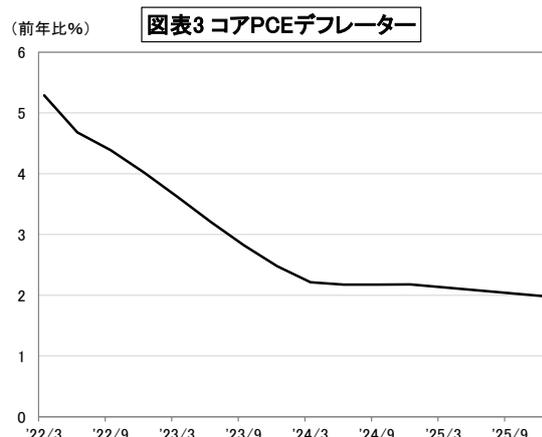
加えて、本稿のシミュレーション結果は、FRBの経済見通しを反映したデータセットと、今回考察した利上げシナリオの効果の双方が反映されているため、シナリオの設定が同じでも、データセットが更新されると、シミュレーション結果も変わる点には注意したい。なお、期待値の設定はハイブリッド型(-mcap+wp)を利用した。

### 3.5%まで利上げしても、景気の腰折れは回避できる見込み

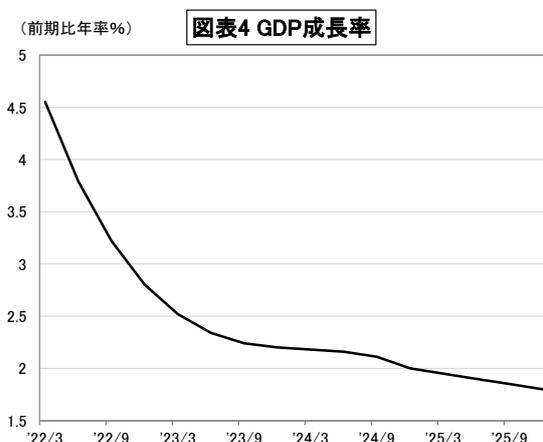
さて、結果を確認してみると今回のシナリオでは、コアPCEデフレーターで測ったインフレ率は24年1~3月期あたりで、ほぼ目標の2%まで鈍化する見通しとなった。



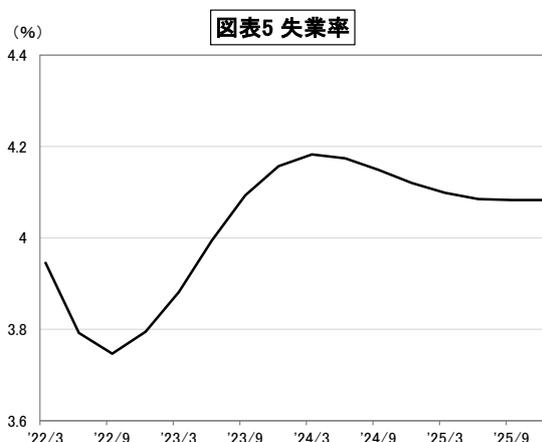
(資料)農中総研作成



(資料)農中総研作成



(資料)農中総研作成



(資料)農中総研作成

また、GDP 成長率も 2%弱と目される潜在成長率へと減速する見通しとなった。3 月 FOMC 後に公表された経済見通しにおける GDP 成長率見通しと比較すると、FOMC 全参加者の見通しの下限とほぼ同様な結果となった。失業率は足元の労働者不足を反映して低下トレンドが続いた後に、引き締め方向の金融政策効果が強まり短期的に小幅に上昇する見通しとなった。

### 今後の見通し

本稿では 3.5%まで利上げすると米国経済はどのように推移するのかという点について、FRB/US モデルでのシミュレーションを紹介しつつ考察した。

結果を見ると、インフレ率が 2%まで

鈍化するのに 2 年ほど要しそうであり、その間に期待インフレ率が上振れしないか一抹の不安は残る一方で、3.5%まで利上げしても GDP 成長率で判断すれば、景気が腰折れする可能性が低そうなことは、安心材料といえるだろう。

とはいえ、足元ではウクライナ情勢が長期化しそうなことや、1 回の FOMC につき 0.75%の利上げを実施するのではないかと予想など、本稿で考察した以上に、高インフレの継続と早いペースでの利上げの組み合わせとなる可能性も考えられる。当然ながらその場合は、より望ましくない景気見通しになり、景気の腰折れリスクを検討する必要性は一層強まるだろう。

## 「庶民金融機関」に徹する中ノ郷信用組合

古江 晋也

### 要旨

「協同組合の父」と呼ばれる賀川豊彦によって創設された東京都墨田区に本店を置く中ノ郷信用組合は 90 年以上にわたって「庶民金融機関」に徹している。訪問活動の重視や積極的な地域行事への参加によってコミュニティを知り尽くすとともに、これらの定性情報を迅速な融資判断に結びつけている。またコロナ禍では、区の制度融資に組合独自の利子補給を実施することで取引先を支援したり、墨田区内の企業の廃業を防ぐため 22 年 3 月からは墨田区に本店や営業店を置く協同組織金融機関と連携し、組織の枠を超えた区内企業の実践的な支援体制づくりに取り組んでいることも注目される。

### はじめに

東京都墨田区に本店を置く中ノ郷信用組合（2021 年 9 月・預金積金残高 1,962 億円、貸出金残高 913 億円、役職員数 199 人）は 1928 年、「協同組合の父」と呼ばれる賀川豊彦によって創立された。賀川は当時、東京の下町地区で関東大震災からの復興支援としてさまざまな活動や事業に携わったが、零細金融事業もその一環であった。

この時期の庶民金融と言えば質屋が中心的な存在であったが、一般の質屋は金利が高かった。そこで賀川らはキリスト教精神による「隣人愛に基づく庶民金融」の観点から低利融資による質貸付から開始した（当初の組合名は「中ノ郷信用質庫信用組合」）。関東大震災による混乱や昭和恐慌という社会環境の中、中ノ郷信用質庫信用組合は銀行と取引できない小規模事業者や個人を主な取引先に顧客基盤を拡大した（62 年に中ノ郷信用組合と改称。71 年に質業務を廃止）。

1951 年には信用金庫法が公布され、市街地にある信用組合の多くが信用金庫へと改組したが、同組合は「協同組合主義を

重視したい」「庶民金融を大切にしたい」という考えから信用金庫へと改組しなかった。この「庶民金融機関」に徹する方針は、90 年以上経過した今日でも受け継がれている。

### 訪問活動を重視する

中ノ郷信用組合は、94 年に墨田信用組合（2 店舗）、06 年に葛飾商工信用組合（4 店舗）、09 年に城北信用組合（5 店舗）と合併したことから都内 10 区に 17 店舗を展開している。1 店舗当たり 8～12 人の職員が在籍しており、役席（支店長、次長、課長）と営業担当者が取引先のもとを日々訪問する。

### 中ノ郷信用組合本店



**左から五十嵐弘泰営業推進部長、  
吉川洋之理事長、芦田浩融資部長**



訪問活動は、役席者と若手の営業担当者 2 人がペアを組むことを基本としており、取引先の悩みに耳を傾けることに力点を置く（融資店舗である 4 店舗は、支店長を経験したことがある嘱託職員を融資専門アドバイザーとして配置している）。ペアで訪問する理由は、「経営課題に直面した取引先が発するシグナルを見落とさないように」という考えと、座学では学ぶことができないノウハウを若手職員に伝えるためである。

一方、昨今の地域金融機関は業務の効率化の一環として定期積金の集金業務を取りやめる動きが加速しているが、同組合では定期積金契約額の純増を店舗業績評価や個人表彰の対象とするなど積極的に推進している。その理由は「コストがかかっても、既存の取引先の悩みに耳を傾け、スピーディに対応するためには欠かせない」との考えからである。

また、融資競争が激しい昨今、「融資案件を獲得するまでは毎日のように顧客のもとを訪問するが、案件を獲得したら途端に訪問しなくなる」という動きが各地で散見されるが、中ノ郷信用組合では融資後も法人、個人に関わらず定期的に訪問するようにしている。この理由は、例え

ば、住宅ローンの融資先にリフォームや自動車などのローンを推進したり、他の金融機関の借換え融資をブロックしたりするといった戦略的な意味合いもあるが、やはり「取引先を大切にしたい」という思いが強くあるからであるという。営業推進部長の五十嵐弘泰氏によると「3代にわたって取引がある事業者も少なくなく、4代にわたって取引を行っている事業者もいる」と話すように、継続した訪問活動が世代を超えた取引に繋がっている。

### **積極的な地域行事への参加**

中ノ郷信用組合が訪問活動とともに力を入れているのが積極的な地域行事への参加である。同組合の各営業店では店舗内にあるホールを地元の人々に開放し、絵画、書道、健康体操、折紙教室、社交ダンス等の各種サークル活動が行われている。また各営業店の職員は地域の清掃活動、交通安全運動、お祭り、夜間防犯パトロール活動などのさまざまな活動に参加することで地域の人々との交流を深めている。近年、これらの活動への参加を取りやめる金融機関も少なくないが、理事長の吉川洋之氏は「飛び込みセールスをするよりよっぽどよい」と地域行事への参加を重視していることは注目される。

### **毎日開催される融資審査会**

中ノ郷信用組合では 7 年前から「経営基盤強化チャレンジプラン」という取組みを実施してきた。この取組みは「組合員との対話を重視する」ことをメインテーマの一つに掲げており、対話を促進するために「目利きシート」を活用している。

同シートには、すべての取引先企業や個人事業者の強みや経営課題などがヒア

## 須田信広本店長



## 本店営業部の皆さん



リングをもとに記されており、課題解決につながる提案ツールの一つとなっている。またこの目利きシートを完成させることで職員は、企業の定性分析を学ぶことにもつながり、人材育成にも効果を発揮する。加えて人事異動による引き継ぎもスムーズに行えるようになるなどのメリットも生じるようになった。

この目利きシートと日々の訪問活動による既存の取引先企業の適切な把握は審査の迅速化にもつながっている。

中ノ郷信用組合の審査プロセスは、既存取引先の場合、営業担当者がまず融資相談を取引先から受けると、営業店では「店内審査会」を開催する。この店内審査会では取引先の立場から「どのようなスキームが最もよいか」という意見を職員が出し合う。そしてまとまった意見を書

類に書き添え、書類を本部に回す。

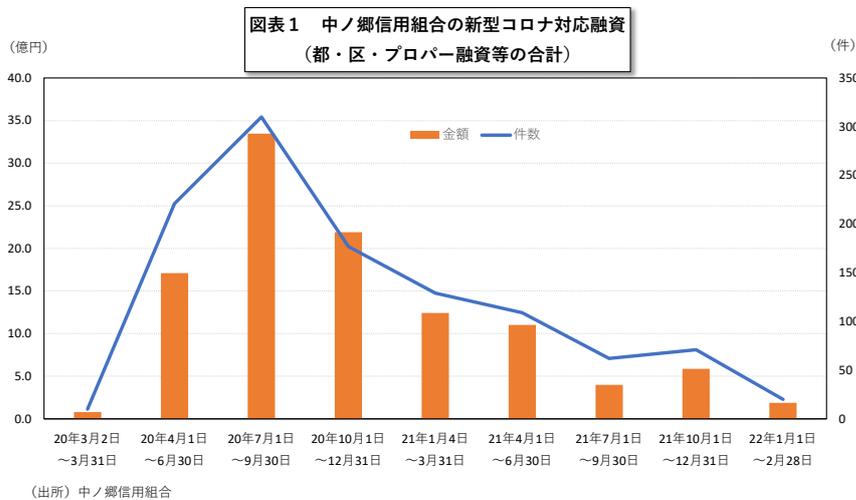
本部では融資審査会を毎日開催しているため、最短翌日には取引先に回答することができる（なお、融資額が500万円未満の案件については営業店で融資決裁を行う）。

またさまざまな理由によって返済が一時的に厳しくなる事業者や個人については、柔軟に条件変更などに応じることにしている。事業者のなかには、「条件変更の相談を金融機関に言い出しにくい」という人がいるかもしれないが、定期的な訪問活動はそのような心理的なハードルを引き下げることにも役立っている。常勤理事の芦田浩氏は「日々の訪問活動で取引先のことを熟知していることが素早い判断につながっている」といい、条件変更についても、一度条件変更を行い、再び業況が悪化した場合も対応できることが「組合のよさである」と話す。

## 区の制度融資に組合独自の利子補給

新型コロナウイルス感染症の感染拡大への対応については、当初飲食店や観光業の「売上蒸発」が注目されたが、中ノ郷信用組合の営業地区では、製造業や印刷業などにも瞬く間に影響が及んだという。そこで、20年2月にプロパー融資を開発するとともに、同5月に「新型コロナウイルス対応緊急融資相談会」（休日相談会）をのべ45回実施した。そして都内各区の新型コロナウイルス対応の制度融資がスタートすると、同組合は独自の利子補給を実施することで利用する組合員は実質ゼロ%で融資を受けることができる制度を創設した。

この制度について、吉川氏は「中ノ郷信用組合による利子補給の負担額は大きか



ったが、組合は庶民金融機関である。取引先企業を大切にしたいと思った」と当時の気持ちを話す。上述のような取組みもあり、2022年3月現在、新型コロナ関連融資の累計実行は1,121件、109億1,083万円となっている。

また21年3月からは「なかのごう飲食店応援スマイルプロジェクト」を開始した。同プロジェクトはコロナ禍で売上が減少した取引先の飲食店をチラシやインターネットで紹介する活動であり、組合員が地域内の取引先飲食店で食事をしてくれるようにとの考えから始まった。五十嵐氏は「飲食店に通う人々は、同じ店舗にしか行かない傾向がある。プロジェクトをきっかけに普段通り過ぎている飲食店に足を運んでくれたら」と期待する。

### 連携による墨田区内企業の支援体制

1970年代の墨田区は大田区のものづくりが盛んな地域であり、多くの中小企業が軒を連ねていた。しかし近年では廃業などが増加し、企業数も減少している。そのため墨田区に本店や営業店を置く中ノ郷信用組合、東京東信用金庫、東信用組合、第一勧業信用組合は、意図しな

い廃業を防ぎ、地域内に企業を残すため、22年3月に金融機関の「組織の枠」を超え、行政機関も巻き込む連携体制を構築することとした。具体的には、まず喫緊の課題となっている事業承継・第三者承継にテーマを

絞り、前述の4つの金融機関とすみサポ（すみだビジネスサポートセンター）が4月から試験的に活動をスタートする予定である。

### 「庶民金融機関」に徹する

以上、中ノ郷信用組合の取組みをまとめてみた。読者の中には、今日の金融機関を取り巻く経営環境を考慮すると、これらの活動は非効率であると考える人も少なくないであろう。しかし、小規模事業者を支え続けるためには、財務数値による定量分析だけでなく、経営者の人柄や将来に対する思い、経営上の悩みや苦しみといった心の機微までも把握した定性分析が欠かせない。そしてこの定性分析を可能にするのが、徹底した訪問活動や地域行事への参加による地域社会との交流であり、これらの取組みが迅速な与信判断を可能にする基盤となる。

今日、金融機関の存在意義を改めて問い直す動きがみられるが、賀川豊彦が創立して以来、「庶民金融機関」であることに徹してきた同組合の「ブレないスタンス」はパーパス経営のあり方としても注目される。

### シドニーフィッシュマーケット

農林中金オーストラリア MD大藤 大典

昨年3月末の渡豪以来、本稿執筆時点でシドニー滞在が1年を超えました。思い起こせば到着直後のホテル隔離に始まり、6月末から11月までのロックダウン、年明けからのオミクロン株の流行など、コロナとともに過ぎた1年であったと思います。

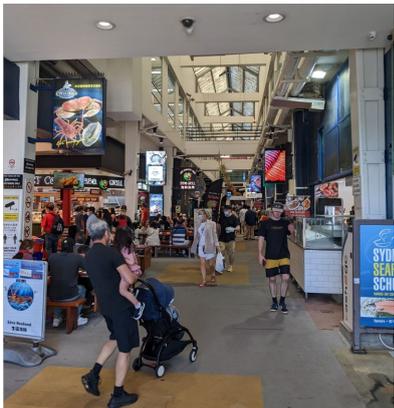
特にシドニーの属するNSW州のロックダウンは、ヒト・ヒト間の接触を断つべく強力に市民の行動制限を行うもので、街中もカフェや飲食店はすべてクローズ、営業しているのは“Essential Service”とされたスーパーマーケットだけ、という状況が5か月弱続きました。居所からの移動制限もあり、遠出もできず非常に閉塞感の強い日々でしたが、唯一の楽しみであったのが、スーパーマーケットと同様の理由で営業を継続できていたシドニーフィッシュマーケット(魚市場)での買い物でした。

シドニーにおける魚市場は、1871年にシドニー東部のウルムルー地区に設立されたものが最初とされています。その後Redfern地区やHaymarket地区にも市場が創設され、一時は3つの市場が並立する時代がありましたが、最終的にはHaymarket地区の市場が存続し、1966年に現在のPyrmont地区へ移転し現在に至っています。日本の豊洲市場と同様、飲食店等Wholesale向け・一般個人向け小売り・飲食店エリアに分かれており、小売りエリアでは個人も少量から買うことができます。飲食店エリアは、ロックダウン中は一部が持ち帰り対応をしている程度で閑散としていましたが、小売りエリアはほぼ通常通りに営業しており、様々な魚介を見て選んで買うことができました。店頭で並んでいる魚介の種類も多く、日本で見る魚はほぼ見ることができ、加えてロブスターを筆頭とする甲殻類も多く見られます。コロナ対応としての制限が解除された最近では、小売りエリアはもとより飲食店エリアも地元の方たちに加え、海外からの観光客も含めて新鮮な魚介を楽しむ人々で賑わいが戻ってきています。

生食できるオイスターは季節を問わず売られています。例えばBlue Fin Tuna(クロマグロ)が出回るのは当地の冬場であるなど、季節に応じて並ぶ魚介も代わります。店頭でサーモンやマグロ、鯛やキングフィッシュ(ヒラマサ)の刺身や、活きたエビ・カニ類を一般の方がどんどん買っているのを見ると、豪州の海の恵みの豊かさと同時に、さまざまな魚介類が一般的な食材として浸透していることを実感します。

豪州はコロナ対応としてほぼ2年間原則国境を閉ざしていましたが、今年に入り再開しており、4月17日からは、日本出発前のPCR検査無しで入国できるようになっています。これからシドニーは冬に向かい気温が下がっていきますし、蒸し暑い日本の夏を避け有名なオーギービーフに加え新鮮な魚介が楽しめる休暇を過ごすにはもってこいの時期となります。日本との時差も小さく(今は冬時間なので時差は+1時間)、時差ボケも最小限で済みますので、皆様シドニーに是非お越しください。

【飲食エリアの様子】  
朝9時ころであるがすでに混雑



【小売店舗】  
有名な小売店舗



【Wholesale向け建物】  
駐車場はほぼ満車



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、投資のご判断等をご自身でお願い致します。

## 金融市場

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

2022年5月号 第33巻 第5号・通巻378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 (F A X)