

金融市場

潮流

2050年問題に臨む地域社会 …………… 1

情勢判断

国内経済金融

一次産品の高騰や円安により物価上昇が加速
～政府はウィズコロナへの移行を進める方針～… 2

米国経済金融

緩やかな景気鈍化局面入り
～6月からバランスシート縮小に着手～ …12

中国経済金融

上海市ロックダウン等で下振れ圧力が増大した中国経済
～強力な経済対策がなければ「5.5%前後」
目標は達成不可能～ ……………20

分析レポート

物価上昇圧力の下で利上げに慎重姿勢を続けるECB
～バブル発生などのリスクが拡大～ ……27

経済見通し

2022～23年度改訂経済見通し……………31

連載

応待相談活動で職場に密着する
警視庁職員信用組合 ……49

2022.6

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>

2050 年問題に臨む地域社会

専任研究員 田代 雅之

「500 Miles (Away from Home)」(500 マイルも離れて) は、ベトナム戦争前夜の米国で、ヘディ・ウエスト(Hedy West)により伝承歌を基に作曲された。「(主よ)500 マイルも離れて こんな有り様では 故郷に帰れない」という歌詞で知られるこの曲は、日本ではピーター・ポール&マリー(PP&M)のカバーが有名である。この曲から 10 年程後、中島みゆきは「ホームにて」を作曲した。高度経済成長期は多くの人口が地域社会(非東京)から東京に移動した時代であり、都会のホームから見送った汽車の使われなかった乗車券に託された故郷への想いが歌いこまれている。いずれも主人公達が帰郷しない結末が暗に示され、結末の積み重ねはその後の地域社会の人口減に繋がる。

時代や社会的な背景は異なるものの、米国においても日本においても地域社会から都会への大きな人口移動が起こった。小津安二郎の映画にもそうした状況が色濃く描かれている。地域社会の人口減への対応としての地域振興策に際し、東京は農山村の人口を奪って発展したと語られる。だが、過剰人口が農山村から溢れ出た側面もあった。戦中の疎開などによる一時的な要因もあるが、明治以降に日本の人口は増加し続けた。しかし、過剰人口との葛藤に直面した伝統的な地域社会には、人口に見合う経済力と継続性、魅力、そして外界を受容する柔軟性の不足も指摘された。誰もが知る室生犀星の「ふるさとは遠きにありて思ふもの」の詩が、実家のある古都・金沢に Uターンで帰郷した詩人が地域社会との軋轢に苦しんだ末に再び故郷を出ることとなり、ふるさとは遠きにありて思ふもので「帰るところにあるまじや」と嘆く場面であったのは印象的である。

波乱の人生を生きた PP&M のマリー・トラヴァースは既にこの世になく、青き日々をその歌声と共に過ごした世代も順次に後期高齢者となる。東京都の人口も 26 年ぶりに減少に転じた。2040 年代には高齢化が頂点に達し、日本の人口が 1 億人を割る「2050 年問題」も控えるが底は見えない。世界人口もいずれ増加から減少に転じ、国による時差は動乱の凶兆にも見える。居住者を残す地域と生活圏は共に縮小に向かう。均衡ある発展には都市を含め社会全体が老い、再生や創生は命脈を保てたその先で探る。IT 技術による勤務形態の多様化は、変動に伴う軋みの緩和要因とはなる。

500 マイルは約 800 km。故郷の地域社会を遠く離れ年月も過ぎ去る。変わらないものはない。みるべきところも少ない筆者の幾歳月にも時はふり積み、生まれ育った街の名は市町村合併で失われ、馴染んだ街並みも再開発に霞む。つい先だっただけの海進では、その街並みの地も海の底だった。育った家も、故郷を出て折々の住処となった家も今はない。今の住処の街の繁華街にも盛衰の循環は押し寄せる。子供の歓声と葬列は交差して、大事の先に辿り着いた隣人達は、さらに進む背中を見送りながら、道の向こうに見え隠れする来るべき終に向けて準備を少しずつ始めている。

地域社会の行末にどう臨むか。「維持」「再生」「創生」、小松左京の SF「日本沈没」(原作)の挿話にある特殊意見も回答である。過去に手放して都会が故郷になった人口を、都市のホームから地域社会行きの汽車に乗せるその実現性は、人口急増時には選択を終えていた人口変動の波形から逃れられない。だがそこに「白鳥の歌」を聴く必要はない。幾世代か経た未来の波形も地域社会の消長も、新たな振り出しから歩み直すこれからの人々の選択とその軌跡の先に形づくられる。

一次産品の高騰や円安により物価上昇が加速

～政府はウィズコロナへの移行を進める方針～

南 武志

要旨

原油・穀物など一次産品価格の高騰や円安の進行により、国内にもインフレ圧力が高まってきた。携帯電話通信料の引き下げ効果が一巡したこともあり、4月の全国消費者物価は一気に前年比2%台まで上昇率を高めたが、エネルギー・食料品など生活必需品を中心とした値上がりであるだけに、家計の負担感が高く、消費への悪影響も懸念されている。

一方、コロナ感染「第6波」が基調として収束に向かっていることから、政府はウィズコロナへの移行を本格化させ、観光などのサービス消費や訪日外国人の受け入れ拡大などによるインバウンド需要の回復などで経済活動を活性化させる意向である。

こうした中、海外金利につられて上昇圧力がかかっている国内金利の上昇を阻止するため、日銀は0.25%の指値オペを連日実施することを決定、現行の大規模緩和を粘り強く継続する姿勢をより明確にした。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2022年				2023年
		5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 (%)		-0.020	-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	0.50～0.85	0.50～0.85	0.50～0.90	0.55～0.95
	10年債 (%)	0.225	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25
	5年債 (%)	0.005	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.12
為替レート	対ドル	127.3	115～132	115～135	115～135	115～135
	対ユーロ (円/ユーロ)	136.6	125～145	125～148	125～148	125～148
日経平均株価 (円)		26,748	27,000±3,000	27,500±3,000	28,000±3,000	29,000±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)

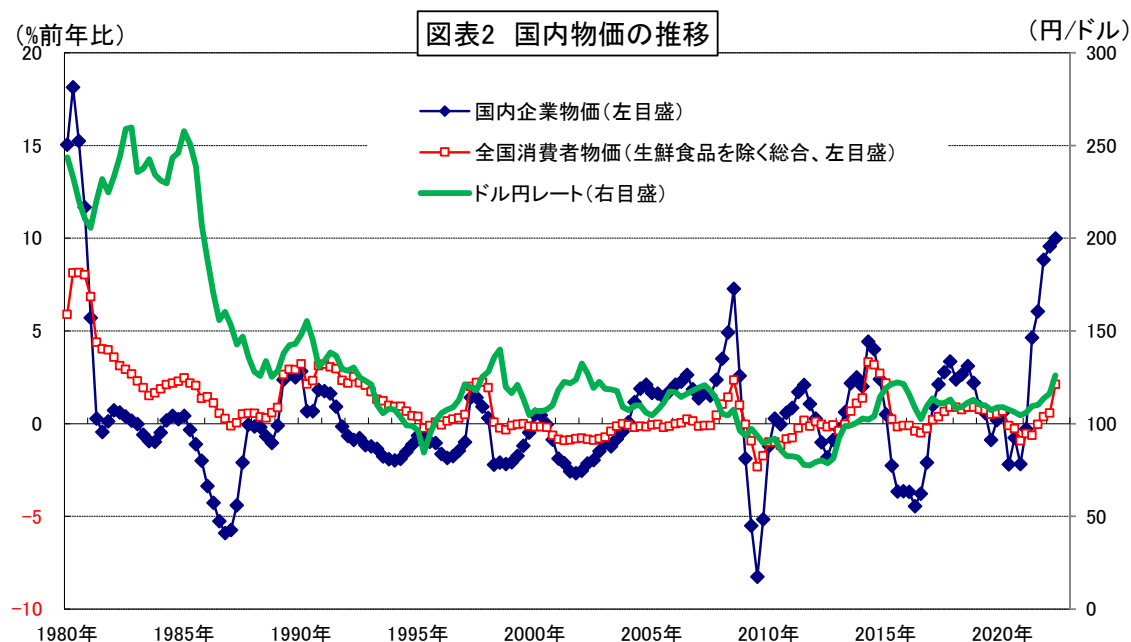
(注)実績は2022年5月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

国内にインフレ圧力が波及

ウィズコロナに乗り遅れた日本では、景気動向が新型コロナウイルスの感染状況に大きく依存する状態から抜け出せず、一進一退が続いていることに加え、2021年度にかけて大幅に引き下げられた携帯電話通信料の影響もあり、国内のインフレ圧力は低調な状態が続いた。しかし、21年度下期以降は、原油・穀物など一次産品価格の高騰や円安進行による輸入インフレの影響が国内にも波及し始めた。

2月にはウクライナ情勢が徐々に緊迫化し、ロシアが軍事侵攻に踏み切ったことで国際商品市況は一段高となったほか、3月には米連邦準備制度(Fed)が利上げに踏み切ったことを契

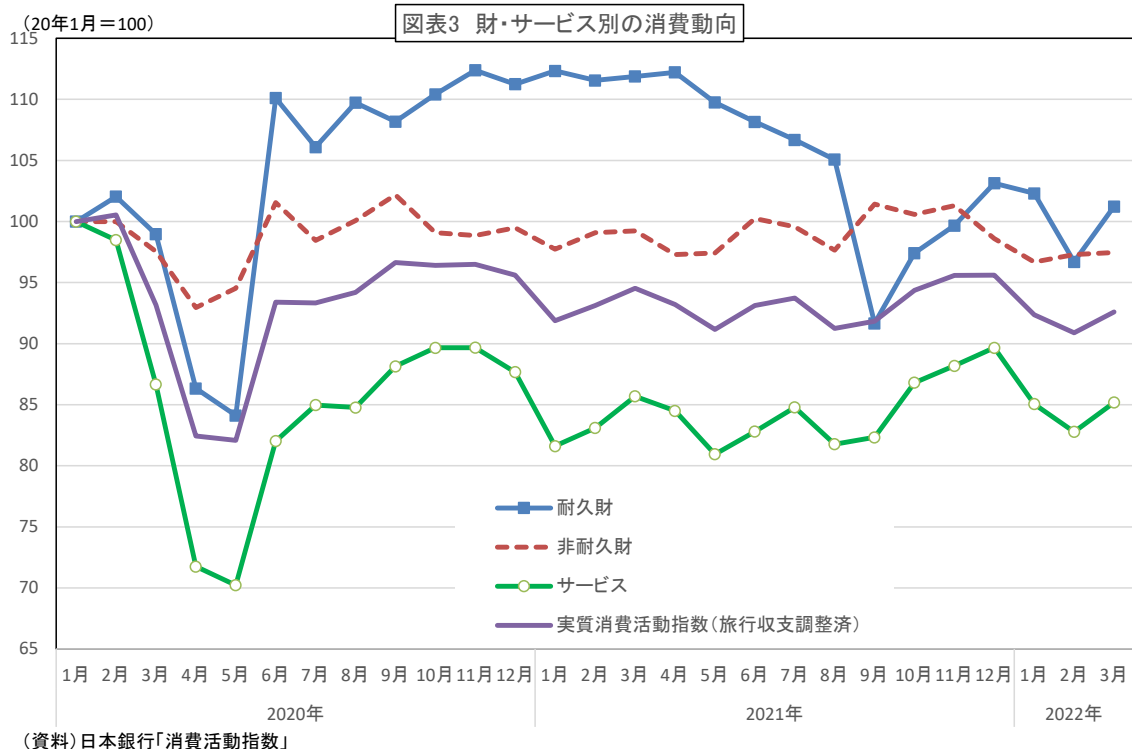
機に円安が加速、国内企業でコスト高を価格転嫁する動きが相次いだことから、主要な国内物価指標では大幅な上昇が見られた。4月の国内企業物価は前年比10.0%（14ヶ月連続の上昇）と、第2次石油危機の余韻が残る1980年12月（同10.4%）以来の高い伸びとなった。また、4月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）も前述した携帯電話通信料による影響が剥落し始めたこともあり、同2.1%と、15年3月以来（消費税要因を除くと08年9月以来）の2%台まで一気に上昇率を高めた。



（資料）総務省統計局、日本銀行

日銀は今後とも大規模な金融緩和を継続する意向

しかし、日本銀行は足元の2%前後の物価上昇を決して望ましい姿ではないとしている。黒田総裁は最近の講演で、①わが国のGDPは既にコロナ前の水準を上回った米欧と異なり、コロナ前の水準を2%強下回っている、②資源価格上昇によって海外に所得が流出するなど、景気への下押し効果に見舞われている、③目先の物価上昇はエネルギー主導の持続性に乏しいものであり、中長期のインフレ予想が急激に上昇しているわけではない、とし、現在は金融政策の正常化を進める環境にはないと評価している。そのうえで、現時点で金融政策の役割は緩和的な金融環境を通じて総需要の回復をしっかりとサポートし、賃金上昇を伴った安定的・持続的な2%の物価目標の実現を目指していく、と説明している。



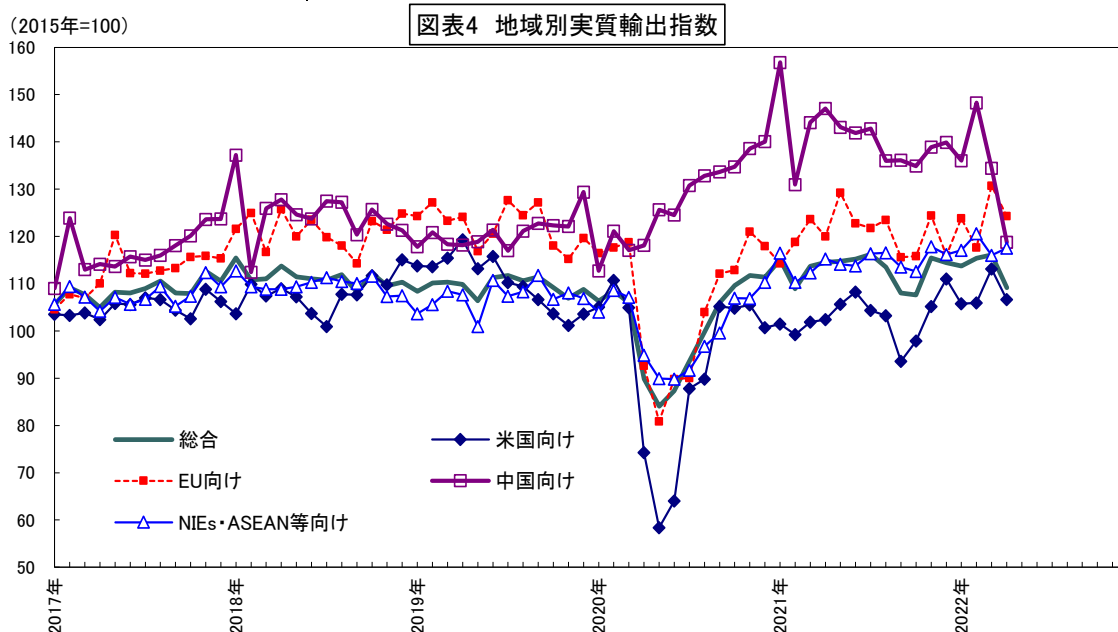
「第6波」が収束し、国内景気の持ち直しが再開

以下では最近の国内経済の動向を確認したい。1～3 月期のGDP 第1次速報によると、最多時36都道府県に「まん延防止等重点措置」が適用され、21年末にかけて持ち直しが進んだ飲食・宿泊などサービス消費が再び悪化したほか、3回目のワクチン接種に向けた医薬品輸入の増加などもあり、実質経済成長率は前期比年率で▲1.0%のマイナスに転じた。これで過去6四半期にわたってプラス成長とマイナス成長を交互に繰り返したことになる、正に「一進一退」といえる。

一方、2月中旬以降はコロナ感染「第6波」が収束に向かったことから、3月21日をもって「まん延防止等重点措置」が全て解除された。それを好感して家計・企業のマインドが回復、最近ではサービス消費などで再び持ち直しがみられている。4月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DI（方向性）が50.4と前月から+2.6ポイントの上昇（2ヶ月連続）となり、4ヶ月ぶりに50を上回った。また、先行き判断DIも50.3と前月から+0.2ポイントの上昇（3ヶ月連続）で、2ヶ月連続の50超となった。さらに、3月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）も前月比1.9%と4ヶ月ぶりに上昇（うち実質サービス指数は同2.9%と3ヶ月ぶりの上昇）するなど、消費も持ち直しつつある。

中国向け輸出が激減

一方、昨年来の半導体不足など「供給の混乱」は続いているほか、ゼロコロナ政策を堅持する中国での上海市などを対象とした都市封鎖の影響が生産・輸出面に表れている。4月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲6.0%と3ヶ月ぶりの低下となったが、上海市などで都市封鎖を実施した中国向け輸出が3月（同▲9.4%）に続き、同▲11.6%と大きく低下、コロナ禍当初の20年3～4月並みの水準まで落ち込むなど、サプライチェーン寸断の影響が出た。鉱工業生産も半導体不足によって自動車生産が頭打ち気味の推移が続いているが、目先は上海市などでの都市封鎖による部品供給難の影響で下押しされるとみられる。



(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

経済見通し：ウィズコロナへの移行でサービス消費やインバウンド需要が景気持ち直しを牽引

「第6波」は収束方向にあるとはいえ、新型コロナ感染はなお「第5波」のピーク時と同程度の新規感染者数が続いている。しかし、高齢者の3回目のワクチン接種が進み、重症化リスクがかなり抑制されているほか、一部で警戒された大型連休後の感染のリバウンドが軽微だったことから、政府はウィズコロナへの移行を本格的に進め、経済活動を後押しする意向を強めている。6月1日からは帰国・入国者数の上限を1日約2万人（現在は約1万人）に増やすほか、およそ8割の帰国・入国者について検査や自己隔離などが免除される方針である（新たな変異ウィルス発生時には早急に措置の見直しを行う予定）。

また、20年末から停止しているGoToトラベル事業の代わり

**物価見通し：年度
半ばには 2% 台半
ばまで高まる**

に導入された「県民割」や「ブロック割」の期間延長や対象拡大（なお、大阪府民割は 6 月 1 日に、東京都民割は 6 月中旬にそれぞれ開始）、さらには GoTo トラベルの再開など、各種の需要喚起策で経済活動を支援する方針である。コロナ禍の下で家計貯蓄率は高止まりを続けているが、いわゆる「リベンジ消費」への期待は日増しに強まっている。

一方で、冒頭で触れたように一次産品価格の高騰や円安によって、国内にインフレ圧力が波及しつつある。岸田首相が推進しようとする「新しい資本主義」では賃金はコストではなく、人への投資との認識が示されているが、22 年の春闘賃上げ率は 21 年より高まると見込まれている。とはいえ、足元のエネルギー・食料品といった生活必需品を中心とする物価上昇によって日常生活が厳しくなったと感じる世帯も少なくないと思われる。そのため、「リベンジ消費」による景気回復の勢いは若干抑えられる可能性がある。

また、開戦から 3 ヶ月が経過したウクライナ戦争も長期化する様相となっており、世界貿易の収縮や原油・穀物など一次産品価格の高止まりなどを通じて、コロナ禍からの持ち直しを探る世界経済にとって大きなリスク要因となっている。

とはいえ、当総研では行動制限が大きく緩和された足元 4～6 月期の日本経済は再びプラス成長となり、その後もウィズコロナへの移行が進むとの前提の下、サービス消費やインバウンド需要が牽引する格好で回復基調が続くと予測している（詳細は 5 月 23 日発表の当総研「2022～23 年度経済見通し」を参照）。

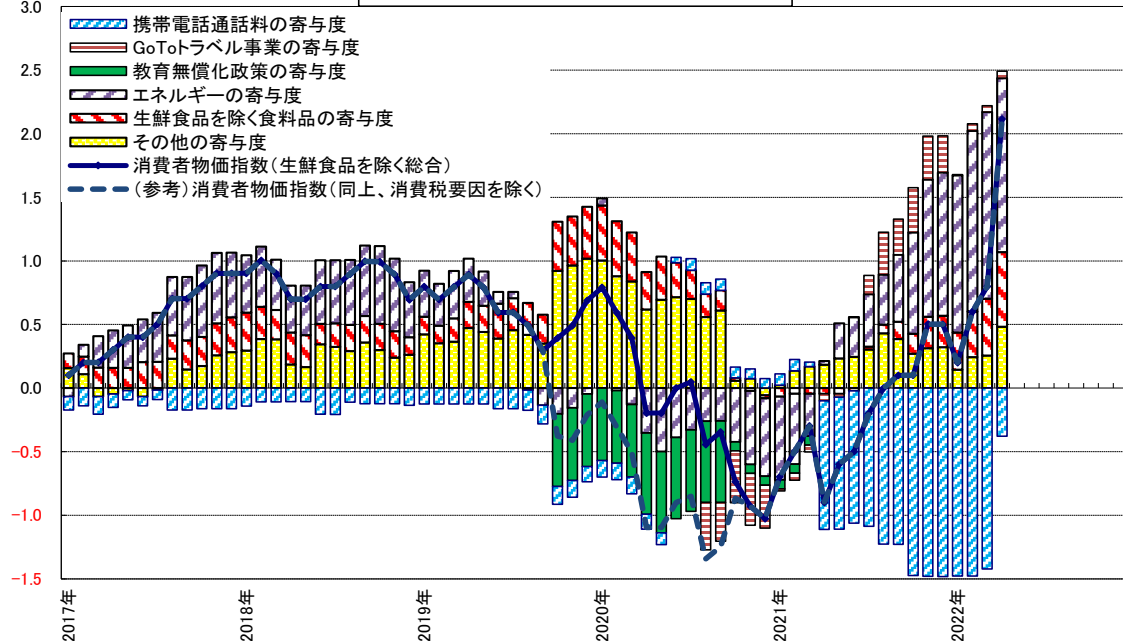
冒頭でも触れたように、国際商品市況の高騰と円安進行によるインフレ圧力が国内に本格的に波及し始めている。4 月の全国消費者物価指数統計によれば、「生鮮食品を除く総合（コア CPI）」は前年比 2.1%と、3 月（同 0.8%）から大幅に上昇率を拡大させ、日銀が目標として掲げている 2% 台まで一気に高まった。物価のベース部分を見る際に用いられる「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア CPI）」でも同 0.8%と、21 ヶ月ぶりのプラスに転じた。21 年度を通じて▲1.29 ポイントの寄与度となった携帯電話通信料の引き下げが一巡し始めたことが主因であるが、外食や加工食品などの値上げが加速するなど、コスト増を価格転嫁する動きが本格化しつつある。

先行きは、夏場にかけてエネルギーの物価押し上げ効果が一段

と高まるほか、携帯電話通信料の要因による物価上昇率押上げが若干残っていること、さらに広範囲な財・サービスで値上げの波が押し寄せていることから、年度半ばには一時的に 2% 台半ばにまで高まる可能性があるだろう。

(%前年比、ポイント)

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

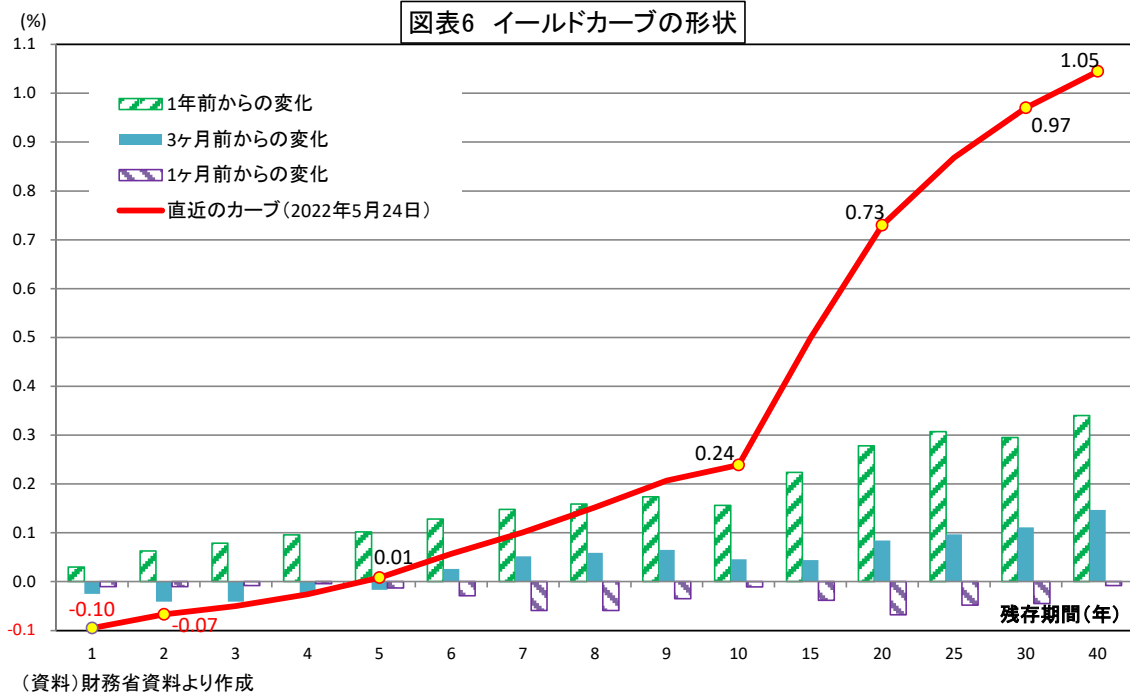
金融政策：指値オペの連日実施により 0.25%超の金利上昇を阻止する姿勢を明確に

円安進行が日本経済・物価に及ぼす影響への警戒が高まる中、日銀は4月27～28日に金融政策決定会合を開催、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を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継続することを決定した。加えて、長期金利（10年物国債金利）が0.25%を上回らないよう、明らかに応札が見込まれない場合を除き、0.25%での指値オペを毎営業日、実施することを決定した。

同時に公表された「展望レポート」では、22年度の物価見通しについて、全国コアで前年度比1.9%へ大幅に上方修正した半面、原油高効果などの一巡から23、24年度には同1.1%へ鈍化するとし、今後3年先も「安定的な」物価2%の達成は見通せないことが示された。一方、今回からコアコアCPIの予測値が示されたが、こちらは22年度：0.9%、23年度：1.2%、24年度：1.5%と、徐々に高まることになっている。

今回決定された「指値オペの連日実施」、展望レポートでの物価見通しなどからは、日銀は金融政策の正常化を封印し、今

後とも粘り強く金融緩和を継続する姿勢を改めて確認できた。しかしながら、コア CPI が展望レポートよりも高めに推移する、もしくは年度下期に入ってポスト黒田体制が現実味を帯びるようなことになれば、近い将来の政策正常化がイールドカーブ形成に強い影響を与える可能性があるだろう。



金融市場：現状・見通し・注目点

長期金利は誘導目標の上限に接近

内外の金融市場では、欧米諸国でのインフレ動向とそれに対する金融政策の対応、さらにはそれが景気減速・悪化につながる可能性などに注目が集まった。国内株価は概して上値の重い展開が継続したほか、対ドル・対ユーロレートは円安進行が一服する動きとなった。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。

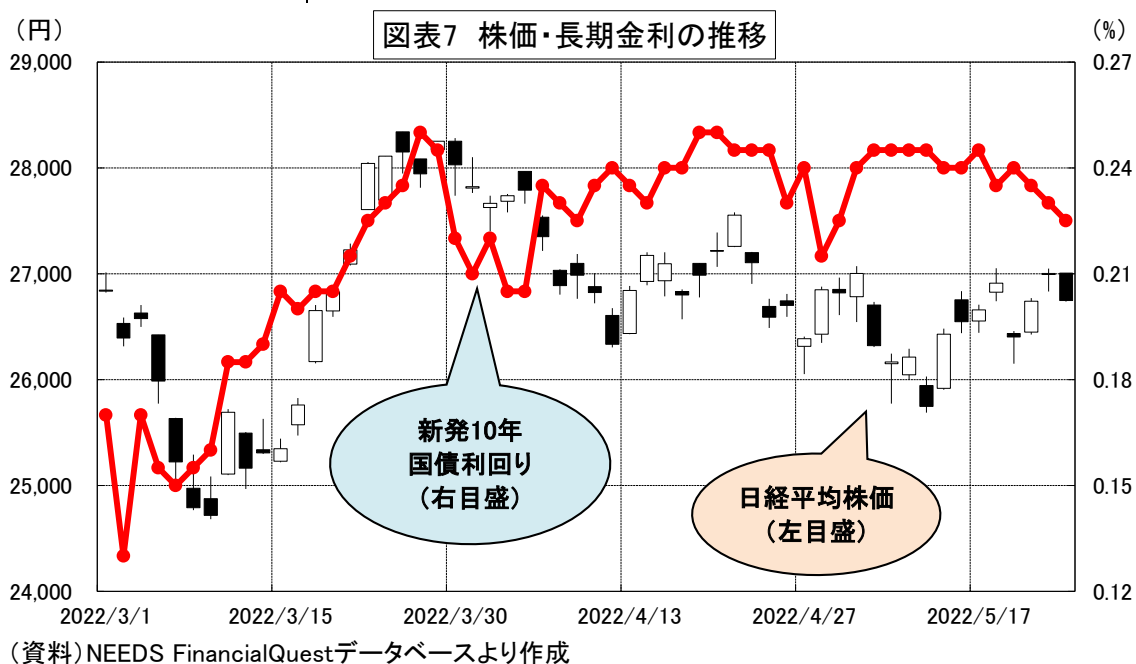
① 債券市場

22年入り後、利上げ開始が現実味を帯びた米国の金利上昇につられて、国内長期金利（新発10年物国債利回り）も上昇傾向を強めた。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。それに対して日銀は指値オペを通告、0.25%を死守する姿勢を明確にした。その後、緊迫化するウクライナ情勢を受けたリスクオフで0.13%まで低下する場面もあったが、3月以降は米国長期金利の上昇圧力が再び強まり、国内金利は0.25%近くまで上昇した。そのため、日銀は4月下旬にかけて連続指値オペを通知し

長期金利は引き続き 0.2% 程度での推移

たほか、4 月の決定会合では指値オペを連日実施することを決定、金利上昇を阻止する姿勢をさらに明確にしている。その結果、長期金利は上昇圧力が燦る中、0.2% 台前半での推移が続いている。

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る。金利上昇圧力が高まっても指値オペの連日実施によって 0.25% を上回ることはないだろう。米国の利上げが景気減速につながることも意識されつつあるが、基本的に現状水準の 0.2% 程度での推移が続くと予想する。



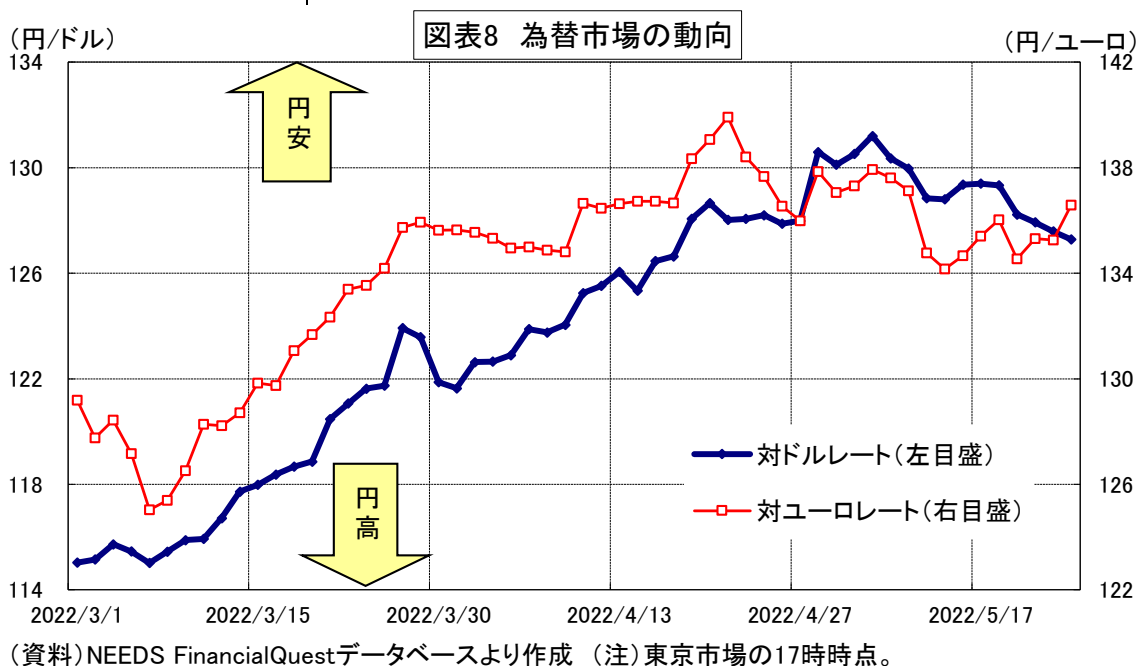
しばらくは上値の重い展開

② 株式市場

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。3 月中旬にかけて原油価格が急落したほか、円安進行が輸出企業の業績押上げにつながるとの期待から、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。しかし、その後は想定を上回るペースでの米利上げによる景気への悪影響などが警戒され、株価は総じてみればじり安の展開となっており、直近は 26,000 円台を中心レンジと

したもみ合いが続いている。

先行きは、引き続き、泥沼化しつつあるウクライナ情勢を横目に見つつ、主要国中銀による金融政策の正常化が景気のソフトランディングに成功するのかに注目が集めるほか、投入コスト上昇に見舞われた国内企業の動向（価格転嫁や収益圧迫の可能性）なども意識されるだろう。しばらくは上値の重い展開が続くと思われるが、ウィズコロナへの移行が進めば、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持ち直していくと予想する。



当面は円安状態が継続

③ 外国為替市場

22年入り後、ドル円レートはしばらく1ドル＝115円前後での展開となったが、3月には米国の利上げが迫り、かつロシアのウクライナ軍事侵攻によって国際商品市況が一段高となったこと、さらには中国・上海市での都市封鎖によるグローバルサプライチェーンの寸断が供給制約を一層強め、インフレ圧力がさらに高まるとの予想を強めたことから、内外金利差はさらに拡大するとの見方が強まり、円安ドル高が進行した。4月下旬には日銀が大規模な金融緩和を継続することを決定したことから、20年ぶりの130円台となった。ただし、5月中旬以降は、米国での急ピッチの利上げが景気減速につながるとの警戒から、株価が軟調に推移していることもあり、円安が一服、や

対ユーロレートも 円安進行が一服

や円高に戻している。

先行き、基本的に日米金利差が拡大していくとの見通しであるが、現状の為替レートにかなりの程度織り込まれていると思われる。それゆえ、円安ドル高状態は続くものの、米国の利上げがさらに進むとの予想が強まらない限り、円安が一段と進む可能性は低下したと思われる。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。

対ユーロレートも4月下旬には一時1ユーロ＝140円台と約7年ぶりの水準まで円安が進行したが、この1ヶ月間は円安進行が一服した動きとなっている。欧州中央銀行（ECB）は7～9月期で資産購入プログラム（APP）を終了する方針であるほか、7月にも利上げを開始し、年内にはマイナス金利を解除するとみられるものの、ウクライナ情勢の影響を受けやすく、エネルギー問題を抱えていることから、当面は現状水準でのみ合いが続くと思われる。

（22.5.25 現在）

緩やかな景気鈍化局面入り

～6月からバランスシート縮小に着手～

佐古 佳史

要旨

インフレ率の高止まりによる実質可処分所得の減少に伴い、個人消費が減速する初期の兆候が確認された。FRB は利上げを継続することもあり、景気は徐々に鈍化していくとみられる。

FRB は6月1日からバランスシートの縮小に着手するほか、6、7月 FOMC ではそれぞれ 50bp の利上げが見込まれており、速いペースでの金融政策正常化と総需要の抑制を通じたインフレ対策が実施される見込みとなっている。

緊縮財政案を発表したバイデン大統領

バイデン大統領は5月4日、22会計年度末（23年9月末）までに財政赤字を1.5兆ドル削減する計画を発表し、緊縮的な財政政策によってインフレ抑制を図る姿勢が示された。こうしたなか、米議会予算局（CBO）は25日に32年までの財政・経済見通しを公表する予定となっており、おそらくバイデン大統領が掲げる増税や支出削減なども反映されると思われる。

なお、5月9日に「ウクライナ民主主義防衛・レンドリース（武器貸与）法」が成立し、米国によるウクライナ支援は迅速化されることとなった。

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、引き続き強い需要に供給が追いついていない状態が続いている。

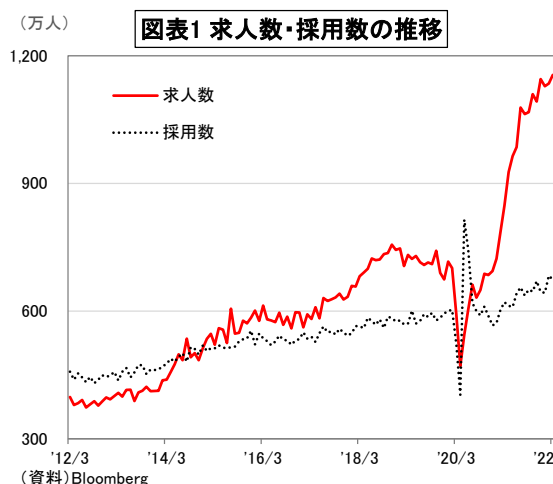
4月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は3月から42.8万人増、失業率は変わらずの3.6%となった。コロナ前の失業率が3.4～3.5%であったことに鑑みると、失業率だけで判断すればほぼ完全雇用といえそう。

求人の困難さも継続しており、3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7.1%、自発的な離職率は3.0%といずれも統計開始以来最高の水準で推移しており、労働市場のひっ迫度がうかがえる。

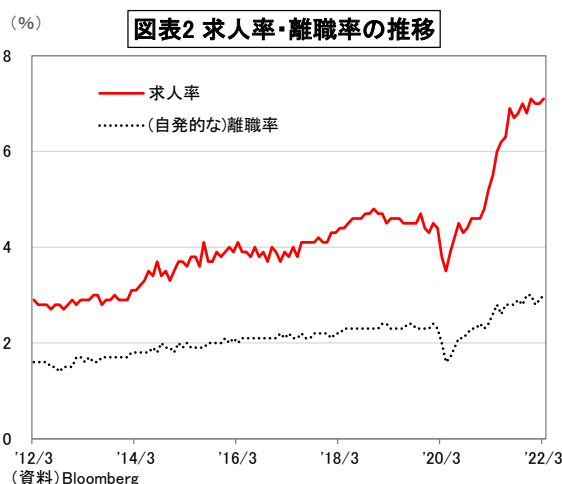
また、労働参加率は3月から0.2ポイント低下の62.2%となったものの、足元ではコロナ禍の下でリタイアした労働者が再び労働市場に参加する動きも確認されており、労働市場の持続的な回復に寄与するだろう。

個人消費をみると、3月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲0.5%、サービス消費は同0.6%となり、全体では0.2%と3ヶ月連続で増加した。4月の小売売上高は同0.9%となり、3月は同0.5%から、同1.4%へと上方修正された。修正幅が大きく判断が難しいものの、全体としてみれば消費は特段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。

図表1 求人数・採用数の推移

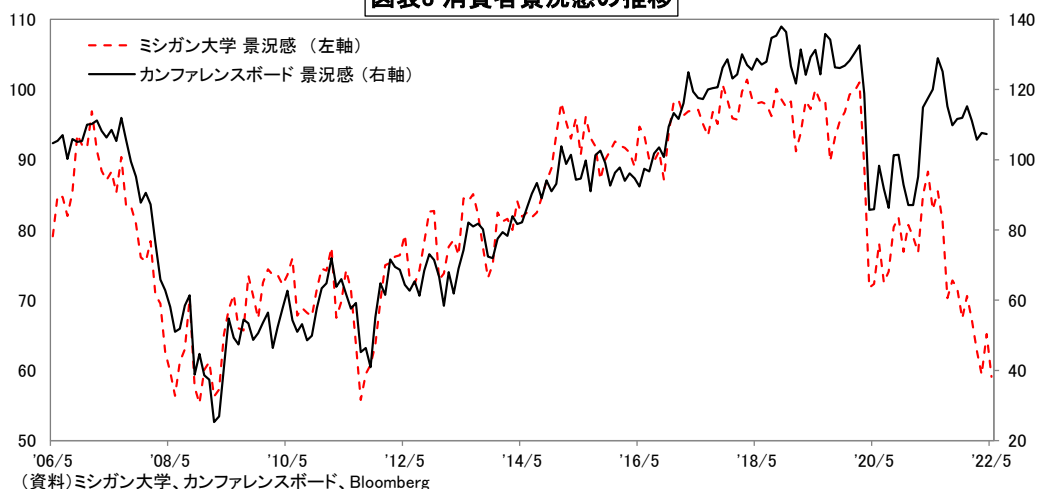


図表2 求人率・離職率の推移



また、5月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は2ヶ月ぶりに低下し、59.1（現況指数 63.6、期待指数 56.3）となり、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、価格高騰から耐久財を購入できなくなりつつあることが報告された一方で、長期の期待インフレ率の中央値は過去10ヶ月にわたって非常に安定している点も指摘されている。

図表3 消費者景況感の推移



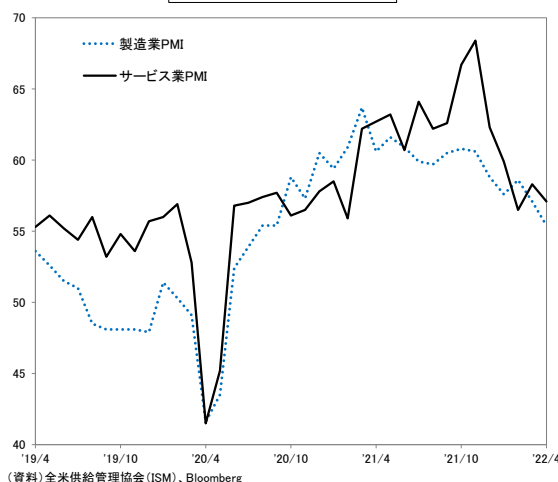
23ヶ月連続での
拡大を示唆する

こうしたなか、4月のISM製造業指数（製造業 PMI）は55.4%、サービス業指数（サービス業 PMI）は57.1%と、企業マインドは

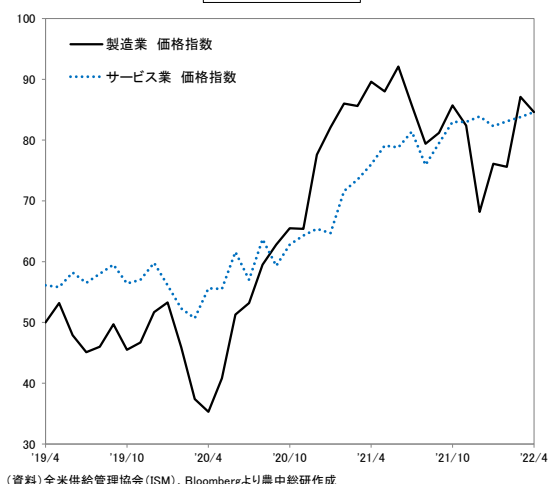
企業マインド

23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とサプライチェーン混乱の影響から入荷遅延指数が上昇していることで、総合指数が実勢以上に押し上げられていることや、サービスセクターでの雇用指数が判断基準の50%割れとなるなど、悪い内容も目立つようになってきた。なお、価格指数は製造業で低下、サービス業で上昇となった。

図表4 ISM景況感指数の推移



図表5 ISM価格指数

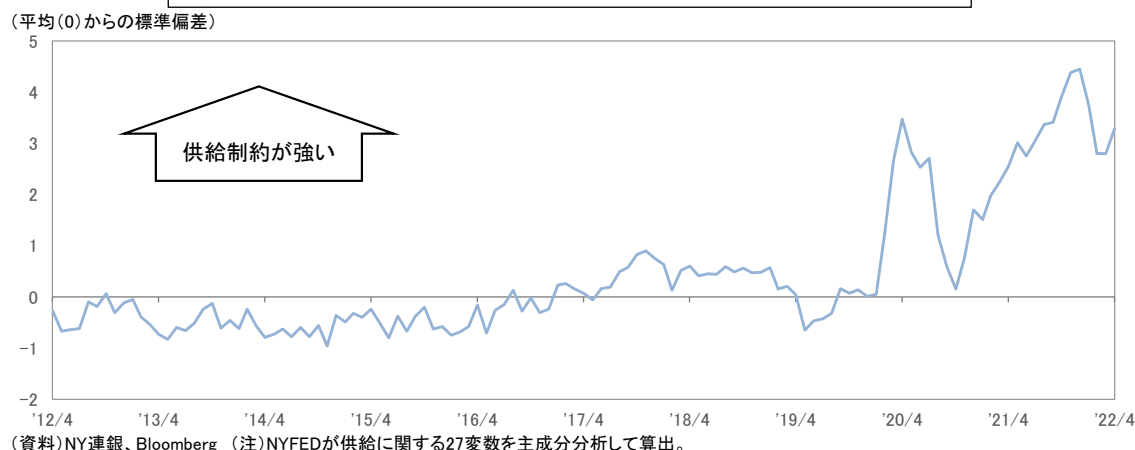


景気の先行き： 景気は減速へ

さて、景気の先行きを考えてみると、ロシアによるウクライナ侵攻と中国上海市などでのロックダウンから再び供給制約が強まったことや、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の影響から、景気は減速していくとみられる。

足元の利上げペースの想定では、景気が腰折れすることはなさそうな一方で、高インフレが長期化しさらなる利上げが必要となれば、成長率は下振れするだろう。

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

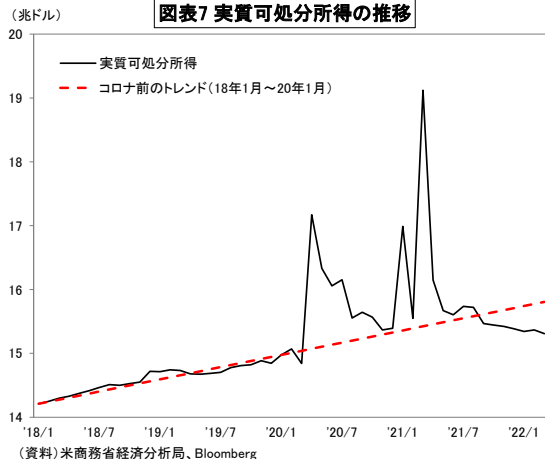


足元では、インフレ率に賃金上昇率が追いついていないことから実質可処分所得の減少が続いている。生活費としてローンを利用する必要性が生じ、消費者信用残高の伸びにつながっていると考えられる。こうした状況に加え、利上げによる金利上昇もあり、個人消費支出の増加ペースは徐々に減速するとみられる。

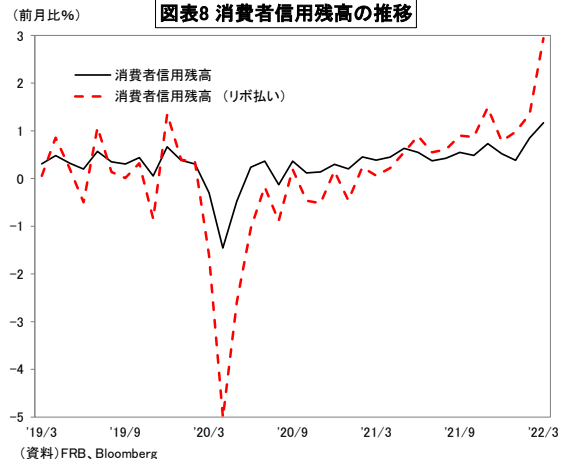
また、ニューヨーク連銀の調査によると、これまで低下基調だったローン返済の滞納率も上昇し始めており、こうした動きが継続すれば景気減速の初期の兆候と考えて良いだろう。

ただし、全体としてはコロナ禍への政策対応から家計部門の貯蓄が非常に多く、現時点では需要の消失によるリセッション入りは考えづらい。リセッション入りを考えるには、一段と供給制約が強まることや致死率の高い新型コロナウイルス変異株の登場と感染拡大、新たな都市封鎖、ロシアによる大規模な通商妨害、台湾有事など、想定外の供給ショックが必要だろう。

図表7 実質可処分所得の推移

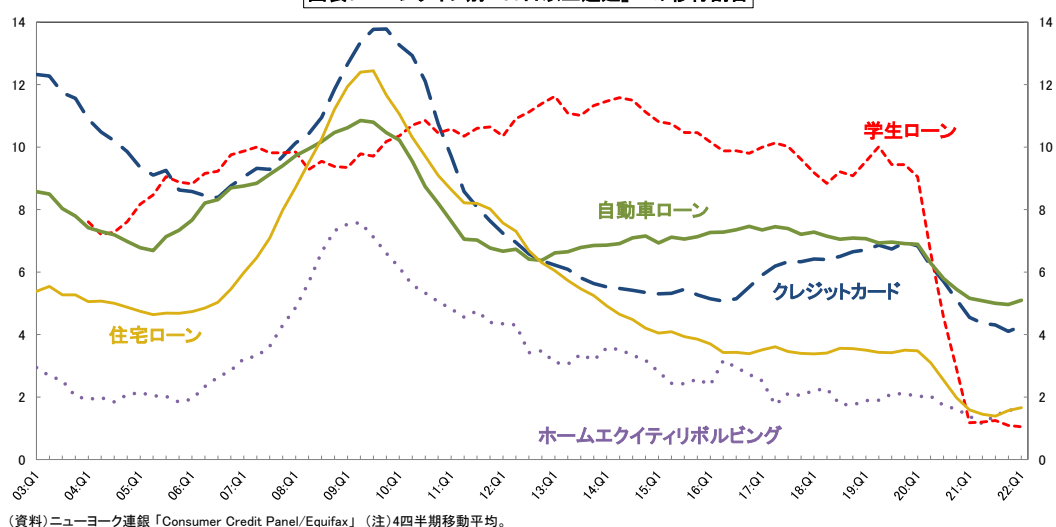


図表8 消費者信用残高の推移



(残高に占める割合)

図表9 ローンタイプ別「30日以上遅延」への移行割合



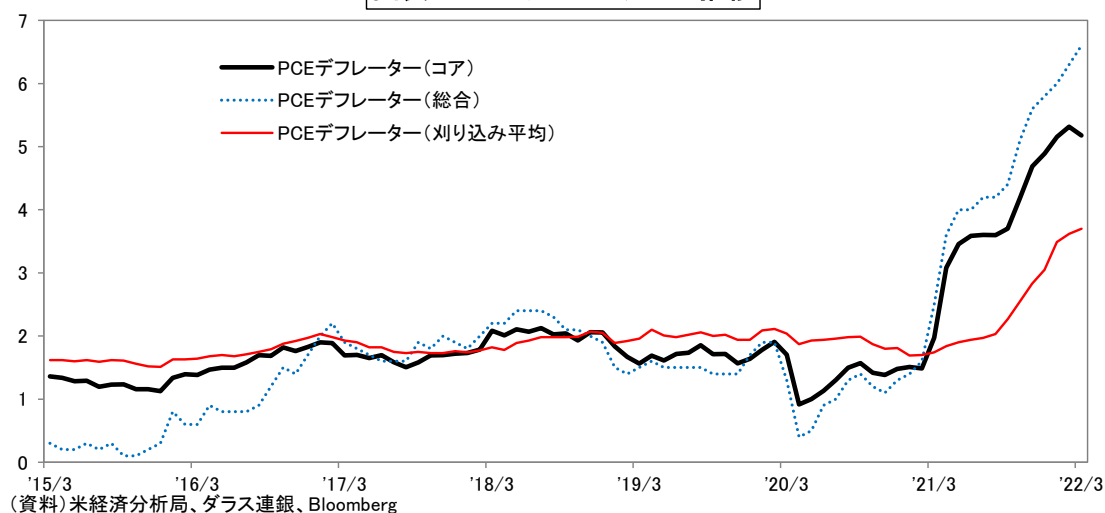
高止まりが長期化する見込みとなったインフレ率

さて、インフレ率をみると、3月のコアPCEデフレーターは前年比5.2%と、2月の同5.3%から鈍化した。もっとも、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3.7%と、物価上昇が幅広い分野で確認できる。なお、4月の消費者物価指数(コア)は同6.2%と鈍化したものの、新車や運送・サービスが急上昇したことで、前月比では0.6%と再び加速した。

先行きについては、ベース効果の剥落から6月まではインフレ率は鈍化すると見込まれるが、インフレ率を本格的に抑制するには、FRBによる利上げの継続と米経済の減速、供給制約の緩和などが必要であり、高止まりの期間は長期化しそうだ。

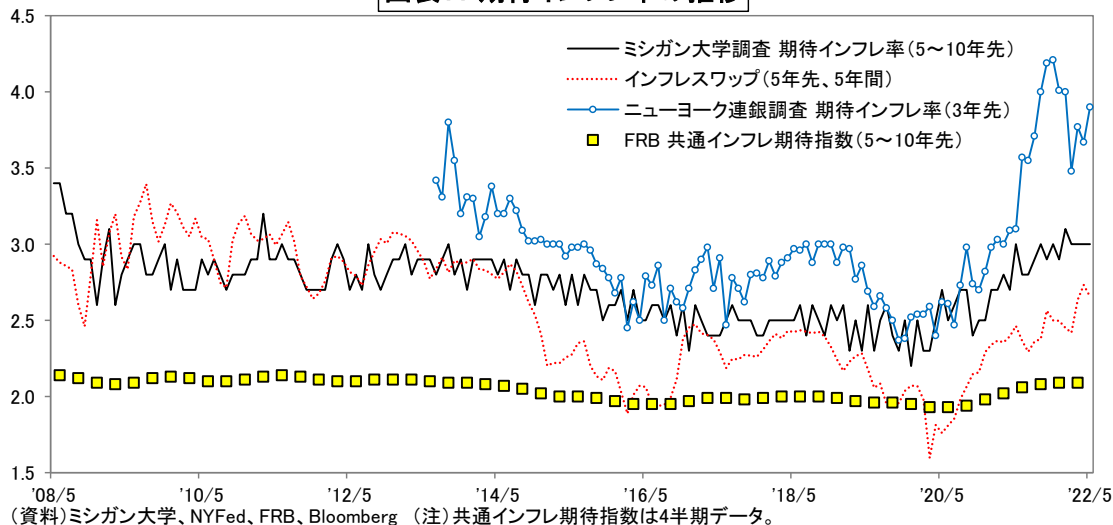
(%, 前年比)

図表10 PCEデフレーターの推移



(%)

図表11 期待インフレ率の推移



BS 縮小の開始を 決定

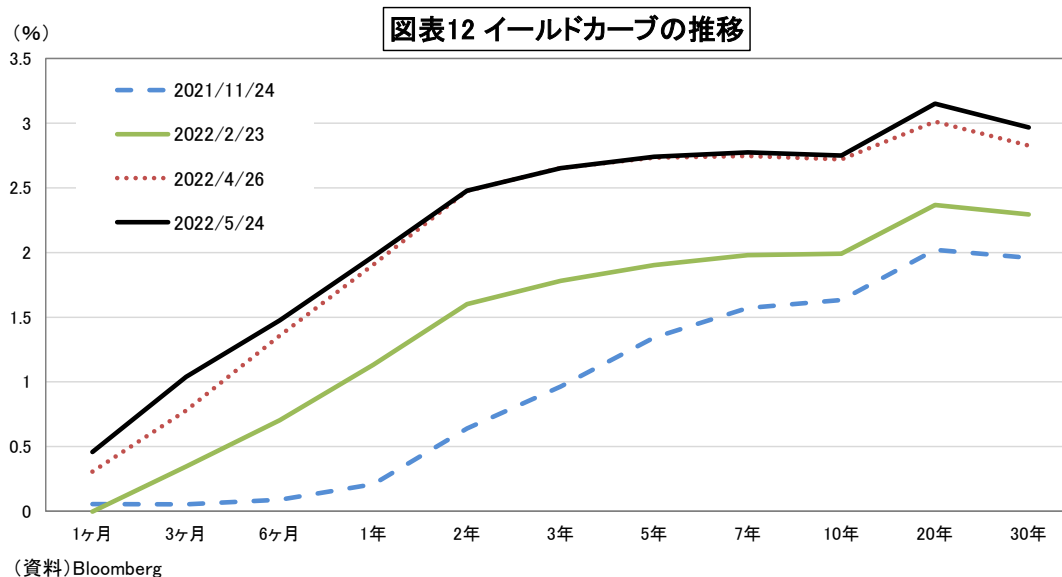
5 月 FOMC では、6 月 1 日からバランスシート (BS) 縮小に着手することが決定された。米国債と MBS の再投資停止額はそれぞれ 1 月あたり 300 億ドル、175 億ドルとされ、9 月以降は 600 億ドル、350 億ドルへと引き上げられる。BS 縮小ペースは、3 月 FOMC 議事要旨で示された通り、1 月あたり最大 950 億ドル、年間 1.14 兆ドルとなる。

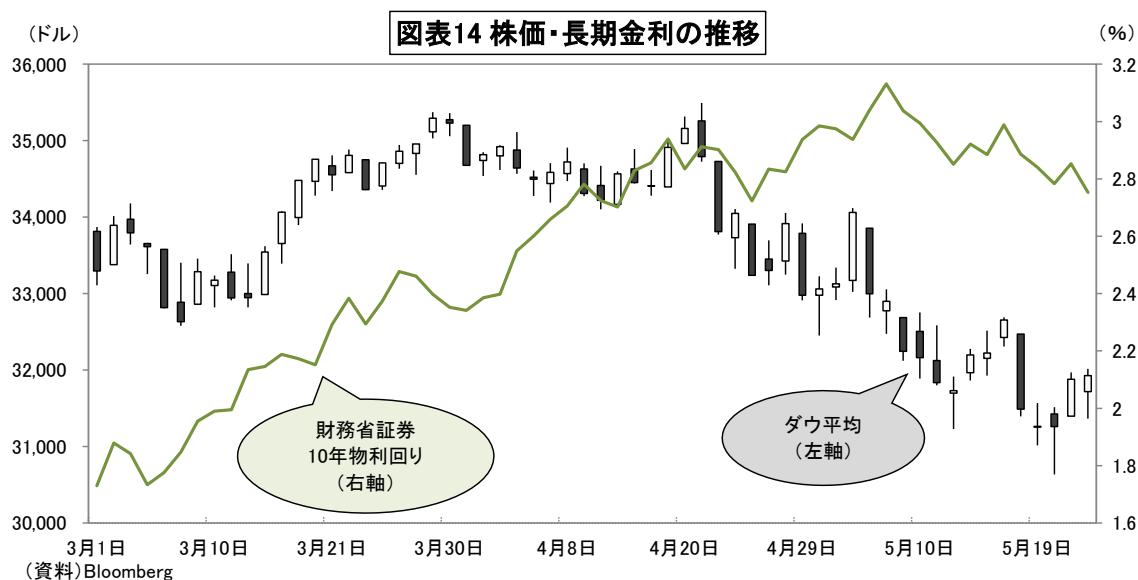
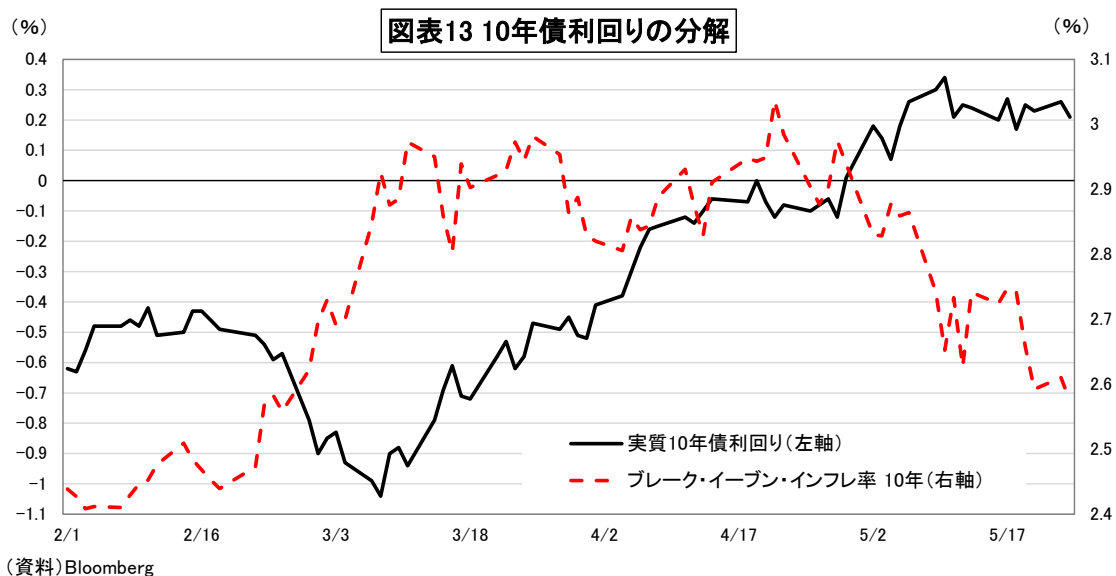
こうしたなか、現時点では 6、7 月の FOMC では 50bp 利上げが連続して実施されるとみられており、7 月末時点での政策金利の誘導目標は 1.75~2.00% と考えられるが、依然として中立金利を少し下回っていることになるだろう。また、最近の FOMC 参加者の発言からは、中立金利に近づくと利上げペースは鈍化すると見込まれる。

長期金利：横ばいでの推移を想定

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) は 3 月から 5 月前半にかけて約 1.4 ポイントの大幅上昇となった。一方で、足元では利上げ織り込みが一旦終了したことや、景気減速懸念が強まったことなどから長期金利は低下し、3% を下回って推移している。

先行きについて考えてみると、利上げ終了となる政策金利 (ターミナルレート) を 3.0~3.5% 程度とする予想が一旦共有されたことから、長期金利の上昇局面は一段落したと考えられる。景気減速懸念から金利が低下する場面もありそうだが、足元のレンジである 2.8~3.2% 程度での推移を予想する。





株式市場：底入 れを模索へ

株式市場では、FRBによる利上げ路線の継続、長期金利の上昇、景気減速懸念、決算発表で弱い見通しが多かったことなどを背景に、ダウ平均はピークから約5,000ドル近く下落するなど、調整局面が継続している。20日は、世界大恐慌以来90年ぶりとなる8週連続での下落を記録したこともあり、悲観的なムードが広がった。

先行きについては、悪材料が出尽くしつつあることや、現段階では景気減速懸念も行き過ぎと思われることから、底入れを模索する動きを予想する。

図表15 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言
FOMC委員 投票権あり	パウエル議長	2	5/17 5/12	インフレ率の鈍化が明確になるまでは利上げを継続 6、7月の50bp利上げを支持
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	2	5/16	債券市場のボラティリティは、市場が情報を消化している証拠
	ブレイナード副議長	1~2	4/26	米上院にて、FRBの副議長への昇格が承認された。
	空席 副議長 (銀行監督担当)		5/2 5/18	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 インフレ率を2%に低下させるため尽力する
	クック理事	?	5/10	米上院本会議にて賛成51、反対50の賛成多数で承認 ミシガン州立大学教授
	ウォラー理事	2	5/10	労働市場がタイトすぎる。利上げする適切な時期である。
	ジェファーソン理事	?	5/11	米上院本会議にて賛成91、反対7の賛成多数で承認 デビッドソン大学教授
	ボウマン理事	1~2		
	メスター総裁 (クリーブランド)	2	5/13 5/10	6、7月の50bp利上げを支持 年後半にインフレ率が鈍化しなければ、75bp以上の利上げも
	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)	1~2	5/20 5/17	22年末に3.5%に到達するよう利上げを前倒しすれば、23、24年に利下げも 50bpの連続利上げを支持
FOMC委員 投票権なし	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	2	5/19	株式市場が動揺しても利上げ見通しには影響しない
	バーキン総裁 (リッチモンド)	1~2	5/6	現在の利上げペースは速い。すべての選択肢が俎上にある
	ボスティック総裁 (アトランタ)	-1	5/24 5/23	利上げは、「無謀」にならず意図的に進めるつもり 政策金利が2%に到達後、9月に一度利上げを停止してはどうか
FOMC代理委員 投票権なし	デイリー総裁 (サンフランシスコ)	2	5/12	50bpの連続利上げを支持
	エバンス総裁 (シカゴ)	1~2	5/18	金利を上げ続ける必要はなく、引き締めの水準での据え置きも可能
	ハーカー総裁 (フィラデルフィア)	1	5/18 5/18	50bp利上げをあと2回行い、その後は25bpの利上げ幅に戻す 25bpは慎重なペース
	ローガン総裁 (ダラス)	?	5/11 8/22	指名 現ニューヨーク連銀 エグゼクティブバイスプレジデント 就任
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	0	5/17 5/6	インフレ抑制のために需要を減らせばリセッションに陥るのかどうか、わからない 労働市場の減速とインフレ抑制を意図した政策に賛成

(資料)各種報道 (注)鷹/鳩の評価は農中総研による。

ブラード・セントルイス連銀総裁の発言に注目

足元では、「急速な利上げとその後の利下げ」など、モデルによる分析を仄めかす発言がブラード・セントルイス連銀総裁から聞かれる。こうしたシミュレーションをする際のベースシナリオは、6月FOMC後に公開される見通しでも更新・共有されると思われるため、同氏の発言には今後も注目したい。

(22.5.25 現在)

上海市ロックダウン等で下振れ圧力が増大した中国経済

～強力な経済対策がなければ「5.5%前後」目標は達成不可能～

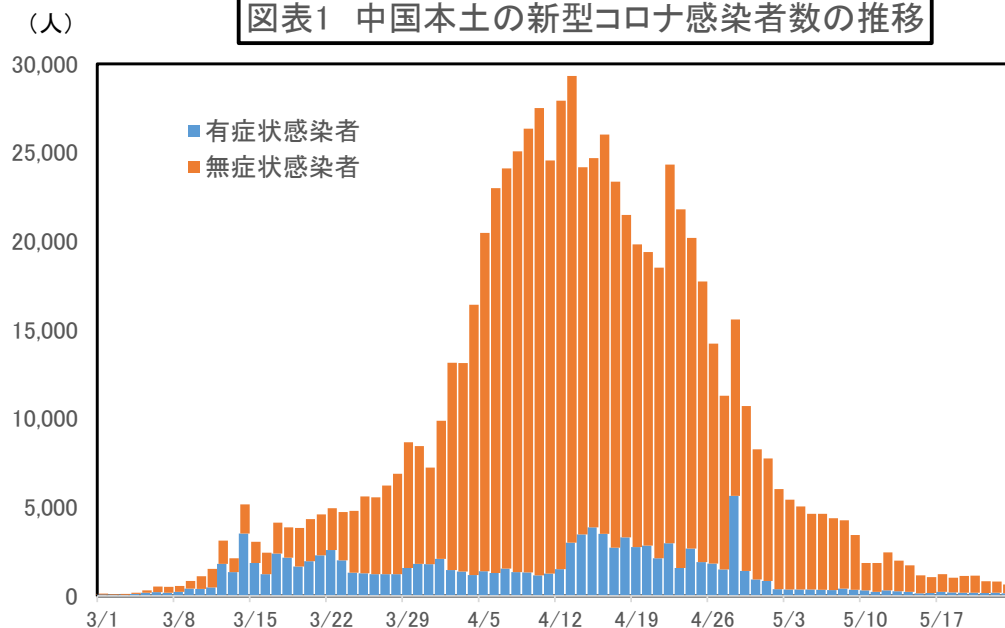
王 雷軒

要旨

上海市ロックダウン（都市封鎖）や移動規制の影響に加えて不動産市場の深刻な不振などを受けて4月の経済指標は3月よりさらに悪化した。こうしたなか、中国政府の22年の成長目標である「5.5%前後」の堅持が確認されたほか、その目標達成に向けての経済対策パッケージも新たに発表された。

しかしながら、経済下振れ圧力の高まりのほか、不動産市場の悪化もあって地方財政が一段と厳しい状況に追い込まれていると見られており、20年と同様に、大規模な特別国債の再発行といった強力な追加経済対策が必要。こうした強力な追加経済対策を打ち出さなければ、成長目標達成は不可能であろう。

図表1 中国本土の新型コロナ感染者数の推移



(資料) 中国国家衛健委、Windより作成、直近は22年5月23日。(注) 新型コロナ感染者数は無症状感染者＋有症状感染者。

上海市ロックダウンはようやく解除へ

3月下旬から中国本土の1日あたりの新規コロナ感染者数が無症状者を中心に急増したため、上海市ロックダウン（都市封鎖）や移動規制などの厳格な感染抑制策が行われた結果、最近の感染者数は減少傾向が続いている。

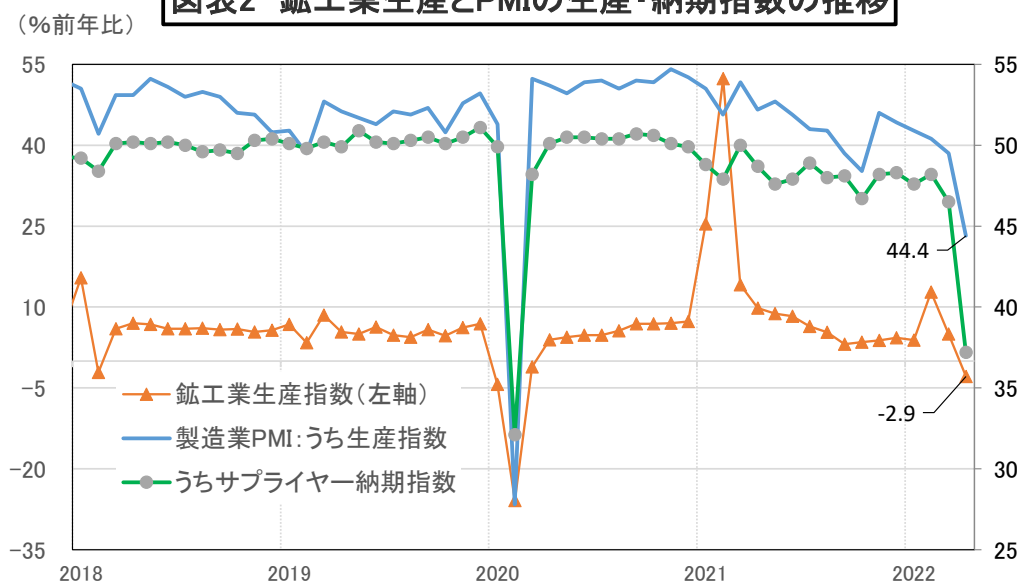
中国本土の新規感染者の大半を占める上海市において、全16

区が5月17日に社会面的基本ゼロ（行政区域で管控区、防控区、および非閉鎖管理の社会流動人口などを含む陽性感染者数の割合が3日連続して、当該行政区内総人口の10万分の1未満に収まる状態を指す）という目標を達成したと発表された。ロックダウンの解除時期については、宗明副市長は同市の都市封鎖を6月1日に解除する予定を示した。

2ヶ月余りの上海市ロックダウンは、人流、物流、企業の操業をほぼ止める徹底的な都市封鎖であったため、上海市経済だけでなく、内外経済へ影響が広がった。目下、上海市での感染は収束に向かっているが、北京市などの都市では散発的な感染が発生しているため、ゼロ・コロナ政策が堅持される限り、経済への影響は燻り続けると想定している。

ただ、散発的な感染が発生した一部の地域では、予防的、短期的、小規模なロックダウンが今後も実施される可能性が高いが、上海市ロックダウンのような大規模な抑制策が繰り返される可能性は低下していると思われる。

図表2 鉱工業生産とPMIの生産・納期指数の推移



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は22年4月。

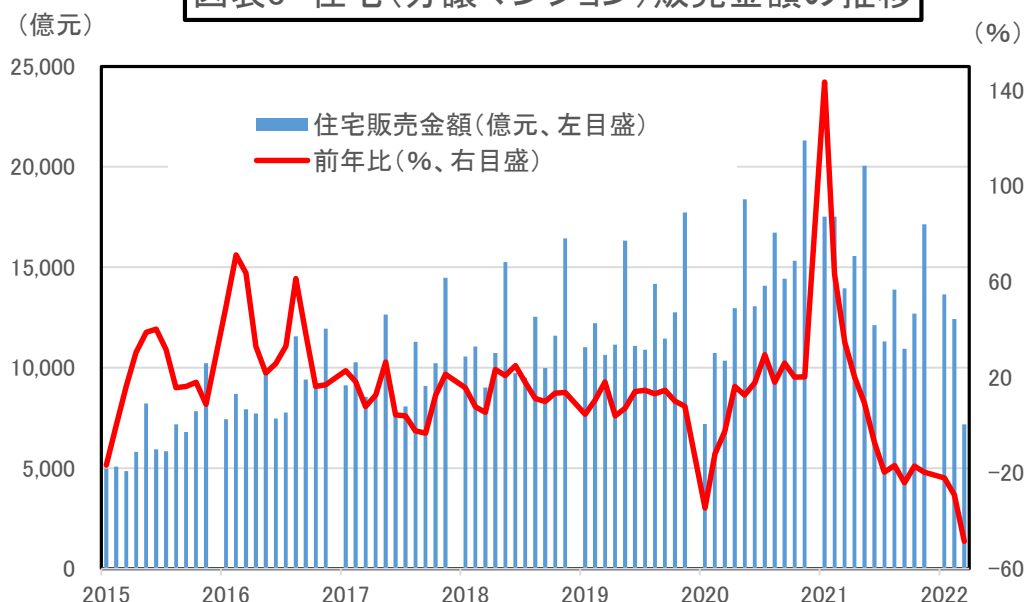
4月の経済指標は予想以上に悪化

こういった上海ロックダウンなどの影響を受けて、生産は予想以上に悪化した。4月の鉱工業生産は前年比▲2.9%（市場予想0.5%）と約2年ぶりのマイナスに転じ、新型コロナ感染の流行初期であった20年1～2月期（同▲13.5%）以来の大幅な減少となった（図表2）。

また、4月の製造業PMIの生産指数も44.4と景況感判断基準の50を大きく下回った。とくに、物流網の寸断によって、サプライヤー納期（配送時間）は37.2に低下し、完成品在庫は50.3と13年3月の統計開始以来初めて50を上回った。厳格な感染抑制策が物流網や生産活動に大きな混乱を招いたと言える。

需要項目別の動きを確認しても、4月に経済下振れ圧力が一段と増大したことが明らかである。設備投資およびインフラ整備向け投資が景気を下支えしたものの、不動産開発投資の大幅な減少、輸出の鈍化に加えて、小売売上総額も同▲11.1%（市場予想同▲6.6%）と2ヶ月連続で減少し、20年3月（同▲15.8%）以来の大幅な減少となった（後掲の2022～23年度改訂経済見通し：世界経済の動向④中国を参照）。

図表3 住宅（分譲マンション）販売金額の推移



（資料）中国国家统计局、Windデータより推計・作成、直近は22年4月。

不動産市場の深刻な不振とその下支え策

厳格なコロナ抑制策による経済活動への影響に加えて、不動産市場の深刻な不振も経済下振れ要因の一つとなっている。不動産市場の大半を占める住宅市場の状況を確認すると、4月の住宅販売金額は前年比▲48.6%と減少幅が大きく拡大した（図表3）。そのため、住宅在庫面積は大きく増えており、在庫処理にかかる期間が14年のピーク時の約47ヶ月に近づいている状況となった。また、4月の不動産デベロッパーの開発資金総額も前年比▲35.5%と、減少幅がさらに拡大した。とくに開発資金総額の3割以上を占める予約販売代金・購入前払金（頭金等）

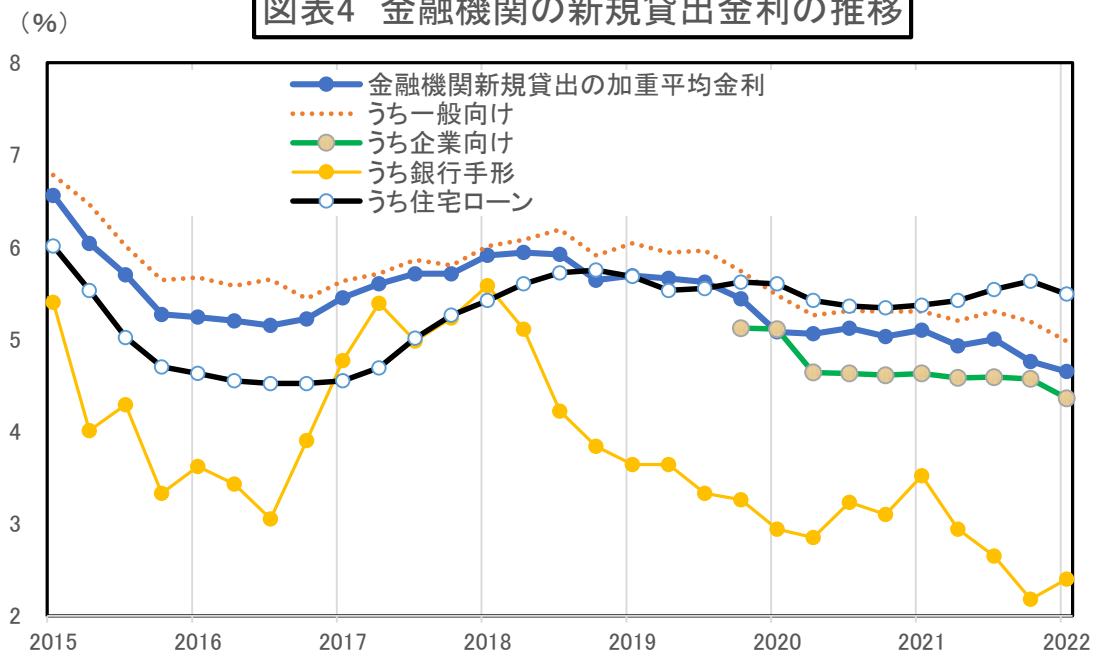
は同▲53.0%と大きく落ち込んだ。

こうしたなか、金融機関は、自ら住宅ローン金利を相次いで引き下げに踏み切ったほか、中国人民銀行（中央銀行、以下人民銀行）と銀保会（金融規制当局）は、5月15日に住宅ローン金利の下限水準にかかわる規制を調整した。

具体的には、1軒目の住宅購入で新たに組まれた住宅ローン金利については、その下限をこれまでの「LPR（5年物）以上」から「LPR-0.2%ポイント」に引き下げた。今回の住宅ローン金利規制の緩和を受けて、LPR（5年物）は4.6%（発表時）であったため、1軒目住宅のローン金利下限は4.4%となった。2軒目については、住宅ローン金利を現行水準のまま（LPR+0.6%ポイント）とするものの、人民銀行支店等は所在都市の不動産市場の実情に沿って調整・設定を行うことができるとしている。

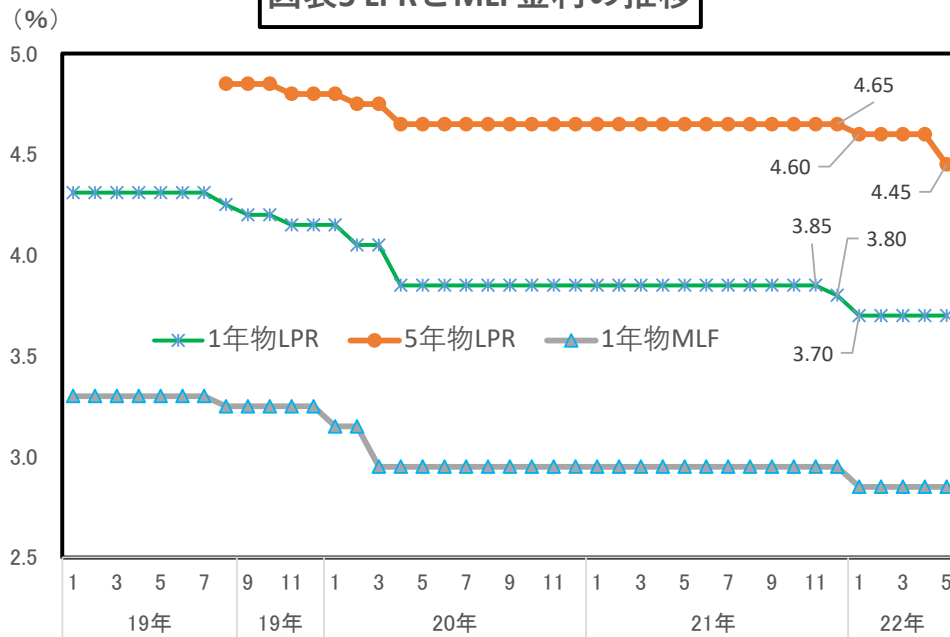
しかし、金融機関の住宅ローン金利（加重平均値）を確認すると、1～3月期の新規貸出金利、一般向け貸出金利、企業向け貸出金利、個人向け住宅ローンはそれぞれ4.65%、4.98%、4.36%、5.49%と21年10～12月期から11bp、21bp、21bp、14bp低下したが、住宅ローン金利の水準は依然として比較的高めであった（図表4）。

図表4 金融機関の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22年1～3月期。

図表5 LPRとMLF金利の推移



(資料)Windデータをもとに作成

LPR5 年物を大幅に引き下げ

そのため、5月20日に金融機関の住宅ローン金利の設定時のベースとなるLPR(5年物)も引き下げられることになった。人民銀行が20日に発表したLPRは、1年物金利が22年1月20日の10bp引き下げ以降4ヶ月連続で据え置かれたものの、5年物金利は15bp引き下げられ4.45%となった(図表5)。今回の引き下げ幅は前回の5bpを大きく上回った。これを受けて、1軒目住宅のローン金利の下限は4.25%となった。

住宅所在地の戸籍保有や社会保険料の支払いといった規制を緩和しつつあるほか、住宅購入頭金比率の引き下げや住宅ローン金利の引き下げも行われているなか、人民銀行が行った住宅ローン金利にかかわる規制の調整とLPR5年物の引き下げは、これまでの不動産抑制政策から緩和方向に舵を切ったとの意味合いが大きいと思われる。一方、失業率の急上昇や先行き不安感から住宅購入者が住宅を購入するかどうか様子見ムードが広がっていると見られ、さらなる追加対策が必要であろう。

5月23日の国务院常务会议で打ち出された経済対策パッケージの中身

一方、4月29日に開催された共産党中央政治局会議では新型コロナウイルス感染症とウクライナ情勢によって中国経済をめぐる環境の不確実性が増大していると指摘したうえで22年の成長率目標である「5.5%前後」を堅持する方針が示された。目標達成のため、これまで打ち出した経済対策を着実に実施していくほか、

追加経済対策を急いで検討することも強調された。

これを受け、5月23日に李克強首相が主催した国務院常務会議では、目下経済の下振れ圧力が持続的に増大していると指摘したうえで経済成長を正常な軌道に戻し、合理的な成長水準を確保するため、6つの面において33項目を盛り込んだ経済対策パッケージを打ち出した。その内容は以下の通りである。

具体的には、①財政および関連政策については、税還付規模を0.14兆元拡大し、22年通年での減税・税還付総額は2.64兆元にする。中小企業や自営業者などが支払う社会保険料の期限を22年末に延期する。新卒を採用する中小企業への補助金支給を強化する。地方政府が中小企業や自営業者を対象にした電気水道ガス料金やテナント賃料等への支援を拡充する。22年の特別債券（専項債）の利用を8月末まで完了し、新型インフラ施設等への利用も可能とする。国家融資担保基金再保険額は新たに1兆元以上を増やす。

②金融政策については、金融包摂をさらに推進し、中小企業向けの融資額と優遇水準を倍増する。銀行が中小企業や自営業者の経営性資金だけでなく、貨物輸送車両購入ローンの返済や返済が困難な個人住宅ローンを延長することを支援する。国営自動車生産企業と銀行が連携で実施した900億元の商業用貨物輸送車両融資の返済期間を延ばす。商業手形の支払期限を1年間から6ヶ月間に短縮する。プラットフォームの内外株式市場への上場を推進する。

③物流網の安定化を図ることについては、企業操業の再開をさらに促進するための「ホワイトリスト」制度（工場稼働の継続や再開を認める重要企業のリスト）を完備する。貨物輸送の円滑化を図るため、感染リスクが低い地域で実施されている通行止め規制等を撤廃する。人・貨物輸送のドライバーのPCR検査を無料化する。航空業を支援するための臨時融資を0.15兆元増やすほか、0.2兆元の社債発行も支援する。国内・国際航空便を徐々に増やすほか、外資企業の人員を対象にした出入国の便宜措置を講じる。

④消費と有効投資を促進することについては、自動車購入規制を緩和し、乗用車購入税を段階的に引き下げる。住宅の新規需要と買い換え需要を喚起する。新たに大型水利灌漑施設に加えて交通・旧市街改造・地下共同溝（ガスや下水道などのイン

4～6 月期に最悪期を脱し、年後半にかけては徐々に持ち直すものの、通年は5.1%と政府の「5.5%前後」目標を下回る見通し

フラ施設)などのプロジェクトを実施する。これらのプロジェクトへの長期融資を促す。新たな農村道路整備事業を実施する。鉄道整備事業向けの0.3兆元規模の社債発行を支援する。失業者や生活困難者への救済金支給の代わりに公共工事による就労機会の優先的な提供を拡大する。

⑤エネルギー供給を確保することについては、地方の石炭生産量を確実にするほか、水力発電や石炭発電などの施設を新たに建設する。

⑥基本民生を保障することについては、失業者や生活困窮者への支援や救済をしっかりと実施する。支援水準が物価水準と連動するよう調整を行う。

最後に、国務院は、各地方政府が緊張感をもちながら、上記のパッケージに基づき、速やかに詳細案を策定し公布するよう指示した。さらに、各地方政府の詳細な対策およびその実施状況について監督・検査を行うこととした。

経済を見通すことは難しい状況ではあるが、当総研では、設備投資とインフラ整備向け投資の下支え効果が期待できるものの、4月の経済指標が予想以上に悪化したことや消費持ち直しの遅れが予想されることなどから、4～6月期の成長率は前年比4.2%と1～3月期(同4.8%)からさらに減速、ただ年後半は経済対策強化の効果が現れ徐々に加速することにより、22年の実質成長率は前年比5.1%と予測している(後掲の経済見通しを参照)。

これは、年後半には大規模な感染拡大がないことを前提に、政府のテコ入れ策によって不動産市場の明るさが夏ごろに戻ることを想定した見通しである。

一方、不動産市場の深刻な不振もあって地方財政が一段と厳しい状況に追い込まれていると見られており、20年と同様に、大規模な特別国債の再発行や消費券配布の大幅な増加といった大胆な経済対策を打ち出す場合、楽観シナリオとして政府の成長目標達成は可能となろう。一方、悲観シナリオとして、新型コロナウイルス感染の散発的な発生による悪影響に加えて不動産市場の回復が見られず、消費も伸び悩むことになれば、4%台前半に落ち込むだろう。

(22.5.24 現在)

物価上昇圧力の下で利上げに慎重姿勢を続ける ECB

～バブル発生などのリスクが拡大～

山口 勝義

要旨

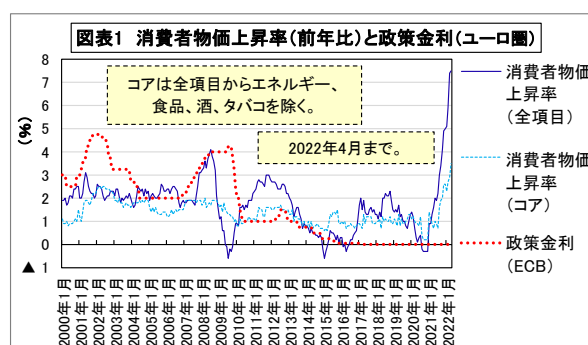
ユーロ圏では物価上昇圧力の早期の鎮静化は見込み難い。しかし政策の有効性や景気動向などを考慮すれば、ECB はやはり慎重で段階的な利上げ対応を優先せざるを得ないものとみられる。この結果、欧州経済は様々なリスクを伴いつつ困難な道を歩むことになる。

はじめに

エネルギー価格や原材料価格などが高騰する下で、欧州では消費者物価に上昇圧力が掛かり続けている（図表 1）。従来からの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インフレ要因に加えて、今年 2 月には新たにロシアによるウクライナ侵攻が始まり、かつての欧州の低インフレ基調には構造的に大きな変化が生じている。

これに対し物価上昇は一時的な現象であるとしてきた欧州中央銀行（ECB）は、2 月の政策理事会で初めて物価上昇リスクの増大を認め、続けて 3 月には資産買い入れ策を市場予想よりも早く 7～9 月期にも終了する方針を決めた。しかし 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しつつも政策金利の引き上げは慎重に行う姿勢を明確にした。

ウクライナ侵攻の勃発により、確かに政策の柔軟性を確保する必要性は強まっている。しかしこの経緯には、インフレ対策と景気対策の間で姿勢を決めかねる、ECB の困難な立場が現れている。現在の資源価格など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



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

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。一方、その反面で、引き締めの手を緩めれば、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。

以上の諸情勢を総合的に勘案した場合、特にウクライナ紛争の影響が大きい欧州では、ECBはおそらく、米国のような本格的な金融引き締めには踏み切れないものとみられる。また他にも、気候変動対策関連の投資促進の重要性や、コロナ危機の下での債務残高の積み上がりなどが、ECBの考慮の対象となることも考えられる。しかしこの慎重姿勢はインフレの高進を許すばかりか、不動産などの資産価格を押し上げバブルの発生を招くなど、今後波乱の芽を残すことに繋がりがねず、ECBはジレンマを抱えることになる。

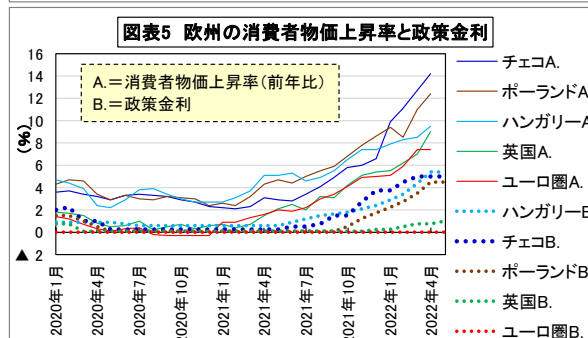
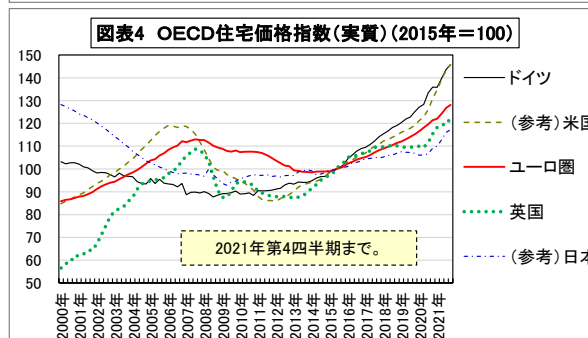
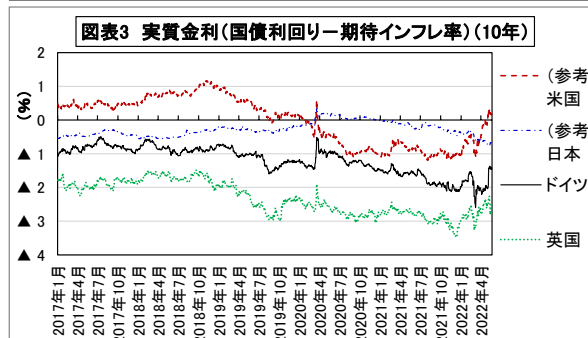
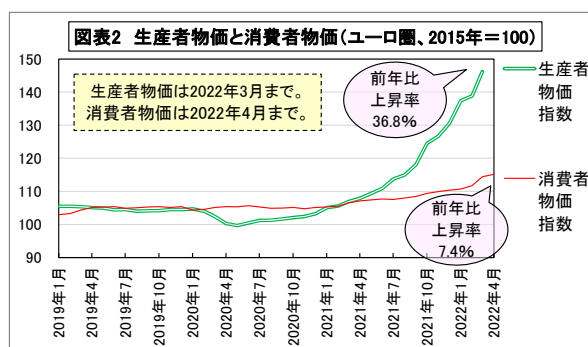
金融引き締めへの転換が必要な理由

ECB のデギンドス副総裁は 4 月 28 日、欧州議会の委員会で、ユーロ圏のインフレ率はピークにかなり近づいており下期には低下し始めると見ている、と述べた。確かに資源価格などが今後も途切れることなく上昇を続けるとは考え難いため、この見解は妥当なものとも捉えられる。

しかし物価上昇率は落ち着くとしても、物価の水準自体は高い位置に留まり、引き続き欧州の家計や企業の活動に影響を与え続けることになる。またそれ以上に、これまでの生産者物価の上昇が極めて大幅な点に注意が必要である（図表 2）。資源価格などの上昇が頭打ちになったとしても、その後も企業は既に生じたコストの上昇を製品価格に転嫁する動きを継続することが見込まれ、消費者物価を押し上げる力は根強いまま物価上昇率は下支えされる可能性が大きい^(注1)。加えて、これから夏に向けて収穫期を迎える小麦やトウモロコシについて、ウクライナやロシアでの生産や輸出の停滞の影響が具体化することにより価格が一層上昇し、物価の押し上げ要因となる可能性もある。

こうした下で金融引き締めが遅れば、インフレ高進を許すばかりか、実質金利を長い期間、低水準に留めることになる（図表 3）。これは企業投資の促進や積み上がった債務残高への対策の上では望ましい環境ではあるものの、資産価格にバブルの発生を促すなど、将来の経済情勢の波乱要因を生む結果に繋がりがねないリスクを有している（図表 4）。

このほか米国を始め、欧州でも多くの国で利上げ対応が先行している。英国では 4 月にイングランド銀行（BOE）が政策金利を 0.25% 引き上げ年 1.0% としたが、



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

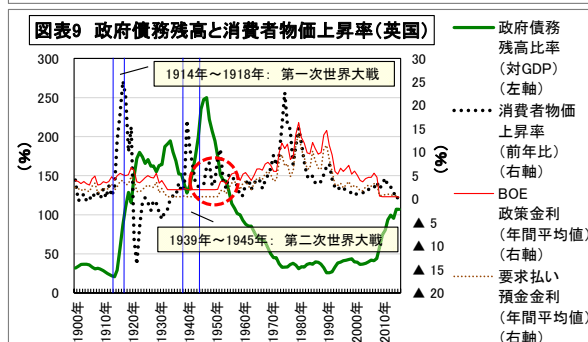
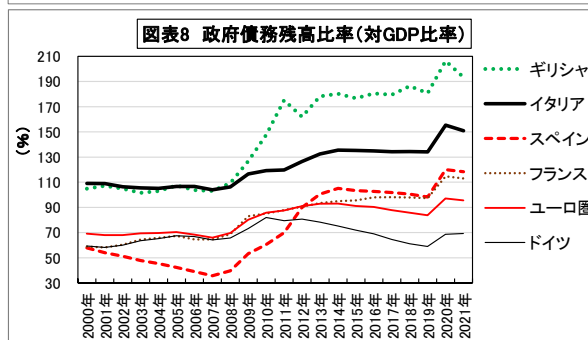
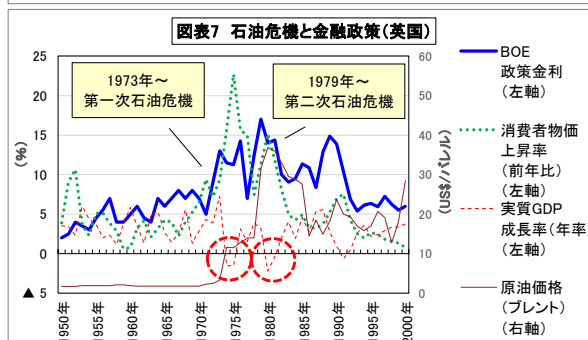
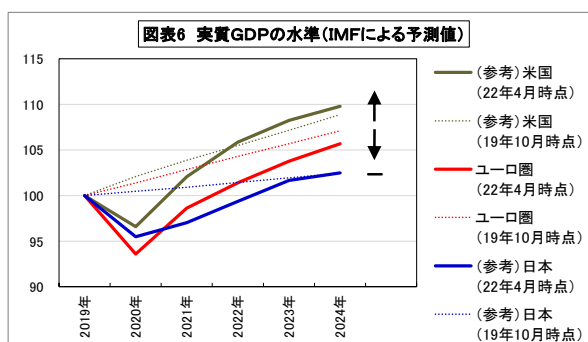
この 4 会合連続の利上げにより政策金利は 13 年ぶりの水準に達している（図表 5）。ECB については金融引き締めへの転換で出遅れ感が鮮明になってきたが、これによるユーロ安は、輸入物価の押し上げや経常収支の悪化を招くことになる。

本格的な利上げに踏み切れない理由

しかしこれらの一方で、ECB には本格的な利上げには踏み切れない理由がある。それはまず、ウクライナ紛争の影響が、ロシアやウクライナと隣接し貿易や直接投資、銀行与信などを通じた経済関係が密接な欧州において、世界の中でも特に大きなものとなると考えられる点である。

こうした情勢は、例えば国際通貨基金（IMF）の「世界経済見通し（WEO）」のデータに現れている。ここでコロナ危機発生前の 19 年 10 月時点とウクライナ紛争勃発後の 22 年 4 月時点の 2 時点におけるその後の実質 GDP の予測値を取り上げ、19 年の水準を基準に推移を比較した場合、米国では 22 年には後者が前者を上回ることに対して、ユーロ圏では 24 年においても後者が前者を下回ったままである（図表 6）（注 2）。ユーロ圏ではこのように景気回復の鈍さが見込まれており、これが米国並みの本格的な利上げ対応を受け入れ難い主要な理由となっている。

この他に過去の経験からの教訓もある。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情勢の低迷が続いた状況が確認できる（図表 7）。また、コロナ危機を経て、ユーロ圏では債務残高の増大が顕著となっている（図表 8）。第二次世界大戦中の債務残高の急拡大に対して英国や米国では、戦後のインフレ期にも金利水準を低位に留め、この「金融抑圧」を財政改革のひとつの手段とした経緯があるとされている（図表 9）。確かに現在は当時の規制金利の時代とは異なるものの、厳しい財政危機を経験した ECB としては、緩やかな利上げに止めることで財政改善に好ましい環境を持続するインセ



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

ンティブが働き易いものと考えられる。

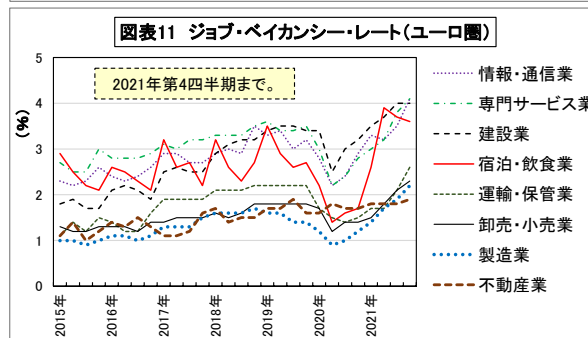
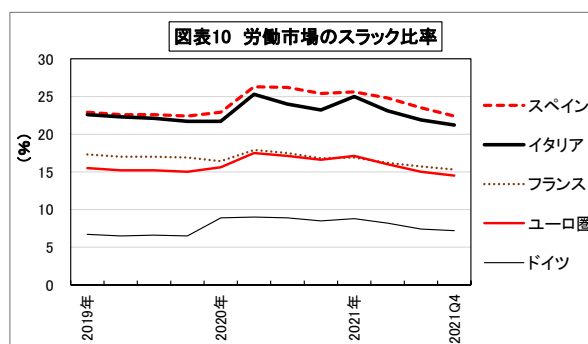
このように、特に金融政策の効果が限られる資源価格などの上昇を主因とするコストプッシュ型のインフレに対しては、ECB が本格的な利上げの回避に傾く合理的な理由が存在していることになる。

おわりに

こうしたなか、5月に入り ECB 当局者の間では、7月の利上げを支持する発言が相次いでいる。ラガルド総裁も5月11日、スロヴェニア中銀の記念会合の演説で、7～9月期の初めに資産買い入れ策を終了する可能性が高く、その後、数週間後には利上げを実施する可能性がある、と述べている。これを受け、7月21日の理事会で ECB が11年7月以来の11年ぶりとなる利上げに踏み切るとの見方が強まっているが、確かに、インフレ期待を繋ぎ止め ECB への信認を確保するために、まずは早期の利上げが必要であると考えられる。

しかし問題はその後の政策対応である。引き締めの手を緩めればユーロ安に伴う悪影響を招くとともに、インフレ高進ばかりか資産バブルを生じさせかねない。しかし現在のインフレには金融政策の効果は限られ、逆に引き締め策はウクライナ紛争の影響を直接受ける欧州の景気回復には重荷となる。このように ECB のジレンマは大きい。実際に ECB が本格的な利上げ対応を回避し慎重で段階的な利上げに徹することができるかどうかは、物価と賃金のスパイラル的な上昇に陥るリスクの程度に依存すると考えられる。

この点については、ユーロ圏では近年、賃金の上昇は米国や英国などに比べて低位で推移してきたが、最近では失業率が歴史的水準にまで低下するなど、コロナ



(資料) とともに、Eurostat のデータから農中総研作成

危機からの回復の過程で労働市場のスラック(需給の緩み)はかなり縮小してきている(図表10)^(注3)。また、採用未了の求人比率を示すジョブ・ベイカンシー・レートの上昇も現れている(図表11)^(注4)。

つまり労働市場の過熱の可能性も加わり、ユーロ圏では物価上昇圧力の早期の鎮静化は見込み難いことになる。しかし政策の有効性や景気動向などを考慮すれば、ECBとしてはやはり慎重で段階的な利上げ対応を優先せざるを得ないものとみられる。その結果、欧州経済はインフレ高進ばかりかバブル発生などのリスクを伴いつつ、困難な道を歩むことになりそうである。(22.5.24 現在)

(注1) ドイツの IFO 研究所の4月の調査によれば、今後3ヶ月間に自社製品やサービスの価格を引き上げるとするドイツ企業の割合が91年以降で最高水準に達している。業種別には、卸売業、小売業、製造業、建設業、サービス業の順で高い。次による。

・ IFO (5 May 2022) “German Companies’ Price Plans Set New Record”

(注2) なおコロナ危機前の19年の実質 GDP の水準を上回る時期は、22年4月時点の WEO によれば、

米国では21年であったのに対し、ユーロ圏では22年、日本では23年と米国に遅れる見通しである。

(注3) Eurostat では、失業者のほか、希望する時間働くことができていないパートタイム従業員や、離職中であり求職活動を行っていない者を含めて、労働力人口対比で「労働市場のスラック比率」を算出している。

(注4) ジョブ・ベイカンシー・レートは、採用が未了のポジション数を、採用済みのポジション数と採用未了のポジション数の合計で除した比率である。

農林中金総合研究所 2022～23年度改訂経済見通し

ウィズコロナへの移行を目指す日本経済

～ 日本経済見通し: 2022年度: 2.7% (上方修正※)、23年度: 2.0% (変更なし※) ～

※22年3月時点の当総研見通し(22年度: 2.4%、23年度: 2.0%)との比較

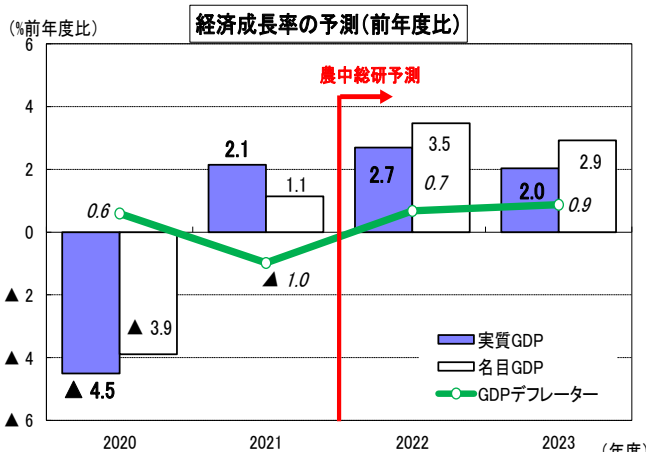
2022年5月23日

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

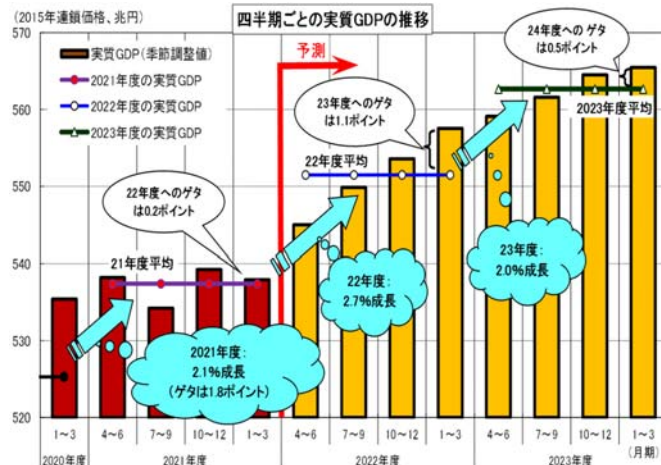
無断転載を禁ず。本資料は信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

《 サ マ リ ー 》

- 2022年入り後から、新型コロナの変異ウイルスによる感染が急拡大したことから、政府は36都道府県に対して「まん延防止等重点措置」を適用したこともあり、国内景気は再び足踏み状態となった。また、半導体不足、部品調達難といった「供給の混乱」も解消に至らず、自動車などの生産活動を停滞させた。その結果、1～3月期は2四半期ぶりのマイナス成長に陥るなど、コロナ感染が景気動向を左右する状況が続いている。
- 3月下旬には「第6波」収束によって行動制限が大幅に緩和され、景気は再び持ち直しに向かっている。政府は水際対策なども緩和したほか、需要喚起策の再開も検討しつつあり、景気回復は本格化していくと思われる。ただし、世界的なインフレが国内にも波及し始めていることから、景気持ち直しがやや抑制される可能性があるだろう。
- 世界的にインフレが加速しており、金融政策の正常化が前倒しで実施されつつある中、日本でも4月によやく2%の物価上昇に到達したが、日本銀行は安定的・持続的な物価上昇ではないと評価していることもあり、引き続き大規模な金融緩和策が継続されるものと思われる。



(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)2022年1～3月期まで実績、それ以降は当総研予測

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	24
5 金融政策の見通し	32
6 金融市場の見通し	34

見通し担当者：
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
欧州経済・金融
中国経済・金融

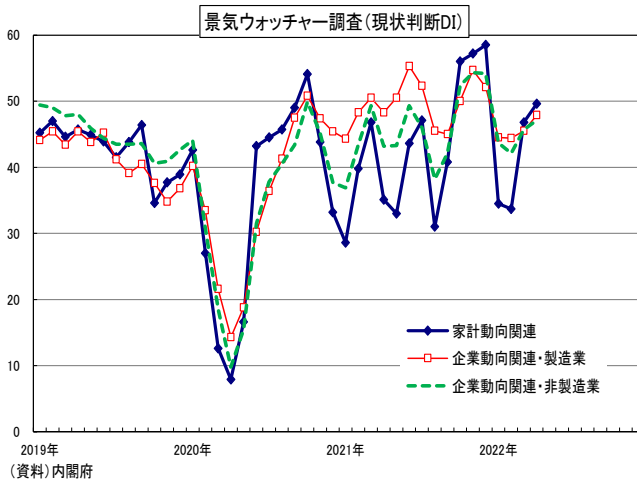
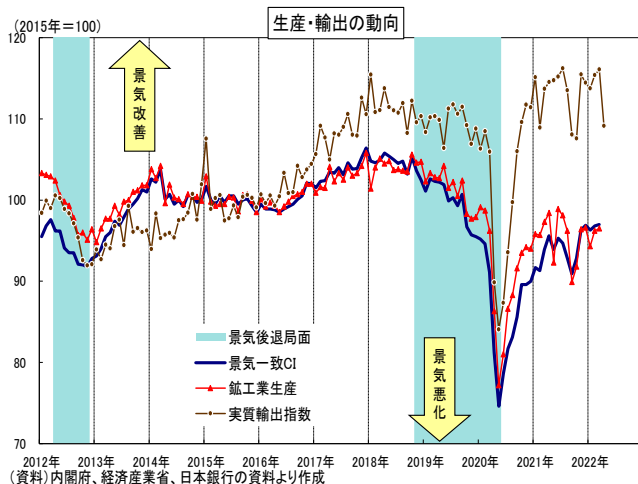
南 武志
佐古佳史
新谷弘人
王 雷軒

農林中金総合研究所

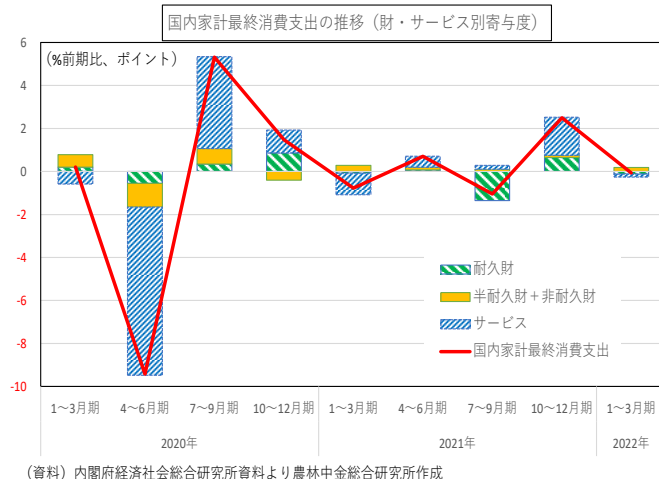
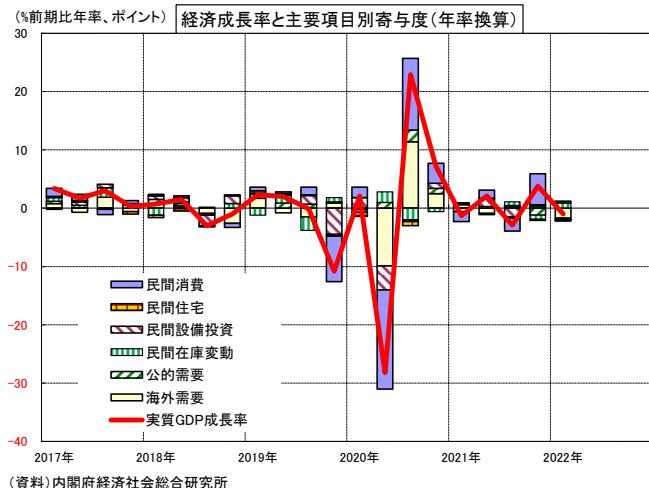
3

1 景気の現状

- 景気動向：コロナ感染「第6波」収束により、3月以降はサービス消費の持ち直しが再開
 - ー 1～3月期の消費関連指標はコロナ感染「第6波」襲来でサービス部門を中心に軒並み悪化
 - ー 一方で、3月の景気動向指数のCI一致指数は2ヶ月連続で上昇、コロナ禍からの持ち直し局面では最高値を更新、景気の基調判断は2月確報に続き、「改善」
 - ー 半導体不足や部品調達難などの「供給の混乱」が残っており、生産、輸出なども頭打ち気味に推移
 - ー 「まん延防止等重点措置」は3月下旬に解除され、サービス消費が再び持ち直しに向かった
 - ・ 4月の景気ウォッチャー調査によれば、現状判断・先行き判断DIはともに判断基準となる50を上回った
 - ・ しかし、エネルギー・食料品の値上がり本格化しており、今後の回復ペースを抑制する可能性も
 - ー ロシアによるウクライナ侵攻の影響、中国のゼロコロナ政策、海外の高インフレと金融政策正常化など、海外経済を取り巻く環境は不透明感が高まっている
 - ・ 4月の実質輸出指数は前月比▲6.0%と3ヶ月ぶりのマイナス



- 1～3月期GDP:2四半期ぶりのマイナス成長(前期比▲0.2%、同年率▲1.0%)
 - コロナ感染「第6波」によって、飲食、宿泊、娯楽などサービス消費が再び悪化したほか、公共投資の減少継続、3回目のワクチン接種に伴う医薬品の輸入増などにより、2四半期ぶりのマイナス成長となった
 - 民間消費(前期比▲0.03%)、民間住宅投資(同▲1.1%)、公的需要(同▲0.2%)、輸入(同3.4%)は成長率押下げに寄与した一方、民間企業設備投資(同0.5%)、民間在庫変動(前期比成長率に対する寄与度:0.2ポイント)、輸出(前期比1.1%)は成長率押上げ要因に
 - GDPデフレーターは前年比▲0.4%と5四半期連続で下落したが、マイナス幅は大幅に縮小、前期比は0.4%と7四半期ぶりの上昇となるなど、輸入インフレの国内最終財への価格転嫁も確認できる
 - この結果、21年度のGDP成長率は実質2.1%、名目1.1%と、それぞれ3年ぶり、2年ぶりのプラスとなった
 - ただし、20年度の落ち込み(実質▲4.5%、名目▲3.9%)からのリバウンドとしては鈍い

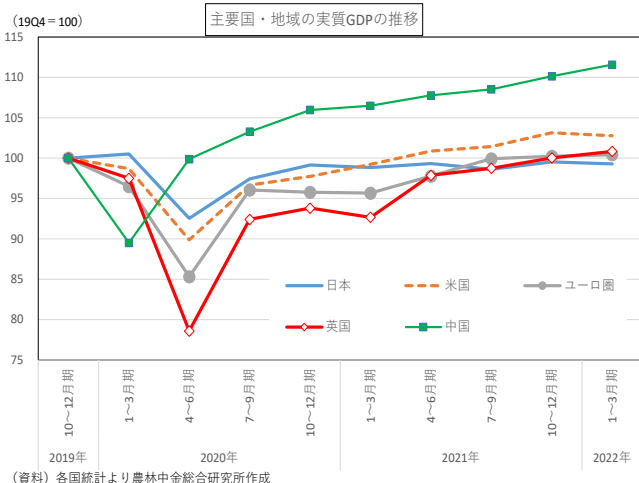


農林中金総合研究所

5

2 世界経済の動向 ①概況

- コロナ禍からの持ち直しを模索する中、ロシアによるウクライナ侵攻という新たなリスク要因が浮上
 - 戦争による世界貿易への悪影響、国際商品市況の一段の高騰やエネルギー・食料供給への懸念などへの警戒が高まる
- 国際機関による世界経済見通し:ロシアのウクライナ侵攻を受け、見通しを下方修正
 - IMF世界経済見通し(22年4月発表)では、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
 - ロシアによるウクライナ軍事侵攻や対口制裁(及びその報復措置)などによる経済損失のほか、一次産品価格の高騰が世界的なインフレ加速をもたらすこと等が背景にある
 - 23年についても同じく3.6%成長と、再加速は見込まれていない



2022～23年 IMF世界経済見通し

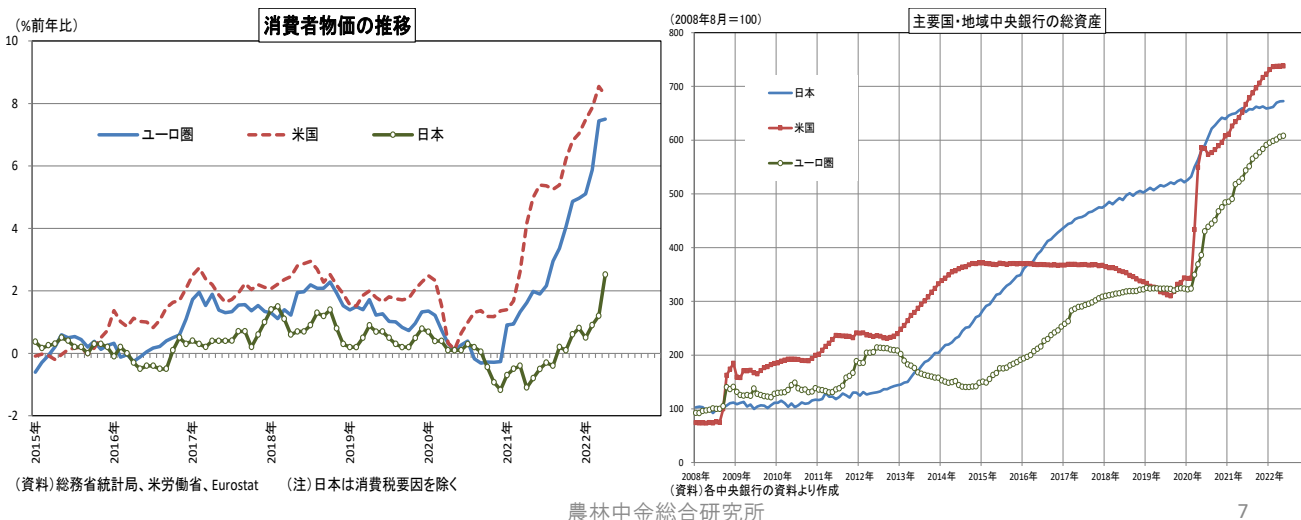
	2021年	2022年	2023年
世界全体(実質経済成長率)	6.1	3.6	3.6
先進国	5.2	3.3	2.4
米国	5.7	3.7	2.3
ユーロ圏	5.3	2.8	2.3
ドイツ	2.8	2.1	2.7
フランス	7.0	2.9	1.4
イタリア	6.6	2.3	1.7
スペイン	5.1	4.8	3.3
英国	7.4	3.7	1.2
日本	1.6	2.4	2.3
新興国・発展途上国	6.8	3.8	4.4
中国	8.1	4.4	5.1
インド	8.9	8.2	6.9
ブラジル	4.6	0.8	1.4
ロシア	4.7	▲8.5	▲2.3
南アフリカ	4.9	1.9	1.4
ASEAN5	3.4	5.3	5.9
世界貿易数量(財・サービス)	10.1	5.0	4.4

(資料)IMF『World Economic Outlook(2022年4月)』

農林中金総合研究所

6

- 需要の急回復と供給制約が重なり、高インフレ状態が定着
 - 欧米諸国での需要急回復の一方で、供給の混乱が生じるなど、直ぐに沈静化するとの当初の想定に反してインフレが加速を続けている
- 海外中央銀行は政策正常化を当初の想定よりも早いペースで実施する意向
 - コロナ禍の下、各中央銀行では政策金利を大幅に引き下げ、かつバランスシートを急拡大させてきたが、目標レンジを大幅に上回るインフレに対して、金融引き締めに乗出した
 - 既に、米英中銀(Fed、BoE)は複数回の利上げを実施したほか、今夏にもバランスシート圧縮に踏み切る意向
 - 景気回復テンポが高まらない欧州でも中銀(ECB)も政策正常化を前倒しでを開始する方針



2 世界経済の動向 ②米国

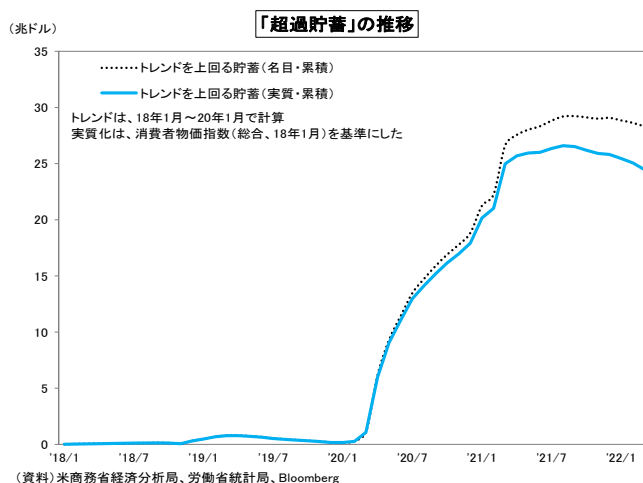
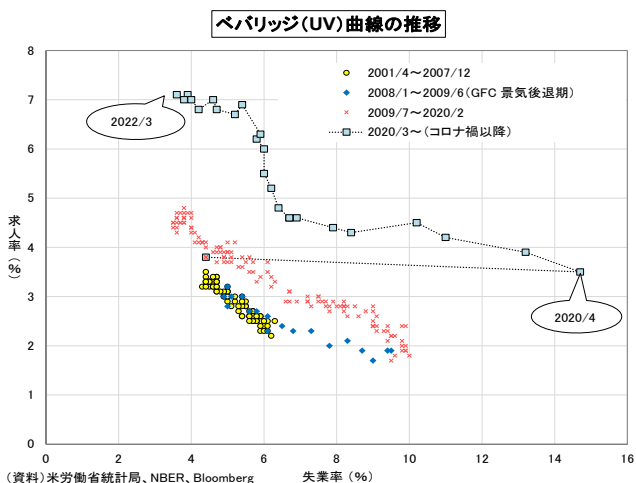
- 景気動向：供給制約が継続するなか、高インフレが社会問題化
 - 22年1～3月期のGDPは、貿易赤字が大幅に拡大したことなどから、前期比年率▲1.4%(速報)となった
 - 社会問題化しているインフレ率は、ピークアウトの兆しが見え始めたものの、ウクライナ侵攻によるコモディティ価格の急騰など、不確実性の高い状態が続いている
 - 見通しのポイントとしては、①中国・上海市などの都市封鎖による供給制約は22年半ばから後半にかけて緩和するとみられること、②FRBは利上げとバランスシート縮小によって景気を減速させつつ、インフレ率の抑制を図ること、③いわゆる「超過貯蓄」が個人消費を下支えするとみられること、などが挙げられる
 - 成長率見通し：22年は2.4%(前回見通し(3.3%)から下方修正)、23年は2.2%(同じく据え置き)

予測表(四半期)

	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	2.3	2.1	2.3	2.3	2.3	2.1	2.2
個人消費支出	%	11.4	12.0	2.0	3.3	2.7	3.3	2.9	2.7	2.7	2.5	2.4	2.5
民間設備投資	%	12.9	9.2	1.6	2.0	9.2	4.2	4.2	3.8	3.5	3.0	2.8	2.5
民間住宅投資	%	13.3	▲11.7	▲7.7	▲0.8	2.1	2.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
輸出	%	▲2.9	7.6	▲5.3	24.5	▲5.9	21.1	10.3	5.6	4.6	3.9	2.3	2.3
輸入	%	9.3	7.1	4.7	17.7	17.7	3.0	5.2	4.6	4.0	3.5	3.0	2.9
政府支出	%	4.2	▲2.0	0.9	▲2.9	▲2.7	▲0.7	0.6	0.6	0.8	1.0	1.2	1.2
非農業部門雇用者数増減	万人	64.5	42.2	54.3	61.1	54.9	50.0	40.0	35.0	30.0	30.0	30.0	30.0
失業率	%	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.4	3.6	3.6	3.7	3.8	3.9	3.9
賃金上昇率	%	4.9	2.0	4.2	5.2	5.4	5.5	5.3	5.0	4.7	4.3	4.0	3.7
コアPCEデフレーター	%	1.5	3.4	3.6	4.6	5.2	4.9	4.8	4.2	3.6	3.2	2.9	2.6
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	1.25～1.50	2.00～2.25	2.50～2.75	3.00～3.25	3.00～3.25	3.00～3.25	3.00～3.25
10年物国債利回り	%	1.7	1.5	1.5	1.5	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

(資料)米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中金総研による。
 (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。

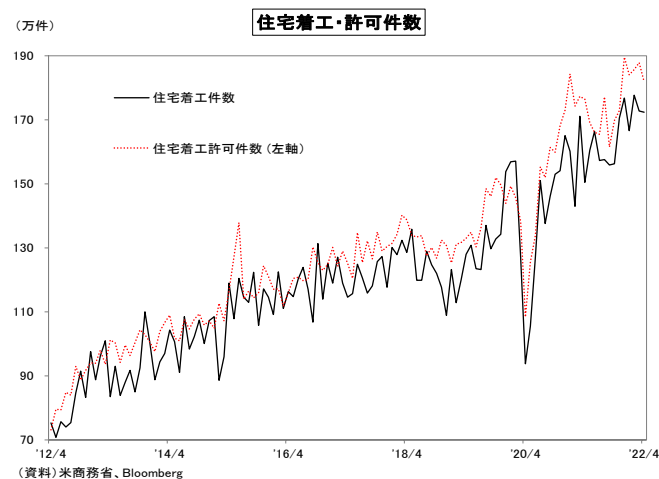
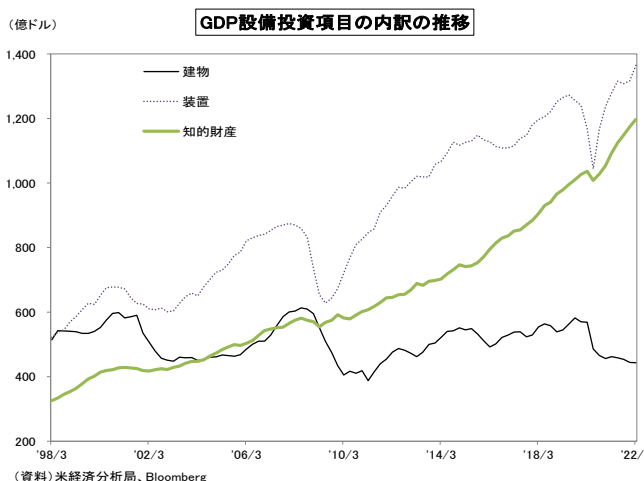
- 雇用: 人手不足が顕著
 - 幅広い産業で労働者不足が続くとみられる
 - 低い失業率と高い求人率が併存
- 消費: ゆるやかな回復へ
 - インフレ率の加速が、実質賃金の減少や消費者マインドの悪化へと波及
 - ただし、コロナ禍の下で蓄積された「超過貯蓄」が下支えとなり、個人消費が腰折れする可能性は低い



農林中金総合研究所

9

- 貿易: 22年半ばから後半にかけての回復を想定
 - 中国・上海市などでの都市封鎖やロシアのウクライナ侵攻の影響で、足元では再び供給制約が強まった
- 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である、装置と知的財産への投資の底堅さが継続すると思われる
- 住宅投資: 緩やかな拡大を想定
 - 在庫不足が顕著なことから、住宅投資の拡大は継続するとみられる

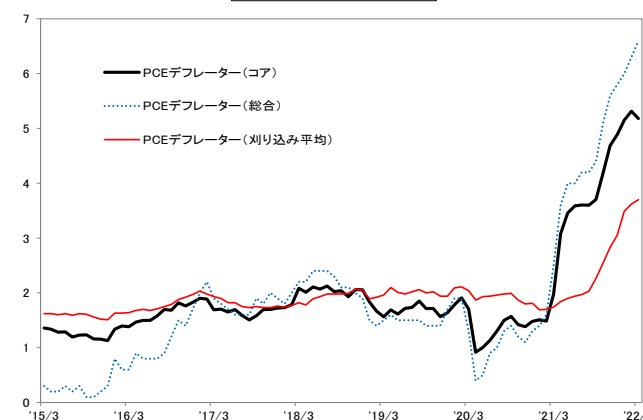


農林中金総合研究所

10

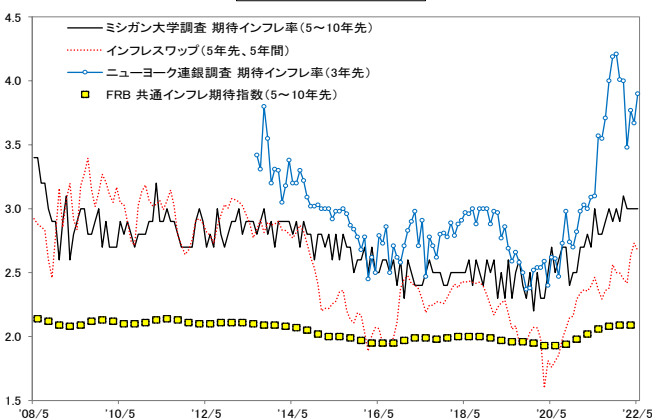
- ・ **インフレ率**: ウクライナ侵攻によるコモデティ価格の急騰など、不確実性が高い
 - － ベース効果の剥落で22年6月までは鈍化傾向、年央にかけては横ばいとなる見通し
- ・ **金融政策**: インフレ率の抑制を本格化
 - － 22年6、7月のFOMCではそれぞれ50bpの利上げとなる見込み
 - － 22年6月から1月あたり475億ドルのペースでBS縮小が実施され、9月以降は同950億ドルのペースへ加速
- ・ **財政政策**: 歳出削減と富裕層への増税を計画
 - － 3月28日、22年度比1%減の5.8兆ドル規模となる23年度(22年10月～23年9月)予算教書が発表された
 - － バイデン大統領は5月4日、22会計年度末(9月末)までに財政赤字を1.5兆ドル削減する計画を発表

(%前年比) **PCEデフレーター**の推移



(資料) 米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

(%) **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。

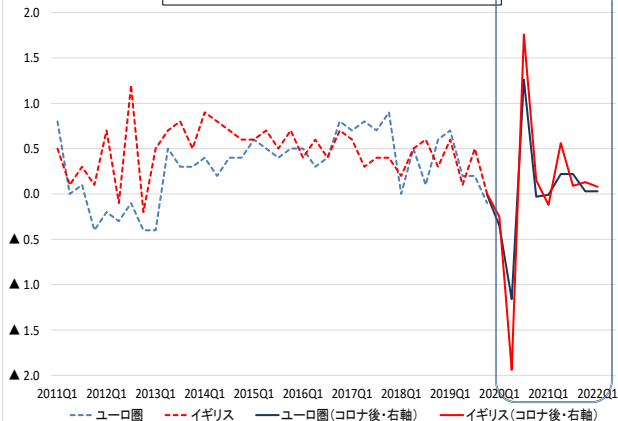
農林中金総合研究所

11

2 世界経済の動向 ③欧州

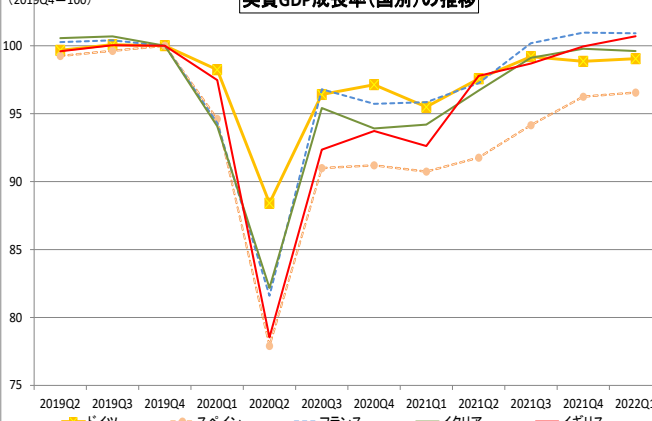
- ・ **景気の現状(GDP成長率)**
 - － コロナとの共存が進んでいるものの、緩やかな回復にとどまっており、22年1～3月期もオミクロン株の影響もあり、国によりまだ模様で停滞色強い
 - － 22年4～6月期は資源価格の高騰や経済制裁強化などウクライナ情勢の影響が顕在化するため、プラス成長とはなるものの停滞色も残る
 - ・ ユーロ圏全体では21年10～12月期にコロナ前(19年10～12月期)の水準を回復
 - － 22年1～3月期は、
 - ・ ユーロ圏: 前期比成長率0.3%(10～12月期: 同0.2%)、EU: 同0.4%(10～12月期: 同0.5%)、イギリス: 同0.8%(10～12月期: 同1.3%)
 - － ドイツは生産面は不振ながら、消費がやや回復したため、プラス成長(前期比0.2%)に転じた
 - － スペイン・イギリスはプラス成長を維持するも、フランス・イタリアはマイナス成長に

(%) **実質GDP成長率(ユーロ圏・イギリス)**の推移



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

(2019Q4=100) **実質GDP成長率(国別)**の推移



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

農林中金総合研究所

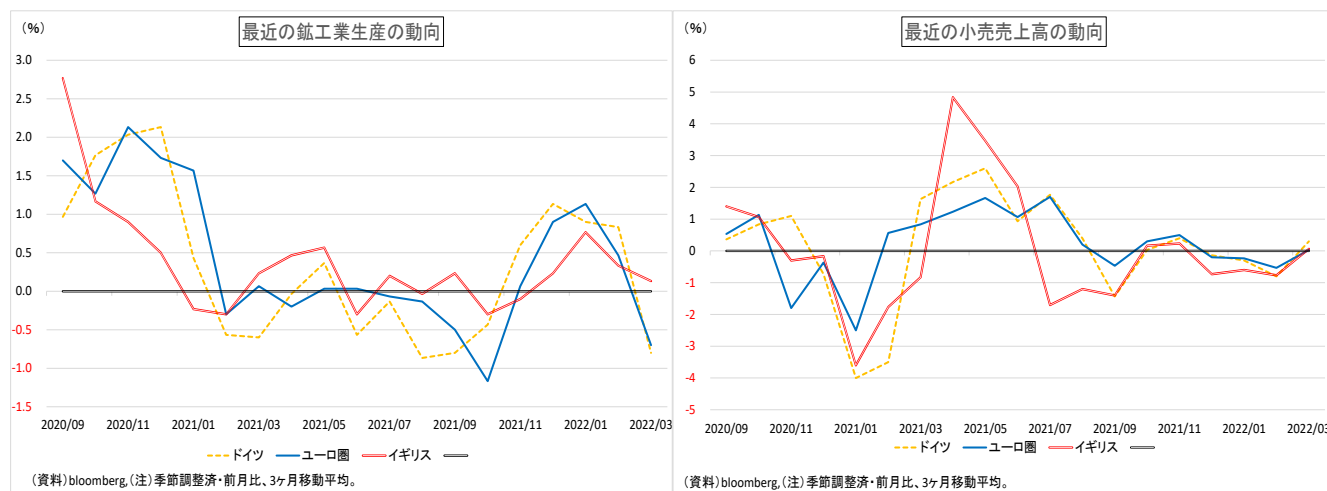
12

生産

- 製造業では、サプライチェーン障害などの供給制約継続やウクライナ侵攻で拍車のかかったエネルギー価格の上昇が下押し圧力となっている。生産データは3月に急落
- 企業景況感は製造業はドイツ中心にウクライナ侵攻後急落しているが、サービス業は比較的強めのデータとなっている

消費

- 21年夏以降はユーロ圏・英国ともに一進一退の動き
- 年明け以降、各国で小売売上は回復の動きもみられたが、ウクライナ侵攻を受けた3月は失速
- 消費者センチメントは従来から低迷していたが、3月以降急落



農林中金総合研究所

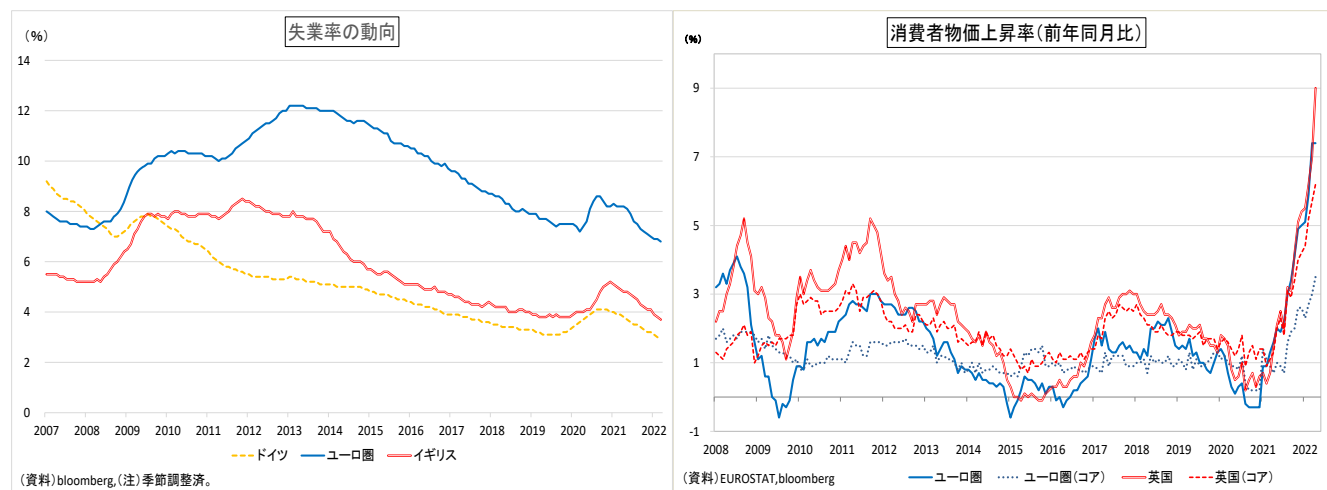
13

雇用

- 失業率(3月)はユーロ圏6.8%(うちドイツ2.9%)、イギリス3.7%と引き続き着実に低下、ユーロ圏・イギリスともにコロナ前水準以下に低下している。ユーロ圏では今のところ雇用環境に過熱感はないものの、イギリスでは賃金上昇圧力

物価

- 消費者物価の急上昇継続、ユーロ圏(1月)は前年比7.4%(コア同3.5%)、イギリス(1月)は同9.0%(コア同6.2%)
- エネルギー価格の上昇が主因ではあるものの、ECBなどの当初想定と比べ長期化、企業がコスト増を価格に転嫁する動きもみられる。イギリスでは賃金上昇圧力も強く、コアを含め深刻な状況



農林中金総合研究所

14

• 金融政策

– 欧州中央銀行(ECB)

- 4月の政策理事会では、中銀預金金利▲0.5%など主要政策金利やフォワードガイダンスなどの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、ウクライナ情勢による不確実性の高まり、コスト上昇、金融環境の引き締め、サプライチェーン障害などの困難な状況から、引き続き財政・金融政策による支援が重要であるとした
- 資産購入終了後に漸進的な利上げを行うスタンスは変わらず
- 最近の物価上昇動向等を踏まえたECB高官の発言からは、資産購入(APP)の終了は6月に前倒し、7月以降は0.25%ずつの利上げを複数回(連続利上げも)行い、23年初にかけてのマイナス金利解除が視野に入ってきたように思われる
 - ただし実際の利上げペースは、賃金や価格転嫁の動向次第
- 停滞する景気と高止まりするインフレの間で、厳しい舵取りが求められる状況は変わらず
- 市場は年内の連続利上げをほぼ織り込んでいる

– イングランド銀行(BOE)

- 5月の金融政策委員会では、政策金利を4回連続で0.25%引上げ、1.0%とした(3人は0.5%の引上げを主張)。また当初計画どおりバランスシート縮小検討を開始、8月に公表することとした
- 同時に公表した23年のGDP見通しは、大幅利上げを前提に▲0.25%とした。また、物価については22年第4四半期に10%を超えると予想している。こうしたことから、一部ではスタグフレーションを懸念する見方もある
- 市場は年内に2%超えまでの利上げを織り込んでいる

• 財政政策

- ウクライナ侵攻によるエネルギー調達環境の悪化から、復興基金(NGEU)を活用しつつ、脱ロシア等調達先の多角化、再エネの普及(太陽光パネル設置)、水素インフラ等のために、官民計で27年までに2,100億ユーロを投資することとした

• 景気見通し

- 22年はユーロ圏は2%台前半、イギリスは3%台後半と見込む
- 23年については、さらに減速し、ユーロ圏は1%台後半、イギリスは1%前後を見込む
- ウクライナ侵攻の帰趨は読みづらいものの、長期化は避けられない状況で、ロシアと地理的にも近く、エネルギー依存も高い欧州は、その影響を強く受けるとみられる
- コロナ禍で取りやめていた消費がどの程度戻るか(超過貯蓄による消費の有無)が注目点
- リスク要因としては、ウクライナ情勢の動向のさらなる悪化(対露経済制裁、EUやNATOの結束の状況を含む)とインフレ動向、ECBの金融引き締めによる景気への影響、コロナ対応による中国経済の減速、フランス議会選挙の行方などが挙げられる

• 物価見通し

- 22年はユーロ圏7%台前半、イギリスは8%台を見込む
- 23年はユーロ圏2%台半ば、イギリスは3%台後半を見込む
- エネルギー高の影響が大きく、今後を見通すことは難しいが、ユーロ圏、イギリスともに年後半(秋ころ)にピークアウトする可能性
- ユーロ圏では、今のところ賃金上昇圧力は限定的
- イギリスは、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、ユーロ圏に比べ高止まり状態が長引くとみられる

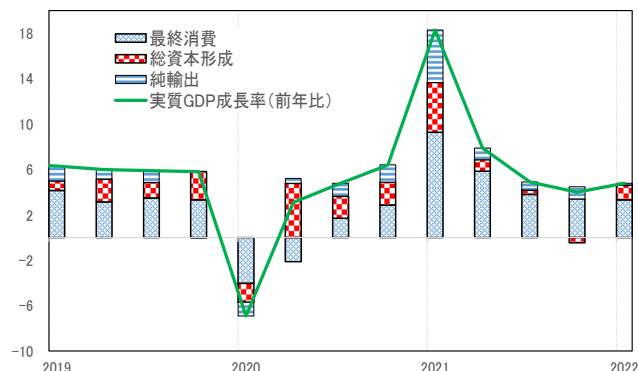
2 世界経済の動向 ④中国

・ 景気動向

- 22年1～3月期の実質GDP成長率は前年比4.8%と、21年10～12月期(同4.0%)から持ち直したものの、前期比では1.3%と10～12月期(1.5%)から減速
 - ・ 前年比成長率(前掲、4.8%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:3.33ポイント、総資本形成:1.29ポイント、純輸出:0.18ポイントで、総資本形成(投資)が成長を下支えた格好
 - ・ 10～12月期から前期比で減速した要因として、厳格なコロナ感染抑制策(吉林省ロックダウンや移動規制)による経済活動への悪影響に加えて住宅販売の不振による不動産業の低迷継続などが挙げられる
 - 産業別に見ると、不動産業、外食・宿泊業はそれぞれ▲2.0%、▲0.3%であった
- 3月下旬からの上海市ロックダウンや移動規制とそれらによるサプライチェーンの寸断等を受けて足元の景気は下振れ圧力が一段と増大したと見られる

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度

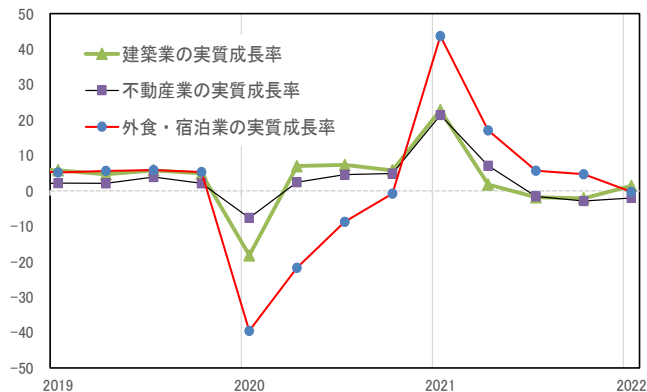
(%前年比、ポイント)



(資料)中国国家统计局、Windより作成、四半期ベース。

不動産業、建築業、外食・宿泊業の実質成長率

(%前年比)



(資料)中国国家统计局、Windより作成、四半期ベース。

農林中金総合研究所

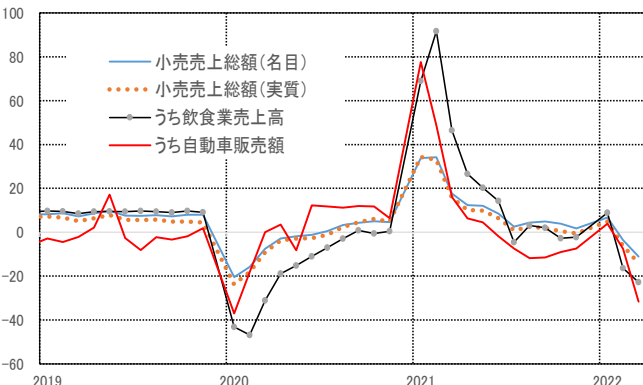
17

・ 個人消費

- 大幅に冷え込む
 - ・ 小売売上総額(社会消費品小売)は1～2月期に持ち直した動きがあったものの、2月下旬からのコロナ感染拡大を受けて3月にマイナスに転じ、4月には前年比▲11.1%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▲14.0%とコロナ流行初期の20年3月以来2年1ヶ月ぶりの低水準であった
 - ・ 自動車販売額と飲食業売上高はそれぞれ前年比▲31.6%、▲22.7%と大きく減少したほか、衣類や家具・家電等も大幅なマイナスとなった
 - ・ 低迷した背景として、都市封鎖の強力なコロナ感染抑制策や不動産市況の失速が挙げられる
- 先行きについては、5月入り後新型コロナ感染が抑制されつつあるなか、「リベンジ消費」が期待されること、消費券の配布や農村への自動車販売キャンペーンといった消費促進策、新規住宅ローン金利の引き下げ等の住宅市場下支え策を受けて一定程度の持ち直しに転じると思われるが、コロナ禍で失業率の急上昇や先行き不安感から本格回復には時間がかかるだろう

中国の小売売上総額の推移(月次)

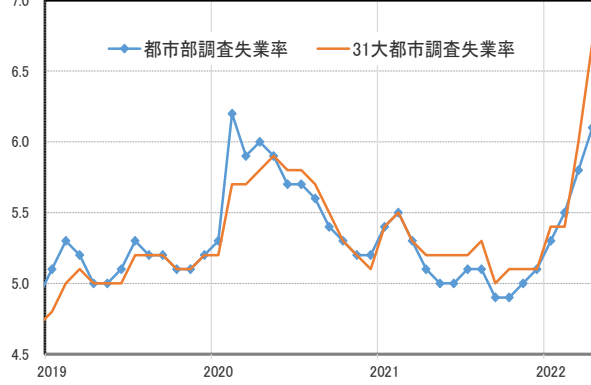
(%前年比)



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は22年4月。

都市部調査失業率の推移

(%)



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は22年4月。

農林中金総合研究所

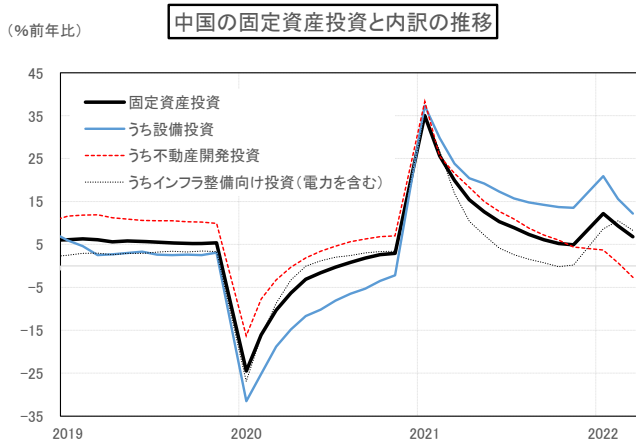
18

固定資産投資

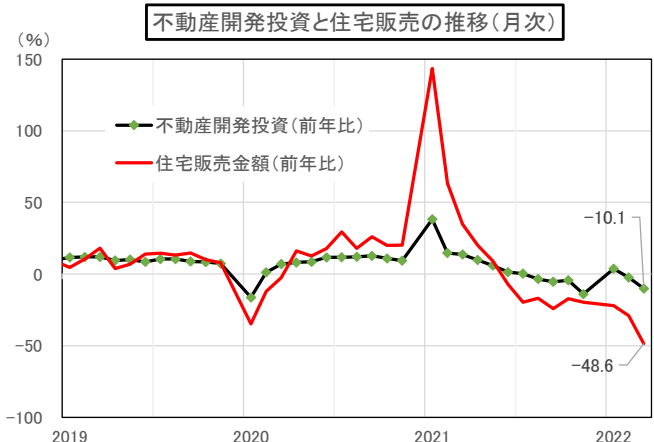
不動産開発投資の不振で鈍化

- 22年1～4月期の固定資産投資は前年比6.8%と、1～3月期(同9.3%)から一段と鈍化
- 投資分野別では、設備投資、インフラ整備向け投資(電力を含む)はそれぞれ前年比12.2%、8.3%と比較的堅調だったものの、不動産開発投資は同▲2.7%とマイナスに転じた
 - 4月の不動産開発投資(推計値)は住宅販売の大幅な減少を受けて前年比▲10.1%と3月(同▲2.4%)からマイナス幅が大きく拡大した

- 先行きについては、住宅のローン金利と頭金比率の引き下げ、社債発行の再開等の不動産デベロッパーへの融資規制の緩和が行われるなど、不動産抑制政策を緩める動きが強まりつつあることから不動産開発投資の不振に歯止めがかかると見られることや、コロナ感染拡大が抑制されつつあるほか、経済対策強化もあって設備投資とインフラ整備向け投資が堅調さを維持すると思われることから、持ち直しに向かう可能性が高い



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、(注) 年初来累積、直近は22年1～4月期。



(資料) 中国国家统计局、Windより推計、直近は22年4月。

農林中金総合研究所

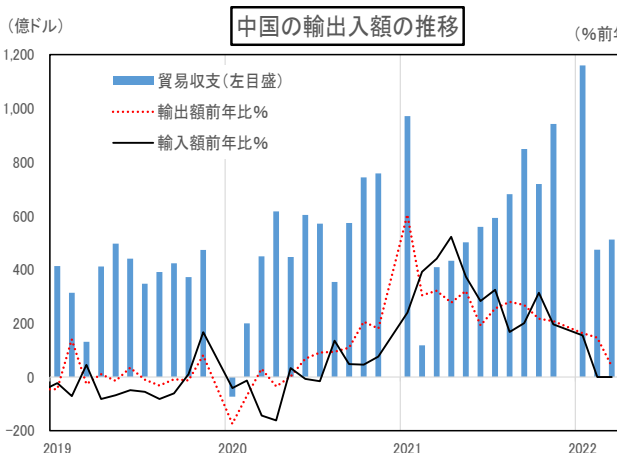
19

輸出入

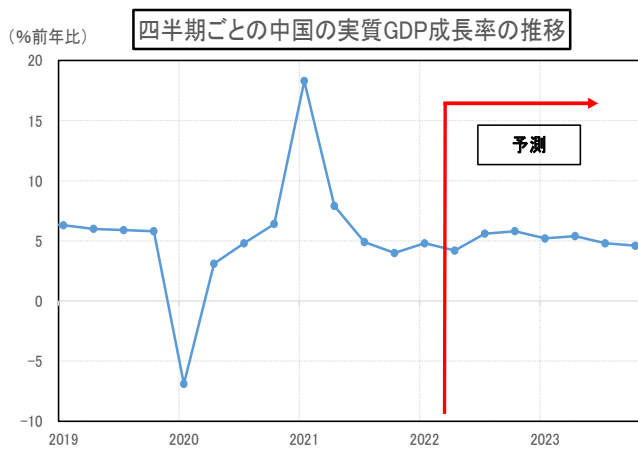
- 22年4月の輸出額(米ドル建て)は前年比3.9%とさらに鈍化、輸入額も前年比0%で弱かった
- 輸出の先行きについては、5月入り後、サプライチェーンの寸断が解消されつつあることから、幾分持ち直すと思われるが、ウクライナ情勢等をめぐる世界経済の減速からその低調さが続く見通し

経済見通し

- 固定資産投資の下支え効果が期待できるものの、4月の経済指標が予想以上に悪化したこと、消費の大幅な持ち直しが見込めないことから、4～6月期は前年比4.2%とさらに減速
 - 年後半は経済対策強化の効果が現れることで徐々に持ち直すことで、22年の実質成長率は前年比5.1%と予測(前回見通しからいずれも1.0ポイント、0.4ポイントとともに下方修正)
- 23年は、経済対策の効果一巡等から、前年比5.0%に小幅減速する見通し(前回見通しから0.2ポイントの下方修正)



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は22年4月、2月数値は1月と2月の合計。



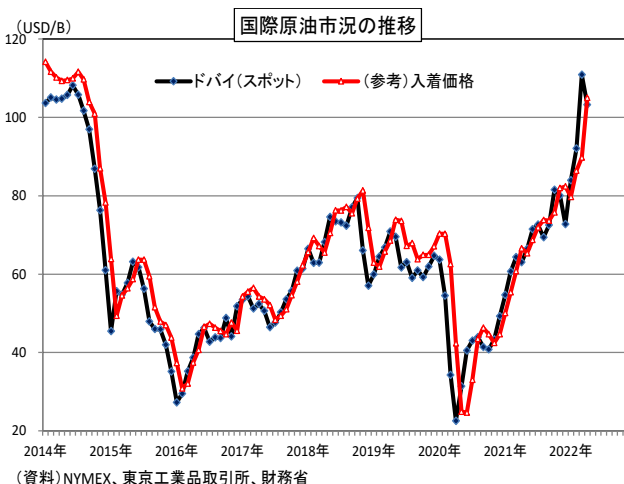
(資料) 中国国家统计局、Windより作成・予測

農林中金総合研究所

20

2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格：8年ぶりの高値水準
 - 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）
 - ロシアによるウクライナ侵攻直後には一時130ドル近くまで上昇したが、米中経済の減速への警戒も浮上、直近はボラタイルに推移しつつ、110ドル前後での展開
- 原油入着価格の見通し
 - ウクライナ情勢の行方や米シェールオイルの増産動向などに左右されるが、当面は高値圏での展開が継続、国内への入着価格は110ドル/バレル前後での推移と予想



農林中金総合研究所

21

3 国内の経済政策

- 22年度補正（案）後の一般会計予算総額は110.3兆円へ
 - 22年度当初予算規模は107.6兆円と過去最高
 - 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）
 - 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）
 - 4月26日に、政府は事業規模13.2兆円規模の「コロナ禍における「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」」を策定し、それらを盛り込んだ2.7兆円規模の補正予算案を編成
 - 歳出追加：原油価格高騰対策1兆1,739億円、今後の備え（予備費確保）1兆5,200億円など
 - 国債発行計画（補正後）：借換債（152.9兆円）、財投債（25.0兆円）などを含めて増額217.7兆円の発行
 - カレンダーベースの市中発行額は198.6兆円で、当初計画から変更なし（年度間調整で吸収）

コロナ禍における「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」骨子

①原油価格高騰対策

事業規模：1.5兆円程度（うち国費：1.5兆円）

②エネルギー・原材料・食料等安定供給対策

事業規模：2.4兆円程度（うち国費：0.5兆円）

③新たな価格体系への適応の円滑化に向けた中小企業対策等

事業規模：6.5兆円程度（うち国費：1.3兆円）

④コロナ禍において物価高騰等に直面する生活困窮者等への支援

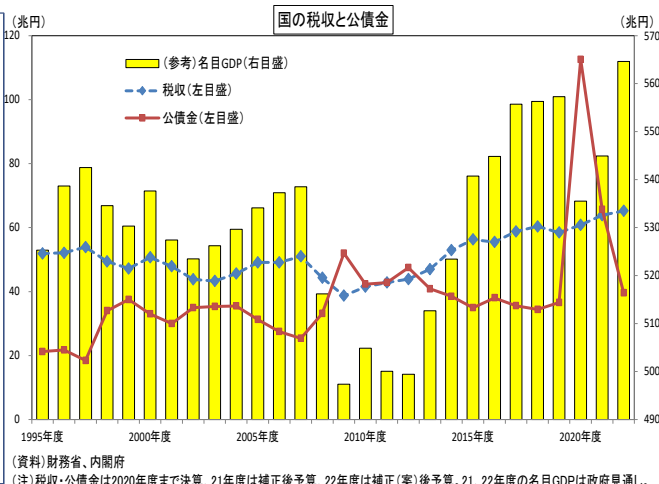
事業規模：1.3兆円程度（うち国費：1.3兆円）

⑤今後への備え

事業規模：1.5兆円（うち国費：1.5兆円）

⑥公共事業の前倒し執行など

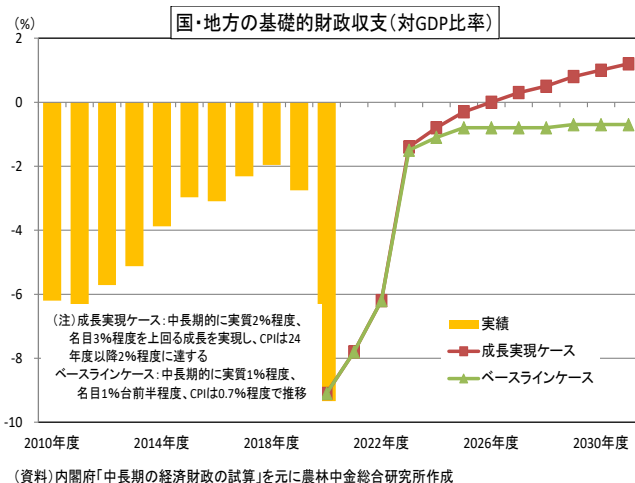
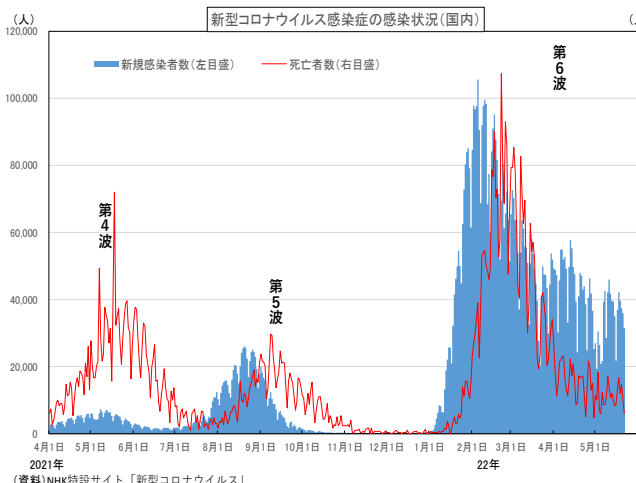
（資料）内閣府



農林中金総合研究所

22

- ・ 感染対策: ウィズコロナを目指し、経済活動の回復に比重を移す
 - － 60歳以上や持病がある人、重症化リスクが高い人を対象に4回目のワクチン接種を5月25日より開始
 - － 政府が一定条件の下ではマスク不要との見解を示したほか、ビジネス往来や外国人観光客の受け入れ拡大など水際対策を緩和、ウィズコロナへの移行が今後の焦点に
- ・ 6月には「新しい資本主義のグランドデザインと実行計画」、「骨太方針2022」を取りまとめる方針
 - － 「新しい資本主義」実現に向けて、人、科学技術・イノベーション、スターアップ、GX、DXに対して計画的な重点投資を行うことなどが盛り込まれる予定
 - ・ 7月の参院選後にはそれらを反映した総合経済対策を打ち出す方針
 - － 一部に期限の撤廃を求める声もある中、25年度の基礎的財政収支(PB)黒字化目標は堅持する方針

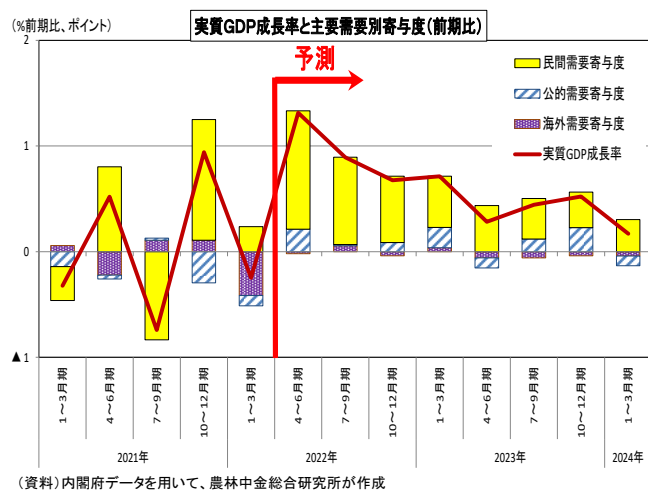
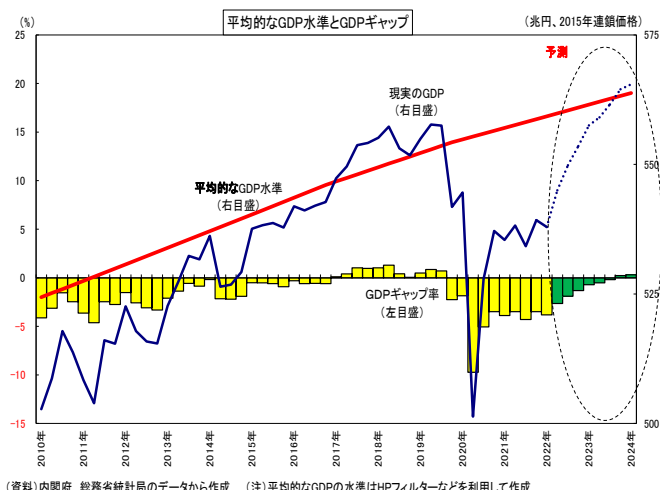


農林中金総合研究所

23

4 日本経済・物価の見通し

- ・ 総論: 2022年度は2.7%成長(前回見通しから上方修正)、23年度は2.0%成長(同じく変更なし)と予想
 - － 足元4～6月期は、感染「第6波」の収束によって、サービス消費の持ち直し傾向が再び強まる。ただし、国内でもインフレ圧力が高まっており、家計の実質購買力の目減りや企業のコスト増などが、回復の勢いを多少削ぐ可能性がある。また、「供給の混乱」が長引いており、生産・輸出も伸び悩むだろう。それでも、経済成長率は前期比年率5.4%と2四半期ぶりのプラス成長となり、コロナ前のGDP水準をようやく回復する。
 - － 22年夏以降は、訪日観光客の受け入れ拡大や需要喚起策などにより、持ち直しが本格化するほか、景気対策を強化する中国向けの輸出増も期待され、国内景気は回復基調をたどり、23年度入り後にはGDP水準は過去最高(現在は19年4～6月期の557兆円)を更新、23年度下期にはGDPギャップを解消すると予想される。
 - － ただし、ゼロコロナ政策を続ける中国国内のコロナ感染状況、先進国・地域における急速な金融引き締めによる影響(特に新興国)、さらには世界的にエネルギー・食料が不足する事態なども想定されるなど、下振れリスクは依然として高い。



農林中金総合研究所

24

予測表(年度、半期)

	単位	2020年度 (実績)	2021年度 (実績)	2022年度 (予測)	2023年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 3.9	1.1	3.5	2.9
実質GDP	%	▲ 4.5	2.1	2.7	2.0
民間需要	%	▲ 6.2	2.0	3.8	2.5
民間最終消費支出	%	▲ 5.4	2.6	4.7	2.3
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.6	▲ 1.0	0.1
民間企業設備	%	▲ 7.5	1.3	1.7	3.6
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0
公的需要	%	3.0	▲ 0.4	0.7	1.1
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	2.4	1.3
公的固定資本形成	%	5.1	▲ 9.3	▲ 7.2	▲ 0.1
輸出	%	▲ 10.2	12.5	2.1	3.1
輸入	%	▲ 6.5	7.2	3.2	3.6
国内需要寄与度	ポイント	▲ 3.9	1.4	3.0	2.2
民間需要寄与度	ポイント	▲ 4.7	1.5	2.8	1.9
公的需要寄与度	ポイント	0.8	▲ 0.1	0.2	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	0.8	▲ 0.2	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	0.6	▲ 1.0	0.7	0.9
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.4	7.3	9.6	4.5
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.5	0.1	2.3	1.4
完全失業率	%	2.9	2.8	2.6	2.4
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 10.0	5.9	0.7	2.9
経常収支	兆円	16.3	12.6	8.8	12.1
名目GDP比率	%	3.0	2.3	1.6	2.1
為替レート	円/ドル	106.0	112.4	130.0	127.3
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01	0.05
新発10年物国債利回り	%	0.03	0.09	0.24	0.33
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	76.4	110.0	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。

(前期比)

	単位	2021年度 通期	2022年度 通期	2022年度 上期	2022年度 下期	2023年度 通期	2023年度 上期	2023年度 下期
実質GDP	%	2.1	2.7	1.6	1.9	2.0	0.9	1.1
民間需要	%	2.0	3.8	2.2	2.3	2.5	1.2	1.2
民間最終消費支出	%	2.6	4.7	2.8	2.3	2.3	1.0	1.0
民間住宅	%	▲ 1.6	▲ 1.0	0.4	▲ 0.2	0.1	0.1	0.3
民間企業設備	%	1.3	1.7	1.1	2.0	3.6	2.0	2.0
公的需要	%	▲ 0.4	0.7	0.7	0.7	1.1	0.2	1.2
政府最終消費支出	%	2.0	2.4	1.6	1.2	1.3	0.2	1.3
公的固定資本形成	%	▲ 9.3	▲ 7.2	▲ 3.1	▲ 1.4	▲ 0.1	0.2	0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 1.5
輸出	%	12.5	2.1	0.4	2.6	3.1	1.6	1.3
輸入	%	7.2	3.2	1.4	2.4	3.6	1.9	1.9
内需寄与度 (前期比)	%	1.4	3.0	2.0	1.5	2.2	1.0	0.9
民間需要 (")	%	1.5	2.8	1.8	1.3	1.9	1.0	0.7
公的需要 (")	%	▲ 0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.2
外需寄与度 (")	%	0.8	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
デフレーター (前年比)	%	▲ 1.0	0.7	0.3	1.2	0.9	0.8	0.9
完全失業率	%	2.8	2.6	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3
鉱工業生産(前期比)	%	5.9	0.7	0.0	1.6	2.9	1.6	1.0
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	86.5	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
経常収支	兆円	12.6	8.8	4.0	4.8	12.1	5.5	6.6
貿易収支	兆円	▲ 1.7	▲ 3.3	▲ 2.0	▲ 1.3	0.1	▲ 5.0	0.6
外国為替レート	円/ドル	112.4	130.0	130.0	130.0	127.3	129.0	125.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	76.4	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0

(前年同期比)

	単位	2021年度 通期	2022年度 通期	2022年度 上期	2022年度 下期	2023年度 通期	2023年度 上期	2023年度 下期
名目GDP	%	1.1	3.5	2.4	4.5	2.9	3.2	2.7
実質GDP	%	2.1	2.7	2.1	3.2	2.0	2.4	1.7
民間需要	%	2.0	3.8	3.4	4.0	2.5	2.9	2.1
民間最終消費支出	%	2.6	4.7	4.8	4.6	2.3	2.7	1.8
民間住宅	%	▲ 1.6	▲ 1.0	▲ 2.2	0.2	0.1	▲ 0.1	0.3
民間企業設備	%	1.3	1.7	0.5	2.9	3.6	3.8	3.5
公的需要	%	▲ 0.4	0.7	▲ 0.4	1.5	1.1	1.0	1.2
政府最終消費支出	%	2.0	2.4	2.2	2.7	1.3	1.4	1.2
公的固定資本形成	%	▲ 9.3	▲ 7.2	▲ 1.1	▲ 4.2	▲ 0.1	▲ 0.9	0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 1.5
輸出	%	12.5	2.1	1.7	2.4	3.1	3.6	2.6
輸入	%	7.2	3.2	3.0	3.4	3.6	3.9	3.4
国内企業物価 (前年比)	%	7.3	10.5	9.2	10.5	8.0	10.5	9.5
全国消費者物価 (")	%	0.1	2.5	0.5	2.2	2.0	2.2	2.5
完全失業率	%	2.8	2.6	2.7	2.6	2.5	2.6	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	5.9	1.2	0.2	▲ 1.8	1.7	▲ 1.8	1.5

(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。

農林中金総合研究所

25

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	%	▲ 0.6	0.3	▲ 1.0	0.3	0.1	2.0	1.0	0.9	0.9	0.5	0.6	0.9	0.5
(年率換算)	%	▲ 2.4	1.3	▲ 3.9	1.2	0.4	8.2	4.2	3.7	3.7	2.0	2.3	3.5	1.9
実質GDP	%	▲ 0.3	0.5	▲ 0.7	0.9	▲ 0.2	1.3	0.9	0.7	0.7	0.3	0.4	0.5	0.2
(年率換算)	%	▲ 1.3	2.1	▲ 2.9	3.8	▲ 1.0	5.4	3.6	2.7	2.9	1.1	1.8	2.1	0.7
民間需要	%	▲ 0.4	1.1	▲ 1.1	1.6	0.3	1.0	1.3	0.9	0.7	1.0	1.3	0.5	0.4
民間最終消費支出	%	▲ 0.8	0.7	▲ 1.0	2.5	▲ 0.0	2.2	1.2	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
民間住宅	%	1.0	1.0	▲ 1.7	▲ 1.2	▲ 1.1	1.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
民間企業設備	%	0.0	2.2	▲ 2.4	0.4	0.5	0.6	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	0.7	0.5
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.0	0.1	0.1	▲ 0.2	0.2	▲ 0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	▲ 1.1	▲ 0.2	0.8	0.0	0.3	0.7	▲ 0.4	0.5	0.9	▲ 0.4
政府最終消費支出	%	▲ 0.7	0.8	1.1	▲ 0.3	0.6	1.2	0.2	0.5	1.0	▲ 0.5	0.5	1.0	▲ 0.5
公的固定資本形成	%	▲ 0.1	▲ 3.7	▲ 3.8	▲ 4.7	▲ 3.6	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
輸出	%	2.6	2.8	▲ 0.3	0.9	1.1	▲ 0.8	1.2	0.8	1.2	0.7	0.5	0.5	0.5
輸入	%	1.8	4.3	▲ 0.8	0.3	3.4	▲ 0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
国内需要寄与度	ポイント	▲ 0.5	0.8	▲ 0.8	0.8	0.2	1.3	0.8	0.7	0.7	0.3	0.5	0.6	0.2
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.3	0.8	▲ 0.8	1.1	0.2	1.1	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.0	0.1	0.2	▲ 0.1	0.1	0.2	▲ 0.1
海外需要寄与度	ポイント	0.1	▲ 0.2	0.1	0.1	▲ 0.4	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.1	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 0.4	0.1	0.5	1.4	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 0.3	4.6	6.1	8.8	9.6	10.5	10.5	9.5	8.0	6.0	5.0	4.0	3.0
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.7	▲ 0.7	0.0	0.4	0.6	2.2	2.5	2.5	2.0	1.7	1.5	1.3	1.3
完全失業率	%	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3
鉱工業生産 (前期比)	%	2.6	0.2	▲ 1.9	0.2	0.8	▲ 1.0	1.2	0.5	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
経常収支(季節調整値)	兆円	5.1	4.5	3.0	2.8	2.3	2.0	2.0	2.3	2.5	2.7	2.8	3.1	3.5
名目GDP比率	%	3.8	3.3	2.2	2.1	1.7	1.4	1.4	1.6	1.8	1.9	1.9	2.1	2.4
為替レート	円/ドル	105.9	109.5	110.1	113.7	116.2	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	128.0	126.0	125.0
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	0.00	0.00	0.05	0.05
新発10年物国債利回り	%	0.07	0.07	0.03	0.07	0.18	0.23	0.24	0.25	0.25	0.30	0.33	0.35	0.35
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.5	66.9	73.1	80.1	85.4	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	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(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

26

金融市場2022年6月号

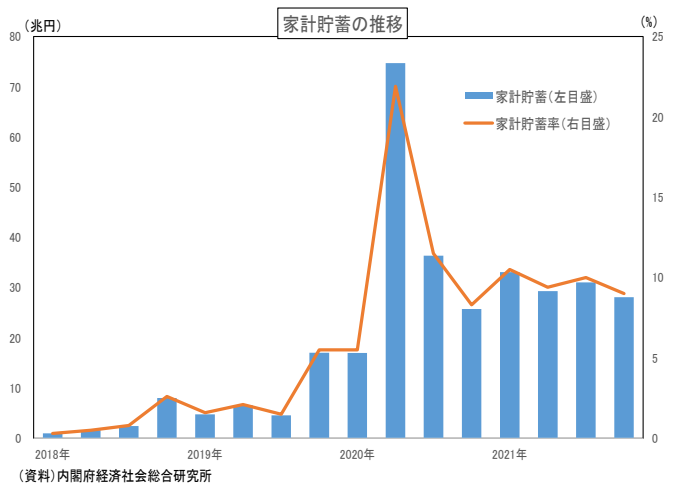
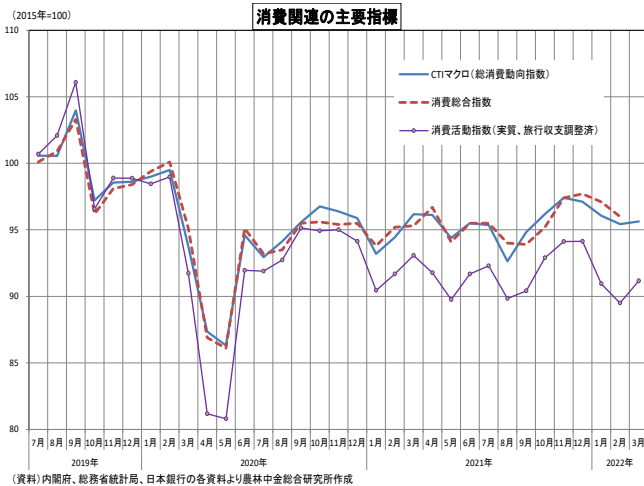
43

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

・ 民間消費

- 22年2月には「第6波」はピークアウト、3月下旬には「まん延防止と重点措置」が全て解除されたことで、その後は徐々に持ち直しが進み、大型連休の観光需要は大幅に増加
- 1～3月期の雇用者報酬は名目ベースでは前期比0.7%だったが、実質ベースでは同▲0.4%となるなど、エネルギーや食品などの値上げの影響が見て取れる
- 一方、春闘賃上げ率(経団連調べ、5月20日公表分)は2.27%と、21年実績(1.70%)から伸び率が大きく拡大
- 家計貯蓄率(21年10～12月期:9.0%)と、コロナ前の水準(19年度上期:1.8%)を大幅に上回った状態であり、「リベンジ消費」の原資は十分に蓄積されている
- 民間最終消費支出は22年度:前年度比4.7%(2年連続の増加、22年4～6月期:前期比2.2%)、23年度は同2.3%と予測

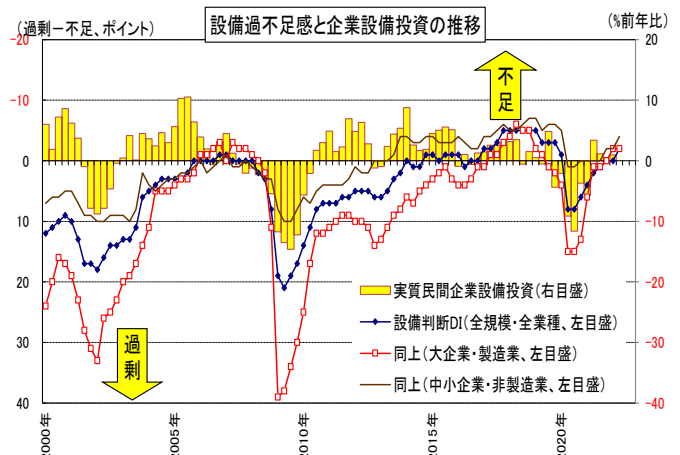
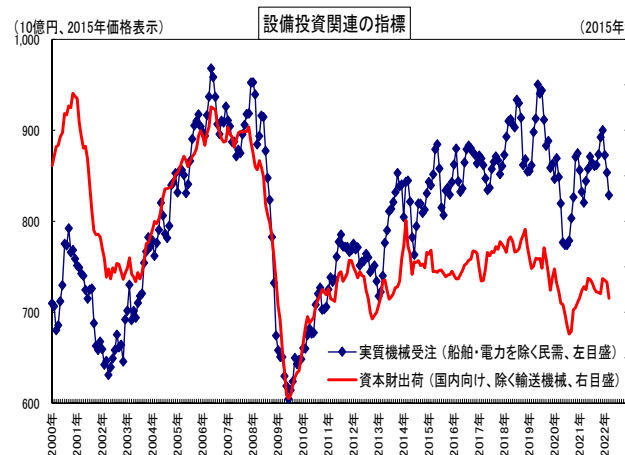


農林中金総合研究所

27

・ 企業設備投資

- 22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(3月調査)での22年度計画は前年度比3.7%(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、設備投資マインドは堅調
 - 一方、1～3月期の資本財出荷(国内向け)は前期比▲2.3%と2四半期ぶりの減少
 - 1～3月期のコア機械受注も前期比▲3.6%と4四半期ぶりの減少、事前見通し(同▲0.5%)を下振れた
 - 4～6月期も同▲8.1%と、特に非製造業(コア、同▲12.1%)で大幅減が続く見通し
- コロナ禍からの持ち直しが進むにつれて非製造業の設備投資が回復に転じるほか、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
- 22年度は前年度比1.7%(2年連続の増加)、23年度は同3.6%と予測

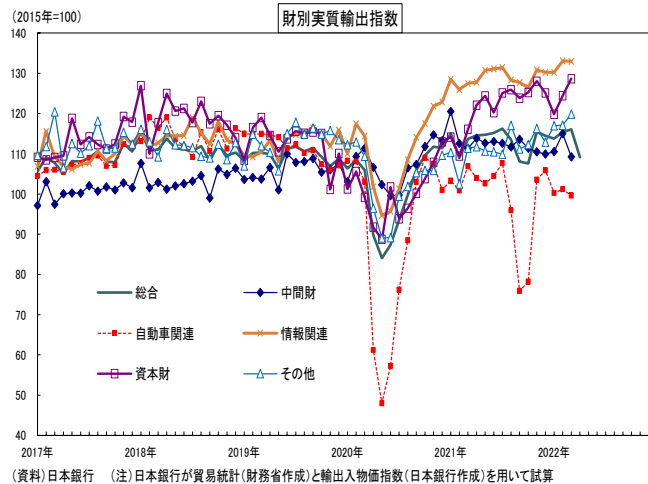
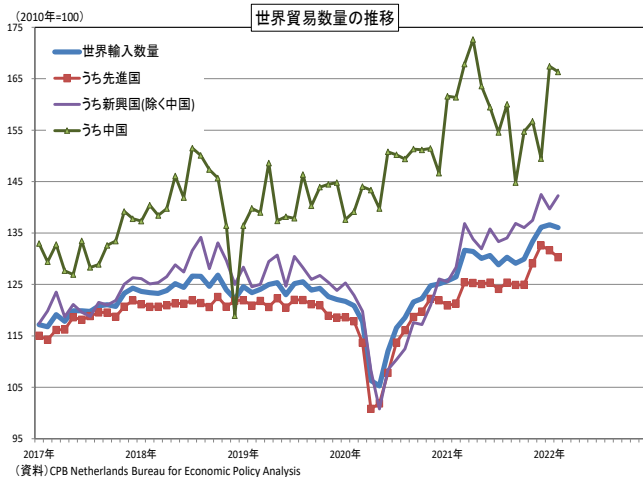


農林中金総合研究所

28

・ 輸出入動向

- 21年入り後に横ばい推移となっていた世界貿易数量は、秋に増加傾向が一旦強まったもの、直近は再び頭打ち気味の推移
 - 日本の実質輸出指数も伸び悩み
 - 財別にみると、資本財、情報関連は底堅いが、半導体不足など供給の混乱が解消せず、自動車関連が停滞
 - 地域別には、ゼロコロナ政策による都市封鎖を実施した中国向けが3月以降に大きく低下
- 22年度の輸出は前年度比2.1%（2年連続の増加）、23年度は同3.1%と予測
- 一方、22年度の輸入は同3.2%（2年連続の増加）、23年度は同3.6%と予測
- 22年度の経常収支は8.8兆円（名目GDP比率1.6%）と黒字幅は5年連続で縮小、23年度は12.1兆円（同2.1%）へ再拡大と予測

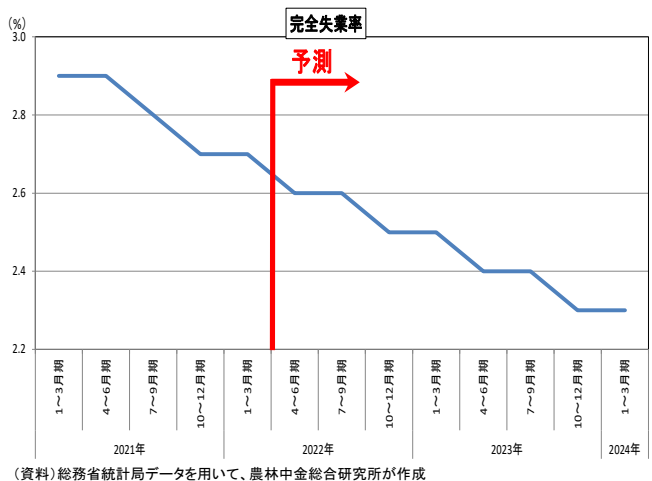
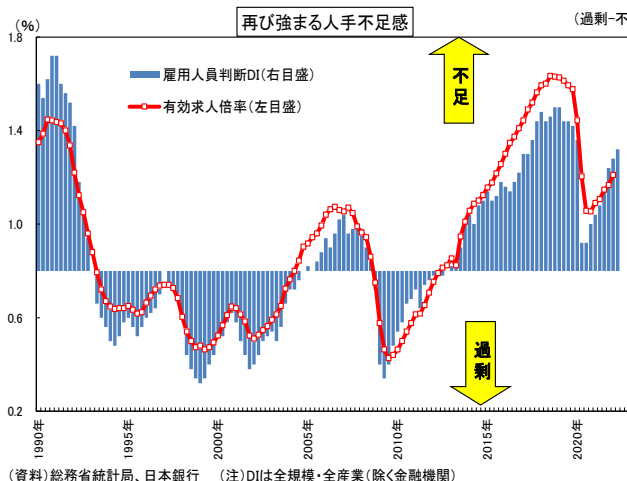


農林中金総合研究所

29

・ 雇用情勢

- ウィズコロナへの移行の遅れから、感染状況に直面型サービス業の業況が左右される状態となっていることもあり、雇用関連指標の改善ペースは非常に緩やか
 - 一時3.1%まで高まった失業率は、直近(3月)は2.6%に低下
 - 一時1.04倍まで低下した有効求人倍率は、直近(3月)は1.22倍まで改善
 - 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、コロナ前の水準まで戻った時期もあったが、直近は減少基調
 - 一方で、人手不足感は高まっており、求人数も増加傾向を維持するなど、先行きの景気の本格回復を見据えた動きも
- 失業率は22年度:2.6%、23年度:2.4%と予測
 - 24年1~3月期には2.3%まで改善し、賃金上昇圧力も徐々に高まっていくと予想

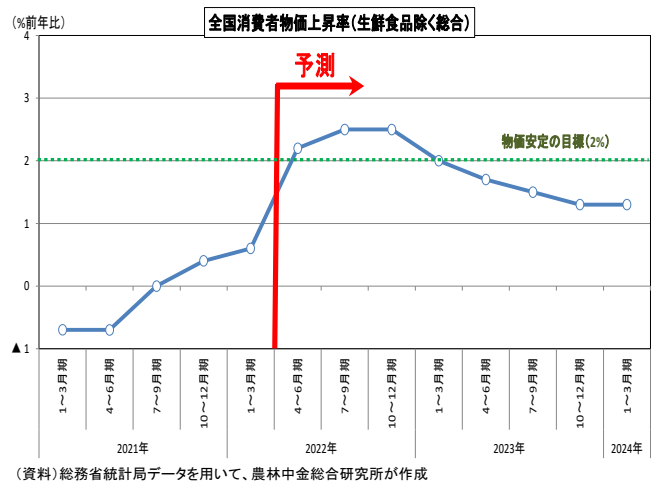
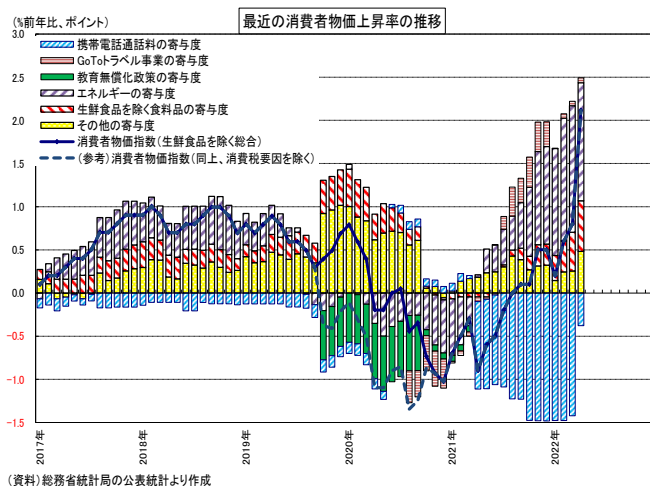


農林中金総合研究所

30

● 物価動向

- コロナ禍からの持ち直しが鈍く、携帯電話通信料の大幅引き下げの効果もあり、21年秋口まで物価上昇圧力が乏しい状態が続いたが、21年度下期には原油高などの影響が国内にも徐々に波及
- 22年4月には携帯電話通信料の引き下げ効果がほぼ一巡、消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ)は前年比2.1%と、7年ぶりの2%台まで上昇(消費税要因を除けば13年半ぶり)
 - エネルギーや加工食品などの物価押し上げ効果は着実に高まっている
- 22年度半ばにかけて、一時的に2%台後半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、家計の所得環境も依然厳しく、値上げがなかなか浸透しにくいことから、インフレが加速し続ける事態は想定しづらい
 - GoToトラベル事業が再開されれば、物価上昇の抑制効果も
- 22年度の消費者物価は前年度比2.3%(年度半ばには一時2%台後半)へ加速、23年度は同1.4%へ鈍化すると予測



農林中金総合研究所

31

5 金融政策の見通し

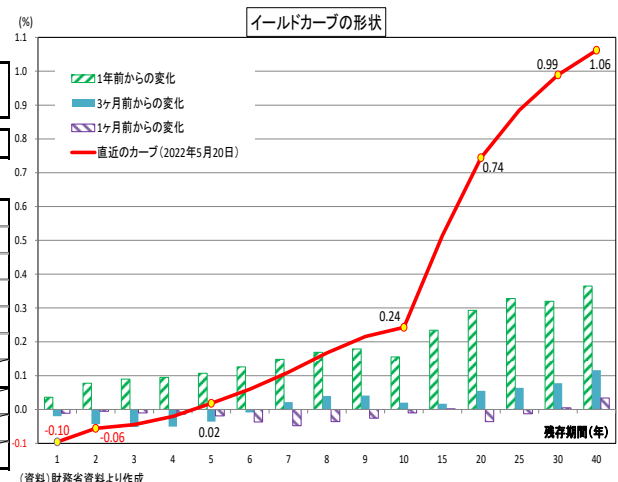
● 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する方針

- 海外中銀が金融政策の正常化に向けて動く中、4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
- 最近では米欧の長期金利上昇が国内金利にも波及しているが、10年金利が変動許容レンジ(0±0.25%)の上限を上回ることがないように、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、「指値オペ」実施することを決定
- 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を維持
- 政策金利のフォワードガイダンスとしては、引き続き、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

	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4月末	今後の年間増加ベース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	518	618	670	688	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	518	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	3.0	約2兆円の残高へ
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.5	8.3	8.6	約3兆円の残高へ
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	28.3	35.3	36.3	36.7	約12兆円を上限
J-REIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.55	0.65	0.65	0.66	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	64	-
その他とも資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	739	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	113	118	122	121	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	401	494	543	562	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	703	724	739	

(資料) 日本銀行 (注) 22年4月末の長期国債、ETF、J-REIT保有額は前年同月末からそれぞれ18兆円増、0.6兆円増、0兆円減。



(資料) 財務省資料より作成

農林中金総合研究所

32

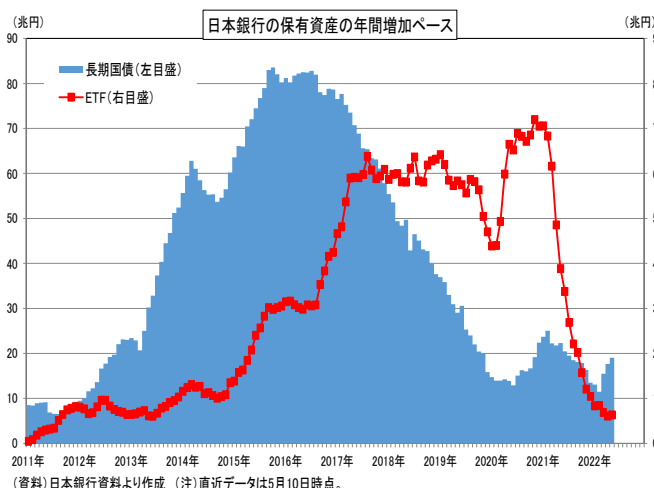
金融市場2022年6月号

46

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

- ・ 展望レポート(4月)でも、3年後の安定的な2%の物価上昇を見通せず
 - － 基調として、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率・賃金上昇率も高まっていく中で、食料品を中心とした原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、消費者物価の前年比はプラス幅を緩やかに拡大させていく、としつつも、消費者物価(コアCPI)は22年度に前年度比1.9%の上昇となった後、23、24年度とともに同1.1%の上昇にとどまるとの見通し
 - － 一方、生鮮食品・エネルギーを除くベース(コアコアCPI)では、22年度:同0.9%の後、23年度:同1.2%、24年度:同1.5%と、徐々に上昇率を高めるとの見通し
 - － 「安定的な物価2%上昇」という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少なくとも22年度いっぱいには継続されると予想
 - ・ ただし、22年度下期にはポスト黒田に見据えた動きがマーケットで活発化する可能性も



展望レポート:2021～24年度の政策委員の大勢見通し(2022年4月)

	実質GDP	消費者物価 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価 (除く生鮮食品・エネルギー)
2021年度	+2.0～+2.2 <+2.1>	+0.1	-0.8
1月時点の見通し	+2.7～+2.9 <+2.8>	0.0～+0.1 <0.0>	-
2022年度	+2.6～+3.0 <+2.9>	+1.8～+2.0 <+1.9>	+0.8～+1.0 <+0.9>
1月時点の見通し	+3.3～+4.1 <+3.8>	+1.0～+1.2 <+1.1>	-
2023年度	+1.5～+2.1 <+1.9>	+0.9～+1.3 <+1.1>	+1.1～+1.3 <+1.2>
1月時点の見通し	+1.0～+1.4 <+1.1>	+1.0～+1.3 <+1.1>	-
2024年度	+1.1～+1.3 <+1.1>	+1.0～+1.3 <+1.1>	+1.2～+1.5 <+1.5>

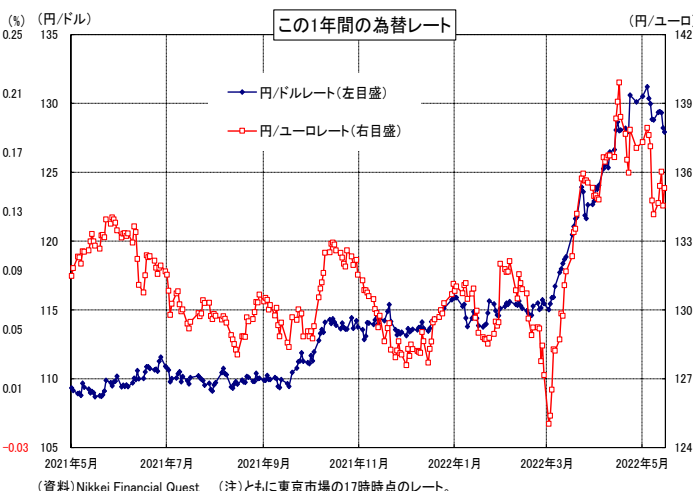
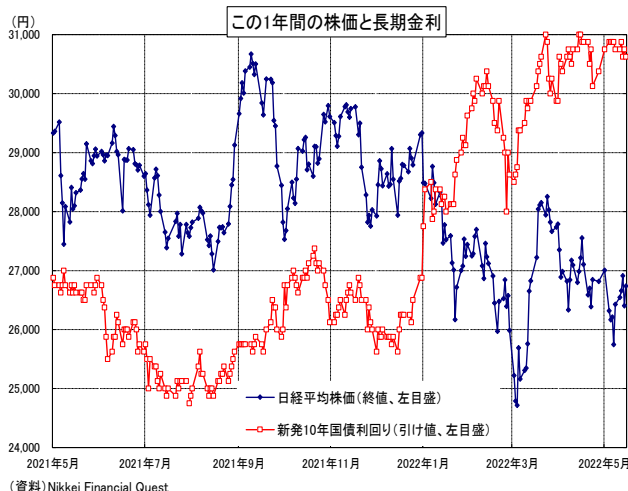
(資料) 日本銀行
(注) 対前年度比、%。
「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて幅で示したもので、その幅は見通しの上限・下限を意味しない。

農林中金総合研究所

33

6 金融市場の見通し

- ・ 市場概況
 - － 米欧では中銀が掲げる物価目標を上回るインフレが発生、それに対して中銀がコロナ禍で実施してきた大規模な金融緩和から引き締めに転換する動きも散見されており、過剰流動性に支えられてきた株式市場は調整色を強めている
 - － また、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年金利が日銀の誘導目標の上限(0.25%)に迫ったため、日銀は指値オペの連続実施(無制限の国債買入れ)により、0.25%突破を死守する姿勢を明確にした
 - － 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、政府・日銀の対応に注目が集まっている
 - ・ ただし、日銀は円安阻止を目的にした政策発動はしない方針を重ねて表明



農林中金総合研究所

34

・ 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を維持、指値オペの連日実施によって上限である0.25%を上回る可能性はほぼ皆無
- ・ 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、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

- ・ インフレ沈静化のための金融政策の正常化加速が景気減速をもたらすとの思惑が株価を抑制
- ・ 一方、内外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

- ・ 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・ドル高気味の展開を予想

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2022年				2023年
		5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 (%)		-0.020	-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 (%)	0.735	0.50～0.85	0.50～0.85	0.50～0.90	0.55～0.95
	10年債 (%)	0.235	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25
	5年債 (%)	0.010	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.12
為替レート	対ドル	127.9	115～132	115～135	115～135	115～135
	対ユーロ (円/ユーロ)	135.3	125～145	125～148	125～148	125～148
日経平均株価 (円)		26,739	27,000±3,000	27,500±3,000	28,000±3,000	29,000±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5月20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。

農林中金総合研究所

35

応待相談活動で職場に密着する警視庁職員信用組合

古江 晋也

要旨

東京都千代田区霞が関にある警察総合庁舎に本店を置く警視庁職員信用組合は、警視庁職員、警察庁職員、宮内庁職員、皇宮警察本部職員などを組合員とする国内最大の職域信用組合である。同組合の特徴は、職場に密着した「応待相談活動」を展開することであり、50 人の職員が応待相談員として職場や組合員のもとを訪問する。また主力商品の住宅ローンについては、「物件探し」から「住宅ローンの完済」まで責任を持って対応する。今日、地域金融機関は職域営業推進を加速させているが、そのモデルが、職域金融機関の取組みであることはあまり知られていない。こうした警視庁職員信用組合の組合員に寄り添う姿勢は、多くの地域金融機関にも大きな示唆を与える。

はじめに

東京都千代田区霞が関にある警察総合庁舎に本店を置く警視庁職員信用組合（2021 年 3 月・預金積金残高 5,058 億円、貸出金残高 3,516 億円、7 店舗、職員数 163 人、愛称は「警信」）は、警視庁職員、警察庁職員、宮内庁職員、皇宮警察本部職員などを組合員とする職域信用組合である。

1950 年代初頭の東京は、戦後の混乱から立ち直りつつも、警察職員の生活環境は劣悪であった。そこで所属（各部署）ごとの職員が資金を積み立て、相互に融通し合う制度が広がった。しかし次第に警視庁職員から専門の金融機関の設立を望む声が高まり、当時の福利厚生を担当する警務部長らが設立発起人となり、52 年に警視庁職員信用組合が誕生した。

同組合の資料によると、設立当初は業務開始とともに融資申込が多く、出資金のみでは申込者全員の希望に応えることができなかったという。そこで貯金増強に力を入れるようになった。50 年代後半になると住宅資金の需要が高まり、61 年

には貸出金残高に占める住宅関連資金の割合が 50%を上回るようになった（21 年 3 月現在の貸出金残高に占める住宅関連資金残高の割合は 96.4%）。

それから 60 年以上が経過した 21 年 3 月末現在、同組合の組合員数は 7 万 2,824 人となり、国内最大の職域信用組合へと成長した。

職場に密着した「応待相談員」

警視庁職員信用組合が 7 割近い預貸率を誇っている理由の一つは、職場に密着した応待相談活動を展開しているからである。応待相談活動とは、応待相談員が各

警視庁職員信用組合本店



**左から袋野正樹常務理事、
後藤友二理事長、加藤崇理事**



**左から今泉久枝本店長、吉越賢治業務
部長**



所属などを訪問し、組合員と個別面談を実施することでさまざまなニーズに迅速に対応するほか、各所属の会計係や庶務係を通じ、組合員の各種預金の入出金や公金、為替の取扱いなどにも対応する活動である。

応待相談員は常駐制と巡回制に分かれ、常駐制応待相談員は警察署を担当し、週に2回、3時間ほど常駐することで預金や引出し、振込、融資相談等を行う。一方、巡回制応待相談員は警察署以外の警視庁本部所属、警察庁、宮内庁などを担当し、時間的には短いが常駐制応待相談員と同じ巡回業務を実施する。このようなきめ細やかな対応を行ってきた背景の一つには、警察職員の不規則な勤務時間がある。

例えば、交番に勤務する警察官の勤務時間は、朝8時半から17時15分まで勤務する以外にも、4日に1度14時半から翌朝9時半までの当番勤務がある。このため警察職員は平日に金融機関窓口を訪れて、金融サービスを受けることが難しい。そこで現在では、日時を問わず、休日であっても組合員の要望があると、相談に応じるように努めており、「組合員はいつでもどこでも相談を受けることができる」をモットーにしている。組合員のなかには、「子どもが小さいので、外出することができない。応待相談員が自宅まで来てくれて本当に良かった」という声も少なくないという。

また同組合の理事長をはじめとした役員、部室長は警視庁の所属長級を経験した「警視庁OB・OG」であり、かつての職場を知悉している。そこで年2回、警察署長等のもとを応待相談員とともに訪問する「トップセールス」を実施し、さまざまな活動の協力を依頼している。また2022年からは、これまで警察署長等を訪問していたが、各課長にまで訪問範囲を拡大するほか、新たに異動した警視庁幹部職員に対しては、訪問前に理事長名の挨拶状を発送するなど、きめ細かな取組みを実施している。

さまざまな広報活動

応待相談活動やトップセールス以外にも警視庁職員信用組合はさまざまな広報活動を行っている。特に警視庁警察学校入校生や初任科卒業配置者といった新規組合員については警視庁と連携し、早期に面談を実施することになっている。この理由は、「警察官として職務に専念してもらうためには、健全な私生活が大切であ

本店職員の皆さん



組合員のペット写真



警視庁



る」との思いがある。そして健全な私生活を送ってもらう基盤づくりとして、財形預金を推奨する。

また、家族住宅居住者に対しては、組合パンフレットのポスティングに力を入れている。これは組合員だけでなく、組合員の配偶者にも警信の認知度を高めたいとの考えからである。

なお、職域金融機関は職場を退職すると取引をやめる組合員等が多いが、同組合の組合員の25%は警視庁等を退職した組合員である。この退職者の預金等が融資を必要とする組合員の原資となっていることを踏まえれば、「職場の元先輩から後輩への相互扶助」といえよう。

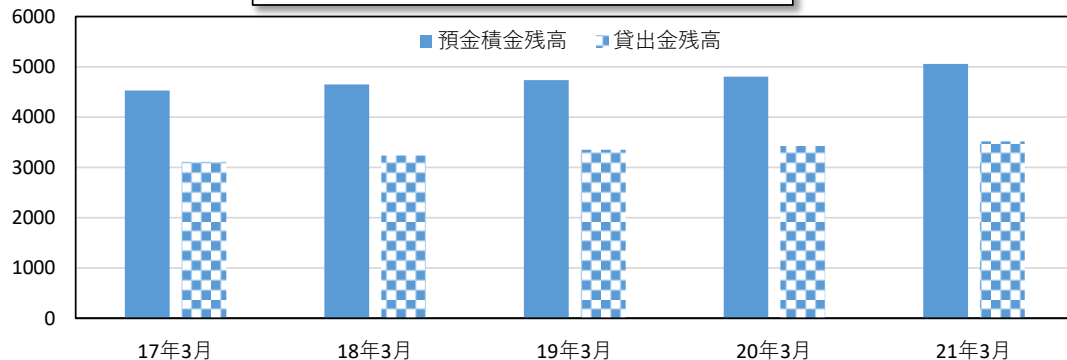
物件探しからローン完済までをサポート

住宅購入は多くの人々にとって「一生で幾度もない、人生最高額の買い物」であることから、さまざまな不安がつきまとう。警視庁では職員の福利厚生の一環として60年代後半から警察職員の住宅相談に取り組んできた。現在でも警視庁は警察職員を対象に住宅相談会を実施し、提携している不動産会社の紹介などを行っている。こうしたなか、警視庁職員信用組合は2014年から不動産会社と提携し、組合員が組合と提携している不動産会社を利用した場合は、特典が得られるサービスを開始した（同組合と提携している不動産会社は、警視庁が開催する住宅相談会に参加している不動産会社とほぼ重なっている）。また提携不動産会社を活用し、同組合の住宅ローンを利用した場合はさらにプラスアルファの特典が付与されるサービスもある。

このようなサービス体制を蓄積してきたからこそ、今日の組合では「物件探し」から「住宅ローンの完済」まで責任を持って対応している。具体的には応待相談員が組合員から「どの地域で住宅購入を希望しているか」という相談を受けると、提携しているいくつかの不動産会社の候補を提案する。そして借入額や返済期間などをシミュレーションした後、「ムリのない予算」であることなどを確認し、契約時

(億円)

図表1 預金積金残高と貸出金残高の推移



(資料)警視庁職員信用組合『令和2年度経営情報』

のアドバイス、書類作成や物件引渡しのサポートも応待相談員が対応する。

また、家計の収支の状況によっては、組合員の返済計画の見直しについて柔軟に対応したり、繰り上げ返済が1万円からいつでもでき、手数料も無料であるなど、組合員目線の商品づくりとしている。

さらに住宅ローン控除申告の時期には、残高証明書を応待相談員が直接手渡すことで、融資後におけるフェイス・トゥ・フェイスの機会を確保している。このことは「いつでも相談できる環境づくり」の一環であり、組合員満足度を高めることにもつながっていることは注目される。

一方、長い人生においては、子供の教育費や親の介護などが原因で複数の金融機関などから資金を借入れ、結果的に債務問題に悩む人も少なくない。同組合では、債務問題に悩む組合員、職場の上司と改善策を協議し、問題解決を図ることとしている。理事長の後藤友二氏は「警信は組合員の『駆け込み寺』であってよい。『最後の砦』としての存在でよいと思う」と話す。

おわりに

以上、警視庁職員信用組合の取組みをまとめてみた。

同組合の役職員がフェイス・トゥ・フェイスを重視し、組合員のさまざまな相談に対応できるように取り組んでいる理由の一つは、「組合員が職務に専念できるように」という思いがあるためである。この考えの根底には、警察職員が経済的な不安や悩みを抱えた状態では、結果として治安を維持することに支障をきたすからでもある。そこで組合は職域信用組合ならではの組合員の利便性を追求するサービスを展開してきたのである。

職域信用組合は多くの人々にとってはなじみのない金融機関であるかもしれない。しかし職域信用組合があるからこそ、「安心して仕事に打ち込める」という職場もある。

今日、地域金融機関は職域による営業推進を加速させているが、職域推進のモデルが、実は職域金融機関の取組みであることはあまり知られていない。こうした警視庁職員信用組合の組合員に寄り添う姿勢は、多くの地域金融機関の職域推進にも大きな示唆を与えるといえよう。

無断転載を禁じます。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いたします。

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6月号 第33巻 第6号・通巻379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)