

# 金融市場

## 潮流

75bp利上げの衝撃 … 1

## 情勢判断

国内経済金融

物価高への警戒を強める日本経済  
～政府は今秋にも大型補正予算を編成する方針～…2

## 経済見通し

2021～22年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂） …12

## 情勢判断

米国経済金融

高インフレと景気後退懸念  
～6月FOMCにてFRBは一段とタカ派化～ …16

中国経済金融

コロナ感染収束と政策支援で持ち直しに向かう中国経済～  
本格回復に向け拡張的財政政策が求められる～ …24

## 分析レポート

モノ不足と労働力不足が変えるユーロ圏経済  
～インフレ圧力と低成長が恒常化する時代に～ … 32

高インフレシナリオにおける利上げの上限を考える～  
FRB/USモデルによるシミュレーション～ …36

2021年度の地方銀行の決算動向と今後の  
経営戦略 …40

## 海外の話題

プラチナム・ジュビリー …45

# 2022.7

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>

## 75bp 利上げの衝撃

執行役員調査第二部長 新谷 弘人

6月15日、米国の金融政策を決めるFOMC（連邦公開市場委員会）は94年以来となる75bp（0.75%）の利上げを決定した。会合後の記者会見でパウエル議長は、事前の予告であった50bpではなく75bpの利上げとした理由として、5月分の消費者物価指数とミシガン大学が消費者に調査する期待インフレ率が想定以上の上昇であったことをあげた。

米国では消費者物価の上昇が様々な項目に広がっており、5月分は前年比8.6%と40年ぶりの上昇幅だ。もとより要因は需要の急回復と供給制約の両面にあるのだが、ロシアによるウクライナ侵攻で加速した穀物や原油など商品価格の上昇が食費、光熱費やガソリン代へ波及、中国のゼロコロナ政策によって拍車のかかったサプライチェーン障害による商品供給の滞りに加え、コロナ禍で蓄積した繰り越し需要の急増が住宅部門から飲食や旅行・宿泊などのレジャー関連まで多岐にわたっている。

75bpの衝撃は翌日には欧州に飛び火した。16日、スイス中央銀行は市場でほとんど予想されていなかった50bpの利上げを発表した。これまでの政策金利は▲0.75%と世界最低水準であり、キャリー取引の調達通貨として多用されていたため、直後にスイスフランは急騰した。なお、スイスの消費者物価上昇率は前年比2.9%で9%前後となっている欧州の他国と比較すると低いものの、強い警戒感から利上げは継続される可能性もある。また同日、英イングランド銀行も5会合連続の利上げ（25bp）を行ったが、今後も予想される利上げは景気後退を覚悟したものとなろう。また、欧州中央銀行も7月の利上げをすでに予告しており、連続利上げは必至の情勢である。

米国では株式下落・長期金利上昇など金融市場も乱高下となった。FOMCの声明では、物価水準を目標の2%まで引き下げることに強くコミットしており、引締めでも緩和でもない中立金利を大幅に上回る水準まで一旦政策金利を引き上げる見通しを公表している。リーマン危機やコロナ危機を経て市場では中央銀行は最終的には株価などが下がり過ぎないように政策を行うとの見方（中央銀行プット）が一般的となっていたが、今回の声明では雇用の最大化についての文言を削除するなど物価抑制を最優先するスタンスを明らかにしており、中央銀行プットの発動は期待しづらい。むしろ資産価格の上昇が需要の拡大を通じ物価上昇を加速させかねないと懸念している節すら感じさせる。

さらに、日本にも金融市場の混乱は波及した。消費者物価は目標である2%台まで上昇してきたものの、米国とは異なり需要の回復を背景としたものではないとして、日銀は現状の政策をまったく変えておらず、イールドカーブ・コントロールにより10年金利を0.25%でくぎ付けにしている。日銀の政策変更がいずれ起こるとして先物を大量に売り建てするヘッジファンドも出ていたが、短期的には勝ち目はないのであろう。ただ、市場機能は既に著しく低下し、1週間で7.5兆円も買入れてすでに526兆円となっている日銀の長期国債ポートフォリオは、イールドカーブ・コントロールをやめた瞬間に崩壊しないのだろうか？

中央銀行が、大幅な利上げにより上昇する物価を鎮静化させつつ、一方で景気後退を回避するのは至難の業である。後手に回ってしまったようにみえる世界の金融引締めと景気・物価の今後の動向から目が離せない。

## 物価高への警戒を強める日本経済

### ～政府は今秋にも大型補正予算を編成する方針～

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、全国消費者物価は2ヶ月連続で前年比2%台となったが、日本銀行はこうした物価上昇を持続的・安定的でないとの従来の判断を踏襲、大規模な金融緩和を継続する姿勢を続けている。一方、米国を筆頭に海外中央銀行では景気を犠牲にしてもインフレを鎮静化する方針を強めたことで、円安が一段と進行、物価上昇圧力の高まりが今後の国内消費に悪影響を与えるとの懸念が高まっている。7月の参院選でも物価高対策が争点の一つとなっているが、政府は補正予算に計上した対策を着実に実施することに加えて、節電でポイントを付与する制度や肥料価格の高騰を緩和するための支援金制度などを創設する方針を示している。

こうした中、日銀も海外中銀に倣って政策正常化を開始するとの思惑が一時強まり、長期金利は上限と設定した0.25%を上回る場面もあったが、日銀は粘り強く現行の大規模緩和を継続する姿勢を改めて示した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2022年			2023年		
	6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.040	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0050	-0.05~0.05	-0.05~0.05	-0.05~0.10	-0.05~0.15	
国債利回り	20年債 (%)	0.925	0.75~1.10	0.80~1.15	0.80~1.15	0.80~1.20
	10年債 (%)	0.230	0.05~0.27	0.05~0.27	0.05~0.30	0.10~0.40
	5年債 (%)	0.040	-0.05~0.10	-0.05~0.10	-0.05~0.12	0.00~0.20
為替レート	対ドル (円/ドル)	135.1	127~142	130~145	130~145	125~140
	対ユーロ (円/ユーロ)	143.0	130~150	130~150	130~150	125~145
日経平均株価 (円)	26,871	26,500±3,000	27,000±3,000	27,000±3,000	27,750±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)

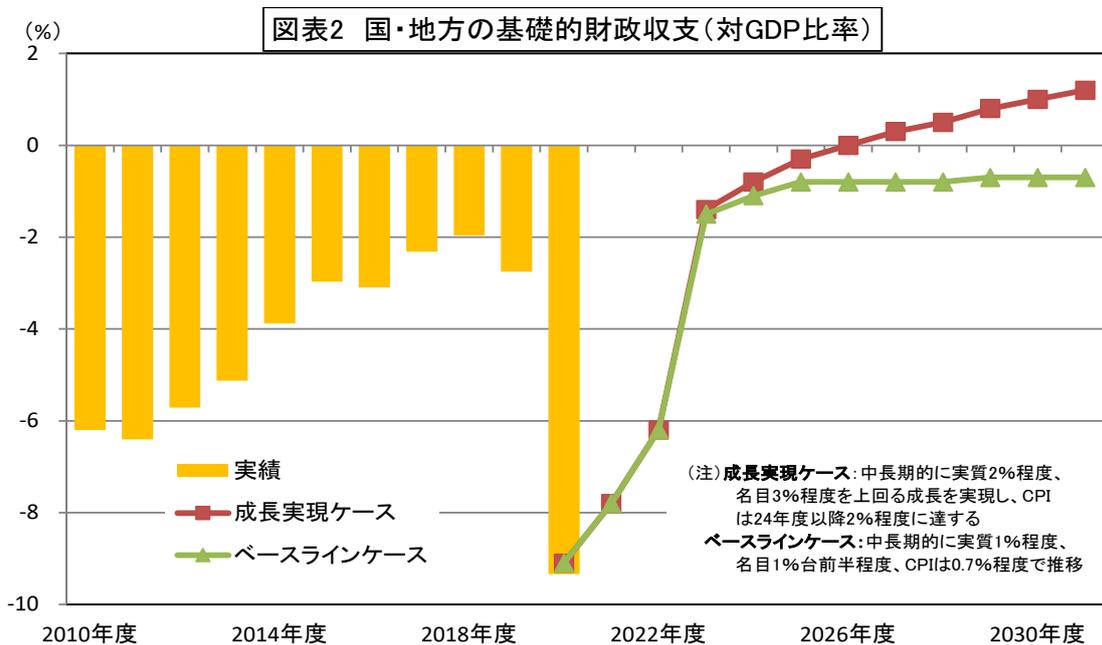
(注)実績は2022年6月27日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### 新しい資本主義の実現に向けた「骨太の方針」を閣議決定

政府は6月7日、岸田内閣は「経済財政運営と改革の基本方針2022」(骨太の方針2022)を閣議決定した。岸田首相は「成長と分配の好循環」などを通じて「新しい資本主義」を実現することを政策理念として掲げてきたが、それに向けて①人、②科学技術・イノベーション、③スタートアップ(新規創業)、④グリーントランスフォーメーション(GX)、⑤デジタルトランスフォーメーションといった分野に対して、官と民が協力して計画的・重点的な投資と改革を行い、課題解決と経済成長を同時に実現する、との方針を示している。

他方、財政健全化については、財政健全化の「旗」を下ろさず、これまでの財政健全化目標に取り組む、としたものの、これまでの「25年度までに基礎的財政収支（PB）を黒字化」させるといった具体的な数値目標は記載されなかった。「目標年度により、状況に応じたマクロ経済政策の選択肢がゆがめられてはならない」としており、「経済あつての財政」との立場をより明確にしている。

なお、政府は今秋にも骨太方針の内容を盛り込んだ大規模な補正予算を編成する方針である。



(資料)内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

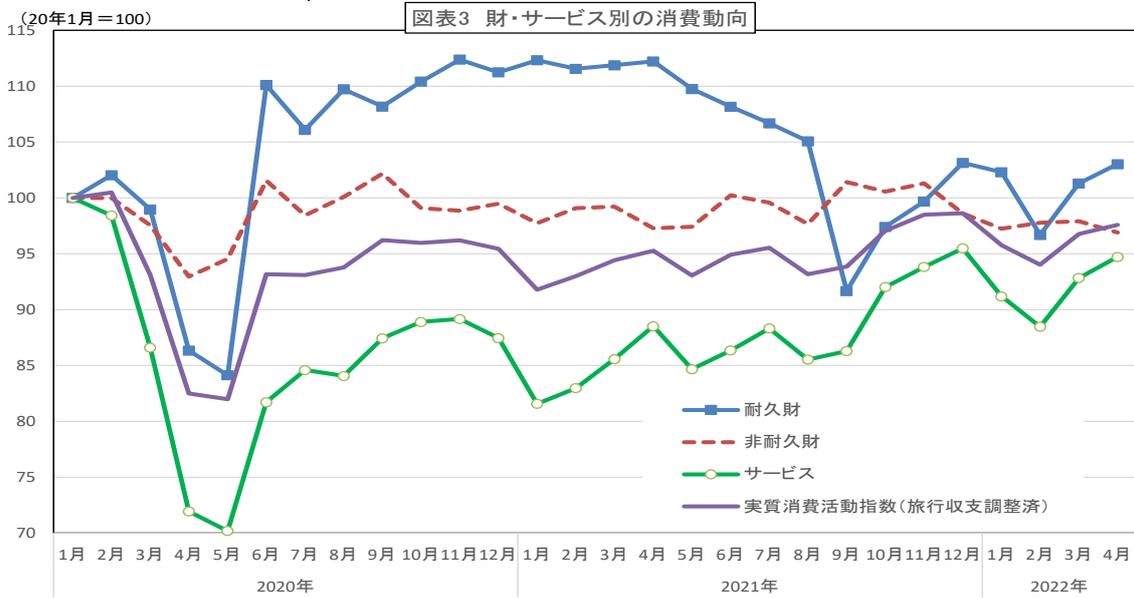
### 参院選では物価高が主要争点の1つに

さて、6月22日には参議院議員選挙（改選議席124、7月10日投開票）が公示された。今回の選挙戦の主要争点の1つに物価高が挙げられており、野党側は物価高に対して「岸田インフレ」と称して政策運営の失敗を批判する一方、消費税の減税・撤廃や現金給付などを公約として掲げている。

これに対して、政府・連立与党は5月に成立した2.7兆円規模の補正予算に計上した「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」を着実に実施するほか、6月21日には岸田首相を本部長とする「物価・賃金・生活総合対策本部」の初会合を開催、一般家庭の節電努力に応じてポイントを付与する制度（節電ポイント支援策）を作る考えを示したほか、農産品の生産コストを1割削減するために支援金制度を創設、さらに10月以降の輸入小麦

の売り渡し価格の抑制なども検討する方針を示している。

なお、参院選の勝敗ラインとしては、連立与党が 63 議席をとれば勝利となるが、非改選議席（連立与党が 69 議席（自民 55、公明 14））を考慮すると、自公で 56 議席を獲得すれば全体の過半数維持、さらに自民だけで 70 議席を獲得すれば自民単独過半数となる。また、岸田首相が任期中の実現を目指す憲法改正の発議に必要な 3 分の 2（166 議席）には、自公に加え、改憲に前向きな日本維新の会と国民民主党を合わせた 4 党で 83 議席の獲得が必要である。



### コロナ禍で停滞が続いた非製造業の回復基調が強まる

以下では足元の国内経済情勢について確認したい。絶対数はまだ多いほか、足元では増加に転じる動きも散見されるものの、新型コロナウイルス感染症の感染状況は落ち着いており、医療供給体制にも余裕があることから、政府は経済活動の回復に注力する姿勢を見せている。観光庁は6月末を期限としていた「県民割」「ブロック割」について7月14日まで延長するほか、7月前半からは「全国旅行支援」として対象を全国に広げ、補助額の上限を1泊当たり5,000円から8,000円に拡大(補助率は40%に引下げ)するとした(8月末まで、除くお盆等の最繁忙期)。秋以降はコロナ感染状況を慎重に見極めながら一時停止状態が続く「GoTo トラベルキャンペーン」の再開も検討されていくものとみられる。

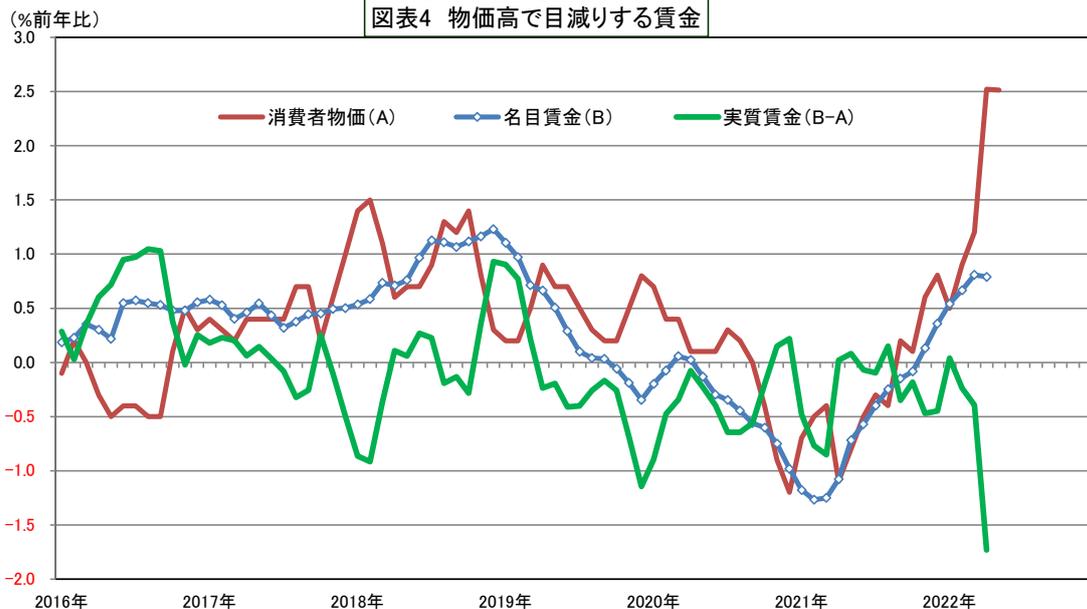
こうした状況を受けて、コロナ禍で打撃を受けてきた非製造業の景況感には底堅さを増しつつあり、景気ウォッチャー調査(5

### 「供給の混乱」で製造業は足踏み

月)によれば景気の現状判断 DI が 5 ヶ月ぶりに判断基準となる 50 を上回った(先行き判断も 6 ヶ月ぶりの 50 超)。また、4 月の第 3 次産業活動指数は 2 ヶ月連続の上昇で、コロナ禍からの持ち直し局面での最高値だった 21 年 11 月の水準まで戻っている。さらに、4 月の実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行)も 2 ヶ月連続で上昇(実質サービス指数も同様に 2 ヶ月連続の上昇)するなど、消費も持ち直しつつある。鈍かった非製造業の設備投資についても、機械受注統計からは回復の兆しが見て取れる。

一方、半導体不足の慢性化やグローバル・サプライチェーンの一大拠点である中国・上海市での 2 ヶ月にわたる都市封鎖の影響から、輸出・生産などは頭打ち気味の推移となっている。5 月の実質輸出指数(日本銀行試算)は前月比 3.0%と 2 ヶ月ぶりの上昇となったが、21 年度下期の水準を下回っており、特に米国・中国といった 2 大輸出先が弱い動きとなっている。鉱工業生産も半導体不足によって主力の自動車生産が頭打ち気味の推移が続いている。コロナ禍の下で比較的底堅く推移してきた製造業であるが、5 月の景気ウォッチャー調査では 22 年入り後の現状判断 DI が判断基準である 50 割れが継続するなど、景況感の低迷が確認できる。

さらに、猛暑・酷暑が予想される今夏は電力不足も懸念されており、生産活動にも支障が出る事態もありうるだろう。



(資料)厚生労働省、総務省統計局 (注)名目賃金は現金給与総額の12ヶ月移動平均を使用。

**経済見通し：夏場にかけてサービス消費やインバウンド需要が持ち直すものの、物価高には要警戒**

景気の先行きを展望すると、3年ぶりに行動制限のない大型連休ではサービス消費の活性化がみられたようだが、夏場にかけても、夏季賞与の増額といった下支えもあり、飲食、宿泊、観光などといったサービス消費の回復が継続することが見込まれる。また、水際措置の緩和に伴って、新千歳・那覇に加え、7月からは仙台・広島・高松の各空港でも国際線の発着を再開する方針であり、インバウンド需要の回復への期待も高い。

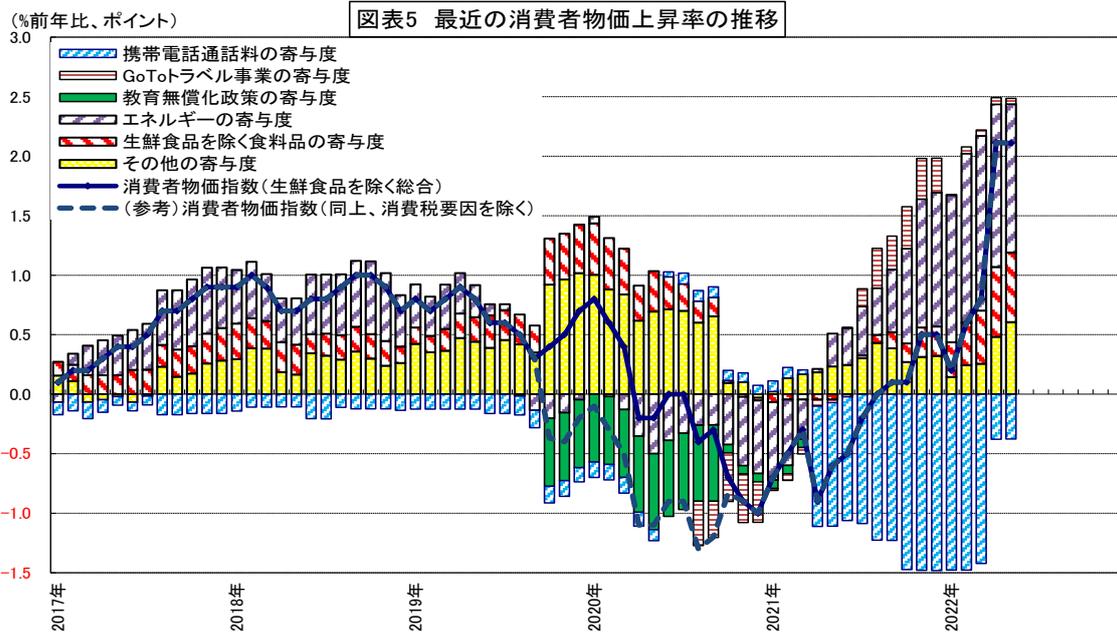
しかし、景気回復を阻害しかねない材料も少なくない。前述した「物価高」は輸入インフレによって生じており、言うなれば購買力が海外に流出しているということである。また、名目賃金は増加傾向にあるとはいえ、物価高によって実質賃金は目減りしており、家計消費を中心に景気全体が抑制されてしまう可能性も否定できない。さらに、米連邦準備制度（Fed）などでは景気を犠牲にしてもインフレ沈静化を目指す意向を強めていることも日本経済にとっては懸念材料である。22年は5%台半ばの経済成長を目指す中国が景気挺入れ策を本格化することは好材料であるが、その効果を相殺しかねない。

さて、22年1～3月期のGDP第2次速報では経済成長率は前期比年率▲0.5%に上方修正されたが、これを受けて、当総研は経済見通しの改訂を行った。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持ち直すことで概ね景気回復基調を辿ると予想されるが、物価高や欧米諸国での金融政策正常化の影響から、そのペースは緩やかなものに留まるものとしている（詳細は6月8日発表の当総研「2022～23年度改訂経済見通し」を参照）。

**物価見通し：年度半ばには2%台後半まで高まる場面も**

物価面を見ると、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波及している様子が見て取れる。5月の国内企業物価は前年比9.1%と、政府の激変緩和措置による石油製品価格の抑制が奏功、4月（同9.8%）からは鈍化したものの、それ以外の価格上昇圧力が高い状態であることが確認できた。また、5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、2ヶ月連続で日銀が目標として掲げている2%台の上昇となった。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、2ヶ月連続のプラスであった。

春以降の原油高や急速に進行した円安の影響で、夏場にかけて電気・ガス代などによる物価押し上げ効果が再び強まるほか、携帯電話通信料の要因による物価上昇率押し上げが0.4ポイントほど残っていること、さらに広範囲な財・サービスでの値上げが本格化しつつあること等から、年度半ばには瞬間的に2%台後半まで高まる可能性もある。ただし、年度後半にはベース効果の剥落に加え、物価高による家計消費の抑制によって、徐々に鈍化していくものと思われる。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

### 金融政策：粘り強く大規模金融緩和を続ける方針を改めて示す

6月16～17日に開催された金融政策決定会合の直前、再加速が見られた米消費者物価が発表されたこともあって米連邦公開市場委員会(FOMC)は0.75%の大幅利上げに踏み切った。その前後から想定以上に日米金利差が拡大するとの思惑が広まり、円安が急速に進んだが、一部の海外投資家が日銀の金融政策も海外中銀に倣って修正されるとの見方を強めたことから、債券先物に大口の売りが出て、大きく値を下げる場面もあった。一方の現物市場ではイールドカーブが全般的にベア・ステイプ化する中、10年国債の新発債(#366)だけは連日の指値オペによって0.25%近傍に釘付けされたことから、歪な形状となっていた。こうした中、日銀は14日には残存5～10年の国債買入れを追加オファー、15日にはチーペスト銘柄(長期国債先物22年9月限の受渡適格銘柄のうち最割安銘柄)である#356についても16～17日は0.25%で無制限で買い入れる

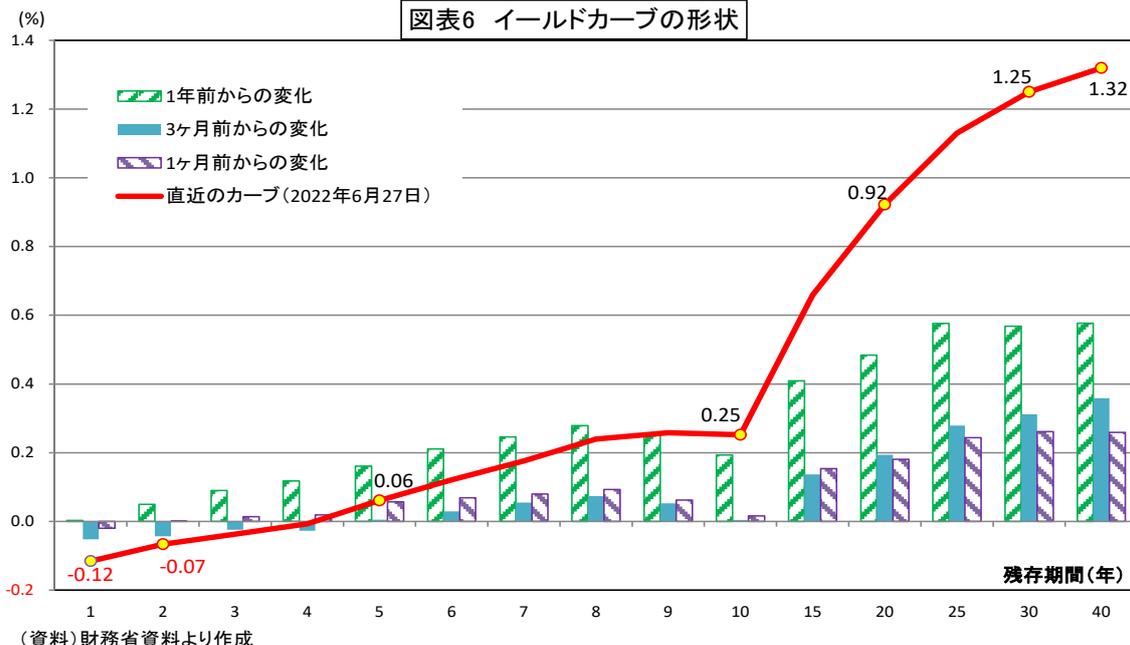
ことを通告するなど、あくまでイールドカーブ・コントロール政策を完遂する姿勢を見せた。

その後開催された6月の金融政策決定会合では現行の「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するなど、従来の方針に変更がないことを改めて示した。また、4月会合で導入された指値オペの連日実施も継続が決まった。

声明文には、リスク要因として「金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある」との文言が加わったことで、一部からは円安に対して日銀が何か動くのではないかと憶測を呼んだが、黒田総裁は会見でそうした見方を否定した。一方、従来「円安は経済全体にとってプラス」との評価を控え、「急激な円安の進行は経済にマイナス」と発言するなど、足元で急速に進む円安を牽制した。

このように、海外中銀がインフレ沈静化に向けて積極的な金融引締めの方針転換する中、日銀は粘り強く大規模な金融緩和措置を継続する姿勢を一段と明確にしたこともあり、2%台の消費者物価上昇率がしばらく続く中でも、金融政策の正常化は封印された状態が続くだろう。しかし、これまでと同様、海外勢を中心に政策正常化の観測が燦々続けることもまた避けられないと思われる。

図表6 イールドカーブの形状



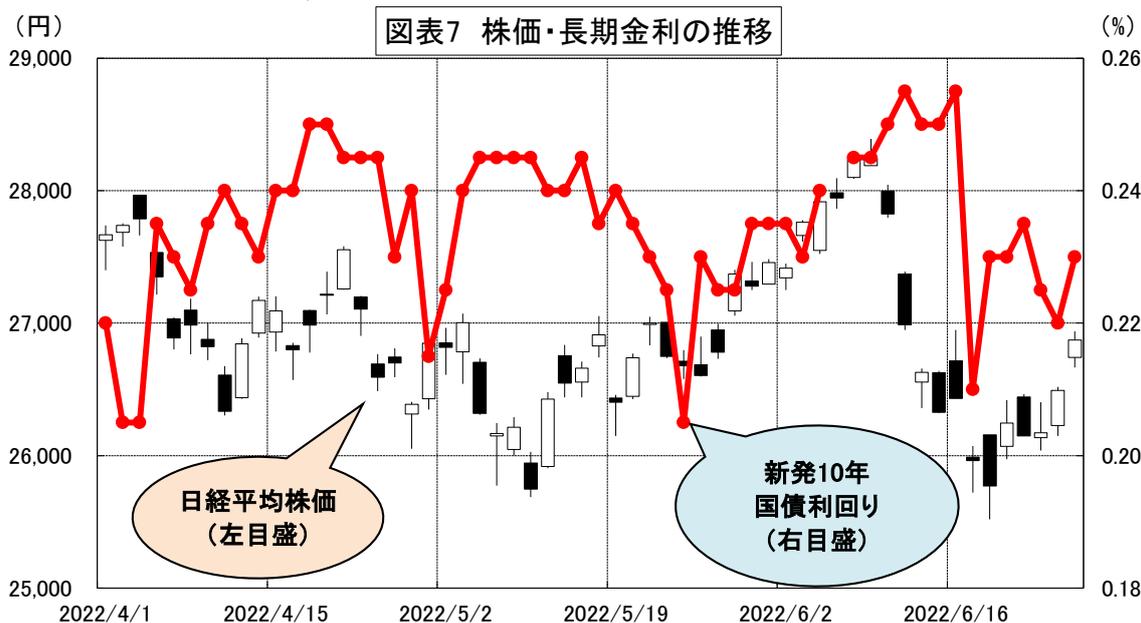
**金融市場：現状・見通し・注目点**

**誘導目標の上限を一時上回った長期金利**

内外の金融市場では、欧米諸国でインフレ沈静化に向けて金融引締めが本格化した一方、それが景気後退リスクを伴っていることへの警戒などが意識された。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年に入り、利上げが視野に入っ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）も上昇傾向が強まった。市場では日銀も政策正常化を開始するとの思惑が高まり、誘導目標の上限である0.25%に迫ったが、日銀は指値オペ・連続指値オペ、国債買入れオペの増額などで0.25%を死守する姿勢を続けてきた。6月の金融政策決定会合の直前には米FOMCで大幅利上げが決定され、再び政策正常化観測が高まり、業者間取引（BB）市場では一時0.265%を付ける場面もあったが、日銀が改めて上限は0.25%であることを示したこともあり、上昇圧力はなお燻っているものの、直近は0.2%前半での推移となっている。



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 （注）6/7の新発10年物国債は出会いなし。

**長期金利は0.25%  
近辺での展開継続**

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。政策正常化の思惑が燻っており、時折、金利上昇圧力が高まる場面もあるだろうが、指値オペの連日実施や買入れオペの増額などによって0.25%を上回らないように操作するだろう。基本的に現状水準と同様の0.2%前半を中心レンジとした

しばらくは上値の  
重い展開

当面は円安状態が  
継続

推移が続くと予想する。

## ② 株式市場

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月上旬にかけて日経平均株価は続落、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、原油価格の急落や円安進行が好感され、株価は3月下旬には一旦28,000円台を回復した。しかし、米国の利上げが加速し、景気に悪影響を及ぼす可能性などが警戒され、4～5月にかけて株価は27,000円を中心としたもみ合いが続いた。一方、6月には円安の進行や中国・上海市での都市封鎖解除、国内の需要喚起策などへの期待から、株価は再び28,000円を回復したが、米Fedがタカ派色を強めたことで25,000円台まで下落する場面もあった。

先行きも、欧米中銀による金融政策の引締め策が景気動向に与える影響が注目されるほか、国内の物価高によって消費回復のペースが鈍るかどうか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。

## ③ 外国為替市場

22年3月には米国の利上げが現実味を帯びてきたほか、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で供給制約が一層意識され、世界的にインフレ圧力がさらに高まるとの予想が強まった。一方で、日銀が粘り強く金融緩和を継続する姿勢を崩さないこともあり、内外金利差はさらに拡大するとの見方が強まり、3月以降は円安ドル高が急速に進行した。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。

5月中旬には、米国の利上げ加速が景気後退リスクを高めるとの警戒が株安につながったこともあり、円安が一服する場面もあったが、6月には再び円安圧力が高まり、下旬には一時136円台後半となるなど、24年ぶりの円安水準となっている。

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、6月に見られた米国の利上げ加速と景気減速は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、米国でインフレが沈静化せず、さらに利上げが必要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いと思われる。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。



**一方的なユーロ高  
円安の可能性は小さい**

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後、130円台後半でのみみ合いが続いた対ユーロレートであったが、6月の政策理事会で欧州中央銀行(ECB)が7月に0.25%利上げすることを決めたほか、9月にも追加利上げの見通しが示されるなど、インフレ抑制のために金融政策の正常化に乗り出すことが現実味を帯びたことで、ユーロ高が進行、6月下旬には一時144円に迫るなど、7年ぶりの水準となった。

今後とも日欧金利差は拡大するとみられるものの、ユーロ圏経済はウクライナ情勢の影響を受けやすく、かつエネルギー問題を抱えていることから、一方的にユーロ高円安が進む可能性は決して大きくはなく、当面は現状水準でのみみ合いが続くと思われる。

(22.6.28 現在)



農林中金総合研究所

# 2022～23年度改訂経済見通し

## (2次QE後の改訂)

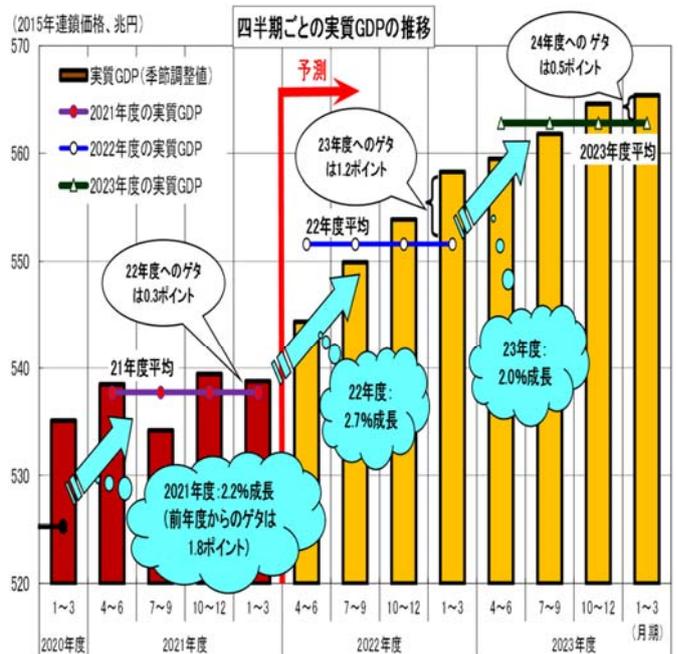
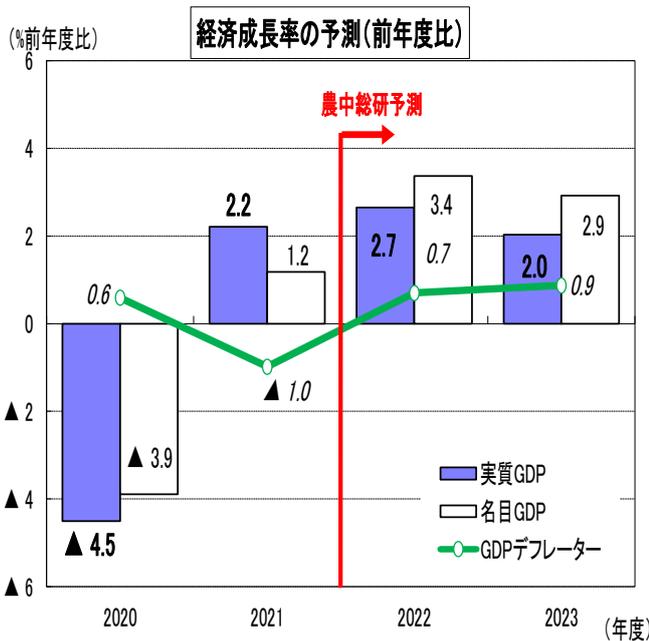
～2022年度:2.7%成長、23年度:2.0%成長(ともに修正なし※)～

※22年5月時点の当総研見通し(22年度:2.7%、23年度:2.0%)との比較

2022年6月8日

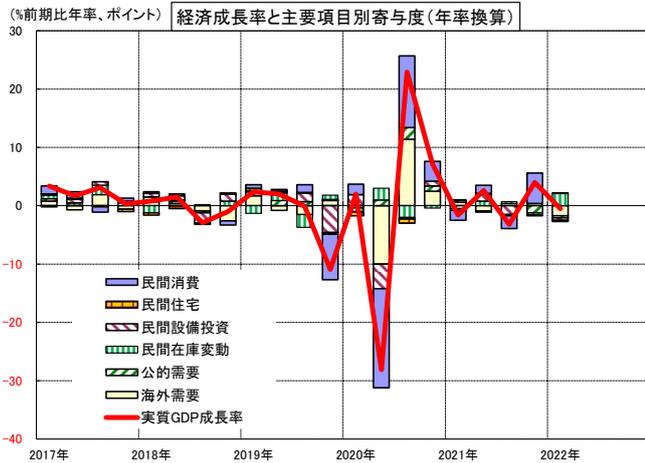
お問い合わせ先:(株)農林中金総合研究所  
03-6362-7758(調査第二部 南)

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると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します。



# 1 GDP第2次速報(2次QE)の内容

- 2022年1～3月期の実質GDPは上方修正されたが、「2四半期ぶりのマイナス成長」は変わらず
  - 実質GDP成長率は前期比年率▲0.5% (1次QE: 同▲1.0%)へ上方修正
    - 民間住宅投資、民間企業設備投資(前期比マイナスへ転換)、公的需要、輸入等は下方修正されたが、民間消費(前期比プラスへ転換)、民間在庫変動は上方修正
      - 民間最終需要は前期比▲0.2%(1次QE: 同0.0%)と、実態的には下方修正との評価も可能
    - 名目GDPも前期比年率0.6%(1次QE: 同0.4%)へ上方修正されたが、GDPデフレーターは前年比▲0.5%へ下方修正
- 21年度の実質成長率は2.2%(1次QE時は2.1%)、名目成長率も1.2%(同じく1.1%)へ、いずれも上方修正



(資料)内閣府経済社会総合研究所



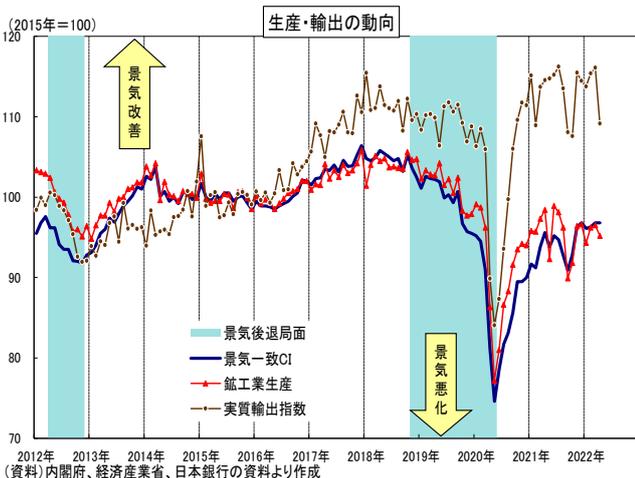
(資料)内閣府 (注)単位は10億円(2015年連鎖価格)。

農林中金総合研究所

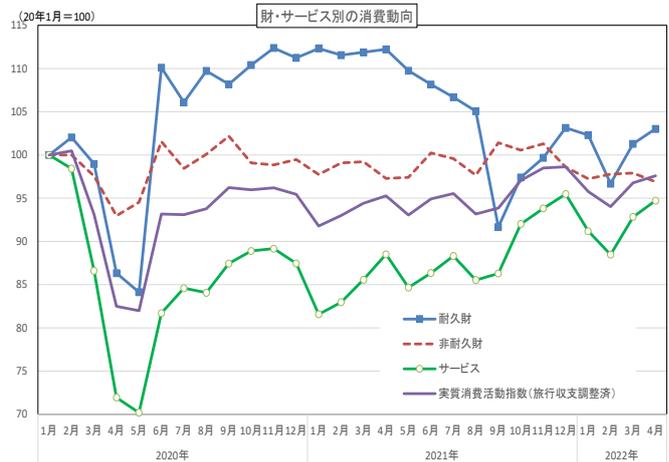
3

# 2 前回見通し発表後の経済指標の動き

- 景気は回復傾向を維持 ～サービス消費が持ち直す半面、物価高への懸念も
  - 3月21日を以て「まん延防止等重点措置宣言」が全て解除され、消費者マインドも好転
  - 4月の景気動向指数のCI一致指数は3月と変わらずだが、消費税率10%への引上げ(19年10月)以降での最高値を維持、基調判断も「改善」で据え置き
  - 半導体不足が慢性化しているほか、ゼロコロナ政策を堅持する中国での都市封鎖(上海市などが対象)の影響で「供給の混乱」が発生しており、4～5月にかけて生産、輸出に大きな下押し圧力が発生
  - 4月の国内企業物価(20年基準)は同9.5%、同じく消費者物価(生鮮食品を除く総合)も前年比2.1%と、インフレ圧力が高まっており、景気への悪影響が懸念されている
  - 政府は経済活動の再開に比重を移しつつあり、水際対策を緩和したほか、GoToトラベルキャンペーン事業の再開などを検討



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成



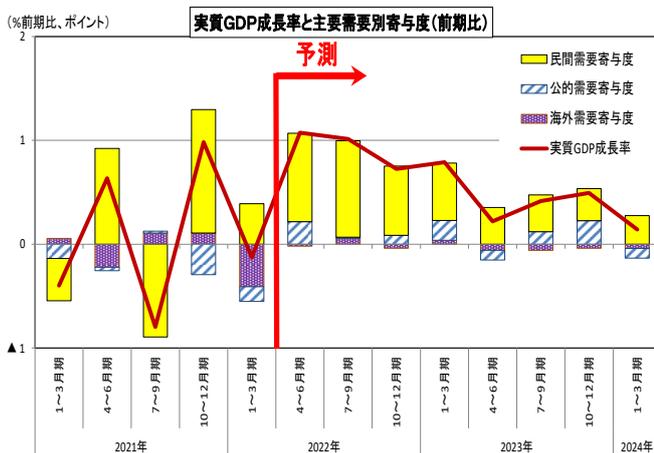
(資料)日本銀行「消費活動指数」

農林中金総合研究所

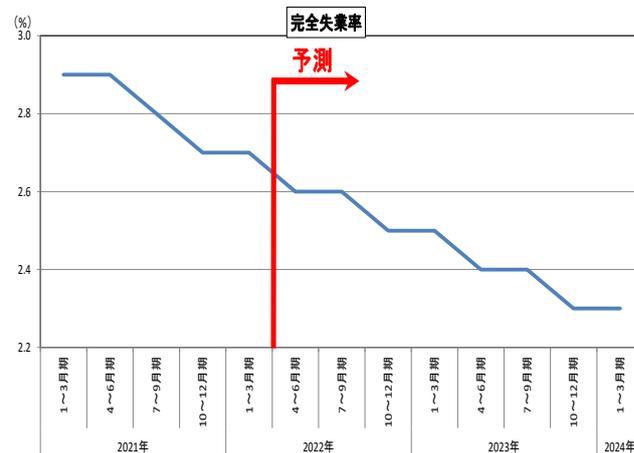
4

### 3 日本経済・物価の見通し

- **経済見通し** ～2022年度は2.7%成長、23年度は2.0%(ともに前回見通しと変わらず)と予測～
  - － 足元4～6月期はサービス消費が再び持ち直し傾向を強めている一方、インフレによる家計の実質購買力の目減りなどを通じて消費全体の勢いは多少削がれる
    - 前期比年率で4.4%成長と2四半期ぶりのプラスを予想、コロナ前(19年10～12月期、542兆円)の実質GDP水準を上回る見込み
  - － 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って、対面型サービス業の回復が本格化するほか、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)、ウクライナ情勢、さらには世界的にエネルギー・食料が不足する事態も想定されるなど、下振れリスクは依然として高い点は留意すべき
    - 23年入り後には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



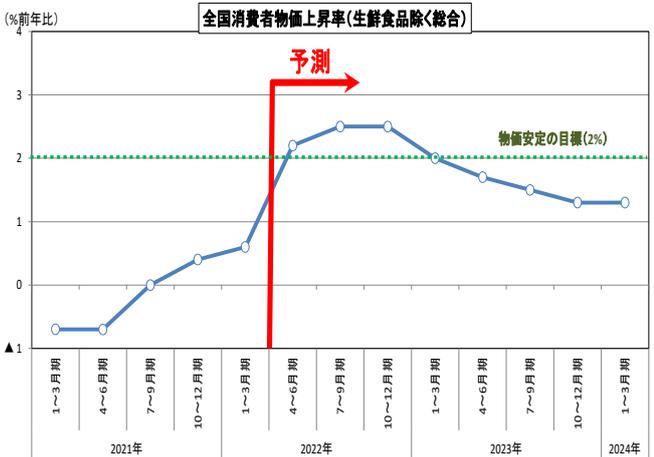
(資料)内閣府経済社会総合研究所データを用いて、農林中金総合研究所が作成



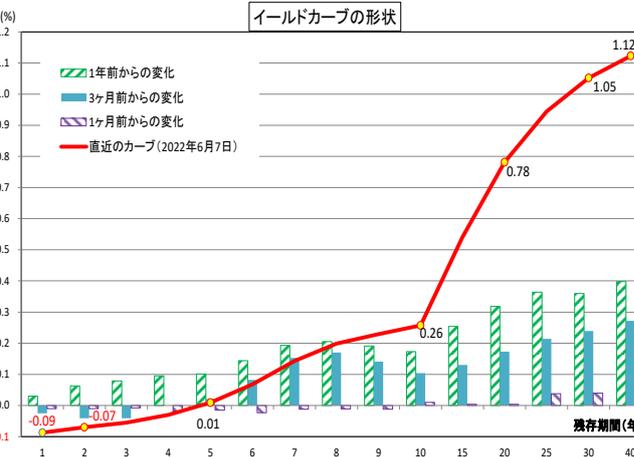
(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

- **物価見通し** ～2022年度は前年度比2.3%と上昇率が高まる(23年度は同1.4%へ鈍化)～
  - － 一次産品高騰や円安によってエネルギー、加工食品などを中心に上昇圧力が高まり、22年度を通じてコアCPIは2%台で推移(年度半ばには一時的に2.5%前後まで高まる)
    - 23年入り後にはベース効果が一巡して鈍化に転じ、23年度は再び2%割れ
- **金融政策、長期金利** ～粘り強く金融緩和を継続する方針、0.25%超の長期金利上昇を阻止～
  - － 日本銀行は2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する方針を継続
  - － 原油高などによる現在の物価上昇は「一時的」と評価、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
  - － 4月の金融政策決定会合では、0.25%での指値オペを毎営業日、実施することを決定



(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成



(資料)財務省資料より作成

農林中金総合研究所

# 予測表(年度、半期)

	単位	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
		(実績)	(実績)	(予測)	(予測)
名目GDP	%	▲ 3.9	1.2	3.4	2.9
実質GDP	%	▲ 4.5	2.2	2.7	2.0
民間需要	%	▲ 6.2	2.1	3.7	2.5
民間最終消費支出	%	▲ 5.4	2.6	4.9	2.0
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.6	▲ 0.5	0.2
民間企業設備	%	▲ 7.5	0.8	1.6	4.0
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.2	0.1	▲ 0.2	0.1
公的需要	%	3.0	▲ 0.4	0.6	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	▲ 9.4	▲ 7.4	▲ 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	2.9	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	7.0	9.1	4.1
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(O/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。  
 ※調整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	2022年度		2023年度			
		通期	通期	上期	下期	通期	上期	下期
実質GDP	%	2.2	2.7	1.5	2.1	2.0	0.8	1.0
民間需要	%	2.1	3.7	2.1	2.5	2.5	1.1	1.1
民間最終消費支出	%	2.6	4.9	3.0	2.4	2.0	0.8	0.9
民間住宅	%	▲ 1.6	▲ 0.5	0.7	0.3	0.2	0.1	0.3
民間企業設備	%	0.8	1.6	1.2	2.6	4.0	2.1	2.0
公的需要	%	▲ 0.4	0.6	0.7	0.7	1.1	0.2	1.2
政府最終消費支出	%	2.0	2.4	1.5	1.2	1.3	0.2	1.3
公的固定資本形成	%	▲ 9.4	▲ 7.4	▲ 3.2	▲ 1.4	▲ 0.1	0.2	0.8
財資・サービスの純輸出	兆円	0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 1.4
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	2.9	1.8	1.6	2.2	1.0	0.9
民間需要(＃)	%	1.5	2.8	1.6	1.4	1.9	0.9	0.6
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	0.2	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	▲ 0.5	0.6
外需為替レート	円/円	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	2022年度		2023年度			
		通期	通期	上期	下期	通期	上期	下期
名目GDP	%	1.2	3.4	2.2	4.5	2.9	3.3	2.6
実質GDP	%	2.2	2.7	2.0	3.2	2.0	2.5	1.6
民間需要	%	2.1	3.7	3.4	4.0	2.5	3.0	1.9
民間最終消費支出	%	2.6	4.9	5.0	4.8	2.0	2.6	1.5
民間住宅	%	▲ 1.6	▲ 0.5	▲ 1.9	0.8	0.2	0.2	0.3
民間企業設備	%	0.8	1.6	▲ 0.3	3.5	4.0	4.4	3.6
公的需要	%	▲ 0.4	0.6	▲ 0.6	1.4	1.1	1.0	1.2
政府最終消費支出	%	2.0	2.4	2.1	2.7	1.3	1.4	1.2
公的固定資本形成	%	▲ 9.4	▲ 7.4	▲ 11.4	▲ 4.3	▲ 0.1	▲ 0.9	0.8
財資・サービスの純輸出	兆円	0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 1.4
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)	%	7.0	10.0	8.8	10.0	7.5	10.0	9.0
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

7

# 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	%	▲ 0.7	0.4	▲ 1.1	0.3	0.2	1.7	1.2	1.1	0.9	0.4	0.6	0.9	0.3
(年率換算)	%	▲ 2.7	1.8	▲ 4.1	1.3	0.6	7.0	4.7	4.3	3.6	1.7	2.3	3.8	1.4
実質GDP	%	▲ 0.4	0.6	▲ 0.8	1.0	▲ 0.1	1.1	1.0	0.7	0.8	0.2	0.4	0.5	0.1
(年率換算)	%	▲ 1.6	2.6	▲ 3.2	4.0	▲ 0.5	4.4	4.1	2.9	3.2	0.9	1.7	2.0	0.6
民間需要	%	▲ 0.6	1.3	▲ 1.2	1.6	0.5	1.0	1.3	0.9	0.7	1.0	1.3	0.4	0.4
民間最終消費支出	%	▲ 0.8	0.7	▲ 1.0	2.4	0.1	2.3	1.2	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
民間住宅	%	1.0	1.0	▲ 1.7	▲ 1.1	▲ 1.2	1.1	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
民間企業設備	%	0.5	2.0	▲ 2.4	0.1	▲ 0.7	1.2	0.7	1.3	1.2	1.0	1.0	0.7	0.5
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.1	0.2	0.1	▲ 0.1	0.5	▲ 0.6	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	▲ 0.3	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	0.5	1.2	0.2	0.5	1.0	▲ 0.5	0.5	1.0	▲ 0.5
公的固定資本形成	%	▲ 0.0	▲ 3.7	▲ 3.9	▲ 4.7	▲ 3.9	▲ 0.9	▲ 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	3.3	▲ 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	0.9	▲ 0.9	0.9	0.3	1.1	0.9	0.8	0.7	0.3	0.5	0.5	0.2
民間需要寄与度	ポイント	▲ 0.4	0.9	▲ 0.9	1.2	0.4	0.9	0.9	0.7	0.6	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	▲ 0.5	0.0	0.4	1.4	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0
国内企業物価(前年比)	%	▲ 0.5	4.3	5.8	8.4	9.2	10.0	10.0	9.0	7.5	5.5	4.5	3.5	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	1.5	1.4	1.6	1.8	1.9	2.0	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(O/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

8

### 高インフレと景気後退懸念

#### ～6月FOMCにてFRBは一段とタカ派化～

佐古 佳史

##### 要旨

6月FOMCにて、高いインフレ率を抑制するためFRBは一段とタカ派化し、政策金利をより高い水準にまで引き上げる見通しとなった。個人消費や労働市場が堅調なこともあり、現時点で景気後退を想定するのは行き過ぎと思われるものの、高インフレの継続や利上げに対する見通しの不確実性が高いなか、景気後退懸念は強まっている。

##### 米国社会の分断 が表出

保守系の判事が多数派を占める米連邦最高裁は6月24日、50年近く認められていた人工妊娠中絶の権利を否定する判決を下した。また、昨今の銃乱射事件を背景にバイデン大統領は25日、銃規制を強化する法案に署名し、約28年ぶりに全米単位での銃規制法が成立したものの、銃規制法案は共和党との妥協を探るなかで、厳しい内容は削除された。こうした動きの背景には、民主・共和党の対立に加えて、米国社会の分断が影響していることが見て取れる。

##### 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、引き続き強い需要に供給が追い付いていない状態が継続している。

5月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は4月から39.0万人増、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だ。

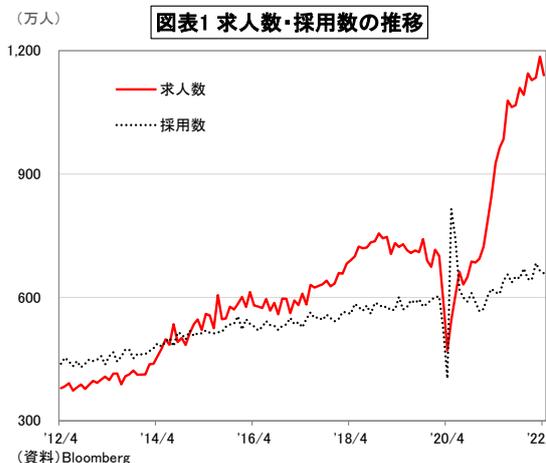
求人者の困難さも継続しており、4月の求人労働異動調査によると、求人率（＝求人数÷（求人数＋雇用者数））は7.0%、自発的な離職率は2.9%といずれも過去最高に近い値で推移しており、労働市場のひっ迫がうかがえる。

また、労働参加率は4月から0.1ポイント上昇の62.3%となった。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、この動きが続けば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、4月の実質個人消費支出は、財消費は前月比1.0%、サービス消費は同0.5%となり、全体では0.7%と4ヶ月連続で増加した。一方、5月の小売売上高は同▲0.3%となった。

内訳をみると自動車や家電などの売り上げが減少しており、供給制約が意識される。もっとも、22年入り後はサービス消費が安定的に回復しており、全体としてみれば消費は特段弱いわけではなさそうだ。

図表1 求人数・採用数の推移

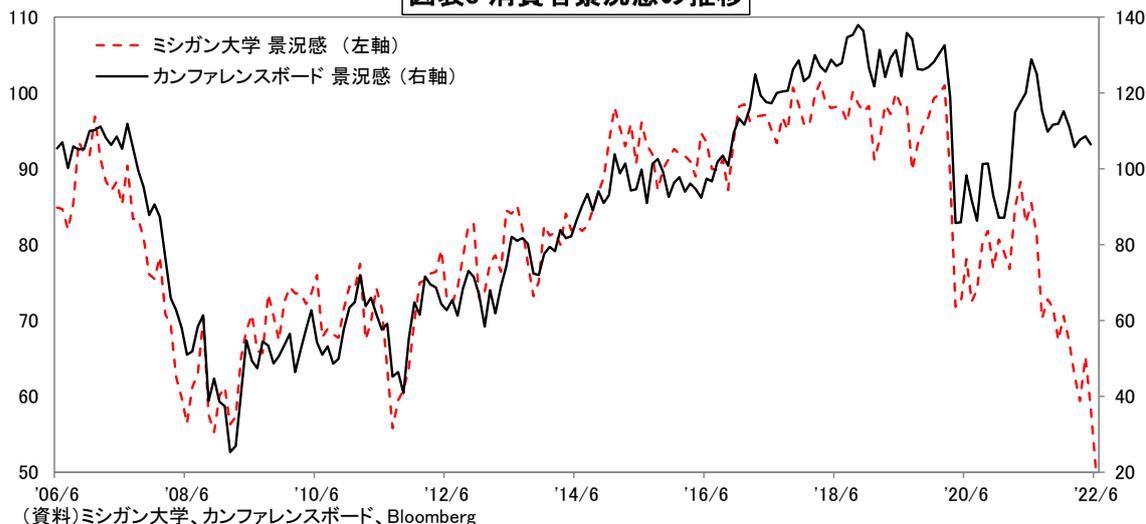


図表2 求人率・離職率の推移



また、5月のミシガン大学消費者マインド指数（確報値）は2ヶ月連続で低下し、50.0（現況指数 53.8、期待指数 47.5）となり、1970年の統計開始以来の過去最低を記録した。ミシガン大学からは、経済の先行きに対する評価が低下したことや、ガソリン価格のさらなる上昇や、供給制約を指摘する消費者が多かったと報告されている。一方で、期待インフレ率が速報値から下方修正されたことは安心材料といえるだろう。

図表3 消費者景況感の推移



**24ヶ月連続での  
拡大を示唆する  
企業マインド**

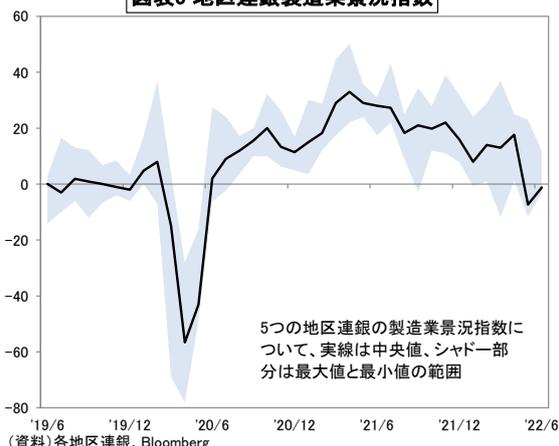
こうしたなか、5月のISM製造業指数（製造業PMI）は56.1%、サービス業指数（サービス業PMI）は55.9%と、企業マインドは24ヶ月連続での企業部門の拡大を示した。内訳をみると入荷遅延

指数が低下したことから、供給制約がやや緩和した可能性が示唆される一方で、製造業での雇用指数が判断基準の50%割れとなるなど、悪い内容も確認される。なお、価格指数は製造業、サービス業とも低下した。また、最近では地区連銀が報告する製造業景況指数も徐々に悪化し、判断基準となる0を下回る指標も確認される。

図表4 ISM景況感指数の推移



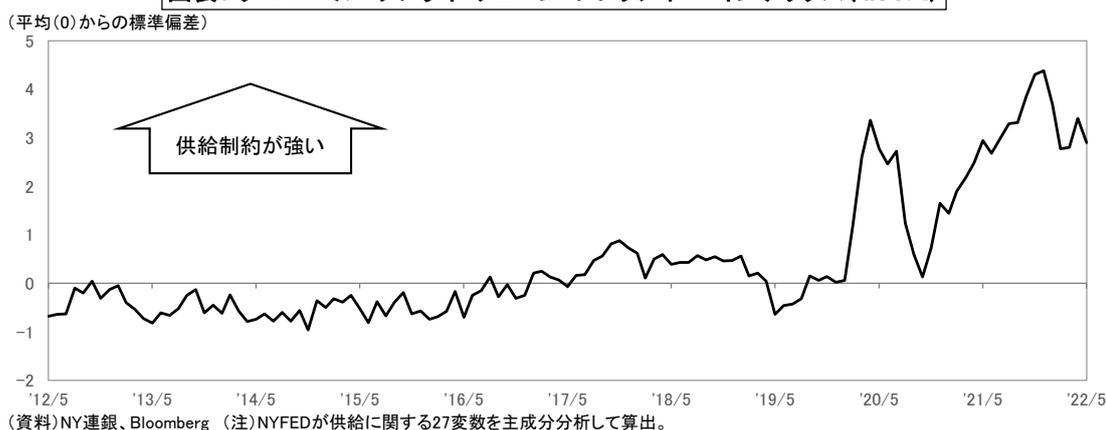
図表5 地区連銀製造業景況指数



景気の先行き：  
現時点での景気  
後退懸念は行き過ぎか

さて、景気の先行きを考えると、供給制約はやや改善方向ではあるものの、6月FOMCにてインフレ抑制スタンスを明確化したFRBによる速いペースでの利上げの影響から、景気は減速していくとみられる。

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、インフレ率が賃金上昇率を上回っていることから実質可処分所得の減少が続いており、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、利上げによる引き締め効果から、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。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

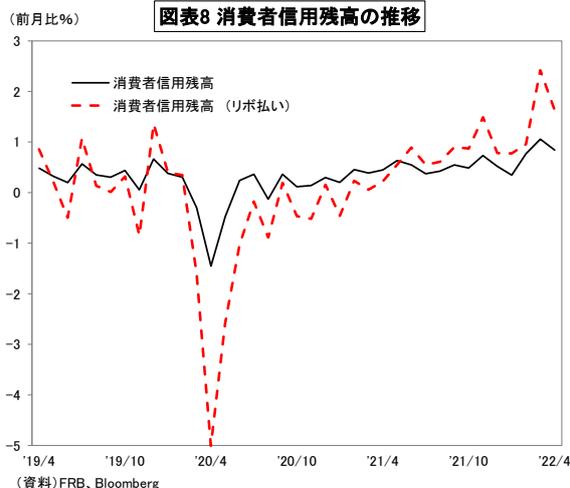
多く、現時点では需要の消失によるリセッション入りは考えづらい。

6月FOMC時点での利上げペースは、景気後退入りさせる程のものではないと思われるが、供給制約が強まるなどの理由から高インフレが長期化しさらなる利上げが必要となれば、成長率は一段と下振れするだろう。なお、6月に入り新型コロナウイルス・オミクロン株の新系統(BA.4、BA.5)が拡大しつつあることは懸念材料といえる。

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



### 高止まりが長期化する見込みとなったインフレ率

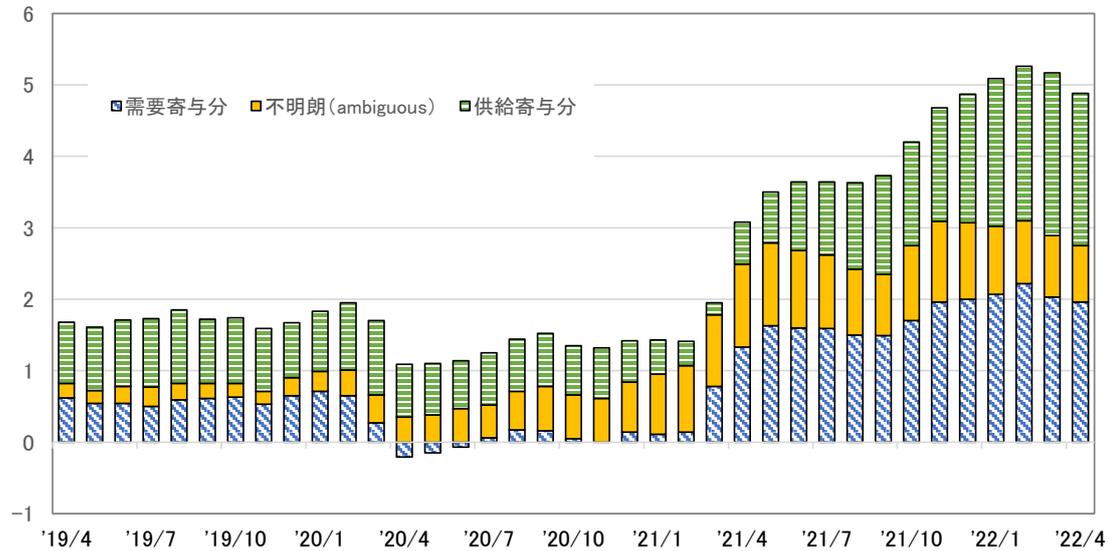
インフレ率をみると、4月のコアPCEデフレーターは前年比4.9%と、3月の同5.2%から鈍化した。もっとも、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同3.8%へ加速し、物価上昇が幅広い分野で確認できる。なお、5月のコア消費者物価指数は4月から変わらずの前月比0.6%、総合指数は再加速し同1.0%となったことから、インフレ率が鈍化する兆候は確認できない。

先行きについては、ベース効果の剥落から前年比で見た場合、6月分まではインフレ率は鈍化しやすいと見込まれる。もっとも、サンフランシスコ連銀の分析からは、足元の高インフレは需要側と供給側それぞれの影響が大きく、高インフレを本格的に抑制するには、利上げによる米経済の減速と供給制約の緩和の両方が必要とみられ、高止まりの期間は長期化しそうだ。

こうしたなか、ピーターソン国際経済研究所は先月、対中関税引き下げによるインフレ率の抑制効果は1.3ポイントとの試算を示しており、バイデン政権の動きにも要注目といえる。

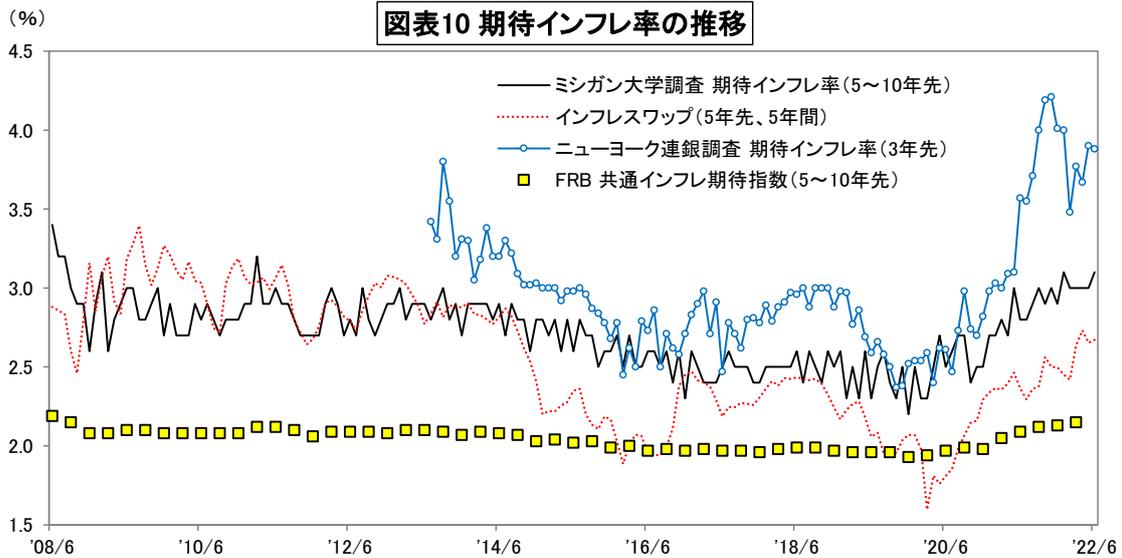
(前年比%)

図表9 コアPCEデフレーターの変動要因分解



(資料)サンフランシスコ連銀

図表10 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。

### タカ派色を強めた6月FOMC

6月FOMC(14、15日)では75bpの利上げが決定され、政策金利の誘導目標は1.50~1.75%となった。声明文には、FRBがインフレ率を目標値である2%に戻すことに強くコミットしているとの一文が加わった。

インフレ率の高止まりが長期化すると見込まれるなか、FOMC後に公表されたドットプロットの中央値から政策金利の見通しを考えると、22年末は3.375%、23年末は3.750%、その後少し利下げし、24年末は3.375%と、3月FOMC時点と比較して利上げペー

スの加速と、より高い水準にまで利上げする見通しに修正された。

当初パウエルFRB議長は75bpの利上げを否定していたこともあり、FOMC後の記者会見にて、今回の利上げはFRBの信認を落とすのではないかと指摘される場面も見られた。また、インフレ率を低下させるためにどの程度失業率の上昇が必要なのか、許容できるのかとの質問などが出るなど、かなり厳しい内容となった。

パウエル議長としては、現在の米国経済は強い需要と供給制約から来る価格上昇が激しい特異な状況にあり、利上げによって需要を抑制することで、供給制約下でも価格上昇を妥当な状況に持っていきたいということであった。

また、22日の議会証言においてパウエル議長は景気後退の可能性を認めつつもインフレ率を抑制するために利上げを継続する姿勢を改めて示した。

図表11FRB大勢見通し(6月時点)

		2022年	2023年	2024年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	1.5~1.9	1.3~2.0	1.5~2.0	1.8~2.0
	3月時点 (%前年比)	2.5~3.0	2.1~2.5	1.8~2.0	1.8~2.0
失業率	(%)	3.6~3.8	3.8~4.1	3.9~4.1	3.5~4.2
	3月時点 (%)	3.4~3.6	3.3~3.6	3.2~3.7	3.5~4.2
PCEデフレーター	(%前年比)	5.0~5.3	2.4~3.0	2.0~2.5	2.0
	3月時点 (%前年比)	4.1~4.7	2.3~3.0	2.1~2.4	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	5.0~5.3	2.4~3.0	2.0~2.5	
	3月時点 (%前年比)	3.9~4.4	2.4~3.0	2.1~2.4	
政策金利(中央値)	(%)	3.375	3.750	3.375	2.50
	3月時点 (%)	1.875	2.750	2.750	2.375

(資料)FRBより作成

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

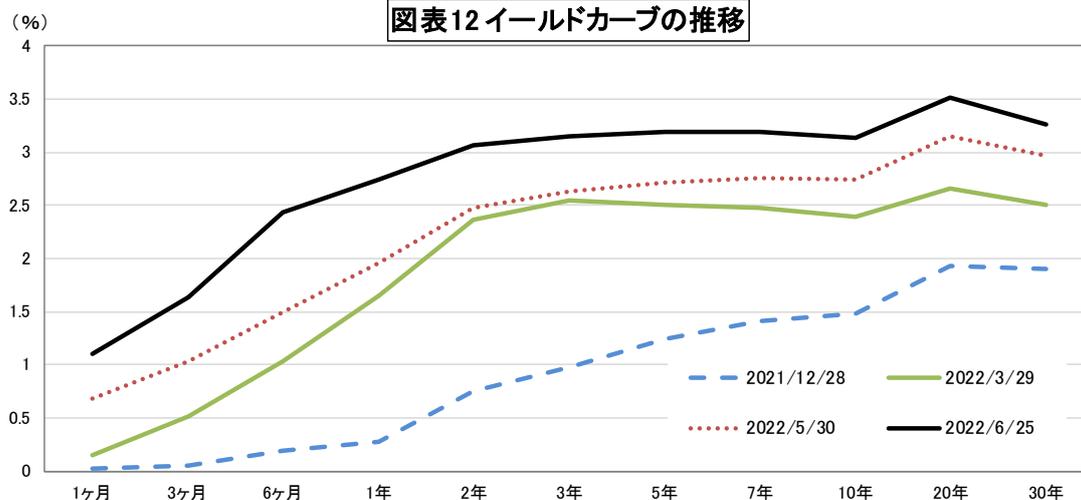
### 長期金利：3.0～3.5%のレンジを予想

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)は上昇傾向が続いている。6月14日は、消費者物価指数(総合)の上振れと6月FOMCを控え長期金利は3.5%に迫った。その後は、景気後退懸念が強まるなかで金利は低下し、足元では3.1%前後での取引となっている。

先行きについて考えてみると、パウエル議長が6月FOMC後の記

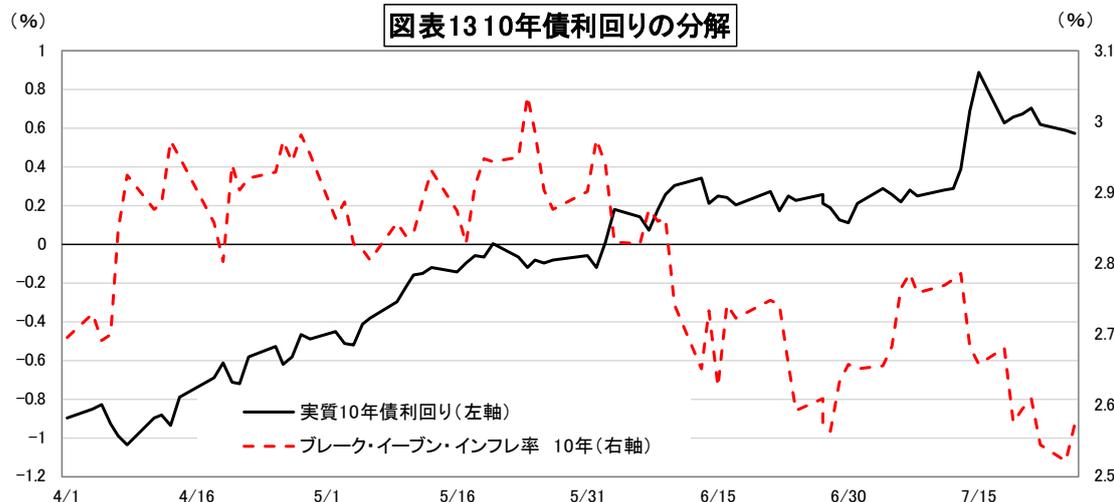
者会見にて、インフレ率はコアではなく総合指数をより重視しているともとれる発言をしたこともあり、総合指数の変動要因となる原油価格に一層関心が高まるだろう。足元では景気後退懸念が強いものの利上げ路線は継続することから、金利が下がる余地はあまりないと思われる。以上から、7月の長期金利は6月のレンジと同じ3.0~3.5%を予想する。6月分の消費者物価指数(13日)や7月FOMC(26、27日)、その後の記者会見などに注目したい。

図表12 イールドカーブの推移

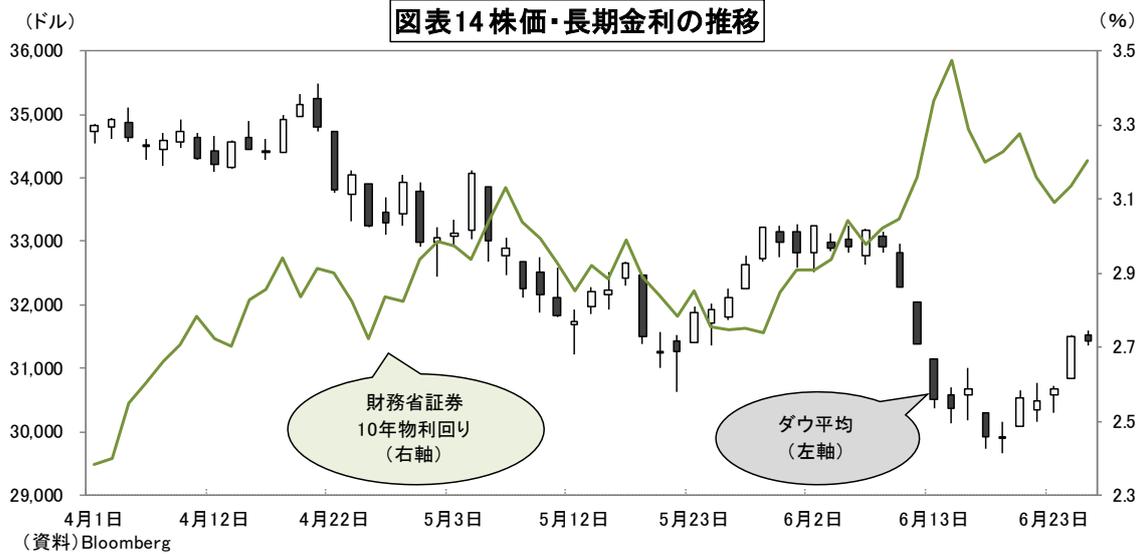


(資料) Bloomberg

図表13 10年債利回りの分解



(資料) Bloomberg



### 株式市場：底入れ模索の継続

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7,000ドル超下落するなど、調整局面が継続した。6月21日前後に景気減速懸念のなかでも安値を拾う動きがみられたことから底入れが確認され、足元では反発の動きがみられる。

先行きについては、利上げペース加速の可能性が一旦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が継続すると思われる。

(22.6.28 現在)

## コロナ感染収束と政策支援で持ち直しに向かう中国経済

～本格回復に向け拡張的財政政策が求められる～

王 雷軒

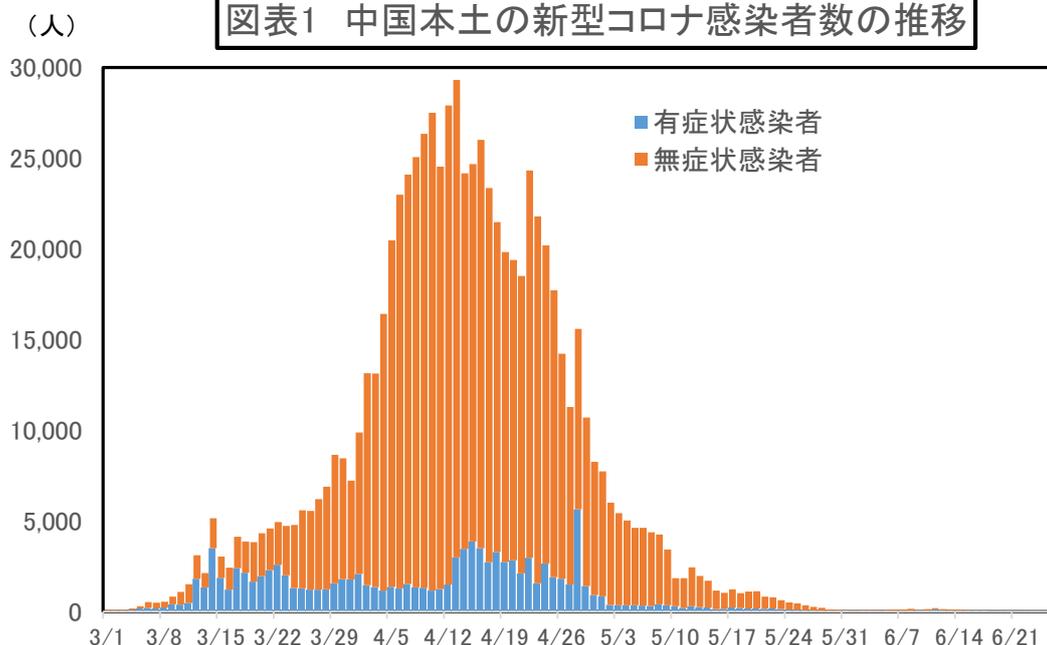
### 要旨

コロナ新規感染者数の減少を受けて5月に上海市を含め他の都市でも移動制限の段階的解除が行われ、人流・物流の正常化が進められたほか、経済対策の効果も徐々に出現したことで、5月の景気は持ち直しに向かっている。

しかし、不動産市況の調整局面が続いているほか、個人消費も依然低迷したままだったことから、持ち直しのペースは緩慢であった。そのため、中国政府は6月に自動車消費促進策の拡充を発表し、消費を押し上げようとしている。

先行きについては、コロナ感染の収束が続ければ政策効果が期待されることで、年末にかけて回復ペースが加速するだろう。とはいえ、先行き不透明性・不確実性が依然高いこともあり、本格的な回復を促すためにさらなる拡張的財政政策が求められる。

図表1 中国本土の新型コロナ感染者数の推移



(資料) 中国国家衛健委、Windより作成、直近は22年6月26日。(注) 新型コロナ感染者数は無症状感染者+有症状感染者。

### コロナ感染は一旦収束、感染拡大抑制と経済活動の両立を図る

6月1日に2ヶ月以上にわたる上海市のロックダウンが解除され、失われていた「日常」は取り戻されつつある。全国の新型コロナ感染者の1日当たりの推移をみると、6月26日には有

症状感染者（5人）と無症状感染者（18人）を併せて23人まで減少した（図表1）。約2週連続で100人を下回ったことから、感染状況は一旦収束したと言えよう。

こうしなか、一部の地方政府が依然として過剰な感染抑制策を講じていることを背景に、国务院联防联控メカニズムは6月24日に開催した記者会見で地方政府に対して「9つの禁止」を厳格に遵守するよう改めて求めた。

なお、「9つの禁止」とは、①移動制限の範囲を中・高リスク地区以外への地区へ恣意的に広げることを禁じる、②低リスク地区からの来訪者に対して、強制帰還や隔離などの制限措置を講じることを禁じる、③中・高リスク地区と封鎖管理区域の封鎖管理期間を恣意的に延長することを禁じる、④隔離や封鎖管理措置を行う地区のリスク人員の範囲を恣意的に広げることを禁じる、⑤リスク人員の隔離や健康観察期間を恣意的に延長することを禁じる、⑥感染拡大防止・抑制を理由に急病患者・重篤患者、定期的な診療を必要とする患者に対する医療サービスの提供を恣意的に拒否することを禁じる、⑦学校を離れ帰省する条件を満たす学生に対して隔離などの措置をとることを禁じる、⑧防疫チェックポイントを恣意的に設け、条件を満たしている乗用車やトラックの乗務員の通行を制限することを禁じる、⑨低リスク地区の正常な生産・生活を保障する場所を恣意的に閉鎖することを禁じる、ことである。

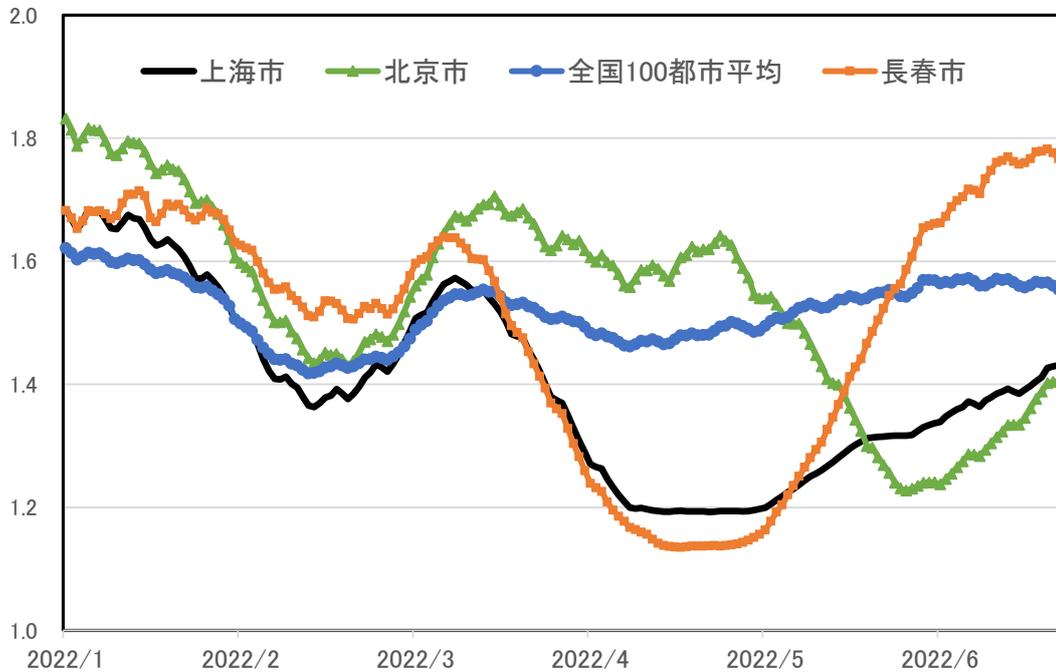
さらに、これらの禁止に違反した地方政府を公表することも決まった。一方、同会見でコロナ新規感染者が依然確認されていることで、各地方政府に対して「海外からのウイルスの流入を防ぎ、国内において感染の再拡大を防ぐ」（外防輸入、内防反弹）という戦略と「ダイナミックゼロコロナ」（动态清零）という方針を堅持しなければならないことも強調されている。

このように、感染拡大抑制と経済活動の両立を図っているが、封鎖前の水準に戻るにはしばらく時間がかかると思われる。散發的な感染の発生や常時PCRの検査などによる経済活動への悪影響は続いており、コロナ禍が経済の重石である状態は変わっていない。

なお、国家衛生健康委員会によると、6月27日零時、高リスク地区に指定されているのは、北京市昌平区（1カ所）、中リスク地区は北京市朝陽区（2カ所）、内モンゴル自治区（3カ所）、

上海市（12カ所）の計18カ所で、これら以外は全て低リスク地区となっている。

**図表2 交通渋滞遅延指数**



(資料)Windデータより作成、日次数値の月平均、直近は6月26日。

### 人流・物流は「正常化」 に向かいつつある

コロナ新規感染者数の減少を受けて5月には上海市を含め他の都市でも移動制限の段階的な解除などが行われ、人流・物流の「正常化」は進んでいる。

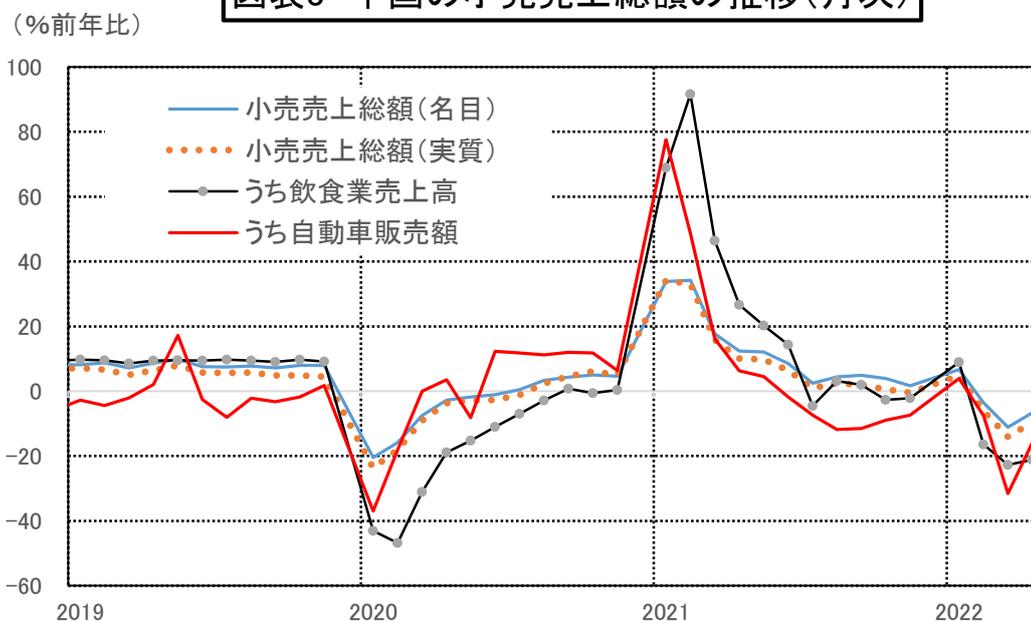
円滑に走行できる状態と比べた道路の混雑状況を反映する交通渋滞遅延指数を見ると、全国100都市では5月から持ち直しに転じ、徐々に改善に向かっているものの、都市別にみると、ばらつきがある(図表2)。上海市では、5月に入り市内の交通機関の運行再開や百貨店の営業再開などを受け人流や物流は持ち直し基調にあるが、全国100都市平均を下回っており、依然として低調さが目立つ。

北京市でも4月下旬以降、一部の公共交通機関の運行停止、外食禁止などの感染抑制策を受けて人流や物流が大きく冷え込んでいたが、6月上旬に入ってからようやく持ち直しの動きが見られる。

一方、自動車産業の一大集積地である吉林省の長春市では、ロックダウン解除後(4月中旬ごろ)しばらくは横ばいだった

が、5月に入って経済活動が徐々に加速し、5月下旬にはほぼロックダウン前の水準に戻った。

**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5月。

**景気は持ち直しに向かっているものの、回復ペースは緩慢**

こうした状況のなか、5月の景気は持ち直しに向かっているものの、回復ペースは緩やかであると見られる。5月の鉱工業生産は前年比0.7%と4月の同▲2.9%からプラスに転じたものの、低調さが残った。サービス業生産指数も前年比▲5.1%と4月(同▲6.1%)からマイナス幅がやや縮小したものの、依然としてマイナスであった。

また、5月の製造業PMI(購買担当者景況指数)は49.6と4月(47.4)から上昇したものの、3ヶ月連続で判断基準の50を下回った。さらに、非製造業PMIも同様に47.8と4月(41.9)から持ち直したものの、50を超えるには至らなかった。

さらに、5月の小売売上総額は前年比▲6.7%と4月の同▲11.1%からマイナス幅が縮小したものの、依然として減少が続いている。内訳をみると、飲食業売上高が低迷したままだったが、自動車販売額が4月からマイナス幅が大きく縮小した(図表3)。

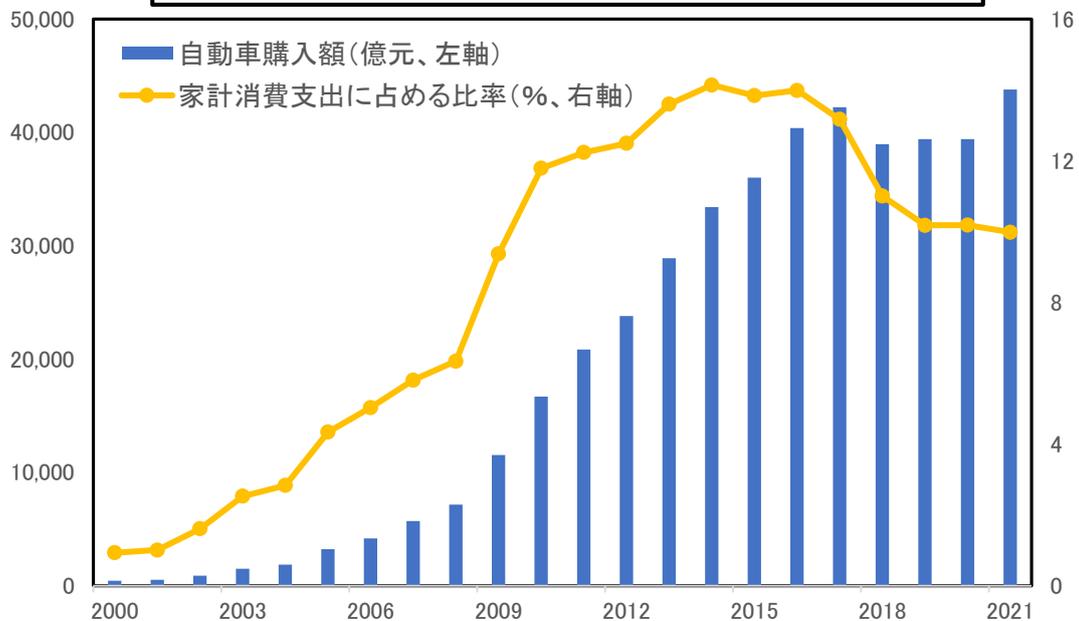
一方、1~5月期の固定資産投資は前年比6.2%と鈍化したものの、比較的底堅く推移した。投資分野別にみると、不動産開発投資は同▲4.0%とマイナス幅がさらに拡大したが、設備投資

とインフラ整備向け投資はそれぞれ同 10.6%、8.2%といずれも小幅鈍化に留まり、投資全体を下支えした。

また、海関総署が発表した5月の輸出も予想以上に伸びた。ドル建ての輸出額は前年比16.9%の3,083億ドル、輸入額は前年比4.1%の2,295億ドル、貿易黒字額は788億ドルであった。背景には、生産停滞や物流網の混乱が5月に改善に向かったことを受けて輸出の正常化が進み、4月にコロナ禍で輸出できなかったことの反動が影響しているほか、輸出物価の上昇もある。

これらの経済指標を踏まえると、景気は4月に底打ちし、5月は持ち直しに向かっているものの、依然として低調な状態が続いていると見られる。

図表4 家計消費支出に占める自動車購入額の比率



(資料)中国国家统计局、Windデータより作成

**注目・期待される自動車消費促進策を拡充**

不動産開発投資がさらに悪化するなか、中国政府は低迷した消費を促進するために、自動車消費促進策の拡充を発表した。これまでの促進策を振り返ってみると、5月23日に発表した6分野33項目の経済対策パッケージのなかで、新たな自動車購入制限の導入禁止、既存の購入制限の緩和、一定排気量以下の乗用車に対する取得税減税の年内実施を検討することを盛り込んでいた。

これを受け、財政部（日本の財務省に相当）は、5月31日に減税対象を22年6月1日から12月31日までに購入される、価

格（増値税を除く）が30万円以下、排気量が2.0リットル以下の乗用車とし、取得税を10%から5%に半減することを発表した。これまでも排気量1.6リットル以下の小型車を対象に減税を実施してきたが、今回の措置で排気量2.0リットル以下まで減税対象を拡大したことになる。

減税以外にも、ナンバープレートの発給緩和、購入補助金の支給など、各地方政府による自動車消費促進策が相次いで発表された。例えば、上海市では新たに4万個のナンバープレートを発給するほか、減税に加えてガソリン乗用車を電気自動車に乗り換える場合、1万円の給付金を支払うことが発表された。

これを受け、乗用車市場情報联席会（CPCA、業界団体）は6月9日、22年の国内乗用車販売台数を5月時点の予測値であった前年比▲5%の1,900万台から200万台増加の2,100万台へと上方修正を行い、前年比で4.2%増えとの見通しを示した。CPCAの崔秘書長は、これまでの支援策では1.6リットル以下の車種の販売台数に対してのみ効果があったが、今回の施策は全面的なもので、潜在的な需要を大きく喚起することができると指摘した。なお、CPCAは、6月23日に6月の乗用車販売台数が前年比15.5%の183万台との見通しを示した。

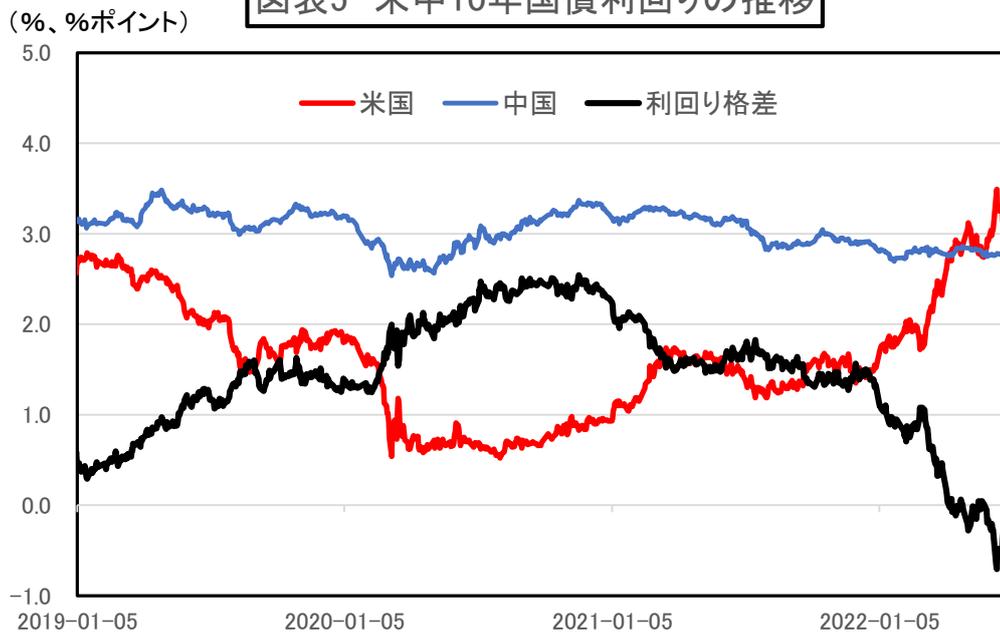
しかし、コロナ禍で口紅などの化粧品が必要ではなくなるなど、足元消費者の購買意欲の低下が見られ、EC販売も低迷した。京東（JD）の18日連続販売キャンペーンでは前年比10%の約3,800億元と伸びたものの、21年（同27%）から大幅に鈍化した。また、同期間において拼多多（PDD）と天猫（アリババのTmall）とを合わせた3大ECの販売額は前年比1%以下の5,800億元となったという。ECには割安感がないとの指摘もあるが、コロナ禍による購買意欲の低下が主因であろう。

こうしたなか、6月22日に開催された国務院常務会議で、自動車消費促進策をさらに拡充すること等が発表された。具体的には、①中古自動車市場を活性化させるため、小型・非輸送用中古自動車を対象に、8月1日から地域別に異なる登録制限を全面的に撤廃し、10月1日から臨時ナンバープレートを与える、②電気自動車販売を支援するため、22年末までとされる電気自動車取得税の免税を延長するかを検討する。また、地方政府が行っている電気自動車市場を保護するための規制（例えば、補助金支給の対象を地元生産車に限定するなど）を撤廃する、

③自動車輸入政策を完備し、カーファイナンスリース市場を育成し、駐車場整備を支援すること、が挙げられた。

これらの施策によって、22年の自動車および関連消費を、約0.2兆元増やすとされている。中国政府は、家計消費支出の1割程度を占める自動車消費への刺激を通じて、個人消費全体を押し上げようとしている。裾野が広い自動車産業への刺激による経済回復期待が高まりつつある（図表4）。

**図表5 米中10年国債利回りの推移**



(資料)Windより作成、直近は22年6月24日。

**さらなる拡張的財政政策が必要**

一方、LPR（ローンプライムレート）は6月20日に据え置かれた。その背景には、5月20日にLPR（5年物）が引き下げられたばかりだったほか、米中金融政策の方向性の違いによるドル高元安の進行やそれに伴う過度な資金流出懸念が挙げられる。実際、米国では6月15日に75bpの大幅利上げが決定されたが、7月も0.5%から0.75%の利上げ幅が見込まれるなか、米中国債利回り格差のマイナス幅（米10年－中国10年）は一段と拡大した（図表5）。

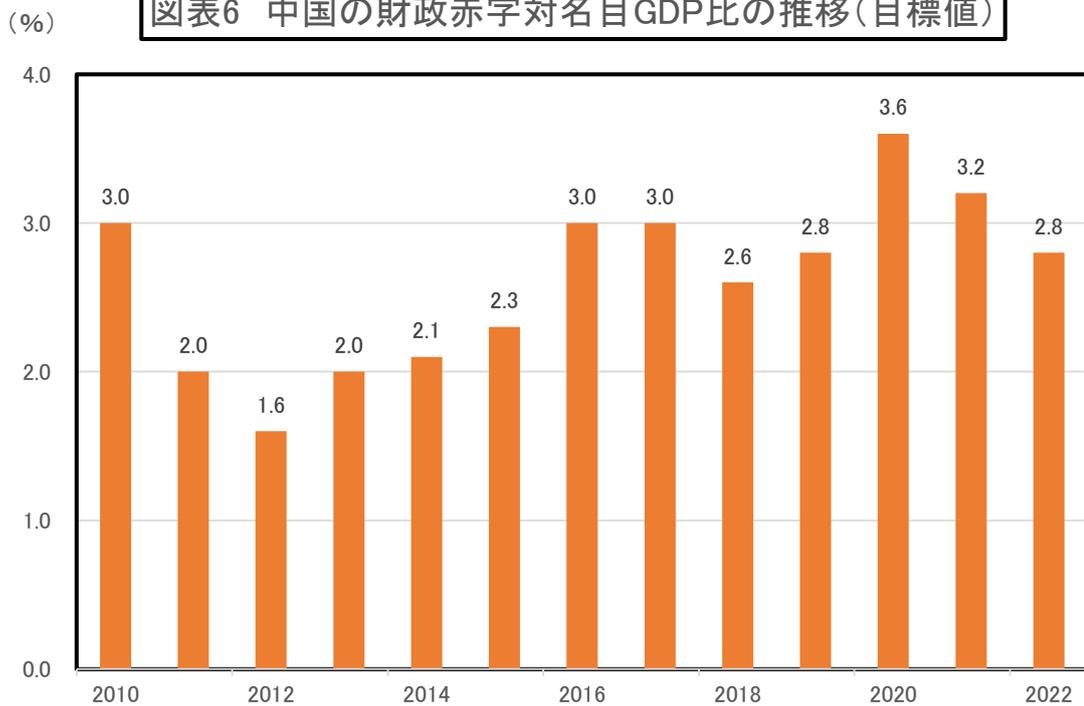
こうした状況を踏まえると、低迷した内需（消費＋投資）を押し上げ本格的な経済回復を促すため、財政赤字対GDP比の引き上げや特別国債の発行など財政政策を一段と拡張させる必要がある（図表6）。実際、地方債発行・利用の加速によってインフラ整備向け投資は比較的底堅く推移しているが、不動産市

況の調整局面が続いていることを受けて「土地財政」に依存する地方政府の歳入が悪化しつつあると見られることから先行きは鈍化する可能性は否めない。

最後に経済見通しや注目点を述べておこう。4～6月期のGDP成長率は7月15日に発表されるが、5月も不動産開発投資に改善が見られず、消費の低迷も続くなど持ち直しのペースが当初の想定より緩慢であったことから、前期比マイナスに陥る可能性が高い。しかし、コロナ感染の収束が続ければ政策効果がかなり期待されることで、年末にかけて回復ペースは加速するだろう。とはいえ、先行き不透明性・不確実性が依然高いこともあり、本格的な回復を促すためにはさらなる拡張的財政政策が求められると考えている。

今後は、当面の経済情勢を分析・検討し、22年後半の経済政策を手配する中央政治局会議の開催（21年の開催日は7月30日）や5年に1回の金融改革等の中期方針を決める全国金融工作会議等（前回は17年7月14～15日）に注目したい。

**図表6 中国の財政赤字対名目GDP比の推移(目標値)**



(資料) 財政部、Windデータより作成

(22.6.27 現在)

## モノ不足と労働力不足が変えるユーロ圏経済

### ～インフレ圧力と低成長が恒常化する時代に～

山口 勝義

#### 要旨

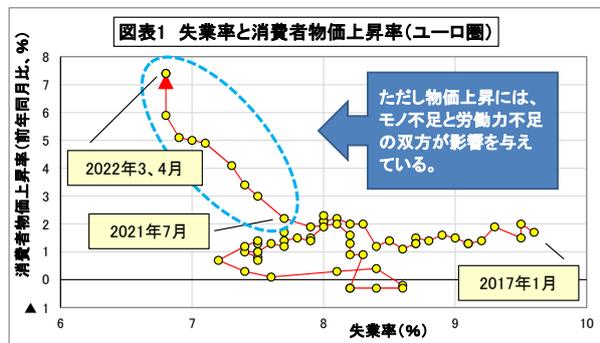
新型コロナウイルスとの共生の長期化と気候変動対策の加速化、そしてロシアによるウクライナ侵攻という大きな環境変化の中で、これに少子高齢化も加わり、ユーロ圏はモノと労働力の不足が定着化し、インフレ圧力と低成長が恒常化する時代を迎えつつある。

#### はじめに

ユーロ圏経済を取り巻く環境が、最近、急速に変化し、影響を拡大している。なかでも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、そしてロシアによるウクライナ侵攻が物価上昇圧力を強め、従来の低インフレ基調の経済は大きく転換するに至っている（図表1）。

この低インフレの主要な背景には、グローバル化の進捗による諸コストの低下があった。また、労働組合加入率の縮小などに伴う労働者の交渉力の弱まりも、賃金の伸びの鈍化を介してその一要因として働いてきたものとみられる。さらに、相次いだ危機の際の需要低迷や、その後の規制緩和も影響を与えてきた。

これに対し、新型コロナウイルスの感染拡大は供給サイドにボトルネックを生じさせ、また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することにより、ともにモノや労働力の不足を通じて物価上昇を促している。一方、気候変動対策では、特にクリーンエネルギーへの転換の移行期には化石燃料に対する需要が引き続き根強いことから、その需給の不均衡が、なかでも温室効果ガスの排出量が比較的少ない天然ガスの大幅な価格上昇を招く結果となっている<sup>(注1)</sup>。そして



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成

ロシアによるウクライナ侵攻の結果、エネルギーのほか農産物や鉱物資源を含む幅広い分野で供給ショックが生じている。

今後についても新たな変異株の発生により新型コロナウイルスとの共生が継続するとみられるほか、気候変動対策は長丁場の対応となる<sup>(注2)</sup>。また、ウクライナ紛争が鎮静化した場合にも、ロシアとの関係が容易に旧に復するとは考え難い。このためこの3つの環境変化の影響は長期化し、モノ不足と労働力不足の定着化を通じて欧州経済に影響を与え続けることが予想される。また、このモノと労働力の不足は、今回の経験を教訓にグローバル化の流れが反転し世界経済のブロック化が進む可能性や、社会の基調としての少子高齢化の進展などとも関わっている。こうした中で欧州経済は、これからどのような道筋を辿ることになるのだろうか。

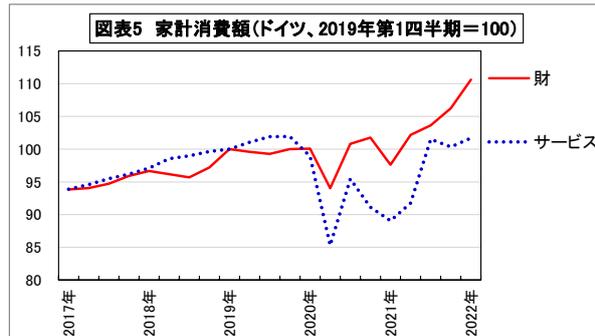
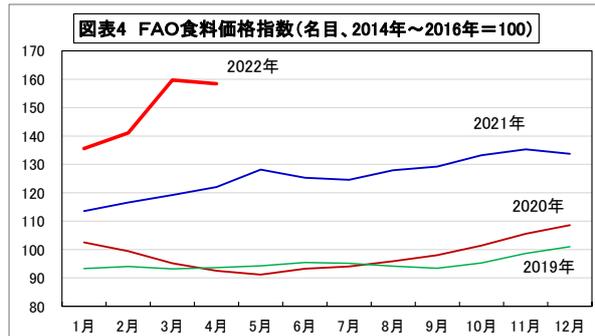
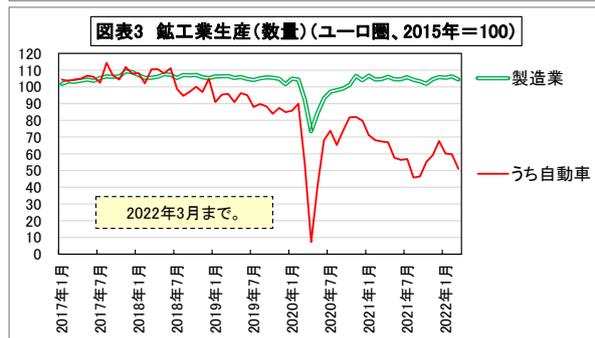
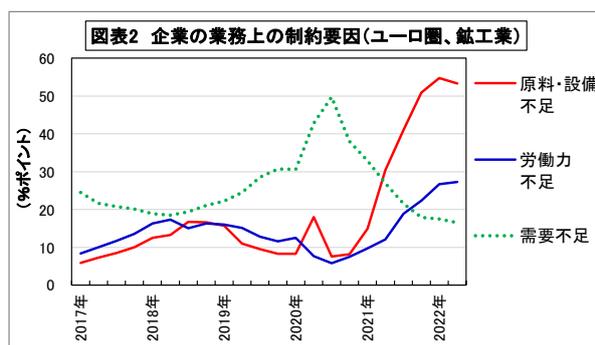
## モノ不足の実態とその影響

まず改めてユーロ圏におけるモノ不足と労働力不足の状況を確認すると、例えば欧州委員会による調査で、特に2020年の後半以降にこの傾向の強まりが見て取れる(図表2)<sup>(注3)</sup>。これは、サービス業の労働力不足についても同様である。

このうちモノ不足については、実際に広い範囲に及んでいる。ロシア産の石炭、石油、天然ガスについては、ロシアに対する経済制裁や同国による輸出制限措置により欧州への供給量が低下している。また、新型コロナウイルスの感染拡大で発生した供給制約による半導体不足が長期化しているほか、ウクライナ紛争に伴い、ワイヤハーネスなどの自動車部品、小麦などの食料品、様々な鉱産物について、同国からの供給の縮小が生じている<sup>(注4)</sup>。

これらを受けて、ユーロ圏では天然ガスなどの価格上昇が著しく、消費者物価を押し上げる中心的な要因となっている。また、部品不足は自動車生産が長く低迷する、重要な背景である(図表3)。このほか、ウクライナやロシアは小麦やトウモロコシなどの主要な輸出国であることから、その価格の一層の上昇や、輸入依存度の高い国々での食料不足の発生が懸念される状況に至っている(図表4)<sup>(注5)</sup>。

確かに最近の動向としては、例えば在宅勤務の普及に伴うIT機器や家具に対する需要の拡大が、モノ不足を助長したという特殊な側面もある(図表5)。しかし、今後はこの傾向は落ち着くとはしても、これでモノに対する需要が縮小に向かうわけではない。むしろ、加速する気候変動対策の下での設備投資や、希少資源に対する需要、家計の買い替え需要などを中心に、モノ需要はこれから広い範囲で大



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

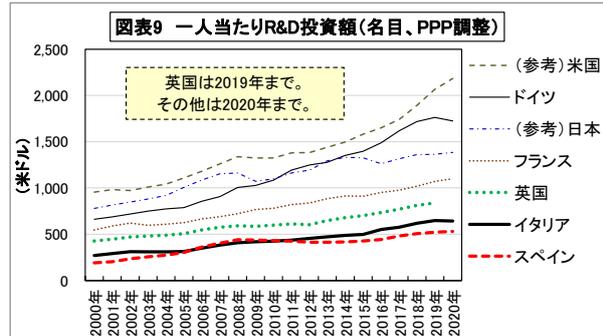
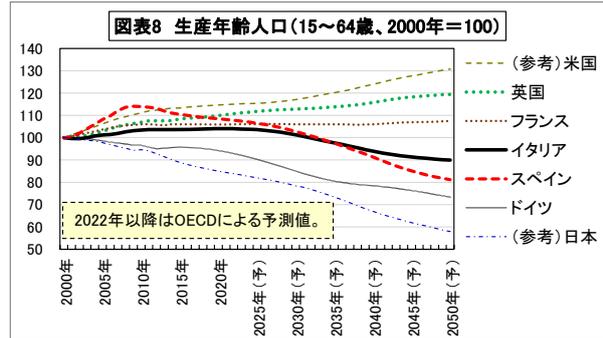
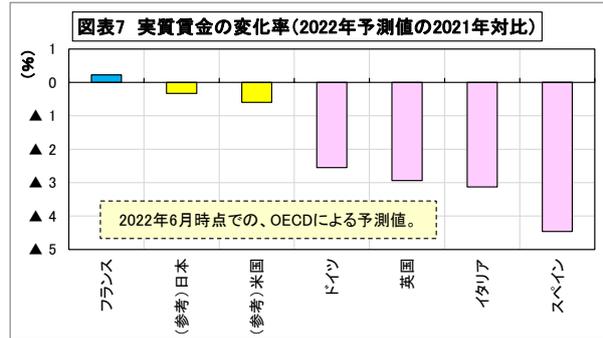
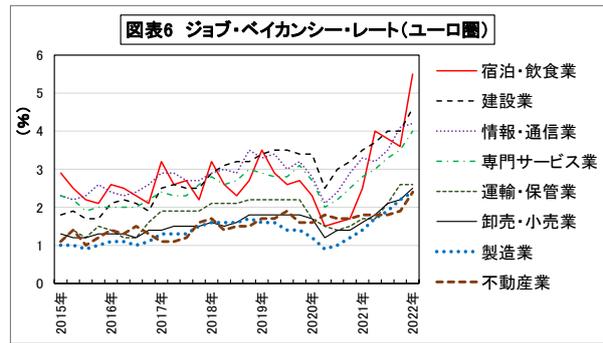
幅に拡大することが見込まれている<sup>(注6)</sup>。こうした中でのモノの供給不足はインフレ圧力の強まりをもたらし、また生産の制約要因として働くものと考えられる。さらに、ユーロ圏経済に、途上国で発生した食料危機の影響が及ぶ可能性もある。

## 労働力不足の実態とその影響

新型コロナウイルスの感染拡大時には、行動規制や労働市場からの離脱により、世界的にトラック運転手や船員などの供給不足が生じた。この労働力不足は運賃の上昇や輸送の停滞を通じて、物価の上昇圧力を強め、モノ不足を深刻化させる結果を招いた。その後、ユーロ圏ではこの種の労働市場の歪みは徐々に解消されてきてはいるが、今度は労働力需要の回復に従いジョブ・ペイカンシー・レートが幅広い業種で上昇するなど、再び労働力の不足感が強まっている（図表6）（注7）。

ここでの注目点は、賃金の動向である。ユーロ圏では近年、その伸び率は米国などに比べ低い水準に留まってきたうえ、物価上昇で実質賃金の落ち込みが大きい（図表7）。こうしたなか、労働力不足の下での賃金の大幅な引き上げが物価上昇を加速させる可能性に注意が必要である。また、モノ不足に伴う物価上昇は供給側の要因による、主に輸入物価の上昇によるものであるが、労働力不足に伴う物価上昇は内需を要因とするものとして、物価上昇に新たな性格を加えることになる。

以上は、労働力の需要と供給が大幅に変動する中で、両者の相対的な関係により生じた労働力不足であるが、これとは別に、少子高齢化という、労働力の絶対的な不足要因も拡大しつつある（図表8）。この少子高齢化は潜在成長率を低下させ経済成長の鈍化を招くほか、生産力の縮小や貯蓄率の低下を介して物価上昇に繋がることになる。これへの対処としては、研究開発（R&D）による技術進歩の促進や、教育・訓練を通じた人的資本の質の向上などが重要であるが、ユーロ圏ではこの点で十全とは言えず将来に向けた成長力



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

の持続には黄信号が燈っている（図表9）。

このように、現在ユーロ圏で生じており、また今後も構造的に進行すると見込まれる労働力不足は、モノ不足と同様に、成長の鈍化を招くほかインフレ圧力を強める方向に働くものと考えられる。

## おわりに

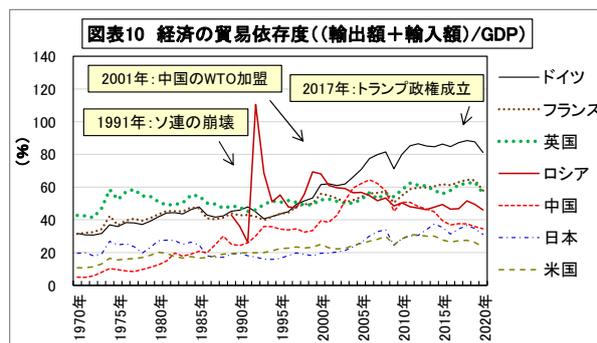
こうして新型コロナウイルスとの共生の長期化、気候変動対策の加速化、ロシアによるウクライナ侵攻という大きな環境変化の中で、これに少子高齢化も加わり、ユーロ圏はモノと労働力の不足が定着化し、インフレ圧力と低成長が恒常化する時代を迎えつつあるものとみられる。

これに対して、気候変動関連投資が経済成長を牽引するとの見方もある。確かにその規模は大きいですが、一方で企業は耐用年数の残る既存の資本の廃棄を迫られ、またこの投資は生産性や収益性の改善に直接、結び付くものでもない。このため、気候変動関連投資が足元の経済成長に寄与するとはしても、これによる将来に向けての全体的な成長促進効果については割り引いて考える必要があるとみられる。さらに、この投資自体が希少資源など、気候変動対策上不可欠な資材に対する需要を高め、モノ不足を助長する側面もある。同時に今回の経験を教訓として経済のグローバル化の流れが反転し、コスト高やモノ不足により投資の効率性が一層低下

(注1) 再生可能エネルギーによる発電は自然要因による変動が大きいため、発電不足を補う必要から、なかでも温室効果ガスの排出量が比較的少ない天然ガスに対する需要が強まった。また、いわゆる「座礁資産」(社会環境などの変化に伴い価値の大幅な毀損が見込まれる資産)化が懸念される化石燃料関連の投資が縮小し供給能力が低下していることも、価格上昇を加速させる要因になったものとみられる。今後とも、特にエネルギー転換の移行期には、同様の価格の大幅な変動が生じる可能性が大きい。なお、天然ガスは発電の燃料や暖房の熱源のほか、メタノールやアンモニアなどの製造で使用されており、肥料価格への波及など、価格上昇の影響が及ぶ範囲は幅広い。

(注2) 欧州連合(EU)は、21年6月に欧州議会およびEU理事会で採択した「欧州気候法」で、温室効果ガス実質ゼロ化などを達成する期限を50年に置いた。また中間目標として、温室効果ガス排出量を90年比で少なくとも55%削減する期限を30年とした。

(注3) 欧州委員会の、事業体に対する業務上の制約



(資料) World Bank のデータから農中総研作成

する可能性なども指摘できる(図表10)。

他方で、欧州中央銀行(ECB)の金融政策はジレンマに直面している。引き締め策は、主にエネルギー資源などの供給要因による現在のインフレには効果が乏しいうえ、単に景気回復を阻害し、高債務国のリスクを高める結果に終わりがねない。その反面で、引き締めの手を緩めた場合には、ユーロ安による輸入インフレの高進や、資産バブルの発生が控えている。

以上のように、今後のユーロ圏経済はインフレ圧力と低成長が基調となる可能性が大きく、それに加えて、政策の如何に関わらず様々な波乱に直面するリスクに晒されていることになる。(22.6.27現在)

要因に関する調査による。図表2は、各項目について「該当する」と回答した割合(%)から「該当しない」と回答した割合(%)を差し引いた%ポイントである。

(注4) このうち鉱産物では、鉄鉱石やボーキサイト、マグネシウム、マンガンなどが、ウクライナが世界の中で主要な生産国となっている産品である。

(注5) 国連食糧農業機関(FAO)の食料価格指数は、穀物のほか植物油、乳製品、肉類、砂糖の全5分野にわたり農産物の価格動向を集計した指数である。

(注6) 国連の気候変動に関する政府間パネル(IPCC)は22年4月、世界の平均気温の上昇を産業革命前比で1.5°C以内に抑えるとするCOP26の目標達成のためには、温室効果ガス排出量を30年に19年対比で43%、また2°C以内の場合には25%削減する必要があるとした。その上で、30年までに必要となる平均投資額は現在の水準の3~6倍に達すると指摘した。

(注7) 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。

# 高インフレシナリオにおける利上げの上限を考える

## ～FRB/US モデルによるシミュレーション～

佐古 佳史

### 要旨

高インフレを抑制するため6月FOMCにてFRBは一段とタカ派に転じた。本稿では、6月時点でのFRBの見通しを参考にしつつ、政策金利の上限などをタカ派的に考察した。

高インフレの長期化を予想するFOMCメンバーの見通しに立脚すると、政策金利は5.5%程度まで上昇する可能性もあるのではないだろうか。

### 一段と化タカ派化したFRB

6月FOMCにてFRBは、22～23年の政策金利の見通しを、3月時点から1ポイント以上大幅に上方修正し、インフレ率を抑制する姿勢を一段と明確化した。しかしながら、5月のコア消費者物価指数が高止まりしたことや、ウクライナ危機の長期化、ロシアによるウクライナ産穀物輸送の妨害など、インフレ率の見通しは非常に困難な状況が続いている。こうした環境のなか、今回の利上げサイクルの最終的な政策金利(=ターミナルレート)や利上げペースについての不確実性は高く、タカ派的な金融政策によって、米国経済は景気後退入りするのではとの懸念もみられる。また、最近では、軽度な景気後退という意味合いでマイルドリセッションという言葉を目にする機会が増えたように思われる。

### タカ派な見方を支持する材料

5月31日付のサンフランシスコ連銀 [Economic Letter](#) では、コロナ禍の下での労働市場の動きを調整した上で、非インフレ的失業率(the noninflationary rate of unemployment)を推計すると、21年9～12月期には6%へ上昇したと報

告されている。インフレ率を抑制するためには景気を減速させる必要があり、失業率の上昇を当然視する見方も広まりつつあり、参考値の一つになるだろう。

また、元財務長官のサマーズ氏らが6月に公開した[ワーキングペーパー](#)では、消費者物価指数の内、住宅(Shelter)項目の作成方法の変更を調整すると、ボルカーFRB議長(当時)が強力な金融引き締め政策を実施した40年前と比べて、足元の実質政策金利は低すぎるため、より積極的な利上げが必要になると指摘されている。

ちなみに、アトランタ連銀が公表しており、政策金利の参考値としてしばしば利用されるテイラー・ルールでは、(政策金利変更の滑らかさを無視すると)5%台半ばの政策金利が示唆される。

### 利上げのシミュレーション

6月半ばに公開されたFRBの[ワーキングペーパー](#)によると、米国経済の景気後退(リセッション)確率は向こう1年間で50%超、向こう2年間で67%程度と推計されている。

そこで本稿では、今回の利上げ局面における利上げの上限を考える上で、①失

業率のある程度の上昇と②マイルドリセッション（2 四半期以上の軽微な景気後退）を経つつ、③インフレ率が 2%に向けて収束していく、といった状況を FRB/US モデルを用いて考察した。

政策の効果は、利用者が設定する金利水準と、利用するベースシナリオの金利水準の差分が反映される。このため、今回のシミュレーションが、モデル内での金融引き締め効果を最大化したものとは限らない。

## 利用したデータについて

FRB/US モデルを用いてシミュレーションを行う際は、FRB から提供される米国経済の予測データセットをベースシナリオとして利用する。データセットの更新頻度は低くないものの不定期であるため、本稿では参考値として、6 月の FOMC における経済予測資料 ([Summary of Economic Projections](#)) での値を 3 次のスプライン補完などで四半期データに変換した上で利用した。

6 月 FOMC では FOMC 参加者による見通しにかなり開きがあったものの、本稿では見通しの中央値ではなく、低成長率、高失業率、高インフレ率（22 年末・前年比 5.0%、23 年末・同 3.5%、24 年末・同 2.8%）、高政策金利と、ある意味最も FRB にとっては望ましくない見通しを利用した（注 1）。

これは、高インフレが予想外に持続するなかでタカ派的に政策金利の上限を考察するためである。

注 1 ただし、モデルでの金融

## ターミナルレートは 5.5%程度が上限か

結果を確認してみると、当然ながら利上げ速度やターミナルレートの据え置き期間はどのような組み合わせも取り得るが、マイルドリセッションと思われる、小幅なマイナス成長を経て、失業率の上



(資料) 農中総研作成



(資料) 農中総研作成

昇を伴いながら、インフレ率の抑制を図る場合、6月 FOMC 時点のデータに立脚すると、5.5%のターミナルレートを4四半期据え置くようなパスが考えられる。この場合、利上げによる引き締め効果から、GDP 成長率は22年後半～23年半ばにかけて緩やかなマイナス成長となりそうだ。失業率は24年前半に5.0%程度でピークとなり、コア PCE デフレーターで測ったインフレ率は23年末に2%台前半にまで減速した後に安定する結果となった。

24年ごろから中立的な水準に向けて利下げに転じることで、GDP 成長率は2%弱と目される潜在成長率へと回帰する見通しとなった。

印象としては、いろいろな設定で試してみたものの、高インフレを抑制するため

に高い水準まで利上げすることによって、GDP 成長率の落ち込みが2～3年間確認できる一方で、極端なマイナス成長にはならなさそうであった。

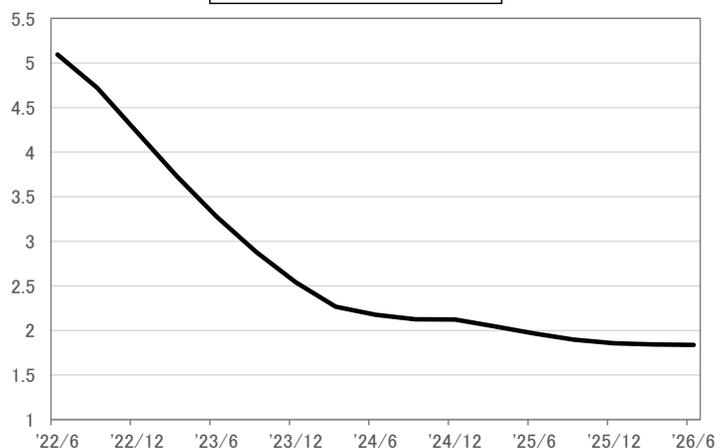
また、前述のサンフランシスコ連銀の調査と比較すると、インフレ率を抑えるために必要な失業率の上昇幅については、少し小さいのではないかとの印象を受けた。

### マーケット織り込みとのギャップについて

マーケットの政策金利予想をみると、

(前年比%)

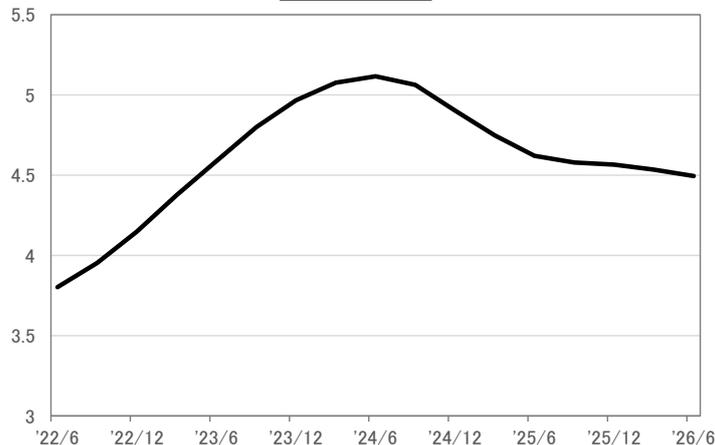
図表3 コアPCEデフレーター



(資料)農中総研作成

(%)

図表4 失業率



(資料)農中総研作成

例えば FF 金先では 23 年半ばに 3.5%程度の政策金利がターミナルレートとして織り込まれており、概ね 6 月 FOMC 時点の FRB の政策金利見通しと整合的と言えるだろう。一方で、リセッション確率は 50%程度と認識されており、こちらは FRB よりもかなり悲観的な見通しとなっている。

本稿のようなシミュレーションをする場合は FRB のデータセットを利用するため、必然的に FRB の見通しに影響される側面がある。このため、高めの政策金利を仮定しても GDP 成長率は思いのほか底堅く試算されていると思われる。また、

マーケットでは、社債などのクレジットスプレッドの拡大や家計のセンチメントの悪化なども景気悪化要因として認識されていると思われるが、そうした要因にモデル内で強い効果を持たせるのは難しい印象がある。

例えば、年初来の米株安が資産効果を通じて個人消費を減速させるという、あまりモデルでは考えられていない経路を重視すれば、少ない利上げ幅でより大幅な GDP の減速とインフレ抑制が達成できる可能性も考えられるだろう。

## まとめ

本稿では、高インフレが続いた場合の GDP 成長率や政策金利の上限について、タカ派的に考察するという目的の下、FRB/US モデルを用いて米国経済についてのシミュレーションを行った。一例として、ターミナルレートは 5.5%程度が上限として考えられる。

現在のような見通しが困難な局面では、「足元のデータを確認→インフレ率などの見通しを柔軟に再検討→モデルによる計算」という過程を繰り返すことが大切だと思われる。このため、9月 FOMC 後や、FRBによるデータセットの更新があれば、同様のシナリオを再検討しても良いだろう（注2）。

注2 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。このため、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。また、経済主体の期待値設定はハイブリッド型(-mcap+wp)を利用した。

## 2021年度の地方銀行の決算動向と今後の経営戦略

古江 晋也

### 要旨

2021年度の地方銀行の決算は対前年度比で資金利益や役務取引等利益が増加し、信用コストが減少したことから経常利益、当期純利益は増加した。一方で、米長期金利が急上昇したことを受け、有価証券ポートフォリオの健全化が求められた。経営戦略では、引き続きデジタルトランスフォーメーションの推進に加え、脱炭素化支援などサステナブル関連に取り組むことを表明する銀行も増加するなど、法人向け手数料ビジネスは取組みの多様化が進んでいる。

### はじめに

2022年1月、米政策金利の引上げ観測が高まったことを受け、長期金利が急上昇した。2月になるとウクライナ情勢が緊迫化し、同月24日にはロシアによるウクライナへの軍事侵攻が始まった。これを受けて石油や天然ガス、穀物などを中心とする国際商品市場が一段と高騰、世界経済は大きな混乱に見舞われている。

本稿では、全国地方銀行協会「地方銀行2021年度決算の概要」と各銀行の決算説明会資料をベースに、2021年度の地方銀行の決算動向と今後の経営戦略をまとめることにする。

### 21年度の地銀決算の特徴

2021年度の地方銀行決算の特徴は、前年度と比較して資金利益や役務取引等利益などが増加し、信用コストは減少したものの、米長期金利の急上昇を受け、有価

証券のポートフォリオの健全化が迫られるようになったことである（図表1～4を参照）。

まず、21年度の貸出金利回りは前年度よりも低下したが、貸出金残高が増加したことから、結果として貸出金利息は前年度より増加した。ただし、21年度の法人向け貸出金残高は新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）への対応による資金需要が一巡したことから、前年度より増加率は鈍化した。

貸出金利回りの低下は、低金利競争が原因である側面もあるが、なかには「ゼロゼロ融資」への対応を要因にあげる銀行がある。具体的には「ゼロゼロ融資」の利子補給分の金利水準が通常の事業性融資よりも低い金利水準に設定している自治体があるからであり、当該自治体をマザーマーケットとする銀行は利回りが低下することになった。

図表1 地方銀行の預金残高と貸出金残高の推移(平残)

(単位:兆円、%)

	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度
預金	255.71	263.11	272.72	290.15	311.08
増減率	2.6	2.9	3.7	6.4	7.2
貸出金	194.81	204.21	215.62	224.49	233.59
増減率	3.9	4.8	5.6	4.1	4.0

(資料)全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行の決算の概要」の各年度

一方、役務取引等利益については、個人の預かり資産業務は内外株価の下落などのマーケット要因に加え、これまでのビジネスモデルをス

図表2 地方銀行の貸出金残高内訳の推移(末残・国内店)

(単位:兆円、%)

	18年3月末		19年3月末		20年3月末		21年3月末		22年3月末	
	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率
法人向け	117.02	3.9	121.83	4.1	126.68	4.0	134.56	6.2	138.90	3.2
中小企業向け	83.75	5.8	87.77	4.8	91.45	4.2	98.42	7.6	102.24	3.9
地方公共団体向け	20.76	1.3	20.75	▲ 0.1	20.82	0.3	21.12	1.5	21.29	0.8
個人向け	58.35	4.0	60.77	4.1	64.42	6.0	65.56	1.8	66.95	2.1
貸出金合計	197.81	3.7	205.25	3.8	214.06	4.3	223.52	4.4	229.68	2.8

(資料)全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行決算の概要」の各年度

トック(残高)重視型へとシフトしたことなどから一時的に落ち込んだものの、法人向け手数料ビジネスが好調であったという銀行は少なくない。

法人向け手数料ビジネスは、取引先企業の経営戦略策定、補助金サポート業務、シンジケートローンの取り組みに加え、なかにはストラクチャードファイナンスやノンリコースローンなどに取り組むことで法人向け手数料ビジネスとともに、貸出金残高の伸長や、相対的に高い金利を確保することに成功した銀行がある。

昨今ではグループ会社とともに取引

先企業のデジタル化支援などに取り組むことを表明する銀行もあり、その業務範囲を拡大させている。

コア業務純益は、資金利益や役務取引等利益が増加したことから前年度比+16.9%と高い伸びを示した。国債等債券関係損益は米金利が急上昇したことからの増超幅が前年度より大きく拡大することとなったが、コア業務純益の増加でカバーできたことから業務純益は増加した。

経常利益は、業務純益が増加したことに加え、不良債権処理額が減少したことからの増加。当期純利益も前年度より大きく増加した。

図表3 地方銀行の損益の推移

(単位:億円)

	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度
業務純益	9,463	9,739	9,761	9,633	10,784
コア業務純益	10,887	10,299	9,962	10,877	12,711
(除く投資信託解約益)			9,319	10,059	12,136
コア業務粗利益	33,715	32,945	32,902	33,301	35,208
資金利益	29,256	28,625	28,377	28,362	29,705
資金運用収益	31,857	31,719	31,349	29,709	30,742
貸出金利息	22,371	22,636	22,811	21,951	22,075
有価証券利息配当金	8,886	8,326	7,876	7,319	7,627
資金調達費用	▲ 2,602	▲ 3,096	▲ 2,973	▲ 1,346	▲ 1,037
役務取引等利益	4,308	4,319	4,327	4,456	4,987
その他業務利益	150	0	197	482	515
経費	▲ 22,827	▲ 22,646	▲ 22,939	▲ 22,424	▲ 22,496
人件費	▲ 11,450	▲ 11,349	▲ 11,361	▲ 11,059	▲ 11,000
物件費	▲ 9,863	▲ 9,826	▲ 10,032	▲ 9,761	▲ 9,991
税金	▲ 1,513	▲ 1,469	▲ 1,544	▲ 1,603	▲ 1,504
国債等債券関係損益	▲ 1,067	▲ 228	614	▲ 608	▲ 1,528
一般貸倒引当金繰入額	▲ 355	▲ 330	▲ 815	▲ 635	▲ 397
臨時損益	1,553	▲ 468	▲ 1,149	▲ 1,185	▲ 421
不良債権処理額	▲ 1,000	▲ 2,784	▲ 2,018	▲ 2,847	▲ 2,192
個別貸倒引当金繰入額	▲ 634	▲ 2,202	▲ 1,314	▲ 2,373	▲ 1,770
貸出金償却	▲ 249	▲ 425	▲ 508	▲ 280	▲ 286
株式等関係損益	2,086	2,103	749	1,782	1,369
貸倒引当金戻入益	360	71	11	9	13
償却債権取立益	189	162	191	166	224
その他臨時損益	▲ 82	▲ 21	▲ 83	▲ 296	163
経常利益	11,015	9,269	8,610	8,447	10,363
特別損益	▲ 45	▲ 46	▲ 412	▲ 205	▲ 168
法人税等	▲ 3,130	▲ 2,998	▲ 2,270	▲ 2,289	▲ 2,892
当期純利益	7,838	6,223	5,926	5,952	7,302
信用コスト	▲ 805	▲ 2,881	▲ 2,631	▲ 3,307	▲ 2,352

(資料)全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行決算の概要」の各年度

不良債権額(金融再生法開示債権額)は4兆3,011億円と対前年度比で+3.8%増加。総与信額に占める比率は1.78%と低水準で推移している。

なお、全国地方銀行協会が公表している地方銀行の22年度通期業績予想は、経常利益(60行合計)は1兆825億円と21年度実績比で727億円の増加

(+7.2%、増益 31 行・減益 29 行)、当期純利益 (61 行合計) は 7,653 億円と同 421 億円の増加 (+5.8%、増益 33 行・減益 28 行) の見通しを示している。

## 最近の融資・手数料ビジネスの特徴

### (1) 伸び率が鈍化した貸出金残高

コロナ禍を受け、地方銀行における 20 年度の貸出金平均残高は取引先企業の資金繰りニーズが高まったことから高い伸びとなったが、21 年度は落ち着きを取り戻しつつあることから伸び率は鈍化している。なかには、大中堅企業向け貸出が鈍化したことから貸出金平均残高の伸び率が低い水準にとどまったという銀行や、コロナ禍によって観光業や宿泊業などの事業者の資金需要が細っており、この動向はしばらく続くという銀行もある。

個人ローンは、テレワークの普及によって都心から郊外へと移住するニーズをうまく取り込み、住宅ローン残高を伸ばした銀行がある。ただ自動車ローンは世界的な半導体不足による納車遅延の影響を受け、一時実行額が減少する動きがあるなど、サプライチェーンの制約が個人ローンに影響を及ぼしている。今後は資材価格の高騰が住宅ローンの残高にどのような影響を与えるかも注目される。

### (2) 個人向け手数料ビジネスの動き

個人預かり資産業務については、販売手数料が一時的に落ち込んでいる銀行がある。その理由はストック重視へと営業推進を転換しているからであり、顧客本位の業務運営を具現化する一環であると

図表4 地方銀行における経営諸指標の推移

(単位: %)

	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度
貸出金利回	1.14	1.10	1.05	0.97	0.94
有価証券利回	1.27	1.26	1.23	1.11	1.07
資金運用利回	1.12	1.09	1.04	0.93	0.86
預金等原価	0.89	0.86	0.84	0.76	0.71
預金等利回	0.03	0.04	0.03	0.01	0.00
経費率	0.85	0.82	0.80	0.74	0.70
人件費率	0.42	0.41	0.40	0.36	0.34
物件費率	0.36	0.35	0.35	0.32	0.31
資金調達利回	0.08	0.10	0.09	0.03	0.02
資金調達原価	0.86	0.84	0.81	0.68	0.59
預貸金利鞘	0.25	0.24	0.21	0.21	0.23
資金粗利鞘	1.04	0.99	0.95	0.90	0.84
総資金利鞘	0.26	0.25	0.23	0.25	0.27
総資産コア業務純益率(ROA)	0.35	0.31	0.29	0.29	0.30
株主資本コア業務純益率(ROE)	7.46	6.75	6.31	6.82	7.68
コア業務粗利益経費率(OHR)	67.70	68.73	69.71	67.33	63.89

(資料) 全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行決算の概要」の各年度

考えられる。

一方、営業推進体制については、全営業行員が預かり資産の販売に携わる体制を構築することで残高を積み上げる銀行があるが、最近ではアプリに投信関連機能を搭載することで若年層の取り込みをめざす動きもあるなど、さまざまな手法で残高の増加をめざしている。

### (3) 多様化する法人向け手数料ビジネス

貸出金利回りの低下に歯止めがかからないなか、法人向け手数料ビジネスは現在、最も注力する事業分野の一つである。ある銀行ではコロナ禍を受け、経営の先行きに不安を持つ経営者が多いことから、取引先企業の事業計画策定支援に力を入れている。同銀行は本部と営業店が事業性評価ミーティングを重ね、取引先企業の強みや弱み、経営課題への対応策などをまとめており、取引先企業からも喜ばれているという。

また都市部に積極的に進出しているある銀行は、これまで補助金サポート業務などに精通した行員を本部から派遣していた体制を見直し、コンサル業務ができる行員を育成し、営業店からも派遣する

ことをめざすという。これは地元で培った地域密着型金融を都市部にも展開することであり、法人向け手数料ビジネスを活用したマザーマーケット以外における取引シェアの向上策でもある。

最近では、SDGs 支援子会社を設立し、地元中堅、中小企業のサステナビリティトランスフォーメーションを積極的に推進したり、地域企業の多くが脱炭素化の取組みに未着手であることを踏まえ、課題解決メニューの拡充を図ることでビジネスチャンスにつなげたりすることを計画する銀行もある。今後は脱炭素化支援を中心としたサステナブル関連の法人向け手数料ビジネスの行方にも注目が集まる。

## 加速するデジタルトランスフォーメーション

デジタルトランスフォーメーション推進については、店頭取引をタブレット受付とすることで業務の効率化を図りつつ、個人向けについてはバンキングアプリ、法人向けは法人ポータルサイトの機能を拡充することが加速している。

特に業務の効率化は、店頭受付のみならず、銀行内部の処理や保存まで完全にペーパーレス、印鑑レス化を図ることをめざす動きがある。このことは店舗の軽量化を一層促進するとともに、営業拠点の再編が一段と加速すると考えられる。なかには「現物以外の取引は、原則すべてデジタルで取引ができることをめざす」という銀行もあり、OHR を意識したマネジメント体制の再構築が今後も銀行経営の重要な課題となるであろう。

また若年層をターゲットとしたデジタル銀行の動向も注目される。ある持ち株

会社は、デジタル銀行が開業したことで、預金、為替取引は非対面のデジタル銀行へ、デジタル銀行の新規顧客の対面コンサルニーズは銀行のコンサルサービスへと相互案内することが可能になるという。将来的には、デジタル銀行でローン、デジタルウォレットなどの非金融サービスを提供するなど、BaaS 連携のプラットフォーム基盤をめざすことを考えている。

法人ポータルサイトについては、銀行取引のみならず、コミュニケーションツール機能を搭載することで顧客との接点を増やすとともに、データを一元管理し、顧客に高度な提案ができるようにすることを構想している銀行がある。そしてこのような銀行のデジタルトランスフォーメーションは、取引先のデジタルトランスフォーメーションにも貢献できるとの発想のもと、法人向け手数料ビジネスの新たな収入源に結び付ける動きも進行している。

## 増加が懸念される信用コスト

新型コロナの感染拡大を受け、20 年度の決算では信用コストは大幅に上昇したが、21 年度は政府の手厚い新型コロナ対策などから全体的には追加的な与信コストが発生しなかったこともあり、21 年度の信用コストは新型コロナの感染拡大前よりも低い水準となった。

ただ今後の信用コストの動向については、新型コロナの長期化やロシアによるウクライナへの軍事侵攻による影響を受け、資源価格の高騰やサプライチェーンの制約などに対する懸念が高まっていることを踏まえると、取引先企業の債務者区分の変更や倒産など、信用コストが再び上昇することも考えられる。

そうした動きのなか、資金繰り・経営改善支援に対応した行員を増員したり、事業再生支援を実施する専担チームを新設したりする銀行があるが、これらの取り組みは、信用コストを削減する意味においても力を注いでいく必要がある。

その意味で今後の中期的な取り組みは、銀行が「総合金融サービス業」へと飛躍できるかどうかを見極める試金石になるであろう。

## おわりに

日本銀行のマイナス金利政策導入から今日までの地方銀行のビジネスモデルの変革の流れを前半と後半に分け、簡単に振り返ってみると、前半は業務の効率化や人員削減、店舗統廃合といったコスト削減に重点を置いてきたのに対し、後半はコスト削減によってねん出した資金を原資に、さらなるデジタルトランスフォーメーションの推進やさまざまな戦略的子会社の設立などによってトップラインの増強に重点を置いていることが特徴といえよう。

コスト削減とトップラインの増強の取り組みは同時並行的に進行している部分もあるが、最近では経営戦略の軸足をトップラインの増強へとシフトさせる動きが活発化している。そしてこのトップライン増強策を考えるうえで欠かせないキーワードが「総合金融サービス業」への進化である。また昨今ではこれまで以上に外部パートナーとの連携なども進めることで「エコシステム」の形成を検討するという銀行もある。

ただこのようなビジネスモデルの転換が、地域社会からの支持を得るかどうかは、コロナ禍の長期化、資源高、サプライチェーンの制約などに直面している取引先にグループが総力を上げ、きめ細かく解決策を提示することができるかどうかにかかっているといっても過言ではない。

# プラチナム・ジュビリー

農林中央金庫 ロンドン支店長 吉田健司

先日、ロンドンの中心部メイフェア地区のあるレストランを出た際に建物の外壁にある記念碑に気づいた。「1926年4月21日、ここ17 Bruton Streetにある邸宅でエリザベス・アレクサンドラ・メアリー・ウィンザーが生まれた」と書かれてある。その地は現女王のエリザベス2世の生誕地だったのである。彼女は幼少時代、リリベットと呼ばれ、国内外から広く人気があったが、数奇な運命により10歳にして父が急に国王となり、長女であることから王位継承順位1位となった。そして1952年2月6日、訪問先のケニアで父国王の急死が知らされ、彼女は25歳にして若き女王となった（このシーンはNetflixの人気ドラマ「The Crown」の第2話で登場するので見た方も多いと思う）。今年2022年はエリザベス2世女王の即位からちょうど70年にあたる「プラチナム・ジュビリー」の年であり、6月1週目を4連休とし、バッキンガム宮殿周辺でのパレードやコンサートなど祝賀行事が盛大に執り行われた。コンサートのオープニングは恒例の「クイーン」が務め、ブライアン・メイのギターがお祝いムードを盛り上げた。

英国では、女性君主の在位期間は長く、しかもその間、繁栄の時代が続くといわれている。過去には、スペイン無敵艦隊を破った時代のエリザベス1世（1558～1603、在位44年）、世界中に支配地を広げ大英帝国を築いた時代のビクトリア（1837～1901、在位63年）などがあるが、エリザベス2世（1952～現在、在位70年）は、英国王室史上最長の在位期間を更新し続けている。

英国王室は最近でもいろいろなスキャンダルに見舞われたが、英国がBrexitを経ながらもグローバルに存在感を発揮し続けているのは、まさにエリザベス2世女王の功績であろう。

ちなみに5月24日、ロンドンでは「エリザベス・ライン」と呼ばれる新鉄道路線が予定から約4年（！）遅れで遂に開通した。自分の名前がついた新路線の記念式典に、御年96歳の女王はきれいな黄色いスーツを着て元気に登場した。この路線はロンドンの東西を効率的かつ高速で結び、弊庫ロンドン支店のあるLiverpool Streetにもきれいな新駅が誕生している。支店の職員からも、通勤が本当に便利になった、という声が多く聞かれている。開通が「プラチナム・ジュビリー」に間に合ったのも、やはり女王がもつ見えざるパワーかもしれない。

便利なものが誕生する一方で、欧州全域ではインフレが加速し、またウクライナでは戦争が続いている。先はどうなるかわからない世界をコロナで経験したばかりだが、また別のかたちで全く先の読めない世の中が続く。最後にこう祈って終えようと思う。

God Save the Queen! そして God Save the World!

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7月号 第33巻 第7号・通巻380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)