

金融市場

潮流

K.フォレット新作「NEVER」を読んで … 1

情勢判断

国内経済金融

コロナ感染「第7波」で正念場を迎えた
ウィズコロナ移行
～物価高や世界経済減速で景気回復
ペースは加速せず～ … 2

米国経済金融

コロナ後の急回復が一巡し、景気は減速へ
～インフレ率の高止まりから、FRBは利上げを
継続～ …12

中国経済金融

予想以上に減速した4～6月期の中国経済
～先行きは持ち直しも依然楽観視はできない～ …18

分析レポート

ユーロ圏が直面するスタグフレーションと財政問題の複合リスク
～ECBに求められる政策運営の微妙なバランス～…28

「新しい資本主義」の課題と実現への展望…32

今月の焦点

アベノミクスに残された課題 ……42

海外の話題

PCR検査はじめました ……46

2022.8

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>

K.フォレット新作「NEVER」を読んで

理事長 皆川 芳嗣

ロシアによるウクライナ軍事侵攻は我々人類が累卵の危うさの上で生きていることを改めて思い出させた。しかし、開戦から5か月がたち、ミサイルが飛び交う戦場の悲惨な報道映像にも人々が徐々に馴れてきてしまっていることに愕然とする。今回の戦争は戦場もウクライナに限定されているし、通常兵器で戦われているのでエスカレーションの危険性は大きくないのではと楽観視する向きもあるが果たしてそうだろうか？ロシアの軍事ドクトリンは戦術核の先制使用を否定していないし、日本の隣国には核の恐怖の均衡を破ることを躊躇しない可能性のある国が存在する。そんなことを考えている時手に取ったのがイギリスの作家K.フォレットの新作である。

フォレットは第二次世界大戦の帰趨を決めたとされるノルマンディー上陸作戦の裏で行われていた欺瞞作戦をドイツのスパイの視点で描いた「針の目」でメジャーデビューした作家だ。その後ベストセラーを連発したのちイングランドの中世を描いた「大聖堂」三部作で世界的人気作家となった。彼が第一次世界大戦の頃に題材をとって「巨人たちの落日」を執筆した際、この大戦が誰一人欲していない戦争だったこと、どちら側の指導者もそんな戦争を起こす意図をもっていなかったことに気づいた。小さな偶発事件と些末な行き違いが悲劇的な結末への引き金を引いてしまった訳だが、同じことが再現される恐れはないのだろうかと思い執筆したのが「NEVER」である。

この小説の舞台は現代、冒頭アメリカの女性大統領であるポーリーン・グリーンが核戦争時に指揮を執ることになる地下深くに築かれた要塞のような施設を訪問するところから始まる。こんな施設のご厄介にならないよう政治・外交が頑張らねばと彼女は思うのだが、中央アフリカのチャド共和国での小規模な武力衝突がチャドと隣国スーダンの背後にいるアメリカ、中国を巻き込む大きな紛争へと拡大していく。米中双方の指導層とも紛争の拡大化を防ぐべく必死の交渉を水面下で繰り広げるのだが、それぞれの国の軍や世論迎合の政治家に阻まれ上手くいかない。そんな中、北朝鮮でクーデターが勃発したことにより両国の指導層の意図を超えて世界は誰もが望んでいない最悪の結末へと雪崩を打って進んでしまう。

フォレットが本作を書いたのはウクライナ軍事侵攻の前で、米中経済摩擦、中国の南シナ海人工島建設、尖閣列島を巡る日中の緊張の増大、アメリカの航行の自由作戦、北朝鮮のミサイル発射実験などに触発されたからのようだ。本作はフィクションだが現代の世界が極めて危うい均衡の上であり、少しのバランスの変化でいつでも悲劇的な結末を招来しかねないことを圧倒的臨場感で描き出している。

現在国際連合は常任理事国を中心とした安全保障体制をとっているが、今回のロシアによるウクライナ軍事侵攻はその前提を根底から揺るがしている。まずは戦争を早く終わらせねばならないが、その後を見据えた国際的安全保障の枠組みの議論も待たないと思うのである。来年のG7サミットは広島で開催されることになった。青臭い議論と言われるかもしれないが、唯一の被爆国として日本が核抑止・廃絶に向けて世界の安全保障議論に一石を投じてもらいたいものである。子や孫の世代にこんな恐ろしい世界をそのまま残したくない。悲劇は「NEVER」だ。

情勢判断

国内経済金融

コロナ感染「第7波」で正念場を迎えたウィズコロナ移行

～物価高や世界経済減速で景気回復ペースは加速せず～

南 武志

要旨

高インフレに直面する海外の主要中央銀行が物価の沈静化を最優先に利上げに本腰を入れていることもあり、今後、世界経済が減速する可能性が高まっている。国内に目を転じると、6月下旬以降、新型コロナ感染が再び急拡大する中、政府はウィズコロナへの移行を進めようとしている半面、消費者や企業では物価高への懸念が高まっており、3年ぶりに行動制限のない夏休みに期待されたりベンジ消費に水を差す可能性がある。22年後半の景気回復ペースは緩慢なものに留まるだろう。

なお、足元の消費者物価は3ヶ月連続で2%台の上昇率となったが、日本銀行は国際商品市況の高騰に起因するもので、安定的な物価上昇ではないと判断、今後とも粘り強く大規模緩和を継続する方針を改めて示した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月	項目	2022年			2023年	
		7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 (%)	-0.010	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.10
	TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0220	-0.05~0.05	-0.05~0.05	-0.05~0.10	-0.05~0.15
国債利回り	20年債 (%)	0.850	0.75~1.10	0.80~1.15	0.80~1.15	0.80~1.20
	10年債 (%)	0.200	0.05~0.27	0.05~0.27	0.05~0.30	0.10~0.35
	5年債 (%)	-0.005	-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)	136.4	130~145	130~145	130~145	125~140
	対ユーロ (円/ユーロ)	139.0	130~150	130~150	130~150	125~145
	日経平均株価 (円)	27,699	27,000±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7月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

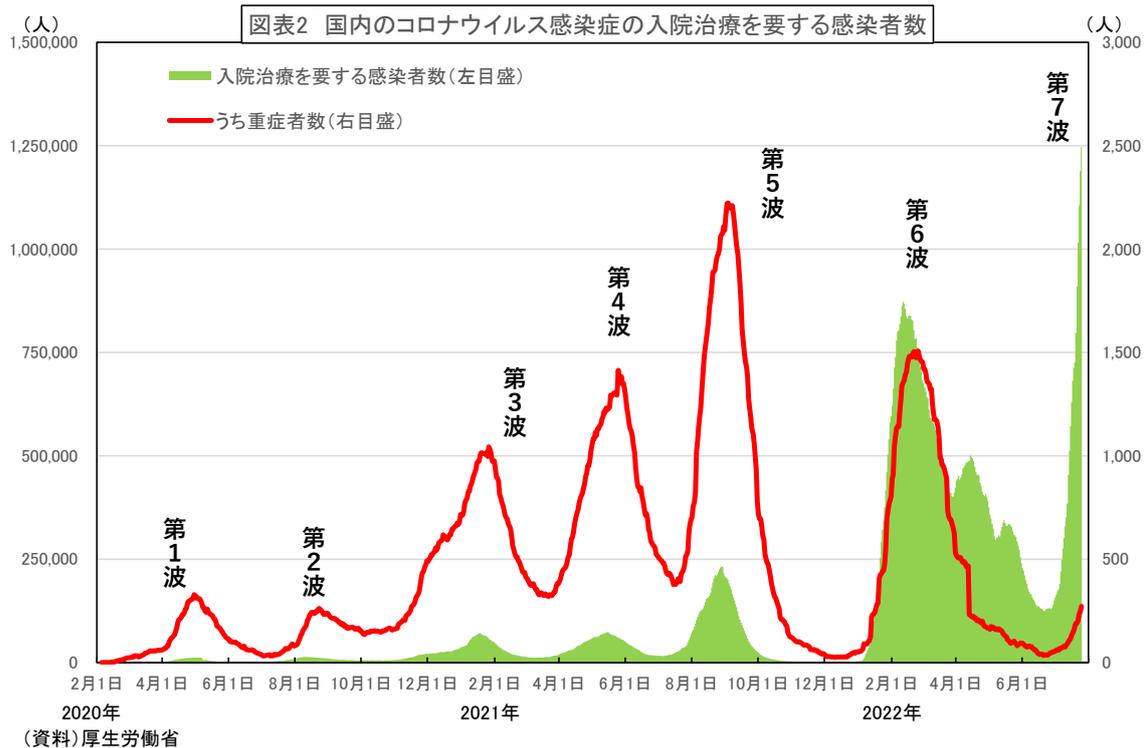
ウィズコロナを進める中、コロナ感染「第7波」が襲来

2月上旬ごろをピークに新型コロナウイルス感染症の新規感染者数は減少傾向を辿っていたことから、政府は3月下旬に「まん延防止等重点措置」を全て解除するなど、行動制限や水際措置を漸次緩和するなど、ウィズコロナへの移行を進めてきた。しかし、ワクチン接種の効果低下や免疫をすり抜ける性質を持つとされるオミクロン株亜種(BA.5)への置き換わりが進んだことで、6月下旬以降は新規感染者数が拡大に転じ、7月中旬には年初の「第6波」を上回る爆発的な勢いとなっている。

ただし、重症者・死者はまだ少なく、総じてコロナ病床の使用率も低いことから、政府は行動制限の導入には慎重であり、感染防止と経済社会活動を両立させる方針を示している。実

際、今回の「第7波」では学校・保育所、職場で感染し、家庭内で広がるケースが主流とされており、これまでのように飲食店利用やイベント開催などを制限することの費用対効果は小さいと評価されている。また、22日からは濃厚接触者の待機期間を原則5日間に短縮（従来は7日間）、さらに2日目と3日目の抗原検査が陰性であれば3日目に待機を解除できることとした（ただし、7日間は自身による健康状態の確認を要請）。

とはいえ、ウィズコロナへの移行は道半ばであり、「第7波」のピークアウトが見通せない中、消費者の自粛ムードが再び強まるリスクもある。また、医療供給体制の逼迫が危ぶまれる地域への行動制限措置の導入も否定できない。3年ぶりに行動制限のない夏休みを迎える中、7月前半からの開始を目指していた「全国旅行支援」は感染再拡大で延期となるなど、リベンジ消費の行方も左右しかねないことから、景気への悪影響を最小限に食い止める施策が求められる。

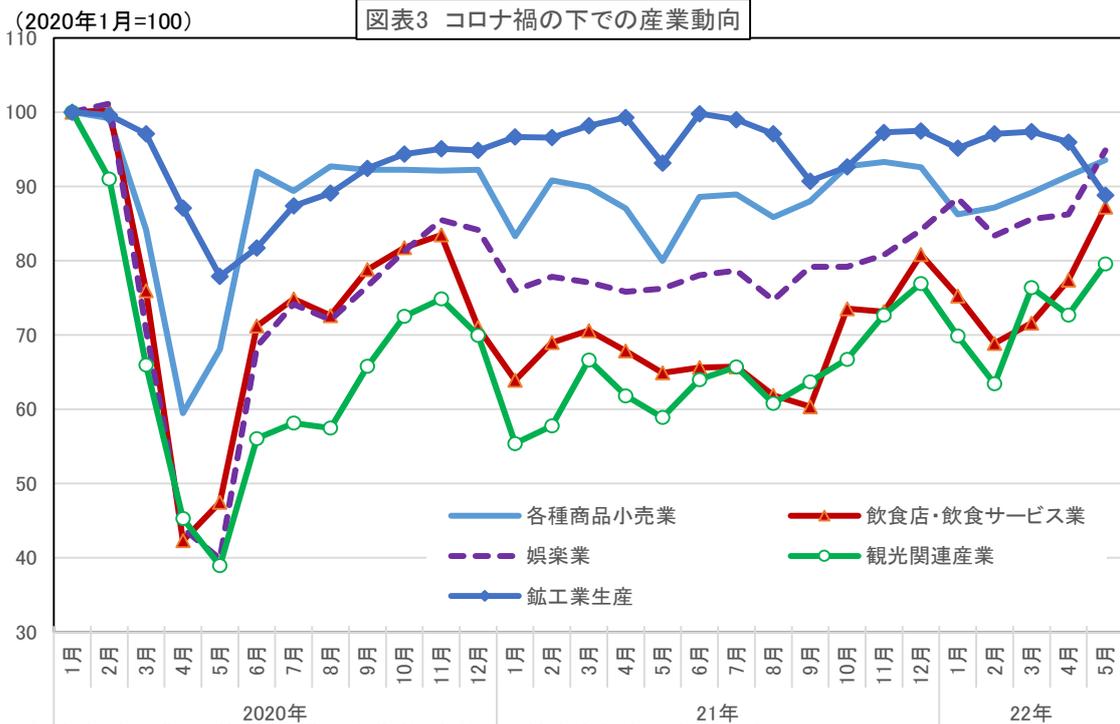


製造業関連指標は鈍い一方で、非製造業の回復基調が強まる

以下では足元の国内経済情勢について確認したい。国際商品市況の高騰や円安が大きく進行する中で公表された日銀短観（6月調査）によれば、長引く半導体不足に中国・上海市での都市封鎖が加わり、「供給の混乱」が一層強まったことから、製造業では景況感が悪化した（3期連続（大企業、「良い」超は

6期連続)。一方、行動制限が緩和・解除されたことでサービス消費などが持ち直したことから非製造業では景況感が改善した(2期ぶり(同、「良い」超は5期連続)。コロナ禍からの持ち直し局面の初期段階では業種による二極化(いわゆる「K字型回復」)が指摘されていたが、最近では製造業と非製造業が逆転した格好となっている。

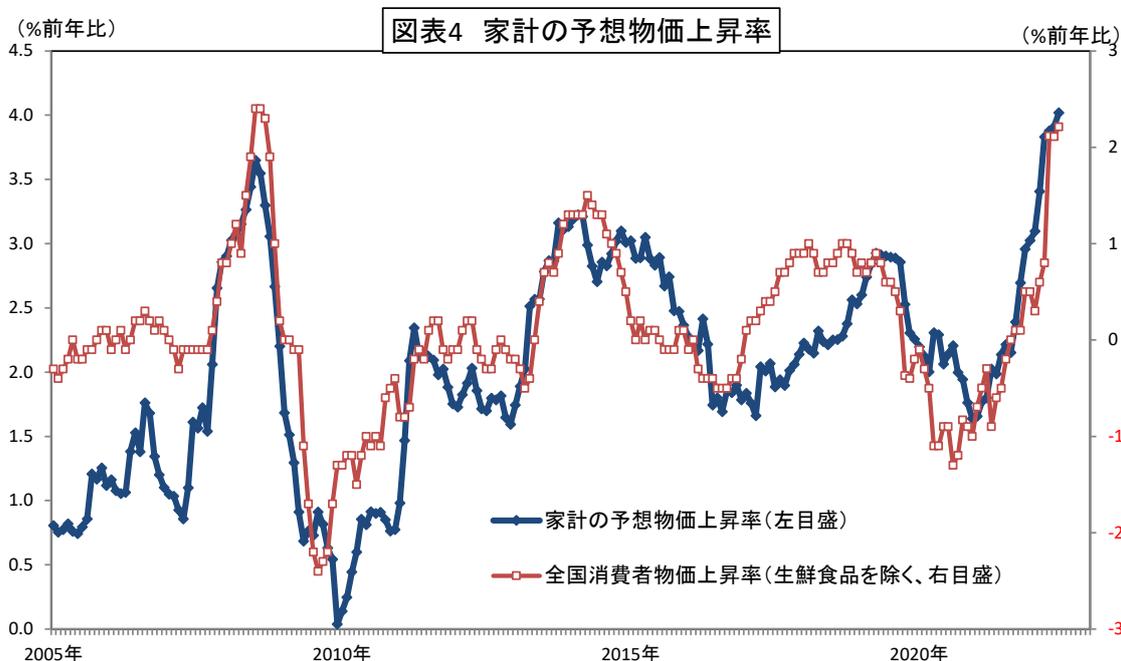
実際、生産・輸出といった製造業関連の指標は鈍い。5月の鉱工業生産指数は前月比▲7.5%と2ヶ月連続の低下で、自動車の大幅減産などで大きく落ち込んだ21年9月の水準を割り込み、20年7月以来の低さとなった。6月の実質輸出指数(日本銀行試算)は前月比0.9%と2ヶ月連続の上昇ながらも、依然として21年度下期の水準を下回っており、頭打ち感が強い。一方、5月の第3次産業活動指数は前月比0.8%と3ヶ月連続で上昇、コロナ禍による落ち込みを87%取り戻した。



消費の持ち直しが継続するが、物価高でマインド悪化

国内需要を見ると、引き続きサービス消費の持ち直しが確認できる。5月の実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行)は前月比0.7%と3ヶ月連続で上昇、このうち耐久財消費は同▲6.1%と振るわなかったが、サービス消費は同1.3%と3ヶ月連続で改善、コロナ・ショック以降では最高水準となった。

一方で、足元では物価高への警戒も強まり、消費マインドの悪化も散見されつつある。6月の消費動向調査によれば、消費者態度指数は32.1と、前月から▲2.0ポイントの低下（3ヶ月ぶり）で、コロナ感染「第3波」に見舞われた21年1月（29.8）以来の低さとなった。また、物価見通しを見ると、上昇を予想する割合は94.2%と高水準を維持、うち5%以上の上昇を見込む割合は60.9%と21年末（30.7%）のほぼ倍となっている。同様に、6月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の先行き判断DIが5ヶ月ぶりに悪化、かつ4ヶ月ぶりに判断基準の50割れとなるなど、物価高を警戒する意見が多く散見される。



(資料)内閣府「消費動向調査」、総務省統計局「消費者物価指数」より農林中金総合研究所作成。
 (注)家計の予想物価上昇率は「物価の見通しの推移(2人以上世帯)」より試算。物価は消費税要因を除くベース。

経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて、緩やかな回復ペースへ

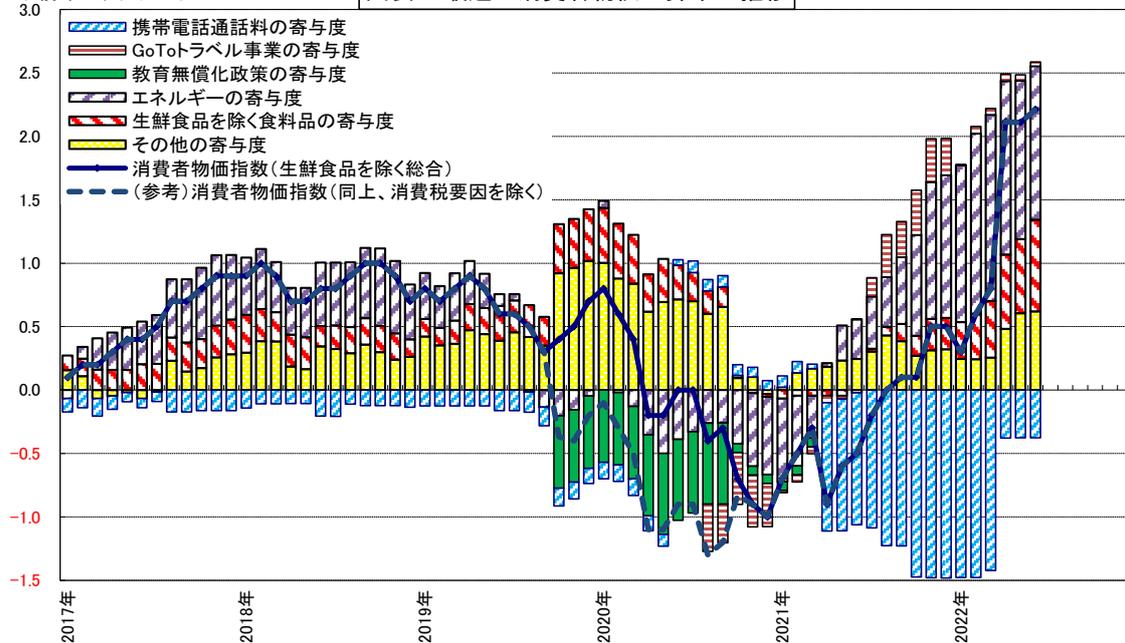
7月10日投開票の参議院議員選挙で連立与党が圧勝（改選議席125議席のうち76議席獲得）し、岸田内閣は大型国政選挙の予定がない「黄金の3年」を手中に収めた。参院選後の記者会見では、喫緊の課題として、新型コロナ対応、エネルギー・物価高対策を指摘するとともに、激変する国際情勢の中での外交・安全保障、日本経済の再生を目指した新しい資本主義の実現に向けた動きの本格化、全世代型社会保障の構築など、山積する課題に取り組んでいく方針を表明した。今秋召集予定の臨時国会に向けて第2次補正予算を編成する意向である。

さて、景気の先行きを展望すると、夏場にかけてリベンジ消

費の盛り上がり期待される半面、上述のように食料・エネルギー・日用品などの値上げ圧力が消費マインドに悪影響を及ぼしている点には留意が必要である。また、年後半にかけては中国政府が景気挺入れ策を強化する可能性がある半面、高インフレに直面する海外主要中銀が景気を犠牲にしても物価沈静化を目指して金融引き締めを本腰を入れており、世界経済の減速傾向が先行き強まる可能性が高い。8月中旬に公表される4～6月期GDPではプラス成長への転換が見込まれるものの、物価高や世界経済の減速の影響から、年後半の景気回復ペースは緩慢なものに留まるだろう。

(%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

物価見通し：年度下期には少なくとも2%台後半まで上昇すると予想

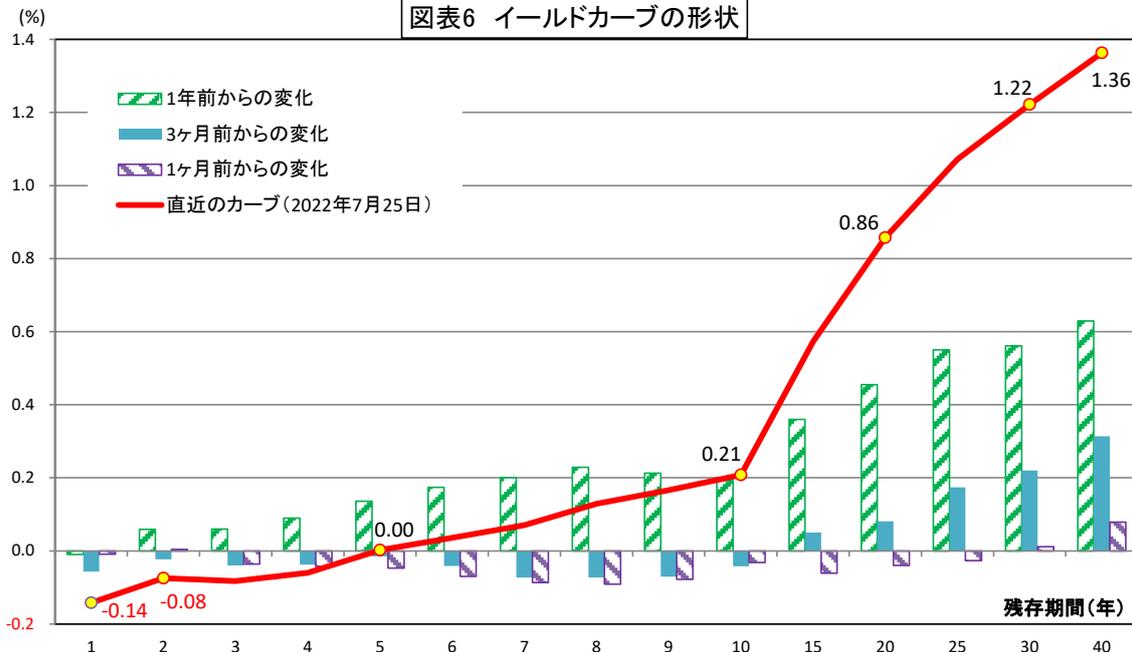
物価面を見ると、先月までと同様、国際商品市況の高騰と円安進行による輸入物価の上昇が国内に波及している。6月の国内企業物価は前年比9.2%（2ヶ月連続で鈍化）と、41年ぶりに高い上昇が続いていることが確認できた。6月の企業向けサービス価格も同2.0%と23年ぶりの高い伸びとなった。国際運輸の上昇などが背景にある。

また、6月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比2.2%と、5月（2.1%）から上昇率を高めた（2%台は3ヶ月連続）となった。ベース効果剥落やガソリンなどへの激変緩和措置によってエネルギーは鈍化したものの、高止まりしているほか、加工食品・外食といった食料、家具・日

用品などでも値上げが進んでいる。また、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」も同1.0%と、5月（0.8%）から加速、16年2月以来の上昇率となった。

先行きについては、電気・ガス代のもう一段の上昇、価格転嫁の進行、さらに10月までにあと0.4ポイントほど携帯電話通信料要因による押下げ効果が剥落することもあり、年度下期には少なくとも2%台後半まで上昇率を高めると思われる。ただし、年度末にかけてはベース効果の剥落や需要抑制効果が強まることから、再び鈍化し始める可能性もあるだろう。

図表6 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

金融政策：大規模金融緩和を粘り強く継続する方針を再度確認

約40年ぶりの高インフレに直面する海外の主要中央銀行がこぞって金融引き締めへ転換する中、7月20～21日に開催された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」の継続を決定した。前回6月会合では、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一部の海外投機筋が債券先物に大口の売り注文を出すなど、金融市場が大きく変動する場面もあったが、今回はそうした動きは見受けられなかった。足元の物価高はエネルギーなど海外要因で上昇しているだけで、安定的・持続的なものではなく、かつ購買力の目減りも起きていること等を理由に、大規模な金融緩和を粘り強く継続することの必要性を繰り返していたことが奏

功したとみられる。

なお、同時に公表された「展望レポート」では、22年度の成長率見通しを下方修正した半面、物価見通しは上方修正、2%台とした。しかし、23、24年度は再び2%割れとの見通しであり、明確に賃金上昇率が高まるまで粘り強く緩和措置を続ける方針を改めて示した。

金融市場：現状・見通し・注目点

約40年ぶりの高インフレに直面している海外中銀による金融引締めが本格化しているが、それが景気減速もしくは景気後退につながるなどの思惑などが、内外の金融市場の材料となった。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。

長期金利は0.2%台前半で推移

① 債券市場

海外中銀がインフレ鎮静化に向けて政策正常化を急いでいることもあり、国内長期金利（新発10年物国債利回り）にも経常的に上昇圧力がかかり続けている。6月には日銀の金融政策の修正観測が浮上し、一時0.265%を付ける場面もあったが、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を駆使、変動許容レンジの上限である0.25%を死守する方針を改めて表明するなど、大規模な緩和を継続する姿勢を示している。そうした経緯もあり、7月中は概ね0.2%台前半での推移が続いた。



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

長期金利は当面 0.2%台前半での 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

22年を29,000円台でスタートした日経平均株価であったが、その後はコロナ感染「第6波」、米国の利上げ加速観測、さらにはロシアによるウクライナ軍事侵攻による原油など一次産品価格の急騰などを受けて下落基調となり、3月上旬には一時1年4ヶ月ぶりとなる24,000円台まで下落した。その後は円安進行が好感されて28,000円台を回復した場面もあったが、ゼロ・コロナ政策を推進する中国・上海市の都市封鎖による「供給の混乱」、海外中銀の利上げペース加速への警戒などから、5月中旬には26,000円割れとなるなど、足元に至るまで27,000±1,300円のレンジ内での展開が継続している。最近では、高いインフレそのものが米国経済の景気後退につながるのか等への関心も高まっている。

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。

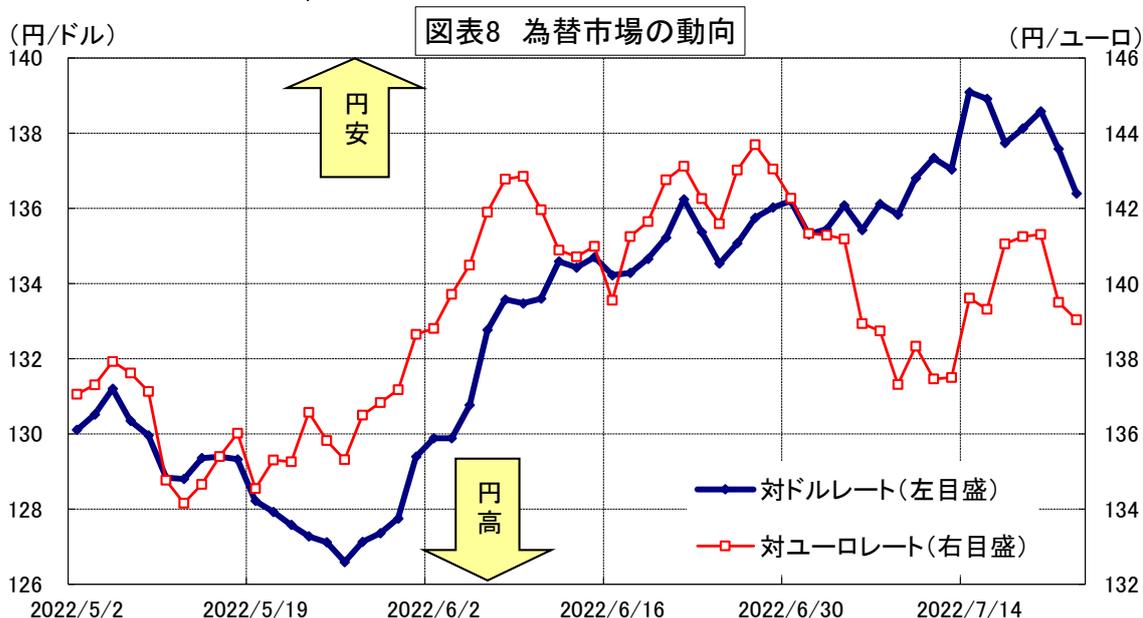
当面は円安状態が 継続

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、日銀が粘り強く金融緩和を継続する姿勢を崩さなかったこともあり、内外金利差は今後拡大していくとの見方が強まり、円安ドル高が急速に進行した。4月下旬には20年ぶりの130円台となったが、その後も日米の金融政策の方向性の違いを材料に円安基調が継続、7月中旬には米国で想定を上回る1.00%の利上げを決定するとの観測が強まり、一時139円台前半となるなど、24年

ぶりの円安水準となっている。なお、直近は米景気後退懸念も浮上しており、秋以降の利上げペースが鈍化するとの見方から、136円前後と多少円高方向に戻している。

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、それ自体は既に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、米国でインフレが沈静化せず、さらなる利上げが必要との思惑が強まらない限り、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。



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

対ユーロ高円安の可能性は小さい

対ユーロレートは、5月は概ね130円台半ばから後半にかけて推移した後、6月の欧州中央銀行（ECB）の政策理事会で7月に0.25%の利上げをする方針を表明、さらに9月にも追加利上げする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月には144円台となるなど、7年ぶりの水準となった。その後、ロシアからの天然ガス供給への懸念が高まったことでユーロが売られ、7月中旬には20年ぶりとなるパリティ（1ユーロ＝1ドル）割れとなり、それにつられて一時136円台まで円高方向に戻ったが、7月のECB理事会で0.5%の大幅利上げを決定したことでユーロ高に転換、再び142円台まで円安となる場面もあった。

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、当面は現状水準でのみ合いが続くと思われる。

(22. 7. 25 現在)

コロナ後の急回復が一巡し、景気は減速へ

～インフレ率の高止まりから、FRB は利上げを継続～

佐古 佳史

要旨

堅調な経済指標が多いものの、景気減速を示唆する指標も確認されることから、米国経済はコロナ後の急回復が終わり、通常の景気回復期への移行が進んでいると思われる。

高インフレが継続するなか FRB は利上げを継続すると見込まれるが、家計のバランスシートが強固であるため消費の腰折れは考えにくい。このため、現時点では景気後退は回避できると思われる。

対中競争力強化を念頭に審議入りした半導体法案

米上院は7月19日、半導体の生産や研究開発に520億ドル規模の補助金、奨励金を投じる半導体法案の審議入り動議を可決し、月内にも採決される可能性が高まった。同法案は半導体分野での対中競争力強化を目的としており、民主党と共和党が協力できる分野の一つと目される。

また、バイデン大統領は習中国国家主席と7月を目途に会談する計画となっており、トランプ前大統領が導入した対中関税の撤廃の有無やウクライナ情勢などが協議されると思われる。

景気の現状：コロナ後の急回復から、通常の景気回復期へ

以下、経済指標を確認してみると、堅調な指標が多いものの、景気の減速を示唆する指標も散見される。20、21年度で合計約5兆ドル(2年間のGDPの10%超)の追加的な財政支出と減税を契機としたコロナ後の急回復が終わり、足元では通常の景気回復期への移行が進んでいる。

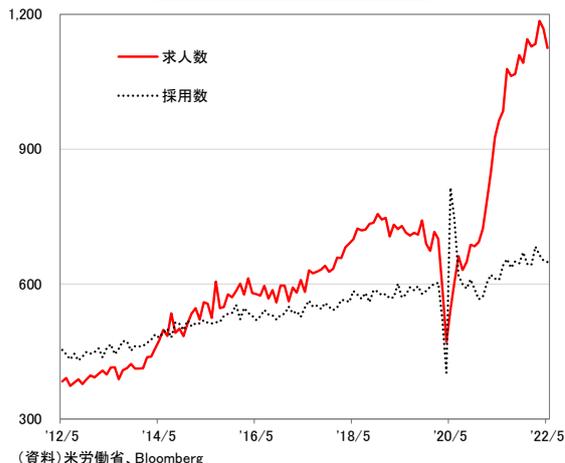
6月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は5月から37.2万人増、失業率は変わらずの3.6%となった。コロナ前の失業率が3.4～3.5%であったことに鑑みると、失業率だけで判断すればほぼ完全雇用といえそうだ。

求人者の困難さも継続しており、5月の求人労働異動調査によると、求人率(=求人数÷(求人数+雇用者数))は6.9%、自発的な離職率は2.8%といずれも高止まりしており、労働市場のひっ迫がうかがえる。一方で、6月のISM雇用指数が判断の基準となる50%を下回ったことや、上昇傾向の新規失業保険申請件数、チャレンジャー人員削減数の増加など、雇用の削減を進める動きも併存している。

個人消費をみると、5月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲1.6%、サービス消費は同0.3%となり、全体では▲0.4%と5ヶ月ぶりに減少した。6月の小売売上高は同1.0%となったものの、6月はインフレ率が高かったことから実質値での消費の勢いは弱い。全体としてみれば利上げが進むなかで徐々に個人消費は減速していくと思われる。

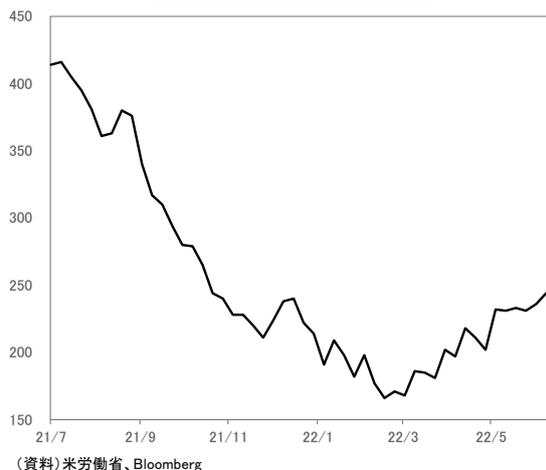
(万人)

図表1 求人数・採用数の推移



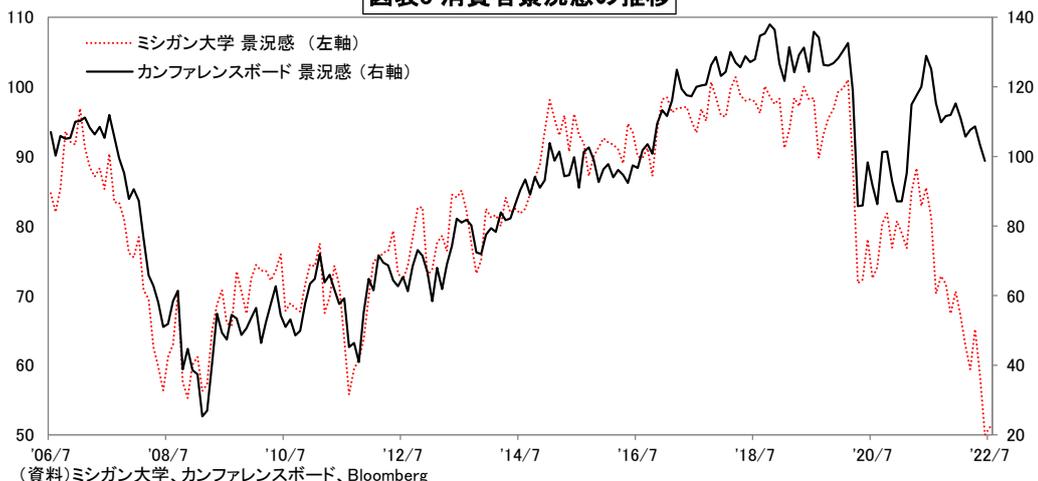
(千人)

図表2 新規失業保険申請件数



また、6月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は3ヶ月ぶりに上昇し、51.1（現況指数 57.1、期待指数 47.3）となり、1970年の統計開始以来の過去最低を記録した5月から小幅に改善した。なお、長期の期待インフレ率は約1年ぶりの水準となる2.8%まで低下した。

図表3 消費者景況感の推移



25ヶ月連続での 拡大を示唆する 企業マインド

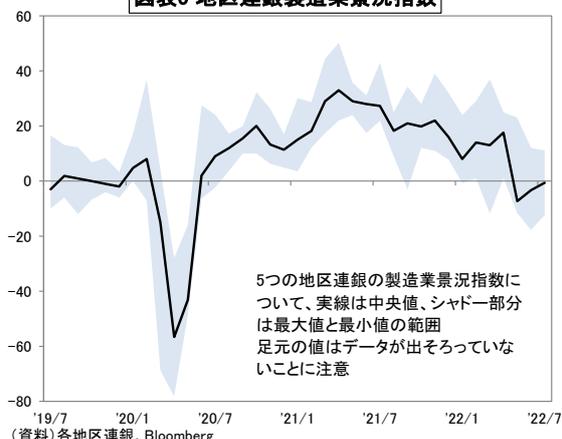
こうしたなか、6月のISM製造業指数（製造業PMI）は53.0%、サービス業指数（サービス業PMI）は55.3%と、企業マインドは25ヶ月連続での企業部門の拡大を示したものの、新規受注指数が

低下するなど悪い材料もみられた。最近は、地区連銀が報告する製造業景況指数や S&P グローバル PMI も低下しており、企業部門の拡大ペースは鈍化してきたと判断できる。

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

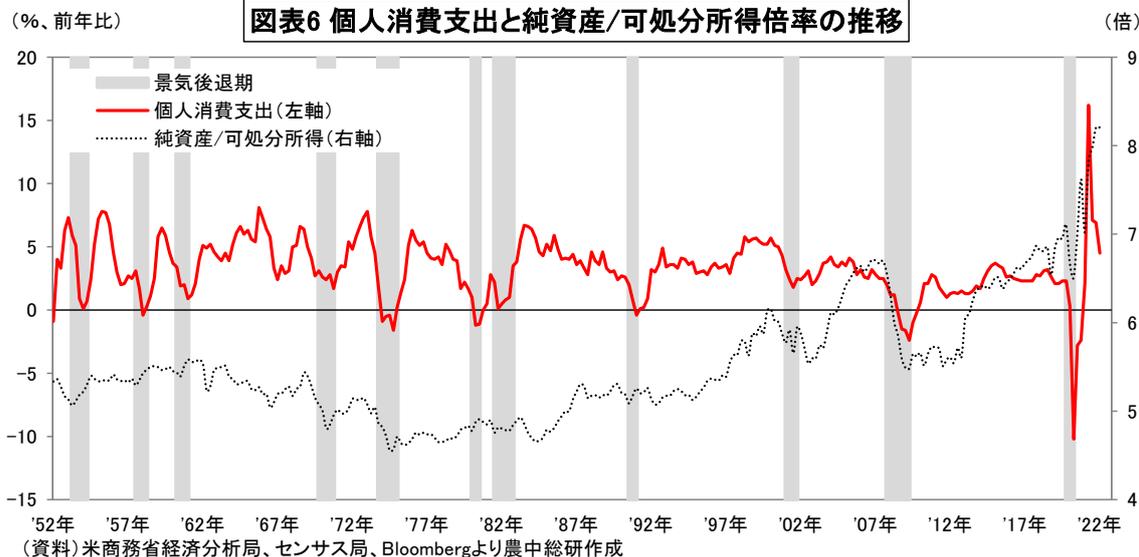


景気の先行き：
現時点での景気
後退懸念は行き過ぎか

さて、景気の先行きを考えると、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。

もっとも、コロナ禍へ対応としての財政支出の影響から、家計のバランスシートが強固であるため、GDPの約7割を占める個人消費は減速しつつも、底割れする可能性は低いと思われる。

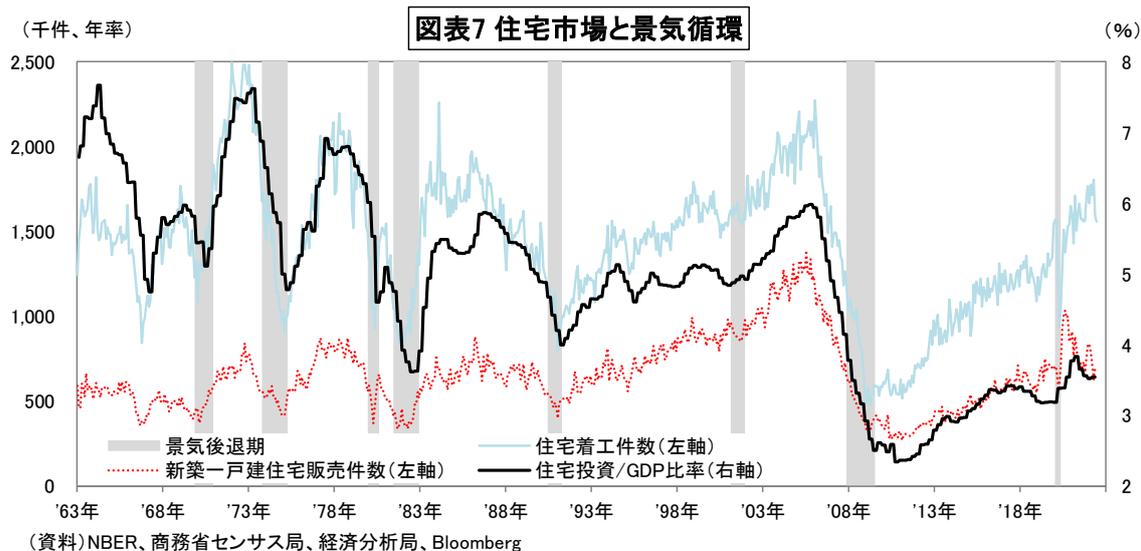
図表6 個人消費支出と純資産/可処分所得倍率の推移



また、昨今話題に上ることの多い住宅市場についても住宅投資・GDP比率の低下から、米国経済に占める(新築)住宅セクターの割合は大幅に低下している。住宅投資は景気に敏感なものの、これまでの景気循環と比較すると、住宅着工件数の減少などがGDPに与える影響は小さそうだ。

こうしたことから、2 四半期連続でマイナス成長 (=テクニカル・リセッション) となる可能性は否定できないが、現時点では景気後退は回避できると思われる。

なお、新型コロナウイルス「BA. 5」の感染が世界的に拡大しており、重症度合いや致死率、後遺症の程度などによっては、景気後退リスクになりうるため、引き続き懸念材料といえる。



高止まりが長期化する見込みとなったインフレ率

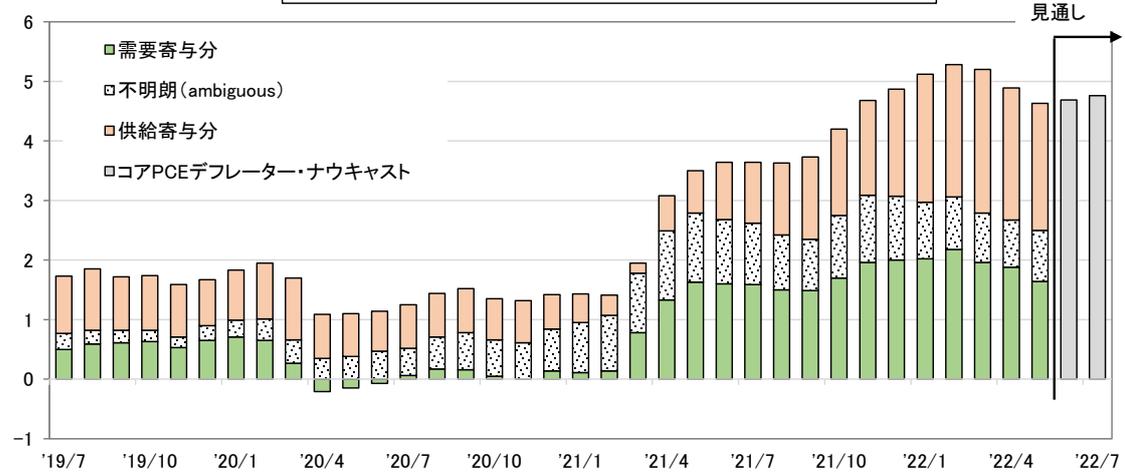
インフレ率をみると、5 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.7%と、4 月の同 4.9%から鈍化した。もっとも、ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは同 4.0%へ加速し、物価上昇が幅広い分野で確認できる。なお、6 月のコア消費者物価指数は5 月から加速し前月比 0.7%、総合指数は同 1.3%となったことから、インフレ率が鈍化する兆候はまだ確認できない。

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、7 月 FOMC (26、27 日) では 75bp の利上げが行われ、政策金利は 2.25~2.50%となる見込みとなっている。以降は利上げペースが鈍化するとの予想が多いものの、前月比でみたインフレ率の鈍化が明確に確認できるまでは、金融政策のタカ派的なスタンスが継続すると思われる。

(前年比%)

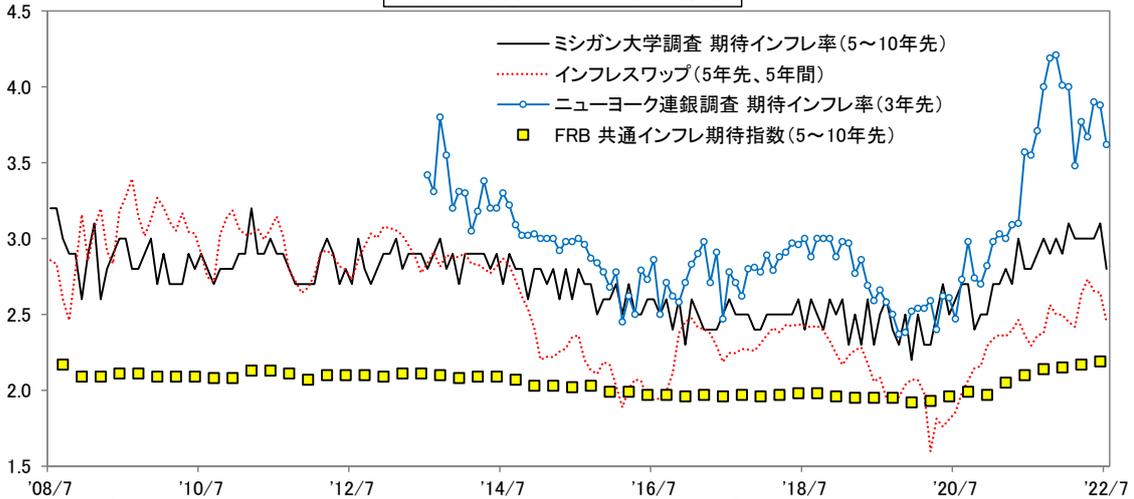
図表8 コアPCEデフレーターの変動要因分解とナウキャスト



(資料) サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

(%)

図表9 期待インフレ率の推移



(資料) ミシガン大学、NYFed、FRB、Bloomberg (注) 共通インフレ期待指数は四半期データ。

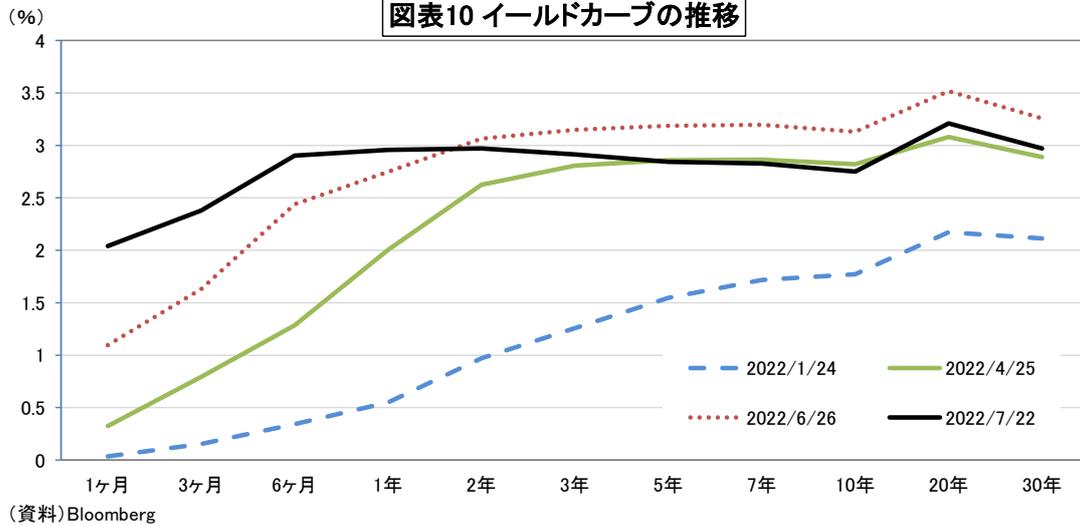
長期金利は再び 上昇すると予想

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では6月FOMC(14、15日)にてFRBが一段とタカ派的な姿勢へと転換するとの思惑を背景に、米長期金利(10年債利回り)は上昇、14日は3.47%と約10年ぶり水準となった。その後は、利上げ幅が75bpと予想内にとどまったことや景気後退懸念が強まったことから、長期金利は低下基調となった。7月に入ると経済指標の悪化から金利低下圧力がさらに強まった。足元では、S&PグローバルによるPMI(22日)が悪化したことから10年債利回りは低下し、逆イールドが進行した。

先行きについては、現時点での景気後退懸念は行き過ぎと思われるため、利上げ路線の継続や高インフレの持続から長期金利は

再び上昇し、3.0～3.5%程度での推移を見込む。

図表10 イールドカーブの推移



図表11 株価・長期金利の推移



株式市場：目先は決算を消化する動き

株式市場では、6月半ばにかけて景気減速懸念のなかでも安値を拾う動きがみられ、ダウ平均は一旦底入れの動きが確認された。7月に入ると、利上げペース加速の可能性が否定されたことや、テスラなどの大型株の決算が好調だったことなどから底堅く推移した。

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緩やかな上昇が継続しそうだが、目先は決算を消化する動きとなるだろう。

(22. 7. 25 現在)

予想以上に減速した4～6月期の中国経済

～先行きは持ち直しも依然楽観視はできない～

王 雷軒

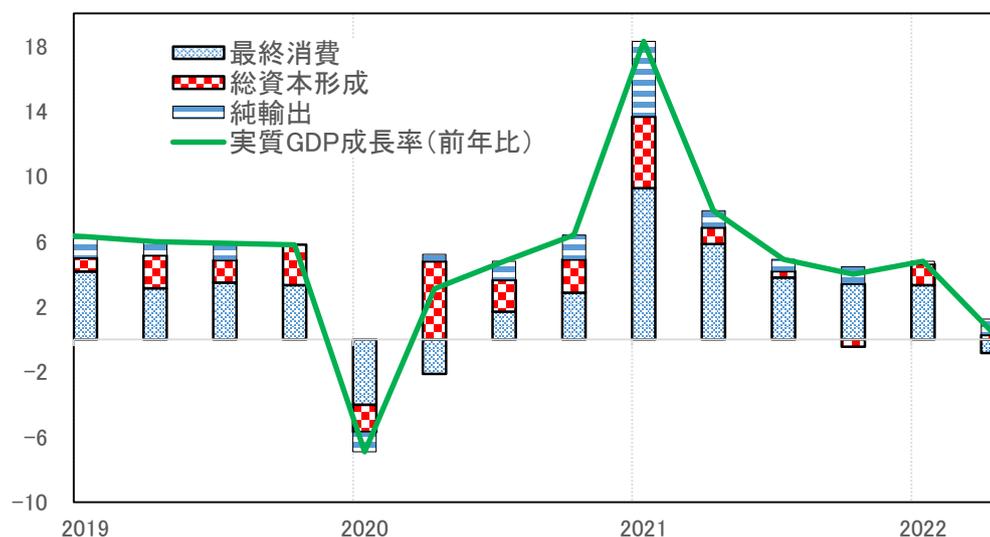
要旨

22年4～6月期の実質成長率（速報）は前年比0.4%と辛うじてプラス成長を維持したものの、1～3月期（同4.8%）から大きく減速した。3月に開催された全人代で示された22年の政府成長目標である「5.5%前後」を大きく下回っており、年後半が前年比8%以上の高成長でなければ、政府の成長目標達成はできない。

年末にかけてはこれまでの政策効果を受けて経済が持ち直す可能性は高いが、さらに強力な追加経済対策を打ち出さなければ、同目標の達成は不可能とみている。むしろ、2番底入りのリスクを回避するためにも、金融緩和のほかさらなる拡張的財政政策が求められる。

図表1 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。

4～6月期の実質GDP成長率は失速

国家统计局が7月15日に発表した22年4～6月期の実質成長率（速報）は前年比0.4%と辛うじてプラス成長を維持したものの、1～3月期（同4.8%）から大きく減速した（図表1）。その結果、22年上半期の実質GDP成長率は同2.5%となった。

コロナ感染拡大を受けた上海市のロックダウンや移動制限による経済活動への悪影響に加え、不動産業の不振等を受けて4

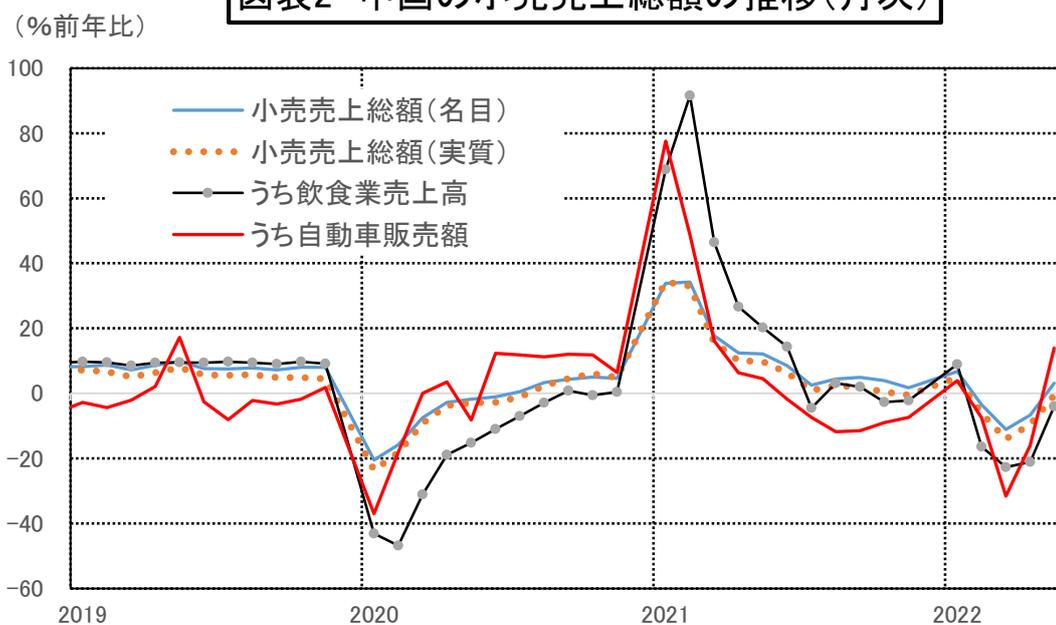
～6 月期の実質 GDP 成長率は政府の 22 年の成長率目標である「5.5%前後」を大きく下回った。

この実質 GDP 成長率（0.4%）に対する需要項目別の寄与度は、最終消費：▲0.84%ポイント、総資本形成：0.27%ポイント、外需（純輸出）：0.98%ポイントであり、外需がプラス成長に大きく貢献した格好となった（図表 1）。

また、前期比も▲2.6%（年率換算▲10.0%）とコロナショック直後の 20 年 1～3 月期の▲10.3%（同▲35.3%）に比べてマイナス幅は小さかったものの、GDP 前期比の発表開始（10 年 12 月）以来 2 回目のマイナス成長に陥り、まさに第 2 次コロナショックというべきものであった。

4～6 月期の実質 GDP 成長率を産業別にみると、第 1 次産業は前年比 4.4%（GDP に占める第 1 産業の比重は 6.2%）、第 2 次産業は同 0.9%（同 41.9%）とプラス成長を維持したものの、コロナ禍による打撃が大きかった第 3 次産業は同▲0.4%（同 51.9%）とマイナス成長に陥った。また、地方別にみても、上海市は同▲13.7%、吉林省は同▲4.5%、北京市は同▲2.9%、上海市の隣にある江蘇省はサプライチェーンの混乱を受けた影響で同▲1.1%となったほか、浙江省も同 0.1%に留まるなど、コロナ禍による影響が浮き彫りになった。

図表2 中国の小売売上総額の推移(月次)



(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は22年6月。

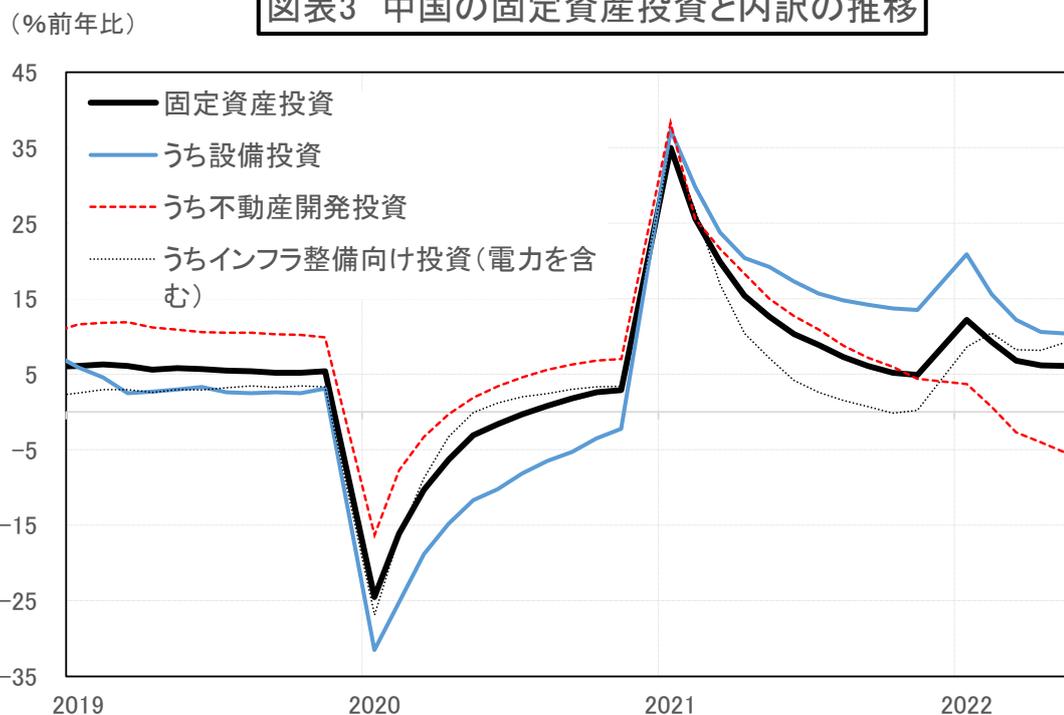
消費は持ち直しも依然軟調に推移

他方、足元の経済指標を確認すると、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ほかの都市でも移動制限が段階的に解除され、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、景気は緩やかながら持ち直しつつあるとみられる。

まず、6月の小売上総額は前年比3.1%と4ヶ月ぶりにプラスに転じた(図表2)。自動車販売が好調であった。中国自動車工業協会によると、6月の新車販売台数は前年比23.8%の250.2万台と急増した。うち、乗用車販売台数は前年比41.2%の222.2万台、電気自動車などの新エネルギー車販売台数は同230%の59.6万台となった。

上海市のロックダウンが6月1日に解除されたことを受けて、自動車の生産・販売ともに正常化が図られたほか、自動車購入促進策による効果が発現していることが影響したと考えられる。とはいえ、物価変動を除いた実質ベースでは、6月の小売上総額は前年比▲0.58%と依然マイナスであった。とくに、飲食業売上高は▲4.0%と、4月(同▲22.7%)、5月(同▲21.1%)からマイナス幅が大きく縮小したものの、4ヶ月連続で前年割れとなった。

図表3 中国の固定資産投資と内訳の推移



(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1~6月期。

不動産開発投資はさらに悪化、依然として固定資産投資の押し下げ要因

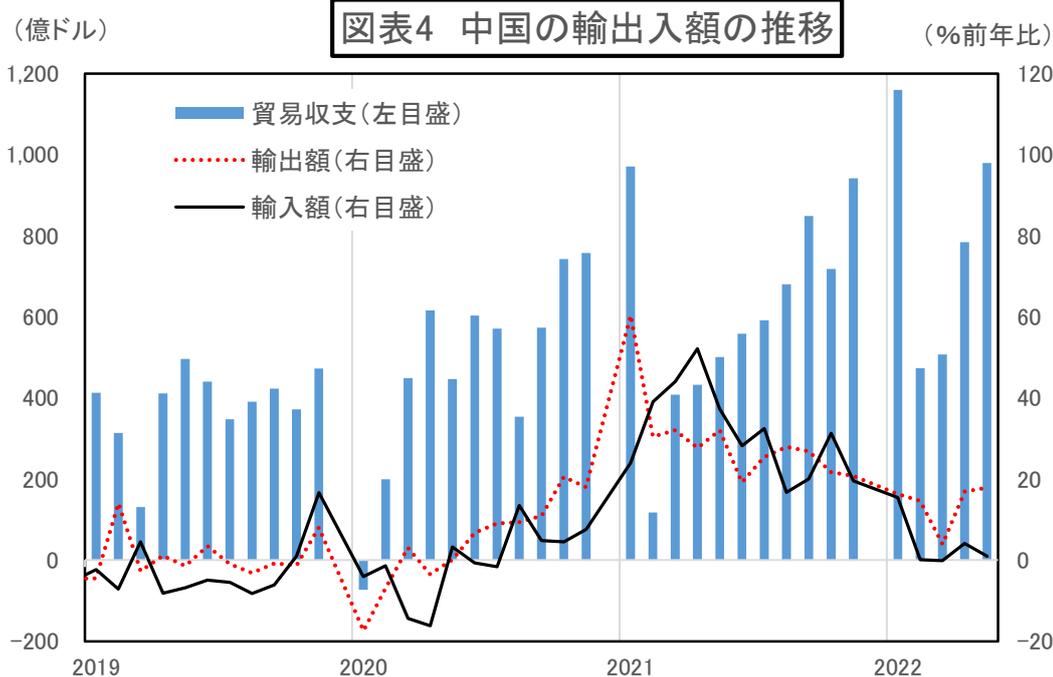
また、1～6月期の固定資産投資は前年比6.1%と比較的底堅く推移したものの、1～5月期（同6.2%）から伸びがやや鈍化した（図表3）。投資分野別にみると、インフラ整備向け投資（電力を含む）は同9.3%と1～5月期（同8.2%）から加速したものの、不動産開発投資は同▲5.4%と減少幅が一段と拡大した。

住宅ローン金利の引き下げや購入規制の緩和などの不動産市場のテコ入れ策が行われているにもかかわらず、その効果は限定的で、不動産市況の調整局面は続いている。先行きについても、6月末から不動産デベロッパーの資金繰りの厳しさなどを受けて建設が中断された物件の購入者が住宅ローンの返済を拒否する動きが全国的に広がった影響で住宅購入予定者の様子見ムードがさらに強まれば、7月の市況は一段と悪化する恐れもある。

中国では物件の完成前に購入者が代金を払い、銀行への住宅ローンの支払いが始まるのが慣例であるが、前述の通り、建設工事が中止・延期（中国語で「爛尾楼」）となった物件の住宅ローンの返済を拒否する動きが広がっている。7月23日時点の建設工事が中止・延期となった物件は20省、300件以上あると言われている。

これを受けて銀行の不良債権の増加への警戒感が浮上したものの、7月中旬には多くの銀行は一斉に関連する住宅ローンが全体の貸出に占める割合は非常に小さいと発表した。しかし、住宅購入者が物件の代金を支払った物件が引き渡されないことが早急に解決されなければ、社会の不安定化につながりかねない。そのため、当局は銀行の融資支援などを通じて不動産デベロッパーに工期通りの建設を促すなどの対応策を進めようとしている。

他方、インフラ整備向け投資の資金源となる地方政府専項債（特別債券）の22年の発行枠は3.65兆元、うち3.45兆元を6月末までに発行し、8月末までの利用完了を要求されていることから、先行きのインフラ整備向け投資はさらに加速する公算が大きく、投資全体を下支えすることになるろう。



(資料)中国海関総署、Windより作成、直近は22年6月、2月数値は1月と2月の合計。

輸出の底堅さ等を受けて生産・企業マインドは改善

前述の通り、内需は持ち直しつつあるが、依然として弱い状況が続いているのに対して輸出は堅調に推移している。6月の輸出額(米ドル建て)は前年比17.9%の3,313億ドルと5月(同16.7%)から2ヶ月連続の二桁増となった(図表4)。その背景には、上海市のロックダウン解除に伴う経済活動の正常化が図られるなか、それまで輸出ができなかったことの反動や輸出価格の上昇が挙げられる。

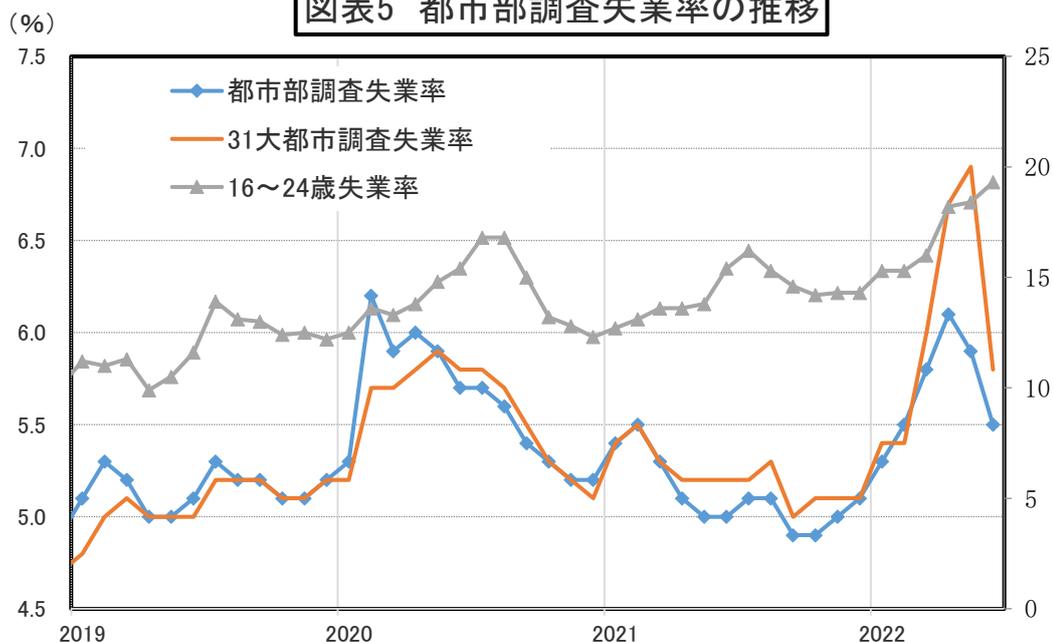
先行きの輸出については、反動が一服するほか、ロシアによるエネルギー供給の不確実性を背景とした欧州経済の下振れリスクに加えて、米国の利上げによるリセッション懸念もあって楽観視はできないとみられる。なお、輸入額は内需の弱さを反映し、同1.0%の2,333億ドル、貿易黒字は979億ドルとなった。

こうした外需の底堅さもあって、6月の鉱工業生産は前年比3.9%と4月(同▲2.9%)、5月(同0.7%)から回復ペースが加速した。集積回路の生産は同▲10.4%と依然マイナスのままであったが、低迷していた自動車生産は取得税の減免や補助金の給付など購入促進策を受けて同26.8%と4月(同▲43.5%)、5月(同▲4.8%)から急増した。サービス業生産指数も前年比1.3%と4月(同▲6.1%)、5月(同▲5.1%)からプラスに転

じた。

また、国家統計局が6月30日に発表した6月の製造業PMI（購買担当者景況指数）、非製造業PMIはそれぞれ50.2、54.7といずれも4ヶ月ぶりに判断基準の50を上回った。このように3～5月期に比べて企業マインドは一定程度の改善が見られた。

図表5 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6月。

若年層の失業率は依然高止まり

消費持ち直しが緩慢なのは、コロナ禍のほかに若年層の失業率の高止まりも挙げられる。6月の都市部調査失業率は5.5%と4月(6.1%)、5月(5.9%)から改善したものの、22年の政府目標である「5.5%以下」を上回っており、なお厳しい状況が継続している。また、1～6月期の都市部新規就業者数も654万人と20年を除けば近年では最も少なくなっている。

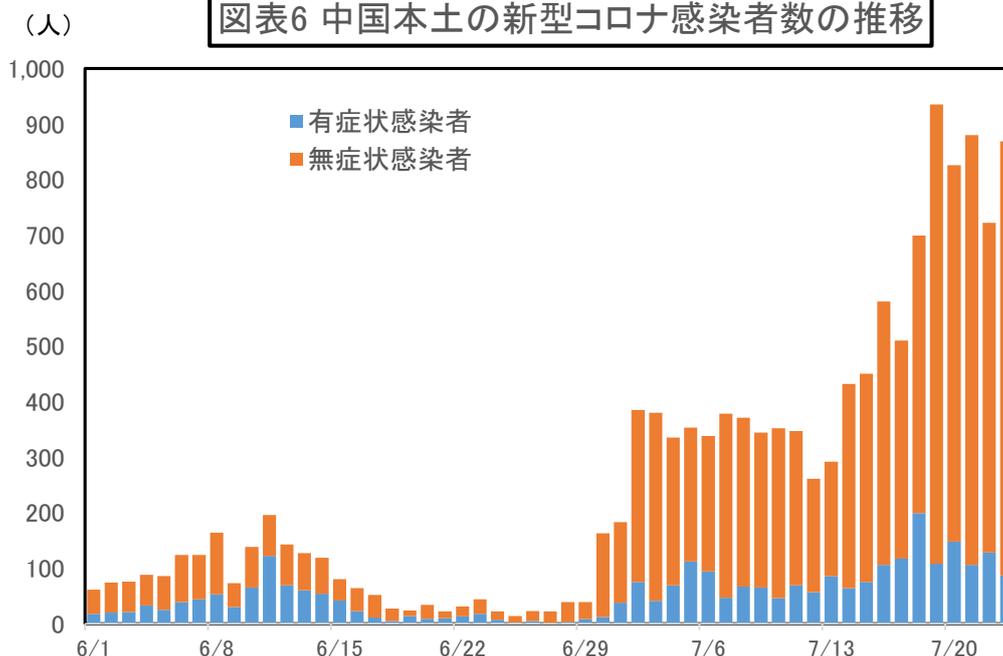
とくに、16～24歳の失業率は19.3%と5月(18.4%)から一段と厳しくなった(図表5)。9月入学の中国では、若年層の失業率が卒業時期の6～8月期にかけて上昇し、年末にかけて低下する傾向があるが、しばらくは高止まりの状況が続く可能性が高い。

例年を上回った若年層失業率の上昇には、コロナ禍を受けて外食業や宿泊業における雇用情勢が厳しくなったことや、19年に短期大学や専門学校等の定員を大幅に拡充したことによって22年の卒業生(高等教育機関卒業生)が前年比19%の1,067万

人と大きく増加したほか、学習塾や IT プラットフォーマーへの管理監督強化を受けて当該企業の人員削減の動きも見られたことが挙げられる。

こうしたなか、政府は、国有企業に新卒採用枠の拡大を求めたり、新卒者を採用して期間 1 年以上の労働契約を結んだ中小企業に対して補助金を支給したりするなどの雇用確保に取り組んでいるが、若年層の失業率を引き下げられるのか注視していきたい。

図表6 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7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。

コロナ感染再拡大の兆候もあり、感染拡大抑制と経済活動の両立はできるか

新規コロナ感染者数の減少を受けて6月1日に2ヶ月以上にわたった上海市のロックダウンが解除され、失われていた「日常」が取り戻されつつあるが、中国本土での新型コロナ感染者数の1日当たりの推移をみると、6月末からは再び拡大の動きが出ている(図表6)。

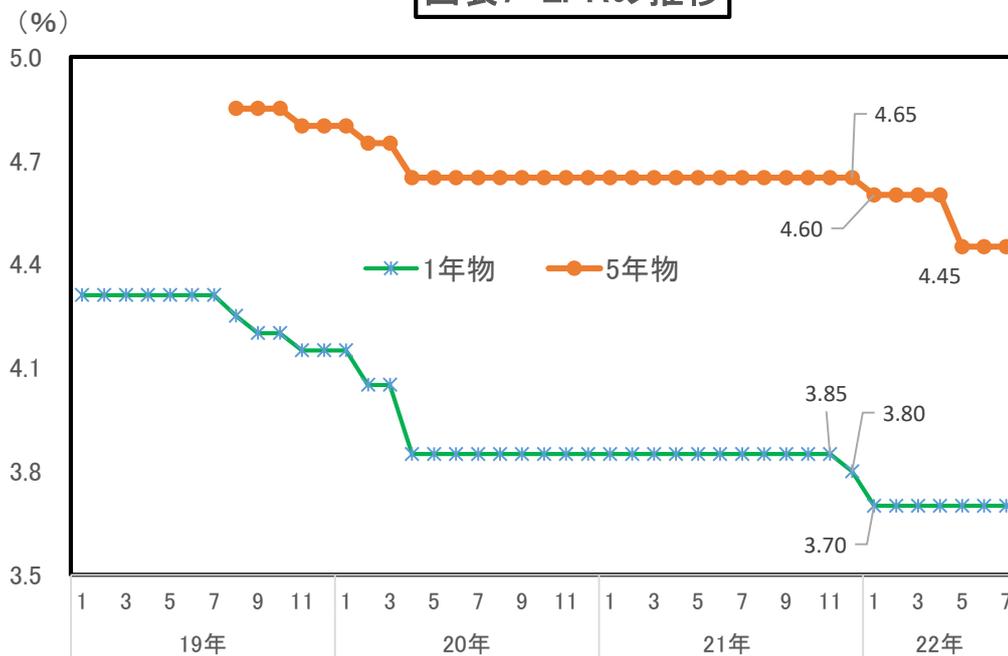
これを受けて感染発生の地域では短期間のロックダウンや移動規制が実施され、4月ほどではないものの、経済活動への悪影響は続いているとみられる。

他方、6月28日に発表された「新型コロナ感染症防止・抑制案(第9版)」で、濃厚接触者の隔離期間をこれまでの21日間(隔離施設で医学観察期間は14日間+在宅健康観察期間は7日

間) を 10 日間 (7 日間+3 日間) に短縮することが盛り込まれた。また、その翌日 29 日、直近 14 日の行程を記録する通信ビッグデータ行程カードに感染リスクを示す星マークの表記を廃止することも発表された。さらに、7 月 6 日から北京と結ぶ 8 路線の国際便を再開した。

このような感染抑制策の緩和によって感染拡大抑制と経済活動の両立を図っているが、ゼロコロナ政策を堅持する限りは経済活動への悪影響が続くことを想定すべきであろう。

図表7 LPRの推移



(資料)Windデータをもとに作成

LPR は据え置き、当局は金融緩和に慎重な姿勢

以上の経済指標やコロナ感染動向を踏まえると、年後半にかけて経済は持ち直すものの、依然として楽観視はできないとみている。こうした状況下、金融緩和期待が高まったものの、7月20日に発表されたローンプライムレート (LPR) は1年物、5年物それぞれ 3.70%、4.45%で据え置きとなった (図表7)。

その背景として次の3つが挙げられる。まず、先進国の利上げが相次ぎ行われるなか、中国が追加利下げを行うと資金流出が加速する恐れがあることへの警戒感だ。

第2は、市中銀行はLPR引き下げによる利ザヤの縮小を警戒しており、追加引き下げを望んでいない。銀保会 (金融規制当局) が公表した22年1~3月期の市中銀行の利ザヤは1.97%と

22 年の政府成長目標 は達成不可能

21 年末の 2.08%から 11bp 縮小した。その後も、5 月の LPR 引き下げを受けて企業向け新規貸出金利や住宅ローンの引き下げが行われたことでさらに縮小したとみられる。一方で、22 年 4 月に創設された預金金利の調整メカニズムによって 6 月の銀行預金加重平均金利は 2.32%と 4 月に比べて 12bp の低下に留まった。

第 3 は、足元で企業の資金需要が改善に向かいつつあるとみられるなか、金融当局がこれまでの経済対策の政策効果を見極める必要があることも挙げられる。実際、7 月 15 日、LPR との連動性が高いと考えられる MLF 金利（中期貸出制度）は 2.85%に据え置かれ、様子見姿勢を示唆していたと思われる。

先行きについては、7～9 月期にも LPR の 5 年物を引き下げる可能性がある。住宅ローン金利のさらなる低下を促すため、預金金利の調整メカニズムによる銀行預金金利の引き下げや銀行の貸倒引当金カバー率の引き下げを通じて LPR を低下させる格好となる見込みだ。さらに、実質貸出金利の低下を促すため、LPR の 1 年物も小幅な引き下げ（5bp）が行われる可能性もあろう。

3 月に開かれた全人代で示された 22 年の政府成長目標である「5.5%前後」は依然掲げられている模様だが、7～9 月期、10～12 月期がともに前年比 8%以上の成長でなければ、「5.5%前後」目標は達成できない。

今後、強力な追加経済対策を打ち出さなければ、感染抑制策による経済活動の悪影響に加えて消費の低調さや不動産市況の調整の継続が見込まれることから、同目標の達成は不可能とみている。実際、李克強首相が 7 月 19 日に世界経済フォーラムで「中国は高すぎる成長目標の実現のために大規模な景気浮揚策を実施することはない」と述べた。この発言の真意は不明だが、成長率目標の未達成を容認することを示唆するためだった可能性がある。

先行き不透明性・不確実性が依然高いこともあり、年後半の経済持ち直しに向けてすでに打ち出された経済対策を着実に実施するだけでなく、内需（消費＋投資）を押し上げ本格的な経済回復を促すため、LPR の引き下げに加え、23 年度の地方政府専項債の前倒し発行、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もあろう。

下方修正予定の 22 年の経済見通しと今後の注目点

繰り返しになるが、7 月に入ってもから一部の地域で短期的かつ小規模なロックダウンや移動規制などが繰り返し行われているが、こうしたコロナ感染抑制策が依然として最大の経済下振れリスクであろう。当総研は、4～6 月期の実質 GDP 成長率が想定以上に落ち込んだこともあって、22 年通年の経済見通しを 5 月時点の 5%から 3～4%前後に下方修正する予定である。

一方、今秋開催予定の共産党大会に向けて経済安定が必要となり、追加経済対策を打ち出す可能性もある。言い換えれば、経済の回復幅は感染抑制策、追加経済対策の有無次第ということになる。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」の開催等に注目したい。

(22. 7. 25 現在)

ユーロ圏が直面するスタグフレーションと財政問題の複合リスク

～ECB に求められる政策運営の微妙なバランス～

山口 勝義

要旨

供給面の制約がインフレの主要な要因となっているユーロ圏では、インフレ対策としての金融引き締め策の効果は限られている。ECB がインフレ対策に過度に傾斜した場合には、スタグフレーションのみならず、これに財政問題が加わる複合リスクに直面することになる。

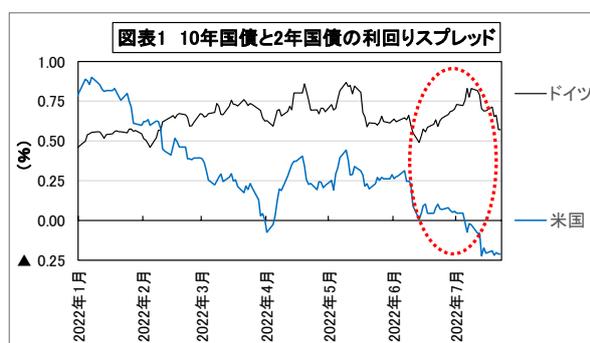
はじめに

6 月半ば以降、米国や主要なユーロ圏の国債市場では利回りの上昇に一服感も現れている。ただし、その後のイールドカーブの形状変化は米欧間で対照的である。米国債のフラット化に対しドイツ国債では一時スティープ化の動きが強まったが、中短期利回りの低下が長期ゾーンよりも大幅であるブル・スティープ化であった（図表 1）^(注1)。これについてのひとつの

解釈は、市場の主要なテーマが景気後退である米国に対し、ユーロ圏では金融引き締めが想定よりも小幅に留まる可能性がその焦点になったとの見方である^(注2)。

その欧州中央銀行（ECB）は、7 月には政策金利の引き上げに着手した。市場予想を上回る 50bp の利上げであったが、現時点で十分なインフレ対策が不可欠との判断によるものである。一方、これに先立ち国際決済銀行（BIS）は、6 月に公表したレポートで、世界の主要国ではインフレ期待が強まっており、今や経済情勢が急変する「転換点」（tipping point）に達する可能性が生じているとして、中央銀行は一時的な経済成長の減速を恐れずに、何よりもインフレの定着化を回避する政策を優先すべきであるとした^(注3)。

こうして主要な中央銀行の間では、経



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

済成長よりも物価対策を重視する姿勢が強まってきている。しかし注意を要するのは、ユーロ圏と米国ではインフレの性質が異なる点である。コロナ危機下での手厚い財政支出や着実な賃金上昇を通じて内需に支えられた米国のインフレとは違い、ユーロ圏では新型コロナウイルスの感染拡大や気候変動対策、ロシアのウクライナ侵攻に伴い生じた供給面の制約がその主要な要因となっている。このためユーロ圏の引き締め策はインフレ対策の効果が乏しいばかりか、景気後退をもたらし、高債務国のリスクを高める結果に終わりがねない可能性をはらんでいる。

このスタグフレーションと財政問題の併存状態は、ユーロ圏経済にとって非常に大きな打撃となる。このため、市場が ECB の政策対応を巡り敏感な反応を示すのももっともなことであると考えられる。

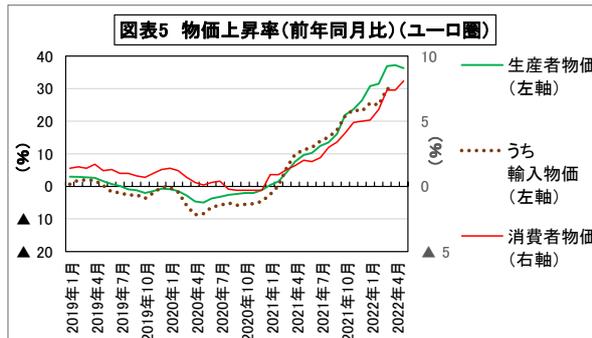
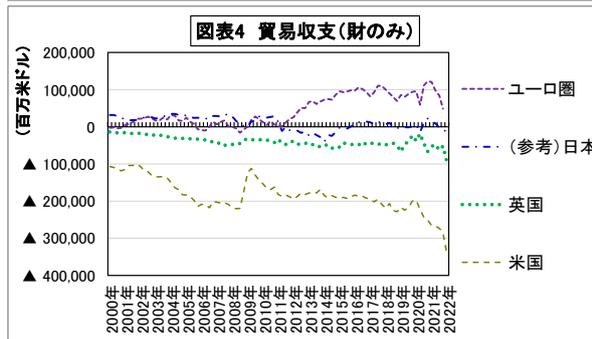
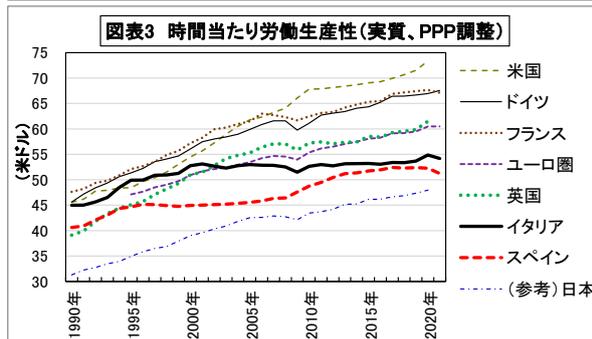
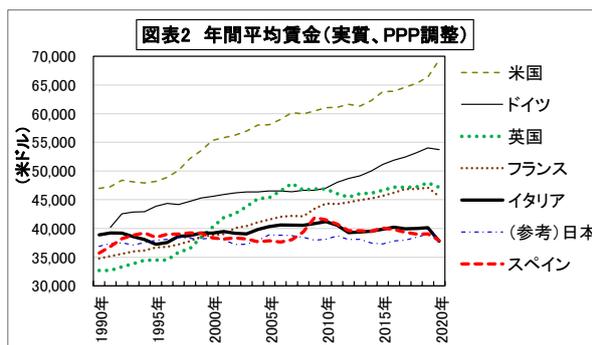
ユーロ圏のインフレと米国のインフレ

このようにユーロ圏経済は大きなリスクに直面しているが、このリスクを考察するに当たっては、まず改めて現在のインフレの特徴に着目する必要がある。

ユーロ圏では新型コロナウイルスの感染の収束過程で経済活動の再開に伴う需要の急回復がインフレ要因として強く働く局面が一時的にあったとしても、総体としては供給面の制約がインフレ進行の主要因となってきた。コロナ危機により世界各地で生じた供給のボトルネックや、ロシアによるウクライナ侵攻に伴うエネルギーや農産物などの供給ショックがこれである。なかでも気候変動対策の移行期には化石燃料に対する需要が依然根強いと見られ、天然ガスや原油をロシアからの輸入に大きく依存する欧州は、その価格の上昇によるインフレ圧力の強まりばかりか必要なエネルギー量の確保にさえ不安が生じる状態に置かれ続けている。

これとの対比で米国のインフレは、より内需に強く支えられたものとなっている。米国では手厚い財政支出に加えて、実質賃金がコロナ危機時を含め着実に上昇している事実がある（図表2）。その根本的な要因は労働生産性の改善にあるものとみられ、これが米国経済の強みとなっている（図表3）。そして、米国の内需の堅調さは、貿易収支の赤字基調に特徴的に現れている（図表4）。この一方で供給側の要因を主因とする欧州のインフレは、輸入物価が主導する消費者物価の上昇からも見て取ることができる（図表5）。

こうした中で、需要の抑制を通じて景気の過熱を鎮静化する金融引き締め策は米国のインフレには有効であるとしても、ユーロ圏ではインフレ対策としての効果



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

に限られるばかりか、景気の腰折れに直結する可能性が大きいことになる。このため、米国のリスクが景気後退であるとするならば、ユーロ圏では、物価上昇が抑制されないまま景気後退に至るスタグフレーションのリスクということになる。

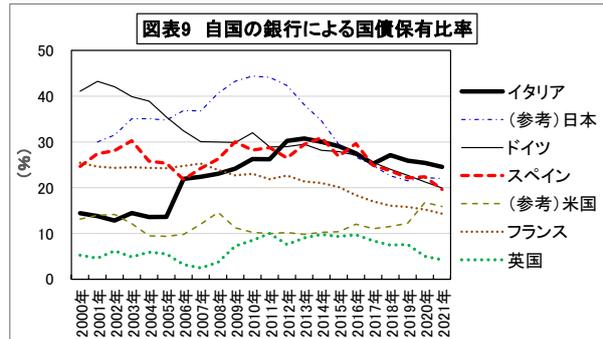
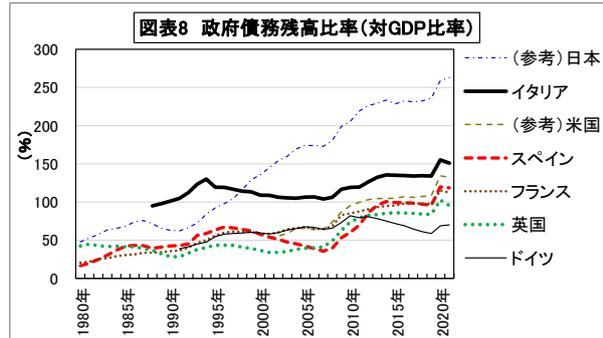
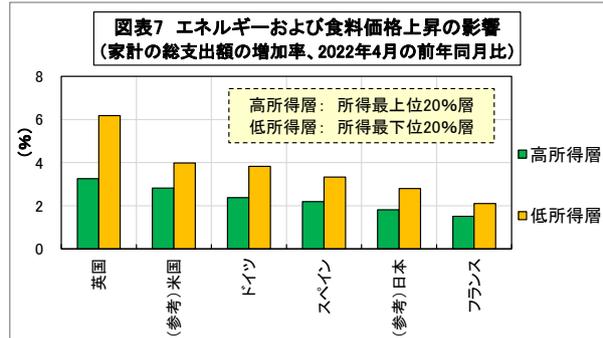
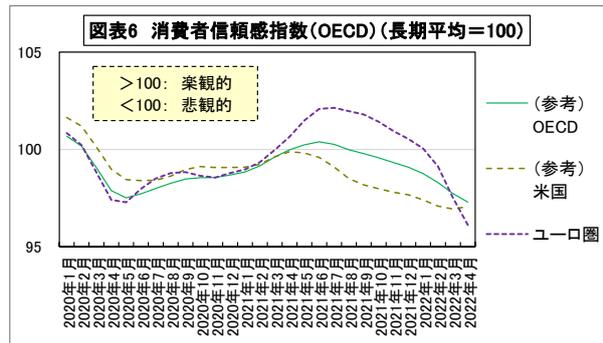
ユーロ圏が直面する複合リスク

しかし ECB は、特に 5 月以降、従来の姿勢を転換し物価対策重視の姿勢を明確にしてきている。現実には、ユーロ圏ではエネルギー価格や食料価格の高騰で「生活費危機」(cost of living crisis) の懸念が強まり、消費者信頼感指数も急速に低下している(図表 6)。しかも、この価格高騰の影響は低所得層でより大きく現れることから、貧困層の疲弊やそれに伴うポピュリスト勢力の伸長、政治情勢の不安定化などを含め、社会的な問題を拡大させる可能性をも伴っている(図表 7)。

加えて BIS が指摘するとおり、経済主体のインフレ期待のアンカーが外れて大きく上放れれば、その行動が一変し、一挙にインフレが高進する可能性が存在している。そして、いったんこの「転換点」を越えた場合にはインフレの鎮静化のためにより大規模な引き締め対応が必要となるため、ECB には手遅れとならない、適時の対策が求められることになる。

しかし同時に、供給制約を主要因とするインフレの場合にはインフレ期待の繋ぎ止めのみならず経済成長への配慮も重要であり、両者の間で微妙なバランスを取る、難度の高い政策運営が不可欠となる。ECB がこのままインフレ対策に過度に傾斜した場合に何よりも懸念されるのは、スタグフレーションに陥ると同時に金利水準の上昇に伴い高債務国経済の混乱が誘発される、複合リスクの顕在化である。

多くの国々ではコロナ危機を通じて財政危機時以上に財政悪化が進行しているほか、イタリアなどでは政府財政と銀行財務のリスクの連関が今も残存している実態がある(図表 8, 9)。財政危機には至らずとも高債務国の成長は抑制され域内



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

で経済情勢の分断が進み、ECB の政策運営は一層難度を増すことになる(注4)。かつての石油危機時には財政問題が、また財政危機時にはインフレの高進がなかった点では、この複合リスクは欧州で、これまでに経験したことのない新たな試練である。

おわりに

このように、政策金利の引き上げに着手した ECB のジレンマは大きい。金融引き締め策は供給制約を主因とする現在のインフレには効果が乏しく、物価上昇が抑制されないまま景気後退に至りスタグフレーションに陥るばかりか、それと同時に高債務国の経済混乱を生じる結果に繋がりがかねない。しかしその反面、引き締めの手を緩めれば、貧困層の疲弊などの社会問題の拡大や、家計支援の継続に伴う財政の悪化、またユーロ安の進行による輸入物価の上昇が懸念されるのみならず、インフレ期待のアンカーが外れインフレの一層の高進を招く恐れがある。

一方、ユーロ圏では、今後も当面は強いインフレ圧力の継続が見込まれている。最大の懸念点は、需要期である冬に向けてのエネルギー価格の一層の上昇である。加えて、これまでの大幅な生産者物価の上昇の中には消費者物価の押し上げ圧力が蓄積されているほか、賃金の上昇が低位で推移してきた背後には大きなキャッチアップ圧力が潜在している。

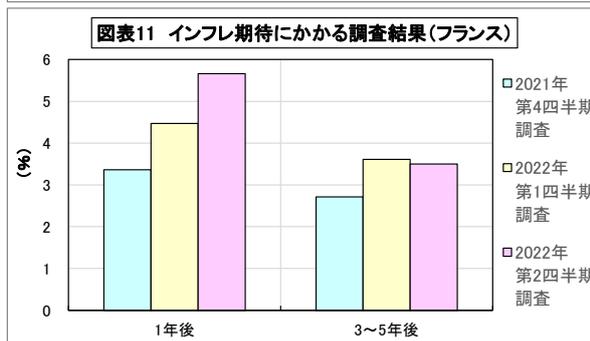
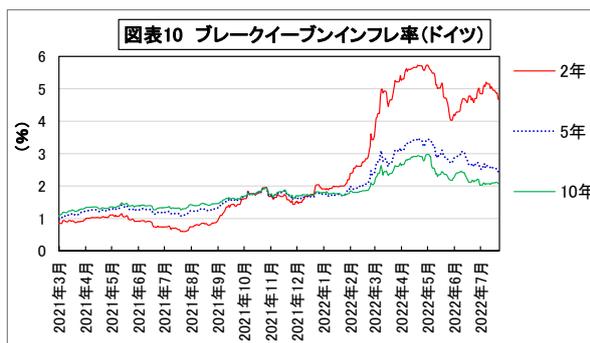
このため注目されるインフレ期待の動向であるが、ユーロ圏では消費者物価上昇率が直近の前年同月比で 8.6%にまで上昇したなか、インフレ期待についても、

(注1) ドイツでは 2022 年前半にもスティープ化の動きが生じたが、この際には長期ゾーンの利回りの上昇幅がより大きいベア・スティープ化が主流であった。

(注2) ドイツ国債のイールドカーブのブル・スティープ化と同時期に、市場ではユーロ安も進行した。

(注3) BIS は、現在、世界の主要国では、経済主体のインフレ期待が強まりそれが定着化することにより、収益率が低下した企業は消費財へのコスト転嫁を進め、実質賃金が低下した家計は賃金の引き上げ要求を強めるなど経済主体の行動が一変し、元のインフレが落ち着いた状態には戻りにくい「転換点」を超えてしまう可能性に直面しているとしている。次による。

・ BIS (June 2022) “Annual Economic Report”



(資料) 図表 10 は Bloomberg の、図表 11 はフランス銀行(中央銀行)の、各データから農中総研作成

特に先行き 1～2 年の期間で高い水準での推移が見られている (図表 10、11) (注5)。

このような下では経済主体の行動が一変し、賃金と物価の上昇スパイラルに落ち込む可能性が小さいとは言えず、少なくとも今回の ECB の政策金利の引き上げは必須の対応であったとみることができる。しかし、今後の推移はこの後の ECB の政策運営次第ではあるが、いずれの場合にしてもユーロ圏の経済情勢は多難となるものと考えられる。(22.7.25 現在)

(注4) ECB は 7 月の理事会で、高債務国の金利水準の上昇による情勢の格差を是正し金融政策を適切に伝達するため、新たな債券買い入れ策(TPI)の導入を決定したが、具体的な運用基準などについては未だ明らかにしていない。またドイツなどからは、こうした仕組みの導入に対し強い反対が上がっていた。

(注5) 図表 11 は、フランス銀行による、企業を対象とした消費者物価の年間上昇率についての調査結果である。一方、ドイツ連銀による直近の同種の調査では、今後 5 年間のインフレ期待(年平均)は家計で 5.3%、企業で 4.7%となっている(この点は、ナーゲル総裁によるスピーチ、“Return of inflation: What do we learn from survey data?” (23.06.2022)による。)

「新しい資本主義」の課題と実現への展望

田代 雅之

要旨

「新しい資本主義」の実行計画等が閣議決定されたが、依然として計画の立案の根拠、個別政策のウェイトや優先順位、それぞれの具体的な内容は明確になっていない。

本稿では、新しい資本主義の実行計画を軸にした政権の経済政策について、現時点での懸念点や、「株主資本主義」の弊害との対比で提起されてきた「ステークホルダー資本主義」と「協同組織金融機関」との親和性にも触れながら、計画の実現を展望する。

1. はじめに

「新しい資本主義」の実行計画が、経済財政運営の指針「骨太の方針」とともに閣議決定された。計画は「人への投資と分配」を始めとする主要な4つの柱を軸に総花的に構成されている。政権発足前に掲げられた「新自由主義的政策の転換」と「成長と分配の好循環」のうち分配重視の色彩は薄れ、成長戦略の比重が高い。そのため、内容的には前政権までの方向性と結果的に変わらないようにも見える。

政策のどこが「新しい」資本主義なのか、解読は難しい。「新しい」というからには現在は「(古い)資本主義」のはずである。しかし、転換されるべきとする(古い)資本主義も新自由主義も先入観的イメージ以上のことはわからない。

計画が実行に移されたら、大方の期待に沿うかはともかく成果はあるだろう。しかし、「株主資本主義」や「ステークホルダー資本主義」への言及は少ない。大きな舞台の転換を招来できるのか、政策の行方はわからない。

本稿では、新しい資本主義の実行計画を軸にした政権の経済政策について、現時点での懸念点や、「ステークホルダー資本主義」と「協同組織金融機関」との親和性も触れながら計画の実現を展望する。

2 経済政策としての「新しい資本主義」

(1) 実行計画等各項目の内容

「新しい資本主義」に関わる実行計画等閣議決定の内容は、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」(新しい資本主義の実行計画)及び「経済財政運営と改革の基本方針2022」(骨太の方針)で確認できる。

「新自由主義」による市場の失敗の是正と自由と民主主義という普遍的価値の擁護を問題意識とし、「市場と国家」「官と民」が連携して「新しい」資本主義をつくることが強調されている。

実行計画では「分配の目詰まりを解消し、更なる成長を実現」といった考え方が掲げられ、新しい資本主義に向けた計画的な重点投資として「人への投資と分配」「科学技術・イノベーションへの投資」「スタートアップへの投資」「グリーン・トランスフォーメーションへの投資」「デジタル・トランスフォーメーションへの投資」が列挙されている。そして「社会的課題を解決する経済社会システムの構築」、「経済社会の多極集中化」として「デジタル田園都市国家構想の推進」、「個別分野の取組」では「経済安全保障の強化」等

が掲げられる。骨太の方針では、大胆な金融政策や機動的な財政政策、成長戦略を一体的に進める持続可能な経済財政運営の実施、社会保障制度構築や社会資本の整備、等が加わる。

新しい資本主義の実行計画の項目は図表1のとおり。既視感のある総花的で時流の経済政策が備忘録のように並ぶものの、立案の根拠、項目間のウェイトや優先順位は見えない。現時点での主な懸念点を以下に挙げる。

a. 人への投資と分配

戦後の高度成長を経て、日本は「一億総中流社会」とイメージされる社会を築いた。現在は格差社会とけん伝されるが、状況はピケティの言う「富裕層の富裕化」を伴わない中間層以下の低所得化である。少子高齢化は高齢単独世帯を増やした。企業による標準世帯前提の平等と公的な補完の体制は、制度を維持したまま適用対象を縮小して包摂外の非正規世帯を増大させ、相対的貧困率を上昇させた。

「賃金引上げ」は状況打開のための分配対策と理解されるが、賃金は労働の成果や労働力需給に応じて決まる。賃上げが意欲を高め、生産性や収益の向上に繋がる経路はあるが実効は不詳。近時の政権も「官製春闘」と揶揄されつつ試みたが成功には至らない。経済成長を伴わない上からの賃上げは、更に非正規世帯を増やす可能性もあり、隣国の事例で見ても歪みを生む。

労働者の能力開発、技能習得、学びなおし等からなる転職・キャリアアップ支援は、必要性は認めるが予算規模や教育人材の確保難から効力に懸念がある。労働生産性向上や、労働市場の

ミスマッチの補正による産業構造高度化等に有効だが、雇用の流動化は新自由主義的でもあり、流動化による将来不安は貯蓄増や消費抑制にも働く。

NISA やイデコを拡充等の「資産所得倍増プラン」の年内策定は、「貯蓄から投資」へのシフトで「眠り続けてきた1000兆円単位の預貯金をたたき起こし、市場を活性化する」とするが、要は高齢者の貯蓄をリスクマネーへ振り向ける投資奨励策である。投資が国内産業に回るかも不確かだが、経済成長なき株価上昇はバブルである。リスクが発現すれば国民に負担は振り替わる。

b. 科学技術等重点投資

量子や人工知能、バイオ等へ重点投資する産業政策は、周回遅れでも必要だろう。ただし、今日的な新産業の場合は「技術的失業」の問題もあり、勃興が雇用増に結びつくとは限らない。

c. スタートアップへの投資等

5年10倍増を視野に育成5か年計画を本年度末に策定するという。参入障壁を下げるため、創業時融資の個人保証一部不要化も検討するが、信用保証協会の事業審査力引き上げやリスク負担力の付与方法は不明である。

「脱酸素・エネルギー」では新たに「GX経済移行債(仮称)」を発行し150兆円超/10年を投資する。調達可能性、財政健全化や返済財源、金利への影響といった副作用に懸念が残る。

「科学技術等重点投資」「スタートアップへの投資」は、にぎやかに時流の言葉が並ぶものの、具体的なイメージは示されていない。育成計画で各論は詰めるのかもしれないが、計画の実行を残して政権が交代する可能性もある。

図表1 新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画の政策項目

新しい資本主義に向けた計画的な重点投資

人への投資と分配	賃金引き上げの推進	賃上げ税制等一層の活用	
		中小下請取引適正化	
		介護・障害福祉職員、保育士等処遇改善のための公的価格の更なる見直し	
	スキルアップを通じた労働移動の円滑化	※学びなおし、転職支援 4000億円/3年、100万人	学びなおし(リスキリング)、兼業推進、再就職支援
			初期の失敗を許容し長期に成果を求める研究開発助成制度奨励と若手支援
			デジタル人材育成・専門能力蓄積(～2026年300万人)
	貯蓄から投資のための「資産所得倍増プラン」策定(～本年度末)	子供・現役世代・高齢者まで幅広い世代の活躍を応援	副業・兼業の拡大
			こども家庭庁創設(2023.4)
			保育・放課後児童クラブの充実
			出世払い型奨学金の本格導入
			子育て世代の住居費支援
			家庭における介護の負担軽減
			認知症対策充実、介護予防の充実・介護休業促進等
			健康経営の推進
多様性の尊重と選択の柔軟性			多様性の尊重
男女間の賃金差異の開示義務化			
女性の就労の制約となっている制度の見直し等			
勤労社会保険の実現			
勤務間インターバル・育休促進・転職無き移住等働き方改革			
科学技術・イノベーションへの重点的投資	量子技術		
	AI実装		
	ハイものづくり		
	再生・細胞医療・遺伝子治療等	再生・細胞医療・遺伝子治療 ゲノム医療推進 治療薬・ワクチン開発	
	大学教育改革として10兆円規模の大学ファンド		
	2025年大阪・関西万博		
スタートアップの起業加速及びオープンイノベーションの推進	スタートアップ育成5か年計画の策定	公共調達活用とSBIR制度のスタートアップ支援抜本拡充	
		海外ベンチャーキャピタルも含むベンチャーキャピタルへの公的資本の投資拡大	
		個人金融資産及びGPIF等の長期運用資金のベンチャー投資への循環	
		優れたアイデア、技術を持つ若い人材支援制の拡大	
		スタートアップが集積するグローバル・スタートアップ・キャンパス	
		創業時に信用保証を受ける場合に経営者の個人保証を不要にする等の制度見直し	
		IPOプロセスの改革実行とSPACの検討	
		事業化まで時間を要するスタートアップの成長を図るためのストックオプション等の環境整備	
		社会的課題を解決するスタートアップの環境整備として法人形態の在り方の検討	
		フリーランスの取引適正化法制の整備	
		未上場株のセカンダリマーケットの整備	
		海外における起業家育成の拠点の創設	
		起業家教育	
		スタートアップ・大学における知的財産権の戦略的強化	
		付加価値創造とオープンイノベーション	事業再構築のための私的整理法制の整備
		既存企業のオープンイノベーションの推進のための税制等の在り方やルールの見直し	
		企業経営改革(マーケット率向上、国際競争力向上)	
長期的視点で投資ができる企業環境の整備			
デジタルテック系スタートアップとのオープンイノベーションの促進			

GX(グリーン・トランスフォーメーション)及びDX(デジタル・トランスフォーメーション)への投資	GXへの投資	新たな政策インシアティブ i)GX 経済移行債(仮称)創設 ii)規制・支援一体型投資促進策 iii)GX リーグ段階的発展・活用 iv)新たな金融手法 v)アジア・ゼロエミッション共同体構想等国際展開戦略
	DXへの投資	ポスト5G、6Gの実現に向けた研究開発 デジタル市場環境整備 クレジットカードのインターチェンジファイ透明化 デジタルヘルスの普及 マイナンバーカード普及 中小企業等DX 医療のDX 建築・都市DX サイバーセキュリティ

社会的課題を解決する経済社会システムの構築

民間で公的役割を担う新たな法人形態・既存の法人形態の改革の検討
競争当局のアトホカシ(唱導)機能の強化
寄付文化やベンチャー・フィナンソフイーの促進など社会的企業家への支援強化
インパクト投資の推進
孤独・孤立など社会的課題を解決するNPO等への支援
コンセッション(PPP/PFIを含む)の強化

経済社会の多極集中化

デジタル田園都市国家構想の推進	デジタル田園都市国家の実現に向けた基盤整備	地域協議会の設置
		デジタル田園都市国家構想実現フェントの創設
		デジタル田園都市国家構想・甲子園の開催
		デジタルによる中山間地の生活環境改善
デジタル田園都市国家を支える農林水産業、観光事業、教育の推進	デジタル田園都市国家を支える農林水産業、観光事業、教育の推進	食料安全保障の確立に向けた、みどりの食料システム戦略など農林水産業の振興
		i) みどりの食料システム戦略の実施
		ii) 農林水産物・食品の輸出拡大
		iii) スマート農林水産業
デジタル田園都市国家構想の前提となる安心の確保	デジタル田園都市国家構想の前提となる安心の確保	インパクトの復活など地域の実情に応じた産業支援
		教育のICT環境の整備
一極集中管理の仮想空間から多極化された仮想空間へ	インターネットにおける新たな信頼の枠組みの構築	国土強靱化、防災・減災投資の加速
		豊富な田園都市国家を支える交通・物流インフラの整備
		ブロックチェーン技術を基盤とするNFT(非代替性トークン)の利用等のWeb3.0の推進に向けた環境整備
企業の海外ビジネス投資の促進	企業の海外ビジネス投資の促進	メタバースも含めたコンテンツの利用拡大
		Fintechの推進

個別分野の取組

国際環境の変化への対応	経済安全保障の強化 対外経済連携の促進
宇宙	
海洋	
金融市場の整備	四半期決算短信 国際金融センターの実現とアセットマネージャーの育成 銀行の業務範囲及び銀証ファイアウォール規制の見直し 金融機関の取組を通じた貯蓄から投資の促進 事業性融資への本格的かつ大胆な転換
グローバルヘルス(国際保健)	
文化芸術・スポーツの振興	
福島をはじめ東北における新たな産業の創出	

(資料)「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」に準拠し筆者整理。重要項目太字。

育成計画は「産業政策」の一環だが、政府の恣意的な産業政策は何の効果もなくむしろ弊害があるという「産業政策不要論」も過去にあった。しかし、計画に弊害の検討の跡は見当たらない。

d. デジタル田園都市国家構想

「経済社会の多極集中化」対策には「デジタル田園都市国家構想」の推進が掲げられる。政権の母体政策グループの源流への懐古的な構想名だが、往年の田園都市論への関心は何われず、DX 投資等でデジタル化が進めば都市と農村との融合に関わらず住民や滞在者の地域生活は持続可能な前提らしい。しかしノマド(nomad)への便宜の地域再生効果は限定的だ。ビジジョンの弱さは、田園都市論にも潜在した軋轢を回避したためなのかもしれない。

(2) 「新しい資本主義」の来歴

①これまでの資本主義の所在

計画名としての「新しい資本主義」は計画全体を表象している。前提として、(旧い)「資本主義」は当然に概念として共有され実在していることになる。ところが、「資本主義はどこに行く」「資本主義の終焉」等その存在は自明のように語られるものの、「資本主義」とは「何で」「どこにある」かの説明はあまり見当たらない。見当たらないまま「崩壊する」「もたない」「ポスト資本主義」等の題目が並ぶ。

「資本主義」という用語を最初に用いたのが誰かについては諸説ある。「資本論」では1回しか使われていないが、作中の「資本家的生産様式」と理解される。歴史は原始共産制から順を追って資本主義へと移行し、内在する矛盾により更に社会主義以降へと段階を追って発展するとい

う蓋然性のある歴史法則を前提して、資本主義を「生産手段が少数の資本家に集中し、一方で自分の労働力を売るしか生活手段がない多数の労働者が存在する生産様式」の段階と定義してきた。多くの議論が積み上げられ段階論にも細かな解釈の差異があるが、展望する力量はない。しかし、定義は状況を見る角度に止まるのであって実在を意味しはしない。

主流派(新古典派)経済学に対峙した新制度派経済学の系譜に連なるガルブレイス(1908-2006年)は、先行して社会主義を実現したはずのソビエト連邦の崩壊(1991年)、資本家の後退と経営者の台頭を背景に「企業の支配者が資本家でなくなったがために、また「資本主義」という言葉のイメージが良くないため、資本主義という言葉はほとんど使われなくなった。」(2004年)と述べた。

計画に言う「資本主義」はどこから呼び出されたのだろうか。資本主義の存在はそれ以外の状況の存在を前提とする。資本主義が「終焉」するならそれ以外の何か(どこか)へ移るはずだが行先は示されない。終焉したら唐突に「封建制」になったり、市場機能の有効性に懐疑的なら自由経済という混沌に還るのだろうか。

主流派経済学等は、将来の変化を蓋然性のある歴史法則として認識する態度は例外を除いてとらない。変動はあっても、循環的あるいは振動的な運動だろう。

「エコノミスト、企業の広報担当者、慎重な政治評論家、そしてジャーナリストたちは、昨今では、資本主義のことを「市場システム」と呼び替えるようになった。」とガルブレイスは続ける。「市場経済」「自由経済」などの用語も使用される。市場機能の有効性には議論もあるので自

由経済が妥当かもしれないが、混沌とは異なるメカニズムの所在を示す必要性から「市場経済」が使用されているのかもしれない。資本や生産手段を個別に私有する性格から「私有権の経済システム」と呼びならわす場合もある。私有権ゆえに交換(市場)が必然性をもつからである。それでは、「新しい資本主義」とは「市場システム」の改善のことなのであろうか。

「資本主義」という用語は様々な修飾語句と共に用いられる。「法人資本主義」「サイバー資本主義」「人的資本主義」「良心ある資本主義」「里海資本主義」「電腦資本主義」「覚醒した資本主義(ウォーク・キャピタリズム)」等々と特徴なり改善の方向性を唱える。「市場システム」を様々な改善した体制を「時間稼ぎの資本主義」とみる見方もある。「社会主義型資本主義」「混合経済」といったネーミングもある。しかし、共通項の「資本主義」の意味ははっきりしない。いわゆる「市場原理主義」「市場原理主義」と同一視する見方もある。流行りの産業や経営スタイル、注目させたい産業を他と差別化させるためのキャッチーなネーミングのようなものもある。

「新しい資本主義」の「資本主義」は一意に定まらず、何が何に対してどう新しいのかは曖昧である。政策の示すメッセージの意味の理解に戸惑いを残す。

②妖怪としての新自由主義経済

「新しい資本主義」で克服される「(旧い)資本主義」(今の経済体制)は、どうやら経済に対する政府の介入を否定する「新自由主義」と認識されているらしい。それは「国家による福祉・公共サービスの縮小(小さな政府、民営化)と、大幅な規

制緩和、市場原理の重視を特徴とする経済思想」であり、辞典では「政府などによる規制の最小化と、自由競争を重んじる考え方」などと説明される。

しかし、そのような経済思想が巷間に広がっていたとしても、現実のものとして世界を支配した事実はない。

アダム・スミスらによる古典的自由主義は、過剰統治や重商主義ではなく、市場を介して自己の利益を理性的に追求する個人による自律的な運動法則による市場社会像を示した。それは自由放任とも見え、内在する欠陥が世界恐慌の原因とみなされたため、第二次世界大戦後から1970年代頃まで先進諸国ではケインズ経済学等政府の介入を受容する政策が主張された。公共事業による景気調整、年金や失業保険、医療保険等の社会保障拡充、主要産業国有化等、政府の積極介入で経済を調整する。しかし、大きな政府と福祉国家政策は、1970年代の石油危機以降にマネタリスト等から批判される。英国は英国病から抜け出せず、米国もスタグフレーションが問題化した。政府の恣意的介入と政府部門の膨張が原因とされ、1980年代になると新自由主義が広がる。フリードマンやハイエクにおける新自由主義の出発点は、政府の恣意的介入への不信感である。英国のサッチャー政権は、電話などの国営企業民営化、労働法制等規制緩和、社会保障制度見直し、金融ビッグバンを進め、外国資本を導入した。レーガン政権も規制緩和や大幅減税で民間経済を活性化するレーガノミクスを進めた。中曽根政権は電話、鉄道等を民営化した。クリントン政権のグローバリゼーション、小泉政権、「機動的な財政政策」を掲げていた安倍政権も新自由主義

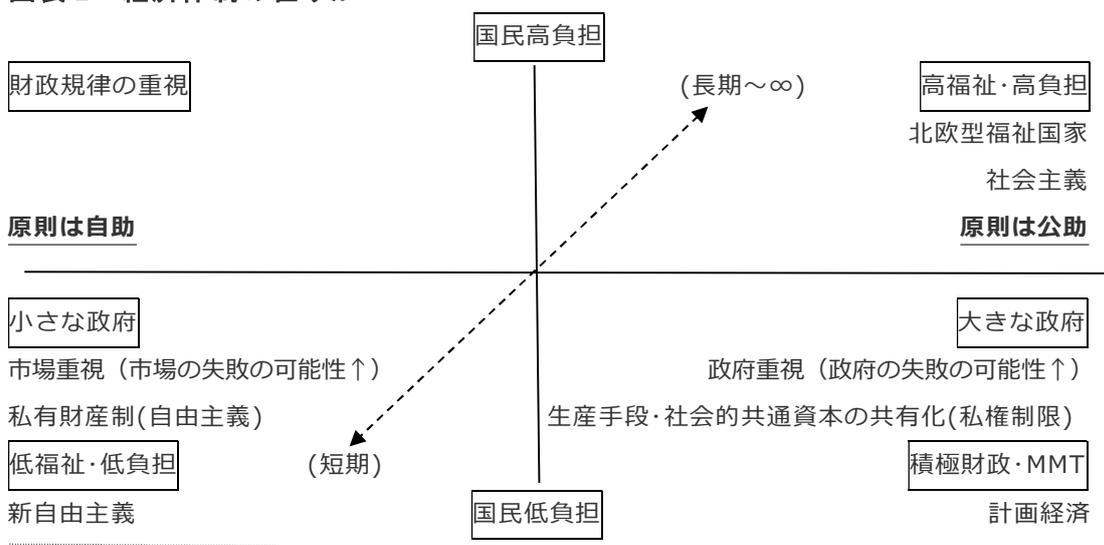
とされた。経緯は、実行計画の冒頭やギルドホールにおける基調講演(2022年5月)でも簡単に触れられている。

サッチャー政権による英国病の克服、クリントン政権下でのインターネットなど新産業勃興による米国の産業競争力回復は、格差社会を拡大したとの批判もある。しかし、前述の定義による新自由主義から格差が生まれたのだろうか。「市場」原理主義で隅々まで覆われていたわけでもない。市場経済の調整機能の有効性を受け入れるなら、混乱は市場原理が一手に調整するはずで、リーマン・ショック(2008年)対策の財政出動は許容されるわけもなかった。

新自由主義という妖怪が徘徊しているわけではない。自由放任を経た第二次世界大戦後のケインズ経済学等の政府の介入を受容する政策にせよ、その反動としての新自由主義にせよ、前時代への反発による揺り戻しであり、徹底した計画経済も純粹な「市場」原理主義もない。中間のどこか(図表2)にその時代の「市場原理」主義があっただけである。

検討を経て計画は今後具現化されていくだろう。しかし、曖昧な用語を冠した計画の名称は、計画への信頼感の形成を弱める。

図表2 経済体制の在りか



(自由放任)

(共産主義)

(資料) 筆者整理

3 ステークホルダー資本主義と協同組織金融機関

短期的な株主利益の最大化が最も重要とされ、従業員や地域社会等に負荷をかけると問題視された「株主資本主義」(株主至上主義)の対極として、新

しい資本主義の実行計画等の決定に先行し「ステークホルダー資本主義」に関心が集まった。それは、企業が株主に加え、従業員、取引先、顧客、地域社会といった幅広いステークホルダー(利害関係者)の利益への配慮を重視す

べきとする認識である。リーマン・ショック以降の格差問題を背景に、米経済団体ビジネス・ラウンドテーブル(2019年)で「米国の経済界は株主だけでなく、従業員や地域社会などすべてのステークホルダーに経済的利益をもたらす責任がある」という声明が発表された。世界経済フォーラム年次総会(ダボス会議)(2020年)は「ステークホルダーがつくる、持続可能で結束した世界」というテーマを掲げ、ステークホルダーによる企業統治を通じて格差や環境の問題等対策を実現する考え方として海外では広がった。

しかし、ステークホルダーを重視する企業経営の考え方は今に始まったことではない。実行計画が例示するように、近江商人は「買い手よし、売り手よし、世間よし」の「三方よし」の精神で活躍したとされる。利益偏重は株主資本主義の弊害と言われる。しかし、大河ドラマにもなった渋沢栄一は資本主義企業の経営者であり資本家だが、「富をなす根源は何かといえば、仁義道德」として経営に道德、倫理を求めている。現代の企業でも、定款などで宗教的ともいえるような倫理や方針が掲げられている事例は多い。

ステークホルダーの重視では、信用金庫や信用組合のような「協同組織金融機関」の組織構造は特徴的である。ステークホルダーには、出資者・会員、預金先(会員)、貸出先(会員)、職員(従業員)、地域社会等が該当する。協同組織金融機関では、営業地域が限定される信用組合の場合は特に、出資者・会員、預金先(会員)、貸出先(会員)、地域社会が概ねで一致し易い。

出資者・会員による意思決定は、他のステークホルダーの利害や意思と重なる(図表3)。ステークホルダーの重視を実現する組織の形態として興味深い。

しかし問題は残る。根拠法上の冒頭に掲げられる事業の「非営利」の性格上、出資者・会員に帰属する会計上の利益は僅かとしても、ステークホルダーに実質で配分される「利益」を計測する財務会計上・管理会計上の共通の基盤はない。また時差を捨象するのでもない限り、「相互扶助」にかかるステークホルダーの利益には相反関係があり、利益の配分の偏重を含む意思決定を現在の形態が調整できる合理性を持つとも言いきれない。「三方よし」を実現できるかは不透明である。

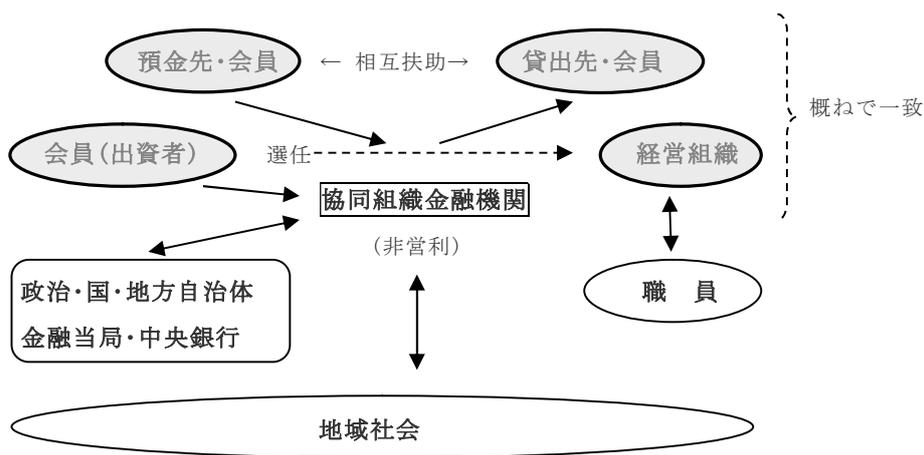
それは、協同組織金融機関以外の組織の場合にもある問題である。ステークホルダーによる企業統治を実現しようとする時には、ステークホルダー相互に利益の相反が生まれる。相反があるとき、どのように意思決定を下せるのか、コアな業務利益(貸出による利益、運用利益、役務取引等収益)からのステークホルダーへの分配を考えても、適切性を調整する共通の基盤はない。最適解の選択が可能なガバナンス方式は見いだせていない。

「ステークホルダー主義」は、支配的な株主やそのエージェントである経営者が企業の存続を念頭に各々のステークホルダーの利益を斟酌しながら経営にあたる現在の形に戻って来る。企業の経営方針の設定やその見直しは、金融や市場機能の下での対話を踏まえた株主を起点とする各ステークホルダーに配慮したガバナンス下で進められる。

政府の「新しい資本主義実現会議」では、ステークホルダー論を巡る昨今の海外識者の議論が紹介されているが、その前にステークホルダー論として隆

盛をみた日本的経営など足元での豊かな経験を見直しながら、日本の実情に即した深化を図るべきだろう。

図表 3 協同組織金融機関(信用金庫等)のステークホルダー



(資料) 筆者整理

「新しい資本主義」における「ステークホルダー資本主義」は、自由な経済活動に政府が恣意的に介入することを前提しているようにも見える。しかし、資源配分について、政府が最適解を知悉しているわけでもない。企業への過度な拘束は、資源配分を最適解から遠ざけ、企業活動や収益性を低下させ、自律的に最適解に近づく機会を減じ、株主や取引先、従業員等のステークホルダーの利益や社会全体の厚生を損ねる可能性もある。弊害を回避しながら、計画の具体化は図られるべきだろう。

5 おわりに

実行計画や骨太の方針に示された「新しい資本主義」の評価は、様々な懸念点の帰趨も含めた今後の展開による。国政選挙が目前に控えていたためか、相当数の項目の末尾に「検討する」「加速する」

等の曖昧な表現が付き、具体的な内容も「計画をつくる」といった形で中長期に先送りされていることもある。その国政選挙も終結し、政権は具体策を示し実行に移す段階に入る。日本の政権の平均在任期間は2年に満たない。政策の実行に多くの時間的余裕があるわけではない。

しかし一方で、日本の人口は、どのような政策を採用しても目に見える回復を得ることは難しい。国民の選択の累積による与件であり、受け入れざるを得ない。内需の基礎は脆弱化し、現状の維持さえも至難の業だろう。それでも、攻勢を試みなければ持続の可能性も見えない。

厳しい環境下での成長戦略の目的は、生産性向上による一人当たりの生活水準向上か経済規模の拡大か、計画は焦点がなお曖昧に感じる。「インパル作戦」を持ち出すまでもなく、実質的に撤退戦であっても、戦略目的が曖昧なまま既に

脆弱な財政を「逐次投入」すれば、良い結果は得られない。

そして、実行計画等の決定に先立って関心を集めた「ステークホルダー論」も、反映した政策の構築よりむしろ、熟慮の機会として深めるべきと思われる。株主主権型のモデルがあって人がいるわけではなく、人の行動の観察の上にモデルがある。企業は何らかの判断をもってステークホルダー間の分配を含む行動を決める必要があるが、財産権と議決権を保持しているのは株主である。現代の企業の株主の利益偏重体質などの弊害の源があるとすれば、株主資本主義そのものではなく、株主やそのエージェントである経営者、その背後の社会全般の風潮とそれを反映したステークホルダーの考え方や姿勢にある。「協同組織金融機関」でもそこは概ね変わらない。その点では、「学びなおし」よりもはるかに初等・中等教育の方が重要だが、改善は難しい。ステークホルダー論で問われているのは、政府の政策以前に、向上させるべき企業価値(株主価値)への

意識、株主の振る舞い方、を含むその社会の文化の奥行きである。そして、ステークホルダーである会員や地域社会とともに育んできた、相互扶助等に始まる協同組織金融機関に固有の一連の理念や、地域経済に根を張った金融仲介機能を重視する志向もまた、その奥行きを示す重要な事例とも言えよう。

政策の具体案の提示と政策間のウエイトや優先順位、予算の裏付けが進めば、懸念点への建設的な提案も重ねられ、「官と民」の連携投資も進み徐々に効果も現れると思われる。その先での経済の成長が、賃金引上げ等の適切な人への分配と投資を進めて好循環の軌道に乗せ、更なる成長機会も生むことを期待したい。

参考文献

- [1] 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」 「経済財政運営と改革の基本方針 2022」
- [2] Galbraith, J. K. (2004) *The Economics of Innocent Fraud: Truth for Our Time* (Boston:Houghton Mifflin).
ジョン・K・ガルブレイス(佐和隆光訳)(2004)「悪意なき欺瞞―誰も語らなかつた経済の真相」ダイヤモンド社
- [3] Streek,W,(2016)*How Will Capitalism End?: Essays on a Failing System*,Verso.
W.シュトレック(村澤真保呂・信友建志訳)(2017)「資本主義はどう終わるのか」河出書房新社
- [4] 稲葉振一郎(2018)「「新自由主義」の妖怪―資本主義史論の試み」亜紀書房
- [5] 「新しい資本主義(ステークホルダー論)を巡る識者の議論の整理」(2021.10.26)他「新しい資本主義実現会議」資料
- [6] 広田真一(2012)「株主主権を超えて―ステークホルダー型企業の理論と実証」東洋経済新報社

(2022.07.25)

アベノミクスに残された課題

南 武志

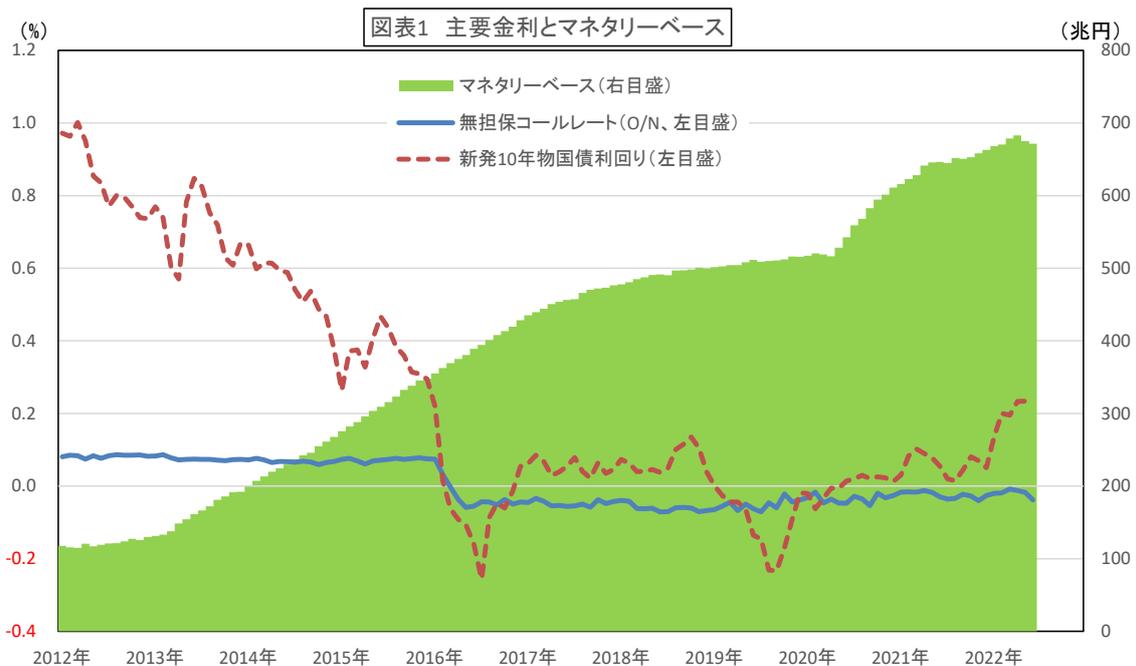
7月10日投開票の参議院議員選挙で連立与党が勝利したこと、から、「新しい資本主義」実現を掲げてきた岸田内閣は「黄金の3年」を迎えることとなった。その一方で、首相退任後も大きな存在感を示してきた安倍晋三・元内閣総理大臣が凶弾に倒れたこともあり、過去10年近くにわたって継続されているアベノミクスの行方にも注目が集まっている。

本稿では、簡単にアベノミクスとその下での経済状況について振り返り、残された課題について洗い出しを行いたい。

金融政策に大きく依存したアベノミクス

2012年12月の総選挙において、3年3ヶ月ぶりに政権復帰を実現した自由民主党は、直前に党総裁に返り咲いた安倍元首相の下、「日本を、取り戻す」といったキャッチフレーズで、「デフレ・円高から

の脱却を最優先に、名目3%以上の経済成長を達成する」という公約を打ち出した。第2次安倍内閣発足後は、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」を日本経済再生に向けた「3本の矢」と位置づけ、積極的な財政金融政策の運営に着手した。日本銀行は1998年の日銀法改正によって政策運営の独立性を確保したはずであったが、アベノミクスの「第1の矢」に位置づけられることとなった。13年1月には、政府と日銀は政策連携を強化し、2%に設定した「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現することを旨とした共同声明を公表したほか、政府は次期総裁としてリフレ派の黒田東彦・元財務官（当時、アジア開発銀行総裁）を指名した。新体制となった13年4月の金融政策決定会合で、日銀は「量的・質的金融緩和



(注)日本銀行、日経NEED-FQ

の導入を決定、2%の物価安定目標を2年程度で実現することを公表した。

また、第2の矢（機動的な財政政策）については、第2次政権発足直後に、事業規模20.2兆円程度の「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を策定、それらを盛り込んだ約13.1兆円規模の補正予算を編成したほか、第3の矢（成長戦略）についても規制緩和やTPP（環太平洋経済連携協定）への参加表明などを実施した。しかしながら、14年4月の消費税率の引き上げは民間消費を大きく悪化させたほか、成長戦略もその効果が出るには一定の時間を要することが想定されるなど、アベノミクスは金融政策に大きく依存したことは確かであろう。

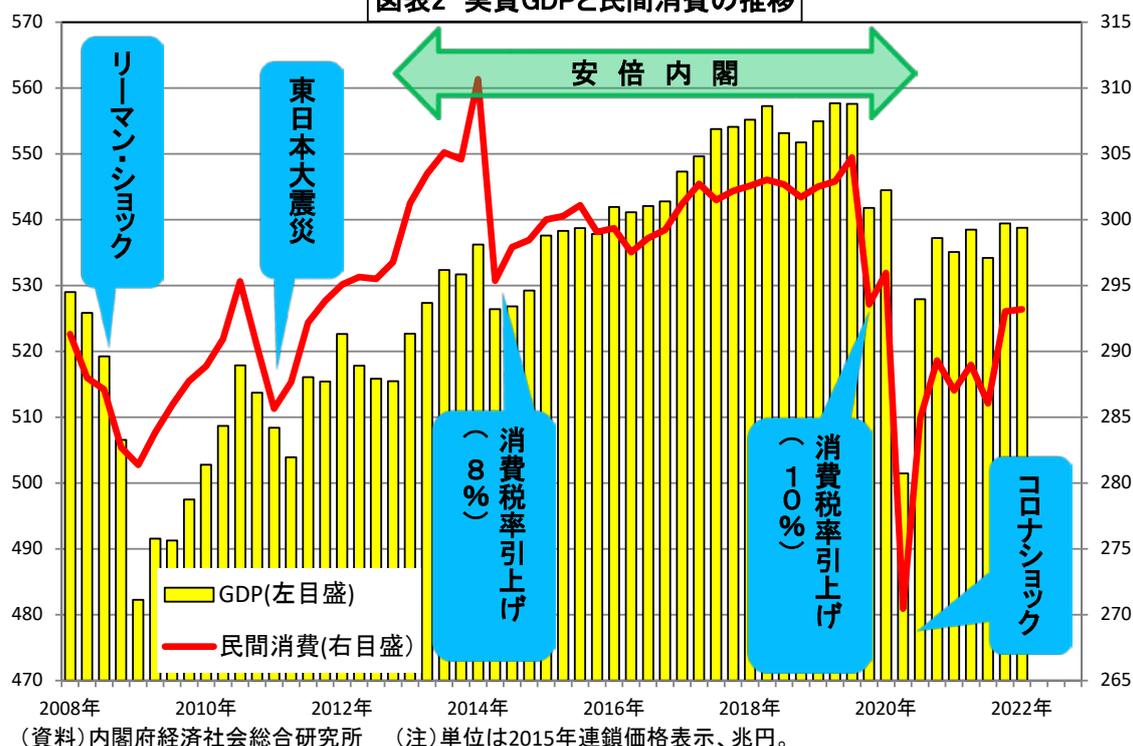
その後、15年9月に自民党総裁に再選された安倍首相（当時）は、「アベノミクスは第2ステージに入った」とし、新たに1億総活躍社会を目標に掲げて「希望を生み出す強い経済」、「夢を紡ぐ子育て

支援」、「安心につながる社会保障」からなる新「3本の矢」を打ち出した。具体的には、20年をめどに名目GDPを600兆円にする、希望出生率1.8の実現、介護離職ゼロ、などの具体的な目標が掲げられた。しかし、当初の「3本の矢」は新しい「第1の矢」にすべて含まれていると解釈されており、アベノミクスにおける金融政策の重要性は継続された。

アベノミクスの成果

当初のアベノミクスでは「デフレ脱却」とそれによる「成長促進」が重視されたが、成長面・物価面ともに所期の目標を十分達成したとは言い難いのが実情であろう。まず、実質GDPをみると、コロナ禍前までのアベノミクス下（13年1月～19年12月）の平均成長率は年率1.2%であり、民主党政権時代（09年10月～12年12月）の年率1.5%に見劣りする。ただし、アベノミクスも消費税率8%への

図表2 実質GDPと民間消費の推移



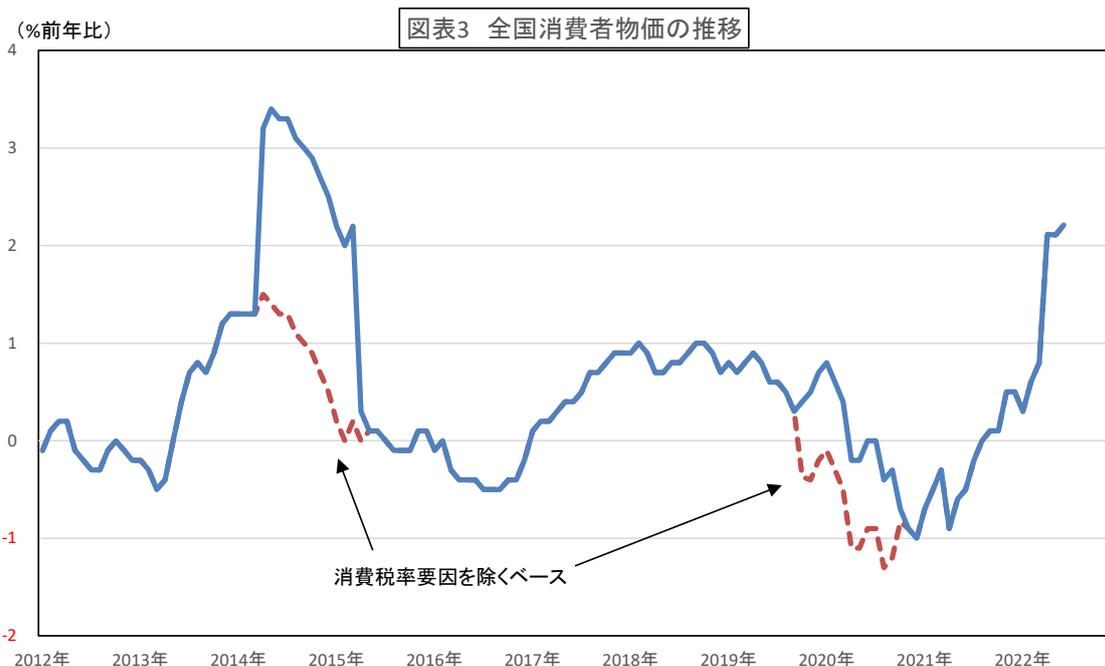
引上げ前（～14年3月）では年率3.2%と高成長を確保している。14年4月以降では年率0.7%と、潜在成長率並みであるほか、名目GDPも19年の558兆円までしか増加せず、600兆円には遠く及ばなかった。

設備投資については、13年6月に策定された「日本再興戦略」で、今後3年でリーマンショック前の水準（93SNAで70兆円）を回復する、との目標が掲げられた。SNA統計の基準改訂の影響から単純比較はできないが、08SNAでは90兆円弱に該当する数字であろう。しかし、その水準を回復したのは17年後半で、遅れたことは確かである。とはいえ、19年7～9月期には95兆円近くまで増加するなど、企業の設備投資行動が活性化したこともまた事実である。

次に物価面であるが、消費税率引上げと原油高が重なった14年度中こそ全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比2%台で推移したものの、両者の要

因が剥落した15年夏場には早くも下落に転じ、再度プラスに転じるまでに1年半もかかるなど、安定的な物価上昇が定着したとは言い難い状況であった。最近では内外で物価高への懸念が高まっているが、少なくとも国内においては一次産品価格の高騰と円安進行による輸入インフレが主因であり、財・サービスや労働面での需給環境の逼迫によって発生した上昇圧力は乏しいと評価できる。「デフレは貨幣的な現象」とするリフレ派の主張に基づき、日銀は大量のマネー供給を行ってきたが、日銀当座預金が積み上がるばかりで、現在のところディマンドプル型の物価上昇にはつなげていない。

一方、雇用に関しては、安倍元首相が成果を誇っていたように、改善した面も多い。労働人口の高齢化が進む中、女性や高齢者の労働参加が進み、労働力人口は7年で397万人増、雇用者数も同じく566万人増、失業者数は同じく123万人減であった。失業率は4.3%（12年12月）



（資料）総務省統計局資料より農林中金総合研究所作成 （注）生鮮食品を除く総合。

から2.2%（19年12月）へ低下、有効求人倍率は同じく0.83倍から1.57倍へ大きく改善した。しかし、期間成長率（前掲、年率1.2%）は雇用増加率（年率1.4%）を若干下回っており、働き方改革などによる労働時間減少（年率▲0.5%）を考慮しても、労働生産性上昇率の鈍さは否めない。また、時間当たり賃金（＝現金給与総額÷総労働時間）は名目ベースでは年率0.6%の増加だった半面、実質ベースでは同▲0.5%であった。労働需給が改善しても賃上げにつながらなかったのは否定できない。

残された課題

多くの識者が指摘する通り、アベノミクスが軌道に乗るためには、力強く賃金上昇が高まっていくことが必要不可欠であったことは言うまでもない。第2次安倍政権は政労使会議を開催、労使双方に賃上げの実現を求めるなど異例の手段を採用し、「官製春闘」とも揶揄されたが、そうした甲斐あって死語となっていた「ベースアップ」が復活した。

また、政府は消費税率8%への引上げを控えて復興特別法人税を1年前倒して廃止し、その後も法人税の実効税率の引き下げなどを通じて、「企業から家計へ」の所得還流が強まることを支援した。とはいえ、結果的に見れば、トリクルダウンは起きず、名目賃金の伸び率はなお低いままである。

多くの企業経営者は賃上げ抑制の理由として競争環境の厳しさを指摘するが、同様の環境にある海外の競争相手はしっかりと賃上げしている点は留意すべきである。また、生産性上昇と整合的でない賃上げは持続性がないとの主張も聞くが、

生産性を高められない経営こそ問題にすべきであろう。

また、財政健全化も懸案の1つとして指摘しておきたい。基礎的財政収支（PB）を黒字化させるという中期目標を最初に導入した小泉政権では当初「2010年代初頭」を目標時期としていたが、リーマンショックや東日本大震災などもあり、その後も赤字状態が続き、岸田政権では目標達成時期の提示をやめてしまった。「経済あつての財政」には同意するが、税収上振れや前年度剰余金を補正予算編成の財源にする姿勢は修正すべきであろう。将来的な財政硬直化を避けるうえでも、節度ある財政運営は重要である。

最後になるが、アベノミクスが大きく依存した金融政策の正常化も大きな「宿題」であろう。仮に、大規模緩和が功を奏し、予想物価上昇率を2%程度に安定化できたとしても、その後の「後始末」は非常に困難な作業であり、慎重に事を運ばざるを得ないのは言うまでもない。

海外の話題



農林中央金庫 北京事務所 首席代表 米坂樹紀

米坂です。現在、ほぼ2日に1度、PCR検査を受けています。

北京の街角であちこちに設営されたPCR検査場に並ぶ人々の行列を目にすると、「この検査場は混んでいるな、45分は並ぶだろうな」とか「この検査場は比較的すいているな、待ち時間20分ぐらいかな、けど日陰がなく暑そうだな」などと、つい検査場の良し悪しを評価するようになってしまいました。その裏にはこんな物語がありました。

(AMEMIYAの「冷やし中華はじめました」のリズムに乗せて)

^ 北京五輪は2月

年初から首都北京は厳格な防疫体制

市民の行動も制限され 唯一の五輪ムード マスコットキャラクター

ビッグイベント終われば、生活も元通りに緩和されるだろうと 皆期待していたけど

五輪期間終盤 オミクロン株が急速に拡大 PCR検査はじめました

検査は人間だけでなく輸入貨物も対象 PCR検査はじめました

3月下旬 上海ロックダウン開始

3-4日で封鎖は終わると聞かされていたものの

2か月以上におよび 配給は青梗菜に丸鶏 ロックダウンはじめました

経済ダメージ甚大だけれど ゼロコロナ最優先 ロックダウンはじめました

北京でもロックダウンの噂 度々流れ 都度 食料品買い出しに走る

出社制限 店内飲食禁止 地下鉄駅封鎖

同僚のアパート長期間封鎖 PCR検査 強化されました

「静黙」という意味不明のお達し 3日連続の PCR検査 繰り返されました

朝起きたら 私のアパートにバリケード

防護服着た人が大勢 住人の一人が擬陽性 私のアパート 封鎖されました

コメとフリカケの生活 集中隔離施設に送られないだけまだまし

私のアパート 封鎖されました

6月 上海ロックダウン解除 北京も飲食店再開

ようやく日常生活を取り戻せるかと思った矢先 北京のバーでクラスター発生

PCR検査頻度上がり 私のアパート 再封鎖されました

今回はお酒 食料備蓄は豊富だったけど 私のアパート 再封鎖されました

PCR検査場での本人登録

中国人は身分証自動読み取り 外国人は名前、パスポート番号が手入力

外国人の順番になると検査の列が急に流れなくなる 行列後続の視線痛い

検査場係員の入力ミスなのか 時に外国人の検査結果 アプリに正しく反映されない

PCR検査 無効になりました

PCR検査 無料なのはいいけれど

公費負担年間34兆円 100万人以上の検査要員との試算 PCR検査はじめました

PCR陰性証明がないと オフィスにも店にも入れず 地下鉄にも乗れない

今は2日に一度 PCR検査並んでいます

雨の日も 40度近い炎天下でも PCR検査並んでいます

PCR検査 PCR検査

PCR検査はじめました



日課のPCR検査：行列の先頭は遙か先

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8月号 第33巻 第8号・通巻381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)