ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流
グリーンもブルーも … 1

情勢判断
国内経済金融
先行き不透明感が高まる内外経済
～3％の物価上昇が視野に入る中、日銀は大規模緩和を継続～ … 2

経済見通し
2022～23年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂） …13

情勢判断
米国経済金融
労働市場の過熱が焦点に
～9月FOMCにてFRBは一段とタカ派化～ …17

中国経済金融
コロナ禍や不動産の低迷で回復ペースが鈍い中国経済
～最も消費意欲が強い「金の9月、銀の10月」にも期待薄か～ …25

分析レポート
ユーロ圏は「生活費危機」から「エネルギー危機」へ
～景気の他にEUの結束や気候変動対策への影響も～ …35

続・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～ …39

今月の焦点
6大銀行の中間決算からみた不動産業向け貸出の動向 …42

連　載
「夢デザインコンテスト」に取り組むしずおか焼津信用金庫 …48

海外の話題
ポルダーモデル、その先へ …52

2022.10

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

潮　流

グリーンもブルーも

理事研究員　髙島　浩

グリーン、ブルーといっても、信号機の色の話ではない。グリーンは、気候変動対応を示す代名詞。金融市場のグリーン化といえば、金融機関の投融資を通じて温室効果ガス排出量ネットゼロ社会に貢献することを示すものとなっている。また、炭素の主な吸収源となる森林の色でもある。

一方、ブルーは沿岸を含む海洋を意味する言葉。最近、ブルーがグリーンにも匹敵するポテンシャルがあるとの認識が広がりつつある。つまり、海洋生態系（ブルー）が森林（グリーン）と同様の吸収源として認識されつつある。国連環境計画（UNEP）は、これまでの陸域の炭素吸収源と区分し、ブルーカーボンと命名した。

炭素を吸収できる海洋生態系とは、マングローブに代表される沿岸湿地植物生態系と干潟・浅海の沿岸地域で海草（うみくさ）・海藻（うみも）藻場などがある。前者は、森林と同様に、現地、すなわち、植物本体やその土壌に炭素が固定されるため、森林と同様に国の温室効果ガス排出量・吸収報告（インベントリ）の対象となりうる。一方、後者は、その植物が育つ土壌に蓄積されるものに加えて、海草の流出・分解により深海へ輸送される等複雑なメカニズムをとる。したがって、現状ではインベントリへの登録は難しく、知見を収集している段階にある。ただし、昨今の研究で吸収された有機炭素の一部が長期固定化可能で、海草・海藻の種類別に総合的な炭素貯留量が計算され始めている。

こうした流れを受け、日本政府は2050年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略の下で、来年度までに海藻藻場によるCO2の吸収・貯留量の計測方法を確立し、インベントリへの反映を目指す方針を立てている。また、陸域部門のJ-クレジット制度と同様に、炭素量を定量的に評価認定し新たな資金メカニズムを導入するブルーカーボン・オフセット・クレジット制度の試行も進みつつある。

日本の沿岸地域においては、以前から開発や都市化に加え温暖化等の影響もあり、藻場が減少し磯焼けが深刻化。藻場が持つ水質浄化・生物多様性維持・海岸線の保全・環境学習機会の提供といった藻場の多角的機能が失われつつあり、それが漁獲量の減少や地域経済の低迷の要因の一つとなっている。漁業者団体は長らく藻場・アマモ場の再生を試みてきた。近年では、行政・民間企業・地域住民と連携し約290の浜で、アマモ場などの再生に努めている。上記のブルーカーボン・オフセット・クレジット制度はアマモ場の再生を後押しする主要な手段となりうるのではないか。

浜の再生は、次世代に豊かな海を守るためにも重要である。まさに、信号機は青になった。農林水産業の発展、ひいては地域の活性化に向けて、グリーンもブルーも盛り上げていく必要がある。金融も両者の主流化に向けて力になれると信じている。

注）

農林中金総合研究所では、ブルーカーボンにかかる報告をセミナー形式で行う予定です。詳しくは、弊研究所のサイトをご覧ください。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

先行き不透明感が高まる内外経済

～3%の物価上昇が視野に入る中、日銀は大規模緩和を継続～

南　武志

要旨

4～6 月期の日本経済は主要国・地域で最も高い成長率となったが、7 月以降はその勢いが弱まっている。物価高によって低所得世帯の消費行動が抑制されている可能性があるほか、海外中銀による大幅利上げによって世界経済が先行き失速するリスクも高まっていることから、23 年前半にかけて国内景気は緩慢なペースでの持ち直しにとどまるだろう。なお、政府は物価高対策として予備費から約 3.5 兆円の拠出を決定したほか、10 月にも追加の対策を盛り込んだ補正予算の編成を行う方針である。

なお、足元の消費者物価は消費税要因を除けば 31 年ぶりの高い上昇率となったほか、10 月にも 3%台まで高まることが見込まれるものの、日本銀行は持続的・安定的な物価上昇でないとの判断を崩しておらず、粘り強く大規模緩和を継続する方針を維持している。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2022年 9月（実績）	2022年 12月（予想）	2023年 3月（予想）	2023年 6月（予想）	2023年 9月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	−0.063	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.05	−0.10～0.05
TIBORユーロ円（3M）		(%)	−0.0060	−0.05～0.05	−0.05～0.10	−0.05～0.15	−0.05～0.15
国債利回り	20年債	(%)	0.990	0.70～1.10	0.70～1.10	0.75～1.15	0.75～1.15
	10年債	(%)	0.245	0.10～0.27	0.10～0.27	0.10～0.30	0.10～0.30
	5年債	(%)	0.070	−0.05～0.10	−0.05～0.10	0.00～0.15	0.00～0.15
為替レート	対ドル	(円/ﾄﾞﾙ)	143.8	130～155	125～150	125～145	125～145
	対ユーロ	(円/ﾕｰﾛ)	139.2	130～150	125～145	125～145	125～145
日経平均株価		(円)	26,431	26,500±3,000	26,500±3,000	27,000±3,000	28,000±3,000

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2022年9月26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。

海外中銀の利上げ本格化で世界経済の失速リスク高まる

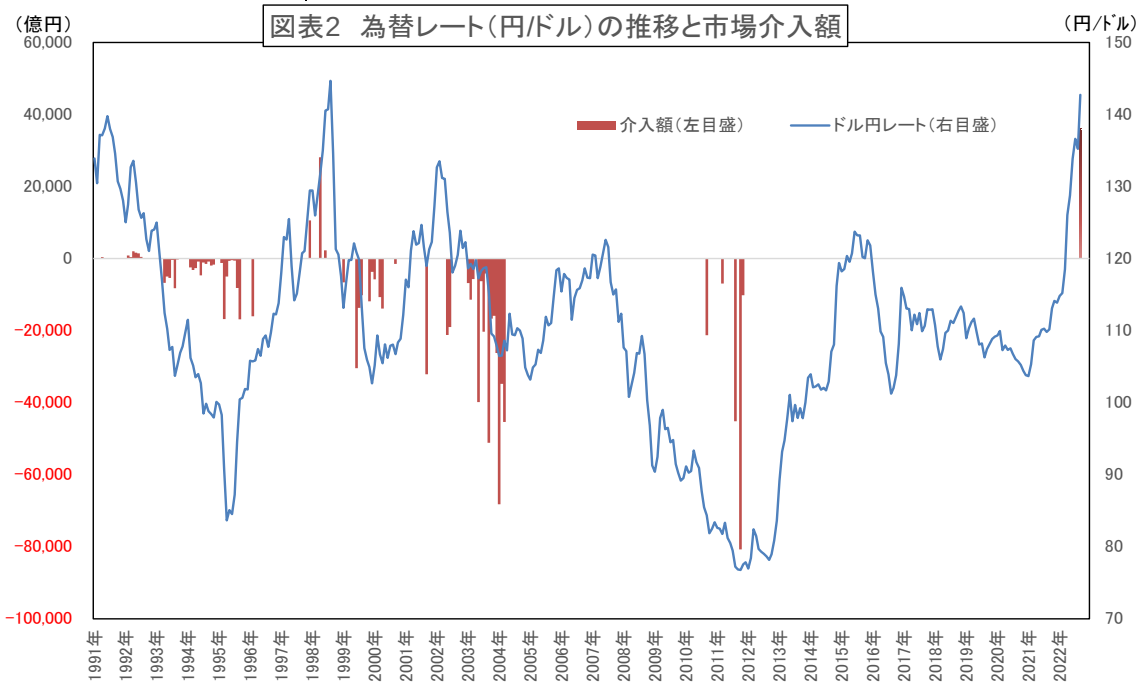
9 月の第 4 週は、日本・米国・英国・スイスといった主要中央銀行がこぞって金融政策決定会合を開催する「金融政策ウィーク」となった。結果は、日本銀行は大規模緩和を継続する一方で、それ以外の中銀は大幅利上げを決定、かつ追加の利上げの必要性も示されるなど、内外の金融政策の方向性の違いがより明確となった。

パウエル FRB 議長は FOMC 終了後の会見にて「ソフトランディングは非常に困難」との見解を表明するなど、米国経済がいずれ後退局面入りするのは不可避と見られる。金融政策の効果発現には比較的長いラグを伴うことが知られているが、経済成長率を潜在成長率程度で推移させつつ、インフレ率を 2%程度

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

で安定化させるのは至難な技といえる。また、ウクライナ情勢が長期化・泥沼化していることもあり、今冬は欧州などでエネルギー危機が発生する可能性も燻っている。23 年にかけて日本を含め世界経済全体は無視しえない下振れリスクに晒されている。

図表2　為替レート（円/ドル）の推移と市場介入額



（資料）財務省、Nikkei　FQ　（注）市場介入額は円買いは黒字方向、円売りは赤字方向。直近9月分は推定値。

24 年ぶりの円買いドル売り介入

内外金利差が今後とも拡大するとの見通しが強まる中、為替レートは円安圧力が高い状態が続いている。22 日夕（日本時間）には、黒田日銀総裁の「当面利上げやフォワードガイダンスの変更はない」、「当面というのは、数か月ではなく、2～3 年の話」などの発言もあり、一時 1 ドル＝145 円後半まで円安が進んだが、それを受けて政府は 98 年 6 月 17 日以来となる 24 年ぶりの円買いドル売り介入に踏み切った。鈴木財務相は「投機による過度な変動が繰り返されることは決して見過ごせない」と説明したほか、追加介入の可能性も示唆した。市場では 3～4 兆円の規模とみられており、「円買い」介入としては過去最高になっているとみられる（実績値は 9 月末に公表予定）。

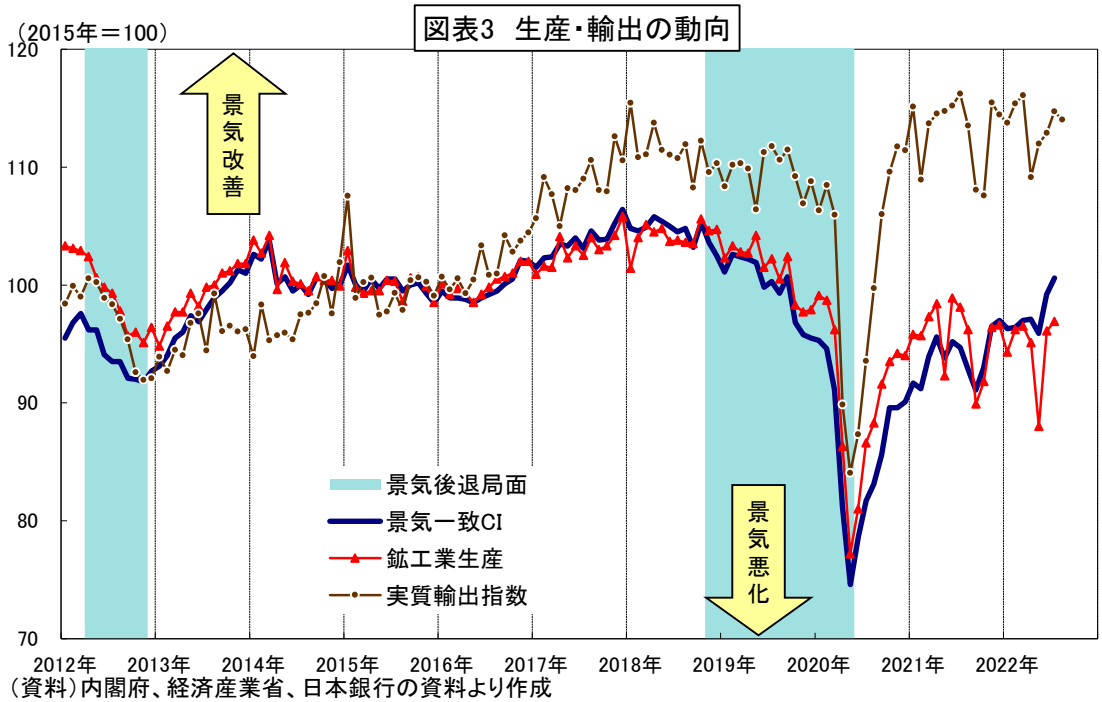
なお、政府短期証券（為券）の発行で市場から資金調達できる「円売り」介入に対して、「円買い」介入は外貨準備高の範囲内でしか介入できないとされる（通貨危機の発生時における通貨スワップ協定によるドル調達は除く）。8 月末の日本の外貨準備高は 1 兆 2,920 億ドル（183.5 兆円）であるが、このう

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ち流動性の高い預金は1,361億ドル（19.5兆円）にとどまる。ちなみに97年12月～98年6月にかけての円買い介入では累計で4.1兆円分の外貨建て資金が投じられた。

最近はリスクオフの場面で円安方向に振れやすいことを踏まえると、今後も円安が進行しやすいとの予想は根強く、かつ協調介入にはなりにくいこと、さらに介入資金に限度があることなどもあり、介入の効果は小さいとみる向きは少なくない。

図表3　生産・輸出の動向



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

「供給の混乱」の緩和で製造業関連指標が持ち直した半面、非製造業で足踏みも

以下、足元の国内経済情勢を見ていきたい。4～6月期の実質GDP（2次速報）は1次速報公表時の前期比年率2.2%から同3.5%へ大幅に上方修正された。行動制限措置の解除、ウィズコロナへの移行でサービス消費の回復が進んだことを背景に、主要国・地域の中で最も高い成長率となり、出遅れ感は若干解消された。その後も持ち直しの動きは途絶えてはいないとみるが、その勢いはやや鈍っている印象を受ける。

景気動向指数のCI一致指数をみると、7月は前月から+1.4ポイント（2か月連続の上昇）の100.6と、消費税率10%への引き上げを控えた19年9月（100.7）に迫った。しかし、現行の景気動向指数は「財」、「製造業」の動きに反応しやすい性質を持っており、部品調達難など「供給の混乱」が緩和したことで挽回生産が進んだことに牽引されたといえる。

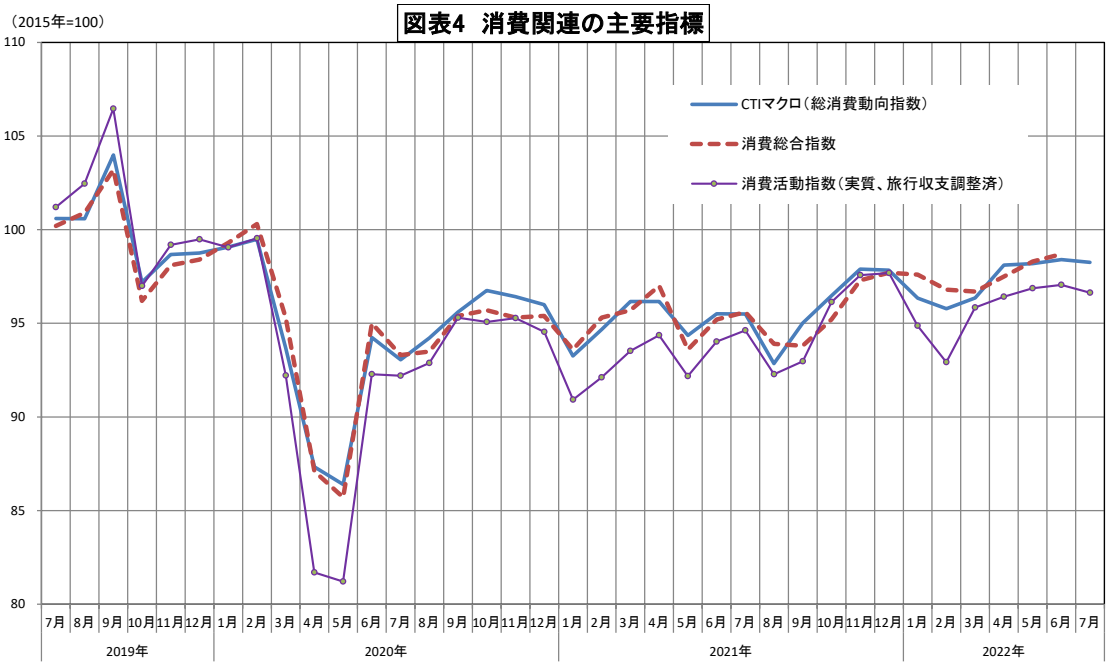
一方で、4～6月期の高成長を牽引したサービス業は足踏みし

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

た。7 月の第 3 次産業活動指数は前月比▲0.6%と 2 か月連続の低下で、かつ 4～6 月平均を 0.5%下回るなど、持ち直しは順調とは言い難い。コロナ感染「第 7 波」や物価高によって 7 月の消費者マインドが悪化した影響が背景にあるとみられる。

また、輸出動向をみると、上述のように「供給の混乱」の緩和で自動車生産が回復したことで「米国向け」が大きく増加した半面、「EU 向け」「中国向け」は低調で、実質輸出指数全体としても前月比▲0.6%と伸び悩んでいる（4 か月ぶりの低下）。

図表4 消費関連の主要指標



（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行の各資料より農林中金総合研究所作成

消費回復の勢いに鈍さも

消費関連指標からは、持ち直しが順調ではないことが確認できる。7 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▲0.4%（このうちサービス消費も同▲0.8%）、総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）も同▲0.1%と、ともに 5 か月ぶりの低下であった。足元の物価上昇は支出弾力性が 1 未満の財・サービスがより高い上昇率である（基礎的支出項目：前年比 4.8%、選択的支出項目：同 1.5%、いずれも 8 月分）こともあり、低所得世帯の物価上昇の実感はかなり高まっており、消費活動に影響した可能性がある。また、7 月の総雇用者所得は名目ベースだと前年比 1.5%の増加（6 か月連続）だったのに対し、実質ベースでは同▲1.6%の減少（4 か月連続）となるなど、物価高で賃金が目減りしている様子が確認できる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

一方、8 月については 3 年ぶりに行動制限のない夏休みとなったことで、7 月まで悪化し続けた消費マインドに持ち直しが見られた。8 月の消費動向調査によれば、消費者態度指数は 32.5 と前月から+2.3 ポイントの上昇であった（3 か月ぶり）。また、8 月の景気ウォッチャー調査も、景気の現状判断 DI、先行き判断 DI はともに 3 か月ぶりに改善した。ただし、いずれの DI も判断基準である 50 を下回っており、物価高やコロナ感染「第 7 波」への警戒も根強いことも確かである。

経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて、緩慢な回復ペース

8 月下旬以降、コロナ感染「第 7 波」は収束に向かっていることもあり、政府はウィズコロナへの移行を一層推進する方針である。6 月に訪日観光客の受け入れを再開して以降、段階的に水際措置の緩和などを行ってきたが、岸田首相は 10 月 11 日からの入国者数の上限撤廃、個人旅行の解禁や査証（ビザ）取得を免除する意向を表明した。政府観光局によれば、8 月の訪日客は約 17 万人（うち観光目的は約 1 万人）まで回復しているが、コロナ前だった 3 年前の 7%に過ぎない。加えて、「全国旅行支援」、「イベント割」も開始する方針が示され、今秋にかけて需要喚起への期待が高まっている。

また、9 月 20 日に、政府は石油元売り会社へのガソリン補助金を年末までの延長（段階的に規模縮小）、住民税非課税世帯への 5 万円の現金給付などのために 3 兆 4,846 億円を新型コロナ・物価高対策予備費から拠出することを閣議決定した。10 月には追加の物価高対策を盛り込んだ総合経済対策を策定し、第 2 次補正予算案を編成する方針である。

とはいえ、食料・エネルギー・日用品などの値上げ圧力は高く、低所得世帯を中心に消費意欲が弱まる可能性は否定できない。さらに、23 年にかけて世界経済の失速リスクが高まっており、生産・輸出が停滞することも想定される。

国内景気の後退局面入りの可能性は現時点では決して高くないとみるが、回復テンポは当面の間、緩慢なものにとどまるだろう（詳細は 9 月 8 日発表の当総研「2022～23 年度改訂経済見通し（2 次 QE 後の改訂）」を参照のこと）。

物価見通し：10 月に 3%台に上昇するが、23 年には鈍化に転じると予想

物価面では、円安進行と国際商品市況の高止まりによって輸入物価が大きく上昇し、それが国内に波及する状況が続いている。一方で、海外で見られたような労働力不足の下でペントアップ需要が急拡大したことによる物価上昇圧力は決して高ま

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

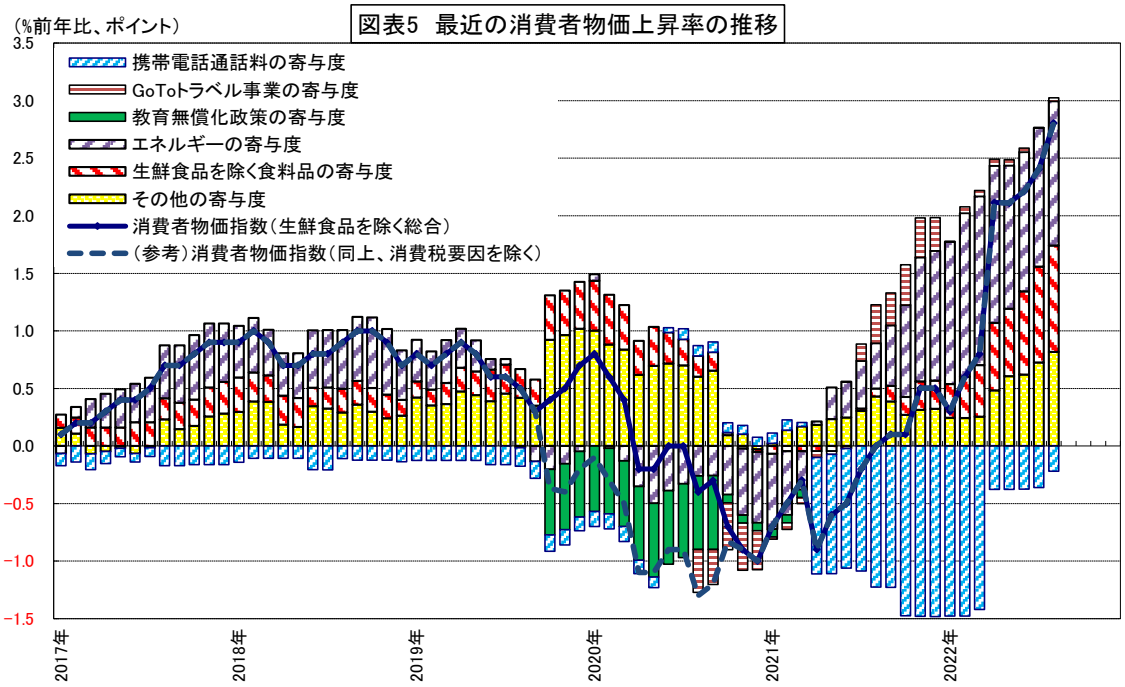
ってはいない。

8 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 2.8%と 3 か月連続で加速、消費税要因を除けば 91 年 9 月以来となる 31 年ぶりの高い上昇率となった。電気・ガス代などのエネルギー、加工食品・外食といった食料などでの値上げ圧力が高い状況に変わりはないが、幅広い財・サービスで値上げの動きが本格化しつつある。

ちなみに、日銀が毎月公表している「消費者物価の基調的な変動」によれば、刈込平均値（品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各 10%）を機械的に控除したもの）は同 1.9%、最頻値も同 0.8%と、いずれも 01 年以降での最高を更新した。

先行きについては、幅広い財・サービスでこれまでの投入コストの上昇分を価格転嫁する動きが続いているほか、10 月に携帯電話通信料要因による押下げ効果（▲0.22 ポイント）が剥落することもあり、3%台まで上昇率が高まると予想される。その後、ベース効果の剥落に加え、OPEC プラスによる減産決定（10 月の産油量は日量 10 万バレル減）にもかかわらず、世界経済の減速懸念から国際原油市況が大きく調整したこともあり、エネルギーの物価押上げ効果は縮小が見込まれ、23 年入り後は鈍化に転じると思われる。ただし、食料・日用品の値上げの動きもあり、2%割れとなるのは 23 年半ばまで後ズレするだろう。

図表5　最近の消費者物価上昇率の推移



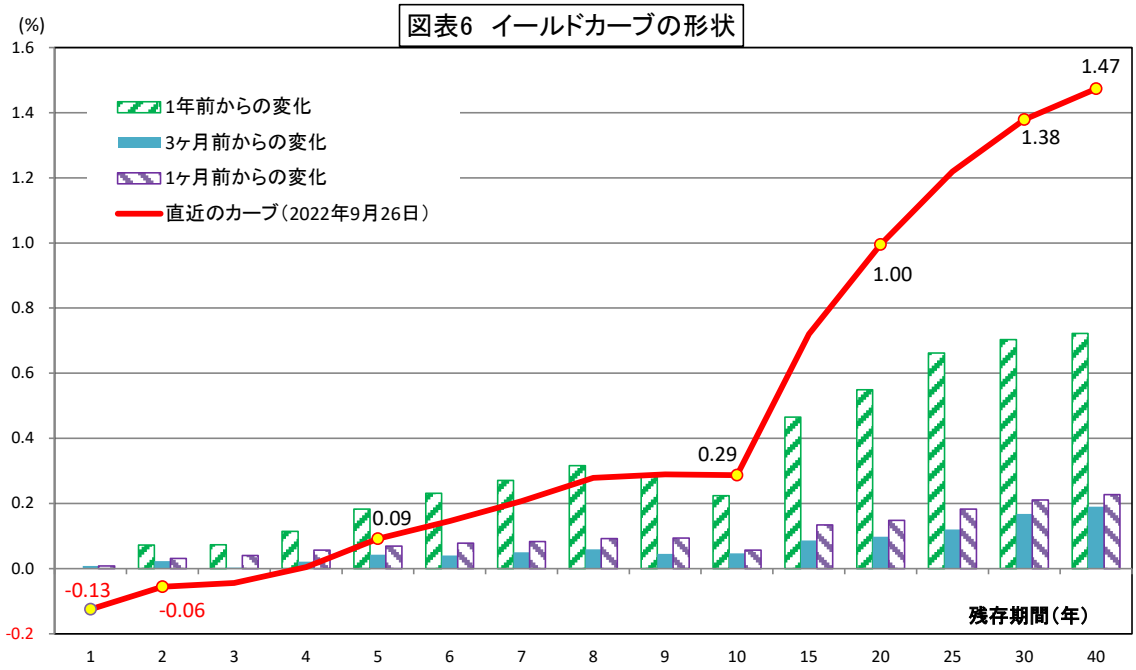
（資料）総務省統計局の公表統計より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

金融政策：コロナ対応の金融支援策は終了する半面、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続

冒頭でも振れたように、欧米諸国などでは目標を遥かに上回る高インフレ状態が長期化していることから、主要な海外中銀は大幅な利上げを連続して実施するなど、物価沈静化を最優先する姿勢を強めている。一方、日銀は 9 月 21～22 日に開催した金融政策決定会合で、コロナ対応の金融支援策については順次終了すること（中小企業向けプロパー融資分についての特別オペは半年間延長して 23 年 3 月末に終了、同制度融資分は 3 か月延長して 22 年 12 月末に終了、代わって金額無制限の共通担保資金供給オペを実施）は決定した半面、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は継続することとした。既に足元の全国消費者物価の前年比上昇率は 2%台後半にまで高まっているものの、輸入インフレに起因したものであり、適度な賃金上昇を伴った持続的・安定的な物価上昇ではないとの判断から、当面粘り強く大規模な金融緩和を継続していく方針が改めて示された。

図表6　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

少なくとも 22 年度内は大規模緩和を継続すると予想

先行きについては、少なくとも黒田総裁の任期内（23 年 4 月 8 日）に金融政策の枠組みが変更される可能性は小さいと思われる。9 月会合後の記者会見では、物価上昇率はいずれ鈍化に転じ、23 年以降は再び 2%を割り込むとの見通しを示し、緩和策を縮小する考えはないことを表明している。

とはいえ、黒田総裁の任期は残り 6 か月となり、市場では次

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

期総裁の人選を巡る思惑が浮上しつつある。内外経済の減速懸念や今後の物価鈍化の可能性を踏まえると、早ければ23年3月にも発足する可能性がある日銀新体制の下で、即座に金融政策の枠組み変更が議論される可能性は小さいと思われるものの、年度下期には様々な思惑が浮上し、金融市場にも何らかの影響を与えることも十分ありうるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

引き続き、世界的なインフレとそれに対して大幅利上げを実施する主要中銀の対応が注目を集めた。8 月の米ジャクソンホール会議（米カンザスシティ連邦準備銀行主催の経済政策シンポジウム）では、パウエル FRB 議長が景気を犠牲にしてでもインフレ沈静化を目指す姿勢を明確にしたことから、長期金利が一段と上昇した半面、世界経済の失速リスクが意識されて株価が大きく調整した。また、日米金利差が想定以上に拡大するとの見方から円安が進行したが、冒頭でも触れたとおり、政府は24年ぶりとなる円買いドル売り介入に踏み切った。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

長期金利は 0.25%に迫る上昇

海外での金利上昇が国内にも波及しており、国内長期金利（新発 10 年物国債利回り）にはほぼ定常的に上昇圧力がかかり続けている。8 月上旬にかけては世界景気の失速懸念が意識され、世界的に金利低下圧力がかかったことから、3 月上旬以来となる 0.160%まで低下する場面もあった。しかし、米労働市場の堅調さやインフレ高止まりを示す指標が散見されたほか、パウエル FRB 議長が景気を犠牲にしてでもインフレ沈静化を目指す方針を明確にしたこともあり、米長期金利が再び上昇、8 月後半以降は国内金利も上昇傾向が強まった。

さらに、9 月の金融政策決定会合を控え、一部の投資家が債券を売る動きを強めたことから、9 月 1 日以降はチーペスト銘柄等（#356、#357）について連続指値オペを実施したほか、残存 5～10 年の国債買入れオペを増額するなど、金利上昇の抑制策を駆使し、長期金利が 0.25%超となるのを食い止めた。ただし、超長期ゾーンの上昇は止められず、20 年債利回りは 6 年 9 か月ぶりの水準となる 1%に迫った。

長期金利は当面 0.2%前後での展

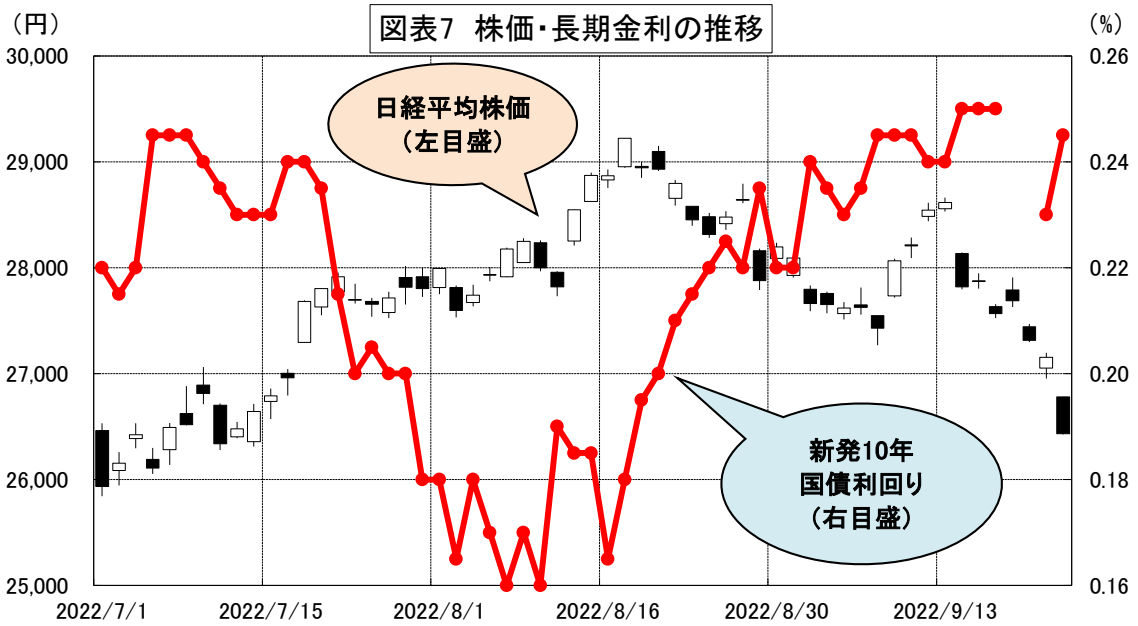
日銀の方針によって 10 年ゾーンの金利については当面ゼロ%近傍（0%±0.25%）で推移するように操作されるとみられ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

開継続

る。とはいえ、日銀「代替わり」を控え、金利上昇圧力が高まる場面も想定されるが、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0.2%台を中心レンジとした推移が続くと予想する。

図表7 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 （注）9/20、21の新発10年物国債は出合いなし。

しばらくは上値の重い展開

② 株式市場

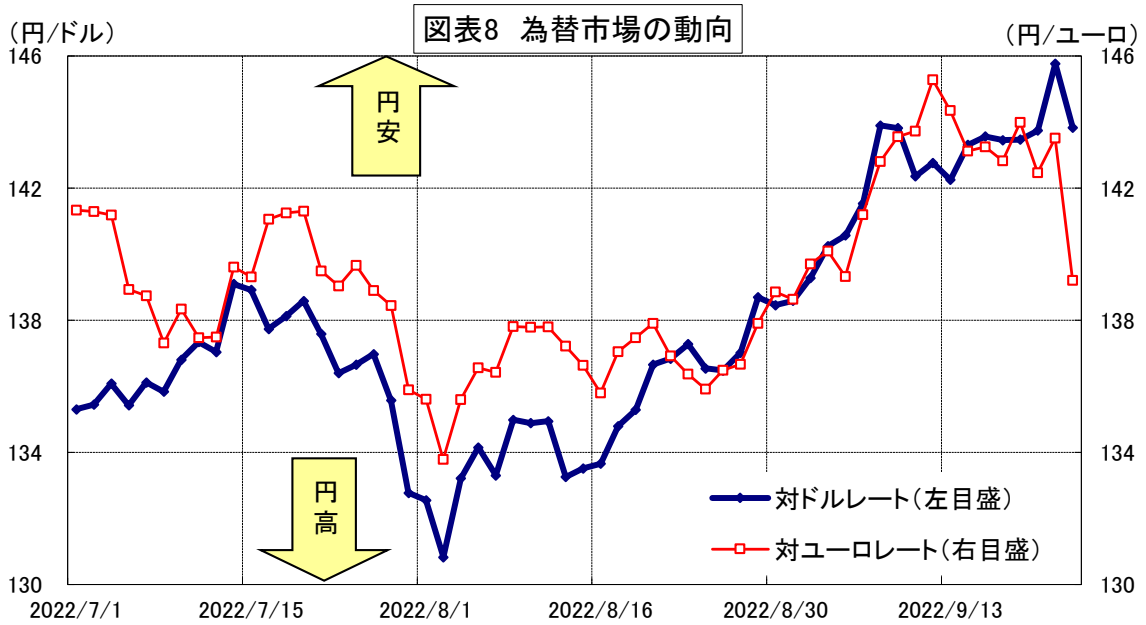
コロナ感染「第6波」の襲来、米国の利上げ加速観測、ロシア・ウクライナ戦争勃発による原油など一次産品価格の急騰などを受けて、3月上旬の日経平均株価は一時1年4か月ぶりとなる 24,000 円台まで下落した。その後は円安が好感されて28,000円台を回復する場面もあったが、中国・上海市の都市封鎖による部品調達難など「供給の混乱」の拡大、海外中銀の利上げ本格化が景気や企業活動に及ぼす悪影響への警戒もあり、8月上旬にかけて27,000±1,300円のレンジ内でのもみ合いが継続した。

一方、8月中旬にかけて米国の景気後退懸念が後退したほか、インフレ圧力の緩和期待も高まったことで、NY ダウが一時34,000 ドルを回復したことにつられて日経平均も 7 か月ぶりに29,000円台を回復する場面もあった。しかし、その後はインフレ沈静化に向けて想定を上回る利上げが実施されることへの懸念から世界的に株価は大きく調整（NY ダウは30,000 ドル割れの年初来安値）、日経平均も足元26,000円台と軟調に推移している。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

先行きについても、内外景気の悪化懸念から、上値の重い展開が継続するものと予想する。

図表8　為替市場の動向



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

介入後も円安状態は解消せず

③ 外国為替市場

21年入り後から対ドルレートは円安傾向となっているが、高インフレに悩む米国が利上げを開始し、日米の金融政策の方向性に違いが意識されたこと、ロシアのウクライナ軍事侵攻によって一段高となった国際商品市況によって海外のインフレがさらに加速するとの予想が強まったこと、さらに中国・上海市での都市封鎖でグローバル・サプライチェーンが寸断されて供給制約が強まったこと等もあり、22年に入ってからは円安が加速した。4月下旬には20年ぶりの130円台、9月上旬には24年ぶりの140円台となっている。

鈴木財務相や神田財務官は過度な為替レート変動は好ましくないとし、あらゆる手段を準備していることを示唆したほか、9月14日には日銀がレートチェックを行うなど、円安進行を牽制してきたが、その流れは変えられなかった。冒頭でも触れたとおり、22日には145円台後半となったことから24年ぶりの円買い介入に踏み切り、一時140円台まで押し戻したが、直近は再び144円台となるなど、持続的な効果は乏しいと考えられる。

先行きについては、基本的に日米金利差が拡大していくとの見通しであるが、9月FOMC後に示された今後のFFレート（22

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

年末：4.375%、23 年末：4.625%）の想定は、円買い介入もあり、現状の為替レートには十分織り込まれてはいないとみられる。それゆえ、円安圧力はしばらく残ると思われるが、政府が 145 円台を防衛ラインとして追加介入に踏み切るかどうかが焦点であろう。なお、今後、米国が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大きくないと予想する。現時点の確率は小さいものの、米国のインフレ沈静化が想定以上に進み、利下げの前倒し予想が浮上すれば、円高方向に戻ることもありうるだろう。

対ユーロでも円安が進行

対ユーロレートは、欧州中央銀行（ECB）が利上げを再開したこともあり、円安ユーロ高での推移が継続している。9 月 12 日には一時 145 円台後半となるなど、7 年 9 か月ぶりのユーロ高水準となった。なお、直近は 140 円割れ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、今冬のエネルギー不足問題など、欧州経済は不安要素を多く抱えていることから、当面は現状水準でのもみ合いが続くと思われる。

（22.9.26 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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）

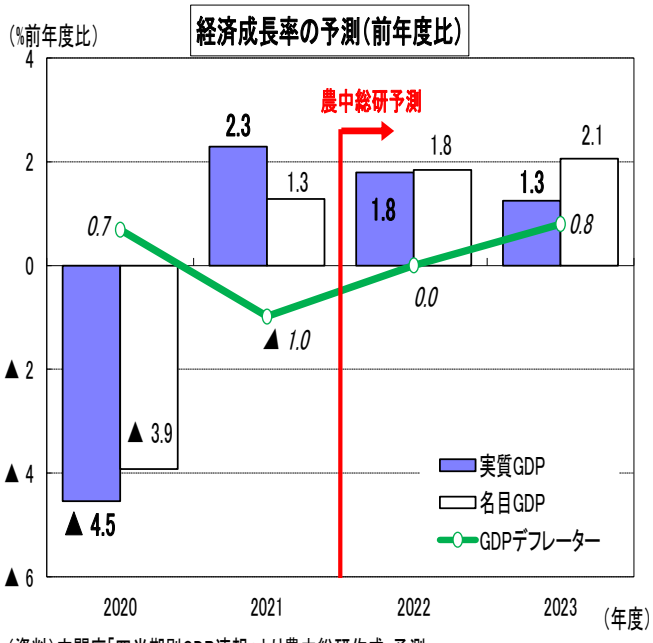
～2022年度：1.8%成長（上方修正※）、23年度：1.3%成長（修正なし※）～

※22年8月時点の当総研見通し（22年度：1.7%、23年度:1.3%）との比較

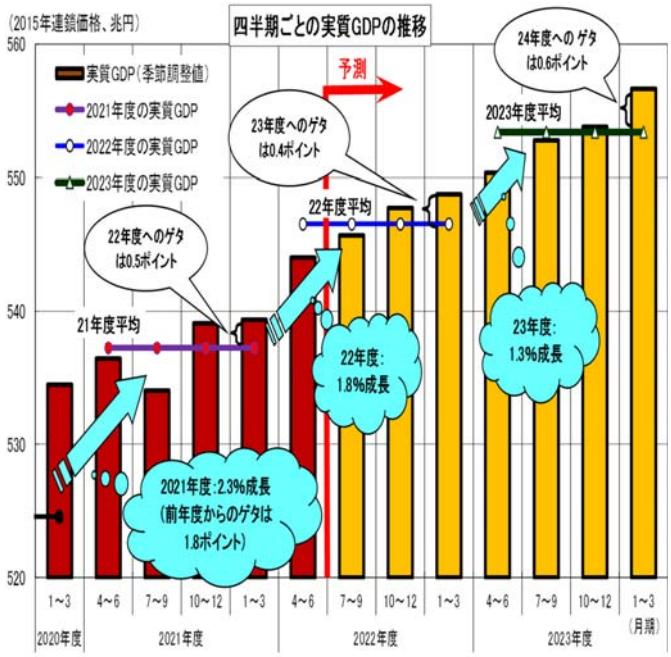
2022年9月8日

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



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

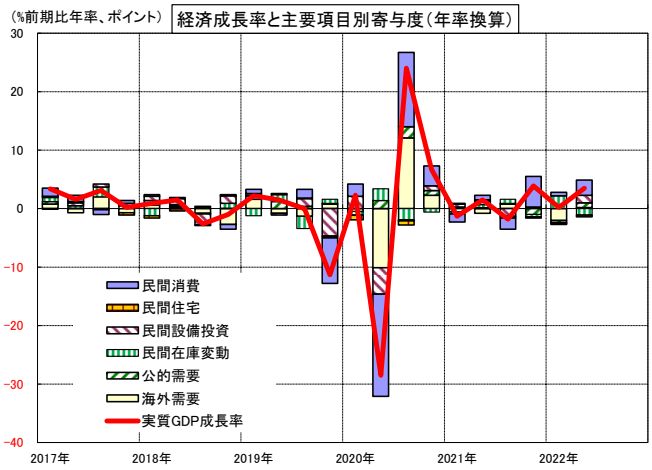


（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より作成　（注）2022年4～6月期まで実績、それ以降は当総研予測

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1　GDP第2次速報（2次QE）の内容

- 2022年4～6月期の実質GDPは上方修正、3期連続のプラス成長
  - 実質GDP成長率は前期比年率3.5%（1次QE：同2.2%）へ上方修正
    - 民間消費、民間企業設備投資、民間在庫変動、公的需要は上方修正、輸入等は下方修正（GDPに対しては押上げ要因）
    - 名目GDPも前期比年率2.5%（1次QE：同1.1%）、GDPデフレーターも前年比▲0.3%（1次QE：同▲0.4%）と、いずれも上方修正
    - 雇用者報酬は名目ベースでは前期比0.4%（1次QE：同0.5%）へ下方修正、実質ベースでは同▲0.9%で変わらず（2期連続のマイナス）
    - これにより、消費税率10%への引上げ後のピークだった20年1～3月期の実質GDP水準を僅かに上回った

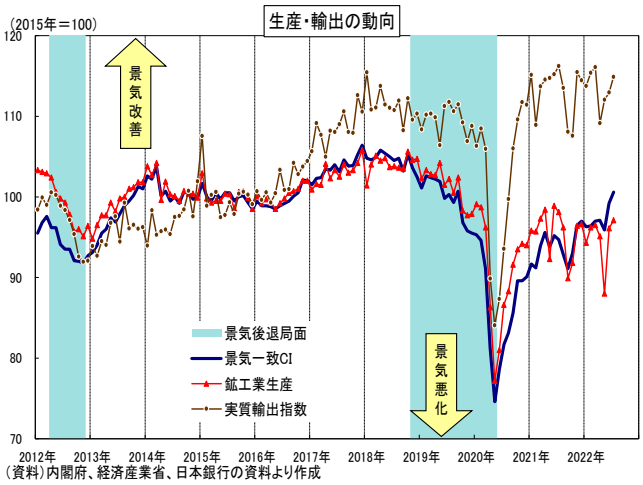


（資料）内閣府経済社会総合研究所

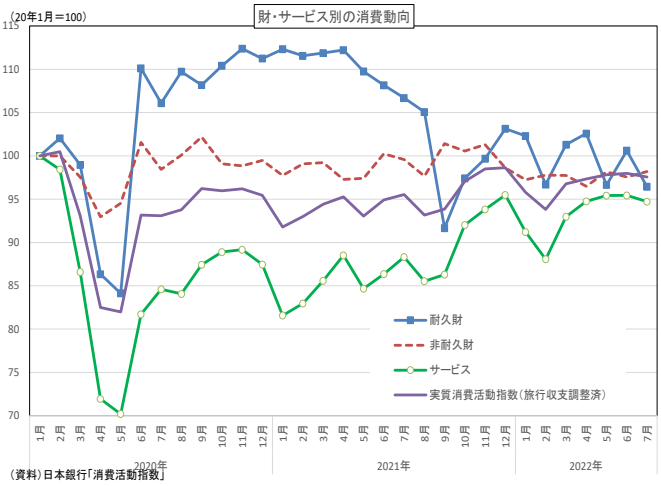
（資料）内閣府　（注）単位は10億円（2015年連鎖価格）。

2　前回見通し発表後の経済指標の動き

- 景気回復が継続　～「供給の混乱」は緩和に向かった半面、物価高で消費マインドが悪化
  - 7月の景気動向指数のCI一致指数は2か月連続の上昇、基調判断は「改善」を維持したほか、消費税率10%への引上げ直前（19年9月）の水準に迫った
  - 6月以降、慢性的な半導体不足や中国の都市封鎖（上海市など）の影響で強まった「供給の混乱」が緩和、生産や輸出に再び持ち直しの動き
  - 7月の国内企業物価は同8.6%、同じく全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）も前年比2.4%と、高い上昇率が続いており、消費マインドを悪化させている
  - 物価高やコロナ感染「第7波」の影響もあり、7月の消費関連指標には鈍さも（4～6月平均を下回るものが散見）
  - 政府は経済活動の再開を推し進める方針であり、水際対策をさらに緩和したほか、コロナ感染の状況を見ながら、「全国旅行支援」など需要喚起策の開始時期を探る意向



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

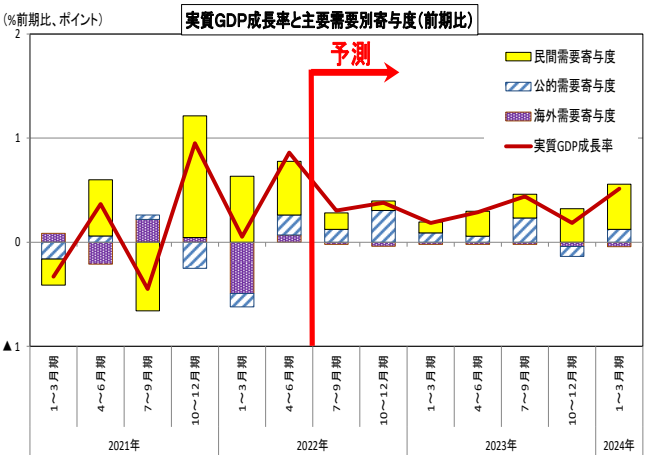


（資料）日本銀行「消費活動指数」

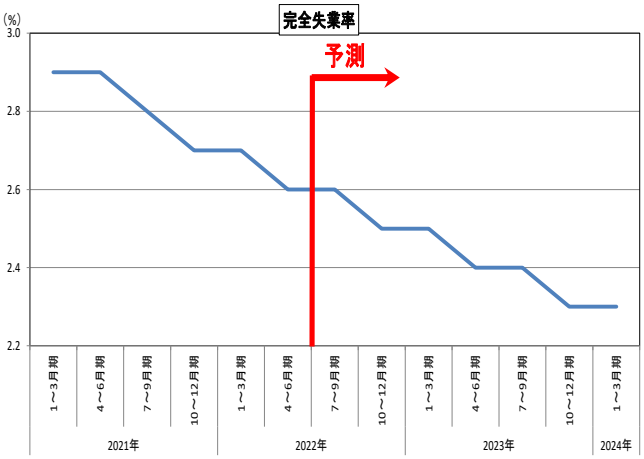
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3　日本経済・物価の見通し

- 経済見通し　～2022年度は1.8%成長（上方修正）、23年度は1.3%（修正なし）と予測～
  - 足元7～9月期は、「3年ぶりに行動制限のない夏休み」となったことで、サービス消費は持ち直し傾向を続けている半面、コロナ感染「第7波」や物価高によるマインド悪化や実質賃金の目減りで消費全体の勢いは鈍い
    - 前期比年率で1.2%成長と4期連続のプラスながらも、大きく鈍化すると予測
  - 政府はウィズコロナへの移行を進めているほか、9月中には追加の物価高対策が策定される予定であるが、高インフレに直面する米国・欧州の中銀は景気を犠牲にしてでもインフレ沈静化を目指す方針であり、22年度下期にかけて世界景気の減速が強まり、その影響が日本にも及ぶと想定される
  - ウクライナ情勢など地政学的リスクに加え、ゼロコロナ政策を続ける中国経済の動向、先進国・地域の急激な金融引き締めによる新興国経済への悪影響、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、下振れリスクは高い状況
    - 23年度内にはGDPギャップは解消できず、かつ直近ピーク（18年4～6月期）のGDP水準に届かないと予想



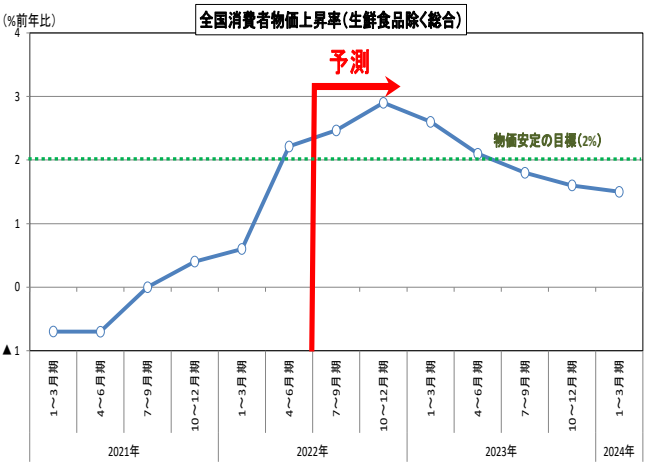
（資料）内閣府経済社会総合研究所データを用いて、農林中金総合研究所が作成



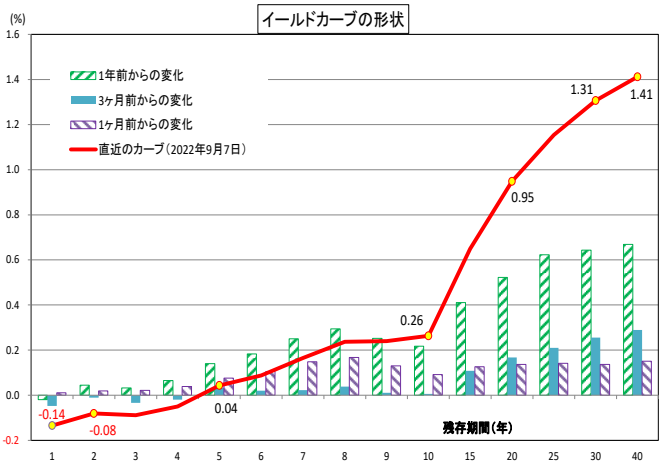
（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

- 物価見通し　～2022年度は前年度比2.5%と上昇率が高まる（23年度は同1.7%へ鈍化）～
  - 原油・穀物などの高止まりや円安進行でエネルギー、加工食品などを中心に上昇圧力が高まっており、22年度下期にはコアCPIの上昇率は3%に迫ると予想
    - 23年入り後にはベース効果の一巡などで鈍化に転じ、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
  - 海外から波及する金利上昇圧力に対して、日銀はカレント・チーペスト銘柄を対象に0.25%の連続指値オペを当面の間実施するほか、買入れオペの増額などで対抗する方針



（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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

予測表（年度、半期）

	単位	2020年度（実績）	2021年度（実績）	2022年度（予測）	2023年度（予測）
名目GDP	%	▲ 3.9	1.3	1.8	2.1
実質GDP	%	▲ 4.5	2.3	1.8	1.3
民間需要	%	▲ 6.3	2.1	2.4	1.2
民間最終消費支出	%	▲ 5.4	2.6	2.8	1.0
民間住宅	%	▲ 7.8	▲ 1.6	▲ 5.0	▲ 0.3
民間企業設備	%	▲ 7.7	0.6	2.2	2.2
民間在庫変動（寄与度）	ポイント	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
公的需要	%	3.0	▲ 0.0	1.3	1.8
政府最終消費支出	%	2.5	2.0	2.1	1.8
公的固定資本形成	%	5.1	▲ 7.5	▲ 2.6	1.6
輸出	%	▲ 10.0	12.5	2.4	1.9
輸入	%	▲ 6.3	7.2	3.7	2.4
国内需要寄与度	ポイント	▲ 3.9	1.5	2.1	1.4
民間需要寄与度	ポイント	▲ 4.7	1.5	1.8	0.9
公的需要寄与度	ポイント	0.8	▲ 0.0	0.3	0.5
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	0.8	▲ 0.3	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	0.7	▲ 1.0	0.0	0.8
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 1.4	7.0	8.2	4.5
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.5	0.1	2.5	1.7
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	0.2	2.6
経常収支	兆円	16.3	12.6	4.0	8.0
名目GDP比率	%	3.0	2.3	0.7	1.4
為替レート	円/ドル	106.0	112.4	135.6	132.5
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01	0.00
新発10年物国債利回り	%	0.03	0.09	0.24	0.29
通関輸入原油価格	ドル/バレル	42.7	76.4	107.3	92.5

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

（前期比）

	単位	2021年度	2022年度			2023年度		
		通期	通期	上期	下期	通期	上期	下期
実質GDP	%	2.3	1.8	1.0	0.8	1.3	0.6	0.9
民間需要	%	2.1	2.4	1.4	0.4	1.2	0.6	1.0
民間最終消費支出	%	2.6	2.8	1.5	0.7	1.0	0.4	0.8
民間住宅	%	▲ 1.6	▲ 5.0	▲ 3.1	▲ 1.5	▲ 0.3	0.1	0.3
民間企業設備	%	0.6	2.2	2.2	1.0	2.2	1.0	1.8
公的需要	%	▲ 0.0	1.3	0.8	1.8	1.8	0.8	0.7
政府最終消費支出	%	2.0	2.1	1.1	1.8	1.8	0.9	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 7.5	▲ 2.6	▲ 0.2	1.8	1.6	0.7	0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	0.4	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 1.1	▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 1.8
輸出	%	12.5	2.4	1.6	0.5	1.9	0.8	2.1
輸入	%	7.2	3.7	2.6	0.9	2.4	1.0	2.5
内需寄与度（前期比）	%	1.5	2.1	1.3	0.6	1.4	0.7	0.7
民間需要（　〃　）	%	1.5	1.8	1.1	0.2	0.9	0.4	0.7
公的需要（　〃　）	%	▲ 0.0	0.3	0.2	0.4	0.5	0.2	0.1
外需寄与度（　〃　）	%	0.8	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1
デフレーター（前年比）	%	▲ 1.0	0.0	▲ 0.2	0.3	0.8	0.8	0.8
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	0.2	▲ 0.7	2.1	2.6	0.7	1.6
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	86.5	85.1	85.1	85.0	85.0	85.0	85.0
経常収支	兆円	12.6	4.0	2.4	1.5	8.0	4.9	3.1
貿易収支	兆円	▲ 1.6	▲ 13.9	▲ 7.6	▲ 6.3	▲ 11.3	▲ 6.4	▲ 4.9
外国為替レート	ドル/円	112.4	135.6	133.8	137.5	132.5	135.0	130.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	76.4	107.3	112.1	102.5	92.5	95.0	90.0

（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	%	1.3	1.8	1.5	2.1	2.1	2.0	2.1
実質GDP	%	2.3	1.8	1.8	1.7	1.3	1.2	1.3
民間需要	%	2.1	2.4	3.0	1.7	1.2	0.9	1.4
民間最終消費支出	%	2.6	2.8	3.7	2.0	1.0	0.9	1.1
民間住宅	%	▲ 1.6	▲ 5.0	▲ 5.9	▲ 4.1	▲ 0.3	▲ 1.0	0.3
民間企業設備	%	0.6	2.2	1.2	3.0	2.2	1.8	2.5
公的需要	%	▲ 0.0	1.3	▲ 0.2	2.4	1.8	2.4	1.1
政府最終消費支出	%	2.0	2.1	1.5	2.7	1.8	2.5	1.1
公的固定資本形成	%	▲ 7.5	▲ 2.6	▲ 7.1	1.1	1.6	2.0	1.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	0.4	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 1.1	▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 1.8
輸出	%	12.5	2.4	2.7	1.9	1.9	1.1	2.7
輸入	%	7.2	3.7	4.2	3.2	2.4	1.6	3.2
国内企業物価　（前年比）	%	7.0	8.5	8.8	9.6	7.0	9.6	8.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.1	2.5	0.5	2.2	2.6	2.2	2.9
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	1.5	0.2	▲ 3.5	0.9	▲ 3.5	1.9

(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。

予測表（四半期）

（→予測）

	単位	2021年				2022年				2023年				2024年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.6	0.4	0.5	0.6	0.4	0.7
（年率換算）	%	▲ 2.3	▲ 1.1	▲ 1.5	1.8	1.7	2.5	2.0	2.3	1.5	2.1	2.5	1.5	2.8
実質GDP	%	▲ 0.3	0.4	▲ 0.4	1.0	0.1	0.9	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.2	0.5
（年率換算）	%	▲ 1.3	1.5	▲ 1.8	3.9	0.2	3.5	1.2	1.5	0.7	1.2	1.8	0.7	2.1
民間需要	%	▲ 0.3	0.7	▲ 0.9	1.6	0.9	1.0	1.3	0.1	0.1	1.0	1.3	0.4	0.6
民間最終消費支出	%	▲ 0.6	0.4	▲ 0.9	2.4	0.3	1.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5
民間住宅	%	0.7	1.6	▲ 1.8	▲ 1.3	▲ 1.4	▲ 1.9	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
民間企業設備	%	0.9	1.0	▲ 2.0	0.2	▲ 0.1	2.0	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	1.0
民間在庫変動（寄与度）	%pt	▲ 0.1	0.1	0.2	▲ 0.1	0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.6	0.2	0.2	▲ 0.9	▲ 0.3	0.7	0.5	1.2	0.3	0.2	0.9	▲ 0.4	0.5
政府最終消費支出	%	▲ 0.8	0.9	1.1	▲ 0.3	0.4	0.7	0.4	1.3	0.3	0.2	1.0	▲ 0.5	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 0.2	▲ 2.5	▲ 3.3	▲ 3.7	▲ 3.2	1.0	1.0	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
輸出	%	2.3	3.0	0.0	0.6	0.9	0.9	0.5	▲ 0.2	0.5	0.3	0.5	1.0	1.2
輸入	%	1.8	4.4	▲ 1.1	0.4	3.5	0.6	0.6	0.0	0.6	0.4	0.6	1.2	1.4
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.4	0.6	▲ 0.6	0.9	0.6	0.8	0.3	0.4	0.2	0.3	0.5	0.2	0.6
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.3	0.5	▲ 0.7	1.2	0.6	0.5	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.1	0.0	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.1	0.3	0.1	0.1	0.2	▲ 0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.2	0.2	0.0	▲ 0.5	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.1	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 1.3	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	0.5	0.1	0.8	0.8	0.8	0.8
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 0.5	4.3	5.8	8.4	9.2	9.6	8.5	8.0	7.0	6.0	5.0	4.0	3.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.7	▲ 0.7	0.0	0.4	0.6	2.2	2.5	2.9	2.6	2.1	1.8	1.6	1.5
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	▲ 2.7	3.2	0.6	▲ 0.1	0.5	0.5	1.0	0.7
経常収支（季節調整値）	兆円	5.1	4.5	3.0	2.8	2.3	1.4	1.1	0.2	1.3	2.5	2.4	1.4	1.8
名目GDP比率	%	3.8	3.3	2.2	2.1	1.7	1.0	0.8	0.1	1.0	1.8	1.7	1.0	1.2
為替レート	円/ドル	105.9	109.5	110.1	113.7	116.2	129.6	138.0	140.0	135.0	135.0	135.0	130.0	130.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.01	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	▲ 0.01	0.00
新発10年物国債利回り	%	0.07	0.07	0.03	0.07	0.18	0.23	0.23	0.23	0.25	0.25	0.25	0.30	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	109.3	115.0	105.0	100.0	95.0	95.0	90.0	90.0

（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。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

米国経済金融

労働市場の過熱が焦点に

～9 月 FOMC にて FRB は一段とタカ派化～

佐古　佳史

要旨

米国経済は引き続き高インフレが継続しており、FRB は利上げの継続による景気減速を通じて、インフレ率の抑制に取り組む必要に迫られている。

9 月 FOMC では、利上げペースの加速とターミナルレートの引き上げを伴う見通しが公表され、FRB が一段とタカ派化した印象が強まった。労働市場の過熱が賃金上昇率の加速と高インフレの長期化に波及していると考えられるなか、インフレ率抑制のために必要な失業率の上昇幅が今後の焦点の一つとなりそうだ。

米中関係の緊張は継続する見通し

11 月 8 日に実施される中間選挙（上院は 3 分の 1 の 34 議席、下院は全 435 議席が改選）まで残り約 1 か月半となり、選挙戦が本格化している。通常、中間選挙では与党が不利なものの、人工妊娠中絶の厳格化や機密文書をめぐるトランプ前大統領邸の捜索などによって共和党への印象が悪化したことから、上院は接戦となっている。もっとも、下院での共和党有利に変わりはなく、バイデン政権にとって、選挙後の議会運営は難航しそうだ。

こうしたなか、バイデン大統領は 9 月 18 日、中国が台湾へ侵攻した際は米軍が防衛すると表明し、台湾防衛についてこれまでの「戦略的曖昧さ」から踏み込んだ姿勢を示した。それに先立ち、超党派で組織する米上院外交委員会は 14 日、台湾への 4 年間で総額 45 億ドルの安全保障支援や、台湾を北大西洋条約機構（NATO）非加盟の主要な同盟相手に指定することなどを盛り込んだ台湾政策法案を可決した（同法案成立には上下両院での可決と大統領の署名が必要）。このような動きは中間選挙を控えたパフォーマンスとしての側面も考えられるが、習中国国家主席の 3 期目入りが確実視されるなか、米中関係の緊張は継続しそうだ。

景気の現状：利上げによる下押し圧力

以下、経済指標を確認してみると、労働市場の堅調さが続いているものの、利上げの継続による米国経済への下押し圧力は継続している。

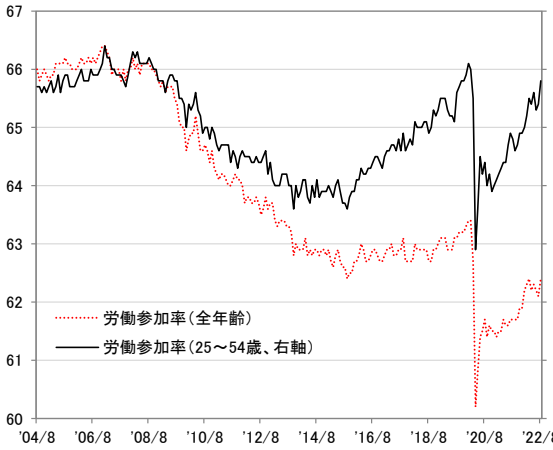
8 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 7 月から 31.5 万人増、労働参加率が 0.3 ポイント上昇の 62.4%となったことから、失業率は 3.7%へ上昇した。全体としては労働市場が予想

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

以上に堅調である印象を与えた。同時に、求人難も継続しており、7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2.7%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。

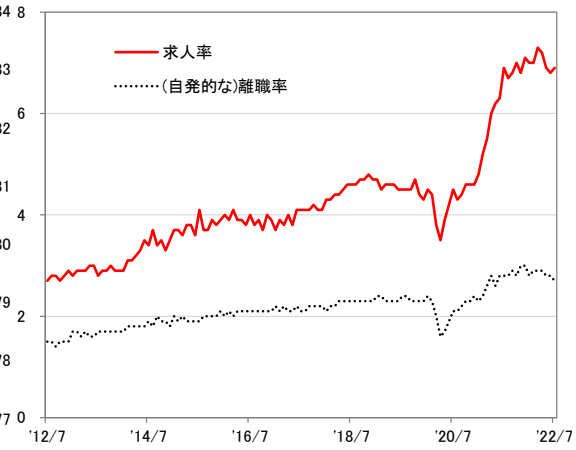
このようなひっ迫した労働市場を背景に、8月の時間当たり賃金は前年比5.2%の上昇となった。また、アトランタ連銀の賃金上昇トラッカーでは、転職者の賃金上昇率が8%半ばと非常に高く計測されている。

図表1 労働参加率の推移



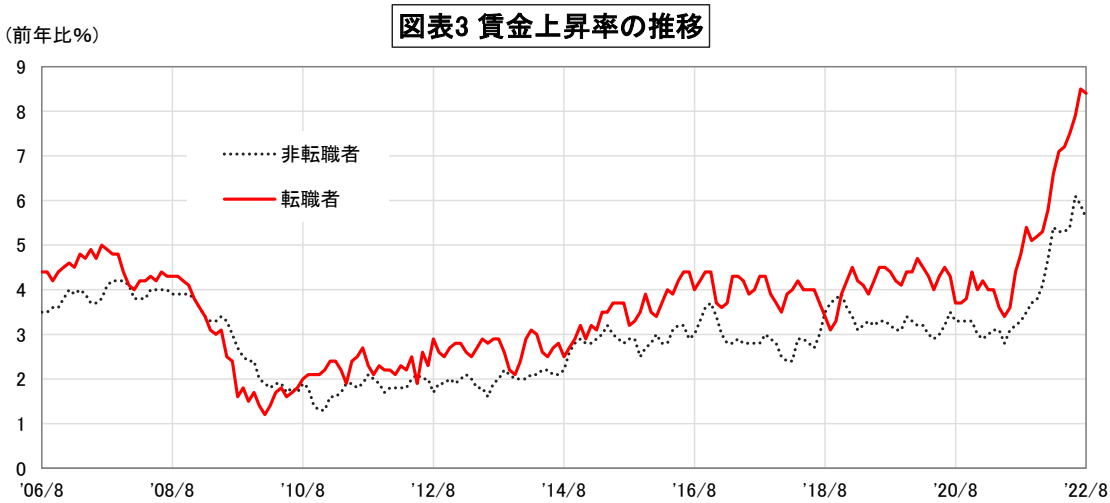
(資料)米労働省統計局、Bloomberg

図表2 求人率・離職率の推移



(資料)米労働省、Bloomberg

図表3 賃金上昇率の推移



(資料)アトランタ連銀　賃金上昇トラッカー　(注)3か月移動平均。

個人消費をみると、7月の実質個人消費支出は、財消費、サービス消費とも前月比0.2%と2か月連続で増加し、8月の小売売上高も同0.3%と底堅かった。全体としてみれば利上げが進むなかで個人消費に下押し圧力が加わっていると判断できるが、底堅さもうかがえる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

また、9 月のミシガン大学消費者マインド指数（速報値）は 8 月からほぼ変わらずの 59.5（現況指数 58.9、期待指数 59.9）となった。ミシガン大学からは、エネルギー価格の低下を背景に、短期、長期とも期待インフレ率の低下がみられたものの、将来の価格についての不確実性が上昇していることから、今回のような期待インフレ率の低下が持続するかは不透明と報告された。

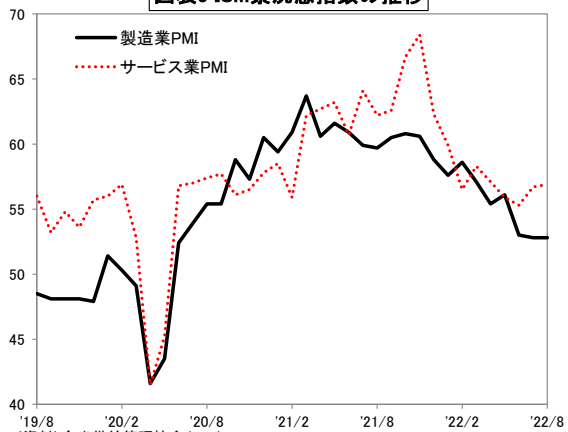
図表4 消費者景況感の推移

（資料）ミシガン大学、カンファレンスボード、Bloomberg

27 か月連続での拡大を示唆する企業マインド

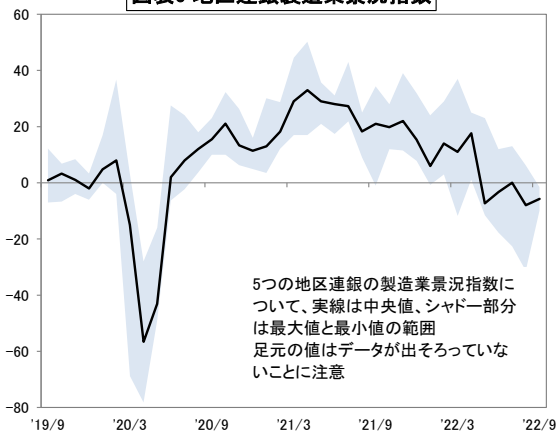
こうしたなか、8 月の ISM 製造業指数（製造業 PMI）は 52.8%、サービス業指数（サービス業 PMI）は 56.9%と、企業マインドは 27 か月連続で企業部門の拡大を示した。入荷遅延指数や価格指数の低下も確認できるため、21 年末からの供給制約の緩和が継続していると判断できる。

図表5 ISM景況感指数の推移



（資料）全米供給管理協会（ISM）、Bloomberg

図表6 地区連銀製造業景況指数



（資料）各地区連銀、Bloomberg

明確な鈍化傾向が確認できないインフレ率

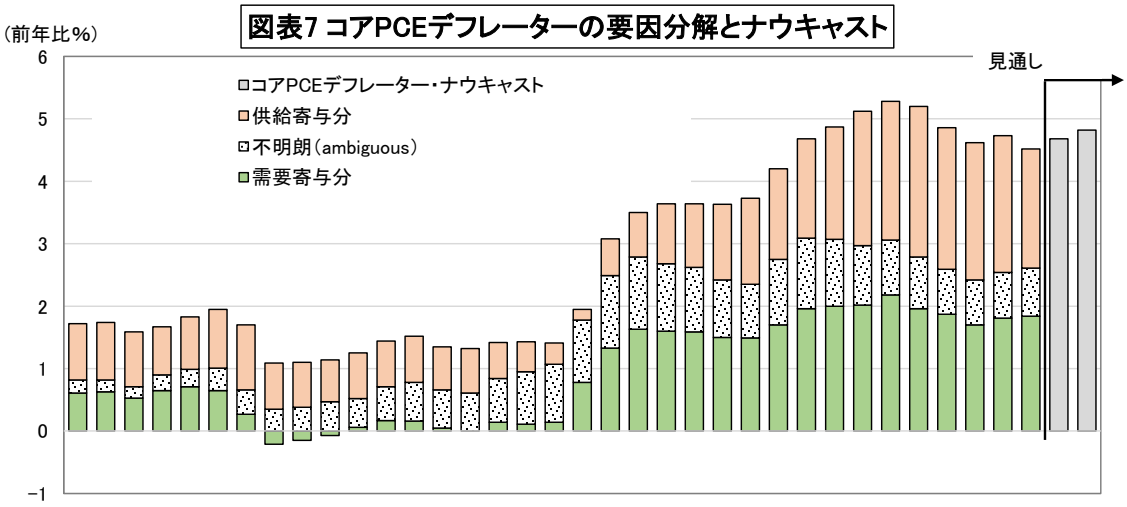
インフレ率をみると、7 月のコア PCE デフレーターは前年比 4.6%と、6 月の同 4.8%から鈍化した。ダラス連銀が公表する刈り込み平均 PCE デフレーターは前月から変わらずの同 4.4%と、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

物価上昇が幅広い分野で継続している。一方で、8 月の消費者物価指数は、インフレ率のピークアウトを見込んでいた大方の予想に反し総合が前月比 0.1%、コアが同 0.5%といずれも 7 月から加速した。全体としては、インフレ率はピークアウトしつつあるように思われるが、判断は時期尚早といえる。一方で、期待インフレ率が概ね安定的に推移していることから、80 年前後のボルカー元 FRB 議長時のような、インフレ率を抑制するために失業率が 10%超となるほど深刻なリセッションを起こす必要はなさそうだ。

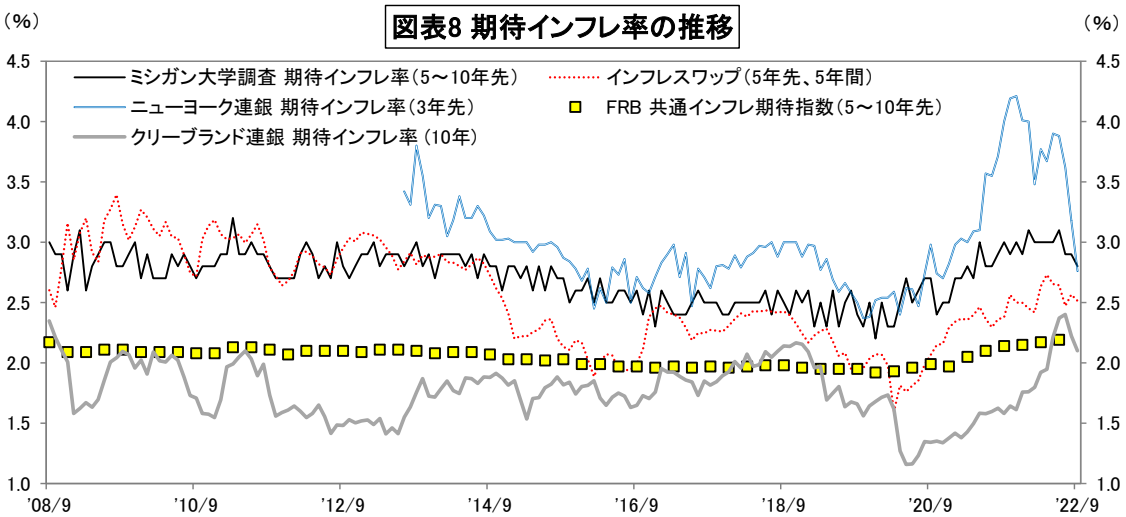
サンフランシスコ連銀による要因分解では、7 月のコア PCE デフレーターのうち供給要因は前月比ではマイナス寄与となっており、供給制約の緩和がインフレ率に反映されている。ただし、前年比では依然として 2 ポイント弱の寄与度となっている。

図表7 コアPCEデフレーターの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8 期待インフレ率の推移



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

利上げによる「痛み」を意識させた9月FOMC

こうしたなか、9月FOMC（20、21日）において、ほぼ事前予想通りとなる75bpの利上げが決定され、政策金利は3.00～3.25%へ引き上げられた。FOMC後に公表された経済見通し（SEP）では6月時点と比較して、①22、23年にかけてGDP成長率の大幅な下方修正、②23、24年にかけて失業率の上方修正、③23年のインフレ率の上方修正、④22～24年の政策金利の上方修正が盛り込まれた。あわせて公表されたドットプロットを確認すると、政策金利見通しの中央値は、22年から25年の年末にかけて、それぞれ4.375%、4.625%、3.875%、2.875%となり、22年は残り2回のFOMCで合計1.25%程度の利上げ見通しとなった。全体としては、高インフレが長期化するなかで、労働市場の過熱と賃金上昇率の加速も懸念材料となりつつあり、FRBとしてはタカ派的な金融政策を長期化せざるをえないということだろう。

FOMC後の記者会見にてパウエルFRB議長は、インフレ率の抑制にむけて、トレンドを下回る経済成長率と労働市場のひっ迫度合の緩和の両方を達成することが必要であり、先行きは経済的な痛みを覚悟する必要があると述べた。また、FOMC参加者はインフレ率が上振れるリスクを引き続き認識していると語った。

一方で、これまでの高インフレ期と足元の状況の違いとして、①求人件数が減少することで失業率の大幅な上昇を伴わずに労働市場の過熱が沈静化する可能性があること、②長期期待インフレ率が安定していること、③供給ショックの緩和がディスインフレ方向で作用すること、の3点を指摘した。

図表9 FRB大勢見通し（9月時点）

			2022年	2023年	2024年	2025年	長期見通し
実質GDP		（%前年比）	**0.1～0.3**	**0.5～1.5**	**1.4～2.0**	**1.6～2.0**	**1.7～2.0**
	6月時点	（%前年比）	1.5～1.9	1.3～2.0	1.5～2.0		1.8～2.0
失業率		（%）	**3.8～3.9**	**4.1～4.5**	**4.0～4.6**	**4.0～4.5**	**3.8～4.3**
	6月時点	（%）	3.6～3.8	3.8～4.1	3.9～4.1		3.5～4.2
PCEデフレーター		（%前年比）	**5.3～5.7**	**2.6～3.5**	**2.1～2.6**	**2.0～2.2**	**2.0**
	6月時点	（%前年比）	5.0～5.3	2.4～3.0	2.0～2.5		2.0
コアPCEデフレーター		（%前年比）	**4.4～4.6**	**3.0～3.4**	**2.2～2.5**	**2.0～2.2**	
	6月時点	（%前年比）	4.2～4.5	2.5～3.2	2.1～2.5		
政策金利		（%）	**4.1～4.4**	**4.4～4.9**	**3.4～4.4**	**2.4～3.4**	**2.3～2.5**
	6月時点	（%）	3.1～3.6	3.6～4.1	2.9～3.6		2.3～2.5

（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。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

利上げで失業率が大幅に上昇するかどうかについて

パウエル議長が記者会見にて語った、求人件数が減少することで失業率の大幅な上昇を伴わずに労働市場の過熱が沈静化する可能性については、コロナ禍を経て米国の労働市場の効率性が悪化したかどうかという、UV 曲線のシフトの有無に帰着する。これまでのところ、ウォラーFRB 理事らの研究 やサンフランシスコ連銀は、失業率の大幅な上昇を伴わずに求人件数の減少が可能と指摘している。一方で、ブランシャール・元 IMF チーフエコノミストらの分析 では UV 曲線はシフトしたため、失業率の大幅上昇も不可避と考えられており、見解が分かれている。もっとも同分析は、失業率について 1953 年から 2009 年までのデータをみると、求人率がピークを付けてから 1 年後に平均 1 ポイント、2 年後は同 2.1 ポイント上昇したことを指摘している。今回は求人率が 22 年 3 月にピークとなり、当時の失業率は 3.6%だったため、失業率は 5%後半まで上昇することも視野に入りそうだ。こうした見方に立つと、24 年末の FRB の失業率見通し（4.0～4.6%）は楽観的とも考えられるだろう。

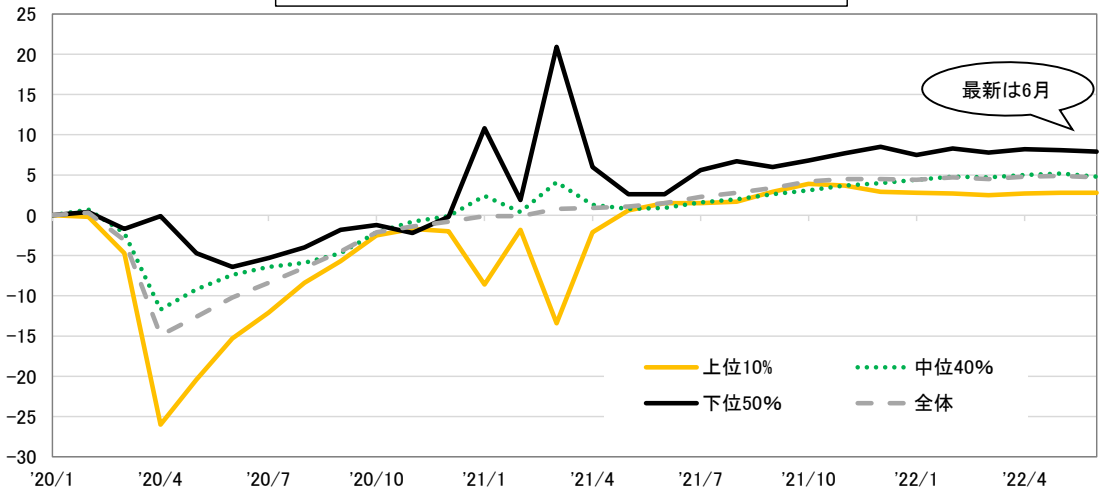
ただし、データの制約などから、UV 曲線や労働市場についての即時的な分析は、労働市場をモデル化する段階で比較的強い仮定が必要となることもあり、結果の解釈は慎重にすべきだろう。

個人消費の底堅さの背景

9 月 FOMC で政策金利見通しが上方修正されたことから、これまでの利上げ見通しでは、需要側の抑制が不十分だったといえる。例えば、Realtime Inequalityから所得階層ごとの所得の伸びをみると、昨今の高インフレ下であっても 6 月時点では所得下位 50%や中位 40%層の実質所得はほとんど減少していない。また、資産下位 50%の実質資産はコロナ前の 20 年 1 月比 200%超となっている。このような家計の比較的良好な所得フローと資産を背景として、4～6 月期 GDP では個人消費は前期比年率 1.5%（2 次速報）となるなど、個人消費の底堅さが継続していると思われる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表10 階層別実質所得（税・補助金後）の推移



（資料）Realtime Inequality　（注）資本所得を含む。

景気の先行き：1年程度は下押し圧力が強い

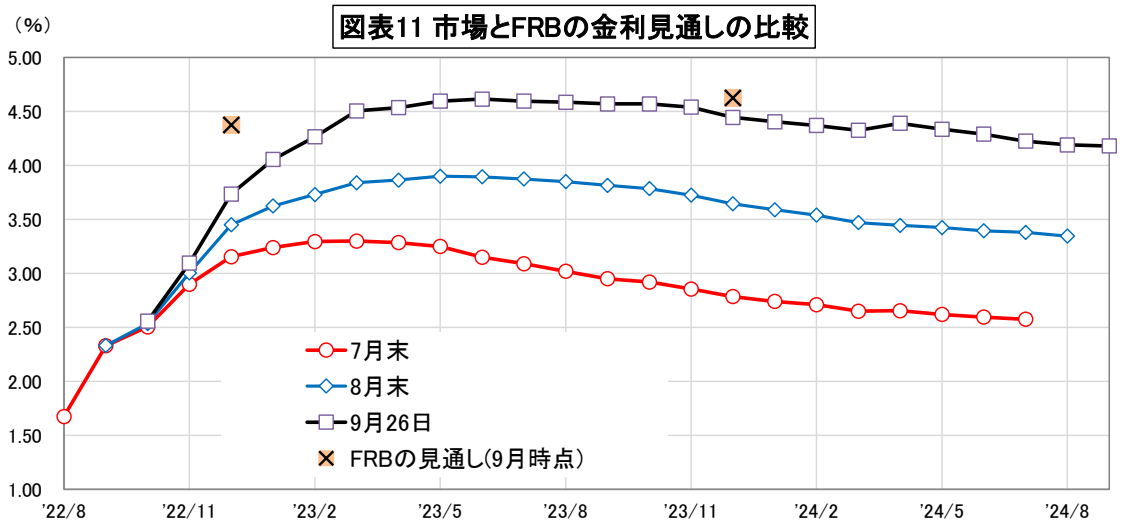
さて、景気の先行きを考えてみると、9 月 FOMC の SEP で示されたように、引き締め方向での金融政策の長期化が織り込まれたことで、向こう 1 年程度の需要に下押し圧力が加わり、景気減速は続くとみられる。一方で、足元では特に下位 50%層での所得、資産があまり悪化していないことから、個人消費は予想外に底堅く推移し、消費の底割れは回避できるのではないだろうか。以上から、低成長の長期化とインフレ率の鈍化が並行して、ハードランディング（景気の急速な悪化）の一歩手前のような景気が続きそうだ。

長期金利の低下余地は限定的

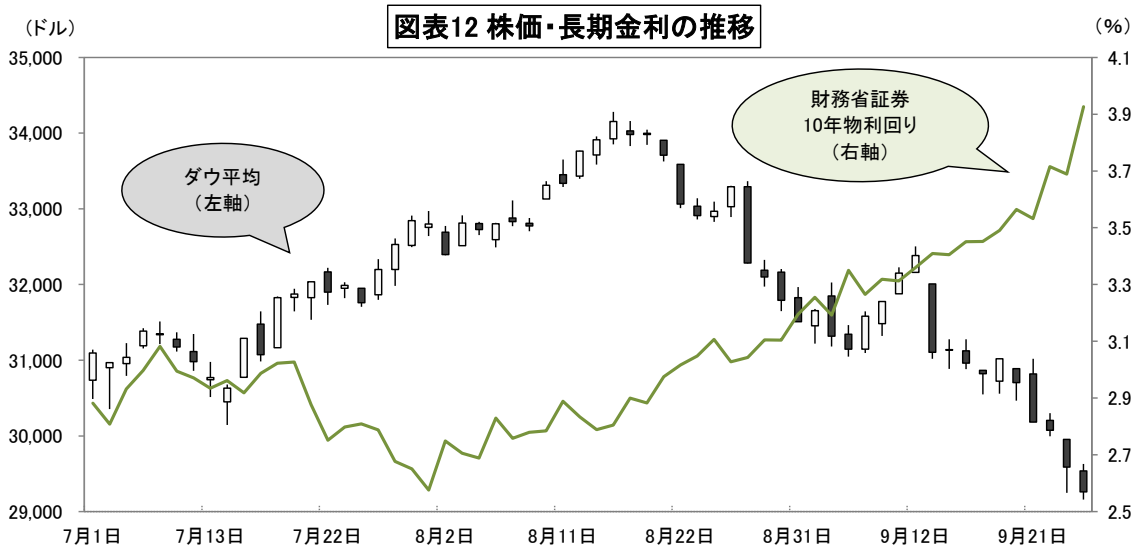
最後に市場の動きを確認すると、債券市場では 7 月末から 9 月 FOMC（20、21 日）にかけて、FRB による利上げ織り込みが進んだことから、米長期金利（10 年債利回り）は速いペースで上昇し、9 月 26 日は 3.92%と約 12 年ぶりの水準となった。

先行きについては、高インフレと労働市場の過熱が継続していることもあり、12 月 FOMC にて FRB が一段とタカ派化する可能性も否定できず、長期金利が下がる余地はほぼなさそうに思われる。以上から、4.0%前後での推移を見込む。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



（資料）Bloombergより農中総研作成



（資料）Bloomberg

株式市場：上値の重い展開が続く

株式市場では、8 月半ばまで FRB の金融政策について楽観的な見通しが強かったことや、好調な決算が多かったことなどから上昇傾向が継続した。一方で、8 月末のジャクソンホール会議以降、FRB のタカ派姿勢がより鮮明になったことから、大幅調整に迫られた。

先行きについては、9 月 FOMC での利上げ見通しや景気後退懸念が消化されつつあるものの、労働市場やインフレ率次第で 12 月 FOMC において FRB が一段とタカ派化する可能性も十分にあり、上値は重いと思われる。

（22. 9. 27 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

中国経済金融

コロナ禍や不動産の低迷で回復ペースが鈍い中国経済

～最も消費意欲が強い「金の 9 月、銀の 10 月」にも期待薄か～

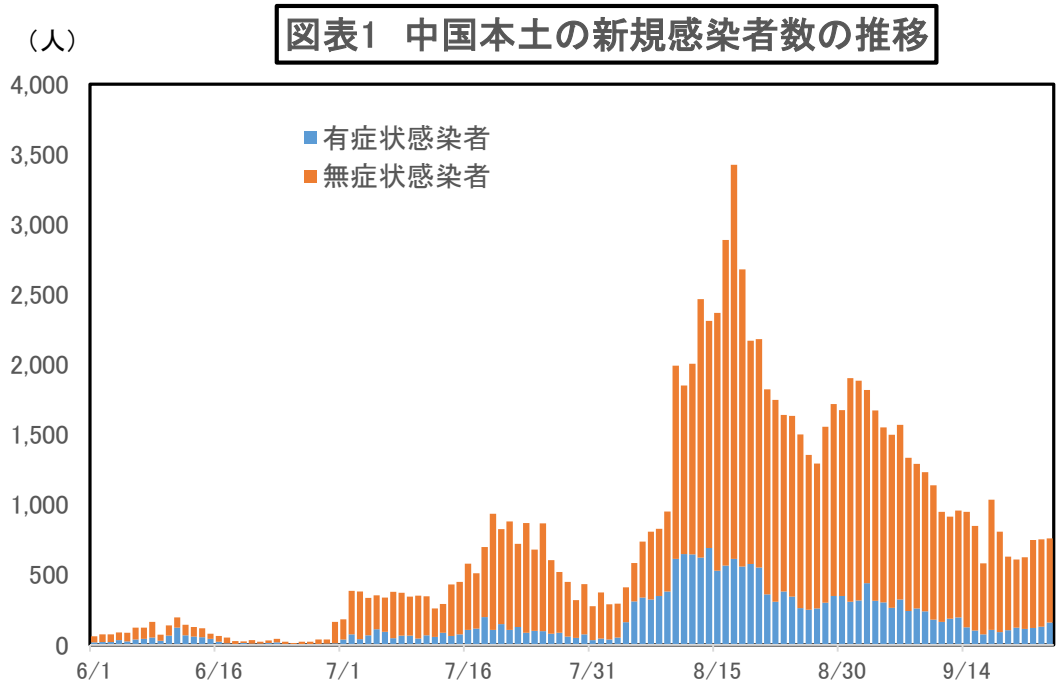
王　雷軒

要旨

8 月の経済指標は 7 月から改善の動きが見られたが、大きく落ち込んだ 21 年 8 月からの反動増という側面もあり、実質的には横ばいもしくは縮小したとみられる。足元では中国経済の回復基調は維持されているものの、コロナ禍や不動産開発投資の深刻な低迷を受けて依然として低調さが続いていると思われる。

先行きについても、最も消費意欲が強い「金の 9 月、銀の 10 月」に期待ができないほか、不動産開発投資が低迷状態から脱出するにはなお時間がかかるとみられるため、経済回復の低調さがしばらく続く可能性が高い。ただし、政府の経済対策の後押しでインフラ整備向け投資がさらに加速すると見込まれることは経済回復を下支えするだろう。

図表1　中国本土の新規感染者数の推移



（資料）中国国家衛健委、Windより作成、直近は22年9月24日。（注）新型コロナ感染者数は無症状感染者＋有症状感染者。

コロナ感染者数は減少基調だが、依然として楽観視はできない

新型コロナウイルスのパンデミックの状況について、世界保健機関（WHO）のテドロス事務局長は 9 月 14 日に「まだ到達していないが、終息が視野に入ってきた」との見方を示した。しかし、中国では、依然としてコロナ感染を徹底的に抑制するゼ

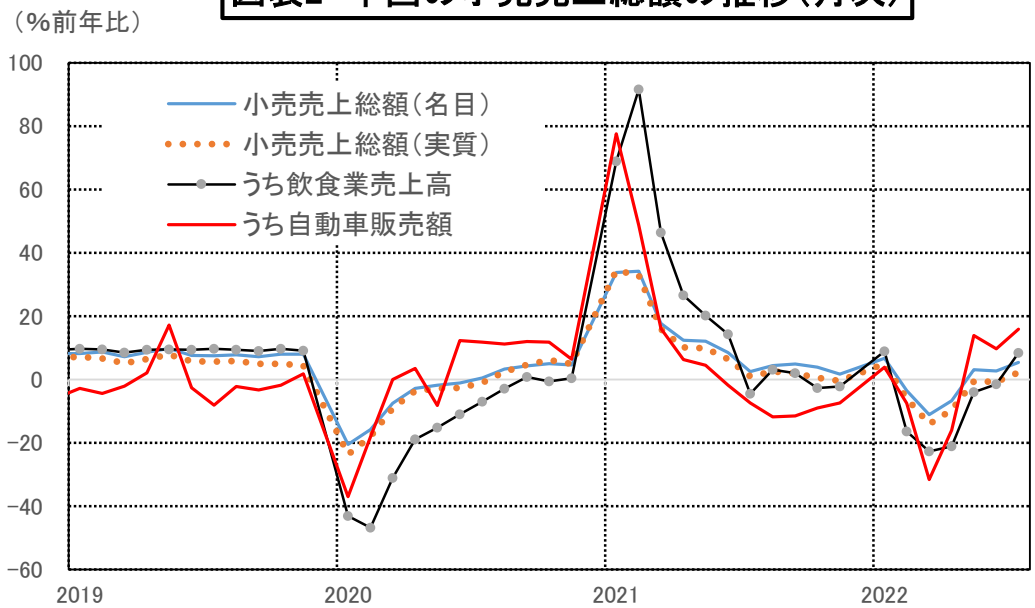
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ロ・コロナ政策を厳格に実施し続けている。

それにもかかわらず、中国本土での新規感染者数の 1 日当たりの推移を見ると、夏季休暇などで人々の移動が増えたため、8 月 17 日には 3,424 人が確認されるなど、収束の動きは見られなかった（図表 1）。そのため、広東省深圳市、遼寧省大連市、四川省成都市などで短期間なロックダウンや移動規制が行われた。これらの感染抑制策を受けて足元の新規感染者数は減少傾向を維持している。

とはいえ、依然として数多くの地域で散発的な感染が散見されるなど、予断を許さぬ状況が続いているとみられる。

図表2　中国の小売売上総額の推移（月次）



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は22年8月。

消費は回復基調にあるが、依然として低調

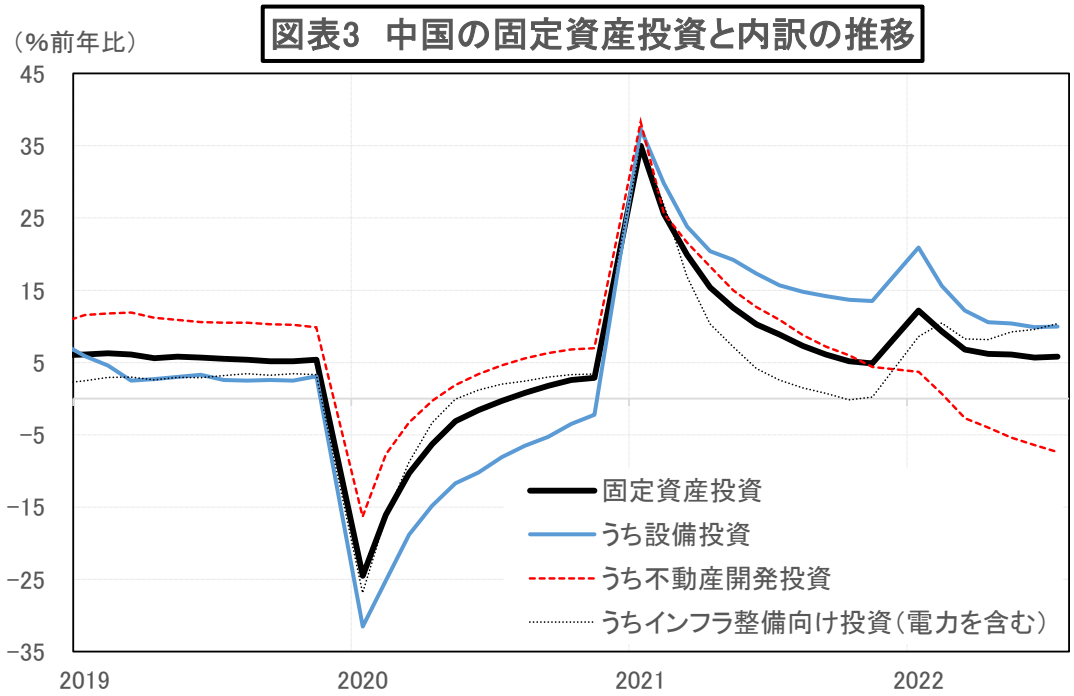
以下、8 月分の経済指標について確認したい。8 月の経済指標からは、中国経済の回復基調が維持されているものの、コロナ禍や不動産業の深刻な低迷を受けて依然として低調さが続いているとみられる。

まず、8 月の小売売上総額は名目で前年比 5.4%と 7 月（同 2.7%）から伸びが加速したほか、物価変動を除いた実質ベースでも前年比 2.3%となった（図表 2）。とくに飲食業売上と自動車販売額はそれぞれ同 8.4%と 15.9%と 7 月（同▲1.5%、9.7%）から大きく加速した。一方、住宅販売の低迷などを受けて家具と建材はそれぞれ同▲8.1%と▲9.1%と 7 月から減少幅が拡大したほか、家電・映像機材などの伸びも大きく鈍化した。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

実際、8 月の小売売上総額は前月比では▲0.05%と 7 月（▲0.12%）からマイナス幅がやや縮小したものの、2 か月連続のマイナスで盛り上がりに欠け、低調さが続いているとみられる。なお、前年比が加速した背景として、21 年 8 月に新型コロナ感染拡大による落ち込みが大きかったことからの反動増が挙げられる。

図表3　中国の固定資産投資と内訳の推移



（資料）中国国家統計局、Windより作成、（注）年初来累積、直近は22年1～8月期。

不動産開発投資の低迷を受けて投資全体は伸び悩む

また、インフラ整備向け投資の伸びが加速したほか、製造業における設備投資も好調さを維持したものの、不動産開発投資のマイナス幅が一段と拡大したため、固定資産投資全体は伸び悩んだ。1～8 月期の固定資産投資は前年比 5.8%と 1～7 月期（同 5.7%）から伸びがやや加速した（図表 3）。前月比でも 0.36%と 7 月（同 0.15%）からやや加速した。

投資分野別に見ると、製造業における設備投資とインフラ整備向け投資（電力を含む）はそれぞれ同 10.0%、10.4%と底堅く推移したものの、不動産開発投資は未完成物件に関連する住宅ローン返済拒否問題による影響などを受けて同▲7.4%と 1～7 月期（同▲6.4%）から一段と落ち込んだ。

輸出入は予想以上に鈍化

さらに、底堅く推移していた輸出も予想以上に鈍化した。海関総署が発表した 8 月の輸出入額（速報）によると、ドル建ての輸出額は前年比 7.1%の 3,149 億ドル、輸入額は前年比 0.3%

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

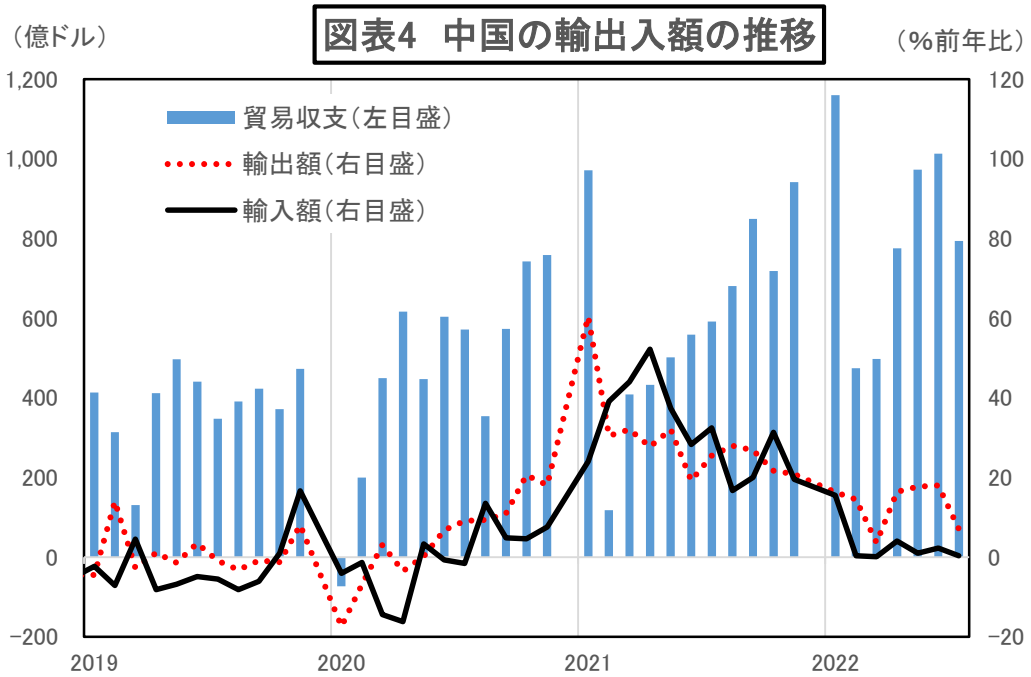
の 2,355 億ドル、貿易黒字額は 794 億ドルであった（図表 4）。輸出入の市場予想それぞれ同 13.5%、1.6%をともに下回ったが、とくに輸出が大きく鈍化した。

8 月の輸出額が大きく鈍化した背景には、21 年 8 月に前年比 25.4%と大きく伸びたことからの反動減のほか、物価高による輸出先の購買力の低下が挙げられる。実際、米国向けは前年比▲3.8%と 7 月（同 11.0%）から減少に転じた。

先行きについても、ドル高・人民元安によって輸出がある程度押し上げられることもありうるが、世界経済が減速するリスクが強まることなどから、伸び率の鈍化が継続する可能性は高い。

また、内需の低調さなどを反映し、輸入も引き続き軟調に推移している。とくに最大の輸入品目である集積回路が同▲12.4%と 7 月（同▲2.7%）から大幅に減少した。

図表4　中国の輸出入額の推移



（資料）中国海関総署、Windより作成、直近は22年8月、2月数値は1月と2月の合計。

「金九銀十」の消費も低調さが続く可能性が高い

9 月 10～12 日が 3 連休となった中秋節では、家族団らん、離れた家族が再会し月をめでながら月餅を楽しむのが習わしである。しかし、コロナ感染拡大のため、省をまたぐ移動が控えられ、所在地や周辺での短距離の旅行が提唱されたため、消費活動はそれほど盛り上がらなかった模様だ。

文化事業と観光事業を管轄する中央省庁である文化観光部の

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

データセンターによると、連休中に国内旅行者数は前年比▲16.7%の延べ7,341万人、観光収入は前年比▲22.8%の287億元となった。それぞれ19年同期間の72.6%、60.6%に相当するという。

中国では、「金の9月、銀の10月」（金九銀十）という言葉があるが、中秋節の後に国慶節の大型連休（10月1～7日）もあり、季節的にも涼しくなってくる時期である。人々は旅行や外出、買い物や外食を行う意欲が強くなるため、観光や飲食などの業界にとっては稼ぎ時である。しかし、先行きの不透明感・不確実性を背景に貯蓄を消費・投資に回す流れが強まらないと見込まれるなか、散発的な感染を受けて厳しい感染抑制策が実施され続ければ消費は盛り上がらない可能性が高いとみられる。

さらなる加速が期待されるインフラ整備向け投資

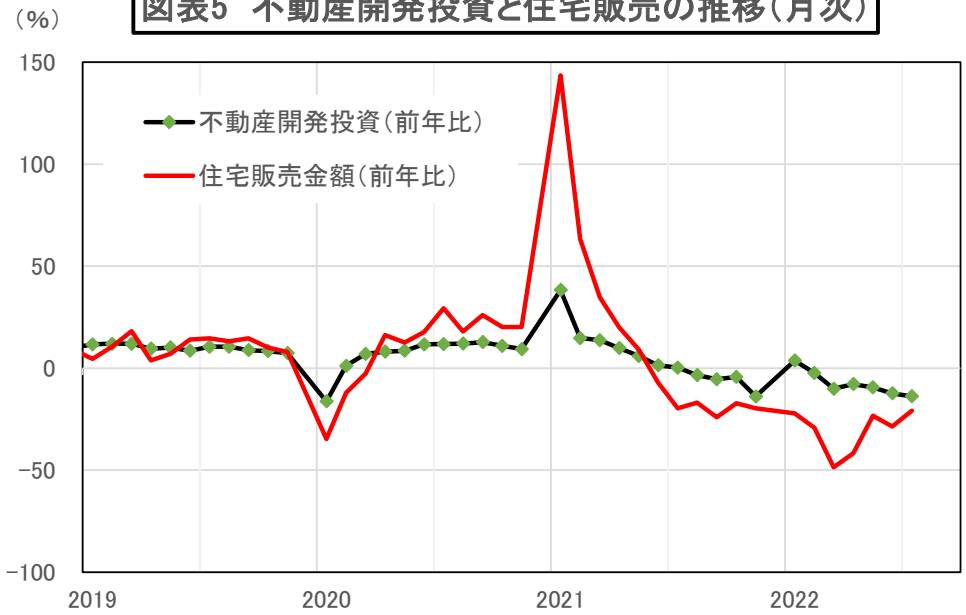
一方、9月入り後は、国家開発銀行、中国農業発展銀行、中国輸出入銀行などの政策性銀行の貸出枠の拡充（当初の0.3兆元に0.3兆元増額）もあり、インフラ整備などの公共工事の施工がさらに加速しているとみられる。

国家発展改革委員会によれば、政策性銀行は8月末に最初の0.3兆貸出を実施済み(呼び水効果が1兆元以上あったという)、新たに認可された0.3兆元の貸出枠についても、9月16日時点、農業発展銀行と国家開発銀行はそれぞれ0.1兆元と0.11兆元の貸出を実行したという。

さらに、中国輸出入銀行が申請したインフラ整備基金公司の創設が批准され、同基金公司は初めてのインフラ整備向け貸出を行った。地方債が財源となるインフラ整備向け投資が押し進められているほか、こうした政策性銀行の貸出増加に伴って商業銀行も協調融資を行っていることから、交通、水利、医療、教育などのインフラ整備向け投資は今後大きく加速するとみられるが、果たして不動産開発投資の不振をカバーできるかが注目点である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表5　不動産開発投資と住宅販売の推移（月次）



（資料）中国国家統計局、Windより推計、直近は22年8月。

一方、低迷から好転にはなお時間がかかる不動産業

新規コロナ感染者数が減少基調を維持するなか、中国経済にとって最も大きな下振れリスクは長期化の様相を呈する不動産業の低迷である。8 月の不動業市況は住宅完成面積や販売面積に改善の兆しが見られたものの、不動産開発投資の悪化や住宅新規着工面積の大幅な落ち込みなどから依然として低迷が続いているとみられる。

単月の推移を確認すれば、8 月の住宅販売面積と金額はそれぞれ前年比▲24.5%、▲20.8%と 7 月（同▲30.3%と▲28.6%）からマイナス幅が縮小したものの、依然として大きく減少したままであった（図表 5）。また、不動産デベロッパーの開発資金調達額も同▲21.7%と 7 月（▲25.8%）から減少幅が縮小したものの、依然大きな減少となっている。これらの数値から不動産デベロッパーを取り巻く環境は依然厳しいとみられる。

そのため、8 月の住宅新規着工面積は同▲47.2%と 7 月（同▲45.1%）から減少幅が拡大した。また、8 月の不動産デベロッパーの土地購入面積と土地成約代金はそれぞれ同▲56.6%と▲41.0%と 7 月（同▲47.3%と▲33.4%）からさらに落ち込んだ。さらに 8 月の不動産開発投資は前年比▲13.8%と 7 月（同▲12.3%）からさらに悪化した。

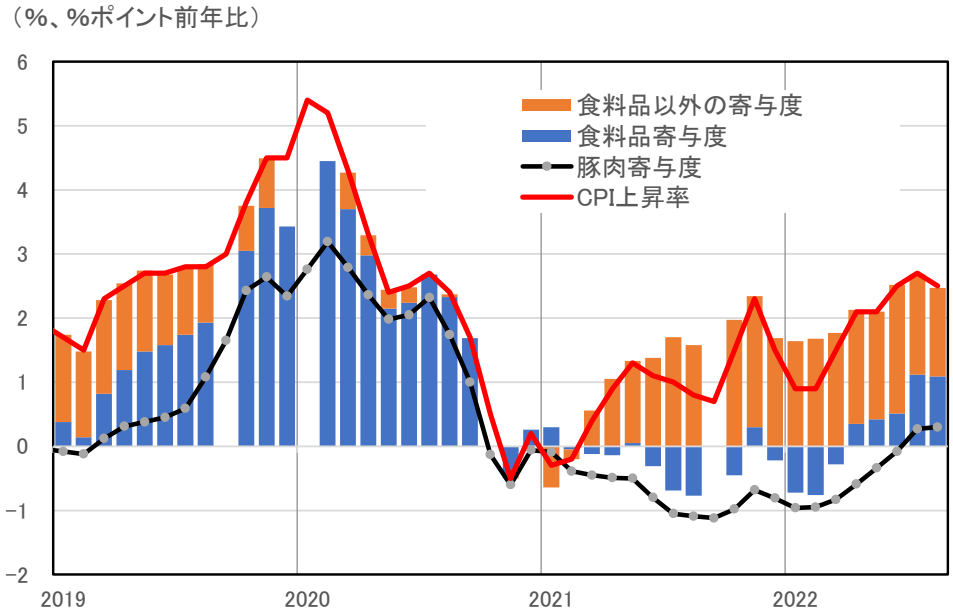
こうしたなか、住宅価格の下落傾向が続いている。主要 70 都市のうち前月比で価格が下落となったのは 50 都市で、7 月から

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

10 都市増えた。とくに中小都市では、下落幅は比較的大きなものとなっている。

こうした状況から、中央政府、地方政府、不動産デベロッパー、銀行などは、未完成物件の完成・引き渡しを確保し、国民生活を守る「保交楼・穏民生」ということに精力的に取組み始めている。未完成物件の解消が一定程度進められた結果もあって、8 月の住宅建設完成面積は前年比▲2.5%と 7 月（同▲36.0%）から大幅改善した。なお、前月比では 42.5%となった。

図表6　CPI上昇率と豚肉のCPI上昇率寄与度



（資料）中国国家統計局、Windより作成、直近は22年8月、未発表のデータがある。

消費者物価は低水準にとどまった

内需回復の低調さを受けて物価上昇率は鈍化した。8 月の消費者物価指数（CPI）は前年比 2.5%と 7 月の 2.7%から上昇率が鈍化した（図表 6）。詳細を見ると、食料品価格は 6.1%と 7 月の 6.3%から鈍化し、寄与度は 1.09 ポイントであった。うち、豚肉価格は 22.4%と 7 月の 20.2%から上昇し、寄与度は 0.30 ポイントであった。果物と野菜価格はそれぞれ 16.3%、6.0%となっている。食料品以外も 1.7%と 7 月の 1.9%から鈍化し、寄与度は 1.38 ポイントであった。なお、食料品・エネルギーを除いたコア CPI は前年比 0.8%と 7 月から変わらなかった。

また、前月比でも▲0.1%と 7 月の 0.5%からマイナスに転じた。食料品価格は 0.5%と 7 月の 3.0%から大きく鈍化し、寄与度は 0.10 ポイントとなった。うち、豚肉価格は、出荷が徐々に

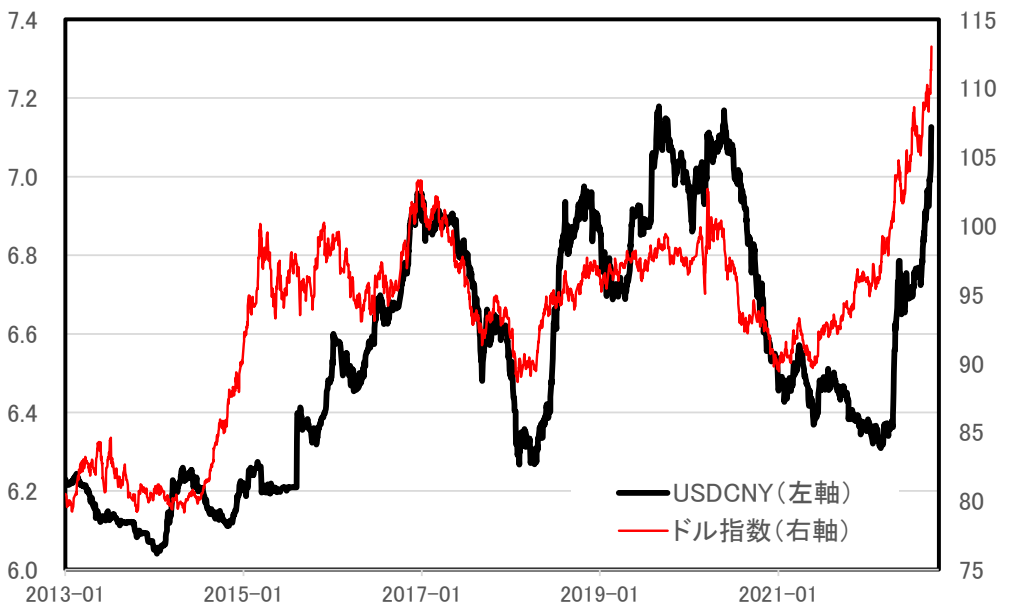
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

正常化に向かいつつあるほか、消費量の弱含みを受けて 0.4%にとどまった。一方、食料品以外は▲0.3%と 7 月の▲0.1%からさらに下落し、寄与度は▲0.22 ポイントであった。

先行きについても、豚肉価格が秋・冬にかけてさらなる価格上昇が見込まれるものの、内需回復テンポがそれほど加速すると見込めないことから、インフレ圧力が懸念される状況になる可能性は低いとみられる。

なお、8 月の生産者物価指数（PPI）も前年比 2.3%と 7 月（同 4.2%）から鈍化した。ただし、前月比では▲1.2%と 7 月の▲1.3%からマイナス幅がやや縮小した。

図表7 ドル・元レートとドル指数の推移



（資料）Windより作成、直近は22年9月23日。

1ドル=7.1元を突破、人民元安はさらに進行

ジャクソンホール会合でのパウエル FRB 議長の講演を受けて元を売ってドルを買う動きが一段と進み、米ドル・元レート（オンショア）は 9 月 5 日に 1 ドル=6.93 元に下落した（図表 7）。このような急激な元安進行への対応策として、中国人民銀行（中央銀行）は 9 月 5 日夕方に、9 月 15 日から金融機関の外貨預金準備率を 8%から 6%に引き下げることを発表した。外貨の小規模な流動性増加とはいえ、中国人民銀行が急激なドル高・元安を阻止するためにシグナルを発したといえる。なお、これは 5 月 15 日（4 月 25 日発表）に続き、2 回目の引

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

き下げであった。

しかし、この発表によって元安進行を阻止することはできなかった。ドル指数は110を上回り、02年6月以来のドル高水準となったほか、8月の中国輸出入額（7日）が市場予想を大きく下回ったこともあり、1ドル＝6.97元になるなどドル高・元安はさらに進行した。

9月米FOMCの政策金利の0.75%引き上げを受けて1ドル＝7.2元を突破するなど、ドル高・人民元安は進んだ。これを受け、9月26日に中国人民銀行は9月28日から金融機関による為替フォワードを通じた顧客向け外貨買い取引の外貨リスク準備金率を0%から20%にすることを発表した。この引き上げは人民元安を見込む外貨取引コストを高め、人民元安期待を抑制する狙いがある。

今後、米中金融政策の方向性の違いに加え、コロナ感染抑制策の継続や不動産業の低迷などを受けて中国経済の回復テンポの鈍さへの警戒感が依然根強いことから、当面人民元安基調が続く可能性は高いとみられる。

預金金利は引き下げられたが、9月のLPRは据え置き

こうしたなか、9月15日から大手国有商業銀行や株式制商業銀行が預金金利を引き下げた。大手国有商業銀行のウェブサイトを確認すると、普通預金は5bp、3年定期預金は15bp、ほかは10bpそれぞれ引き下げられた。3年定期預金金利が15bp引き下げられたことから、貯蓄を消費・投資に回す流れを形成したい狙いがあるとみられる。実際、家計と企業の定期預金残高が金融機関の預金残高に占める比率は、17年11月の42.6%から22年8月の50.8%へと高まってきたからだ。

これを受けてローンプライムレート（LPR）は8月に続き再度引き下げられるとの見方もあったが、9月20日に発表されたLPRは据え置かれた。その背景には、8月24日に李克強首相が主催した国務院常務会議で政策性銀行の貸出枠の拡充や地方政府の地方債発行の増発など追加経済対策を打ち出したほか、人民元安の進行を受けて過度な資金流出への警戒感もあったと思われる。

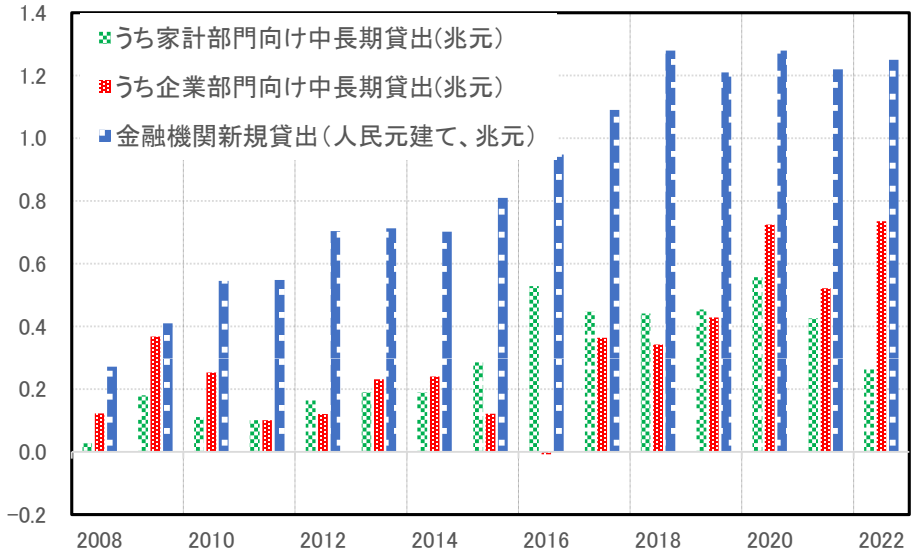
加えて、8月にはLPRの1年物、5年物がそれぞれ5bp、15bp引き下げられたが、8月の金融機関の新規貸出は7月に比べて一定程度の改善をみせたものの、依然弱かったことも挙げられる。詳細を確認すれば、企業向け中長期貸出は増えたものの、新規住宅ローン需要の低迷などを受けて8月の家計部門向け中

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

長期貸出の低調さが目立つ（図表 8）。

先行きについても、不透明感・不確実性が依然高いこともあり、内需（消費＋投資）回復を加速させるため、いずれ追加金融緩和を行う必要性があるとみているが、当局の様子見ムードはしばらく続くと思われる。

図表8　8月の金融機関の新規貸出規模の推移



（資料）中国人民銀行、Windより作成

今後の見通しと注目点

IMF（7 月）、世界銀行（6 月）、ADB（7 月）がそれぞれ発表した中国経済見通しは 3.3%、4.3%、4.0%でいずれも下方修正された。当総研（8 月）も、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 3.7%に下方修正した。しかし、前述のとおり、コロナ禍、長期化の様相を呈する不動産業の低迷、さらに 8 月に電力不足も発生したことなどから、内需回復が想定より進んでいなかったため、さらに下方修正を行う必要があるとみている。

こうしたなか、10 月 18 日に発表される 7～9 月期の GDP 統計が注目されるほか、10 月 16 日に開幕を迎える第 20 回共産党大会も 5 年に一度開催される重要な会議であるため、最も注目が集まるだろう。1 週間ほどの会期中には今後 5 年の基本方針を決定し、閉幕直後に選出される最高指導部、コロナ政策や経済政策の転換があるかなどが注目されている。

（22.9.26 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

分析レポート

欧州経済金融

ユーロ圏は「生活費危機」から「エネルギー危機」へ

～景気の他にEUの結束や気候変動対策への影響も～

山口　勝義

要旨

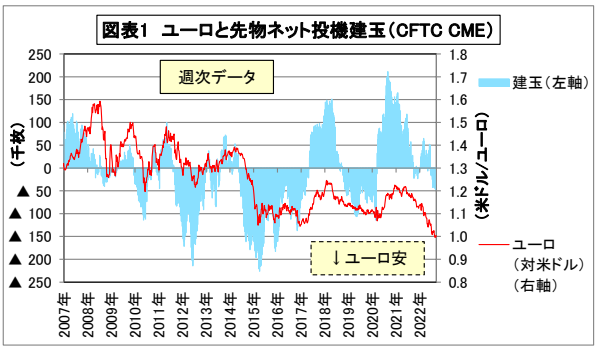
ユーロ圏では、エネルギー制約により消費ばかりか生産も含めて景気に対する下押し圧力が強まる見通しである。その際にはドイツとイタリアが景気減速の先導役となるものとみられるが、景気動向の他にEUの結束や気候変動対策への影響の波及も懸念される。

はじめに

ユーロ圏では、8月の消費者物価上昇率が前年比で9.1%となり、過去最高を更新した。これに対し欧州中央銀行（ECB）は、7月の50bpに続き、9月には初となる75bpの幅での政策金利の引き上げを決定した。

ECBはこうして、物価対策重視の姿勢を強めている。しかし注意すべきは、ユーロ圏のインフレはコロナ危機下の手厚い財政支出や着実な賃金の上昇を通じて内需に支えられた米国のインフレとは異なり、供給面の制約が主な要因となっている点である。この供給制約は新型コロナウイルスとの共生の長期化や気候変動対策の加速化、そして特にロシアのウクライナ侵攻に伴い生じたものであるが、このためユーロ圏では需要の抑制を通じてインフレの鎮静化を図る金融引き締め策の効果は限られ、物価上昇が抑制されないまま景気が腰折れしスタグフレーションに陥る、大きなリスクを抱えることになる。

しかし、それにもかかわらず、ECBは引き締めの手を緩めることはできない。経済主体のインフレ期待のアンカーが外れ上放れることになれば、企業は製品へのコスト転嫁を進め、家計は賃金の引き上げ要求を強めるなど、その行動が一変し、インフレの一層の高進を招く恐れがあるためである。つまりECBの引き締め策は、インフレの抑制よりもインフレ期待の抑制のために不可欠なものとなっている。



（資料）Bloombergのデータから農中総研作成

こうした中でユーロ圏ではエネルギーや食料の価格の高騰で「生活費危機」の様相が強まり、家計消費に影響が及んでいる。しかし、冬場のエネルギー需要期を迎えるに当たり、天然ガスの供給をロシアに大きく依存するユーロ圏では、エネルギー制約の強まりとその直接的な影響の拡大がより懸念されることになる。これはエネルギー価格の上昇によるインフレ圧力の高まりから、それに加えて必要なエネルギー量が確保できない段階への状況の困難化であり、「生活費危機」から「エネルギー危機」への、消費低迷からさらに生産縮小を含んだ状態への問題の拡大である。この厳しさを増す環境の下で、通貨ユーロは下落基調を続けている（図表1）。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

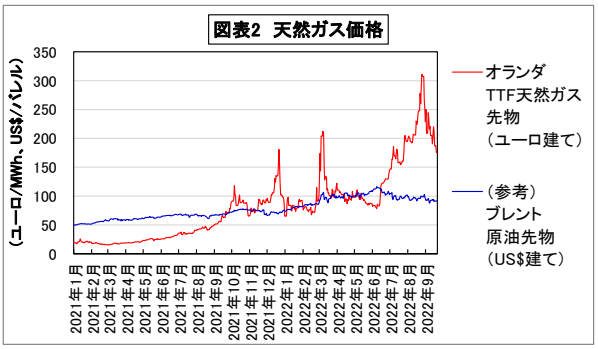
「エネルギー危機」への拡大の懸念

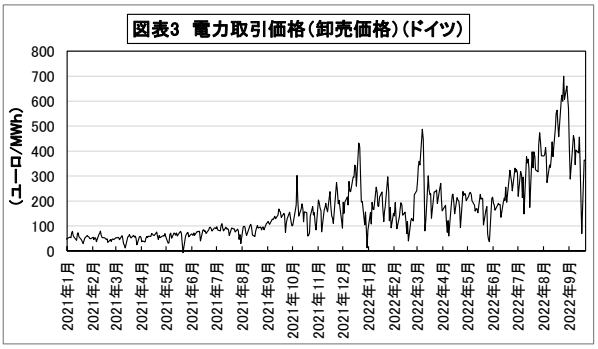
ロシアは冬場に向けて天然ガスの供給を削減し、欧州に揺さぶりを掛けている。9 月 2 日には補修を理由に一時停止していたノルドストリーム経由の天然ガスの供給再開を当面延期するとし、続けて 5 日には、その全面再開は西側諸国が対ロ制裁を解除するまで行わないとした(注 1)。

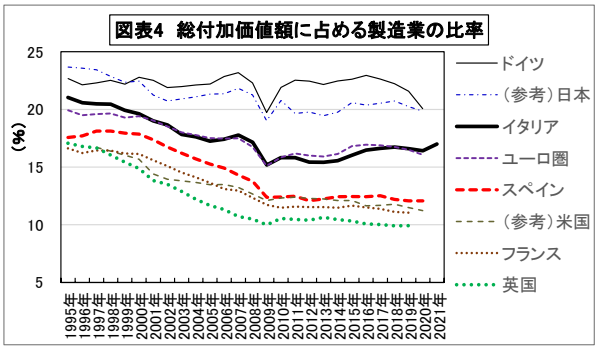
これを受けて、指標となる天然ガス価格は新たな高値を付けている（図表 2)。天然ガスは化石燃料の中では温室効果ガスの排出量が比較的少なく、特に気候変動対策の移行期には発電の燃料として重要性を増すほか、熱源として、またメタノールやアンモニアなどの製造で使用され肥料製造などで広く利用されている。このため天然ガスの供給不足が及ぼす影響は、極めて広範囲に及ぶことになる。

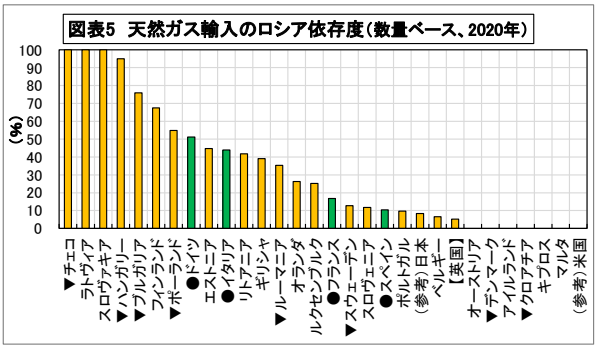
この影響は、例えば電力価格の急騰に示されている（図表 3）(注 2)。加えて、天然ガスによる発電事業者の間にはヘッジ取引の担保金が急増し資金繰りに窮する事業者も現れており、欧州連合（EU）として対策の策定が急がれている(注 3)。製造業ではこの他にも、鉄鋼、非鉄金属、紙パルプ、セメント、化学などのエネルギー集約型の業種を中心に広く減産が迫られることとなり、ドミノ倒し的に新たな供給網の制約を生む懸念が強まっている(注 4)。

これに対し各国ではエネルギー消費の削減のほか、天然ガスの備蓄強化や輸入先の拡充などに努めているが、供給状況や天候次第では配給制度の導入や計画停電を余儀なくされる可能性も十分想定され、「生活費危機」から「エネルギー危機」への拡大が現実味を帯びてきている(注 5)。そして特に注意を要するのは、主要国の中でも製造業比率が高く、同時に天然ガス輸入のロシア依存度が大きいドイツとイタリアということになる（図表 4、5)。これらの経済大国で消費に加え生産を含めて状況が困難化し、ユーロ圏経済全体に影響を波及させる懸念が増している。









（資料）図表 2、3 は Bloomberg の、図表 4 は OECD の、図表 5 は OECD・IEA の、各データから農中総研作成
（注）図表 5 で、▼はユーロ圏未加入の EU 加盟国、●はユーロ圏の四大国、【】は EU 外の欧州の国を示す。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

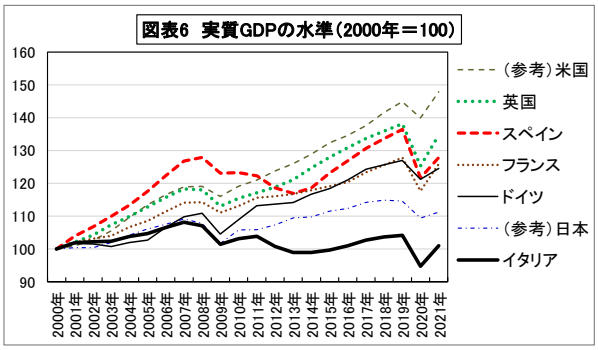
ドイツとイタリアの生産に掛かる負荷

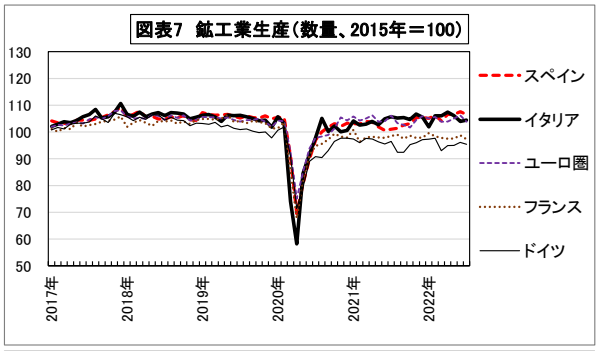
ユーロ圏では世界金融危機、財政危機、コロナ危機と相次ぐ危機を経て、米国に比べて成長の鈍さが現れている（図表 6）。これに加えてロシアとの経済関係が密接なユーロ圏ではウクライナ紛争の影響は世界の中でも特に大きく、景気の先行きに一層、警戒的な見方が強まっている。

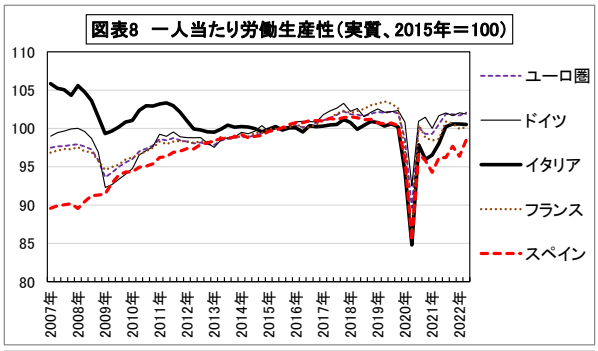
このうちドイツは、過去の危機の都度、景気回復の牽引役を担ってきたが、これまでの長年にわたるロシア依存の反動は大きく、今回はユーロ圏全体の景気減速の先導役となることは必至の情勢である。既にドイツの鉱工業生産は自動車の落ち込みを主因に不冴な推移を示しているが、今後はより広範な業種で減産を見込む必要があるものと考えられる（図表 7）。

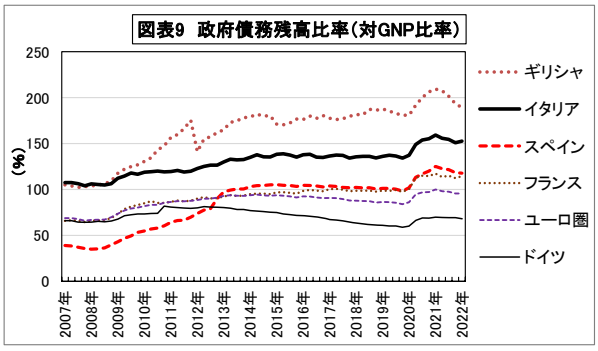
ドイツとともに注意を要するのは、ロシアへのエネルギー依存の他にも様々な問題を抱えるイタリアである。まず、企業投資が停滞し生産性は改善せず経済情勢の低迷が続く中で、新たなショックに対する耐性は脆弱である（図表 6、8）。また、政府債務残高が多額に上るため、財政余力が限られるうえ、長期金利の急上昇に繋がる懸念もある（図表 9）。さらに、9 月の総選挙を経て経済の構造改革が滞り、コロナ危機からの復興基金の資金実行が EU により中断されるなどの展開も想定される。加えて、ドイツとともに生産年齢人口の大幅な縮小が見込まれており、これも中長期的には経済成長には重荷となる。

生産に対しては、エネルギー不足や新たな供給網の制約の発生などの直接的な影響の他にも、物価上昇に伴う需要の低迷の影響が及ぶことになる。また、これと同時にコロナ対策の制限解除による足元の好影響も徐々に効果が低下するほか、中国の成長鈍化や多くの国々での金融引き締めも世界的な需要減退としてユーロ圏経済にとり負担感を強めることが予想される。このため、経済成長は年末に向けて減速し、ドイツなどでは前期比でマイナス成長に陥る見通しが強まっている。









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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

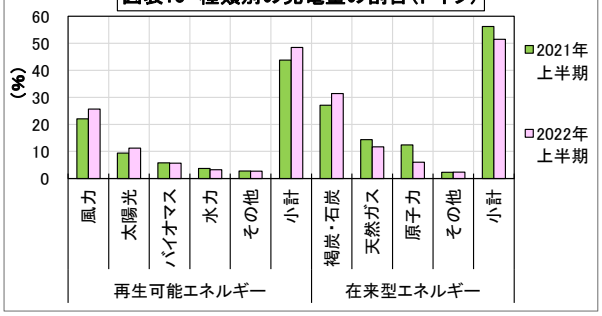
このように、ユーロ圏では消費ばかりか生産でも景気に対する下押し圧力が強まる見通しであり、ドイツとイタリアが景気減速の先導役となる可能性が高い。しかしながら、エネルギー制約の強まりで懸念されるのは景気動向のみではない。

その第一は、政治面への影響である。低所得層に限らず広範な国民に及ぶ物価上昇の負担の拡大は社会不安さえ招くことになり、混乱は拡大し、ポピュリスト勢力の伸長による政治情勢の不安定化に止まらず対ロシア制裁でのEUの結束にも揺るぎを生む懸念がある。7月にドラギ首相が辞任に至ったイタリアの他にも、フランスでは6月の国民議会選挙でマクロン大統領の与党が過半数割れに陥っている。また、ドイツではショルツ首相の支持率は低下し、来年の総選挙を前にスペインのサンチェス首相も同様の状態にある。

第二は、気候変動対策への影響である。EUでは2021年6月に50年までの温室効果ガス排出実質ゼロ化などを義務付ける「欧州気候法」が採択され、対策が加速化している。しかし、例えば発電では、再生可能エネルギーによる発電は気象条件に大きく左右される事情もあるため、天然ガスの供給制約は石炭依存を高める結果を生じさせ、一時的にも対策の後退を余儀なくされる可能性がある（図表10）。

欧州では天然ガスの輸入先の多角化などに努めているが、必要なインフラ整備には数年を要することもあり、ドイツを中心に、今回のエネルギー制約は非常に大きな試練となっている。(22.9.26現在)

図表10 種類別の発電量の割合（ドイツ）



（資料） Statistisches Bundesamt（ドイツ連邦統計局）のデータから農中総研作成

(注1) ロシア産天然ガスの欧州向け供給ルートには、ノルドストリームを中心とする「北ルート」と、トルコ経由で南欧に至る「南ルート」があるが、後者に比べて前者の供給量の削減の程度が著しい。

(注2) EUでは、卸売電力価格の設定にはいわゆる「Marginal Pricing System」が採用されている。これによると、最も高値の電力価格が全ての電力の価格に反映されることになり、この結果、天然ガス価格の高騰は卸売電力価格そのものの高騰に直結することになる。なお、本システムは低コストである再生エネルギー発電事業者の収益を拡大させ、投資拡大のインセンティブとすることなどを意図したものとされている。

(注3) 発電事業者は通常、後日の電力の販売価格の確定と受け渡しに先立ち先物市場でショートポジションを立て価格変動リスクのヘッジを行う。これに対し、発電事業者の間では電力価格の急騰で追加担保の提出を求められ（マージンコール）、資金繰りが急速に悪化する事例が増加している。またこの一方で、天然ガスを売却するエネルギー事業者のほか、発電事業者の中でも原子力発電など低コストの事業者の間では、超過収益を得る事例が増加している。

(注4) 製造業ではエネルギー不足に伴う負荷に加えて、川上の素材分野や部品製造分野で生産維持が困難となることで新たに供給網の制約が生じ、生産への負荷を一層強める可能性がある。また、産業をまたいで、肥料から収穫、冷蔵などを含めエネルギー依存の大きい農業に対する影響の拡大なども考えられる。

(注5) 2022年8月31日時点で天然ガスの貯蔵能力に対する貯蔵率は、ドイツ84.3%、フランス91.9%、イタリア82.6%、スペイン84.7%、EU80.4%などである（Gas Infrastructure Europe（GIE）のデータによる）。EUは11月1日までにこの値を80%に引き上げる目標を設定しているが、既にこれを達成している国々がある一方で、東欧やバルカン、バルト地域では難航している国々もある。また、この目標値を達成しても、ロシアが供給を完全に停止し、かつ冬季の気温が通常よりも低くなった場合には、2023年の年初には備蓄が底をつく可能性が高いと指摘されている。こうしたなか、例えばドイツでは、節電対応のほか、ノルウエーやオランダからの天然ガス輸入の拡大、カタールとの協力関係の強化、石炭火力発電の稼働を一時的に増加せる緊急措置の実施、浮体式洋上天然ガス液化設備（Floating LNG）の設置（2022年末または2023年初に稼働見込み）、原子力発電廃止計画の見直し（3基中2基について2023年4月まで緊急時の予備電源として保持）などの対策を実施している。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

米国経済金融

続・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

高インフレが予想以上に長期化しているため、9 月 FOMC にて FRB は一段とタカ派姿勢を強めた。本稿では、7 月の分析レポートで行った政策金利を 5.5%まで引き上げるシナリオを、9 月時点での FRB の見通しを参考にしつつ更新した。

パウエル議長は記者会見にて、FOMC メンバーはインフレ率の上振れリスクを認識していると発言したことから、政策金利は一段と上方修正され実際に 5.5%程度まで引き上げられる可能性も無視できなくなってきたが、その場合でも極端なマイナス成長は回避できそうだ。

一段とタカ派化した FRB

8 月消費者物価指数が予想に反して再加速したこともあり、9 月 FOMC にて FRB は一段とタカ派化し、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）を 4.5～4.75%程度とする見通しを公表した。

FOMC 後の記者会見にてパウエル FRB 議長は、FOMC 参加者はインフレ率の上振れリスクを意識していると発言するなど、実際にはターミナルレートが一段と上方修正される可能性も無視できない状況になりつつある。

利上げのシミュレーション

こうしたなか本稿では、9 月 FOMC 時点での FRB の経済見通しの中央値と、インフレ率については見通しの上限値を利用し、7 月の分析レポートで行った政策金利を 5.5%まで引き上げた場合のシミュレーションを更新した。7 月の分析レポートでは、高インフレ抑制のために必要となる失業率を 5%程度と仮定して、整合的な利上げ幅を計算し、23 年 4～6 月期に 5.5%のターミナルレートに到達するシナリオを考察した。今回のシミュレーションも同様に、23 年 4～6 月期に 5.5%まで利上げするシナリオとなっている。

足元では、低失業率と極端な高求人率が続く労働市場を背景に賃金上昇率が加速していることが、インフレ率が鈍化しない主要な理由と考えられている。

FRB は現在のところ、利上げによって労働市場を抑制した際に、求人率だけが大きく低下して失業率の上昇は小幅にとどまる（＝UV 曲線はコロナ禍を経てシフトしていない）との見通しに基づいており、9 月 FOMC での失業率見通し（中央値）も 4%半ばがピークとなっている。

もっとも、通常は求人率と失業率は同時に悪化する傾向があるため、本稿ではある程度の失業率上昇を伴う従来通りのシミュレーションを行った。この点は見解の分かれるところだろう。

1 年程度は GDP 成長率への下押し圧力が特に強い

全体的な結果は 7 月時点と変化がないものの、高インフレを抑制するために高

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

い水準まで利上げすることと、ベースとなる FOMC の経済見通しが下方修正されたこともあり、GDP 成長率の落ち込みが 2～3 年間確認できる。

引き締め的な金融政策を織り込むことで、向こう 1 年程度は GDP 成長率への下押し圧力が特に強い。もっとも、GFC（リーマンショック）やコロナショックと違って、金融政策の効果は事前に織り込まれるため、ターミナルが 5.5%程度であれば、低成長が長期化する一方で、極端なマイナス成長にはならない見通しとなった（注 1）。今回のシミュレーションでは考察していないものの、実際には短期の期待インフレ率が高いため、名目金利の引き締め効果はある程度相殺すると考えられる（注 2）。

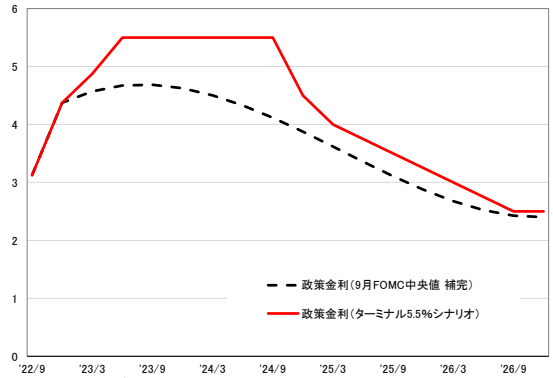
また、コア PCE デフレーターでみたインフレ率については高い見通しをベースにしているため、全ての期間において 9 月 FOMC 時点での中央値を上回った。

最後に、失業率は 7 月の分析レポートでのシミュレーション時に参考とした 5%を 0.2 ポイント程度下回る見通しとなったが、概ね前回と整合的な結果といえるだろう。その背景としては、FOMC 参加者も同じようなモデルをある程度使って経済見通しを作成していることが推察できる。

（注 1） FOMC での経済見通しにならい、GDP 成長率は前年比で表現した。

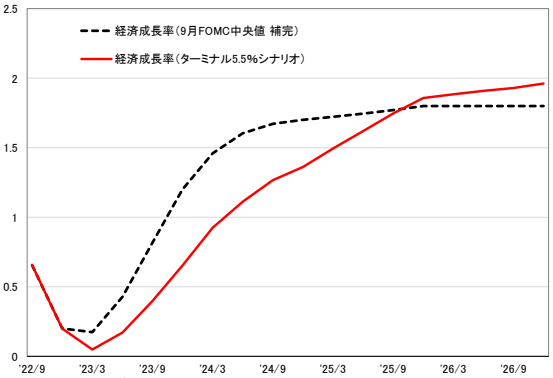
（注 2） FRB/US モデルには実質金利を外生的に設定する金融政策オプション（dmprr）も存在する。

図表1 政策金利見通し（9月FOMC時点）



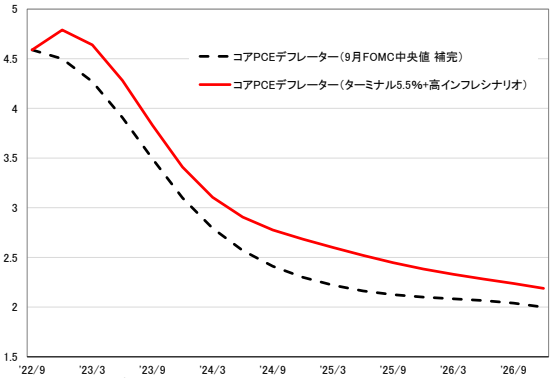
（資料）FOMC （注）スプライン補完を用いて四半期按分。

図表2 経済成長率見通し（9月FOMC時点）



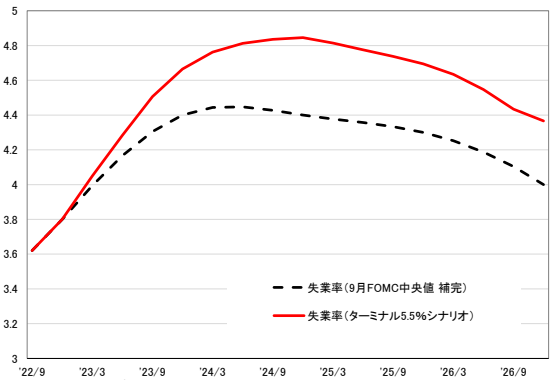
（資料）FOMC （注）スプライン補完を用いて四半期按分。

図表3 インフレ率見通し（9月FOMC時点）



（資料）FOMC （注）スプライン補完を用いて四半期按分。

図表4 失業率見通し（9月FOMC時点）



（資料）FOMC （注）スプライン補完を用いて四半期按分。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

シミュレーションで考察しなかったことにも注意が必要に

政策金利見通しなどある程度予測可能なことはシミュレーションが可能であり、9月FOMC後のように市場が織り込んだ段階で経済に効果が現れてくるため、高めの政策金利でも経済が突然腰折れするような見通しとはならなそうだ。

一方で、7月の分析レポートでも指摘した通り、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、モデル内で強い効果を持たせるのが難しい要素による景気悪化効果は、シミュレーションでの表現が難しそうだ。

また、高い政策金利が継続する見通しとなりつつあることから、本稿のような通常の経済見通しに関するシミュレーションではあまり考えられることのない、株式、債券市場の暴落など非連続的なイベントにも、今後は注意が必要になるかもしれない。

まとめ

本稿では、9月FOMCでのデータを受けて、5.5%まで政策金利を上げた場合を考察した7月の分析レポートを更新した。結果を見ると向こう1年程度はGDP成長率への下押し圧力が特に強く、失業率が5%程度へ上昇する可能性も依然としてありそうだ。

なお、ベースとなるデータを更新しつつシミュレーションとの差分を比較したところ、9月FOMCの経済見通し(中央値)は利上げによる経済の下押し効果が少し弱い印象を受けた（注3)。

（注3） 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。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

中国経済金融

6 大銀行の中間決算からみた不動産業向け貸出の動向

王　雷軒

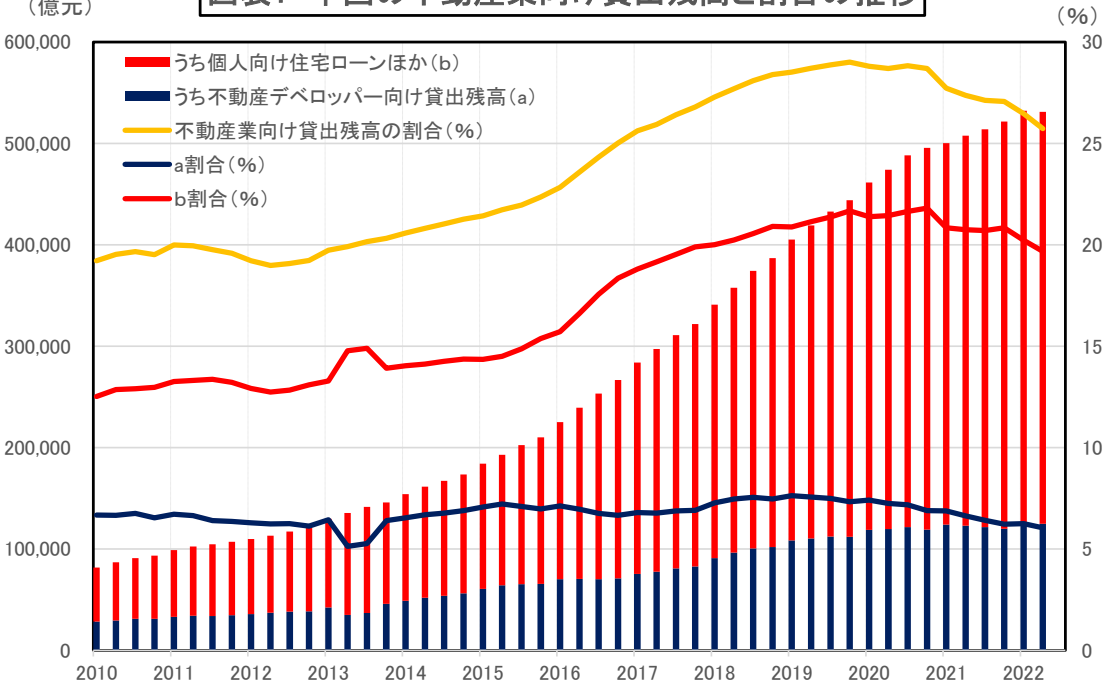
中国の不動産業と建設業の付加価値はそれぞれ 7.8 兆元、8.0 兆元（ともに 2021 年）で、両者の合計は GDP（114.4 兆元）の 13.8%を占めており、中国経済にとって重要な業種といえる。一方、不動産バブル懸念が高まるなか、最高指導部は「不動産は住むためのもので、投機のためのものではない」という政策方針を打ち出した。

これを受けて、20 年 8 月、中国人民銀行（中央銀行）と住宅・都市農村建設部（中央省庁、住建部）は、不動産デベロッパーに対して、総負債率を 70%以下にするなど負債にかかる「3 つのレッドライン」と融資規制とを結びつける厳しい監督管理を始めてきた。また、21 年 1 月から、金融当局は金融機関の不動産向けの融資総量規制を導入し、不動産デベロッパーだけでなく、住宅ローンの利用者に対しても厳格な規制を行ってきた。これらを背景に不動産業は 21 年の後半から急減速している。

そのため、当局は新規住宅ローン金利や頭金比率の引き下げや、購入制限の緩和などのテコ入れ策を行った結果、22 年 6 月に一旦底入れの動きが見られたものの、7 月には未完成物件関連住宅ローンの返済拒否（以下、住宅ローン返済拒否）問題が発生し、再び悪化した。

こうしたなか、金融機関の不動産業向け貸出の動向や住宅ローン返済拒否問題による銀行への影響等に注目が集まっている。そこで、本稿では、金融機関の不動産業向け貸出の大半を占める 6 つの大手

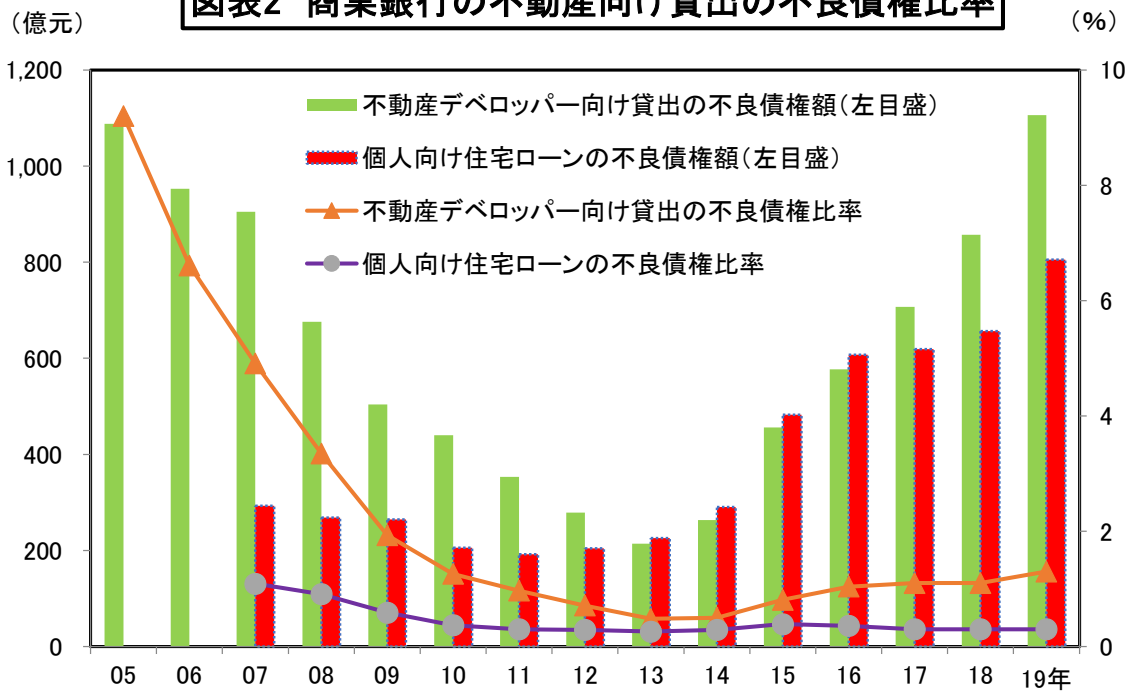
図表1　中国の不動産業向け貸出残高と割合の推移



（資料）中国人民銀行、Windより作成、金融機関の総貸出残高に占める割合である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表2　商業銀行の不動産向け貸出の不良債権比率



（資料）旧中国銀行業監督管理委員会、Windより作成

国有商業銀行（中国工商銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国郵政貯蓄銀行、交通銀行）の「22 年上半期の中間決算」と各行の決算説明会の資料等をもとにそれらの動向、政府による最近の対応策等を紹介したい。

金融機関全体の貸出の推移

6 大銀行の貸出動向を紹介する前に金融機関全体の不動産業向け貸出の状況を概説する。中国人民銀行によれば、金融機関の不動産業向け貸出残高は 10 年 3 月末の 8.2 兆元から 22 年 3 月末には 53.2 兆元と増加してきた（図表 1）。しかし、6 月末に 53.1 兆元と初めて減少に転じたが、このうち個人向け住宅ローン残高等は 40.6 兆元、不動産デベロッパー向け貸出残高は 12.5 兆元であった。

また、不動産業向け貸出残高の総貸出残高に占める割合を確認すると、12 年 6 月末の 19.0%（個人向け住宅ローン残高等が 12.8%＋不動産デベロッパー向け貸出残高が 6.2%）をボトムに上昇を続け、19 年末には 29.0%（21.7%＋7.3%）とピークを迎えた。しかし、その後は、金融当局の融資総量規制などを受けて 22 年 6 月末には 25.7%（19.7%＋6.1%）に低下した。ちなみに中国人民銀行（中国貨幣政策執行報告 22 年第 2 四半期）によれば、6 月末時点のインフラ整備向け貸出残高と製造業向け貸出残高の割合はそれぞれ 19.1%、9.4%と 19 年末の 19.0%、9.3%から小幅上昇した。

金融規制当局（旧中国銀行業監督管理委員会）によれば、不動産デベロッパー向け貸出に対する商業銀行全体の不良債権比率は 05 年の 9.2%から 19 年には 1.3%に低下した（図表 2）。また、個人向け住宅ローンの不良債権比率も 07 年の 1.1%から 19 年には 0.3%に下がった。なお、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表3　6大銀行の不動産向け貸出の状況（22年上半期と21年末）

	中国工商銀行		中国建設銀行		中国農業銀行		中国銀行		中国郵政貯蓄銀行		交通銀行	
	22年上半期	21年末	22年上半期	21年末	22年上半期	21年末	22年上半期	21年末	22年上半期	21年末	22年上半期	21年末
総貸出残高（兆元）	22.3	20.7	19.7	18.2	18.8	17.2	17.0	15.7	7.0	6.5	7.1	6.6
不動産向け貸出残高（兆元）	7.2	7.1	7.2	7.1	6.2	6.1	5.1	5.0	2.4	2.3	2.0	1.9
貸出残高に占める割合（%）	32.0	34.2	36.8	39.2	32.9	35.4	30.0	31.8	34.4	35.8	28.5	29.1
うち個人向け住宅ローン（兆元）	6.4	6.4	6.5	6.4	5.3	5.2	4.4	4.3	2.2	2.2	1.5	1.5
貸出残高に占める割合（%）	28.9	30.8	32.9	35.1	28.4	30.5	25.7	27.5	31.9	33.6	21.6	22.7
不良債権比率（%）	0.31	0.24	0.25	0.20	0.36	0.36	0.36	0.27	0.52	0.44	0.37	0.34
うち不動産デベロッパー向け貸出（兆元）	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.2	0.1	0.5	0.4
貸出残高に占める割合（%）	3.2	3.4	3.9	4.0	4.5	4.8	4.3	4.4	2.5	2.2	7.0	6.4
不良債権比率（%）	5.47	4.79	2.98	1.85	3.97	3.39	5.67	5.05	1.01	0.02	1.90	1.25
資産総額（兆元）	38.7	35.2	33.7	30.3	32.4	29.1	28.1	26.7	13.4	12.6	12.6	11.7
預金残高（兆元）	29.3	26.4	24.2	22.4	24.1	21.9	19.5	18.1	12.1	11.4	7.8	7.0
純利益（億元）	1,726	3,502	1,617	3,039	1,290	2,419	1,243	2,273	471	765	441	889
要注意債権（億元）	4,172	4,120	5,356	5,051	2,735	2,531	2,188	2,108	354	304	1,011	886
不良債権（億元）	3,160	2,934	2,855	2,661	2,645	2,458	2,272	2,088	579	527	1,032	968
不良債権比率（%）	1.41	1.42	1.40	1.42	1.41	1.43	1.34	1.33	0.83	0.82	1.46	1.48
要注意＋不良の比率（%）	3.28	3.41	4.03	4.11	2.87	2.91	2.63	2.68	1.34	1.29	2.89	2.83
貸倒引当金カバー率（%）	207	206	244	240	305	300	183	187	409	419	173	167
自己資本比率（%）	18.3	18.0	18.0	17.9	17.1	17.1	17.0	16.5	14.6	14.8	14.5	15.5
従業員数（万人）	42.5	43.4	34.7	35.1	45.0	45.5	30.5	30.6	17.5	17.8	8.7	8.7
営業拠点数（カ所）	16,550	16,590	14,461	14,510	22,804	22,807	11,424	11,452	8,131	8,140	2,937	2,958

（資料）各行の中間決算をもとに作成

19 年末時点の両者の不良債権残高はそれぞれ 1,106 億元、805 億元であった。

19 年以降の数値は未発表のようだったが、後述する 6 大銀行を含めた主要銀行の中間決算等によれば、足元の金融機関全体の個人向け住宅ローンと不動産デベロッパー向け貸出の不良債権比率は上昇傾向にあると推測される。なお、金融規制当局（中国銀行保険監督管理委員会、銀保会）によると、22 年 6 月末の商業銀行全体の総貸出残高の不良債権比率は 1.67%となっている。

6 大銀行の 22 年上半期の貸出動向

次に 6 大銀行の不動産向け貸出の動向を紹介する前に、6 大銀行の決算概要を簡単に述べておこう。

6 大銀行が発表した 2022 年上半期決算を見ると、中国工商銀行の当期純利益は 1,726 億元（約 3.5 兆円）と最も多かった。続いて、中国建設銀行が 1,617 億元、中国農業銀行が 1,290 億元、中国銀行が 1,243 億元、中国郵政貯蓄銀行が 471 億元、交通銀行は 440 億元という順になっている。前年比伸び率では、中国郵政貯蓄銀行は 14.9%と最も高く、ほかは 5～6%で推移した。

また、22 年上半期の不良債権残高は 21 年末から増えたものの、不良債権比率では、中国銀行と中国郵政貯蓄銀行のみがやや上昇したものの、残り 4 行がいずれも小幅低下した程度で大きな変化は見られなかった。これらのほか、6 大銀行の貸倒引当金カバー率は比較的高水準にあることも特徴である。

こうしたなか、6 大銀行の不動産向け貸出の状況（図表 3）を確認すると、不動産業向け貸出残高の総貸出残高に占める割合はいずれの銀行も 21 年末に比べて低下したことが見て取れる。また、大手銀行の不動産業向け貸出残高の総貸出残高に占める割合の上限規制である 40.0%を下回

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

っている。ただし、中国建設銀行の個人向け住宅ローンの割合は 32.9%と 21 年末から低下したものの、個人住宅ローン残高の割合上限規制の 32.5%をやや上回っている。

また、不動産向け貸出のうち、大半は個人向け住宅ローンとなるため、不動産デベロッパー向け貸出の総貸出残高に占める割合は高くない。なお、6 大銀行の個人向け住宅ローン残高合計が金融機関のそれに占める割合は 67.8%となっている。

一方、不良債権比率では、6 大銀行は不動産デベロッパー向け貸出の不良債権比率はいずれも上昇した。中国銀行が 5.7%と最も高く、続いて中国工商銀行（5.5%）で、いずれも 21 年末から 62bp、68bp 上昇した。

個人向け住宅ローンの不良債権率では、中国農業銀行が 0.36%と 21 年末から変わらなかったが、同行以外の 5 行はともに小幅ながら上昇したことが見て取れる。中国郵政貯蓄銀行が 0.52%と最も高く、そのほかは 0.3%前後であった。ちなみに株式制商業銀行の招商銀行と平安銀行はそれぞれ 0.27%と 0.18%（最低水準）であった。前述の内容を踏まえると、足元の不動産デベロッパー向け貸出の不良債権比率は個人向け住宅ローンに比べて上昇率が高かったことが確認できる。

なお、中国農業銀行の不動産デベロッパー向け貸出残高は 8,249 億元と最も多く、同行の総貸出残高に占める割合は 4.5%となっている。その次は中国建設銀行（7,628 億元、3.9%）、中国銀行（7,348 億元、4.3%）、中国工商銀行（7,081 億元、3.2%）、交通銀行（4,940 億元、7.0%）、中国郵政貯蓄銀行（1,778 億元、2.5%）となる。

住宅ローン返済拒否をめぐる動向

中国では、住宅が完成する前に購入者から代金を受け取ることが慣例だが、銀行への住宅ローン返済を開始しても建設工事の中断や延期（未完成の物件、中国語で「爛尾楼」）により、その物件が予定通りに入手できない恐れが常にある。前述の融資総量規制により、数多くの不動産デベロッパーが資金繰り難に陥り、建設工事が中止となった物件が例年以上に増えている模様だ。なお、7 月 23 日時点で建設工事が中断・延期となった物件は 20 省、300 件以上あると報道されている。

コロナ禍による失業や収入の減少のなか、予定通り住宅の受け取りができずに家賃だけを払い続ける人々が耐え切れず、住宅ローン返済拒否に踏み切った。そして、様々な報道を受けて住宅購入予定者の様子見ムードが強まったため、住宅がさらに売れなくなり、不動産デベロッパーの資金繰りがこれまで以上に悪化し、未完成のまま中断される物件が増えるという懸念への警戒感もくすぶっている。

こうしたなか、銀行の不動産向け貸出の不良債権増加への警戒感がじわじわ広がったことを受けて、7 月中旬に多くの銀行は一斉に未完成物件関連住宅ローンが全体の総貸出残高に占める割合は非常に低く、総じてリスクコントロールが可能だとの広報や説明を発表した。また、各銀行の決算説明会でも、関連住宅ローン貸出の状況に注目が集まっていた。

6 大銀行が示した状況（図表 4）を見ると、ばらつきあるものの、いずれの銀行も未完成物件関連住宅ローンの規模は少額で個人向け住宅ローン残高に占める割合も低い。中国銀行のように、数値は示していないが、関連住宅ローンの返済拒否に

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表4　各銀行の未完成物件関連住宅ローンをめぐる状況

	関連住宅ローン規模（億元、E）	Eの個人向け住宅ローン残高に占める割合（%）	関連住宅ローンの不良債権規模（億元）
中国工商銀行	6.37	0.01	
中国建設銀行	11.42	0.02	5.00
中国農業銀行	6.60	0.01	
中国銀行	詳細な数値は示されていないが、総体としてリスクコントロール可能だという		
中国郵政貯蓄銀行	1.27	0.01	
交通銀行	1.00	0.01	
興業銀行	16.00	0.14	0.75
中国民生銀行	0.66	0.01	
平安銀行	0.32	0.01	
招商銀行	0.12	0.00	
浙商銀行	2.60	0.13	
江蘇銀行	0.31	0.01	
南京銀行	0.21	0.03	

（資料）各行の広報・決算説明会をともに作成、中国建設銀行は22年7月末時点の数値、その他は22年6月末時点である。

よる銀行経営への影響は限定的で、リスクコントロール可能であるとしているところもある。

また、決算説明会で、中国建設銀行（首席リスクマネージャー程遠国氏）は「21年以来、防疫の繰り返しや経済の下振れ圧力を受けて22年上半期の住宅販売面積や販売額はいずれも大きく減速するなか、一部の不動産デベロッパーが抱えるリスクが浮き彫りとなった」と述べた。これらの影響を受けて同行も不動産業デベロッパー向け貸出残高の不良債権比率は2.98%と21年末から113bp上昇した。個人向け住宅ローン残高の不良債権比率は0.25%と21年から5bp上昇した。一方、貸倒引当金カバー率が高いことなどからリスクは総じてコントロール可能との見方を示した。先行きを展望すれば、新規住宅ローン金利の引き下げや、政策性銀行の特別融資（専項借款）を通じた未完成物件の工事再開を進めているほか、地方政府も様々な支援策を打ち出していることで不動産市場は安定に向かうと考える。

そのほかの銀行も同様な説明を行っており、返済拒否の対象となる住宅ローンが不良債権化するリスクはあるが、少なくとも6行はその損失をカバーする力があり、金融危機が起きる可能性は現段階では大きくないとみられる。ただし、6大銀行を含めた各銀行が示した規模は、報道されている未完成物件関連住宅ローンの1～2兆元規模と比較するとその乖離が非常に大きいことに注意が必要であろう。

以上の内容を踏まえると、6大銀行経営への打撃は限定的であるとみられる一方、不動産市況の低迷がさらに続ければ、土地利用権売却収入と不動産関連税収に大きく依存する地方政府の財政収入への影響ははるかに大きく、最も懸念されるべきことであろう。とくにコロナ感染抑制策の厳格な実施を受けて経済回復ペースが鈍いなか、地方政府のインフラ整備への投資や都市化の推進には大きな影響を及ぼす可能性が高い。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

未完成物件問題の解決を目指す対応

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、中央政府は政策性銀行による特別融資などを通じて不動産デベロッパーに未完成物件の工事再開、新規建設中物件の工期通りの建設（保交楼という）を促すなどの対応策を進めている。

7 月末に開催された中央政治局会議は「保交楼、穏民生」という方針を決定し、政策文書に盛り込んだ。この方針を受けて中央政府、地方政府、不動産デベロッパーなどが未完成物件問題の解決を目指し始めた。住建部、財政部、中国人民銀行などが 8 月に共同で政策性銀行による特別融資という措置を打ち出した。ただし、すべての未完成物件が特別融資の対象になるわけではない。

また、地方政府も独自の救済基金を設けるなどの対応策を急いでいる。例えば、河南省鄭州市は、7 月に 100 億元規模の救済基金（ファンド）を設立したほか、9 月 6 日付の通達で中断している市内の未完成物件を 10 月 6 日までに再開させるよう不動産デベロッパーに指示した。そのなかで不動産デベロッパーが完成物件を購入者に確実に引き渡せるよう、あらゆる方策を取ると表明した。また、不動産デベロッパーの流用資金の返還や、未開発の土地や資産の売却による資金調達も求めるほか、さらに工事再開の取組みに協力しないデベロッパーに対して、当局は検査を行うこととした。

こうしたなか、同市が 9 月半ば頃に 5 つの不動産デベロッパーを検査したところ、いずれも不動産開発・建設中に資金の流用、資金の持ち逃げ、違法な資金集め、契約書詐欺、違法な経営がみつかったことを公表した。うち 1 社は違法に資金を流用したことにより、2,000 戸超の物件の建設中断を余儀なくされたという。

鄭州市のほか、各地方政府も管轄地域の未完成物件の実態を踏まえた対応策を打ち出している。加えて、国有の不動産デベロッパーも、民間不動産デベロッパーの未完成物件の買い取りを行い、建設工事の再開・完成と引き渡しに取組んでいる。

そして、金融規制当局（銀保会）は 9 月 23 日の定例会見で、①銀行に地方政府の手配に協力し、未完成物件の完成に必要な資金を積極的に支援するよう指導している、②住建部、財政部、中国人民銀行等と連携しながら、販売済みかつ完成期限が過ぎた未完成物件の完成のため、政策性銀行の特別融資の利用を促していると述べた。実際、国家開発銀行は、9 月 22 日に遼寧省の未完成物件の完成・引き渡しを支援するため、同行の遼寧省瀋陽支店で全国初の特別融資を決定した。

また、銀保会の定例会見では「不動産業のバブル化の趨勢を阻止することに実質的な進展が見られた」という見方も示された。今後は、「土地販売価格の安定、不動産価格の安定、先行きに対する市場予測の安定」という目標達成を目指し、不動産金融管理の長期体制を引き続き構築していくとしている。

こうした動きから、中国の未完成物件問題は徐々に改善するとみられるが、なお時間がかかると思われる。未完成物件への対応強化を契機に不動産市況の低迷に歯止めがかかるか引き続き注視する必要があろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

連載

金融機関の新潮流〈第 35 回〉

「夢デザインコンテスト」に取り組むしずおか焼津信用金庫

古江　晋也

要旨

静岡市に本店を置くしずおか焼津信用金庫は地元の小学生に地場産業を学んでもらうため 2000 年に冊子「しずおか特産品解体新書」を発行し、2003 年からは「しずおか夢デザインコンテスト」に取り組んでいる。同コンテストは静岡市内の小学生から地場産品をテーマとしたデザイン画を募集し、特別賞受賞者には試作品がプレゼントされる。現在、地域の小学生（小学 3～6 年生）の約 2 割が同コンテストに応募し、同コンテストに応募したことがきっかけで美術系の大学や専門学校に進学した人もいる。最近では試作品が商品化され、静岡市のふるさと納税の返礼品に採用されるなどの新たな動きもある。

はじめに

静岡市には駿河雛具、駿河竹千筋細工、駿河指物、駿河蒔絵、駿河漆器、サンダル、プラスチックモデルなどさまざまな地場産業がある。これらの地場産業が生まれた歴史的な背景は、駿府城、浅間神社、久能山東照宮などの造営のために全国から職人が集められたためであり、プラスチックモデルは戦後、下駄職人の技術や木工技術が基礎となって発展したという(注1)。

こうしたなか、静岡市に本店を置くしずおか焼津信用金庫（2022 年 3 月・預金積金残高 1 兆 7366 億円、貸出金残高 8530 億円、役職員数 1004 人）は、地元の小学生に地場産業を学んでもらうため 2000 年 9 月に冊子「しずおか特産品解体新書」（以下、解体新書）を発行した。さらに 2003 年からは「しずおか夢デザインコンテスト」（地場産品デザイン競技会）に取り組むなど、将来の地場産業の基盤づくりに役立つことをめざしている。

(注1)しずおか焼津信用金庫お客様サポート部編集・発行『～地場産品ができるまで～しずおか特産品解体新書』を参照。

「しずおか特産品解体新書」の発行

静岡市を主たる営業地域とした旧しずおか信用金庫は 1970 年頃から地場産業の景況調査を実施し、調査結果を毎月公表していた。お客様サポート部係長の佐藤忠輝氏は 90 年代後半、この景況調査を担当していたが、具体的な活動に踏み込めないことに忸怩たる思いを感じていた。そうしたなか 99 年に静岡県で第 37 回技能五輪全国大会（「技能五輪しずおか 99」）が開催され、同信用金庫も同大会のさまざまな支援に取り組んだ。技能五輪は、原則 23 歳以下の青年技能者が旋盤、板金、造園などさまざまな分野で技能を競い合うが、その姿を目の当たりにしたことで

しずおか焼津信用金庫本店

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

本店向かいの静岡相談プラザ

お客様サポート部係長の佐藤忠輝氏とマスコットキャラクター「ハットくん」

試作品「太刀魚そろばん」

佐藤氏は「将来、地元の子どもたちに地場産業に携わってほしいという気持ちが芽生えた」という。

そこで上司を説得し、景況調査に代わる取組みを始めることにした。それが解体新書の発行である。解体新書は静岡市の特産品の製造方法を工程ごとに写真付きで解説するとともに、漢字にルビを付け、専門用語もわかりやすく説明した。21年6月に発行された第16版では、22種類の特産品が掲載されているが、これらはすべて佐藤氏が企業などを訪問し、取材を行った。当初は数か月でできるものと考えていたが、食品業界は原材料の収穫など季節性があるため、結局は1年がかりとなった。

2000年9月、旧しずおか信用金庫は解体新書（3,000部）を静岡市内の小学4～5年生に無償配布した（2022年7月現在の累積発行部数は19万4000部）。するとほどなく、テレビや全国紙などから取材が舞い込むなど、県内外から多くの反響を呼ぶことになった。

「しずおか夢デザインコンテスト」の開始

小学校の授業には社会科見学があるが、児童が特産品を製造する企業を訪問しても、すべての工程を把握することができない。そのため、材料の加工から完成まですべての工程を解説した解体新書は必ず役に立つと考えられた。ただ授業で実際に活用されているかはわからなかった。そこで次のステップとして取り組んだのが、「あったらいいな！こんな地場産品」をテーマとした「しずおか夢デザインコンテスト」であった。

同コンテストは小学生（小学3年生から6年生）を対象とした地場産品のデザイン競技会であり、入賞すると副賞として図書カードなどがもらえる。賞は特別賞、優秀賞、地場産業奨励賞があり、特別賞を受賞すると、受賞者自身がデザインした試作品がプレゼントされる（入賞は60点であり、そのうち10点が特別賞）。

しずおか焼津信用金庫では現在、夏休

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

み前に静岡市内の小学校に合計 3 万部ほどの応募用紙を送付する。応募用紙を受け取った小学生は、まずどのような地場産業があるかを把握するため解体新書を紐解く。デザイン画は家族と一緒に考えてもよいため、自然と家庭内の会話も弾むことになるという。

デザイン画の多くは、「自分が欲しい」というよりも、こんなデザイン（商品）があると「お母さんの掃除が楽になる」「足の痛いおばあちゃんが楽に靴を履くことができる」など、日々の生活から家族のことを考えたものが多いという。

応募締め切りは半年後の 12 月半ばであり、審査委員会がクリスマスの期間に開催される。審査では、まず事務局がすでに存在しているデザインであるかどうかのチェックを行った後、大学の研究者、デザイナー、地場産業界関係者などが委員となり、受賞作品を決定する。

特別賞の受賞者は後日、地場産業界関係者と試作品を製作する打ち合わせを行うとともに、可能であれば製作そのものにも携わる。試作品は 2 つ製作され、1 つは展示会での展示用に、もう 1 つは受賞者へのプレゼントに使用される。

しずおか夢デザインコンテストの反響

図表 1 はしずおか夢デザインコンテストの応募数の推移を表したものである。2022 年の応募数は 6,329 点（市内 71 校）となり、静岡市内の対象児童の約 2 割が応募していることになる。

同コンテストを始めた当初は、3 年程度で終了する考えもあったという。それは参加賞を配布するだけでも膨大な手間がかかるからであった。しかし応募者数が増加するようになったことや、例えば、全

試作品「かつお節削り節機」

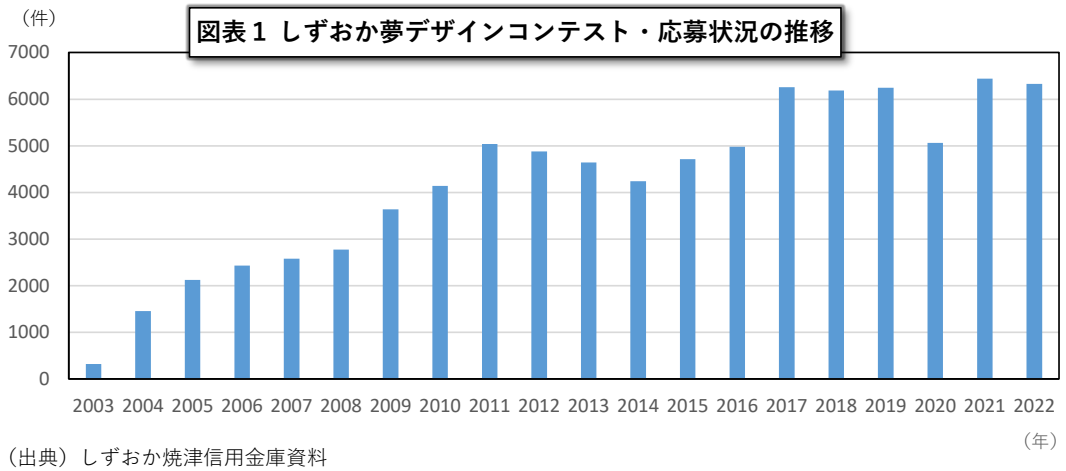
試作品「三保の松原絶景まな板セット」

試作品「おでん落とし」

国紙の社説で取り上げられたり、メセナアワード 2015「優秀賞」（夢ものづくり賞）、第 3 回ものづくり日本大賞「優秀賞」（青少年支援部門）を受賞したりするなど、外部機関から高く評価されたことが継続する原動力となった。

また 20 年間取組みを継続したことで親

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



（出典）しずおか焼津信用金庫資料

子 2 代が応募したり、同信用金庫新入職員の約 2 割が同コンテストに応募した経験があったりするなど、地域社会にかなり浸透しているイベントとなっている。

さらに試作品を手に取った感動がきっかけとなり、美術系の大学や専門学校に進学した人もいる。このことについて佐藤氏は「しずおか夢デザインコンテストが子どもたちの能力を開花させるきっかけとなった。子どもたちに与えた影響は計り知れない」とこれまでの 20 年を振り返る。

おわりに

しずおか夢デザインコンテストは静岡市内の多くの児童に喜びや感動を与えるだけでなく、地場産業界関係者にも良好な刺激を与えているという。具体的には、試作品の製作を依頼されたことで新たな塗装技術にチャレンジしたり、これまで交流がなかった企業とつながりができるようになったりといったことである。

また、試作品を商品として販売する動きも始まった。それが静岡おでんをモチーフにしたけん玉「夢のおでけん」である。夢のおでけんはネット販売のほか、静岡市のふるさと納税の返礼品にも採用されている。佐藤氏は「少しずつ変化し、前に進まないといけない」と話す。

産業構造や生活環境の変化によって地場産業が低迷している地域は少なくなく、後継者不足から廃業を選択する企業もある。そうしたなか、同コンテストは次世代を担う多くの小学生が楽しみながら特産品に関心を持つとともに、現在では地域社会におけるかけがえのないイベントとなっていることは特筆され、地場産業の活性化を図る手法としても注目される。

商品化された「夢のおでけん」

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外の話題

ポルダーモデル、その先へ

Norinchukin Bank Europe N.V. President & CEO　安武　篤

農林中央金庫は欧州での諸環境変化にあわせた事業強化のため、欧州子銀行「Norinchukin　Bank Europe N.V.」（以下“NBE”）をオランダ・アムステルダムに設立し、2020年9月から営業を開始している。

オランダは当金庫の戦略提携先である協同組織金融機関ラボバンクの本拠地であり、国土の干拓・治水を反映した社会連携の歴史がある。オランダ経済は1960年代の天然ガスの開発もあり財政拡張し、高レベルの社会福祉が負担となった長い低迷期を経験した。これを打開すべく官民合意（1982年ワッセナー合意）が図られ、世界に先駆けて同一労働同一賃金、勤務形態の多様化、労働時間の短縮など社会的に多様で柔軟な働き方改革が実現、その後の失業率の低下と経済成長に繋がっている。この一連の改革は「ポルダーモデル」と称され、今なお基盤となる多様性の尊重を活かし、更なる創造性の発揮等その先へと進歩を続けている。近年の統計でもワークライフバランス指数で世界1位(OECD　2019)、子供幸福度調査でも世界1位(UNESCO 2020)と高い水準が維持され、更に、創造性においてもグローバル イノベーションインデックスで世界6位（WIPO　2021）など、良好な労働環境と優れた教育システム、社会連携等の充実したネットワークの評判は高く、欧州有数のスタートアップのメッカの一つに成長している。

近年の社会連携の取組として、例えば、金融界では地元銀行が連携したデビッドカード決済インフラ”iDEAL”をいち早く整備。キャッシュレス社会を実現するとともに、多様な購買・決済関連データを銀行自身が活用し独自サービスに反映、クレジットカードや電子マネー分野への多重投資の必要性は低い。食農分野では世界トップレベルの食農研究機関であるワーヘニンゲン大学等を中心とした産学官連携”Food Valley”が次世代技術のイノベーションハブとして機能。代替蛋白など先端分野で高い競争力を維持している。芸術分野においてもその存在感は高く、積極的な芸術支援や分厚い聴衆層もあり、クラッシック、エレクトロニックダンスミュージック（EDM）等の最先端の音楽シーン両面において世界最高水準の活動が行われている。アーミン・ヴァン・ビューレン、マーティン・ギャリックス等近年世界トップ10 DJの半分近くがオランダ出身で、これもジャンル間の垣根を下げミクスチャーから新たなクリエーションを行うオランダの文化と親和性がある。また、NBEがCSR活動の一環として支援するオランダバッハ協会（欧州最古のバロック演奏団体）も、その地域に寄り添った演奏活動と日本人を含む多様な人材の登用・YouTubeチャンネル「All of Bach」等伝統分野でのデジタルを活用した革新的な取組が高く評価され、日本からも欧州外では米国に次ぐ2番目の規模でチャンネル登録がされている。

これら「連携ある多様性が創造性を高め、変化対応への強さに繋がる」ことは今日のビジネス社会においても示唆に富む。現地の銀行としてNBEでは15か国近い出身国の異なる専門分野のプロフェッショナルがEU主要国を対象とした商業銀行業務で働いており、この多様な集団が農林中央金庫のアイディンティティをしっかり共有することで、これまでになかった化学反応が起き、ステークホルダーの皆様に新たな付加価値を提供できるよう運営を進めていきたい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

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10月号　第33巻　第10号･通巻383号

編集･発行（株)農林中金総合研究所　〒151－0051 東京都渋谷区千駄ヶ谷5-27-11　アグリスクエア新宿
03（6362）7700（代表）
03（6362）7757（調査第二部）
03（3351）1154（ＦＡＸ）