

金融市場

潮流

『フランス組曲』とウクライナ情勢、試される
EUの結束 …… 1

情勢判断

国内経済金融

海外経済の失速や物価高が景気回復の重石に
～一方で、旅行・観光などサービス消費の回復期待は高まる～…2

米国経済金融

過熱感が抑制されつつある労働市場
～今後の利上げペースに注目が集まる～…12

中国経済金融

予想を上回った7～9月期の実質GDP成長率
～先行きは持ち直すも下振れリスクが残る～…18

分析レポート

ウクライナ紛争の長期化とユーロ圏経済
～過去の戦時経済との対比で見た特徴と今後の
展開～ ……26

ソフトランディングの可能性が残る労働市場
～UV曲線の考察～ ……30

今月の焦点

止まらぬ少子高齢化と「2025年問題」…36

連載

組合員に寄り添い続ける朝日新聞信用組合…40

海外の話題

米国の家計消費におけるインフレ許容度（職場ヒアリング）…43

2022.11

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>

『フランス組曲』とウクライナ情勢、試される EU の結束

主席研究員 山口 勝義

フランスの6月。1年で最も美しい季節。しかし第二次世界大戦下の1940年には、この月、前月からのドイツ軍によるフランス侵攻を受けて、パリから南や西を目指す市民の大脱出が始まった。列車には頼れず自動車もガソリン不足、多くは徒歩や自転車での脱出行である。かさばる荷物を抱えた避難民の長い列。食料難、体力の限界。そこに襲いかかるドイツ空軍の機銃掃射。庶民から富裕層まで、平時であれば通りすがりの関係しか持たない社会的背景の異なる人々が、緊密な接触を迫られる。その中で人間模様。恐怖と勇気。献身、連帯。一方で、体面の尊重、妬み、反目。フランス軍は指揮官を欠き武器もなく、大混乱に陥り潰走へ。6月後半には対独協力のヴィシー政権が成立し、早くも休戦に。フランスは分割され、ドイツ軍の駐留が始まる。表面上は落ち着きの回復。しかし、人々の心の奥底で強まる葛藤。そして事件の勃発に向けて、物事は静かに進んでいく……。

この『フランス組曲』の作者、イレヌ・ネミロフスキーは1903年、当時はロシア帝国の領土であったウクライナのキーウ（キエフ）に生まれた。ロシア革命を逃れて一家でパリに移住し、第二次世界大戦とともに、さらにブルゴーニュに避難。しかし、ユダヤ人であるため1942年に捕らえられ、アウシュヴィッツで命を落とすことに。その後、娘に託されたトランクの中で長く眠っていた原稿が60年以上の歳月を経て見出され、2004年に本書が出版されると、その豊かな文学性と作者や原稿がたどった波乱に満ちた運命の双方から、多数の国で大きな反響を引き起こしたという。フランスでは同年、作者の没後に異例な扱いで権威あるルノー賞を受賞し、後には映画化もされている。

さて、ロシアによるウクライナ侵攻は、その開始から8ヶ月が経過した。国土は破壊され、ウクライナ国民の苦しみは増している。『フランス組曲』に描かれた、短期間の、国内での避難以上に国民の苦しみは大きいはずである。そしてそればかりか、紛争の長期化とともに支援国側の負担も拡大していく。避難民の受け入れや、ウクライナへの経済面、軍事面での支援という直接的な負担のみではない。なかでも欧州では、エネルギー価格の上昇によるインフレ圧力の高まりの段階を越えて、必要なエネルギー量の確保にさえ支障をきたす段階へと、状況は着実に困難化してきている。この重みに耐えかねた国々で、国民が対ロシア制裁の緩和を迫る動きに出ることは十分に考えられるシナリオである。さらには、各国間で資源の争奪戦の様相が生じることもないとは言えない。これまでは共通の危機を前に強い協調姿勢が見られた欧州連合（EU）であるが、こうして今後は逆に自国第一主義が表面化し、各国間の分裂が露わになる懸念が生じている。紛争の終息が見通せない中でこの摩擦がますます拡大していき、EU統合の今後のあり方を左右することにもなりかねない。

かつて第一次世界大戦の主戦場となり疲弊した欧州では、台頭する米国に対する地盤低下や当時のソ連の脅威への対抗策として、またドイツの覇権回復への牽制の意味からも統合の動きが加速していった。しかし今回の紛争はEUにとり、これまでの求心力が遠心力に転じながらその結束が正面から試される、かつてない大きな試練となっている。近くは財政危機、難民危機、英国離脱、コロナ危機と、相次ぐ困難に直面しながらもこれらを乗り越えてきたEUがこの試練に打ち勝つことができるのか、冬場のエネルギー需要期を迎えて、欧州の情勢はいよいよ正念場に差し掛かっている。

海外経済の失速や物価高が景気回復の重石に

～一方で、旅行・観光などサービス消費の回復期待は高まる～

南 武志

要旨

政府はウィズコロナへの移行を進めており、10月には水際措置が大幅緩和されたほか、需要喚起策も開始された。これにより、コロナ禍で大打撃を受けた旅行・観光などサービス消費の本格回復が期待されている。一方で、物価高によって実質所得が目減りが強まっていることから、消費者マインドが低調となり、消費全体の勢いが削がれている。世界的な高インフレ持続や金融引締めの本格化によって、23年の世界経済が失速するリスクが意識されており、それにつられて国内景気のリcovery力も弱まる可能性が高い。なお、政府・与党は国費20兆円超の規模での物価高対策をとりまとめ、今臨時国会にそれらを盛り込んだ補正予算案を提出する構えである。

なお、足元の消費者物価は3%台まで高まったが、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

年/月 項目		2022年		2023年		
		10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.057	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.05	-0.10~0.05
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0160	-0.05~0.05	-0.05~0.10	-0.05~0.15	-0.05~0.15
国債利回り	20年債 (%)	1.245	0.90~1.40	0.90~1.40	0.85~1.40	0.85~1.40
	10年債 (%)	0.250	0.15~0.27	0.15~0.27	0.15~0.30	0.15~0.30
	5年債 (%)	0.135	0.00~0.20	0.00~0.20	0.00~0.20	0.00~0.20
為替レート	対ドル (円/ドル)	149.3	140~160	140~160	135~155	130~150
	対ユーロ (円/ユーロ)	146.8	135~155	135~155	130~150	125~145
日経平均株価 (円)		26,974	26,500±3,000	26,500±3,000	27,000±3,000	28,000±3,000

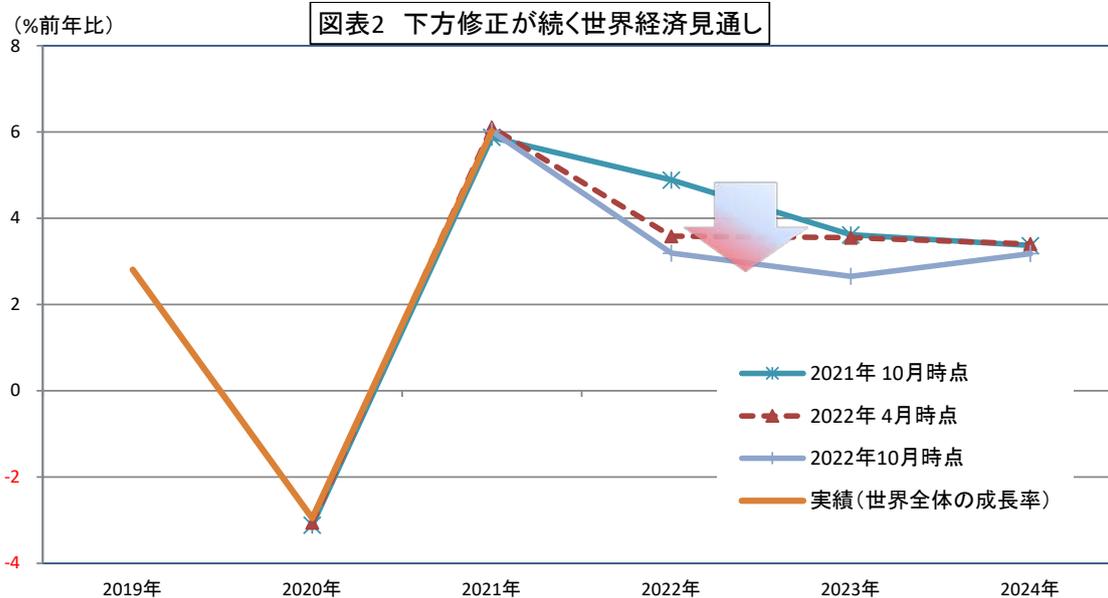
(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2022年10月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

世界経済の失速リスク高まる

世界的な物価高とそれに対する本格的な金融引締め政策の発動、ロシアによるウクライナ侵攻を受けた制裁措置の応酬、ゼロコロナ政策を頑なに推進する中国経済の低調さなどにより、世界経済は景気後退の瀬戸際に立たされている。10月中旬に世界銀行と合同で年次総会を開催した国際通貨基金(IMF)は、10月11日に最新の世界経済見通しを公表した。副題を「Countering the Cost-of-Living Crisis(生活費危機への対処)」としており、物価高とそれに対応した本格的な金融引き締めが先行きの景気を悪化させるとしている。世界経済全体の成長率は、21年の6.0%から22年は3.2%、23年は2.7%へ下

方修正、低調な状態が続くとしている（なお、IMF は世界経済の巡航速度を 3% 台前半と想定しているとみられ、それを下回る成長率は景気後退を示唆すると推察される）。



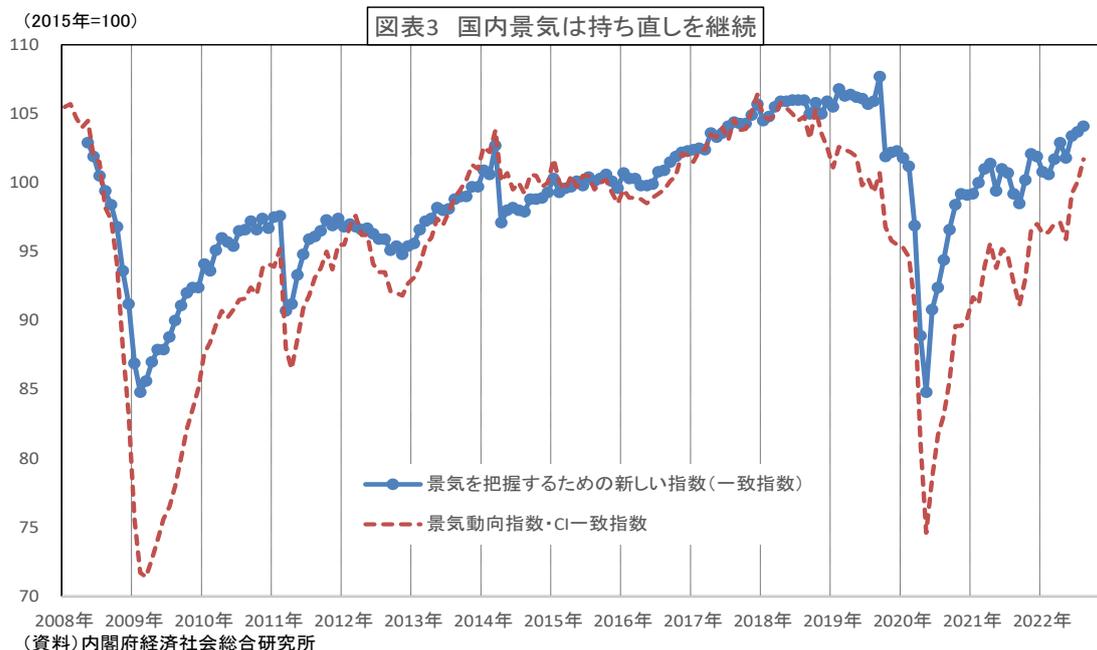
(資料)国際通貨基金「WEO Database」

景況感が足踏みした半面、雇用人員・資本設備は先行き不足感が高まる見通し

以下、足元の国内経済情勢を確認したい。国内景気はペースの緩慢さは否めないが、引き続き回復局面をたどっていると思われる。コロナ禍やそこからの持ち直し局面は「K字回復」といった表現がよく用いられたが、今なお、景気指標の多くで統一した動きが見られない。そのため、景気全体が浮揚しているような感覚はなかなか得られずにいる。

日銀短観（9月調査）によれば、代表的な大企業・製造業の業況判断DIは8と、前回6月時点から▲1ポイントの悪化であったが、非製造業では14と、同じく+1ポイントの改善であった。このうち、製造業では鉄鋼、汎用機械などが改善した半面、石油製品・石炭製品、非鉄金属などが悪化。非製造業は物品賃貸、通信などが改善を牽引し、コロナ禍で大打撃を受けた宿泊・飲食サービスは小幅改善にとどまった（DIは▲28と大きなマイナス（＝「悪い」超）が残っている）。なお、先行きは大企業・製造業で小幅改善となったが、それ以外は悪化見通しであった。一方、業績見通しについては、6月調査での「増収減益」から「増収増益」へ転換、設備投資計画も一段と上方修正されるなど、足踏みした景況感とはやや異なる動きであった。また、雇用人員、資本設備ともに先行き不足感が一層高まるとの見通

しである。



主要な景気指標は「改善」を示す

また、景気動向指数のCI一致指数をみると、8月は前月から+1.6ポイント(3か月連続の上昇)の101.7と、19年5月(101.9)以来の水準まで戻った(基調判断は「改善」)。ただし、景気動向指数は「景気(なるもの)」に対して敏感に反応すると考えられる指標を集めて作成しており、製造業(もしくは財)の動向を受けやすい。内閣府は8月より経済活動の総体量を捉えるため、サービス関連指標を多く取り入れた「景気を把握する新しい指数(一致指数)」を参考指標として公表し始めたが、その8月分は104.1と前月から+0.4ポイントの改善(3か月連続)ながらも、消費税率10%への引上げ直前の19年9月の水準(107.7)までは戻っていないことが見て取れる。

業種ごとの動きを見ると、8月の鉱工業生産は前月比3.4%と3か月連続の上昇であった。半導体不足などの部品調達難が緩和し、自動車の挽回生産が進んだほか、設備投資意欲の強さを背景に資本財が堅調に推移した。9月の実質輸出指数(日本銀行試算)が前月比1.7%のプラス(2か月ぶり)だったことを踏まえると、生産活動自体はなお底堅いとみられるが、「供給の混乱」は解消に至っていないこともあり、21年後半から続く頭打ち状態を脱したとは言い難い。

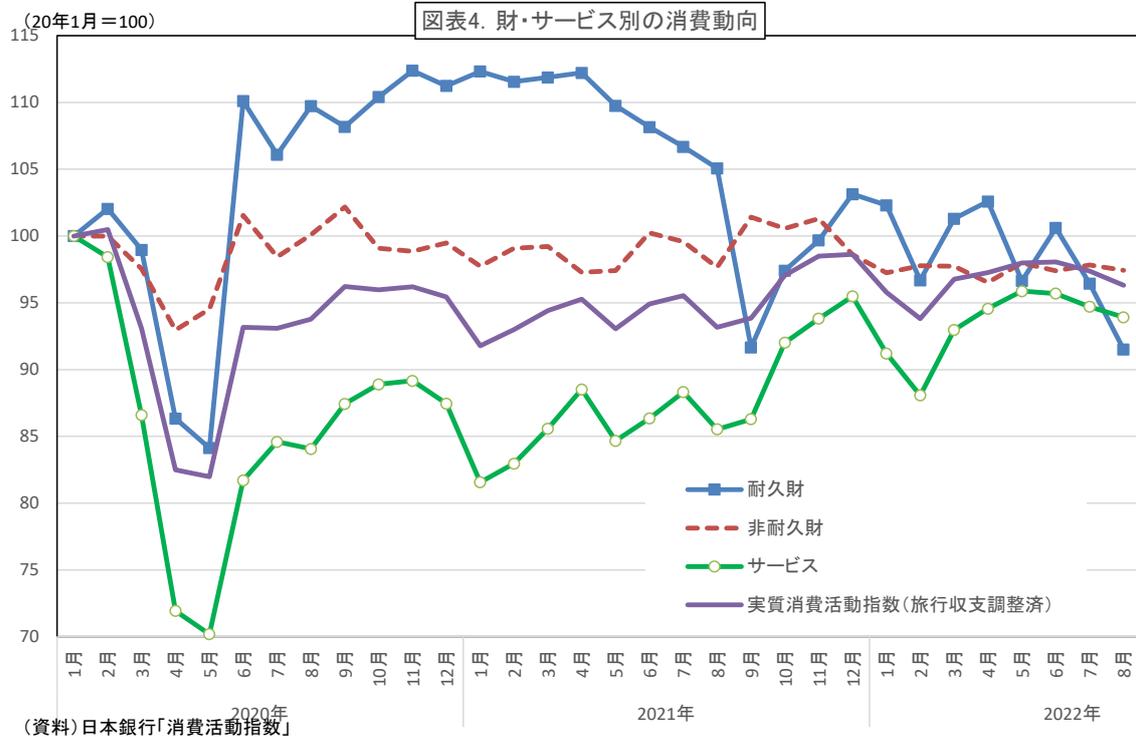
また、8月の第3次産業活動指数は前月比0.7%と3か月ぶりに上昇したが、6、7月の落ち込み分を取り戻すには至らなか

足元の消費に鈍さも

った。コロナ感染「第7波」や物価高によって消費者マインドが低調となっていることが影響したとみられる。

実際、消費関連指標には勢いが無い。8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▲1.1%（このうちサービス消費は同▲0.8%）、総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）も同▲0.6%と、いずれも2か月連続の低下であった。3年ぶりに行動制限のない夏休みとなったものの、いわゆるリベンジ消費の盛り上がりは見られなかった。

また、8月の総雇用者所得は名目ベースだと前年比1.6%の増加（7か月連続）だったのに対し、実質ベースでは同▲2.0%の減少（5か月連続）となるなど、物価高で賃金所得が目減りし、消費抑制につながっている可能性がある。



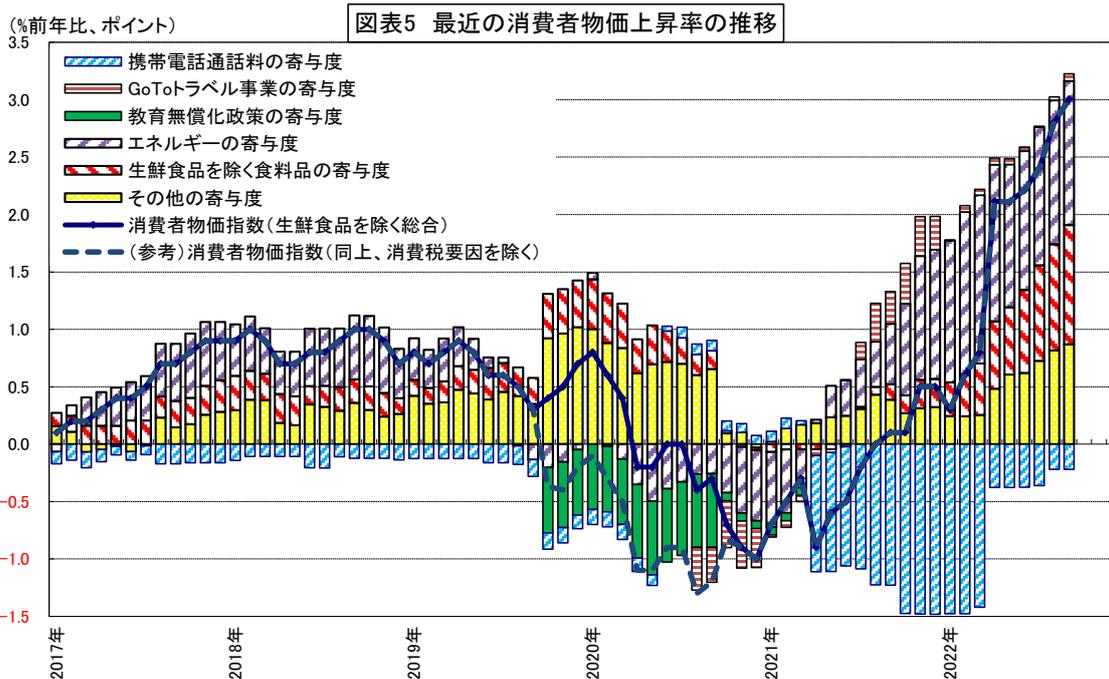
経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて、緩やかな回復ペース

このように、国内景気の本格回復が遅れる中、政府はウィズコロナへの移行を推進する方針である。10月11日から水際措置を大幅に緩和したことを受けて、訪日外国人が増加しつつあるほか、「全国旅行支援」の開始によって旅行・宿泊などサービス消費の持ち直しが本格化しつつある。

こうした中、政府・与党は物価高が消費に与える影響を緩和するため、国費20兆円超の規模とされる総合経済対策のとりまとめ作業を行っている。その柱はエネルギー高騰への対応策

となる模様であり、電気代・都市ガス代などの負担軽減策を講じるほか、年末を期限としているガソリン補助金も 23 年入り後も継続する方針である。なお、財源は赤字国債の増発で賄う方針とされる。28 日には閣議決定し、現在開会中の臨時国会に第 2 次補正予算案を提出する方針である。

とはいえ、金融引締めを本格化した欧米経済の失速リスクが高いほか、物価上昇の主役が食料・エネルギー・日用品であることから、低所得世帯ほど消費への悪影響が高い可能性は否定できない。国内景気の回復テンポは次第に緩慢なものとなり、23 年入り後は景気後退リスクが意識される場面も想定される。また、国際的な人流の復活によって今冬に新型コロナと季節性インフルエンザの同時流行が起きた場合には、高齢者を中心に自粛ムードが再び強まり、経済への下押し圧力が一段と高まる可能性に留意したい。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

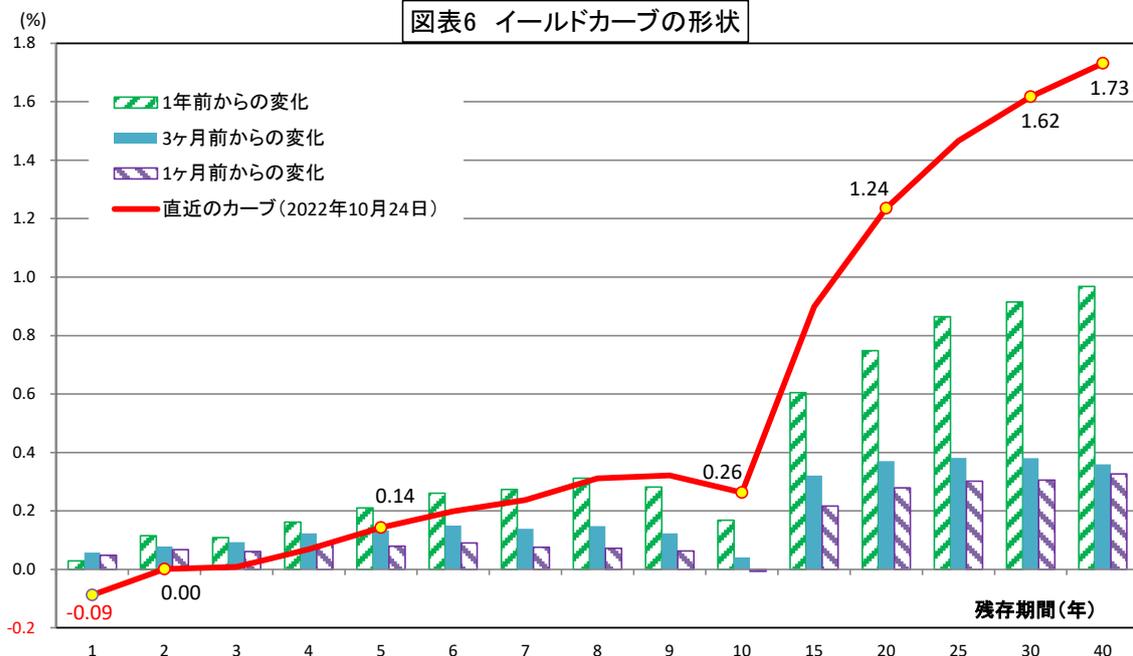
物価見通し：目先は 3% 台で推移するが、23 年入り後には鈍化に転じると予想

世界的に高インフレ状態が続く中、国内物価も上昇率を高めつつある。9 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 3.0%と 4 か月連続で加速、消費税要因を除けば約 31 年ぶりの 3% 台まで高まった。物価押上げの主因は電気・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あるが、輸入原材料の高騰分を製商品・サービス価格に転嫁する動きが強まっている。

目先の物価動向については、10月には携帯電話通信料要因による押下げ効果（▲0.22ポイント）が全て剥落するほか、様々な財・サービスで値上げ圧力が一段と強まったこともあり、上昇率はさらに高まるものと予想される。

しかし、前述の通り、実質所得が目減りしているため、多くの消費者にとって値上げは許容しがたく、消費抑制行動が強まれば、価格転嫁の進展が困難化してくる可能性もある。さらに、政府の物価高対策によるエネルギーの価格抑制効果やベース効果の剥落などを考慮すると、23年入り後には物価上昇率は徐々に鈍化し始めるだろう。

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：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

日銀は9月21～22日に開催した金融政策決定会合において、コロナ対応の金融支援策については順次終了する一方で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は継続することと決定した。上述の通り、物価上昇は3%台まで高まったものの、黒田総裁は23年度以降再び2%を割っていくとの見通しの下、現段階で金利を引き上げるのは適切ではないとの見方を示した。

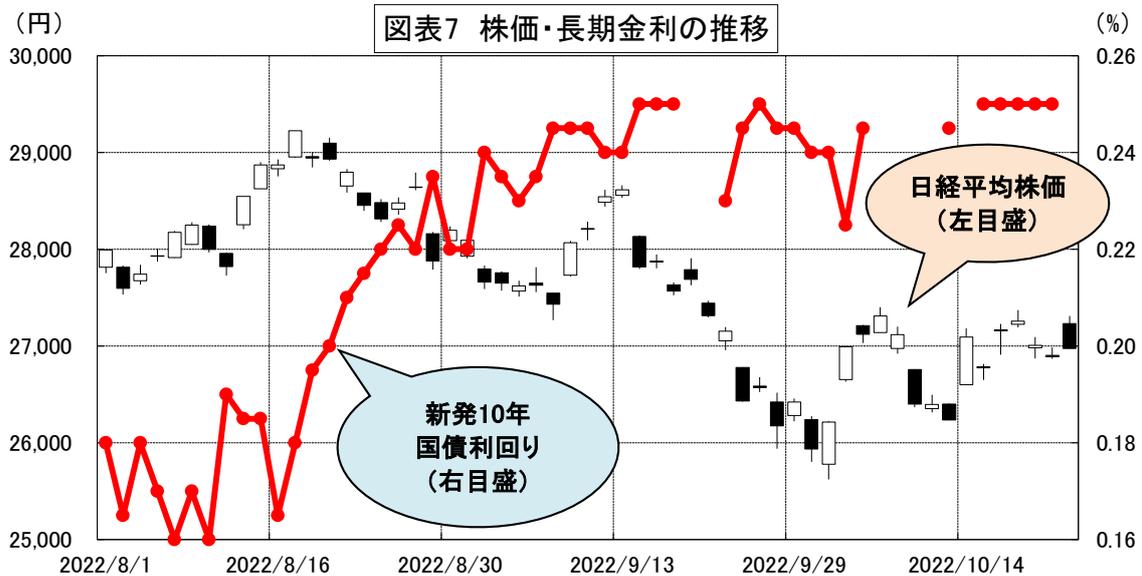
日銀としては、2%に設定した物価安定目標の持続的・安定的な実現を目指して、現行の大規模な金融緩和策を粘り強く継続する方針を崩しておらず、少なくとも黒田総裁の任期内(23年4月8日)に金融政策の枠組みが変更される可能性は小さいと思われる。

金融市場：現状・見 通し・注目点

とはいえ、黒田総裁の残り任期は半年を切っており、次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、ポスト黒田体制になった日銀において即座に金融政策の枠組み変更が検討される可能性は小さいと思われるが、年度下期には様々な思惑から金融市場が揺れ動く場面も想定される。

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最も注目されたテーマであったが、英トラス政権が発表した「小さな予算」を巡って金融市場が混乱する場面も見られた。また、9月下旬に政府は24年ぶりとなる円買いドル売り介入に踏み切ったが、その後も円安基調は変わらず、10月20日には150円台と32年ぶりの円安水準となった。これを受けて、政府は再び円買い介入を断続的に実施した模様である。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

(注) 9/20、9/21、10/6～10/12、10/14、10/24の新発10年物国債は出合いなし。

長期金利は 0.25% 近辺で推移

① 債券市場

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。特に、8月下旬に開催された米ジャクソンホール会議において、パウエルFRB議長が景気を犠牲にしてもインフレ沈静化を目指す方針を明確にしてから米長期金利は上

昇基調をたどっており、それが国内にも波及している。

こうした金利上昇圧力に対して、イールドカーブ・コントロール政策を採用する日銀では連続指値オペや国債買入れオペの増額などを実施し、10年金利が0.25%を上回るのを食い止めようとしている。ただし、10月中旬には業者間取引市場(BB)で0.255%を上回る場面も見られたほか、10年国債の取引が成立しないといった副作用も散見されている。さらに、超長期ゾーンの上昇圧力は一段と高まっており、20年債利回りは7年ぶりに1.2%台となっている。

長期金利は当面 0.2%台での展開 が続くと予想

なお、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。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、そうした際には連続指値オペ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。

② 株式市場

しばらくは上値の 重い展開

22年度入り後の日経平均株価は、原油・穀物など一次産品価格の急騰、欧米諸国での高インフレと金融引締めの本格化などもあり、概ね27,000円を中心レンジとするボックス圏でのみ合いが続いた。8月中旬にかけては米国の景気後退懸念が後退し、かつ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があった。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が大きく調整したこともあり、9月下旬には日経平均も3か月ぶりに26,000円を割り込んだ。10月に入り、米株が持ち直したことにつられて、国内株価も27,000円前後まで回復したが、その後の戻りは限定的である。

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。

③ 外国為替市場

円買い介入後も円 安状態は解消せず

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、最近では米国でインフレ沈静化が見通せず、今後の利上げ幅や高金利状態の長期化が想定以上のものになるとの思惑が高まり、円安が一段と進んだ。加えて、日本の貿易収支赤字(通関ベース)が22年度上期には▲11.9兆円まで膨張(21年度は通年で▲5.4

兆円) したことも、円安要因として材料視されている。4月下旬には20年ぶりの1ドル=130円台、9月上旬には24年ぶりの140円台となった。

こうした状況に対して、鈴木財務相、神田財務官は過度な為替レート変動には適切な対応をとるとしており、9月22日には24年ぶりの円買い介入(2.8兆円規模)に踏み切ったが、その後も円安の流れが止められなかった。10月下旬には32年ぶりの150円台となる中、21日深夜(日本時間)、24日早朝(同)と再び円買い介入に踏み切ったとみられる。ただし、円安そのものを反転させることはできておらず、効果は時間経過とともに減衰している。

先行きについては、基本シナリオとしては円安圧力が高い状態が残り、それに対して政府が時期を見定めながら円買い介入を実施するというパターンが続く可能性が高い。米国のインフレ沈静化が見通せる状況にならない限り、円安状態は解消しないものとみられる。また、米国がさらなる利上げが必要との思惑が強まれば、円安が一段と進む可能性もあるだろう。一方で、現時点で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、利下げ時期の前倒し予想が強まれば、円高方向に戻ることもありうると思われる。



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。9 月下旬にかけては一時 140 円割れとなる場面もあったが、10 月の欧州中央銀行（ECB）理事会では 0.75% の利上げが有力視されるなど、日欧金利差が拡大するとの見方が根強いこともあり、直近は 148 円台まで円安が進んだ。

今後とも ECB はインフレ沈静化を目指し、さらなる利上げを決定するほか、バランスシート正常化（QT）も検討するとみられることから、円安ユーロ高圧力はしばらく残ると予想される半面、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、一方的にユーロ安が進む可能性は大きくないと思われる。

(22. 10. 24 現在)

過熱感が抑制されつつある労働市場

～今後の利上げペースに注目が集まる～

佐古 佳史

要旨

これまでの FRB の利上げから労働市場の過熱が抑制されつつあり、求人率や賃金上昇率のピークアウトが確認できる。一方で、インフレ率については依然として鈍化が確認できず、引き続き FRB は利上げを通じた金融引き締めを継続する必要があるだろう。

9 月 FOMC 以降、FOMC 参加者が一段とタカ派化した印象はあるものの、11 月 FOMC にて、今後の利上げペースの鈍化が示唆される可能性も指摘され始めており、パウエル FRB 議長の記者会見に注目が集まりそうだ。

共和党が優勢の 中間選挙

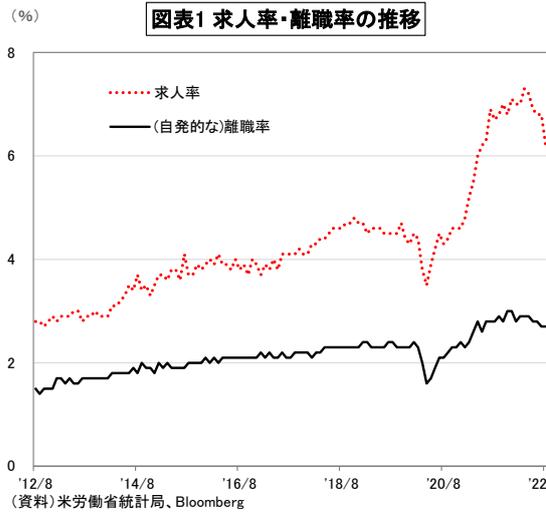
11 月 8 日に実施される中間選挙（上院は 3 分の 1 の 35 議席、下院は全 435 議席が改選）まで残り約半月となった。米調査会社リアル・クリア・ポリティクス の世論調査によると、上院は民主党と共和党の議席数が拮抗か共和党が僅差で優勢、下院は共和党が過半数を獲得する見込みとなっている。

景気の現状：労働市場の過熱が抑制されつつある

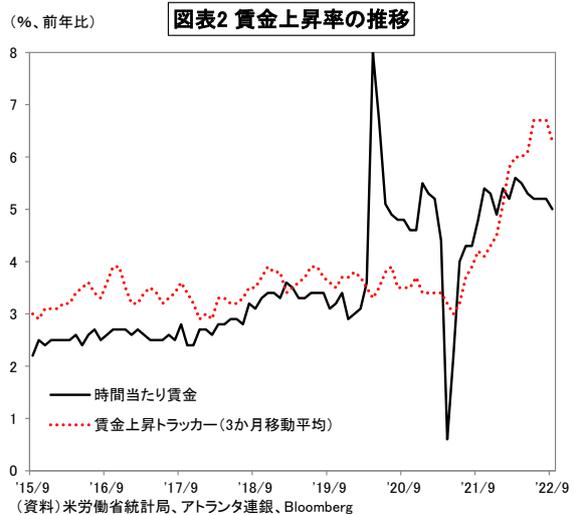
以下、経済指標を確認してみると、利上げの継続による米国経済への下押し圧力は継続しており、労働市場の過熱も抑制されつつあると考えられる。

9 月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は 8 月から 26.3 万人増、失業率は 3.5% へと予想外に低下した。一方で、8 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 6.2%、自発的な離職率は 2.7% といずれもピークアウトが確認できる。また、求人率や離職率の動きとほぼ連動して賃金上昇率も 22 年 4～6 月期に同じくピークアウトしたと考えられる。以上から労働市場はひっ迫しているものの、過熱感は抑制されつつあると判断できる。今後も金融引き締めを継続することで、労働市場の過熱は抑制できそうだ。

図表1 求人率・離職率の推移



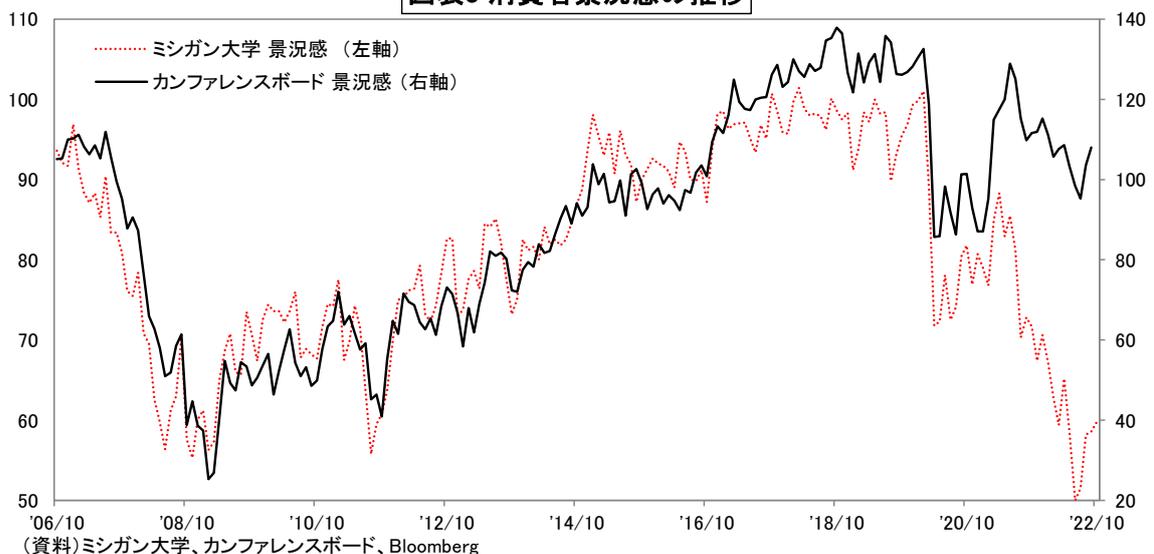
図表2 賃金上昇率の推移



個人消費をみると、8月の実質個人消費支出は、財消費は前月比▲0.2%、サービス消費は同0.2%となり、全体では同0.1%と2か月ぶりに増加した。また、9月の小売売上高は前月と変わらずだったが、実質値で見れば減速している可能性が高い。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おり、1～3月期や4～6月期と比べると減速していることが確認できる。

また、10月のミシガン大学消費者マインド指数(速報値)は9月から小幅な上昇にとどまった。9月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、10月は再び期待インフレ率が上昇したことがミシガン大学から報告されている。

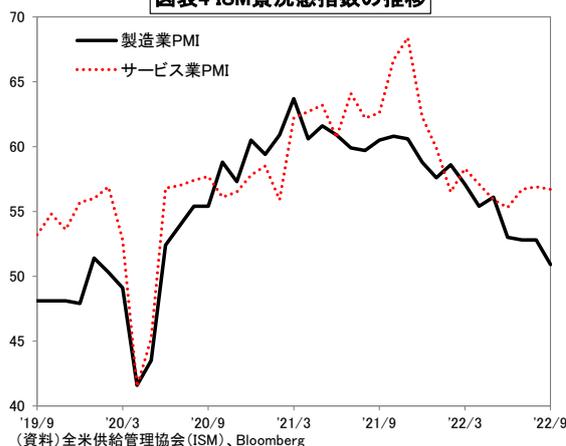
図表3 消費者景況感の推移



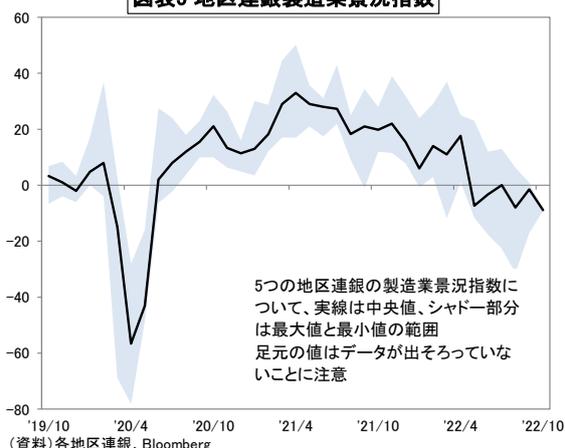
28か月連続での 拡大を示唆する 企業マインド

こうしたなか、9月のISM製造業指数（製造業PMI）は50.9%、サービス業指数（サービス業PMI）は56.7%といずれも前月から低下したものの、企業マインドは28か月連続で企業部門の拡大を示した。もっとも、特に製造業の成長ペースは鈍化しているようだ。また、入荷遅延指数や価格指数の低下が継続しており、21年末からの供給制約の緩和が進んでいると判断できる。

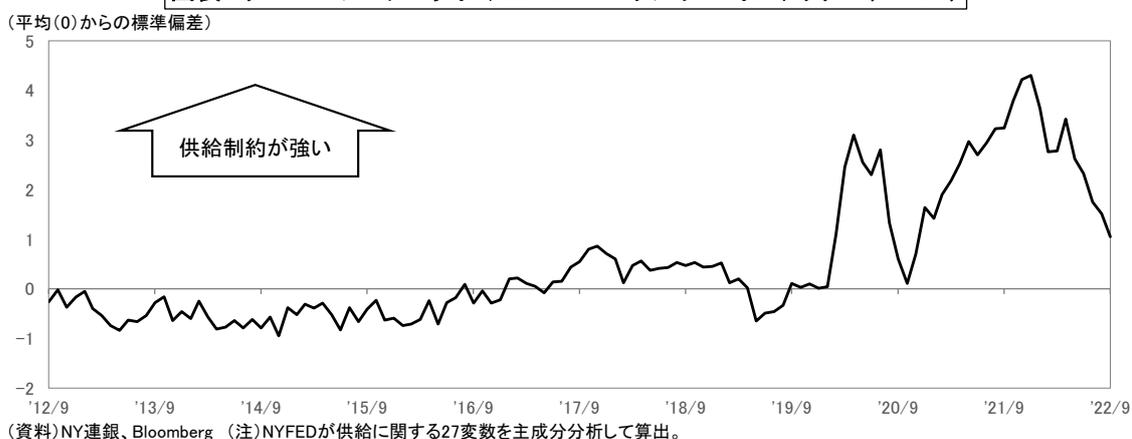
図表4 ISM景況感指数の推移



図表5 地区連銀製造業景況指数



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



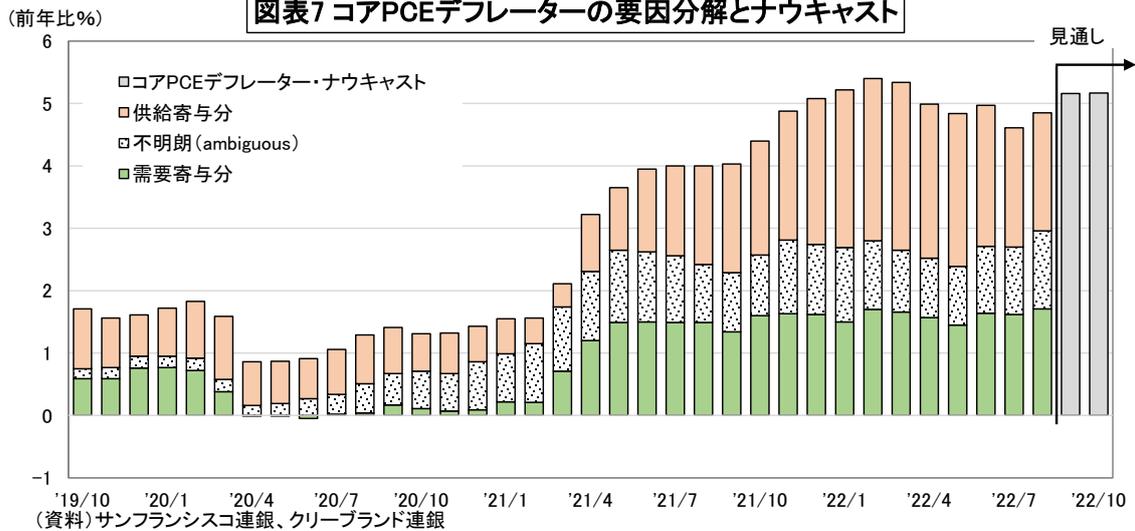
明確な鈍化傾向が 確認できないイン フレ率

インフレ率をみると、8月のコアPCEデフレーターは前年比4.9%と、7月の同4.7%から加速した。ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフレーターは同4.7%と19か月連続で加速し、物価上昇が幅広い分野で継続していることが確認できる。9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0.4%、コアが同0.6%と8月から総合は加速、コアは横ばいとなった。住宅(shelter)項目の計測方法に上方バイアスがあるとの指摘もみられるが、インフレ率のピー

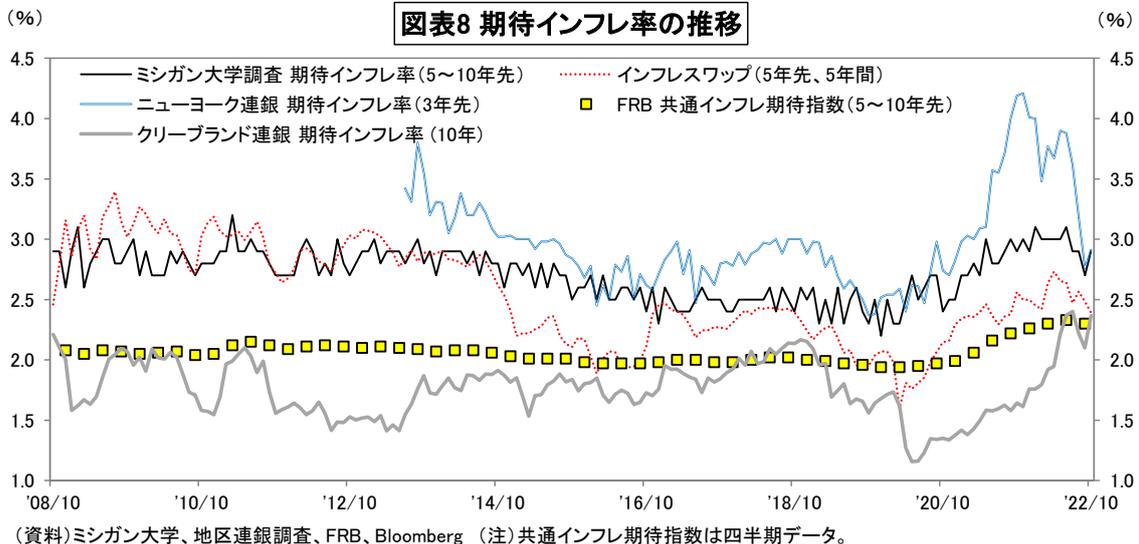
クアウトはこれまでのところ確認できない。

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く、2%弱と目される潜在成長率を下回るように、金融引き締めを継続することになるだろう。27日公表の7~9月期GDPにも注目したい。

図表7 コアPCEデフレーターの変動要因分解とナウキャスト



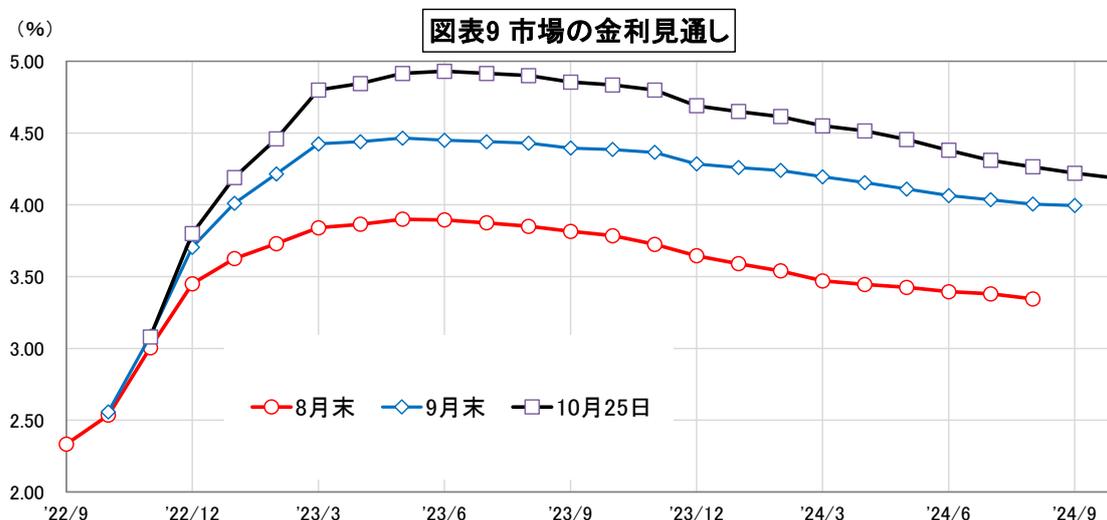
図表8 期待インフレ率の推移



市場による利上げの織り込みが進展

10月12日に公表された9月FOMC議事要旨では、労働市場の過熱を抑制するために利上げの継続が必要という点で、FOMC参加者の見解が一致していることが改めて確認された。また、FOMC参加者の発言からも9月FOMC後に一段とタカ派化した印象を受けるものが多い。こうしたことから、足元では市場が織り込む政策金利

の上方修正が続き、9月FOMC時点の金利見通し（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%）を上回る織り込みも確認できる。



(資料) Bloombergより農中総研作成

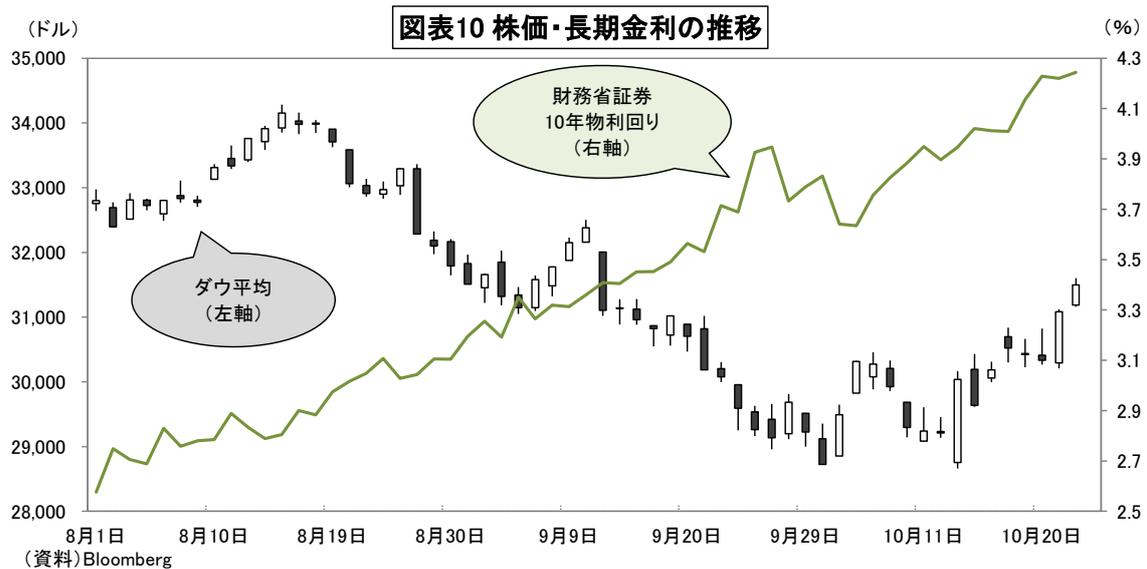
**景気の先行き：1
年程度は下押し
圧力が強い**

さて、景気の先行きを考えてみると、9月FOMC終了後に公表された経済見通しで示された以上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思われる。一方で、足元では特に下位50%や25%層での労働所得、資産など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することで、ハードランディング（景気の急速な悪化）の一手手前のような景気が続きそうだ。

**依然として上昇
余地のある長期
金利**

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では9月後半にかけて、トラス英首相の減税政策案を契機とした市場の混乱から一時的に荒れた展開となったものの、基本的にはFOMC参加者のタカ派的な発言や、利上げ織り込みの上方修正に伴い、米長期金利（10年債利回り）の上昇が継続し、10月半ばからは4%を上回る取引となった。

足元では利上げペース鈍化の可能性が検討され始めているとの報道もあり、先行きについても11月FOMC（1、2日）にて金融政策の方向性や考え方の修正をめぐり、パウエルFRB議長の記者会見に注目が集まりそうだ。もっとも、インフレ率の鈍化が確認できない間は利上げの継続を迫られそうであり、長期金利は依然として上昇する余地がありそうだ。



株式市場：上値の重い展開が続く

株式市場では、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、ダウ平均は大幅調整に迫られ9月下旬には28,000ドル台へ下落。その後9月末から10月半ばにかけては、4~6月期の決算発表が底堅かったことから一旦底入れとなり、足元では緩やかながら上昇基調となっている。

先行きについては、7~9月期の企業収益は低調と予想されていることや、利上げの継続と長期金利の上昇が続くと見込まれることから、上値の重い相場が続くと予想する。

(22. 10. 24 現在)

予想を上回った 7～9 月期の実質 GDP 成長率

～先行きは持ち直すも下振れリスクが残る～

王 雷軒

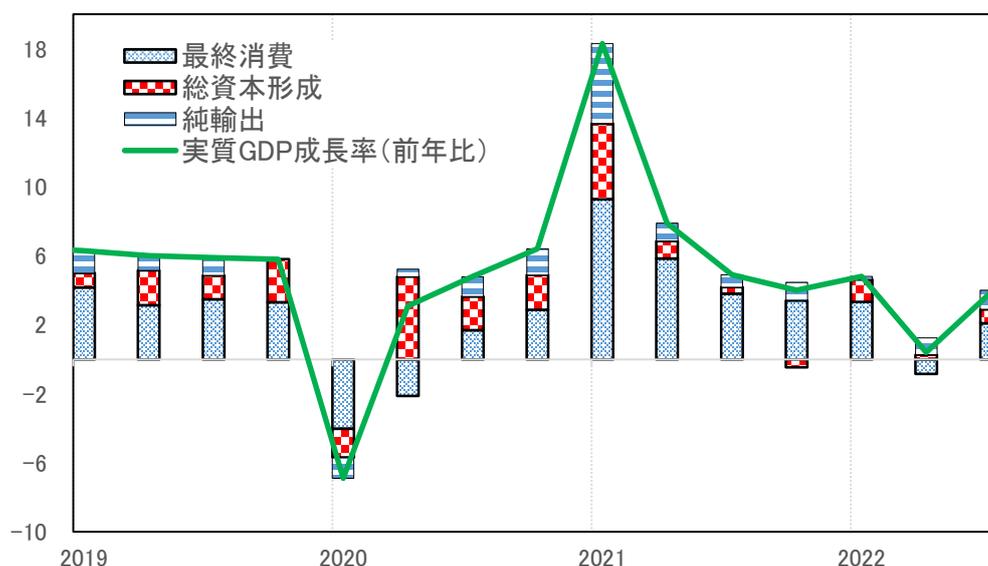
要旨

2022 年 7～9 月期の実質成長率は前年比 3.9%と 4～6 月期（同 0.4%）から大きく持ち直した。先行きも長期間にわたるロックダウンの実施がなければ、これまで打ち出された経済対策の効果が顕在化すると見込まれるため、持ち直し基調が続くと思われる。

内外に注目された中国共産党第 20 回全国代表大会（16～22 日）では、中国が目指す目標を改めて示したほか、習近平新時代の中国の特色ある社会主義思想も党規約に盛り込まれた。閉会後の 23 日には最高指導部のメンバーが選出された。

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) 中国国家統計局、Windより作成、四半期ベース。

7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 3.9% に回復

国家統計局が 10 月 24 日に発表した 22 年 7～9 月期の実質成長率（速報）は前年比 3.9%と 4～6 月期（同 0.4%）から大きく持ち直した（図表 1）。Wind がまとめた主要エコノミストの事前予想平均値 3.7%を上回ったほか、前期比も 3.9%（年率換算 16.5%）と 4～6 月期の大幅な落ち込み（▲10.4%）から大きく伸びた。

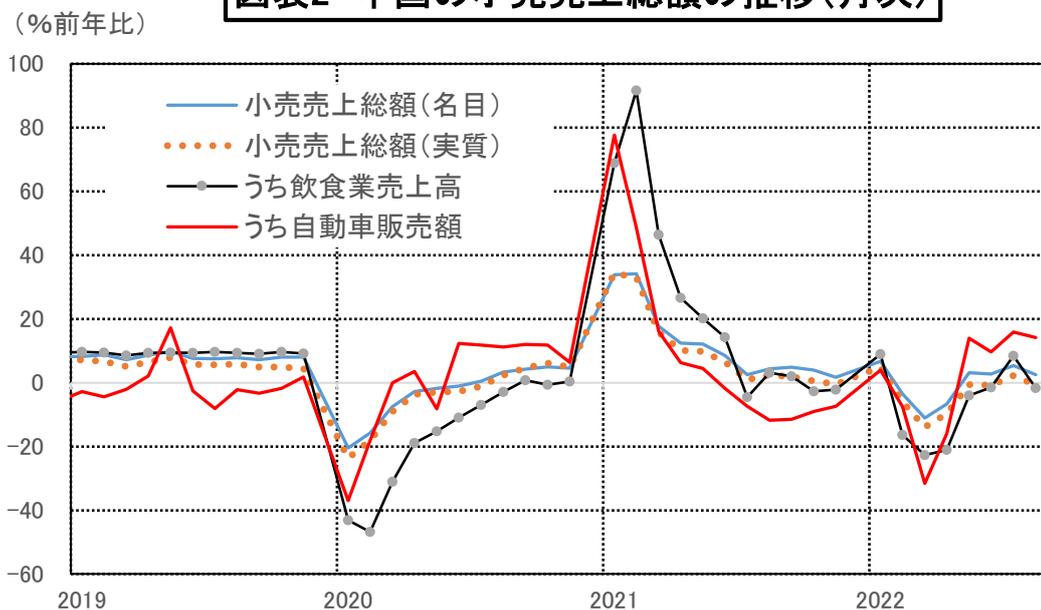
経済が持ち直した背景には、上海市ロックダウンが6月初めに解除されたことで生産・消費活動の正常化が徐々に進んだほか、自動車購入促進策やインフラ整備などの追加経済対策の効果も出現しつつあることが挙げられる。

とはいえ、散発的なコロナ感染者の発生を受けて行われ続けるロックダウンや移動規制による経済活動への悪影響に加え、不動産業の低迷や電力供給不足の影響などを受けて7~9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(3.9%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:2.1%、総資本形成:0.8%、外需(純輸出):1.1%であり、最終消費と外需がけん引役となった。

また、実質GDP成長率を産業別に見ると、第1次産業は前年比3.4%(GDPに占める第1産業の比重は8.3%)、第2次産業は同5.2%(同39.5%)、第3次産業は同3.2%(同52.2%)と第2次産業の成長率が比較的高かった。

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9月。

飲食業や家具販売の低迷を受けて足元の消費は盛り上がりず

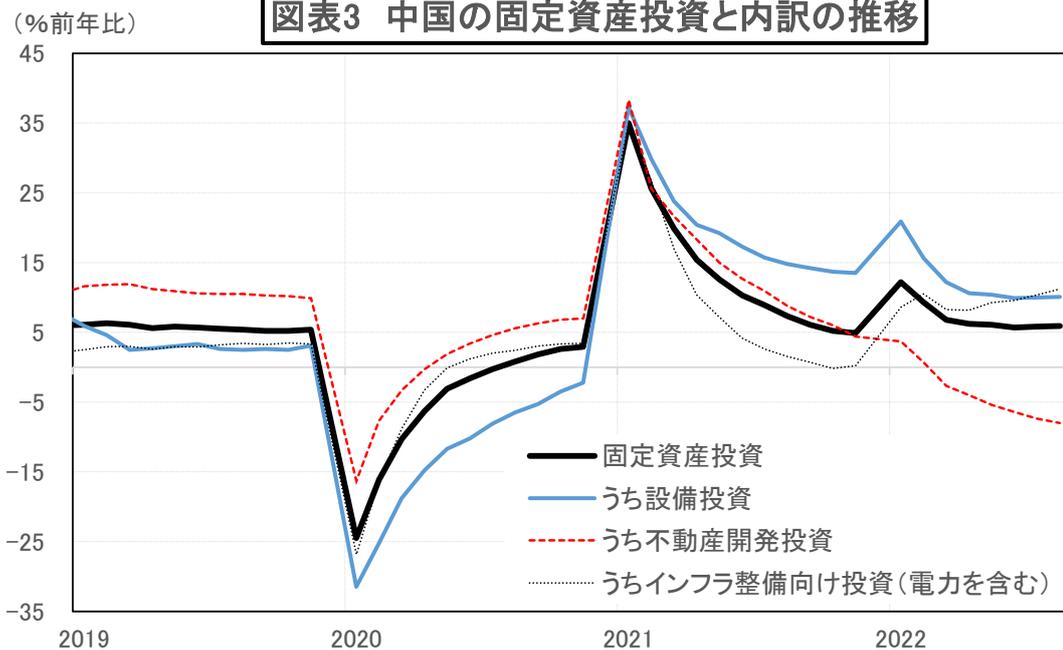
以下、9月分の経済指標について確認したい。9月の経済指標からは、中国経済の持ち直し基調が続いているものの、コロナ禍による消費の低迷や不動産業の不振を受けて下振れリスクが高まったと思われる。

まず、9月の小売売上総額は名目で前年比2.5%と8月(同

5.4%) から伸びが鈍化したほか、物価変動を除いた実質ベースでは前年比▲0.7%とマイナスに陥った(図表2)。詳細を見ると、自動車販売額は同14.2%と8月(同15.9%)からやや鈍化したものの、底堅く推移した。一方、厳格な感染抑制策の実施を受けて飲食業売上高は同▲1.7%と再びマイナスに転じた。さらに、住宅販売の不振などを受けて家具と建材は同▲7.3%、同▲8.1%と、8月から減少幅がやや縮小したものの、依然として大きなマイナスが続いている。

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ると見込まれるなか、散発的なコロナ感染を受けた厳しい感染抑制策が実施され続ければ消費は大きく盛り上がる状況を想定しづらい。他方、自動車購入促進策の効果がしばらく続くほか、住宅販売の低迷に歯止めがかかる可能性もあることから、一定程度の回復は見込まれる。

図表3 中国の固定資産投資と内訳の推移



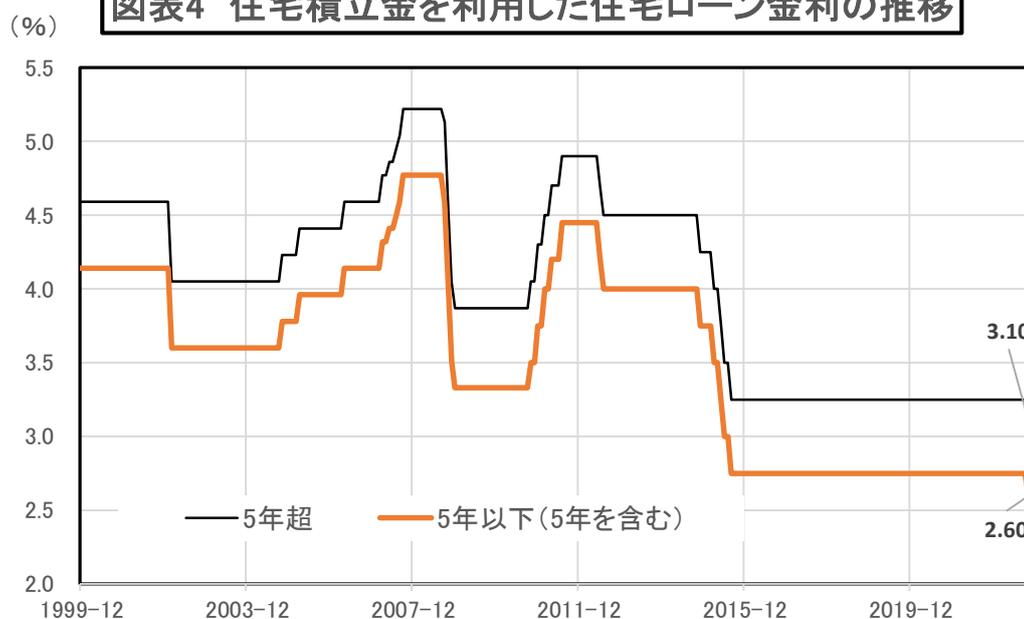
(資料)中国国家统计局、Windより作成、(注)年初来累積、直近は22年1~9月期。

不動産開発投資はさらに悪化

投資については、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。1~9月期の固定資産投資は前年比5.9%と1~8月期(同5.8%)から伸びがやや加速した(図表3)。前月比でも0.53%と8月(同0.39%)からやや加速した。

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 10.1%、11.2%と底堅く推移したものの、不動産開発投資は同▲8.0%と 1～8 月期（同▲7.4%）からさらに落ち込んだ。

図表4 住宅積立金を利用した住宅ローン金利の推移



(資料) 中国人民銀行、Windより作成

相次ぎ発表された不動産市場のテコ入れ策

不動産業の不振に歯止めをかけるため、金融当局は相次ぎ不動産市場のテコ入れ策を発表した。9月29日、中国人民銀行（中央銀行、以下人民銀行）と中国銀行保険監督管理委員会（金融規制当局）は22年6～8月期に新規住宅販売価格の前月比と前年比がともに連続でマイナスになった都市において1軒目の住宅購入者を対象に住宅ローン金利の下限規制を緩和する措置を発表した。

振り返ると、19年8月、人民銀行は、1軒目の住宅購入者を対象にした住宅ローンの金利設定は5年物LPR（ローンプライムレート）を上回らなければいけないとしていた。その後、住宅市場の低迷を受けて22年5月に5年物LPR - 20bpを上回らなければいけないと改めた。そして、今回は条件を満たす都市が実情に応じて22年末までに下限規制の維持・緩和・撤廃を自ら決めることができるとしている。

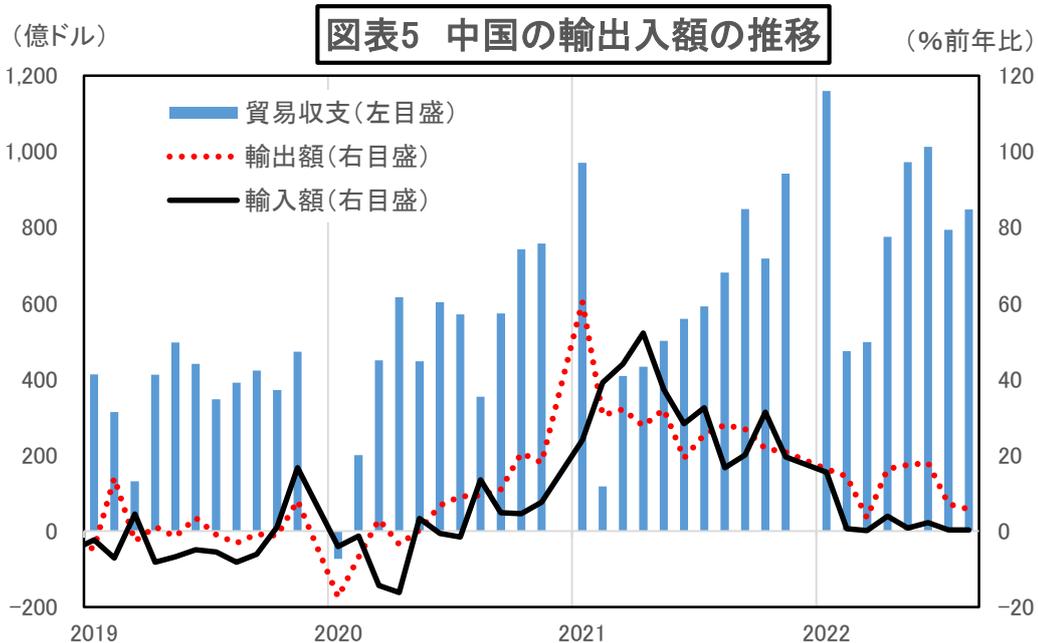
また、翌日9月30日にも、人民銀行は、22年10月1日から、1軒目の住宅購入者が住宅積立金を利用した住宅ローンの

金利を 15bp 引き下げることを発表した。住宅積立金とは、毎月一定の割合で従業員と雇用主が折半で徴収されるものである。住宅積立金を利用した住宅ローンは、金利割引や借入限度額の引き上げなどの優遇を受けることが可能である。

今回の引き下げによって、借入期間が 5 年超と 5 年以下（5 年を含む）の住宅ローン金利はそれぞれ 3.1%、2.6%となる（図表 4）。住宅積立金を利用した住宅ローン金利は 7 年ぶりの引き下げで、住宅積立金制度が 90 年代末に発足して以来の最低金利となっている。ただし、2 軒目住宅購入の住宅ローン金利は現状維持とした。

さらに、財政部と税務総局も、9 月 30 日に 22 年 10 月 1 日から 23 年 12 月 31 日の間に住宅を売った人が 1 年以内に新しい住宅を購入すれば、住宅売却で納付した税金を減免する措置を発表した。税優遇を通じて住宅の買い替えを促そうとしている。

これらの措置を受けて不動産市場のさらなる悪化に歯止めがかかる可能性はあるか、引き続きその動きを注視する必要がある。



(資料) 中国海関総署、Windより作成、直近は22年9月、2月数値は1月と2月の合計。

輸出はさらに鈍化

内需の低調さに加え、輸出もさらに鈍化した。海関総署が発表した 9 月の輸出入額（速報）によると、ドル建ての輸出額は前年比 5.7%と 8 月（同 7.1%）からさらに鈍化した（図表 5）。鈍化した背景には、21 年 9 月に前年比 27.9%と大きく伸びたこ

今後の見通しと注目点

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。

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っていることから、鈍化が続く可能性は高い。なお、内需の低調などを反映し、9月の輸入額は前年比0.3%と引き続き軟調に推移している。

以上を踏まえると、先行きの経済は長期間にわたるロックダウンの実施がなければ、これまで打ち出された経済対策の効果が顕在化すると見込まれるため、持ち直し基調が続くと思われる。ただし、感染抑制策による消費への影響や輸出のさらなる鈍化が予想されることから大きく加速する可能性は低い。

後述のとおり、共産党大会は無事に閉幕したが、今後は、米国の利上げによる人民元安の進行や不動産市況が引き続き注目されるほか、消費を押し上げるための追加策の有無や金融緩和などにも注目が集まるだろう。

図表6 新たな中央政治局常務委員名簿

氏名	出生地	生年月	現職
習近平	陝西省富平	1953年6月	党中央委員会総書記、党中央軍事委員会主席、国家主席、国家中央軍事委員会主席
李強	浙江省瑞安	1959年7月	中央政治局常務委員、上海市委書記
趙樂際	陝西省西安	1957年3月	中央政治局常務委員
王滬寧	山東省萊州	1955年10月	中央政治局常務委員、中央全面深化改革委員会弁公室主任
蔡奇	福建省尤溪	1955年12月	中央政治局常務委員、中央書記処書記、北京市委書記、北京2022年冬五輪・パラリンピック組織委員会主席・書記
丁薛祥	江蘇省南通	1962年9月	中央政治局常務委員、中央弁公庁主任、中央・国家機関工作委員会書記
李希	甘肅省兩当	1956年10月	中央政治局常務委員、中央紀律検査委員会書記、広東省委書記

(資料)新華社(10月23日付)をもとに作成

中国共産党大会は10月16～22日に開催

中国共産党第20回全国代表大会(20大)が10月16～22日に開催された。その議題として①中央委員会報告の審議、②中央紀律検査委員会の活動報告の審査、③党規約改正の審査、④次期中央委員会の選出、⑤次期中央紀律検査委員会の選出が行

われた。

習近平新時代の中国の特色ある社会主義思想を党規約に盛り込んだほか、20大が閉幕した翌日23日に開かれた第20回中央委員会第1回会議（一中全会）は、中央政治局（24人）、中央政治局常務委員（最高指導部、7人）、中央委員会総書記などを選出した。習近平氏・趙楽際氏・王滬寧氏が再任されたが、新しいメンバーとして李強氏、蔡奇氏、丁薛祥氏、李希氏が選任された（図表6）。

図表7 中国が目指す目標や今後の重要なイベント

2020年	「小康社会」の全面的実現	第13次5カ年計画の完成	第1段階として、35年までに社会主義現代化のほぼ実現
2021年	共産党結党100周年	一つ目の「百年目標」(小康社会の達成)の完成、第14次5カ年計画の始動	
2022年	党20回大会開催	創新型国家入り	
2025年	14次5カ年計画(21～25年)の完成		
2027年	人民解放軍創設100周年、党21回大会開催		
2035年	創新型国家の先頭に立つ	16次5カ年計画の完成、「社会主義現代化」のほぼ実現、一人当たりGDPは中等先進国の水準に相当	第2段階として、50年頃までに社会主義現代化強国の実現
2049年	建国100周年	二つ目の「百年目標」(社会主義現代化強国)の実現	

(資料) 各種資料をもとに作成

20 大報告で改めて示された目指す目標等

17日、習近平総書記が直近5年と、これまで10年にわたる政権運営の総括と今後の施政方針等を示す「中国の特色ある社会主義の偉大な旗印を高く掲げ、社会主義現代化国家を全面的に建設するために団結奮闘しよう」と題する報告（20大報告）を行った。そのなか、政権運営の輝かしい実績として共産党結党100周年を迎えたなか、一つ目の百年目標としての小康社会（ややゆとりのある社会）を全面的に成し遂げたことが挙げられた。今後、22年から二つ目の百年目標としての「社会主義現代化強国」の実現に向けて、35年までに「社会主義現代化」のほぼ実現、50年頃までに「社会主義現代化強国」の実現を目指すことが改めて示された（図表7）。

この20大報告は15章で構成されているが、19大報告に比べて、国家安全（セキュリティ）、科技興国という2つの章が多

く、とくに国家安全というキーワードが頻繁に出ており、食糧、エネルギー・資源、重要産業チェーン・サプライチェーンの安全保障を確保することが強調された。

経済政策の枠組みや方針については大きな変更点はなく、ゼロ・コロナ政策を堅持していくことが改めて示された。また、質の高い成長やイノベーション重視、いささかも揺らぐことなく非公有制経済の発展を奨励・支援するといった記述も盛り込まれており、今後の取組みや施策に注視していきたい。

(22.10.25 現在)

ウクライナ紛争の長期化とユーロ圏経済

～過去の戦時経済との対比で見た特徴と今後の展開～

山口 勝義

要旨

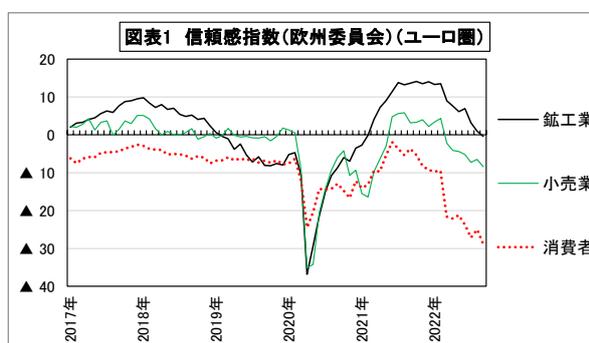
現在のユーロ圏経済はインフレ高進と財政悪化の点で、また中央銀行への期待の点でも戦時経済との類似点がある。これらは紛争の長期化などでさらに進行が予想されるほか、債務危機や金融危機のリスクの拡大にも今後は目を配る必要性が増すものとみられる。

はじめに

2月24日のロシアによるウクライナ侵攻開始から、8ヶ月が経過した。この間、両国に隣接しこれまで貿易などを通じて経済関係が緊密であった欧州で、なかでもこの紛争による影響が拡大している。

欧州では、まずエネルギーや食料の価格の高騰で「生活費危機」の性格が強まり、家計消費に下押し圧力が掛かっている。欧州委員会による調査では、ユーロ圏の消費者信頼感指数はコロナ危機時を下回る水準にまで落ち込み、これに呼応する形で小売業の信頼感指数もマイナス圏に沈んでいる(図表1)^(注1)。

しかしエネルギーの供給をロシアに大きく依存してきたユーロ圏にとっては、冬場の需要期を迎え、何よりもエネルギー不足とその影響の拡大が懸念されることになる。既にロシアは天然ガスの供給を削減し、欧州に揺さぶりを掛けている。例えば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シア制裁を解除するまで行わないとした。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の段階から、それに加えて必要なエネルギー量が確保



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成

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。こうして足元では、小売業に続き鉱工業でも信頼感指数の急速な低下が現れている。

この紛争の勃発以来、欧州連合(EU)はウクライナへの支援対応やロシアに対する経済制裁により、紛争と密接な関わりを維持してきている。この点からすれば、ユーロ圏経済はその一部に戦時経済に近い性格を帯びていると言うことができる。そして紛争には終結に向けた兆しは見られず長期化の様相が生じていることから、今後ともこの性格が強まることが予想される。こうしたなか、ユーロ圏経済は過去に経験した戦時経済との対比で既にどのような特徴があり、また今後、どのような展開を見込む必要があるのだろうか。

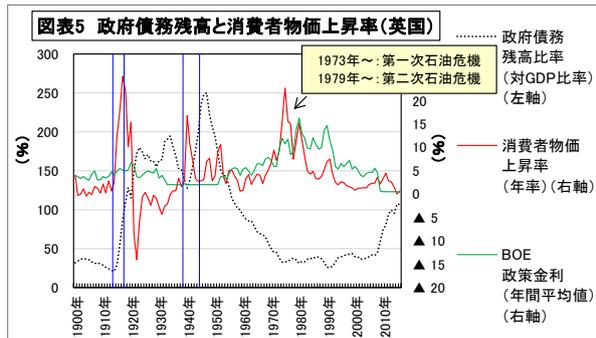
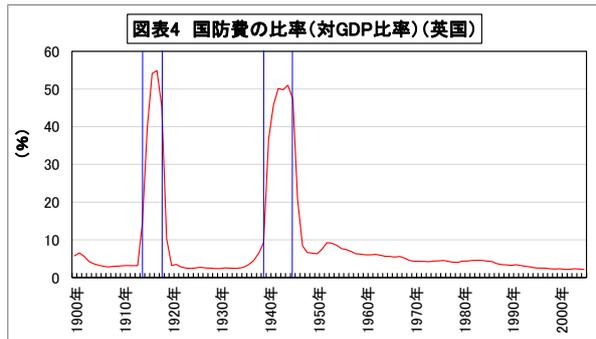
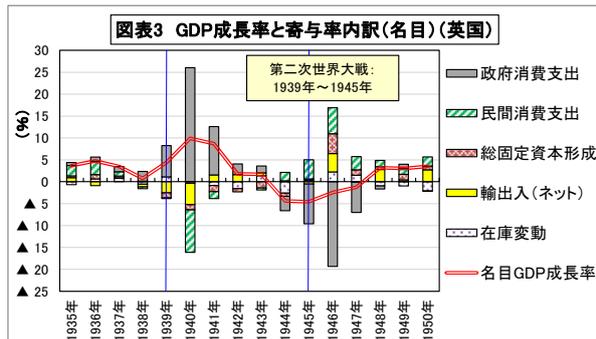
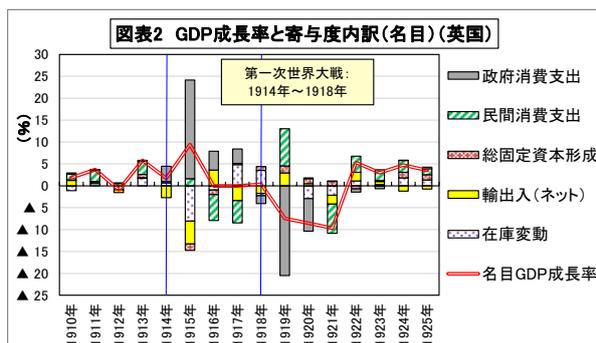
戦時経済との対比で見た経済の特徴

第一次・第二次世界大戦前後にまで遡る入手可能なデータは限られるため、ここではイングランド銀行（BOE）の長期データを使用し、英国を例にとることで、戦時経済の特徴を点検することとしたい。

まず、この両大戦に共通する全体的な経済情勢としては、次の点を指摘することができる。戦中には、民間の消費や投資は縮小する一方で、国防費を中心とした政府支出が大幅に拡大することにより、特に開戦直後には経済成長が押し上げられた事実がある。しかし、その後は政府支出の伸びの鈍化とともに成長は頭打ちとなったことが確認できるほか、戦争終結後には民間の消費や投資の急速な回復以上に政府支出が縮小することで、経済成長はしばらくの間、低迷を続けたことを見て取ることができる（図表2、3、4）。

こうした中で特徴的な動向としては、まず政府支出の増加に伴う政府債務残高の急拡大がある。また同時に、戦中・戦後には消費者物価の大幅な上昇が生じているが、その一方で、BOEの政策金利は低い水準に留め置かれている点が注目される（図表5）。この特異さはその後の石油危機時との対比でも明らかであるが、英国などでは国債費の抑制などを目的として、戦中・戦後に金利水準を低位に留める「金融抑圧（Financial Repression）」策が採用されたとされており、これもその一環としての政策ではないかと考えられる。

以上を踏まえ、特に注意が必要なのは次の事項である。第一にインフレの高進であり、供給制約を背景とした現在の物価上昇には戦時と共通した性格がある点である。第二は政府債務残高の急拡大であるが、この点も家計や企業、またウクラ



（資料）それぞれ、BOEのデータから農中総研作成

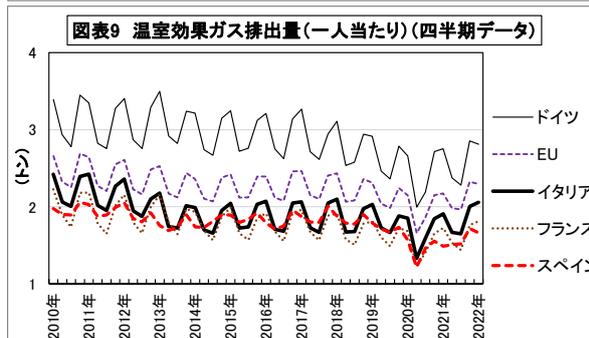
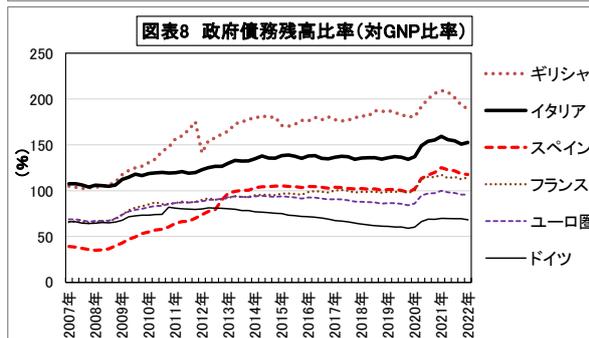
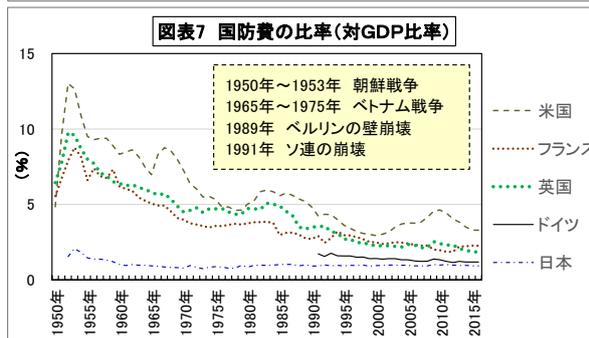
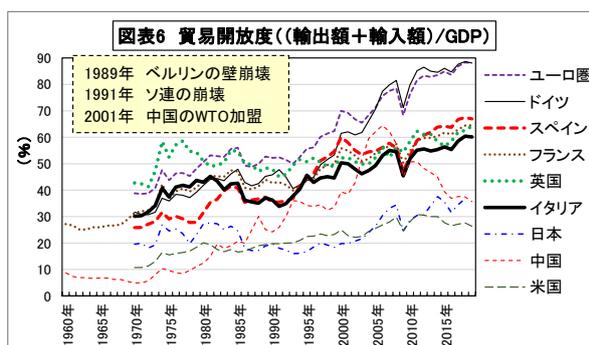
イナへの支援が続く下で、現在、各国は類似の状況に置かれていることになる。そして第三は、BOEによる低金利政策である。各国で財政の悪化が進行するにつれ、現在でも同様に、国債買い入れ策などを通じて欧州中央銀行（ECB）には一層の機能発揮が求められる可能性がある（注²）。

今後のユーロ圏経済の展開

このように現在のユーロ圏経済はインフレの進行や政府債務残高の拡大という点で、戦時経済と類似の特徴を有している。また、各国で財政の悪化が進行するに伴い、中央銀行への期待が強まる可能性がある点も共通していることになる。

このうちインフレの進行については、エネルギーなどの供給側の制約を主要因として、今後とも物価上昇圧力の継続が予想される。また中期的には、今回の紛争を機にこれまでの世界経済のグローバル化の流れが反転し、コスト増を通じてインフレ傾向が長く定着化する可能性がある(図表6)。一方、政府債務については、紛争の長期化に従い家計などへの支援は累積し、財政悪化が進行することが予想される(注3)。加えて、近年、世界の主要国では国防費が漸減するなど、いわゆる「平和の配当」を享受してきたが、今後はこれが反転することで政府債務のさらなる拡大を招く可能性がある点も考慮に入れる必要がある(図表7)。その際、既にコロナ危機下で財政悪化が進んでいることもあり、高債務国の債務の持続可能性を巡り市場が神経質な動きを強め、ECBの機能発揮が求められる局面が生じる可能性は小さくないものと考えられる(図表8)。

以上が戦時経済との対比を踏まえて見込まれる今後のユーロ圏経済の動向であるが、この他にも次の動きを挙げることができる。まず金融引き締めの結果、スタグフレーションに陥る可能性が大きい点がある。次にエネルギー不足に対しては、再生可能エネルギーによる自給体制の構築には時間を要することから、石炭などの化石燃料への再依存が不可避となることが想定される。この場合には、いずれ廃



(資料) 図表6はOECDの、図表7はOur World in Dataの、図表8、9はEurostatの、各データから農中総研作成

棄が見込まれる設備への投資が企業の負荷となり、また気候変動対策自体にも相当の遅延が生じる恐れがある(図表9)。加えてドイツなどでは、高水準のエネルギーコストを理由に企業が撤退し、製造業の空洞化が進行することも懸念される。

おわりに

国債市場の不安定化については、英国が先導する形となっている。英国では9月23日に当時のトラス政権が発表した財源の手当てを欠く大規模な減税策を受け、国債利回りは急上昇した(図表10)。BOEは影響の拡大を回避すべく、28日には、22日に発表した量的金融緩和策で買い入れた債券の売却開始を先送りし、逆に国債買い入れに踏み切る対応を決めた。

このように財政悪化のリスクに対して、市場は既に神経質な動きを強めている。また、中央銀行がインフレ抑制の使命を中断し財政寄りの政策を強いられた現実直面し、今後は金融引き締め策の効果や財政ファイナンスを巡る議論なども浮上する可能性が大きいものとみられる。

一方で、潜在的なリスクは国債市場に限られるわけではない。長期金利は着実に上昇しており、企業のバランスシートの悪化が懸念されている。金融緩和期に上昇した不動産価格などの、大幅な調整

(注1) 欧州委員会による「信頼感指数」は、それぞれのセクターについて、各質問事項に対する肯定的(楽観的)な回答の割合(%)から否定的(悲観的)な回答の割合(%)を差し引いた値を平均したものである。

(注2) 規制金利の時代である戦中・戦後とは政策を巡る環境は大きく異なるが、市場の不安定化に対し、ECBが国債買い入れ策により金利水準の高騰を抑制する対応が考えられる。この点では、ECBは7月に政策金利の引き上げを決定すると同時に、一部のユーロ圏加盟国の国債利回りの上昇による市場の分断化を防止し域内での政策効果の浸透を容易にすることを目的として、新たな債券買い入れ策の導入を承認した。この「伝達保護措置」(TPI=Transmission Protection Instrument)の発動は、当該国が健全な経済や財政を維持していることを前提として、投機的な動きなどにより国債利回りが上昇した場合に限定されている。なお、ECBはTPIとは別に2012年に導入した国債買い入れプログラムであるOMT(Outright Monetary Transactions)を有している。OMTの発動は、当該国が欧州安定メカニズム(ESM)による支援を受け、その下で経済の構造改革や財政健全化などの支援条件を遵守していることが条件となる。



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

も考えられる。こうして、金融機関の資産の質や収益性を巡る環境の困難化が、急速に進む可能性がある。現時点では「スタグフレーションの先の債務危機や金融危機」はテール・リスクでしかないものの、現実味を強めることにもなりかねない。

以上のように、ユーロ圏経済はインフレ高進と財政悪化の点で、また中央銀行への期待の点でも戦時との類似点がある。これらは紛争の長期化などでさらに進行が予想されるほか、債務危機や金融危機のリスクの拡大にも今後は目を配る必要性が増すものとみられる。(22. 10. 24 現在)

(注3) Bruegel のデータでは、2021年9月～2022年9月の期間中に家計や企業に対する政府支援として、EUの多くの国で、2021年のGDP対比で2～3%に上る規模の対策を行った実績が示されている(ただし4%台の国もあれば、0.5%に満たない国もある)。このデータは、次による。

・ Bruegel (21 Sept. 2022) “National policies to shield consumers from rising energy prices”

なお、ドイツは既存の1,000億ユーロ規模(GDPの2.8%)の支援策に加える形で、9月29日に2,000億ユーロ規模の支援策を発表したが、この総額でGDPの8.4%に上る支援策は突出した規模であることから、財政余力の潤沢な国にしかできない対応であり、EU内の公平な競争条件の確保の原則に反するものとして、イタリアやフランス、ハンガリーなどから反発の声が上がっている。また、この大規模な支援策によりドイツで価格が低く抑えられることでエネルギー需要が高まり、他国でエネルギー価格の上昇を招く恐れや、これを防ぐため各国で支援策の拡大競争が生じ、財政規律が軽視される恐れなどが指摘されている。このほか、各国間で物価上昇率の格差が拡大し、ECBの政策の難易度が増す懸念もある。

ソフトランディングの可能性が残る労働市場

～UV 曲線の考察～

佐古 佳史

要旨

9月FOMCの議事要旨などから、FRBは労働市場の過熱の抑制を重視していることが明らかとなった。本稿ではUV曲線をめぐる昨今の議論を整理した上で、各パラメーターの推移から判断して、足元の労働市場にはソフトランディングの可能性が残っていることを確認した。

労働市場のひっ迫

パウエルFRB議長は9月FOMC後の記者会見において、求人件数(vacancies)と自発的退職者数(quits)が現在の労働市場の状況を理解するうえで非常に重要と述べた。また、9月FOMC議事要旨では、インフレ率を引き下げするために、利上げによって労働市場の過熱を抑制することが必要であるとFOMC参加者が認識していることが公表された。

8月の求人労働異動調査(JOLTS)では求人率は6.2%へと低下し、労働市場のひっ迫度がようやく緩和し始めたとも考えられる。

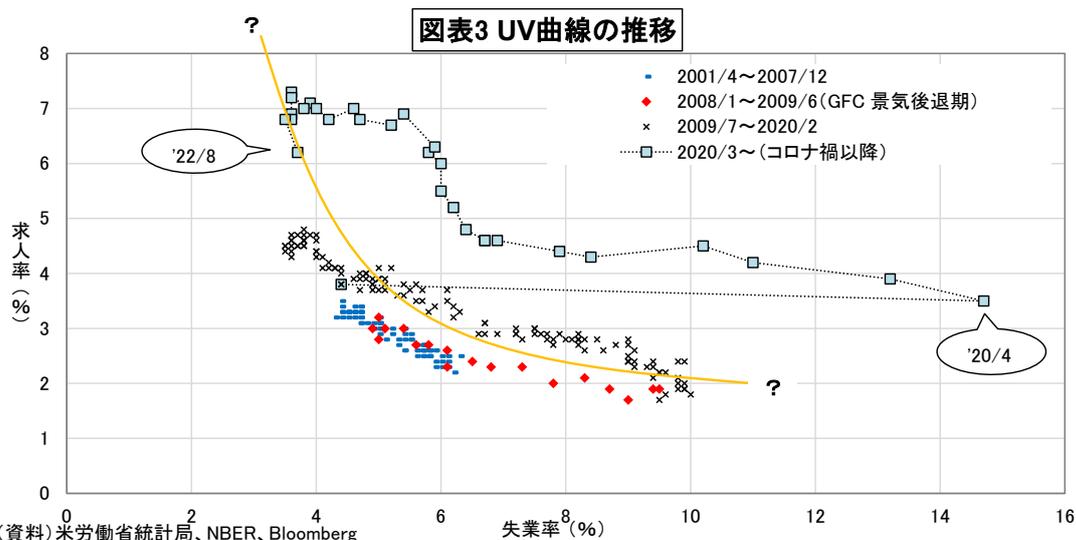
有効求人倍率と同じような比率である、求人件数と失業者数の比率をみると、8月は1.7倍まで低下したものの、コロナ禍前は1.2倍程度で推移していたことに鑑みると、依然として高い水準であることに変わりない。労働市場の過熱を抑制するには、一段の失業率の上昇や求人率の低下が必要になるだろう。

こうしたなか特に7月以降、労働市場の分析でよく利用されるUV曲線の形状



に焦点を当てつつ、米国の労働市場の効率性の変遷や、労働市場の過熱が抑制される(=求人率が低下する)過程での失業率の上昇度合などが、FRBの内外で議論されてきた。

図表3のUV曲線の推移をみると、コロ



ナ禍以降に観察された UV 曲線は、右上にシフトしたように見える。しかしながら、今後、FRB の利上げにより求人率が低下する過程で、失業率がコロナ禍以降に観察された UV 曲線を再び辿り、10%や14%に上昇すると考えるのは、直感的にもおかしいだろう。

一般的な UV 曲線を踏まえた議論

ここではまず議論の中心となる UV 曲線を確認するために、ウォラー・FRB 理事らが用いている一般的な UV 曲線を紹介する。即ち、

$$u = \frac{s}{s + \mu \left(\frac{v}{u}\right)^\sigma}$$

または、上式を v についてまとめて、

$$v = \left[\frac{s(1-u)}{\mu u^{1-\sigma}} \right]^{1/\sigma}$$

と表現される。ここで、 u は失業率、 v は求人率、 s は離職率、 μ (ミュー) はマッチング効率、 σ (シグマ) はマッチングにおける求人率の失業率に対する相対的重要度をそれぞれ表す(注1)。

UV 曲線を用いた分析という場合、基本的には s 、 μ 、 σ をパラメーターと捉えて、ある期間の平均値などを用いた上で、

u と v の動きを考察する機会が多いようだ(注2)。

こうしたパラメーターを踏まえて、昨今の UV 曲線や労働市場に関する議論を簡潔にまとめると、[ウォラーFRB 理事らの見解](#)としては、UV 曲線はシフトしておらず、現在の労働市場は UV 曲線の傾きが急な(絶対値で大きい)位置として表現できる。このため、求人率がコロナ禍前の 4.6%へ低下する場合でも、失業率は 5%未滿への上昇にとどまると試算されている。もっとも、コロナ禍以降のデータを含めて UV 曲線の各パラメーターを推定したわけではないので、「シフトしていないと仮定した議論」になっている。

一方で、ブランチャール・元 IMF チーフエコノミストらの分析では UV 曲線のシフトと失業率の大幅上昇が指摘されているものの、彼らの分析が一般的な UV 曲線分析のフレームワークから(恐らく意図的に)外れていることもあり、直接比較することはできない点が議論を複雑にしている面も否定できない。

(注1)ここでのマッチング関数は、

$$\text{採用数(職業発見数)} = \mu v^\sigma u^{1-\sigma}$$

と仮定した。また、標記の簡素化のために期数の添え字は省略した。

(注 2)こうした分析は、マクロ経済の動きが UV 曲線の形状に影響を及ぼす点をほぼ完全に無視している点に注意が必要である。例えば、[江口・寺本\(2017\)](#)は、マクロ経済への多種多様なショックが UV 曲線をシフトさせることを示している。また、[Ahn and Crane\(2020\)](#)は UV 曲線の分解にマクロ経済の動きを取り込む簡便な方法を提示している。

即時的な分析の難しさ

コロナ禍後のデータを使って UV 曲線のパラメーターを推定すると、当然ながら図表 3 の右上へシフトしややフラット化した UV 曲線に合うように推定されるので、それ自体は建設的な議論にならないように思われる。そのため、この点はあまり考察されないようだ。実際に UV 曲線がシフトしたかどうかは景気が一巡しないと判断できないだろう。

一方で、各パラメーターの足元の値を見つつ、労働市場の抑制が進む過程で今後観察される失業率と求人率の組み合わせがどの様に動きそうかを検討しておくことは多少なりとも有益だと思われる。各パラメーターが UV 曲線のフラット化を示唆していなければ、ウォラー・FRB 理事らの指摘に説得力がありそうだ。

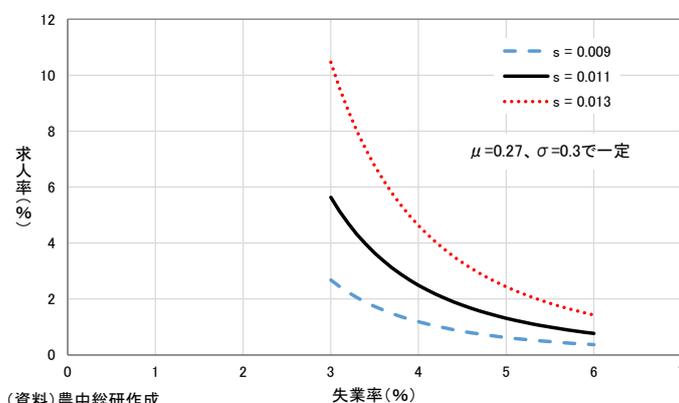
パラメーターと UV 曲線の傾き

ここではまず、各パラメーターによって UV 曲線の傾きがどのように変化するか、ウォラー・FRB 理事らのベース値 ($s = 0.011$ 、 $\mu = 0.27$ 、 $\sigma = 0.3$) を基準にごく簡単に確認してみよう。

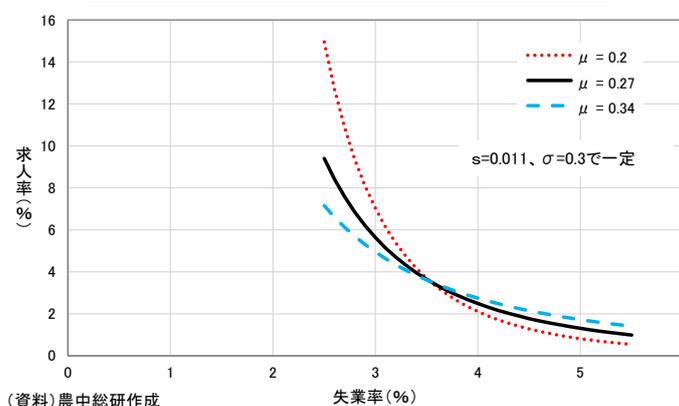
まず離職率 (s) が上昇すると、UV 曲線は右上にシフトしつつ傾きは急になることがうかがえる (図表 4)。これは、離職者が増えることで労働市場の効率性が悪化した状況と考えられる。

次に、マッチング効率 (μ) の上昇については UV 曲線の傾きは急になる部分と平坦になる部分があり、影響は一概には言えない (図表 5)。もっとも、現在 6~7% 程度の求人率を低下させることを考えれば、現実的なパラメーターの範囲ではマ

図表4 離職率の変化によるUV曲線の変化



図表5 マッチング効率の変化によるUV曲線の変化



マッチング効率の変化が失業率の上昇幅に与える影響はあまりなさそうだ。

最後に、マッチングにおける求人率の失業率に対する相対的重要度 (σ) の変化をみると、 σ が低下するとUV曲線の傾きは急になることがうかがえる。これは、 σ の低下に伴い、求人率の低下がマッチングに与える影響が減衰するため、求人率が低下しても、労働市場が悪化しにくく (=失業率が上昇しにくく) となると解釈できそう。

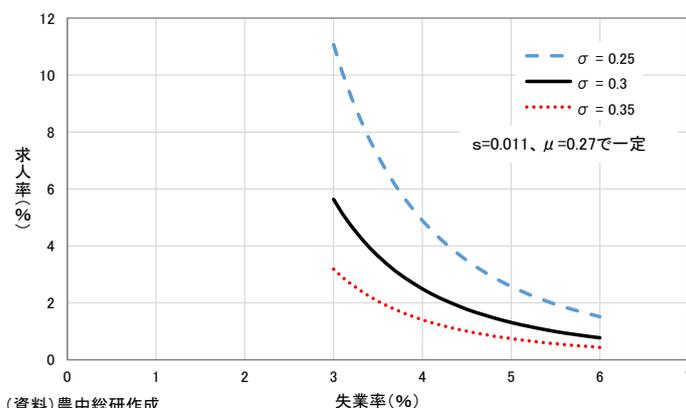
ここまでの試算から、今後の引き締め局面で失業率の大幅上昇を回避するためには、コロナ禍を経て、①離職率 (s) が大きく低下していない、②マッチングにおける求人率の相対的重要度 (σ) が大きく上昇していない点がポイントとなる。

各パラメーターの推移

本稿ではFRBワーキングペーパーのAhn and Crane (2020) や、サンフランシスコ連銀の [Economic Letter](#) (8月29日) を参考にしつつ、各パラメーターの変遷を確認することとしたい。なお、パラメーターの値は、推計方法やデータに大きく依存するので、実際は値そのものよりも変化の有無や方向性がより重要だろう。

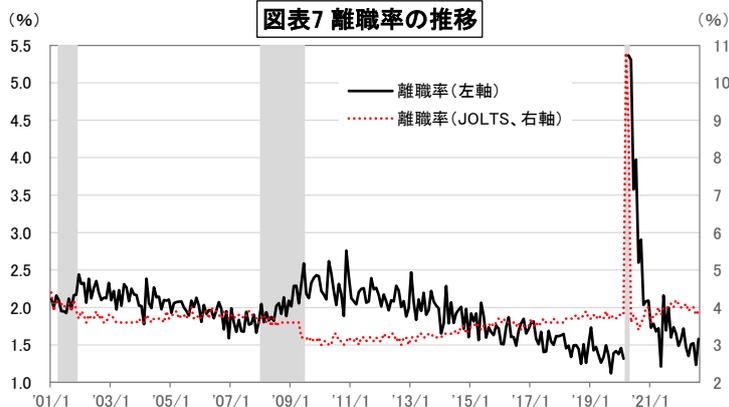
初めに、離職率 (s) は図表7で示されるように、コロナ禍で急上昇した後に急低下したことが確認され、コロナ禍以降の20年4月～22年8月の平均は2.1%で

図表6 求人率の重要度の変化によるUV曲線の変化



(資料) 農中総研作成

図表7 離職率の推移



(資料) 米労働省統計局、NBER、Bloomberg (注) 離職率はAhn and Crane(2020)を踏襲し、失業率と職業発見率からモデルで推定したため、JOLTSとは異なる。20年3月はデータなし。

あり、世界金融危機 (GFC、リーマンショック) 前の01年1月～07年12月平均値の2.0%、GFCからコロナ禍前の08年1月～20年2月平均値の1.9%と比べて低下したとは考えづらい。また、足元1年間の平均は1.5%と低いが、コロナ禍前の1年間も1.4%であり、あまり変化していないといえそう (注3)。

次にマッチング効率 (μ) は図表8で示されるように、21年半ばの落ち込みが激しいものの、コロナ禍以降の平均値は0.31、足元の1年間では0.33と、GFCからコロナ禍前における平均値0.34とほぼ同水準といえる。このため、労働市場のマッチング効率もあまり変わっていないよう (注4)。

なお、米労働市場のマッチング効率については、GFCを経て低下したと結論付ける論文が多い。

最後に、マッチングにおける求人率の失業率に対する相対的重要度(σ)を確認すると、GFC前とGFC～コロナ禍前、コロナ禍後の期間はそれぞれ、0.27、0.34、0.17となっており、コロナ禍後はマッチングにおいて求人率の相対的な重要度が低下した可能性が指摘できる。もっとも、 σ は概ね0.3前後とされるため、コロナ禍後の期間は特異な値ともいえる。

(注3)

ここでの離職率は、

翌月の失業率

= 今月の離職率 × (1 - 今月の失業率)

- 今月の職業発見率 × 今月の失業率

+ 今月の失業率

を満たすように事後的に計算しており、JOLTSでの値とは異なる。

また、今月の職業発見率は、Shimer(2012)を踏襲した。即ち、今月求職中の失業者割合を以下のように計測し、

$$\frac{\text{翌月の失業者数} - \text{翌月の5週未満失業者数}}{\text{今月の失業者数}}$$

次に今月の職業発見率を、

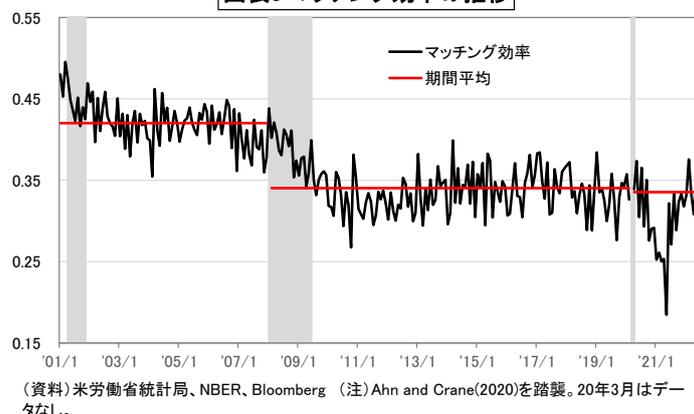
1 - 今月求職中の失業者割合

と計測した。

(注4) 推定はGFC前、GFC～コロナ禍前、コロナ禍後の3期間に区切って行ったが、期間を区切らずに推定してもほぼ同様の結果となった。

なお、 μ と σ の推定は、(注1)のマッチング関数の両辺を失業率で基準化し、自然対数を取った上で、最小二乗法を用いている。

図表8 マッチング効率の推移



まとめ

以上を踏まえて各パラメーターの動きをコロナ禍前と比較しつつ考察すると、離職率とマッチング効率の変化は小さく、マッチングにおける求人率の相対的重要度はコロナ禍後の労働市場を反映して、やや特異な値となっているが、UV曲線の傾きがスティープ化する方向に動いたと思われる。

このため、現在の労働市場の状況はFRB関係者が指摘する、UV曲線の傾きが急な位置として表現できそうであり、求人率の低下と相対的に小幅な失業率の上昇という組み合わせを実現できそうだ。

「失業率の大幅上昇を避けつつ労働市場の過熱が抑制できる見込みがある」という意味では、ソフトランディングの可能性が残っているといえるだろう。

(参考文献)

江口允崇・寺本和弘 (2017) 「UV 曲線と賃金版フィリップス曲線の変動要因 : DSGE モデルからの視点」, 日本労働研究雑誌 59 (6), 23-43.

Brandyn Bok, Nicolas Petrosky-Nadeau, Robert G. Valletta, and Mary Yilma. 2022. “Finding a Soft Landing along the Beveridge Curve.” FRBSF Economic Letter 2022-24, August 29.

Ahn, Hie Joo, and Leland D. Crane (2020). “Dynamic Beveridge Curve Accounting,” Finance and Economics Discussion Series 2020-027. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2020.027>.

止まらぬ少子高齢化と「2025年問題」

南 武志

人口減少・少子化の加速

人口推計統計（総務省統計局）によれば、日本の総人口（2022年10月1日時点）は1億2,483万人で、ピークだった08年12月（1億2,810万人）から既に330万人近く減少している。最近は減少ペースも加速し始めており、5年ほど前までは前年比▲0.1%程度であったが、最近と同▲0.6%～▲0.7%まで減少率が拡大している。これは、直近の将来人口推計（17年）における標準シナリオ（出生中位・死亡中位）を下振れており、むしろ最も悲観的なシナリオ（出生低位・死亡高位）に近い。

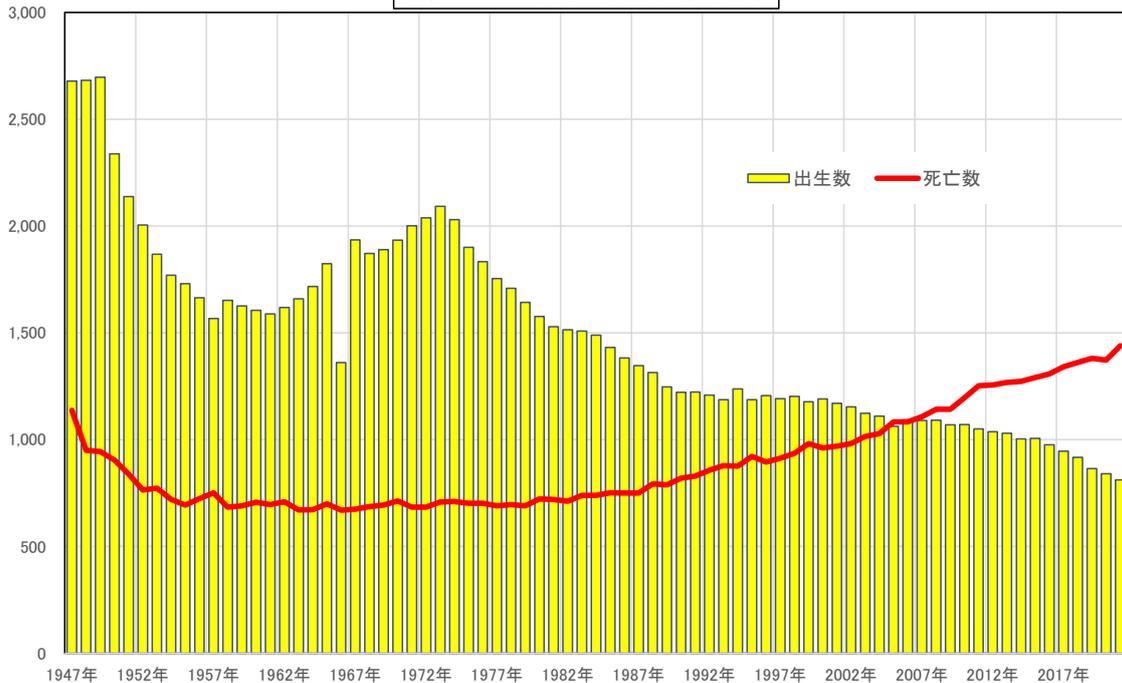
このように人口減少の加速の背景としては出生数の減少傾向が強まっていることがある（図表1）。人口動態統計（厚生労働省）によれば、21年の出生数は81万1,604人で、1899年の統計開始以来の最

低値の更新が続いている。合計特殊出生率の推移をみると、05年の1.26をボトムに15年の1.45まで持ち直す動きがあり、これは晩婚化・晩産化が進んだことによるものだったが、それらが一巡して以降は再び低下傾向となっている（21年：1.30）。今後とも15～49歳の女性人口が減少していることや足元で再び少産化傾向が強まっていることを踏まえると、何も手を打たなければ出生率はさらに低下していく可能性は高い。

一方の死亡者数は143万9,809人であった。20年は新型コロナウイルス感染症への対策によってインフルエンザなど他の感染症に感染して死亡する人が大幅に減少したことで死亡者数全体も11年ぶりに減少したものの、再び増加に転じている。

(1,000人)

図表1 人口動態:出生数と死亡数



(資料)厚生労働省「人口動態統計」

加えて、高齢者が累増していくことを踏まえれば、死亡者数は今後とも増えていくことは必至である。ちなみに、将来人口推計の標準シナリオでは日本の人口が1億人を割るのは30年後（53年）であるが、最も悲観的なシナリオでは6年ほど前倒しになるとされる（47年）。

近年では出生率とジェンダー・ギャップとの間には相関関係がある（出生率の高い国はジェンダー・ギャップが小さい）ことから、職場・家庭内での男女格差の緩和・解消（男性の出産・育児休暇取得の推進など）を進めている。また、出産・子育てのコストを軽減するなどの政策も実施されている。政府はアベノミクス第2ステージで掲げられた「希望出生率1.8」の実現を目論んでいるが、「賃上げ」と同様、民間企業がそれに向けて自主的かつ積極的に動く必要があるだろう。

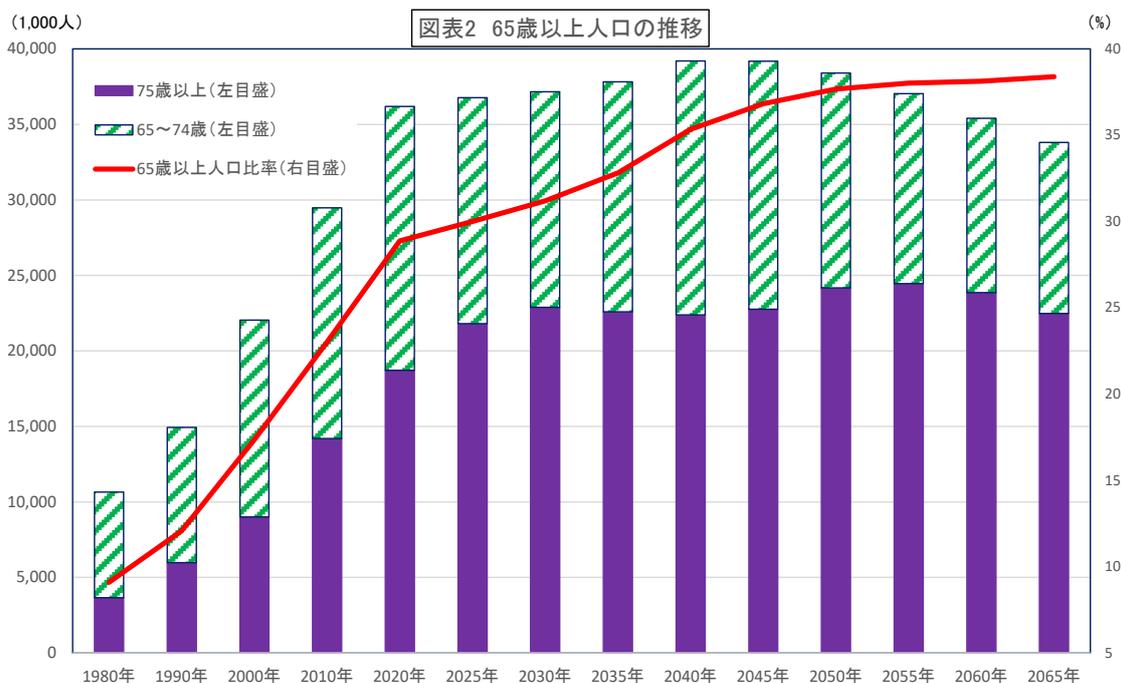
加が続く。これまで団塊世代（1947～49年生まれ）が労働市場から退出することで労働力不足が深刻になるという「2012年問題」などが意識される場面もあったが、22年には団塊世代が後期高齢者の仲間入りが始まった。また、近年では65歳以上人口比率が30%まで高まる「2025年問題」が注目を集めている。これらの事象は年金・医療・介護といった社会保障制度の根幹に関わる問題とも言える。

少子高齢化や人口減少を受けて、政府はこれまで年金保険料の段階的引き上げと支給金の抑制、支給開始年齢の引き上げ、国庫負担費率の引き上げ（1/3→1/2）、マクロ経済スライドの導入など、年金財政の持続可能性を高める施策を講じてきた。ただし、最近では「老後2,000万円問題」が浮上、年金だけでは老後の生活が立ち行かなくなる可能性も指摘されるなど、「自助」が求められている。

一方、医療保険も難題に直面している。日本は世界に冠たる長寿国であり、健康

「2025年問題」の影響

一方、高齢者数は今後もしばらくは増



(資料)総務省統計局、国立社会保障・人口問題研究所 (注)2020年まで実績、25年以降は将来推計(出生中位・死亡中位)。

寿命も74.1歳(男性:72.6歳、女性:75.5歳、19年、世界保健機関調べ)と世界一を誇っている。新型コロナ対応では、日本の医療制度の弱点が浮き彫りになったが、このように長寿を実現できたのは医療サービスの質の高さ、アクセスの良さ、安価での提供などが揃っていたからであろう。

しかしながら、少子高齢化の影響を受けて、国民皆保険を掲げてきた医療保険制度は世代間の負担と便益のバランスが崩れるなどの問題が浮上している。

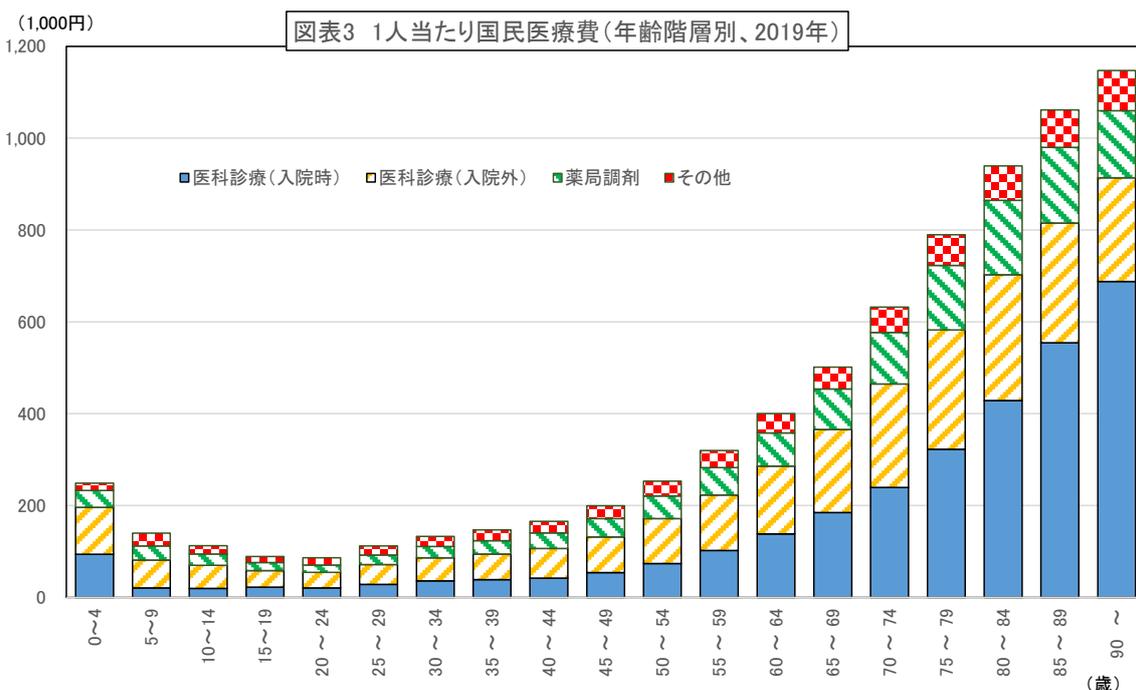
現在、75歳以上の後期高齢者医療制度は、5割を国費投入、4割を現役世代の保険料、1割を後期高齢者の保険料で賄っている。22年10月からは、一定の所得のある後期高齢者の窓口負担を2割に引き上げるなど、所得に応じた負担を求めるような改善策がなされてきたが、これで万事解決とはならないだろう。

繰り返しになるが、今後の日本の人口動態を踏まえると、高齢者数はさらに増えていく見込みである(図表2)。将来推

計によれば、65歳以上人口は42年にピークを迎えるが、75歳以上人口がピークを迎えるのは54年である。また、1人当たり医療費は年齢とともに増加する傾向があり、40代後半で年間20万円だったのが、60代後半で同50万円、70代後半で同80万円へ膨らんでいく(図表3)。高齢者の医療費総額はこの両者の積に見合っ

て増えていくことは想像に難くない。健康保険組合連合会は、構成する1,388組合について21年度の経常収支(=保険料収入-保険給付費-高齢者等拠出金)が▲825億円と8年ぶりの赤字に転落、また赤字組合が740(53.3%)になる見込みであることを公表した。22年度は一時的要因から黒字に戻る見通しであるが、23年度には再び赤字となり、その後も拠出金の増加で赤字幅が拡大するとの予想を出している。

保険料率の引上げや健保組合解散による協会けんぽへの移行は、いずれも現役世代に一層の負担がかかるだけに、抜本



的な解決は厳しい状況といえる。

人口減少社会への適応は急務

一定の死亡水準の下、人口が長期的に安定する出生の水準を「人口置換水準」と呼ぶが、20年は合計特殊出生率で2.06という値である。出生率はその水準への回復が見通せない以上、毎年多くの移民（永住を目的に入国する人々）を受け入れない限り、日本の人口を一定に保つのは不可能である。近年は、これまで多くの移民を受け入れてきた欧米諸国などで反移民や移民排斥を掲げるポピュリスト政党が一定の支持を得るなど、寛容さが失われつつあるが、日本の移民政策が受け入れ容認に大きく方針転換する可能性も現時点では低いだろう。

89年の「1.57ショック」以降、将来的な人口減少に対する警戒が高まったことから、出生率を高め、人口減少に備えた制度変更が幾度か繰り返されたが、なお十分ではない。医療保険に留まらず、年金・介護といった社会保障財政、地域コミュニティ、交通インフラなど、懸案は山積している。今後とも続く人口減少に耐えうる経済社会システムへの変更は一刻を争う重要課題であることを改めて訴えたい。

組合員に寄り添い続ける朝日新聞信用組合

古江 晋也

要旨

朝日新聞信用組合は朝日新聞グループの従業員等を組合員とする職域信用組合である。コロナ禍を受け、朝日新聞グループで働く従業員等の勤務形態が通勤から在宅へとシフトしたことを踏まえ、同組合では 21 年 9 月から Microsoft Teams を用いたオンライン相談の取り扱いサービスを開始した。また組合員が安心して働くことができることを使命としていることから、収支のバランスを崩した組合員には「おまとめ相談」を行うなど、組合員に寄り添い続けている。

はじめに

朝日新聞グループの従業員等を組合員とする朝日新聞信用組合（2021 年 3 月・預金積金残高 475 億円、職員数 23 人）は 1922 年に産業組合法による「有限責任朝日信用購買組合」として設立された。

49 年には市街地信用組合法により購買部門を分離することとなり、「朝日信用組合」へと名称を変更した（購買部門は生活協同組合となったが、2001 年に解散）。50 年には中小企業等協同組合法による信用組合となり、87 年には「朝日新聞信用組合」へと改称した。

職域信用組合は「職場からは最も近い」ものの、「自宅からは遠い」という課題があった。そこで 04 年から他の金融機関や郵便局と提携することでキャッシュカードの利用範囲を拡大、06 年からインターネットバンキングの取り扱いを開始した。このことで組合員の利便性は向上した。

最近では、母体である朝日新聞社が在宅勤務を本格的に導入したことを踏まえ、2021 年 9 月から Microsoft Teams を用いたオンライン相談の取り扱いサービスを開始した。

オンライン相談の導入

コロナ禍前の朝日新聞信用組合は朝日新聞東京本社、大阪本社、福岡県の西部本社内に店舗や相談所を構え、フェイス・トゥ・フェイスによる相談を重視していた。また新聞社（およびグループ会社）は、夜遅くまで働いている社員が少なくない職場であることから、東京店や大阪店では 16 時半から 18 時に「夕方ローン相談会」を開催したり、名古屋、北海道、西部やグループ企業に出張相談会などを行ったりしたことで、組合員の利便性を高めていた。

しかし、コロナ禍になると感染予防の観点から相談会を自粛するようになった。また朝日新聞社で働く従業員等の勤務形

朝日新聞信用組合東京店



東京店内のローカウンター



朝日新聞信用組合本部



態も通勤から在宅へとシフトしたことから来店者数も減少した。そこで同組合では、21年9月からオンライン相談に取り組むことにした（来店者が減少した西部相談所は22年3月に廃止）。

オンライン相談を始めるに当たっては、東京店の来店者が大阪店の来店者よりも多かったことを踏まえ、大阪店の職員がネットによる相談も含めて対応することにした。

同組合の住宅ローンは、融資の可否を機械的に判断するのではなく、組合員の事情を聞き、店舗だけでなく本部を交えて判断することを基本にしている。また住宅購入は人生で最も高額な買い物であることからさまざまなことを納得するまで聞きたいという組合員は多い。例えば、オンライン相談では、「変動金利型住宅ローンと、諸経費無料の固定金利型住宅ロ

ーンはどちらが有利か」「がん保障付き団信を選択すると返済額は、どのように変化するのか」といった相談が寄せられ、組合職員はこれらの相談の一つひとつ丁寧に対応しているという。

オンライン相談はスタートしてから1年が経過したが、利用者からは「配偶者と一緒に、自宅からわからないことが聞けるようになった」と評判も上々であるようだ。最近では、「部屋を防音にする」「空調設備を新たに付けたい」「照明器具を変更したい」など、在宅勤務に伴うリフォーム・ニーズが増加していることから、これらの案件についても細やかに対応できるようにしている。

「おまとめ相談」による多重債務問題への対応

職域信用組合は組合員が安心して働き続けることを使命としている。そのため、介護費用や学費などで一時的に収支のバランスを崩した組合員を支える取組みを積極的に行っている組合は多い。

朝日新聞信用組合もそのような金融機関のひとつであり、退職金額の8割を上限に多重債務問題を解決するためにおまとめの相談を受けると同組合は、債務残高などを確認した上で、複数の金融機関から借り入れた債務を一本化する。また教育ローンなどで悩む組合員に対しては、朝日新聞労働組合共済会が教育ローンの利子補給を行っていることをアドバイスするなど、組合員に寄り添い、現状を改善する対応を行っている。

「潜在組合員」の掘り起こし

職域を基盤にする金融機関は、組合員が職場を退職すると、組合も退会するケースが多いが、朝日新聞信用組合は全組

田畑良治理事長



朝日新聞東京本社



合員数の3割が朝日新聞グループのOBである。理事長の田畑良治氏は、「退職後も組合員であり続ける人々は、一緒に新聞をつくってきた仲間とずっとつながっていたいという思いが強いからではないか」

と話す。このことは、職域信用組合が母体である企業や団体と退職者とのつながりを維持する「絆」「心の拠り所」としての役割もあることを示しており、興味深い。

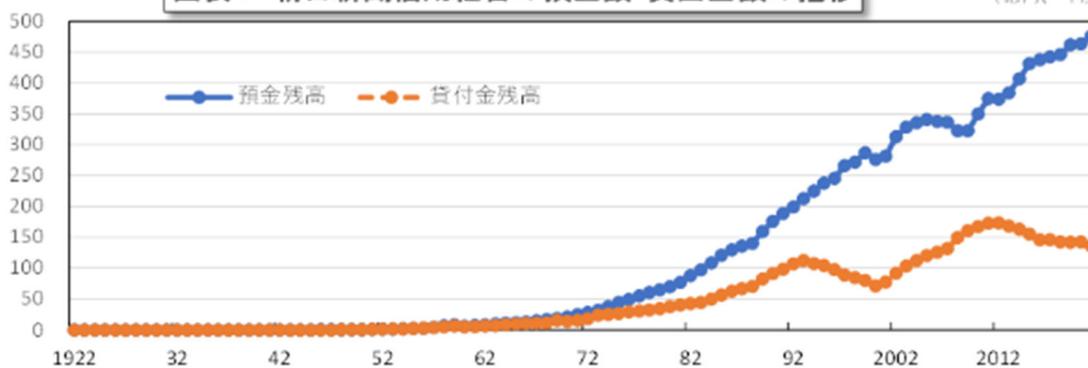
一方、近年では朝日新聞社の社員が減少していることから、組合では子会社や関連会社の社員も組合を利用できるように組合員資格の拡大を図っている。

おわりに

勤労者の働き方は昨今、大きく変化しており、その動きに対応するように職域信用組合の営業も大きく変化させている。オンライン相談はそのような流れの一環である。ただ、組合員へのアクセスツールがどれだけ多様化しようとも、組合員の悩みに耳を傾け、その解決策を示すことができる金融機関でなければ、長期間の支持を得ることはできない。こうしたなか「どのようなことでも相談できる」という安心感を大切にしてきた朝日新聞信用組合は、「金融機関が存続する上で重要なこととは何か」ということを私たちに問いかける。

図表1 朝日新聞信用組合の預金額・貸出金額の推移

(億円、年度)



(資料) 朝日新聞信用組合

米国の家計消費におけるインフレ許容度(職場ヒアリング)

農林中央金庫 ニューヨーク支店長 藤井 英孝

早いもので11月、今年も残り少なくなってきました。改めて今年の米国金融市場を振り返ってみましても、皆さんが思われているとおり、最大のトピックは想定を超えるインフレとFRBの大幅利上げに尽きるのではないかと思います。このコラムを執筆している時点においても、年内さらなる追加の利上げが見込まれており、インフレの抑制と景気減速への懸念の中で今後の金融市場がどのように推移していくかは、いまだ予断を許さない状況です。

マーケット目線で見るとインフレ判断や見通しについてはプロの方にお任せして、今回のコラムでは、米国で長く生活されているローカル職員(現地採用)の方々が最近の生活の中で感じているインフレ、生活(消費)行動の変化など、いわゆる街角景気についてお伝えしたいと思います。

今回は、ニューヨーク支店のローカル職員として勤務されている日本人2人に登場いただき、色々とインタビューさせていただきました。お2人とも配偶者の方はアメリカ人で、家庭内のメンタリティ(特に家計面)は日本人よりもアメリカ人としての感覚に近いようです。後日、配偶者様のご意見に加えて、職場の同僚、親戚、お知り合いなどにもヒアリングしていただきました。お忙しいなか、ご協力いただきましてありがとうございます。紙面を借りて感謝申し上げます。

さて、私の事前の予想を書かせていただくと、足元の(消費者物価指数)8%を超えるインフレ環境下では、消費意欲の強いローカル職員の方々にとっても生活に対する影響は大きく、高額品の買い控えや生活防衛のための策を講じているのではないかと想像していました。また、私のような日本人的な見方からすると、近い将来、そうした消費者マインドの変化によって消費の失速が早いタイミングで現れてくるのではないかと考えていました。実際にヒアリングさせていただいたのは以下の項目です。

- ・最近、実際のスーパーなどでの買い物で物価の上昇を感じるか
- ・物価上昇を受けて、特価品などできるだけ安いものを買うようになった、日常の外食を控える、といった消費行動に変化が出てきているか
- ・旅行や高額商品などの消費を控えるようになってきたか

ヒアリング結果は私の予想を完全に覆すもので、お2人のお答えはほぼ共通しており、足元のインフレ環境においても消費の実態(マインド)に大きな変化はないとの回答でした。確かに、スーパーやレストランでの値段は上昇しているとは感じているが、10%程度の上昇であれば、安いものを積極的に探すことや外食を控えるといった消費行動を変化させるまでにいたっていないようです。また、旅行や記念日における高級店での食事などについても、これまでと同じような行動を継続しているとのことで、家計消費におけるインフレ耐性が予想以上に強いものであると感じました。こうした消費者のマインドを支えている要因についても少し議論させていただいたところ、以下の2点が大きな要因であるとの回答が得られました。①物価上昇に対して、相応の給与改定(賃上げ)があり、生活に対する安心感が裏付けになっている点、②これまでの蓄積の中で、401K以外にも銀行貯蓄ではなく株式への投資を長期にわたって継続してきており、将来に対する財産形成が進捗していることも心理的に大きなポジティブ要因となっている点が強調されていました。ただし、(給与水準が相対的に低い)地方都市、田舎での生活や(財産形成が進んでいない)若者にとって、厳しい環境になりつつあるとの声も周囲からは聞かれているようで、今回の意見が本当に米国の一般家庭全般の状況を映しているかは分からないとのコメントもされています。また、ローンの借入れを前提としている不動産、車の購入については、金利上昇の影響から買い控えの動きや物件の売却ができない(買い手不在)といった声が周囲からもあがっているようで、必ずしもすべての分野で家計の強さが一様に確認できるわけではないとの結論にいたっています。

前回のコラムでは、米国の人々の心に根付いているインフレ期待が経済に与える影響について書かせていただきました。この一年、インフレが一段と進む環境においても、消費を支える頑強な家計(消費マインド)が存在していることに米国経済の強さを改めて感じた気がいたします。また、ある水準以上の米国の家庭では、巷でもよく言われているとおり、株式への依存度はかなり高いと考えられ、賃金上昇である程度カバーされるインフレよりも株式市場の大きな下落によるダメージ(逆資産効果)の方が大きいようにも感じました。

翻って、本日のテーマについて我が国との比較をしてみると、インフレを許容できるだけの賃上げがなく、長期の財産形成に不可欠な右肩上がりの株式市場の存在がない(米国に比べて市場を牽引できるような魅力的な成長銘柄が少ない)点が米国経済を支える家計消費との大きな違いとなっているのではないかと思います。今後、利上げの影響によって確実に景気へのダメージはあると思いますが、成長率とインフレがどの程度に向かっていくのか、来年も米国からは目が離せない状況が継続するのは間違いなさそうです。

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、投資のご判断等の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11月号 第33巻 第11号・通巻384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)