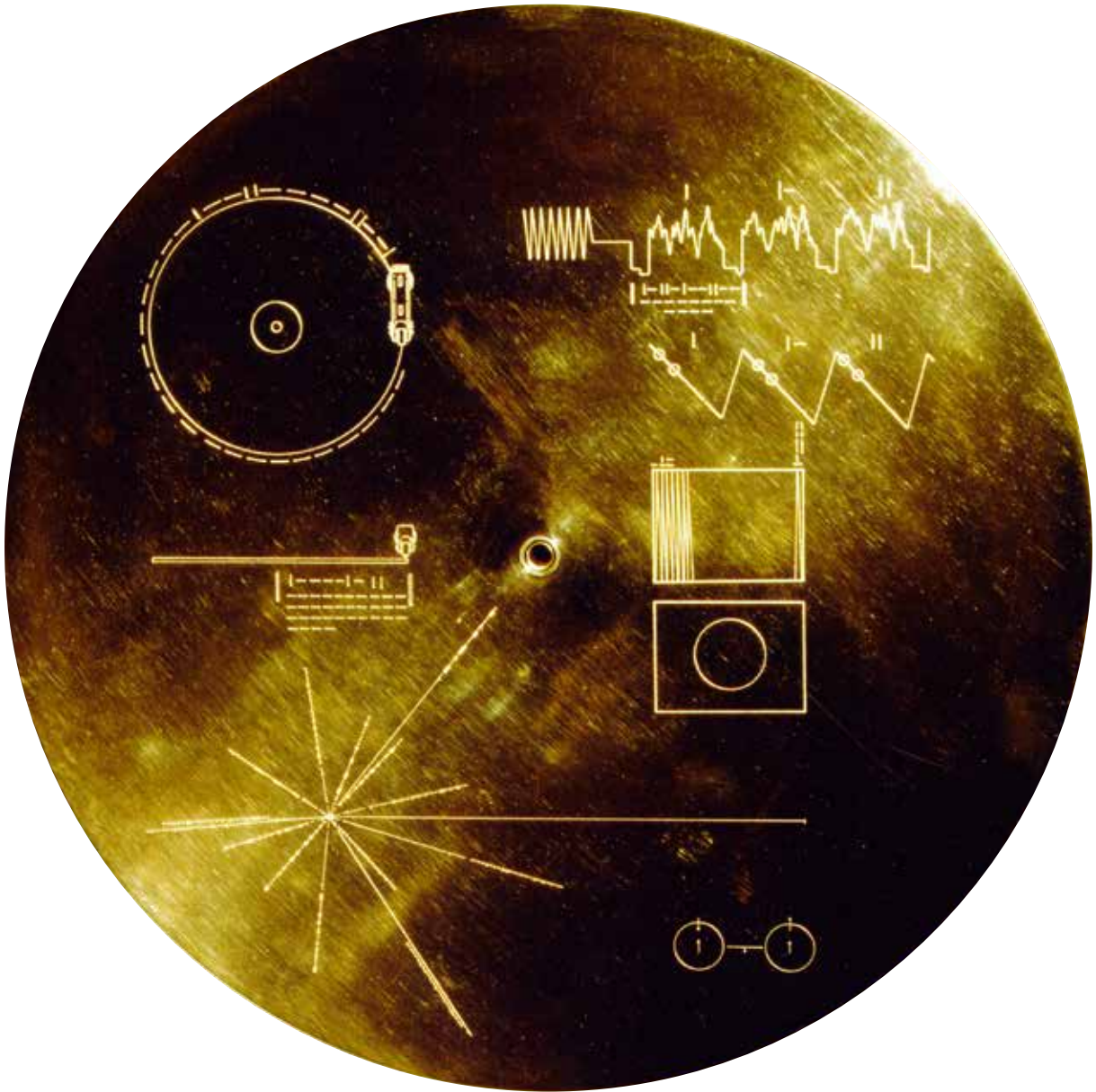


# ニッセイ基礎研 Report

Oct. 2022 Vol.307

- 02 コロナ禍における自由の制限について改めて考える ● 斎藤 太郎
- 03 自治体の行政計画を減らすことは可能か ● 三原 岳
- 04 中国経済の現状と今後の注目点 ● 三尾 幸吉郎
- 06 ウクライナ侵攻後のロシア経済 ● 高山 武士
- 08 2022-2023年度経済見通し ● 斎藤 太郎
- 10 グリーンウォッシュを乗り越える ● 徳島 勝幸
- 11 とうとう1ドル145円突破、円安が終わる条件は? ● 上野 剛志



## 太陽系第3惑星を見る

1977年、宇宙探査の旅が始まった。アメリカ航空宇宙局によって、無人惑星探査機ボイジャー1号・2号が打ち上げられたのだ。2機に搭載された「ゴールデンレコード」には、旅の途中で出会うかもしれない地球外生命体へのメッセージが収録された。地球の音や音楽、55種類の言語による挨拶、そしてイラストや写真など…。その再生はディスク上の暗号を解読することで実現できる。地球人の壮大な夢を乗せて、今日もボイジャーは旅を続けている。

ボイジャー1号・2号に搭載されたゴールデンレコードのジャケット  
1977 NASA / JPL

From Wikimedia Commons

# コロナ禍における自由の制限について改めて考える



さいとう・たろう

92年日本生命保険相互会社入社。  
96年ニッセイ基礎研究所、19年より現職。  
12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務。  
優秀フォーカスターに8回選出。



経済研究部 経済調査部長 齋藤 太郎  
tsaito@nli-research.co.jp

自由な校風を売りにする学校に通っていた期間が長かったせいか、自由を制限されたり、何かを強制されたりすることを極端に嫌う性格が直らない。

大学を卒業してから働いている会社は、自由な社風を売りにしているわけではないが、私自身は比較的自由的な会社生活を送ってきたように思う。たとえば、上司に半強制的に飲み連れて行かれた経験がある人は多いだろうが、私にはそのような記憶がない(もちろん喜んで上司と飲みに行ったことはあります)。歴代の上司がたまたま部下を飲み連れて行くことを好まなかったのか、私自身が「誘うな」という強いオーラを発していたせいなのか、自分ではよく分からない。

言うまでもなく、コロナ禍では人々の自由が大きく制限された。もちろん、感染対策のためにやむを得ない面があることは理解しているつもりだが、自由を重んじる習性が染みついているため、普通の人よりも大きなストレスを感じているのかもしれない。

そう言いながらも、私自身は必ずしも自由を謳歌してきたわけではない。私が通っていた中学、高校には制服がなかった。学校が指定する学生服は標準服と呼ばれ、それを着用して通学することは強制されなかった。同級生の中には私服で通学する者もいたが、私は6年間、標準服で通した。

コロナ禍の行動制限で最も影響が大きかったのは、外食、旅行だが、私はあまり社交的な性格でないこともあって、もともと飲み会の回数はそれほど多くなかった。旅行については、子どもが小さい頃は家族旅行

をすることも多かった。しかし、コロナ禍前の時点では、長男が大学生となり下宿生活になったこと、次男が受験勉強を始めたことから、旅行の機会は全くなくなっていた。

このため、私自身は行動制限によって失ったものは普通の人よりも少なかった気がする。しかし、実際に自由が奪われたことではなく、自由が制限されていると感じることが、私には苦痛なのだ。

特にストレスを感じるのは、学校の運動会、文化祭、修学旅行などが中止されたというニュースを見た時だ。今年できなければ来年やれば良いと考える50代の私と違い、若い時の経験はその時でなければできないものばかりだと思うからだ。

若者だけではない。高齢者の中には、残された時間が少ない人がいる。桜は来年も咲くという言葉を感じて、花見を諦めた高齢者のどれだけが、翌年の桜を見ることなく亡くなっていったのだろうか。私の父は、2018年12月に亡くなったが、その2年前ほど前に癌の宣告をされた。その時に医者から言われたことは「次の桜を見ることはできないかもしれません」だった。幸いにも、父はその後桜を2回見る事ができたが、亡くなる時期がコロナ禍と重なっていたら、父の最期はどうなっていたらうか、と想像することがある。

極めて危険な感染症に対して、強い行動制限を課すことは妥当かもしれない。しかし、私はいまだに新型コロナがそれだけの感染症であるとの確信を持つことができない。日本では、季節性のインフルエンザで毎年、約1000万人の患者が発生し、約

3000人(直接的及び間接的に生じた死亡を推計する超過死亡概念では約1万人)が亡くなっていた。新型コロナは、2年8か月の累計で陽性者が約2000万人、死者が約4万人(9/15時点)である。死者は新型コロナのほうが多いが、これは厚生労働省の事務連絡によって、新型コロナの陽性者であれば、厳密な死因を問わず、新型コロナによる死としてカウントされていることが影響している。新型コロナを従来と同じ基準で比較することはできないのだ。

オミクロン株に変異して以降、新型コロナウィルスは弱毒化したとされる。私は専門家ではないので真実は分からないが、インフルエンザ並みの感染症と判断されるのであれば、社会経済活動を基本的にコロナ禍前に戻すべきだ。それによって感染者は増えるかもしれない。しかし、日本の医療資源は本来、年間1000万人のインフルエンザ患者を診療できるほど豊富であり、新型コロナへの対応も十分可能なはずだ。

社会的に一定の感染を許容した上で、症状のある人は病院を受診し、元気な人は自由を制限されることなく、よく遊び、よく学び、よく働く。こういう当たり前のことが日常となって、初めてコロナ禍が終息したといえるだろう。

私自身は、自由の制限がなくなったとしても、生活はそれほど変わらないかもしれない。それでも、自由の制限を感じることに少ない社会に戻ることを望んでいる。

# 自治体の行政計画を減らすことは可能か

負担軽減を目指す骨太方針の記述から考える論点



保険研究部 主任研究員 三原 岳  
mihara@nli-research.co.jp



みはら・たかし  
95年 時事通信社入社。  
11年 東京財団研究員を経て、17年10月 ニッセイ基礎研究所(現職)。  
『医療経済』に『現場が望む社会保障制度』を毎月連載中。  
主な著書に『地域医療は再生するか〜コロナ禍における提供体制改革〜』、  
『必携自治体職員ハンドブック』(共著)。

## 1 ―― はじめに

経済財政政策の方向性を示す今年の「骨太方針」では、国が自治体に対し、策定を義務付けている行政計画を最小限にする考え方が示された。国が自治体に策定を課している行政計画の数が近年増加し、自治体の負担が増えているため、自治体の自由度を広げる狙いがある。

ただ、この問題は以前から論じられてきた経緯があり、計画数が増える背景などを深掘りする必要がある。

本稿は筆者の関心事である医療、介護関係を中心に、自治体の行政計画に関する論点を探る。

## 2 ―― 骨太方針の記述

6月の骨太方針では、国が自治体に対し、策定を義務付けている行政計画に関して、「真に必要な案件」とどめる方向性が示された。

ただ、この問題は2008年12月の地方分権改革推進委員会勧告から論じられている。それにもかかわらず、「～計画を策定する」といった法律の条文を通じて、自治体に計画策定を義務付ける法律が増勢傾向にあり、見直しの必要性が骨太方針に盛り込まれた。今後、政府内での調整が年末に掛けて進む見通しだ。

## 3 ―― なぜ計画数が増えるのか

では、なぜ計画数が増えるのだろうか。医療・介護に限らず、多くの領域では国が施策を企画立案し、自治体が執行する役割分担になっており、各省が施策を充実させようとすると、自治体に課される計画数が増える構造がある。

これを筆者の関心事である医療や介護の領域で見ると、医療計画、介護保険事業計画など様々な計画策定が義務付けられており、最近も新型コロナウイルスを踏まえ、都道府県が策定している医療計画に、新興感染症対応が追加された。

もう一つの要因として、議員立法の影響も挙げられる。例えば、2018年に成立した循環器病対策基本法では、都道府県に計画策定義務を課している。

さらに、認知症の人の権利・尊厳確保や関連施策の強化を図る認知症基本法も現在、国会で議論が進んでおり、2019年に提出された与党案では、都道府県と市町村に対し、計画策定の努力義務を課す条文が盛り込まれている。

## 4 ―― 必要、不必要の判断は可能か

だが、こうした判断が計画策定に関する自治体の負担を増やしており、今回の骨太方針の文言に繋がった。以上の点を踏まえると、国レベルでは「国全体で施策を拡充、展開するため、計画策定義務を課したい」と考える傾向が見られるのに対し、自治体は「負担を減らしたい」「自由度を確保したい」と主張しており、この意見対立の解決は容易ではない。

しかも、骨太方針で示されているような絞り込みも極めて困難である。例えば、筆者は国による認知症基本法の制定と、自治体による認知症施策の計画策定と根拠となる条例制定を通じて、認知症の施策が地域で進むことが重要と考えている。

一方、循環器病対策推進計画について、当初は必要性に疑問を持っていたが、「心疾患、脳血管疾患は死因の計2割。だから

対策が必要」「都道府県の計画策定に関して、アウトカム(成果)までの経路を明らかにするロジックモデルを使い、関係者の合意形成が図られている」という関係者の説明を聞き、「要らないのでは」と即断した不明を反省している。

それでも「認知症施策・ケアの方が重要」と考えており、循環器病対策を重視する人から批判を受けるかもしれない。

つまり、「何が必要か」という判断は個々の認識で大きく異なるため、「真に必要な案件」の線引きは困難である。

だからこそ10年以上も是非が論じられているのに、逆に策定義務の対象計画が増えていると言える。

## 5 ―― おわりに～今後に向けて～

現実的に「真に必要な案件」の絞り込みが難しい以上、自治体の裁量を広げることで、問題解決を図る方法が考えられる。例えば、骨太方針が挙げている通り、別の類似計画に包摂させることを認める制度改正とか、複数の自治体による計画の共同策定の容認などが想定できる。

さらに、少し遠回りになる選択肢だが、国の制度を上手く活用しつつ、地域の実情に応じた施策を推進できる自治体職員の育成も欠かせない。現実的な課題解決策が国、自治体ともに求められる。

本稿は2022年8月3日掲載「自治体の行政計画について、国はどこまで関与すべきか」を再構成した。詳細や参考文献などは下記を参照。  
<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=71948?site=nli>

# 中国経済の現状と今後の注目点

成長率目標の達成が絶望的となった今、財政・金融・ゼロコロナの3つの政策運営に注目！



みお・こうきちろう  
82年日本生命保険相互会社入社。  
94年に米国パナゴラ投資顧問へ派遣、  
00年ニッセイアセットマネジメント等を経て、  
09年ニッセイ基礎研究所、13年より現職。

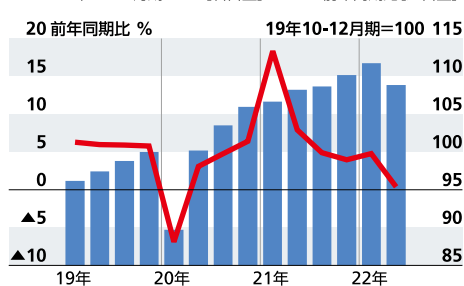
経済研究部 上席研究員 三尾 幸吉郎  
mio@nli-research.co.jp

## 1 中国経済の現状

2022年4-6月期の国内総生産(GDP)は実質で前年同期比0.4%増と1-3月期(同4.8%増)から失速した[図表1]。季節調整後の前期比では2.6%減(年率換算10.0%減)と、新型コロナウイルス感染症(COVID-19)が中国武漢を襲った20年1-3月期以来9四半期ぶりのマイナス成長となった。

【図表1】中国の国内総生産(GDP)

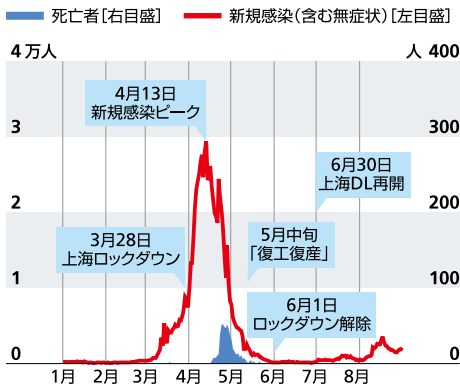
資料：CEIC(出所は中国国家統計局)のデータを元に筆者作成  
19年10-12月期=100[右目盛] 前年同期比[左目盛]



その主因はCOVID-19の第2波が襲来したことだった。年初来の状況を振り返ると、1・2月には新規感染が少なく死亡者もゼロだったが、3月になると新規感染が増え始め3月末には上海が事実上のロックダウン(都市封鎖)に追い込まれた。その後4月中旬には新規感染がピークアウトし、4月下旬には死亡者もピークアウトしたため、5月中旬には「復工復産(職場復帰・生産再開)」に動きだし、6月1日には上海のロックダウンを解除、6月30日には上海ディズニーランドの再開に漕ぎ着けた。このように1-3月期にはCOVID-19が落ち着き経済活動も順調だったが、4-6月期には新規感染・死亡者が増えたため経済活動に支障をきたし、成長率を大きく下押しすることとなった。

【図表2】COVID-19の新規感染と死亡者

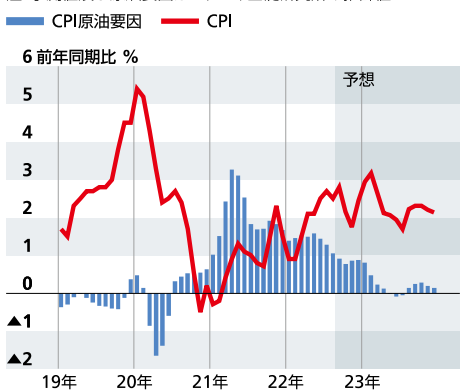
資料：中国国家衛生健康委員会のデータを元に筆者作成



一方、インフレの状況を見ると、22年1-8月期の工業生産者出荷価格(PPI)は国際的な資源エネルギー高を背景に前年同期比6.6%上昇した。しかし、消費者物価(CPI)は同1.9%上昇と低位に留まった。輸送用燃料は同25.1%上昇したものの、食品が同1.4%上昇にとどまった。豚肉価格が同22.8%も下落したからである。しかし、その豚肉も下げ止まり足元ではやや上昇してきており、原油価格もところよりは値上がりしたものの前年下半期の73ドル前後と比べるとまだまだ高い。したがって、今後のCPIは一時3%台に乗せる可能性が高いだろう[図表3]。

【図表3】中国の消費者物価

資料：CEIC(出所は中国国家統計局)のデータを元に筆者作成  
注：予測値及び原油要因はニッセイ基礎研究所の推計値



## 2 今後の注目点

成長率目標の達成が絶望的となった今、財政政策・金融政策・ゼロコロナ政策の3つの政策運営に注目が集まる。

第一に財政政策である。今年3月に開催された全国人民代表大会(全人代)で中国政府は、「積極的な財政政策は、パフォーマンスを向上させるため、さらに精確(精准)に焦点を当て、持続可能なものにする」という基本方針を決め、財政赤字(対GDP比)を「2.8%前後」に引き下げ、地方特別債は3.65兆元を維持し、感染症対策特別国債はゼロのままとした。

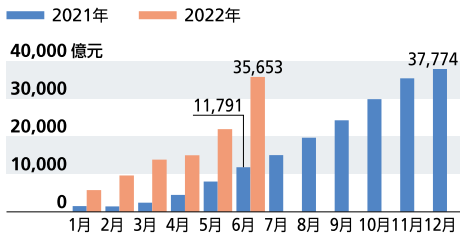
しかし、全人代後に起きたCOVID-19の感染拡大とそれに伴う景気失速で、このままだと成長率目標「5.5%前後」の達成が絶望的となってしまった。李克強首相は「高すぎる成長目標のために、大型の景気刺激策や過剰に通貨を供給する政策を実施することはない」と述べた一方で、第14次5ヵ年計画(2021~25年)などの計画に適合し、経済効果が期待できる有効投資の拡大には意欲を示した。そして、地方特別債の発行を急ぎインフラ投資促進に乗り出した。上半期の純増額は既に前年通期並みに達している[図表4]。

但し、不動産規制を強化したこともあって、地方政府のもうひとつのインフラ投資の主力財源である土地譲渡収入の伸びは鈍く、前年同月時点より1.3兆元ほど進捗が遅れている[図表5]。

そこで中国政府はインフラ基金の設立や政策銀行の貸出枠増加に加えて、8月24日の国务院常务会议では地方特別債を5千億元余り追加発行することを決めた。

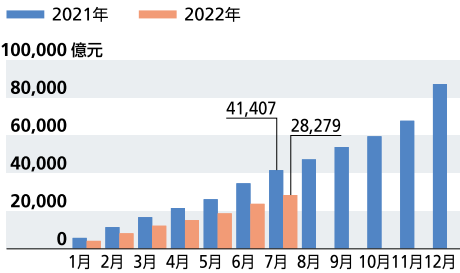
〔図表4〕地方特別債残高の増加ピッチ

資料：CEIC（出所は中国財政部）のデータを元に筆者作成



〔図表5〕土地譲渡収入の増加ピッチ

資料：CEIC（出所は中国財政部）のデータを元に筆者作成



それでも土地譲渡収入の不足を補えないようなら、23年度分の地方特別債を年内に前倒して発行することもあり得る。

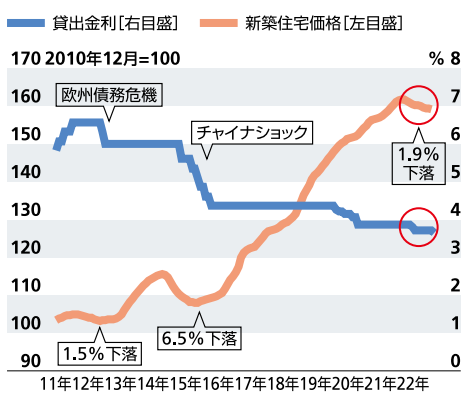
第二に金融政策である。今年3月に開催された全国人民代表大会（全人代）で中国政府は、「通貨供給量・社会融資総量（企業や個人の資金調達総額）の伸び率が名目GDP成長率とほぼ一致」と前年と同じ基本方針を掲げた上で、「流動性を合理的かつ十分に維持する」と付け加え、景気を支えるスタンスを打ち出した。そして、預金準備率を引き下げるなど量的な金融緩和を実施、1-6月期の通貨供給量・社会融資総量は名目GDP成長率（前年同期比6.3%増）を上回る伸びを示した。

一方、利下げに関しては今のところ慎重な姿勢を守っている。「不動産を短期的経済刺激の手段としない」という位置づけを堅持し、事実上の政策金利とされるLPR（ローンプライムレート）の引き下げは小幅にとどめている。景気をテコ入れするだけなら、大幅利下げで不動産を短期的経済刺激の手段として使うのが有効と十分に心得ている中国政府だけに、今後の金融運営が注目される〔図表6〕。

第三にゼロコロナ政策である。周知のとおりCOVID-19の感染拡大が世界で初めて起きたのは中国の武漢（湖北省）で、20

〔図表6〕新築住宅価格と貸出金利の推移

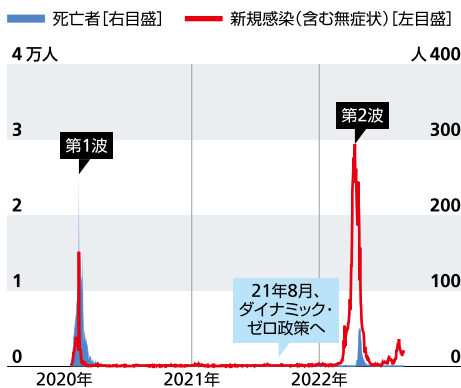
資料：CEIC（出所は中国国家統計局、中国人民銀行）のデータを元に筆者作成 注1：新築住宅価格は2010年12月を100とした指数、中国国家統計局の公表データを用いた筆者の推定値 注2：貸出金利は2019年7月までは貸出基準金利（1年）、その後はLPR（ローンプライムレート、1年）



年1~2月のことだった。しかしその第1波のあと、中国政府はゼロコロナ政策で感染を抑え込み、新規感染は多くても3百名を超えず、死亡者もほとんど無い状態が2年近くに渡って続いていた〔図表7〕。ところが、今年3月にオミクロン株に切り替わったタイミングで第2波が襲来し、4月中旬には無症状を含めると1日で3万人近い新規感染が確認され、死亡者も累計600名近くに達した。そしてこの第2波に中国政府がゼロコロナ政策で対応したため、中国経済は前述のように失速することとなった。

〔図表7〕COVID-19の新規感染と死亡者

資料：中国国家衛生健康委員会のデータを元に筆者作成



それでは今後も中国政府はゼロコロナ政策を堅持するのだろうか。これまでのところウィズコロナ政策に舵を切る見通しは立っていない。しかし、その前提条件は整いつつある。①ワクチン接種が34億回を超え、飲み薬の供給にもメドが立ってきたこと、②2021年8月に「ダイナミック・ゼロ（动态清零）」と呼ぶようになり、それま

でのゼロコロナ政策を軌道修正し始めたこと、③感染症対策の第一人者（鍾南山氏）がゼロコロナ政策の長期継続に否定的見解を示したこと、④復旦大学などの研究チームが高齢者のワクチン接種率を引き上げ、抗ウイルス療法を推進し、マスク着用など厳格な非医療介入を行えば、死亡者を平年のインフルエンザで発生する8.8万人程度に抑えられると指摘したこと、⑤そして何よりも世界のほとんどの国がウィズコロナ政策に移行する中で、中国だけがゼロコロナ政策を堅持すれば、経済的に「鎖国状態」に陥る恐れがあることである。

但し、いまウィズコロナ政策に移行すれば、インフルエンザ並みに抑えられたとしても9万人近い死亡者を出すことになるため、重要会議「共産党大会」の前に舵を切るのは難しいだろう。欧米先進国では数々の大波（日本では第7波）を経験し、死亡者急増という修羅場を乗り越えて、防疫と経済活動のバランスが大切との世論が形成され、ようやくウィズコロナ政策に移行する心構えができてきた。しかし、まだ第2波の中国ではそうした修羅場を乗り越えた経験が少なく、そうした世論も形成されていない。さらに、ゼロコロナ政策を堅持したことで、欧米先進国よりも遥かに少ない死亡者数に抑制できたという誇りや〔図表8〕、中国経済を世界に先駆けてV字回復させたという自信が邪魔する面もある。

したがって、ウィズコロナ政策への移行は早くても来春以降だろうが、「ダイナミック・ゼロ」の旗印の下、それよりも早く黙って（宣言せずに）軌道修正する可能性もあるだけに注視は怠れない。

〔図表8〕COVID-19の死亡者数（22年8月時点）

資料：WHOのデータを元に筆者作成

	死亡者数(人)	比率
世界全体	6,469,458	100.0%
米国	1,033,467	16.0%
英国	187,761	2.9%
フランス	150,523	2.3%
ドイツ	147,404	2.3%
日本	39,564	0.6%
中国	24,806	0.4%

# ウクライナ侵攻後のロシア経済

— 制裁は効いているのか



経済研究部 准主任研究員 高山 武士  
takayama@nli-research.co.jp



たかやま・たけし  
06年 日本生命保険相互会社入社  
09年 日本経済研究センターへ派遣  
10年 米国カンファレンスボードへ派遣  
11年 ニッセイ基礎研究所 14年 日本生命保険相互会社  
20年 ニッセイ基礎研究所(現職)

## 1—— 経済・金融制裁の影響

ロシアがウクライナに軍事侵攻を開始し、半年以上が経過した。

西側諸国は軍事侵攻を受けて協調してロシアに迅速かつ厳しい経済・金融制裁を課してきた。具体的には経済(貿易)面では半導体などの戦略物資のロシアへの輸出停止やロシア産資源の輸入停止、金融面ではロシアの個人・企業・銀行(中銀含む)の資産凍結や一部銀行の国際決済網からの排除などが挙げられる。

制裁は、ロシアの物資・戦費調達を困難にし、経済・金融面から戦争を続けることを難しくさせることを目的としている。ロシアにとっては西側諸国との貿易縮小や輸入品の価格上昇を通じて実体経済にマイナスの影響が及ぶことが想定される。また、制裁ではないが外資系企業がロシアでの事業停止やロシアから撤退することは生産力の低下につながる可能性がある。

一方で戦争開始から天然ガス価格などの価格が高騰している。ロシア側に立てば主要輸出品目の価格上昇は、交易条件の改善を通じて実体経済にプラスの恩恵を得ることができる。

戦争が長期化し、西側諸国の制裁やロシア側の対抗措置が強化されるなか、戦争開始後のロシアの実体経済に関するデータも明らかになってきた。ここでは、主にロシア政府や中銀が公開しているデータをもとに、戦争開始後のロシア経済の現状を確認していきたい。

ただし、そもそもロシアの公的統計の信頼性に疑問を呈する向きがある点は留意事項として補足しておきたい。

さて、次節で実際の統計データを確認

していき、その前に、戦争や制裁によって想定される影響を概観しておく、次のようになるだろう。

ロシアはエネルギーの輸出国としての存在感が大きく、資源輸出が経済成長の原動力になっている。ロシアはエネルギーを武器に西側諸国(特にエネルギーをロシアに依存してきたEU)に揺さぶりをかけることができるが、エネルギー輸出の減少はロシアの成長率低迷に直結する。

他方、輸入に関する制裁の影響はより複雑と言える。ロシアにとって経済制裁により輸入が困難になったモノやサービスについて、質は悪化したとしても国内品への代替が進み国内需要が増加すると、消費者の満足度は低下するかもしれないが、ロシアの国内生産は増加し、GDPを押し上げる可能性がある。一方で、輸入品の価格上昇や生産力の低下により生産コストが増加して、物価が上昇すると購買力が低下して国内生産が減少する可能性もある。

中長期的には輸入(モノ)の減少だけでなく外資系企業の撤退や、戦争や制裁によって将来的にヒトやカネ、技術が集まりにくくなることによる影響が増すとみられる。

このように経済・金融制裁の影響は様々なものが想定されるが、必ずしも足もとのマクロ経済指標の悪化に直結しない可能性がある点に留意が必要だろう。

加えて、ロシアも西側諸国の経済・金融制裁への対抗措置として、主力輸出品目(エネルギーや食料など)を武器に揺さぶりをかけつつ、西側諸国の「脱ロシア」による影響を軽減するために代替貿易先(輸出側では代替市場、輸入側では調達源)の確保や、国内での生産力強化による経済の下

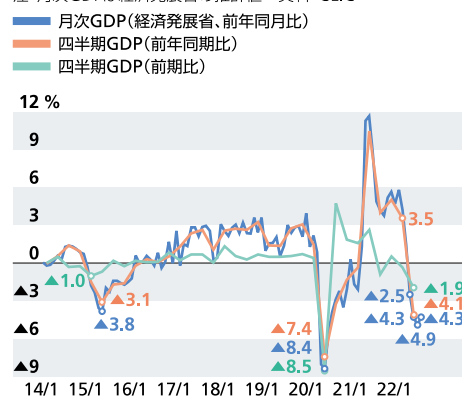
支えを図っている。

## 2—— ウクライナ侵攻後の経済状況

まず、ロシア経済の状況を概観するために、経済発展省が公表する月次データのGDP成長率の推計値を確認したい。年明け以降の実質成長率は前年同月比で、1月5.7%→2月4.1%→3月1.3%→4月▲2.8%→5月▲4.3%→6月▲4.9%→7月▲4.3%と推移している[図表1]。月単位で見ると戦争開始直後から成長率が急速に鈍化し、6月時点では大幅なマイナスとなったが、7月のマイナス幅はやや縮小している。

[図表1] ロシアの実質GDP成長率

注: 月次GDPは経済発展省の推計値 資料: CEIC



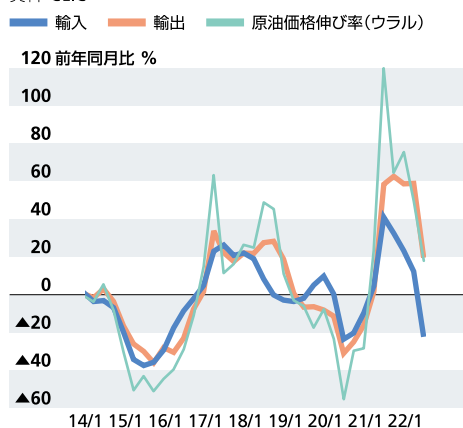
次に物価の状況を確認すると、消費者物価指数は22年1月の前年同月比8.7%から、戦争開始後の4月には17.8%まで急上昇した。足もとでは物価上昇圧力が軽減しているが、依然として前年同月比で2桁台の上昇率となっている。戦争開始直後は、ルーブル安に転じたことがインフレ加速の一因だったが、その後にルーブル安が改善しても2桁台のインフレが継続しているのは、制裁を背景にした物資不足や国際的な商品価格の上昇という影響が継続しているためと考えられる。

高インフレで実質賃金の伸びは大きく押し下げられているため、消費への悪影響が想定される。ただし、ロシア政府はこうした状況を受けて、最低賃金の引き上げ、年金増額、子どものいる家計への補助金支給などを実施し、景気の下支えを図っている。

続いて貿易については、ロシア中銀が公表する国際収支統計で確認できる経常収支項目(四半期ごとの財・サービスの合計データ)を確認したい。なお、貿易データは西側諸国が課した経済制裁の効果とも直接関係するため、注目されるところであるが、ロシア連邦税関局が貿易統計の公表を停止しているため、戦争開始後の詳細な貿易データは入手できない。

国際収支統計によると前年同期比では、1-3月期には財・サービス輸出(ドル建て)の伸び率は58.8%、同輸入は12.3%であり、前期(21年10-12月の輸出の伸びは58.8%、輸入の伸びは23.4%)と比較しても堅調に推移していたが、4-6月期は輸出が20%、輸入が▲22%となり、輸出の伸びが急鈍化し、輸入についてはマイナスに転じている(ただし4-6月期はロシア中銀が公表する推計値ベース、図表2)。

[図表2] ロシアの財・サービス輸出入と原油価格伸び率

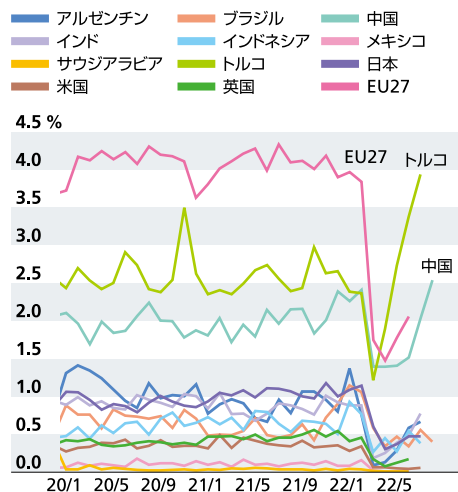


ロシア中銀は、輸出に関して、石油輸出のうちEU向け供給が減少する一方で、トルコやアジア(中国、インド)向け供給がその一部を相殺、天然ガス輸出はEU向けの供給が減少する一方で、中国向けがその

減少の一部を相殺していると評価している。また、輸入についてはEUを中心とした西側諸国の制裁による影響(ハイテク部品のロシア向け供給の禁止)が生じているほか、外資系企業が撤退したことによる悪影響も見られると評価している。

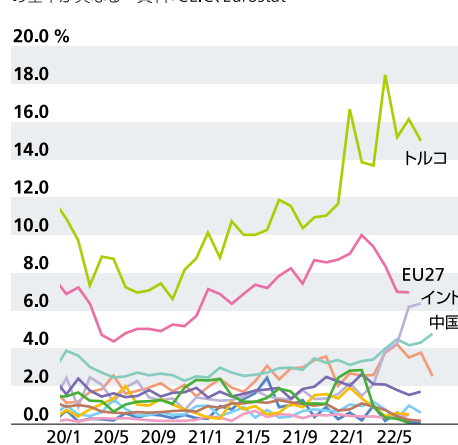
[図表3] 主要国の対ロシア貿易シェア(輸出)

注: 全輸出金額に占める対ロシア輸出金額のシェア、国により通貨などの基準が異なる 資料: CEIC, Eurostat



[図表4] 主要国の対ロシア貿易シェア(輸入)

注: 全輸出金額に占める対ロシア輸出金額のシェア、国により通貨などの基準が異なる 資料: CEIC, Eurostat



一方、戦争により主要国の対ロシア貿易がどのように変化したかを、主要国が公表する貿易統計から確認すると(図表3・4)、特に対ロシア輸出(ロシアから見ると輸入)について、戦争開始直後に多くの主要国がロシア向け輸出シェアを減少させていることが分かる。対ロシア輸入(ロシアから見ると輸出)は、特にEUでの減少が目立つ。一方で、足もとではトルコや中国などはロシア向け輸出を増加させており、トルコやインド、中国がロシア向け輸入シェアを増加させている。ただし、前述の通

り、金額ベースで見ると、4-6月期時点では全体の財・サービス輸出は伸びの急減、財・サービス輸入ではマイナス成長となっていることから、ロシア中銀が述べたとおり、これらの国との貿易による相殺は現時点ではあくまでも「一部」にとどまっているということになるだろう。

### 3 今後の注目点

以上、戦争後のロシアについて、実体経済の状況を中心に確認してきた。

総括すれば、ロシアは西側諸国の経済・金融制裁によって、実体経済面では景気の減速感が強まっていると評価できる。また、今後のロシア経済に関して、例えば、IMFは成長率を22年▲6.0%、23年▲3.5%、ロシア中銀は22年▲6.0-▲4.0%、23年▲4.0-▲1.0%と2年連続のマイナス成長を見込んでいる(いずれも7月時点の見通し)。

ただし、ロシア経済の将来は戦争や制裁の行方に大きく左右されるだろう。例えばG7では、ロシア産石油価格に上限を設け、上限以上の価格で取引する場合は船舶への保険提供を禁止し、実質的に高価格での石油取引を困難にすることが検討されている。上限設定措置が実施されれば、これまでロシア経済の成長を支えてきたエネルギー収入が抑制される可能性がある。また、欧州が痛みを伴いつつも来年にかけ、ロシアが代替貿易先を確保する前に、迅速に「脱ロシア」達成の目途を付けることができれば、来年以降、ロシアはエネルギー輸出の大きな市場を失うことになる。これらはいずれもロシア経済の下押し圧力となる。逆に、石油価格の上限設定がうまく機能しない、あるいは「脱ロシア」が遅れば、ロシアのエネルギー収入の維持につながり、経済への悪影響も軽減されるだろう。

それだけに、この冬の欧州の「脱ロシア」の進展具合や、西側諸国のさらなる制裁措置とその実効性、代替貿易先としての中国やインドの動向が引き続き注目される。

# 2022・2023年度経済見通し

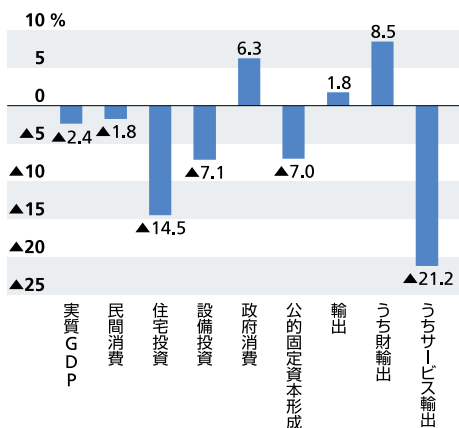
  
 経済研究部 経済調査部長 齋藤 太郎  
 tsaito@nli-research.co.jp

## 1—— 実質GDPはコロナ前の水準を上回る

2022年4-6月期の実質GDPは、前期比0.9%（年率3.5%）と3四半期連続のプラス成長となった。まん延防止等重点措置の終了を受けて、外食、宿泊などの対面型サービスを中心に民間消費が前期比1.2%の高い伸びとなったことが、プラス成長の主因である。高水準の企業収益を背景に設備投資が前期比2.0%の増加となったことも成長率を押し上げた。

2022年4-6月期の実質GDPは2019年10-12月を0.6%上回り、ようやくコロナ前の水準を回復した。しかし、日本は消費税率引き上げの影響で2019年10-12月期に前期比年率▲11.3%の大幅マイナス成長となっており、新型コロナウイルス感染症の影響が顕在化する前に経済活動の水準が大きく落ち込んでいた。直近のピークである2019年4-6月期と比較すると、2022年4-6月期の実質GDPは▲2.4%、民間消費は▲1.8%低い[図表1]。経済の正常化までにはかなりの距離があるといえるだろう。

[図表1] 直近のピークと比べた経済活動の水準  
 注：直近のピーク(2019年4-6月期)と比べた2022年4-6月期の水準  
 資料：内閣府「四半期別GDP速報」



## 2—— 海外経済の減速が鮮明に

世界経済は、ここに来て減速傾向が鮮明となっている。

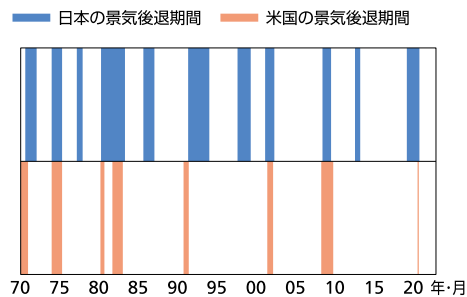
コロナ禍からの回復ペースが速かった米国の実質GDPは、2022年1-3月期に続き、4-6月期もマイナス成長となった。2四半期連続のマイナス成長は、一般的にテクニカル・リセッションとされる。正式な景気循環は、全米経済研究所(NBER)が判断するが、その際に重要視する雇用、個人消費などの経済指標は概ね堅調を維持している。テクニカル・リセッションが必ずしも景気後退を意味するわけではない。ただし、FRBは景気後退を招くとしても、インフレ抑制のために金融引き締めを継続する姿勢を示しており、ソフトランディングのハードルは上がっている。

1970年以降の日米の景気循環を振り返ると、円高不況の1980年代半ば、消費税率引き上げ時の1997年のように、日本だけが景気後退に陥った例はある。その一方で、米国が景気後退局面入りした時には必ず日本も景気後退に陥っている[図表2]。米国が景気後退を回避できるかどうか、日本経済の先行きを大きく左右することになりそうだ。

米国以上に景気後退の可能性が高いのはユーロ圏だ。ユーロ圏経済は、インフレ抑制のための金融引き締めに加え、ロシアのガス供給削減による悪影響が大きいことから、景気後退に陥ることが予想される。さらに、ロックダウンの影響で2022年春に急速に悪化した中国経済は、先行きについても「ゼロコロナ政策」による下振れリスクの高い状況が続く公算が大きい。

[図表2] 日米の景気循環

資料：内閣府、NBER



日本の輸出ウエイトで加重平均した海外経済の成長率は、新型コロナウイルスの影響で2020年に▲2%程度のマイナスとなった後、2021年はその反動で6%程度の高い伸びとなったが、2022年は3%程度へと大きく減速することが見込まれる。2023年は、中国が持ち直すものの、米国、ユーロ圏はさらなる減速が予想される。日本から見た海外経済の成長率は3%台半ばにとどまり、引き続き1980年以降の平均成長率の4%程度を下回るだろう。

輸出は2020年度に前年比▲10.0%と大きく落ち込んだ後、2021年度は同12.5%の高い伸びとなった。2022年度は円安による押し上げはあるものの、海外経済減速の影響が大きく、前年比1.9%と伸びが大きく鈍化し、2023年度も同1.7%と低い伸びが続くことが予想される。

## 3—— 実質GDP成長率の見通し

原油高、円安に伴う輸入物価の大幅上昇を主因として、消費者物価の上昇ペースが加速している。物価高による2022年度の家計負担は、一世帯当たり10万円程度(勤労者世帯)と試算される。

一方、コロナ禍の度重なる行動制限によって家計には過剰貯蓄が積み上がっている。2019年と比べた2020、2021年の



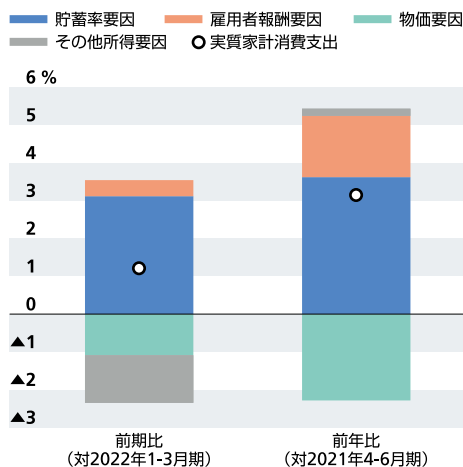


さいとう・たろう  
92年日本生命保険相互会社入社。  
96年ニッセイ基礎研究所、19年より現職。  
12年から神奈川大学非常勤講師(日本経済論)を兼務。  
優秀フォーカスターに8回選出。

貯蓄増加額のうち、貯蓄率の上昇によって生じた部分を過剰貯蓄とみなした場合、勤労者世帯の過剰貯蓄は2020年が39万円、2021年が30万円、合計69万円となる。物価高の負担を過剰貯蓄が大きく上回っており、貯蓄率の引き下げや積み上がった貯蓄の取り崩しによって、物価高の悪影響を緩和することが可能である。

実際、まん延防止等重点措置終了後の個人消費は、消費者物価上昇率が2%台へと大きく高まる中でも、コロナ禍で急速に落ち込んだ外出、旅行などの対面型サービスを中心に明確に回復している。2022年4-6月期の実質家計消費支出は前期比1.2%、前年比3.2%の高い伸びとなった。家計消費デフレーターの上昇(前期比1.1%、前年比2.3%)が消費の下押し要因(物価要因)となったが、行動制限の解除に伴う貯蓄率の低下が消費を大きく押し上げた[図表3]。

[図表3] 実質家計消費支出の変動要因(2022年4-6月期)  
注: 物価は家計消費デフレーター、その他所得は財産所得、所得税、社会給付等  
資料: 内閣府「四半期別GDP速報」、  
「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報(参考系列)」



先行きについては、海外経済の低迷が続く可能性が高いため、輸出による押し上

げは当面期待できないが、緊急事態宣言などの行動制限がなければ、高水準の家計貯蓄や企業収益を背景とした民間消費、設備投資の増加を主因として、プラス成長が続くことが予想される。ただし、金融引き締めに伴う米国経済の急減速、ゼロコロナ政策継続による中国経済の下振れ、ウクライナ情勢の深刻化、冬場の電力不足による経済活動の制限、新型コロナウイルス感染拡大時の政策対応の不確実性、など下振れリスクは大きい。

実質GDP成長率は、2022年度が1.8%、2023年度が1.6%と予想する。

2022年4-6月期の実質GDPは、コロナ前(2019年10-12月期)の水準を0.6%上回ったが、直近のピークである2019年4-6月期の水準を回復するのは2024年1-3月期になると予想する。

#### 4——消費者物価の見通し

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は、2022年4月以降、前年比で2%台前半となっている。これまでコアCPIを大きく押し上げてきたのは、原油高に伴うエネルギー価格の大幅上昇だったが、ここに来て上昇ペース加速の主因は食料品(除く生鮮食品)へと移っている。

食料品(除く生鮮食品)の上昇率は直近2ヵ月で1.0ポイントの急拡大となり、7月には前年比3.7%となった。川上段階の物価は、輸入物価が前年比で30%程度、食料品の国内企業物価が前年比で5%台の高い伸びとなっている。川上段階の物価上昇を消費者向けの販売価格に転嫁する動きがさらに広がることにより、食料品(生鮮食品を除く)の伸びは4%台まで高まる

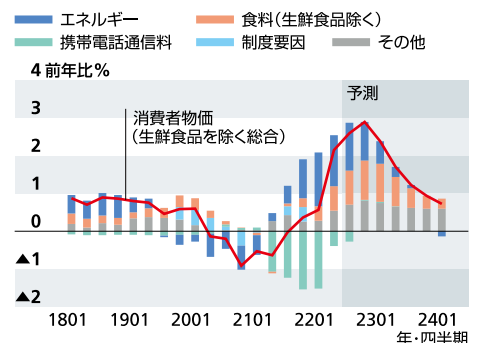
可能性が高い。

コアCPIは、食料品の上昇ペースが一段と加速すること、円安に伴う輸入物価の上昇を受けて、日用品や衣料品など幅広い品目で価格転嫁の動きが広がることから、上昇率の拡大傾向が続き、携帯電話通信料の値下げの影響一巡、火災・地震保険料の引き上げが見込まれる2022年10月には3%台となることが予想される。

ただし、物価上昇のほとんどは、原材料価格の大幅上昇を販売価格に転嫁することによって生じたものであり、消費者物価指数の約5割を占め、賃金との連動性が高いサービス価格は低迷が続いている。春闘賃上げ率は2022、2023年と改善が続くものの、ベースアップでみればゼロ%台の低い伸びにとどまることが見込まれる。サービス価格の上昇を通じて物価の基調が大きく高まることは期待できない。原材料価格高騰による上昇圧力が一巡することが見込まれる2023年度後半には、コアCPI上昇率はゼロ%台後半まで鈍化する可能性が高い。

コアCPI上昇率は、2022年度が前年比2.5%、2023年度が同1.1%と予想する[図表4]。

[図表4] 消費者物価(生鮮食品を除く総合)の予測  
注: 制度要因は、消費税、教育無償化、Go Toトラベル事業  
資料: 総務省統計局「消費者物価指数」  
2004までは2015年基準、2101以降は2020年基準



# グリーンウォッシュを乗り越える

ESGを単なるブームにしないために



金融研究部 取締役 研究理事 兼 年金総合リサーチセンター長 兼 ESG 推進室長 徳島 勝幸

k-toku@nli-research.co.jp



とくしまかつゆき

86年日本生命保険相互会社入社。08年ニッセイ基礎研究所。資産運用関係業務に25年以上に渡って従事し、証券アナリストジャーナル編集委員や複数の公的共済組合等で運用に関する委員を務める。主な著書に「図解入門 よくわかる 最新 年金の傾向と対策」(共著)。

## 1—— ESGに対する批判は不可避だが

近年の世界的なESGの盛り上がりについては、手放して喜んで良いことだけではない。本能的な反発や的外れな批判も少なくなく、よく耳を傾ける必要があるだろう。そのためには、ESGの根本や本質を十分に理解しておきたい。単に、他の企業が取り組んでいるから、他の投資家が主張しているから、など横並びで取り組むだけでは、批判に対して及び腰にならざるを得ない。

ESGやSDGsは地球や社会のために取り組むものであり、中長期的には、企業の持続可能性を高め、投資家に収益をもたらすものである。ESG投資によって市場インデックスと同等のパフォーマンスを得られるのであれば否定する必要がないし、中長期で超過収益をもたらす蓋然性が高いという考えが根底にある。

環境を悪化させて収益拡大のみを目指す行為は、公害の発生で否定されている。投資においても同様であり、儲けるためなら何をしても良いという考えは、現代の資本主義にそぐわない。その一方で、ESGなどの基準となる考え方は、時代によって変遷する。何がESGやSDGsの観点に合うものかどうかは、人々の意識や環境、状況などによって変わり、決して長期間に固定されたものではない。

## 2—— グリーンウォッシュを乗り越える

ESGに対する批判の一つに「グリーンウォッシュ」がある。金融庁のサステナブルファイナンス有識者会議報告においては、

“環境改善効果が伴わないにもかかわらず、あたかも環境に配慮しているかのように見せかけること”と指摘されている。

近年の投資信託の販売状況を見ると、“ESGファンド”が設定され、資金を集めている。様々な金融商品を通じて、ESGやSDGsに対する意識を高めることを否定しないが、一時的なブームに乗るだけであれば、単なるテーマ型ファンドのパターンに留まる。また、企業の余資運用においてESGファンドを購入してESG経営への取り組みを示す例があるように仄聞するが、投資を本業とする機関投資家とは異なり、一般的な企業は本業においてESG経営を志向するべきである。

「グリーンウォッシュ」の動きが少なからず見られる背景には、企業側も投資家側も、ESGやSDGsにおける本質的な意義を十分に理解せず、表面的に取り組んでいることがあるのだろう。ESGなどに中長期的に取り組むことは、企業収益の拡大のみを目指すものでなく、経済や社会における存在意義を高めることにも繋がっているのである。

## 3—— 名ばかりのESGを排する

ESGやSDGsの本質は、利己的な動きに留まることなく社会や地球全体を良くしたいという善なる発想にあるが、グリーンウォッシュはそれを逆手にとって、利を得ようとするものである。実態を伴わないものにグリーンボンドなどのラベルを得る行為は、断固として排除されなければならない。投資家の一部は、ラベルに依拠して投資意思表明をすることに積極的になっ

ているが、重要なのは投資による効果であり、発行体の信用力やグリーンボンドの仕組みが十分でない場合には、投資を見送ることが必要である。

グリーンウォッシュを排除するために必要なのは、市場参加者の意識と目である。オピニオンを公表している認定機関が適切な判断を下しているか、利益相反の状況にないかといった視点は重要である。また、債券発行以降に発行体が十分な情報開示を行っているかどうかも重要である。グリーンボンドなどに投資することは、投資家自らが継続的な確認を行う責務を負っていると考える必要があろう。

名ばかりのESGやSDGsを唱え、社会や地球の改善だけを主張することは、良識ある営利企業の行う行為ではない。政府系機関やNPO、宗教団体などに任せればよい。企業も機関投資家も、あくまでも収益獲得を目的とする法人であり、ESGやSDGsを唯一の目的にすることは好ましくない。

近年は、若年層がESGやSDGsを強く意識しているとされるが、本質を理解せずに、TVで見たから、学校で教わったから、といった表層的な取り組みに留まるのであれば、熱し易く冷め易い活動でしかない。若者だけではない。企業もESG経営のみを行えば良いのではない。ESG投資やESG経営を意識しても、主となる目的は中長期的に、かつ、継続的に「利潤を獲得する行動」が、資本主義の根幹であることを忘れてはならない。

# とうとう1ドル145円突破、円安が終わる条件は？

**1** ドル139円台で始まった今月のドル円は、その後大幅な円安ドル高となり、たびたび145円の節目に肉薄した。予想を上回る米経済指標、とりわけ物価上昇率の高止まりを受けて米利上げ積極化観測が高まったためだ。直近では、昨日のFOMCでの大幅利上げと政策金利見通しの引き上げ、本日の日銀決定会合での金融緩和維持を受けて日米金融政策の格差が鮮明化したことで一時145円を突破し、足元も144円台後半で推移している。一方で、日本の当局による円買い為替介入への警戒感が円安の一定の抑制材料になっている。

今後も物価の抑制を急ぐFRBから利上げに積極的な情報発信が相次ぐと見込まれることから、しばらくドルが上値を探る時間帯が続きそうだ。1998年につけた147円66銭を突破する可能性もある。円安が続けば日本単独での円買い介入の可能性が高まるが、効果は一時的・限定的に留まるだろう。

日銀の緩和姿勢や日本の多額の貿易赤字という円安材料の存続が見込まれるなか、円安基調が終わりを迎えるにはドル安圧力の高まりを待つしかない。この点、時期については不確実性があるものの、今年終盤には、米国経済の停滞感が強まる一方でインフレの鈍化期待が高まるほか、米中間選挙でのネジレ発生に伴って政治停滞懸念も台頭することでドル安圧力が高まってくる可能性が高いと見ている。これを受けてドル円はやや下落し、3ヵ月後の水準は140円前後になると見込んでいる。

今月はユーロ円でも円安が進行している。ガス不足やインフレ、ウクライナ情勢の緊迫に伴う欧州経済の先行き懸念がユーロの重荷になったものの、利上げに転じたECBと緩和を堅持する日銀との差がユーロの追い風となり、足元は142円台前半にある。今後もECBの利上げ継続がユーロの支援材料となるものの、既に市場の織り込みは進んでいる。一方で、冬場を迎え、ガスの不足や価格高騰による欧州経済の後退懸念がさらに強まることで、ユーロは下押しされると見ている。3ヵ月後の水準は140円前後と予想している。

今月の長期金利は米金利上昇、円安に伴う日銀緩和縮小観測を受けてやや上昇し0.25%付近での推移となっている（直近は取引未成立）。今後も米利上げ観測等に伴う金利上昇圧力は続くが、日銀が指値オペなどを駆使して抑え込むだろう。3ヵ月後の水準も現状比横ばい圏と見込んでいる。

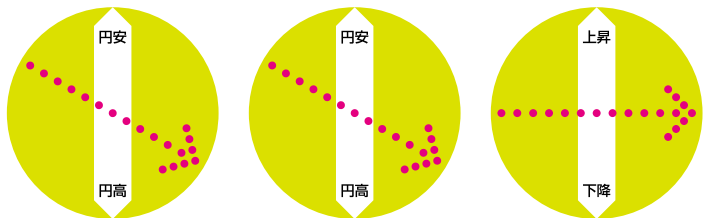


上野エコノミスト **上野 剛志**  
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

1998年日本生命保険相互会社入社、  
2001年同財務審査部配属、  
2007年日本経済研究センターへ派遣、  
2008年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、  
2009年ニッセイ基礎研究所。



## Market Karte October 2022



ドル円・3ヵ月後の見通し    ユーロ円・3ヵ月後の見通し    長期金利・3ヵ月後の見通し

ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



ユーロ円為替レートの推移 [直近1年] 資料:ECB



長期金利(10年国債利回り)の推移 [直近1年] 資料:日本証券業協会



レポートアクセスランキング

- 1 円安が急反転、今後の行方はどうなるか？  
上野 剛志 [エコノミストレター | 2022/8/5号]
- 2 新型コロナウイルスと保険金支払  
—「自宅療養」「みなし陽性」「自主療養」、  
入院給付金は支払われるのか  
有村 寛 [基礎研レポート | 2022/4/26号]
- 3 円安は一体いつまで続く？  
～円安終了の条件と見通し  
上野 剛志 [エコノミストレター | 2022/5/6号]
- 4 老後のための2,000万円をどうやって確保するか  
—目標金額の2,000万円を超えたら、何をすべきか  
熊 紫云 [基礎研レポート | 2022/8/23号]
- 5 住宅ローン利用者は金利上昇に対して  
どのように備えるべきか  
福本 勇樹 [基礎研レポート | 2022/8/31号]

コラムアクセスランキング

- 1 外国人観光客数を回復させるために  
～感染拡大に備えた上で、水際対策を緩和するべき  
安田 拓斗 [研究員の眼 | 2022/9/2号]
- 2 若年層へのハラスメント社会の危機  
—人口動態が示すアンコンシャス・バイアスの影—  
天野 馨南子 [研究員の眼 | 2022/9/9号]
- 3 悪くない金融庁のNISA拡充要望  
～バランスが良い一本化だが懸念も～  
前山 裕亮 [研究員の眼 | 2022/9/6号]
- 4 セカンドライフの空洞化問題(3)  
—一定年と生き方モデル  
前田 展弘 [研究員の眼 | 2022/9/5号]
- 5 米国株式、円建てだと今後どうなる？  
～景気後退なら株価下落と円高の二重苦も～  
前山 裕亮 [研究員の眼 | 2022/7/28号]

ニッセイ基礎研究所のホームページで検索されたレポートの件数に基づきランキングです。《アクセス集計期間22/8/22-22/9/18》

[www.nli-research.co.jp](http://www.nli-research.co.jp)



変わる時代の確かな視点

1日あたり原油生産量と石油消費量の多い国 [10月6日は石油の日]

Source : BP Statistical Review of World Energy 2021 Design : infogram©

