

潮 流

トランプノミクスの今後の展開

取締役調査第二部長 新谷 弘人

トランプ政権が1月20日始動した。就任して日が浅く、断片的な情報が飛び交い、政権の目指す政策の全体像はいまだ把握しがたい。しかし、政治経験がなくアウトサイダーを強調し、これまでのワシントンの政治手法を根底から覆すことを志向しているのは明らかであり、政治・外交・安全保障のみならず経済面においても、新しいモデルが展開されるのかもしれない。経済のグローバル化の契機となった89年のベルリンの壁崩壊以来の転換期にあるとの見方もある。

あわせて経済政策（トランプノミクス）も始動した。就任初日に署名した大統領令が、オバマケアの改廃に向けたものであることに象徴されるように、前政権を含めこれまでの経済政策の歴史なり実績を真っ向から否定するスタンスのようである。

トランプ氏の当選以降、金融市場は、当初1か月間はドル高・金利上昇・株価上昇で反応した。相対的に好調で雇用も引き締まりつつある米国経済を、インフラ投資や減税など財政政策でさらに刺激を与えること、またエネルギー・環境や労働・金融に関する規制緩和を進めるとみられることを好感したものだ。トランプノミクスのプラスの側面である。しかし、その後は、ツイッターでの海外移転企業への個別攻撃など、大統領らしからぬ振る舞いもあってか、市場も気迷い状態である。「米国第一」「BUY AMERICAN」「HIRE AMERICAN」（米国製品を買って、米国に雇用を）に代表される通商面における保護主義的な傾向や、厳しい移民政策を懸念したものだろう。トランプノミクスのマイナスの側面である。

トランプノミクスは、レーガノミクス（レーガン元大統領、1981～89年の経済政策）とよく比較される。減税・規制緩和と金融引締めポリシー・ミックスが一見似ているからだろうか。石油ショックや日独の台頭により疲弊していた米国経済の再生をテーマとしていたという時代背景の類似性もある。トランプ氏自身が選挙期間中、意図的にレーガン元大統領のイメージと重ね合わせる戦略をとっていたこともあろう。しかし、トランプノミクスとレーガノミクスは相違点も多い。特に物価上昇と景気停滞というスタグフレーションにあえいでいた当時と、リーマンショックの傷が完全に癒えてはいないとはいえ、先進国では高い2%台の成長を実現している現在とは大きく異なる。

そもそもラストベルトなど一部地域の白人工場労働者の苦境への対応を、国境税などの税制や保護主義的な通商政策など国全体の経済政策に反映させようとしていることには疑問がある。米国はこれまで、製造業からハイテク産業・金融業へと戦略的に産業転換を行ってきた。一方、米国を本拠とする多くの多国籍企業が、グローバル経済を前提として大きな利益をあげ、米国に繁栄をもたらすことも国家としてのビジネスモデルだったといえる。

今後トランプ政権の経済政策の全体像が、これまでのような白人工場労働者を意識したものにとどまるのか、議会との間で減税やインフラ投資がどういった規模感で実施されるのか、大いに注目される。レーガン元大統領は2月に「AMERICA'S NEW BEGINNING」という経済再生プログラムを発表し、6月からの財政や減税関連法案の議会での審議を経て8月には大統領署名にこぎつけている。それでもレーガノミクスの効果はすぐには表れず、82年の中間選挙では共和党は苦戦を強いられた。

トランプ政権には、足もとの指標をみる限り米国経済の現状が改善基調にあるというアドバンテージがある。一方、保護主義に偏っているかにみえる経済政策をどのように展開させるのか、経済政策の全体像や新しいモデルをどうみせるのか、市場の催促も考慮すると残された時間はそう長くないのかもしれない。

保護主義への懸念の中、国内景気の持ち直しが進行

～ 金融市場ではトランプ旋風が一服、政策公表待ち～

南 武志

要旨

米国ではトランプ政権が発足、その動向に世界中が注目している。金融市場が期待する大規模な財政政策の全容はまだ見えない半面、「米国第一」を強調した保護主義的な態度への懸念が高まっている。こうした中、国内経済は輸出が牽引する格好で持ち直し傾向を徐々に強めている。消費動向はまだ鈍い動きとはいえ、消費者マインドの回復や所得増が継続しており、いずれ持ち直しが本格化し始めるだろう。さらに、17 年入り後には大型経済対策の効果も出てくることから、国内景気の回復傾向は今後強まっていくと予想される。

一方、内外金融市場は「株高・ドル高・金利上昇」といったトランプ相場が一服している。トランプ政権からはドル高牽制発言も出ており、その動きに注目する必要がある。また、今後ともトランプ政策によって米国金利が上昇傾向をたどる可能性があるが、日本銀行は政策効果を高めるため、「10 年ゼロ％」という長期金利操作目標を据え置くなど、現行政策を粘り強く継続するものと思われる。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2017年				
		1月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.049	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0560	0.04 ~ 0.06	0.04 ~ 0.06	0.04 ~ 0.06	0.04 ~ 0.06
国債利回り	10年債 (%)	0.075	-0.10 ~ 0.10	-0.10 ~ 0.10	-0.10 ~ 0.10	-0.10 ~ 0.10
	5年債 (%)	-0.105	-0.20 ~ 0.00	-0.20 ~ 0.00	-0.20 ~ 0.00	-0.20 ~ 0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	113.5	108 ~ 118	110 ~ 120	110 ~ 125	110 ~ 125
	対ユーロ (円/ユーロ)	121.7	110 ~ 130	110 ~ 130	110 ~ 130	110 ~ 130
日経平均株価 (円)		19,057	19,500 ± 1,500	20,000 ± 1,500	20,250 ± 1,500	20,750 ± 1,500

(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2017年1月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

下方修正が止まった世界経済見通し

1月16日に国際通貨基金(IMF)は世界経済見通し改訂版(World Economic Outlook Update)を公表した。全般的な見通しは前回10月から据え置かれており(17、18年の世界経済の成長率見通しは3.4%、3.6%)、この数年見られたような公表される度に下方修正される状況からは様変わりしてきた。なお、内容的に新興国が景気回復力を高めていくことが柱となっている。11月中旬以降、内外の金融資本市場は米大統領選で勝利したドナルド・トランプ氏が打ち出してきた財政政策への期待で沸き立ったが、IMFでは少なくとも現時点で、大規模なインフラ投資や大型減税の実現性は大きくない、もしくは保護主義的な政策と相殺されて世界経済

懸念される保護主義の動き

への波及効果は乏しい、等といった判断と推測される。

こうしたなか、20日にはトランプ政権が発足したが、就任演説では選挙戦を通じて主張した「Buy American and hire American（米国製品を買おう、米国民を雇おう）」の姿勢を改めて表明したものの、それら（特に後者）を実現するために市場関係者が期待していた財政政策に対する具体的な言及はあまりなく、むしろ「America First（米国第一）」や「Protection will lead to great prosperity and strength（保護が繁栄と力につながる）」などが印象に残った。要するに、歴代政権が推進してきた自由貿易・市場開放政策は米国の国益には反しており、今後は国内産業・雇用を保護する姿勢に改める、というスタンスが明確になっている。実際、トランプ大統領は就任早々、NAFTA（北米自由貿易協定）の再交渉と TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）からの永久離脱を表明している。

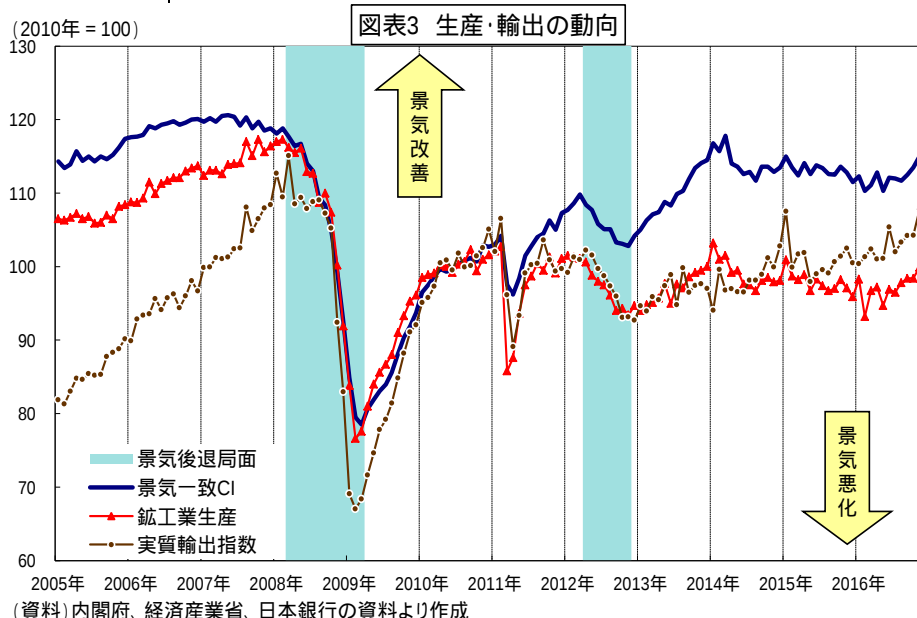
注目される経済政策の全容

以上のように「国際貿易のメリット」を否定し、世界経済秩序を大幅に変革しようとしているように印象づけたトランプ大統領であるが、その政策の全容が明らかとなるには予算教書（2月初旬）や上下両院合同会議での演説（2月末、一般教書演説に替わるもの）を待たなければならない。なお、仮にトランプ氏の主張に沿った経済政策が予算に盛り込まれたとしても、米議会では与党共和党が多数派であるとはいえ、伝統的に均衡財政主義の傾向が強いことから、規模は縮小される可能性もある。そうしたことも含めて、政策運営を巡ってはしばらくの間不透明感が払拭できず、金融市場も様子見姿勢が継続する可能性もありそうだ。



減産で原油価格は 上昇、先行き不安は 残る

さて、16年初には大きく下落し、世界経済の失速懸念を高めた原油価格であったが、16年11月に主要産油国間で減産合意がなされた（17年1～6月にかけてOPEC全体で日量120万バレル、非OPECで日量55.8万バレルの供給削減）ことから、原油価格は12月以降、概ね50バレル/ドル台前半で推移している。いよいよ1月からは減産が実施されたが、サウジアラビアは厳格に順守する意向を示している。一方、7月以降についてサウジは延長の必要性は小さいとしているほか、UAEは延長を決めるには時期尚早としている。また、国際エネルギー機関（IEA）では、原油価格の上昇を受けて北米シェールオイルの増産が始まっていると指摘するなど、期待通りに需給均衡が進まない可能性もないわけではない。



輸出が景気持ち 直しの牽引役

さて、国内経済に目を転じると、輸出主導での景気持ち直しが進行中である。10～12月期の実質輸出指数は前期比2.7%と3四半期連続の上昇で、上昇率の加速も見られた。まだ円高傾向が残っていたことを踏まえると、米国・中国などを代表とする主要輸出国経済が堅調な動きをしていたことを反映しているといえる。その影響を受けて、10～11月平均の鉱工業生産も7～9月平均を1.6%上回り、同時に在庫圧縮も進展していることが示された。夏場以降の増産によって、生産指数の水準はすでに消費税増税を控えた13年秋を超えている。加えて、11月の在庫率指数（在庫指数/出荷指数）もまた駆け込み需要の余韻が残る14年4月以来の水準まで低下、在庫調整は大きく進展したと評価できる。

また、GDP統計上ではまだ鈍さも残る民間設備投資ではあるが、

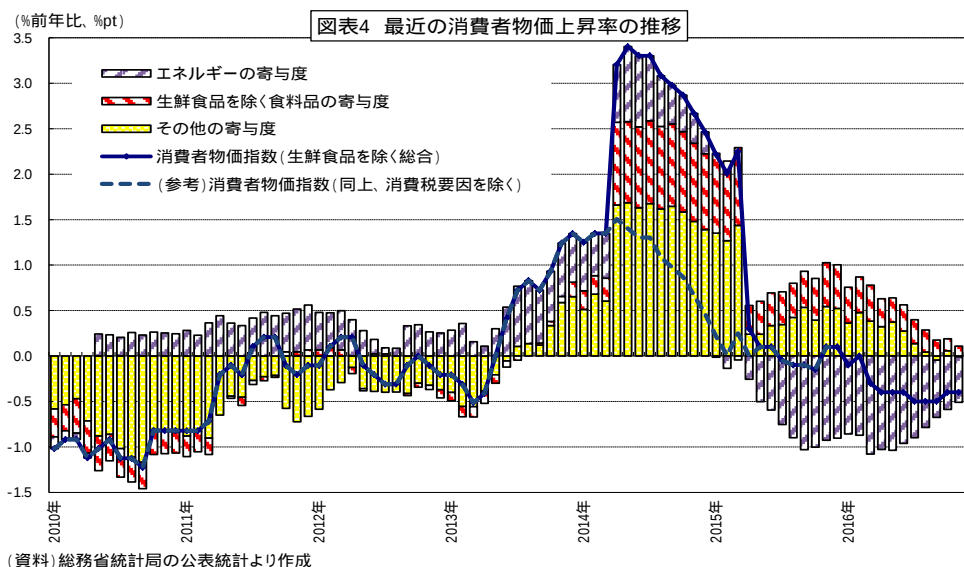
消費はやや足踏みも

景気の先行き： 17年入り後は回復傾向が強まる

関連指標とされる資本財出荷（除く輸送機械）では6ヶ月連続で上昇するなど、設備投資もまた持ち直しつつある。

一方、出遅れ感のある消費の持ち直しは依然順調とはいえない状況である。11月の消費総合指数（内閣府作成）は、生鮮野菜高騰の影響もあり、3ヶ月ぶりの悪化となり、10～11月平均は7～9月平均とほぼ横ばいとなってしまった。供給サイドのみの指標から作成される実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行作成）も同様に足元弱含んでいる。ただし、雇用増が続く中、雇用者報酬の堅調さが維持されているほか、消費者マインドの回復も継続中であることから、17年入り後にも民間消費は回復傾向を本格化させる可能性は依然高いだろう。

以上を踏まえると、世界経済の回復に伴う輸出増、労働需給の引き締まりによる家計所得の押し上げ効果や消費者マインドの改善による消費性向の回復、さらには第2次補正予算に盛り込まれた経済対策の効果などによって、17年入り後の国内景気は回復傾向を徐々に強めていくものと予想する。当然、今後明らかになるトランプ政策の具体的内容やその実現性、事実上スタートした17年春闘の妥結内容などには留意する必要があるだろう。



物価動向：縮小 に向かう下落率

さて、16年を通じて物価は弱含み状態が続いてきたが、原油価格の持ち直しや為替レートの円高解消の動きなどを受けて、下押し圧力が弱まってきた。実際、12月の東京都都区消費者物価では、石油製品が25ヶ月ぶりに前年比プラスとなり、物価の押し上げ要因に転じているほか、輸入物価もまた下落幅を急速に縮小させている。11月分の全国消費者物価（除く生鮮食品）では前年比▲0.4%

金融政策：しばらくは現状維持

と小幅ながらもマイナス状態であるが、17年初頭には再び前年比上昇に転じてくることはもはや既定路線といえる。その後も、緩やかにプラス幅を緩やかに拡大させていくと思われるが、企業の人件費抑制姿勢は依然根強いことから、物価安定目標である前年比2%の上昇率には届かない状態はしばらく続くだろう。

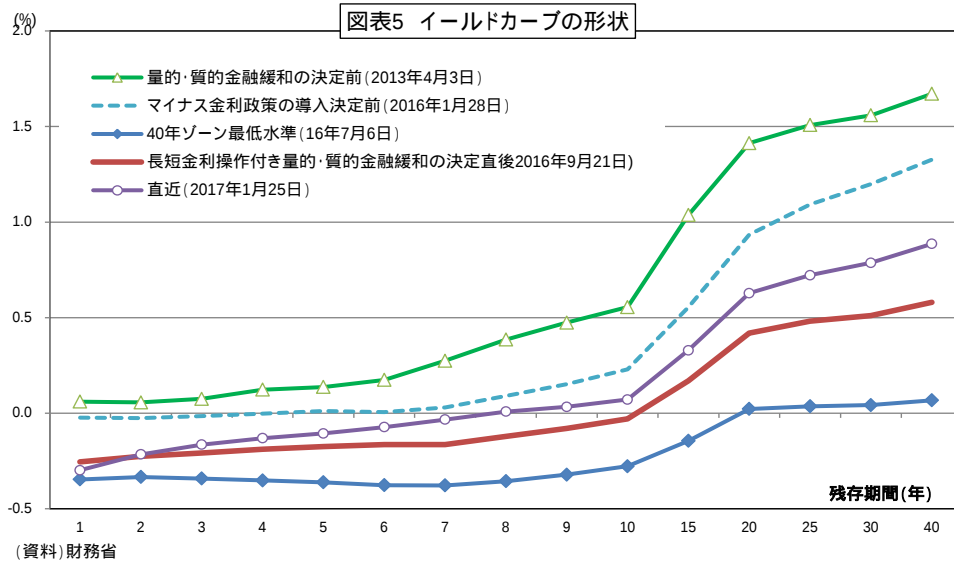
9月に日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の導入を決定、操作目標を「量」から「金利」へ戻したが、その後2回開催された金融政策決定会合でも現状維持の判断となった。なお、当面は保有残高の増加ペースは年間80兆円をめどとして国債買入れを行うとされたが、当初は金利低下圧力が発生していたことから、「ゼロ%程度」とした長期金利（10年国債利回り）の操作目標を誘導する上で、いずれ「量」は減額されとの見方が強かった。しかし、米大統領選後に米国の長期金利が急上昇した余波が日本国内にも及び、11月中旬以降、10年国債利回りがプラスに転じ、かつ上限と目される0.1%まで上昇する過程では、指値オペの実施や国債買入れ額の増額などで対応、とりあえずそれ以上の上昇をなんとか食い止めることには成功している。とはいえ、今後とも米国の金利上昇が続けば、日銀が「10年ゼロ%」を誘導するのは困難化するとの見方は根強い。

金利上昇圧力への対応に注目

しかし、こうした状況は日銀の金融政策にとって追い風ともいえる。改めて「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の経緯を考えると、イールドカーブの過度な低下、フラット化は経済活動に悪影響を及ぼすという副作用の存在を認める一方で、大規模な国債買入れ（量的緩和）とマイナス金利政策の組み合わせによって、実質金利を自然利子率以下まで引き下げることが可能であるとして、QQE+YCCが導入されたといえる。しかし、16年を通じて物価が下落してしまったこともあり、実質金利はプラス圏で推移し、かつ上昇基調をたどった。このことが、世界経済の成長テンポがなかなか高まらないことなどと合わさって、民間設備投資の本格回復を阻害した可能性は否定できない。

こうした中、物価上昇率のプラス化が始まりつつある。これは金融政策の効果を高める上で極めて重要である。日銀は名目金利を引き下げなくとも、長期金利をゼロ近辺に誘導するという現行政策を粘り強く継続していけば、再び実質金利を引き下げ、マイナス状態に戻せる可能性があるからである。これにより、民間設備投資などを刺激し始めるなど、实体经济への効果が高まること

が期待される。こうした点から、日銀は現行の緩和策を辛抱強く継続する可能性が高いと思われる。



金融市場：現状・見通し・注目点

トランプ相場の余波で国内金利に上昇圧力

11月中旬から12月中旬にかけて、先進国の金融市場はトランプ政策への期待から「ドル高・株高・金利上昇」の流れとなったが、その後は一服しており、最近の投資家はトランプ政策を見極めようという姿勢を強めている。

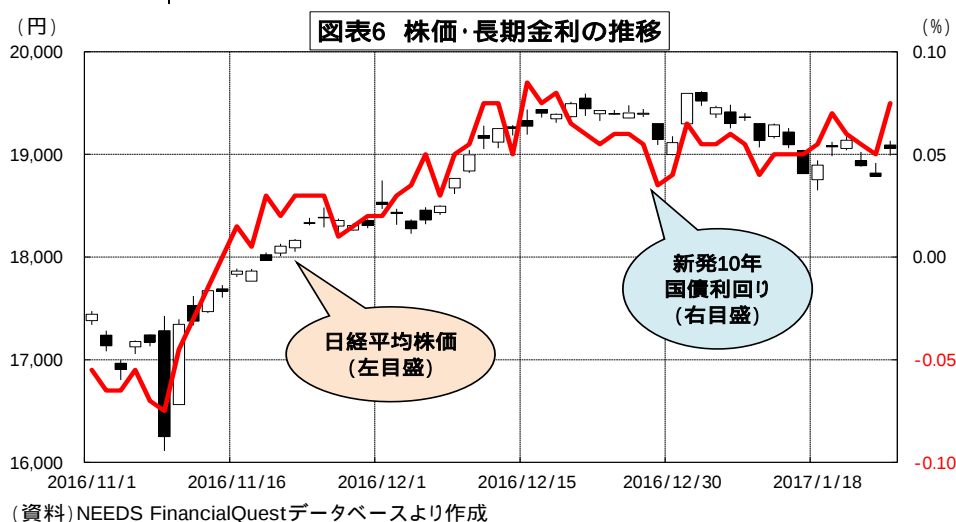
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

債券市場

13年4月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀は国債の大量買入れを継続しており、長期金利は徐々に低下傾向をたどってきた。さらに、16年1月にはマイナス金利政策の導入が決定され、金利水準は一段と低下、長期金利の指標である新発10年物国債利回りは2月中旬にはマイナス圏に突入し、7月上旬には一時▲0.3%まで低下した。こうした低金利は超長期ゾーンにまで波及し、40年金利も一時0.1%割れまで低下した。しかし、7月の金融政策決定会合にて次回実施を約束された「総括的な検証」を巡って、国債の大量買入れの持続可能性への疑念が意識され、その後長期金利はマイナス幅を縮小させた。その後、トランプ氏の大統領選勝利を受けて米国長期金利が上昇すると、それにつられて国内の長期金利も上昇してプラス圏に浮上し、12月中旬には10年債は一時0.1%を付けたほか、40年債も1%近くまで上昇しており、直近も10年で0.0%台後半、40年で0.9%台での推移となっている。

10 年 金 利 の 上 限 は 0.1% 前 後 か

先行きについては、トランプ政権が国内雇用のさらなる拡大に向けた積極的な財政運営をする可能性が高いことから、米国長期金利は上昇基調をたどる可能性があるが、「10 年ゼロ%」との長期金利の操作目標も設定されていることから、0.1%を超えて加速的に上昇する事態は想定しない。金利上昇圧力が高い場面では日銀は指値オペ、固定金利オペや買入れ増額などで対応することになるだろう。また、引き続き、オペのオファー額や頻度、毎月末に提示される「当面の長期国債等の買入れの運営について」での買入れペースの動向に注目が集まるだろう。



株 価 は し ば ら く 足 踏 み だ が、い ず れ 再 上 昇 へ

株式市場

6 月下旬の英国民投票の直後に日経平均株価は 15,000 円を割り込んだが、その後は主要各国の手厚い対応もあり、持ち直しに転じた。しかし、秋口までは世界経済の低成長・低インフレ継続が意識され、かつ円高圧力が高かったため、17,000 円前後での上値の重い展開が続いた。10 月に入ると、原油価格が減産合意への期待で上昇し、かつ米国で追加利上げが意識されたことから為替レートが円安気味となったことなどが好感され、株価は上昇し始め傾向となった。さらに 11 月上旬の大統領選挙後のトランプ氏の勝利宣言以降はその政策期待から大きく上昇、年末にかけて年初来高値を更新し、19,000 円台を回復する勢いとなった。ただし、12 月中旬以降はトランプ相場が一服、足元では 19,000 円前後での推移となっている。

トランプ政権の政策の全容が見えてくる中で、期待先行で進んだ円安が剥落し、かつ株価もスピード調整的な動きとなる可能性があるが、基本的に内外経済は緩やかとはいえ回復基調となって

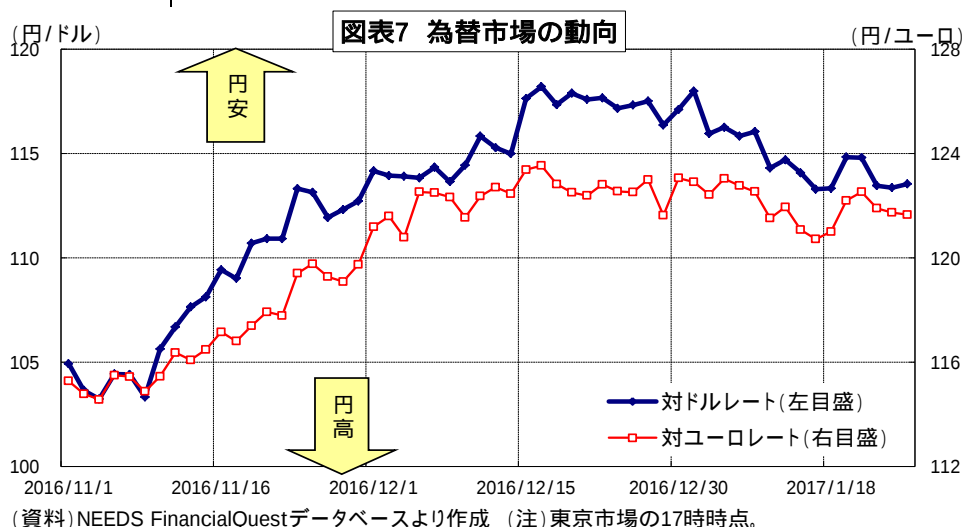
円安状態が定着

いることから、いずれリスクオンの流れは再度強まると予想する。

外国為替市場

16年度に入り、ドル円レートはしばらく1ドル=100円台で推移したが、秋以降は米国経済の底堅さが意識され、利上げの可能性が徐々に織り込まれるにつれては円安気味に推移し始めた。さらに、トランプ氏の米大統領選勝利後は、米国経済に対する先行き楽観論が高まり、かつ米長期金利が上昇したことを受けて、円安ドル高が一気に進み、一時120円を窺う動きも見せた。なお、直近はトランプ政権からのドル高牽制発言や保護主義色への警戒もあり、112円台と円高方向に戻している。

先行きについては、国内では強力な金融緩和策が継続される半面、米国では金融政策の正常化に向かっており、日米の金融政策は方向性が真逆であり、それ自体は円安要因である。それゆえ、基本的には円安は定着していくと予想するが、引き続きトランプ政権からの為替レート水準を巡る発言には注意したい。



対ユーロでの円安は限定的

また、対ユーロレートも、トランプ旋風の中で対ドルレートにつられる格好で円安が進んだが、12月半ば以降は120円台前半で膠着状態となっている。一部でインフレ率が加速する動きも見られるが、ユーロ圏全体では目標にはまだ遠いため、資産買入の規模は縮小するとしても、金融緩和政策そのものは当面継続されるとみられ、一方的な為替変動は想定しない。ただし、反移民・反グローバリズムなどのポピュリズムの台頭が目立つユーロ圏では先行きは国政選挙を迎える国も多いことから、政権交代のリスクも意識され、一時的に円高に振れる場面もあるだろう。

(17.1.25 現在)

米国経済は堅調を維持

～トランプ大統領の政策動向に注目～

趙 玉亮

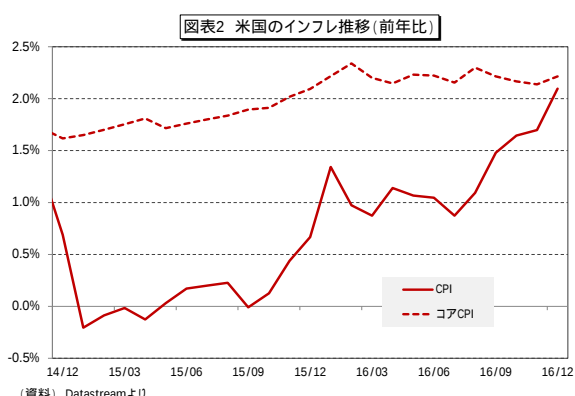
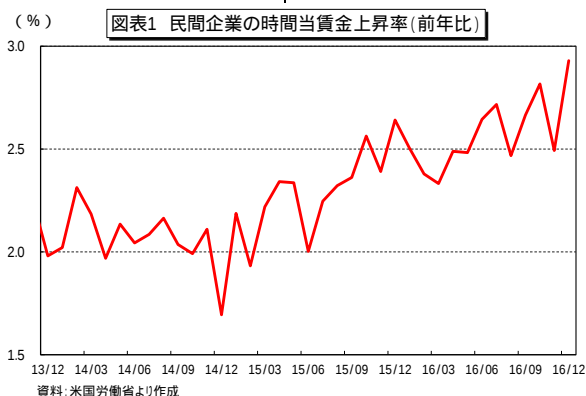
要旨

米国経済は引き続き底堅く推移している。また、トランプ大統領が正式に就任したことで、いよいよ政策の具体的な内容などが明らかになっていくと見られるが、トランプ大統領の言動に加え、通商政策の大幅な修正、国境調整税の導入などトランプ政策に伴うリスクにも留意する必要がある。なお、議会での共和党の協力なしには政策実現は不可能であるため、共和党の動きにも注目したい。

良好な経済基調を保っている米国経済

米国経済は引き続き底堅く推移している。労働市場を見ると、12月の非農業部門雇用者数は前月比15.6万人増とまずまずの水準であった。失業率は4.7%と、前月より0.1ポイント上昇。一方で、賃金上昇率は前年比2.9%と加速し、09年6月以来の高い伸びとなった。物価上昇については、消費者物価指数(12月)は前年比2.1%と16年半ばかり加速が続いており、項目別にみると、引き続き家賃とガソリンの価格上昇が全体を押し上げている。

個人消費も堅調である。大統領選の影響で一時的に低下した消費者マインド(ミシガン大学消費者信頼感指数)は最近大きく改善しており、2年ぶりの高水準となった。雇用増加と堅調な消費者マインドを背景に、12月の小売売上高は前月比0.6%と増加、自動車関連、ガソリン販売とネット販売が好調だった。



国内では雇用の増加と高水準の消費者センチメントが維持されているなか、16年11月から12月初めにかけて、トランプ期待が

高まったことから急速な金利上昇とドル高が見られたものの、経営者マインドは大きな悪化を示していない。

先行きについては、雇用と個人消費が引き続き経済成長をけん引すると思われるが、ドル高と金利上昇が進行するなか、住宅市場と純輸出が受ける影響について、見極める必要がある。

トランプ大統領の正式就任とトランプ政策によるリスク

1月20日にトランプ氏が正式に米国の第45代大統領に就任した。トランプリスクは、その言動だけではなく、政策にも存在している。具体的には、北米自由貿易協定（NAFTA）の再交渉、多国間よりも二国間の枠組みでの経済・貿易協定の志向、さらに為替操作国への報復などを通じた摩擦激化などである。また、国境調整税もリスクの一つとして注目を集めている。

17年度予算決議の可決とトランプ大統領の財政支出拡大を支持する可能性

一方、トランプ大統領が主張している大規模な財政政策（大型減税、インフラ投資の拡大など）は、上下両院ともに過半数を占める共和党の態度にかかっている。つまり、共和党の支持を得て予算と債務の制約を大きく緩和できれば、トランプ大統領のアグレッシブなプランの実現可能性も高まってくる。

ここで、米国の予算審議プロセスについて、簡単に説明したい。トランプ大統領は2月上旬までに2017～18年度（17年10月～18年9月まで）の予算教書を議会に提出しなければならない。これにより、トランプ大統領が主張してきた政策に関連する財政支出の内容や規模を確認することができる。

しかし、予算編成の権限を持つ議会にとっては、予算教書はあくまでも参考資料にすぎず、代わりに議会予算局（CBO）が2月上旬から3月上旬にかけて「財政経済展望」と「大統領予算案分析」を発表する。こういった資料などに基づき、議会内の予算関連の各委員会は見解と予算見積もりを整理し、上下両院の予算委員会に提出し予算決議案として形づくる。続いて、議会は4月15日までに「予算決議」（budget resolution）を可決する。

この予算決議は上下両院の合同決議で法的拘束力はないが、予算編成プロセスの指針とされており、単年度の歳出入だけでなく、今後10年先までの歳入と歳出見込み、費目別などの配分、国債発行額と債務上限など中期的な予算概要も示しており、まさに議会が想定する予算の全体像である。

さて、1月上旬に、16年11月の選挙を受けて当選した議員による上下両院での議論の中で、共和党が主導して16～17年度（16

年 10 月～17 年 9 月まで)の予算決議を可決した^(注1)。その投票結果については、上院では 51 - 48 (共和党は賛成 51 票・反対 1 票)、下院では 227 対 198 (共和党は賛成 227 票・反対 9 票)と共和党内での反対票はごく少数にとどまった。

今回の共和党主導での予算決議の可決はオバマケアを廃止するための布石であり、上院での議事妨害^(注2)を受けないよう「財政調整」(budget reconciliation)^(注3)という手段を利用するためのものである。

しかし、可決された予算決議には、今後 10 年間 9.7 兆ドルの新規政府債務の増加という内容も含まれている(図表 3)。テクニカルな修正である可能性もあるが、このタイミングで大幅な債務の増加を予算決議に取り入れることは、財政赤字の削減と債務上限の引き上げの反対を主張してきた従来の共和党のスタンスとは大きく異なっている。共和党が今後トランプ政権による財政拡大を容認する可能性は否定できない。

図表3 16年度と17年度予算決議で示す政府債務の比較

	連邦政府債務(兆ドル)	
	2016年度 予算決議	2017年度 予算決議
2017	19.5	20.0
2018	19.8	20.8
2019	20.2	21.6
2020	20.5	22.5
2021	20.8	23.4
2022	21.0	24.5
2023	21.2	25.6
2024	21.2	26.7
2025	21.1	27.9
2026	-	29.1

資料:米下院予算委員会より整理

なお、3 月 16 日から凍結されていた連邦債務上限の適用が再開されるため、17～18 年度の予算決議がどうなるかが今後のポイントであるが、16～17 年度の予算決議では、上述の通り大幅な新規債務の増加を示されており、債務上限の引き上げを巡る議会での協議も、比較的抵抗が小さくなることも考えられる。

(注1): 慣例としては、この 16～17 年度の予算決議は 16 年 4 月中旬までに可決されるべきであったが、当時はまだオバマ政権で政権と議会がねじれ状態にあり、民主党と共和党との協議が難航し成立しなかった。

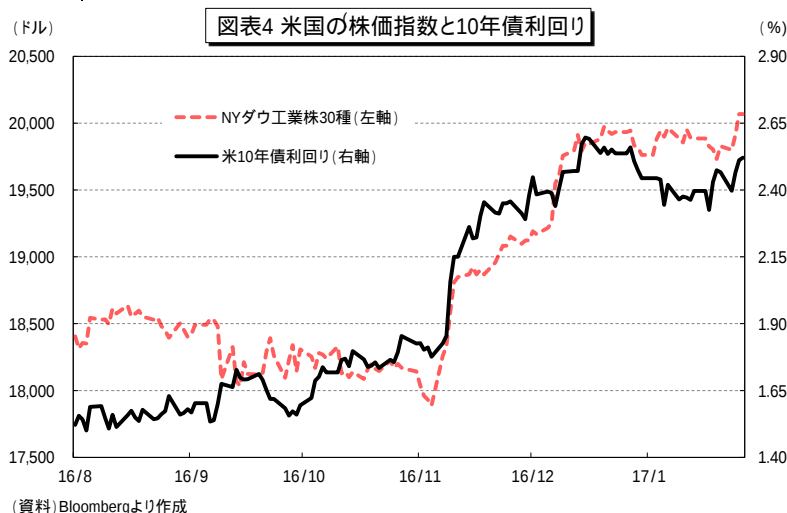
(注2): 米国では、議会の会期内に法案が通過していなかった場合、審議中の議案は原則として廃案となる制度がある。議事妨害とは、議会の少数派がこうした規則を利用し、意図的に議事の進行を阻害することを指す。米上院での議事妨

金融市場の動向 と見通し

害を受けないためには、絶対多数の 60 議席（全議席数の 3 分の 2 以上）が必要となる。しかし、共和党は上院で 52 議席という一般多数（全議席の半分以上）である。

（注 3）：財政調整とは、1974 年予算法案に基づく特殊な立法プロセスであり、調整法案（reconciliation bill）は上院での議事妨害を受けないという規則である。1980 年代の財政赤字の削減、クリントン政権の福祉改革（96 年）、ブッシュ政権の減税（03 年）などはこの手法を使って成立した。調整プロセスを開始するためには、事前に予算決議を可決しなければならない。

金融市場では、トランプ・ラリーと言われた相場が一服した。発表された経済指標は総じて良好だったものの、英国のメイ首相の発言でハードブレグジットへの懸念が高まったことや、トランプ政策の不透明性などから、月央にかけ長期金利（10 年債利回り）は 2.3% 台まで低下した（図表 4）。その後、イエレン FRB 議長の講演（19 日）で利上げペースの加速が示唆されたことや、トランプ大統領就任に向け改めて経済刺激策への期待が高まったことから、利回りは一時 2.5% 台に上昇した。しかし、大統領就任演説などで保護主義的政策への警戒感が高まり、長期金利は再び低下する局面もあった。結局 25 日は 2.51% と 12 月末より約 3bp の低下となった。



株式市場については、上値の重い展開であったが、政策への期待は根強く、25 日に 20,000 ドルの大台に乗せた。堅調な企業業績が下支えとなっている。

先行きについては、物価動向を含めた経済指標のほか、トランプ政策への期待が依然継続しているため、今後のトランプ大統領の言動や政策の具体的な内容に留意すべきである。(17.1.26 現在)

地方の「两会」からみる 2017 年の中国経済

～ 17 年も成長減速が続く可能性 ～

王 雷 軒

要旨

2016 年の成長率は前年比 6.7%と政府目標の範囲内に収まった。しかし、17 年の中国経済を取り巻く環境は依然厳しいと見られるため、景気テコ入れ策がなければ 16 年より減速する可能性はあると思われる。各地方の成長目標を確認すると、17 年の中国経済は大幅な減速を想定していないものの、16 年より小幅ながら鈍化する可能性がうかがえる。

「两会」とは

国全体に関する政策は通常毎年 3 月上旬の 全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当する）で決定されるが、同時に共産党や共産党以外の 党派など からなる 人民政治協商会議（政協）も開催される。全人代と政協は、併せて「两会」と呼ばれている。政協は議決権を持たないが、全人代と同様に政府活動報告、予算や決算報告などを審議することができる。

1 月中に地方两会 が相次いで開催

全国「两会」が開催される前に、多くの地方（省・直轄市・自治区）「两会」が 1 月中に開かれる。そこに各地方の前年の経済成長の実績などを踏まえたうえで、今年の成長目標や主な取り組み課題をまとめた政府活動報告である「政府工作報告」を公表する。

17 年の中国経済を展望するうえで地方两会が非常に重要であるため、以下では 16 年の中国経済を簡単に振り返ってから、地方两会で公表された政府工作報告をもとに地方別の 16 年の成長目標の達成状況や特徴を述べたうえで、最後に 17 年の成長目標の特徴や注目点を示しながら、17 年の中国経済を展望してみたい。

予想通り、16 年の 実質 GDP 成長率は 前年比 6.7%

16 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.8%（以下は前年比）と、1～3 月期（6.7%）、4～6 月期（6.7%）、7～9 月期（6.7%）から僅かに高まった。これを受けて 16 年の成長率は 6.7%と政府目標（6.5～7%）の範囲内に収まった。しかしながら、16 年の成長目標は達成されたとはいえ、15 年（6.9%）から成長が鈍化したことは事実である。

16 年を振り返ってみると、好調な自動車販売などで支えられた個人消費が堅調に推移したものの、総資本形成に相当する固定資産投資が 8.1%と、99 年以来の低い伸びに留まったことが成長鈍化の主因である。

**16年には20の地方
が成長目標を達成
した**

さて、図表1に示した各地方の16年の成長実績などをみると、その特徴はつぎの通りである。16年は15年より成長目標を引き下げたこともあり、北京市、天津市など20の地方は成長目標を達成した。特にチベット自治区、重慶市、貴州省の成長率はそれぞれ11.5%、10.7%、10.5%と、依然二桁の成長を続けた。

国全体の成長率である6.7%を上回る地方が24あった。一方、北京市は6.7%、黒竜江省、山西省はそれぞれ6.1%前後、4.5%前後で国全体の水準以下であった。

一方、河北省、山西省、遼寧省、湖北省などの8つの地方では、成長目標を達成できなかった。遼寧省は成長率などが未公表だが、公表済みの地方では、山西省が実績と目標の差が1.5%と最も大きかった。その次は湖北省で1%であった。

石炭を多く産出する山西省について石炭の過剰な生産能力の解消が目標の未達成につながったと指摘されたほか、湖北省は民間投資の大幅な減速を食い止めることができなかったことが、成長目標の未達成の大きな要因であると強調した。

**9つの地方は3兆元
以上の経済規模に
なる見込み**

地方別に名目GDP額をみると、15年に3兆元（約5千億米ドル）を超えた地方は広東省、江蘇省、山東省、浙江省、河南省、四川省と6つあったが、16年には湖南省、湖北省、河北省も加わり、9つとなる見込みだ。16年も、経済規模が最も大きな地方は広東省であり、7.95兆円で、28年連続でトップである。これら9つの地方GDP総計が中国経済の半分を占めていることもあり、今後もその動向を注目したい。

**推計上、16年も地
方のGDP総計が国
全体を上回る**

16年の地方のGDP総額について、名目GDP額がまだ公表されていない山西省、吉林省などでは、15年の名目GDP額×16年の成長率（実績値および予測値）に基づき推計、さらに、遼寧省には15年の名目GDP額を16年に当てはめ推計したところ、国全体のGDP規模を上回っていることが判明した。

その背景には遼寧省のように水増しがあると見られるほか、以下の3点を指摘しておきたい。地方のGDPは産業別の生産額から中間コストを差し引いたものであるが、地域をまたがる生産活動から生まれた付加価値がどの地方に帰属するかの判断は困難で、重複計上される可能性がある点、地方によって物価水準が異なるため、どのデータを利用するかによって地方のGDP額が違ってくる点、地方では、国全体が把握していない個人自営業者などの生産活動を集計する可能性がある点、が挙げられる。

16年と比べ、17年の成長目標を引き下げた、横ばいに設定された地方が多い

注目のポイント：
遼寧省の経済は立て直せるか

17年の中国経済は

16年と比べ、各地方の17年の成長目標に「前後」、また「以上」がつく設定が目立つ。地方経済を取り巻く環境の不確実性が強まりつつあることを反映していると思われる。遼寧省、四川省、チベットなどの地方では、17年の成長目標が16年より引き上げられた一方、多くの地方は成長目標の引き下げ、また16年と同水準の目標設定を行った。その背景には、中央政府が過剰な生産能力解消などサプライサイドの構造改革を引き続き推進することに加えて、経済成長のスピードより大気汚染の改善、貧困人口の撲滅などに注力していることが挙げられる。

この動きは国全体の成長が小幅鈍化する可能性を示唆するが、中国の経済規模（16年に約11兆米ドル）が大きく増大しているなか、成長より経済の質や効率を追求しなければならない方針を踏まえると、各地方の成長目標の設定は評価されるべきであろう。

むろん、経済発展の段階が異なるため、西部地区と中部地区の一部の地方では高速鉄道や空港などのインフラ整備が相対的に遅れていることもあり、17年の成長目標を16年から引き上げることが必要であった。

さて、遼寧省は17年に6.5%前後の成長目標を掲げている。同省長は同省の管轄市・県が11～14年の経済データを捏造したことを明らかにした。役人が経済データを作り出し、経済データが役人を出世させる（官出数字、数字出官）という間違っただけの考え方のもとで行われていたという。同省の16年の成長がマイナスに陥る可能性もあるなか、果たして17年の成長目標は達成できるのだろうか。

省長は、16年に環境規制を受けて1.1万社の企業が操業停止したが、17年には環境基準をクリアした0.8万社の企業が生産開始できる見込み、830の工業プロジェクト（1項あたり0.5億元の投資）が完成しており、これから稼働できること、公共工事を拡大すること、不動産の在庫消化を進めながらも、特色のある郷鎮を建設すること、などを通して成長を取り戻すとの決意を表明した。

しかし、多くの国有企業を抱えている同省は、国有企業改革を進めるほか、優秀な人材を利用しながら新しい産業を徐々に育成していかなければ、一時的に成長を押し上げていても自律的な成長回復は困難であろう。

17年の中国経済を展望すれば、鉄鋼および石炭のほか、船舶・

さらに減速する可能性がある

セメント・板ガラス・電解アルミなどの過剰な生産能力が一部地方で解消されていくなど経済構造の調整を引き続き推進する方針だが、それを補完するような新しい産業が育っておらず、民間投資の低迷や不動産開発投資の抑制が続くと見込まれるなど、中国経済を押し下げる国内要因は少なくない。

加えて、通商問題や為替レート政策などをめぐってトランプ米大統領が強硬な対中政策をとれば、中国経済には逆風となりかねない。そのため、景気テコ入れ策の実施がなければ17年の経済成長が16年よりさらに鈍化する可能性があると思われる。

(17.1.25 現在)

図表1 地方別(省級)の16年の成長実績および17年の目標設定

地区	地方	16年の名目GDP (兆元)	16年の成長実績 (予測値も含む)	16年の成長目標	17年の成長目標
	国全体	74.41	6.7%	6.5～7%	3月公表予定
東北地区	吉林	1.57	6.9%	6.5～7%	7%前後
	黒竜江	1.60	6.1%前後	6～6.5%	6～6.5%
	遼寧	未発表	未発表	6%前後	6.5%前後
東部地区	北京	2.49	6.7%	6.5%	6.5%前後
	天津	1.79	9%	9%	8%
	河北	3.18	6.8%前後	7%前後	7%前後
	上海	2.75	6.8%	6.5～7%	6.5%前後
	江蘇	7.61	2月公表予定	7.5～8%	2月公表予定
	浙江	4.65	7.5%前後	7～7.5%	7%以上
	福建	2.84	8.5%前後	8.5%	8.5%前後
	山東	6.70	2月公表予定	7.5～8%	2月公表予定
	広東	7.95	7.4%以上	7～7.5%	7%以上
	海南	0.40	2月公表予定	7～7.5%	2月公表予定
中部地区	山西	1.34	4.5%前後	6%前後	5.5%前後
	安徽	2.41	8.7%	8.5%前後	8.5%前後
	江西	1.84	9%	8.5%以上	8.5%前後
	河南	4.02	8%(予想)	8%前後	7.5%以上
	湖北	3.23	8%	9%前後	8%前後
	湖南	3.12	8%前後	8.5%前後	8%前後
西部地区	内モンゴル	1.86	7.3%前後	7.5%	7.5%前後
	広西	1.82	7.3%前後	7.5～8%	7.5%前後
	重慶	1.76	10.7%	10%前後	10%前後
	四川	3.27	7.5%	7%以上	7.5%前後
	貴州	1.17	10.5%	10%	10%
	雲南	1.49	8.5%前後	8.5%前後	8.5%前後
	チベット	0.11	11.5%	10%以上	11%以上
	陝西	1.92	7.6%前後	8%前後	8%前後
	甘肅	0.72	7.6%	7.5%	7.5%
	青海	0.26	8%前後	7.5%前後	7.5%前後
	寧夏	0.32	8%以上	7.5%	8%前後
	新疆	0.96	7.6%	7%前後	7%以上

(資料) 各地方政府が発表した「政府工作報告」をもとに作成、(注)「__」は筆者の推計値。

多様な懸念材料を抱える 17 年のユーロ圏の金融市場

～ ボラティリティの上昇や信用スプレッドの拡大へ～

山口 勝義

要旨

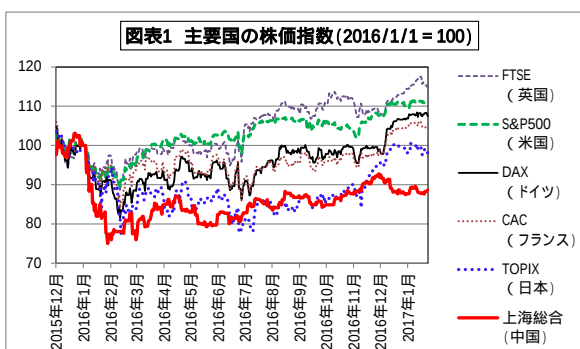
年初から波乱に見舞われた昨年と違い、17 年のユーロ圏の金融市場は概ね落ち着いた動きになっている。しかし、多様な懸念材料が存在するなか市場は世界経済の回復期待に支えられた面が強い。今後はボラティリティの上昇や信用スプレッドの拡大が見込まれる。

はじめに

昨年 2016 年には、年初から世界の金融市場は波乱に見舞われた（図表 1）。中国不安の再燃を発端として、需給の一段の緩みを見込んだ原油価格の下落や前年 12 月の米国の政策金利引き上げへの転換が絡み合いながら、新興国からの資金流出やこれらの国々の成長減速にかかる懸念が拡大した。1 月末には市場はいったん落ち着きを取り戻したものの、米国を含む世界経済の減速懸念や大手銀行の財務懸念なども加わり、2 月に入るとリスク回避の動きが改めて加速した。

こうしたなか、16 年 3 月には欧州中央銀行（ECB）は、政策金利の引き下げに加え量的緩和策（QE）の拡充や長期リファイナンスオペ（TLTRO）の再開を含む、包括的な政策パッケージを決定した。ユーロ圏ではこれが主要な転機となり市場は鎮静化に向かったが、その後も、国民の意思が既存の秩序に反旗を翻す事例となった 6 月の英国の国民投票などが、市場にショックを与えることになった。

これに対し、16 年 11 月の米大統領選挙以降は、米国のインフラ投資拡大や大幅減税などに牽引された世界経済の回復期待が強まり、主要国の株式市場は概ね堅調に推移している。しかしながら、今



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

後の米国の政策は不透明であり、米国の長期金利上昇に伴う新興国からの資本流出懸念も依然として根強いものがある。また、中国では構造改革は途上であり、安定的な経済成長に至る道筋は未だ明確ではない。一方、ユーロ圏については、原油価格の底打ちなどに伴う物価上昇率の回復で、金融緩和の拡大には打ち止めが見込まれている。さらに、政治リスクの点では重要な選挙が相次ぐほか、英国の欧州連合（EU）からの離脱交渉も具体化し、その影響の程度が明らかになってくる。他面ではイタリアを中心とした銀行不安も、波乱要因となる可能性がある。

このような多様な懸念材料の存在に対して、市場は期待先行で支えられている面が強い。このため、ユーロ圏に内在するリスクは何なのか、今一度、噛み砕いて考えてみる必要があるとみられる。

長期金利の急上昇は見込み難いが・・・

年初から中国の購買担当者指数（PMI）が不安材料となった昨年に対し、17年に入り早々に注目された経済指標はユーロ圏の消費者物価指数（HICP）の回復であった（図表2）。その主因はエネルギー価格の持ち直しであり、経済成長の基調は未だ力強さに欠けるとはいうものの、16年12月の前年同月比1.1%上昇という値は、3年3ヶ月ぶりの高水準である。

ユーロ圏では、原油などの資源価格の底打ちに潜在成長率を上回るGDPの成長も加わり、HICPの回復が今後も継続するものと見込まれる。これを受け、市場はECBがQEの段階的縮小（テーパリング）により異例な金融緩和の出口に向け動き始めることを、想定し始めている（注1）。

こうした金融政策の正常化の一方で、欧州委員会は債券市場の落ち着いたなか、各国の財政改革には柔軟な対応を許容してきている。官民による「欧州戦略投資基金（EFSI）」を通じた財政拡張の効果に対する期待も大きい。また、選挙の季節に入ること、ポピュリスト政党への対抗上、経済の構造改革の先延ばしとともに財政規律に緩みが生じる可能性がある。これらに米国における財政政策重視の動きや世界経済の回復期待も加わり、ユーロ圏の長期金利には継続的に上昇圧力が強まることが見込まれる。このため、なかでも債務残高が大きく、かつ経済成長が低調である国々の長期金利の動向には注意が必要になっている。

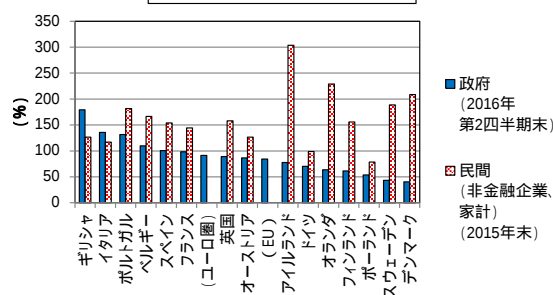
このような観点からは、特にギリシャのほかイタリア、ポルトガル、スペインが懸念国として捉えられる（図表3、4）。しかし一方で、ユーロ圏では様々な危機の封じ込め策を構築したばかりか、内需

図表2 ユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP）（前年同月比）

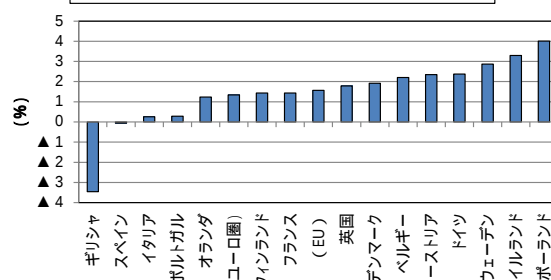
	2016年 7月	8月	9月	10月	11月	12月
全項目	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6	1.1
うち 食品、酒、タバコのみ	1.4	1.3	0.7	0.4	0.7	1.2
うち サービスのみ	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3
うち 工業産品のみ	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
うち エネルギーのみ	▲ 6.7	▲ 5.6	▲ 3.0	▲ 0.9	▲ 1.1	2.6
から を除く	1.0	0.9	0.8	0.7	0.8	1.0
から 、 を除く（「コア」）	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9

（単位：％）

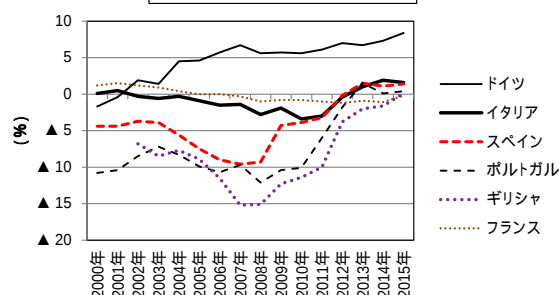
図表3 債務残高（対GDP比率）



図表4 名目GDP成長率（07年～15年の間の年率）



図表5 経常収支（対GDP比率）



（資料）図表2～5はEurostatのデータから農中総研作成
（注）図表3、4は、EUのGDP規模上位15ヶ国が対象。

の抑制を伴う改革努力で各国の経常収支は大幅に改善してきている（図表5）。このため、海外からの資本流入縮小で長期金利が急上昇した財政危機の再来は見込み難く、今後の金利上昇は緩やかなものに止まる可能性が大きい。

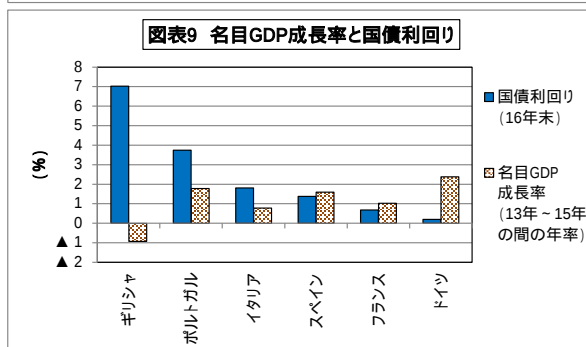
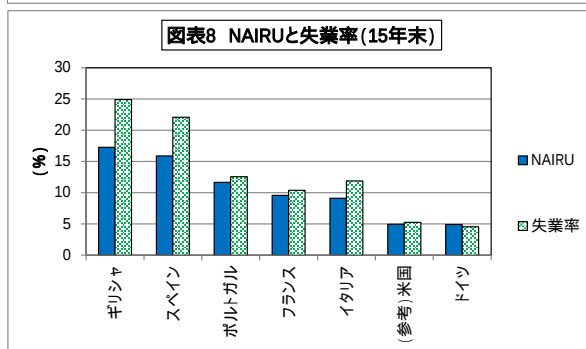
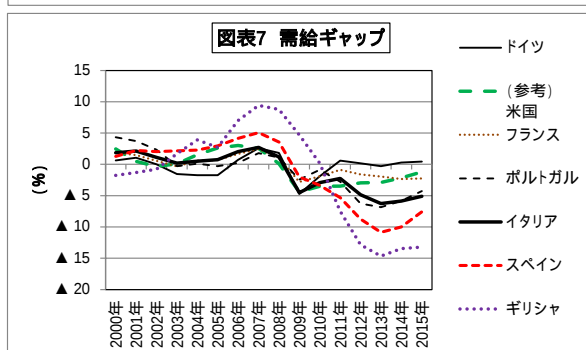
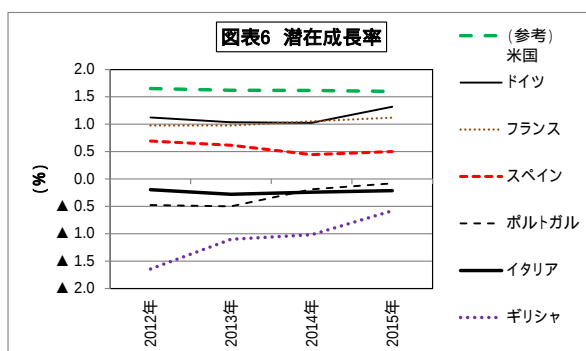
物価上昇圧力の強まりで波乱の可能性

しかしながら、以上の可能性に対してはリスクシナリオの想定が必要とみられる。特に、物価上昇圧力が一段と強まるとともに、ユーロ圏各国間で経済情勢の格差が拡大するリスクである。これは、異例な金融政策の出口戦略を困難化させるばかりか、反ユーロなどを唱えるポピュリスト勢力の台頭のなかで、改めて政治リスクの高まりにも繋がるものである。

ユーロ圏では経済の供給面で、構造改革の遅れなどにより企業収益の改善は鈍く投資も停滞しがちである。これらの結果、労働生産性は改善せず、潜在成長率は低位で横ばいの状態にある。一方、これまでの原油価格の下落による購買力の拡大などを追い風に、需給ギャップのマイナス幅は縮小してきている(図表6、7)。こうしたなか、ドイツやフランスなどでは実際の失業率がインフレ非加速的失業率(NAIRU)に近い水準にまで低下している(図表8)。このため、足元での脱金融政策偏重の流れなどによる財政拡張の動きの下でも、その需要刺激による景気浮揚効果は限定的であるとともに、物価上昇圧力ばかりが強まる可能性がある。

この場合にはドイツやフランスなどのコア国で長期金利の上昇幅が拡大することになり、これは前記の懸念国には新たな金利上昇圧力として働くことになる。この結果、GDP 成長率を上回る高い水準の長期金利が財政改革の障害となるばかりか、生産性の伸び悩みで他国に比べ賃金上昇率の停滞が特に顕著であるこれらの懸念国では、家計などの負担増がより強く内需を抑制し、景気低迷の長期化を招く可能性が考えられる(図表9)(注2)。

こうして経済格差が拡大するに連れ、



(資料) 図表6、7、および図表8のNAIRUはOECDの、図表8の失業率はEurostatの、図表9の国債利回りはBloombergの、図表9のGDP成長率はIMFの、各データから農中総研作成

金融政策は機動性を失い経済のひずみを一層拡大させ、また懸念国での庶民層の負担増は政治情勢の不安定化に結び付き、EUの統合深化に対する批判を強めながら市場波乱の要因となる可能性がある。

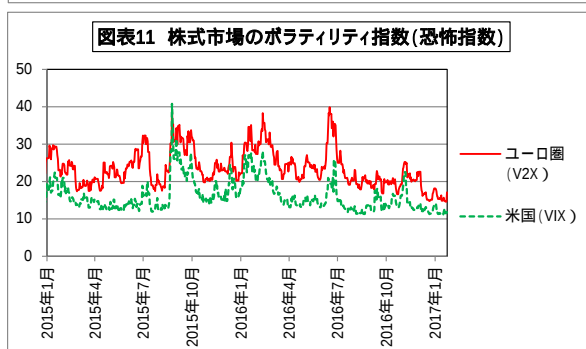
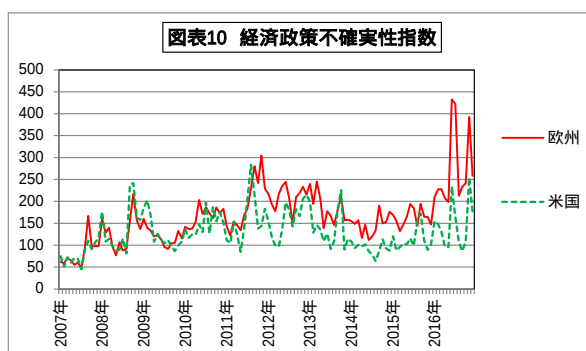
おわりに

こうしたマクロ経済情勢に起因する材料に対し、一層先行きが読みづらく、かつ市場への直接的な影響力が大きいものは政治情勢の混乱である。大方の予想外の事象でさえ現実化するという昨年の教訓からすれば、主要な選挙が相次ぐ欧州ではこのリスクに注意が必要である（注3）。

また、その予想外の事象であった英国のEU離脱と米国の大統領選挙については、具体的な影響が顕在化し始めるのが17年である。市場はトランプ米大統領の発言ひとつにも翻弄される可能性があり、今年は波乱含みの年とすることができる。これに対し、足元で「経済政策不確実性指数」には大幅な上昇が見られる一方で、株式市場のボラティリティは低位で推移している（図表10、11）（注4）。この両者の乖離は、今後の金融市場の波乱の可能性を示唆しているとも考えられる。

ここで、改めて17年の注目材料を挙げれば、それは非常に広範囲に及んでいる。米国の財政政策や通商政策の内容、大幅な米ドル高や金利上昇の可能性、その新興国等への影響、原油価格と物価上昇率の推移、ECBの政策の行方、テロを含む地政学的リスクの状況、移民・難民の動向、反グローバリゼーションや保護主義の趨勢、ポピュリスト政党の情勢、英国のEU等との新たな関係、欧州の銀行財務、ギリシャ支援の進捗状況、規制改正の内容、技術革新の将来見通し、などである。

ユーロ圏ではこのように潜在的には多様な波乱要因が存在しており、今後は市場のボラティリティの上昇が見込まれる。金利上昇は株式市場には負担となり、為替相場が絡みながら株式や債券市場が大きく動く可能性がある。また、QEの恩恵



（資料）図表10はEconomic Policy Uncertaintyの、図表11はBloombergの、各データから農中総研作成

を被っていたクレジット市場が影響を受け、信用スプレッドが拡大する可能性も考えられる。加えて、経済情勢は政治情勢との関連を一段と強めており、かつ政治情勢の背後には貧富の拡大などの社会情勢の変化がある。こうしたことから、今年はマクロ経済分析にあたっては、これまでも増して多面的な視点からの検討が求められる年になるものとみられる。（17.1.24 現在）

（注1）次を参照されたい。

・ 山口勝義「転機を迎える ECB の金融政策」（『金融市場』16 年 12 月号）

（注2）関連する他のデータは、次を参照されたい。

・ 山口勝義「反グローバル化の強まりと欧州経済」（『金融市場』16 年 11 月号）

（注3）次を参照されたい。

・ 山口勝義「ユーロ圏における政治リスクの高まり」（『金融市場』17 年 1 月号）

（注4）「経済政策不確実性指数」は、ノースウエスタン大学、スタンフォード大学、シカゴ大学の教授により開発された、経済政策に関連する先行きの不透明感を計測する指数。新聞記事の内容、税制の変更、エコノミストによる経済予測内容の分散という3分野の材料をもとに算出される。次のホームページによる。

<http://www.policyuncertainty.com/index.html>

マイナス金利政策下における協同組織金融機関の戦略

古江 晋也

要旨

近年の協同組織金融機関経営を概観すると、経常利益や当期純利益は高い水準で推移しているが、長引く日銀の金融緩和政策の影響を受け、資金利益やコア業務純益は減少傾向にある。一方、融資業務に目を向けると貸出金残高は増加しているものの、業種に偏りがある。特に不動産業は信用金庫、信用組合とも貸出額が増える傾向にある。

金利競争が激しくなる中、昨今では「深掘り戦略」を掲げる協同組織金融機関もあり、その手段の一つとして定期積金が見直される動きも出てきた。取引先との長期的な絆の強化を図っていく動きは今後も高まっていくと思われ、その動向に注目が集まる。

はじめに

本稿では全国信用金庫協会『全国信用金庫財務諸表分析』、全国信用組合中央協会『全国信用組合決算状況』、全国労働金庫協会『全国労働金庫経営分析表』の資料をもとに、2011～15年度の信用金庫、信用組合、労働金庫の主要経営指標を分析するとともに、分析結果から導き出される課題や今後の協同組織金融機関の経営戦略の方向性についても検討する。

減少傾向にある業務純益

図表1は11～15年度における信用金庫、信用組合、労働金庫の主要経営指標の推移を示したものである。

まず、全体的な動向としては、日銀の金融緩和政策の影響（大規模な資産買入れに加え、16年1月下旬にはマイナス金利政策導入が決定）を受け、長短金利差が大幅に縮小。金融機関は

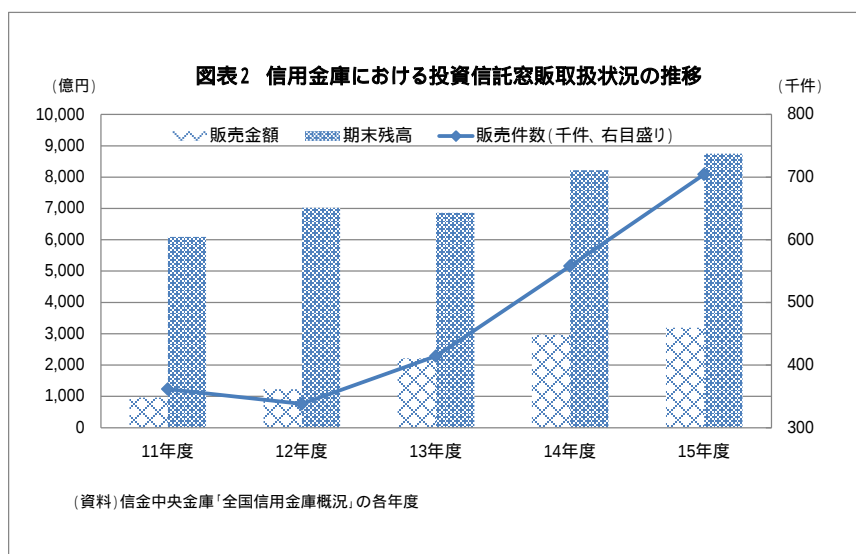
図表1 協同組織金融機関の主要経営指標の推移

(単位: 億円、%)

主要経営指標項目	11年度	12年度	13年度	14年度	15年度
業務粗利益	信金 19,684	19,428	18,721	18,681	17,918
	信組 3,007	3,047	3,113	3,142	3,043
	労金 2,478	2,403	2,397	2,321	2,307
資金利益	信金 17,958	17,299	16,940	16,697	16,259
	信組 2,968	2,915	2,930	2,912	2,845
	労金 2,653	2,576	2,525	2,470	2,444
役務取引等利益	信金 736	722	710	726	727
	信組 14	11	11	8	5
	労金 229	238	246	255	265
その他業務利益	信金 990	1,406	1,070	1,257	933
	信組 52	143	194	239	203
	労金 55	66	118	106	127
経費	信金 14,358	13,963	13,773	13,914	13,532
	信組 2,167	2,116	2,149	2,159	2,109
	労金 1,890	1,893	2,017	1,889	1,824
コア業務純益	信金 4,338	4,175	4,010	3,643	3,546
	信組 809	810	792	770	751
	労金 578	506	317	391	420
経常利益	信金 2,662	3,197	4,522	4,635	4,431
	信組 99	468	656	709	729
	労金 567	504	415	446	482
当期純利益	信金 1,355	2,165	3,229	3,414	3,337
	信組 100	270	481	512	506
	労金 350	345	284	317	322
総資金利ざや	信金 0.24	0.21	0.20	0.16	0.15
	信組 0.37	0.32	0.22	0.26	0.28
	労金 0.37	0.32	0.22	0.26	0.28
コア業務粗利益 経費率 (OHR)	信金 76.80	76.98	77.45	79.25	79.24
	信組 72.81	71.04	69.73	73.72	73.74
	労金 76.56	78.91	86.41	82.84	81.27
預金積金 (平残)	信金 1,217,309	1,239,236	1,261,182	1,302,607	1,335,283
	信組 176,001	179,517	185,281	190,044	193,944
	労金 170,435	173,636	176,050	178,311	181,032
貸出金 (平残)	信金 630,885	627,635	628,545	644,256	658,752
	信組 93,805	93,424	95,328	97,952	100,477
	労金 114,709	115,666	117,203	118,460	118,946
預貸率 (平残)	信金 51.79	50.61	49.81	49.43	49.30
	信組 53.26	52.00	51.38	51.46	51.73
	労金 65.77	65.08	64.94	64.61	63.82
預証率 (平残)	信金 29.23	30.14	30.77	30.94	31.18
	信組 21.47	21.67	22.34	22.4	22.52
	労金 9.74	10.07	9.79	11.23	12.36

(資料) 全国信用金庫協会「全国信用金庫財務諸表分析」、全国信用組合中央協会「全国信用組合決算状況」、全国労働金庫協会「全国労働金庫経営分析表」の各年度

(注) 「コア業務粗利益」は業務粗利益 - (国債等債券売却益 + 国債等債券償還益 - 国債等債券売却損 - 国債等債券償還損 - 国債等債券償却) で計算



た。

このような動きは信用金庫にもあり、昨今では投資信託販売や保険商品販売の推進に力を入れている。図表2は信金中央金庫取次方式による信用金庫の投信窓販取扱状況を表したものであるが、販売件数、販売金額、期末

貸出金利息の減少傾向に歯止めがかからない状況にある。

このことは信用金庫、信用組合、労働金庫にも当てはまり、3業態とも資金利益はおおむね減少。金融機関本来の収益力を示すコア業務純益も減少傾向にある。なお、13年度に労働金庫のコア業務純益が大幅に減少した理由は、14年1月から稼働した「アール・ワン」と呼ばれる新オンラインシステムへの移行に伴う費用増のためである（14年度はシステム移行による経費増ははく落）。

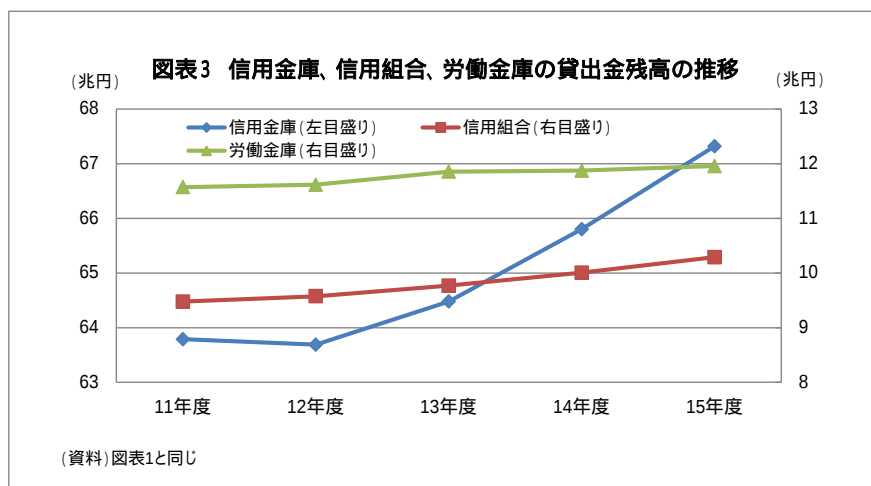
こうした中、最近の銀行では、資金利益の減少をカバーするため、投資信託販売の増強などによる役務取引等利益や、国債等債券売却などによるその他業務利益の増加をめざしたり、一層の経費削減に努めている（15年度は預金保険料の引き下げを受け、金融機関の経費は削減され

残高とも大きく拡大していることがわかる。

経常利益に目を転じてみると、15年度の信用金庫、信用組合は14年度より減少したものの、比較的高水準を維持している。その理由としては、一般貸倒引当金繰入額の減少など、与信コストの低下があげられる。以上の状況を踏まえ、信用金庫、信用組合の当期純利益も経常利益と同様、高水準を維持している。

増加する貸出金残高と融資先の偏り

図表3は信用金庫、信用組合、労働金庫の3業態における貸出金残高（末残）



図表4 信用金庫における貸出先別貸出金の推移

(単位:百万円)

区分	11年度			12年度			13年度		
	貸出金残高	前年度比	寄与度	貸出金残高	前年度比	寄与度	貸出金残高	前年度比	寄与度
製造業	6,947,770	-2.4%	-0.27%	6,647,325	-4.3%	-0.47%	6,407,374	-3.6%	-0.38%
農業、林業	122,687	-4.4%	-0.01%	119,306	-2.8%	-0.01%	115,179	-3.5%	-0.01%
漁業	61,022	-0.4%	0.00%	58,955	-3.4%	0.00%	58,000	-1.6%	0.00%
鉱業	64,409	-6.1%	-0.01%	60,797	-5.6%	-0.01%	57,307	-5.7%	-0.01%
建設業	5,110,425	-3.0%	-0.25%	4,926,427	-3.6%	-0.29%	4,811,635	-2.3%	-0.18%
電気、ガス、熱供給、水道業	40,220	8.6%	0.01%	45,301	12.6%	0.01%	71,457	57.7%	0.04%
情報通信業	249,149	-2.0%	-0.01%	237,945	-4.5%	-0.02%	234,649	-1.4%	-0.01%
運輸業	1,324,718	-1.3%	-0.03%	1,294,368	-2.3%	-0.05%	1,272,626	-1.7%	-0.03%
卸売業、小売業	5,932,657	-2.5%	-0.24%	5,707,136	-3.8%	-0.35%	5,562,271	-2.5%	-0.23%
金融業、保険業	1,264,179	16.8%	0.28%	1,362,290	7.8%	0.15%	1,746,316	28.2%	0.60%
不動産業	12,569,673	2.3%	0.44%	12,923,010	2.8%	0.55%	13,295,184	2.9%	0.58%
物品賃貸業	300,296	-3.0%	-0.01%	290,790	-3.2%	-0.01%	285,985	-1.7%	-0.01%
学術研究、専門・技術サービス	407,499	-2.1%	-0.01%	387,111	-5.0%	-0.03%	384,160	-0.8%	0.00%
宿泊業	646,586	-4.2%	-0.04%	614,144	-5.0%	-0.05%	588,751	-4.1%	-0.04%
飲食業	965,296	-3.8%	-0.06%	913,969	-5.3%	-0.08%	880,721	-3.6%	-0.05%
生活関連サービス業、娯楽業	1,283,109	-2.8%	-0.06%	1,233,473	-3.9%	-0.08%	1,205,906	-2.2%	-0.04%
教育、学習支援業	222,004	-0.2%	0.00%	227,995	2.7%	0.01%	232,434	1.9%	0.01%
医療、福祉	1,860,415	5.1%	0.14%	1,940,458	4.3%	0.13%	2,057,742	6.0%	0.18%
その他のサービス	1,930,242	-2.6%	-0.08%	1,917,579	-0.7%	-0.02%	1,927,798	0.5%	0.02%
地方公共団体	4,263,814	4.5%	0.29%	4,515,772	5.9%	0.40%	4,766,283	5.5%	0.39%
個人(住宅・消費・納税資金等)	18,219,981	-0.1%	-0.02%	18,260,814	0.2%	0.06%	18,514,807	1.4%	0.40%
合計	63,786,151	0.1%	0.05%	63,684,965	-0.2%	-0.16%	64,476,585	1.2%	1.24%

区分	14年度			15年度		
	貸出金残高	前年度比	寄与度	貸出金残高	前年度比	寄与度
製造業	6,303,538	-1.6%	-0.16%	6,222,388	-1.3%	-0.12%
農業、林業	120,052	4.2%	0.01%	118,802	-1.0%	0.00%
漁業	56,532	-2.5%	0.00%	57,129	1.1%	0.00%
鉱業	56,252	-1.8%	0.00%	58,123	3.3%	0.00%
建設業	4,795,556	-0.3%	-0.02%	4,786,235	-0.2%	-0.01%
電気、ガス、熱供給、水道業	105,650	47.9%	0.05%	144,986	37.2%	0.06%
情報通信業	232,074	-1.1%	0.00%	240,299	3.5%	0.01%
運輸業	1,317,745	3.5%	0.07%	1,321,025	0.2%	0.00%
卸売業、小売業	5,487,134	-1.4%	-0.12%	5,399,665	-1.6%	-0.13%
金融業、保険業	1,908,935	9.3%	0.25%	2,085,936	9.3%	0.27%
不動産業	13,900,608	4.6%	0.94%	14,586,055	4.9%	1.04%
物品賃貸業	287,677	0.6%	0.00%	288,088	0.1%	0.00%
学術研究、専門・技術サービス	390,215	1.6%	0.01%	397,707	1.9%	0.01%
宿泊業	579,659	-1.5%	-0.01%	568,187	-2.0%	-0.02%
飲食業	852,748	-3.2%	-0.04%	840,559	-1.4%	-0.02%
生活関連サービス業、娯楽業	1,181,097	-2.1%	-0.04%	1,168,908	-1.0%	-0.02%
教育、学習支援業	245,604	5.7%	0.02%	255,175	3.9%	0.01%
医療、福祉	2,128,126	3.4%	0.11%	2,178,093	2.3%	0.08%
その他のサービス	1,958,380	1.6%	0.05%	1,972,729	0.7%	0.02%
地方公共団体	5,063,346	6.2%	0.46%	5,273,297	4.1%	0.32%
個人(住宅・消費・納税資金等)	18,828,041	1.7%	0.49%	19,354,198	2.8%	0.80%
合計	65,798,969	2.1%	2.05%	67,317,584	2.3%	2.31%

(資料)全国信用金庫協会「全国信用金庫財務諸表分析」の各年度

の推移を表したものであり、いずれも増加傾向にある。ただし、預貸率を見ると、信用金庫は3年連続50%を下回り、労働金庫は60%台前半で推移しているが、やはり低下傾向にある(15年度の信用組合の預貸率は前年度から0.27%上昇)。

預貸率が低迷している背景には、預金残高の増加に加え、信用金庫や信用組合については、中小企業の廃業率が高止まりしていることなどがある。そしてこの

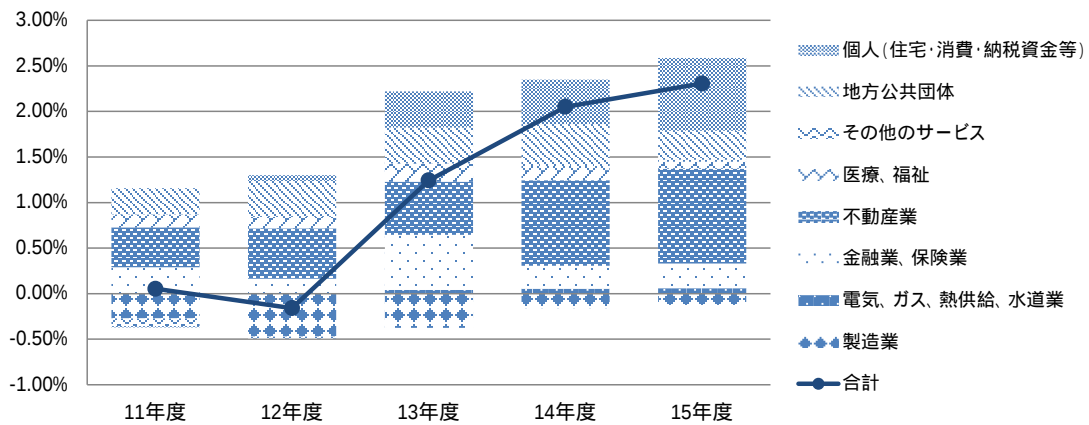
「不動産業」「地方自治体」「金融業、保険業」などの業種でプラス寄与が拡大傾向で推移していることがわかる。

一方、図表6は信用組合における貸出先別貸出金の推移を、図表7は15年度で寄与度が高い7業種と製造業の推移を表したものである。これらの図によると、信用金庫よりも信用組合の方が不動産業に対する寄与度がさらに高い傾向にある。信用金庫や信用組合で不動産業への融

ことが業種によって貸出金が大きく偏る一因ともなっている。

図表4は信用金庫における貸出先別貸出金の推移を表したものであり、図表5は、15年度で寄与度が高い7業種と製造業の推移を表したものである。これらの図表をみると信用金庫は、製造業が一貫してマイナス寄与で推移しているのに対して、

図表5 信用金庫における業種別貸出金(製造業と7業種)の寄与度



(資料)図表4と同じ

資（特にアパート融資）が高まっている要因としては、賃貸住宅建設会社やハウスメーカーなどが賃貸経営支援サービスを相次いで導入していること、2015年の税制改正によって相続税の課税対象が拡大したため節税対策としてアパート経営を行うインセンティブが高まったこと、などがあげられる。

そのため、まさに「アパート建設ブーム」の様相を呈している地域もある。なお、アパートが相次いで建設されるということは、既存アパートの空室率の上昇や家賃の下落という結果を招く可能性が高まることを意味する。

同時にこのことは融資を行う金融機関にとっては、アパートローン債権が不良債権となるリスクを高めることにもつながりかねない。

協同組織金融機関の中には、賃貸住宅経営のアドバイスを頻繁に行うことで、アパート経営に真摯に取り組むオーナーをサポートする金融機関もあるが、そのような金融機関は少数派である。

ただし、図表6、7をみると信用組合では、「医療、福祉」「宿泊業」「建設業」の

寄与度が高まっていることも注目される。

一方、筆者がこれまで行ってきた地域金融機関へのヒアリング調査によれば、過疎地域などを主な営業地域としている金融機関の中には、事業者の減少などから個人ローンに力を入れる動きも見られるようになっている。

定期積金残高の増加と営業推進の質的向上

地方経済の衰退や、人口減少などを見据え、これまで地方銀行は大都市圏などに積極的に進出し、融資残高を拡大させる取組みを加速させてきた。しかし、昨今では、金利競争に伴って利鞘の確保が難しくなる中、これまで重視していた大都市圏での営業推進から「地元回帰」に力点を置いたり、小規模企業など地元企業への深掘りを図っていく戦略を掲げるようになる銀行もある。

協同組織金融機関の中にも、自らの強みと弱みを把握し、「強み」をさらに伸ばす動きもある。その動きの一つが、定期積金残高の増加である。

1990年代後半以降、営業推進活動の効

図表6 信用組合における貸出先別貸出金の推移

(単位:百万円)

区分	11年度			12年度			13年度		
	貸出金残高	前年度比	寄与度	貸出金残高	前年度比	寄与度	貸出金残高	前年度比	寄与度
製造業	621,312	-2.1%	-0.14%	593,705	-4.4%	-0.29%	578,644	-2.5%	-0.16%
農業、林業	32,136	-4.9%	-0.02%	32,987	2.6%	0.01%	34,991	6.1%	0.02%
漁業	9,528	-2.7%	0.00%	8,681	-8.9%	-0.01%	8,132	-6.3%	-0.01%
鉱業、採石業、砂利採取業	14,474	-6.6%	-0.01%	13,947	-3.6%	-0.01%	14,057	0.8%	0.00%
建設業	702,096	-1.1%	-0.09%	690,566	-1.6%	-0.12%	696,026	0.8%	0.06%
電気、ガス、熱供給、水道業	10,895	-4.2%	-0.01%	11,262	3.4%	0.00%	15,116	34.2%	0.04%
情報通信業	37,204	2.2%	0.01%	38,823	4.4%	0.02%	39,027	0.5%	0.00%
運輸業、郵便業	182,671	4.3%	0.08%	181,151	-0.8%	-0.02%	177,460	-2.0%	-0.04%
卸売業、小売業	665,573	-1.7%	-0.13%	650,060	-2.3%	-0.16%	643,321	-1.0%	-0.07%
金融業、保険業	228,619	10.6%	0.23%	276,738	21.0%	0.51%	291,068	5.2%	0.15%
不動産業	1,756,761	6.6%	1.15%	1,860,542	5.9%	1.10%	2,002,929	7.7%	1.49%
物品賃貸業	26,563	13.7%	0.03%	27,756	4.5%	0.01%	28,085	1.2%	0.00%
学術研究、専門・技術サービス業	55,576	1.8%	0.01%	52,917	-4.8%	-0.03%	56,063	5.9%	0.03%
宿泊業	294,682	15.7%	0.42%	292,255	-0.8%	-0.03%	296,385	1.4%	0.04%
飲食業	172,538	0.2%	0.00%	167,307	-3.0%	-0.06%	165,219	-1.2%	-0.02%
生活関連サービス業、娯楽業	557,972	2.9%	0.17%	552,769	-0.9%	-0.05%	540,229	-2.3%	-0.13%
教育、学習支援業	23,461	-3.4%	-0.01%	23,606	0.6%	0.00%	23,725	0.5%	0.00%
医療、福祉	190,512	6.8%	0.13%	199,509	4.7%	0.09%	223,645	12.1%	0.25%
その他のサービス	424,446	-14.9%	-0.79%	426,159	0.4%	0.02%	426,865	0.2%	0.01%
その他の産業	73,235	1.6%	0.01%	68,606	-6.3%	-0.05%	58,585	-14.6%	-0.10%
地方公共団体	455,321	1.3%	0.06%	483,381	6.2%	0.30%	528,898	9.4%	0.48%
個人(住宅・消費・納税資金等)	2,940,502	-1.5%	-0.48%	2,921,245	-0.7%	-0.20%	2,919,932	0.0%	-0.01%
合計	9,476,077	0.6%	0.65%	9,573,972	1.0%	1.03%	9,768,402	2.0%	2.03%

区分	14年度			15年度		
	貸出金残高	前年度比	寄与度	貸出金残高	前年度比	寄与度
製造業	568,751	-1.7%	-0.10%	567,957	-0.1%	-0.01%
農業、林業	38,825	11.0%	0.04%	41,729	7.5%	0.03%
漁業	7,977	-1.9%	0.00%	7,443	-6.7%	-0.01%
鉱業、採石業、砂利採取業	13,486	-4.1%	-0.01%	13,518	0.2%	0.00%
建設業	702,086	0.9%	0.06%	711,788	1.4%	0.10%
電気、ガス、熱供給、水道業	19,948	32.0%	0.05%	29,115	46.0%	0.09%
情報通信業	36,166	-7.3%	-0.03%	35,389	-2.1%	-0.01%
運輸業、郵便業	179,909	1.4%	0.03%	183,606	2.1%	0.04%
卸売業、小売業	638,294	-0.8%	-0.05%	635,550	-0.4%	-0.03%
金融業、保険業	305,810	5.1%	0.15%	308,709	0.9%	0.03%
不動産業	2,180,343	8.9%	1.82%	2,375,539	9.0%	1.95%
物品賃貸業	29,199	4.0%	0.01%	28,740	-1.6%	0.00%
学術研究、専門・技術サービス業	54,962	-2.0%	-0.01%	55,976	1.8%	0.01%
宿泊業	308,387	4.0%	0.12%	330,025	7.0%	0.22%
飲食業	160,090	-3.1%	-0.05%	158,634	-0.9%	-0.01%
生活関連サービス業、娯楽業	541,478	0.2%	0.01%	536,224	-1.0%	-0.05%
教育、学習支援業	23,807	0.3%	0.00%	24,631	3.5%	0.01%
医療、福祉	239,362	7.0%	0.16%	246,323	2.9%	0.07%
その他のサービス	432,503	1.3%	0.06%	438,605	1.4%	0.06%
その他の産業	60,760	3.7%	0.02%	62,219	2.4%	0.01%
地方公共団体	554,821	4.9%	0.27%	572,550	3.2%	0.18%
個人(住宅・消費・納税資金等)	2,908,175	-0.4%	-0.12%	2,924,405	0.6%	0.16%
合計	10,005,139	2.4%	2.42%	10,288,675	2.8%	2.83%

(資料)全国信用組合中央協会「全国信用組合決算状況」の各年度

率化をめざして、協同組織金融機関でも「業務の効率化」を合言葉に、自動振替を推進したり、集金業務を事実上廃止するなどの動きが加速した。しかし、「集金業務はコストがかかる」という見方ばかりではなく、地域の情報収集や取引先とのコミュニケーション促進など「取引先との長期的な関係づくり」や「ファンづくり」という観点からその重要性を再認識する声は多い。

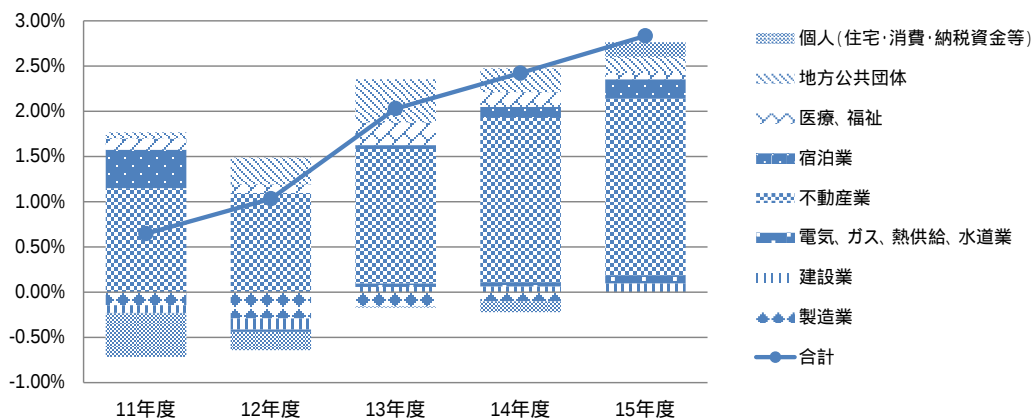
複数から借り入れている事業者の債務を一本化することで資金繰りを気にせず事業に取組める環境づくりをめざした提案や、取引先の業種や業界の知識を高めた職員が行う提案、各種補助金相談を武器にした提案などがあるが、いずれにせよ、「金融機関の都合」や「金利の低さ」で推進を行うのではなく、取引先にメリットがある提案を行っていくことをめざす動きが加速してきた。

図表8は、信用金庫と信用組合の定期積金残高の推移を表したものであるが、信用金庫、信用組合ともに残高が底を打ったことは注目される。

また、営業推進も質の向上も問われるようになっている。具体的には「お願いセールス」ではなく、「提案セールス」の展開を図ったり、訪問回数ではなく、面談回数を重視するなどの動きである。

提案セールスの内容については、例えば、

図表7 信用組合における業種別貸出金(製造業と7業種)の寄与度



(資料)図表6と同じ

面談回数の重視については、共働き世帯が増加する中、なかなか世帯主と面談することができないため、「職域サポート制度」を展開することで、できる限り効率的な営業推進を図ることをめざす動きも活発化している。

おわりに

16年9月、金融庁は「金融仲介機能のベンチマーク」を策定・公表した。当該ベンチマークは、これまでの不良債権問題への対応や利用者保護を主眼に置いた

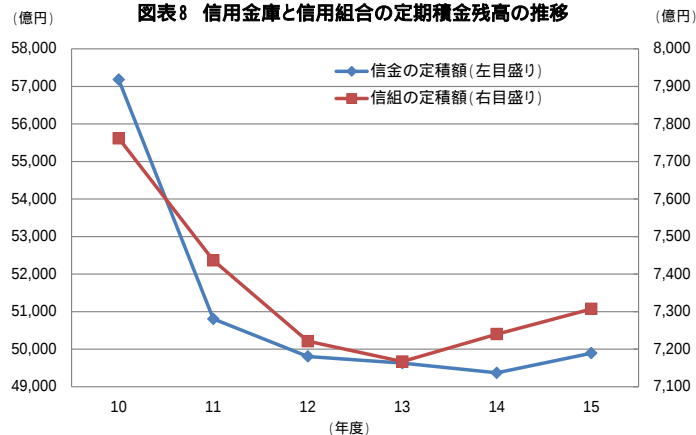
金融行政から多様なビジネスモデルを前提とした金融機関とのベストプラクティスの追求に向けた対話に軸足を置いているとされている。

そしてベンチマークで重視されているキーワードは、取引先企業の「経営改善」、「成長力の強化」、「生産性の向上」、「担保、保証依存の融資姿勢からの転換」などである。

地域金融機関が「地元回帰」「原点回帰」を掲げ、地域の深掘り戦略を改めて推進していく方針を打ち立出すようになった

背景には、ベンチマークへの取組みを先取りした活動の一環と捉えることができるが、その根底には、金利競争という消耗戦を繰り広げるのではなく、「取引先との長期的な絆をより強化していく」という協同組織金融機関がかつて得意としてきたあり方が改めて見直されるようになったともいえ、今後の展開に注目が集まる。

図表8 信用金庫と信用組合の定期積金残高の推移



(資料)全国信用金庫協会「全国信用金庫財務諸表分析」と全国信用組合中央協会「全国信用組合決算状況」の各年度

海外の話題

香港の意外な「公営」企業

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 梶山 泰

香港特別区政府については、多くの公益事業を民間に任せる、いわゆる「小さな政府」政策で、財政支出を抑制、財政規律、所得税・法人税の低税率を維持していると政府関係者のみならず、多くの香港人ビジネスパーソンから赴任以来、聞かされてきた。ところが、先日新聞を読んでいて、「へー、香港政府は、こんな企業に過半数の出資しているのだ。」と驚いた。この「こんな企業」というのは、香港ディズニーリゾートの未上場運営会社である“香港国際主題樂園有限公司（Hong Kong International Theme Park Limited, 以下「香港テーマパーク社」）”のことであり、同社発行株式の53%は香港政府が保有し、残り47%については米国メディア大手のウォールト・ディズニー社が保有している。

香港ディズニーリゾートについては、中国本土の経済改革路線が拡大するなかで、本土中国人の余暇支出向上に伴うビジネスチャンスの収益化を目論んだ香港政府とディズニー社の意見が合致、1999年に香港テーマパーク社を創設、建設計画が発表され、2005年9月に米国外・アジアで2番目のディズニーランドとして開園した（ご存じの通り、米国外・アジアで初のディズニーランドは、81年に開園した千葉県舞浜市の東京ディズニーランド）。開園6年間は、アトラクション（遊戯施設）の減価償却負担で赤字決算が続いたものの、香港への本土中国人観光客の増加を背景に12年には経常利益109百万香港ドル（約16億円）を計上し、悲願の黒字化を達成。続く13年同244百万香港ドル（約37億円）、14年同332百万香港ドル（約48億円）と堅調に業績が推移したものの、15年に入ると中国の景気減速、中央政府による儉約推奨令、中国本土から香港への来訪者入境制限の強化、と幾つかの悪影響で雲行きが怪しくなり、当テーマパークの入場者数は前年同期比9.1%減少、同年9月期決算は、148百万香港ドル（約22億円）の経常損失を計上した。16年に入り、多少中国本土の景況感が良くなっているものの、入園者数の減少は止まっておらず、今年2月に発表される予定の16年9月期決算も2年連続の赤字が見込まれている。

厳しい状況の下、香港テーマパーク社は、①年間パスポート（入場券）のマーケティング強化による香港人リピーターの確保、②アジアにある2つのディズニーランド（東京と16年6月に開園した上海）との差別化により来園者数の増加、収益の改善を目指すと表明している。このうち、②の差別化の目玉は、今後6年間で東京と上海にない約20のアトラクションの新設であり、予定投資総額は、1,090百万香港ドル（約163億円）に上る。ここで問題になるのが、その資金調達方法であり、香港テーマパーク社は、大株主である香港政府に対し580百万香港ドル（約87億円）の資金拠出を求めている。当然のことながら、政府による資金拠出には立法議会（香港の国会に当たるもの）での承認が必要であり、「ディズニーランドなんか潰してしまい、住宅不足解消のため、高層住宅街を建設した方が香港のためになる。」という香港人も少なくない中、議会での白熱した議論が注目される場所である。巨大な中国市場を踏まえると中国大陸に2つ（香港と上海）ディズニーランドがあっても共食いはしないと言われているが、ミッキーとミニーが将来香港を去る可能性もゼロではなさそうである。