

潮 流

英国の国民投票の先にあるもの

主席研究員 山口 勝義

衝撃的な結果となった英国の国民投票直後の7月初め、ロンドンとパリで現地ヒアリングを行いました。今後の英国やユーロ圏のマクロ経済情勢への影響について感度を得ることが主な目的ですが、訪問先との面談でまず何より印象的だったのは、国民の分断、二大政党の内部分裂、国家の分離懸念などの困難な問題を抱えながらも、欧州連合（EU）残留派が多数を占めるロンドンの人々が極めて冷静であった点であり、一方パリにおいては、あからさまな表現は避けながらも英国からの企業移転などへの期待感が言葉の端々に感じられた点でした。とはいいながらも、全体を覆うトーンは「不透明感」に尽きており、今は英国の新首相選出以降の当面の推移を見守るしかないという現実的な雰囲気がありました。

こうした不透明な状況の下においても確実なことは、これから欧州が政治の季節に入ることです。しかも、政治リスクが財政危機の頃の周辺国や小国から、今後はコア国や大国に移ることに注意が必要になります。5月の大統領選挙であわや極右政党に属する大統領が誕生する瀬戸際にまで至ったオーストリアでは9月または10月にそのやり直しの選挙が行われ、6月の地方選挙でEUからの離脱を主張する「五つ星運動」の躍進が見られたイタリアでは、10月にレンツィ首相の辞任がかかる議会制度改革についての国民投票が予定されています。さらに2017年には、フランス、オランダ、ドイツで大統領選挙や総選挙が続きます。これらに対する今回の英国の国民投票による影響が注目されるわけですが、この間、EUは政治の混乱を通じた市場波乱や経済停滞のリスクにさらされることになります。

これに対しポピュリスト政党の台頭を警戒するEUは英国に対して強硬な姿勢で交渉に臨まざるを得ないわけですが、一方で、経済関係が密接な隣国であり安全保障面などでも重要なパートナーである英国とは喧嘩別れをするわけにもいかない難しい立場に立たされることになり、ここに英国としては自国に有利な落とし所を探る余地が生じることになります。また同時に、これまで多様な国々を巻き込んで拡大を続けてきたEUは、国民投票での移民や国家主権などの論点の他にも、財政分権で片肺飛行のユーロ圏など様々な課題を抱えていることは確かであり、今後はEU自体が強く変革を迫られることも予想されます。

このように今後の展開が読みにくい欧州ですが、世界に目を転じれば貿易の伸びは鈍く、米国が内向き志向を強めるなどの動きも生じています。今回の英国の選択は人の移動を含むグローバル化のメリットを享受できない人々の不満の高まりの反映であり、世界的なナショナリズムへの揺れ戻しの一環とも捉えられます。世界的にも既存の秩序が揺らぐなか、果たしてEUもこれまでの統合のあり方が問われ歴史的な転換点を迎えることになるのか、あるいは全く逆に、17年を乗り切りさえすれば諸課題は先延ばしされ、英国とEUの関係も妥協的な決着が図られることになるのか、わずかな気配にも注意が必要になっています。

大型経済対策や追加緩和への期待が高まる日本経済

～しかし、円高の下押し効果が今後強まる可能性も～

南 武志

要旨

注目された英国民投票は EU 離脱派が勝利し、リスクオフが一旦強まったが、米雇用統計の堅調さや大型経済対策、さらには一段の追加緩和への期待感から、足元ではリスクオンの流れとなっている。しかし、世界経済の下振れリスクが払拭されたわけではなく、今後、再びリスクが意識される可能性は決して低くない。

国内景気は消費税増税後の落ち込みから立ち直れずにいる。参院選では連立与党が大勝、アベノミクスが再度支持される結果となったこともあり、政府は公共事業を中心に景気挺入れ策の検討を始めた。ただし、円高圧力が根強く、経済対策の「真水」もやや小振りであることもあり、企業・家計の景況感を大きく好転させるほどの効果は期待できそうもない。しばらくは景気回復感が乏しい展開が続くだろう。また、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続している日本銀行に対しても、政府の経済対策に歩調を合わせて追加緩和をするとの観測が強まっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2016年			2017年	
		7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コール翌日物	(%)	-0.033	-0.1～0.0	-0.1～0.0	-0.1～0.0	-0.1～0.0
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.0580	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06
国債利回り	10年債 (%)	-0.240	-0.35～-0.10	-0.35～-0.10	-0.35～-0.05	-0.35～-0.05
	5年債 (%)	-0.345	-0.50～-0.15	-0.50～-0.15	-0.50～-0.15	-0.50～-0.15
為替レート	対ドル (円/ドル)	106.3	100～115	100～120	100～120	100～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	116.6	105～130	105～130	105～130	105～130
日経平均株価	(円)	16,620	16,750±1,500	16,750±1,500	17,250±1,500	17,500±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2016年7月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

概況

6月23日に実施された英国のEU離脱(ブレグジット)を問う国民投票は、離脱派の勝利というまさかの結果となった。直前まで残留派勝利を予想していた金融資本市場では、これを受けてリスク回避的な行動が一気に強まったが、主要国の政策当局が動揺の拡散を食い止めるべく、万全の態勢で臨んだことから、比較的短い期間で市場の動揺は沈静化した。なお、

新たに就任したメイ英首相は国民投票の結果を尊重して離脱交渉を始めることを明言、早ければ17年から本格的な交渉が始まるものとみられている。現時点でも交渉の行方は不透明なままであり、ブレグジットの実体経済への影響はこれから出てくると考えるのが妥当である。

実際、国際通貨基金(IMF)が7月19日に公表した世界経済見通し改訂版によれば、16年前半は一部の新興国で見通し

をやや上振れて推移したと評価するなど、上方修正の可能性もあったとのことだが、ブレグジットに影響が今後の世界経済にとって下押し要因になるとし、世界全体の成長率は16年が3.1%、17年が3.4%へと、いずれも4月時点から▲0.1ポイントの下方修正となった（より厳しい前提の下では16、17年とも2.8%成長にとどまるとの見方も示している）。

このように世界経済にブレグジットという新たな下振れリスクが浮上したとはいえ、これまでのところ先進国経済は緩やかとはいえ、回復基調をたどってきたのに対し、中国をはじめとする新興国経済は減速基調から脱し切れていない状況に大きな変化はない。年初にかけて大きく下落するなど、世界経済の下振れリスクを強く意識させた原油価格は、2月中旬以降持ち直しに転じ、6月には一時50ドル/バレル台を回復した。直近はやや下落気味だが、それでも40ドル/バレル台で底堅く推移している。しかし、ドライブシーズンを迎える米国でのガソリン需要の鈍さや過剰在庫の存在から、今後さらに弱含む可能性もないわけではない。

一方、米連邦準備制度（FRB）の金融政策については、引き続き「非常に緩やかな利上げ」路線に変わりはない。失望を呼んだ5月の雇用統計から一転、6月は

堅調な内容となったほか、多くの主要経済指標も底堅く推移したが、その割に利上げ観測はさほど盛り上がっていない。そのため、7月に入り、株価（NYダウ）は過去最高値を連日のように更新するなど、ブレグジットの影響を跳ね除けるパフォーマンスを見せた。

また、鉄鋼・石炭産業などの過剰生産能力の解消に向けた構造調整を進める中国経済については、4～6月期の実質成長率が前年比6.7%と、数字の上では減速が止まった形となった。先行きについても財政金融政策の発動などで6%台後半の成長で持ち堪えるとの見方が有力だ。

総合的な経済対策の策定

安倍首相は、消費税増税の再先送り判断を表明した際に約束した「総合的かつ大胆な経済対策」を7月中に取りまとめるよう指示した。事業規模は20兆円超で調整中との報道もあるが、国・地方の歳出拡大である「真水」は3兆円程度にとどまり、財政投融资の活用、公的金融機関による貸出拡大、民間企業の事業への補助という「膨らし粉」で嵩上げしている点には留意が必要である。なお、「膨らし粉」には常にいくつかの批判が付きまとうが、特にマイナス金利政策によって重要な収益源である長短金利差が押し潰

され、かつ余資運用難にも直面する民間金融機関が不安を抱いていることを踏まえれば、民業圧迫につながる恐れもある。

なお、「真水」の中身は、熊本地震などの災害復旧やインフラ整備が中心とされているが、この財源については、この数年とは環境が異なっており、国債増発が不可避となってい



る。背景には、マイナス金利政策の恩恵で国債費を圧縮できる（第1次補正予算で既に0.8兆円分を計上）としても、前年度剰余金が少ない上、円高や内外需の鈍さなどで税収下振れも想定されるためであり、建設国債の追加発行で1兆円超調達するとみられる。

政府は8月上旬にも閣議決定をし、9月に召集する予定の臨時国会で速やかな成立を図り、景気を再び上向かせたい考えだ。

国内景気：現状と展望

消費税増税から2年超が経過しても落ち込んだままの民間消費、世界経済の減速基調に伴う輸出伸び悩み、さらに年初からの円高進行もあり、企業・家計の景況感は低調である。日銀短観（6月調査）によれば、全般的に景況感は悪化した様子が見て取れる（ただし、代表的な大企業・製造業の業況判断DIは3月と変わらずの6）。企業業績面では売上高・経常利益とも下方修正され、減収減益見通しになったほか、設備不足感も解消、逆に過剰感が浮上し、例年6月調査時には大幅上方修正される設備投資計画でもその度合いは鈍かった。雇用人員不足感もひところほどの強さはなくなっている。また、景気ウォッチャー調査（6月）でも企業マインドの落ち込みが続いている。

消費者マインドもまた弱含みで推移している。鈍いとはいえ、賃上げの動き事態は続いているほか、雇用も増加していることから、雇用者報酬は明確な改善が見られるが、民間消費は低調な状態が続いている（いずれもGDPベース）。円高・株安による資産目減りの影響

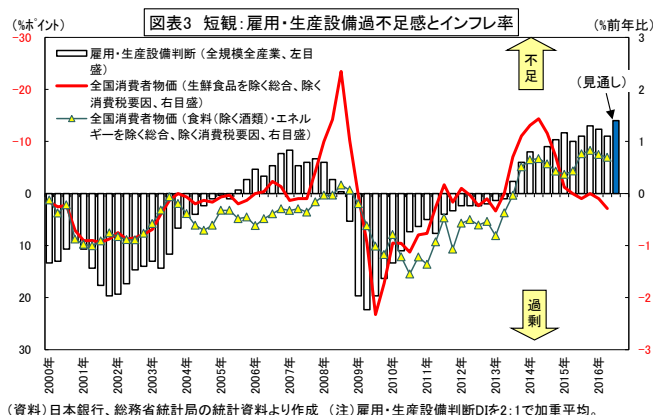
に加え、実質2%・名目3%の成長を目指すアベノミクスへの期待が剥落し、先行き不透明感が強まったことが影響している。

今後の景気動向については、しばらく海外経済の低成長状態が続くことが想定され、輸出の増勢が強まることは想定できないほか、企業設備投資もその影響を受けて一旦は足踏みすると思われる。肝心の民間消費も、4～6月期には閏年効果が剥落するほか、マインドの悪化もあり、本格化な持ち直しは先送りされるだろう。

一方、前述の大型経済対策の効果は17年1～3月期あたりから徐々に出始める可能性もある。ただし、公共投資が中心であり、消費マインドの改善にはあまりつながらない可能性もある。加えて、年初来の円高進行による景気下押し効果はこれから出てくる可能性も否定できない。しばらくは景気回復感の乏しい展開が続くと予想する。

物価動向：現状と見通し

5月の全国消費者物価のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（全国コア）」は前年比▲0.4%と3ヶ月連続の下落であり、下落幅は3、4月（同▲0.3%）から拡大、日本銀行が「量的・質的金融緩和（QQE1）」を開始した13年4月の水準に



戻った。エネルギーの下押し圧力が高い状態が続いているほか、16年入り後の円高進行によって輸入品価格が下がっている影響も徐々に始めている。実際、原油安の直接的影響は受けない「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合（全国コアコア）」は同0.6%へ、日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合（日銀コア）」も同0.8%へ、いずれも4月分から鈍化しており、「物価の基調は改善している」との認識を示してきた日銀にとって厳しい状況が続いている。

先行きについては、原油価格と為替レートの動向がその趨勢を左右するとみられるが、現状程度の原油価格で推移すれば、原油安要因が年後半以降は徐々に弱まっていく。一方で、円高定着による物価抑制効果が逆に強まれば、日銀コアは先行き鈍化していくことになり、原油安要因が消えたとしても全国コアが1%に到達しない可能性が意識され始めてきた。夏場まで全国コアは小幅ながらも前年比下落が続く、その後はプラス圏に浮上するとみられるが、上昇テンポはかなり鈍いと予想される。

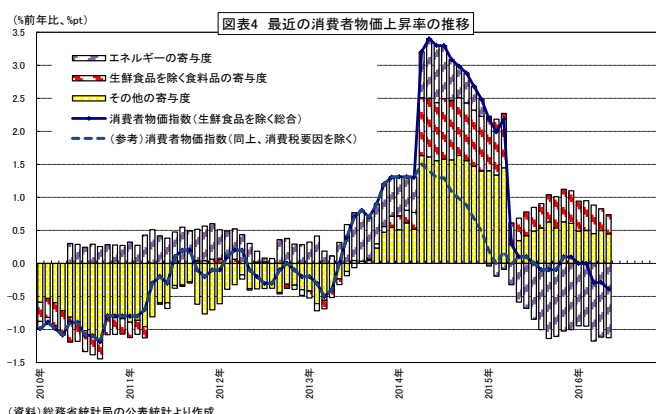
金融政策：評価と見通し

日銀は1月28～29日に開催した金融政策決定会合で、年間80兆円程度のペースでマネタリーベースを増額することを柱とする従来の「量的・質的金融緩和」に加えて、一部の日銀当座預金（300兆円近い日銀当座預金のうち、マイナス金利の対象は10～30兆円）にマイナス金利を課す政策（マイナス金利政策）を導入することを決定したが、その後も金融市場で

の根強い追加緩和期待とは裏腹に、その後の決定会合は、いずれも現状維持となっていた。しかし、前述のとおり、デフレ脱却に向けた脱出速度を最大限に上げるため、政府は7月中に総合的な経済対策を取りまとめる予定となっており、それに呼応して日本銀行も何らかの追加緩和を打ち出すとの見方が強まっている。

日銀には2%の物価安定目標の早期達成が課せられているが、原油安の影響が大きいとはいえ、足元では物価は再び下落に転じている。また、最近の円高を踏まえれば、日銀が2%の物価上昇を達成できるとする17年度末の時点でも0%台後半の上昇率がせいぜいとの見方が市場参加者の中では有力である（ESPフォーキャストなど）。黒田日銀総裁は、当初、戦力の逐次投入はしないとしてきたが、さすがに秋までには追加緩和を導入せざるを得ない状況である。

なお、日銀は、物価安定目標の実現のために必要な場合には「量」・「質」・「金利」の3つの次元で追加的な金融緩和措置を講じる、としており、これらを組み合わせた緩和策が講じられる可能性が高いだろう。とはいえ、マイナス金利政策は金融機関などからの評価がかなり低く、しばらくはその効果を見極めると思われ、さらなる金利深掘りは厳しいだろう。ま



た、国債買入れ額の一段の増額にも限界が近づいている。それゆえ、「質」の強化、例えばETFやJ-REITの買入れ額増額や貸出増加支援策の強化などが柱になるのではないかと予想する。

さて、最近、日銀が禁断の「ヘリコプター・マネー政策（ヘリマネ政策）」を採用する可能性について取り沙汰されることが多い。狭義のヘリマネ政策とは、空から銀行券をばら撒くが如く、日銀が何の対価もとらずに大量のマネーを供給する政策であり、法制度的に事実上不可能である。しかし、①政府が国債を発行する、②日銀は国債を市中から買い入れる、③政府が減税などばら撒き政策をする、④日銀は半永久的に国債を保有する（償還を迎えたら同額だけ購入する）、を組み合わせれば、ヘリマネ政策に近い内容となる（バーナンキ前FRB議長はMoney-Financed Fiscal Programsと称している）。日銀はヘリマネ政策の必要性や可能性を一貫して否定してきたが、直前まで検討さえしていなかったはずの「マイナス金利政策」を一転して決定した過去もあるため、市場の思惑を完全に拭い去ることはできていない。

このヘリマネ政策の意図は、返済する必要がないマネーを大量にばら撒けば、需要が大きく刺激され、物価上昇につな

がる、ということにあるが、当然ながら量的緩和と同様、「規模と効果の関係」について不明な点があるほか、マネタイゼーションとの批判も付きまとうため、懸念も多い。

金融市場：現状・見通し・注目点

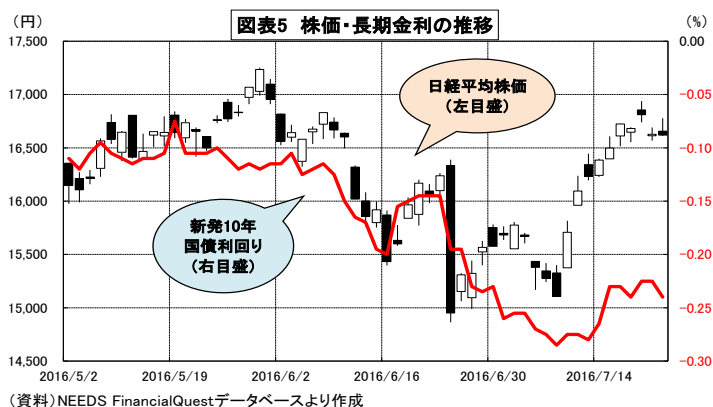
ブレグジット決定直後、内外金融市場は大きく動揺し、円高・株安・金利低下が進行した。しかし、その後は米国経済指標の堅調さやブレグジットを巡る不安感の緩和などで、米NYダウが連日最高値を更新するなど、リスクオンの流れが始めている。

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。

① 債券市場

「量的・質的金融緩和」の下、日銀は毎月11兆円台のペース（＝年間の国債市中消化額（16年度は152兆円）に迫る規模）での国債買入れを行っていることもあり、長期金利は低下傾向をたどっている。加えて、日銀がマイナス金利政策の導入を決定して以降、金利水準は大幅に低下しており、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に、3月中旬以降は▲0.1%前後で推移し始めた。その後も6月の英国国民投票前にリスクオフが強まり▲0.2%前後へ、さらに7月8日には一時▲0.3%まで低下する場面もあった。

先行きについては、大型経済対策での国債増発も想定されるとはいえ、日銀による強力な金融緩和策はしばらく継続されるとみられるほか、追加緩和期待も根強い。さらに、



国内経済・物価の低調さがしばらく払拭できそうもなく、長期金利は引き続きマイナス圏での推移が予想される。

② 株式市場

6月初旬にかけて、米国の早期利上げ観測を背景に円安傾向が強まったことが好感され、日経平均株価は一旦17,000円を回復した。しかし、その直後の5月の米雇用統計が弱い内容だったことに加え、英国民投票を控えてリスクオフが強まったことから、株価は調整色を強めた。ブレグジット決定直後には一時4ヶ月ぶりの15,000円割れの年初来安値(ザラ場ベース)を更新する場面もあったが、7月中旬以降は米国経済の堅調さや大型経済対策などへの期待から、再び株価は持ち直しを見せている。

世界経済の下振れリスクが根強い中、今後とも円高圧力に晒される場面も想定され、業績見通しの下方修正が意識されると思われる。そのため、一本調子での上昇は見込みがたく、当面は上値が重い展開が続くとみる。ただし、米利上げが意識されて円高圧力から解放され、かつ経済対策の効果が浸み出してくれば徐々に持ち直していくだろう。

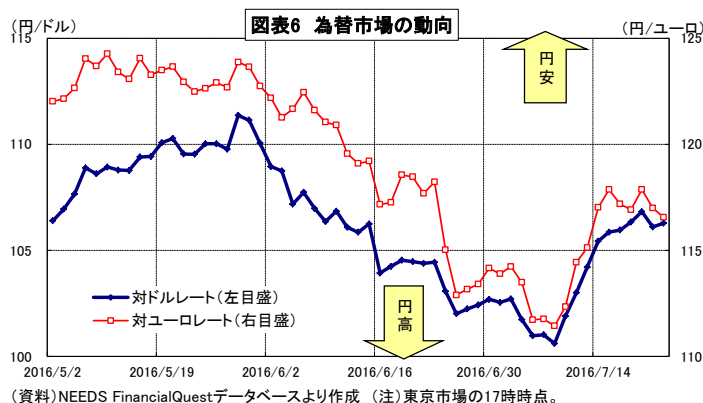
③ 外国為替市場

16年初からリスクオフの流れの中、為替レートにはほぼ一貫して円高圧力がかかってきた。それでも、米利上げ観測が強まった際には、国内では追加緩和観測が根強いこともあり、円安方向に戻る場面も散見されている。実際、6月もしくは7月の米連邦公開市場委員会(FOMC)での利上げが意識されると、1ドル=110円台へ円安が進んだ。しかし、5月の雇用統

計への失望感から早期利上げ観測が後退、さらにブレグジットの可能性が意識される中で円高が進行した。ブレグジット決定後には一時2年7ヶ月ぶりに100円台を割り込んだ。その後、7月上旬にかけて100円台前半で推移が続いたが、6月の米雇用統計が一転して良好な内容となり、かつ政府の大型経済対策への期待感などから、直近の為替レートは6月上旬あたりの水準まで円安方向に戻した。

なお、国内では追加緩和策への期待が根強い一方、米国は非常に緩やかとはいえず利上げする方向にあるなど、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といえる。しかし、世界経済の下振れリスクは健在であり、リスクオフに振れる場面では円高圧力は再び高まるだろう。ただし、米国で次回利上げが現実味を帯びてくれば円安が進行する可能性がある。

また、対ユーロレートでも年初来、円高が進行した。6月にはブレグジットが意識されて英ポンドが急落、それにつられてユーロ安も進行したが、国民投票後には一時的ながらも110円台を3年半ぶりに割った。その後は対ドルレートと同様、円安方向に戻る動きもみられるが、しばらくは円高圧力の強い状況が続くとみられる。(16.7.25現在)



堅調な経済指標を受け、利上げ観測が高まる可能性

趙 玉亮

要旨

発表された6月の雇用統計が堅調な結果となったことや、英国のEU離脱に起因する国際金融市場の混乱も落ち着きを取り戻すなど、6月FOMCの議事要旨で指摘された懸念材料は払拭されつつある。しかし、大きく後退した年内利上げの観測はそれほど高まっていない。ただし、米国経済の堅調さが続くと思われ、今後利上げ観測は急速に高まる可能性が残るため、留意する必要がある。

米国経済の現状と先行き

米国経済の主要指標を確認してみると、その基調は堅調であることが確認できる。雇用状況について、失業率は4.9%と前月より0.2ポイント上昇したが、これは主に労働参加率の上昇によるものである。非農業部門雇用者数は前月から28.7万人増と大きくリバウンドしたことに加え、賃金上昇の兆しもあり、労働市場の堅調さから5月の雇用増加ペースの急減速により生じた懸念は和らいだ。ただし、賃金上昇率は前月比2.6%と、前月より0.1ポイントの小幅な加速にとどまり、早期の利上げを促すものではないと思われる。

個人消費については、7月の消費者マインドを示すミシガン大学消費者信頼感指数は89.5と、依然高い水準を保っているが、前月からやや低下した。これは英国のEU離脱を受けた国際金融市場の混乱への懸念による一時的なものと考えられる。国際金融市場が落ち着きを取り戻しつつあるなか、先行きは回復する見通しである。また、小売売上高については、6月分も市場予想を上回っており、年初の弱さから改善を続けている。住宅販売も底堅さが続いている。

企業活動については、低水準で足踏み

状態が続いているものの、明るい材料も出てきた。2月以降持ち直しが見られたエネルギー価格の安定とドル高の一服を背景に、鉱工業生産と設備稼働率はともに改善を示した。また、経営者マインドを示す製造業ISMは3ヶ月連続で上昇。海外経済の減速とドル高の長期化への懸念は依然根強いものの、鉱業・製造業がすでに底打ちした可能性がある。

物価については一進一退である。足元消費者物価の頭打ち傾向は変わっていない。一方で、生産者物価は前月比0.5%と15年5月以来の上昇幅となった。さらに、そのうちエネルギー価格は前月比4.1%、食品価格は同0.9%と、エネルギー・食品による生産者物価の上昇圧力が高まっていることが示された。今後、消費者物価も同じような形で、上昇幅が加速する可能性がある。

年内の利上げ予想と今後の注目点

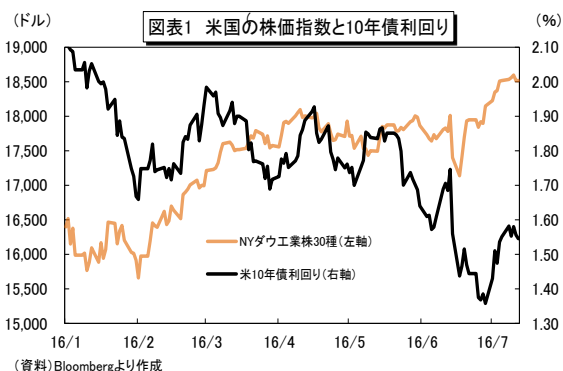
6月FOMC(連邦公開市場委員会)では、雇用増加ペースの減速と英国のEU離脱への懸念により利上げは見送られた。こういった懸念要因は最近の堅調な経済指標を受けて払しょくされつつあると見ている。

しかし、大きく後退していた年内の利上げ予想については、先行き EU 離脱の影響が表面化してくる等の懸念が残されるほか、米国経済の先行きに確信が持てないことから、それほど高まっていない。7月の利上げは引き続き見送られるとの見方が大勢である。また、2 回目の利上げについては、Bloomberg 社がまとめたアナリスト予想によれば、9 月実施を予想する比率は 20%程度で、2 ヶ月前の約半分程度でしかない。

9 月の FOMC 開催までに、7、8 月分の経済指標を確認することが可能だ。今後発表される経済指標は堅調さを維持すると見られ、FRB は利上げを検討し始める可能性がある。また、最近長期金利が大きく低下したが、低金利を維持することは将来的なリスクを生じさせると主張する FOMC メンバーもいる。つまり、低金利が長期化すれば、投資家のリスク嗜好の変化や、金融機関の収益減などが懸念されるということだ。以上から、今後利上げ観測の高まりに注意する必要がある、引き続き、年内 1 回の利上げは 9 月にも実施とのこれまでの予想を維持する。

金融市場の動向

国際金融市場の混乱は落ち着く方向にあり、堅調な経済指標が発表されたもの



の、年内の利上げ観測はそれほど高まっていない。金融市場では金利上昇が限定的ななか、株価は最高値を更新する展開となった。

①債券市場

英国の EU 離脱決定から 7 月上旬にかけて、米国の長期金利（10 年債利回り）はリスク回避的な米債買いが進んだことで急速に低下し、6 日には一時 1.32%と史上最低水準を付けた。しかし、その後は好調な雇用統計が発表されたことや、英国の EU 離脱に対する過度な警戒感が和らいだこともあり、長期金利は上昇に転じ、1.5%台後半の水準まで戻った。

最近では海外からの資金流入が強まっているため、当面長期金利は緩やかな上昇傾向をとどまると予想する。外的な不安定要因が沈静化するなかで、市場の焦点は再び米国内の経済指標に戻りつつある。経済指標や政策当局者の発言で、利上げ観測が高まれば、金利上昇圧力がさらに高まる可能性もある。

②株式市場

株式市場については、6 月末から 7 月初めにかけてはもみ合っていた。その後は、堅調な経済指標が発表されたにもかかわらず、利上げ観測が高まらない環境を好感したほか、企業決算も減益ながら概ね予想内にあるため、主要株価指数いずれも最高値を連日更新した。21 日のダウ工業株 30 種平均は 18,500 ドル台に上昇した。先行きについては、利上げ観測が再び高まるにつれ、割高になりつつある株価には、調整圧力が高まってくると考えられる。

(16. 7. 22 現在)

減速が見込まれるユーロ圏の企業投資

～英国の EU 離脱で手控え感の強まりも～

山口 勝義

要旨

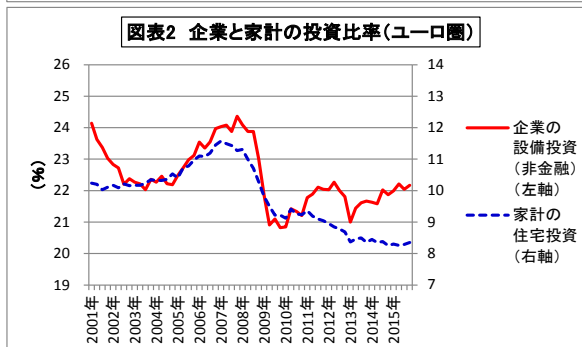
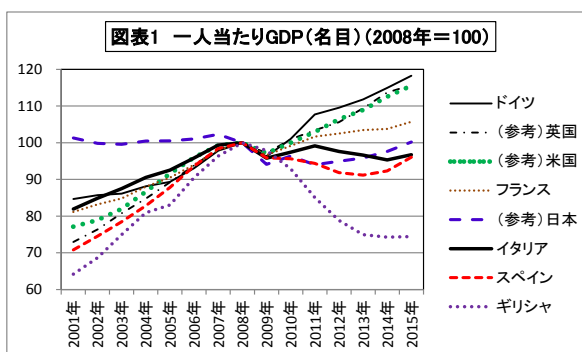
ユーロ圏では企業投資の回復が見られているが、様々な制約要因によりその持続的な回復は期待し難いばかりか、英国の EU 離脱の選択に伴い企業投資の手控え感が強まることも予想される。このため、経済成長の下振れリスクが高まりつつあるものと考えられる。

はじめに

ユーロ圏の経済成長は依然として緩慢であり、また各国間では経済情勢の大きな格差が残存している。例えば、2008年9月のリーマンショック、09年秋以降の財政危機を経て、一人当たりGDPがそれ以前の水準に回復したのは、経済規模上位4ヶ国のうちではドイツとフランスのみである。比較的順調な成長を続けてきたスペインにしても、いまだにこれを下回る位置に留まっている（図表1）。

その一方で、ユーロ圏全体としては上下の振れの少ない安定的な経済成長が特徴ともなっている。ユーロ圏の実質GDPの前期比成長率は13年4～6月期にはマイナス圏を脱し、その後は概ね0.3～0.4%前後の成長率で推移している。様々なダウンサイドリスクを抱えながらも、ユーロ圏はここ3年ばかりは無難な成長を維持してきたことになる。

この背後では、主に「原油安、ユーロ安、低金利」という3つの材料が経済成長の追い風として働いてきた。このうちユーロ安は構造改革による経済競争力の強化と相まって輸出を財政危機後の景気回復の主要な牽引役に押し上げてきたが、その輸出については新興国経済の成長鈍化などのなかで、近年、ひと頃



(資料) 図表1はIMFの、図表2はEurostatの、各データから農中総研作成

の力強さを失いつつある。これに代わり、14年以降は原油価格の大幅下落に伴う購買力の拡大を通じ家計消費が経済成長を支える主要因として浮上するとともに、緩やかながら企業投資の回復も見られている（図表2）（注1）（注2）。

このようにユーロ圏経済は内需主導の性格を強めつつあるが、今回の英国による欧州連合（EU）からの離脱の選択も加わり、今後の企業投資を巡る環境には大きな不透明感が生じてきている。

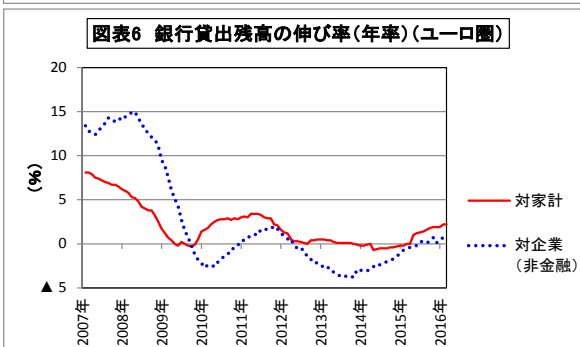
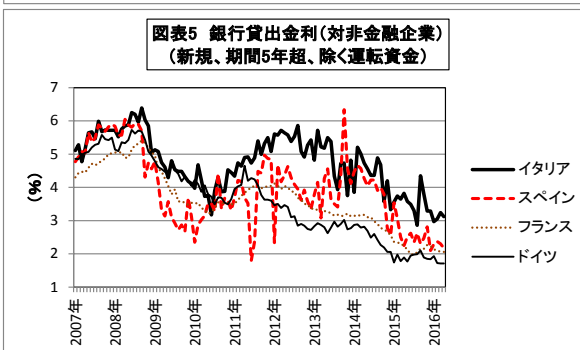
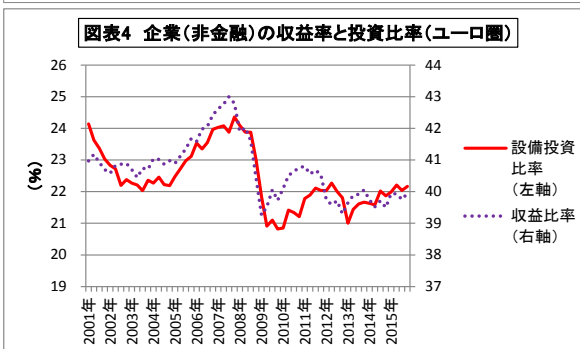
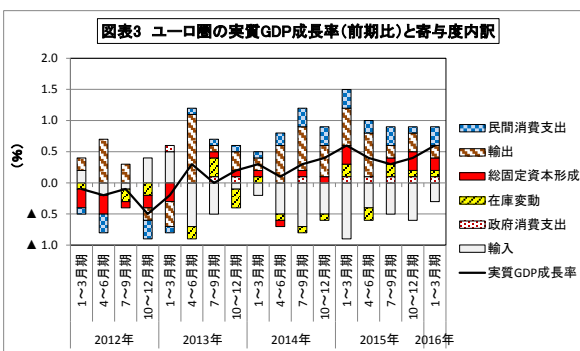
足元の企業投資の回復とその特徴

以上の推移を実質 GDP 成長率に対する寄与度で確認すれば、15 年後半に輸出による寄与度が縮小する一方で、14 年以降には民間消費支出が役割を拡大させている実態が見て取れる。同時に総固定資本形成のほか在庫変動の動きからは、民間企業の投資活動による経済成長への貢献も無視することができない（図表 3）。

こうしたなかで、足元の企業投資にはひとつの特徴的な動向が現れている。それは、従来は企業収益がまず回復し、その後、幾らかのタイムラグを経て企業投資の伸長が見られたのに対し、今回は企業収益はほぼ横ばいながらも企業投資に緩やかな回復が生じている点である（図表 4）（注 3）。

このような動向の主要な要因としては、欧州中央銀行（ECB）による一連の金融緩和の効果が考えられる。ECB は通常の政策金利の引下げに加え、14 年 6 月には市中銀行による中央銀行預金の余剰部分にマイナス金利を導入したほか、銀行に対し低利で貸出原資を供給する仕組み（TLTRO）を新設した。さらに、量的緩和策（QE）としては、同年 9 月にカバードボンドなどの新たな購入策、15 年 1 月には国債などを対象に加えた購入策の実施を決定し、それぞれ 14 年 10 月、15 年 3 月にこれらを開始している。加えて、16 年 3 月には新たなスキームの TLTRO II の実施を決め 6 月に開始することなどとした。これらを通じ、銀行貸出金利は着実に低下、収斂し、貸出残高の伸び率もプラス圏に浮上してきている（図表 5、6）。

しかしながら、借入の容易さに依存したとみられる、収益の増加を背景としない現在の投資の回復は力強さを欠いてい



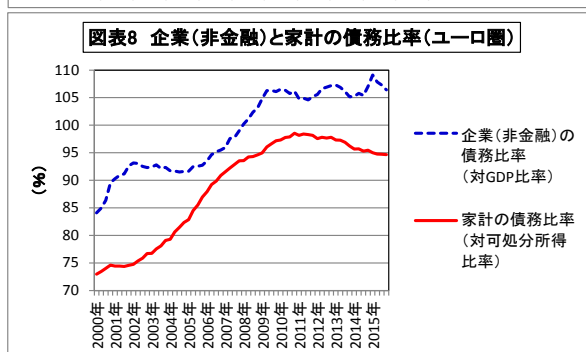
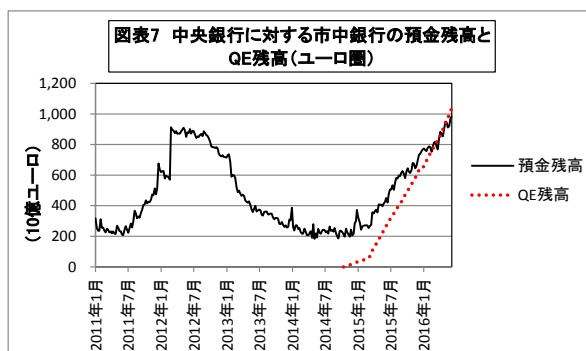
(資料) 図表 3、4 は Eurostat の、図表 5、6 は ECB の、各データから農中総研作成

る。これを収益増を伴いながら更に投資の伸長が見られる好循環に発展させることが重要であるが、ユーロ圏ではこうした望ましい結果に至るには様々な困難な要因が存在しており、企業投資の持続的な回復は期待し難いように考えられる。

企業投資の回復を制約する諸要因

企業投資の回復を制約する要因としては、第一に金融政策による投資刺激効果自体の限界を考慮する必要がある。ユーロ圏では、確かに銀行貸出金利は着実に低下、収斂し、貸出残高の伸び率もプラスに転じている。しかし、一連の金融緩和の内容や規模に比較すれば、依然としてその伸びは緩慢であり、金融緩和の実体経済への浸透の弱さが窺われる状況にある。なかでも銀行による中央銀行への預金残高はマイナス金利の下でも増加を続けているが、ここには金融政策が十全な効果発揮ができずにいる実情が端的に示されているように考えられる(図表7)。こうした金融緩和効果の浸透の弱さには、根本的に財政危機以前の過熱期に南欧諸国を中心に上昇し、今も改善の途上にある企業の高い債務比率が働いているものとみられる(図表8)。財務改善が重要な課題となるなかでは借入を通じた投資の拡大に向けたインセンティブは阻害されがちとなり、今後も金融緩和が継続され、あるいは追加緩和策が取られるとしても、それに応じて企業投資が加速する可能性は大きくはないものと考えられる。

第二には、このところのユーロ圏の経済成長を支える主要な要因であった家計消費には息切れ懸念があり、家計消費が主導する形での企業投資の拡大にも期待し難い点である。既に原油価格の下落による消費刺激効果には一巡感が現れているほか、原油価格自体に反転の動きが生じてもいる。また、ユーロ圏では失業率の低下は緩慢であり貧困層が拡大していることから、家計消費の堅調さが容易に揺らぐ可能性には注意が必要となっている。しかも、失業や貧困に伴



(資料) 図表7、8はECBのデータから農中総研作成
う経済的な負担は特に若年層にしわ寄せされており、そのキャリア開発の障害となることなどを通じ影響をいっそう拡大、また長期化させることが懸念される状況にもある。

第三には、このような失業や貧困に伴う負担は社会全体の閉塞感を生み、既往の中道政治に対する失望感を通じて政治面の不安定化に繋がる可能性がある。折から、ユーロ圏では難民の集中的な流入に伴う雇用機会や社会保障に対する不安感も加わり、ポピュリスト政党への支持率の上昇が加速している。現実の中道政治の基盤が揺らぎ偏った極端な政策に振れる以前にも、様々な政治面の不透明感の強まりが経済活動を抑制する方向に働く可能性が懸念される。

以上に加え、今回、英国がEUからの離脱を選択したことが先行きの政治情勢や経済情勢の不透明感をもたらし、今後、中期的に企業投資の手控え感を強める要因となることが考えられる。

おわりに

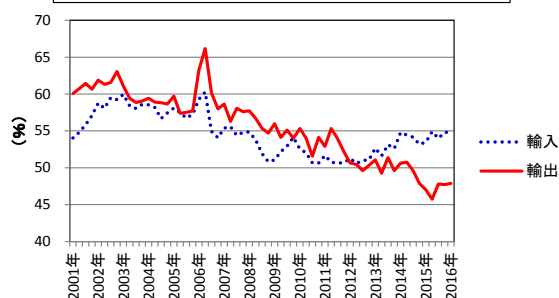
英国と EU との新たな関係の構築に当たっては、英国が譲歩し難い移民規制の強化は EU の単一市場への参加とはトレードオフの関係にある。このため、英国の EU 諸国との緊密な貿易関係を踏まえれば、その程度は英国による今後の EU との交渉の推移に依存することになるため現時点で見通すことは非常に困難ではあるものの、今後、英国経済に対しては貿易の縮小を通じた下押し圧力がかかることが予想される（図表 9）。

また、金融センターであるロンドンの将来なども含め、EU 離脱後の英国経済の先行きを巡っては大きな不透明感が生じている。こうしたなか、ユーロ圏の側から見れば英国とは他から抜きん出た緊密な経済関係にあるとは言えないものの、英国情勢の不透明感に直面し、ユーロ圏各国においても企業投資の手控え感が高まることが見込まれる（図表 10、11）。

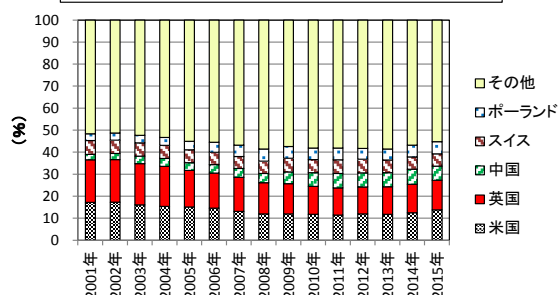
しかも、ユーロ圏はこれから政治の季節に入ること、政治の混乱を通じた市場波乱や経済停滞のリスクにさらされることになる。まず、9月または10月にはオーストリアでやり直しの大統領選挙、10月にはイタリアでレンツィ首相の辞任がかかる議会制度改革についての国民投票が予定されている。さらに、17年にはフランス、オランダ、ドイツで大統領選挙や総選挙が続くことになる。これらに対する、今回の英国の国民投票が及ぼす影響が注目される。

以上のように、ユーロ圏では様々な制約要因により企業投資の持続的な回復は期待し難いばかりか、英国の EU 離脱の選択に伴う不透明感の拡大でその手控え感が強まることも予想される。この

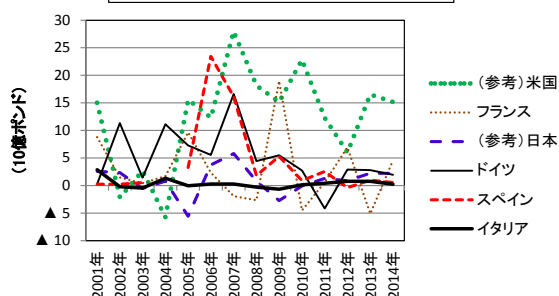
図表9 英国の輸出入額に占めるEUのシェア(財貨のみ)



図表10 ユーロ圏の輸出先別シェア内訳(財貨のみ)



図表11 英国に対する直接投資(フロー)



(資料) 図表 9、11 は Datastream(元データは ONS、英国国家統計局)の、図表 10は Eurostat の、各データから農中総研作成

ため、ユーロ圏では経済成長の下振れリスクが高まりつつあるものと考えられる。(16. 7. 22 現在)

(注1) 家計消費の伸長やそれを巡るリスク等については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「ユーロ圏は内需主導の経済成長を維持できるのか?～貧困層の拡大と家計消費の息切れ懸念～」(『金融市場』16年7月号)

(注2) 図表2の投資比率は、非金融企業については総付加価値額、家計については可処分所得額に占める総固定資本形成額の割合である(企業の在庫投資は含まない)。

(注3) 図表4のうち、投資比率は図表2に同じ。収益比率は、総付加価値額に占める営業粗収益の割合である。

景気下振れ圧力が依然強い中国経済

王 雷軒

要旨

2016年4～6月期の成長率はひとまず下げ止まった。財政支出の拡大によってインフラ投資が大きく伸びたこと、また個人消費もネット販売などの好調さを受けて堅調に推移したことが背景にある。しかし、投資全体では低迷が続くと見られるほか、消費も好調さを維持することは困難と見込まれることなどから、年後半の成長率は6%台後半に留まるだろう。

景気下振れ圧力は依然強い

16年4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.7%と1～3月期（同6.7%）から横ばいで、15年4～6月期以来1年ぶりに成長鈍化が止まった。前期比では、1.8%と1～3月期（1.2%）から加速した。ネット販売や自動車販売の好調さが続いたことを受けて個人消費は底堅かったほか、政府主導のインフラ投資も引き続き大幅に伸びたことが背景にある。

その結果、16年上半期の成長率は6.7%と、政府が掲げている16年の成長目標である「前年比6.5%～7.0%」の範囲内に収まった。

さて、景気の先行きについては、民間投資の低迷が続くと見られるほか、消費も底堅さを欠くと見込まれることなどから、このまま回復に向かうほどの勢いは

なく、16年後半にかけては景気下振れ圧力が依然強く、成長率は6%台後半に留まるだろう。以下では、これらの景気下押し要因を確認してみよう。

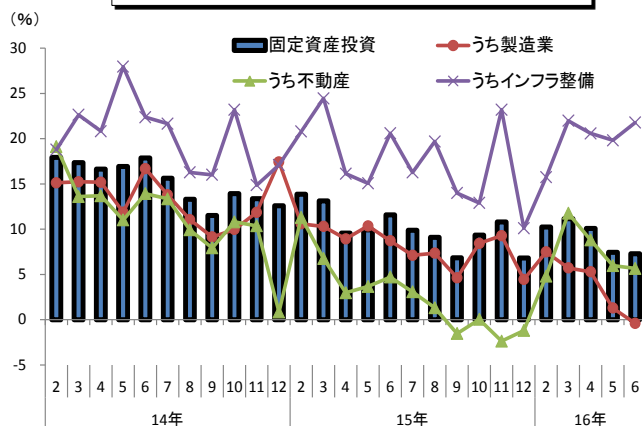
まず、投資（設備投資・不動産開発投資・インフラ投資）については、製造業の設備投資（投資全体の3割）は6月に前年比▲0.4%に落ち込んだ（図表1）。年後半にかけては、政府が民間投資の増加を促す政策を打ち出すことで設備投資の落ち込みに歯止めがかかるとの期待もあるが、鉄鋼などの過剰生産能力の削減を加速すれば力強い回復は見込めない。

さらに、不動産開発投資（投資全体の2割）も住宅在庫の解消を進めるなか、鈍化基調が続くと思われる。実際に、大都市を中心に住宅価格が高騰しており、それを抑制するための購入制限が相次いで

発表された。これを受けて足元の不動産開発投資は既に鈍化し始めたが、先行きも中小都市の住宅在庫がいまだに解消されておらず、低い水準で推移する可能性が高いと思われる。

ただし、インフラ投資（全体の2割程度）は財政支出の拡大によって大幅に伸びた。先行きも高速鉄道整備の加速などを受けて拡大基調で推移すると見ているが、製造業の設備

図表1 中国の固定資産投資（農家を除く）の伸び率



（資料）中国国家统计局、CEICデータより作成（注）伸び率は前年比。

投資の低迷と不動産開発投資の弱まりをカバーできず、投資全体では鈍化が続くだろう。

また、消費については、4～6 月期の 6.7%成長を下支えしてきたが、好調さを維持することは難しいと見られる。16 年上半期の家計所得の実質伸び率は鈍化傾向にあり、今後の消費の伸びを抑制する要因となろう。

さらには、2 億人以上が被災したと言われる 98 年の大洪水を思い出させるほどの洪水が 6 月以降、武漢や広州などの南部の広い地域で相次いで発生した。7 月にも北京・天津・河北省などの北部や東北地域でも道路冠水が発生し、集中豪雨による被害が拡大している。史上 3 番目の被害規模と指摘されるこの洪水は工場操業の停止などによって 7～9 月期の成長に悪影響を与えるだろう。

海外との貿易に目を転じると、中国の輸出が大きく好転させる材料は見当たらない。鉄鋼や太陽光パネルをめぐり、中国と EU との貿易摩擦があるほか、IMF が世界経済見通しを下方修正したように世界経済の低迷が続くと見られることから、輸出拡大も期待薄であろう。

一方、7 月に入って共産党、そして政府も相次いで経済情勢関連の会議を開き、

改めて成長目標の達成の必要性を強調した。16 年は第 13 次 5 ヶ年計画（16～20 年）の初年度であり、多少無理をしても成長目標を達成するだろう。年後半にかけて景気下押し圧力を和らげるため、追加金融緩和のほか、財政支出のさらなる拡大を通じて景気を下支えていくと見られる。

大幅な人民元安進行の可能性は低い

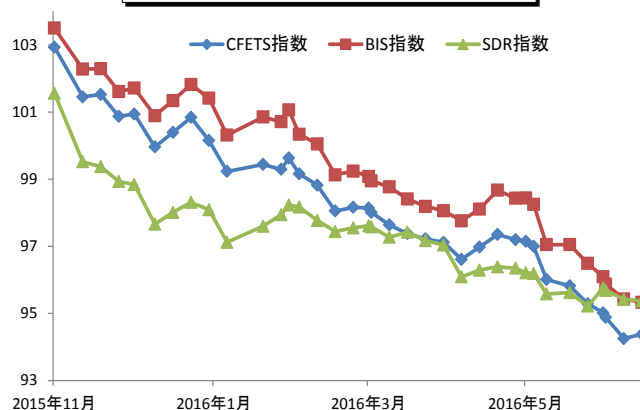
こうしたなか、中国当局が緩やかな人民元安を容認するスタンスをとっているという見方は多い。7 月中旬には人民元が対米ドルレートで 10 年 9 月以来の安値である 1 ドル＝6.7 人民元台までに下落した。また、16 年に入ってから中国外貨交易中心（CFETS）が発表した主要 13 通貨からなる通貨バスケットに対する人民元指数も緩やかな下落が続いており、当局のスタンスに変化が生じたと判断されよう（図表 2）。

しかし、急激な人民元安になると、中国からの資本流出が加速してしまい、金融混乱を引き起こす可能性がある。加えて 16 年は中国が G20 の議長国であるため、近隣窮乏化策である人民元安誘導と批判されることを回避したいという意向も強いと思われる。さらに、これまでの

当局の要人らが大幅に人民元安になるようなファンダメンタルズはないと述べてきたということと整合的でなくなる可能性もある。これらを背景に今後とも大幅な人民元安になる可能性は低いと考えられる。

足元でも、市場予想を小幅に上回った実質 GDP や鉱工業生産などの経済指標の改善などを受けて 1 ドル＝6.7 人民元を超える人民元安は持続していない。（16. 7. 22 現在）

図表2 人民元指数の推移(14年末=100)



(資料) 中国外貨(汇)交易中心、CEICデータより作成 (注)直近は16年7月15日。

急増する「ふるさと納税」の現状と今後の注目点

木村 俊文

制度の特徴と増加の背景

総務省によれば、「ふるさと納税」制度による 2015 年度の受入額が 1,652 億 9,102 万円と、前年度(388 億 5,216 万円)の 4.3 倍に急増した(図表 1)。件数でも 726.0 万件と前年度(191.3 万件)の 3.8 倍に達した。

ふるさと納税は、都市と地方の税収格差を是正するための新構想として 06 年に浮上したものであり、審議を重ねて 08 年度から個人住民税の寄付金税制を拡充する形で創設された制度である。制度の特徴は、次の 5 点が挙げられる。

第一は、寄付先として、自分の生まれ故郷や応援したい自治体など、好きな地域を複数選択できることである。

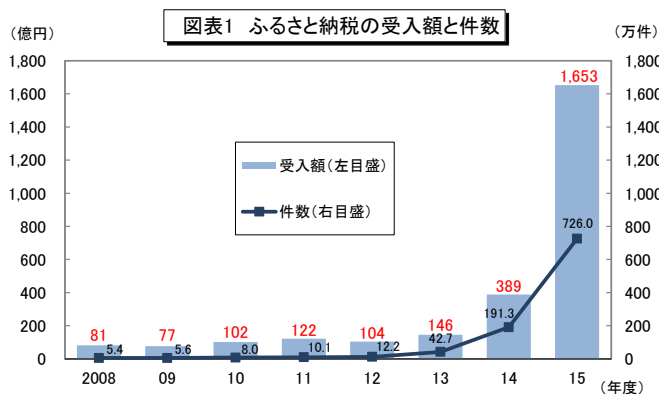
第二は、寄付金の用途も、子育て支援や地域振興など、自治体にどんな風に使ってもらいたいかを選ぶことである。

第三は、寄付者に対する返礼品として、金額に応じてその地域の特産品を送付する自治体が多いことである。返礼品を送付する自治体であっても、ふるさと納税の寄付額から品代や送料・梱包代などを地元の特産品出品事業者に支払い、差額

で財源を増やすことができる。

第四は、通常の寄付金控除に加えて特例控除が適用される仕組みであることから、寄付した金額のほぼ全額が税額控除されることである。総務省の資料によると、控除上限額(年収、配偶者の有無、扶養家族の人数などにより異なる)の範囲内で自治体に寄付すれば、2,000 円を超える部分が所得税・住民税から控除される。

第五は、15 年度から手続きが簡略化され、かつ上限額が引き上げられたことである。それまで税額控除の手続きとして、確定申告不要の給与所得者(年収 2,000 万円以下のサラリーマンなど)がこの制度を利用するには確定申告を行う必要があったが、15 年度からは寄付先の自治体が 5 団体以内であれば、各自治体に申請書を提出することで確定申告を行った場合と同額が控除される「ふるさと納税ワンストップ特例制度」が導入された。同時に控除上限額が約 2 倍に引き上げられたため、これを機に各地の自治体が返礼品を拡充させたことから、冒頭で紹介したように寄付者が急増した。



市町村別首位は宮崎県都城市

15 年度に最も多く寄付金を受け取ったのは、宮崎県都城市(42 億 3,123 万円)だった(図表 2)。返礼品を地元産の「肉と焼酎」に特化したことで人気を集めた。

第 2 位は静岡県焼津市(38 億 2,558 万円)で、第 3 位は山形県天童市(32 億 2,784 万円)だった。

前年度からの伸びに注目すると、第 9

図表2 2015年度・市町村別ふるさと納税額・上位10団体一覧

(単位: 百万円、千件、倍)

順位	団体名	2015年度		前年度比(倍)	
		金額	件数	金額	件数
1	宮崎県 都城市	4,231	288	8.5	10.1
2	静岡県 焼津市	3,826	139	13.4	17.3
3	山形県 天童市	3,228	181	4.1	3.1
4	鹿児島県 大崎町	2,720	64	248.9	118.2
5	岡山県 備前市	2,716	34	89.0	36.7
6	長崎県 佐世保市	2,648	116	1,969.0	3,851.1
7	長崎県 平戸市	2,600	47	1.8	1.3
8	長野県 伊那市	2,583	30	140.6	186.5
9	佐賀県 上峰町	2,130	96	5,324.9	31,921.0
10	島根県 浜田市	2,094	106	2.9	2.3
	全市町村平均	93.4	4.1	4.3	3.8

(資料) 図表1に同じ

位の佐賀県上峰町(21億2,996万円)は、15年9月にふるさと納税サイトを充実させ、町内で肥育する「佐賀牛」などを返礼品としたことが人気を呼び、金額で前年度比5,000倍以上に激増した。同町では、返礼品や諸費用などを差し引いた8億円弱の使途について、寄付者の意向に沿い、学童教育の振興や高齢者の生活支援などに充てている。

一方、都道府県別では、首位が北海道(150億3,607万円)、次いで山形県(139億818万円)、長野県(104億5,583万円)、宮崎県(103億2,814万円)、佐賀県(96億6,239万円)の順位だった。ただし、徳島県や富山県など下位8県は10億円に満たない一方で、市や町が単独で20億円以上の寄付を獲得していることを考慮すると、返礼品の充実など意欲的に取り組む自治体が金額を伸ばしていると言える。

企業版ふるさと納税も今後スタート

以上のとおり、返礼品の内容が充実しているかどうかで寄付先となる自治体を選ばれる傾向があるものの、税収格差の是正や地方創生の観点からはある程度ふるさと納税の効果が始めているように思われる。

同制度にかかる寄付金税額控除の適用状況をみると、金額が大きいのは東京都

をはじめ、神奈川県、大阪府、愛知県、兵庫県など税収の多い都市部である。したがって、その分だけ財源が地方へと移っていることが確認できる。

また、返礼品としての地元農産物等の発送を通じて地域の産業振興に貢献しているほか、ふるさと納税が契機となって観光客や移住者を呼び込むなど、人的交流につながる可能性も十分にある。

一方、課題としては、換金性の高い商品券等の提供や高額または返礼割合の高い返礼品の送付など、競争過熱が指摘されている。ただし、総務大臣通達を受け自治体には良識ある対応が求められており、高額品や商品券の返礼を取りやめる自治体も見られるなど、過度な競争には歯止めがかかっている。とはいえ、税収減少に悩む地方の自治体であっても、ふるさと納税に積極的でない団体もあることから、税収の地域間格差は依然として解消されないという問題は残る。また、高所得者ほど控除上限額が高くなることから返礼品を多く受け取ることができるため、制度上の問題点を指摘する声も上がっている。

今後は16年度税制改正で決まった地方創生応援税制(企業版ふるさと納税)が開始される。これは自治体で作成した地方版総合戦略のうち、内閣総理大臣の認定を受けた事業に企業が寄付する場合、新たな特例措置が適用されるため、現状の損金算入措置(約3割)とあわせて寄付額の約6割が税額控除される制度である。節税効果が高く、地域貢献や企業のイメージアップも期待される。果たして企業版ふるさと納税も一気に盛り上がるのか、今後の動向に注目したい。

地方銀行の決算動向とマイナス金利政策下での戦略

古江 晋也

要旨

2015年度の地銀決算は経常利益と当期純利益が過去最高となった。しかし、業務純益は減少傾向に歯止めがかかっていない(コア業務純益は前年度を上回る)。一方、第二地銀の経常利益と当期純利益も高い水準を維持しているが、地銀と同様に業務純益の減少傾向は続いている。

このような状況の中、本稿では、地銀、第二地銀の決算説明会資料をもとにマイナス金利政策下における今後の経営戦略の枠組みについても検討する。

はじめに

本稿では全国地方銀行協会「地方銀行決算の概要」と第二地方銀行協会「第二地銀協地銀の決算の概要について」の資料をもとに、地方銀行および第二地方銀行における5

年間(2011～15年度)の主要経営指標の分析を行っている。

この時期は、第二次安倍内閣が2012年12月に発足し、日銀は政府と連携して金融緩和政策を実施した。同政策によって企業収益は拡大したが、2014年4月に消費税の税率が5%から8%へと引き上げら

れたことに伴う駆け込み需要の反動等から消費は落ち込んだ。2015年度は、4月に株価が15年ぶりに2万円を回復し、その後も2万円前後で推移したが、8月後半には中国景気の落ち込みが鮮明となった

図表1 地方銀行の損益の推移

(単位: 億円、%)

	11年度	12年度	13年度	14年度	15年度
業務純益	13,615	13,994	12,316	12,817	12,702
コア業務純益	12,337	11,969	11,911	12,128	12,191
コア業務粗利益	36,193	35,327	35,287	35,599	35,284
資金利益	31,802	30,875	30,537	30,389	30,187
資金運用収益	—	—	32,957	32,751	32,777
貸出金利息	—	—	24,788	24,080	23,539
有価証券利息配当金	—	—	7,736	8,176	8,667
資金調達費用	—	—	▲ 2,423	▲ 2,364	▲ 2,592
役務取引等利益	3,786	3,903	4,135	4,484	4,433
その他業務利益	603	548	614	725	662
経費	▲ 23,856	▲ 23,352	▲ 23,376	▲ 23,472	▲ 23,092
人件費	▲ 11,730	▲ 11,752	▲ 11,787	▲ 11,760	▲ 11,722
物件費	▲ 10,973	▲ 10,484	▲ 10,495	▲ 10,468	▲ 9,995
国債等債券関係損益	971	1,456	419	578	504
一般貸倒引当金繰入額	306	562	▲ 14	111	6
臨時損益	▲ 3,358	▲ 3,587	119	567	1,193
不良債権処理額	▲ 2,729	▲ 3,212	▲ 1,637	▲ 1,206	▲ 1,078
個別貸倒引当金繰入額	—	▲ 2,283	▲ 931	▲ 612	▲ 715
貸出金償却	—	▲ 717	▲ 486	▲ 428	▲ 259
株式等関係損益	▲ 875	▲ 558	896	895	1,237
貸倒引当金戻入益	825	92	491	396	422
償却債権取立益	—	349	378	311	278
その他臨時損益	—	▲ 258	▲ 8	170	333
経常利益	10,252	10,402	12,432	13,380	13,891
特別損益	▲ 131	▲ 402	▲ 147	▲ 295	▲ 141
法人税等	▲ 4,325	▲ 3,502	▲ 4,476	▲ 4,873	▲ 4,345
当期純利益	5,794	6,496	7,808	8,211	9,403

(資料) 全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行決算の概要」の各年度

(注1) 貸出金利息＝貸付金利息－金融機関貸付金利息＋手形割引料

(注2) 11年度および12年度の「資金運用収益」「貸出金利息」「有価証券利息配当金」「資金調達費用」、11年度の「個別貸倒引当金繰入額」「貸出金償却」「その他臨時損益」は資料に記載がない。

(注3) 「その他業務利益」(特定取引[トレーディング業務]利益を含む)は、国債等債券関係損益を除く。

(注4) 「その他臨時損益」は、金銭の信託運用損益、退職給付費用(臨時費用処理分)なども含む。

図表2 地方銀行における経営諸指標の推移

(単位: %)

	11年度	12年度	13年度	14年度	15年度
貸出金利回	1.71	1.59	1.47	1.38	1.30
有価証券利回	1.09	1.00	1.05	1.06	1.13
資金運用利回	1.48	1.37	1.30	1.24	1.19
預金等原価	1.16	1.09	1.04	1.00	0.96
預金等利回	0.09	0.07	0.06	0.05	0.05
経費率	1.07	1.02	0.97	0.94	0.90
人件費率	0.52	0.51	0.49	0.47	0.45
物件費率	0.49	0.45	0.43	0.42	0.39
資金調達利回	0.13	0.11	0.09	0.09	0.09
資金調達原価	1.17	1.09	1.04	0.99	0.94
預貸金利鞘	0.55	0.50	0.43	0.38	0.34
資金粗利鞘	1.35	1.26	1.21	1.15	1.10
総資金利鞘	0.31	0.28	0.26	0.25	0.25
総資産コア業務純益率(ROA)	0.50	0.47	0.45	0.44	0.42
株主資本コア業務純益率(ROE)	10.25	9.59	9.57	9.39	9.01
コア業務粗利益経費率(OHR)	65.91	66.10	66.24	65.93	65.44

(資料) 全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行決算の概要」の各年度

ことから株価は下落。16年初めには原油安なども加わり、世界経済の先行き懸念が高まった。こうした中、日銀は1月下旬に「マイナス金利政策」の導入を発表した。

臨時損益に左右される地銀決算

図表1は地方銀行の損益の推移を表したものである。15年度は14年度と比較して業務純益が減少したが、この要因は国債等債券関係損益が減少(益超幅の縮小)したことや、一般貸倒引当金繰入額の戻入額が縮小したためである(なお、増益要因としては預金保険機構が預金保険料率を0.084%から0.042%に引き下げたことによる経費の減少があった)。

コア業務粗利益に目を向けてみると、その減少傾向に歯止めがかかっていない。その主な要因は資金利益(特に貸出金利)の減少にあり、長期にわたる日銀の

金融緩和が銀行経営に大きな影を落としていることが改めて浮き彫りとなった。このことは、図表2でも確認することができ、5年間で貸出金利回りは0.41%、預貸金利鞘は0.21%低下している。

役務取引等利益は、11年度から14年度まで堅調に増加してきたが、15年度は、世界経済の先行き懸念によるリスク回避の動きなどを受け、投資信託販売手数料等の減少から減益となった。

一方、15年度の経常利益と当期純利益は過去最高となった。経常利益に関しては、臨時損益の増加(株式等関係損益の益超幅拡大と不良債権処理額の減少)、当期純利益に関しては、法人税等の減少があげられ、与信コストと株式等関係損益の動向が大きな影響を及ぼしている。

預貸金収支の減少が響く第二地銀

図表3は第二地銀の損益を表したもの

図表3 第二地方銀行の損益の推移

(単位:億円、%)

	11年度	12年度	13年度	14年度	15年度
業務純益	3,455	3,395	3,803	2,896	2,678
業務粗利益	10,507	10,340	10,745	10,004	9,678
資金利益	9,314	8,942	9,340	8,730	8,573
預貸金収支	7,768	7,405	7,130	6,913	6,725
有価証券利息配当金	1,626	1,617	2,245	1,821	1,859
役務取引等利益	679	726	789	872	833
その他業務利益	513	671	614	400	271
国債等債券関係損益	359	475	493	274	200
経費(△)	7,306	7,035	7,040	7,116	7,095
一般貸倒引当金繰入額(△)	▲ 254	▲ 90	▲ 98	▲ 8	▲ 95
臨時損益	▲ 1,383	▲ 1,427	▲ 321	174	207
個別貸倒引当金繰入額(△)	860	899	517	259	287
株式等関係損益	▲ 363	▲ 255	350	256	348
経常利益	2,071	1,967	3,481	3,071	2,885
特別損益	▲ 110	▲ 34	▲ 123	▲ 35	▲ 81
税引前当期純利益	1,961	1,933	3,357	3,035	2,803
法人税、住民税及び事業税(△)	258	252	339	467	510
法人税等調整額(△)	584	446	490	501	369
当期純利益	1,118	1,233	2,526	2,065	1,923

(資料)第二地方銀行協会ウェブサイト「第二地銀協地銀の決算の概要について」の各年度

(注1) 預貸金収支=(貸付金利息-金融機関貸付金利息+手形割引料)-預金利息

(注2) 国債等債券関係損益=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

(注3) 株式関係損益=株式等売却益-株式等売却損-株式等償却

である。2015年度の第二地銀の業務純益の減益となった。

及び業務粗利益は2014年度と比較すると、両方とも預貸金収支(=[貸出金利息-金融機関貸付金利息+手形割引料]-預金利息)の減少が主因で減益となった。

また図表4は、第二地銀の経営諸指標の推移であるが、5年間で貸出金利回りが0.45%(地銀は0.41%)、預貸金利鞘が0.24%(地銀は0.21%)低下しており、地銀と同様に長引く金融緩和の影響が現れている。役務取引等利益についても地銀と同様に投信販売手数料の減少などから、減少に転じている。経常利益および当期純利益に目を向けると、業務純益の減益を臨時損益の増加でカバーできなかったため、経常利益、当期純利益ともに高い水準を維持しているものの、2期連続

マイナス金利下での銀行業績予想

金融緩和による利鞘の縮小に加え、人口減少、中小企業の廃業率の高止まりなど、地方銀行経営にとって逆風が続く中、日銀は今年1月下旬からマイナス金利政策を導入した。

同政策の実施は金融機関にとって貸出金利回りのさらなる低下要因となり、預金金利の低下が限定的な中、資金利益の減少は避けられない。また融資以外にも、退職給付債務に関連したコスト増なども経営に影響を与えられとされる。

加えて、今年に入り、中国経済の先行き懸念やイギリスのEU離脱問題などを受けて株式相場下落が続いているが、こ

図表4 第二地方銀行における経営諸指標の推移

(単位:%)

	11年度	12年度	13年度	14年度	15年度
貸出金利回	1.97	1.85	1.73	1.63	1.52
有価証券利回	1.06	1.03	1.40	1.10	1.15
資金運用利回	1.67	1.57	1.57	1.41	1.34
預金債券等原価	1.37	1.28	1.23	1.20	1.16
預金債券等利回	0.13	0.11	0.09	0.08	0.07
預金等利回	0.13	0.11	0.09	0.08	0.07
譲渡性預金利回	0.15	0.13	0.12	0.11	0.10
経費率	1.23	1.17	1.14	1.12	1.08
人件費率	0.62	0.60	0.58	0.57	0.56
物件費率	0.55	0.51	0.50	0.48	0.46
税金率	0.06	0.05	0.05	0.06	0.06
資金調達利回	0.16	0.13	0.11	0.10	0.09
資金調達原価	1.37	1.29	1.24	1.19	1.15
預貸金利鞘	0.60	0.57	0.50	0.43	0.36
総資金利鞘	0.30	0.28	0.33	0.22	0.19
預貸率(末残)	73.14	72.93	72.66	72.56	73.66
預貸率(平残)	73.33	72.76	72.07	71.87	72.42
預証率(末残)	25.66	26.46	25.83	26.58	25.16
預証率(平残)	25.80	26.16	25.88	25.90	24.65
コア業務ROA	0.44	0.44	0.48	0.37	0.33
コア業務ROE	9.64	9.37	10.29	8.18	7.13
コア業務粗利益OHR	71.99	71.32	68.67	73.13	74.86

(資料)第二地方銀行協会ウェブサイト「第二地銀協地銀の決算の概要について」の各年度

れらは株式関係損益の悪化をもたらすと懸念され、臨時損益で業務純益をカバーできなければ更なる減益要因にもなる。こうした環境変化を踏まえ、16年度決算では、経常利益、当期純利益ともに減益となる見通しを多くの地銀、第二地銀が示している(注)。

(注)「地方銀行平成27年度決算の概要」では、61行合計の平成28年度(16年度)通期業績予想を、経常利益が前年度実績比△2,744億円の1兆592億円、当期純利益が同△1,582億円の7,343億円と公表している。また「第二地銀協地銀の平成27年度決算の概要について」では、平成28年度(16年度)通期業績予想は40行中、38行が経常利益減益、35行が当期純利益減益であると公表している。

マイナス金利下での資金利益の戦略

ここでは16年度決算説明会資料をベー

スの課題となる(図表5)。

資金利益の資金運用収益は、貸出金利息や有価証券利息配当金に区分されるが、資金利益の減少を最小限度に抑えるために、有価証券の運用力を強化する方針を掲げる銀行は多い(有価証券利息配当金を上昇させることをめざす)。国内債券から外国証券や海外への貸出、投資信託へのリバランスを検討することで有価証券利息配当金の増加をめざすところもある。

一方、貸出金利息に目を向けてみると、その取組みは、①ボリュームの拡大と、②貸出利回りの高い分野への融資推進に大別される。

①は貸出金利息の減少をボリュームで補うことをめざしており、具体的には営業区域の広域化や成長分野への本格的な参入があげられる。

スにマイナス金利政策のもとで地銀、第二地銀がどのように融資や預かり資産業務を推進していくかをまとめることにする。前述したようにマイナス金利政策のもとでは、資金利益の減少をどのようにカバーしていくか、が当面

営業区域の広域化については、例えば大都市圏など今後人口の増加や成長が見込まれる地域に営業店等を増やしていく取組みである。また成長分野への参入については近年、医療・介護、不動産業（賃貸住宅）、宿泊業などが注目されており、医療経営士、医

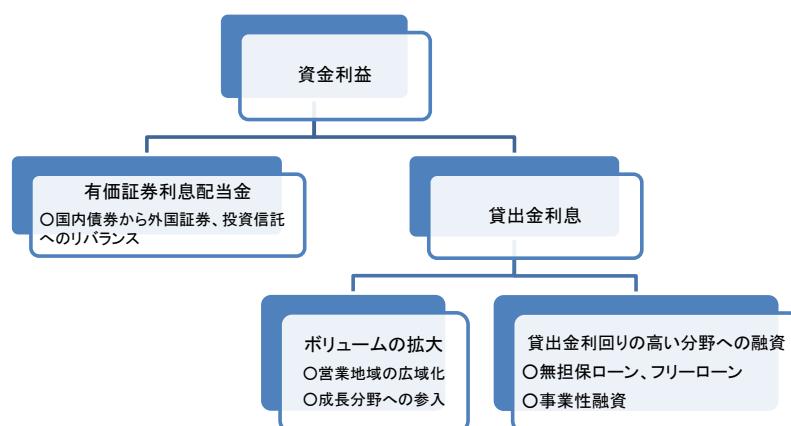
業経営コンサルタント、介護福祉経営士などを行員が取得することで積極的な進出を図る銀行や、賃貸住宅関連では専門部隊の増員を図る銀行もある。

ただ、ボリュームの拡大をめざす戦略は時として、さらなる金利競争を引き起こす可能性もあり、まさに「消耗戦」となる懸念もある。

さらに相続対策、富裕層への資産運用相談の観点から賃貸住宅ローンが脚光を浴びているが、賃貸住宅建設が進む中、空室率をどのように管理していくのか、という課題がある。2000年代後半以降、「一括借上げ」「家賃保証」を謳った賃貸住宅支援サービスが活発化しているが、同支援サービスを活用しても家賃の減額や大規模改修への対応などのリスク要因があることはよく知られており、これらの課題をどのように見定めていくのか、ということも重要なポイントとなる。

②の貸出利回りの高い分野への融資推進については、(a) 無担保ローン、消費性ローンの強化、(b) 小規模企業への融資を含めた事業性融資の強化、があげられる。

図表5 資金利益の減少をカバーする戦略の概念図



(資料)各銀行の決算説明会資料をもとに筆者作成

(a) については、貸金業法の完全施行以降、金融機関による無担保ローン市場への参入はめざましく、全般的に利鞘が縮小傾向にある中、同市場には以前にも増して高い関心が寄せられている。

現在では、各行ともウェブなどを活用した非対面型チャネルによる申込や契約の推進、利用限度額の引き上げ、各種メディアを活用した積極的な広告宣伝強化を打ち出しており、この傾向は今後も継続すると思われる。

(b) については、申込から実行までをスピーディーに進めるため、一定額以下の事業資金については、融資判断を支店長の専決事項とするなど権限委譲を進める銀行もある。

また、事業性融資の推進を図るためには目利き力の向上（事業性評価の強化）が欠かせないことを踏まえ、その対応に取り組むことを重視する銀行が増加しており、外部企業への出向経験者の積極的な活用なども注目される。

預かり資産業務等の推進

マイナス金利政策のもとでは、預かり

資產業務に力点を置くことも主要な戦略となる。同業務は金融市場の動向に左右されるという側面が強いものの、預金金利が低下する中、投資信託など、低下する預金金利に満足できない顧客のニーズの受け皿として、引き続きプライオリティの高い取組みの一つとなっている。

最近では、預かり資產業務の強化と業務の効率化という観点から、タブレット端末の設置台数を増強したり、証券子会社がある地銀では「銀証連携」を加速させる動きもある。

また、個人取引以外にも、私募債やシンジケートローン、ビジネスマッチング手数料などで役務取引等利益の増加を図る動きもあり、これらの取組みをどのように展開していくか、にも注目が集まる。

事務の効率化

業務純益が低下していく中、その減少を食い止めるためには経費の削減も重要な経営課題となる。昨今では、事務効率を向上させるため、書類レス・印鑑レスを推進するなど手続きの簡素化の流れにはめざましいものがある。

また、事務の効率化によって削減された人員については、営業推進等に振り向けることも並行して行われており、更なる営業力の増強を図る計画も進行している。

このような取組みは、労働人口の減少等により、人員確保が次第に難しくなることへの対応という側面もある。また人事面においては、女性の活躍を推進する取り組みに力を入れる銀行が増加しており、ワークライフバランス制度の拡充、退職者復帰制度、企業内保育施設の導入なども広がっている。

おわりに

以上、本稿でみてきた通り、最近の銀行経営は、資金利益の低下が続いている中、臨時損益の動向が経常収益、当期純利益に影響を与えるという状況となっている。そしてこのような経営環境に、追い打ちをかけるようになったのがマイナス金利政策である。

こうした中、本稿の後半部分でまとめたように、多くの銀行はより利回りの高い事業分野に力点を置く戦略が加速すると考えられるが、その一方で事業者の業種やライフサイクルの違いに応じてサポート体制を強化し、長期的な視野から顧客満足を図ったり、貸出金額や収益などの営業目標を撤廃するなど、独自の戦略を掲げる地銀もある。

金融機関はこれまで「横並び意識」が強かったことは否めないが、マイナス金利政策のもとで生き残りを図るためには、低金利を武器にした推進（または利回りの高い事業分野へのシフト）ばかりではなく、多くの顧客から支持を得るビジネスモデルの策定が求められることも事実であり、今後の展開に注目が集まる。

最近の中国の過剰生産能力の解消への取り組み状況

王 雷 軒

中国は、2016年の重要な施策として「供給側の構造改革」に取り組んでいる。この「供給側の構造改革」では、①過剰生産能力の解消（去産能）、②企業や政府の債務削減（去杠杆）、③企業在庫や住宅在庫の削減（去庫存）、④企業経営コストの軽減（降成本）、⑤弱い部分の補強（補短板）という5つの課題が掲げられている。

目下、政府が積極的に取り組んでいるのは鉄鋼および石炭産業における過剰生産能力の解消（上掲①）である。そこで、この両産業における最近の過剰生産能力の解消への取り組み状況を確認したうえで、今後どのような取組みが求められるのかを、これまでの政策対応を踏まえて論じたい。

鉄鋼産業の取り組み状況

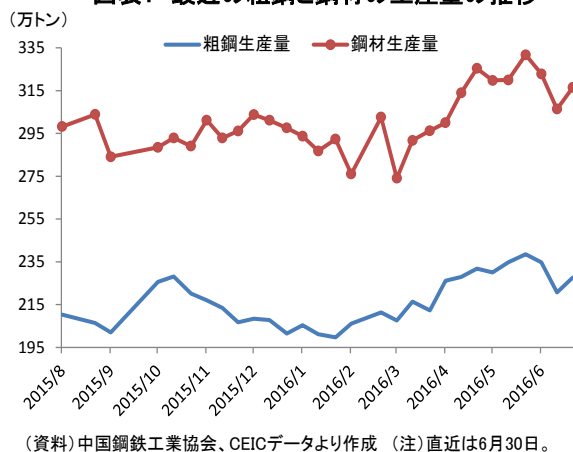
中国鋼鉄工業協会によれば、13年の粗鋼の生産能力および生産量はそれぞれ11.06億トン、8.22億トンであったため、粗鋼生産の設備稼働率（生産量/生産能力）は74.3%に留まったことが分かる。稼働率の推移を確認してみると、06年に

89.1%とピークを付けた後、一旦調整したものの、11年まで80%を超える水準を続けた。しかしながら、12年以降は稼働率が80%を割込んでおり、生産能力の過剰が深刻さを増していると推測される。

こうしたなか、国務院は2月に、16年からの5年間をかけて現有生産能力の1割程度に相当する1~1.5億トンの生産能力を削減する目標を公表した。これを受けて地方政府は具体的な削減目標を相次いで発表したほか、関係省庁も財政・金融支援措置などの政策を決めるなど、削減に必要な環境整備が出来たと見られる。

しかし、同協会が発表した最近の粗鋼と鋼材の生産量の推移を確認すると、16年初めには小幅減少したものの、3月に入ってから鉄鋼価格の持ち直しなどを受けてむしろ増産傾向で推移してきた（図表1）。こうした動きからは、過剰生産能力の削減がそれほど進んでいるとは思えない。このペースで推移すると、16年の削減目標（0.45億トン）を達成できる可能性は低いと思われる。

図表1 最近の粗鋼と鋼材の生産量の推移



石炭産業の取り組み状況

中国の石炭需給を確認すれば、15年の生産量は37.5億トン、消費量は39.6億トン、輸入量は2.1億トンであったため、石炭供給は不足していることが見て取れる。

しかし、石炭産業については、小規模炭鉱の数が多く、しかも労働環境、設備環境が劣悪で事故が多発していること、また大気汚染を改善するため石炭消費量

を減らし、石油や天然ガスなどに切り替える戦略をとっていることから、老朽設備の廃棄などを通じて現有生産能力の削減に踏み切ったと見られる。

中央政府は16年からの3～5年間で炭鉱事故が多発する小規模炭鉱の閉鎖等で5億トン、企業再編等で5億トンの生産能力を削減する目標を決定した。これは現有生産能力の3割に相当し、削減幅が鉄鋼より大きい。

最近の取り組み状況を確認してみよう。15年4月から再び発表され始めた月次の石炭生産量の推移をみると、16年から減産基調で推移したことが分かる(図表2)。国家統計局のスポークスマンによると、16年1～6月期の石炭生産量は前期比▲9.7%となっており、過剰生産能力の解消がある程度進捗したと見られる。ただし、老朽設備が果たして完全に廃棄されたかどうかは定かではない。足元では石炭価格の小幅上昇もあって、生産量は小幅増加に転じており、生産能力の削減が決して容易ではないことが示唆される。

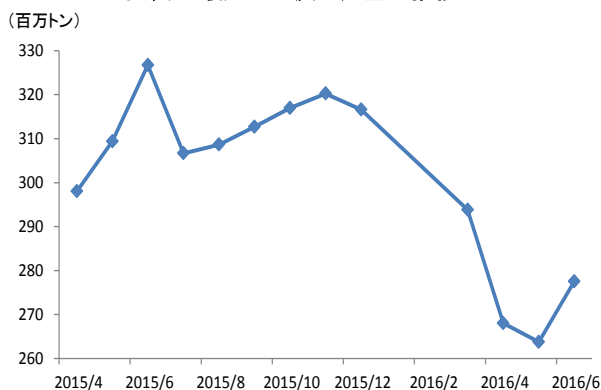
いずれも長期戦となる見通し

中国では、2000年代半ばから鉄鋼などの過剰生産能力の解消が課題とされてきたにもかかわらず、十分な進展を見ないまま今日に至っている。

中央政府はこの課題を十分に認識し、生産能力の削減に関する施策を行った。例えば、国務院が06年に公布した「過剰生産能力産業の構造調整推進の加速に関する通知」で、鉄鋼、電解アルミ、石炭、セメントなどにおける過剰生産能力の削減を地方政府に指示した。

その後もほぼ毎年、過剰生産能力の解消を指示する通知等が行われてきた。最

図表2 最近の石炭生産量の推移



(資料)中国国家统计局、CEICデータより作成 (注)16年1月分、2月分は発表されていない。

近では従来の伝統産業だけでなく、政府が成長を促してきた太陽光パネルや風力発電でも供給能力過剰が問題視されている。

しかし、地方政府は税收や雇用を確保するため、生産能力の削減に後ろ向きであった。この背景として、地方政府は経済成長を何よりも重視してきたことが挙げられる。せっかく誘致してきた企業に対して、政府が生産能力の削減に取り組めと言うインセンティブはない。

このようなメカニズムがある限り、過剰生産能力の解消は難しいと考えられる。技術が遅れた設備の導入などに銀行からの新規借入ができなくなるなど、制度が見直されつつあるが、地方政府の考え方を変えるまでは時間がかかると思われるため、過剰生産能力の解消は長期戦になる見通しだ。

いずれにしても、現実的には、行政措置による老朽設備淘汰の促進や過剰投資を生む制度の改革を通じて、生産能力の削減を進めるとともに、都市化の推進等によって新たな需要を作り出すことで緩やかに調整が進むことが望ましく、こうした流れを進めるために政策誘導していくことが求められる。

海外の話題

「英国の EU 離脱とイングランド地方票」

農林中央金庫 ロンドン支店長 梅垣 健

今年の1月号で『英国は・・・EU 離脱の是非を問う国民投票を実施する。意外にも僅差の勝負だという。大きな時代の分かれ目に差し掛かった』（「ロンドン 10 年前比較」）と述べた。その僅か半年後、英国は国民投票を実施し、1973 年から 40 年以上続いた EU（欧州連合）メンバーからの「離脱」を選択した。この投票結果は、ご存じのとおり世界的にも衝撃を与え、金融市場をはじめとして世界的な混乱を巻き起こした。要因は広くマスコミでも語られているとおり、「高齢者と若者の分断」、「地方とロンドンの格差」、「エスタブリッシュメント（英国の伝統的な支配層）への反発」等、様々だ。

特に注目したい点は（あまり日本のマスコミでは取り上げられていないようだが）、ロンドンを除くイングランド地域が圧倒的に「離脱」を選択したことだ。ロンドン以外のイングランド地域の投票総数は約 24.6 百万で、このうち「離脱」が約 13.6 百万票。英国全体の「離脱」票 17.4 百万の実に 78% を占め、今回の投票結果を大きく左右した。「残留」派が 6 割を占めるロンドンに住む者としては、この結果は意外であり、地方とロンドンにこれ程までの大きなギャップがあることに個人的にも衝撃を受けた。アメリカでは「マンハッタン（金融街）を見て、全米を語るなかれ」とよく言われるが、今日的には、「ロンドンだけを見て、英国を語るなかれ」ということか。

イングランドといえば、英国（連合王国）を構成する四地域（イングランド、ウェールズ、スコットランド、北アイルランド）の中でも経済規模や人口が最大の地域で、首都ロンドンが位置する国の中心地だ。ロンドン市内から車で 30 分程走ると都市圏を取り囲む環状道路（M25）があり、これを越えると景色は一変し、のどかな田園風景が広がる。そこからイングランドの地方がずっと続く。

この地方票を決定づけた要因の一つは、EU の拡大に伴って生じた急激な社会変化への反動ということではないだろうか。例えば、EU は 2004 年以降に東欧諸国など 13 ヶ国が加わって現在の 28 ヶ国まで拡大したが、この間、英国への移民流入は東欧からの移民を中心に急増し、地方でも目立ってきた。政府はこれを十分コントロールできないという。また、地方においても EU のルールが人々の日常生活やビジネスの中にもどんどん入り込んできた。このような変化が元々想定されたものであればよかったのだろうが、現実はそうではなかったようだ。

投票の翌日、英国最大の 대중紙「サン」は、“EU の楔から解放された英国が、燦々と輝く太陽とともに、「さらば EU よ！」と言って未来に向かっていく” イメージを表紙に飾った。（日本人としては驚きであるが）英国人に総じて悲壮感がないのも現実だ（自らの投票結果なので、当然ではあろうが・・・）。

原稿を書いている今もなお、EU との離脱交渉は全く先が見通せない混沌とした状態だ。ようやく英国では新しい首相が決まり、離脱交渉に向けた準備が動き始めたようだ。元来したたかな国民性だ、EU との交渉でも恐らく他国には真似のできない英国独自のスタイルで新たな EU 関係を築いていくのだろう。今もなお GDP 世界第 5 位、国連安保理の常任理事国、NATO の主要メンバー、世界 50 ヶ国以上から成るコモンウェルス（英連邦）の中心国でもありネットワークは広い。

仮に、遠い将来、再び国民投票が実施されたとすれば、全く異なる結果になるかもしれない。英国に移り住んだポーランド人の子供がインタビューで「自分は（既に英国籍をもっているのだから）ラッキーだった」と答えていたが、既に英国に移住した移民の子孫が増加することで、将来、都市部も地方も EU 合流派が圧勝するかもしれない（？）。もちろん、その時に EU が存続していればの話だが（？）。これから始まる英国と EU の真剣勝負に注目していきたい。