潮　流

エスタブリッシュメントの敗北

代表取締役専務　柳田　茂

11 月 8 日に行われた米国大統領選挙は、事前の予想を覆して共和党のトランプ候補が勝利した。直後の各国のマスコミ報道は、「驚くべき番狂わせ」、「史上最もありえない選挙結果」といった表現が多く、世界中に与えた衝撃の大きさが露呈された。

こうした結果となった要因について様々な分析が行われている。米国がポピュリズム（大衆迎合主義）の罠に陥ったという見方もあれば、選挙人の数の多い激戦州に集中的に働きかけた選挙戦術の勝利との見方、あるいは大詰めの段階でのFBIのクリントン候補への新たな調査表明が命取りになったと見る向きもある。いずれも一概に否定はできないが、表層の要素のみに注目して、今回の選挙の底流に流れていた米国民の大きな意思の変化を見逃してはならないだろう。

私見としては、今回の選挙結果は、マスメディアが想像していた以上に米国民の既存の政治体制への不満と怒りが大きく、トランプ候補に賭けるリスクを冒してでも変化を求めた帰結であると考える。そして、米国民が求めた変化の方向は、加速するグローバリゼーションにストップをかける米国第一主義・保護主義であり、新自由主義経済により拡大した国民間の格差の是正であった。

今回の選挙では、これまで民主党の強固な支持基盤であった北部のペンシルベニア州やウィスコンシン州などの白人労働者層（ブルーカラー）が雪崩を打ってトランプ候補支持に転じた。これらの州は、鉄鋼や自動車をはじめとする米国の伝統的な工業地帯であるが、近年はメキシコや日本・韓国・中国等との競争に敗れ、工場労働者の失業が相次ぐ状態となっていた。彼らにとって、NAFTA（北米自由貿易協定）見直しの公約を反故にしてTPPを推進するオバマ大統領への失望は大きく、その継承者にしか見えないクリントン候補には期待できなかったのであろう。その意味において、トランプ氏が自らの当選を「労働者の勝利」と述べたのは当たっている。

これに対し、グローバル経済における勝ち組である富裕層・ホワイトカラーが集まるニューヨーク・ワシントン等の沿岸都市部は最後まで圧倒的にクリントン候補支持であったが、彼らは予想だにしなかった敗北にまみれた。選挙当日、開票が始まってもなおクリントン優勢と報道していたマスメディアも含め、今回の選挙は米国の支配層（エスタブリシュメント）の敗北と言ってよいのではないか。

今後の注目点は新政権がどのような政策を行うかであるが、極めてしたたかでクレバーな次期大統領は米国第一主義・保護主義を掲げながらも、安全保障、外交、経済のいずれにおいても現実的かつ功利的に立ち回っていくと予想される。

その意味においては過度の不安は不要かもしれない。しかし、トランプ勝利の最大の原動力となった米国の人種・移民問題や格差問題の根は深く、こうした国民の間の亀裂は今回の選挙戦を通じてさらに広がってしまった。トランプ次期大統領が国民分断の危機を乗り越えて、自らが否定したグローバリゼーションに代わる新たな米国の方向性と国民を統合する普遍的価値観を示すことができるのか、歴史はいま大きな転換点を迎えている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

景気持ち直しに向けた材料が揃い始める日本経済

～金融市場ではトランプ政策への期待高まる～

南　武志

要旨

7～9 月期の経済成長率は見掛け上堅調な数字となったが、内容的にはほとんど海外需要で得られたものであり、肝心の民間消費や民間設備投資は足踏みに近いものであった。しかし、家計所得は持続的に増加しており、最近の消費者マインドの回復を考慮すると、近い将来消費持ち直しが本格化する可能性も出てきた。大型経済対策の効果が出てくる年度末にかけて国内景気は徐々に回復が進むと予想する。

さて、米大統領選でトランプ氏が勝利したことで、金融市場では積極財政による景気･物価押上げ効果への期待が高まり、「ドル高･株高･金利上昇」の流れが強まった。しかし、選挙戦で訴えた政策全てが実現するとは限らず、また保護主義的な通商政策への懸念、さらには新興国リスクを再び意識させる動きもみられ、先行き市場はある程度の調整を余儀なくされる可能性もある。なお、日本銀行は国内へ金利上昇が波及するのを食い止めるべく、指値オペを実施した。

図表1　金利･為替･株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2016年 11月(実績)	2016年 12月(予想)	2017年 3月(予想)	2017年 6月(予想)	2017年 9月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	-0.053	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M)		(%)	0.0560	0.05～0.06	0.04～0.06	0.03～0.06	0.00～0.06
国債利回り	10年債	(%)	0.030	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.10
	5年債	(%)	-0.095	-0.20～0.00	-0.25～0.00	-0.25～0.00	-0.25～0.00
為替レート	対ドル	(円/ドル)	110.9	100～115	100～115	100～115	100～115
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	119.8	105～125	105～125	105～125	105～125
日経平均株価		(円)	18,162	18,250±1,000	18,500±1,500	18,750±1,500	19,000±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11月22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。

トランプ氏勝利で沸き立つ先進国市場

「史上最も醜い争い」と評された次期米大統領選は、投票日直前に私用メール問題の再燃という逆風に晒されたものの、ヒラリー・クリントン氏の勝利が順当、との下馬評を覆し、過激な言動で注目を集めてきたドナルド・トランプ氏が勝利する結果に終わった。事前の金融市場では「トランプ勝利なら円高・株安」という見方が有力で、実際に結果判明前後の日本市場ではそういう動きが強まった。しかし、トランプ氏の勝利宣言が、分断された国民の再団結や積極的な財政政策などによる経済立て直しに努力することを約束する内容だったことから、世界経済が陥ったかにみえる「持続的な低成長・低インフレ状態」から抜け出せるとの期

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

待が強まり、先進国市場では概ね「株高・ドル高・金利上昇」となっている。

期待先行の側面も

一方、逆に新興国市場では、米金利上昇による資金流出懸念が強まり、通貨安となるなど、不安材料が浮上していることも確かである。また、「内向き」とされるトランプ氏の政策も、実際の政権運営では現実的な路線に修正する可能性があるとはいえ、既存の体制や支配階級などへの苛立ちというトランプ氏に投票した人々の思いも無碍にもできず、ある程度は保護主義的な政策が発動する可能性は念頭に入れる必要もある。さらに、インフラ投資の有効性・有益性に多少は理解を示すようになっているとはいえ、数年前には連邦債務上限の引上げ問題を巡って、連邦政府機能を一時停止にまで追い込んだ共和党主流派が PAYG（pay-as-you-go）原則を放棄して大規模減税・歳出拡大に同意するかはまだ疑問が残る。加えて、トランプ氏の団結に向けたメッセージとは裏腹に、全米各地で盛り上がった反トランプ旋風は収まっていない。また、移民・難民問題などでポピュリズム的な動きが盛り上がる欧州では、これから国政選挙を迎える国も多く、その動向にも注意する必要がある。期待先行で盛り上がる金融市場は一旦調整する場面が来る可能性は十分意識しておくべきだろう。

高まる米国の年内利上げ観測

なお、注目を集める米利上げ動向については、イエレン FRB 議長が年内利上げを示唆する内容の議会証言をしたこともあり、12 月の連邦公開市場委員会（FOMC）で利上げが決定される可能性が濃厚だ。加えて、トランプ政策により予想インフレ率が高まるとの見方から、年間 50bp の利上げが想定されている 17 年の利上げペースが速まる可能性も浮上してきた。上述のように、これらが新興国リスクを再燃させないか、見極める必要がある。

早期の原油需給均衡化は厳しい

一方、こうしたトランプ旋風は原油価格にも影響を与えている可能性がある。これまで頑なに市場シェアの確保を最優先する戦略をとり続けてきた OPEC 諸国であったが、長引く原油安で自国経済・財政状況が大きく悪化したことで、9 月にはサウジアラビアが大きく譲歩する格好で実質的な減産が合意された。その後、原油価格の持ち直しも見られるが、トランプ氏が米国石油産業の活性化を訴えてきたこともあり、過剰供給状態の早期解消が再び不透明となってきた。また、11 月末には国別生産枠を議論する OPEC 総会が開催されるが、国営石油会社アラムコの IPO（新規株式公開）を控えるサウジがどのような対応をするのか注目が集まる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

（資料）Bloombergより作成

国内景気：薄日が差し始める

さて、国内経済に目を転じると、天候不順の影響などから肝心の民間消費が再び低調となるなど、依然として足踏み状態から抜け出せてはいない。しかし、緩やかながらも世界経済に回復傾向が出てきたことに加え、円高圧力が和らいだこともあり、最近は生産・輸出の回復も見られている。

経済成長：外需が牽引、消費・投資は足踏み

実際、7～9 月期の GDP 統計からはそうした状況を確認することできる。実質経済成長率は前期比年率で 2.2%と、0%台と想定される潜在成長率を大きく上回ったほか、水準的にも直近ピークの 14 年 1～3 月期並みまで戻った。しかし、内容的にはほとんど海外需要（輸出等－輸入等）で稼がれたものであり、民間消費や民間企業設備投資の増加は鈍い（それぞれ同 0.2%、同 0.1%）。特に民間消費は消費税増税以降の停滞状態が続いていることが確認できた。実質雇用者報酬が 14 年 4～6 月期をボトムに、年率 2.1%で増加していることを踏まえれば、民間消費の停滞はかなり異様であり、増税前の駆け込み需要や日銀による予想インフレ率の押上げなどで、耐久財消費などが数年先まで刈り込まれてしまった可能性が改めて意識される。

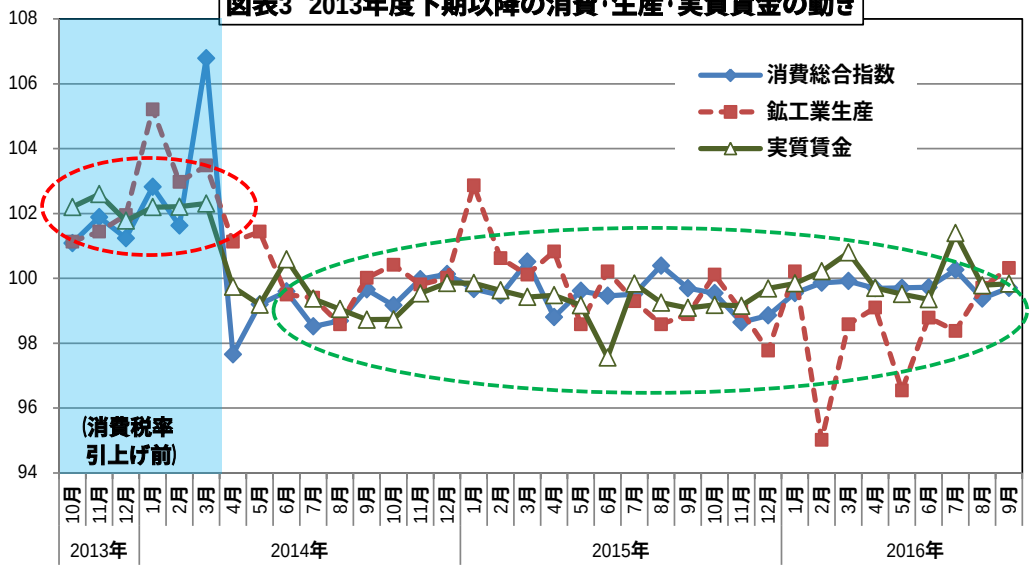
家計部門：マインド改善で、所得増はいずれ消費押上げに貢献

さて、注目される消費動向に関しては、天候不順による消費押下げはあくまで一時的なもので、16 年前半にかけて落ち込んだ消費者マインドの回復が足元で見られることもあり、今後は所得増加に見合った消費の持ち直しが始まる可能性がある。実際に、最近は残業代の回復につながる所定外労働時間の下げ止まりの兆しも散見されるほか、冬季賞与は夏季賞与に続き、前年比で増加に

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

転じる可能性が強まるなど、材料は揃ってきたといえる。

図表3　2013年度下期以降の消費･生産･実質賃金の動き



(資料) 内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成
(注) 2013年10月～直近＝100。

景気の先行き：当面は回復感乏しいが、年明け以降は徐々に改善へ

以上から、先行きの景気動向については、消費の鈍さがしばらく残ることから、年内は景気回復感の乏しい展開が続くと予想する。しかし、家計の所得環境は改善傾向にあるため、徐々に消費持ち直しが進むほか、17 年入り後には第 2 次補正予算に盛り込まれた経済対策の効果が出てくると思われ、多少の景気回復感を伴った展開に移行していくだろう。民間設備投資も 20 年の東京五輪などの開催を控え、一定程度の需要が盛り上がってくると思われる。ただし、最近のドル高・米金利上昇によって一旦は沈静化していた新興国リスクが再び意識されている点には警戒が必要であろう（詳細は後掲レポート『2016～18 年度経済見通し』を参照のこと）。

物価動向：年内は下落継続

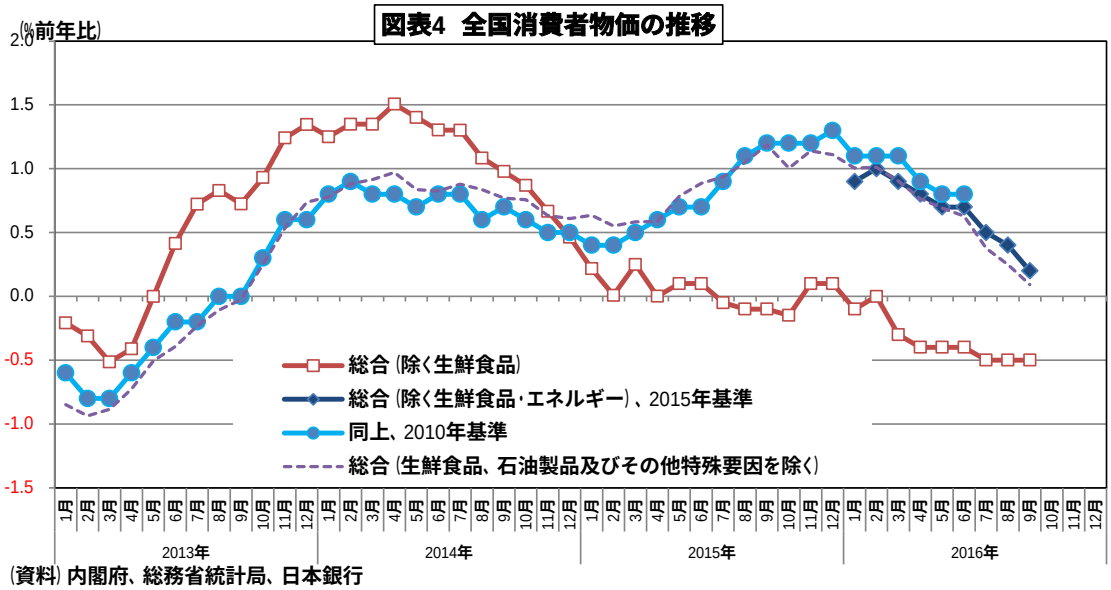
また、15 年下期には再び下落に転じ、16 年度入り後には下落幅を拡大させた消費者物価であるが、その押下げ要因の主役は「エネルギー」から「円高」へとシフトしつつある。9 月の全国消費者物価によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合（全国コア）」は前年比▲0.5%と 7 ヶ月連続の下落であった。より需給関係を示すとされる「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」は同 0.0%、日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同 0.2%と、いずれも上昇圧力が乏しい状況に陥りつつある。

先行きは、原油安要因（物価押下げ）が徐々に弱まる半面、円

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

高要因（物価押下げ）がしばらく残ることから、物価上昇率の順調な復元を阻害するとみられる。17 年入り後には全国コアは前年比プラスに転じ、その後プラス幅を緩やかに拡大させていくが、賃上げ率が高まる様相をまだ見せないこともあり、17 年度末の段階でも 1%弱までしか上昇率が高まらないものと予想する。物価安定目標である前年比 2%の上昇率は依然として見通せる状況にない。

図表4 全国消費者物価の推移



（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行
（注）その他特殊要因… 電気代、都市ガス代、米類、切り花、鶏卵、固定電話通話料、診療代、介護料、たばこ、高等学校授業料（公立・私立）

金融政策：操作目標を「金利」へ変更、国債買入れペースをやや緩和

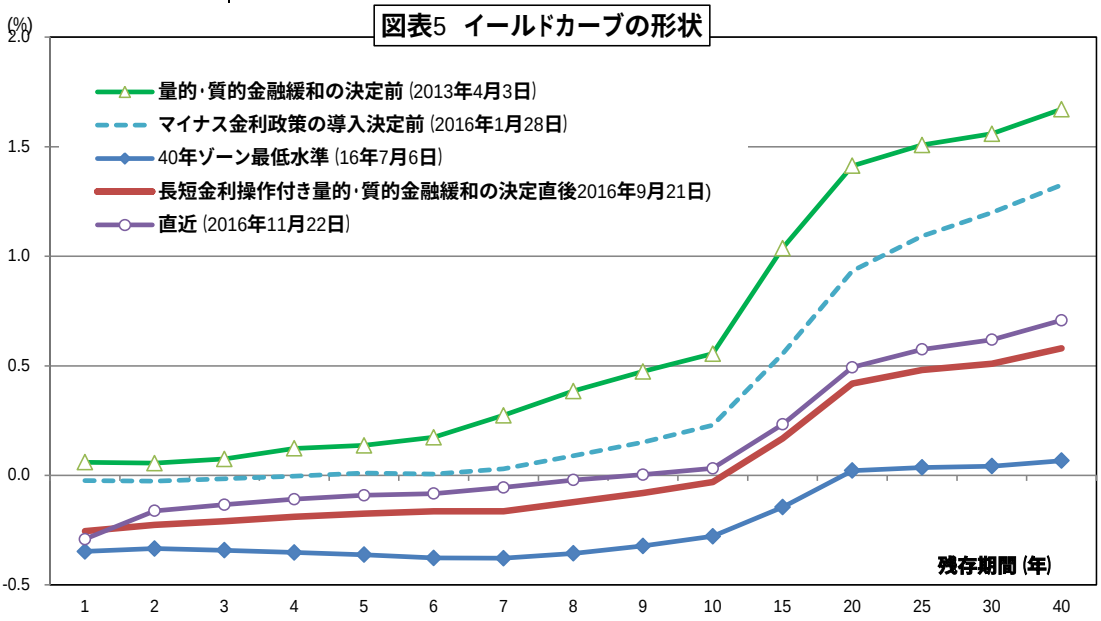
日銀は 9 月の金融政策決定会合で、これまでの緩和策に関する「総括的な検証」を行い、その上で物価上昇率 2%を目指すためには何が必要かという観点から、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という新しい政策運営の枠組みを導入した。それから 2 ヶ月が経過したが、日銀が短期政策金利（超過準備の一部に対する付利）と 10 年金利の誘導目標を設定したこともあり、国債市場は官製相場の様相を見せるなど、動意に乏しい展開が続いた。当初、中央銀行にイールドカーブ・コントロールができるのか疑問視する見方もあったが、この間イベントが少なかったこともあり、これまでのところ概ねコントロール下にあるといえる。

一方、新しい枠組みは「金融緩和強化のため」に導入されたはずであるが、実際には導入前と比べて緩和の度合いが幾分弱まっている。11 月の国債買入れオペにおけるオファー額は、新しい枠組み導入直前と比較すると、月 2,200 億円の減額（内訳は、残存期間「5～10 年」で▲200 億円（月 6 回）、同「10～25 年」で▲

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

100 億円（月 5 回）、同「25 年～」で▲100 億円（月 5 回））となっており、買入れペースは年間で 2 兆円ほど減額されている。操作目標を「金利」にシフトした以上、それを達成するため「量」は受動的にならざるを得ないが、黒田総裁らは「日銀保有残高の年間増加ペースは当面 80 兆円をめど」と繰り返し述べていることを踏まえれば、減額のペースはかなり緩やかなものになるとみられる。それゆえ、平時であれば、「10 年 0%」よりは低い金利形成となる可能性は高い。

図表5　イールドカーブの形状



（資料）財務省

展望レポートでは物価安定目標の到達時期が後ズレする公算

さて、11 月 1 日に公表された展望レポート（経済・物価情勢の展望）によれば、足元の物価下落状況や企業側の賃上げ方針が弱いままであることなどを鑑み、物価見通しの下方修正ならびに物価安定目標である 2%の達成時期の先送りを行った。具体的には、16 年度の物価見通しを前年度比▲0.1%（6 月時点：0.1%）へ、17 年度を同 1.5%（同：1.7%）へ、18 年度を同 1.7%（同：1.9%）へ、それぞれ下方修正し、物価上昇率が 2%に到達する時期を「17 年度中」から「18 年度頃」へと後ズレさせている。このように、「物価 2%の早期達成」を公約している日銀が、物価見通しを全面的に下方修正したにも関わらず、特段何も行動しないのはやや不自然であるが、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導を契機に、日銀の政策運営のスタンスが、積極的に物価上昇を引き起こそうというものから、金融緩和環境を粘り強く続けることを通じて物価上昇のモメンタムを維持することを重視するものに

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

シフトしたことを印象づけた。

とはいえ、日銀には「物価安定目標の早期達成」というマンデートが自他ともに課せられているのは確かである。「金融政策は物価に影響を与えることができる」のであれば、追加緩和に動いてもおかしくはない状況がしばらく続く可能性は高い。また、日銀の物価見通しは民間見通しと比べてかなり楽観的なものであり、仮に後日下方修正されることになれば、追加緩和観測を生じさせる可能性もあるだろう。また、急激に円高が進行し、経済・物価への悪影響が懸念される場合にも、追加緩和期待が高まるだろう。なお、追加緩和をする際の手段としては、短期政策金利の引き下げが柱になると思われるが、想定される金融仲介機能や金融機関経営などへの悪影響と天秤にかけながらの判断になるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

米国の 12 月利上げが徐々に意識されるなか、11 月 8 日投開票の米大統領選挙の結果に注目が集まった。選挙期間中、クリントン氏（民主党候補）が概ね優位だったこともあり、金融市場では同氏の勝利を前提として動いていたが、6 月の英国民投票の際と同様、開票が進むとトランプ氏（共和党候補）の優勢が判明、9 日の東京市場では円高・株安・金利低下が進むなど、リスクオフが鮮明となった。しかし、トランプ氏の勝利宣言の内容が国民の安心を与えたほか、米国経済復活に向けた景気刺激策が好感され、世界経済に蔓延する「低成長・低インフレ状態」からの脱却期待から、同日の欧米市場ではドル高・株高・金利上昇の動きが強まった。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

10 年金利は小幅マイナス

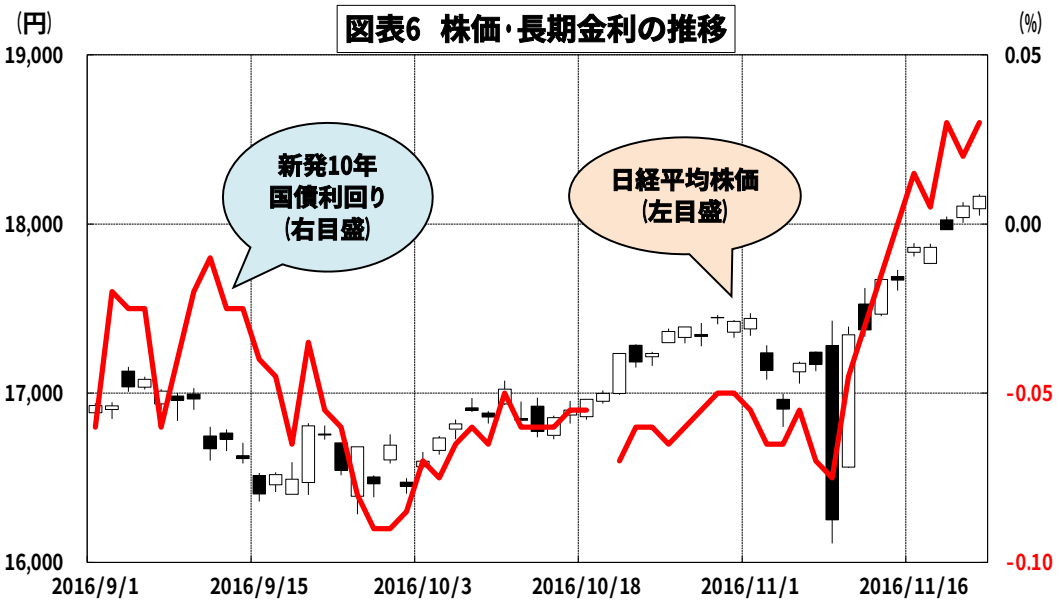
13 年 4 月に導入された「量的・質的金融緩和」以降、日銀は国債保有残高が年間 80 兆円（当初は 50 兆円）のペースで増加するように国債買入れを行ってきた。導入当初こそ、長期金利は乱高下を繰り返す展開となったが、政策浸透に向けた日銀の努力などが奏功し、13 年夏以降、市場の動揺は収まり、その後は金利低下が徐々に進んだ。16 年 1 月にはマイナス金利政策が導入されたことで、金利水準は一段と低下、長期金利の指標である新発 10 年物国債利回りは 2 月中旬にマイナス圏に突入し、7 月上旬には一時▲0.3%まで低下した。こうした低金利は超長期ゾーンにまで波及

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

し、40 年金利も一時 0.0%台まで低下した。

その後、9 月の金融政策決定会合での実施が予定された「総括的な検証」を巡って、これまでの国債の大量買入れの限界論が浮上したことから、8 月に入ると長期金利はマイナス幅を縮小させた。9 月の決定会合では 10 年金利を 0%前後に誘導する「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入されたが、直後に長期金利は一時 0.005%とプラス圏に浮上した。しかし、その後は▲0.05%前後のもみ合いが継続した。なお、足元ではトランプ政権下で財政赤字が拡大し、かつインフレ刺激的な政策が打ち出されるとの思惑から上昇した米長期金利につられて国内の長期金利も上昇気味で推移、11 月中旬にはプラス圏に浮上した。また、中短期ゾーンの金利上昇に対して、日銀は 2 年債、5 年国債を対象とする指値オペを実施した。提示した利回りが実勢よりも高かったことで応札はゼロであったが、現時点での金利上昇を牽制する姿勢が市場に伝わる効果はあった。

図表6　株価・長期金利の推移



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注) 10月19日の新発10年国債は出会いなし。

先行きについては、期待先行で上昇する米長期金利は米次期政権の掲げる政策やその実現性などが明らかになる過程で、調整されるとみられるほか、金融政策の操作目標も有効であることから、しばらくは「10 年 0%」近傍での推移が予想される。なお、現状「80 兆円」ペースでの国債買入れは、平時では金利低下圧力が発生することもあり、若干マイナス気味での推移となるだろう。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」

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

への注目が高く、来月分のオファー額の減額ペースが緩やかであれば金利低下圧力が高まり、逆に想定以上に早ければ金利水準は小幅プラスで推移するだろう。

② 株式市場

株価は徐々に持ち直しへ

6 月下旬の英国民投票の直後、日経平均株価は 4 ヶ月ぶりに 15,000 円割れの年初来安値（ザラ場ベース）を更新するなど、調整色が強まったが、関係各国の手厚い対応もあり、その後は持ち直す動きとなっている。7 月の金融政策決定会合で日銀が ETF の年間買入れ額を倍増することを決定したことも株価下支えに貢献しているとみられる。しかし、内外景気が大きく好転する兆しが見えないこと、円高圧力が根強いことなどもあり、総じて上値の重い展開が続いた。しかし、10 月入り後は、原油価格がやや上昇したこと、また米国で追加利上げが検討できる程度まで経済状況が改善していること、さらにはそれによって為替レートが円安気味に推移したことなどが好感され、株価は上昇傾向となり、17,000 円台を回復した。なお、11 月には大統領選挙の結果に絡んで調整する場面もあったが、トランプ候補の勝利宣言以降は政策期待から大きく上昇、一時 18,000 円を回復するなど、年初の水準を回復する勢いとなっている。

先行きは、しばらくは世界的なディスインフレ状態からの脱却期待など、トランプ相場が継続する可能性もあるが、トランプ次期米大統領の経済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、株価もスピード調整を余儀なくされる場面もあるものと思われる。ただし、世界経済の下振れリスクは後退しつつあり、リスクオンの流れが盛り返していく可能性が高いだろう。年内にも想定される米利上げによって、株価はやや調整する場面もあるだろうが、年明け以降には国内でも経済対策の効果が浸み出してくることから、持ち直し基調が強まっていくと予想する。

③ 外国為替市場

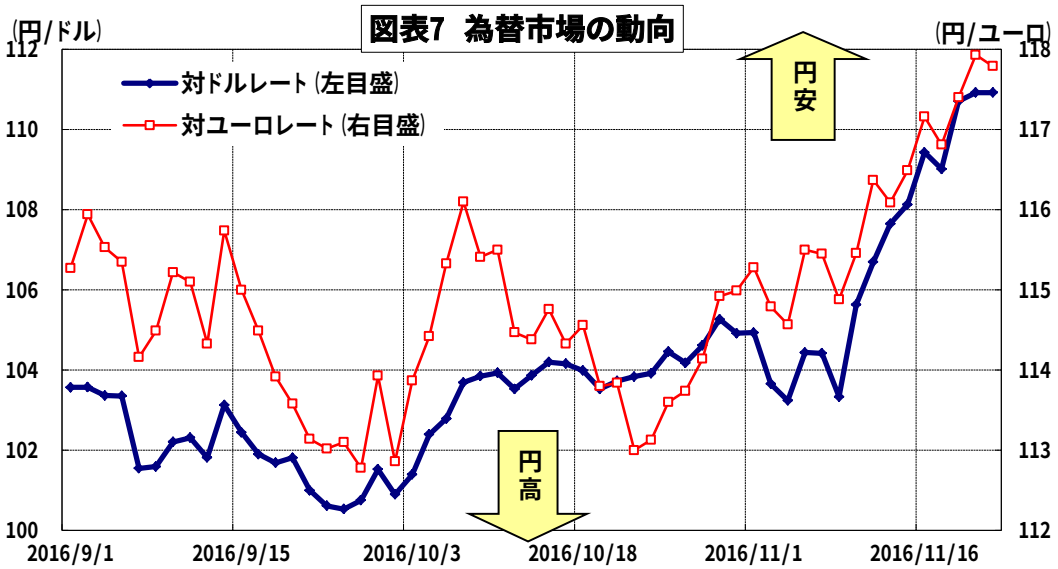
トランプ旋風で円安ドル高の展開

世界経済の失速懸念に加え、米利上げペースが徐々に緩慢なものに修正されていったことなどもあり、16 年前半を通じて為替レートには断続的に円高圧力が加わった。6 月には BREXIT が意識される中でリスク回避的な円高が進行、それが確実なものとなった直後には 2 年 7 ヶ月ぶりに 100 円台を割り込んだ。その後は、重要指標の発表や米 FOMC（連邦公開市場委員会）メンバーの発言などに影響を受けて変化する米利上げ観測に合わせ、為替レートは

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

上下動したが、概ね 100 円台前半で推移した。今秋以降は米国経済の底堅さが意識され、米利上げの可能性が徐々に高まるにつれてドル円レートは円安気味の展開となった。また、トランプ候補の大統領選勝利後は、米景気の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、円安ドル高が一段と進んでいる。

先行きについては、目下進行中の円安ドル高は永続的なものではなく、いずれ修正されるものと思われる。ただし、トランプ氏の政策運営の保護主義色が想定よりも弱ければ、ドル安方向への修正も限定的であろう。また、国内では強力な金融緩和策が継続される半面、米国は金融政策の正常化に向けての模索が続くなど、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。それゆえ、方向性としては円安と予想するが、米利上げペースは緩やかとみられることから、円安の進行スピードも速くはないだろう。一方、世界経済の下振れリスクは払拭されたわけではなく、リスクオフが強まる場面では円高圧力が再び高まるだろう。



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

政治リスクが意識される対ユーロでの円安は限定的

一方、10 月にかけて、対ユーロレートは独伊などでの銀行問題や BREXIT 問題を抱えるユーロ圏経済への警戒などもあり、対ドルレートと異なり円高ユーロ安が進んだが、11 月に入るとドル高につられて円安ユーロ高傾向が強まった。先行きは、欧州中央銀行の量的緩和策の規模縮小観測は根強いものの、仏伊などの政治リスクが意識されることから、一段の円安進行は限定的と予想する。

(16.11.23 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

米国経済金融

トランプ氏の政策期待で金利上昇・ドル高・株高

～経済状況は底堅く、物価上昇加速の兆し～

趙　玉亮

要旨

7～9 月期の GDP 成長率が加速したほか、労働市場、小売売上高等の経済指標は堅調さを維持するなど、総じて足元の米国経済は底堅い。

11 月の最大な注目材料であった米大統領選は、大方の予想に反して共和党のトランプ候補が勝利した。トランプ氏の政策は不確実性が高いとは言え、市場ではインフラ投資の拡大、減税、規制緩和など政策期待が先行しており、金利上昇・株価上昇との展開となった。

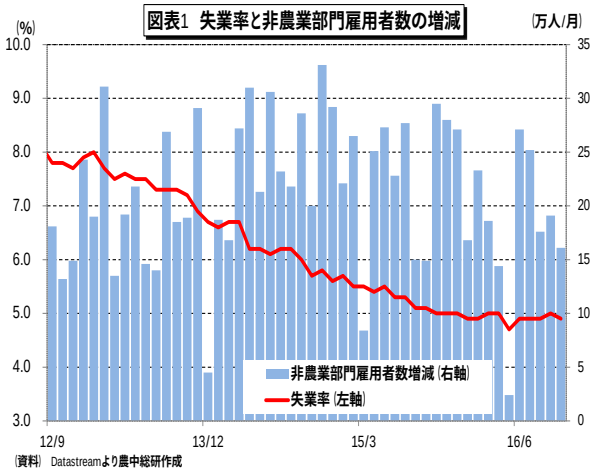
経済基調は底堅さを保っている

16 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率 2.9%と、14 年 10～12 月期以来の高い成長率で、3 四半期連続で成長率は加速した。米国経済は潜在成長率を上回る成長を実現していると評価でき、これまで高まった低成長の懸念も幾分和らいだ。

労働市場では、10 月の非農業部門雇用者数は前月比 16.1 万人増と堅調だった。失業率は 4.9%と前月より 0.1 ポイント低下。10 月の賃金上昇率も前年比 2.8%と、加速する動きが見られた。消費者物価指数（CPI）は前年比 1.6%と、ガソリンや家賃が物価全体を押し上げて 14 年 10 月以来の大きな上昇率となった。

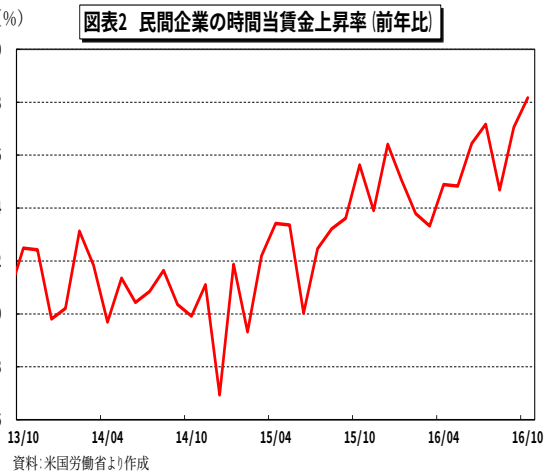
小売売上高（10 月）は同 0.8%増となり、ガソリン、ネット販売が好調であった。その他の主要経済指標も概ね改善しており、総じて足元の米国経済は底堅い。

図表1　失業率と非農業部門雇用者数の増減



（資料）Datastreamより農中総研作成

図表2　民間企業の時間当賃金上昇率（前年比）



資料：米国労働省より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

大統領選：トランプ候補の勝利と政権・議会とのねじれ関係の解消

11月8日に行われた大統領選は、大方の予想に反してトランプ候補（共和党）が勝利した。同時に行われた議会選挙でも共和党が過半を占め、政権・議会間のねじれ状態が解消された。

トランプ氏は、オバマ政権の政策からの「全面的な修正」に加え、「高い経済成長を求める」との意欲的な目標を掲げている。政権運営上のいくつかの課題、例えば共和党主流派との関係改善、対立する意見にも耳を貸す等を円滑に行うことができれば、オバマ大統領より議会で多くの法案を成立させ、安定的な政権を運営することができるとの見方もある。

トランプ大統領の経済政策：期待、リスク、オバマ現政権の政策への態度

さて、トランプ氏は、選挙当時から様々な独特な政策を主張した。産業界から好感されるか否か、またオバマ政権の政策に対する態度を切り口として、「トランプ期待」「トランプリスク」「オバマ政権の遺産」との3つに分けて考察してみたい（図表3）。

まず、「期待」については、インフラ投資の拡大、減税など財政支出の拡大は産業界に好感されており、また規制緩和による民間部門の活性化で民間による貯蓄・消費・投資の増加が見込まれる。中長期的に見れば、こうした政策は生産性向上と成長加速に寄与すると期待されている。

一方、「リスク」については、財政危機を招くリスクと貿易リスクが警戒されている。インフラ投資の規模について、トランプ氏は選挙戦では明確な金額を提示しなかったが、クリントン候補の提示規模（2,750億ドル）の倍以上との発言もあった。減税については、税率の引き下げ目標が示されているものの、規模があまりにも大きい。こうした支出拡大と減税が行き過ぎるリスクがある。また、貿易保護の強化、主要貿易国との貿易条件の再交渉等自由貿易に反する政策も主張しており、貿易の萎縮と通貨の切り下げ競争が起きる可能性、移民管理の厳格化が人種間・地域間の対立を激化させる可能性があるなど、一部のトランプ政策によるリスクが懸念されている。

また、オバマ現政権の「遺産」については、例えばオバマケア、TPP交渉、移民管理の緩和、ドット・フランク法がトランプ次期大統領によって脱退あるいは緩和・廃止など見直される可能性がある。

現状では、トランプ氏の具体的な政策が出ておらず、不透明感が強いなか、トランプ氏の実施可能な政策のうち、産業界が好感する政策への「トランプ期待」が先行している状況である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表3　トランプ次期政権の主な政策内容と影響

	政策主張	影響･インプリケーション
トランプ期待	インフラ投資の拡大	財政支出の拡大とインフレ上昇の加速
	適度な減税	民間貯蓄･消費･投資の拡大
	規制緩和（エネルギー開発と金融規制等）	民間経済の活性化
トランプリスク	大規模な減税と財政支出の拡大	財政負担の増大と財政リスク
	貿易保護、貿易条件の再交渉	貿易萎縮と主要貿易国との為替切り下げ戦争
	移民管理の厳格化	人種間の対立と地域の不安をもたらす
	内容	トランプ次期政権の態度
オバマ政権の遺産	オバマケア	医療関連の財政支出減少、医療健康関連市場の活性化
	TPP	廃止
	移民管理の緩和	管理の厳格化に舵を切り替える
	ドットフランク法	緩和或いは廃止させる方向になる可能性がある

資料　農中総研作成

金融政策：12月の利上げがほぼ確実だと思われるが、急速な金利上昇とドル高の進行にも懸念

11月のFOMCでは、利上げが見送られた。終了後に公表された声明文では、経済情勢に対する認識、また利上げの見送り原因については、前回と同じ「当分の間さらなる証拠を待つ」とされた。

大統領選でトランプ氏が勝利したことを受け、マーケットは一時的なショックを受けたものの、その後は速やかに回復してトランプショックからトランプ氏の政策期待に一転した。足元でも、政策期待が継続しており、先行きのインフレ上昇加速の観測も高まっている。

FRB（連邦準備制度理事会）の主要関係者の直近の発言からは、12月13～14日開催のFOMC(連邦公開市場委員会)での利上げがコンセンサスであることが見て取れる。実際、イエレンFRB議長が議会証言（17日）で比較的早い段階での利上げが適切だと述べたこともあり、12月の利上げはほぼ確実と見られる。ただし、トランプ政権下での経済見通しについてはFRBはまだ明らかにしていない。このところ、金利上昇やドル高が急速に進行していることから、経済に対する引締めの効果が強すぎる可能性がある。仮に、12月に利上げに踏み切れば、さらに金利上昇・ドル高が進行することも考えられる。

現在、米国の経済情勢が安定的かつ堅調に推移しているため、金利の急上昇とドル高による経済への引き締め効果への懸念はそれほどではないと思われているが、12月のFOMCでこの点についてはどう議論されるか、留意する必要がある。

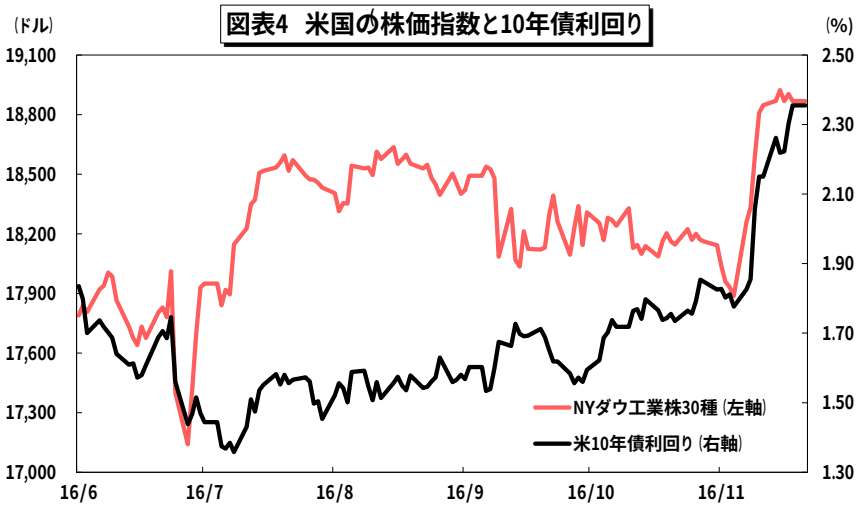
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

金融市場の動向と見通し：トランプ政策の具体的な内容と金融政策の動向に留意

年内の利上げ観測の高まりに加え、トランプ氏の政策によるインフレ加速の可能性も高まっている。こうしたなか、金融市場では金利上昇、株価上昇の展開となった（図表4）。

10月末から11月初頭にかけて、大統領選を控え、長期金利（10 年債利回り）は1.8%前後で推移していたが、トランプ候補が当選して、勝利宣言の内容等からトランプショックへの警戒からトランプ政策への期待に一転したことなどから、利回りは大きく上昇し、21日は2.35%と先月より50bp程度の上昇となった。

図表4　米国の株価指数と10年債利回り



（資料）Bloombergより作成

当面は、トランプ期待が継続してインフレ加速の観測が高まっているほか、年内利上げが確実視され、さらに財政悪化リスクも加わり、長期金利は上昇傾向を維持する可能性がある。ただし、トランプ氏の具体的な政策次第ではリスクオフの流れとなり、金利が低下する可能性も否定できない。

株式市場については、トランプ期待を大きく織り込んだことから、最高値を更新するなど、足元のNYダウ工業株30種平均は18,900ドル台で推移している。 当面は、株価は高値圏での推移を想定するものの、高値警戒感や利上げへの警戒感から一時的に調整する可能性がある。いずれにせよ、トランプ氏の政策の具体的な内容や、金融政策の動向に留意する必要がある。

（16.11.21現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

中国経済金融

当面 6%台後半の成長が続く中国経済

～高まる「中央経済工作会議」への注目～

王　雷軒

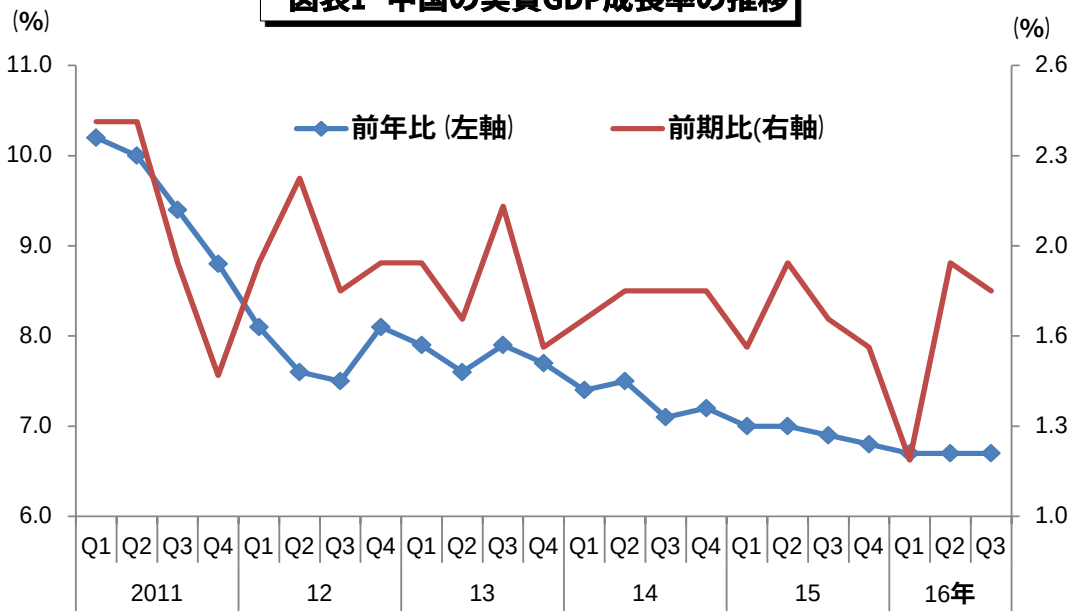
要旨

2016 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.7%と 3 四半期連続で同じ伸びとなり、今年の中国政府の成長目標である（前年比 6.5%～7.0%）の範囲内に収まった。その後の経済指標（10 月分）を確認しても、景気は下げ止まってはいるが、横ばい状態が続いていると思われる。こうしたなか、目先の注目イベントとして 17 年の経済政策運営の方針などを決める「中央経済工作会議」への注目度が高まりつつある。

3 四半期連続で6.7%成長に

2016 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は 3 四半期連続で前年比 6.7%と、今年の中国政府の成長目標である（前年比 6.5%～7.0%）の範囲内に収まった（図表 1）。前期比では 1.8%（年率 7.4%）と 4～6 月期の 1.9%（年率 7.8%）から小幅鈍化したものの、年率 7%台の高い伸び率を維持するなど、年前半に下げ止まった景気はその後は横ばい状態で推移していると評価できる。

図表1　中国の実質GDP成長率の推移



（資料）　中国国家統計局、CEICデータより作成

重慶市や貴州省は高成長が続く一方、遼寧省や山

しかし、地域による景気のばらつきも非常に大きく、まだら模様となっていることに注意が必要であろう。図表 2 から分かるように、31 の地域のうち、26 の省・市の成長率が国全体の 6.7%

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

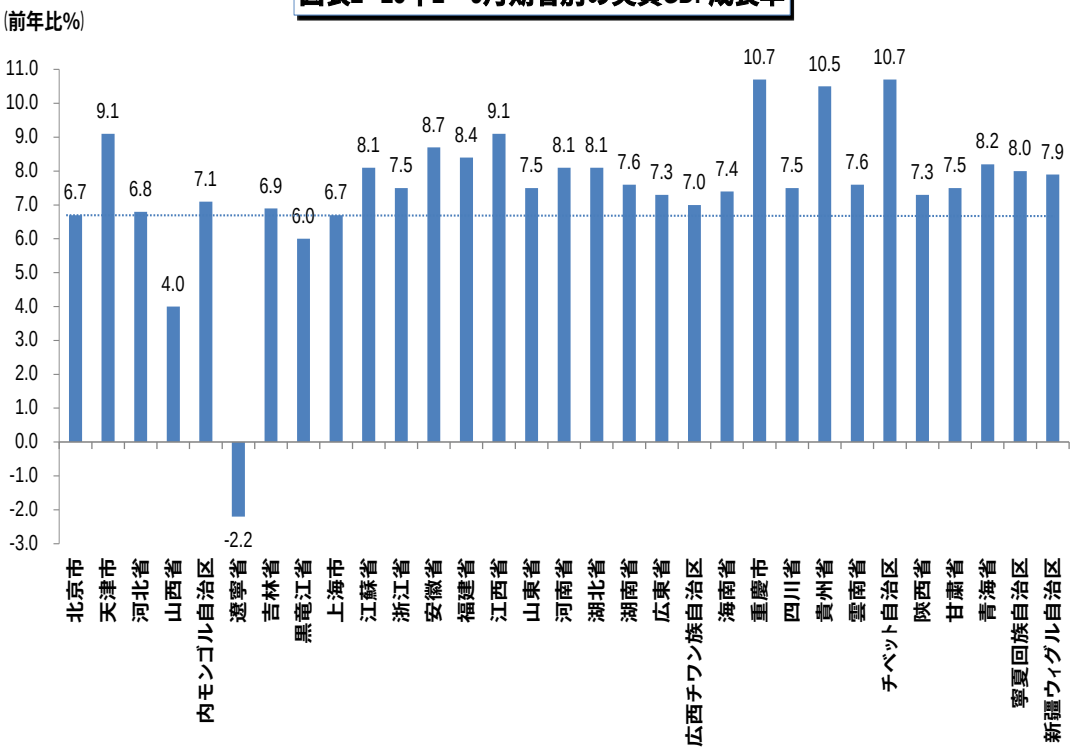
西省は依然厳しい

成長率を超えており、重慶市・貴州省・チベット自治区は二桁の高成長を続けている。最も高い成長率を達成したことで、注目が集まっている重慶市は、特に産業構造の高度化が進んだ結果として自動車や IT といった産業が大きく成長したことが、経済成長の原動力となった（重慶市統計局）。

一方、東北三省（黒竜江省・吉林省・遼寧省）と山西省の経済状況は依然厳しく、吉林省以外の 3 省は国全体の成長率を下回っている。特に、遼寧省はマイナス成長に陥った（1～9 月期、▲2.2%）が、経済低迷の背景には、化学工業関連の国有企業が多く集中しており、構造調整がうまく進んでいないことが挙げられる。

また、石炭の主産地である山西省も石炭業界の再編や統合が進んでいることを受けて中小企業の大幅な減産やリストラに苦しんでいる。足元では石炭価格は持ち直しの動きが見られるものの、成長を下支えする新しい産業の育成には時間がかかると思われるため、先行きの成長も楽観視できない。一方、黒竜江省は原油や石炭価格の持ち直しのほか、中国の食糧生産拠点でもあることから、まずまずの成長（6%）となった。

図表2　16年1～9月期省別の実質GDP成長率



(資料)　中国国家統計局、CEICデータより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

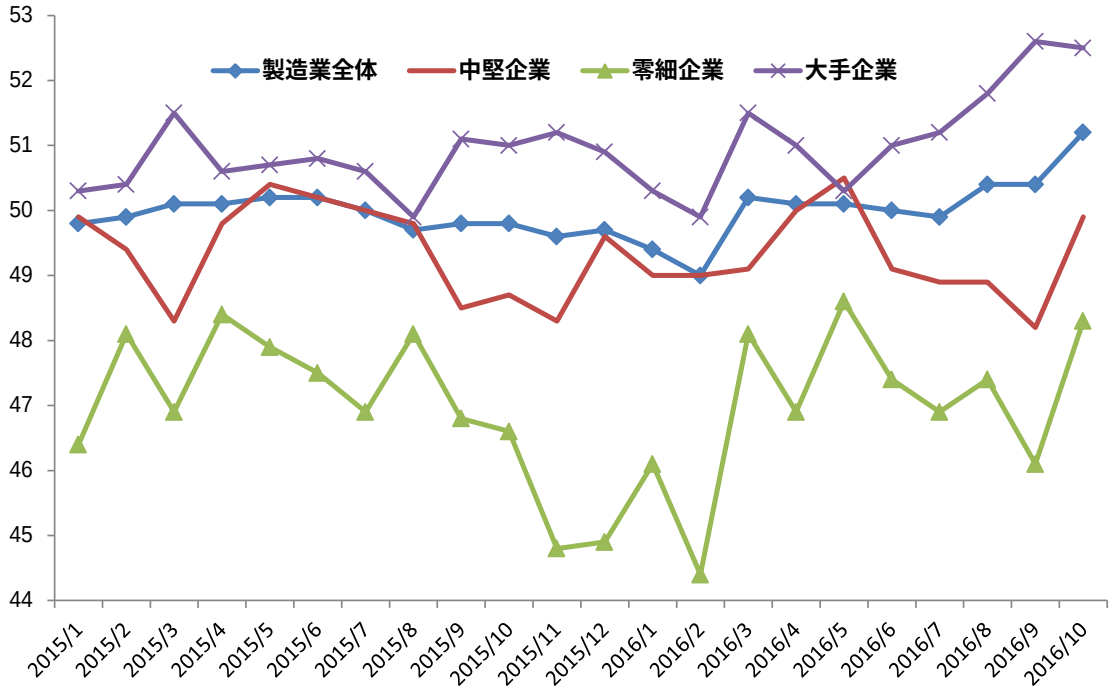
10月の製造業は大きく改善も、先行きに要注意

さて、足元の景気に目を転じると、依然として横ばい状態を続けていると見られる。プラス材料として、製造業の景況感は改善が見られたこと、民間投資は依然低水準ではあるが、持ち直し基調が続いていることが挙げられる。

製造業の景況感をあらわす国家統計局発表の製造業 PMI を確認すると、10 月は 51.2 と 9 月から改善した（図表 3）。企業別では、大企業は回復基調が強まっているほか、零細企業・中堅企業のほうも依然 50 を下回っているものの、10 月には大きく回復した。その背景には、需給改善に向けた動きが見られたほか、原油・石炭・鉄鋼などの価格が上昇につられ、出荷価格が上昇に転じたことなどが、製造業の改善につながっていると思われる。

ただし、住宅販売は依然好調ながらも、勢いが弱まっていることや、世界経済の回復力の鈍さなどを受けて、新規輸出注文指数も低水準で推移していることを踏まれると製造業は引き続き改善の動きが弱い可能性もある。

図表3　企業別の製造業PMI（国家統計局）



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

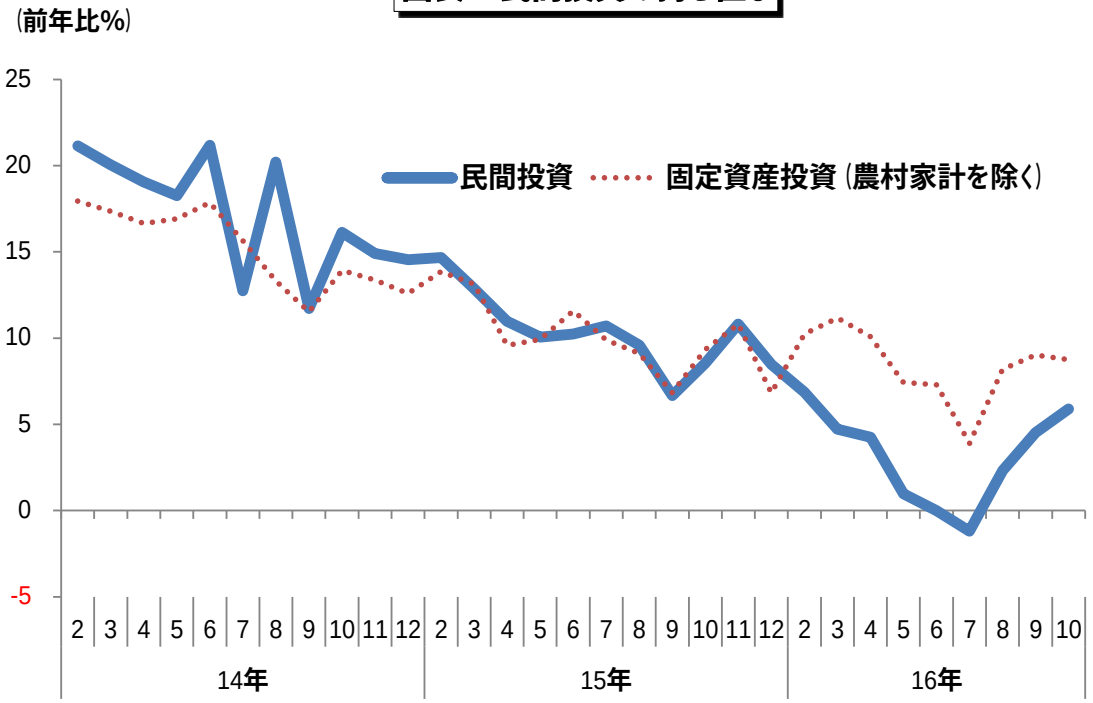
民間投資は低水準ながらも持ち直し基調が継続

製造業の業況改善もあり、7 月に減少に転じた民間投資（固定資産投資の 6 割強）は 8 月に前年比 2.3%、9 月に同 4.5%、10 月に同 5.9%と 3 ヶ月連続で伸び率が高まっている（図表 4）。政

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

府が減税など民間投資の促進策を実施しているほか、生産者物価指数（PPI）が約 5 年ぶりにプラスに転じたことを受けた企業の実質借入金利の低下や売上増加などが民間投資の持ち直しにつながったと見られる。民間投資に係る資金調達などの構造的な問題の解決には時間がかかると見られるが、民間企業に対する税負担軽減策の波及などから、今後も、民間投資の緩やかな持ち直しは続くだろう。

図表4　民間投資の持ち直し



（資料）　CEICデータより作成

一方、消費は景気のけん引役には変わりはないが、弱含み感に要注意

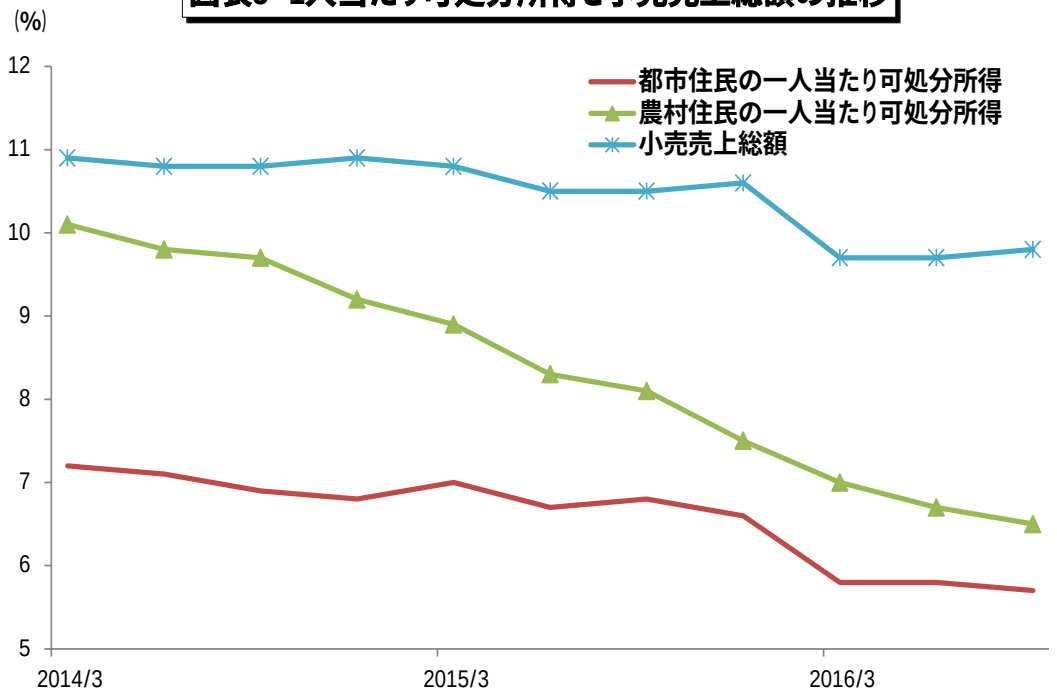
一方、これまで底堅く推移してきた個人消費については、足元は弱含み状態で、景気を押し下げる要因となる可能性が潜んでいる。消費に大きな影響を与える所得環境を確認すると、成長減速を受けて、農村住民と都市住民の一人当たり可処分所得の伸びはともに鈍化してきている（図表 5）。このため、個人消費（小売売上総額）は以前のような高い伸び率で推移することが期待しにくい。

こうしたなか、自動車販売は販売促進策の効果に一服感が出ているほか、一部の大都市では住宅価格の再高騰を抑制するため住宅販売を制限していることで家具や建材などの販売にブレーキがかかっていることが足元の消費の弱さにつながっている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ただし、自動車販売は勢いが弱まっているものの、依然好調さは維持していること、またネット販売も好調さを続けていることが個人消費の下支えとなっている。先行きを展望すれば、自動車販売促進策が 12 月末に一旦終了しても、既に代替的な刺激策が実施されていることで大きな落ち込みが見込まれないほか、11 月 11 日の「単身の日」に脚光を浴びたネット販売が返品を除いても大きく伸びたこと、さらに中国人の質高い製品やサービスへの消費意欲が未だに旺盛であることなどから、消費は依然として景気のけん引役であることには変わりはないと見ている。

図表5　1人当たり可処分所得と小売売上総額の推移



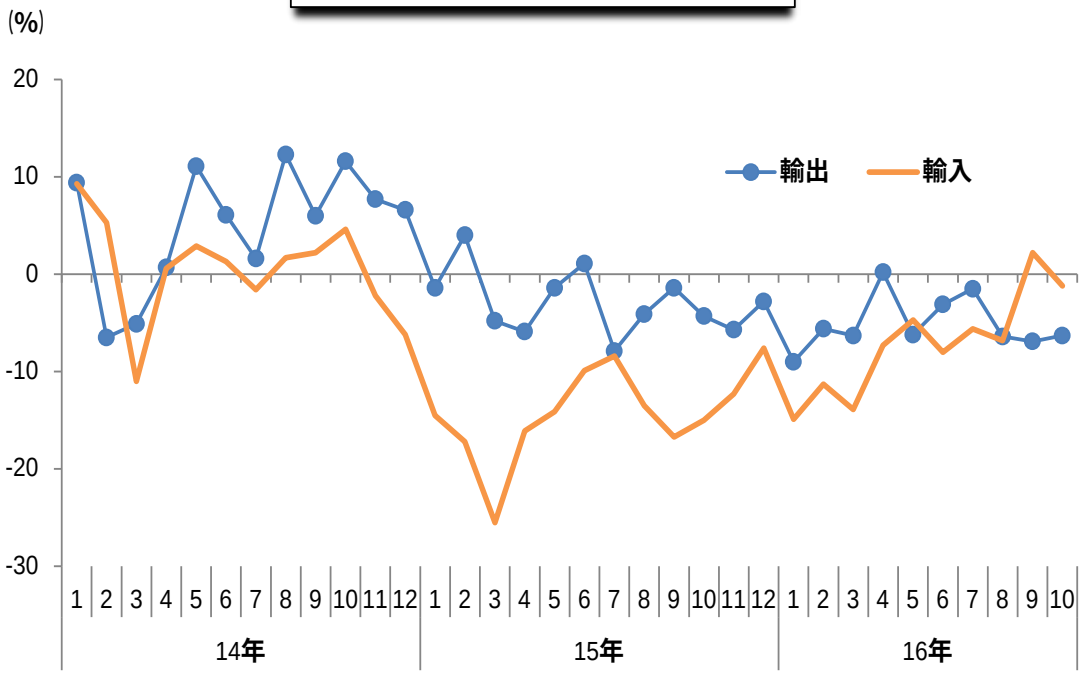
(資料)　中国国家統計局、CEICデータより作成　　(注) 四半期データ、実質ベース、前年比。

輸出の低迷も景気下押し要因となる

一方、人民元安・米ドル高が進行しているが、それが必ずしも中国の輸出を押し上げているわけではない。海関総署によれば、米ドルベースで 10 月の輸出は前年比▲6.3%と 9 月から減少幅が縮小したが、低迷の状況には変わりはない（図表 6)。地域別にみると、米ドル高・人民元安が進んでいるものの、対米輸出は最も弱く、16 年 1～10 月期は前年比▲7.7%であった。トランプ氏が米大統領選挙中に中国を為替操作国に認定し、中国からの輸入品に 45%の関税率を課すなどを発言したこともあり、中国の輸出環境の不透明感がさらに強まることで先行きも低迷が継続する可能性は高い。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表6　中国の輸出入の動向（前年比）



(資料) 中国海関総署、CEICデータより作成、(注) 米ドルベース。

当面の景気は横ばい感が強いなか、17 年の経済政策を決める「中央経済工作会議」への関心が高まる

前述の内容を踏まえると、当面は景気横ばい状態が続く可能性は高い。1～9 月期に 6.7%の成長が達成されたこともあり、16 年を通して成長目標である「前年比 6.5%～7.0%」の実現はほぼ確実視されている。

こうしたなか、市場関係者らは既に 17 年の中国経済に関心を移しているが、目先は「中央経済工作会議」への注目度が高まりつつある。例年 12 月に開催される同会議では、翌年の経済政策運営の基調や主な取組み課題が発表されるが、17 年秋頃の 19 回共産党大会の開催を控え、当局として経済の下げ止まりもしくは小幅回復を望んでいると思われることから、17 年も拡張的な財政政策、中立的（穏健）金融政策のもとで「前年比 6.5%～7.0%」の成長目標が設定される可能性が高いと思われる。

（16.11.22 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

欧州経済金融

転機を迎える ECB の金融政策

～近づく QE のテーパリング～

山口　勝義

要旨

ユーロ圏では、経済情勢の面で QE のテーパリングに向けた基盤が整いつつある。このほか現行の政策に伴う副作用なども考慮に入れつつ、ECB が 17 年後半にはテーパリングに着手することが考えられる。まずは、12 月 8 日の次回理事会での対応が注目される。

はじめに

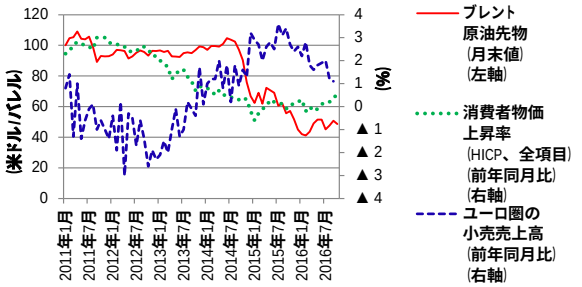
主要国の中央銀行は、量的緩和策（QE）やマイナス金利などの非伝統的な手法を導入し、物価上昇率の回復や経済成長の底上げを図ってきた[注1]。しかしながら、これらの政策の実効性は必ずしも明確ではない一方で、最近では市場規模の制約による QE の限界や、イールドカーブのフラット化やマイナス金利の長期化に伴う銀行収益圧迫などの副作用が、強く意識されるようになっている[注2]。

こうしたなか、日銀は 9 月 21 日の金融政策決定会合で量から金利に軸足を移す新たな金融緩和の枠組みを導入したほか、10 月 6 日の G20 財務相・中央銀行総裁会議においては、極端な低金利の継続による金融機関経営への悪影響を懸念する声が相次いだ。また、欧州中央銀行（ECB）の政策についても、QE 終了前に資産購入額の段階的縮小（テーパリング）を行う可能性が 10 月に入り報道されたことを機に、QE 終了の時期や手順を巡り様々な思惑が広がっている[注3]。

このような思惑の拡大には、最近のマクロ経済情勢も影響を与えている。なかでもユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP）は、原油価格の下落によるマイナス効果が軽減したことを主要因にして足元では 2014 年 6 月以来の水準にまで回復しており、今後も当面、回復の継続が見込まれている（図表 1、2）。また同時に、これまで経済成長の牽引役であった家計消費に一巡感が見られる一方で、他の面で経済の底堅さも現れてきている。

従来からマネタリーファイナンスに該当する可能性や金利生活者の負担増加等の観点からドイツなどによる根強い批判があるが、これに新たな環境変化も加わり、ECB の金融政策は転機を迎えつつあるように考えられる。

図表1　原油価格とユーロ圏の消費者物価上昇率



図表2　ユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP）（前年同月比）

（単位：%）

	2016年5月	6月	7月	8月	9月	10月
全項目①	▲ 0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5
うち　食品、酒、タバコのみ②	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
うち　サービスのみ③	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
うち　工業産品のみ④	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
うち　エネルギーのみ⑤	▲ 8.1	▲ 6.4	▲ 6.7	▲ 5.6	▲ 3.0	▲ 0.9
①から⑤を除く	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
①から②、⑤を除く（「コア」）	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

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

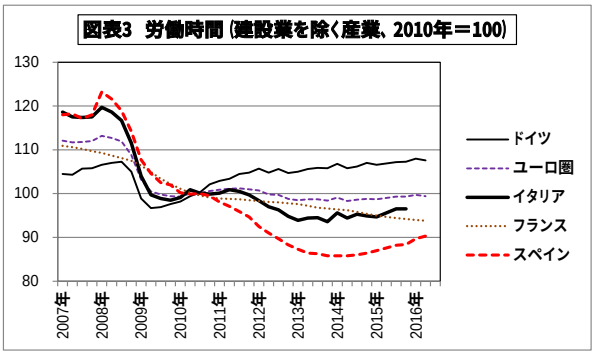
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

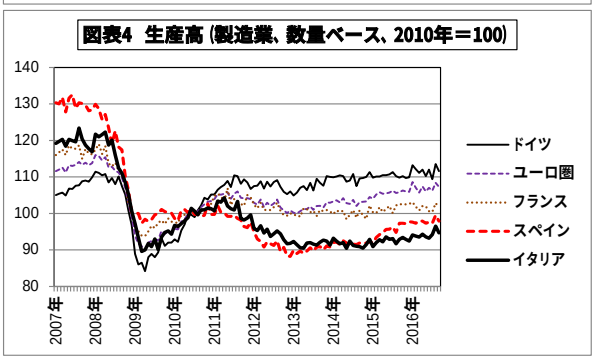
底堅い経済情勢とテーパリング

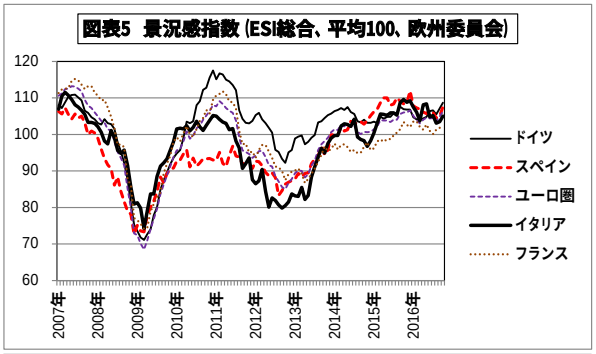
ユーロ圏では、原油価格下落による購買力拡大効果が縮小するなか家計消費の伸び率は頭打ちとなる一方で、失業率が域内全体で 10.0%、スペインでも 19.3%（各 16 年 9 月）にまで低下するなど、労働市場では緩やかながらも改善が継続している。投入される労働時間は増加傾向にあり、最近の製造業の生産高には上昇が見られている（図表 3、4）。これに対応して、ユーロ圏の景況感指数は小売業や金融部門では軟調であるものの、製造業などでは改善が明らかになってきており、全体として経済情勢の底堅さが感じられる状況にある（図表 5）。

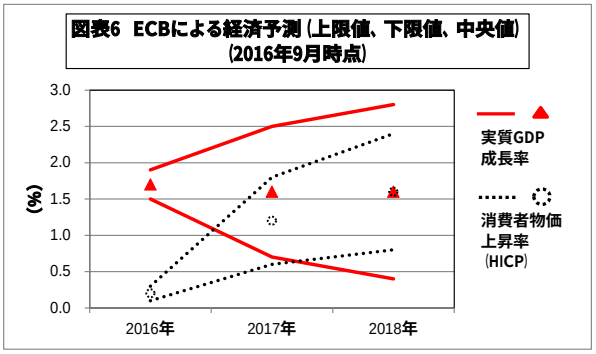
確かに、ユーロ圏では金融・財政危機後の企業投資の回復は鈍く、労働生産性の伸び率は低位にとどまっている。少子高齢化も進み、潜在成長率の上昇には多くを期待することはできない。このため、足元の情勢には底堅さが認められるとは言え、今後の経済成長の大幅な加速は見込み難いというのが実情である。

しかしながら、14 年にプラス圏に回復したユーロ圏の実質 GDP の年間成長率は、その後は 1%台半ばの水準を維持している。過去の経緯からすればこれは緩慢な成長ではあるが、一般に 1%程度と推定されているユーロ圏の潜在成長率を上回る水準にある。このため現在の経済情勢の底堅さの下で需給ギャップは徐々に改善し、原油価格の底打ちも加わり、HICP は今後も回復傾向をたどる可能性は十分に大きいと見ることができる。こうしたなか ECB による経済予測でも、先行きの実質 GDP の成長率は 1%台の半ばで推移するとともに、HICP は目標値である 2%に向けて改善傾向を維持するシナリオを中心に想定している（図表 6）。









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

以上のように、物価安定を主要な政策目標とする ECB が、QE のテーパリングにより異例な緩和策の出口に向けた一歩を踏み出すための経済情勢の基盤は、徐々に整いつつあるものと考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

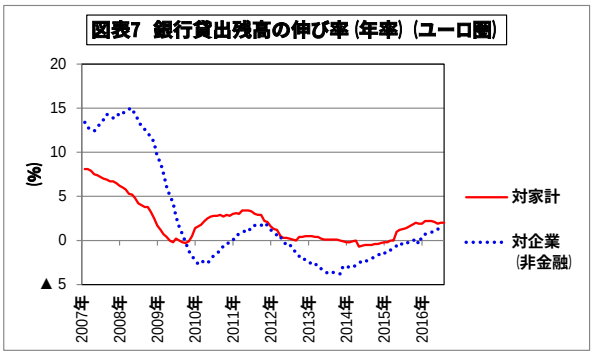
金融政策の副作用とテーパリング

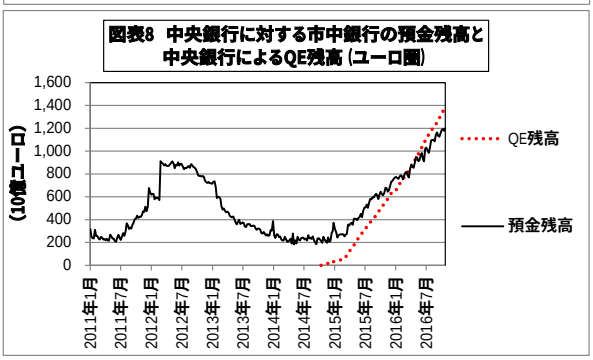
一方、ECB がテーパリングに動く可能性は、金融政策の側からも指摘できる。

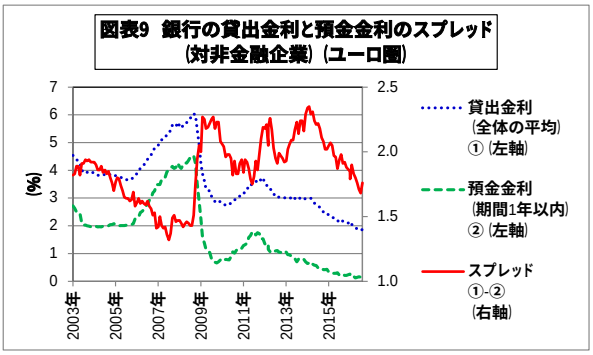
ユーロ圏では、確かに一連の金融政策を経て銀行の貸出金利は低下し、かつ各国間でその水準は収斂が進んでいる。この緩和効果の波及経路の改善を通じ、今では銀行貸出残高の伸び率は前年比プラス圏にまで回復している（図表 7）。このように、足元の経済情勢の底堅さに対する金融政策の寄与を否定することはできないが、その一方では銀行による中央銀行への預金残高はマイナス金利の下でも増加を続けており、ここには緩和効果の実体経済への浸透の限界を見て取ることができる（図表 8）。

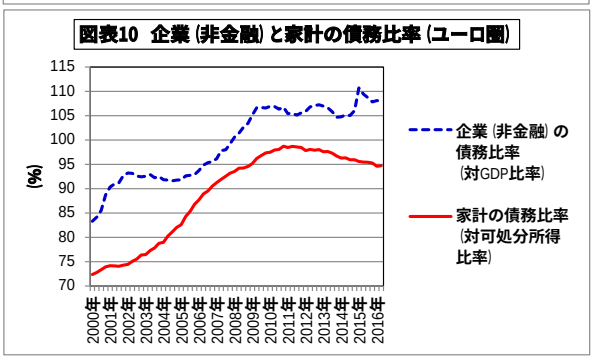
現実に、金融政策は一時的な銀行の流動性対策や通貨高の抑制には効果が大きいとしても、需要の喚起力は限られ、長期にわたり景気刺激効果を維持することは期待しづらい。こうした点で、現在では需要喚起や潜在成長力の向上に有効な、財政政策や構造改革を含む総合的な景気対策が重要になっている。これに対し、非伝統的手法を中心とする金融政策への長期間にわたる依存は、むしろ様々な副作用を生むことが懸念されることになる。この副作用には、銀行などの収益の圧迫以外にも、低金利下での一種のモラルハザードである国家の財政改革や構造改革、銀行やその他の企業の財務改革などの停滞、国債の市場流動性や指標機能の低下、リスクプレミアムの過度な低下の下でのバブルの発生などがあり、将来の金融危機のリスクの拡大にも繋がるものである（図表 9、10）。

この副作用に関し ECB が公に言及することはないが、G20 などでも議論され金融政策一辺倒の政策の見直しを求める声も出ていることから、ECB としては効果対比で副作用が過度に拡大しない間に異例な緩和策の出口を探ろうとする意向は強いのではないかと考えられる。









（資料） 図表 7～10 は ECB のデータから農中総研作成
（注） 図表 8 の QE 残高は、終了済みの資産購入プログラムの残高を除く。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

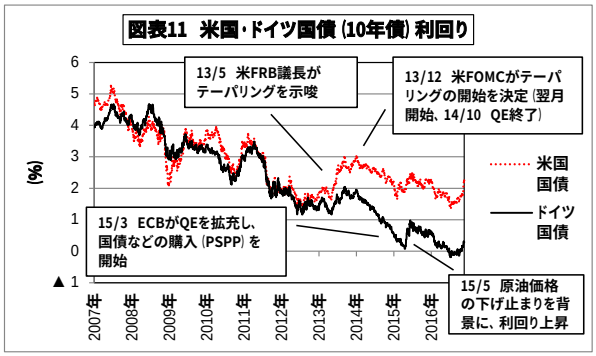
おわりに

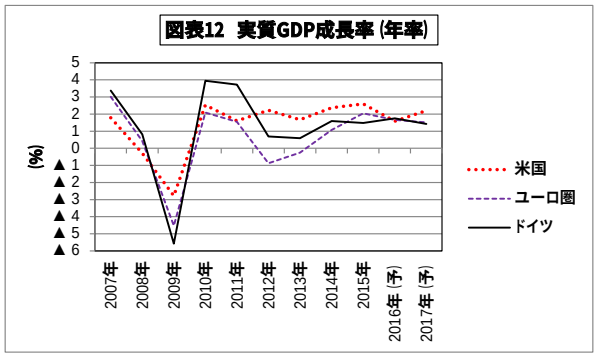
米国の前例では、「テーパー・タントラム」と呼ばれた市場の不安定化は一時的なものにとどまり、経済情勢への影響も限定的であった（図表 11、12）。しかし、ユーロ圏においても同様に大きな波乱がないとの確証はない。特に、官民の債務比率の高さの下で、また米国連邦準備制度理事会（FRB）に続いて世界の主要な中央銀行の間で出口に向かう動きが強まることで、想定以上に市場が神経質になり影響が拡大する可能性がある。

また、依然として緩慢な賃金上昇率などさらに考慮すべき材料は残存しており、足元のイタリアの国民投票やオーストリアの大統領選挙を含め政治リスクの高まりもある。英国の欧州連合（EU）からの離脱の選択や米国大統領選挙での予想外のトランプ候補の勝利で、先行きの経済情勢に対する不透明感も強まっている。これらのため、ECB には一層慎重なハンドリングが求められることになる。

しかし、ユーロ圏では前述のとおりテーパリングに向かう基盤が整いつつある点は確かであり、また不透明感が強いが故に、ECB としては将来のショックへの対応を可能とする政策余地の回復も重要になっている。現在、毎月平均 800 億ユーロのペースで 17 年 3 月を期限として運営されている QE であるが、ECB はこの期限を半年程度ずつ延長しながら 17 年の後半にはテーパリングに着手し、1 年ほどの期間をかけて新たな資産購入を終了するシナリオを想定することができる。

こうしたなか、12 月 8 日の次回 ECB 理事会でどのような議論がなされ、対応が行われるかかが、まずは注目されるところである。（16.11.21 現在）





（資料） 図表 11 は Bloomberg の、図表 12 は IMF の、各データから農中総研作成
（注） 図表 12 の（予）は、IMF による予測値。

（注 1） ECB は 14 年 6 月に、市中銀行による中央銀行預金の余剰部分に適用する金利（預金ファシリティ金利）を▲0.1%に引き下げることでマイナス金利を導入した。その後の追加緩和を経て、同金利の現行水準は▲0.4%である。一方、QE（ECB の用語では Asset Purchase Programmes、APP）としての資産購入については、15 年 3 月に国債、政府機関債、国際機関債を対象とするプログラム（PSPP）を開始し、現在はこのほか、第三次カバードボンド購入プログラム（14 年 10 月開始、CBPP3）、資産担保証券購入プログラム（同年 11 月開始、ABSPP）、事業債購入プログラム（16 年 6 月開始、CSPP）の 4 件が実施されている。現在、これらは毎月平均 800 億ユーロのペースで運営されており、17 年 3 月を期限としている。なお、初期には第一次カバードボンド購入プログラム（09 年 7 月開始、CBPP1）、証券市場プログラム（10 年 5 月開始、SMP）、第二次カバードボンド購入プログラム（11 年 11 月開始、CBPP2）があるが、いずれも終了済みである。

（注 2） これらの点については、次を参照されたい。

- 山口勝義「ECB の量的緩和策とユーロ圏経済」（『金融市場』15 年 4 月号）
- 山口勝義「ECB の追加緩和と金融政策の限界」（『金融市場』16 年 1 月号）
- 山口勝義「限界に近づくユーロ圏の金融政策」（『金融市場』16 年 4 月号）
- 山口勝義「ユーロ圏のマイナス金利と銀行貸出」（『金融市場』16 年 5 月号）

（注 3） ECB の QE のテーパリングの可能性にかかる報道は、次によるものである。

- Bloomberg（October 4, 16）“ECB Said to Build Taper Consensus as QE Decision Nears”

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

国内経済金融

貸出先別貸出金からみる国内銀行の経営

古江　晋也

要旨

近年の国内銀行経営を概観すると、日銀の金融緩和を受けて資金運用益が減少する中、国債等債券関係損益や株式関係損益での収益確保と、与信関係費用の減少に支えられ、経常利益や当期純利益を維持していることが特徴だ。

一方、業種別貸出金残高をみると、近年では「海外円借款・国内店名義現地貸」「不動産業」「物品賃貸業」「金融業、保険業」などへの貸出金残高が増加しており、今後は目利き力を発揮した融資をいかに展開していくかに注目が集まる。

はじめに

本稿では、全国銀行協会が発行する『全国銀行財務諸表分析』と、日本銀行が公表している「貸出先別貸出金（業種別、設備資金新規貸出）」をもとに、全国銀行の 2011 年度から 15 年度までの 5 年間の経営指標分析と国内銀行の貸出先別貸出金の変化を検討する。

なお、全国銀行協会は、「全国銀行」を都銀 5 行、地銀 64 行、第二地銀協地銀 41 行、信託銀行 4 行および新生銀行、あおぞら銀行の合計 116 行（『平成 27 年（2015 年）度決算』）としており、日本銀行では「国内銀行」を「銀行本体の設立根拠が国内法に準拠している銀行（日本銀行および政府関係機関を除く）」と定義している。

全国銀行の主な経営指標の推移

図表 1 は全国銀行の主な経営指標の推移を表したものである。まず、資産運用益に目を向けてみると、日銀の金融緩和の影響を受け、貸出金利息の減少に歯止めがかからないため、減少傾向にある。

役務取引等収支は投資信託販売手数料の増加を受け、11～14 年度にかけては増加したものの、15 年度は中国経済の減速懸念など世界経済の先行きに対する不透明感から株式市場が低迷したため、投資信託販売手数料が減少。このことが役務取引等収支の主な減少要因となった。

一方、国債等債券関係損益の動向に影響を受けるその他業務収支は、12 年度に 1 兆 2,434 億円を計上したものの、その

図表1　全国銀行の主な経営指標の推移

(単位：億円)

	11年度	12年度	13年度	14年度	15年度
資金運用益	81,569	79,361	80,542	81,615	78,082
役務取引等収支	17,072	18,422	19,952	21,318	21,215
特定取引収支	3,014	2,365	2,311	2,738	3,666
その他業務収支	10,647	12,434	6,164	7,585	7,172
その他経常収支	△ 8,044	△ 7,390	6,889	4,369	2,946
信託報酬	2,467	2,395	2,647	2,712	2,778
営業経費	68,552	67,753	67,607	69,416	67,956
経常利益	38,173	39,833	50,897	50,919	47,903
当期純利益	24,812	30,311	33,944	32,747	33,888
業務純益	50,332	49,999	45,720	47,127	47,975
預貸率（平残）	68.9%	69.1%	69.1%	68.7%	68.4%
預証率（平残）	41.9%	40.6%	35.9%	33.1%	30.1%
資金運用利回り（国内業務部門）	1.22	1.13	1.10	1.02	0.96
資金調達原価（国内業務部門）	1.04	0.99	0.96	0.92	0.86
総資金利鞘（国内業務部門）	0.18	0.14	0.14	0.10	0.10

（資料）全国銀行協会『全国銀行財務諸表分析』の各年度

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

後は 4～5 割減で推移。なお、15 年度は、日銀が 16 年 1 月にマイナス金利の導入を決定したことを受け、国債価格が上昇（長期金利は 2 月に史上初めてマイナスになる）したこともあり、銀行の国債等債券売却益は増加した。ただし国際業務部門では、外国為替売買損益の収益幅が縮小したため、収支全体は減少となった。

その他経常収支の動きで注目されるのは株式等関係損益と与信関係費用の動向である。13 年度は株価上昇によって株式等関係損益が増加したことと、与信関係費用が減少したことからその他経常収支はプラスに転じたが、その後は株価が低迷したことから益超幅は縮小。15 年度は個別引当金繰入額が大幅に増加したことが響き、さらに縮小することとなった。

このような動向を踏まえ、経常利益は 09 年度から 14 年度まで順調に拡大したものの、15 年度は 7 年ぶりの減益となった。それに対して 14～15 年度にかけて当期純利益が増加した要因の一つは法人税率が引き下げられたためである。

以上、近年の全国銀行の経営指標の特徴をまとめてみると、利ざやの縮小に伴う資金運用収益の減少傾向が続いているにも関わらず、経常利益および当期純利益は高い水準で推移している。その背景には、国債等債券関係損益や株式等関係損益での収益確保、与信関係費用の減少があり、厳しい経営環境が依然として続いていることがわかる。

変化する貸出先

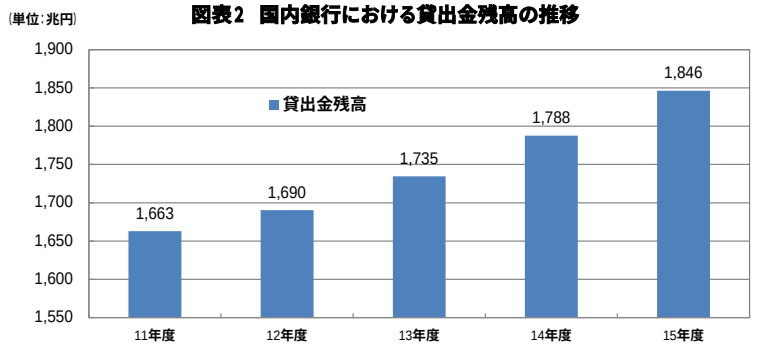
(1) 貸出先残高の推移

図表 2 は国内銀行における貸出金残高の推移を表したものである。貸出金残高は 11～15 年度までで 183 兆 5,823 億円増加（年平均 2.2%増）した。しかし、その貸出先をみると業種に偏りが生じているのも昨今の特徴である。

図表 3 は 11～15 年度における国内銀行 23 業種における貸出先別貸出金の推移を表したものである。11 年度は東日本大震災の影響を受け、多くの業種で前年度比マイナスとなったが、電気・ガス供給・水道業への貸出金残高は 48.4%と高い伸び率となった。

国内消費が依然として低迷する中、13 年度には海外円借款・国内店名義現地貸(注 1) の残高が前年度比 11.7%と大幅に上昇し、その後も高い伸びを示している。さらに不動産業については、12～14 年度は前年度比 1～2%台で推移していたが、15 年度には同 4.9%と高い伸び率になった。ちなみに、金融庁は「平成 27 事務年度金融レポート」で、不動産向け貸出については「1980 年代後半および 2000 年代半ば頃の拡大局面との比較において、高い伸びとなっていないものの、今後の動向について注視が必要である」との認識

図表 2　国内銀行における貸出金残高の推移



(資料) 日本銀行「貸出先別貸出金」

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表3　国内銀行における貸出先別貸出金の推移

（単位：億円）

業種別	2011年度			2012年度			2013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	2,146,823	-0.2%	-0.03%	2,160,926	0.7%	0.08%	2,195,692	1.6%	0.21%
農業、林業	22,011	0.8%	0.00%	21,905	-0.5%	0.00%	22,552	3.0%	0.00%
漁業	7,846	-2.9%	0.00%	7,703	-1.8%	0.00%	7,795	1.2%	0.00%
鉱業、採石業、砂利採取業	27,940	-6.7%	-0.01%	28,199	0.9%	0.00%	32,882	16.6%	0.03%
建設業	479,037	-4.3%	-0.13%	455,786	-4.9%	-0.14%	442,782	-2.9%	-0.08%
電気・ガス・熱供給・水道業	282,248	48.4%	0.55%	334,923	18.7%	0.32%	371,947	11.1%	0.22%
情報通信業	203,949	-6.8%	-0.09%	204,825	0.4%	0.01%	219,348	7.1%	0.09%
運輸業、郵便業	645,857	-0.6%	-0.02%	637,581	-1.3%	-0.05%	625,664	-1.9%	-0.07%
卸売業	1,063,053	0.6%	0.04%	1,061,601	-0.1%	-0.01%	1,067,573	0.6%	0.04%
小売業	580,978	-3.0%	-0.11%	579,732	-0.2%	-0.01%	585,341	1.0%	0.03%
金融業、保険業	1,360,035	-3.7%	-0.31%	1,377,108	1.3%	0.10%	1,464,910	6.4%	0.52%
不動産業	2,385,169	-0.6%	-0.09%	2,418,735	1.4%	0.20%	2,447,358	1.2%	0.17%
物品賃貸業	384,728	-5.7%	-0.14%	390,887	1.6%	0.04%	404,597	3.5%	0.08%
学術研究、専門・技術サービス業	87,519	-4.3%	-0.02%	84,475	-3.5%	-0.02%	88,266	4.5%	0.02%
宿泊業	88,087	1.1%	0.01%	85,149	-3.3%	-0.02%	83,882	-1.5%	-0.01%
飲食業	96,530	-5.8%	-0.04%	95,408	-1.2%	-0.01%	98,137	2.9%	0.02%
生活関連サービス業、娯楽業	179,284	-3.8%	-0.04%	172,081	-4.0%	-0.04%	166,305	-3.4%	-0.03%
教育、学習支援業	79,435	-0.5%	0.00%	75,726	-4.7%	-0.02%	70,830	-6.5%	-0.03%
医療・福祉	350,840	1.3%	0.03%	361,020	2.9%	0.06%	375,224	3.9%	0.08%
その他のサービス	316,312	-4.7%	-0.09%	314,817	-0.5%	-0.01%	311,234	-1.1%	-0.02%
地方公共団体	906,308	4.9%	0.25%	966,144	6.6%	0.36%	1,013,491	4.9%	0.28%
個人（住宅・消費・納税資金等）	4,662,830	1.5%	0.42%	4,791,537	2.8%	0.77%	4,940,704	3.1%	0.88%
海外円借款、国内店名義現地貸	271,191	4.7%	0.07%	277,172	2.2%	0.04%	309,617	11.7%	0.19%
合計	16,628,098	0.2%	0.23%	16,903,530	1.7%	1.66%	17,346,223	2.6%	2.62%

業種別	2014年度			2015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	2,215,086	0.9%	0.11%	2,240,390	1.1%	0.14%
農業、林業	23,761	5.4%	0.01%	25,472	7.2%	0.01%
漁業	7,804	0.1%	0.00%	7,825	0.3%	0.00%
鉱業、採石業、砂利採取業	33,214	1.0%	0.00%	34,980	5.3%	0.01%
建設業	440,767	-0.5%	-0.01%	440,200	-0.1%	0.00%
電気・ガス・熱供給・水道業	399,787	7.5%	0.16%	415,742	4.0%	0.09%
情報通信業	239,629	9.2%	0.12%	244,103	1.9%	0.03%
運輸業、郵便業	622,839	-0.5%	-0.02%	631,670	1.4%	0.05%
卸売業	1,080,080	1.2%	0.07%	1,076,453	-0.3%	-0.02%
小売業	596,614	1.9%	0.06%	603,916	1.2%	0.04%
金融業、保険業	1,565,331	6.9%	0.58%	1,619,376	3.5%	0.30%
不動産業	2,501,119	2.2%	0.31%	2,624,726	4.9%	0.69%
物品賃貸業	437,216	8.1%	0.19%	477,829	9.3%	0.23%
学術研究、専門・技術サービス業	89,480	1.4%	0.01%	93,395	4.4%	0.02%
宿泊業	82,778	-1.3%	-0.01%	79,661	-3.8%	-0.02%
飲食業	96,795	-1.4%	-0.01%	98,115	1.4%	0.01%
生活関連サービス業、娯楽業	167,542	0.7%	0.01%	171,907	2.6%	0.02%
教育、学習支援業	70,437	-0.6%	0.00%	68,838	-2.3%	-0.01%
医療・福祉	396,320	5.6%	0.12%	414,209	4.5%	0.10%
その他のサービス	309,317	-0.6%	-0.01%	312,640	1.1%	0.02%
地方公共団体	1,063,067	4.9%	0.29%	1,103,122	3.8%	0.22%
個人（住宅・消費・納税資金等）	5,082,007	2.9%	0.81%	5,219,950	2.7%	0.77%
海外円借款、国内店名義現地貸	354,901	14.6%	0.26%	459,314	29.4%	0.58%
合計	17,875,977	3.1%	3.05%	18,463,921	3.3%	3.29%

（資料）日本銀行「貸出先別貸出金」

を示している。

また、最近では利ざやの確保（比較的高金利での融資）が期待できるリース業にも注目が集まっており、物品賃貸業に対する貸出金は高い伸び率を示すようになっている。

（注 1）日本銀行調査統計局「金融統計調査表の記入要領（2014 年 4 月）」によれば、海外円借款とは「国際協力機構に協調融資を行う市中銀行が外国銀行等に円建てで貸付ける直接円借款」（政府ベースの交換公

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表4　国内銀行における貸出先別貸出金（設備資金）の推移

（単位：億円）

業種別	2011年度			2012年度			2013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	248,453	-4.4%	-0.15%	244,172	-1.7%	-0.06%	242,097	-0.8%	-0.03%
農業、林業	6,142	-3.7%	0.00%	5,804	-5.5%	0.00%	5,942	2.4%	0.00%
漁業	821	-6.6%	0.00%	916	11.6%	0.00%	962	5.0%	0.00%
鉱業、採石業、砂利採取業	9,179	-2.9%	0.00%	9,778	6.5%	0.01%	13,384	36.9%	0.05%
建設業	44,527	-7.0%	-0.04%	42,016	-5.6%	-0.03%	44,416	5.7%	0.03%
電気・ガス・熱供給・水道業	110,828	5.8%	0.08%	123,598	11.5%	0.17%	132,444	7.2%	0.11%
情報通信業	31,277	-8.1%	-0.04%	27,518	-12.0%	-0.05%	24,165	-12.2%	-0.04%
運輸業、郵便業	250,908	-1.5%	-0.05%	244,486	-2.6%	-0.08%	238,005	-2.7%	-0.08%
卸売業	67,224	-6.0%	-0.06%	66,035	-1.8%	-0.02%	72,657	10.0%	0.08%
小売業	95,200	-5.2%	-0.07%	90,481	-5.0%	-0.06%	91,860	1.5%	0.02%
金融業、保険業	19,345	-20.2%	-0.07%	29,438	52.2%	0.13%	35,730	21.4%	0.08%
不動産業	1,583,678	-0.2%	-0.05%	1,602,224	1.2%	0.24%	1,638,931	2.3%	0.47%
物品賃貸業	27,815	-8.2%	-0.03%	27,541	-1.0%	0.00%	30,771	11.7%	0.04%
学術研究、専門・技術サービス業	18,858	-1.8%	0.00%	18,388	-2.5%	-0.01%	18,416	0.2%	0.00%
宿泊業	40,550	-2.3%	-0.01%	37,866	-6.6%	-0.03%	35,028	-7.5%	-0.04%
飲食業	35,453	-6.0%	-0.03%	34,325	-3.2%	-0.01%	32,965	-4.0%	-0.02%
生活関連サービス業、娯楽業	88,277	-8.6%	-0.11%	82,471	-6.6%	-0.08%	78,286	-5.1%	-0.05%
教育、学習支援業	33,455	-3.6%	-0.02%	32,400	-3.2%	-0.01%	32,633	0.7%	0.00%
医療・福祉	225,471	1.7%	0.05%	233,683	3.6%	0.11%	246,618	5.5%	0.16%
その他のサービス	96,533	-2.0%	-0.03%	94,840	-1.8%	-0.02%	94,696	-0.2%	0.00%
地方公共団体	228,687	1.6%	0.05%	237,104	3.7%	0.11%	247,820	4.5%	0.14%
個人（住宅・消費・納税資金等）	4,274,257	2.1%	1.19%	4,397,857	2.9%	1.61%	4,525,543	2.9%	1.63%
海外円借款、国内店名義現地貸	151,409	9.2%	0.17%	170,389	12.5%	0.25%	195,205	14.6%	0.32%
合計	7,688,427	0.8%	0.77%	7,853,419	2.1%	2.15%	8,078,658	2.9%	2.87%

業種別	2014年度			2015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	244,080	0.8%	0.02%	253,515	3.9%	0.11%
農業、林業	6,550	10.2%	0.01%	6,822	4.2%	0.00%
漁業	1,131	17.6%	0.00%	1,286	13.7%	0.00%
鉱業、採石業、砂利採取業	14,670	9.6%	0.02%	14,948	1.9%	0.00%
建設業	52,586	18.4%	0.10%	60,700	15.4%	0.10%
電気・ガス・熱供給・水道業	143,684	8.5%	0.14%	159,782	11.2%	0.19%
情報通信業	28,242	16.9%	0.05%	28,694	1.6%	0.01%
運輸業、郵便業	235,468	-1.1%	-0.03%	236,005	0.2%	0.01%
卸売業	77,973	7.3%	0.07%	85,175	9.2%	0.09%
小売業	97,226	5.8%	0.07%	101,241	4.1%	0.05%
金融業、保険業	38,654	8.2%	0.04%	41,109	6.4%	0.03%
不動産業	1,690,783	3.2%	0.64%	1,776,366	5.1%	1.03%
物品賃貸業	36,521	18.7%	0.07%	39,686	8.7%	0.04%
学術研究、専門・技術サービス業	20,096	9.1%	0.02%	22,635	12.6%	0.03%
宿泊業	36,365	3.8%	0.02%	38,868	6.9%	0.03%
飲食業	32,054	-2.8%	-0.01%	32,777	2.3%	0.01%
生活関連サービス業、娯楽業	77,959	-0.4%	0.00%	79,397	1.8%	0.02%
教育、学習支援業	32,766	0.4%	0.00%	33,873	3.4%	0.01%
医療・福祉	261,928	6.2%	0.19%	274,297	4.7%	0.15%
その他のサービス	95,865	1.2%	0.01%	98,269	2.5%	0.03%
地方公共団体	256,877	3.7%	0.11%	266,348	3.7%	0.11%
個人（住宅・消費・納税資金等）	4,643,361	2.6%	1.46%	4,750,725	2.3%	1.29%
海外円借款、国内店名義現地貸	209,136	7.1%	0.17%	225,764	8.0%	0.20%
合計	8,334,064	3.2%	3.16%	8,628,366	3.5%	3.53%

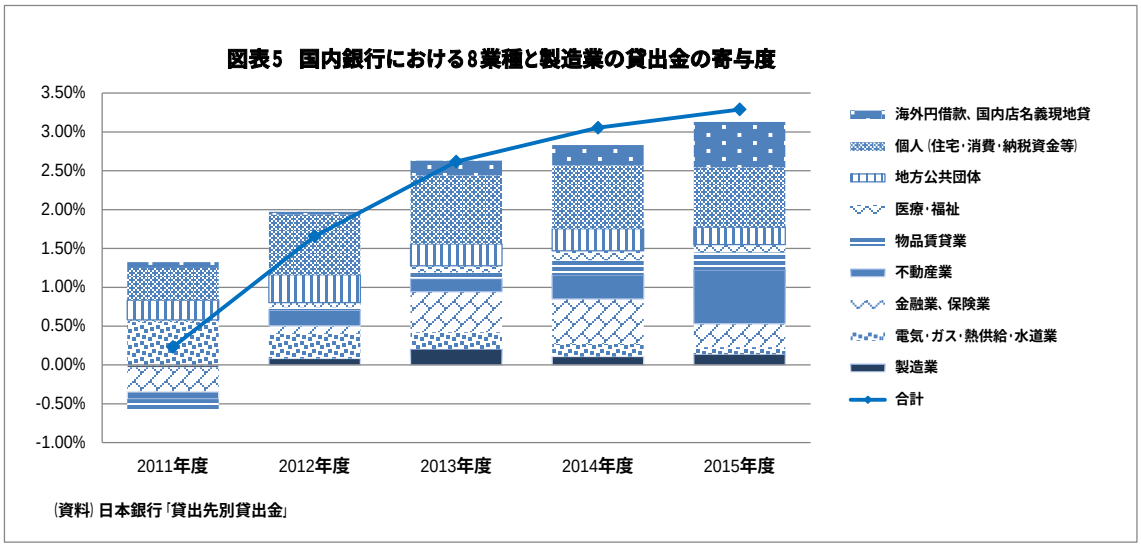
（資料）日本銀行「貸出先別貸出金」

文に基づく円建てローンを含む）、国内店名義現地貸とは、「金融機関の国内本支店が非居住者に対して外貨または円貨での貸付」を示している（いずれも非居住者に対する貸付を示している）。

（2）寄与度からみた業種別貸出金

一方、貸出金増加に対する寄与度の観点から近年の業種別貸出金をみると、震災の影響によって11年度は電気・ガス供給・水道業（0.55％）と地方公共団体（0.25％）が高い寄与度となり、両業種はその後も相対的に高い水準で推移して

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



いる。

12 年度からは仕組みローンを含めた金融業、保険業の寄与度が高まり、15 年度からは不動産業の寄与度も高まるようになった。それに対して農業、漁業、建設業、卸売業、小売業、製造業の寄与度の推移はマイナスもしくはゼロ％の状況が続いている。

なお、政府観光局は 16 年における訪日外国人観光客は 10 月末時点で 2,000 万人を超えたと発表したが、その中核となる宿泊業への貸出金残高は 13 年度を除き、前年度比、寄与度ともにマイナスであり、貸出金残高の増加にまでは至っていないことが浮き彫りとなった（設備資金の観点からは 14、15 年度ともに前年度比プラスとなった）。

(3) 設備資金からみた業種別貸出金

図表 4 は設備資金をベースとした業種別貸出金の推移を表したものである。11～15 年度の設備投資の合計は順調に拡大しており、15 年度には全業種が増加となった。こうした中、不動産業は 13 年度以降、高い割合を示しており、15 年度には個人の寄与度 1.29％に次ぐ 1.03％となっていることは注目される。

また預貸率が伸び悩む中、設備資金における業種別貸出金では、産業競争力会議で成長が有望とされた業種のうち、高齢化の進展を背景に医療・福祉が堅調に推移しており、国内銀行は特定業種を積極的に開拓していることがわかる。

目利き力の発揮がどこまでできるか

以上、11～15 年度までの国内銀行における主な経営指標の動向と貸出先別貸出金の推移を概観した。図表 5 は近年の貸出金残高に大きく寄与している 8 つの業種と製造業の寄与度の推移を表したものである。

この図表 5 では、医療・福祉のように今後の成長分野と言われてきた業種や、個人（主に住宅）のように安定的に推移する業種が含まれているものの、全体的には海外円借款、地方公共団体、不動産業、金融業・保険業といった、目利き力を発揮できる分野とは言い難い業種が貸出金残高の拡大を牽引していることがわかる。

特にある程度のボリュームを獲得でき、返済財源もある不動産業（アパートロー

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ン）は、国内銀行にとって重要な貸出先となっている（図表 6）。本稿では国内銀行全体の動きを示したが、個別行の貸出金業種別内訳をみると、製造業が構成比で 10%を下回るのに対し、不動産業・物品賃貸業が 20%以上を占める銀行や、なかには不動産業・物品賃貸業の構成比が 50%を超える銀行もある。この傾向は協同組織金融機関も同様で、不動産業が全体の 7 割に達する金融機関もある。

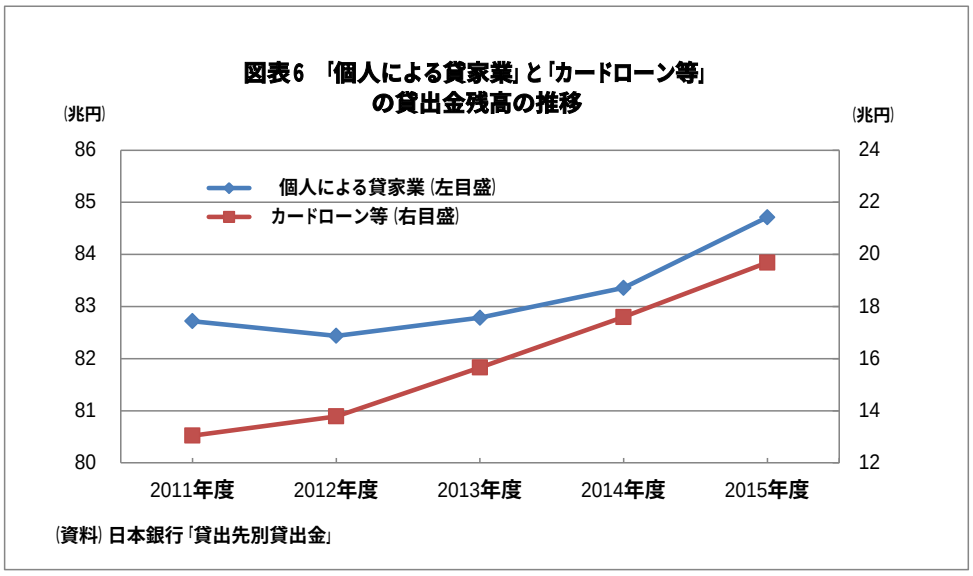
また、アパートローンと同様に近年、銀行が力を入れているもう一つの分野がカードローンである。この傾向は貸金業法の完全施行（10 年 6 月）以降、顕著にみられるようになり、銀行のカードローンはいわゆる「総量規制」の適用を受けないこと、高い利ざやを確保できるという点からも注目されている。しかし、カードローンの拡大は多重債務問題の懸念を常にはらんでおり、その動向には注意が必要である。

少子高齢化、産業の空洞化、中小企業の廃業率の高止まりなどの逆風下で、創業支援や産業育成などを視野に入れた融資推進や地域活性化を行うことは容易ではない。しかしその一方で、金融庁は、担保や保証に依存した融資からの転換を迫る動きを鮮明に打ち出している。このことは、近年の取組みとは異なる戦略が求められることを示しており、改めて「目利き力」の向上がクローズアップされるようになったといっても過言ではない。

ただし、目利き力の向上は一朝一夕で身に付くようなスキルではなく、業務の効率化を推進してきたこれまでのビジネスモデルと、担保や保証に依存しない融資というビジネスモデルを、どのように統合していくのかということにも注目が集まる。

【参考文献】

・古江晋也[2016a]「協同組織金融機関の経営動向と新たな取組み」『金融市場』農林中金総合研究所、7 月。
・古江晋也[2016b]「地方銀行の決算動向とマイナス金利政策下での戦略」『金融市場』農林中金総合研究所、8 月。



ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

(株)農林中金総合研究所

2016 年 11 月 17 日

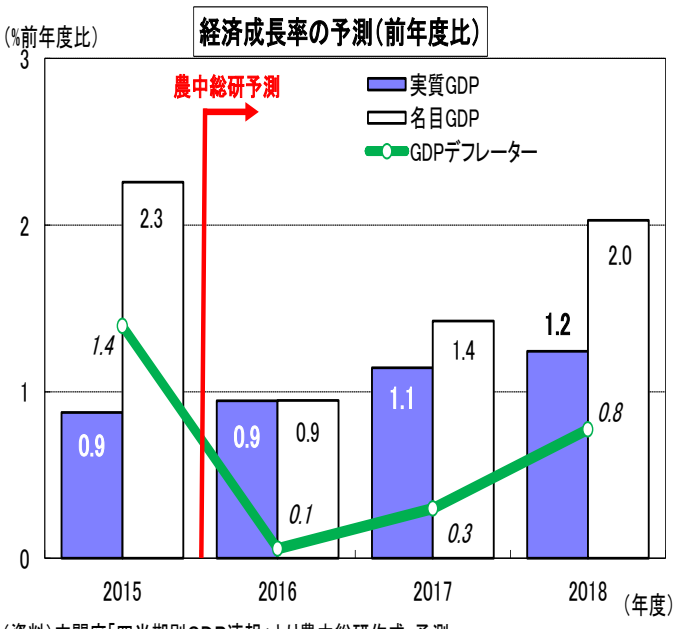
2016～18 年度経済見通し

徐々に高まる「経済の好循環」入りへの期待

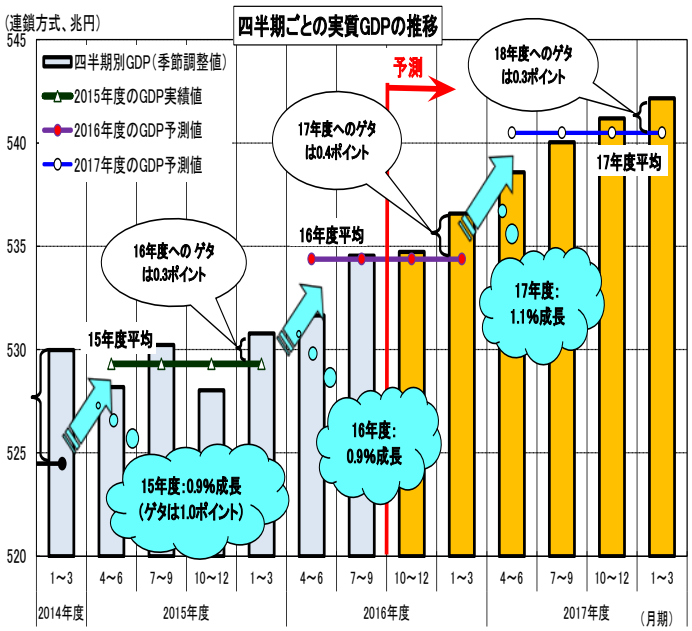
～2016 年度:0.9%、17 年度:1.1%、18 年度:1.2%～

秋口の天候不順による消費停滞などもあり、国内景気は依然として足踏み状態から抜け出せていないが、輸出の回復など、持ち直しに向けた動きも散見されている。実際、7～9 月期の経済成長率は民間最終需要が伸び悩む中、外需の牽引で高めの成長率を達成した。先行きは、米次期政権の保護主義的な動きには警戒が必要だが、一定程度の景気刺激策が講じられる可能性が高く、国内景気にもその波及効果が期待できる。また、雇用環境の良好さを背景に、家計所得の改善が継続するなど、消費持ち直しの環境が整いつつある。経済対策の効果が出てくる 17 年入り後には成長率が押し上げられ、「経済の好循環」入りが期待される。

一方、日本銀行は 9 月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入し、操作目標を「量」から「金利」へ変更するなど、失速しかけた予想物価上昇率を復元するために持続可能な金融緩和の枠組みに切り替えた。目下のところ、追加緩和観測は大きく後退しているが、再び円高が進行するなど物価上昇のモメンタムが弱まるような状況になれば、マイナス金利の深掘りを柱とする緩和措置を検討する可能性もあるだろう。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「GDP速報」より作成　(注)2016年7～9月期まで実績、それ以降は当総研予測

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

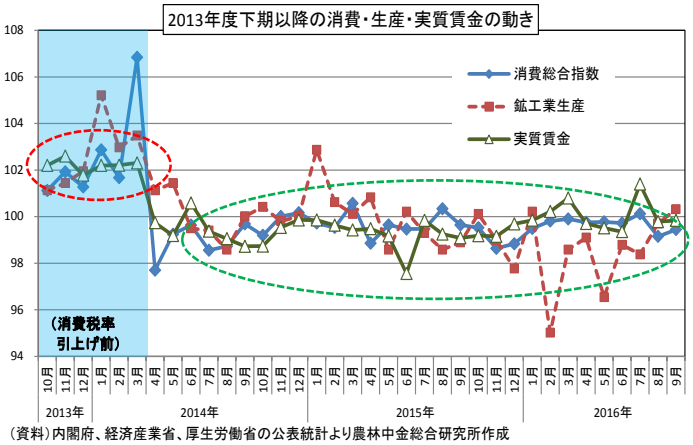
1. 景気の現状：

(1)停滞感はまだ残るが、薄日も差し始めた日本経済

世界経済の下振れリスクは今もなお強いと思われるが、原油価格が大きく下落し、世界経済の失速懸念が高まった年初と比べれば、内外の金融資本市場は平静さを取り戻している。BREXIT(英国の EU 離脱問題)についても、7～9 月期の英国経済が底堅い成長を達成したことで、懸念は一旦後退した。また、米国では年内利上げ観測が根強いが、2013 年 5 月のバーナンキ・ショックのような新興国リスクは特段意識されてはいない。

そして、11 月 8 日には過激な言動で注目を集めてきた不動産王のドナルド・トランプ氏(共和党)が米次期大統領選で勝利したことで、新たなリスクがもう一つ加わった。大統領選で訴え続けた保護主義的な路線が強まることになれば、世界経済全体に悪影響が出かねない。そのため、もしトランプ氏が勝利したら、内外の市場は大混乱が起きるとの見方も根強かったが、蓋を開けてみると選挙後の勝利宣言で表明した米経済立て直しに向けての大型減税やインフラ整備のための財政支出拡大などが好感され、懸念された事態は未然に防がれている。もちろん、共和党主流派は従来から連邦債務拡大には否定的だったこともあり、必ずしもトランプ氏の思い通りに事が進まず、期待外れとなる可能性にも留意すべきであろう。トランプ氏は大統領選に勝利した後は安定的な政権運営を目指して現実的な路線に舵を切っているとの見方もあるが、しばらくは不透明感が高い状況が続くだろう。

国内に目を転じると、景気実勢は底ばい状態を脱し切れてはいないようだ。景気動向指数によれば、一致 CI に基づく基調判断は 15 年 5 月以降「足踏み」のままである。残業時間の減少になかなか歯止めがかかっていないこともあり、依然として賃上げ圧力が乏しい上に、8～9 月にかけての自然災害・天候不順の影響もあり、民間消費の回復が遅れている。ただし、世界経済の減速傾向に歯止めがかかったこともあり、輸出数量が持ち直しに転じていること、さらに米国経済に底堅さが出ていることで円高圧力が緩和していることなどから、日銀短観などからは企業の景況感が回復しつつあることが見てとれる。なお、10 月分の経済指標の結果次第では、景気動向指数の基調判断が「改善」に上方修正される可能性も出てきている。



(資料)内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成
(注)2013年10月～直近＝100。

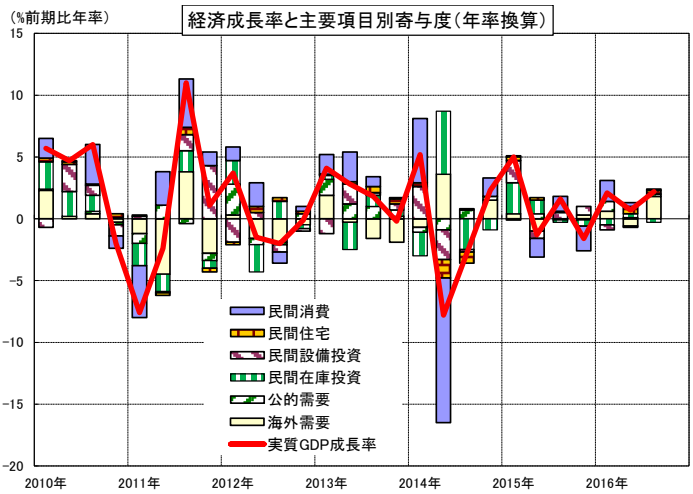
(2)外需に支えられ、16 年 7～9 月期は 3 四半期連続のプラス成長

11 月 14 日に公表された 7～9 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質成長率は前期比年率 2.2%と、3 四半期連続のプラス成長であった。水準としても、消費税増税前の駆け込み需要が発生した 14 年 1～3 月期とほぼ並ぶなど、2 年半かけてようやく落ち込んだ分を取り戻した格好である。数字の上でも閏年効果で高めの成長となった 16 年 1～3 月期(同 2.1%)を上回るなど好調に見えるが、内容を詳細に見ると、海外需要の寄与度が 1.8 ポイント(うち、輸出は 1.4 ポイント、輸入は 0.4 ポイント)とその大部分を占めている半面、民間需要の寄与度は 0.2 ポイントと鈍さは否めない(以上、年率換算で表記)。

肝心の民間最終需要を見ると、金利低下や当初 17 年 4 月に予定されていた消費税増

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

税を控えた駆け込みの余韻が残ったことなどから住宅投資は前期比2.3%と2四半期連続の増加ながらも、4～6月期(同5.0%)からは鈍化、民間消費は同 0.1%、民間企業設備投資は同 0.03%と低調であり、GDP 統計上では消費税増税後の落ち込んだ景気の持ち直しが進んだとは言い難い。実際、13 年下期は 315 兆円弱だった民間消費の水準は、足元でも 308 兆円にとどまっている(いずれも実質ベース、年率換算)。



(資料)内閣府経済社会総合研究所

また、一国のホームメードインフレ(≒価格転嫁の度合い)を表すGDP デフレーターは前年比▲0.1%と11四半期ぶりにマイナスに転じた。既に輸入デフレーターの下落につられる格好で国内需要デフレーターの下落傾向が強まっていたが、需要回復力の鈍さも手伝って、生産段階、流通段階での価格転嫁の動きが途絶えた格好である。なお、デフレ脱却の判断指標の一つとして注目されてきた単位労働コストは前年比 1.1%と4四半期連続のプラスだった。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

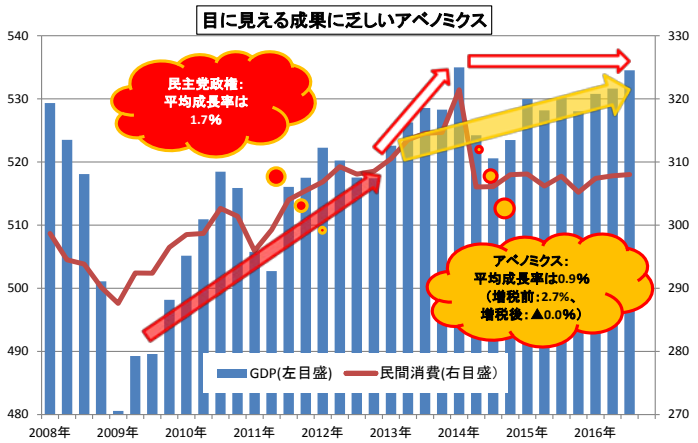
2. 予測の前提条件：

(1)当面の経済・財政政策運営

安倍首相は6月、17年4月に先送りしていた消費税率10%への引上げを、19年10月へ、さらに2年6ヶ月先送りすることを表明するとともに、デフレからの脱却速度を最大限まで引き上げるために「総合的かつ大胆な経済対策」を講じることを発表した。夏の参院選後には事業規模28.1兆円にも上る「未来への投資を実現する経済対策」が閣議決定され、秋の臨時国会では4.1兆円の歳出追加(東日本大震災復興特会なども含めれば4.5兆円の国費追加)を盛り込んだ第2次補正予算が可決・成立した。なお、この補正予算への対応により、16年度の一般会計予算の規模は100兆円超となっている(当初予算規模は96.7兆円)。

また、現在編成中である17年度一般会計予算は、「経済財政運営と改革の基本方針2016」、「経済・財政再生計画」に則って作業が進められている。概算要求基準では、年金・医療等については0.64兆円の自然増が見込まれる中、合理化・効率化に最大限取り組む、義務的経費は16年度並み、裁量的経費は1割削減するが、そのうちの3割は「新しい日本のための優先課題推進枠」として要望を受け付けるとしている。ちなみに、高齢化進行に伴う社会保障関係費の自然増について、政府は16年度から3年間での増加幅を1.5兆円程度に抑制する目安を設定し、高齢者医療費の負担軽減策撤廃やサラリーマンの介護保険料引き上げなどで圧縮する方針とも報じられている。

一方、「名目3%・実質2%の経済成長」を目指し、その成長の成果によって財政健全化を進めるというアベノミクスの試みは決してうまくいっているわけではない。前述の通り、実質GDPは消費税増税前の水準までようやく取り戻したが、民間消費は落ち込んだままである。当初の「3本の矢」のうち、デフレ脱却・成長促進を目指すうえで「初速」を稼ぐための金融・財政政策の効果はもはや出尽くした感が強いほか、「持続的な高成長」を実現する上で重要とされる「成長戦略」も目に見えた成果が出ていない。



(資料)内閣府経済社会総合研究所　(注)単位は2005年連鎖価格表示、兆円。

こうした中、安倍政権では、1億総活躍社会に向けて、同一労働同一賃金の実現や長時間労働の是正などを目指すため「働き方改革実現会議」を設置したが、同会議で経営側に17年春季賃金交渉(春闘)での賃上げ努力を求めている。また、政府・与党の税制調査会では、女性の社会進出を後押しする観点から、配偶者控除の見直しなども含めた所得税全般にわたる幅広い検討を開始している。さらに、「未来への投資」の拡大に向けた成長戦略と構造改革の加速化について審議するために未来投資会議ならびに未来投資会議構造改革徹底推進会合を開催し、第4次産業革命・イノベーション、ローカルアベノミクスの深化などに取り組んでいる。

(2)世界経済の見通し

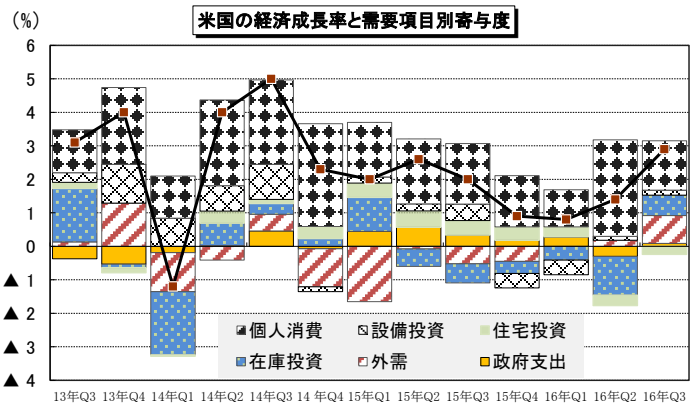
この数年間、国際通貨基金(IMF)などの世界経済見通しが発表の度に下方修正され

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

るという事態が続いていたが、16 年後半になってようやくそれが収まってきた。10 月 4 日に IMF は「世界経済見通し(WEO)」を発表、世界経済全体の成長率予測を 16 年:3.1%、17 年:3.4%と、7 月の中間見直しから据え置いた。内容的には、米国を中心に先進国が下方修正(日本は上方修正)されたが、新興国の上方修正で相殺された格好となった。

① 米国経済

16 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比年率 2.9%と、14 年 7～9 月期(同 5.0%)以来の高い伸びとなり、かつ 2 四半期連続で伸び率を高めた。内訳をみると、個人消費が経済成長を牽引したほか、在庫投資と外需による寄与度もプラスであった。一方、住宅投資は 2 四半期連続のマイナスと弱かった。総じて言えば、米国経済は潜在成長率(同 1.6%程度、CBO 試算値)を上回る成長に戻っていると評価することが可能で、低成長状態が長期化するのではとの懸念もやや和らいだ。



資料:Bloomberg(米商務省)データから農中総研作成

さて、トランプ氏の大統領選勝利によって先行きの不確実性が高まったとはいえ、直ちに悲観する必要はないと思われる。基本的には、これまで同様、内需主導での経済成長が続くと予想している。直近 1 年については、非農業部門雇用者数は毎月 20 万人増のペースであり、労働市場は堅調さが維持されている。また、家計所得の増加が継続しているなか、消費者センチメントも高水準で推移している。こうしたことから、個人消費は引き続き経済全体を支えていくと考えられる。

また、原油価格が 40～50 ドル/バレル程度まで持ち直すなか、主要新興国にも下げ止ま

2016～18年 米国経済見通し (16年11月改定)

		単位	2015年 通期 実績	2016年 通期 予想	2016年 上半期(1～6月) 実績	2016年 下半期(7～12月) 予想	2017年 通期 予想	2017年 上半期(1～6月) 予想	2017年 下半期(7～12月) 予想	2018年 通期 予想	2018年 上半期(1～6月) 予想	2018年 下半期(7～12月) 予想
実質GDP		%	2.6	1.5	1.0	2.2	2.2	1.8	2.8	2.9	2.9	2.8
	個人消費	%	3.2	2.6	2.5	2.7	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0
	設備投資	%	2.1	▲ 0.5	▲ 2.3	1.4	2.3	1.6	4.5	4.9	5.0	5.0
	住宅投資	%	11.7	4.2	4.6	▲ 4.4	0.4	1.7	2.7	2.9	3.0	3.0
	在庫投資	寄与度	0.2	▲ 0.4	▲ 1.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
	純輸出	寄与度	▲ 0.7	0.8	6.8	▲ 6.0	▲ 0.8	▲ 0.3	0.6	0.2	0.5	0.3
	輸出等	%	0.1	0.5	▲ 0.6	4.6	1.1	▲ 0.2	0.5	0.3	0.3	0.1
	輸入等	%	4.6	0.7	▲ 0.1	1.7	0.5	0.9	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.0
	政府支出	%	1.8	0.8	0.6	▲ 0.2	0.8	0.7	1.7	2.6	2.7	3.0
参考	PCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.2	0.7	0.9	0.5	1.7	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
	FFﾚｰﾄ誘導水準	%	0.25～0.50	0.50～0.75	0.25～0.50	0.50～0.75	1.00～1.25	0.75～1.00	1.00～1.25	1.50～2.00	1.25～1.50	1.50～2.00
	10年国債利回り	%	2.1	2.4	1.5	2.4	2.8	2.4	2.8	3.2	3.0	3.2
	完全失業率	%	5.3	4.9	4.9	4.9	4.8	4.9	4.8	4.6	4.7	4.6

実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。
(注) 1. 予想策定時点は2016年11月8日(16年7～9月期の速報値ベース)
2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度
4. デフレーターは期中平均前年比
5. FFﾚｰﾄ誘導目標は期末値

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

りの兆しが見られるなど、鉱業や製造業を取り巻く環境も好転しつつある。最近公表された企業決算については、想定したほどは悪化しておらず、これまで低調だった鉱業・製造業部門は今後持ち直していく公算も高まっている。このほか、トランプ次期大統領の下でインフラ投資の拡大や規制緩和などの政策期待もあり、設備投資は増加していくと考えられる。ただし、これらが成長を押し上げるまでには時間がかかる可能性もある。

なお、最近は頭打ち気味の住宅市場については、足元の金利上昇に加え、賃金以上に住宅価格の上昇が進んでおり、かつ住宅ローンの審査基準も厳格なままであるため、住宅投資の大幅な増加は当面見込みにくい。

総じてみると、「個人消費は堅調」、「設備投資と純輸出は低調」という構図は少しずつ変化する可能性も出ており、設備投資も牽引役としての期待が高まっている。

なお、12 月の利上げ実施がコンセンサスとなりつつある中、トランプ氏の大統領選勝利によって懸念されていた金融市場の混乱はこれまでのところ回避されており、むしろ直後からは株高・金利上昇傾向が強まっている。年内にトランプ・リスクが表面化しなければ、12 月には利上げが実施されると見られる。また、17 年中の利上げ動向も注目を集めている。労働市場は完全雇用に近いとされる水準に達しており、足元で賃金上昇率が加速する兆しも現れ始めている。また、原油価格は 40～50 ドル台/バレルの水準まで回復しており、それが物価を押し上げる効果が徐々に強まると見られる。このほか、トランプ次期大統領が主張するインフラ投資の拡大など積極的な財政政策が実現すれば、物価上昇率が加速する可能性もある。このため、米連邦準備制度(FRB)が想定する 17 年内は 50bpの利上げ(＝25 bpの利上げを年 2 回)という見通しについて、実際の物価動向次第では利上げペースが速まるとの見方も一部で浮上し始めている。

最後に、当面の経済の下振れリスクとして、以下の 2 点を指摘しておきたい。まず、国際経済や金融市場の混乱である。例えば、イタリアの国民投票、中国経済の減速リスクなどが契機となる可能性も挙げられる。次に、トランプ・リスクが表面化することである。具体的には、中国、メキシコ、カナダなど主要貿易相手国からの輸入品に高い関税をかけたり、通商協定の再交渉を強引に推し進めたりすれば、世界経済の回復傾向に水を差し、場合によっては通貨切り下げ競争が引き起こされかねない。また、広範囲にわたる大規模な減税プランについても、将来的な財政悪化リスクを高めかねず、金利高騰につながる可能性もあるだろう。

以上を踏まえて、18 年末にかけて、成長率と物価上昇率の見通しについて従来から上方修正した。一方、金融政策については緩やかな利上げペースを維持することは引き続き妥当と思われることから、17 年内は 25bpの利上げを 2 回実施との見方は据え置いた。

② 欧州経済

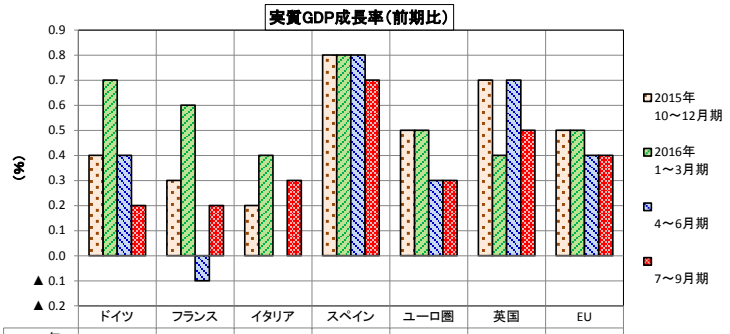
ユーロ圏では、16 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率(改定値)は前期比で 0.3%となり、前期から横ばいとなった。経済規模の大きい 4 ヶ国では、これまで比較的堅調であったドイツとスペインが減速し、一方、低調であったスランスとイタリアがプラス成長を回復した。

ユーロ圏の主要な経済指標を確認すれば、まず、原油価格下落による購買力拡大効果が縮小するなか、これまで経済成長の主要な牽引役であった家計消費に頭打ちの気配が現れている。9 月の小売売上高は前月比で 0.2%の減少となり、前年比についても 1.1%増加の水準まで鈍化してきている。これに対し、9 月の失業率は 10.0%であり、緩慢ではあるものの改善傾向が続いている。こうしたなか、同月の鉱工業生産指数は前月比では 0.8%の低下ながら、前年比では 1.2%の上昇となった。また、10 月の消費者物価上昇率(速報値)は全項目で前年比 0.5%の上昇となり、原油価格の底打ちを主要な背景に徐々に回復に転じてきている。また、ユーロ圏の景況感指数は小売業や金融部門では軟調であるのに対し、製造業などでは改善が明らかになっており、全体として経済情勢の底堅さが感

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

じられる状況にある。

ユーロ圏の主要国であるドイツについても、成長の加速感は強くはないものの、経済情勢の底堅さが見られている。主要な経済指標のなかでは、やはり 9 月の小売売上高について前月比で 1.4%の減少、前年比でも 0.4%の減少となり、一服感が強まっている。また、同月の製造業受注指数は前月比で 0.6%の低下となり 8 月の同 0.9%の上昇から反転したほか、同月の鉱工業生産指数についても前月比で 1.8%の低下であり 8 月の同 3.0%の上昇から同様に反転した。しかしながら、月ごとの前月比の振れは大きいものの、9 月の製造業受注指数は前年比では 2.6%の上昇、また 9 月の鉱工業生産指数は同 1.2%の上昇であり、相応の水準を維持している。また、9 月の輸出額についても前月比で 0.7%の減少であったが、前年比では 0.9%の増加であり、5～7 月の弱い値からの回復が現れている。



	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	ユーロ圏	英国	EU
2015年 10～12月期	0.4	0.3	0.2	0.8	0.5	0.7	0.5
2016年 1～3月期	0.7	0.6	0.4	0.8	0.5	0.4	0.5
4～6月期	0.4	-0.1	0.0	0.8	0.3	0.7	0.4
7～9月期	0.2	0.2	0.3	0.7	0.3	0.5	0.4

（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

確かに、ユーロ圏では、金融・財政危機後の企業投資の回復は鈍く、労働生産性の伸び率は依然として低位にとどまっている。さらに少子高齢化も進み、潜在成長率の上昇には多くは期待できない。このため、足元の情勢には底堅さが認められるとは言え、今後の経済成長の大幅な加速は見込み難いというのが実態である。

しかしながら、14 年にプラス圏に回復したユーロ圏の実質 GDP の年間成長率は、その後は 1%台の半ばの水準を維持している。過去の経緯を踏まえれば、これは緩慢な成長ではあるが、一般に 1%程度と推定されているユーロ圏の潜在成長率を上回る水準にある。このため、原油価格の底打ちに加え、現在の経済情勢の底堅さの下で需給ギャップが徐々に縮小し、消費者物価上昇率は今後も回復傾向をたどる可能性は十分に大きいものと見ることができる。こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）による資産買入れ（QE）の段階的な縮小を想定すべき段階に至りつつあるとみられるが、ECB は 12 月の理事会で 17 年 3 月を期限とする QE の期限をまず延長するとともに、その後 17 年内には QE 縮小のスケジュールの具体化に動く可能性が考えられる。

一方、英国については、欧州連合（EU）離脱に関する具体的な交渉が始まっていない現在の段階では離脱が実体経済に及ぼす負の影響は限定的であるが、通貨ポンドのさらなる下落による輸入物価の上昇や、また住宅価格の大幅な下落などを通じて家計消費を冷やすリスクも考えられ、注視が必要となっている。

③ 中国経済

16 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は 3 四半期連続で前年比 6.7%と、政府が掲げている 16 年の成長目標である「6.5～7%」の範囲に収まった。11 年以降、減速基調にあった中国経済はようやく底入れ感が現れつつあると見られる。

小型自動車購入税の半減措置などを受けた自動車販売の好調さに加えて、民間投資の大幅な減速をカバーするために、政府がインフラ整備や拡充を強めたほか、住宅市場の過熱状態が続いたことが成長率の下げ止まりにつながった模様である。

しかし、このように景気底入れ感が示唆される一方で、再び成長率を高めていくような材

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

料が見当たらず、当面の景気は横ばい状態が続く公算が大きい。10月には設備投資の低調さを受けて固定資産投資がやや鈍る動きとなったが、年末にかけては公共投資の予算消化もあり、伸び率をやや高めると見られる。

（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成、見通しは当社予想

これに加えて、小型自動車購入税の半減措置が 16 年末に終了する予定だが、上海などの地域では既に電気自動車など「新エネルギー自動車」の購入を対象に補助金を出す取組みも始まるなど、自動車販売の大幅な落ち込みは回避できる見込みであり、個人消費の底堅さは続くものと見られるからである。

一方、過熱気味の住宅市場について、政府が多くの都市で頭金比率の引き上げなどの引き締め策を打ち出すとともに、建築用地を当初の予定より多めに提供するなど住宅供給の増加を目指そうとする動きもあり、住宅開発投資は固定資産投資全体の足枷になるほどの落ち込みはないと思われるが、拡大ベースは鈍化することになると予想される。

また、足元でも輸出の軟調さが続いているが、先行きも 6 年ぶりの人民元安によるプラス効果が見られるものの、トランプ次期大統領が中国からの輸入品に 45%の輸入関税率を課すなどの発言もあり、輸出を取り巻く環境の不透明感がさらに高まり、軟調な状態が長期化する可能性も否定できない。

これらを踏まえると、15 年 10～12 月期の成長率が低かったこともあり、10～12 月期の成長率は 6.8%とやや高まり、16 年通年では 6.7%の成長率を達成すると予測する。目先の注目ポイントは 12 月に開催予定の「中央経済工作会議」であろう。16 年の経済運営の実態を総括するとともに、17 年の財政・金融政策や成長目標を決める同会議で、習近平政権が15年10月に開催された「5中全会」で示した16～20年の平均成長率の下限が6.5%であることなどから、17年も積極的財政政策・中立的（穏健）な金融政策を継続し、成長率目標「6.5～7.0%」を据え置くと予想する。

なお、先行きの成長経路としては、17 年は秋頃に開かれる予定の第 19 回共産党大会を控え、景気梃入れ策が打たれると見込まれ、経済成長率は 6.8%と一旦高まると考えられる。しかし、経済構造の調整圧力が強いこともあり、18 年には再び減速すると予想する。

④ 輸入原油価格の見通し

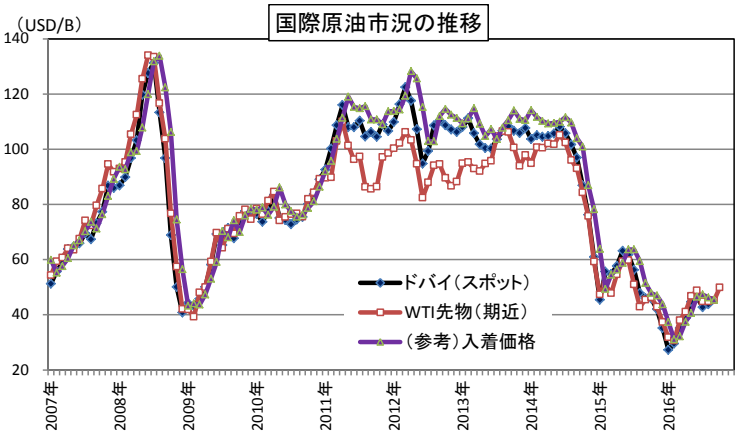
14 年夏場から下落に転じた原油価格は、16 年初にかけて一段と下落し、世界経済の失速懸念を高めたが、今秋には新たな展開も見られた。需給バランスが崩れた状況においても、市場シェア確保を最優先する戦略をとり続けてきた OPEC 諸国であったが、長引く原油安によって経済・財政の疲弊が目立ってきた。そのため、9 月には OPEC 臨時会合で 8 年ぶりの減産が合意されたが、今後は11月末のOPEC総会での国別の減産割り当ての行方に注目が集まる。主要産油国の足並みが揃えるまで頑なに減産を拒んできた OPEC の盟主サウジアラビアの方針転換は、原油の下値不安を一定程度和らげたと評価できるだろう。

もちろん、仮にそれらが全面的な合意に至ったとしても、非 OPEC 産油国の増産を誘発し、過剰供給状態の解消にはつながらないとの見方も多く、原油価格が上昇傾向を強める可能性は薄い。加えて、次期米大統領となるトランプ氏は石油・天然ガス・石炭の国内生

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

産拡大、カナダとの原油パイプライン建設などを選挙戦で訴えてきたが、そうした政策が実現すれば供給増につながると考えられる。原油需給が早期に均衡状態を達成するのはかなり厳しいと言わざるを得ない。

以上を踏まえ、国内への原油入着価格（CIF ベース）は、16年度下期は1バレルあたり平均40ドル台後半、17、18 年度は概ね50ドルで推移と想定した。



（資料）NYMEX、東京工業品取引所、財務省

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2016～18年度　日本経済見通し

	単位	2015年度（実績）	2016年度（予測）	2017年度（予測）	2018年度（予測）
名目GDP	%	2.3	0.9	1.4	2.0
実質GDP	%	0.9	0.9	1.1	1.2
民間需要	%	0.8	0.5	0.8	1.7
民間最終消費支出	%	▲ 0.1	0.5	0.9	1.2
民間住宅	%	2.4	5.3	▲ 2.8	2.4
民間企業設備	%	2.1	0.4	1.4	3.4
民間在庫品増加（寄与度）	ポイント	0.3	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0
公的需要	%	0.7	1.1	1.7	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	1.6	1.1	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 2.7	0.6	6.1	▲ 4.0
輸出	%	0.4	0.1	1.4	1.5
輸入	%	0.0	▲ 1.4	1.8	2.0
国内需要寄与度	ポイント	0.8	0.7	1.1	1.3
民間需要寄与度	ポイント	0.6	0.4	0.7	1.3
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.3	0.5	0.0
海外需要寄与度	ポイント	0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	1.4	0.1	0.3	0.8
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 3.3	▲ 3.0	0.4	1.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.0	▲ 0.2	0.7	1.2
（消費税増税要因を除く）		*（▲ 0.1）*			
完全失業率	%	3.3	3.1	2.9	2.8
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 1.0	0.3	2.9	2.9
経常収支	兆円	17.7	19.6	21.1	22.3
名目GDP比率	%	3.5	3.9	4.1	4.3
為替レート	円/ドル	120.1	106.4	107.5	106.3
無担保コールレート（O/N）	%	0.03	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.29	▲ 0.09	▲ 0.02	▲ 0.01
通関輸入原油価格	ドル/バレル	49.4	46.5	50.0	50.0

（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

（四半期）

（→予測）

	単位	2016年				2017年				2018年				2019年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.8	0.1	0.2	▲ 0.2	0.4	0.6	0.3	0.4	0.2	0.7	0.6	0.6	0.6
実質GDP	%	0.5	0.2	0.5	0.0	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
（年率換算）	%	2.1	0.7	2.2	0.1	1.4	1.5	1.1	0.9	0.7	1.2	1.6	1.8	2.0
民間需要	%	0.3	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
民間最終消費支出	%	0.7	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
民間住宅	%	▲ 0.3	5.0	2.3	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	0.1	0.2	0.3	1.0	1.5	2.0
民間企業設備	%	▲ 0.7	▲ 0.1	0.0	0.4	0.2	0.2	0.5	0.6	0.5	1.0	1.0	1.1	1.2
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	0.8	0.1	0.3	▲ 0.0	0.7	1.0	0.3	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.2	0.3	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	0.9	▲ 0.3	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	0.0	2.3	▲ 0.7	▲ 0.5	3.0	5.0	1.0	▲ 1.5	▲ 3.0	▲ 2.0	0.5	0.5	0.5
輸出	%	0.1	▲ 1.5	2.0	▲ 0.3	0.6	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
輸入	%	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	0.1	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
国内需要寄与度	%pt	0.4	0.3	0.1	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
民間需要寄与度	%pt	0.2	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.2	0.0	0.0	▲ 0.0	0.2	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.2	0.5	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.7	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	0.3	0.6	0.5	0.6	0.8	0.8	0.9
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 3.5	▲ 4.4	▲ 3.6	▲ 2.5	▲ 1.2	▲ 0.2	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5
（消費税増税要因を除く）														
完全失業率	%	3.2	3.2	3.0	3.0	3.0	2.9	3.0	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7
鉱工業生産　（前期比）	%	▲ 1.0	0.2	1.1	1.0	0.5	1.0	0.4	0.3	1.2	1.0	0.4	0.3	1.2
経常収支（季節調整値）	兆円	5.0	4.6	4.9	5.0	5.1	5.2	5.2	5.3	5.4	5.5	5.5	5.6	5.7
名目GDP比率	%	3.9	3.7	3.9	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1	4.2	4.2	4.2	4.3	4.3
為替レート	円/ドル	115.5	108.2	102.4	107.5	107.5	107.5	107.5	107.5	107.5	107.5	107.5	105.0	105.0
無担保コールレート（O/N）	%	0.03	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	▲ 0.12	▲ 0.13	▲ 0.08	▲ 0.05	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.02	▲ 0.01	0.00
通関輸入原油価格	ドル/バレル	33.6	41.5	46.4	48.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0

（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

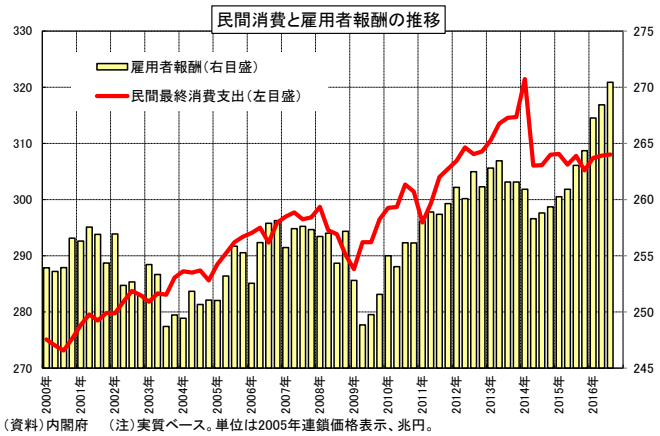
3. 2016～18年度の日本経済・物価見通し：

(1)経済見通し ～ 徐々に持ち直しが始まる

前回9月(4～6月期のGDP第2次速報公表後)に示した経済見通しは、「消費税増税時期の先送りや事業総額28兆円超の経済対策が打たれることになったが、その経済対策の効果は早くとも17年入り後と想定されるほか、1人当たり賃金の上昇テンポも緩やかなままであるため、16年いっぱいは景気回復感の乏しい展開が続く。その後は財政政策の効果によって成長率は高まるとともに、労働需給が次第に引き締まりを見せるなか、家計の所得環境の改善も継続し、消費の持ち直しが徐々に本格化する」というものであった。冒頭の「景気の現状」でも示したように、このところ鈍かった輸出に回復の兆しが見られること、円高圧力が一服したことなどもあり、景気の先行き期待が高まっていることは確かであろう。今回の経済見通しの改定に当たっても、基本的にこうした見方は変更する必要がないだろう。

ただし、米国の次期トランプ政権の経済政策の方向性は、世界経済全体にとっても少なからぬ影響を与えるだけに、注意が必要だ。トランプ氏は大統領選を通じて、オバマ政権の経済政策の多くを否定する発言をしてきただけに、その動向には注目が集まっている。なお、これまでのところ、金融市場では、直前まで懸念されていた混乱は回避されており、米国最優先の立場から「ドル安」を志向、保護主義に走り、世界経済に閉塞感が漂うようなトランプ・リスクはあまり意識されておらず、むしろ減税やインフラ投資拡大などの財政出動によって、世界経済が陥っている低成長・低インフレ状態からの脱出への期待感が強い状況である。こうした「トランプ政策」は、ある種、16年入り後のG7、G20などの国際会議で確認され続けている政策総動員の必要性に通じるものがある。

現時点ではトランプ政権の経済政策の中身は未だ不透明であるが、通商政策は現行よりもやや保護主義的なものになるとしても、財政政策はインフラ投資の拡大や小幅な減税プランが実施されて景気拡張的なものとなり、また金融政策を掌る米FRBに対しては早急な利上げは求めない、といったものを想定している。こうした想定は、過度なドル高進行の阻止や世界経済の回復を支援することにもつながり、日本経済はその恩恵を一定程度享受できるだろう。



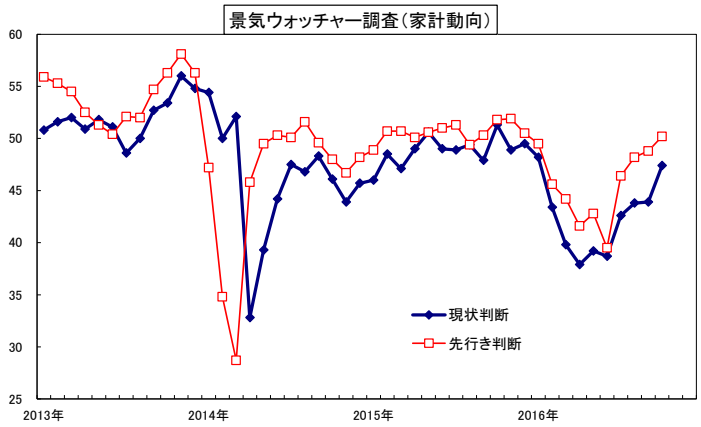
(資料)内閣府　(注)実質ベース。単位は2005年連鎖価格表示、兆円。

さて、足元の経済情勢、今後の動向を展望するうえで検討すべきことは、雇用環境は改善が進み、雇用者報酬も増加しているのになぜ民間消費は増えないのか、本当に今後回復が始まるのか、という点である。実際に雇用・所得関連の統計を確認すると、7～9月期の雇用者数は前年比1.5%と増加基調を維持、失業者数は204万人まで減少、失業率は3.1%と約25年ぶりの水準にまで改善している。高齢化が進行する中、労働参加率も60%台を回復しており、女性・高齢者の労働参加も多少なりとも進んでいる様子が見て取れる。また、7～9月期の実質雇用者報酬は前期比0.7%、前年比3.0%と、所得環境も改善傾向にある。なお、毎月勤労統計によれば、16年の夏季賞与(6～8月の「特別に支払われた給与」、1人当たり)は前年比2.3%と2年ぶりに増加している。

しかし、民間消費関連指標に目を向けると、こうした所得増加の影響がなかなか波及し

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ていない様子が見てとれる。12年12月にアベノミクスが本格始動してから消費税増税に至るまでの期間の民間消費は年率3.3%で増加したが、消費税増税後の落ち込みからの持ち直しが遅れており、2年半の間、307兆円前後(2005年連鎖価格表示)で停滞している。

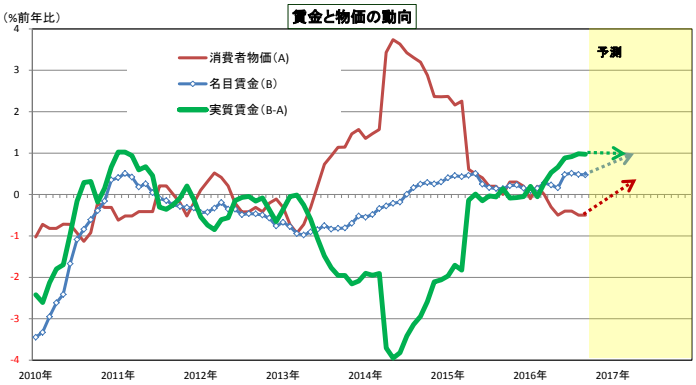


(資料)内閣府

こうした現象が発生した原因はこれまでもいくつか指摘されている。具体的には、増税による負担増(=物価上昇率で2%程度)を補うほどの所得増がなかったことに加え、14年度前半までのエネルギー高騰や円安の物価への波及もあり、一気に家計が支出抑制的な行動をとり始めたこと、さらにそれまで実施されてきた家電エコポイント制度、エコカー購入補助金・減税制度や地デジ切り替えに伴うTV買い替え需要に加えて、14年4月からの消費税増税によって耐久消費財の需要先食いが大規模に発生してしまった反動が予想外に長引いたこと、などが挙げられている。

しかし、先行きはさほど悲観視する必要はないと考えている。まずは、消費者マインドに持ち直しの動きが見られることである。景気ウォッチャー調査によれば、家計部門の「景気の現状・先行き判断DI」はいずれも16年に入り、世界経済の失速懸念が強まり、円高・株安が進む中で大きく悪化したが、足元では落ち込む前の水準まで戻している。また、これまでは1人当たり賃金が緩やかに上昇した分を残業時間の減少(=所定外給与の目減り)がある程度相殺してきたが、最近では残業時間の減少も止まりつつあることから、今後の労働者の受け取る賃金はこれまで以上に増加傾向が明確化するものと思われる。これが消費の持ち直しに貢献するだろう。

さらに、国内の労働市場は需給が今後とも引き締まっていく可能性が高い。労働力調査の詳細集計では、7～9月期の非労働力人口4,379万人のうち、就職希望者は372万人、そのうち適当な仕事がありそうもないと回答する者は104万人存在するなど、一見すれば余剰はまだあるように見えるが、前年同期と比べてそれぞれ32万人減、13万人減となるなど、供給余力が乏しくなっているのは確かである。もちろん、依然として正規従業員の求人は十分ではない(パートタイム労働者の有効求人倍率が1.7超であるのに対し、非パートタイム労働者は1.2台にとどまる)こと、また労働力人口の高齢化の影響により、賃金プロファイルが右下がりになる世代(50歳以上)の比率が拡大する傾向にある点は、割り引いて考える必要もあるだろう。



(資料)厚生労働省、総務省統計局　(注)名目賃金は現金給与総額の12ヶ月移動平均。

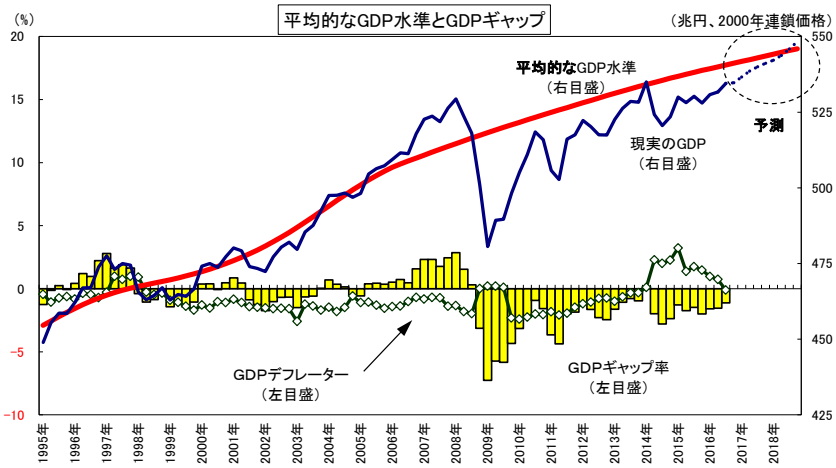
以下、今後の日本経済についての見通しを述べていく。まず、足元の10～12月期であるが、天候不順で悪影響を受けた民間消費については持続的に家計所得が増加しているため、持ち直しの動きがやや強まるものと思われる。また、7～9月期の機械受注の堅調さもあり、設備投資も回復傾向となるだろう。一方で7～9月期は好調だった輸出についてはやや調整も予想されること、また住宅投資、公共投資には一服感が出ることもあり、全体としてみれば成長率の鈍化は否めないと思われる。10～12月期の成長率は、前期比

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

0.0%、同年率 0.1%と、ほぼゼロ成長と予想する。

また、17 年の年明け以降は、第 2 次補正予算などに盛り込まれた公共事業など公的需要が徐々に盛り上がり、成長押上げに貢献することが見込まれる。緩やかに回復し始めた世界経済の下、緩やかながらも輸出の増勢は保たれるほか、それに影響を受ける生産活動の活性化により、所得増が継続し、消費の持ち直しを下支えするだろう。また、設備投資の増加傾向も明確となり、緩やかなプラス成長を維持するだろう。

その結果、16 年度の実質成長率は 0.9%、名目成長率は 0.9%、GDP デフレーターは前年度比 0.1%(前回 9 月時点の予測はそれぞれ 0.6%、1.2%、同 0.6%で、実質成長率は実績値の堅調さから上方修正、名目成長率は足元下落に転じたデフレーターにつられて下方修正)と予測した。



(資料)内閣府、総務省統計局のデータから作成　(注)平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成

続く17年度についても、前半は引き続き経済対策に盛り込まれた公共事業が本格化するほか、所得環境の改善を背景とした民間消費の回復、さらには20年の東京五輪などを控えた設備投資需要の底堅さなどにより、緩やかな経済成長を達成していくだろう。また、海外経済については、共産党大会を前にした中国政府の経済テコ入れも想定されるほか、トランプ氏が公約に掲げた国内雇用の拡大に向けての政策運営が開始され、日本の輸出にもプラスの効果が出てくると予想する。この結果、17 年度の実質成長率は 1.1%、名目成長率は 1.4%、GDP デフレーターは前年度比 0.3%(前回予測はそれぞれ 1.1%、1.7%、同 0.6%で、実質成長率は据え置き、名目成長率は概ね下方修正、この下方修正は 16 年度分と同様に足元の鈍いデフレーターによるもの)と予測する。なお、失業率は 2%台後半まで低下するなど、労働需給は徐々に引き締まっていくだろう。

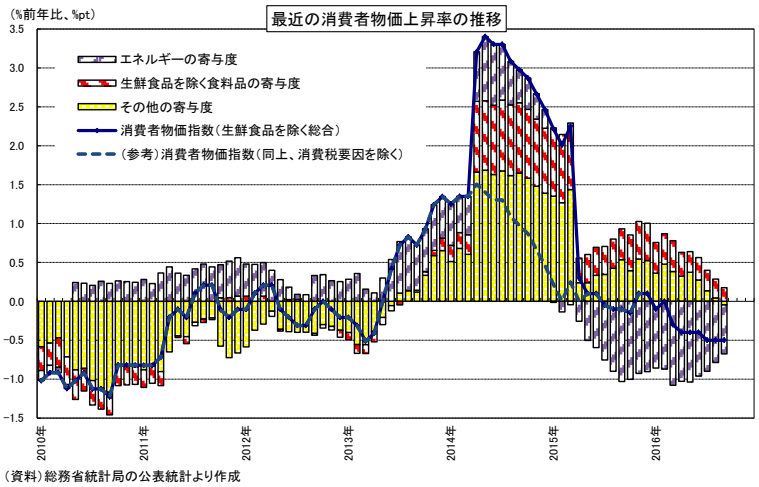
一方、今回から見通しを提示する 18 年度については、労働需給の逼迫が次第に進み、賃上げ圧力が一段と強まるものと思われる。一部の企業はそれに耐えられない可能性も否定はできないが、「家計所得増⇒消費増⇒企業業績改善⇒賃上げ⇒…」という好循環が始まることが期待される。年度半ばには、いわゆる潜在 GDP(過去の趨勢的な GDP 水準)を上回るだろう。18 年度の実質成長率は 1.2%、名目成長率は 2.0%、GDP デフレーターは前年度比 0.8%と予測する。

(2)物価見通し ～ 鈍い物価復元力

15 年夏場以降、消費者物価は前年比下落気味の推移となっており、16 年に入ってから下落幅を拡大させている。その最大の原因は原油価格下落により、エネルギー価格が大きく値下がりしたことであるが、足元ではその影響はすでに弱まっている。半面、年初来の円高進行によって、輸入品価格が下落傾向を強めてきたが、最近はそれが物価上昇の抑制に働いている。9 月の全国消費者物価によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合(全国コア)」は前年比▲0.5%と 7 ヶ月連続の下落であった。また、より需給関係を示すとされる「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 0.0%、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)」は同 0.2%と、いずれも鈍化傾向を強める

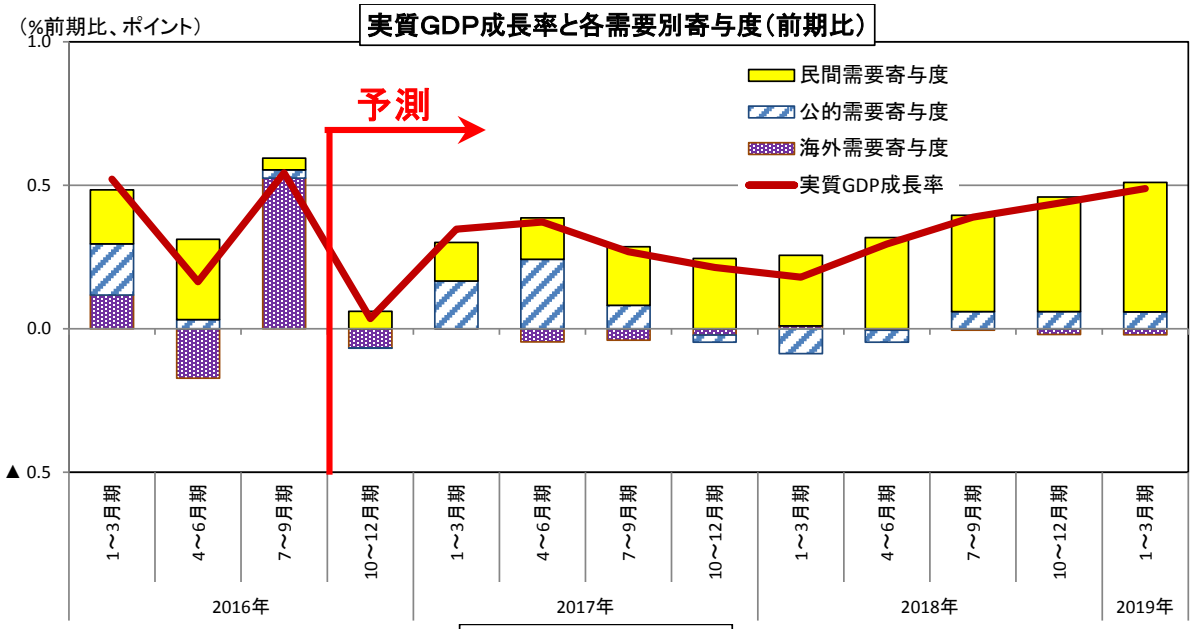
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

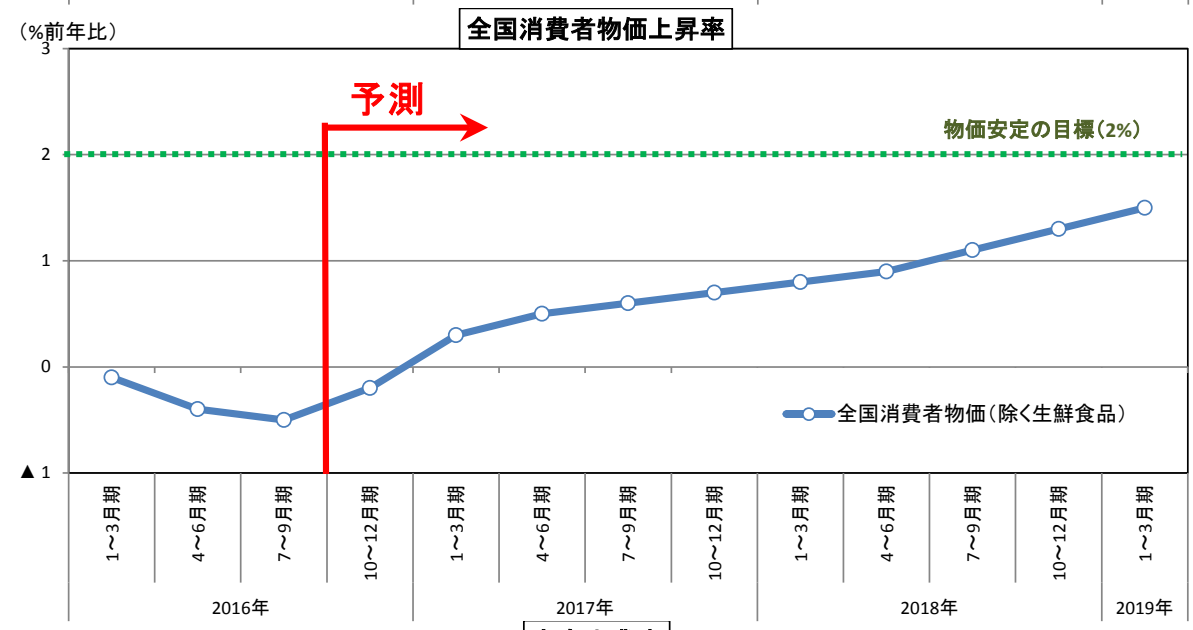
など、「物価の基調」は弱い動きとなっている。

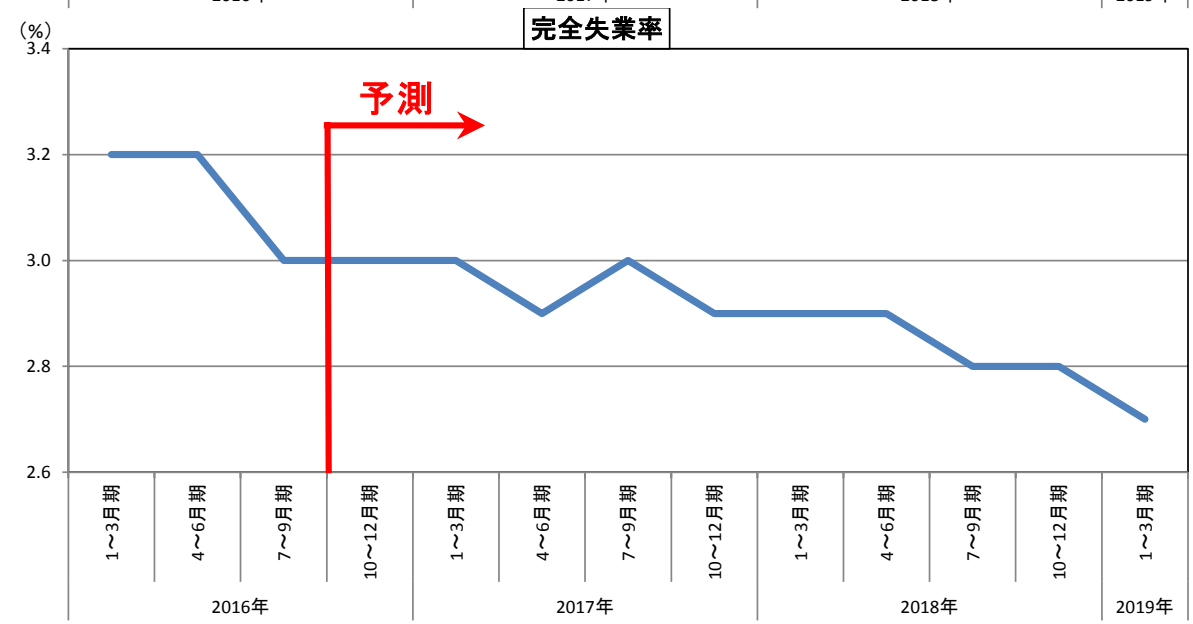


先行きは、17 年初にかけて原油安要因(物価押下げ)が剥落していく一方、円高要因(物価押下げ)はしばらく残ると思われ、それが物価上昇率の復元を阻害するとみられる。17 年入り後には全国コアは前年比プラスに転じ、その後プラス幅を緩やかに拡大させるが、当初は賃上げ率はなかなか高まらないものと思われ、17 年度末の時点でも上昇率はせいぜい1%弱にとどまるだろう。しかし、18 年度に入ると、労働需給は一段と引き締まり、賃上げ圧力も高まることが見込まれるため、それが物価上昇率を 2%に向けて少しずつではあるが、押し上げていくことになるだろう。以上から、**16 年度の物価上昇率は前年度比▲0.2%**と、15 年度(同▲0.0%)に続く 2 年連続の下落となるだろう。また、**17 年度は同 0.7%、18 年度は同 1.2%**と、緩やかに上昇率を高めていくと予想するが、18 年度末時点でも前年比 1.5%程度と、物価安定目標である2%に向けて徐々に接近はしていくが、まだ届かないものと思われる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます







（資料）内閣府、総務省統計局　　（注）予測は農林中金総合研究所による。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2016～18年度　日本経済見通し

（前期比）

	単位	2015年度	2016年度			2017年度			2018年度
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期
実質GDP	%	0.9	0.9	0.7	0.8	1.1	0.7	0.6	1.2
民間需要	%	0.8	0.5	0.5	0.2	0.8	0.4	0.8	1.7
民間最終消費支出	%	▲ 0.1	0.5	0.5	0.3	0.9	0.5	0.7	1.2
民間住宅	%	2.4	5.3	6.1	▲ 0.5	▲ 2.8	▲ 2.0	▲ 0.3	2.4
民間企業設備	%	2.1	0.4	▲ 0.5	0.5	1.4	0.6	1.4	3.4
公的需要	%	0.7	1.1	0.7	0.7	1.7	1.5	0.1	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	1.6	1.1	0.3	0.6	0.8	0.4	0.5	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 2.7	0.6	1.9	0.3	6.1	7.1	▲ 2.0	▲ 4.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.6	12.9	12.5	13.3	12.8	12.9	12.7	12.6
輸出	%	0.4	0.1	▲ 0.5	2.0	1.4	0.7	0.7	1.5
輸入	%	0.0	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 0.2	1.8	1.2	1.2	2.0
内需寄与度（前期比）	%	0.8	0.7	0.6	0.3	1.1	0.7	0.4	1.3
民間需要（　〃　）	%	0.6	0.4	0.4	0.1	0.7	0.3	0.5	1.3
公的需要（　〃　）	%	0.2	0.3	0.2	0.1	0.5	0.4	▲ 0.0	0.0
外需寄与度（　〃　）	%	0.1	0.2	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
デフレーター（前年比）	%	1.4	0.1	0.3	▲ 0.3	0.3	0.0	0.6	0.8
完全失業率	%	3.3	3.1	3.1	3.0	2.9	3.0	2.9	2.8
鉱工業生産（前期比）	%	▲ 1.0	0.3	0.3	1.8	2.9	1.5	1.1	2.9
住宅着工戸数（年率換算）	万戸	92.1	96.6	99.4	93.8	91.9	91.5	92.3	97.6
経常収支	兆円	17.7	19.6	9.5	10.1	21.1	10.4	10.7	22.3
貿易収支	兆円	0.5	5.6	2.7	2.9	7.2	3.3	3.9	8.4
外国為替レート	ﾄﾞﾙ/円	120.1	106.4	105.3	107.5	107.5	107.5	107.5	106.3
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ	49.4	46.5	43.9	49.0	50.0	50.0	50.0	50.0

（前年同期比）

	単位	2015年度	2016年度			2017年度			2018年度
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期
名目GDP	%	2.3	0.9	1.1	0.8	1.4	1.2	1.7	2.0
実質GDP	%	0.9	0.9	0.7	1.2	1.1	1.2	1.1	1.2
民間需要	%	0.8	0.5	0.3	0.7	0.8	0.6	1.1	1.7
民間最終消費支出	%	▲ 0.1	0.5	0.3	0.8	0.9	0.8	1.0	1.2
民間住宅	%	2.4	5.3	6.1	4.4	▲ 2.8	▲ 3.6	▲ 2.0	2.4
民間企業設備	%	2.1	0.4	0.8	0.0	1.4	1.1	1.7	3.4
公的需要	%	0.7	1.1	0.9	1.2	1.7	2.1	1.4	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	1.6	1.1	1.5	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 2.7	0.6	▲ 2.1	2.6	6.1	7.8	4.4	▲ 4.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	11.6	12.9	12.5	13.3	12.8	12.9	12.7	12.6
輸出	%	0.4	0.1	▲ 0.2	0.4	1.4	1.6	1.3	1.5
輸入	%	0.0	▲ 1.4	▲ 1.6	▲ 1.1	1.8	1.4	2.2	2.0
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 3.3	▲ 3.0	▲ 4.0	▲ 1.9	0.4	0.1	0.7	1.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.4	0.0	0.7	0.5	0.7	1.2
完全失業率	%	3.3	3.1	3.1	3.0	2.9	3.0	2.9	2.8
鉱工業生産（前年比）	%	▲ 1.0	0.3	▲ 0.7	2.1	2.9	3.3	2.6	2.9

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

国内経済金融

2008SNA への移行と注意点

南　武志

本誌2016年7月号の潮流でも紹介したとおり、12月にはGDP統計などに代表される国民経済計算（System of National Accounts、以下 SNA）が大きく変わる予定となっている。12月初旬に公表される7～9月期のGDP第2次速報に合わせて、例年、年次改訂（前年度分の確報、前々年度分の確々報など）が実施されるが、今回は約 5 年毎に実施される基準改定（05年基準から11年基準へ）、さらに新しい国際基準である2008SNA（08SNA）への移行が行われる予定である。

以下では、内閣府経済社会総合研究所国民経済計算部(2016)に基づきながら、08SNAの概要について簡単に紹介したい。

SNA とは

SNA は一国の経済を構成する諸側面を系統的・組織的にとらえて記録したマクロ経済統計であり、国際連合が提示した共通の基準に基づいて、同加盟国が作成している。日本は2000年10月に1993SNA（93SNA）に移行し、GDP統計などを推計してきた。その後も経済のグローバル化、経済構造・制度の変化、金融部門の発展や金融市場の多様化などに対応するため、国連は09年に08SNAを最終的に採択したことから、所管する内閣府経済社会総合研究所（以下、ESRI）がその移行準備を進めてきた。

ちなみに、5 年毎に実施される基準改定とは、産業連関表、国勢調査、住宅・土地統計調査など経済・社会の構造を把握するため約5年ごとに作成される大規模かつ詳細な基礎統計の最新版を取り込み、従前に公表された計数を遡及して再推計する作業である。その際には様々な概念・定義の変更や推計手法の見直しが実施されることがある。

08SNA の主要な変更点

現行93SNAから08SNAへの変更点は多岐にわたっているが、代表的なものとして①非金融(実物)資産の範囲の拡張等、②金融資産・負債のより精緻な記録、③一般政府や公的企業の取扱精緻化、④国際収支統計との整合、とされる。

具体的には、①については、それまで中間消費としてGDPに計上されなかった研究・開発（R&D）の資本化、政府消費にカウントされてきた防衛装備品の資本化、所有権移転費用（不動産手数料等）の範囲拡張・取扱精緻化などである。

次に、②については、雇用者ストック・オプションの記録、企業年金受給権の記録の改善、定型保証の取扱いの精緻化などである。

また、③については、一般政府と公的企業間の例外的支払の取の精緻化、中央銀行の産出の明確化などである。

最後に、④は、財貨の輸出入における所有権移転原則の徹底であり、仲介貿易については現行の「サービス」の輸出ではなく、「財貨」の輸出として記録すること、また加工用財貨について現行は加工前後の財貨の往来を「財貨」の輸出入としているが、加工賃の受払を「サービス」の輸出入として記録すること、となった。

08SNA 移行による影響

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ESRI では、11 暦年分についての基準改定と 08SNA 移行に伴う名目 GDP の試算値を公表しているが、これによると金額で 19.8 兆円（改訂前 GDP 比で 4.2%）上方修正される、とのことである。要因別の内訳は、「R&D の資本化」が 16.6 兆円とその太宗を占めており、それ以外では「特許等サービスの扱い変更」が 1.4 兆円、「所有権移転費用の扱い精緻化」が 0.9 兆円、「防衛装備品の資本化」が 0.6 兆円などとなっている。

また、需要項目別にみると、「民間企業設備投資」が 6.3 兆円（改訂前 GDP 比（寄与度）1.3%）、「公的固定資本形成」が 3.4 兆円（同 0.7%）、「政府最終消費支出」が 3.1 兆円（同 0.7%）、「民間在庫変動」が 2.9 兆円（同 0.6%）、「民間最終消費支出」が 2.0 兆円（同 0.4%）などとなっている。

なお、既に 08SNA へ対応済みの海外の事例をみると、米国では 3.0～3.6%（02～12 年を対象）、ドイツでは 2.7%（10 年を対象）、フランスでは 2.4%（10 年を対象）、英国では 1.6～2.5%（97～12 年を対象）と、いずれも名目 GDP 水準を押上げており、その大部分は「R&D の資本化」に伴うものである。

ただし、GDP の水準が過去に遡って上方修正されるからといって、年度ごと、四半期ごとの成長率が大きく修正されるとは限らない点は留意する必要がある。

経済統計の精度を巡る動向

最近は GDP 統計や家計調査など主要経済指標の精度改善に向けた議論が盛り上がっている。15 年秋には、麻生財務相が経済財政諮問会議の場で、総務省統計局が作成する「家計調査」などの問題点を指摘する場面もあったが、16 年 7 月には日本銀行が「税務データを用いた分配側 GDP の試算」と題するレポートを公表、その試算値が公式発表の GDP と大きな乖離があると報告している。こうした中、安倍首相は 10 月 21 日の経済財政諮問会議で、そうした問題に関する基本方針を年内に取りまとめるよう指示している。こうした動きを受けて、内閣府や総務省などでは作業を進めている。

なお、話題に上っているのは経済成長率などに影響を与えるフローの統計であるが、SNA のストック統計にも重大な問題があることはエコノミストの間では知られている。具体的には、70 年を最後に国富調査が実施されておらず、民間企業の資本ストックが適切に把握されていないものと思われる。これは、諸外国と比較して、日本の資本効率が異常に低くなっていることからも推測されることである。仮説であるが、資本減耗分が過小であるがために、資本ストックが過大に推計されているように思われる。これによって、例えばマクロ生産関数などから潜在成長率などを推計しようとする場合には重大な支障が出る可能性も否定できない。経済統計の信頼性は、真に必要な政策の選択や政策評価にも影響を与えるだけに、適切な対応が望まれる。

【参考文献】

内閣府経済社会総合研究所国民経済計算部（2016）「国民経済計算の平成 23 年基準改定の概要について」、季刊国民経済計算 No.161 掲載予定稿

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます