潮　流

「巨龍」中国の世界戦略

代表取締役専務　柳田　茂

5 月 14 ～ 15 日、中国政府が主催する「一帯一路による国際協力フォーラム」が世界 130 か国と 70 の国際機関から 1500 人の参加者を北京に集めて開催された。中華人民共和国建国以来最大級の国家イベントとなった同フォーラムにおいて、習近平国家主席は、「参加国すべての平和、発展、繁栄を目指す一帯一路が全面展開という新たな段階に入った」と力を籠めて宣言した。

「一帯一路」とは、かつての陸と海のシルクロードを軸にした中国主導の巨大経済圏構想である。陸路の「シルクロード経済ベルト（一帯）」は、北京を起点として、ロシアを経由する北路と中央アジアを貫く中路、そしてチベットからパキスタンを縦断して中東を抜ける南路の三つのベルトが欧州各国とつながりロッテルダム・マドリードまで至る。海路の「21 世紀海上シルクロード（一路）」は、上海を起点として、南シナ海からマラッカ海峡を抜けインド洋を巡り、アフリカ沿岸を経由しつつ地中海を経て欧州各国とつながりローマ・ロンドンまで至る。この巨大な廻廊の沿線国は 65 か国に及び周辺国も含めた 100 余国を中国は「朋友圏」と呼んでいる。この「朋友圏」において、政策交流、鉄道・道路等インフラの相互連結、貿易推進、資金の融通、国民の交流、の五つの合作（連携・協力）を進めることが「一帯一路」構想である。

習近平国家主席がこの構想を初めて提唱したのは 2013 年 9 月で、当時のオバマ前政権の米国がアジア重視の「リバランス（再均衡）政策」を進めていることへの対抗策の意味が強いと見られていた。このため、米国とともに日本はこの構想に当初から距離を置いてきており、そうした経緯を反映してか、日本での「フォーラム」の報道は各国と比べて扱いが小さく、かつ「一時の勢いを失った中国経済の起死回生の策」、「過剰生産能力のはけ口確保に向けた周辺国の囲い込み」、「インドが高官派遣を見送るなど周辺国には警戒感が強い」といった冷やかな論調が目立った。

こうした見方を一概に否定するものではないが、「一帯一路」の進捗状況と中国経済の実力を正確に見ないまま、固定的なイメージだけで評価を続けていくことは危険であろう。今回インドが反発した背景には、パキスタンにおける高速道路・鉄道・パイプラインとスリランカにおける港湾施設の想定を上回る大規模な建設の進捗があると見られており、雲南省とミャンマーの間でも巨大なパイプラインと高速道路・鉄道網の建設が急ピッチで進んでいる。「一帯一路」は蜃気楼ではなく、中国と中東・欧州をつなぐ巨大な廻廊はいまや現実になったと認識すべきである。

中国のGDPは 2010 年に日本を抜いた後、わずか 5 年後の 2015 年には 2.6 倍を超える規模となり、いまなお 7%近い高い成長率を保って米国に迫っている。「フォーラム」に、インドネシア・フィリピン・ベトナム・ミャンマーなどアジアの諸国はもとよりロシア・トルコ・イタリア・スペインなど欧州やケニア・チリ・アルゼンチンなどアフリカ・南米をも含む 29 か国の首脳が出席したことを見ても、世界経済における中国の存在の大きさが推し量れよう。

習近平国家主席は、2019 年に再び「一帯一路」の国際フォーラムを開催する意思を示している。いまから 2 年後、世界に及ぼす中国の影響力はいかばかりになっているであろうか。日本としても、国家戦略としての今後の関わり方を真剣に議論すべき時を迎えている。

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

11年ぶりの5四半期連続プラス成長となった日本経済

～消費の本格回復には今しばらくの時間が必要～

南　武志

要旨

フランス大統領選で親 EU 派のマクロン候補が勝利したことを受けて、金融市場は再びリスクオンに転じたかに見えたが、代わってトランプ政権の「ロシアゲート」疑惑が浮上するなど、依然として先行き不透明感は残ったままである。また、市場が期待するトランプ減税の実施時期も後ズレするとの思惑も高まったほか、保護主義的な通商政策への懸念も強い。しかし、世界経済自体は新興国の持ち直しが牽引する格好で、回復基調をたどっており、それが輸出増を通じて企業活動に好影響を及ぼしている。賃金所得の鈍さが消費持ち直しの足枷になる可能性もあるが、労働需給は今後とも引き締まっていくとみられ、2017 年度下期には「経済の好循環」入りも想定される。

一方、物価動向は鈍い状況が続いているが、物価安定目標の早期達成を目指す日本銀行は、今後の物価上昇で実質金利をマイナス状態に戻せるなど政策効果を高めることが可能となるため、長期金利をゼロ%に誘導する等の現行政策を粘り強く継続すると思われる。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

年／月 ＼ 項　目			2017年 5月（実績）	2017年 6月（予想）	2017年 9月（予想）	2017年 12月（予想）	2018年 3月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	-0.055	-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	0.05～0.06	0.05～0.06	0.05～0.06
国債利回り	10年債	(%)	0.035	-0.05～0.15	-0.05～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15
	5年債	(%)	-0.125	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00
為替レート	対ドル	(円/ドル)	111.2	105～115	105～120	105～120	105～120
	対ユーロ	(円/ユーロ)	124.8	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価		(円)	19,686	19,750±1,500	20,000±1,500	20,250±1,500	20,500±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2017年5月26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。

欧州政治リスクは後退したが、代わって「ロシアゲート」疑惑が浮上

4 月 23 日のフランス大統領選挙第 1 回投票の結果、親 EU 派で中道・独立系のマクロン候補と反 EU 派で極右・国民戦線のルペン候補が決選投票（5 月 7 日、マクロン候補の勝利）に進んだことを受けて、それまで慎重姿勢をとっていた金融市場は一気にリスクオンに転じ、株高・円安方向に戻った。しかしながら、北朝鮮情勢は依然として緊迫状態を続けているほか、コミー連邦捜査局（FBI）長官更迭を機に米トランプ政権の「ロシアゲート（昨年の大統領選でのロシアによるサイバー攻撃に関与した疑い）」疑惑が一気に盛り上がり、市場が再び動揺している。加えて、トランプ大統領がロシア外相に機密情報を漏洩した疑いも浮上、一部で

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

トランプ大統領弾劾すら意識される事態となっている。米司法省はこれらの問題に関する特別検察官を設置し、モラー元 FBI 長官を任命したが、一連の騒動にどういう決着がなされるのか、注目を集めている。

図表2　国際原油市況（WTI先物、期近）

（資料）Bloombergより作成

期限延長が濃厚な原油減産合意

一方、原油価格（WTI 先物、期近）は 3 月に続き、4 月下旬以降も再び 50 ドル/バレルを割り込むなど、軟調な展開となっていた。石油輸出国機構（OPEC）10 ヶ国と OPEC 非加盟の 11 産油国は、17 年上期中、日量 180 万バレル程度（世界の石油生産の約 2%程度）の原油減産を実施してきた。これまでのところ減産合意は概ね順守されてきたといえるが、北米（米国、カナダ）やブラジルなど、協調減産に参加していない国での石油生産が活性化しており、なかなか需給改善が進展してこなかった。

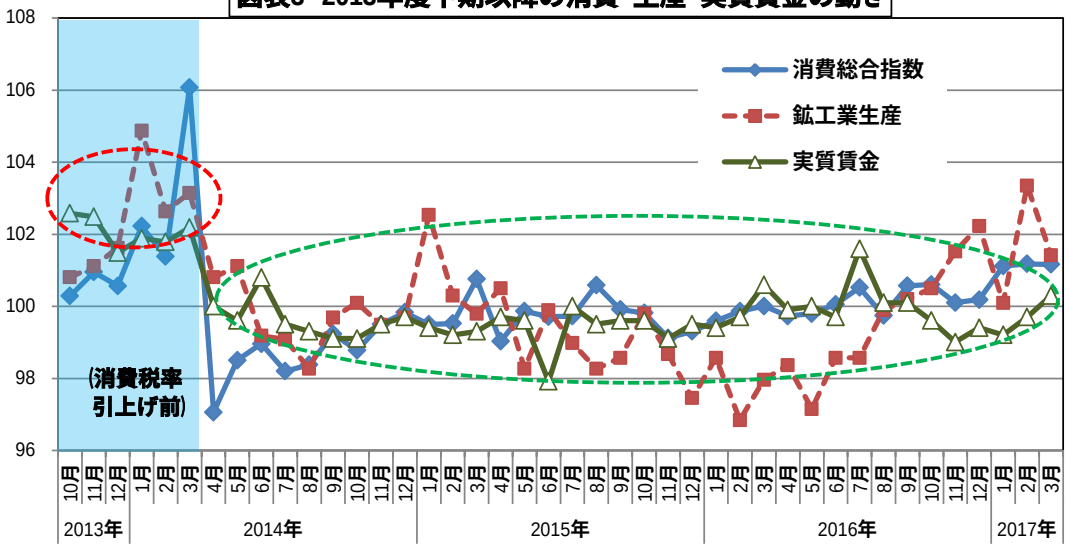
こうした中、5 月中旬に協調減産で主導的な役割を果たしたサウジアラビアとロシアがその期限延長で合意、5 月 25 日に開催された OPEC 総会（および非加盟産油国との閣僚会合）では、現状の合意内容をさらに 9 ヶ月延長（18 年 3 月まで）することを決定した。なお、原油価格は期待感から上昇していたものの、価格押上げには一段の減産が必要との見方が強まり、決定直後は大きく反落した。

実際、北米シェールオイルは今後とも増産を継続すると見られるほか、合意に参加しないリビアやイランの増産、さらにはそれ

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

らが協調減産からの抜け駆けリスクを高めることもありうる。中国・インドの需要は底堅いとはいえ、供給過剰状態はなかなか解消の見通しが立たず、下値不安は解消できていないのが実情といえる。

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。

景気の現状：輸出に加え、国内需要にも底堅さ

さて、北朝鮮の挑発的な軍事行動、トランプ政権が匂わす保護主義的な姿勢など、世界経済の先行き不透明感は強いものの、実体面に注目すれば、欧米諸国が底堅い推移を続けているほか、新興国経済の持ち直しが強まっていることもあり、底堅く推移していると評価できる。

こうした状況の下、1～3 月期の実質 GDP は前期比年率 2.2%と 5 四半期連続でのプラス成長（11 年ぶり）となるなど、回復傾向が明確になった。内容的には、10～12 月期（前期比 0.04%）から持ち直しに転じた民間消費（同 0.4%）と 3 四半期連続増加の輸出等（同 2.1%）に牽引される格好であった。また、国内需要が同 0.4%と 3 四半期ぶりに増加に転じるなど、「外需頼み」の状態からの転換も進みつつあるといえる。

一方で、実質雇用者報酬が同▲0.1%と 2 四半期連続で減少するなどブレーキがかかっており、13 年度の水準を依然として下回っている民間消費の本格的な回復にはまだ時間がかかりそうな予感も同時に与えている。16 年後半以降の民間消費はマインド改善に伴う消費性向の復元に支えられたものであったが、すでに消費性向の復元は一巡しており、今後の消費水準は家計所得の動向に左

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

右されやすいと思われる。しかし、「企業から家計へ」の所得還流はあまり強まる様相も見えない。もちろん、失業者数が 200 万人割れと 20 数年来の低水準となるなど、雇用環境の改善は着実に進んでいるため、賃上げも徐々に進むものとみられる。

景気の先行き：回復継続

先行きについても、景気回復が継続するとのこれまでの見方に変更はない。世界経済は新興国主導での回復が続くとみられ、それに伴って輸出が増加傾向をたどり、生産・設備投資など企業活動にプラスの効果を及ぼしていくとみられる。昨年打ち出された経済対策の効果も 17 年度上期にかけて顕在化する可能性は高い（1～3 月期の建設業活動指数（公共建築・土木）は前期比 0.9%と 3 四半期ぶりの上昇であった）。さらに、20 年に控えた五輪向けなどの設備投資需要も先行き本格化するだろう。また、繰り返しになるが、労働需給の逼迫化はいずれ企業に対して積極的な賃上げを迫ると思われ、先行き消費回復に貢献するはずである。当総研では 17、18 年度と 1%前半から半ばの経済成長となると予測する（詳細は後掲レポート『2017～18 年度改訂経済見通し』を参照のこと）。

物価動向：鈍い上昇

一方、物価情勢は依然として鈍い状況である。上掲の 1～3 月期 GDP 統計からは、GDP デフレーターが前年比▲0.8%と 3 四半期連続の下落となったことが見て取れる。輸入デフレーターが前年比 7.1%と原油価格持ち直しや円安の影響でプラスに転じ、かつ民間消費デフレーターも同 0.1%と 5 四半期ぶりのプラスとなったものの、そうした輸入コストの高まりを完全に価格転嫁できない状況であるといえる。その主因は、上述の通り、所得の鈍さにあると言わざるをえない。

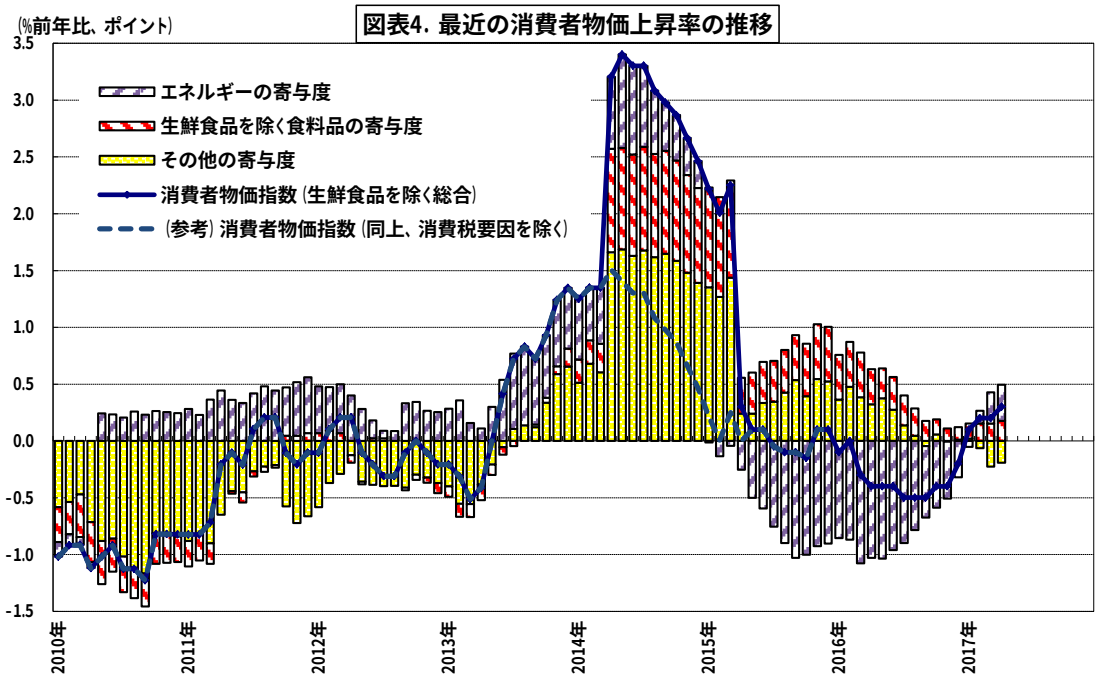
また、消費者物価指数からは、物価は上昇に転じているものの、上昇テンポはあくまで緩やかであることが確認できる。全国 4 月分の「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比 0.3%と 4 ヶ月連続のプラスながらも、上昇率は僅かに高まったに過ぎない。日本銀行が物価の基調と見做してきた「生鮮食品・エネルギーを除く総合（日銀コア）」に至っては同横ばい%と、下落状態は 1 ヶ月で解消したが、上昇圧力は乏しい。下落が続いていた東京都区部分も 5 月中旬速報ではようやく前年比プラスに転じるなど、原油価格の持ち直しや円高圧力の緩和に伴い、足元の物価には上昇圧力が加わりつつあるのは間違いないが、所得・消費の回復力が弱

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

いことが影響している。

先行きについては、輸入物価が上昇傾向を強めつつあること、電気・ガス料金などで値上げ圧力が高まっていること、さらには家計所得・消費は緩やかではあるが、持ち直しつつあることなどにより、前年比上昇幅は緩やかに拡大することが予想される。しかし、17 年春闘も概ね前年並みの妥結となった模様であり、そうした賃上げテンポの鈍さが物価上昇にとって足枷であり続けるとみられる。エネルギーの押上げ効果が一服する年度下期には物価上昇率が一旦頭打ち状態に陥る可能性は否定できない。

図表4. 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

金融政策：しばらくは現状維持

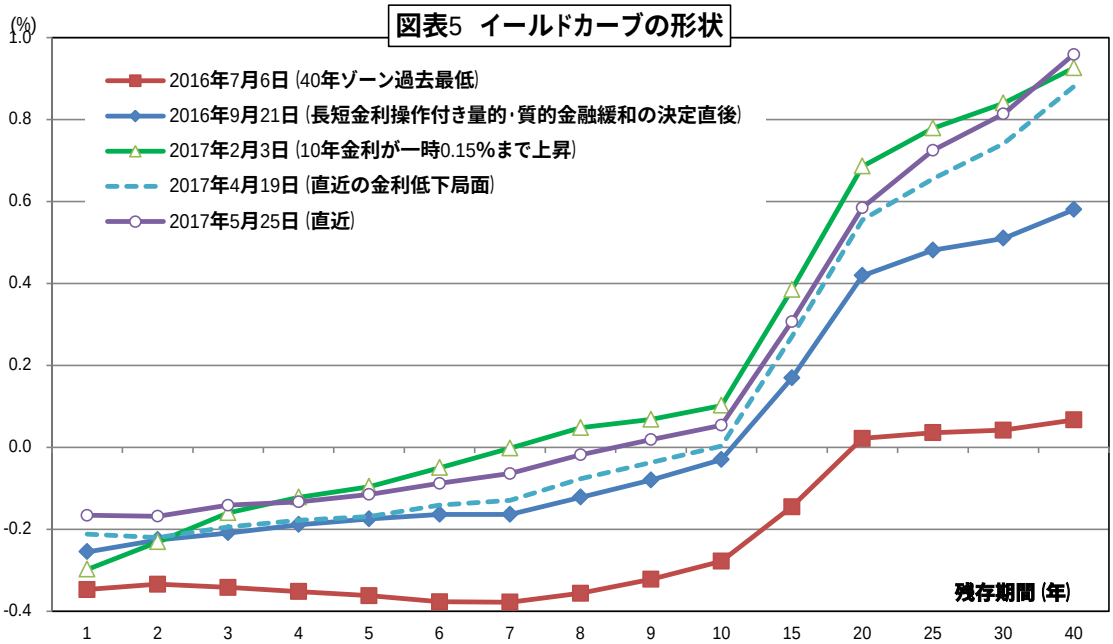
日本銀行は 16 年 1 月にマイナス金利政策を導入（マイナス金利付き量的・質的金融緩和）し、さらに 9 月には長期金利の操作目標を付加（長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC））したが、それらの目的は前年比 2%に設定した物価安定の目標をできるだけ早期に実現することである。しかし、前述の通り、足元の物価上昇圧力は乏しく、安定的に 2%の物価上昇を達成するのに不可欠である「十分な所得増ペース」も得られていない。

数年前までなら、日銀の追加緩和観測が浮上してもおかしくはないのだが、QQE+YCC の枠組みが「短期決戦から持久戦」を意識したものと受け止められているほか、①5 四半期連続で潜在成長率を上回る経済成長を達成するなど、景気は回復局面にあること、②既に日銀の国債保有シェアが 4 割超となっており、政府の国債

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

発行ペースが減額方向にあることを踏まえると、これ以上の買入れ増額は困難でみられること、などから、日銀はしばらく現行政策を継続するとみられる。

図表5　イールドカーブの形状



（資料）財務省

しかし、金融政策の操作目標を「量」から「金利」へ戻したこともあり、「年間 80 兆円をめど」とする現在の国債保有残高の増加ペースの取り扱いに注目が集まっている。日銀は「年間 80 兆円」の残高増加ペースは対応可能としているが、最近の営業毎旬報告などからは年間 70 兆円前後のペースにとどまっていることも確かであり、いずれは減額、もしくは明示しなくなる、との見方も少なくない。

また、長期金利の操作目標（現行ゼロ％程度）についても、米国発の上昇圧力や国内物価の復元などが強まれば、引き上げざるをえないのではないかとの見方もある。しかし、日銀としては、物価上昇下で、10 年金利をゼロ％程度で誘導することができれば、実質金利（　名目金利－物価上昇率）水準を、マイナス状態となっている可能性がある自然利子率以下まで引き下げることが可能となり、それ自体が景気刺激効果をもつため、ゼロ％誘導を粘り強く継続する可能性が高いと思われる。

一方で、極端な円高圧力が発生するなど、日本経済の先行きに重大な支障が出てくるような事態になれば緩和観測が強まることもあるだろう。万一、追加緩和を検討する際には、内外の様々な

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

方面から批判の強いマイナス金利の深掘り（短期政策金利の更なる引下げ）も選択肢の一つとなる可能性が高いだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

16 年 11 月中旬以降、トランプ期待を背景に「株高・円安」の流れが高まり、かつ長期金利にも上昇圧力が波及した金融市場であったが、4 月下旬にかけてはトランプ期待の剥落、地政学的リスクの急浮上、欧州政治リスクへの懸念などから、リスクオフが流れとなり、「株安・円高・金利低下」が進んだ。その後、いくつかのリスク後退ともに再びリスクオンとなったかに見えたが、足元ではトランプ政権の「ロシアゲート」疑惑が意識されている。

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

金利低下圧力が強まる

13 年 4 月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀による大量の国債買入れによって長期金利は徐々に低下傾向をたどってきた。さらに、16 年 1 月にはマイナス金利政策の導入が決定され、金利水準は一段と低下、長期金利の指標である新発 10 年物国債利回りは 2 月中旬から 11 月上旬にかけてマイナス状態が続いた（9 月には QQE+YCC が導入、長期金利の操作目標をゼロ％程度に設定されたが、当初はマイナス圏で推移）。しかし、トランプ相場が始まった 11 月中旬以降は米国長期金利の上昇につられてプラス圏に浮上、2 月初旬には一時 0.15％まで上昇する場面もあったが、指値オペや買入れオペの頻度を高めたこと、さらにはオペ実施日とオファー額が明示されたこともあり、年度末にかけては 0.1％弱の水準でもみ合った。なお、4 月下旬にかけてはリスク回避の動きが強まり、ゼロ％近辺まで低下したが、直近は 0.04％を中心とした非常に狭いレンジ内での展開となっている。

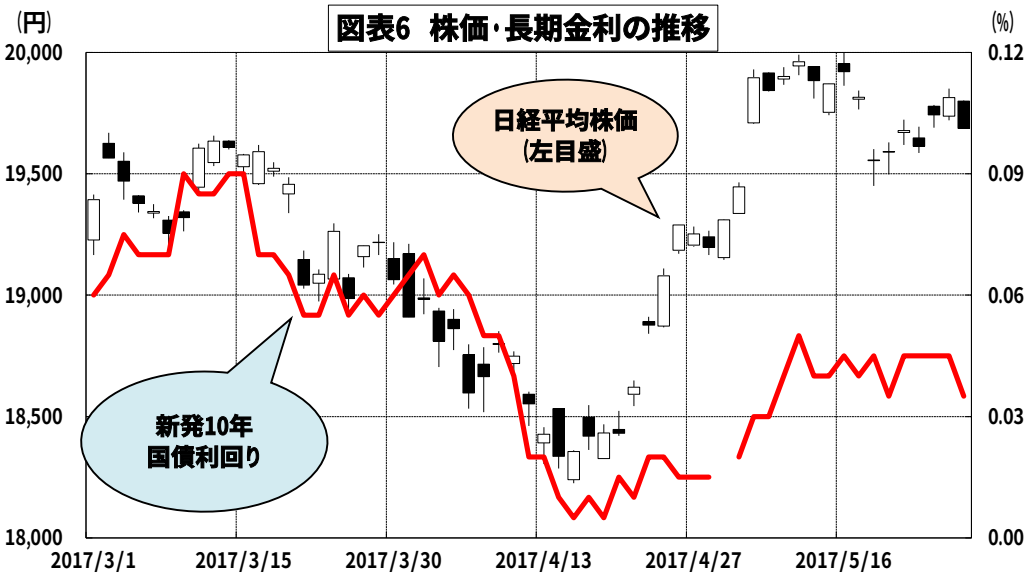
長期金利は当面ゼロ％近傍で推移

先行きについては、米国は今後も金融政策の正常化に向けて利上げを継続するとみられるほか、年内には満期が到来した国債の再投資も一部停止する可能性が高い。再投資停止に伴って利上げペースは幾分鈍る可能性はあるが、米国債需給は悪化が見込まれるため、米国長期金利には一定の上昇圧力が加わるだろう。また、国内でも物価は徐々に上昇圧力を高めていくものとみられる。これらは国内金利にとっては上昇要因である。

しかし、「10 年ゼロ％」との長期金利の操作目標が設定されていることにより、長期金利がその目標を大きく上回って上昇する

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

事態は想定しない。金利上昇圧力が高まる場面では日銀は指値オペ、固定金利オペや買入れ増額などで対応するだろう。引き続き、オペのオファー額や頻度、毎月末に提示される「当面の長期国債等の買入れの運営について」での買入れペースの動向に注目が集まるだろう。



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　(注) 5月1日の新発10年国債は出合いなし

株価は持ち直しへ

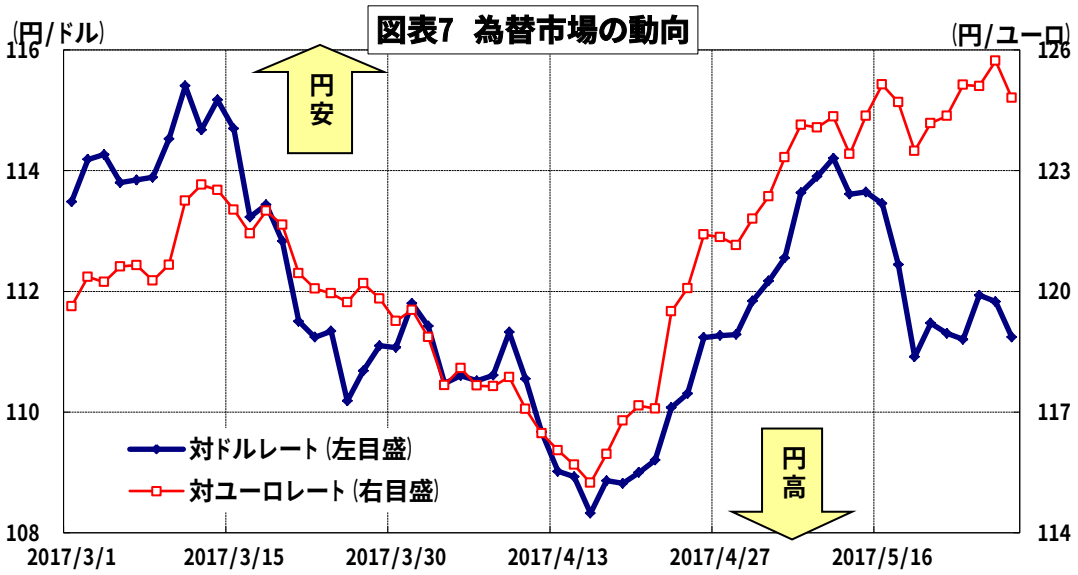
② 株式市場

世界経済を覆う「低成長・低インフレ」の長期化リスクが意識されたことかえら、16 年秋口まで日経平均株価は 17,000 円前後での上値の重い展開が続いた。その後、10 月に入ると原油価格が減産合意への期待で上昇したほか、米国での追加利上げ観測から為替レートが円安気味となったことなどが好感され、徐々に上昇し始めた。さらに 11 月以降はトランプ政策への期待感から大きく上昇、年度末にかけて 19,000 円を中心レンジとするボックス圏でもみ合った。しかし、17 年度入り前後から、トランプ期待の剥落、地政学的リスクへの警戒などから内外株式市場は下落傾向を強め、日経平均株価は一時 18,000 円台と 5 ヶ月前の水準に戻った。4 月下旬以降は仏大統領選でのマクロン候補勝利、堅調な米国企業決算発表などが好感され、株価は回復傾向を強め、一時 20,000 円目前まで迫るなど、リスクオンの流れとなったかにみえたが、足元では「ロシアゲート」疑惑が意識されたほか、円高圧力もあり、19,000 円台後半での上値の重い展開となっている。

先行き不透明感は強いものの、基本的に内外経済は緩やかとはいえ回復基調にあるほか、雇用拡大に向けたトランプ政策はいず

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

れ実施される可能性が高いことから、株価は堅調に推移していくと予想する。



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

基本は円安だが、時折円高リスクも

③ 外国為替市場

16 年 11 月の米大統領選でのトランプ氏勝利を機に、雇用拡大に向けた積極的な財政政策運営が実施されるとの見方から米国経済に対する先行き楽観論が高まり、かつ米長期金利が上昇したこと、加えて国境調整税の導入が輸入インフレを想起させたこともあり、それまで 1 ドル＝100 円台前半で推移していた対ドルレートには一気に円安圧力が加わり、12 月には 120 円を窺う動きも見せた。その後、3 月中旬にかけては、米国の利上げ観測などを材料に概ね 110 円台前半で推移した。しかし、3 月下旬以降は、トランプ政権の政策遂行能力や地政学的リスクへの懸念から円高圧力が高まり、一旦 110 円割れとなったが、4 月末以降、いくつかのリスクが解消するとともに円安ドル高傾向が強まり、一旦は 3 月上旬以来の 114 円台まで戻ったが、足元では 111～112 円台での推移となっている。

先行きについては、国内では強力な金融緩和策が継続される半面、米国では金融政策の正常化に向かうなど、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ことに変わりはない。しかし、前述のように、足元では米利上げペースは緩慢との予想が根強いほか、本来ならばドル高を促すはずのトランプ政策への期待も後退している。加えて、地政学的リスクへの警戒も意識が続くだろう。それゆえ、基調としては 110 円台半ばあたり

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

の展開とみるが、時折円高に振れる場面を想定しておく必要があるだろう。

ユーロ高が進む場面も

また、対ユーロレートも、トランプ相場では対ドルレートにつられる格好で円安が進んだが、12 月半ば以降は一服、120 円台前半を中心レンジとする動きが続いた。しかし、3 月下旬以降、仏大統領選の行方が不透明となるなど、リスクオフが強まり、5 ヶ月ぶりとなる 115 円台まで円高が進行する場面もあった。なお、焦点の仏大統領選では EU 支持派のマクロン候補が勝利したことで、ユーロが買戻され、13 ヶ月ぶりの 120 円台後半までユーロ高が進んでいる。

欧州中央銀行はすでに 4 月以降資産買入れ額を減額しているが、ドラギ総裁はテーパリングを否定しているほか、景気刺激に対する成功を宣言するには時期尚早と、しばらく現行の緩和政策を継続することを示唆している。ただし、インフレ率は目標とする水準（2%弱）にほぼ到達するなど、経済指標の動向次第では正常化に向けた思惑が浮上しやすい環境となったといえる。しばらくはユーロ高気味の展開が予想される。

（17.5.26 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

底堅い米国経済

～政治的不透明感の影響は軽微～

佐古　佳史

要旨

大統領就任100日目を目前に、税制改革案を発表したトランプ政権であったが、様々な疑惑報道から政治的不透明感が高まり、かつ議会との関係が悪化していることから、税制改革案の審議は難航しそうである。一方で、米国経済は堅調に推移しており、税制改革等が早期に実現せずとも景気拡大は続くと思われる。

労働市場が底堅く推移し、インフレ率もFRBが目標とする2%に接近する中、1～3月期の景気減速が一過性と確認しつつ、6月のFOMCでは利上げが行われる環境にある。

不透明感の増すトランプ政権の経済政策

4月26日にトランプ大統領は、法人税率の35%から15%への引き下げと、個人所得税率を最高税率を引き下げつつ10%・25%・35%の3段階へと簡素化することなどを目指す税制改革案を発表した。一方、国境税に対する記述がなかったことから、早急に懲罰的な関税を設定する事は想定していない点も伺えた。

5月半ばには、大統領によるFBI長官の電撃解任や、イスラム国（IS）に関する機密情報漏洩疑惑と司法介入疑惑などが報道された。トランプ政権を取り巻く不透明感が増し、議会運営はますます困難になりそうだ。また、改革案には財政的な裏付けが示されておらず、その実現可能性については懐疑的な見方も多い。

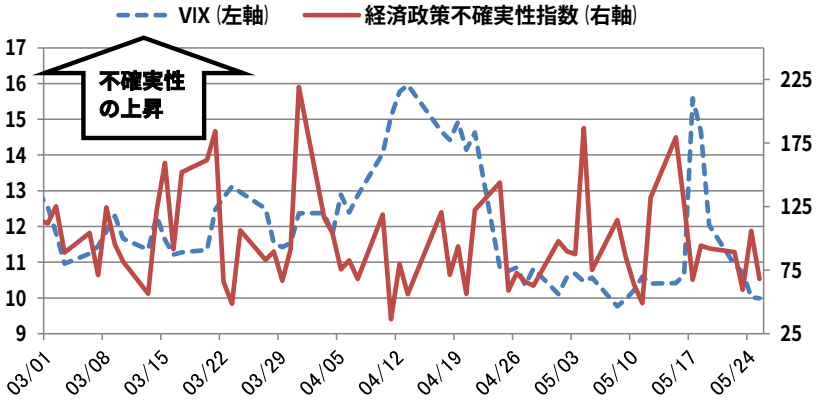
5月23日に発表された予算教書には、貧困層や農家、障害者などへのセーフティネットを縮小し、10年間で400兆円の歳出削減を目指す事が明記されたが、全般的に楽観的な前提に基づいている他、トランプ大統領の支持基盤である地方の中低所得労働者に打撃を与える内容であり、民主党に加えて、身内である共和党からも反発が出ている。

こうした政治情勢から、5月は経済政策不確実性指数と呼ばれる、主要紙に掲載された経済政策の不確実性に関する記事数から算出される指数が乱高下した。一方で株式市場の予想変動率を表し、恐怖指数とも呼ばれるVIX指数は機密情報漏洩疑惑発覚の瞬間を除いて、低位安定しており、経済政策の不確実性や政権運営の不透明性に、株価があまり左右されない展開が続いてきた。むしろマーケットの関心事は好調な米国経済指標や決算発表にあっ

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

たと考えられる。

図表1　VIXと経済政策不確実性指数



（資料）Bloombergより農中総研作成
（注）経済政策不確実性指数は1985～2009年の平均を100としている。

景気の先行き：回復基調を維持

政権運営は不透明感が増しつつあるが、米国経済については堅調な回復が持続していると評価できる。17年1～3月GDP速報値こそ、経済成長率が前期比年率0.7%と低く、特に個人消費は前期比年率0.3%にとどまったものの、天候要因や税還付の遅れなど一過性の要因が多いと考えられる。3月の小売売上高が上方修正され、4月は持ち直したことや、消費者心理が依然として高い水準で推移していること、前年比で時間あたり賃金が2.5%上昇していることなどからも、消費は今後も堅調に推移するであろう。

一方で、出遅れ感が意識されていた製造業部門であったが、5月のフィラデルフィア連銀製造業景気指数が市場予測を大きく上回ったことや、鉱工業生産指数が前年比2.2%の上昇を見せたこと等から、今後は底堅く推移する兆しが伺える。

B/S縮小による金利上昇効果は限定的か

3月開催の連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨から、多数のFOMCメンバーが、FRBのバランスシート（B/S、4月時点で4.5兆ドル）の縮小開始が今年終盤には適当と考えていることが判明した。B/Sの規模を拡大させることになった量的緩和政策の長期金利押下げ効果についてはさまざまな推計がある。一例として、2017年4月に発表されたFRBエコノミストらの分析[注1]では、QE1が34bp、QE2が12bp、ツイストオペが28bp、QE3が31bpと推計されており、累積効果は100bp（=1%）程度と推計されている。

では、B/S縮小の効果についてはどうだろうか。現在のところ、FRBはB/Sの規模を一定に保つべく再投資政策を実施している。この再投資政策を18年第2四半期に停止したと想定した、前述の分

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

析によると、米国債 10 年利回りへの影響は年間 15bp 程度と推計されている。

5 月 24 日に公表された議事要旨では、一定の期間にわたり、再投資を行わない額の上限を決定し、3 ヶ月ごとに引き上げていく計画が議論されていたことが明らかとなった。議事要旨では B/S の正常な規模については言及がなかったものの、同日、フィラデルフィア連銀のハーカー総裁は、2 兆 7000 億ドル程度が正常であるという認識を示した。

6 月と 9 月利上げが濃厚

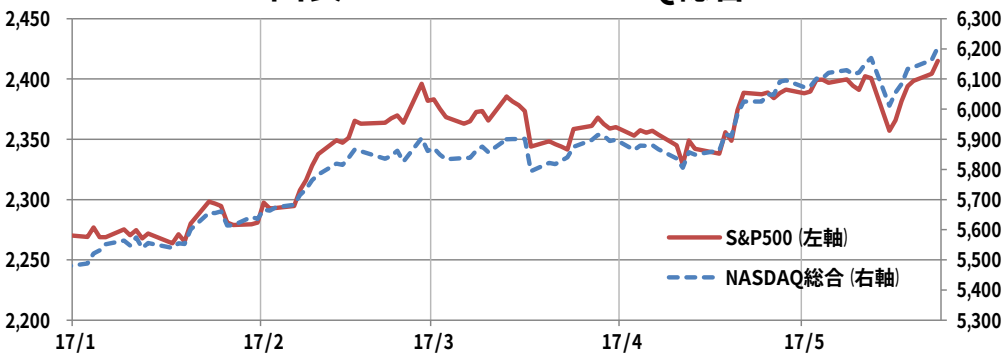
1～3 月期 GDP の減速について、FOMC は一時的であるとの認識を示した。3 月の非農業部門雇用者数（改定値）は 7.9 万人増と弱含んだが、4 月の雇用統計では 21.1 万人増と堅調に推移しており、4.4%まで改善した失業率（U-3）と共に、労働市場の堅調さを示している。基調的なインフレ率に影響を及ぼす単位労働コストや雇用コスト指数も、17 年 1～3 月期にはそれぞれ前年比 2.8%、同 2.4%と着実に上昇している。また、労働統計局が発表した 4 月のコア PPI は年率 2.1%、コア CPI は同 1.9%上昇しており、FRB が長期的な目標とする 2%のインフレ率に向かって確実に上昇している。以上を踏まえ、FRB が利上げをする下地は整っていると考えられ、6 月利上げが濃厚であろう。また次々回の利上げは、金融政策決定会合に併せて記者会見が行われる 9 月ではなかろうか。一方で、24 日に公表された議事要旨には、利上げ前に経済活動の減速が一過性のものという証拠を得るのが妥当とも言及されており、4～5 月の経済指標等を考慮して最終的に判断することになろう。

図表2　株価･長期金利の推移

(資料) Bloombergより農中総研作成

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

図表3　S&P500とNASDAQ総合



（資料）Bloombergより農中総研作成

金融市場：現状・見通し・注目点

3月中旬にかけて、2.6%台で推移していた長期金利（米国債10年物利回り）は、4月中に2.1%台まで低下したが、その後はリスクの後退、利上げ確率の上昇等とともに、5月中旬には2.4%台を回復した。しかし足元では2.2%台で推移している。

先行きについては、①17年内にあと2回、18年に3回の25bpの利上げ、②前述の推計から、年間15bp程度の長期金利押下げ効果の消失、③政策金利の上昇とドル高によって、海外からアメリカへ資金還流が生じ、10年債金利の押下げ効果が発生する、等を想定すると、米国長期金利は17年10～12月期までは2.4%台、18年前半に2.5%台、同年後半に2.6%程度と緩やかな上昇にとどまると考えられる。

米国の株式市場は、今月半ばまではリスクオン相場であった。フランス大統領選挙で中道派のマクロン候補が極右のルペン候補を破った事と、北朝鮮に関する地政学的リスクの後退により世界的にリスクが後退した。そうした環境下で、好決算を発表する米企業が多く、S&P500やナスダック総合は5月に史上最高値を度々更新した。NYダウ（工業株30種）についても、トランプ大統領による司法介入疑惑が報道された17日までは高値圏で推移し、その後は一旦急落するも、足元では持ち直している。

今後についても、FRBの慎重な利上げペースや、堅調な米国経済指標を背景として、しばらくはトランプ政権の不透明感を尻目に、株価はじわじわと上値を追う展開が続くと予想される。

（17.5.24現在）

（注1）Bonis, B., J. Ihrig, and M. Wei, 2017, "The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates," FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, April 20.

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

景気持ち直しに一服感が出た中国経済

～先行きへの過度な懸念は不要～

王　雷軒

要旨

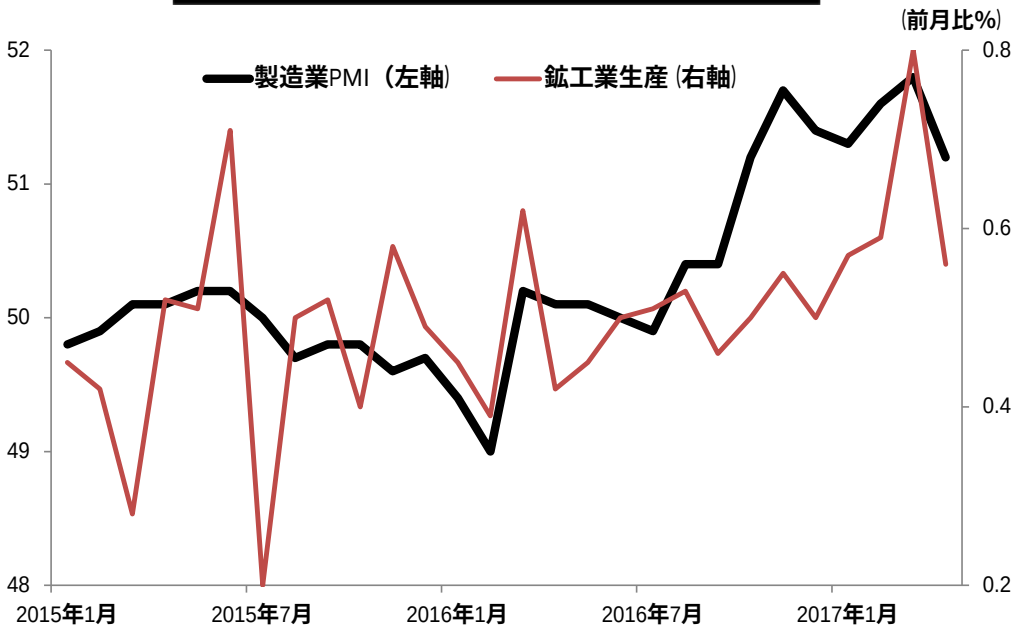
景気持ち直しに向かった中国経済であるが、4 月に入って一服感が見られた。先行きについても、政府の住宅価格抑制政策等による影響が本格化すると見られるほか、鉄鋼や石炭における過剰生産能力の削減が続けられるため、成長率はやや鈍化する可能性が高いと思われる。

ただし、個人消費が堅調さを維持するほか、海外経済の持ち直し基調が強まっており、輸出の拡大継続が予想されることや、今秋頃に党大会の開催を控え、景気を下支えするためのインフラ整備も引き続き拡大傾向を維持すると見られるため、成長率が多少減速しても、過度に懸念する必要はないだろう。

4 月分の経済指標からは景気持ち直しの動きに一服感が見られた

17 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.9%と、輸出の持ち直しが進んだほか、固定資産投資も拡大したことなどを受けて、7～9 月期（同 6.7%）、10～12 月期（同 6.8%）から小幅ながら伸びが高まった。ただ以下に述べるように、昨年後半以降、緩やかな持ち直しに向かった中国経済は 4 月に入って一服感が見られた。

図表1　製造業PMI（国家統計局）と鉱工業生産の推移



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成、直近は17年4月分。

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

4月分の消費・投資はいずれも鈍化に転じた

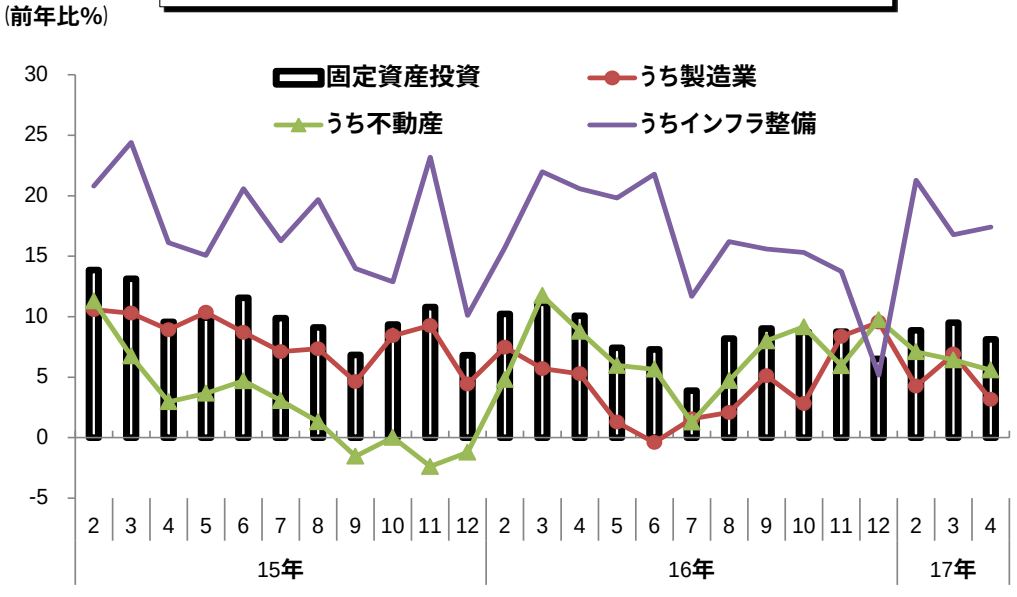
4月分の消費は、16年12月に小型自動車購入の減税措置が終了に伴う自動車販売台数の反動減を受けて伸び率が鈍化に転じた。ただし、個人消費を表わす代表的な指標である小売売上総額は自動車販売台数の減少があったものの、ネット通販の好調さなどを受けて4月に前年比10.7%と3月（同10.9%）からの鈍化は限定的だったこともあり、個人消費は堅調さを保っていると見られる。

また、固定資産投資は、インフラ整備向けの投資が底堅く推移したものの、製造業・不動産向けが伸び悩んだため、前年比8.1%と3月（同9.5%）から伸び率が大きく鈍化した（図表2）。過剰生産能力の削減に向けて、鉱業分野における投資の抑制が見られるほか、金属加工や非鉄金属分野を中心に投資が大幅に鈍化した。加えて、地方政府が相次いで住宅価格抑制および住宅販売禁止などの政策を打ち出しており、不動産向けもやや鈍化に転じた。

生産も改善の勢いは弱まった

生産面においても、製造業PMIは51.2と3月（51.8）からやや低下し、製造業の景況感分岐点である50を上回ったものの、改善の勢いは弱まった（図表１）。これに加えて、鉱工業生産も前月比0.56%と3月（同0.8%）から上昇率が鈍化したことから、生産はやや弱含んでいると思われる。生産が鈍化に転じた要因としては、シャドーバンキングへの規制強化など金融リスクの縮小に取り組む動きが強まったほか、過剰生産能力の削減に向けた取り組みによる影響が挙げられる。ただし、外需の持ち直しやインフラ整備向けの投資拡大が生産の底堅さを下支えしている。

図表2　中国の固定資産投資（農村家計を除く）の推移



（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

先行きの成長率は小幅な鈍化に転じる可能性が高いものの、過度な懸念は不要

先行きについても、政府の住宅価格抑制や販売禁止などの政策による影響が本格化すると見られるほか、鉄鋼や石炭などにおける過剰生産力の削減が続けられるため、不動産向け、製造業向けの投資がさらに弱まると見込まれる。これらを背景に成長率はやや鈍化してくる可能性が高いと思われる。

ただし、個人消費が堅調さを維持するほか、海外経済の持ち直し基調を背景に、輸出も拡大を継続すると予想されることや、今秋頃に大幅な刷新が見込まれる共産党大会の開催を控え、景気を下支えするためのインフラ整備も引き続き拡大傾向を維持すると見られるため、成長率が多少減速しても、過度に懸念する必要はないだろう。

「一帯一路」国際協力サミットフォーラム開催

5月14～15日に北京で「一帯一路」国際協力サミットフォーラム（以下はフォーラムと略）が開催された。29ヵ国の首脳・元首と国連事務総長、IMF専務理事、世界銀行総裁らが出席し、日本や米国を含む130ヵ国の代表団が参加するなど、盛大に行われた。

振り返ると、習近平国家主席が13年に提唱したこの「一帯一路」は4年目に入っており、理念から行動へ、ビジョンから現実へ、すでに世界の100余りの国と国際組織が支持・参加し、中国とイギリスを結ぶ鉄道の運行など、多くの成果を収めている。

以下では、このフォーラムで習国家主席が行った基調講演や公表された成果リスト等を簡単に紹介してみよう。

「一帯一路」フォーラムは課題を抱えながらも一定の成果

「一帯一路」とは、習国家主席が13年に提唱したシルクロード経済ベルト（One Belt）と21世紀海上シルクロード(One Road)からなる構想である。その後14年には中国人民銀行（中央銀行）が所管し、中国が独自の政策判断で投資先を決定できるファンドであるシルクロード基金、15年にはAIIB(アジアインフラ投資銀行)の創設を経て、今回のフォーラム開催に至っている。

「一帯一路」では協力の重点として、中国と他国間との政策交流（一帯一路の重要な保障）、②鉄道・道路等インフラの相互連結（一帯一路の優先分野）、③貿易・投資の推進（一帯一路の重点内容）、④資金の融通（一帯一路の重要な支え）、⑤国民の交流（一帯一路の社会的な基礎）、の5つの分野がある。

これらの分野における取組みの状況については、習国家主席の基調講演によれば、14～16年までの成果として、①中国の「一帯一路」沿線諸国との貿易総額は3兆ドル超、②中国から沿線諸国

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

への累計投資額は500億ドル超、③中国企業は沿線諸国に約11億ドルの税収と18万人の雇用機会の創出をもたらした、と述べた。

また、フォーラムの円卓会議で発表されたコミュニケでは、世界経済が直面する課題を認識し、公平なルールのもとで投資や貿易を拡大することや、アジア・欧州間で各国のインフラなどの相互連結を実現することなどが改めて表明された。このように、「一帯一路」の提唱国・フォーラム主催国としての中国は、世界に存在感を示しただけではなく、この構想の枠組みを通じて沿線諸国とともに発展を目指すといった共通認識を深めたと見られ、一定の成果を収めた。

さらに、フォーラム閉幕後、270項目に及ぶ成果リスト（今後実行する内容も含む）も公表された。具体的には、①政策交流に関しての政府間の覚書や協議等で10件、②インフラの相互連結について、鉄道・港湾、電力、工業パーク等の分野の協力取り決め等で14件、③貿易・投資の推進について、パキスタンやインドネシアなどの30ヵ国政府との貿易協力取り決め等で16件、④資金の融通について、中国がシルクロード基金への1,000億元（約1.6兆円）の増資、政府系金融機関による特別融資の供与（約6兆円）、総規模1,000億元をとする中国・ロシア地域発展協力投資基金の設置等で16件、⑤国民の交流について、中国政府が沿線諸国に対する支援を強化するため、今後3年間の全体的支援規模を少なくとも600億元とする等で20件、の実績があった。

これらの成果リストからは、「一帯一路」の更なる推進によるインフラ整備の加速が予想され、沿線諸国の経済成長を押し上げると期待されるほか、米国の影響力が低下し、欧州も不透明な状況が続いていると見られるなか、中国がグローバル・ガバナンスに積極的に参加し、その影響力の拡大だけではなく、中国経済の成長を下支えする役割も期待されている。

半面、「一帯一路」の沿線諸国は65ヵ国とされるが、フォーラムへ首脳の出席国は半数に満たず、特にG7ではイタリアのみで日本・米国・英国・ドイツ・フランス・カナダは首脳が参加せず、BRICSでは中国以外ではロシアのみの参加であった。中国主導の同構想には依然警戒感があると見られるなか、国民間の活発な交流を通じて相互理解・共通認識をさらに深めていく必要があろう。

（17.5.24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

分析レポート

欧州経済金融

ロボットと雇用と生産性と賃金

～所得格差の拡大懸念と生産性の改善期待の間で～

山口　勝義

要旨

「第 4 次産業革命」と呼ばれる先端的な技術革新が雇用や生産性などに及ぼす影響に、注意が必要になっている。欧州では現在のところ大きな影響は認められず、また技術革新の今後の展開や影響については見方が交錯しているが、動向を注視する必要があろう。

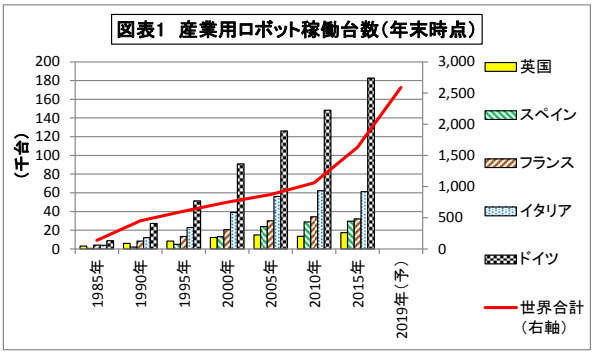
はじめに

昨年 2016 年には、6 月の英国の国民投票に続き 11 月の米国の大統領選挙で、市場は 2 回にわたり事前の予想とは全く逆の結果に直面した。その驚きは大きく、この結果をもたらしたとみられる要因が、世界に強く印象付けられることになった。

この二つの事象の背後で共通して働いていた主な要因には、低熟練労働者などによる、自らの雇用や所得を圧迫する移民に対する強い反発があったものと指摘されている(注 1)。確かに、グローバル化の進行から利益を享受できない層によるこうした反発は、有権者の動向分析により事後的にも確認されている。しかし、雇用や所得を脅かすという点では、近年、別の材料にも注意が必要になっている。

それは、先端的な技術革新が雇用を奪う可能性である。世界経済フォーラム（ダボス会議）が、16 年 1 月の年次総会で「第 4 次産業革命」の影響を取り上げ、「The Future of Jobs」（仕事の未来）と題した報告を行ったことを機に、この可能性が広く注目を集めることになった(注 2)。同報告では、15 年から 20 年の間に世界で 710 万の雇用が失われ、新たに 200 万の雇用が生み出されるものの、差し引きで 510 万の雇用減となるとの見通しが示された。

図表1　産業用ロボット稼働台数（年末時点）



（資料）International Federation of Robotics（IFR）のデータから農中総研作成（（予）は IFR による予測値）

欧州においても、近年、例えば産業用ロボットの稼働台数が急増している事実がある（図表 1）(注 3)。これらの動きは「産業革命」と呼ぶにはいまだ初期的な段階にあるとはしても、全てのものがインターネットに繋がる IoT、ビッグデータ、人工知能（AI）などを含む新たな諸技術が、相互に影響を及ぼしつつ広範な領域に影響を拡大させ、今後、加速度的に社会を変化させることになる可能性を否定することはできない(注 4)。このため、雇用（ホワイトカラーを含む）の帰趨はもとより、生産性やそれに関連する賃金動向などの面で、技術革新の進展がマクロ経済に対して及ぼす様々な影響について注意が必要になっている。本稿では、こうした問題意識の下で、欧州の情勢について点検を行うものである。

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

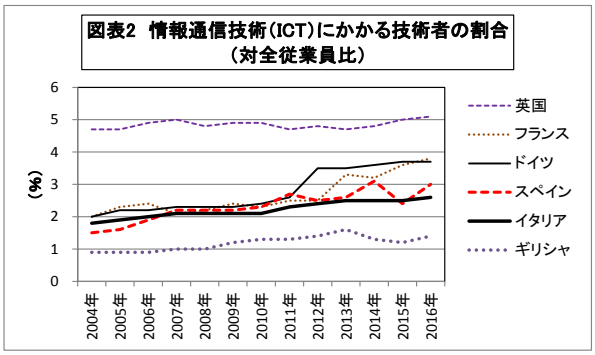
先端的な技術革新と雇用

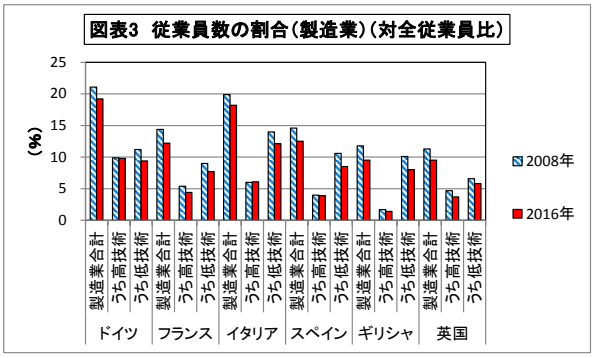
先端的な技術革新が雇用に与える影響を具体的に把握することは簡単ではない。それは、技術革新が人による定型的な労働を代替するばかりではなく、逆に、新たな製品やサービスに対する需要を創出することなどを通じて雇用機会を増加させるという、双方向の作用を伴うためである。また、欧州においては緩やかに景気が回復するなか労働市場は改善に向かいつつあり、これが技術革新に伴う負の影響を緩和しているという側面もある。

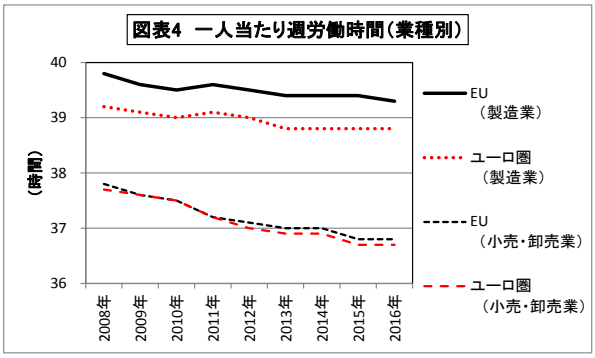
とは言え労働市場の内部を点検すれば、変化の兆しとみられる動きも現れている。例えば、欧州の主要国では情報通信技術（ICT）にかかる技術者の割合が上昇傾向にあることがわかる（図表2）。また、広く産業の第3次産業化が進行しているが、そうしたなかにおいても、製造業を高技術分野と低技術分野に2分した場合には、特に後者において従業員数の割合が低下している実例が認められる（図表3）。

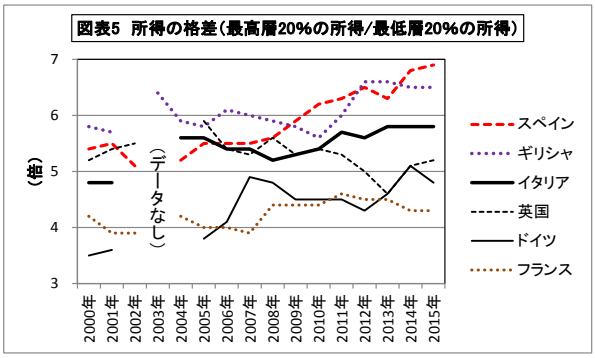
一方、一人当たり労働時間が製造業以外の業種においても減少傾向にある点が示されている（図表4）。加えて、職種別には管理職層についても労働時間の減少傾向が見られている。これらの一部には、先端的な技術革新の影響が製造業の定型的作業を越えて広範な分野に及びつつある状況が反映している可能性もある(注5)。

欧州では、財政危機への対応のほか経済のグローバル化などが進む過程で、高スキル・高賃金と低スキル・低賃金の労働者への二極分化が生じている（図表5）。こうした動きは拡大傾向にある国民の所得格差に現れているが、技術革新は今後、この拡大を助長する可能性がある。特にポピュリスト勢力の伸張が見られる欧州では、こうした動向は社会的な問題にとどまらず政治的な問題を一層深刻化させる可能性を伴うことから、技術革新による利益が生産性の改善とそれを通じた賃金の上昇を通じ、労働者に適切に分配されることが特に重要になっている。









（資料）図表2～5はEurostatの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

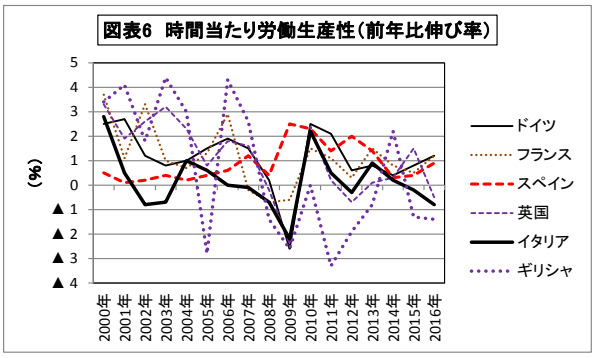
先端的な技術革新と生産性および賃金

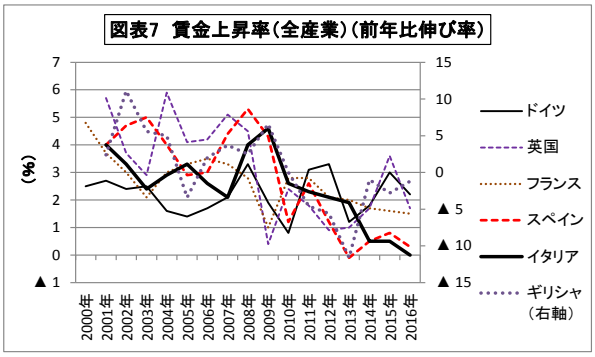
ところが、時間当たり労働生産性により生産性の状況を確認すると、少なくとも現時点では、主要国の中で改善傾向が認められるのはドイツ、フランス、スペインに限られている。また、これらの国々においても伸び率は緩やかであり、一方ではイタリアなど前年比で悪化に転じている国もあり、欧州全体として大きな改善に至っている状況にはない（図表 6）。

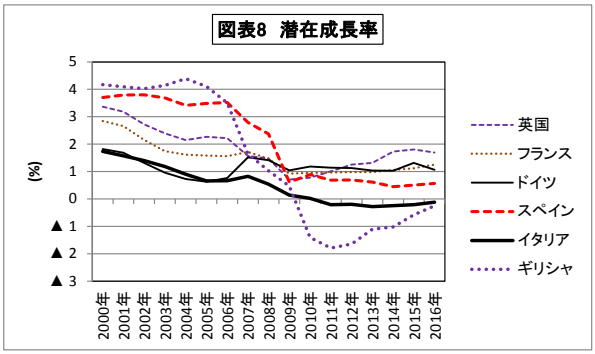
このように生産性の改善は本格化に遠く企業の収益性も横ばいであるなか、賃金上昇率も低位にとどまり、むしろ中期的な低下傾向から脱することができてはいない（図表 7）。賃金上昇率の低さには、ほかにも失業率の高止まりや規制緩和の進行に伴う労働者の交渉力の弱体化、グローバル化による競争激化を通じた企業のコスト抑制指向の強まり、経済の第 3 次産業化の下での賃金に対する低下圧力、さらにはこれまでの技術革新による影響など、複数の要因が複合して働いている可能性があり、このままでは当面、反転は期待しづらい状況にある。

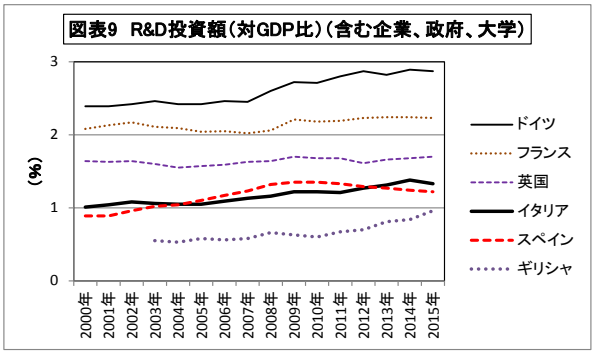
全般に欧州経済は相次ぐ危機を経て、現在は緩やかな成長に復しているが、潜在成長率は概して横ばいである（図表 8）。また、各国では需給ギャップは徐々に縮小に向かってはいるものの、ドイツを除けば需要面・供給面の双方で弱さを抱えている。しかもそのドイツにおいてさえ、生産年齢人口の減少が見込まれており、経済成長の維持拡大に向けた環境は厳しさを増すことになる。このような点から欧州では、一層、先端的な技術革新への期待は大きいが、以上のとおり、期待される影響は明確になってはいない。

欧州委員会も各国の研究開発（R&D）投資額の対 GDP 比率が 20 年には 3%に達することを目標としているが、道半ばである（図表 9）[注 6]。ここでは、南欧諸国で特有の中小零細企業比率の高さが影響している可能性もあり、こうした点に注意を向ける必要もありそうである。









（資料）図表 6、7、9 は Eurostat の、図表 8 は OECD 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

おわりに

4月には国際通貨基金（IMF）は2件のレポートで、世界的な労働分配率の低迷や生産性の伸び悩みについて報告を行った(注7)。これは、改めて先端的な技術革新の動向に目を向ける契機にもなっている。

IMF は国民所得のうち労働者に分配される割合である労働分配率が、先進国では80年代以降、低下傾向にある点を指摘した。こうした傾向にはこの間の情報通信技術の進歩による業務の自動化の影響が最も大きく働いているとし、次いでグローバル化の進展もその一要因であるとしている。また、労働分配率の低迷の影響は特に定型的な業務を行う中間スキル層に対して強く働き、全体として所得格差の拡大に繋がりやすいと判断している。

一方、生産性の伸び悩みについては、IMF は、企業財務の脆弱性や銀行の慎重な融資姿勢のほか経済や政治にかかる不透明感の強まりなどによる企業投資の手控え、弱い総需要などをその要因として指摘するとともに、世界貿易の鈍化も影響を与えているとした。このほか IMF は、今後の新技術が及ぼす影響の規模や時期は予測が困難であり、当面、国民の生活水準の改善は見込み難いと判断している。

欧州経済は既に所得格差が拡大する一方で、生産性は停滞した状態に置かれている。一方、先端的な技術革新の今後の展開やその影響については、ダボス会議の見解はあるものの、IMF を含め現時点では異なる見方が交錯した状況にあるのが実情のようである(注8)。しかしその影響の潜在性を考えれば、いまだ情勢は流動的ではあるとはしても、技術革新を取り巻く今後の動向にはやはり注視が必要であるものと考えられる。（17.5.24 現在）

(注1) 英国の国民投票では、このほか EU への権限集中やその官僚化、拠出金負担などが論点となった。

(注2) ダボス会議では、蒸気機関の発明と鉄道建設による第1次産業革命（1760年代～1840年代）、電気とオートメーションの導入による第2次産業革命（19世紀後半～20世紀初頭）、コンピュータの活用による第3次産業革命（1960年代～1990年台）に対し、21世紀になり始まった、遍在化しモバイル化したインターネット、小型化し強力になったセンサーの低価格化、人工知能（AI）、機械による自動学習を特徴とするデジタル革命などの上に成り立つ技術革新を「第4次産業革命」と呼んでいる（以上は、クラウス・シュラブ（16年10月）『第四次産業革命-ダボス会議が予測する未来』日本経済新聞社、による）。なお、16年1月の年次総会での報告文書は次のとおり。

・ World Economic Forum（January 16）“The Future of Jobs – Employment, Skills and Workforce Strategy for the Forth Industrial Revolution”

(注3) 欧州における先端的な技術革新の促進に向けた政策的な取り組み事例としては、ドイツの「Industrie 4.0（インダストリー4.0）」が中心的な動きとなっている。これは、06年に策定された「ハイテク戦略」を継承・発展して10年に発表された「ハイテク戦略2020」や、その後の14年の「新ハイテク戦略 ドイツのイノベーション」の中に位置付けられたプロジェクトであり、インターネットと物の融合である「スマート工場」の実現を核にしたものである。また、産学官の総力の結集を目指す点が特徴である。

(注4) クラウス・シュラブ（16年）は、「第4次産業革命」の特徴として、デジタル情報の保管、輸送、複製コストがゼロに近く成長に大きな資本を必要としていない点、様々なテクノロジーが相互依存状態にあり非常に多くの専門分野で発見の調和や統合が増加している点などを挙げ、今後、線形ではなく指数関数的ペースで技術革新が進行する可能性を指摘している。

(注5) サービス産業における先端的な技術の活用事例としては、例えば、小売業でのインターネット通販の拡充やその作業の自動化、各種予約のシステム化などのほか、コンサルティング業務や投融資保険業務、医療分野などにおける AI の活用などがある。

(注6) 研究開発促進にかかる欧州委員会の取り組み内容や経緯については、次を参照されたい。

・ European Council（October 16）“Research and innovation”

(注7) それぞれ、次のとおり。

・ IMF（April 17）“World Economic Outlook” Chap. 3
・ IMF（April 17）“Gone with the Headwinds: Global Productivity”

(注8) 5月11日の Wall Street Journal では、同じ日の紙面に、先端的な技術革新の見通しについて見方が異なる次の2件の記事を掲載しており、興味深い。

・ WSJ（May 11, 17）“Robots Aren’t Killing Our Jobs Fast Enough”（Greg Ip 氏による署名記事）
・ WSJ（May 11, 17）“Prepare for a New Supercycle of Innovation”（John Michaelson 氏による寄稿）

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

分析レポート

地域経済金融

地域を深掘りすることで生き残りをめざす金融機関

古江　晋也

要旨

地域金融機関を取り巻く経営環境が厳しさを増す中、近年では、成長が見込める地域に積極的に経営資源を投下したり、経営統合を進めることで営業地域の拡大を図る「広域化戦略」の動きがある一方、このような経営行動とは一線を画し、限られた営業区域で生き残りを図る「深掘り戦略」を展開する地域金融機関も少なくない。

深掘りを展開する金融機関は、主たる営業区域の状況、経営規模などが大きく異なっているが、共通した取組みを実施していることも多い。本稿では、地域を深掘りすることで生き残りをめざす金融機関のビジネスモデルを「営業推進」「融資業務」「取引先支援」「地域貢献」の 4 つの側面からまとめることにする。

はじめに

人口減少や高止まる中小企業の廃業率などの社会環境の変化や、出口に見えない日銀の金融緩和策（2016 年にはマイナス金利政策が導入される）を受け、金融機関の経営戦略は見直しを迫られている。こうした中、近年の地域金融機関は、成長が見込める大都市圏や県庁所在地などに経営資源を積極的に投下したり、合併や経営統合を選択することで経営基盤の拡大と業務コストの削減を図る「広域化戦略」の動きがある一方、このような経営行動とは一線を画し、限られた営業区域で生き残りを図る「深掘り戦略」を採用する地域金融機関も少なくない。そして深掘り戦略を採用する金融機関は、主たる営業区域の状況、経営規模などは大きく異なっているものの、共通した取組みを実施していることも多い。

本稿では、筆者がこれまで実施したヒアリング調査の結果や本誌等で発表してきたレポート[注1]をもとに、地域とともに歩むことで生き残りを図る深掘り戦略を採用している協同組織金融機関のビジネスモデルをまとめることにする。

[注1] 本稿のもとになっているレポートは次のとおりである。古江晋也[2015a]「地域金融機関の経営指標分析と昨今の経営戦略」『金融市場』5 月号、[2015b]「定期積金の集金業務と協同組織金融機関」『金融市場』12 月号、[2016a]「融資推進と協同組織金融機関」『金融市場』3 月号、[2016b]「融資を伸ばす協同組織金融機関の 6 つの取組み」『農業協同組合　経営実務』5 月号、[2017]「『目利き力』と地域金融機関」『金融市場』5 月号。

広域化か、深掘りか

近年の地域金融機関の営業戦略は大きく分けて、営業地域の「広域化」と「深掘り」に区分することができる。

ここでいう広域化とは、大都市圏などへの積極的な進出に加えて、合併や経営統合を進めることで営業基盤を拡大する経営行動であり、利ざやの縮小を融資量でカバーするため、信用力のある取引先を奪い合う熾烈な金利競争を誘発する一因にもなっている。

最近では、金利競争が激しさを増す中、「もはや利ざやを確保することが難しい」

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

との危機感が高まりつつあり、大都市圏への進出から「地元回帰」へと方針転換を図る動きもある。しかし、広域化については、今後も地域金融機関経営の主要な戦略になると考えられる。

一方、地域金融機関の中には、広域化と対極にある深掘りを展開することで生き残りを図る金融機関も少なくない。筆者がヒアリング調査を行った、営業地域の深掘りに取り組む地域金融機関の多くは、業績も底堅く推移している。もちろんこれらの金融機関は、主たる営業地域の状況（都市部か、地方部か）や、経営規模、組織文化、これまで歩んできた歴史など実に様々であり、一概に論じることは難しい。しかし、多くの共通する取組みも見受けられる。

融資に力点を置く深掘り戦略

深掘り戦略とは、優良顧客のみと取引を行うのではなく、地域に密着することで存在感を高める経営である。そのため、深掘り戦略を採用している協同組織金融機関は融資業務に力点を置いている。これは「融資を行うことが地域金融機関の使命」というスタンスを反映したものである。地域によっては、人口減少の進行などによって預貸率が相対的に低い金融機関もあるが、「融資業務に力を入れたい」という思いは強い。

一方、投資信託の窓口販売などの預かり資産業務については、「融資に力点を置いているため、預かり資産業務を行わない」という方針を掲げる金融機関もあり、「業務の選択と集中」が図られていると言える。

また、品ぞろえの一環として投資信託の販売を行う場合でも、販売スタンスは「自然体」であることも多い。その理由の一つは、「リスク性資産である投資信託の販売は顧客の信頼を失うことにつながりかねない」という考えがあるからである。

それでは、協同組織金融機関の深掘り戦略を、「営業推進」「融資業務」「取引先支援」「地域貢献」という 4 つのテーマに分けて検討する。

営業推進の展開

(1) 渉外活動を重視する

90 年代後半以降、多くの金融機関は業務の効率化の一環として営業推進体制の見直しを図るようになった。そうした中、非効率としてやり玉にあがったのが定期積金の集金業務である。

地域金融機関の多くでは、集金業務を自動振替にシフトさせることを奨励したり、集金業務を有料化するなど、事実上、取りやめることになった。しかし、最近では、集金業務を「復活」させる動きも見られるようになり、定期積金残高も信用金庫、信用組合ともに上昇に転じるようになった。

その理由は、取引先とのフェイス・トゥ・フェイスによる関係づくりが弱くなり、結果として融資も低迷するようになったことによる。一方、深掘りを重視する金融機関は集金業務を重視しており、「複合取引の機会を得る」「地域の情報を得る」という狙いがある。

一部には「定期積金の集金業務は非効率である」との考えのもと、提案営業を武器に高い業績を維持している金融機関もある。しかし、定期積金を取りやめた金融機関の中には、現場の職員から取引先との関係づくりのため「定期積金の集

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

金業務を再開してほしい」との要望があがってくるケースもあるという。

ただし、定期積金の集金方法については、①金額に関わりなく、要望があると全戸訪問を行う、②一定期間内で複合取引が見込めないと、当該取引先との積金契約を見直す、③高齢者など、複合取引は広がりにくいと考えられる取引先については集金を行わない、など各金融機関とも独自のルールを策定している。

(2) 融資後も訪問活動を行う

深掘り戦略を展開している金融機関は融資後も取引先企業の訪問活動を行う。一般的に金融機関の営業担当者は、案件を獲得するまでは取引先のもとを頻繁に訪問するが、案件を獲得すると、途端に足を向けなくなることが少なくない。しかしそのようなスタンスでは、取引先との信頼性を強化していくことが難しい。また金融機関による借換競争が激しさを増す中、融資後の訪問活動を怠ることは、他金融機関に借換融資のチャンスを与えることになる。

加えて、創業・起業支援を実施する場合、創業・起業を果たした後も定期的に訪問し、「順調に経営を行っていますか」「経営上悩んでいることはありませんか」と創業者を精神面からサポートすることは、「生存率」を高めるうえでも重要であり、このようなきめ細やかな気配りが顧客ロイヤリティを高めることになる。

(3) 役員が取引先を訪問する

顧客ロイヤリティを高めるという観点からは、理事長や役員が取引先を訪問することも重要である。深掘り戦略を掲げる地域金融機関の理事長や役員は取引先のもとを足繁く訪問しており、取引先は「金融機関から大切にされている」という思いを強めることになる。そしてこのことが、現場の営業推進をやり易くしている。

中には、役員と営業担当者が同行訪問を実施している金融機関もある。これは役員が毎月交代で、各営業店の営業担当者とペアで同行訪問する取組みであり、既存顧客との絆を高めることにもなる（新規顧客開拓の場合は役員と同行することで推進しやすくなる）。また、同取組みによって、営業担当者は役員の営業ノウハウを学ぶことができ、役員も、営業担当者とコミュニケーションを図ることで、職員の頑張りや業務に対する思いにふれることができる。

(4) 営業店舗におけるマネジメント

一方、深掘り戦略を展開する金融機関の営業店に目を向けてみると、業績の伸びが高い営業店には共通した特徴がある。その特徴とは、①チームプレーを重視する、②支店長が率先して渉外活動を行う、③営業担当者が獲得した案件で、何らかの理由で融資ができない場合の「断り」や「謝罪」は支店長が行う、などである。①については、例えば、営業店に課せられた目標を達成するために、職員一人ひとりにいくつもの課題目標を割り振るよりも、営業担当者の得手不得手を把握し、チームプレーで対処することを意味する。②については、支店長自らが厳しい業務に率先して立ち向かうことで、営業担当者のやる気を引き出したり、営業店マネジメントに対する思いを共有できるのである。

③については、仮に案件を獲得した営

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

業担当者が、断りや謝罪を一人で行わなければならない場合、営業推進のモチベーション（やる気）を低下させることになりかねない。支店長がきっちり営業担当者のフォローをするからこそ、営業店内のチームワークが強まるのである。

これらの特徴に加え、最近では「お願いセールス」を行わない方針を掲げる金融機関も増加している。その理由は、「お願いセールス」は金融機関本位の立場であり、「金融機関職員が来ると何かを求められる」というイメージが高まり、取引先と面談できない原因にもなる。そして、そのような認識が強まると、地域の深掘りは難しくなる。

営業担当者の気配りや気遣いも、取引先との絆を強化する上で重要である。例えば、ある営業店のテラー担当者は、風雨の強い日に来店してきてくれた顧客にタオルを差し出した。その顧客はその対応に感激し、本部にも感謝の言葉を伝えたという。またある営業担当者は、取引先を訪問した折には、玄関先のすべて靴をそろえていた。その行為に感激した取引先は「いつもありがとう」というお礼の言葉と、定期預金をしてくれたという。このような心遣いは、まさに「ファンづくり」の観点からも注目される。

加えて、店内装飾が行き届いた営業店は、業績が他の営業店よりも高い傾向にある。これは顧客に対する気配りや気遣いが現場に表れている結果であるとも考えられる。

融資業務

(1) 迅速な与信審査

深掘り戦略を実施するうえで、融資業務における迅速な与信審査は重要である。迅速な与信審査は、営業店に決裁権限があるかどうか、によって大きく異なるが、本部決裁が必要な案件の場合、営業店が稟議を上げてから本部が決裁をするまでの期間が 3 日以内に行うことにしている金融機関もある。この迅速な審査を可能にしている背景には、①本部と営業店のコミュニケーションが密にできている、②役員が地域や取引先の実情をくまなく把握している、ことがある。また、最近では「担保や保証に過度に依存しない融資」のあり方にも注目が集まっているが、このような融資の基盤には、役員等が経営者の人柄を把握しているからであり、精緻な「格付け」や「スコアリングモデル」で判断しているからではない。

(2) 小口融資を積極的に行う

一般的に金融機関は、小口融資は手間がかかるため、取り扱いを避けたいという思いがある。しかし、地域の深掘りを進める金融機関は少額融資も積極的に行う。そして「小口融資は手間がかかる」と考えている職員には、「小口融資はリスク分散ができる」「小口融資を重視していると、他金融機関に借換えされたとしても貸出金残高の減少額幅は少ない」と教え諭している。

この考え方の背景には、「小口融資を必要としている小規模事業者を支援することが地元金融機関の存在意義である」という理念に加え、「どんなことでも相談できる」というスタンスを体現するためである。またかつての「サラ金問題」を目の当たりにしてきた役職員にとっては、「小口融資が地域には不可欠」という思いもある。

さらに小口融資を獲得しても、そのこ

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

とが評価されない職場であれば、職員のモチベーションが低下することになりかねない。したがって、小口融資を評価することは、地域社会の健全化と職員のやる気を維持する上でかけがえのない効果を発揮する。

取引先支援

地域の深掘りを行う金融機関は取引先支援にも力点を置いている。ここでいう取引先支援とは、再生支援業務、創業・起業支援、商談会などのビジネスマッチングなどの取組みである。

これらの取組みが本格化した背景には、金融庁が「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」の取組みを要請したことに加え、人口減少や地域経済の衰退が顕著となる中、これらの活動に取り組まなければ、「金融機関自らの存続はない」という思いや、「金融機関を育ててくれた地域が衰退するのを見過ごすわけにはいかない」という思いがある。ただし、再生支援や創業・起業支援を展開するには、将来性を見極める「目利き力」が必要となる。

目利き力の向上については、中小企業診断士などの資格保有者数などを強調する金融機関もあるが、地域を深掘りしていくための目利きとは、経営者の人柄や商品特性など取引先に関するあらゆる知識に他ならない。そしてこの知識は、前述したようにきめ細やかな営業推進を展開しているからこそ得ることができ、担保や定量分析に過度に依存しない融資や、取引先支援を行うベースになるのである。

また、目利き力を活用した取引先支援を展開している地域金融機関では、職員の専門的知識だけではなく、渉外活動、営業店の体制、各業績評価、職員教育、融資体制などとの連携が出来ていることも注目される。

加えて、近年、地域金融機関ではビジネスマッチングの取組みも活発化しているが、なかには取引先が販売している商品の特性を説明できない行員や職員も少なくない。ビジネスマッチングの主目的は、取引先のビジネスチャンスを拡大することにあるが、金融機関にとっては取引先のビジネスをより深く理解し、絆を強化する貴重な機会でもあることを忘れてはいけない。

地域貢献

近年では地域のイベントに参加することが以前に比べて積極的ではなくなった金融機関がある一方、深掘りを重視する金融機関は活発に参加している。地域のイベント参加を奨励している理由は、「地域の誰にも好かれる職員になってほしい」「声をいつもかけてもらえるスターになってほしい」という思いに加え、地域の人々とともに汗を流すことで地域の一員と認められ、何かがあると真っ先に声をかけてくれる存在になることを重視しているからである。

また、「預金や融資で声を掛けてくれるのは地域貢献活動を実施してきたから」という声もあり、地域貢献活動は間接的に本業にも貢献しているという意見は多い。

おわりに

以上、地域の深掘りで生き残りをめざす地域金融機関のビジネスモデルをまとめてみた。

ここでは営業推進、融資業務、取引先

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

支援と地域貢献という 4 つの視点から論じてきたが、「深掘り」はどれか一つに注力すればよいということではない。これらの 4 つの側面は、緊密につながっており、同時に進めることで競争優位となるのである。例えば、こまめに営業担当者が営業活動を行い、融資案件を見付けても、与信審査に時間がかかっていては、実行に結びつく可能性は低くなる。「地域とともに歩む」を経営理念に掲げながら、地域イベントへの参加に消極的であれば、地域の人々やコミュニティと信頼関係を構築することは難しい。また、少額融資を積極的に行うことは、融資残高を伸長させるだけでなく、地域の多重債務問題を未然に防ぐことにもつながる。

読者の中には「このような取組みは手間がかかる」「非効率である」と考える人がいるかもしれない。

しかし近年、「原点回帰」や「地元回帰」という言葉が地域金融機関の間でよく聞かれるようになったが、このことはこれまで追求してきた過度な効率化に立脚したビジネスモデルに対する反省でもあることを見過ごしてはならない。

また金融庁は昨今、十分な担保・保証のある先や高い信用力のある先以外に対する金融機関の取組みが十分でないため、企業価値向上等が実現できていない状況を「日本型金融排除」（「平成 28 事務年度金融行政方針」）と呼び、その実態を把握することを掲げたが、このことは効率化重視、広域化重視経営によってもたらされた負の側面でもあり、本稿で記した深掘りによる生き残りとはその対極にあるビジネスモデルでもある。

深掘りによって生き残りを図る金融機関は全国平均を上回る預貸率や貸出金残高の伸び、そして「取引先から感謝された回数」といった業績を上げているケースが多い。そして深掘りを展開する地域金融機関の強みとは、これまで培ってきた「地域を熟知している」という自らの競争優位を認識し、その競争優位にさらに磨きをかけてきた結果でもあり、合併や経営統合だけが今日直面している地域金融機関の経営課題を解決する「解」ではないことが改めてわかる。

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

2017 年 5 月 22 日

2017～18 年度改訂経済見通し

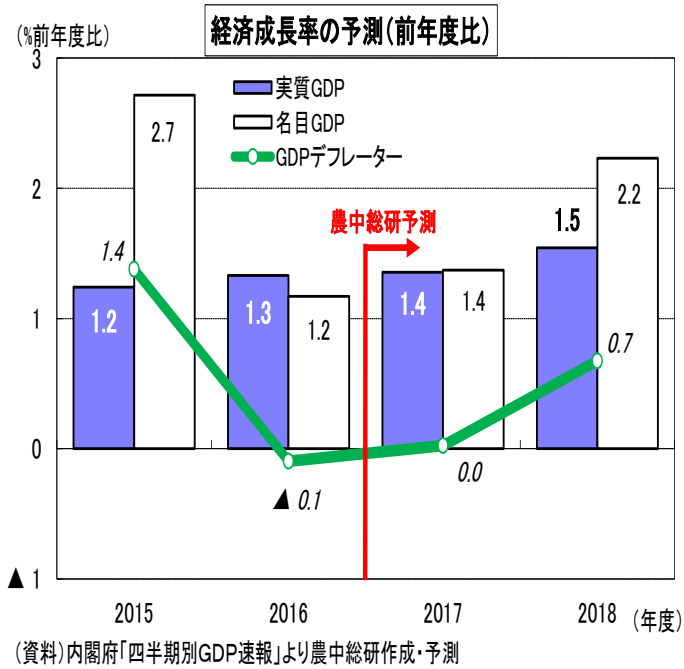
視界不良ながらも、国内景気は回復基調を継続

～2017 年度：1.4%、18 年度：1.5%～

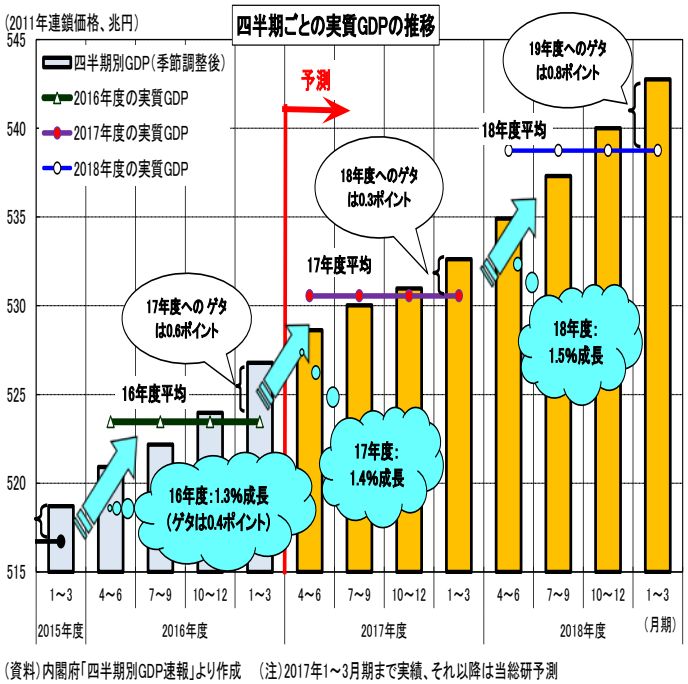
米国トランプ政権の経済政策運営、北朝鮮の挑発的な軍事行動、欧州大陸でのポピュリスト政党の躍進など、内外経済を取り巻く環境は不透明感が強い状況である。しかし、実体経済は新興国主導での回復基調をたどっており、それがわが国の輸出増を促し、生産・設備投資などの企業活動に好影響を与えている。また、年末に足踏み状態となっていた民間消費にも持ち直しが見られるなど、国内景気は回復傾向にある。

先行きについては、17 年度前半は経済対策の効果が期待されること、年度下期には雇用環境の改善を背景に「企業から家計へ」の所得還流が強まり、経済の好循環が始まるとみられることなどから、こうした回復基調はしばらく継続するだろう。

日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続しているが、物価上昇圧力が依然弱いこともあり、しばらく現行政策を継続すると予想する。一方、米国発の金利上昇などで「ゼロ%程度」という長期金利の操作目標の誘導が困難になる場面もあるだろうが、そうした際には指値オペや固定金利オペなどを駆使して金利上昇を抑制するだろう。



（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「四半期別GDP速報」より作成　（注）2017年1～3月期まで実績、それ以降は当総研予測

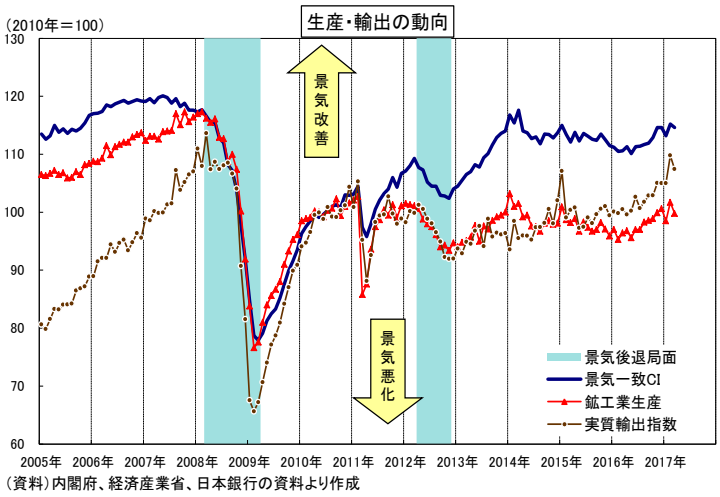
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1. 景気の現状：

(1)世界経済の回復を背景に持ち直しが進む日本経済

2017 年 1 月に米国でトランプ政権が発足、世界中がその動向を注目し続けている。トランプ大統領が打ち出してきた大型減税や積極的なインフラ投資、規制緩和などは、07～08 年に起きた世界的な経済・金融危機以降に陥った低成長・低インフレ状態からの脱出に有効と期待する向きも根強い。実際、近年は金融政策の限界と財政政策の効用を同時に説く経済学者が注目されている。しかし、完全雇用に近いとされる中で、拡張的な財政政策を発動すれば、金利高・ドル高を生むことが想定され、その影響が世界経済や金融市場にも影響を及ぼすことになる。一方、歴代政権が進めてきた自由貿易・市場開放路線は国内の雇用喪失など米国民に一方的な不利益を強いてきたとして、保護主義的な通商政策を志向することへの警戒もまた強い。仮に、保護主義色がより鮮明になれば、世界貿易の収縮が引き起こされ、世界経済全体が停滞に陥るリスクがある。想定よりも実現が遅れるとの指摘も多いトランプ政策であるが、その詳細な内容や政権の政策遂行能力に強い関心が集まっている。

さて、世界経済を見渡すと、16 年半ば以降、新興国経済が回復に転じており、世界経済は全般的に改善傾向を続けている。それを受けて、日本の輸出は徐々に増勢を強めており、生産活動や設備投資など企業部門にも波及が始まっている。在庫調整も一巡しており、最近では出荷増の動きに合わせて、在庫水準を復元する動きも散見される。こうした情勢を受けて、日銀短観(4 月調査)からも、企業経営者のマインドが着実に改善しているほか、雇用人員や資本設備の不足感が高まっており、バブル期の水準に近づきつつあることも見て取れる。



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

加えて、昨年末には生鮮野菜の高騰などの影響で足踏み状態となった民間消費も再び持ち直しが始まっている。特に、14 年 4 月の消費税率引上げ後に長らく低迷状態だった白物家電などの耐久消費財の販売に明るさが見られる。一方で、物価上昇圧力は鈍いままであり、前年比ゼロ近傍での推移となっている。

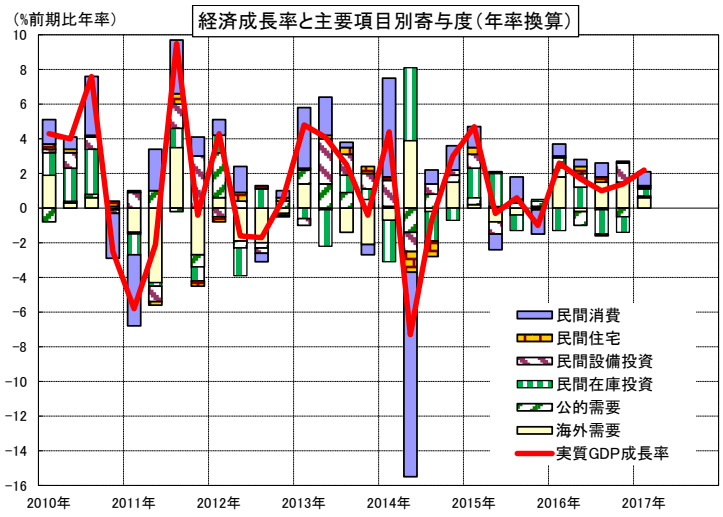
(2)5 四半期連続のプラス成長となった 17 年 1～3 月期

5 月 18 日に公表された 1～3 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、5 四半期連続のプラス成長となり、かつ成長率も 16 年 7～9 月期をボトムに 2 四半期連続で加速するなど、良好であったようにみえる。内容的にも、公共事業の減少が続いているとはいえ、民間需要(年率換算の寄与度:1.5%)、輸出(同:1.4%)が牽引役となるなど、輸出増が国内に波及している様子が見て取れる。また、交易利得や海外からの要素所得の受払を調整した国民総所得(GNI)も同 0.7%と 3 四半期ぶりのプラスに転じている。

しかし、詳細に見ていくと、死角がないわけでもない。まず、民間消費は持ち直しが確認

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

できたが、雇用者報酬(実質)が2四半期連続で減少するなど、消費が本格的に回復し、景気を牽引していく、という姿を想定するのはまだ厳しそうである。また、GDPデフレーターが 3 四半期連続で前年比下落し、かつ足元 1～3 月期では下落率が拡大していることから推察されるように、国内の付加価値生産セクターでの価格転嫁能力が鈍く、名目成長率のマイナスにつながっていることも指摘できる。17 年春闘は政府の思惑とは裏腹にやや期待外れとなった模様であるが、好業績を続ける企業が賃上げに対して前向きにならない限り、経済の好循環は生まれようがないだろう。



(資料)内閣府経済社会総合研究所

なお、16 年度としては、実質 GDP が前年度比 1.3%(2 年連続のプラス)、名目 GDP が同 1.2%(5 年連続のプラス)と、いずれもプラス成長であった。一方で、GDP デフレーターは同▲0.2%、国内需要デフレーターも同▲0.4%と、いずれも 4 年ぶりの下落となった。

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

政府は16年9月、様々な弊害を生んできたとされる長時間労働を是正し、労働生産性の向上を促すことなどを目的に「働き方改革実現会議」を設置し、有識者を交えて議論を重ねてきた。17年3月には同一労働同一賃金など非正規雇用の処遇改善、罰則付き時間外労働の上限規制導入など長時間労働の是正などを盛り込んだ「働き方改革実行計画」を取りまとめた。法案化に向け厚生労働省・労働政策審議会で審議を進めており、19年度にも段階的に施行する方針である。

また、毎年6月に取りまとめられる「経済財政運営と改革の基本方針」(骨太方針)について、3月に開催された経済財政諮問会議において民間議員は、「人材への投資を通じて経済社会の生産性を上げる」という基本方針の下、社会保障の徹底した効率化、イノベーション創出・生産性向上、高度外国人材等の受け入れ、教育改革などを柱とする意見を提出している。こうした中、与党の自由民主党内では教育無償化、特に財源問題などについての議論が本格化している。幼児教育に加え、大学などを含む高等教育についても無償化を視野に入れた費用負担の大幅軽減が検討されており、その財源には数兆円が必要とされているが、具体案として「こども保険」、「教育国債」、「消費税、相続税、所得税などの増税」、「後払い方式」などが候補に挙げられている。安倍首相が表明した20年までの憲法改正においても、教育無償化は9条改正の問題とともに、主要議題になる模様であり、今後の動向が注目されている。

なお、歳出規模が97兆4,547億円と当初ベースでは過去最大となった17年度一般会計予算は3月27日に成立している。その内容を簡単に紹介すると、一般歳出の伸びは16年度当初予算から5,305億円増と、経済・財政再生計画の目安(3年で1.6兆円増のペース)を達成している。一方、歳入については、57兆7,120億円の税収を見込んでいる。新規国債発行は34兆3,698億円と、16年度当初(34兆4,320億円)から減額されるが、基礎的財政収支(PB)は10兆8,413億円の赤字と、16年度(当初見込み:10兆8,199億円)からやや悪化の見込みである。

こうした中、政府は20年度のPB黒字化という目標を今なお堅持しているが、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」によれば、国・地方の基礎的財政収支は、「実質2%、名目3%の経済成長」、「物価上昇率2%」というアベノミクスの目標が今後達成されると想定しても、20年度でも▲8.3兆円と赤字が残り、黒字化するのは25年度、との試算結果となっている。この試算の前提では、社会保障費の自然増を容認するなど、歳出改革努力が織り込まれていないなどといった、いくつかの「余地」があるとはいえ、現在の財政健全化目標は近々、抜本的な再検討が迫られるとみられる。

(2)世界経済の見通し

米国でのトランプ政権発足に加え、欧州大陸におけるポピュリスト政党の台頭、さらには中東や東アジアで高まる地政学的リスクなど、世界経済の先行きは不透明感が高い状況といえる。とはいえ、実体経済をみると、欧米諸国は概ね底堅く推移しているほか、新興国も持ち直しを再開していることもあり、世界経済は全般的に改善傾向にあるといえるだろう。

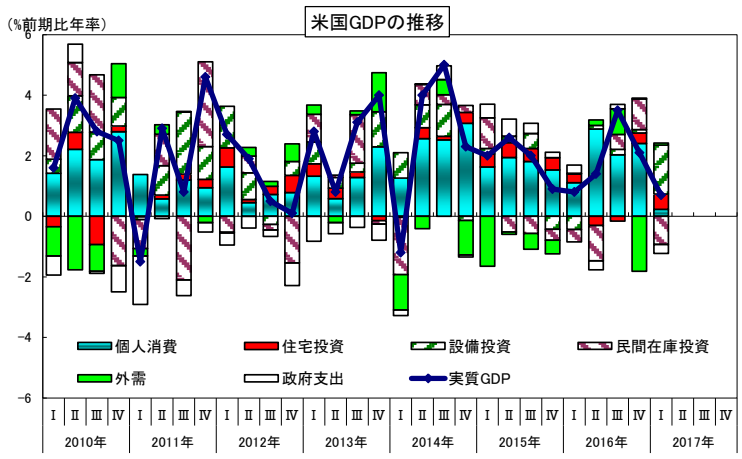
こうしたなか、4月に公表された国際通貨基金(IMF)の「世界経済見通し」では、世界経済は勢いを増しつつあり、長らく期待されていた世界経済の回復がようやく現実のものとなった、との現状認識が示されている。IMFでは、先行きは下振れリスクに対する脆弱性をいくつも抱えていることもあり、成長率の見通し自体は緩慢で勢いに欠けるとしているものの、世

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

界経済全体に回復傾向が広がっていくとの見方を示すなど、楽観的な見通しといえる。

① 米国経済

米国経済は、完全雇用に近い状況となっている雇用環境を背景に、個人消費の底堅さが概ね維持されるなど、好調に推移している。原油安とドル高の影響もあり、この数年は低調に推移してきた製造業の企業活動であったが、生産が上向いてきたほか、設備投資も足元では増加傾向を強めつつある。



(資料)米国商務省 (注)各需要項目は寄与度(前期比年率換算)

ただし、17 年 1～3 月期の実質成長率は前期比年率 0.7%と、3 年ぶりの低成長となるなど、大きく減速した。特に、個人消費が大きく鈍化したが、その原因として政府の税還付が遅れたことや天候不順などが指摘されており、これらは一時的要因と受け止められている。さらに、16 年下期にかけて積み増された民間在庫の減少(年率換算の前期比成長率に対する寄与度:▲0.93 ポイント)を考慮すると、国内最終需要は同 2%台の伸びを確保するなど、底堅いといえる。

さて、3 月は勢いの乏しさも見られた雇用統計であったが、4 月は再び勢いを取り戻したようだ。非農業部門雇用者数は前月比 21.1 万人(3 月は同 7.9 万人)へ増加、失業率も 4.4%へ改善するなど、雇用環境は良好さを保っている。最近では広義失業率(U6)も大きく低下しており、4 月は 8.6%と約 10 年ぶりの水準まで改善、FRB が懸念していた「雇用の質」の改善にも進展がみられる。賃金上昇率も一進一退を繰り返しつつも、前年比 2%台後半での推移となっている。物価についても、PCE デフレーターは連邦準備制度理事会(FRB)が目標(goal)と設定する前年比 2%に向けた動きを継続している。

一方、連邦公開市場委員会(FOMC)は 3 月に 3 度目となる利上げを決定した。同時に示された政策金利見通しや FRB 関係者の発言からは、①年間 75bp(中央値)という利上げペースは据え置く一方で、②年内には満期が到来した保有金融資産の再投資停止を通じて約 4.5 兆ドルに膨れ上がったバランスシートの縮小が望ましい、との意図が窺えた。直近発表された経済指標は強弱入り混じっているが、現時点では 6 月 FOMC での利上げの可能性は十分あるほか、年末に向けて再投資停止の思惑が高まるだろう。

さて、政権発足前から注目を集めてきた税制改革案の概要が 4 月下旬に公表された。その主な内容は、①法人税率を 15%(現行 35%)へ引き下げるとともに、レパトリに関しても 1 回限りで現行 35%よりも低い税率とする、②個人所得税について、最高税率を 35%に引き下げ(現行 39.6%)、税率区分を 10%、20%、35%の 3 段階(現行 7 段階)とする、などというものであったが、詳細はまだ明らかにされていない。なお、均衡財政主義を標榜する共和党保守派がトランプ減税に関して厳格なPAYG原則は求めていないこと、18 年秋に予定される中間選挙を前に米国民の雇用拡大などの実績作りが必要であること、などを踏まえると、一定の税制改革は実現する可能性は高いものの、オバマケア代替法案の行方(上院通過のためにはいくつかの修正が必要とされている)やロシアゲート疑惑などの処理に時間を取られれば、税制改革関連法案の成立には時間がかかる可能性がある。そのため、減税効果が出るのは 18 年以降にずれ込む可能性は高い。

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

以上を踏まえて、今後の米国経済・物価動向を予測すると、足元 4～6 月期は、消費の持ち直しや住宅投資、設備投資の増加などが期待され、一定のリバウンドがみられると思われる(なお、アトランタ連銀の GDPNow では同 4.1%と極めて高い予想値となっている一方、NY 連銀の Nowcast では同 1.9%と控えめである)。その後、金融政策の正常化に伴って、金利上昇やドル高などが想定されるものの、17～18 年にかけて潜在成長率(CBO 推計で 1%台後半)をやや上回る 2%超の成長を維持するだろう。また、18 年下期にかけては拡張的な財政政策の効果が成長率を押し上げる場面も想定される。マクロ的に見れば需要超過状態となっているとみられるが、それはインフレが加速しやすい状態でもある点に留意が必要であろう。

2017～18年 米国経済見通し

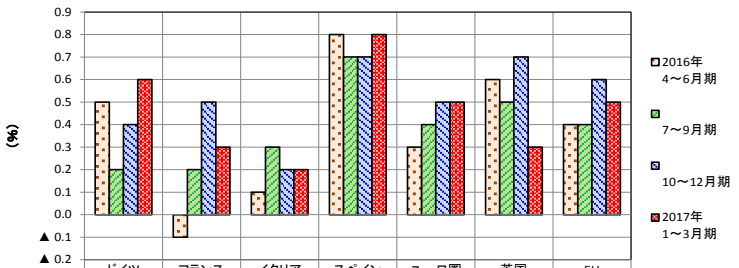
		2016年（実績）	2017年（予測）	2018年（予測）
実質GDP	(%前年比)	1.6	2.1	2.3
PCEデフレーター(コア)	(%前年比)	1.7	1.7	2.0
失業率	(%、平均)	4.9	4.5	4.3
FFレート誘導水準	(%、期末)	0.50～0.75	1.25～1.50	2.00～2.25
10年国債利回り	(%、平均)	1.84	2.45	2.91

(注)米商務省、米労働省、FRB (注)見通し期間は農林中金総合研究所による予測値。

② 欧州経済

ユーロ圏の 17 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率(改定値)は前期比で 0.5%と、前期から横ばいとなった。経済規模の大きい 4 ヶ国では、ドイツ、スペインが引き続き堅調な成長を維持したのに対し、フランス、イタリアでは成長の弱さが現れている。一方、今回、英国の成長率が低下し、欧州連合(EU)としてもやや成長が減速した。

実質GDP成長率(前期比)



	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	ユーロ圏	英国	EU
2016年 4～6月期	0.5	-0.1	0.1	0.8	0.3	0.6	0.4
7～9月期	0.2	0.2	0.3	0.7	0.4	0.5	0.4
10～12月期	0.4	0.5	0.2	0.7	0.5	0.7	0.6
2017年 1～3月期	0.6	0.3	0.2	0.8	0.5	0.3	0.5

(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

全体として、ユーロ圏では経済情勢の底堅さが明らかになってきており、今後も当面、年率で 1%台半ばでの緩やかな成長が継続するものと見込まれる。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一時は頭打ちが懸念された家計消費も、労働市場の緩やかな改善を背景に堅調さを保っている。3 月のユーロ圏の小売売上高は前月比で 0.3%の増加となったが、これは 3 ヶ月連続での前月比増加である。同月の失業率は 9.5%と前月から横ばいとなったものの、13 年以降は改善傾向が続いている。また、同月の鉱工業生産指数は前月比で 0.1%の低下となったが、前年同月との対比では 1.9%上回る水準にある。

またドイツについては、3 月の小売売上高は前月比では 0.1%の増加にとどまったが、前年同月比では 2.0%の増加となっている。同月の製造業受注指数は前月比で 1.0%の、また前年同月比で 2.4%の上昇となり、月毎の変動はやや大きいものの、ドイツ経済の堅調さが確認されている。また、同月の鉱工業生産指数は前月比で 0.4%の低下となったが、前年同月比では 1.9%の上昇である。こうしたなか、同月の輸出額は前月比で 0.4%の増加と、3 ヶ月連続での前月比増加となり、前年同月比では 4.7%の増加となっている。

ユーロ圏では、5 月のフランス大統領選挙でマクロン候補が勝利し、政治面での不透明感が大幅に軽減された。この後も 6 月にはフランスの国民議会選挙、また 9 月にはドイツの連邦議会選挙など重要イベントが続くが、今回の不透明感の軽減はユーロ圏のマクロ経済情勢には好影響を与えるものと考えられる。

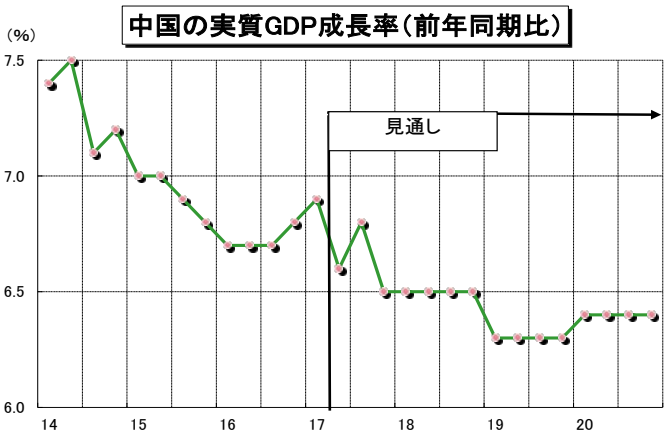
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

以上のようにユーロ圏経済の先行きに安心感が広がるなか、4 月の消費者物価上昇率は全項目で前年同月比 1.9%の上昇となっている。回復の主因はエネルギー価格の持ち直しであり、また各国間で格差も存在しているが、「2%を下回るがこれに近い水準」を維持するとする欧州中央銀行(ECB)の政策目標に近づきつつあることは確かである。ECB による資産買入れ(QE)は 16 年 12 月の理事会で 17 年 12 月まで延長されたが、その後の対応も含め、6 月の理事会で ECB が何らかの政策スタンスの変更を示すかどうかが注目されている。

一方、英国経済については、これまではポンド安に支えられ経済情勢は概して堅調であったが、既に輸入物価の上昇に伴い小売売上高の減速も現れてきている。今後は、6 月の総選挙を経て EU 離脱に関する具体的な交渉が開始されるとともに、不透明感の強まりで投資の停滞などが生じる可能性も考えられ、注視が必要になっている。

③ 中国経済

3 月上旬に開催された全国人民代表大会(全人代)で、17 年の実質 GDP 成長率の目標は前年比「6.5%前後」に設定された。16 年の目標である「6.5～7%」から引き下げられたものの、「実際の経済活動への取組みによって良い結果を得るよう努力する」という内容が盛り込まれたことから、「6.5%前後」よりやや高めの成長率、もしくは 16 年の実績である 6.7%を下回らないようにすることを目指すという当局の成長重視の姿勢が示されたと思われる。



(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

さて、4 月 17 日に発表された 17 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.9%と、7～9 月期(同 6.7%)、10～12 月期(同 6.8%)から伸び率が幾分高まった。このような成長率持ち直しの背景には、世界経済の持ち直し基調が強まったことを受けて、中国の輸出の底入れが進んだほか、不動産やインフラ整備向けの投資も拡大したことが挙げられる。

ただし、これはあくまでも中期的な減速局面にある一時的な上昇であると思われる。実際、4 月分の経済指標は持ち直しが続いているものの、同時に一服感がみられた。詳細に見ていくと、これまでの持ち直しつつあった固定資産投資は不動産・インフラ整備向けの投資が底堅く推移したものの、製造業向けが大きく伸び悩んだため、前年比 8.1%と 3 月(同 9.5%)から伸びが鈍化した。また、16 年 12 月末に小型乗用車の購入税半減という消費促進策が終了した影響を受けて、4 月の自動車販売台数は前年比でマイナスに転じたため、個人消費もやや減速した。さらには輸出の伸びも 3 月から鈍化した。

先行きの景気については、住宅価格の過度な上昇を抑制するため、住宅ローン金利の引上げ等、住宅価格抑制政策を発動することを受けて不動産向けの投資が伸び悩むほか、引締め気味な金融政策による影響、さらには個人消費を下支えしてきた自動車販売の反動減の影響がしばらく残ると見込まれることから、楽観視はできず、下振れリスクが意識される。

とはいえ、今秋頃に指導部の大幅な刷新が予想される中国共産党第 19 回全国代表大会(党大会)の開催を控えるなか、新たに設立された国家級新区である「雄安新区」への公共投資を増やすなどといった景気下支え策が想定されるため、中国を取り巻く国際的な環境が大きく変化することがなければ、17 年の下半期には成長率が 6.5%を割り込む可能性

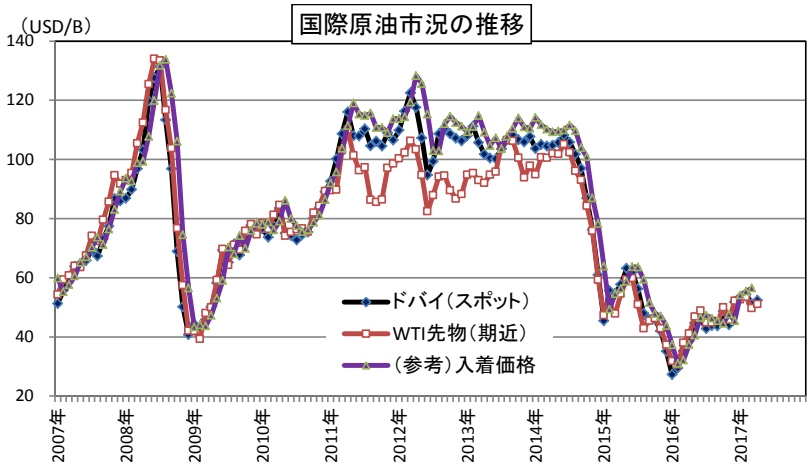
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

は低いとみられる。そのため、17 年の上半期は経済成長率が一旦高まるものの、下半期にやや低めな成長となり、年を通じては 6%半ばから後半の成長率になると予測する。目先の注目イベントは毎年 7 月に開かれる党中央政治局会議であろう。この会議では、上半期の経済情勢を振り返ってから下半期の政策方針が打ち出されると思われるため、経済政策の調整があるかどうかを注目しておきたい。また、4 月の米中首脳会談で、中国の対米貿易黒字削減に向けた「100 日計画」の策定が合意されており、通商交渉からも目が離せない。

④ 輸入原油価格の見通し

16 年 11 月に OPEC 加盟各国が 17 年上期中の原油減産(日量 120 万バレルの減産)で合意、12 月にはロシアなど主要な OPEC 非加盟国もそれに追随(合わせて同 55.8 万バレルの減産)したことを受けて、国際原油市況は持ち直し傾向を強め、12 月から 2 月にかけては 50 ドル台前半での推移を続けた。しかし、北米産のシェールオイル生産が再開していること、ブラジル・メキシコでの海底油田開発が生産コストの大幅低下に伴って活発化しつつあるなど、減産合意に参加していない国・地域の増産傾向が続いており、供給過剰状態はなかなか解消できておらず、原油価格は再び 50 ドル台を割り込む動きとなった。こうした状況を打開するため、サウジアラビアとロシアは原油減産を 18 年 3 月末まで延長することで同意、原油価格は 50 ドル台を回復した。この減産方針については 5 月 25 日に開催予定の OPEC 総会で議論される予定である。

とはいえ、原油価格を一段と押上げるのは依然厳しいとみられる。仮に減産延長が決まったとしても、過剰供給状態の解消は厳しいことに加え、OPEC 内にも増産意向を示す産油国も存在する。世界最大の確認埋蔵量を抱えるベネズエラの政情不安など、供給懸念もないわけではないが、原油価格は基本的に横ばい圏での推移となるだろう。



(資料)NYMEX、東京工業品取引所、財務省

国内への原油入着価格(CIF ベース)は、17 年は 1 バレルあたり 50 ドル前後、18 年は 50 ドル台前半で推移と想定した。

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

2017～18年度　日本経済見通し

	単位	2015年度（実績）	2016年度（実績）	2017年度（予測）	2018年度（予測）
名目GDP	%	2.7	1.2	1.4	2.2
実質GDP	%	1.2	1.3	1.4	1.5
民間需要	%	1.1	0.8	0.9	2.3
民間最終消費支出	%	0.5	0.6	0.8	1.2
民間住宅	%	2.8	6.5	▲ 1.0	3.1
民間企業設備	%	0.6	2.3	2.4	5.0
民間在庫品増加（寄与度）	ポイント	0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2
公的需要	%	1.2	▲ 0.1	1.3	▲ 0.2
政府最終消費支出	%	2.1	0.6	0.6	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 1.9	▲ 3.2	4.1	▲ 4.2
輸出	%	0.7	3.1	6.8	4.0
輸入	%	0.2	▲ 1.4	4.4	4.5
国内需要寄与度	ポイント	1.1	0.7	1.1	1.8
民間需要寄与度	ポイント	0.9	0.6	0.7	1.8
公的需要寄与度	ポイント	0.3	0.0	0.4	▲ 0.0
海外需要寄与度	ポイント	0.1	0.7	0.4	▲ 0.1
GDPデフレーター（前年比）	%	1.4	▲ 0.1	0.0	0.7
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 3.3	▲ 2.4	2.1	1.7
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.0	▲ 0.3	0.7	1.3
完全失業率	%	3.3	3.1	2.8	2.7
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 1.0	1.2	4.5	3.2
経常収支	兆円	17.7	20.0	21.5	22.3
名目GDP比率	%	3.3	3.7	3.9	4.0
為替レート	円/ドル	120.1	108.4	112.1	114.4
無担保コールレート（O/N）	%	0.03	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.29	▲ 0.05	0.06	0.09
通関輸入原油価格	ドル/バレル	49.4	47.3	50.3	52.5

（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	%	0.9	0.2	0.1	0.4	▲ 0.0	0.6	0.5	0.3	0.4	0.6	0.6	0.8	0.7
実質GDP	%	0.6	0.4	0.2	0.3	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
（年率換算）	%	2.6	1.7	1.0	1.4	2.2	1.4	1.1	0.7	1.2	1.7	1.8	2.0	2.1
民間需要	%	▲ 0.1	0.9	▲ 0.1	0.1	0.5	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
民間最終消費支出	%	0.3	0.2	0.4	0.0	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
民間住宅	%	1.1	3.1	2.7	0.4	0.7	▲ 1.0	▲ 2.0	0.1	0.3	0.5	1.5	2.0	2.8
民間企業設備	%	0.1	1.3	▲ 0.2	1.9	0.2	0.5	0.4	0.6	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.3	0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	1.1	▲ 0.8	▲ 0.1	▲ 0.5	0.1	1.3	0.5	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	1.4	▲ 1.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 0.3	0.7	▲ 1.3	▲ 3.0	▲ 0.1	6.0	2.0	▲ 2.0	▲ 3.0	▲ 1.5	▲ 0.5	0.5	0.5
輸出	%	0.5	▲ 1.4	1.9	3.4	2.1	1.5	0.9	1.0	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
輸入	%	▲ 2.0	▲ 1.1	▲ 0.2	1.3	1.4	1.3	1.0	0.8	1.0	1.0	1.2	1.4	1.6
国内需要寄与度	%pt	0.2	0.5	▲ 0.1	▲ 0.0	0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.6	▲ 0.1	0.1	0.4	0.0	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
公的需要寄与度	%pt	0.3	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.4	▲ 0.0	0.3	0.3	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
GDPデフレーター（前年比）	%	0.9	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 3.7	▲ 4.5	▲ 3.8	▲ 2.1	1.0	2.2	2.8	1.9	1.5	1.5	1.6	1.8	2.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0	1.1	1.2	1.4	1.6
完全失業率	%	3.2	3.2	3.0	3.1	2.9	2.8	2.9	2.8	2.7	2.8	2.7	2.6	2.5
鉱工業生産　（前期比）	%	▲ 0.9	0.3	1.6	1.8	0.2	1.8	0.7	0.8	1.1	1.0	0.4	0.3	1.2
経常収支（季節調整値）	兆円	5.2	4.7	4.9	5.1	5.2	5.2	5.4	5.5	5.4	5.5	5.5	5.6	5.7
名目GDP比率	%	3.9	3.5	3.6	3.8	3.9	3.8	4.0	4.0	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0
為替レート	円/ドル	115.5	108.2	102.4	109.3	113.6	111.0	112.5	112.5	112.5	112.5	115.0	115.0	115.0
無担保コールレート（O/N）	%	0.03	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.04	▲ 0.04	▲ 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	▲ 0.01	0.07	0.05	0.06	0.07	0.07	0.08	0.09	0.10	0.10
通関輸入原油価格	ドル/バレル	33.6	41.5	46.4	46.0	55.4	51.0	50.0	50.0	50.0	50.0	52.5	52.5	55.0

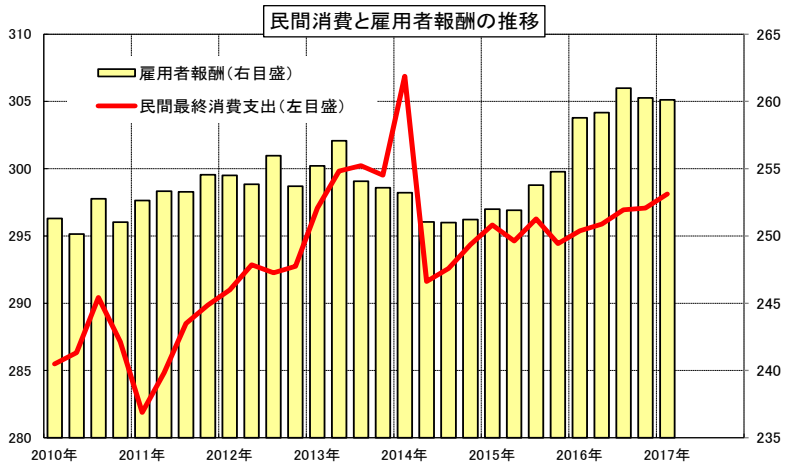
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

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. 2017～18年度の日本経済・物価見通し：

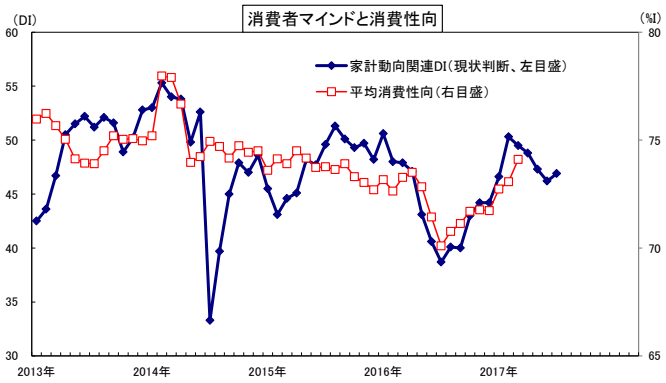
(1)経済見通し ～ 「緩やかな経済成長」が継続

冒頭で触れたとおり、国内景気は海外経済の回復を背景とした輸出増が生産・設備投資に波及している。また、数年にわたり停滞していた民間消費も耐久財の在庫調整が終了し、自動車、白物家電などの売れ行きが戻ってきた。半面、「企業から家計へ」の所得還流は依然鈍く、消費水準の底上げにはつながっておらず、ようやくアベノミクスが始動した13年前半の水準まで戻ったに過ぎない。



(資料)内閣府　(注)実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示、兆円。

さて、当総研は「①世界経済は新興国の持ち直しが強まる中、回復基調をたどっており、輸出の増加傾向が継続、それが生産活動や設備投資活動にもプラスの効果を与えていく、②17年入り後には4.1兆円の歳出増を盛り込んだ第2次補正予算の効果が出現する、③賃金上昇は非常に緩やかだが増加していることに加え、消費マインドの改善によって16年半ばにかけて低下した消費性向が先行き回復するとみられるため、消費の持ち直しが再び始まる」ことから、当面は1%超の経済成長を続けるとの経済見通しを示してきた。1～3月期の公共事業がまだ前期比マイナスとなるなど、②の経済対策の効果出現は遅れているが、今回の見通しでも基本的に上記のような景気シナリオを変更する必要はないだろう。



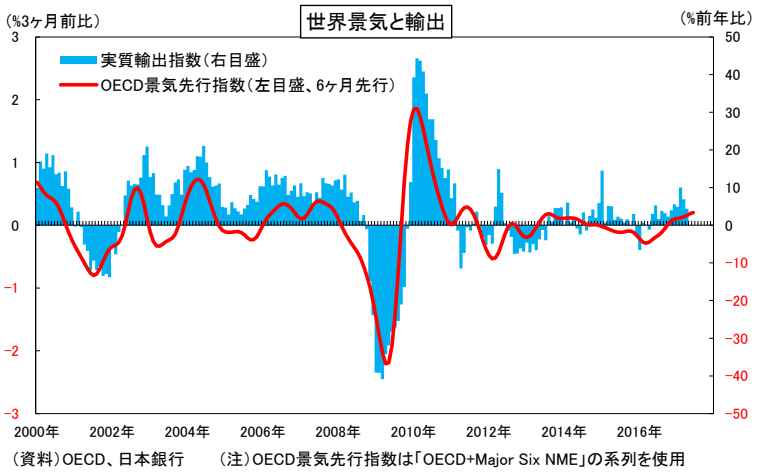
(資料)内閣府「景気ウォッチャー調査」、総務省統計局「家計調査」
(注)家計動向関連DIは3ヶ月先行　、平均消費性向は3ヶ月移動平均。

世界中が見守っているトランプ政権の動向(経済政策の内容・規模に加え、大統領弾劾の可能性も)に、日本経済もまた影響を受けることは必至であろうが、前回までの想定を踏襲する。つまり、トランプ政権の経済政策運営は、通商政策は従来よりも保護主義的なものになるとしても、それが貿易・対外投資行動などに影響が出るのは数年先であること、また、財政政策はインフラ投資の拡大や一定規模の減税策が実施されるなど景気拡張的なものとなり、さらに金融政策を掌る米FRBに対しては早急な利上げは求めないだろう。

なお、国内には目立った下振れリスクが存在しているわけではないが、このところ家計所得の改善ペースが鈍っている点には留意が必要である。とはいえ、生産活動の活性化などを受けて所定外労働時間が底入れしていること、17年春闘の賃上げ率はほぼ16年並みだった(連合集計で1.99%(前年は2.02%)、経団連集計で2.18%(同じく2.15%))とはいえ、人手不足状態が広がりを見せるなか、賃上げは強まりこそすれ、弱まる可能性は薄いだろう。消費マインド改善に伴う消費性向の復元も見られており、出遅れ感の残る民間消

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

費の持ち直しを下支えするだろう。

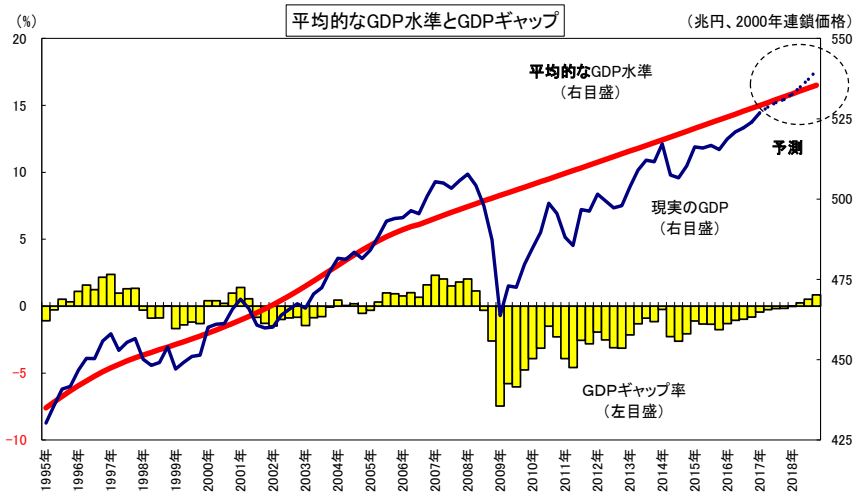


(資料)OECD、日本銀行　(注)OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

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 4～6 月期であるが、海外経済の回復が継続していることから、輸出は引き続き増加するだろう。また、実質金利が再びマイナス状態となったことも加わり、設備投資の回復を後押しすると思われる。ちなみに、17 年度の設備投資計画(全産業＋金融機関)は前年度比 1.9%(ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除くベース)と、年度入り前の初回調査にしては高い数字となるなど、企業の投資意欲は依然堅調といえる。さらに、第 2 次補正予算に盛り込まれた公的支出がようやく顕在化し、公共投資は増加に転じると思われる。民間消費も緩やかな持ち直しの動きを継続するだろう。その結果、4～6 月期の成長率は、前期比 0.3%、同年率 1.4%と、1～3 月期からは鈍化するものの、潜在成長率を上回り、かつ 6 四半期連続のプラス成長と予想する。

続く7～9月期以降についても、年度上期は引き続き経済対策に盛り込まれた公共事業が成長率押上げに貢献するほか、その効果が弱まる下期以降についても所得環境の改善を背景に民間消費が徐々にではあるが回復傾向を強め、さらには20年の東京五輪需要などに対応する設備投資需要が底堅く推移することなどにより、年率 1%程度の経済成長を達成していくだろう。この結果、**17年度の実質成長率は1.4%、名目成長率は1.4%、GDPデフレーターは前年度比 0.0%(前回予測はそれぞれ 1.4%、1.8%、同 0.3%で、実質成長率は変更なし)と予測する。**なお、失業率は 2%台後半で推移、労働需給は引き締まっていくほか、年度末までにはマクロ的な需給ギャップは需要超過状態に転じるだろう。

18 年度についても、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。それが今後の成長にとって足枷になるとの見方もあるが、企業が適正な賃上げをすることで好循環が始まれば、低生産性分野から高生産性分野への資源移転が進み、新たな成長余地が生まれてくるだろう。こうした状況の下、GDP ギャップはプラス状態を強めていくだろう。**18 年度の実質成長率は 1.5%、名目成長率は 2.2%、GDP デフレーターは前年度比 0.7%(前回予測はそれぞれ 1.5%、2.3%、同 0.7%で、実質成長率は変更なし)と予測する。**なお、18 年度下期には 19 年 10 月に予定される消費税率 10%への引上げを見据えた駆け込み需要が始まり、成長率はやや加速が見られるだろう。

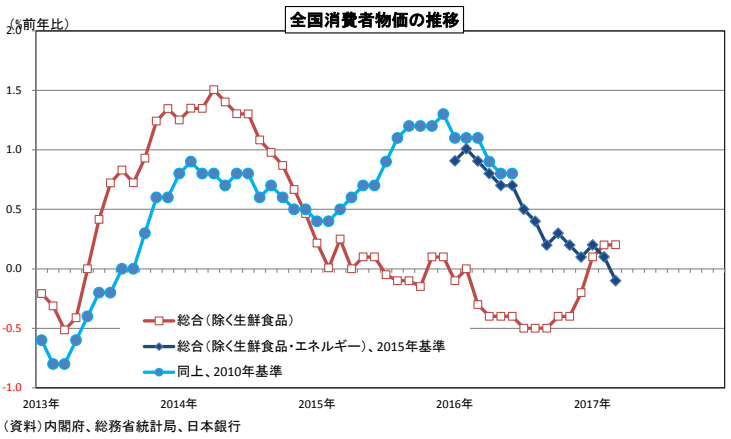


(資料)内閣府、総務省統計局のデータから作成　(注)平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成

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)物価見通し ～ 下押し圧力が解消

一方、物価情勢に関しては依然鈍い状態が続いている。3 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(コア)」は前年比 0.2%と 2 ヶ月連続のプラスとなった。しかし、日本銀行が物価の基調と見なしてきた「生鮮食品・エネルギーを除く総合(日銀コア)」は同 0.1%へ鈍化、さらには「食料(除く酒類)及びエネルギーを除く総合」では同▲0.1%と 42 ヶ月ぶりの下落に転じるなど、上昇圧力が乏しい状況にある。エネルギーの下落圧力の解消や円安による輸入物価上昇に伴い、足元の物価には上昇圧力が加わりつつあるものの、国内消費の回復力がまだ鈍いことに加え、携帯電話機などの値下げで物価指数が押し下げられている。

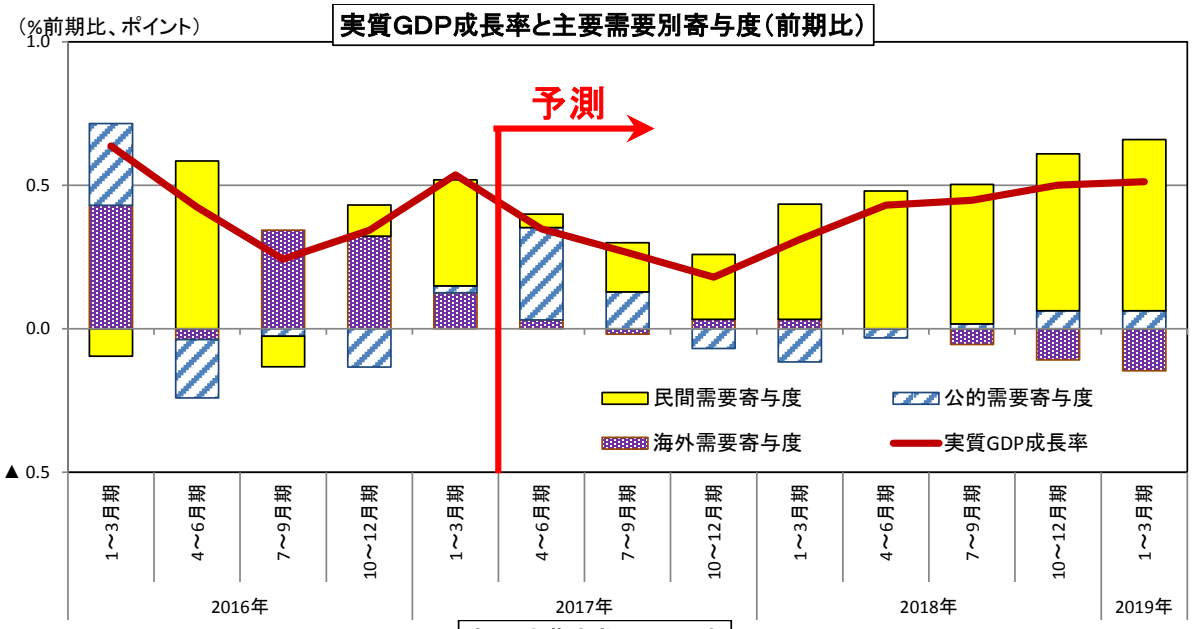


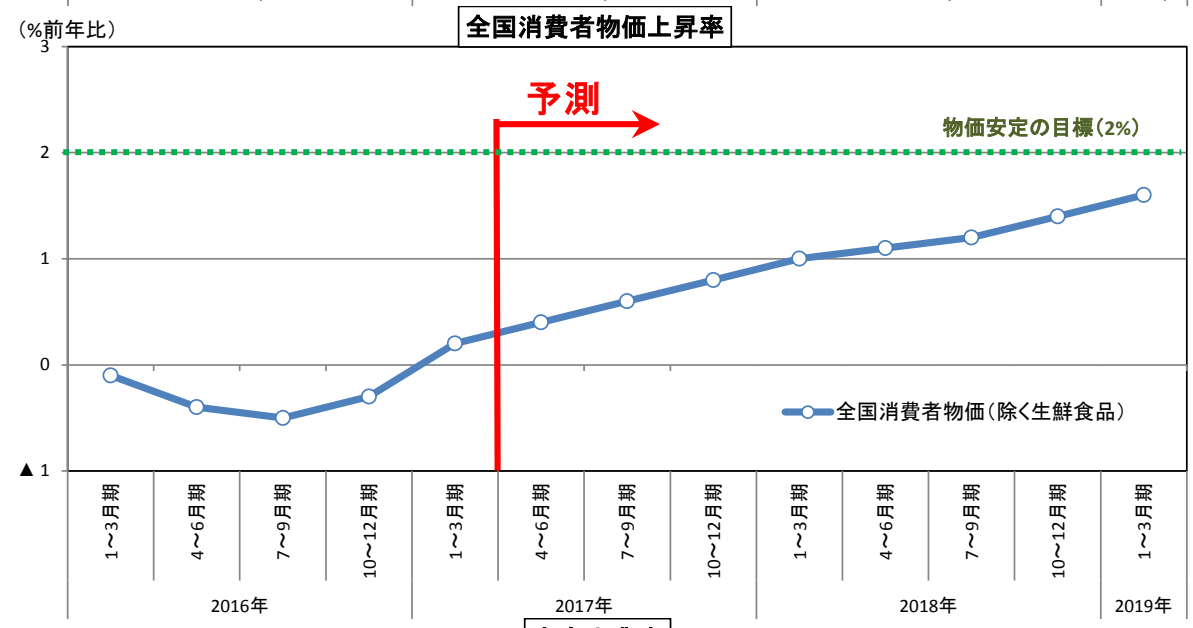
(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行

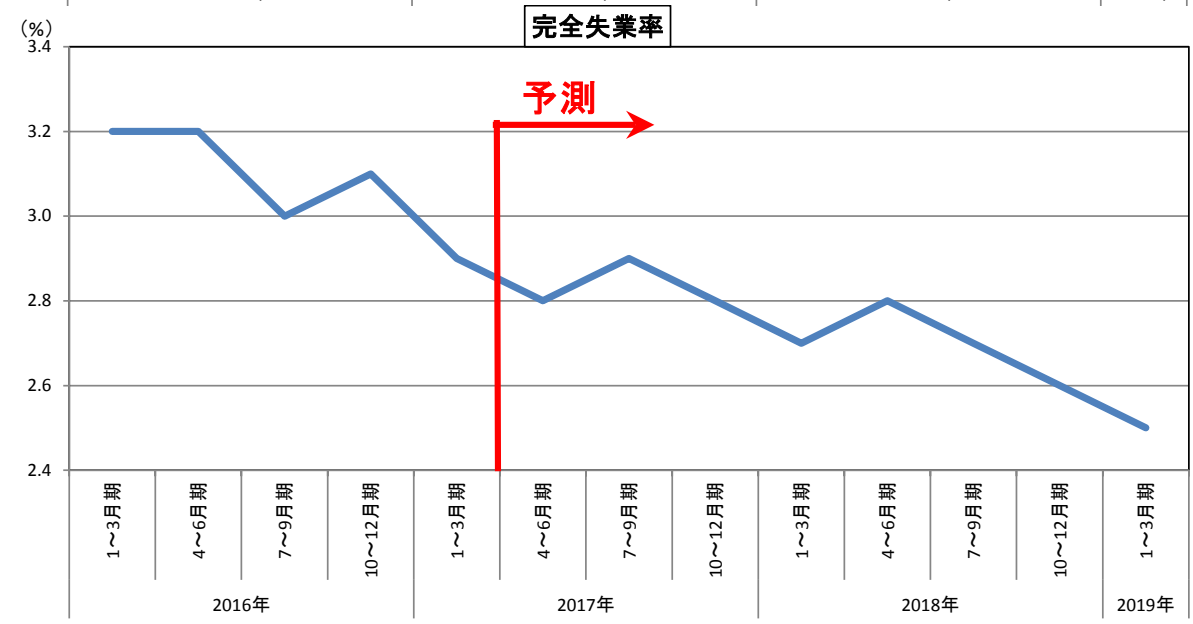
なお、先行きについては、輸入物価が上昇傾向を強めていること、電気・ガス料金などエネルギーの上昇圧力が高まっていること、さらには家計所得・消費は持ち直し傾向にあること、人手不足が深刻なサービス業での値上げ圧力の高まりなどもあり、前年比上昇幅は拡大していくと予想される。しかし、「企業から家計へ」の所得還流はまだ強まりを見せていないことから、エネルギーの押上げ効果が一巡する年度下期には前年比 1%前後で一旦頭打ち状況に陥る可能性もあるだろう。

以上から、17 年度は同 0.7%、18 年度は同 1.3%と、年度ベースでプラスに転じ、その後も緩やかに上昇率を高めていくと予想する。しかし、18 年度末でも同 1.6%の上昇と予想しており、日銀が想定する「18 年度頃」に物価安定目標である 2%に到達するのは相変わらず厳しいと思われる。

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

2017～18年度　日本経済見通し

（前期比）

	単位	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
実質GDP	%	1.3	1.4	0.8	0.6	1.5	0.8	1.2
民間需要	%	0.8	0.9	0.4	0.8	2.3	1.2	1.8
民間最終消費支出	%	0.6	0.8	0.4	0.5	1.2	0.6	1.0
民間住宅	%	6.5	▲ 1.0	▲ 1.6	▲ 1.8	3.1	1.4	5.0
民間企業設備	%	2.3	2.4	0.8	1.5	5.0	2.8	3.8
公的需要	%	▲ 0.1	1.3	1.6	0.0	▲ 0.2	▲ 0.3	0.5
政府最終消費支出	%	0.6	0.6	0.3	0.4	0.7	0.4	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 3.2	4.1	7.0	▲ 1.5	▲ 4.2	▲ 3.2	0.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.2	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 1.7	▲ 1.1	▲ 2.3
輸出	%	3.1	6.8	3.0	2.5	4.0	2.1	2.1
輸入	%	▲ 1.4	4.4	2.5	2.3	4.5	2.1	3.4
内需寄与度（前期比）	%	0.7	1.1	0.7	0.5	1.8	0.9	1.2
民間需要（〃）	%	0.6	0.7	0.3	0.5	1.8	1.0	1.1
公的需要（〃）	%	0.0	0.4	0.4	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1
外需寄与度（〃）	%	0.7	0.4	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.2
デフレーター（前年比）	%	▲ 0.1	0.0	▲ 0.3	0.3	0.7	0.6	0.7
完全失業率	%	3.1	2.8	2.9	2.8	2.7	2.8	2.6
鉱工業生産(前期比)	%	1.2	4.5	2.3	1.7	3.2	1.8	1.1
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	97.3	93.3	94.3	92.3	97.6	94.0	101.3
経常収支	兆円	20.0	21.5	10.6	10.9	22.3	11.0	11.3
貿易収支	兆円	5.7	7.3	3.5	3.8	8.4	4.1	4.3
外国為替レート	ﾄﾞﾙ/円	108.4	112.1	111.8	112.5	114.4	113.8	115.0
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	47.3	50.3	50.5	50.0	52.5	51.3	53.8

（前年同期比）

	単位	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
名目GDP	%	1.2	1.4	1.2	1.5	2.2	1.9	2.6
実質GDP	%	1.3	1.4	1.5	1.2	1.5	1.3	1.8
民間需要	%	0.8	0.9	0.7	1.1	2.3	1.9	2.7
民間最終消費支出	%	0.6	0.8	0.8	0.8	1.2	1.0	1.4
民間住宅	%	6.5	▲ 1.0	0.4	▲ 2.4	3.1	0.6	5.7
民間企業設備	%	2.3	2.4	2.7	2.1	5.0	4.1	5.9
公的需要	%	▲ 0.1	1.3	1.1	1.3	▲ 0.2	▲ 0.6	0.1
政府最終消費支出	%	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 3.2	4.1	3.1	4.3	▲ 4.2	▲ 5.7	▲ 2.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.2	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 1.7	▲ 1.1	▲ 2.3
輸出	%	3.1	6.8	8.7	5.2	4.0	4.2	3.8
輸入	%	▲ 1.4	4.4	4.4	4.3	4.5	4.0	5.0

国内企業物価　（前年比）	%	▲ 2.4	2.1	2.5	1.7	1.7	1.6	1.9
全国消費者物価（〃）	%	▲ 0.3	0.7	0.5	0.9	1.3	1.1	1.5
完全失業率	%	3.1	2.8	2.9	2.8	2.7	2.8	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	1.2	4.5	5.0	4.0	3.2	3.5	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