潮　流

ヨーロッパの国民意識における「変化」と「不変」

理事長　皆川　芳嗣

7 月に二年ぶりにヨーロッパを訪問する機会を得た。二年前にはまさかイギリス国民が EU からの離脱を選択するなどという事を誰も想像できなかった。今回大陸側とイギリス側の双方を訪れ Brexit がどう受け止められているか現地駐在の日本の大使、金融機関の幹部に質問を試みた。

その際私なりに二つの仮説を立ててみた。一つ目は「英仏、仏独の歴史的関係を遡ると、EU の根幹をなしているように見える仏独の紐帯はそれ程強固なのだろうか？かつての連合国の血の絆が国民心理の奥に生きているのではないか？」というものだ。かつてヨーロッパ諸国に戦争の嵐が吹き荒れた時代、その中心には遅れて登場した帝国主義国ドイツがいた。1871 年フランスは普仏戦争に敗北しベルサイユ宮殿でドイツ皇帝即位式典を挙行されるという屈辱を味わった。1914 年から丸 4 年続いた第一次世界大戦でフランスはドイツの猛攻に西部戦線を支えきれず英米に支えられて辛うじて戦勝国に名を連ねた。1939 年からの第二次世界大戦ではヒトラードイツが大陸を席巻しフランスは敗北、占領を余儀なくされた。これを救ったのもチャーチル率いるイギリスの粘りとアメリカの参戦であった。フランスにとってまさに三戦連続の敵であり、戦後ヨーロッパの平和と安定にとっても 潜在的な脅威と思われていたのがドイツなのであった。

二つ目の仮説は「イギリスの経済は EU 市場と不可分に結びついており、そこから離脱して展望が開けるわけが無い。離脱交渉の進展と共に EU サイドがいいとこ取りを許す筈が無いことが徐々に国民にも浸透して、結局はイギリス国民も一時の気の迷いから目覚め EU 残留へと舵を切り直すのではないか？」イギリス経済は現時点で好調である。しかし 1970,80 年代にはヨーロッパの病人呼ばわりされていたのだ。サッチャー革命による構造改革と 1973 年の EU 加盟が無ければ英国病は克服できなかったのでは無いか。さらに言えば、EU の経済・政治の統合の中で、イギリスは既にシェンゲン協定への留保をはじめいくつもの例外を認められているのである。

これらの仮説への答えは以下のようなものであって、私の見立ては二つとも大きく外れたのであった。一つ目のヨーロッパにおけるドイツ脅威論と英仏関係であるが、フランス駐在の大使が上手に解説してくれた。「独仏の「和解」に向けた取り組みは戦後復興期にアデナウアー、ドゴールという両国の傑出した政治指導者が開始し、強固な意思の下に歴代指導者が継続して行ってきた。例えばナチスドイツが行った虐殺の地を両国の首脳が訪れ不戦を誓うといった国民に見える形で繰り返し取り組まれてきたのだ。その結果、今ではヨーロッパは運命共同体であるという意識が両国の国民に深く浸透していると思う。一方、英仏関係について仏側の深層心理をうかがわせるエピソードがあるので紹介する。私がパリから 100K m程離れたある市の市長と話していた時「この街はある国に包囲され、せん滅の危機にさらされたことがある。ある国とはどこと思うか？」ときくのである。フン族やオスマントル

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

コではないしドイツも違うよなと考えていると彼が答を言った。「100 年戦争の時のイングランド（イギリス）だよ。」と言うのだ。「実はフランス 1000 年の歴史を振り返るとイギリスとは宿敵の関係が長く続き、その想いはジャンヌ・ダルク崇拝のような形でフランス国民の心の奥底に今も眠っている。」というものであった。

二つ目のイギリスが「過ち」に気付き EU 残留へと舵を切り直すかどうかについては、イギリスに駐在する大使、金融機関の関係者が口をそろえて「まず無い」と明快に言うのであった。「イギリスはナポレオンにもヒトラードイツにも屈しなかったヨーロッパ唯一の国である。なぜそんな戦勝国の我々がヒザを屈して（敗戦国で構成された？）EU ふぜいにお願いをしなければならないのか？ EU が何でもしますから是非とどまって下さいとお願いに来る筋合いではないか」「ロンドンの街中を走っている高級車の多くはベンツである。イギリスがベンツを買わなくなって困るのはドイツだ。」こんな意識がまだまだ強くあるのが現状であった。

Brexit を巡っては2年間という交渉の時計の針が動き出してしまっている。解決しなければならない課題は山のようにあるが、交渉当事者も夏休みは欠かさないようで、全くアセリは感じられない。ヒトラードイツの空襲を耐え切ったイギリス国民である。離脱に伴う苦難の道を変わらずに歩み続けるのか、いや見事な変化技を繰り出すのか今後も目が離せない。

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

情勢判断

国内経済金融

中速ギアへシフトアップした日本経済

～一方、北朝鮮リスクへの警戒から、円高･株安が進行～

南　武志

要旨

米トランプ政権の高官が相次いで辞任、政権運営に対する懸念が広がったほか、8 月に入り北朝鮮情勢を巡る情勢が緊迫化し、円高･株安が進むなど、不透明感が高まっている。しかし、実体経済に目を向けると、世界経済の持ち直しが進行する中、消費、設備投資の自律回復傾向が強まっており、全般的に好循環に向けた動きが散見される。実際、4～6 月期の GDP 成長率は年率 4%と、主要先進国で最も高い伸びとなった。設備投資は中期的な拡大局面に入っているほか、労働需給の持続的な引き締まりが賃上げ率を徐々に高め、それが消費押上げに貢献していくとみられることから、当面は景気改善が継続するだろう。

一方、物価上昇テンポは相変わらず鈍く、日本銀行の物価安定目標の達成時期は未だに見通せる状況にはない。そのため、長期金利をゼロ%に誘導する等の現行政策はしばらく継続されるだろう。

図表1　金利･為替･株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2017年			2018年	
			8月（実績）	9月（予想）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	-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	(%)	0.015	-0.05～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15
	5年債	(%)	-0.135	-0.20～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00
為替レート	対ﾄﾞﾙ	(円/ﾄﾞﾙ)	109.7	105～115	105～118	105～118	105～118
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	129.2	125～140	125～140	125～140	125～140
日経平均株価		(円)	19,401	19,750±1,500	20,250±1,500	20,500±1,500	20,750±1,500

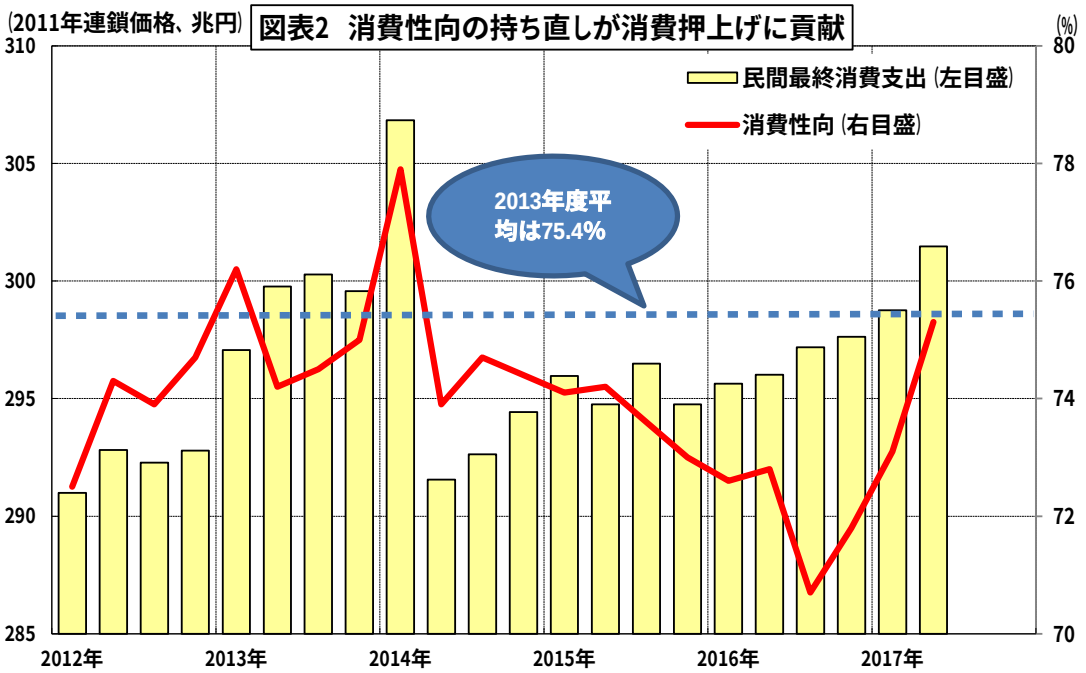
（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2017年8月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

再浮上した北朝鮮リスク

8 月に入り、北朝鮮情勢が再び緊迫化、金融市場でもリスク回避的な行動（円高ドル安、株安）が強まる場面が散見されている。相次ぐ弾道ミサイルの発射実験や、核弾頭の小型化に向けて最終段階ともいわれる核開発を巡り、国際連合・安全保障理事会は 8 月 5 日に新たな制裁決議を全会一致で採択したものの、上述の核・弾道ミサイル開発を一向にやめる気配がない。8 月上旬には、トランプ米大統領が過激な表現で北朝鮮に警告、それに対して北朝鮮が米領グアム沖近海に向けた 4 発の中距離ミサイル発射計画を 8 月半ばまでに用意すると発表した。さらに、それに対してトランプ大統領が軍事的な報復を示唆するなど、米朝間での挑発・威嚇の応酬がエスカレートした。

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

もちろん、北朝鮮が本気で米国と事を構えようとしているわけではなく、米国を直接交渉のテーブルに引きずり出すためのブラフに過ぎないことは米国自身も十分認識しているはずだ。北朝鮮の崩壊を中国・韓国・ロシアは歓迎しない（中国は米軍との直接対峙を望んでいない、韓国は北朝鮮からの難民受け入れに及び腰など）ことを前提に、北朝鮮はこれらの国々は見捨てないと足元を見透かした交渉を続けているが、北朝鮮の真の狙いは現体制を維持したうえで、有利な経済支援を引き出すことである。実際、8月中旬には米朝ともに態度の軟化もみられた。とはいえ、今後とも偶発的な事件・事故が発生する可能性は拭い去れないのも確かである。8月21日からは米韓合同軍事演習が始まった（～31日）ほか、9月9日には北朝鮮・建国記念日を迎えるが、1年前にはそれぞれ弾道ミサイルの発射や核実験を行っているだけにしばらく緊張が高い状況が続きそうだ。



図表2　消費性向の持ち直しが消費押上げに貢献

（資料）内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局　（注）消費性向は2人以上世帯（勤労者）

景気の現状：4～6月期は年率4%成長

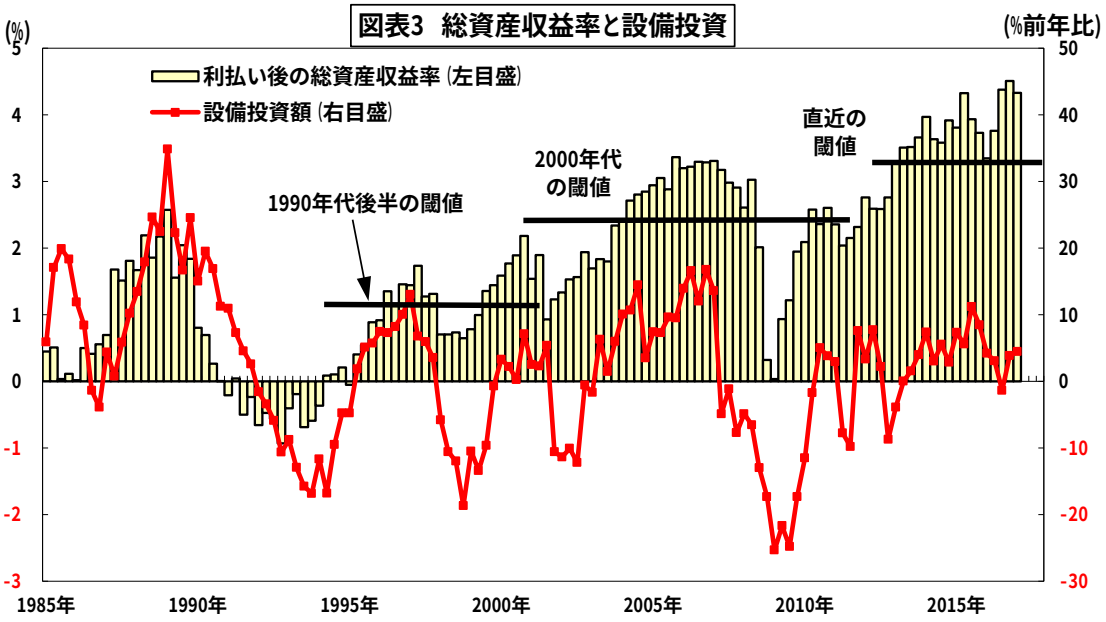
さて、国内景気に目を転じると、民間最終需要の自律回復が強まってきた印象を受ける。4～6月期のGDP第1次速報（1次QE）によると、実質GDPは前期比1.0%（同年率4.0%）と、主要先進国で最も高い成長率を達成した。中身をみると、過去3四半期の成長の立役者であった輸出が前期比▲0.5%と減少に転じたものの、それを補って余りあるほどの勢いで民間消費（同 0.9%）、企業設備投資（同2.4%）が増加したほか、16年度第2次補正予

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

算に盛り込まれた経済対策の効果がようやく顕在化した（公的需要は同 1.3%）。

今回の 1 次 QE からは、消費税増税後に大きく悪化し、その後の持ち直しもままならなかった民間消費がようやく 13 年下期の水準まで回復したことも確認できた。消費が大幅増となった背景には、耐久財やサービス消費が堅調だったことに加え、平均消費性向の回復が指摘されている。家計調査（2 人以上世帯・勤労者）によれば、15 年前半まで 74%台で安定推移していた消費性向が 16 年 7～9 月期には 70.7%へ低下し、消費抑制に働いたが、その後は持ち直しに転じ、17 年 4～6 月期には 75.3%と、消費税率が引き上げられる前の 13 年度（75.4%）の水準まで戻ったことが見て取れる。この消費性向が高まる過程で、所得を上回る消費増加が実現したといえるだろう。

図表3　総資産収益率と設備投資



（資料）財務省・内閣府資料より作成
（注）利払い後の総資産収益率＝（経常利益+支払利息等)/総資産－借入金利

景気の先行き：改善傾向は継続

先行きについては、景気改善がしばらく継続するとのこれまでの見方に変更はない。もちろん、高成長だった 4～6 月期の反動から、7～9 月期の大幅減速は不可避であろう。上述した消費性向の復元プロセスもすでに終焉したほか、7 月の乗用車販売台数も不調であった。また、夏場の天候不順の影響も懸念される。しかし、このように想定される消費鈍化が先行きの景気低迷を意識させるものにはならないだろう。賃上げ率は依然鈍いものの、労働需給の持続的な引き締まりは雇用者報酬を着実に増加させているから

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

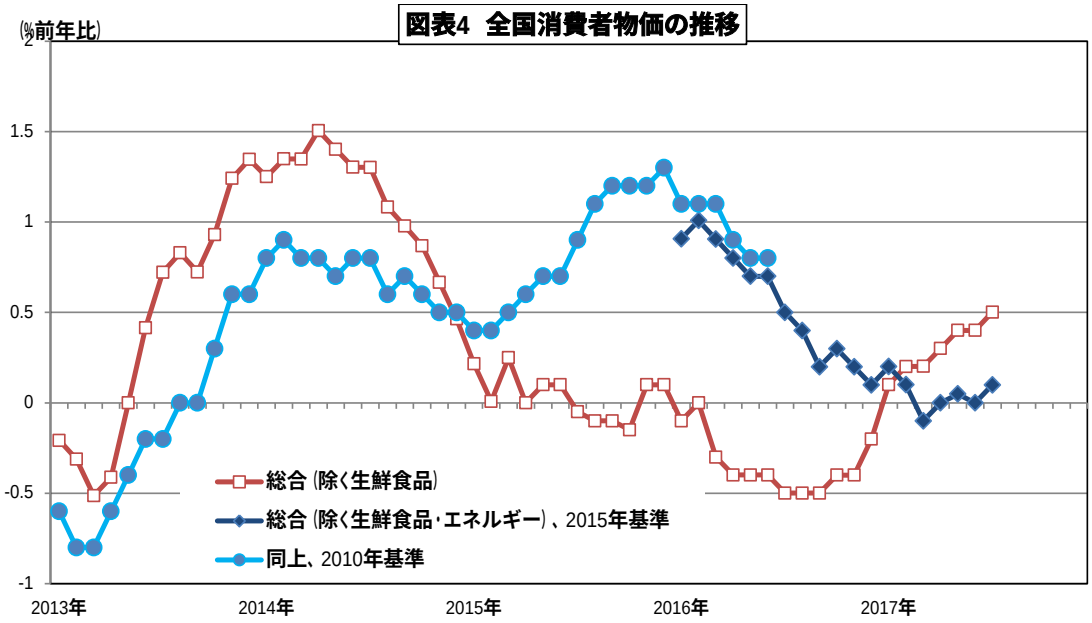
だ（過去 2 年間で年率 2.1%の増加（実質ベース））。

さらに、民間設備投資は中期的な拡大局面に入っている可能性が高い。そもそも、企業の収益率は十分に高まっており、設備投資は出やすい環境にある。また、更新需要に加え、省力化・省人化投資ニーズは高まっているほか、3 年後に迫った東京オリパラ向けの特需も期待される。日本銀行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」によって実質金利のマイナス幅が拡大しつつあることもプラス材料であろう。

その半面、公的需要については失速が見込まれる。17 年度は財源も乏しいことから、災害復旧以外の追加的な財政支出は見送られる公算が高く、年度下期は成長押下げ要因に転じるだろう。外需もまた概ねマイナスの寄与度が続きそうである。世界経済が緩やかなペースで成長すると想定されることから輸出は増勢を維持する一方、近年の輸入弾性値上昇や国内需要の堅調さから、輸入はそれ以上の増加傾向を示すとみられるからだ。

当総研では 4～6 月期の 1 次 QE 発表を受けて、「2017～18 年度改訂経済見通し」（後掲レポートを参照のこと）を取りまとめたが、前述の通り、7～9 月期には一旦反動減が出るほか、年度下期には公共事業が減少に転じるとみるが、民間消費や民間設備投資といった民間需要の自律回復プロセスが始まっていることもあり、17 年度は 1.8%成長、18 年度も 1.2%成長と、基調として潜在成長力を上回る成長が続くと予測している。

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

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

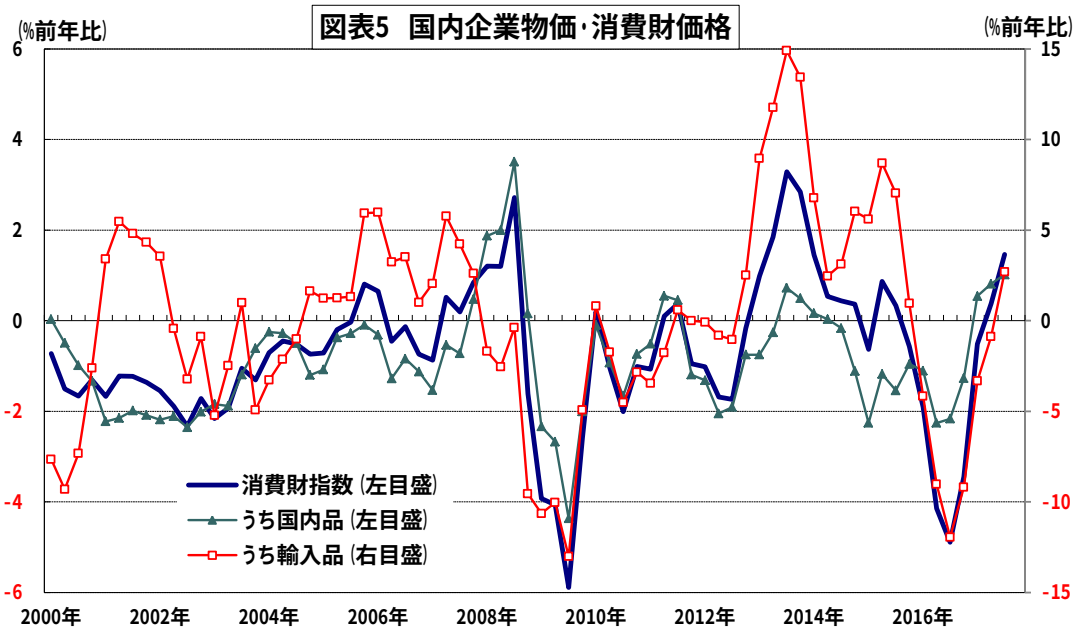
物価動向：依然乏しい上昇圧力

一方、物価上昇率は17年に入ってからはプラス圏での推移となっているが、その上昇テンポは鈍いままである。全国7月の「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比0.5%と、上昇率は5、6月（同 0.4%）から僅かに高まった。しかし、エネルギー要因で押し上げられている側面が強く、「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同 0.1%と 5 ヶ月ぶりのプラスとなったものの、上昇圧力は乏しい。なお、消費のベース部分の需給環境を反映するとされる「食料（酒類を除く）・エネルギーを除く総合」に至っては同▲0.1%と 6 ヶ月連続の下落である

内容をみると、エネルギー（電気・ガス料金、石油製品）は国際原油市況の回復に伴い、全国コアの上昇率のプラス転換に大きく貢献してきたが、その押上げ効果は一巡しつつある。一方で、消費者物価の川上に位置する企業物価の消費財指数からは、昨秋以降の円安によって上昇幅拡大に向けた動きが見て取れる。実際、輸入消費財指数（7月）は前年比2.7%へ加速しており、エネルギーに代わって物価押上げの牽引役となってきた。

先行きについては、しばらくは輸入物価が上昇傾向を強めつつあること、そして民間消費の持ち直しが本格化しつつあることにより、前年比上昇幅は緩やかに拡大していくことが予想される。しかし、日本銀行が目指す 2%の物価上昇に見合う賃上げが実現するような兆しがないことから、物価上昇ペースは非常に緩やかな状態が続くだろう。

図表5 国内企業物価･消費財価格



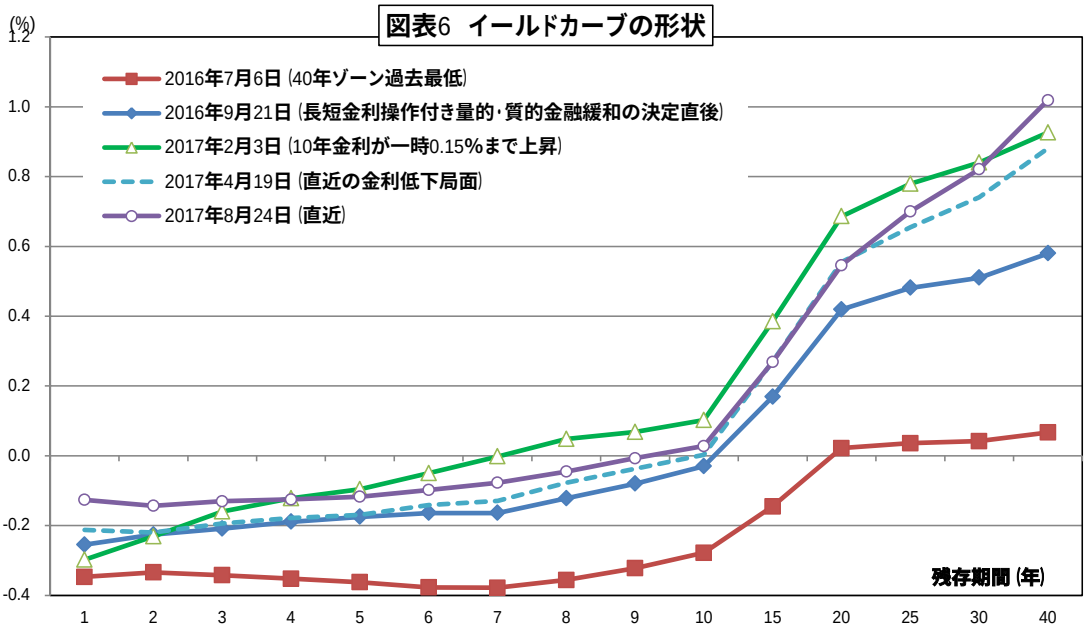
（資料）内閣府、総務省、日本銀行

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：しばらくは現状維持

7 月 19～20 日に開催された日本銀行・金融政策決定会合では、同時に公表された展望レポートでの物価見通しが下方修正されたほか、物価安定目標の達成時期を 6 度目となる先送りをしたにもかかわらず、16 年 9 月に導入された長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）の継続が決定された。日銀は物価安定目標を早期達成することを自ら課していることから、物価上昇が鈍いことを踏まえれば、かつてであれば、追加緩和措置と組み合わせても不思議はなかったが、2%の物価安定目標に向けたモメンタムは維持されているとの判断から、現時点での政策変更は必要なしとの判断に至ったとされている。すでに金融市場では 16 年 9 月の QQE+YCC 導入によっては物価安定目標の達成は持久戦を意識したものになっていると受け止められているが、7 月の物価安定目標の達成時期先送りもあり、現行の緩和措置は当面続くとの見方が強い。

図表6 イールドカーブの形状



（資料）財務省

「金利目標」、「量（メド）」とも当面維持

一方で、「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、さらには長期金利の操作目標（現行ゼロ%程度）の行方に対しても市場は注目している。すでに操作目標は「量」から「金利」に戻されており、最近の増加ペースは 80 兆円を明らかに下回っており（営業毎旬報告（7 月 31 日現在）によると日銀の保有する長期国債残高は前年 7 月末から 66 兆円増）、いずれ減額もしくは敢えて金額を明示しなくなる、といった見方も少なくない。

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

また、長期金利の操作目標も、海外からの上昇圧力や国内である程度物価上昇率が高まれば、引き上げざるをえないとの見方もある。しかし、日銀は、物価上昇が見通されている中、10年金利をゼロ％程度で誘導すれば、実質金利（　名目金利－物価上昇率）水準をマイナスと想定される自然利子率以下に誘導することが可能となり、それ自体が景気刺激効果をもつことから、ゼロ％誘導を粘り強く継続する可能性が高いと思われる。

金融市場：現状・見通し・注目点

政策の正常化を本格着手しようとする米連邦準備制度（FRB）に続き、欧州中央銀行（ECB）も大規模緩和の幕引きの動きを模索し始める中、米トランプ政権内の混乱や北朝鮮リスクへの警戒が強まったことから、直近の金融市場では「円高・株安・金利低下」といったリスクオフの流れが強まった。

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

足元は金利低下傾向

13年4月の量的・質的金融緩和の導入に伴い、日銀は大量の国債買入れを実施してきた。資金循環統計によれば、16年度末の日銀の国債保有残高は387兆円（4年で293兆円の増加）で全体の4割を保有している計算になる。こうした大量買入れが国債需給を引き締めたほか、16年2月以降はマイナス金利政策が導入されたことで、金利水準は大きく低下、長期金利の指標である新発10年物国債利回りは2～11月にかけてマイナス状態が続いた。その後、トランプ相場（11月中旬～）の開始とともに長期金利はプラス圏に浮上したが、時折、海外（特に米国）の金利上昇につられて国内の金利上昇圧力が高まる場面もあるが、日銀は「10年ゼロ％」と設定した長期金利操作目標を死守すべく、指値オペや国債買入れ額の増額などで抑制に努めてきた。そのため、17年入り後の長期金利は概ね0～0.1％のレンジ内で推移してきた。一方、超長期ゾーンの上昇圧力は残っており、例えば40年国債の利回りは4月の金利低下局面と比べて10bp超の上昇と、スティープニングが進んでいる。

なお、直近では、米FRBの次回利上げ時期の先送り観測、北朝鮮リスクへの警戒に伴う円高・株安などを受けて、10年国債の利回りは再び0％に向けて金利低下が進んでいる。

長期金利は当面

先行きについては、米国では今後とも金融政策の正常化を続け

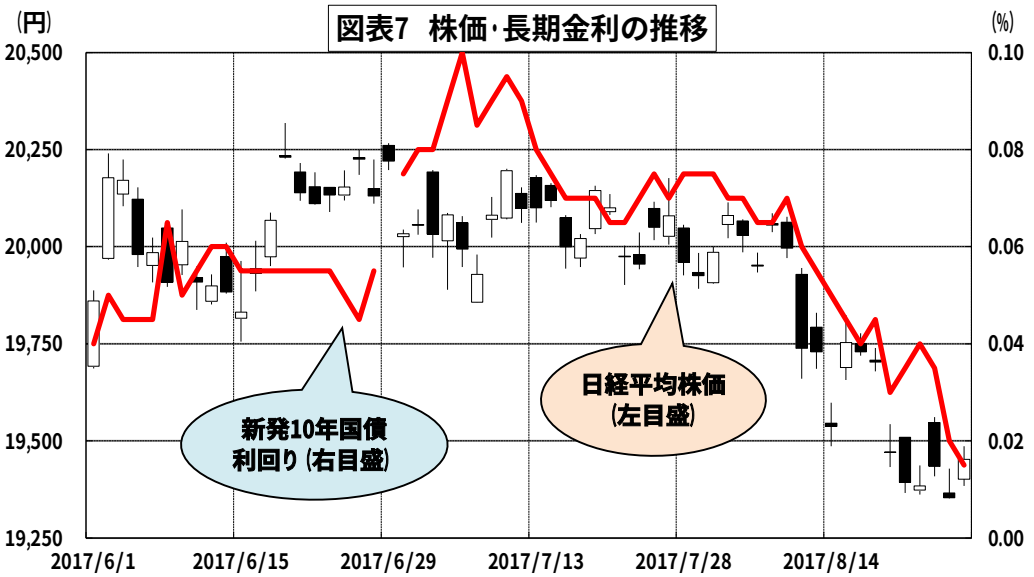
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

ゼロ％近傍で推移

る可能性は高いとみられ、早ければ9月FOMCでバランスシートの縮小開始を決定する可能性はある。国債などの再投資停止に伴ってFRBが目論む「年3回の利上げペース」は鈍る可能性もあるが、米長期金利には一定の上昇圧力が加わるとみられる。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上昇要因となることは間違いない。

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可能性はかなり低いだろう。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とみられるからだ。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。

図表7　株価･長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　（注）6/29の新発10年国債は出合いなし

北朝鮮リスクが一服すれば株価は持ち直しへ

② 株式市場

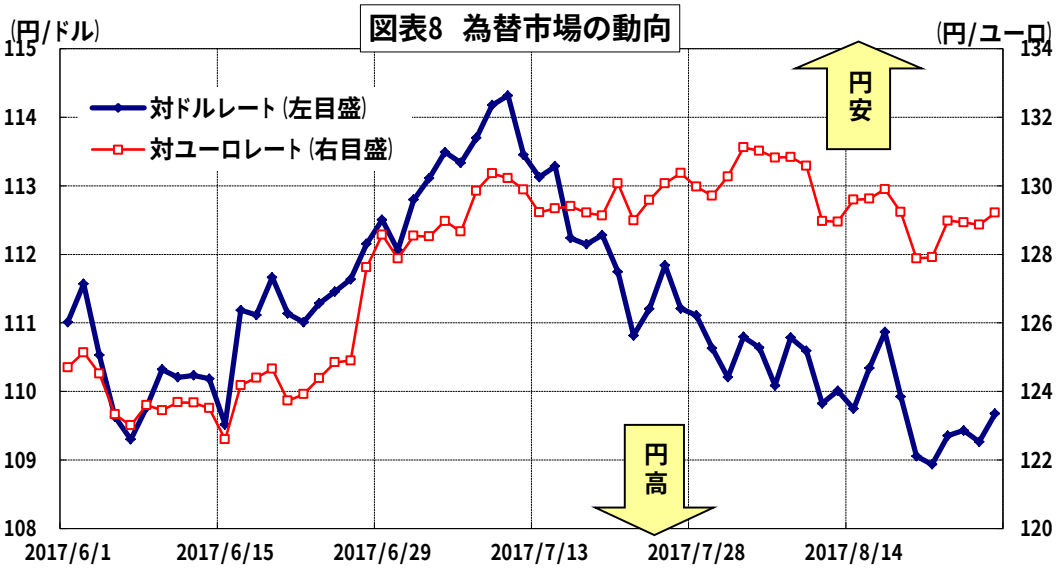
16年11月からのトランプ相場を受けて、日経平均株価はそれまでの16,000円台から19,000円台に上昇したが、その後は上値の重い展開が続いた。しかし、欧州での政治リスク後退や堅調な企業決算を背景に史上最高値を断続的に更新する米株価を受けて、6月には1年半ぶりに20,000円を回復し、その後も7月にかけて20,000円台を固める動きが続いた。しかし、8月に入ると、北朝鮮リスクの再浮上やトランプ政権の混乱などで円高が進行、それが嫌気されて直近は19,000円台前半まで下落している。

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

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

いえ回復基調にあること、さらに日銀が QQE+YCC の一環として年 6 兆円のペースで ETF 買入れを継続していることもあり、北朝鮮リスクなどが沈静化しさえすれば、株価は再度持ち直し基調を強めるものと予想する。

図表8 為替市場の動向



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

根強い円高圧力

③ 外国為替市場

16 年 11 月の米大統領選でトランプ氏が勝利したことで、積極的な財政政策運営への期待が高まったことから、対ドルレートは再び円安ドル高傾向が強まり、一時は 120 円を窺う動きも見せた。その後は米国の利上げ観測などが材料視され、概ね 110 円台前半で推移しているが、地政学的リスクや米国の先行き不透明感の高まりなど、リスクオフの流れが強まる場面では 110 円割れとなるなど、一定の円高圧力を保ったままでの推移が続いている。6 月下旬から 7 月上旬にかけては欧米中央銀行からのタカ派的な発言を材料に円安に振れる場面もあったが、8 月入り後は、米トランプ政権内部の混乱、北朝鮮リスクへの警戒などでリスク回避的な円高圧力が高まっており、110 円割れで推移している。

先行きについては、国内では強力な金融緩和策が継続される半面、米国では金融政策の正常化に向かうなど、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。また、トランプ大統領が公約として掲げた大型減税が実現すれば、金利上昇を促し、ドル高圧力が高まる可能性がある。しかし、足元では米利上げペースは緩慢との予想が根強いほか、大型減税の実施時期が見えない状況である。そのため、基調として

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

は 110 円を中心とした展開が続くとみるが、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

一方、対ユーロでは、ECB が今秋にも量的緩和の縮小について議論する方針であることもあり、対ドルほどの増価は見られていない。リスク回避的な円買いニーズは根強いとはいえ、ECB による大規模緩和の幕引きに向けた動きと交錯する格好となっており、この 2 ヶ月間は 130 円前後でのもみあいが続いている。なお、ECB の緩和縮小に向けた動きが明確化すれば、ユーロ高がもう一段進む可能性があるだろう。

（17.8.25 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

消費主導で景気拡大が持続する米国経済

～白人至上主義への対応をめぐり、トランプ政権は一時混乱～

佐古　佳史

要旨

米国経済は雇用者の増加を伴いながら、消費主導で景気拡大が持続すると思われる。

7月のFOMC議事要旨から、インフレ率の鈍化にこれまで以上に懸念が示されていたことが明らかとなり、年内の追加利上げ観測が後退した。

白人至上主義をめぐり混乱したトランプ政権であったが、首席戦略官バノン氏の解任により、政権運営は安定すると期待されている。しかし、早ければ10月初めとされるデフォルトの回避に向けた債務上限引き上げについての合意は難航する可能性もある。

北朝鮮の地政学的リスク

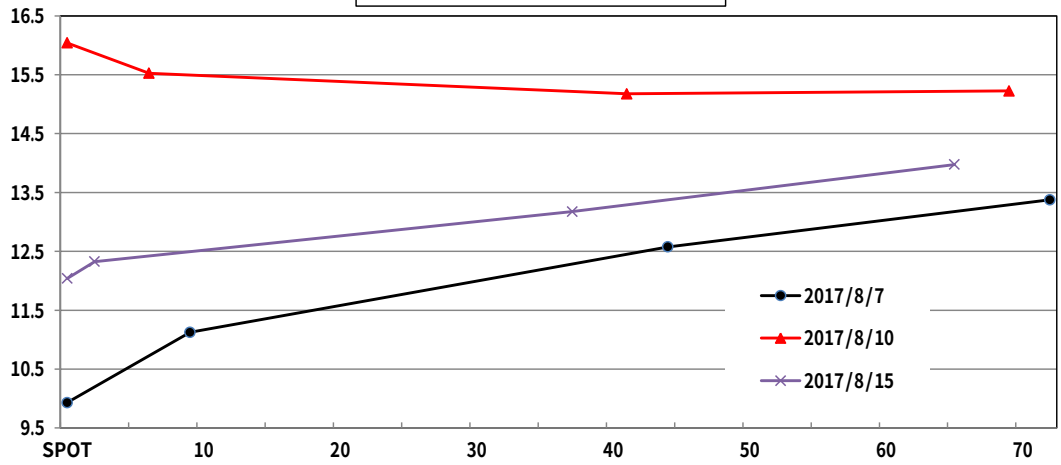
大陸間弾道ミサイルの発射実験を行う等、米国への挑発行為を続ける北朝鮮に対して、トランプ大統領は8月8日に、北朝鮮は挑発行為をやめるべきであり、さもなければ「炎と怒り（fire and fury）」に見舞われるであろうと述べた。これに反発する形で、9日には北朝鮮の国営メディアが、北朝鮮は米領グアム沖へのミサイル発射計画を検討していると報道し、市場では北朝鮮の地政学的リスクが再び意識され始めた。10日にトランプ大統領が「北朝鮮が起こり得ないと思っていたようなことが同国に起こるだろう」との発言から米朝間の緊張がさらに高まり、11日にはスポットVIX(注1)が一時17.28まで急上昇するなか、米国株は急落した。その後、米国国防当局者が、北朝鮮問題は話し合いでの解決が望ましいとの発言をしたことや、15日に朝鮮人民軍首脳からミサイル発射計画の報告を受けた金正恩委員長が「米国の行動をもう少し見守る」と述べたとの報道を契機に米朝間の緊張は一旦和らぎ、VIXも12台へと低下した。しかし、21日から予定通り実施されている米韓合同軍事演習への北朝鮮の反発や、25日の先軍節、9月9日の建国記念日にも引き続き注意する必要がある。

さて、VIXの期間構造(注2)に目を向けると、8月10日にスポットVIXが急騰し、期近の方が期先よりも値が高くなるバックワーデーションの状態になっていた。これは、市場において直近30日間の不確実性が認識されていたと同時に、今回の混乱はしばらくすると落ち着くと認識されていたと解釈できる。15日には米朝間の緊張が緩和し、VIXの期間構造は期近の方が期先よりも値が低く

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

なるコンタンゴの状態（注3）に戻り、市場は落ち着きを取り戻したと解釈できる。

図表1　VIXの期間構造の推移



(資料) シカゴオプション取引所、Bloombergより農中総研作成

（注1）スポットVIXはS&P500を対象とするオプションの値動きを元に算出される指数であり、今後30日間の株価の変動の推定範囲（インプライド・ボラティリティ）を表している。

（注2）VIXには先物が存在し、将来時点から向こう30日間のインプライド・ボラティリティを表している。

（注3）市場が落ち着いている際のVIXの期間構造はコンタンゴの状態であり、将来の株価の変動が現在よりも大きいと考えられていると解釈できる。

トランプ大統領は孤立するも、税制改革は前進か

北朝鮮の地政学的リスクが後退しつつあった12日、米南部のバージニア州シャーロッツビルでは、白人至上主義者とそれに反対するグループが衝突し、1人が死亡する事件が発生した。それについて、白人至上主義者を強い口調で非難せず、双方に責任があると述べたトランプ大統領に非難が集中した。こうしたトランプ大統領の対応に米企業CEOらが抗議した結果、大統領の助言機関である製造業評議会と戦略政策フォーラムが解散される運びとなった。また、共和党内部でもトランプ大統領のこうした対応に公然と抗議する動きが広がった。一方で、トランプ政権内部の混乱・対立を招いてきたとみられる首席戦略官バノン氏が18日に退任したことで、同氏の影響力が排除され、政権運営は安定すると考えられている。

22日にはトランプ政権の主要閣僚が、税制改革における減税分の財源を確保する手段について大筋で合意したとの報道があり、今後も紆余曲折が予想されるものの、税制改革は実現に向けて一

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

歩前進したといえる。

債務上限問題

6月29日に米議会予算局は、米政府は連邦債務上限を引き上げない限り、10月初めから半ば頃に資金が底を突く可能性があると報告している。ムニューシン財務長官は、9月末までに無条件での債務上限引き上げを議会に求めているが、オバマケアの撤廃を巡って既に分裂状態である与党共和党内では、シャーロッツビルでの衝突と白人至上主義に関するトランプ大統領の発言に反発が強まっており、スムーズに債務上限が引き上げられるか怪しくなってきた。25日時点では、デフォルト確率は15%程度と認識されている。

景気の先行き：拡大基調を維持

先行きについては、米国経済の自律的な景気拡大が継続するとのこれまでの見方に変更はない。7月の非農業部門雇用者数が20.9万人増と堅調であり、企業マインドも高い水準で推移している。直近のデータとなる6月の個人消費支出はやや頭打ち感がみられ、個人所得は5月から僅かに（▲0.1%未満）減少したが、これは5月に増加した個人配当所得が6月には減少したためであり、一時的なものであろう。ミシガン大学の調査による8月の消費者マインドは97.6と非常に高い水準であり、7月の小売売上高も堅調なことから、個人消費支出は今後も堅調に推移し、経済成長を牽引すると思われる。

受給が逼迫する住宅市場

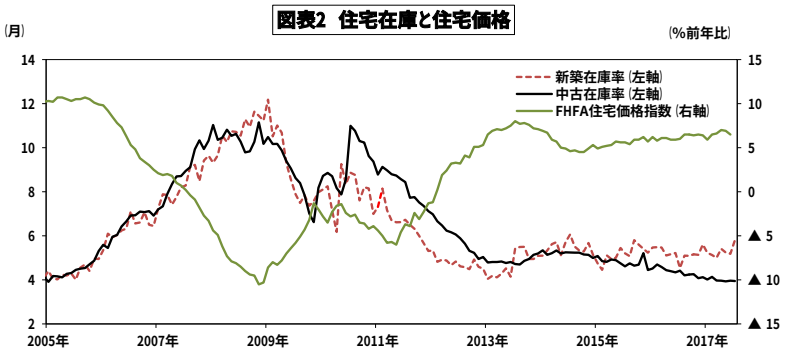
住宅市場の動向をみると、当月の在庫と販売件数の比率として定義される在庫率が、7月は新築で5.8ヶ月、中古で3.9ヶ月と大きく低下している一方、住宅販売件数は堅調に推移していることから、住宅市場が逼迫していることがうかがえる。住宅在庫率は住宅価格に先行することが知られており、代表的な一戸建ての住宅価格指数であるFHFA住宅価格指数（購入分のみ）は、前年比6%台後半で推移している。好調な住宅販売の背景として、80年代から00年代初めに生まれたミレニアム世代を中心に住宅需要が高まっていることや、モーゲージローン金利が低い水準で安定していることが挙げられる。

また、全米ホームビルダー協会（NAHB）が発表している住宅建設業者のマインド指数は判断の分かれ目となる50を上回って推移しており、高い景況感を維持している。一方で、00年代後半のデータと比較すると、住宅着工件数が景況感に追い付いていないことがうかがえる。木材の高騰や宅地と人手が不足していると指摘されており、今後も住宅着工件数の飛躍的な増加は見込めないで

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

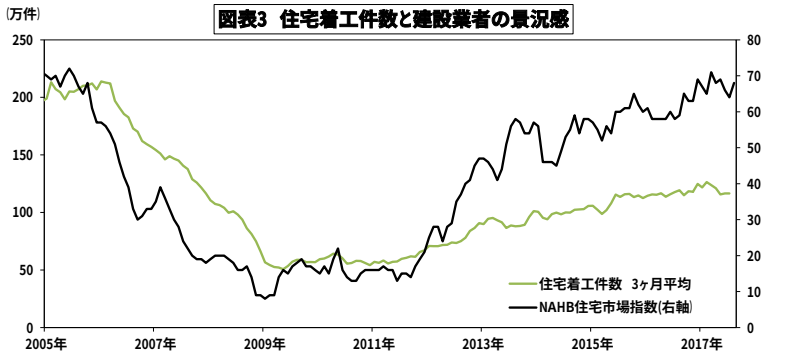
あろう。従って、住宅在庫率が低い水準で推移し住宅価格が上昇を続けると考えられる。ミレニアル世代を中心に住宅需要が強いこともあり、全米不動産協会は 17 年、18 年ともに、住宅市場は堅調に推移するとの見通しを示している。

図表2 住宅在庫と住宅価格



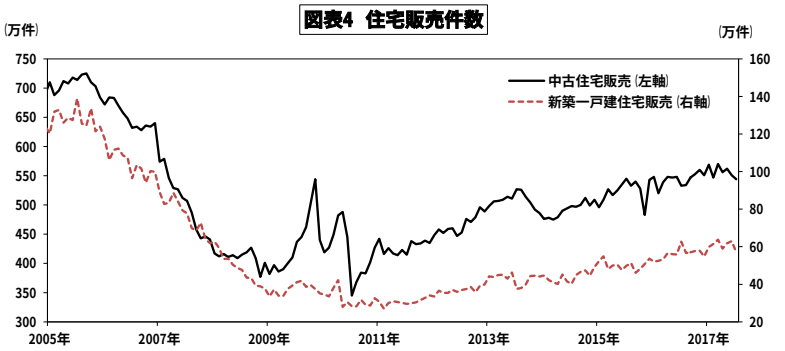
(資料) 全米不動産業者協会、センサス局より農中総研作成

図表3 住宅着工件数と建設業者の景況感



(資料) センサス局、全米ホームビルダー協会より農中総研作成

図表4 住宅販売件数



(資料) 全米不動産業者協会、センサス局より農中総研作成

図表5 住宅動向の予測

(前年比 %)

		2017年	2018年
新築	着工件数	1.4	12.7
	価格	0.5	3.1
	販売件数	12	8.2
中古	価格	5.2	3.6
	販売件数	2.6	1.8

(資料) 全米不動産協会

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

FOMC議事要旨にて、低インフレの懸念が強まる

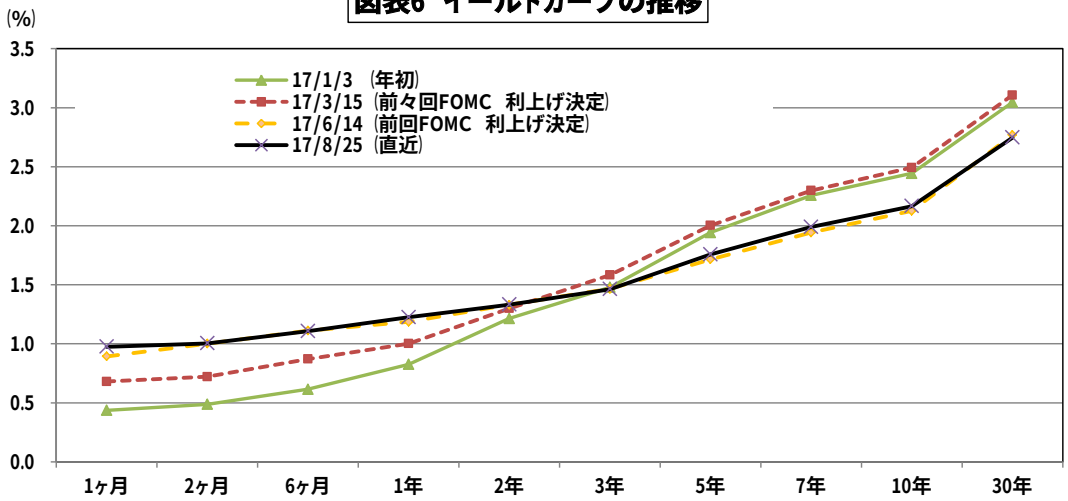
依然として、インフレ率は鈍いままである。6月のPCEデフレーター（コア）は前年比1.5%であり、FRBが目標とする2%を下回る水準である。また7月の生産者物価指数、消費者物価指数（ともにコア）は前年比でそれぞれ1.9%、1.7%と足踏み状態となっている。

7月の 連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨から、最近のインフレ率の鈍化の大半は個別要因（idiosyncratic factors）によるものであるとしつつも、FOMCメンバーが低インフレにこれまで以上に懸念を示していることが明らかとなり、市場では年内の追加利上げ観測が遠のいた。低インフレの理由としては、逼迫する労働環境からの価格反応度の低下や、自然失業率の低下、グローバル環境の変化と技術進歩で拍車がかかったビジネスモデルの革新による価格決定力の制限等が指摘された。

イールドカーブの推移

イールドカーブの推移をみると、利上げ実施とその継続方針を受けて、前々回FOMC（3月15日）時や前回FOMC（6月14日）時から、金利は短期ゾーンで上昇している。一方で弱いインフレ見通しを反映し、長期～超長期にかけては前回FOMC時からほぼ変化していない。年初と比較するとイールドカーブはフラット化している。

図表6 イールドカーブの推移



(資料) Bloombergより農中総研作成

金融市場：現状・見通し・注目点

5月中旬には2.4%台まで上昇した長期金利（米国債10年物利回り）は、その後再び低下し、6月下旬には物価の伸びの鈍化等から一旦は2.2%台を割り込んだが、ドラギ ECB総裁のタカ派発言や、米ISM製造業指景況数等の強い経済指標を受け、7月初めにかけて2.4%目前に迫った。しかし、イエレン議長が7月12日の公

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

聴会にてハト派化した印象を与えた影響で再び金利は低下し、7月半ばにかけて、2.2%台半ばで低下した。足元では、北朝鮮に関する地政学的リスクの高まったことや、公開された7月のFOMC議事要旨から利上げ見通しが後退したこと等が影響し、再び2.2%を割り込んでいる。足元では、8月24日から26日にかけてジャクソンホールにて開催された年次経済シンポジウムにおいて、イエレン議長が年内追加利上げの可能性など、金融政策に言及しなかったことがハト派的と受けとめられ、金利は低下傾向を保っている。今後については、引き続きインフレ指標の推移とそれをFRBがどのように解釈し、利上げ見通しを修正するかどうかが焦点になる。

図表7　株価・長期金利の推移

(資料) Bloombergより農中総研作成

株式市場では、5月から6月前半にかけて、主要指数が上値を追う展開が続いた。6月半ば以降は方向感を欠いたが、7月に入り、好調な経済指標とイエレン議長の公聴会での発言等を受けて、主要指数が史上最高値を更新した。8月前半には、好調な決算発表や、低金利環境が追い風となり、史上最高値の更新が連続し、7日には終値で22,118.42ドルを付けたものの、8月半ばには、北朝鮮に関する地政学的リスクの高まりや、白人至上主義者に関してのトランプ大統領の発言に端を発する政治的混乱等から、一時軟調に推移した。足元では、税制改革の前進期待等を受けて株価は持ち直しつつあるが、トランプ大統領の発言や地政学的リスクには引き続き注意が必要であろう。

（17.8.25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

個人消費は堅調だが、成長率は小幅鈍化へ

～加速する企業のデレバレッジへの取組み～

王　雷軒

要旨

一時的な天候要因に加え、環境保全活動が強化されていることなどを受けて、足元の景気はやや鈍化したと判断される。先行きについても、個人消費の底堅さが景気を下支えすると見込まれるものの、成長率は小幅に鈍化すると予測する。

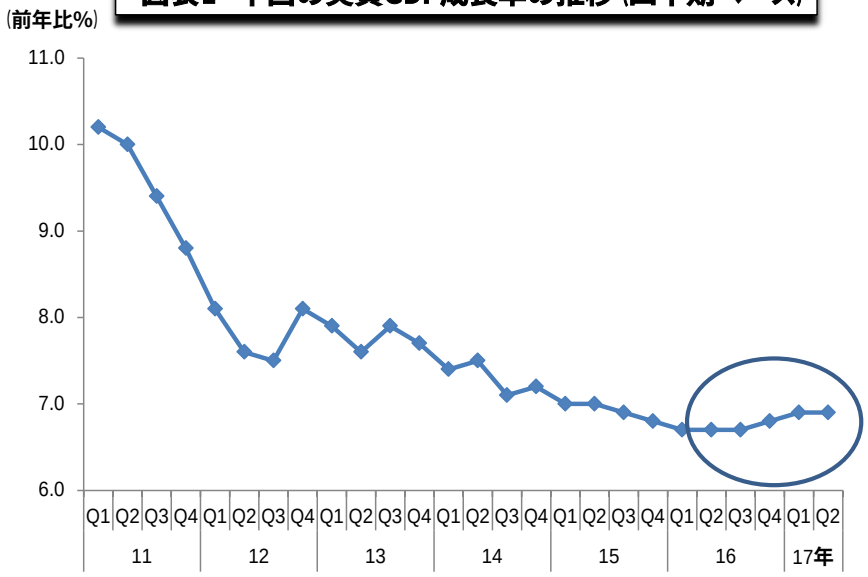
一方、政策重要課題の一つである過剰な企業債務を削減するため、国有企業の再編･統合や、ゾンビ企業の整理、企業債務の株式化が進められている。関連法の整備や体制づくりが行われたことから、年末にかけては企業のデレバレッジへの取組みが加速しよう。

これは、短期的に景気下押し圧力になる可能性があるが、将来的に中国経済の質の改善につながると期待される。今後もこの動きを注視する必要があろう。

4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.9%

輸出の持ち直しが進んだほか、個人消費も堅調に推移したことを受けて、17 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.9%と、1～3 月期から横ばいであった。このように、16 年後半からの成長率回復の動きは一旦止まったものの、減速は回避された（図表 1）。

図表1　中国の実質GDP成長率の推移（四半期ベース）



（資料）　中国国家統計局、CEICデータより作成

環境保全への取組み等を受けて景気はやや鈍化

8 月 14 日に発表された 7 月分の固定資産投資や鉱工業生産などの経済指標はいずれも 6 月から小幅ながら鈍化したことから、景気実勢はやや鈍い動きになったと見られる。

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

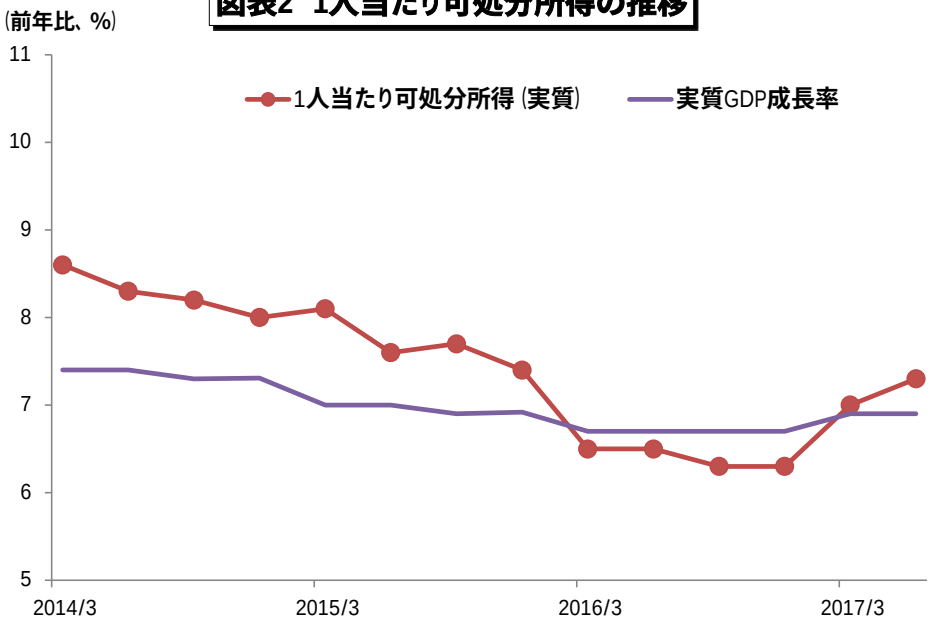
この背景には、7月が全国的な高温だったうえ、洪水などの自然災害が発生したことや、環境保全活動への監督検査の強まりに伴い、企業の操業停止が散見されたことなどがある。

16年1月に発足した中央環境保護督査組は、地方政府の大気汚染等を改善するための環境保全活動を監督検査しているが、これまで天津市・山西省・福建省・遼寧省・湖南省などの環境保全への取組み状況をチェックしたところ、4千人以上の幹部の責任が問われたという。

このような厳格なチェック体制下、一部の地方では、朝市やレストランなどが閉鎖され、自動車の洗車場や修理工場が強制的に操業停止となる事態まで発生している。

特に中小企業を対象にした環境規制を強めるなか、一部の地域では、操業停止や閉鎖に追い込まれるケースが増えている。これにより、雇用がすでに影響を受けているほか、地域経済の成長を抑制する圧力にもなっていると指摘されている。

図表2　1人当たり可処分所得の推移



(資料)　中国国家統計局、CEICデータより作成　　(注)四半期データ。

所得環境の改善もあり、個人消費は堅調に推移

一方、7月分の個人消費はやや鈍ったものの、堅調に拡大している。品目別の内訳をみると、自動車販売台数の伸び率が高まるなど、減税終了による反動減が一巡したほか、ネット通販の好調さも続いた。

個人消費が堅調に推移している背景には、所得環境の改善もあろう。一人当たりの可処分所得は17年に入ってから持ち直してお

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

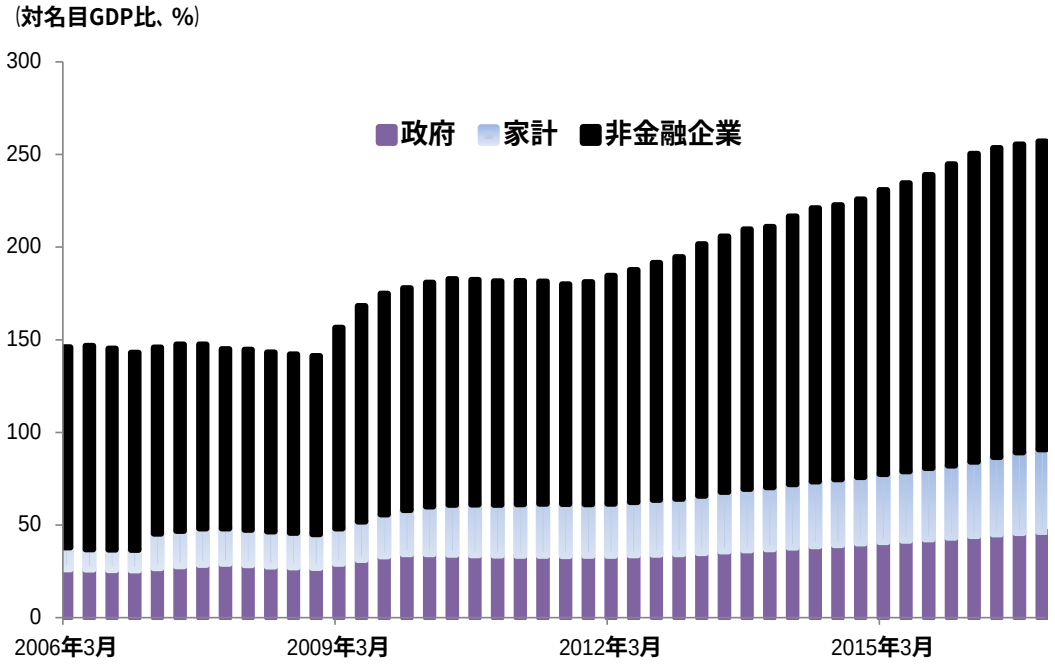
り、再び実質 GDP 成長率を上回って推移している（図表 2）。

先行きの成長率は小幅減速と予測

先行きについては、個人消費の底堅さが景気を下支えすると見込まれるものの、成長率は小幅に鈍化すると予測する。

一方、中国を取り巻く外部環境の厳しさは増している。6 月中旬以降、インドとの国境地帯での両軍の対峙が続いている。さらに、8 月中旬に中国が米国の知的財産権を侵害している疑いがあるとして、米国は通商法 301 条に基づく調査を正式に開始している。仮に中国から輸入する製品に高い関税を課すなどの制裁措置を発動すれば、中国もそれなりの報復措置を打ち出し、双方に不利益な事態になりうる。これらの動向に留意が必要であろう。

図表3　中国の非金融部門の債務水準の推移



(資料) BISより作成、直近値は16年12月末。

非金融部門が抱える債務の現状

さて、このところ、企業のデレバレッジをめぐる動きが活発化している。以下では、中国の非金融企業が抱える債務の現状等を確認したうえで、非金融企業の債務水準を引き下げるための取組み状況や課題を考えてみたい。

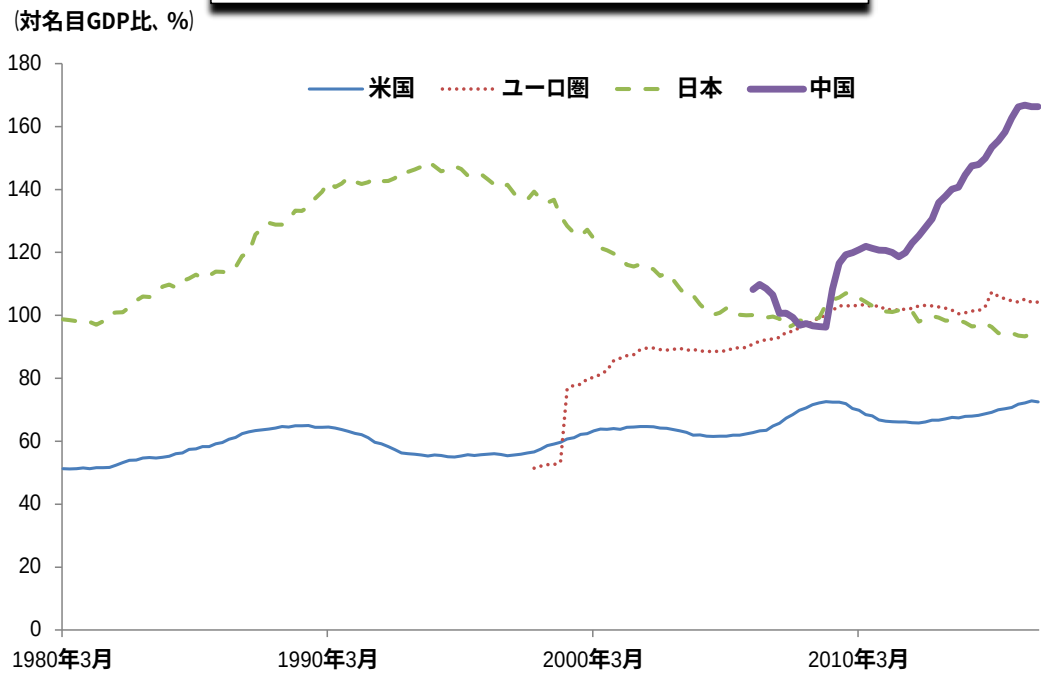
まず、非金融部門（政府＋家計＋非金融企業）が抱える債務の現状を把握しよう。国際決済銀行（BIS）によれば、中国の非金融部門の債務残高は 16 年 12 月末に 27.49 兆ドルで、内訳をみると、

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

政府向け、家計向け、非金融企業向けはそれぞれ 4.96 兆ドル、4.75 兆ドル、17.79 兆ドルとなっている。

それぞれの債務残高の対名目 GDP 比率の推移を確認すると、リーマンショック後に大きく増加しており、政府が 08 年 12 月末の 27.1%から 46.4%、家計が 17.9%から 44.4%、非金融企業が 96.3%から 166.3%へ拡大しており、非金融部門では 141.3%から 257.0%に達している（図表 3）。

図表4　国･地域別の非金融企業の債務水準の推移



(資料) BISより作成、直近値は16年12月末。

国際的に高い中国の非金融企業の債務水準

国際的にみても、非金融企業の債務残高対名目 GDP 比率は日本や欧米を大きく上回っている（図表 4）。また、国有企業が非金融企業の債務残高の 7 割を占めていると指摘されている。これらのことから、中国の非金融企業、とりわけ国有企業の債務問題が内外からも関心を集めている。

08 年には、中国政府がリーマンショック後の景気悪化に対応するための 4 兆元の刺激策を打ち出し、国有企業による投資が急増した。しかし、国有企業は鉄鋼、セメント、電解アルミ、板ガラスなどへの過剰な投資で過剰な生産能力を生んでしまった。そのため、収益性が低下、経営不振に陥る国有企業が増えていたが、暗黙の政府保証で倒産することはなく、その後も銀行から資金を借り入れながら延命してきたことが、非金融企業の債務を急増さ

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

せた大きな背景であろう。

非金融企業の債務水準を引き下げるための政策や法整備

こうしたなか、15 年に政府が構造改革を進めるため、過剰な生産能力の削減（去産能）、不動産在庫の処理（去庫存）、レバレッジの解消（去杠杆）、企業のコストダウン（降費用）、脆弱分野の補強（補短板）、いわゆる「三去一降一補」という政策を打ち出した。レバレッジの解消も重要な政策課題の一つとして位置づけられ、とりわけ国有企業が抱える過剰な債務の解消に向けた取り組みが進み始めている。

また、16 年 10 月、国務院が「企業債務比率を積極的かつ穏当に引き下げることに関する意見」という通達を発表した。この通達では、地域や国有・民有の壁を取り払った合併の推進、遊休資産の売却、資産の証券化、債務の株式化（DES、Debt Equity Swaps）、破産整理、産業投資基金（投資ファンド）を利用した金融支援、税制上の優遇措置、といった方策を具体化している。

経営不振の国有企業の整理は必ずしも順調に進んでいるわけではない

これらを受けて、鉄鋼や造船などの国有企業の破産手続が開始され、国有企業だから倒産しないという「神話」は崩れ始めつつある。

しかし、このような整理は必ずしも順調に進んでいるわけではない。経済専門紙である「経済参考報」（7 月 24 日付）の記事によれば、例えば、広東省高級人民法院は破産裁判庁を設けて、16 年には 498 社を整理したものの、5 千社とも言われる管内全体の 10 分の 1 にすぎない。

破産処理に踏み切れない背景には、①破産手続きの煩わしさ、時間がかかること、処理費用が捻出できないこと、②地方政府と銀行がそれぞれ地域社会の雇用不安、不良債権の発生を警戒し、破産処理に慎重な姿勢をとっていること、③人民法院（裁判所）の人員不足で破産処理に時間や労力がかかることから、積極的に破産処理の案件を受理できない体制上の問題、が挙げられている。

企業債務の株式化も順調とはいえない

企業が抱える債務を株式に転換する DES に関する制度づくりも進められている。国務院は 16 年 10 月に「市場原理に基づく銀行借入の株式化に関する指導意見」を公表し、DES の活用を推進する姿勢を明らかにした。

これを受けて、DES は進み始めているが、実行ベース（金額）を確認すると、契約ベースの 1 割程度に過ぎないと指摘されていることから、順調に進んでいるとは言えない。

企業の債務を株式に転換しても、実際には銀行は利益処分とし

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

て配当を受け取っているわけではなく、企業から利払いと同様に固定的収益を獲得し続けているのが実態である。つまり、表面上は株式となったが、実際はもとの債務と同じという仕組み、いわゆる「明股実債」問題が発生している。短期的に DES は銀行の不良債権の発生リスクを軽減するかもしれないが、将来的には、企業経営が改善されず、くず株になるなど、損失を出す可能性もあるため、今後、銀行が DES に後ろ向きになっても不思議ではない。

こうしたなか、7 月 14～15 日に開催された第 5 次全国金融工作会議では、国有企業の過剰な債務問題を解消することが最重要課題であると改めて強調されている。銀監会は 7 月下旬に中国建設銀行、中国農業銀行が DES を業務とする資産管理会社の設立を承認するなど、DES をめぐる体制整備も行われた。

そのため、大手国有銀行が相次ぎ資産管理会社を設立し、国有企業と DES を行う契約を多数締結した。ちなみに国家発展改革委員会は 8 月に国有企業が抱える債務の株式化で合意した総額が 1 兆元超に達したと発表した。

さらに、政府が出資した産業投資基金の役割を強化することで DES を支援するとの発表もあり、年末にかけては DES の動きが強まってくると見られる。

企業のレバレッジの解消は、短期的には景気下押し圧力になる可能性があるものの、将来的に中国経済の質の改善につながると期待される。今後もこの動きを注視する必要があろう。

（17.8.23 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

分析レポート

欧州経済金融

異例な金融緩和の出口に向かうECB

～懸念材料が重なるなか慎重な舵取りへ～

山口　勝義

要旨

ユーロ圏では、ECB による QE のテーパリングが現実味を帯びてきている。しかし、経済情勢には不確実な要素が残るほか、政治リスクや市場情勢にも注意が必要である。懸念材料が重なるなかでの緩和縮小となるため、ECB は慎重な舵取りに徹するものとみられる。

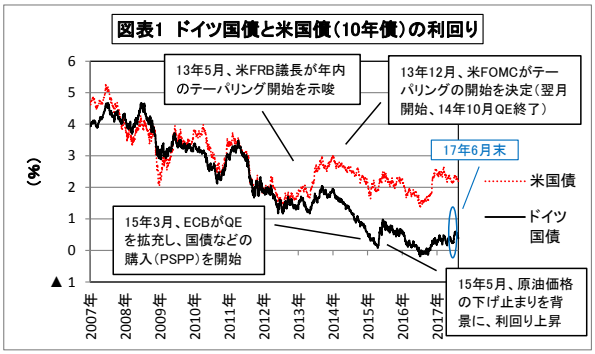
はじめに

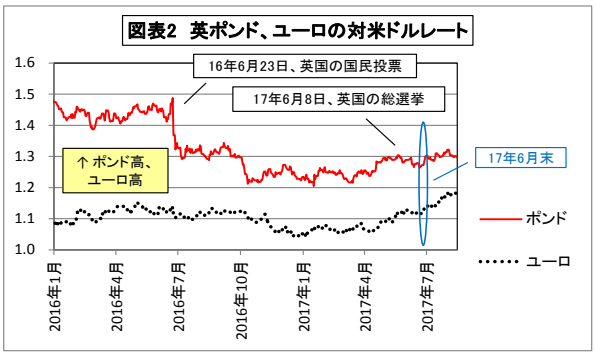
半期の区切りとなる 6 月末にかけて、欧州の金融市場は突然の波乱に見舞われた。6 月 26 日から 28 日の間にポルトガルのシントラで実施された欧州中央銀行（ECB）が主催する年次フォーラムでの、要人発言に起因する波乱であった。

もともと ECB による量的緩和策（QE）の段階的縮小（テーパリング）の開始が近いと見る市場は、ここでのドラギ総裁の発言のうち、それを示唆すると受け止められる部分に敏感に反応した。また同様に、イングランド銀行（BOE）のカーニー総裁の発言では、特に政策金利引上げの可能性に注目することとなった(注1)。こうして、ドイツ国債や英国国債の利回りは急上昇し、為替市場においてもユーロやポンドが急伸した（図表 1、2）。

今回の市場の動揺は、原油価格の下げ止まりを背景とした 2015 年 5 月の市場波乱に比べれば限定的なものであった。しかし、発言全体の趣旨からすればその真意を反映したものとは言い難い神経質な反応は、米国でかつて「テーパー・タントラム」と呼ばれた市場波乱が欧州にも再来する可能性を、市場参加者に改めて意識させるものであった。

ユーロ圏では、ECB による非伝統的な金融政策に伴う様々な課題が指摘されるとともに、経済成長の底堅さも増している。また英国では、消費者物価の大幅な上昇が生じている。こうした点で、欧州の主要な中央銀行が近く異例な金融緩和の出口に向けた動きに着手するとの見通しは現実感を伴ったものである。同時に、これまでの金融緩和が異例なものであったがために、そこからの離脱も市場に対し大きな影響を及ぼすとの想定は十分根拠のあるものである。このため、今後の展開には十分な注意が必要になっている。





（資料）図表 1、2 は Bloomberg 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

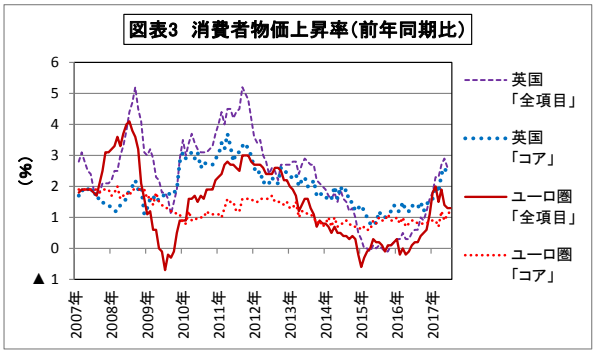
異例な金融緩和の出口に向かうECB

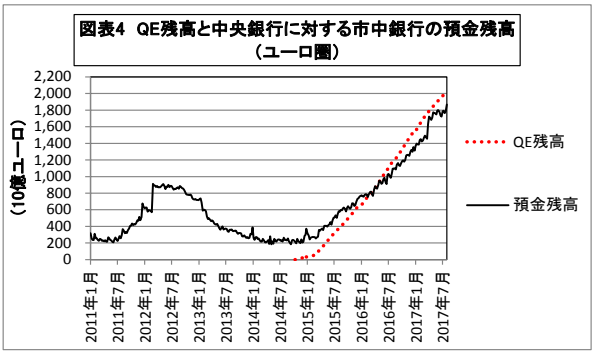
その後、BOEは8月3日の金融政策委員会で、政策金利の据え置きを決定した。この際、カーニー総裁が記者会見で、欧州連合(EU)からの離脱(いわゆるBrexit)交渉を巡る不透明感が企業や家計の経済行動の重荷になるとの懸念を表明すると同時に、今後、市場が想定している以上に政策金利を引き上げる可能性がある点についても指摘を行った点が注目された。

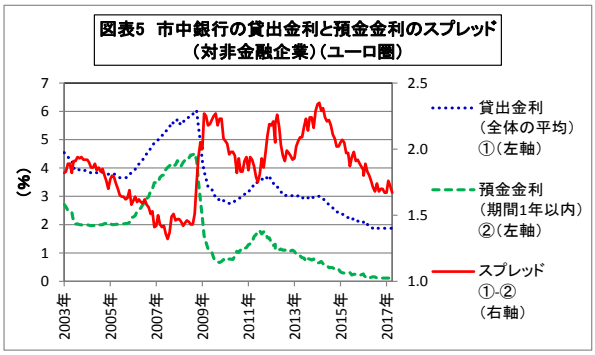
英国では、昨年のBrexitの選択以降、ポンド安の進行に伴う輸入物価の上昇を主因として消費者物価は3%に近い水準にまで上昇している（図表3)。このためBOEには政策金利引上げに動く正当な理由があることになるが、足元での個人消費の頭打ちに加え、Brexit交渉にかかる不透明感の高まりによる投資の手控えなどで、経済成長の減速も見込まれている。

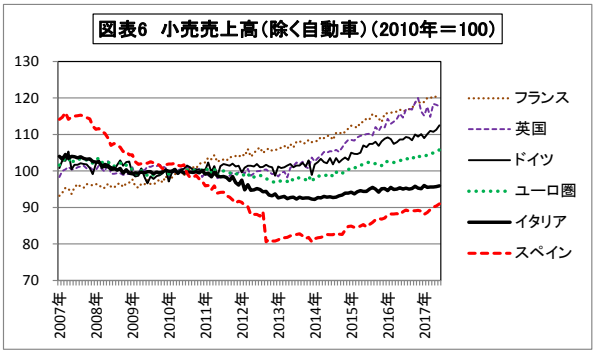
このように、ジレンマに直面するBOEに対して、ユーロ圏ではECBによるQEのテーパリングが現実味を帯びてきている。これまでは政策効果の限界や買取り対象となる債券の制約などの観点からQEのテーパリング開始の思惑が出やすい地合いにあったが、これに加え、最近ではユーロ圏では景気も底堅さを増してきている（図表4、5）[注2]。原油価格の底打ちでいったんは伸び悩み感が出た個人消費も、失業率低下の下で堅調さを回復している（図表6)。また、主要な選挙が終了したことによる政治リスクの縮小を受けて、今後は企業投資が活発化し、生産の回復力が強まるとともに潜在成長率が底上げされ、賃金上昇率が改善し、経済成長の促進とともに物価上昇率の回復にも繋がるとの期待感が強まってきている。

こうしたなか、ドラギ総裁は7月20日の政策理事会後の記者会見で、慎重な姿勢を示しつつも、金融政策の見直しについて秋に議論を行うことを明らかにした。このように、ユーロ圏では、異例な金融緩和の出口に向けた動きが遠からず具体化する段階に至りつつある。









（資料）図表3、6はEurostatの、図表4、5はECB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

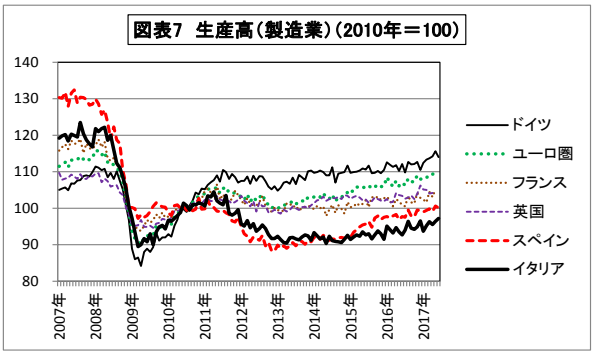
大きいマクロ経済を巡る不確実性

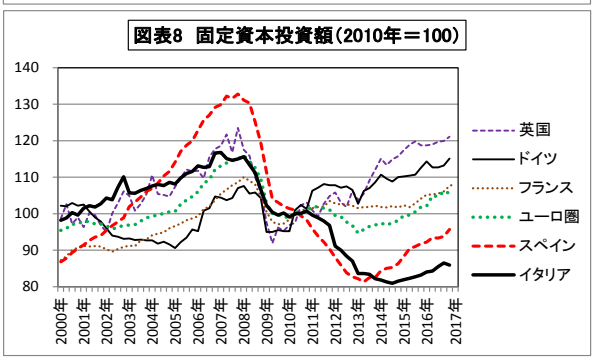
とはいえ、ユーロ圏経済を巡る不確実性は小さくはない。特にこれまでの企業生産の回復は、個人消費に比べて力不足であった（図表 7）。今後、生産面の回復が想定どおりのパスをたどるかどうかは、全く不確実である。また一方で、各国間格差は依然大きく、失業率が高く、消費の回復の足取りが鈍い国も存在している。

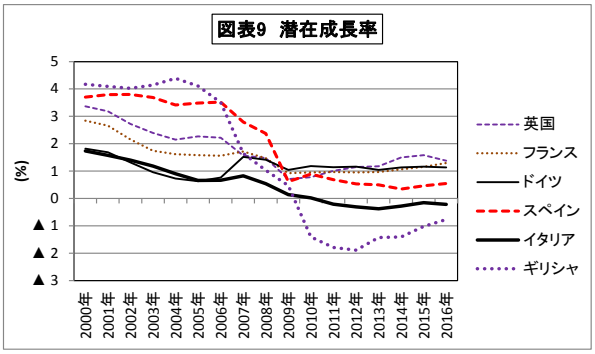
確かに、4～6 月には今年最大の政治イベントであるフランスの大統領選挙、国民議会（下院）選挙が波乱なく終了したことで、ユーロ圏における政治面での不透明感は大幅に低下することになった。これを受け、また新たな独仏連携で EU 統合の一層の深化に向けての動きが強まるとの観測もあり、企業投資に弾みがつくことへの期待感が強まっている。また、賃金上昇率についても、このところの安定的な経済成長に伴う需給ギャップの縮小に加え、企業収益の拡大などを通じて徐々に改善に向かい、物価上昇率にも底堅さが強まるものと見込まれている。

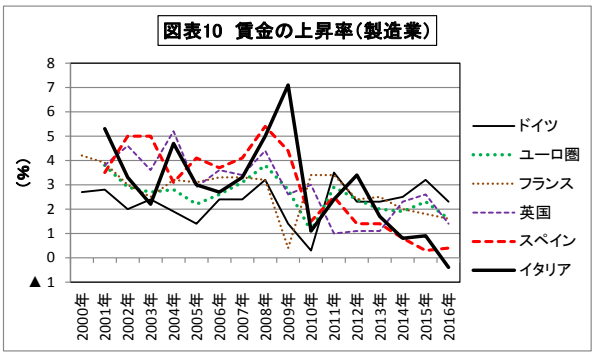
しかし、企業投資は回復過程にはあるものの多くの国では金融危機前の水準には未だ至らず、潜在成長率は低位で横ばいを続けるほか、賃金上昇率についてはむしろ低下傾向を脱することができていない（図表 8～10）。ユーロ圏経済は底堅さを増しつつあるとはいえ、このように、現在のところは期待先行であり、足元の景況感の改善に実体経済が追随できるかどうかは、今後の見極めが必要である。

こうしたなかでの QE のテーパリングは、当然ながら景気の腰折れリスクを伴うものである。買取り対象債券の制約などの技術的な要因もありテーパリングの開始は不可避とは見られるものの、ECB はこれを慎重に進めざるを得ないものと考えられる。また、経済情勢からすれば今後の物価上昇率の回復は緩やかなものになる可能性が大きいため、次のステップである政策金利の引上げについては、相当程度、先になるものと予想される[注 3]。









（資料）図表 7、8、10 は Eurostat の、図表 9 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

また、ユーロ圏を取り巻く不確実性は、マクロ経済情勢に限ったものではない。政治情勢についても依然として懸念材料が残存しており、イタリアの動向などから目を離すことはできない（図表 11）。

フランスについても、公金流用疑惑などによる 6 月の 4 閣僚の辞任に続き、7 月には国防予算削減を巡る対立で軍の制服組トップである統合参謀総長が辞任し、政権の求心力の低下が懸念されている。6 月には64％であったマクロン大統領の支持率が、7 月に 54％に、8 月にはさらに 36％にまで急落したとの調査もある(注 4)。

このほか、市場情勢にも注意が必要である。米国の「テーパー・タントラム」は一時的な市場の動揺にとどまり、経済情勢への影響も限定的であったが、ユーロ圏においても同様に大きな波乱はないとの確証はない。特に、官民の高い債務比率の下で、また最近では 7 月にカナダが 7 年ぶりの利上げに転じ、米国でも近く連邦準備理事会（FRB）のバランスシート縮小が見込まれるなど、世界的に金融政策の転換が進む環境の下で、想定以上に市場が神経質になり、資金調達コストの急騰に繋がる可能性も否定はできない。

このように様々な懸念材料が重なるなかでの緩和縮小となるため、ECB は状況を確認しつつ慎重な舵取りに徹することになるものとみられる。（17.8.23 現在）

図表11　主要な日程

17年	10月	オーストリア総選挙（前倒し）
	10月	スペイン・カタルーニャ州で独立を問う住民投票
18年	2月～5月	イタリア総選挙
	8月	ギリシャに対する第3次支援終了
	10月	英国のEU離脱の実質的な合意期限
	11月	米国の中間選挙
19年	3月	英国のEU離脱
	10月	ドラギECB総裁任期満了

（資料）各種報道等から農中総研作成

(注 1) シントラにおけるフォーラムで、ドラギ総裁は、「デフレの力はインフレの力に置き換わった」、「回復期に政策スタンスを調整しなければ過度な緩和となる」との発言を行った。ただし、続けて、政策の調整には慎重さが必要であることに言及している。また、カーニー総裁は、「制約条件が減じれば、刺激策を取り除いていくことが必要になるだろう」と述べた。

また、上記に先立つ次の動きが注目される。ECB は 6 月 8 日の政策理事会で現行の政策を維持することとしたが、同時にユーロ圏の景気が回復の勢いを増していることから、声明文から追加利下げの可能性を示唆する表現を削除した。また、BOE は、6 月 15 日の金融政策委員会で政策の据え置きを決定したが、市場の予想に反して、これまで利上げを支持してきた委員 1 名に他の 2 名が加わり、「据え置き支持 5 名、利上げ支持 3 名」の微妙な決定となった。このほか、BOE のチーフエコノミストであるホールデン理事が 6 月 21 日の講演で、金融引締めを遅らせることのリスクが高まっているとの認識を示している。

(注 2) ユーロ圏では確かに銀行の貸出金利は徐々に低下し各国間で収斂が進むとともに、銀行貸出残高の伸び率は回復している。しかしその一方で、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、資金の滞留が認められる。また、QE による買取り対象債券の市場規模の制約に加え、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金融機関の収益の圧迫や、低金利下での年金生活者の負担増などの副作用が指摘されている。さらに、一種のモラルハザードとしての、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のほか、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の可能性、などの問題点が存在している。

(注 3) 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 600 億ユーロのペースで運営されており、17 年 12 月を期限としている。

(注 4) Ifop 社による。次の報道を参照されたい。

・ Les Echos （23 juillet 2017）“La popularité de Macron et Philippe en forte baisse en juillet”
・ Les Echos （3 août 2017）“Emmanuel Macron chute de nouveau dans les sondages”
・ Le Figaro （12 août 2017）“Cent jours après, Macron confronté au scepticisme des Français”

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

地域経済金融

取引先との長期的な絆の構築をめざす金融機関

古江　晋也

要旨

今日、取引先の利用頻度を高め、メイン化を図るための手段として、多様なアクセスチャネルやポイント制の導入などが注目されている。しかし、営業地域が限定され、経営規模が相対的に小規模である協同組織金融機関の中には、前述のような手段以外の取組みにも力点を置くことで「取引先との長期的な絆」の構築めざしている。その取組みとは、「徹底した取引先訪問」「融資実行後の訪問・フォロー」「一歩踏み込んだ職域サポート制度」などであるが、これらの取組みの根底には、取引先一人ひとりの話に真摯に耳を傾け、「地域になくてはならない存在」になることを追求する姿勢がある。

はじめに

日銀の長引く金融緩和政策などの影響を受け、金融機関の貸出金利回りの低下が続いている。多くの金融機関はボリューム（融資量）の拡大を図ることで貸出金利回りの低下に伴う資金利益の減少を食い止めようと努力しているが、このことが近年の金利競争に拍車をかける要因の一つとなっている。しかし、そうした環境においても短期的な金利競争をできるだけ回避し、取引先との長期的な絆を強化することで、安定した経営をめざす地域金融機関もある。

本稿では、設立経緯、営業区域の状況、地域性など取り巻く経営環境が異なっているものの、筆者がこれまで実施してきたヒアリング取材と本誌等で発表してきたレポートをもとに、取引先との長期的な絆を構築することをめざす、営業区域が限定され、経営規模が小規模な協同組織金融機関のあり方を 8 つのテーマに分けてまとめることにする。

①徹底した取引先訪問

取引先と長期的な絆の構築をめざす金融機関は、徹底した顧客訪問を行っている。これは、①定期的に訪問を繰り返すことが複合取引につながる、②取引先のニーズを的確に把握することができる、からである。定期的な訪問活動を組織に浸透させるため、自らを「御用聞き」であると位置づける金融機関も少なくない。

特に定期積金の集金業務は、これまで「非効率」とされ、多くの金融機関がその活動を事実上取りやめたり、自動振替を推進してきた。しかし、取引先とのコミュニケーションを促進し、事業内容を詳しく把握するという観点からは、月に一度訪問できる定期積金の集金業務は貴重な機会を与えてくれる。さらに中小企業経営者や個人事業者の多くは、金融機関に「自社の経営を理解してほしい」という思いが強くある中で、顧客本位のビジネスモデルの構築が重視されるようになった昨今、顧客のニーズを把握する仕組みづくりはますます重要なっている。

加えて、取引先との強い絆の構築をめざす金融機関では、理事長をはじめとした役員も積極的に取引先のもとを訪問している。そしてこの役員訪問は、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

経営者や事業者の喜びを生み出すことにつながり、「私の金融機関」という思いを強くする。

最近では「金利競争が激しい中、金融機関からは事業者の経営課題をなかなか指摘しにくい」という声もあるが、役員も積極的に訪問活動を行っている金融機関では、面談の際、取引先の経営課題を指摘している。この指摘は経営者にとっては「耳の痛い話」かもしれないが、こうした金融機関がこれまで「最後の砦」にもなってきたからこそ経営者は真摯に耳を傾けることになる。

②融資実行後の訪問･フォロー

融資競争が激しさを増す中、金融機関職員は案件を獲得するまで頻繁に取引先を訪問する。しかし一旦融資案件を獲得すると、その後は足を向けなくなることも散見される。中には「融資のネタがないところには行かない」と割り切り、新規開拓を積極的に推進する金融機関もある。しかし、このような営業スタイルは、長期的な絆の構築という視点から考えると、取引先との信頼関係を築くことは難しく、むしろ評判を落とすことにもなりかねない。

一方、取引先との長期的な絆をめざす金融機関は、融資後も取引先のもとを訪れ、事後フォローするよう営業担当職員に指示している。そしてこの融資後の訪問は他金融機関からの借換攻勢を防ぐとともに、複合取引にもつながる。

また、近年では地域金融機関が創業・起業支援に取り組むことが重視されているが、創業・起業を果たした事業者の生存率をいかに高めていくか、ということは創業・起業よりも関心が高くないのが現状である。中には、創業・起業融資を実施するものの、その後のフォローができていない金融機関もある。しかし、そのような状況では、何のために創業・起業支援に取り組んでいるのか、という意義を問われることにもなりかねない。

一方、融資実行後もフォローを実施している金融機関職員は、創業者の悩みにも耳を傾けることとなり、精神面を支えることにもなる。このことは生存率を高めることにもつながり、事業者との長期的な絆が強化されることにもなる。

③一歩踏み込んだ職域サポート制度

「徹底した取引先訪問」は、長期的な絆を構築する上で重要な活動であるが、共働き世帯の増加などを受け、近年では資金ニーズの高い若年層、中年層へのアプローチが難しくなっているという現実もある。そこで注目されている取組みが「職域サポート制度」である。

同制度は、取引先企業の従業員に預金や貸出金の利率を優遇する一方、職場の昼休みや休憩時間などに金融機関が営業することを許可してもらう取組みである。取組み内容は、各金融機関によって異なるが、どの金融機関も認知度を高めるため、従業員を対象とした説明会を実施することと、「新しい自動車がほしい」「ローンについての相談に乗ってほしい」という従業員の声を取り次いでもらう担当者を決めてもらうことは共通している。通常、この担当者には企業経営者や面倒見のよい総務部員が就任するケースが多く、金融機関職員も定期的に当該担当者のもとを訪問する。

ただし、一口に職域サポート制度といっても、例えば、保証会社の審査が通ら

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

ない案件は、融資を行わないという金融機関があるのに対し、多重債務問題などに悩んでいる従業員が職場にいる場合は、同問題の解決にまで踏み込んで真摯に対応する金融機関もある。

このような一歩踏み込んだ対応ができる金融機関は、金融機関に「目利き力」があるのはもちろんのこと、「同一の職場において、ある従業員には融資を行い、別の従業員には融資を行わないという対応を取ることは難しい」という思いもある。また多重債務問題への対応は、相談する従業員だけでなく、取引先企業の経営者からも感謝されることになり、「企業を守ってくれる金融機関」という信頼感を高めることにもなる。

④取引先組織の継続的な運営

取引先との長期的な絆の強化をめざす手段の一つとして、取引先の組織化に力を入れる金融機関もある。このような組織は一般的に「親睦会」「経営塾」や「年金友の会」という名称で運営されているが、90 年代後半以降、業務の効率化という流れの中、費用対効果の観点から見直しを図るケースもあった。

昨今ではかつてのような親睦会的な色合いよりも、コンサルタント等を講師に迎えた経営塾、ビジネスマッチングや商談会など、より事業者向けのイベントを充実する動きもある。ただし、若年層や女性を会員とした組織づくりについては各金融機関とも取組みが弱いという傾向がある。

取引先組織の運営は、業務負担がかかり、費用対効果の観点から「メリットが少ない」という意見は多い。しかし、長年取引先組織の運営を継続してきた金融機関は、①（取引先組織）会員の人柄がよくわかるようになる、②金融機関に新たな取引先を紹介してくれる、③資金ニーズが生じた場合は真っ先に声を掛けてくれる、など長年の交流から生まれる価値があり、費用対効果では単純には測れない側面があることを指摘する声もある。取引先の囲い込み戦略の一環として取引先組織に注目する金融機関は多いが、やはり継続することが何よりも重要である。

⑤取引先にメリットがある営業推進

近年、営業推進を考える上で大きな課題となっているのが「ノルマ」である。ノルマがあるため、現場では「お願いセールス」などが行われることになる。このような営業は、短期的な業績向上につながるかもしれないが、取引先との長期的な絆の構築には結びつかない。また昨今では、面談率の向上をいかに高めるかも課題となっているが、取引先に「行員や職員が来ると、何かをお願いされる」という意識があると、面談率を向上させることは難しい。そのため、お願いセールスを禁止している金融機関もある。

また最近では、取引先企業にとって「価値のある情報提供」で営業を推進する動きもある。熟練した営業担当者の中には、幾多の現場を訪問してきた知見を活かし、事業者が直面している経営課題の解決につながるようなヒントを会話の中に織り込むことにしている者もいる。その話を聞き、事業者からは「もっと話が聞きたい」と喜ばれ、結果的に取引が強化されることになったという。このような営業推進は高度な取組みかもしれないが、日々の活動が研鑽の場であることを示す貴重な事例である。

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

⑥創業･起業、企業再生、補助金申請業務の取組み

金融庁が地域密着型金融の取組みを要請して以降、「創業・起業支援」「企業再生支援」「補助金申請支援業務」に注目が集まっているが、業務の効率化を主眼に置いた金融機関ではなかなか深化が図れないのが実情である。

しかし、これらの業務に積極的に取り組むことは、通常の融資業務よりも取引先との強い絆が構築されるケースが多い。例えば、補助金申請支援では、事業計画を策定するため、金融機関職員は経営者と事業に対する思いや将来的な展望を話し合うことになる。この話し合いを行うことで事業者は、「自らの強みと弱み」を客観的に把握できる。

そのため補助金が採択されたケースはもちろんのこと、補助金申請が採択されなかった場合であっても真摯に取組んでくれた金融機関や職員に感謝の念を示す事業者は少なくなく、取引が続いていくこともあるという。

このような喜びや感謝という「感情」と結び付く業務には、創業・起業支援や企業再生支援業務も含まれ、創業を希望する人々や再生をめざす経営者と膝を突き合わせ、アイデアを出し合い、真剣に議論を積み重ねるからこそ、絆が強まると言っても過言ではない。

⑦顧客目線の業務

個人との長期的な絆の構築をめざした取組みとしては、一般的にはライフサイクルに応じた商品開発や、店舗、ATM、インターネット、スマートフォンなどのチャネルの充実、利用頻度が高まると優遇サービスを受けることができる「ポイントサービス」の導入などがある。

近年では金融機関独自のポイントだけでなく、異業種との提携も増加。共通ポイントを提供するなど、顧客の囲い込み戦略にも弾みがついている。地域金融機関でもこれらの取組みを促進しているものの、その一方で顧客目線に徹した個人リテールを展開する地域金融機関（職域金融機関）もある。

例えば、昨今では、多くの金融機関が「貯蓄よりも融資」を重視し、新入社員（職員）にはクレジットカードの発行などを推進する動きが高まっている。しかし、ある団体の職域金融機関では、母体である団体の新入職員には、まず定期積金を推進することにしている。その理由は、「ムリのない健全な生活を築いてほしい」という思いがあるからである。

また、昨今の新入社員（職員）の中には、奨学金など多額の債務を抱えて社会人となる者も少なくない。そのため同職域金融機関では低利の奨学金ローン（借換え）を商品化することで、安心して社会人生活を送れるように配慮している。

職場の中には、持病などで団体信用生命保険に加入できないために住宅ローン融資を受けることができない者もいる。そこである職域金融機関は、仕事が継続できるのであれば、住宅ローンを実行することにしているという。

以上、このような職域金融機関の取組み事例をみると、顧客のロイヤリティを強化させる取組みとは、金融機関の都合を優先することではなく、顧客目線の商品やサービスを提供することであることがわかる。

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

⑧積極的な地域貢献

顧客との長期的な絆の構築を考える上で忘れてはならないことが、地域貢献である。ある金融機関のトップは「地域貢献は本業と表裏一体」であることを強調し、地域貢献に汗を流しているから地域の人々も預金や融資に協力してくれると考えている。

ここでいう地域貢献とは、地域のお祭りやイベント、ボランティア活動や商工会の会合などに役職員が積極的に参加することを意味しているが、多重債務問題の解決など本業を通じた取組みも地域貢献に含めることができる。

地元で開催されるお祭りなどに金融機関職員が参加することは、都市部では徐々に少なくなっているとも言われるが、地方部では、「地域の一員」として認められるため重要な取組みであるという意見は少なくない。ある過疎地域では、人口減少が進行したため、開催が危ぶまれた地域のイベントに金融機関の職員が積極的に参加したことで開催できたというケースもある。

また中には、イベントを開催することで取引先と交流を図る営業店も少なくない。ある離島の営業店では、地域の人々と毎年、バレーボール大会を開催している。同大会では、①チームに65歳以上を2人参加させる、②ケガをしないように大きいボールを使う、など独自ルールを設けることで誰もが参加できることとしており、100人ほどの参加者が営業店職員と一緒に汗を流す。

一方、都市部の金融機関においても、年金受給口座を指定している顧客を対象に気の合う仲間がカラオケ、生け花、ストレッチなどを行うことができるように会議室を開放している営業店もあるなど、地域の人々が気軽に訪問できるようにしている事例もある。

金融機関の役職員は日々の業務をこなしながら、地域貢献を行うことは労力を要することであるが、このような交流を積み重ねることで地域の人々との絆が深まり、営業担当者も営業地域に愛着を深めることになる。

おわりに

以上、取引先との長期的な絆の構築をめざしている地域金融機関の 8 つの取組み（①徹底した取引先訪問、②融資実行後の訪問・フォロー、③一歩踏み込んだ職域サポート制度、④取引先組織の継続的な運営、⑤取引先にメリットがある営業推進、⑥創業・起業、企業再生、補助金申請業務の取組み、⑦顧客目線の業務、⑧積極的な地域貢献）をまとめてみた。

全国銀行協会が公表している「よりよい銀行づくりのためのアンケート結果について」（2015年度）によると、個人の銀行利用者で満足している人の理由は「ATMが多く、身近な場所にある」「店舗が多く、身近なところにある」「ATMの利用時間が長い」などが主要な理由であるという（全国銀行協会ウェブサイト）。そのため、個人の取引先をメイン化するためには、多様なチャネル戦略が今後も重要であることに変わりはない。

しかし、営業地域が限定され、経営規模が小規模である金融機関における取引先との絆の構築については、アクセスチャネルの拡充も重要な取組みであるが、「まず、融資ありき」というスタンスよりも、フェイス・トゥ・フェイスで顔を合わせ、取引先の状況や希望を把握する

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

こと、そして取引先の将来に向けた対応策を二人三脚で取組む姿勢が重要となる。

一方、個人顧客の場合は、通常は「マスマーケット」と認識され、きめ細やかな対応が難しい分野でもある。しかし、職域金融機関の事例でみたように、個人一人ひとりの話にも真摯に耳を傾けてくれるからこそ、何かあると「相談してみよう」という思いが強化されることは注目される。

読者の中には、「こんなことでは競争に勝ち抜けない」「手間とコストがかかりすぎる」という人も多いだろう。しかし、長期的な絆を構築するということは、金融機関の都合だけでは推し進めていくことができない、顧客本位の取組みであり、「地域社会になくてはならない存在」になるということであることを忘れてはならない。

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

農林中金総合研究所
2017～18年度改訂経済見通し

自律回復が始まった民間最終需要
～2017年度：1.8%（上方修正※）、18年度：1.2%（下方修正※）～
※いずれも6月時点との比較

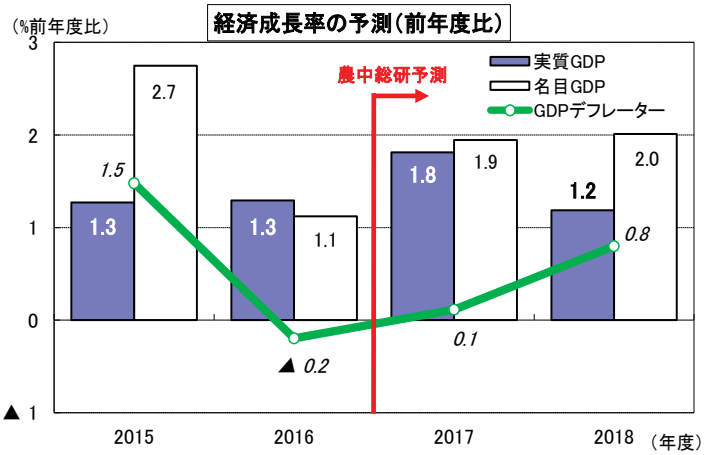
2017年8月17日

お問い合わせ先：（株）農林中金総合研究所
調査第二部　マクロ経済班
内容について：03-6362-7758
その他（配送など）：03-6362-7757

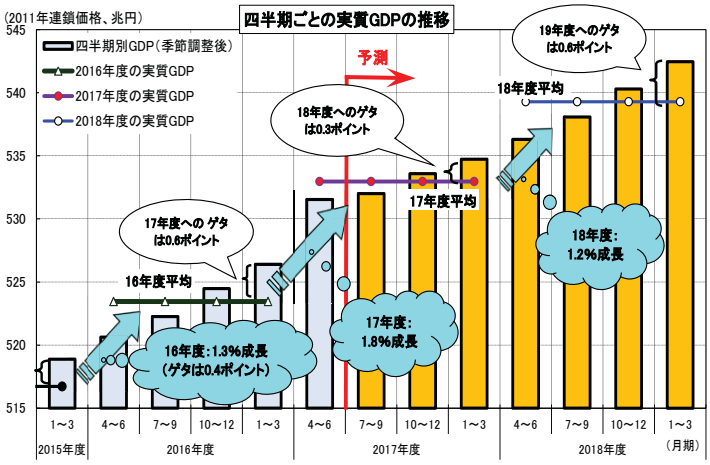
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

≪　サ　マ　リ　ー　≫

- 世界経済は緩やかながらも、着実な改善基調をたどっている。先行きについては、成長率が加速する状況にはないが、米国・欧州・中国とも落ち着いた成長ペースを維持するだろう。なお、欧米地域の金融政策は正常化に向けた動きが想定されるが、物価上昇圧力が鈍い中、そのペースはあくまで緩やかなものにとどまる。
- こうした状況の下、日本国内も景気改善が進んでいる。4～6月期のGDPは、これまでの牽引役だった輸出は減少したが、消費・設備投資の伸びが大きく加速し、年率4%の高成長となった。7～9月期はその反動で減速するとみるが、輸出が持ち直すほか、民間需要の自律回復の動きは継続すると思われる。なお、人手不足感の高まりはいずれ賃上げを促し、「企業から家計へ」の所得還流が強まることから、18年度にかけて日本経済は堅調に推移すると予測する。
- 欧米中央銀行が大規模な金融緩和策からの幕引きに向けて動き出す中、日本銀行は国内の物価上昇圧力が依然鈍いことから、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を当面継続すると予想する。今後とも海外発の金利上昇などが国内に波及する場面も想定されるが、指値オペや固定金利オペなどを駆使して「10年ゼロ%」という操作目標の達成に努力するものと予想される。



（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4～6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

目　次

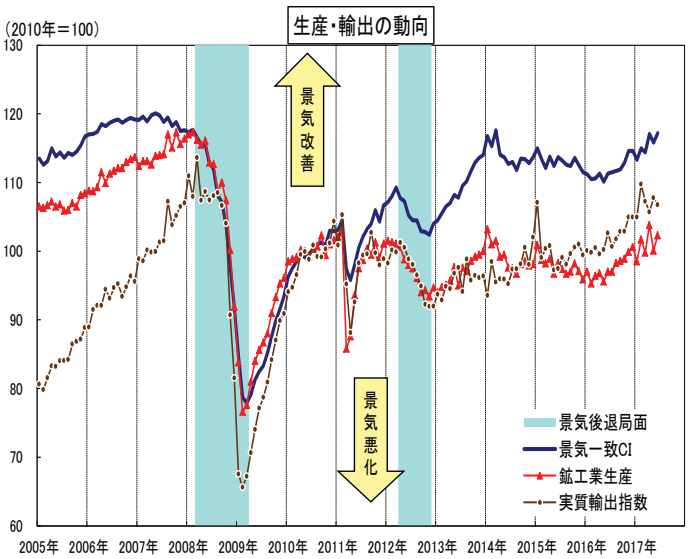
1	景気の現状	4
2	世界経済の動向	6
3	国内の経済政策	19
4	日本経済・物価の見通し	21
5	金融政策	29
6	金融市場の見通し	31

見通し担当者：

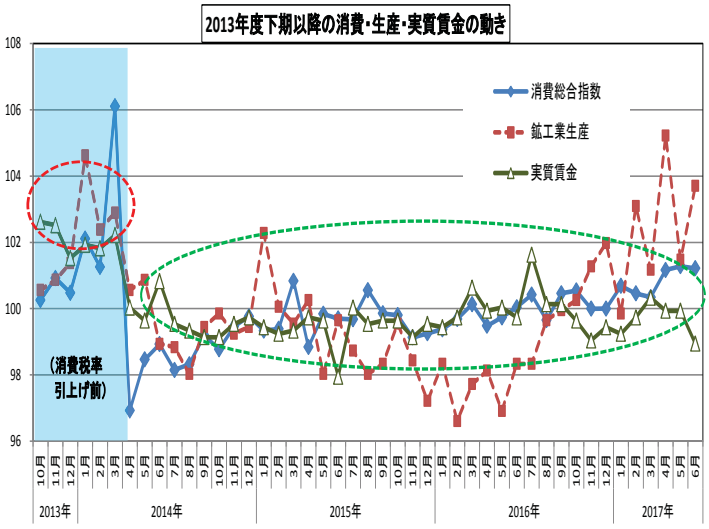
総括、日本経済・金融	南　武志
米国経済・金融	佐古佳史
欧州経済・金融	山口勝義
中国経済・金融	王　雷軒

1　景気の現状

- 国内景気は緩やかに改善
  - 鉱工業生産は主に輸出の牽引により、消費税増税直前（14年1～3月期）の水準を回復
  - 消費、設備投資など国内需要の改善傾向が強まりつつある
  - 人手不足感は徐々に強まっているが、企業の賃上げ姿勢はまだ鈍い（17年春闘は16年を若干下回った）
  - 物価上昇率は小幅プラスにとどまるなど、上昇圧力は乏しい
  - 足元では輸出は伸び悩んだ



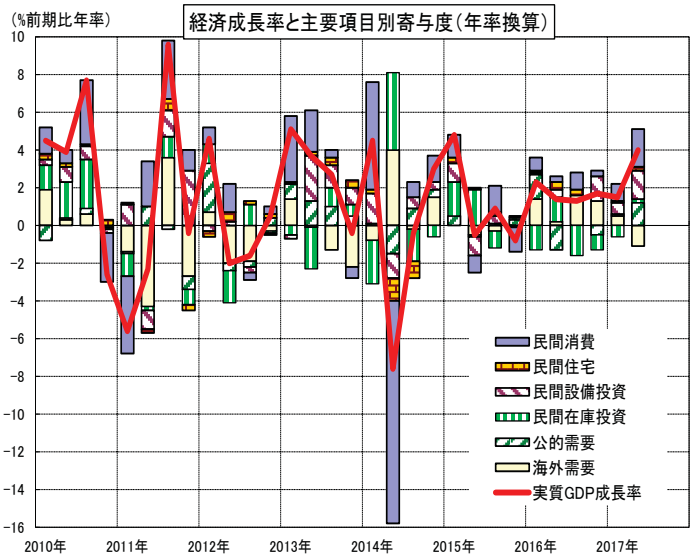
（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成



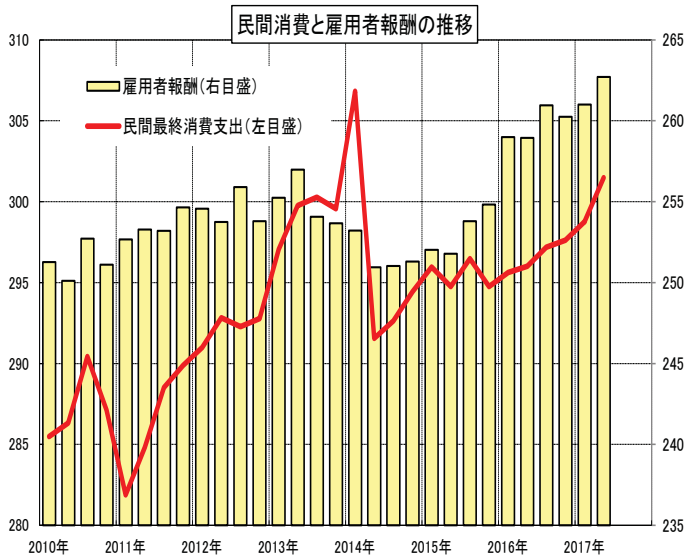
（資料）内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成
（注）2013年10月～直近＝100。

http://www.nochuri.co.jp
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

- 17年4～6月期は4.0%成長と、6四半期連続のプラス
  - 過去数四半期の成長を下支えした輸出が減少に転じた（前期比▲0.5%）が、消費・設備投資が大きく伸びた（前期比でそれぞれ0.9%、2.4%）ほか、16年度第2次補正予算に盛り込まれた経済対策の効果が顕在化した（公的需要は同1.3%の伸び）
  - 実質雇用者報酬は前年比1.4%（9四半期連続のプラス）、前期比0.7%（2四半期連続のプラス）と、底堅く推移
  - GDPデフレーターは4四半期連続の前年比マイナスで、国内部門の価格設定力はなお弱いものの、前期比は0.2%とプラスに転じた



（資料）内閣府経済社会総合研究所



（資料）内閣府　（注）実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示、兆円。直近データは4月分を反映。

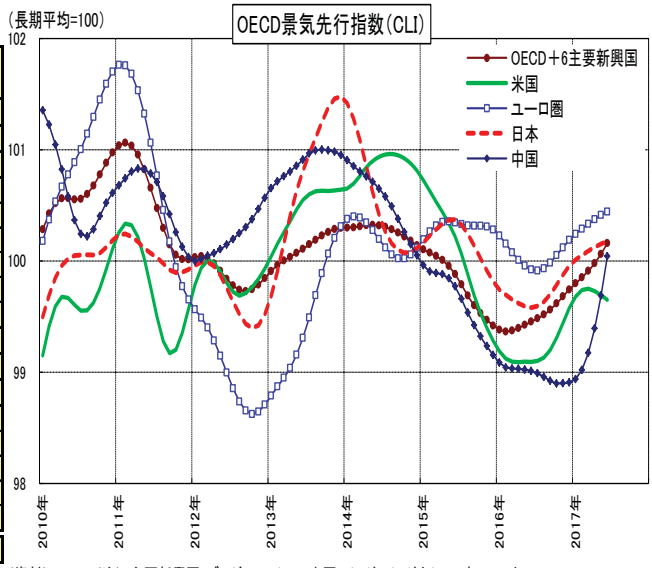
2　世界経済の動向　①概況

- 世界経済の回復基調は継続すると想定される
  - IMFの改訂世界経済見通し（7月）によると、世界経済の見通しは、17年は3.5%成長、18年は3.6%成長と、緩やかな改善が見込まれている
    - 副題も「A Firming Recovery（底堅さ増す回復）」と、4月時点の「Gaining Momentum?（勢いを得つつあるといえるだろうか?）」に比べて楽観的に
  - 世界貿易の伸びもまた、17、18年と拡大すると予想
  - OECD・景気先行指数（CLIs）からも、先行きの景気改善が示唆されている

2017～18年　IMF世界経済見通し

	2015年	2016年	2017年	2018年
世界全体（実質経済成長率）	**3.4**	**3.2**	**3.5**	**3.6**
先進国	**2.1**	**1.7**	**2.0**	**1.9**
米国	2.6	1.6	2.1	2.1
ユーロ圏	2.0	1.8	1.9	1.7
ドイツ	1.5	1.8	1.8	1.6
フランス	1.1	1.2	1.5	1.7
イタリア	0.8	0.9	1.3	1.0
スペイン	3.2	3.2	3.1	2.4
英国	2.2	1.8	1.7	1.5
日本	1.1	1.0	1.3	0.6
新興国・発展途上国	**4.3**	**4.3**	**4.6**	**4.8**
中国	6.9	6.7	6.7	6.4
インド	8.0	7.1	7.2	7.7
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.6	0.3	1.3
ロシア	▲ 2.8	▲ 0.2	1.4	1.4
南アフリカ	1.3	0.3	1.0	1.2
ASEAN5	4.9	4.9	5.1	5.2
世界貿易数量（財・サービス）	**2.6**	**2.3**	**4.0**	**3.9**

（資料）IMF『World Economic Outlook Update（2017年7月）』



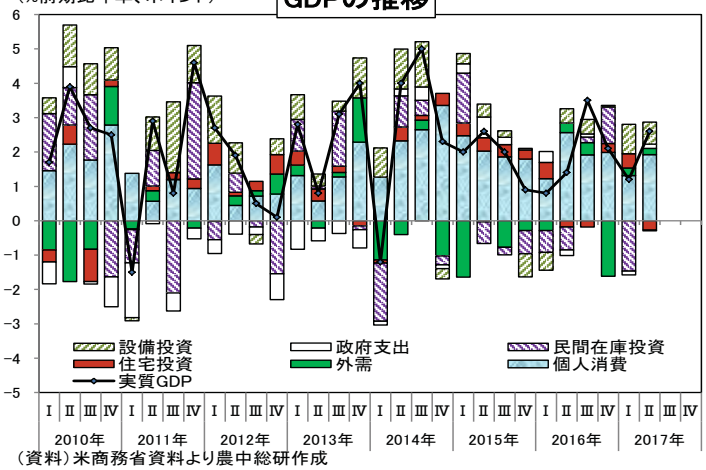
（資料）OECD　（注）6主要新興国：ブラジル・ロシア・中国・インド・インドネシア・南アフリカ

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　世界経済の動向　②米国

- 景気動向
  - 17年4～6月期は前期比年率で2.6%成長（速報値）で、1～3月期（同1.2%）の減速は一時的だったことが確認
    - 個人消費は強かったが、住宅投資は弱かった
  - FRBが注視するPCEデフレーターは、目標とする前年比2%に届いていない
  - 見通しのポイントとしては、①GDPギャップが縮小するなか、利上げやFRBのバランスシート（B/S）縮小開始を受け、経済成長率は潜在成長率（年率2%弱）へ徐々に収束していく、②労働需給の引き締まりから、賃金とインフレ率は上昇するものの、FRBの想定通り、18年内に3回の利上げ（6月時点）が可能となるほどにはインフレ率が上昇しない（18年は1回の利上げを予想）、③トランプ大統領が公約に掲げた大型減税の効果を想定していない、が挙げられる
  - 成長率見通しは17年、18年ともに前年比2.0%と予測している

GDPの推移



（資料）米商務省資料より農中総研作成
（注）各需要項目は寄与度（前期比年率換算）。

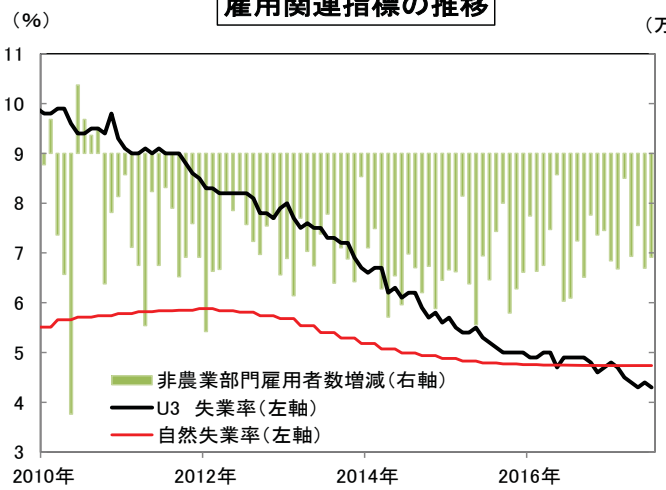
2017～18年　米国経済見通し

	2017年 上半期（実績）	2017年 下半期（予測）	2017年 通年（予測）	2018年 上半期（予測）	2018年 下半期（予測）	2018年 通年（予測）
実質GDP成長率（%、前年比）	1.9	2.1	2.0	2.1	2.0	2.0
PCEデフレーター（%、前年比）	1.6	1.6	1.6	1.8	2.0	1.9
失業率（%、平均）	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
FFレート誘導水準（%）	1.00～1.25	1.25～1.50	1.25～1.50	1.25～1.50	1.50～1.75	1.50～1.75
10年国債利回り（%）	2.3	2.4	2.4	2.5	2.6	2.6

（資料）米商務省、米労働省、FRB
（注）見通しは農中総研作成。成長率、インフレ率、失業率は期間の平均値。
PCEデフレーターは食品・エネルギーを除くベース。政策金利、10年国債利回りは期末の値。

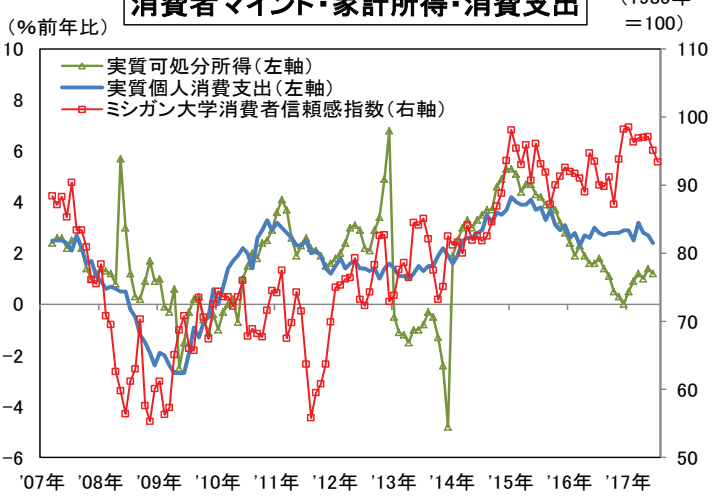
- 雇用
  - 労働市場は堅調に推移している
  - 17年に入り、非農業部門雇用者数は毎月18.4万人のペースで増加している
  - 失業率は4.3%まで低下しており、自然失業率を下回っている
  - その割に、賃金上昇率は前年比平均2.6%と上昇率が鈍い
- 個人消費
  - 17年に入り、実質個人消費支出は前年比平均2.7%で増加している
  - 所得の伸びは鈍いものの、消費者マインドは高い水準で推移している

雇用関連指標の推移



（資料）米労働省、米議会予算局より農中総研作成

消費者マインド・家計所得・消費支出



（資料）ミシガン大学調査、米国商務省より農中総研作成

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

- 設備投資
  - 設備投資は堅調に推移
    - 耐久財受注（非国防、除く航空機）は前年比2%台後半のペースで推移している

- トランプ政策：オバマケア改革の頓挫から、公約に掲げた大型減税の早期実施の可能性遠のく
  - 医療保険改革法（オバマケア）撤廃により捻出される財源を活用して、大規模な減税を目指している
  - 4月26日に税制改革案を発表
    - 法人税率を35%から15%へ引き下げる
    - 個人所得税率を最高税率を引き下げ、かつ10%・25%・35%の3段階へと簡素化する
  - オバマケアの撤廃を目指しているが、上院共和党議員の一部が反対、頓挫している
    - オバマケアを撤廃できないまま、議会は9月5日まで夏休みで休会
    - オバマケアによる保険会社への補助金を削減するかどうかが休会明けの焦点に

- 債務上限問題
  - 米議会予算局が6月29日に公表した報告書によると、米政府は連邦債務上限を引き上げない限り、17年10月初旬から中旬頃にかけて財政資金が枯渇する可能性がある
    - ムニューシン財務長官は、無条件での債務上限の引き上げを議会に求めている
    - 一方で、均衡財政主義を標榜する共和党保守派は歳出削減との組み合わせを求めている

- 金融政策
  - 金融政策の正常化（バランスシート（B/S）の縮小と利上げ）を目指す
    - FRBは17年に入ってから2度の利上げをするなど、市場の想定を上回る利上げペースとなっている。
    - 良好な経済指標が確認されれば、インフレ上昇率が鈍いままでも、利上げを行う方針で、12月のFOMCにて、FRBの予測通り、17年としては3度目の利上げを実施する可能性がある
    - 早ければ9月のFOMCにて、現在約4.5兆ドルあるB/Sの縮小開始を決定すると予想

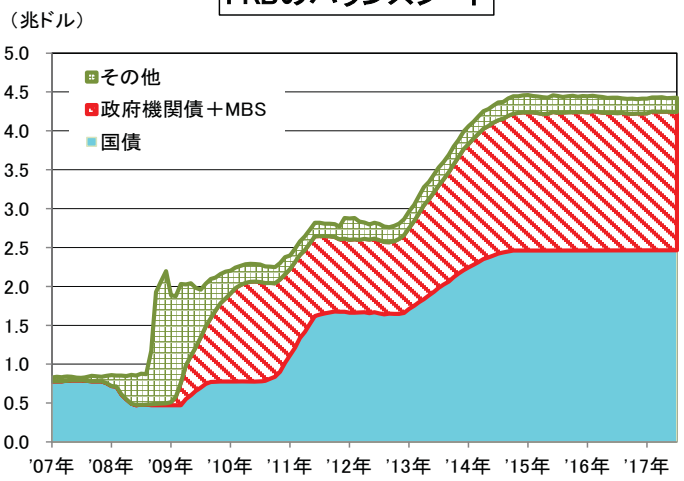
月ごとの再投資停止額の上限

（億ドル）

	米国債	MBS	合計
B/S縮小開始月	60	40	100
1　ヶ月後	60	40	100
2　ヶ月後	60	40	100
3　ヶ月後	120	80	200
4　ヶ月後	120	80	200
5　ヶ月後	120	80	200
6　ヶ月後	180	120	300
7　ヶ月後	180	120	300
8　ヶ月後	180	120	300
9　ヶ月後	240	160	400
10　ヶ月後	240	160	400
11　ヶ月後	240	160	400
12　ヶ月後	300	200	500
以降	300	200	500

（資料）FRBより農中総研作成

FRBのバランスシート



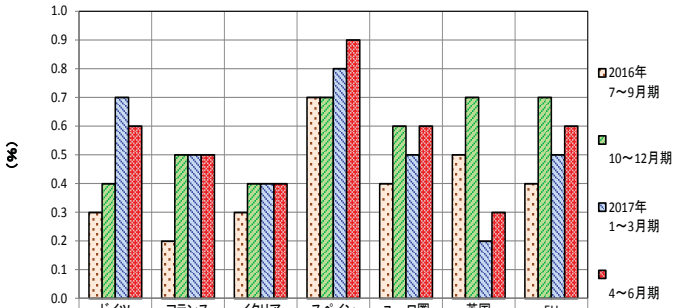
（資料）FRBより農中総研作成

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

2　世界経済の動向　③欧州

- 景気動向
  - ユーロ圏の4～6月期の実質GDP成長率（改定値）は、前期比で0.6%となり前期の同0.5%から小幅加速
  - 経済規模の大きい4ヶ国の中では、ドイツやスペインが引き続き他国に比べ高い成長率を維持
  - また、フランスやイタリアでも安定的な成長
  - 一方、英国では前期比0.3%の成長にとどまり、今年に入ってからの経済成長の減速傾向が明らか
  - 欧州連合（EU）全体では、ユーロ圏と同率の前期比で0.6%の成長

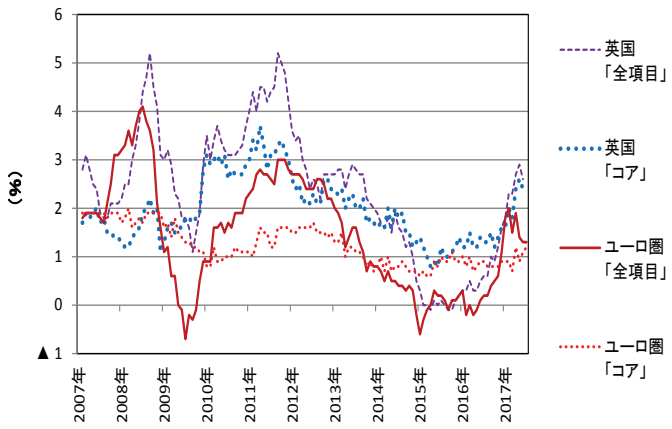
実質GDP成長率（前期比）



	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	ユーロ圏	英国	EU
2016年 7～9月期	0.3	0.2	0.3	0.7	0.4	0.5	0.4
10～12月期	0.4	0.5	0.4	0.7	0.6	0.7	0.7
2017年 1～3月期	0.7	0.5	0.4	0.8	0.5	0.2	0.5
4～6月期	0.6	0.5	0.4	0.9	0.6	0.3	0.6

（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

消費者物価上昇率（前年同期比）



（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

- ユーロ圏経済
  - 失業率は13年以降は緩やかながらも改善傾向にあり、6月も09年2月以来の9.1%にまで低下
  - 一時は頭打ちが見られた家計消費も堅調さを回復し、同月の小売売上高は前月比で0.5%の、また前年比では3.1%の増加となり、引き続き景気回復を主導
  - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.6%の低下ながら、前年同月との対比では2.6%上昇

- ドイツ経済
  - 引き続きユーロ圏の経済成長の牽引役
  - 6月の失業率は、3.8%にまで低下
  - 同月の小売売上高は、前月比で1.1%の、また前年比では3.6%の増加
  - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で1.1%の低下となったが、前年同月比では2.4%の上昇
  - 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5.1%の上昇
  - 月々の変動が大きい輸出額については、同月は前月比で2.8%の低下ながら、前年同月比では5.7%の増加

- 英国経済
  - 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、輸入物価の上昇に伴い小売売上高が減速

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

- 物価動向
  - ユーロ圏の7月の消費者物価上昇率は、全項目で前年同月比1.3%
  - ユーロ圏では、加工食品やサービスの価格を含め回復の裾野が広がりつつあり、物価上昇率は緩やかな上昇を維持することが見込まれる
  - 一方、英国では、輸入物価の上昇に伴い、7月の消費者物価上昇率は全項目で前年同月比2.6%と、2%を上回る高水準

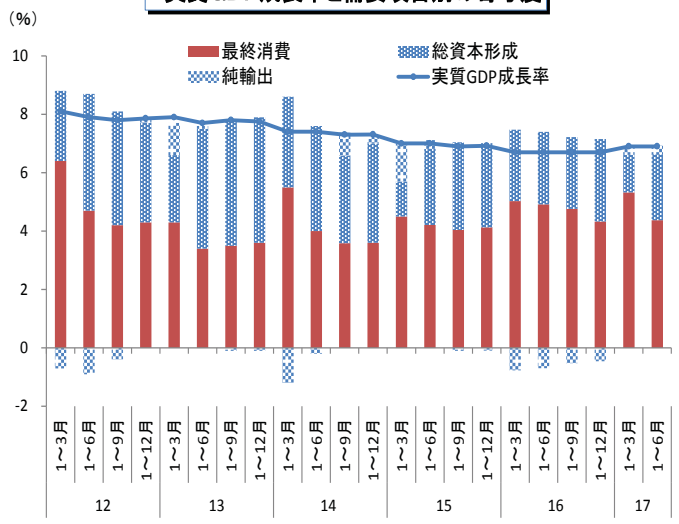
- 金融政策
  - ユーロ圏では、ECBによる資産買入れ（QE）は16年12月の理事会で17年12月まで延長されたが、ドラギ総裁は7月20日の政策理事会後の記者会見で、金融政策の見直しについて秋に議論を行うと明言、近く金融政策の正常化に向けた動きに着手することが見込まれる
  - 一方、英国では、イングランド銀行（BOE）は物価上昇と景気減速懸念の間のジレンマで、当面は政策据え置きの見込み

- 景気見通し
  - ユーロ圏ではフランスの大統領選挙や国民議会選挙を経て、政治面での不透明感が大幅に軽減
  - ユーロ圏では、これが好影響を与え、今後も年率2%程度での緩やかな成長の継続を見込む
  - 一方、英国では、6月の前倒し総選挙での保守党の敗北でEU離脱を巡る不透明感が強まっており、今後は投資の手控えなどで経済成長は減速へ

2 世界経済の動向 ④中国

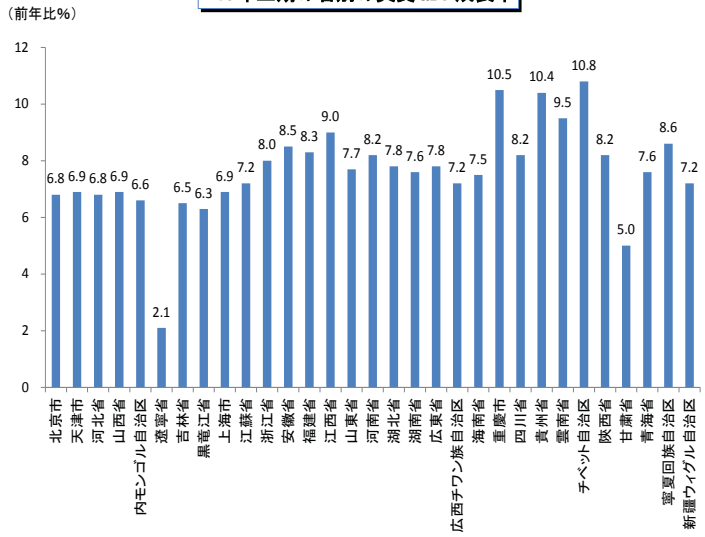
- 景気動向
  - 17年4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.9%と、1～3月期（同6.9%）から横ばい
  - 16年後半からの成長率回復の動きは一旦止まったものの、市場予想（同6.8%）を上回り、減速を回避
  - 地域別にみると、重慶市や貴州省は依然として二桁成長を続けたものの、遼寧省や甘粛省は低成長となるなど、地域間格差も見てとれる

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

17年上期の省別の実質GDP成長率

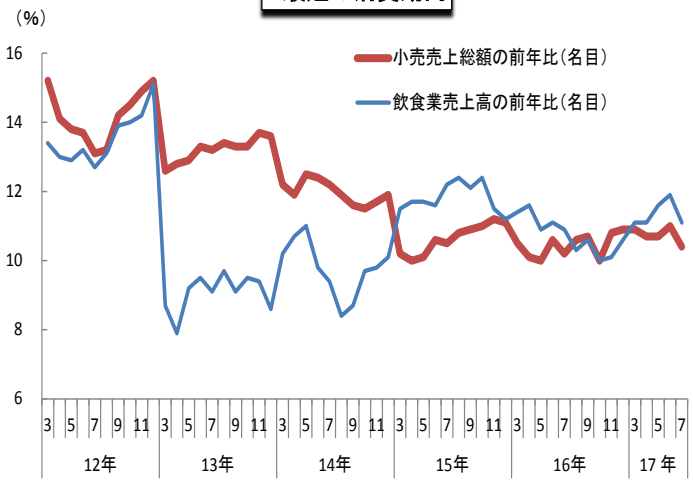


（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

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

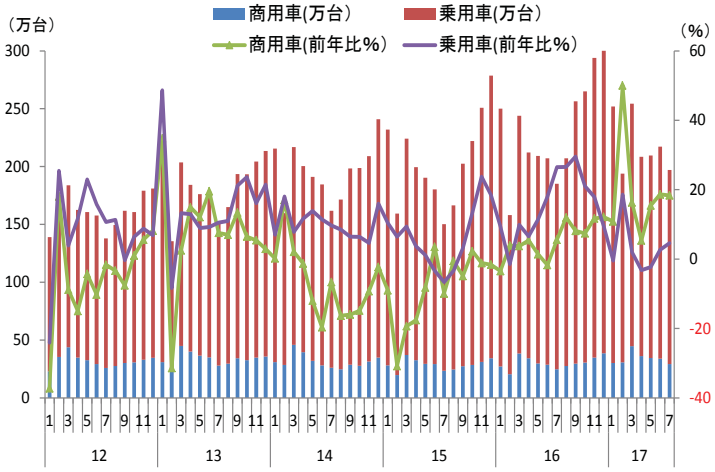
- 個人消費
  - 小売売上総額の1割程度を占める飲食業売上高が持ち直した
  - 16年12月に小型自動車購入の減税措置が終了したことに伴って、駆け込み需要からの反動減で伸び率が鈍化した自動車販売台数も、足元では再び前年比プラスとなっている
  - 7月の高温や洪水の影響を受けて、個人消費は一時的に弱まったが、先行きについては、堅調さを維持すると見込まれる

最近の消費動向



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

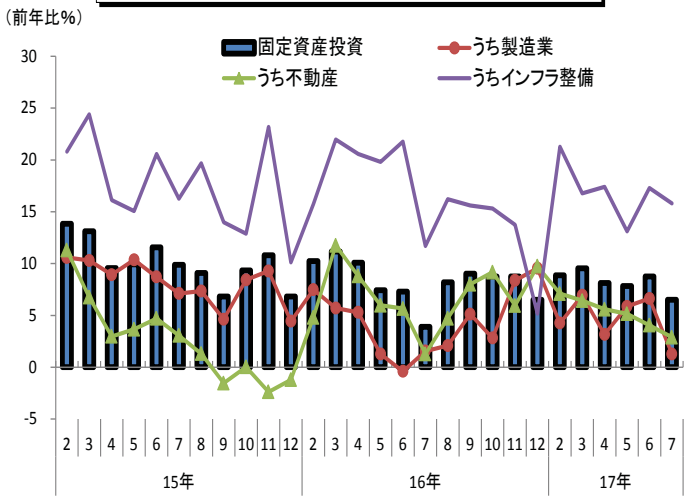
中国の自動車販売台数の推移



（資料） 中国汽車工業協会、CEICデータより作成

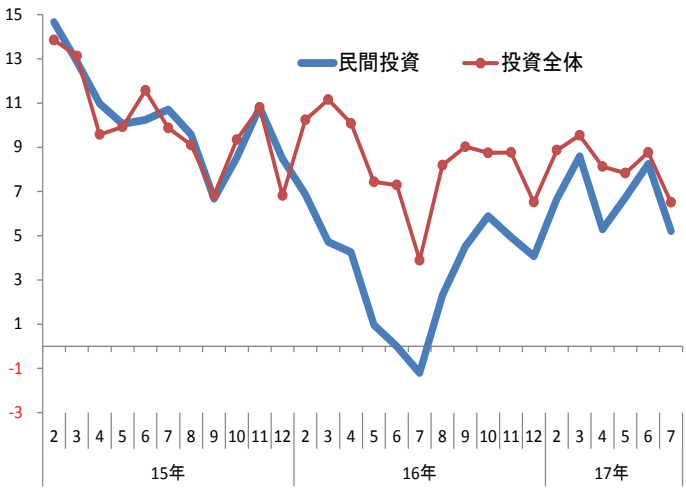
- 固定資産投資
  - インフラ整備向けの投資が底堅く推移したものの、製造業・不動産向けが伸び悩んだことから、7月は前年比6.5%と、6月（同8.8%）から伸び率が鈍化
  - 過剰生産能力の削減に向けて、製造業における設備投資の抑制が見られるほか、地方政府が相次いで住宅価格抑制などの政策を打ち出しており、不動産向けも鈍化傾向が続いている
  - 先行きについても、民間投資の弱さが大きく改善されないと見込まれるため、弱い動きが続くと思われる

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

投資全体の6割を占める民間投資の推移

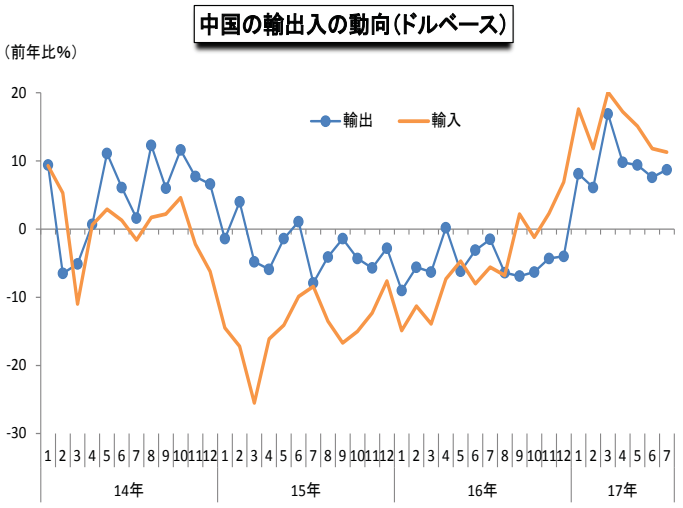


（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

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

- 輸出
  - 海外経済の持ち直し基調が強まっており、伸び率は鈍化したものの、堅調さを維持した
  - 先行きについては、米中貿易摩擦の激化が予想されるほか、人民元高も進行しているため、鈍い動きになる可能性が高い

- 成長率見通し
  - 17年は6.8%、18年は6.6%、19年は6.5%と予測

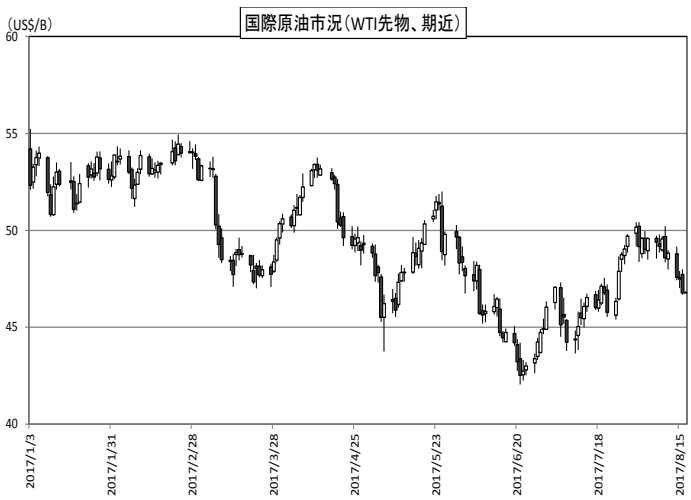


(資料) 中国海関総署、CEICデータより作成

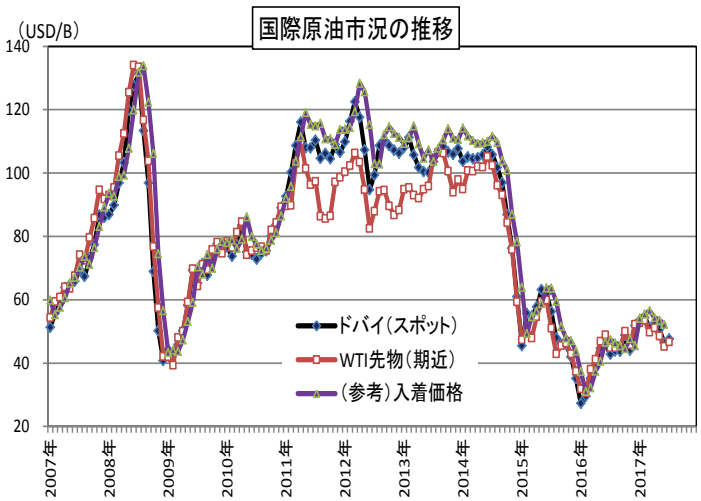
(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成、見通しは当社予想

2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格は現状40ドル/バレル台後半でのもみ合い
  - 5月25日のOPEC総会および非加盟11 産油国との閣僚会合において、17 年1～6月にかけての協調減産内容(日量180 万バレル程度(世界の石油生産の約2%程度))を18 年3 月まで延長することを決定したが、7月のOPECの順守率は75%(非OPECは67%)へ低下するなど、需給均衡化の期待は後退
- 原油入着価格の見通し
  - IEAでは、インド・中国などの石油需要を下方修正したほか、減産合意もあまり順守されないものと想定、需給均衡に向けた動きは進まないことを示唆
  - 国内への入着価格は17年度下期から18年度にかけて50ドル/バレル程度と想定



(資料)Bloombergより作成

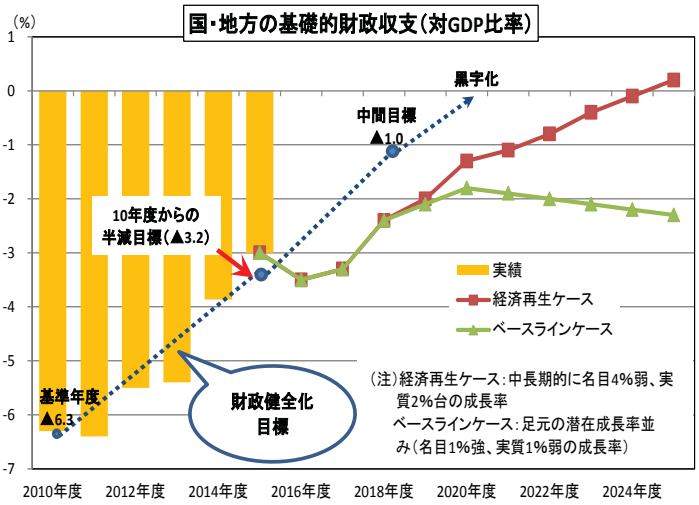


(資料)NYMEX、東京工業品取引所、財務省

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

3　国内の経済政策

- 4～6月期GDPを受けて、17年度は災害復旧以外の追加財政支出は想定せず
- 「経済・財政一体改革」の集中改革期間の最終年となる18年度予算も「経済・財政再生計画」「改革工程表」に則って歳出改革、歳入改革を加速する方針
  - 一般歳出：3年で実質1.6兆円増（うち、社会保障関係費は同じく1.5兆円程度）のペースを維持
  - 「人づくり革命」の実現に向けた人材投資や中小企業・サービス産業の生産性向上に資する施策などに重点化
- 骨太方針2017では、20年度のPB黒字化目標を堅持することに加え、債務残高のGDP比率の低下も
  - PB黒字化目標はほぼ不可能である半面、教育無償化など歳出増圧力が強まってきた
- 内閣改造で支持率の挽回を図るが、状況次第ではアベノミクス路線に修正が加わる可能性も

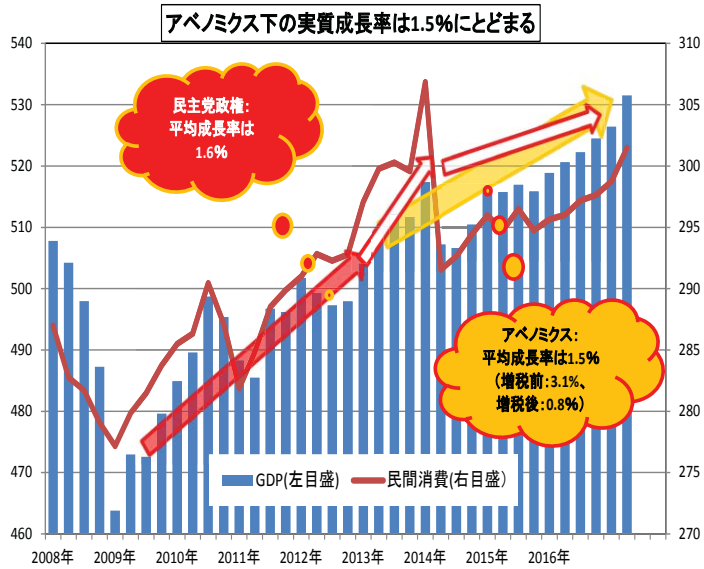


（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

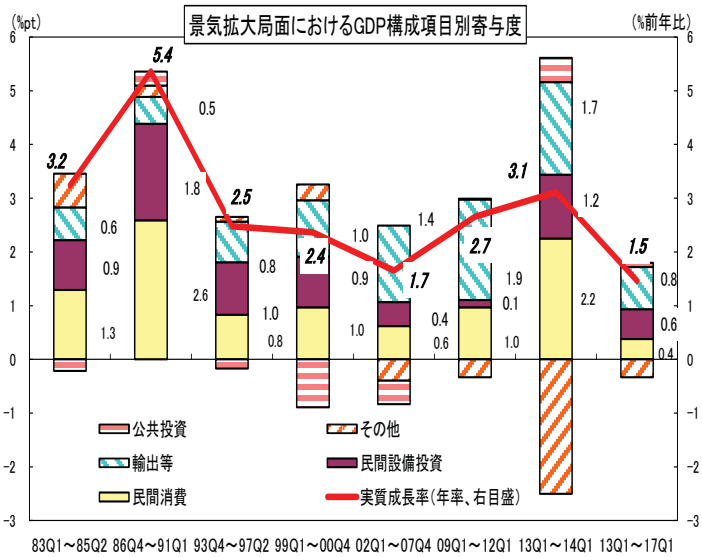
今後の内外政治日程

2017年	8月	北朝鮮先軍節（25日）
	9月	民進党代表選（1日）
		北朝鮮建国記念日（9日）
		臨時国会召集（月末で調整中）
	10月	衆議院選補欠選挙（22日）
	11月	APEC首脳会議（10～11日）
		トランプ米大統領来日（予定）
2018年	9月	自由民主党総裁選
	12月	衆議院議員の任期満了
	未定	天皇陛下退位、改元（17年9月に決定予定）
2019年	7月	参議院議員選挙

- アベノミクスの評価
  - アベノミクスは「実質2%、名目3%の経済成長、2%の物価上昇」を目標に掲げている
    - その実態は「円安で時間稼ぎをして、その間に成長戦略で民間最終需要の自律回復を促す」というもの
  - 消費税増税前の好調さ（年率3.1%成長）に比べて、増税後はパフォーマンスが低い（同0.8%成長）
    - これまでのところ1.5%成長にとどまるなど、民主党政権当時（1.6%成長）と大差ない
  - 民間消費の水準（実質ベース）がようやく13年下期を上回るなど、持ち直しの機運が本格的に強まってきた
  - 2000年代に入ってからの経済成長は「輸出頼み」の構造は定着したまま



（資料）内閣府経済社会総合研究所　（注）単位は2011年連鎖価格表示、兆円。

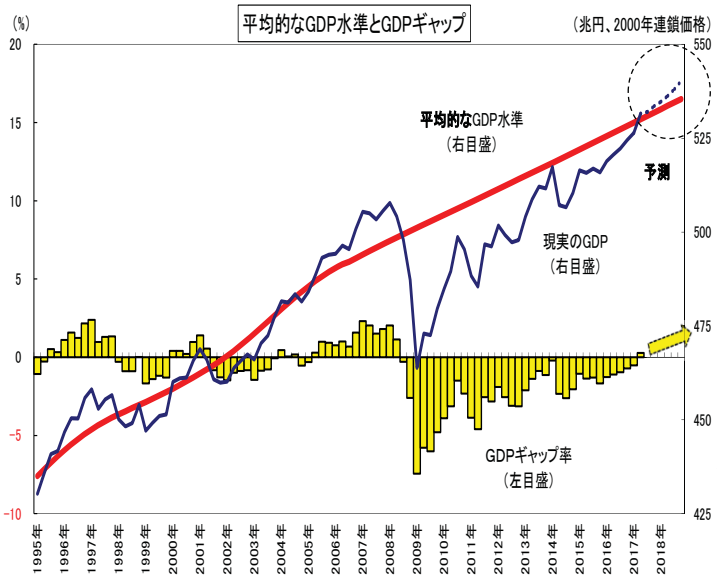


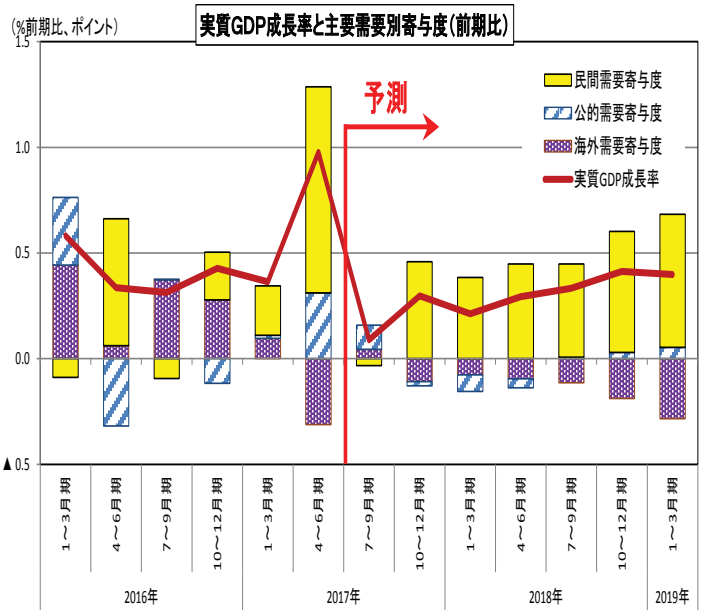
（資料）内閣府資料より農林中金総合研究所作成

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

4　日本経済・物価の見通し

- 総論　～2017年度は1.8%成長、18年度は1.2%成長と予測～
  - 足元の17年7～9月期は前期比年率0.4%と急ブレーキがかかるが、あくまで4～6月期の高成長の反動の範囲内で、持ち直し基調は維持
  - 米国トランプ政権の通商政策の行方など、先行き不透明感は根強いが、国内景気は民間消費・民間企業設備投資といった民間最終需要が主導する形で改善基調を継続する
  - 17年度上期の景気下支えをする公共投資は下期には息切れ
  - 世界経済の回復を受けて輸出は増勢を維持する半面、内需回復から輸入も底堅く推移（外需寄与度は概ねマイナスで推移）





(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

予測表（年度、半期）

	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	1.1	1.9	2.0
実質GDP	%	1.3	1.3	1.8	1.2
民間需要	%	1.2	0.8	2.0	2.3
民間最終消費支出	%	0.6	0.7	1.7	1.3
民間住宅	%	2.8	6.5	3.0	0.5
民間企業設備	%	0.6	2.5	4.4	5.1
民間在庫品増加（寄与度）	ポイント	0.4	▲ 0.4	▲ 0.2	0.2
公的需要	%	1.2	▲ 0.3	1.4	▲ 0.2
政府最終消費支出	%	2.0	0.4	0.5	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 1.9	▲ 3.2	4.8	▲ 3.2
輸出	%	0.7	3.2	4.7	3.8
輸入	%	0.2	▲ 1.4	4.9	6.3
国内需要寄与度	ポイント	1.3	0.5	2.0	1.8
民間需要寄与度	ポイント	0.9	0.6	1.6	1.8
公的需要寄与度	ポイント	0.3	▲ 0.1	0.4	0.0
海外需要寄与度	ポイント	0.1	0.9	▲ 0.1	▲ 0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	1.5	▲ 0.2	0.1	0.8
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 3.3	▲ 2.4	2.3	2.2
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.0	▲ 0.3	0.7	1.2
完全失業率	%	3.3	3.1	2.8	2.6
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 1.0	1.2	5.5	3.7
経常収支	兆円	17.7	20.2	19.4	20.4
名目GDP比率	%	3.3	3.7	3.5	3.6
為替レート	円/ドル	120.1	108.4	112.1	112.5
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	50.8	50.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成（予測は農林中金総合研究所）
(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。

（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	1.8	1.2	0.5	1.2	0.6	0.9
民間需要	%	0.8	2.0	1.4	0.8	2.3	1.1	1.7
民間最終消費支出	%	0.7	1.7	1.2	0.6	1.3	0.6	1.0
民間住宅	%	6.5	3.0	2.0	▲ 0.1	0.5	▲ 1.0	3.0
民間企業設備	%	2.5	4.4	2.3	1.1	5.1	2.8	3.8
公的需要	%	▲ 0.3	1.4	1.5	0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	0.3
政府最終消費支出	%	0.4	0.5	0.3	0.3	0.5	0.3	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 3.2	4.8	6.4	▲ 0.0	▲ 3.2	▲ 2.7	▲ 0.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.0	▲ 3.4	▲ 3.0	▲ 3.7	▲ 5.8	▲ 4.7	▲ 6.8
輸出	%	3.2	4.7	1.1	2.8	3.8	2.0	2.0
輸入	%	▲ 1.4	4.9	2.5	3.3	6.3	3.0	4.4
内需寄与度　（前期比）	%	0.5	2.0	1.5	0.6	1.8	0.9	1.2
民間需要　（　〃　）	%	0.6	1.6	1.2	0.6	1.8	1.0	1.1
公的需要　（　〃　）	%	▲ 0.1	0.4	0.4	▲ 0.0	0.0	▲ 0.1	0.1
外需寄与度　（　〃　）	%	0.9	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.4
デフレーター　（前年比）	%	▲ 0.2	0.1	▲ 0.2	0.4	0.8	0.7	0.8
完全失業率	%	3.1	2.8	2.9	2.7	2.6	2.6	2.5
鉱工業生産（前期比）	%	1.2	5.5	3.0	2.1	3.7	1.7	2.0
住宅着工戸数（年率換算）	万戸	97.5	96.4	99.1	93.8	97.6	94.0	101.3
経常収支	兆円	20.2	19.4	9.5	9.9	20.4	10.1	10.3
貿易収支	兆円	5.7	3.3	1.5	1.8	4.3	2.1	2.2
外国為替レート	ドル/円	108.4	112.1	111.8	112.5	112.5	112.5	112.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	47.3	50.8	51.7	50.0	50.0	50.0	50.0

（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	%	1.1	1.9	1.8	2.1	2.0	1.8	2.2
実質GDP	%	1.3	1.8	2.0	1.7	1.2	1.0	1.4
民間需要	%	0.8	2.0	1.8	2.3	2.3	2.0	2.6
民間最終消費支出	%	0.7	1.7	1.7	1.7	1.3	1.2	1.4
民間住宅	%	6.5	3.0	4.1	1.8	0.5	▲ 1.2	2.2
民間企業設備	%	2.5	4.4	5.0	4.0	5.1	4.4	5.9
公的需要	%	▲ 0.3	1.4	1.1	1.5	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	0.4	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 3.2	4.8	3.7	5.3	▲ 3.2	▲ 3.7	▲ 2.7
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.0	▲ 3.4	▲ 3.0	▲ 3.7	▲ 5.8	▲ 4.7	▲ 6.8
輸出	%	3.2	4.7	6.4	3.3	3.8	4.1	3.5
輸入	%	▲ 1.4	4.9	4.5	5.4	6.3	5.8	6.7
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 2.4	2.3	2.4	2.1	2.2	2.1	2.3
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.3	0.7	0.5	0.8	1.2	1.0	1.3
完全失業率	%	3.1	2.8	2.9	2.7	2.6	2.6	2.5
鉱工業生産（前年比）	%	1.2	5.5	5.8	5.1	3.7	3.8	3.7

(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

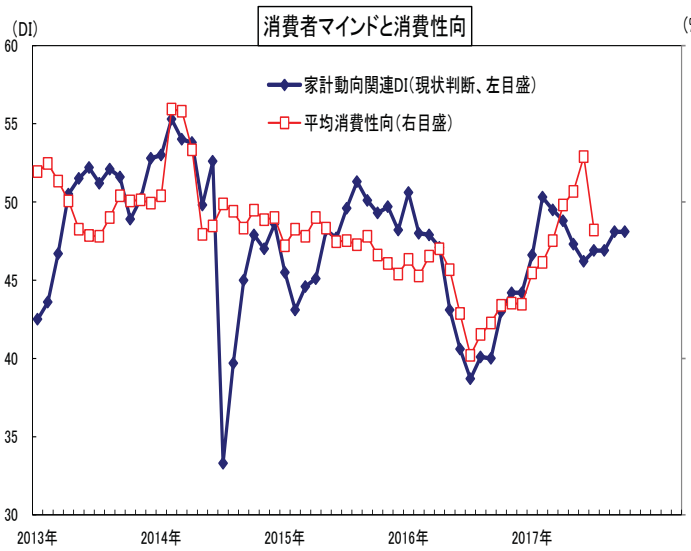
予測表（四半期）

（→予測）

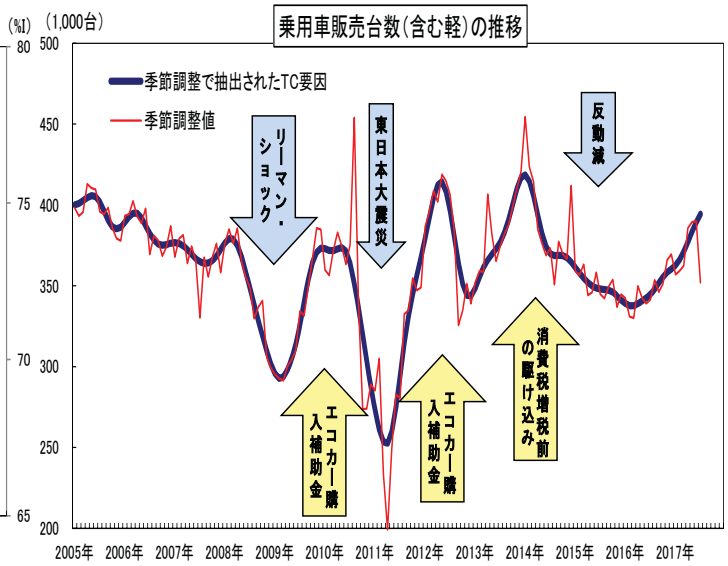
	単位	2016年				2017年				2018年				2019年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	1.0	0.0	0.1	0.5	▲ 0.0	1.1	0.3	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
実質GDP	%	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	1.0	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
（年率換算）	%	2.3	1.4	1.3	1.7	1.5	4.0	0.4	1.2	0.9	1.2	1.3	1.7	1.6
民間需要	%	▲ 0.1	0.8	▲ 0.1	0.3	0.3	1.3	▲ 0.0	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
民間最終消費支出	%	0.3	0.1	0.4	0.1	0.4	0.9	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
民間住宅	%	1.0	3.2	2.8	0.3	0.9	1.5	0.3	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	2.0	3.0
民間企業設備	%	0.2	0.7	0.0	2.2	0.9	2.4	▲ 1.0	1.5	1.2	1.4	1.5	1.5	1.5
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.3	0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	1.3	▲ 1.2	0.0	▲ 0.5	0.1	1.3	0.5	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0	0.1	0.2
政府最終消費支出	%	1.4	▲ 1.3	0.2	0.0	▲ 0.1	0.3	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	0.2	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 2.5	0.6	5.1	2.0	▲ 1.0	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 0.5	0.0	0.5
輸出	%	▲ 0.0	▲ 0.9	2.1	3.1	1.9	▲ 0.5	1.3	0.9	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7
輸入	%	▲ 2.0	▲ 1.2	▲ 0.2	1.4	1.3	1.4	1.0	1.5	1.5	1.5	1.4	1.8	2.2
国内需要寄与度	%pt	0.2	0.3	▲ 0.1	0.1	0.2	1.3	0.1	0.4	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.6	▲ 0.1	0.2	0.2	1.0	▲ 0.0	0.5	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6
公的需要寄与度	%pt	0.3	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	0.0	0.3	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.4	0.1	0.4	0.3	0.1	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3
GDPデフレーター（前年比）	%	0.9	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.4	0.1	0.2	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 3.7	▲ 4.5	▲ 3.8	▲ 2.1	1.0	2.1	2.8	2.3	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	0.2	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4
完全失業率	%	3.2	3.2	3.0	3.1	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5
鉱工業生産　（前期比）	%	▲ 0.9	0.3	1.6	1.8	0.2	2.1	1.5	0.8	1.1	0.7	0.8	1.0	1.2
経常収支（季節調整値）	兆円	5.2	4.7	4.9	5.1	5.4	4.7	4.8	5.0	4.9	5.0	5.1	5.1	5.2
名目GDP比率	%	3.9	3.5	3.6	3.8	4.0	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6	3.7	3.6	3.7
為替レート	円/ドル	115.5	108.2	102.4	109.3	113.6	111.1	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5	112.5
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	0.04	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	53.4	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0

（資料）内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成（予測は農林中金総合研究所）
（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。

- 民間消費
  - 16年央にかけて悪化した消費性向が回復する過程で消費は上振れたが、既に消費性向の持ち直し過程は終了している
  - 乗用車、白物家電など、耐久消費財の売れ行きも足元では一服
  - 労働需給の逼迫によって賃金上昇率が徐々に高まるとみられ、先行きの消費を下支えする
  - 実質民間最終消費支出は17年度：前年度比1.7%、18年度は同1.3%と予測



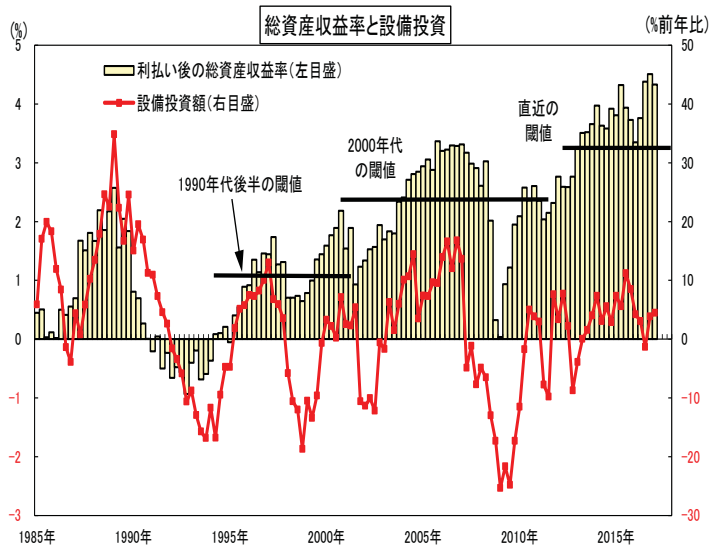
（資料）内閣府「景気ウォッチャー調査」、総務省統計局「家計調査」
（注）家計動向関連DIは3ヶ月先行　、平均消費性向は3ヶ月移動平均。



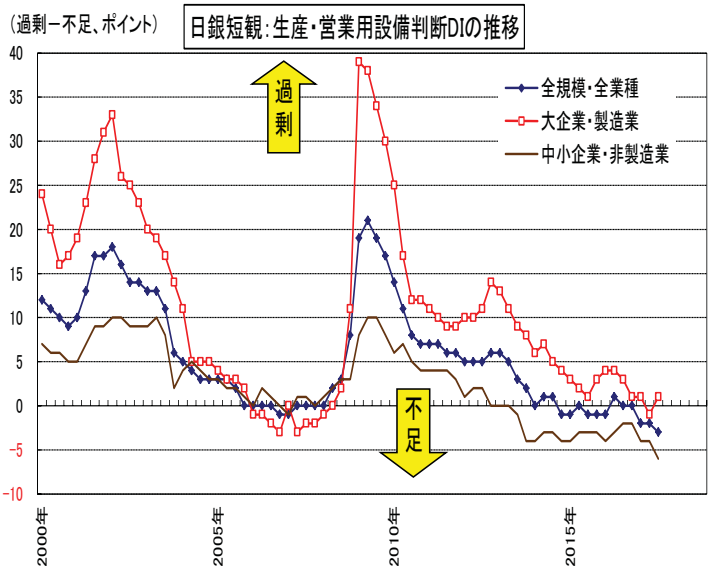
（資料）自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所作成　（備考）季節調整済（X-12-ARIMA）

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

- 民間設備投資
  - 非製造業（特に中小企業）を中心に設備不足感が高まっている
  - 総資産収益率（利払い後）は十分高まっており、設備投資は出やすい状況にある
  - 堅調な企業業績を背景に、①更新需要の積み上がり、②省力化・省人化投資ニーズの高まり、③20年の東京オリパラ向けの特需、④低金利環境による資金調達の容易さ、などにより、設備投資需要は堅調に推移するものと予想
  - 実質民間企業設備投資は、17年度：前年度比4.4%、18年度は同5.1%と予測

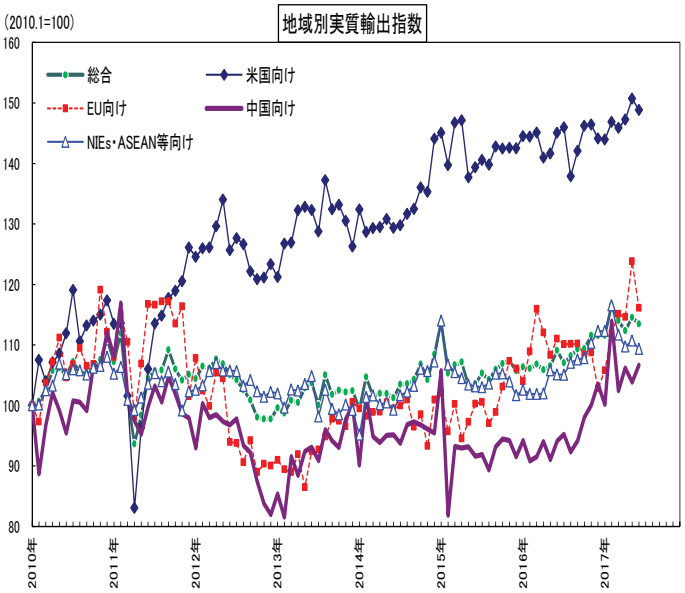


（資料）財務省・内閣府資料より作成
（注）利払い後の総資産収益率＝（経常利益+支払利息等）/総資産－借入金利

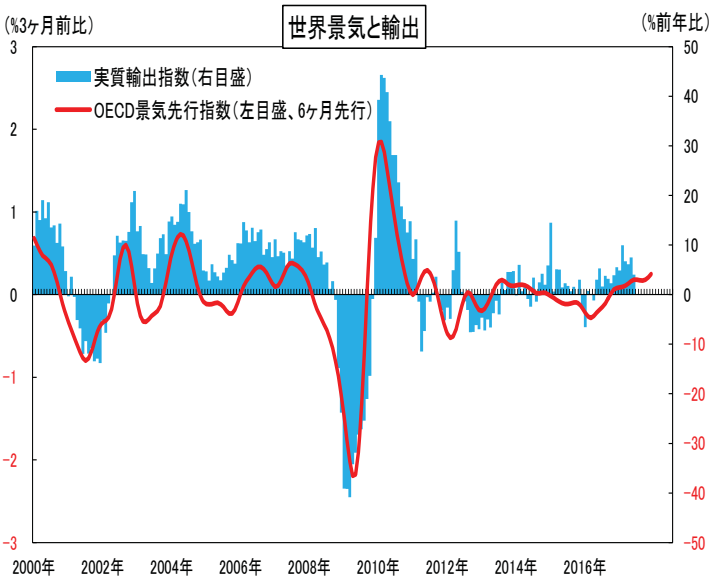


（資料）日本銀行　（注）最後の期はその直前の期における見通し

- 輸出入動向
  - 全般的に世界経済は加速感に乏しいものの、着実な回復基調は継続するものと想定され、輸出も緩やかな増加ペースを継続（17年度は前年度比4.7%、18年度は同3.8%）
  - 国内需要が堅調に推移することから、輸入も増加傾向をたどる（17年度は前年度比4.9%、18年度は同6.3%）
    - 特に、18年度下期以降は、次回の消費税増税を控えて増加ペースが徐々に強まる
  - 経常収支は緩やかに黒字幅を拡大



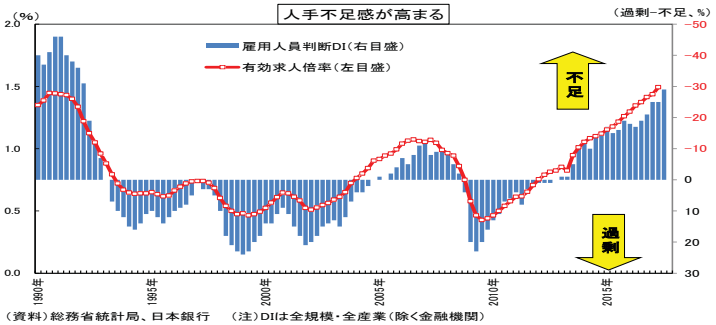
（資料）日本銀行　（注）日本銀行が貿易統計（財務省作成）と輸出入物価指数（日本銀行作成）を用いて試算



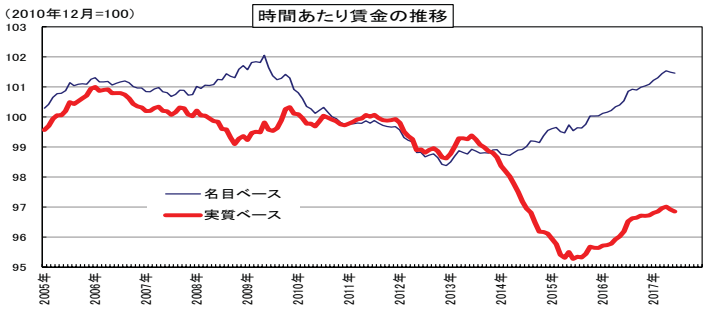
（資料）OECD、日本銀行　（注）OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

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

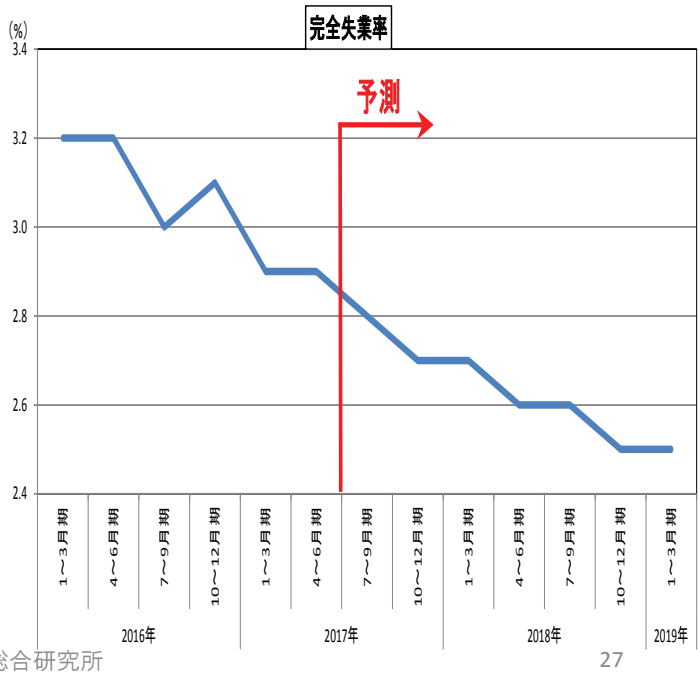
- 雇用情勢
  - 企業の人手不足感は日増しに強まっている
  - 労働供給の余力が徐々に乏しくなることから、今後とも労働需給は逼迫すると思われる
  - 加えて、賃上げ抑制要因だった「非正規化」の一服や団塊世代・ポスト団塊世代の市場退出などを考慮すると、今後の賃上げ率は高まる方向に
  - 失業率は、17年度は2.8%、19年度は2.6%と、低下傾向が続くと予測



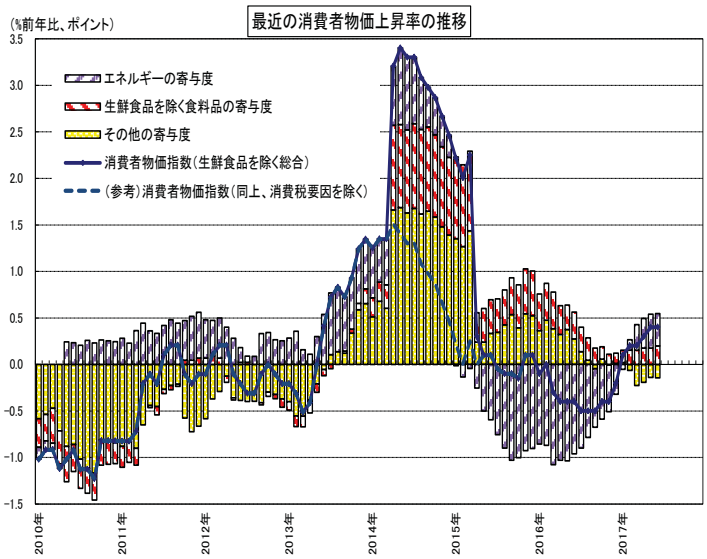
(資料)総務省統計局、日本銀行　(注)DIは全規模・全産業(除く金融機関)



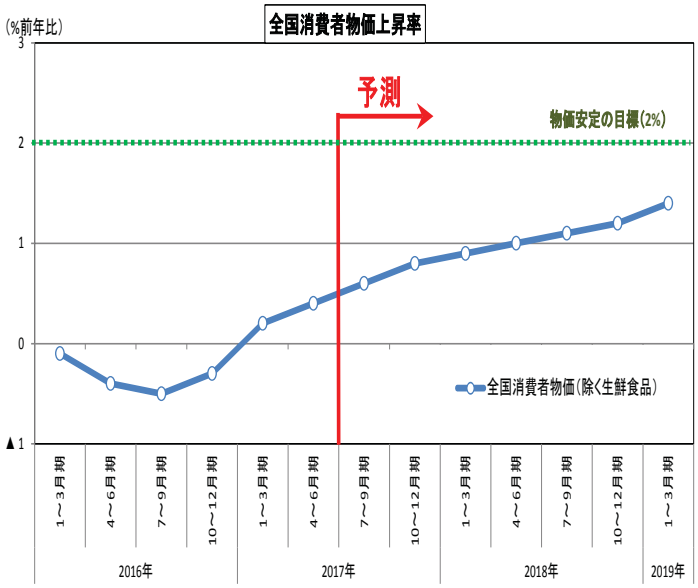
(資料)厚生労働省　(注)現金給与総額を総労働時間で除したものの12ヶ月移動平均



- 物価動向
  - 17年入り後、消費者物価は前年比プラスに転じたが、それを牽引したエネルギーの押上げ効果はすでに一巡、最近は携帯電話機の値下がりが物価を押し下げている
  - 一方、国内企業物価・消費財は円安効果によって上昇傾向を高めており(7月:前年比1.5%)、先行き消費者物価に波及するとみられる
  - 労働需給の引き締まり、消費持ち直しにより、物価上昇率は徐々に高まっていく
  - 17年の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比0.7%、18年度は同1.2%と予測するが、日銀が目標とする前年比2%にはまだ届かず



(資料)総務省統計局の公表統計より作成



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

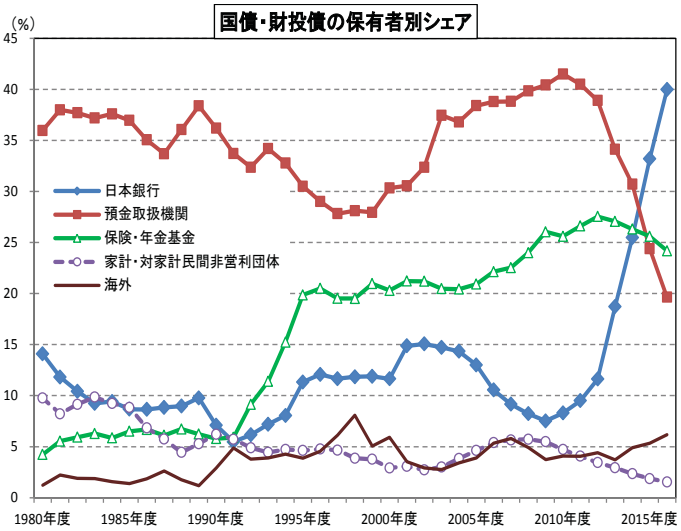
5　金融政策の見通し

- 16年9月に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続
  - イールドカーブをある程度立たせるため、マイナスの短期政策金利と、「10年ゼロ%」の長期金利誘導目標を組み合わせる（YCC）
  - 操作目標は「量」から「金利」に変更しているが、「80兆円」をめどとする保有残高の年間増加ペースへの注目が残っている
  - 金利上昇局面では、指値オペ、固定金利オペオペ、国債買入れ額増額などを駆使して対応する方針
  - 日本銀行の国債保有シェアは16年度末で4割に到達

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

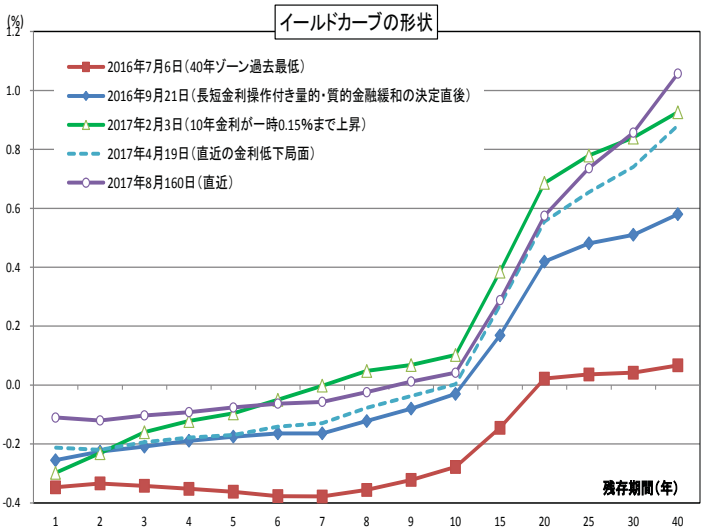
	2012年末（実績）	13年末（実績）	14年末（実績）	15年末（実績）	16年末（兆円）（実績）	17年7月末（兆円）（実績）	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	468	拡大方針
（バランスシート項目の内訳）							
長期国債	89	142	202	282	361	398	+約80兆円をめど
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	14.7	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.41	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	47	-
その他とも資産計	158	224	300	383	476	506	
銀行券	87	90	93	98	102	101	
当座預金	47	107	178	253	330	363	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	383	476	506	

（資料）日本銀行　（注）長期国債は16年7月末から66兆円の増加

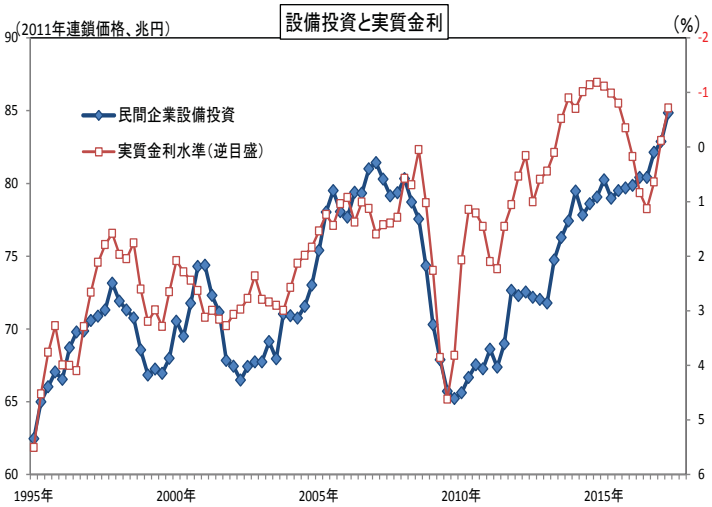


（資料）日本銀行「資金循環統計」

- 当面は現行政策を継続するものと予想
  - YCCにより、実質金利を再びマイナス状態に誘導できているが、今後の物価上昇を考慮すると、さらに実質金利が低下し、経済・物価への波及効果が強まることが期待される
- FRBに続き、ECBも正常化に向かいつつある中、日銀の出口戦略にも関心が集まっている
  - 出口政策の過程で、日銀が債務超過に陥り、混乱が発生するとの懸念の声も
    - 短期マネー固定化のため、超過準備への付利の利率引上げが必須だが、その利払い費が保有国債からの金利収入を上回る可能性



（資料）財務省

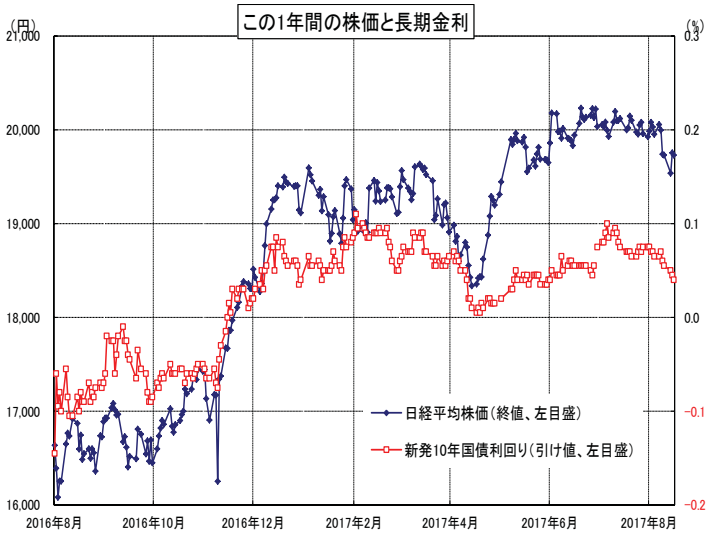


（資料）財務省、内閣府経済社会総合研究所
（注）実質金利水準は残存5年の国債利回りから民間設備投資デフレーターの前年比上昇率を差し引いて作成

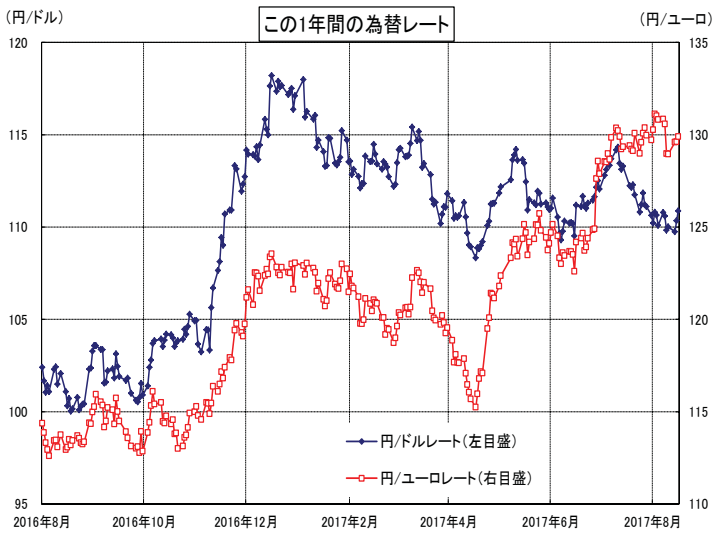
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

6　金融市場の見通し

- 大型減税などのトランプ政策への期待は大きく後退したものの、米国株価は堅調に推移
- 6月下旬にかけて欧米中央銀行からのタカ派的発言によって世界的に金利が上昇し、円安（ドル高・ユーロ高）が進行したが、その後米国の利上げペースは必ずしも早くないと改めて認識され、円高方向に戻るなど、金融政策への思惑がマーケットの主要な変動要因となっている
- 一方、ECBは9月にも現行の量的緩和策の修正（テーパリング）を議論するとみられており、ユーロ高気味の推移となっている
- 直近は北朝鮮リスクへの警戒から「質への逃避」が強まり、株安・円高ドル安が強まる場面も



（資料）Nikkei Financial Quest



（資料）Nikkei Financial Quest　（注）ともに東京市場の17時時点のレート。

- 長期金利
  - 海外からの利上げ圧力を受ける場面も想定されるが、概ね「0.05～0.1％」のレンジ内で推移
  - 日銀の設定した長期金利操作目標（10年ゼロ％）前後から外れる可能性は小さいが、超長期ゾーン中心に上昇圧力がかかる
- 株価
  - 海外株高・好決算（好材料）と円高リスクや北朝鮮リスク（悪材料）が交錯する中、日経平均株価は2万円割れ
  - 内外経済の改善基調継続を前提に、再び堅調に推移しはじめる
- 為替レート
  - 日銀は当面金融緩和策を継続せざるをえない一方で、FRBは政策正常化を本格化しつつあるほか、ECBも出口を模索し始めたことを考慮すると、内外金利差は拡大方向にあり、一定の円安圧力が存在する
  - ただし、北朝鮮リスクやトランプ期待の後退、米利上げペースの鈍化など、潜在的な円高要因は少なくない

金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2017年 8月（実績）	2017年 9月（予想）	2017年 12月（予想）	2018年 3月（予想）	2018年 6月（予想）
無担保コールレート翌日物		(%)	-0.047	-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	(%)	0.040	-0.05～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15
	5年債	(%)	-0.080	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00
為替レート	対ドル	(円/ドル)	110.9	105～115	105～118	105～118	105～118
	対ユーロ	(円/ユーロ)	129.9	125～140	125～140	125～140	125～140
日経平均株価		(円)	19,729	20,000±1,500	20,250±1,500	20,500±1,500	20,750±1,500

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2017年8月16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。

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