潮　流

労働力の減少と外国人材の受け入れ

常任顧問　岡山　信夫

2016 年に生まれた子どもの数（出生数）は 97 万 6979 人。1899 年に統計をとり始めてから初めて 100 万人を割り込んだ。出生数と死亡数の差はマイナス 33 万 786 人で、戦後最大の減少幅となった。また、合計特殊出生率は前年を 0.01 ポイント下回り 1.44 となっている（人口動態統計による）。

「日本の将来推計人口（平成 29 年推計）」（社人研）では、総人口は 2015 年国勢調査による 1 億 2709 万人から 50 年後の 2065 年には 8808 万人に減少すると推計され（中位仮定）、総人口が 1 億人を下回る時期は 2053 年になる。

生産年齢人口の急速な減少による労働力の減少は不可避であり、2005 年に総人口が減少に転じた以降、すでにその対策が様々議論されてきている。なかでも経団連の提言「人口減少に対応した経済社会のあり方」（2008 年 10 月）では、「女性、若年者、高齢者を含む国民各層の労働力率のさらなる引き上げ」、「抜本的な少子化対策の実施」および「わが国が必要とする外国人材の受け入れや定着」・「日本型移民政策の検討」にかかる取組み、を求めている。

同提案の「労働力率（労働力人口 / 生産年齢人口）の引き上げ」は、「ニッポン一億総活躍プラン」（2016 年 6 月）につながった。一億総活躍プランには、「包摂と多様性による持続的成長と分配の好循環」、「一人ひとり、それぞれの人生を大切にする考え方が一億総活躍」などとその理念が説明されている。このプランが単なる労働力供給政策に堕することのないよう注視する必要があろう。

また、「外国人材の受け入れや定着」についても、動きがある。

第一に、技能実習制度の拡充である。技能実習制度とは外国人が出入国管理法および難民認定法に基づき「技能実習」の在留資格をもって日本に在留し技能等を習得する制度であり、2016 年末現在の技能実習生は 23 万人である（在留外国人 238 万人の 10%）。同制度は「外国人の技能実習の適正な実施及び技能実習生の保護に関する法律（技能実習法）」の施行により、本年 11 月から実習生の保護策の整備と同時に実習期間の延長（最長 3 年から 5 年へ）や受入れ人数枠の拡大などの制度の拡充がなされる。ただし、制度の目的はあくまで国際協力であり、「労働力の需給の調整の手段として行われてはならない」（同法第 3 条第 2 項）とされている。

第二は、先の国会で成立した国家戦略特区法改正法により実現することになった「国家戦略特区における農業外国人労働の解禁」である。こちらは、まさに労働力の需給調整そのものである。一定水準以上の技能を有する外国人が対象とされてはいるが、これまでも受け入れてきた「高度専門人材」ではないことは明らかだ。在留期間は通算 3 年、外国人と雇用契約を結ぶのは外国人労働者を派遣する特定機関である。なお、先にみた技能実習制度による農業分野の実習生は 2016 年10 月末時点で 2 万 794 人である。

特区をきっかけに、「日本型移民政策の検討」が動き出すのではないか。労働力の不足は今後も続き、それは農業分野にとどまらないのである。

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

情勢判断

国内経済金融

4～6 月期からは減速するが、国内景気は改善継続

～消費税の使途変更などを争点に衆院解散・総選挙へ～

南　武志

要旨

8 月以降、北朝鮮を巡る情勢が緊迫化していることを受けて円高・株安・金利低下が進み、不透明感が高まった。しかし、米国景気の底堅さや FRB の年内利上げ観測の再浮上、さらには安倍首相が早期の解散・総選挙を決断したとの報道が好感され、足元では円安・株高方向に急速に戻している。

実体経済に目を向けると、4～6 月期に力強い回復を見せた民間消費は、その反動に加え、夏季賞与の鈍さや天候不順などから、勢いが乏しいものの、世界経済の持ち直しが進行する中、輸出が再び増勢を強めてきた。先行きについては、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、景気改善はしばらく継続するだろう。

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まだ見通せる状況にない。こうした状況を憂慮し、新任の政策委員の一人が現行政策ではデフレ脱却には不十分との評価を下し、一段の緩和の可能性も改めて意識された。ただし、物価が徐々に上昇率を高めていけば、そうした意見への同調は強まらないだろう。実質金利を自然利子率以下に誘導するという現行政策はしばらく継続されるとみられる。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2017年		2018年		
			9月（実績）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）
無担保コールレート翌日物		(%)	−0.046	−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	(%)	0.030	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15
	5年債	(%)	−0.115	−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)	111.8	105～118	105～118	105～118	105～118
	対ユーロ	(円/ユーロ)	132.0	125～140	125～140	125～140	125～140
日経平均株価		(円)	20,330	20,500±1,500	20,750±1,500	21,000±1,500	21,500±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9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。

内閣支持率回復で解散・総選挙へ

「森友・加計問題」への不十分な対応などから支持率が急落し、一時は苦しい立場に追い込まれた安倍首相であったが、8 月初旬の内閣改造後、民進党の執行部人事を巡る混乱などの敵失という側面もあるとはいえ、内閣支持率は回復に向かっている。さて、安倍首相は「経済最優先」の姿勢を続けているものの、首相返り咲きを果たした原動力は「自主憲法の制定」であり、それを自らの手で実現するためには 3 期目の党総裁を目指す必要がある。実

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

のところ、すでに改憲勢力は衆参両院とも「憲法改正の発議」に必要な 3 分の 2 以上を占めており、総選挙の結果次第では衆院で 3 分の 2（新定数 465 のうち 310 議席）割れとなる可能性もないわけではないが、3 期目の党総裁を目指す上では最善策と判断しての決断であろう。

そうした事情を見透かされ、解散・総選挙に大義はないとの批判も少なくないが、安倍内閣は憲法改正や消費税の使途変更、働き方改革などを総選挙の争点とする方針と報じられている。なお、19 年 10 月に先延ばしされている消費税率の 10%への引き上げ（一部に軽減税率導入）の実施により、5 兆円強の増収が見込まれている。当初、政府は約 1 兆円を「医療・介護・年金・子育て」といった社会保障関連に充当し、残りの約 4 兆円余りを借金返済に使う予定であった。しかし、今回、増収分のうち 2 兆円程度を幼児教育の無償化や保育の受け皿整備などに充てることを提案したが、それにより 20 年度までに基礎的財政収支を黒字化するという目標は名実ともに先送りされることになる。安倍首相は財政再建の旗を降ろすことはないと説明しているものの、財政健全化目標の再検討が求められることは言うまでもない。

図表2　衆議院の会派別所属議員数（2017年9月25日現在）

自由民主党・無所属の会	287	与党 322
公明党	35	
日本維新の会	15	改憲勢力 337（全体の71%）
民進党・無所属クラブ	88	
日本共産党	21	
自由党	2	
社会民主党・市民連合	2	
無所属	22	
欠員	3	
計	475	

（資料）衆議院ウェブサイト
（注）次回総選挙では定数が465に削減予定

挑発を続ける北朝鮮

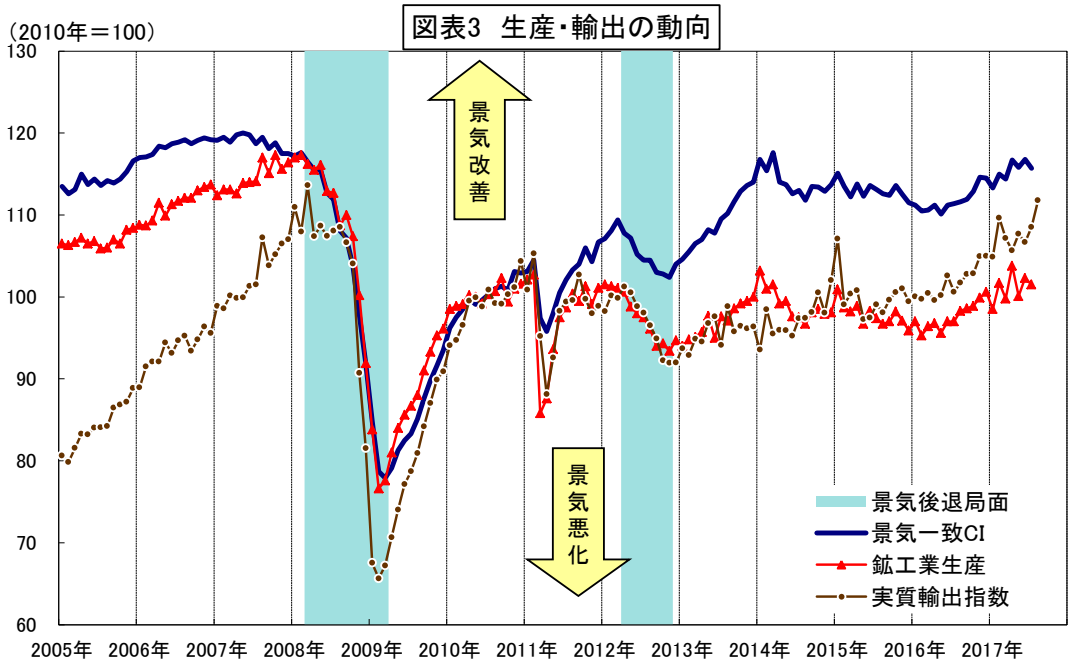
一方、北朝鮮を巡る情勢は緊迫しており、地政学的リスクが常に意識される状況にある。8 月 26 日に日本海に向けてミサイルを発射したことに続き、29 日には日本上空を通過する弾道ミサイルを発射、さらに 9 月 3 日には 6 度目となる核実験を強行した。北朝鮮の国営メディアは大陸間弾道ミサイル（ICBM）に搭載予定の水爆実験に完全成功したと発表するなど、急ピッチで核兵器開発

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

が進んでいることが示唆される。こうした事態を受けて、国際連合安全保障理事会は8月に続き、11日に新たな制裁決議を採択、北朝鮮向けの原油・石油輸出の制限、天然ガスや北朝鮮の繊維製品を禁輸対象とした。しかし、今回の制裁措置にも抜け穴が指摘されるほか、15日には再び日本上空を通過する弾道ミサイルを発射するなど核・ミサイル開発を継続する姿勢を明確にしている。

こうした状況の下、米朝間は威嚇の応酬が次第に激しさを増しつつある。10月10日には朝鮮労働党創建記念日を控えており、北朝鮮が新たな行動に乗り出す可能性もある。もちろん、米朝両国は水面下では事態の収拾を模索しているのだろうが、その結果が日本にとって都合の良いものとなる保証はない。先行き、防衛力強化など歳出増の圧力が加わる可能性も念頭に入れていくべきであろう。

図表3　生産・輸出の動向



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

景気の現状：緩やかな回復基調を維持

さて、国内景気に目を転じると、4～6月期のGDP第2次速報（2次QE）で実質GDPが前期比年率2.5%と、1次QE（同4.0%）から大幅に下方修正された。しかし、「2.5%成長」そのものは、潜在成長率（1%弱）と比べても十分高く、さらに下方修正の主因であった民間企業設備投資も3四半期連続の増加が維持されており、国内景気は持ち直し傾向を強めつつあるとの評価を特段修正する必要はない。

最近の経済指標からは、4～6月期に好調だった民間消費に反動

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

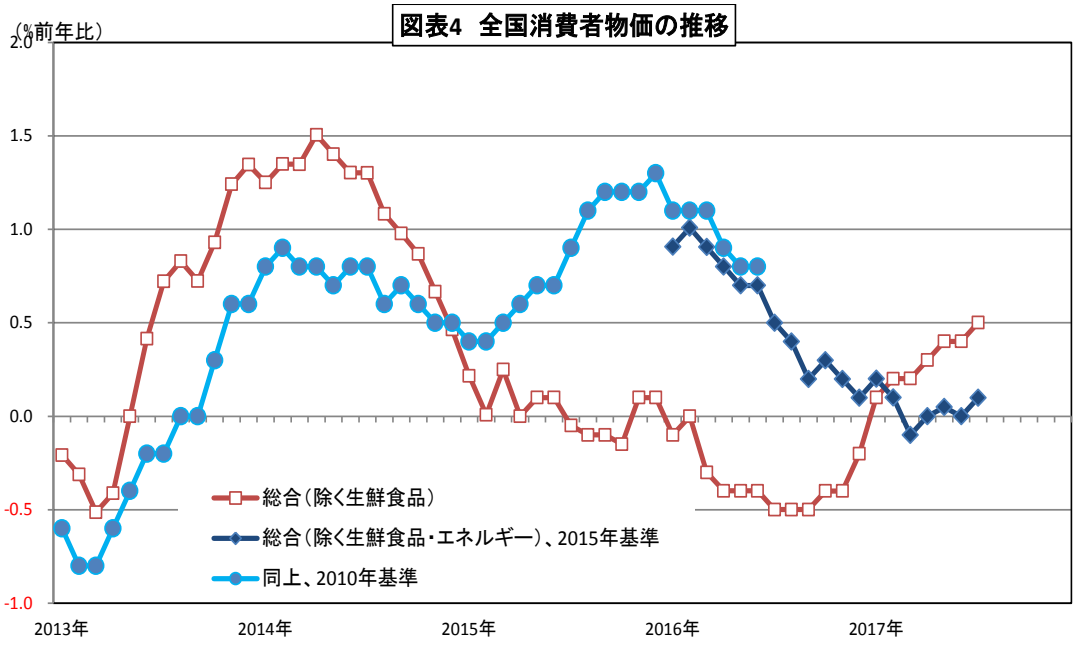
減が散見される。家計調査によると、16 年夏以降、1 年かけて持ち直してきた消費性向は、7 月には再び悪化が見られた。毎月勤労統計からは、夏季賞与の低迷によって 7 月の現金給与総額が前年比▲0.6%（実質賃金は同▲1.1%）と減少した様子が見て取れるほか、天候不順の影響で「夏に相応しい消費行動」が抑制された可能性も否定できない。さらに、7～8 月の乗用車販売台数も軟調であった。半面、4～6 月期に減少した輸出は米国向け、アジア向けを中心に復調している。事実 7～8 月の実質輸出指数は 4～6 月平均を 3.3%上回っており、かつ 8 月の水準も過去最高（08 年 2 月）に迫るなど、堅調といえる。

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。上述の通り、7～9 月期の成長率は消費減速などを主因に鈍化する可能性は高いが、労働需給の引き締まりを背景に雇用者報酬を今後とも増加が予想され、それが消費を下支えすると期待されるほか、民間設備投資は自律的な拡大局面に入っているとみられる。また、しばらく世界経済は回復を続けると想定されることから輸出は増勢を維持するだろう。

当総研では 4～6 月期の 2 次 QE 発表を受けて、「2017～18 年度改訂経済見通し（2 次 QE 後の改訂）」（後掲レポートを参照のこと）を取りまとめたが、17 年度は 1.6%成長、18 年度も 1.3%成長と、底堅い推移が継続するとの従来の見通しを踏襲している。

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

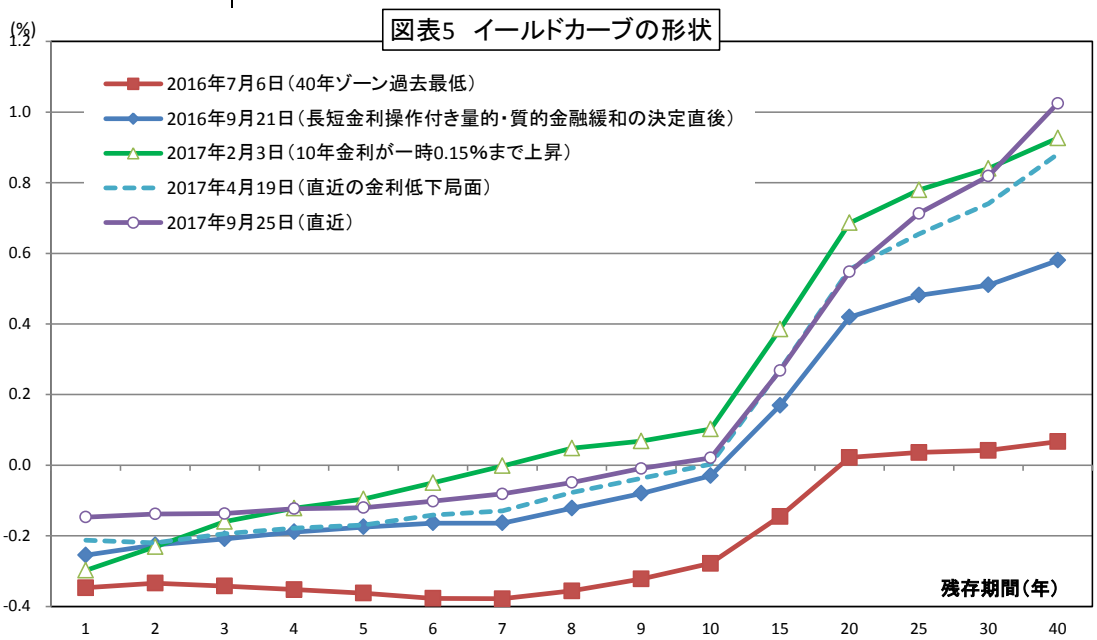
物価動向：依然乏しい上昇圧力

一方、物価上昇率は徐々に高まってきてはいるが、上昇テンポは相変わらず鈍い。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。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った。

全国コアの内容をみると、エネルギー（電気・ガス料金、石油製品）の押上げ効果はすでに一服している半面、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（輸入消費財指数（8 月）は前年比 3.3%へ加速）。

先行きについては、当面は輸入物価が上昇傾向を強めるとみられること、民間消費の持ち直しが本格化しつつあること等により、前年比上昇幅は緩やかに拡大していくと予想される。ただし、賃上げ圧力はまだ鈍いことから、日銀が目指す 2%の物価上昇は当分先のことになりそうだ。

図表5　イールドカーブの形状



（資料）財務省

金融政策：イールドカーブコントロール導入から１年

「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の導入から 1 年が経過するなか、9 月 20～21 日に開催された日本銀行の金融政策決定会合は現状維持の決定となった。今回会合では、これまで超緩和策の副作用や弊害を指摘し、緩和規模の縮小を訴えて

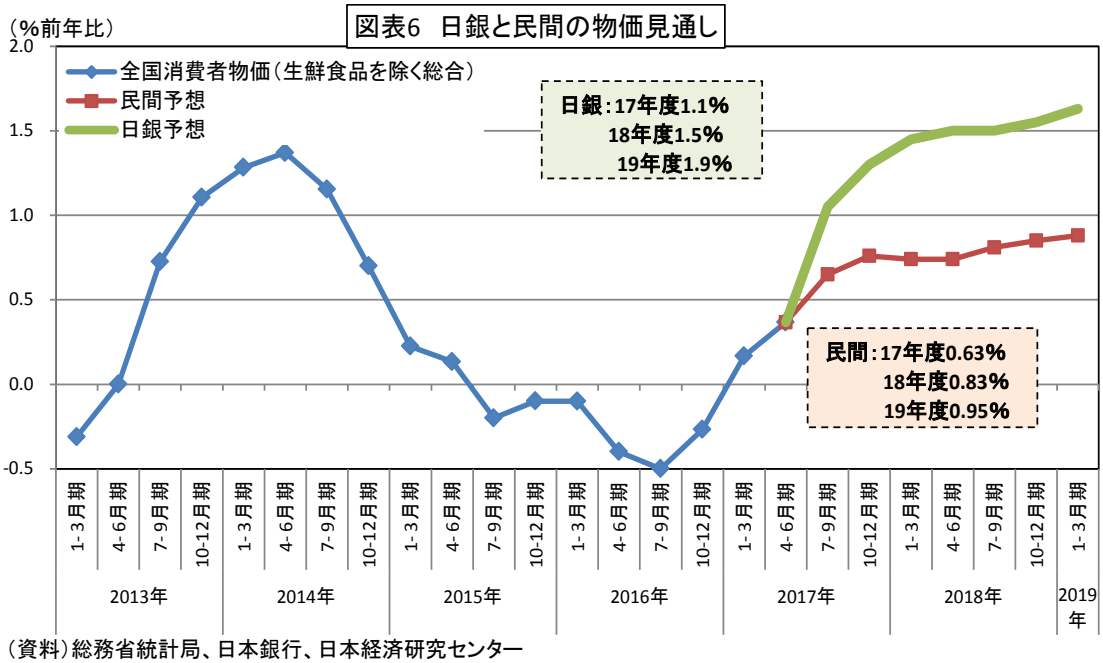
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

きた佐藤・木内の両氏が政策委員の任期を満了し、代わって金融機関出身の鈴木人司氏、「リフレ派」の論客の片岡剛士氏が新たに政策委員として加わったが、就任前から緩和は不十分と主張し続けてきた片岡審議議員が現状維持という議長案に反対票を投じたことに注目が集まった。

決定会合後に公表された声明文によると、片岡審議委員の物価予想は他の政策委員よりも悲観的であり、現行 YCC のもとで 2%に向けて物価上昇率が高まる可能性は低いとの理由で反対したとされる。次回会合以降、何らかの追加緩和策の提案が提出される可能性もあるだろう。

なお、仮に片岡審議委員の予想通り、18 年入り後に物価上昇率が足踏み状態に入った場合（実際、ESP フォーキャスト調査などによれば、民間エコノミストの平均的な予想は 19 年度にかけても物価上昇率は前年比 1%未満としている）、他の「リフレ派」政策委員も更なる緩和の必要性を検討し始める可能性もないわけではないだろう。このように、しばらくは現状維持と受け止められ、かつ最近では米国に続いて欧州でも検討され始めた金融政策の正常化に追随して日銀も緩和縮小の方向に舵を切る可能性すら指摘されつつあったが、逆に金融緩和策が再び強化されることも選択肢の一つとして意識される事態となった。

図表6　日銀と民間の物価見通し



（資料）総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センター
（注）消費税率の変化を含まず、民間予想はESPフォーキャスト調査（9月）を使用、日銀予想は展望レポート（7月）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

当面は現行政策が継続

もちろん、物価上昇率が日銀の想定ほどではなくとも、着実に高まっていきさえすれば、追加緩和の必要性は徐々に薄れるとみられる。半面、一部から出ている欧米追随型での緩和縮小（資産買入れ額の減額や利上げ）については。日銀が「物価安定の目標」を修正・放棄でもしない限り、物価上昇率が前年比 1%台半ばあたりまで高まるまでは明確な動きは出ないものと思われる。総選挙の結果、安倍政権が継続することになれば、実質金利を自然利子率以下に誘導し、経済・物価に好影響を与えていくという日銀の現行政策スタンスはしばらく継続されるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

北朝鮮の先軍節（8 月 25 日）、建国記念日（9 月 9 日）など重要イベントが多い中、北朝鮮が弾頭ミサイル発射や核実験を強行するなど、地政学的リスクが高まったほか、米国内でディスインフレの定着観測が強まり、利上げ予想が後退したことから、9 月上旬にかけて「円高・株安・金利低下」の流れが強まった。その後は、国連安保理の対北朝鮮制裁決議が中露に譲歩した内容となったことや解散・総選挙が好感されたこと、米国の年内利上げ観測の再浮上もあり、「円安・株高」傾向が強まっている。

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

9 月上旬にかけて金利は再びマイナスに

13 年 4 月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀は大量の国債買入れ（当初は保有残高が年間 50 兆円増のペース、その後は同 80 兆円増のペース（現在「80 兆円」は目標ではなく、「めど」としている））を実施してきた。資金循環統計によれば、17 年 6 月末の日銀の国債保有残高は 402 兆円と､3 月末から 15 兆円増加し、全体の 41.3%に達している。こうした状況は国債需給を引き締めてきたほか、16 年 2 月以降の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（16 年 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。

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

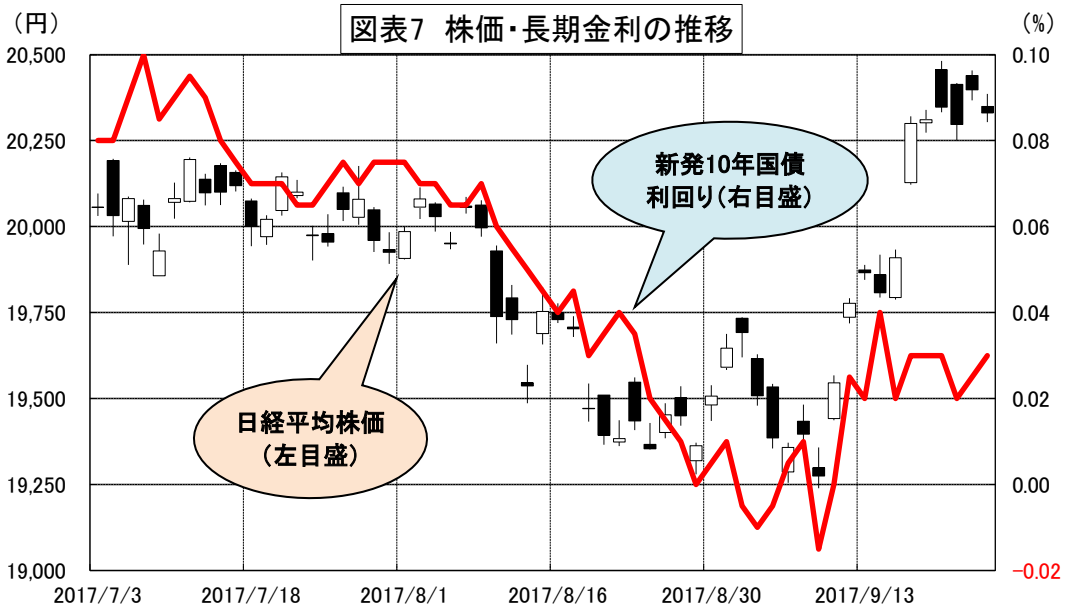
なお、この 1 ヶ月の動きをみると、北朝鮮リスクへの警戒や世界的なディスインフレ傾向への再認識を受けた米利上げ観測の後退などから、9 月上旬に長期金利は 10 ヶ月ぶりにマイナスとなったが、その後は北朝鮮リスクへの警戒が幾分和らぎ、小幅ながらもプラス圏（0.0%台前半）で推移している。

長期金利は当面ゼロ%近傍で推移

先行きについては、米国では金融政策の正常化を継続するとみられ、年内さらに 1 回の利上げを織り込みつつあるほか、10 月に開始する中銀バランスシートの縮小（国債などの再投資の一部停止）が米長期金利に対して一定の上昇圧力を加えるとみられる。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して効いてくるだろう。

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引き続き低いと思われる。金利上昇圧力が高まる場面では日銀は従来通り、指値オペ、固定金利オペや買入れ増額などで対応することになるだろう。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

株価は底堅く推移

② 株式市場

6 月に 1 年半ぶりに 20,000 円を回復した日経平均株価は、その後も内外景気の回復という追い風もあり、7 月にかけて 20,000 円台を固める動きを続けた。しかし、8 月に入ると、北朝鮮リスク

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

の再浮上や米トランプ政権の混乱などで円高が進行、それが嫌気されて一時 19,000 円台前半と、4 月下旬以来の安値水準まで下落する場面もあった。9 月中旬以降も、北朝鮮リスクは根強いものの、堅調な米国経済指標を好感した米株高や解散・総選挙でアベノミクスが一段と加速するとの期待感から株価は年初来高値を更新、2 年 1 ヶ月ぶりの水準まで回復している。

先行きは引き続き北朝鮮リスクへの警戒が残るものの、基本的に内外経済は緩やかな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、株価は徐々に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 10 月までは 1 ドル＝100 円台前半で推移してきた対ドルレートは、その後のトランプ相場を受けて、一気に円安が進行、一時 120 円台に迫る動きとなった。しかし、17 年入り後はその動きが一服し、概ね 108～115 円のレンジ内での展開が続いている。

相場の材料としては、米トランプ政権の政策運営能力や先進国・地域での金融政策の方向性、地政学的リスクなどが取り上げられることが多い。特に、4 月以降は北朝鮮を巡る地政学的リスクへの意識が強まっており、弾道ミサイル発射や核実験などの度にリスク回避的な円高圧力が高まる、といった状況が幾度となく繰り返されている。直近も、8 月から 9 月上旬にかけて 110 円割れの円高状態が続いた。

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

また、金融政策については、6 月下旬から 7 月上旬にかけて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、こうした内外の金融政策の方向性の違いが為替レートの変動要因となっている。しかし、日本では金融緩和策が当面継続される可能性が高い半面、世界的にディスインフレ状態が継続するとの観測から、金融政策の正常化ペースはあくまで緩やかとの見方も強く、円安圧力はさほど高まらずにいる。

先行きについても、内外の金融政策の方向性が変化しつつあることは円安を促す材料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、足元堅調とされる米国経済を一段と刺激し、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、減税の実施時期を巡っては予断を許さぬ状況であるほか、規模も期待外れとなる可能性もないわけではない。以上から、基調としては 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。

ユーロ高がもう一段進む場面も

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、ユーロ高の展開が続いたが、足元では 24 日の独総選挙後の政権基盤が不安定となるとの懸念から調整している。基本的に、地政学的リスクが高まる場面ではリスク回避的な円買いニーズも強まるものの、ECB は 10 月の政策理事会で 18 年以降の量的緩和政策の修正を行うとみられるため、それに向けてユーロ高が再び進む可能性はあるとみられる。ただし、緩和縮小ペースがかなり緩慢なものとなる、またはユーロ高への懸念が示されるようなことがあれば、ユーロ高圧力は沈静化するだろう。

（17.9.26 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

農林中金総合研究所

2017～18年度改訂経済見通し
（2次QE後の改訂）

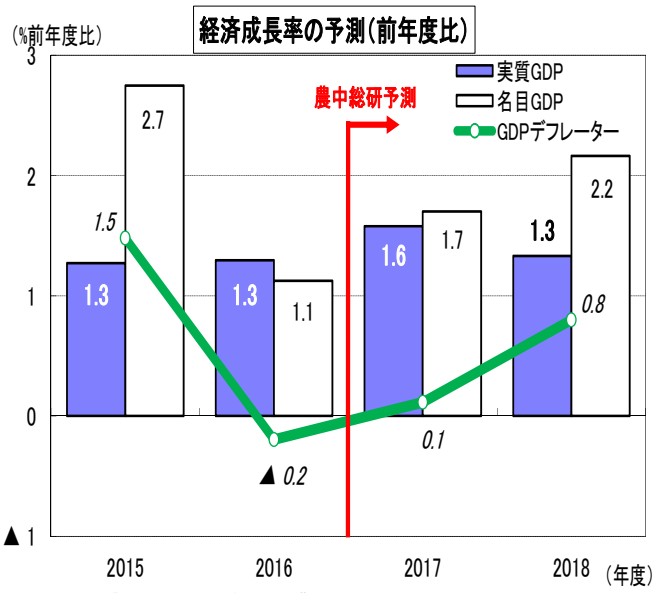
～2017年度：1.6%（下方修正※）、18年度：1.3%（上方修正※）～

※8月時点の予測は2017年度1.8%、18年度1.2%

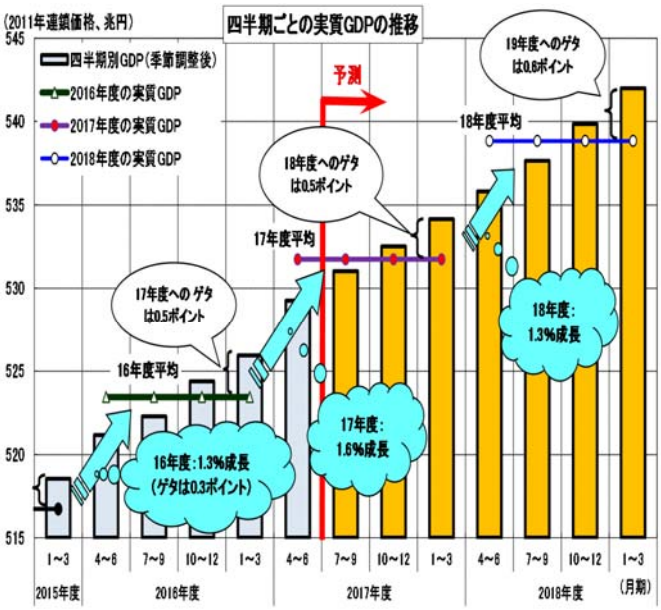
2017年9月8日

お問い合わせ先：（株）農林中金総合研究所
03-6362-7758（調査第二部　南）

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。



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

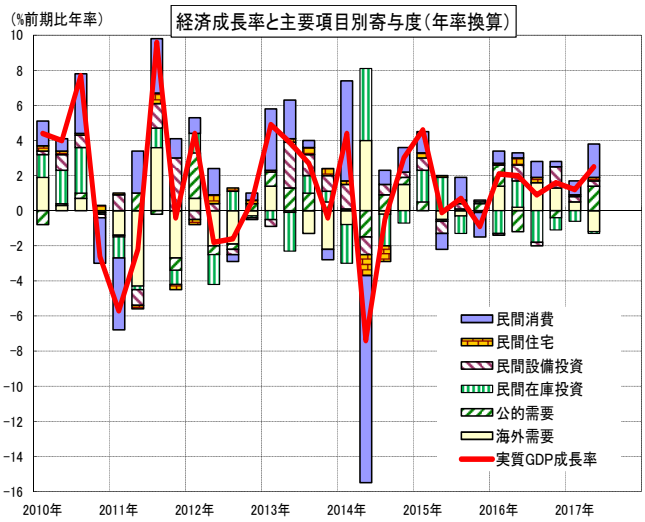


（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より作成　（注）2017年4～6月期まで実績、それ以降は当総研予測

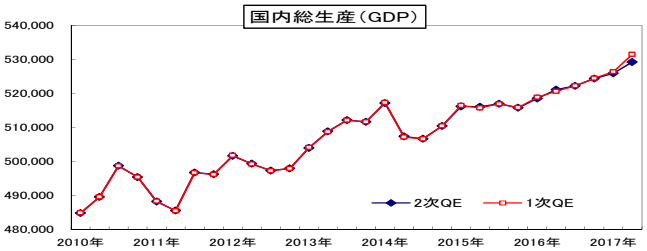
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1　GDP第2次速報（2次QE）の内容

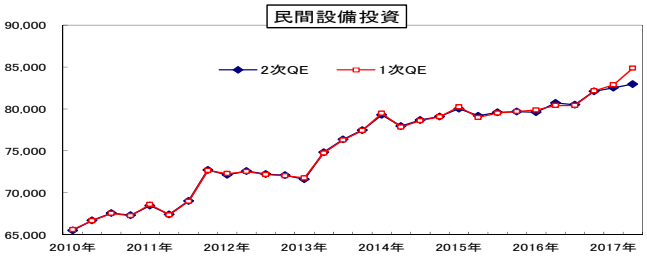
- 17年4～6月期は2.5%成長（1次QE：4.0%成長）へ下方修正
  - 8月14日に発表された1次QEで4～6月期の経済成長率は年率4.0%と高い伸びを示していた
  - 法人企業統計季報での設備投資額（名目）の大幅減少（前期比▲2.8%、金融・保険業を除く、ソフトウェアを除く）などが反映された2次QEでは、GDPベースの実質民間設備投資は前期比0.5%（1次QE：同2.4%）へ大幅に下方修正され、GDP成長率も年率2.5%へ引き下げられた
  - そのほか、公的需要は上方修正されたが、民間消費、民間住宅、民間在庫投資は下方修正
  - 民間最終需要は前期比0.8%としっかりとした増加率を確保しており、日本経済は徐々に成長率を高めつつあるとの評価は変わらず



（資料）内閣府経済社会総合研究所



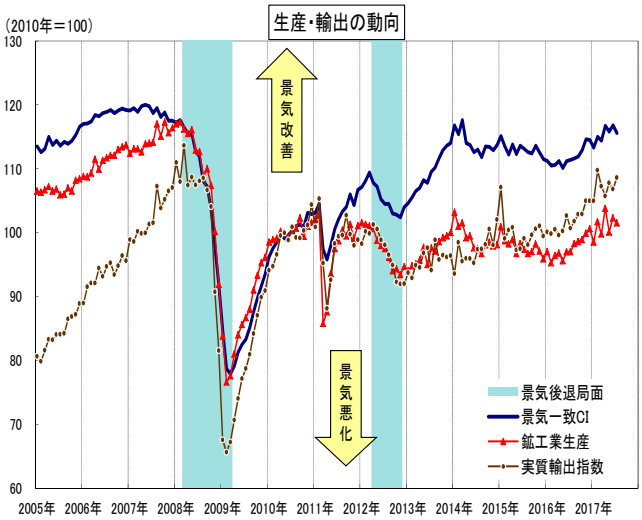
（資料）内閣府　（注）単位は10億円（2011年連鎖価格）



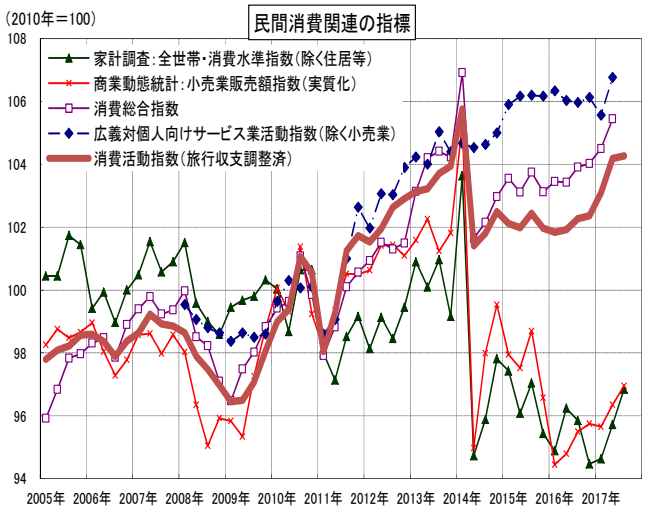
（資料）内閣府　（注）単位は10億円（2005年連鎖価格）

2　前回見通し発表後の経済指標の動き

- 国内景気は緩やかに改善基調を継続
  - 4～6月期は弱含んだ輸出は再び増加に転じている
  - 逆に4～6月期は堅調だった民間消費は、想定されていた反動減はこれまでのところ観察されていない
  - ただし、消費性向の復元プロセスが終了しているほか、7～8月の乗用車販売台数は伸び悩んでいる
  - さらに、夏場の天候不順の影響も懸念されている
  - 雇用環境は改善が続いているが、夏季賞与が悪かったこともあり、7月の現金給与総額は前年比マイナス
  - 物価上昇率は徐々に高まってきたが、上昇圧力は依然乏しい



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

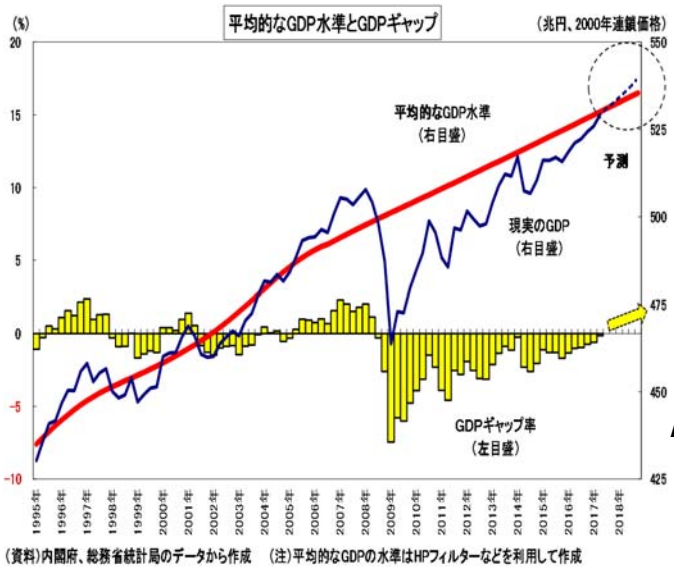


（資料）内閣府、経済産業省、総務省、日本銀行の各統計より作成

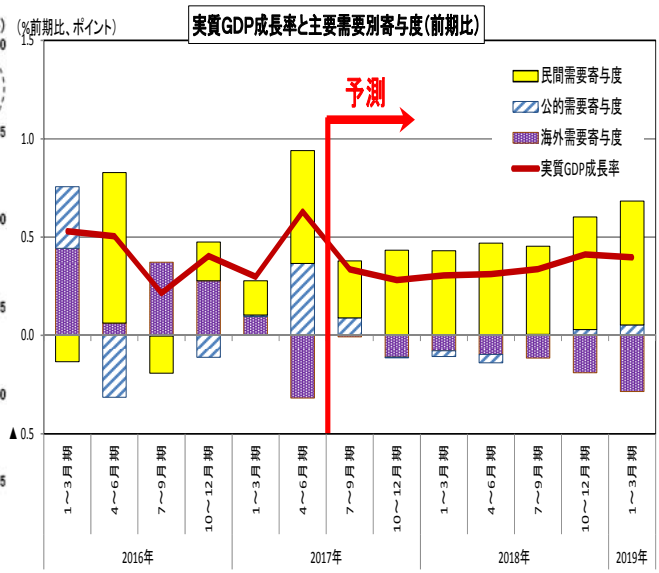
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3　日本経済・物価の見通し

- 経済見通し　～2017年度は1.6%成長、18年度は1.3%成長と予測～
  - 足元7～9月期は年率1..4%へ減速するが、潜在成長率（同0.8%前後）を上回るなど、持ち直し基調は維持
  - 北朝鮮リスクに伴う円高圧力に加え、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、国内景気は消費・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
  - 一方で、17年度上期の景気下支えを果たした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）

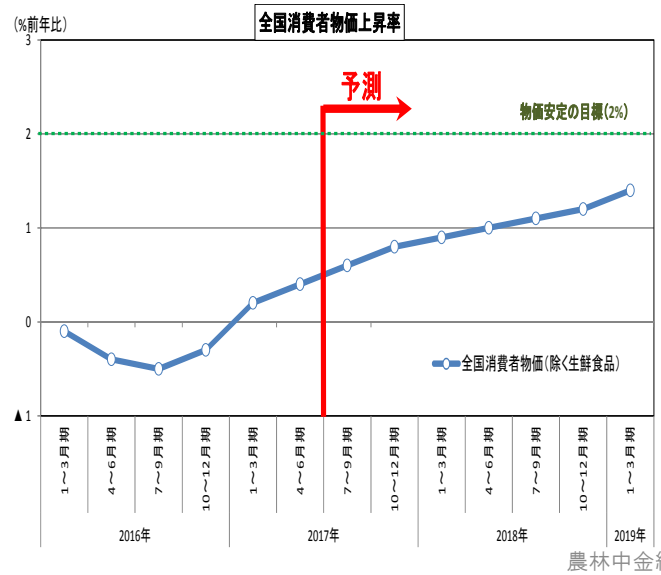


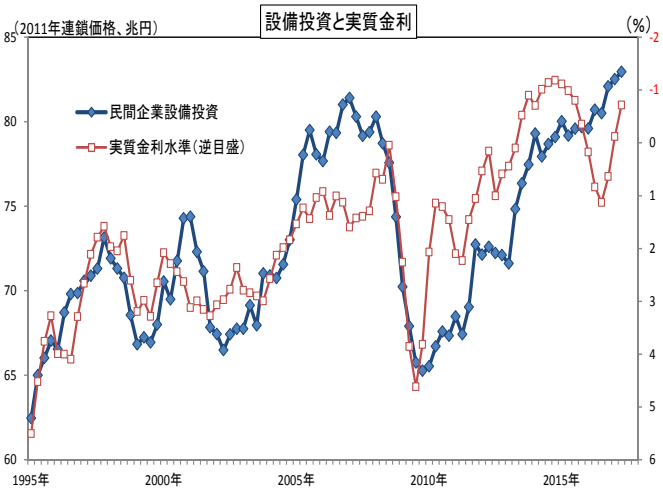
(資料)内閣府、総務省統計局のデータから作成　(注)平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成



- 物価見通し　～2017年度は前年比0.7%、18年度は同1.2%と予測～
  - エネルギーの物価押上げ効果は一巡したが、当面は円安効果が継続するほか、消費持ち直しに伴う需給改善効果も徐々に強まり、消費者物価は非常に緩やかではあるが、上昇率を高めていく

- 金融政策　～当面は現状維持が見込まれる～
  - 先々の物価上昇が見込まれる中、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続することにより、マイナスの実質金利状態を続けることができ、それが経済・物価へプラス効果を波及していくことが期待できる





(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

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	1.7	2.2
実質GDP	%	1.3	1.3	1.6	1.3
民間需要	%	1.2	0.8	1.7	2.5
民間最終消費支出	%	0.6	0.7	1.6	1.3
民間住宅	%	2.8	6.6	2.7	0.4
民間企業設備	%	0.6	2.5	3.4	5.9
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	1.6	▲ 0.0
政府最終消費支出	%	2.0	0.4	0.6	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 1.9	▲ 3.2	5.7	▲ 2.4
輸出	%	0.7	3.2	4.7	3.8
輸入	%	0.2	▲ 1.4	5.1	6.3
国内需要寄与度	ポイント	1.2	0.5	1.8	2.0
民間需要寄与度	ポイント	0.9	0.6	1.3	1.9
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	0.8	▲ 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	3.6	3.6
為替レート	円/ドル	120.1	108.4	111.1	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	1.6	0.9	0.8	1.3	0.6	1.0
民間需要	%	0.8	1.7	1.1	1.2	2.5	1.2	1.8
民間最終消費支出	%	0.7	1.6	1.1	0.6	1.3	0.7	1.0
民間住宅	%	6.6	2.7	1.8	▲ 0.3	0.4	▲ 1.0	3.0
民間企業設備	%	2.5	3.4	1.2	2.9	5.9	3.0	3.8
公的需要	%	▲ 0.3	1.6	1.7	0.3	▲ 0.0	▲ 0.2	0.3
政府最終消費支出	%	0.4	0.6	0.4	0.2	0.5	0.3	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 3.2	5.7	7.0	0.5	▲ 2.4	▲ 2.2	▲ 0.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.0	▲ 3.6	▲ 3.2	▲ 4.0	▲ 6.1	▲ 5.0	▲ 7.1
輸出	%	3.2	4.7	1.1	2.7	3.8	2.0	2.0
輸入	%	▲ 1.4	5.1	2.7	3.5	6.3	3.0	4.4
内需寄与度（前期比）	%	0.5	1.8	1.3	0.8	2.0	1.0	1.2
民間需要（　〃　）	%	0.6	1.3	0.9	0.8	1.9	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（　〃　）	%	0.8	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 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	111.1	110.5	111.8	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	1.7	1.4	2.0	2.2	2.0	2.3
実質GDP	%	1.3	1.6	1.6	1.6	1.3	1.2	1.4
民間需要	%	0.8	1.7	1.3	2.1	2.5	2.3	2.7
民間最終消費支出	%	0.7	1.6	1.6	1.6	1.3	1.2	1.5
民間住宅	%	6.6	2.7	4.0	1.5	0.4	▲ 1.3	2.2
民間企業設備	%	2.5	3.4	3.3	3.7	5.9	5.6	6.1
公的需要	%	▲ 0.3	1.6	1.2	1.8	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
政府最終消費支出	%	0.4	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 3.2	5.7	4.2	6.7	▲ 2.4	▲ 2.5	▲ 2.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.0	▲ 3.6	▲ 3.2	▲ 4.0	▲ 6.1	▲ 5.0	▲ 7.1
輸出	%	3.2	4.7	6.4	3.2	3.8	4.1	3.5
輸入	%	▲ 1.4	5.1	4.6	5.6	6.3	5.9	6.7
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 2.4	2.3	2.5	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。

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	%	0.9	0.2	▲ 0.0	0.5	▲ 0.1	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
実質GDP	%	0.5	0.5	0.2	0.4	0.3	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
（年率換算）	%	2.1	2.0	0.9	1.6	1.2	2.5	1.4	1.1	1.2	1.3	1.4	1.7	1.6
民間需要	%	▲ 0.2	1.0	▲ 0.2	0.3	0.2	0.8	0.4	0.6	0.6	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	0.8	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
民間住宅	%	1.0	3.2	2.8	0.2	1.0	1.2	0.2	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	2.0	3.0
民間企業設備	%	▲ 0.1	1.4	▲ 0.3	2.0	0.5	0.5	0.8	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.3	0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	1.2	▲ 1.2	▲ 0.0	▲ 0.4	0.0	1.5	0.4	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 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	0.4	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	0.0	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 2.4	0.4	6.0	1.5	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 0.5	0.0	0.5
輸出	%	▲ 0.0	▲ 0.9	2.1	3.1	1.9	▲ 0.5	1.2	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	1.2	1.5	1.5	1.5	1.4	1.8	2.2
国内需要寄与度	%pt	0.2	0.4	▲ 0.2	0.1	0.2	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.8	▲ 0.2	0.2	0.2	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.6	0.6
公的需要寄与度	%pt	0.3	▲ 0.3	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.4	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 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	2.9	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	110.0	111.0	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。

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

米国経済金融

ハリケーンの影響は懸念されるが、底堅い米国経済

～B/S 縮小は 10 月に開始～

佐古　佳史

要旨

テキサス・フロリダ州などに被害をもたらした複数のハリケーンの影響を受け、一時的に景気減速が予想されるものの、米国経済は依然として堅調に推移している。

トランプ大統領が債務上限問題において、共和党案を否定し民主党案を支持したことで、大統領と共和党指導部の溝はより深まったといえる。

19～20 日にかけて開催された FOMC において、B/S 縮小が 10 月に開始されることが決定された。また、年内の追加利上げの可能性が高まり、タカ派的な印象を市場に与えた。

トランプ大統領は国連での初演説にて、北朝鮮に強い警告を発した

9 月 12 日から国連総会が開催されているが、トランプ大統領は 19 日の一般討論演説にて、水爆実験やミサイル発射などの一連の北朝鮮による挑発行動を念頭に、「米国は非常に忍耐強いが、米国か同盟国を防衛する必要に迫られれば北朝鮮を完全に滅ぼす（totally destroy）しかなくなる」と、北朝鮮に対して威嚇とも解釈できる強い警告を発した。北朝鮮がこれに反発するのは必至であろう。

また、「国家の指導者は常に自国を最優先とすべきである。責任のある全ての指導者は自国民に奉仕する義務がある。」とも述べ、改めて米国第一主義（America First）を強調した。

債務上限問題にて、共和党と大統領の溝が深まる

さて、国内に目を転じると、トランプ大統領は 18 年の中間選挙後まで債務上限の延長を求めるムニューシン財務長官や共和党指導部案を無視し、6 日にハリケーン「ハーヴィー」の被害者救済と抱き合わせにして債務上限を 12 月半ばまで引き上げる民主党指導部案に同意した。結果として、債務上限問題は 3 ヶ月引き上げられたものの、直後に共和党のライアン下院議長がこの同意を実行不可能などと痛烈に批判するなど、共和党指導部との溝はますます深まったといえる。

景気の先行き：ハリケーンの影響で短期的にやや成長が鈍化か

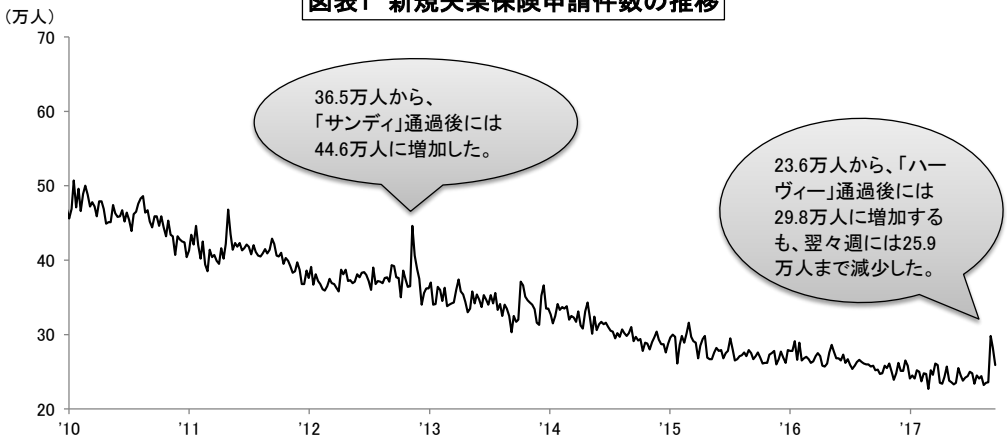
米国経済の先行きについては、自律的な景気拡大が継続するとのこれまでの見方に変更はない。8 月鉱工業生産は前月比▲0.9%と落ち込んだものの、これは同▲5.4%となった電力・ガス（シェアは約 10%）の影響が大きく、落ち込みは短期的であろうと思われる。8 月の非農業部門雇用者数は 15.6 万人増加し、小売売上高

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

（除く自動車）が 2 ヶ月連続で上昇していることなどからも、米国経済の足腰はしっかりしているといえるだろう。

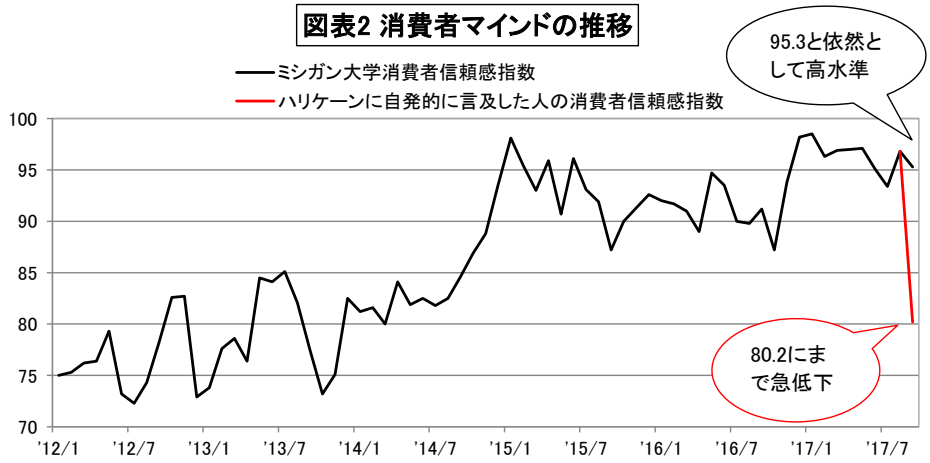
しかしながら、ハリケーン「ハーヴィー」などの影響には注視する必要があるだろう。ハーヴィー通過後の 9 月 2 日週には 29.8 万人に増加した失業保険申請者数は、9 月 16 日週には 25.9 万人にまで減少した。9 月のミシガン大学消費者信頼感指数でも、自発的にハリケーンに言及した人の指数は 80.2 にまで急低下したものの、指数全体では 95.3 と依然として高い水準を保った。ハリケーンの詳細な影響の把握には9月雇用統計などを待つ必要があるが、現段階では影響は限定的と想定される。

図表1 新規失業保険申請件数の推移



（資料）米労働省より農中総研作成

図表2 消費者マインドの推移



（資料）ミシガン大学調査より農中総研作成

バランスシート縮小 10 月開始

19～20 日にかけて開催された連邦公開市場委員会（FOMC）において、バランスシート（B/S、8 月末時点で 4.5 兆ドル）の縮小を 10 月に開始することが FOMC メンバーの全会一致で決定された。縮小ペースは 6 月の FOMC 終了後に明らかにした通り、米国債につい

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

ては月 60 億ドル、MBS については月 40 億ドルの再投資停止額を徐々に引き上げていく方法を採用する。

FRB はインフレ率の鈍化は短期的と判断し、12 月に追加利上げか

一方で、インフレ率は依然として鈍いままである。7 月の PCE デフレーター（コア）は前年比 1.4%と、FRB が目標とする 2%を下回っている。また 8 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 2.0%、1.7%と 7 月に続き足踏み状態となっている。

9 月の FOMC では、事前予想通り政策金利は 1～1.25%で据え置かれたものの、FOMC 参加者 16 人中 12 人が、年内にさらなる利上げが適切との見通しを示し、市場の見通しと比較するとタカ派的な印象を与えた。

FOMC 終了後の記者会見においてイエレン FRB 議長は、最近のインフレ率の鈍化の原因について FRB は完全に理解しているわけではないものの、インフレ率の鈍化は一時的であり、堅調な労働市場がいずれインフレ率の上昇につながるとの見通しを示した。

ここで、業種別の平均賃金の動向（図表 3）を確認してみると、レジャー・接客セクターにおいて前年同月比 3.55%、情報セクターにおいて同 4.13%と賃金上昇率が高いことがうかがえる。しかし､情報セクターの雇用者が雇用者全体に占める割合は 1.8%と非常に小さいため、雇用者全体の平均賃金上昇率への貢献度は小さい。一方、他の業種に比べて賃金が低く、非熟練労働者が多いと考えられるレジャー・接客セクターにおいて、労働市場のひっ迫から賃金上昇が生じていると考えられる。一方で、雇用者全体としては賃金上昇率が緩慢な状態が続いており、イエレン議長が指摘するように、堅調な労働市場が再び、賃金上昇を伴いインフレ率の上昇をもたらすのか、引き続き注目に値する。

図表3 業種別平均賃金の動向

(単位:ドル)	製造業	小売	情報	金融	その他サービス	卸売業	輸送･倉庫	公益	専門･ビジネスサービス	レジャー･接客	教育･医療	合計
年間変化額	0.53	0.32	1.52	0.79	0.66	0.44	0.62	0.47	0.81	0.53	0.66	0.65
前年同月比%	2.34	1.78	4.13	2.43	2.86	1.48	2.65	1.23	2.62	3.55	2.56	2.53
平均時給(8月)	23.2	18.3	38.3	33.3	23.8	30.1	24.0	38.8	31.7	15.5	26.4	26.4
(参考)雇用者全体に占める割合(%)	13.7	10.8	1.8	5.8	3.9	4.0	3.5	0.4	14.2	10.9	15.8	100.0

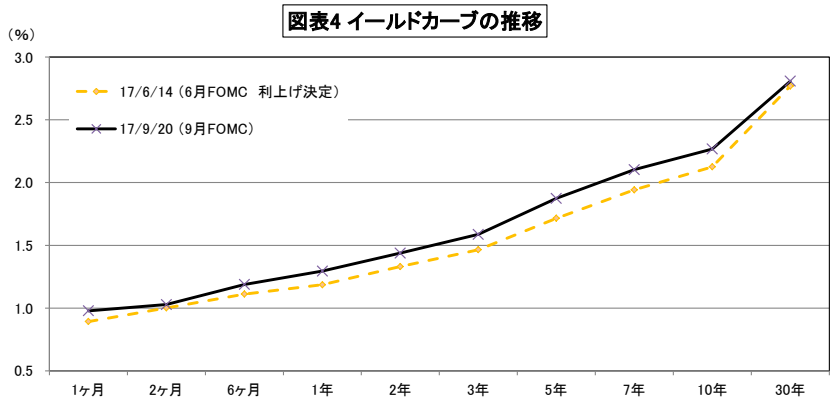
(資料)米労働省
(注)雇用者の内15.2%を占める政府部門の雇用者を除いている。

イールドカーブの推移

年内にあと 1 回の追加利上げを支持する FOMC 参加者が 6 月 FOMC 時と変わらず、12 月利上げ観測が強まったことなどを受け、利上げが決定された 6 月 FOMC 直後の 6 月 14 日時点と比較すると、金利は全ての期間において上昇している。

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

図表4 イールドカーブの推移

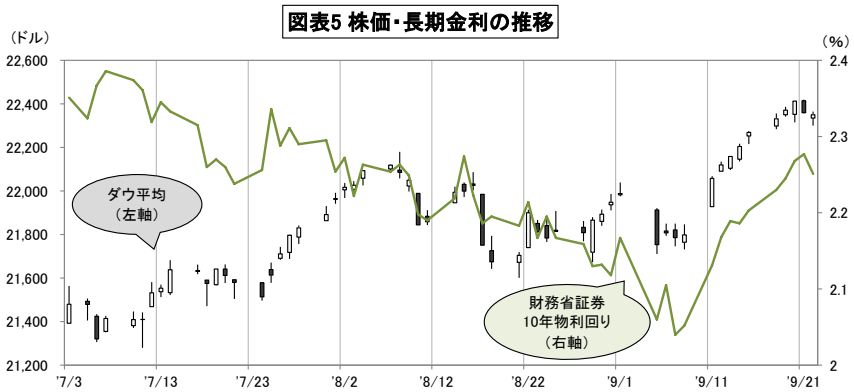


(資料)Bloombergより農中総研作成

金融市場：現状・見通し・注目点

強い経済指標の発表を受け 7 月初めにかけて 2.4%目前に迫った長期金利（米国債 10 年物利回り）は、7 月 FOMC 議事要旨の公表を受けて利上げ見通しが後退したことや北朝鮮に関する地政学的リスクの高まりなどが影響し、9 月初めにかけて 2%割れ目前にまで低下した。足元では、北朝鮮情勢の一服と年内の追加利上げ観測などを受け、2.2%台後半まで上昇した。今後についても、インフレ指標に反応する展開になるであろうが、ハリケーンの影響でガソリン価格等が上昇したことを受け、短期的にはインフレ率が上昇し、金利の上昇圧力も強まる局面も予想される。

図表5 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、好調な経済指標などを受け、7 月から 8 月前半にかけて主要指数が史上最高値を更新した。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と反対派との衝突事件に対するトランプ大統領の発言に端を発した政治的混乱が嫌気されて株価は軟調に推移したが、足元では好調な米国経済を背景に再び主要指数の最高値更新が続いている。今後についても、北朝鮮情勢に影響されつつも、業績に懸念が少なく、じわじわと上値を追う展開が続くと予想される。

(17.9.25 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

小幅鈍化が見込まれる中国経済

～為替自由化に向けた歩みが再開か～

王　雷軒

要旨

7～8 月の経済指標からは、景気実勢はやや鈍い動きになったと見られる。そのため、7～9 月期の実質 GDP 成長率は 4～6 月期から小幅鈍化する可能性が高い。

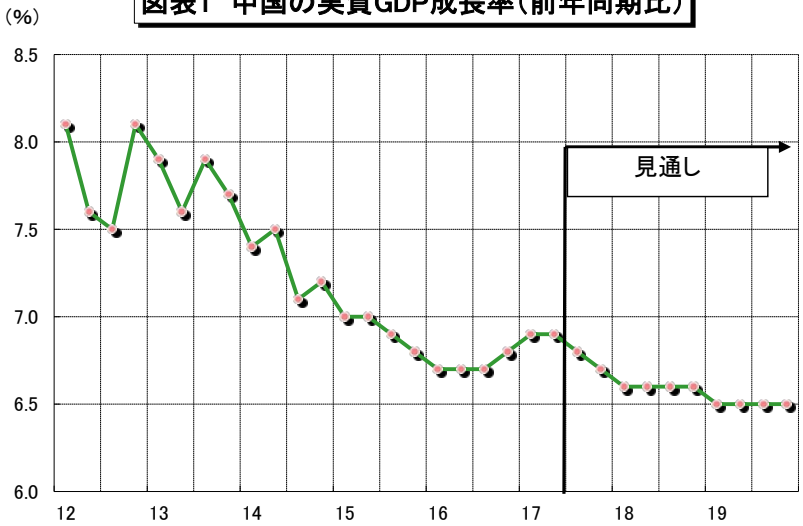
ところで、中国人民銀行が 9 月 8 日に「外貨リスク準備金の調整に関する通達」を発表し、事実上、為替先物取引に関する準備金の預け入れ要件を撤廃した。これを受けて元相場は元安に転じたため、当局の元安誘導という見方がある。しかし、為替自由化に向けて不合理な規制を撤廃する必要性もあったと見られ、この制度の事実上の撤廃は棚上げされた為替自由化への歩みが再開された兆候ではないかと考えられる。

7～9 月期の実質 GDP 成長率は小幅鈍化へ

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。16 年後半からの成長率回復の動きは一旦止まっている（図表 1）。その後も、7 月、8 月の天候が悪かったほか、環境保全活動への監督検査が強まったことなどを受けて、景気実勢はやや鈍い動きになったと見られる。

こうした状況から、10 月 19 日に発表される 7～9 月期の実質 GDP 成長率は 4～6 月期から鈍化する可能性が高い。なお、当総研では、前年比 6.8%と小幅な鈍化に留まると予想している。

図表1　中国の実質GDP成長率（前年同期比）



（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成、見通しは当社予想。

こ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

党大会は 10 月 18 日に開催

さて、内外で大きく注目される 5 年に 1 回の共産党全国代表大会（以下、党大会と略）は、8 月 31 日の中央政治局会議で 10 月 18 日に開催されることが決まった。これに向け、本格的に政治の季節に移行し、あらゆる事象が党大会を中心に動いていくことが予想される。

なお、この党大会は一週間程度の日程であるが、終了後、すぐに開催される第 1 回中央委員会全体会議（一中全会）で、新しい党指導部メンバーを選出する予定である。

外貨リスク準備金制度を事実上撤廃

さて、17 年 9 月 8 日に中国人民銀行（中央銀行、PBOC）が「外貨リスク準備金の調整に関する通達」（以下、通達）を発表した。この通達により、事実上、為替先物取引に関する準備金の預け入れ要件を撤廃した。

外貨リスク準備金は、PBOC が 15 年 10 月 15 日に導入した制度で、為替先物取引を行う金融機関に対して取引額の 20%を準備金として徴収するものである。この制度により無利息で 1 年間資金が拘束されるため、金融機関にとって為替先物取引のコストの上昇につながるが、PBOC が金融機関の外貨買い・元売りの加速に歯止めをかける目的で設けた制度と考えられている。

撤廃を契機に為替制度改革を再開か

この制度の事実上の撤廃を契機に、ドル高元安に転じた。市場では、5 月以降元が急上昇したことによる輸出への影響など、景気への配慮からの当局の元安誘導であり、元高をけん制する方向での為替政策の大きな軌道修正という見方が多かった。

しかし、為替自由化に向けて不合理な規制を撤廃する必要性もあったと見られ、この制度の事実上の撤廃が棚上げされた為替自由化に向けた歩みが再開された兆候ではないかと考えられる。

以下では、この制度が導入されて以降のドル元レートの推移などを踏まえながら、今回の制度が事実上撤廃された背景を考えてみたい。

資金流出抑制・元安阻止の目的で導入した制度

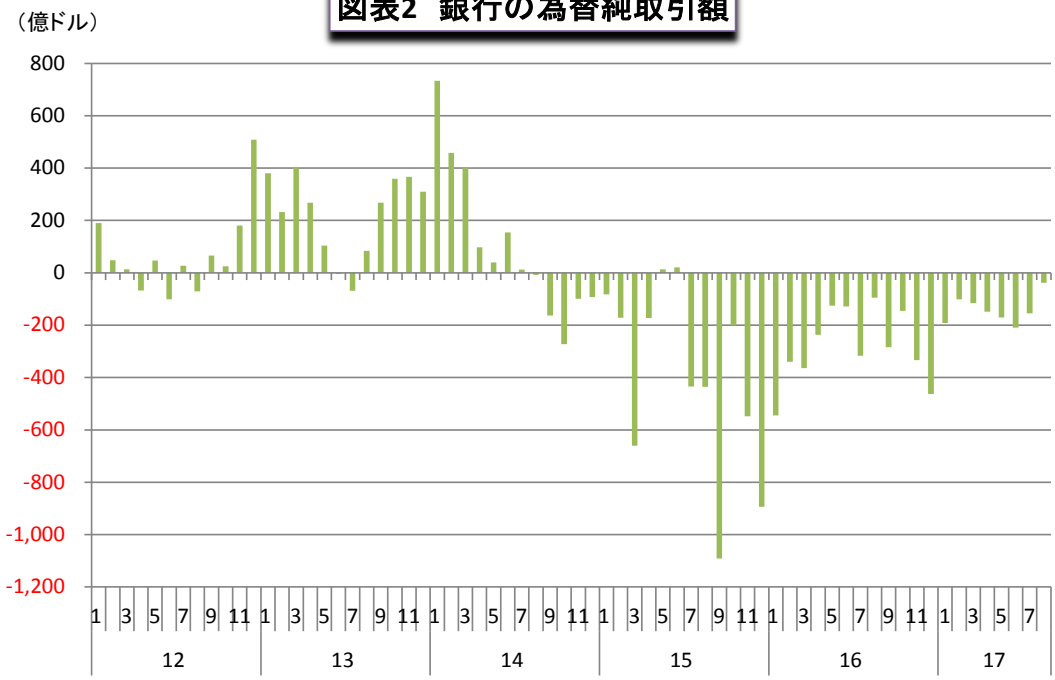
PBOC は 15 年 8 月 11 日に前日の終値を参考に元レート中間値を算出する方法の見直しを発表し、これを受けて元安が進行した。しかし、金融当局が市場との対話を十分に実施しなかったこともあり、中国経済が元切り下げが必要なほど大失速しているのではないかとの憶測が広がり、国際金融資本市場に大きな波乱をもたらした。そのため、15 年 9 月の 1 ヶ月で 1,092 億ドル分の元がドルに換金されるなど、ドル買い・元売りの動きは強まった（図表 2）。

こうした事態を受けて、PBOC は元買いの市場介入を行ったほか、

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

金融機関の為替取引のコストを高め、ドル買い・元売りの動きを抑えるための外貨リスク準備金の徴収制度も導入したと思われる。

図表2　銀行の為替純取引額



（資料） SAFE、CEICデータより作成、直近は17年8月末、（注）プラスが元買超。

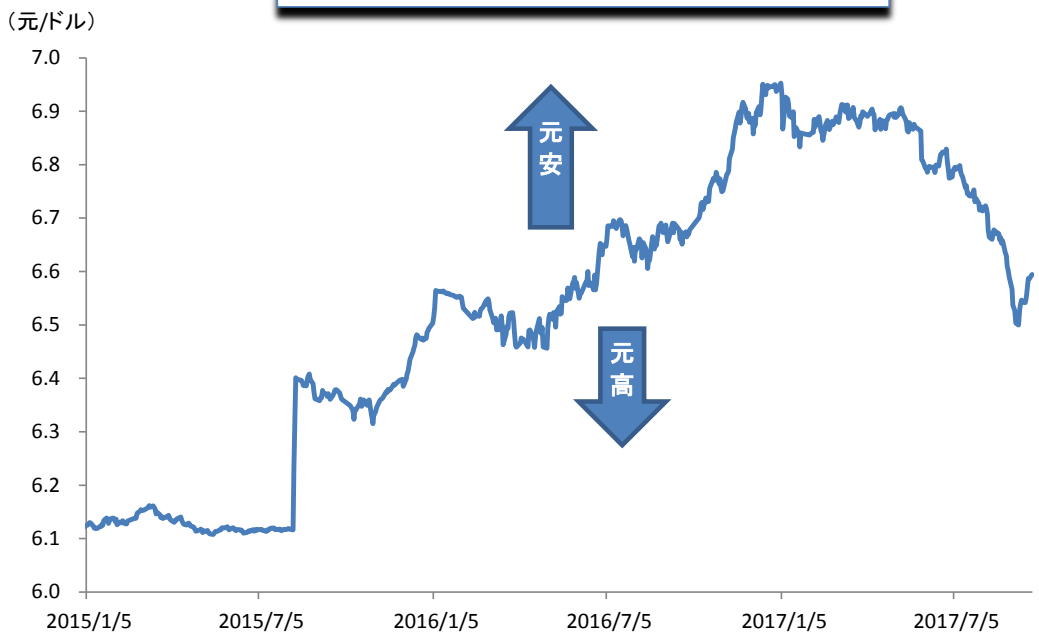
この制度は一時的に機能も、結局資金流出抑制・元安阻止できず

しかし、この制度が導入された後の 15 年 10 月、11 月、12 月の為替純取引額はそれぞれ▲201 億ドル、▲548 億ドル、▲894 億ドルだったことから、9 月から資金流出の規模が一旦縮小したものの、その後ドル買い・元売りの動きが再び強まったことは明らかである。この動きからは、同制度はドル買いの動きに一時的に歯止めがかかったものの、その後の資金流出対策としての効果は限定的であったと言えよう。

制度導入後のドル元レートを確認しても、一時的に横ばいで推移したものの、さらなる元安傾向が進行したことが見て取れる（図表 3）。その背景には一旦減速が止まったと見られた中国経済が 15 年 7～9 月期に再び鈍化に転じたことから、景気失速への警戒感が強まったことなどが挙げられる（図表 1）。

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 ドル・元レートの推移（中間値）



（資料）CEICデータより作成　直近値は17年9月25日。

元レート中間値の算出方法の再見直しを契機に、ようやく元高傾向に

結局、PBOC は 1 ドル=7 元の水準を割り込まないように市場介入（ドル売り・元買い）を行ってきたとみられる。そのため、外貨準備残高は大幅に減少した。あまりの減少を警戒する声も高まるなか、PBOC は 17 年 5 月、元レート中間値の算出方法に「反循環的要因」（countercyclical factor、中国語：逆周期因子）を導入した。

「反循環的要因」とは、前日の相場が大きく変動した場合、中心レートの過度な変動を抑制する仕組みとされる。この新たな方法では、元レートのクォートを提示する各金融機関は、前日の午後 4 時 30 分時点の終値と通貨バスケットの変動に加えて、この「反循環的要因」を考慮することになる。

この見直しを契機に、ようやく元高傾向に転じ、当局が警戒していた元安懸念を打ち破ることができたと言えよう。

8 月の元急上昇の背景

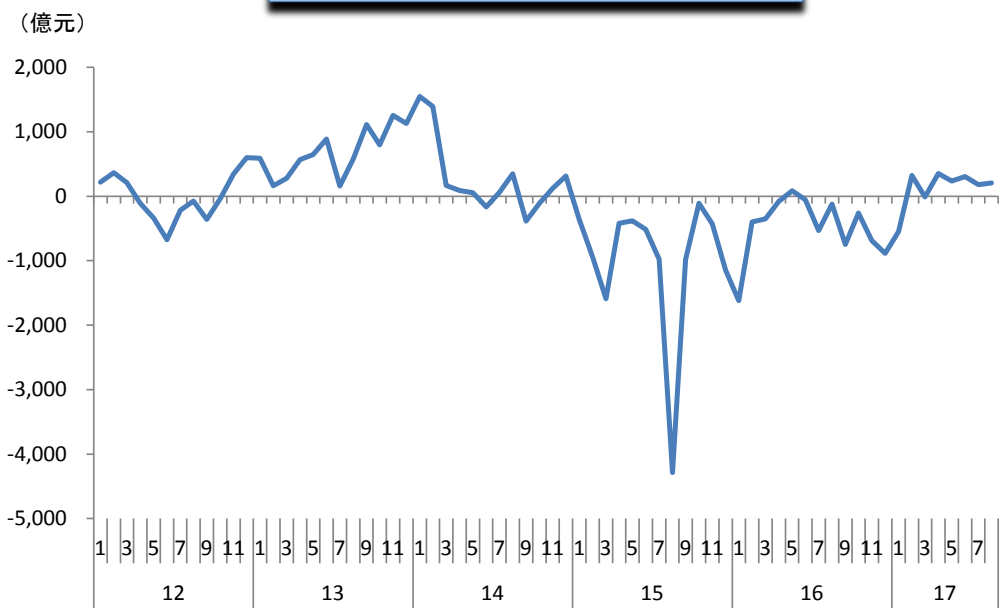
前述の通り、7 月 17 日に発表された 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.9%と成長率回復が一旦止まったものの、減速は回避した。また、17 年に入ってから外貨使途の記入が要求されるなど、資本規制の強化が図られたことも資金流出ペースを鈍化させたと考えている（図表 2）。さらに、過剰な生産能力の削減など、構造調整向けた取り組みや「一帯一路」の進展などを受けて中国経済の先行きに対する安心感も広がり、元安懸念は大きく後退したと

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

見られる。

こうしたなか、これまで元安で外貨を元に両替しない銀行・企業は 5 月の元高進行を受けて、相次ぎ元に両替するようになり、一段の元高進行につれ、元両替意欲がさらに強まったことが 8 月の元の急上昇につながったと考えられる。最近の銀行の為替先物取引の状況を確認しても、17 年に入ってから、外貨売りが優勢となったことが分かる（図表 4）。

図表4 銀行の為替先物純取引額



（資料） SAFE、Windより作成、（注）プラスが銀行の外貨買い超過分、契約・月次ベース。

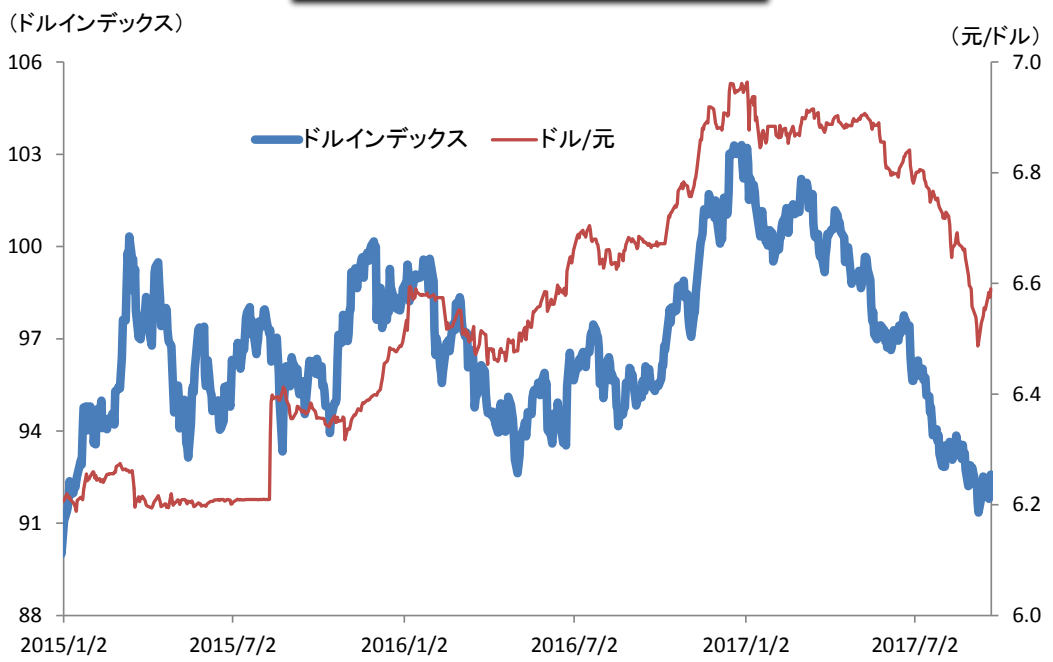
ドル安を反映した相対的な元高も大きい

海外に目を転じると、最近の急な元高の背景にはドル安傾向を反映したところも大きい。欧州中銀の緩和縮小や欧州の景気拡大の観測が高まったことなどから、ユーロが対ドルで強含んだことや、トランプ政策に対する不透明感もあり、ドルインデックスが大幅下落した。こうした動きを反映して元も相対的に上昇したわけである（図表 5）。

ただし、8 月については、元バスケット指数も明らかに上昇したことから、単なるドル安を反映した元高のみならず、中国国内の経済ファンダメンタルズを反映する面が大きくなったと見られる。外貨準備が 7 ヶ月連続で増加したほか、銀行の為替純取引額も▲38 億ドルに、15 年 9 月の▲1,092 億ドルから大幅に改善し、資金流出圧力が弱まったことを受けて、外貨需給はほぼ均衡するようになっている（図表 2）。

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5 ドル安につられた元高



（資料） Bloombergより作成、直近は17年9月22日。

当面は 1 ドル＝6.5～6.8 元のレンジで推移

足元では、前述の事実上の制度撤廃を契機とした、急ピッチな上昇の反動もあり、元安傾向で推移している。先行きについては、当面は 1 ドル＝6.5～6.8 元のレンジで変動すると予測する。

10 月の党大会開催までは、金融当局は元安定を意図した政策運営を続けると見込み、緩やかな元高の流れを想定する。しかし、その後は中国経済の小幅な減速が予想されることから、緩やかな元安の流れに転じる展開も考えられる。

加えて 10 月に開始する米国のバランスシート縮小や 12 月の利上げ観測の高まりもあり、ドル高傾向の流れになりやすく、その点で元安傾向につながる可能性もある。

さらなる為替制度改革の進展に期待

15 年 8 月以来過去 2 年以上、元をめぐる為替制度については、為替自由化への取組みを進めるどころか、元安懸念を打ち消す防衛戦の状態にあった。今日ようやくこの状態から抜け出した模様で、為替自由化に向けた取組みを積極的に進めるべきタイミングである。その意味では、党大会後の為替制度改革の進展に期待したい。

（17.9 .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

分析レポート

欧州経済金融

選挙後の高揚感が剥げ落ちるフランス

～改革の着実な具体化と同時に労働者層からの支持回復が課題に～

山口　勝義

要旨

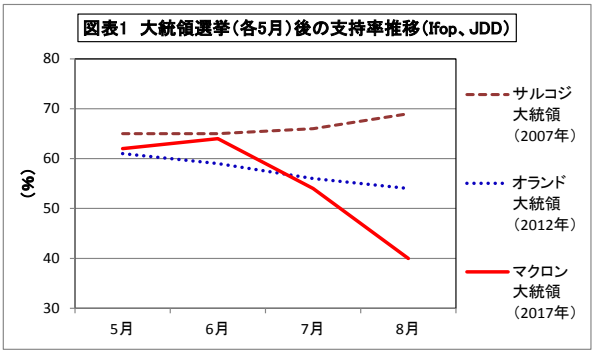
この夏、マクロン大統領の支持率が急落するなど、フランスでは選挙直後の高揚感が剥げ落ちつつある。諸改革に向けた「共和国前進」による指導力が弱体化する可能性とともに、マクロ経済情勢への波及を含め、その様々な影響の拡大に注意が必要になっている。

はじめに

フランスではこの夏、新政権に対する国民の支持率が、想定外の急落となった。マクロン大統領の支持率は、8 月には、特に任期の終盤で不人気であったオランド前大統領の、就任後の同時期を大きく下回る水準にまで低下した（図表 1）(注 1)。

6 月の国民議会（下院）選挙では、前月の大統領選挙で「国民戦線」のルペン候補を圧倒したマクロン大統領が勢いを維持し、その新党「共和国前進」は全議席の約 6 割に当たる 350 議席を獲得した(注 2)。この勝利は昨年 4 月の「前進！」結成以降の限られた期間での快挙として捉えられ、強い指導力による労働市場などの改革を通じた、経済の活性化に対する期待感が高まった。また、ユーロ圏全体としても、政治面での不透明感の大幅な低下ばかりか、新たな独仏連携により欧州連合（EU）の統合深化の動きが加速するとの観測も加わり、企業投資の回復などの面での好影響の拡大が見込まれた。

これに対する今回の急転には、様々な要因が複合して働いたものと考えられる。まず、公職の倫理向上のための法制化を選挙戦で優先課題としていた中での公金流用疑惑などによる 4 閣僚の辞任(6 月)は、痛手であった。また、国防予算の削減を巡っての統合参謀総長の辞任(7 月)に際しては、大統領の高圧的な対応姿勢が浮き彫りになった。さらに、住宅補助金削減の通告（7 月）では低所得層などの反発を呼び、大統領夫人の公務参加の公式化案（8 月）にも批判が強まった。



（資料）Ifop 社が実施した Le Journal du Dimanche（JDD）紙向け世論調査のデータから、農中総研作成

8 月末には国民の痛みを伴う労働法改正の具体案が公表され、近く、財政健全化を旨とする来年度予算案の審議も開始されることになる。しかし、改革実現に向けた動きがいよいよ本格化する一方で、マクロン政権の魅力である新鮮さは経験不足と裏腹であるほか、庶民層の間ではエリート指導者に対する反発も根強い。圧倒的な議席数の強みを有するとはいえ、当面は支持率の回復に繋がる材料には乏しく、6 月以降の情勢変化が及ぼす影響の波及に対して注視が必要になっている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

支持率急落で意識される政権の弱点

それにはまず、前提として選挙結果に現れた特徴を再確認することが重要とみられる（図表 2、3）(注 3)。今回の大統領選挙および国民議会選挙に共通する特徴としては、何よりも投票率の低さがあった。大統領選挙の第 2 回投票での 74.6%は、1969 年の 68.9%に次ぐ低率である。また国民議会選挙についても、第 1 回、第 2 回選挙での各 48.7%、42.6%は、58 年以降の第五共和制の下ではそれぞれ最低の投票率であるばかりか、50%を下回るのも今回が初めてのことであった (注 4)。

次に、こうした低投票率の下で、大統領選挙の第 2 回投票におけるマクロン候補の有権者数対比の得票率は 43.6%と、50%を下回る水準にとどまった点が指摘できる。また、国民議会選挙においても、「共和国前進」の表面上の躍進ぶりにもかかわらず、その第 1 回、第 2 回投票での得票率は同様に有権者数対比で 15.4%、18.9%に過ぎない事実が注目される。

この低投票率や低得票率については、選挙直後には、勝利を確実視した支持者の多くが投票を見送った結果でしかない、との見方が大勢であった。その時点での高い支持率からすれば、確かにこの解釈は妥当なものであり、政権の盤石さを疑問視する必要はないものと考えられた。しかし、その後の支持率の急落は、選挙での大勝の背後に潜むマクロン政権の弱点を改めて意識させるものとなっている。

そもそも今回の低投票率は政治に対する国民の失望感の反映でもあるとともに、「共和国前進」に投票した国民の中にも、二大政党などに対する批判の結果、消去法的に同党を選択したに過ぎない有権者を多く含んでいた可能性が否定できない。

図表2 フランス大統領選挙（2017年）の結果

			得票率（%） 有権者数対比	得票率（%） 有効票数対比
第1回投票（4月23日）	**マクロン**	**共和国前進**	**18.2%**	**24.0%**
	ルペン	国民戦線	16.1%	21.3%
	フィヨン	共和党	15.2%	20.0%
	メランション	屈しないフランス	14.8%	19.6%
	アモン	社会党	4.8%	6.4%
	その他	－	6.6%	8.7%
	合計		75.8%	100.0%
			有権者数対比	*投票数対比*
	投票率		*77.8%*	－
	白票		*1.4%*	*1.8%*
	無効票		*0.6%*	*0.8%*
	有効票		*75.8%*	*97.4%*
第2回投票（5月7日）	**マクロン**	**共和国前進**	**43.6%**	**66.1%**
	ルペン	国民戦線	22.4%	33.9%
	合計		66.0%	100.0%
	投票率		*74.6%*	－
	白票		*6.4%*	*8.5%*
	無効票		*2.2%*	*3.0%*
	有効票		*66.0%*	*88.5%*

図表3 フランス国民議会選挙（2017年）の結果

		得票率（%） 有権者数対比	得票率（%） 有効票数対比	獲得議席数（議席）	獲得議席合計 議席数	獲得議席合計 シェア
第1回投票（6月11日）	**共和国前進**	**15.4**	**32.3**	**2**		
	共和党	7.5	15.8	0		
	社会党	3.5	7.4	0		
	国民戦線	6.3	13.2	0		
	屈しないフランス	5.3	11.0	0		
	その他	9.6	20.2	2		
	合計	47.6	100.0	4		
		有権者数対比	*投票数対比*			
	投票率	*48.7%*	－			
	白票	*0.8%*	*1.5%*			
	無効票	*0.3%*	*0.7%*			
	有効票	*47.6%*	*97.8%*			
第2回投票（6月18日）	**共和国前進**	**18.9**	**49.1**	**348**	**350**	**60.7%**
	共和党	8.5	22.2	112	112	19.4%
	社会党	2.2	5.7	30	30	5.2%
	国民戦線	3.4	8.8	8	8	1.4%
	屈しないフランス	1.9	4.9	17	17	2.9%
	その他	3.6	9.4	58	60	10.4%
	合計	38.4	100.0	573	577	100.0%
	投票率	*42.6%*	－			
	白票	*3.0%*	*7.0%*			
	無効票	*1.2%*	*2.9%*			
	有効票	*38.4%*	*90.1%*			

（資料） 図表 2 は Ministère de l'intérieur（フランス内務省）"Résultats de l' élection présidentielle 2017"の、図表 3 は同"Résultats des élections législatives 2017"の、各データから農中総研作成

今回の支持率急落はこうした政治基盤の脆弱さが反映したものとも考えられるが、同時に、多数を占める新人議員の能力や党への忠誠心が未知数であるなど、急作りの政党ならではの懸念材料も内在している。今後、これらの弱点が表面化し、政治的な指導力の弱体化に繋がるリスクに、注意を向ける必要性が高まっている。

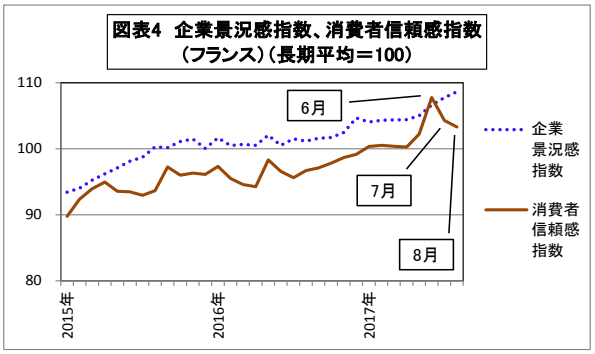
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

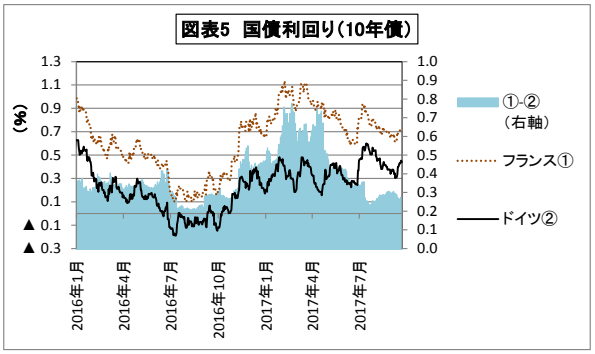
ドイツとは違うフランス特有の事情

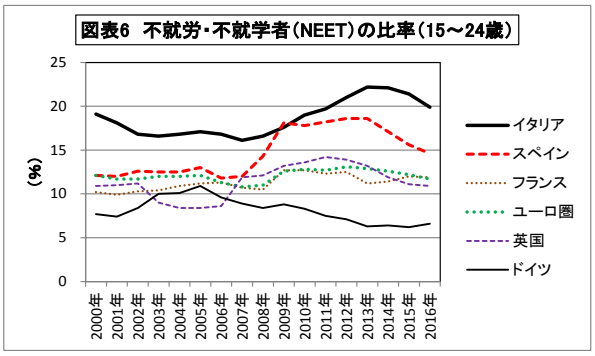
確かに、国民の支持率の急落で、すぐさま改革が暗礁に乗り上げ、さらにはマクロン政権が存続の危機に立たされる懸念があるわけではない。現実に、まず考えられる景況感の反転悪化や資金調達コストの上昇などについても、現時点では概ね著変はない（図表 4、5）。しかし、諸改革の重要性を国民が十分納得しない場合には、今後その抵抗が強まり影響が拡大する事態も考慮に入れる必要がある。

こうしたなかフランスでは、9 月に入り労働法の改正と 18 年度予算の策定を二本の柱として、改革実現に向けた動きが本格化しつつある。前者はマクロン大統領が前政権の経済産業デジタル相時代に実施した改革をさらに前進させるものであり、後者は、減税と財政改革の公約の下で、その両立を図る取り組みとなる(注 5)。このうちまず注目されるのは前者であるが、今回は解雇の際の賠償金の上限設定、収益悪化を理由とする解雇の容易化、企業単位の労使交渉で決定できる労働条件の範囲拡大などの優先事項について、正式な国会審議を経ずに迅速な対応を図る「オルドナンス」の制度により、9 月中の法制化を目指している(注 6)。

これらの諸改革を巡り、フランスでは、解雇の容易化や社会保障の削減など、少なくとも短期的には国民に痛みを強いる内容に対して、強い反発を生じやすい特有の事情がある点に注意が必要である。それはまず、ユーロ圏でフランスを上回るのはギリシャやスペインなどの 5 ヶ国のみにとどまる 9.8%（7 月）という高い失業率であり、特に若年層の雇用を巡る厳しい現実である（図表 6）。また、強い輸出力で外需の取り込みに長けたドイツ







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

では 2000 年代初頭のシュレーダー改革に伴う負担を早期に乗り切ったのに対し、この点で劣後するフランスでは、企業が解雇コストの低減などの恩恵を受けても積極的な業務展開や採用政策に転換するには時間を要し、その間、不安定な雇用情勢のみが長期化する可能性がある。

マクロン政権による度重なる労使双方との協議を経て、経営側は改正内容を歓迎すると同時に、主要な労組も、現在のところはそれを概ね冷静に受け止めている。しかし、伝統的に「路上の抵抗」の影響力が強いフランスでもあり、今後の推移を見守る必要がありそうである(注 7)。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

「共和国前進」が政治基盤の弱さや急作りの政党ならではの懸念材料を抱える中で、今後、痛みを被る国民による諸改革に対する抵抗が強まり、マクロン政権の政治的な指導力が弱体化する場合には、その影響は広範囲に及ぶものとみられる。

その第一は、足元の景況感の改善が企業の生産を含む実体経済の拡大に広く波及し、いずれ賃金の上昇や物価上昇率の回復にも繋がるとの選挙直後の期待感が反転縮小する点である。また、第二としてより重要であるのは、構造改革の頓挫による中長期的な経済活性化の失敗であり、ドイツなどとの経済格差の温存である。第三に、マクロン大統領のユーロ圏内での指導力の弱体化もある。ユーロ圏の共通予算の創設や財務相の設置、域内債務のプール化などの構想を有するマクロン大統領は、9 月 24 日のドイツ総選挙後に具体的な提案内容を公表することとしているが、自国における改革もままならない中ではドイツなどの歩み寄りは期待できず、EU の統合深化に対しても影響を及ぼすことが避けられないことになる。

加えて第四に、ユーロ圏の政治リスクを再度高める可能性がある。諸改革に対する国民の抵抗と並行して、なかでも大統領選挙でも健闘したメランション氏の急進左派、「屈しないフランス」に対する支持率が上昇する可能性が小さくはない。これが、これから行われるオーストリアやイタリアでの総選挙などとも絡み合いながら、欧州の中でポピュリスト勢力を再度勢いづけることにもなりかねない。

マクロン政権に対するこれまでの期待の反転は、広くかつ大きな影響を及ぼすことになる。マクロン大統領には、単なるオランド大統領の後継者とみなされることがないよう諸改革を着実に具体化すると同時に、国民とのコミュニケーションを拡充し、主に労働者層からの支持の回復を図ることが強く求められている。9 月 24 日の元老院（上院）選挙での評価に続き、5 年後の大統領選挙、国民議会選挙の前には 19 年に EU 議会選挙も控えており、政権に与えられた時間の猶予は決して大きいわけではない。(17.9.22 現在)

(注 1) フィリップ首相の支持率も、マクロン大統領の支持率と類似した動きをたどっている。なお、これらのデータについては、次の記事を参照した。
・ La Tribune（27 août 2017）“La popularité d'Emmanuel Macron chute drastiquement en août”
その後、9 月時点での諸調査でも、マクロン大統領、フィリップ首相に対する支持率は 8 月と同様の低水準にとどまっている。

(注 2) この 350 議席には、マクロン大統領の「共和国前進」の 308 議席のほか、連携先政党である「民主運動」の 42 議席を含む。本稿では、以下においても同様の扱いである。

(注 3) フランスの選挙制度の概要は、次のとおりである。大統領選挙で第 1 回投票で選出されるためには、候補者は有効投票数の 50%超（絶対多数）の票を得る必要がある。該当する候補者がいない場合には第 2 回投票として上位 2 候補者による決選投票を実施し、より多数の票（相対多数）を得た候補者が当選する。一方、全 577 議席、1 区当たり 1 議員選出の小選挙区制である国民議会（下院）選挙では、第 1 回投票で選出されるためには、「有効投票数の 50%超（絶対多数）かつ有権者数の 25%以上」の票を得る必要がある。当該選挙区に該当する候補者がいない場合には、第 2 回投票として「有権者数の 12.5%以上」の票を得た候補者による決選投票を実施し、最も多数の票（相対多数）を得た候補者が当選する。

(注 4) 過去の投票率のデータは、以下のサイトによる。なお、大統領選挙の第 1 回投票における低投票率としては、02 年の 71.6%がある。
http://www.france-politique.fr/

(注 5) 15 年 8 月に実施した改革には、日曜営業の規制緩和や、長距離バス路線の自由化などを含む。

(注 6) 「オルドナンス」（ordonnance）は、閣議決定を通じ政府が制定することのできる政令の一種である。なお、マクロン大統領には、年金制度や失業保険制度などの改革が、重要な課題として控えている。

(注 7) 主要なデモとしては、9 月 12 日に行われた労働総同盟（CGT）によるもののほか、「屈しないフランス」による 9 月 23 日のデモなどが予定されている。

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

百貨店売上高の地域別動向

木村　俊文

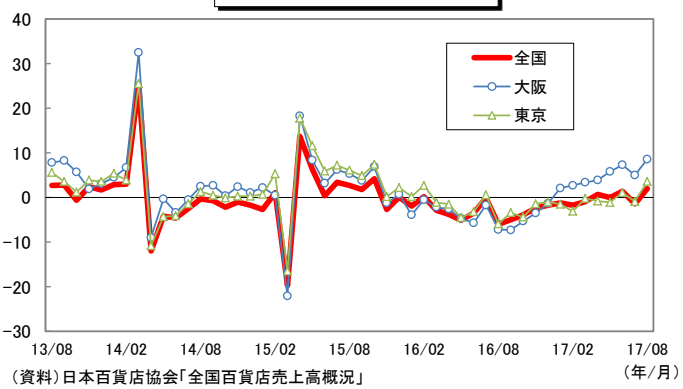
要旨

全国百貨店売上高は持ち直しの動きをたどっているが、都市部と地方では回復の度合いに差が生じている。最も好調な大阪は、訪日外国人（インバウンド）向け化粧品販売が拡大しているほか、株高等を背景とした資産効果で富裕層向けに高額商品も伸びている。一方、地方の百貨店は、人口減少と少子高齢化が進む中で、郊外の大型店との競争が厳しく、インバウンド消費や株高等による資産効果も弱いことから、苦戦している。

全国百貨店売上高が持ち直しの動きをたどる中、大阪の百貨店売上高は 2017 年初から 8 ヶ月連続で前年比増と好調に推移する一方、地方の百貨店では低調な動きが続いている。

以下では、最近の百貨店売上高を概観した後、好不調それぞれの地域について特徴を整理する。

図表1　百貨店売上高の推移



（資料）日本百貨店協会「全国百貨店売上高概況」
（注）店舗調整後の値。

全国百貨店売上高の動向

全国百貨店売上高の前年比（店舗調整後）の動きを振り返ると、消費税増税に伴う駆け込み需要の反動減により 14 年 4 月に減少に転じた後、15 年には訪日中国人旅行者によるいわゆる「爆買い」などを受け増加したものの、16 年には中国の関税引き上げなどもあって再び減少した。16 年後半以降は持ち直し気味に推移しているが、このところはゼロ近傍で一進一退の動きとなっている（図表 1）。

商品別では、全体の 3 割強を占める主力の「衣料品」（22 ヶ月連続マイナス）に加え、家具・家電などの「家庭用品」（20 ヶ月連続マイナス）が長期にわたって売上不振となっているほか、靴やベルトなどの「身のまわり品」、生鮮食品などの「食料品」も総じて低調な動きとなっている。一方、「雑貨」は、5 年ほど前から増加傾向が続く化粧品のほか、このところは高級輸入時計や宝飾品等の高額商品が伸びて、全体をけん引している。

地域別では、訪日外国人旅行者によるインバウンド消費の影響が出やすい札幌、東京、大阪、福岡などの都市部が 17 年に入ってから比較的好調であり、中でも大阪は前年の売上高水準がやや低かったこともあり、伸びが最も高くなっている。

大阪好調の要因＝中国人旅行者＋富裕層

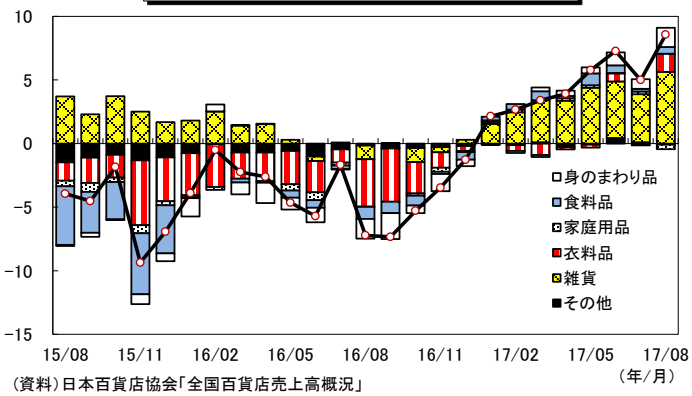
大阪の百貨店売上高を押し上げている商品は、寄与度が大きい「雑貨」のほか、「身のまわり品」や「食料品」、足元では「衣料品」であるが、かなりの部分は「化

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

粧品」(8 月は前年比 8.6%のうち、化粧品が 4.6%ポイント）によるものであり、時計などの「宝飾品」（同 1.0%ポイント）も寄与している（図表 2)。

日本百貨店協会によれば、売上好調の要因は「インバウンド消費」と「富裕層の購買意欲が高まってきたこと」の大きく 2 つだという。

図表2　大阪の百貨店売上高と項目別寄与度



(資料)日本百貨店協会「全国百貨店売上高概況」
(注)店舗調整前の値。

1 つ目のインバウンドについては、13 年以降の円安傾向が続く中で、訪日ビザ発給要件の緩和・免除措置の拡大や LCC(格安航空会社)の就航数の増加などを背景に、中国人をはじめとしたアジア諸国からの訪日外国人旅行者数が増加している。とくに大阪では、17 年 1～7 月の関西国際空港への外国人旅行者数が前年同期比 12.1%の 8,098 千人と過去最高に達し、伸び率では同期間の成田国際空港への外国人旅行者数（11.3%）を上回った。

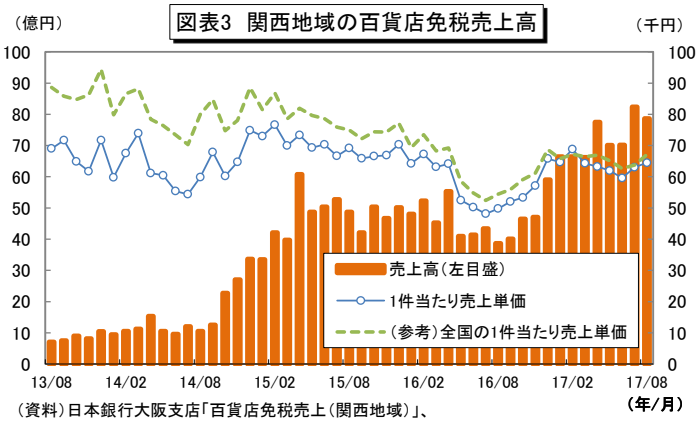
また、中国からの旅行者に限ってみれば、関西国際空港（16 年は 1,564 千人、入国管理統計)は、成田国際空港(同 1,368 千人）を上回り、中国人旅行者が日本で最も多く利用する空港となっている。

さらに、訪日客の特徴も異なる。最近の訪日外国人消費動向調査（16 年および 17 年 1～3 月期、17 年 4～6 月期）によれば、東京都と比べて大阪府への訪日客は、①1 週間未満の割合が高く滞在期間が短い、②観光・レジャー目的での来訪が多くビジネス関連は少ない、③東京とは逆に女性が過半を占める、④百貨店で買物する割合が高い（東京比+5%ポイントほど)、⑤世帯年収が東京への訪問客に比べやや低く、初回訪問・団体ツアーの利用割合がやや高い、といった特徴がある。

実際に関西地域の百貨店免税売上高は、14 年 10 月の訪日外国人旅行者向け消費税免税制度の施行後に急増し、15 年にかけて見られた「爆買い」後、16 年 4 月の中国の関税引き上げで一時的に鈍化したものの、16 年末から再び増加、17 年 7 月には初めて 80 億円に達し、全国に占める割合もかつての 2 割強から 4 割近くにまで高まった(図表 3)。1 件当たり売上単価も 65 千円と、3 年ほど前には全国よりも 20 千円近く低い水準だったが、現在では全国とほぼ変わらない水準となっている。

こうした中、大阪の大手百貨店では 7～8 月のインバウンド売

図表3　関西地域の百貨店免税売上高



(資料)日本銀行大阪支店「百貨店免税売上(関西地域)」、
日本百貨店協会「外国人観光客の売上高・来店動向」

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

上が前年の約 2 倍、また別の大手百貨店では同 6 倍に拡大しており、化粧品だけでなく、子供用品や高級ブランド品、時計が好調なことに加え、8 月は衣料品にも持ち直しの動きが見られた。いずれの百貨店も中国人旅行者の来店が多く、インバウンド売上の 9 割ほどを中国人が占めているという。

百貨店側は中国人向けインバウンドへの対応として、①化粧品や時計売場の強化（面積拡張、集客力のあるブランド品や新商品の投入など）、②決済手段の拡充（アリペイやウィーチャットペイへの対応など）、③情報発信の強化（フェイスブックなどを通じた情報発信だけでなく、購入者への直接の情報発信、化粧品では「動画サイト」の活用など）、④利便性の向上（免税カウンターの拡充や大きな荷物の一時預かりサービス、国内の宿泊先・空港カウンターへの購入品の無料配送など）、⑤リピート客の囲い込みに向けたメンバーズカードの加入促進など、積極的な販売促進活動に取り組んでいる。

一方、2 つ目の富裕層には、土地や株式などの価格上昇を背景とした資産効果により輸入高級腕時計や宝飾品・貴金属などの高額商品が売れている。百貨店業界では、これまでの経験から「高額品の販売は株価に連動することが多い」ことが知られている。日経平均株価が 7 月に一時 2 万円台を回復、その後も底堅く推移し、前年に比べ 2 割ほど株高となっていることが高額品の売上増に影響しているとみられる。実際に百貨店売上高と株価との関係を見てみると、「化粧品」は株価との相関が弱いものの、「美術・宝飾・貴金属」については株価との相関が強いことが確認された。

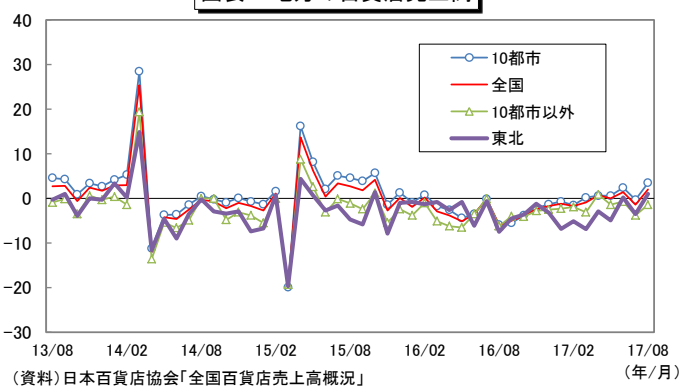
また、16 年家計調査（二人以上世帯）を地域別にみると、大都市圏区分の近畿圏の有価証券保有額は 446 万円と、関東圏の 377 万円を上回っていることから、大阪は株高による資産効果がより出やすいと考えられる。

地方の百貨店は厳しい状況継続

都市部の百貨店が好調に推移する一方、地方の百貨店では低調な動きが続いている。百貨店売上高を主要 10 都市（83 店舗）と 10 都市以外（144 店舗）に分けて前年比の動きをみると、10 都市以外は全国を下回って推移しており、とくに東北（仙台を除く）は前年比プラスに浮上することがほとんどなく、厳しい状況が続いている（図表 4）。

振り返ってみると、1990 年代のバブル崩壊以降、地方ではモータリゼーションの進展に伴って郊外型ショッピングセンターやロードサイド店舗が台頭し、この影響で中心市街地の空洞化が進んだ。地方の百貨店は駅前や中心市街地に立地することが多く、インターネットショッピングといった新業態の出現もあり、競争激化で経営不振となり、多くの地方百貨

図表4　地方の百貨店売上高



（資料）日本百貨店協会「全国百貨店売上高概況」
（注）店舗調整後の値。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表5　訪日外国人旅行者の地方別訪問率

（%）

	全体	韓国	台湾	香港	中国
北海道	7.8	5.8	12.0	10.1	7.3
東北	1.7	0.7	3.0	1.1	1.3
関東	53.5	24.4	37.8	35.0	63.7
北陸信越	5.3	1.3	9.4	5.5	3.0
中部	15.1	4.1	9.3	11.3	28.0
近畿	42.6	31.1	30.4	34.8	60.5
中国	4.8	3.7	3.4	3.5	1.6
四国	1.1	0.6	1.3	0.6	1.0
九州	11.3	29.7	7.8	11.2	4.4
沖縄	6.7	8.5	9.8	12.1	6.4

（資料）観光庁「訪日外国人消費動向調査2016年」
（注）複数回答。長野県は北陸信越、福井県、三重県は中部に含まれる。

店が閉店を余儀なくされた。現在でも地方百貨店は、郊外型大規模小売店との競争が厳しい状況にあることに変わりはない。

東北では、秋田県をはじめ人口減少と少子高齢化の進行が顕著となっていることに加え、インバウンド消費や株高による資産効果が弱いことなどから、百貨店売上高が低迷（仙台を除く）しているとみられる。

東北におけるインバウンド消費については、16 年訪日外国人消費動向調査で東北への訪問率が 1.7%と四国（1.1%）に次いで低く、関東（53.5%）や近畿（42.6%）に比べ低位であることから、かなり弱い状況にある（図表 5）。

また、株高による資産効果についても、前出の 16 年家計調査（二人以上世帯）で東北地方の有価証券保有額は 123 万円と全国平均（265 万円）を大きく下回ることから、弱いといえるだろう。

実際に東北の老舗百貨店によれば、①外国人旅行者は「爆買い」の時でも少なく、現在も目立った影響は出ていない、②婦人服を中心に衣料品が低迷するなど「車で郊外の大型店に買い物に行く」という形態が定着している、③根底には所得が増えない中で「年配者の購買意欲が上がらないこと」が影響しているように思われるとのことである。

まとめ

以上をまとめると、次のとおりである。

全国百貨店売上高は持ち直しの動きをたどっているが、このところはゼロ近傍で一進一退の動きである。売上全体では、化粧品のほか、最近では高級輸入時計や宝飾品等の高額商品が伸びて全体をけん引しているが、都市と地方では回復の度合いに差が生じている。

最も好調な大阪は、活況が続くインバウンド消費を受け化粧品販売が拡大しているほか、株高等を背景とした資産効果で富裕層向けに高額商品も伸びている。とくに大阪は訪日外国人のうち女性が過半を占め、百貨店を利用する割合も高いことから、こうした客層に対して百貨店側も積極的に販売促進活動に取り組んでいることが奏功し、他の都市に比べ顕著に伸びている。

一方、地方の百貨店は、人口減少と少子高齢化が進む中で、郊外の大型店との競争が厳しく、インバウンド消費や株高等による資産効果も弱いことから、苦戦しているとみられる。

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

海外の話題

香港での台風対処術

農林中央金庫　香港駐在員事務所長　梶山　泰

香港に赴任して3回目の夏を過ごしたが、今年の夏は、香港人も「例年の夏とは違う」と首を捻るぐらい雨が多く、台風の当たり年であった。この原稿を書く8月末時点で既に4つの台風が当地を直撃しており、台風シーズンが終わる11月中旬までに、もう幾つかに遭遇するかもしれない。特に8月24日に上陸した台風13号（英名：Hato）は、香港天文台（気象庁）の観測史上、5年振りの大型台風で、株式市場が終日休場、国際空港を離発着する480便が欠航するなど、地元英文紙 South China Morning Post によると香港経済への影響は、邦貨換算で約600～800億円と決して小さいものではない。この一方、香港特別区内の人的被害は、死者・行方不明者がゼロ、けが人も十数名と最小限に留まった。この背景には、経験上香港人が台風慣れしていることもあるが、特別区政府による台風警報制度と各種条例（法律）の運用が上手く機能していると考えざるを得ない。

香港の台風警報制度は、貿易港として発展し始めた1894年に遡り、その後、何度かの変更を経て1973年に現在運用されている形となった。当地で警報は、“Signal”と言われ、台風接近・暴風の状況が数字の1、3、8～10の5段階で表現され、これらの段階に合わせて、労働、教育、鉄道等の関係条例が台風への対応義務を定めている（下表参照）。

＜香港台風警報の各段階別の状況と各種条例での対応義務の概要＞

段　階	台風（暴風）の状況	雇用者等の各種条例での対応義務
Signal 1	台風が香港から800km圏内到達で発令	特段の対応義務なし
Signal 3	強風警報、平均風速41～62 km/h	幼稚園は休校。フェリー等定期海上航路の欠航検討
Signal 8	暴風警報、平均風速62～117 km/h	ほとんどの交通機関は運休、 従業員・学生への帰宅・自宅待機・休業命令
Signal 9	上記暴風が更に勢力を強める可能性で発令	Signal 8に同じ
Signal 10	最大強度の警報、平均風速118 km/h　以上	Signal 8に同じ

ご覧頂いてお分かり頂けるように、当地での台風対応で重要なポイントは、Signal 8の発令・解除である。法令上、各職場のトップは、同警報発令後の従業員の安全確保義務で帰宅や

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

自宅待機を命じなければならず、また従業員の方も Signal 8 の解除後 2 時間以内の職場復帰が義務付けられている。これだけでは、条例が厳格なだけと思われるが、制度の運用を円滑に行うための工夫も凝らされている。この工夫とは、“ご丁寧”にも「何時ぐらいに警報を発令します。解除します。」という予告を天文台が発表するのである。それ故、夏の香港では、天気予報のチェックが必須であり、台風が近づくとソワソワし、実際に上陸となると職場の上司も部下も平然と準備し、台風が過ぎ去るのを自宅でジッと待つという行動が“当たり前”のように取られる。

良く出来た台風警報制度と条例の運用であるが、自然を相手にするが故に、台風通過後は、必ず「今回の発令と解除は良かった。悪かった（遅かった、早かった）。」との講釈がインターネット等で話題となる。また、香港赴任直後の日本人駐在員が警報制度のことを良く理解しておらず、苦労してずぶ濡れになって出社したものの、オフィスには誰もおらず呆然とするという話も毎夏、良く耳にする。私については、当地での初台風を経験する前に、「Signal 8 が発令されると香港名物の道路に突き出た看板が凶器になり、高層アパートからエアコンの室外機が降ってくるから絶対に外に出ちゃだめだよ。」という他社先輩駐在員からの親切なご助言（脅し）で、ずぶ濡れになって出社することはなかった。しかしながら、IT 技術の進展（携帯電話・モバイル PC の存在）のお陰で、「台風による突然のゆっくりとした休日」を楽しませて貰えてもいない。

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