

金融市場

潮流

習近平の新たな時代～社会主義現代化強国への道～… 1

情勢判断

国内経済金融

「いざなぎ景気」を超える息の長い景気拡大が継続
～引き続き、政府は経営者に賃上げ・設備投資増を要請～… 2

海外経済金融

7～9月期に続き、堅調に推移している米国経済
～税制改革の議会審議は進展するも、減税規模は縮小か～…12
景気の勢いは弱い、底堅さを維持する中国経済
～今後の金利高騰リスクに留意～……18

分析レポート

ユーロ圏経済の課題と展望 - 2018年に向けて
～取り戻した安定の下に潜む脆弱性～…24
県民経済計算でみる地域別の経済動向(1)
～県民所得に注目して～………28
空き家をめぐる政策・金融・管理(2)
～住宅の空き家の分布と空家等の対策状況～…32
都道府県別にみた日本人国内観光客数のトレンド
～観光客数の少ない県でも2011年以降好調に推移～…42

経済見通し

2017～18年度 改訂経済見通し ……46

2017.12

農林中金総合研究所

Norinchukin Research Institute Co.,Ltd.

ホームページ <http://www.nochuri.co.jp>

潮流

習近平の新たな時代～社会主義現代化強国への道～

代表取締役専務 柳田 茂

2017年10月25日、第19回中国共産党大会を終えた習近平総書記（国家主席）は、2期目の政権運営をスタートさせた。

5年前の前回大会のメインテーマが胡錦濤から習近平への円満な政権移譲であったのに対し、今回大会は徹頭徹尾、習近平の絶対的な権力と権威の発揚の場であったと言っても過言ではない。今回大会では、中国共産党規約に「習近平の新時代の中国の特色ある社会主義思想」が行動指針として盛り込まれた。一党支配の政治体制をとる中国において、党規約は憲法に相当する最高位の法規であり、ここに個人名付きの「思想」が書き込まれたのは、96年に及ぶ中国共産党の歴史のなかで毛沢東ただ一人である。

習近平が、国家主席就任からわずか5年で、半ば神格化された建国の指導者と並ぶ権威・権力を得ることができたのはなぜであろうか。よく言われるのは、「虎も蠅も叩く」とする腐敗撲滅運動と言論・情報管理を通じた統制強化であるが、グローバル化が進む世界のなかでは中国といえども強権的な政治手法だけで権力を維持できるものではない。

顧みれば、習近平政権1期目がスタートした5年前の中国は、鄧小平以来の「改革開放」路線によって高度経済成長を遂げ、世界の工場と呼ばれるほどの工業生産力を有するGDP世界第2位の経済大国になってはいたが、過剰な生産能力・在庫、非効率な国有企業やシャドーバンキングなど様々な問題が表面化していた。当時の中国は、一つ間違えれば経済失速から政治・社会不安に陥りかねない瀬戸際にあったと言える。

このようななか発足した習近平政権の経済政策は、外に向かつては「一帯一路」経済圏構想による大規模なインフラ輸出に活路を広げ、内においては産業の構造転換と高度化に力を傾注してきた。5年を経て、中国経済はいまなお7%近い成長率で拡大を続けており、かつて労働集約型工場が集積していた深圳市が最新のIT産業都市に変貌するなど産業の構造転換と経済・社会のIT化・高度化も目覚ましく進展している。またこの間、多くの国民が望む環境対策と貧困層対策にも率先して取り組む姿を折に触れアピールしてきた。習近平への権力集中は、こうした実績に基づく国民の幅広い支持を背景にしていることを見逃してはならないだろう。

今回大会で習近平は、「2050年を目標として『社会主義現代化強国』の建設を目指す」と宣言した。これまで政権が国民に示してきた「2020年に国民一人当たりGDPを2010年比倍増させる」等の『中国の夢』を継ぐ、新たな長期目標（公約）の宣言である。これまでの目標が主に「経済面で先進国並みの豊かな国になること」であったのに対し、新たな目標は「総合的な国力と影響力において世界の先頭に立つ国家になる」と、政治・経済・軍事すべての面で米国を凌ぐ世界最強国を目指すことに国家目標の次元が切り替わった。それを、欧米流の民主主義と自由経済ではなく、共産党の統治による現代化した社会主義という独自の道で実現させようというのが「習近平思想」の本質に他ならない。

今後、中国はこの「思想」の下で「強国」への道をひたすら追い求めていき、これからの世界のあり様はこの中国の壮大な実験の成否によって大きく変わることとなるだろう。

情勢判断

国内経済金融

「いざなぎ景気」を超える息の長い景気拡大が継続

～引き続き、政府は経営者に賃上げ・設備投資増を要請～

南 武志

要旨

9月の景気動向指数からは、今回の景気拡張期間が58ヶ月と、高度経済成長期の「いざなぎ景気」の57ヶ月を抜いた可能性が示された。また、7～9月期の実質GDPは年率1.4%と16年ぶりとなる7四半期連続のプラス成長となった。しかし、「企業から家計へ」の所得還流は依然力強さに欠け、民間消費は本格回復には至っておらず、7四半期ぶりに減少した。とはいえ、消費者マインドはしっかりしており、かつ労働需給の持続的に引き締まっていることから、賃上げ率は徐々に高まり、それが今後の消費押上げに貢献していくだろう。国内景気の改善はしばらく継続するとみられる。

こうした中、物価上昇率も徐々に高まりつつあるが、依然2%の「物価安定の目標」には遠い状況である。日本銀行は実質金利を自然利子率以下に誘導することを通じて粘り強く経済・物価に働き掛けていくという現在のスタンスを継続するだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月	2017年		2018年			
	11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	-0.054	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0630	0.05~0.07	0.05~0.07	0.05~0.08	0.05~0.08	
国債利回り	10年債 (%)	0.025	0.00~0.15	0.00~0.15	0.00~0.15	0.00~0.15
	5年債 (%)	-0.130	-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)	111.4	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)	22,550	22,500±1,500	22,750±1,500	23,000±1,500	23,250±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)

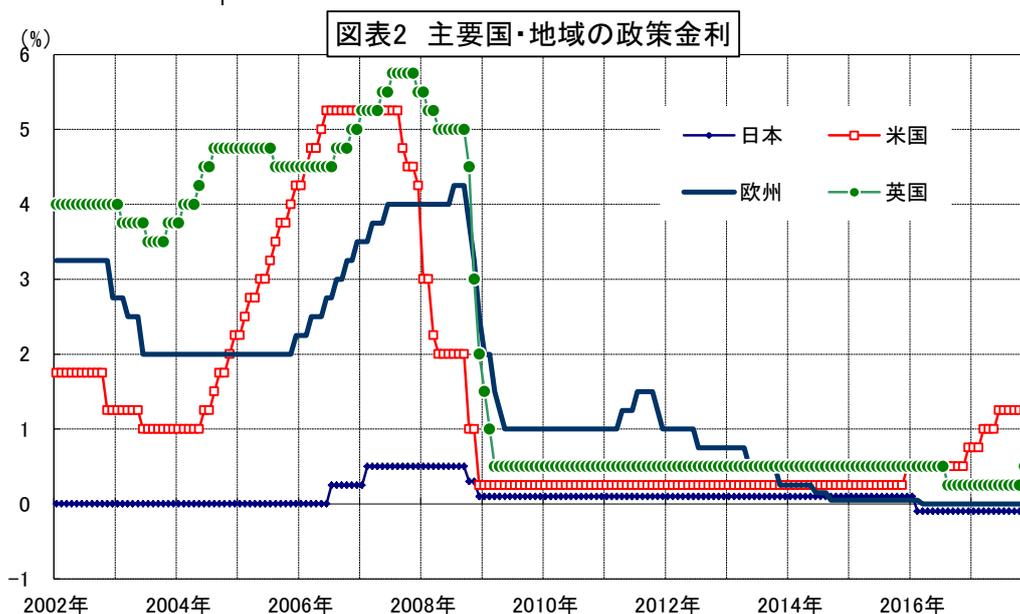
(注)実績は2017年11月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

金融政策の転換が始まった日本以外のG7中央銀行

米サブプライム・ローン問題に端を発した世界金融危機とそれが引き起こした世界大不況(グレート・リセッション)の中、主要国政府は大規模な財政出動に踏み切ったほか、中央銀行も政策金利をゼロ近傍まで引き下げるなどして、危機的な状況に対応した。しかし、世界的な需要水準の落ち込みが続き、雇用悪化や物価下落に見舞われたこともあり、先進各国の中銀は非伝統的な領域とされてきた手段を用いた緩和策に乗り出すこととなった。具体的には、国債などの金融資産を買い入れることで資金供給を行う「量的緩和」、さらにリスク性のある金融資産を買い入れる「質的緩和(信用緩和)」や金融機関貸出を促すための「貸出支援策」、現行緩和策を一定期間継続することに強力にコミットする「フォ

ワード・ガイダンス」などが実施されてきた。

こうした非伝統的な緩和策がどの程度、実体経済に対して好影響を与えたかは議論の余地もあるが、先進国経済は徐々に持ち直し傾向を強め、またデフレ突入も未然に防がれた。その結果、2012年9月に量的緩和第3弾（QE3）を開始した米連邦準備制度（FRB）は14年1月からは資産買入れ額の縮小を開始、同年10月に買入れを終了したほか、15年12月には政策金利の引上げに踏み切った（現在までに4回、計100bpの利上げ）。



(資料)各中央銀行の資料より作成

(注)米国の政策金利は「1.00～1.25%」の誘導目標となっている。日本は16年2月15日までは無担保コールレート翌日物、16日からは一部の日銀当座預金残高への適用利率を政策金利としている。

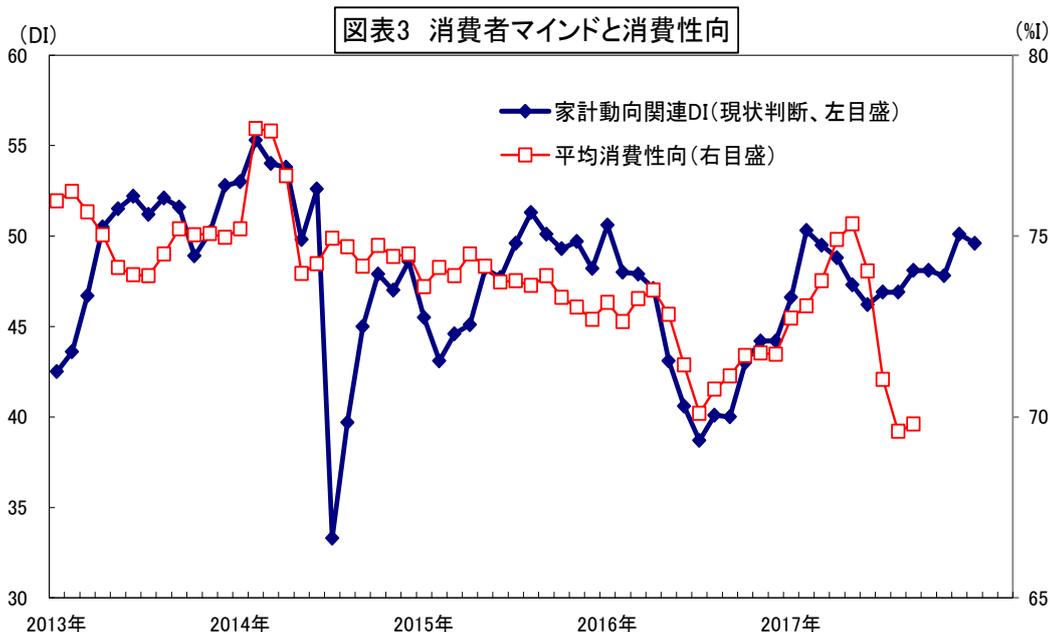
一方、一足早く政策正常化に乗り始めた米国や物価低迷に悩む日本以外のG7中銀でも政策転換に乗りだしている。欧州中央銀行（ECB）は、マイナス金利政策は継続しているが、資産買入れ額を18年1月以降は半減することを決定している。ドラギ総裁はあくまでダウンサイジングと位置付けているが、出口に向けた動きであることは否めない。カナダ銀行（BOC）もまた、7年ぶりに利上げした7月に続き、9月にも追加利上げを決定した。Brexit協議の行き詰まりなどからポンド安が進み、インフレ圧力が高まっている英国でも、11月にはイングランド銀行（BOE）は約10年ぶりの利上げに踏み切っている。

こうした政策正常化の動きが世界経済全体や国際的な資金フローにどのような影響があるのか、しばらく慎重に見極める必要があるだろう。

景気の現状：緩やかな改善基調が継続

以下、国内景気に目を転じてみよう。9月の景気動向指数によれば、CI一致指数は前月から▲1.9ポイントと2ヶ月ぶりの低下、後方3ヶ月移動平均も同じく▲0.33ポイントの低下であったが、振れ幅が前月差の1標準偏差(1.04)に満たないこともあり、基調判断は「改善」で据え置かれた。これにより、12年12月からの景気拡張期間は58ヶ月と「いざなぎ景気(1965年11月～70年7月の57ヶ月)」を抜き、戦後第2位の長さとなった。このように息の長い景気改善となったのは、成長テンポが緩やかで、かつ底入れ時点で大きな需給ギャップが存在していたからであろう。

こうした中、11月15日に公表された7～9月期のGDP成長率は前期比年率1.4%と、16年ぶりの7四半期連続でのプラス成長となるなど、表面上は良好さを保った。ただし、民間消費が7四半期ぶりに減少したため、肝心の民間最終需要は減少している。結果的に成長率を押し上げたのは、世界経済の持ち直しを受けた輸出と民間消費の不振を受けた輸入減・在庫積み上がりであり、決して内容が良かったわけではない。



(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。

消費はいずれ持ち直すと予想

このように夏から秋にかけての民間消費は回復に足踏みが見られたが、決して腰折れしているわけではないとみる。まず、鈍いとはいえ「企業から家計へ」の所得還流は起きているほか、足元では雇用者数は年1%台での増加ペースが続いている。そのため、雇用者報酬(実質)は前年比2%弱での増加となっており、これ

が失速するリスクは小さい。また、消費者マインドがしっかりしている点も挙げられる。家計調査によれば、勤労者世帯の平均消費性向は7～9月期に大きく低下し、その過程で消費抑制につながったといえるが、消費性向が元の水準に戻る過程では4～6月期のように消費は力強い伸び率を示す可能性が高い。

政府は「働き方改革」や「生産性革命」、「人づくり革命」などを通じて、賃上げの原資となる労働生産性の向上を促しているほか、大人しい労働組合に替わり、経営者にベースアップを含めた賃上げに対してより積極的になるよう、強く要請している。さらに、賃上げや設備投資に積極的な企業の税負担軽減を検討するなど、経済の好循環実現に向けて画策している。こうした努力が奏功しさえすれば、消費は本格的な回復がみられるだろう。

**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。世界経済の持ち直しが継続する中、輸出環境は良好さを保っているほか、省力化・省人化投資ニーズの高まりや20年東京五輪胸の特需もあり、設備投資は底堅い推移が見込まれる。当総研では7～9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、10～12月期以降は輸出増に加え、民間消費を中心に民間最終需要の持ち直しが再びみられるとの想定から、17年度は1.6%成長、18年度も1.3%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。

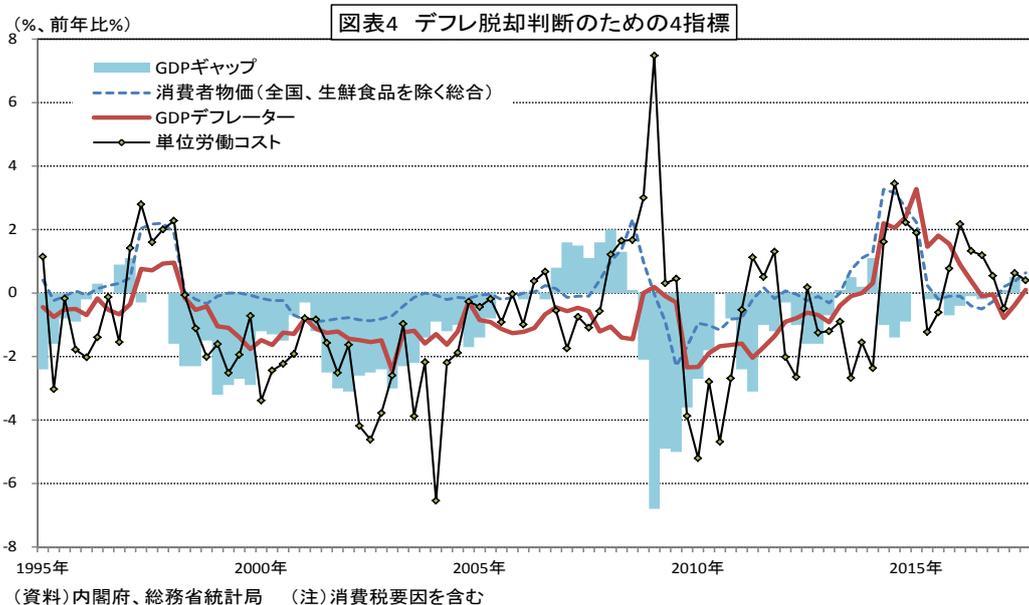
**17年度補正予算
の編成**

なお、11月1日には全閣僚が再任される格好で第4次安倍内閣が発足したが、安倍首相は「人づくり革命」や「生産性革命」の実現に向けた新しい経済パッケージの策定を指示した。現時点で、追加的な財政支出は2兆円強となる見込みであり、16年度決算での純剰余金（3.8兆円）、低金利に伴う利払い費圧縮や建設国債の追加発行（数千億円）などで賄う方針と報じられている。

**物価動向：上昇
ペースは依然緩
やか**

一方、景気拡大が長期化し、労働需給が逼迫しつつあるにもかかわらず、物価は鈍い動きが続いている。とはいえ、9月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合（コア））は前年比0.7%と、徐々に上昇率を高めてきたほか、「生鮮食品・エネルギーを除く総合」も同0.2%と2ヶ月連続のプラス、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」も同0.0%とマイナス状態を抜け出している。このと

ころの円安や原油高などをうけて輸入消費財の価格上昇も強まっており、当面は物価上昇圧力が残ると思われる。そうした効果が一巡した後、消費持ち直しによる需給改善による物価上昇圧力が強まるか、が今後の焦点といえるだろう。



デフレ脱却宣言は消費税率引き上げとリンク

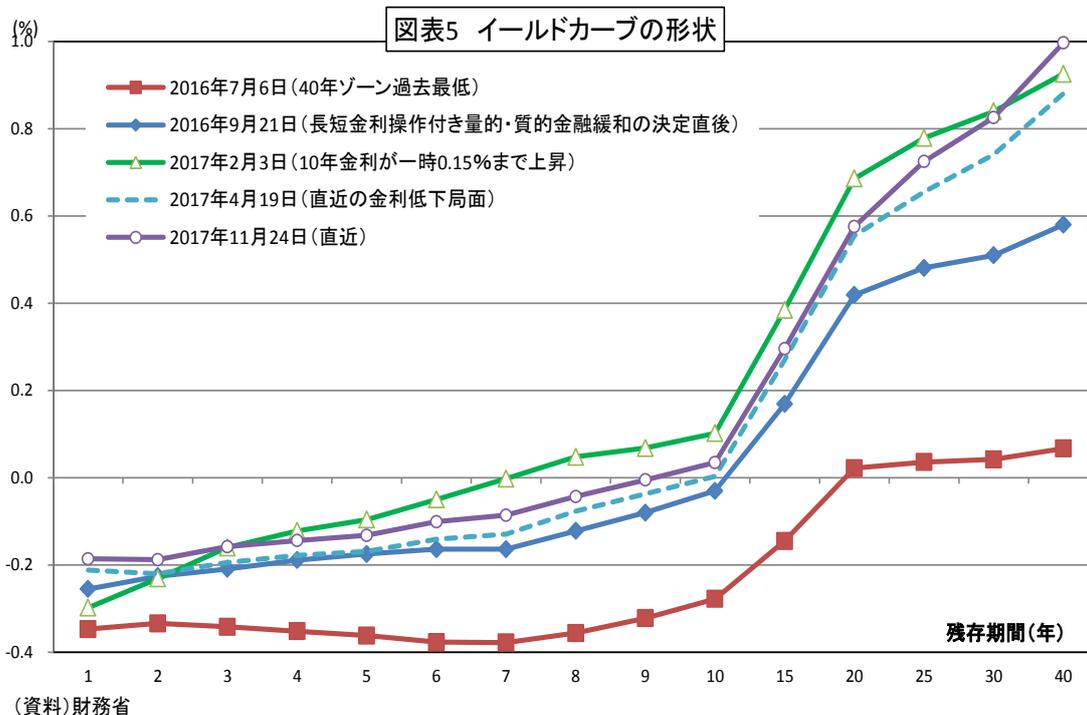
一方、かつて小泉政権の下で提示された「デフレ脱却判断のための4指標」全てが7~9月期にプラスとなったことが話題となっている(全国消費者物価(コア):前年比0.6%、GDPデフレーター:同0.1%、単位労働コスト:同0.4%、GDPギャップ率(4~6月期):0.5%)。もちろん、消費者物価には上方バイアスがあるため一定のプラス幅が必要であるほか、GDPデフレーターも僅かな上昇に過ぎず、かつGDPギャップは潜在GDPの想定(インフレとは無関係な単なる趨勢的なものか、インフレ加速を引き起こさない下での最大産出量なのか)によって符号が変わる可能性もある。さらに、デフレ脱却を実現したということは、通常の景気後退局面では再びデフレに戻らないことも意味することも念頭に入れておく必要がある。

当初からアベノミクスの目標としてデフレ脱却が掲げられてきたが、仮に政府がデフレ脱却を宣言するということはアベノミクスが成功を収めたということであり、もはや「リーマン・ショック級の出来事」云々によって消費税率引き上げを延期することはしない、ということでもあろう。19年10月に予定する消費税率引き上げの最終判断は18年秋と推察されるが、その時までにはデフレ脱却を宣言するのかどうか、注目される。

金融政策：現行政策を粘り強く継続

10月30～31日に開催された日本銀行の金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の継続が8対1の賛成多数で決定された。前回に続き、片岡審議委員が現状維持の議長提案に対して反対したが、今回は「15年物国債金利が0.2%未満で推移するよう、長期国債の買入れを行うことが適当」との具体的な提案を提出したほか、国内要因により「物価安定の目標」の達成時期が後ずれする場合には、追加緩和手段を講じることが適当との記述をすべき、としたことが声明文に記載されている。会合後に公表された展望レポートでは、18年度の物価見通し（全国コア）を前年比0.8%と予測した政策委員がいることが見て取れるが、片岡審議委員である可能性は高い。こうした見方は、民間エコノミストの平均的な予想（ESPフォーキャスト調査など）に近い。18年度に入っても物価上昇率が1%未満で推移することになれば、追加緩和派が増えることもありうる。

一方、9日に公表された「金融政策決定会合における主な意見」によれば、「リフレ派」を含め、ほとんどの政策委員は2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されており、現行政策を粘り強く継続することが望ましいと考えていることが確認できる。先々の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だろう。



超低金利状態の長期化への懸念表明も

こうしたなか、黒田総裁はスイス・チューリッヒ大学での講演（11月13日）の中で、長期～超長期金利の過度の低下は保険・年金などの運用利回りに対する不安を惹起し、マインド面を通じて経済に影響を及ぼす可能性を指摘したことに加え、「リバーサル・レート」の議論、つまり金利の過度の低下が預貸金利靴の縮小を通じて銀行部門の自己資本制約がタイト化し、金融仲介機能が阻害されるため、かえって金融緩和の効果が反転（reverse）する可能性があるという考え方を紹介した。あくまで2%の物価上昇実現に向けて最適なイールドカーブの形状を把握するという話の中での発言だが、低金利環境が金融機関の経営体力に及ぼす影響は累積的なものであることも認めていることから、現行政策の長期化による副作用のリスクを表明し、追加緩和への牽制と受け取る向きもある。

金融市場：現状・見通し・注目点

冒頭で触れたように、先進国・地域の中央銀行が政策転換に乗り出しつつあるが、あくまで緩やかな政策正常化であることが強調されていることもあり、現時点では経済環境の好転を反映したものと前向きな評価も多い。実際、世界経済は緩やかながらも持ち直しの機運が強まっているが、取り立てて景気後退に直結するようなリスクも見当たらず、内外企業の業績見通しも良好さを保っている。

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

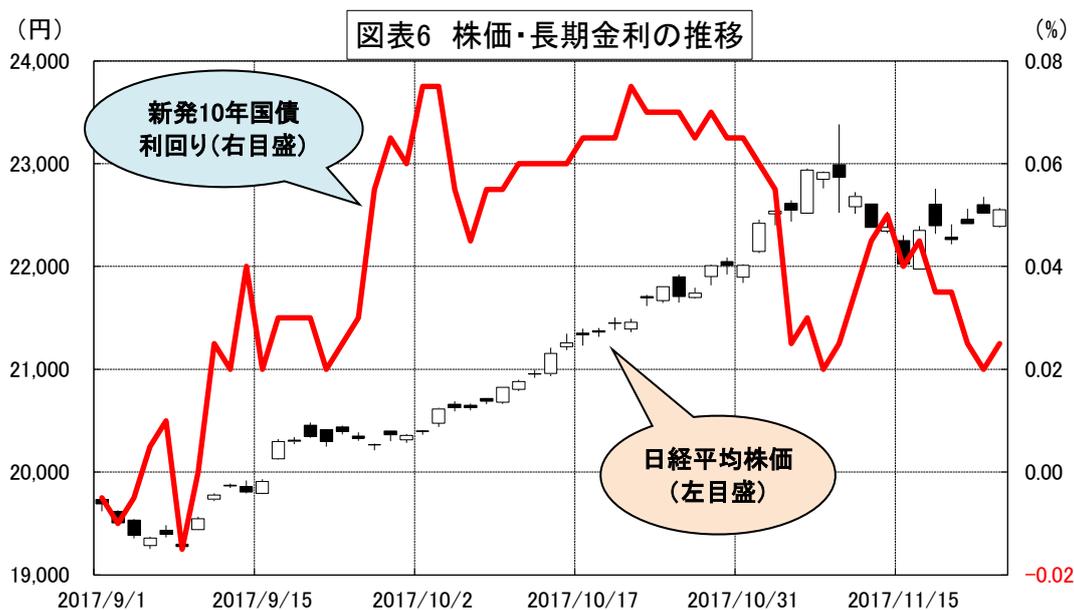
長期金利は小幅プラスで推移

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。営業毎旬報告によると、11月20日時点での日銀の国債保有残高は416兆円まで積み上がり、18年中にも発行残高の過半となる可能性がある。その結果、国債需給は引き締まっており、ある程度の長期金利コントロールが可能な状況が作り出されている。

16年11月のトランプ相場開始とともに、約8ヶ月にわたってマイナスで推移してきた長期金利は再びプラス圏に浮上し、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いる。

直近の動きを振り返ると、現在米連邦議会で審議中の税制改革の実施が後ずれするとの懸念などから米国長期金利が低下したこともあり、国内の長期金利も11月上旬には一時0.02%まで低下するなど、全般的に金利低下圧力が強く、直近は概ね0.0%台前半で推移している。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期金利は当面ゼロ%近傍で推移

先行きについては、欧米での金融政策正常化の動き、国内経済・物価の改善などにより、一定の上昇圧力が働くとみられる。しかし、「10年ゼロ%」との長期金利の操作目標が設定されていることにより、長期金利がその目標を大きく上回って上昇する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が注目される。

② 株式市場

株価は堅調推移

内外景気の回復を受けて、6～7月にかけて日経平均株価は20,000円台を固める動きを続けたが、8月に入ると北朝鮮リスク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19,200円台と、4月下旬以来の安値水準まで下落した。

しかし、9月中旬以降は、堅調な米国経済指標を好感した米株高や米国の年内利上げ観測を背景にしたドル高円安、さらには解散・総選挙によりアベノミクスが一段と加速するとの期待感から株価は上昇傾向をたどり、9月下旬には年初来高値を更新した。

その後も、米国株価が税制改革への期待感から史上最高値を更新し続けたこと、「国難突破解散」を受けた選挙戦での与党圧勝でのアベノミクス加速に対する期待感から株価は上昇を続け、9日には26年ぶりに一時23,000円台を回復した。その後は、2ヶ月で4,000円超の上昇に対するスピード調整から、一旦は22,000円割れとなったが、業績改善期待から相場の地合いは強い。

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、株価は再び上値を迫る展開になると予想する。



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

円安圧力が沈静化

③ 外国為替市場

16年11月以降のトランプ相場を受けて、対ドルレートは円安が進行、同年末にかけて120円台に迫る動きを続けた。しかし、17年入り後はその動きが一服し、概ね110円台前半のレンジ内での展開が続いている。9月上旬には北朝鮮情勢が緊迫、リスク回避的な円高圧力が高まり、110円割れの円高状態が続いた。しかし、9月中旬以降は米国での年内利上げ観測の高まりや税制改革の進展に対する期待感が強まり、円安気味の展開となり、11月上旬には一時115円に迫る場面もあったが、足元では税制改革に対

ユーロ高は一服

する期待感が後退し、円安圧力は沈静化している。

先行きについては、米国での金融政策の正常化の動きは円安を促す材料であるほか、物価上昇率が幾分高まってきれば正常化ペースが市場の想定（18年の利上げ幅は25～50bp）よりも速まるとみられる。また、米国の税制改革が現実味を帯びれば、既に堅調な米国経済が一段と加速、金利上昇を促し、ドル高圧力が高まる可能性がある。

一方で、米国第一を標榜するトランプ政権は、対米貿易黒字国である日本の通貨がさらに減価することに難色を示し、口先介入を始める可能性もある。以上から、一方向的な円安進行には限度があり、基調としては110円台前半を中心とした展開が続くとみる。また、これまで同様、世界的に何かしらのリスクが強まる場面では、円高に振れる場面を想定しておく必要がある。

一方、対ユーロでは、今秋にはECBが18年以降の量的緩和縮小を決定するとの思惑からユーロ高の展開となっており、半年で20円近く円安が進んだ。実際、10月26日に開催されたECB政策理事会では、量的緩和の期限を18年9月まで延長、かつ1月からの買入れ額を月300億ユーロに半減することを決定した。一方、ドラギ総裁はこの措置はテーパリングではなく、あくまでダウンサイジングだと緩和策の継続方針を強調したほか、見通しが悪化した場合には延長するとの姿勢を示したことから早期の利上げ観測が後退し、ユーロ高の進行は沈静化した。足元では1ユーロ=130円台前半で推移している。

今後とも、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が強まる可能性は高いが、18年入り後のユーロ圏経済や物価情勢を確認しながら、来秋以降の金融政策を見極める展開が見込まれる。

(17. 11. 24 現在)

7～9 月期に続き、堅調に推移している米国経済

～税制改革の議会審議は進展するも、減税規模は縮小か～

佐古 佳史

要旨

労働市場は堅調に推移しており、企業マインドも高水準で推移していることから、足元の米国経済は7～9月期に続き、堅調であると判断できる。

16日に米下院で税制改革案が可決され、年内実現に向け一歩前進したものの、内容は上下両院で相違点が多く、法案を一本化する作業は難航する見通しである。

10・11月のFOMC議事要旨から、FOMCメンバーは、デフインフレの鈍化の長期化に懸念を示しているものの、近い将来の利上げは適切であると考えていたことが明らかとなった。

減税規模は共和党の主張から縮小される見通し

連邦議会での税制改革審議は現時点でも進行中であるものの、10月中に上下両院が可決した、18年度（17年10月～18年11月）予算の大枠となる予算決議案では、今後10年間で1.5兆ドルの赤字拡大しか認められていない一方で、共和党の主張をすべて盛り込むと減税額は同じ期間に5兆ドル超となるとの試算もある。この差額は増税で賄う必要があるため、新たな財源が確保できなければ、たとえ税制改革が実現したとしても、減税規模は共和党が主張する5兆ドル超の規模からは縮小しそうである。

こうした中、16日に米下院で税制改革案が可決されたが、所得税の上限税率や課税区分、法人税減税の実施時期などを巡り上下両院で相違点も多く、上院での法案可決後に控える、法案を一本化する作業は難航する見通しである。

18年度予算審議は民主党の攻勢で難航か

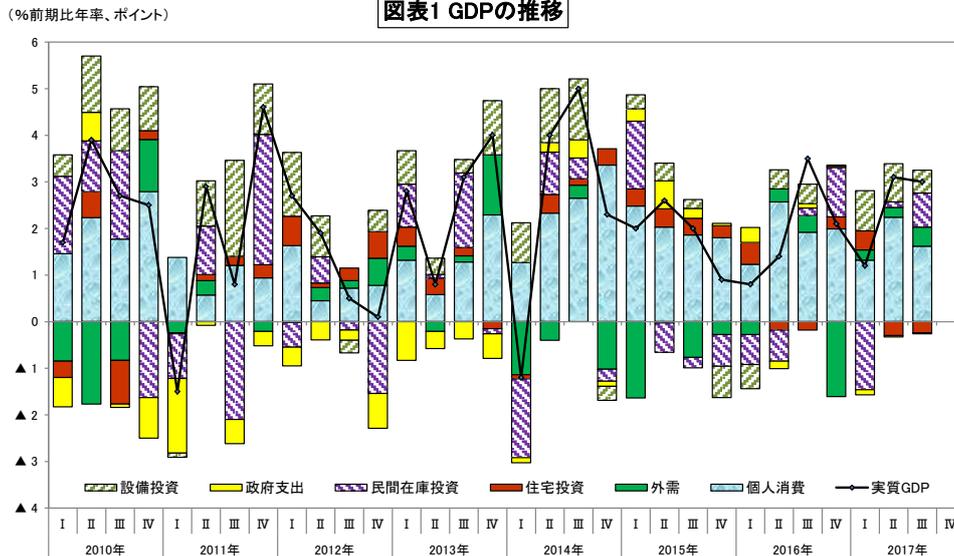
また、12月8日には「歳出水準の維持と連邦債務上限の一時的な凍結」が期限を迎えることから、18年度予算の成立が急がれる。9月に債務上限の一時的な凍結を決定した際は、トランプ大統領が民主党に譲歩したことや、ハリケーン被害からの復興という名目で超党派的な合意形成がしやすかった。一方で、7日の州知事選（バージニア州、ニュージャージー州）での勝利を受け、予算審議において民主党の攻勢が強まることが想定される。18年度予算案審議の展開次第では政府部門の閉鎖もあり得るだろう。

7～9月期 GDP は高成長を維持

さて、7～9月期のGDPは前期比年率3.0%成長（速報値）で4～6月期（同3.1%）に続き、高成長を維持した。需要項目別では

個人消費が底堅かった他、在庫投資も下支えしたが、住宅投資が弱かった。

図表1 GDPの推移



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

**景気の先行き：
引き続き堅調に
推移**

米国経済の先行きについては、引き続き景気拡大局面が継続するとの見方に変更はない。10月の非農業部門雇用者数は前月から26.1万人増加した。ハリケーンの影響を除くため、8～10月で均してみると、平均16.2万人増加しており、労働市場は引き続き堅調に推移していると判断できる。ISM製造業景況指数は58.7と、9月から低下したものの依然として高水準である。また、非製造業景況指数は60.1と、05年8月以来12年1ヶ月ぶりの高水準となり、企業部門も堅調とみてよいだろう。

鋳工業生産は9、10月と2ヶ月連続で前月から増加している。また、ハリケーンからの復興需要の反動で落ち込むと予想されていた10月の小売売上高(総合)が市場予想を上回ったこともあり、生産、消費ともに底堅いといえる。

**上昇率が高まった
生産者物価**

一方で、インフレ率は依然として鈍いままである。9月のPCEデフレーター(コア)は8月に続き、前年比1.3%と、FRB(連邦準備制度理事会)が目標とする同2%には依然として遠い状況である。また10月の消費者物価指数(コア)は前年比1.8%と足踏み状態であるものの、生産者物価指数(コア)は同2.4%と9月(同2.2%)から上昇率が加速した。足元のデータにはハリケーンの影響が含まれており、基調的な判断をするのは難しいものの、今後、生産者物価が消費者物価に波及すれば、インフレ率が上昇していくと期待される。

**金融政策：バ
ランスシートを縮
小しつつ、12月
利上げへ**

そうした中、10月の雇用統計では平均賃金が前年比2.4%と9月から鈍下した。これは、ハリケーンの影響を受けた9月分からの反動として、相対的に賃金が低いセクターであるレジヤ・接客セクターの雇用者が前月から10.6万人増加したことから、平均賃金が低めに推計された結果であろう。今後平均賃金の上昇が加速するかどうかは依然として不透明といえる。

22日に公開された10・11の月FOMC（連邦公開市場委員会）議事要旨では、基本的な経済見通しが変わらなければ、近い将来の利上げは適切であることが確認され、12月利上げの路線を維持した。一方でデイスインフレの長期化が懸念材料となる中で、追加利上げが期待インフレ率を低下させるとの意見と、追加利上げが遅れば金融リスクが増大するとの意見があり、FOMC参加者の間で将来の金融政策の方向性を巡り意見の相違が埋まらなかったことが明らかとなった。

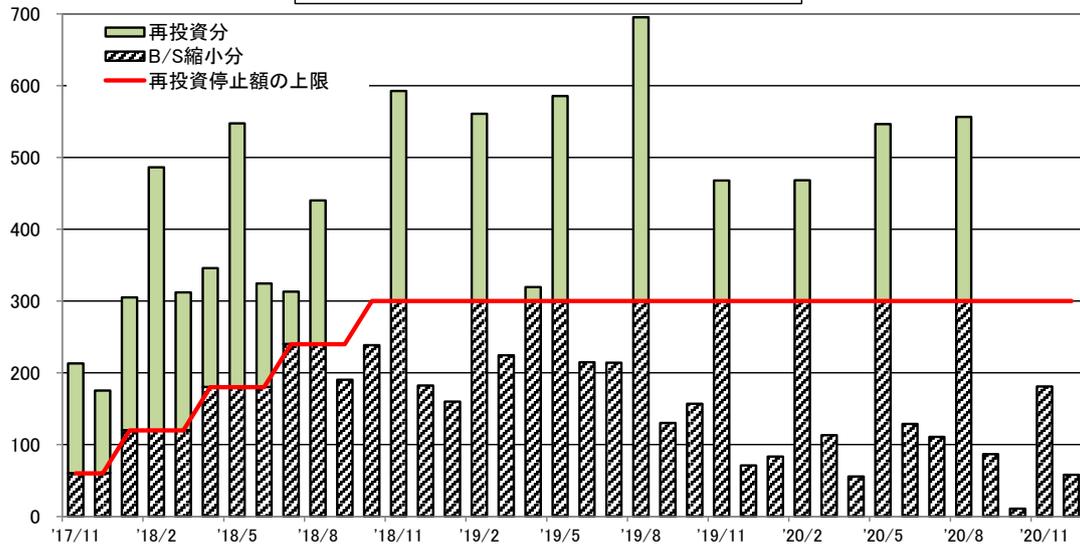
10月から開始されたFRBのバランスシート（B/S）縮小計画は、毎月のB/S縮小分の上限を、米国債については60億ドル、政府機関債とMBSについては40億ドルとし、3ヶ月ごとに引き上げ、それぞれ毎月300億ドル、200億ドルまで引き上げるとしており、非常に緩やかなペースといえる。図表2は今後3年間で計画されている米国債の再投資縮小スキームを示しており、再投資停止額が上限値である毎月300億ドルに達した後も、実際のB/S縮小額は300億ドルを下回る月が多いことが確認できる。

こうした緩やかなB/S縮小環境に加えて、日銀や欧州中央銀行が依然として資産購入を継続していることもあり、金融市場では依然として緩和的な環境が継続している。連銀やバンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ等が公表している金融システムが緩和的かどうかを示す各指数^{（注1）}によると、FRBによる金融正常化が本格化しても、未だに金融環境は安定的・緩和的と捉えられている。

（注1）バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ金融ストレス指数は0を下回るとグローバルマーケットが通常よりリスクを想定していないことを示す。同様に、シカゴ連銀は米国マーケット、セントルイス連銀は欧米マーケットがそれぞれ対象。

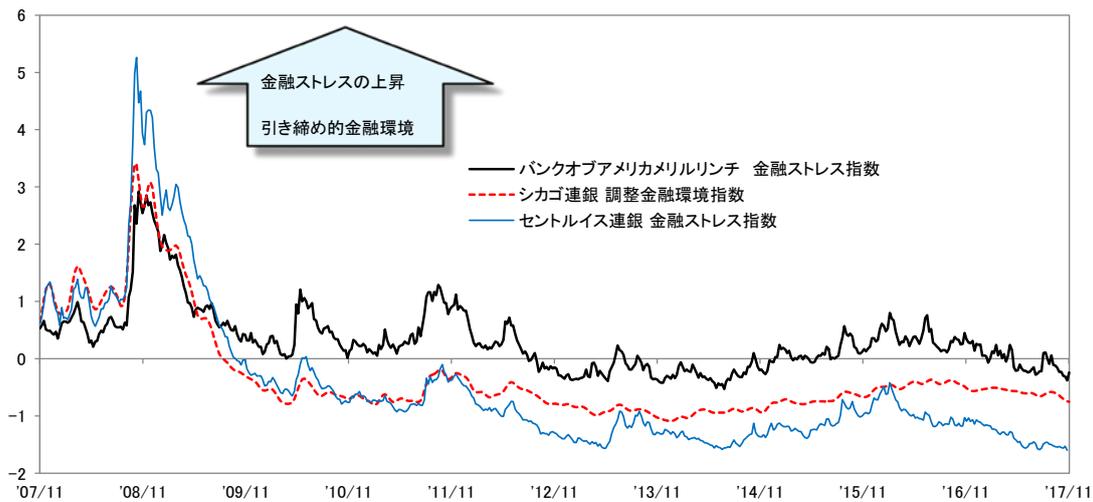
(億ドル)

図表2 FRBの米国債再投資縮小スキーム



(資料)NY連銀、FRBより農中総研作成。

図表3 金融ストレス指数

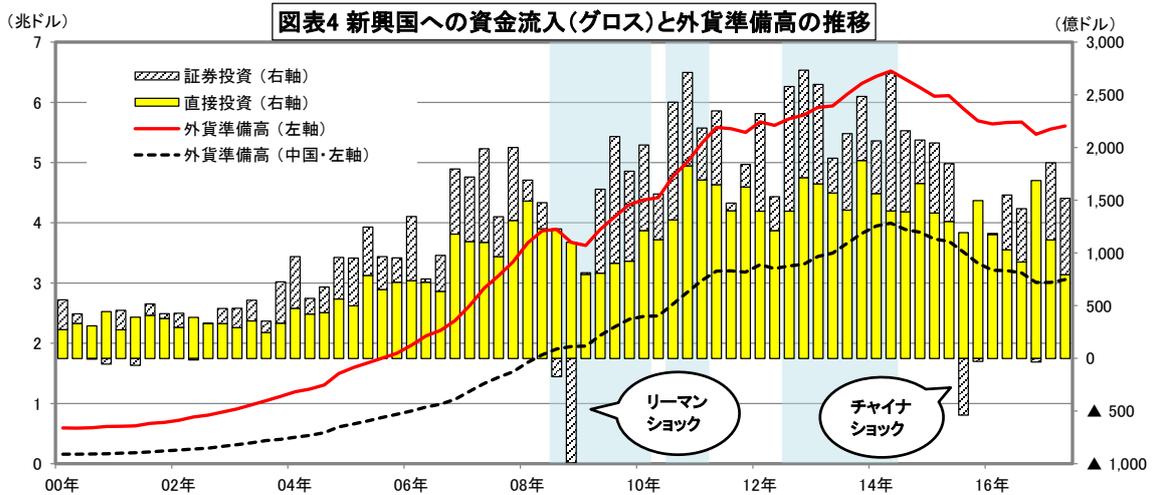


(資料)各連銀HP、Bloombergより農中総研作成

**金融政策正常化
が新興国に与える
影響は軽微であ
ろう**

米国が金融引き締めを行う場合、新興国から米国への資金還流が想起される。リーマンショック後に量的緩和 QE1~3 が実施されていた期間 (図表 4 のシャドーがかかっている期間) において、新興国への証券投資と直接投資は増加傾向であり、QE3 終了後は減少傾向を辿っていることがみてとれる。

B/S 縮小は緩やかかつ予測可能な形で進むことや、リーマンショック前と比べて、新興国の外貨準備高が約 1.5 倍に拡大していることなどから、米国の金融政策正常化で新興国経済の成長が急速に鈍化するとは想定しにくい。



(資料)IMF Balance of Payments より農中総研作成。

(注)新興国として、MSCIEMに採用されている23ヶ国の内、データが取得できなかったエジプトと台湾を除く21ヶ国を採用。

金融市場：現状・見通し・注目点

9月初めにかけて2%割れ目前にまで迫った米国長期金利(10年債利回り)は、9月FOMCにて17年内の追加利上げが適切とあらためて示されたことや、税制改革への期待感、次期FRB議長候補にタカ派的な顔ぶれも上がったことなどから再び上昇基調に転じ、10月下旬には2.5%に迫った。その後は税制改革が難航するとの見通しから11月初めにかけて金利は再び低下に転じ、足元では2.3%半ばで推移している。先行きについても、基本的には大幅な金利上昇は見込みづらい一方、税制改革への期待感が剥落すれば金利低下圧力がかかるであろう。また、18年の利上げ回数を3回想定しているFRBの見通しについても、インフレ率の低迷から修正を余儀なくされる可能性も考えられる。



(資料)Bloombergより農中総研作成

株式市場では、好調な企業決算や税制改革の進展を受け、9月から10月末にかけて、ほぼ一本調子の主要株価指数の史上最高値更新が続いていた。しかし11月に入り、減税改革が想定より難航する、もしくは減税規模が当初より縮小されるなどの思惑から株価は売られる展開となったが、下旬に再び過去最高値を更新した。今後についても基本的には高値圏での推移を見込むものの、年末までの限られた上下院の開会日数の中で、法人税減税額などの税制改革の内容に大きく依存するであろう。また、予算審議の展開次第では政府部門が閉鎖される可能性も生じるため、波乱材料として注意したい。

(17. 11. 24 現在)

景気の勢いは弱いが、底堅さを維持する中国経済

～今後の金利高騰リスクに留意～

王 雷軒

要旨

10月分の経済指標が弱い内容となったことから、景気は力強さに欠けた状態となっている。しかしながら、堅調な個人消費や輸出が経済成長をけん引する格好となっており、成長率は緩やかに減速しつつも底堅さを維持しよう。

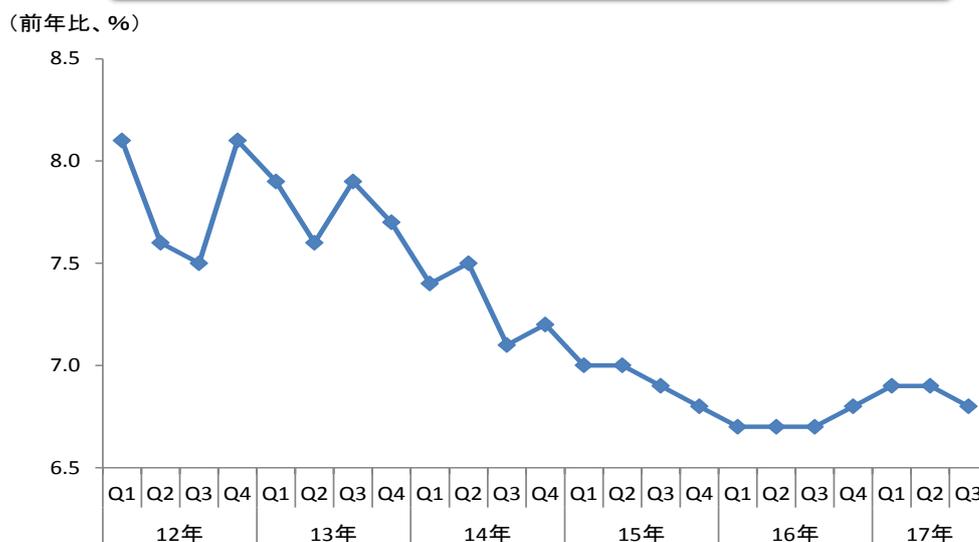
こうしたなか、金融当局が金融リスクの解消に力を入れつつあることを背景に、長期金利は3年ぶりの水準まで上昇した。今のところ、緩やかな上昇に留まっているものの、金融リスクの解消に向けた動きが加速すれば、金利高騰のリスク等に留意しておく必要があろう。

景気は力強さに欠ける展開

個人消費が堅調に推移したほか、輸出の底堅さも続いたものの、17年7～9月期の実質GDP成長率は前年比6.8%と、4～6月期（同6.9%）から小幅鈍化した（図表1）。天候不順に見舞われたほか、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、関連企業（鉄鋼・セメント・石炭など）の生産抑制や操業停止が目立ったことが成長率を押し下げた要因であろう。

その後も、天候要因が剥落したものの、環境保全のための施策が継続していることなどから、景気は力強さに欠けた状態となっている。以下、10月分の経済指標や当面の見通しを考えてみたい。

図表1 中国の実質GDP成長率の推移(四半期ベース)



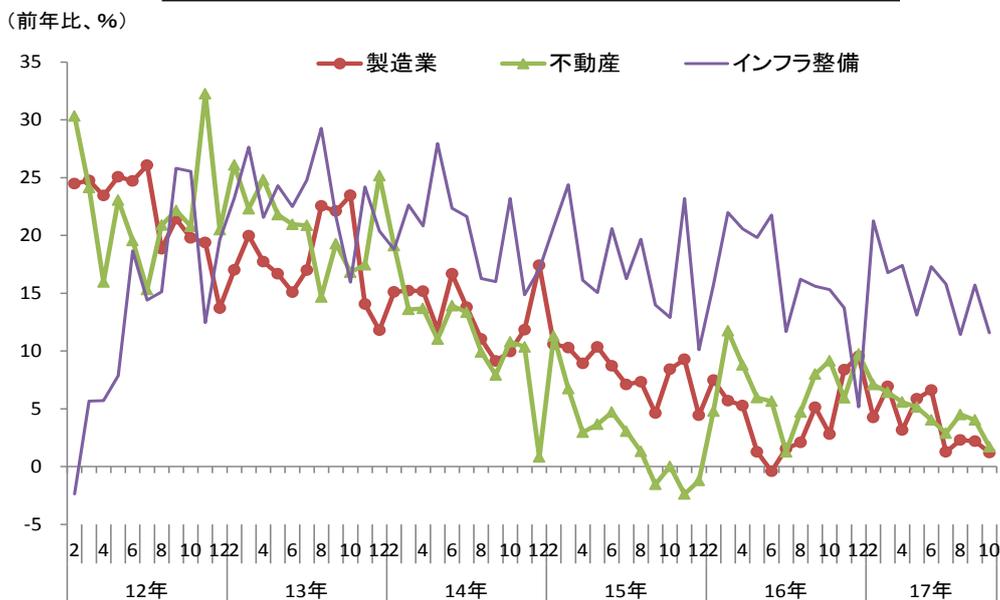
(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

投資は軟調、先行きも低水準の推移

まず、固定資産投資は軟調に推移している。インフラ整備への投資が固定資産投資全体の下支えとなっているものの、環境規制の強化や過剰な生産能力の削減などを受けて、製造業における設備投資が鈍化したほか、住宅規制の強化や金利上昇によって不動産向けの投資も鈍化した（図表2）。これらが投資全体の重石となっている。

先行きについても、過剰な生産能力の削減が継続するほか、11月に入り、山東省や河北省などでは、18年3月下旬まで生産抑制や操業停止を行わせる企業リストも公表されるなど、冬季を迎え環境保全のための施策にさらに取り組むことから、投資全体は大幅な改善が見込めず、低水準での推移が予想される。

図表2 中国の固定資産投資内訳（主要項目）の推移



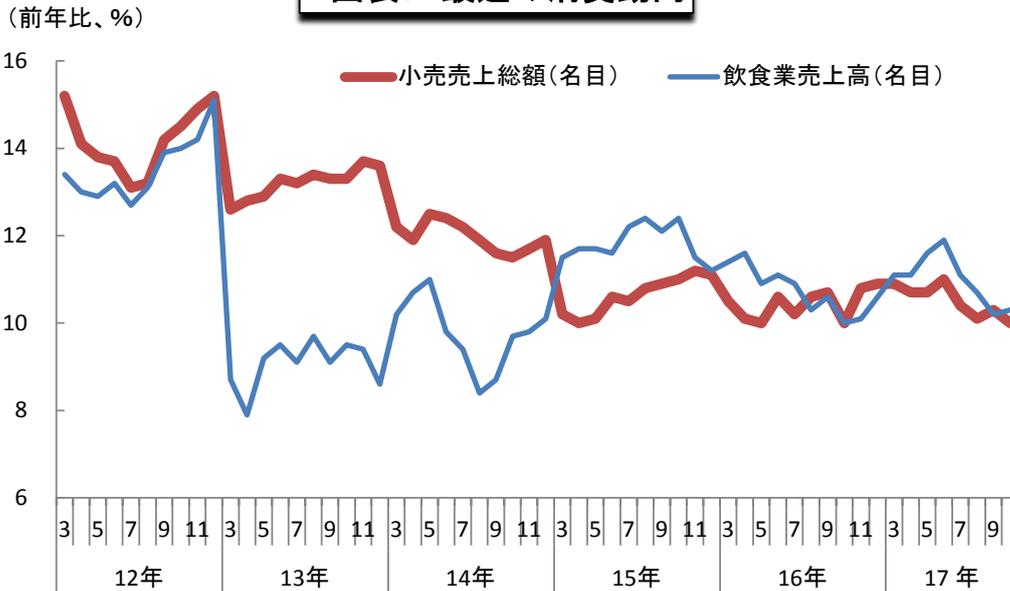
(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

消費は一時的に鈍化したものの、先行きは堅調推移

一方、小売売上総額はやや鈍化したものの、一時的な現象であると見られる。（図表3）。天候不順による影響のほか、住宅規制の強化から家具関連の販売が鈍化したことや、電子商取引（EC）大手が実施する「独身の日」（11月11日）セール前に個人消費を控える動きが見られたことが要因であると考えられる。

なお、アリババの11日の取引額は前年比39%の1,683億元（約2.9兆円）、京東商城（JDドットコム）も1～11日までの累計販売額で前年比50%の1,271億元（2.2兆円）に達したとされる。この動きからも中国の消費者に旺盛な消費意欲があり、先行きの個人消費は堅調な推移と見込まれる。

図表3 最近の消費動向

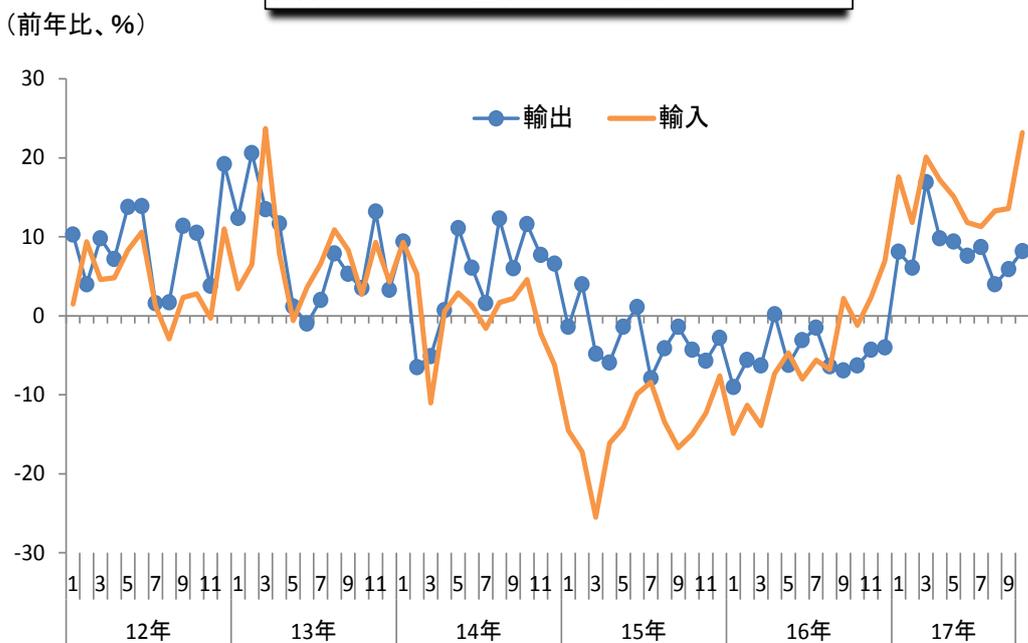


(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

輸出は堅調推移

加えて、世界経済の回復基調が続くなか、人民元相場の安定などにより、中国の輸出は再び持ち直しており、堅調に推移している(図表4)。17年10月15日から11月4日まで開催された広州交易会の輸出状況を確認すると、前年比8.2%と16年(同3.2%)から伸びた。先行きも底堅い動きが予想される。

図表4 中国の輸出入の動向(ドルベース)



(資料) 中国海関総署、CEICデータより作成

先行きの成長率は 小幅減速も、底堅 さは維持されよう

米中間の通商摩擦 を巡る懸念は一旦 後退

長期金利は3年ぶ りの水準

金融リスクとは

以上の通り、軟調な投資を主因に、10～12月期の経済成長率は7～9月期（同6.8%）から小幅ながらもさらに減速する可能性が高い。ただし、堅調な個人消費や輸出は経済成長をけん引する格好となっており、先行きの景気への大きな懸念はないと思われる。

注目された米国のトランプ大統領の訪中（11月8日～10日）について振り返ってみよう。中国は、世界文化遺産である故宫博物館を事実上貸し切り、国賓以上の待遇で歓迎した。また、米国産の液化天然ガス（LNG）や農産物、映画輸入を増やすほか、米ボーイング社製航空機300機（約370億ドル）を購入する契約を結ぶなど米中企業による総額2,535億ドルの大型商談が成立したと報道されている。ただし、覚書や協議書なども多く、必ずしも取引成立を保証するものではないとされている。

とはいえ、米国の対中貿易赤字（年間2,600億ドル）にほぼ匹敵する金額となったことで、トランプ大統領にとって大きな「成果」になったのは事実であろう。「米国と中国の貿易関係が一方的で不公正」と語ったものの、それ以上の非難は見られなかった。習近平国家主席との首脳会談でも、米中関係の安定的な改善に取り組む姿勢を示したことで、米中間の通商摩擦をめぐる懸念は一旦後退したと思われる。

さて、成長率は緩やかに減速しているにもかかわらず、足元の10年国債利回りは、3年ぶりの水準まで上昇した（図表5）。長期金利が上昇した背景には、19回共産党大会後、政策の重心が金融リスクの解消に移っており、引き締め気味な金融政策の継続とインターバンク市場の貸出に対する締め付けを強めつつあること、また、米国、英国が政策金利を引き上げ、欧州大陸でも量的金融緩和の縮小を決定したことなど、世界的に金融環境が引き締め気味になるとの思惑も浮上したことがあると考えられる。

とりわけ、金融リスクを解消するための取り組みが急ピッチに進められている。その取り組みを紹介する前に、金融リスクの中身についてみてみよう。中国人民銀行（中央銀行）の周小川総裁（19回共産党大会報告の指導読本、摘要、11月4日公表）によれば、具体的な金融リスクとして、企業部門の高い負債比率、ゾンビ企業の退出の遅れ、地方政府の隠れ債務増加、金融機関・債券市場の信用リスク増加、市場・業態を跨ぐシャドーバンキングや違法行為、金融持株会社が広まるなかで事業会社が金融機関の株主になることによるインサイダー取引などの弊害、一部のインタ

ーネット金融のポンジ・スキーム化、金融機関による監督管理幹部の買収、等が挙げられている。

これらリスクが生じた背景について、周総裁はマクロ経済的には、市場参加者のプロシクリカルな行動による金融リスクの累積、監督管理面では、新たな業態や商品に対応できない業態別縦割りの監督管理体制、金融機関の統治の問題や金融部門の開放不足と競争不足もあったと分析している。

図表5 中国の10年国債利回りの推移



(資料)CEICデータより作成、直近値は17年11月23日。

金融体制改革の深化・監督管理制度づくりが進行

これらの金融リスクを解消するために、17年7月に開催された全国金融工作会议では、金融資本市場の管理強化を図る方針が示されており、国務院直属の機関として、新たな金融行政組織である「国務院金融穩定發展委員会」（国務院金融安定發展委員会）を設置することが決まった。

19回党大会（10月下旬）でも、「金融体制改革を深化させ、金融が実体経済に貢献する能力を増強し、直接金融の比率を引き上げ、多層的な資本市場の健全な発展を促進する。金融政策とマクロプルーデンス政策の二本柱による調整・コントロールの枠組みを完備し、金利と為替レートの自由化改革を深化させる。金融監督システムを完備し、金融市場のシステムリスクを発生させないとのボトムラインを守る」との内容が示されている。

これらを受けて、11月初めに国務院金融安定發展委員会が発足

**今後は金利高騰の
リスク等に留意が
必要**

**今後、年末に開催
予定の「中央経済
工作会議」に注目**

した。同委員会の主任に馬凱（副首相）の就任が決まっており、中国人民銀行の権限強化や銀行・証券・保険と業界ごとに存在する監督管理委員会（銀监会・証监会・保监会）の連携強化に向けて同委員会に監督権限を付与した。第1回の全体会議では、金融商品・サービスの機能に基づいた統一的な規制の制定や、金融商品・サービスの総合的な統計の作成といった金融インフラの整備も進められることが決まっている。

このように、金融行政体制の整備を進めるなか、金融当局は、「銀行の株主の行動に関する新規定」、「金融機関の資産管理業務に関する指導意見」（草稿）を公表するなど、相次いで金融リスクを抑えるための監督管理関連の制度づくりに取り組んでいる。

以上の通り、金融リスクの解消に向けた取り組みが進められており、市場流動性がややタイト化しつつあると見られるため、長期金利の上昇傾向は強まっている。11月23日には一時的に4%台まで上昇し、3年1ヶ月ぶりの水準を突破した。

加えて、年末も意識されるなか、年越えの資金ニーズは相応に強く、金融当局が金融リスクの解消を図った金融政策のさらなる引き締め動き出す可能性も予想されるなか、年末にかけて金利上昇圧力は強まるであろう。今のところ、相対的に緩やかな上昇に留まっているものの、金融リスク解消に向けた動きが加速すれば、一時的な金利高騰も予想される。

こうした流れのなか、株式市場もやや神経質な展開となっている。上海総合指数は監督管理強化への警戒感が強まったほか、年末を控えて流動性のひっ迫に対する懸念も広がり、11月23日には2ヶ月ぶりの安値である3,352ポイントを付け、前日比2.3%安と今年最大の下落幅を記録した。

金融リスクの解消への取り組みは18年に本格化する見込みで、短期的には流動性がひっ迫する可能性があるほか、金融機関の業務の見直しを伴うことも予想され、今後の動きから目が離せない。

詳細日程は不明であるが、共産党中央・国務院共催による「中央経済工作会議」が年末に開催される予定。この会議では、当面の内外経済情勢を分析し、17年の経済政策の運営状況を総括したうえで18年の経済運営方針を示すことが見込まれ、注目が集まるだろう。

(17. 11. 27 現在)

ユーロ圏経済の課題と展望 - 2018年に向けて

～取り戻した安定の下に潜む脆弱性～

山口 勝義

要旨

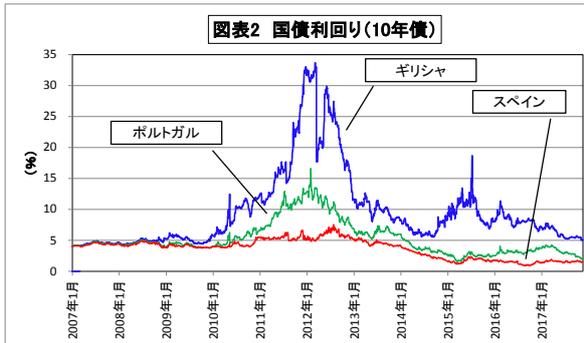
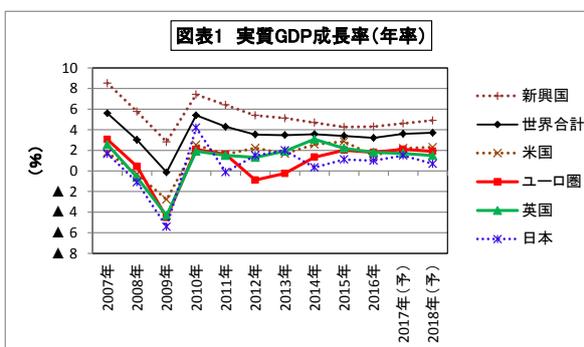
相次ぐ危機を経て今ではようやく安定を取り戻したユーロ圏経済であるが、諸環境の変化に対する耐性は十分とは言えず、また同時に、様々な潜在的な波乱要因を抱えてもいる。18年に向けて、特に原油価格、外需、為替などの動向や、政治情勢に注意が必要とみられる。

はじめに

まもなく終了する2017年は、ユーロ圏にとり大変穏やかな1年であった。依然として成長は緩やかながらも景況感は徐々に改善し、また大きな市場波乱に見舞われることもなかった。一時は懸念された政治面での混乱とその影響の拡大も、実際には現実のものとはならなかった。相次ぐ危機を経たユーロ圏では、この安定は大変貴重なものである(図表1、2)。

ユーロ圏は07年からの金融危機に続き、09年のギリシャでの財政粉飾の発覚を発端とする財政危機、また15年には難民危機を経験してきた。なかでも財政危機は、ユーロ圏固有の弱点を浮き彫りにしつつ、重い負担を強いることになった。

ユーロ圏では、南欧諸国を中心に、ユーロ導入後に下方に収斂した金利水準の下で消費や投資が過度に促され経常収支の悪化が進んだが、ギリシャでの粉飾発覚は経常赤字国からの海外資金の急速な流出という形で財政危機を深刻化させた。これに対し危機収束のため、独自の金融政策や自国の経済情勢に応じた為替変動を失った加盟国には、財政改革に加えて、労働コストの削減などを通じ供給面の競争力強化を図る経済の構造改革への取り組みが強く求められた。しかし、これら



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

(注) 図表1の(予)は、IMFによる予測値である。

の危機対策は反面では失業率の上昇や所得格差の拡大により内需の抑制に繋がり、長引く景気低迷をもたらす結果となった。

その後、欧州中央銀行(ECB)による果敢な危機対応や、機を見ての財政改革のスピード調整により、また原油価格下落の追い風なども加わり、ユーロ圏経済は今ではようやく安定を取り戻したわけである。しかし今後もこの安定を維持できるのかどうか、改めてユーロ圏を取り巻く課題やリスクの点検が重要である。

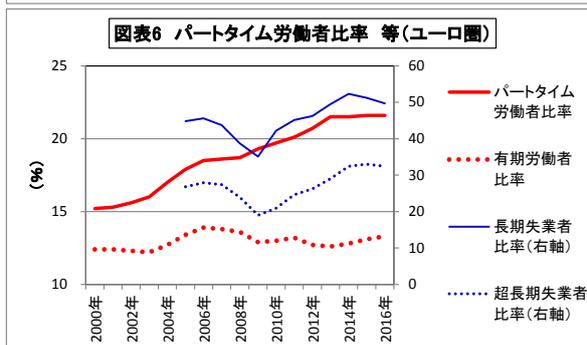
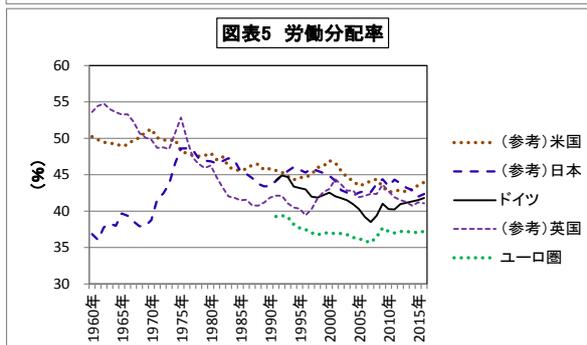
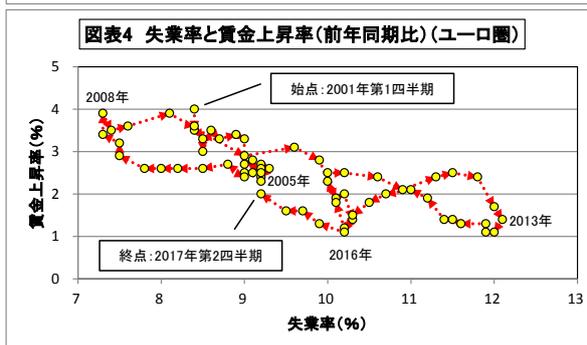
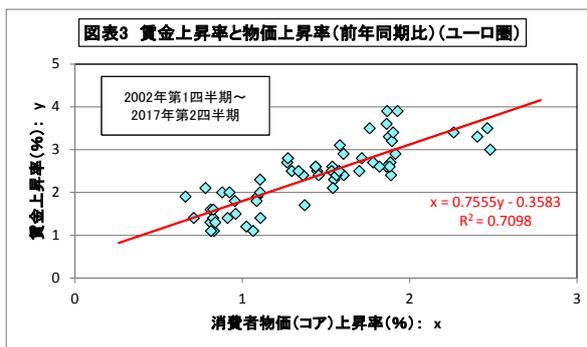
低インフレ継続で加速感に乏しい経済

近年、主要な先進国では失業率の低下との対比で消費者物価上昇率の停滞が明らかであり、その主要因のひとつには鈍い賃金上昇率が挙げられている。ユーロ圏も例外ではなく、賃金上昇率と物価上昇率の連動性の大きさとともに、改善は見られるものの、前者の回復の低調さを確認することができる(図表3、4) (注1)。

こうした雇用市場の改善と賃金上昇率の鈍さが併存する要因としては、様々な仮説が提示されている。例えば、危機の後遺症としての企業投資の低迷による生産性・収益性の停滞、グローバル化の進展による競争激化を通じた企業のコスト抑制指向の強まり、経済の第3次産業化やデジタル化の中での賃金に対する低下圧力の継続、規制緩和の進行に伴う労働者の交渉力の弱体化、表面に現れてはいない実質的な失業者の増加、さらには低金利環境下での経営不振企業の生き残り、教育訓練の拡充の遅れ、などである。

ユーロ圏を巡る特徴的な動向を見れば、まず、他の先進国同様、長期的には労働分配率の低下傾向が生じている(図表5)。また、パートタイム労働者や長期失業者などの比率が増加傾向にある点から、表面的な失業率の低下ほどには雇用環境が好転してはいない実態を窺うことができる(図表6) (注2)。あわせて第3次産業比率の継続的な上昇なども認められることから、ユーロ圏では上記の様々な材料が複合しつつ賃金上昇率の抑制要因として働いている可能性が考えられる。

今ではデフレ懸念は大幅に後退したとはいえ、こうした下ではユーロ圏の低インフレ状態は短期間で解消されそうにはない。このため、異例な金融緩和の長期



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

化に伴う銀行などの負担増加やクレジットスプレッドの過度の縮小などの副作用の拡大に注意が必要となるが、成長の加速感に乏しく環境変化に対する経済の耐性が十分強いとは言えない状況にある点にも注目する必要があるものとみられる。

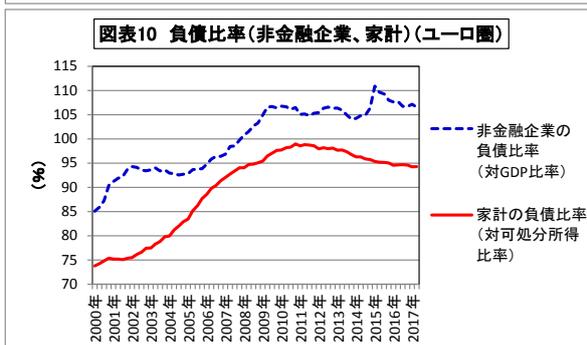
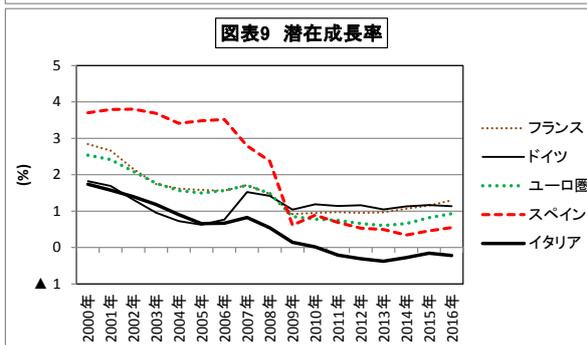
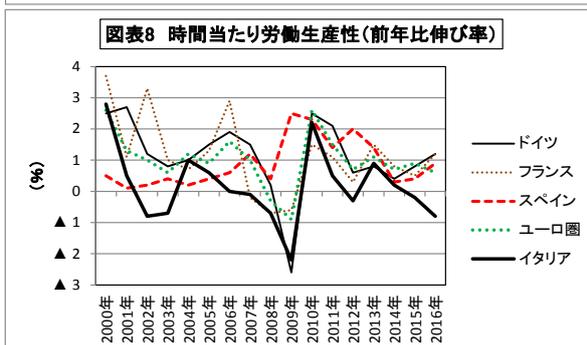
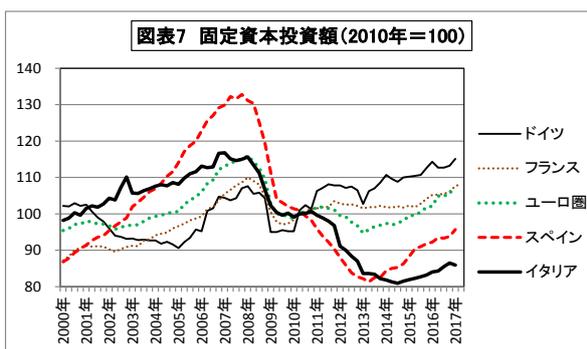
環境変化に対する経済の脆弱性

現実には、ユーロ圏は原油価格、外需、為替などの動向のほか政治情勢も含め、波乱材料となり得る様々な材料に取り巻かれている。このような中で、環境変化に対する経済の耐性の脆弱性という観点からは、他にも注意を要する点がある。

まず、潜在的な成長力の低迷がある。ユーロ圏では企業投資は回復過程にあるものの多くの国々ではいまだその途上であり、労働生産性の改善は限られたものにとどまっている（図表 7、8）。これに少子高齢化なども加わり、潜在成長率は低位での横ばいが続いている（図表 9）。このように、ユーロ圏経済の体力は十分強いとは言えず、わずかなショックで経済成長が減速に転じる可能性がある。

次に、官民の負債残高の高止まりがある。単年度の財政収支は全般に改善傾向にあるとはいえ、政府債務比率はドイツを除けば今も大きく、財政改革は道半ばである。非金融企業や家計の負債比率についても、依然高い水準にある（図表 10）。このため、当面は賃金上昇を背景にした需要拡大に基づくインフレ昂進の可能性は考えづらいとしても、何らかの外部環境の変化により物価が上昇し金利水準が上昇に転じる局面では、債務の利払いや借り換え負担が増大し、これが急速に内需を冷やす可能性が考えられる。

表面的には安定的な成長を続けているユーロ圏経済ではあるが、以上のように成長加速の可能性は小さいばかりか環境変化に対する耐性は十分強いとは言えず、一転して成長減速に転じる可能性を認識しておく必要があるものと考えられる。現在、ユーロ圏は ECB の慎重な政策運営による低い金利水準や潤沢な資金供給、



(資料) 図表 7、8 は Eurostat の、図表 9 は OECD の、図表 10 は ECB の、各データから農中総研作成

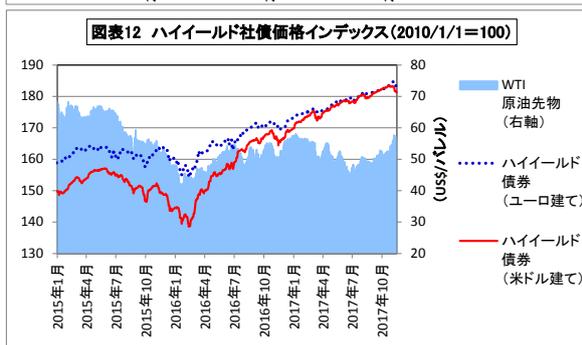
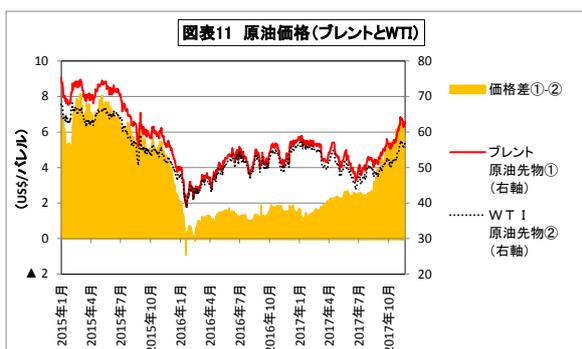
中立に近い各国の財政スタンス、原油価格の低位安定、世界的な成長持続などの好条件に恵まれている。しかし、そうした下での緩やかな成長であるため、いったんこの前提が変化した場合には、負の影響が相応に拡大することが予想される。

注意が必要なリスク要因

では、環境変化という点では、どのようなリスク要因が想定されるだろうか。

第1には原油価格の上昇である。シェール増産の思惑でWTIの動きは相対的に鈍いものの、需給の改善見通しなどにより夏場から原油価格はじり高となっている(図表11)。これに中東情勢の一層の緊迫化などが加わる場合には、一段の上昇の可能性がある。コストプッシュによる物価上昇は、金利水準を引き上げ広く財政負担を拡大するとともに、賃金上昇が鈍いなか個人消費にも直接的に影響を及ぼすことになる。次に第2として市場波乱がある。例えば、一時はシェール企業の収益性との連動性が読み取れていたハイイールド社債の価格は、その後も上昇を続けている(図表12)。様々な市場でクレジットスプレッドの縮小が進んでいることから、異例な金融緩和が急速に転換を迫られれば、金融市場で生じた波乱が経済を攪乱する可能性が見込まれる。

このほか、第3に外需の縮小やユーロの上昇がある。ユーロ圏では危機対策を経て経常収支は大幅に改善したが、これは外需依存の強まりをも意味しており、ユーロ圏は世界経済減速などの影響を受けやすい状況に置かれていることになる。最後に第4として政治情勢の混乱である。財政危機対策の過程では主として左派の、またグローバル化の進展や難民危機の過程では主として右派の、それぞれポピュリスト勢力の伸張が見られてきた欧州では、その動きは未だ鎮静化しておらず、9月のドイツの連邦議会選挙などを機に改めて大衆迎合的な動きが強まっている。加えて、英国の欧州連合(EU)離脱や最近のスペインのカタルーニャ州の独立を



(資料) 図表11、12はBloombergのデータから農中総研作成

目指す動きなどには、主権の回復に向けた国民や州民の強い意志が現れている。このように、欧州では複合的な政治面の不安定化要因が今も健在であり、政治の混乱が経済情勢に大きな影響を及ぼす可能性には常に注意が必要になっている。

以上のように、ようやく安定を取り戻したユーロ圏経済であるが、諸環境の変化に対する耐性は十分とは言えず、また同時に様々な潜在的な波乱要因を抱えてもいる。このため、18年に向けて、引き続き広い視野での情勢フォローが不可欠となるものとみられる。(17. 11. 22 現在)

(注1) 図表3の「コア」は、エネルギー、食品、酒、たばこを除く消費者物価上昇率(HICP)である。

(注2) 図表5の「労働分配率」は、賃金支払額をGDPで除したものである。また、図表6で、「パートタイム労働者」はフルタイム労働ではない労働者、「有期労働者」は雇用に期限が設けられている労働者で、その比率はそれぞれ総被雇用者数に占める比率である。「長期失業者」は失業期間が12ヶ月以上24ヶ月未満の失業者、「超長期失業者」は同24ヶ月以上の失業者であり、その比率はそれぞれ全失業者数に占める比率である。

県民経済計算でみる地域別の経済動向(1)

～県民所得に注目して～

木村 俊文

要旨

県民所得全体は回復傾向にあるが、雇用者報酬はほとんど伸びず、賃金への分配は進展していない。東北や中部などでは県民所得の伸びが高いが、どの地域でも企業所得が全体の増減に大きく影響している。一方で、1人当たり県民所得が改善している地域は、所得増加・人口減少によるものであることが大多数の県で確認された。

はじめに

地域全体の経済活動を総合的に示す指標の一つとして、県民経済計算がある。

県民経済計算は、国民経済計算の体系を都道府県レベルに適用したものであり、国内総生産や国民所得などと同様に、都道府県および政令指定都市（15市）ごとに県内総生産や県民所得などが推計されている。

こうした各都道府県の県民経済計算を内閣府が取りまとめ、「県民経済計算年報」として毎年発表しており、2017年11月現在、最新の05年基準は01年度から14年度までが公表されている。

以下では、この県民経済計算年報を用いて地域別の経済動向を概観する。連載第1回目の今回は、生産・分配・支出の主要3系列のうち、分配（生産活動によって得られた所得）を取り上げる。次回は生産（生産活動により生み出された付加価値）、そして3回目は支出（消費・投資）の面から地域的な特徴を分析する予定である。

県民所得の動向

県民所得とは、生産活動によって得ら

れた県内居住者（個人のほか、法人企業や政府関係機関なども含む）の年間所得であり、「雇用者報酬」、「財産所得」、「企業所得」の3つで構成される。

「雇用者報酬」は、賃金・俸給が主項目であるが、雇い主が負担する保険料や退職金など社会保障費も計上されている。

「財産所得」は、非企業部門の利子や配当、賃借料などの純受取（受取-支払）である。「企業所得」は、民間法人企業・公的企業・個人企業の営業余剰（ただし、個人企業には持ち家の帰属家賃を含む）に財産所得の純受取を加えたものであり、配当支払後ではあるが、企業会計の経常利益に近い概念である。

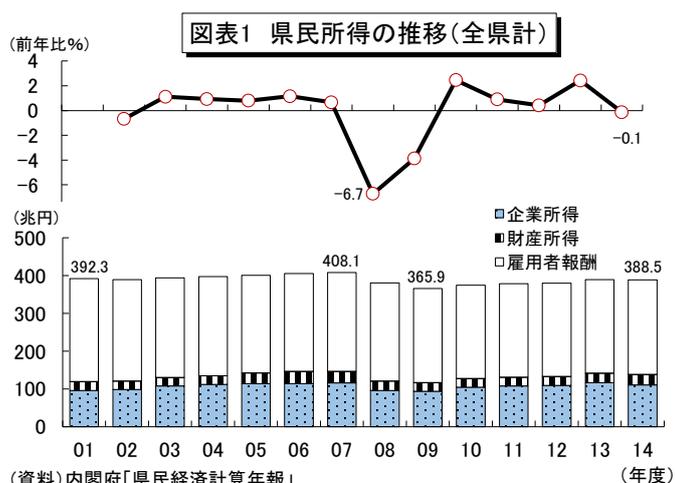
まず、直近までの県民所得全体の動きを確認する（図表1）。47都道府県の合計額（以下、全県計）は、01年度に392.3兆円だったが、前年比1%程度の増加が続き、07年度には408.1兆円まで拡大した。しかし、リーマン・ショック（08年9月）の影響により09年度には2年連続して大きく減少し、365.9兆円に落ち込んだ。その後は緩やかな回復が続いたが、14年度は消費税増税（14年4月）に伴う駆け込み需要の反動減などにより企業所得が減

少したことから前年比▲0.1%の388.5兆円と5年ぶりに前年を下回った。なお、11年度は東日本大震災の影響を受けて伸びが鈍化したものの、所得増勢の動きは維持された。

一方、この間の各要素所得の構成比をみると、財産所得は5~7%（14年度は7.0%）、企業所得は25~30%（同28.5%）、雇用者報酬（＝労働分配率）は64~69%（同64.4%）を占めている。

ただし、リーマン・ショック後の持ち直しが続く直近5年間（10→14年度）に注目すると、財産所得（1.0%ポイント）および企業所得（0.6%ポイント）は割合が高まったが、雇用者報酬（▲1.5%ポイント）は低下した。つまり、景気回復による企業収益の改善などにより財産所得・企業所得は増加したが、デフレ下で賃金の伸び抑制が行われたとみられることから、賃金への分配は進まなかったと言える。

つぎに、地域ブロック別に県民所得の伸び率に対する各要素所得の寄与度（10→14年度）をみると、全県計の伸び率（3.6%）を上回ったのは北海道・東北、



中部、中国の3地域であり、これらの地域は企業所得が県民所得を大きく押し上げたことが見て取れる（図表2）。

都道府県別にみると、企業所得は29の県がプラス寄与となったが、とくに東北では東日本大震災後の復興需要を背景に岩手・宮城の両県で企業所得の伸びが顕著だった。

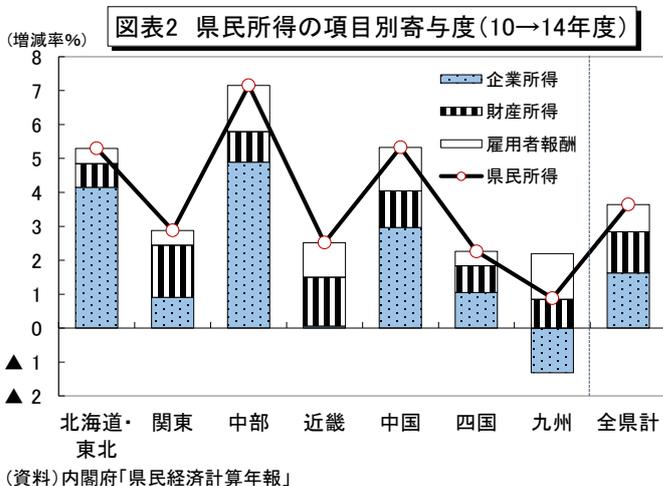
また、中部は国内製造業最大手のトヨタ自動車などがけん引役となって愛知県の企業所得が増加し、県民所得を押し上げた。

一方、九州は、宮崎県・沖縄県を除く6県の企業所得がマイナス寄与となったことから県民所得が伸び悩んだ。

このように、各構成要素所得の中では、県民所得の3割弱を占める企業所得が全体の増減に大きく影響していることがわかる。

県民所得は東京都が突出

都道府県別に直近の県民所得をみると、1位は東京都の60.4兆円であり、次いで神奈川県（26.6兆円）、大阪府（26.6兆円）、愛知県（26.3兆円）、埼玉県（21.0兆円）と、経済規模を反映した順



位となっている。

一方、下位5県は徳島県(2.2兆円)、佐賀県(2.1兆円)、高知県(1.9兆円)、島根県(1.7兆円)、鳥取県(1.4兆円)である。

これら上位、下位の各5県は、多少順位の入れ替わりはあるものの、01年度以来ほぼ変わらない順位となっている。

また、東京都は全県計の16%を占め、さらに東京圏(1都3県)では同3分の1を占める姿も過去14年間変わっていない。

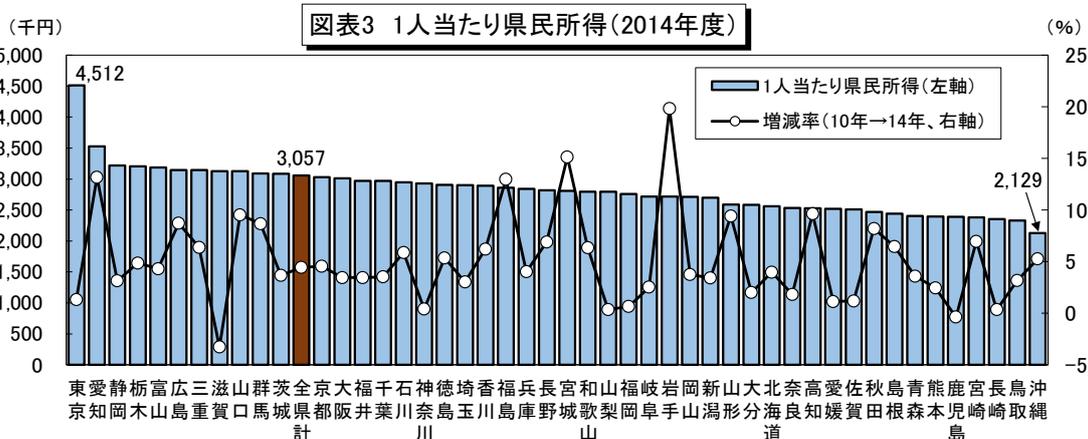
県民所得を総人口で割ったものが1人当たり県民所得であり、経済的な豊かさを比較する指標などとして活用されることが多い。都道府県別に直近の1人当たり県民所得をみると、1位は東京都(4,512千円)であることは変わらないが、2位以下は愛知県(3,527千円、県民所得では6位)、静岡県3,220千円、同10位)、栃木県(3,204千円、同15位)、富山県3,185千円、同30位)となり、県民所得で上位の神奈川県(2,929千円)は17位、大阪府(3,013千円)は13位、埼玉県(2,903千円)は19位と順位を下げている(図表3)。

また、1人当たり県民所得の下位5県も鹿児島県(2,389千円、県民所得では26

位)、宮崎県(2,381千円、同39位)、長崎県(2,354千円、同32位)、鳥取県(2,330千円、同47位)、沖縄県(2,129千円、同35位)となり、県民所得で下位の徳島県(2,905千円)は神奈川県に次ぐ18位、佐賀県(2,509千円)は38位、高知県(2,530千円)は36位、島根県(2,440千円)は40位と順位を上げている。

このように1人当たり県民所得でみると順位が異なる背景には、人口規模や生産年齢人口の割合のほか、県内企業の数や規模、産業構造(産業別構成比や業種など)、就労状況(正規雇用者の割合)などが影響していると考えられる。

一方、1人当たり県民所得の直近5年間の増減率(10→14年度)をみると、最も高い伸びを示した岩手県(19.8%)は企業所得を中心に県民所得が増加(15.7%)した一方で、総人口が減少(▲3.4%)したことによるものである。こうした所得増・人口減の傾向は、岩手県を含む33県(全体の7割)で見られた。また、所得減となったものの、人口減少率の方が大きく、結果として1人当たり県民所得が増加した県も、青森・山梨・愛媛・佐賀・長崎・大分の6県あった。所得増・人口増は、埼玉・東京・神奈川・愛知・福岡・



(資料)内閣府「県民経済計算年報」

沖縄の6県だった。一方で、1人当たり県民所得が減少した県は2県あった。うち滋賀県は企業所得が落ち込み、県民所得が減少（▲3.0%）した一方で、人口が増加（0.3%）したことから、1人当たり県民所得は▲3.3%となった。また、鹿児島県は人口減少率（▲2.3%）以上に県民所得が減少（▲2.6%）したため、1人当たり県民所得はわずかに減少（▲0.4%）した。

都道府県間の差は縮小傾向

最後に、1人当たり県民所得について、都道府県間の差が拡大もしくは縮小しているのかを簡便的に見てみたい（図表4）。1人当たり県民所得の上位5県と下位5県（いずれも単純平均）との差額をみると、01年度以降は拡大し、05年度には1,588千円となったが、リーマン・ショック後の09年度には1,124千円と464千円縮小した。その後はやや水準を高め1,200千円前後で推移しているが、直近は2年ぶりに縮小した。

また、1人当たり県民所得の1位と47位、すなわち東京都と沖縄県との倍率でみると、06年度に2.57倍まで拡大したが、その後は縮小傾向で推移し、直近では

2.12倍と、依然として2倍以上の開きはあるものの、過去15年間で最も低水準となった。

以上から、都道府県間の差は縮小傾向にあるとみられる。ただし、景気回復局面では企業所得が増加することから、その後は都道府県間の差が拡大した可能性もある。

まとめ

以上をまとめると、次のとおりである。

(1) 10年度以降の県民所得全体は回復傾向にあるが、14年度は消費税増税の影響などから前年比▲0.1%と5年ぶりに減少した。

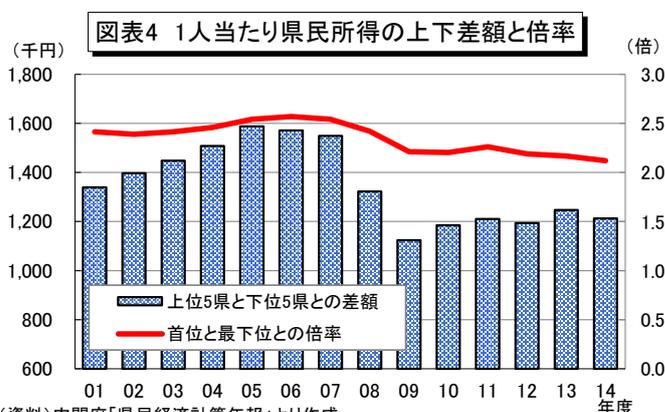
(2) 14年度までの過去5年間の県民所得の内訳では、財産所得・企業所得の割合が高まったものの、雇用者報酬は低下し、賃金への分配は進展しなかった。

(3) 地域別では、東北や中部などで企業所得が増加し、県民所得を押し上げた。減少した地域も含めてみると、企業所得が全体の県民所得の増減に大きく影響している。

(4) 県民所得の上位・下位の各5県は01年度以来ほぼ変わらない順位となっており、また東京都が全体の16%を占め、東京圏（1都3県）では同3分の1を占める姿も過去14年間変わっていない。

(5) 1人当たり県民所得が改善している地域は、所得増加・人口減少によるものであることが大多数の県で確認された。

(6) 1人当たり県民所得における都道府県間の差は、縮小傾向にあるとみられる。



空き家をめぐる政策・金融・管理(2)

～住宅の空き家の分布と空家等の対策状況～

多田 忠義

要旨

住宅数は世帯数を上回り、住宅の空き家はこれらの差が拡大するに従って増加する傾向が続いている。住宅の空き家は、主に賃貸用空き家とその他空き家である。住宅数に占める空き家の割合(空き家率)も上昇しているが、都道府県間の差は拡大しており、その他空き家率でも同様である。

空き家の種類構成比に基づく地域類型は、5種類と評価された。うち、主要な3種類は賃貸用空き家とその他空き家の構成比が都市の大小や過疎地域か否かに特徴付けられると解釈された。また、その他空き家率は、東日本より西日本で高い傾向にあり、大都市圏以外の地域で、世帯増減率、住宅数に占める古い住宅の割合が影響している可能性が評価された。さらに、破損・腐朽ありの空き家は、ほとんどの都道府県で増加しており、空き家対策が喫緊の課題である。この課題に対応するため、空き家対策の条例等の制定や空家等対策計画を策定した市区町村は全国で過半に達し、地域的な偏りは確認されなかった。

空家特措法の施行により、市区町村で空き家調査が進んでいるが、全国的な空き家の実態を把握する上で、統一した基準に基づく調査が求められる。また、代執行等による除却などの対症療法だけではなく、新築規制や既存建物の除却費積立制度など、社会構造の変化に対応可能な空き家対策の方向性を打ち出す必要がある。

はじめに

本レポートは、増加し続ける空き家と、それをめぐる諸課題に対し、政策、管理、金融支援の視点から現状と課題を検討する連載の第2回目である。

今回は、総務省『住宅・土地統計調査』(以下、「住調」という。)で明らかとなる住宅の空き家に焦点を絞り、住宅数に占める空き家の割合(以下、「空き家率」という。)や、空き家の種類構成比の分布とその要因などを分析する。

さらに、空家等の対策に関する条例等の制定状況、「空家等対策の推進に関する特別措置法(以下、「空家特措法」という。))に基づく空家等対策計画の策定状況、代

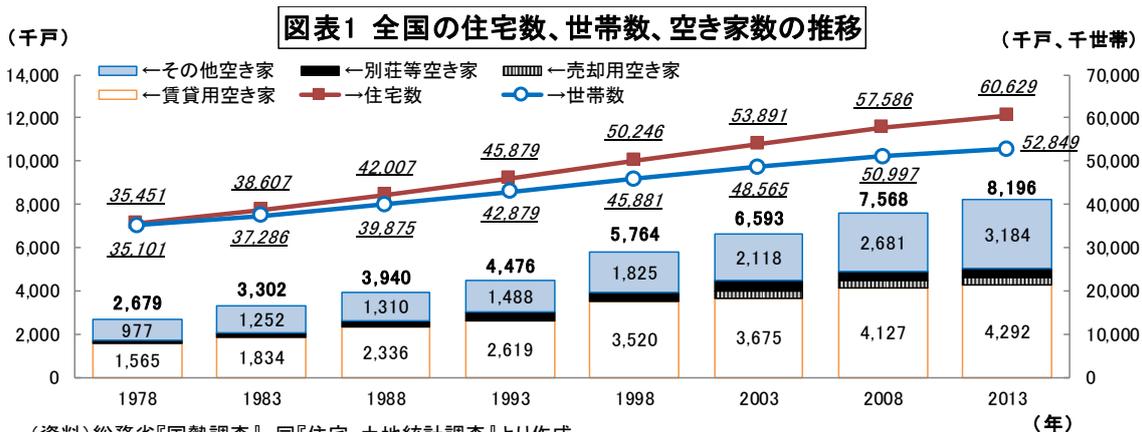
執行等の実施状況を市区町村別に取りまとめ、空き家対策の実施状況を把握する。

なお、空き家に関する法律上・統計上の定義は、本連載の第1回目(『金融市場2017年11月号』の拙稿)を参照されたい。また、住調は全数調査ではなく標本調査であるため、公表された数値が標本誤差を含むことに留意する必要がある。特に、市区町村単位の分析結果を解釈する上で留意する必要がある。

全国の空き家数の推移とその地域差

1. 増加する住宅数、世帯数、空き家数

日本は、2000年代に人口減少社会へ突入しているが、現在も世帯数は増加し続



(資料)総務省『国勢調査』、同『住宅・土地統計調査』より作成
 (注1)各年の世帯数は、前後に実施された国勢調査の世帯数から線形補完により算出した。
 (注2)1998年以前の売却用の住宅数は、賃貸用の住宅に含まれる。

けている(図表1)。世帯数の増加は住宅需要を高め、住宅数(住宅ストック)を増加させている。

もともと、住宅数は1978年の調査で世帯数とほぼ一致したが、それ以降、住宅数が世帯数を上回っている。間取りや居住面積などといった住宅の質を無視すれば、約30年前に住宅の需給は均衡に達し、それ以降、住宅供給は過剰な状態になったと言える。

図表1の棒グラフは、住調の定義に従い、空き家を『二次的住宅(以下、「別荘等空き家」という。)]、『賃貸用の住宅(以下、「賃貸用空き家」という。)]、『売却用の住宅(以下、「売却用空き家」という。)]、『その他の住宅(以下、「その他空き家」という。)]の4種類に区分したものである。これら4種類の合計である空き家数は、住宅数と世帯数との差が拡大するに従って増加する傾向が続いている。

この内訳をみると、賃貸用空き家が空き家の過半を占めること、次に多いその他空き家を合わせると、空き家の9割を占めることが特徴である。

賃貸用空き家は、近年の相続税対策に伴う賃貸住宅の供給増加で、賃貸用空き

家のさらなる増加が懸念されるため、この動向を詳細に分析する必要がある。ただし、需給調整を担う流通在庫も必要と考えれば、どの程度の空室状態まで許容できるかは、地理的条件だけでなく、賃貸住宅経営にも踏み込んだ分析が必要となるため、本レポートの詳細な分析の対象から除外することとする。

他方で、売却や賃貸に該当しないその他空き家は、空家特措法における特定空家等(注1)の予備軍に該当する可能性があるため、後段で改めて議論する。

(注1)「特定空家等」とは、空家特措法に基づき、空家等(建築物又はこれに附属する工作物であって居住その他の使用がなされていないことが常態であるもの及びその敷地(立木その他の土地に定着する物を含む。)をいう。ただし、国又は地方公共団体が所有し、又は管理するものを除く。)のうち、そのまま放置すれば倒壊等著しく保安上危険となるおそれのある状態、著しく衛生上有害となるおそれのある状態、適切な管理が行われていないことにより著しく景観を損なっている状態、その他周辺の生活環境の保全を図るために放置することが不適切である状態、に当てはまるものをいう。

2. 上昇する空き家率、都道府県間の差は拡大

図表 2 は、空き家率の全国値を折れ線で示し、47 都道府県の空き家率の範囲を、ひげを用いて表現したものである。

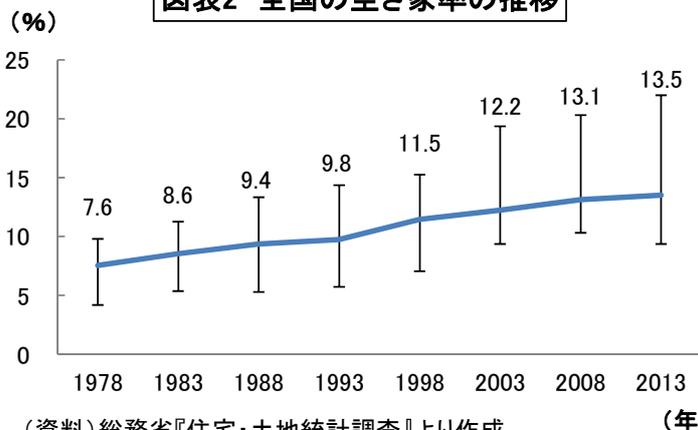
空き家率は、空き家数の増加ペースが住宅総数の増加ペースを上回っており、上昇し続けていることがわかる。

また、各都道府県の空き家率は、全体的に上昇しながらも、その差が都道府県間で拡大している。その理由は、空き家の種類構成が都道府県間で異なることや、震災等の特殊事情による理由を挙げることができる。

例えば、2013 年の空き家率の上位 2 県は山梨県 (22.1%) と長野県 (19.8%) であるが、ともに 4~5% は別荘等空き家で占めており、社会的な課題として取り上げられる「空き家問題」とは一線を画す状況である。

また、2013 年の空き家率の最下位は宮城県 (9.7%) であるが、東日本大震災の被災者が賃貸住宅に仮設住宅と同じ扱いで住まう「みなし仮設」の影響等で、賃貸用空き家が他の都道府県に比べ大きく減少したという、一時的な要因も見られ

図表2 全国の空き家率の推移



(資料)総務省『住宅・土地統計調査』より作成

(注)折れ線は全国値、ひげの上限と下限は、それぞれ都道府県の最高値と最低値を示す。

た。ちなみに、岩手県、福島県でも同様の動きがみられた。

3. 市区町村によって異なる空き家率の種類別構成

図表 2 で確認される空き家率の地域差を明らかにするため、若林 (2016) による空き家の都道府県別類型化を参考にし、市区町村別で各都道府県の住宅数に占める空き家率の種類別構成を求め、クラスター分析 (階層クラスター、Ward 法、平方ユークリッド距離) により分類して結果の解釈を行った (図表 3)。

結果、市区町村は 5 つに分類され、空き家の種類別構成比、および 5 分類を地図化した図表 4 に基づき、「大都市型」、「中

図表3 空き家の種類別構成比に基づく市区町村の分類一覧

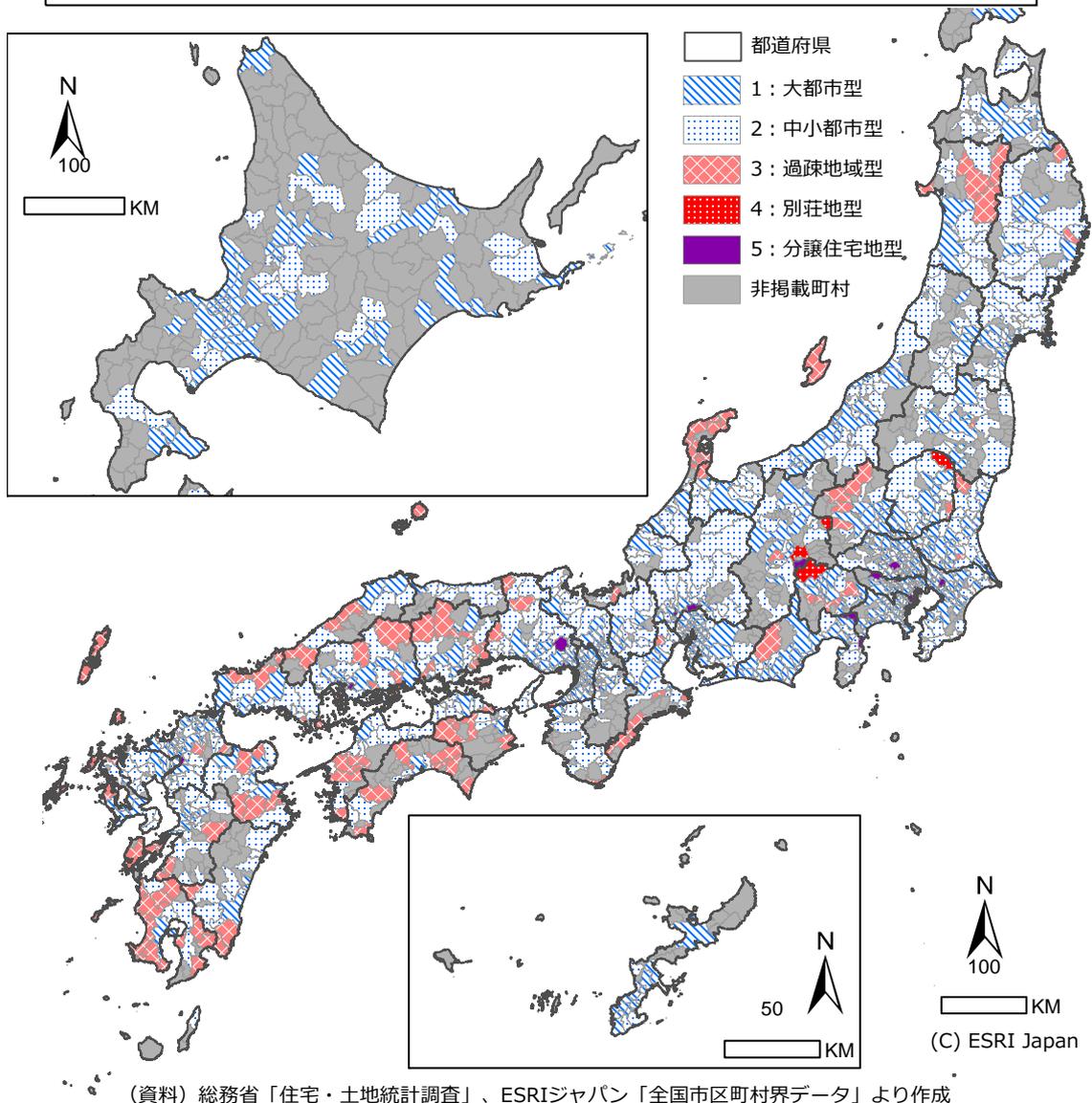
(単位: 市区町村、%)

分類番号: 名称	該当市区町村 (n=1271)	別荘等空き家	賃貸用空き家	売却用空き家	その他空き家
1: 大都市型	649	0.4	7.7	0.5	4.4
2: 中小都市型	479	1.2	3.8	0.3	8.0
3: 過疎地域型	120	1.0	2.8	0.2	15.5
4: 別荘地型	4	40.9	2.5	0.2	5.6
5: 分譲住宅地型	19	2.3	6.3	2.7	4.9

(資料)総務省「住宅・土地統計調査」に基づき筆者作成

(注)政令指定都市は、行政区で分割して分析した。各分類の数値は、それぞれ該当する市区町村の平均値である。

図表4 空き家の種類構成比に基づく市区町村の分類（2013年）



小都市型」、「過疎地域型」、「別荘地型」、「分譲住宅地型」と称することにした。

「大都市型」は、最も多くの市区町村が該当し、賃貸用空き家がその他空き家よりも多く、比較的世帯数の多い都市に当てはまる傾向がある。

「中小都市型」は、「大都市型」に比べ当てはまる市区町村数は減り、賃貸用空き家よりもその他空き家が多いのが特徴である。

「過疎地域型」は、120の市区町村が該当し、その他空き家の割合が全分類の中で一番高いのが特徴である。また、西日本に分布がやや偏っており、その他空き家が他の市区町村に比べ、目立つ地域と考えられる。

「別荘地型」は、栃木県那須町、山梨県北杜市、長野県軽井沢町、同茅野市の4つの市町が当てはまる。別荘等空き家が住宅の4割を占め、特殊な地域といえる。

「分譲住宅地型」は、売却用空き家の割合が他の分類より高く、比較的大規模な分譲住宅が売却待ちとなっている市区町村といえる。これは、調査時点で売却待ちの住宅が多かったという特殊事情によるものと考えられる。

以上、5分類の中身を図表3、4に基づいて解釈したが、「別荘地型」と「分譲住宅地型」が特殊なケースであることを踏まえると、世帯数やその他の地理的条件によって、空き家の種類別構成に違いがみられ、地域ごとに対処しなければならない課題が異なることを指摘できる。空家特措法では、空家等の対策を推進する立場は市町村と定め、国や都道府県は市町村の取組みを支援するという立場であり、諸条件によって空き家の種類別構成比が異なるという本分析結果は、市町村が対策の中心的立場であるという考え方と整合的である。

なお、図表4の非掲載町村は、住調で実態を明らかにすることはできなかったが、同町村の分布をみる限り、過疎地域や都市周辺地域が多く、主な空き家はその他の住宅であると考えられ、空き家の利用が進んでいなければ「過疎地域型」

に分類される可能性が高い。

その他空き家の経年変化と地域分布

1. その他空き家率の推移

ここでは、特定空家等の予備軍と考えられるその他空き家の実態を、住調の結果から把握する。

住宅数に占めるその他空き家の割合（以下、「その他空き家率」という。）は、全国でみると上昇基調が続いている（図表5）。

しかし、47都道府県で上昇がみられる空き家率（図表2）とは異なり、その他空き家率は、2013年の最高値が1993年の1.5倍に達する一方、最低値は1993年の水準まで低下している。実際、その他空き家数の経年変化を都道府県別に確認すると、東京都のみ2013年に減少し、他の46都道府県はほぼ一貫して増加している。

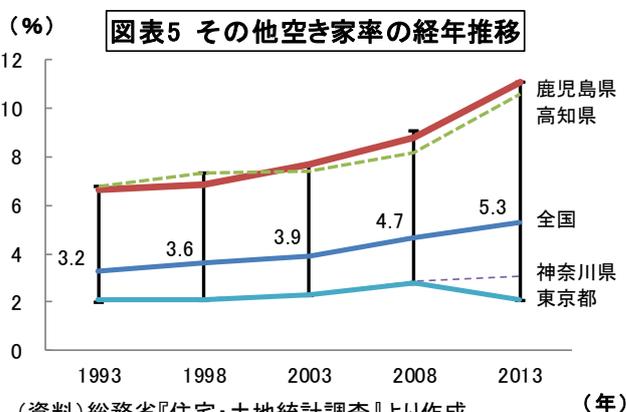
ちなみに、その他空き家率の上位と下位それぞれ2都道府県に注目すると、下位は鹿児島県と高知県、上位は東京都と神奈川県であった。

2. その他空き家率の分布とその要因

図表6は、その他空き家率を市区町村単位で示し、値の高い順に25%ごとに区分したものである。なお、図表4と同様に住調で非掲載となった町村は灰色で示している。

結果、上位25%の市区町村は、東日本よりも西日本に多く、また、東日本でも大都市周辺部や中小都市でみられる地域パターンが確認された。

こうした空間パターンを説明する要因を定量的に評価するため、地理的加重回帰分析（Geographically Weighted Regression。以下、「GWR」という。）を行った（図表7）。この



（資料）総務省『住宅・土地統計調査』より作成
（注）折れ線のひげの上限と下限は、それぞれ都道府県の最高値と最低値を示す。

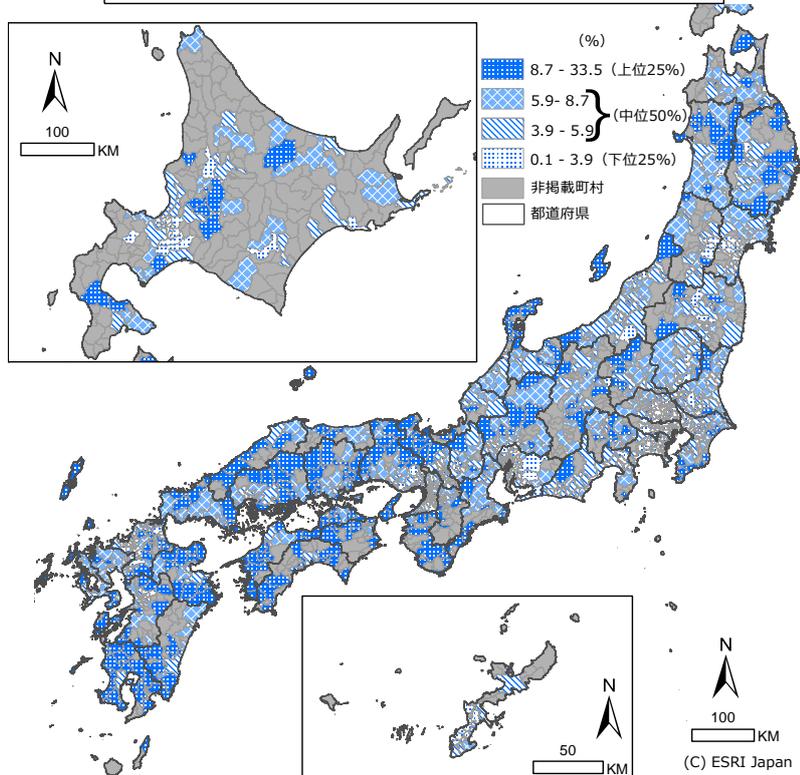
分析は、市区町村ごとに回帰式を推定し、その地区ごとの回帰係数を求める手法で、地理的条件の差異を踏まえた分析となるものである。

用いた被説明変数は、その他空き家率（1271市区町村）である。説明変数は、若林（2016）を参考にしながら、2015年の国勢調査から人口増減率（2010～2015年）、世帯増減率（2010～2015年）、2013年の住調から老朽住宅率（住宅数に占める1970年以前の住宅の割合）とした。

先に結果を述べると、その他空き家率は、老朽住宅率と世帯増減率で概ね説明されること、三大都市圏や東北地方などでは、老朽住宅率、世帯増減率以外の要素を考慮する必要があることがわかった。

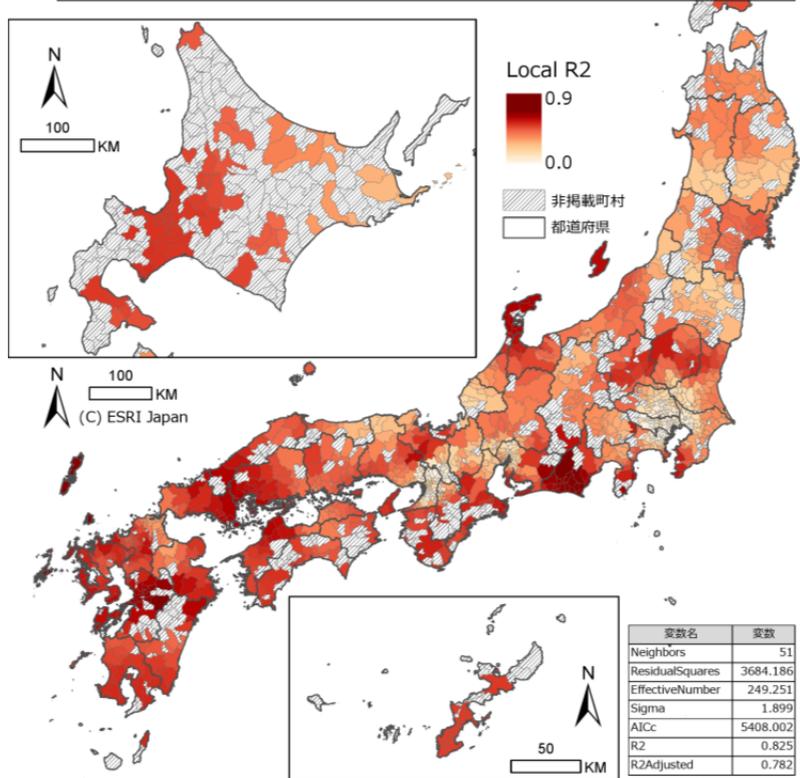
以下に、大まかな分析手順と経過を示す。地理的加重回帰分析に先立ち、説明変数の組み合わせを検定し、世帯増減率と老朽住宅率の組み合わせが妥当と判断されたため、説明変数として採用した。なお、空間的自己相関分析（Moran I）で得られた残差は

図表6 各市区町村の住宅数に占めるその他空き家の割合



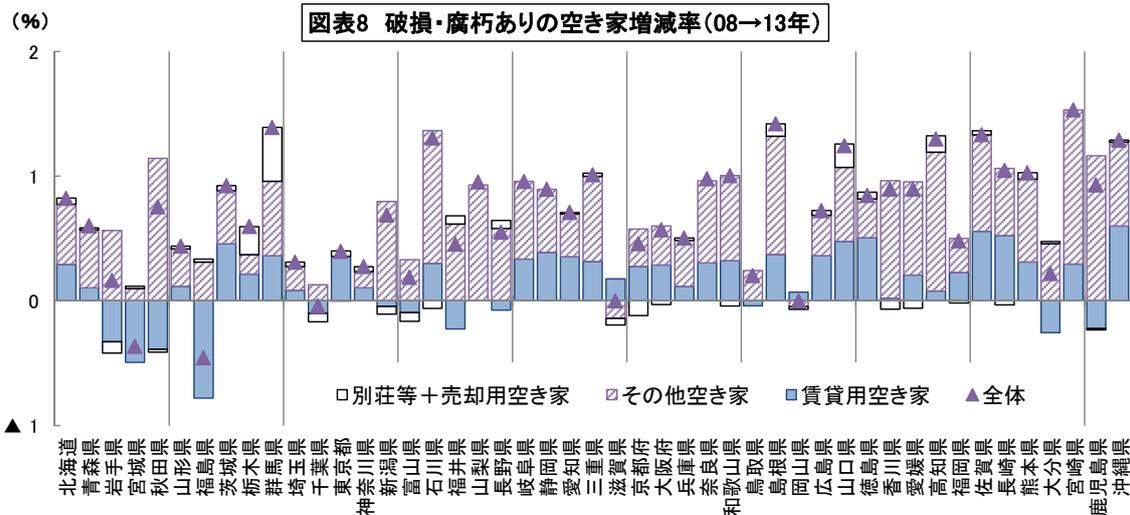
(資料) 総務省「住宅・土地統計調査」、ESRIジャパン「全国市区町村界データ」より作成

図表7 地理的加重回帰分析（GWR）によるモデルの当てはまり度合いの分布



変数名	変数
Neighbors	51
ResidualSquares	3684.186
EffectiveNumber	249.251
Sigma	1.899
AICc	5408.002
R2	0.825
R2Adjusted	0.782

(資料) 総務省「住宅・土地統計調査」、ESRIジャパン「全国市区町村界データ」より作成



(資料)総務省「住宅・土地統計調査」より作成

Clustered で、投入変数の追加・変更を推奨する結果であった。今回は、前述の説明変数とその他空き家率との関連を分析するにとどめるため、GWR を実施した。

GWR のモデルの当てはまりの良さを表す調整済み R2 (決定係数) は 0.78 で、この結果は強く否定されない。

また、市区町村ごとの回帰モデルの当てはまり度合いをしめす Local R2 (局所決定係数) は図表 7 に示す結果を得た。主に、東京、中京、大阪の三大都市圏で特に低い値を示し、東北地方でやや低い値となったほかは、全体的に高い値を示し、モデルの当てはまりが良好であった。すなわち、低い値であった地域では、別の要因を検討し、説明変数を追加・変更すべきであることが示唆された。

3. 破損・腐朽のある住宅の増減

その他空き家が特定空家等の予備軍になる可能性は前段で指摘した通りだが、修繕等により管理されている空き家よりも、管理不全とみられる破損・腐朽がある空き家の方が特定空家等へ移行するまでに要する期間は短くなると考えられる。

そこで、2008 年以降の住調で得られる

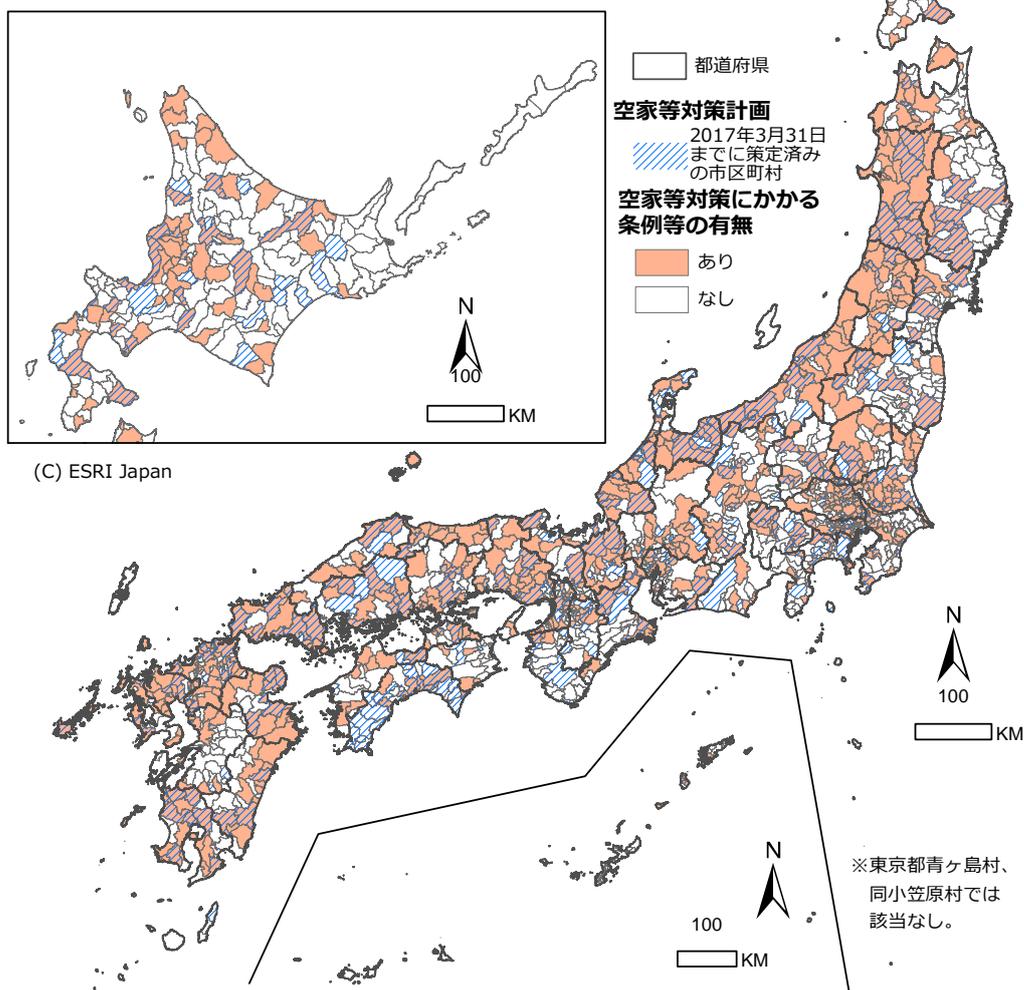
「破損・腐朽あり」の空き家数を都道府県別で比較し、より差し迫った対策を要する空き家が増加している都道府県はどこであるかを分析した (図表 8)。

なお、ここでいう破損・腐朽ありとは、建物の主要部分やその他の部分に不具合があるものを指す (例えば、外壁がところどころ落ちていたり、壁や基礎の一部にひびが入っていたり、かわらが一部はずれているものや、雨どいが破損してひさしの一部が取れている場合など。以上、住調の定義を引用)。住調では、家庭生活を営むことができないような「廃屋」は、調査の対象外としており、特定空家等に該当する可能性の高い住宅は、統計上把握されていない場合があるといえる。

まず、はじめに破損・腐朽ありに区分された住宅のうち賃貸用空き家の増減率に注目すると、東日本大震災の被災県である岩手県、宮城県、福島県での減少は見られるものの、35 の都道府県では増加している。

次に、その他空き家の増減率に注目すると、東京都、滋賀県、岡山県を除く道府県で増加しており、特定空家等に指定

図表9 市区町村の空き家対策の条例等制定および空家等対策計画の策定状況



(資料) 国土交通省「空家等対策の推進に関する特別措置法の施行状況等について（平成29年3月31日時点）」、
条例Webアーカイブデータベース、由井ほか（2016）『都市の空家問題 なぜ？どうする？』、
ESRIジャパン「全国市区町村界データ」より作成
(注) 本地図は、すべての条例等を網羅できていない可能性があるため、その点ご留意いただきたい。
ここでいう空き家対策は、空家等の定義、所有者による空家等の管理義務、代執行等の条件明示、
または空家等対策にかかる協議会の設置や運営にかかる条例、規則、告示、訓令、要領、要綱等を指す。

されかねない住宅は、多くの地域で増加していることが確認できる。

賃貸用・その他空き家に比べ空き家数の少ない別荘等・売却用空き家を加味した全体の増減で見ると、42の都道府県で増加、滋賀県と岡山県で変わらず、宮城県、福島県、千葉県で減少となった。破損・腐朽ありの空き家が全国的に増加していると言え、空き家に対する対策は喫緊の課題であることが確認された。

空家等の対策状況

これまで定量的に把握した実態に対し、全国の地方自治体ではどこまで制度整備が進んでいるかを把握する必要がある。そこで、空家特措法に基づく地方自治体の対応状況や地方自治体の条例制定や代執行等の状況を明らかにする。

1. 条例等制定および空家等対策計画の策定状況

西山（2016）など多くの識者が指摘するとおり、行政による空き家対策は、条

例が先行した。そして、空家特措法が施行されたことで、市区町村は空家等対策計画の策定を求められると同時に、必要に応じて条例等の制定や改廃を実施した。

図表 9 は、こうした空家等対策計画と空き家対策にかかる条例、規則、告示、訓令、要領、要綱等（以下、「条例等」という。）の有無を地図化したものである。

空き家対策の条例等は、西山（2016）が収集した 2015 年 4 月時点の条例一覧と、『条例 Web アーカイブデータベース』（<http://jorei.slis.doshisha.ac.jp>、1741 中 1739 自治体の 127 万例規）に掲載のある 2017 年 7 月時点のデータから、「空き家」「空家等」の検索キーワードで取得した条例等に基づくものである。なお、空き家の利活用にかかる条項のみの条例等は、空き家対策から除外した。また、条例等の廃止やデータベースに掲載のない条例等の確認作業は行っていない。あくまでも、図表 9 は全国的な傾向を把握するために示すものである。

西山（2016）によれば、条例化が先行した地域は日本海側の自治体で、積雪による倒壊の危険や、落雪等が近隣住民の安全な生活を脅かす可能性があるため、代執行等の要件を明示する必要に迫られた結果と指摘している。しかし、空き家問題が日本社会全体の問題と認識されるようになったこともあり、現時点では条例等の制定に地域的な偏りは見られない。

一方、空家等対策計画の策定状況は、国土交通省より公表されており、2017 年 3 月 31 日時点で 20.5%の市区町村で空家等対策計画が策定済み、2018 年 3 月末までに 51.2%が策定見込みとのことである。

条例等の制定や空家等対策計画の策定は現在も進行中のため、空き家率などの

データとの比較検討は全体的な傾向把握にとどめるが、その他空き家を中心に空き家に何らかの問題を抱える地域では、制度的な対応も比較的迅速である印象を持っている。ちなみに、1,741 市区町村（1,718 市町村に東京 23 区を加えた数）のうち 896（約半数）で空き家対策条例等の制定、または空家等対策計画の策定が確認された。

2. 代執行・略式代執行の実績

図表 10 は、2016 年 4 月 1 日から 2017 年 3 月 31 日までに特定空家等に対し代執行もしくは略式代執行が講じられた実績を地図化したものである。

全国で代執行は 10 件、略式代執行は 23 件と、現時点で多寡を評価できないものの、代執行や略式代執行が講じられている地域に大きな偏りはないといえる。

特に、特定空家等の所有者等を確知できなかった場合に措置が講じられる略式代執行は、都市への人口流出等で相続の手続きが手薄になりがちな農村地域に偏る可能性も考えられたが、都市でも多く見られた点が特徴である。

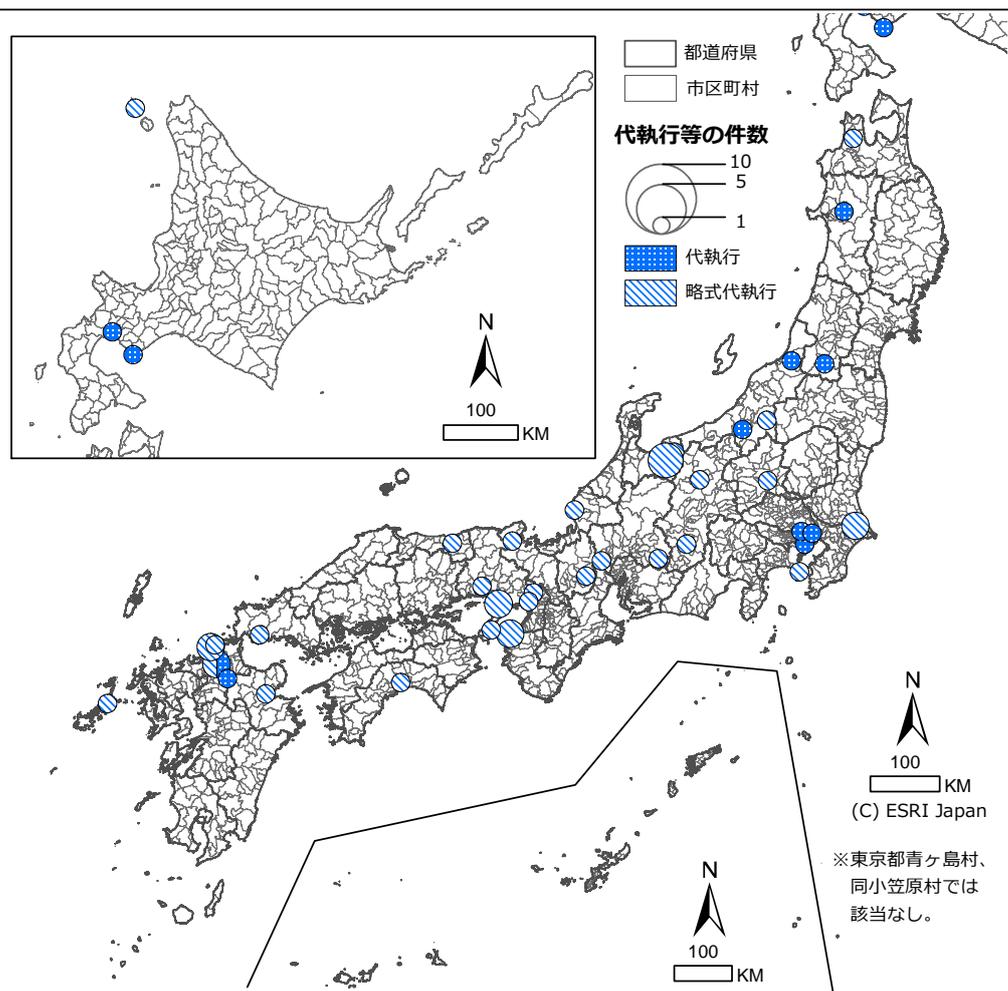
望まれる空き家対策の方向性

1. 市区町村調査で統一の空き家基準を

住調で把握可能な空き家は居住可能な住宅のみで、社会的な課題である管理不全な空き家、空き店舗や空き地までを網羅していない。そのため、本レポートで示した空き家の種類別構成の地域分布は、空き家実態の一側面を捉えたに過ぎない。

空家特措法の施行により、市区町村では、自地域内空き家や空き店舗を詳細に把握する動きが散見される。空き家対策を講ずる上で実態把握は第一に求められることであるが、市区町村で情報の精度

図表10 特定空家等に対する代執行・略式代執行の実績（2016年4月1日以降）



(資料) 国土交通省「空家等対策の推進に関する特別措置法の施行状況等について（平成29年3月31日時点）」、ESRIジャパン「全国市区町村界データ」より作成

にばらつきがあり、住調のように統一的な把握が困難な側面もある。全国的な動向を把握する上で、空き家と判断する基準を統一化し、市区町村独自の基準を付加することが望まれるのではなかろうか。

2. 新築規制や除却費積立制度等が必要

新築を求めがちな住宅取得希望者の行動やそれを支える諸制度の継続、2018年を境にした世帯数の減少予測など、今後も空き家が増加する可能性は高い。当面、行政は空家等の適切な管理を所有者へ求めるとともに特定空家等の除却に努めることとなるが、この対症療法だけでは、人的資源や財

源不足に直面し、いずれこの問題に対峙できなくなるであろう。

今後の空き家対策では、新築規制や既存建物の除却費積立制度など、社会構造の変化に対応した政策や制度が必要である。

(次回に続く)

参考文献

若林芳樹(2016)「地図からみた日本の空き家問題の地域的特徴」p17-27. 由井義通・久保倫子・西山弘泰編『都市の空き家問題 なぜ?どうする?』古今書院, 東京.

西山弘泰(2016)「全国の自治体による空き家対策」p187-203. 由井義通・久保倫子・西山弘泰編『都市の空き家問題 なぜ?どうする?』古今書院, 東京.

都道府県別にみた日本人国内観光客数のトレンド

～観光客数の少ない県でも2011年以降好調に推移～

佐藤 彩生

要旨

日本人の国内観光客数はほぼ横ばいで推移し、2016年は3.9億人であった。各都道府県にどれだけ観光客が訪れているのかをみると、12年以降、東京都、千葉県、神奈川県、静岡県が観光客数の上位4県に入っている。他方、高知県と徳島県は11年以降、下位4県に入っており、観光地の人気はほとんど固定化しているものとみられる。ただし、11年以降の観光客数のトレンドと観光客数の規模(10年時点)の関係性をみると、トレンドは規模ごとに分散しており、観光客数が少ない県でも観光客数の伸びが好調な県もみられる。ここから、観光戦略の打ち出し方によっては、現在の観光客数の多寡にかかわらず、今後客足を伸ばせるものと見込まれる。観光客数の安定的な伸長は重要な課題の一つであり、持続可能な観光振興の組織体制を築き、長いスパンを見据えて観光戦略を練ることが求められるだろう。今後、日本版DMOなど観光まちづくり組織の手腕の発揮に期待したい。

はじめに

近年、地域経済の活性化を目指して全国各地で観光振興が展開されている。観光庁主導の下、観光振興の舵取り役とされる日本版DMO(Destination Management/Marketing Organization)(注1)候補法人の登録が進められており、その数は17年8月までに157法人となった。こうした観光まちづくり組織が中心となって、より多くの観光客が訪れるよう、観光資源の磨き上げやPRの工夫、観光戦略の強化に着手しているところである。

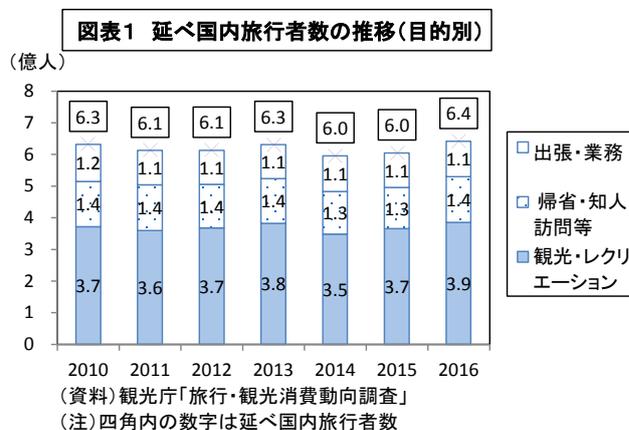
本稿では観光庁「旅行・観光消費動向調査」から、10年～16年の日本人国内観光客数の動向を把握することで、都道府県別に観光客数のトレンドの特徴をみていく。訪日外国人観光客の増加は注目されているが、16年の国内全体の旅行者数のシェアは4%不足であり、メインの国内観光客は日本人であることから、日本

人観光客を対象に分析を行った。

(注1)日本版DMOは、地域の多様な関係者と連携し、データに基づいて地域のブランディングを行うなど、戦略的に地域の観光を売り込む法人。

全国の観光客数はほぼ横ばい

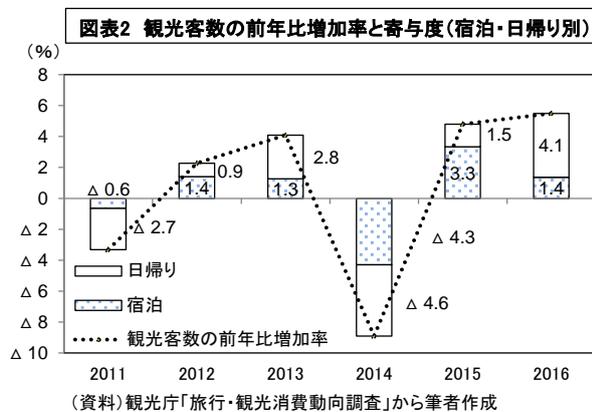
まず、全国の日本人国内旅行者数を概観する(注2)。16年の延べ国内旅行者数は6.4億人であり、前年から増加した(図表1)。目的別に「観光・レクリエーション



ン」、「帰省・知人訪問等」、「出張・業務」の3つに分けられるが、「観光・レクリエーション」目的の16年の旅行者数（以下観光客数）は3.9億人と全体の61%を占めた。10年以降、3億人強のほぼ横ばいで推移している。

観光客数の増加への寄与度を宿泊と日帰り別にみると、11年は東日本大震災の影響で、また14年は消費税の増税の影響でいずれの寄与度もマイナスとなった。15年は宿泊の寄与度が高かったが、16年は日帰りが高まった（図表2）。宿泊と日帰りとは寄与度の正負は同じものの、その割合は年によって異なり、15年は5月と9月の大型連休の日並びの良さが影響したことで、宿泊の寄与度が高かった。

（注2）旅行・観光消費動向調査の調査対象拡大後である10年以降のデータを扱う。



観光客数の上位4県は12年以降固定

次に、各都道府県に観光客がどれだけ訪れているのかをみていく。16年に観光客数が最も多かったのは、東京都で31百万人、次いで千葉県（26百万人）、神奈川県（22百万人）、静岡県（21百万人）の順であった。12年以降、これら4都県が常に観光客数の上位に入っている（図表3）。

また、12年以降、東京都、静岡県、千葉県、長野県が宿泊で、10年以降、東京都、千葉県、神奈川県が日帰りで上位を占めており、観光地の人気が確立されているものとみられる。

他方、観光客数が最も少ない県は高知県であった。次いで佐賀県、秋田県、徳島県が少なく、これら4県の16年の観光客数はそれぞれ2百万人強程度であった。高知県、徳島県の2県は11年以降、下位4県に含まれている。下位4県は、上位と比べて順位の入れ替わりは多いものの、一部の県ではほぼ固定化されており、他県に比べ、人気が少ないものとみられる。

観光客数の少ない県でも好調に推移

先の観光客数の都道府県別規模の比較では、相対的な集客の状況は把握できるが、各県が増加基調にあるのかといったトレンドの把握がしづらい。そこで、10年の観光客数を基準（=100）として、各年の観光客数を都道府県別に指数化し、クラスター分析を用いて指数の似た傾向同士を「最高位」、「高位」、「中位」、「低位」の4つに類型した（図表4、注3）。

「最高位」は他のグループよりも指数が特に高く、観光客数が好調であり、「高位」はその次に観光客数が好調に推移している。「中位」は指数が90程度であり、「低位」は指数が最も低く、客足が低迷

図表3 観光客数の順位の推移(上位・下位4県)

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
上位	東京都	2	1	1	1	1	1
	千葉県	1	2	2	2	2	2
	神奈川県	6	3	4	4	3	3
	静岡県	3	6	3	3	4	4
下位	徳島県	46	47	47	47	47	44
	秋田県	38	40	44	44	42	41
	佐賀県	44	41	42	41	44	43
	高知県	43	45	46	45	46	47

（資料）観光庁「旅行・観光消費動向調査」から筆者作成

（注）2016年の上位・下位4県を抜粋。各年で上位・下位4県に該当したセルは網掛けで表示。

していることを意味している。

さらにこれら4グループと観光客数の規模との関係を見るため、10年の観光客数の規模(四分位)とクロス集計し、図表5にまとめた。「最高位」の3県は観光客の規模に偏りはなかった。「高位」で50~75%は1県のみであるものの、規模の層は分散していた。「中位」も分散しており、「低位」は75~100%の規模の層はないものの、他の層に集中することはなかった。

ここから、観光客数のトレンドの特徴と10年時点の観光客数の規模の多寡に関連はないものとみられる。

なお、観光客数の規模が0~25%の県は、「低位」から「最高位」のどのグループにも分散していた。また、同じ四国地方の県でも、徳島県、高知県は客足が伸び悩んでいる一方で、愛媛県、香川県では好調であった。愛媛県「観光客数とその消費額」によれば、しまなみ海道のサイクリング人気やLCC(国内線の格安航空会社)の就航(13年~)、道の駅(13~15年)など新しい観光スポット、道後アート(15、16年)や県南部で開催された「えひめいやしの南予博2016」といったイベントなどを観光客の増加要因としている。愛媛県では、より効果的な観光戦略や広域観光ルートの検討のため、15年度に地域経済分析システム(RESAS)や観光客のロコミデータの分析

図表4 観光客数の推移(基準年2010=100)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
最高位	140	133	156	123	133	166
愛知県	143	127	153	113	138	163
岡山県	147	155	170	150	116	166
愛媛県	122	121	147	119	138	175
高位	110	108	115	110	116	122
宮城県	83	109	112	109	119	135
山形県	125	111	115	104	107	106
東京都	98	114	121	109	102	127
神奈川県	111	104	111	109	111	110
富山県	91	87	104	101	139	119
石川県	98	86	100	108	139	146
滋賀県	144	112	109	96	103	111
京都府	112	114	110	109	114	113
大阪府	112	107	128	118	135	134
香川県	129	110	109	99	99	119
福岡県	122	98	113	121	130	127
宮崎県	116	108	134	140	162	151
鹿児島県	137	97	117	132	121	125
沖縄県	103	122	111	110	113	119
中位	95	91	99	89	92	95
北海道	95	86	84	81	87	84
青森県	96	105	97	104	83	93
岩手県	95	89	92	83	85	82
秋田県	94	77	93	89	90	82
栃木県	82	92	97	85	95	100
群馬県	106	96	100	99	108	108
埼玉県	87	79	98	92	112	117
千葉県	88	100	106	96	96	101
山梨県	109	105	106	102	89	99
新潟県	107	83	96	70	88	97
長野県	92	84	85	81	80	79
福井県	84	88	121	85	91	107
岐阜県	103	96	104	91	82	115
静岡県	80	90	93	88	87	88
三重県	95	86	110	93	83	90
兵庫県	103	96	95	94	105	111
和歌山県	102	72	97	85	89	97
鳥取県	94	89	107	97	75	77
島根県	72	76	141	105	102	107
広島県	98	95	113	91	104	124
佐賀県	101	92	115	91	100	84
長崎県	102	95	91	78	90	83
熊本県	105	96	97	89	91	77
大分県	112	94	106	91	118	93
低位	60	68	79	69	79	82
福島県	43	62	76	77	77	74
茨城県	53	75	81	78	87	98
奈良県	70	69	79	57	64	77
山口県	72	66	79	61	92	69
徳島県	61	81	76	65	63	118
高知県	87	65	86	60	85	71
総計	97	99	103	94	98	104

(資料)観光庁「旅行・観光消費動向調査」から筆者作成

(注)2010年の観光客数を100として指数化し、クラスター分析で分類

を行っている（注4）。しまなみ海道のサイクリング人気の定着や、新しいイベント・スポットなどのコンテンツの充実、さらにデータを活用した観光戦略の取組みが誘客促進につながったものとみられる。

（注3）クラスター分析は、集団の中から、似た性質同士を分類する手法。年ごとにZ得点で標準化し、Ward法、ユークリッド平方距離によりSPSSVer.22にて分類。

（注4）愛媛県「第2期愛媛県観光振興基本計画」(p.8～11)参照。

振興の組織体制を築き、長いスパンを見据えて観光戦略を練ることが求められるだろう。今後、戦略立案の主体となる、日本版DMO候補法人等、観光まちづくり組織の手腕の発揮に期待したい。

おわりに

先の結果のように、観光客数が少ない県でも客足が伸長していることを踏まえると、観光戦略の打ち出し方によっては現在の観光客数の多寡にかかわらず、今後、客足を伸ばせるものと見込まれる。また、観光は様々な産業と関係するため、関連産業の雇用の安定性を図るためにも、観光客数の安定的な伸長は重要な課題の一つである。話題性のある観光スポットを売りに誘客を行った場合、観光客の増加は短期的であるため、持続可能な観光

図表5 2010年の観光客数の規模別にみた観光客数の推移

		観光客数の推移			
		低位	中位	高位	最高位
小 ↑ 観光 客 数 の 規 模 ↓ 大	0～25%	徳島県、高知県(2)	佐賀県、青森県、秋田県、鳥取県(4)	宮崎県、富山県、鹿児島県、香川県(4)	愛媛県、岡山県(2)
	25～50%	山口県(1)	島根県、福井県、岩手県、長崎県、和歌山県、広島県(6)	山形県、石川県、沖縄県、滋賀県、宮城県(5)	-
	50～75%	奈良県、茨城県、福島県(3)	埼玉県、熊本県、大分県、岐阜県、新潟県、群馬県(6)	福岡県(1)	愛知県(1)
	75～100%	-	山梨県、三重県、栃木県、兵庫県、北海道、長野県、静岡県、千葉県(8)	大阪府、京都府、神奈川県、東京都(4)	-

（資料）観光庁「旅行・観光消費動向調査」から筆者作成

（注1）観光客数の規模は2010年の延べ観光客数を四分位で表したのもの

（注2）表中の括弧内の数字は同セル内の都道府県数



農林中金総合研究所

2017～18年度改訂経済見通し

景気後退リスクは特段見当たらず、景気改善は当面継続

～2017年度:1.6%、18年度:1.3% (ともに9月の見通しから据え置き)～

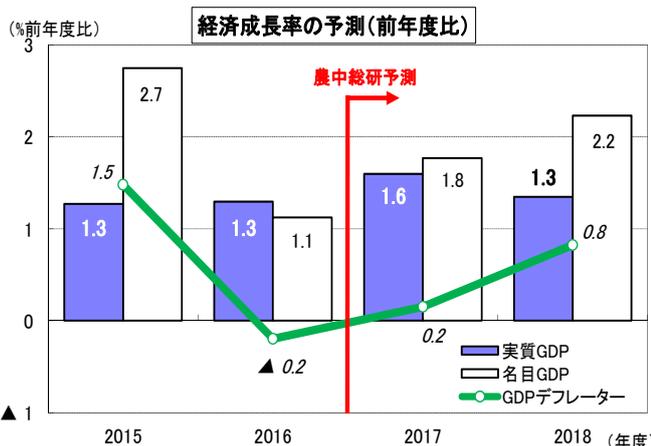
2017年11月20日

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

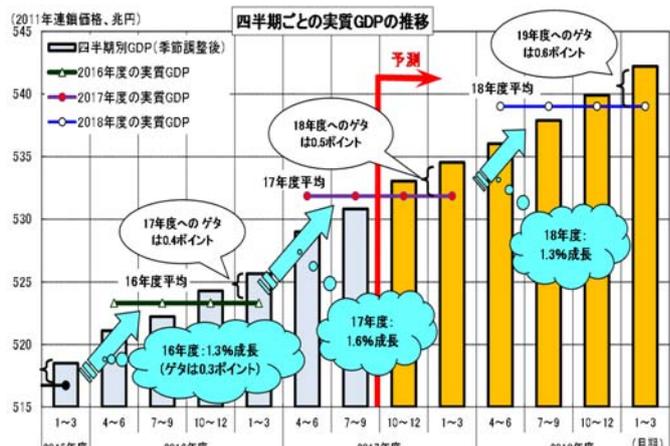
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願いします。

《 サ マ リ ー 》

- 世界経済は緩やかながらも、着実に改善している。成長率が加速する状況にはないが、米国・欧州・中国とも先行き底堅く推移するとみられ、日本の輸出には好材料といえる。なお、日本以外の先進国・地域では非伝統的な金融政策の幕引きに向けた動きが散見されるが、インフレ圧力が鈍く、政策正常化ペースは緩やかなものにとどまると思われる。
- 国内経済については、7～9月期の実質GDP成長率は年率1.4%と7四半期連続のプラス成長となるなど、表面的には良い数字だったが、民間最終需要は7四半期ぶりに減少するなど、実態はあまりよくなかった。ただし、高成長だった4～6月期からの反動の範囲内であり、国内景気の改善傾向は維持されているとみる。先行きは、輸出の増勢が続くほか、民間設備投資の自律回復の動きは継続すると思われる。また、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」の所得還流が強まっていく、消費持ち直しを下支えすることが見込まれることから、18年度にかけて日本経済は堅調に推移すると予測する。
- 一方で、国内の物価上昇圧力が依然鈍いことから、日本銀行は現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を当面継続するだろう。長期金利は「10年ゼロ%」という操作目標の近傍での推移が予想される。



(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7～9月期まで実績、それ以降は当総研予測

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
 米国経済・金融
 欧州経済・金融
 中国経済・金融

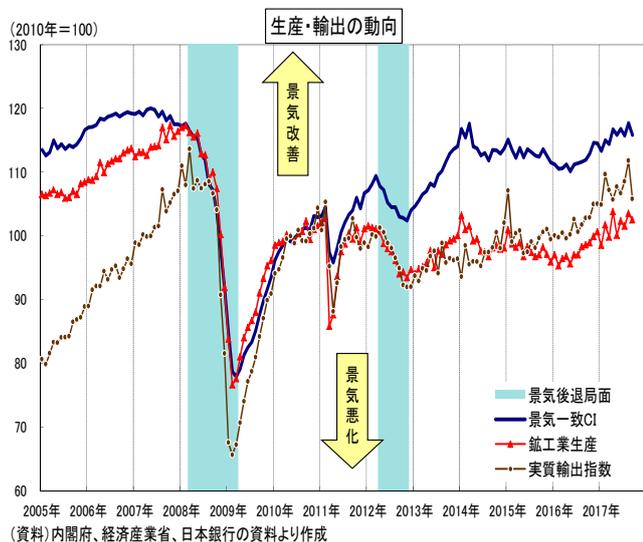
南 武志
 佐古佳史
 山口勝義
 王 雷軒

農林中金総合研究所

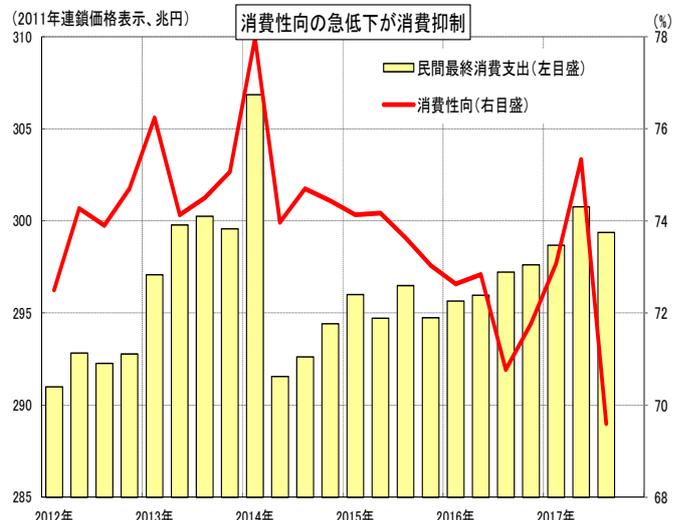
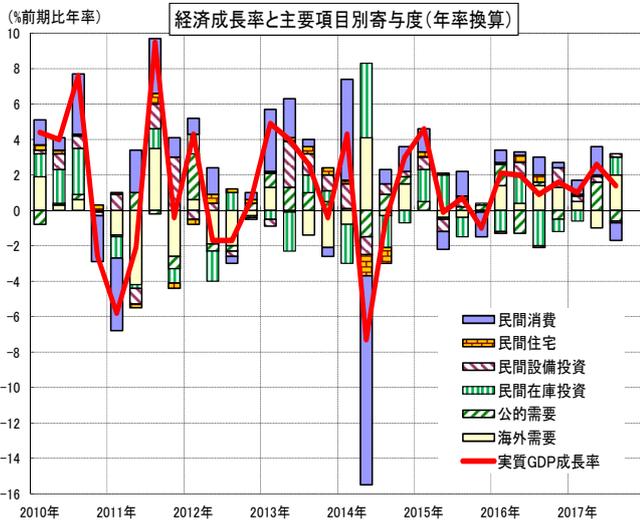
3

1 景気の現状

- 国内景気は緩やかな改善基調をたどっている
 - 景気動向指数(9月)のCI一致指数による基調判断は11ヶ月連続の「改善」
 - 景気拡張期間は58ヶ月となり、「いざなぎ景気(1960年代後半)」の57ヶ月を上回った
 - 企業経営者、消費者ともマインドはしっかりしている
 - 4～6月期は堅調だった消費に反動減、逆に減少した輸出は再び増加傾向へ
 - 人手不足感は着実に強まっているが、「企業から家計へ」の所得還流はまだ鈍く(夏季賞与は前年比0.4%にとどまる(厚労省調べ))
 - 物価は次第に上昇率を高めてきたが、前年比2%はまだ遠い



- 17年7～9月期は16年ぶりの7四半期連続のプラス成長ながらも、年率1.4%へ鈍化
 - 4～6月期の年率2.6%成長を牽引した民間消費に反動減(前期比▲0.5%)が見られた半面、輸出は再び増加に転じた(同1.5%)
 - 民間設備投資は4四半期連続のプラスながらも鈍化(同0.2%)、公共投資も3四半期ぶりの減少(同▲2.5%)
 - 民間在庫投資は前期比成長率に対して0.3ポイントのプラス寄与
 - 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5四半期ぶりの前年比プラス、国内部門の価格設定力はまだ弱い、輸入デフレーターの上昇分を価格転嫁する動きが強まった



農林中金総合研究所

5

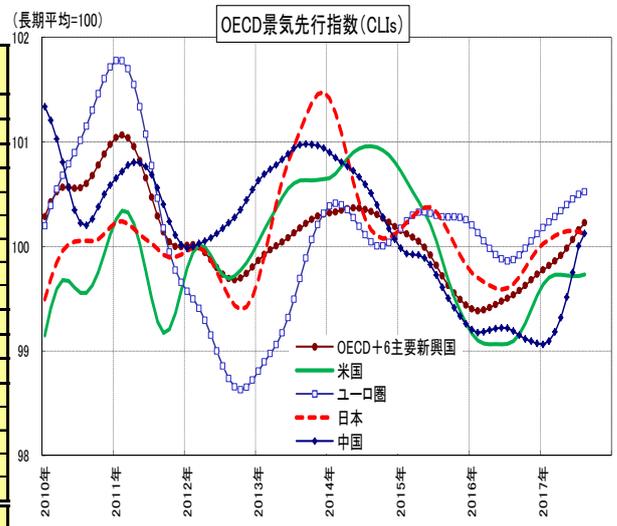
2 世界経済の動向 ①概況

- 世界経済の回復基調は継続すると想定される
 - IMFの世界経済見通し(10月発表)によると、世界経済全体の成長率は、世界金融危機後の最低となった16年(3.2%)を底に、17年3.6%、18年3.7%(ともに7月時点の見通しから上方修正)と、緩やかながらも着実な改善が見込まれている
 - 世界貿易数量の伸びも同様に、拡大が見込まれている
 - OECD・景気先行指数(CLIs)はこのところ上昇傾向にあり、先行きの景気改善継続が示唆されている

2017～18年 IMF世界経済見通し

	2016年	2017年	2018年
世界全体(実質経済成長率)	3.2	3.6	3.7
先進国	1.7	2.2	2.0
米国	1.5	2.2	2.3
ユーロ圏	1.8	2.1	1.9
ドイツ	1.9	2.0	1.8
フランス	1.2	1.6	1.8
イタリア	0.9	1.5	1.1
スペイン	3.2	3.1	2.5
英国	1.8	1.7	1.5
日本	1.0	1.5	0.7
新興国・発展途上国	4.3	4.6	4.9
中国	6.7	6.8	6.5
インド	7.1	6.7	7.4
ブラジル	▲3.6	0.7	1.5
ロシア	▲0.2	1.8	1.6
南アフリカ	0.3	0.7	1.1
ASEAN5	4.9	5.2	5.2
世界貿易数量(財・サービス)	2.4	4.2	4.0

(資料)IMF『World Economic Outlook(2017年10月)』



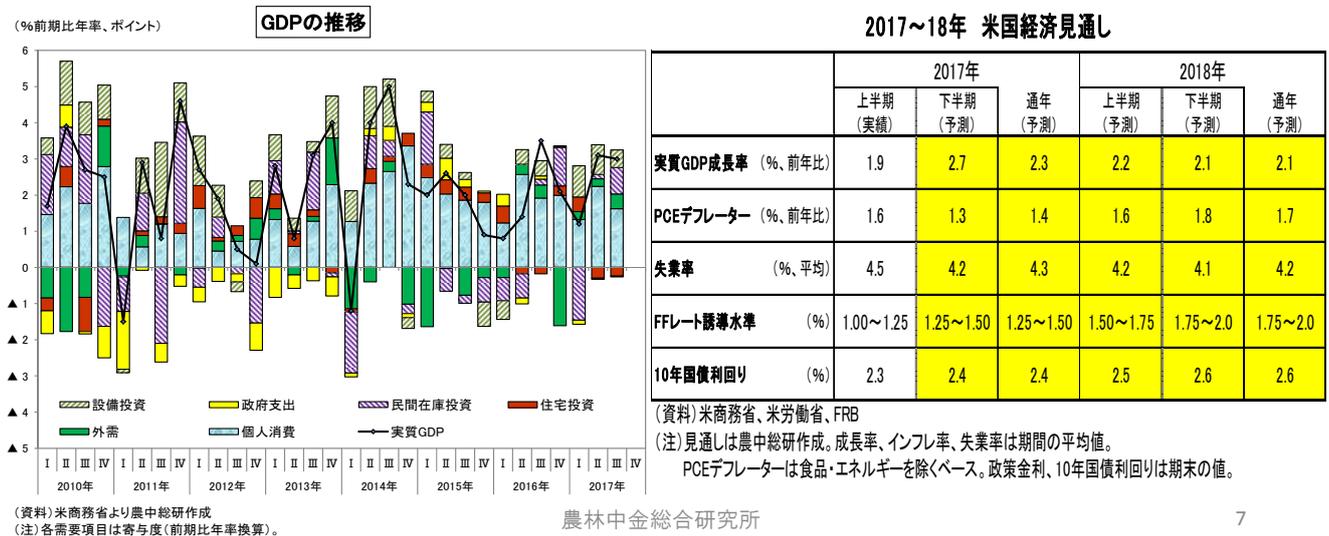
農林中金総合研究所

6

2 世界経済の動向 ②米国

● 景気動向・成長率見通し

- 17年7~9月期は年率3.0%成長(速報値)で、4~6月期(同3.1%)に続き、高成長を維持
- 需要項目別では個人消費が底堅かった他、在庫投資も下支えしたが、住宅投資が弱かった
- FRBが注視するPCEデフレーターはこのところ前年比1.4%程度で推移、目標とする2%には遠い
- 見通しのポイントとしては、①金融政策の正常化の影響を受け、GDP成長率が潜在成長率(1%台後半)へと収束していくこと、②デシインフレ状態がFRBの想定より長期化し、FRBは利上げ見通し(17年9月時点で、18年内に3回の利上げを想定)の修正を迫られること、③大規模な減税政策の実施は遅れること、が挙げられる
- 成長率見通しは17年は2.3%、18年は2.1%と、ともに上方修正した(前回8月時点は、ともに2.0%)

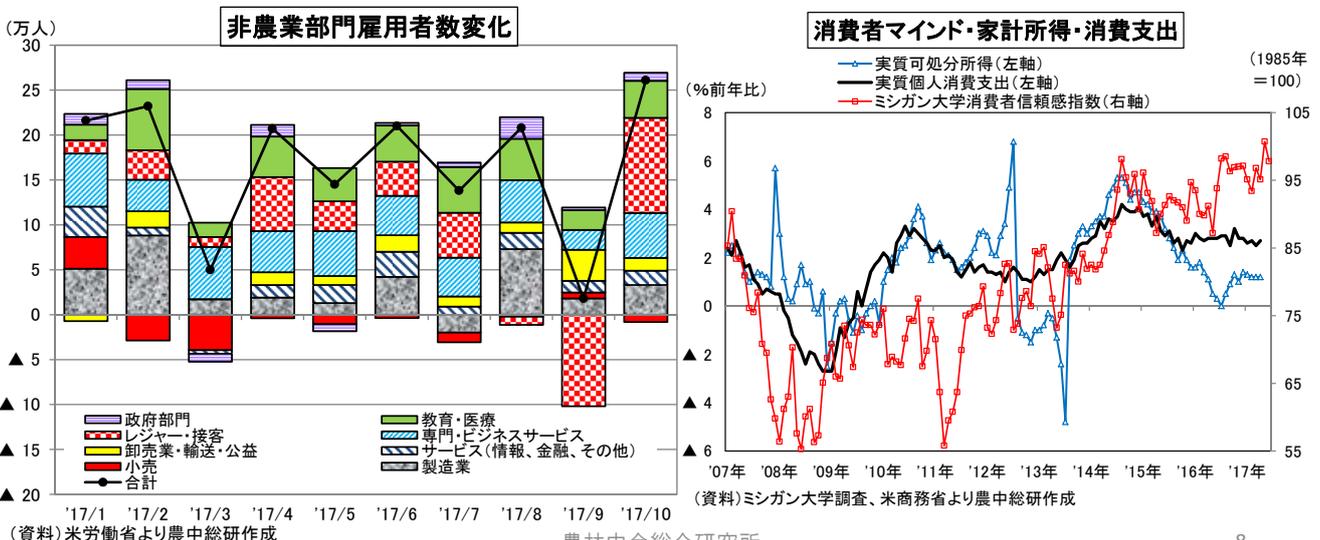


● 雇用

- 17年に入り、非農業部門雇用者数は毎月17万人のペースで増加するなど、堅調に推移している
- 失業率は4.1%まで低下しており、自然失業率を下回っている
- 賃金水準の低いレジャー・接客セクターでの雇用者の増加が多いことが平均賃金の加速につながらない理由の一つ

● 個人消費

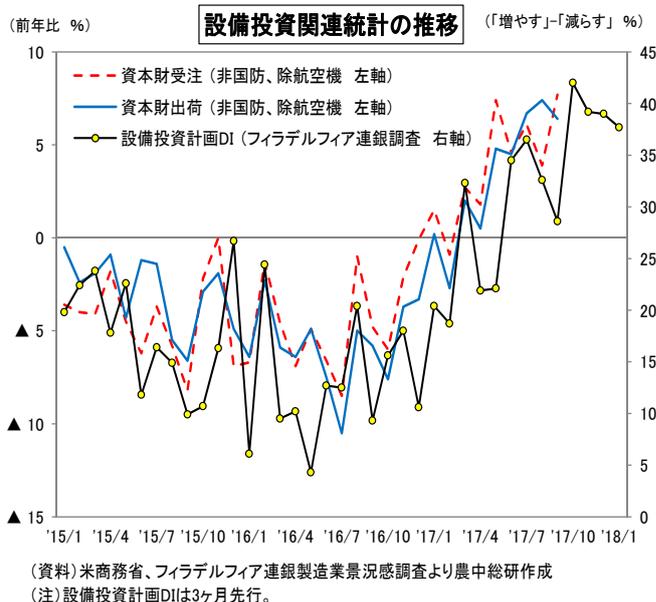
- 17年に入り、実質個人消費支出は前年比平均2.7%で増加している
- 実質可処分所得は同1.1%での増加に留まるものの、消費者マインドは高い水準で推移している



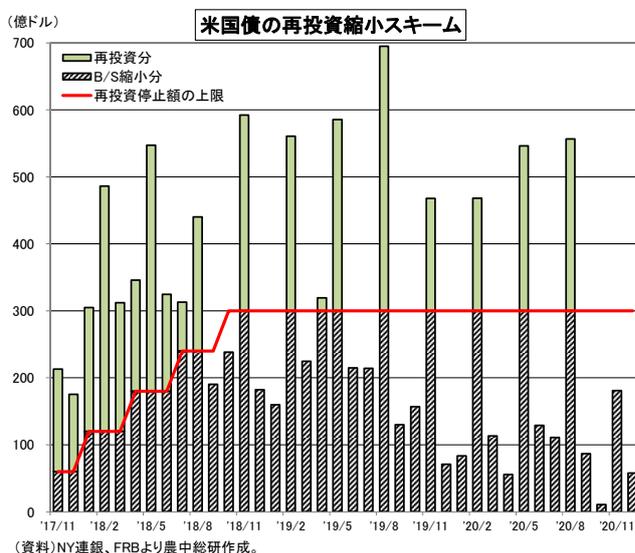
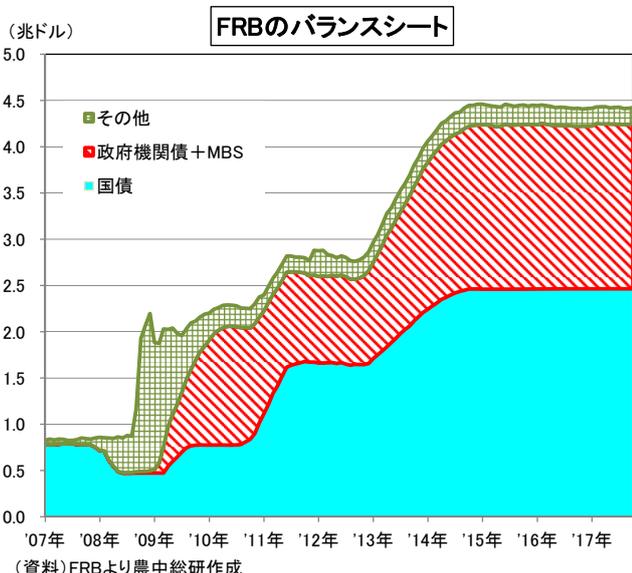
- 設備投資
 - 関連指標の資本財受注・出荷（非国防除く航空機）は、17年に入りそれぞれ前年比平均3.9%、3.3%と堅調に推移している
 - 関連指標であるフィラデルフィア連銀の設備投資計画DIも高い

- 税制改革
 - 18年度（17年10月～18年11月）予算の大柱となる予算決議案を上下院で可決したことで、議事妨害を受けずに税制改革法案の審議が可能となった
 - 11月16日には下院で可決
 - しかし、税制改革案は所得税の上限税率や課税区分、法人税減税の実施時期などを巡り上下両院で相違点も多い
 - 上院での法案可決やその後の法案一本化は難航する見通し

- 18年度予算：民主党の攻勢で審議は難航か
 - 11月7日の州知事選（バージニア州、ニュージャージー州）での勝利を受け、民主党の攻勢が強まることが想定される
 - 12月8日に歳出水準の現状維持と連邦債務上限の一時的な凍結が期限を迎えるため、予算案審議の展開次第では政府部門の閉鎖もありうる



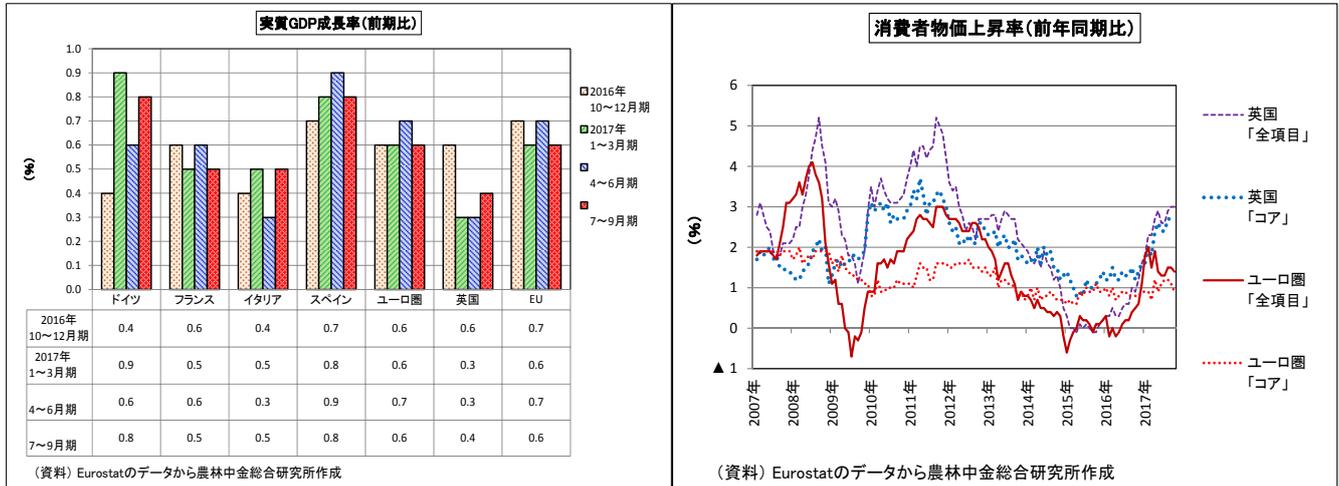
- 金融政策
 - 17年10月からB/S縮小を開始した
 - 毎月のB/S縮小分の上限を、米国債については60億ドル、政府機関債とMBSについては40億ドルとし、3ヶ月ごとに引き上げ、それぞれ毎月300億ドル、200億ドルまで引き上げる。
 - B/S縮小計画を見直すのは、景気状況が「著しく悪化」した場合のみ
 - 17年に入ってから2度の利上げをするなど、市場の想定を上回る利上げペースとなっている
 - 12月のFOMCにて、17年3度目の利上げを実施すると予想、18年の利上げ回数は2回と予想



2 世界経済の動向 ③欧州

● 景気動向

- ユーロ圏の7～9月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比で0.6%と、前期の同0.7%から小幅減速
- 経済規模の大きい4ヶ国ではドイツとイタリアが成長加速、スペインも高い成長率を維持
- 一方、英国は前期に比べ0.1ポイントの改善ながら、前期比0.4%成長にとどまる
- 欧州連合(EU)全体では、ユーロ圏と同率の前期比0.6%の成長



農林中金総合研究所

11

● ユーロ圏経済

- 安定した成長を持続
- 失業率は13年半ば以降は緩やかながらも改善傾向にあり、9月には09年1月以来の8.9%にまで低下
- 雇用情勢の改善を受け9月の小売売上高は前月比で0.7%の、また前年同月比では3.7%の増加となり、引き続き成長を主導
- 同月の鉱工業生産指数は前月比で0.6%の低下となったが、前年同月比では3.3%の上昇

● ドイツ経済

- 7～9月期実質GDPの前年同期比成長率は2.8%となり、成長が加速
- 9月の失業率は、3.6%にまで低下
- 同月の小売売上高は前月比で0.5%の、また前年同月比では4.6%の増加
- 同月の鉱工業生産指数は前月比で1.6%の低下となったが、前年同月比では3.6%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9.5%の上昇
- 月々の変動が大きい輸出額は同月には前月比で0.4%の低下であったが、前年同月比では7.7%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
- しかし、輸入物価の上昇に伴い個人消費が頭打ち

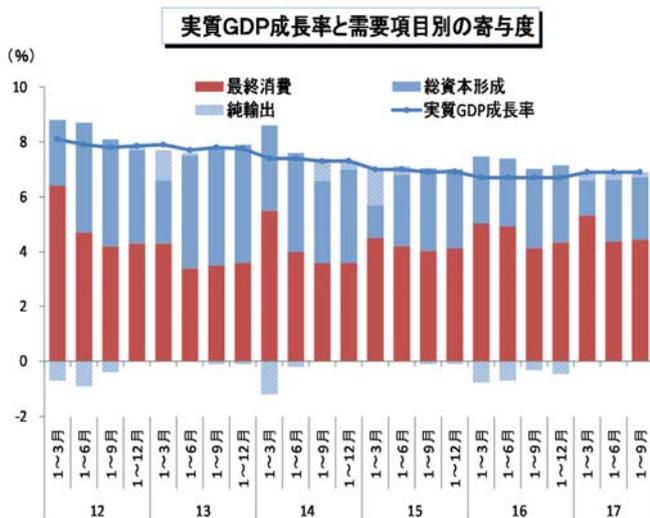
農林中金総合研究所

12

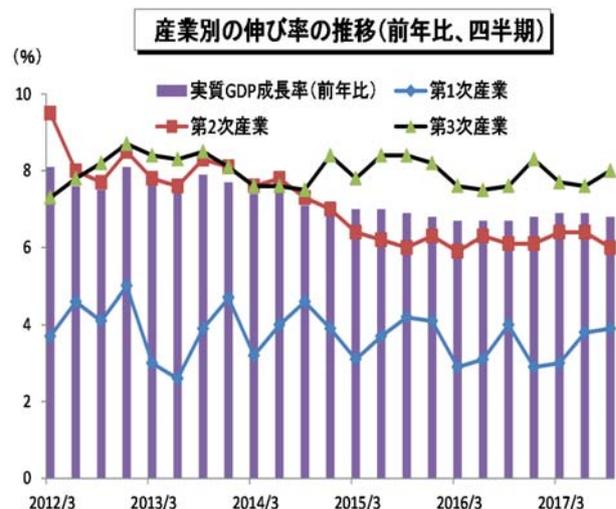
- 物価動向
 - ユーロ圏の10月の消費者物価上昇率は、前年同月比1.4%(全項目)
 - 欧州中央銀行(ECB)の政策目標である2%には依然として距離があるが、安定的な成長の下で緩やかな上昇が見込まれる
 - 一方、英国では10月の消費者物価上昇率は、前年同月比3.0%(全項目)
 - ボンドの下落に伴う輸入物価の上昇を主因に上昇し、イングランド銀行(BOE)の目標値2%を上回る水準
- 金融政策
 - ECBは10月の理事会で、債券買入れ(QE)の規模を18年1月から9月まで現在の月額600億ユーロから月額300億ユーロに縮小するとともに、必要な場合には再度延長することを決定
 - ドラギ総裁はこのオープンエンドでのQEの継続をテーパリングではなく単なる小規模化として位置付け、金融政策の正常化に向けた慎重姿勢を強調
 - 一方、BOEは11月の金融政策委員会で、政策金利を0.25%から0.50%に引き上げ
 - BOEは、今後約3年間について非常に緩やかな追加利上げが必要になると予想
- 景気見通し
 - ユーロ圏の経済は底堅さを増しており、今後も当面、年率2%台での緩やかな成長の継続を見込む
 - 一方、英国では、個人消費の鈍化のほか英国の欧州連合(EU)離脱交渉を巡る不透明感の強まりによる企業投資の手控えなども予想され、今後は成長減速へ

2 世界経済の動向 ④中国

- 景気動向
 - 17年7~9月期の実質GDP成長率は前年比6.8%と、4~6月期(同6.9%)から小幅鈍化
 - 17年1~9月期の実質GDP成長率(6.9%)に対する最終消費の寄与度は4.45ポイントと、成長率への寄与が最も大きかった
 - GDPに占める比率が50%超に達した第3次産業の成長率は、他産業を上回り、GDP成長率を牽引している



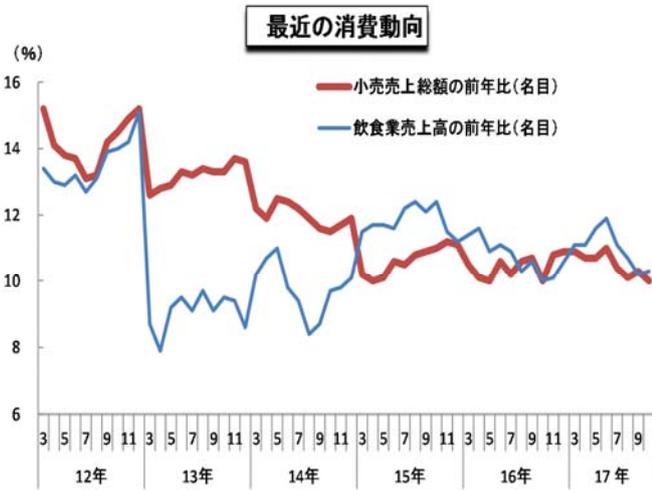
(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成



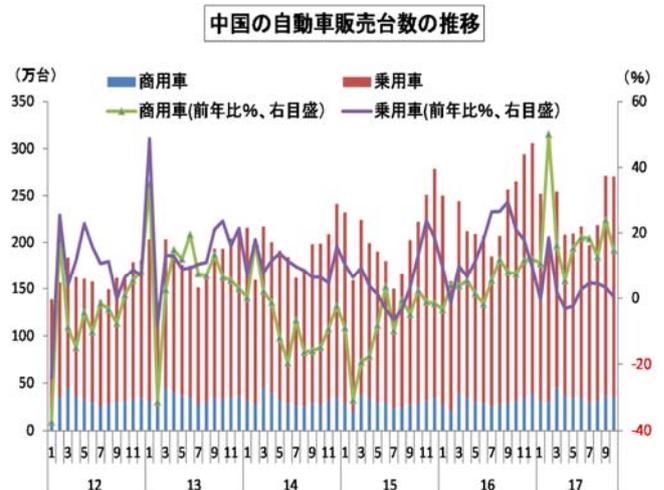
(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

• 個人消費

- 個人消費は堅調であったものの、このところの天候不順による影響もあり、弱含みで推移している
- ネット通販は好調だったが、自動車販売台数は鈍化基調で推移している



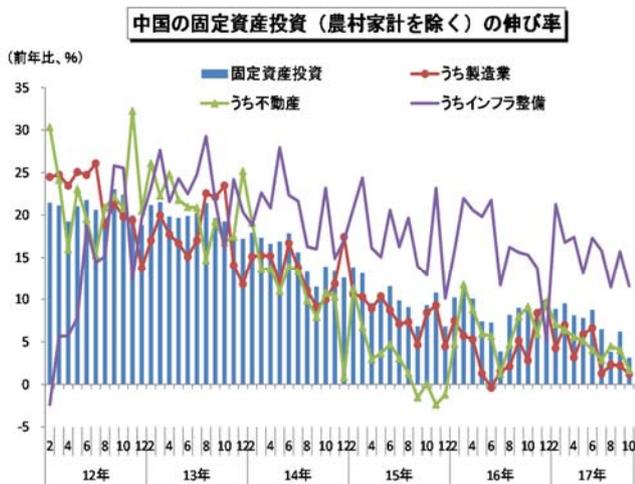
(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成



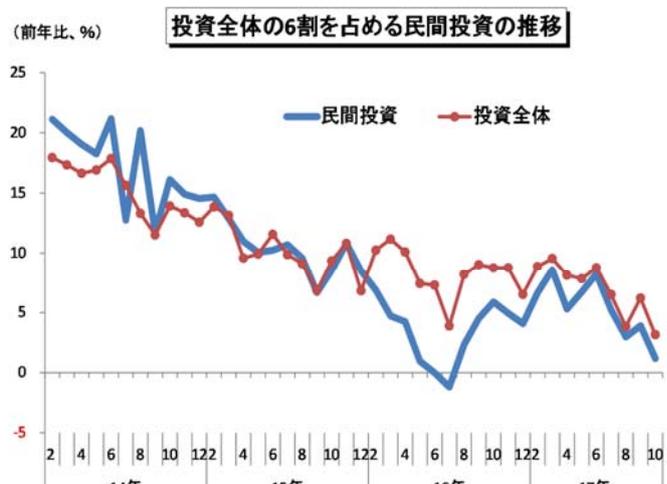
(資料) 中国汽车工业协会、CEICデータより作成

• 固定資産投資

- 環境規制の強化や住宅価格抑制政策の実施などを受けて、固定資産投資の鈍化傾向が続いている
- とりわけ、過剰な生産能力の削減や環境規制の強まりなどから、固定資産投資の6割を占める民間投資が大幅鈍化
- 一方で、インフラ整備の投資は底堅く推移しており、経済成長を下支えしている

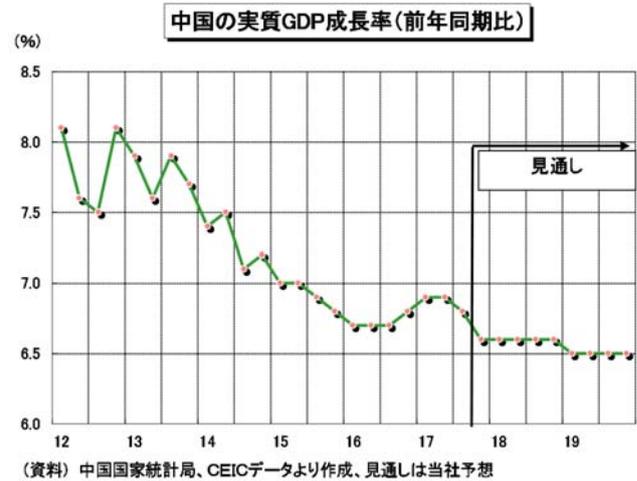
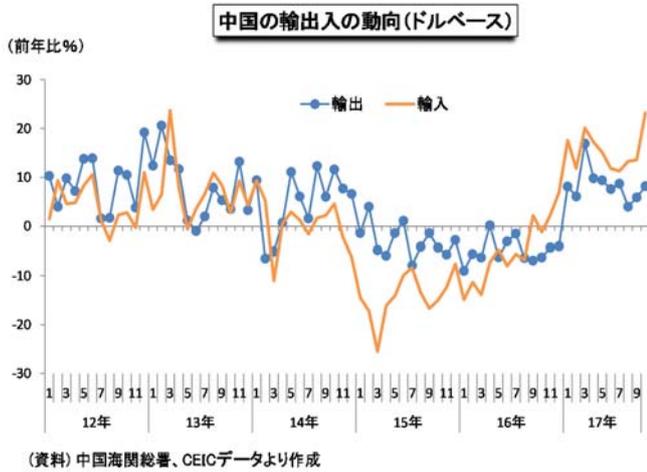


(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

- 輸出
 - 世界経済の回復や人民元相場の安定などにより、輸出は再び持ち直している
- 成長率見通し
 - 足元では、緩やかな景気減速が続いているものの、17年の中国政府の成長率目標である「6.5%前後」の達成はほぼ確実
 - 17年は6.8%、18年は6.6%と予測

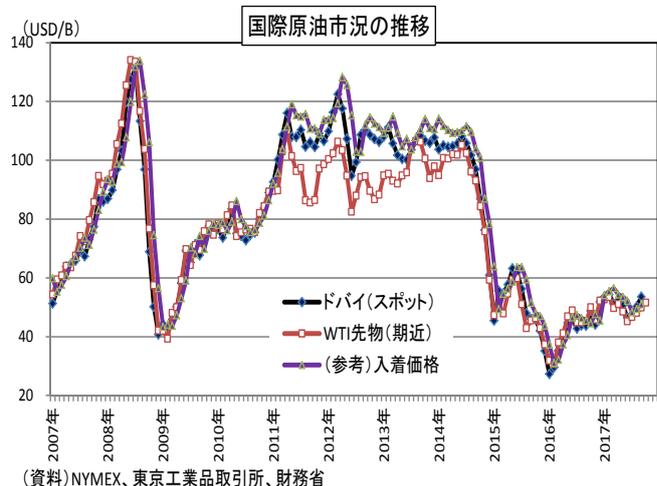


農林中金総合研究所

17

2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格は約2年半ぶりの50ドル/バレル台後半まで持ち直し
 - 17年1月以降、OPECやロシアなどの主要産油国は合計で日量180万バレル程度(世界の石油生産の約2%程度)の減産を実施してきたが、これにより原油の過剰在庫は大幅に削減された
 - 中東情勢が緊迫化しつつあることも原油高につながっているとみられる
 - 11月30日のOPEC総会では18年4月以降の減産継続について協議されるが、不透明感が漂う
- 原油入着価格の見通し
 - IEAは、18年の原油需要の伸びを日量130万バレルへ下方修正した一方で、米国のシェールオイル生産は増加が続くとの見通しを公表
 - 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/バレル台半ばで推移と想定

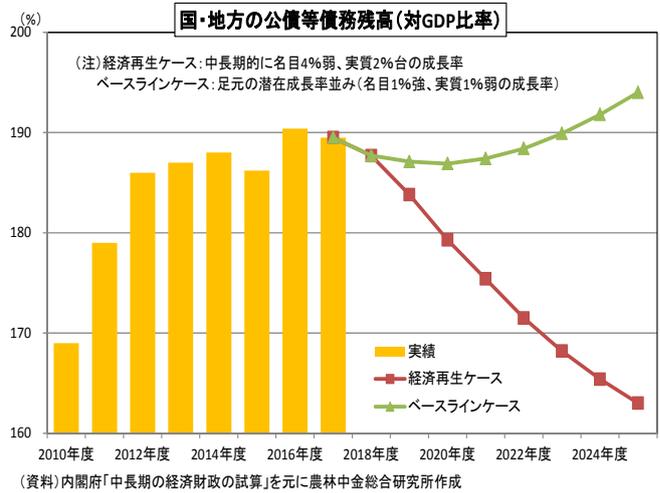
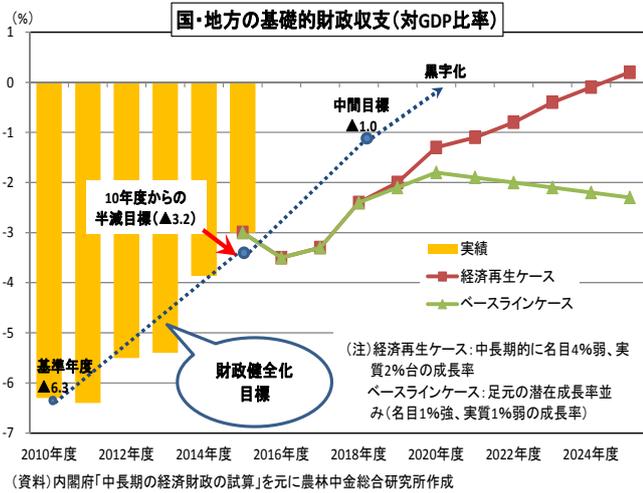


農林中金総合研究所

18

3 国内の経済政策

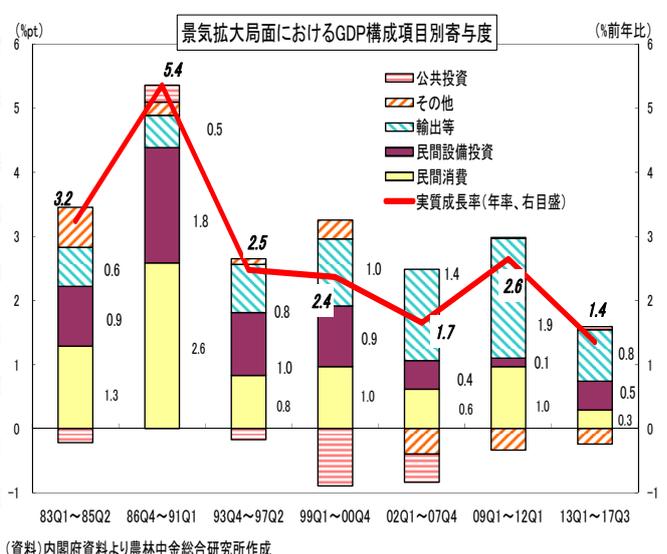
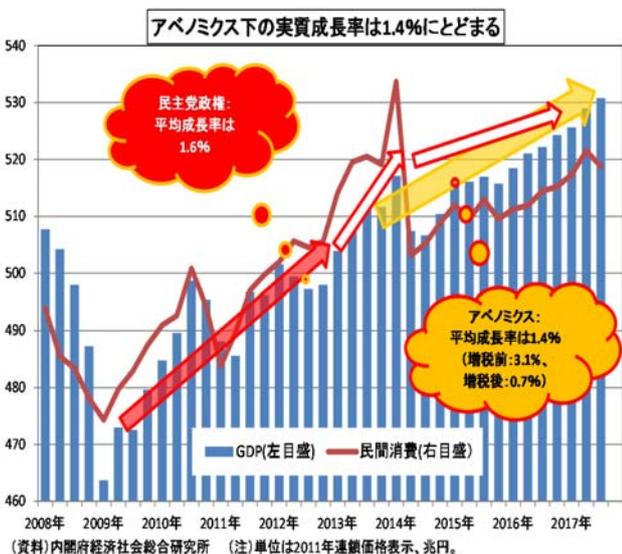
- 消費増収分の使途変更(債務返済分の一部を幼児教育無償化へ)によって、財政健全化目標(20年度までのPB黒字化)の達成は先送りに
 - 骨太方針2017では、PB黒字化目標に加え、債務残高のGDP比の安定的な低下を目指すことも付加
- 「経済・財政一体改革」の集中改革期間の最終年となる18年度予算も「経済・財政再生計画」「改革工程表」に則って歳出改革、歳入改革を加速する方針
 - 一般歳出:3年で実質1.6兆円増(うち、社会保障関係費は同じく1.5兆円程度)のペースを維持
 - 「人づくり革命」の実現に向けた人材投資や中小企業・サービス産業の生産性向上に資する施策などに重点化
- 経済財政諮問会議の民間議員が安易な補正編成を牽制する中、安倍首相は子育て支援策前倒し、災害対策、日EU・EPAを睨んだ農林水産業強化策を想定した経済パッケージ策定を指示



農林中金総合研究所

19

- アベノミクスの評価
 - 総選挙において自民党は「生産性革命」、「人づくり革命」の2大改革を断行、「アベノミクスの加速」を公約に
 - アベノミクスは当初「実質2%、名目3%の経済成長、2%の物価上昇」を目標に掲げていた
 - 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)
 - 期間を通じて同1.4%成長にとどまるなど、民主党政権時(同1.6%成長)と大差ない
 - 2000年代に入ってから経済成長は「輸出頼み」の構造が定着しているが、最近の好調な企業業績の成果をいかに家計部門に分配し、好循環につなげていけるかが焦点

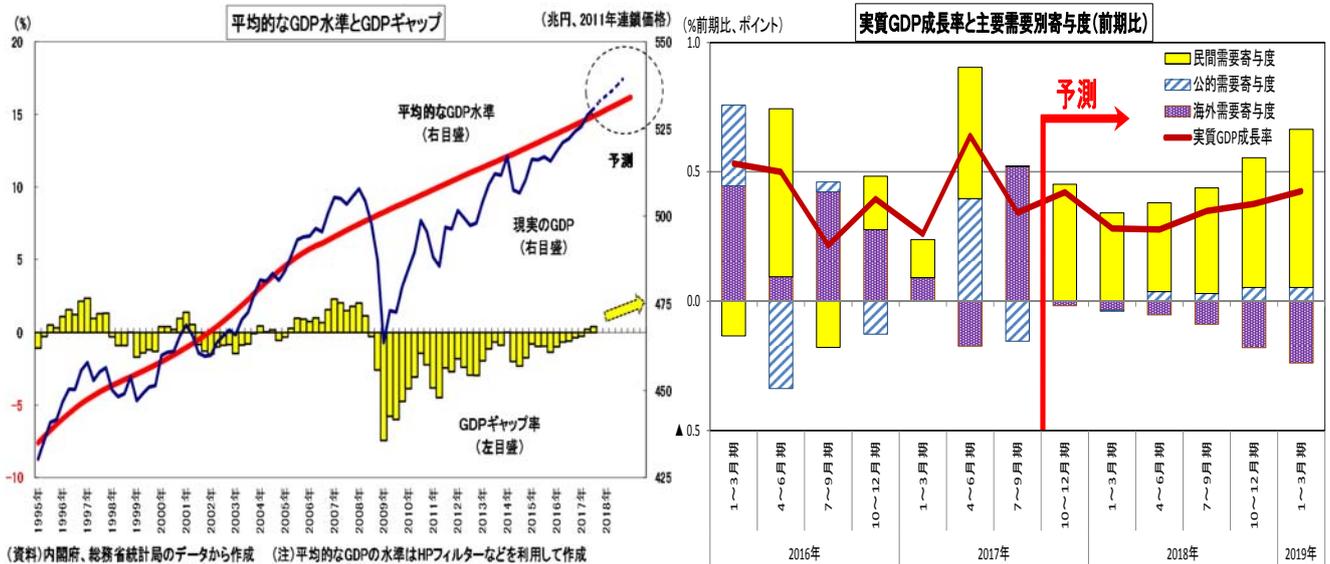


農林中金総合研究所

20

4 日本経済・物価の見通し

- 総論 ～2017年度は1.6%成長、18年度は1.3%成長と予測～
 - 足元17年10～12月期は、消費の持ち直しなどから、年率1.7%成長と予想
 - 北朝鮮や中東などの地政学的リスク、米トランプ政権の政策運営など、世界経済の先行き不透明感は根強い
 - 一方、良好な投資環境の下で民間設備投資は増加傾向を続けるほか、労働需給の持続的な引き締まりが家計所得増にも貢献し、民間消費は持ち直し傾向を強めていく
 - 世界経済の回復を受けて輸出は増加傾向をたどるなか、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)



予測表(年度、半期)

	単位	2016年度 (実績)	2017年度 (予測)	2018年度 (予測)
名目GDP	%	1.1	1.8	2.2
実質GDP	%	1.3	1.6	1.3
民間需要	%	0.8	1.3	2.0
民間最終消費支出	%	0.7	1.2	1.3
民間住宅	%	6.6	1.6	0.9
民間企業設備	%	2.5	2.8	4.3
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	▲0.4	▲0.2	0.1
公的需要	%	▲0.4	1.0	0.2
政府最終消費支出	%	0.4	0.7	0.7
公的固定資本形成	%	▲3.2	2.1	▲1.6
輸出	%	3.2	5.4	4.8
輸入	%	▲1.3	3.0	5.8
国内需要寄与度	ポイント	0.5	1.3	1.7
民間需要寄与度	ポイント	0.6	1.0	1.6
公的需要寄与度	ポイント	▲0.1	0.3	0.1
海外需要寄与度	ポイント	0.8	0.4	▲0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲0.2	0.2	0.8
国内企業物価(前年比)	%	▲2.4	2.7	2.4
全国消費者物価(＃)	%	▲0.3	0.7	1.1
完全失業率	%	3.1	2.8	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	1.2	5.1	4.9
経常収支	兆円	20.2	21.4	20.4
名目GDP比率	%	3.7	3.9	3.6
為替レート	円/ドル	108.4	112.3	115.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲0.04	▲0.05	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	▲0.05	0.05	0.09
通関輸入原油価格	ドル/バレル	47.3	52.6	55.0

(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
 (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。

	単位	2016年度 通期	2017年度		2018年度			
			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	0.9	1.3	0.6	0.9
民間需要	%	0.8	1.3	0.8	0.8	2.0	1.0	1.6
民間最終消費支出	%	0.7	1.2	0.6	0.3	1.3	0.7	1.0
民間住宅	%	6.6	1.6	1.1	▲1.6	0.9	▲0.0	3.3
民間企業設備	%	2.5	2.8	0.8	2.2	4.3	2.0	3.1
公的需要	%	▲0.4	1.0	1.3	▲0.6	0.2	0.2	0.4
政府最終消費支出	%	0.4	0.7	0.5	0.1	0.7	0.4	0.4
公的固定資本形成	%	▲3.2	2.1	4.5	▲3.7	▲1.6	▲0.7	0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲3.1	▲1.1	▲1.7	▲0.5	▲2.1	▲1.2	▲3.0
輸出	%	3.2	5.4	1.5	3.5	4.8	2.3	2.6
輸入	%	▲1.3	3.0	1.3	0.6	5.8	3.0	4.8
内需寄与度(前期比)	%	0.5	1.3	1.0	0.5	1.7	0.8	1.1
民間需要(＃)	%	0.6	1.0	0.6	0.6	1.6	0.8	1.0
公的需要(＃)	%	▲0.1	0.3	0.3	▲0.1	0.1	0.0	0.1
外需寄与度(＃)	%	0.8	0.4	0.0	0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.3
デフレーター(前年比)	%	▲0.2	0.2	▲0.2	0.5	0.8	0.8	0.8
完全失業率	%	3.1	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	1.2	5.1	2.4	2.6	4.9	2.4	2.4
住宅竣工戸数(年率換算)	万戸	97.5	95.1	97.9	92.3	98.0	95.0	101.0
経常収支	兆円	20.2	21.4	10.9	10.5	20.4	10.1	10.3
貿易収支	兆円	5.7	4.8	2.3	2.5	4.6	2.3	2.3
外国為替レート	円/ドル	108.4	112.3	111.0	113.5	115.0	115.0	115.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	47.3	52.6	51.5	53.8	55.0	55.0	55.0

	単位	2016年度 通期	2017年度		2018年度			
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.1	1.8	1.4	2.2	2.2	2.2	2.2
実質GDP	%	1.3	1.6	1.6	1.7	1.3	1.3	1.4
民間需要	%	0.8	1.3	1.0	1.6	2.0	1.8	2.3
民間最終消費支出	%	0.7	1.2	1.2	1.1	1.3	1.1	1.5
民間住宅	%	6.6	1.6	3.3	▲0.1	0.9	▲1.2	3.0
民間企業設備	%	2.5	2.8	2.9	2.9	4.3	4.0	4.5
公的需要	%	▲0.4	1.0	0.8	1.0	0.2	▲0.1	0.6
政府最終消費支出	%	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
公的固定資本形成	%	▲3.2	2.1	1.6	1.9	▲1.6	▲3.2	▲0.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲3.1	▲1.1	▲1.7	▲0.5	▲2.1	▲1.2	▲3.0
輸出	%	3.2	5.4	6.7	4.3	4.8	5.1	4.5
輸入	%	▲1.3	3.0	3.3	2.7	5.8	4.4	7.1
国内企業物価(前年比)	%	▲2.4	2.7	2.5	2.8	2.4	2.4	2.5
全国消費者物価(＃)	%	▲0.3	0.7	0.5	0.8	1.1	1.0	1.2
完全失業率	%	3.1	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	1.2	5.1	5.2	5.1	4.9	5.0	4.8

(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	%	1.0	0.1	0.0	0.5	▲0.0	0.6	0.6	0.7	0.4	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	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
(年率換算)	%	2.1	2.0	0.9	1.6	1.0	2.6	1.4	1.7	1.1	1.1	1.4	1.5	1.7
民間需要	%	▲0.2	1.0	▲0.2	0.3	0.2	0.7	0.0	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8
民間最終消費支出	%	0.3	0.1	0.4	0.1	0.4	0.7	▲0.5	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
民間住宅	%	0.9	3.2	2.9	0.3	0.9	1.1	▲0.9	▲0.5	▲0.5	0.0	0.5	1.5	2.5
民間企業設備	%	▲0.1	1.4	▲0.1	1.9	0.5	0.5	0.2	1.5	0.8	1.0	1.1	1.2	1.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲0.3	0.4	▲0.5	▲0.2	▲0.2	0.0	0.2	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	1.2	▲1.3	0.2	▲0.5	0.0	1.6	▲0.6	0.0	▲0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
政府最終消費支出	%	1.5	▲1.4	0.3	0.0	▲0.0	0.6	▲0.1	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲0.1	▲0.7	▲0.4	▲2.7	0.1	5.8	▲2.5	▲1.0	▲0.5	▲0.5	0.0	0.5	0.5
輸出	%	▲0.1	▲0.8	2.1	3.0	1.9	▲0.2	1.5	1.4	1.2	1.2	1.0	1.0	1.2
輸入	%	▲2.0	▲1.3	0.1	1.2	1.4	1.4	▲1.6	1.5	1.4	1.5	1.5	2.0	2.5
国内需要寄与度	%pt	0.2	0.4	▲0.1	0.1	0.1	0.9	▲0.2	0.5	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
民間需要寄与度	%pt	▲0.1	0.7	▲0.2	0.2	0.1	0.5	0.0	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
公的需要寄与度	%pt	0.3	▲0.3	0.0	▲0.1	0.0	0.4	▲0.2	0.0	▲0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.4	0.1	0.4	0.3	0.1	▲0.2	0.5	▲0.0	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.4	▲0.1	▲0.0	▲0.8	▲0.4	0.1	0.3	0.8	0.8	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	3.0	2.7	2.5	2.3	2.4	2.5
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	1.0	1.1	1.3
完全失業率	%	3.2	3.2	3.0	3.1	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	▲0.9	0.3	1.6	1.8	0.2	2.1	0.4	2.0	0.8	1.2	1.5	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	4.8	6.1	5.3	5.2	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	4.5	3.9	3.8	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	111.0	113.0	114.0	115.0	115.0	115.0	115.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.03	▲0.05	▲0.05	▲0.04	▲0.04	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	▲0.12	▲0.13	▲0.01	0.07	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.08	0.09	0.10
適関輸入原油価格	\$/バレル	33.6	41.5	46.4	46.0	55.4	53.4	49.6	52.5	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0

(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)

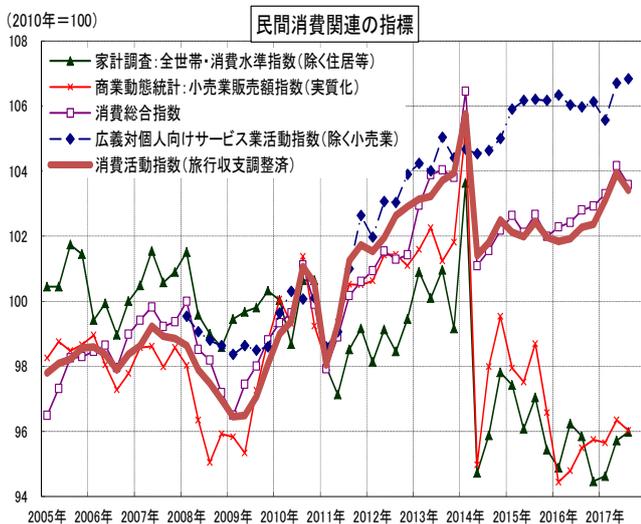
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

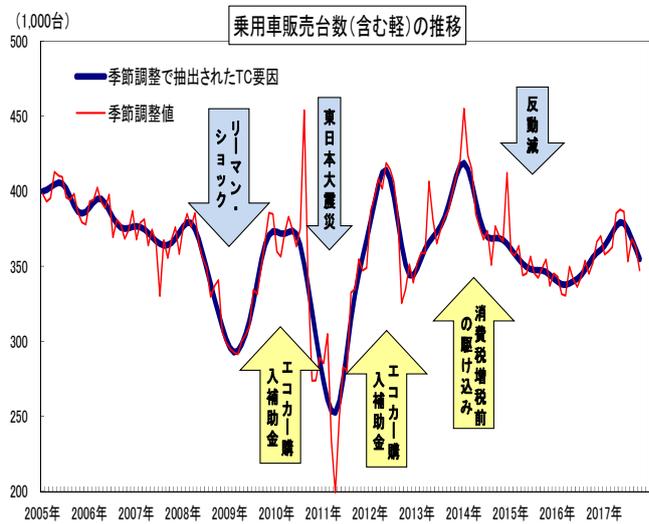
23

民間消費

- 16年夏に低下した消費性向は、その後1年かけて落ち込む前の水準に回復、その過程で消費は上振れたが、17年夏場以降は再び消費性向が低下しており、7~9月期の消費抑制につながった
- 17年秋以降、乗用車販売台数が減少に転じる
 - ・ しばらくは無資格検査問題の影響が出る可能性も
- 労働需給の逼迫によって賃金上昇率が徐々に高まり、先行きの消費を下支えするものの、政府・与党の所得税増税方針もあり、回復ペースは緩やかと予想
- 実質民間最終消費支出は17年度:前年度比1.2%、18年度は同1.3%と予測



(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



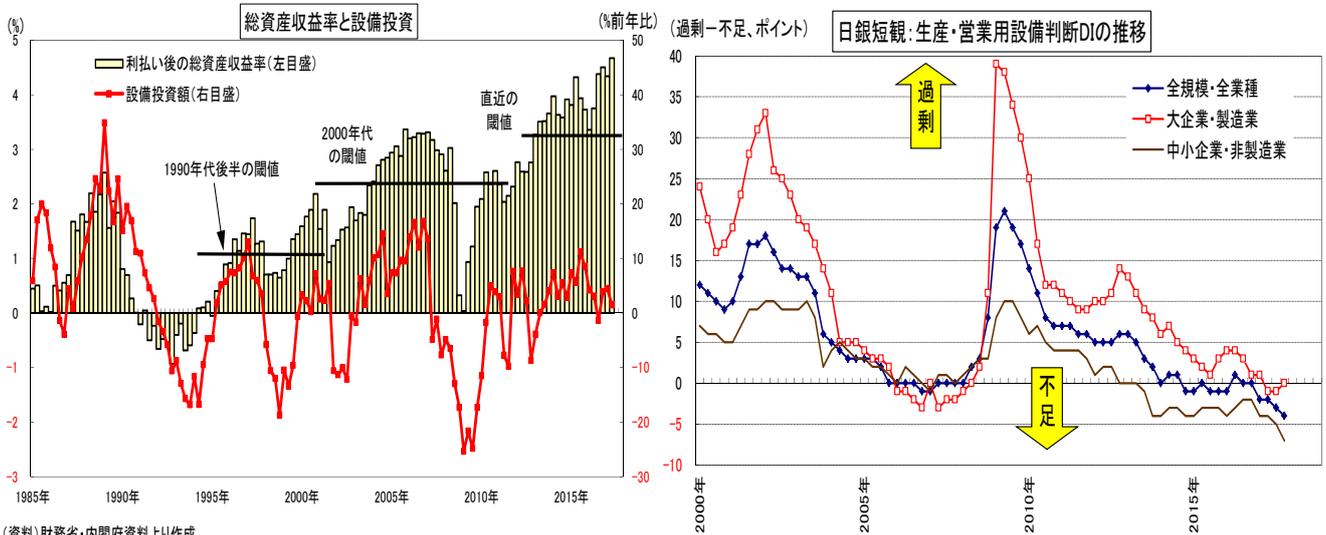
(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所作成(備考)季節調整済(X-12-ARIMA)

農林中金総合研究所

24

● 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)は十分高く、かつ経営者マインドも堅調であり、設備投資環境は良好
- 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、設備投資需要は今後とも堅調に推移すると予想
- 実質民間企業設備投資は、17年度:前年度比2.8%、18年度は同4.3%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

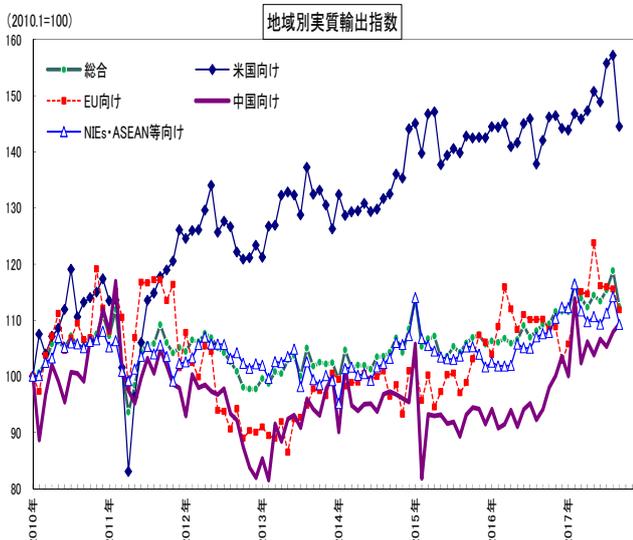
(資料)日本銀行 (注)最後の期はその直前の期における見通し

農林中金総合研究所

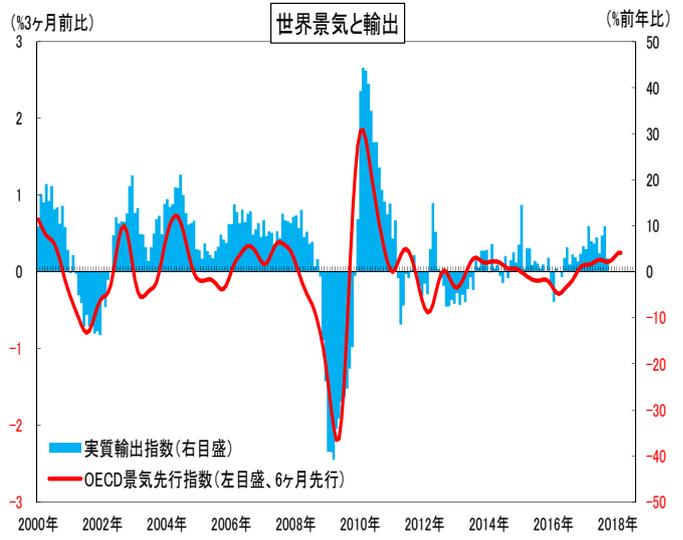
25

● 輸出入動向

- 世界経済は新興国経済が主導する形で着実な回復基調をたどると予想されることから、輸出も緩やかな増加ペースを継続(17年度は前年度比5.4%、18年度は同4.8%)
- 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3.0%、18年度は同5.8%)
 - ・ 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する見込み



(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



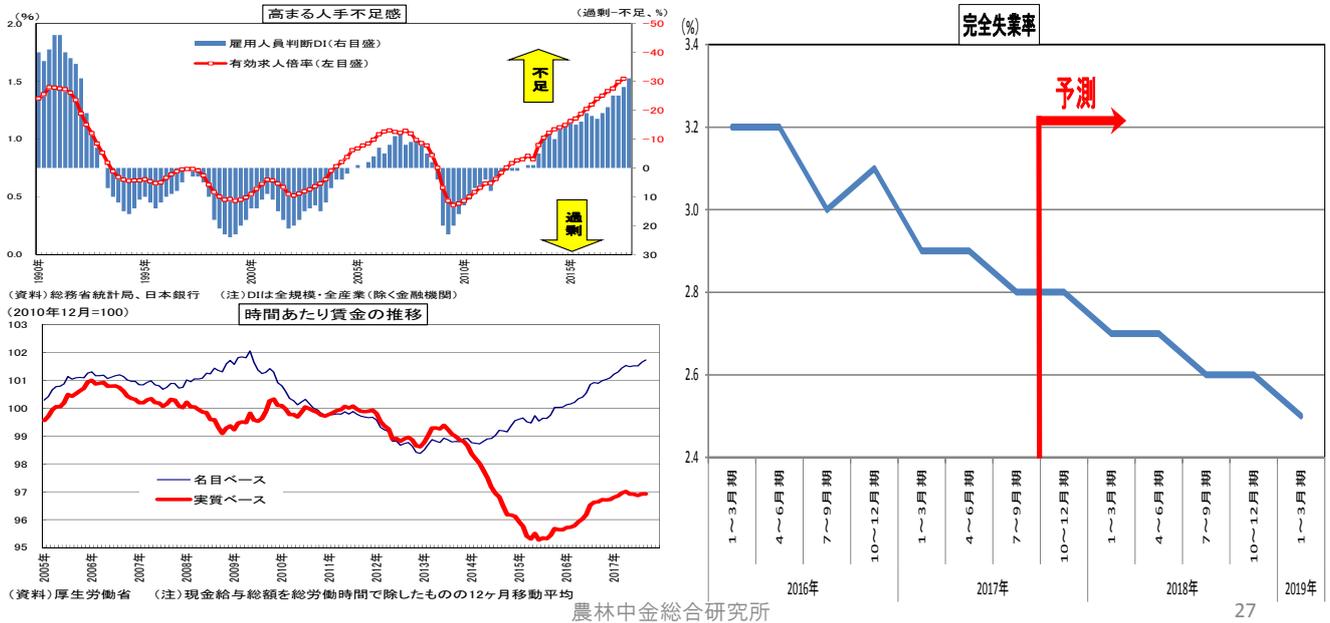
(資料)OECD、日本銀行 (注)OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

農林中金総合研究所

26

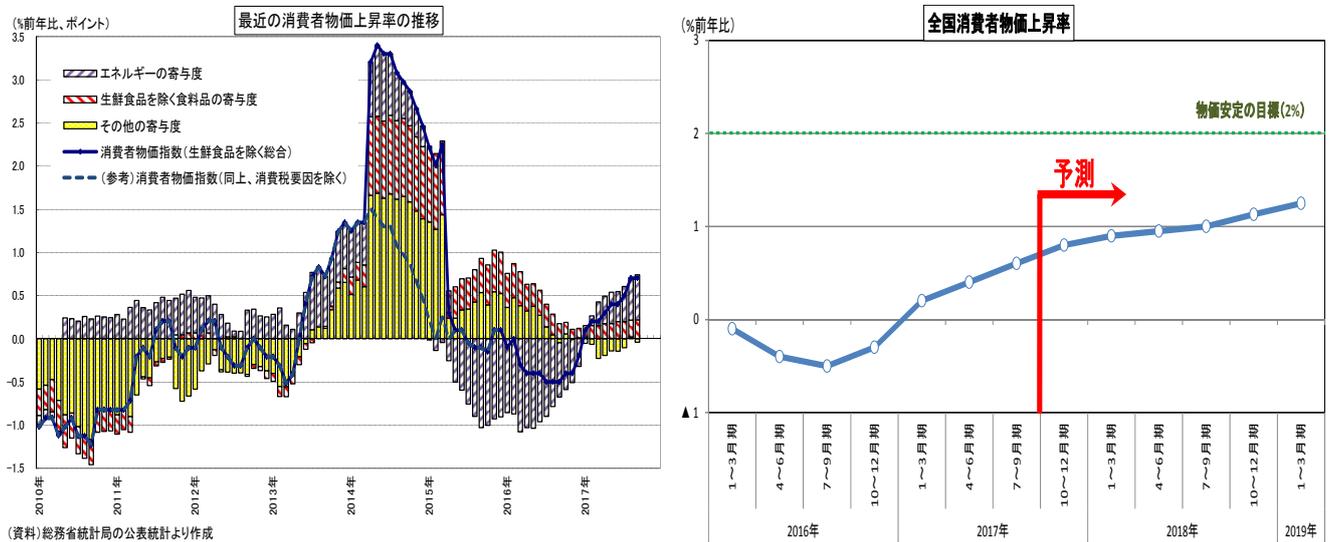
● 雇用情勢

- 景気改善を受けて、企業の人手不足感は強まっている一方、労働供給の余力も乏しくなりつつあり、今後とも労働需給は逼迫方向に推移する
- 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・ポスト団塊世代の労働市場からの退出などを考慮すると、賃上げ率は徐々に高まっていく方向
- 失業率は、17年度は2.8%、19年度は2.6%と、緩やかな低下傾向が続くと予測



● 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出尽くしているほか、携帯電話機の値下がり物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(10月:前年比2.0%)、先行き消費者物価に波及していくとみられる
- 労働需給の引き締まり、消費の持ち直しにより、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1.1%と予測、19年1~3月期には同1.3%まで上昇するが、日銀が目標とする前年比2%はまだ遠い



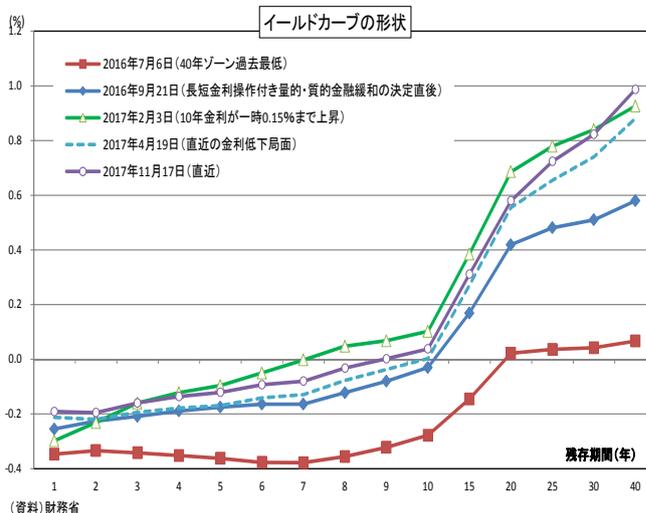
5 金融政策の見通し

- 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
 - 金融仲介機能などに配慮し、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、保有残高の年間増加ペースは「80兆円をめぐ」との記述は残っている
 - 日本銀行は、金融緩和とは「実質利子率を自然利子率以下に誘導すること」と再定義している模様
 - 金利上昇局面では、指値オペ、固定金利オペ、国債買入れ額増額などを駆使して対応
 - 日本銀行の国債保有シェアは18年度中には50%超になる可能性

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 (実績)	17年10月末 (実績)	今後の年間 増加ペース
マネタリベース	138	202	276	356	437	518	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	412	+約80兆円をめぐ
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	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	16.1	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.44	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	48	-
その他も資産計	158	224	300	383	476	518	
銀行券	87	90	93	98	102	102	
当座預金	47	107	178	253	330	370	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	518	

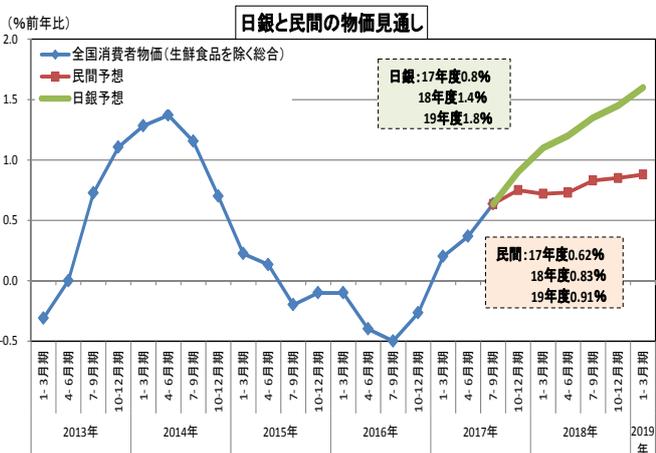
(資料)日本銀行 (注)長期国債は16年10月末から63兆円の増加



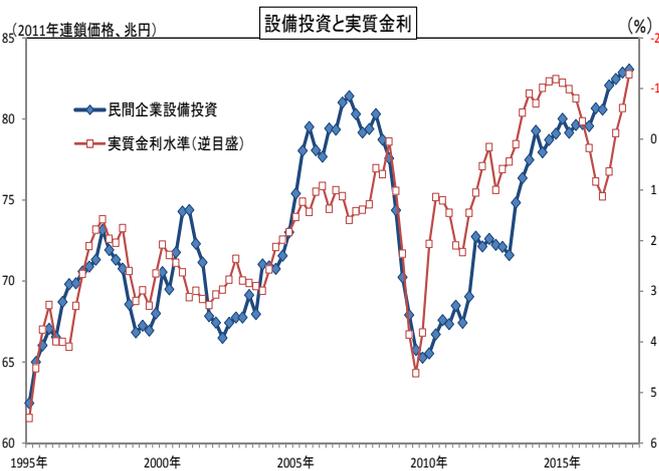
農林中金総合研究所

29

- 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押下げることができたが、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を期待している
- 9月の金融政策決定会合以降、1人の政策委員が追加緩和の必要性を訴えているが、今後の物価動向次第では追加緩和派が増える可能性も
- 一方で、FRBの金融政策正常化、ECBの買入れ減額など、他の先進国・地域の金融政策は出口に向かいつつあるなか、日銀が大規模緩和を続けることを危惧する意見も
 - 過度の低金利状態が長期化すれば、経済・金融システムに悪影響を与えることも



(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(11月)を使用、日銀予想は展望レポート(10月)より作成。



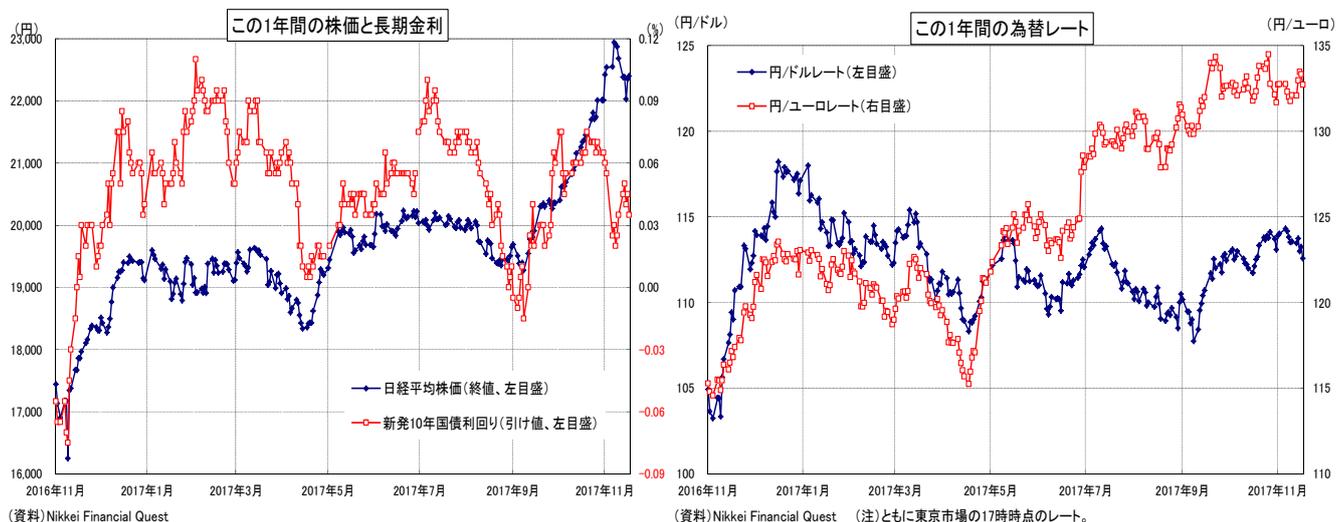
(注)実質金利水準は残存5年の国債利回りから民間設備投資デフレターの前年比上昇率を差し引いて作成

農林中金総合研究所

30

6 金融市場の見通し

- 北朝鮮情勢など地政学的リスクが残るが、内外経済の堅調さ、良好な企業決算を背景に、米国株式市場は断続的に史上最高値を更新、円安傾向との相乗効果や総選挙での与党圧勝が好感され、日経平均株価は一時23,000円台を回復、約26年ぶりの高水準まで上昇
- 日本以外のG7中央銀行は金融緩和策からの転換を図りつつあり、その影響が注目される
 - FRB: 既に4回の利上げに加え、バランスシート縮小を開始
 - ECB: 18年1月から9月までの資産買入れ額を月300億ユーロに半減、終了時期はオープンエンド
 - BOE(イングランド銀行): 11月に10年ぶりの利上げを決定
 - BOC(カナダ銀行): 7月に7年ぶりの利上げ、9月に追加利上げ



農林中金総合研究所

31

- 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、概ね「0.0~0.1%」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%)から大きく外れる可能性は小さいが、超長期ゾーンには継続的に上昇圧力がかかる
- 株価
 - 日経平均株価は23,000円台を回復した後、スピード調整で1,000円超の下落
 - 先行きは、内外経済の改善基調継続を前提に再び上値を追う展開に
- 為替レート
 - 日本と他の先進国・地域の金融政策の方向性に乖離しつつあるため、一定の円安圧力が発生している
 - ただし、地政学的リスクが根強いほか、トランプ米大統領による経常黒字国批判などが強まる可能性もあり、一方的な円安進行はない

金利・為替・株価の予想水準

年/月	2017年		2018年			
	11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	-0.048	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0630	0.05~0.07	0.05~0.07	0.05~0.08	0.05~0.08	
国債利回り (%)	10年債	0.035	0.00~0.15	0.00~0.15	0.00~0.15	
	5年債	-0.120	-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)	112.6	105~118	105~118	105~118	105~118
	対ユーロ (円/ユーロ)	132.7	125~140	125~140	125~140	125~140
日経平均株価 (円)	22,396	22,500±1,500	22,750±1,500	23,000±1,500	23,250±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11月17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。

農林中金総合研究所

32

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、投資のご判断等をご自身でお願い致します。

金融市場

当社のホームページのアドレス <http://www.nochuri.co.jp>

2017年12月号 第28巻 第12号・通巻325号

編集・発行 (株)農林中金総合研究所 〒151-0051 東京都渋谷区千駄ヶ谷5-27-11 アグリスクエア新宿
03 (6362) 7700 (代表)
03 (6362) 7757 (調査第二部)
03 (3351) 1154 (FAX)

印刷所 (株) 騰栄社