

# 金融市場

## 潮流

「私をスキーに連れてって」から30年 … 1

## 情勢判断

### 国内経済金融

国内景気は市場の混乱を乗り越えて拡大継続と予想  
～バブル期以来の8四半期連続のプラス成長を達成～ … 2

### 海外経済金融

政策期待に支えられ、底堅さを維持する米国経済  
～株式市場は一時調整入り～ … 12  
懸念される米中貿易摩擦の激化  
～18年の成長率は再び小幅減速と予想～ … 16

## 分析レポート

金融政策の正常化を織り込み始めたユーロ圏  
～金利やユーロの上昇の中で厳しさが増すイタリア情勢～ … 20

## 経済見通し

2017～19年度経済見通し … 24

## 分析レポート

県民経済計算でみる地域別の経済動向 (3)  
～県内総生産(支出側)に注目して～ … 40  
2016年度の協同組織金融機関の決算と今後の戦略 … 44

# 2018.3

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

## 「私をスキーに連れてって」から30年

調査第二部副部長 南 武志

朝夕、通勤で利用するJR代々木駅の構内には毎年恒例「JR SKISKI」のポスターが貼られている。近年は広瀬すずさん（2014年度）、本田翼さん（2012年度）ら人気の若手女優がイメージキャラクターに起用されていたが、今シーズンは30年前に公開された映画「私をスキーに連れてって（以下、私スキ）」の原田知世さんと三上博史さんがキャスティングされている。映画公開当時、四全総やリゾート法制定などでリゾートブームが始まりつつあったこと、超低金利（当時の公定歩合は2.5%と歴史的にも国際的にも最低水準だった！）などによって時代はバブル形成期だったことも相まって、空前のスキーブームが到来した。当時大学生だった筆者も12月と3月は、大学の寮があった妙高高原（池の平、赤倉）で悪友とスキーに明け暮れた。スキーブームの終焉や年齢を重ねるとともに、スキーをする仲間はいぶ減ったが、筆者は今も冬季の週末はかなりの頻度で「私スキ」の主要な舞台である志賀高原まで出かけて楽しんでいる。ちなみに交通手段はJRではないが。

アベノミクスは6年目に入ったが、国内景気は改善基調をたどっており、労働市場は需給が引き締まりつつある。一部の業種は人手不足が懸念されているが、スキー場なども例外ではないらしい。多くのスキーリゾートでは繁忙期は季節アルバイトで労働力を調達するが、最近ではそれが十分集まらず、スキー場やスキー宿は苦戦しているようだ。そのせいか、志賀高原でも動かないリフトが散見される（今シーズンは発哺ブナ平のリフトが止まっているようだ）。

さて、最近では外国人スキーヤーも増えているが、日本の雪はJAPOW（JAPAN + POWDER、ジャパウ）として大人気らしい。また、志賀高原の麓にはニホンザルが温泉につかりに来ることで有名な地獄谷野猿公苑があり、スノーモンキー（雪猿）として一大観光スポットとなっている。

こうした貴重な観光資源とともに、東京オリンピック・パラリンピック招致の合言葉として一時流行した「おもてなし」は、外国人旅行客の心をつかむと思われる。しかし、人手不足の時代に「おもてなし」が定着するには、それに応じた料金設定をしなくてはならない。昨今、サービス産業における生産性の低さが問題視されているが、値段に見合わないサービスの「過剰」提供がサービス産業の低生産性をもたらしてきたという一面もあることは否定できない。対価を伴わない良質なサービスは、受益者にはうれしいことであり、提供者も中長期的な「見返り」を期待してのものかもしれないが、その事業が継続しなければ意味を為さない。「おもてなし」に適正な価格設定をして、しっかりと収益を上げることが重要だ。

デフレ全盛期には、牛丼、ハンバーガーの各チェーンが低価格競争に明け暮れ、値上げをすると客足が遠のく、ということを繰り返した。しかし、もはや時代は人手不足の時代となっており、人件費を圧縮して利益を捻出するのは難しくなっている。経済の好循環を実現するには、適度な賃上げが不可欠となってきた。ベースアップという単語が死語となった時期もあったが、労働生産性の上昇分は本来労働者が得るものであり、それをしなかったからデフレが続いたのである。

「私スキ」の時代と同様、1月までの株価はバブル後の最高値を更新するなど、堅調であった。日本銀行が年間6兆円のペースでETFをせっせと買い入れているせいもあるだろうが、デフレ脱却期待もあるだろう。さて、「歴史は繰り返す」らしいが、最近の株価はバブルだったのだろうか？

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 国内景気は市場の混乱を乗り越えて拡大継続と予想

### ～バブル期以来の8四半期連続のプラス成長を達成～

南 武志

#### 要旨

世界経済の持ち直しが継続するなか、国内景気も改善を続けている。輸出増などを背景に、企業設備投資は自律的な拡大局面に入っている。12月の景気動向指数からは、CI一致系列がバブル期の水準を上回り、過去最高を更新した。なお、10～12月期の実質GDPは年率0.5%と冴えない数字であったが、民間最終需要が増加に転じたほか、バブル期に次ぐ8四半期連続のプラス成長を達成するなど、実態的には悪くない内容だ。先行きも、景気拡大が継続すると思われ、18年も潜在成長率を上回る成長が続くと予想される。

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。政府は黒田日銀総裁を続投させる方針を示したが、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「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するだろう。ただし、物価上昇率がある程度高まってくれば、現行政策の調整に乗り出す可能性も否定できない。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2018年					
	2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.048	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0680	0.06~0.07	0.06~0.08	0.06~0.08	0.06~0.10	
国債利回り	10年債 (%)	0.050	0.00~0.15	0.00~0.15	0.00~0.15	0.00~0.25
	5年債 (%)	-0.105	-0.15~0.00	-0.15~0.00	-0.15~0.00	-0.10~0.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	107.5	103~110	105~115	105~115	100~112
	対ユーロ (円/ユーロ)	131.9	128~140	125~145	125~145	125~145
日経平均株価 (円)	21,736	22,250±1,500	23,500±1,500	24,000±1,500	24,500±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2018年2月22日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### 市場の混乱は一時的と予想

1月の米雇用統計が良好な内容であったことが仇となり、2月に入ってから世界的に金融資本市場は不安定な状況となった。S&P500を対象とするオプション取引のボラティリティを基に算出されるVIX指数(注1)は一時50を上回り(2月6日)、15年8月に起きたチャイナ・ショック(VIX指数は一時53台)以来の水準となった。

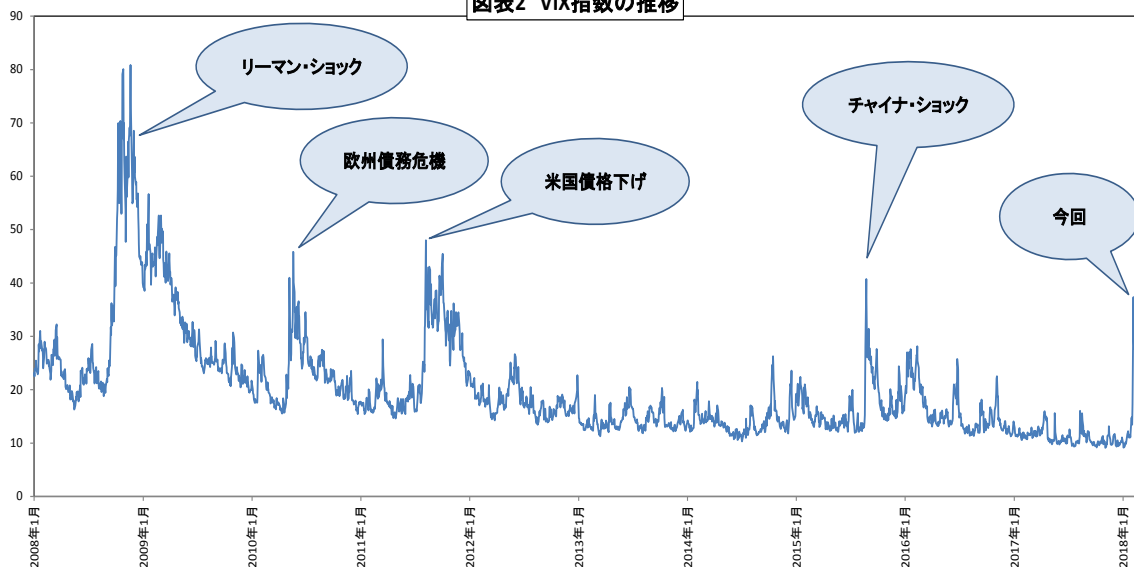
この数ヶ月、大きな調整もなく、株価が堅調に推移していたところに、それを支えてきた「低インフレ・低金利」が崩れることへの警戒が強まったということであろう。たしかに、米国の主要株価指標が史上最高値を更新していく姿は、金融相場と

業績相場が同時並行的に起きていたかのような動きでもあった。しかし、足元の賃金・物価の動きは、出遅れていたものがようやく動き始めたという程度のものであり、利上げペースを上げて景気過熱を沈静化させなければならない、というのとは次元が異なる。確かに、金融相場は終焉するのだろうが、トランプ減税とともに、賃金上昇による所得増は当面の消費を下支えしていくものと思われる。

こうした市場の混乱が長引けば、企業業績への懸念から、設備投資マインドを慎重化させたり、賃上げムードに水を差したりと、経済への悪影響も懸念されるが、じきに市場は落ち着くものと思われる。

(注 1) 恐怖指数とも呼ばれ、数値が高いほど投資家が相場の先行きに不透明感を抱いているとされる。17年2月～18年1月は概ね10台前半で推移。

図表2 VIX指数の推移



(資料) Bloomberg

## 黒田日本銀行総裁は再任へ

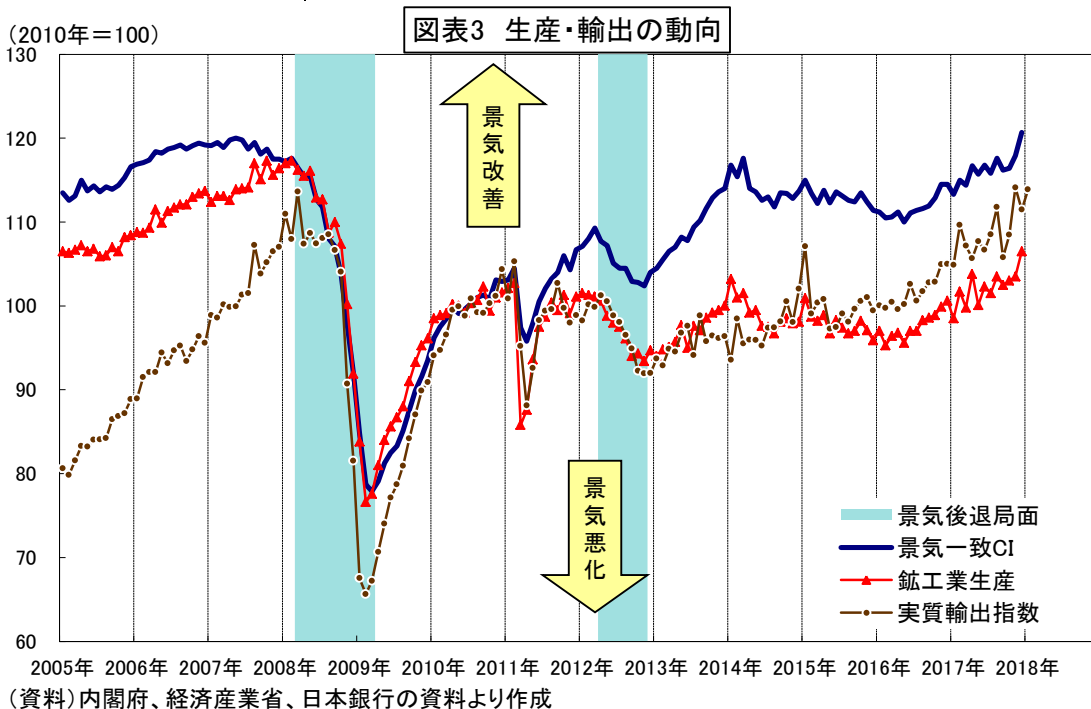
また、日本銀行の実施してきた大規模な金融緩和策も近い将来、引き締め方向に調整されるのではないかと、その思惑も浮上、米国の金利上昇に歩調を合わせる格好で、国内の長期金利にも上昇圧力が加わり、為替レートも円高気味の展開となった。

こうしたなか、4月8日に任期切れを迎える日銀総裁人事が目ざされてきたが、2月9日に政府は黒田東彦総裁を続投させる方針との報道が流れ、実際16日に副総裁候補(雨宮正佳氏(日銀理事)、若田部昌澄氏(早稲田大学教授))とともに黒田総裁再任という人事案が衆参両院の議院運営委員会に提示された。もちろん、衆参とも与党が過半数を占めているだけに、

国会からの同意は得られると思われる。

この人事案は市場関係者にとってサプライズはなかった。「黒田総裁の続投」は既にコンセンサスになっていたほか、5年間の異次元緩和をサポートしてきた雨宮理事の昇格、岩田副総裁に変わるリフレ派経済学者の登用はいずれも有力視されていた内容であり、基本的には現行路線を継承していくものとみられる。とはいえ、過去に若田部早大教授は国債買入れを強化すべきことを主張した経緯もあることから、執行部の一員でありながら、一線を画し、追加緩和を主張する片岡審議委員と共闘を組む可能性もないわけではない。18年度前半にかけて想定される物価上昇率の足踏み場面で、他のリフレ派政策委員がそれにどう反応するか注目される。また、物価安定目標を達成する前の政策調整にも難色を示すことも十分予想される。

なお、黒田総裁の「次の5年」は、長年の懸案であるデフレ脱却を完全に成し遂げ、かつ異次元緩和からの撤退を混乱なく進めることが課題となると思われる。



### 景気の現状：長期にわたる景気拡大

国内景気は長期にわたって景気拡大局面をたどっている。12月の景気動向指数によると、CI一致指数は120.7と前月から+2.8ポイントと3ヶ月連続の上昇、これに基づく基調判断は「改善」で据え置かれた。水準としては直近ピーク（07年5月の120.0）を上回ったばかりか、バブル期のピーク（90年10月の

**10～12月期は低成長ながらも実態はむしろ改善**

**18年度下期には「景気天井」に接近か**

**物価動向：上昇ペースは依然緩やか**

120.6) をも上回り、過去最高値を更新している。

基本的に、海外経済が緩やかながらも着実な経済成長を達成する中、輸出は増加基調を維持（中華圏の旧正月要因が含まれているとはいえ、1月の実質輸出指数は10～12月平均を2.3%上回った）しているほか、12月の鉱工業生産は前月比2.9%の上昇で、リーマン・ショック直後の08年10月に迫る水準まで回復してきた。12月の機械受注（船舶・電力を除く民需、以下コア機械受注）は不調だったが、1月の工作機械受注（内需）は増加傾向をたどっているほか、資本財出荷も底堅く推移しており、設備投資は自律的拡大局面に入っているとの認識を改める必要性は感じられない。

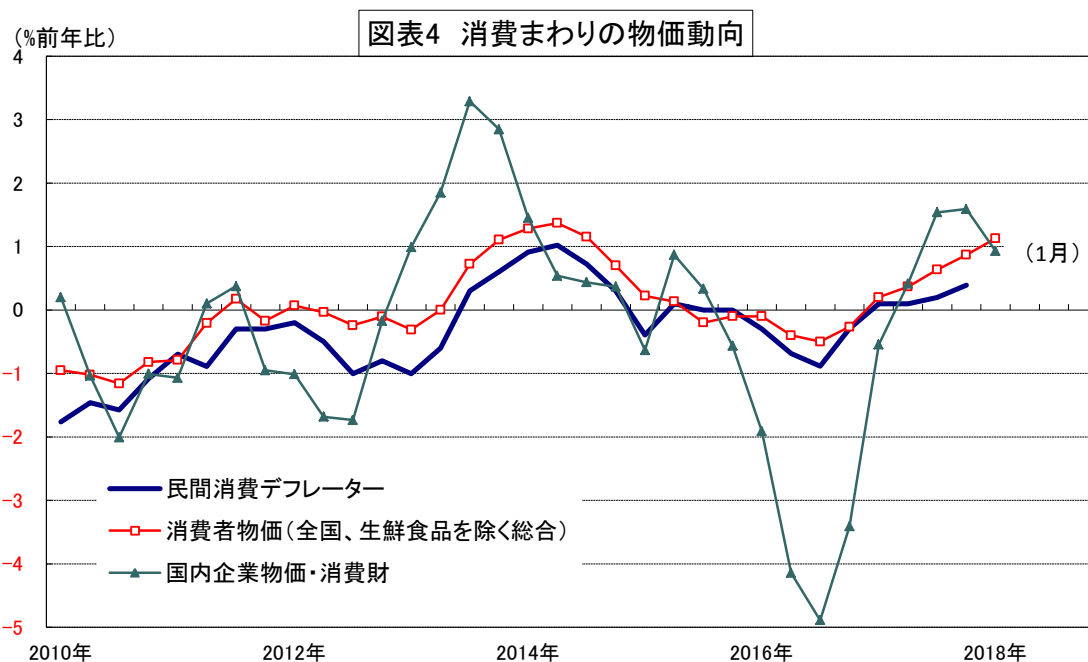
一方、10～12月期の実質GDP成長率は年率0.5%と、同2%台の成長であった17年度上期から大幅に鈍化したほか、1%弱と目される潜在成長力をも下回るなど、冴えない数字となった。しかし、7～9月期に減少した民間消費が増加に転じ、それに伴う民間在庫の圧縮や輸入の増加が成長率を抑制する格好となったことを考慮すると、実態はむしろ改善していると評価できる。ちなみに、プラス成長の期間は8四半期連続となり、バブル期にあたる「1986年4～6月期から89年1～3月期」の12四半期連続に次ぐ長さとなった。

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、設備投資環境は良好である。また、労働需給の引き締めを受けた賃金上昇が消費持ち直しを下支えしていくと思われる。当総研では10～12月期の1次QE発表を受けて、「2017～19年度経済見通し」（後掲レポートを参照のこと）を取りまとめたが、輸出増を背景とした民間最終需要が主導する格好での成長が続き、17年度は1.7%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。ただし、18年度下期にはいわゆる「景気天井」に接近し、ソフトランディングに向けた動きが始まると思われるが、19年10月に予定する消費税率引上げを控えた駆け込み需要がその動きを覆い隠す可能性があるだろう。

1月の全国消費者物価指数によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合」は前年比0.9%と、17年入り後にプラスに転じた後、

緩やかにプラス幅を拡大させてきた物価上昇率であったが、1%を目前に足踏みした。一方、「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同 0.4%へ上昇率を高めたものの、これまでの原油高に伴うエネルギー価格上昇が主な押し上げ要因であることに大きな変化はなく、消費増による需給改善効果はなお乏しい。また、消費者物価の財価格の上流に位置する企業物価・消費財価格（1月）は前年比 0.9%、うち輸入品は同▲0.1%と8ヶ月ぶりに下落に転じるなど、16年11月以降の円安進行に伴う輸入品価格の値上げ圧力はすでに一巡している。

先行きについては、エネルギー・円安による物価押し上げ効果が徐々に弱まるとみられるが、代わって労働需給の逼迫に伴う人件費増加分の価格転嫁が進み、かつ消費持ち直しに伴う需給改善が物価上昇圧力を徐々に高めていくものと思われる。しばらく物価は1%に満たない上昇率で推移するものの、18年度半ば以降は1%台で推移し始めると予想する。

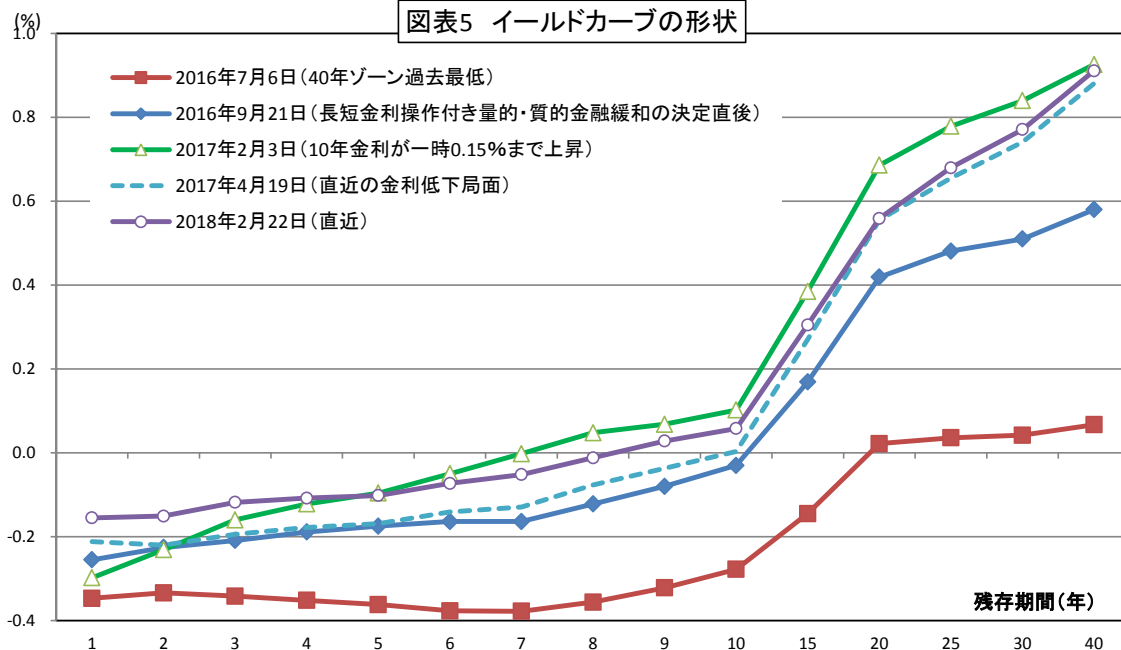


**金融政策：現行政策を粘り強く継続**

1月22～23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。これにより、マイナス金利政策は2月16日には3年目に入っている。現行政策は、16年9月の「総括的な検証」で指摘した「イールドカーブの過度の低下、フラット化は、経済活動に悪影響を及ぼす可能性がある」

ことへの反省も込めて、長期金利の操作目標を付加して運用されてきた。それでも長短金利差は極めて小さく、金融機関経営などに悪影響を及ぼしてきたことは否めない。そのため、金融仲介機能を経由した金融緩和効果は十分発揮できているわけではないようにも思われる。

図表5 イールドカーブの形状



(資料)財務省

## 18年度には金融政策修正の可能性も

他の先進国・地域の中央銀行が利上げや緩和縮小などに着手していることもあり、日銀も近々「出口」に向けた政策調整に着手するのではないか、との見方が浮上した。一方で、4月以降も続投する見込みの黒田総裁は「出口戦略についての時期尚早な表明は、市場に対して攪乱要因になる恐れがある」と、「出口」に関する議論を封印しており、粘り強く現行政策を継続する構えを崩していない。

実際、QQE+YCCによって、下落状態であった消費者物価は前年比1%近くまで高まっており、現在のモメンタムを維持するために「余計」なことはしたくないという思いは強いと思われる。しかし、デフレ下で導入された現行政策の枠組みが、物価が1%近くまで上昇している状況でも最適なものであるかどうかは検証の余地がある。

現行の金融政策の根幹には、実質金利の水準をマイナス状態にある可能性のある自然利子率以下に押し下げることで、实体经济を幅広く刺激していくという考えがある。こうした枠組み



## 金融市場：現状・見通し・注目点

### 長期金利は小幅プラスで推移

の中で、金融仲介機能をより発揮させるため、実質金利のマイナス状態を確保した上で、一定の長短スプレッドを確保すべく、長期金利の操作目標を若干引き上げるといった選択はあるのではないだろうか。

早ければ、物価上昇率が前年比 1%台で定着し始める可能性がある 18 年度下期にもそのような検討を始めるタイミングが来る可能性があるだろう。

世界経済は当面底堅く推移するとの見方が強く、18 年入り後の内外株式市場は総じて上値を追う展開となったが、冒頭でも触れたとおり、堅調な米雇用統計の公表により、米連邦準備制度の利上げが想定を上回るペースで実施されるとの思惑が高まり、米国発の世界同時株安となったほか、米長期金利も上昇した。一方、リスクオフの円高も進行するなど、国内景気への先行き懸念も一時浮上した

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

#### ① 債券市場

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、その後は同 80 兆円増のペースとなったが、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、9 月末時点で日銀の国債保有シェアは 42.2%に達したほか、営業毎旬報告（2 月 20 日時点）では日銀の国債保有残高は 427 兆円まで積み上がっていることが確認できる。その結果、国債需給は基本的に引き締まっており、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。

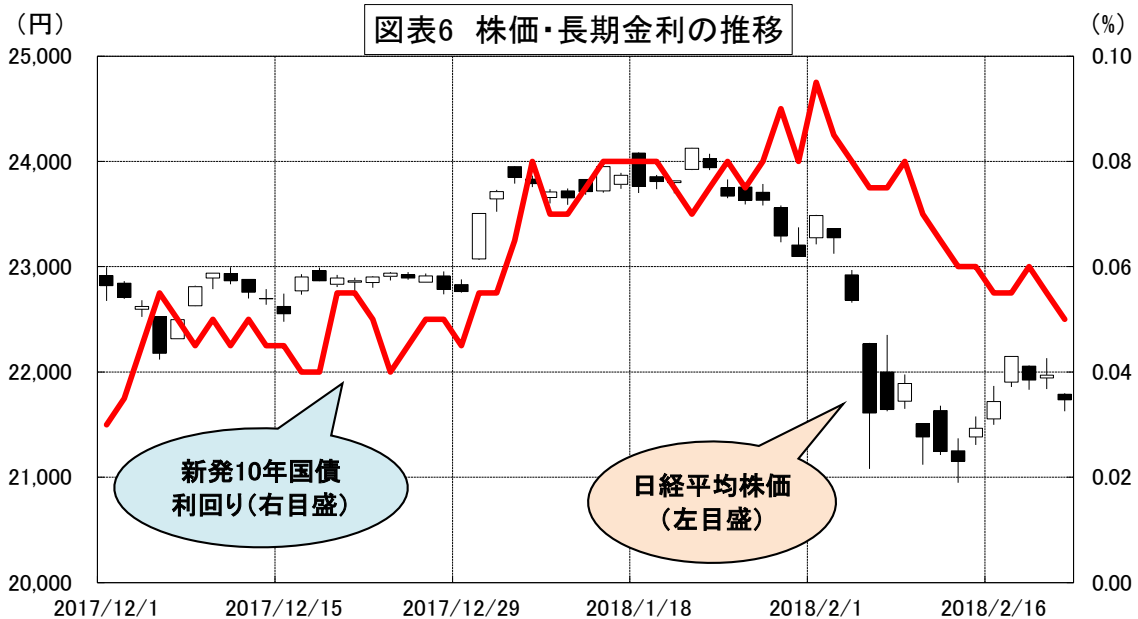
16 年 11 月のトランプ相場開始とともに、約 8 ヶ月にわたってマイナスで推移してきた長期金利は再びプラス圏に浮上、17 年中は 9 月上旬を除き、概ねプラス圏での展開となった。時折、海外（特に米国）の金利上昇につられて国内の金利上昇圧力が高まる場面もあるが、日銀は「10 年ゼロ%」と設定した長期金利操作目標を死守すべく、指値オペや国債買入れ額の増額などで上昇抑制に努めてきた。こうした中、1 月には国債買入れオペで超長期ゾーンの買入れ額を減額したことを契機に、日銀の緩和縮小観測が浮上、国内金利には上昇圧力が掛かり始めた。

## 長期金利は当面ゼロ%近傍で推移

2月に入り、米国長期金利が上昇につられて約6か月半ぶりに0.095%まで上昇する場面もあったが、買入れオペの増額や7ヶ月ぶりの指値オペなどで一段の金利上昇を容認しない姿勢を明確に示している。なお、直近は0.05%前後に低下している。

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・物価の改善などが想定され、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当面低いと思われる。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を駆使して上昇を抑制するだろう。引き続き、オペのオフアール額や頻度、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。

ただし、前述の通り、物価上昇率が一定水準まで高まれば、緩和縮小の検討に入る可能性もあり、当面は「0.05~0.1%」を中心レンジとした展開となるだろう。



## 株価は堅調推移

### ② 株式市場

17年6月に日経平均株価はようやく20,000円を回復したが、8月に入ると北朝鮮リスクや円高進行などが嫌気されて一時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、さらには総選挙で

## 1年3ヶ月ぶりの 円高水準

の与党勝利を受けたアベノミクスの加速期待から株価はほぼ一貫して上昇傾向をたどり、1月23日には一時24,000円台まで上昇、バブル崩壊後の最高値を更新した。2月に入ると、米国発の世界同時株安に巻き込まれる格好で大きく下落、14日には21,000円を割り込むなど、「適温相場」に変調をきたしたのではないかと、との見方が一時強まった。ただし、株価はその後持ち直しに転じ、足元は22,000円前後で推移している。

基本的に内外経済は改善基調にあること、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等から、株価は再び上値を迫る展開になると予想する。

### ③ 外国為替市場

17年を通じ、北朝鮮など地政学的リスクや米国の金融政策やトランプ政権の経済政策運営などを材料に、対ドルレートは概ね1ドル=110円台前半のレンジ内での展開が続いた。18年入り後は、

他の中央銀行に続き、日銀も緩和縮小に乗り出すとの思惑が高まったほか、米国の予算審議の難航を受けた一部の政府機関閉鎖への懸念、ムニューシン財務長官のドル安容認発言もあり、円高圧力が高まり、1月下旬には110円を割り込んだ。2月に入ると、世界株安に伴うリスクオフの流れで円高が進行、16日には1年3ヶ月ぶりの105円台となった。なお、米国では国債増発懸念から金利上昇圧力が高まったが、日銀の緩和縮小観測も燻っていることもあり、これまでのところ円安進行にはつなげていない。

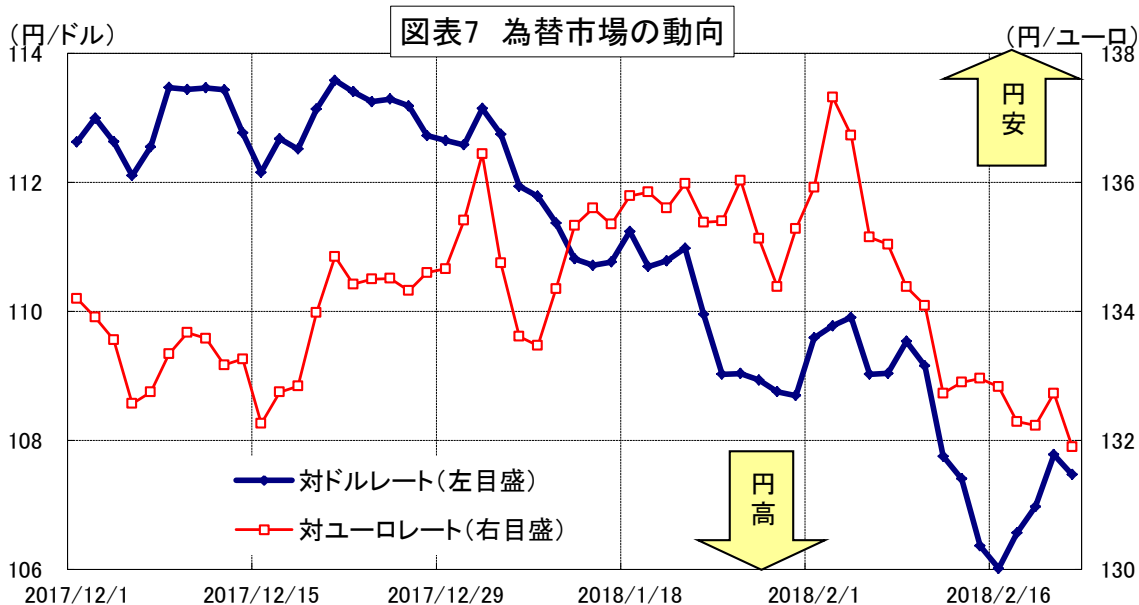
先行きについては、米国の金融政策の正常化の動きは円安を促す材料であるほか、米国での税制改革の実施によって物価上昇率が高まれば利上げペースが想定より速まる可能性も意識され、ドル高圧力が高まる場面もあるだろう。一方で、今秋に中間選挙を控えていることもあり、トランプ政権は日本を含めた対米貿易黒字国の通貨が減価することに対して難色を示し、円安進行時には口先介入をする可能性がある。

以上から、一方向的な円安進行には限度があると思われ、基調としては110円を挟んだレンジでの展開が続くとみる。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면을想定しておく必要がある。

## 2月に入り、円高ユーロ安の展開

一方、欧州中央銀行（ECB）による量的緩和縮小への思惑などから、17年を通じて円安ユーロ高の展開となった対ユーロレートは、年末年始にかけてもユーロ高が進んだ。1月には日銀の緩和縮小観測の影響を一旦受けたものの、欧州中央銀行（ECB）がフォワードガイダンス（政策スタンス）の文言を早い段階で見直すとの観測が高まったほか、ドイツでの大連立に向けた合意、バイトマン独連銀総裁が年内の債券買い入れ停止が適当と述べたことがユーロ高につながり、2月上旬には1ユーロ=137円台と2年5ヶ月ぶりの水準となった。その後は米国発の世界同時株安を受けてリスク回避的な円買いが強まったほか、ドイツの大連立協議の不調などもあり、直近は132円前後に戻している。

先行き、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つつ、ECBの出口戦略を見極める展開が見込まれる。



(18. 2. 23 現在)

### 政策期待に支えられ、底堅さを維持する米国経済

#### ～株式市場は一時調整入り～

佐古 佳史

#### 要旨

18、19 会計年度の裁量的経費の歳出上限が合計 3,000 億ドル引き上げられ、インフラ投資を含む、より一層の拡張的な財政政策が行われる可能性が高まった。

1月の小売売上高が弱含んだことから、18年に入り実質消費支出は鈍化していることがうかがえる。貯蓄率が歴史的に低い水準で推移する中、持続的な消費の拡大は賃金上昇に大きく依存するといえる。

雇用統計で賃金上昇率が高まったことをきっかけに金利は上昇し、株式市場は調整入りしたが、最悪期は脱したと考えられる。

#### 2 年間で歳出上限を 3000 億ドル引き上げ

2月9日にトランプ大統領が3月23日までのつなぎ予算に署名し、政府機関の閉鎖は実質的に回避された。同時に18、19会計年度において、公共事業費や国防費などを含む裁量的経費の歳出上限を合計3,000億ドル引き上げる予算関連法案も可決された。17年末に実現した10年間で1.5兆ドル規模の減税政策と合わせると、実質GDP(約17兆ドル)比で1%程度の拡張的な財政政策が実施されることになる。

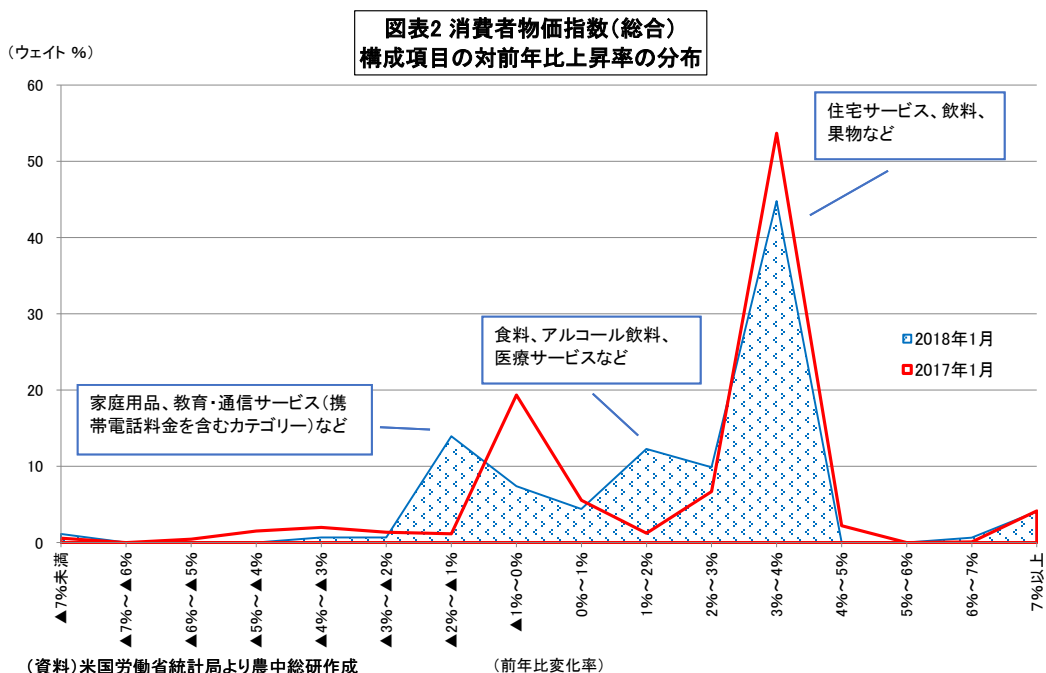
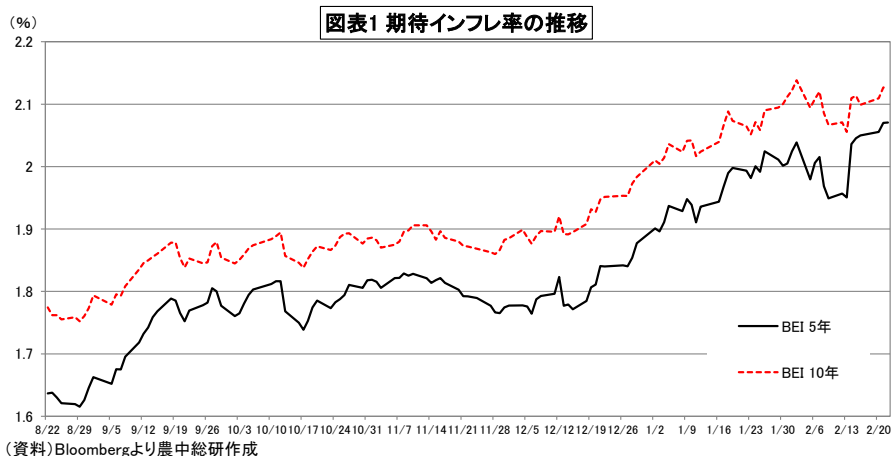
#### インフレ率の加速がマーケットのテーマに

こうしたなか、米労働省統計局が2日に発表した1月の雇用統計によると、平均賃金が前年比で2.9%と09年以来の高い上昇率となった。税制改革が実現した17年12月22日以降上昇傾向であった期待インフレ率が、賃金上昇の加速を受けてインフレ率が加速するのではとの思惑などから、一段と上昇した。

14日に発表された1月の消費者物価指数(CPI)についても、総合、コアはそれぞれ前年比2.1%、1.8%と事前予想を上回った。総合について仔細にみると、1年前と比べて幅広い項目でインフレ率が上昇していることがうかがえる(図表2)。また、17年中にしばしば指摘された携帯電話の通信料金値下げの影響<sup>(注1)</sup>は2月で剥落するため、3月以降のCPIの上昇率は17年より高めに出ると考えられる。生産者物価指数(コア)についても前年比2.2%と市場予想を上回ったことなどからも、当面はインフレ率が本格的に高まるのかどうか目が集まるであろう。

(注1) 17年3月に携帯電話料金が一律値下げされた影響で、18年1月

の消費者物価指数（総合）は値下げが無かった場合に比べて、前年比で0.18%程度押し下げられた。18年3月以降、この影響は消えるため、インフレ率の上昇が想定される。



**市場は3月FOMC  
での利上げを  
想定**

**景気の先行き：  
指標は強弱入り  
混じるものの、**

パウエル議長の議会証言が28日に予定されており、金融政策の方向性や賃金上昇の加速、2月はじめに大幅な調整局面を迎えた株価下落についてのFRBの見解を探るべく注目が集まるであろう。こうした中、マーケットは、終了後にパウエル議長の記者会見が予定される3月FOMCでの利上げを100%の確率で織り込んでいる。

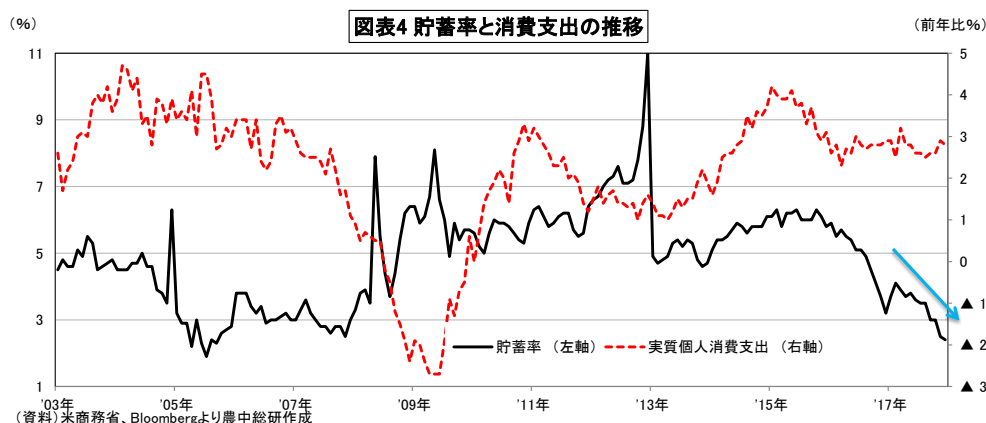
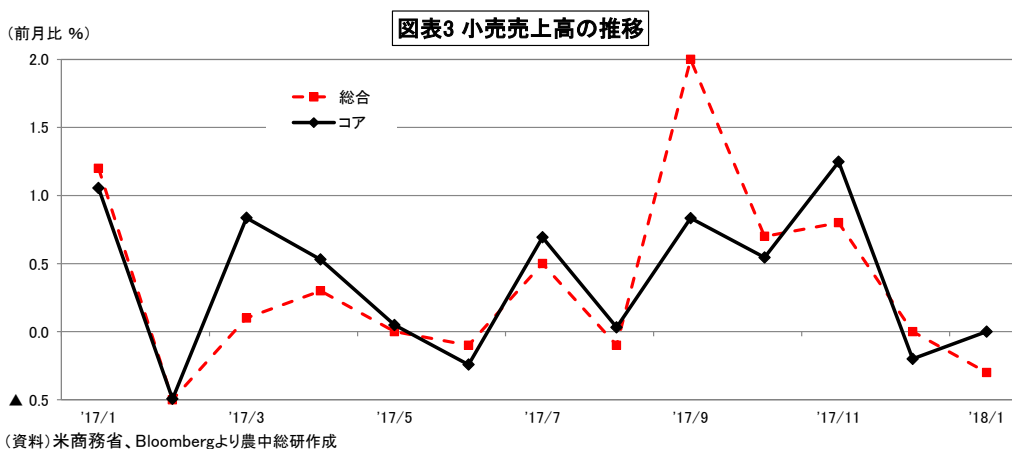
1月の非農業部門雇用者数は前月から20.0万人と大幅に増加した。また、失業率は12月から変わらずの4.1%と低い値で推移しており、労働市場は堅調と判断できる。

## 政策期待が下支え

企業部門については、ISM 製造業景況指数が 04 年 7 月以来の 59.1、非製造業景況指数が 05 年 8 月以来の 59.9 といずれも高い水準を維持しており、マインドは非常に強いと判断できる。一方で、1 月の鉱工業生産は前月比▲0.1%と弱含んでおり、企業部門の全てが好調とも言い切れない。

1 月の小売売上高（総合）は 5 ヶ月ぶりに前月から減少し、コア<sup>(注2)</sup>も前月から変わらずとやや弱含んだ。12 月の貯蓄率が 2.4%と歴史的な低水準となり低下余地が乏しいことも踏まえると、今後消費が持続的に拡大するかは賃金上昇や雇用の改善に大きく依存するといえる。一方で、2 月のミシガン大学調査消費者信頼感指数は 99.9 と 04 年以来の高水準を記録した。消費者へのアンケートでは、所得、雇用環境の改善や税制改革への好感が、調整に入った株式市場から生じる懸念を上回ることが報告されており、現状は、政策が消費者マインドを通じて経済を下支えしているといえる。

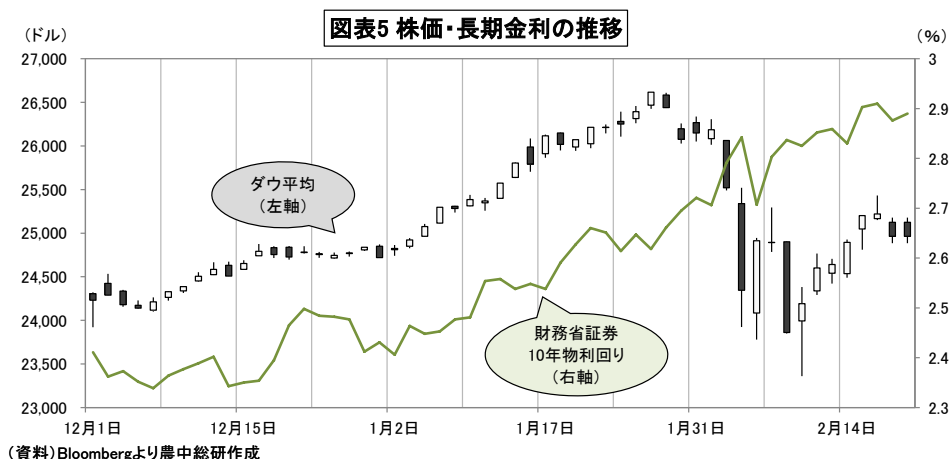
（注2）コア小売売上高は、総合から変動の大きい自動車、ガソリン、建材、外食を除いた項目



金融市場：現状・見通し・注目点

17年末の税制改革の成立以降、徐々に高まった期待インフレ率に連動して、米国の長期金利(10年債利回り)は1月にかけて30bp上昇した。2日の雇用統計にて平均賃金が高い伸びを示したことが引き金となり、2月初めに金融市場が不安定化した際には、金利は激しい変動を伴いつつ上昇し、15日は2.9%台に乗せ、現在に至っている。

減税政策で歳入が減る一方で、歳出上限が引き上げられたことから17年には約5,500億ドルだった国債発行額が18年には倍増すると考えられており、金利上昇圧力が生じやすい。一方で、小売売上高が前月比で減少した月にCPIが上昇するのは稀なため、今回のCPIの上昇には特殊要因が反映されているのではと考えられ、来月以降のインフレ関連指標が安定的に上昇しなければ、いずれ金利も再び低下すると思われる。以上より、先行きについては大幅な上昇は想定しないものの、強いインフレ指標に起因する短期的な金利高騰は起こりうると思われる。



平均賃金が高い伸びを示したことで、近年の低インフレ、低金利かつ低ボラティリティのいわゆるゴルディロックス相場が崩壊するのではとの不安感から、2月初頭にかけて株式市場はピークから10%程度の調整を余儀なくされた。しかし、その後はVIXが2月初頭の調整前に比べて高い水準にとどまっているものの、低下しつつあり、足元では再び株価が上昇傾向にあると確認できる。先行きは、10~12月期決算発表にてS&P500採用企業について前年比15%程度の増益が見込まれていることや、法人税減税が自社株買いを加速させるとの期待などから、株価は落ち着きを取り戻すと考えられる。しかし、強いインフレ関連指標やFRB関係者のタカ派発言には注意する必要があるだろう。(18.2.21 現在)



### 懸念される米中貿易摩擦の激化

～18年の成長率は再び小幅減速と予想～

王 雷軒

#### 要旨

春節(旧正月)のため、1月分の経済指標の発表は少ないが、製造業PMIや輸出などからは、足元では景気拡大が続いているとみられる。しかし、米中貿易摩擦の激化が懸念されるほか、多くの地方政府が18年の成長率目標を引き下げたこともあり、18年の中国経済は17年の6.9%から小幅ながら減速すると予想する。

#### 1 月中に相次いで開催された地方の「两会」

国全体に関する政策は通常毎年3月上旬の全国人民代表大会(全人代、日本の国会に相当する)で決定されるが、同時に共産党以外の党派などからも参加する人民政治協商会議(政協)も開催される。全人代と政協は、併せて「两会」と呼ばれている。政協は議決権を持たないが、全人代と同様に政府活動報告、予算や決算報告などを審議することができる。

全国「两会」が開催される前に、多くの地方(省・直轄市・自治区)「两会」が1月中に開かれた。そこで各地方の17年の経済成長の実績などを踏まえ、18年の成長率目標や主な取り組み課題をまとめた「政府工作報告」を公表された。

18年の中国経済を展望するうえで地方两会は重要であるため、以下では、足元の景気動向、米中両国の貿易摩擦の動きを紹介したうえで、地方两会で公表された政府工作報告をもとに18年の成長率目標の特徴を示しながら、18年の中国経済を展望してみたい。

#### 1 月分の経済指標は概ね良好

春節(旧正月)の影響で、1月分の経済指標の発表は少ないが、製造業PMIや輸出などからは、足元では景気拡大が続いているとみられる。国家統計局が発表した18年1月の中国製造業PMIは51.3と、17年12月の51.6からやや低下したものの、18ヶ月連続で景況感の分岐点となる50を上回った。

17年は、11年以降減速してきた中国経済の持ち直しが見られた。この持ち直しの背景には、内需(消費+投資)が牽引役となっているものの、世界経済の回復などを背景に輸出も堅調な動きを強めるなど、内外需要が景気を押し上げる好循環が生まれていることがあり、この動きは18年1月以降も継続していると思われる。

1月分の輸出は前年比9.7%と12月(同10.7%)から鈍化した

## 米中貿易摩擦の激化に懸念

ものの、底堅さを維持している。春節の時期のずれ（17年：1月28日、18年：2月16日）が18年1月分の輸出を押し上げたものの、世界経済の回復などを背景に増加基調は続いているといえる。当面世界経済は底堅く推移する可能性が高く、中国の輸出に今後も好影響が及ぼすことが期待されるが、以下に述べるように、中国と米国の貿易を取り巻く環境の不透明性が強まりつつある。

実際、トランプ大統領は「中国などから米国が輸入している一部製品が国内メーカーに深刻な被害を引き起こしている」との米国国際貿易委員会（ITC）の調査報告に基づき、1月22日に洗濯機と太陽光パネルに対するセーフガード（緊急輸入制限措置）を発表した。

これに対する対抗措置として、中国政府（商務部）は2月4日に米国から輸入しているコウリャンについて、ダンピングや不当な補助金の有無を調査することを開始したほか、米国産の大豆に対する輸入検疫の強化などの制裁措置を検討するなど、攻勢を強めている。なお、中国は17年に508万トン、うち米国から476万トン（約11億ドル）のコウリャンを輸入している。

さらに、米国商務省は2月16日に鉄鋼とアルミニウムの輸入制限をトランプ大統領に勧告したと発表した。具体的には、中国を含む全ての国からの鉄鋼輸入に最低24%の関税を課す制裁措置案など3つの選択肢を提示した。なお、輸入制限を発動するかどうかについて、トランプ大統領は、鉄鋼について4月11日、アルミニウムについて4月19日までに判断することになっている。

これに対しても、中国商務部は、提案された関税には根拠がなく、中国政府としては実際に適用された場合に報復する権利を留保するとの内容のコメントを発表した。同部の担当者は「最終決定が中国の利害に影響するようなら、中国は自国の権利を守るために必ず必要な対応策を取る」と述べている。

## 引き続き米中の動きに注視

このように、米中貿易をめぐる、相互に対抗的な発言や行動が出ている。現段階では大きな影響はまだ出ていないが、仮に双方が強い対抗措置をとってさらなる対立となれば、先行きの中国の輸出拡大に大きな影響が及ぼすほか、世界貿易を押し下げるなど世界経済の下振れ要因となるリスクもありうるだけに、今後はこれまで以上に米中の動きには注意を払う必要がある。

## 17年に比べ、18年の成長率目標の

さて、図表1に示した各地方の18年の実質GDP成長率目標を確認してみると、山西省（21）だけが18年の成長率目標を17年か

**引き下げ、横ばいに設定された地方が多い**

ら引き上げた一方、それ以外の地方では引き下げ（下方修正）、もしくは据え置かれたことが見て取れる。

詳しくみると、チベット自治区（2）や重慶市（4）などの15の地方は17年と比べ、成長率目標を引き下げた。成長率の下方修正の背景には、17年12月に開催された中央経済工作会議で示された「今後は質の高い成長を目指す」という国の方針を反映していると思われることに加え、これらの地方では17年に設定した成長率目標が達成できなかったことが挙げられる。

こうした動きからは18年の中国全体の成長率が小幅減速する可能性を示唆しているが、成長速度より質の高い成長を目指す国の方針を踏まえると、各地方政府の成長率目標の設定は評価されるべきであろう。

**統計の修正もあり、天津市の引き下げ幅が最も大きかった**

とりわけ、天津市（30）は17年の8%から18年の5%に大きく引き下げた。天津市では、市全体GDPの約半分を占める濱海新区の16年名目GDPが1兆元から6,600億元に大きく下方修正された。その背景には同新区で事業活動を行っている企業がこれまでの域外での事業活動を計上してきたことがある。その影響で17年の天津市の実質GDP成長率は前年比3.6%と16年の同9.1%から大幅鈍化したと報道されている。

普通に考えると、16年分の数値が下方修正された場合、17年の成長率は高まるはずだが、その実態は現状不明であり、整合性のある説明が求められている。なお、GDP統計については、19年以降は地方のGDPは地方の統計局が国家統計局のベースデータをもとに算出し、国家統計局がその統計結果を発表することとなった。

**18年の中国経済は小幅ながら減速と予想**

以上の通り、米中貿易摩擦の激化が懸念されるほか、多くの地方政府が18年の成長率目標を引き下げたこともあり、18年の中国経済（実質GDP成長率）は前年比6.6%と17年の6.9%から小幅ながら減速すると予想する。

ただし、個人消費が堅調さを維持するほか、景気を下支えするためのインフラ整備も底堅く推移すると見られることから、18年の成長率は6.5%を下回る可能性は低い。そのため、成長率が多少減速しても、過度に懸念する必要はないだろう。

（18.2.20 現在）

図表1 地方別の17年の成長実績および18年の目標設定

		17年と比べ、18年の成長率目標設定の状況	18年	17年		名目GDP額(兆円)
			実質GDP成長率目標(%)	実質GDP成長率目標(%)	実質GDP成長率(%)	
	全国	据え置きと予想	3月公表予定	6.5前後	6.9	82.71
1	貴州省	据え置き	10.0	10.0	10.2	1.35
2	チベット自治区	下方修正	10.0	11.0	10.0	1.31
3	雲南省	据え置き	8.5	8.5	9.5	1.65
4	重慶市	下方修正	8.5	10.0	9.3	1.95
5	江西省	据え置き	8.5	8.5	8.9	2.08
6	安徽省	下方修正	8.0	8.5	8.5	2.75
7	福建省	据え置き	8.5	8.5	8.1	3.23
8	四川省	据え置き	7.5	7.5	8.1	3.70
9	湖南省	据え置き	8.0	8.0	8.0	3.46
10	陝西省	据え置き	8.0	8.0	8.0	2.19
11	浙江省	据え置き	7.0	7.0	7.8	5.18
12	湖北省	下方修正	7.5	8.0	7.8	3.65
13	河南省	据え置き	7.5	7.5	7.8	4.50
14	寧夏回族自治区	下方修正	7.5	8.0	7.8	0.35
15	新疆ウイグル自治区	据え置き	7.0	7.0	7.6	1.09
16	広東省	据え置き	7.0	7.0	7.5	8.99
17	山東省	下方修正	7.0	7.5	7.4	7.27
18	広西チワン族自治区	下方修正	7~7.5	7.5	7.3	2.04
19	青海省	下方修正	7.0	7.5	7.3	0.26
20	江蘇省	下方修正	7.0	7~7.5	7.2	8.59
21	山西省	上方修正	6.5	5.5	7.0	1.50
22	海南省	据え置き	7.0	7.0	7.0	4.46
23	上海市	据え置き	6.5	6.5	6.9	3.01
24	北京市	据え置き	6.5	6.5	6.7	2.80
25	河北省	下方修正	6.5	7.0	6.7	3.60
26	黒竜江省	下方修正	6.0	6~6.5	6.4	1.62
27	吉林省	下方修正	6.0	7.0	5.3	1.53
28	遼寧省	据え置き	6.5	6.5	4.2	2.39
29	内モンゴル自治区	下方修正	6.5	7.5	4.0	1.61
30	天津市	下方修正	5.0	8.0	3.6	1.86
31	甘肅省	下方修正	6.0	7.5	3.6	0.77

資料: 国家統計局、各地方統計局、地方政府報告をもとに作成

## 金融政策の正常化を織り込み始めたユーロ圏

### ～金利やユーロの上昇の中で厳しさが増すイタリア情勢～

山口 勝義

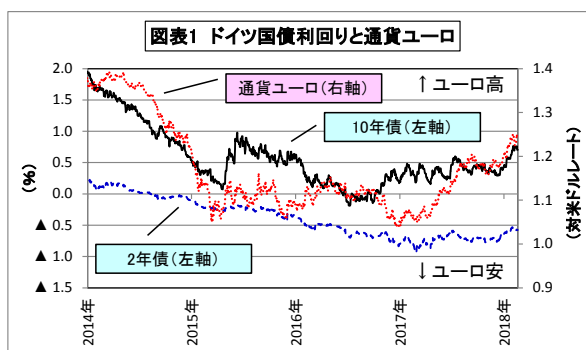
#### 要旨

ユーロ圏の金融市場は、ECBの金融政策の正常化への動きを織り込み始めている。金利やユーロの上昇は、①官民の財務負担、②輸出、③銀行財務、の各経路を通じ域内各国の経済格差を一層拡大させ、特にイタリア情勢をさらに困難なものにする可能性がある。

#### はじめに

2018年に入り、先進国では広く長期金利に上昇圧力が強まっている。1月9日に日銀がオペで国債の買い入れ額を減額し、続いて11日には欧州中央銀行(ECB)が、12月理事会の議事要旨の中で、18年の早い時期に政策のフォワードガイダンスの見直しを行う可能性を示した。これらの動きを経て、市場では米国の金融政策ばかりか、日欧の異例な金融緩和からの「出口」に向かう動きにも注目が集まってきた。その後、ユーロ圏ではドイツ10年国債の利回りは約2年ぶりの、また通貨ユーロは米ドルに対して約3年ぶりとなる水準にまで上昇している(図表1)。

確かに、ユーロ圏では景気の底堅さが着実に増しているほか、異例な金融緩和の長期化に伴う副作用が懸念される状況にある。また、一部の市場で買入れ対象債券が枯渇しつつあるという、量的緩和策(QE)継続上の技術的な問題も浮上している。しかしその一方では、物価上昇率の回復は鈍く、賃金の伸び悩みを背景に、当面、その急速な回復は想定し難い。さらに、加盟各国間に残る大きな経済格差や波乱含みのイタリア情勢などもあり、ECBとしても金融政策の正常化に向けては慎重で段階的な手順を踏むこと



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

が避けられないものとみられる(注1)。

実際にドラギ ECB 総裁は、1月25日の政策理事会後の記者会見では、基調的な物価上昇率は中期的には上昇に向かうと見られるものの当面の間は現行水準近辺での推移が見込まれるとの判断を示した。加えて、物価動向を中期間にわたり下支えするためには、引き続き十分な規模の金融刺激が必要であるとも発言している。

しかしながら、金融市場は緩和の縮小を先読みするものである。このため、これまで低金利や潤沢な資金供給という恵まれた環境下に置かれてきたユーロ圏は、今後、金利やユーロの一層の上昇に直面する可能性が考えられる。ようやく相次いだ危機の影響を脱しつつあるユーロ圏経済に対して、この新たな変化はどのような作用を及ぼすことになるのだろうか。

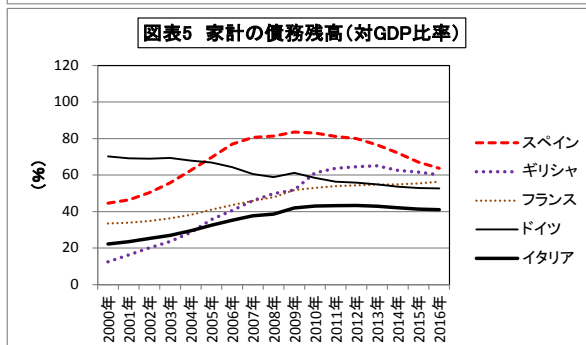
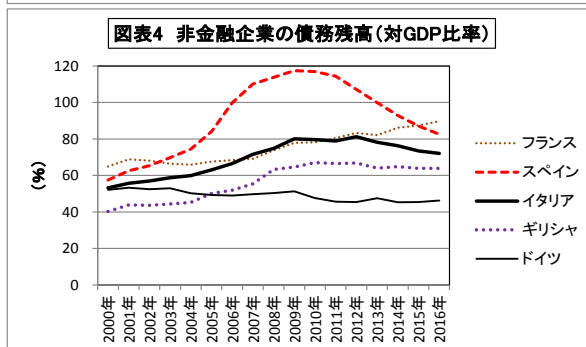
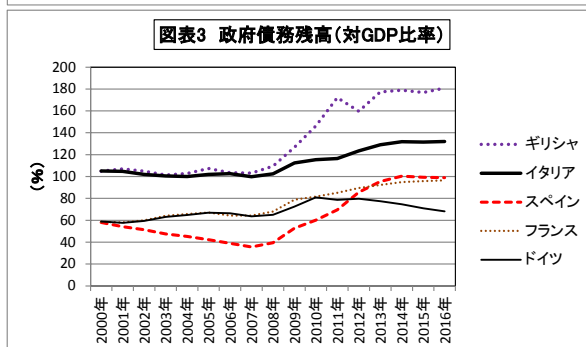
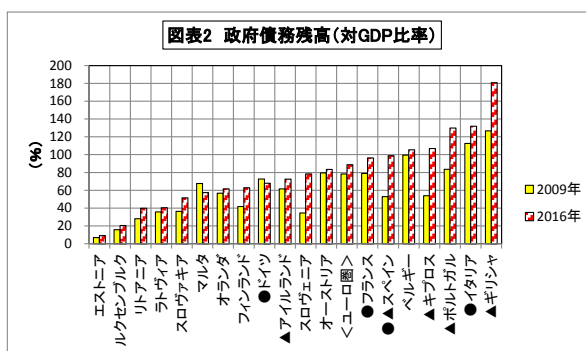
## 高債務国における財務負担の拡大

第一に、金利水準の上昇が及ぼす影響の観点からは、依然として高水準にある官民の債務残高に注目する必要があるだろう。財政危機対策などの過程で改革に取り組んだユーロ圏であるが、十分な成果が現れているとは言い難いのが実情である。

まず政府債務残高については、財政危機直前の09年と直近の2時点間で各国の政府債務残高を比較した場合、全般に財政改革の停滞が明らかである(図表2)。ユーロ圏19ヶ国の中で、「対GDP比率60%以内」という「安定・成長協定」の基準を満たしたのは16年で6ヶ国にとどまり、また、この2時点間で同比率が減少したのはマルタとドイツの2ヶ国のみである。しかも、同比率が上昇した国々の中では、財政危機時の被金融支援国であるギリシャ、キプロス、ポルトガル、スペインの上昇幅が特に大きい事実が認められる。また四大国の中では、ユーロ圏でギリシャに次いで高い比率のイタリアで改善が見られない点やスペインの大幅な悪化が、特徴的な動向として指摘できる(図表3)。

次に民間部門については、上記の2時点間で比較した債務残高比率はユーロ圏全体としてはほぼ横ばいではあるものの、最小国と最大国の間でその格差が拡大している点に注意が必要になっている。また四大国の中では、スペインの改善傾向と、フランスの、特に非金融企業におけるじり高傾向が明らかである(図表4、5)。

ユーロ圏では、様々な危機対策や経常収支の大幅な改善により、財政危機時に経験した長期金利の急上昇が再来する可能性は縮小している。しかし、金融政策の正常化を織り込む金利水準の上昇は、債務残高の大きい国々で利払いや借り換



(資料) 図表2～5はEurostatのデータから農中総研作成  
(注) 図表2で、▲は財政危機での被金融支援国、●はGDP規模の四大国を示す。

えの負担を徐々に拡大させ、経済成長の重荷になる展開が考えられる。この点で四大国を全体的に捉えれば、良好なドイツに対し、特にイタリアにおける厳しい状況が示されているように考えられる。

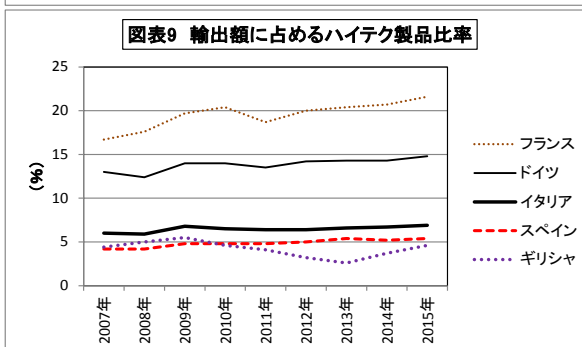
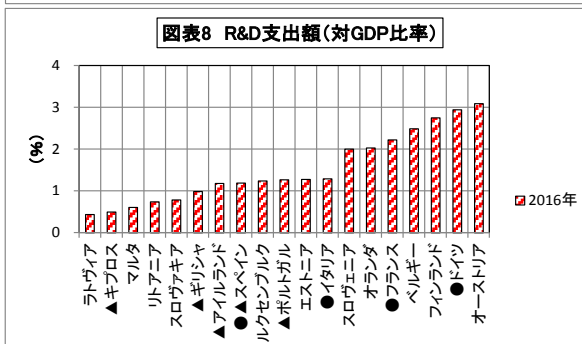
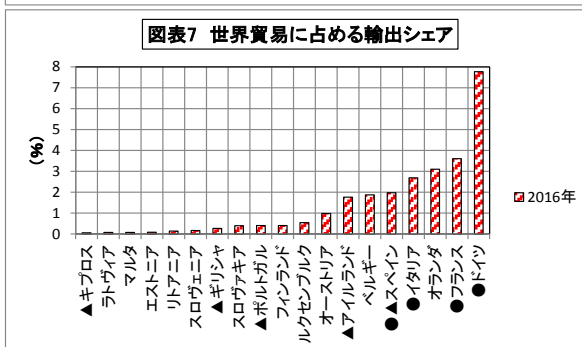
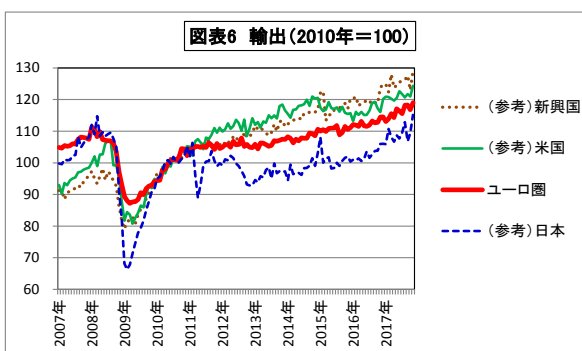
## 低付加価値産品国の輸出の減速

第二には、ユーロ高が輸出に対し重荷として働く可能性が注目点となる。ユーロ圏の最近の経済成長への寄与度の点では、特に輸出が安定的に大きな役割を果たしてきている。世界的な景気拡大の中で、一時は減速した世界の貿易は回復に転じており、ユーロ圏がその成長を輸出に依存する程度が縮小する展開は、少なくとも当面の間は考え難い（図表6）。

世界貿易に占めるユーロ圏各国の輸出シェアでは、GDP規模第5位のオランダが四大国に食い込み、これらの国々が上位国を形成している（図表7）。こうした点で、基本的にはこれらの上位国に対するユーロ高による影響の拡大が見込まれるが、さらに輸出品目の、価格に対比した競争力の強弱に留意が必要である。

例えば研究開発（R&D）の支出額では、四大国の中でも、ドイツ、フランスに対しイタリアやスペインは相当水を空けられた低い位置にある（図表8）。これからは、前二者では後二者に比較して相対的に輸出品の中で高付加価値製品が多く、需要の価格弾力性が小さいことで、ユーロ高の中でも相応に輸出競争力の維持が可能となるものと考えられる。実際に、輸出額に占めるハイテク製品の比率を見れば、15年までのデータに限られるが、この2グループ間では上記と同様の格差の大きさが現れている（図表9）。

このように、金融政策の正常化を織り込む過程でのユーロの上昇は、輸出品の中で低付加価値産品の比重が大きいイタリアやスペインなどで、より大幅な輸出の減速を招く展開が考えられる。逆に、ドイツやフランスのほか、オーストリア、ベルギー、オランダなどでは輸出競争力



（資料）図表6はCPB(オランダ経済政策分析局)の、図表7～9はEurostatの、各データから農中総研作成  
 （注）図表7、8で、▲は財政危機での被金融支援国、●はGDP規模の四大国を示す。

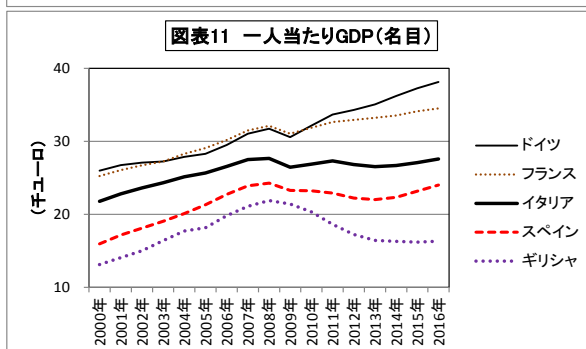
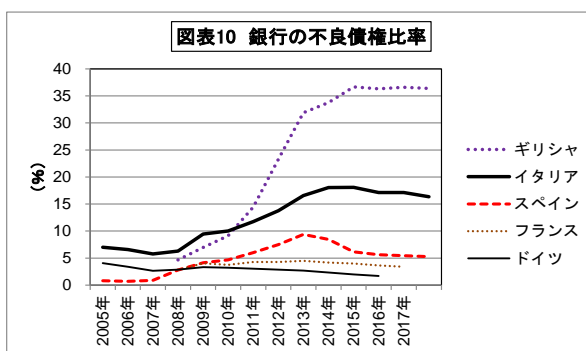
の維持が可能となることで、ユーロ高の影響は限定的なものとなるとみられる。こうして、ユーロの上昇は、金利の上昇とともに、今後、各国の経済格差を拡大させる方向に働くことが考えられる。

## まとめ

このほか第三の注目点としては、金融システムへの影響がある。この点では、これまでマイナス金利政策の下で負担を強いられてきた銀行財務の改善に向けて、イールドカーブのスティープ化が追い風となる一方で、現在も銀行の不良債権比率が高い国々では、金利水準の上昇が向かい風となるものと考えられる(図表10)。このため、やはりドイツなどと、ギリシャやイタリアなどとの間で、銀行財務の格差を拡大させるものと見込まれる。

以上の、金利やユーロの上昇という環境変化が、①官民の財務負担、②輸出、③銀行財務、の各経路を通じて及ぼす影響の議論からは、なかでも次の2点に注意が必要ではないかと考えられる。まず、既に大きいユーロ圏内での各国の経済格差が一層拡大する結果、ECBの金融政策の舵取りがますます困難になる点である(図表11)。こうしたなか、金融統合・財政分権のユーロ圏の構造的な問題点が改めて浮上することで、ユーロ懐疑派のポピュリスト勢力の伸張を促し、政治面での不安定さが増す可能性も指摘できる。

次に、様々な点で浮かび上がるイタリア情勢の厳しさである。イタリアでは足元では景況感は改善し生産面などに幾分好転の兆しが現れてはいるものの、上記のとおり、官民の債務残高、輸出競争力、銀行財務を巡り大きな懸念点が存在している。これらの他にもイタリアでは、もともと困難な課題が長く継続している。例えば、構造改革の遅延で労働コストは改善せず、企業の競争力は劣後している。固定資本投資は盛り上がり欠け、少子高齢化も加わることで、潜在成長率は低位横這いとなっている。銀行の貸出



(資料) 図表10、11はIMFのデータから農中総研作成  
(注) 図表10は、16年までは年次データ、17年のみ第1四半期、第2四半期のデータである。

伸び率は、企業向けを中心に低迷状態にある。社会面では、若年層や長期間の失業の改善の足取りは鈍く、貧困層の比率も高い。また、難民の流入が続き、所得や雇用の点での国民への圧迫が軽視できない状況にもある。そして安定性に欠ける政治情勢がこれらに重なり、全体の状況は一層困難なものになっている(注2)。

折から、米国金利にも動意が現れている。ユーロ圏では、今後、環境が厳しさを増すとともに各国の経済の実力が厳しく問われることになる。そして域内各国の経済格差は一層拡大し、特にイタリア情勢がさらに困難なものとなる可能性に注意が必要になっている。(18. 2. 20 現在)

(注1) この点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「注目されるECBの次の一手～金融政策の正常化に向けて迫られる難しい判断～」(『金融市場』18年2月号所収)

(注2) この点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「フランス選挙後のユーロ圏に残るイタリア懸念」(『金融市場』17年7月号所収)





# 2017～19年度経済見通し

## 内外需の両輪揃った景気拡大がしばらく継続

～2017年度:1.7%(下方修正※)、18年度:1.3%(据え置き)、19年度:0.7%～

※12月時点の17年度予測は:1.8%成長

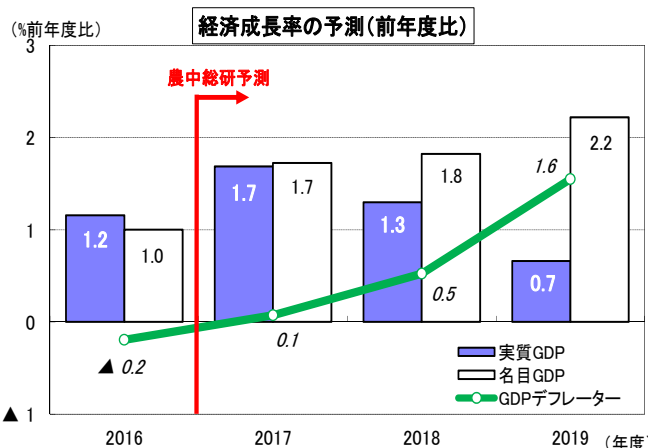
2018年2月19日

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

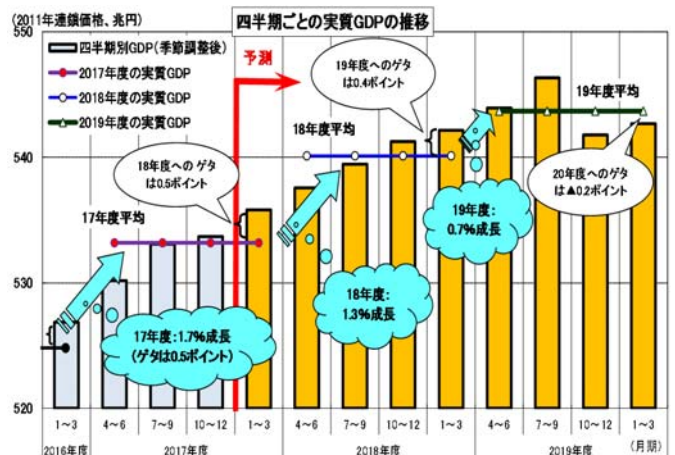
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願いします。

### 《 サ マ リ ー 》

- 世界経済の改善基調は堅調さを増しつつあり、世界貿易数量の拡大も見込まれるなど、日本の輸出を下支えしている。一方で、それに伴い、世界金融危機以降に定着していた「低インフレ・低金利」状態の修正が始まるとの観測を生んでおり、日本を含めて金融政策の先行きに対する思惑が揺れ動いている。
- 国内経済は、10～12月期の実質GDP成長率が年率0.5%と、表向きは冴えない数字だったが、民間最終需要が増加に転じ、かつバブル期以来となる8四半期連続でのプラス成長を達成するなど、実態は決して悪くはない。先行きは、輸出の増勢が続くほか、民間設備投資の自律的な拡大基調も継続すると思われる。また、人手不足感の高まりが賃上げを促し、消費の回復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。ただし、18年度下期には景気の成熟に伴い、ソフトランディングが始まるとみられるが、19年10月に予定する消費税増税前の駆け込み需要がその動きを覆い隠す可能性がある。
- 一方で、国内の物価上昇圧力が依然鈍いため、日本銀行はしばらく現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するだろう。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が、物価動向次第では日銀が政策の修正を検討し始める可能性もある。



(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10～12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	金融政策の見通し	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

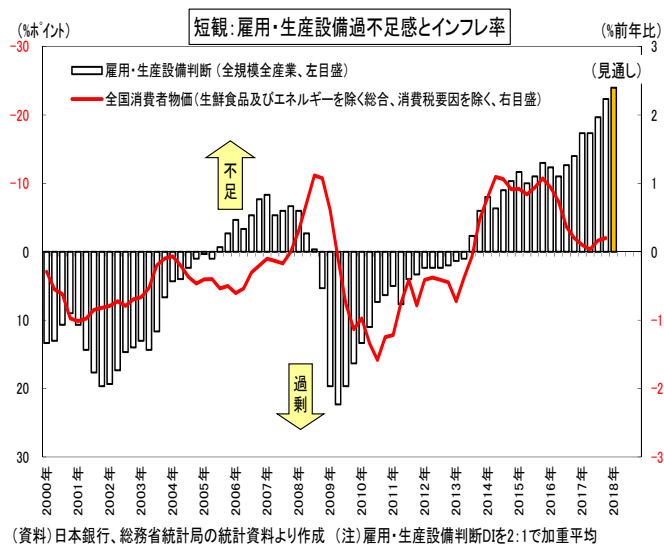
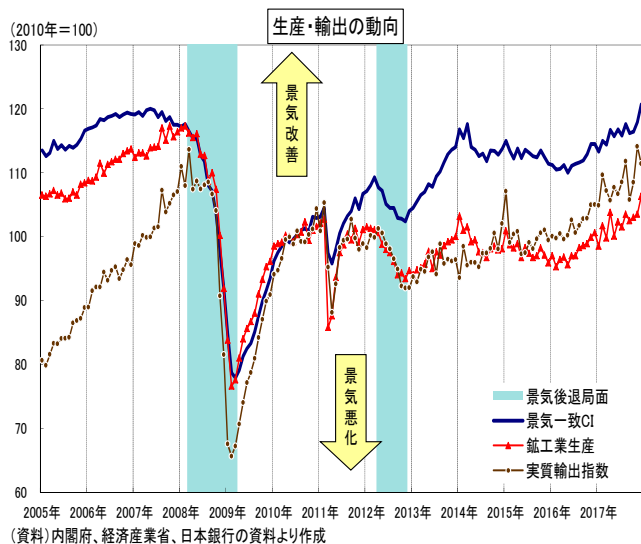
南 武志  
 佐古佳史  
 山口勝義  
 王 雷軒

農林中金総合研究所

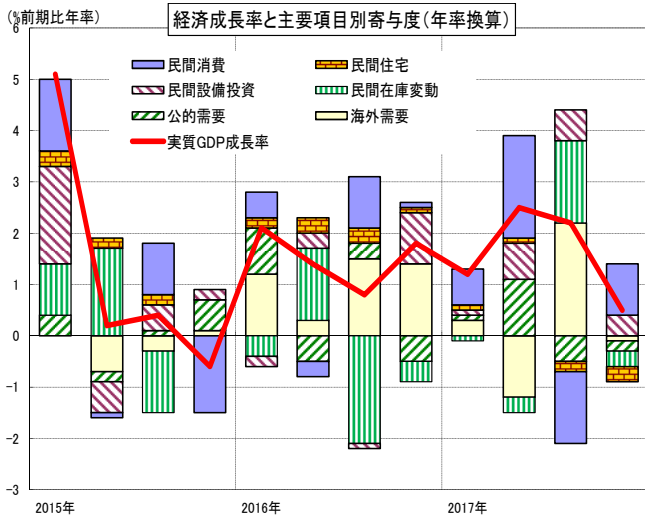
3

## 1 景気の現状

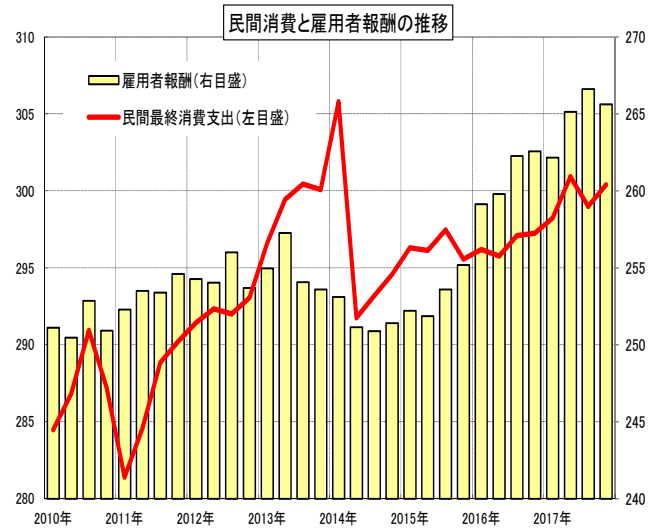
- 国内景気は長期間にわたって拡大し続けている
  - 景気動向指数(2017年12月)のCI一致指数は過去最高を更新、基調判断も15ヶ月連続で「改善」、12年12月から始まった景気拡大期間は61ヶ月になったとみられる
  - 18年に入り、天候不順の影響から企業、消費者ともマインドがやや悪化したものの、水準は十分高い
  - 人手不足感はじわじわと強まっているが、「企業から家計へ」の所得還流はなお鈍く、実質賃金は前年比横ばいにとどまっている
  - 17年入り後に前年比上昇に転じた物価は、その後上昇率を徐々に高めてきたが、2%はまだ遠い



- 17年10～12月期は年率0.5%成長へ鈍化したが、バブル期以来の8四半期連続のプラス成長を達成
  - 7～9月期に減少した民間消費が持ち直しに転じた(前期比0.5%)が、生鮮野菜・エネルギー高騰による実質雇用者報酬の目減り(同▲0.4%)もあり、落ち込み前の4～6月期の水準には届かず
  - ただし、消費持ち直しの影響は、在庫圧縮、輸入増につながった(民間在庫変動は前期比成長率に対して▲0.1ポイント、輸入等は同じく▲0.4ポイントのマイナス寄与)
  - 民間設備投資は5四半期連続、輸出等も6四半期連続で、いずれも増加(それぞれ前期比で0.7%、2.4%)
  - GDPデフレーターは前年比横ばいながらも、民間需要デフレーターは同0.5%へ上昇率拡大



(資料)内閣府経済社会総合研究所



(資料)内閣府 (注)実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示、兆円。

農林中金総合研究所

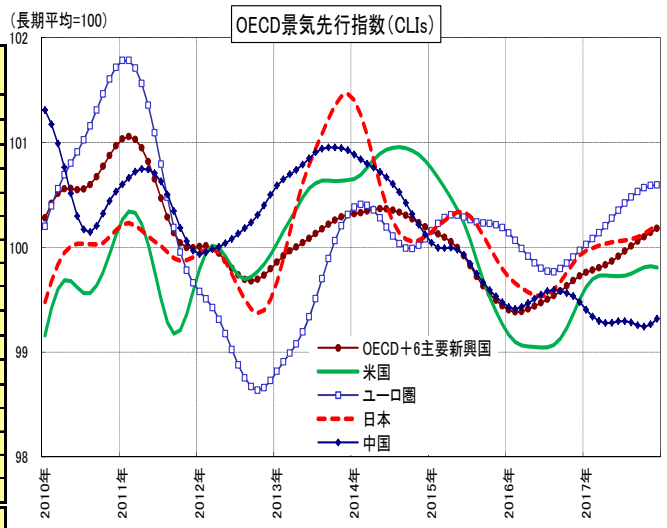
## 2 世界経済の動向 ①概況

- 世界経済の回復基調は徐々に強まるとの想定
  - IMF世界経済見通し(WEO、18年1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3.7%、18年3.9%、19年3.9%(いずれも10月時点から上方修正)と、加速感はないながらも着実な経済成長が見込まれている
  - スロートレード現象が懸念されていた世界貿易数量も同様に、堅調な推移が見込まれている
  - OECD・景気先行指数(CLI)も上昇基調を維持、先行きの景気改善継続が示唆されている

2018～19年 IMF世界経済見通し

	2016年	2017年	2018年	2019年
世界全体(実質経済成長率)	3.2	3.7	3.9	3.9
先進国	1.7	2.3	2.3	2.2
米国	1.5	2.3	2.7	2.5
ユーロ圏	1.8	2.4	2.2	2.0
ドイツ	1.9	2.5	2.3	2.0
フランス	1.2	1.8	1.9	1.9
イタリア	0.9	1.6	1.4	1.1
スペイン	3.3	3.1	2.4	2.1
英国	1.9	1.7	1.5	1.5
日本	0.9	1.8	1.2	0.9
新興国・発展途上国	4.4	4.7	4.9	5.0
中国	6.7	6.8	6.6	6.4
インド	7.1	6.7	7.4	7.8
ブラジル	▲3.5	1.1	1.9	2.1
ロシア	▲0.2	1.8	1.7	1.5
南アフリカ	0.3	0.9	0.9	0.9
ASEAN5	4.9	5.3	5.3	5.3
世界貿易数量(財・サービス)	2.5	4.7	4.6	4.4

(資料)IMF『World Economic Outlook Update(2018年1月)』



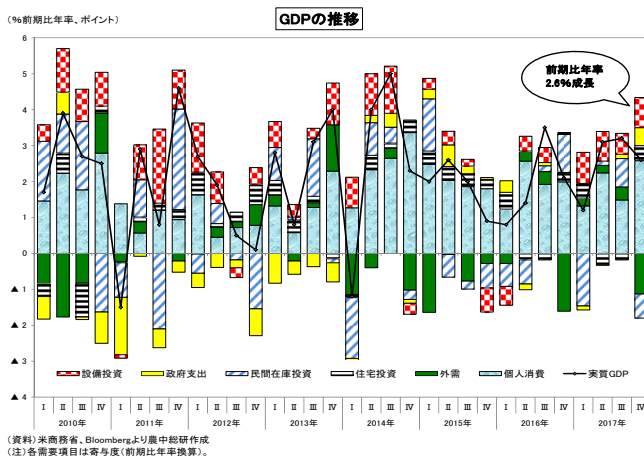
(資料)OECD (注)6主要新興国:ブラジル・ロシア・中国・インド・インドネシア・南アフリカ

農林中金総合研究所

## 2 世界経済の動向 ②米国

### 景気

- 17年10～12月期は2.6%成長(速報値)へ小幅鈍化したが、17年は2.3%成長と16年(1.5%)から加速
- 需要項目別では、個人消費に加えて、設備投資、住宅投資、政府支出が成長を支え
- FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比1.5%前後での推移と、目標とする2%を下回っている
- 減税政策が実現したことや、GDPギャップがポジティブに転じたこと、賃金上昇率の伸びが高まったことなどから、18年はPCEデフレーターが上昇すると予測される
- 見通しのポイントとしては、①デysinフレ状態が一時的と確認され、18年内に利上げは3回行われること、②減税政策の実施からGDP成長率は、1%台後半とされる潜在成長率を上回って推移すること、③景気の過熱から、19年も3回の利上げを想定すること、が挙げられる
- 成長率見通しは18年は2.4%(前回の見通し2.1%から上方修正)、19年は2.0%と想定



2018～19年 米国経済見通し

	2017年 通年 (実績)	2018年		2019年			
		上半期 (予測)	下半期 (予測)	通年 (予測)	上半期 (予測)	下半期 (予測)	通年 (予測)
実質GDP成長率 (%)、前年比	2.3	2.4	2.3	2.4	2.1	2.0	2.0
PCEデフレーター (%)、前年比	1.5	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	1.9
失業率 (%)、平均	4.4	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6	3.7
FFレート指導水準 (%)	1.25～1.50	1.75～2.0	2.0～2.25	2.0～2.25	2.50～2.75	2.75～3.00	2.75～3.00
10年国債利回り (%)	2.4	2.8	2.9	2.9	3.1	3.0	3.0

(資料)米商務省、米労働省、FRB

(注)見通しは農中総研作成。成長率、インフレ率、失業率は期間の平均値。

PCEデフレーターは食品・エネルギーを除くベース。政策金利、10年国債利回りは期末の値。

農林中金総合研究所

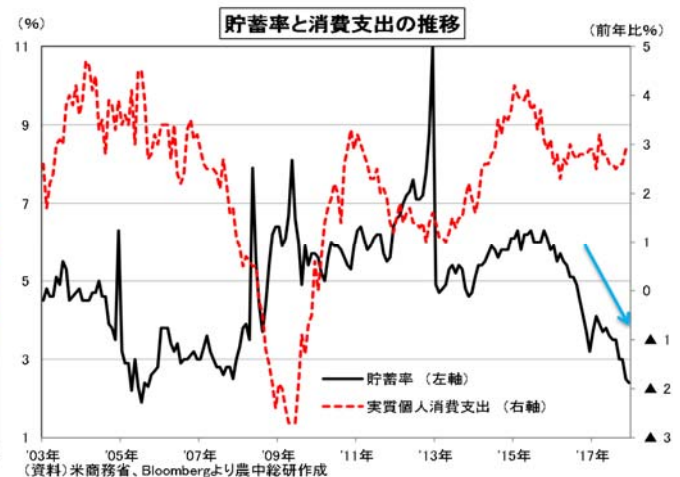
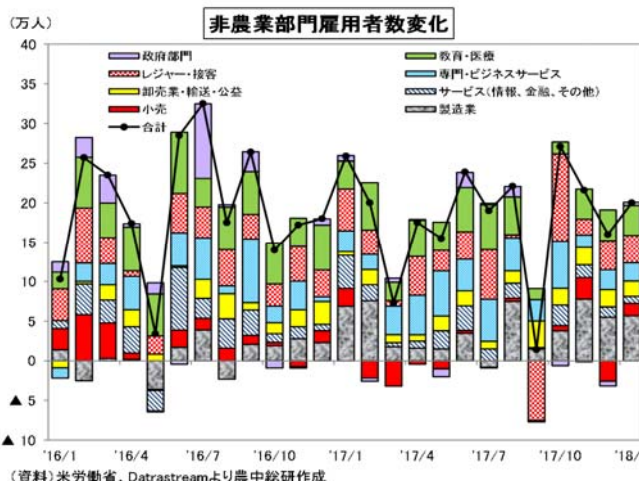
7

### 雇用: 堅調に推移している

- 17年の非農業部門雇用者数は毎月18万人のペースで増加
- 18年1月は前月から20万人増で、労働市場は引き続き堅調と判断できる
- 失業率は4.1%まで低下したが、期待インフレ率の上昇と相まって、賃金上昇率が高まり始めたと考えられる

### 消費: 17年は底堅く推移したものの、貯蓄率は大きく低下

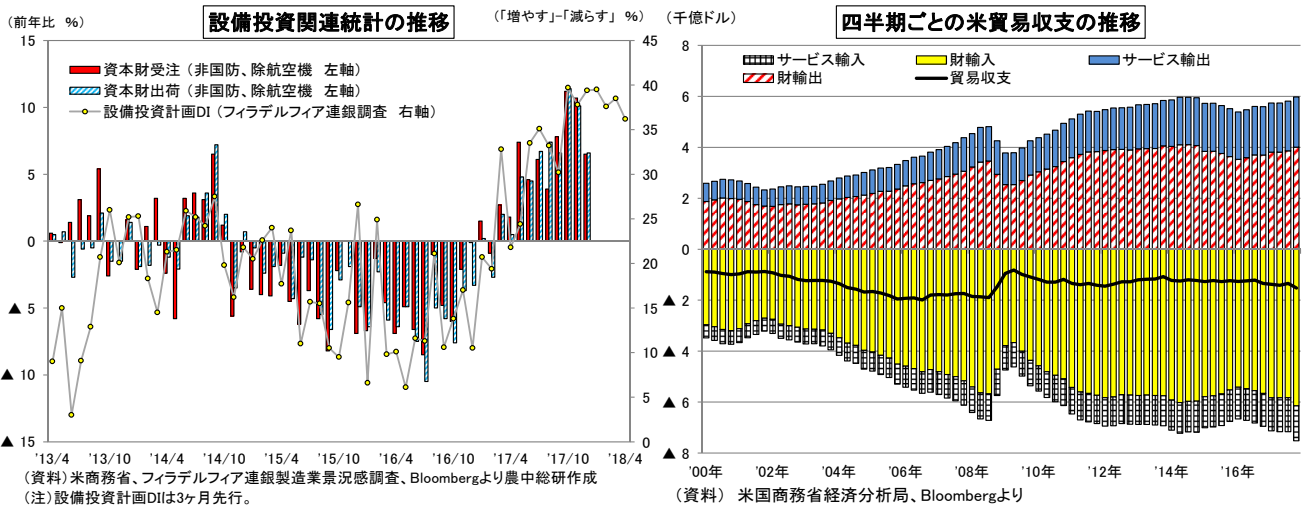
- 17年の実質個人消費支出は高い消費者マインドに支えられ、前年比2.7%の増加
- 一方、実質可処分所得は同1.2%の増加にとどまった
- 貯蓄率が2.5%まで低下しているため、持続的な消費の拡大には、減税政策に加えて、高い賃金上昇もしくは資産効果を生じさせる株価・住宅価格の上昇が必要と考えられる



農林中金総合研究所

8

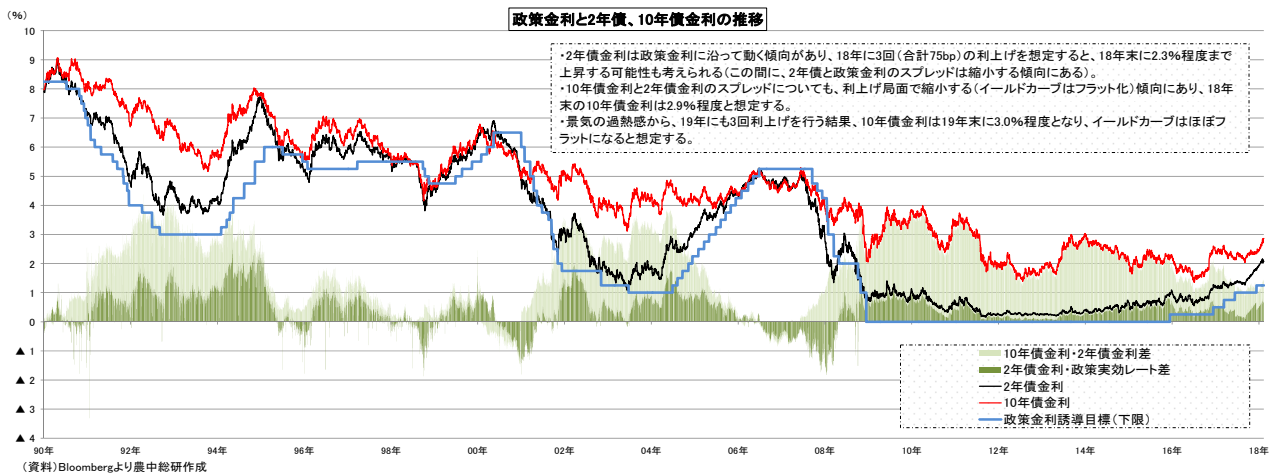
- **設備投資: 堅調に推移している**
  - 資本財受注・出荷(非国防除く航空機)とも、17年はそれぞれ前年比5.3%、4.8%と堅調に推移
  - 関連指標であるフィラデルフィア連銀の設備投資計画DIが高く、先行きも拡大傾向が続く見込み
- **貿易: 対米貿易黒字国に対して、強攻策を打ち出す可能性も**
  - 1月22日に16年ぶりのセーフガードを発動
  - 18年11月の中間選挙を控え、保護主義の台頭が懸念される
  - 輸出は増加傾向だが、貿易赤字の拡大が続く



農林中金総合研究所

9

- **金融政策: FRBは金融政策の正常化(バランスシート(B/S)の縮小と利上げ)を継続**
  - 17年10月からB/S縮小を開始した
  - パウエル新議長体制下のFRBも、イエレン前議長の路線を引き継ぎ、緩やかなペースでの利上げを継続すると考えられる
  - 18年の利上げ回数は3回と想定
- **財政政策: 10年で1.5兆ドル規模の減税政策が実現。同規模のインフラ投資の拡大を目指す**
  - 10年で1.5兆ドル規模のインフラ投資を目指す。財源の確保などから実現は難航する見通し
  - 18、19会計年度で合計3,000億ドルの歳出拡大が予定される



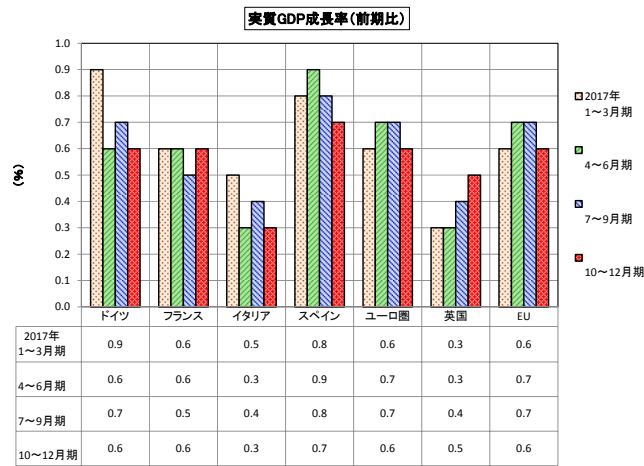
農林中金総合研究所

10

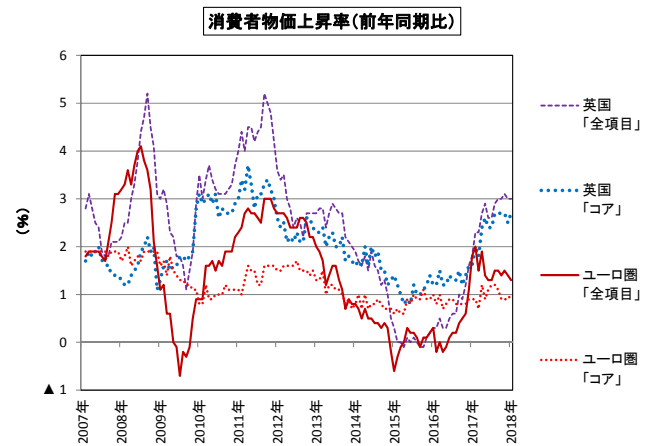
## 2 世界経済の動向 ③欧州

### ● 景気動向

- ユーロ圏の17年10～12月期の実質GDP成長率(改定値)は、前期から小幅減速
  - ✓ 前期比成長率は0.6%(7～9月期は0.7%)
  - ✓ 前年同期比成長率は2.7%(7～9月期は2.8%)
- 経済規模の大きい4ヶ国では、ドイツ、スペインが高い成長率を維持
- フランスも前期から幾分加速しドイツに並ぶ成長率に
- イタリアは他の3国に比較し低い成長率にとどまる
- 一方、英国は2四半期連続で成長加速
- 欧州連合(EU)全体では、前期比で0.6%、前年同期比で2.6%の成長



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

農林中金総合研究所

11

### ● ユーロ圏経済

- 好調なドイツやフランス経済を主な牽引力として、ユーロ圏全体として底堅さが増してきている
- 失業率は13年半ば以降は改善傾向にあり、12月も09年1月以来の8.7%にまで低下
- 同月の鉱工業生産指数は前月比で0.4%の、また前年同月比では5.2%の上昇
- 一方、これまで経済成長の主な主導役であった家計消費には頭打ちの気配も
- 12月の小売売上高は、前月比で1.1%の減少、前年同月比でも1.9%の増加にまで縮小

### ● ドイツ経済

- 12月の失業率は、3.6%に低下
- 同月の製造業受注指数は、前月比で3.8%の上昇、前年同月比では7.2%の上昇という強い値
- ユーロ圏のほか海外からの受注の伸びが中心
- 同月の鉱工業生産指数は前月比で0.5%の低下ながら、前年同月比では6.8%の上昇
- 同月の輸出額は、前月比で0.3%の増加、前年同月比では10.4%の増加
- 同月の小売売上高は前月比で1.9%減少、前年同月比では0.6%の増加
- 各種の景況感は良好

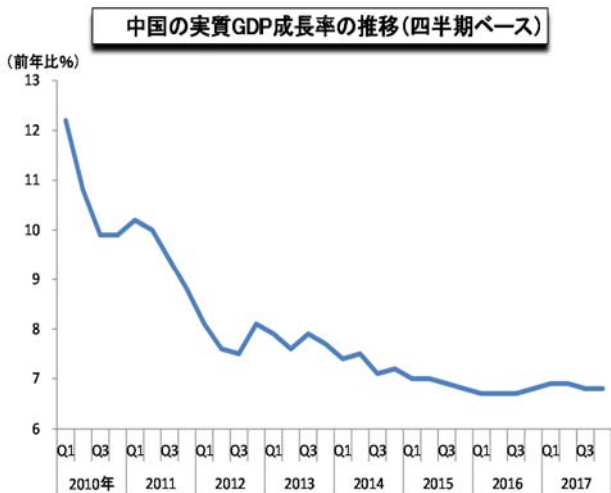
### ● 英国経済

- これまではポンド安に支えられ、経済情勢は概して堅調
- 強い外需で生産が好転する一方、先行きの不透明感で内需は圧迫され、個人消費には頭打ち感

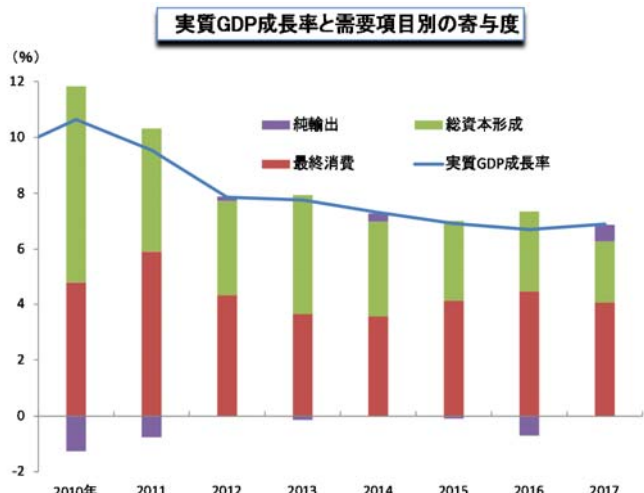
- 物価動向
  - ユーロ圏の1月の消費者物価上昇率は、全項目で前年同月比1.3%の上昇と、2ヶ月連続で鈍化
  - ユーロ圏では欧州中央銀行(ECB)の政策目標である「2%を下回るがこれに近い水準」には依然として距離
  - 一方、英国ではボンドの下落に伴う輸入物価の上昇を主因に消費者物価は上昇
  - 英国の1月の消費者物価上昇率は全項目で前年同月比3.0%と、目標値2%を大きく上回る水準
- 金融政策
  - ECBは、債券買入れ(QE)を18年1月から9月までの間、月額600億ユーロから300億ユーロに縮小して継続
  - ECBは、必要な場合にはQEを再度延長する方針
  - 1月25日の政策理事会後、ドラギ総裁は、
    - ✓ 基調的な物価上昇率は、当面の間は現行水準近辺での推移を見込む
    - ✓ 物価動向を中期間にわたり下支えするためには、引き続き十分な規模の金融刺激が必要
  - 一方、イングランド銀行(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としては、今後も段階的に追加利上げを実施する方向
- 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%台での成長の継続を見込む
  - ユーロ圏の物価上昇率の回復は鈍く、さらに加盟各国間に残る大きな経済格差などもあり、ECBは金融政策の正常化に向けては慎重で段階的な手順を踏む見通し
  - 一方、英国では、EU離脱交渉を巡る不透明感が続くなか、個人消費の伸び率低下などで、成長は緩やかに減速の見込み

## 2 世界経済の動向 ④中国

- 景気動向
  - 17年10~12月期の実質GDP成長率は前年比6.8%と、7~9月期(同6.8%)から横ばい
  - 17年の実質GDP成長率は前年比6.9%で、中国政府の成長目標「6.5%前後」を上回ったほか、7年ぶりに成長率の持ち直しが見られた
  - 世界経済の回復を受けて中国の輸出が予想以上に好調であったため、17年の実質GDP成長率に対する純輸出の寄与度は0.6%と、3年ぶりにプラスに転じた



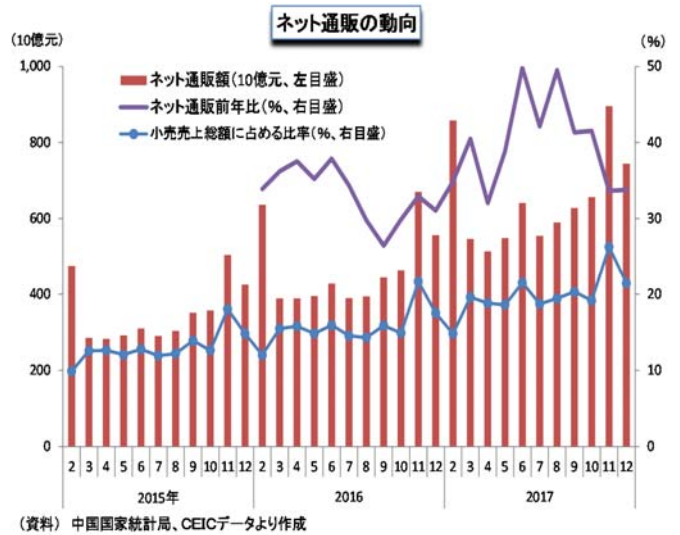
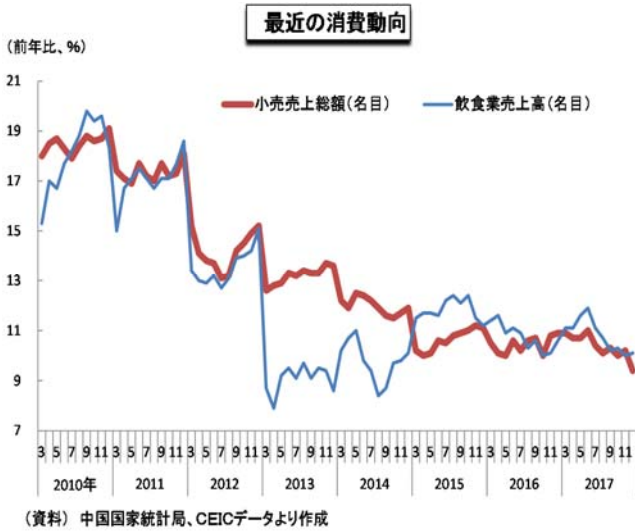
(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

個人消費

- 足元の個人消費は自動車販売台数の頭打ちなどを受けて、やや減速しているが、総じて底堅さは維持
- とりわけ、小売売上総額の2割程度を占めるネット通販の伸びが大きい
- 旺盛な消費意欲と所得増加基調を背景に、先行きについても、底堅さを維持すると見込まれる

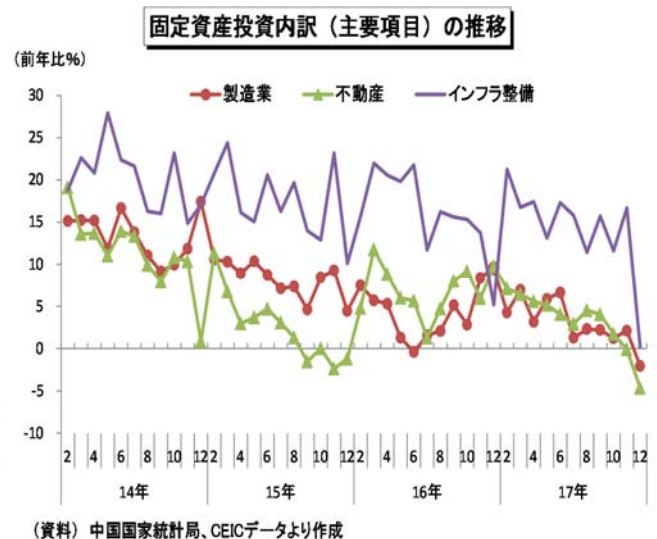
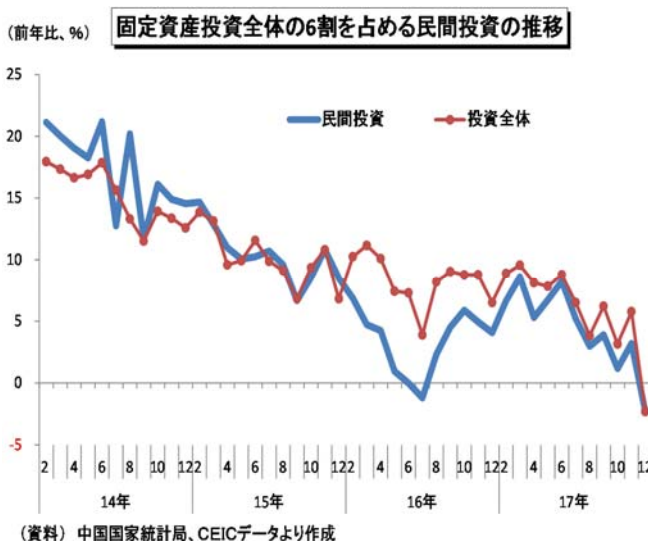


農林中金総合研究所

15

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を受けて、固定資産投資の減速傾向が一段と鮮明になっている
- 足元では、不動産投資および製造業の設備投資の減速に加え、投資全体の下支えとなるインフラ整備向けの投資も大幅に落ち込んでいる
- 先行きについては、徐々に持ち直してくると見込まれるものの、企業や地方政府が抱える過剰な債務問題の解消が引き続き行われることから、大幅な改善は見込めない

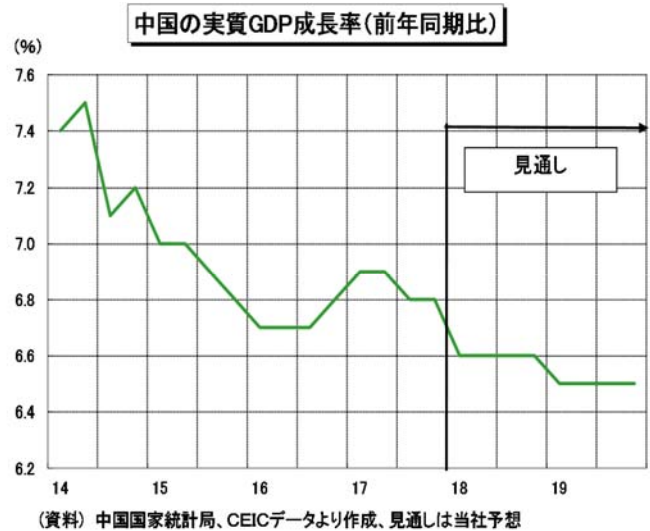
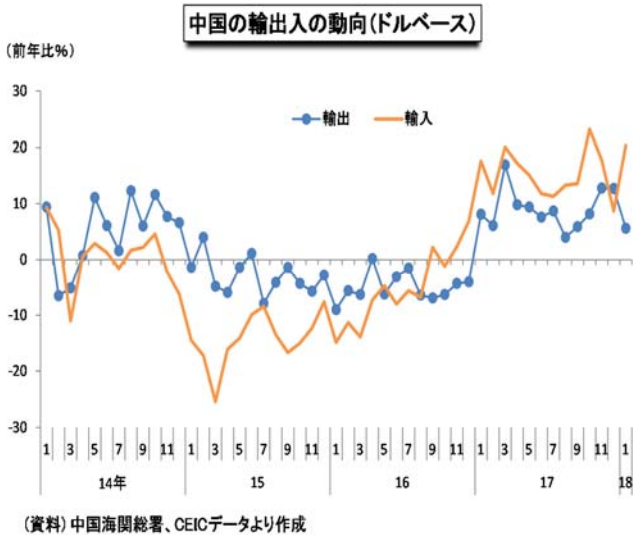


農林中金総合研究所

16



- 輸出
  - 輸出は世界経済の持ち直しなどを背景に堅調に推移している
  - 当面は世界経済が底堅く推移する可能性が高く、中国の輸出に好影響が及ぼすことが期待される
  - ただし、米中間の貿易摩擦が激化するおそれもあり、17年ほど好調とはならないと思われる
- 成長率見通し
  - 18年は6.6%成長、19年は6.5%成長と、小幅ながらも減速していくと予測

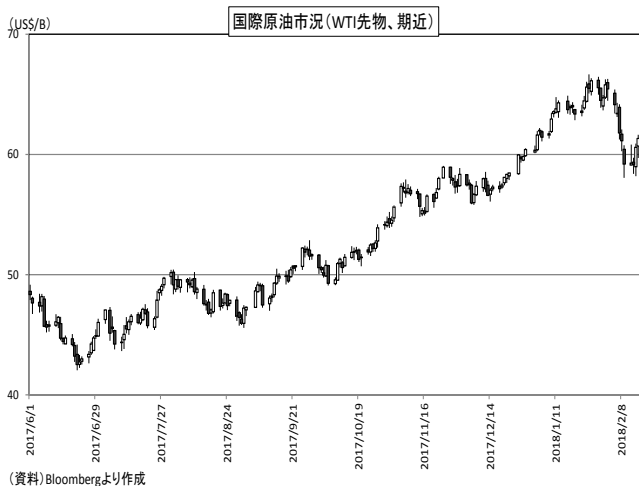


農林中金総合研究所

17

## 2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格は18年初に上昇した後、足元は60ドル/バレル前後で推移
  - 17~18年にかけて、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)の協調減産を実施、過剰在庫の削減に貢献
  - 原油価格は1月下旬に一時65ドル/バレル台まで上昇、その後の世界同時株安で60ドル/バレル前後に低下
- 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140万バレル増へ小幅上方修正した半面、米国など非OPEC加盟産油国の生産が需要増を上回るペースで拡大するとの見通しを公表、原油需給の均衡化が困難であることを示唆
  - 国内への入着価格は18年度から19年度にかけて概ね60ドル/バレル台前半で推移と想定

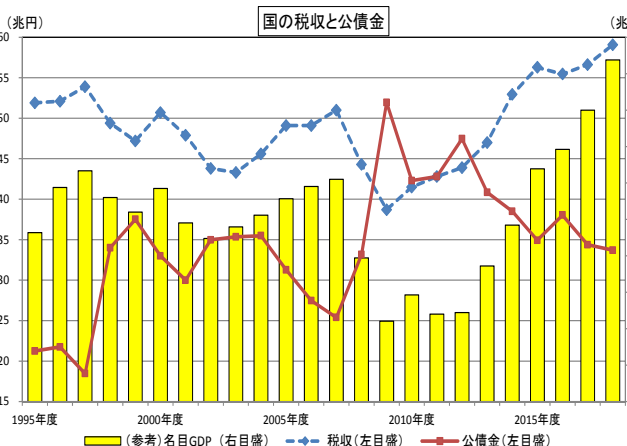


農林中金総合研究所

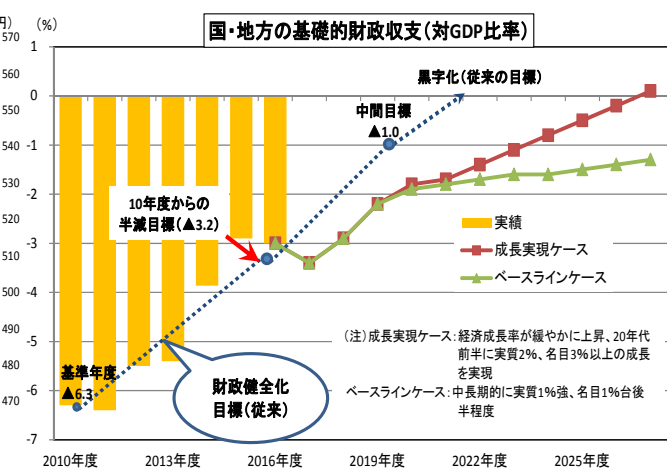
18

### 3 国内の経済政策

- 18年度予算案は歳出規模97.7兆円と過去最大規模、国債発行は減額
  - 一般歳出は58兆8,958億円、地方交付税交付金は15兆5,150億円、国債費は23兆3,020億円
    - 焦点の社会保障関係費(32兆9,732億円)は前年度からの増加幅を4,997億円に抑制
  - 歳入は、税収を59兆790億円と27年ぶりの高水準を見込んだほか、新規国債発行を33兆6,922億円に抑制、借換債などを含めた国債発行総額は149兆8,856億円と、17年度(補正後)の156兆1,250億円から減額
- 消費税率10%への引上げで見込まれる増収分を用途変更することに伴い、「基礎的財政収支(PB)黒字化」の達成時期は当初の「20年度」から後ズレへ
  - ただし、「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
- 次回消費税率引き上げは19年10月に予定通り実施すると想定



(資料)財務省、国税庁 (注)税収・公債金は2015年度まで決算、16年度は決算見込み、17、18年度は当初予算。17、18年度の名目GDPは政府見直し。

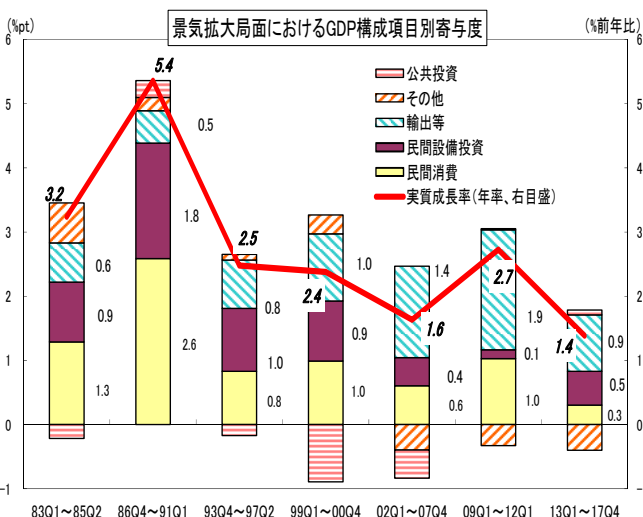


(資料)内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

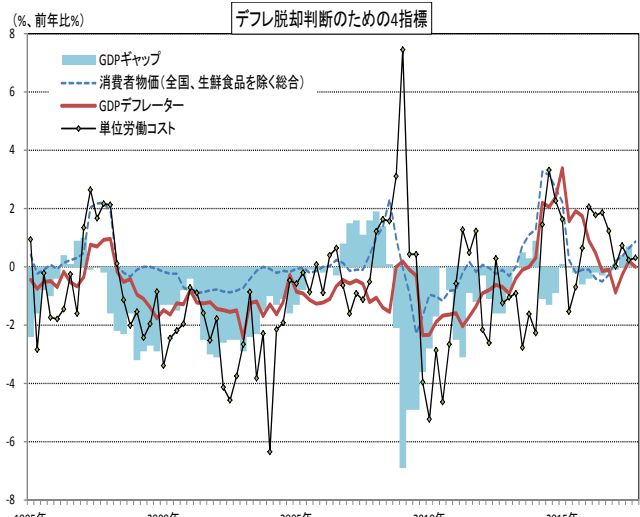
農林中金総合研究所

19

- アベノミクスの評価
  - 2017総選挙で自民党は「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
  - アベノミクスの下での経済成長は年率1.4%にとどまっているほか、物価2%も未達成
    - 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0.9%成長)
    - ただし、名目GDPは堅調に推移、5年間で56兆円増加した
  - 2000年代に入ってから経済成長は「輸出依存」の構造が定着しているが、足元の好調な企業業績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



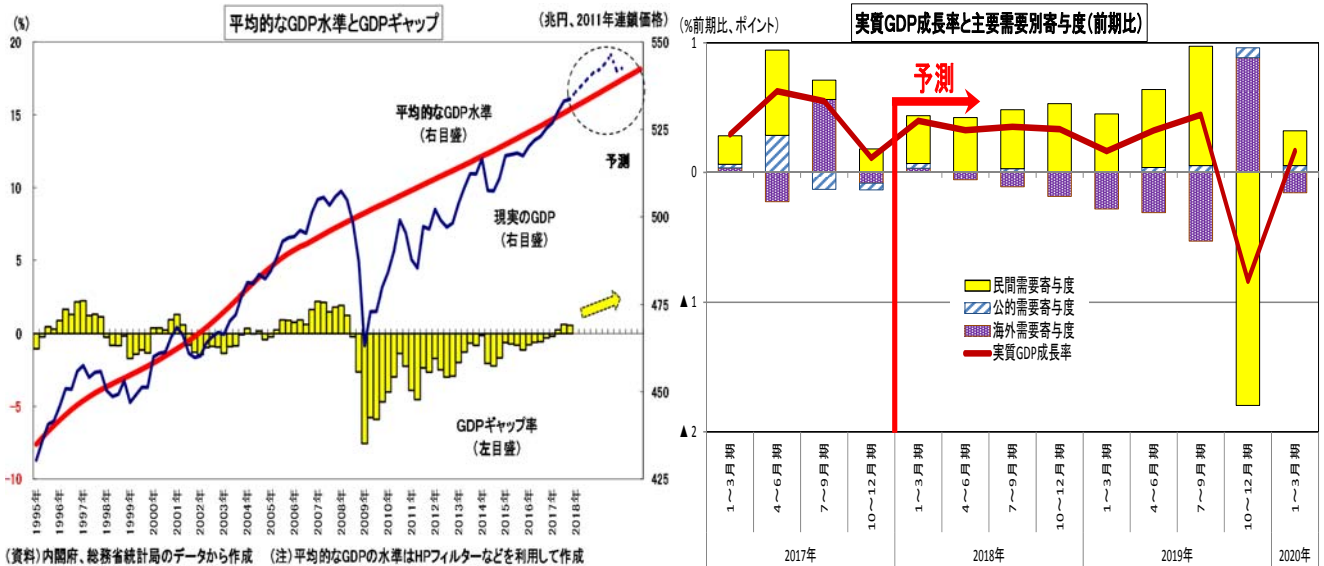
(資料)内閣府資料より農林中金総合研究所作成



(資料)内閣府、総務省統計局 (注)消費税要因を含む

# 4 日本経済・物価の見通し

- 総論 ～2017年度は1.7%成長、18年度は1.3%成長、19年度は0.7%成長と予測～
  - 足元18年1～3月期は、天候不順による企業・家計のマインドが若干悪化したものの、増加傾向にある輸出、自律的拡大局面にある設備投資が牽引する形で、プラス成長を維持(年率1.6%成長と想定)
  - 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、民間消費は徐々に持ち直し傾向を強めていく
  - 長期的な景気拡大により、18年度下期にかけて「景気の天井」に接近、ソフトランディングを開始
    - ・ ただし、19年度上期は、消費税増税を控えた駆け込み需要が発生し、景気は上振れる可能性大
    - ・ 逆に19年度下期以降は、反動減も加わり、景気調整色が強まる



農林中金総合研究所

21

## 予測表(年度、半期)

	単位	2016年度 (実績)	2017年度 (実績見込)	2018年度 (予測)	2019年度 (予測)
名目GDP	%	1.0	1.7	1.8	2.2
実質GDP	%	1.2	1.7	1.3	0.7
民間需要	%	0.3	1.5	2.1	1.5
民間最終消費支出	%	0.3	1.1	1.3	1.2
民間住宅	%	6.2	0.2	▲0.2	▲0.5
民間企業設備	%	1.2	3.4	4.6	3.7
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲0.3	0.0	0.1	▲0.1
公的需要	%	0.5	0.7	0.0	0.6
政府最終消費支出	%	0.5	0.4	0.5	0.6
公的固定資本形成	%	0.9	1.5	▲2.2	0.6
輸出	%	3.4	6.6	5.7	3.4
輸入	%	▲1.0	4.4	6.7	6.8
国内需要寄与度	ポイント	0.4	1.4	1.6	1.4
民間需要寄与度	ポイント	0.3	1.2	1.6	1.2
公的需要寄与度	ポイント	0.1	0.2	0.1	0.2
海外需要寄与度	ポイント	0.8	0.3	▲0.2	▲0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	▲0.2	0.1	0.5	1.6
国内企業物価(前年比)	%	▲2.4	2.8	2.0	2.7
全国消費者物価(前年比) (消費税増税要因を除く)	%	▲0.3	0.7	1.0	2.1
完全失業率	%	3.1	2.8	2.6	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	1.2	5.0	4.7	1.7
経常収支	兆円	20.2	22.1	18.9	18.1
名目GDP比率	%	3.7	4.0	3.4	3.2
為替レート	円/ドル	108.4	110.8	110.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲0.04	▲0.05	▲0.05	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	▲0.05	0.05	0.11	0.24
遠東輸入原油価格	ドル/バレル	47.3	55.9	62.5	62.5

(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		2017年度		2018年度		2019年度	
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期
実質GDP	%	1.2	1.7	1.1	0.9	1.3	0.7	0.8	0.7
民間需要	%	0.3	1.5	1.1	0.7	2.1	1.1	1.6	1.5
民間最終消費支出	%	0.3	1.1	0.7	▲0.0	1.3	0.7	1.1	1.2
民間住宅	%	6.2	0.2	0.7	▲4.4	▲0.2	▲0.2	4.0	▲0.5
民間企業設備	%	1.2	3.4	1.7	2.3	4.6	2.3	3.3	3.7
公的需要	%	0.5	0.7	0.9	▲0.7	0.0	0.2	0.2	0.6
政府最終消費支出	%	0.5	0.4	0.3	0.1	0.5	0.4	0.4	0.6
公的固定資本形成	%	0.9	1.5	3.2	▲3.4	▲2.2	▲0.7	▲0.7	0.6
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲3.3	▲1.6	▲2.1	▲1.0	▲2.5	▲1.5	▲3.5	▲5.9
輸出	%	3.4	6.6	2.1	5.4	5.7	2.5	2.6	3.4
輸入	%	▲1.0	4.4	2.2	2.3	6.7	3.0	5.0	6.8
内需寄与度(前期比)	%	0.4	1.4	1.2	0.3	1.6	1.0	1.0	1.4
民間需要(前年比)	%	0.3	1.2	0.9	0.4	1.6	0.9	1.0	1.2
公的需要(前年比)	%	0.1	0.2	0.2	▲0.1	0.1	0.0	0.0	0.2
外需寄与度(前年比)	%	0.8	0.3	▲0.0	0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.4	▲0.6
デフレーター(前年比)	%	▲0.2	0.1	▲0.1	0.1	0.5	0.2	0.8	1.6
完全失業率	%	3.1	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.6	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	1.2	5.0	2.4	2.3	4.7	2.3	2.3	1.7
住宅竣工戸数(年率換算)	万戸	97.4	95.5	97.1	93.9	98.8	93.0	100.5	92.3
経常収支	兆円	20.2	22.1	11.0	11.1	18.9	10.0	8.9	18.1
貿易収支	兆円	5.7	4.8	2.3	2.5	3.7	2.3	1.4	2.0
外国為替レート	円/ドル	108.4	110.8	110.0	110.5	110.0	110.0	110.0	110.0
遠東輸入原油価格	ドル/バレル	47.3	55.9	51.5	60.4	62.5	62.5	62.5	62.5

	単位	2016年度		2017年度		2018年度		2019年度	
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期
名目GDP	%	1.0	1.7	1.7	1.8	1.8	1.5	2.1	2.2
実質GDP	%	1.2	1.7	1.7	1.6	1.3	1.3	1.3	0.7
民間需要	%	0.3	1.5	1.4	1.7	2.1	1.7	2.4	1.5
民間最終消費支出	%	0.3	1.1	1.2	1.0	1.3	1.0	1.6	1.2
民間住宅	%	6.2	0.2	3.4	▲2.9	▲0.2	▲3.8	3.6	▲0.5
民間企業設備	%	1.2	3.4	3.3	3.5	4.6	4.1	5.0	3.7
公的需要	%	0.5	0.7	0.7	0.5	0.0	▲0.2	0.3	0.6
政府最終消費支出	%	0.5	0.4	0.4	0.3	0.5	0.4	0.7	0.6
公的固定資本形成	%	0.9	1.5	1.4	1.1	▲2.2	▲2.8	▲1.5	0.6
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲3.3	▲1.6	▲2.1	▲1.0	▲2.5	▲1.5	▲3.5	▲5.9
輸出	%	3.4	6.6	7.0	6.4	5.7	6.9	4.6	3.4
輸入	%	▲1.0	4.4	3.7	5.1	6.7	6.0	7.3	6.8
国内企業物価(前年比)	%	▲2.4	2.8	2.5	3.0	2.0	2.3	1.7	2.7
全国消費者物価(前年比)	%	▲0.3	0.7	0.5	0.9	1.0	0.8	1.1	2.1
完全失業率	%	3.1	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.6	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	1.2	5.0	5.2	4.7	4.7	4.6	4.7	1.7

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当研究所による。

農林中金総合研究所

22

# 予測表(四半期)

(→予測)

名目	単位	2017年				2018年				2019年				2020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	%	0.1	0.9	0.6	▲0.0	0.4	0.5	0.5	0.6	0.4	0.7	0.8	▲0.0	0.4
実質GDP	%	0.3	0.6	0.6	0.1	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	▲0.8	0.2
(年率換算)	%	1.2	2.5	2.2	0.5	1.6	1.3	1.4	1.3	0.7	1.3	1.8	▲3.3	0.7
民間需要	%	0.3	0.9	0.2	0.2	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6	1.0	1.3	▲2.0	▲0.2
民間最終消費支出	%	0.3	0.9	▲0.6	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.8	1.5	▲3.0	0.5
民間住宅	%	1.2	0.9	▲1.5	▲2.7	▲0.5	▲0.2	0.5	1.5	4.0	▲1.0	▲2.0	▲3.0	▲1.0
民間企業設備	%	0.1	1.2	1.0	0.7	1.2	1.1	1.2	1.3	1.5	1.5	1.2	▲2.0	1.0
民間在庫変動(寄与度)	%pt	▲0.0	▲0.1	0.4	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.2	▲0.1	▲0.1	0.4	▲0.2
公的需要	%	0.1	1.2	▲0.5	▲0.2	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2
政府最終消費支出	%	0.1	0.2	0.0	▲0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲0.2	4.7	▲2.6	▲0.5	▲0.5	▲0.5	0.0	▲0.5	▲0.5	0.2	0.5	1.0	0.5
輸出	%	2.0	0.0	2.1	2.4	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8	0.5	0.5
輸入	%	1.7	1.9	▲1.2	2.9	1.3	1.5	1.7	2.0	2.5	2.5	3.5	▲4.0	1.3
国内需要寄与度	%pt	0.2	0.9	0.0	0.1	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	1.0	▲1.7	0.3
民間需要寄与度	%pt	0.2	0.6	0.1	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.6	0.9	▲1.8	0.3
公的需要寄与度	%pt	0.0	0.3	▲0.1	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲0.3	0.5	▲0.0	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.5	0.9	▲0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲0.8	▲0.3	0.2	0.0	0.3	0.2	0.3	0.7	0.9	1.1	1.3	1.9	1.9
国内企業物価(前年比)	%	1.0	2.1	2.9	3.4	2.6	2.2	2.3	1.8	1.6	2.0	2.1	3.3	3.2
全国消費者物価(〃)	%	0.2	0.4	0.6	0.9	0.9	0.7	0.9	1.0	1.2	1.4	1.7	2.7	2.5
(消費税増税率を除外)													(1.7)	(1.5)
完全失業率	%	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	0.2	2.1	0.4	1.8	0.6	1.5	1.0	1.2	1.2	0.8	0.5	▲2.0	▲1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	5.4	4.8	6.2	5.6	5.5	5.2	4.8	4.6	4.3	4.0	3.8	5.1	5.2
名目GDP比率	%	4.0	3.5	4.5	4.1	4.0	3.8	3.4	3.3	3.1	2.8	2.7	3.6	3.6
為替レート	円/ドル	113.6	111.1	111.0	113.0	108.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲0.04	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	0.07	0.04	0.05	0.05	0.07	0.08	0.09	0.10	0.15	0.20	0.25	0.25	0.25
通関輸入原油価格	\$/バレル	55.4	53.4	49.6	58.3	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5

(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)

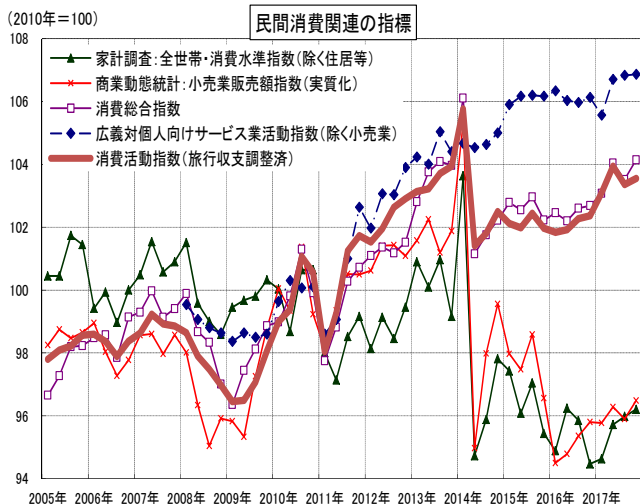
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

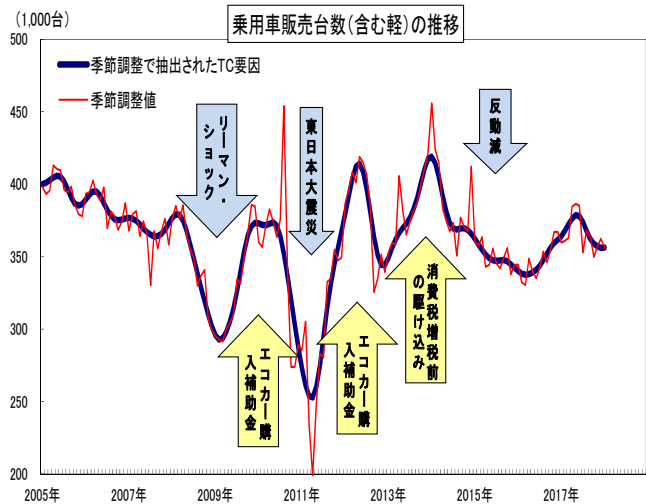
23

## 民間消費

- 17年夏場に再低下した消費性向は足元持ち直しつつあり、10~12月期は実質所得の目減り乗り越えて消費回復につながった
- 17年秋以降、減少していた乗用車販売台数は下げ止まりつつある
  - ・ ただし、しばらくは無資格検査問題の影響が残る可能性
- 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1.1%、18年度は同1.3%、19年度は同1.2%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



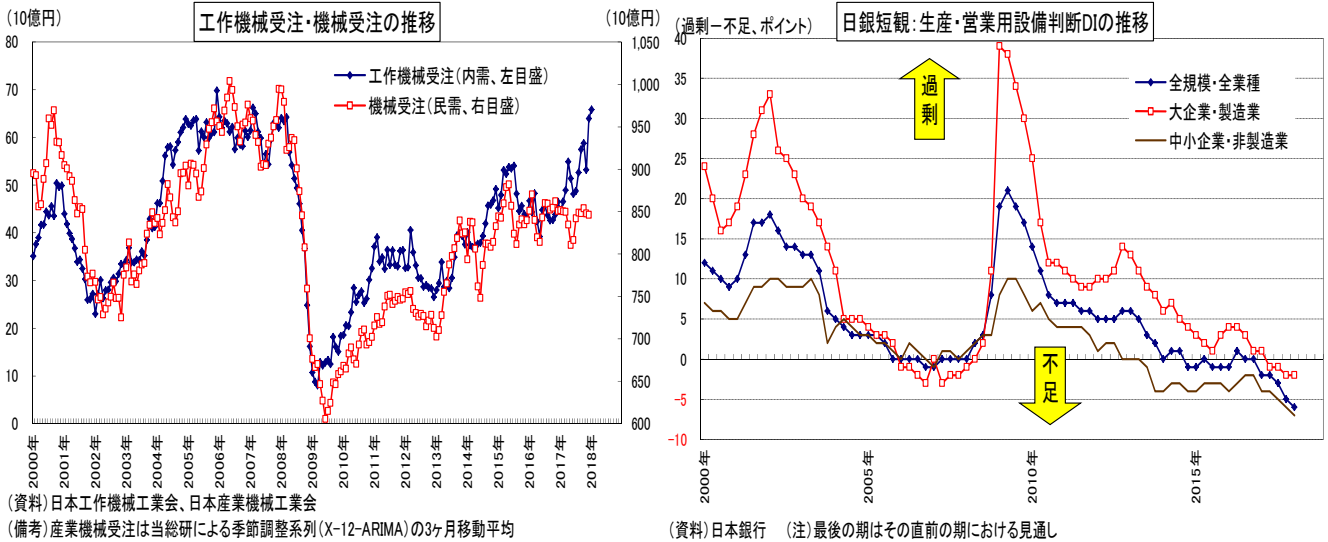
(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所作成(備考)季節調整済(X-12-ARIMA)

農林中金総合研究所

24

● 民間設備投資

- 中小企業を中心に、人員不足に加え、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3.4%、18年度は同4.6%、19年度は同3.7%と予測

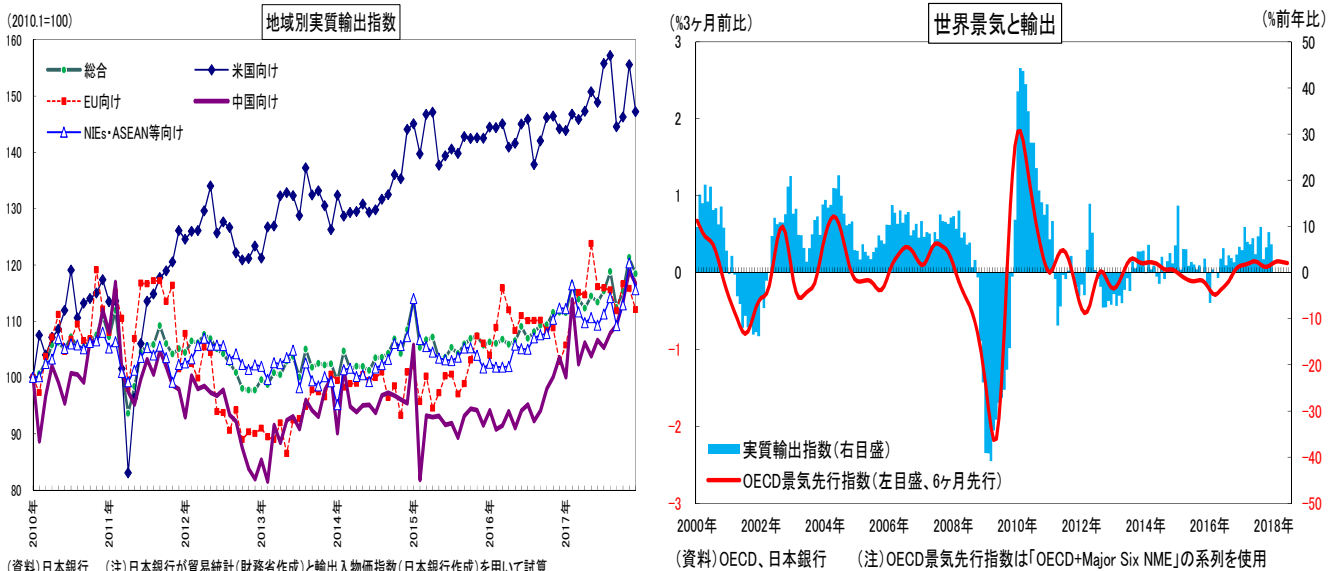


農林中金総合研究所

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6.6%、18年度は同5.7%、19年度は同3.4%)
- 国内需要が堅調に推移することから、輸入も増加傾向をたどる(17年度は前年度比4.4%、18年度は同6.7%、19年度は同6.8%)
  - ・ 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
- 14年度以降は拡大が続いた経常収支は、18、19年度と黒字幅が縮小する見込み

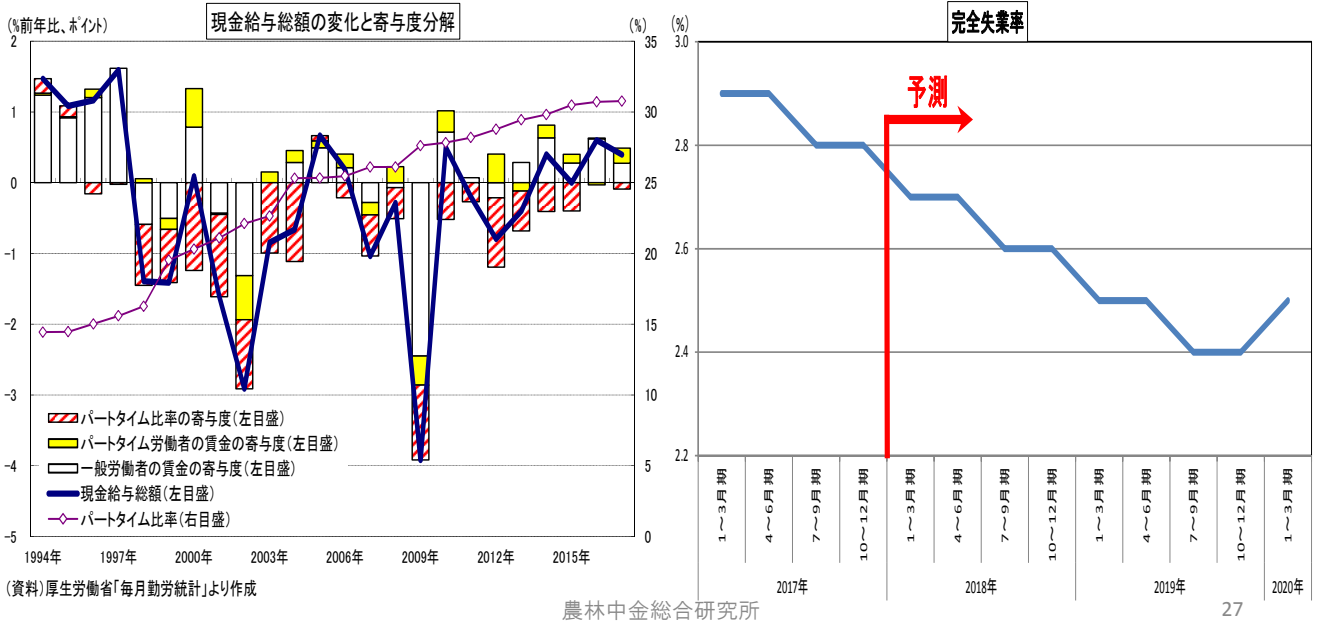


農林中金総合研究所

26

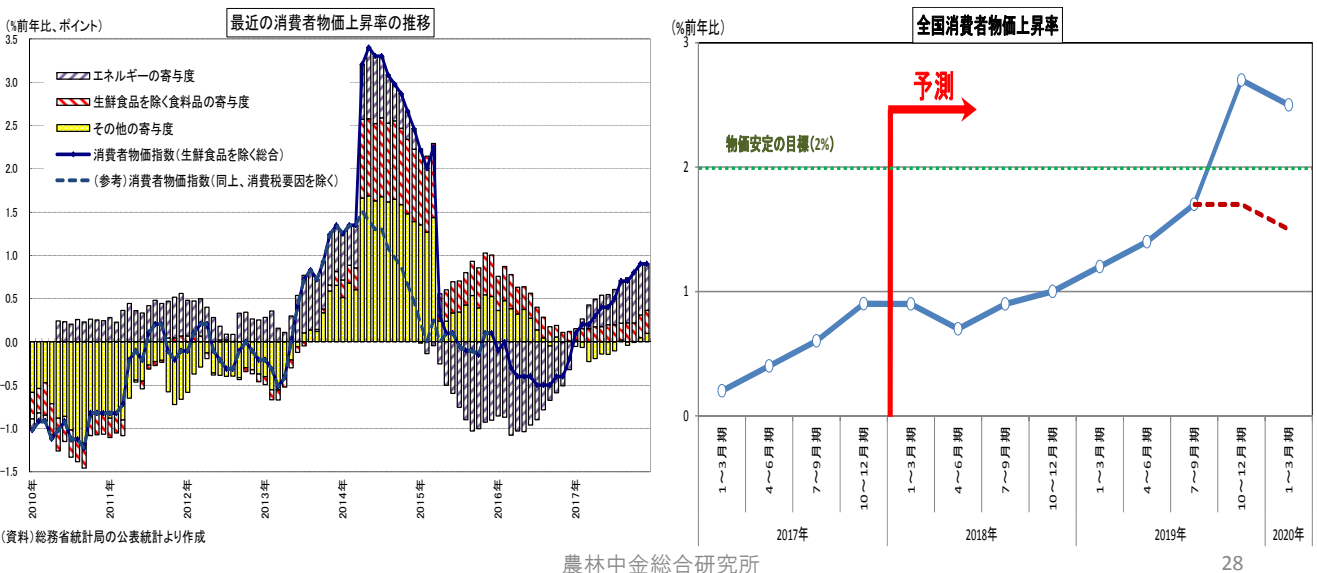
• 雇用情勢

- 景気改善を受けて、企業の人手不足感は強まる一方、労働供給の余力も乏しくなっており、今後とも労働需給は徐々に逼迫度が高まっていく
- 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%、18年度は2.6%、19年度は2.5%（下期にやや上昇）と、低下傾向が継続と予測



• 物価動向

- 17年入り後に消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は前年比プラスに転じ、12月には前年比0.9%まで上昇率を高めた
  - ただし、エネルギー高や円安に依存した上昇で、「エネルギー・生鮮食品を除く総合」は同0.3%にとどまる
  - トランプ相場による円安進行が一巡、国内企業物価・消費財での輸入品は前年比下落に転じる
- ただし、労働需給の引き締め、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1.0%、19年度は同1.6%と予測、消費税率引上げ前の19年7～9月期には同1.7%まで上昇するが、日銀が目標とする前年比2%には届かず



# 5 金融政策の見通し

- 1年半にわたり「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
  - これまでの金利上昇局面では、指値オペ、国債買入れ額増額などを駆使して「10年 0.1%」超の定着を阻止してきた

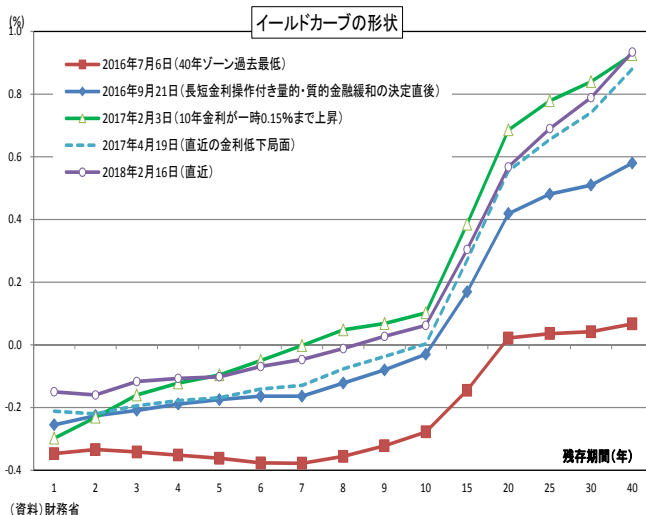
資産買入れ方針とバランスシートの見通し

	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年1月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	477	拡大方針

(バランスシート項目の内訳)	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年1月末	今後の年間増加ペース
長期国債	89	142	202	282	361	419	424	+約80兆円をめぐ
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.2	残高維持
社債等	2.9	3.2	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	17.2	17.7	+約6兆円
J-REIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.45	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	50	-
その他も資産計	158	224	300	383	476	521	527	
銀行券	87	90	93	98	102	107	103	
当座預金	47	107	178	253	330	368	369	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	527	

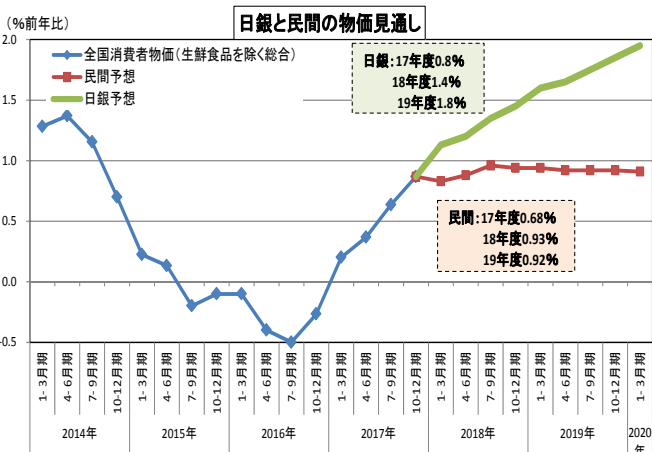
(資料)日本銀行 (注)18年1月末の長期国債保有額は17年1月末から55兆円の増加



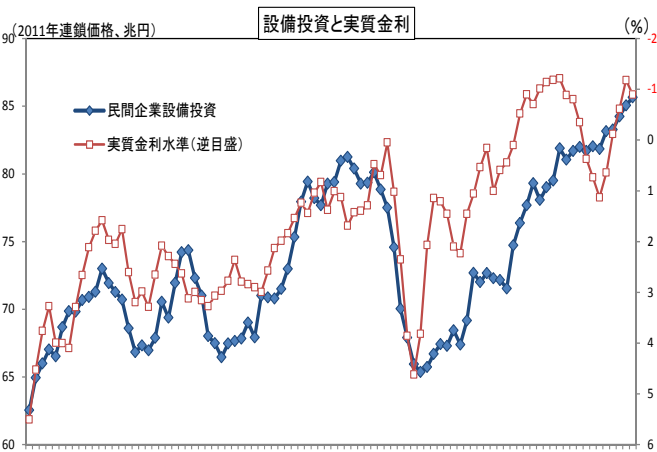
農林中金総合研究所

29

- 当面は現行政策を継続するものと予想
  - これまでの国債買入れで大量の国債保有をしたことで、YCCが奏功し、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
- ただし、過度の低金利状態が長期化することで経済・金融システムへ悪影響が出ることへの懸念も意識されており、先行き物価上昇率が一定水準まで高まれば、実質金利のマイナス状態を維持する範囲内で、操作目標の引上げを検討する可能性も



(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(2月)を使用、日銀予想は展望レポート(1月)より作成。



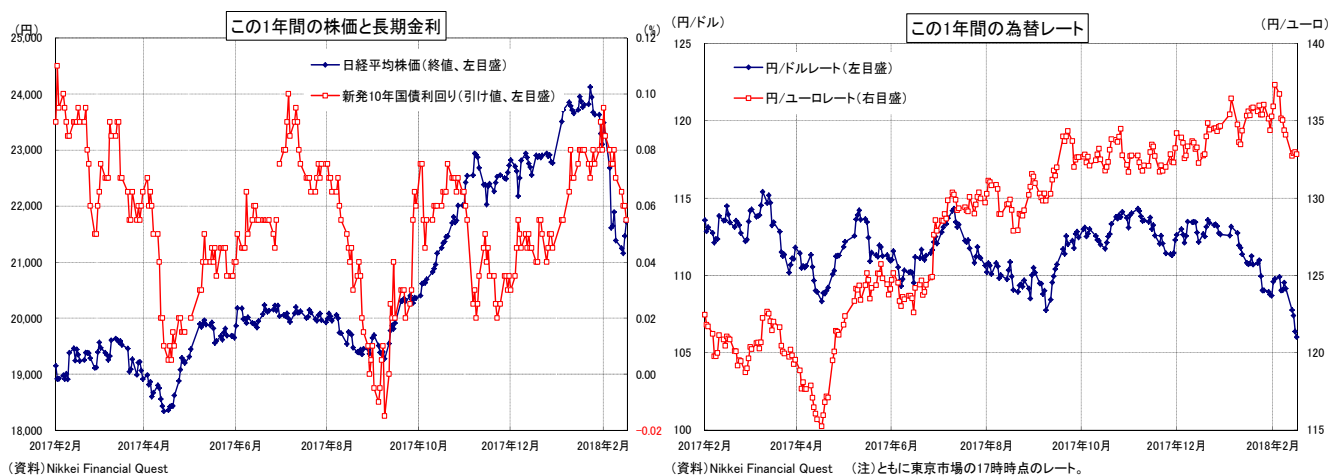
(資料)財務省、内閣府経済社会総合研究所  
 (注)実質金利水準は残存5年の国債利回りから民間設備投資デフレーターの前年比上昇率を差し引いて作成

農林中金総合研究所

30

## 6 金融市場の見通し

- 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するなか、17年秋の総選挙での与党圧勝などが好感され、日経平均株価は上昇傾向を強め、バブル崩壊の最高値を更新、18年入り後も世界経済は当面底堅く推移するとの見方から上値を追う展開となり、一時26年ぶりとなる24,000円台を回復
- こうしたなか、米雇用統計(1月)での事前予想を上回る賃金上昇率が、株高を支えてきた「適温相場」の前提を崩すとの懸念を強め、世界的に株価が調整、円高進行との相乗効果で日経平均も一時21,000円を割った
- 市場の混乱が長引けば、設備投資行動の慎重化など実体経済にも影響が出るだろうが、内外経済の足腰はしっかりしており、混乱は一時的とみる向きが多い



農林中金総合研究所

31

- 長期金利
  - 黒田日銀総裁の再任の方針が示されたが、金融政策の修正の思惑が浮上、一定の金利上昇圧力が発生
  - ただし、これまでのところ、日銀の金利上昇抑制姿勢は鮮明で、概ね「0.0~0.1%」のレンジ内で推移
  - しばらく日銀の設定した長期金利操作目標(10年ゼロ%)から外れる可能性は小さいが、一定の物価上昇率を達成した後、日銀が操作目標の引上げを検討・着手する可能性も
- 株価
  - 日経平均株価は24,000円台を回復した後、2月初の米国発の世界同時株安により一時21,000円割れへ
  - 内外経済の足腰は強いことから、じきに調整を終了し、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は乖離しつつあり、それ自体は円安要因ではあるが、最近では日本銀行の緩和縮小観測も意識されつつある
  - また、地政学的リスクが根強いほか、中間選挙を控えてトランプ米大統領が経常黒字国批判を強めており、円高に振れる場面も想定される

### 金利・為替・株価の予想水準

年/月	項目	2018年				
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
	無担保コールレート翌日物 (%)	-0.042	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00
	TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0680	0.06~0.07	0.06~0.08	0.06~0.08	0.06~0.10
	国債利回り					
	10年債 (%)	0.055	0.00~0.15	0.00~0.15	0.00~0.15	0.10~0.25
	5年債 (%)	-0.100	-0.15~0.00	-0.15~0.00	-0.15~0.00	-0.10~0.10
	為替レート					
	対ドル (円/ドル)	106.0	103~110	105~115	105~115	100~112
	対ユーロ (円/ユーロ)	132.8	128~140	125~145	125~145	125~145
	日経平均株価 (円)	21,720	22,250±1,500	23,500±1,500	24,000±1,500	24,500±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2018年2月16日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

農林中金総合研究所

32



## 県民経済計算でみる地域別の経済動向(3)

### ～県内総生産(支出側)に注目して～

木村 俊文

#### 要旨

県内総生産全体では民間最終消費支出が約 6 割を占めるが、地域によって消費や投資といった需要の構成は異なる。14 年度までの過去 5 年間、東北では公的需要が成長率を押し上げた一方、中部・中国では民間需要が主体となって経済成長を支えていることが確認された。

本レポートは、内閣府の「県民経済計算年報」に基づいて、地域別の経済動向を概観する連載の第 3 回目である。

第 1 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)の面から見た地域的な特徴を確認した(「金融市場 2017 年 12 月号」)。続いて第 2 回は、生産面に注目して、地域の産

業構造を把握した(「金融市場 2018 年 1 月号」)。連載最終回となる今回は、消費や投資といった支出系列を取り上げる。

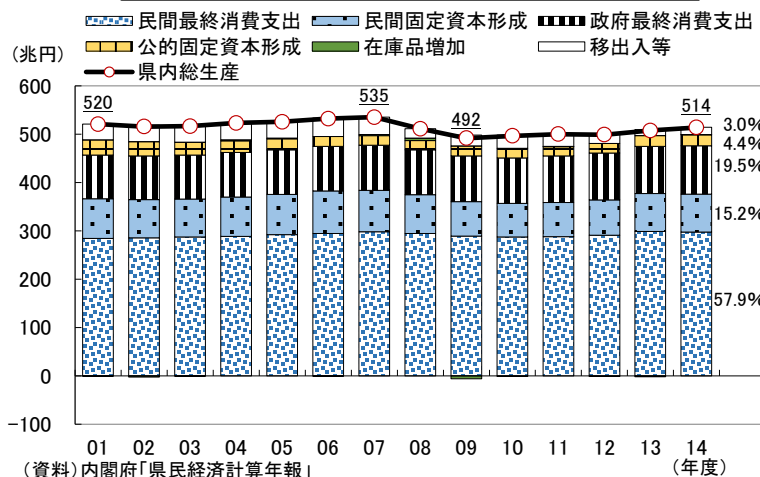
以下では、県内総生産(支出側)全体の動きを確認した後、需要項目別の地域的な特徴を整理する。

なお、本レポートでは県内総生産は名目を指すものとする。

#### 県内総生産の需要項目別の動向

今回取り上げる県内総生産の支出系列では、民間最終消費支出、政府最終消費支出、民間固定資本形成(民間住宅・民

図表1 県内総生産の需要項目別の推移(全県計)



(資料)内閣府「県民経済計算年報」

(注)名目値。

間企業設備)、公的固定資本形成、在庫品増加、移出入等といった需要項目別に推計額が示されることから、地域別に消費や投資の動向を把握することができる。

このうち、移出入等は、国でいうところの財貨・サービスの純輸出(=輸出-輸入)に該当する県内外への「財貨・サービスの移出入(純)」に、県内総生産の生産側と支出側を一致させるための調整項目である「統計上の不突合」を加えたものである。

まず、05 年基準・93SNA で現在公表されている 2001~14 年度までの県内総生産(支出側)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、対象期間の前半に前年比1%程度の増加が続いたことから07年度には一旦535.4兆円まで拡大したが、リーマン・ショック(08年9月)の影響で09年度には2年連続減少して492.0兆円に落ち込んだ。その後は、東日本大震災(11年3月)の影響や消費税増税(14年4月)に伴う駆け込み需要の反動減などにより伸びが鈍化する年度もみられたものの、総じて緩やかな回復が続き、14年度には514.3兆円と直近ボトム水準から22兆円増加した。

各需要項目の構成比は、民間最終消費支出が全体の約6割(14年度は57.9%)を占めており、次いで政府最終消費支出(同19.5%)、民間固定資本形成(同15.2%)、公的固定資本形成(同4.4%)、移出入等(同3.0%)、在庫品増加(0.0%)となっている。このうち、民間最終消費支出と民間固定資本形成は、景気変動に敏感に反応しやすく、他の需要項目に比べ変動が大きい。

### 地域で異なる需要の構成

14年度の各需要項目の構成比を都道府県別にみると、消費や投資の状況が地域によって異なることがわかる(図表2)。

民間最終消費支出は、自県の県内総生産に占める割合が最も高い埼玉県(81.8%)をはじめ、神奈川県(75.9%)や千葉県(75.6%)が高い一方、東京都(41.6%)は最低となった。しかし、半面で東京都は移

図表2 県内総生産の需要項目別構成比(2014年度)

都道府県・地域	実数 名目県内総生産 (兆円)	構成比(%)							
		民間最終消費支出	政府最終消費支出	民間固定資本形成		公的固定資本形成	在庫品増加	財貨・サービスの移出入等	
				住宅	企業設備				
北海道	18.5	64.8	26.0	10.5	2.5	7.9	8.6	0.9	-10.7
青森	4.4	60.3	29.7	15.6	2.2	13.4	6.5	0.2	-12.3
岩手	4.6	59.8	24.2	13.3	2.8	10.5	13.9	0.1	-11.3
宮城	8.9	58.7	22.1	15.5	3.1	12.4	10.9	-0.1	-7.0
秋田	3.5	65.7	29.3	15.0	2.1	12.9	7.7	0.2	-17.9
山形	3.8	61.7	26.9	16.1	2.3	13.8	6.7	0.1	-11.5
福島	7.4	51.9	29.4	18.6	3.4	15.2	9.2	0.5	-9.6
茨城	11.6	52.8	21.5	16.4	3.1	13.4	5.4	0.6	3.2
栃木	8.2	53.3	18.0	15.2	2.8	12.4	2.9	-0.2	10.8
群馬	8.0	54.0	17.7	15.4	2.8	12.6	3.9	0.0	9.1
埼玉	20.9	81.8	20.5	15.8	4.3	11.5	3.1	-0.1	-21.0
千葉	20.0	75.6	17.6	16.9	3.7	13.2	3.3	0.7	-14.1
東京	94.9	41.6	15.5	12.8	2.4	10.4	2.2	-0.3	28.2
神奈川	30.3	75.9	16.5	16.4	3.6	12.8	3.0	-0.5	-11.2
新潟	8.7	62.1	22.1	16.1	2.5	13.7	6.9	0.2	-7.4
富山	4.5	56.6	19.5	15.6	2.5	13.0	6.8	0.5	1.0
石川	4.6	58.7	20.6	14.5	2.7	11.8	7.3	0.3	-1.4
福井	3.1	56.7	23.8	17.3	2.6	14.8	5.6	-0.5	-3.0
山梨	3.1	59.8	23.4	16.4	2.8	13.6	7.7	0.7	-7.9
長野	7.9	62.6	20.7	15.3	2.9	12.4	5.5	0.2	-4.2
岐阜	7.2	55.1	21.0	16.0	2.9	13.0	5.3	-0.5	3.2
静岡	15.4	57.1	17.1	15.0	3.1	11.9	3.0	0.3	7.4
愛知	36.0	54.3	12.9	17.7	2.9	14.8	2.3	-0.2	13.0
三重	7.7	51.5	14.7	20.4	2.5	17.9	4.3	0.9	8.3
滋賀	5.8	55.1	16.3	15.4	2.7	12.7	3.6	0.3	9.2
京都	10.1	63.3	19.6	14.2	2.7	11.4	4.4	0.0	-1.4
大阪	31.9	53.8	16.6	15.0	2.3	12.6	3.0	-0.2	11.8
兵庫	19.8	61.9	18.8	16.9	2.7	14.1	3.4	0.1	-1.0
奈良	3.5	78.0	27.2	13.8	3.5	10.3	4.8	-0.3	-23.5
和歌山	3.6	60.8	23.6	15.4	2.4	13.0	11.0	-0.9	-9.8
鳥取	1.8	66.0	33.0	14.4	2.4	12.0	8.8	0.0	-22.3
島根	2.4	57.1	31.2	15.3	2.2	13.1	9.3	0.2	-13.1
岡山	7.2	59.8	22.5	16.9	3.0	13.9	4.5	0.2	-3.8
広島	11.2	55.7	20.4	15.7	2.5	13.2	4.4	0.4	3.4
山口	6.0	53.9	20.1	14.5	2.2	12.3	4.2	-0.2	7.6
徳島	3.0	55.2	26.2	14.4	2.2	12.3	8.5	-0.2	-4.2
香川	3.7	61.5	22.8	15.4	2.8	12.5	3.7	0.8	-4.2
愛媛	4.8	63.3	26.6	15.7	2.4	13.3	5.7	0.0	-11.4
高知	2.3	68.0	33.3	14.2	2.2	12.1	10.5	0.3	-26.3
福岡	18.1	59.8	22.1	15.0	2.7	12.3	4.4	-0.1	-1.2
佐賀	2.7	54.1	22.6	14.7	2.9	11.7	7.3	0.0	1.4
長崎	4.3	69.9	30.1	15.3	2.3	13.0	6.2	1.4	-22.8
熊本	5.6	64.9	27.6	16.2	3.0	13.2	5.9	-0.1	-14.5
大分	4.1	64.0	23.9	16.8	2.3	14.4	5.7	0.9	-11.3
宮崎	3.6	60.2	27.0	15.0	2.5	12.5	6.6	-0.1	-8.7
鹿児島	5.3	65.5	29.8	15.8	2.5	13.3	7.7	-0.1	-18.8
沖縄	4.1	60.9	30.1	16.7	5.1	11.6	9.6	-0.4	-16.7
全県計	514.3	57.9	19.5	15.2	2.8	12.4	4.4	0.0	3.0
北海道・東北	59.8	61.0	25.6	14.3	2.7	11.6	8.8	0.4	-10.2
関東	205.0	56.7	17.2	14.6	3.0	11.6	3.0	-0.1	8.6
中部	78.5	55.1	15.9	16.9	2.8	14.1	3.6	0.0	8.4
近畿	80.7	58.4	18.3	15.3	2.6	12.8	3.7	-0.1	4.3
中国	28.6	57.1	22.5	15.6	2.5	13.1	5.0	0.2	-0.5
四国	13.8	61.9	26.7	15.1	2.4	12.7	6.6	0.2	-10.4
九州	47.9	62.1	25.5	15.5	2.9	12.7	6.0	0.1	-9.3

(資料)内閣府「県民経済計算年報」

(注)太字網掛けは都道府県の「上位5位まで」、斜体は「下位5位まで」を示す。

出入等 (28.2%) が突出して高く、逆に埼玉・神奈川県・千葉の3県は移出入等がマイナスとなっている。これは個人消費が属人(県民)主義で計上されることから、通勤・通学者など都外在住者が都内で消費することにより、自県では移入、東京都では移出と把握されることによる影響が大きいとみられる。また、住宅投資は属地主義で把握されるものの、個人消費同様、上記3県が高かった。こうした傾向は東京圏で特有のものではなく、奈良県と大阪府との間でも確認できる。

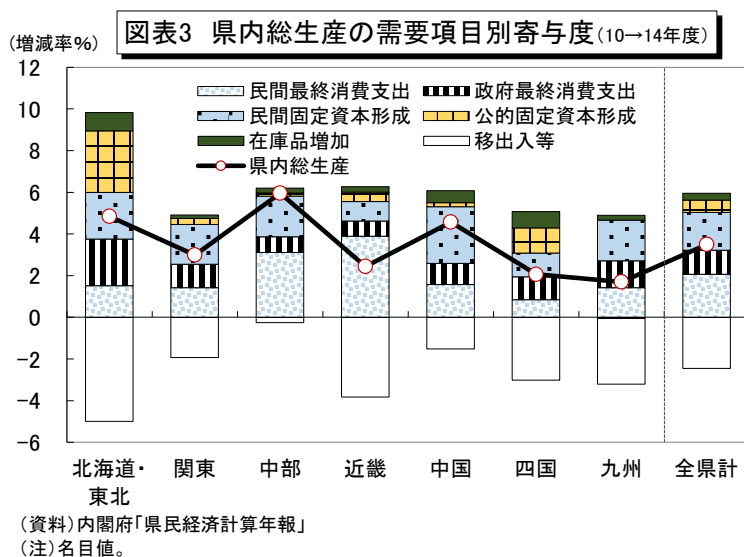
一方、政府最終消費支出は、高知県(33.3%)や鳥取県(33.0%)、島根県(31.2%)で高い一方、愛知県(12.9%)、三重県(14.7%)、東京都(15.5%)で低かった。政府最終消費支出には、公務員人件費である雇用者報酬のほか、公共施設など社会資本の減価償却費に相当する固定資本減耗、医療保険・介護保険給付の国庫負担等の現物社会給付などがあるが、高齢化により現物社会給付が増えていることが背景にあると考えられる。

このほか、公的固定資本形成では、岩手県(13.9%)および宮城県(10.9%)が目立っており、東日本大震災後に公的住宅整備や道路・公共施設の建設などが増加したことが主な要因として挙げられる。

つぎに、地域ブロック別に県内総生産の伸び率に対する各需要項目の寄与度を

### 民需主体の中部・中国

つぎに、地域ブロック別に県内総生産の伸び率に対する各需要項目の寄与度を



見てみる(図表3)。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)では、全県計の伸び率(3.5%)を最も押し上げたのは民間最終消費支出(寄与度2.1ポイント)だった。次いで民間固定資本形成(同1.8ポイント)、政府最終消費支出(同1.1ポイント)、公的固定資本形成(同0.6ポイント)、在庫品増加(同0.3ポイント)となり、移出入等(▲2.5ポイント)はマイナス寄与となった。

地域別で全県計の伸び率を上回ったのは北海道・東北、中部、中国の3地域であるが、各需要項目別の寄与度を見ると次のような特徴がある。北海道・東北は、東日本大震災後の復旧・復興関連を背景に公的需要(=政府最終消費支出+公的固定資本形成+公的在庫品増加)の寄与度が5.2ポイントと、民間需要(=民間最終消費支出+民間固定資本形成+民間企業の在庫品増加)の寄与度(4.6ポイント)を上回って、県内総生産を押し上げる格好となった。

一方、中部および中国は、公的需要(各寄与度0.9ポイント、1.2ポイント)より

も、民間需要（同 5.3 ポイント、4.9 ポイント）が県内総生産の増加に大きく寄与した。

### 域外需要の影響を受けやすい中部

最後に、直近 5 年間（10 → 14 年度）の経済成長率に対する民間需要の寄与度が最も高かった中部（5.3 ポイント）の動向を見てみたい。

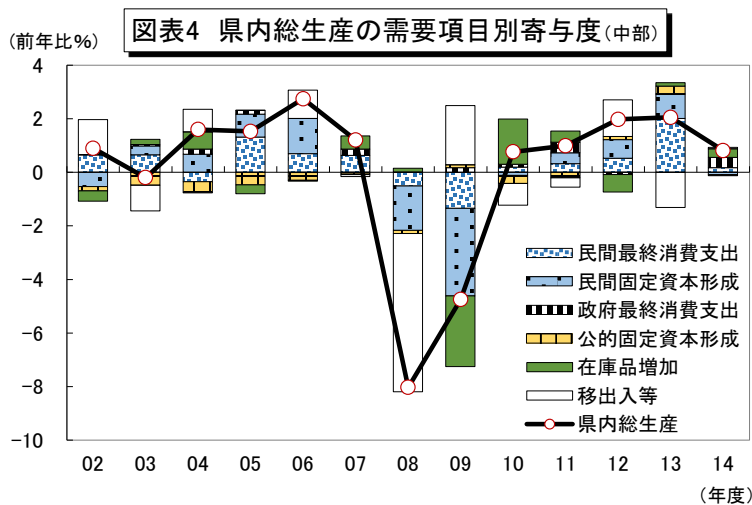
中部（愛知・静岡・三重・岐阜・石川・富山・福井県）は、直近の地域内総生産が全県計の 15.3% を占める経済規模である。また、産業部門の中では製造業のウェイトが 31.3% と、全県計（18.4%）を大きく上回り、製造業の比重が大きい産業構造となっている。

地域内には、自動車等の輸送機械（愛知・静岡県）のほか、電気機械（三重県）、化学（三重・富山県）、食料品（静岡県）、繊維（石川・福井県）、窯業・土石製品（岐阜県）など、幅広い分野の製造業が各地に集積している。

図表 4 は、中部の経済成長率に対する各需要項目の寄与度を示したものであるが、次のような特徴を指摘できる。

対象期間を通じて、中部は公的需要が成長率に及ぼす影響は極めて小さく、民間需要が経済成長を支えている。

しかし、リーマン・ショック時の 08 年度は、世界同時不況を受けて自動車輸出が激減するなど多くの製造業が生産調整を余儀なくされ、企業収益が急激に悪化する中で民間企業設備（6 年ぶりの前年比マイナス）と民間最終消費支出（4 年ぶり



の前年比マイナス)が減少に転じた。09 年度も引き続き前年比マイナスとなったが、この間の景気悪化局面において、中部の企業所得・雇員報酬は全県計以上に減少幅が拡大し、成長率の落ち込みが全県計よりも大きくなった（08 年度は▲3.5 ポイント、09 年度は▲1.0 ポイント）とみられる。

前掲の図表 2 から明らかなように、中部は移出入等の占める割合が高く、海外を含む地域外の需要を取り込んでいることから、地域外の影響を受けながら成長率が上下に振れやすいといえるだろう。

### 2016年度の協同組織金融機関の決算と今後の戦略

古江 晋也

#### 要旨

長引く金融緩和政策や金融機関間の激しい金利競争の影響を受け、2016年度の協同組織金融機関の決算では、資金利益の減少が続き、コア業務純益の減少も歯止めがかかっていないことが浮き彫りとなった。こうした中、事業性評価に基づく融資や取引先の本業支援を強化するため、「目利き力」の向上に力を入れる一方、業務の効率化(生産性の向上)も本格化させるなど、持続可能なビジネスモデルの構築を模索している。

#### はじめに

金融機関を取り巻く経営環境が一段と厳しくなる中、協同組織金融機関においても「持続可能なビジネスモデル」の構築が喫緊の課題となっている。本稿では、全国信用金庫協会『全国信用金庫財務諸表分析』、全国信用組合中央協会『全国信用組合決算状況』、全国労働金庫協会『全国労働金庫経営分析表』の資料を中心に、近年の信用金庫、信用組合、労働金庫の主要経営指標等を分析するとともに、協同組織金融機関の今後の経営のあり方についても検討する。

#### 減少傾向が続く資金利益

図表1は信用金庫、信用組合、労働金庫の主要経営指標の推移を表したものである。長引く金融緩和政策、金融機関間の激しい金利競争により、地方銀行と同様、協同組織金融機関も貸出金利回りが低下しており、このことが資金利益の減少の大きな要因となっている。

役務取引等利益については、信用金庫は14、15年度と増加したが、16年度は減少に転じた。この背景には、16年6月に英国で実施された国民投票でEU離脱派が勝利したり、11月に米大統領選でトラン

プ候補が勝利するなど、株価の乱高下が顧客の心理に影響したことや、金融庁が17年3月に「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表するなどの動きがあったことから投信販売額(信金中央金庫取次方式)が減少につながったと考えられる(図表2)。

ただ中には、投信や保険商品など投資型金融商品に関心がある顧客のニーズを融資担当者や窓口担当者が発見すると、預かり資産業務担当者につなぐ「トスアップ」や、販売後も顧客のもとを訪問するアフターフォローを着実に行うことで、残高を増加させている信用金庫もあり、販売態勢の強化が今後の課題になるといえよう。

なお、12年12月から景気回復局面が持続していることなども追い風となり、一般貸倒引当金繰入額などの信用コストは減少傾向にある。しかし、資金利益の減少の影響が大きく、経常利益や当期純利益は減少している。

#### 増加する預金積金残高と貸出金残高

一方、預金積金残高と貸出金残高に目を転じてみると、3業態とも増加しているものの、増加額は地域差が顕著となって

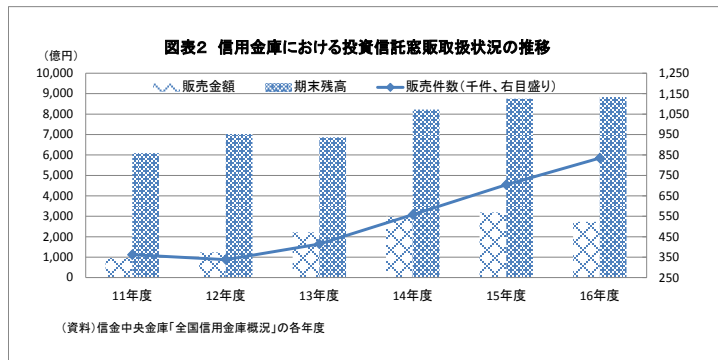
図表1 協同組織金融機関の主要経営指標の推移

(単位:億円、%)

主要経営指標項目		12年度	13年度	14年度	15年度	16年度
業務粗利益	信金	19,428	18,721	18,681	17,918	17,222
	信組	3,047	3,113	3,142	3,043	2,881
	労金	2,403	2,397	2,321	2,307	2,167
資金利益	信金	17,299	16,940	16,697	16,259	15,681
	信組	2,915	2,930	2,912	2,845	2,734
	労金	2,576	2,525	2,470	2,444	2,372
役員取引等利益	信金	722	710	726	727	659
	信組	△ 11	△ 11	△ 8	△ 5	△ 12
	労金	△ 238	△ 246	△ 255	△ 265	△ 273
その他業務利益	信金	1,406	1,070	1,257	933	882
	信組	143	194	239	203	159
	労金	66	118	106	127	69
経費	信金	13,963	13,773	13,914	13,532	13,445
	信組	2,116	2,149	2,159	2,109	2,080
	労金	1,893	2,017	1,889	1,824	1,813
コア業務純益	信金	4,175	4,010	3,643	3,546	2,975
	信組	810	792	770	751	666
	労金	506	317	391	420	347
経常利益	信金	3,197	4,522	4,635	4,431	3,779
	信組	468	656	709	729	615
	労金	504	415	446	482	352
当期純利益	信金	2,165	3,229	3,414	3,337	2,783
	信組	270	481	512	506	467
	労金	345	284	317	322	249
総資金利ざや	信金	0.21	0.20	0.16	0.15	0.11
	信組	0.36	0.34	0.32	0.30	0.25
	労金	0.32	0.22	0.26	0.28	0.23
コア業務粗利益 経費率(OHR)	信金	76.98	77.45	79.25	79.24	81.88
	信組	71.04	69.73	73.72	73.74	75.74
	労金	78.91	86.41	82.84	81.27	83.94
預金積金(平残)	信金	1,239,236	1,261,182	1,302,607	1,335,283	1,367,423
	信組	179,517	185,281	190,044	193,944	196,763
	労金	173,636	176,050	178,311	181,032	186,313
貸出金(平残)	信金	627,635	628,545	644,256	658,752	675,818
	信組	93,424	95,328	97,952	100,477	102,714
	労金	115,666	117,203	118,460	118,946	120,454
預貸率(平残)	信金	50.61	49.81	49.43	49.30	49.38
	信組	52.00	51.38	51.46	51.73	52.14
	労金	65.08	64.94	64.61	63.82	62.36
預証率(平残)	信金	30.14	30.77	30.94	31.18	30.62
	信組	21.67	22.34	22.4	22.52	22.48
	労金	10.07	9.79	11.23	12.36	12.48

(資料) 全国信用金庫協会『全国信用金庫財務諸表分析』、全国信用組合中央協会『全国信用組合決算状況』、全国労働金庫協会『全国労働金庫経営分析表』の各年度

(注)「コア業務粗利益」は業務粗利益-(国債等債券売却益+国債等債券償還益-国債等債券売却損-国債等債券償還損-国債等債券償却)で計算



きた。

図表3~6は、06、11、16年度における信用金庫と信用組合の地区別預金積金と貸出金の残高の推移を表したものである(信用金庫は平均残高、信用組合は期末

残高)。

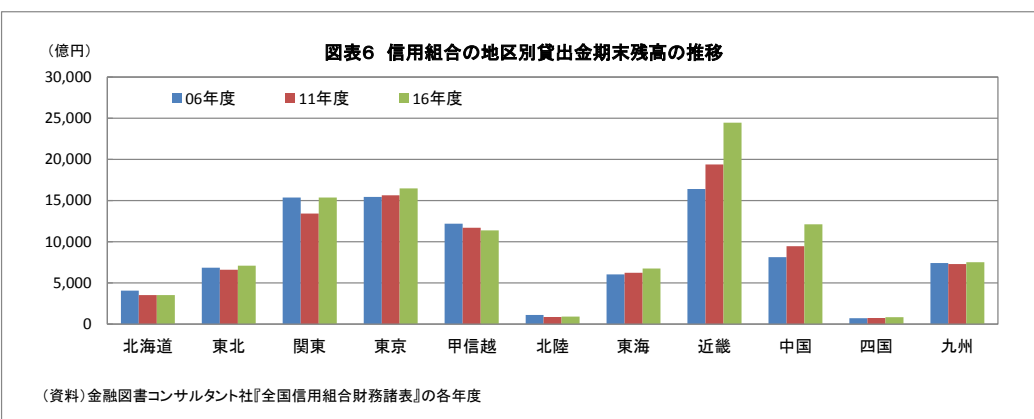
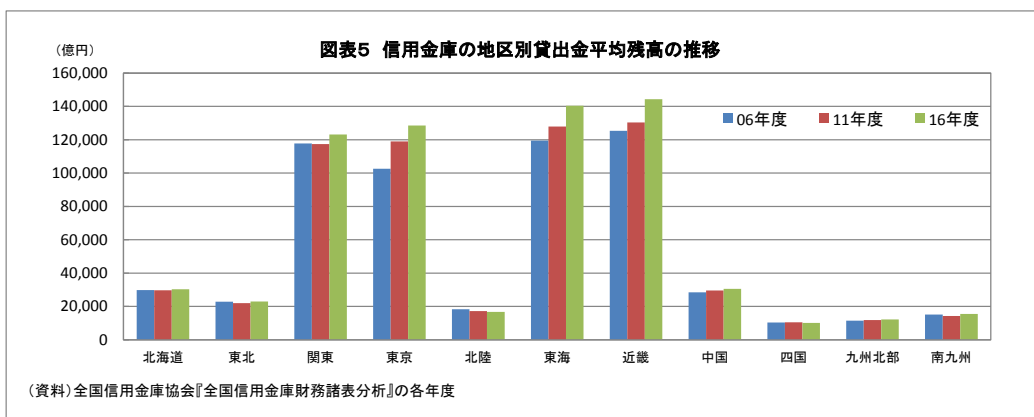
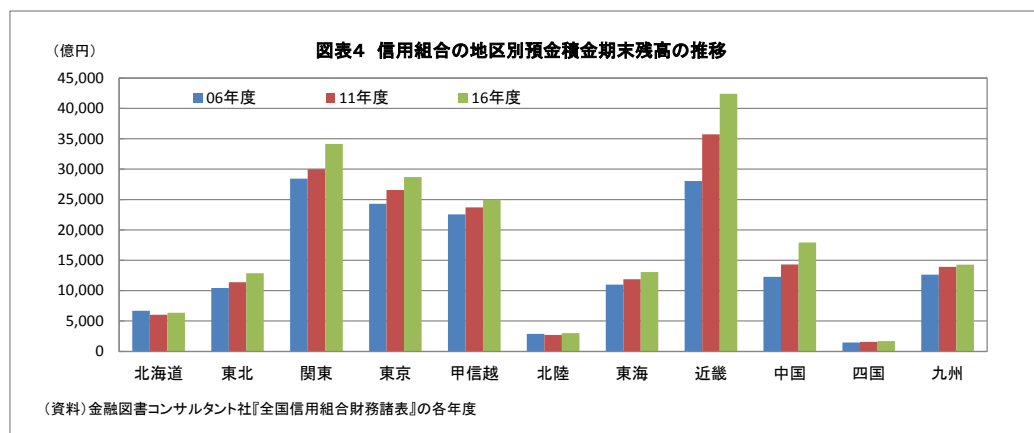
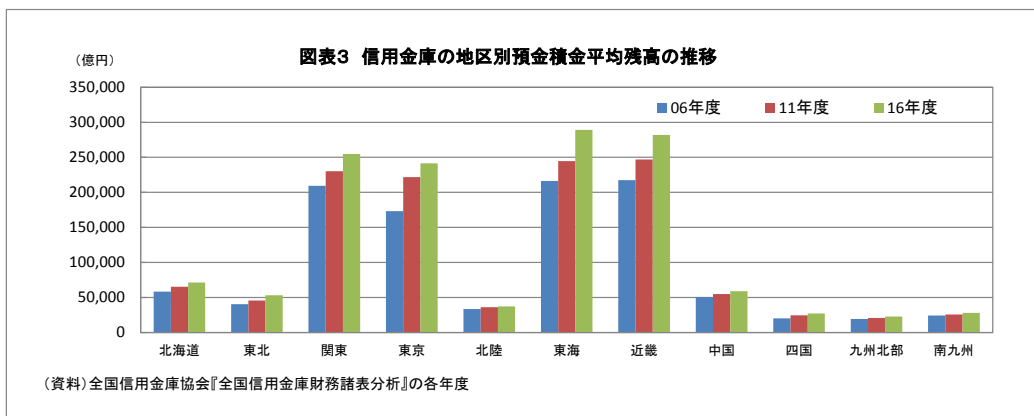
預金積金残高は、06年度と11年度との比較で信用組合・北海道地区で減少した以外は、信用金庫、信用組合の各地区とも増加している。ただ、その増減率をみると、信用金庫、信用組合ともに北陸地区や九州地区の伸び率が小幅に留まっている。昨今では、相続を契機に地方の金融機関から大都市圏への金融機関に預金がシフト(流出)する動きが加速しているといわれており、人口減少の進行が懸念される中、伸びの低い地区では、将来的に預金積金が減少に転じることが懸念される。

信用金庫と信用組合の地区別貸出金残高(信用金庫は平均残高、信用組合は期末残高)をみると、11年度と16年度の比較では信用金庫の近畿地区、東海地区、東京地区、信用組合の近畿地区、中国地区、関東地区での伸びの高さが目立っている。

### 業種別貸出金残高の推移

図表7は信用金庫、図表8は信用組合の業種別貸出金残高の比較である(11年度と16年度の比較)。信用金庫、信用組合とも、製造業への貸出金

残高が減少しているのに対し、「不動産業」「医療、福祉」「教育、学習支援業」「電気、ガス、熱供給、水道業」「地方公共団体」「金融、保険業」(「金融、保険業」に



図表7 信用金庫における業種別貸出金残高の増減率

(単位: 億円)

	2012年度	2016年度	増減率
製造業	66,473	61,499	-7.5%
農業、林業	1,193	1,243	4.2%
漁業	590	534	-9.4%
鉱業	608	564	-7.3%
建設業	49,264	49,136	-0.3%
電気、ガス、熱供給、水道業	453	1,813	300.2%
情報通信業	2,379	2,551	7.2%
運輸業	12,944	13,710	5.9%
卸売業、小売業	57,071	53,718	-5.9%
金融業、保険業	13,623	22,060	61.9%
不動産業	129,230	153,914	19.1%
物品賃貸業	2,908	2,867	-1.4%
学術研究、専門・技術サービス	3,871	4,171	7.7%
宿泊業	6,141	5,762	-6.2%
飲食業	9,140	8,506	-6.9%
生活関連サービス業、娯楽業	12,335	11,645	-5.6%
教育、学習支援業	2,280	2,733	19.9%
医療、福祉	19,405	22,437	15.6%
その他のサービス	19,176	20,346	6.1%
地方公共団体	45,158	53,875	19.3%
個人(住宅・消費・納税資金等)	182,608	198,566	8.7%
合計	636,875	691,674	8.6%

(資料) 全国信用金庫協会『全国信用金庫財務諸表分析』の各年度

は仕組みローンの実行が含まれる) などが増加している。不動産業は、2015年1月に相続税法が改正されたことがきっかけとなり、節税、相続対策の一環としてアパート経営に関心が高まったことから増加した。金融機関側もアパートローンは、ボリュームを確保しやすいことに加

図表8 信用組合における業種別貸出金残高の増減率

(単位: 億円)

	2012年度	2016年度	増減率
製造業	5,937	5,633	-5.1%
農業、林業	330	441	33.8%
漁業	87	76	-11.9%
鉱業、採石業、砂利採取業	139	131	-6.0%
建設業	6,906	7,283	5.5%
電気、ガス、熱供給、水道業	113	409	263.0%
情報通信業	388	396	2.0%
運輸業、郵便業	1,812	1,887	4.2%
卸売業、小売業	6,501	6,450	-0.8%
金融業、保険業	2,767	3,143	13.6%
不動産業	18,605	25,599	37.6%
物品賃貸業	278	303	9.3%
学術研究、専門・技術サービス業	529	625	18.2%
宿泊業	2,923	3,662	25.3%
飲食業	1,673	1,632	-2.4%
生活関連サービス業、娯楽業	5,528	5,333	-3.5%
教育、学習支援業	236	269	13.8%
医療、福祉	1,995	2,584	29.5%
その他のサービス	4,262	4,592	7.7%
その他の産業	686	651	-5.1%
地方公共団体	4,834	5,966	23.4%
個人(住宅・消費・納税資金等)	29,212	29,307	0.3%
合計	95,740	106,374	11.1%

(資料) 全国信用組合中央協会『全国信用組合決算状況』の各年度

え、中小企業の廃業率が高止まりする中、融資先を見つけ出すことが容易ではない、といった事情もあり、積極的に推進した。しかしこのところでは、金融庁や日銀が監視する姿勢を強めていることなどから、慎重な姿勢へと転換する動きもある。

医療、福祉については、団塊の世代が25年に75歳以上の後期高齢者となることから介護施設等の建設が増加したことに伴い、融資も増加するようになった。また電気、ガス、熱供給、水道業は、東日本大震災を契機に再生可能エネルギーが注目されたことや、固定価格買取制度が12年7月に導入されたことが追い風となり、太陽光関連事業への融資が拡大した。しかし、医療、福祉事業や太陽光関連事業者の倒産が増加傾向にあることが報じられるなど、今後は厳しい状況が続く可能性もある(注1)。

(注1) 詳しくは、東京商工リサーチ・ウェブサイト「2017年『医療、福祉事業』の倒産状況」(2018年1月16日)、「2017年『太陽光関連事業者』の倒産状況」(2018年1月12日)を参照されたい。

## 高まる OHR と働き方改革などの対応

経費は3業態とも減少傾向にあるが、コア業務粗利益も減少傾向にあるため、コア業務粗利益経費率(OHR)は上昇している。特に協同組織金融機関は取引先のもとを訪問する渉外活動を重視してきたため、銀行と



比較すると、OHRは高めに推移するという特徴がある（経費に占める人件費率も信用金庫や信用組合はほぼ6割である）。

しかし、利ざやが縮小している状況の中、今後は経費削減に本格的に取り組むことは十分に考えられる。そして、このような中で注目されているのが、「働き方改革」「生産性の向上」「女性職員の活躍」といったキーワードである。

働き方改革や生産性の向上については職場での厳格な勤怠管理に加え、例えば、委員会などの社内組織を立ち上げ、ペーパーレス、印鑑レスを実現するための事務手続の検討が行われたり、後方事務のセンターでの集中処理、データ入力などが自動化できるソフトの試験導入などの取組みが始まっている。

さらに女性職員の活躍という観点からは、「女性の職業生活における活躍の推進に関する法律」（女性活躍推進法）に基づいた認定マークである「えるぼし」、「次世代育成支援策推進法」に基づいた認定マーク「くるみん」を取得することで働きやすさをアピールする金融機関も増加、就職活動中の学生からも注目されている。

## 求められる「目利き力」

前述したように地域金融機関の利ざやの縮小に伴う収益力の低下を受け、金融庁は、地域金融機関に対し、早期に持続可能なビジネスモデルの構築を図ることを求めている。こうした中、注目を浴びるようになった取組みが「事業性評価」であり、その取組みを支える金融機関職員の「目利き力」の強化である。

ある金融機関では、取引先の資金繰りや販路拡大などあらゆる相談に対応できるベテラン職員が、若手職員と一緒に取

引先の生産現場を訪問することで「現場力」を身に付けさせたり、事業金融や不動産などの分野の専門性を高めることができるように、社内認定制度を創設することで若手職員の育成に努めている。

また別の金融機関では、渉外担当者が小規模事業者の経営改善活動に取り組むことで目利き力の強化を図っている（原則、1人1社を担当）。同金融機関の職員は、本部が開催する勉強会でSWOT分析などを学ぶことに加え、取引先と対話を繰り返すことで課題を洗い出し、経営改善計画書を作成する。職員と事業者は同計画書をもとに、経営課題の克服に取り組むが、そのプロセスが職員を成長させるとともに、事業者との絆も強化できるという。

さらに、近年では財務諸表に表れない経営資源の重要性に対する認識が高まっているが、取引先企業自らの無形資産や知的資産を認識してもらうことで、経営戦略の策定に役立ててもらったり、職員の目利き力向上をめざしている金融機関もある。

これらの取組みは、これまでの効率を求める業務スタイルからみると、「手間がかかる」といわれるであろう。しかし、職員一人ひとりが、取引先の経営課題を理解するためには、経験を積み重ねる以外に方法はなく、地道な努力の積み重ねが、実は「地域になくってはならない金融機関」になる近道である。

## おわりに

16年2月に導入されたマイナス金利政策を受け、国債運用で収益を上げることが困難となったため、有価証券運用の多様化を進める金融機関が増加している。

しかし、有価証券運用の多様化によって収益を確保するためには、リスクに耐えるだけの運用態勢を整備することが欠かせない<sup>(注2)</sup>。そのため、協同組織金融機関が今後も収益を確保していく「柱」は、融資業務が中心となるであろう。

ただし、最近の金融機関の融資状況を見ると、利ぎやの縮小分をボリュームの拡大でカバーしようという動きや、特定業種に残高が大きく偏る動きが著しくなっている。金融庁は、こうした状況に強い懸念を表明するとともに、事業性評価に基づく融資や本業支援を強く促している。

また、金融庁は「平成 29 事務年度 金融行政方針」(17 年 11 月)において、協同組織金融機関における持続可能なビジネスモデルを構築するに当たり、中央機関の役割が重要であるとし、「中央機関との対話を通じて、より高度な有価証券運用、バックヤード業務(事務処理、決済業務等)の共通化、効率化による経費削減、収益改善の実現に向けた高度な知識・ノウハウを有する人材の育成・確保の分野において、その役割を積極的に発揮するように促す」(19 頁)としている。

以上を踏まえると、今後の協同組織金融機関は、中央機関の関与も含め、目利き力の向上に力を入れた人材育成や、生産性の向上による業務プロセス改革が進展していくことが予想される。またこれらの取組みを推進していく上で、経営統合を選択する協同組織金融機関もさらに増加すると考えられる<sup>(注3)</sup>。

収益力が低下している状況の中、「効率化」「数値・実績」を一段と強調する金融機関も出てくるであろう。ただ、これまでの金融機関経営の潮流を振り返ると、

効率化や数値目標が強調されるようになると、決まって取引先との「フェイス・トゥ・フェイス」がおろそかにされてきた。しかし協同組織金融機関は、いつの時代も「フェイス・トゥ・フェイス」で取引先と向かい合うことが「収益の源泉」であり、その担い手である職員が「競争優位の源泉」であったことを考慮すれば、これからも職員が取引先との対話を活性化する仕組みづくり、環境づくりを構築、維持していくことが、生き残りを図る上で何よりも優先されるべき課題であることを見落としてはならない。

<sup>(注2)</sup> 金融庁は、「業界団体との意見交換会において金融庁が提起した主な論点」(金融庁ウェブサイト)で、自己資本や有価証券含み益の大きなバッファーのある金融機関、または有価証券運用態勢が整備されており、証券運用で安定的な収益を稼げる実力のある信用金庫はほとんどないと指摘している(17 年 7 月 28 日)。

<sup>(注3)</sup> 日銀は「金融システムレポート」(17 年 10 月)で、金融機関の収益性改善の選択肢の一つとして合併・統合や連携を提案している(70 頁)。また金融庁も「平成 29 年事務年度 金融行政方針」において、「将来にわたり健全で適切な金融仲介機能を発揮できる金融機関が存在できることは重要であり、経営統合もそのための一つの選択肢」としている(21 頁)。ただし、「同一地域内の経営統合については、金融サービスの供給者数の減少による現時点における寡占・独占のリスクが指摘されている」ということにも言及している。

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>

2018年3月号 第29巻 第3号・通巻328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