

金融市場

潮流

「異次元の金融緩和」がもたらしたもの … 1

情勢判断

国内経済金融

1～3月期は9四半期ぶりのマイナス成長

～4月以降は持ち直しも見られ、景気拡大基調は維持～ … 2

海外経済金融

消費に勢いが戻りつつある米国経済

～中国製品への追加関税導入は見送り～ … 12

内外経済の下振れリスク要因を意識した経済運営へ

～今後はやや緩和気味な金融政策に転換する見込み～ … 16

分析レポート

頭を打たれたユーロ圏の経済成長

～国際間の緊張の高まりでリスクバランスは下方向に～ … 20

経済見通し

2018～19年度改訂経済見通し …… 24

分析レポート

地域別に見た共働き世帯の家計動向

～共働き世帯増加の背景と所得・消費の特徴～ … 40

連載 金融機関の新潮流 〈第3回〉

電子地域通貨で地域活性化をめざす飛驒信用組合 … 44

2018.6

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

「異次元の金融緩和」がもたらしたもの

代表取締役専務 柳田 茂

2018年4月9日、安倍内閣は日本銀行総裁として、2013年3月20日から5年余にわたり総裁を務めてきた黒田東彦氏を再任した。長い日本銀行の歴史のなかでも総裁が5年の任期を超えて再任された例は少なく、1970年代以降では初めてとなる。

黒田日銀総裁がこれまでの5年間に行ったことは、自ら命名した「異次元の金融緩和」の一言で概括されよう。黒田総裁の下で日本銀行は、2013年4月に長期国債・ETFの保有額を倍増させる等によりマネタリーベースを2年間で2倍に急増させる「量的・質的金融緩和政策」を開始した。政策開始時、黒田総裁は政府と日本銀行の共通コミットメントである2%の物価上昇を2年程度で実現するため「必要な政策をすべて講じた」と述べ、自らの政策に自信を示していた。その後、案に相違して物価上昇率が目標の2%に届かないなか、追加の施策が逐次実施され、目標達成時期は6度にわたって先送りされたまま5年の歳月が流れ、今日を迎えている。

本来であれば今回、この5年間の政策の効果と影響を多角的見地から検証し、これからの金融政策のあり方が論じられるべきであったが、残念ながらそうした議論は少なかった感が否めない。これは、一つはアベノミクス政策を推し進める政府が現行金融政策の継続を求めている所以であり、もう一つは株価や雇用などマクロ経済指標が総じて5年前より改善しているためと考えられる。

しかし、「異次元の金融緩和」には負の側面も否定できず、これがもたらす歪みや弊害が時間の経過とともに累積されていることを肝に銘じておく必要がある。特に問題と考えられるのは、日本銀行による国債大量買入れが結果として財政ファイナンスとなり、超低金利による利払い負担の軽減とあいまって、日本の財政規律の弛緩につながっていることである。この5年間、税収が回復したのにも関わらず、国と地方の債務残高は毎年増加し続け、いまや1000兆円を突破する水準となり、先進国の中で最悪の財政状態に陥っている現実を私たちは直視しなければならない。

さらに本質的な問題として、正常な「金利」という概念が失われたことにより、経済の健全な運営に不可欠な「金融」の機能の変容もしくは毀損されつつあるのではないかという懸念がある。昨年来注目されている「仮想通貨」を巡る異様な動きは、投機に走る人々だけの特別の行動であろうか。行き過ぎた金融緩和が、預貯金の魅力を喪失させると同時に中央銀行が管理する現実の通貨への信頼を揺るがせ、国民経済のあり様に予測や制御が困難な様々な歪みを生じせしめている可能性を否定できない。黒田総裁自身が言及している「大幅な金融緩和が長期化することの金融仲介機能への影響」は、金融機関経営への影響のみに矮小化して捉えるべき問題ではないと思料する。

日本銀行法に掲げられる「金融調節の理念」は、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」である。新しい体制で再スタートした日本銀行が、物価上昇率の数字のみに過度に囚われることなく、高い視座と幅広い視点から国民経済の健全な発展のために必要な金融政策を検討し、実施していくことを強く期待したい。

情勢判断

国内経済金融

1～3 月期は 9 四半期ぶりのマイナス成長

～4 月以降は持ち直しも見られ、景気拡大基調は維持～

南 武志

要旨

2018 年 1～3 月期の経済成長率は年率▲0.6%と 9 四半期ぶりのマイナスとなるなど、国内景気の足踏みが意識された。しかし、成長鈍化は一時的なものと判断している。4 月以降は輸出に勢いが戻ったほか、消費にも持ち直しの動きがみられる。内外経済の改善基調そのものは保たれており、4～6 月期の成長率はプラスに戻るだろう。とはいえ、政局リスクが意識されているほか、中間選挙を控えて米トランプ政権が保護主義的な姿勢を強めるなど、下振れリスクが高い点には引き続き注意が必要だ。

こうした中、黒田総裁 2 期目に入った日本銀行は、現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する姿勢を見せている。一方で、大規模金融緩和の長期化に伴う弊害も意識されつつあり、今後物価次第では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				2019年	
	5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.071	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0970	0.08～0.11	0.08～0.11	0.08～0.13	0.10～0.15	
国債利回り	10年債 (%)	0.040	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.25
	5年債 (%)	-0.115	-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)	109.4	100～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	127.8	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	22,450	23,000±1,500	23,500±1,500	24,000±1,500	24,000±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5月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

核開発を巡る北朝鮮・イランと米国の対応

2017 年を通じて緊張状態が続いていた北朝鮮情勢であったが、18 年入り後に平昌五輪の開催を契機に急速に北朝鮮側の態度が軟化し、4 月 27 日には 11 年ぶりに南北首脳会談が板門店で開催された。両首脳は手を取り合って軍事境界線を互いに越えるなど、終始和やかな雰囲気での会談が進行、「朝鮮半島の完全な非核化」を盛り込んだ板門店宣言に署名した。金正恩・朝鮮労働党委員長は豊溪里の核実験場の廃棄を 5 月中に閉鎖し、その過程を外国メディアなどに公開する意向を示すなど、非核化への行動をアピールしてきた。しかし、16 日に予定されていた南北閣僚級会談を直前になって中止通告、6 月 12 日に予定する米朝首脳会談(シンガポール)も中止を示唆、さらには核実験場の廃棄取材について韓国記者団の受入れを一時拒否する

など、態度を急変させた。表向きは 11 日から始まった米韓合同軍事演習への反発を理由としているが、実情はボルトン米大統領補佐官が求める、核放棄を果たした後に見返りを与える「リビア方式」での非核化に反発した北朝鮮側の揺さぶりと見られる。24 日にはトランプ米大統領は首脳会談の中止を発表したものの、その後も開催に向けての交渉は継続しているようである。しかしながら、「完全かつ検証可能で不可逆的な非核化 (CVID: Complete, Verifiable, Irreversible Dismantlement)」の確約が開催の条件であることは確かである。しばらくは紆余曲折が見込まれる。

一方、米国は 5 月 8 日にイラン核合意（イランが核開発を制限する代わりに、欧米諸国などが経済政策を解除する枠組みで、15 年 7 月に米英仏口中独の 6 ヶ国 (P5+1) とイランが最終合意) からの離脱を表明、中東情勢は一段と緊張感が高まった。この決定について米国ではイランが合意内容を破ってきたことを理由に挙げており、イスラエルその他、サウジアラビアなど湾岸諸国もこれを歓迎する半面、合意に参加した他の国々では核合意の枠組みは維持すべきとしている。なお、21 日にはポンペオ国務長官が新たなイラン戦略を発表、弾道ミサイルの開発やテロ組織への支援の中止、重水炉閉鎖などに応じなければ、史上最強の制裁を科すとするなど、中東情勢の地政学的リスクが意識される状態は長引きそうだ。

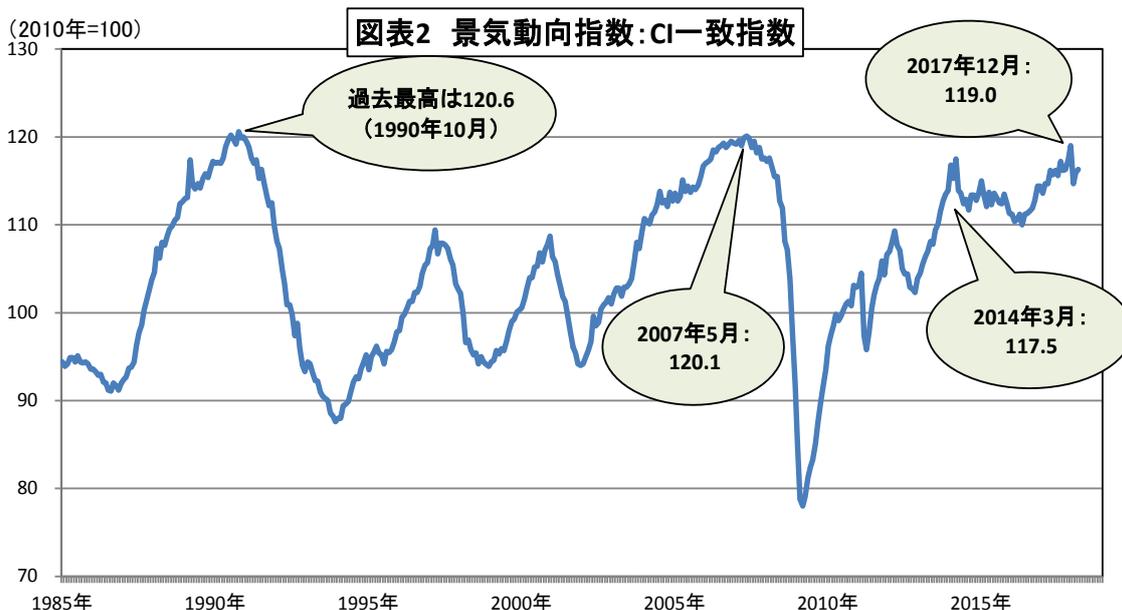
景気の現状：1～3 月期は 9 四半期ぶ りのマイナス成長

さて、日本経済に目を転じると、1～3 月期の実質 GDP は前期比▲0.2%（同年率▲0.6%）と 9 四半期ぶりのマイナスとなった。これまで国内景気を牽引してきた輸出は同 0.6%と 3 四半期連続のプラスながらも、17 年後半の同 2%増のペースから大きく鈍化した。米国・中国といった二大輸出相手向けの輸出数量の減少が響いた。なお、後述の通り、民間最終需要が同▲0.1%と 2 四半期ぶりに減少したこともあり、輸入の勢いも弱かったため（10～12 月期の同 3.1%から同 0.3%へ鈍化）、前期比成長率に対する外需寄与度は 0.1 ポイントと 2 四半期ぶりのプラスであった。

民間消費は、天候要因による生鮮食品の価格高騰のしわ寄せもあり、同▲0.0%と微減ながらも 2 四半期ぶりのマイナスとなるなど、持ち直し基調はなかなか強まっていない。また、自

律的な拡大局面に入っていると見做されていた民間企業設備投資も同▲0.1%と6四半期ぶりの減少であった。さらに、住宅投資は3四半期連続の減少、民間在庫変動も3四半期ぶりのマイナス寄与（対前期比成長率）であった。

そのほか、鉱工業生産も1～3月期は前期比▲1.3%と8四半期ぶりの低下、景気動向指数・CI一致指数も17年12月（119.0）を直近ピークに後ずさりした（3月：116.4）ほか、同・DI一致指数も6.3に低下、2ヶ月連続で判断基準（50）を下回った。



(資料)内閣府

4～6月期以降は再びプラス成長へ

ただし、マイナス成長は一時的な現象であり、景気の拡大基調は保たれていると判断している。その理由としては、まず、労働需給の逼迫を背景に賃金上昇率が高まりつつあることが挙げられる。1～3月期の失業率は2.5%まで低下、雇用者数も前年比2%で増加するなど、生産年齢人口が減少する中、人手不足感が高まっている。こうした中、雇用者報酬は名目で前年比3.2%、実質で同2.0%と伸びが高まっている。注目された18年春闘の結果も、経団連による第1回集計（4月25日発表）によれば、前年比2.54%と、17年を上回っている。消費者マインドの悪化はなんとか食い止められていることから、4～6月期以降の消費持ち直しに期待がかかる。

また、人手不足に伴う省人化投資のニーズも根強く、設備投資の拡大基調も継続するとみられる。機械受注統計からも、代表的な「船舶・電力を除く民需」は1～3月期の前期比3.3%に

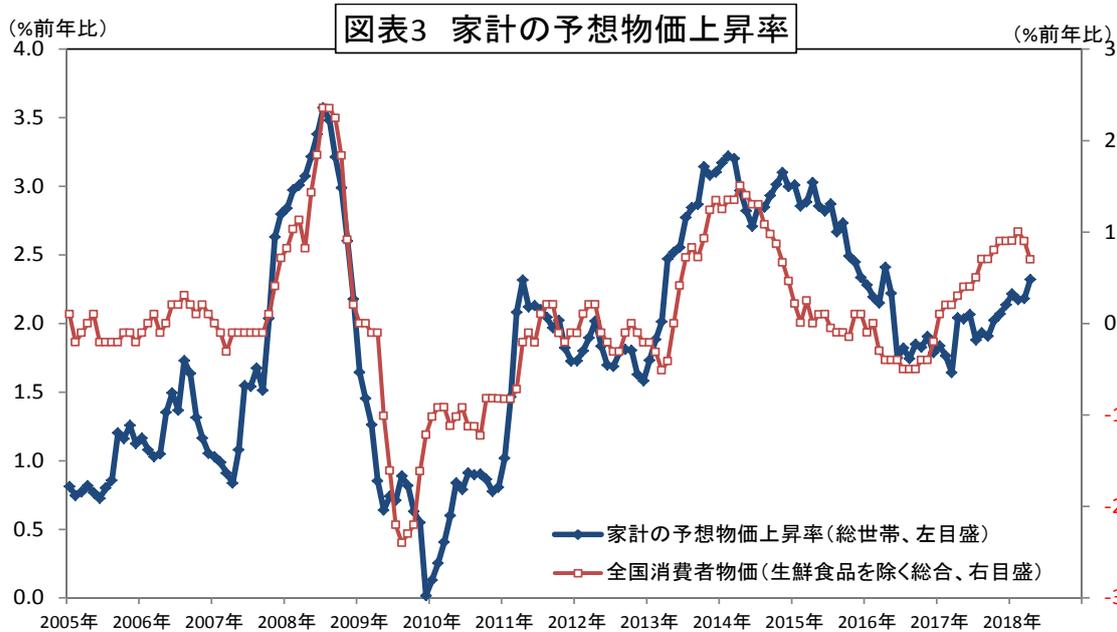
**景気見通し：18年度も
潜在成長力を上回る
成長に**

続き、4～6月期見通し（内閣府集計）は同7.1%と堅調な内容である。日銀短観からも企業の投資意欲が底堅さを維持している様子が見てとれる。

さらに、4月の実質輸出指数（日銀試算）は1～3月平均を上回り、過去最高を更新するなど、牽引力の回復も見られる。

以上から、4～6月期以降は、底堅く推移する世界経済を背景とした輸出増、良好な環境の下で自律的拡大局面をたどる設備投資を牽引役に、景気改善ペースは再び強まると予想される。当総研では1～3月期の1次QE発表を受けて、「2018～19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、18年度は1.2%成長と、17年度（1.5%）からはやや減速するものの、引き続き潜在成長力を上回る成長になると予測している。ただし、18年度末あたりにはいわゆる「景気天井」に接近し、ソフトランディングに向けた動きも始まってくると思われるが、19年10月に予定する消費税率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。

なお、景気への下振れリスクとしては、米国の保護主義的な通商政策が挙げられる。5月17～18日に開催された米中経済協議では一定の合意が得られるなど、全面的な貿易戦争に発展するとの懸念は一旦後退したが、その後、輸入自動車への追加関税の検討を米商務省に指示するなど、不透明感は強い。



(資料)内閣府「消費動向調査」、総務省統計局「消費者物価指数」
 (注)家計の予想物価上昇率は「物価の見通しの推移(総世帯)」より農林中金総合研究所が試算。

物価動向：足元鈍化、年度下期に再び上昇率を高める

4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（コア）」は前年比0.7%と、17年1月以降のプラス基調は維持したものの、上昇率は2ヶ月連続で鈍化した。また、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」も同0.4%へ鈍化。円高進行に伴う輸入品価格の上昇一服などもあったが、基本的には1～3月期にかけての消費停滞が影響したと考えられる。

先行きについては、消費の勢いがまだ鈍い上、3月までの円高によって、輸入消費財価格の上昇が一旦途絶えたこともあり、夏場にかけて物価上昇率は足踏みする展開が予想される。一方、コスト高や人件費増加分の価格転嫁が進み、かつ賃上げが消費持ち直しを促せば、需給改善効果が高まり、物価上昇圧力を徐々に高めていく動きも徐々に進むと思われる。一旦弱含んだ家計の予想物価上昇率も最近は上昇傾向となっている。それゆえ、18年度上期にかけて物価は弱含むものの、18年度下期以降は全国コアの1%台が定着し始めると予想する。

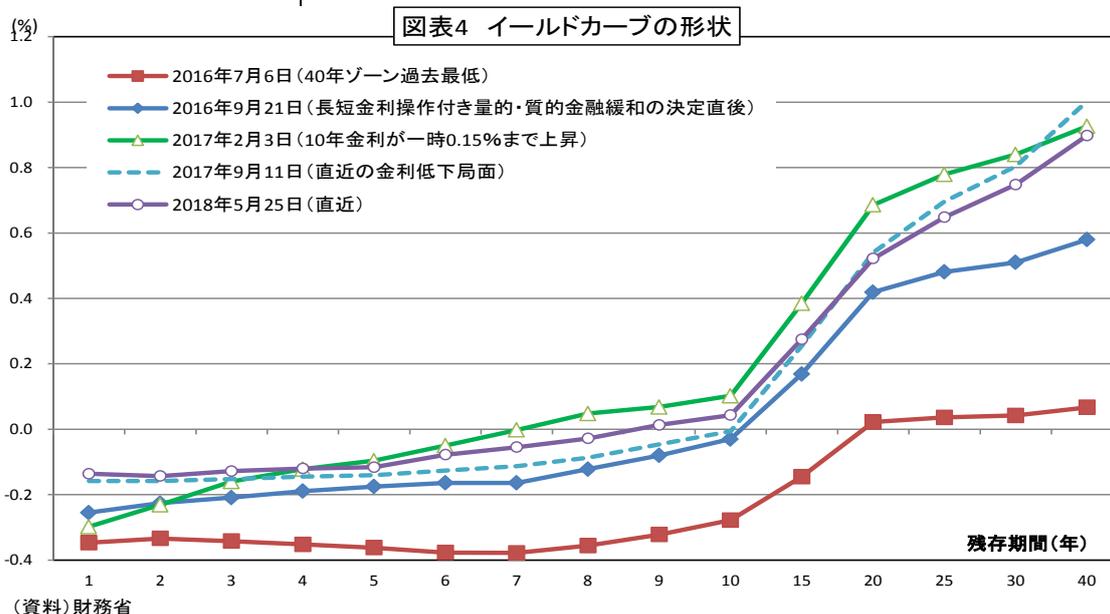
金融政策：当面は現行の大規模緩和を継続

2期目に入った黒田日銀での初会合となった金融政策決定会合が4月26～27日に開催された。会合の結果は、大方の予想通り、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」の継続が賛成多数で決定され、片岡審議委員だけが議長提案（現状維持）に反対という姿は前回までと同様であった。その動向が注目されてきたリフレ派の論客である若田部副総裁は、就任前の「追加緩和すべし」との主張から一転、現状維持に票を投じている。22日の参院財政金融委員会では現時点での追加緩和は必要ないと述べるなど、執行部内の方針不一致はひとまず回避されている。

また、同時に「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」も発表されたが、それまで記載されていた物価安定目標の具体的な到達時期の記載が今回は見送られた。これに関して、一部からは、20年度まで示された物価見通しが前年比2%に届かない数値である（18年度：1.3%、19、20年度：ともに1.8%、いずれも政策委員見通しの中央値）こともあり、物価安定目標の位置づけや性格を変更したのではないかと憶測が浮上した。一方、黒田総裁は「日銀が物価安定の目標を2%とし、それをできるだけ早期に実現する」等を盛り込んだ政府との共同

声明（13年4月）は依然として有効であり、日銀はそれに向けて強力な金融緩和を粘り強く進めていく考えを示した。

なお、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みには、全国消費者物価指数（コア）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続するという「オーバーシュート型コミットメント」も盛り込まれていることから、市場では出口政策の開始はかなり先になるとの見方が台頭したほか、緩和縮小観測もだいぶ後退した印象を受ける。



19年には金融政策修正の可能性も

一方で、超金利状態ならびに長短金利差の乏しい状態の長期化がもたらす弊害も意識されつつある。こうした状況に対し、日銀は現行緩和策の調整について、どういう状況になれば検討し始めるのか、市場関係者は注目し続けている。18年に入って以降、為替レートの円高進行が見られており、今後ともリスクオフの流れが強まると円高圧力が高まることも予想されるが、緩和縮小は通貨高を連想しやすく、その通貨高は経済・物価にマイナスの影響が出ることを踏まえると、緩和縮小に踏み切るタイミングを見極めるのは難しいのは確かである。また、黒田総裁が述べたとおり、緩和縮小がデフレインドの転換を遅らせるリスクもないわけではない。それゆえ、現時点では長期金利の操作目標の引上げ等といった政策の枠組み修正は難しいように見える。

一方で、今秋にも下される19年10月に予定する消費税率引

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

上げの最終判断の行方も金融政策に影響する可能性もある。過去2回増税が見送られた背景には、前回増税後の景気の足取りがしっかりせず、かつデフレ的な様相が払拭できていないことがあったが、増税判断をした場合はそれらの状況が好転したことを意味することになる。これはアベノミクスの正当性をアピールする根拠となる可能性もあり、「デフレ脱却宣言」にまで踏み込むこともありうるだろう。そうした場合、日銀の緩和縮小のハードルは下がることになる。実際に18年度下期にかけて物価上昇率が高まっていけば、検討段階に入る可能性は十分意識すべきであろう。

18年入り後、当面の内外経済は底堅く推移するとの見方から1月下旬に日経平均株価は一時26年ぶりとなる24,000円台を回復する動きを見せた。しかし、米雇用統計(1月)を契機に、これまでの世界的な株高を支えてきた「適温相場」の前提が崩れるとの懸念が強まり、2~3月にかけて株安・円高・金利低下が進行した。その後、3月中旬以降は、堅調な米経済指標を背景に、再びリスクオンの流れとなっている。とはいえ、中東地域や北朝鮮などの地政学的リスクや米国の保護主義的な通商政策、さらにはドル高・米金利上昇の影響などに警戒は必要である。

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

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を実施しており、すでに日銀は発行残高の半数近く保有するに至っている(17年12月末で43.2%)。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9月の長期金利の操作目標(10年0%程度)導入後も、しばらく長期金利はマイナス圏で推移したが、16年11月のトランプ相場開始とともにプラス圏に浮上、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散見される。ただし、そうした場面では指値オペ、国債買入れの増額などで対応、日銀は操作目標を死守してきた。また、18年に入ってからも、日銀の緩和縮小や米国の利上げ加速などの

思惑が高まるたびに国内金利に上昇圧力が掛かかる場面はあるが、長続きはせず、長期金利は「0～0.1%」のレンジ内で推移してきた。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)3月13日の新発10年国債は出合いなし。

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、国内経済の改善などで一定の上昇圧力が発生するとみられる。一方で、世界的にリスク回避的な行動が強まれば、円高が進行し、金利上昇を抑える可能性がある。基本的には「10年0%程度」との長期金利の操作目標の設定により、長期金利がそのレンジを大きく外れる可能性は低いだろう。しばらくは「0～0.1%」での推移が続くとみられる。

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。

ただし、前述の通り、政府がデフレ脱却宣言を打ち出す、あるいは物価上昇率が再び高まってくれば(例えば、安定的に1%台を確保し、かつ先行きも上昇する可能性が高いとの認識が強まれば)、緩和縮小の検討に入る可能性もある。その場合は、長期金利の操作目標が小幅引き上げられ、それに伴い長期金利も小幅上昇するだろう。

② 株式市場

持ち直し基調継続

17年9月以降、堅調な米国経済指標を好感した米株高や米国

リスクオンで円高 圧力がやや緩和

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。しかし、2月に入ると、「適温相場」終焉を意識した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円を割り込んだ。3月下旬にかけても国内政治情勢や貿易戦争への懸念から再び下落圧力が高まった。しかし、その後は好調な企業決算を受けた米国株の上昇や北朝鮮情勢の緊張緩和などに牽引される格好で、国内株価も持ち直し、4月中旬には22,000円台を、5月下旬には3ヶ月半ぶりに23,000円台をそれぞれ回復した。ただし、直近は北朝鮮リスクの再燃や米国の輸入自動車への追加関税の検討などから株価は下落している。

基本的に内外経済は改善基調にあり、かつ日銀が大規模金融緩和の一環として年6兆円のペースでETF買入れを継続していることから、株価は引き続き持ち直していくと思われる。ただし、政局リスクが意識されるほか、内外経済に影響を与えかねない米国の通商政策の動向にも注意が必要だ。

③ 外国為替市場

18年入り後、対ドルレートは、日銀の緩和縮小観測が高まったほか、ムニューシン財務長官のドル安容認発言などもあり、一転して円高圧力が高まり、1月下旬には4ヶ月半ぶりに1ドル=110円を割った。また、2月の世界同時株安に伴うリスクオフの流れで一段と円高が進行したほか、3月下旬にかけては米国の保護主義的な姿勢が懸念されて一時105円前後まで円高が進んだ。しかし、その後はリスクオンの流れとなったほか、米国金利の上昇もあり、円安方向に転じ、5月中旬には再び110円台に戻った。なお、直近は米国が輸入自動車への追加関税を検討したことや米朝首脳会談の中止を発表したことなどを受けて、円高に振れている。

年3回程度のペースで利上げを行い、かつバランスシートの漸次縮小を進める米国の金融政策の動きは円安材料であることは間違いない。また、米国内の労働需給逼迫や税制改革実施、高率関税適用による輸入物価上昇などで物価上昇率が想定以上に高まれば、利上げペースは加速する可能性もあり、一段とドル高が進む場面もあるだろう。一方で、冒頭で触れたとおり、

円高ユーロ安が一服

今秋に中間選挙を控えたトランプ政権が「米国第一」の姿勢を強め、日本を含めた世界経済全体にとって悪影響が及ぶような政策を発動したり、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たりすれば、円安が進まない可能性もある。

以上から、基調としては110円を中心レンジ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だろう。

一方、18年入り後も欧州中央銀行（ECB）による量的緩和縮小への思惑などからユーロ高が進行、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。しかし、2月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、イタリアの政治不安もあり、3月下旬にかけて130円前後まで円高ユーロ安が進んだ。4月にはリスク回避的な行動が収まり、一旦は133円までユーロ高が進む場面もあったが、4月の政策理事会後にドラギ ECB 総裁が出口政策に慎重な姿勢を示したことでユーロ安に転じ、5月は概ね130円台で推移していたが、直近は欧州経済の先行き懸念からユーロ安が進んだ。

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。



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

(18. 5. 27 現在)

消費に勢いが戻りつつある米国経済

～中国製品への追加関税導入は見送り～

佐古 佳史

要旨

5月17～18日にかけて行われた米中経済協議では、中国が米国からの輸入を拡大することなどで合意し、中国製品への追加関税の導入は当面見送られる見通しとなった。

足元の経済指標からは、米国経済が総じて堅調に推移していることがうかがえる。

金利が据え置かれた5月FOMC終了後の声明文では、インフレ率が目標とする2%に接近してきたことを確認しつつも、年内3回とする利上げペースについての言及はなく、市場の想定よりはハト派的な印象を与える結果となった。

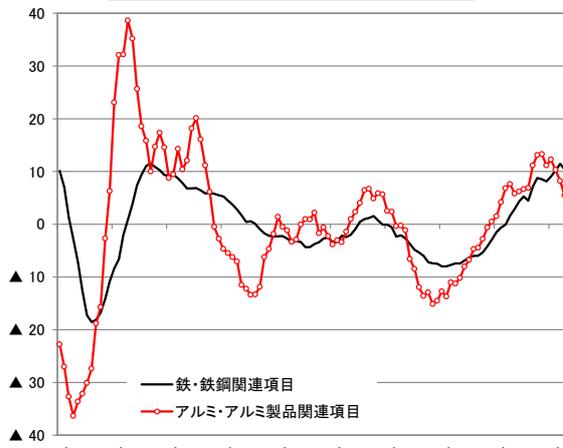
中国製品への追加関税導入は当面見送り

トランプ政権が対中貿易赤字（約3,750億ドル）の半減という高い目標を掲げつつも、中国通信機器メーカーZTEに対する制裁見直し示唆など融和的なムードも見られたなかで迎えた米中経済協議（5月17～18日）では、具体的な数値目標は明示されなかったが、中国が米国からの輸入を拡大することなどで合意に達した。ムニューシン財務長官はトランプ政権が貿易戦争を保留すると述べ、中国製品への追加関税の導入は当面見送られる見通しとなった。しかし、話し合いで解決しない場合は、大統領はいつでも追加関税を導入できると財務長官が指摘したことに加え、ライトハイザー米通商代表部（USTR）代表も依然として中国に対する強硬な姿勢を崩さず、関税は自国技術を守るための重要なツールと述べるなど、トランプ政権の対中強硬色が弱まったわけではない。また、中国も対米貿易黒字の半減について合意したわけではないことから、今回の米中経済協議の実質的な成果は追加関税の導入が当面見送られただけであり、貿易問題は一時休止状態に入ったといえる。

輸入物価上昇率の急上昇は見られず

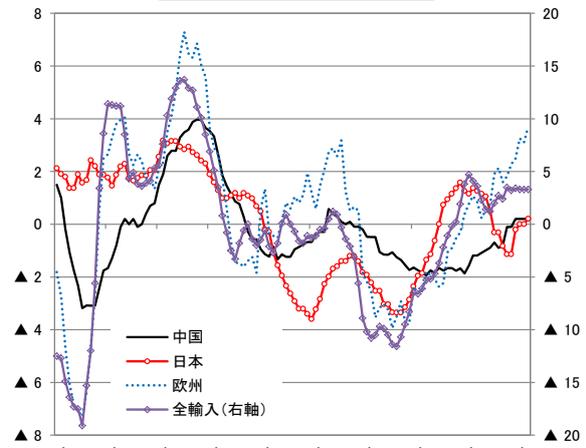
さて、3月23日に導入された追加関税の影響で、輸入物価の上昇が懸念されている鉄鋼・アルミに目を転じてみると、4月時点では、それぞれ前年比10.3%、5.5%と価格上昇が加速していないことがみてとれる。もっとも、4月半ばからのドル高トレンドが輸入物価の上昇を抑えた可能性も考えられるため、引き続き輸入物価の動向と、生産者物価、消費者物価への波及効果には注意する必要があるだろう。

図表1 鉄鋼・アルミの輸入物価の推移



(資料) 米国労働省、Bloombergより農中総研作成

図表2 輸入物価指数の推移

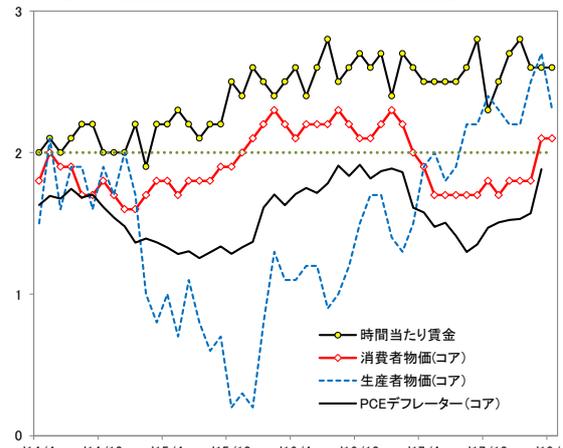


(資料) 米国労働省、Bloombergより農中総研作成

インフレ率は加速感こそ無いが安定的に推移

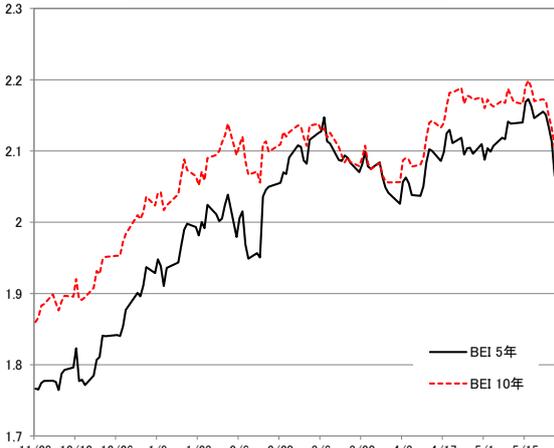
インフレ関連指標の動きを見ると、4月の生産者物価指数は前年同月比2.3%と3月から鈍化、消費者物価指数は3月と変わらずの同2.1%（それぞれコア）であった。また期待インフレ率も足元で弱い動きが出るなど、上昇基調にあるとは言い難い。FRBが注目するPCEデフレーターは同1.9%（コア、3月）と、携帯電話料金値下げの影響が剥落したこともあり上昇率が高まった。全般的には、インフレ率の加速感こそないものの安定的に推移している。

図表3 近年のインフレ関連指標の推移



(資料) 米労働省、Bloombergより農中総研作成

図表4 最近の期待インフレ率の推移



(資料) Bloombergより農中総研作成

景気の先行き：全般的に堅調さを維持

以下では月次の指標を確認してみたい。4月の非農業部門雇用者数は前月から16.4万人増となり、3月の13.5万人増を上回った。2~4月の平均では20.8万人増と早いペースでの雇用拡大が続いている。また、労働参加率が3月からほぼ変わらず62.8%にとどまるなか、失業率は3.9%と17年半ぶりの水準にまで低下してお

FOMCではインフレ率が一時的に2%を超えて推移する可能性も示唆

金融市場：現状・見通し・注目点

り、労働市場の引き締まりがいつそう強まったと考えられる。

なお、賃金上昇率は3月分が前年比2.6%と0.1ポイント下方修正されたほか、4月分も同2.6%と加速はみられなかった。先行きについては、インフレ率が安定的に推移していることや、今後も経済の拡大が続くと考えられるなか、既に失業率が非常に低い水準にまで低下していることから、賃金上昇率は緩やかながらも高まると思われる。

企業部門については、ISM 製造業景況指数が 57.6、非製造業景況指数が 56.8 とそれぞれ前月から低下し、市場予想を下回った。とはいえ、判断の節目となる 50 を依然として大きく上回っており特段の懸念材料にはならないであろう。4月の鉱工業生産は前月比0.7%（内、製造業は同0.5%、鉱業は同1.1%）と3月から引き続き堅調に推移しており、企業部門は底堅いといえる。

1、2月に弱含んだ小売売上高（総合）の3月分は前月比0.8%と速報値（同0.6%）から上方修正され、4月も同0.3%と増加傾向となっている。先行きについても、雇用者の伸びに加えて減税政策の効果もあり、消費の拡大は続くと考えられる。

こうしたなか、5月1～2日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）にて、米連邦準備制度理事会（FRB）は政策金利の誘導目標を1.5～1.75%で据え置いた。FOMC後に公表された声明文では、期待インフレ率は依然として低いままであるものの、インフレ率は目標とする2%に接近してきたことを確認し、一時的に2%を超えて推移する可能性も認識していることが示唆された。一方で足元のインフレ率の上昇を受けて、FRBが年内の利上げ回数が3月時点での見通しの3回から4回になる可能性については一切言及されておらず、現時点ではゆっくりとした利上げ回数を維持すると想定される。

市場では6月FOMCにおける25bpの利上げをほぼ織り込んでいるが、FOMC後の記者会見にてパウエル議長がインフレや利上げ見通しについてどのような認識を示すかが耳目を集めることになる。

最後にマーケットを概観すると、1月の雇用統計で賃金が高い伸びを示したことが引き金となり、2月22日に2.95%まで上昇した長期金利（10年債利回り）は、3月に入ると保護主義的な通商政策への警戒、4月前半にかけては米中貿易戦争懸念やシリアをめぐる地政学的リスクの高まりなどから一旦金利は低下した。4月半ば

以降はこうした懸念が和らいだことに加え原油価格の上昇もあり、5月18日には約6年10ヶ月ぶりの水準となる3.12%まで上昇、足元では3%を挟んだ動きとなっている。

先行きについては、金利低下要因としては、米朝首脳会談（6月12日）とイラン核合意離脱による経済制裁の復活などの地政学的リスクに加えて、輸入自動車に対する追加関税の検討や、トランプ大統領が米中経済協議での合意に早くも不満を漏らすなど貿易をめぐる懸念が再燃しやすい環境にあることが挙げられる。一方、金利上昇要因としては、FRBによるゆるやかな利上げが行われる見通しであることに加えて、今後も堅調な経済指標が多く確認されると考えられ、根強い金利先高感などが挙げられる。以上より、金利の急上昇は考えづらく、10年債利回りは3%を挟んだ動きになると想定される。



株式市場は、平均賃金が高い伸びを示したことで、ゴールドマン・サックス相場が崩壊するとの不安感から、2月初旬以降、ピークから10%程度の調整を余儀なくされた。3月から4月にかけては方向感を欠いたが、5月に入ると、堅調な経済指標が確認されるなか、事前予想よりハト派的であったFOMC声明文や、雇用統計にて賃金の伸びが抑制的であったこと、さらに消費者物価指数が市場予想を下回ったことなどを受けて、FRBがこれまで通りのゆるやかな利上げペースを維持するとの観測が株価上昇の追い風となった。

先行きについては、業績見通しが堅調ななか、利上げペース加速の可能性が低下したこと、税制改革や堅調な労働市場を背景に、1~3月期に弱含んだ消費の伸びが再び高まりつつあることなどから、株価の上昇が期待される。(18.5.28 現在)

内外経済の下振れリスク要因を意識した経済運営へ

～今後はやや緩和気味な金融政策に転換する見込み～

王 雷軒

要旨

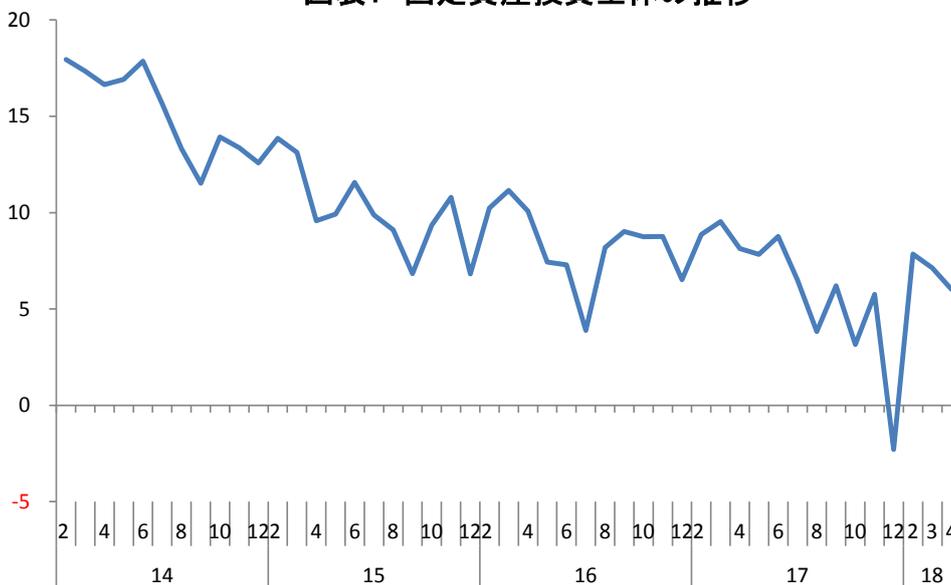
4月分の固定資産投資が再び減速に転じたほか、米中経済協議をめぐる不確実性も大きい。これらの経済下振れリスクを十分に意識した経済運営が求められるなか、中国当局は18年の経済運営方針を従来の「構造調整」から「構造調整」+「内需拡大」に変更したと考えられる。そのため、今後はやや緩和気味な金融政策が実施される可能性が高い。

足元の景気はやや弱含み

世界経済の回復基調に伴って輸出が底堅く推移したことに加え、不動産開発投資が持ち直しの動きを見せたこと、ネット販売の好調さが維持されるなど個人消費も堅調に推移したことで、18年1～3月期の実質GDP成長率は3四半期連続で前年比6.8%となった。しかし、4月に入ってから、固定資産投資が再び減速に転じたほか、堅調に推移していた個人消費もやや弱含みで、足元の景気に加速する動きは見られなかった。

(前年比、%)

図表1 固定資産投資全体の推移



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

固定資産投資は再び減速に転じる

固定資産投資は年初には持ち直しの動きが見られたものの、足元では再び減速に転じた(図表1)。この固定資産投資の軟調さは国内経済の下振れリスク要因として挙げられる。

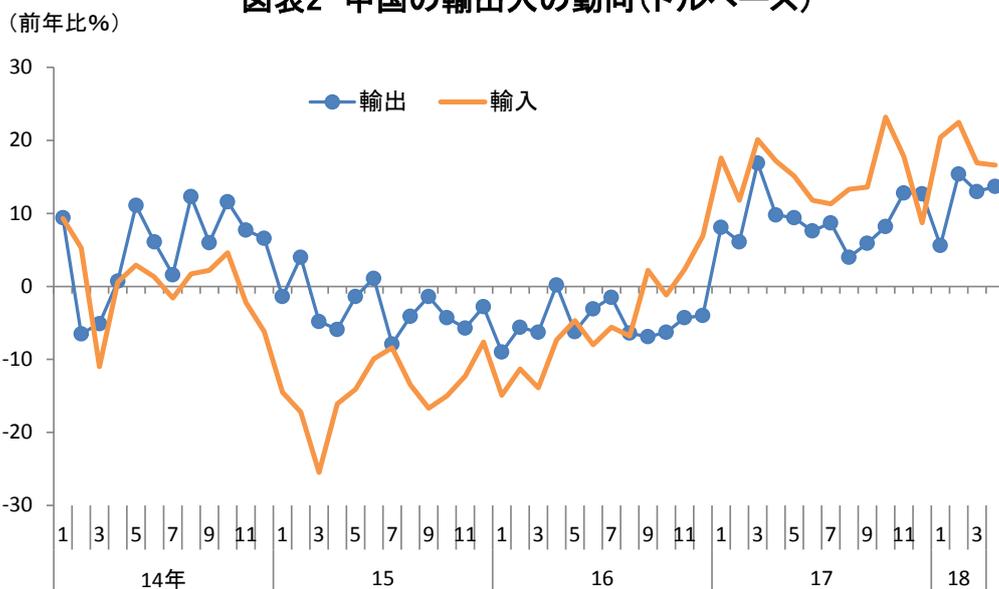
背景には、製造業全体の設備投資の軟調さに加え、インフラ整備向けの投資も減少傾向にあることが挙げられる。コンピューター・通信・電子設備や IC（集積回路）などの分野への投資は底堅く推移したものの、過剰生産能力が残る鉄鋼や化学などの分野への投資が抑制されていることが設備投資の軟調さにつながっている。

インフラ整備向け投資の減速は、国有企業を中心に債務削減への取組みが行われていることに加え、地方政府にとって資金調達的重要手段である PPP（パブリック・プライベート・パートナーシップ、官民連携）を活用したインフラ整備への投資が減少したことが背景だ。

ただし、不動産開発投資は中小都市の住宅在庫の調整が進んだこともあり、持ち直しの動きを見せている。

固定資産投資の先行きについては、後述のように「構造調整」を進めていくが、「内需拡大」という目標も経済運営方針に新たに加えられており、インフラ整備向けの投資を中心に徐々に持ち直してくると見込まれるものの、金融リスク防止策、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、大幅に改善する可能性は低い。

図表2 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

輸出は底堅く推移も、先行きは楽観

4月分の輸出は拡大基調が続いた(図表2)。輸出の伸びを高めた背景には、世界経済が底堅く推移したほか、米中貿易摩擦激化

視できない

米中経済協議は今後も継続、不確実性は大きい

経済運営方針を「構造調整」から「構造調整」+「内需拡大」へ

への懸念で前倒し輸出が強まったことも考えられる。ただし、駆け込み的な輸出増の反動が今後予想されるほか、米中経済協議に係る不確実性も大きく、年後半の輸出をめぐる情勢は楽観視できない。

4月上旬に開催されたボアオ・アジアフォーラムで習近平国家主席が輸入拡大のための対策も発表したにもかかわらず、米国が17日に中国の大手通信機器、中興通迅（ZTE）に対する部品輸出の禁止を発表するなど、4月は米中経済摩擦激化への懸念が一段と強まった。中国当局はこうした動きを経済下振れリスク要因として強く意識するようになったと思われる。

なお、このような状況が続くと、中国輸出の低迷や約8万人を雇用するZTEなどの経営危機が予想されるなど、「安定成長の維持」に重大な支障を来す事態となる可能性は高くなる。

米中貿易摩擦のさらなる激化を回避するため、5月3日～4日に第1回の米中経済協議が北京で行われた。しかし、両国の見解や主張に隔たりがあまり大きく、不調で終わった。

その後の米中首脳は電話会談などを通じて、引き続き経済協議を続けて問題を解決することに合意し、5月17～18日に第2回の米中経済協議がワシントンで行われた。この協議でも米中貿易戦争をしないことに合意はしたものの、発表された共同声明の内容を詳しく見ると、具体的な数値目標は盛り込まれておらず、今後もこの種の経済協議が継続され、その不確実性を十分に意識した経済運営が求められることになろう。

こうしたなか、習国家主席は、4月23日に中共中央政治局会議（常務委員7名のほか、18名の委員で構成する）を招集し、当面の経済情勢と経済政策を検討した。17年12月8日の前回会議に比べ、今回の会議では、当局の経済情勢に対する認識と経済運営方針がやや変化しているように見える。以下では、変化したと見られる点を取り上げて紹介しよう。

まず、経済情勢の基本認識についてである。足元の景況感について18年1～3月期の経済成長が良好なスタートを切ったことから17年の経済持ち直し基調が続いているとの認識が示された。しかし、18年通年の経済情勢についての判断が「年間目標や任務の達成には、大きな努力が必要である」と強調され、やや慎重となっている。

このようなトーンの変化を受けて、経済運営方針の調整とも見

先行きの金融政策：現行の引き締め気味な金融政策をやや緩和気味な金融政策へ

18年の経済見通しは若干上方修正

られるような内容も発表されている。前回会議では「需要」に関する記述は盛り込まれなかったが、今回の会議では、経済運営方針に再び「内需拡大」という文言が登場した。しかも、「需要」に関する記述は、これまで用いられた「総需要を適切に拡大する」から「内需を持続的に拡大する」というもの変わった。党中央政治局会議で、内需拡大の必要性に触れたのは15年以來で、構造調整の重要性を強調しつつも、内需拡大策が再び打ち出された。

また、この会議では「企業の資金調達コストの引き下げ」という内容も再び登場した。現在中国では、表面上、穏健中立的貨幣政策（中立的な金融政策）が実施されることとなっているものの、実質的には金融リスクの防止や解消に向けて引き締め気味な金融政策が行われている。そのため、企業の資金調達コストが上昇しており、これが企業の設備投資を抑制し、経済下押し圧力となっている可能性は高い。

今後、預金準備率の引き下げなど金融政策の微調整（やや緩和気味にシフトする）も予想される。実際、中国人民銀行（中央銀行）が5月11日に発表した金融政策運営の現状や先行きをまとめた「中国貨幣政策執行報告2018年第1季度」には、金融政策スタンスの変更とみられる記述がある。すなわち、当面の主要政策についての考え方「下一階段主要政策思路」では、先行きの金融政策運営には、「安定成長の維持」と「構造調整」とのバランスを保つ必要があるとの内容が書かれている。

具体的には、適切な流動性の供給を通じて、デレバレッジと金融リスク防止を進めていく一方で、マクロ経済運営の変化を総合的に考慮したうえで、金融政策とほかの経済政策との協調を強化するといった内容が挙げられている。

言い換えれば、金融当局はこれまで金融リスクの解消や防止への取組みを強調してきたが、今後の金融政策は構造調整のみならず、安定成長の維持にも配慮しなければならないことを示したと思われる。

以上のように、18年の経済運営方針に「内需拡大」が新たに加えられたことで、金融政策の微調整が予想されるため、中国経済の成長率は下半期にやや減速するものの、底堅く推移すると見られ、18年の経済見通しを前年比6.6%から6.7%に若干上方修正した。

(18.5.22 現在)

頭を打たれたユーロ圏の経済成長

～国際間の緊張の高まりでリスクバランスは下方方向に～

山口 勝義

要旨

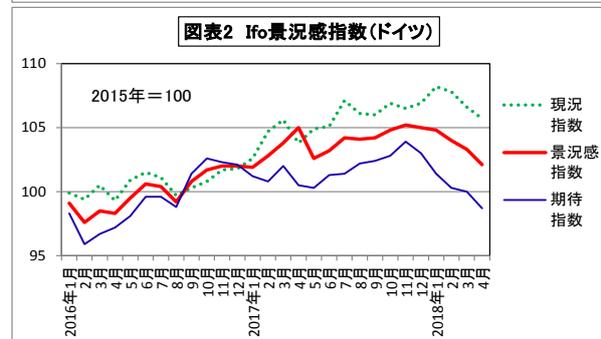
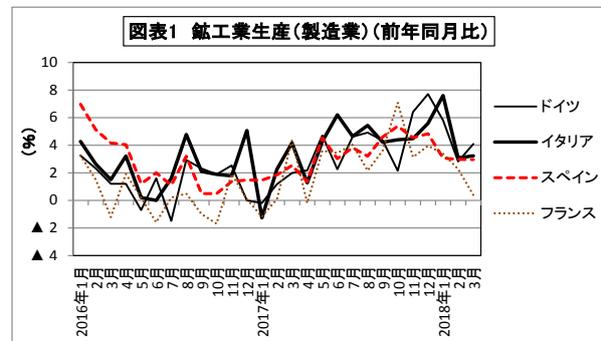
ユーロ圏では、個人消費のほか鉱工業生産や輸出などに重い動きが現れており、経済成長は頭を打たれた形となっている。今後の反発力には限界があり、18年を通じ成長の減速が見込まれる。さらに、国際間の緊張の高まりに伴いダウンサイドリスクも強まっている。

はじめに

ユーロ圏ではここに来て、経済成長のモメンタムに陰りが現れている。2018年第1四半期の実質GDP成長率は前期比で0.4%となり、前期の同0.7%から減速した。個人消費には昨年秋頃から重い動きが生じていたが、鉱工業生産や輸出などにも18年に入り同様の動きが見られている(図表1)。消費者物価上昇率も、4月には1.2%に低下するなど回復は鈍い。

また、特に3月以降には国際間の緊張が高まることで、輸出額が大きいドイツなどを中心に景況感の悪化が強まっている(図表2)^(注1)。ここには英国で起きた元ロシア情報機関員の暗殺未遂事件やシリアの化学兵器使用疑惑などを巡る欧米とロシアとの関係悪化や、米中間の貿易摩擦懸念などが働いている。5月の米中間の経済協議での歩み寄りは一時的な「休戦」でしかないとも見られているほか、欧州連合(EU)自身についても米国による鉄鋼とアルミニウムの輸入制限の動きが残されている。5月末までその適用除外は延長されたものの、EUを巡る通商関係には不透明感が強いままである。

ユーロ圏では18年第1四半期に寒波の襲来を受けたこと、また17年後半には実質GDPの前年同期比成長率が3%に近づ



(資料) 図表1はEurostatの、図表2はBloomberg(原データはIfo Institute)の、各データから農中総研作成

くなど成長が加速したことから、18年に入っての成長減速は、主に一時的な要因によるものとも考えられる^(注2)。とはいえ、ユーロ圏では生産性の低迷が長く続くなど中期的な課題が残されているばかりか、貿易摩擦等の拡大が、今後、成長にとり難題となる可能性が否定できない。

このため、本稿では、ユーロ圏経済を巡る主要な課題などの点検を行い、リスクの所在の明確化を図るものである。

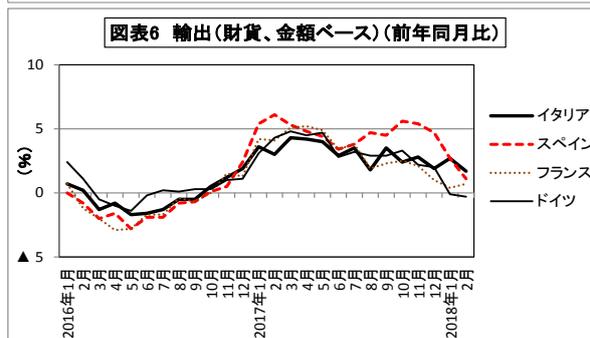
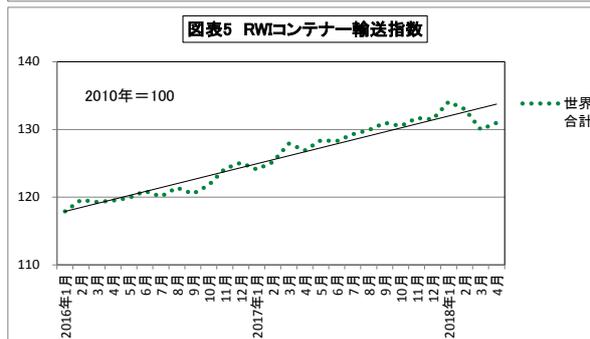
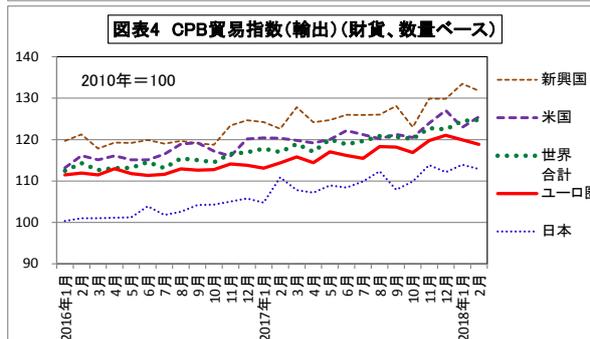
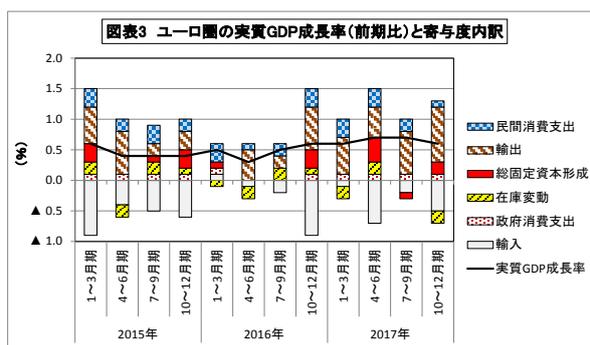
新たな懸念材料としての国際間の緊張

ユーロ圏の経済成長の輸出に対する依存度の大きさから、米中間などの国際関係の緊張の高まりに伴う景況感の悪化や当事国による現実の保護主義的な対応は、ユーロ圏経済にとり軽視できない懸念材料となる(図表3)。しかも、その影響が大きく現れるのは、経済成長の牽引役であるドイツであることが予想される。

これは、世界の中でドイツの輸出額のシェアが7.8%と、中国の10.6%、米国の10.5%に次ぐ高い位置にあるとともに、ユーロ圏でドイツに続くオランダやフランスのシェアが3%台半ばにとどまるためである(17年)^(注3)。また、ドイツの輸出額の相手先別内訳(EU域内を含む)では、米国が第1位(8.7%)、中国が第3位(6.7%)、ロシアが第14位(2.0%)であり、かなり分散されているとはいえ、最近の緊張の高まりの直接の当事国である米中が上位を占めている点が注目される(17年)^(注4)。なお、ドイツの貿易黒字額は2,790億ドルであり、中国の1,696億ドルを上回る規模である(17年)^(注5)。

一方、足元の輸出の動向を確認すれば、概ね2月までのデータに限られるが、現時点では世界的には顕著な落ち込みは認められない。コンテナ輸送についても、従来のトレンドから大きく下振れする動きとはなっていない。ただしユーロ圏では、既にドイツやフランスなどを中心に強い減速傾向が見られており、このところの成長のモメンタムの陰りに対応した動きとなっている(図表4~6)^(注6)。

これに対し、注目されるのは国際間の緊張が高まった3月以降のデータということになる。米中間の貿易摩擦は知的財産権の保護なども絡むため交渉には時間



(資料) 図表3、6はEurostatの、図表4はCPB(オランダ経済政策分析局)の、図表5はRWI(ドイツのLeibniz-Institut für Wirtschaftsforschung(旧名称Rheinisch Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung)の、各データから農中総研作成

を要するとみられ、中間選挙に向けて米国の攻勢が強まる可能性も大きい。また、米国とEUとの間の問題も残されている。このため、貿易摩擦を巡るユーロ圏の懸念が容易に軽減される展開は考え難い。

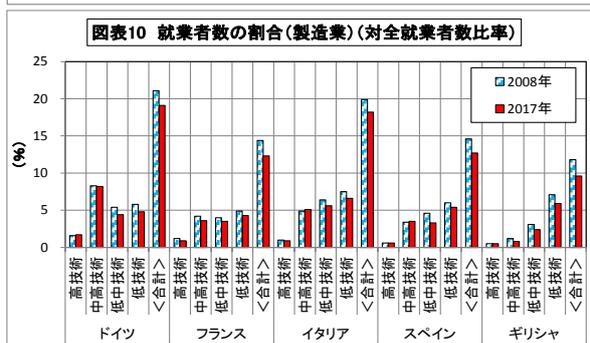
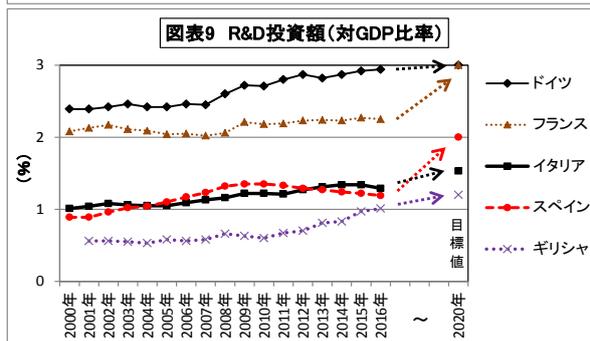
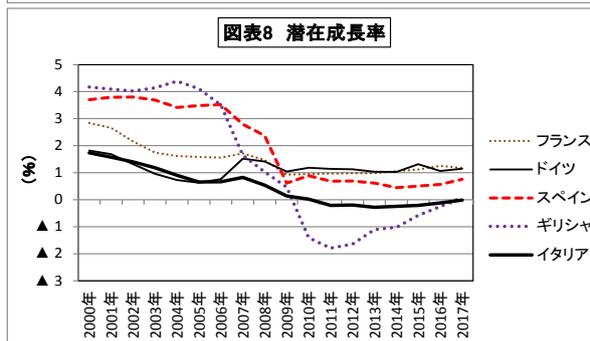
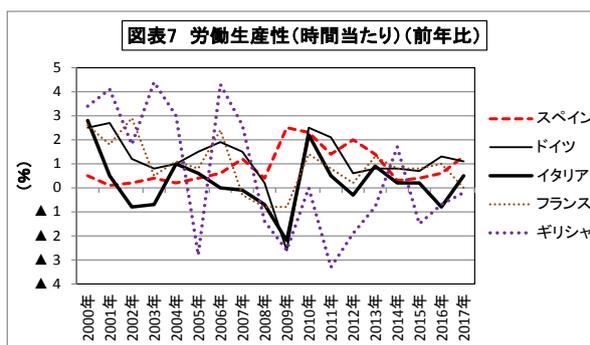
従来からの課題である生産性の低迷

貿易摩擦を中心にした国際間の緊張の高まりは、特に今年3月以降に強まった、新たなユーロ圏の経済成長を脅かす懸念材料である。これに対しユーロ圏では、従来から成長加速の上での制約要因として、生産性の低迷が継続している。

ユーロ圏では、財政危機後には欧州中央銀行（ECB）の積極的な金融緩和の下で銀行の金融機能は改善し、また消費は盛り返してきたが、その一方で企業投資は多くの主要国では回復が緩やかなままである。企業の負債比率が依然として高止まりしており財務改善が優先される状況や、容易に軽減されない政治面での不透明感などが、こうした企業投資の手控えの背後で働いている可能性がある。この結果、ユーロ圏では労働生産性の上昇は限られたものにとどまり、これに少子高齢化なども加わることで、潜在成長率は低位での横ばいが続いている（図表7、8）。

この企業投資の中でも特に重要な課題であるのは、先端的な技術開発への取り組みである。欧州委員会も各国の研究開発（R&D）投資額の対GDP比率に目標値を設定しているが、各国での対応状況はまちまちであり、ドイツを除けば多くの国々で目標の20年に向けて取り組みの強化が必要になっている（図表9）。また、製造業における技術レベル別の就業者数の割合を見ても、中高技術層を中心に厚みを持つドイツと、それ以外の国々との間で、格差が明確に現れている（図表10）。

こうした現状を踏まえれば、もともとユーロ圏では経済成長を安定的に維持する力が十分に強いとは言えず、潜在成長率に比較してかなり高いこれまでの年率2%台半ばでの成長は、実力対比で出来過



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

ぎた結果であったと言える。しかも失業率の低下が継続するなか、今後、完全雇用に近づくにつれてユーロ圏の成長余地は縮小し、ますます潜在成長率に制約を受ける程度が強まっていくものと考えられる。

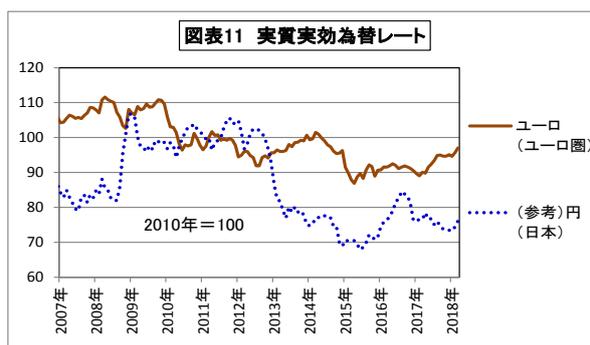
まとめ

ユーロ圏での足元の成長減速には寒波などの一時的な要因があるとはしても、以上からは、また、最近のユーロ高傾向なども考慮すれば、今後の成長の反発力には限界があるものとみられる(図表11)。このため、18年を通じ、通年の実質 GDP 成長率は17年の前年比2.4%から同2%近辺へ向けて減速が見込まれる。さらに、これに加え、国際間の緊張の高まりに伴いダウンサイドリスクも強まっている。

そのリスクの第一は米中間の貿易摩擦の、世界的な保護主義や世界経済の成長鈍化などへの拡大であり、第二は国際間の緊張とも関連する、原油価格の上昇である。このうち原油価格は、17年1月以降の石油輸出国機構(OPEC)の協調減産や世界景気の拡大による堅調な需要を受けた在庫低下などのもと、既に約3年半ぶりの水準に上昇している(図表12)。

こうした中での5月の米国によるイラン核合意からの離脱の決定は、イラン産原油供給の停滞で原油価格を一層上昇させる可能性がある。これに伴うコストプッシュによる物価上昇は、賃金上昇が鈍い下で個人消費を抑制するなど経済に広く影響を及ぼすほか、異例な金融緩和策からの「出口」に向けてECBに早急な対応を迫ることにもなる。この場合には、今も大きな債務残高を抱える政府や企業、家計の、金利上昇を通じた財務負担の拡大や、ユーロの上昇加速などが、成長の抑制要因として働くことが想定される。

ユーロ圏経済の成長は頭を打たれた形となっているが、このように、さらにダウンサイドリスクの強まりも加わり、成長のリスクバランスは下方向に傾きつつあるものと考えられる。(18.5.24現在)



(資料) 図表11はBISの、図表12はBloomberg(在庫の原データはIEA)の、各データから農中総研作成

(注1) Ifo景況感指数は、ドイツの研究機関であるIfo経済研究所が公表する月次指標であり、製造業、サービス業、卸売業・小売業、建設業に属する約9,000社を調査対象としている。Ifoは、対象企業に業況の現況について「良い」、「満足すべき状況」、「悪い」、また今後6ヶ月の先行きについて「今より良くなる」、「変わらない」、「今より悪くなる」のいずれかで回答を求め、これにより「現況指数」と「期待指数」を算出したうえで、両者から「景況感指数」を作成している。なお、指数は2015年の平均を100とした季節調整済みの値である。

(注2) ユーロ圏の実質GDPの前年同期比成長率は、17年第2四半期に2.4%であった後に、第3、第4四半期にはそれぞれ2.7%、2.8%に拡大した。なお、18年第1四半期の同成長率は2.5%である。

(注3) このデータはOECDによる(ただし、財貨のほかサービスを含む)。

(注4) このデータはStatistisches Bundesamt(ドイツ連邦統計局)による(ただし、財貨のみである)。

(注5) このデータはOECDによる(ただし、財貨のほかサービスを含む)。一方、対米貿易黒字額(17年)は、中国の3,752億ドルや日本の688億ドルなどに対しドイツは643億ドルにとどまる(米Census Bureauによるデータで、財貨のみである)。なお、ドイツの輸出額の内訳(17年)は、58.6%がEU内向けで、EU外に対する輸出は41.4%に限られている(ドイツ連邦統計局によるデータで、財貨のみである)。

(注6) 図表5のRWIコンテナ輸送指数は、Instituts für Seeverkehrswirtschaft und Logistik (ISL)により世界の主要88港を対象に収集されたデータを元に、RWIが算出したものである。RWIによれば、世界のコンテナ輸送の約60%をカバーしている。



農林中金総合研究所

2018～19年度改訂経済見通し

成熟化が進んでいく国内景気

～2018年度：1.2%（下方修正※）、19年度：0.7%（据え置き）～

※3月時点の18年度予測は：1.3%成長

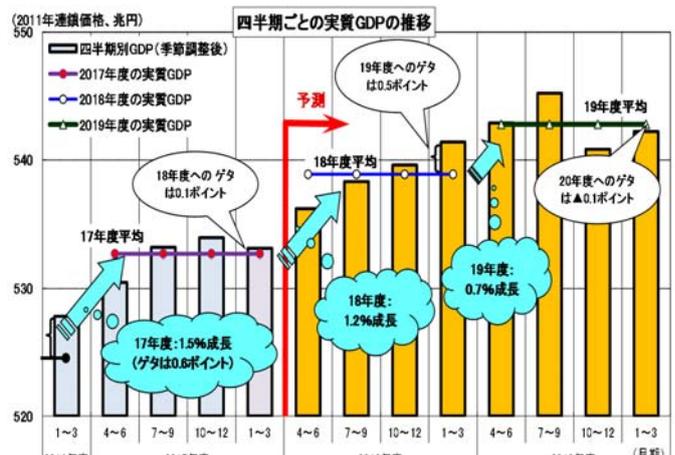
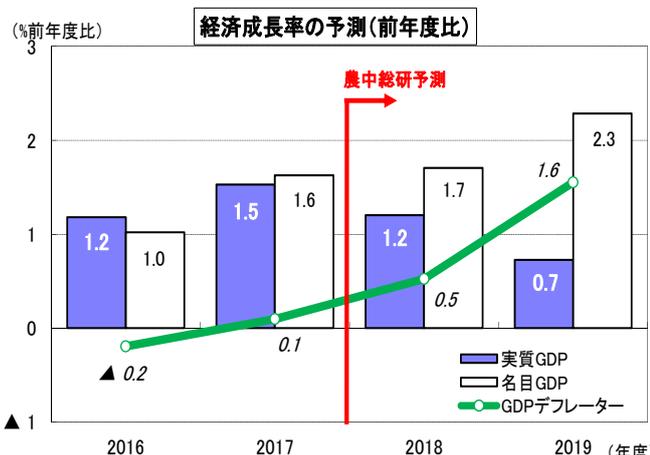
2018年5月21日

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致します。

《 サ マ リ ー 》

- 2018年入り後の日本経済は、悪天候などによって消費の停滞色が強まったほか、輸出の減速も見られたため、足踏み感が強まった。実際、1～3月期の実質GDP成長率は民間需要の悪化から年率▲0.6%と9四半期ぶりのマイナス成長となった。
- 先行きについては、世界経済の改善基調が維持されていることから輸出の増勢が強まるほか、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、3年ぶりの高い伸びとなった春闘賃上げ率が消費の持ち直しを下支えすることが見込まれる。そのため、18年度の日本経済は堅調に推移すると予測する。ただし、18年度末にかけては景気の成熟化が進み、ソフトランディングに向けた動き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。
- 2期目に入った黒田日銀であるが、2%の物価安定目標にはまだ遠いこともあり、しばらく現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するだろう。長期金利はしばらく「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、18年度下期以降、物価次第では日銀が緩和縮小の検討を始める可能性もある。



目次

1	景気の現状	4
2	世界経済の動向	7
3	国内の経済政策	21
4	日本経済・物価の見通し	23
5	金融政策の見通し	31
6	金融市場の見通し	33

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

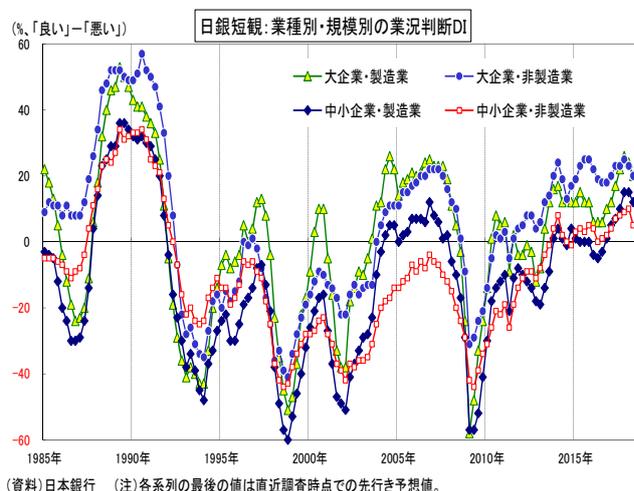
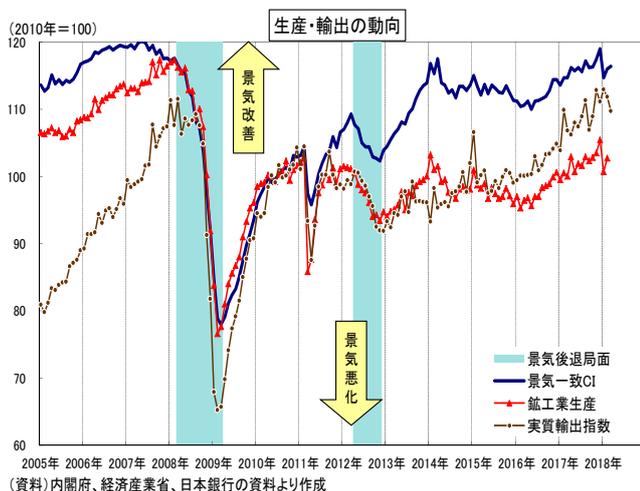
南 武志
 佐古佳史
 山口勝義
 王 雷軒

農林中金総合研究所

3

1 景気の現状

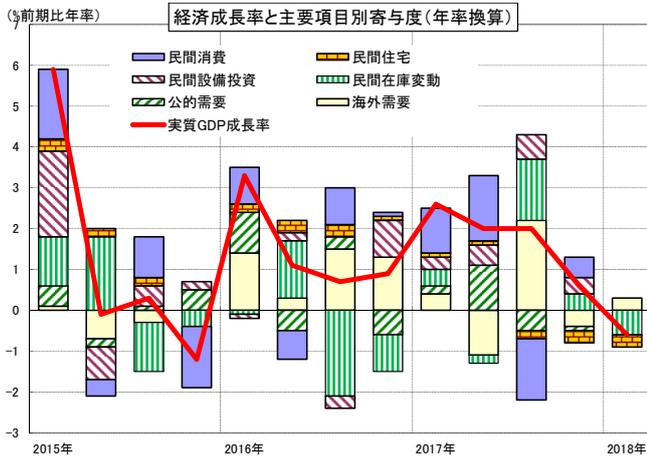
- 国内景気に一服感も、改善基調は維持
 - 国内景気は5年以上にわたって改善を続けているが、18年に入ると輸出の増勢が弱まり、生産も調整
 - また、天候不順の影響から企業、消費者ともマインドがやや悪化、消費、設備投資関連指標が足踏みした
 - 一方、労働需給は引き締めつつあり、失業率は25年ぶりに2%台前半まで低下したが、「企業から家計へ」の所得還流は鈍い状態が続いている
 - ただし、18年春闘では3年ぶりの高い賃上げ率で妥結したとみられる
 - 17年入り後に前年比上昇に転じた物価は、その後も上昇率を徐々に高め、18年2月には一時3年半ぶりに1%台を回復したが、3、4月と鈍化、日本銀行が目標とする2%にはまだ距離がある



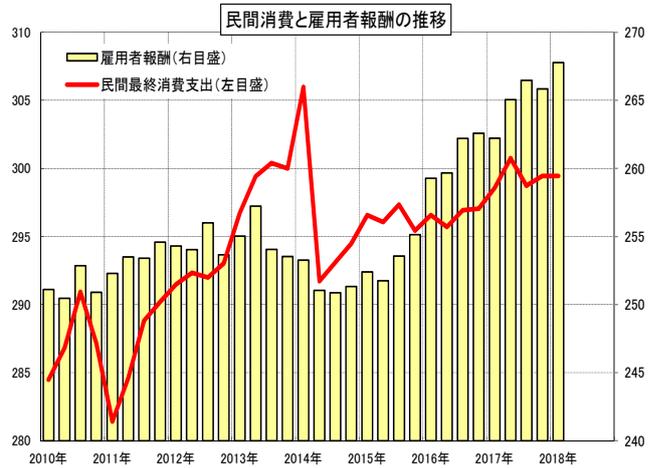
農林中金総合研究所

4

- 18年1～3月期は年率▲0.6%と9四半期ぶりのマイナス成長
 - 実質雇用者報酬は堅調に推移(前期比0.4%)したものの、天候不順に伴う生鮮食品価格の高騰などが消費行動を抑制し、民間消費は弱含んだ(同▲0.001%)
 - 増加傾向と見られていた民間設備投資も同▲0.1%と6四半期ぶりに減少
 - 民間在庫変動は前期比成長率に対して▲0.1ポイントと三四半期ぶりのマイナス寄与
 - 法人企業統計季報の結果は反映される2次QEでは、民間設備投資とともに修正される可能性も
 - 輸出は同0.6%と三四半期連続の増加ながらも、17年後半の同2%増のペースからは鈍化
 - GDPデフレーターは前年比0.5%と三四半期連続の上昇、民間需要デフレーターも同0.9%へ上昇率拡大



(資料)内閣府経済社会総合研究所

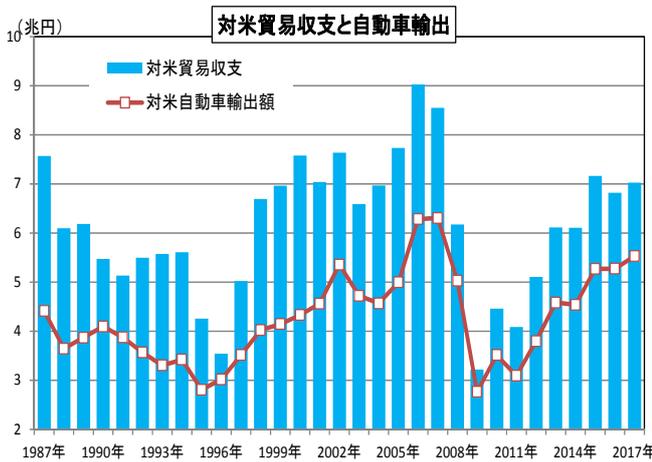


(資料)内閣府 (注)実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示、兆円。

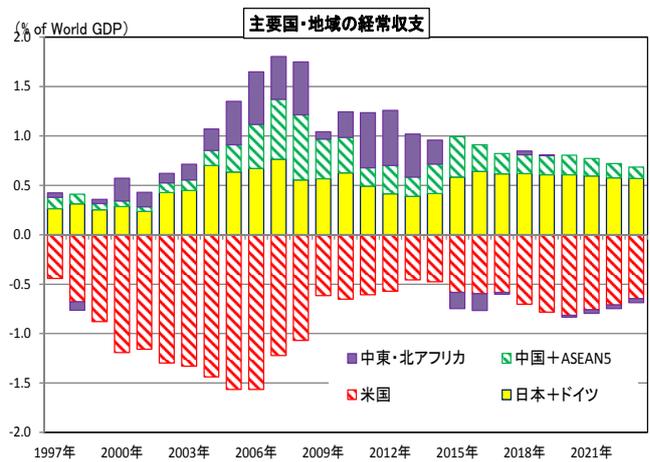
農林中金総合研究所

(参考)対米貿易の動向

- 今秋の米中間選挙を控えて、トランプ大統領は「貿易赤字によって米国の雇用機会が奪われている」との信念の下、保護主義的な姿勢を強めている
 - 既に導入済の鉄鋼、アルミニウムに加え、自動車への追加関税(現行2.5%→20%?)の可能性も示唆
- 日本の輸出全体に占める自動車・同部品は20.1%、対米輸出に占める自動車・同部品は36.6%、さらに自動車・同部品輸出のうち米国向けは35.2%(いずれも17年)と、いずれも大きな比率を占める
- 自動車製造業は生産波及効果が高く(全産業平均の1.5倍超)、追加関税が導入された場合の影響は無視できない
- IMFの世界経済見通しによれば、グローバル・インバランスは解消の方向にない



(資料)財務省 (注)自動車部品を含む



(資料)IMF WEO database (注)2018年以降はIMF予測

農林中金総合研究所

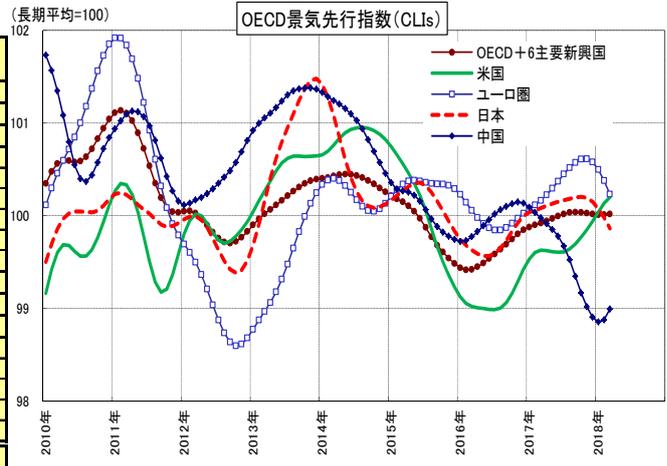
2 世界経済の動向 ①概況

- 世界経済の改善傾向はしばらく継続
 - 国際通貨基金(IMF)の世界経済見通し(WEO、18年4月発表)によると、16年半ばに始まった世界経済の回復基調は、その範囲が拡大するとともに、力強さも見せているとの現状認識を示す
 - 17年の世界経済全体の成長率は3.8%と、11年以降では最も高い伸びとなったが、18、19年と若干加速し、ともに3.9%成長になるとの見通し
 - 20年以降は成長ペースが若干低下していくと予測
 - 一方、経済協力開発機構(OECD)の景気先行指数(CLIs)によれば、米国の景気改善が強まることが予想される半面、全般的には一旦足踏みするとの見通し

2018～19年 IMF世界経済見通し

	2017年	2018年	2019年
世界全体(実質経済成長率)	3.8	3.9	3.9
先進国	2.3	2.5	2.2
米国	2.3	2.9	2.7
ユーロ圏	2.3	2.4	2.0
ドイツ	2.5	2.5	2.0
フランス	1.8	2.1	2.0
イタリア	1.5	1.5	1.1
スペイン	3.1	2.8	2.2
英国	1.8	1.6	1.5
日本	1.7	1.2	0.9
新興国・発展途上国	4.8	4.9	5.1
中国	6.9	6.6	6.4
インド	6.7	7.4	7.8
ブラジル	1.0	2.3	2.5
ロシア	1.5	1.7	1.5
南アフリカ	1.3	1.5	1.7
ASEAN5	5.3	5.3	5.4
世界貿易数量(財・サービス)	4.9	5.1	4.7

(資料)IMF『World Economic Outlook (2018年4月)』

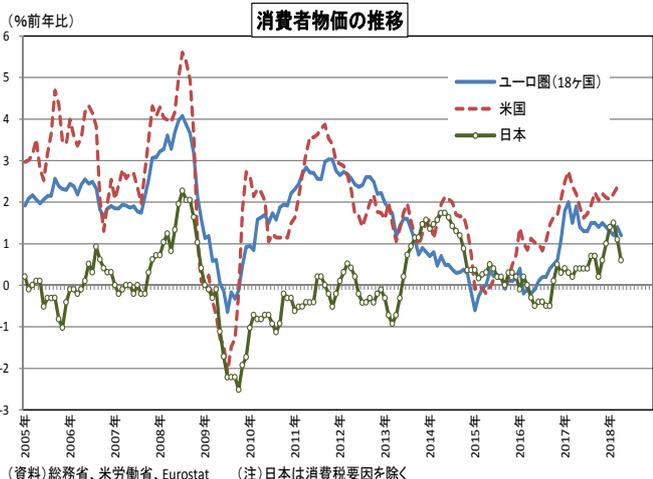


(資料)OECD (注)6主要新興国:ブラジル・ロシア・中国・インド・インドネシア・南アフリカ

農林中金総合研究所

7

- 「低インフレ・低金利・低成長」が解消されつつある世界経済
 - 先進国の中央銀行が物価目標として掲げる「2%上昇」に向けた動きが続いている
 - 中央銀行の政策は「危機対応」から「平時」へ移行しつつある
 - 一方で、米国の金融政策正常化がドル還流を促し、新興国経済に悪影響が及ぶという「テーパー・タントラム 2.0」が一部で顕在化
 - アルゼンチンでは通貨減価やその対抗措置として急激な利上げが実施されており、先行き、経済への悪影響が懸念される
 - ドル高による新興国の債務負担増も新たな懸念材料



(資料)総務省、米労働省、Eurostat (注)日本は消費税要因を除く



(資料)東証、FRBなど (注)いずれも10年国債利回り

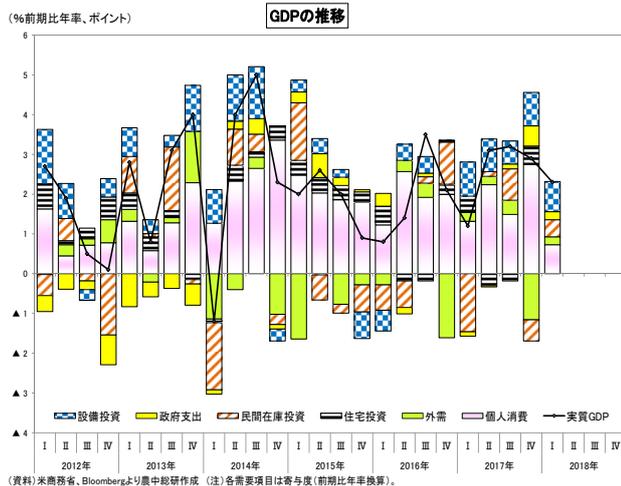
農林中金総合研究所

8

2 世界経済の動向 ②米国

景気動向

- 18年1~3月期のGDPは前期比年率2.3%成長(速報値)
- 需要項目別では、個人消費の伸びが弱かった一方で、設備投資は堅調さを維持
- FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比1.9%と、目標とする2%に迫った
 - ・ 減税政策の実施や追加関税の導入、歳出拡大などから先行きのPCEデフレーターの上昇が予測される
- 見通しのポイントは、①18年内に利上げは3回行われること、②減税政策の実施により、GDP成長率は2%程度とされる潜在成長率を上回って推移すること、③景気拡大の継続から、19年も3回の利上げを想定すること
- 成長率見通しを18年は2.8%、19年は2.6% (前回見通しではそれぞれ2.4%、2.0%)に上方修正



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	2.7	3.0	2.8	2.6	2.5	2.6
PCEデフレーター (%、前年比)	1.5	1.8	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0
失業率 (%、平均)	4.4	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6	3.7
FFレート誘導水準 (%)	1.25~1.50	1.75~2.00	2.00~2.25	2.00~2.25	2.50~2.75	2.75~3.00	2.75~3.00
10年国債利回り (%)	2.4	3.0	3.1	3.1	3.3	3.2	3.2

(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

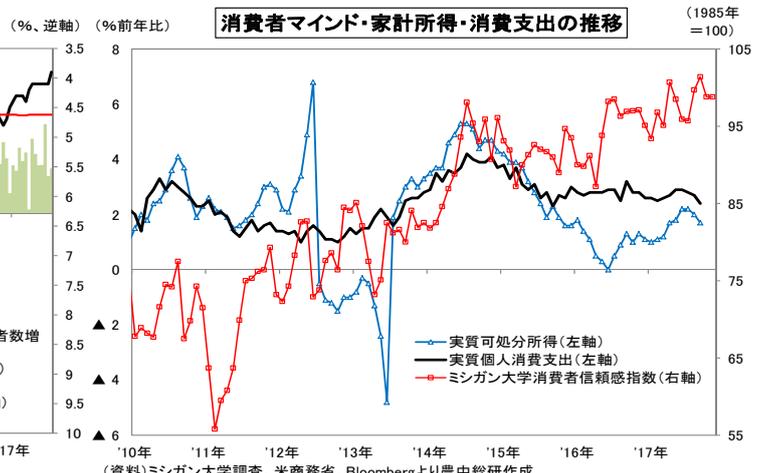
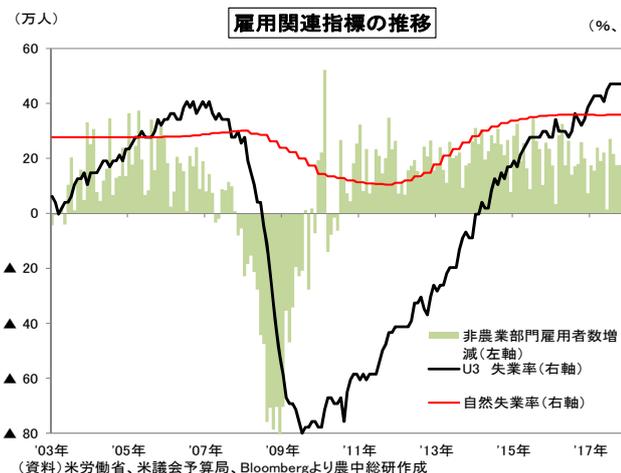
9

雇用

- 非農業部門雇用者数は月平均20万人のペースで増加、失業率は3.9%まで低下し、労働市場は堅調に推移
- 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

個人消費

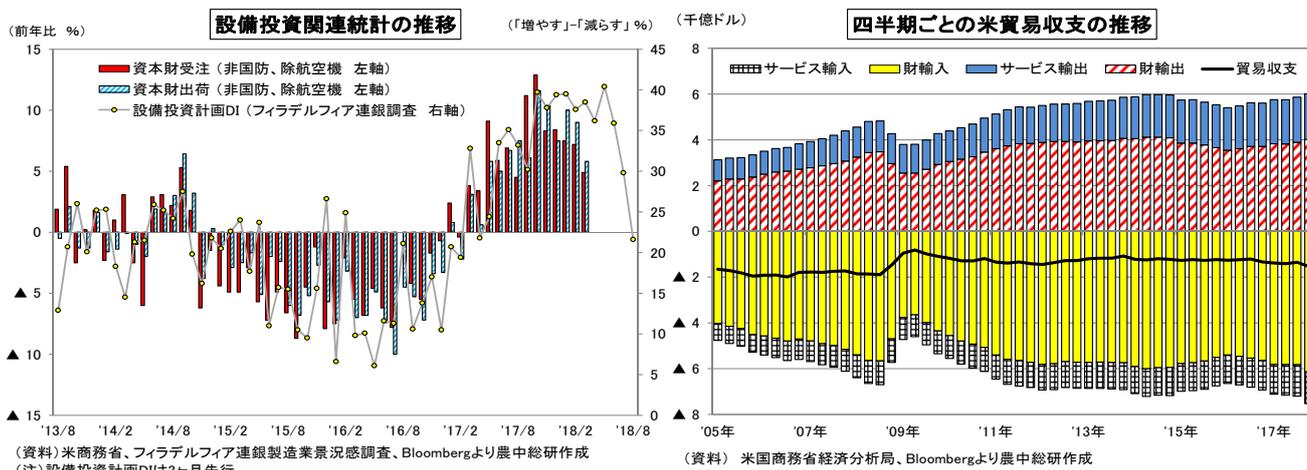
- 税還付の遅れや貯蓄率の上昇に伴い、18年1~3月期の実質個人消費支出は前期比年率1.1%へ鈍化
- マインドが堅調に推移するなか、今後は減税政策による可処分所得増によって消費支出の拡大が予想される



農林中金総合研究所

10

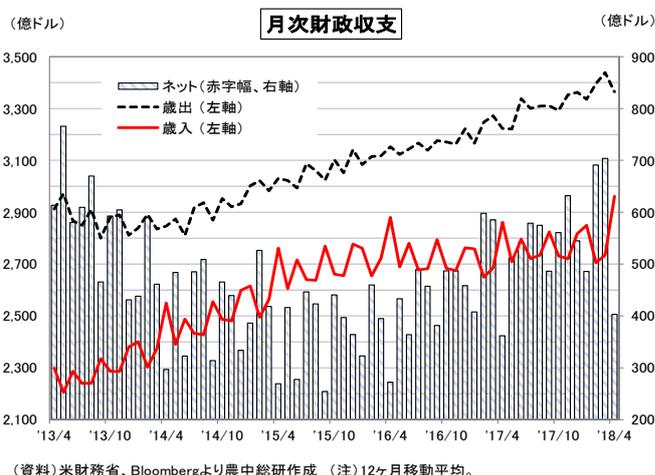
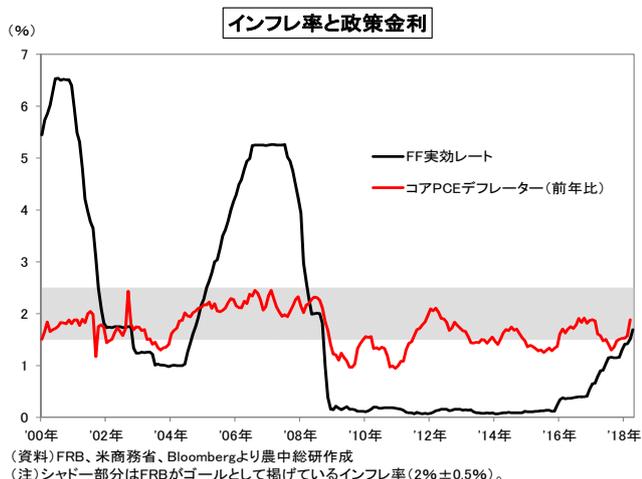
- 設備投資
 - 1~3月期の資本財受注・出荷(非国防除く航空機)は、それぞれ前年比で6.6%、8.9%と堅調に推移したが、フィラデルフィア連銀の設備投資計画DIがマイナスに転じたことから、先行きの増加ペースは鈍化する可能性も
- 貿易動向
 - 1~3月期の輸出は前年比6.8%増だったが、米国経済の拡大に伴い輸入も同9.1%増だった
 - 先行きも、輸入の伸びが高まり、貿易赤字の拡大が続く見通し
- 最大600億ドル相当の中国製品に対する追加関税や、中国ZTEに対する制裁に代表される、米中経済摩擦の緩和に向けた経済協議がなされている



農林中金総合研究所

11

- 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
 - 2月に就任したパウエルFRB議長は、イエレン前議長下で「ゆっくりとしたペースでの利上げ」を継続すると予想
 - マーケットは、6月開催のFOMCで利上げ(18年2回目)を織り込む
 - 当総研では、18、19年の利上げ回数はおもに3回と想定
- 財政政策
 - 18、19会計年度において、裁量的経費の歳出上限を合計3,000億ドル引き上げ
 - 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困難視されている



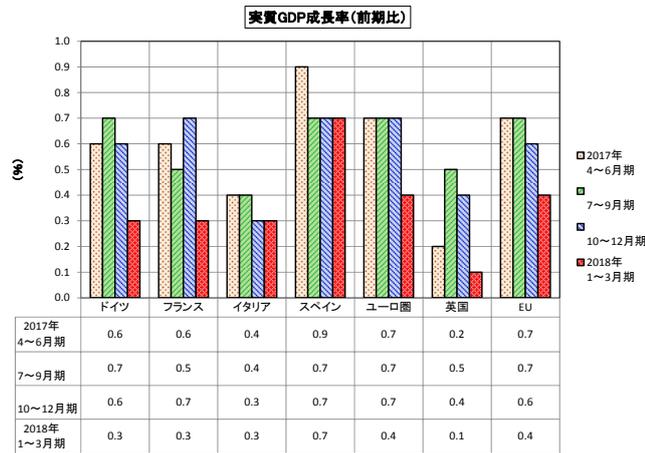
農林中金総合研究所

12

2 世界経済の動向 ③欧州

● 景気動向

- ユーロ圏の18年1～3月期の実質GDP成長率(改定値)は、前期から減速
 - ・ 前期比成長率は0.4%(前期の同成長率は0.7%)
 - ・ 前年同期比成長率は2.5%(前期の同成長率は2.8%)
- 経済規模の大きい4ヶ国では、ドイツ、フランスの前期比成長率が低下
- イタリアは、前期比成長率で前期から横ばいながら、低い成長率が継続
- スペインのみが、高い成長率を維持
- 一方、英国は大幅に成長率が低下
- 欧州連合(EU)全体では、前期比で0.4%(前期は0.6%)、前年同期比で2.4%の成長(前期は2.7%)



(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

13

● ユーロ圏経済

- ユーロ圏の経済は頭が打たれた形
- 経済成長の主な主導役であった家計消費の頭打ちが継続
- 3月の小売売上高は前月比で0.1%増加にとどまり、前年同月比では0.8%の増加にまで縮小
- 同月の鉱工業生産指数は前月比で0.5%の、また前年同月比では3.0%の上昇ながら、かつての勢いは鈍化
- 一方、失業率は改善傾向が続いており、3月には8.5%
- なお、今回の減速には18年第1四半期の寒波や17年後半の成長加速などに伴う一時的な要因も

● ドイツ経済

- 全般に、17年末に比べ成長の勢いが鈍化
- さらに3月以降の米中貿易摩擦などの国際間の緊張の高まりで、景況感が低下
- 3月の製造業受注指数は前月比で0.9%低下し、前年同月比では3.1%の上昇ながら17年末からは減速
- 同月の鉱工業生産指数は前月比で1.0%の上昇ながら、前年同月比では3.2%の上昇で17年末からは減速
- 同月の輸出額は前月比で1.7%の増加ながら、前年同月比では4.0%の増加で17年末からは減速
- 同月の小売売上高は前月比で0.6%減少、前年同月比では1.3%の減少で17年末からは減速
- 一方、同月の失業率は、3.4%にまで低下

● 英国経済

- 個人消費の頭打ちに加え生産も伸び悩み、18年第1四半期の成長は前期から減速

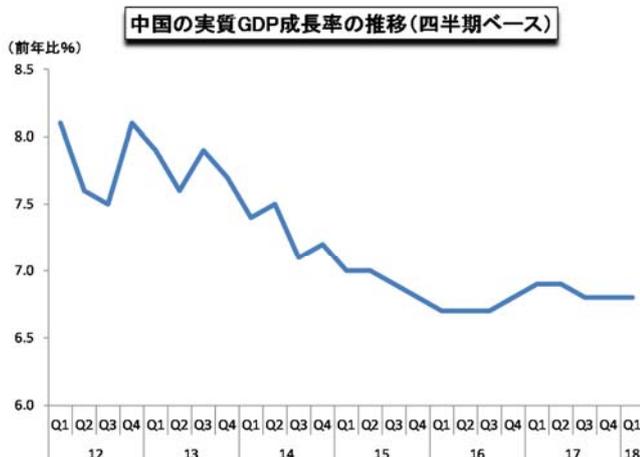
農林中金総合研究所

14

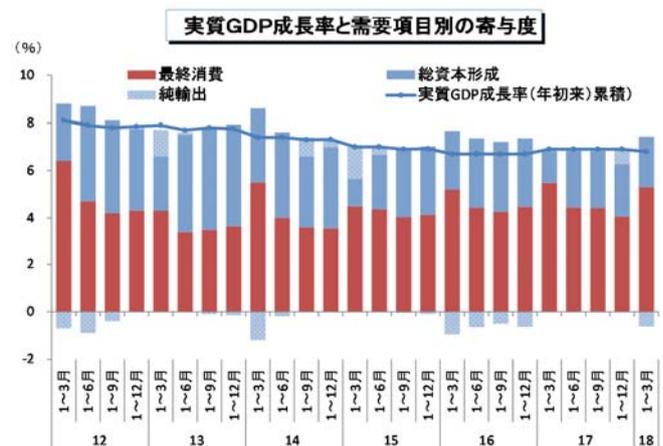
- 物価動向
 - ユーロ圏では、欧州中央銀行(ECB)の政策目標である「2%を下回るがこれに近い水準」には依然として距離
 - 英国では、17年後半には一時3%を超えた消費者物価上昇率は、3月には2.5%と落ち着き
- 金融政策
 - ECBは、債券買入れ(QE)を18年1月から9月までの間、月額600億ユーロから300億ユーロに縮小して継続
 - ECBは、6月または7月の理事会で10月以降の政策の方向性を示す見込み
 - ECBは、鈍い物価上昇率の回復や加盟各国間に残る経済格差などで、金融政策の正常化に向けては慎重で段階的な手順を踏む見通し
 - 一方、イングランド銀行(BOE)は17年11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
 - 英国では消費者物価上昇率の落ち着きや成長減速で、BOEによる追加利上げの可能性が低下
- 景気見通し
 - ユーロ圏では、生産性の低迷や国際間の緊張、ユーロ高傾向の下で成長の反発力には限界
 - ユーロ圏の18年通年の実質GDP成長率は、17年の2.4%から2%近辺に向けて減速へ
 - 英国では、不透明感が続くなか、18年通年の実質GDP成長率は17年の1.8%から1%半ばに減速へ
 - しかも、ユーロ圏・英国とも、貿易摩擦などの国際間の緊張の高まりなどで、成長のダウンサイドリスクが拡大

2 世界経済の動向 ④中国

- 景気動向
 - 18年1~3月期の実質GDP成長率は3四半期連続で前年比6.8%となった
 - この6.8%という伸び率は中国政府が掲げる18年の成長目標「6.5%前後」を上回っており、順調なスタートを切ったと評価できる
 - 不動産開発投資が持ち直しの動きを見せたほか、自動車販売台数の持ち直しが見られるなど個人消費も堅調に推移した



(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

- 足元の個人消費はネット通販の伸びの鈍化を受けて、やや減速しているが、総じて堅調さは維持
- 1~3月期にかけて減少した自動車販売台数も足元では持ち直しの動きを見せており、個人消費全体を下支えしている
- 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

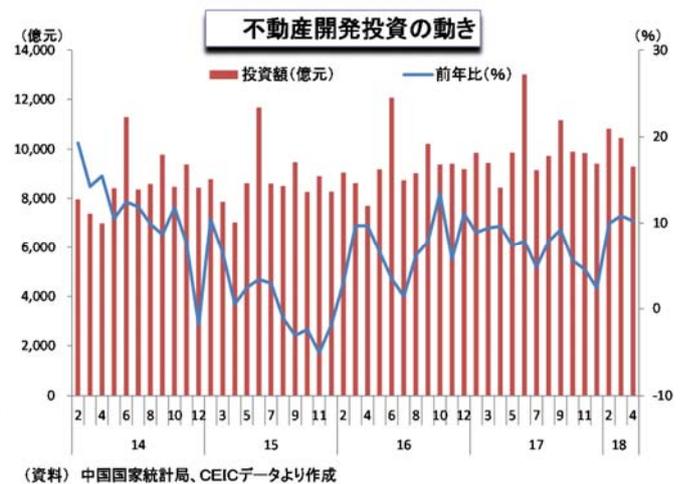
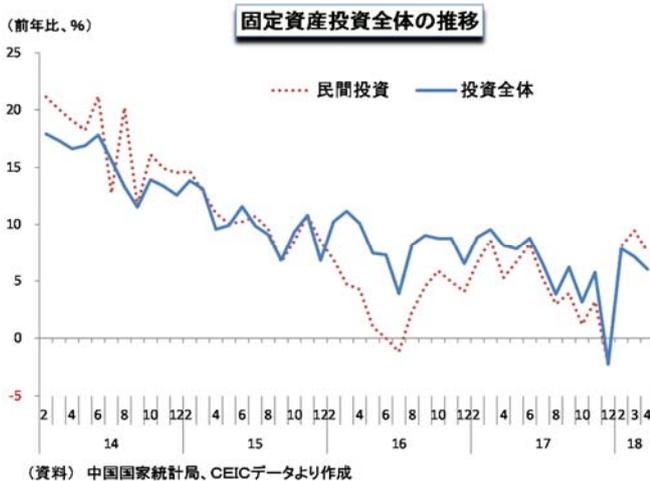


農林中金総合研究所

17

● 固定資産投資

- 固定資産投資は年初には持ち直しの動きが見られたものの、足元では再び減速
 - ・ その背景として、製造業全体の設備投資の軟調さに加え、インフラ整備向けの投資も低下傾向にあることが挙げられる
- ただし、中小都市の住宅在庫の調整が進んだこともあり、不動産開発投資は持ち直しの動きを見せている
- 先行きについては、「構造調整」を進めるが、「内需拡大」という経済政策も新たに打ち出されており、インフラ整備向けの投資を中心に徐々に持ち直してくると見込まれるものの、金融リスク防止策、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、大幅に改善する可能性は低い



農林中金総合研究所

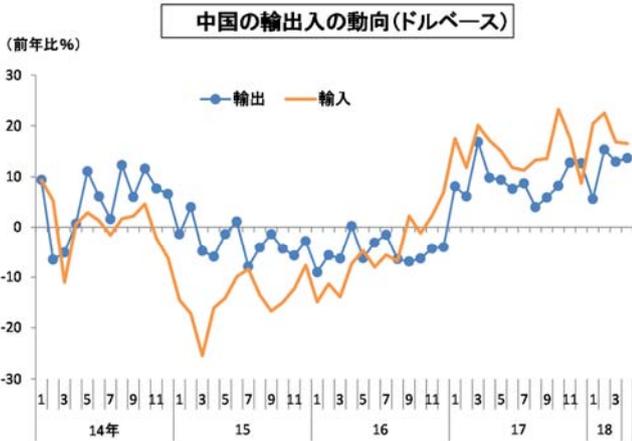
18

● 輸出

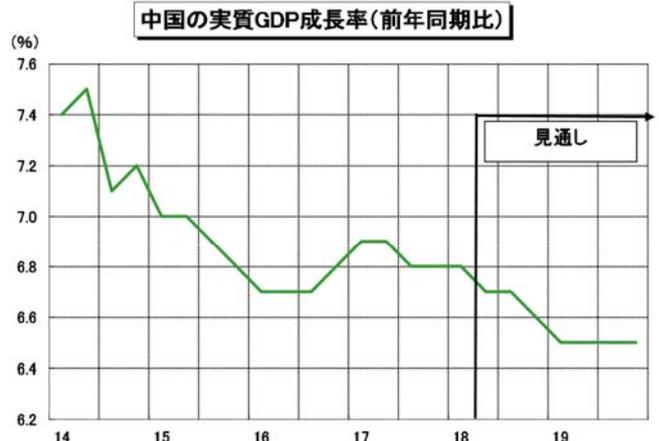
- 輸出は世界経済の持ち直しなどを背景に堅調に推移している
- 当面は世界経済が底堅く推移する可能性が高く、中国の輸出に好影響が及ぼすことが期待される
- 米国との経済協議では、報復関税の応酬を互いに控えるほか、中国が米国産農産物・エネルギーの輸入を増やすことで対米貿易黒字の縮小を目指すこと等で合意したが、今後も火種は燻る

● 成長率見通し

- 18年は6.7%、19年は6.5%と、小幅ながらも減速していくと予測
 - 18年の経済政策の方針が、「構造調整」から「構造調整+内需拡大」に変更されたことを受けて、引き締め気味的な金融政策がやや緩和されると見られるため、18年は若干上方修正(6.6%→6.7%)



(資料) 中国海関総署、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、見通しは当社予想

農林中金総合研究所

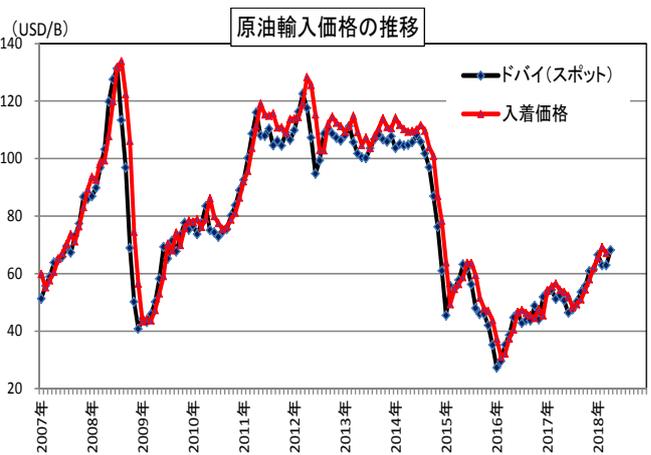
19

2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油在庫減と中東の地政学的リスクの高まりを背景に、原油価格は70ドル/バレル前後まで上昇
 - 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、過剰在庫は大幅に削減された
 - 直近の原油価格は協調減産の遵守と中東地域の地政学的リスクなどが意識され、3年ぶりに70ドル台を回復
- 原油入着価格の見通し
 - 国際エネルギー機関(IEA)は、最近の原油高や一部新興国(非資源国)での燃料費補助の削減などの影響を考慮し、18年の原油需要の伸びを日量140万バレル増(それまでは同150万バレル増)へ下方修正
 - 一方、協調減産に参加しない米国などの産油国では増産継続
 - 国内への入着価格は18年度から19年度にかけて概ね70ドル/バレルで推移と想定



(資料) Bloombergより作成



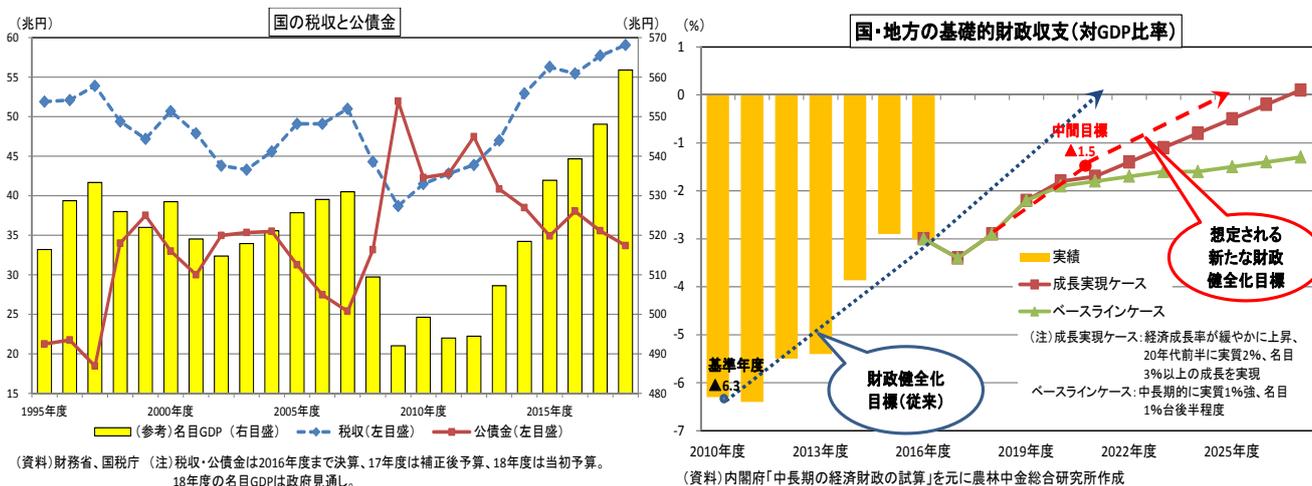
(資料) NYMEX、東京工業品取引所、財務省

農林中金総合研究所

20

3 国内の経済政策

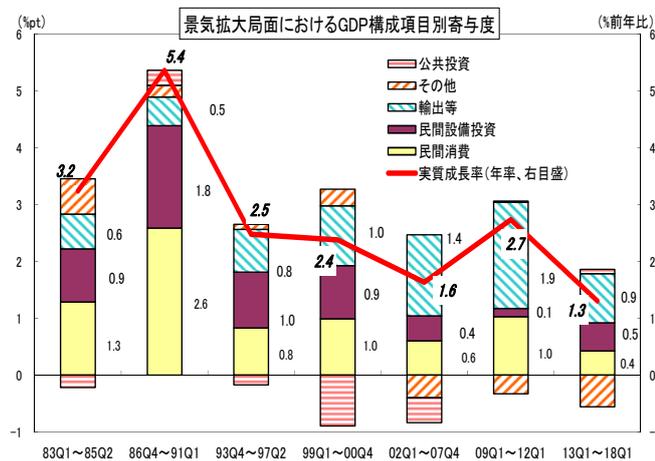
- 2019年10月に予定する次回の消費税率引上げに伴う増収分の使途変更によって、20年度に国・地方の基礎的財政収支(PB)を黒字化するという当初の目標は先送りとなったが、6月には新たな財政健全化目標を公表する方針
 - 18年度は対GDP比で2.9%が見込まれるPB赤字を25年度にはPBを黒字化する
 - 合わせて、中間目標として21年度に1.5%程度に圧縮する案が有力視
- 次回消費税率引き上げ(軽減税率を含む)は19年10月に予定通り実施すると想定
 - 政府は増税に伴う悪影響を緩和する措置を検討
 - 同時にデフレ脱却宣言が出される可能性も



農林中金総合研究所

21

- 内閣支持率の低下もあり、18年秋以降のアベノミクス継続が不透明に
 - 政府は「働き方改革関連法案」を国会の最重要法案として位置づけ、それによる生産性向上を目指している
 - アベノミクスは「実質2%、名目3%の経済成長、2%の物価上昇」を目標に掲げていたが、実際の経済成長は年率1.3%にとどまっているほか、物価2%も未達成
 - ただし、名目GDPは堅調に推移、5年間で55兆円増加した
 - 内閣支持率が不支持率を下回るなか、9月以降も安倍首相が続投できるか不透明感が強まっている
 - ポスト安倍に名を連ねる与党政政治家は、成長最優先であるアベノミクスの副作用に対する対応や財政健全化を意識した発言が多い

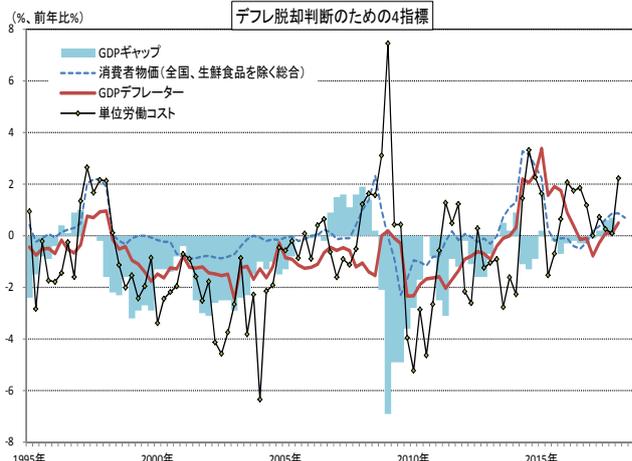


(資料) 内閣府資料より農林中金総合研究所作成

農林中金総合研究所

金融市場2018年6月号

34



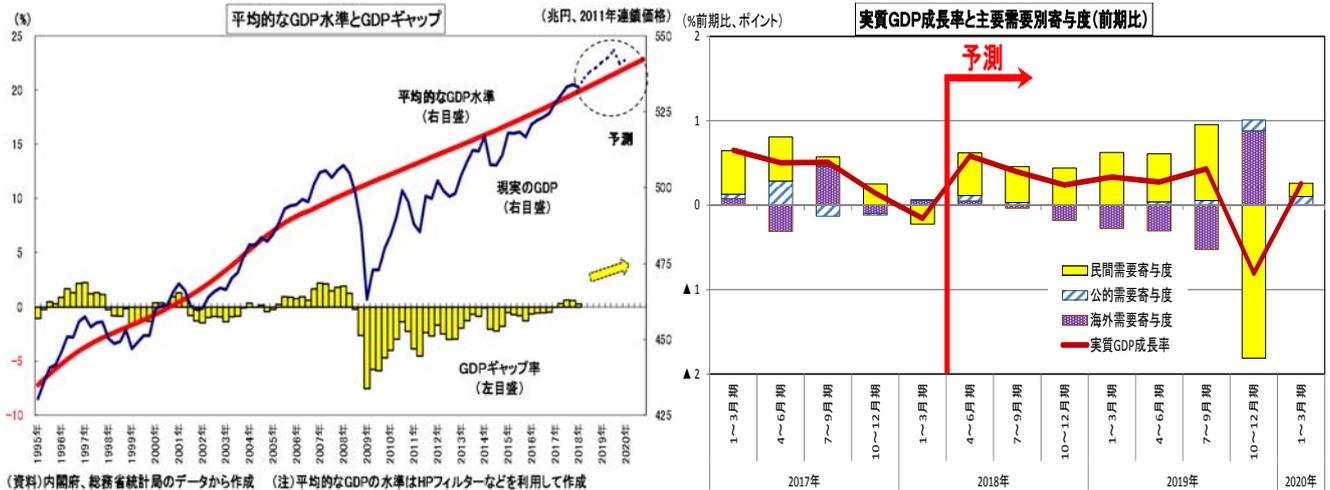
(資料) 内閣府、総務省統計局 (注) 消費税率を含む

22

農林中金総合研究所
<http://www.nochuri.co.jp>

4 日本経済・物価の見通し

- 総論 ～2018年度は1.2%成長(下方修正)、19年度は0.7%成長(据え置き)と予測～
 - 足元18年4～6月期は、輸出の増勢が再び強まっていることに加え、家計所得の改善を背景に消費持ち直しの再開、さらには自立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2.3%成長と想定)
 - 底堅い輸出環境の下、消費・設備投資といった民間最終需要が経済成長を牽引する役割を担っていくことが期待される
 - しかし、長期的な景気拡大や人手不足の深刻化により、18年度下期にかけて「景気天井」に接近していく
 - 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が大きい、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

23

予測表(年度、半期)

	単位	2016年度 (実績)	2017年度 (実績)	2018年度 (予測)	2019年度 (予測)
名目GDP	%	1.0	1.6	1.7	2.3
実質GDP	%	1.2	1.5	1.2	0.7
民間需要	%	0.4	1.3	1.6	1.5
民間最終消費支出	%	0.3	0.8	1.0	1.3
民間住宅	%	6.2	▲0.3	▲2.3	▲0.5
民間企業設備	%	1.2	3.0	4.2	3.8
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲0.3	0.1	0.1	▲0.2
公的需要	%	0.5	0.7	0.3	0.7
政府最終消費支出	%	0.5	0.4	0.5	0.8
公的固定資本形成	%	0.9	1.5	▲0.7	0.6
輸出	%	3.6	6.2	5.8	3.5
輸入	%	▲0.8	4.0	5.9	6.6
国内需要寄与度	ポイント	0.4	1.1	1.4	1.4
民間需要寄与度	ポイント	0.3	1.0	1.3	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	0.4	▲0.0	▲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	2.7	1.9	2.7
全国消費者物価(前年比)	%	▲0.3	0.7	1.0	2.1
(消費税増税要因を除く)					(1.6)
完全失業率	%	3.0	2.7	2.4	2.3
総工業生産(前年比)	%	1.2	4.1	3.5	2.3
経常収支	兆円	20.7	21.3	18.3	16.1
名目GDP比率	%	3.8	3.9	3.3	2.8
為替レート	円/ドル	108.4	110.8	111.3	107.5
無担保コールレート(0/N)	%	▲0.04	▲0.05	▲0.05	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	▲0.05	0.05	0.09	0.24
原油輸入原価価格	ドル/バレル	47.3	57.1	70.0	70.0

(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 通期	2018年度		2019年度			
				通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	1.2	1.5	1.2	0.7	0.8	0.7	0.7	▲0.3
民間需要	%	0.4	1.3	1.6	0.8	1.6	1.5	1.8	▲1.1
民間最終消費支出	%	0.3	0.8	1.0	0.5	1.1	1.3	1.8	▲1.3
民間住宅	%	6.2	▲0.3	▲2.3	▲1.9	4.0	▲0.5	▲0.1	▲5.4
民間企業設備	%	1.2	3.0	4.2	2.2	3.6	3.8	2.9	▲0.6
公的需要	%	0.5	0.7	0.3	0.3	0.2	0.7	0.3	0.9
政府最終消費支出	%	0.5	0.4	0.5	0.3	0.4	0.8	0.3	0.8
公的固定資本形成	%	0.9	1.5	▲0.7	0.3	▲0.7	0.6	0.2	1.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲3.2	▲1.5	▲1.6	▲0.7	▲2.5	▲4.7	▲6.4	▲3.0
輸出	%	3.6	6.2	5.8	2.9	3.0	3.5	1.8	1.6
輸入	%	▲0.8	4.0	5.9	2.5	5.0	6.6	5.6	▲0.4
内需寄与度(前年比)	%	0.4	1.1	1.4	0.8	1.0	1.4	1.6	▲1.1
民間需要(前年比)	%	0.3	1.0	1.3	0.7	1.0	1.2	1.5	▲1.3
公的需要(前年比)	%	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.2
外需寄与度(前年比)	%	0.8	0.4	▲0.0	0.1	▲0.3	▲0.6	▲0.7	0.6
デフレーター(前年比)	%	▲0.2	0.1	0.5	0.3	0.7	1.6	1.2	1.9
完全失業率	%	3.0	2.7	2.4	2.5	2.4	2.3	2.3	2.4
総工業生産(前年比)	%	1.2	4.1	3.5	2.0	2.0	2.3	2.5	▲2.3
住宅竣工戸数(年率換算)	万戸	97.4	94.5	93.6	88.8	98.5	92.3	97.0	87.5
経常収支	兆円	20.7	21.3	18.3	9.8	8.5	16.1	5.8	10.3
貿易収支	兆円	5.7	4.4	3.3	1.9	1.4	1.1	▲1.1	2.2
外国為替レート	円/ドル	108.4	110.8	111.3	111.3	111.3	107.5	107.5	107.5
原油輸入原価価格	ドル/バレル	47.3	57.1	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0
国内企業物価(前年比)	%	▲2.4	2.7	1.9	1.8	2.0	2.7	2.1	3.2
全国消費者物価(前年比)	%	▲0.3	0.7	1.0	0.9	1.1	2.1	1.6	2.6
完全失業率	%	3.0	2.7	2.4	2.5	2.4	2.3	2.3	2.4
総工業生産(前年比)	%	1.2	4.1	3.5	3.1	4.0	2.3	4.5	0.1

(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

24

予測表(四半期)

(→予測)

項目	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	0.8	0.1	▲0.4	0.9	0.6	0.4	0.6	0.7	0.9	0.1	0.3
実質GDP	%	0.7	0.5	0.5	0.1	▲0.2	0.6	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	▲0.8	0.3
(年率換算)	%	2.6	2.0	2.0	0.6	▲0.6	2.3	1.6	1.0	1.3	1.1	1.7	▲3.2	1.0
民間需要	%	0.7	0.7	0.1	0.3	▲0.3	0.7	0.6	0.6	0.8	1.0	1.3	▲2.0	▲0.2
民間最終消費支出	%	0.5	0.7	▲0.7	0.2	▲0.0	0.3	0.4	0.4	0.5	0.8	1.5	▲3.0	0.5
民間住宅	%	1.2	0.9	▲1.6	▲2.7	▲2.1	▲1.1	0.5	1.5	4.0	▲1.0	▲2.0	▲3.0	▲1.0
民間企業設備	%	0.6	0.8	1.0	0.6	▲0.1	1.5	1.4	1.3	1.6	1.5	1.2	▲2.0	0.5
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.1	▲0.1	0.4	0.1	▲0.1	0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.3	▲0.2
公的需要	%	0.2	1.1	▲0.5	▲0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.5	0.4
政府最終消費支出	%	0.2	0.2	0.0	▲0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4
公的固定資本形成	%	▲0.0	4.7	▲2.6	▲0.4	0.0	0.3	0.0	▲0.5	▲0.5	0.2	0.5	1.0	0.5
輸出	%	2.1	▲0.1	2.0	2.2	0.6	1.8	1.5	1.0	1.0	0.9	0.8	0.5	0.5
輸入	%	1.6	1.8	▲1.3	3.1	0.3	1.5	1.7	2.0	2.5	2.5	3.5	▲4.0	0.5
国内需要寄与度	%pt	0.6	0.8	▲0.0	0.2	▲0.2	0.6	0.5	0.4	0.6	0.6	1.0	▲1.7	0.3
民間需要寄与度	%pt	0.5	0.5	0.1	0.3	▲0.2	0.5	0.4	0.4	0.6	0.6	0.9	▲1.8	0.2
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.3	▲0.1	▲0.0	0.0	0.1	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	▲0.1	0.1	0.0	▲0.0	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.5	0.9	▲0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲0.8	▲0.3	0.1	0.1	0.5	0.3	0.3	0.5	0.9	1.1	1.3	2.0	1.8
国内企業物価(前年比)	%	0.9	2.1	2.8	3.3	2.5	1.9	1.8	2.0	2.0	2.0	2.1	3.3	3.2
全国消費者物価(〃)	%	0.2	0.4	0.6	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2	1.4	1.7	2.7	2.5
(消費税増税要因を除く)													(1.7)	(1.5)
完全失業率	%	2.9	2.9	2.8	2.7	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.3	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	0.2	1.8	0.5	1.6	▲1.3	2.4	0.5	1.2	1.0	1.2	1.5	▲2.5	▲1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	5.4	5.0	5.8	5.9	4.6	5.0	4.8	4.5	4.0	3.3	2.5	5.1	5.2
名目GDP比率	%	4.0	3.7	4.2	4.3	3.4	3.6	3.5	3.2	2.8	2.3	1.8	3.6	3.6
為替レート	円/ドル	113.6	111.1	111.0	113.0	108.2	110.0	112.5	112.5	110.0	107.5	107.5	107.5	107.5
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	0.06	0.06	0.07	0.08	0.15	0.20	0.25	0.25	0.25
通関輸入原油価格	\$/バレル	55.4	53.3	49.6	58.3	67.3	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0

(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)

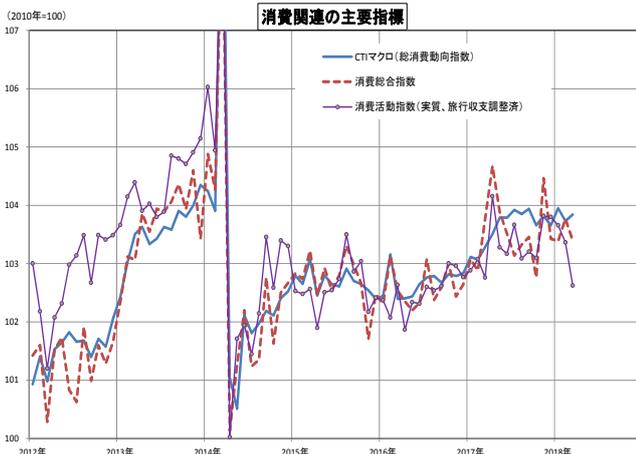
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

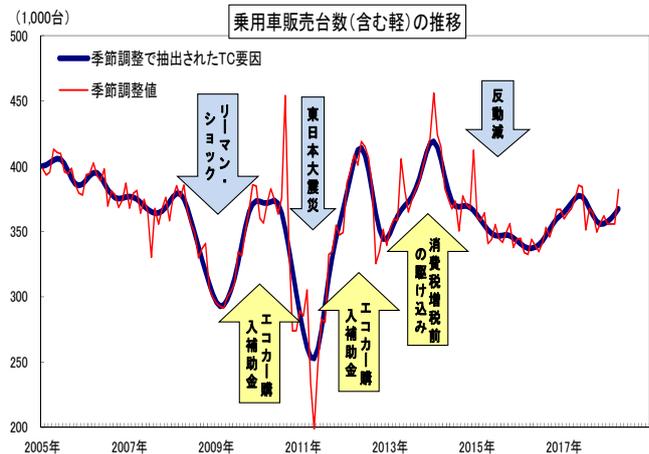
25

● 民間消費

- 1~3月期の消費を抑制した天候要因はすでに解消、生鮮野菜価格の沈静化が観察されているほか、4月の乗用車販売台数も底入れするなど、消費持ち直しの動きが見られる
- 消費者マインドの底割れは回避されている
- 労働需給の逼迫によって賃金上昇率は着実に高まっており、先行きの消費を下支えていくとみられる
- ただし、将来的な税・社会保障関連の負担増もあり、回復ペースは緩やかと予想
- **実質民間最終消費支出は、18年度:同1.0%、19年度:同1.3%と予測**



(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行



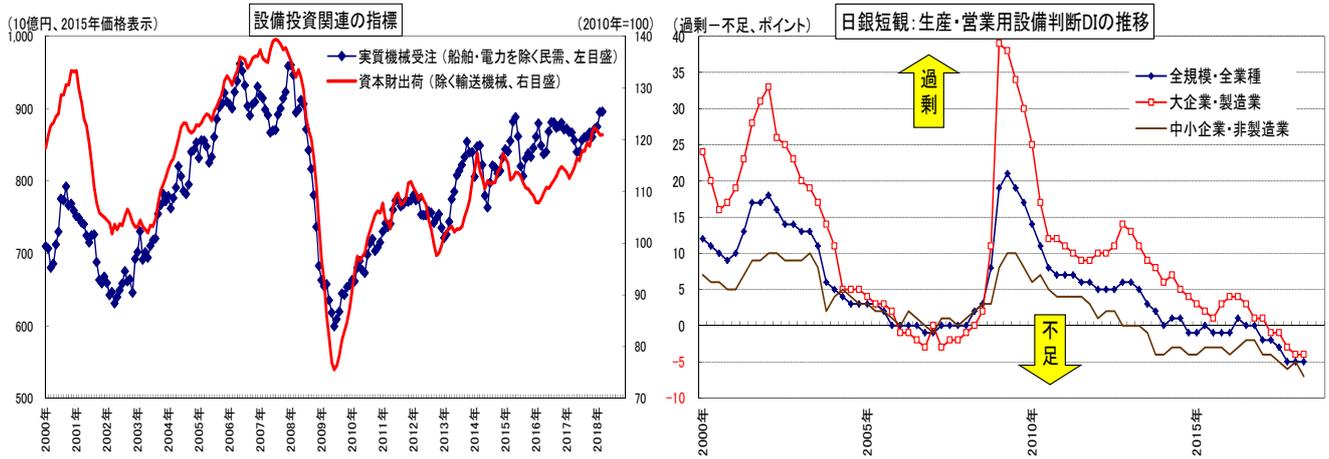
(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所作成(備考)季節調整済(X-12-ARIMA)

農林中金総合研究所

26

● 民間設備投資

- 企業部門では人員不足に加え、資本設備の不足感も高い
- 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高水準、設備投資環境は良好
- 18年度の設備投資計画(日銀短観、全産業+金融機関、含むソフトウェア・研究開発、除く土地投資額)は前年度比2.0%と、3月時点としては底堅い数字
- 堅調な企業業績を背景に、①老朽化に伴う更新需要積み上がり、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、18年度:前年度比4.2%、19年度:同3.8%と予測

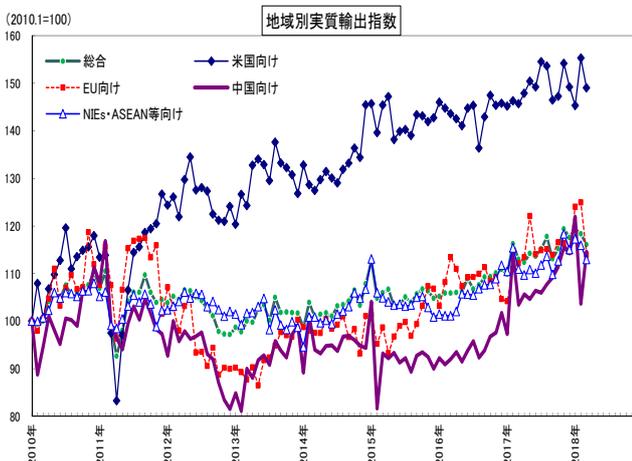


(資料)経済産業省、内閣府、日本銀行 (注)3ヶ月移動平均。機械受注は企業物価の資本財指数で実質化。

(資料)日本銀行 (注)最後の期はその直前の期における見通し

● 輸出入動向

- 世界経済は改善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するが、徐々に鈍化していく(18年度は前年度比5.8%、19年度は同3.5%)
- 国内需要は堅調さを取り戻すことから、輸入も増加傾向をたどる(18年度は前年度比5.9%、19年度は同6.6%)
 - ・ 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年度以降は拡大傾向にあった経常収支(17年度21.7兆円)は、18年度18.3兆円、19年度16.1兆円と黒字幅が縮小する見込み



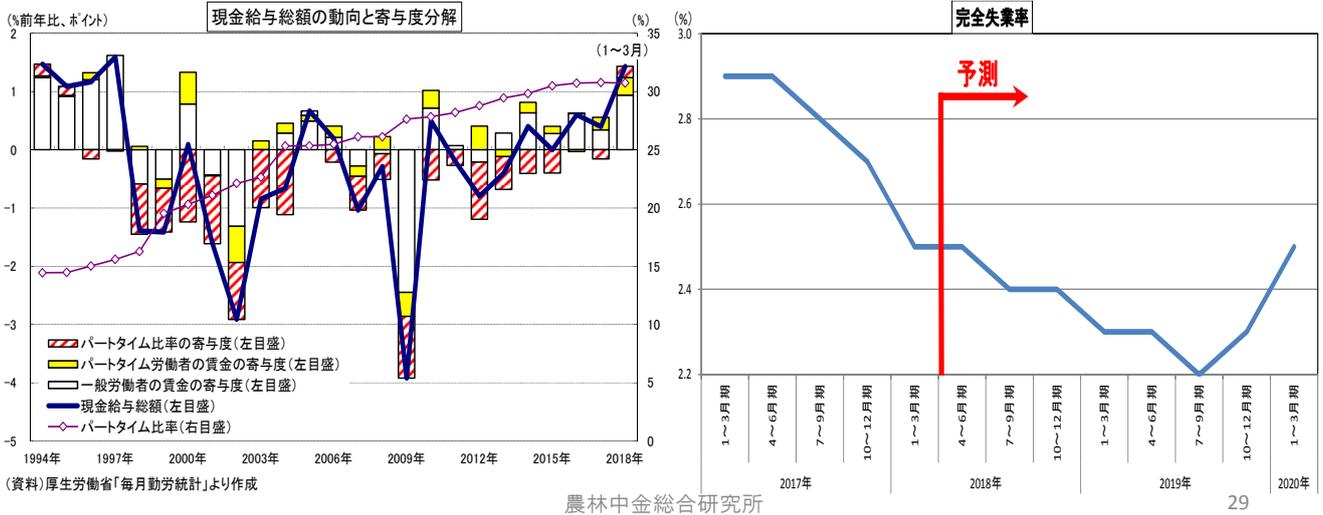
(資料)日本銀行 (注)日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算



(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

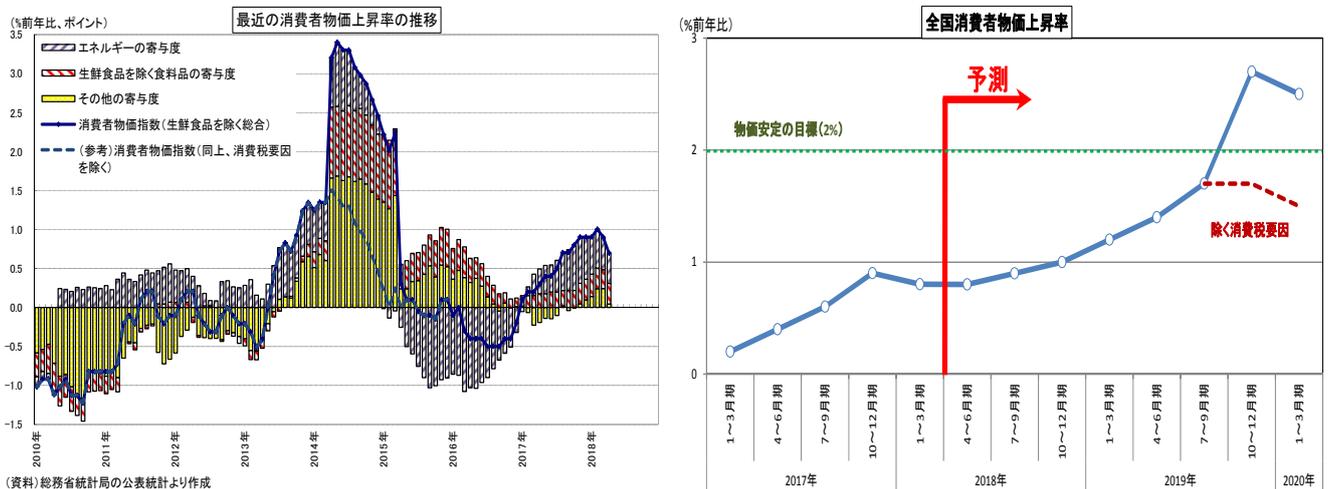
● 雇用情勢

- 景気改善を受けて労働需要が堅調に推移する中、生産年齢人口の減少が進行、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逼迫度が高まっていく
- 低調だった時間当たり賃金(実質)も、18年入り後は改善方向へ
- これまで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もあり、先行き賃上げ率は徐々に高まっていく
- 失業率は、18年度は2.4%、19年度は2.3%(下期に上昇)と、趨勢的に低下していくと予測



● 物価動向

- 全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は、18年2月に3年半ぶりとなる前年比1%(消費税要因を除く)を達成した後、3、4月と2ヶ月連続で鈍化(4月:同0.7%)するなど、上昇圧力は十分ではない
 - ・ 「エネルギー・生鮮食品を除く総合」は同0.4%
 - ・ 消費の鈍さが根底にある
- ただし、予想物価上昇率は再び高まりつつあること、賃上げ率も底堅くなっていること、さらに4月以降は消費も持ち直しており、今夏以降、物価上昇率は徐々に高まっていくと予想
- 18年の消費者物価(生鮮食品を除く総合、消費税要因を除く)は前年度比1.0%、19年度は同1.6%と予測、消費税税率引上げ直前の19年7~9月期には同1.7%まで上昇率が高まるが、日銀が目標とする前年比2%には届かず、19年度下期は再び鈍化



5 金融政策の見通し

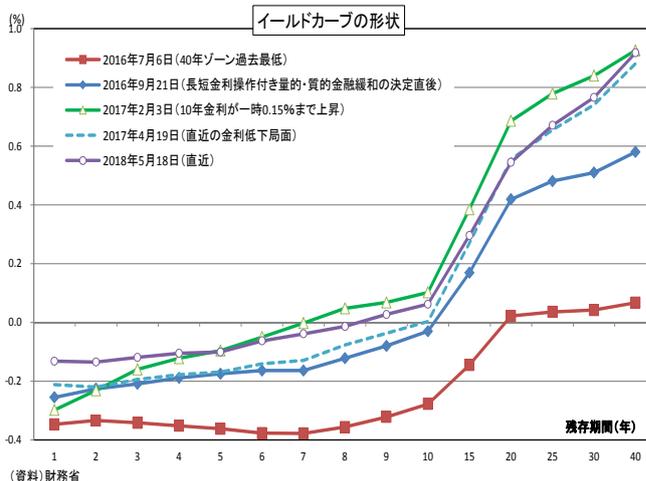
- 16年9月以降、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を実施
 - 金融仲介機能などに配慮し、イールドカーブをある程度立たせるため、16年2月に開始したマイナスの短期政策金利と、「10年ゼロ%」の長期金利誘導目標を組み合わせる(YCC)
 - 16年9月以降、操作目標は「量」から「金利」に変更されているが、日銀の国債保有残高の年間増加ペースは「80兆円をめど」との記述は残っている
 - 最近では年間40~50兆円増の買入れペースとなっている
 - 将来的には出口政策前に緩和策を調整する可能性を示しつつも、黒田総裁は当面は現行政策を粘り強く継続する方針を表明

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4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	498	拡大方針

(バランスシート項目の内訳)		13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年4月末	
長期国債	89	142	202	282	361	419	434	+約80兆円をめど
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.3	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	19.5	+約6兆円
J-REIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.47	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	48	-
その他も資産計	158	224	300	383	476	521	535	
銀行券	87	90	93	98	102	107	105	
当座預金	47	107	178	253	330	368	388	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	535	

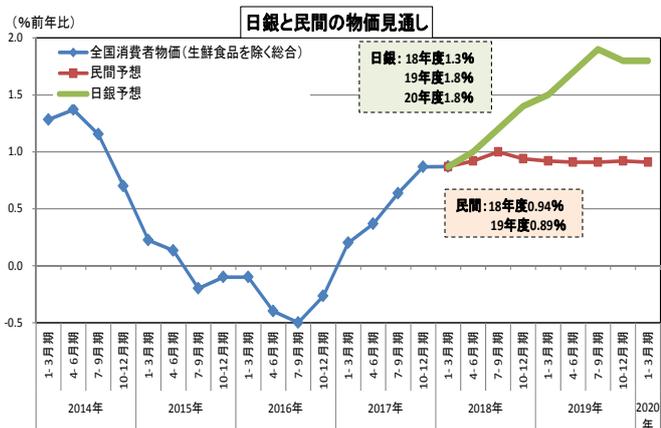
(資料) 日本銀行 (注) 18年4月末の長期国債保有額は17年4月末から48兆円の増加



農林中金総合研究所

31

- 当面は現行政策を継続するものと予想
 - 物価安定目標までにまだ距離があるため、日銀は実質金利をマイナス状態に誘導することを通じて、経済・物価に好影響を波及させていくために当面は現行政策を継続するものと予想される
- 19年以降、緩和縮小の可能性も
 - 過度の低金利状態が長期化したことで経済・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いるため、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、長期金利の操作目標の上げを検討する可能性も
 - ただし、長短金利差の確保のためにマイナス金利政策はしばらく継続か



農林中金総合研究所

32

地域別に見た共働き世帯の家計動向

～共働き世帯増加の背景と所得・消費の特徴～

木村 俊文

要旨

専業主婦世帯が減少する一方で、共働き世帯が増加している。北陸で共働き世帯の割合が高いのは、広い持ち家で祖父母の育児・家事サポートが期待できることに加え、保育所等に子供を預けやすい環境が整っているといった要因が影響していると考えられる。共働き世帯の割合が高まることは、所得・消費を増加させるとともに、家計の黒字拡大にもつながるとみられ、調理食品、自動車関係費、保育費など諸雑費への支出が多いことが確認された。

近年、専業主婦世帯（夫が就業・妻が非就業）の減少傾向が強まる一方で、共働き世帯（夫・妻とも就業）が増加している。共働き世帯が増えている背景には、労働需給の引き締め基調が続く中で女性活躍推進への取組みが官民で進んだことや、厚生年金支給開始年齢の引き上げもあり、老後資金への不安感が高まったことなどが挙げられる。

以下では、共働き世帯の動向を確認した後、共働き世帯の割合が高い地域と低い地域で、所得・消費にどのような特徴

があるのかを整理してみたい。

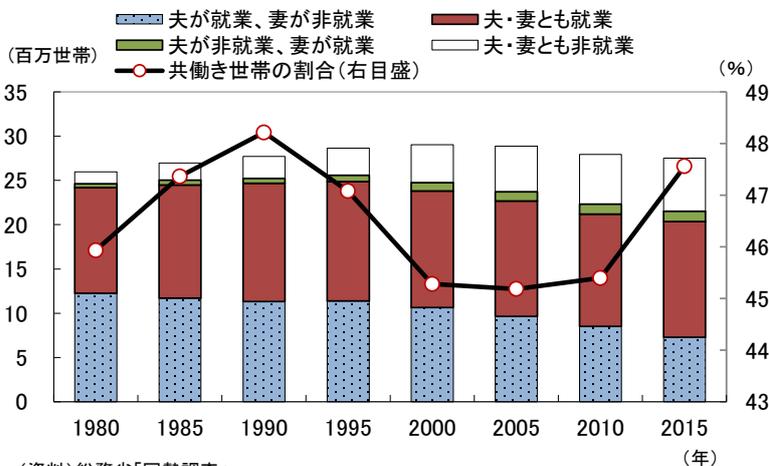
増加する共働き世帯

まず、総務省「国勢調査」で共働き世帯の動向を確認する。高齢者の一人暮らしが増えるなど単身世帯が増加するなか、夫婦のいる一般世帯は、2005年の29.3百万世帯をピークに減少に転じた。夫・妻の就労状態（「不詳」を除く）別にみると、専業主婦世帯は1985年に11.7百万世帯だったが、2015年には7.3百万世帯と30年間で4割弱の4.4百万世帯が減少

した（図表1）。ただし、専業主婦世帯の減少とほぼ同程度、夫・妻とも非就業の世帯が増加していることから、専業主婦世帯の減少は高齢者世帯の増加による影響を少なからず受けていると考えられる。

一方、1985年に12.8百万世帯だった夫婦共働き世帯は、その後も13百万世帯前後で推移し、2015年には13.1百万世帯と

図表1 夫婦の就労状態別世帯数



(資料)総務省「国勢調査」

(注)共働き世帯の割合は、「夫・妻とも就業」「夫が就業、妻が非就業」「夫が非就業、妻が就業」「夫・妻とも非就業」の合計に対する「夫・妻とも就業」の割合を示す。

2010年比3.2%増加した。

この結果、夫婦のいる一般世帯（夫または妻の就労状態「不詳」を除く）に占める専業主婦世帯の割合は、1985年の43.5%から2015年には26.4%まで低下した。一方、共働き世帯の割合は、1990年代後半から2000年代初頭にかけて一旦は低下したものの、2010年(45.4%)、2015年(47.6%)と再び上昇している。

北陸で多い共働き

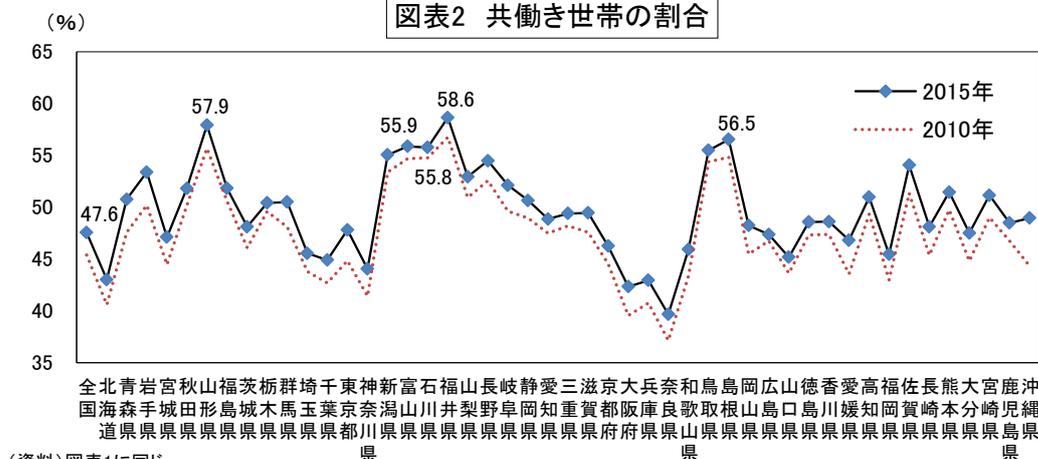
2015年の共働き世帯の割合を都道府県別にみると、全国(47.6%)を上回った県は32あるが、最も高かったのは福井県(58.6%)であり、次いで山形県(57.9%)、島根県(56.5%)、富山県(55.9%)、石川県(55.8%)となった(図表2)。一方、低かったのは順に奈良県(39.7%)、大阪府(42.3%)、兵庫県(43.0%)、北海道(43.0%)、神奈川県(44.1%)だった。

最上位の福井県は、1990年に山形県と順位が逆転したことがあったが、1995年以降これまで20年にわたり首位を維持している。このように多少の順位の入替わりはあるものの、上位下位これらの顔ぶれは過去30年間ほとんど変わっていない。

い。地域ブロック別にみても、共働き世帯の割合は北陸で高く、近畿で低い状況が長年続いている。冒頭で述べたとおり、女性活躍推進の奏効や老後資金への不安などを背景に共働き世帯は全国で増加しているが、地域別にみると差異があり、そこには何らかの構造的な要因が影響している可能性がある。

北陸で共働き世帯の割合が高い理由は何であろうか。北陸は、持ち家率が高いことで有名であり、総務省「住宅・土地統計調査」によれば、2013年時点で持ち家率が最も高いのは富山県(79.4%)であるが、福井県(76.5%)が4位、新潟県(75.5%)が5位と続き、石川県(70.8%)は18位であるものの全国(61.7%)を上回っている。また、北陸は持ち家住宅の延べ床面積(1住宅当たり)も首位の富山県(177.0㎡)をはじめ、持ち家率と同様、4県ともに全国(122.3㎡)を大きく上回っている。さらに、北陸は居住スペースが広い持ち家が多いことから、一般世帯に占める三世帯同居の割合が高く、2015年時点で福井県(14.9%)が2位、新潟県(13.8%)が3位、富山県(13.2%)が5位など、上位に位置している。この

図表2 共働き世帯の割合



(資料)図表1に同じ
(注)図中の数値は2015年。

ほか、厚生労働省「保育所等関連状況とりまとめ」によれば、2017年4月時点の全国の待機児童数は前年比10.7%の26,081人に上るが、北陸はほぼゼロ（新潟県で2人）となっている。このように、広い持ち家で祖父母の育児・家事サポートが期待できることに加え、保育所等に子供を預けやすい環境が整っていることが、北陸で共働き世帯が多い要因の一つと思われる。

一方、共働き世帯の割合が低い近畿は、持ち家率や持ち家住宅の延べ面積で大阪府、京都府、兵庫県が下位に位置するほか、三世帯同居の割合では6府県すべてが全国を下回り、さらに待機児童数は大阪府・兵庫県で各1,000人超と関東に次いで多いなど、北陸とは異なる特徴がみられる。

共働きで黒字拡大

つぎに、総務省「家計調査」を用いて、共働き世帯の割合が高い地域と低い地域で、所得・消費にどのような特徴があるのかを比較してみたい。

共働き世帯の割合が高い北陸は、全国に比べ配偶者収入や他の世帯員収入が多いことから、可処分所得が全国よりも1割程度多い（図表3）。

一方で、北陸の消費支出は4%増にとどまることか

ら、平均消費性向（可処分所得に占める消費支出の割合）は68.9%と全国よりも5ポイントほど低く、結果として収支差を示す黒字は全国比3割ほど多くなっている。

これに対して、共働き世帯の割合が低い近畿は、配偶者収入や他の世帯員収入が少ないことから、可処分所得が全国よりも2%ほど少ない。さらに平均消費性向が全国をやや上回ることから、黒字は4%ほど少なくなっている。

このように、共働き世帯の割合が高まることは、所得・消費を増加させるとともに、家計の黒字拡大にもつながると考えられる。

共働きで目立つ惣菜支出

一方、消費の中身にはどのような違いがあるのか。消費支出10大費目のうち、全国との差が顕著な「食料」、「光熱・水道」、「交通・通信」、「その他の消費支出」

図表3 収入・支出の内訳(実数)

項目	全国(千円)	全国比(倍)	
		北陸	近畿
実収入	522.9	1.11	0.97
経常収入	514.4	1.11	0.97
勤め先収入	484.6	1.09	0.97
世帯主収入	413.5	0.99	1.01
世帯主の配偶者の収入	62.4	1.66	0.72
他の世帯員収入	8.7	1.97	0.73
実支出	412.1	1.05	0.97
消費支出	315.4	1.04	0.98
非消費支出	96.8	1.08	0.92
可処分所得	426.1	1.11	0.98
黒字	110.8	1.33	0.96
＜参考＞			
世帯人員(人)	3.40	3.56	3.45
有業人員(人)	1.70	1.91	1.66
世帯主の年齢(歳)	48.2	48.4	48.6
平均消費性向(%)	74.0	68.9	74.4
エンゲル係数(%)	22.9	22.5	23.9

(資料)総務省「家計調査」

(注1)1世帯当たり1ヶ月間の収入・支出、2012～2016年平均、二人以上世帯のうち勤労者世帯。

(注2)網掛けは全国を上回っていることを示す。

の4項目について
 見てみる(図表4)。

「食料」では、
 北陸がやや少なく、
 近畿は穀類や生鮮
 野菜、外食が多い
 ことから全国を1
 ポイントほど上回
 っている。北陸は、
 共働きで所得水準
 がやや高いことに

より食料支出の割合が低く出ている可能性
 があるほか、外部からのもらい物や家庭
 菜園などが現物総額に区分され、食料
 支出には含まれていない影響も考えら
 れる。ただし、共働き世帯の割合が高
 い北陸の特徴としては、冷凍食品や惣
 菜などの調理食品への支出が多いこと
 が挙げられる。

「光熱・水道」では、北陸が1ポ
 イント近く全国を上回っているが、広
 い持ち家で、かつ寒冷地であることか
 ら、電気代や灯油代の支出が目立って
 いる。

「交通・通信」では、北陸が2ポ
 イントほど多い一方、近畿が少ない。北
 陸は、共働き世帯の通勤手段との関係
 などから、世帯あたりの自動車保有台
 数(2016年時点)が福井、富山両県
 で1.7台と全国で最も高く、自動車
 関係費への支出が交通費を押し上げて
 いる。対照的に近畿では自動車関係費
 が少ない。

「その他の消費支出」では、北陸が
 2ポイントほど多い一方、近畿がやや
 少ない。北陸は、仕送り金のほか、保
 育費用など諸雑費の支出が多い。

なお、北陸で教育支出が全国に比べ
 1ポイントほど少ないことが目立って
 いるが、これは私立学校が少ない影響
 による

図表4 消費支出の内訳(構成比)

項目	全国(%)	全国との差(ポイント)	
		北陸	近畿
消費支出	100.0	0.0	0.0
食料	22.9	-0.4	1.0
住居	6.3	-0.8	-0.6
光熱・水道	7.1	0.8	-0.1
家具・家事用品	3.4	-0.1	-0.1
被服及び履物	4.3	-0.5	0.1
保険医療	3.6	-0.4	0.0
交通・通信	16.2	1.9	-1.1
教育	5.9	-1.4	0.9
教養娯楽	9.7	-0.9	0.2
その他の消費支出	20.7	2.0	-0.3

(資料)図表3に同じ

ものとみられる。

以上のように、共働き世帯の割合が低
 い近畿の消費支出の特徴を明確に把握す
 ることはできなかったが、一方の北陸に
 ついては、共働き世帯の割合が多い特徴
 として調理食品、自動車関係費、保育費
 など諸雑費への支出が多いことが確認さ
 れた。

今後も共働き世帯は増加傾向が続くと
 みられるが、本稿で分析した北陸のよう
 に、所得増加を通じて消費拡大につなが
 ることが期待される。

電子地域通貨で地域活性化をめざす飛驒信用組合

古江 晋也

要旨

岐阜県高山市に本店を置く飛驒信用組合は、人口減少が進行し地域経済、地元商店が衰退する恐れがあるとの危機感から、2011年9月に地元消費を促す「さるぼぼ倶楽部」の取組みを導入、17年12月にはスマートフォンアプリを使った電子地域通貨「さるぼぼコイン」のサービスを開始した。さるぼぼコインの普及は、利用者や加盟店をどれだけ拡大できるかがポイントとなるが、その基盤を支えているのが同倶楽部でもあり、今後は外国人観光客が利用することを見据え、アプリの多言語化対応も予定している。

はじめに

岐阜県高山市に本店を置く飛驒信用組合（2017年3月・預金積金残高2,459億円、貸出金残高1,025億円、役職員180人、16店舗）は17年12月、スマートフォンアプリを使った電子地域通貨「さるぼぼコイン」（以下、コイン）のサービスを開始した。

同サービスを始めた理由は、人口減少が進行し、金融業界が激変する中、従来型の預金、貸出、為替業務だけでは、生き残ることが難しく、①積極的にフィンテックを取り入れることで、顧客への利便性を高めたいという思いと、②地域金融機関として地域経済の活性化に貢献したいという強い使命感があったからである。

コインは、金融機関による全国初の取組みとして注目が集まっているが、地域経済活性化策という観点からは、地元消費を促す「さるぼぼ倶楽部」（以下、倶楽部）という取組みも実施しており、この倶楽部の仕組みがコインを支えている側面もある。本稿では、倶楽部とコインで地域経済の活性化をめざす飛驒信用組合の取組みを紹介する。

地元消費を促す「さるぼぼ倶楽部」

飛驒信用組合が倶楽部を導入したのは11年9月からである^(注1)。導入した背景は、大型チェーンストアが進出する中、地元商店が衰退する恐れがあるとの危機感が募ってきたからであった。

飛驒信用組合本店



本店内の様子



そこで地元消費を促すために考えた仕組みが図表 1 である。飛驒信用組合は希望する組合員に会員証を発行する(①②)。会員は会員証を提示すると、「ファミリー店」と呼ばれる倶楽部に加盟している地元商店から各種サービスを受けることができる(③④⑤)。

一方、同組合はファミリー店の店舗情報や各種サービスが記載されたカタログやチラシなどを地域に配布(⑥)するとともに、ファミリー店に対するマーケティングなどに関連した研修(⑦)なども実施する。

また、同組合は、例えば定期預金の景品(頒布品)として、ファミリー店で利用できる割引券を発行することで地元消費を促している。倶楽部は、発足から7年が経過した現在、ファミリー店が400社超、会員は3万人にまで拡大している。

(注1) さるぼぼ倶楽部の内容については、古江晋也[2014]「地域再生と協同組織金融機関」『農林金融』農林中金総合研究所を参照している。

電子地域通貨「さるぼぼコイン」

割引券がファミリー店で用いられるようになる、それは「地域通貨」のような役割を担うようになる。そしてこの割引券を電子地域通貨に置き換えてみると

いう発想は、自然の流れでもあった。

加えて、高山市は近年、訪日外国人観光客が急増している地域であるが、「クレジットカード決済のできる店舗が少ない」ということが課題となっていた。このことについてはさまざまな要因があるが、クレジットカード決済端末機が高額なことと、加盟店手数料の負担が大きいことがあげられる。そのため、端末機の導入を不要にし、手数料を大幅に引下げることができれば、地元商店の利便性は飛躍的に高まることになる。コインはこの課題に挑んだといえる。

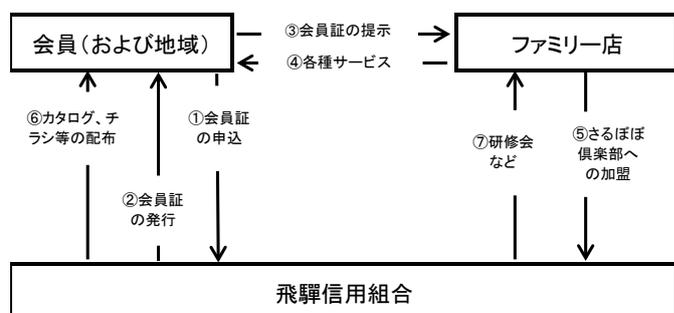
ただし、金融機関による電子地域通貨の発行は前例がなかったため、さまざまなハードルがあった。例えば、「さるぼぼコインは現金なのか、仮想通貨なのか」「仕組みをどうするのか」といったことである。

そこで、これらの課題をひとつずつ解決するため、組合内ではプロジェクトチームが創設されるとともに、システム会社、法律事務所、コンサルティング会社が相互に連携し合うことで、短期間のうちに仕組みづくりが完成し、17年5月に電子地域通貨の実証実験が開始された。

組合職員など240人が参加した同実験では、1人当たり3万円の電子地域通貨が支給され、実際に地元の飲食店で利用した。実験期間は8月までの3ヶ月間で、セキュリティや運用などの技術的な課題や改善点などが検討された。

コインの取り組みについては当初、ブロックチェーン技術の適用も考えられたが、開発期間が長期になるなどの理由から、サーバ管理型の電子地域通貨として、同年

図表1 「さるぼぼ倶楽部」の概念図



(出所)古江晋也[2014]「地域再生と協同組織金融機関」『農林金融』農林中金総合研究所,10頁。

12月4日にサービスを開始した。

さるぼぼコインの仕組み

図表2はコインの概念図である。コインを利用したい利用者Aは、アプリストアからアプリをダウンロードする(①)。そして利用者Aは、飛驒信用組合の窓口でコインのチャージを行う(②)。コインは現金とみなされ、組合は1コイン=1円で発行する(③)。コインがチャージされると利用者Aは、加盟店で商品やサービスを購入する(④)。組合は利用者にチャージ額の1%をポイントとして提供しており、ポイントもコインとして利用できる(1万円をチャージすると100コインがポイントとしてもらえる)。そしてコインの大きな特徴は、無料で組合が作成する二次元コードを設置するだけでよく、加盟店にはクレジットカード端末などの導入コストがかからないことである。

コインを受け取った加盟店Aが組合に換金を依頼(⑥)すると、組合は加盟店の預金口座に入金する(⑦)。換金については、換金額の1.5%が手数料として徴収される。ただコインは、加盟店同士の決済(⑧⑨⑩⑪)や、利用者同士の決済(⑫)

にも対応している(加盟店同士の送金手数料は0.5%であるが、利用者同士の手数料はゼロである)。

一方、飛驒信用組合は、加盟店の集客力強化の一環としてアプリ内に店舗情報を無料で掲載するほか、サービス機能の拡充にも努めている。具体的には18年3月に、飛驒信用組合の口座からチャージ機能を追加し、残高上限を200万円まで拡大したり、地域住民の利用を促進するため、割り勘機能を追加するなどである。

今後は、国内観光客への利用促進を図るため、クレジットカードからのチャージ機能の追加や、外国人観光客への利用促進を図るため、多言語化への対応をめざしている。

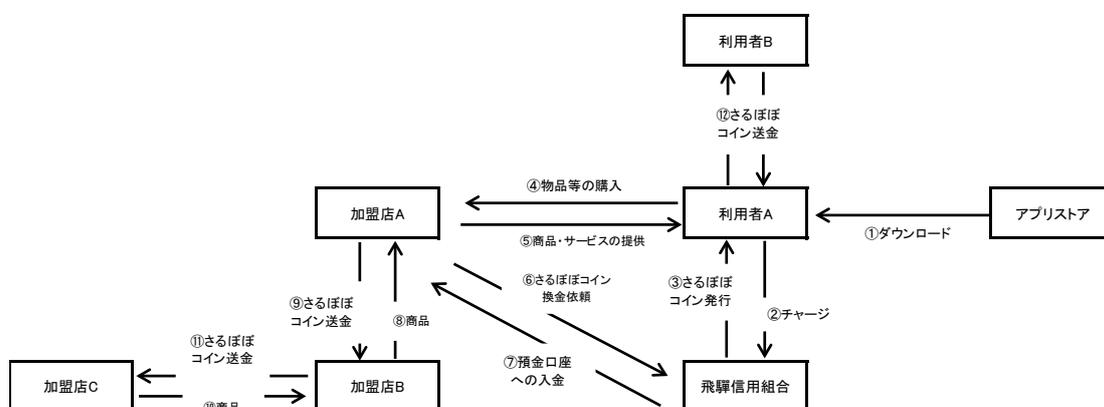
さるぼぼコインの認知度を高める

以上が、コインの仕組みであるが、コインの成功を左右する「肝」は、加盟店を拡大させることに他ならない。

そこで飛驒信用組合は、まず本部が中心となって、多くの高山市民が利用する企業やブランド力のある企業を中心に加盟店に登録してもらうように依頼した。

また、ブランド戦略部長の水口昌己氏

図表2 「さるぼぼコイン」の概念図



(出所) 飛驒信用組合資料

が「加盟店を拡大する上で重要な役割を担ったのはさるぼぼ倶楽部」と話すように、ほとんどのファミリー店が、コインの加盟店になったという。中には、「ここでさるぼぼコインが使えますか」と顧客からたずねられたことがきっかけで、加盟店になりたいと申し出る商店もあった。

18年4月15日現在、加盟店は449ヶ店あり、申請している店舗も多くある。加盟店がコインを利用できるようになるためには、組合が二次元コードを発行し、パソコンで利用登録を設定するという簡単な作業で完了するが、加盟店申請が短期間に急増したことで、設定以外にも従業員にコインの仕組みや利用法を周知させる必要があるため、導入に若干の時間がかかるという。一方、飛驒信用組合はコインの認知度を向上させるために次のようなイベントなどを行っている。

○サービス開始時から18年3月までの期間、コインをチャージするとポイントが2倍になる。

○地元ゴルフ場のホールインワン賞のスポンサーとなり、大きな看板を設置する。

○地元企業等の新入社員が、飛驒信用組合を給与振替口座に指定すると、景品として図書カード、もしくはコインがもら

える。

○地元のスキー場の一日リフト券をコインで購入すると、割引価格となる。

○地元スーパーでコインチャージを行うと、たまごが1パック10円で購入できる。

さらなる普及を目指して

近年、フィンテックが急速に発展する中、地域通貨や仮想通貨にも注目が集まっている。しかし、これらの取組みが存続するかどうかは、利用者と利用できる店舗（仮想店舗を含む）をどれだけ拡大できるかによる、といっても過言ではない。そのためコインでは、顧客の要望を取り入れ、一部のチェーンストアでも利用することができるようにしている（倶楽部のファミリー店は、地元企業や商店しか加盟できない）。

高山市商工観光部観光課によれば16年の外国人観光客数は46万1千人（宿泊ベース）であり、インバウンド効果が最も注目されている地域のひとつである。そうした中、アプリの多言語化によるコインの普及は、地域社会のみならず、金融機関もインバウンド需要を取り込むことができる第一歩にもつながり、飛驒信用組合の今後の取組みに注目が集まる。

水口昌己・ブランド戦略部長



さるぼぼコインの二次元コード



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6月号 第29巻 第6号・通巻331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