ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

「腐敗した民主政」と「清廉な専制政」はどちらがましか … 1

情勢判断

国内経済金融

「緩やかな成長経路」に戻る国内経済

～楽観的な前提の下、財政健全化目標は5年先送りへ～… 2

2018～19年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）

～2018年度：1.2%成長、19年度：0.7%成長（ともに修正なし）～…12

海外経済金融

通商問題は波乱含みだが、堅調な拡大が続く米国経済

～FOMC声明文ではフォワードガイダンスを一部削除～… 16

投資は減速したが、巡航速度の成長続く中国

～米中経済摩擦激化は今後の懸念材料に～…22

分析レポート

ユーロ圏で懸念される投資の停滞

～脆弱性を伴う成長と国際競争力の劣後の可能性～ …28

連　載　*金融機関の新潮流　〈第４回〉*

女性活躍に積極的に取り組む岩手江刺農業協同組合 …32

海外の話題

英国の「根拠なき楽観」……36

2018. 7

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

「腐敗した民主政」と「清廉な専制政」はどちらがましか

調査第二部副部長　南　武志

映画やドラマ、アニメーションにはリメイク作品、リブート作品も多い。例えば、東宝特撮映画の代表であるゴジラ作品は、ハリウッド映画を含め、幾度もリメイク、リブートされている。2016 年に公開された「シン・ゴジラ」は、東宝ゴジラシリーズとしては 29 作目であるが、もちろん連続性はなく、突如現れた巨大生物「ゴジラ」が日本に上陸するという初期設定は踏襲しつつも、進化しながら変態を繰り返すゴジラが引き起こす大災害とその対応策を巡る政治ドラマといった側面も強調されていた。なお、総監督を務めた庵野秀明氏といえば、「新世紀エヴァンゲリオン」の監督としても有名であるが、この作品シリーズもまた TV 放映版、劇場版、新劇場版と、設定などが異なるストーリー展開がなされていた。

その他、TV ドラマであれば「白い巨塔」や「黒革の手帖」などが有名であるし、根強い人気を誇る「機動戦士ガンダム」、「セーラームーン」、そして「宇宙戦艦ヤマト」などのアニメ作品も最近リメイク（もしくはリブート、リビルド）が登場し、話題となった。

閑話休題。田中芳樹氏の長編スペースオペラ『銀河英雄伝説』を原作とするアニメーションもまた、最近リメイクされている（銀河英雄伝説 Die Neue These）。ご存知の方もいるだろうが、銀河帝国（帝国）の軍人ラインハルト・フォン・ローエングラムと自由惑星同盟（同盟）の将校ヤン・ウェンリーらを取り巻く群像劇というスタイルで物語が展開されていくが、「腐敗した民主政」と「清廉な専制政」とどちらが良いのか、という問題が根底に横たわっている。下級貴族の子息だったラインハルトは皇帝に奪われた姉アンネローゼを取り戻し、かつ横暴な門閥貴族が跋扈する社会を変革し、正しい政治を施すべく、皇帝の座の奪取を目指す。一方、星間交易船船長の子として生まれたヤンは、無料で歴史の勉強をするために士官学校に入学するが、戦略論の才が災いとなり、意に反して軍人として昇進していってしまう。結局、戦略的不利の状況にあった同盟は帝国に降伏、併合されてしまうのだが、その後、ラインハルトもヤンも若くして生涯を終え、物語は閉じる。

繰り返しになるが、独裁者であっても私利私欲に走らず、民衆には正しい政治を施すような体制と、腐敗した政治家が私利私欲のために政治を行う体制、究極の選択であるが、どちらがましであろうか。かのプラトンはソクラテスが処刑されたことから民主政治への疑念を抱き、哲人による政治を提唱したが、それに重なるテーマともいえるだろう。

筆者は、たとえ腐っていても民主政の方がましであり、それは政権を選択できる権利があるから、と考える。その「選択」には相応の責任が発生するため、21 世紀の日本に生きる人間であっても、楽をして「正しい政治」を享受できるならそれでいい、と考える人もいるだろう。実際、近年、民主国家であっても、強力なリーダーシップを誇る政治家が登場するケースが見られる。しかし、それは「自分たちは何もしなくとも、誰かが何とかしてくれる」という救世主待望論の反映である。独裁者やその後継者がいつまでも清廉潔白である保証はない。先人らが血を流して得た「選択できる権利」はしっかり守っていくのが子孫のためであろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

「緩やかな成長経路」に戻る国内経済

～楽観的な前提の下、財政健全化目標は5年先送りへ～

南　武志

要旨

1～3月期は9四半期ぶりのマイナス成長となったが、4月以降の主要経済指標は総じて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月期以降はプラス成長に戻る可能性は高い。しかしながら、今秋に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、それに対して主要各国が報復措置を検討するなど、貿易戦争への警戒が高まっている点には十分な注意が必要だ。

また、一旦は前年比1%まで高まった物価上昇率は再び弱い動きとなっているが、日本銀行は現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する姿勢を続けている。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とみられるが、それは19年以降であろう。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

年／月 ＼ 項　目			2018年 6月（実績）	2018年 9月（予想）	2018年 12月（予想）	2019年 3月（予想）	2019年 6月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	-0.072	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M)		(%)	0.0780	0.07～0.10	0.08～0.11	0.08～0.13	0.10～0.15
国債利回り	10年債	(%)	0.035	0.00～0.15	0.00～0.15	0.00～0.25	0.00～0.25
	5年債	(%)	-0.110	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.10～0.10	-0.10～0.10
為替レート	対ドル	(円/ドル)	110.5	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)	22,693	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6月21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。

保護主義姿勢を強めるトランプ政権

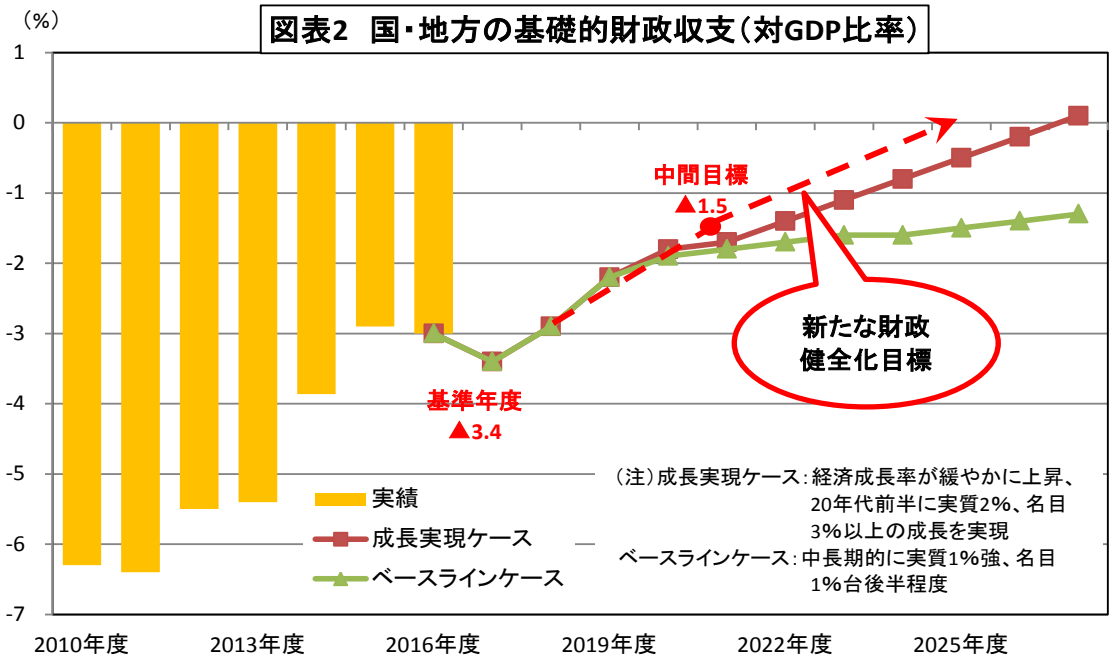
保護主義的な通商政策が第二次世界大戦の遠因になったとの反省から、戦後の国際経済秩序は国際通貨基金（IMF）や関税と貿易に関する一般協定（GATT）を主軸に（いわゆるブレトン・ウッズ体制）米国が主導して「自由貿易（free trade）」を推進してきた。その後、日本やドイツ（当時は西独）の復興が進み、米国の相対的な地位が低下してくると、米国は自由貿易の旗振り役としての役回りを負担と感じるようになり、ニクソン政権以降は「公正貿易(fair trade)」を掲げるようになり、かつ「相互主義」や「二国間主義」を原則とした通商交渉を重視するようになった。

トランプ政権もまた、今秋に控える中間選挙を前に保護主義的な姿勢を強めている。すでに鉄鋼・アルミニウムに対する追

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

加関税を導入したほか、巨額な対米貿易黒字を抱える中国に対しては輸入製品に対するする高率関税も適用した。対米通商協議で一定の譲歩をした中国は、これに反発する動きもあり、報復措置の応酬合戦への警戒が高まっている。その間接効果は着実に日本にも出てくるとみられるが、当の日本に対しても対米輸出の 1/3 を占める自動車・同部品への高率関税が検討されるなど、世界貿易が再び縮小に転じるリスクが高まっているといえる。

図表2　国・地方の基礎的財政収支（対GDP比率）



（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

楽観的な新しい財政健全化目標

14 年 4 月の消費税増税後の景気低迷が長引き、税収が想定を下振れたこと、消費税率 10%への引上げ（一部に軽減税率適用）を 2 回延期したこと、さらに 19 年 10 月に予定する消費税率引上げで得られる増収分の使途変更（債務返済に充てる分の一部を幼児教育無償化へ回すこと）の結果、20 年度までに国・地方を合わせた基礎的財政収支（PB）を黒字化するという従来の財政健全化目標の達成は不可能となった。そのため、経済財政諮問会議において新しい財政健全化目標の検討が進められ、18 年 6 月に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針 2018（骨太方針 2018）」に盛り込まれた。

その新たな目標は「25 年度の PB 黒字化を目指す、同時に債務残高対 GDP 比の安定的な引下げを目指すことを堅持する」というものである。また、同目標の達成に向けた取組の進捗状況

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

を確認するため、21 年度に中間指標（①PB 赤字の対 GDP 比率は 17 年度から半減(1.5%程度)、②債務残高の対 GDP 比は 180%台前半、財政収支赤字の対 GDP 比は 3%以下）を設定し、進捗管理をすることとなった。

これについては、楽観的な想定を前提にしているとの評価が少なくない。内閣府が 1 月に作成した「中長期の経済財政に関する試算」によれば、アベノミクスが奏功し、20 年代前半に実質 2%、名目 3%以上の経済成長を実現、2%程度の物価上昇率を安定的に達成した場合、27 年度に PB が黒字化することが示されている。これに 13～15 年度のペースで収支改善努力を続ければ、24 年度には PB 黒字化が見えるとしているが、来るべき「景気後退」や消費税率引上げ前後の対応への余力を考慮して、今回の目標が設定されたとみられる。

ただし、アベノミクスの下での経済成長は年率 1.3%（14 年 4～6 月期以降では同 0.9%）と目標の 2%に届いていないほか、長期にわたる 2%成長実現の前提となる全要素生産性、潜在成長率の押上げのハードルはかなり高いと言わざるを得ない。団塊世帯が後期高齢者入りする 22 年度、50 歳以上が全人口の過半数となる 24 年度を控え、PB 対象経費の半分弱を占める社会保障関係費の抜本的な抑制策が講じられなければ、財政健全化目標の先送りは今後も繰り返される恐れが高いだろう。

景気の現状：4 月以降は持ち直しの動き

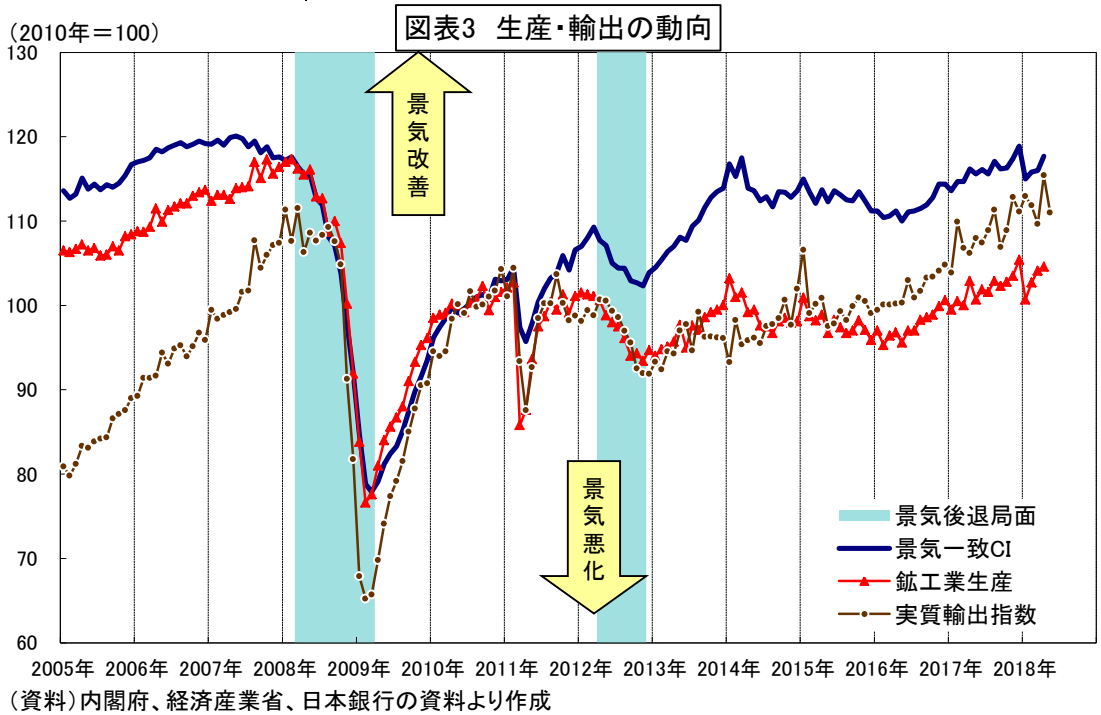
さて、1～3 月期の日本経済は 9 四半期ぶりにマイナス成長（前期比年率▲0.6%）に陥ったが、その後発表された 4 月分以降の経済指標の多くは持ち直しを示している。14 年 4 月の消費税増税から 4 年が経過しても本格的な回復が始まらない民間消費については、1～3 月期の低迷からは脱したようにみえる。4 月の消費総合指数（内閣府）は 1～3 月平均を 0.8%、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は同じく 1.9%、それぞれ上回っている。17 年夏場以降、調整局面入りしていた乗用車販売台数も 4～5 月は再び増加が見られる。これらを支えているのは、労働需給の引き締まりを背景とした賃上げによる家計所得の堅調さであり、3～4 月の実質総雇用者所得（内閣府）は前年比 3%超の高い伸びとなっている。

また、輸出も底堅く推移している。実質輸出指数は 4 月に過去最高を更新した後、5 月にやや反動減が出たが、4～5 月平均

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

は1～3月平均を1.5%上回り、伸びが戻りつつある。4月の鉱工業生産指数は前月比0.5%と3ヶ月連続の上昇ながらも小幅なプラスであったが、出荷指数は前月比1%台での上昇が続くなど、内外需は堅調といえる。また、4月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比10.1%と高い伸びとなるなど、企業の設備投資意欲も高いと判断される。

図表3　生産・輸出の動向



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

景気見通し：18年度も潜在成長率を上回る成長を継続

以上から、足元4～6月期については、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、さらには民間消費の持ち直しなどにより、プラス成長に戻り、18年度にかけて景気改善が継続すると予想する。当総研では1～3月期のGDP第2次速報を受けて、5月に取りまとめた「2018～19年度改訂経済見通し」の改訂を行ったが、18年度は1.2%成長と17年度（1.6%成長へ上方改訂）からはやや減速するものの、潜在成長率を上回るとの見方に変更はない（後掲レポートを参照のこと）。

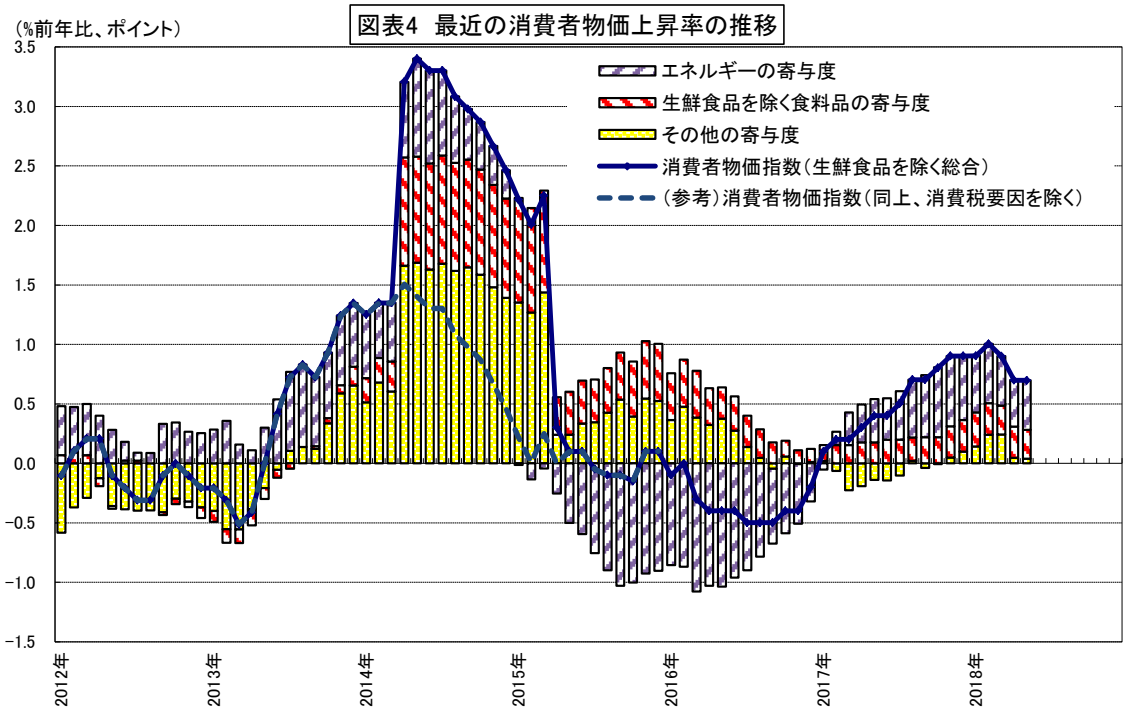
ただし、18年度末あたりにはいわゆる「景気の天井」に接近し、ソフトランディングに向けた動きも始まってくる可能性もあるだろう。ちなみに19年10月に予定する消費税率引上げによるネットの国民負担増は2兆円程度（日銀試算）と、14年4月の8兆円前後と比べて軽いと見込まれているが、増税前に「景気の山」を迎えるとその後の景気悪化は激しくなる可能性は否

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

めない。ただし、増税時まで景気拡張が続いていれば景気を冷ます適度なブレーキになることもありうる。

なお、景気への下振れリスクは、米国の通商政策の行方、米国の利上げ加速が新興国経済に与える影響など、海外要因が中心になるだろう。また、米国や欧州の金融政策の正常化ペースが想定よりも鈍いとの観測が強まれば、円高が進む可能性もある点には注意が必要だ。

図表4　最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：足元鈍化、年度下期に再び上昇率を高める

5 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、3 ヶ月連続の鈍化を回避した。一方で「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」は同 0.3%と 2 ヶ月連続で鈍化した。前述の通り、4 月以降は消費の持ち直しも散見されているが、物価を押し戻していくには力不足であるほか、年初の円高に伴って輸入消費財の価格が下落していることが影響したと考えられる。

先行きについては、消費の勢いが決して強くない上、夏場までは円高の影響が残るため、物価上昇率は足踏みする展開が予想される。一方で、原油高に伴ってガソリンなどエネルギー価格が上昇しているほか、コスト高や人件費増加分の価格転嫁も見られており、消費の持ち直しが進めば、物価上昇圧力が再び

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

高まる可能性もある。それゆえ、18年度上期にかけて物価は弱い状況が残るが、18年度下期以降は全国コアで1%台の定着を目指す動きになると予想する。

金融政策：当面は現行の大規模緩和を継続

米連邦公開市場委員会（FOMC）の追加利上げ、欧州中央銀行（ECB）の量的緩和の年内終了の決定後の開催となった日本銀行の金融政策決定会合が6月14～15日に開催された。会合の結果は、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現状維持の議長提案に反対するという姿も前回までと同様であった。

終了後の黒田総裁の記者会見では、異次元緩和の長期化による副作用、正常化に向かう欧米との金融政策の違い、物価が上がりにくい日本独自の理由などについての質疑応答がなされたが、前回までのものと総裁の回答が変わったというものは見当たらなかった。

「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、足元や先行きの物価情勢を踏まえれば、出口政策そのものはかなり先になるとの見方は市場に定着しているとみられる。

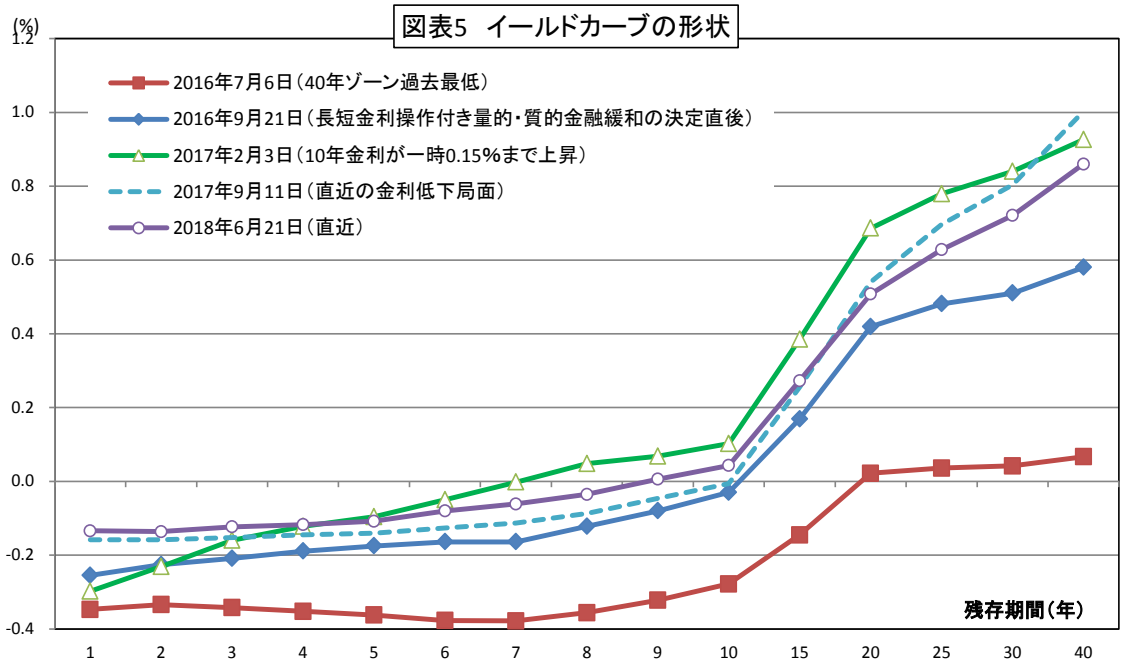
金融政策調整の検討は19年以降か

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ている。総裁自身も、現時点では金融システムの安定性は十分確保できているとの見解を示したものの、預貸利鞘の縮小が金融機関の収益力低下につながり得ること、さらに低金利環境が長期化すれば、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあることは認めている。

それゆえ、日銀は需給改善に伴って物価上昇率が再び高まっていき、円高進行などで逆戻りすることはないとの確信が得られるような状況になれば、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の検討に入ると思われる。ただし、その時期は19年入り以降になると予想する。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表5　イールドカーブの形状



（資料）財務省

金融市場：現状・見通し・注目点

一度は中止が発表された米朝首脳会談が滞りなく開催されるなど、東アジアを取り巻く地政学的リスクは大きく後退した半面、米中貿易摩擦が再び激化する様相を示すなど、世界経済を取り巻く不透明感は根強い。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

①　債券市場

長期金利は小幅プラスで推移

13年4月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀は大量の国債買入れを実施しており、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。また、5月下旬以降、業者間取引が成立しない日が4回発生するなど、市場流動性が枯渇しつつあることも確かである。

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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

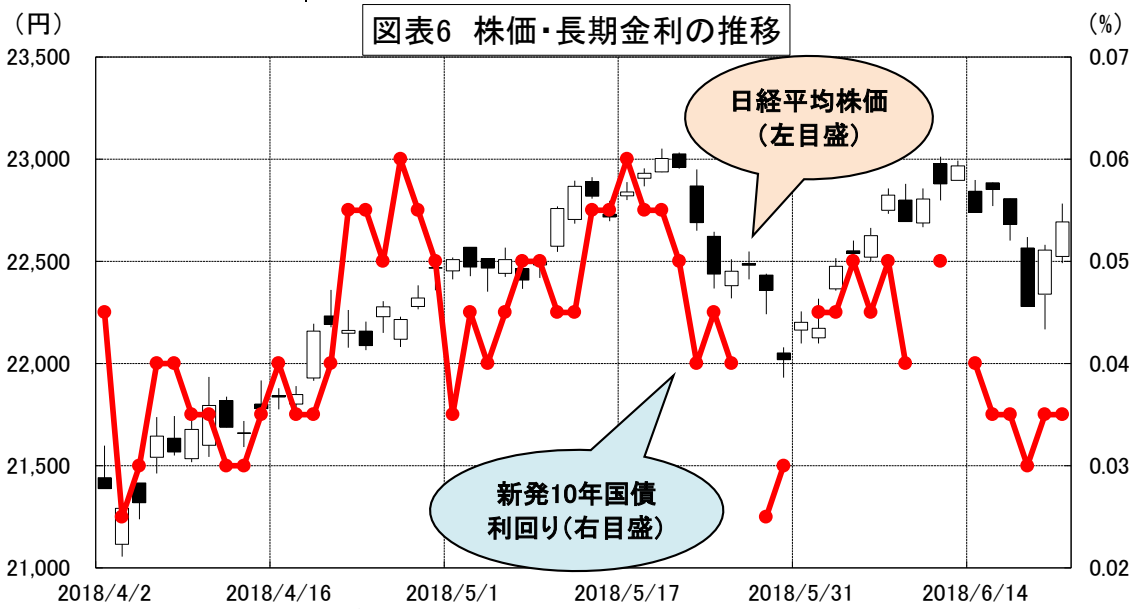
思惑が高まるたびに国内金利に上昇圧力が掛かる場面はあったが、長続きはせず、長期金利は「0～0.1%」のレンジ内で推移してきた。

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、円高傾向が強まり、金利低下を促すことは十分考えられる。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。物価上昇率が1%割れの状態が少なくともあと数ヶ月は続くこともあり、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。

図表6　株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成
（注）5/28、5/31、6/11、6/13の新発10年国債は出合いなし。

② 株式市場

上値の重い展開

18年入り後の株式市場は、昨秋からの流れを引き継ぎ、ほぼ一貫して株価の上昇傾向をたどり、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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

り込んだ。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。5 月末にかけては欧州政治リスクが意識され、一時 22,000 円割れとなったものの、その後は堅調な米経済指標や円安進行を受けて上昇に転じ、6 月中旬には再び 23,000 円台となった。ただし、直近は米中貿易摩擦の激化や近畿地方で発生した地震の影響などへの警戒が高まり、株価は調整した。

基本的に内外経済は改善基調にあること、また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は今後とも株価を下支えしていくと思われる。一方で、米国通商政策の保護主義色が徐々に強まっていること、ビジネス・サーベイなどからは慎重な業績見通しが散見されることもあり、しばらくは上値の重い展開が続くだろう。

③ 外国為替市場

リスクオンで円高圧力がやや緩和

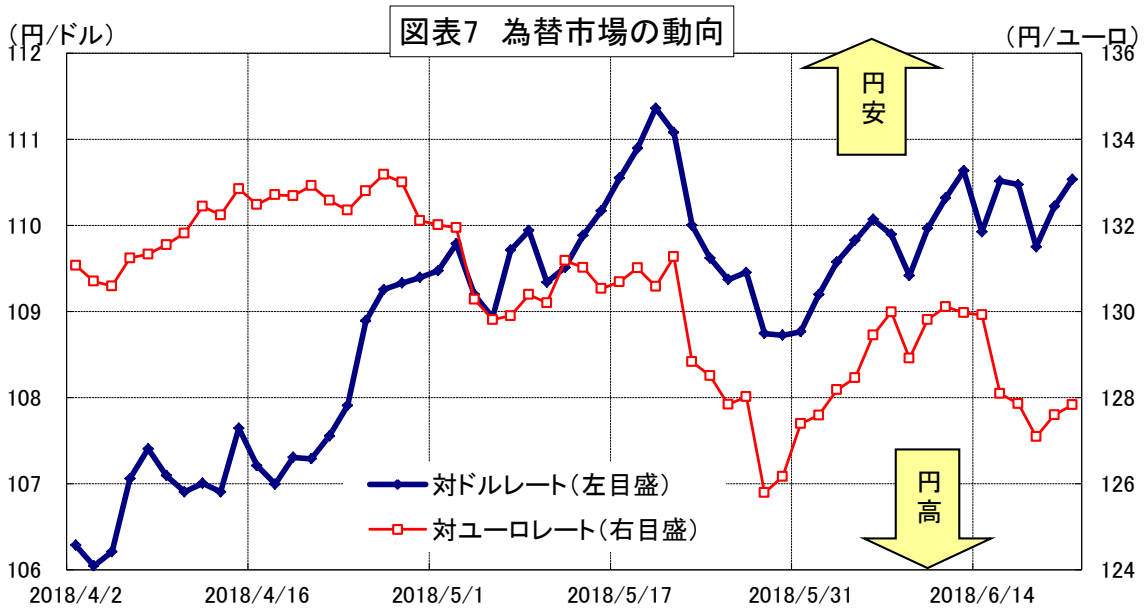
18 年入り後、対ドルレートは、日銀の緩和縮小観測が高まったほか、ムニューシン財務長官のドル安容認発言などもあり、一転して円高圧力が高まり、1 月下旬には 4 ヶ月半ぶりに 1 ドル＝110 円を割った。2 月には世界同時株安に伴うリスクオフの流れで一段と円高が進行、3 月下旬にかけては米国の保護主義的な姿勢が懸念され、一時 105 円前後まで円高が進んだ。しかし、その後はリスクオンの流れとなったほか、米国金利の上昇もあり、円安方向に転じ、5 月中旬には再び 110 円台に戻った。なお、5 月下旬には米国の通商政策への懸念や米朝首脳会談の中止発表を巡り、一旦円高に振れたが、その後は 110 円前後での推移となっている。

正常化を着実に進める米国の金融政策そのものは円安材料であることは間違いない。また、労働需給が逼迫する米国における景気刺激的な税制改革、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り、利上げペースが加速すれば、一段とドル高が進む可能性がある。一方で、冒頭で触れたとおり、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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

ことに対して難色を示したりすれば、円安が進まないこともありうるだろう。

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。



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

円高ユーロ安が一服

一方、18年入り後もECBによる量的緩和縮小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浮上、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んだ。その後は、欧州経済の先行き懸念に加え、イタリア政治情勢やECBの利上げ時期を巡る思惑などから、ユーロ安気味に推移、直近は120円台後半での展開となっている。

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の利上げ時期を見極める展開が見込まれる。

(18.6.22現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

農林中金総合研究所

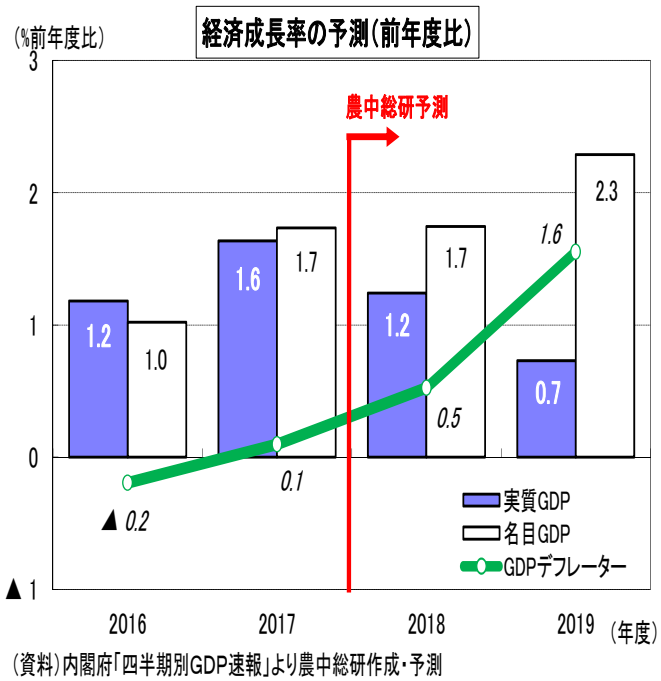
2018～19年度改訂経済見通し
（2次QE後の改訂）

～2018年度：1.2%成長、19年度：0.7%成長（ともに修正なし）～

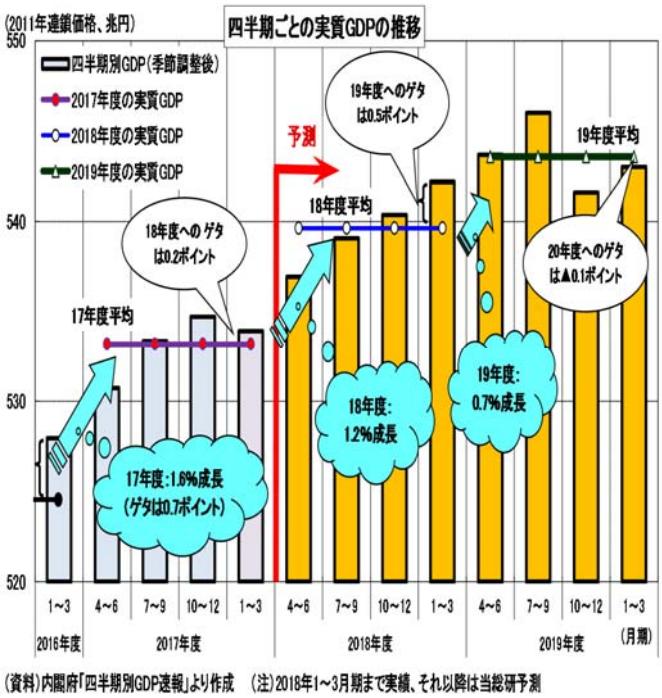
2018年6月8日

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

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



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

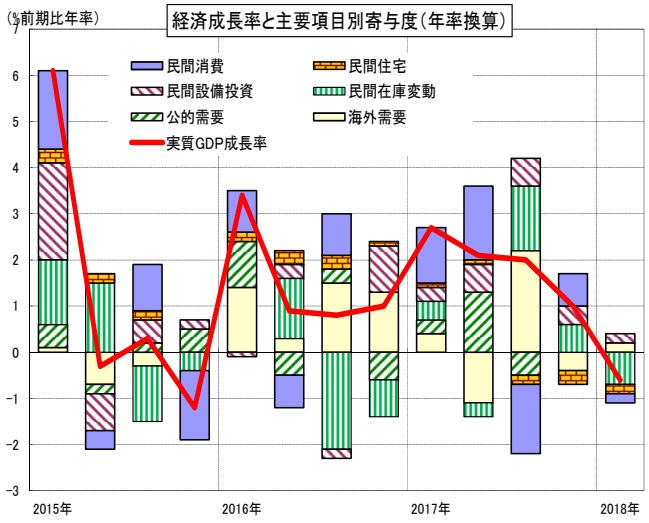


（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より作成　（注）2018年1～3月期まで実績、それ以降は当総研予測

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1　GDP第2次速報（2次QE）の内容

- 2018年1～3月期の「9四半期ぶりマイナス成長」は変わらず
  - 1～3月期の法人企業統計季報などが反映された2次QEで、17年度下期の実質GDP水準は8,000億円程度（年率換算）押し上げられたが、1～3月期の実質成長率は年率▲0.6%で修正なし
  - 需要項目別にみると、民間消費、民間在庫変動、公共投資の各変動率が下方修正されたが、民間住宅投資、民間企業設備投資、政府消費では上方修正
  - そのほか、GDPデフレーターは前年比0.5%、実質雇用者報酬は前期比0.7%で修正なし
  - この結果、17年度の実質成長率は1.6%、名目成長率は1.7%と、いずれも小幅上方修正された

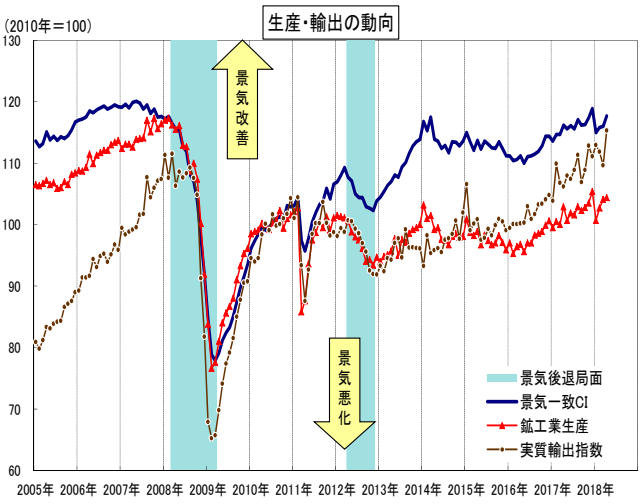


（資料）内閣府経済社会総合研究所

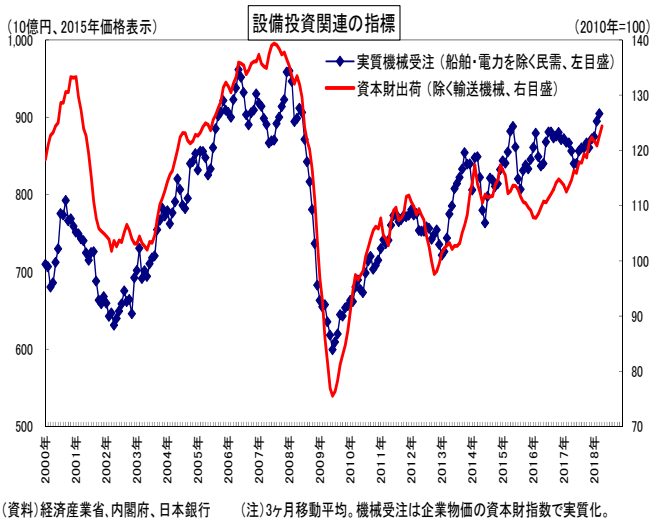
（資料）内閣府　（注）単位は10億円（2011年連鎖価格）

2　前回見通し発表後の経済指標の動き

- 国内景気は再び緩やかな改善基調へ
  - 4月の鉱工業生産（速報）は前月比0.3%と微増にとどまったが、2月以降、出荷は堅調な推移を続けているほか、在庫も3ヶ月ぶりに減少するなど、悪い内容ではない
  - 海外経済の改善を背景に、輸出は増勢を強めた（4月の実質輸出指数は過去最高を更新）
  - 機械受注の4～6月期見通しは前期比7.1%と4四半期連続の増加が見込まれているほか、足元の資本財出荷も堅調であり、民間設備投資は自律的拡大局面をたどっているとの見方に変更はない
  - 雇用環境は良好で、賃上げ率も徐々に高まってきたが、消費には依然慎重さも（持ち直しは確認された）
  - 足元の全国消費者物価（生鮮食品を除く）は前年比1%を目前に足踏み
    - 生鮮食品高騰は沈静化したが、代わってエネルギーが上昇傾向を強める



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

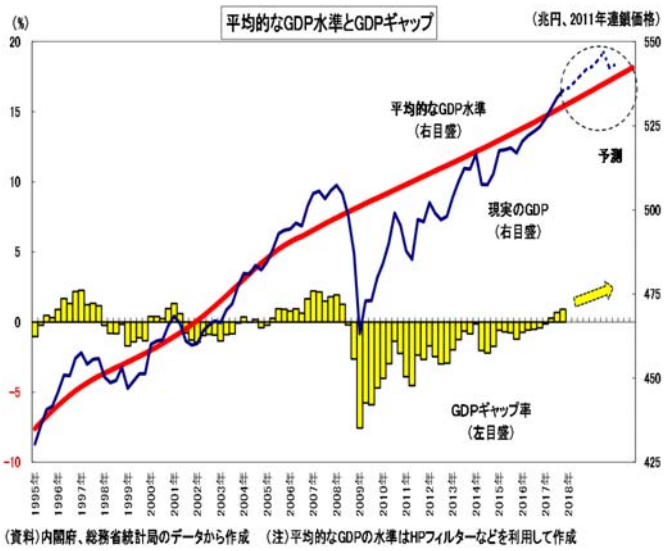


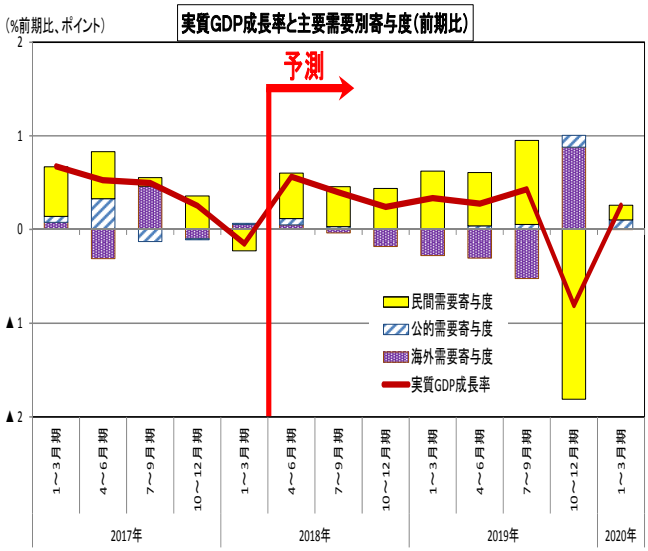
（資料）経済産業省、内閣府、日本銀行　（注）3ヶ月移動平均。機械受注は企業物価の資本財指数で実質化。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3　日本経済・物価の見通し

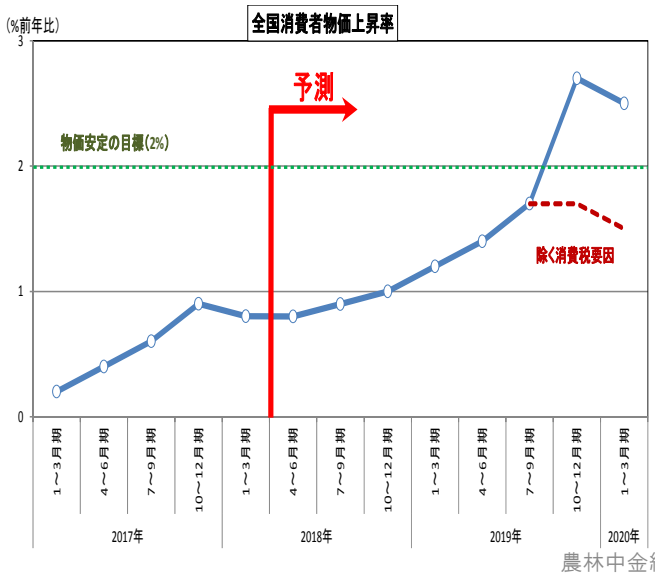
- 経済見通し　～2018年度は1.2%成長、19年度は0.7%成長と予測～
  - 足元4～6月期は、1～3月期からのリバウンドもあり、年率2.3%へ急加速、景気改善基調を継続
  - 緩やかながらも世界経済全体の改善傾向から輸出は増勢を維持すること、労働需給の引き締まりに伴う家計所得の改善が消費回復を促すこと、民間設備投資は既に自律的拡大局面に入っていることなどから、18年度にかけて国内景気は改善基調を継続
  - 内需の堅調さから輸入も増加傾向をたどり、外需寄与度は概ねマイナスで推移、経常収支も黒字幅が縮小
  - 雇用環境は一段と改善、失業率も低下傾向をたどり、人手不足感がさらに強まる

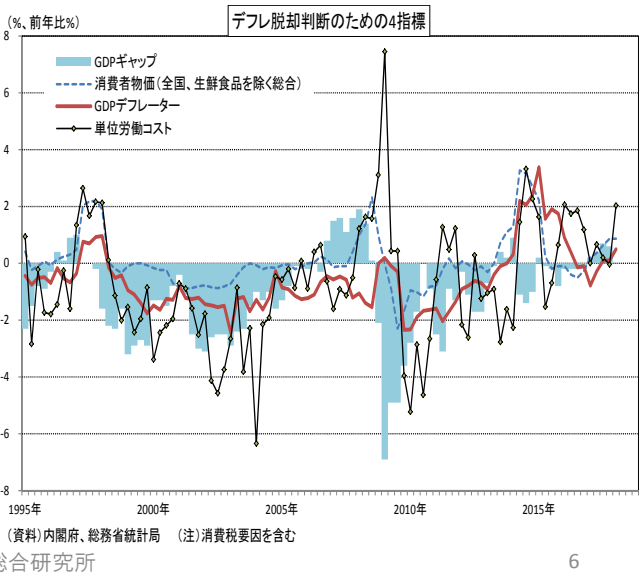




- 物価見通し　～2018年度は同1.0%、19年度は同1.6%(除く消費税要因)と予測～
  - 足元の消費回復の鈍さや円安要因の剥落などで、18年度夏場にかけて物価上昇率は一旦足踏み
  - 18年度下期以降は、消費持ち直しに伴う需給改善効果も期待され、緩やかながらも上昇率を再び高めていくが、日銀が目標とする2%には届かず

- 金融政策　～当面は現状維持が見込まれる～
  - 目標とする2%の物価上昇までに距離があることから、実質金利のマイナス状態を保ち、経済・物価へのプラス効果を波及させるために、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は当面継続
  - ただし、物価上昇率が安定的に1%超となり、その後も上昇が見込まれる場合、現行政策の修正の可能性も





ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

予測表（年度、半期）

	単位	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	1.7	1.7	2.3
実質GDP	%	1.2	1.6	1.2	0.7
民間需要	%	0.4	1.4	1.6	1.5
民間最終消費支出	%	0.3	0.9	0.9	1.3
民間住宅	%	6.2	▲ 0.3	▲ 2.1	▲ 0.5
民間企業設備	%	1.2	3.2	4.5	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	0.9	0.3	0.7
政府最終消費支出	%	0.5	0.7	0.6	0.8
公的固定資本形成	%	0.9	1.4	▲ 0.8	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	1.2	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　（　〃　）	%	▲ 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
鉱工業生産　（前年比）	%	1.2	4.1	2.9	2.4
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(O/N)	%	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.05	0.05	0.09	0.24
通関輸入原油価格	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。

（前期比）

	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	1.6	1.1	0.7	1.2	0.7	0.8	0.7
民間需要	%	0.4	1.4	1.1	0.4	1.6	0.8	1.6	1.5
民間最終消費支出	%	0.3	0.9	0.7	▲ 0.4	0.9	0.5	1.1	1.3
民間住宅	%	6.2	▲ 0.3	0.6	▲ 5.1	▲ 2.1	▲ 1.8	4.0	▲ 0.5
民間企業設備	%	1.2	3.2	1.6	1.9	4.5	2.3	3.6	3.8
公的需要	%	0.5	0.9	1.2	▲ 0.5	0.3	0.3	0.2	0.7
政府最終消費支出	%	0.5	0.7	0.6	0.2	0.6	0.4	0.4	0.8
公的固定資本形成	%	0.9	1.4	3.3	▲ 3.1	▲ 0.8	0.2	▲ 0.7	0.6
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.2	▲ 1.5	▲ 1.9	▲ 1.0	▲ 1.6	▲ 0.7	▲ 2.6	▲ 4.7
輸出	%	3.6	6.2	2.0	4.6	5.8	2.9	3.0	3.5
輸入	%	▲ 0.8	4.0	1.9	1.9	5.9	2.5	5.0	6.6
内需寄与度（前期比）	%	0.4	1.2	1.2	0.2	1.4	0.7	1.0	1.4
民間需要（　〃　）	%	0.3	1.0	0.9	0.3	1.3	0.7	1.0	1.2
公的需要（　〃　）	%	0.1	0.2	0.3	▲ 0.1	0.1	0.1	0.0	0.2
外需寄与度（　〃　）	%	0.8	0.4	0.0	0.2	▲ 0.0	0.1	▲ 0.3	▲ 0.6
デフレーター（前年比）	%	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	0.2	0.5	0.3	0.7	1.6
完全失業率	%	3.0	2.7	2.9	2.6	2.4	2.5	2.4	2.3
鉱工業生産(前期比)	%	1.2	4.1	2.2	1.1	2.9	1.2	2.2	2.4
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	97.4	94.5	97.1	92.0	93.6	88.8	98.5	92.3
経常収支	兆円	20.7	21.3	10.8	10.5	18.3	9.8	8.5	16.1
貿易収支	兆円	5.7	4.4	2.4	2.0	3.3	1.9	1.4	1.1
外国為替レート	ドル/円	108.4	110.8	111.0	110.6	111.3	111.3	111.3	107.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	47.3	57.1	51.5	62.8	70.0	70.0	70.0	70.0

（前年同期比）

	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	1.7	1.4	2.1	2.3
実質GDP	%	1.2	1.6	1.8	1.5	1.2	1.1	1.3	0.7
民間需要	%	0.4	1.4	1.3	1.5	1.6	1.2	2.1	1.5
民間最終消費支出	%	0.3	0.9	1.2	0.6	0.9	0.4	1.4	1.3
民間住宅	%	6.2	▲ 0.3	3.3	▲ 3.7	▲ 2.1	▲ 6.0	1.9	▲ 0.5
民間企業設備	%	1.2	3.2	3.2	3.0	4.5	3.8	5.3	3.8
公的需要	%	0.5	0.9	0.9	0.9	0.3	0.1	0.4	0.7
政府最終消費支出	%	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.7	0.8
公的固定資本形成	%	0.9	1.4	1.4	1.5	▲ 0.8	▲ 1.6	▲ 0.5	0.6
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.2	▲ 1.5	▲ 1.9	▲ 1.0	▲ 1.6	▲ 0.7	▲ 2.6	▲ 4.7
輸出	%	3.6	6.2	7.0	5.6	5.8	6.5	5.2	3.5
輸入	%	▲ 0.8	4.0	3.6	4.5	5.9	5.1	6.8	6.6

	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
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 2.4	2.7	2.4	2.9	1.9	1.8	2.0	2.7
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.3	0.7	0.5	0.9	1.0	0.9	1.1	2.1
完全失業率	%	3.0	2.7	2.9	2.6	2.4	2.5	2.4	2.3
鉱工業生産(前年比)	%	1.2	4.1	4.9	3.3	2.9	2.4	3.5	2.4

（注）消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

予測表（四半期）

（→予測）

	単位	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	0.2	▲ 0.4	0.9	0.7	0.4	0.6	0.7	0.9	0.1	0.3
実質GDP	%	0.7	0.5	0.5	0.3	▲ 0.2	0.6	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	▲ 0.8	0.3
（年率換算）	%	2.7	2.1	2.0	1.0	▲ 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	0.5	▲ 0.3	0.6	0.6	0.6	0.8	1.0	1.3	▲ 2.0	▲ 0.2
民間最終消費支出	%	0.6	0.7	▲ 0.7	0.3	▲ 0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.8	1.5	▲ 3.0	0.5
民間住宅	%	1.1	0.9	▲ 1.6	▲ 2.7	▲ 1.8	▲ 1.1	0.5	1.5	4.0	▲ 1.0	▲ 2.0	▲ 3.0	▲ 1.0
民間企業設備	%	0.4	0.9	1.0	0.7	0.3	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	0.2	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	▲ 0.2
公的需要	%	0.3	1.3	▲ 0.5	▲ 0.0	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	%	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	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	▲ 0.1	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	0.4	▲ 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	0.4	▲ 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	1.4	1.0	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	3.4	3.2	2.8	2.3	1.7	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	ドル/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。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

米国経済金融

通商問題は波乱含みだが、堅調な拡大が続く米国経済

～FOMC 声明文ではフォワードガイダンスを一部削除～

佐古　佳史

要旨

トランプ政権は、340 億ドル相当の中国製品に 25%の追加関税を発表した。また、自動車への追加関税も検討しており、NAFTA 再交渉の進展と合わせて、今後の動向に目を配る必要がある。

米国経済が全般的に堅調に推移するなかで迎えた 6 月 FOMC では、事前予想通り政策金利の誘導目標が 1.75～2.0%へと引き上げられた。また、声明文では米国経済の拡大ペースについて上方修正され、フォワードガイダンスの一部が削除された。

鉄鋼、アルミ、中国製品への追加関税を導入

米国通商代表部（USTR）のライトハイザー代表は 6 月 15 日、「中国政府は不当な貿易慣行と産業政策を通じて、米国のテクノロジー産業と経済的なリーダーシップの弱体化を図っている」と述べ、7 月 6 日から 340 億ドル相当の中国製品に 25%の追加関税の導入を発表したことで、5 月下旬にかけて一旦は下火になったかにみえた米中経済摩擦は、本格的な貿易戦争に突入する様相を呈している。近く、160 億ドル相当の追加リストも発表される予定であり、合計 500 億ドル相当の中国製品に追加関税がかけられる模様だ。また、トランプ大統領は中国政府が報復関税を導入すれば、最大 4,000 億ドル相当の中国製品に対して 10%の追加関税をかけると警告しており、貿易戦争がさらにエスカレートする可能性も十分に考えられる。

すでに、6 月 1 日以降、EU、カナダ、メキシコなどへの鉄鋼、アルミニウムに対する追加関税導入の適用猶予も打ち切られており、こうした国々は報復措置として追加関税を導入し始めている。

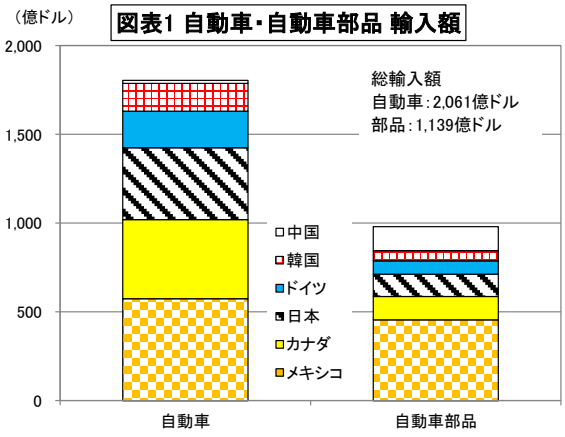
自動車部品への追加関税検討示唆

さらに、トランプ政権は現在、自動車と同部品の輸入について、安全保障上の問題の有無を調査しており、調査の結果次第では、現行 2.5%の輸入乗用車への関税を最大 25%にまで引き上げる案を検討している。

ここで、2017 年の自動車と同部品の貿易について国別にみると、自動車の輸入金額はメキシコを筆頭にカナダ、日本、ドイツ、韓国の 5 ヶ国で全体の 86.8%を占める。自動車部品についてはメキシコのシェアが 4 割と大きい（図表 1）。一方、自動車輸出額は輸

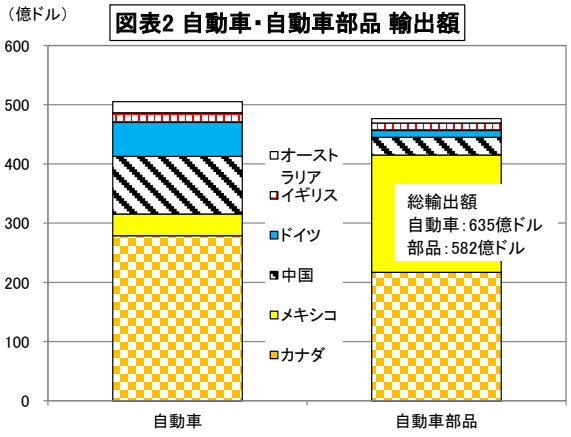
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

入金額の 3 分の 1 程度、自動車部品については半分程度となっており、シェアとしてはカナダとメキシコ、中国が大宗を占める（図表 2）。



図表1 自動車・自動車部品 輸入額

（資料）米商務省センサス局より農中総研作成 （注）データは2017年通期。



図表2 自動車・自動車部品 輸出額

（資料）米商務省センサス局より農中総研作成 （注）データは2017年通期。

NAFTA 再交渉は長期戦へ

このように自動車について、米国はカナダ、メキシコとの貿易がその他の国との貿易に比べて圧倒的に大きく、現在再交渉中の北米自由貿易協定（NAFTA）の改定にも目を配る必要がある。

トランプ政権は NAFTA 再交渉において、①関税免除の基準となる自動車部品の NAFTA 域内調達比率を現行の 62.5%から 75%まで引き上げることや、②メキシコ自動車業界の賃上げ、③カナダの酪農家保護政策の撤廃などを含む農業分野のさらなる開放、などを求めている。

トランプ政権は当初、5 月中旬までに NAFTA 改定についての合意を目指していたが、3 ヶ国の妥協案がまとまらず合意には至らなかった。その後、6 月 14 日にカナダのフリーランド外相がライトハイザーUSTR 代表と会談し交渉継続が確認され、現在に至る。当面の目途としては、NAFTA 再交渉の合意はメキシコ大統領選をはさみ 18 年秋以降にずれ込む可能性が高い。とはいえ、11 月に中間選挙を控え、政治的に妥協しにくくなることに加え、カナダの木材に対して 20%程度の追加関税の検討、鉄鋼・アルミへの追加関税導入、G7 とその後のトランプ政権閣僚の発言から米国とカナダの関係が悪化したこともあり、交渉が円滑に進む可能性は低いと想定される。

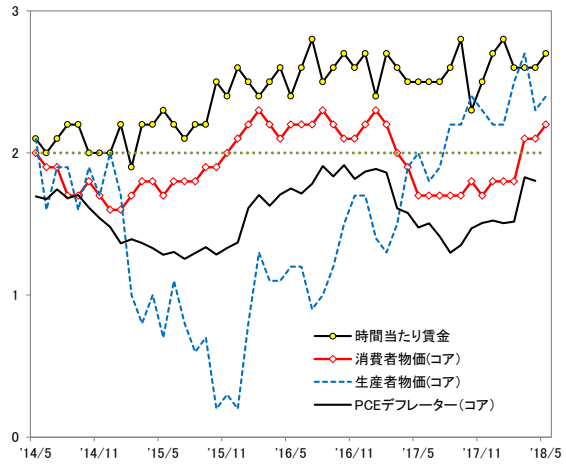
インフレ率はやや加速

さて、インフレ関連指標の動きに目を転じてみると、5 月の生産者物価指数は前年同月比 2.4%、消費者物価指数は同 2.2%（それぞれコア）と 4 月から加速した。一方、期待インフレ率（ブレーク・イーブン・インフレ率）は 5 月から 6 月にかけてはほぼ変わ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

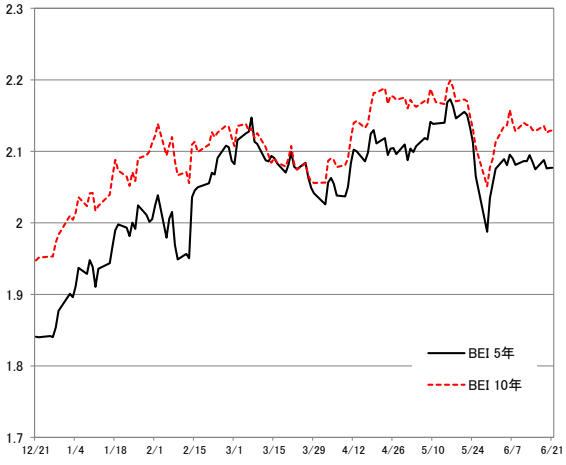
らずであった。FRB が注目する PCE デフレーターの上昇率は 3 月から変わらずの同 1.8%（コア、4 月）となったが、全般的にはインフレ率にやや加速感がみられる。また、輸入物価上昇率は 5 月から緩やかに高まった。

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



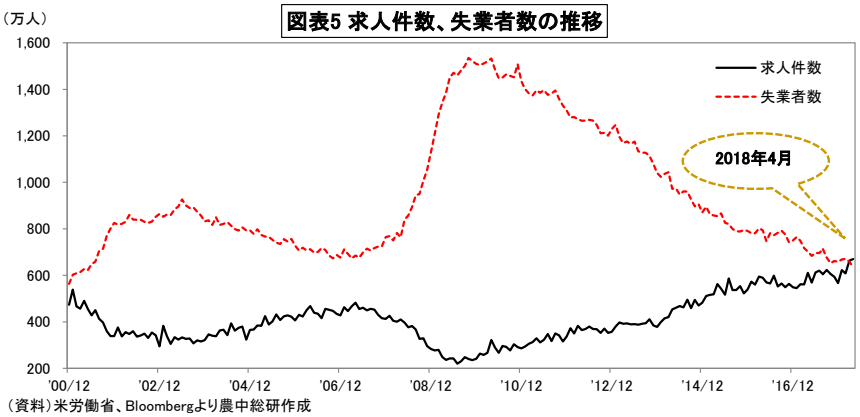
（資料）Bloombergより農中総研作成

タイト化する労働市場

以下では月次の指標を確認してみたい。5 月の非農業部門雇用者数は前月から 22.3 万人増となり、3～5 月の平均では 17.9 万人増と速いペースでの雇用拡大が続いている。また、労働参加率が 4 月からほぼ変わらず 62.7%にとどまるなか、失業率は 3.8%と 18 年 1 ヶ月ぶりの水準にまで低下している。

また、4 月には 00 年 12 月の統計開始以来、初めて求人件数（670 万件）が失業者数（630 万人）を上回り、労働市場の逼迫度合いが鮮明になった。こうしたなか、5 月の賃金上昇率は前年比 2.7%と 4 月から加速し、失業率の低下や求人件数の増加と整合的な動きとなった。先行きについても、賃金上昇率は緩やかに高まると思われる。

図表5 求人件数、失業者数の推移



（資料）米労働省、Bloombergより農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

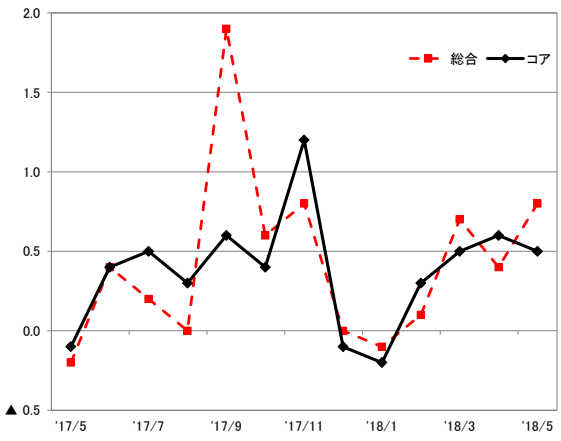
景気の先行き：堅調さを維持

景気全般については、6 月 FOMC 声明文にて 5 月時点では「moderate（緩やか）」とされていた経済活動の拡大ペースが「solid（堅調）」に上方修正したことに見られるように、米国経済は好調といえる。

1、2 月に弱含んだ小売売上高（総合）は 3 月（前月比 0.7%）、4 月（同 0.4%）に続き、5 月分は同 0.8%と高い伸びを示した。また 4 月の実質個人消費支出も同 0.4%の高い伸びとなっており、消費は堅調に推移していると判断できる。先行きについても、雇用者の伸びと減税政策の効果に支えられて、消費の拡大は続くと考えられる。

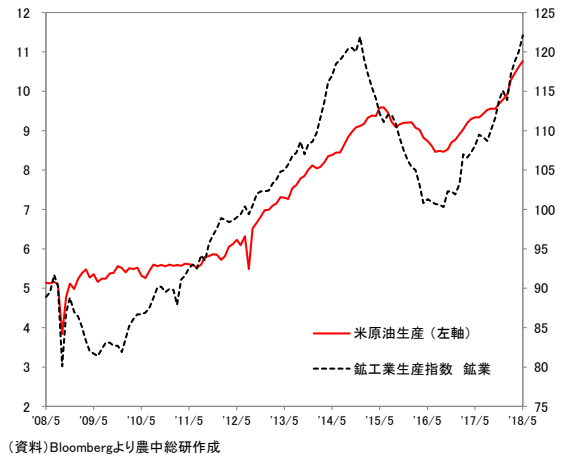
企業部門については、5 月の ISM 製造業景況指数が 58.7、非製造業景況指数が 58.6 とそれぞれ前月から上昇し、マインド指数は高い水準で推移している。4 月の鉱工業生産は前月比▲0.1%だった。これは、工場火災によりトラックの組み立てが中断されたという特殊要因により同▲0.7%となった製造業の影響が強く、特段弱含んだとみる必要はないであろう。また、原油価格の高止まりや米原油在庫減少などに支えられて増加傾向にある原油生産量が鉱工業生産全体を下支えしているとみられる（図表 7）。以上から、全体としてみれば企業部門は底堅く推移していると判断できる。

図表6小売売上高の推移



（資料）米商務省、Bloombergより農中総研作成

図表7 原油生産と鉱業生産



（資料）Bloombergより農中総研作成

フォワードガイダンスを一部修正

こうしたなか、6 月 12～13 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 1.75～2.0%に引き上げた。FOMC 後に公表された声明文からは、「政策金利はしばらくの間、長期的な水準を下回る」とのフォワードガイダンスの一部に関する文言が削除された。この理由について、パウエル議長は FOMC 後に行われた記者会見において、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

経済が概してFOMC参加者の予想通りに推移すれば、ゆっくりとした利上げを続けることで、政策金利は来年当たりにかけて長期的な中立水準の範囲に達するためであると説明した。

声明文には「ゆっくりとした利上げペース」、「金融政策は緩和的」との文言は残ったものの、後者についてもいずれ削除されると考えられる。(注1)

また、あわせて公開されたFOMC参加者による政策金利見通しによると、18年内の利上げ回数を4回以上とする参加者が8人となり、同3回以下とする参加者と僅差ではあるものの、多数派となった。これを受けて、年内利上げ回の増加が現実味を帯びてきており、利上げ見通しについて、インフレ指標や今後のFOMC参加者の講演などに今以上に注意を払う必要があろう。

(注1) ウィリアムズNY連銀総裁らのモデルでは、足元の中立金利は0%程度と推計されている。政策金利から期待インフレ率を引いた現在の「実質政策金利」は、この中立金利をわずかに下回る水準であるため、追加的な1、2回の利上げで金融政策は引締的となる可能性が高い。

図表8 FRB大勢見通し(6月時点)

		2018年	2019年	2020年	長期見通し
実質GDP	(%前年比)	**2.7～3.0**	**2.2～2.6**	**1.8～2.0**	**1.8～2.0**
	3月時点 (%前年比)	2.6～3.0	2.2～2.6	1.8～2.1	1.8～2.0
失業率	(%)	**3.6～3.7**	**3.4～3.5**	**3.5～3.7**	**4.3～4.7**
	3月時点 (%)	3.6～3.8	3.4～3.7	3.5～3.8	4.3～4.7
PCEデフレーター	(%前年比)	**2.0～2.1**	**2.0～2.2**	**2.1～2.2**	**2.0**
	3月時点 (%前年比)	1.8～2.0	2.0～2.2	2.1～2.2	2.0
コアPCEデフレーター	(%前年比)	**1.9～2.0**	**2.0～2.2**	**2.1～2.2**	
	3月時点 (%前年比)	1.8～2.0	2.0～2.2	2.1～2.2	
政策金利(中央値)	(%)	**2.375**	**3.125**	**3.375**	**2.875**
	3月時点 (%)	2.125	2.875	3.375	2.875

(資料)FRBより作成

(注)成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

FOMC後の記者会見が年8回に増加へ

加えて記者会見では、パウエル議長は市場との対話をより密にするため、19年1月からFOMC後の記者会見を現在の年4回から年8回へと増やし、FOMC後は毎回記者会見を開くことを発表した。

また、米上院銀行委員会は12日、FRB副議長に指名されたクラリダ氏と、同理事に指名されたボウマン氏を承認した。一方でグッドフレンド氏の下院での承認は依然として保留となっている。

金融市場:現状・見通し・注目点

最後にマーケットを概観すると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経済摩擦懸念やシリアをめぐ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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%まで上昇したが、5 月末から 6 月初めにかけてはイタリア情勢不安などで金利が急低下する場面が見られた。そうした懸念は足元では後退しており、金利は 3%前後で推移している。

先行きについては、米中経済摩擦の激化によるリスクオフが短期的な金利低下要因と考えられる。一方、一連の追加関税は、インフレ率の上昇に寄与することに鑑みれば、金利上昇の遠因になるであろう。また、FRB による利上げ回数の増加について、マーケットの織り込みが進めば金利上昇要因となる。以上から、急上昇は考えづらいものの、10 年債利回りは 3%前後で推移すると思われる。

図表9 株価・長期金利の推移

（資料）Bloombergより農中総研作成

株式市場は、平均賃金が高い伸びを示したことで、ゴルディロ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 5 月にかけては方向感を欠く展開であった。6 月前半にかけて、中国政府による 700 億ドル相当の米国製品の購入リストの提示を受け、米中経済摩擦が一段落したかにみえたことから株価は一旦上昇したものの、15 日に公表された中国製品への追加関税の発表を受け、足元では再び下落している。

先行きについては、業績見通しは堅調なものの、FOMC 後に公表されたドットチャートを受け、利上げペース加速の可能性が高まったことや米中経済摩擦の本格化などから目先の上値は重いであろう。（18.6.22 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

中国経済金融

投資は減速したが、巡航速度の成長続く中国

～米中経済摩擦激化は今後の懸念材料に～

王　雷軒

要旨

5 月の固定資産投資の減速基調は強まったものの、輸出の拡大基調が続くなど、中国経済は巡航速度の成長を持続していると見られる。こうしたなか、米中経済摩擦は再燃しており、現時点では、米国の制裁措置による中国経済への影響がそれほど大きなものではないと想定されるものの、投資資金の回収などリスク回避による金融市場の動揺には注意が必要である。

巡航速度の成長が続く中国

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、その後の経済指標からは、以下で述べるように固定資産投資の減速が続いたことを示している。ただ、輸出の拡大基調が続く等、足元の景気は巡航速度で推移していると見られる。

固定資産投資の減速基調は強まる

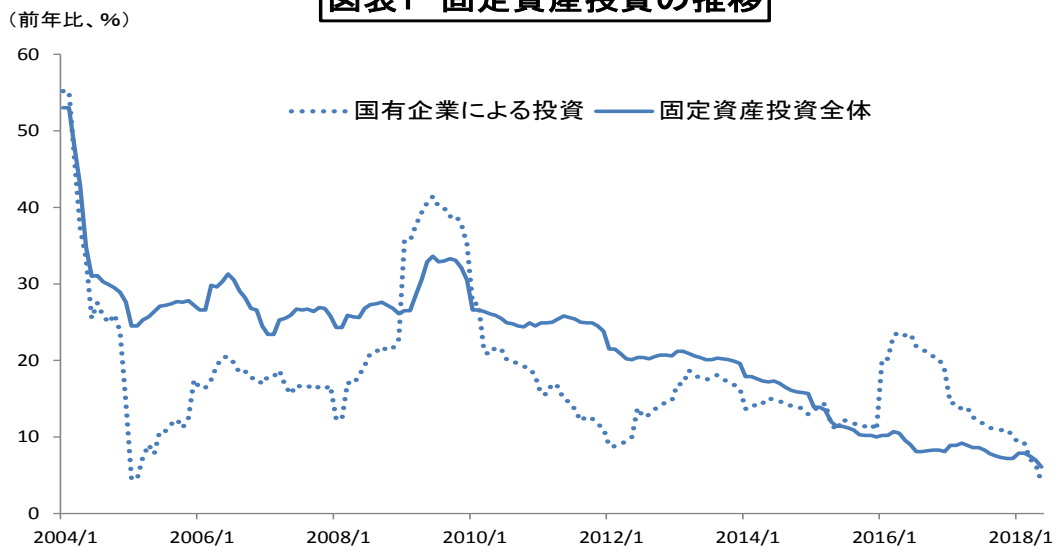
年初の固定資産投資は持ち直しの動きが見られたものの、その後に減速基調を強めている（図表1）。背景には、製造業全体の設備投資の軟調さに加え、インフラ整備向けの投資も減少傾向にあることが挙げられる。コンピュータ・通信・電子設備やIC（集積回路）などの分野への投資は底堅く推移したものの、過剰生産能力が残る鉄鋼や化学などの分野への投資抑制が設備投資の軟調さにつながっている。

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の重要な手段であるPPP（パブリック・プライベート・パートナーシップ、官民連携）を活用した投資が減少したことが背景だ。

固定資産投資の先行きについては、「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、年後半にかけては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。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表1　固定資産投資の推移

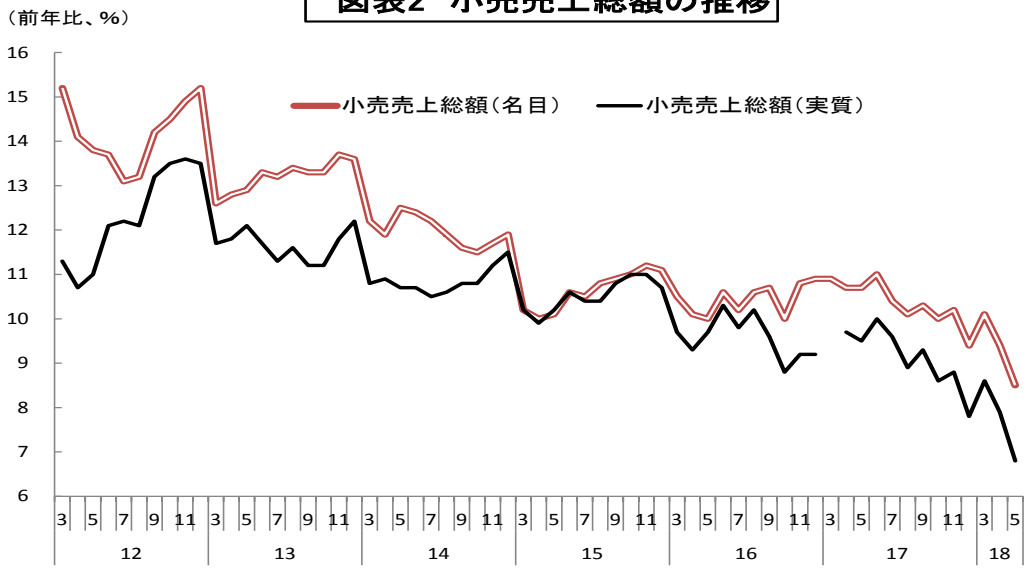


（資料）　中国国家統計局、CEICデータより作成
（注）年初来累計の前年同期比、直近は18年5月。

一時的な要因で小売売上総額の伸び率は大きく鈍化したが、個人消費は底堅さを維持

一方、自動車などの販売伸び悩みを背景に、小売売上総額の伸び率は大きく鈍化したものの、個人消費は底堅さを維持していると思われる（図表 2）。国家統計局は、①7 月 1 日からの輸入関税引き下げ（25%→15%）を控えて対象となる自動車や日用品の購入時期が先送りされたことと、②季節的要因（端午節が前年の 5 月から 6 月にずれ）を挙げている。このように小売売上総額は一時的な要因で鈍化したと見られるが、賃金が高い伸び率を続けていることもあり、過度に懸念する必要はないと思われる。

図表2　小売売上総額の推移

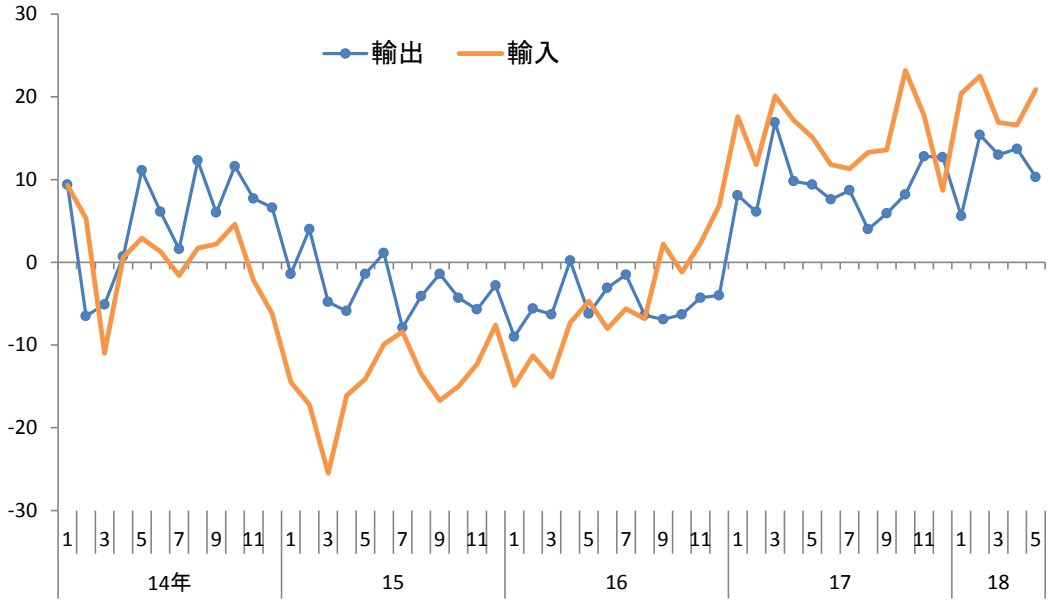


（資料）　中国国家統計局、CEICデータより作成
（注）月次の前年同期比、17年3月の実質伸びは発表されず。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表3　中国の輸出入の推移

（前年比、%）



（資料）中国海関総署、CEICデータより作成
（注）金額はドルベースで前年同期比。

輸出は底堅く推移も、先行きは楽観視できない

また、足元の輸出の拡大基調も続いている（図表 3）。輸出が伸びを高めた背景には、世界経済が底堅く推移したほか、米中経済摩擦激化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、後述の通り、米中経済摩擦がさらに激化するおそれもあり、年後半の輸出をめぐる情勢は楽観できない。

米中経済摩擦の激化懸念が再燃

さて、米中経済摩擦の激化懸念が再燃している。振り返ると、米トランプ政権が知的財産権侵害を理由に通商法 301 条に基づき、4 月 3 日に米通商代表部（USTR）が追加関税を課すリスト案を公表した。これに対して、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、米国は 17 日に中国の大手通信機器、中興通訊（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。

米中経済摩擦のさらなる激化を回避するため、5 月 3～4 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、不調に終わった。

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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

米中経済協議がワシントンで行われた。この協議では、米国の対中貿易赤字削減の方針などが合意されている。しかし、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、さらに細部を詰めるため、6 月 2～3 日に第 3 回の米中経済協議が北京で開催された。

こうしたなか、米トランプ大統領は 6 月 14 日に対中制裁措置を承認し、翌 15 日には、計 1,102 品目、年間の輸入額 500 億ドル相当の中国製品に対して 25%の追加関税を課すことを発表した。

具体的には、まず 7 月 6 日に電子部品などを中心とするハイテク製品 818 品目、年間の輸入額 340 億ドル相当に対して制裁関税が発動される予定である。残りの 284 品目、年間の輸入額 160 億ドル相当についての発動時間は改めて発表される予定だ。

これを受けて、中国政府はすぐさま翌 16 日に米国への対抗措置として米国から輸入する農産物やエネルギーなど計 659 品目、年間の輸入額 500 億ドル相当に対して 25%の追加関税を発表した。

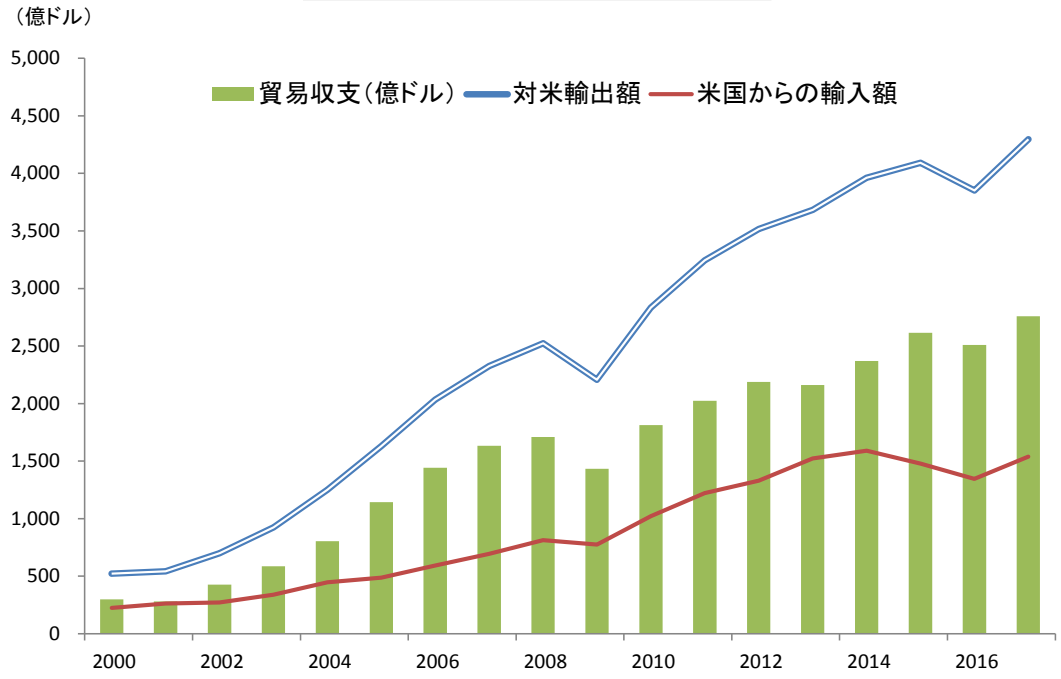
また、中国の対抗措置も米国の制裁と同様に 2 段階で実施される。第 1 弾として、米国と同じ 7 月 6 日に年間の輸入額 340 億ドル相当、計 545 品目を対象に制裁を発動するとしている。その中身を確認すると、大豆やオレンジなど農産物、自動車、水産品などが中心となっている。第 2 弾として、114 品目、年間の輸入額 160 億ドル相当、天然ガス、原油、石炭などの資源、エチレンを中心とする化学製品、医療設備などが含まれる。

さらに、米国産のヨウ化水素酸のほか、エタノールアミンを対象にダンピングの疑いで関税を課す方針に加え、耐熱耐圧合金鋼製のシームレス鋼管を対象に、アンチダンピング課税を延長するかどうかの調査を開始する方針を示すなど、米国に対する報復の度合いを強めていく模様だ。

今回の中国の対抗措置に対して、米トランプ大統領は反発し、6 月 18 日に 2,000 億ドルの新たな追加関税（10%の上乗せ）を検討するよう USTR に指示した。これに対しても、中国政府は米国製品に関税引き上げのみならず、質的な制裁も打ち出す方針を示している。このように、両国の対決姿勢は激しさを増す一方である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表4　中国の対米貿易の推移



（資料）中国海関総署、CEICデータより作成

現時点での実体経済への影響

こうした状況について、実体経済への影響を考えてみたい。

まず、中国経済への影響については、中国の貿易統計によると、米国からの輸入額は年間約 1,500 億ドル（輸入額全体は約 1.8 兆ドル）で、中国政府が発表した報復措置はその約 3 分の 1 に当たる。その対象として農産物を主要項目としていることで、食品価格上昇を通じたインフレ圧力をもたらすリスクはある。ただし、関税の対象となる米国からの輸入品については、他国からの代替輸入や国内生産の余地もあるので、結果的には物価上昇などの影響は限定的であろう。

一方、米国への輸出額は年間約 4,300 億ドルで中国の年間輸出額全体（約 2.2 兆ドル）の 2 割程度となるものの、米国の制裁対象は中国の年間輸出額全体の 2.3%、米国向け輸出の 1 割程度にとどまる（図表 4）。

以上を踏まえると、現時点では、中国にとっては、該当する対米輸出が仮に半減しても景気への影響はそれほど大きなものではないと思われる。

なお、米国への影響については、米国の貿易統計によると、米国の中国からの輸入額は年間約 5,000 億ドル（年間の輸入総額 2.8 兆ドル、17 年数値、以下も同様）で、今回の関税制裁によりその

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1割程度に追加関税を課すことになるが、その多くの製品は中国に進出する米国企業を含めた外資企業が生産するものであることを踏まえると、今回の措置は米国を含む先進国経済に悪影響を与える可能性はある。

また、米国の中国への輸出額は年間約 1,300 億ドル（年間の輸出総額約 1.5 兆ドル）で、中国政府の報復措置の対象は中国向け輸出の約4割に相当するが、農産物が主な制裁対象とされるため、農業分野については悪影響が生じると思われる。

前述のように、両国の輸出入金額に占める対象額（500 億ドル）は決して大きくはないが、今後も米中通商交渉による合意がなければ、さらなる米中 2 大国の貿易摩擦が激化するリスクがある。仮に関税の報復合戦となると、世界経済を下振れさせるリスクが生じるであろう。

金融市場への影響

一方、金融市場への影響については、まず、米中経済摩擦激化への警戒から、株式市場が大きく下落したことが挙げられる。摩擦がさらに激化し、中国が米国債への投資を縮小させるようなことになれば、米長期金利の急上昇をもたらす可能性もある。米中経済摩擦が、直接的に世界経済に与える影響のみならず、金融市場などに与える影響についても懸念されるべきであろう。

両国間で合意を模索するが、動向を注視する必要

一方、前述のように中国は対抗策を講じているほか、WTO 紛争解決手続を申し立て、金融市場などの対外開放加速や輸入拡大などの方針を示すなど、硬軟両面で対応している。また、7 月 6 日まで米国の態度を軟化させ、関税の報復合戦をなんとか回避する可能性を探るため、王岐山国家副主席が 6 月末または 7 月の初めには訪米する予定と報道されている。

深刻な影響が生じることを回避すべく両国間で合意を模索するものと見られるが、さらにエスカレートするおそれもあり、今後の動きには注視しておきたい。

（18.6.20 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

分析レポート

欧州経済金融

ユーロ圏で懸念される投資の停滞

～脆弱性を伴う成長と国際競争力の劣後の可能性～

山口　勝義

要旨

危機後のユーロ圏の経済成長は、投資の回復が鈍い、バランスを欠いたものとなっている。このため、現在の成長は貿易摩擦などで容易に減速する脆弱性を伴うとみられる。また今後、先端的な技術開発投資の出遅れにより、競争力で国際的に劣後する可能性もある。

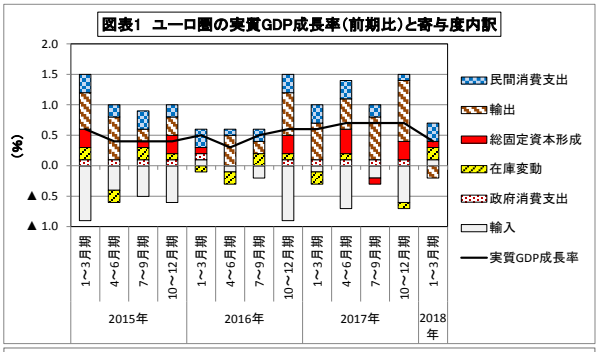
はじめに

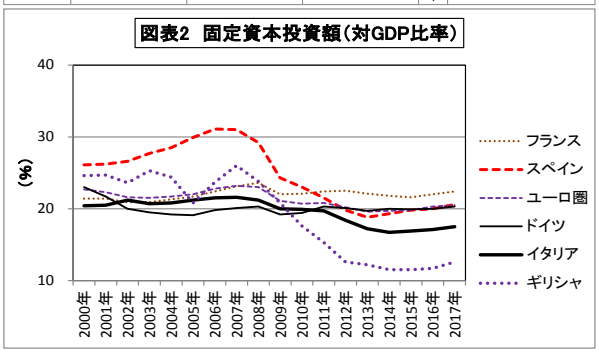
ユーロ圏では、2018 年に入り経済成長の減速感が現れている（図表 1）。その主な要因としては年初の寒波の襲来やストの頻発、ユーロ高を背景とする輸出の落ち込みなどを挙げることができる。また、外需などに支えられた昨年後半の、潜在成長率を大きく上回る年率 2%台半ばでの成長からすれば、減速はむしろ自然な推移であると見ることもできる（注 1）。

そして、年率 1%程度のまま伸び悩むこのユーロ圏の潜在成長率には投資の停滞が関係しているものと考えられる。ユーロ圏では積極的な金融緩和などのほか原油価格の下落も追い風となり個人消費は盛り返し、また世界経済の成長の下で輸出が伸張した。しかし、これに対して企業を中心とする投資の回復は低調なままである（図表 2）（注 2）。その結果、労働生産性の上昇は限られたものにとどまり、さらに少子高齢化なども加わることで、潜在成長率は低位で横ばいが続いている。

こうした投資の停滞の背後には、高い債務比率の下で財務改善を優先せざるを得ない企業などの事情や、政治面を含む先行きの不透明感に伴う手控え感などが働いていることが考えられる。しかし、投資は経済成長の上では足元の主要な需要項目であるとともに、今後の供給力を左右し、かつ新たな需要の掘り起こしにも関わる要因であるため、その停滞は大きな懸念材料ということになる。しかも、現在は技術革新への取り組みが特に強く求められる時代でもあり、投資の停滞がユーロ圏経済の競争力を国際的に劣後させる可能性も軽視することはできない。

このように投資動向はユーロ圏経済を巡る今日的な重要な論点のひとつである。本稿ではこうした問題意識のもと、その実態について検証を行うものである（注 3）。





（資料）図表 1、2 は Eurostat のデータから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

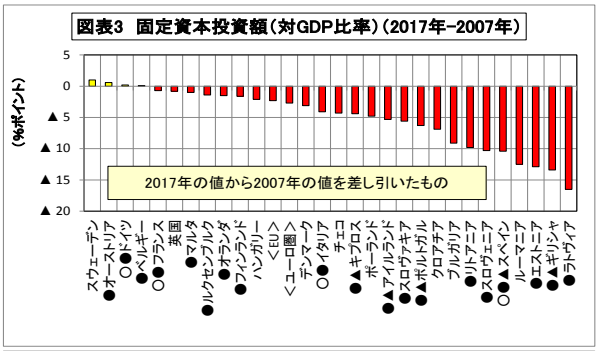
バランスを欠き脆弱性を伴う経済成長

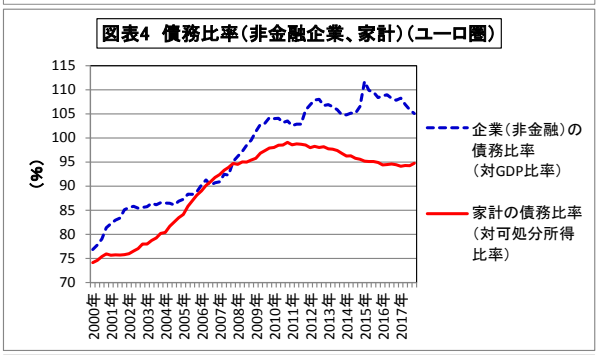
このユーロ圏における投資の回復の鈍さは、世界金融危機直前の 07 年と直近の 17 年の 2 期間で投資の水準を比較することで、いっそう明確になる（図表 3）[注 4]。ここで、ユーロ圏の 19 ヶ国中、17 年の固定資本投資額の対 GDP 比率が 07 年のそれを上回るのは、わずかにオーストリア、ドイツ、ベルギーの 3 ヶ国のみである。しかも、これらの国々においても、その増加の程度は小幅にとどまっている。加えて、財政危機時の被支援国がいずれもユーロ圏全体の値を下回っている点や、危機後に堅調な成長を回復したバルト 3 国やスペインなども固定資本投資の面ではむしろ低い位置にある点が注目される。

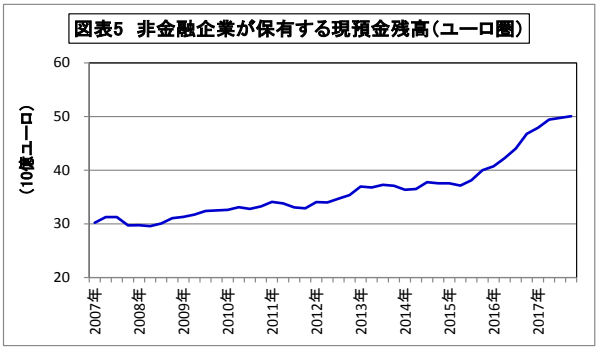
これに対し、企業の財務状況を見れば、債務比率は依然として高いものの幾分改善し、同時に、現預金の残高は勢いが鈍化しつつも積み上がりが続く傾向にある（図表 4、5）。このような状況からは、全体として、企業が余裕資金を負債の返済に優先的に振り向けるとともに、先行きに不透明感が残る環境下で、投資には保守的な姿勢を維持する姿が窺われる。

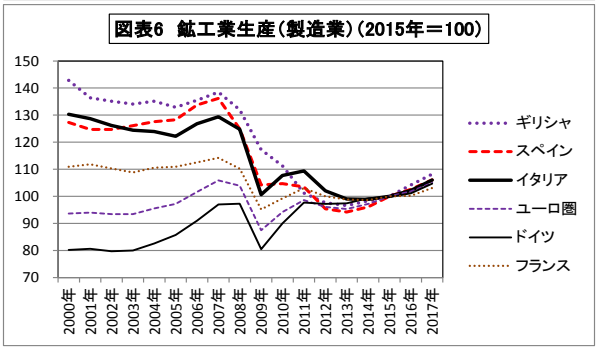
一方、投資動向に関連のある動きとして製造業の生産に目を向ければ、同様にその回復は鈍く、ユーロ圏 4 大国の中で 17 年の水準が 07 年を上回るのはドイツのみである（図表 6）。また、最近では製造業企業の業務上の制約要因として需要不足に代わり労働力不足が浮上してきているが、その一部は投資不足を人員増でカバーする動きの反映である可能性もある。このため、労働生産性が一層低下することがないか注視が必要になっている。

以上の情勢は、危機後のユーロ圏の経済成長が、投資の力強さに乏しく消費や外需への依存度が強い、バランスを欠いたものになっていることを示している。このため、現在の成長は貿易摩擦などで容易に減速する可能性をはらんだ、脆弱性を伴うものであると見ることができる。









（資料）図表 3、6 は Eurostat の、図表 4、5 は ECB の、各データから農中総研作成
（注）図表 3 で、●はユーロ圏加盟国、○はそのうち GDP 規模 4 大国、▲は財政危機時の被金融支援国を示す。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

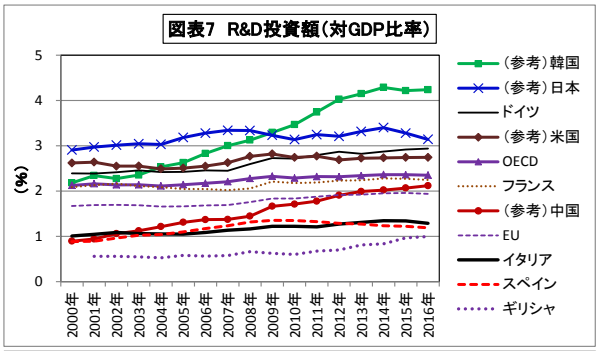
出遅れる R&D 投資と競争力の劣後

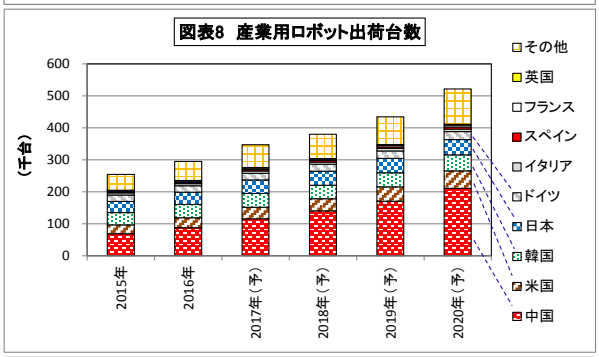
一方、経済の競争力の観点からは、なかでも先端的な技術開発への対応が重要となる。こうした取り組みの重要性は、特に、世界経済フォーラム（ダボス会議）が「第 4 次産業革命」の影響を取り上げた 16 年 1 月の年次総会を契機に広く注目を集めている。確かに、現在は「産業革命」と呼ぶにはまだ初期的な段階であるとしても、今後、全てのモノがインターネットに繋がる IoT、ビッグデータ、人工知能（AI）などを含む諸技術が、相互に関連しつつ広範な領域に影響を拡大させ、急速に社会を変革することになる可能性を否定することはできない(注 5)。

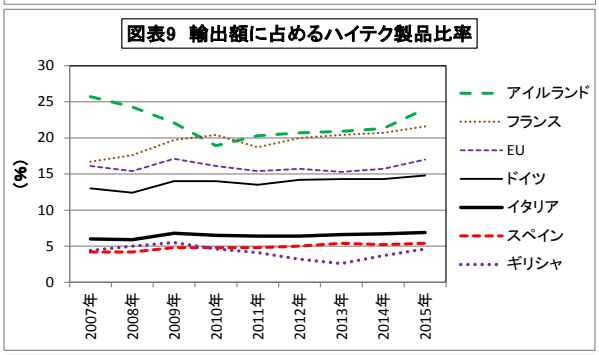
このような視点を踏まえつつ研究開発（R&D）投資について比較を行うと、欧州の出遅れが明らかである。R&D 投資額の対 GDP 比率では、ドイツは他の主要な競争国と伍した水準を確保しているものの、イタリアやスペインなどでは低調な推移となっている。また、欧州連合（EU）全体は横ばい傾向にあり、急伸する中国に逆転を許している（図表 7）(注 6)。

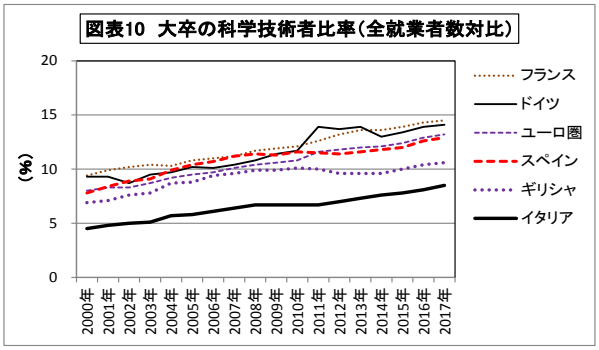
具体的な製品の動向でも、例えば産業用ロボットの出荷台数で、ドイツでさえも中国などのアジア勢や米国に水を空けられた状態にある（図表 8）。また、輸出額に占めるハイテク製品比率では、ドイツなどの主要国は、国際的な情報通信技術（ICT）企業が集積するアイルランドとの対比で低位に位置し、かつ横ばい推移となっている（図表 9）(注 7)。各国では大卒の科学技術者比率は着実に上昇傾向にあるが、以上の実態を見ると、技術者の拡充が未だ具体的な成果には結びついていないということになる（図表 10）。

こうした技術開発への取り組みの出遅れは、経済競争力の面で国際的に劣後する可能性を意味している。欧州内でもその危機感は強く、直近でも欧州委員会が 5 月に、欧州理事会などに対し対策強化を促すための文書を発出している(注 8)。









（資料）図表 7 は OECD の、図表 8 は International Federation of Robotics（IFR）の、図表 9、10 は Eurostat の、各データから農中総研作成
（注）図表 8 で、（予）は IFR による予測値である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

まとめ

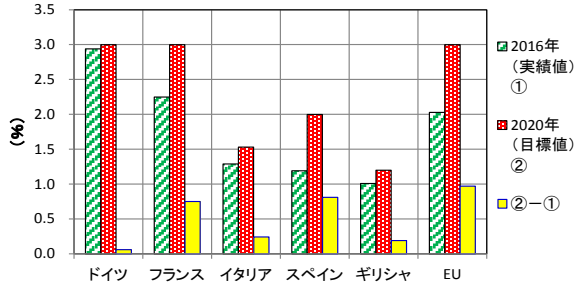
この文書において欧州委員会は、技術開発に対する官民双方による投資の大幅な拡充の必要性を指摘している。そして、そのための対策として、各種の制度や規制の見直し、資金面での支援策の整備、また新興企業の育成などに、EU 総体として注力することの重要性を訴えている。

もとより欧州では、1952 年の欧州石炭鉄鋼共同体（ECSC）の設立以降、域内で協調しつつ技術開発に積極的に対応してきている。現時点では、10 年に欧州理事会で採択され 20 年までを対象期間とする中期成長戦略である「ヨーロッパ 2020」に、雇用や貧困対策、地球温暖化対策などとともに研究開発や教育への取り組みの強化を織り込んでいる[注 9]。加えて、この枠内において、20 年までに達成すべき R&D 投資額の対 GDP 比率の数値目標を、EU 全体および各国ごとに設定している。

しかし、この比率については、先に見たように欧州は国際的な比較で劣後するばかりか、この目標値との対比でも、ドイツなどの一部の国々を除いて対応の不十分さが明らかである（図表 7、11）。まさにこれらの点が、欧州委員会が抱く危機感の根拠になっている。

以上に見たように、ユーロ圏では投資の停滞が経済成長の上で大きな懸念点である。まず、危機後の経済成長がバランスを欠いたものとなっているため、現在の成長は貿易摩擦などにより容易に減速する脆弱性を伴うものであると捉えられる。さらに、先端的な技術開発に関する投資の出遅れで、今後、経済競争力の面で国際的に劣後し、中期間にわたり成長が停滞する可能性も懸念される状態にあるということになる。（18.6.20 現在）

図表11　R&D投資額（対GDP比率）



（資料）Eurostat のデータから農中総研作成

[注 1] OECD のデータでは、ユーロ圏の 17 年の年間の潜在成長率は 0.972%である。これに対しユーロ圏の実質 GDP の前年同期比成長率は、17 年第 2 四半期は 2.5%、第 3、第 4 四半期はそれぞれ 2.8%、18 年第 1 四半期は 2.5%であった（Eurostat による）。

[注 2] 図表 2 は、民間および公共部門の合計の推移である。なお、政府部門の対 GDP 比率は、17 年のユーロ圏で 2.6%である（Eurostat による）。

[注 3] 投資には設備投資、建設投資、在庫投資、住宅投資などがあり、また物的投資だけではなく技術開発に対する研究開発（R&D）投資、人的資本への教育投資などがある。本稿では経済成長の上でなかでも重要である R&D 投資を含む設備投資と建設投資の合計である、固定資本投資の動向を取り上げる。

[注 4] 図表 3 は、図表 2 と同一のデータベースによるものであり、民間および公共部門の合計である。

[注 5] ダボス会議では、蒸気機関の発明と鉄道建設による「第 1 次産業革命」（1760 年代～1840 年代）、電気とオートメーションの導入による「第 2 次産業革命」（19 世紀後半～20 世紀初頭）、コンピュータの活用による「第 3 次産業革命」（1960 年代～1990 年台）に対し、21 世紀になり始まった、遍在化しモバイル化したインターネット、小型化し強力になったセンサーの低価格化、AI、機械による自動学習を特徴とするデジタル革命などの上に成り立つ技術革新を「第 4 次産業革命」と呼んでいる。また、その特徴として、デジタル情報の保管、輸送、複製コストがゼロに近く成長に大きな資本を必要としていない点、様々なテクノロジーが相互依存状態にあり非常に多くの専門分野で発見の調和や統合が増加している点などを挙げ、今後、技術革新が線形ではなく指数関数的ペースで進行する可能性を指摘している。（以上は、クラウス・シュワブ（16 年 10 月）『第四次産業革命-ダボス会議が予測する未来』日本経済新聞社、による。）

[注 6] 図表 7 は、民間および公共部門の合計である。なお、部門ごとの内訳は、16 年のユーロ圏で、民間企業が 64.3%、高等教育機関が 22.2%、政府が 12.8%、民間非営利団体が 0.7%（Eurostat による）。

[注 7] 「ハイテク製品」の定義は、国連の分類による。

[注 8] European Commission（15.5.18）“A renewed European Agenda for Research and Innovation – Europe’s chance to shape its future”

[注 9] European Commission（3.3.10）“EUROPE 2020 – A European strategy for smart, sustainable and inclusive growth”

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

連載

金融機関の新潮流〈第４回〉

女性活躍に積極的に取り組む岩手江刺農業協同組合

古江　晋也

要旨

岩手県奥州市江刺に本店を置く岩手江刺農業協同組合は2018年１月、厚生労働省から「えるぼし」（最高ランクの三段階目）の認定を受けた。同農協がえるぼしに認定された要因は、女性活躍を意識してきたというよりも、「これまで女性の新卒者の応募が多かった」ことが背景にあるが、①女性職員を積極的に管理職に登用する、②総代の１割を女性とする、③役員に女性枠を設ける、などの取組みを着実に実施してきたことは注目される。

はじめに

岩手県奥州市江刺に本店を置く岩手江刺農業協同組合（2017年４月・出資金23億円、総資産・510億円、２支店・２営農支援センター）は2018年１月、厚生労働省から「えるぼし」認定を受けた。ここでいうえるぼしとは、16年４月に施行された「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）に基づいた認定制度であり、女性活躍に関する取組みの実施状況などが一定基準を満たすと、企業等が都道府県労働局へ申請することにより、厚生労働大臣から認定を受けることができる。

えるぼしは、５つの基準（①採用、②継続就業、③労働時間等の働き方、④管理職比率、⑤多様なキャリアコース）のうち、どれだけ満たしているか、によって３段階に分けられるが、岩手江刺農協は最高ランクの３段階目の認定を受けた。これは東北地方の農協では初めてであり、全国の農協でも周南農協（山口県）に次いで２例目である。

店舗集約と渉外活動

岩手江刺農協の管内である江刺は、ブランド米「江刺金札米」や高級ブランドりんご「江刺りんご」を生産する地域であり、職員３人に２人は、営農事業に所属している。同農協で働く職員は290人。うち男性が138人、女性が152人と女性が多い職場である（岩手労働局ウェブサ

岩手江刺農業協同組合本店

本店内の様子

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

イト)。

女性職員が多い理由は、同農協が女性活躍を意識して採用したというより、採用試験を受ける学生等に女性が多かったことと、地域的な特性があると考えられる。江刺は、農業が盛んな地域であり、製造業やサービス業などの職場が少なく、営業職といった職種も少ない土地柄である。そのため、従来から地元で就職を希望する多くの女子生徒や学生は、同農協の採用試験を受けてきたという。

岩手江刺農協は、82 年に 7 つの農協が合併して設立された経緯もあり、06 年までは10の金融業務に特化した店舗(支所)が配置されていた。しかし、業務の効率化などの観点から2店舗に集約する一方、組合員とのフェイス・トゥ・フェイスを維持するため、渉外業務を活発に展開するという営業体制の見直しを図った。

10 店舗体制であった当時は、少数の人員で店舗運営を実施していたため、担当者が休暇を取得することに気兼ねがあったという。しかし、店舗が集約されるようになると、先輩職員が後輩職員に業務のノウハウを伝えることで効率が上がったり、同僚職員同士が業務をカバーしあうことで、余裕が生まれることになった。そして、この積み重ねが非正規職員を含む出産者全員が育休を取得し、復職を果たす組織風土にもつながった。

15 年 3 月には、8 ヶ所の営農センターを 2 ヶ所に集約するとともに、営農事業も「出向く活動」を強化することで、組合員に寄り添う姿勢を示している。またこれらの渉外活動に加え、月一回、職員が組合広報誌を持って組合員のもとを全戸訪問する取組みは注目される。

役員に「女性枠」を設ける

岩手江刺農協では、06 年度から男性が大半を占めていた総代で 1 割を女性とする「女性枠」を設定したり、10 年度からは、女性参与制を導入するなど女性の意見を組合運営に積極的に取り入れる改革に乗り出した。そして 13 年 7 月には、女性理事が初めて誕生した。現在、同農協の役員は 17 人いるが、そのうち 2 人は女性理事である。

女性が理事に就任することで大きく変化したことの一つは、女性部の活動である。これまで女性部の活動の中心は、共同購入などであったが、女性理事の就任以降は、女性組合員にも参加を積極的に呼びかけるとともに、総務部に「組合員くらしの活動課」が設置されることになった。

組合員くらしの活動課は、女性部の事務局という役割を担っており、これまで信用事業、共済事業、営農事業など、それぞれ個別で行われていたイベント情報などを同課が集約し、多くの組合員に情報を発信できるようにした。

このような情報集約・発信を行っているからこそ、例えば、共済事業で行われている出産や育児を応援する活動である「こども倶楽部」に所属する組合員と、女性部に所属する組合員が交流を深め、出産や育児に関するアドバイスを聞くことができる機会が増えたという。さらに女性部では、地域の高齢者を支える活動を実施しているが、このことも、事業を跨ぐことで、より深みのある取組みへと変化することになった。

また同農協では、これまで女性部の担当職員には、女性を配置していたが、女性理事の誕生以降は、男性も女性部担当

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

左から及川敬幸課長、佐藤勝之常務理事

職員にするなど、まさにジェンダーにこだわらない人員配置を実施したことも注目される。

高い女性管理職割合

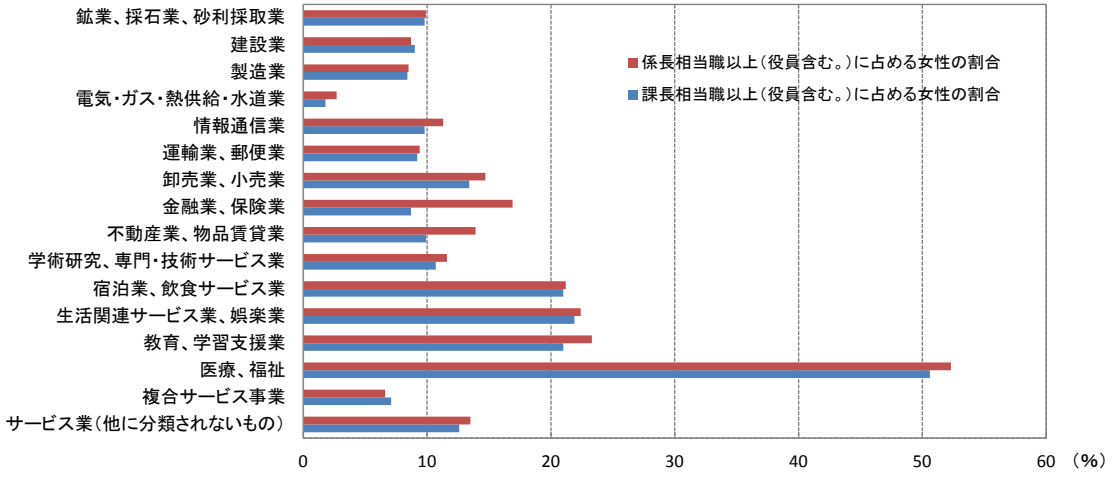
女性理事が就任したことは、女性管理職を登用する追い風にもなった。図表1は、厚生労働省「平成28年度雇用機会均等基本調査（確報）」における、産業別女性管理職の割合をまとめたものである。

この調査によると、女性管理職の割合は、「医療、福祉」が係長相当職以上、課長相当職以上がともに50%超であるのに対し、「電気・ガス・熱供給・水道業」は係長相当職以上が2.7%、課長相当職以上が1.8%と、業種によって大きな偏りがあることが分かる。なお、農協は複合サービス事業に分類されており、係長相当職以上は6.6%、課長相当職以上7.1%となっている。しかし、岩手江刺農協における管理者に占める女性労働者の割合は、ここ3～4年で高まったこともあり、現在は23.3%と平均を大幅に上回っている。

ただ、多くの金融機関と同じように岩手江刺農協も90年代後半の金融危機の時期に新卒採用を削減したため、40代の管理職が相対的に少ないという状況となっている。そこで18年4月からは「課長補佐」という役職を新設。30代半ばの職員を管理職へと登用することで、ジェネレーションギャップを緩和し、若手職員との円滑なコミュニケーションを図ることにしている。

筆者が訪問した時は、まだ課長補佐が新設されて3週間ほどしか経過していなかったものの、「職員が管理職に話しかけ

図表1　産業別女性管理職割合



（資料）厚生労働省「平成28年度雇用均等基本調査（確報）」

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

やすくなった」という声が職員間で増えるなど評判は上々であるという。なお、今回は 18 人が課長補佐に任命されたが、うち 7 人が女性職員である。

営農指導員に女性職員を配置

これまで営農事業は、事務部門を除くと男性職員が中心であった。その理由は重量のある機材や農産物を運搬するなどの力仕事が少なくないということと、「営農指導は男性職員がする」というイメージが強かったことにある。しかしこのような慣行も徐々に崩れつつある。

岩手江刺農協では現在、園芸分野で 1 人、畜産分野で 1 人の計 2 人の女性営農指導員が活躍している。特に畜産分野については、17 年度に初めて女性職員を新卒で採用。酪農関係の学部出身で専門的な知識を有すること、意欲が高いことと、何ごとにも頑張る姿勢が多くの組合員の信頼を得ることになったという。

一方、営農事業担当者の労働時間は、農繁期と農閑期によって差が激しく、農繁期には、残業が多くなることが避けられなかった。そしてこのことが、男性職員が中心となる要因のひとつでもあった。しかし同農協では今後は、時差出勤を取り入れることを計画するなど、誰もが対応できる環境づくりを目指している。

「えるぼし」を取得して

以上、岩手江刺農協の女性活躍の取組みを概観した。同組合がえるぼしを申請することになった直接的な理由は、労働局による定期監督の際、女性管理職の割合が高いことを踏まえ、「えるぼし認定を受けてはどうですか」とアドバイスを受けたからであるという。

同農協が女性活躍に取り組むようになったのは、女性理事を迎え入れたことが追い風になった側面もあるが、「地元で長く働き続けたい」という思いから女性の応募が多かったことによる。

しかし、えるぼし認定を受けたことで総務部総務課長の及川敬幸氏は、農協内外の効果に注目する。まず農協内については、育休をはじめとしたさまざまな休暇を取得することで、「職員に家庭と仕事を両立してほしい」「長く勤務してほしい」ということを伝えることができることである。そして農協外については、女性活躍を応援しているということを地域社会に認知してもらえることで、優秀な学生等が応募してくれるという期待である。

性別に関係なく、継続して働きやすい環境を構築していくことと、業務の効率化や生産性の向上は、どの企業や組合も喫緊の経営課題となっている。しかし、数値を目標にした業務の効率化や生産性の向上は、組織のアイデンティティを崩しかねない危険性をはらんでいる。そうした中、常務理事の佐藤勝之氏は、「協同組合らしい働き方改革の追求が今後の課題」と指摘する。

マイナス金利政策や人口減少といったさまざまな逆風が地域金融機関に吹き荒れる中、固定観念に縛られたアプローチのみでは、ブレイクスルーを見つけ出すことは徐々に難しくなりつつある。そうした中、経営に女性の意見を積極的に取り込んだり、女性管理職を積極的に登用してきた岩手江刺農協の取組みは、大きな示唆を与えてくれる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

海外の話題

英国の「根拠なき楽観」

農林中央金庫　ロンドン支店長　大石　稔

小職が当地に赴任したのはBREXIT国民投票の1週間後であった。その当時、「大英帝国の終焉」、「経済的な自殺行為」などといった悲観的な論調ばかりだった日本から当地に来てみると、悲観的な声はそれほど聞かれないことに違和感を持ったものだった。それから2年が経過したが、現状を考えてみたい。

メイ首相は2019年3月29日のEU離脱を宣言したが、EUとの交渉は遅々として進まず、メイ政権は閣僚の相次ぐスキャンダル等もあり求心力を失う一方、野党側の意見も分裂しており、英国の政局は混迷を深めるばかりとなっている。当地の人間と話をしていても「メイ首相の最大の強みは、彼女がひどすぎるので後任が現れないことだ」といった皮肉が飛び交う。とりあえず離脱後約2年間の移行期間を設けることは暫定合意ができたものの、その前提となっているアイルランドとの国境問題は解決の糸口さえ見えず、この合意が形通り履行されるかどうかも全く分からない（6/15時点）。

国民投票後しばらくは好調であった英国経済も足許では低迷が顕在化、本年第1四半期のGDPの伸び率は天候不順もあり前期比+0.1%と低迷した。ポンド安を主因とするインフレ率の伸びに賃金の伸びが追いつかず実質賃金の伸びはマイナスとなり、個人消費も伸び悩み繁華街の小売店では今年に入り倒産、閉店も増加。ポンド安により自国通貨で見た賃金が目減りしたため、東欧等からの出稼ぎ労働者が休暇等で帰国するとそのまま帰ってこないような事例も発生しており、建設現場などでは労働力不足も顕在化している。

このような不透明感の中、金融機関も動き始めている。例えばいくつかの米銀ではロンドンのスタッフを英国担当のままフランクフルトに移すような話が、今年に入り急に増えた。結果、もともと受入余力の少ないフランクフルトのインターナショナルスクールは定員オーバーとなり、順番待ちの状態だそうだ（某投資銀行が生徒枠を多額の寄付により確保しているという噂もある）。

ネガティブな話を挙げればこのようにきりがないのだが、なぜかこの国には「そんなにひどいことにはならないだろう」という「根拠なき楽観」ともいうべき不思議な空気が2年前と同じく流れている。メディアでは「安全保障の面からも欧州が英国を見放せるわけがない」、「BREXITは英国経済にとり長期的にはプラス」といった論調もいまだによく見かけるし、メイ首相は具体策を何も示さないままに「英国にとって最善のディールを実現する」という、2年前と同じフレーズを相変わらず言い続けている。

この国は歴史の中で「無理が通れば道理が引っ込む」という成功体験があると言われることがあるが～ヘンリー8世の離婚問題によるローマ・カトリック教会からの離脱（最初のBREXITとも言われる）やアヘン戦争など～、こうした過去の経験がこの楽観的空気を作り出しているのだろうか？多くの英国人が「Eleventh Hour」（土壇場）での逆転をまだ信じているように見えてならない。

来年3月に向けて時は英国を待ってはくれない。今後数か月でこれからの英国の行く末が大きく左右される中、この「根拠なき楽観」が根拠あるものに変わるのかどうか、注視していきたい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

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

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7月号　第29巻　第7号･通巻332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）謄 栄 社