ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

人口と経済…… 1

情勢判断

国内経済金融

輸出が伸び悩む中、消費・設備投資が景気を牽引
～一方で、今夏の酷暑・豪雨が消費マインドを悪化～ … 3

海外経済金融

労働市場の堅調さと緩やかなインフレが続く米国経済
～第2四半期GDPは前期比年率4.1%～…13
経済政策の微調整で安定成長を目指す中国
～地方政府の債券発行加速等で景気を下支え～ 17

分析レポート

EUの統合深化を目指すフランスとEUから離脱する英国
～相反する2つの動きの中で問われるEUの将来像～…23

経済見通し

2018～19年度　改訂経済見通し ……27

分析レポート

米国月次GDP推定モデルの作成とその評価
～日銀ワーキングペーパーを参考にして～…43
FRBによる利上げ効果について
～FRBEDOモデルによるシミュレーションの紹介～…47
2017年度の住宅着工と住宅ローンの動向
～増加が続く分譲一戸建着工、貸出減も高水準を維持～…49

連　載

金融機関の新潮流　〈第６回〉
地域社会の「最後の砦」の役割を担う北郡信用組合…65

今月の焦点

英国消費者の金融サービスへのアクセス・店舗の役割
～FCAの調査で判明した都市と地方の違い～…69

2018. 9

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

人口と経済

理事長　皆川　芳嗣

現在の多くの日本人は日本という国の人口が1億人を超えていることについて、昔からもそうであり、あたり前のことであると認識しているのではないか。しかし実際はそうではない。私は1954年生まれだが、その時の人口は8千9百万人で、小学5年生の頃（1966年）に人口が1億人を超えたと新聞、テレビで大々的に報道されたことを昨日のように記憶している。日本の人口はその後も順調に増え続け、2000年代初頭に1億2千7百万人台でピークを迎えることとなった。明治時代以降、日本の人口が増大するスピードとほぼ軌を一にして日本の経済が成長してきているので、人口と経済は表裏一体だというのが人々の実感ではなかろうか。経済学的にも人口の増大は、一面で労働力の増強を通じ生産力を押し上げるし、もう一面で国内消費を増やすことで需要の増大をもたらす。このサプライ、デマンド両面の均衡ある増大が経済成長ということになるわけである。世界各国の経済の動向を観察すると成長の著しい国々で人口の増大がいわば「ボーナス」として寄与していると分析されている。

これから日本の人口は歴史始まって以来、初めての減少期を迎えるのである。ご案内のように国立社会保障・人口問題研究所の将来人口推計（出生中位）によると、日本の人口は2050年頃に1億人を割り、その後も減少し22世紀には5千万人を下回るところまで減少するとされている。日本の人口が1億人台を超えている期間は一世紀に満たず終わることになる。このような将来見通しは、人々に表裏一体とされる経済の不可避的な縮小をもたらすのではとの漠然たる不安をもたらしている。

日本という国の将来はどうなるのか、またどうすればよいのか人々の見立ては一様ではない。楽観論者の中には、経済成長を支える人材が不足すると言うのであれば世界から優秀な人々をどんどん日本に迎え入れ一種の多民族国家として生きてゆけば良い。最近議論が喧しい外国人労働者の研修制度の拡大などではなまぬるい。本格的に移民に取り組めという論者もいる。

一方、全く別の意見もある。例えば日本の歴史の中で江戸時代を礼賛する人々である。いわく人口も経済も大きな成長が無いいわば定常状態だった江戸時代だが、世界に誇りうる芸術文化が花開き、自然と共生する持続型経済社会が構築されていた。人々は充ち足りて幸福に暮らしていたとさ、と言うわけである。今後日本は人口減少の時代を迎えるが、成長に汲々とせず、華美、贅沢を求めない江戸時代に範を求めれば心配する必要はないというわけである。

極論を紹介したが、どちらも無理があるようである。経済の成長を至上命題として国の姿を激変させるようなリスクをとれ。そのため自国の都合だけで人材をもらってこい、という考え方はいかがなものだろうか。また、一方の意見も江戸時代の負の側面をあまりに軽視してはいないか。経世済民の

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

観点で見れば、江戸時代は貧窮にあえぐ人口が国民の過半はいたのではないか。ひとたび冷害が来れば飢饉で多くの村々が丸ごと潰れていたのである。武士は食わねど高楊枝でいいのかもしれないが、農民は食いつめて死んでいったのである。

となるとどうするかだが、本稿では人口と経済についての二つの重要な論点を指摘することにとどめたい。一つめは、経済の成長はもう一つの重要な要素である1人当たりの労働生産性によっても規定されるということである。トラクターを自動運転で2台動かせば物的生産性は2倍近くになる訳である。日本が誇るロボット、AIの技術を十分に活用できれば人口の減少即経済の縮小ではないことになる。（ただその具体化のためには投資が必要であり、その原資を得るためにはやはり一定の成長が必要という面もある。）二つめは、人々の幸福や豊かさと経済の大きさは深く関係しているということである。宗教家や哲学者ではない我々凡人にとって精神の豊かさを得るにもやはり金が必要なのである。GDPがどんずばり国民の幸福の尺度でないことは当然だが、経世済民を考える上で無視することも出来ないのである。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

輸出が伸び悩む中、消費・設備投資が景気を牽引

～一方で、今夏の酷暑・豪雨が消費マインドを悪化～

南　武志

要旨

4～6月期の経済成長率は民間消費の持ち直しや民間設備投資の堅調さが主導して再びプラスに戻った。足元の生産・輸出は伸び悩んでいるが、家計所得は増加傾向を強めており、先行き消費の本格的な回復に貢献する可能性が高い。ただし、酷暑や豪雨などが消費マインドを冷やしており、その動向を慎重に見極める必要がある。さらに、米国の保護主義的な通商政策やトルコ・リラ急落で顕在化した新興国リスクについても注意すべきであろう。

一方、物価が鈍い動きを続ける中、日本銀行は現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を維持した上で、持続可能性を高めるために運営の柔軟化を決めた。これにより、長期金利の変動許容幅は±0.2%に拡大したが、長期金利の上昇余地は決して大きくない。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2018年 8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		(%)	-0.055	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0910	0.07～0.10	0.08～0.11	0.08～0.13	0.10～0.15
国債利回り	10年債	(%)	0.095	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.25
	5年債	(%)	-0.085	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.10～0.05
為替レート	対ドル		110.8	105～115	100～118	100～118	100～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	128.2	115～135	115～135	115～135	120～140
日経平均株価		(円)	22,410	22,750±1,000	23,250±1,500	23,500±1,500	23,500±1,500

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2018年8月23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。

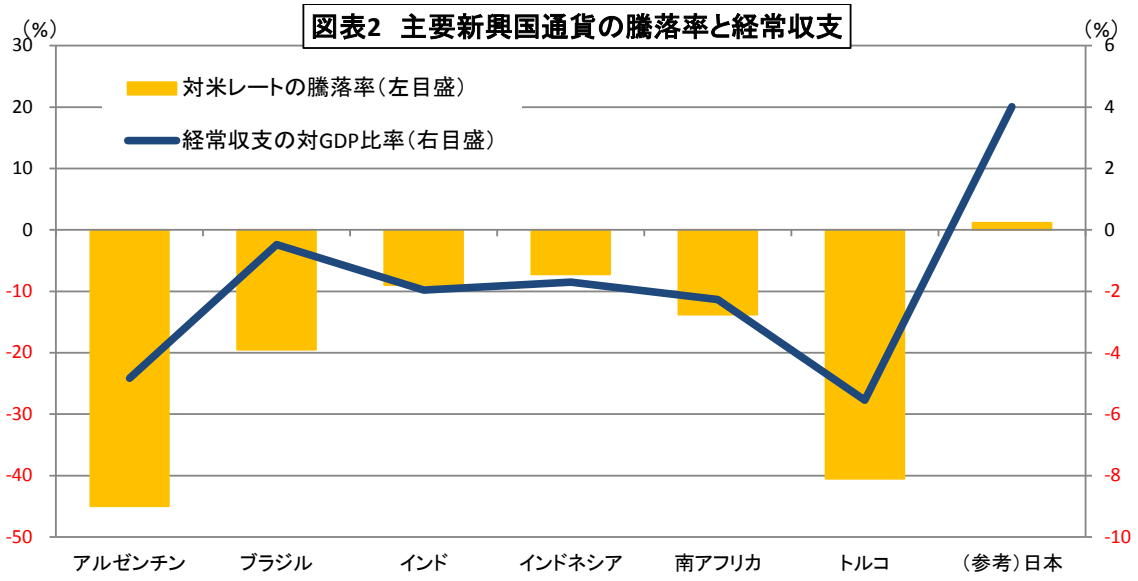
トルコ・リラ急落とテーパー・タントラム2.0への警戒

経済・物価情勢の改善を受けて、非常時対応を続けてきた欧米の中央銀行が政策正常化に向けて動くなか、新興国経済に流れ込んだ緩和マネーの逆流が懸念されてきた。特に、18年春には、米国の利上げペースが想定以上のものとなるとの思惑が広がり、一部の新興国で通貨安が強まった。なかでも幾度かデフォルトを経験したアルゼンチン・ペソの下げがきつく、アルゼンチン中銀は4～5月にかけて為替介入を行ったほか、3度にわたって計1,275bpの利上げを実施（5月4日時点の政策金利は40%）、さらには国際通貨基金（IMF）に支援を求めた。6月にIMFは500億ドルの金融支援を実施することを承認したが、コンディショナリティが課されているため、今後アルゼンチン政府は緊縮財政やインフレ抑制に注力しなくてはならない。ただし、今春の時点ではこうした動きは限定的であった。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

しかし、8 月 10 日には、拘束されている米国人牧師の釈放を巡って米国との関係が悪化したトルコの通貨リラが前日比▲16%（対米ドル）と急落、それが世界中の金融市場に波及するなどテーパー・タントラム 2.0 への警戒が一気に高まった。今回のトルコ・リラ急落は、直接的にはトルコ政府が釈放を拒絶したことへの報復の一環として、トランプ米大統領がトルコからの鉄鋼・アルミニウム輸入に対して追加関税（それぞれ 50%、20%）を課すとツイートしたことを契機に起きたが、その底流には前述したテーパー・タントラム 2.0 への警戒、トルコのエルドアン大統領が政策金利の引上げを認めないこと、さらに同大統領の強権的とされる政治姿勢への警戒などがあるとされる。また、拘束されている牧師はペンス副大統領と同じキリスト教福音派に属しており、11 月の中間選挙を前に支持基盤を固めるためのアピールとも言われている。なお、トルコも対米報復関税を導入するなど強硬姿勢を示しているが、新興国リスクが顕在化したことで、米中貿易摩擦などと合わせて世界経済全体の下振れリスクとして意識せざるを得なくなった。

図表2　主要新興国通貨の騰落率と経常収支



（資料）Bloomberg、国際通貨基金　（注）通貨の騰落率は2017年末から直近データを比較。経常収支は17年のデータ。

景気の現状：4～6月期は2四半期ぶりのプラス成長

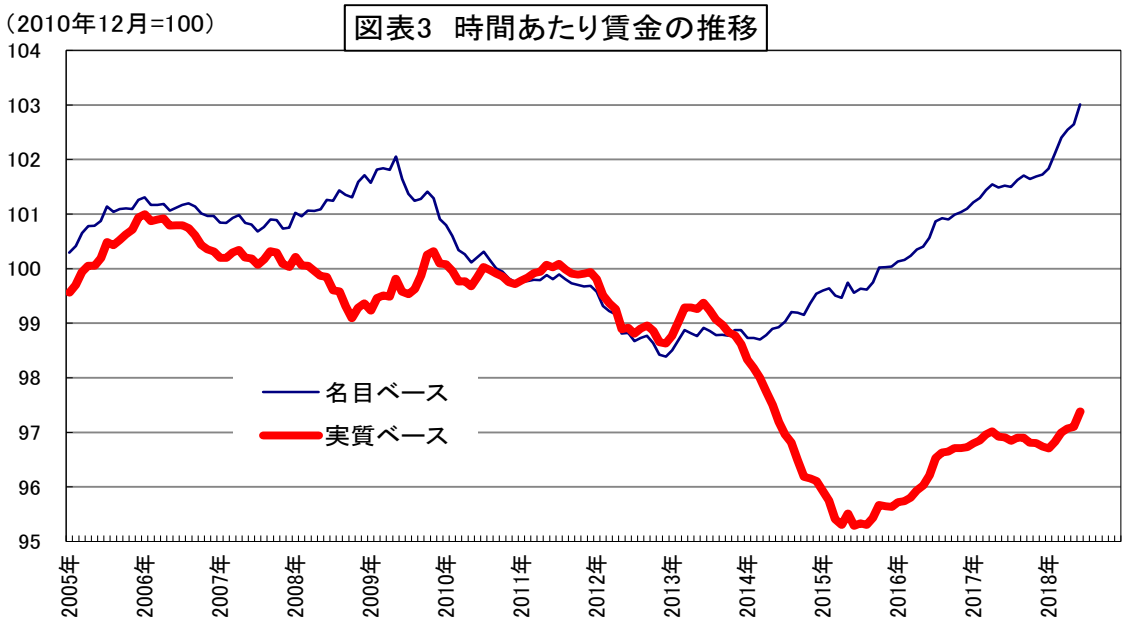
さて、日本経済に目を転じると、4～6 月期の実質 GDP は前期比 0.5%（同年率 1.9%）と、9 四半期ぶりのマイナス成長となった 1～3 月期から一転、プラス成長に戻った。ただし、前年比では 1.0%と潜在成長率（1%弱と想定）を辛うじて上回ったに過ぎず、18 年上期としても年率 0.2%成長にとどまるなど足踏み感も否めない。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

内容的には、これまで国内景気を牽引してきた財・サービスの輸出は 8 四半期連続のプラスながらも、1～3 月期（前期比 0.6%）に続き、同 0.2%と 17 年後半の同 2%台の増加ペースから鈍化した状態が確認できた。世界経済は引き続き緩やかな成長が続いているものの、サービス輸出（特に海上輸送貨物）を中心に弱い動きとなっている。

一方で、民間需要は底堅く推移した。17 年度中を通じて足踏みが続いた民間消費は 2 四半期ぶりに増加（同 0.7%）、前回の消費税率引上げ以降の最高値を 1 年ぶりに更新した。また、自律的な拡大局面をたどる民間企業設備投資も同 1.3%と 7 四半期連続で増加、経済成長を牽引した。

図表3　時間あたり賃金の推移



（資料）厚生労働省　（注）現金給与総額を総労働時間で除したものの12ヶ月移動平均。

生産・輸出は鈍いが、賃金上昇率は高まっており、今後の消費回復を下支え

月次の経済指標からも国内景気の現状を確認してみたい。GDP 統計でも鈍さが確認できた輸出であるが、貿易統計から日銀が推計した実質輸出指数については、7 月分は前月比 0.3%と 3 ヶ月ぶりの上昇となった。しかし、4～6 月平均を 1.5%下回るなど、頭打ち感が出ている。国際収支統計のサービス収支・受取も 4～6 月期は前期比▲1.8%と 2 四半期連続の減少であった。こうした動き等が影響して、鉱工業生産も鈍い動きとなっており、6 月分は直近ピークの 17 年 12 月の水準を 2.8%下回っている。このように輸出・生産が頭打ち気味に推移していることから、景況感などにも足踏みがみられた。

一方、労働需給の逼迫度は徐々に強まっており、これまで鈍

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

かった賃金上昇率も足元で高まってきた。5 年目となった官製春闘では 3 年ぶりに前年を上回った（前年比 2.26%、厚生労働省調べ）ほか、好業績を反映して夏季賞与も高い伸びとなっている（経団連調べ：大企業は前年比 8.62%）。雇用者数も 18 年上期は前年比 2%超のペースで増加しており、雇用者報酬も堅調に推移している。こうした家計所得の増加によって、消費の本格的な回復が促されることが期待されるが、今夏の酷暑・豪雨などの天候要因が消費マインドを悪化させたとの見方もあり、慎重に見極める必要がある。

景気見通し：徐々にソフトランディングに向けた動きも

以上から、足元 7～9 月期も民間需要の堅調さに牽引された経済成長がしばらく続くものと予想する。年末まで景気改善が続けば拡張期間としては戦後最長の 73 ヶ月に並ぶことになるが、それを上回る可能性は十分あるだろう。当総研では 4～6 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（1.6%）から減速するものの、引き続き潜在成長率を上回る成長になると予測している。

ただし、労働需給が逼迫する中、生産性の低い分野から高い分野への労働力シフトが本格的に起きているわけでもない。成長余力は残り少なくなり、いずれボトルネックが発生する可能性は高いように思われる。それゆえ、ソフトランディングに向けた動きが始まってくるだろう。

物価動向：足元鈍い動き

7 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 0.8%と、6 月分の上昇率と変わらずであった。これまで国際原油市況の高騰に伴ってエネルギー価格が上昇してきたが、それが一服したことが背景にある。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、5 ヶ月ぶりに上昇率が高まった。家計所得環境の好転などによって消費が持ち直しつつあることもあり、物価鈍化に歯止めがかかったといえる。とはいえ、まだ物価を大きく押し上げるほどの勢いはない。

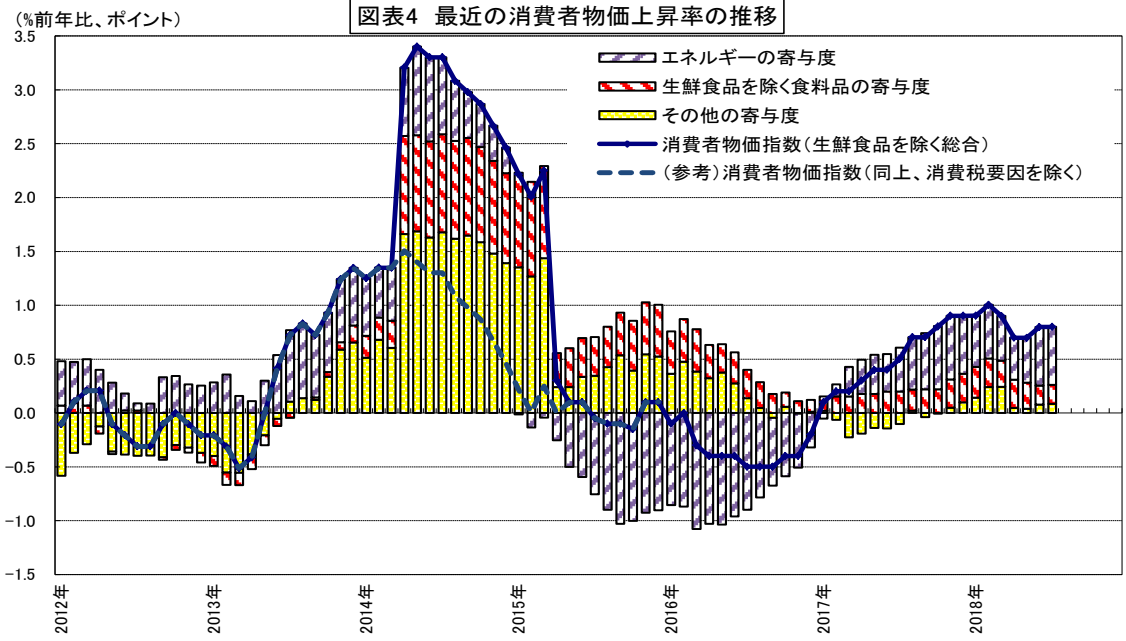
さて、物価の先行きについては、エネルギー要因はしばらく物価を下支えするとみられるほか、西日本豪雨や猛暑などに伴って足元で生鮮野菜が値上がりしており、物価指数を押し上げるだろう。ただし、それらが消費マインドを悪化させれば、消

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

費行動は抑制され、コアは伸び悩みかねない。ただし、前述の通り、足元では労働需給の引き締まりが賃上げを通じて家計の所得環境の改善につながりつつあることから、年度下期にかけてはコアで1%の上昇を目指す動きが強まるものと予想する。

なお、日本銀行は7月末に公表した展望レポートで物価見通しを下方修正したが、「経済・雇用情勢の改善に比べて、物価や予想物価上昇率の改善ペースは緩慢なものにとどまっている」ことを認め、その原因を「低成長やデフレの経験が生産性向上余地の大きさなどと相俟って、わが国では、物価のマクロ的な需給ギャップへの感応度が高まりにくく、適合的な期待形成の力が強い予想物価上昇率も上がりにくい状況が、想定以上の期間にわたって、続いている」ためと分析している。

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

金融政策：強力な金融緩和継続のための枠組み強化

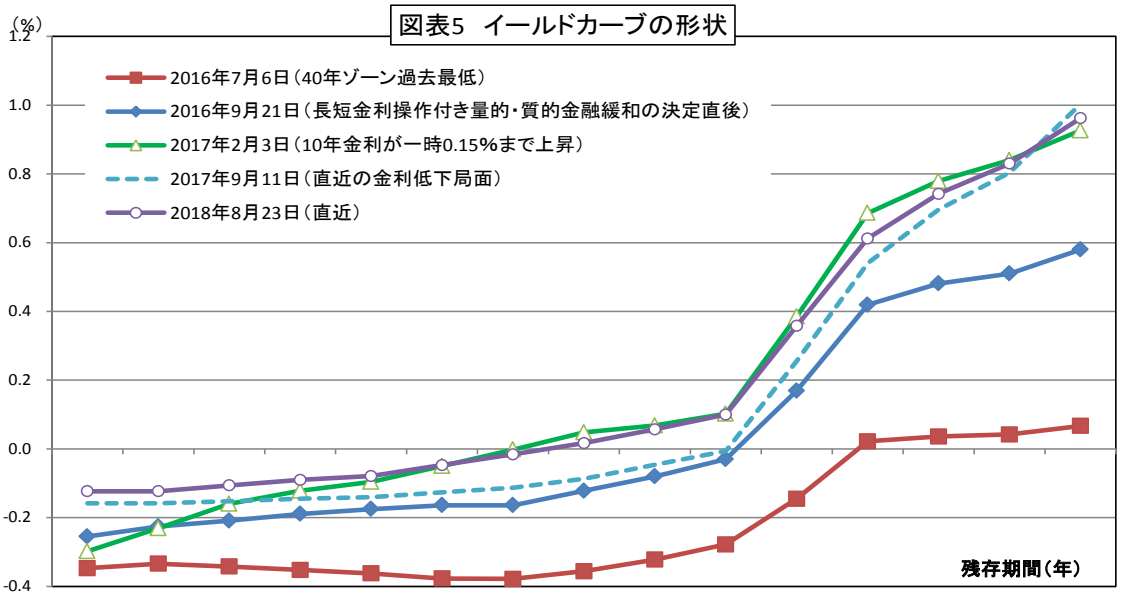
冒頭でも触れたように欧米の中央銀行が政策正常化に向けて動く中、2%の物価上昇と定めた「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現すべく、日銀は16年9月に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する姿勢を続けてきた。ただし、前述の通り、物価上昇率は十分高まっておらず、また2%達成も見通せる状況にはないため、大規模な金融緩和策がしばらく続くとの見方が定着しつつあった。

こうした中、7月30～31日に開催された金融政策決定会合を前に、日銀が金融緩和策の持続可能性を高める方策を検討するとの報道が浮上した。具体的には、長期金利の操作目標やETF

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

など資産買入れ手法を柔軟化するとのことであり、それらを巡って金融市場では思惑が交錯した。実際、同会合では現行政策の枠組みそのものは継続が決定されたが、経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動幅をこれまでの倍程度（±0.2%）許容することとなった（加えて、ETF・J-REIT の年間買入れ額の変動も容認）。同時に、19 年 10 月に予定される消費税率引上げなど不確実性を踏まえ、当面は現在の極めて低い長短金利の水準を維持するとのフォワードガイダンスも付け加えられており、展望レポートで下方修正された物価見通しとともに、政策金利の引上げは当面なさそうとの観測も強まった。

図表5　イールドカーブの形状



（資料）財務省

長期金利の操作目標の引上げはしばらく封印

今回の措置についての解釈は人によって異なるなど、固まっていないが、副作用を懸念する意見と早期の物価安定目標の達成を目指す意見（リフレ派）との妥協の産物と思われる。確かに 7 月中旬までと比べて、長期金利水準は切り上がったが、それを以て「出口に向けた一歩」を踏み出したとの解釈が妥当であるかについては議論の余地があるだろう。

今回は、機能不全に陥りつつあった債券市場や本業が赤字に転じつつある地域金融機関への対応という側面に加え、日銀が説明する通り、緩和策の持続可能性を高めるという理由もあることは確かであろう。そもそも現在の黒田総裁体制下での出口政策はオーバーシュート型コミットメントの存在により、物価が 2%超とならない限り開始されないことになっている。今回

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

の措置が物価上昇率を誘発させるわけではなく、金融緩和状態の長期化は避けられない状況である。万一、物価安定目標を達成する前に景気が後退局入りした際には長期金利を再び低め誘導することもないわけではない。

改めて、日銀の政策スタンスは大規模緩和を粘り強く続けてGDP ギャップを需要超過気味に誘導し、物価上昇の機運を高めていく、というものであることが確認できたといえなくもない。既に国債買入れペースは鈍化しているが、長期金利の操作目標などを引き上げるには、需給改善を伴った物価上昇圧力が明確になり、かつ 2%達成が見通せる状況になる必要があると思われるが、そこに至るにはまだ時間がかかりそうだ。

金融市場：現状・見通し・注目点

内外の企業業績は良好さを維持する半面、米国の保護主義的な通商政策への警戒も根強く、かつ 8 月 10 日のトルコ・リラ急落の影響が新興国リスクを意識させて世界の金融市場に伝播するなど、8 月中旬以降はリスクオフが強まった。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

金融政策の「柔軟化」で水準上昇

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（18 年 3 月末で 43.9%）。その結果、国債需給は基本的に引き締まっており、長期金利のコントロールがある程度可能な状態が作り出されている。

16 年 9 月に開始された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」では「長期金利の操作目標（10 年 0%程度）」が組み込まれ、それ以降の長期金利は概ね 0%を中心とする狭いレンジ内での展開となっていた。

18 年入り以降、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る場面はあったが、物価上昇圧力の緩和などもあり、そうした状態は長続きせず、長期金利は概ね「0～0.1%」のレンジ内で推移してきた。同時に流動性が枯渇するなど、債券市場の機能不全への懸念が高まっていた。

こうした中、7 月末の金融政策決定会合を控え、日銀が長期金利の操作目標の柔軟化などを検討するとの報道を受けて金

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

利に上昇圧力が加わった。前述の通り、同会合では長期金利の変動幅を拡大することなどを決定したが、それ以降は 0.1%前後での推移が続いている。

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）6/11、6/13、7/4の新発10年国債は出合いなし。

長期金利の上昇余地は大きくない

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が想定され、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、金利低下圧力が高まることは十分考えられる。基本的に長期金利の操作目標が「10 年 0%程度」と設定され、変動許容幅を±0.2%としている限り、長期金利がそのレンジを外れる可能性は高くない（上振れた際には指値オペ、固定金利オペや買入れオペの増額などを駆使、下振れた際には買入れオペの減額をするとみられる）。

また、民間エコノミストの想定通り、19 年度にかけても物価上昇率が 1%超とならない際には、逆に金利に低下圧力が掛かる可能性もあるだろう。引き続き、オペのオファー額や頻度、毎月末に提示される「当面の長期国債等の買入れの運営について」での買入れペースの動向が注目される。

② 株式市場

当面は上値の重い展開

日経平均株価は 1 月 23 日には 24,000 円台まで上昇、バブル崩壊後の最高値を更新するなど、年初の株式市場は堅調であったが、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

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

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てはいるが、23,000 円台の定着には至っておらず、全般的には上値の重い展開となっている。企業業績は底堅いほか、米国経済も好調さを維持するなど、市場環境は決して悪くないが、米国の保護主義的な通商政策への警戒が拭えない上、直近は新興国リスクが意識されるなど、先行き不透明感は強い。

先行きについては、基本的に内外経済は依然として改善基調にあることは今後とも株価を下支えすると思われる。とはいえ、米中貿易摩擦や新興国リスクへの警戒も強いため、当面は上値の重い展開が続くだろう。また、日銀は ETF 買入れ額（年間 6 兆円）も柔軟的な運用も決定したが、実際の買入れペースが明らかに鈍れば、株価には一旦抑制的に働くだろう。

③ 外国為替市場

足元は１ドル＝110円台で推移

18 年入り後、対ドルレートは、日銀の緩和縮小観測の浮上やムニューシン米財務長官のドル安容認発言などで円高圧力が高まり、1 月下旬には 4 ヶ月半ぶりの 1 ドル＝110 円割れとなった。2 月には世界同時株安でリスクオフが強まったほか、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円高が進行、一時 105 円前後となった。

しかし、4 月以降はリスクオンの流れとなったほか、米国金利の上昇から円安に転じ、5 月中旬には再び 110 円台に乗せた。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、その後は徐々に円安が進み、7 月中旬には一時 113 円台と 6 ヶ月ぶりの円安水準となった。直近はトランプ米大統領のドル高牽制や日銀による長期金利の操作目標の柔軟化、新興国リスクの顕在化などを受けて 110～112 円あたりで推移している。

正常化を着実に進める米国の金融政策は円安材料であり、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。しかし、トランプ米大統領は米 FRB の利上げ姿勢や中国・EU の通貨安を批判するなど、ドル高に対する警戒姿

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

勢を強めていることから、一方的な円安進行も予想しづらい。さらにトルコ・リラ急落が他通貨に伝播するような事態になれば、安全通貨として日本円がより選択されやすくなるだろう。

以上から、基調としては110円台前半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。

ユーロ安気味の展開

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。しかし、5～6月にかけては、欧州経済の先行き懸念に加え、伊政治情勢や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した。さらに8月に入ると、トルコ・リラ急落を受けて、トルコ向け債権を抱える欧州銀行への懸念が高まり、一時ユーロ安が強まった。

先行きもトルコなど新興国リスクへの警戒が高いほか、19年度予算案を巡る伊・EU間の交渉も難航が予想されることから、ユーロ安気味の展開が続くだろう。

図表7　為替市場の動向

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

(18.8.23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

情勢判断

米国経済金融

労働市場の堅調さと緩やかなインフレが続く米国経済

～第 2 四半期 GDP は前期比年率 4.1%～

佐古　佳史

要旨

11 月に予定されている米中首脳会談を前に、貿易摩擦の解決を目指すべく、米中の交渉担当者は現在行程表を作成している。とはいえ、対中貿易政策をめぐり米国側は一枚岩ではなく、貿易摩擦が解決へ向かうのか、現状では判断が難しい。

経済動向については減税政策などの特殊要因が重なり、第 2 四半期の GDP 成長率は前期比年率 4.1%と約 4 年ぶりの高成長となったものの、次第に 2%程度とされる潜在成長率へ回帰していくと考えられる。

貿易摩擦解決へ向け行程表を作成中

トランプ政権は 8 月 23 日、中国製品 160 億ドル相当に対して 25%の追加関税を発動し、中国も同時に対抗関税を発動する予定となっている。また、10%の追加関税を課す 2,000 億ドルの中国製品のリストを 7 月 10 日に発表した米通商代表部（USTR）は、税率を 25%に変更することも視野に入れて検討している。

一方で、一部報道にて 11 月に予定されている米中首脳会談を前に、貿易摩擦の解決を目指すべく、米中の交渉担当者は現在行程表を作成している。とはいえ、米政権内も一枚岩ではなく、対中強硬姿勢を貫く通商代表部と比較的穏健派の財務省や国家経済会議との間で行程表をめぐり意見が分かれているため、貿易摩擦が解決へ向かうのか現状では判断が難しい。

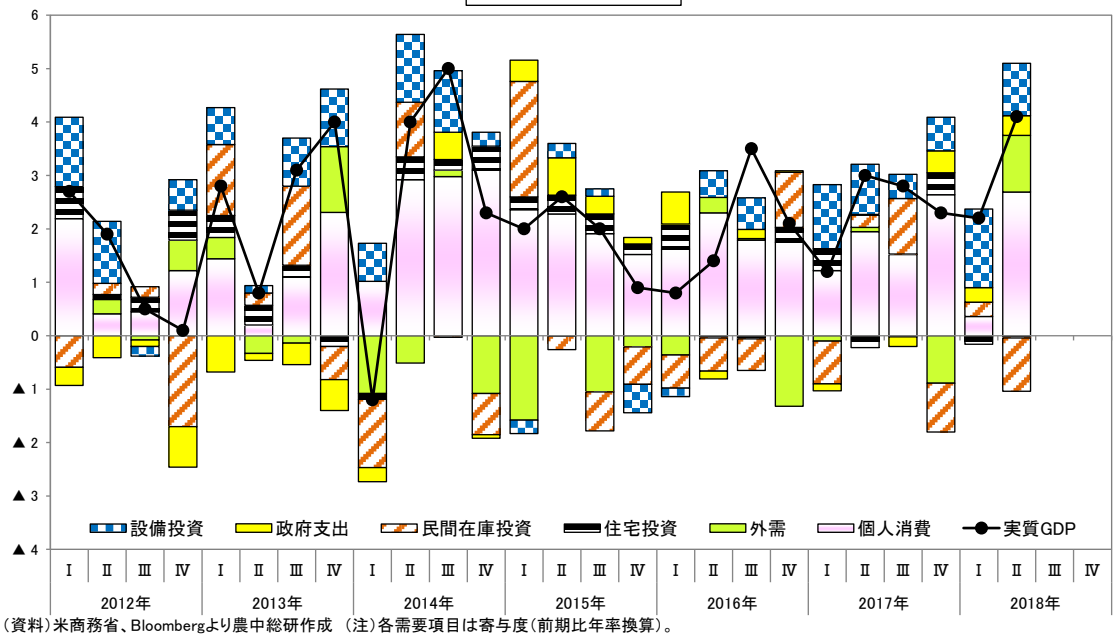
第 2 四半期 GDP（速報値）は前期比年率 4.1%の高成長

さて、7 月 27 日に公表された 4～6 月期 GDP（速報値）は前期比年率 4.1%と、14 年 7～9 月期（同 4.9%）以来約 4 年ぶりの高成長となった。需要項目別では、個人消費と純輸出、設備投資などが堅調に推移した。もっとも、高成長の背景には、消費が弱含んだ 1～3 月期からの反動に加えて、減税政策による消費の拡大、追加関税を回避するための輸出の前倒しなどの特殊要因が重なったことが挙げられるため、持続可能な成長速度とはいいがたい。今後、成長率は 2%程度とされる潜在成長率に向かって低下していくとみられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

（%前期比年率、ポイント）

図表1 GDPの推移



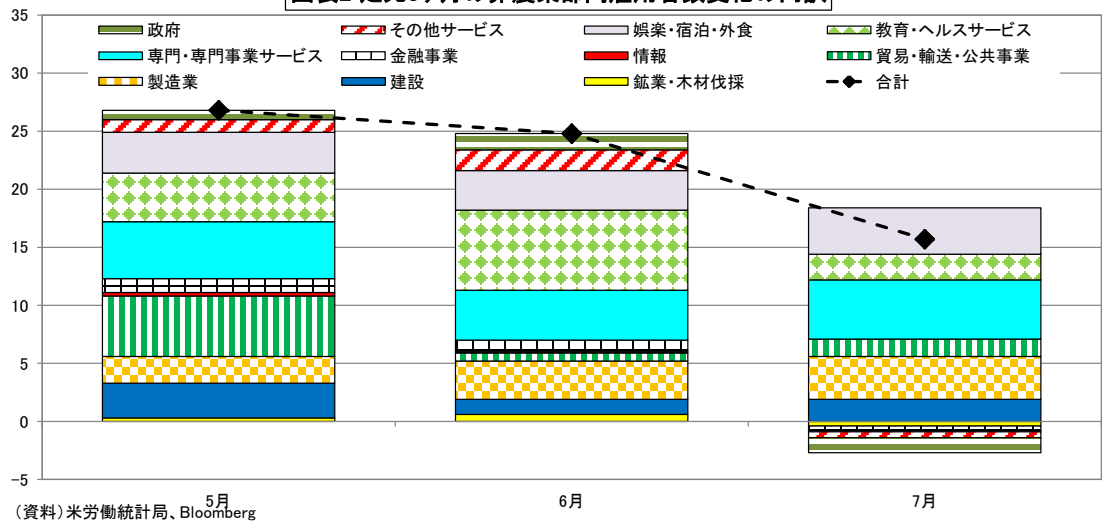
（資料）米商務省、Bloombergより農中総研作成 （注）各需要項目は寄与度（前期比年率換算）。

速いペースでの雇用拡大が進む

以下では月次の指標を確認してみたい。7月の非農業部門雇用者数は前月から15.7万人増となり、5～7月の平均では22.4万人増と速いペースでの雇用拡大が続いている。また、失業率は3.9%へと改善した。賃金上昇率は前年比2.7%と6月から伸び率は加速しなかったものの、労働市場がひっ迫していることもあり、先行きについては緩やかに高まると思われる。

（万人）

図表2 足元3ヶ月の非農業部門雇用者数変化の内訳



（資料）米労働統計局、Bloomberg

緩やかな上昇傾向にあるインフレ率

7月の小売売上高（総合）は前月比0.5%の増加となり、事前予想（同0.1%）を大きく上回った。先行きについても、雇用者数の伸びや緩やかな賃金上昇、減税政策の効果に支えられ、消費の拡

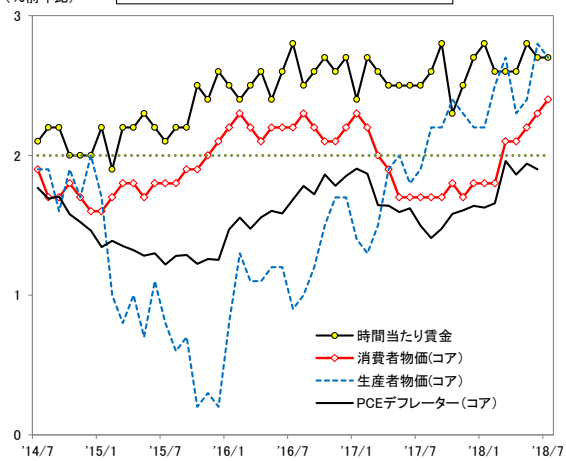
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

大は続くと考えられる。

企業部門については、7 月の鉱工業生産は、製造業部門が前月比 0.3%だったものの、公益、鉱業部門が低下したことから、同 0.1%と控えめな伸びとなった。もっとも、7 月の ISM 製造業景況指数が 58.1、非製造業景況指数が 55.7 とマインド指数は高い水準で推移している。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。

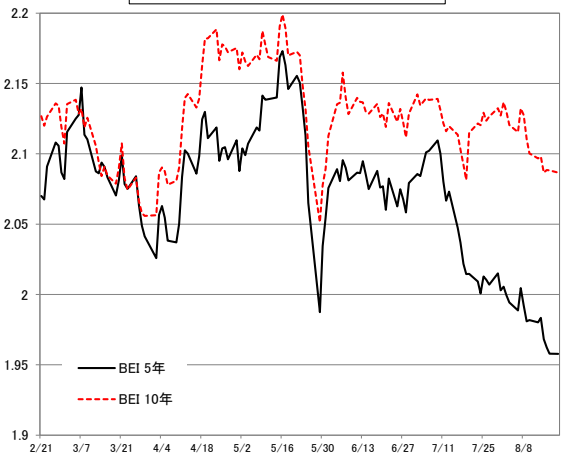
インフレ関連指標をみると、7 月のコア生産者物価指数は前年同月比 2.7%となり、6 月から伸びがわずかに鈍化した。コア消費者物価指数は同 2.4%となり、伸びが加速した。一方、期待インフレ率（ブレーク・イーブン・インフレ率）は 7 月から 8 月にかけて低下基調で推移している。FRB が注目する PCE デフレーター(コア)の上昇率は 4 月から 6 月にかけて同 1.9%と、FRB が目標とする 2%に迫っている。全体としてみれば、インフレ率は緩やかな上昇傾向にあるといえる。

図表3 近年のインフレ関連指標の推移



（資料）米労働省、経済分析局、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

金融市場：現状・見通し・注目点

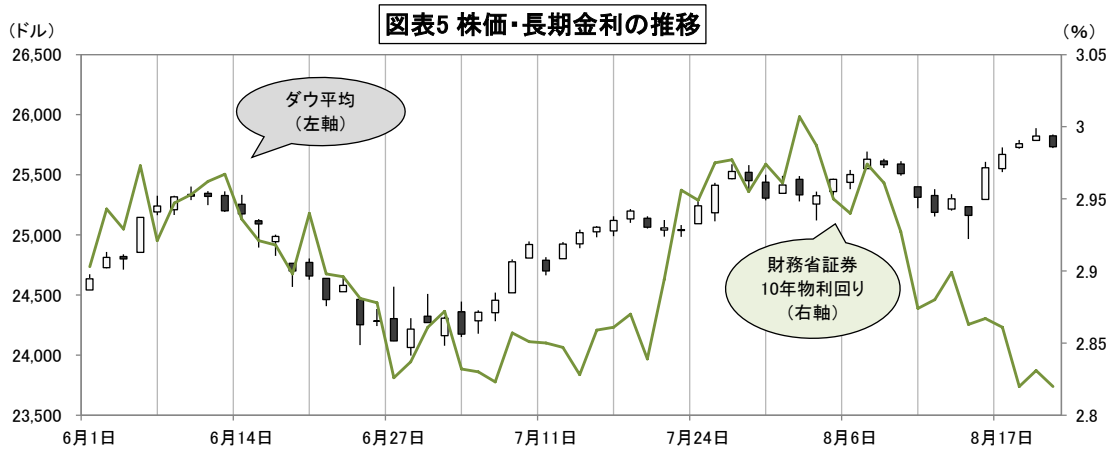
最後にマーケットを概観すると、米長期金利（10 年債利回り）は、5 月末以降、イタリア情勢不安や、米中貿易摩擦の懸念、米国の輸入自動車への追加関税導入に対する警戒などから、リスクオフが断続的に強まり、2.9%を中心とした動意に乏しい展開が続いた。

7 月 25 日に、トランプ大統領とユンケル欧州委員会委員長が米欧間での貿易戦争回避を目指すことで合意したこともあり、金利は上昇し、8 月 1 日にはわずかながらも 3%を超えた。ただしその後は、米中貿易摩擦懸念の再燃や米トルコ間の対立などから金利は再び低下基調となり、足元では 2.8%に迫っている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

先行きについては、インフレ率が緩やかに上昇しており、FRBによる年内 4 回の利上げを織り込みやすい環境にあるものの、依然として貿易問題をめぐり緊張した局面が継続している上に、18年 11 月に中間選挙を控え、トランプ政権の姿勢が軟化するとは想定しづらい。また、FRB による利上げが続くなか、トルコ・リラの急落が新興国へ波及する懸念も払拭できない。以上から、金利の大幅な上昇は考えづらく、10 年債利回りは 3%を下回って推移すると思われる。

図表5 株価・長期金利の推移



（資料）Bloombergより農中総研作成

株式市場は、3 月から 5 月にかけて方向感を欠く展開であった。6 月前半にかけて、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、6 月 15 日に公表された中国製品への追加関税の発表を受け再び下落した。7 月に入ると、貿易摩擦が一旦小康状態になったことや決算発表への期待感などから再び株高となり、8 月も実際に発表された決算が好調だったことが好感された。

トルコリスクは解決されていないものの、米国株に影響を与えるほどには材料視されていない。むしろ米企業の好調な業績予想を好感して基本的には株価上昇の地合いが続くと考えられる。また、貿易摩擦について米中間で改善の動きがあれば追い風となるだろう。一方で、トルコリスクが新興国へさらに波及するようなことが生じれば、株価は再び調整を余儀なくされるだろう。加えて、米国の輸入自動車への追加関税の行方についても注意が必要となる。

（18. 8. 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

経済政策の微調整で安定成長を目指す中国

～地方政府の債券発行加速等で景気を下支え～

王　雷軒

要旨

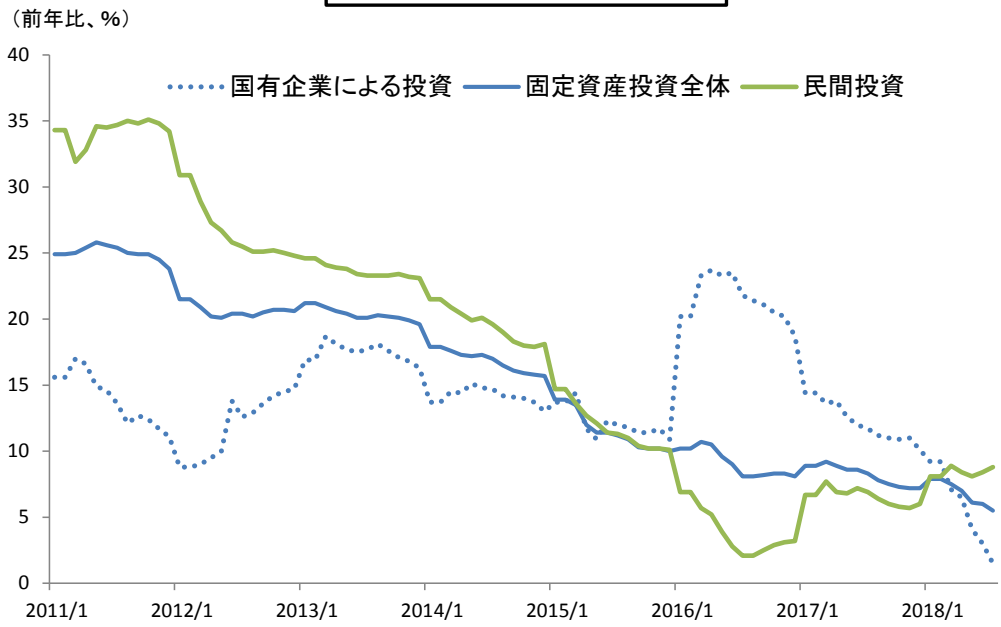
固定資産投資の減速などを受けて、2018年4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.7%と1～3月期（同6.8%）から小幅減速したが、その後も景気減速が続いていると見られる。また、米中経済摩擦などをめぐる不確実性は引き続きくすぶっている。

こうしたなか、当局は安定成長を維持するため、金融財政政策の微調整を行ったと考えられる。これを受けて、地方政府の債券発行が加速し、それを財源に公共投資が活性化し、景気の下支えに貢献するだろう。

7月分の経済指標からは緩やかな景気減速が継続

2018年4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.7%と1～3月期（同6.8%）から小幅減速した。その後も、7月分の経済指標を確認すれば、消費と輸出は比較的底堅く推移したものの、固定資産投資は鈍化が続いていることから、緩やかながらも景気減速が続いていると見られる。

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、直近は18年7月。

国有企業による投資の鈍化は鮮明

投資主体別で固定資産投資の動きをみると、固定資産投資全体の6割を占める民間投資は下げ止まった一方、インフラ整備

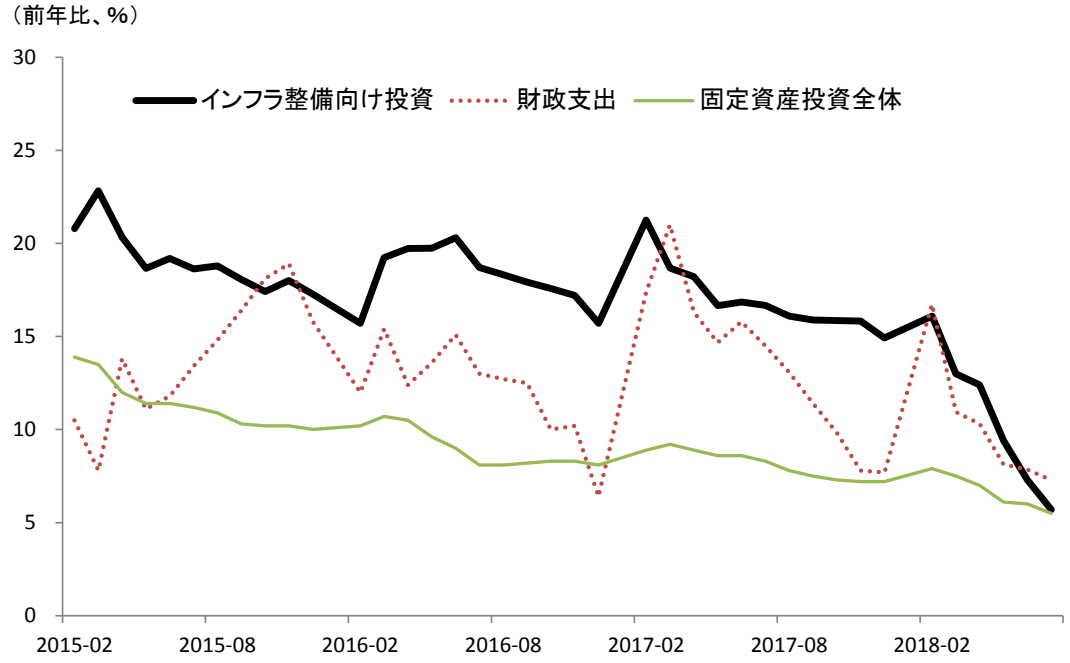
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

財政支出の鈍化もあって、インフラ整備向け投資は大きく鈍化

向け投資の担い手となる国有企業の投資は鈍化が目立つ（図表1）。

分野別に見ても、固定資産投資全体の約3割を占めるインフラ整備向け投資の伸びは足元で大きく鈍化しており、この影響で、固定資産投資全体も鈍化が続いている。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、財政支出が抑制的になっていたことが背景にあると見られる（図表2）。

図表2　インフラ整備向け投資と財政支出の推移



（資料） 中国国家統計局、財政部、WIndより作成、（注） 年初来累積、直近は18年7月。

米中経済摩擦をめぐる協議再開に期待も不確実性くすぶる

投資減速を受けて国内景気の減速懸念が高まったことに加え、米中経済摩擦をめぐり追加関税の応酬も続いている。

第1弾として、米中両国は7月6日にそれぞれ340億ドルの相手国の製品に25%の追加関税を発動した。

米国は8月7日、中国の知的財産権侵害に対する制裁関税の第2弾を23日に発動すると発表した。具体的には、中国からの輸入品160億ドル、279品目に25%の関税を上乗せする。これに対して、中国も報復措置として、米国からの輸入品160億ドルに23日から25%の追加関税を課すことを発表した。

さらに、米国が第3弾として2,000億ドルの中国製品に25%の追加関税を検討しているが、その後対中制裁姿勢をさらに強

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

めた米国に対抗するため、中国は8月4日に600億ドルの米国製品に5～25%の4段階の追加関税という対抗措置を発表した。これを回避することができるかどうかは重要となるが、8月22～23 日に米中経済摩擦をめぐる協議が 2 ヶ月ぶりに再開される。

ただし、その協議は次官級レベルであり、具体的な合意に至る可能性は高くないと思われる。市場ではこの協議再開に期待はあるものの、米中経済摩擦をめぐる不確実性は引き続きくすぶるだろう。

経済政策の微調整

①国務院常務会議開催

こうしたなか、政府と共産党指導部が相次いで重要な会議を開催した。

まず、7月23日に開催された国務院常務会議（内閣に相当）で、積極的な財政政策と穏健な金融政策を推し進めていく方針が改めて表明された。特に、「先を見越した積極的な財政政策は今後一段と活発となる」としたうえで、法人税減税や地方債発行を加速させることなどが決定された。

具体的な財政政策パッケージの主な内容として、①研究開発支出のある企業に650億元の追加減税、②インフラ投資に向けた地方債発行の促進、③国家融資担保基金の立ち上げ、中小・零細企業向け銀行の金融債発行に関する規制緩和、④ガス・運輸・通信などの分野のプロジェクト導入を通じた民間投資の活性化、⑤外国企業の再投資を促進する政策の改善、⑥基礎研究と中核テクノロジーの加速、などが挙げられる。

加えて、穏健な金融政策の下、潤沢な流動性や社会融資規模を維持する方針も示された。

②党中央政治局会議開催

また、7月31日に共産党は党中央政治局会議を開催し、年前半の経済情勢について、「安定成長が続いたものの、新たな問題や挑戦に直面したほか、外部環境も明らかに変化している」との認識を示した。

そのうえで、年後半の経済運営について、「安定成長を維持しながら供給側の構造改革を深化させること、金融リスクの軽減、貧困対策、環境汚染対策という3つの戦いへの対応を着実に行う」との姿勢を示した。

具体的な施策として、①安定成長に向けた積極的な財政政策と穏健な金融政策を実施し、雇用・金融・貿易・投資（内外を含む）の安定を図ること、②供給側の構造改革をさらに深化さ

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

せること（過剰生産能力の削減、企業経営コストの削減、弱い分野の補強など）、③金融リスク軽減に取り組みながらも実体経済への支援を行うこと、④上海輸入博覧会の開催や一帯一路などを通じた改革開放を促進すること、⑤需給改善により住宅価格の安定を図るなど、不動産市場を巡る問題を解決すること、⑥民生の保障や社会安定への取り組みを着実に推し進めること、が発表されている。

緩和気味な金融政策に加え、積極的な財政政策の着実な実施を再確認

上記のように、両会議の内容はほぼ同じである。金融政策については、従来の「穏健中立」の金融政策から「穏健」な金融政策という表現に変更され、緩和気味なスタンスを示したことが変更点だ。

振り返ってみると、17 年初から 18 年春先までは引き締め気味な金融政策が実施されていたが、18 年 4 月に預金準備率の引き下げ、続いて 7 月にも再び引き下げが行われたことなどから、景気下支えのため、事実上緩和政策に転換したと思われる。

財政政策についても「内需拡大と構造調整の促進に向けてより大きな役割を果たすべき」と強調された。次に述べるように、まず、地方政府の債券発行を加速させることが実行されるだろう。

特別地方債発行の遅れがインフラ整備向け投資鈍化の一因、今後は発行加速へ

近年の新規地方債（一般地方債＋特別地方債）発行の動きを確認すると、特別地方債（専項債、地方政府の特別予算における収益性のある公共事業の投資に用いられるものである）の発行が拡大していることが分かる。18 年予算では、その新規発行限度枠が 17 年に比べて 5,500 億元増の 1 兆 3,500 億元に設定されている。

特別地方債の新規発行急増の背景には、プロジェクトの収益から返済する仕組みであるため、債務不履行が発生しても、それが地方財政の信用を揺るがす可能性は低いほか、地方政府によるインフラ整備向け投資の資金が不足していたことが挙げられる。

しかし、地方債発行で得た資金の一部はその発行目的に基づいた支出に充てられなかったケースもあり、16 年以降、中央政府は地方債管理業務の規範化を図る対策に取り組んできた。その影響もあり、特別地方債の新規発行済額は 18 年 7 月末現在 5,632 億元に留まり、約 6 割が未発行となっている。

こうしたなか、8 月 14 日に財政部が地方政府の財政局に 10

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

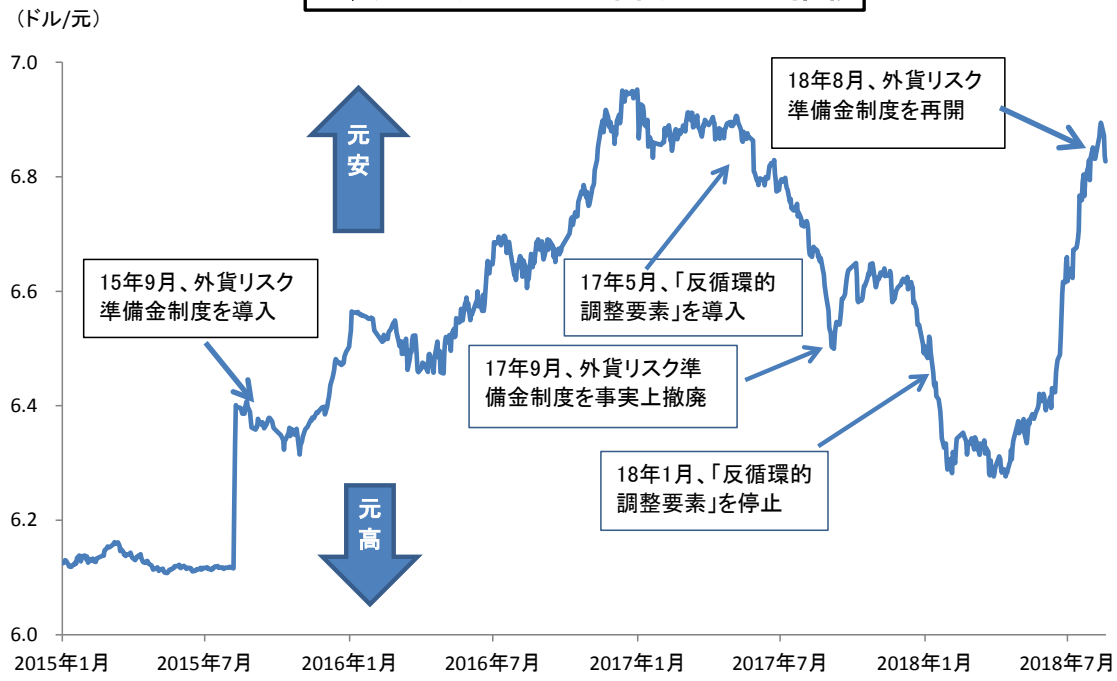
月末までに 1 兆 3,500 億元の新規特別地方債の発行を完了させ、調達された資金を重要分野および建設中のプロジェクトに使うよう通達した。

また、中国政府は中国経済を下支えする鉄道建設投資額の積み増しも決定した。18 年に当初予算の 1 割増に相当する 680 億元超を上積みし、投資額を前年並みの 8,000 億元超にまで引き上げた。

経済見通し：7～9 月期も減速、10～12 月期は持ち直しへ

これらの内容を踏まえ、中国経済は 7～9 月期（前年比 6.6%）も減速となるものの、経済政策の微調整による効果が出ると見られる 10～12 月期には持ち直し（同 6.7%）が見込まれる。ただし、18 年通年の成長率は 6.7%と 17 年（6.9%）から減速するというシナリオは変わらない。

図表3　人民元･ドル中間レートの推移



（資料）CEICデータより作成　直近値は18年8月22日。

人民元安抑制策として外貨リスク準備金制度を再開

最後に、人民元安抑制策について見てみよう。4 月以降、人民元対米ドルレートは下落に転じ、6 月以降は下落ペースが加速している（図表 4）。8 月 3 日には PBOC が人民元対米ドルの中間レートを 6.83 元と、1 年 2 ヶ月ぶりとなる人民元安水準に設定すると、下落基調が強まった。

これを受けて、PBOC は 8 月 3 日に人民元の過度の変動を抑制

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

する策として外貨リスク準備金制度を再開し、同準備金の比率を0%から20%に引き上げることを発表した。

15年8月のPBOC中間レート算出方法の改定後、オフショアとオンショア市場で急速に進んでいた人民元安期待を抑制するために15年9月に導入された同制度は、今回も足元の急速な人民元安の進行を受けて、人民元安期待を抑制する目的で再開されたと推測される。

ちなみに、同制度は人民元先物取引の20%に相当する準備金を無利息、ドルで1年間PBOCに預け入れることを市中銀行に義務付けるものであったが、その後人民元高に転じたため17年9月に準備金比率を20%から0%に引き下げ、事実上撤廃していた。

同制度の再開に加え、当局は市中銀行に対して売りに売りを呼ぶような群集行動や為替相場のモメンタムを追随する動きを回避するよう注意を促している。

これらの人民元安抑制策より、一旦小幅な人民元高に振れたものの、米国とトルコの関係悪化によるトルコ・リラの急落もあり、中国も含むほかの新興国に飛び火する警戒感が高まり、さらに人民元安・ドル高が進行した。

こうしたなか、PBOCの上海本部は8月16日に上海自由貿易試験区内の各銀行拠点に対して、当座勘定を用いて海外との人民元建ての預金や貸出を行わないよう通達した。これを受けて人民元安がようやく一服した。

当面人民元安圧力はあるものの、急速な人民元安の流れは是正へ

先行きについては、米中経済摩擦の不確実性が引き続きくすぶるほか、しばらく景気減速も続くと見られることで、人民元安がさらに進む場面も想定しうる。

ただし、こうした場面では17年5月に導入、18年1月に停止された「反循環的調整要素」（人民元の中間レート算出の際の手法であり、人民元レートの過度な変動を防止し、人民元の安定を図るもの）の利用再開のほか、巨額の外貨準備高を利用した為替介入や資本移動規制の強化といった選択肢もあるので、急速な人民元安の流れは是正されるだろう。

（18.8.22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

分析レポート

欧州経済金融

EU の統合深化を目指すフランスと EU から離脱する英国

～相反する 2 つの動きの中で問われる EU の将来像～

山口　勝義

要旨

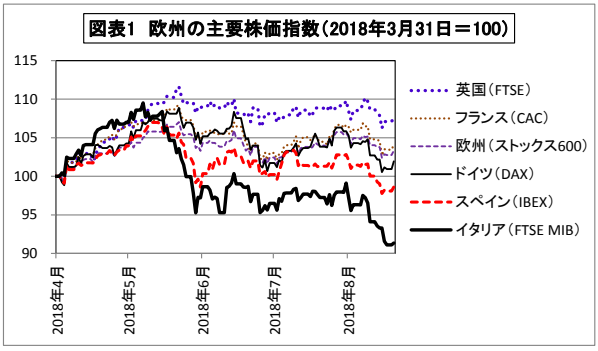
EU では国家主権を巡る仏英の逆方向の動きが併存しているが、経済面でも、改善の兆しがあるフランスと減速懸念の大きい英国とは対照的な立場に置かれている。こうしたなか、ブレグジット以外にも遠心力が強まる EU では、その将来像の明確化が重要になっている。

はじめに

欧州の金融市場は、各国各様の材料でまちまちな動きを強めている（図表 1）。イタリアでは新政権による財政拡張に伴う混乱懸念が、またドイツでは貿易摩擦の拡大懸念が、主要な重荷となっている。一方、欧州連合（EU）からの離脱（いわゆるブレグジット）交渉が山場を迎える英国では、ポンド安などに支えられ、株価指数はむしろ堅調に推移してきている。

この他にも 6 月以降、夏季休暇入りを前にした欧州では重要な材料が相次いだ。ギリシャについては、6 月 21 日のユーロ圏財務相会合で、第 3 次支援が期日を迎える 8 月をもって金融支援を終了する方針が決定された。6 月 19 日にはメルケル独首相とマクロン仏大統領が会談し、フランスによる提案を基にユーロ圏共通予算の創設で合意したほか、欧州安定メカニズム（ESM）の機能拡充や難民等の管理強化などでも一致した。両首脳はこれらを「メーゼベルク宣言」として取りまとめ、独仏の協調体制をアピールした。

これに対し、6 月 28・29 日の EU 首脳会議では、イタリアが求めた難民等への対応強化を巡り議論は紛糾した(注 1)。難民や不法移民への対応策では、折からドイツ国内でもメルケル連立政権の崩壊の可能性をも伴う大きな問題に拡大しており、EU 内で統一的な対策を策定できるかどうかが注目された(注 2)。一方、こうした中では EU の統合深化策については議論が深まらず、独仏提案のユーロ圏共通予算の検討は先送りされた。また、重要な議題となるはずであったブレグジットについても、英国による離脱方針策定の遅れから、やはり議論の対象とはならなかった。



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

その後、EU 首脳会議での難民等への対策の合意を踏まえメルケル政権の崩壊は回避されたものの、このように EU 内の重要課題の協議が今秋以降に持ち越される結果となっている。しかもその協議の主題は、国家主権の EU への移譲か自国への回復かという、相反する 2 つの動きである。これらが同時進行する中で、前者の面で存在感を強めるフランスと、後者の主役である英国の動向が注目されている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

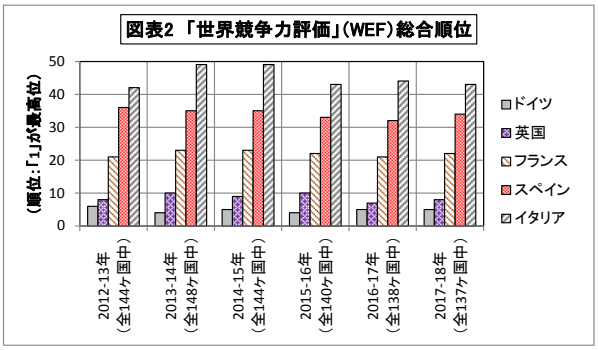
改革の進捗で自信を回復するフランス

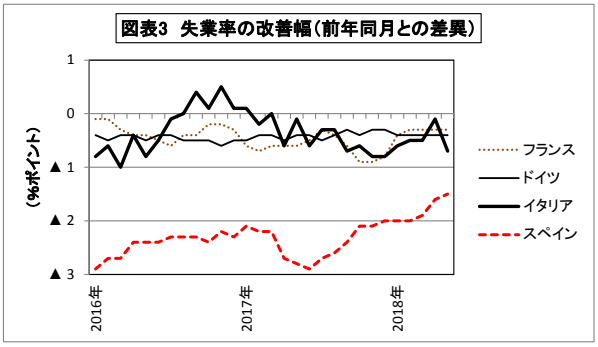
EU内における指導力の発揮という点で、このところ、メルケル独首相との対比で、マクロン仏大統領の存在感が増している。この背景には、経済の活性化を図る改革の進捗と、それに伴うフランスの自信の回復が働いているものと考えられる。

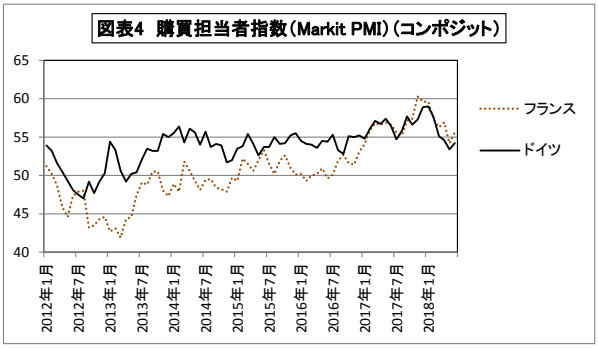
2017年5月に大統領に就任したマクロン氏は、フランス経済の弱点であった硬直的な労働市場を手始めに、税制などの広範な分野で精力的に改革に取り組んでいる(注3)。確かに公務員比率の高さなどを含め、フランス経済の非効率性や競争力の弱さは明らかであり、改革の難度は高い（図表2)。実際に、改革の過程ではストやデモが頻発し、支持率も当初の60%台から40%台に下落している。年金改革というヤマ場も、今後に控えている。また、失業率は今も9%台であり、3%台のドイツとの格差は大きいうえ改善の足取りは鈍い（図表3)。このため、改革の成果が国民の実感として現れるには時間を要し、その間にポピュリスト勢力の伸張を許すリスクが常に付きまとっている。

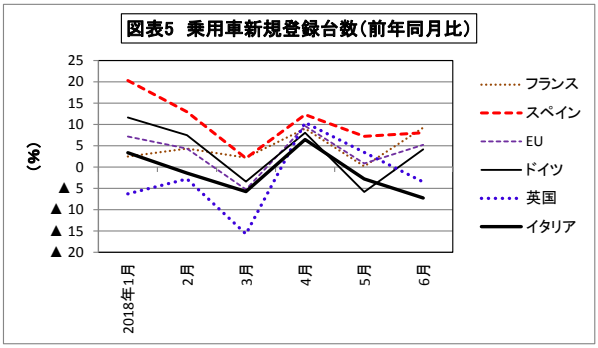
しかし、かつては頻発したゼネストへの拡大が見られない点や、大統領支持率も前任者対比では概ねより高い水準を維持している点は、将来を見据えた改革に対する国民の共感の反映であると考えられる。また他国との比較でも、株価や購買担当者指数（PMI)、自動車を含めた消費などでの堅調な推移は、長くドイツの後塵を拝してきたフランス経済の改善の兆しとも受け止められる(図表1、4、5)。

こうした点でマクロン改革は投資対象としてのフランスの価値を高めるほか、自信の回復に裏打ちされたフランスによるEUへの積極的な関与は、金融統合の一方で財政分権というユーロ圏の根本的な問題の改善を通じた、EU全体のリスク耐性の向上という点でも意義が大きい。銀行同盟の課題として残る預金保険制度の統合に関する議論なども含めて、その影響の波及が期待される。









(資料) 図表2はWEF(世界経済フォーラム)の、図表3はEurostatの、図表4はBloomberg(原データはIHS Markit)の、図表5はACEA(欧州自動車工業会)の、各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

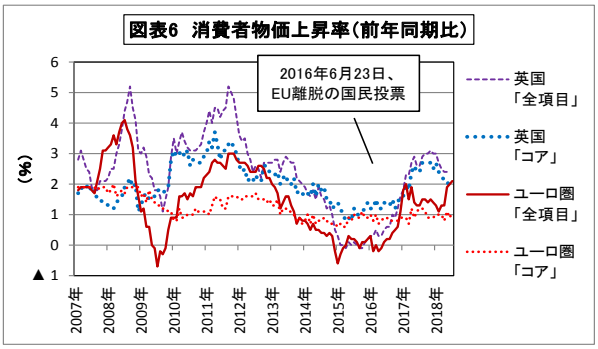
EU 離脱を控え不透明感が強まる英国

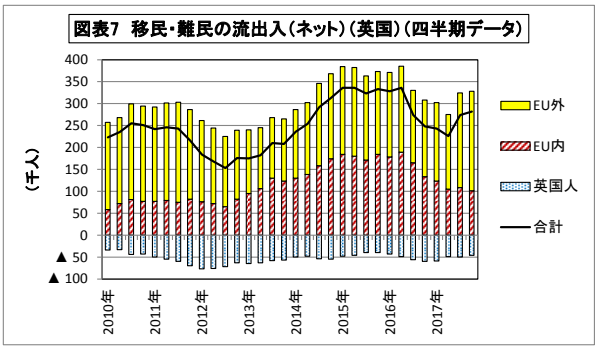
こうして進捗が期待される EU の統合深化に対し、全く逆方向の動きがブレグジットである。しかも、この相反する 2 つの動きが今秋以降の EU の主要なテーマとなるばかりか、10 月中と目されるブレグジット交渉の実質的な期限は目前に迫っており、英国が EU との間に何らの合意もないまま「無秩序な離脱」を迫られる可能性も強まってきている。

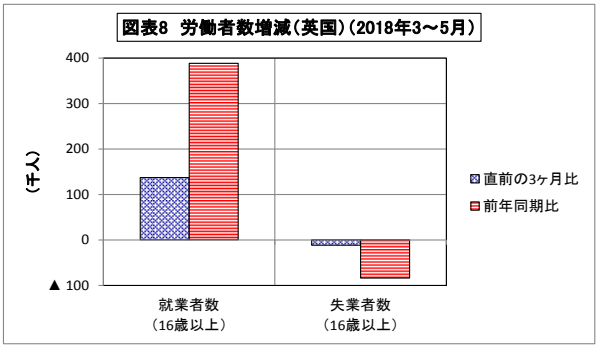
英国はようやく 7 月 12 日になり、EU 離脱後の EU との通商関係などの交渉方針などを示す「白書」を公表した。アイルランド国境問題もあり、単一市場と関税同盟からの完全離脱ではなく一部は EU との関係を残したソフトな離脱にならざるを得ないが、「白書」公表の直前に強硬離脱派の 2 閣僚が辞任するなど、メイ首相の求心力には一段の低下が生じている。

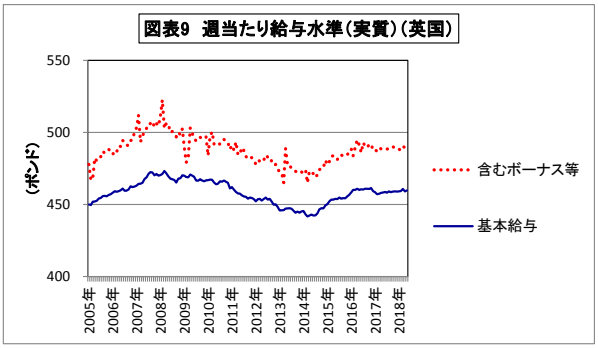
このように先行きの不透明感が強い英国であるが、イングランド銀行（BOE）は 8 月 2 日、昨年 11 月に続く利上げを行い、0.50%の政策金利を 0.75%に引き上げた。英国の経済情勢はポンド安などの恩恵を受け想定外に堅調であるほか、輸入物価の上昇で消費者物価上昇率も政策目標である年 2%を上回る水準にある（図表 6）。また、EU 離脱の決定以降には特に EU 内からの移民等の流入減少が見られており、労働市場の引き締まりも利上げの背景となっている（図表 7、8、9）。加えて、ブレグジットに伴い経済情勢が大きく混乱する可能性がある中では、政策の糊代作りの意味合いも大きいものとみられる。

現にこのまま EU からの「無秩序な離脱」となった場合には 19 年 3 月 29 日の交渉期限後に EU との新たな通商関係の具体的な交渉のために設けられる「移行期間」も白紙化され、英国は即日、EU との間での物流の停滞などに直面する恐れがある。その影響の大きさから 10 月に向けては EU・英国双方の歩み寄りを期待する向きもあるが、予断は許されず、このところ通貨ポンドは下落基調をたどっている。









（資料）図表 6 は Eurostat の、図表 7～9 は ONS（英国国家統計局）の、各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

おわりに

このようにEUでは、EUへの国家主権の更なる移譲を伴う統合深化を主導するフランスと、主権の自国への回復を目指す英国の、逆方向の動きが併存している。経済面でも、改善の兆しがあるフランスとブレグジットに伴う減速懸念の大きい英国とは、対照的な立場に置かれている。

これ以外にもEUをより広く眺めれば、最近では統合深化よりも遠心力の強まりが際立っている。ハンガリーやポーランドでは、欧州の価値観を軽視し司法やメディアの独立性を制限するとともに難民の受入れ分担を拒否するなどの動きがある。また、オーストリアやオランダ、6月に新政権が成立したイタリアなどでも、EU内の協調よりも自国の事情を優先した反難民姿勢が明らかである(注4)。これらの動きには、19年5月の欧州議会選挙への影響の面からも注意が必要となっている。

また、この遠心力には米政権からの外圧も加わっている。トランプ米大統領は、従来からEUなどに対して批判的な姿勢を維持するとともに、ブレグジットを称賛する発言などを続けてきている(注5)。

こうした下での統合推進には大きな困難を伴うが、その推進にはEU内の求心力の回復に向けた取り組みが前提となろう。それにはまず、今後どの程度の主権の移譲を伴う統合を目指すのか、EUの再定義が重要になるものと考えられる。また、EUでは米国との関係の変化や、そのほかロシアとの間の緊張などもある。加えて、バルカン半島への拡大によるEU加盟国の一層の多様化も控えている。このため、ここでは、防衛なども含めた広い範囲にわたる将来像の明確化が求められるように考えられる。(18.8.21現在)

(注1) 当初の合意案では北アフリカなどに難民申請手続きのための施設を設置し、地中海経由でイタリアに入国する難民や不法移民を抑制する内容であったが、イタリアはこれでは不十分であると反発した。最終合意では、EUはイタリアなどの受入窓口となる国々の立場に立つと明記したうえで、EU加盟国による域内での難民等の管理センターの自主的な設立、国境警備の強化、北アフリカ等への支援拡充などが盛り込まれた。

(注2) ドイツでは、6月に「キリスト教社会同盟(CSU)」所属のゼーホーファー内相が、他のEU加盟国で登録された難民はドイツ国境で登録国に送還する権限を警察に与えるべきであると主張し、域内の自由移動を尊重し、EU全体で合意を形成すべきとしたメルケル首相(「キリスト教民主同盟、CDU」)と対立した。同内相は6月末までの合意成立を求め、これが成らなかった場合にはCSUの連立政権からの離脱の可能性を示していた。CSUは難民等のドイツへの入国経路に当たるバイエルン州を地盤とするため、こうした動きは、10月の州議会選挙を控えての、極右政党である「ドイツのための選択肢(AfD)」の伸張に対する懸念の強まりを反映したものとみられている。CDU、CSU、および「ドイツ社会民主党(SPD)」による現行の3党連立政権では議席数は各200、46、153であり、CSUが離脱した場合には合計709議席の過半を維持できなくなることもあり、メルケル政権崩壊の可能性が危惧された。その後、6月EU首脳会議(「メルケル救済サミット」とも呼ばれた)での合意を経て、結局のところ現行の連立政権が維持されることになった。

(注3) マクロン大統領は、オランド前政権下の経済・産業・デジタル相時代から、既に経済の活性化を目指す社会改革に積極的に取り組んできた経緯がある。その具体的な成果には、商店の日曜日営業の緩和や長距離バス路線の自由化などが含まれる。

(注4) 最近の事例としては、例えば、18年7月19日のFinancial Times紙は、チェコのバビシュ首相の「権限をEUから国家に戻すべきである。EUはより少ない事項を所管し、より効率的に遂行すべきである」との発言を伝えている。また、同日の同紙は、オランダのブロック外相による、マルチカルチャー社会は機能しないとした自身の見解を弁明する発言を伝えている。

(注5) マルチラテラルな通商関係よりも、大国である自国の強みをより効果的に発揮できるバイラテラルな関係を重視するトランプ米大統領は、国家連合であるEUに対しても批判的な姿勢を維持している。例えば、大統領就任直前の17年1月15日のTimes紙のインタビューで、ブレグジットは「素晴らしいことになる」とし、他のEU加盟国も英国に追随するとの見通しを示した。また、英国との貿易協定について「迅速にかつ適切に実施されるよう尽力する」考えを述べた。その後、同大統領は、18年7月15日放送のCBSテレビのインタビューでは、巨大な貿易赤字を抱えるEUとの関係を踏まえ「EUは敵だ」とも発言している。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

農林中金総合研究所

2018～19年度改訂経済見通し

成熟度が高まる国内景気

～2018年度：1.2%、19年度：0.7%（ともに6月時点の見通しから据え置き）～

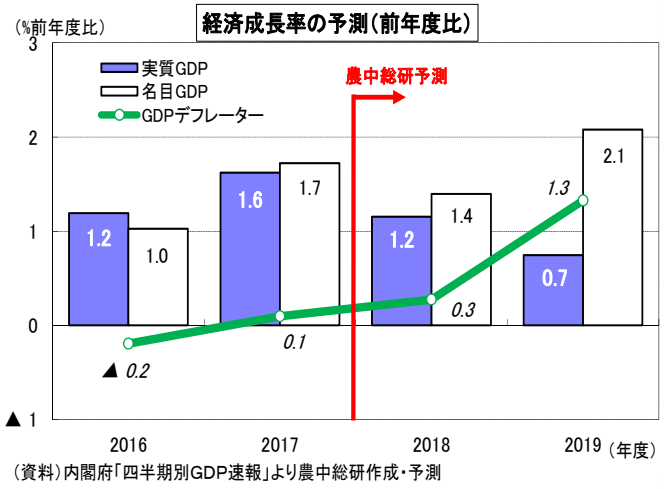
2018年8月15日

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

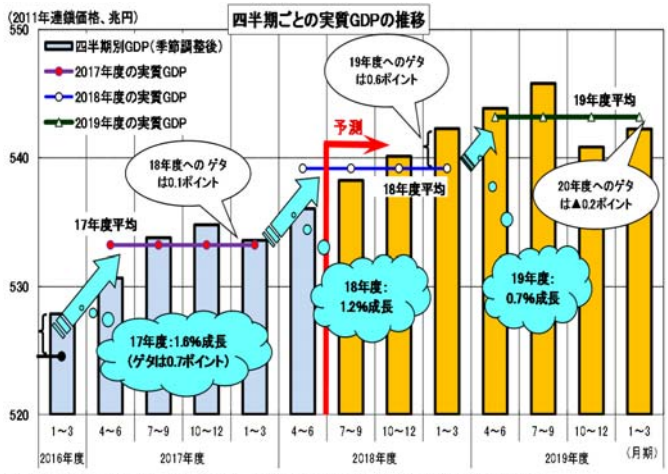
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

≪　サ　マ　リ　ー　≫

- 2018年4～6月期の実質GDP成長率は民間需要が牽引する格好で年率1.9%と再びプラス成長に戻った。民間設備投資は自律的な拡大を続けているが、民間消費の持ち直しは依然鈍いうえ、これまでの牽引役であった輸出も力強さに欠けるなど、あくまで「緩やかな景気改善」にとどまっている。労働市場は需給が逼迫しつつあるが、物価上昇圧力は十分高まっていない。
- 先行きについては、民間設備投資の自律的な拡大基調も継続するほか、家計所得環境の好調さが消費の持ち直しを下支えするなど、民間需要が主導する格好で景気改善が継続することが見込まれる。ただし、長期にわたる拡張期を経て、景気の成熟度が高まっており、18年度下期以降はソフトランディングに向けた動きが始まるとみられる。また、保護主義色を高める米国の通商政策の影響が日本にも及ぶ可能性には注意が必要である。
- 日本銀行は7月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の運営の柔軟化を決定、長期金利の操作目標（10年ゼロ%）からの変動幅の拡大などを容認した。それを受けて、長期金利は0.1%前後で推移しているが、需給改善を背景とした物価上昇が起きない限り、金利上昇には限度がある。



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より作成　（注）2018年4～6月期まで実績、それ以降は当総研予測

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

目　次

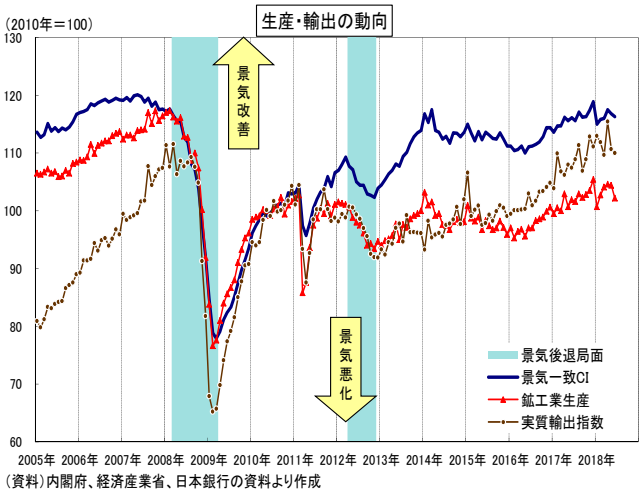
1	景気の現状	4
2	世界経済の動向	6
3	国内の経済政策	20
4	日本経済・物価の見通し	22
5	金融政策の見通し	31
6	金融市場の見通し	33

見通し担当者:

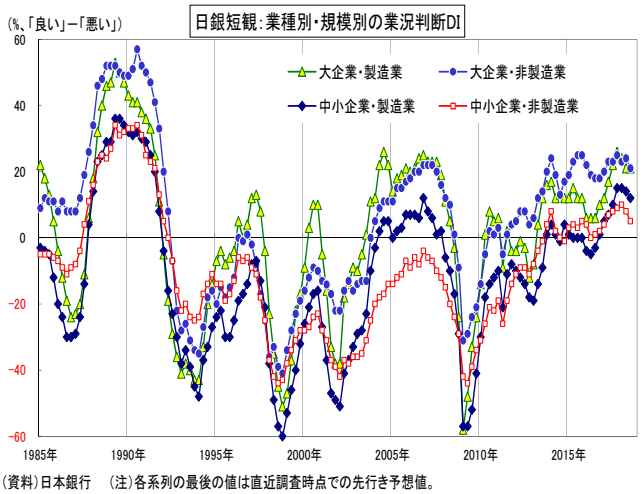
総括、日本経済・金融	南　武志
米国経済・金融	佐古佳史
欧州経済・金融	山口勝義
中国経済・金融	王　雷軒

1　景気の現状

- 国内景気の改善基調は維持、勢いは乏しい
  - 2018年4～6月期の国内景気は、消費・設備投資を牽引役に、マイナス成長だった1～3月期からの持ち直しが散見されたが、17年下期までは景気牽引役だった輸出に勢いがなく、企業の景況感も2期連続で悪化
  - 一方、失業率は25年ぶりに2%台前半まで低下するなど、労働需給は引き締まりの方向にあり、最近は賃金上昇率もようやく高まりつつある
    - 好業績を反映して、18年夏季賞与も高水準へ
  - 18年2月には消費者物価は3年半ぶりの1%台を回復したが、その後は再び鈍化するなど、日本銀行が目標とする2%の物価上昇にはまだ相当の距離がある



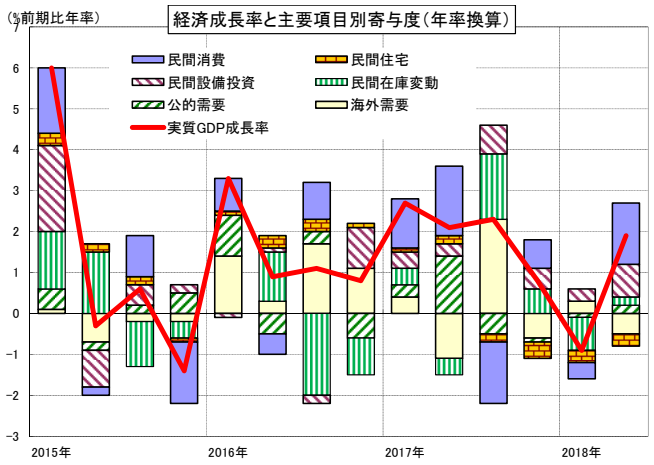
(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成



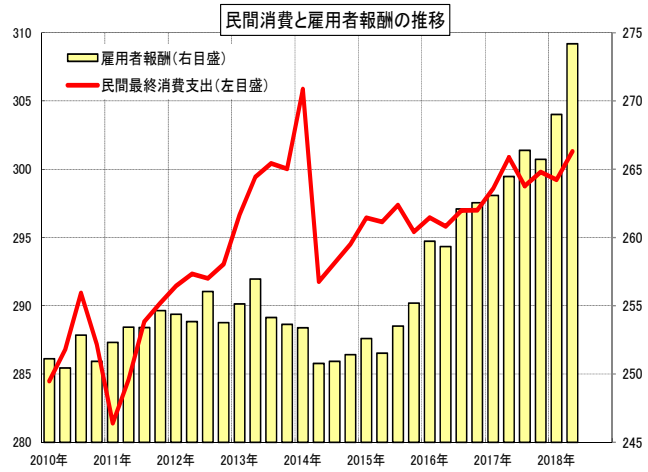
(資料)日本銀行　(注)各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 18年4～6月期は年率1.9%とプラス成長へ戻る
  - 民間消費が前期比0.7%と増加に転じたほか、民間企業設備投資も同1.3%と7四半期連続で増加するなど、民間最終需要が堅調に推移
    - 実質雇用者報酬は同1.9%と15年ぶりの高い伸びとなり、民間消費を牽引した
  - 輸出は8四半期連続の増加ながらも、同0.2%の微増にとどまるなど、17年後半の同2%増のペースからは鈍化
  - この結果、4～6月期は前期比年率1.9%と2四半期ぶりのプラス成長となったが、前年比成長率は1.0%と潜在成長率（1%弱）を若干上回ったに過ぎず、かつ18年上期を通じては年率0.2%の成長にとどまった
  - GDPデフレーターは前年比0.1%と4四半期連続の上昇ながらも、1～3月期（同0.5%）から鈍化



（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。

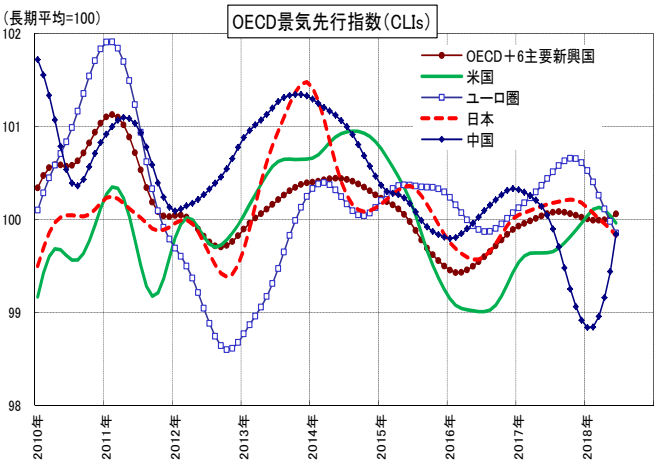
2　世界経済の動向　①概況

- 世界経済の改善傾向はしばらく継続するが、通商摩擦への懸念も強い
  - 国際通貨基金（IMF）の世界経済見通し（WEO、18年7月発表）では、世界経済は19年にかけて緩やかな成長が継続するとの従来の見通しを踏襲したものの、日本を含めた主要経済国はすでに成長率がピークに達し、成長の足並みが乱れ始めるなど、成長の同期性が薄れていく可能性を指摘
    - 18、19年の世界経済全体の成長率はともに3.9%と、17年（3.7%）から若干加速するものの、世界貿易数量は18年4.8%、19年4.5%（いずれも前年比）と、17年（同5.1%）から減速するとの見通し
    - 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、目先足踏みが予想される半面、先行きは若干持ち直すとの見通し

2018～19年　IMF世界経済見通し

	2016年	2017年	2018年	2019年
世界全体（実質経済成長率）	**3.2**	**3.7**	**3.9**	**3.9**
先進国	**1.7**	**2.4**	**2.4**	**2.2**
米国	1.5	2.3	2.9	2.7
ユーロ圏	1.8	2.4	2.2	1.9
ドイツ	1.9	2.5	2.2	2.1
フランス	1.1	2.3	1.8	1.7
イタリア	0.9	1.5	1.2	1.0
スペイン	3.3	3.1	2.8	2.2
英国	1.8	1.7	1.4	1.5
日本	1.0	1.7	1.0	0.9
新興国・発展途上国	**4.4**	**4.7**	**4.9**	**5.1**
中国	6.7	6.9	6.6	6.4
インド	7.1	6.7	7.3	7.5
ブラジル	▲ 3.5	1.0	1.8	2.5
ロシア	▲ 0.2	1.5	1.7	1.5
南アフリカ	0.6	1.3	1.5	1.7
ASEAN5	4.9	5.3	5.3	5.3
世界貿易数量（財・サービス）	**2.2**	**5.1**	**4.8**	**4.5**

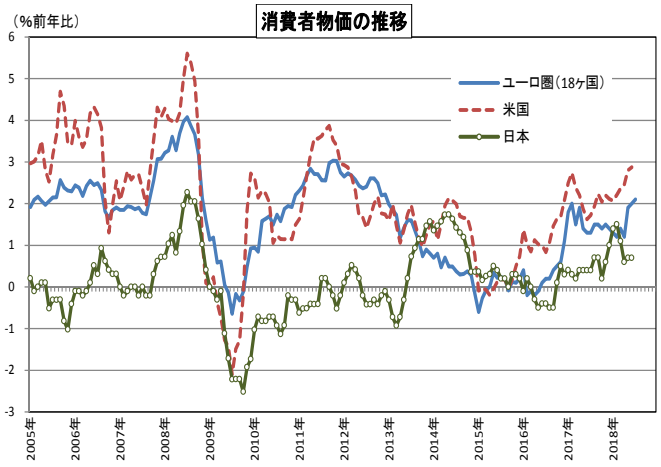
（資料）IMF『World Economic Outlook Update（2018年7月）』



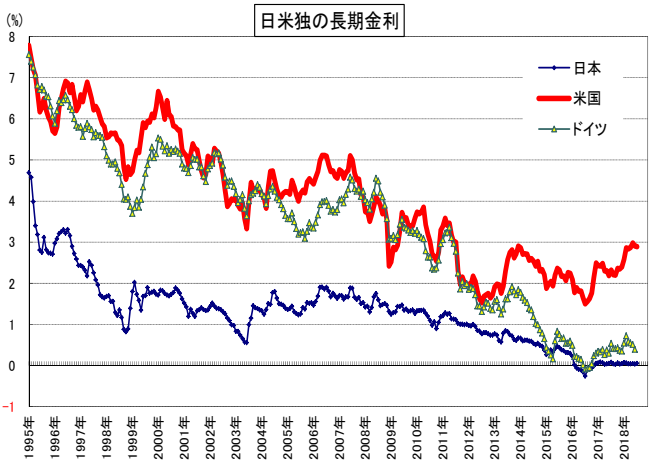
（資料）OECD　（注）6主要新興国：ブラジル・ロシア・中国・インド・インドネシア・南アフリカ

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

- 「低インフレ・低金利・低成長」から脱し、正常化を進める先進国・地域の中央銀行
  - 物価上昇率は先進国・地域の中央銀行が目標として掲げる「2%」に向けた動きが続いており、各中央銀行は政策正常化に向けて動き出している
    - ただし、長期金利の上昇テンポは鈍く、「逆イールド発生⇒景気ピークアウト」への懸念も
  - 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」も一部で顕在化
    - アルゼンチンなど一部の新興国では資本流出懸念が高まり、通貨安に見舞われている
      - 対抗措置として大幅利上げを余儀なくされており、実体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

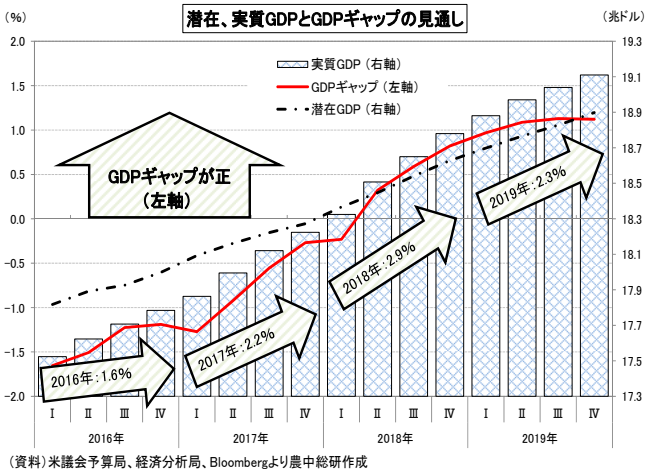
2　世界経済の動向　②米国

- 景気動向
  - 18年4～6月期のGDPは前期比年率4.1%成長(速報値)
  - 需要項目別では、個人消費や設備投資、純輸出などが堅調に推移した
  - 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
  - 見通しのポイントとしては、①18年内に利上げ回数は従来の3回から4回に増加すること、②減税効果によって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景気の一段の拡大とインフレ率上昇から、19年に3回の利上げを想定すること、が挙げられる
  - GDP改訂に伴い、成長率見通しを18年は2.9%に上方修正、利上げ回数の増加予想から19年は2.3%に下方修正(前回の見通しはそれぞれ2.8%、2.6%)

2018～19年　米国経済見通し

		2017年	2018年			2019年		
		通年(実績)	上半期(予測/実績)	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	3.2	2.6	2.9	2.4	2.2	2.3
PCEデフレーター	(%、前年比)	1.5	1.9	2.0	2.0	2.2	2.1	2.2
失業率	(%、平均)	4.4	4.0	3.8	3.9	3.7	3.6	3.7
FFレート誘導水準	(%)	1.25～1.50	1.75～2.00	2.25～2.50	2.25～2.50	2.75～3.00	3.00～3.25	3.00～3.25
10年国債利回り	(%)	2.4	2.9	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。

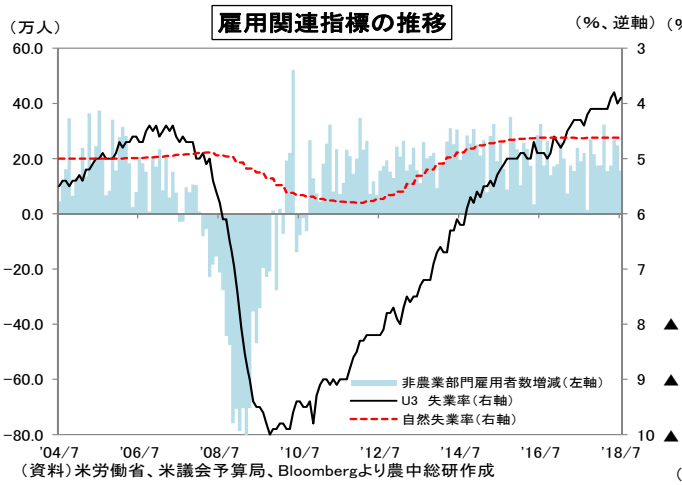


(資料)米議会予算局、経済分析局、Bloombergより農中総研作成

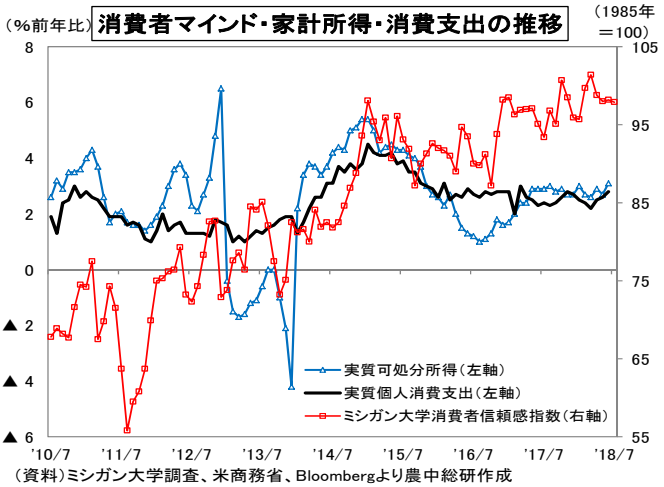
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 雇用：堅調に推移している
  - 18年の非農業部門雇用者数は月平均21.5万人のペースで増加、失業率（7月）は18年ぶりの水準である3.9%まで低下するなど、労働市場は堅調に推移
  - 賃金上昇率は前年比2.7%程度ながらも、加速感はない

- 消費：4～6月期は拡大が顕著
  - 減税効果によって家計可処分所得と消費支出は増加傾向を維持
  - 今後も雇用者数の伸び、賃金上昇率の緩やかな高まり、減税政策の効果などから消費支出の拡大が予想される



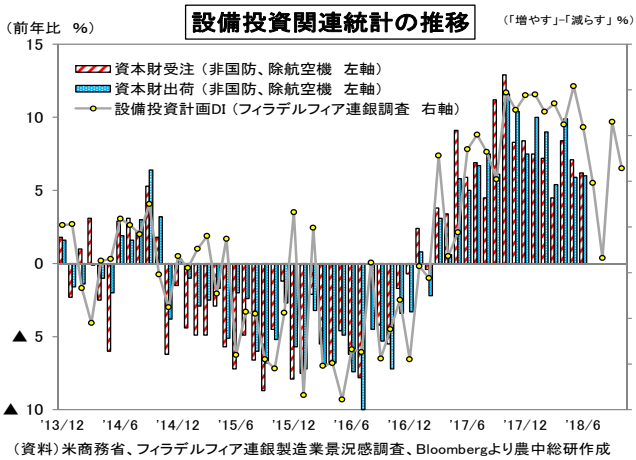
（資料）米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成



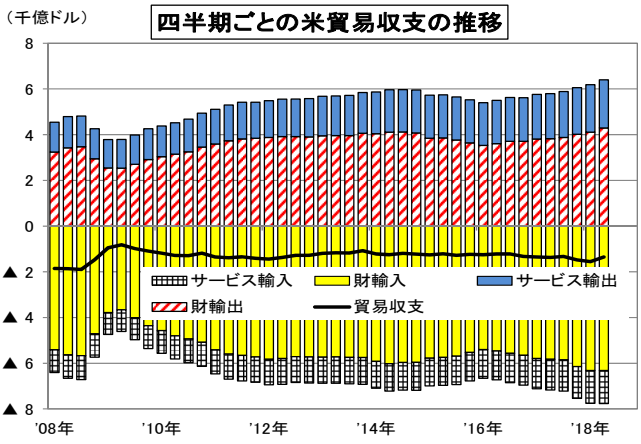
（資料）ミシガン大学調査、米商務省、Bloombergより農中総研作成

- 設備投資：堅調に推移している
  - 4～6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7.2%、7.3%と堅調に推移、企業の設備投資意欲も強く、設備投資は増加基調を維持する見通し

- 貿易：4～6月期は輸出が一時的に拡大
  - 4～6月期の輸出は、相手国からの追加関税回避に向けた駆け込み輸入が増えた影響で、前年比10.5%増となり、貿易赤字の縮小に寄与した
  - 先行きについては、米国経済の拡大と共に輸入の伸びが高まり、貿易赤字の拡大が続く見通し
  - 中国製品500億ドル相当に対して25%の追加関税を決定、中国製品2,000億ドル相当に対する25%の追加関税に加えて、自動車・自動車部品への追加関税も検討している



（資料）米商務省、フィラデルフィア連銀製造業景況感調査、Bloombergより農中総研作成
（注）設備投資計画DIは3ヶ月先行。

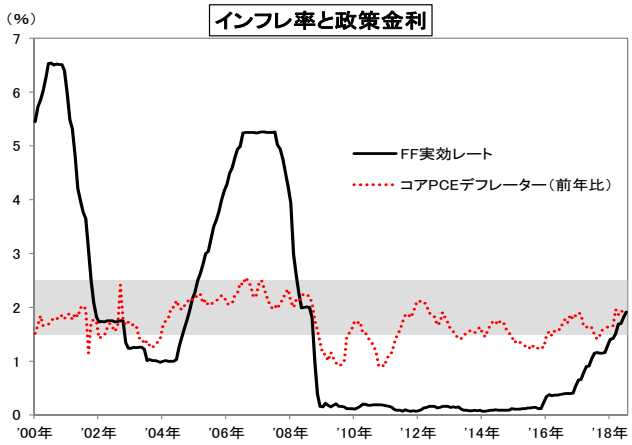


（資料） 米国商務省経済分析局、Bloombergより農中総研作成

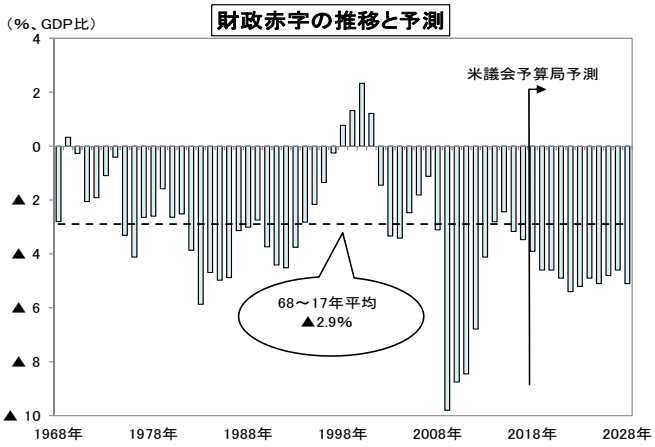
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 金融政策：FRBは金融政策の正常化（バランスシート（B/S）の縮小と利上げ）を継続
  - 17年10月からB/S縮小を開始した
  - マーケットは、9月FOMCでの利上げは確実視しており、12月利上げも65%程度織り込む
  - 当総研では、18年の利上げ回数は4回と予想（6月見通しの3回から修正）

- 財政政策：10年で1.5兆ドル規模の減税政策が実現、歳出上限を合計3,000億ドル引き上げ
  - 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月を目処に、税制改革第2弾として法人税率を現行21%から20%へ、個人減税の拡充などを目指しているが、現段階では成立する見込みは低い



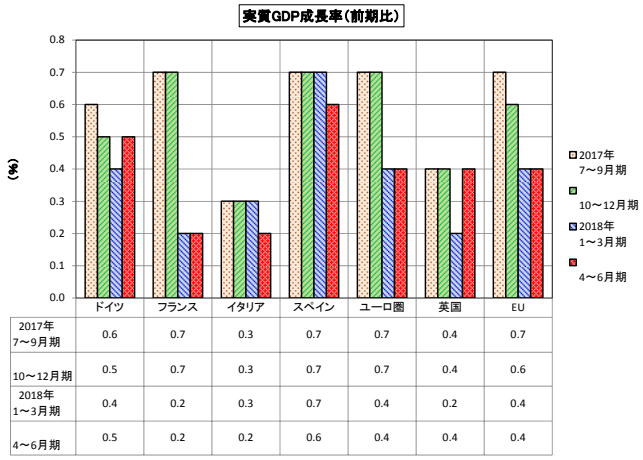
（資料）FRB、米商務省、Bloombergより農中総研作成
（注）シャドー部分はFRBがゴールとして掲げているインフレ率（2%±0.5%）。



（資料）米議会予算局

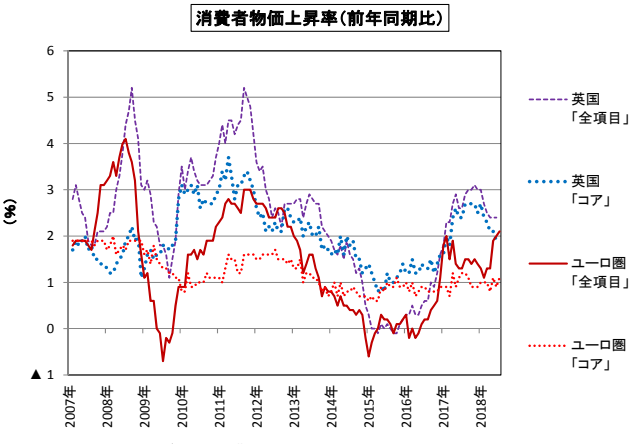
2 世界経済の動向 ③欧州

- 景気動向
  - ユーロ圏の18年4～6月期の実質GDP前期比成長率（改定値）は1～3月期と変わらず
    - 前期比成長率は0.4%（1～3月期：0.4%）
    - なお、前年同期比成長率では2.2%（1～3月期：2.5%）
  - 前期比成長率について、経済規模の大きい4ヶ国では、ドイツが1～3月期から改善
  - スペインは、前期からやや減速ながら高い水準を維持
  - これに対し、フランス、イタリアが低水準にとどまる
  - 一方、英国では前期比成長率は0.4%となり、1～3月期の同0.2%から幾分回復
  - 欧州連合（EU）全体では、前期比で0.4%（1～3月期：同0.4%）、前年同期比で2.2%の成長（同：2.4%）



	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	ユーロ圏	英国	EU
2017年 7～9月期	0.6	0.7	0.3	0.7	0.7	0.4	0.7
10～12月期	0.5	0.7	0.3	0.7	0.7	0.4	0.6
2018年 1～3月期	0.4	0.2	0.3	0.7	0.4	0.2	0.4
4～6月期	0.5	0.2	0.2	0.6	0.4	0.4	0.4

（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

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

- ユーロ圏経済
  - ユーロ圏の経済成長は、17年末をピークに頭が打たれた形
  - 6月の小売売上高は前月比で0.3%の増加を維持したが、前年同月比では1.2%の増加にまで縮小
  - 同月の鉱工業生産指数は前月比で0.7%の低下（前年同月比では2.5%の上昇ながら、勢いは鈍化）
  - 一方、失業率は改善傾向が続いており6月には8.3%

- ドイツ経済
  - 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
  - 全般に、17年末をピークに成長の勢いの鈍化が継続
  - 6月の製造業受注指数は前月比で4.0%の大幅低下（前年同月比では0.8%の低下）
  - 特に、ユーロ圏域外からの受注の減少が大
  - 同月の鉱工業生産指数は前月比で0.9%の低下（前年同月比では2.5%の上昇ながら、勢いは鈍化傾向）
  - 同月の輸出額は前月比で変わらず（前年同月比では5.7%の増加ながら、昨年末の勢いからは鈍化）
  - 一方、同月の失業率は3.4%にまで低下
  - 同月の小売売上高は前月比で1.2%の増加（前年同月比では1.1%の増加で、昨年末の勢いからは鈍化）

- 英国経済
  - 前期比成長率（0.4%）は1～3月期（0.2%）から幾分回復したが、1～3月期が寒波などの一次的な要因で落ち込んだことの反動
  - 減速トレンドを脱するものとは考えられず
  - 1～3月期に比べ、家計消費が力強さを欠いた一方で、企業投資は回復

- 物価動向
  - ユーロ圏では、7月の消費者物価上昇率（前年同月比）は2.1%まで回復
  - ただし、エネルギー価格の上昇の影響が大きく、これらを除いたコアでは1.1%にとどまる
  - 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（同）は6月には2.4%まで低下（コアは1.9%）

- 金融政策
  - ECBは、量的緩和（QE）を18年1月から9月までの間は月額300億ユーロで継続
  - ECBは、6月の理事会で18年10月以降は月額150億ユーロに縮小し、年内に終了する方針を決定
  - これは、異例な金融緩和の「出口」に向けての大きな一歩
  - ECBは、物価上昇率の回復状況を確認しつつ、金融政策の正常化に向けて慎重な手順を踏む見通し
  - 一方、イングランド銀行（BOE）は、17年11月に続き18年8月に政策金利を引き上げ、0.50%から0.75%に
  - BOEは、労働需給の改善が見られるなか、今後も緩やかに利上げを進める方針

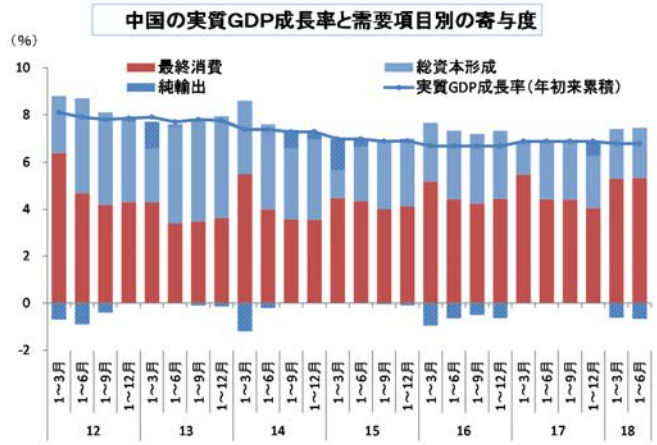
- 景気見通し
  - ユーロ圏では、改善が鈍い域内の生産性などの下で、成長の反発力には限界
  - ユーロ圏の18年通年の実質GDP成長率は、17年の2.5%から2%近辺に向けて減速へ
  - 英国では、EU離脱の不透明感が強まり、18年通年の実質GDP成長率は17年の1.8%から1%台前半に減速へ
  - しかも、ユーロ圏・英国とも、貿易摩擦の激化、合意のない「無秩序なEU離脱」など、ダウンサイドリスクが拡大

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

2 世界経済の動向 ④中国

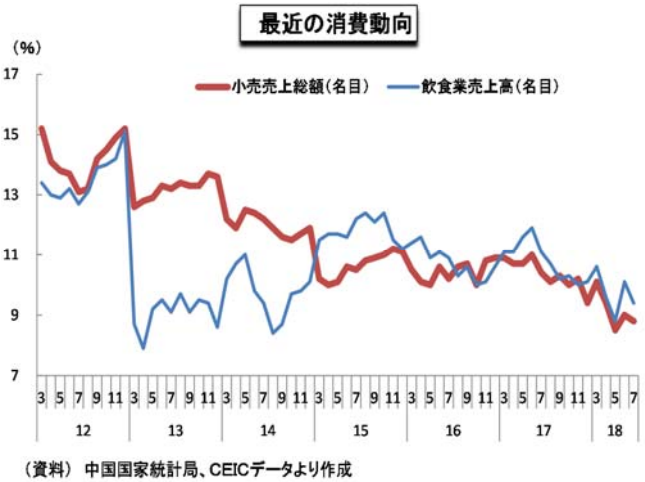
- 景気動向
  - 18年4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.7%と、1～3月期（同6.8%）から小幅減速した
  - この背景には、総資本形成にあたる固定資産投資の伸びが鈍化したことが挙げられる
  - 国内需要（最終消費＋総資本形成）が景気を下支えしているが、14年以降、最終消費は成長を牽引する最大のエンジンとなり、総資本形成の寄与度低下をある程度カバーしている
  - 予想範囲内の緩やかな減速に留まり、かつ18 年の政府目標である「6.5%前後」を上回ったことから、堅調に推移したと評価できる

（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

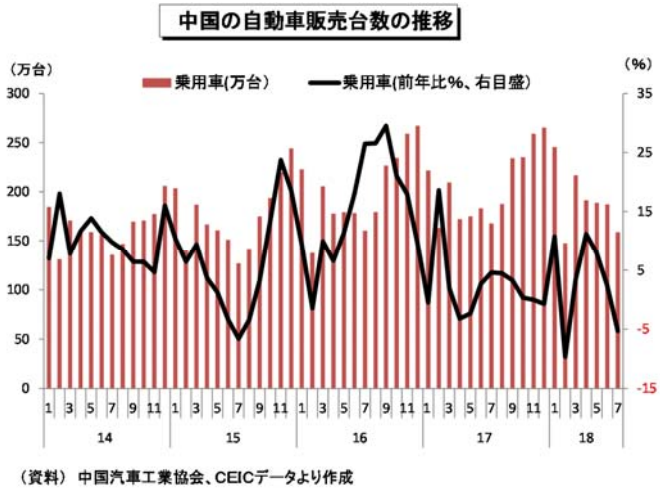


（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

- 個人消費
  - 個人消費は、頭打ちとなっている自動車販売などを受けて緩やかに減速しているが、総じて堅調さは維持
    - ネット通販が引き続き好調であるほか、サービス消費も増加傾向
    - 近年は消費の「質」を追求する動きも
  - 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、比較的底堅さを維持すると見込まれる



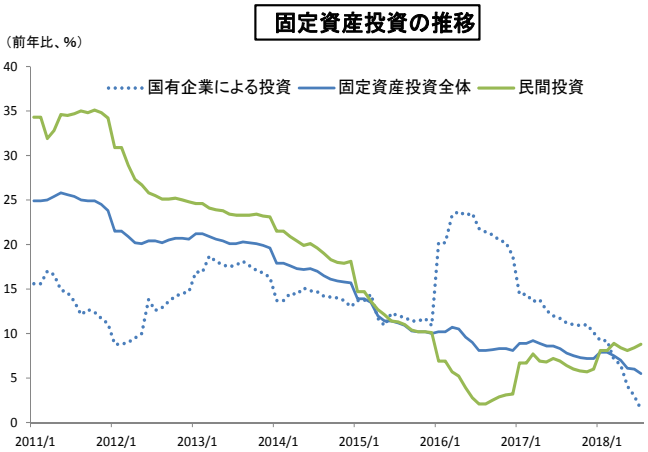
（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成



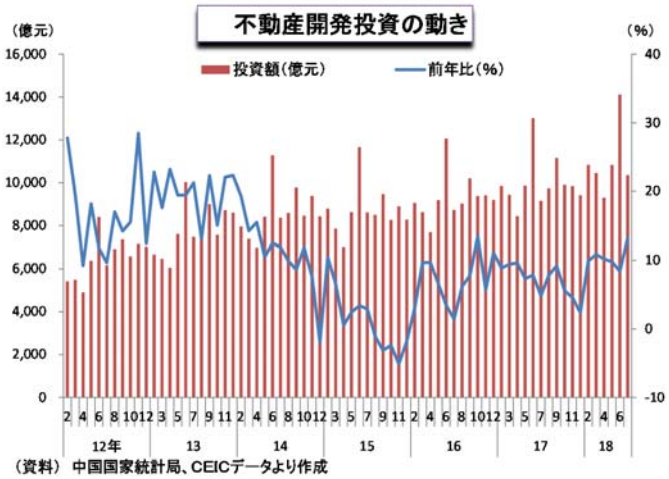
（資料） 中国汽車工業協会、CEICデータより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 固定資産投資
  - 固定資産投資は年初に持ち直しの動きが見られたものの、足元では再び減速
  - その背景には、国有企業を中心に債務削減への取り組みが行われており、国有企業による投資が減速してい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、不動産開発投資は比較的堅調に推移
  - 先行きについては、「構造調整」を進めていくものの、「内需拡大」という経済政策も新たに打ち出されており、国有企業による投資も徐々に持ち直してくると見込まれる



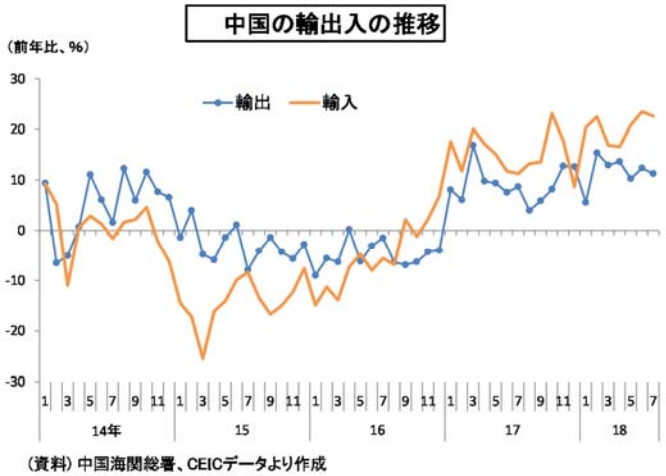
（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成 （注）年初来累計、直近は18年7月。



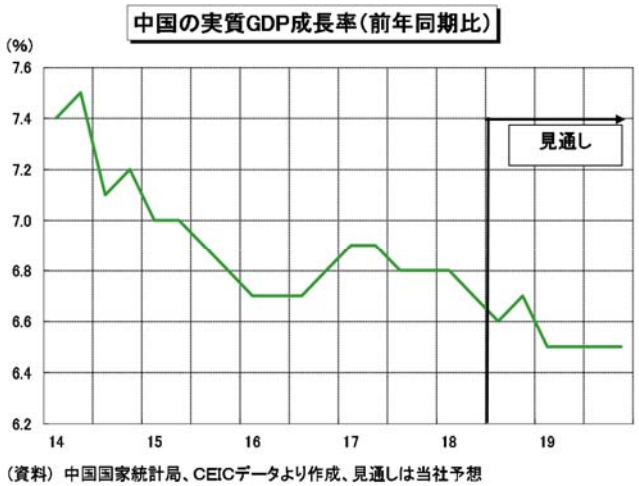
（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

- 輸出
  - 輸出は世界経済の緩やかな成長が継続する中、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などを背景に堅調に推移
  - 先行きについては、駆け込み的な輸出増の反動減が予想されるほか、米中経済摩擦がさらに激化するおそれもあることから、減速すると見込まれる

- 成長率見通し
  - 18年は6.7%、19年は6.5%と、緩やかに減速していくと予測



（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。



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成、見通しは当社予想

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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/バレル前後へ
  - 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
  - 6月には減産体制の緩和を決定したが、中東地域の地政学的リスク、米国のイラン核合意からの離脱などを受けて原油価格（WTI先物）は一時70ドル/バレル台半ばまで上昇（足元は70ドル/バレル前後）

- 原油入着価格の見通し
  - 一部産油国の生産障害、イラン原油輸入への制裁発動の可能性もある一方で、減産緩和で実質的な増産となるほか、それ以外の産油国での増産圧力も強く、一方的な上昇は想定しがたい
  - 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

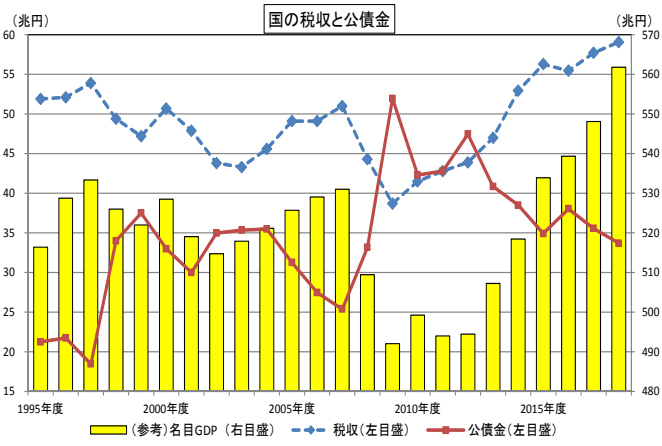
（資料）Bloombergより作成

（資料）NYMEX、東京工業品取引所、財務省

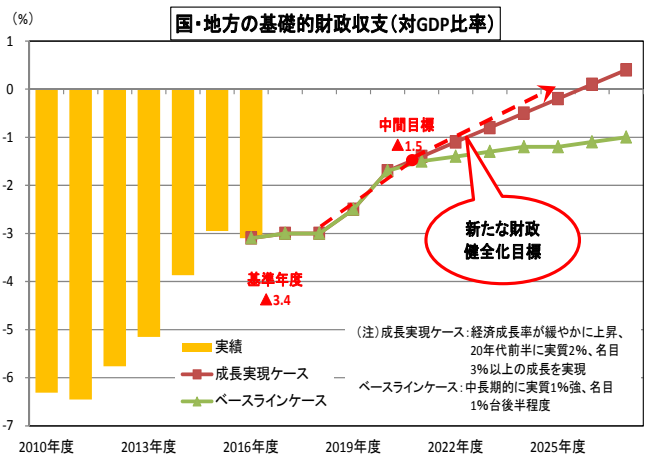
3　国内の経済政策

- 骨太方針2018で示された財政健全化目標では、PB黒字化時期を5年先送り
  - 「25年度のPB黒字化を目指すと同時に債務残高対GDP比の安定的な引下げを目指す」という目標を設定
    - この達成に向けた取組の進捗状況を確認するため、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
  - 未達成の「名目3%、実質2%」の経済成長と楽観的な前提であり、また社会保障関係費など歳出抑制姿勢も不明瞭との批判も

- 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軽減する措置の検討を開始



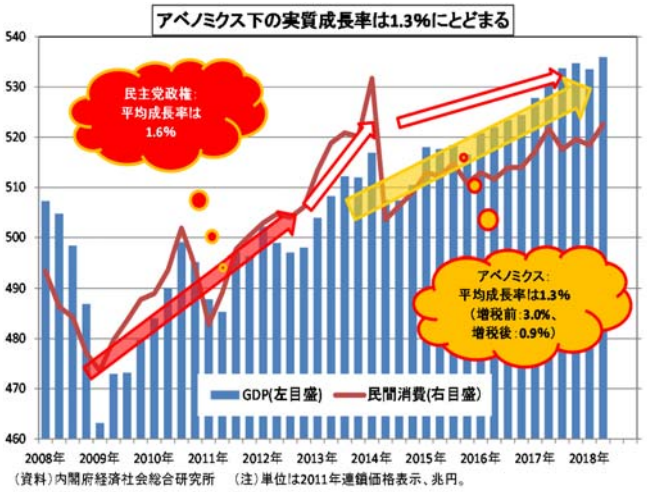
（資料）財務省、国税庁　（注）税収・公債金は2016年度まで決算、17年度は補正後予算、18年度は当初予算。
18年度の名目GDPは政府見通し。



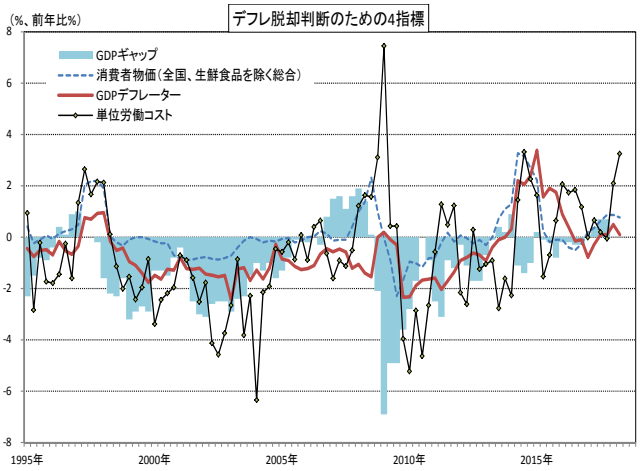
（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

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

- 18年秋以降もアベノミクス継続の可能性高まる
  - 「国難」と位置付けた少子高齢化の克服に向けて、今後は「人づくり革命」（人材への投資）に注力する方針
    - 幼児教育の無償化に加え、高等教育無償化、全世代型の社会保障制度への転換なども
  - アベノミクスは「実質2%、名目3%の経済成長、2%の物価上昇」を目標に掲げているが、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
  - 今秋には19年10月に予定する消費税率引上げの最終判断を迫られるが、仮に増税を決断した際、その判断理由にデフレ脱却を挙げる可能性も
  - 19年度予算の概算要求基準は、①年金・医療等は18年度当初予算額（31.5兆円）に自然増（6,000億円）を加算した範囲内、②義務的経費は18年度と同額（12.7兆円）、③裁量的経費は18年度（14.7兆円）から1割減、④「新しい日本のための優先課題推進枠」として義務的経費・裁量的経費の削減額の3倍まで要求を認める、等



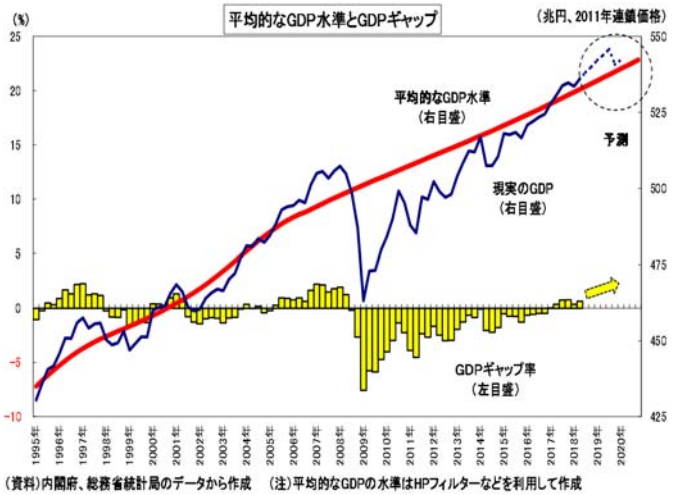
（資料）内閣府経済社会総合研究所　（注）単位は2011年連鎖価格表示、兆円。



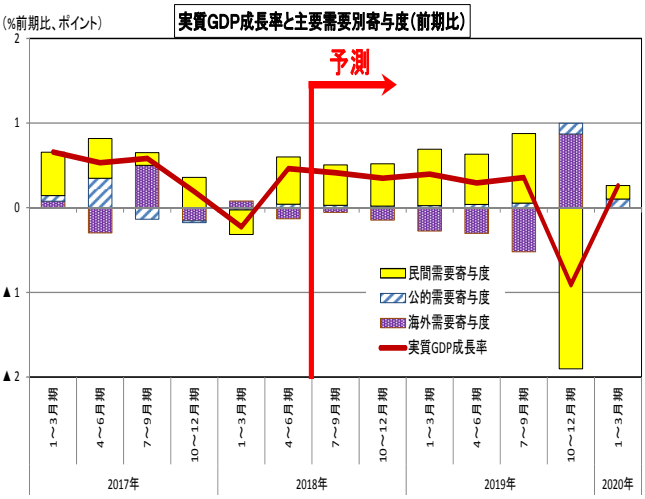
（資料）内閣府、総務省統計局　（注）消費税要因を含む

4　日本経済・物価の見通し

- 総論　～2018年度は1.2%成長、19年度は0.7%成長（いずれも据え置き）と予測～
  - 足元18年7～9月期は、西日本豪雨や記録的な猛暑による悪影響が懸念される半面、家計所得の改善の強まりが消費持ち直しを牽引していること、エアコンなど季節需要の強まり、自律的拡大局面にある設備投資の増加傾向などで、プラス成長を維持（年率1.7%成長と想定）
  - 18年度下期以降については、輸出環境は決して良好とは言えず、外需は小幅のマイナス寄与が続く可能性もあるが、民間需要が牽引する格好で景気拡大が継続
  - ただし、人手不足の深刻化、それによる人件費高などで、徐々に「景気の天井」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、景気は堅調な推移を続ける可能性が大きいが、19年度下期以降は反動減も加わり、調整色が強まる



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



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	2017年度（実績）	2018年度（予測）	2019年度（予測）
名目GDP	%	1.7	1.4	2.1
実質GDP	%	1.6	1.2	0.7
民間需要	%	1.4	1.8	1.5
民間最終消費支出	%	0.8	1.2	1.1
民間住宅	%	▲ 0.3	▲ 4.7	▲ 2.1
民間企業設備	%	3.1	4.8	4.3
民間在庫変動（寄与度）	ポイント	0.1	0.1	▲ 0.1
公的需要	%	0.9	0.1	0.8
政府最終消費支出	%	0.7	0.5	0.7
公的固定資本形成	%	1.4	▲ 1.4	1.2
輸出	%	6.3	3.8	3.5
輸入	%	4.1	5.0	6.5
国内需要寄与度	ポイント	1.2	1.5	1.5
民間需要寄与度	ポイント	1.0	1.4	1.2
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.1	0.3
海外需要寄与度	ポイント	0.4	▲ 0.2	▲ 0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	0.3	1.3
国内企業物価　（前年比）	%	2.7	2.9	3.4
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.7	1.0	2.0
（消費税増税要因を除く）				(1.5)
完全失業率	%	2.7	2.3	2.3
鉱工業生産　（前年比）	%	4.1	2.8	2.4
経常収支	兆円	21.8	18.8	16.1
名目GDP比率	%	4.0	3.4	2.8
為替レート	円/ドル	110.8	111.0	107.5
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	0.10	0.19
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	70.2	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	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
実質GDP	%	1.6	1.2	0.6	1.0	0.7	0.7	▲ 0.4
民間需要	%	1.4	1.8	0.9	1.7	1.5	1.8	▲ 1.3
民間最終消費支出	%	0.8	1.2	0.8	1.0	1.1	1.7	▲ 1.3
民間住宅	%	▲ 0.3	▲ 4.7	▲ 3.6	2.8	▲ 2.1	▲ 0.3	▲ 8.3
民間企業設備	%	3.1	4.8	2.3	4.3	4.3	3.1	▲ 0.6
公的需要	%	0.9	0.1	0.2	0.2	0.8	0.3	0.9
政府最終消費支出	%	0.7	0.5	0.3	0.4	0.7	0.3	0.8
公的固定資本形成	%	1.4	▲ 1.4	▲ 0.5	▲ 0.3	1.2	0.5	1.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.4	▲ 2.6	▲ 1.7	▲ 3.4	▲ 5.6	▲ 7.2	▲ 3.9
輸出	%	6.3	3.8	1.0	2.6	3.5	1.8	1.6
輸入	%	4.1	5.0	1.6	4.5	6.5	5.6	▲ 0.4
内需寄与度（前期比）	%	1.2	1.5	0.8	1.1	1.5	1.6	▲ 1.2
民間需要（　〃　）	%	1.0	1.4	0.7	1.1	1.2	1.5	▲ 1.4
公的需要（　〃　）	%	0.2	0.1	0.0	0.0	0.3	0.1	0.2
外需寄与度（　〃　）	%	0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 0.7	0.6
デフレーター（前年比）	%	0.1	0.3	0.1	0.4	1.3	1.0	1.7
完全失業率	%	2.7	2.3	2.4	2.3	2.3	2.2	2.4
鉱工業生産(前期比)	%	4.1	2.8	1.1	2.2	2.4	2.5	▲ 2.3
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	94.5	97.9	95.9	100.0	89.5	94.0	85.0
経常収支	兆円	21.8	18.8	10.3	8.5	16.1	5.8	10.3
貿易収支	兆円	4.6	3.3	1.9	1.4	1.1	▲ 1.1	2.2
外国為替レート	ドル/円	110.8	111.0	110.8	111.3	107.5	107.5	107.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	70.2	70.4	70.0	70.0	70.0	70.0

（前年同期比）

	単位	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
名目GDP	%	1.7	1.4	1.0	1.8	2.1	2.4	1.7
実質GDP	%	1.6	1.2	0.9	1.3	0.7	1.4	0.1
民間需要	%	1.4	1.8	1.3	2.3	1.5	3.2	▲ 0.1
民間最終消費支出	%	0.8	1.2	0.7	1.6	1.1	2.6	▲ 0.3
民間住宅	%	▲ 0.3	▲ 4.7	▲ 8.2	▲ 1.1	▲ 2.1	2.2	▲ 6.3
民間企業設備	%	3.1	4.8	3.9	5.8	4.3	6.7	1.9
公的需要	%	0.9	0.1	▲ 0.2	0.4	0.8	0.5	1.2
政府最終消費支出	%	0.7	0.5	0.4	0.6	0.7	0.5	1.0
公的固定資本形成	%	1.4	▲ 1.4	▲ 2.8	▲ 0.6	1.2	0.4	2.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.4	▲ 2.6	▲ 1.7	▲ 3.4	▲ 5.6	▲ 7.2	▲ 3.9
輸出	%	6.3	3.8	4.5	3.2	3.5	4.0	3.0
輸入	%	4.1	5.0	4.3	5.6	6.5	9.7	3.4
国内企業物価　（前年比）	%	2.7	2.9	2.9	2.9	3.4	2.9	3.8
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.7	1.0	0.8	1.1	2.0	1.5	2.6
完全失業率	%	2.7	2.3	2.4	2.3	2.3	2.2	2.4
鉱工業生産(前年比)	%	4.1	2.8	2.2	3.3	2.4	4.7	0.1

（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）

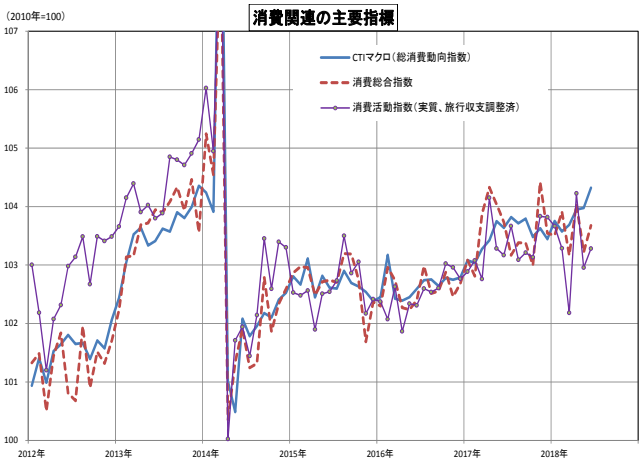
（→予測）

	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	%	0.2	0.8	0.8	0.3	▲ 0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.6	0.8	▲ 0.0	0.3
実質GDP	%	0.7	0.5	0.6	0.2	▲ 0.2	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	▲ 0.9	0.3
（年率換算）	%	2.7	2.1	2.3	0.8	▲ 0.9	1.9	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4	▲ 3.6	1.0
民間需要	%	0.7	0.6	0.2	0.5	▲ 0.4	0.7	0.6	0.7	0.9	1.0	1.3	▲ 2.0	▲ 0.2
民間最終消費支出	%	0.5	0.8	▲ 0.7	0.3	▲ 0.2	0.7	0.3	0.4	0.5	0.8	1.5	▲ 3.0	0.5
民間住宅	%	0.8	1.3	▲ 1.3	▲ 3.0	▲ 2.3	▲ 2.7	0.5	1.0	2.5	1.0	▲ 5.0	▲ 3.0	▲ 1.0
民間企業設備	%	0.6	0.5	1.2	0.8	0.5	1.3	1.5	1.7	2.0	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	▲ 0.2	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2	▲ 0.2
公的需要	%	0.3	1.4	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.5	0.4
政府最終消費支出	%	0.3	0.4	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 0.2	5.4	▲ 2.9	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0	0.1	0.2	0.5	1.0	0.5
輸出	%	1.9	0.2	2.1	2.1	0.6	0.2	0.9	1.2	1.0	0.9	0.8	0.5	0.5
輸入	%	1.4	1.9	▲ 1.5	3.3	0.2	1.0	1.2	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	0.3	▲ 0.3	0.6	0.5	0.5	0.7	0.6	0.9	▲ 1.8	0.3
民間需要寄与度	%pt	0.5	0.5	0.1	0.4	▲ 0.3	0.5	0.5	0.5	0.7	0.6	0.8	▲ 1.9	0.2
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.3	0.6	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 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	0.1	0.1	0.3	0.5	0.9	1.1	1.7	1.6
国内企業物価　（前年比）	%	0.9	2.1	2.8	3.3	2.5	2.6	3.2	3.0	2.8	2.8	3.0	4.0	3.6
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	1.3	1.6	2.6	2.5
（消費税増税要因を除く）													(1.6)	(1.5)
完全失業率	%	2.9	2.9	2.8	2.7	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.3	2.5
鉱工業生産　（前期比）	%	0.2	1.8	0.5	1.6	▲ 1.3	1.3	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	4.7	5.5	4.8	4.5	4.0	3.3	2.5	5.1	5.2
名目GDP比率	%	3.4	3.7	4.2	4.3	3.4	4.0	3.5	3.2	2.9	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	109.1	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	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.06	▲ 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	0.04	0.10	0.12	0.15	0.18	0.18	0.18	0.20
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.4	53.3	49.6	58.3	67.3	70.7	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0

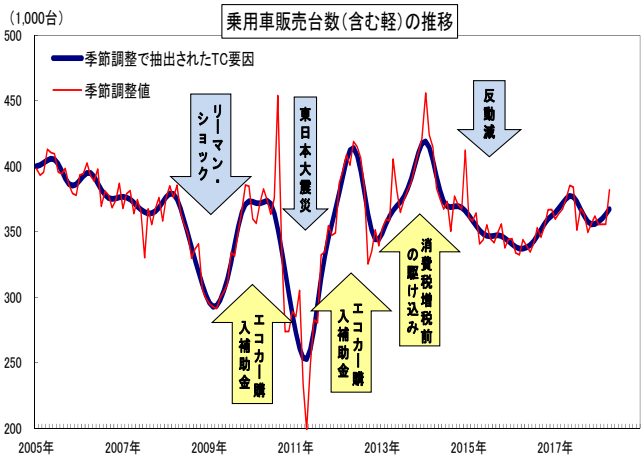
（資料）内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成（予測は農林中金総合研究所）
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

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

- 民間消費
  - 西日本豪雨や酷暑などの影響で、消費者マインドが悪化していることに加え、生鮮野菜価格が再び高騰するなど、足元の消費への悪影響が懸念されている
    - 一方で、エアコンなど季節需要は堅調に推移
  - 労働需給の逼迫によって18年度入り後に賃金上昇率は高まりを見せており、先行きの消費を下支えしていくものと期待される
  - 19年度上期は消費税率引上げ前の駆け込みが発生するが、下期にはその反動が想定される
  - 実質民間最終消費支出は、18年度：同1.2%、19年度：同1.1%（うち、上期：前期比1.7%、下期：同▲1.3%）と予測

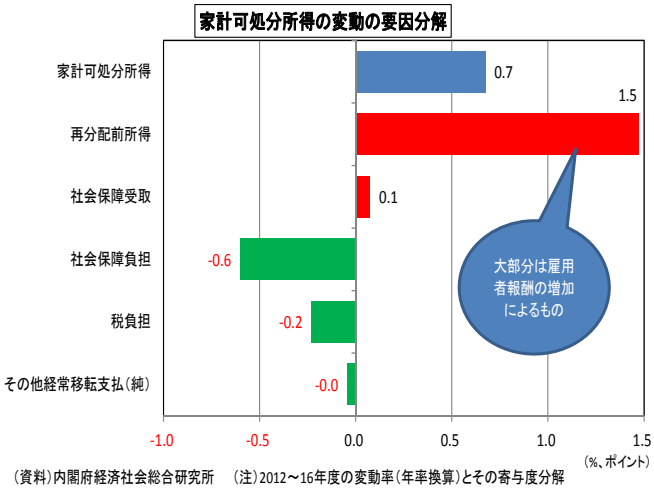


(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行

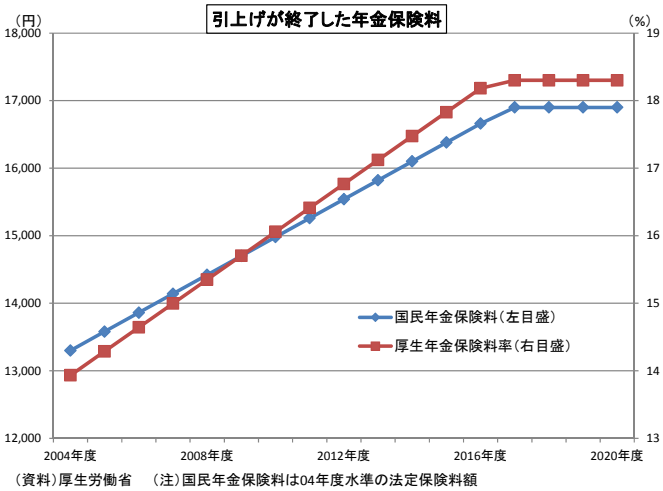


(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所作成 (備考)季節調整済(X-12-ARIMA)

- (参考)家計所得と消費との乖離
  - アベノミクス開始後、雇用者数が大幅に増加した結果、雇用者報酬も堅調に推移してきた
  - 一方で、社会保障負担、税負担も増加したため、家計可処分所得の伸びは抑制され、民間消費は低調だった(特に、14年度以降は顕著)
  - 「100年安心」を掲げた2004年の年金制度改革に伴い、年金保険料は毎年引上げられてきたが、17年4月に国民年金の保険料は上限に達したほか、同年9月には厚生年金の保険料率も引上げが終了し、以降はそれぞれ月額16,900円、18.3%で固定されることになる
  - 先行き消費税率や介護保険料などの引上げが予定されるが、今後は賃上げが可処分所得の改善に貢献する割合が高まるものと期待される



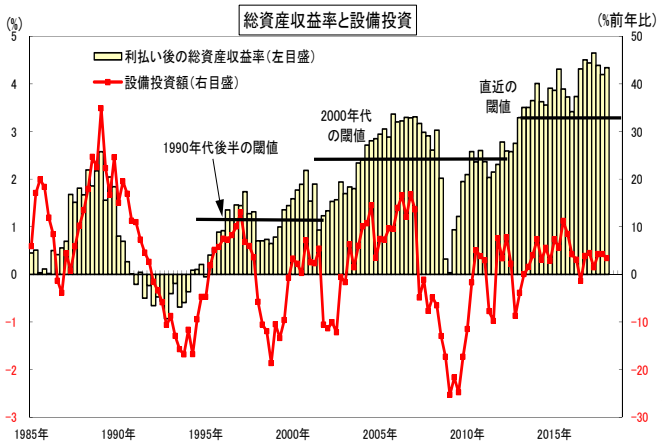
(資料)内閣府経済社会総合研究所 (注)2012～16年度の変動率(年率換算)とその寄与度分解



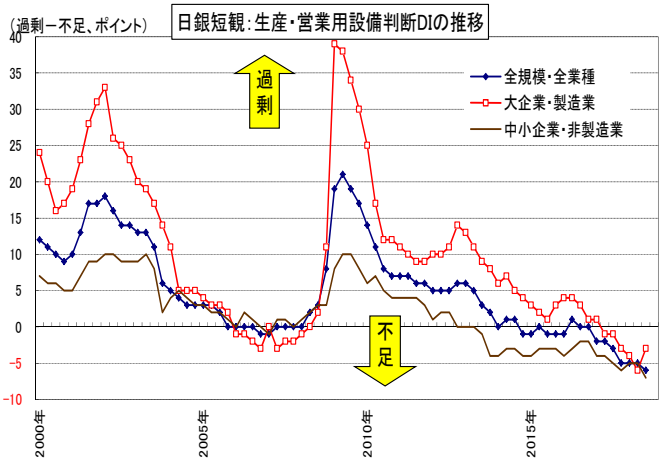
(資料)厚生労働省 (注)国民年金保険料は04年度水準の法定保険料額

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

- 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めの推移
  - 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8.7%と、6月時点としてはかなりしっかりした数字
  - 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4.8%、19年度：同4.3%と予測

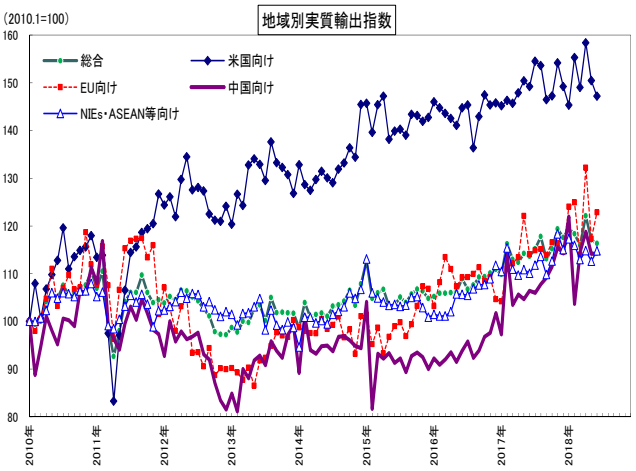


（資料）財務省・内閣府資料より作成
（注）利払い後の総資産収益率＝（経常利益+支払利息等）/総資産－借入金利

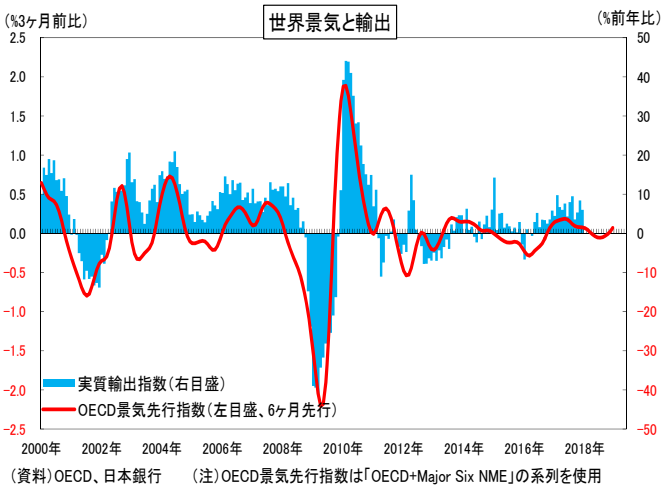


（資料）日本銀行　（注）最後の期はその直前の期における見通し

- 輸出入動向
  - 世界経済はしばらく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とみられるが、徐々に鈍化していく（18年度は前年度比3.8%、19年度は同3.5%）
  - 一方、国内需要は底堅く推移することから、輸入も増加傾向をたどる（18年度は前年度比5.0%、19年度は同6.5%）
    - 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21.8兆円）は、18年度18.8兆円、19年度16.1兆円と黒字幅が縮小していく見込み
  - 米国の輸入自動車・同部品への追加関税導入の可能性に注意が必要



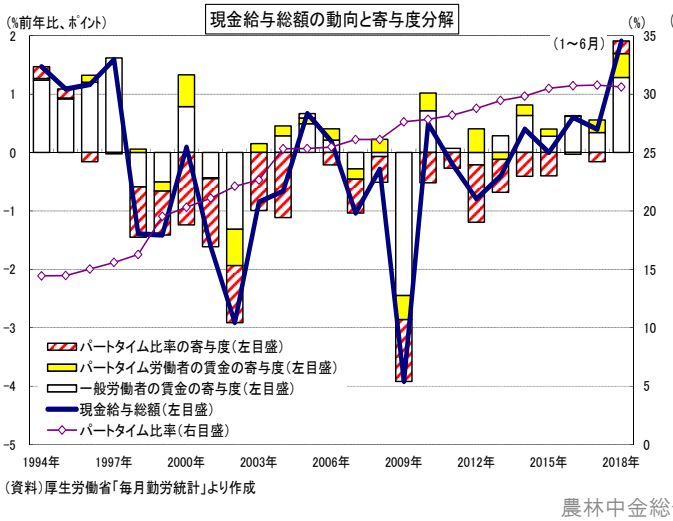
（資料）日本銀行　（注）日本銀行が貿易統計（財務省作成）と輸出入物価指数（日本銀行作成）を用いて試算



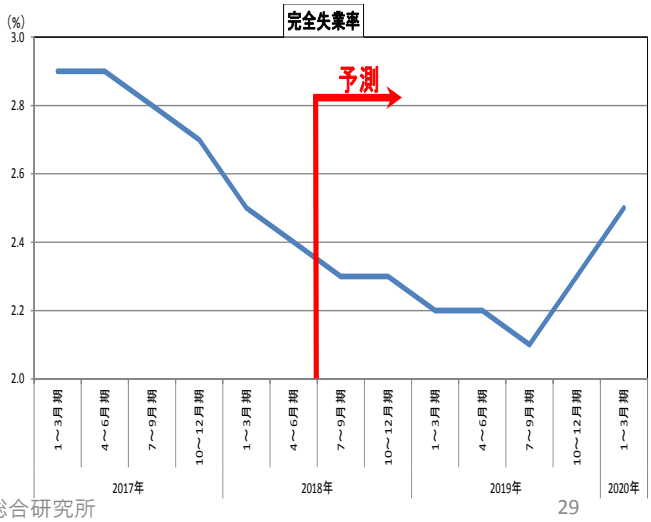
（資料）OECD、日本銀行　（注）OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

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

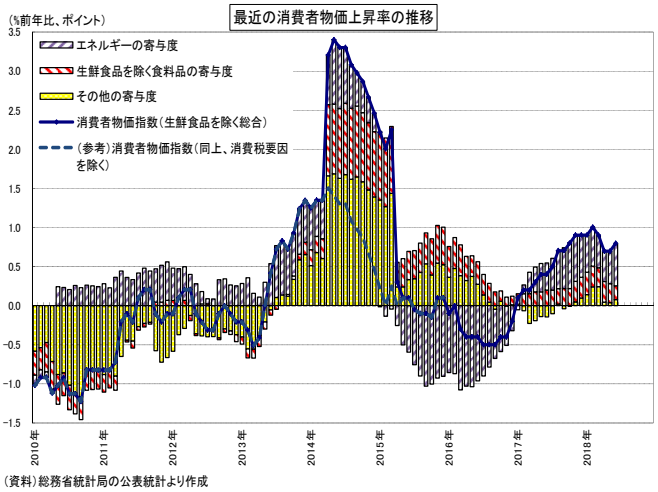
- 雇用情勢
  - 景気改善を受けて労働需要が堅調に推移する中、生産年齢人口の減少が進行し、労働需給は引き締まり傾向にある
    - これまでは女性、高齢者の労働参加率の上昇で補ってきたが、労働供給の余力は乏しくなっており、今後はさらに需給が逼迫していく
  - こうした中、3年ぶりに前年を上回った春闘などを受けて、18年度入り後の現金給与総額は伸び率を加速させつつある
  - これまで賃上げ抑制要因だった「非正規化」の一服や団塊世代・ポスト団塊世代の労働市場からの退出などもあり、賃金上昇率は先行き高まっていく
  - 18、19年度の失業率はともに2.3%（うち、19年度は7～9月期に2.1%まで低下した後、下期に上昇）と低い水準が継続と予測



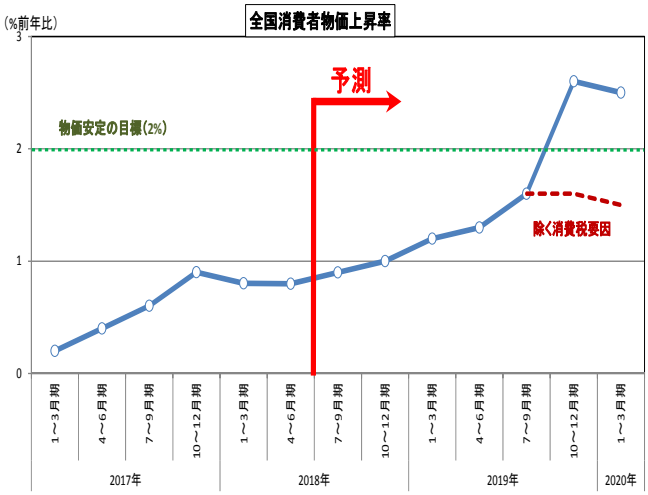
(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」より作成



- 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月と鈍化するなど、上昇圧力は十分ではない（6月は同0.8%）
    - 最近はエネルギー要因で持ち直しているが、需給改善に伴う物価上昇圧力はまだ鈍い
  - ただし、予想物価上昇率は高まりつつあること、賃上げ率も底堅くなっていること、さらに消費も持ち直し傾向にあり、年度下期以降、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1.5%と予測、消費税率引上げ直前の19年7～9月期には同1.6%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1%台半ばで足踏み



(資料)総務省統計局の公表統計より作成



ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

5　金融政策の見通し

- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化
  - 過度の金利低下、長短金利差の縮小をもたらした「マイナス金利政策」に対し、金融仲介機能などに配慮してイールドカーブをある程度立たせるため、▲0.1%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たイールドカーブコントロール政策を16年9月から継続実施中
  - 16年9月以降、操作目標は「量」から「金利」に変更されたが、日銀の国債保有残高の年間増加ペースは「80兆円をめど」との記述は残り、最近は年間40～50兆円増の買入れペース
  - 7月30～31日開催の金融政策決定会合では現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は継続したものの、経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動をある程度許容（±0.2%程度）するとともに、19年10月に予定される消費税率引上げなど不確実性を踏まえ、当面は現在の極めて低い長短金利の水準を維持するとのフォワードガイダンスを新たに付加

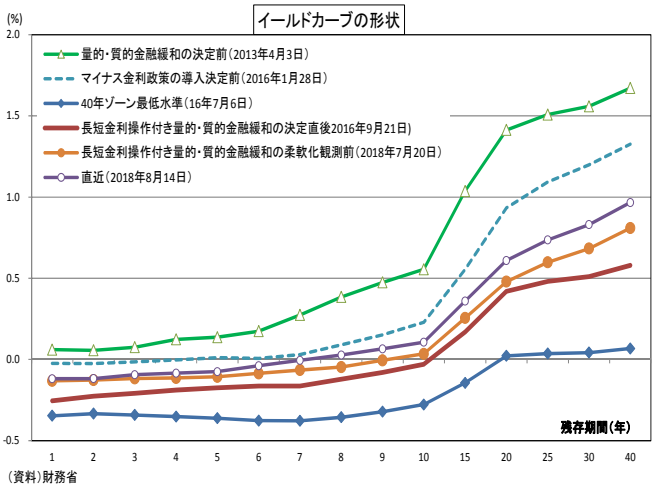
資産買入れ方針とバランスシートの見通し

（兆円）

	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年7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	503	拡大方針
（バランスシート項目の内訳）								
長期国債	89	142	202	282	361	419	444	+約80兆円をめど
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.2	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	21.1	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.49	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	48	-
その他とも資産計	158	224	300	383	476	521	546	
銀行券	87	90	93	98	102	107	105	
当座預金	47	107	178	253	330	368	394	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	546	

（資料）日本銀行　（注）18年7月末の長期国債保有額は17年7月末から47兆円の増加

イールドカーブの形状

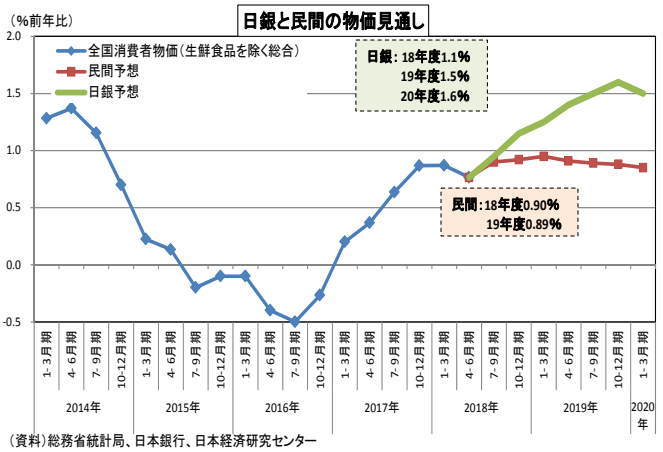


（資料）財務省

- 当面は現行政策の枠組みを継続するものと予想
  - 2%に設定された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るべく、当面は現行政策の枠組みを粘り強く継続するものと予想される

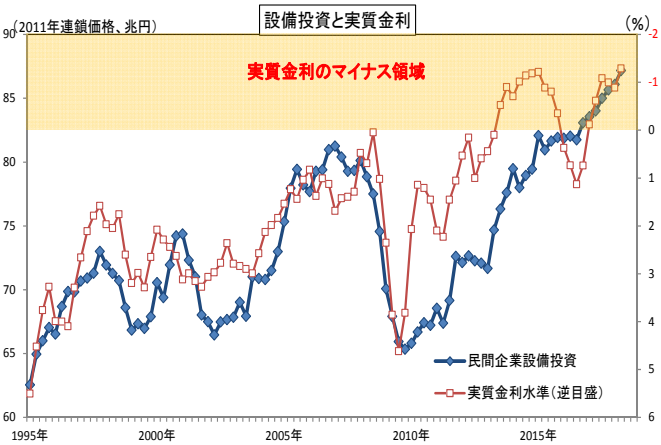
- 長期金利の操作目標の引上げなどは20年以降か
  - フォワードガイダンスが導入されたことによって、政策金利の引上げは2年ほど「凍結」されたとみられるが、経済・物価情勢に明確な改善が見られれば、徐々に長期金利の高め誘導をはかり、かつ変動容認幅を拡大する可能性も

日銀と民間の物価見通し



（資料）総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センター
（注）消費税率の変化を含まず、民間予想はESPフォーキャスト調査（8月）を使用、日銀予想は展望レポート（7月）より作成。

設備投資と実質金利



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

分析レポート

米国経済金融

米国月次 GDP 推定モデルの作成とその評価

～日銀ワーキングペーパーを参考にして～

佐古　佳史

要旨

GDP は一国の経済規模・状態についての最も詳細な統計といえるが、速報性と頻度において利便性が低い。本稿では、日銀ワーキングペーパー、“New Monthly Estimation Approach for Nowcasting GDP Growth: The Case of Japan”を参考に、米国の主要な 80 の経済指標を用いて月次単位で GDP 成長率を推定するモデルを作成し、モデルの精度や特徴、クセなどについての評価を行った。

経済状態と GDP

GDP は一国の経済規模・状態についての最も詳細な統計といえるものの、3 ヶ月に一度しか公表されない上に、該当期間が終わってから 1 ヶ月ほど 1 次速報の発表まで待つ必要がある点において、やや利便性に欠ける。

そこで、日々発表される経済指標を用いて、「足元の経済の強さ」を「GDP 成長率」に換算した上で把握することができれば、時に不規則でボラタイルな動きをする月々の経済指標を解釈する上でも、また四半期に一度発表される GDP 成長率の見当をつける上でも有用であることは想像に難くない。

付言するならば、こうした一連の研究は使用する系列が多いことから、ビッグデータ分析の一種ともいえる。統計の精度や重要性において玉石混淆の経済データをいかに取捨選択し、有用な情報を抽出するのかという点も非常に重要である。

GDP 予測モデル

実際にこのような取り組みは既にアトランタ連銀の GDPNow やニューヨーク連銀の Nowcast という形で実用化されており、しばしばマーケット参加者の耳目を集めている。また、同様の取り組みとして、シカゴ連銀では経済活動を数値化したシカゴ連銀全米活動指数（CFNAI）を公表している。

日本においても、2013 年に日銀ワーキングペーパーシリーズとして原尚子、山根渉太郎氏による“New Monthly Estimation Approach for Nowcasting GDP Growth: The Case of Japan”という論文が発表され、日本版ナウキャストとでも呼ぶべき GDP 成長率の推定モデルが提示されている（以下、原=山根モデル）。

米国経済の月次 GDP 成長率推定

本稿では原=山根モデルの考え方や推定方法を概ね踏襲しつつ、米国経済のデータ（80 系列）を用いて月次 GDP 成長率の推定を行った。

既に GDPNow などの先行的な GDP 予測モデルがあるなかで、あえて原=山根モデルを参考にした理由としては、月次単位での GDP 成長率の推定が可能であることと、支出面から分析されることの多い GDP について、供給サイドに焦点を当てて行う予測がどの程度の精度を出せるのかとい

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

う点を明らかにする意図もある[注1]。

GDP 成長率の詳細な推定方法の解説は原=山根モデルに譲るとして、本稿では推定に使用したデータと推定過程の一部について解説をしたい。

まず、原=山根モデルでは、使用するデータを主要データとその他のソースデータに分類し、前者としては鉱工業生産指数と第三次産業活動指数を用いている。米国経済指標において、月次でサービス業の生産高や売り上げ等を確認できるデータが存在しないことから、本稿では主要データとしては非農業部門雇用者数を用いた[注2]。

ソースデータについては、原=山根モデルは 473 系列を 6 つのグループに分類して利用している。一方、本稿では 79 系列を 4 つのグループに分類しているため、原=山根モデルに比べるとサンプルサイズは6分の1程度となっている。これは、月次 GDP の推定をほぼ毎週行うという当社での利用目的上、「単一のデータベンダーから入手できる実質値のデータ」を吟味した上で、各連銀のモデルに使われているデータを参考にした結果である。

最後に、各グループから主成分を取得する過程については、原=山根モデルと本稿では基本的には同一である。しかしながら前者では各グループから第 6 主成分まで取得しているのに対し、本モデルでは第 2 主成分までにとどめている。基本的に、経済データを扱う場合は、「第何主成分がどのような情報を持っているのか」という点を直感的に明らかな形で把握するのは非常に難しいため、取得する主成分の数は多ければ多いほど望ましいというわけではない。この点に鑑み、サンプルサイズの小ささを考慮した上で試行錯誤の結果、取得する主成分を第 2 主成分までとした[注3]。

モデルのパフォーマンスの評価

図表 1 は月次での GDP 成長率の推定値を示したものである。推定の都合上、「前月比年率」という単位になるため、成長率の振れ幅が比較的大きいことがうかがえる。

図表 2 は図表 1 の推定値を 3 ヶ月ごとに集計することで、「前期比年率」に単位を修正し、米商務省が発表する GDP 成長率と比較したものである。これを見ると、①季節調整の不備により消費データの弱含みがしばしば指摘される第 1 四半期において、推計値が高く出て予測誤差が拡大する傾向にあることや、②それ以外の期間は概ね予測誤差が 1.5%ポイント以内で収まっていること、③非農業部門雇用者数など生産サイドの統計の変化が大きかったリーマンショック（08 年 9 月）前後は比較的モデルの精度が良いことなどがうかがえる。

なお、第 2～4 四半期に限ってみると、本モデルの GDP 成長率の予測の精度は、GDPNow や Nowcast に同等程度の水準と思われる。例えば、18 年第 2 四半期の GDP 成長率（速報値）が前期比年率 4.1%と発表された段階では、GDPNow は同 3.8%、Nowcast は同 2.78%、本モデルは同 3.13%であった。

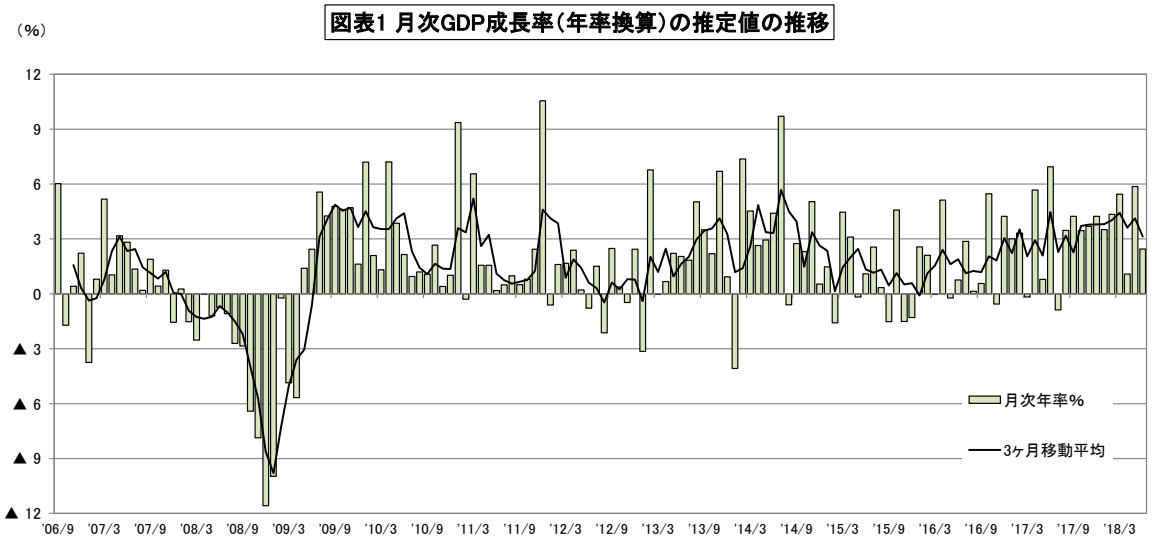
本モデルの弱み、強みと利用法

さて、完璧な経済モデルなど存在しないというのは周知の事実であるが、当然本モデルも謗りを免れない。以下ではそのうちの 2 点を確認したい。

第一に、非農業部門雇用者数の伸びと GDP 成長率には強い相関関係が確認され

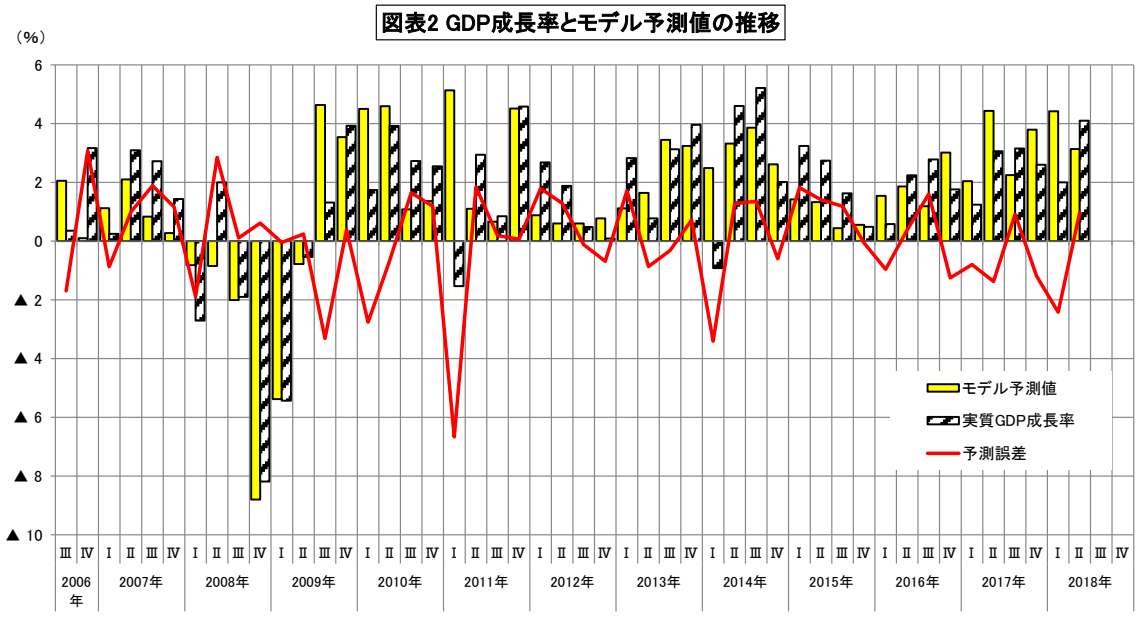
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表1 月次GDP成長率(年率換算)の推定値の推移



(資料)米経済分析局、Datastreamより農中総研作成 (注)Matlab 9.3.0.713579 (R2017b)を使用。

図表2 GDP成長率とモデル予測値の推移



(資料)米経済分析局、Datastreamより農中総研作成 (注)Matlab 9.3.0.713579 (R2017b)を使用。

ており、このデータを軸に GDP を推定することに特段の違和感はないであろう。これは、雇用者の伸びと経済の拡大の間に明白な関係があることに他ならない。一方で、雇用者の伸びよりも、産出量や利益の方が「より GDP に近い概念」といえるため、こうしたデータが入手できるならこちらを利用するほうが望ましい。この点は本モデルの弱みといえる(注4)。

第二に、需要項目別でみると 7 割が個人消費に相当する米国経済の短期変動をできるだけ「当てにいく」という目的上は、消費動向をより注視するほうが望ましく生産サイドは補助的に使うほうが適切かもしれない。

一方で本モデルの強みとしては、しば

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

しば指摘される「天候要因などに左右されることの多い 1～3 月期は季節調整が適切ではなく消費が弱含んだ」といった状況の際に、生産サイドから見た経済状況はどのようなものなのかを定量的に把握する指標の一つになりえる。

また、景気後退期においては消費よりも生産が大きく減少し始めるため、本モデルがそうした動きを捉え、GDP の落ち込みを上手く予測できる可能性もある。

最後に、本稿で作成したモデルを用いて、当社が毎週金曜日午後に公表する『Weekly 金融市場』に月次 GDP 成長率の推定値を今後継続的に掲載していくこととしたい。本モデルの精度や「クセ」などについては注意する必要はあるものの、この試みが足元の経済の強さを把握する一指標として参考になれば、筆者としては望外の喜びである。

(注 1) そもそも GDP の P は Production ということもあり、原義は供給サイドの概念である。また、三面等価の原則があるため、供給サイドと需要サイドのいずれに重きを置くにせよ、ある程度は同じような数値が推計される可能性が高い。

(注 2) この点については、米センサス局が 3 ヶ月に一度発表する、Quarterly Service Report が存在するため、これを適宜月次指標に推定しなおして利用するという方法も考えられる。しかし、統計の発表が該当期間の GDP 発表よりも遅いことから、本稿では見送った。Quarterly Service Report の利用については今後の課題としたい。

(注 3)なお、利用するデータとそのグループ化については一連の GDP 予測モデルを参考にし、コーディングと推定には、Matlab(9.3.0.713579 (R2017b))を用いた。また、データはトムソン・ロイター社 Datastream から取得している。

(注 4) この点については、鉱工業生産指数と第三次産業活動指数を利用する原=山根モデルは本稿に比べ、「より GDP に近い」指標を利用しているといえる。

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

分析レポート

米国経済

FRB による利上げ効果について

～FRBEDO モデルによるシミュレーションの紹介～

佐古　佳史

要旨

6 月 FOMC 後に示されたドットチャートにおいて、年内利上げ回数の中央値が 3 回から 4 回へと増加するなか、本稿では 25bp の利上げが経済に与える影響を FRBEDO モデルのシミュレーションを通じて検討した。

GDP 成長率について、前期比年率 0.3%程度の押し下げ効果が確認された。

ドットチャートと利上げ回数

米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げペースを予想することは、今後の GDP 成長率やインフレ率、ひいては長短金利の予想を立てる上でも非常に重要である。最近の事例では、6 月 FOMC 後に公表されたドットチャート（FOMC メンバーが予想する政策金利の水準を示すグラフ）において、年内利上げ回数の中央値が従来の 3 回から 4 回へと上方修正されており、利上げペースが加速する可能性が読み取れる。

利上げの効果とは

では、実際に年内利上げ回数が 3 回から 4 回に増加すると、経済にどのような影響があるのだろうか。もちろん利上げ自体は景気に対してブレーキを踏むことになるため、①GDP 成長率が減速する、②インフレ率が下がる等の定性的な効果が当然考えられる。

しかし、定量的な効果については、国内外の経済状況や、市場との対話、財政政策との相乗効果などが影響すると考えられるため、その効果を一概に数値化することは難しい。一方で、四半期予測などを作成する観点からは、利上げの効果について何らかの目処を付ける必要もある。そこで、本稿では FRB が公表している米国経済に関するマクロモデルである FRBEDO モデルを用いて、25bp（0.25%）の利上げをした際の経済に対する影響を概観することとしたい。

FRBEDO モデルとは

Estimated Dynamic Optimization の頭文字、EDO を冠した FRB 公式モデルである FRBEDO モデルは、近年中央銀行で用いられる標準的な政策分析ツールの一つである中規模 DSGE(動学的確率的一般均衡)モデルである。FRBEDO モデルはアップデートを加えつつ、06 年から FRB で利用されており（注 1）、FRB のホームページ（注 2）からコードを入手することで利用できる。

25bp 利上げのシミュレーション結果

FRB は 1 回利上げをする際に政策金利の誘導目標の上限値と下限値をそれぞれ 25bp 上げることが慣例となっている。このため、本稿でも政策金利を 25bp 引上げるシミュレーションを行った（注 3）。

モデルでの時間軸が四半期ベースとなっていることに注意しつつ、図表 1 をみると、実際に利上げによって GDP 成長率が前期比年率

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

0.3%程度低下していることから、利上げが持つ引き締め効果が確認できる。次に、インフレ率については、図表2から前年比0.15%程度低下することが推察される。

最後に需要項目別にみると、設備投資は前期比年率▲1.3%と低下幅が大きいものの、2 四半期目には同▲0.6%と低下幅は縮小する。また、消費の落ち込み幅は、設備投資の十分の一程度であり、金融引き締めの効果が相対的には小さいことがうかがえる。

シミュレーション数値に対する注意

最後に、シミュレーションで出た数値に対する注意を喚起したい。まず、こうした数値は、「経済に影響を及ぼす出来事として25bpの利上げだけが起きた」という非常に仮想的な状態を描いたものであることには十分に注意すべきであろう。また、実証分析や実務的な感覚などからは、金融引き締めの効果が発現するには、FRBEDOが描写するよりも、やや時間がかかるとも考えられる。以上からあくまでも参考値として、こうした値を考慮する必要がある。

(注1) 米国経済に関してはFRBEDOモデルの他にFRB/USモデルも存在する。本稿では、政策変更の経済への影響を考慮する際には、ルーカス批判を部分的にせよ回避したモデルを利用すべきという一般的な観点から、FRBEDOモデルを用いた。

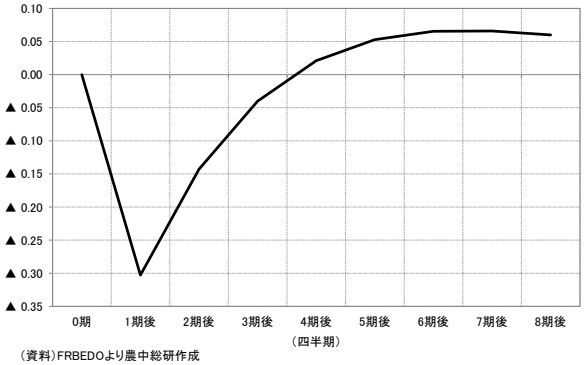
(注2)

https://www.federalreserve.gov/econres/edo-model-package.htm を参照のこと。

(注3) FRBEDOモデルの構造として、景気悪化時に利下げする金融政策ルールが採用されている。このため、シミュレーションの後半においては、(利上げによって悪化した景気に対する措置としての)利下げの影響で各変数が徐々にゼロ～プラスに転じている。現実的には、次の景気後退期に入るまで本格的に利下げが行われることはないため、この点については注意が必要である。

(%ポイント変化幅 前期比年率)

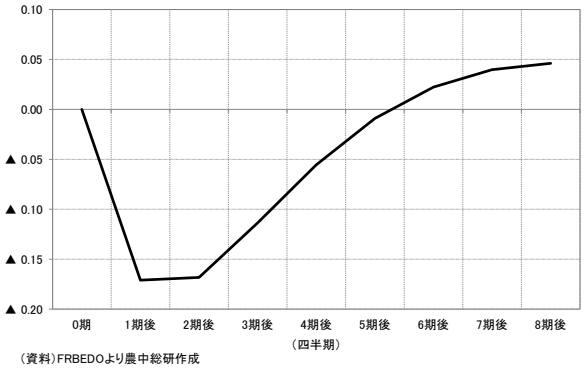
図表1 GDP成長率のシミュレーション



(資料)FRBEDOより農中総研作成

(%ポイント変化幅 前年比でみた場合)

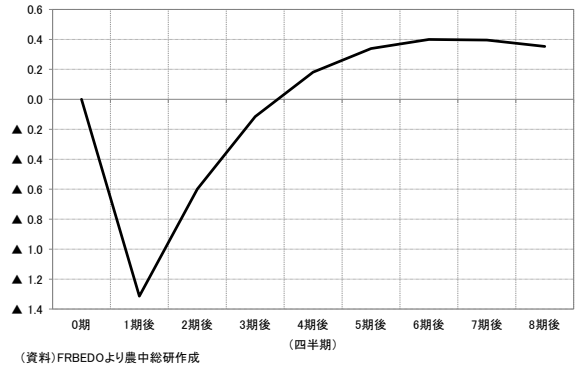
図表2 コアPCEのシミュレーション



(資料)FRBEDOより農中総研作成

(%ポイント変化幅 前期比年率)

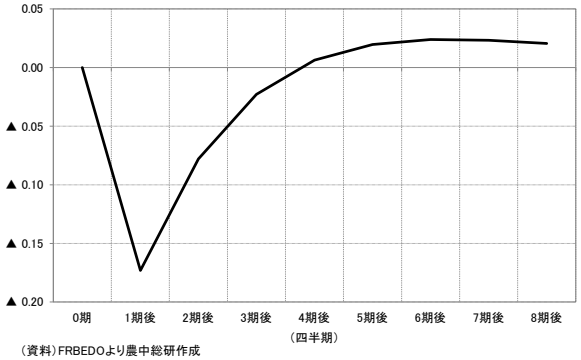
図表3 設備投資のシミュレーション



(資料)FRBEDOより農中総研作成

(%ポイント変化幅 前期比年率)

図表4 個人消費のシミュレーション



(資料)FRBEDO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

分析レポート

国内経済金融

2017 年度の住宅着工と住宅ローンの動向

～増加が続く分譲一戸建着工、貸出減も高水準を維持～

多田　忠義

要旨

2017 年度の住宅着工戸数は 3 年ぶりに前年度割れとなった。15、16 年度の着工増をけん引した持家と貸家の着工戸数が減少に転じたことが影響し、特に貸家が 3 年ぶりの減少となったことが目立っている。一方、分譲一戸建は 3 年連続で増加した。この増減要因として、①住宅地価格の二極化、②分譲新築マンションの価格上昇による持家や分譲一戸建などの戸建系住宅の需要増、③低金利環境の継続、高い住宅取得能力、不動産関連融資に対する金融庁や日銀の警戒、④相続税対策、⑤建築費先高観や補助金・税制優遇等の各種施策が挙げられる。

住宅ローンは、新規貸付額が依然として高水準を保ち、残高も増加したが、貸出金利の低下により、地銀・第二地銀の経営環境は厳しさを増している。収益性改善を目指すべく、地銀・第二地銀では、RPA（ロボティック・プロセス・オートメーション）や Web 等を活用したコスト削減と業務の迅速・合理化、店舗・営業時間の見直しなどの戦略を採用している。

今後を見通すと、相続税対策、補助事業や税制優遇等の政策効果に加え、住宅取得資金を調達しやすい低金利環境であり、住宅着工戸数の先行きは、当面緩やかな減少に留まるだろう。ちなみに、19 年 10 月の消費税増税に向けた駆け込み需要による住宅着工戸数の押上げは、14 年増税時ほどの規模にはならないとみられる。20 年度以降は、核家族など住宅取得層の世帯減少を背景に、住宅着工戸数は減少することが予想される。この減少幅は、金利上昇や景気減速リスク、中古住宅市場の拡大、大工不足等の供給制約といった不確実性に左右される。

はじめに

本レポートは、2017 年度の住宅着工と住宅ローンの動向、それらを取り巻く環境について分析し、注目すべき特徴と今後の見通しを考察することが目的である。

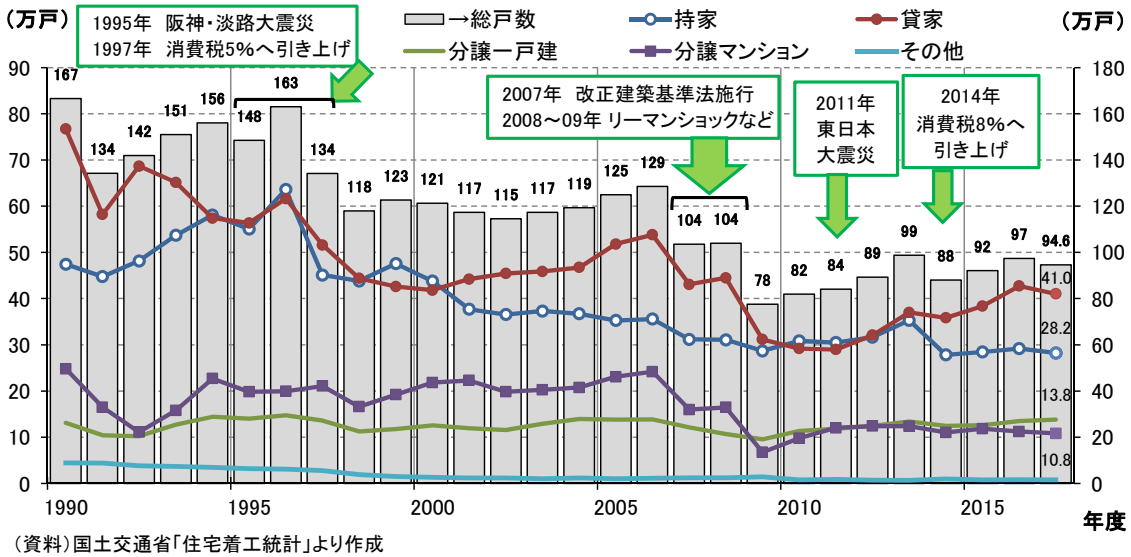
本レポートでは以下の手順で分析を行った。まず、全国の新設住宅着工戸数の動向、着工戸数の水準を、過去のデータと比較し、都道府県毎に特徴を把握する。次に、住宅着工の増減要因を、都道府県別の着工戸数にも目配せしながら、分析する。最後に、住宅ローンの金利水準を時系列で確認したのち、18 年 3 月期の地銀・第二地銀決算説明会で聴取した住宅ローンに関する発言を整理し、今後の住宅着工や住宅ローンをめぐる環境を考察する。

新設住宅着工戸数の推移

はじめに、17 年度の新設住宅着工戸数を中長期な観点から把握したい（図表 1）。総戸数は、住宅ストックの充実、人口減少や世帯数の伸び鈍化などで減少傾向にあるなか、13 年度や 16 年度には及ばない

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表1　住宅着工戸数の長期推移（全国、年度）

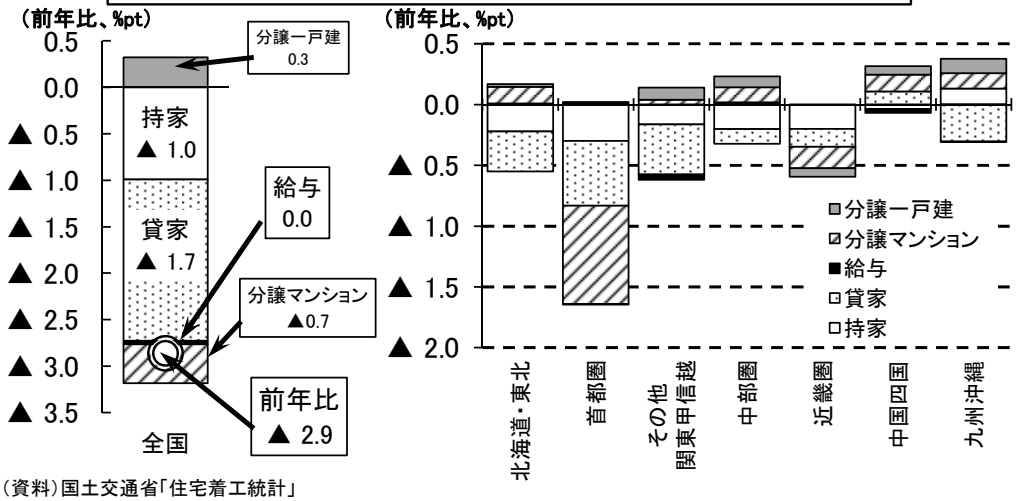


（資料）国土交通省「住宅着工統計」より作成
（注）「分譲一戸建」は、利用関係別が分譲、建て方が一戸建、「分譲マンション」は、利用関係別が分譲、構造が鉄筋鉄骨造、鉄筋コンクリート造、鉄骨造、建て方が共同住宅、「その他」は、分譲一戸建、分譲マンション以外の分譲と給与住宅の合算である。

ものの、94.6 万戸に達した。利用関係別にみると、貸家は 41.0 万戸と、16 年度には及ばないものの、08 年度以降で 2 番目に高い水準であった。持家は 28.2 万戸で、16 年度から小幅減少したが、14 年度以降の着工水準を保っている。分譲一戸建は 13.8 万戸と、3 年連続の増加で、06 年度以降で最も高い水準となった。分譲マンションは 10.8 万戸と、2 年連続の減少となった。

ちなみに、17 年度の住宅着工戸数は、16 年度に比べ 2.9%減であった（図表 2）。15、16 年度の着工増をけん引した持家と貸家の着工戸数が、それぞれ 1.0 ポイント（以下、pt という）減、1.7pt 減となったことが主因である。

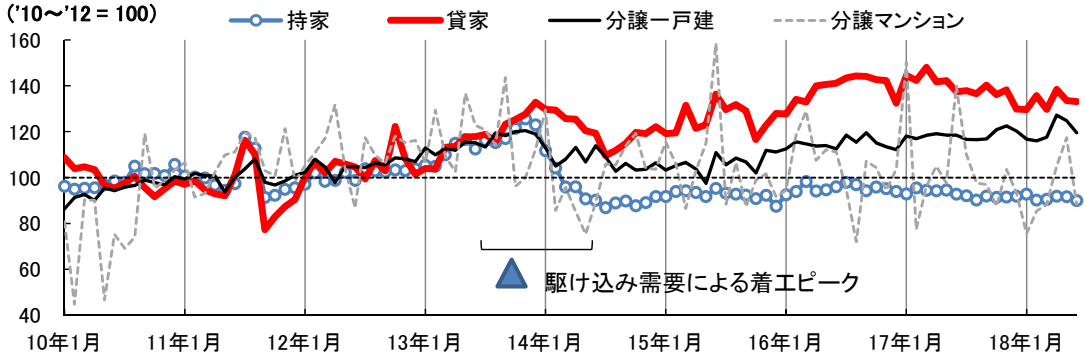
図表2　住宅着工戸数の利用関係別・地域別寄与度（2017年度）



（資料）国土交通省「住宅着工統計」
（注）北海道・東北：北海道、青森県、岩手県、宮城県、秋田県、山形県、福島県／その他関東甲信越：茨城県、栃木県、群馬県、新潟県、富山県、石川県、福井県、山梨県、長野県／首都圏：埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県／中部圏：岐阜県、静岡県、愛知県、三重県／近畿圏：滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県／中国四国：鳥取県、島根県、岡山県、広島県、山口県、徳島県、香川県、愛媛県、高知県／九州沖縄：福岡県、佐賀県、長崎県、熊本県、大分県、宮崎県、鹿児島県、沖縄県

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　最近の住宅着工動向（季調済、'10～'12 ＝100）



（資料）国土交通省「住宅着工統計」を基に農中総研による季節調整（X-13-ARIMA-SEATS）より作成
（注）利用関係別に季節調整を実施。10～12年の平均値を100として指数化した。

17 年度の住宅着工戸数を地域別にみると（図表 2）、中国・四国を除く全地域で貸家着工が減少、住宅再建需要のある九州・沖縄以外の全地域で持家着工が減少、近畿圏を除く全地域で分譲一戸建が増加、首都圏・近畿圏で分譲マンションが大幅減少し、他地域で増加、といった特徴が見て取れる。

次に、最近の住宅着工動向を月次データで比較すると（図表 3）、持家は、依然として増税前（10～12 年）の水準を 1 割程度下回っている一方、分譲一戸建は増税前の水準の 1.2 倍を超える水準まで増加している。貸家は、17 年初めごろに 1.4 倍まで増加したが、供給過剰懸念や金融機関の融資姿勢が消極的になったことなどで低下傾向である。それでも、増税前の水準の 1.3 倍前後の水準で推移していることから、依然として貸家着工は高水準といえる。分譲マンションは増減が激しいものの、均してみれば、増税前よりもわずかだが減少している。

都道府県別新設住宅着工戸数の特徴

まず、17 年度の都道府県別住宅着工戸数の特徴を調べるため、利用関係内訳を地図化した（図表 4-1）。各都道府県の総着工戸数に占める貸家の割合の高さが目立ち、20 の都道府県で貸家の割合が 4 割、うち北海道、東京都、福岡県、沖縄県で 5 割を上回っている。また、貸家の割合が低い秋田県、福井県、岐阜県、和歌山県でも 2 割となった。

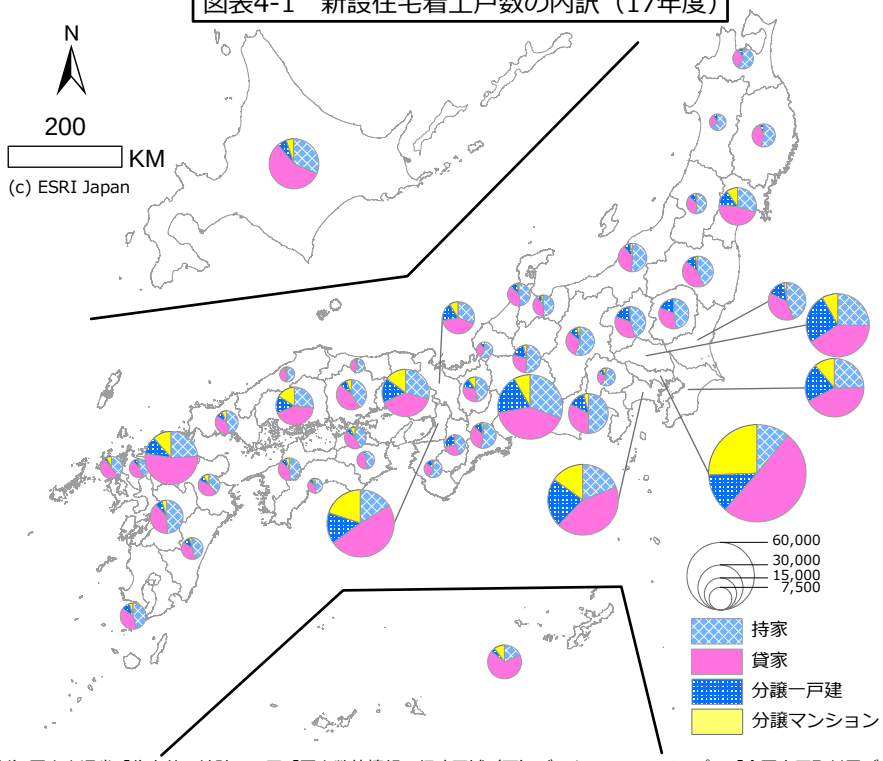
持家では、秋田県で 6 割に達する一方、東京都、神奈川県、大阪府、沖縄県では 2 割未満と、地域差が大きい。

分譲一戸建では、人口が集中する都府県で 1～2 割、分譲マンションでは、首都圏（東京都、神奈川県、千葉県）、大阪圏（大阪府、兵庫県）、また広島県、福岡県、沖縄県で 1～2 割であった。

ちなみに、都道府県別に 11～17 年度の住宅着工戸数に占める持家の割合を分析すると、40 の都道府県で低下がみられる一方、復興特需のある熊本県に加え、和歌山県、島根県、佐賀県、鹿児島県では上昇がみられた。また、同様に分譲一戸建では、北海道、東京都、神奈川県、三重県、滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、和歌山県、島根県、愛媛県、高知県、長崎県、熊本県の 14 都道府県で低下、または変わらずだが、33 県では上昇していた。なお、貸家の割合は、17 年度に低下に転じた都道府県が多く、分譲マンションの

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

図表4-1　新設住宅着工戸数の内訳（17年度）



（資料）国土交通省「住宅着工統計」、同「国土数値情報：行政区域（面）データ」、ESRIジャパン「全国市区町村界データ」より作成

割合はあまり変化が見られなかった。

次に、全国の住宅着工戸数について、16 年度から 17 年度への増減率の内訳を利用関係別、都道府県別に寄与度として算出し、地図化した（図表 4-2～4-5）。

持家は、38 の都府県でマイナス寄与となった（図表 4-2）。復興需要のある熊本県で 0.18pt 増と最も高く、工場進出等による需要がピークアウトしたとみられる宮城県で 0.12pt 減と最も低かった。

貸家は、31 の都道府県でマイナス寄与となった（図表 4-3）。東京都で 0.40pt 減、福島県で 0.25pt 減、福岡県で 0.24pt 減と特に低い一方、広島県で 0.14pt、熊本県で 0.12pt と高かった。

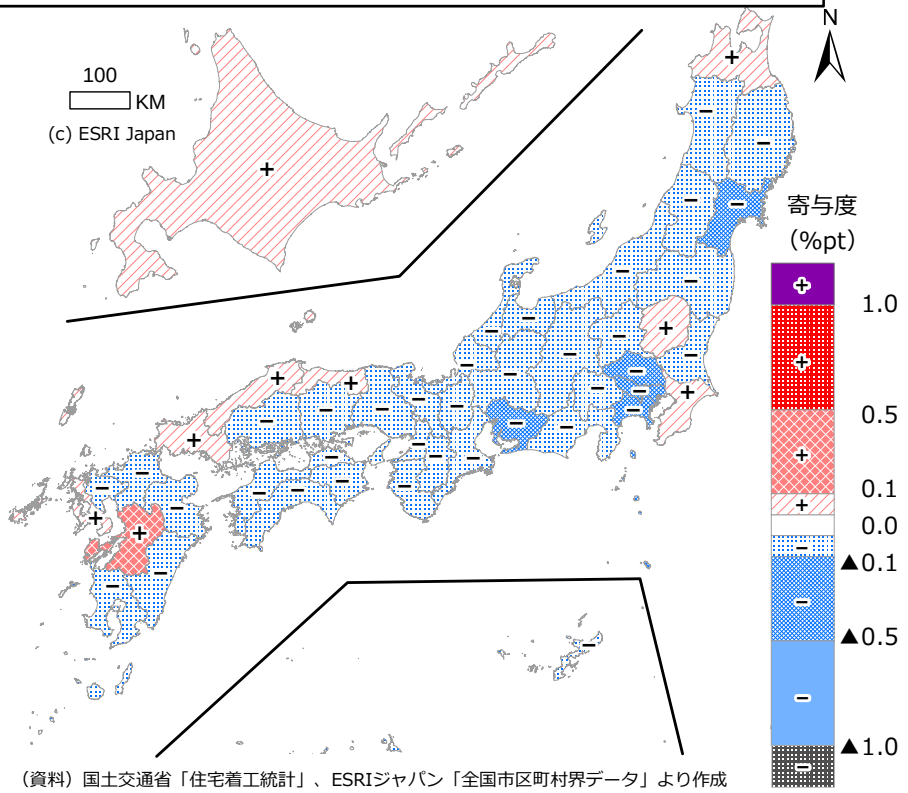
分譲マンションは、18 の都道府県でマイナス寄与となった（図表 4-4）。全国の 3 割程度の分譲マンションが着工される東京都では、0.6pt 減と 2 年ぶりに減少に転じた。

分譲一戸建は、36 の都道府県でプラス寄与となった（図表 4-5）。プラス寄与は、神奈川県で 0.09pt 増、愛知県で 0.07pt 増、福岡県で 0.06pt 増と高い一方、東京都で 0.07pt 減と最も低かった。

ちなみに、都道府県別に住宅着工戸数の増減を過去にさかのぼって確認すると、持家では、東京都で 4 年連続減少、岩手県、宮城県、福島県、群馬県、埼玉県、山梨県、岐阜県、静岡県、京都府、沖縄県で 2 年連続減少の一方、北海道、青森県、鳥取県、山口県、長崎県、熊本県では 3 年連続増加となった。貸家では、宮城県、京都府で 4 年連続減少の一方、大阪府で 7 年連続増加となった。分譲マンションでは、長野県で 3 年連続増加となった。分譲一戸建では、大阪府で 4 年連続減少の一方、栃木県、富山県、静岡県、岡山県、大分県で 7 年連続増加となった。

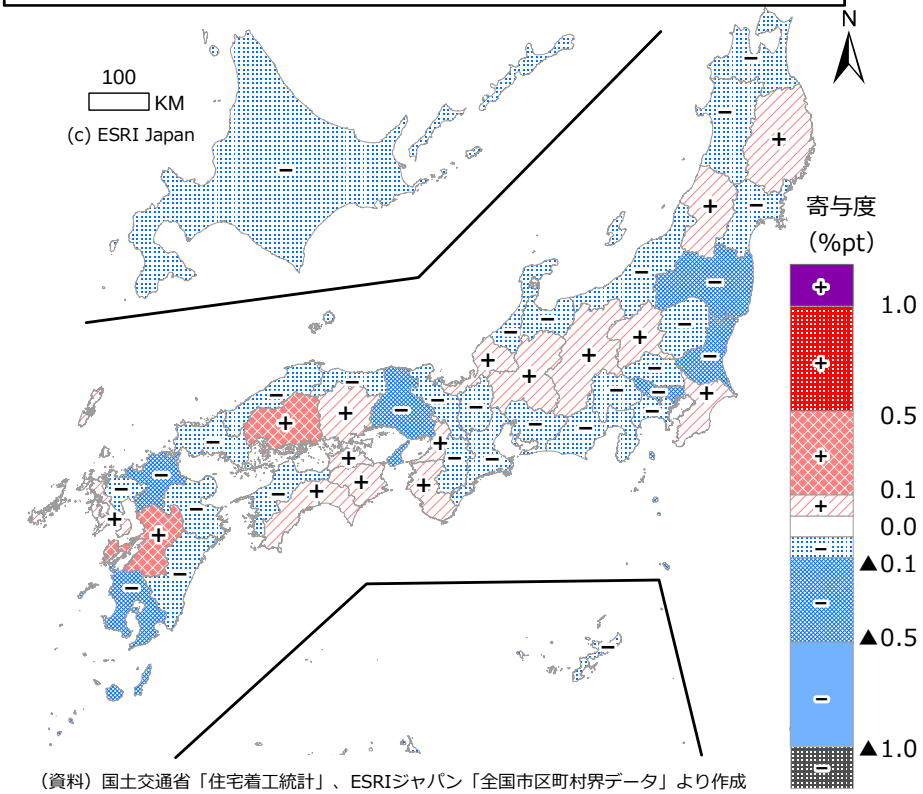
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図 4-2 新設住宅着工戸数の都道府県別寄与度分解（17年度：持家）



（資料）国土交通省「住宅着工統計」、ESRIジャパン「全国市区町村界データ」より作成

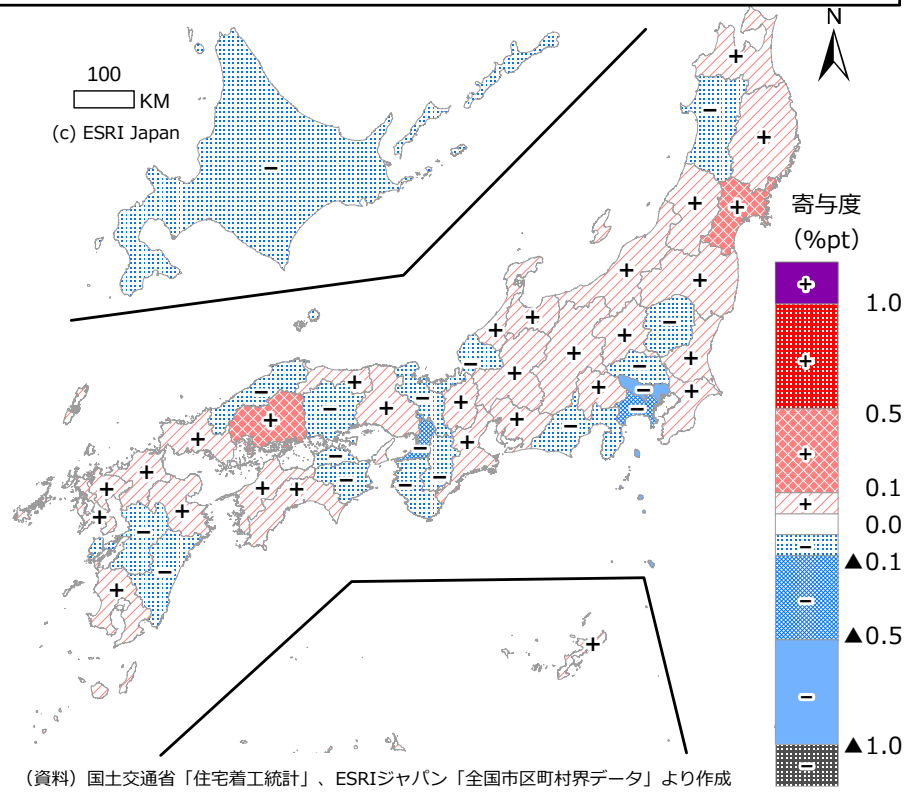
図 4-3 新設住宅着工戸数の都道府県別寄与度分解（17年度：貸家）



（資料）国土交通省「住宅着工統計」、ESRIジャパン「全国市区町村界データ」より作成

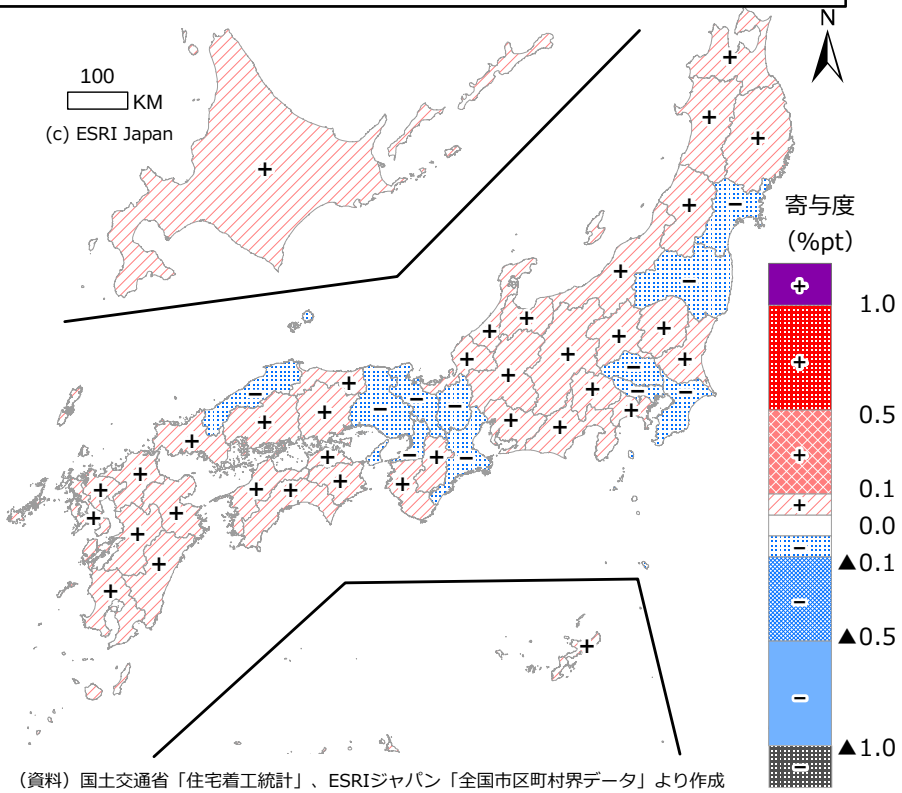
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図 4-4 新設住宅着工戸数の都道府県別寄与度分解（17年度：分譲マンション）



（資料）国土交通省「住宅着工統計」、ESRIジャパン「全国市区町村界データ」より作成

図 4-5 新設住宅着工戸数の都道府県別寄与度分解（17年度：分譲一戸建）



（資料）国土交通省「住宅着工統計」、ESRIジャパン「全国市区町村界データ」より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

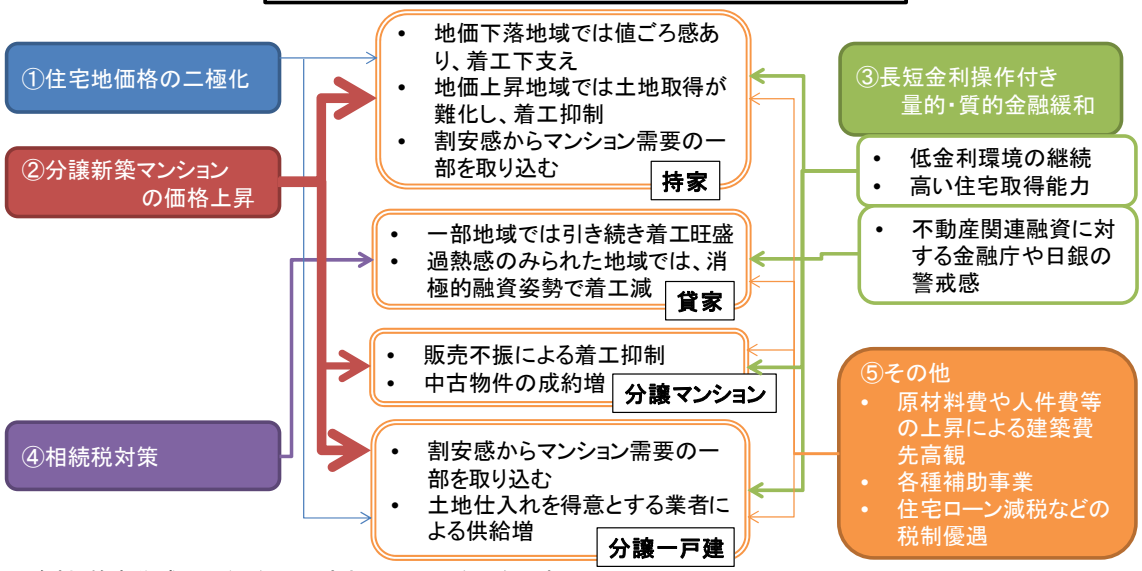
住宅着工戸数の増減要因

18 年度の住宅着工戸数の増減要因として、①住宅地価格の二極化、②分譲新築マンションの価格上昇による持家や分譲一戸建などの戸建系住宅の需要増、③低金利環境の継続、高い住宅取得能力、不動産関連融資に対する金融庁や日銀の警戒、④相続税対策、⑤建築費先高観や補助金・税制優遇等の各種施策、の 5 つが主に考えられる（図表 5)。以下では、①②③と⑤の建築費先高観の要因を深掘りする。

① 住宅地価格の二極化

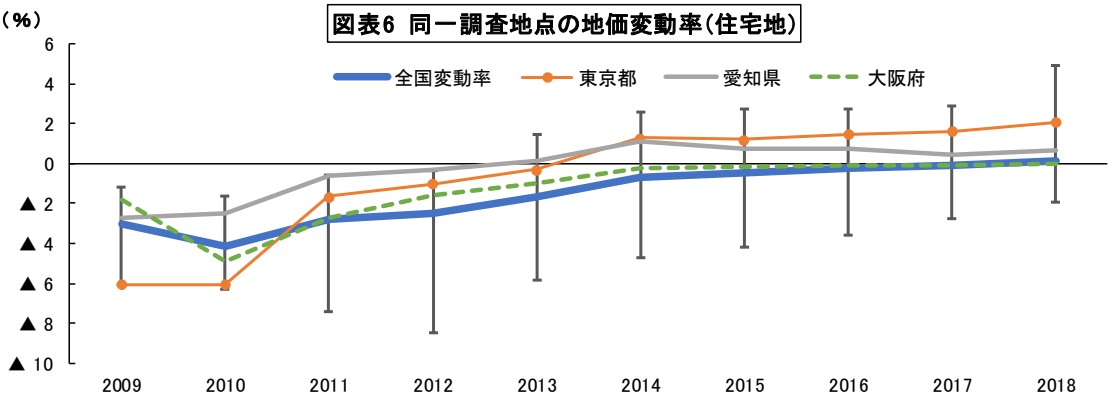
08 年以降同一地点で調査された住宅地価格（以下、「地価」という。）の変動率をみると、09～12 年は全都道府県で地価が下落したが、13 年以降は上昇に転じる都府県も散見され、二極化が進行している（図表 6)。13 年以降上昇が継続している都道府県は、復興需要のある宮城県、福島県に加え、埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県、愛知県、沖縄県の 6 都県である。このうち、東京都では前述の通り 4 年連続で持家着工が減少しており、地価

図表5 住宅着工をめぐる環境と着工増減との関係



（資料）筆者作成　（注）矢印の太さは因果の強弱を示す。

図表6 同一調査地点の地価変動率（住宅地）



（資料）国土交通省「国土数値情報（公示地価）」より作成
（注）各年1月1日現在の公示地価より算出。2008年から2018年まで同一の調査地点となった住宅地の変動率で都道府県毎に平均を算出したため、国土交通省が公表する変動率とは異なる。全国変動率のひげの上限と下限は、それぞれ都道府県の最高値と最低値を示す。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

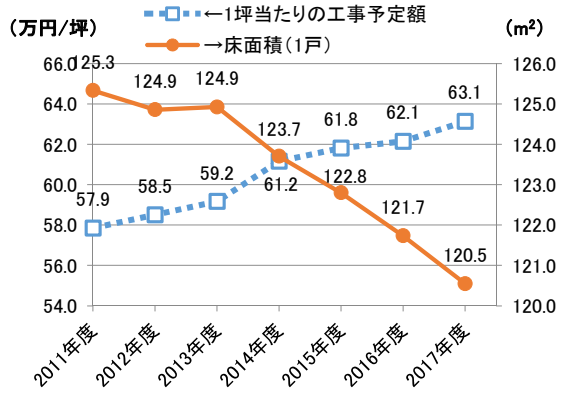
上昇が着工抑制の一因と考えられる。一方、他の道府県では、地価の下落継続で値ごろ感もあり、特に分譲一戸建や持家の着工を下支えしたとみられる。

② 分譲新築マンションの価格上昇による戸建系住宅の需要増

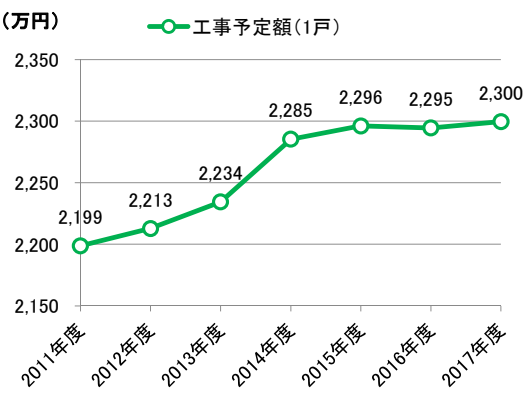
次に、個人が建てる持家の工事予定価格から住宅価格の動向をみる。坪単価（1坪あたりの工事予定額）は、少なくとも11年度以降6年連続で上昇している（図表 7-1）。しかし、1 戸あたりの床面積は縮小し続けており、結果、一戸当たりの工事予定価格の上昇は抑えられている（図表 7-2）。

一方、新築分譲マンション価格の上昇は歯止めがかからない。首都圏で新築分譲されたマンションの平米単価は、09 年度から 17 年度までで 21 万円増（平均的

図表7-1 新築持家の坪単価と床面積の推移

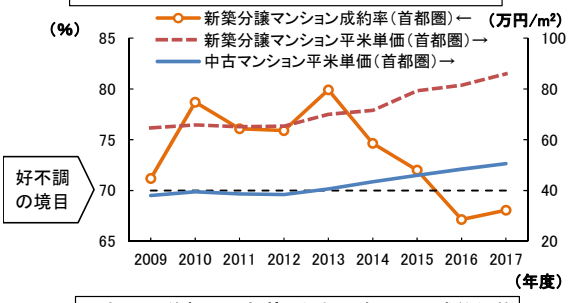


図表7-2 新築持家の工事予定額

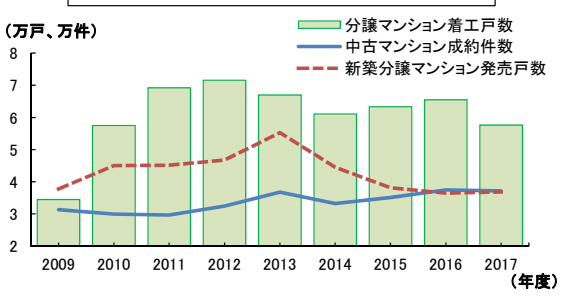


（資料）国土交通省「住宅着工統計」より作成
（注）建て主が個人、利用関係別が持家、建て方が一戸建、新築の居住専用住宅で、利用関係が単一のものを集計した（賃貸併用住宅、店舗併用住宅や増改築は含めない）。

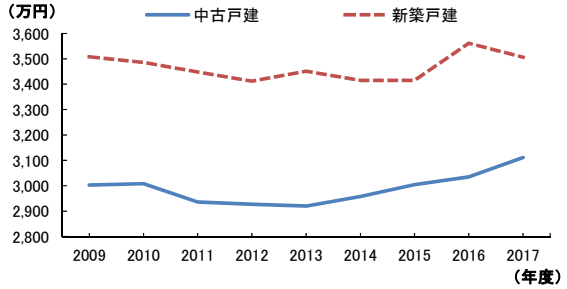
図表8-1 新築分譲マンションの成約率と平米単価



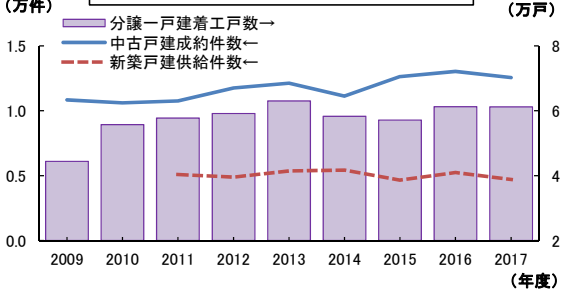
図表8-2 首都圏の新築・中古マンション市場動向



図表8-3 首都圏の新築・中古戸建の平均成約価格



図表8-4 首都圏の新築・中古戸建市場動向



（資料）日経NEEDS FQ（(株)不動産経済研究所「首都圏マンション・建売市場動向」）、（公財）東日本不動産流通機構「首都圏不動産流通市場の動向」、国土交通省「住宅着工統計」を基に作成
（注）首都圏とは、東京都、埼玉県、千葉県、神奈川県を指す。新築分譲マンション、同戸建のデータは、10戸以上販売した会社のデータを集計。中古マンションおよび中古戸建のデータは、東日本不動産流通機構に登録の不動産業者の実績に基づく。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

な 70㎡ であれば、1,470 万円増）で、新築分譲マンションの契約率（発売戸数に占める発売当月中に契約できた戸数の割合）は、16 年度以降 2 年連続で販売が不調とされる 7 割を割り込んでいる（図表 8-1）。

また、新築分譲マンションに比べ価格優位とされる中古マンションも、新築分譲マンションをあきらめた住宅取得層に人気が出ており、その平米単価は、09～17 年度の間に 12 万円増となった（図表 8-1）。さらに、首都圏での中古マンションの成約件数は、新築分譲マンションの発売件数を 2 年連続で上回っており、住宅取得層は、新築分譲マンションから中古マンションや、次に述べる戸建系にシフトしているとみられる。

実際、戸建住宅平均成約価格を比較すると（図表 8-3）、09 年度から 17 年度までの価格変化は、新築、中古ともに新築分譲マンションに比べて小幅で、住宅取得層にとって割安である。もちろん、戸建住宅はマンションに比べ、駅から遠いなど、立地等で劣る物件もあるため、価格上昇がマンションに比べ抑えられている点には留意する必要がある。

また、新築戸建（建売住宅）供給件数や中古戸建住宅の成約件数は底堅く推移しており、マンションから戸建系に需要がシフトしているといえる（図表 8-4）。

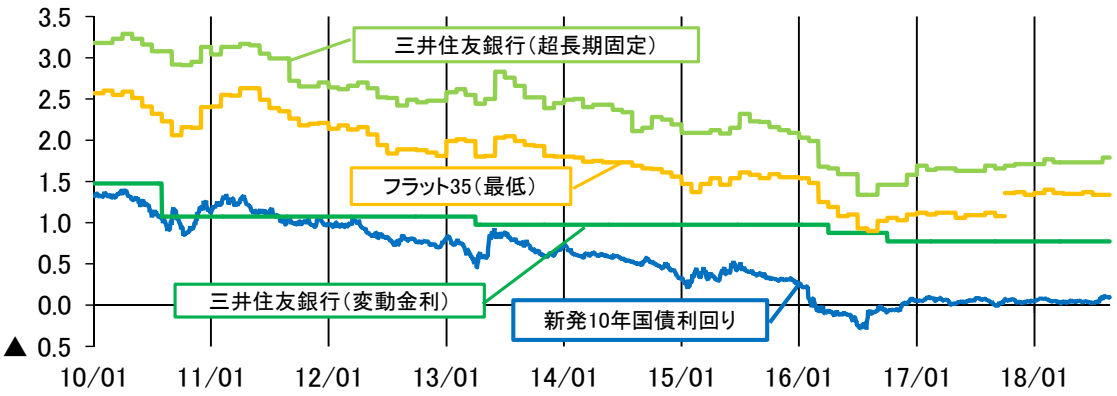
③日本銀行による長短金利操作付き量的・質的金融緩和

ここでは、図表 5 に挙げた 3 つの点から、金融政策が住宅着工に与えた影響を分析する。

1 点目は、低金利環境の継続である。一般に、住宅ローン金利は 10 年国債の利回り（長期金利）に連動させており、国債利回りの低下基調に合わせて、住宅ローン金利も同様の動きをたどってきた。16 年 2 月にマイナス金利付き量的・質的金融緩和が導入されたことで長期金利が一段と低下し、住宅ローン金利は史上最低水準となったが、16 年 9 月の長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入を経て、その後の長期金利は 0.0～0.1%で推移している（図表 9）。

16 年度は長期金利が史上初のマイナスとなったものの、反転上昇したことで金利先高観が生じ、住宅取得を後押しした

図表9　住宅ローン・新発10年国債の金利の推移



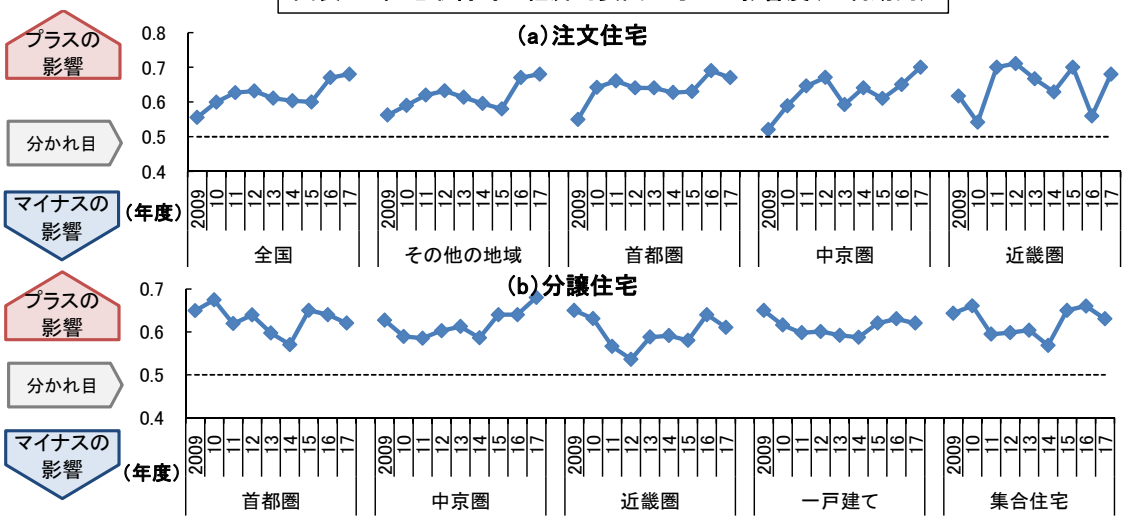
（資料）（独）住宅金融支援機構Web、三井住友銀行Web、Bloomberg、住宅ローン金利比較−人気口コミランキング.com、Thomson Reuters Datastreamより作成
（注）国債利回りは日ごとの終値。フラット35：返済期間が21年以上35年以下の場合の月中最低金利を表示。2017年10月より団信保証料込の金利。三井住友銀行：超長期固定は新規専用、20年超35年以内の金利、変動金利は優遇金利を適用後を表示。

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

可能性がある。しかし、17 年度は、低金利環境が継続していることを好感して住宅取得を決断した可能性が高い。実際、金利動向が住宅取得に影響を与えた度合いの全国集計結果は、16 年度よりも 17 年度の方が一段と高く、低金利環境の継続は住宅取得を下支えしているといえる（図表 10）。

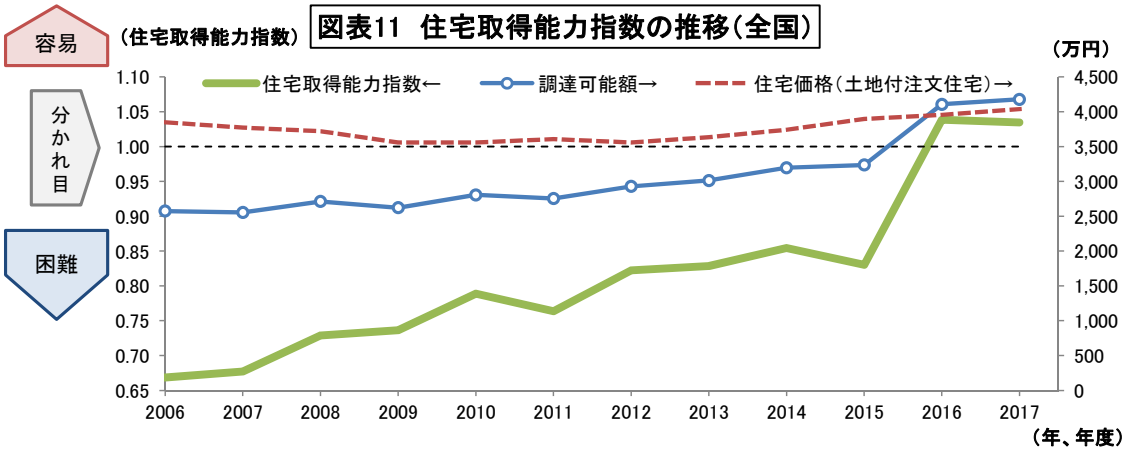
2 点目は、高い住宅取得能力である。低金利環境が継続したことで、住宅取得希望者が調達可能な資金は最高水準に達しており、このことが住宅着工を下支えしているといえる。家計調査の可処分所得、貯蓄、貸出金利により算出される調達可

図表10 住宅取得時に経済的要因が与えた影響度（金利動向）



（資料）国土交通省「住宅市場動向調査」各年版より作成
（注）影響度指標：各要因に関する「大きなプラス影響」「多少のプラス影響」「影響なし」「多少のマイナス影響」「大きなマイナス影響」の5段階評価のそれぞれに、1、0.75、0.5、0.25、0の点数を与え、この点数を5段階評価の構成比で加重平均して各要因の影響を指標化したもの。指標値が0.5より大きい場合プラス影響、0.5より小さい場合マイナス影響となる。

図表11 住宅取得能力指数の推移（全国）



（資料）総務省「家計調査」、（独）住宅金融支援機構「Flat35金利データ」、同「フラット35利用者調査」、三井住友銀行Web、住宅ローン比較ナビWebより作成
（注1）調達可能額＝借入可能額＋（通貨性預貯金＋定期性預貯金）×0.65　とした。
（注2）借入可能額は、35年間元利均等返済、金利は全期間固定で、各年度のflat最高金利とflat最低金利の中央値を用い、可処分所得（二人以上の世帯のうち勤労者世帯、年単位（1～12月）の集計値）の20%を返済額とする場合の合計である。なお、17年9月以前のflat金利は、17年10月以降の新機構団信付の金利水準に合わせるため、+0.28%としている。
（注3）住宅価格＝フラット35利用者調査の土地付注文住宅における建設費＋土地取得費。年度単位（4～翌3月）の値を用いた。
（注4）住宅取得能力指数＝調達可能額÷住宅価格。年の値を年度の値で除している点に留意されたい。

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

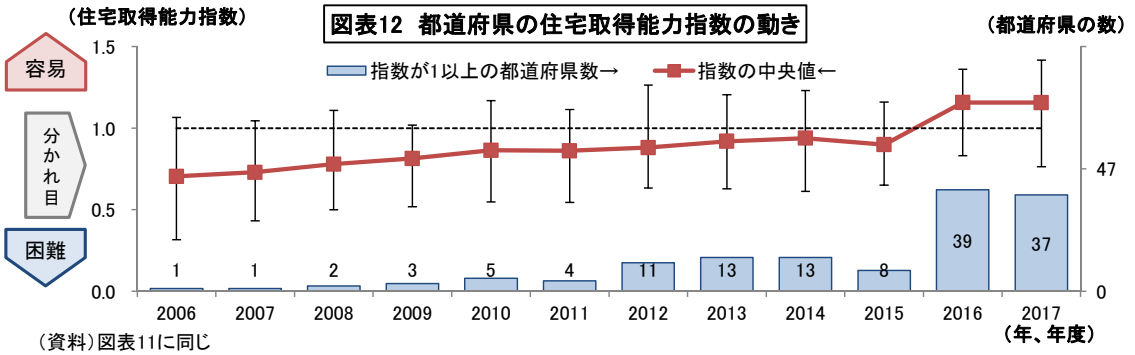
能額を住宅価格で除して求められる住宅取得能力指数は、16 年度から 0.01 ポイント低下したものの、2 年連続で 1 を上回っている（図表 11）。また、都道府県別に同指数を求めると、37 の道県で 1 を超える結果となったが、16 年度に比べ、都道府県間の差が開いた（図表 12）。いずれにせよ、17 年度は、低金利環境により、住宅取得を後押しする環境であった。

3 点目は、不動産関連融資に対する金融庁や日銀の警戒である。低金利環境の継続で収益改善を目指す金融機関は、貸出利回りの比較的高い不動産関連融資へ積極的に対応した。これに対し、金融庁は、「金融行政方針」（2016 年 10 月）で、また、日本銀行は、「2017 年度の考査の実施方針等について」で、不動産関連融資に対する警戒感を表明した。アパートの供給過剰を懸念する声も散見されたことから、金融機関の融資姿勢は消極的になり、アパートローンは抑制されたとみられる。実際、個人による貸家業向けの新規貸出額は 3.8 兆円と、16 年度（4.6 兆円）から減少し（図表 13）、図表 4-3 でみたとおり、貸家着工は 31 の都道府県で前年割れとなった。

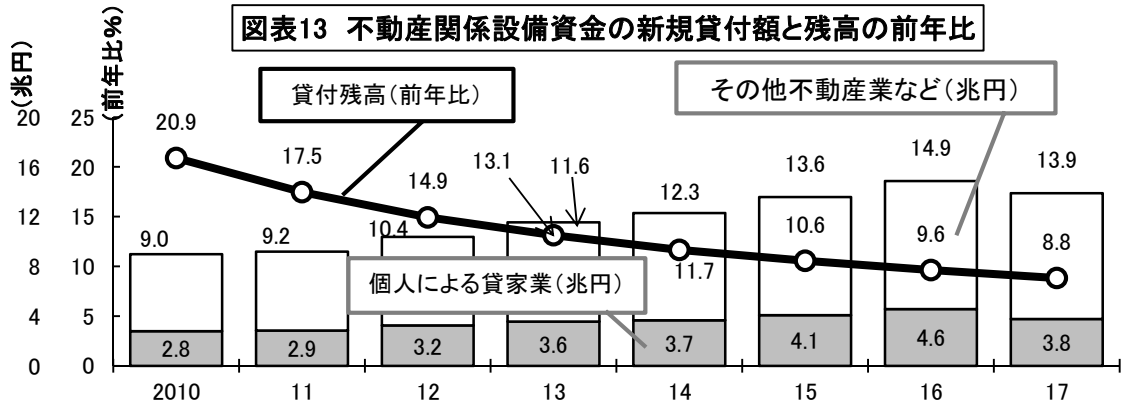
④原材料費や人件費等の上昇による建築費先高観

住宅の主要部財である木材は、国内の企業間取引価格で 10 年比 3 割増、円建て輸入材は円安効果もあり、4 割増となっている（図表 14）。国産材を積極的に使用する動きがあるほか、米国の住宅需要が高まっていることから、木材価格が上昇し、日本にもその影響が波及している。

多くのマンションやアパート、プレハ

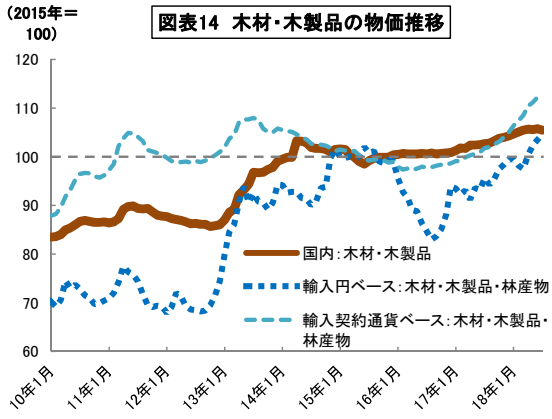


（資料）図表11に同じ
（注）調達可能額を試算するにあたって、県庁所在地の市区（東京都は都区部）の可処分所得、貯蓄を都道府県の値とした。



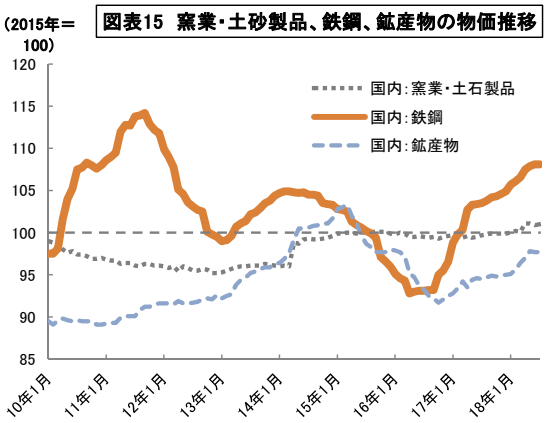
（資料）日本銀行「貸出先別貸出金」より作成
（注）新規貸付額は、各年4月～翌年3月分を合計した。また、グラフの数値は、国内銀行と信用金庫の銀行勘定および信託勘定を合算したものである。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



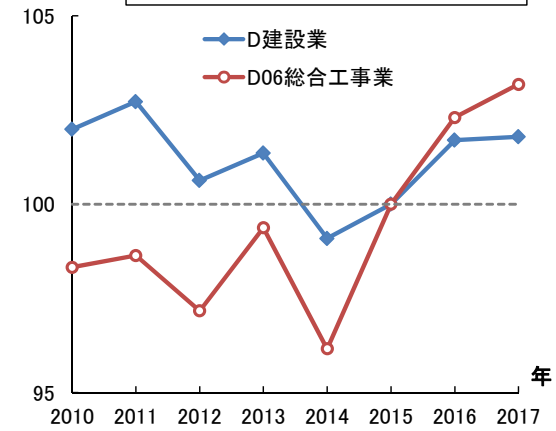
図表14　木材・木製品の物価推移

（資料）日本銀行「企業物価指数」より作成　（注）消費税除く値。



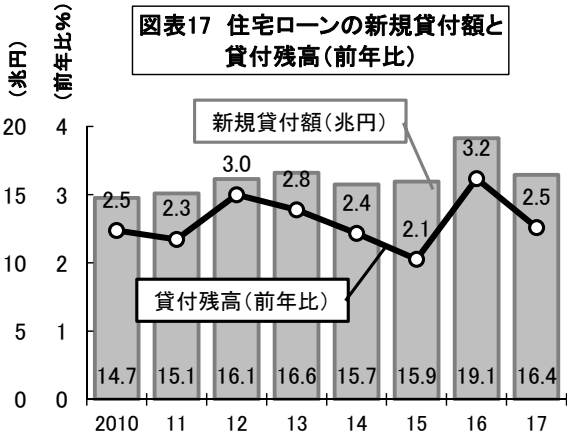
図表15　窯業・土砂製品、鉄鋼、鉱産物の物価推移

（資料）日本銀行「企業物価指数」より作成　（注）消費税除く値。



図表16　建築業の実質賃金の推移

（資料）厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「消費者物価指数」より作成



図表17　住宅ローンの新規貸付額と貸付残高(前年比)

（資料）日本銀行「貸出先別貸出金」より作成
（注）新規貸付額は、各年4月～翌年3月分を合計した。また、グラフの数値は、国内銀行と信用金庫の銀行勘定を合算したものである。

ブ系住宅に使用される鉄鋼やコンクリート原料となる窯業・土石製品も、首都圏の商業ビル建設や五輪関連工事、公共工事等が実施されていることもあり、需給逼迫からじりじりと物価は上昇している（図表 15）。

建築業の実質賃金にも、上昇が見られる。産業分類で大分類に属する建築業、および、中分類に属する総合工事業の実質賃金指数（一般労働者とパートタイム労働者の合計）は、14 年度を底に上昇に転じている（図表 16）。

住宅ローン実行額の推移

国内銀行および信用金庫の住宅ローンの新規貸付額は 16.4 兆円と、16 年度（19.1 兆円）から大幅減少したものの、過去数年間で比較すると、14 年増税前の駆け込み需要で増加した 13 年度の新規実行額に次ぐ高い水準である（図表 17）。

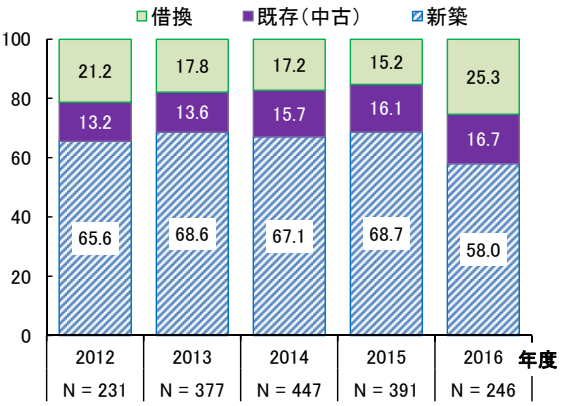
また、貸付残高は前年比 2.5%増と、16 年度（同 3.2%増）から鈍化したものの、底堅く推移している。低金利環境のなか、貸出残高を積み上げ、消費性ローンなどの付帯取引を獲得する事業戦略を多くの銀行で採用しているため、積極的な融資となった模様だ。ちなみに、全国地方銀行協会に加盟する 64 行のうち、住宅ローン残高が前年割れとなったのは、4 行であった。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

また、低金利の機会を捕らえた借換融資も積極的に対応したとみられる。実際、11 年度から 16 年度までの使途別新規貸出額の使途別割合をみると、16 年度に借換シェアが上昇している（図表 19）。17 年度も低金利であったが、新規実行額は減少しており、借換シェアは 16 年度から縮小したと見られる。

図表 18 から読み取れるもうひとつの特徴は、既存（中古）シェアが過去最高となったことである。16 年度の住宅着工は、14 年増税後で最も多かったにもかかわらず、新規貸出額の既存（中古）シェアが高まったことは、中古住宅の需要が高まっていることを示している。

図表18 新規貸出額の使途別実績（新築・既存（中古）・借換）



（資料）国土交通省「民間住宅ローンの実態に関する調査結果報告書」より作成

地方銀行・第二地銀の住宅ローン動向

最後に、地方銀行・第二地方銀行（以下、地銀という）が決算説明会で住宅ローンについてどう言及したかを図表 19 に整理した（※金融市場 18 年 8 月号『2017 年度の地方銀行の決算動向と今後の経営戦略』を併せて参照されたい）。

まず、18 年 3 月期の実績を振り返ると、住宅ローン残高は、多くの地銀で順調に増加し、新規実行額、残高ともに過去最高となったところも見受けられた。しかし、こうした地銀であっても、金利低下の影響をボリューム増で補うことは容易でなく、団信保険料増加による役務収益の圧迫もあり、厳しい決算内容であった。

図表19 地銀・第二地銀投資家説明会（18年3月期）における住宅ローン関連情報（一部）

トピック	内容
18年3月期の実績	• 金利低下の影響をボリューム増でカバーしようとするが、カバーできていない。 • ボリューム増の地銀では、団信保険料増加が役務収益を圧迫。
住宅ローン戦略	• 生涯取引獲得の入り口としての位置づけは不変。 • 審査業務等でRPA（ロボティック・プロセス・オートメーション）を導入・活用。 • 伝票・印鑑レスのためのタブレットシステム導入。 • Webやアプリ経由の事前受付・審査を主とする体制整備。 • ローンプラザ、アドバイザーの拡充（新設、拡充、土日営業等）。 • 首都圏、中京圏、関西圏や地方中心都市（札幌、仙台、広島、岡山など）への進出によるボリューム増強。 • 店舗配置、営業時間の見直し。 • 審査部門の本部集中、早期回答の徹底。
住宅ローン金利	• 全体としては一段の金利低下。 • 一部銀行では金利引き上げを実施予定するなど、採算性重視の路線へ転換。
アパートローンの動向	• 積極的な姿勢を打ち出した地銀はごく一部。 • 土地持ち層、資産家に絞って融資、あるいは融資審査を厳格化し、抑制傾向の地銀が多数。 • 良質な案件自体が減少。

（資料）農中総研出席に基づき筆者作成
（注）投資家説明会は18年5～6月にかけて東京都内で開催されたもの。

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

こうした厳しい経営環境でも、住宅ローンは個人リテール部門の主力であり、ほとんどの地銀は、住宅ローンを生涯取引獲得の入り口としての位置づける戦略に変わりは無かった。ただし、中小企業向け貸出に事業資源を集中させると決めた地銀も一部存在し、前述のとおり、住宅ローン残高が前年割れとなった地方銀行もある。このほか言及のあった住宅ローン戦略として、①RPA（ロボティック・プロセス・オートメーション）の導入・活用による審査業務等の迅速・合理化、②①を可能とする伝票・印鑑レスのシステム構築(Web 申込やスマートフォンアプリを含む)、③ローンプラザ等の融資専門店舗や窓口の開設による個別コンサルティングの拡充、④大都市部への進出と店舗配置や営業時間の見直し、⑤審査・事務等のバックオフィスの本部集中化が挙げられる。

17 年度の住宅ローン金利は、16 年度から一段と低下した地銀が多い。しかし、一部地銀では金利引き上げを検討または実施するなど、採算性を改善しようとする動きも確認された。

アパートローンは、金融当局が積極的な融資態度に警戒感を示したほか、融資をめぐるトラブルの報道が相次いだこともあり、積極的な融資姿勢を打ち出した地銀はごく一部に限られた。むしろ、賃貸需要評価や融資先の資産状況などを入念に調べるなど、審査の厳格化や融資の抑制を強調する地銀が多かった。また、一部地銀からは、良質な案件が減少しているとの声も聞かれた。

住宅着工戸数の見通し

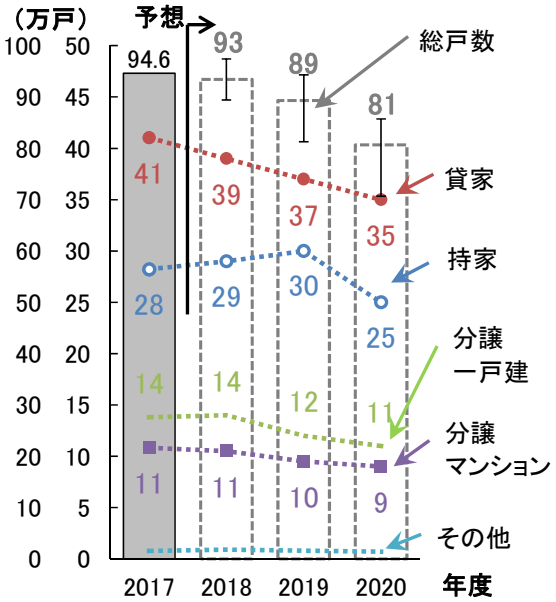
これまで分析した住宅着工戸数や周辺環境を踏まえると、18 年度の住宅着工戸数は、93 万戸程度（17 年度比 1.3%減）、19 年度は 89 万戸程度、20 年度は 81 万戸程度と予想される（図表 20）。

住宅着工戸数を予想する上で、19 年 10 月に予定される消費税増税と世帯数の増減予測、金融政策が鍵を握ると考えた。そこで、これら 3 点について、少し掘り下げる。

1 点目は、消費税増税である。18 年度末から 19 年度前半にかけて消費税増税を控えた駆け込み需要で持家や分譲一戸建の着工は増加するとみられるが、14 年増税ほどの規模にはならないと考えられる。また、既に高い着工水準で推移する貸家や、販売不振の分譲マンションでは、着工増加の余地は極めて限られるであろう。こうした予測は、伊藤・三林（2018）などで指摘されている。

実際、14 年と 19 年増税（予定）前後の住宅着工戸数を利用関係別に比較したが、19 年増税（予定）の持家、貸家、分譲マ

図表20 住宅着工戸数の見通し



（資料）国土交通省「住宅着工統計」より作成、見通しは筆者の予想

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

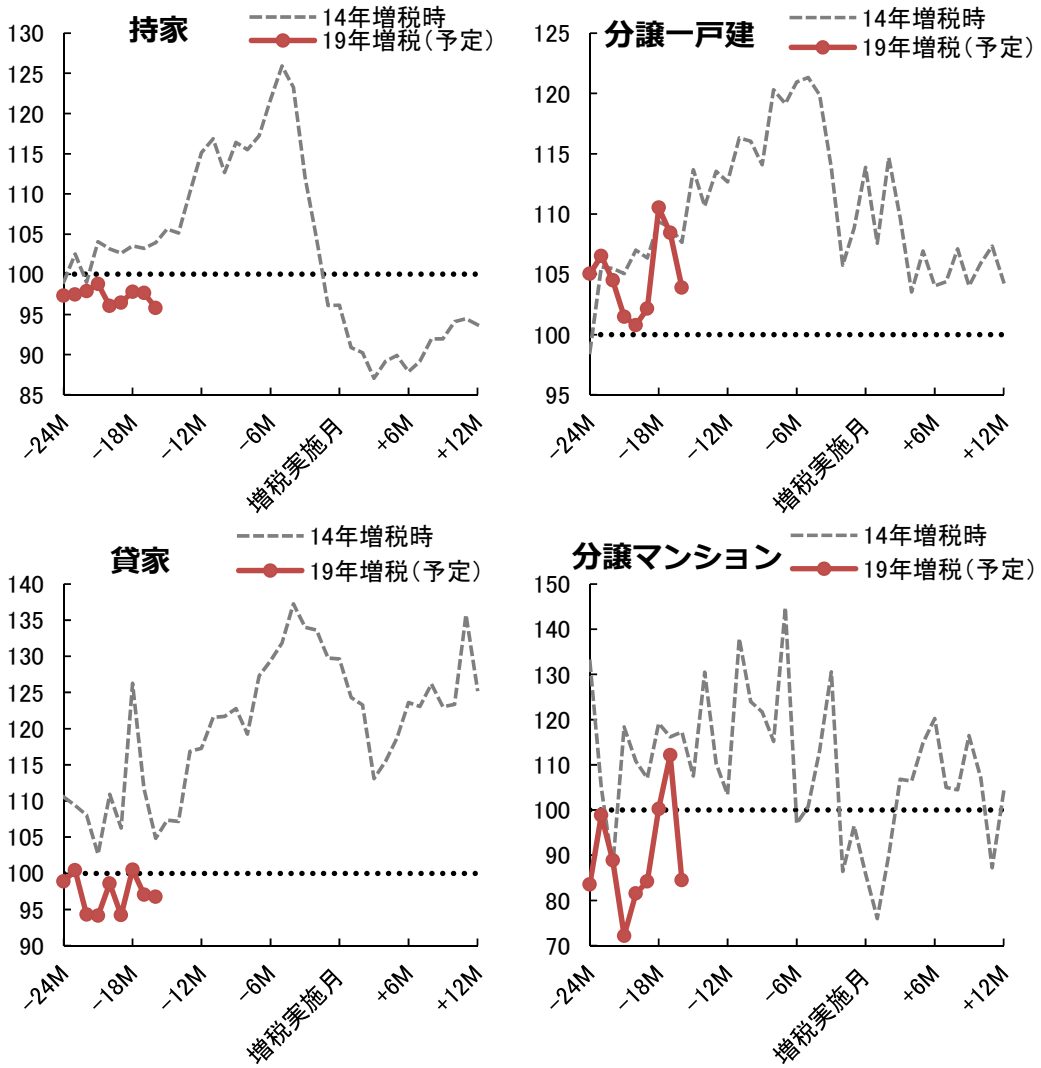
ンション着工は、いずれも 14 年増税時の水準を下回って推移している（図表 21）。唯一、分譲一戸建が 14 年増税に似た増勢となっているが、住宅着工戸数全体を押し上げるほどの効果はない。

2 点目は、18 年 1 月に国立社会保障・人口問題研究所が公表した「日本の世帯数の将来推計（全国推計）」から、家族類型別世帯数の増減予測によれば、世帯数のピークは 23 年と、14 年時点の予測よりも 4 年後ずれし、核家族および高齢単独世帯は、14 年時点の予測よりも増加した。

世帯数のピークが 4 年後ずれし、核家族が 14 年時点よりも増加する予測結果は、将来の住宅需要が底上げされたと素直に捉えて良いだろう。一方で、高齢単独世帯の増加は、住宅需要に直結しにくい面もあり、注意が必要である。

3 点目は、金融政策である。住宅取得の総支払額を大きく左右する住宅ローン金利は、当面現状程度の水準で推移する見込みである。18 年 7 月の金融政策決定会合で導入されたフォワードガイダンスでは、「当分の間、現在のきわめて低い長短

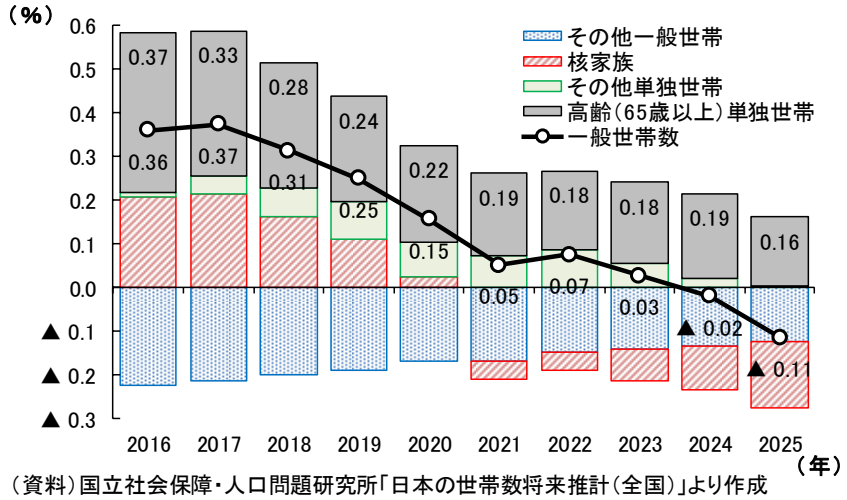
図表21　14年増税と19年増税時の着工戸数比較（増税開始の3～4年前＝100）



（資料）国土交通省「住宅着工統計」を基に農中総研による季節調整（X-13-ARIMA-SEATS）より作成
（注）2010年4月～12年3月、15年10月～17年9月の季節調整値の平均をそれぞれ100として指数化した。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表22 家族類型別世帯数の増減予測(前年比)



(資料)国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数将来推計(全国)」より作成

金利の水準を維持することを想定している」とし、少なくとも 18～19 年度に低金利環境が継続する確度は、同会合以前よりも高い。

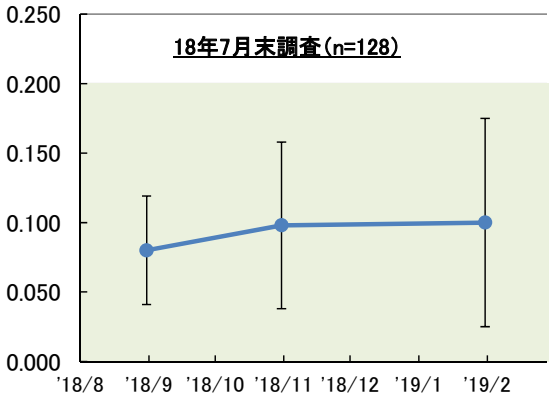
ちなみに、フォワードガイダンス導入直前(18 年 7 月 24～27 日)に実施した民間エコノミスト調査の結果ですら、新発 10 年国債の金利水準は当面 0.1%前後との見方が大勢で、フォワードガイダンス導入以前から、低金利環境が継続するとの見方が大勢であったといえる(図表 23)。

以上の 3 点以外にも、相続税対策、贈与税非課税枠の活用、住宅ローン減税、住まいの給付金などの政策効果など、住宅着工を下支えする要素が複数存在し、当面は緩やかな着工戸数の減少にとどまるとみている。

一方、20 年以降を見通すと、国内の総世帯数ピークが 23 年に到来すると予測され、住宅着工戸数の減少は避けられないだろう。この下げ幅は、金融政策の「出口戦略」に対する思惑や、これに伴う金利上昇リスク、貿易戦争などを端に発する世界的な景気減速リスク、中古住宅の流通増加に向けた取り組みの定着や工務店や大工の減少による供給制約などの不確実性に左右される。

なお、生産緑地の指定期限到来で、大量の宅地供給が懸念されている「2022 年問題」が迫っているが、東京都による意向調査結果や実際の手続き等を踏まえると、住宅着工戸数に与える影響は軽微と考えられる。

(%)
図表23 市場関係者による長期金利予想



(資料)QUICK月次調査<債券>より作成
(注)新発10年国債利回りの予想値。折れ線グラフは予想の中央値。ひげは、予想平均値から1標準偏差の範囲(7割弱の回答者の範囲)を示す。シャドーは、日銀が事実上許容する金利変動幅。

参考文献

伊藤佑隼・三林新太郎(2018)「19 年消費増税前の駆け込みは 2.4 兆円 ―反動減による景気底割れは回避―」『経済百葉箱 第 112 号』日本経済研究センター

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 6 回〉

地域社会の「最後の砦」の役割を担う北郡信用組合

古江　晋也

要旨

山形県村山市に本店を置く北郡信用組合は徹底した訪問活動を実施しており、融資後の訪問活動も怠らない。それは、役員や監査部は住宅ローンの取引先を定期的に職員が訪問しているかどうかをチェックする程のものである。また、地域社会の「最後の砦」としての役割も担っており、やる気のある経営者には積極的な支援を行うとともに、一昨年からは家計安泰支援事業として「おまとめローン」を商品化し、多重債務問題の解決にも積極的に取組んでいる。

はじめに

昨今の金融機関の営業推進では「融資案件を獲得するまでは、毎日のように訪問するが、融資案件を獲得した後は途端に足を向けなくなる」というケースがめずらしくない。この傾向は「地域密着」「地域とともに」を標榜する地域金融機関でも強まっており、結果として取引先と強固な信頼関係を構築することが難しくなる。しかし、山形県村山市に本店を置く北郡信用組合は、取引先訪問を徹底しており、融資後の訪問も怠らない活動を継続している。

融資後の訪問活動を重視する

長期化する日銀の金融緩和政策などを受け、地域金融機関の多くは、採算の合わないと考える訪問活動の見直しを進めている。中でも定期積金などの集金業務は、自動振替を推進したり、有料化するなど、事実上取りやめる動きが加速している。

北郡信用組合もかつては一定額未満の定期積金を取り扱わない方針としていたが、西塚一彦氏が 07 年に理事長に就任した後は、金額に関わらず、全ての契約者のもとを訪問することにしている。その理由は「大切なお金は相談、面談し、納得してもらって預けてもらう」「訪問することで信頼が生まれる」との思いがあるからである。そして同組合の訪問活動で注目すべきことは、融資後の訪問も徹底

北郡信用組合本店

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

していることである。この融資後の訪問については、事業性融資だけではなく、住宅ローンにも適用されており、担当者が取引先のもとを一軒一軒定期的に訪問している。訪問後、担当者は「住宅ローン訪問カード」という用紙に記録を作成するが、同カードは、役員や監査部がチェックするという徹底ぶりである。

そして、このように取引先のもとを頻繁に訪問しているため、マイカーローンや学資ローンの相談なども真っ先に声がかかっている。また、近年では、貸出金利回りの低下を貸出金残高でカバーするため、全国でローンの借換競争が激しさを増しているが、北郡信用組合は取引先と顔の見える関係を継続していることから借換えされることはほとんどないという。ただ最近では、共働き世帯の増加もあり、昼間に面談する機会が少なくなっている。そこで職員は、毎週木曜日に時差出勤をして夜間に訪問活動を行うなどの取組みも実施している。

地域社会の「最後の砦」の役割を担う

最近では、金融庁の要請を踏まえ、事業性評価に取組む地域金融機関が増加し、債務者区分上「要注意先」であっても目利き力を発揮し、金融支援などに取組む動きが加速している。ただ「過剰設備である」「資金計画が計画的に行われていない」などの理由から「破綻懸念先」に区分される企業への支援は、二の足を踏むのが一般的である。

しかし北郡信用組合では、経営者にやる気があり、従業員も懸命に働いている企業については、「最後の砦」として資金繰りなどの経営指導を行うことを前提に、破綻懸念先企業にも手形割引や融資などの金融支援を実施している。そしてこの場合も支店長が頻繁に取引先のもとを訪問するスタイルに変化はなく、組合と二人三脚でこれまでいくつもの企業を再建に導いてきたという。

家計安泰支援事業の開始

(1)積極的な多重債務問題の解決

「最後の砦」としての役割は事業者ばかりでなく、家計にも及んでいる。北郡信用組合は 2 年前から家計安泰支援事業「おまとめローン」を開始した。同事業を始めるようになったきっかけは、複数のローンを抱えた人々からの相談を受けることが相次いだためである。

周知のとおり、10 年 6 月に改正貸金業法が完全施行され、貸金業者からの借入が年収の 3 分の 1 に制限される「総量規制」が導入されたことなどから、多重債務問題への社会的な関心は急速に低下した。

しかし、地域社会の中には、離婚を機に地元に戻ってきたものの、その後、子どもの養育費が振り込まれなくなり、カードローンで生活資金を借り入れたケースや、親戚のローンの保証人となったことがきっかけでローンを重ねるようになったケースなど、ちょっとした日常生活から多重債務問題に陥ることは少なくない。相談者の中には、自身で債務問題を解決しようと、昼夜を問わず懸命に働いたが、「もう限界」と泣き崩れる人もいる。

さらに多重債務問題では「配偶者に心配をかけたくない」という思いから家族の誰とも話し合いや相談を行わないという場合が多い。しかし、家族が協力して立ち向かわなければ根本的な解決には結びつかないことも事実である。そこで職

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

左から西塚理事長、柴崎常勤理事

員は家族会議に同席し、夫婦と一緒になって家計再建の相談を行うこととしている。ただし、同組合のおまとめローンは、ギャンブルなどに起因した債務問題には利用できない。

(2)村山市との地方創生包括連携協定

16年3月、北郡信用組合は村山市と地方創生の包括連携協定を締結した。現在、①24年までの6年間、一人親世帯の子どもなどに入学一時金を給付する（年間4人）、②国民健康保険の特定健康診査などを受診すると金利を優遇する健康増進定期預金「ムララ」を発売する、などに取組んでいるが、同組合はさらに連携を深めるために「市民への金融相談室の開設」を提案している。ここでいう金融相談室とは、家計問題、老後や将来不安、そして多重債務問題など金融に関する様々な相談を受け付ける取組みであり、職員が相談者一人ひとりに個別で対応することが特長である。

村山市は以前にも、独自に相談会を実施したことがあったが、相談者の金銭に関する問題を解決することができず、本質的な解決に至らなかった経緯があった。そこで常勤理事総務部長の柴崎雅典氏は市議会議員団に金融相談室開設構想を解説すると、「そういう活動ができるんですか」という驚きの声や、市議会議員自身も過去に多重債務に陥った市民から相談を受けたことがあるなど、様々な感想を受けたという（現在、組合と村山市は取り組みに向けた検討をしている）。

一日一善発見運動

北郡信用組合が今年から始めた活動として「一日一善発見運動」がある。同運動は日々の業務に忙殺され、同僚や部下の何気ない心遣いに気をとめることが少なくなる中、改めて同僚や部下に感謝の気持ちを伝えることを目的としている。具体的には、「事務担当者が職場に落ちていたごみを拾っていた」など、職員の気遣いや思いやりを見かけると、支店長や管理職、同僚が社内掲示板に記載することにしている。記載された内容は月に一度集計され、優れた活動（行動）を行った職員を顕彰する（「リンゴ大使賞」）。以下、リンゴ大使賞に輝いた内容の一部を記す。

○トイレの電気消し忘れ防止のために、スイッチがある場所に「使用後は消灯を忘れずに」というシールを貼った。
○先輩の営業担当者が後輩に、住宅ローンの申請可能金額や保証会社保証料などをスムーズに理解できるように、内容をクイズ形式にして教えた。
○相続手続きを若手内勤者に教えるため、フロー図を作成して勉強会を開催した。
○取引先を訪問していた際、家庭用火災報知機が鳴り出し、台所から煙が出た。そこで職員が急いで台所に入室し、ガスコンロの火を消した。

このほかにも、社内掲示板には「嫌な顔をせず、積極的に手伝ってくれた」「駐

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

東根温泉出張所

研修所

車場の清掃を自発的に行ってくれた」という職員への感謝の言葉があふれている。同運動は、スタートして数ヶ月しか経過していないが、「窓口担当者の接客態度が向上した」など良好な影響を与えることにも一役買っている。

ディスクロージャー誌の配布

北郡信用組合の役職員は 7 月半ば頃になると手分けをして、印刷されたばかりのディスクロージャー誌と粗品の花笠まんじゅうを持って取引先（2,500 先ほど）のもとを訪問する。夏場に日持ちのしない花笠まんじゅうを配るようになったのは、かつてディスクロージャー誌をタイムリーに配布しない営業店があったためであり、「組合員にはすぐに感謝の気持ちを届けなければならない」という西塚氏の思いのあらわれである。そして訪問の際には、取引先からコメントを頂くことも忘れない。これは、組合員の組合に対する率直な評価を聞くことができる貴重な機会だからである。コメントは、本部で集計を行っており、今後の業務に役立てることにしている。

ちなみに、昨年度の集計でもっとも多かったコメントは、「いつもありがとう」「あの時は、本当に助かった」という感謝であった（全体の 23%）。また「集金ですごく助かっている。今後も体制を変えないでほしい」（同 16%）、「地元に金融機関は必要。何かあったら今後も助けてほしい」（7%）というコメントもあり、組合が地域社会の最後の砦であることや、集金業務をはじめとした訪問活動に、組合員が大いに満足しているということがわかる。

おわりに

利ざやの縮小が長引く中、経費の削減が金融機関の喫緊の課題となっている。こうした中、地域金融機関でも「効率化」「集約」「合併」といったキーワードが注目されるようになり、今後は店舗再編や非対面取引の強化が急速に進展していくことと思われる。

しかし、その一方で地域社会には、地域社会の最後の砦という役割を担う金融機関の存在が不可欠であることも事実である。そして、最後の砦としての役割を担う金融機関となるためには、法人、個人の取引先を問わず、きめ細やかな訪問活動を続け、取引先の悩みに常に耳を傾けていかなければならないことを、北郡信用組合の事例は我々に教えてくれる。

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

海外経済金融

英国消費者の金融サービスへのアクセス・店舗の役割

～FCA の調査で判明した都市と地方の違い～

髙島　浩

英国の金融当局の一つである金融行為規制機構（以下「FCA」）は、2016 年 12 月より 17 年 4 月にかけ英国の消費者の金融サービスに対する調査を実施し、18 年 6 月に都市住民と地方住民の間の金融に対する意識等についての分析結果を発表した。この分析レポートは、17 年 10 月の年齢別分析に続くものである。

そこでは、地域毎の住民の状況や金融に関する意識を詳細に分析しており、特に地方住民の中に、潜在的に銀行店舗へのアクセスが難しくなる可能性がある点を明らかにしている。

英国の銀行は、15 年に銀行店舗閉鎖時の対応に関する自主ルールに合意しているが、今回の分析結果は、英国の銀行の店舗戦略に少なからず影響を与える可能性がある。

寡占状態の英国のリテール金融市場

ロンドンの競争的な国際金融市場と異なり、英国のリテール金融市場は、大手 6 銀行がほぼ 9 割の当座預金口座を占める寡占市場である。

ロンドンを中心とする英国南部と北部地域では経済格差が拡大しており、貧困地域を中心に銀行の店舗数が減少傾向にある。1997 年以降の労働党政権は、信用組合活動の促進や郵便局のネットワークを活用した金融サービスの維持に取り組んできたが、07 年の金融危機以降、英国内の中規模金融機関の破綻等もあり、むしろ寡占比率は上昇した。

こうした寡占状態が長期的に継続している点については、英国内でも問題視されてきた。13 年以降、銀行の新規参入を促進する措置が講じられ、オンラインやモバイル専業などの新たなプレーヤーが相次いで参入しているが、寡占状況の解消には至っていない。

消費者調査の概要

FCA による本調査は、英国内の幅広い地域・年齢層の消費者の金融サービスに係る行動様式や経験について調査する大掛かりなものとなっている。

調査内容は、単に金融機関の利用状況に留まらず、消費者の財務状況、健康状態などを含めた広範な内容となっており、オンラインによる調査を中心にしつつ、高齢者層については面談による聞き取り調査も実施している。

図表1：調査の概要

調査の目的	金融サービスに係る消費者の行動様式および経験について調査
調査手法	18歳以上の成人13千人に面談ないしはオンラインのインタビュー形式で実施。70歳以上については面談によるインタビューの割合を引き上げ
調査時期	2016年12月から2017年4月
サンプル数	オンライン：11,970 面談：895
調査内容	年齢、居住地域他基礎情報に加えて、金融商品の保有、健康状態、金融チャネル等

主な調査結果

今回の FCA による分析は、一定の地域に 1 万人以上居住する都市とそれ以外の地方を区分し、地域による金融サービスの違いを分析したものである。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表2：都市住民と地方住民のプロフィール

	都市住民	地方住民
18歳以上成人数（百万人）	36.3	13.3
比率	71%	26%
平均年齢（成人のみ）	45歳	58歳
65歳以上の比率	15%	42%
就業者比率	68%	46%
退職者比率	16%	42%
健康上の問題を抱える割合	21%	32%
インターネットを利用したことが無い割合	4%	28%

注）北アイルランド他1.4百万人を除く口
都市（Urban）と地方（Rural）は国家統計局の分類
都市住民とは、人口1万人以上の地域に居住する住民を示す

主な分析結果は図表 3 および図表 4 に示すとおりであるが、都市と地方には以下のような差があることが判明した。

① 年齢・就業率等の差
都市と地方では、年齢、就業率、収入、健康状態に大きな差がある。また、インターネットの利用状況にも大きな差が存在する。

② 金融サービスへのアクセスに対する潜在的な脆弱性の差
地方住民は年齢層が高いことに起因して、インターネットの利用が少なく、健康上の問題を抱える消費者が多く、住民の約半数が将来の金融サービスへのアクセスに潜在的な課題を抱えている。さらに、55 歳以上ないしは健康上の理由から物理的に銀行店舗の利用が困難な消費者が地方に多い。

③ 資産状況の差
都市と地方において、収入面での差はあるものの、地方の持ち家比率は高く、金融資産も全国平均を上回っており、貯蓄性の金融資産を持たない比率も低い。財務上の問題を抱える比率は地方において低い。

④ 金融チャネルの利用状況の差
地方住民は、店舗を利用する割合は高く、インターネットやモバイルアプリを用いた金融サービスを利用する割合が低くなっている。ただし、銀行の店舗への物理的な距離や消費者の年齢・健康状態等により、通常店舗を利用している消費者の 15%は不便だと感じている。

図表3　過去12ヶ月のチャネル利用状況

	全体	都市	地方
ATM	81%	83%	74%
インターネット	72%	78%	54%
支店	61%	59%	68%
モバイルアプリ	40%	45%	23%
電話	20%	20%	18%

注）網掛けは統計的に有意な差があることを示す

⑤ 金融サービスへの満足度
銀行に対する信頼度は英国全体で40%と低いが、銀行が消費者に正直で透明性のある形で向き合っていると感じている人の割合は、地方において高くなっている。

総じて、分析結果は、都市と地方の住民の人口構成に大きく影響する結果とも言えるが、銀行の店舗が地方では少なくなるという事情も大きく影響している。特に、年齢および健康状態に着目し、将来的に銀行店舗へのアクセスに脆弱性がある住民が地方に多く存在する点を数字で示した点は、インターネット等への誘導のみでは住民のニーズに応えられないことを示した。

FCA はこの調査を今後政策に活用していくとしているが、FCA のベイリー長官は、「この分析レポートは、FCA の政策検討の重要な情報であると同時に、銀行が顧客サービスの充実を行う際にも重要な情報である」とコメントしている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表4：調査の分析結果概要

項目	分析内容	英国全体	都市	地方
金融アクセスの脆弱性	以下のいずれかに該当する住民 ・インターネットをほとんど利用しない ・健康上の理由から日々の活動が制限がある ・75歳以上	28%	20%	48%
店舗利用困難者	55歳以上ないしは健康上の理由から銀行店舗の利用が困難と感じる住民の割合	10%	9%	13%
支店支店利用率	1ヶ月に一度以上利用する割合	40%	39%	45%
店舗の利便性	通常利用する店舗を不便だと感ずる住民の割合	13%	12%	15%
金融サービスへの信頼度	英国の銀行を信頼している消費者の割合	40%	41%	38%
	銀行が顧客に正直かつ透明に対応していると感じている住民の割合	31%	29%	38%
金融状況に関する満足度	自身の金融状況に関し大いに満足している住民の割合	21%	20%	27%

注）網掛けは英国全体と比較し統計的に差があると判断された数値

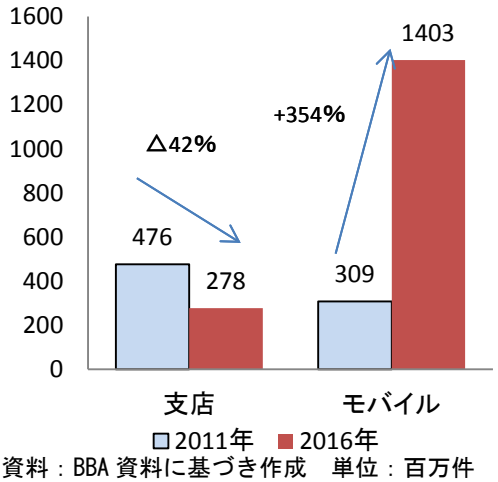
銀行の店舗の役割

FCA は、上記調査と平行して、銀行のリテールビジネスに関する分析プロジェクトを 17 年 4 月より開始し、6 月にその分析の進捗レポートを公表している。この分析の目的は、13 年以降の銀行の新規参入の促進や、オープン API に伴うフィンテック企業の参入に伴い、リテール金融の市場がどのように変化していくかを戦略面から分析することであるが、今回の進捗レポートにおいて、銀行の店舗の役割についても分析を行っている。

英国の銀行の支店網は、デジタルチャネルの利用増加およびコスト削減圧力から、12 年から 16 年の期間に 22%店舗が減少し英国全体で 8,981 店舗となり、その後も減少傾向となっている。銀行店舗における取引件数も 11 年から 5 年間で 42%減少した一方で、モバイルによる取引は 354%増加し、取引量は店舗取引を逆転し、その差は 5 倍まで拡大した。

FCA は、こうした店舗の減少、取引チャネルの変化はあるものの、銀行の店舗は、口座開設、複雑な問い合わせへの対応、対面サービスの提供など、引き続き重要な役割を担っていると指摘している。

図表5：取引件数の変化



資料：BBA 資料に基づき作成　単位：百万件

また、店舗統廃合に関して、銀行が単に経済合理性のみならず、当該店舗が地区の唯一の金融機関で代替手段があるのか、代替店舗への交通の便等を考慮のうえ、各金融機関のビジネスモデルに従い行われていると一定の評価は行っている。一方で、金融サービスの分析レポートで明らかになった支店へのアクセスが限定される顧客が発生する可能性があること、および、特に脆弱な顧客に対してより多くの影響が発生する可能性があることを考慮し、さらに分析を進めることとしている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

折しも、英国の大手銀行は、金融危機の反省を踏まえて英国独自の規制を受け、19年1月から商業銀行業務と投資銀行業務を分離することとなっている。すなわち、消費者に対する金融サービスなどの英国内の銀行業務と、ロンドンのシティを中心とする国際業務・投資業務との間に垣根（リングフェンス）を設けることが義務化されている。

英国では、金融危機で損なわれた銀行への信頼感が回復していない。英国のリテール銀行業務においても、モバイル専業やフィンテック企業との競争する一方で、リテール分野で金融サービスの維持・向上を求められている段階にある。

日本のリテールビジネスへの示唆

日本銀行は、17年10月の金融システムレポートにおいて、金融機関数と店舗数の国際比較を行い、本邦金融機関の店舗数が需要対比で過剰となっている可能性があると指摘した。10万人当たりの金融機関数は25店舗（郵便局を含めると44店舗）で、英国の17店舗を上回っている。効率化の側面から、店舗戦略の見直しは本邦金融機関にとって喫緊の課題となっている。

英国の国内金融市場は寡占状況であるなどの違いはあるものの、一大都市に人口が集中する人口分布や地方における高齢化や店舗来店者の減少による店舗統廃合の必要性など共通点もある。また、本邦においても、店舗統廃合により、年齢・健康上の理由等で店舗へのアクセスが制限される消費者も一定程度は存在するだろう。

英国の銀行は、これまで、郵便局での現金預入・引出を可能とする取組みや、デビッドカードを推進し小売店での現金の払出しを可能とする取組みを進めた他、近隣に店舗がなくなった地域において移動店舗活用による金融サービスの提供などの対応を行い、金融サービスへのアクセスを向上させる取組みを行ってきた。

また、15年以降、銀行店舗閉鎖に伴う対応の業界自主ルールに基づき、店舗の閉鎖時には、顧客に対して店舗閉鎖の理由、移動店舗を含む代替手段の提示、および、顧客からの店舗閉鎖についての意見を確認することとなった。また、その結果は、閉鎖する店舗毎にウェブサイトに掲示し透明性を図る努力をしている。今後、英国の銀行が今回の分析を考慮して、どのような店舗戦略を行うか、また、店舗閉鎖時にどういった対応を行うかは、本邦金融機関にとっても注目に値するのではないか。

FCAの調査のタイトルは、ファイナンシャル・ライフの調査、すなわち“金融生活”の調査となっている。消費者のライフイベントや健康状態などの変化に伴う金融ニーズにどう対応できているかの調査といえる。金融機関には、顧客の多様なニーズや顧客の抱える課題に対応した戦略、今日的にいえばマーケット・インの戦略を提示できるかが重要であることを数字で示した示唆に富む調査といえる。

【参考文献】

・FCA(2018a), “The financial lives of consumers across the UK -Key findings from the FCA’s Financial Lives Survey 2017”
・FCA(2018b), “Strategic Review of Retail Banking -Business Models-Progress report”

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9月号　第29巻　第9号･通巻334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