

金融市場

潮流

キャッシュレス社会の実現に向けて…… 1

情勢判断

国内経済金融

安倍首相続投で成長重視のアベノミクス路線は継続
～輸出・生産が伸び悩む一方、企業業績・設備投資は堅調～… 2

経済見通し

2018～19年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）
～2018年度：1.2%成長、19年度：0.7%成長（ともに修正なし）～…12

情勢判断

海外経済金融

ひっ迫度合いが増す労働市場
～トランプ政権は第3弾追加関税の発動へ～…16
下振れ圧力が高まりつつある中国経済
～個人所得税法改正による消費下支えに期待～…20

分析レポート

新興国を取り巻くリスクと欧州経済
～アルゼンチンやブラジル以上に注意が必要なトルコの情勢～…24

連載

金融機関の新潮流 〈第7回〉
経営改革に取り組む宮崎県南部信用組合…28

海外の話題

米国で拡大するクラフトビール………32

2018.10

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

キャッシュレス社会の実現に向けて

調査第二部 木村 俊文

消費者が支払時に現金を使わず、カードや電子マネーなどで決済する「キャッシュレス決済」を推進する機運が急速に高まっている。経済産業省は2018年4月に公表した「キャッシュレス・ビジョン」の中で、現在、招致活動を進めている2025年の大阪・関西万博に向けてキャッシュレス決済比率を現在の約2倍の40%に高めることを目標に掲げた。

同省によれば、日本のキャッシュレス決済比率（家計最終消費支出に占めるカードおよび電子マネー決済額の割合）は、2015年時点で18.4%にとどまり、9割弱に達する韓国や6割の中国、40～50%台の欧米諸国などと比べてかなり低い。一方、2017年末の日本の現金流通残高は111兆円に達し、対国内総生産（GDP）比で見れば約2割と、欧米の1割程度と比較して著しく高い状況にある。

こうした日本人の現金志向が根強い背景としては、①治安が良く、紛失・盗難のリスクが低いこと、②偽札が少なく、現金に対する国民の信認が高いこと、③全国に広がるATM（現金自動預け払い機）網により現金入手が容易であること、などが指摘されている。

しかし、訪日外国人の増加や人手不足などから、現金志向の現状が大きく変わる可能性がある。外国人観光客の訪問先は、訪日回数2回目以上のリピーターが増えていることを受け、東京や大阪など大都市圏だけでなく、地方にも広がりを見せている。ところが、地方の個人経営の飲食店や小売店などではキャッシュレス支払に対応していない店舗が多く、外国人観光客に不便を感じさせると同時に消費にブレーキをかけているという問題がある。

また、飲食・小売業では、レジで現金の出し入れを頻繁に行うことが従業員の大きな負担の一つとなっており、人手不足が深刻化する中で、現金管理に関わる作業負担を軽減することが求められている。

政府は、2020年の東京五輪開催までに外国人が訪れる主要な商業施設や宿泊施設、観光スポットで「100%のキャッシュレス決済対応」および「100%のクレジットカード決済端末のIC化対応」を実現するため、決済端末の導入を支援する方針である。また、スマートフォンを使った決済では、企業間で規格が異なるQRコードの規格統一も推進する。さらに、2018年7月に設立された産学官による「キャッシュレス推進協議会」において、消費者と事業者の双方に有益な受入促進策の立案などを含め、キャッシュレス社会の実現に向けた包括的な検討が行われている。

すでに民間企業ではサービス業中心に様々な業態でキャッシュレス決済の取組みが行われているが、地方自治体が自ら取り組む例も見られる。たとえば、福岡市は2018年6月末から博物館や動植物園、駐車場などの公共施設を対象にキャッシュレス決済の実証実験に取り組んでいる。スマートフォン決済で入園料を支払うと「半額キャッシュバック」のキャンペーンを実施するなどして、市民に体験する機会を提供するとともに啓発活動を行っている。同時に公共施設だけでなく、商業施設や屋台、タクシーなど市内の事業者に対しても普及活動を実施している。

大都市圏と比較すると、地方は公的部門の占める割合が高いことから、自治体が積極的にキャッシュレス決済に取り組む意義は大きいと考えられる。キャッシュレス化への取組みが地域住民に利便性をもたらすほか、事業者の生産性向上、商店街の活性化、観光振興など、地方創生にもつながることを期待したい。

情勢判断

国内経済金融

安倍首相続投で成長重視のアベノミクス路線は継続

～輸出・生産が伸び悩む一方、企業業績・設備投資は堅調～

南 武志

要旨

足元の生産・輸出は伸び悩んでいるが、好調な企業業績などを背景に設備投資は増加傾向をたどっている。また、「企業から家計へ」の所得還流も徐々に強まっており、消費が先行き本格的に持ち直すことへの期待も強い。ただし、日本列島を襲った多くの自然災害や酷暑が今後の景気下押しにつながるリスクもあり、その動向を慎重に見極める必要がある。また、激しさを増す米中貿易摩擦、今後予定される保護主義的な姿勢を強める日米通商協議（FFR）の行方にも注意すべきであろう。

一方、依然として物価上昇率が鈍い中、日本銀行は現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続を決定した。7月会合では長期金利の変動許容幅は±0.2%に拡大したが、その後の長期金利は0.1%前後での推移が続いている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2018年		2019年			
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.064	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0500	0.05~0.11	0.08~0.13	0.10~0.15	0.10~0.15	
国債利回り	10年債 (%)	0.115	0.00~0.20	0.00~0.20	0.00~0.25	0.00~0.25
	5年債 (%)	-0.065	-0.15~0.00	-0.15~0.00	-0.10~0.05	-0.10~0.05
為替レート	対ドル	112.2	100~118	100~118	100~115	100~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	131.3	115~135	115~135	120~140	120~140
日経平均株価 (円)	23,674	23,750±1,500	24,000±1,500	24,000±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9月20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。

超長期政権が可能と なった安倍首相

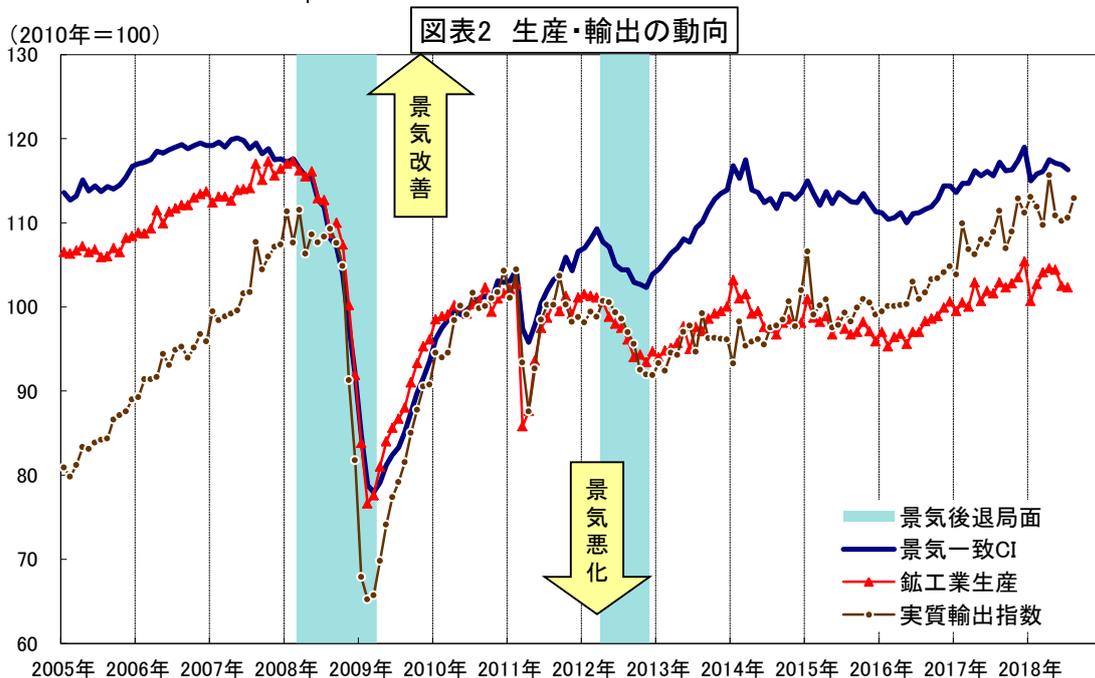
安倍晋三首相の自由民主党総裁としての任期満了に伴う総裁選が9月7日公示、20日投開票の日程で実施され、安倍総裁と石破茂・自民党元幹事長の2名が立候補、一騎打ちとなった。森友学園・加計学園問題を巡る国会紛糾などもあり、一時は総裁三選が危ぶまれた安倍首相であったが、810票中、553票(国会議員票329票、地方票224票)を獲得し、大方の予想通り、再選を果たした。一方の石破候補は254票(国会議員票73票、地方票181票)と善戦するも、6年前の雪辱は晴らせなかった。

与党第1党である自民党の総裁は内閣総理大臣に選出されることが確実である。その後も無難な政権運営ができれば、安倍首相は現在の衆議院議員の任期満了とほぼ重なる21年秋まで政権を担当することが可能な状況となった(19年中には吉田

茂、伊藤博文、佐藤栄作、桂太郎の各首相在職記録を抜いて歴代1位となる公算)。

さて、アベノミクスは2012年12月の始動から6年近くが経過し、GDP(名目で60兆円増、実質で40兆円増)、雇用(就業者は370万人増加、失業率は約2ポイント低下)などの分野で着実な改善をもたらすなど、一定の成果を上げたと評価できる。一方、こうした成長の恩恵は依然として一部にとどまり、特に14年4月の消費税率引上げ以降の消費の足取りは重い。また、物価上昇が鈍いこともあり、「3本の矢」の一つである大胆な金融緩和からの転換が見通せず、超低金利状態が長期化することに伴う弊害も意識されるなど、課題は少なくない。さらに、景気は拡張期にあるにもかかわらず、裁量的な歳出の増加圧力は根強く、健全化目標の達成が後ズレしつつある。

安倍首相は今後3年間で全世代が安心できる社会保障制度への改革を断行する方針を明らかにしたが、石破候補が訴えた地域経済や中小企業など出遅れ感の強い分野の底上げについても真摯に取り組むことが求められる。



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

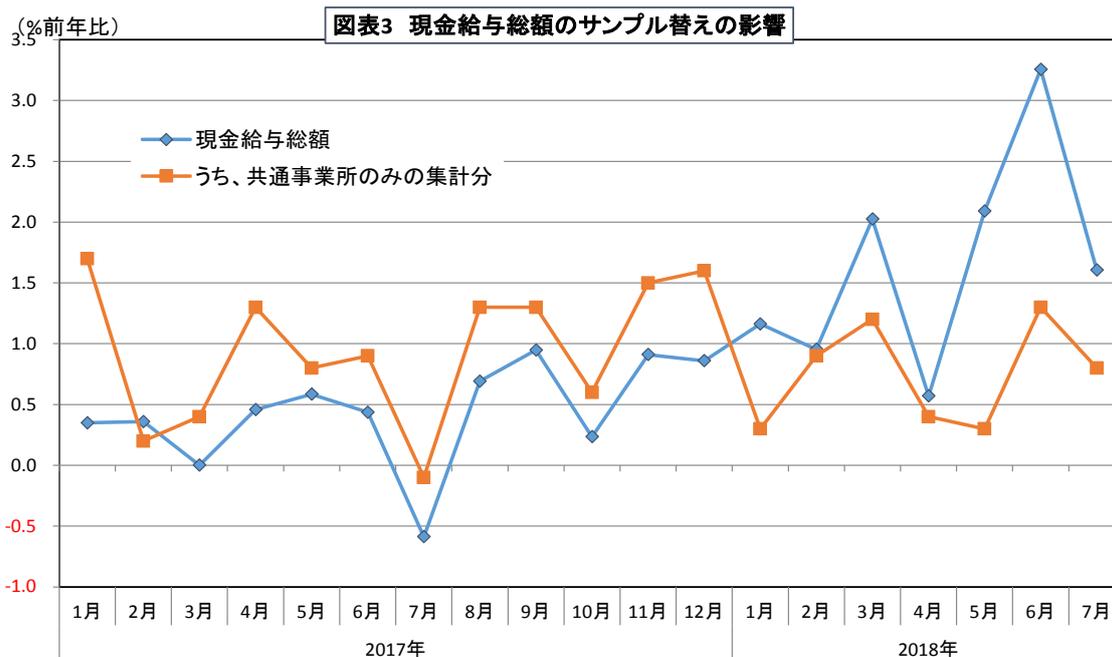
景気の現状：輸出・生産は弱い、設備投資は好調を維持

さて、国内経済に目を転じると、輸出・生産の勢いが乏しい半面、企業業績は堅調に推移しており、設備投資は増加基調をたどっている。8月の実質輸出指数(日銀試算)は前月比2.1%と2ヶ月連続で上昇したが、7~8月平均は4~6月平均を依然

0.4%下回るなど、頭打ち気味の推移が続いている。鉱工業生産も7月分は同▲0.2%と3ヶ月連続の低下であり、直近ピークの17年12月の水準を下回っての推移が続いている。

一方で、法人企業統計季報によると、4～6月期の企業業績（金融業・保険業を除く）は堅調であり、経常利益（季節調整値）は前期比16.9%と過去最高益を2四半期連続で更新、設備投資額（ソフトウェアを除く）も同6.9%と高い伸びとなり、GDP第2次速報（2次QE）の大幅上方改訂につながった。

雇用環境も引き続き良好であり、18年入り後の就業者数は前年比2%超の増加ペースへ加速している（16、17年はともに同1.0%）。同じく現金給与総額も前年比1.8%のペースへ加速するなど（17年：同0.4%）、労働需給の逼迫が賃上げを促し始めた可能性もある。こうした家計所得の改善は出遅れていた消費の本格的な持ち直しにつながるの期待は強い。



(資料)厚生労働省

賃金は見掛けほど強くないとの意見も

こうしたなか、賃金統計の信憑性を疑う意見も浮上している。賃金・給与の統計として代表的な厚生労働省『毎月勤労統計』では定期的にサンプル替えを実施しているが、18年1月分からサンプル替えの方法を一部変更した。従来、第一種事業所（常用労働者30人以上）は3年毎に総入れ替えを実施、第二種事業所（同5～29人）は半年毎に全体の3分の1を入れ替え（部分入れ替え）、このうち第一種事業所については総入れ替

景気見通し：7～9 月期 は減速の可能性

えの際に発生する旧統計との段差の調整を遡及して行ってきた。これに対し、新方式では第一種事業所について年1回の部分入れ替え（18、19年は経過措置で全体の2分の1、20年以降は3分の1）とし、段差の調整を行わないことになった。

厚労省では参考資料として、部分入れ替え前後の共通事業所による前年比を公表しているが、18年入り後は全体の伸びが共通事業所のそれを大きく上回るなど、サンプル替えによって給与の伸びが高い事業所が多くなった可能性が高い。ちなみに、15年の総入れ替え時にはギャップ調整に伴う遡及改訂で賃金指数が下方修正されるなど、今回入れ替わった事業所の給与は水準・伸びともに低かった可能性もあるため、真相は藪の中というのが実際のところである。

足元7～9月期については、日本列島を襲った多くの自然災害（含む酷暑）の悪影響が経済活動を抑制した可能性があるほか、年率3.0%成長と9四半期ぶりの高成長を実現した4～6月期からの反動減が想定されることもあり、成長率が鈍化するのとは不可避であろう。ただし、景気の腰折れには至らず、被災地域の復旧・復興が進むにつれて、民間需要に堅調さが戻り、元の成長経路に戻ると思われる。

一方、労働需給の逼迫度は一段と高まると思われ、いずれはボトルネックが発生する可能性は高い。そのため、19年入り後は、ソフトランディングに向けた動きが始まってくるものとみられる。また、激しさを増す米中貿易摩擦の行方、さらには日米の新たな通商協定（FFR）の趨勢にも注意が必要であろう。

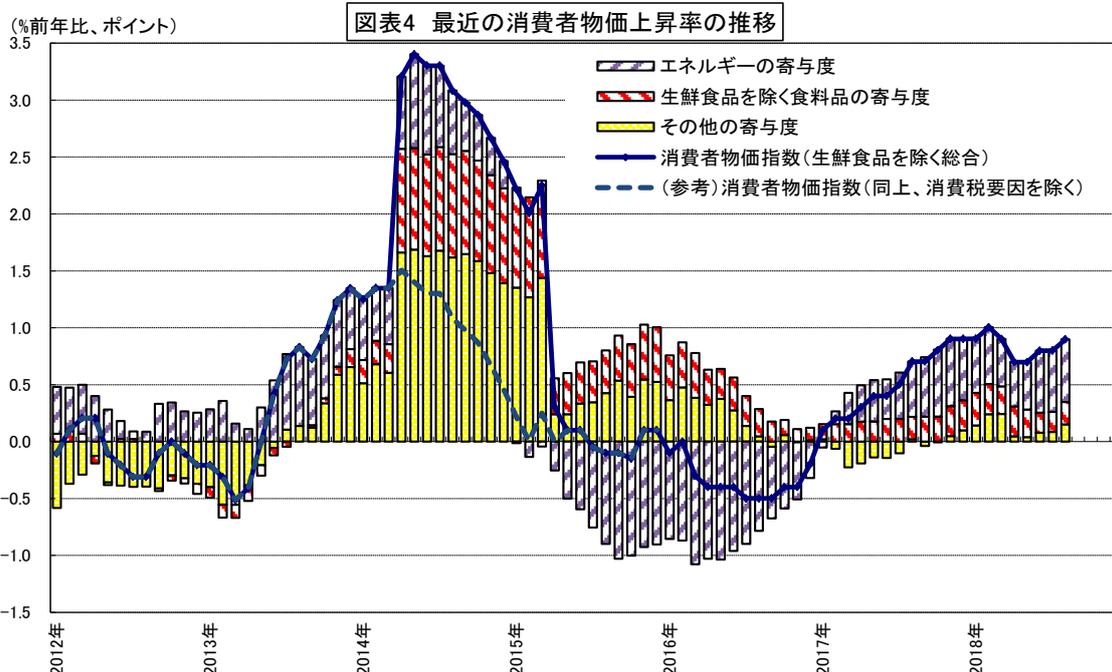
当総研では2次QE発表を受けて、「2018～19年度改訂経済見通し」（後掲レポートを参照のこと）を取りまとめたが、18年度は1.2%成長、19年度は0.7%と、先行きの成長鈍化を予測している。

物価動向：足元鈍 い動き

8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0.9%と、6、7月分（同0.8%）から上昇率を拡大させた。また、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」も同0.4%と、2ヶ月連続で上昇率が高まった。家計所得環境の好転などによって、18年入り後は消費が持ち直しており、需給改善に伴う物価上昇圧力も回復しつつある。とはいえ、まだ物価を大きく押し上げるほどの勢いでは

ないことも確かである。

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再び悪化させれば、今秋の消費行動は抑制され、コアは頭打ちになりかねない。一方で、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、こうした効果が一巡すれば、コアで1%台の上昇率の定着を目指す動きが強まるだろう。



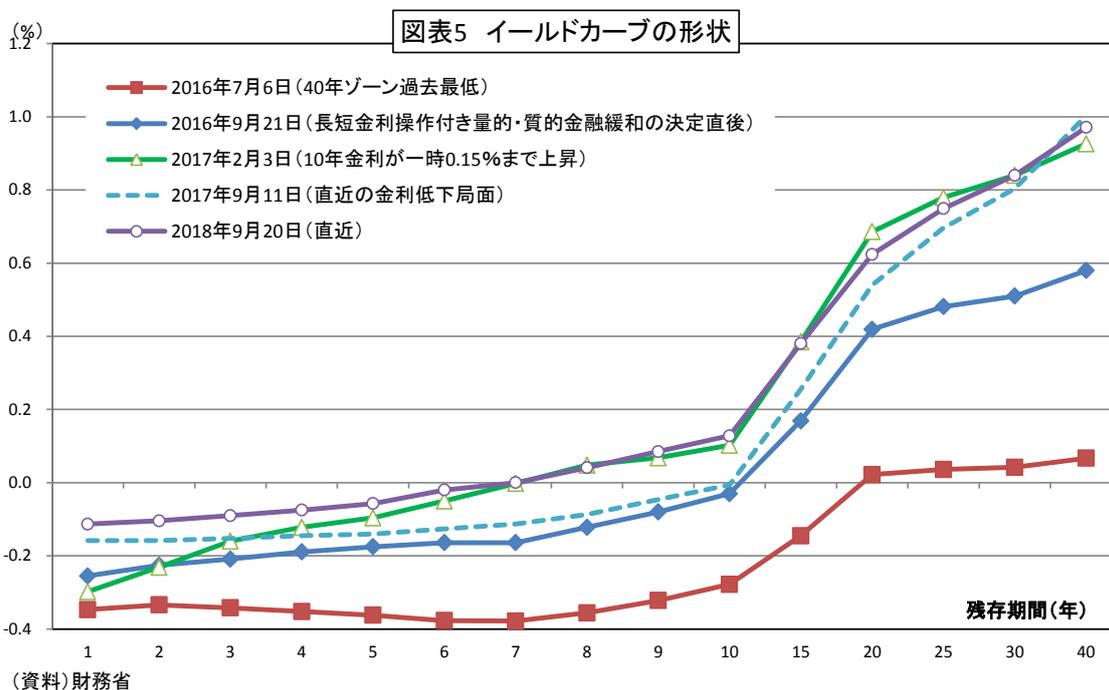
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

金融政策：9月会合でも現行緩和策の継続を決定

9月18～19日に開催された日本銀行・金融政策決定会合では、前回会合で運営手段の柔軟化が施された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の継続が決定された。前回7月30～31日開催の金融政策決定会合では、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」と称して、新たに政策金利のフォワードガイダンス（19年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定）を導入することによって「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、QQE+YCCの持続性を強化する措置（経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動をある程度（±

0.2%程度) 許容するとともに、ETF・J-REITの年間買入れ額の変動も容認)を決定した。

7月会合後に公表された展望レポートでは、物価見通しを大幅に下方修正し、見通し期間(18~20年度)中には物価安定目標(全国消費者物価で前年比2%の上昇)の達成が困難であることを示したが、それによって政策金利などの引上げは当面ないとの観測も強まっていた。また、長期金利については一定の変動を許容されたが、この1ヶ月半は0.1%を中心とした狭いレンジで推移するなど、上限とされる0.2%には届かなかった。



物価動向を見極めつつ、現行政策を粘り強く継続する方針

今後の政策運営について展望すると、現行金融政策の最優先課題が物価安定目標を早期に実現することであることを踏まえると、ある程度まで物価上昇率が高まらない限り(しかも、資源高や円安などに依らず、需給改善を伴った格好で)、基本的な金融政策の枠組み(短期政策金利や長期金利の操作目標)に手を加えることは困難と思われる。つまりは、大規模な金融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従来姿勢はしばらく続けることになるだろう。

一方で、家計所得の改善により、消費が本格的に持ち直し、それが物価上昇率を着実に押し上げていく姿が確認できれば、長期金利の変動許容幅を徐々に拡大し、長期金利の高め誘導に

金融市場：現状・見通し・注目点

金融政策の「柔軟化」で水準上昇

長期金利の上昇余地は大きくない

乗り出す可能性もあるだろう。

新興国リスクが依然として燻っているほか、米中間の貿易摩擦が激しさを増しつつある一方で、内外の企業業績は良好さを維持していることから、9月にかけて内外の金融市場はリスクオンの展開となっている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

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6月末で44.6%、国庫短期証券は含まず）。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）」が組み込まれたことから、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。

一方、景気改善が続いたことで、18年入り以降は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、7月中旬まで長期金利は概ね「0～0.1%」のレンジ内で推移した。また、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ため、直近2ヶ月間は0.1%前後での推移が続いている。

先行きについては、欧米での金融政策正常化の動き、国内経済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低いだろう（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)。

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。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)7/4、8/29の新発10年国債は出合いなし。

**悪材料出尽くしで
上抜けたが、当面
の上値は限定的か**

② 株式市場

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、全般的に上値の重い展開が続いた。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。こうした中、米国は新たな対中国の追加関税措置を公表したが、悪材料出尽くしで買戻しニーズが強まり、直近は24,000円台を窺う動きとなっている。

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一方で、米中貿易摩擦や新興国リスクへの警戒も根強

足元は1ドル=110 円台で推移

更なるユーロ高は 考えづらい

く、年末にかけて株価は一進一退で推移すると思われる。なお、日銀はETF買入れ額（年間6兆円）も柔軟的な運用も決定し、実際8月の買入れ額は2,385億円と少なかったが、今後ペースダウンが明確になれば、株価には一旦下押し圧力が働く可能性もある。

③ 外国為替市場

18年入り後、対ドルレートは、日銀の緩和縮小観測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った。17年末にかけて1ドル=110円台前半で推移していたドル円レートは、2月の世界同時株安や次第に強まる米国の保護主義的な姿勢が嫌気されて、3月下旬には1年4ヶ月ぶりに一時104円台まで円高が進んだ。

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。その後も、時折円高に振れる場面もあるものの、趨勢的には緩やかな円安傾向となり、直近は112円前後で推移している。

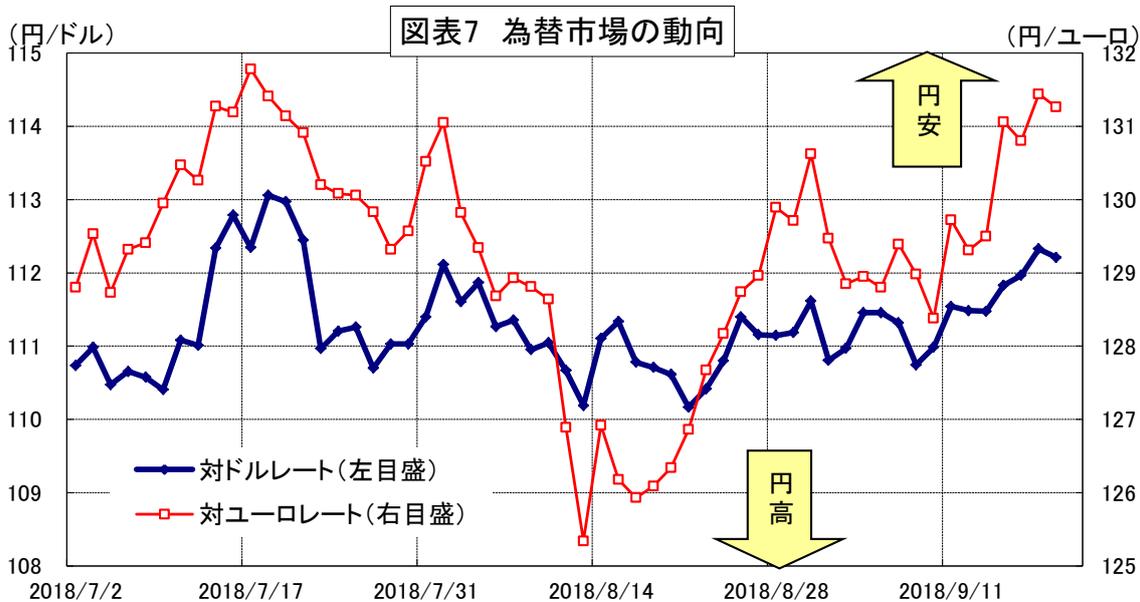
正常化を着実に進める米国の金融政策は円安材料であり、また、労働需給が逼迫する米国での景気刺激的な財政政策や高率の関税適用に伴う輸入品価格の上昇などで物価上昇率が想定以上に高まり、利上げペースがさらに加速すれば、一段とドル高が進む可能性がある。しかし、トランプ米大統領は米FRBの利上げ姿勢や中国・ドイツ（EUを含む）・日本など対米貿易黒字国の通貨安を批判するなど、ドル高に対する警戒姿勢を強めており、一方的な円安進行も予想しづらい。さらにトルコ・リラ急落が世界的な危機に伝播するような事態になれば、安全通貨として日本円がより選択されやすくなるだろう。

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。

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沈静化し、一旦133円までユー

ロ高が進んだ。しかし、5月以降はイタリア政治情勢の混乱や合意なき Brexit に対する懸念、さらにはトルコ・リラ急落を受けて一部欧州銀行への警戒が高まり、8月中旬にかけてユーロ安が強まった。しかし、その後はトルコの利上げやドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁が示した欧州経済・物価の楽観的な展望等が好感され、急速にユーロ高が進行し、直近は130円台に戻している。

なお、ECBは10月以降、資産買入れをさらに半減（月150億ユーロ）し、12月に終了する予定であるが、次の焦点は「19年夏」までは据え置くとした現行政策金利の引上げ時期に移ることになる。とはいえ、先行きもトルコなど新興国リスクへの警戒が煽るほか、政治不安も根強いことから、一方的にユーロ高が進む展開は考えづらい。



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

(18.9.20 現在)



農林中金総合研究所

2018～19年度改訂経済見通し

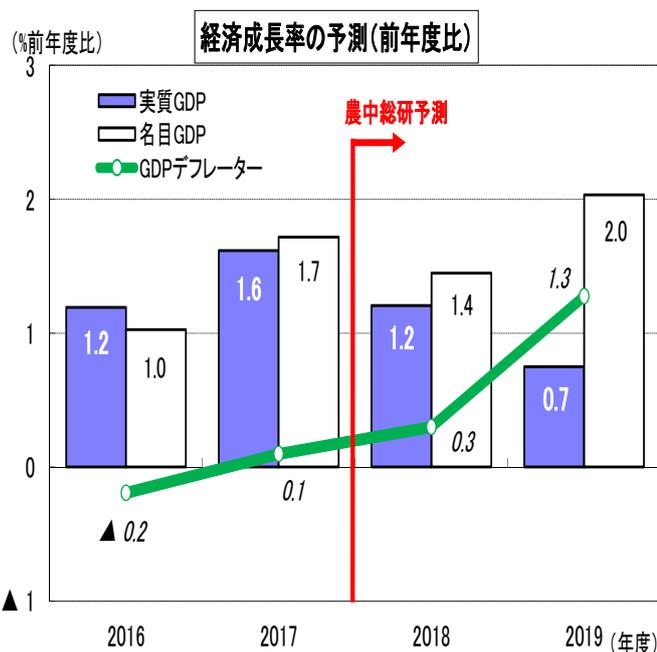
(2次QE後の改訂)

～2018年度：1.2%成長、19年度：0.7%成長（ともに修正なし）～

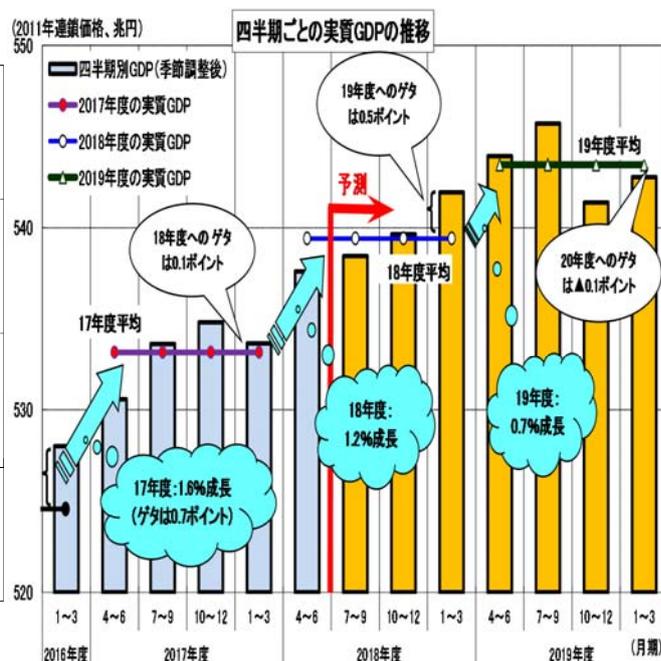
2018年9月10日

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

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



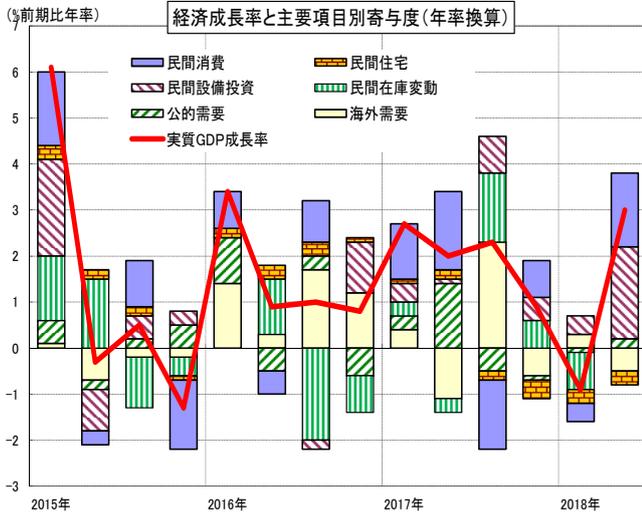
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(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

1 GDP第2次速報(2次QE)の内容

- 2018年4～6月期は3.0%成長へ上方修正
 - 4～6月期の法人企業統計季報などが反映された2次QEで、実質成長率は前期比年率3.0%(1次QE:同1.9%)へ上方修正、9四半期ぶりの高い伸びに
 - 需要項目別にみると、輸入等は下方修正(GDPに対しては押し上げ要因)、民間住宅投資、民間企業設備投資、公共投資で上方修正
 - 特に、民間企業設備投資は前期比3.1%(1次QE:同1.3%)と13四半期ぶりの高い伸びに
 - GDPデフレーターは前年比0.1%で修正なしだったが、実質雇用者報酬は前期比1.8%(1次QE:同1.9%)へ僅かに下方修正



(資料)内閣府経済社会総合研究所

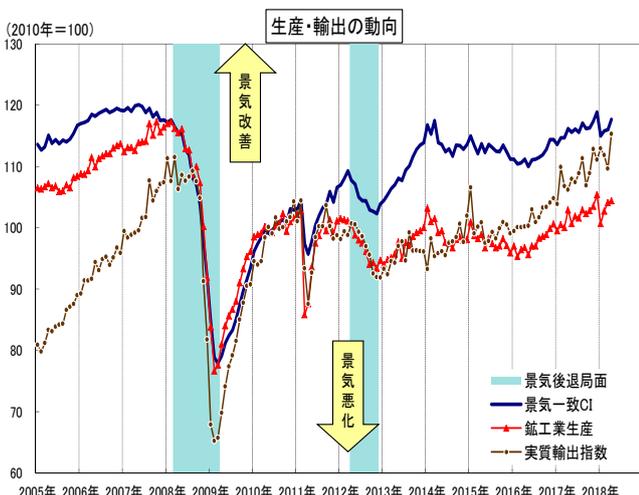
(資料)内閣府 (注)単位は10億円(2011年連鎖価格)

農林中金総合研究所

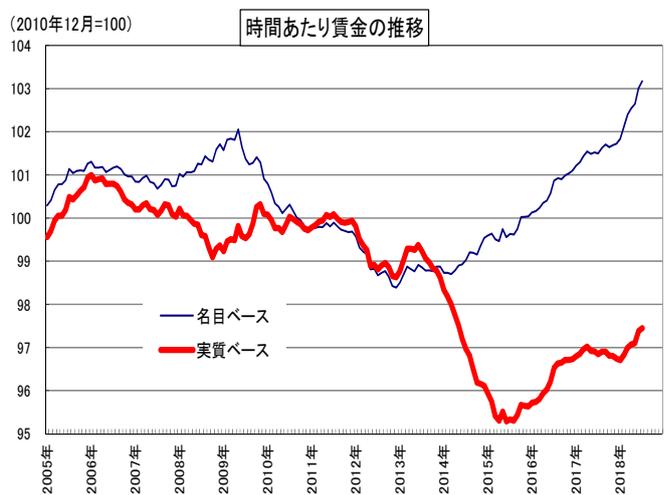
3

2 前回見通し発表後の経済指標の動き

- 国内景気は依然として改善基調にあるが、一部に頭打ち感も
 - 世界経済は緩やかな成長が続いているとされているが、5月以降の輸出は頭打ち気味に推移
 - また、7月の鉱工業生産(速報)は前月比▲0.1%と3ヶ月連続の低下、17年12月の水準を割り込んだまま
 - 民間設備投資は自律的拡大局面をたどっているとみられるが、7～9月期の機械受注は前期比▲0.3%(内閣府集計)と5四半期ぶりの減少見込みであるほか、足元の資本財出荷に鈍さも
 - 雇用環境は引き続き良好で、賃上げ率も高まりつつあり、消費は底堅く推移
 - 全国消費者物価(生鮮食品を除く)は18年2月に3年半ぶりとなる前年比1%まで高まった後、一旦は弱含んだものの、足元では再び上昇率が高まっている



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成



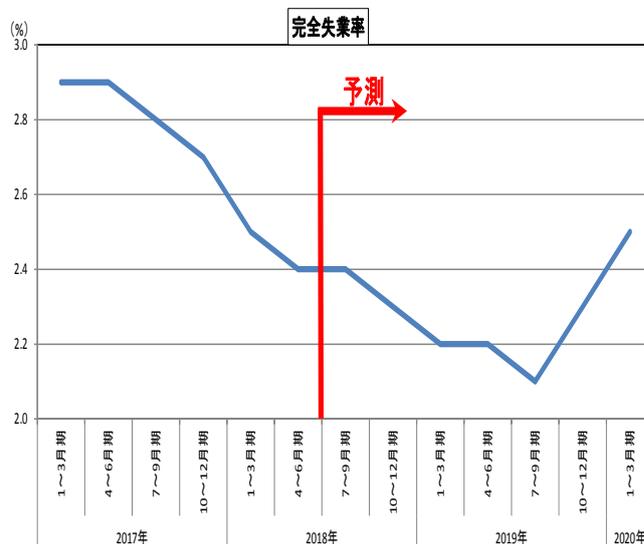
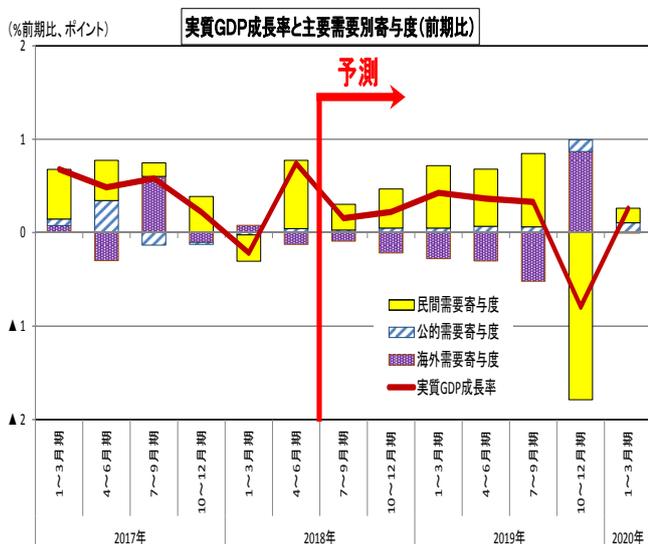
(資料)厚生労働省 (注)現金給与総額を総労働時間で除したものの12ヶ月移動平均。

農林中金総合研究所

4

3 日本経済・物価の見通し

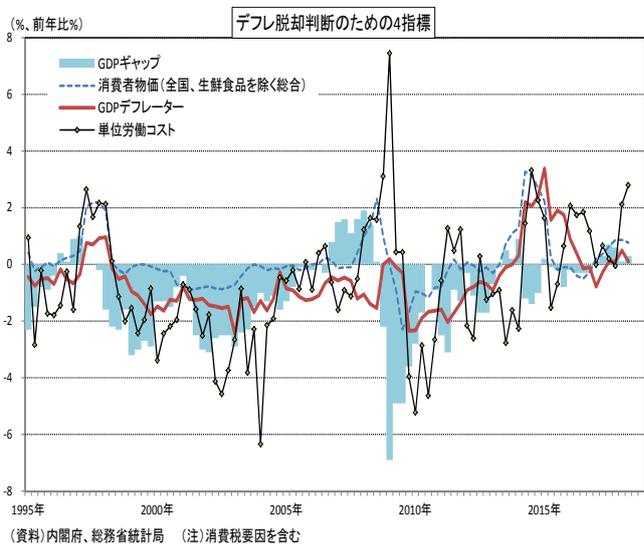
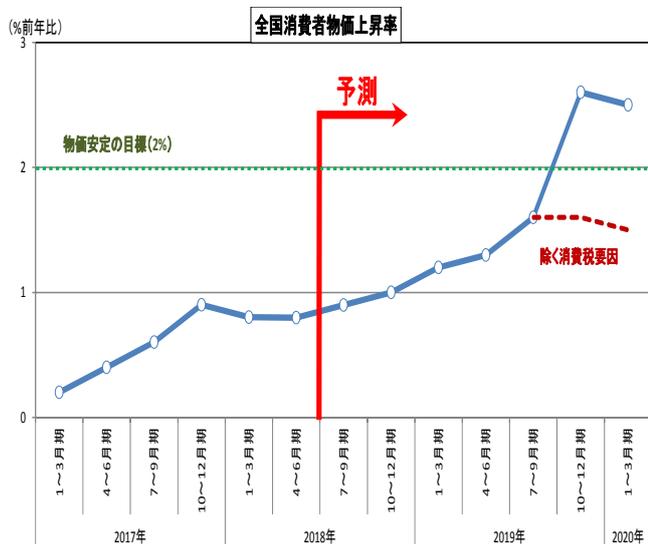
- 経済見通し ～2018年度は1.2%成長、19年度は0.7%成長(ともに前回予測から修正なし)と予測～
 - 足元7～9月期は、高成長となった4～6月期からの反動に加え、天候不順、自然災害などの悪影響もあり、前期比年率0.6%へ減速
 - ただし、労働需給の引き締まりに伴う家計所得の持続的な改善が消費回復を促すこと、民間設備投資は既に自律的拡大局面に入っていることなどから、19年度半ばにかけて国内景気は改善基調を継続
 - 世界経済は緩やかな成長が続くが、世界貿易量の拡大ペースの鈍化が想定され、輸出は伸び悩む
 - 一方で内需の堅調さから輸入は増加傾向をたどるため、外需寄与度は概ねマイナスで推移、経常収支も黒字幅が縮小
 - 雇用環境は改善継続、失業率も低下傾向をたどり、19年度半ばにかけて人手不足感が一段と強まる



農林中金総合研究所

5

- 物価見通し ～2018年度は同1.0%、19年度は同1.5%(除く消費税要因)と予測～
 - 豪雨、酷暑、自然災害などに伴う生鮮食品の値上がりや消費マインドを抑制する可能性もあるが、次第に需給改善効果による物価上昇が強まり、物価上昇率はじわじわと高まっていく
 - ただし、日銀が目標とする2%達成は見通せず
- 金融政策 ～当面は現状維持が見込まれる～
 - 日本銀行は7月に現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するための枠組みを強化し、長期金利の変動幅を拡大するなどの柔軟化を図った
 - 物価上昇率がまだ鈍いことから当面は現行政策の枠組みを継続すると考えられるが、需給改善に伴う物価上昇が明確になれば、政策修正を検討する可能性も



(資料)内閣府、総務省統計局 (注)消費税要因を含む

農林中金総合研究所

6

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	2.0
実質GDP	%	1.6	1.2	0.7
民間需要	%	1.3	1.9	1.5
民間最終消費支出	%	0.8	1.1	1.1
民間住宅	%	▲ 0.4	▲ 4.6	▲ 2.1
民間企業設備	%	3.1	5.9	3.9
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	0.0	▲ 0.1
公的需要	%	0.9	0.3	1.1
政府最終消費支出	%	0.7	0.6	1.1
公的固定資本形成	%	1.4	▲ 1.1	1.4
輸出	%	6.3	3.3	3.2
輸入	%	4.1	4.8	6.4
国内需要寄与度	ポイント	1.2	1.5	1.4
民間需要寄与度	ポイント	1.0	1.5	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	▲ 0.3	▲ 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	110.1	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 通期	2018年度		2019年度			
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	1.6	1.2	0.7	0.6	0.7	0.7	▲ 0.3
民間需要	%	1.3	1.9	1.1	1.4	1.5	1.8	▲ 1.2
民間最終消費支出	%	0.8	1.1	0.7	0.9	1.1	1.7	▲ 1.2
民間住宅	%	▲ 0.4	▲ 4.6	▲ 3.4	2.8	▲ 2.1	▲ 0.3	▲ 8.3
民間企業設備	%	3.1	5.9	3.7	2.7	3.9	3.3	▲ 0.5
公的需要	%	0.9	0.3	0.2	0.4	1.1	0.5	1.0
政府最終消費支出	%	0.7	0.6	0.3	0.5	1.1	0.5	0.8
公的固定資本形成	%	1.4	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 0.0	1.4	0.6	1.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.4	▲ 2.9	▲ 1.8	▲ 4.0	▲ 6.1	▲ 7.8	▲ 4.4
輸出	%	6.3	3.3	0.8	1.8	3.2	1.8	1.6
輸入	%	4.1	4.8	1.5	4.3	6.4	5.6	▲ 0.4
内需寄与度(前期比)	%	1.2	1.5	1.0	1.0	1.4	1.6	▲ 1.1
民間需要(＃)	%	1.0	1.5	0.9	0.9	1.2	1.5	▲ 1.3
公的需要(＃)	%	0.2	0.1	0.0	0.1	0.3	0.1	0.2
外需寄与度(＃)	%	0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.7	0.6
デフレーター(前期比)	%	0.1	0.3	0.1	0.4	1.3	0.9	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
外需為替レート	円/円	110.8	110.1	109.8	110.5	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 通期	2018年度		2019年度			
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.7	1.4	1.3	1.6	2.0	2.2	1.9
実質GDP	%	1.6	1.2	1.1	1.2	0.7	1.3	0.2
民間需要	%	1.3	1.9	1.5	2.3	1.5	3.0	0.0
民間最終消費支出	%	0.8	1.1	0.6	1.5	1.1	2.5	▲ 0.2
民間住宅	%	▲ 0.4	▲ 4.6	▲ 8.2	▲ 1.0	▲ 2.1	2.2	▲ 6.3
民間企業設備	%	3.1	5.9	5.6	6.2	3.9	5.8	2.1
公的需要	%	0.9	0.3	▲ 0.2	0.5	1.1	0.9	1.4
政府最終消費支出	%	0.7	0.6	0.4	0.7	1.1	0.9	1.2
公的固定資本形成	%	1.4	▲ 1.1	▲ 2.6	▲ 0.2	1.4	0.7	2.1
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.4	▲ 2.9	▲ 1.8	▲ 4.0	▲ 6.1	▲ 7.8	▲ 4.4
輸出	%	6.3	3.3	4.3	2.4	3.2	3.4	3.0
輸入	%	4.1	4.8	4.2	5.4	6.4	9.6	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、予測値は当研究所による。

農林中金総合研究所

7

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	0.7	0.5	0.4	0.5	0.6	0.9	0.1	0.2
実質GDP	%	0.7	0.5	0.6	0.2	▲ 0.2	0.7	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3	▲ 0.8	0.3
(年率換算)	%	2.7	2.0	2.3	0.9	▲ 0.9	3.0	0.6	0.9	1.7	1.5	1.3	▲ 3.1	1.0
民間需要	%	0.7	0.6	0.2	0.5	▲ 0.4	1.1	0.4	0.6	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	0.2	0.4	0.5	0.8	1.4	▲ 2.8	0.5
民間住宅	%	0.9	1.3	▲ 1.4	▲ 3.0	▲ 2.5	▲ 2.4	0.5	1.0	2.5	1.0	▲ 5.0	▲ 3.0	▲ 1.0
民間企業設備	%	0.7	0.2	1.3	0.9	0.7	3.1	0.5	1.2	2.0	1.6	1.3	▲ 2.0	0.5
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.1	▲ 0.1	0.4	0.2	▲ 0.2	0.0	0.1	▲ 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	0.2	0.2	0.3	0.3	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	0.2	0.2	0.3	0.2	0.4	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 0.2	5.3	▲ 2.8	▲ 0.6	▲ 0.4	0.0	▲ 0.3	0.2	0.2	0.2	0.5	1.0	0.5
輸出	%	1.9	0.2	2.1	2.1	0.6	0.2	0.5	0.8	1.0	0.9	0.8	0.5	0.5
輸入	%	1.4	1.9	▲ 1.5	3.3	0.2	0.9	1.0	2.0	2.5	2.5	3.5	▲ 4.0	0.5
国内需要寄与度	%pt	0.6	0.8	0.0	0.4	▲ 0.3	0.9	0.3	0.5	0.7	0.7	0.8	▲ 1.7	0.3
民間需要寄与度	%pt	0.5	0.4	0.1	0.4	▲ 0.3	0.8	0.3	0.4	0.7	0.6	0.8	▲ 1.8	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	0.1	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	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.5	0.9	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.8	▲ 0.3	0.1	0.1	0.5	0.1	0.2	0.3	0.5	0.8	1.0	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	2.4	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	%	4.0	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	110.5	111.0	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	70.8	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0

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

農林中金総合研究所

8

ひっ迫度合いが増す労働市場

～トランプ政権は第3弾追加関税の発動へ～

佐古 佳史

要旨

経済指標とベージュブックからは、ひっ迫する労働市場と鈍化したインフレ率が確認されるものの、全体としては、堅調な景気拡大が持続していると判断できる。

第3弾となる中国製品 2,000 億ドル相当への 10%の追加関税や、2,670 億ドル相当の追加関税の用意など、米中貿易摩擦は激化の一途をたどっている。こうしたなか、新たな協議が開始される可能性も報道されているが、本格的な解決には至らないとみられる。

追加関税規模の拡大を示唆したトランプ大統領

トランプ政権は9月17日、第3弾となる中国製品 2,000 億ドル相当への 10%の追加関税を24日に発動し、19年1月1日から税率を25%に引き上げることを発表した。今回の措置では、一部の消費財が追加課税対象から除外されており、クリスマス商戦を控え、米国消費者への一定の配慮も確認された。これに先立ちトランプ大統領は7日、2,670 億ドル相当の中国製品に対する追加関税も発動する用意があると発言しており、貿易摩擦激化への警戒感が再び強まった。

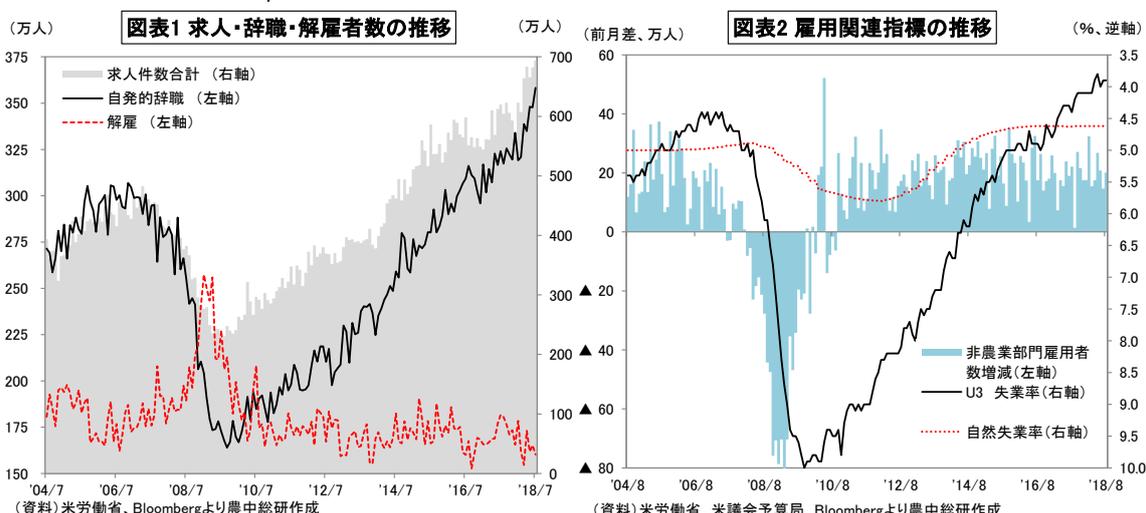
一方、対抗関税の影響に不満を漏らす経済界や農業関係者等の影響を背景に、ムニューシン財務長官が主導する新たな協議が開始される可能性も報道されている。とはいえ、トランプ政権の意思決定プロセスに不信感を抱く中国側が再び交渉のテーブルに着くのか疑問視されており、現段階では本格的な貿易摩擦の解決には至らないとみられている。

NAFTA 再交渉は前進

トランプ大統領は8月27日、北米自由貿易協定 (NAFTA) に関する再交渉をめぐり、域内での自動車部品調達比率を高めることや自動車組み立て労働者の賃金を高めること、NAFTA19 条を削除することで、ダンピング輸出疑惑に関して批准国が制裁を課しやすくする点などに関して、メキシコ政府と大筋で合意に達したと述べた。また、カナダとも協議を重ねており、現段階では米国がカナダから譲歩を引き出した上で合意に至り、現行の3ヶ国で NAFTA が維持される可能性が高いとみられるが、交渉の展開には注意が必要である。

賃金上昇が高まった雇用統計

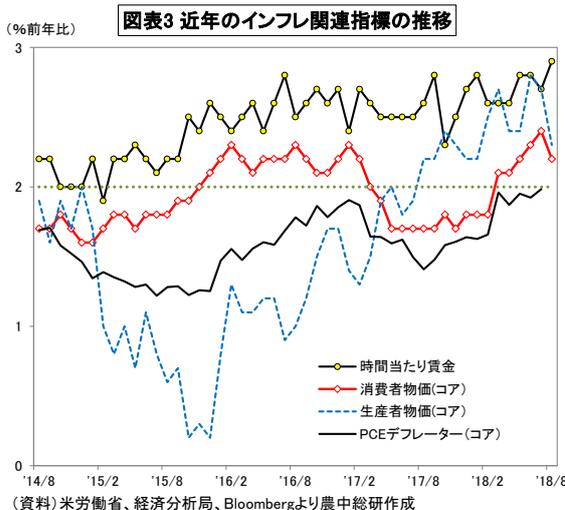
以下では月次の指標を確認してみたい。8月の非農業部門雇用者数は前月から20.1万人増となり、6～8月の平均では18.5万人増と早いペースでの雇用拡大が続いている。失業率は7月から変わらずの3.9%であった。賃金上昇率は前年比2.9%と、09年6月以来の高い伸びとなり（図表3）、労働市場のひっ迫度合いが賃金上昇率の加速につながっていると考えられる。また、7月の求人情数は690万件と最高水準となったことから、米企業が強い景気や需要の見通しに対応するように求人を加速させていることがうかがえる。加えて、自発的に辞職した労働者数が358万人に増加し、全従業員数との比率である辞職率が2.4%と01年4月以来の高水準となったことから、労働市場のひっ迫とそれを背景として強気な転職活動をする労働者が確認できる。



インフレ率は2%前後での推移へ

一方、8月の小売売上高（総合）は前月比0.1%の増加にとどまり、同0.7%に上方修正された7月からは伸びが鈍化した。とはいえ、雇用者数の増加や賃金上昇、減税政策の効果から消費の拡大基調が維持されると考えられる。また、企業部門については、8月の鉱工業生産は前月比0.4%、ISM製造業景況指数が61.3%、非製造業景況指数が60.2%と堅調な推移が続いている。

インフレ関連指標をみると、8月のコア生産者物価指数は前年同月比2.3%、コア消費者物価指数は同2.2%と、それぞれ7月から伸びが鈍化した。また、期待インフレ率（ブレイク・イーブン・インフレ率）も特段上昇していない。FRBが注視するPCEデフレーター（コア）の上昇率は7月に目標の2%に達した。全体としてみれば、賃金は上昇しつつも期待インフレ率は鈍化傾向であり、当面インフレ率は2%前後での推移になると考えられる。



コスト増を消費者へ転嫁する動き

このような労働市場や物価の動向は、12日に公表されたページブック（地区連銀経済報告）からも確認できる。ページブックでは、幅広い産業での労働者が不足しており、多数の地区において、建設業者やドライバー、エンジニアなどの熟練労働者に加えて、外食産業や小売での非熟練労働者の不足も指摘されている。賃金上昇率に関しては、控えめ（modest）～中程度（moderate）となっている一方で、建設業者の賃金上昇率が高いと報告された。

また、建設資材と貨物輸送を筆頭に幅広い分野で投入財価格の上昇がみられ、こうしたコスト増を消費者に転嫁する動きが加速している一方で、8月にインフレ率が鈍化した点も報告された。

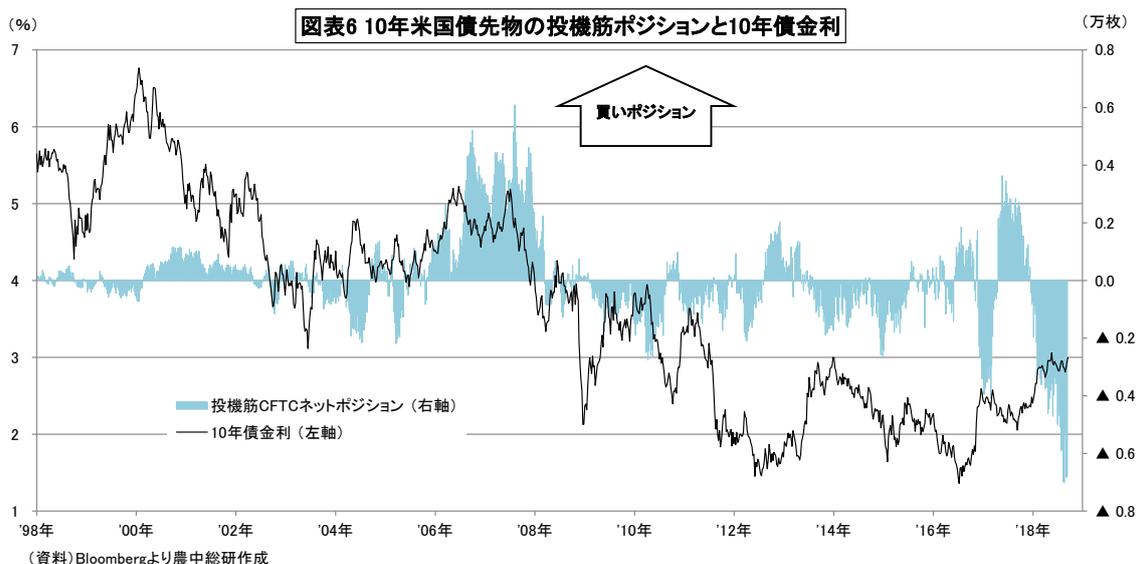
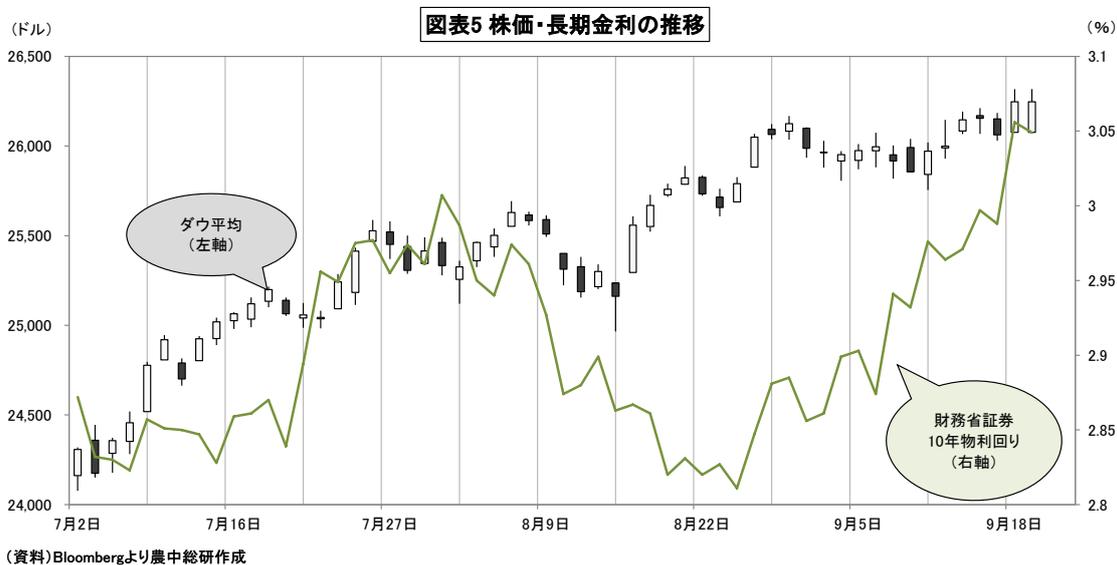
金融市場：現状・見通し・注目点

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、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、米中貿易摩擦懸念やトルコを初めとした新興国通貨不安から低下し22日は2.82%で引けた。9月に入ると、賃金上昇率が加速した雇用統計や、FOMCでの利上げをめぐる思惑などから金利は再び上昇し、3%前後で推移している。

先行きについては、9月に入りタカ派的なトーンが濃くなったFOMCメンバーの発言や、年内4回の利上げの織り込みから金利上昇圧力が生じるものの、依然として貿易問題をめぐり緊張した局面が継続しており、強弱まちまちの材料となっている。よって、10年債利回りは3%前後での推移が続くと考えられる。

ただし、投機筋の10年債売りポジションが歴史的な高水準にとどまっており、短期的なポジションの買い戻しに伴う金利の低下

には注意すべきである。また、9月25～26日にかけて開催されるFOMCとFOMC後に公表される経済見通しも材料となる。



株式市場では、7月に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。

トルコリスクや新興国不安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おらず、むしろ先行きとしては、堅調な米国の経済指標と前年比20%程度の増益予想を背景に株価上昇が続くと見込まれる。

(18.9.20 現在)

下振れ圧力が高まりつつある中国経済

～個人所得税法改正による消費下支えに期待～

王 雷軒

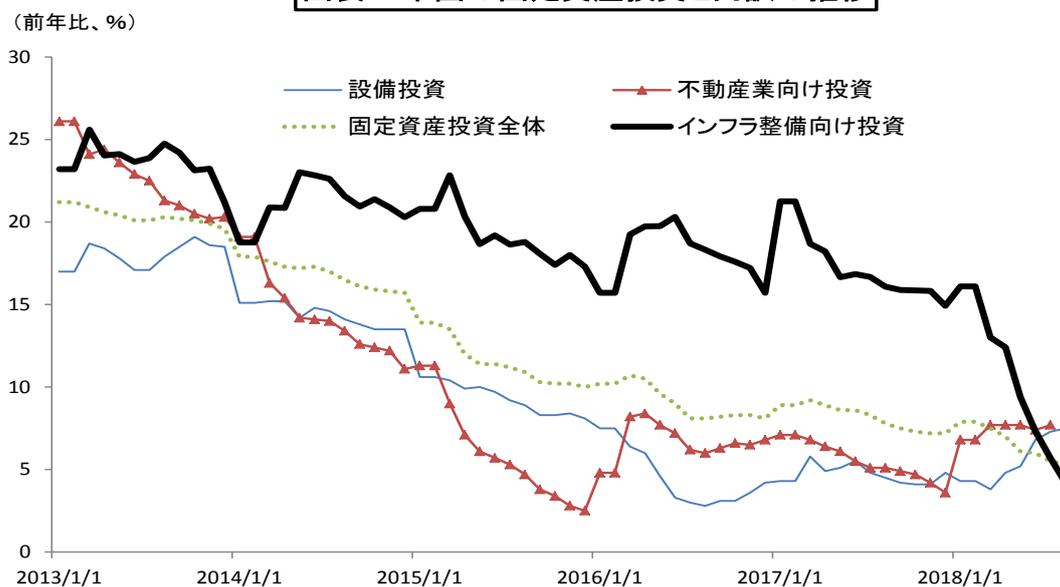
要旨

足元の経済指標からは、下振れ圧力が高まりつつある。こうしたなか、インフラ整備向け投資の財源を捻出するための地方債発行ペースが加速していることで投資の持ち直しが期待されるほか、個人所得税法の改正が行われたことを受けて先行きの個人消費を多少押し上げる可能性もあり、年末にかけては下振れ圧力が緩和されると予想する。

足元の経済指標からは下振れ圧力が高まりつつある

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、7～8月分の経済指標を確認すれば、固定資産投資は鈍化が続いているほか、消費も力強さを欠く展開となっていることから、下振れ圧力が高まりつつある。

図表1 中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料) 中国国家统计局、(注) 年初来累積、直近は18年8月。

インフラ整備向け投資がさらに鈍化

1～8月期の固定資産投資は前年比5.3%と鈍化が続いている。内訳を確認すると、不動産業向け投資と設備投資の前年比伸び率は1～7月期とほぼ変わらなかったが、インフラ整備向け投資は同4.2%と1～7月期（同5.7%）からさらに鈍化した（図表1）。

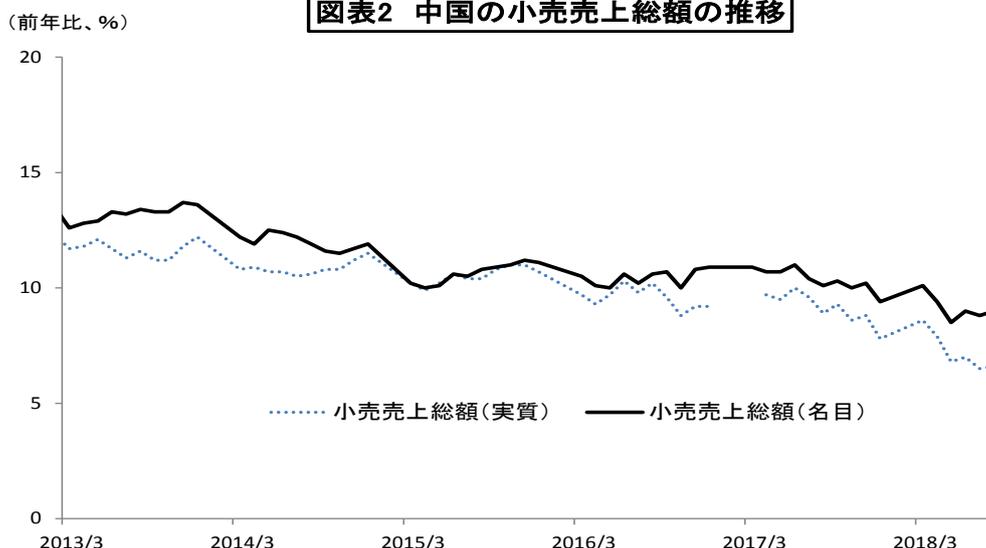
小売売上総額：力強さを欠いた展開

ただ、地方債発行ペースが加速していることから、年末にかけてはインフラ整備向け投資の持ち直しが予想されるため、固定資産投資の持ち直しが期待される。

8月の小売売上総額は前年比9.0%と7月（同8.8%）からやや伸び率を高めた。ネット販売を通じた小売売上総額は二桁を上回る伸びが続いた一方、自動車販売台数が同▲3.2%と7月（同▲4.2%）から2ヶ月連続で前年割れとなった。

物価変動を除いた実質ベースの小売売上総額は前年比6.6%と7月（同6.5%）から伸び率を若干高めたが、統計開始以来の低水準であり、個人消費は力強さを欠く展開となっている（図表2）。

図表2 中国の小売売上総額の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

(注) 直近は18年8月、17年3月の実質数値は発表されていない。

基礎控除額引き上げ、10月にも先行実施

このような低調な個人消費の背景として、一人当たり可処分所得（実質）が伸び悩んでいることが挙げられる（図表3）。そのため、8月31日に開催された全人代（国会）では個人所得税法の改正を提案・承認した。この改正により、基礎控除額を月収3,500元から同5,000元に引き上げるほか、教育、住宅ローン利息や高額医療などに関する費用の控除も可能となった。

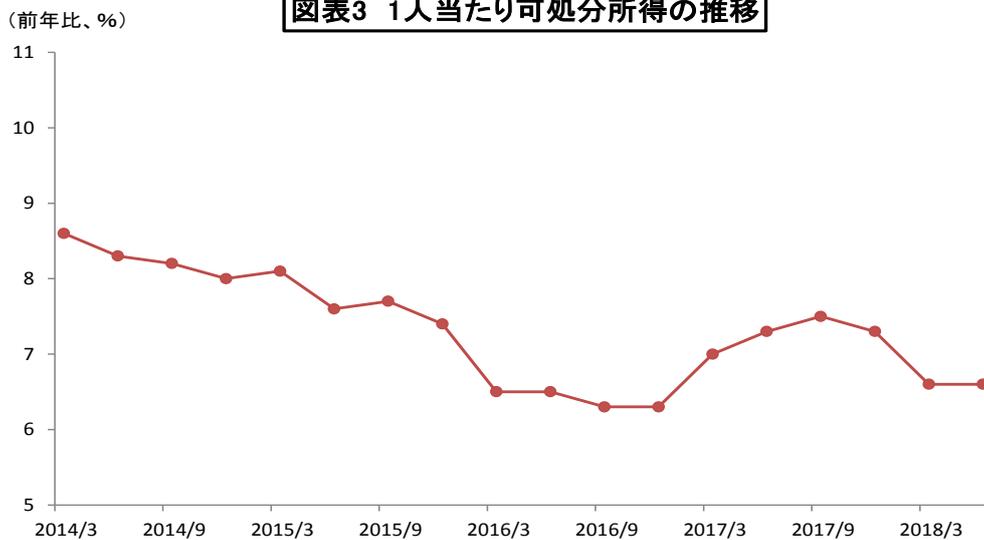
財政部（財務省）程麗華副部長（次官）は8月31日の記者会見で、基礎控除額の引き上げにより、都市部労働者に占める個人所得税納税者の割合は現在の44%から15%まで低下し、3,200億元の減税額となるという。具体的には、月収が1.5万元なら毎月の所得税負担額は1,870元から790元に減少すると

の試算も示したうえで、個人消費を大幅に押し上げると説明した。

企業が経営コストの削減に注力しているために、賃上げペースが鈍化しているほか、米中経済摩擦への警戒感もあり、消費マインドを大きく向上させることは容易ではないが、今回の所得減税は今後の個人消費を多少押し上げる可能性があると考えられる。

なお、この改正法が19年1月1日から施行されるが、基礎控除額の引き上げに関しては18年10月1日から行われる。

図表3 1人当たり可処分所得の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成 (注) 四半期累積データ、実質ベース。

単月の対米貿易黒字額は過去最高

8月分の輸出は引き続き前年比10%近い伸びとなるなど、堅調に推移した。対米貿易については、8月分の輸出は前年比13.2%の443.9億ドル、輸入は同2.7%の133.3億ドルであった。その結果、対米貿易黒字は310.6億ドルに膨らみ、単月で過去最高となった(図表3)。

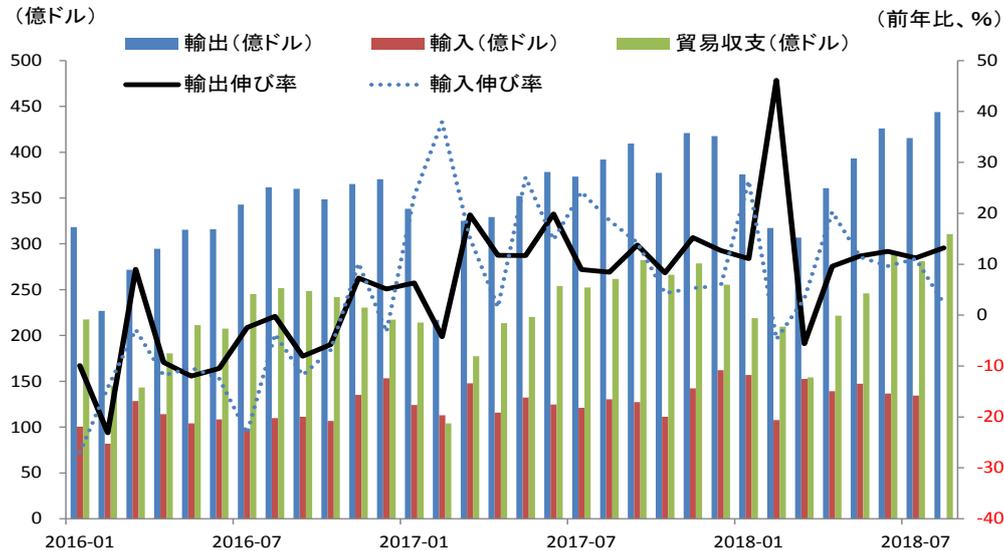
先行きの輸出については、後述のように米中経済摩擦による影響が徐々に出ると見られることから、輸出の鈍化が予想される。

第3弾の追加関税発動の発表を受けて、米中経済摩擦は激化

こうしたなか、米中経済摩擦をめぐる追加関税の応酬も続いており、激化の様相を呈している。米国が第3弾として2,000億ドルの中国製品に10%の追加関税を9月24日に発動することを発表した。これを受けて、中国も従来計画通り600億ドルの米国製品に5%と10%の2段階の追加関税という対抗措置を発表した。今後、米国が2,670億ドルの中国製品に新たな追

加関税を課す予定もあると報道されているので、米中経済摩擦がさらに激化するおそれもある。

図表4 中国の対米貿易の推移



(資料) 中国海関総署、Windデータより作成、(注) ドルベース、前年比、直近は18年8月。

今後も米中経済摩擦の動向に注視

第3弾の追加関税発動の発表を受けて、予定されていた米中協議の再開が延期か取り消されると想定され、米中経済摩擦の長期化・複雑化が見込まれる。

その後の中国側の動きをみると、財政部（財務省）前長官の楼继伟氏が米国からの輸入品に重い関税を課すほか、米国製造業にとって必要な部品や原材料への輸出を制限する手段もあると発言している。

また、9月7日に、当局は一部の電気機械製品など397品目を対象とした増値税（日本の消費税に相当）の輸出還付金比率の引き上げを発表した。これは9月15日に実施されるが、米中経済摩擦で影響を受ける輸出企業への支援措置としても捉えられる。

年末にかけては下振れ圧力が緩和へ

以上の内外情勢を踏まえつつ先行きの景気を展望すると、輸出の鈍化が見込まれるものの、インフラ整備向け投資の財源を捻出するための地方債発行ペースが加速していることで投資の持ち直しが期待されるほか、個人所得税法の改正が行われたことを受けて先行きの個人消費を多少押し上げる可能性もあり、年末にかけては下振れ圧力が緩和されると予想する。

(18.9.19 現在)

新興国を取り巻くリスクと欧州経済

～アルゼンチンやブラジル以上に注意が必要なトルコの情勢～

山口 勝義

要旨

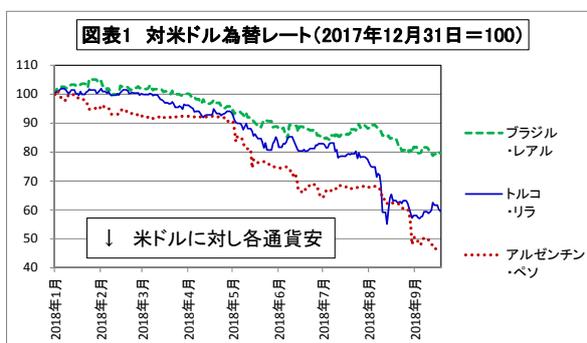
新興国では、一部で各国固有のイベントによる通貨の下落が生じているが、広く横断的に債務残高の増加という、より本質的な問題を抱えている。欧州経済の立場からは、関係が密接でありまたリスクも大きいトルコを中心に、新興国の情勢に十分な注意を払う必要がある。

はじめに

欧州を含む世界の金融市場や経済にとり、新興国経済の混乱とその影響の拡大が根強い懸念材料のひとつになっている。新興国の中には、6月に国際通貨基金(IMF)の支援が決まった後も不安定な情勢が続くアルゼンチン、米国人牧師の拘束を巡り8月に米政権が課した経済制裁を機にリラの急落に見舞われたトルコ、10月の大統領選挙を控え政治面からの混乱が予想されるブラジルなど、困難な状況に置かれた国々が存在している(図表1)。

しかし、新興国リスクの本質はこれらのイベントリスクにあるわけではない。むしろ問題は、世界的な金融緩和の下で積み上がった新興国の債務残高にあり、その後の米国の政策転換に主導された、金利水準の上昇や米ドル高に向かう金融環境の変化にある。このリスクの高まりについてはこれまでもIMFや国際金融協会(IIF)などが繰り返し注意喚起を行ってきているが、この広く横断的に新興国が抱えるリスクのために、各国固有のイベントに対する市場の反応も、より神経質なものになっているとも考えられる。

こうした新興国の中でも、欧州連合(EU)の立場からすれば、やはりトルコの情勢に最大の注意が必要である。まず、EUへ



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

の加盟候補国でもあるトルコはギリシャなどに隣接し、既にEUとは関税同盟を形成するなど経済関係が緊密である。また、1952年の北大西洋条約機構(NATO)への加盟や、16年の、EUとの間で締結した非正規の移民や難民の送還策などを通じ、トルコはEUにとっての重要なパートナーである。これらの結果、トルコ経済が混乱に陥った場合には、経済面に限らず様々な分野で、EUに対して影響を及ぼす可能性をはらんでいるということになる。

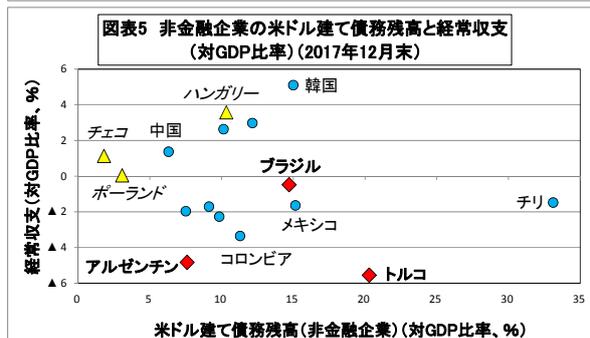
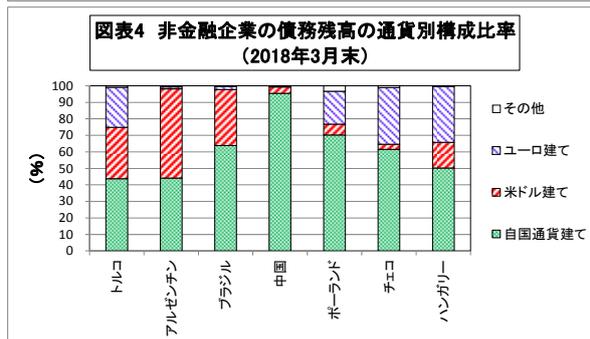
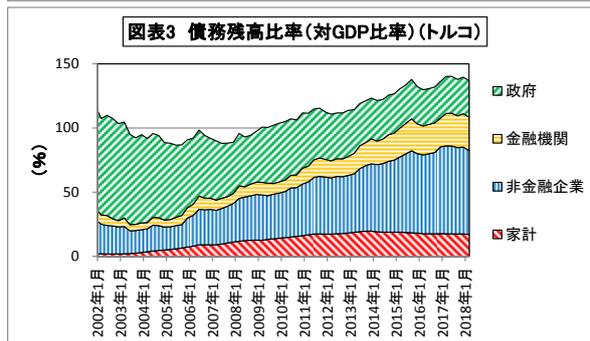
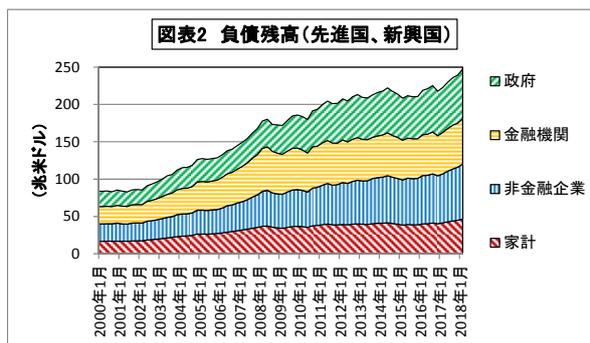
そして新興国の例に漏れず、このトルコでも債務残高が積み上がっており、またエルドアン大統領の強権的な政治運営などからすれば足元での米国との軋轢も容易に解決に向かうとは考え難い。このように、トルコについても債務残高と固有のイベントという、新興国を巡るリスクの二層構造に注意が必要になっている。

債務残高の増大によるリスクの蓄積

異例な金融緩和の下で、債務残高は世界的に増加を続けている。その世界での合計額は、18年3月末には世界金融危機が始まった07年の年末時点の約1.5倍に当たる247兆米ドルに達している(図表2)。これを先進国と新興国に区分してみれば、概ね前者では政府債務の、また後者では民間の、中でも非金融企業の債務の増加が顕著である。トルコにおいても同様に、非金融企業の債務残高が、対GDP比率で見て、07年末から直近の18年3月末にかけて2.2倍近くに拡大している(図表3)。

このように新興国を巡る主要なリスクは非金融企業の債務残高の増大にあると捉えられるが、米国の金融引き締めが続く下では、まず米ドル高に伴う米ドル建て債務の実質的な膨張に注意を払う必要がある。そこで、主要な新興国の非金融企業の通貨別債務残高の内訳を確認すれば、アルゼンチンやブラジルとともにトルコの米ドル建て債務の構成比率は高く、この点では、中国や欧州の新興国などと対比して、トルコ情勢にはより大きな注意が必要ということになる(図表4)(注1)。

さらに非金融企業の米ドル建て債務残高に当該国の経常収支を加味し、それぞれのGDPに対する比率をプロットすると、新興国を取り巻くリスクがより明確になる(図表5)。これからすれば、トルコでは非金融企業の米ドル建て債務残高と経常赤字の比率がともに高いばかりか、これらのいずれもが、アルゼンチンやブラジルを超える水準にある点が注目される。かつてユーロ圏の財政危機では、政府債務残高に不安を抱える国々が同時に大幅な経常収支赤字を有していたため、海外資金の急速な流出という形で危機が深



(資料) 図表2~4はIIFの、図表5はIIFおよびIMFの、各データから農中総研作成

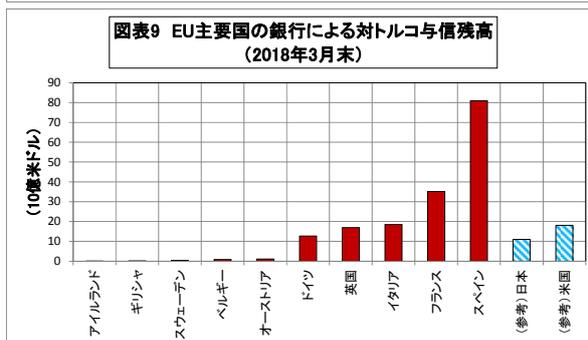
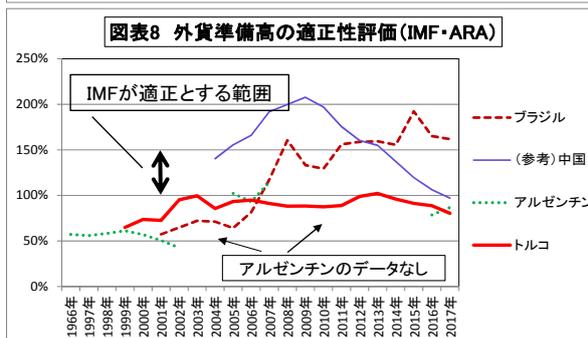
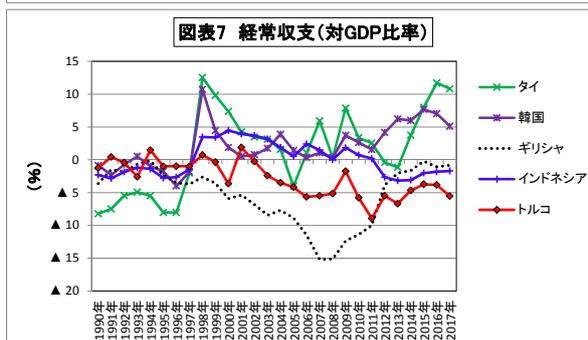
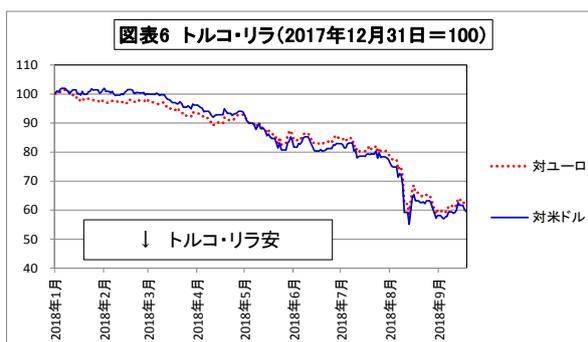
刻化した経緯がある。確かに市場流動性の点では国債と、事業債や企業融資には格差があるため、影響の拡大の速度はより緩やかなものになるとはしても、現在の新興国は当時のユーロ圏と同種のリスクの下に置かれていることになる。

固有のイベントによるリスクの拡大

一方、トルコでは固有のイベントにより足元で自国通貨の大幅な下落が生じているため、米ドル建てに限らず外貨建て債務全体に対して注視が求められる。現実にはトルコ・リラはユーロに対しては対米ドル並みの下落となっていることから、相応のユーロ建て債務残高を持つトルコを取り巻くリスクは先に見た以上に大きいものと認識する必要がある(図表4~6)。

こうしたリスクの実態を踏まえ改めて経常収支について点検すれば、トルコの赤字幅は財政危機時の10年前後のギリシャほどではないものの、通貨危機時の97年前後のアジア諸国に比べれば大きく、楽観はできない(図表7)^(注2)。これに加え、トルコの外貨準備高は13年をピークに減少傾向にあり、IMFによる評価(ARA)においても適正範囲を下回る水準で推移しているため、これがトルコのもうひとつの弱点となっている(図表8)^(注3)。

以上により、EUで6位のオランダのGDP規模を上回るトルコを取り巻くリスクには一層の注意が必要と考えられるが、ここで欧州経済への影響波及の可能性の観点から注目されるのは、まず、海外からの対トルコ与信残高合計に占める割合が75%に上る、EUの銀行による対トルコ与信である(図表9)。しかし、この銀行与信も、EUから見た対外与信残高合計の中では1%程度でしかなく、EU全体としてのトルコに対するエクスポージャーは限られたものでしかない^(注4)。また、トルコからの欧州の新興国への波乱の伝播の可能性が論点となり得るが、これらの国々では非金融企業の債務残高が比較的小さく、かつ経常収支も概ね黒字を維持している点が安心材料となっている(図表5)。



(資料) 図表6はBloombergの、図表7、8はIMFの、図表9はBISの、各データから農中総研作成

このように、トルコの混乱が欧州経済に直接的に打撃を与える可能性は限定的であるとみられる。しかし、混乱が他の懸念国に波及し、世界経済の成長鈍化を経て影響が間接的に欧州経済に及ぶなどの可能性を、軽視することはできない。

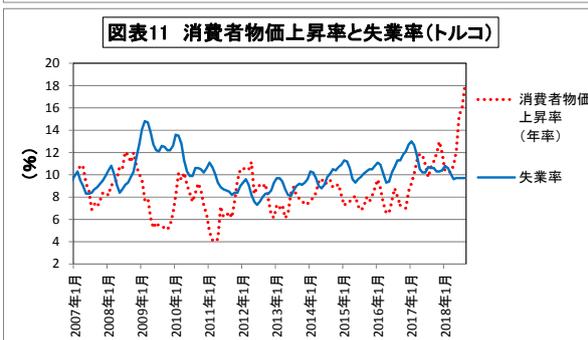
おわりに

トルコでは、通貨の急落の他にも株価の下落や金利の上昇が進行している。これらは輸入物価の大幅な上昇を伴いつつ、企業財務や個人消費などへの負担となり、着実に実体経済への下押し圧力として働くものと考えられる(図表10、11)。

これを受け経済の先行きに対する悲観的な見方が強まり、これがエルドアン大統領の強権的な政治運営やその下での中央銀行の独立性の阻害などとも絡み合いながら、資金流出をさらに後押しする要因に発展しかねない。こうした一国の情勢は不安材料を抱える他の新興国にも波及し、世界各地で問題を拡大する懸念がある。これが折からのトランプ米政権主導での貿易摩擦の激化とも複合することで世界貿易の縮小をもたらし、欧州経済にも重荷となる可能性が考えられる。

このように現在の新興国リスクはユーロ圏の財政危機のように混乱が急速に拡大する類のものではないにしても、間接的な影響が中期に渡って及ぶ可能性を伴っている。また、トルコとの移民や難民の送還策が適切に機能しなくなり大量流入が再発することで、政治面を通じ欧州経済に影響を与える展開も危惧される。

新興国ではかつて、経済の過熱で貯蓄不足に陥り対外債務が増加するなか、資金流入の突然の停止に直面し、通貨の暴落、金利の急上昇、インフレの昂進、資本流出の拡大などを通じた経済危機に見舞われてきた。現在も対外債務を含め債務残高は積み上がっており、金融環境の変化の下で先進国への資金還流や外貨高に伴う債務膨張のリスク、また、様々なイベントによる海外資金の流出のリスクにさらされている。仕掛的な通貨の空



(資料) 図表10、11は、Bloombergのデータから農中総研作成(図11の原データはトルコ統計局による)

売りが主導した新興国危機などとは直接的な対比はできないとはいえ、欧州に対して様々な経路を経て影響を与える可能性のある新興国の情勢には、十分な注意が必要になっている。(18.9.19現在)

(注1) 図表4では、欧州の新興国としてGDP規模が大きいポーランド、チェコ、ハンガリーの3ヶ国を取り上げた。これら3ヶ国はユーロ圏には未加入である。

(注2) ただし、97年に始まったアジア通貨危機ではヘッジファンドなどによるアジア通貨の仕掛的な空売り攻勢が危機を深化させた主要な要因であったため、危機の性格が異なる点には留意が必要である。

(注3) IMFによるAssessing Reserve Adequacy(ARA)では、新興国を対象として、輸入額や短期債務残高などに限定せず、各国の潜在的なリスク、想定される波乱要因、経済の脆弱性について総合的に評価したうえで、各国毎に妥当と考えられる外貨準備の水準を算定している。これを実際の準備高と対比するに当たっては、外貨準備には機会費用(相対的に低い運用収益など)が伴うことから上限も設定し、妥当と考えられる外貨準備の100~150%を、IMFは適正な外貨準備高の範囲としている。

(注4) ただし、スペインの銀行については、トルコに対する与信が近年急増している点や、トルコ以外にもアルゼンチンやブラジルなどの南アメリカ諸国に対する与信額が大きい点などに注意が必要とみられる。なお、銀行与信残高の割合はBISのデータによる。

経営改革に取り組む宮崎県南部信用組合

古江 晋也

要旨

宮崎県日南市南郷町に本店を置く宮崎県南部信用組合は、2017年度の決算で2年ぶりに経常利益と当期純利益を黒字化し、出資に対する配当を8年ぶりに実施した。この経営改革が達成できた要因は、優先出資による資本増強と不良債権処理に加え、理事長のリーダーシップのもと、職員が「自分がしなければ」と思うように「今後の針路」を明確化し、組合や企業、人と人とのつながりを強化する地域活性化策を打ち出したことにある。

はじめに

宮崎県日南市南郷町に本店を置く宮崎県南部信用組合（18年3月・預金積金残高88億円、経常利益362万円、職員数18人）は、2015年度に全国信用協同組合連合会（全信組連）から優先出資（2億円）の資本増強支援を受けたことを機に、不良債権処理と経営改革に取り組んだ。その結果、17年度に経常利益と当期純利益が黒字へと転換し、出資に対する配当も8年ぶりに実施した。同組合の主たる営業地域である日南市や串間市は人口減少が著しく、将来的にも減少スピードは加速するという。しかし、このような厳しい経営環境の中でも、経営改革が達成できた根底には、兵庫県警神戸水上警察署長、生活安全部長、警視長、兵庫県警察信用組合理事長などを経て、宮崎県南部信用組合理事長に就任した松本健二氏の「組合の灯を地域から消してはならない」という思いがあったからである。

総代へのお願い

兵庫県警察信用組合理事長を退任した後、松本氏はハウスメーカーの顧問を務めていたが、全信組連の要請を受け、17

年5月に全信組連に入会。全信組連からの出向として、6月に宮崎県南部信用組合理事長に就任した。組合経営の建て直しを期待された松本氏は、理事長就任以前から総代のもとに足を運び、組合経営の舵取りをどう行うかを模索し続けた。組

宮崎県南部信用組合本店



本店内の様子



合の貸出金残高をみると、07年度末から16年度末の間で6.9億円増加しているが、貸出金利回りが低下しているため、利益は低迷していた。また人口減少が進行する中、組合の経営基盤を安定させるためには取引先（組合員）を増加させることが喫緊の課題であった。

そこで松本氏は、総代会後の意見交換会で総代にいくつかのお願いをした。その一つが、組合の認知度を高めるため、ポスターを作成し、総代宅等に掲示させてほしいということと、表彰制度の導入であった。同制度は、総代から紹介してもらった融資案件で実行に至った場合は、総代会で総代を表彰することと、モチベーションを高めるため優秀な職員を表彰することからなる。

組合の「今後の針路」を示す

17年7月上旬、組合は「今後の針路」を職員に示した。まず、融資については、公務員専用ローン、職域提携先企業従業員専用ローン、消防団員応援ローンなどを新たに開発することで、顧客層の拡大と融資増強を図るとともに、取引先企業の支援を実施するため地域活性化の取り組みもスタートすることにした。

(1) 第一勧業信用組合との提携など

東京新宿区に本店を置く第一勧業信用組合は、地域貢献、地域活性化の一環として信用組合間連携の取り組みを加速しており、営業店で物産展などを開催し、「地産都消」を推進している。宮崎県南部信用組合は17年7月に第一勧業信用組合と「信用組合連携協力に関する協定」を締結し、マンゴーなどの地元産品を出荷することで取引先のアピールに努めた（18

年8月までで114万円分を出荷している）。

また松本氏が勤務していたハウスメーカーから「取引先への返礼品として何かよいものがないか」と相談を受け、組合は地元の宮崎牛の食肉卸・加工販売業者を紹介した。その結果、ハウスメーカーと食肉卸・加工販売業者の取引は順調に拡大し、組合と食肉卸・加工販売業者の金融取引も始まるなど好循環が実現した。これ以外にも太陽光発電の設置を手がける企業との連携を通じ、遊休地活用などにも取り組むことを計画している。

(2) 地域経済活き活きプロジェクト

信組・企業の連携に加え、「日南・串間地域経済活き活きプロジェクト」（17年9

左から河野室長、平原業務部長、松本理事長
山下融資部長、内村総務部長、黒原営業推進部長



左から大毛係長、細田職員、守山職員



月)も開始した。同プロジェクトは、参加事業者間で外注業務を融通し合ったり、「地元特産のマンゴーの付加価値をいかに高めるか」といった会議を実施することで、地域企業の振興を図ることを目的にしている。現在、建設業や木工品製造販売など10の事業者が参加しており、今後も事業者に参加を呼びかけている。

なお、同プロジェクトの参加事業者に対しては、特別融資もあり、プロジェクトの調整や融資相談などを担当するため、日南支店に「営業企画課」を新設した。

理事長の取引先訪問

近年、地域金融機関における金融仲介機能の発揮がますます重要性を帯びているが、その取組みを推進するためには地域社会のことを熟知しないとけない。しかし、かつての同組合は、既存顧客との取引にのみ注力しており、積極的な渉外活動を展開してこなかった。そこで理事長と検査室長の河野宏幸氏はペアになって17年10月～18年8月20日までの間に、のべ224ヶ所を訪問し、「経営者はどのようなことに悩んでいるのか」「経営者の人柄」などを把握することに努めた。訪問活動後は記録を作成することとし、全職員が情報を共有することとしている。「理事長が動くから、他の職員も動かざるを得なくなる」—この率先垂範が地域金融機関の本来のあるべき営業へと変化させる原動力になった。

またかつての組合は、経営トップと現場の担当者とのコミュニケーションが十分に図れておらず、どの方向に組合が向かっていくのかも明確ではなかった。このことが職員の不満にもなっていた。そこで「不満に思っていることがあれば、

改善案を出してほしい」と問いかけ、職員の声にも耳を傾けるとともに、日頃からの職員とのコミュニケーションを重視するという観点から、理事長は週に一度、必ず支店に出向き(半日ほど滞在)、組合経営の方向性を自らの言葉で伝えることにした。

加えて18年4月からは「ワイガヤ会」という会議をスタートした。同会議は、営業企画課職員や支店長クラスなどが集まり、経営の悩みを抱えた企業を財務的な観点だけでなく、販売方法や技術など様々な角度から自由に意見を述べ、改善案を見出すことにより、職員間のコミュニケーションの促進と人材育成の強化を図るものである。

営業区域の変更と本部移転計画

宮崎県南部信用組合は、これまで日南市、串間市を営業区域としていたが、18年7月からは宮崎県全域へと拡大した。拡大した直接的な理由は、①日南市と串間市の人口が今後急速に減少していくことが想定されること、②宮崎市などに進出を計画している企業が少なくないこと、③県職員などの転勤に対応できないことなどであり、このことは「今後の針路」で示した顧客層(組合員)の拡大や、日南・串間地域経済活き活きプロジェクトを着実に推進していくためには、どうしても必要な取組みであった(今回の営業区域の変更を踏まえ、将来的には組合名も「宮崎県信用組合」へと変更することを計画している)。

加えて現在、本店2階にある本部を日南支店に移転することも計画している。この理由は、今の本店が海拔2メートルの場所にあり、南海トラフ地震などが発

外浦港



生した場合、事業の継続性に問題が生じる可能性があることと、貸出金残高の半分は日南支店からの案件であるからである。

本部機能の移転については、来年度を想定しているが、移転後の本部の空きスペースについては、例えば、組合員である取引先企業が東京や大阪などの大都市圏に商品を発送する拠点として利用してもらうなど、地域活性化のために活用することを検討している。

職員の努力が組合を明るくする

組合の今後の針路を明確化したことと、理事長自らがこまめに職員とコミュニケーションを図ることで、一人ひとりにあるべき姿を訴え続けたこともあり、職員自身も「自分がしなければいけない」という気持ちも高まるようになった。本店営業部では「一步レベルアップを」を合言葉に窓口担当者が外回りをしたり、串間支店では、窓口担当者が融資推進を担当するようになったという。また、与信審査の迅速化にも努め、これまで2~3日かかっていた本部決裁も、翌日には決裁が行われるように改めた。このような役員一人ひとりの努力を積み重ねたことで、18年5月には貸出金残高が50億円を

突破した。残高の伸長は、組合の雰囲気に変化する契機にもなり、組合員が「組合が明るくなった」「笑顔があふれるようになった」と声をかけてくれるようになった。

さらに宮崎県南部信用組合の取組みが地元紙である宮崎日日新聞に報じられるようになると、地元事業者からは「南部信組が変わった」と喜びの電話がかかるとともに、取引が再開したケースもあるなど、好循環が広がりつつある。

「人と人とのつながりが成長の源泉」

不良債権処理に目途をつけた宮崎県南部信用組合は、理事長のリーダーシップのもと、①役職員の意見を織り込む「全員参加型」経営を心がけてきたこと、②職員一人ひとりが「自分がしなければ」という思いを引き出すように組合の針路を明確化したこと、③積極的な訪問活動の実施や与信判断の迅速化など業務プロセスの見直しによって、組織の引き締めを図るとともに、④第一勧業信用組合や企業との連携、事業者間の交流事業などを矢継ぎ早に実施したことで、「縮み志向」にあった組合の雰囲気を一変させた。今後は、「人と人とのつながりが成長の源泉」との考えのもと、「組合の良さ」を感じてくれる人々の輪を広げることを経営の柱に据えていくという。

人口減少や地元の中小企業の廃業など、地域経済は逆風に晒されているが、そうした中でも経営改革に邁進することで、再び地域社会に光を灯す地域金融機関が少くない。宮崎県南部信用組合もそのような金融機関のひとつであり、今後の取り組みに注目が集まる。

海外の話題

米国で拡大するクラフトビール

農林中央金庫 ニューヨーク支店長 和田 透

ビール好きの筆者が20数年ぶりに米国に赴任となり、まず驚いたのは当地におけるクラフトビールの豊富さである。食品スーパー等の陳列棚には多種多様なクラフトビールが溢れ、「バドワイザー」や「ミラー」などのナショナルブランドはやや片隅に追いやられているようなイメージである。本稿では、米国におけるブームともいえるクラフトビールの拡大について触れてみたい。

日本同様、米国においても消費者の嗜好が多様化する中、ビール全体の販売量は苦戦を強いられている。米国におけるクラフトビールの業界団体である BREWERS ASSOCIATION（以下、BA）によると、2017年のビール全体の消費量は前年比▲1.2%と減少している。ただ、クラフトビールについては、同5.0%と増加しており、ビール全体に占めるシェアも12.7%（消費量ベース）を占めるまでになっている。クラフトビールの Brewery（醸造所）の数も、1980年には100ヶ所未満であったが、2000年には1,500ヶ所を超え、その後2010年以降に大きなブームとなり、2017年には6,266ヶ所までに拡大している（BAの統計による）。

クラフトビールの特色としては、それぞれの独特の味わいと香りがあげられる。ナショナルブランドが、大量生産に適した下面発酵で製造されるラガービール（ピルスナーも含まれる）が中心なのに対し、クラフトビールは上面発酵で製造されるエールビールも多く、また醸造所ごとに、ヨーロッパの古典的なビールの製法（木樽熟成ビールなど）にこだわったり、フルーツ等のフレーバーを加えたりと、独自のビールを生み出すことに精力を注いでいる。そうした特色が、自分なりのこだわりを持つ米国人、なかでもミレニアル世代（2000年代に成人または社会人になった世代）に受け入れられているように感じる。ちなみにBAが定義するクラフトビールとは、① Small（小規模）、② Independent（独立性、大手資本の出資が25%未満）、③ Traditional（伝統的、原則として麦芽100%）のすべてを満たすものとされており、伝統を守りつつ独自性を重視する精神が表れている。

日本でも、1994年の酒税法改正により、「ご当地ビール」のようなクラフトビールのブームが起きたが、継続することなく数年で終わってしまった。近年、再度ブームがおきているようであるが、値段も高く、日頃飲むビールとしてはなかなか手を出しづらい。ちなみに米国ではビールそのものの値段が日本よりも安い、クラフトビールでも安いものなら1～2ドル（355ml）で購入可能である。

皆さんも米国に来る機会があれば、是非いろいろなクラフトビールをお試しいただきたい。ちなみに筆者のお勧めは、味の違いが出やすいエールビール、なかでもホップの苦味をかかせ、アルコール分高めなインディア・ペールエール（通称IPA）である。

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

金融市場

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

2018年10月号 第29巻 第10号・通巻335号

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

印刷所 (株) 騰栄社