

# 金融市場

## 潮流

日本と中国、新たなパートナーシップに向けて … 1

## 情勢判断

国内経済金融

暗雲が漂い始めた日本経済

～7～9月期は民間需要・輸出の悪化でマイナス成長～ … 2

## 情勢判断

海外経済金融

労働市場、消費、企業部門において堅調さが持続

～住宅市場、設備投資が弱含み～ …… 12

投資の持ち直しで下振れ圧力がやや緩和した中国経済

～経済対策の速やかな実施で19年は6.5%成長～ … 18

## 分析レポート

ユーロ圏の財政危機から見たイタリア問題

～予算案の見直しに応じて残る市場混乱の可能性～ … 24

## 経済見通し

2018～19年度改訂経済見通し …… 28

## 分析レポート

都道府県別にみた宿泊施設・民泊の動向

～京都の簡易宿所が2年連続で急増、民泊は東京が台頭～ … 44

## 連載

金融機関の新潮流 〈第8回〉

電子地域通貨でお金の地産地消をめざす君津信用組合 … 48

## 今月の焦点

気候変動と財務情報開示

～地球温暖化を踏まえた国際的な動き～ … 52

# 2018.12

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

## 日本と中国、新たなパートナーシップに向けて

代表取締役専務 柳田 茂

2018年10月26日、北京において安倍首相と習近平国家主席による日中首脳会談が行われた。国際会議を除き、日本の首相が中国を訪問するのは11年12月の野田首相以来実に7年振りである。日本政府による尖閣諸島国有化を契機として、中国各地で大規模かつ深刻な反日デモが発生したのが12年9月15日～18日。以来6年余の歳月を経て、日本と中国は漸く「友好と協調」を公に掲げる関係に戻ることができた。

この6年余の間、中国は7%前後の経済成長を毎年続け、平均1%台の成長に止まった日本との差は大きく広がった。10年に日本を追い抜いた中国のGDPは17年には早くも2.5倍の規模に達したが、より重要なのは経済の質の変化である。鉱工業生産は鉄鋼・機械や石油化学などの重化学工業が飛躍的に高度化し、主要輸出品目もかつての繊維・被服等の軽工業品から電子機器・輸送機械等に一変した。07年に導入した高速鉄道は瞬く間に広大な国土に縦横に張り巡らされ、いまやインフラ輸出大国として、高速鉄道はじめ高速道路、港湾設備、発電・送電・変電設備、鉱山設備等をアジア・アフリカ諸国に輸出するに至っている。

中国の経済戦略は製造業やインフラ産業の強化に止まらない。中国政府は、世界最大14億人の国内消費市場で自国が主導権を握るため、IT企業の育成に力を注いできた。頭文字から「BAT」と呼ばれるバイドゥ（インターネット検索）、アリババ（ネット通販）、テンセント（SNS、スマホ決済）はその代表格で、各々の分野において世界を席巻する巨人「GAFA」（グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾン）と渡り合っ譲らず、中国市場で彼らを圧倒する勝利を収めている。ハイテク企業が集積する深圳は、かつての面影を一新し、アジアのシリコンバレーとして世界的なイノベーション発信地に生まれ変わった。15年3月に「中国製造2025」戦略を打ち出してから3年、中国は先端技術に支えられた経済強国への道を着実に歩んできた。

大きな壁が立ち塞いだのはこの1年である。米国トランプ政権は、中国製品に対する制裁関税を矢継ぎ早に発動して中国への圧力を強めているが、目的は貿易赤字削減だけではない。10月4日のペンス副大統領の演説に端的に表れているとおり、米国は中国のハイテク分野の知的財産権への侵害や外交的・軍事的拡張政策によって米国の覇権が揺らぐことへの警戒を強めている。昨年末に米国が公表した「国家安全保障戦略」に中国を「競争相手」と明記したのを端緒として、世界の覇権を賭けた米中2大国の競争の火蓋が切って落とされたと見るべきであろう。

今回の日本と中国の関係改善には、このような世界のパワーバランスのうねりが影響していることを認識する必要がある。同時に、両国が難しい関係にあったこの6年間、粘り強く親善交流を続けてきた様々な民間レベルの努力の積重ねがあったからこそ実現できたのも確かな事実であろう。今回の合意を日本と中国の真のパートナーシップにつなげていくためには、貿易や投資の拡大といった経済面のみに偏重することなく、教育・文化面も含めたいっそうの相互理解に向けた息長い努力が両国に求められていると考える。

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 暗雲が漂い始めた日本経済

### ～7～9 月期は民間需要・輸出の悪化でマイナス成長～

南 武志

#### 要旨

7～9 月期の経済成長率は年率 1.2%と再びマイナス成長となったほか、景気動向指数による基調判断も「足踏み」に下方修正されるなど、景気の停滞感が出ている。相次いだ自然災害の悪影響が解消されるにつれて、消費、設備投資、輸出は持ち直すだろうが、世界貿易の拡大ペース鈍化しつつあるほか、人手不足に伴う供給制約も意識され始め、先々の成長率は減速が明確になるだろう。

一方、依然として物価上昇率が鈍い中、日本銀行は7月に現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を高める措置を講じ、9、10月の金融政策決定会合でもその継続を決めている。この措置を受けて長期金利は一旦 0.1%台半ばまで上昇したが、直近はリスクオフの流れから 0.1%割れとなっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2018年		2019年			
	11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 (%)	-0.070	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0500	0.05～0.10	0.05～0.10	0.05～0.10	0.05～0.10	
国債利回り	20年債 (%)	0.600	0.50～0.70	0.50～0.75	0.55～0.75	0.55～0.80
	10年債 (%)	0.085	0.05～0.16	0.05～0.20	0.05～0.20	0.05～0.20
	5年債 (%)	-0.105	-0.15～-0.05	-0.15～-0.05	-0.15～-0.05	-0.15～0.00
為替レート	対ドル	113.2	105～118	105～120	105～120	105～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.7	115～135	115～135	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	21,812	22,250±1,500	23,000±1,500	22,500±1,500	22,000±1,500	

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2018年11月26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。

#### 世界経済の先行きを 懸念した原油市況

2017年1月から開始されたOPECなど主要産油国による原油協調減産(合わせて日量180万バレル)については、当初、懐疑的な見方が多かったが、遵守率が予想を大きく上回ったまま推移し、かつ世界経済の回復で需要が持ち直したことで過剰在庫が大きく削減された。これらを受けて原油市況は回復傾向をたどってきた。18年6月には減産の一部緩和が決定されたが、中東情勢の緊張が続いていること、さらに米国によるイラン制裁再開に伴う同国産原油の禁輸要請等を背景とした供給懸念から、10月初めにはWTI先物(期近物)は一時1バレル=76.9ドルと4年ぶりの高値水準まで上昇した。

しかし、その後の米国発の株価下落によってリスクオフが強

まったほか、世界経済の先行き懸念が広がったことで原油価格は反落、11月下旬には50ドル台まで下落した。

こうした情勢を受けて、OPEC など主要産油国では18年末で期限切れを向ける協調減産の継続を求める意見が高まっている。12月上旬にはOPEC総会と非加盟国を加えたOPECプラスの開催が予定されており、減産を継続の方向で検討される見込みである。ただし、ロシアは減産継続に難色を示していると報じられるなど、予断を許さぬ状況である。ちなみに、OPECプラスに価格目標は特になく、原油在庫を5年平均に沿う水準で維持することを追求しているとされている。

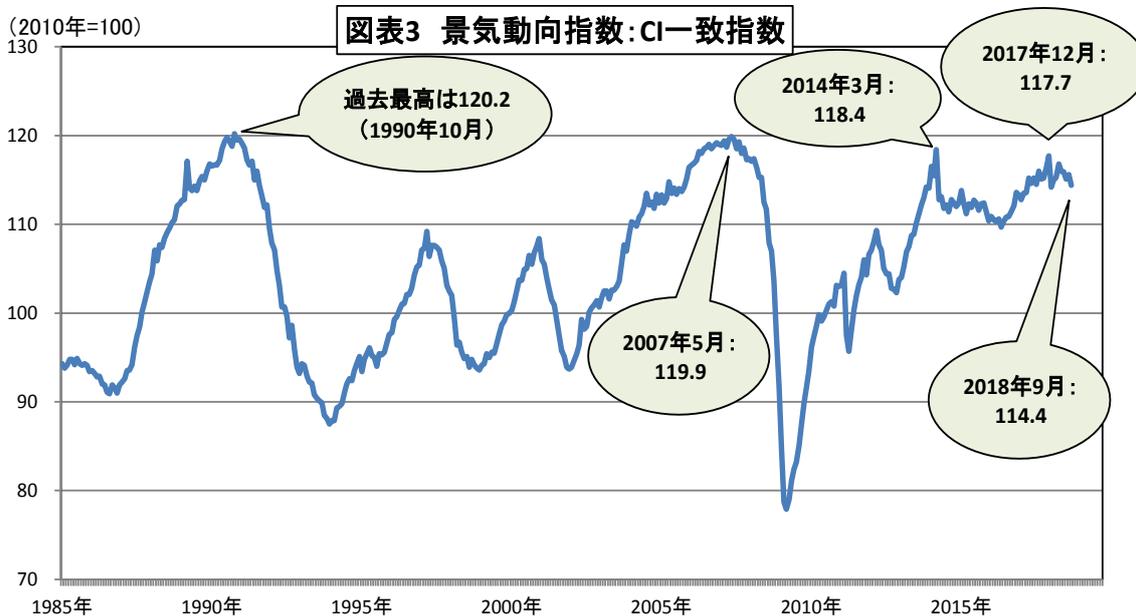


### 景気の現状：足踏み

こうした中、7～9月期の国内経済は足踏み状態に陥ったことが見て取れる。実質GDPは前期比▲0.3%（同年率▲1.2%）と、2四半期ぶりのマイナス成長であった。前年比も0.3%と潜在成長率（1%弱と想定）を割り込むなど、停滞感が急速に高まった。これらの主因は、相次いだ自然災害（豪雨、地震、台風など）の影響でサプライチェーンが寸断され、輸出や生産活動が一時途絶え、消費、設備投資なども抑制されたことが挙げられる。さらに、多くの主要国でも7～9月期にかけて成長率の減速が観察されたほか、18年入り後は世界貿易の拡大ペースが鈍っていることも指摘できる。

また、9月の景気動向指数では、CI一致系列に基づく基調判断が「足踏み」へ下方修正された。この「足踏み」との判断は

世界貿易が鈍化するなど「スロートレード」が取り沙汰された16年以來である。



### 景気見通し：趨勢的に減速していく

先行きを展望すると、足元 10～12 月期については自然災害の悪影響が解消していくとともに 7～9 月期に落ち込んだ消費・設備投資・輸出が持ち直すとみられ、再びプラス成長に戻るものと思われる。仮に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。

ただし、世界貿易の拡大テンポは弱まっており、輸出環境は厳しくなっていくほか、人手不足感がさらに強まれば供給制約が一段と意識されることから、19 年入り後はソフトランディングに向けた動きが強まるだろう。当総研では「2018～19 年度改訂経済見通し」（11 月 19 日公表）を取りまとめたが、18 年度は 0.9% 成長へ下方修正、4 年ぶりに 1% を割り込むと予測した。19 年度上期にも景気がピークアウトする可能性があるが、新天皇即位に伴う祝賀ムードや消費税増税前の駆け込み需要の発生もあり、景気は表面的には底堅く推移する可能性がある。ただし、下期は消費税増税の悪影響が加わり、調整色の強い展開が予想される。

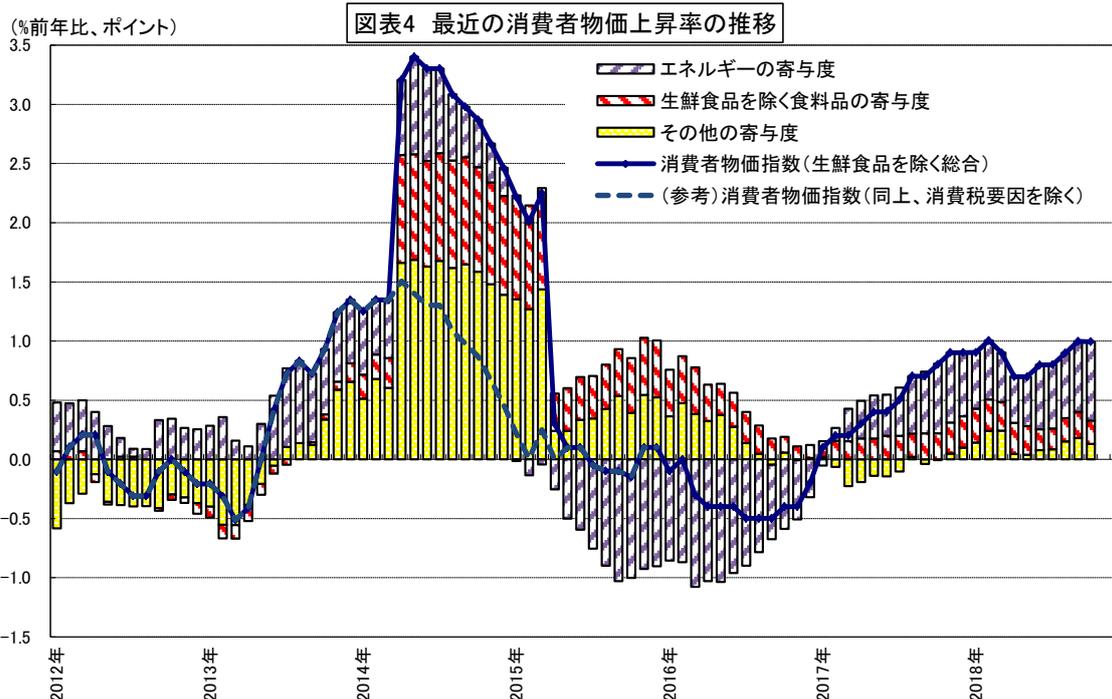
なお、安倍首相は 20 日の閣議にて第 2 次補正予算案の編成を指示した。11 月中に取りまとめる全国の重要インフラの点検結果を踏まえた防災対策や、環太平洋連携協定（TPP11）発効に備えた農業強化策が柱となる見込みで、年末までに策定して

**物価動向：コアで1%回復したが、総じて鈍い**

閣議決定をし、1月召集の通常国会に提出する方針である。

10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1.0%と、7ヶ月ぶりに1%を回復した9月分と変わらずであった。また、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」も同0.4%で8、9月分と変わらずで、夏場以降の上昇率持ち直しの動きは一服している。物価押上げの主因は、原油高を背景としたエネルギーであることも変わりはなく、需給改善に伴う物価押上げ効果が依然として弱いことも改めて確認できた。

先行きについては、家計所得の改善自体は消費持ち直しを下支えし、需給改善効果が高めることが期待される。一方で、これまでの原油下落に伴って今後エネルギーが下落することが想定される。短期的にはエネルギーの下落効果が強く出ることから、コア指数は再び鈍化し始める可能性が高いだろう。



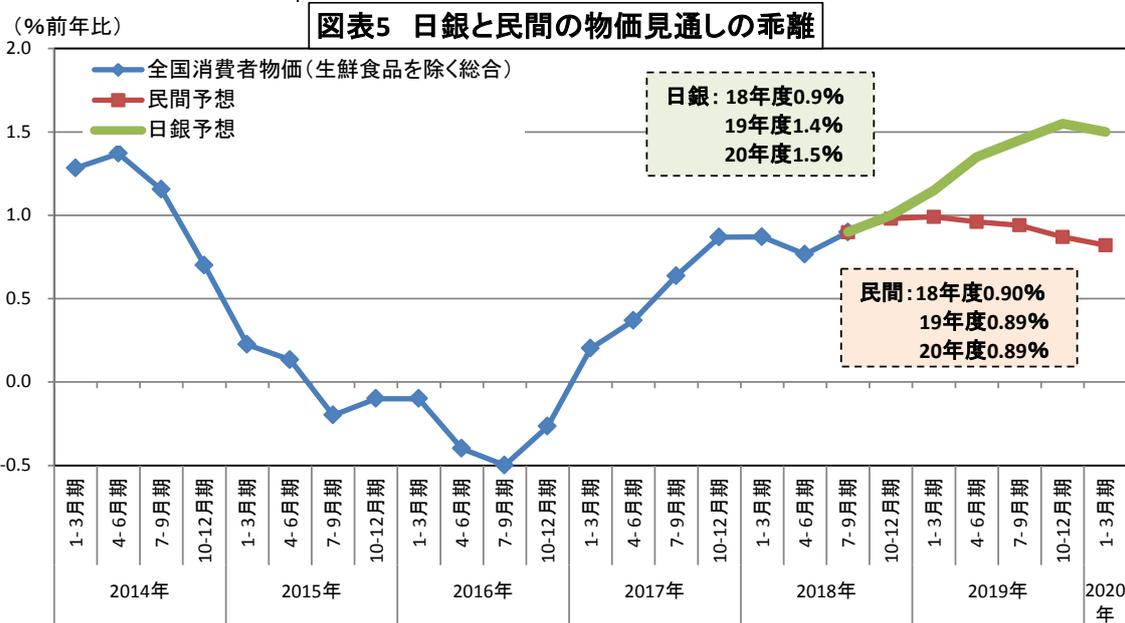
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

**金融政策：現行緩和策の継続を決定**

10月30～31日に開催された日銀の金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続が決定された。上述の通り、全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比1%まで上昇率を回復させたが、エネルギー価格がこのまま鈍化・下落すれば先行き足踏みする可能性があること、加えて日銀が

黒田総裁を筆頭に物価上昇率が 2%に達成するまで緩和政策を粘り強く継続すると繰り返していることを考慮すると、妥当な内容といえるだろう。

改めて現行の金融政策の枠組みを整理すると、①イールドカーブコントロール（短期金利：一部超過準備に対して▲0.1%、長期金利：10年物国債利回りがゼロ%程度（±0.2%）で推移するよう、長期国債を買入れ（保有残高の増加額年間約 80 兆円がめど）、②リスク資産買入れ（ETF および J-REIT について、保有残高が、それぞれ年間約 6 兆円、年間約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う（市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうる）、CP 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持、③オーバーシュート型コミットメント（生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する）、④フォワードガイダンス（2019年10月に予定され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、現在の極めて低い長短金利水準を維持）、という4つの要素で構成されている。



(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(11月)を使用、日銀予想は展望レポート(10月)より作成。

**大規模緩和の弊害を指摘する意見は少なくないが…**

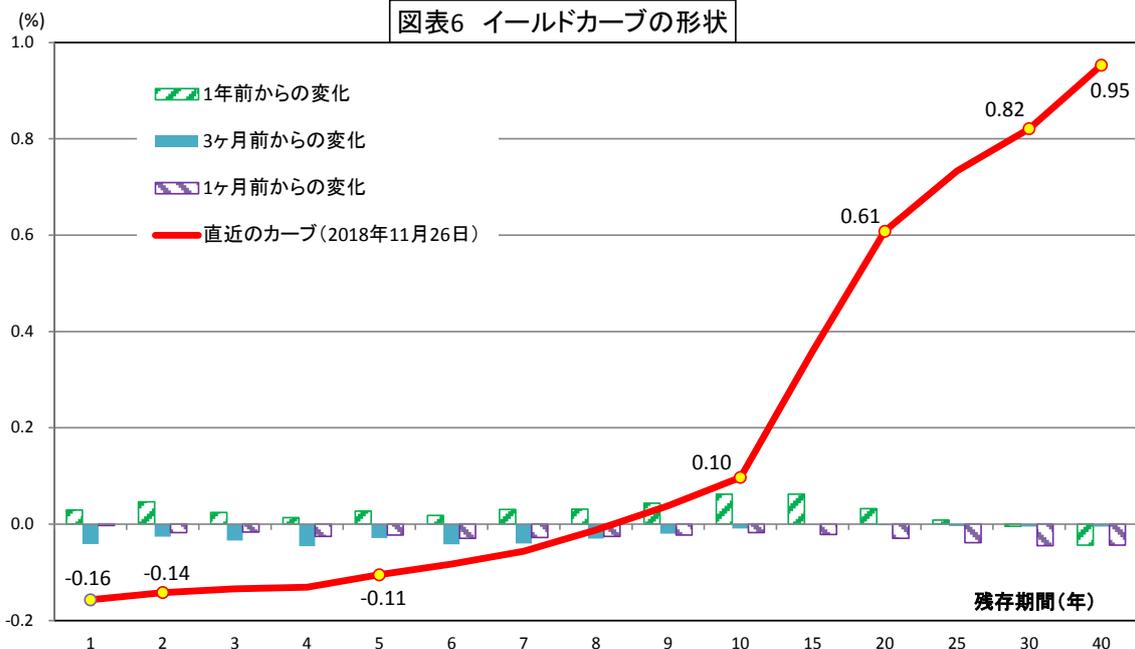
さて、大規模緩和を開始してから既に5年半が経過したが、近年は地域金融機関の経営や金融システムへの悪影響などが注目されるなど、弊害を指摘する声が少なくない。実際、10月

の展望レポートでは「低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある」としている。

ただし、こうした問題は預金余剰（広義のオーバーバンキング）という現象と表裏一体であるのは言うまでもなく、イールドカーブを多少スティープ化させたところで解決できるものではない。さらに、黒田総裁も記者会見で「地域の人口減少とか高齢化、更にもっと大きいのは企業数が減っているということがあり、地域金融機関がそうしたことに合わせた体制を作ることも重要」と述べている。

それゆえ、今後の政策運営については、物価安定目標を早期に実現することが最優先課題であることを踏まえると、物価上昇率が安定的に2%を上回るまでは現在の金融政策の枠組み（短期政策金利や長期金利の操作目標）は継続されるだろう。ただし、資源高や円安などに依らずに需給改善を伴った格好で物価上昇率が2%に接近すれば、政策運営をより柔軟化するなどの対応はありうるだろう。

図表6 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

## 来るべき景気悪化 時への対応

なお、今後の金融政策については物価動向だけではなく、景気動向への配慮も必要となる可能性がある。展望レポートでは、今後とも景気の拡大基調が続くとの見通しが示されたが、物価見通しが再び下方修正された（それでも民間平均より高い）ほか、米中の貿易摩擦の激化や新興国の資金流出懸念など海外リスクへの警戒感を滲ませる内容でもあった。近い将来、景気がピークアウトした場合、金融政策は何もしないというわけにもいかないだろう。イールドカーブを再びフラット化させることもありうるだろう。

## 金融市場：現状・ 見通し・注目点

9月入り後から上昇傾向が強まっていた米国長期金利に対する警戒感が再燃、10月には米国長期金利の上昇などをうけて再び世界同時株安が発生した。その後も世界経済の先行き懸念が根強く、金融資本市場では軟調な地合いが続いている。

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

## 金融政策の「柔軟 化」以降は水準上 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月から開始された「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、その後の長期金利は概ね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、息の長い景気改善の下、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金利上昇圧力が掛かったが、今春にかけて物価上昇圧力が緩和したこともあり、上昇圧力は一旦解消、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。一方で、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、日銀は7月の金融政策決定会合で「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」と称して長期金利の操作目標の柔軟運用を決定したため、10月半ばにかけて長期金利は0.1%台半ばまで緩やかに上昇した。しかし、最近では株価の調整が続

## 長期金利はしばらく 0.1% 前後での展開を予想

くなど、内外景気の先行きに対する不透明感が強まっていることもあり、0.1%前後まで低下している。

先行きについては、欧米で金融政策正常化の動きが継続するとみられるほか、足元の世界経済の先行き懸念も緩和する可能性もあることから、再び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続けば、金利低下圧力が一段と高まることもありうるだろう。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。仮に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し、逆に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。



## 軟調な展開

### ② 株式市場

日経平均株価は1月23日にバブル崩壊後の最高値となる24,129円まで上昇した後、2～3月にかけては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、一時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。4月に入ると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

## 足元は1ドル=110 円台前半の推移

れる格好で持ち直しに転じたが、米トランプ政権の保護主義的な通商政策への警戒や新興国リスクが顕在化するなど、先行き不透明感の強い状況が続き、総じて上値の重い展開が続いた。9月には米国が中国に対する新たな追加関税措置を公表したが、市場参加者はこれを悪材料出尽くしと受け止め、買戻しニーズが強まった。その流れで10月上旬にはバブル崩壊後の最高値を約8ヶ月ぶりに更新、一時は24,400円台まで上昇した。

しかし、その後は上昇を続ける米国長期金利への警戒、米中経済摩擦の悪影響などが意識され、2月と同様、世界的に株価が下落、10月下旬には7ヶ月ぶりとなる21,000円台まで調整した。その後も世界経済の先行き懸念が続いており、国内企業業績も下り坂との思惑も浮上、軟調な地合いが続いている。

先行きについては、中間選挙を終えた米トランプ政権の通商交渉の行方を見極めたいとの思惑も強く、株価はある程度持ち直した後はしばらく一進一退で推移すると思われる。

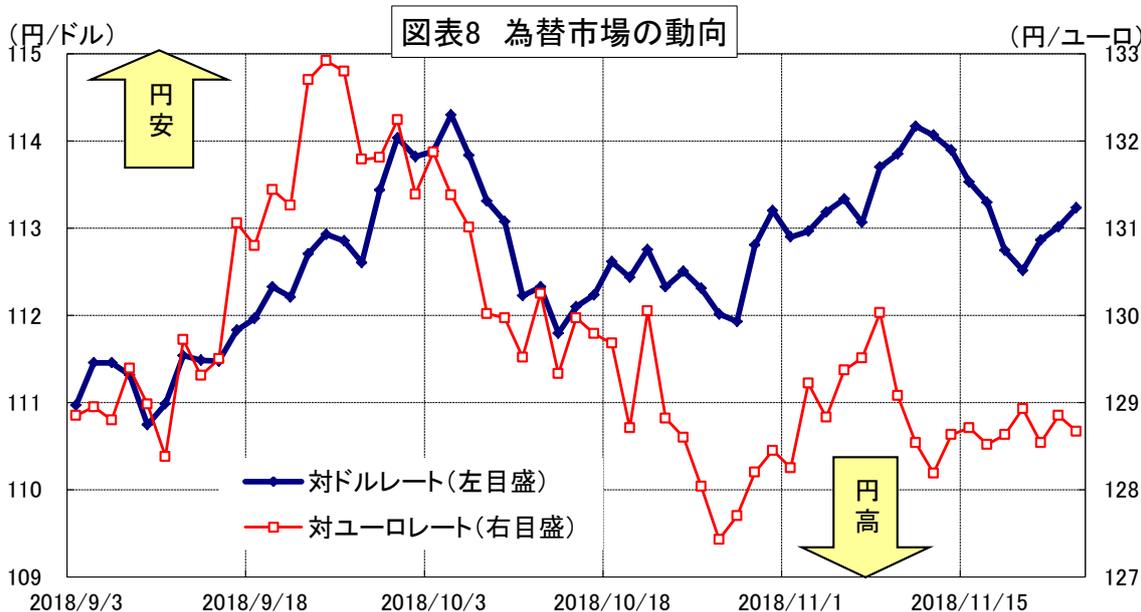
### ③ 外国為替市場

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であったが、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、9月中旬以降は概ね113円を挟んだ展開が続いている。

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。さらに新興国リスク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、これまでと同様に、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。



### ユーロは 120 円後半でもみ合い

一方、18年度入り後の対ユーロレートは、欧州中央銀行 (ECB) による量的緩和縮小の思惑、イタリアの政治不安、合意なき Brexit に対する懸念、さらにはトルコ・リラ急落など新興国リスクなどを材料に、概ね 130 円前後での展開が続いている。こうしたなかでも、9月中旬にはドラギ ECB 総裁の楽観的な経済・物価展望等が好感されてユーロ高が進行、一時 133 円台までユーロ高が進んだが、10月以降は伊予算案や独バイエルン州議会選での与党大敗などを受けてユーロ安となり、直近は 120 円台後半で推移している。

先行きも伊予算案の問題、さらには交渉期限が間近に迫る Brexit などへの懸念も根強く、ユーロ相場は不安定な状況が続くだろう。なお、ECB は 10 月以降、資産買入れを月 150 億ユーロへ減額し、12 月で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。

(18. 11. 26 現在)

## 労働市場、消費、企業部門において堅調さが持続

### ～住宅市場、設備投資が弱含み～

佐古 佳史

#### 要旨

7～9 月期の GDP 速報値は、特殊要因が成長率を底上げした 4～6 月期には及ばなかったものの、前期比年率 3.5%と高成長が持続した。

足元の指標からは、住宅市場と設備投資にやや弱含みが見られるものの、米国経済は堅調に推移していると判断できる。賃金と生産者物価指数の上昇率は高まっているものの、足元のインフレ率は FRB が目標とする 2%付近で安定している。

11 月の FOMC では事前予想通り政策金利の誘導目標は据え置かれた一方で、12 月の FOMC にて利上げする下地は整いつつあると考えられる。

#### 中間選挙を終え、オバマケアが再び争点化する可能性も

約 2 年間のトランプ政権に対する国民の審判とも形容される、中間選挙（下院は全 435 議席、上院は 35 議席が改選）が 6 日投開票され、上院は共和党が過半数を維持した一方で、下院は民主党が過半数を奪還した。投票の傾向としては、共和党は、白人、肉体労働者、地方在住者、非大卒、保守層といったトランプ氏のコアな支持基盤をまとめ上げた。一方の民主党は、マイノリティ、都市在住者、大卒、中道～リベラル層からの支持を集めた。もっとも、昨今の民主党内で発言力が増しつつある進歩主義（progressive）候補の躍進は限定的であった。

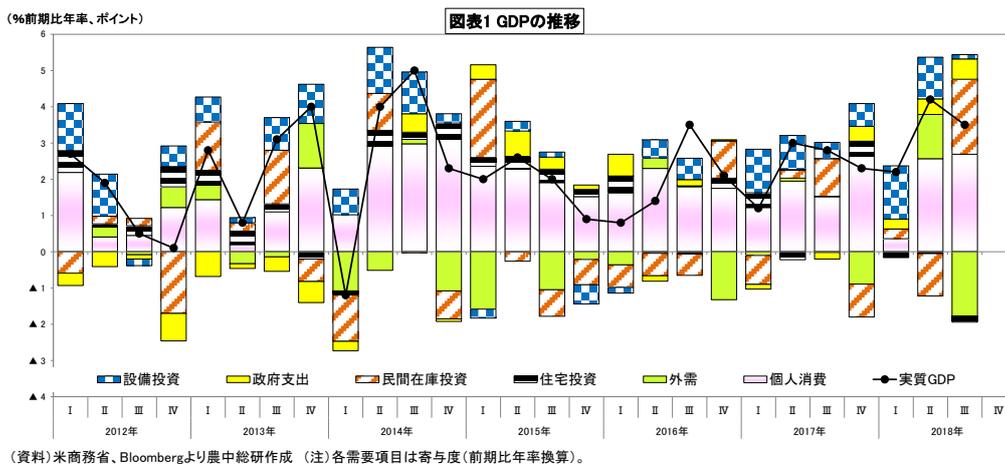
下院で民主党が多数派となったことで、ロシアによる 16 年の大統領選介入疑惑の追及が今後厳しくなる可能性が指摘されている。また、医療保険が最も有権者の関心事となったことから、医療保険制度改革（オバマケア）をめぐる対立は先鋭化すると考えられる。トランプ政権が目指すインフラ投資の拡大については、両党が妥協点を見出せる可能性はあるものの、大規模化する場合は財源をめぐる対立する可能性が指摘されている。一方で、トランプ政権と民主党は通商政策については協力的な関係が構築できており、米中貿易摩擦への影響はほとんどないと考えられる。

#### 賃金上昇率の加速が確認された雇用統計

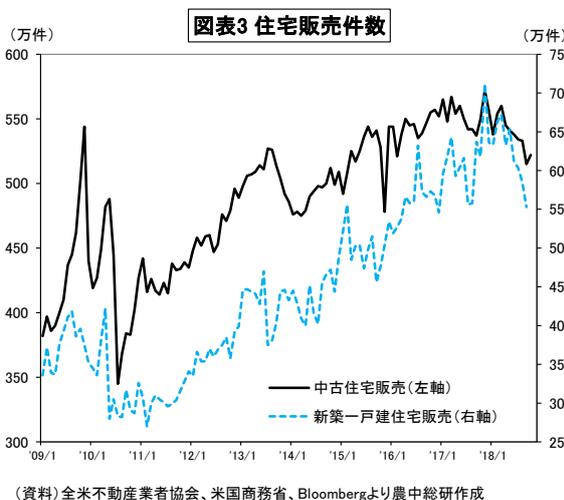
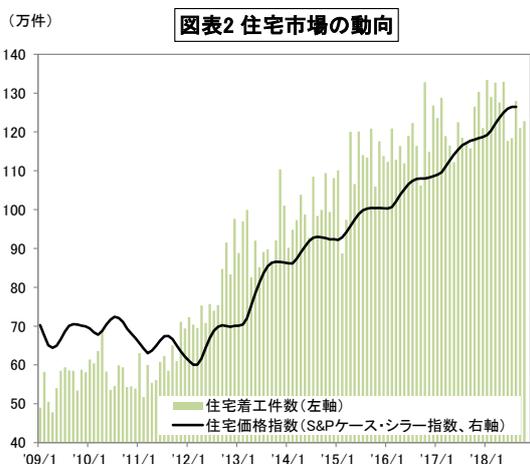
さて、足元の指標を確認してみると、10 月の雇用統計では賃金上昇率が前年比 3.1%と 09 年以来の高い伸びとなった。直近 3 ヶ月の非農業部門雇用者数は 21.8 万人と速いペースでの雇用拡大が続いており、失業率は約 50 年ぶりに 3.7%まで低下した。

## 高い成長率が持続した7~9月期

また、7~9月期のGDP速報では、特殊要因が成長率を底上げした4~6月期には及ばなかったものの、前期比年率3.5%と高成長が持続した。需要項目別では、個人消費、民間在庫投資、政府支出が成長を牽引した一方で、輸入の伸びが下押ししたほか、住宅投資が伸び悩んだ。今後については、財政政策の効果が徐々に剥落してくることや、FRBの利上げ、ひっ迫する労働市場が重石となり、2.0%程度とされる潜在成長率に向けて成長率が徐々に低下していくと考えられる。以下では需要項目ごとに確認してみたい。



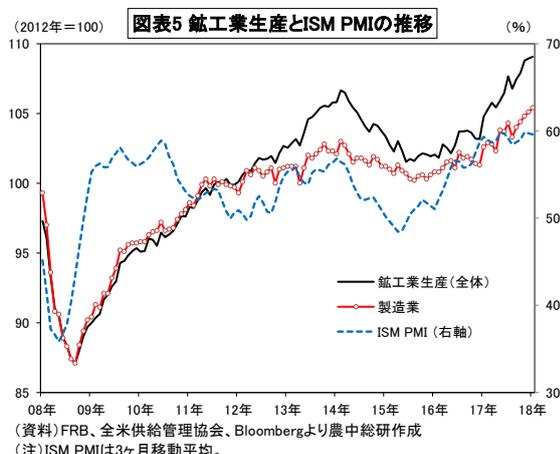
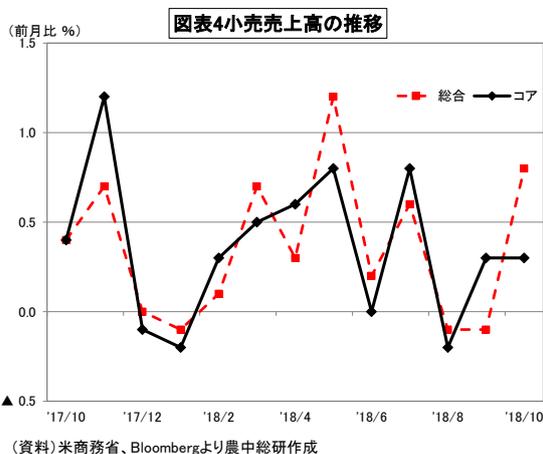
住宅に関しては、18年入り後は弱含んで推移している。新築住宅着工件数の伸び悩みに加え、新築、中古住宅とも売れ行きが芳しくない。先行きについては、利上げの影響などから、30年固定住宅ローン金利はこの1年間で約1ポイント上昇し4.94%となっており、購入意欲は弱含まると思われる。また、建設業界の求人件数比率も高く、労働者の不足感が強まっており、供給面の制約からも住宅着工は伸び悩むであろう。



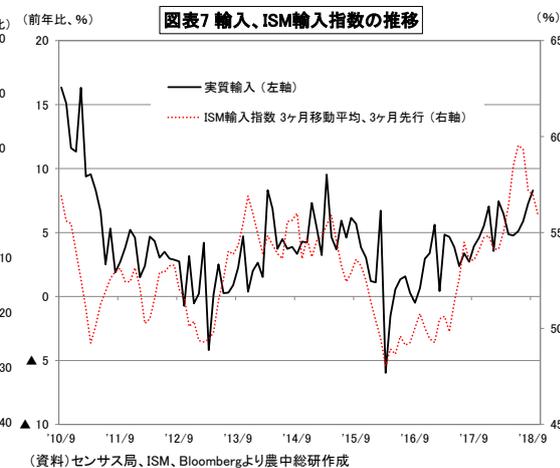
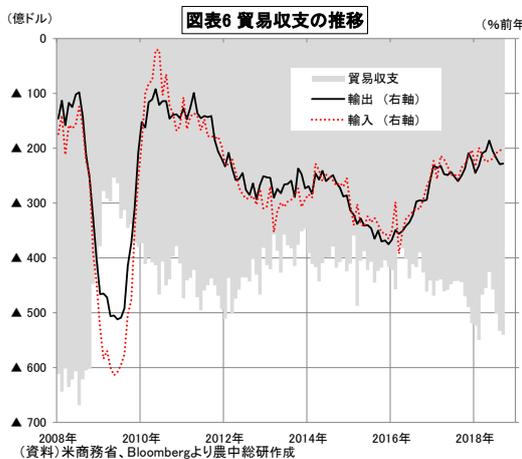
## 堅調な個人消費 と企業部門

10月の小売売上高（総合）は前月比0.8%と高い伸びとなった。また、9月の個人消費支出は同0.4%（実質では同0.3%）となっている。先行きに関しても、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。

企業部門については、10月の鉱工業生産は製造業が前月比0.3%、鉱業が同▲0.3%、公益部門が同▲0.5%となり、全体では同0.1%の上昇となった。また、9～10月にかけて米国南東部を襲ったハリケーンの影響は単月でそれぞれ同▲0.1%未満と軽微であったことが報告されている。先行きに関しては、ISM製造業景況指数が57.7%、非製造業景況指数が60.3%と堅調な推移が続いていることなどからも、拡大基調が持続すると考えられる。



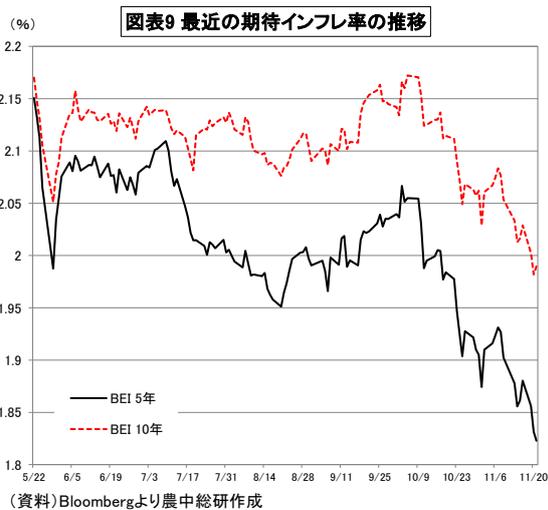
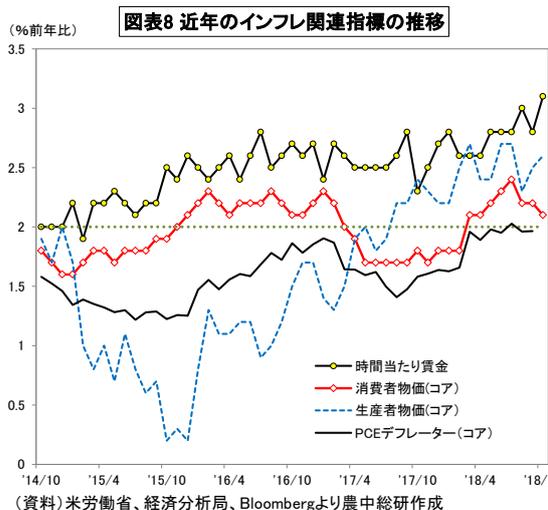
貿易については、米中貿易摩擦やトランプ政権の保護主義的な動きが懸念されてはいるが、米国経済の拡大に伴う輸入の伸びが輸出の伸びを上回り、7～9月期 GDP 成長率に対しマイナスに寄与した。また、先行指標となる ISM 輸入指数も高い水準で推移しており、先行きも輸入の拡大と貿易収支の悪化が続くと想定される。



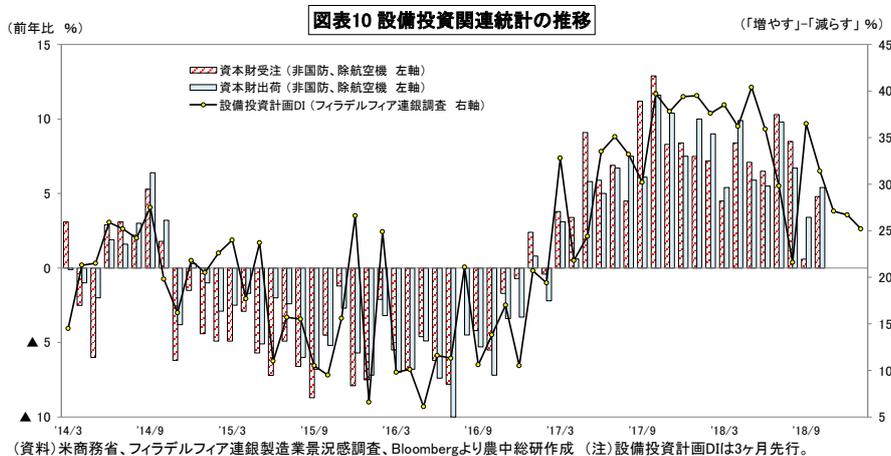
**インフレは 2% 付近で安定している**

インフレ関連指標をみると、10月のコア生産者物価指数は前年同月比2.6%、コア消費者物価指数は同2.1%と落ち着いた推移となっている。FRBが注視するPCEデフレーター（コア）の上昇率も5月以降、目標の2%で推移している。

インフレ率の先行きについては、期待インフレ率（ブレイク・イーブン・インフレ率）は低下傾向で推移しており、インフレが短期間で昂進するとは考えづらいものの、賃金上昇率の高まりを背景に緩やかに上昇すると見込まれる。



こうしたなか、7～8日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、事前予想通り政策金利の誘導水準は2.0%～2.25%で据え置かれた。また、声明文では経済は堅調に推移していると評価し、12月のFOMCにて利上げする地ならしが行われたと解釈できる。一方で、声明文では設備投資の弱さが指摘されており、実際に投資の先行指標となる資本財受注や関連するDIが頭打ちとなっている。先行きについても弱含む展開が見込まれる。

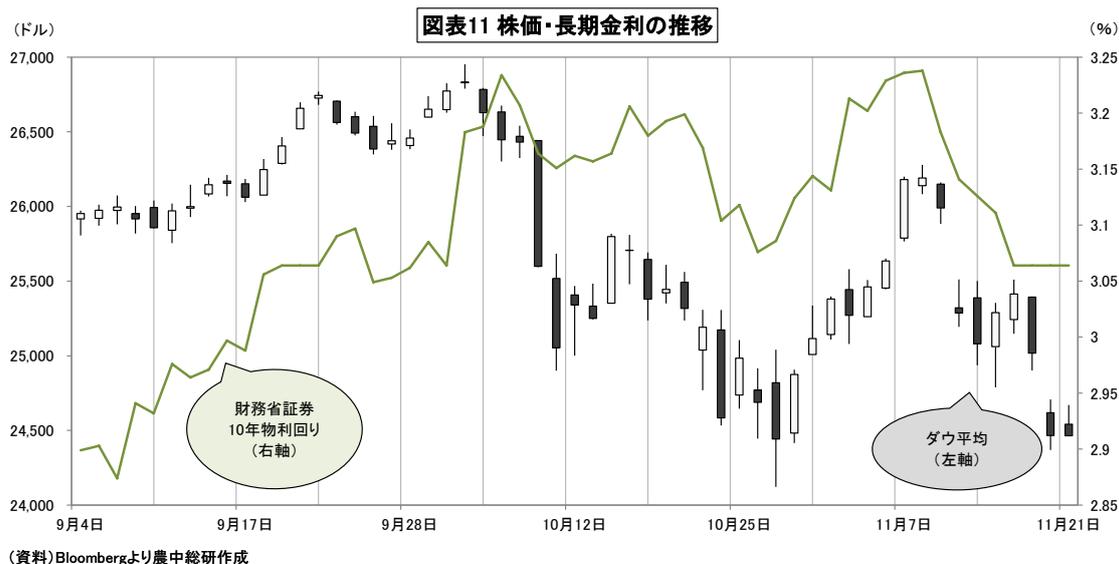


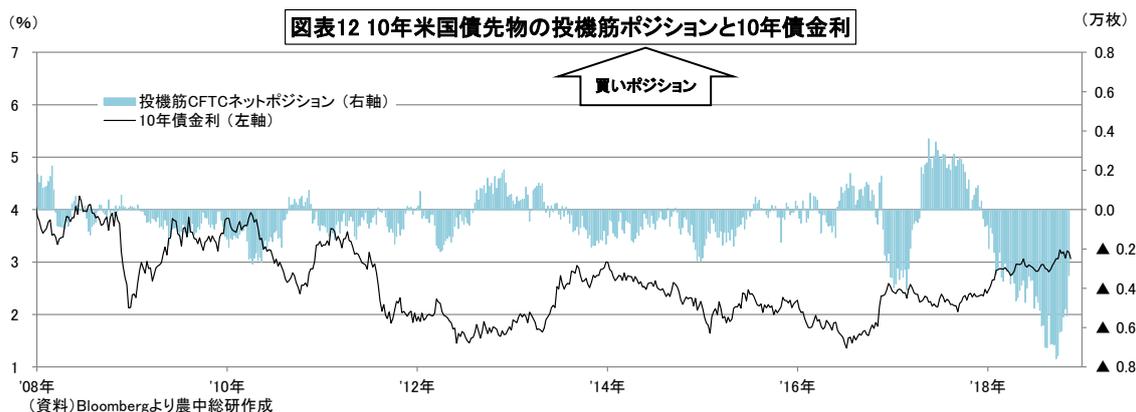
## 長期金利：方向感を欠く展開

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8月末にかけて2.8%近辺にまで低下した。9月以降、8、9月分の雇用統計などが、FRBの利上げペースを後押しする堅調な内容となったことなどから金利は再び上昇し、10月5日に一時3.25%まで上昇した。その後は、株式市場の動きに合わせて、方向感を欠く展開が続いており、10月26日に一時3.05%まで低下した後に上昇に転じ、11月7日には一時3.25%まで上昇した。しかし、足元では再び低下し、3%をやや上回る水準で推移している。

先行きに関しては、米議会予算局（CB0）の経済見通しによると、19会計年度（18年10月～19年9月）において、財政赤字が9,810億ドル（GDPの4.6%、17年度は6,650億ドル、18年度は7,789億ドル）と見積もられており、国債増発による金利上昇圧力が強まりやすい環境にある。また、FRBによる漸進的な利上げやバランスシートの縮小も継続されるとみられる。一方で、世界経済の減速懸念もじわじわと強まっており、相対的に高金利な米国債に対する需要は相応にあると考えられる。また株式市場の調整が終わるまでは、本格的な金利上昇も難しいのではないだろうか。以上から、米長期金利（10年債利回り）は3%をやや上回る現状の水準で推移すると思われる。

なお、投機筋の10年債売りポジションの巻き戻しが進んでいることにも注意すべきであろう。





**株式市場：一進  
一退の展開**

株式市場では、8～9月にかけて堅調な決算や経済指標が好感された。10月に入ると、急速な金利上昇と貿易摩擦の懸念が再燃したことで、株価は一旦急落し、調整局面に入っている。中国経済減速への懸念や、サウジアラビアに関する地政学的リスク、原油価格の急落などが意識され、上値の重い展開となった。その後は、11月6日の中間選挙を挟んで、短期的に株高となったものの、その後は、アップル製品への弱い需要見通しと貿易摩擦懸念を嫌気したハイテクセクターの下げが先導する形で、軟調な展開が続いている。

先行きは、堅調な米国の経済指標は追い風になるものの、利上げ見通しをめぐる思惑や、貿易摩擦によってサプライチェーンが混乱する可能性に対する織り込みの進展などが重石となり本格的な株価上昇は難しく一進一退の展開が続くと予想する。

(18. 11. 22 現在)

## 情勢判断

### 中国経済金融

## 投資の持ち直しで下振れ圧力がやや緩和した中国経済

### ～経済対策の速やかな実施で19年は6.5%成長～

王 雷軒

#### 要旨

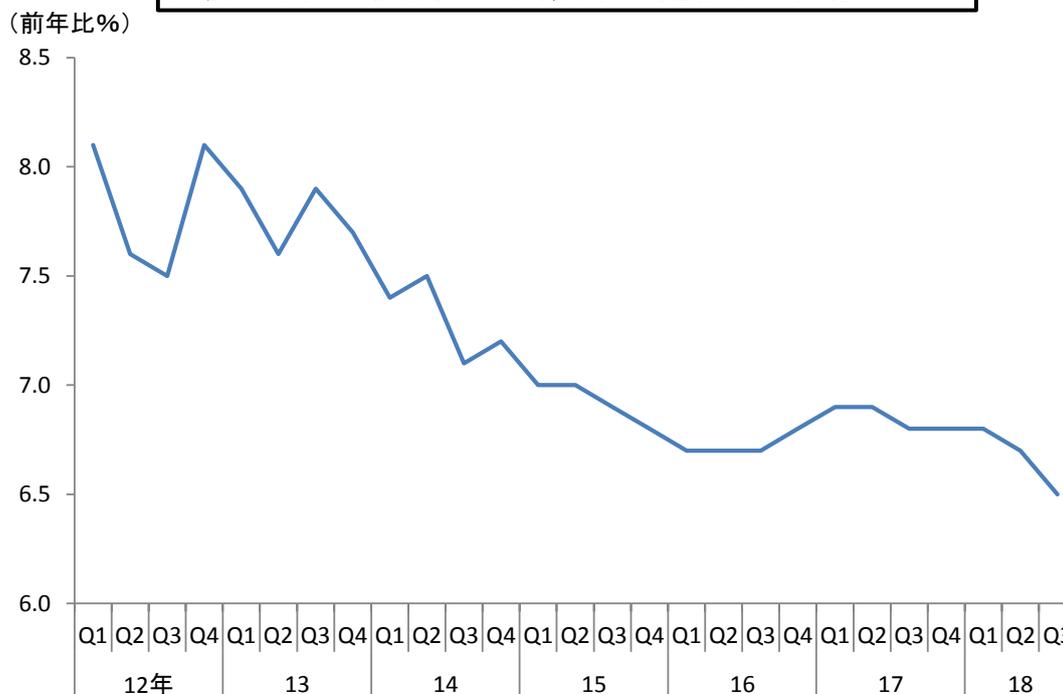
内需(投資+消費)の勢いが弱まったことを背景に2018年7～9月期の実質GDP成長率は前年比6.5%と、9年半ぶりの低い伸びとなった。しかし、その後は輸出が底堅く推移したほか、投資も小幅ながらも持ち直していることから、下振れ圧力がやや緩和したと見られる。今後も、新たな景気対策に加え、既に打ち出された経済対策の速やかな実施による効果も期待されるので、減速に歯止めがかかると見込まれる。

#### 足元でも下振れ圧力 はあるものの、やや和 らいだと思われる

2018年7～9月期の実質GDP成長率は前年比6.5%と1～3月期(同6.8%)、4～6月期(同6.7%)から減速が続き、09年1～3月期以来9年半ぶりの低い伸びとなった(図表1)。前期比も1.6%と4～6月期(同1.7%)から鈍化した。

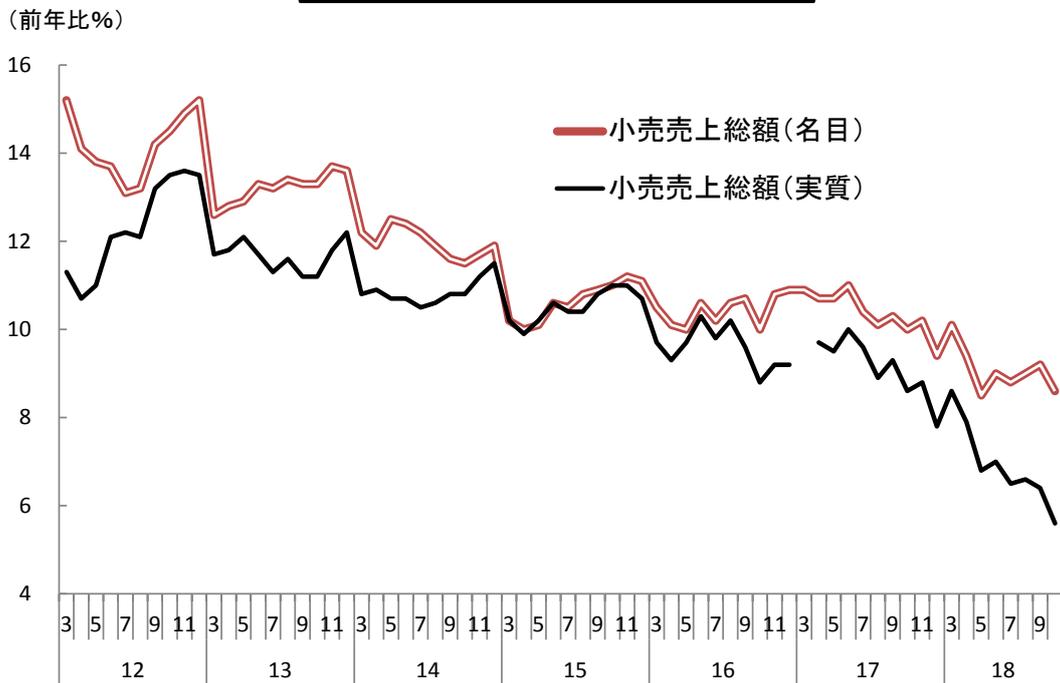
その後も下振れ圧力は続いているものの、10月分の経済指標からは幾分和らいだと思われる。

図表1 中国の実質GDP成長率の推移(四半期ベース)



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

**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) 17年3月の実質伸びが発表されず。

**10月の個人消費は弱含みで推移、季節要因などで落ち込みが鮮明に**

まず、個人消費について詳細に見ていきたい。10月の小売売上総額は前年比 8.6%と 9月(同 9.2%)から伸び率が低下した。物価変動を除いた実質ベースの小売売上総額も前年比 5.6%と 9月(同 6.4%)から伸びが鈍化し、統計開始以来の低水準となり、個人消費は力強さを欠く展開となっている(図表2)。

このうち、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▲12%と4ヶ月連続で前年割れとなった。

家計所得の伸び悩み、米中経済摩擦に伴う不確実性の高まりによる消費マインドの悪化、そして住宅ローン金利の上昇などによる家計負担の増加が個人消費を抑制していると考えられる。

上記のほか、10月の小売売上総額の伸びが鈍化を強めた背景には、祝日要因と買い控えも挙げられる。まず、祝日要因については、中秋節が17年の10月から、18年は9月になったことが挙げられる。また、中国最大の小売イベントであるダブルイレブン(11月11日)を控えた買い控えの規模が大きかった可

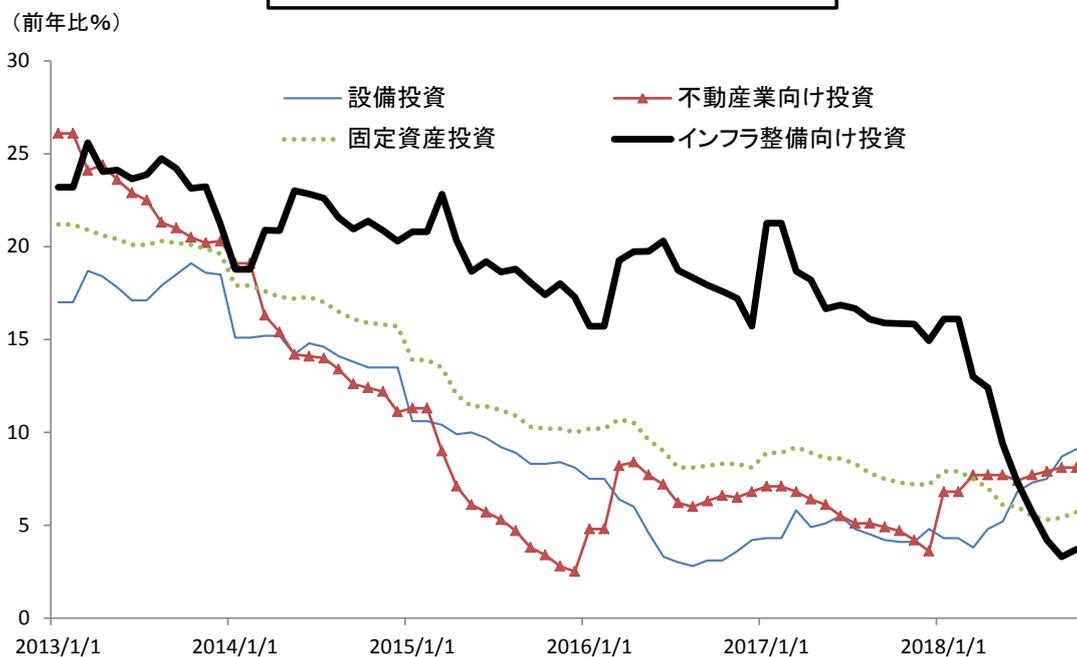
能性もあると見られる。

実際、11月11日の売上額は伸び率が前年比23.8%と17年(同43.5%)からは鈍化したものの、EC最大手であるアリババの売上額は2,135億元、2位の京東は1,598億元で、いずれも過去最高を更新するなど、消費意欲が依然として強いことを示唆していると思われる。

先行きについては、個人所得税法の改正による減税が行われたほか、10月11日に発表された「個人消費促進体制・メカニズムの整備に関する実施法案(2018~2020年)」で、個人消費を押し上げるための6大分野における26の具体的な措置(新エネルギー自動車に対する優遇税制の継続等)が打ち出されていることから、減速には歯止めがかかると考えられる。

ただし、企業が経営コストの削減に注力しているため、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だろう。

**図表3 中国の固定資産投資と内訳の推移**



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成、(注) 年初来累積、直近は18年10月。

**投資は下げ止まり、先行きも持ち直しを想定**

他方、投資については、1~10月期の固定資産投資は前年比5.7%と1~9月期(同5.4%)から下げ止まった。内訳を確認すると、不動産業向け投資および設備投資は引き続き持ち直し基調にあるが、インフラ整備向け投資も同3.7%と1~9月期(同

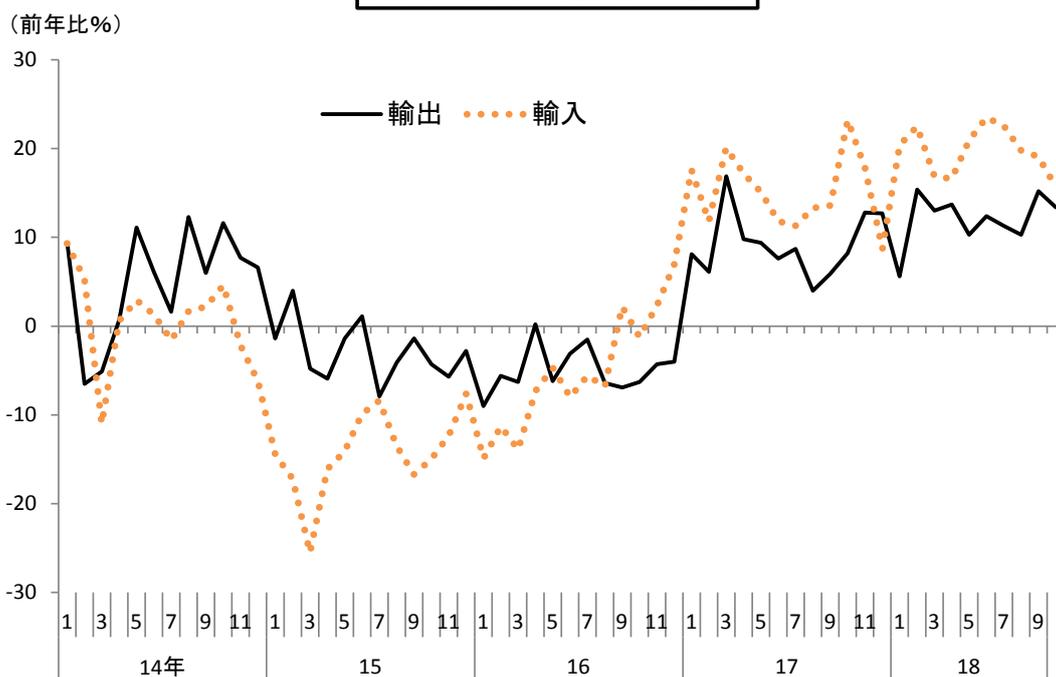
3.3%) からやや上向いた (図表 3)。地方政府および国有企業が抱える過剰な債務の削減によって 18 年入り後は急ブレーキがかかったインフラ整備向け投資はようやく底入れの動きが出始めている。

投資主体別では、民間投資の持ち直し基調が続いているほか、国有企業による投資の大きな鈍化にも歯止めがかかったと見られるなど、政府による景気下支え策の効果が出始めている。

先行きについても、地方政府および国有企業のみならず、後述のように、中小企業や民間企業への資金支援を強化していることもあり、固定資産投資全体の持ち直しも期待される。

ただし、米中経済摩擦をめぐる不確実性が依然として大きいことや、冬季の環境規制の強化などによる投資への影響に留意する必要がある。

**図表4 中国の輸出入の推移**



(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月比。

**中国輸出は拡大基調  
維持も先行きに懸念**

また、10 月分の輸出は前年比 13.4%と 9 月 (同 15.2%) から伸び率がやや鈍化したものの、堅調に推移した (図表 4)。対米貿易についても、10 月分の輸出は前年比 13.2%と 9 月 (同 14.0%) からやや減速したものの、堅調な伸びを維持している。他方、米国からの輸入は同▲1.8%と 2 ヶ月連続で前年割れと

なっている。

米国による2,000億ドルの中国製品に対する追加関税の税率引き上げ（19年1月1日予定）を控え、米国向け輸出が前倒しで実施されたことが輸出の伸びの拡大の一因と見られる。先行きの対米輸出については、年内は堅調に推移すると見込まれるが、前倒しの反動に加え、米中経済摩擦が激化する恐れもあることから、19年入り後には輸出の鈍化が予想される。

実際、製造業PMIのサブ指数を確認すると、10月の新規輸出受注は46.9と判断基準となる50割れとなっている。今のところは米中経済摩擦による輸出への悪影響は顕在化していないものの、先行きへの懸念は根強い。

### 鉱工業生産も小幅持ち直し

前述のように、固定資産投資が下げ止まっていることを受けて生産もやや改善に転じている。鉱工業生産（10月）は前年比5.9%と9月（同5.8%）から小幅ながら持ち直しの動きが見られた。

### 10～12月期の成長は一旦持ち直す可能性も

以上の内外情勢を踏まえつつ景気を展望すると、投資が持ち直しており、また、個人所得税法の改正が行われたことなどを受けて個人消費が多少持ち直す可能性もあり、10～12月期の成長率は前年比6.6%と小幅ながら高まることを想定する。その結果、18年通年の成長率は前年比6.7%となる。

ただし、米中経済摩擦の影響により、19年には前年比6.5%と再び減速していく見通しに変わりはない。

### 10月31日の中央政治局会議後、景気下支え策を強化

こうしたなか、習近平総書記が会議を主宰した中央政治局会議（10月31日）では、中国経済の現状について、「1～9月期の成長は総じて安定のなかで前進、物価は基本的に安定、製造業の設備投資は回復、輸出入は堅調な推移、外資利用は安定的に拡大、秋作は豊作、住民所得の伸びは経済成長率と基本的に同じ、都市部新規就業者増加数は通年目標を前倒しで達成した」と評価した。

一方、経済の下振れ圧力が依然存在しており、一部企業の経営が厳しく、長期的に積み上がったリスクがある程度表面化しているとの認識も示されている。

今後の政策方針については、「金融リスクの防止、デレバレッジを進める」といった表現がなくなったほか、打ち出された政策措置の効果を速やかに発揮させ、積極的な財政政策および穏健な金融政策のもとでの安定成長の維持が改めて強調され

## 当面の注目ポイント:11月末の米中首脳会談、4中全会

ている。

この会議後、銀行の新規企業融資に占める民間企業の比率は大手銀行が3分の1以上、中小銀行が3分の2以上、また、向こう3年以内には銀行全体で5割以上にするという目標を設けるなど、金融当局は速やかに民間企業への資金支援を本格的に強化し始めている模様だ。

ペンス米副大統領が11月に開催されたAPECで中国の一路などを批判するなど、米中間の応酬は引き続き行われている。他方、11月末にG20サミットに合わせて米中首脳会談が予定されるなか、水面下で経済摩擦をめぐる協議を再開していると報じられている。

予定通り、19年初めに2,000億ドルの中国製品への追加関税の税率10%を25%に引き上げるか、また、米国が残りの中国製品2,500億ドル相当分の製品に対しても追加関税を課すかどうかも焦点となる。

加えて、今後開催予定の共産党中央委員会第19期第4回全体会議(4中全会)で、経済政策などについて議論されると見られ、その内容にも注目が集まるだろう。

## 第1回中国国際輸入博覧会の開催

最後に、11月5日～10日に上海で開催された第1回中国国際輸入博覧会を紹介しておこう。主催側の発表によると、172ヶ国・地域・国際組織から3,617社の企業が出展し、成約額は578.3億ドルであった。分野別では、スマート・ハイテク設備が164.6億ドルと最も多く、食品・農産物は126.8億ドル、自動車は119.9億ドル、医療機器・医療保健は57.6億ドルとなった。日本から約450社と最大規模、米国は韓国に次いで第3位の180社だった。会期中のバイヤー数は約40万人に達した。

習近平国家主席は開幕式で講演を行ったが、中国の今後15年間ではモノとサービスの輸入額はそれぞれ30兆ドル、10兆ドルに達するとの見通しを示し、中国が世界に向けて市場を開放していくことや、開放的、協調的な世界経済、貿易の枠組みを構築することを呼びかけた。

なお、19年開催予定の第2回中国国際輸入博覧会の受付をすでに開始している。

(18.11.20 現在)

## ユーロ圏の財政危機から見たイタリア問題

### ～予算案の見直しに応じて残る市場混乱の可能性～

山口 勝義

#### 要旨

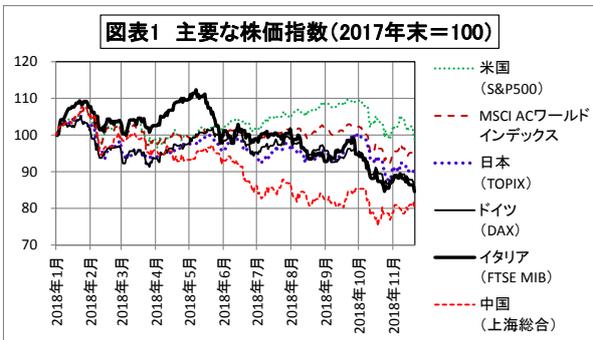
イタリア政府は、最終的には拡張的な予算案の見直しに応じざるを得なくなるものとみられる。しかし、これで問題が払拭されるわけではない。経済情勢が脆弱なイタリアではその後も成長が停滞し財政の改善が頓挫することで、大きな市場混乱に至る可能性が残されている。

#### はじめに

10月に入り、金融市場は世界横断的に株価の大幅な調整を経験した(図表1)。米国債の利回り上昇を発端として、米中間の貿易摩擦の激化に伴う中国の成長鈍化や米国企業の収益率の頭打ちに対する懸念の強まりを軸に、新興国や中東情勢を巡る不透明感、欧州経済の成長減速観測なども絡み合いながら、広く株価の割高修正を迫られたものと捉えられている。

このうち欧州経済について見れば、現実には多様な懸念材料に取り巻かれている。まず、何よりも世界貿易の停滞は経済成長への強い向かい風になる。また欧州中央銀行(ECB)による異例な金融緩和からの出口に向けた動きなどにより、金利水準やユーロには上昇圧力がかかり易い環境にも転じている。さらに、政治面での不安定化や英国の欧州連合(EU)からの離脱に伴う混乱の可能性など、ダウンサイドリスクには事欠かない状態にある。

そしてこの政治面の動きとしては、足元でイタリアの来年度予算案を巡る同国政府と欧州委員会の対立の強まりがある。6月にポピュリズム政党「五つ星運動」と極右「同盟」の連立により発足したイタリアの新政府は、10月には前政権が欧州委員会と合意した財政健全化計画を覆



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

し、拡張的な予算案を打ち出している(注1)。

もともとイタリアでは、経済の低迷が長く続いている。財政危機の後にも経済の構造改革が進まず、企業の競争力は劣り、収益性の改善は鈍い。固定資本投資の回復が弱く、労働生産性は横ばい状態である。この他に、少子高齢化も進行している。一方で銀行の不良債権比率は依然として高く、貸出残高も伸び悩んでいる。こうしたなか失業率は高止まりし、貧富の格差は拡大傾向にある。これに移民・難民の流入による社会の負担増も重なり、中道政治の退潮が鮮明になっている。このように非常に厳しい状況に置かれたイタリアであるが、今回の予算案を機に、財政問題による市場の混乱懸念が新たに加わったことになる。かつてのユーロ圏の財政危機の経験から見れば、このイタリアの情勢はどう判断されるだろうか。

## ユーロ圏の財政危機の経緯と教訓

ユーロ圏では 2007 年からの世界金融危機に続いて、09 年以降には財政危機に見舞われた。そしてその収束までの道筋は、大変困難なものとなった（図表 2）。

まず、ユーロの導入に向けて、南欧諸国を中心に金利水準の低下が生じたが、投資機会に恵まれ資金需要が旺盛なこれらの国々での金利低下は投資や消費を国内貯蓄の水準以上に促すことになり、経常収支の悪化が進行した。こうした中で突発したのが、09 年のギリシャの財政粉飾の発覚であった。同国の財政不安は、経常赤字国からの海外資金の急速な流出という形で、危機を連鎖させ拡大させた。その後、11 年秋から 12 年冬にかけては、イタリアなどの経済規模が大きい国々や、銀行財務の悪化を通じたさらに広範囲への危機の拡大が懸念されるに至り、市場波乱はピークに達した。これは、財政赤字の主要なファイナンス主体であった銀行のリスクが国債リスクと不可分なものとなり、銀行システムを介した危機の拡大懸念が強まったことによるものである。

これに対し、欧州中央銀行（ECB）による無制限の国債購入策（OMT）の導入のほか、欧州安定メカニズム（ESM）の構築、財政ガバナンスの改革、銀行同盟の具体化などの多様な対策が打ち出され、ギリシャ懸念の再燃を経ながらも、ようやく危機は鎮静化の方向に向かった（注<sup>2</sup>）。ここでは、被支援国の経常収支の改善や世界的な金融緩和に伴うマネーの流入なども、好材料として働いたものと考えられる。

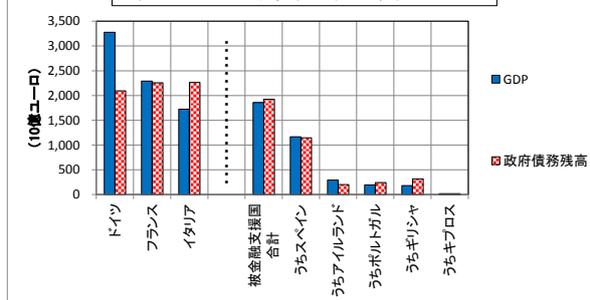
以上の経緯をたどった財政危機であるが、その教訓としては、第一には、経常収支赤字と銀行による国債保有額の規模が危機発生や拡大のリスクを判断するう



図表2-2 ユーロ圏の財政危機の主要な経緯

①危機の連鎖	09年10月	ギリシャで財政の粉飾が発覚
	10年5月	対ギリシャ金融支援(1,100億ユーロ)
	10年11月	対アイルランド金融支援(850億ユーロ)
	11年5月	対ポルトガル金融支援(780億ユーロ)
②危機の質的拡大懸念	11年秋～冬	銀行の財務悪化を通じた広範囲への危機波及懸念 イタリア等のより経済規模の大きい国への危機波及懸念
	12年3月	対ギリシャ第2次金融支援(1,300億ユーロ)
	12年6月	スペインの銀行向け金融支援(最大1,000億ユーロ)
③危機の鎮静化	12年9月	ECBがOMTの導入を決定
	12年10月	ESM設立
	13年3月	対キプロス金融支援(100億ユーロ)
④ギリシャ懸念の再燃	15年1月～夏	総選挙でギリシャで急進左派連合(SYRIZA)が勝利 対ギリシャ第3次支援を巡り緊迫
	15年8月	対ギリシャ第3次支援(860億ユーロ)
⑤危機の収束	18年8月	ギリシャに対する第3次支援の終了

図表3 GDPと政府債務残高の規模(2017年)



（資料）図表 2-1 は Bloomberg の、図表 2-2 は欧州委員会や ECB などの、図表 3 は Eurostat の、各データや資料から農中総研作成

えで重要であることが挙げられる。また、このほか危機の特徴として、ギリシャのような小国でさえ、これほど大きな混乱の引き金になったという事実がある。この点では、イタリアは財政危機時の被支援国の合計を上回る GDP や政府債務残高を有するため、万一イタリアで危機が顕在化した場合の影響の大きさは、前回の危機時をはるかに超える潜在性を秘めていると言えることができる（図表 3）。

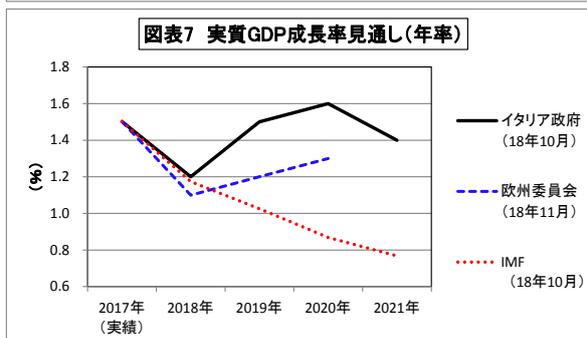
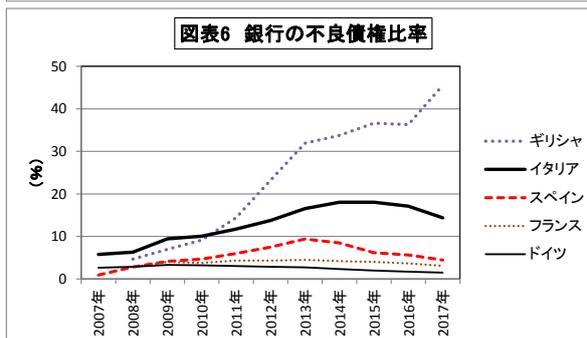
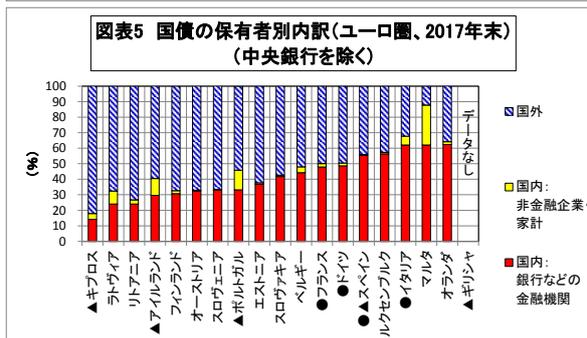
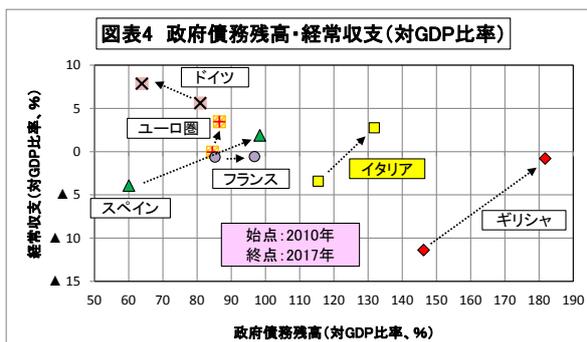
## 足元のイタリア情勢を巡る懸念点

上記に照らして近年の特徴的な動向を点検すれば、まず経常収支はイタリアでは黒字に転換し、またギリシャなどでも赤字幅が大幅に縮小するなど、ユーロ圏では広く改善が見られている（図表4）。このため、海外資金の急速な流出により金利水準が極端に上昇し、これが各国で連鎖する可能性は低下したものと考えられる。しかしその一方、多くの国々では政府債務残高の比率が上昇しており、この点には十分な注意が必要になっている。

次に銀行の状況であるが、イタリアでは現在も銀行による国債保有比率が高く、国債と銀行のリスクの連関度は強いままである（図表5）。またこのほか、イタリアなどでは銀行の不良債権比率が依然として高く、一部の国々で銀行改革の遅延が窺われる状況にある（図表6）。

ここで懸念されるのは、イタリア経済の一層の減速である。同国のポピュリスト政権は、最低所得保障制度などの、主として需要刺激に重点を置いた拡張財政を通じて成長の加速を図り、その結果として財政の改善を見込んでいる。しかしイタリア経済には前述のとおりむしろ供給側の問題が残存しており、これらを軽視したままでの政策対応では、安定的な成長への転換は困難であると考えられる。

このため、意図した成長は実現せず、一層悪化した財政の下で金利水準が上昇するなか銀行財務に問題が波及し、イタリアが流動性危機などの発端となる展開が懸念点となる。その際にはやはり、債務比率の上昇が見られる国々を中心に、リスクプレミアム拡大による国債市場の混乱の連鎖は避けられないものとみられる。実際に、イタリア政府による経済成



(資料) 図表4、6はIMFの、図表5はEurostatの、図表7はイタリア政府、IMF、欧州委員会の、各データから農中総研作成

(注) 図表5で、●はユーロ圏のGDP四大国、▲はユーロ圏の財政危機時の被金融支援国を示す。

長の見通しは、国際通貨基金（IMF）や欧州委員会に比較して大変甘いものとなっている（図表7）。ここには、イタリア発で混乱が生じる可能性の大きさが、象徴的に現れているように受け止められる。

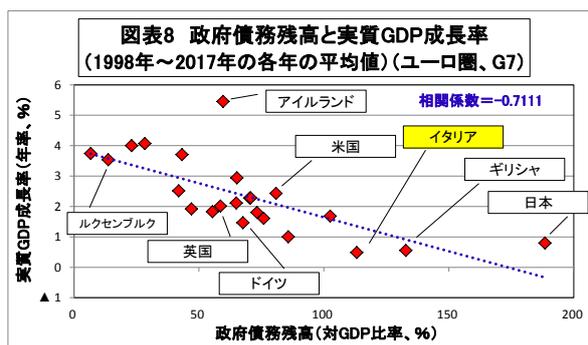
## おわりに

このように見ると、かつての財政危機の際には景気過熱による経常収支赤字の拡大が危機の重要な背景であったのに対し、現在では、むしろ成長の停滞による財政改善の頓挫が主要な論点になるように考えられる。

このイタリア経済の停滞に関しては、そもそも債務規模の大きさがこれに関わっている可能性もある。過剰債務が低成長を長期化させるとする「デット・オーバーハング」の考え方によれば、まず財政改革がない限りイタリアの成長の回復は見込み難いということになる(図表8)。一方で、財政を改善する上では市場金利の水準を上回る成長率の確保が重要な目安となるが、2%台前半の名目GDP成長率に対し中期国債の利回りが3%台に上昇するなど、イタリアは既に厳しい財政運営に追い込まれているのが実情である。

こうした下でも、財政拡張政策を公約に掲げるイタリア政府は容易に欧州委員会による要求に屈し財政赤字の縮小に応じるわけにはいかず、予算案を巡る両者の攻防はしばらく継続するものと見込まれる。この間は金利水準の上昇と銀行の財務余力を睨みつつ緊張状態が続くことになるが、やはり最終的には市場の圧力により、公約放棄の責任を欧州委員会へ負わせた上で、政府は予算案の歳出削減に応じざるを得なくなるものとみられる。

しかしこの場合にも、これをもってイタリアの問題が払拭されるわけではない。経済情勢に脆弱性を抱えるイタリアでは、その後も成長が停滞し、財政の改善が頓挫する可能性が小さくはない。その際には、今回、現政権の対応姿勢を確認した市場は一層神経質に反応し、かつてのギ



(資料) IMF のデータから農中総研作成

リシャのように、大きな市場混乱に至る可能性が残されている。(18. 11. 21 現在)

(注1) イタリア政府は18年10月15日、19年度予算案を欧州委員会に提出した。同案は最低所得保障制度(ベーシック・インカム)の導入や、一律低税率制度(フラットタックス)の対象範囲の拡大、VAT(付加価値税)増税の取り止めなどの拡張的な政策を含んでおり、財政赤字の対GDP比率は2.4%と、前政権が計画した0.8%を大きく上回る結果となった。これに対し、欧州委員会は10月23日、EUの財政規律ルールへの深刻な違反があるとして同案をイタリアに差し戻し、3週間以内の再提出を求めた。期限である11月13日には、イタリア政府は欧州委員会に対し、民営化目標は引き上げたものの、財政赤字比率の2.4%を含め大筋で原案を維持する内容の回答を行った。

(注2) 15年にギリシャ懸念の再燃に至った主要な経緯は、次のとおりである。15年1月の総選挙では反緊縮財政掲げる急進左派連合(SYRIZA)が圧勝した。その後、8月に期限が来る金融支援(第2次)の継続にかかる支援国との交渉は難航し、6月30日にはEUによる支援策が期限切れを迎え、またIMFに対する約15億ユーロの債務返済は延滞となった。ECBは6月28日、この間の支援協議の不調を受けギリシャの銀行に対する緊急流動性支援(ELA)の増枠を見送ったが、これによりギリシャは翌29日から銀行の休業や資本規制の導入などに追い込まれることになった。さらに7月6日には、ECBがELAにおける担保価額の割引率(ヘアカット)の拡大を決定し、ギリシャの銀行は一層厳しい状況に置かれた。一方、チプラス首相は支援国側への事前通告を行わないまま6月27日に緊縮策の受入れの是非を問う国民投票の実施を表明し、かつ緊縮策への反対を国民に呼び掛けた。7月5日の同投票では、緊縮反対が61%を占めた。しかしながら、その後は銀行の資金繰りの厳しさが増すなか、ギリシャ政府は歩み寄りを迫られ、支援国寄りの緊縮的な改革案を提示するに至った。これに対して支援国はギリシャによる改革の実行を疑問視し、第3次支援の協議を開始するに当たっては、ギリシャが主要な改革策を法制化することなどを前提条件とした。その後、ギリシャ政府が譲歩し、これを受けて8月14日にEUは第3次金融支援を正式決定した。このような曲折を経て、それまでに強まっていたギリシャのユーロ圏離脱懸念はようやく後退することになった。



農林中金総合研究所

# 2018～19年度改訂経済見通し

## 黄信号が点灯する日本経済

～2018年度:0.9%、19年度:0.6%(ともに9月時点の見通しから下方修正)～

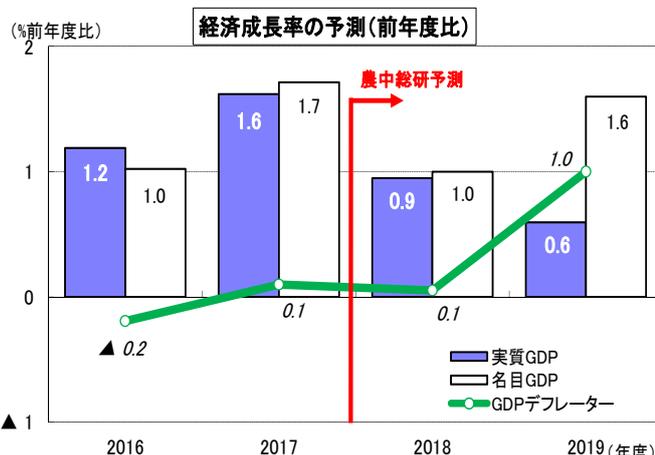
2018年11月19日

お問い合わせ先:(株)農林中金総合研究所  
調査第二部 マクロ経済班  
内容について:03-6362-7758  
その他(配送など):03-6362-7757

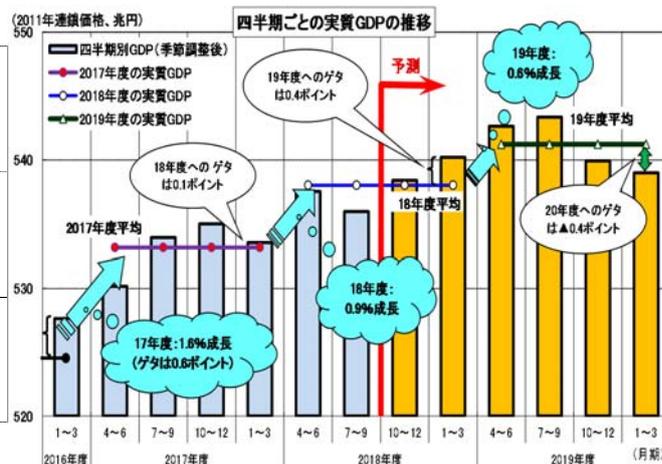
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願いします。

### 《 サ マ リ ー 》

- 2018年7～9月期の実質GDP成長率は消費、設備投資、輸出の悪化から年率▲1.2%と、2四半期ぶりのマイナス成長となった。自然災害による一時的要因という側面もあるが、18年度に入ってからには景気改善の起点となる輸出の頭打ち状態が続いており、先行き懸念を強める内容であった。実際、景気動向指数の基調判断が「足踏み」に下方修正されており、景気改善ペースが鈍っているのは否めない。
- 先行きについては、10～12月期は被災地の復旧・復興に伴うリバウンドもあり、プラス成長に戻るものの、世界貿易の伸び鈍化を受けた輸出停滞や労働需給逼迫といった供給制約に直面することで、成長率は趨勢的には減速していくと見込まれる。景気は19年度上期中にもピークアウトする可能性があるだろう。それでも、消費税増税を控えた駆け込み需要の発生などで、上期中は表面的には景気は底堅く推移するだろう。しかし、年度下期は反動減も加わって調整色が強い展開が予想される。
- 日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続けつつも、長期金利の変動をある程度容認するなど金融システムに配慮する姿勢を示したが、景気悪化の際には対応に苦慮することも想定される。



(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7～9月期まで実績、それ以降は当総研予測

# 目次

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

見通し担当者：  
 総括、日本経済・金融  
 米国経済・金融  
 欧州経済・金融  
 中国経済・金融

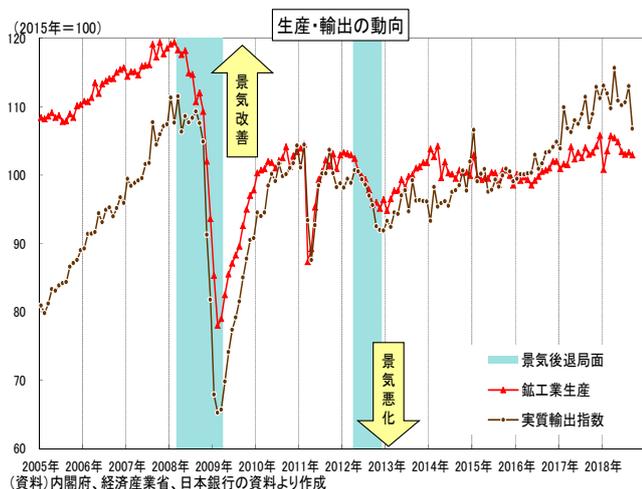
南 武志  
 佐古佳史  
 山口勝義  
 王 雷軒

農林中金総合研究所

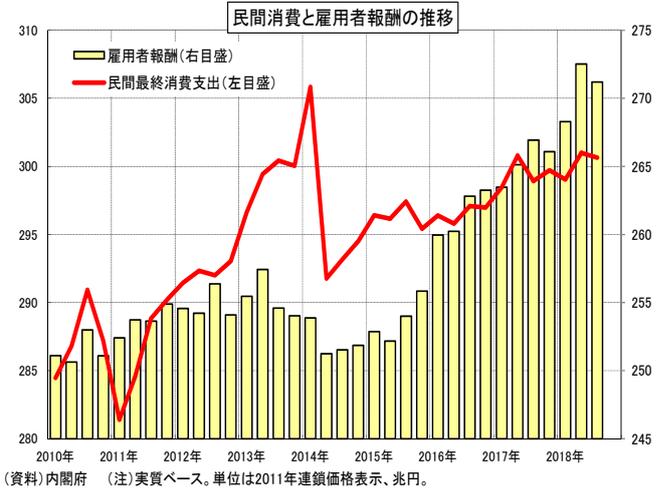
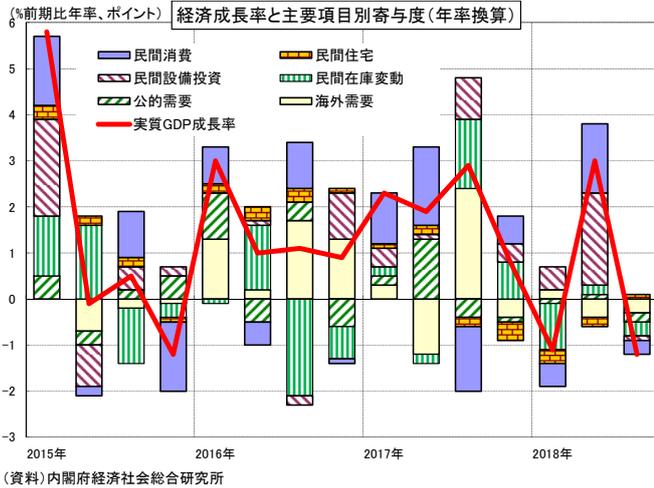
3

## 1 景気の現状

- 2018年度入り後の国内景気は足踏み状態
  - － 7～9月期の国内景気は、豪雨・地震などの自然災害に加え、世界経済の減速に伴って輸出停滞も見られ、生産活動も抑制されている
    - ・ 輸出は18年4月、生産は17年12月をそれぞれ直近のピークに、この数ヶ月は足踏み状態
  - － 家計・企業の景況感もやや停滞気味に推移
  - － 一方、失業率は25年ぶりに2%台前半まで低下、有効求人倍率も1.6倍台へ上昇するなど、労働需給は引き締まりの方向にあるほか、家計の所得環境は着実に改善
  - － 18年9月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合)は7ヶ月ぶりに前年比1%を回復したが、日本銀行が目標とする2%の物価上昇はまだ遠い



- 18年7～9月期は年率▲1.2%と、18年に入って2度目のマイナス成長
  - 民間消費が前期比▲0.1%と2四半期ぶり、民間企業設備投資も同▲0.2%と8四半期ぶりに減少するなど、民間最終需要は再び弱含んだ
    - 実質雇用者報酬も同▲0.5%と3四半期ぶりに減少、天候要因とともに消費を抑制
  - 輸出も同▲1.8%と5四半期ぶりに減少、17年7～9月期以降は伸びが鈍化傾向に
  - この結果、7～9月期は前期比年率▲1.2%と2四半期ぶりのマイナス成長、前年比成長率も0.3%と潜在成長率(1%弱と想定)を割り込んだ
  - GDPデフレーターは前年比▲0.3%と2四半期連続の下落となったが、国内需要デフレーターは同0.8%と伸び率を高めた



農林中金総合研究所

5

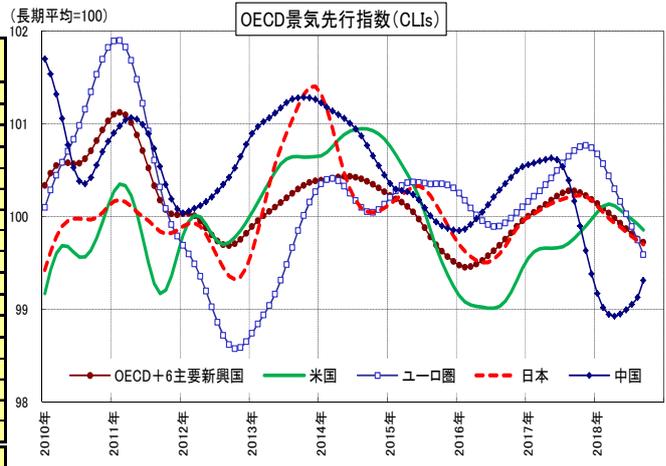
## 2 世界経済の動向 ①概況

- 世界経済見通しは2年ぶりに下方修正
  - 国際通貨基金(IMF)の世界経済見通し(WEO、18年10月発表)では、16年半ばから続く安定した回復基調は今後も継続するとの見方は踏襲されたものの、見通しの数値は前回7月時点から下方修正
    - 18、19年の世界経済全体の成長率はそれぞれ3.733%、3.654%と、17年(3.738%)から僅かとはいえ減速、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5.2%)から鈍化するとの見通し
  - 経済協力開発機構(OECD)の景気先行指数(CLIs)によれば、多くの国・地域で先行きの景気減速が予測されている
    - 先進国・地域はいずれも下向きの動きとなっている

2018～19年 IMF世界経済見通し

	2016年	2017年	2018年	2019年
世界全体(実質経済成長率)	3.3	3.7	3.7	3.7
先進国	1.7	2.3	2.4	2.1
米国	1.6	2.2	2.9	2.5
ユーロ圏	1.9	2.4	2.0	1.9
ドイツ	2.2	2.5	1.9	1.9
フランス	1.1	2.3	1.6	1.6
イタリア	0.9	1.5	1.2	1.0
スペイン	3.2	3.0	2.7	2.2
英国	1.8	1.7	1.4	1.5
日本	1.0	1.7	1.1	0.9
新興国・発展途上国	4.4	4.7	4.7	4.7
中国	6.7	6.9	6.6	6.2
インド	7.1	6.7	7.3	7.4
ブラジル	▲3.5	1.0	1.4	2.4
ロシア	▲0.2	1.5	1.7	1.8
南アフリカ	0.6	1.3	0.8	1.4
ASEAN5	4.9	5.3	5.3	5.2
世界貿易数量(財・サービス)	2.2	5.2	4.2	4.0

(資料)IMF『World Economic Outlook(2018年10月)』



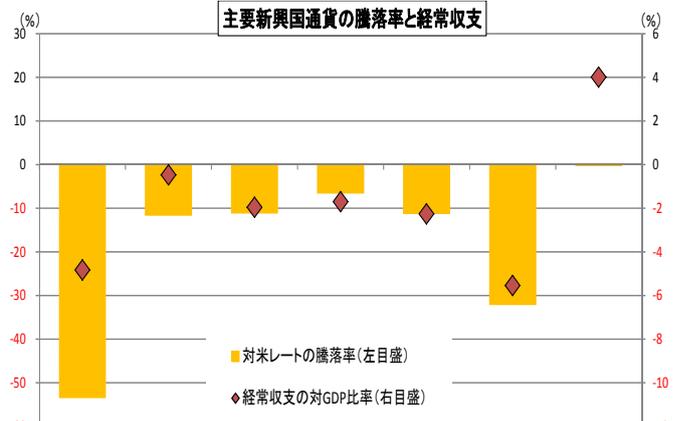
農林中金総合研究所

6

- 先進国の金融政策の正常化と新興国リスクの顕在化
  - 先進国の物価上昇率は各中央銀行が目標として掲げる「2%」に近づきつつあり、金融政策の正常化、もしくはそれに向けた動きが開始されている
  - 一方、米国の金利上昇がドル還流やドル高を促しており、それがファンダメンタルズに不安を抱える一部の新興国経済に悪影響を及ぼしている
    - 資金流出・通貨安に見舞われた国では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ている
    - 10月のIMF国際金融安定性報告書では、中国を除く新興国で対内債券投資が1年間で1,000億ドル(国際金融危機時の資本流出に相当)以上引き揚げられる可能性が5%程度あるとの見方も示された
    - ドル高による新興国の債務膨張・負担増も新たな懸念材料に



(資料)各中央銀行の資料より作成  
 (注)米国の政策金利は「2.00～2.25%」の誘導目標となっている。日本は16年2月15日までは無担保コールレート翌日物、16日から一部の日銀当座預金残高への通用利率を政策金利としている。



(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。

農林中金総合研究所

7

## 2 世界経済の動向 ②米国

- 景気動向・見通し
  - 18年7～9月期のGDPは前期比年率3.5%成長(速報値)
  - 需要項目別では、個人消費や設備投資、政府支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2.0%と、目標に到達
    - 減税政策や追加関税、賃金上昇率の高まりなどから先行きの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年内にもう1回の利上げすること、②減税政策の効果により、GDP成長率は2%程度とされる潜在成長率を上回って推移すること、③インフレ圧力の高まりから19年内に4回の利上げを想定すること(前回の見通しでは3回と想定)、が挙げられる
  - 成長率見通しを18年は2.9%に据え置いたが、減税政策の効果がいずれも持続することを考慮し、19年は2.4%に上方修正(前回の見通しは2.3%)

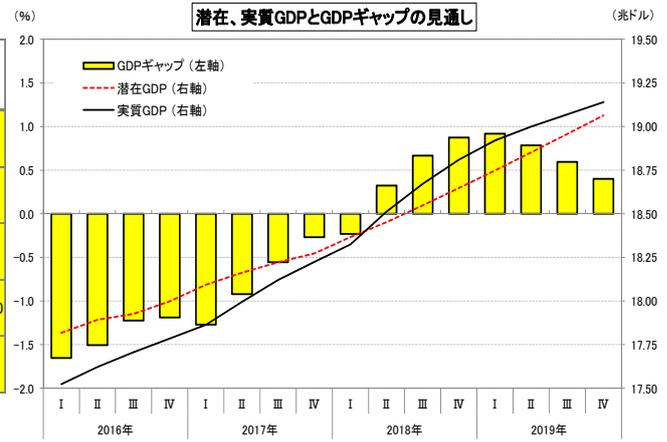
2018～19年 米国経済見通し

	2017年 通年 (実績)	2018年		2019年			
		上半期 (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	2.7	3.1	2.9	2.9	1.9	2.4
PCEデフレーター (%)、前年比	1.5	1.9	2.0	2.0	2.2	2.3	2.3
失業率 (%)、平均	4.4	4.0	3.6	3.8	3.6	3.5	3.6
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	3.25～3.50	3.25～3.50
10年国債利回り (%)	2.4	2.9	3.1	3.1	3.3	3.3	3.3

(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

農林中金総合研究所

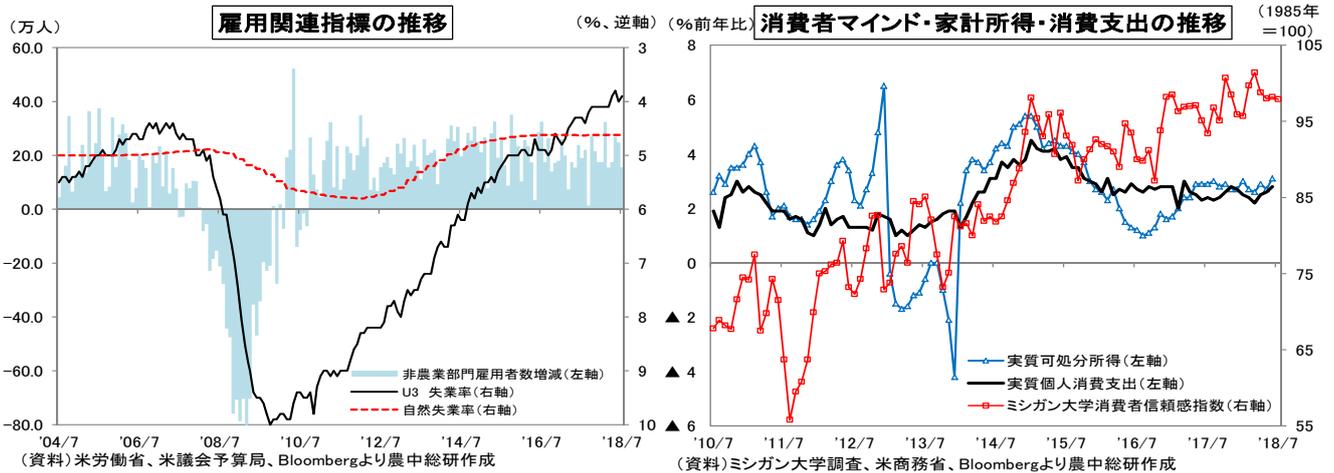
8

• 雇用

- 18年入り後、非農業部門雇用者数は毎月21.3万人のペースで増加、失業率は50年ぶりとなる3.7%に低下するなど、労働需給は逼迫方向
- 18年3月以降、求人件数は失業者数を上回って推移
- 10月の賃金上昇率は前年比3.1%と、09年以来の伸びとなった

• 消費

- 7～9月期は消費の伸びが前年比3.0%、前期比年率2.69%と加速した
- 減税政策の効果で可処分所得と消費支出が拡大傾向
- 今後も雇用者数の伸び、賃金上昇率の高まり、減税政策の効果継続などで消費拡大が予想される



農林中金総合研究所

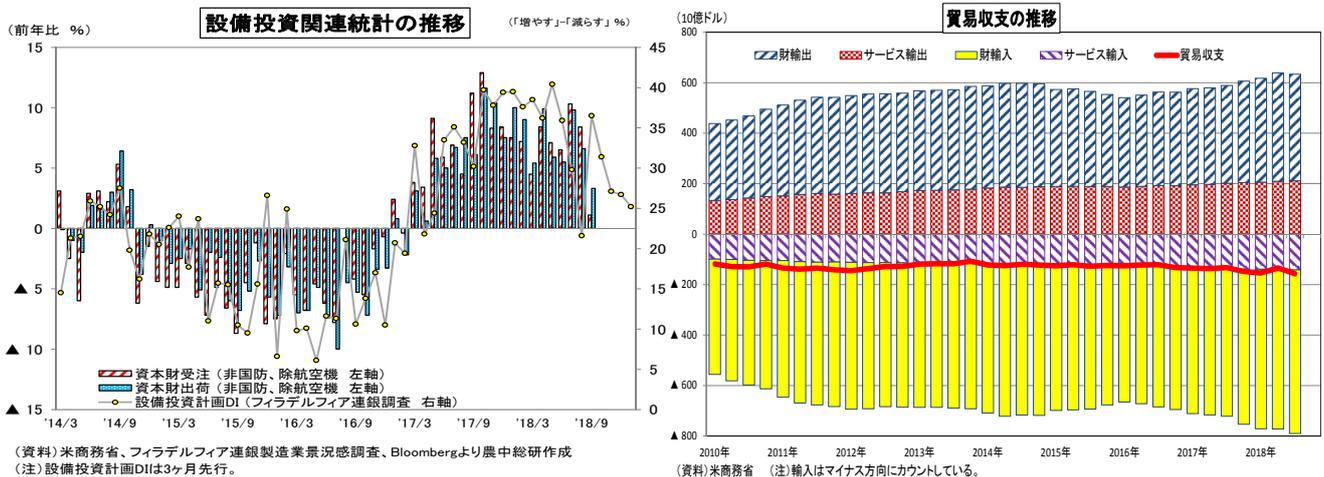
9

• 設備投資

- 7～9月期の民間設備投資は前期比年率2.0%と堅調に推移した
- 一方で、9月の資本財受注(非国防、除航空機)や、フィラデルフィア連銀の設備投資計画DIが軟調に推移を始め、設備投資の鈍化が予想される

• 貿易

- 7～9月期は貿易赤字が拡大した
- 鉄鋼、アルミニウム、中国製品などに追加関税が導入されているが、堅調な米国経済を背景に輸入が拡大しており、先行きについても同様の傾向が続くと考えられる
- 19年1月以降は、9月24日から10%の追加関税が課せられている中国製品2,000億ドル相当に対し、25%の追加関税に引き上げられる方針(⇒2,500億ドル相当の中国製品に25%の追加関税が課せられる公算)



農林中金総合研究所

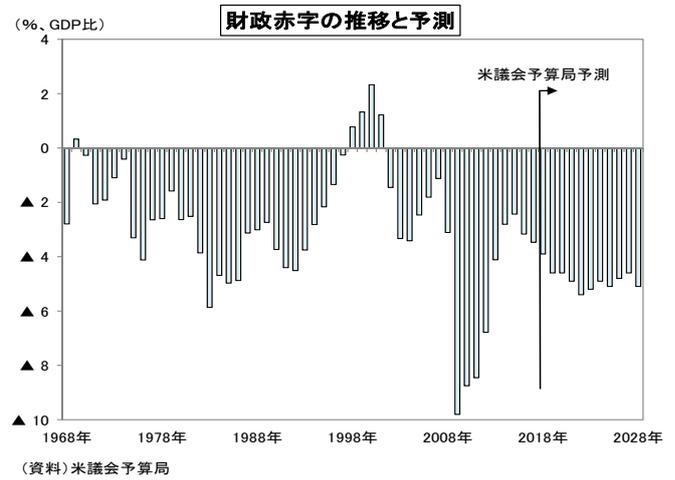
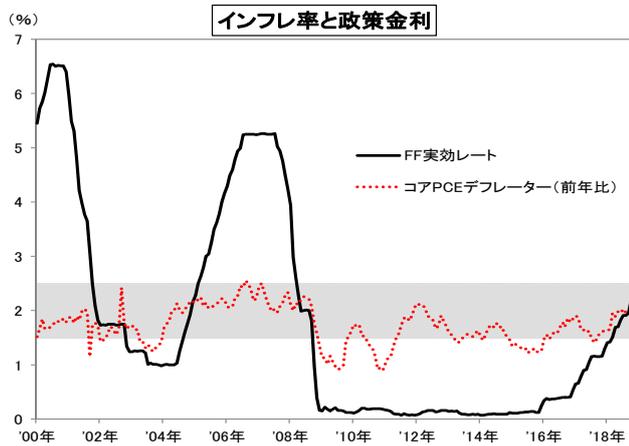
10

● 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
- マーケットは、12月FOMCでの利上げを70%程度織り込む
- 9月FOMCで公表されたドットチャートからは、19年は3回の利上げが大勢見通しとして示されているものの、インフレ率の高まりなどを背景に、当総研では年間4回の利上げを予想

● 財政政策

- 10年で1.5兆ドル規模の減税政策が実現、18、19会計年度において、歳出上限を合計3,000億ドル引き上げ
- 18会計年度(17年10月～18年9月)における財政赤字は、前年度比17%増の7,790億ドル



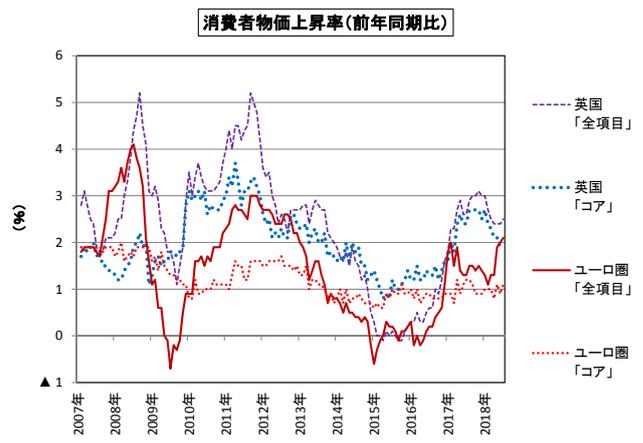
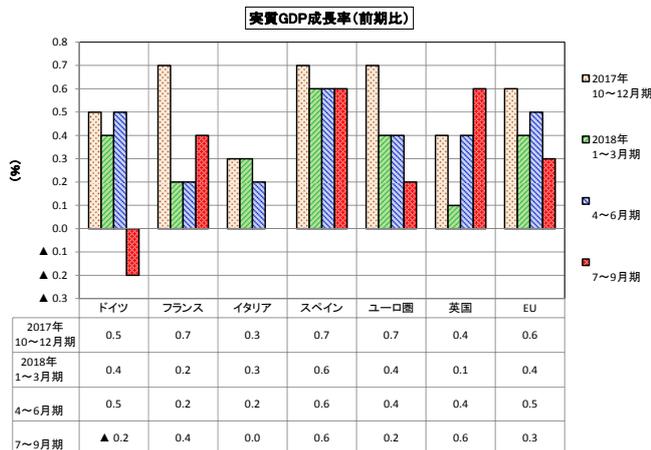
農林中金総合研究所

11

## 2 世界経済の動向 ③欧州

● 景気動向

- ユーロ圏の18年7～9月期の実質GDP成長率(改定値)は、4～6月期に比べて減速
  - ・ 前期比成長率は、0.2%(4～6月期:0.4%)
  - ・ 前年同期比成長率では、1.7%(4～6月期:2.2%)
- 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15年1～3月期以来のマイナス成長に
  - ・ イタリアも、今回ゼロ成長に
  - ・ これに対し、フランスが回復、スペインも高い水準を維持
- 欧州連合(EU)全体では、前期比で0.3%(4～6月期:0.5%)、前年同期比で1.9%の成長(同:2.1%)
  - ・ 英国では、前期比成長率は0.6%となり、4～6月期の同0.4%から幾分回復



農林中金総合研究所

12

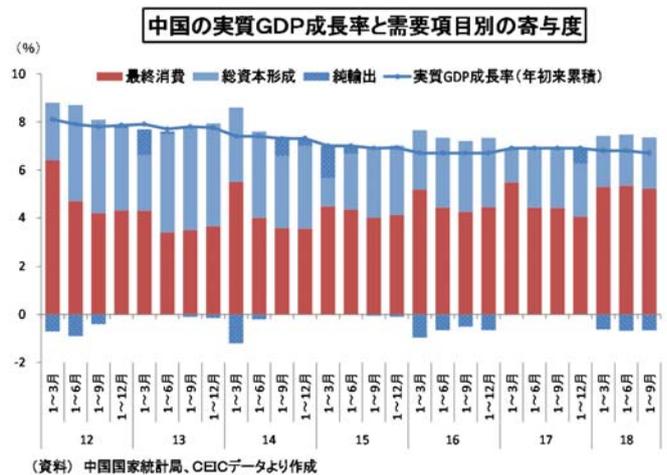
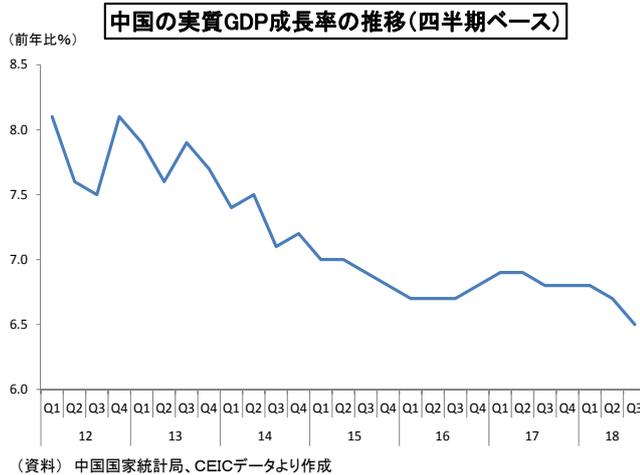
- ユーロ圏経済
  - ユーロ圏の経済成長は、17年末をピークに頭が打たれた形
    - 9月の小売売上高は前月比横ばい、前年同月比では0.8%の増加にまで縮小
    - 同月の鉱工業生産指数は前月比で0.3%の低下、前年同月比でも0.9%の上昇まで鈍化
    - 一方、失業率は改善傾向が続いており、9月は8.1%
- ドイツ経済
  - 17年末をピークに、製造業を中心に成長の勢いが鈍化
  - 3月以降の米中間を中心とする貿易摩擦の強まりのなか、景況感が低下
  - 自動車業界では、9月からの国際的な燃費試験の導入への対応が遅れ、夏場に生産が停滞
    - 9月の製造業受注指数は、前月比で0.3%の上昇ながら、前年同月比では2.2%の低下
    - 概して堅調な国内およびユーロ圏内からの受注に対し、ユーロ圏域外からの受注が減少
    - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.2%の低下であり、前年同月比でも0.3%の上昇にとどまる
    - 同月の輸出額は、前月比で0.8%の減少、前年同月比では1.8%の増加ながら昨年末からは鈍化
    - 一方、同月の失業率は、3.4%と低水準が継続
    - 同月の小売売上高は、前月比で0.1%の増加、前年同月比でも0.3%の増加にとどまる
- 英国経済
  - 成長率は4～6月期から幾分回復したが、全体として、減速トレンドを脱するものとは考えられず
    - 7月の家計消費の好調が主因で、その後は息切れ感も
    - 4～6月期に比較して、特に企業投資が低迷

- 物価動向
  - ユーロ圏では、10月の消費者物価上昇率(前年同月比)(速報値)は2.2%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9月には2.4%にまで低下(コアは1.9%)
- 金融政策
  - 欧州中央銀行(ECB)は、量的緩和(QE)を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
    - 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、EUからの離脱交渉が大詰めを迎えるなか、離脱に伴う影響を慎重に見極める方針
- 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
  - 米中間を中心とした貿易摩擦が成長の重荷に
  - 貿易摩擦の激化、イタリアの財政問題、英国のEU離脱などが、潜在的な波乱要因に
  - ユーロ圏の18年通年の実質GDP成長率は、17年の2.4%から2%近辺に向けて減速
  - 英国では、EU離脱の不透明感が続くなか、18年通年の実質GDP成長率は17年の1.7%から1%前半に減速

## 2 世界経済の動向 ④中国

### ● 景気動向

- 18年7～9月期の実質GDP成長率は前年比6.5%と、1～3月期(同6.8%)、4～6月期(同6.7%)から減速が続き、09年1～3月期以来9年半ぶりの低い伸びとなった
- 需要項目別の寄与度をみると、最終消費、総資本形成、純輸出はそれぞれ5.2ポイント、2.1ポイント、▲0.7ポイントであり、国内需要(最終消費+総資本形成)が景気を支えている
- 減速が続いた主な背景には、公共事業向け投資の伸びが鮮明に鈍化したほか、個人消費も比較的弱い動きとなったことが挙げられる
- 足元でも下振れ圧力があるものの、18年1～9月期の実質GDP成長率は前年比6.7%と、想定内の緩やかな減速で、18年の政府の成長目標である「6.5%前後」を上回ったことから、過度な懸念は不要とみられる

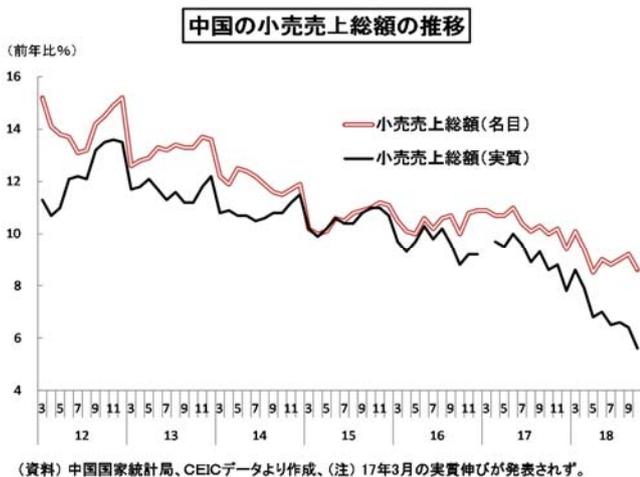


農林中金総合研究所

15

### ● 個人消費

- 個人消費は、中秋節要因(17年10月、18年9月)およびダブルイレブン(11月11日)を控えた買い控えがあったほか、自動車販売台数が4ヶ月連続で前年割れとなるなど、落ち込みが一段と鮮明に
- 個人消費が力強さを欠く展開となった背景として、家計所得の伸び悩み、米中経済摩擦に伴う不確実性の高まりによる消費マインドの悪化や住宅ローン金利の上昇などによる家計負担の増加が挙げられる
- 先行き、消費マインドが大きく改善するのは容易ではないが、個人所得税法の改正による減税の実施(10月1日)や、ネット通販が引き続き好調さを維持していることなどから、減速に歯止めがかかると見込まれる

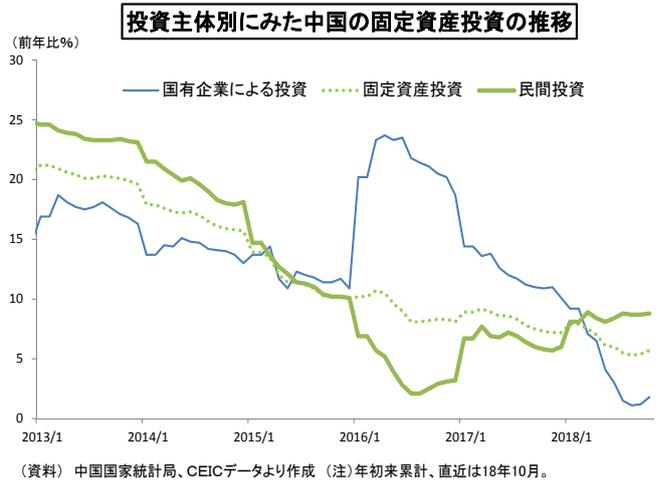
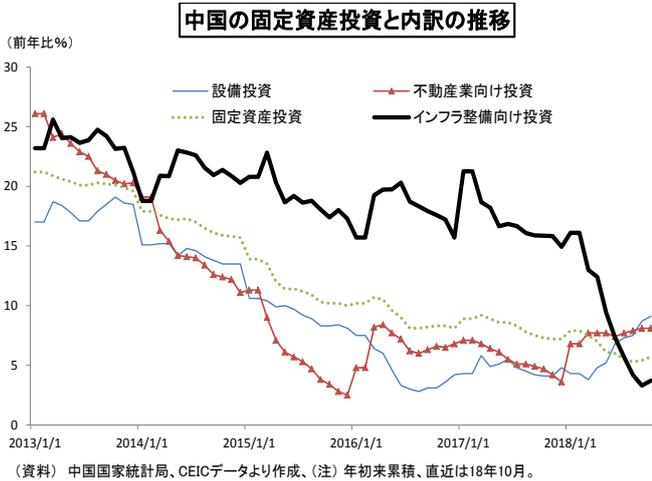


農林中金総合研究所

16

• 固定資産投資

- 固定資産投資は緩やかに鈍化してきたが、足元ではようやく下げ止まりの動きが出始めている
- 設備投資と不動産業向け投資が持ち直しているほか、これまで急速かつ大幅に鈍化してきたインフラ整備向け投資も底入れの兆しが見られる
- 投資主体別でも、民間部門による投資が引き続き持ち直しているほか、大きく鈍化してきた国有企業による投資も下げ止まっている
- 先行きについては、地方債発行による財源を確保することができた地方政府のほか、相次いで認可された公共事業プロジェクトを請負う国有企業による投資も下支えになると見込まれる



農林中金総合研究所

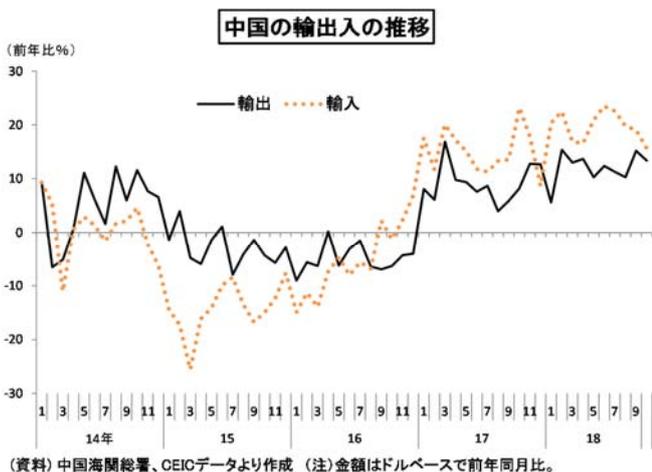
17

• 輸出

- 輸出は米中経済摩擦への懸念で前倒し輸出が強まったなどを背景に堅調に推移した
- 米国への輸出は6ヶ月連続で前年同月比10%以上の伸びを続けており、今のところは米国の追加関税による輸出の悪影響が顕在化していない
- 先行きについては、19年入り後には駆け込み的な輸出増の反動減が予想されるほか、米中経済摩擦が再燃するおそれもあることから、減速する可能性は高い

• 景気見通し

- 18年10~12月期の成長率は前年比6.6%と持ち直しを想定、18年通年では同6.7%、19年は同6.5%と、緩やかながらも減速していくと予測



農林中金総合研究所

18

## 2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 世界経済の減速懸念もあり、足元の原油価格は50ドル/バレル台へ下落
  - 17年1月から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)の協調減産を開始、18年6月には協調減産の一部緩和が決定されたが、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
  - 10月以降は米株値下落を契機にリスクオフが強まり、11月中旬には50ドル台半ばまで下落
  - 12月に開催する「OPECプラス」会合では、19年の需給悪化見通しを踏まえ協調減産(日量100~140万バレル)を継続する方向で検討される見込みだが、イラン制裁を再開した米トランプ政権はこれに不満を表明
- 原油入着価格の見通し
  - 19年5月にはイラン原油の禁輸措置に対する猶予期間が切れるが、協調減産に参加しない産油国の増産や世界的な需要減の可能性を踏まえ、国内への入着価格は60ドル/バレル台半ばで推移と想定



(資料) Bloombergより作成



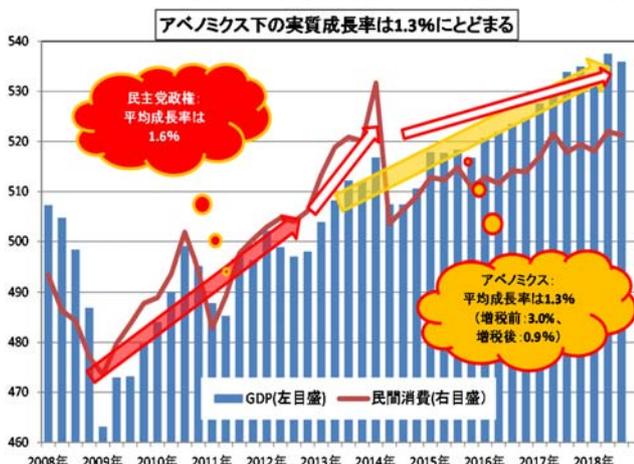
(資料) NYMEX、東京工業品取引所、財務省

農林中金総合研究所

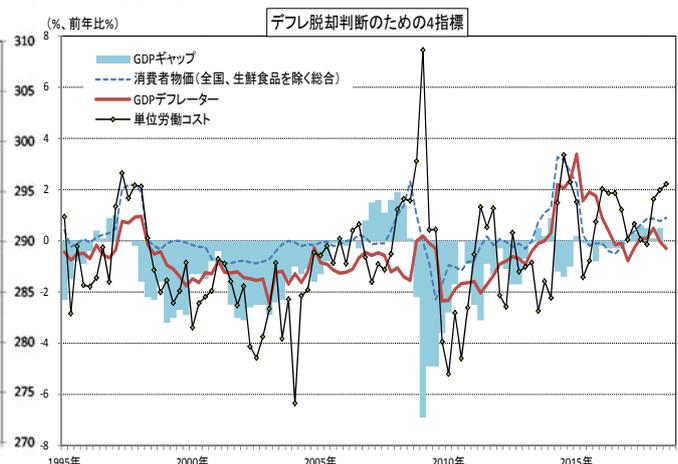
19

## 3 国内の経済政策

- アベノミクス: 生産性向上、人手不足への対応に加え、国土強靱化に注力
  - 秋の臨時国会の目玉は「入管法」改正で、今後人手不足が一層深刻になることが見込まれるなか、新たな在留資格を創設し、介護、農業、漁業、建設など14分野に限定して外国人労働者の受け入れを拡大することが目的
    - 政府は19年度からの5年間で最大345,150人を受入れる見込みと公表
  - 災害からの復旧・復興などを盛り込んだ18年度第1次補正予算(歳出の追加: 9,356億円)が成立
    - さらに防災対策のインフラ整備を盛り込んだ第2次補正予算案を19年1月の通常国会に提出する方針
  - 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
    - なお、概算要求額は102.8兆円と、18年度当初比で5.0兆円多い



(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。

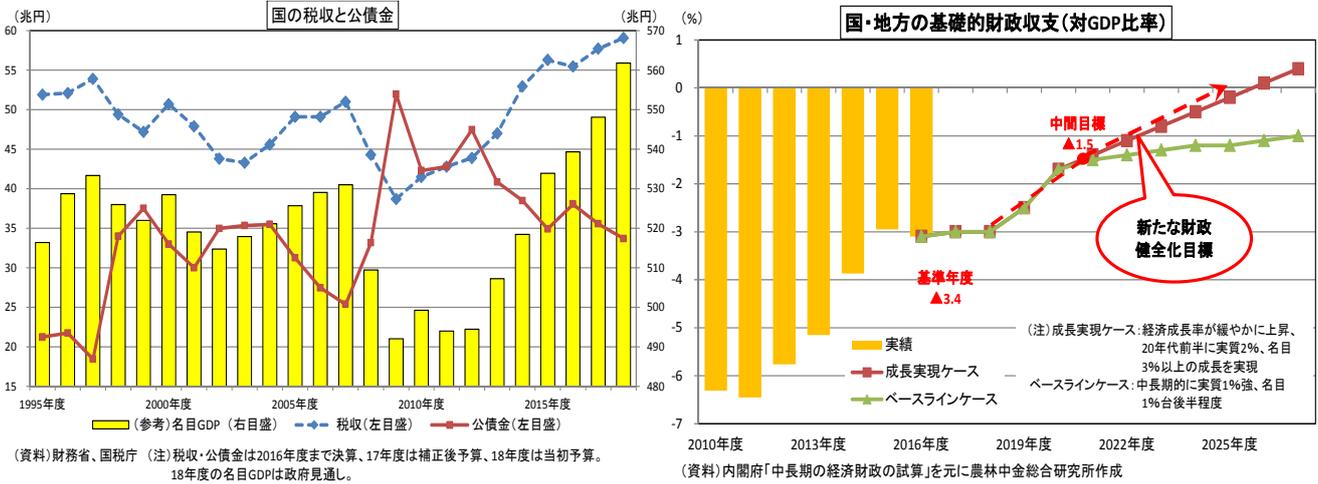


(資料) 内閣府、総務省統計局 (注) 消費税率を含む

農林中金総合研究所

20

- 19年10月には予定通り、消費税率10%への引き上げ(軽減税率を含む)を実施する方向
  - 政府は増税に伴う悪影響を軽減する措置を検討
    - 住宅・自動車減税に加え、中小商店でキャッシュレスにて代金を支払う顧客に2%分のポイントを還元する制度の創設などを検討中
- 財政健全化目標:25年度のプライマリーバランス黒字化
  - 「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

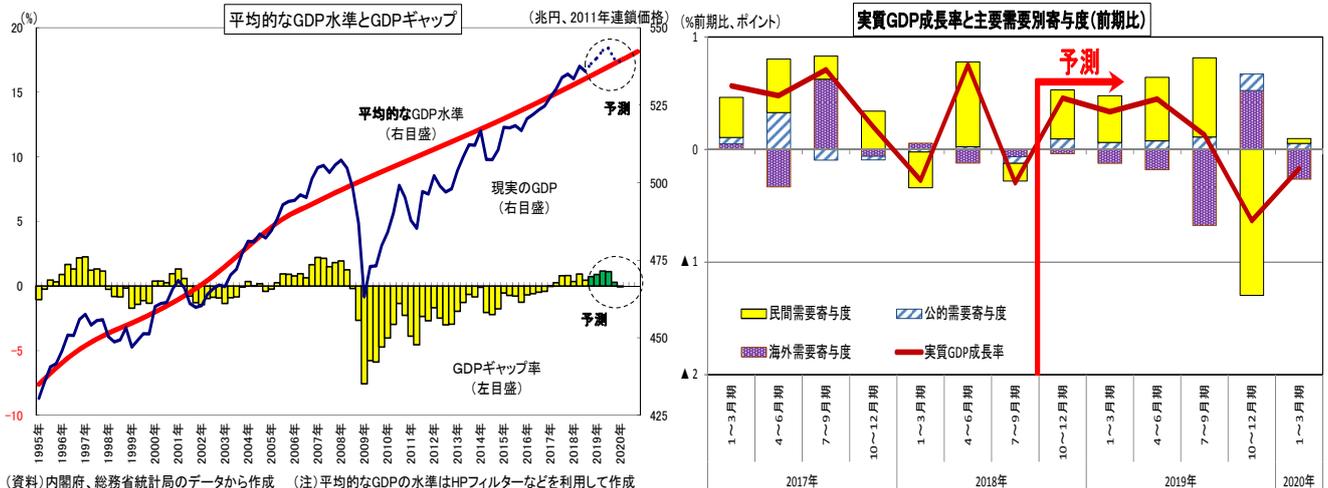


農林中金総合研究所

21

## 4 日本経済・物価の見通し

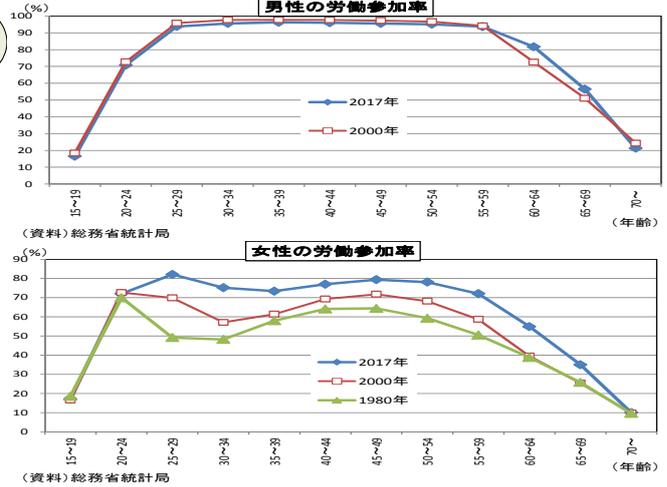
- 総論 ~2018年度は0.9%成長、19年度は0.6%成長と、見通しを下方修正~
  - 足元10~12月期は、自然災害からの復旧・復興に伴い、7~9月期に落ち込んだ消費・設備投資・輸出の持ち直しが見込まれ、プラス成長に戻ると予想(年率1.8%成長と想定)
  - ただし、世界経済の減速によって貿易数量も鈍化しつつあること、米中貿易摩擦の悪影響が19年入り後には顕在化する可能性があること、さらに雇用流動化が十分でないことから19年度上期には供給制約に直面し、成長テンポは減速傾向となり、景気のピークアウトが意識される展開に
    - ただし、19年度上期は消費税増税を控えた駆け込み需要が発生するため景気は表面上は底堅く推移するが、19年度下期以降は反動減も加わり、調整色が強まる



農林中金総合研究所

22

- 順調に景気拡大が続けば、19年1月には景気拡張期間は戦後最長を更新する見込み
  - ただし、景気動向指数・CI一致指数に基づく景気判断は9月に「足踏み」へ下方修正
  - 14年4月の消費税増税後の景気悪化時は雇用の増加傾向が維持されたこともあり、「後退」との判断見送り
- 景気拡大の長期化の条件は？
  - 生産年齢人口が減少する中、女性・高齢者の労働参加率上昇が労働供給の減少を補ってきたが、それも限界に近づきつつある
  - こうした中、生産性の低い分野(≒低賃金)から高い分野(≒高賃金)へ労働力がシフトし、かつ家計所得の改善が一段と進むことが景気拡大を長期化させるための必要条件
    - ・ 同時に、需給逼迫下でも制度的に賃金が抑制される医療・介護・福祉職などに対する待遇改善も課題



農林中金総合研究所

23

## 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	1.0	1.6
実質GDP	%	1.6	0.9	0.6
民間需要	%	1.3	1.4	1.2
民間最終消費支出	%	0.8	0.7	1.3
民間住宅	%	▲ 0.3	▲ 5.2	▲ 3.3
民間企業設備	%	3.1	5.0	2.1
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
公的需要	%	0.9	0.0	1.3
政府最終消費支出	%	0.7	0.6	1.0
公的固定資本形成	%	1.5	▲ 2.2	2.7
輸出	%	6.3	1.5	▲ 0.5
輸入	%	4.1	2.0	3.1
国内需要寄与度	ポイント	1.2	1.1	1.3
民間需要寄与度	ポイント	1.0	1.1	1.0
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.0	0.3
海外需要寄与度	ポイント	0.4	▲ 0.1	▲ 0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	0.1	1.0
国内企業物価 (前年比)	%	2.7	2.7	2.8
全国消費者物価 ( " ) (消費税増税要因を除く)	%	0.7	0.9	1.6
完全失業率	%	2.7	2.3	2.3
鉱工業生産 (前年比)	%	2.9	0.8	0.8
経常収支	兆円	21.8	18.1	15.5
名目GDP比率	%	4.0	3.3	2.8
為替レート	円/ドル	110.8	112.1	113.1
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	0.09	0.13
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	70.5	65.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成  
 (注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。  
 無担保コールレートは年度末の水準。  
 季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

	単位	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	0.9	0.5	0.3	0.8	0.7	▲ 0.6
民間需要	%	1.3	1.4	0.8	0.6	1.2	1.5	▲ 0.8
民間最終消費支出	%	0.8	0.7	0.5	0.5	1.3	1.5	▲ 0.2
民間住宅	%	▲ 0.3	▲ 5.2	▲ 2.6	0.3	▲ 3.3	0.4	▲ 9.2
民間企業設備	%	3.1	5.0	3.4	1.4	2.1	2.5	▲ 1.8
公的需要	%	0.9	0.0	▲ 0.1	0.3	1.3	0.7	1.2
政府最終消費支出	%	0.7	0.8	0.3	0.5	1.0	0.4	0.9
公的固定資本形成	%	1.5	▲ 2.2	▲ 1.5	▲ 0.7	2.7	1.8	2.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.4	▲ 2.0	▲ 1.6	▲ 2.3	▲ 5.3	▲ 5.5	▲ 5.2
輸出	%	6.3	1.5	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 0.5	0.1	▲ 1.4
輸入	%	4.1	2.0	0.4	▲ 0.0	3.1	3.4	0.2
内需寄与度 (前年比)	%	1.2	1.1	0.7	0.7	1.3	1.4	▲ 0.7
民間需要 ( " )	%	1.0	1.1	0.7	0.6	1.0	1.3	▲ 0.9
公的需要 ( " )	%	0.2	0.0	▲ 0.0	0.1	0.3	0.2	0.2
外需寄与度 ( " )	%	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.6	0.1
デフレーター (前年比)	%	0.1	0.1	▲ 0.1	0.2	1.0	0.8	1.2
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)	%	2.9	0.8	▲ 0.0	1.0	0.8	1.3	▲ 1.8
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	94.5	98.0	96.0	100.0	88.8	95.0	82.5
経常収支	兆円	21.8	18.1	9.8	8.3	15.5	5.9	9.6
貿易収支	兆円	4.6	1.0	1.0	0.0	▲ 0.2	▲ 2.0	2.2
外為為替レート	円/ドル	110.8	112.1	110.2	114.0	113.1	115.0	111.3
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	70.5	73.5	67.5	65.0	65.0	65.0

	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	1.0	0.7	1.1	1.6	2.0	1.2
実質GDP	%	1.6	0.9	0.9	0.9	0.8	1.2	0.0
民間需要	%	1.3	1.4	1.2	1.6	1.2	2.2	0.3
民間最終消費支出	%	0.8	0.7	0.3	1.1	1.3	2.1	0.5
民間住宅	%	▲ 0.3	▲ 5.2	▲ 7.6	▲ 2.7	▲ 3.3	0.4	▲ 7.0
民間企業設備	%	3.1	5.0	5.2	4.9	2.1	4.0	0.2
公的需要	%	0.9	0.0	▲ 0.4	0.3	1.3	1.1	1.6
政府最終消費支出	%	0.7	0.8	0.4	0.7	1.0	0.8	1.2
公的固定資本形成	%	1.5	▲ 2.2	▲ 3.6	▲ 1.3	2.7	2.1	3.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.4	▲ 2.0	▲ 1.6	▲ 2.3	▲ 5.3	▲ 5.5	▲ 5.2
輸出	%	6.3	1.5	3.4	▲ 0.4	▲ 0.5	0.1	▲ 1.0
輸入	%	4.1	2.0	3.0	1.1	3.1	4.2	1.9
国内企業物価 (前年比)	%	2.7	2.7	2.7	2.7	2.8	2.3	3.1
全国消費者物価 ( " )	%	0.7	0.9	0.8	0.9	1.6	1.2	2.1
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)	%	2.9	0.8	0.6	0.9	0.8	2.2	▲ 0.5

(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。

農林中金総合研究所

24

# 予測表(四半期)

(→予測)

項目	単位	2017年				2018年				2019年				2020年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	0.1	0.7	1.1	0.2	▲0.5	0.6	▲0.3	0.9	0.3	0.6	0.4	0.2	▲0.4
実質GDP	%	0.6	0.5	0.7	0.2	▲0.3	0.8	▲0.3	0.5	0.3	0.4	0.1	▲0.6	▲0.2
(年率換算)	%	2.3	1.9	2.9	0.8	▲1.1	3.0	▲1.2	1.8	1.4	1.8	0.5	▲2.5	▲0.7
民間需要	%	0.6	0.6	0.3	0.5	▲0.4	1.1	▲0.2	0.6	0.5	1.0	1.3	▲2.0	▲0.2
民間最終消費支出	%	0.5	0.8	▲0.6	0.3	▲0.2	0.7	▲0.1	0.5	0.3	0.6	1.4	▲1.7	0.2
民間住宅	%	1.1	1.6	▲1.8	▲3.2	▲2.1	▲1.9	0.6	▲1.5	2.3	1.3	▲4.0	▲4.0	▲3.0
民間企業設備	%	0.6	0.2	1.5	0.7	0.7	3.1	▲0.2	1.0	1.2	1.4	1.0	▲3.0	0.9
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.0	▲0.1	0.4	0.2	▲0.2	0.0	▲0.1	0.0	▲0.0	▲0.0	▲0.1	0.3	▲0.1
公的需要	%	0.2	1.3	▲0.4	▲0.1	▲0.1	0.1	▲0.2	0.4	0.3	0.3	0.5	0.6	0.2
政府最終消費支出	%	0.3	0.4	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.4
公的固定資本形成	%	▲0.4	5.0	▲2.2	▲0.8	▲0.5	▲0.3	▲1.9	1.0	0.5	0.8	1.5	1.0	▲0.5
輸出	%	1.7	▲0.2	2.7	2.1	0.5	0.3	▲1.8	1.0	▲0.2	0.5	▲0.5	▲0.7	▲0.5
輸入	%	1.4	1.7	▲1.0	3.1	0.1	1.0	▲1.4	1.2	0.5	1.5	3.3	▲3.5	1.0
国内需要寄与度	%pt	0.5	0.8	0.1	0.3	▲0.3	0.9	▲0.2	0.5	0.5	0.6	0.8	▲1.1	0.1
民間需要寄与度	%pt	0.4	0.5	0.2	0.3	▲0.3	0.8	▲0.2	0.4	0.4	0.6	0.7	▲1.3	0.0
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.3	▲0.1	▲0.0	▲0.0	0.0	▲0.1	0.1	0.1	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	▲0.0	▲0.1	▲0.2	▲0.7	0.5	▲0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	▲0.8	▲0.3	0.1	0.1	0.5	0.0	▲0.3	0.1	0.3	0.7	0.9	1.3	1.1
国内企業物価(前年比)	%	0.9	2.2	2.8	3.3	2.5	2.4	3.0	2.8	2.6	2.5	2.2	3.3	3.0
全国消費者物価( " )	%	0.2	0.4	0.6	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3	2.1	2.0
(消費税増税率を除外)													(1.1)	(1.0)
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)	%	▲0.4	1.9	0.0	1.2	▲1.1	1.2	▲1.3	1.4	0.5	0.5	1.0	▲2.0	▲0.5
経常収支(季節調整値)	兆円	5.4	5.0	5.8	5.9	4.7	5.5	4.2	4.5	3.8	3.4	2.5	5.1	4.5
名目GDP比率	%	4.0	3.7	4.2	4.3	3.4	4.0	3.1	3.2	2.7	2.4	1.8	3.6	3.2
為替レート	円/ドル	113.6	111.1	111.0	113.0	108.2	109.1	111.4	113.0	115.0	115.0	115.0	112.5	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲0.04	▲0.05	▲0.05	▲0.04	▲0.05	▲0.06	▲0.06	▲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	0.09	0.12	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
通関輸入原油価格	\$/バレル	55.4	53.3	49.6	58.3	67.3	70.8	76.3	70.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)

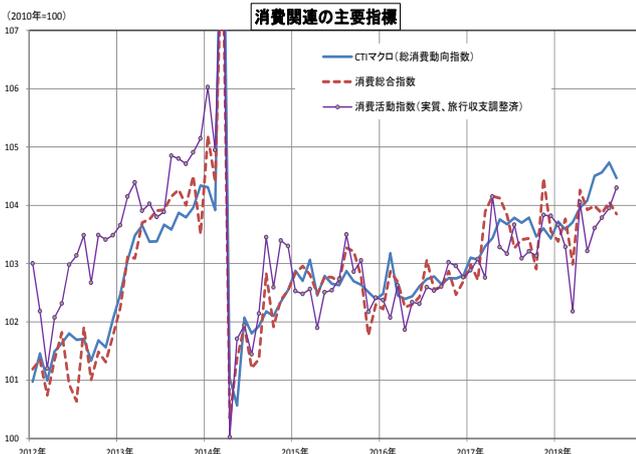
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

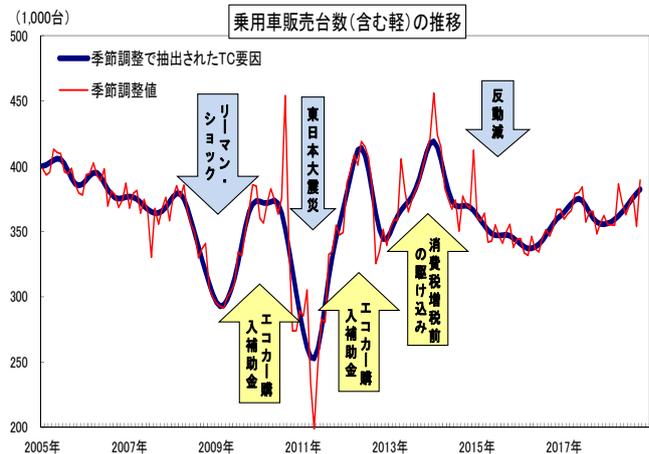
25

## 民間消費

- 豪雨・地震などの自然災害や酷暑などの影響で、被災地域のマインドが悪化したほか、娯楽・レジャーなどサービス消費が不調となり、消費持ち直しの機運は一服
  - ・ 一方で、エアコンなどの耐久財、季節商材は底堅く推移
- 被災地の復旧・復興とともにマインド回復が期待されるほか、堅調な企業業績などを背景に18年夏季賞与は前年比4.7%増と27年ぶりの伸びを記録するなど家計の所得環境は改善が継続、当面は消費を下支えしていくものと予想される
- 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0.7%、19年度:同1.3%(うち、上期:前期比1.5%、下期:同▲0.2%)と予測



(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行



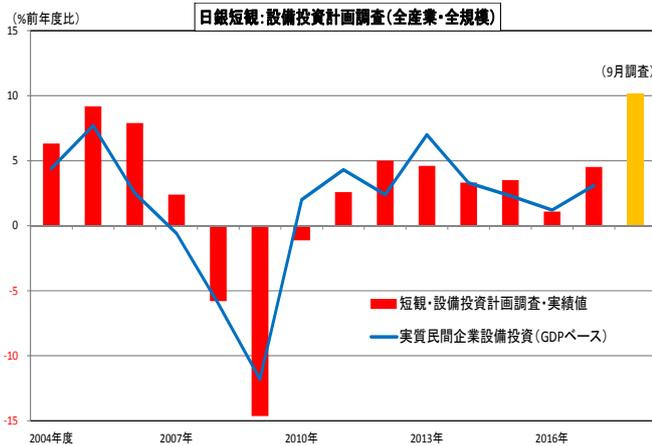
(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所作成(備考)季節調整済(X-12-ARIMA)

農林中金総合研究所

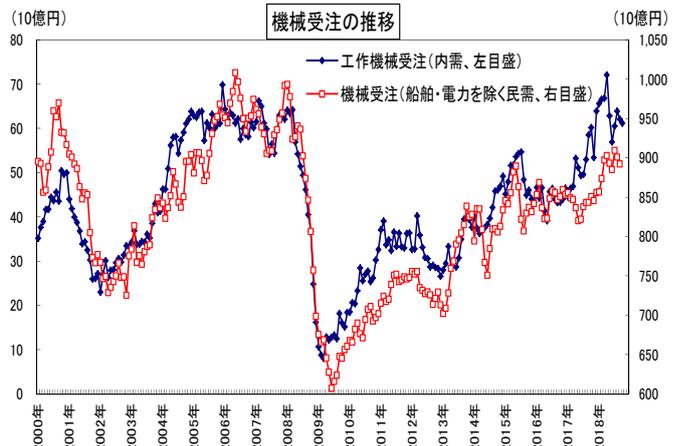
26

● 民間設備投資

- 7~9月期の設備投資は減少したが、4~6月期の高すぎる伸び(前期比3.1%)からの調整という側面も
- 企業部門では人員・資本設備の不足感が高めに推移しているほか、総資産収益率(利払い後)は十分高く、企業業績も高水準で推移するなど、設備投資環境は良好
- 18年度の設備投資計画(日銀短観9月調査、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%へ上方修正されるなど、投資意欲は堅調なまま
- ただし、19年度は五輪特需の一服、世界経済・貿易の停滞などへの警戒から鈍化が見込まれる
- 実質民間企業設備投資は、18年度:前年度比5.0%、19年度:同2.1%と予測



(資料)内閣府経済社会総合研究所、日本銀行資料を基に農林中金総合研究所が作成  
(注)ソフトウェアを含む設備投資額(除く土地投資額)を民間設備投資デフレーターで実質化



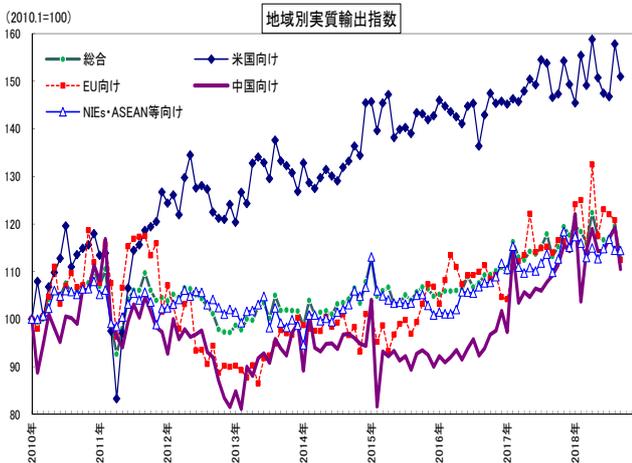
(資料)内閣府、日本工作機械工業会 (注)3ヶ月移動平均

農林中金総合研究所

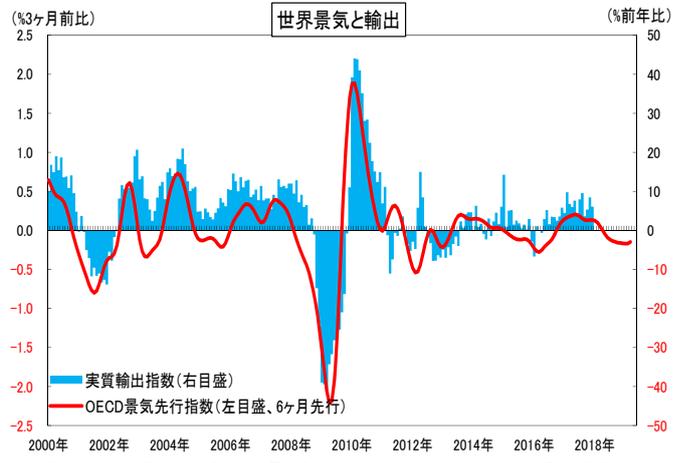
27

● 輸出入動向

- 世界経済は先行き不透明感が漂っており、改善傾向が弱まっていくことから、輸出の増勢は弱り、減少に転じる(18年度は前年度比1.5%、19年度は同▲0.5%)
- 一方、19年度半ばまでは国内需要は比較的底堅く推移することから、輸入は増加傾向を維持(18年度は前年度比2.0%、19年度は同3.1%)
  - ・ ただし、19年度下期は消費税増税の影響で大きく減少
- 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18.1兆円、19年度15.5兆円と黒字幅が縮小していく見込み
- 米中間選挙の結果、外交・通商政策面でより強硬になる可能性もあり、19年に始まる日米TAG交渉の行方には注意が必要



(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



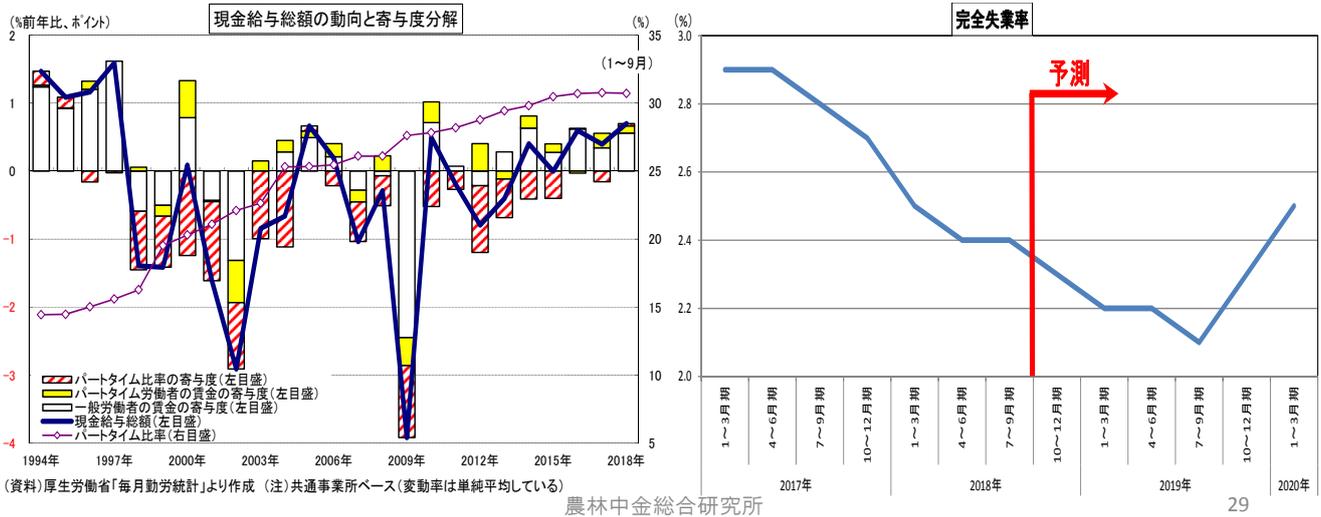
(資料)OECD、日本銀行 (注)OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

農林中金総合研究所

28

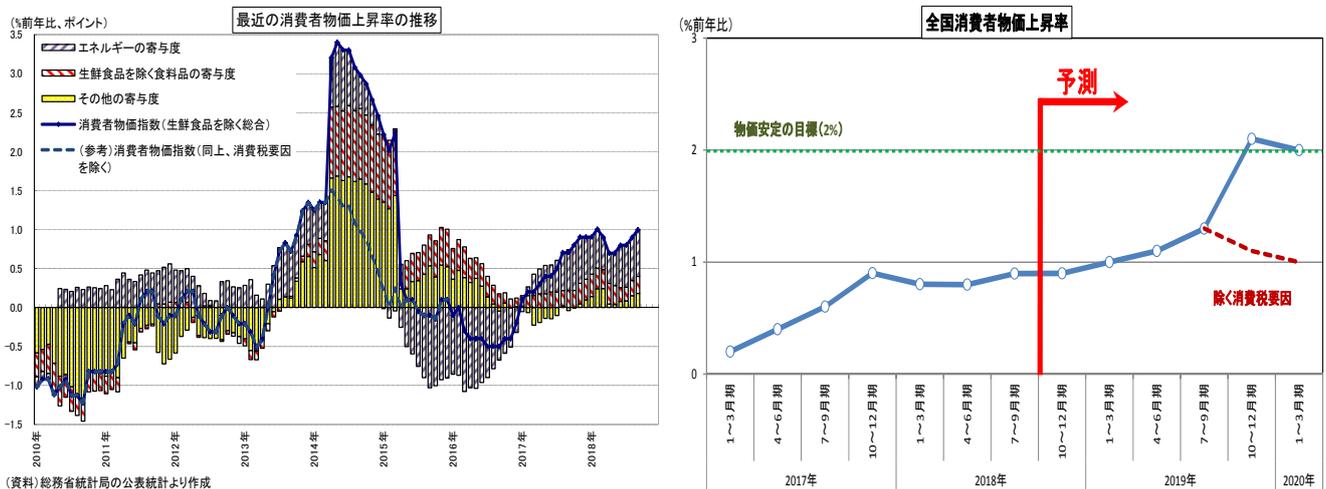
● 雇用情勢

- 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ており、労働需給は引き締まり傾向にある
  - 労働供給の余力は着実に乏しくなっており、今後さらに需給が逼迫するのは必然
- 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、賃金上昇率は徐々に高まる可能性も
- 18、19年度の失業率はともに2.3%（うち、19年度は7～9月期にかけて2%に迫った後、下期は上昇）と低い水準が継続と予測



● 物価動向

- 全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）は、18年2月に3年半ぶりとなる前年比1%（消費税要因を除く）を達成した後、一旦は弱含んだが、再び上昇率を高め、9月には再び1%を回復
  - エネルギー・食料品が主な押上げ要因で、需給改善に伴う物価上昇圧力はまだ鈍い
- 最近の原油価格下落は物価上昇圧力を弱める方向に働くが、予想物価上昇率は高まりつつあること、賃上げ率も高まりつつあること、さらに消費も持ち直し傾向にあることから、19年度半にかけて物価上昇率は緩やかに高まってくると予想
- 18年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合は前年度比0.9%、19年度は同1.1%（消費税要因を除く）と予測、消費税率引上げ直前には同1%半ば近く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%程度まで鈍化



# 5 金融政策の見通し

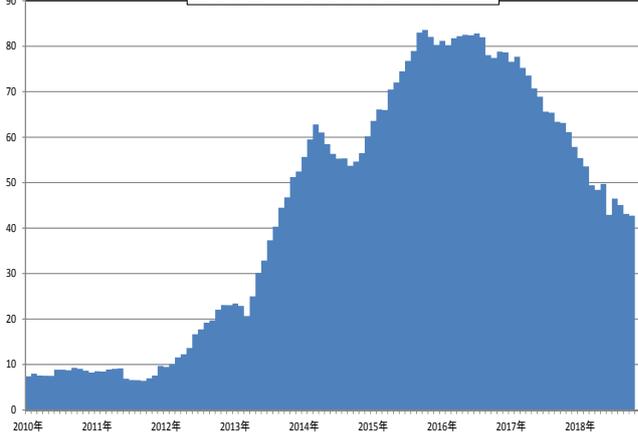
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化
  - 日本銀行は7月30～31日開催の金融政策決定会合で「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続可能性を強化するための措置を講じたが、9、10月会合でもその継続を決定
    - 「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」として、新たに政策金利のフォワードガイダンス(19年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定)を導入することによって「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強める一方、経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動をある程度(±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した
  - 既に操作目標は「量」から「金利」に変更されているが、日銀の長期国債保有残高の年間増加ペースは「80兆円をめど」との記述は残っており、最近では年間40兆円台の増加ペース

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年10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	507	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	454	+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	22.3	+約6兆円
J-REIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	+約800億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	48	-
その他も資産計	158	224	300	383	476	521	552	
銀行券	87	90	93	98	102	107	105	
当座預金	47	107	178	253	330	368	397	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	

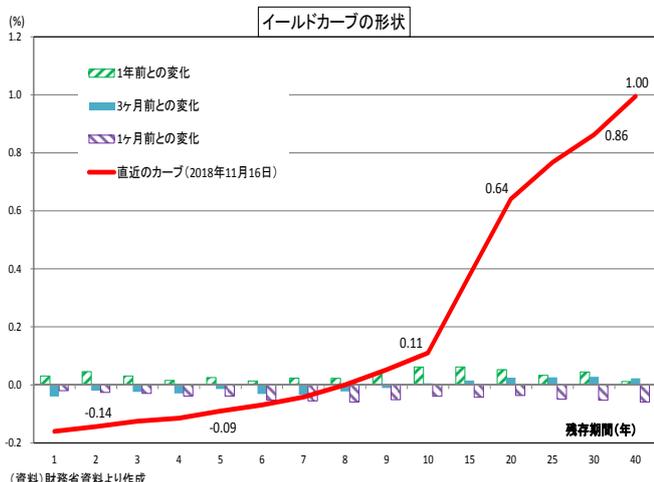
(資料)日本銀行 (注)18年10月末の長期国債、ETF、J-REIT保有額は17年10月末からそれぞれ43兆円、6.2兆円、534億円の増加。

日本銀行の保有する長期国債の年間増加ペース



(注)日本銀行資料より作成

- 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考えを表明し続けていることから、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
- 相反する金融システムへの配慮と景気悪化時の対応
  - フォワードガイダンスが導入されたことで、政策金利や長期金利の目標引上げはしばらく「凍結」されたとみられるが、金融機関経営や金融システムには大きな負荷がかかった状況が続く
  - 一方で、景気・雇用面での悪化が明確になれば、金融政策も相応の対応が求められる可能性も



(資料)財務省資料より作成

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年率を差し引いて作成

## 都道府県別にみた宿泊施設・民泊の動向

### ～京都の簡易宿所が2年連続で急増、民泊は東京が台頭～

佐藤 彩生

#### 要旨

宿泊施設数は東京都、大阪府、北海道、京都府、沖縄県といった訪日外国人旅行者の主要観光都市で伸びている。宿泊施設数別には、ホテルは大阪府、簡易宿所は京都府で増え、住宅宿泊事業法による民泊は東京都が多かった。また2018年(1～9月合計)のホテル等の着工棟数は沖縄県が最も多い。

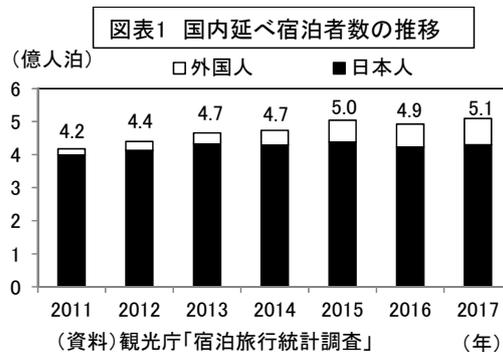
#### はじめに

日本人の国内旅行者数はほぼ横ばいで推移しているが近年のインバウンド観光客数の増加は著しく、一部の地域で宿泊施設の建設需要が急増した。また違法な民泊サービスの問題が浮上したことで2018年6月には住宅宿泊事業法(民泊新法)が施行されるなど、近年の宿泊施設・宿泊サービスを巡る動きは活発である。本稿では各種統計を基に国内の宿泊施設数の都道府県別動向を紹介する。

#### 国内宿泊旅行の動向

まず、国内旅行市場の宿泊者の動向を概観する(図表1)。17年の国内延べ宿泊者数合計は前年比+3.5%の5.0億人泊であった。12年以降、日本人の国内延べ宿泊者数は4.3億人泊前後の横ばいで推移している。他方で外国人延べ宿泊者数は年々増加傾向にあり、17年には7,969万人泊と国内延べ宿泊者数合計の15.6%を占めた。

図表2で都道府県別に17年の国内延べ宿泊者数合計をみていくと、東京都が

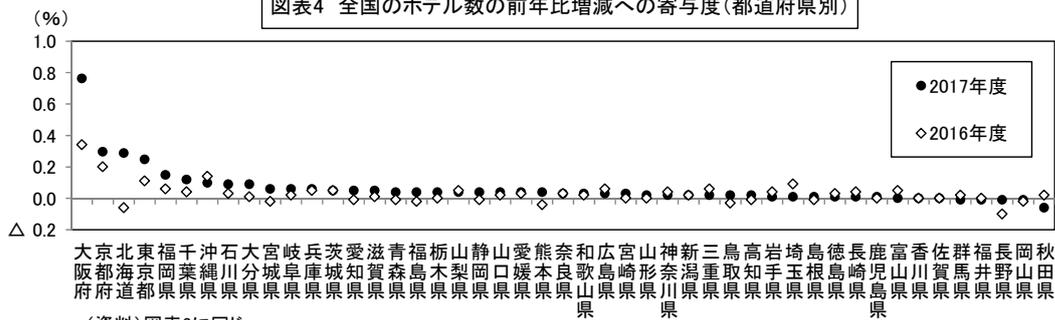


5,995万人泊と最も多く、次に北海道(3,556万人泊)が多かった。

外国人延べ宿泊者数の上位5都道府県は、東京都(1,976万人泊)、大阪府(1,167万人泊)、北海道(770万人泊)、京都府(556万人泊)、沖縄県(462万人泊)であった。国内延べ宿泊者数合計に占める外国人の割合は、大阪府が35.1%と最も高く、東京都(33.0%)、京都府(29.4%)、北海道(21.7%)、沖縄県(21.3%)が続いた。ただしこれらを含めて外国人割合が1割を超える都道府県は18あり、山梨県、大分県、福岡県では2割近くとなるなど主要観光都市以外でも外国人旅行者数が伸びてきている。

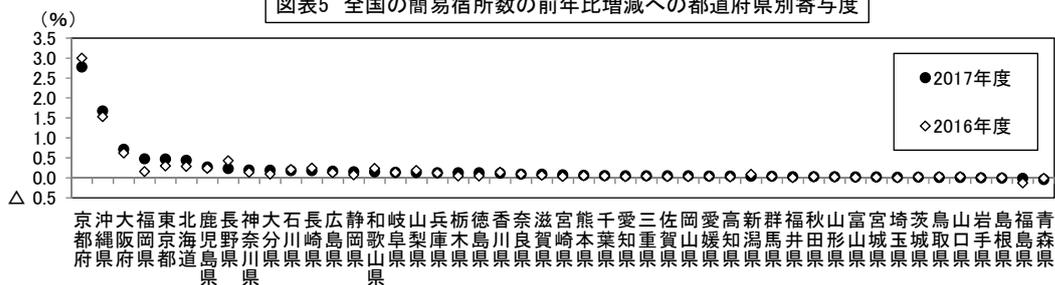


図表4 全国のホテル数の前年比増減への寄与度(都道府県別)



(資料)図表3に同じ  
(注)横軸は2017年度の寄与度が高い順。

図表5 全国の簡易宿所数の前年比増減への都道府県別寄与度



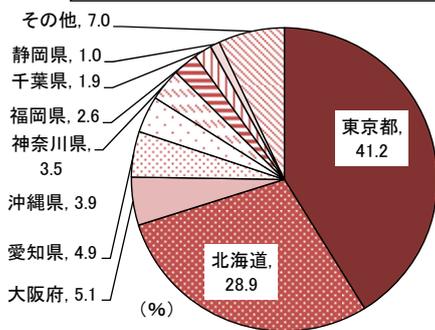
(資料)図表3に同じ  
(注)図表5に同じ。

### 民泊は東京が4割

違法民泊が社会問題化したことを受けて18年6月に民泊新法が施行され、自治体への届け出を行うことで180日以内の制限付きで住宅を活用した宿泊サービスの提供が可能となった<sup>(注2)</sup>。住宅宿泊業の届出件数は18年10月末で11,069件となり、うち受理済件数は9,726件となっている<sup>(注3)</sup>。受理済件数のうち、東京都<sup>(注4)</sup>が4割弱を占め、次に北海道、大阪府が1割程度を占めている。

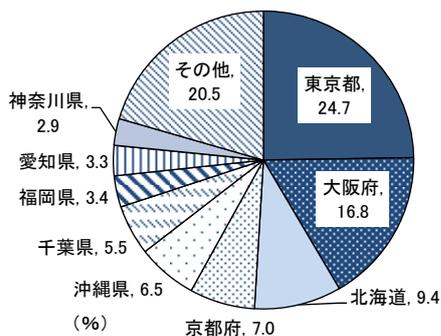
観光庁によれば、18年6月15日から7月末の宿泊者数の合計は8.3万人であった<sup>(注5)</sup>。そのうち国内に住所を持たない外国人の割合が83.4%と、外国人の宿泊利用者が多い。18年6~7月の都道府県別の延べ宿泊者人数の割合をみると(図表6)、東京都(41.2%)、北海道(28.9%)、大阪府(5.1%)の順で高かった。参考に、観光庁の「宿泊旅行統計調査」から、同時期のホテル、旅館、簡易宿所の外国人延べ宿泊者数の都道府県

図表6 住宅宿泊事業の届出件数における都道府県別延べ宿泊人数の割合



(資料)観光庁「住宅宿泊事業の宿泊実績について」  
(注)延べ宿泊人数は2018年6月15日~7月末の合計。

図表7 2018年6~7月の外国人延べ宿泊者数の都道府県別割合



(資料)図表1に同じ

別割合をみると（図表 7）、東京都（24.7%）、大阪府（16.8%）、北海道（9.4%）となっている。民泊新法による民泊では大阪府のシェアが低いですが、これは大阪市が特区民泊に認定されており、既に宿泊施設があることが影響していると考えられる（注6）。

（注 2）条例や独自ルールを設けるなど自治体ごとに対応は異なる。

（注 3）民泊ポータルサイト

<http://www.mlit.go.jp/kankocho/minpaku/municipality.html> 参照。

（注 4）東京都内の保健所設置市、特別区含む。

（注 5）観光庁「宿泊住宅事業の宿泊実績について」

（注 6）18 年 9 月末時点での特区民泊の認定施設数は 1,388 施設、3,806 居室（内閣府地方創生推進事務局「国家戦略特区特区民泊について」）

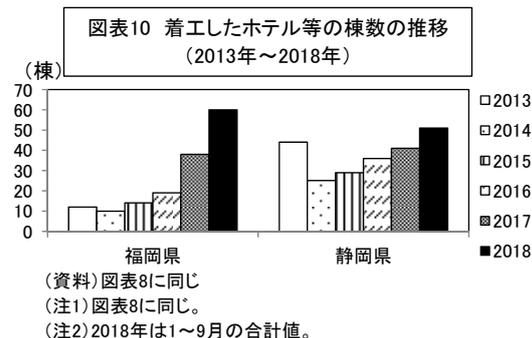
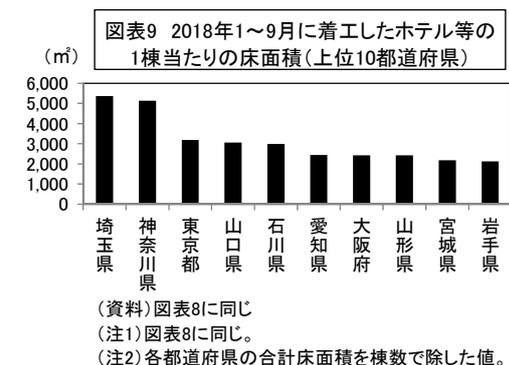
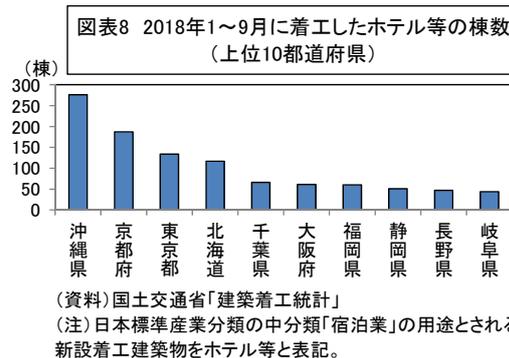
## 福岡県、静岡県で宿泊需要増の兆し

直近の宿泊業用建築着工物（注7）（ホテル等）の棟数（18 年 1～9 月合計）をみると、沖縄県、京都府、東京都の順に多かった（図表 8）。一方、ホテル等の 1 棟当たりの床面積は埼玉県と神奈川県で広く大規模な宿泊施設が建設されているとみられ、東京都の宿泊需要増が影響しているものと考えられる（図表 9）。また、着工したホテル等の棟数の推移を都道府県別でみると、福岡県や静岡県で 15 年以降増加しており、宿泊需要が増加傾向にあるものとみられる（図表 10）。

（注 7）日本標準産業分類の中分類「宿泊業」の用途とされる新設着工建築物。

## まとめ

以上を整理すると、東京都、大阪府、北海道、京都府、沖縄県が外国人の主要観光都市となっており、これらの都道府



県で宿泊施設増や民泊サービスの提供が活発であった。宿泊施設別には、ホテルは大阪府で、簡易宿所は京都府で伸びており、民泊は東京都で多かった。また 18 年に着工したホテル等の棟数は沖縄県で最も多かった。

主要観光都市以外でも宿泊者の外国人割合が一定程度あるなど、地方部においても宿泊需要増の兆しがみられる。宿泊客の獲得に向けて、旅行者が長く滞在できる仕組み作りが鍵となるとみられ、地域の観光関連事業者や観光地経営を行う日本版 DMO などと連携した地域ぐるみの取組みがますます求められるだろう。

## 電子地域通貨でお金の地産地消をめざす君津信用組合

古江 晋也

## 要旨

千葉県木更津市に本店を置く君津信用組合は2018年10月から木更津市、木更津商工会議所の三者が連携して、電子地域通貨「アクアコイン」の運用をスタートした。域外消費が増加し、大型店の進出も加速する中、お金の地産地消をめざすアクアコインは、地域経済の活性化だけでなく、将来的には地域コミュニティの発展や市民サービスの向上といった観点からの利用も計画されており、キャッシュレス社会への起爆剤となるかどうかにも注目が集まる。

## はじめに

千葉県木更津市に本店を置く君津信用組合(2018年3月現在・預金1,299億円、貸出金784億円、役職員数174人)は2018年10月1日、木更津市、木更津商工会議所と連携し、スマートフォンアプリを活用した電子地域通貨「アクアコイン」(以下、コイン)のサービスを開始した。

近年の木更津市は、東京湾アクアライン通行料の大幅値下げを受け、ベッドタウンとしての役割が高まるとともに、大型ショッピングモールの出店も相次いでいる。しかしその一方で、域外消費の増加や大型店の進出による地元事業者の売上低迷という課題も浮き彫りになった。そのため同組合には、地域金融機関として各事業者を個々に支援するスタイルに加え、より俯瞰的な視点から地域経済を活性化する方策が求められるようになった。

そんな折、木更津市は2017年10月からICTをさらに加速させるためのプロジェクトチーム「きさらづデジタル2020」を立ち上げた。このチームは「電子地域通貨を活用し、市域内の経済循環を高める」ことを中核的な活動の一つとして掲

げており、地元事業者が厳しい状況に直面する中、「お金を地産地消することで地域経済を活性化したい」という組合の思いと合致した。そこで君津信用組合は17年10月25日に開催されたプロジェクトチームの初会合から参加、コインの取組

写真1 君津信用組合本店



写真2 左から宮澤理事長、平柳常勤理事



みに積極的に関わるようになった。

## 実証実験で「地元愛」が高まる

コインの特徴は、君津信用組合、木更津市、木更津商工会議所の三者が連携して取り組んでいることにある。そのため、三者は継続的に会議を開催することで、役割分担などを議論するとともに、電子地域通貨の取組みで先行していた飛驒信用組合への視察、財務事務所への訪問などを行った。また、理事長、市長、会頭のトップ会談も繰り返し行われ、全国的にもめずらしい三者間連携による電子地域通貨の枠組みが構築された。

18年1月24日には、三者がアクアコインの導入・普及についての記者会見を実施（連携協定の締結は2月末）。通常よりも多くのメディア関係者が会場につめかけたことから、電子地域通貨に対する関心の高さを再認識したという。

実証実験は組合、市、商工会議所等の職員901人、203の店舗で3月28日から6月24日にかけて行われた（消費金額は約4,150万円、決済件数は4,852件）。同実験では、システム不具合が見つからなかったものの、利用者から使い勝手をよくするためのヒントを得る貴重な機会となった。例えば、自動チャージ機やプリペイドカードの導入、アプリの改良（決済完了時に画面表示が青色からオレンジ色に変わる、パスワード入力の省略を標準設定に変更する）などは、実証実験に参加した利用者の意見を反映したものである。

また実証実験後に寄せられた声の中には、「決済は思っていたより簡単」、「導入コストがかからないのが良い」といった意見に加え、「地域のために頑張っ

ています」といった取組みそのものを応援する声も少なくなく、「地元愛が高まるようになった」ことも多くの職員のやりがいを高めた。

## アクアコインの枠組み

図表1はコインの概念図であり、市内の経済循環を高めることで地域経済の活性化をめざす「第1ステップ」、地域コミュニティの活性化をめざす「第2ステップ」、市民サービスの向上をめざす「第3ステップ」から構成されている。

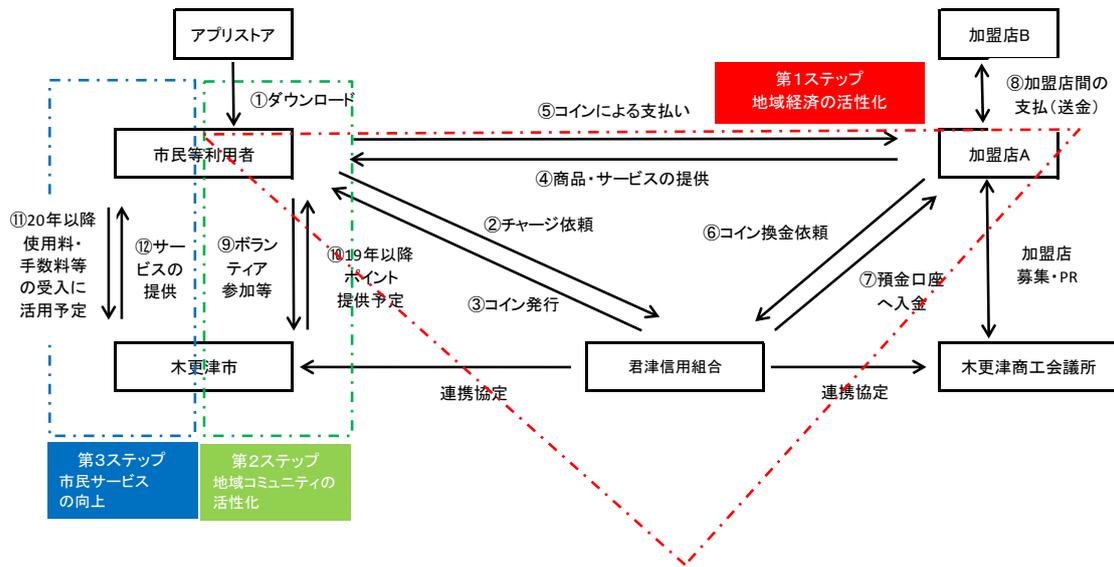
コインを利用したい市民等利用者はまず、アプリストアから「アクアコインアプリ」をダウンロード(①)し、君津信用組合にコイン・チャージを依頼する(②)。

コインは組合本支店窓口に加え、木更津駅西口の木更津市観光案内所や木更津市役所朝日庁舎（イオンタウン木更津朝日）に設置された自動チャージ機でもチャージできる（交換単位は1コイン=1円。有効期限は最終利用日から一年後の当月末日。ポイントは付与日から一年後の当月末日）。

またコインのユニークな点は、一部の加盟店でプリペイドカードを販売したり、営業職員のタブレット端末からもチャージが可能であることであり、地元に着した金融機関ならではの工夫が見られる（組合に口座がない利用者は10万円。口座がある利用者は200万円までチャージを可能にする予定）。

コインが発行されると、利用者は加盟店で商品やサービスの提供を受けることができる(③④⑤)。そしてコインを受け取った加盟店(A)は組合に換金を依頼すると、組合は加盟店の預金口座に入金す

図表1 アクアコインの概念図



(資料)君津信用組合

る(⑥⑦)。なお、加盟店が負担する手数料は、代金決済手数料(利用者から加盟店への支払い)は無料であるが、コインを換金する手数料は1.8%(消費税別)になる。ただし、木更津商工会議所会員、木更津市富来田商工会会員、市内商店会会員、君津信用組合組合員は1.5%(消費税別)である。また加盟店間におけるコイン決済も可能であり、その時の手数料は0.5%となる(⑧)。

これらの手数料等は、クレジットカードと比較して安く、入金も早いというメリットがあるとともに、QRコード(二次元バーコード)で決済が可能となるため、導入に伴う費用負担も少ない(二次元バーコードプレート、ステッカー、ポスター、幟といった販促用ツールは18年12月28日の加盟申込まで無料)。またアプリでは、加盟店一覧をみることができ、店舗紹介とその店舗所在地の地図も表示される。この費用は君津信用組合が負担している。

以上が第1ステップであるが、第2ステップと第3ステップについては、木更津市と市民等利用者のやり取りを想定している。具体的には、第2ステップでは、19年以降、市民がボランティア活動などに参加すると木更津市がポイントを提供すること(⑨⑩)、第3ステップでは20年度以降、市の公共施設使用料や手数料などの受入にコインを活用することを計画している(⑪⑫)。

### アクアコインの普及に向けて

コインの普及に向けては、まずキャンペーン期間として、10月1日からチャージ額の3%のポイントをプレゼントしたことに加え(チャージ総額1億5,000万円まで)、10月21日開催された「ちばアクアラインマラソン」のランナーがコイン・チャージすると、先着2,000人に1人1回まで600ポイントをプレゼントすることとした(10月20日、21日限定)。また、加盟店間のコイン決済手数料、加

### 写真3 QRコードとプリペイドカード



### 写真4 タブレット端末からスマホにチャージ



盟店の換金手数料も18年10月末までは無料とした。

10月10日現在、利用者は約3,000人、加盟店は飲食店、病院、歯科医院、地元スーパー、理髪店、美容院に加え、不動産業者や行政書士事務所など様々な業種・322店が加盟している。

加盟したきっかけは、実証実験に参加し、その利便性を体験したケースや、君津信用組合が商工会議所で開催した説明会に参加したケースなどがあるが、コインの運用が開始された10月1日以降は「アクアコインが使えますか？」と顧客から問い合わせを受けたケースも増加している（地元の中小企業や個人事業者だけでなく、チェーンストアからも問い合わせを受けているという）。このようなキャンペーンやPR、利用者の問い合わせや

口コミなどもあり、理事長の宮澤義夫氏は「加盟店の25%は、これまで組合と取引がなかった事業者である」と話す。

### おわりに

経済産業省が18年4月に公表した『キャッシュレス・ビジョン』によると、わが国のキャッシュレス決済比率は18.4%と諸外国に比べて低位にとどまっているという（10頁）。同レポートでは、日本でキャッシュレス支払が普及していない背景には、「治安の良さ」や「現金に対する高い信頼」などの社会情勢に加え、店舗サイドでは、例えば、端末導入コスト、現金支払では発生しないコストや手数料、支払後の資金化までのタイムラグ（クレジットカードの支払では、資金化に半月から1ヶ月程度のタイムラグが発生）などの要因があることを指摘する。

しかし、そうした中、電子地域通貨「アクアコイン」の取組みは、加盟店にとって導入コストが少なく、手数料負担率が低いというメリットに加え、将来的には市の施策や地元経済界とのコラボも期待される。加えて、家計の観点からは「買物履歴が残る前払い方式」であるため、未成年者が安心して使えるツールにもなる。

電子地域通貨が普及するかどうかは、ひとえに「市民にどれだけ親しまれるか」と言っても過言ではない。地方（木更津市）、商業（木更津商工会議所）、金融（君津信用組合）の連携が、新たな地域経済やコミュニティの活性化モデルを切り開き、キャッシュレス社会への起爆剤となるのか、に大きな注目が集まっている。

## 気候変動と財務情報開示

### ～地球温暖化を踏まえた国際的な動き～

菊池 純一

#### 世界的な異常気象と地球温暖化

近年、世界各地で記録的な猛暑や豪雨等の異常気象が発生しているが、それらは地球温暖化によるものと指摘されている。

国連の気候変動に関する政府間パネル（IPCC）によると、世界の気温は産業革命前に比べ約 1℃上昇しているが、温暖化が進むと以下のような事象が発生すると予想されている。

- ・ 大気中の水蒸気量増加 → 雨の増加
- ・ 気温や降水量の振れ幅拡大 → 「極端事象」の増加
- ・ 北極や南極での融氷 → 海水の塩分濃度の分布変化 → 海流変化 → 地球規模の気候変化

#### 温暖化の原因とパリ協定

世界気象機関（WMO）によると、大気中のCO2濃度は過去80万年で最高となっているが、同濃度と温暖化は長期的に関連性があるとされており、温暖化抑制策として2015年12月に以下の内容を骨子とする「パリ協定」が成立した。

- ・ 世界の平均気温上昇を産業革命以前に比べて 2℃より十分低く保ち、1.5℃に抑える努力をする
- ・ そのため、できるだけ早く世界の温室効果ガス排出量をピークアウトさせ、21世紀後半にはその排出量と（森林などによる）吸収量のバランスをとる

#### 「座礁資産」の発生と金融システムへの影響

温室効果ガス排出量を削減するには、その主たる発生源である石炭、石油等化石燃料の使用を制限する必要がある。

その場合、埋蔵されている化石燃料の資産価値は大幅に低下（「座礁資産」化）し、その保有企業に対する金融機関の貸出等も毀損、結果として金融システム全体の安定性に影響が及びかねない。

このため、金融安定理事会（FSB）は15年12月、気候関連財務情報開示にタスクフォース（TCFD）を設置し、気候関連課題について金融セクターがどのように考慮すべきか、検討を進めることとした。

#### TCFD 提言

金融機関や企業からのメンバーで構成されるTCFDは、17年6月に以下の内容を骨子とする報告書をFSBに提出した。

- ・ 金融セクターだけではなく、全ての企業が自主的に開示することを促す
- ・ 開示内容は、気候変動自体の影響（物理的リスク）（注1）や、気候変動を抑制するための施策（移行リスク）（注2）が企業財務にもたらすリスクと機会（ビジネスチャンス）等
- ・ 開示は、①ガバナンス、②戦略、③リスク管理、④指標と目標、の枠組みで行うことを推奨
- ・ 気候変動の影響は不確実性が高いことから、各企業が気候関連のリスクと

機会の戦略的意味合いを理解するためのツールとして、「シナリオ分析」が重要

- ・ 開示内容は2022年（提言から5年）までに段階的に整備を進めること
- (注1) 物理的リスク： 洪水、暴風雨など異常気象災害の増加、平均気温や海面の上昇等
- (注2) 移行リスク： 温室効果ガス排出規制の強化等

### 「シナリオ分析」手法の検討

国連環境計画金融イニシアティブ（UNEPFI）は、外銀等16社が参加するプロジェクトで農業、電力、石油ガス等の業種への与信にかかる「移行リスク」及び「物理的リスク」について「シナリオ分析」の手法を検討し、本年4月及び7月に公表している。

一方、欧州の中央銀行や金融庁が参加する気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク（NGFS）は、本年10月公表の報告書で以下のように述べており、「シナリオ分析」手法の確立は今後の課題となっている。

- ・ 気候変動リスクは財務リスクの要因であり、それに対処するため、金融当局と金融機関はシナリオ分析、ストレステストを含む新たな分析の枠組みを開発する必要がある
- ・ 今後、気候変動リスクにかかる分析手法の絞り込みを行い、他の取組事項と合わせ来年4月に報告の予定

### 各国企業の開示状況

TCFDは本年9月に、上述の提言への各国企業（内外金融機関を含む）の対応状況を公表したが、「多くの企業が開示に着手しているが、財務に与える影響等の開

示は限定的」としており、19年6月に改めて18年決算での対応状況を追加報告の予定となっている。

### 今後の注目点

TCFD提言への具体的対応・実務は各国当局および企業ともに整理途上であり、上述のNSFG報告（19年4月予定）やTCFD報告（同6月予定）が待たれるところである。

また、英中銀は銀行・保険業界にかかる気候変動から生じる財務リスク管理の枠組みについて市中協議を実施中（19年1月締切）であり、金融当局による監督・規制の先行例として注目される。

### 日本への期待

IPCCは10月、「現状の温暖化ガスの排出ペースが続くと2030年から2052年に世界の平均気温が1.5℃上昇」との予測を公表し、気温上昇が「パリ協定」成立時の想定よりも進んでいるとしている。

来年6月に開催予定のG20サミットは日本が議長国であり、気候変動についてもテーマとなる予定であるが、世界の関係者からは、同分野における日本のリーダーシップ発揮が期待されている。

### 参考文献

- 日本経済新聞(2018)  
「猛暑、世界的な現象 専門家「温暖化と関係」」7月21日付  
「豪雨・猛暑、温暖化と関係？可能性大、国際的な対策難航」10月1日付

金融庁「金融行政とSDGs」平成30年6月

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12月号 第29巻 第12号・通巻337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