

金融市場

潮流

「トランプ大統領2020年再選」の蓋然性… 1

情勢判断

国内経済金融

先行き悪化懸念が強まる日本経済

～18年を通じて経済指標の多くは冴えない展開～… 2

2018～19年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）

～2018年度：0.6%成長、19年度：0.3%成長（ともに下方修正）～…12

情勢判断

海外経済金融

堅調な指標を受け、18年4回目の利上げを決定

～米中貿易摩擦は90日間の「休戦」入り～…16

2019年の経済運営の基本方針は安定成長を目指す

～引き続き米中通商協議の動きを注視～…20

分析レポート

2019年、世界の中のユーロ圏経済

～貿易縮小に伴う成長減速、個人消費による下支え～…26

19年の米国経済に関する10の注目点…30

製造業と地域経済（2）

～主要部門の特徴と生産波及効果～…38

地方銀行の2018年度中間決算の状況と経営戦略…42

連載

金融機関の新潮流 〈第9回〉

取引先の訪問活動に力点を置く新発田信用金庫…48

海外の話題

「コウノトリ育むお米」シンガポールへ…52

2019.1

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

「トランプ大統領 2020 年再選」の蓋然性

代表取締役専務 柳田 茂

2018 年は世界中で様々な出来事があったが、代表する人物を一人挙げるとすれば、やはり米国のトランプ大統領となるであろう。2017 年 1 月に自国第一主義を掲げて登場したトランプ大統領は、2 年目の 18 年もイラン核合意からの離脱、在イスラエル大使館のエルサレム移転、電撃的な米朝首脳会談を実現させる一方で中国と激しい覇権争いを開始し、カナダ・メキシコには NAFTA 再交渉を飲ませるなど、まさに思うが儘に世界を揺さぶった。

このトランプ大統領の 2 年間の政権運営に米国民が審判を下したのが、11 月 6 日に行われた中間選挙である。同選挙で大統領の与党共和党は、上院で過半数を維持したものの、下院では 35 議席減らして過半数に届かなかった。この結果を一言で評価するのは難しいが、もともと米国の中間選挙は大統領選挙からの振り子現象で与党が敗れるケースが多く、事前の世論調査では民主党が相当先行していたことを考えると、共和党が追い上げた結果であったのは間違いない。そして、追上げの原動力がトランプ大統領本人にあったのも否定しようのない事実であろう。

今回の選挙戦で、トランプ大統領は現職大統領としては過去に例を見ない頻度で全国遊説を行い、移民政策に焦点を絞って激しい言葉で民主党を攻撃し、自らの支持基盤である白人保守層の票の掘り起こしを行った。30 人を超える共和党ベテラン議員が引退するなか、代わりに立った新人議員の多くは、異口同音に「自国第一・反移民」を掲げ、「ミニ・トランプ」と呼ばれるのも厭わず大統領と一体となった選挙戦を繰り広げた。トランプ大統領が特に力を入れたのが激戦州の上院選と知事選で、最終盤の 4 日間に 8 つの州に応援に入り、強力なテコ入れを行った。

こうした選挙戦の結果、共和党は激戦州のフロリダ、テネシー、ミズーリ、インディアナ等の上院選や知事選で勝ち、上院と州知事の過半数を確保した。国家の主要人事と条約承認そして弾劾裁判の権限を握っている上院を押さえただけでなく、州単位で戦われる大統領選挙に強い影響力を与える州知事と上院議員に自らに従う人物を何人も送りこむことに成功したトランプ大統領にとって、今回の中間選挙は自身の再選戦略に大きな手応えを得たものであったと言える。

事実、今回の中間選挙を通じて、リンカーン以来の伝統ある共和党は、これまで本流と目されてきたベテラン政治家の多くが去るか大統領の軍門に下り、多様性を許容する保守政党からトランプビズム一色の政党に変質してしまった。アキレス腱であるロシア疑惑が深刻な事態にならない限り、次回大統領選挙はトランプ支持でまとまるであろう。

問題は対する民主党である。今回の中間選挙で民主党は、女性や若者の票を集めて下院を制したものの、「反トランプ」以外に求心力となるビジョンや具体的政策がなく、支持層も左派が台頭した一方で中道が離れる分裂状態に陥ってしまった。1 年 10 ヶ月後に迫った大統領選挙までに、この状態を乗り越えて広く支持層を結集し、国民を再び統合に導く明確なメッセージを打ち出せるか、民主党ひいては米国の民主主義の真価が問われている。

先行き悪化懸念が強まる日本経済

～18年を通じて経済指標の多くは冴えない展開～

南 武志

要旨

米国での逆イールド発生、中国の消費鈍化など、世界経済の先行き懸念が広がっている。国内経済も、自然災害によるサプライチェーン障害などで年率▲2.5%の大幅マイナス成長となった7～9月期からの持ち直しが散見されるが、景気改善の起点となる輸出の伸び悩みが明確となり、生産活動も頭打ちとなるなど、18年を通じて冴えない展開が続いた。19年には景気の転換点を迎える可能性があるだろう。

金融市場では「株安・金利低下」といったリスクオフの流れが強まり、10月には一時0.155%まで上昇した長期金利も、直近はゼロ%近くに低下している。

19年には米中貿易摩擦の悪影響が顕在化してくる可能性もあるため、政府の手厚い消費税対策にもかかわらず、年度下期以降は景気悪化が予想される。その際の日本銀行の対応にも注目が集まる。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目		2018年	2019年			
		12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.071	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0500	0.05～0.10	0.05～0.10	0.05～0.10	0.05～0.10
国債利回り	20年債 (%)	0.510	0.45～0.65	0.45～0.65	0.45～0.70	0.45～0.65
	10年債 (%)	0.025	-0.05～0.12	-0.05～0.12	-0.05～0.15	-0.05～0.12
	5年債 (%)	-0.140	-0.18～-0.05	-0.18～-0.05	-0.18～0.00	-0.20～-0.05
為替レート	対ドル	111.9	105～120	105～120	105～120	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	127.7	120～130	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)		20,392	21,500±1,500	22,000±1,500	21,000±1,500	20,000±1,500

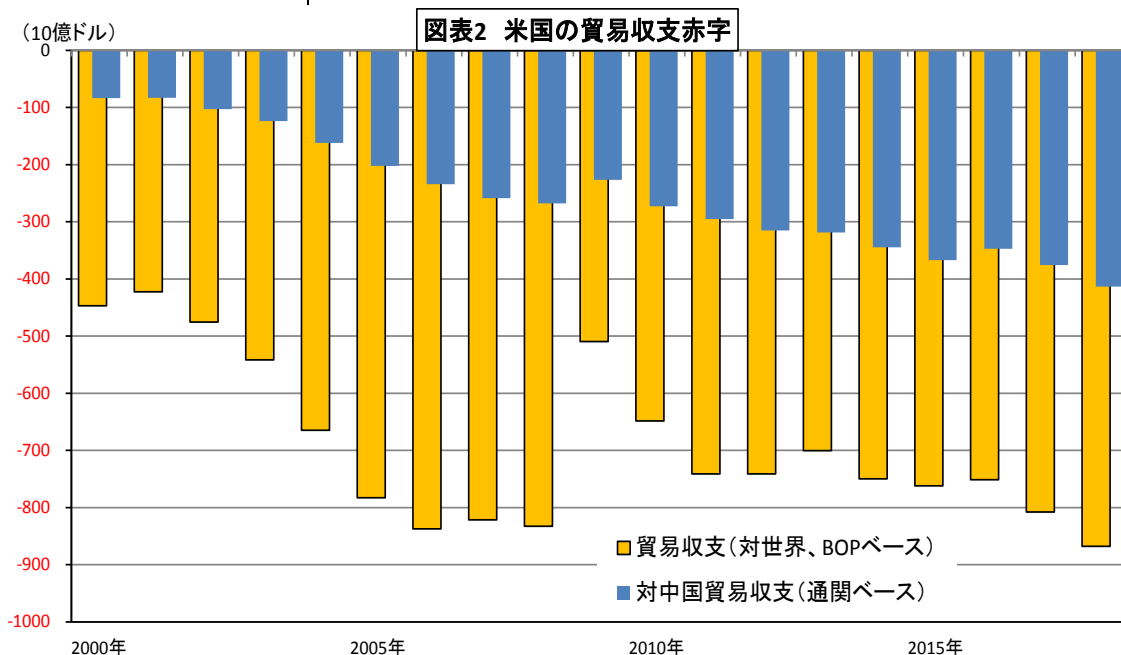
(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2018年12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。

米中首脳会談で米中貿易摩擦は90日間の休戦に

12月初めに開催された米中首脳会談では、19年1月から予定していた2,000億ドル相当の中国製品に対する追加関税率の引上げ(現行10%を25%へ)に対して90日間の猶予期間が設けられ、かつ中国が米国製自動車に課している25%の追加関税などの撤廃に合意したことが報じられ、一旦は摩擦の緩和期待が広がった。しかし、3月1日までに技術の強制移転、知的財産権保護などの諸問題について協議を行い、米国が納得するような結論を出さなくてはならないこと、さらに米国の対イラン制裁に違反した容疑で中国通信機器大手である華為技術(Huawei)の孟晩舟・副会長兼CFOがカナダで身柄を拘束(そ

の後、保釈)されたこと等を受けて、懸念が再び高まるなど、事態の收拾は容易ではないことが改めて確認された。

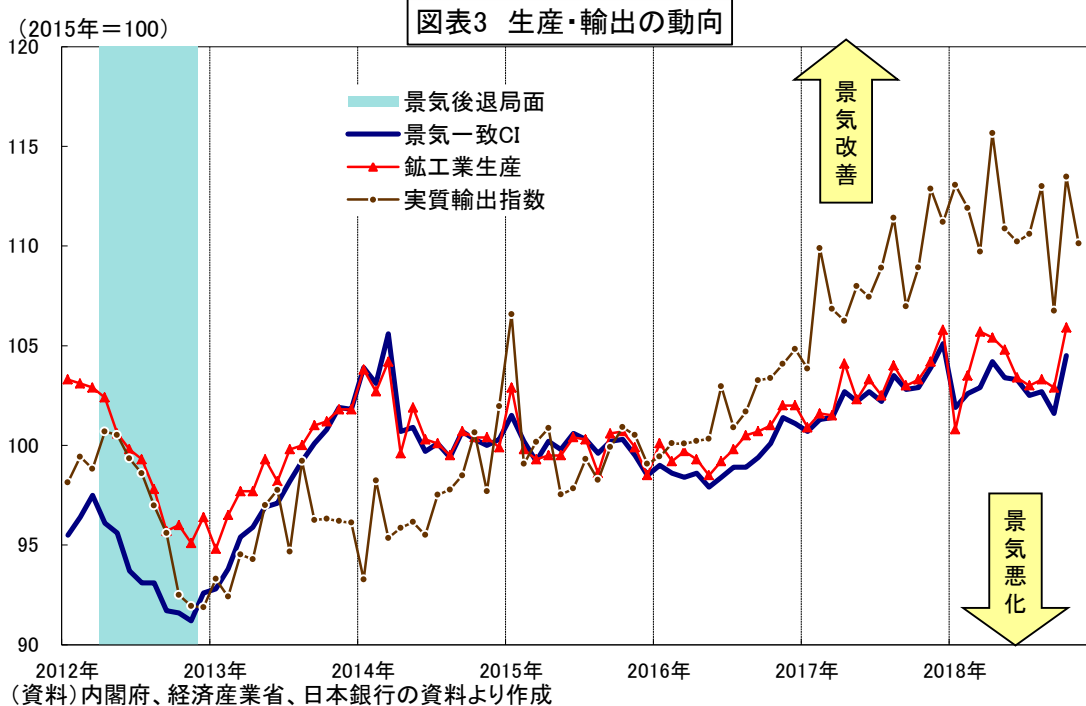


(資料)米国商務省経済分析局 (注)2018年の数値は既発表分の年率換算値。

米中の覇権争いが進行

米中貿易摩擦は、もはや両国間の貿易不均衡の是正を目指すというより、覇権争いという性格が強まっている。背景には、15年5月に発表された『中国製造2025』で示された、建国100周年を迎える49年までに世界の製造強国の先頭グループ入りするという国家目標に対して、米国が強い警戒感を抱いていることがある。トランプ政権は発足以降、中国に対して、国内ハイテク産業に多額の補助金を投じる政策を問題視してきた。また、18年8月13日に発効した19会計年度の国防権限法(National Defense Authorization Act : NDAA2019)では、国家安全保障上の観点から米政府機関およびその取引企業がHuawei、中興通迅(ZTE)、杭州海康威視数字技術(Hangzhou Hikvision Digital Technology)、海能達通信(Hytera Communications)、浙江大華技術(Zhejiang Dahua Technology)といった中国5企業およびその子会社・関連会社の販売する製品や提供するサービスを使用することを禁じた。HuaweiのCFO身柄拘束等を受けて、日本を含めた主要国は安全保障上の理由からHuaweiなどの製品などを排除する動きも見られるが、当該製品には日本製の部品も使用されている等、日本経済にも影響が及ぶのは避けられないだろう。

なお、中国政府は『中国製造 2025』の目標達成時期の一部先送りなどの見直しを検討しているとも報じられるが、根底に横たわる問題の解決につながる可能性は薄く、19年も対中問題を中心に、米国の保護主義的な姿勢に注目が集まるだろう。



景気の現状：足踏み

国内経済に目を転じよう。日銀短観（12月調査）によれば、代表的な大企業・製造業の業況判断DI（「良い」－「悪い」、%ポイント）は19と、前回9月から横ばいだった（同・非製造業のDIは24と2期ぶりの改善）。戦後最長の景気拡張期間に並ぼうとしていることもあり、DIは23期連続のプラス（＝「良い」超）と、統計開始以来の長さを更新するなど、景況感自体は企業規模や業種を問わず、決して悪くない。

しかし、17年12月（26）をピークにDI自体は低下しており、自然災害からの復旧効果によって4期連続の悪化を免れたに過ぎないこともまた事実だ。事前予想を上回った景況感、前年度比8.9%へとさらに上方修正された18年度設備投資計画調査（全産業＋金融業、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除く）にもかかわらず、短観発表後の金融市場は設備投資関連業種の先行きDIの悪化を悲観視する動きが散見された。

10月の経済指標の堅調さはあくまで一時的

それ以外の主要指標を確認すると、10月はいずれも大きく落ち込んだ9月分からの持ち直しが確認できた。例えば、10月の実質輸出指数は前月比6.2%と4月に次ぐ水準まで戻った。11

景気見通し：趨勢的に減速していく

月分は再び低下したものの、10～11月を均すと、7～9月平均を上回っている。また、鉱工業生産も同2.9%と直近ピークだった17年12月の水準を更新、第3次産業活動指数は統計開始以来の最高である08年3月の水準を回復した。

それ以外でも、消費総合指数も同0.3%、コア機械受注（船舶・電力を除く民需）も同7.6%と、民間需要も堅調であった。しかし、10月分の指標には自然災害の影響で下押しされた分のリバウンドが含まれていることを踏まえれば、一時的な上振れに過ぎず、継続性のある動きとの評価は難しい。

先行きについては、米国の逆イールド発生、中国の消費減速など、主要国で景気鈍化のシグナルが点灯するなど、世界貿易の拡大テンポは今後も弱まると思われるほか、冒頭でも触れた米中貿易摩擦の影響が徐々に出始める可能性があり、輸出環境はさらに厳しくなるだろう。また、19年度には五輪特需が一巡するなど、民間設備投資もピークアウトする可能性が高い。さらに、人手不足感の強まりに伴い、供給制約が一段と意識されていくこと等から、19年入り後の日本経済はソフトランディングに向けた動きが強まるだろう。それでも、19年度前半は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の発生、新天皇即位や改元などの祝賀ムードもあり、表面的には景気は底堅く推移するが、年度下期には一気に調整色が強まる可能性があるだろう。

当総研では、経済成長率が前期比年率▲2.5%（第1次速報では同▲1.2%）に下方修正されたGDP第2次速報の発表を受けて、11月に取りまとめた「2018～19年度改訂経済見通し」の見直しを行った。10～12月期にはリバウンドによりプラス成長に戻るものの、18年度は0.6%成長にとどまるほか、19年度は景気がピークアウトすることを想定し、0.3%成長へさらに鈍化すると予測した。

19年度は財政支出が拡大

なお、政府は災害復旧費などを計上した第1次補正予算に続き、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等を盛り込んだ第2次補正予算案（追加の歳出は約3兆円）の編成を進めている。

同時に、19年度一般会計予算案の編成作業も大詰めを迎えている。19年10月に予定する消費税率10%への引上げを乗り切るため、万全の対策を講じる方針であり、そうした消費税対策

物価動向：エネルギー要因で先行き再び鈍化の見込み

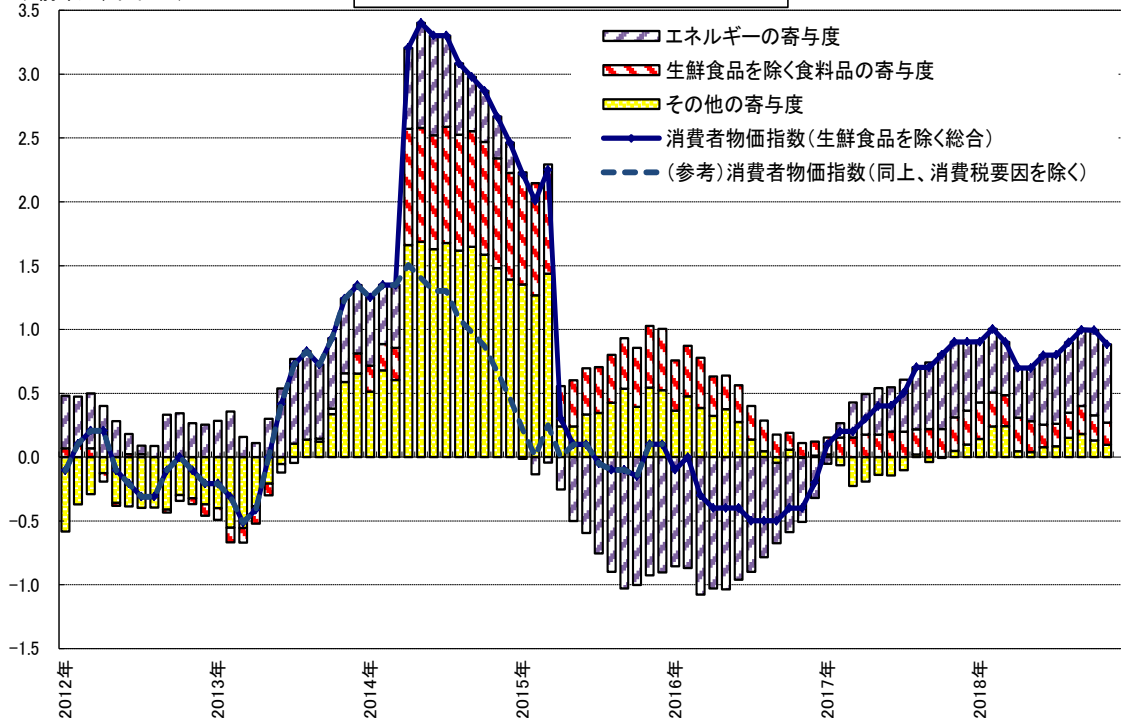
を予算計上する結果、歳出規模は初の100兆円超となる見込みである。19年度にかけて積極的な財政政策が展開されることになる。

11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、9、10月分（同1.0%）から鈍化した。また、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」も同0.2%と、8～10月分（同0.3%）から上昇率が縮小するなど、夏場以降の上昇率持ち直しの動きは途絶えてしまった。需給改善に伴う物価押し上げ効果が依然として鈍いことに加え、エネルギーの押し上げ効果も一巡していることが確認できる。

先行きについては、継続的な賃金上昇や堅調とされる冬季賞与などによる家計所得の改善自体は消費持ち直しを下支えし、需給改善効果を高めることが期待される。一方で、10月以降の原油下落に伴って、エネルギーによる物価押し上げ効果が剥落することが想定される。エネルギー安は家計の実質購買力を高めるものの、物価に対しては短期的には押し下げに働くことから、コア指数は再び鈍化し始める可能性が高いだろう。

(%前年比、ポイント)

図表4 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

金融政策：現行緩和策の継続を決定

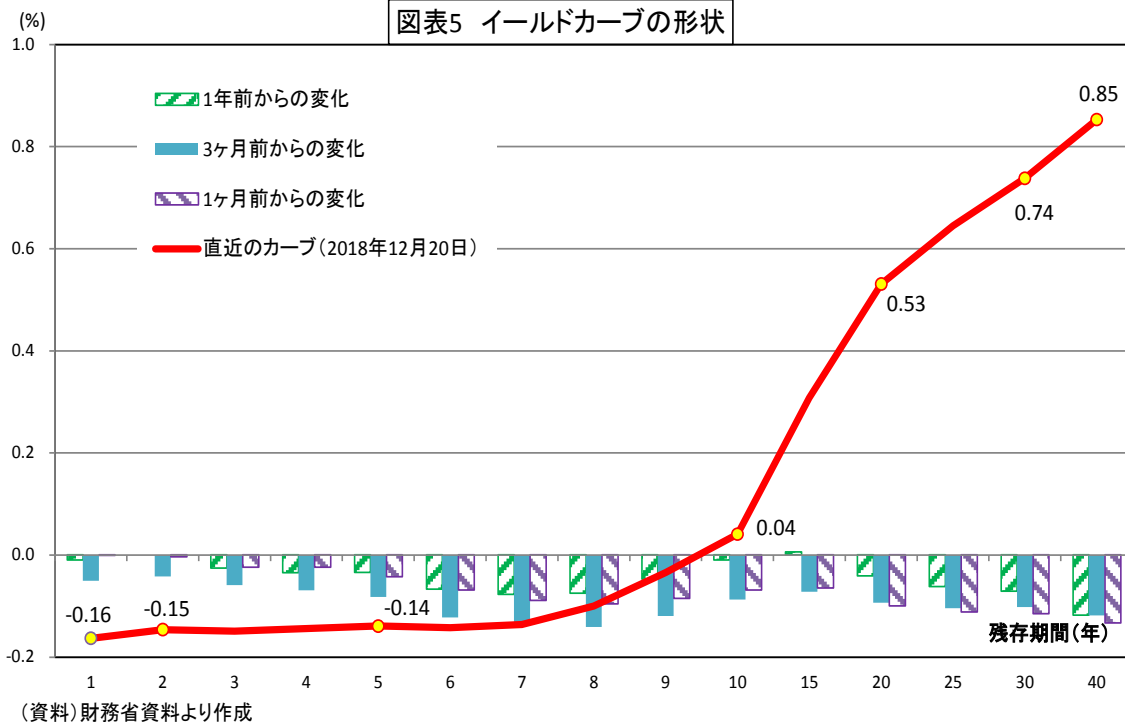
12月19～20日に開催された日銀の金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続が決定された。全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比1%程度まで上昇率を回復させたが、エネルギー価格がこのまま鈍化・下落すれば先行き足踏みする可能性があること、加えて日銀が黒田総裁を筆頭に物価上昇率が2%に達成するまで緩和政策を粘り強く継続すると繰り返していることを考慮すると、妥当な内容といえるだろう。

来るべき景気悪化時への対応

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（長短金利操作や資産買入れ方針）は粘り強く継続されるだろう。加えて、景気動向への配慮も必要となってくる可能性もある。

10月の展望レポートでは物価見通しがさらに下方修正されたが、最近の原油価格を考慮すると、一段の下方修正もありうるほか、内外経済の減速感が強まれば、「外需にも支えられて、景気の拡大基調が続く」との見通しも修正を迫られることになる。万一、景気がピークアウトした場合、金融政策にも何らかの対応が求められることもありうるが、国債やETFの買入れ増額などが検討されるだろう。

図表5 イールドカーブの形状



金融市場：現状・見通し・注目点

長期金利は再び低下

長期金利はしばらく0%台前半での展開を予想

10月には米国金利の急上昇への警戒が高まり、世界同時株安となったが、最近では世界経済の先行きに対する悲観論も浮上、リスクオフの流れから「株安・金利低下」が進んでいる。

以下、長期金利、株価、為替レート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44.6%を保有するに至っている（18年6月末、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1月に導入が決定されたマイナス金利政策を受けて、長期金利（新発10年国債利回り）はマイナスが常態化した。その後同年9月から開始されたイールドカーブ・コントロール政策に「長期金利の操作目標（10年0%程度）」が組み込まれたことで、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た。日銀は操作目標から外れないよう、金利上昇圧力が高い際には指し値オペや買入れ額増額で、低下圧力が高い際には買入れ額を減額し、巧みに調整してきた。

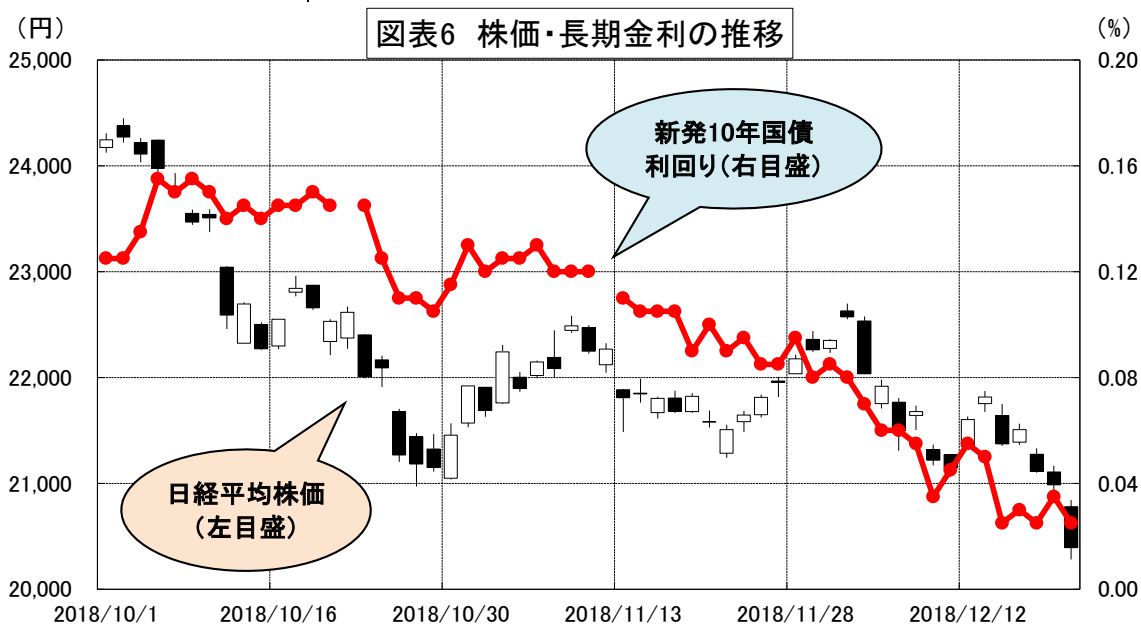
こうした中、日銀は7月の金融政策決定会合で「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」と称して長期金利の操作目標の柔軟運用を決定したため、10月半ばにかけて長期金利は0.1%台半ばでの推移となった。しかし、最近では株価の調整が続くなど、内外景気の先行きに対する不透明感が強まったことから、再び0%近くまで低下している。

なお、最近の世界経済の先行き懸念は悲観的過ぎるよう思われ、それが修正される過程では金利水準が多少上昇する場面はあるだろう。特に、米国では労働市場での需給逼迫が続いており、賃金・物価の上昇圧力が高まる可能性はある。一方、国内景気に関してはソフトランディングに向かうほか、物価も鈍い状態が続くと想定されるため、金利上昇圧力は乏しい状況が続くものと思われる。

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%としている以上、長期金利がそのレンジを外れる可能性は低く、しばらくは0%台前半での推移となる

だろう。

引き続き、オペのオファー額や頻度、毎月末に提示される「当面の長期国債等の買入れの運営について」での各年限ゾーンの買入れペースの動向が注目されるだろう。



軟調な展開が続く

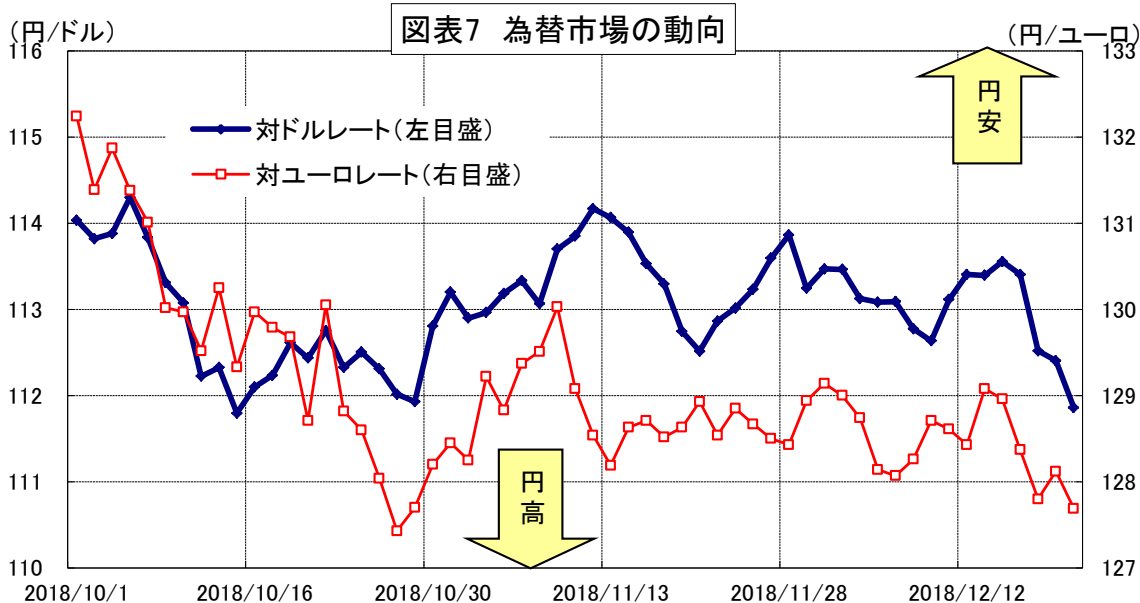
② 株式市場

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。4月に入ると米国株の上昇や地政学的リスクの緩和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や新興国リスクへの警戒もあり、夏場にかけて上値の重い展開が続いた。しかし、9月には米国が中国への新たな追加関税措置を公表したが、市場で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月上旬には一時は24,448円と、バブル崩壊後の最高値を再び更新した。

その直後、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、世界的に株価が下落した。年末にかけても世界経済の先行き懸念が漂うなか、国内企業業績も下り坂との思惑も浮上、12月下旬には20,282円と年初来安値を更新するなど、軟調な地合いが続いた。

先行きについては、最近の市場を覆っている悲観論はやや行き過ぎと思われ、それが後退する過程では持ち直し傾向が強ま

ることは十分ありうる。しかし、内外景気が先行き減速する可能性は残ることから、戻りは限定的で、基本的には一進一退で推移するものと思われる。



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

方向感なく、1ドル = 110 円台前半の 推移

③ 外国為替市場

対ドルレートは、2月の世界同時株安や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た。なお、足元では米国の利上げペースの鈍化を見込み、やや円高圧力が高まっている。

なお、最近ではFRB関係者からハト派的な発言も聞かれるようになったとはいえ、米国であと数回の利上げは実施される公算自体は円安材料であることに変わりはない。しかし、利上げが最終局面に近づいているとの思惑が市場を支配してくれば、円高に振れやすくなることも十分ありうる。また、トランプ米大統領は米FRBの利上げ継続姿勢や中国・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、ドル高への警戒姿勢を強めている。

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

ユーロも 120 円台 後半でもみ合い

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。一方、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、直近に至るまで概ね 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、資産買入れを終了した ECB は利上げフェーズに移行できるかが焦点となるが、世界的に景気減速が意識される中、当初「19年夏」までは据え置くとしている期間が長引くとの観測も強まっている。

(18. 12. 20 現在)



農林中金総合研究所

2018～19年度改訂経済見通し

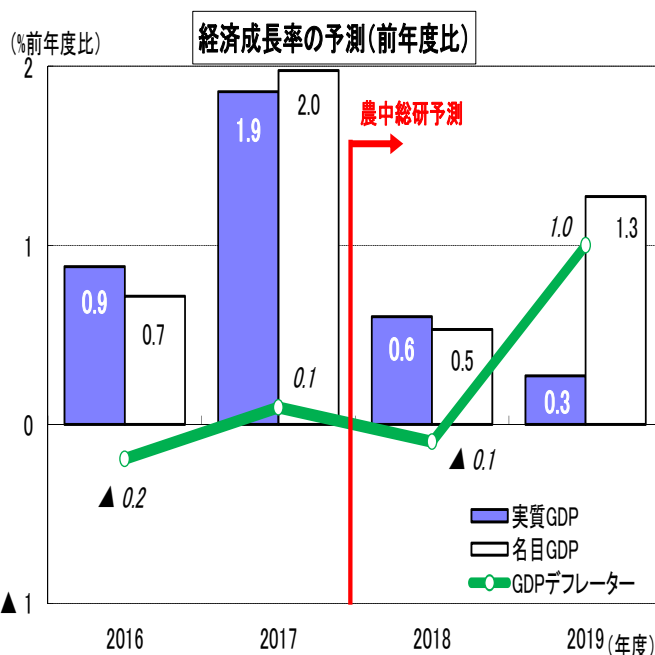
(2次QE後の改訂)

～2018年度:0.6%成長、19年度:0.3%成長(ともに下方修正)～

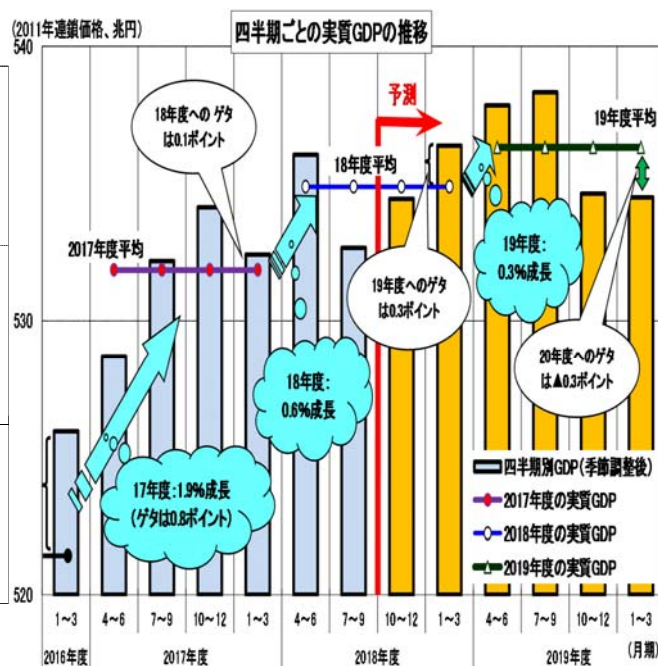
2018年12月10日

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



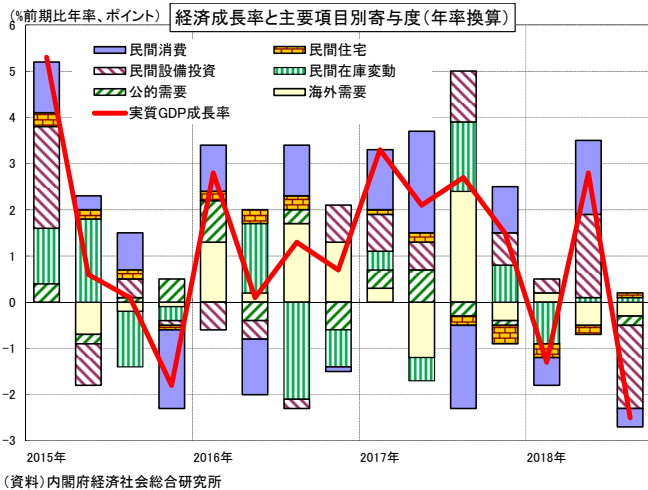
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2018年7～9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7~9月期のGDPは年率▲2.5%へ大きく下方修正
 - 7~9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▲2.5% (1次QE: 同▲1.2%)へ下方修正、17四半期ぶりのマイナス幅
 - 需要項目別にみると、民間住宅投資、民間在庫変動は上方修正されたが、民間企業設備投資が大きく下方修正されたほか、民間消費、公共投資も小幅ながらも下方修正
 - 民間企業設備投資は前期比▲2.8% (1次QE: 同▲0.2%)と9年ぶりの落ち込みに
 - GDPデフレーターは前年比▲0.3%で修正なしだったが、実質雇用者報酬は前期比▲0.4% (1次QE: 同▲0.5%)へ僅かながらも上方修正
- 17年度SNA年次推計等により、15年以降のGDP水準が下方改訂に

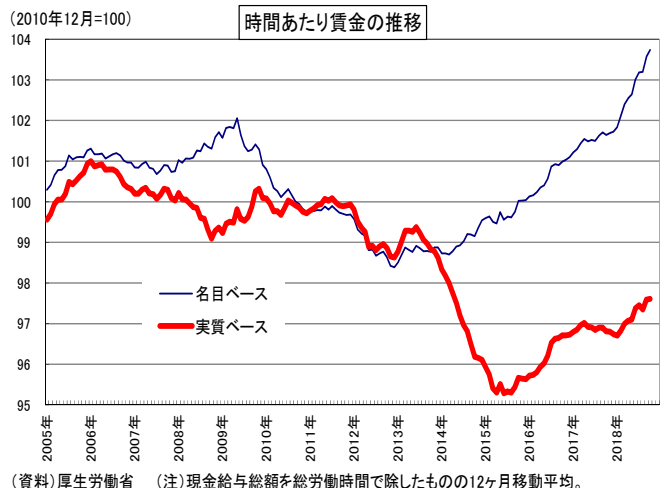
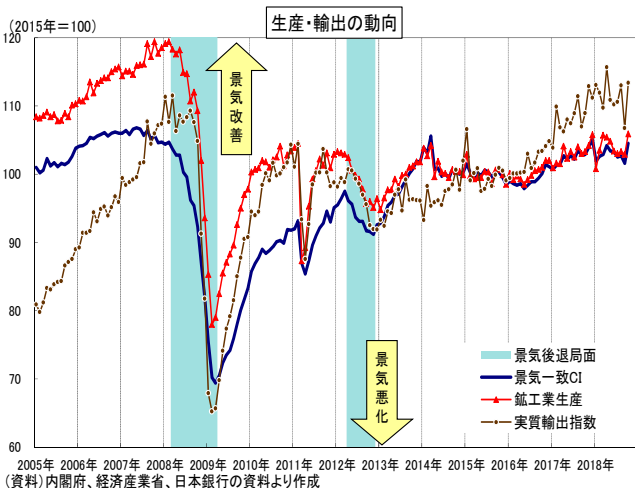


農林中金総合研究所

3

2 前回見通し発表後の経済指標の動き

- 国内景気は足踏み
 - 輸出、生産、消費、民間設備投資関連の指標には、自然災害などの影響で落ち込んだ9月分からの持ち直しも散見されている
 - しかし、18年度に入ってから輸出数量は頭打ちでの推移となるなど、世界経済・貿易の拡大テンポが鈍っている
 - 10月の鉱工業生産(速報)は前月比2.9%と2ヶ月ぶりの上昇、かつ直近ピークの17年12月を上回ったが、減少した9月分の反動も含まれており、この水準を維持するのは厳しい
 - 一方、雇用環境は堅調さを維持、緩やかながらも賃金も上昇しており、消費を下支え
 - 全国消費者物価(生鮮食品を除く)は、18年春の鈍化を経て、9、10月と前年比1%まで戻している

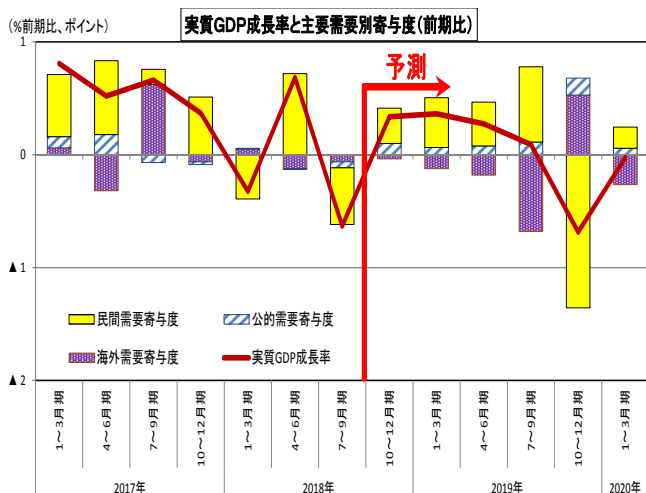


農林中金総合研究所

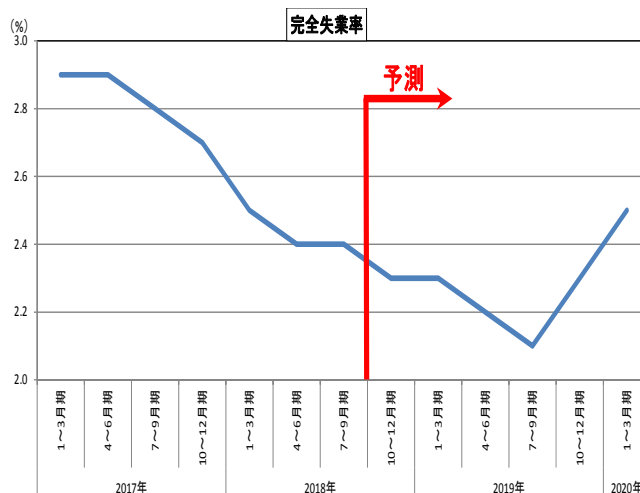
4

3 日本経済・物価の見通し

- 経済見通し ～2018年度は0.6%成長、19年度は0.3%成長(ともに前回予測から下方修正)と予測～
 - 足元10～12月期は、自然災害などの影響で落ち込んだ7～9月期からの持ち直しに加え、設備投資意欲に底堅さも残っていることから前期比年率1.3%とプラスに転換
 - ただし、世界経済・貿易の拡大ペースは鈍化しており、国内景気の起因となる輸出は伸び悩むと思われる
 - 輸出減速は生産や設備投資に波及し、日本経済はソフトランディングの動きが強まっていく
 - 労働需給の引き締まりに伴う家計所得の改善、さらには19年10月に予定される消費税率引き上げを控え、19年度上期まで消費は改善傾向を続けるが、その後は反動減が出る
 - 政府は手厚い消費税対策を講じる方針であるが、にもかかわらず19年度下期は全般的に調整色が強まるのは避けられない

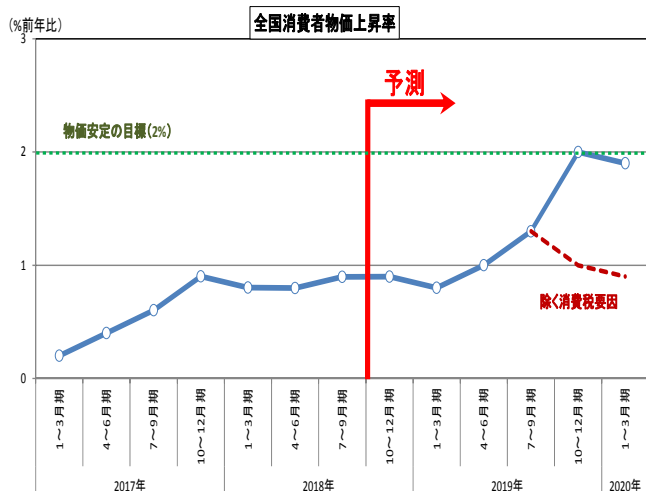


農林中金総合研究所

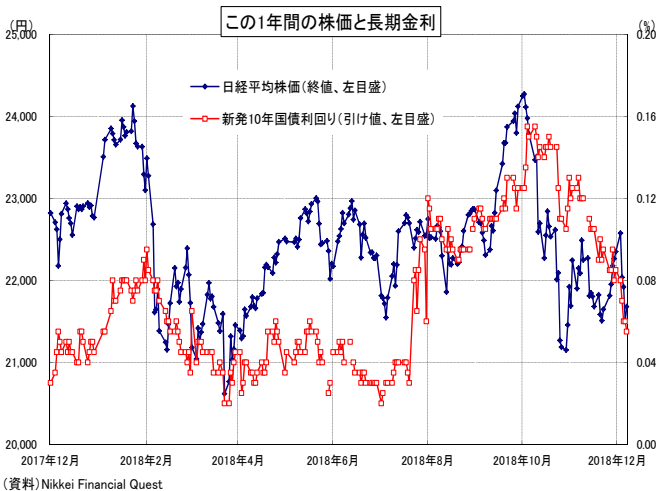


5

- 物価見通し ～2018年度は同0.8%、19年度は同1.0%(除く消費税要因)と予測～
 - 消費の勢いがまだ弱い中、10月以降の原油安がエネルギーの物価押し上げ効果を弱めることから、18年度内の物価は再び弱含む
 - 19年度上期は消費税率引上げ前の駆け込み需要によって前年比1%台を回復するが、下期は鈍化へ
- 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り、一旦は金利水準が上昇
 - 超低金利環境の長期化による金融機関経営や金融システムへの悪影響が懸念されるが、物価安定目標の達成が見通せない中、景気悪化へ配慮もあり、当面は現行政策を粘り強く継続するだろう



農林中金総合研究所



6

堅調な指標を受け、18年4回目の利上げを決定

～米中貿易摩擦は90日間の「休戦」入り～

佐古 佳史

要旨

12月1日に行われた首脳会談の結果、米中貿易摩擦は90日間の「休戦」に入ったものの、本格的な解決に向かうのは困難だと考えられる。

総じて好調な経済指標が確認されるなか、12月のFOMCでは利上げが決定された。合わせて公表された経済見通しによると、19年の利上げ回数の見通しは、9月時点の3回から2回へと下方修正された。

米中貿易摩擦は「休戦」へ

12月1日に行われた首脳会談の結果、中国が米国産農産物の輸入拡大や知的財産権侵害への対策を検討することを条件に、現在10%の追加関税が課せられている2,000億ドル相当の中国製品に対して25%への追加関税の税率引き上げ措置が3月1日までの90日間延期された。これを受けて、米中貿易摩擦は「休戦」状態になったものの、この90日間で中国が昨今の米中貿易摩擦についての改善策を示し米国がそれに合意するのは困難との見方もあり、現時点では本格的な解決に向かうのは困難であろう。

雇用増加ペースはスローダウン

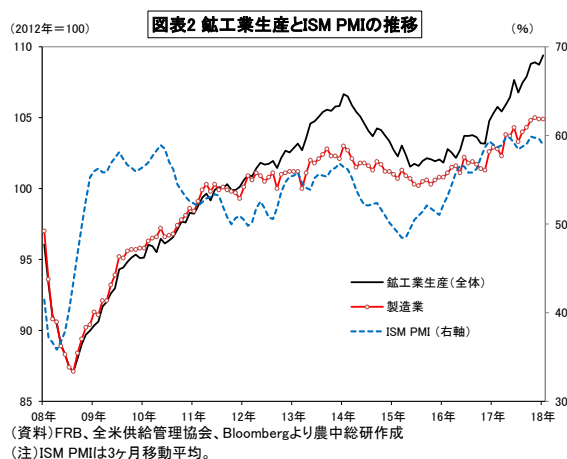
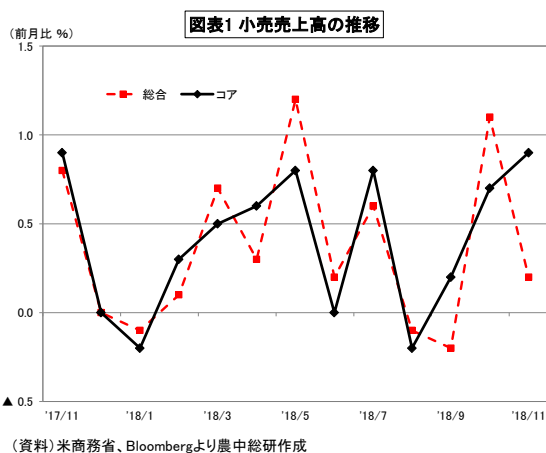
足元の指標を確認してみると、11月の非農業部門雇用者数は前月から15.5万人増と、23.7万人増と増加ペースが速かった10月から減速し、米国経済の成長率は堅調に推移しながらも徐々にスローダウンしていると示唆する内容となった。失業率と賃金上昇率はともに10月から変わらず、それぞれ3.7%、前年比3.1%となった。10月は求人件数、失業者数とも9月から増加したが、求人件数(708万人)が失業者数(608万人)を上回る状態が8ヶ月継続している。また、全年齢区分における労働参加率は10月から変わらずの62.9%、25～54歳のプライムエイジでは前月からわずかに低下して82.2%となった。全体としては、労働市場のひっ迫度合いが増していると考えられる。

好調な消費と生産

11月の小売売上高(総合)は前月比0.2%の伸びとなった。自動車やガソリン、建材、食品サービスを除いたコアは同0.9%と高い伸びを示した。また、10月の個人消費支出は同0.6%(実質では同0.4%)であり、消費の堅調さが持続している。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。

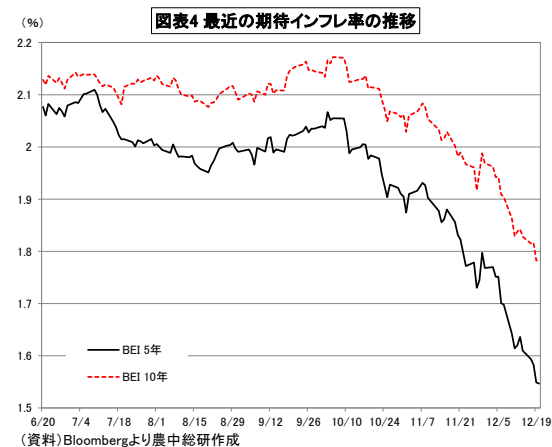
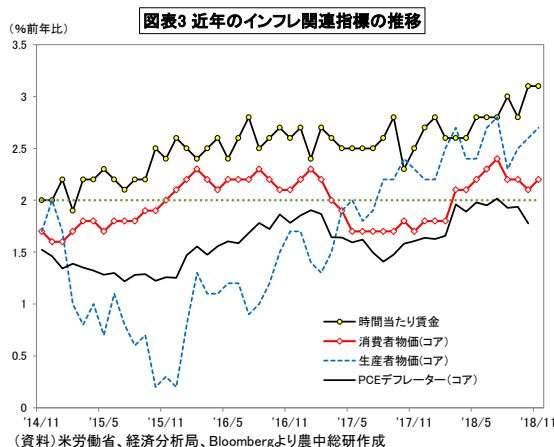
企業部門については、11月の鉱工業生産は製造業が前月比0.6%となり、10月分も速報値の同▲0.2%から0.1%へと上方修正された。先行きに関しては、ISM 製造業景況指数が59.3%、非製造業景況指数が60.7%と非常に堅調な推移が続いていることや、製造業景況指数の受注指数が10月の57.4%から62.1%へと急上昇したなどからも当面の拡大基調が持続すると考えられる。



2% 前後で安定しているインフレ率

インフレ関連指標をみると、11月のコア生産者物価指数は前年同月比2.7%、コア消費者物価指数は同2.2%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)の上昇率は10月に入ると同1.8%へと低下した。

米国経済や世界経済の先行き懸念が高まったことや、パウエルFRB議長が急速にハト派化したことなどを受け、期待インフレ率(ブレイク・イーブン・インフレ率)は低下傾向を強めた。一方で、ヘルスケア関連のインフレ率が底打ちの兆しがあることや賃金上昇率の高まりを背景に、先行きは緩やかな上昇が見込まれる。



19年の利上げ見 通しを2回に下 方修正

こうした堅調な指標が確認されるなか、12月18～19日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利の誘導水準が2.25%～2.50%に引き上げられた他、漸進的な利上げ継続の姿勢が示された。また、経済の先行きに関するリスクは概ね均衡しているとしつつも、FRBは世界経済と金融情勢に注意し、経済の先行きに与える影響を評価していく旨も表明された。

同時に公表された経済の先行きについての大勢見通しでは、19年のGDP成長率が9月時点からわずかに下方修正され2.3～2.5%となった。

FOMC参加者の政策金利予想を示すドットチャートから19年以降の利上げ方針について考えると、19年は2回と9月時点から1回下方修正され、20年は9月時点と変わらずの1回となった。また、中立金利の一つの参考値となる長期における政策金利水準の中央値も9月時点の3.0%から2.75%へと引き下げられた。

全般としては、堅調な成長を続ける米国経済を背景に利上げを継続するという標準的な内容となったといえる。一方、世界経済減速への懸念の強まりや、足元の株式市場の下落などを受けて、12月利上げの見送りなど、よりハト派色の強い金融政策を期待していた市場参加者には、ややタカ派な印象を与えるFOMCとなった。

図表5 FRB大勢見通し(12月時点)

	2018年	2019年	2020年	2021年	長期見通し
実質GDP (％前年比)	3.0～3.1	2.3～2.5	1.8～2.1	1.5～2.0	1.8～2.0
9月時点 (％前年比)	3.0～3.2	2.4～2.7	1.8～2.1	1.6～2.0	1.8～2.0
失業率 (%)	3.7	3.5～3.7	3.5～3.8	3.6～3.9	4.3～4.6
9月時点 (%)	3.7	3.4～3.6	3.4～3.8	3.5～4.0	4.3～4.6
PCEデフレーター (％前年比)	1.8～1.9	1.8～2.1	2.0～2.1	2.0～2.1	2.0
9月時点 (％前年比)	2.0～2.1	2.0～2.1	2.1～2.2	2.0～2.2	2.0
コアPCEデフレーター (％前年比)	1.8～1.9	2.0～2.1	2.0～2.1	2.0～2.1	
9月時点 (％前年比)	1.9～2.0	2.0～2.1	2.1～2.2	2.0～2.2	
政策金利(中央値) (%)	2.375	2.875	3.125	3.125	2.75
9月時点 (%)	2.375	3.125	3.375	3.375	3.0

(資料)FRBより作成

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

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、FRBの利上げペースを後押しする堅調な経済指標を背景に、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たが、世界経済の先行き懸念が強まるなか、パウエル議長が11月28日の講演において突然ハト派的な印象を与えたことなどから金利は低下し、12月入り後は3%を下回って推移している。

先行きに関しては、米議会予算局 (CBO) の経済見通しによると、19 会計年度 (18 年 10 月～19 年 9 月) の財政赤字が 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金利上要因となる。一方で、世界経済の減速懸念も強まっていることや、相対的に高金利な米国債に対する需要が金利低下圧力として働くだろう。以上から、米長期金利 (10 年債利回り) は 3% 前後で推移すると思われる。



株式市場：一進一退の展開

株式市場では、10 月に入り急速な金利上昇と貿易摩擦への懸念が再燃したことで、株価は急落した。中国経済への減速懸念や、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が続いた。11 月 6 日の中間選挙前後に株価が戻る場面あったものの、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、総じて軟調な展開が続いた。足元では、米中貿易摩擦への警戒感や世界経済の先行き懸念が台頭し、下落基調で推移している。

先行きについても足元で強まっている悲観的な見方が短期間で後退する可能性は低く、本格的な株価上昇は難しいと思われ、一進一退の展開が続くと予想される。 (18. 12. 20 現在)

2019年の経済運営の基本方針は安定成長を目指す

～引き続き米中通商協議の動きを注視～

王 雷軒

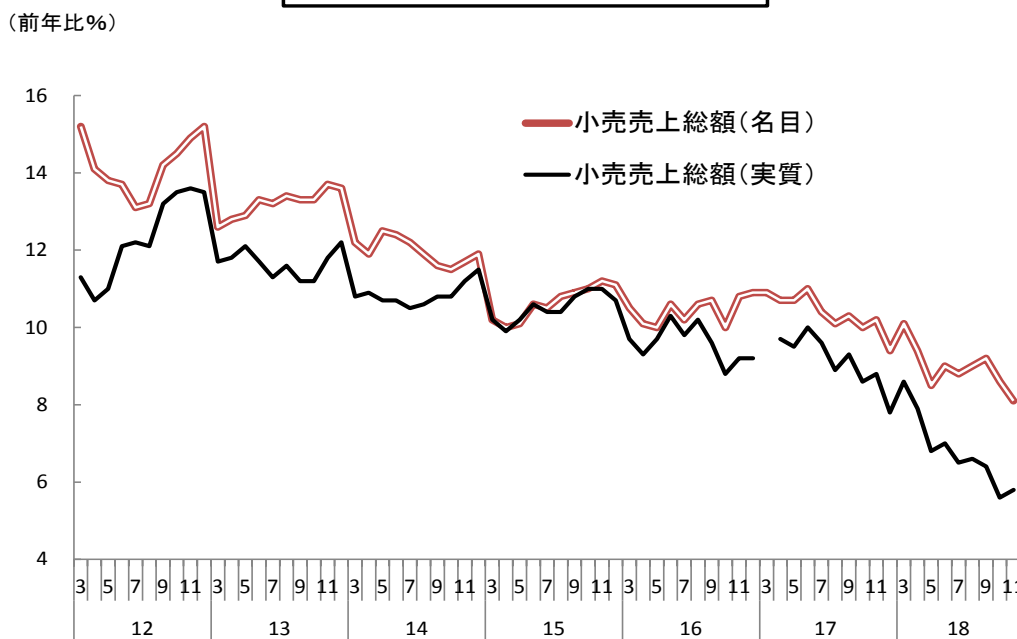
要旨

実質 GDP 成長率が前年比 6.5%と 9 年半ぶりの低い伸びとなった 2018 年 7～9 月期以後の指標からは、投資が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。当面は安定成長を維持するために、金融・財政政策の強化を通じて景気を下支えする動きが続く可能性は高く、大幅な成長鈍化には至らないと見込まれる。

下振れ圧力はあるものの、足元ではやや和らぐ

2018 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.5%と 09 年 1～3 月期以来 9 年半ぶりの低い伸びとなった。その後も下振れ圧力は続いたものの、10～11 月分の経済指標からは幾分和らいだと見られる。

図表1 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。

11月の個人消費は弱含み

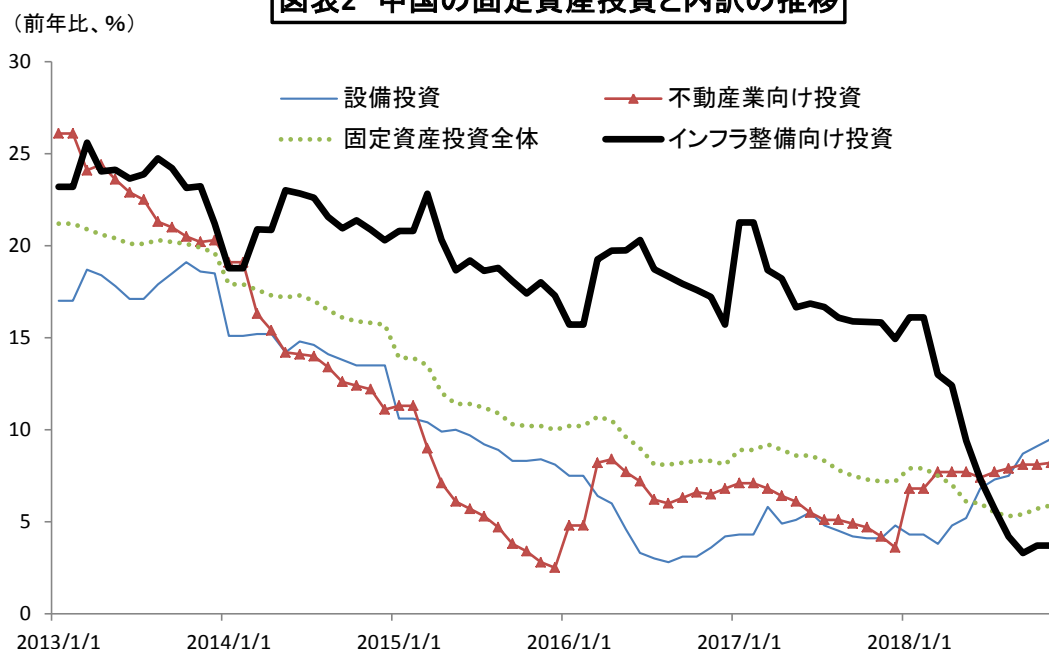
まず、個人消費について見てみよう。11月分の小売売上総額は前年比 8.1%と 10月(同 8.6%)から伸び率が一段と低下した(図表 1)。このうち、ネット販売を通じた小売売上総額は二桁を上回る伸びが続いた一方、自動車販売台数は同▲13.9%と 5ヶ月連続で前年割れとなった。加えて、スマートフォンな

どの通信機器販売も落ち込んだことが、消費全体を押し下げた。

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。

先行きについては、減税効果により多少改善すると見込まれるが、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ため、急速な回復は期待しにくい。

図表2 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11月。

11月の固定資産投資は底入れ確認

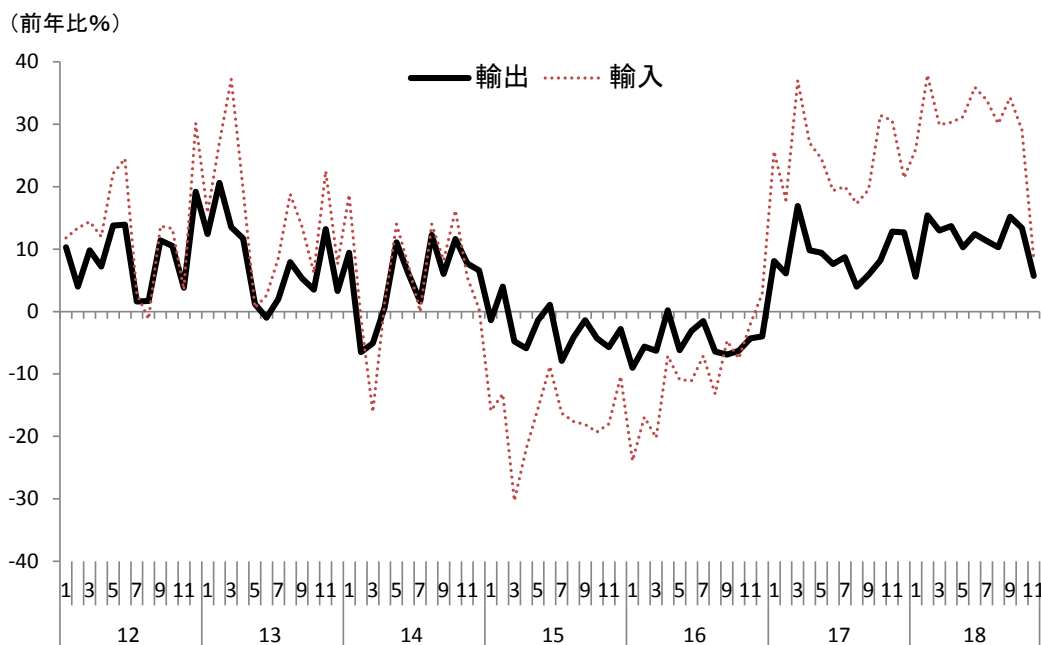
投資については、1～11月期の固定資産投資は前年比 5.9%と1～10月期(同 5.7%)から伸びが持ち直すなど、底入れが確認できた(図表2)。

内訳を確認すると、設備投資および不動産業向け投資は引き続き持ち直し基調にある。加えて、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にもようやく底入れの動きが出始めている。ただし、冬季につき、中西部での公共工事の着工などが遅れていることもあり、想定した効果は今のところ顕

著には現れていない。

先行きについても、地方政府および国有企業のみならず、社債発行支援や借り換え金利の優遇などを通じて中小企業や民間企業への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基調は続くと思込まれる。

図表3 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)ドルベースで前年同月比。

11月の輸出・輸入はいずれも大幅に鈍化

他方、11月分の輸出入額はいずれも大幅鈍化した。輸出は前年比5.7%と9月(同15.2%)、10月(同13.4%)から伸びが大きく鈍化した(図表3)。対米貿易についても、11月分の輸出額は前年比9.8%と9月(同14.0%)、10月(同13.2%)から減速した。

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、対米輸出については、前倒し輸出の反動も想定されることから、19年入り後には輸出の大幅な鈍化が予想される。

米中首脳会談における通商関連の合意項目

こうしたなか、米中首脳会談(12月1日)がアルゼンチンのブエノスアイレスでG20サミットに合わせて開催された。

会談終了後、米中がそれぞれ会談の内容を発表した。ホワイトハウスの声明によると、米中両国は、中国の米企業に対する強制的な技術移転、知的財産権の保護、非関税障壁、サイバー

米中首脳会談後の進展と今後の行方

攻撃、サービス業や農業分野の市場開放に関する中国の構造的・制度的な問題を是正するための交渉を、今後 90 日間（3 月 1 日まで）を期限に開始することで合意した。

この間、米国は当初 19 年初から予定していた中国からの輸入品 2,000 億ドルに対する制裁関税率の引き上げ（10%を 25%に）を猶予するとした。

また、交渉が合意に達した場合、中国は両国の貿易不均衡を是正するために、米国から大量の農産物、エネルギー、工業製品、そのほかの製品を購入することを約束した。ただし、このうち、農産物については、合意にかかわらずすぐに購入を開始することに合意した。

なお、90 日後に合意に至らない場合は、制裁関税率を 25%へ引き上げるとしている。

このように、19 年 1 月からの追加関税率の引き上げは米中首脳会談を経て「一時休戦」で合意した。ただし、米中双方の発表の内容には認識の相違もある。

中国側の発表資料では、米中両国は「新たな関税措置の停止に加え、米中間ですべての制裁関税の撤廃や相互利益をめぐる具体的合意に向けた協議を始めることで合意した」との内容だった。強制的な技術移転などの具体的交渉項目や 90 日間の期限には触れていない。

その後、中国の劉鶴副首相が 12 月 11 日にムニューシン米財務長官、ライトハイザー通商代表部（USTR）代表と電話会談を行った。双方は先の中首脳会談で合意した内容に基づき、タイムスケジュールやロードマップについて意見交換した。

中国側の誠意を示すと受け止められた動きとして、中国は米国からの自動車輸入関税率を現行 40%（15%+25%の追加関税措置）から 15%に引き下げることを発表した（19 年 1 月 1 日から 3 ヶ月間）。また、中国の最高裁判所が 12 月 13 日に知的財産権をめぐる規定を公表した（19 年 1 月 1 日施行）こと、中糧（COFCO）が米国産の大豆を購入したことも米国への配慮とも捉えられる。

このように、米中首脳会談の決裂という最悪の事態を回避するとともに、通商協議が一定の合意に向かって再開されたことは、前向きに受け止められよう。

最先端産業の国家による育成・支援策である「中国製造 2025」

中国ファーウェイの 幹部逮捕は新たな懸 念材料として浮上

19年の経済運営の基

への補助金廃止などは米国の要求リストに入っていないことから、今回 90 日以内に一定の合意に至る可能性はひとまず高まったと思われる。

また、20年の大統領選挙で再選を目指しているトランプ大統領にとっては、中国への強硬なスタンスに有権者からの一定の支持があるとしても、再選前の景気後退はなんとしても回避したいであろう。その意味では、米中経済摩擦のさらなる激化については当面回避される可能性があるのではなかろうか。

ただし、対中強硬派のライトハイザー USTR 代表が交渉の責任者を務めることになり、米国が交渉で強硬なスタンスを崩さない姿勢が改めて示された。交渉項目が外された「中国製造 2025」も今後どのように取り扱われるかは不明だ。10月4日のペンス米副大統領による講演などからみれば、米中対立は経済や技術力をめぐる覇権争いが根底にあるだけに、根本的な収束には長い年月を要するだろう。

いずれにしても、両国間の通商協議はこれまでの膠着状態から一時停戦に転じたが、3月1日まで協議がまとまるのかどうかは予断を許さず、今後も注視する必要がある。

こうしたなか、新たな懸念材料も浮上した。華為技術（ファーウェイ、HUAWEI）の最高財務責任者（CFO）孟氏が米国の要請を受けてカナダで逮捕された。報道によれば、同 CFO は米国のイラン制裁に違反する金融取引に関わった疑いを持たれているようだ。

ファーウェイは「中国製造 2025」の中核を成す民営企業の一つであり、第 5 世代移動通信システム（5G）の構築という国策を担っているとされ、孟氏は創業者の任正非氏の娘で、後継者候補とされる人物だ。

米国側は同社がスパイ、サイバー窃盗などに関わっているとし、米国の通信大手は同社製品の利用が事実上禁止されている。さらに、オーストラリア、ニュージーランド、日本などの同盟国が米国の要請に応じている。

孟氏は一旦保釈されたものの、今後、中興通信（ZTE）のように、孟氏個人ではなく、同社に制裁措置を発動する可能性もあり、米中通商協議を難航させる材料となる可能性は否めないだろう。

一方、国内に目を向けると、12月11日、共産党中央が中南

本方針は安定成長の維持

海で党外有識者座談会を開催した。同座談会で、習近平総書記は19年の経済運営について、安定成長を保つために、「積極的財政政策と穏健的な貨幣政策（中立的金融政策）」の実施を継続することを強調した。

また、18年の経済活動を総括したほか、19年の経済運営の方針を決める「中央経済工作会議」に先立つ形で、13日には習総書記が主催する共産党中央政治局会議も開催された。

この会議では、19年が中国建国70周年であることを強調したうえで、「小康社会（ゆとりのある社会）」の達成に向けて、「強い国内市場を形成するとともに、経済の全体的な水準を高める」ほか、「安定した成長や改革を通じて、国民生活の向上を図るとともにリスク抑制に取り組み、経済成長を合理的な水準で推移させる」との方針が示された。経済運営の基本方針として、安定を保ちながら前に進むこと、つまり「穩中求進」が挙げられている。

また、優先的に取り組む3つの課題として金融リスクの抑制、貧困対策、環境保護について、「すでに決められている計画に基づき、未着手の課題に焦点を当てることで対応を強化する」との方針も示された。

19年の中国経済は前年比6.5%と予測

以上の内外情勢を踏まえつつ先行きの経済を展望すると、輸出の鈍化が見込まれる一方、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などをを受けて個人消費が底入れして回復し始める可能性もあり、足元10～12月期は前年比6.6%と7～9月期（同6.5%）から成長率がやや高まると想定する。その結果、18年通年の成長率は同6.7%となる。

また、19年の中国経済については、安定成長を維持するために、金融・財政政策の強化を通じて景気を下支えする動きが続く可能性は高く、大幅な成長鈍化には至らないと見込まれる。

当総研では、固定資産投資が経済を下支えする半面、世界経済の拡大テンポが弱まるほか、米中経済摩擦による輸出や消費への悪影響が顕在化すると見込まれることから、19年の成長率は同6.5%と予測する。

引き続き、米中通商協議の動きに加え、18年12月下旬に開催予定の「中央経済工作会議」に注目が集まるだろう。

(18.12.20 現在)

2019年、世界の中のユーロ圏経済

～貿易縮小に伴う成長減速、個人消費による下支え～

山口 勝義

要旨

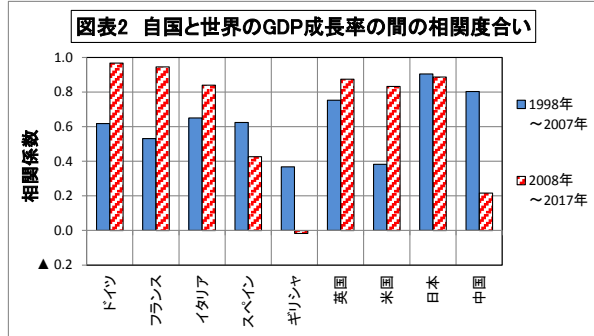
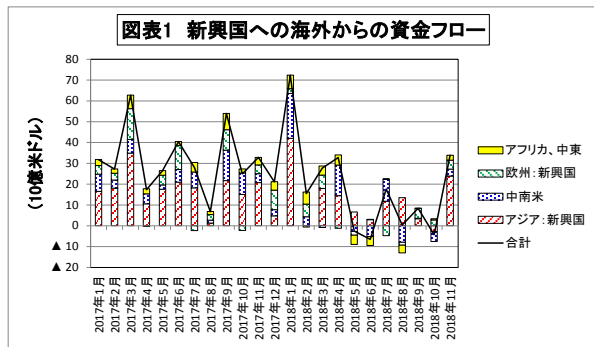
世界経済はこれまでの調和の取れた安定的な成長路線を外れ始めている。ユーロ圏では19年には、リスクは下方に傾き、世界貿易の縮小を主因に成長の減速が見込まれる。市場では、スプレッドの拡大やボラティリティの高まりに晒される局面が増加するものとみられる。

はじめに

世界経済にとり、2018年は大きな転換の年となった。世界の国々や地域では、それまでの調和の取れた安定的な成長路線から外れ、まちまちな動きが強まった。なかでもその典型は、堅調な経済情勢が続く米国と、その一方で経済混乱の懸念さえ高まった新興国との対比である。

この新興国を巡る問題の本質は、世界的な金融緩和の下で積み上がった債務残高にある。折からの、米国の政策金利の引上げに主導された金融環境の変化を受け、米ドル建てを中心に、債務負担が増大するリスクが炙り出されてきている。ここに米中間の貿易摩擦の激化が加わり、これまで潤沢であった新興国への海外からの資金流入が流出に一転する可能性が急速に浮上した点で、18年は特徴的な1年であったとすることができる(図表1)。

一方、欧州でも、18年は不透明感が大幅に強まった1年となった。フランスの選挙を経て広く政治の安定化への期待が高まり、経済情勢も年末にかけ堅調さを増した17年に対して、18年には循環的な景気減速の可能性のほか、米国を軸とした国際間の緊張、イタリアの政治不安、英国の欧州連合(EU)からの離脱を巡る混乱懸念など様々な材料が浮上し、実体



(資料) 図表1はIIFの、図表2はIMFの、各データから農中総研作成

(注) 図表2は、各期間中の各年の、自国のGDP成長率(年率)と、自国を除く世界経済のGDP成長率(年率)の間の相関係数。PPP、名目ベース。

経済も成長の頭を打たれることになった。

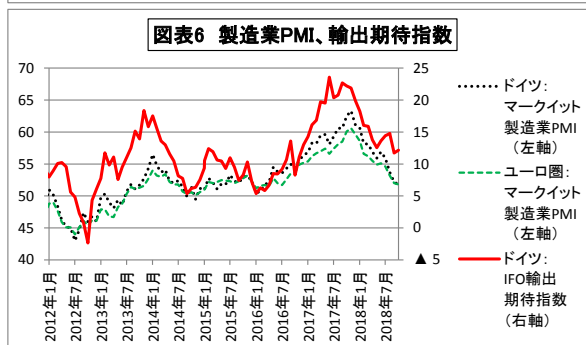
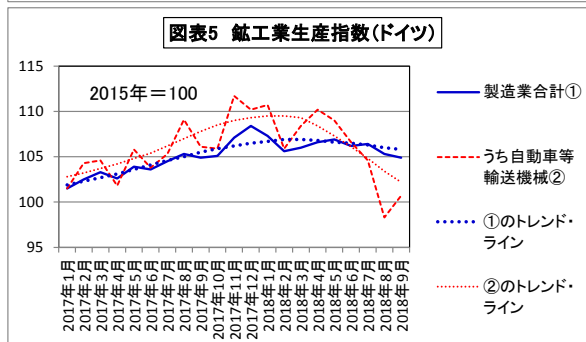
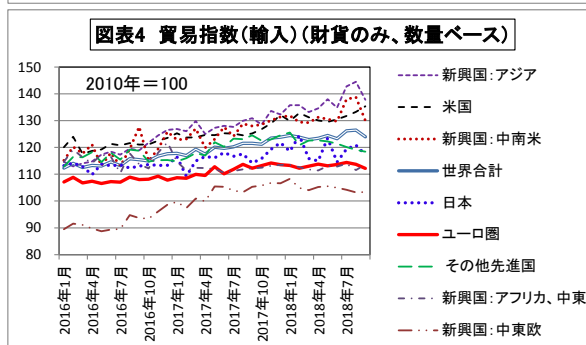
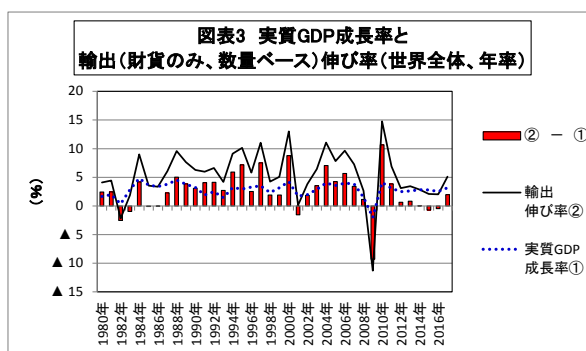
このように世界経済は複雑さを一層増している。そして同時に欧州では、ドイツなどの主要国で世界の経済情勢との間の相関の度合いを強めてもいる(図表2)。こうしたなか、19年のユーロ圏経済はどのような方向に向かうのだろうか。輸出への成長の依存度が大きいユーロ圏としては、まず何よりも世界の貿易動向に注目する必要があるように考えられる。

世界貿易の縮小に伴う成長の減速

米中間などの貿易摩擦や、これに伴う、また債務問題も絡んだ新興国の成長鈍化の可能性を受けて、貿易の縮小が世界の経済成長の懸念点として浮上している。しかし実のところ、こうした懸念は足元で新たに生じたものではない。金融危機後に世界貿易の回復は鈍く、欧州経済は既に数年にわたり、困難な環境の下に置かれているのが実態である(図表3)(注1)。

最近では、これに新興国懸念が加わったわけである。実際に世界では18年半ばを境にアジアや中南米の新興国を中心に輸入の大幅な落ち込みが現れているが、むしろ、堅調な輸入動向を示すのは米国のみであり、広範な世界貿易の停滞の兆しさえ窺える姿となっている(図表4)。このような中で注目を集めたのが、18年7~9月期に前期比▲0.2%と、15年1~3月期以来のマイナス成長となったドイツの実質GDP成長率である。その主因は自動車輸出の減速であり、これは9月にEUで導入された新たな燃費試験に対する、一部のメーカーの対応遅延によるものとされている(図表5)(注2)。このため特殊要因による一時的な減速の性格が強く、ドイツ経済の低迷が今後も長引く可能性は大きくはないものと考えられる。

しかしその一方で、世界貿易を取り巻く環境の厳しさには変わりはない。今後、世界貿易が回復に向かうためには、第一に米中間などで交渉が順調に進展し貿易摩擦が収束すること、第二には米国の政策金利の引上げが早期に打ち止めとなり、米ドル高も一服すること、が主要な前提となる。また、低位で安定推移する原油価格なども、多くの新興国の持続的な経済成長のためには望ましい条件である。



(資料) 図表3はIMFの、図表4はCPB(オランダ経済政策分析局)の、図表5はStatistisches Bundesamt(ドイツ連邦統計局)の、図表6はBloomberg(原データはIHS Markit社)およびIFOの、各データから農中総研作成

このうち第一の貿易摩擦からして、決して楽観できるものではない。欧州では製造業などの景況感の悪化が続いているが、これは経済主体の根強い警戒感が反映した結果と捉えられる(図表6)(注3)。

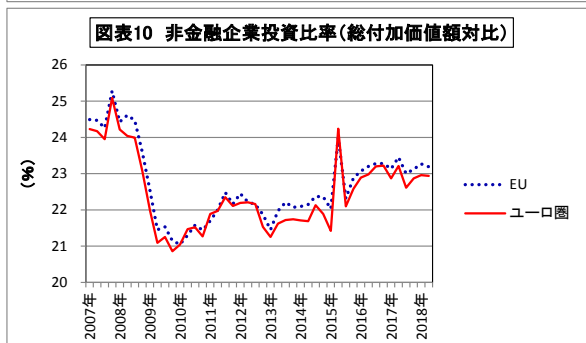
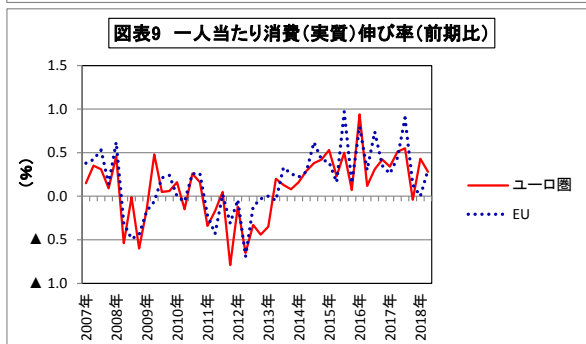
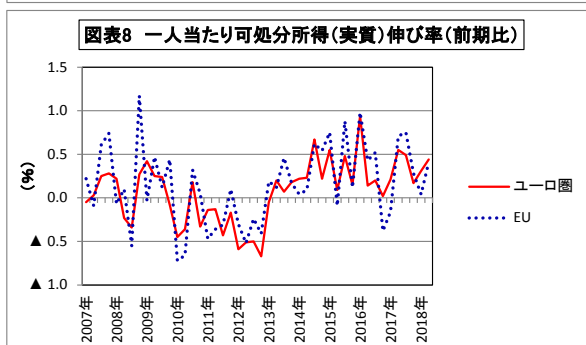
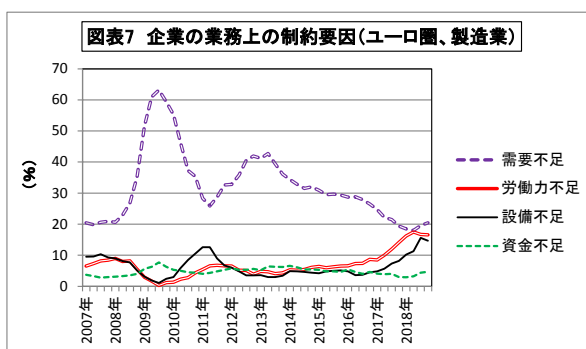
個人消費による成長の下支え

このように19年には、貿易摩擦などに伴う世界貿易の縮小が、ユーロ圏の成長の減速要因となる可能性が小さくはない。では、この一方で、その負の作用の軽減効果が見込める材料はあるのだろうか。

まず挙げられるのは、個人消費である。ユーロ圏では近年、雇用市場の引き締まりが見られている。欧州委員会による調査では、業務上の制約要因として、従来圧倒的な大きさを占めていた需要不足が後退する一方で、労働力不足が台頭してきている（図表7）。財政危機を経て長く内需の抑制を余儀なくされたユーロ圏では、この需要側から供給側への制約要因の変化は、危機の影響からの真の離脱を意味するものとして注目されるものである。そしてこの労働力不足は、賃金上昇を通じ、今後、家計消費が拡大することへの期待を強める根拠となっている。

ユーロ圏では、これまでも、緩やかながらも継続した失業率の低下や、14年以降に大幅に低下した原油価格を背景に、個人消費が成長回復の主要な要因のひとつとして働いてきた。その後は減速感も生じているが、可処分所得や消費の伸び率を見れば、概ね底堅い動きをたどっている（図表8、9）。これに対し、一方の柱である企業投資については、現在でも業務拡大や技術開発などの前向きな投資には停滞感が残るうえ、業務環境を巡る不透明感により、今後はさらに手控え感が強まる可能性がある（図表10）。このため一層、労働市場の引き締まりが果たす、個人消費による息長い景気下支え効果への期待が大きいということになる。

こうして19年にユーロ圏では、世界貿易の縮小を主因にして、個人消費の拡大



(資料) 図表7～10はEurostatのデータから農中総研作成

に支えられつつも、全体としては成長が減速する推移が見込まれる。年間の実質GDP成長率は2.0%程度とみられる18年に対し1%台半ばまで低下し、潜在成長率は依然上回るものの反発力の弱さが感じられる動きとなることが考えられる。

おわりに

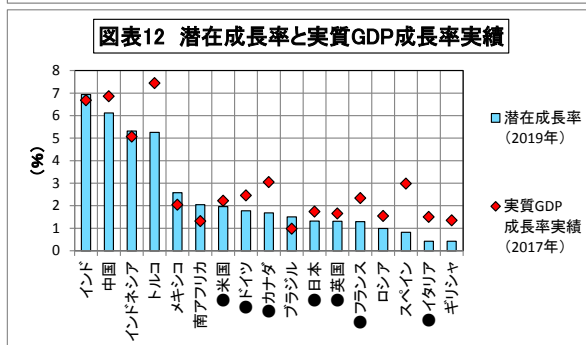
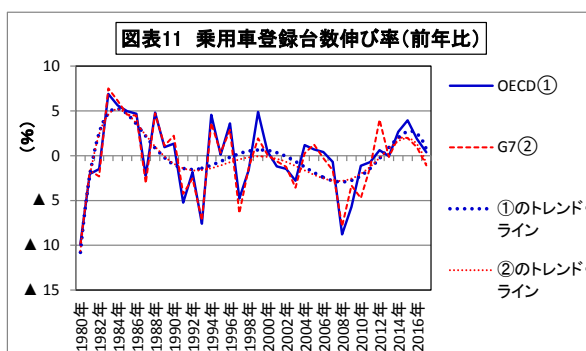
他にも、ユーロ圏経済の重荷となり得る材料が存在している。それはまず、新興国に限らず世界経済全体の成長エンジンの息切れの兆候である。耐久財の消費動向などからすれば、循環的には世界経済は既に景気の山を越えた可能性がある

(図表 11)。また、世界の多くの国々では失業率の低下が進んでおり、今後は潜在成長率に向けて、広く成長率に下方圧力が働く動きが考えられる (図表 12)。

一方、ユーロ圏内部の材料としては、政治情勢を巡る懸念の強まりがある。イタリアばかりかドイツやフランスなどでも不安定化の動きが生じており、19 年 5 月の欧州議会選挙では中道勢力の一層の退潮が見込まれている。これらは、今後の要人人事や先行きの不透明感による企業投資の手控えなどを通じ、実体経済に様々な影響を及ぼす可能性がある^(注4)。

以上の減速シナリオに対して、さらにダウンサイドリスクを想定する必要があるものとみられる。まずは米中間の貿易摩擦の激化を通じた中国経済の大幅減速と、それに伴う世界経済全体の縮小である。このほか英国の EU 離脱の影響の拡大や、イタリア情勢を巡る市場波乱を挙げることができる。また原油価格についても、不安定な諸環境の下で、上下いずれの方向にも大幅に変動する可能性がある。

このように世界経済はこれまでの調和の取れた安定的な成長路線を外れ始めている。そして世界の中に置かれたユーロ圏としては、19 年には全体としてリスクは下方に傾き、成長が減速するほか、市場ではスプレッドの拡大やボラティリティの高まりに晒される局面がさらに増加するものと見込まれる。(18. 12. 18 現在)



(資料) 図表 11 は OECD の、図表 12 は OECD および IMF の、各データから農中総研作成

(注) 図表 12 で、●は G7 を構成する国々を示す。

(注1) 金融危機以降の世界貿易の回復の鈍さの要因としては、様々な仮説が提示されている。例えば、中国を中心とした新興国経済の成長鈍化、生産コストの新興国での上昇とロボット化などによる先進国での低下による製造業の先進国への回帰、製造業の縮小とサービス業の拡大という産業構造の変化、デジタル化の進展に伴う書籍や CD などの貿易の縮小、米国の原油輸入の減少、ロシアなどに対する経済制裁の影響、などである。

(注2) 「乗用車等の国際調和排出ガス・燃費試験法」(Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure, WLTP)。各国で異なっていた試験方法を統一し、複数国での認証に必要なデータを一度の試験で簡便に取得することを目的とするもの。15年にディーゼル車の排ガス不正問題が発覚したドイツの自動車メーカーでは、その後、ソフトウェアの変更やリコール対応などに追われ、新たな法令に則った試験態勢の整備に遅れが生じたとされている。

(注3) PMI は、50を上回れば経済情勢の拡大を、50を下回ればその縮小を示している。一方、輸出期待指数(IFOが約2,300社のドイツの製造業企業を対象に月次で実施する調査を基に算出)は、今後3ヶ月間に輸出が「増加する」、「変わらない」、「減少する」との各社の見通しを踏まえ、「増加する」の割合から「減少する」の割合を差し引いたものである。

(注4) 今後の主要な人事としては、ドラギ ECB 総裁やユンケル欧州委員会委員長(ともに任期は19年10月末)、トゥスク欧州理事会議長(EU大統領)(同19年11月末)などの後任人事がある。

分析レポート

米国経済金融

19年の米国経済に関する10の注目点

佐古 佳史

要旨

四半期ごとに作成している米国経済見通しを補完する目的も兼ねて、本稿では18年の米国経済を振り返りつつ、19年を見通す上で重要と思われる10の注目点を考察する。なお、本稿の内容について19年半ばに検証する予定である。

1. 中間選挙を振り返って

18年11月6日に投開票された中間選挙の結果、民主党が下院では過半を奪還、共和党が上院での過半を維持したことで「ねじれ議会」となった。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。

主要メディアの選挙結果の分析によると、ペンシルベニアやウィスコンシン、ミシガン州といった16年の大統領選でトランプ大統領が勝利した州において民主党が躍進したこともあり、トランプ政権が発足してからの2年間で、中道派への民主党の訴求力が回復していると考えられている。今回の選挙で躍進したわけではないが、民主党内では急進左派が台頭しており、20年の選挙においても中道派の票を確保するためには、民主党が左傾化しすぎないことが求められる。

一方、共和党へ投票した有権者の67%が自身を保守と表明しており、中道派は27%にとどまると指摘されている。共和党の支持基盤の保守色が強まっていることがうかがえる。

20年の大統領選挙において、トランプ大統領が再選を目指す現時点では考え

られているが、過去の大統領選などから、大統領支持率と得票率が概ね一致する傾向が指摘されており、現在の40%台前半の支持率が続くと、やや苦戦を強いられるかもしれない。とは言え、民主党も「反トランプ」以外に求心力がなく、中道と左派が分裂気味なため、次期大統領選までに、トランプ大統領と比肩するスター候補を作れるかどうかは鍵になるだろう。

2. 議会とトランプ政権

下院で民主党が多数派となったことで、両党の対立の先鋭化が見込まれている。ロシア疑惑への追及に加え、医療保険制度改革（オバマケア）や減税第2弾、国境の壁建設などでも両党の対立が深まるだろう。また、トランプ大統領の納税記録などの調査も進行すると思われる。一方、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、投資を拡大するインフラの所在地（地方か都市部か）や、財源をめぐって対立する可能性も指摘されている。

20年の大統領選挙での再選を目指すためにも、トランプ大統領の公約実現にこだわる姿勢が強まると思われることから、思わぬところでディールや合意が生じる可能性もあるだろう。また、トランプ大統領は、上下院でねじれ状態となった議

会での対立などを回避するため、大統領権限で処理できる外交政策に傾斜していくのではとも予想される。

3. 米中貿易摩擦

10月4日のペンス副大統領による中国批判もあり、18年は、テクノロジーや知的財産権、安全保障などにおける覇権をめぐる全面的な米中冷戦構造が構築された一年だったかもしれない。この米中冷戦構造において、目下の貿易摩擦は米国による中国封じ込め政策の一環として捉える見方もある。

例えば、9月26日に合意に達した日米物品貿易協定 (TAG) 声明文において「第三国の非市場指向型の政策や慣行から日米両国の企業や労働者を守るための協力を強化する」ために、日米あるいは、日米欧が協力する旨が明記されている。また、NAFTAの後継として合意された米国・メキシコ・カナダ協定 (USMCA) では、「非市場経済国」と自由貿易協定 (FTA) を結ぶことを禁じる条項があり、これらは、中国封じ込め政策の布石とも解釈できる。

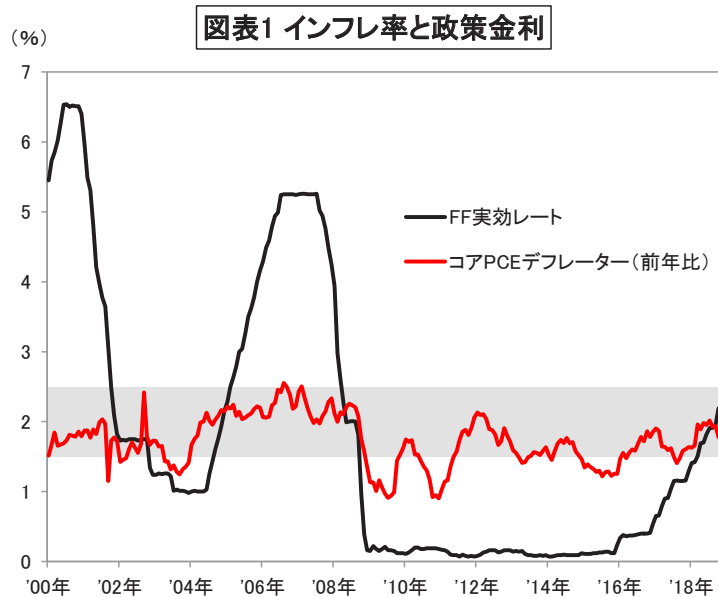
米国と基本的な価値観を共有していないと断定した上での中国に対する強硬策は、米国の幅広い有権者の支持を集めやすく、簡単に現在の中国に対するスタンスが変化するとは想像しがたい。従って、米中貿易摩擦は長期化し、19年も対立構造が続くことになると思われる。

4. FRB の利上げ回数

12月18～19日に開催された米連邦公開市場委員会 (FOMC) 後に公表された FOMC 参加者の政策金利見通し (ドット・チャート) によると、利上げペースは、19年は2回と9月時点から1回下方修正され、20年は9月と変わらずの1回となり、鈍化した。また、中立金利の一つの参考値となる長期における政策金利水準の中央値も9月時点の3.0%から2.75%へと引き下げられた。

米国経済が堅調な推移を続けるなかでの利上げペースの鈍化見通しを公表した背景としては、足元でくすぶる世界経済減速への警戒感や下落基調が強まりつつある株式市場への配慮が考えられる。実際に12月のFOMC声明文では、米国経済の先行きに関するリスクは概ね均衡しているものの、FRBは世界経済と金融情勢に注意し、経済の先行きに与える影響を評価していく旨が表明された。

インフレ率が目標とする2%を足元で



(資料)FRB、米商務省、Bloombergより農中総研作成

(注)シャドー部分はFRBがゴールとして掲げているインフレ率(2%±0.5%)。

はやや下回って推移するなか、減税政策の効果の剥落や米中貿易摩擦、世界経済減速懸念の強まりなど、19年の米国経済における金融政策の舵取りは非常に難しい局面に差し掛かったといえる。従って、FRBの利上げ回数に関する分析と予想が19年の中心的なテーマであるのは間違いなく、FRBが経済データに依拠して金融政策を決定する以上、米国のインフレ率や世界経済動向には鋭敏になる必要がある。

5. 利上げの一時停止について

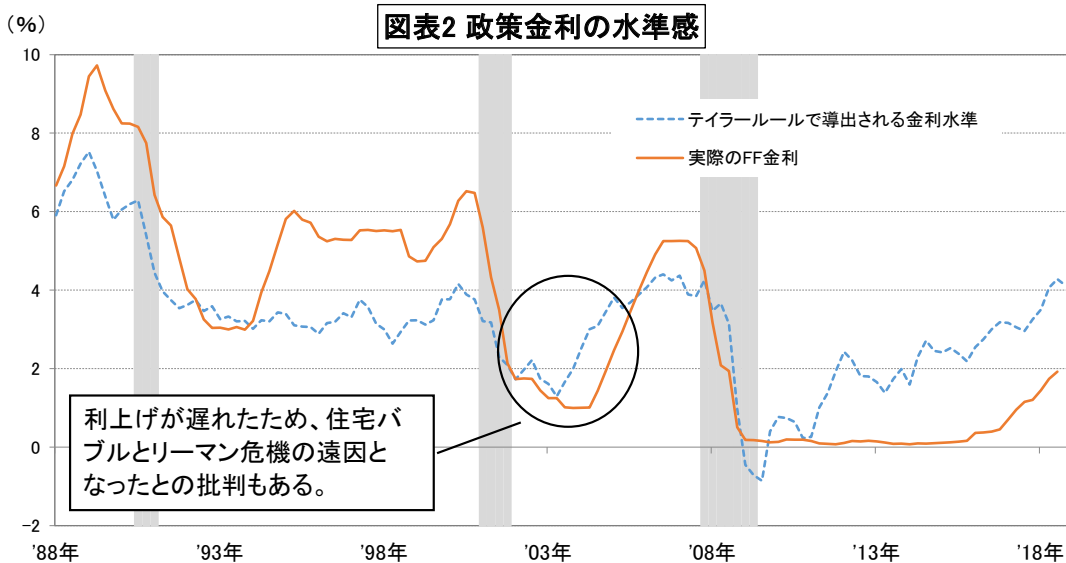
欧州や中国を中心に世界経済減速懸念や、18年10月以降調整局面入りした株式市場に鑑みて、足元では、FRBは利上げを一時停止すべき、あるいは、よりハト派色の強い金融政策へとシフトすべきとの主張も多く見受けられる。

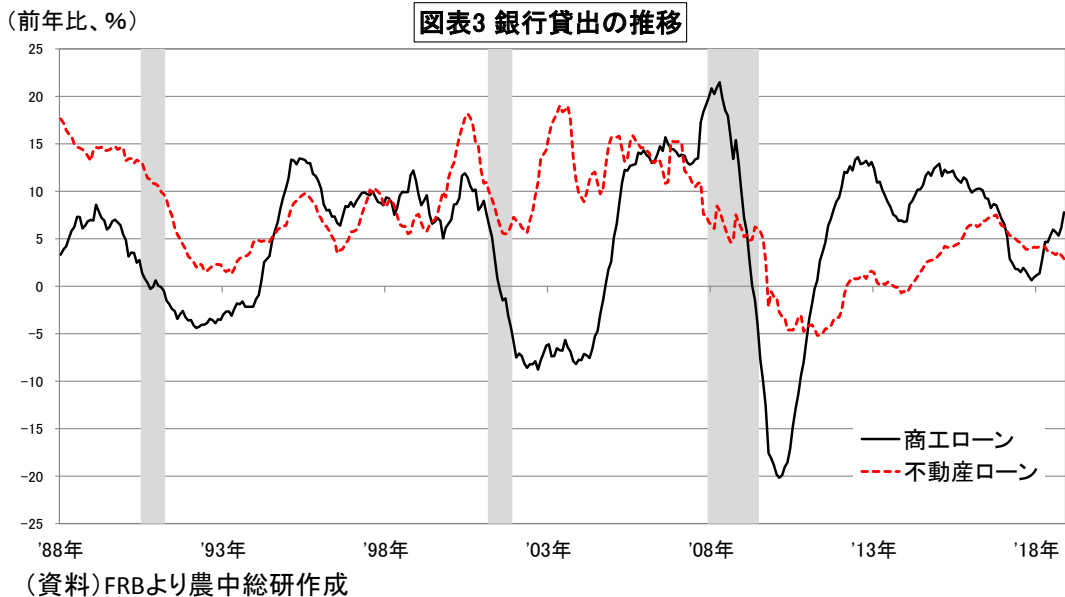
18年末にかけて低下したインフレ率、原油価格の下落、軟調な株式市場、世界経済減速懸念、米国住宅市場など金利上昇に敏感なセクターの減速、税制政策の効果の剥落から経済成長率が鈍化する見

通しであることなどを背景に、民間では、19年の利上げ回数は1回ないしは2回とする予測が現時点では圧倒的に多い。

筆者としては、19~20年にかけてポジティブなGDPギャップが維持される見通しであること、労働市場のひっ迫度合いが強まり賃金上昇率が高まっていること、ヘルスケアセクターでのインフレ率が底打ちとなったことなどから、19年のインフレ率は18年と比べて幾分か高まると考えており、19年の利上げは4回程度が妥当なのではないかと思っているものの、これは利上げについて相当タカ派的な見方といえる。また、12月FOMCなどから考えれば現実的な利上げ回数は2回程度となるだろう。

FRBは「雇用の最大化と物価の安定」を使命としているため、そもそも論としては、金融政策を行う上で米国から見た海外要因の重要度は低いと考えられるものの、利上げは一般的に景気を冷ますため、批判的な声が大きくなるのももったもな話であろう。





政策金利を考える上で適切な水準を把握することは非常に困難であるものの、インフレ率、目標インフレ率、中立金利、GDPギャップなどから構成されるテイラールールが一応の目安となりうる。01年以降にかけて低金利が長期化したために、住宅バブルとリーマン危機の遠因を作ったと批判される向きもあるグリーンズパン議長時代の政策金利をこのテイラールールと比較すると、政策金利の方が低い期間が3年半ほどあったことがうかがえる。

一方で、金融危機を経た現在の政策金利は8年ほどテイラールールを下回っている。また、両者の乖離幅も当時と比べて大きいこともうかがえる。足元のデータからは銀行貸出や、住宅価格、住宅ローンのクレジットスコアなどが安定的に推移しているため、これをもって、足元でバブルが発生しているとの主張は成り立たないであろう。

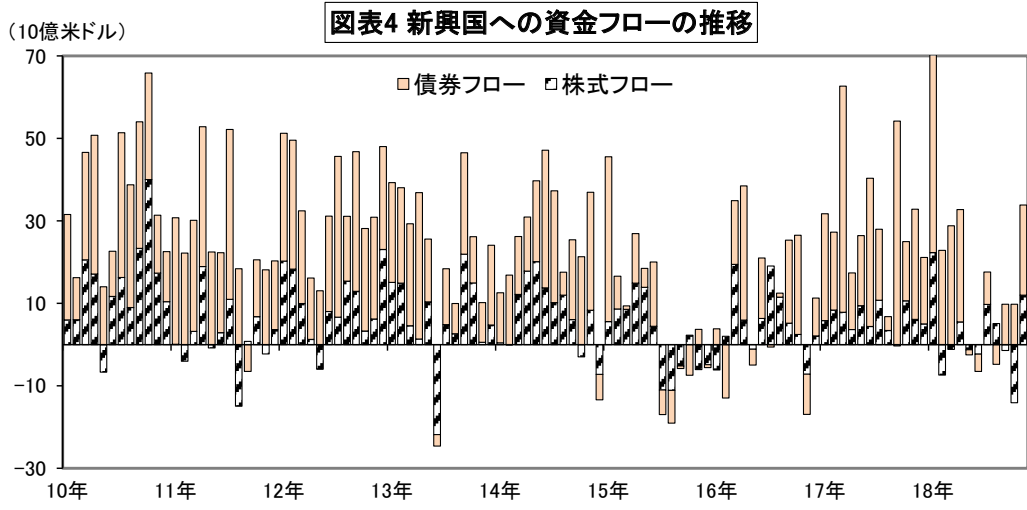
しかしながら、現在の相対的に低いインフレ率を考慮しても、過去の水準と照

らし合わせて考えると、現行の金融政策は緩和的すぎである可能性が高いと筆者は考えている。自然失業率を下回って推移している現在の米国経済は既に過熱気味であると考えられ、利上げを一時的にせよ停止することが、次回の景気後退を拡大させてしまうのではないかとも思われる。このテーマについても、19年の米国経済を見る上で是非注目したい。

6. EM への波及

米国が利上げする過程において、相対的に魅力度が低下する新興国マーケット（EM）の資産から資金が流出する点が度々指摘される。18年夏のトルコ・リラやアルゼンチン・ペソ急落なども、個別要因はあるものの、こうした文脈で解釈することもできる。

IIF（国際金融協会）が公表する月次証券フローをみると、18年は5、6、10月にEMの資産からの資金流出が確認される。近年では、テーパータントラムが話題となった13年半ばと、中国経済の減速

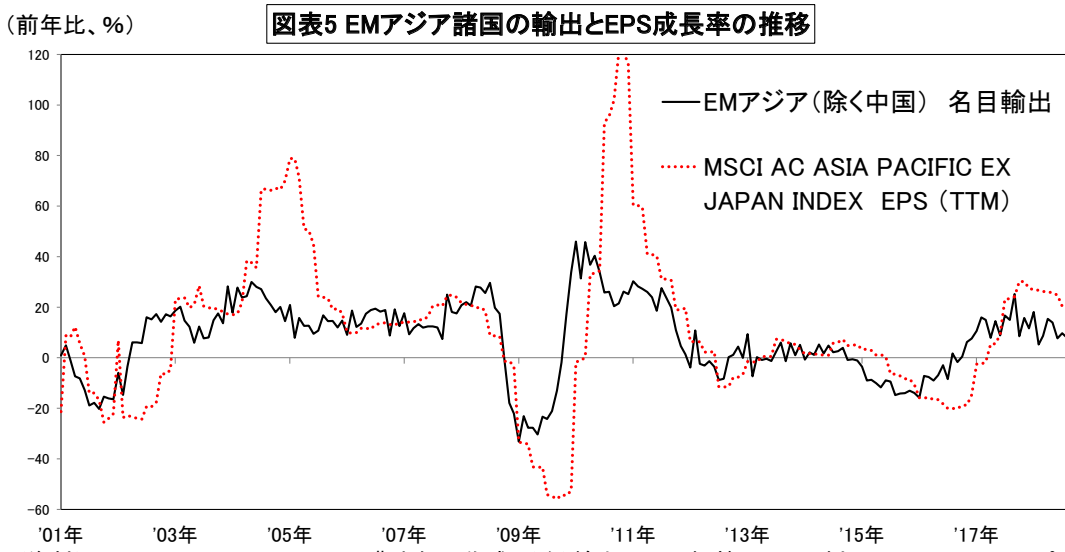


が懸念された15～16年以外は、ほぼ一貫して資金流入基調で推移してきたことに鑑みると、18年のEMへの投資はかなり弱含んだ印象を受ける。

18年9月ごろと比較すると、急速にハト派化した印象のあるFRBではあるものの、米国の利上げが継続する見通しである19年もEMへの資金流入は弱含みの展開が予想される。

7. 米中貿易摩擦とアジアEM

物価の安定と雇用の最大化が使命であるFRBが新興国の景気や金融環境を配慮することは、基本的には考えづらい。しかし、利上げが期待されていた15年9月のFOMCでは、中国経済の減速や人民元の切り下げなどの国際情勢(international developments)への懸念を理由に利上げを見送ったという前例もあるため、米中貿易摩擦の影響を受ける新興国経済へ目を配る必要性も増している。



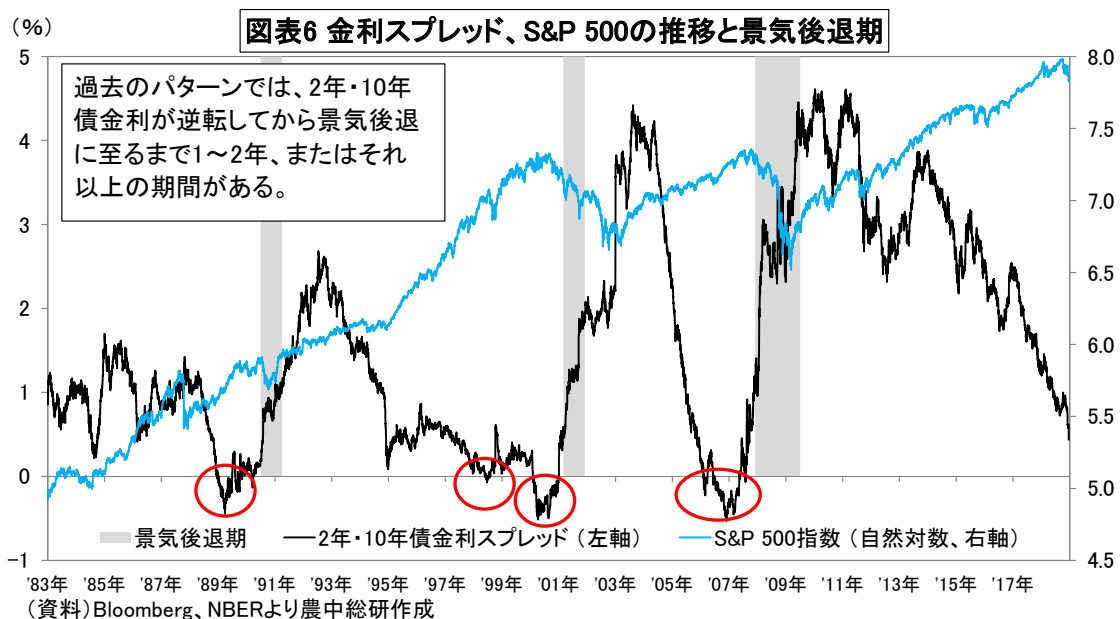
特に東南アジア各国は米中貿易摩擦の影響を受けやすい点が指摘されているが、アジア開発銀行が12月11日に公表した経済見通し（Asian Development Outlook 2018 Supplement）は、全45加盟国の19年の成長率見通しを18年9月時点から5.8%で据え置いており、地域別には、東南アジア地域が5.1%へと0.1%ポイント下方修正された一方で、東アジア地域は5.7%で据え置かれた。全般としては、米中貿易摩擦やブレグジット、原油価格の下落など経済の下振れリスクがあるなかでも、堅調な成長が見込まれている。

一方で、EPS（一株あたり利益）成長率については弱含みの展開が予想される。EM11ヶ国とニュージーランド、オーストラリア株で構成されるMSCI ACアジア太平洋インデックスと、域内のEM各国の輸出量にはそれなりの相関がある上に、18年に比べ19年は世界貿易量の伸びが減速する見込みであることには注意すべきであろう。

8. イールドカーブの形状

18年はしばしば、イールドカーブのフラット化や逆イールドカーブが話題となった。統計的に逆イールドが景気後退に先行する関係にあるため、12月3日に3年債と5年債で逆イールドが生じたことは非常に耳目を集めた。また、更なる利上げが予定されている19年は、18年以上にイールドカーブに注目が集まり、金融政策に敏感な2年債と長期的な景気見通しを反映する10年債との金利スプレッドや、その解釈はニュースなどで頻繁に目にするようになるだろう。

リーマン危機以降のFRBによる大規模な資産買い入れプログラム（QE）によって、10年債金利は「本来の妥当な水準」よりも低く抑えられ、逆イールドが景気後退の予兆とはなりにくいとの見方もある。また、先進国において高齢化が進み、貯蓄超過となっていることから、リスク回避的なスタンスでの退職金の運用などが米国債金利の低下圧力がこれまでと比べて強まっているとの意見もある。



一方で、サンフランシスコ連銀が8月27日に公表したレポートによると、「本来の妥当な水準」ではなく、マーケットで付けられた金利そのものを用いるほうが、イールドカーブの景気後退の予測力が高いとも指摘されている。

株価との関係では、逆イールドとなった直後に株価が下落するのではなく、むしろ上昇傾向を保ってしばらく推移しその後、景気の悪化にやや先行して大きく下落する傾向にあることがうかがえる。19年の金融政策次第では、2年債・10年債でも逆イールドが発生する可能性が十分に考えられるものの、過去の傾向からすると景気の先行きについて悲観的になるには、少なくとも1年ほど早いと思われる。

9. 労働参加率

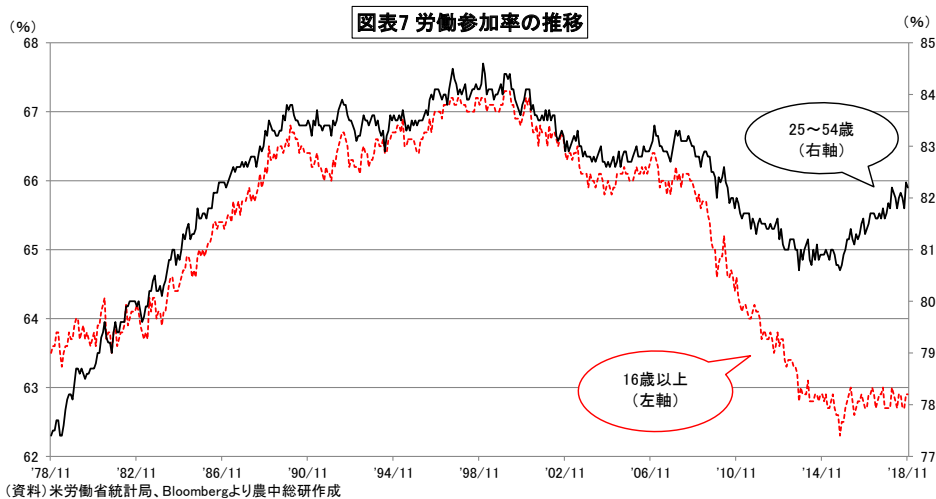
09年7月から始まった米国の景気回復局面では、労働参加率が上昇しないことが度々注目を集めてきた。

全年齢区分でみて労働参加率が低下するのは、統計の性質上、高齢化の進展に因るところが大きい。一方で、プライムエイジと呼ばれる働き盛りと考えられる

25～54歳の労働参加率は足元では82%前後で推移しており、前回の景気循環(01年12月～09年6月)時の平均である83%を1%ポイント下回っている。

わずか1%ポイントのような印象があるものの、18年11月時点の25～54歳の人口は、1億2,656万人であるため、統計上の処理とはやや異なるが、1%ポイントの労働参加率が労働者120万人程度に相当することになる。毎月注目を集める非農業部門雇用者数の増加数換算では月20万人増の早い雇用拡大ペースでも6ヶ月分程度の純増となることから、この年齢層での労働参加率が景気見通しや景況感、金融政策に及ぼす影響は非常に大きいといえる。

米国の労働市場がひっ迫し、求人情数が求職者数を上回る状態が18年3月から8ヶ月続いているなかでも、プライムエイジの労働参加率がなかなか上昇しない背景には、製造業や単純労働における雇用の減少といった、単なる景気循環を超えた構造的な要因が指摘されている。こうしたことから、プライムエイジの労働参加率の上昇は見込みづらいと予想される。

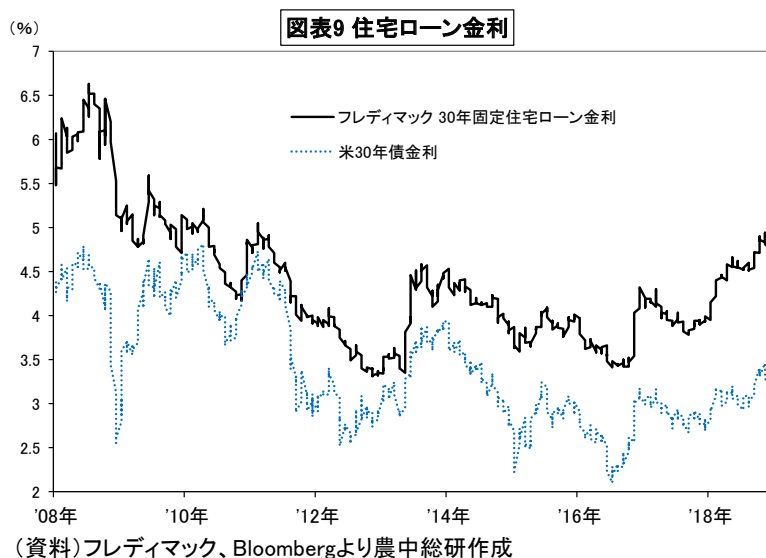
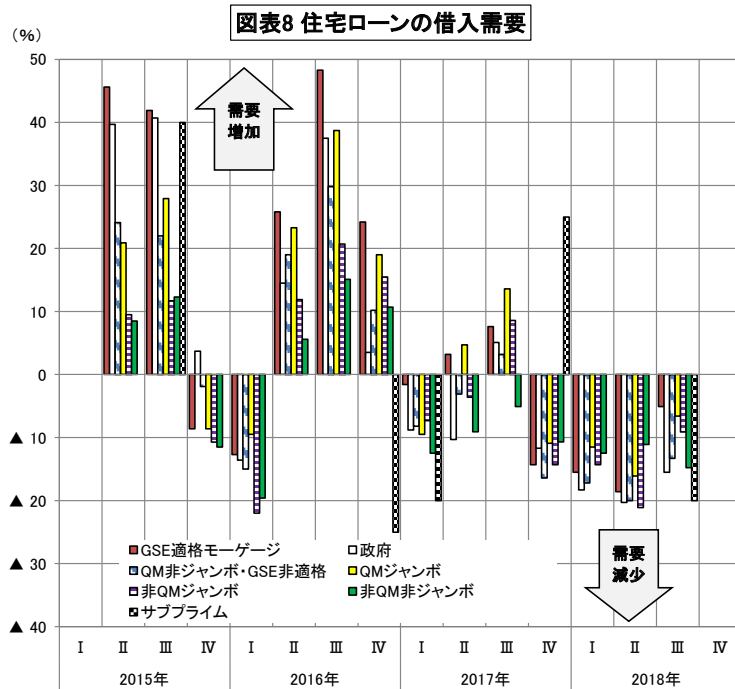


仮に、プライムエイジの労働参加率が上昇しない場合には19年は18年以上に労働者確保の困難化が見込まれることになるだろう。今後の経済成長率の制約となる可能性も考えられ、米国経済を考える上で重要な変数となりうる。引き続き、非農業部門雇用者数と合わせて、雇用統計における労働参加率にも注目したい。

10. 弱い住宅市場

18年中に住宅市場はピークアウトしたとみられる。建設業における労働者100人あたりの空職率（求人数）の15年間の平均は約2%である一方で、最新となる10月の統計では4%程度にまで上昇しており、労働者不足が顕著になっている。こうした、供給面での制約もあり、住宅着工件数は伸び悩んでいる。

需要面について考えると、漸進的な利上げが続くなかで30年固定ローン金利が上昇し、住宅を購入しづらい環境になりつつある。実際に、中古・新規住宅販売件数も共に減少傾向にあり、住宅在庫が増加したことにより住宅価格指数の上昇率が鈍化したことも確認される。



また、銀行上級貸出担当者調査(SLOOS)によると住宅ローンの貸し出し基準は緩和方向にあるものの、借り入れ需要の減少も報告されている。19年にかけても、こうした環境が継続すると考えられるため、住宅市場は弱含むと想定される。

製造業と地域経済(2)

～主要部門の特徴と生産波及効果～

木村 俊文

要旨

製造業比率が高い中部や中国では、中間投入が大きいことから、産業全体の粗付加価値率が低い水準となっている。一方、リーマン・ショック後に自動車輸出は約3割減少したが、この時の輸出需要の減少が国内生産額を2.9%下押ししたものと試算された。自動車産業は裾野の広い産業構造といわれるが、地域別にみれば経済規模や産業集積の関係から中部・関東に偏っている。

本レポートでは2回にわたり、産業構造から見た製造業の地域的な特徴を概観する。

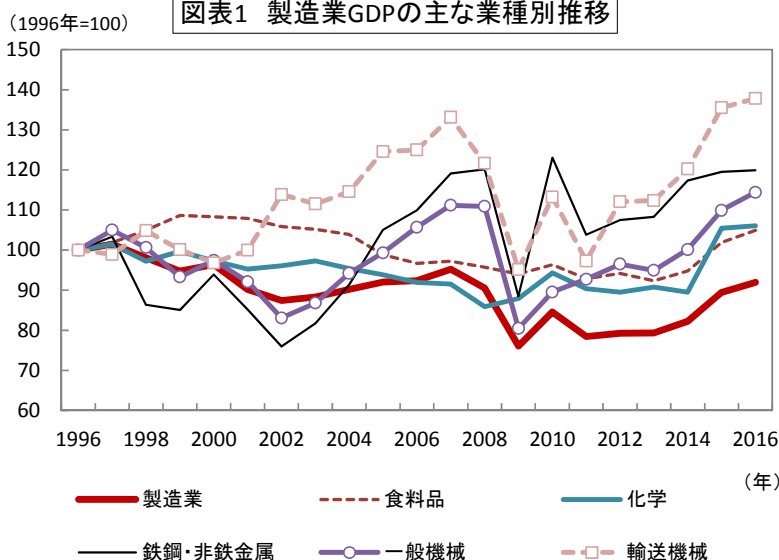
第1回目では製造業全体の動きを振り返るとともに、製造業比率が高い地域であるほど県民所得が高くなる傾向があることを紹介した。2016年までの過去20年間、製造業のけん引役としての役割を果たしてきた部門は、輸送機械をはじめ、鉄鋼・非鉄金属、一般機械（はん用・生産用・業務用機械）、食料品、化学などで

あることを明らかにした（図表1）。

そこで、第2回目では産業連関表から読み取れるこれら主要部門の地域的な特徴を確認するとともに、最も代表的な輸送機械の需要が変化した場合の各地域への生産波及効果について検討する。

なお、産業連関表は11年確報（延長表は15年）が最新版となるが、本レポートでは地域間の取引関係を把握するため05年地域間産業連関表（29部門）を用いて分析する。

図表1 製造業GDPの主な業種別推移



(資料)内閣府「国民経済計算」
(注)国内総生産(名目GDP)の1996年の値を100として表示。

産業構造と地域の特徴

まず、地域別に産業構成（地域内生産額ベース）をみると、自動車産業が集積する中部で輸送機械が15.8%と突出して高く、同地域の基幹産業となっていることが分かる（図表2）。加えて中部は一般機械や電気機械の構成比も高く、加工組立型

図表2 地域別にみた産業別構成比(地域内生産額)

(%)

	北海道	東北	関東	中部	近畿	中国	四国	九州	沖縄	地域計
産業計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
農林水産業	6.1	3.4	0.8	0.8	0.5	1.2	2.8	3.1	1.8	1.4
鉱業	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.1
飲食料品	6.9	5.4	3.4	3.0	3.7	3.0	4.0	5.3	3.8	3.8
繊維製品	0.1	0.6	0.2	0.8	0.8	0.8	0.7	0.3	0.1	0.5
製材・木製品・家具	0.7	0.8	0.3	0.7	0.5	0.7	1.0	0.5	0.1	0.5
パルプ・紙・板紙・加工紙	1.5	1.2	0.7	0.8	0.7	0.8	3.5	0.5	0.1	0.8
化学製品	0.5	1.6	3.0	2.6	3.2	5.6	4.3	1.8	0.1	2.9
石油・石炭製品	2.7	0.9	1.6	1.8	1.4	4.7	3.4	0.9	2.7	1.8
プラスチック製品	0.3	0.8	1.0	2.0	1.3	1.2	0.9	0.6	0.1	1.1
窯業・土石製品	0.6	0.9	0.5	1.3	0.7	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8
鉄鋼製品	1.6	0.9	1.8	3.0	3.6	8.4	0.7	3.3	0.5	2.7
非鉄金属製品	0.1	1.0	0.7	1.5	0.6	0.7	1.8	0.5	0.0	0.8
金属製品	0.7	1.2	1.1	1.8	1.9	1.1	1.2	1.0	0.6	1.3
一般機械	0.4	2.2	3.0	5.1	4.2	3.0	2.4	1.9	0.2	3.2
電気機械	0.8	7.6	4.3	5.9	5.0	3.9	3.3	3.7	0.0	4.5
輸送機械	0.7	2.0	4.9	15.8	2.3	7.8	1.8	4.4	0.2	5.6
精密機械	0.0	0.7	0.5	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.0	0.4
その他の製造工業製品	0.8	1.4	1.7	1.8	1.8	1.4	0.9	1.3	0.5	1.6
建設	8.8	8.1	6.5	5.8	6.7	5.9	7.9	7.0	11.1	6.7
公益事業	2.8	5.0	2.4	2.7	3.0	2.8	3.1	3.0	4.0	2.8
商業	12.0	9.9	12.2	9.4	12.2	8.2	9.2	10.7	9.3	11.2
金融・保険・不動産	11.8	10.7	12.4	8.2	12.3	8.9	11.6	11.2	14.0	11.4
運輸	5.6	4.1	4.2	3.1	4.3	5.0	4.9	5.0	8.5	4.3
情報通信	3.4	2.7	7.3	2.4	3.6	2.3	3.4	3.1	3.6	4.8
公務・教育・研究	8.5	8.2	6.2	5.1	6.1	6.3	7.1	7.5	11.2	6.4
医療・保健・社会保障・介護	9.4	7.4	4.2	4.6	6.2	6.8	9.7	10.2	11.7	5.8
対事業所サービス	5.7	5.0	8.6	4.8	6.6	4.0	3.8	5.2	5.5	6.7
対個人サービス	6.7	5.5	5.8	4.4	5.7	3.9	4.8	6.0	8.5	5.5
その他	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6

(資料) 経済産業省「2005年地域間産業連関表(29部門)」より作成

産業を形成している。中国は鉄鋼および化学といった基礎素材のウエイトが高いほか、輸送機械も中部に次いで高い。このほか、食料品は農林水産業から原材料を調達する関係もあり、北海道や東北、九州でウエイトが高くなっている。

一方、生産された財・サービスの費用構成(投入構造)をみると、産業全体では生産額の48.2%が生産に必要な原材料や燃料、サービス等の中間投入であり、残りの51.8%は生産活動によって新たに生み出された粗付加価値(雇用者所得や営業余剰、資本減耗引当など)である。

地域別に全産業の粗付加価値率(生産額に占める粗付加価値の割合)をみると、中部(46.3%)や中国(47.0%)は地域計(51.8%)に比べて低い水準となっ

ている(図表3)。この2地域は、第3次産業と比べて粗付加価値率が低い製造業の割合が高い上に、製造業16業種の中でも特に粗付加価値率が低い輸送機械(16業種中16位・19.3%)や非鉄金属(15位・23.1%)、鉄鋼(14位・23.5%)、化学(13位・26.7%)などのウエイトが高いことによるものと考えられる。逆に、製造業比率が低く、第3次産業の比率が高い沖縄や北海道では、粗付加価値率が高くなっている。

ただし、粗付加価値率が低いと、中間投入率(生産額に占める原材料など中間投入の割合)が高くなり、産業全体に対する生産波及効果は大きくなる。たとえば、中部の輸送機械は、粗付加価値率が地域計よりも0.2ポイント低い19.1%、

中間投入率は80.9%（うち自地域の中間投入率は54.7%）となっている。原材料の3分の2を調達する中部地域内からは、自動車部品・同付属品など輸送機械のほか、電気機械、鉄鋼、プラスチック製

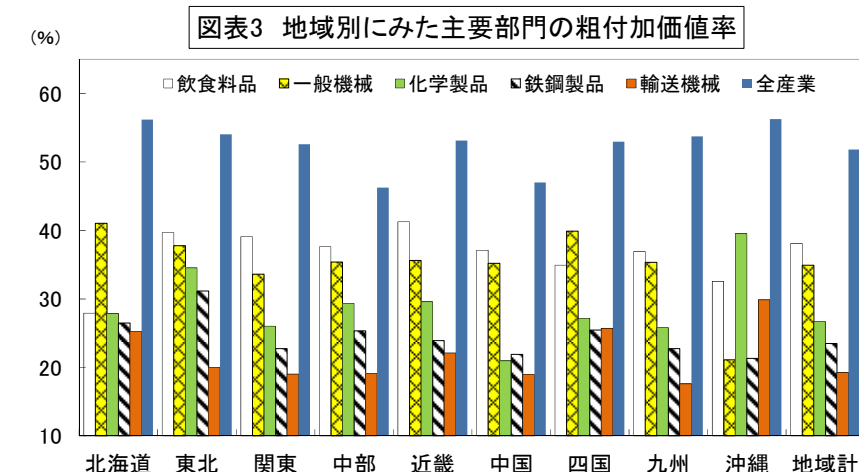
品、対事業所サービスなどの財・サービスが投入されている。自地域以外との取引（上述した中間投入率の地域計80.9%と自地域54.7%の差分の内訳）では、関東（15.4%）に次いで近畿（5.6%）、中国（1.7%）から中間投入が行われている。

ちなみに、生産波及力（当該産業に対する需要増減が国内の産業全体に及ぼす影響度）は産業全体が1.9倍であるのに対し、輸送機械は2.8倍（地域別では北海道2.5倍から中部2.9倍まで）と高く、自動車需要が増減した場合には国内の産業全体に与える影響が極めて大きいことを示している。

輸送機械の輸出が減少すれば中部・関東中心に国内生産全体を下押し

つぎに、輸送機械の需要が変化した場合の各地域への生産波及効果について検討する。輸送機械は国内生産額が製造業の中で最も大きく、生産額に占める輸出の割合も29.0%と精密機械（37.5%）や電気機械（37.3%）に次いで高い部門である。

日本自動車工業会「自動車の輸出額



(資料) 経済産業省「2005年地域間産業連関表(29部門)」より作成
 (注) 粗付加価値率 = 粗付加価値額 ÷ 地域内生産額 × 100

(F.O.B 価格) 推移」によれば、リーマン・ショックの影響で09年の自動車輸出は前年比▲33.1%と大きく減少した。この時の国内生産への波及効果を簡便的に試算すると、全体では13.3兆円の減少額（国内生産額を2.9%下押し）となった^(注)。

産業別では、輸送機械への生産波及効果が最も大きく（全体の約6割、▲8.3兆円）、次いで鉄鋼製品（同6.3%、▲0.8兆円）、商業（同4.4%、▲0.6兆円）、対事業所サービス（同4.0%、▲0.5兆円）となった（図表4）。

また、地域別では、中部および関東への生産波及効果が大きく（国内生産額の減少率に対する寄与度はいずれも▲1.0%、▲4.6兆円）、次いで中国および近畿（いずれも同▲0.3%、▲1.2兆円）、九州（同▲0.2%、▲1.0兆円）となった（図

図表4 輸送機械輸出3割減少時の国内生産波及

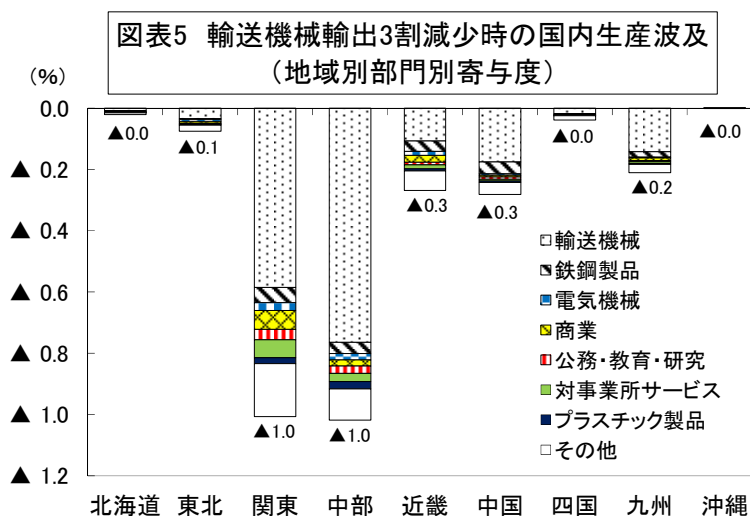
部門名	金額(億円)	構成比(%)
輸送機械	▲ 83,687	62.8
鉄鋼製品	▲ 8,415	6.3
商業	▲ 5,839	4.4
対事業所サービス	▲ 5,151	3.9
公務・教育・研究	▲ 3,734	2.8
電気機械	▲ 3,439	2.6
プラスチック製品	▲ 2,770	2.1
その他	▲ 20,319	15.2
合計	▲ 133,356	100.0

(資料) 経済産業省「2005年地域間産業連関表(29部門)」より試算

表 5)。自動車産業は裾野の広い産業構造といわれるが、地域別にみれば経済規模や産業集積の関係から中部・関東に偏っていることが確認された。

ただし、将来的に電気自動車 (EV) の普及が進むことになれば、EV は部品点数が約 1 万点といわれ、ガソリン車の約 3 万点に比べ大幅に減ることから、地域や産業全体への生産波及力が弱まる可能性もあるだろう。

(注)ここでの試算は、「05 年地域間産業連関表(29 部門)」のうち、簡便的に「取引額表」と「逆行列係数表」を用いた。まず、「取引額表」の地域別部門内訳のうち「輸送機械」の輸出額を取り出し、日本自動車工業会による 09 年の自動車輸出総額の減少率(▲33.1%)を乗じて地域別に輸送機械の減少額を求める。つぎに、この減少額に地域別の国内自給率を乗じ、国産品分の減少額を求める。その後、逆行列係数表に、先に求めた国産品分の減少額を乗じて、地域別に各部門への生産波及額を求めた。



(資料)経済産業省「2005年地域間産業連関表(29部門)」より試算

地方銀行の 2018 年度中間決算の状況と経営戦略

古江 晋也

要旨

2018 年度中間期の地方銀行・第二地方銀行の決算は、長引く日銀の金融緩和政策を受け、貸出金利回りの低下に歯止めがかからない状況が続いている。そうした中、地銀はスルガ銀行における不正融資問題の影響や、景気の先行き懸念から与信関連費用が増加したため減益、第二地銀も与信関連費用が増加したため減益となった。

以上のような状況の中、地銀や第二地銀の中には、コンサルティング業務、信託業務や人材紹介業務など新たな手数料ビジネスへの取組みを開始する一方、店舗戦略や ATM 戦略の見直しを図る動きが加速している。

はじめに

地方銀行、第二地方銀行の 2018 年度中間決算は、長引く日本銀行の金融緩和政策の影響を受け、引き続き厳しい状況にある。このような経営環境を踏まえ、金融庁は地域金融機関に新たなビジネスモデルへの転換を求めてきたが、18 年 5 月には、個人リテールに注力する独自のビジネスモデルを構築し、業容を拡大してきたスルガ銀行がシェアハウス融資を巡る不正融資を公表。アパートローン（投資用不動産融資）に対する警戒感が高まり、「地銀のあるべき姿」が改めて問われるようになってきている。

しかしその一方で、コンサルティング業務、信託業務や人材派遣業務への参入など、更なる手数料ビジネスの拡大を図るなどの動きも始まっており、新たなビジネスモデルを探求する動きが加速している。

本稿では、全国地方銀行協会「地方銀行 2018 年度中間決算の概要」、第二地方銀行協会「第二地銀協地銀の平成 30 年度中間決算の概要について」と各銀行の中間決算説明会資料をベースに、地方銀行・第二地方銀行の 18 年度中間決算の動向と経営戦略を検討する。

行・第二地方銀行の 18 年度中間決算の動向と経営戦略を検討する。

減少し続ける業務純益

図表 1、2 は地銀、図表 3、4 は第二地銀の損益と経営指標を表したものである。長引く日銀の金融緩和政策を受け、地銀、第二地銀の貸出金利回りは低下に歯止めがかからない状況となっている。しかし、その一方で地銀は、個人向けには保険窓販、法人向けにはシンジケートローンやコンサルティング業務などに力を入れたため役務取引等利益が増加、コア業務純益は 3 年ぶりに増加した。また第二地銀は保険窓販手数料等の増加により、役務取引等利益は前年同期比で増加したが、資金利益の減少などからコア業務純益は減少した。

ただし、米国債の金利上昇によって国債等債券関係損益の損失幅が拡大していることや、一般貸倒引当金繰入額が戻入益から繰入超となったことを受け、地銀の業務純益は減少した。特に一般貸倒引当金繰入額が増加した要因の一つは、スルガ銀行のシェアハウスを巡る不正融資

図表1 地方銀行の損益の推移(中間決算)

(単位:億円)

	14年/中	15年/中	16年/中	17年/中	18年/中
業務純益	6,424	6,773	6,172	5,316	4,929
コア業務純益	5,825	6,619	5,563	5,359	5,553
コア業務粗利益	17,732	18,170	17,175	16,875	16,949
資金利益	15,255	15,424	14,710	14,710	14,720
資金運用収益	16,421	16,694	15,903	16,007	16,202
貸出金利息	12,089	11,779	11,324	11,176	11,291
有価証券利息配当金	4,096	4,643	4,319	4,541	4,542
資金調達費用	▲ 1,167	▲ 1,271	▲ 1,194	▲ 1,298	▲ 1,482
役務取引等利益	2,201	2,310	2,070	2,128	2,212
その他業務利益	276	435	394	37	16
経費	▲ 11,908	▲ 11,550	▲ 11,612	▲ 11,516	▲ 11,395
人件費	▲ 5,889	▲ 5,882	▲ 5,854	▲ 5,777	▲ 5,721
物件費	▲ 5,330	▲ 4,908	▲ 4,937	▲ 4,905	▲ 4,867
税金(消費税、印紙税等)	…	…	▲ 820	▲ 833	▲ 806
国債等債券関係損益	520	179	578	▲ 60	▲ 332
一般貸倒引当金繰入額	79	▲ 24	30	17	▲ 291
臨時損益	448	1,208	472	1,334	▲ 31
不良債権処理額	▲ 526	▲ 440	▲ 441	▲ 330	▲ 1,529
個別貸倒引当金繰入額	▲ 290	▲ 309	▲ 286	▲ 175	▲ 1,225
貸出金償却	▲ 176	▲ 109	▲ 102	▲ 109	▲ 228
株式等関係損益	297	918	480	1,168	1,169
貸倒引当金戻入益	386	381	336	415	160
償却債権取立益	142	129	139	94	83
その他臨時損益	148	220	▲ 41	▲ 12	84
経常利益	6,871	7,980	6,644	6,650	4,897
特別損益	▲ 183	▲ 120	▲ 181	▲ 6	168
法人税等	▲ 2,155	▲ 2,416	▲ 1,769	▲ 1,826	▲ 1,703
中間純利益	4,531	5,443	4,693	4,817	3,361

(資料)全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行の決算の状況」における中間決算の概要の各年度

(注1)▲は、利益に対して減少要因となった計数を表す(増減額・率も同様)。

(注2)増減額は単位未満切り捨て、増減率は単位未満四捨五入。

(注3)貸出金利息＝貸出金利息－金融機関貸付金利息＋手形割引料

(注4)その他業務利益：金融派生商品収益、特定取引(トレーディング業務)利益等(国債等債券関係損益

(注5)国債等債券関係損益：国債等債券売却益、同償還益、同売却損(▲)、同償還損(▲)、同償却(▲)

(注6)株式等関係損益：株式等売却益、同売却損(▲)、同償却(▲)

(注7)その他臨時損益：金銭の投資信託運用損益、退職給付費用(臨時費用処理分)(▲)等

(注8)「17/中」は東京都民銀行の、「18/中」はきらぼし銀行の計数を用いて地銀計を算出(以下同じ。)

問題がある(スルガ銀行の決算短信によると、18年9月期決算における一般貸倒引当金繰入額は268億3,000万円)。また銀行の中には、①事業性評価を含む中小企業融資を推進する、②景気の先行き懸念、などの理由で一般貸倒引当金を積み増すところもある。

経常利益は、地銀、第二地銀ともに個

別貸倒引当金繰入額が増加したことを受けて減少、中間純利益も減少することとなった。なお、19年3月期通期業績予想(63行合計)については、地方銀行協会は経常利益を9,332億円(前年度比▲1,572億円、増益予想18行・減益予想44行)、当期純利益を6,324億円(前年度比▲1,445億円、増益予想21行・減益予想

図表2 地方銀行の経営諸指標の推移(中間決算)

(単位:%)

	14年/中	15年/中	16年/中	17年/中	18年/中
貸出金利回	1.40	1.31	1.21	1.15	1.11
有価証券利回	1.06	1.20	1.14	1.28	1.35
資金運用利回	1.25	1.21	1.14	1.13	1.11
預金等原価	1.02	0.96	0.93	0.89	0.86
預金等利回	0.05	0.05	0.04	0.03	0.04
経費率	0.96	0.90	0.89	0.86	0.82
人件費率	0.47	0.46	0.44	0.43	0.41
物件費率	0.43	0.38	0.37	0.36	0.35
資金調達利回	0.09	0.09	0.08	0.08	0.09
資金調達原価	1.01	0.94	0.91	0.87	0.84
預貸金利鞘	0.38	0.35	0.28	0.26	0.25
資金粗利鞘	1.16	1.12	1.06	1.05	1.02
総資金利鞘	0.24	0.27	0.23	0.26	0.27
総資産コア業務純益率(ROA)	0.42	0.45	0.37	0.34	0.34
株主資本コア業務純益率(ROE)	9.21	9.96	8.07	7.45	7.37
コア業務粗利益経費率(OHR)	67.15	63.56	67.60	68.24	67.23

(資料)全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行の決算の状況」における中間決算の概要の各年度

(注1)預金等＝預金＋譲渡性預金

(注2)比率は、小数点第3位以下を切り捨て

(注3)コア業務粗利益＝業務粗利益－国債等債券関係損益(5勘定戻)

(注4)総資産コア業務純益率(ROA)＝コア業務純益／(総資産計平残－支払

(注5)株主資本コア業務純益率(ROE)＝コア業務純益／株主資本合計平残

(注6)コア業務粗利益経費率(OHR)＝経費／コア業務粗利益

41行)と発表。第二地方銀行協会では18年度通期業績予想(38行ベース)を、経常利益の増益予想は11行、減益予想は27行、当期純利益の増益予想は9行、減益予想は29行と発表している。

地銀・第二地銀の融資業務

貸出金利回りの低下に歯止めがかからないことを受け、各金融機関は熾烈なボリューム競争が繰り広げている。そしてこのような金融環境の中、注目されるようになったのがアパートローン(投資用不動産融資)である。

アパートローンは15年1月の改正相続税法が施行されたことが引き金となり、融資競争が過熱するようになった。しかし日本銀行が17年1月に「地域経済報告」で賃貸住宅の供給過剰懸念を指摘、また18年初め頃からサラリーマンによるシェ

アハウス投資を巡る一連のトラブルがメディアで報じられるようになったことで警戒感が高まった。現在の地銀、第二地銀はこれまでよりも慎重に対応していく姿勢に転換したり、案件を持ち込む業者についてはリストと照合して精査するなどの動きを見せている。今後のアパートローン新規実行残高は減少していくと

考えるが、銀行の中には富裕層取引の一環として重視し、アパート建設後はコンサルティング業務を行うことで手数料収入を見込むスタン

スも見られるなど、その対応はまちまちである。一方、事業性評価による中小企業融資は比較的高い利回りを確保することができる数少ない商品であるため、今後も強化していくことを表明する銀行は多い。中には、柔軟な返済条件を設定できる独自商品を武器に中小企業融資の取組みを強化する銀行もあるが、ミドルリスク層は相手先企業を熟知しないと対応が難しいため、課題把握などをメインに推進態勢や審査能力を向上していくことが今後も重要となるであろう。

消費者ローンについては、マイカーローンなどの目的型消費者ローンにも申込から契約手続きまでウェブサイト上で完結する「Web完結型ローン」の取扱いを広めている(本人確認資料は申込画面で画

図表3 第二地方銀行の損益の推移(中間決算)

(単位:億円)

	17年度/中	18年度/中	前年同期比増減額
業務純益	976	850	▲126
コア業務純益	929	908	▲21
コア業務粗利益	4,323	4,249	▲74
資金利益	3,954	3,902	▲52
資金運用収益	4,192	4,116	▲76
貸出金利息	3,238	3,180	▲58
有価証券利息配当金	897	881	▲16
資金調達費用	237	214	▲23
役員取引等利益	305	308	3
その他業務利益	63	38	▲25
経費(▲)	3,393	3,340	▲53
人件費(▲)	1,738	1,707	▲31
物件費(▲)	1,416	1,401	▲15
税金(▲)	238	230	▲8
国債等債券関係損益	37	▲36	▲73
一般貸倒引当金繰入額(▲)	▲9	21	30
臨時損益	207	107	▲100
個別貸倒引当金繰入額(▲)	43	108	65
貸倒引当金戻入益	108	36	▲72
株式等関係損益	196	245	49
経常利益	1,183	957	▲226
特別損益	▲15	▲9	6
法人税、住民税及び事業税(▲)	209	194	▲15
法人税等調整額(▲)	84	46	▲38
中間純利益	873	706	▲167

(資料)第二地方銀行協会ウェブサイト「第二地銀協地銀の中間決算の概要について」の各年度

(注1)「貸出金利息」=貸付金利息-金融機関貸付金利息+手形割引料

(注2)「その他業務利益」=国債等債券関係損益を除く。

(注3)「国債等債券関係損益」=国債等債権売却益+国債等債券償還益-国債等債券売却損-国債等債券償還損-国債等債権償却

(注4)株式関係損益=株式等売却益-株式等売却損-株式等償却

(注5)科目欄の(▲)は、費用または損失項目を示す。

像をアップロードする)。また取引先企業への職域訪問で商品を周知させ、専用ウェブサイトへ誘導する取組みを強化している銀行もある。

手数料ビジネスの強化

(1)信託業務への参入

個人向け手数料ビジネスについては証券子会社を設立し、「銀証連携」を強化する動きが加速しているが、昨今では銀証連携に加え、信託業務に参入することで

富裕層の囲い込みをめざす銀行もある。

地銀、第二地銀の信託分野への取組みは、信託銀行の代理店として営業活動を展開し、手数料を獲得するというスキームが一般的であった。しかし、このスキームでは地銀、第二地銀のメリットが乏しく、預金流失につながる懸念もあった。そこで最近では金融庁から認可を得、信託業務を兼営することを選択する地銀が増えている。

信託業務は、短期的には収益を確保することが

難しく、息の長い取組みとなるが、その一方で取引先の資産内容を把握することができる。このところ中小企業などの事業承継の取組みにも注目が集まっているが、事業承継から信託業務などへとつなぐことも期待でき、今後の展開に注目が集まる。

(2)保険販売とトラブル

一方、投資信託の販売が伸び悩む中、預かり資產業務で注目されているのが保

図表4 第二地方銀行における経営諸指標の推移(中間決算)

(単位:%)

	17年度/中	18年度/中	
			前年同期比増減額
貸出金利回	1.33	1.26	▲0.07
有価証券利回	1.21	1.27	0.06
資金運用利回	1.22	1.19	▲0.03
預金債券等原価	1.08	1.03	▲0.05
預金債券等利回	0.04	0.04	0.00
預金等利回	0.05	0.04	▲0.01
経費率	1.03	0.99	▲0.04
人件費率	0.52	0.51	▲0.01
物件費率	0.43	0.41	▲0.02
資金調達利回	0.06	0.06	0.00
資金調達原価	1.06	1.01	▲0.05
預貸金利鞘	0.25	0.23	▲0.02
総資金利鞘	0.16	0.18	0.02
コア業純ROA	0.25	0.24	▲0.01
コア業純ROE	5.49	5.22	▲0.27
コア業務粗利益OHR	78.49	78.60	0.11

(資料)第二地方銀行協会ウェブサイト「第二地銀協地銀の中間決算の概要について」の各年度

(注1)コア業純ROA=(業務純益+一般貸倒引当金繰入額-国債等債券関係損益)÷(総資産平残-支払承諾見返平残)×(365/183)×100

(注2)コア業純ROE=(業務純益+一般貸倒引当金繰入額-国債等債券関係損益)÷(総資産平残-新株予約権平残)×(365/183)×100

(注3)コア業務粗利益OHR=経費÷(業務粗利益-国債等債券関係損益)×100

險窓販である。ただ、マイナス金利政策の影響によって外貨建て一時払い保険に注力する中、為替リスクなどについての説明が不十分であるためトラブルとなるケースが増加している。そうした中、生命保険協会会長は18年7月、外貨建て保険の契約者の苦情が増加していることを踏まえ、銀行とリスクに関する説明を徹底する姿勢を示している(『産経新聞』2018年7月21日付)。

最近では「人生100歳時代」を合言葉に「金融老年学(フィナンシャル・ジェロントロジー)」が注目されているが、国民生活センターの報道発表資料「保険商品の銀行窓口販売の全面解禁から10年を迎えて-新たに外貨建て保険のトラブル

も-」(17年12月21日付)によると、相談する契約当事者の7割以上が60歳以上である傾向が続いているだけに早急な対策が求められる。

(3)人材紹介業務への参入

金融庁は18年3月から「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」で人材紹介業務を「その他の付随業務」とするように改定したことを受け、人材紹介業務に参入する地銀も増えている。

人材紹介業務は「手数料ビジネスの多様化」という見方もあるが、帝国データバンクによると、18年上期の「人手不足倒産」は76件と前年同期比40.7%の大幅増となり、通期では調査開始以降、

最大となった17年度の件数を上回る勢いであるという(帝国データバンク「特別企画:『人手不足倒産』の動向調査(2018年度上半期)」2018年10月9日)。そのため、中小企業の倒産を回避するというESG(環境・社会・ガバナンス)の観点から取組む銀行もある。

業務の効率化とコスト削減

利ざやの縮小が銀行経営を圧迫する中、業務削減や効率化は喫緊の課題である。特に多くの銀行は、膨大なコストが発生しているとされる店頭事務オペレーションの本部集中化を実施したり、タブレットを活用することで受付業務の効率化を図るほか、次世代型店舗として、現金を

取り扱わないキャッシュレス化や常設窓口をなくすことで、より幅広い相談スペースを確保する店舗づくりをめざしている。

またチャンネルの多様化を受け、「1 店舗あたりの来店者数が 3 年前と比較して 2 割減少している一方、ネット取引は 7 割増加している」という銀行もある。そのため店舗のあり方についても、近隣店舗の統廃合を進めるために「店舗内店舗」を導入したり、少人数で店舗運営を行うため、「昼休み」を導入するなどの動きは今後ますます拡大すると考えられる。

ただし、地方部に営業基盤を置く地銀の店舗統廃合は、単にコスト面だけでなく、地域コミュニティにおける金融ネットワークの維持という観点も考慮しなければならない。金融庁は、「顧客向けサービス業務利益」の観点から収益性の向上を求めているが、このことは採算性の観点から金融ネットワークを再編するインセンティブを高めることに他ならず、地銀、第二地銀に難しい舵取りを迫っている。

一方、店舗戦略に加えて、ATM 戦略も転換点を迎えている。これまで各金融機関の ATM 戦略は、コンビニ ATM との提携などが行われてきたものの、ベースは「自前主義」であった。しかし、①QR コードを活用した新たな決済手段への対応（「キャッシュレス化」への対応）、②ATM の運営コスト削減などを踏まえ、他金融機関と ATM を「共通化」「相互無料化」する動きが台頭している。

この事例としては、例えば滋賀県では 16 年 3 月から県内 6 金融機関が ATM 業務で提携し、各金融機関の預金者が平日昼に利用した手数料を相互に無料化したり

（『大阪読売新聞』16 年 1 月 26 日付）、うちよ銀行と提携することで一部地域における ATM 手数料の無料化を実現した地銀もある。そして最近では、メガバンク 2 行が 19 年前半にも ATM を相互開放し、両行の預金者は平日日中の店舗外 ATM（計 2,300 ヶ所程度）から預金を引き出す手数料が無料になることが報じられた（『日本経済新聞』18 年 11 月 8 日付）。ATM 戦略の再構築は今後も大きな流れとなることが予想され、銀行における ATM の「脱自前主義」が急速に広がると思われる。

おわりに

以上、本稿では地銀、第二地銀の 18 年度中間期決算と昨今の経営戦略をまとめてみた。マイナス金利政策を受け、厳しい融資競争が続く中、金融機関は独自のビジネスモデルの構築が要請されている。中には、「住宅ローン残高の増加と与信関連費用の減少で決算が成り立っている」と自らのビジネスモデルを冷静に分析する銀行もあるが、その一方で、コンサルティング会社の設立、信託業務、人材紹介業への参入など、本業以外の分野に経営資源を積極的に振り向けることで、新たな可能性に挑戦する銀行もある。

ただ、現在は与信関連費用が低水準であったため推進できたビジネスモデルも、景気の先行き懸念などから今後は転換を迫られる可能性が十分にある。そうした中、多くの金融機関はこれまで事業性評価による中小企業融資を活発化させてきたが、景気減速が現実味を帯びた場合、事業内容をベースに評価してきた中小企業への支援をどのように実施していくのが注目され、地域金融機関としての真価が問われることにもなる。

取引先の訪問活動に力点を置く新発田信用金庫

古江 晋也

要旨

新潟県新発田市に本店を置く新発田信用金庫は、取引先の訪問活動を重視した営業活動を基盤に、融資マネジャー制度、保証人や担保に依存しない商品開発、事業承継セミナーなどの「本部による営業サイドへの支援」に取り組むことで、業務のクオリティや職員のモチベーションを維持する仕組みづくりをめざしている。

はじめに

新潟県新発田市に本店を置く新発田信用金庫（18年3月・預金積金残高793億2,400万円、貸出金残高354億8,700万円、役職員数103人、8店舗）は1924年、地域の商店の「地元本店を置く金融機関が必要である」との意見を受け、有限責任新発田町信用組合として設立された。新発田市は城下町として発展し、中心市街地には約1.4kmにも及ぶ商店街がある。しかし、モータリゼーションの進行する中、商店街に大型駐車場を確保することができなかったことや、相次ぐ大型ショッピングセンターの進出を受け、近年ではシャッターを下ろした店舗が増加した。だが、そのような厳しい環境の中でも、新発田信用金庫は取引先への訪問活動を重視した営業推進に力点を置いている。

定期積金と職域サポート

近年、協同組織金融機関の中には、業務効率化の一環として定期積金の集金業務などを事実上取りやめる動きが広がっている。しかしこのような潮流の中でも新発田信用金庫は、定期積金を預金業務の主力商品と位置付け、「取引先を定期的に訪問するきっかけである」と考えている。その理由は、①営業推進のみで取引

先を訪問することは若手職員に難しいことと、②定期的に訪問するからこそ、信頼が構築され、取引先の要望や悩みを聞くことができるため、である。同金庫の渉外担当者は、集金業務や新規開拓などで一日30先ほど訪問するが、その際、できる限りコミュニケーションを図ること

写真1 新発田信用金庫本店



写真2 本店内の様子

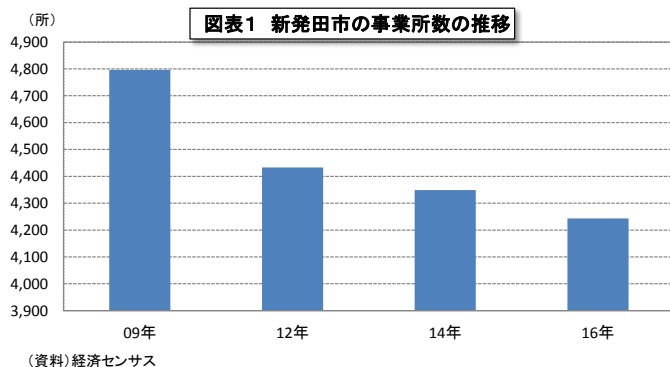


写真3 新発田市の中央商店街



をめざしている。

ただ、昨今では共働き世帯の増加などで日中に面談できないケースが増えてきた。そこで同金庫は再び職域サポートに注力することにしている。新発田市には、かつて大倉製糸新発田工場があり、近隣には縫製業者が軒を連ねていた。新発田信用金庫職員は、昼休みなどに取引先の従業員のもとを訪問し、定期積金や融資相談など様々なサービスを提供していたが、縫製業者が海外に生産拠点を移転したことや、職域サポートにおける企業側のメリットが明確ではなかったことなどから次第に下火となった。現在では、かつてのような訪問活動の一形態ではなく、企業側と契約を交わし、金利優遇などのメリットを強調するとともに、親睦団体である「信金会」の会員企業を中心に訪



問する取組みへとリニューアルすることで会員との接点を強化している。

融資マネジャー制度

新発田信用金庫の営業態勢で注目されるのは、09年から「融資マネジャー制度」を導入したことである。この融資マネジャーの主な業務とは、新規開拓をメインに、取引先の経営改善など専門性の高い取組みを実施することであり、融資専担者としての役割を担っている（集金業務などは行わない）。

融資専担者といえば、通常は業務経験や知識が豊富なベテラン職員が担当するが、同金庫の融資マネジャー制度で注目すべきことは、ベテラン職員1人と、中堅・若手職員をそれぞれ1人ずつ配置していることである。このように中堅・若手職員を起用している理由は、経験を重ねた職員は、時として取引先の本質的な話に耳を傾けるよりも、パッケージ商品や制度などに当てはまるかどうかにか点を置く傾向にあり、「若いうちから自由な発想で、取引先の要望をかなえられる人材を育成したい」という思いからであった。また、年齢を重ねた職員しか就任できないポジションだと、意欲のある若手職員のやる気をなくすことにつながると

考えたこともある。そのため20代、30代の職員も任命される融資マネジャーは、「憧れのポジション」となっており、組織内の活性化にも一役買っている（融資マネジャーの任期は約3年）。

さらに18年度からは、融資マネジャーが支店長代理や若手渉外担当者とともに

定期的に同行訪問する取組みも実施している。この取組みは、融資マネジャーの技術やノウハウを直接吸収することでスキルアップを図るだけでなく、融資マネジャーの業務を身近に感じることで「いつかは融資マネジャーになりたい」という目標を持ってほしいという考えもある。

保証人や担保に依存しない商品の開発

商品開発で注目されることは、「プロシード」（発売期間：14年2月～18年9月）と「楽らくローン」（発売期間：18年9月～）である。

プロシードは、業況の低迷などによって財務的に経営が厳しい地元企業を支援するために開発された商品であり、原則、無担保・無保証としている。同商品の特徴は、融資手続きを大幅に簡素化（支店長決裁）し、申込から3日以内に回答できるスピード感のある対応を実現したことであった（新規先の融資の場合は、財務内容を確認した後、レピュテーションなどを加味する）。また、同ローンの利用先については、渉外担当者任せではなく、支店長なども経営の再建支援についてのアドバイスをを行う。プロシードは最終的に累計367件（12億1,400万円）の利用実績となったが、そのうち貸倒件数はわずか4件のみである。

一方、プロシードの後継商品として、現在販売されているのが「楽らくローン」（原則、無担保・無保証）である。同商品は融資上限を500万円とすることで更なる裾野の拡大を図るとともに、経験の浅い職員でも融資対応ができるように専用のチェックシートを活用することで案件の方向性が判断できるように工夫されている。

「楽らくローン」はまず、融資を希望する取引先に、業歴が3年あるか、これまでに延滞があったか、税務申告をしているかといった基本項目をチェックし、これらの項目をクリアすると、次のチェックシートに進む。

チェックシートには、売上高の推移、代表者の所得金額、売上高借入金比率などの定量評価項目に加え、業界の動向、後継者の有無、人柄などの定性評価項目があり、これらの項目を点数化することで、融資が可能かどうかなどの方向性がわかる。楽らくローンの決裁権限はプロシードと同様、支店長であり、3日以内に審査が完了する。

事業承継の取組み

新発田信用金庫は17年6月、新発田市、新発田商工会議所と、事業承継支援に関する協定を締結した。同支援に取組み始めた背景には、後継者不足などによる事業所数の減少がある（図表1）。

そこで、同金庫と商工会議所は、勉強会を開催することで課題を共有するとともに、17年10月に第1回目の事業承継セミナーを開催した（参加者は29人）。同セミナーでは、経営者に自社の将来を考

写真4 新発田市役所



えてもらい、事業承継のプロセスなどを説明した。ここでいうプロセスとは、会社内に承継できる者がいるのかどうか、家族で事業に関心がある者がいるか、を調べ、誰も見当たらない場合は、M&A を選択することをいう。そして M&A については、信金中央金庫の子会社である信金キャピタルや、地元の事業承継専門会社などに案件の登録、照会をかけることで、マッチングをめざすことにしている。

18年6月に開催された2回目のセミナー(参加者22人)では、セミナーに加え、より相談しやすい環境づくりとするため個別相談会も開催した(現在、数件の相談が寄せられている)。常務理事の椎谷文博氏によると、「中小企業は、事業承継を公にしにくく、ある日突然、会社を廃業するケースが多い」と言う。その理由は、事業承継を希望していることが知られるようになると、経営者は「現在の経営に悪影響が及ぶのではないか」「風評被害が生じるのではないか」と考えるためである。また経営者の中には「自分が引退すると、会社も廃業する」「企業は経営者のもの」という発想が根強くあるという。そのため椎谷氏は、「まずはどういう選択肢があるかという知識を持ってほしい」と話す。

昨今では、きめ細やかな訪問活動を行わない地域金融機関が増加する中、事業者自らが率先して動かない限り、様々な情報を得ることができない環境になっている。そのため、定期的な取引先の訪問活動を繰り返すことで様々な情報を届ける地元本店を置く金融機関が相談窓口となる意義は大きい。なお、同金庫では「地域の企業を持続させたい」「雇用を維持したい」という思いから、事業承継を

社会貢献と位置づけ、手数料は得ていない。

おわりに

日銀の長引く金融緩和策の影響で、地域金融機関は利ざやの低下をボリューム(融資残高)でカバーする動きが加速する一方、業務効率化の波は営業推進部門にも波及しており、手間がかかるとされる業務が改革や削減の対象となっている。そしてこのことが取引先との長期的な信頼関係を構築する機会を減少させている。また現場では従来のように若手職員の人材育成に時間をかけることができないことに悩む管理職は少なくない。

業務の効率化を図ることは金融機関経営において最も重要な経営課題の一つである。しかし、行き過ぎた業務の効率化は時として現場の職員のストレスを高めることにもなりかねず、「業務のクオリティ」や「職員のやりがいややる気」を低下させることにもつながる。

そうした中、先輩職員が後輩職員に営業推進のノウハウを伝える機会を大切にしながらも、若手職員を含めた渉外担当者が取引先のもとを訪問しやすくなるように定期積金の集金業務を維持することで、信頼関係を構築する余裕を持たせる一方、経験の浅い職員にも融資の方向性をすばやく提示できる商品づくりを行い、「融資に必要な勘所」を経験させていく仕組みづくりは、「本部による現場サイドへの営業支援」であり、若手職員の育成と業務の効率化という協同組織金融機関が直面する難しい課題への対応策の一つと考えられる。

海外の話題

「コウノトリ育むお米」シンガポールへ

農林中央金庫 シンガポール支店長 杉本 真

Good Agricultural Practice(農業生産工程管理：以下 GAP)という言葉を知ったことがある方は多いだろう。農業において、食品安全、環境保全、労働安全等の持続可能性を確保するための生産工程管理の取組で、近年食品の安全や、自然環境の保全、生産者の労働安全や人権の保護といった意識の向上から GAP 認証取得の動きは強まっており、持続可能な農産物の供給の実現につながる事が期待されている。2020年の東京オリンピック・パラリンピックの選手村で使う食材の調達基準にも GAP 認証が採用され、認知度はさらに向上すると思われる。

日本の GAP 認証(J-GAP)件数も増えているが、食の国際化に伴いグローバル GAP(G-GAP)を取得する経営体も増えており、18年6月末時点で約630件となっている。「コウノトリ育むお米」を生み出した兵庫県のJAたじまもその1つである。その農法は1971年に絶滅したコウノトリの野生復帰を目指し、カエルやドジョウなど餌となる生き物が育つ環境作りに取り組む無農薬・減農薬での栽培手法である。現在では約140羽の生息数が見られるという。JAたじまでは人と環境に優しい手法により収穫されたコウノトリ米のG-GAP取得を契機に付加価値の高い日本米として輸出拡大にも取り組んでおり、シンガポールでも卸売業者を通じて販売が開始されている。JAグループでは、初のG-GAP認証米の輸出が実現したことはとても意義深く、農林中金シンガポール支店もこの卸売業者とJAたじまの仲介をすることで少しお手伝いができた。

また18年7月には、日系小売店において「コウノトリ育むお米」の販促活動を行うため、来星されたJAたじまの方に、シンガポール日本人学校の生徒に対して、コウノトリ育む農法についての食育授業を行ってもらった。この授業はシンガポール日本人学校と近隣現地校との交流事業の一環として行われ、農作業現場を殆ど見たことのないシンガポールの子供たちにとって安心安全で美味しい日本のお米がどのように栽培されているか、人と自然の共生という「コウノトリ育むお米」の理念を学ぶ機会を提供することができた。講義の後にコウノトリ米を試食した子供たちの「美味しい！」という笑顔も良かった。当日の会場設営や炊飯の応援を担ったシンガポール支店の職員たちにも通常の業務では得られない充実感があつたようである。

後日談であるが、この食育授業を受けた日本人学校の生徒が、家族で東京に帰る際に、わざわざ関西国際空港で降りて、兵庫県豊岡市のJAたじま直営のファーマーズマーケットに来てくれたそうだ。「コウノトリ育むお米」の仕組みに関心を持ち、夏休みの自由研究の題材にするため、現地でコウノトリを見て、お米を購入して職員に話を聞いて帰られたと、授業をしてくれた方から報告を頂いた。ちょっと嬉しい話である。

アジアにおける食農ビジネスの取組はまだまだ緒についたばかりで、収益化をはじめ課題も多い。しかしながら、今回のようにG-GAP認証米の輸出による販路拡大、CSR活動、未来を担う子供たちへの食育授業と意義深いこともできる。「コウノトリ育むお米」はそれを教えてくれた。

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>

2019年1月号 第30巻 第1号・通巻338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