

金融市場

潮流

気候変動に対する「緩和」と「適応」 …… 1

情勢判断

国内経済金融

海外経済の減速を受けて足踏みが続く国内景気
～長期金利は再びゼロ近傍で推移～ … 2

情勢判断

海外経済金融

公表されている指標は堅調に推移
～「国境の壁」をめぐる対立で政府機関の一部が35日間閉鎖～ …12
政策効果により19年6.5%成長は可能
～引き続き米中通商協議の動きを注視～ …16

分析レポート

「黄色いベスト」が浮き彫りにするフランス経済の問題点
～就業率の低迷、財政支出の非効率性、地方経済の停滞～ …24

2017年度の協同組織金融機関の決算と今後の戦略 …28

今月の焦点

日本の財政⑨：2019年度一般会計予算案 …34

連載

金融機関の新潮流 〈第10回〉

業界トップクラスの取引シェアを誇る都留信用組合 …38

海外の話題

「オーストラリア経済雑感（日本との違い）」…42

2019.2

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>

気候変動に対する「緩和」と「適応」

理事研究員 高島 浩

2019年は、5月の京都での気候変動に関する政府間パネル（IPCC）総会や、6月の軽井沢でG20の環境関連の閣僚会議を控え、日本においてもパリ協定の流れを汲む気候変動対策に係る取り組みが加速する年となる。これまで日本は、大震災等の影響もあり欧州先進国に比べ温暖化対策に消極的な国と見られていたが、いよいよ気候変動対策が本格化しつつある。昨年12月には、経済産業省の研究会において、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）提言と呼ばれる企業の気候変動にかかる開示のあり方に関するガイダンスが世界に先駆けて発表された。また、同じく12月には気候変動適応法が施行された。

気候変動への対応は、将来の温室効果ガスの排出削減と吸収対策を行う「緩和」と、気候変動の影響により発生する被害を防止し軽減するために対策を行う「適応」がある。TCFDガイダンスは、企業が気候変動に伴う「緩和」策と「適応」策を開示し、市場はこの開示に基づいて気候変動リスクに「適応」することを推進することに役立つ。気候変動適応法は、名前のとおり自然災害、水資源などへの対策を行い、国民生活等が温暖化した社会に「適応」するための対策である。こうした対策は概念的にはわかりやすいものであるが、それを進めるためには膨大な費用や努力が必要となる。気候変動に伴う災害が多く発生している中、「適応」への対策を進めていく一方で、将来のリスクに備えて「緩和」対策を進めることを怠ることもできない。最終的には、誰がこの費用を負担するのかという難しい問題になる。

昨年末、フランスで発生した「黄色いベスト」を着た国民によるデモは、まさしくこの問題が表面化したものだ。デモは、フランス政府が気候変動対策のために燃料税の引上げを進めようとしたことがきっかけとなり発生した。気候変動に伴う費用を国民に燃料税の形で負担させようとしたことに対して、労働者らが道路工事などに用いる黄色いベストを着用し抗議したものが、フランス全土に広がった。デモに参加する人々は、経済がグローバル化する中で、パリの富裕層のようにグローバル化の恩恵を実感できず、むしろ昔に比べて生活環境が悪化していると感じている。フランスはパリ協定の合意を成功させ、本年のG7サミットにおいてさらにリーダーシップを発揮しようとしていたが、燃料税の引上げ策は、グローバル化により影響を受けた弱者には更なる痛みを強いる不公正なものに映った。

IPCCの報告書のとおり、温暖化ガスに伴う気温上昇が加速しつつある中、将来のリスクを「緩和」する対策を早急に行う必要があることは論を待たない。一方で、気候変動だけでなく、グローバル化によるマクロ経済の変化で、従来中間層と呼ばれていた人々の生活環境は悪化している。こうしたマクロ経済の変化に伴う国民の不安・不満への「適応」も重要である。日本での議論が、気候変動への対応の議論はもちろん、マクロ経済の変化に伴う将来のリスクを「緩和」し、悪影響への備えと新しい環境への「適応」を行うための議論が様々な観点からなされることを期待したい。

情勢判断

国内経済金融

海外経済の減速を受けて足踏みが続く国内景気

～長期金利は再びゼロ近傍で推移～

南 武志

要旨

2016 年後半以降拡大に転じた世界経済・貿易が減速し始めており、輸出増を起因とする景気改善プロセスが機能しなくなりつつある。先行き、米中貿易摩擦の悪影響が顕在化してくる可能性もあるほか、企業設備投資の五輪特需も一巡し始めることから、政府の手厚い消費税対策にもかかわらず、19 年度下期以降は景気の調整圧力が高まることが予想される。年内にも景気の転換点を迎える可能性があるだろう。物価についても原油安や円高進行、さらには携帯電話通話料の引き下げや教育無償化の影響も想定され、鈍化傾向が続くものと思われる。

また、7 月の金融政策の運営柔軟化を受けて、10 月には一時 0.155%まで上昇した長期金利であったが、足元では再びマイナスになるなどゼロ近傍での展開となっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2019年					
	1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 (%)	-0.068	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0300	0.00~0.06	0.00~0.06	0.00~0.06	0.00~0.06	
国債利回り	20年債 (%)	0.465	0.45~0.65	0.45~0.65	0.45~0.70	0.45~0.65
	10年債 (%)	0.005	-0.05~0.10	-0.05~0.12	-0.05~0.15	-0.05~0.12
	5年債 (%)	-0.155	-0.19~0.08	-0.18~0.05	-0.18~0.00	-0.20~0.05
為替レート	対ドル	109.7	103~115	100~115	100~115	100~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	124.8	118~130	115~135	115~130	115~130
日経平均株価 (円)	20,574	21,500±1,500	22,000±1,500	21,000±1,500	20,000±1,500	

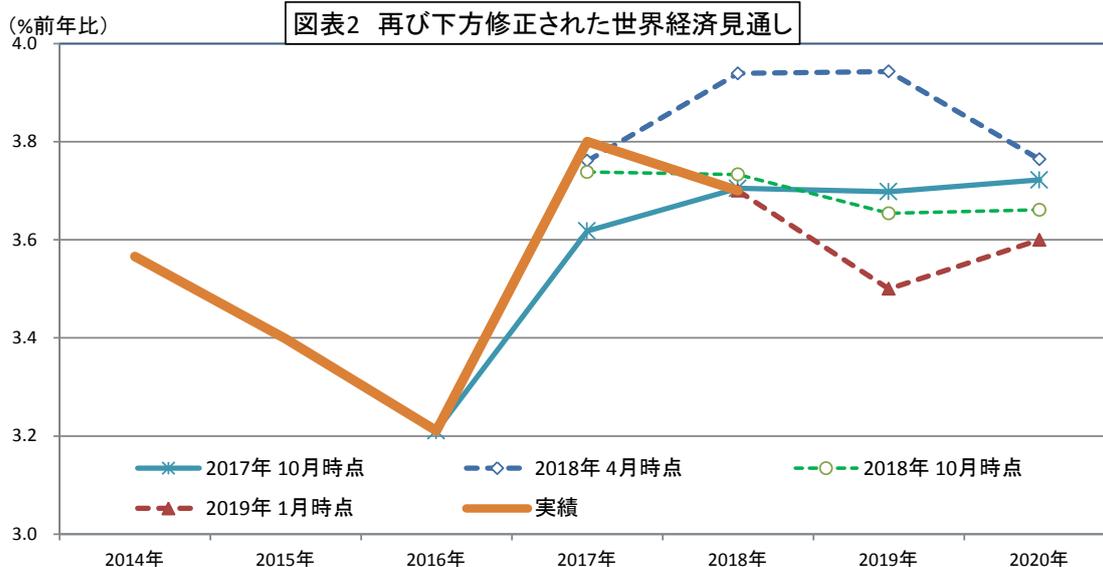
(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2019年1月24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。

世界経済の減速が鮮明に

1月21日に国際通貨基金(IMF)は世界経済見通しを公表した。副題を‘A Weakening Global Expansion(邦訳:成長の力強さを失う世界経済)’としており、2018年(実績見込み)の世界経済全体の成長率は前年比3.7%(17年実績:3.8%)へ減速したとの見込みを示したほか、19年も同3.5%へ鈍化が続くとした。前回18年10月時点(同3.7%)から下方修正であり、かつ下方修正は2回連続である。

見通しに対するリスク評価としては、下振れリスクが優勢としており、主なものとして貿易摩擦やタイト化する先進国の金融環境に加え、米国で長期化する様相を見せる政府機関閉鎖、中東・東アジアの地政学的緊張などを挙げている。



(資料)IMF「世界経済見通しデータベース」より農林中金総合研究所作成

厚生労働省「毎月勤労統計」の不正問題

18年にサンプル入れ替えを行った際、旧統計と新統計との段差の調整を行わなくなったため、「正しい賃金上昇率」をどう捉えればよいのか等の混乱を招いた厚生労働省「毎月勤労統計」であったが、19年に入って長年、統計作成自体に不正があったことが発覚し、一旦閣議決定された19年度予算案の修正を余儀なくされた。

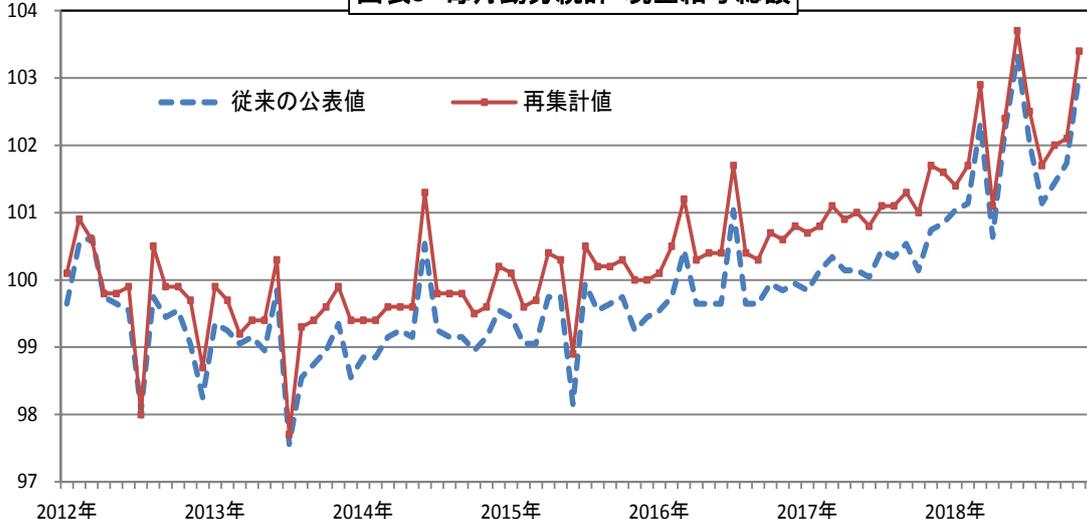
厚労省は、①少なくとも1996年以降、調査対象事業所数が公表資料よりも1割程度少なかった、②2004年1月調査以降、東京都の「500人以上規模の事業所」について抽出調査(約3分の1の事業所)をしていたが、調査年報には「全数調査」と記載していたほか、17年の調査方法の変更承認以降は、調査計画(全数調査)に違反、③04年以降、東京都とその他の道府県とで異なる抽出率となっていたが、集計上必要な復元処理が行われなかった、等との内容を公表している。これに伴って、04年以降、雇用保険、労災保険、船員保険の給付の一部受給者と雇用調整助成金などを受けた一部事業者に対して追加給付が必要となった。厚労省では、「きまって支給する給与」について遡及可能な12～17年の再集計値と公表値との乖離幅の平均を0.6% (18年は0.3%強)としているが、それを基にすると約795億円の追加給付(対象者は延べ2,015万人)が必要となり、そのための経費として一般会計予算案に6.5億円が追加計上される異例の事態となった(財源は赤字国債の増発)。

なお、再集計後の指数を確認する限り、従来統計と明確な違

いはなく、景気判断などに特段の影響はないと思われる。

(再集計値: 2015年=100)

図表3 毎月勤労統計・現金給与総額



(資料)厚生労働省 (注)季節調整値。水準を比較するため、従来公表値は2015年=99.348という指数に変換。

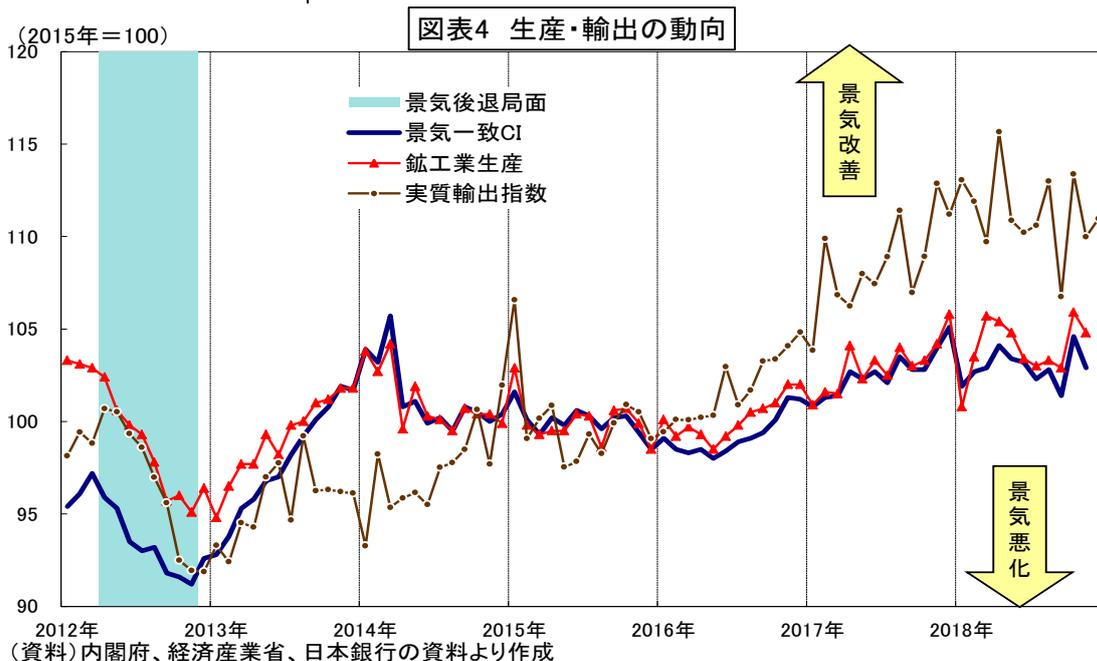
景気の現状：足踏み、まだら模様

さて、国内経済については足踏み感の強い展開が続いている。11月の景気動向指数・CI一致系列は前月から▲1.9ポイントと2ヶ月ぶりに低下した。鉱工業生産・出荷統計や商業動態統計が弱かったことが原因である。これに基づく基調判断は3ヶ月連続の「足踏み」であった。

輸出については、冒頭で触れたような世界経済・貿易状況の下、停滞気味に推移している。特に、最近是中国を含むアジア向けの落ち込みが大きい。12月の実質輸出指数は前月比0.9%と2ヶ月ぶりの上昇で、10～12月期としても前期比1.2%と2四半期ぶりの上昇であった。ただし、7～9月期(同▲1.9%)の落ち込み分は取り戻せず、総じて足踏み状態となっている。一方、11月の鉱工業生産は同▲1.0%と、10ヶ月ぶりに直近ピークを更新した10月分から再び低下、先行き12月の製造工業生産予測指数(経済産業省が試算した予測誤差修正ベース)も同▲0.7%(最頻値)と、引き続き低下する可能性が高い。以上のように、輸出増を起点とする景気改善メカニズムが機能しなくなりつつある。

一方、民間需要は総じて堅調といえる。日銀短観などの18年度設備投資計画調査は年度末が近付く中でも高い伸び率を維持しているほか、資本財出荷も増加傾向にある(10～11月平均は7～9月平均を3.1%上回っている)。消費関連の指標もこのところ持ち直しの動きが続いている。消費総合指数(内閣

府)、実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行)、総消費動向指数(CTI マクロ、総務省統計局)の11月分はいずれも低下したが、10~11月平均は7~9月平均をそれぞれ0.8%、0.7%、0.4%上回るなど、底堅さがある。労働需給の引き締まりを背景とした「企業から家計への所得還流」が続いていることが消費を下支えしている。



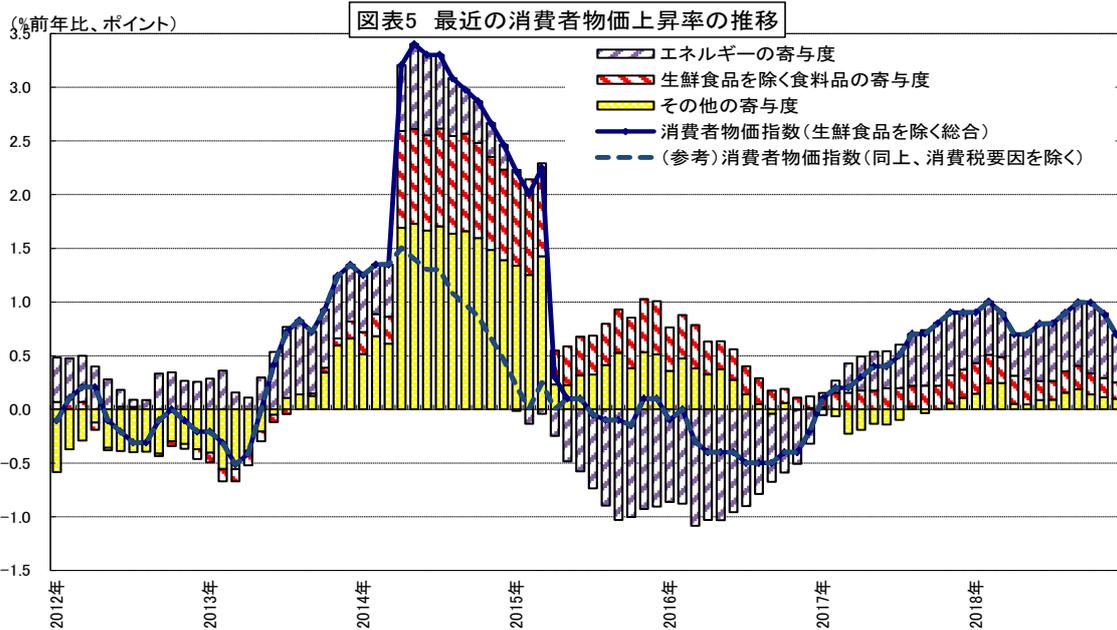
景気見通し：19年度下期以降、調整色が強まる

先行きについては、19年は米国を含めて主要国の成長減速が見込まれ、世界貿易の拡大テンポも鈍化が続くと思われるほか、米中貿易摩擦などの影響が徐々に始まることも予想され、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、足元堅調な民間設備投資も減速する可能性が高い。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やGW10連休によるレジャー需要なども期待され、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。

なお、政府は消費税率引き上げの影響を軽減するため、18年度第2次補正予算案や19年度当初予算案に手厚い消費税対策を準備している。税率引き上げ等により、5.2兆円の負担増と

なるが、幼児教育の無償化や社会保障の充実などの支援で 3.2 兆円の受益増となるため、ネットの国民負担は 2 兆円程度に軽減されると試算されているが、加えて 2.3 兆円程度の措置を講じることで十二分に乗り越えられるとしている（今月の焦点「日本の財政⑨：2019 年度一般会計予算案」を参照）。とはいえ、外需が期待できない中、増税後の景気悪化は避けられないと思われる。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

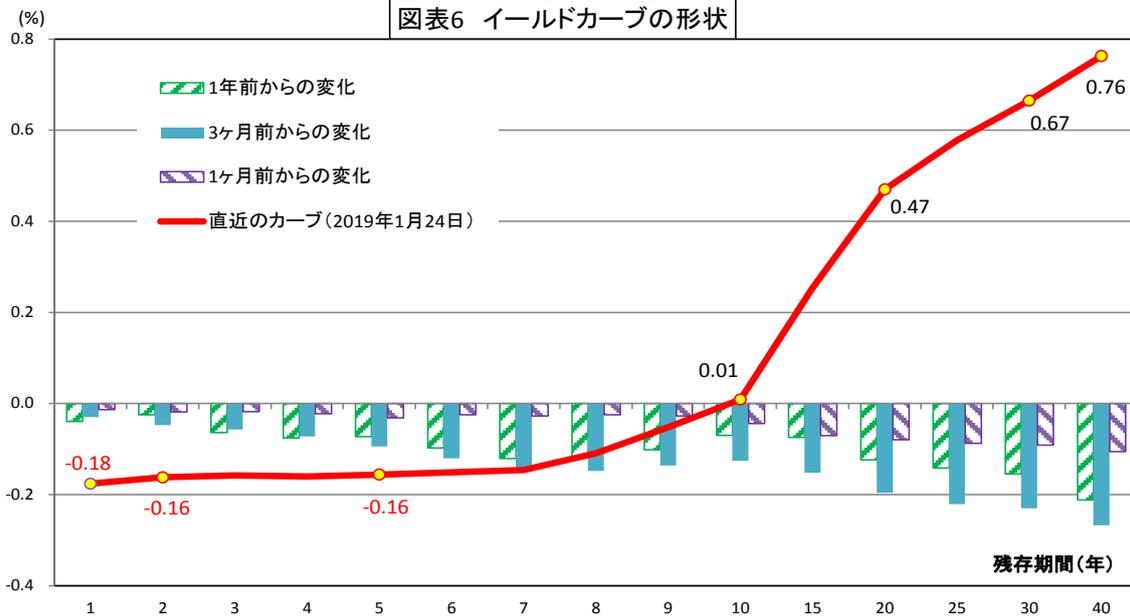
物価動向：エネルギー要因で先行き再び鈍化の見込み

12月の全国消費者物価指数によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比 0.7%と、上昇率は2ヶ月連続で鈍化した。国際原油市況の下落に伴い、石油製品の上昇率が大幅に鈍化したことが主因であり、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」では同 0.3%と、11月分と変わらずであった。とはいえ、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も改めて認識させられる数字である。

先行きについては、堅調な雇用環境を背景とした継続的な賃金上昇など家計所得の改善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、10月以降の原油下落状態が長期化すれば、19年度上期にかけてエネルギーの物価押し下げ圧力が高まることが想定される。さらに、世界的にリスクオフが強まり、円高圧力が高まれば、国内物価をさらに押し下げるだろう。これ以外にも、菅官房長官の「現行から4割程度下げる余地がある」との発言がきっかけとなった携帯電話通

話料の引き下げや消費税率引き上げに合わせた教育無償化など、物価指数にとっては押下げ要因は少なくない。19年度にかけて物価鈍化が続くものと思われる。

図表6 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

金融政策：現行緩和策の継続を決定

物価見通しを大幅下方修正した展望レポート

1月22～23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。物価上昇率が再び鈍化を始めるなか、日銀としては従来から物価上昇率が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きたことを考慮すると、妥当な内容といえるだろう。

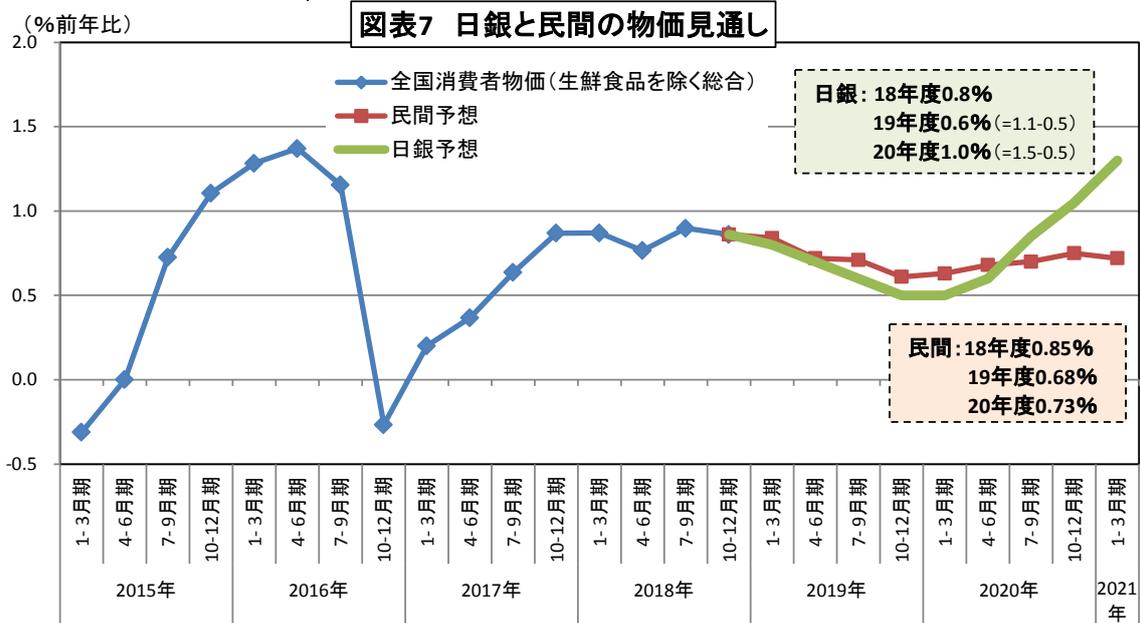
また、同時に公表された「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、経済見通しは概ね前回と同じであったが、物価見通しの大幅下方修正がされた。

経済見通しに関しては、「海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるも、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を受けつつも、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、2020年度までの見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続く」との基本シナリオが維持された。

一方、物価見通しについては、「マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていく」との見方自体は不変であるが、大幅に引き下げられた。全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、消費税要因だけを除くベースを当総研が試算）では19年度が前年度比0.6%、20年度

が同 1.0%（消費税率引き上げの消費者物価への直接的な影響を+0.5ポイントと想定）と、前回（それぞれ同 1.4%、同 1.5%）から大きく下方修正されている。教育無償化の影響で、19、20年度の物価に対してそれぞれ▲0.3ポイント、▲0.4ポイントの押下げ効果が考慮されたほか、足元の原油安で 19 年度上期の物価上昇率に下振れ圧力がかかることが考慮されたと思われる。

改めて、2%の物価安定目標の達成がしばらく見通せる状況にないことが確認できたといえる。



(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、教育無償化の影響を含む。民間予想はESPフォーキャスト調査(1月)を使用、日銀予想は展望レポート(1月)をベースに農林中金総合研究所が作成。

追加緩和観測も一部で浮上

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。

ただし、先行きは景気動向への配慮も必要となるとみられる。万一、近い将来に景気が悪化し始めた場合、既に財政政策が手厚い消費税対策を盛り込んでいる手前、金融政策にも何らかの対応が求められることもあるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

2019年の内外金融市場は、リスクオフが強まった18年末にかけての流れを受け継ぎ、波乱の幕開けとなった。年末年始にかけて長期金利は水面下に沈んだほか、一時104円台と10ヶ

月ぶりの円高が進む中、大発会としては戦後3番目の下げ幅を記録した。その後、相場は持ち直しつつあるが、戻りは鈍い。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。



長期金利はゼロ近傍で推移

① 債券市場

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」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、それ以降の長期金利は概ね0%を中心とする狭いレンジ内での展開が続いている。18年7月の金融政策決定会合では「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」と称して長期金利の操作目標の柔軟運用を決定、長期金利の変動幅をそれまでの倍程度（±0.2%）まで許容したが、折からの内外景気の改善基調や米長期金利の上昇等を受け、金利上昇圧力が掛かり、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、年末にかけては世界的に株価の調整圧力が高まり、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、金利水準は低下し、イールドカーブ全体もフラット化が進んだ。1月4日には一時2年2ヶ月ぶりに▲0.05%まで低下した。その後はゼロ近傍での推移となっている。

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きたことから、発行残高の45.7%を保有するに至っている（18年9月末、国庫短期証券は含まず）。その

長期金利はしばらく0%台前半での展開を予想

軟調な展開が続く

円高圧力が意識される展開

結果、国債需給は引き締まっており、長期金利のコントロールがある程度可能な状態が作り出された。最近为国債買入れ額が縮小しており、18年の国債保有残高の増加額は38兆円にとどまったが、そうした状態に変わりはない。

先行き、内外景気の減速が予想されており、物価も鈍化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。

② 株式市場

10月上旬には一時24,448円と、バブル崩壊後の最高値を再び更新した日経平均株価であったが、その直後に、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。年末年始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、日経平均は12月25日には20,000円を割り、翌26日には一時19,000円割れとなるなど、年初来安値を更新、軟調な地合いが続いた。19年初も、米アップル社の業績下方修正を嫌気して米株価が急落したことを受けて、2万円割れでのスタートとなったが、その後は過度な悲観論が払拭され、緩やかに持ち直す動きも散見されている。

ただし、先行きは内外景気の減速、さらにはピークアウトが意識されていることから、目先の戻りは限定的で、一進一退での推移が続くものと思われる。

③ 外国為替市場

対ドルレートは、18年下期にかけて概ね1ドル=110円台前半での推移が続いたが、米国の着実な利上げペースを織り込む格好で、基調としてはドル高気味の展開であった。

最近市場参加者から米国の利上げ打ち止め、さらには20年の利下げ予想も浮上するなど、FRBが18年12月に示した「あと3回(75bp)の利上げ」予想を疑問視する意見が強い。仮に、現状堅調とされる米国経済の減速を示唆するような指標が出れば、円高圧力が高まることは十分ありうる。さらに、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。

先行き、年末年始にかけて市場に蔓延した過度な悲観論は払拭されつつあり、基調としては110円前後を中心レンジとした展開が続くとみる。ただし、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。



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

120 円台前半までユーロ安が進行

一方、18年入り後、対ユーロレートは概ね130円前後での展開が続いた。量的緩和の終了やその先の利上げ開始など欧州中央銀行の金融政策に関する思惑や各国の政治情勢、さらには財政赤字幅を巡って欧州委員会と対立したイタリア予算案などが材料視された。一方、12月中旬以降、世界的にリスクオフが進む中、円買い圧力が強まり、19年初には1年9ヶ月ぶりとなる一時118円台まで円高ユーロ安が進んだ。その後も、120円台前半での展開が続いている。

先行きも、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。

(19.1.25 現在)

公表されている指標は堅調に推移

～「国境の壁」をめぐる対立で政府機関の一部が35日間閉鎖～

佐古 佳史

要旨

政府機関一部閉鎖の長期化による実体経済への影響も散見されたものの、雇用統計や鉱工業生産など公表された指標からは、米国経済の堅調な成長が確認される。

インフレ率が2%前後で安定的に推移するなか、世界経済の先行き懸念などから、最近のFRBはハト派色が強まっている。

継続中の米中通商協議

12月1日にトランプ大統領と習国家主席間で合意に達した90日間の関税率引き上げの猶予措置の一環として、米中両政府は1月7～9日にかけて次官レベルでの通商協議を行った。中国政府による企業への補助金の削減や、知的財産保護などについては依然として隔たりがあるものの、米国製品の輸入拡大や米系資本への中国市場のさらなる開放などに関しては一定の進展があったと報じられた。30～31日に行われる閣僚レベルの協議で一定の成果が公表されるかどうか注目したい。

政府機関の一部が35日間閉鎖

2020年の大統領選挙が徐々に意識されるなか、公約の「国境の壁」建設予算を確保したいトランプ政権と、壁建設の阻止と不法移民の子供（Dreamers）に対する恒久的な市民権付与を要求している民主党との間での対立がきっかけとなり、つなぎ予算が失効、12月22日以降、政府機関の一部閉鎖が続いた。これにより、IPO申請承認手続きの滞りや空港の混雑、連邦政府職員の給与の支払い停止などが問題となり、ホワイトハウスからは、毎週0.1%ポイントの成長率を押し下げる影響があるとの見積りが公表された。

結局のところ、民主党に折れる形でトランプ大統領は25日、壁建設費用を含まない形で、2月15日までの暫定予算に署名し、政府機関の閉鎖は解除された。今後、両院の合同委員会にて国境警備について協議されることとなったが、トランプ大統領は国境の壁建設予算の取り扱い次第では再び政府機関閉鎖が生じる可能性を否定していないことには注意すべきだろう。

速いペースで雇用が増加

さて、政府機関閉鎖の影響で商務省などが発表する消費と住宅、設備投資、貿易関連の指標は未公表なものの、足元の指標を確認してみよう。12月の非農業部門雇用者数は前月から31.2万人増と

生産は好調だが 先行きはやや鈍 化傾向か

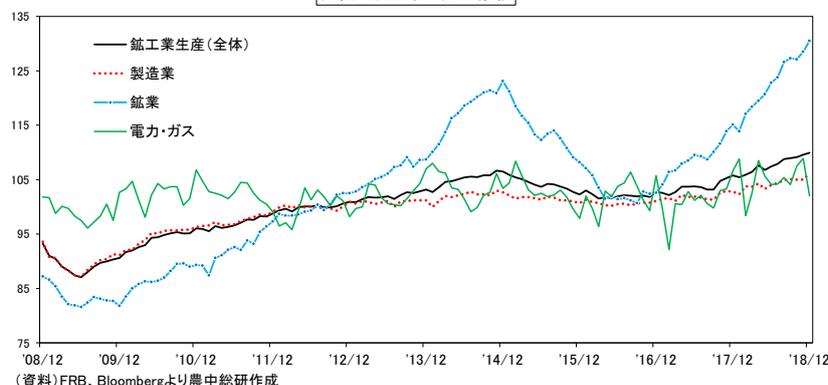
大幅な伸びを示した。また、10、11月分についてはそれぞれ3.7万人、2.1万人分上方修正された結果、足元3ヶ月間では平均25.4万人増とかなり速いペースの雇用拡大が続いている。11月の雇用統計は、米国経済が既にスローダウンしているとも読める内容だったが、改めて米国経済の堅調さが示された。なお、失業率は3.9%に上昇する一方、賃金上昇率は前年比3.2%に加速した。

関連指標を確認すると、11月の求人件数は10月からやや減少し690万人となったものの、依然として失業者数(602万人、11月)を上回り労働市場はひっ迫している。この点は、16日に公表されたページブックでも報告された。また、労働参加率は11月からほぼ変わらず、全年齢区分では63.1%、25～54歳の区分では82.3%となった。

企業部門については、12月の鉱工業生産は前月比0.3%となり、10～12月期としては前期比年率3.8%の高い伸びを示した。内訳では、製造業が同1.1%と18年2月以来となる高い伸びを示した。先行きに関しては、ISM製造業景況指数が54.1%(内、新規受注は急落し51.1%)、非製造業景況指数が57.6%と11月(59.3%、60.7%)から低下しているうえ、世界経済の減速など懸念材料もみられ、緩やかながらも伸び率は鈍化すると思われる。

(2012年=100)

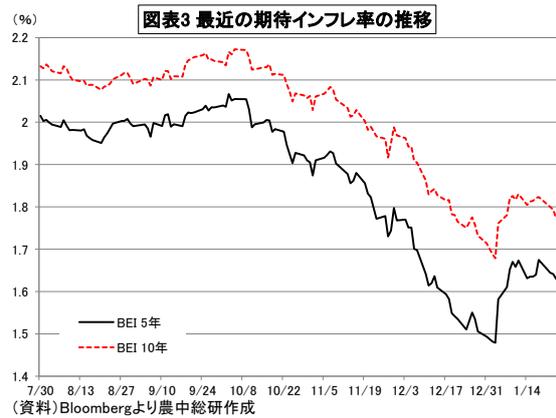
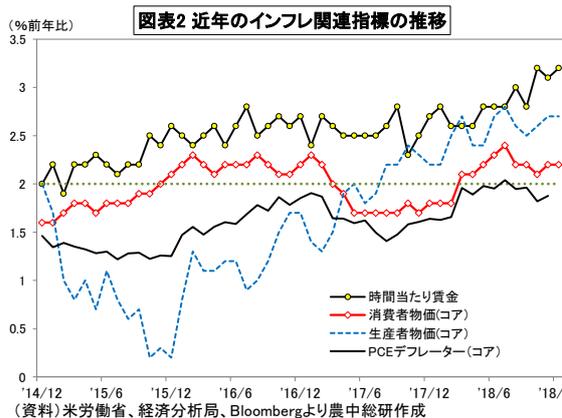
図表1 鉱工業生産の推移



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、12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11月から変わらず、落ち着いた推移となっている。FRBが注視するPCEデフレーターの上昇率(11月、コア)は同1.9%となっている。

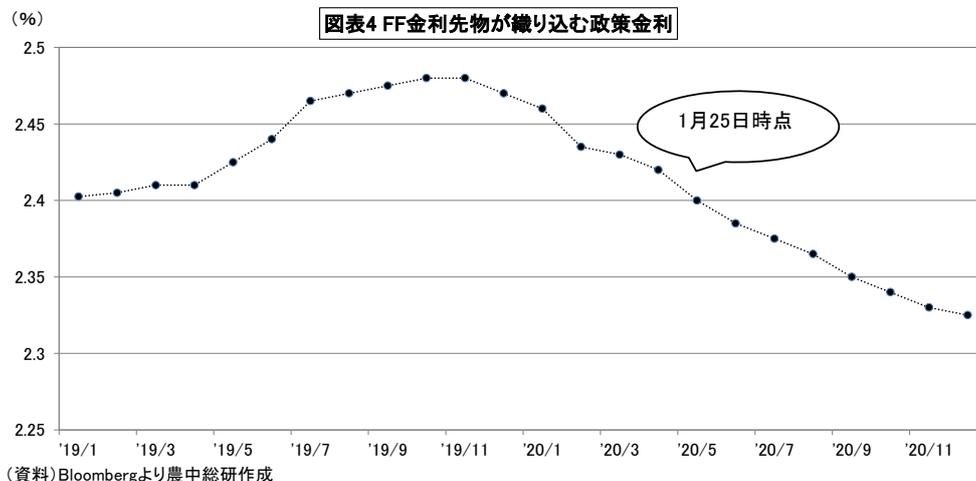
米国経済や世界経済の先行き懸念が高まったことや、パウエルFRB議長が急速にハト派化したことなどをを受け、年末にかけて期待インフレ率(ブレイク・イーブン・インフレ率)は低下傾向を強めたが直近はやや戻して推移している。



ハト派色が強まったFRB

18年の終盤にかけて高まった世界経済の先行き懸念や、それを受けた株価の下落に多少なりとも配慮するなかで、最近のFRB関係者からは、利上げの一時停止も視野に入れるべきという趣旨の発言も見られ、金融政策を巡るFRBのスタンスはハト派色が強まったといえる。

利上げが決定された12月FOMCの議事要旨からも、更なる利上げが妥当と判断しつつも、インフレ率の加速が起きていないことから、次の金融引き締めまでFRBは忍耐強くいることが可能と多数のFOMC参加者意見を述べている。また、FOMC内では、現在の政策金利の誘導目標(2.25~2.50%)は、長期中立金利の推定値における下限かその近傍にあると判断されている。更なる利上げは、一段と堅調な経済統計が確認された後と考えられることから、1、3月のFOMCにおける利上げの可能性はほとんどなくなったといえるだろう。こうした背景もあり、FF金利先物は向こう2年間の利上げをまったく織り込んでおらず、19年に2回程度の利上げを行うというFRBの見通しとは乖離が生じている。



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、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米長期金利（10年債利回り）は低下し、12月入り後は3%を下回って推移した。

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は一定程度存在するとみられる。一方で、21日に公表されたIMFの世界経済見通しなどからも、世界経済減速懸念が強まっていることに加えて、ハト派色の強まったFRBのスタンス、相対的に高金利である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、引き続き米長期金利は3%前後での推移と思われる。



株式市場：一進一退の展開

株式市場では、11月6日の中間選挙前後に株価が戻る場面があったものの、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。12月に入ると、米政府機関の一部閉鎖への懸念もあり下げ相場となったものの、足元では米中通商協議への楽観的な見方が浮上し、12月の下げを取り戻しつつある。

先行きについて考えると、足元で強まっている世界経済についての悲観的な見方が短期間で後退する可能性は低い上に、知的財産権や技術移転の強制といった問題が容易に解決に向かうとは想定しがたい。また、米企業の19年における増益率が低く予想されていることもあり、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。(19.1.28 現在)

政策効果により19年6.5%成長は可能

～引き続き米中通商協議の動きを注視～

王 雷軒

要旨

米国による追加関税発動を控えた駆け込み的な輸出の反動から、足元の輸出が減少したほか、環境保全活動の強化や資金調達の制約を受けてインフラ整備向けの投資が想定より遅れたことで、足元の下振れ圧力は強まった。

こうしたなか、当局が進めている拡張的財政政策と緩和気味な金融政策のもとで、経済対策の効果が今後期待されるほか、米中通商協議にも一定の進展があると見込まれ、2019年は減速が続くも、6.5%の成長は達成可能と予測する。

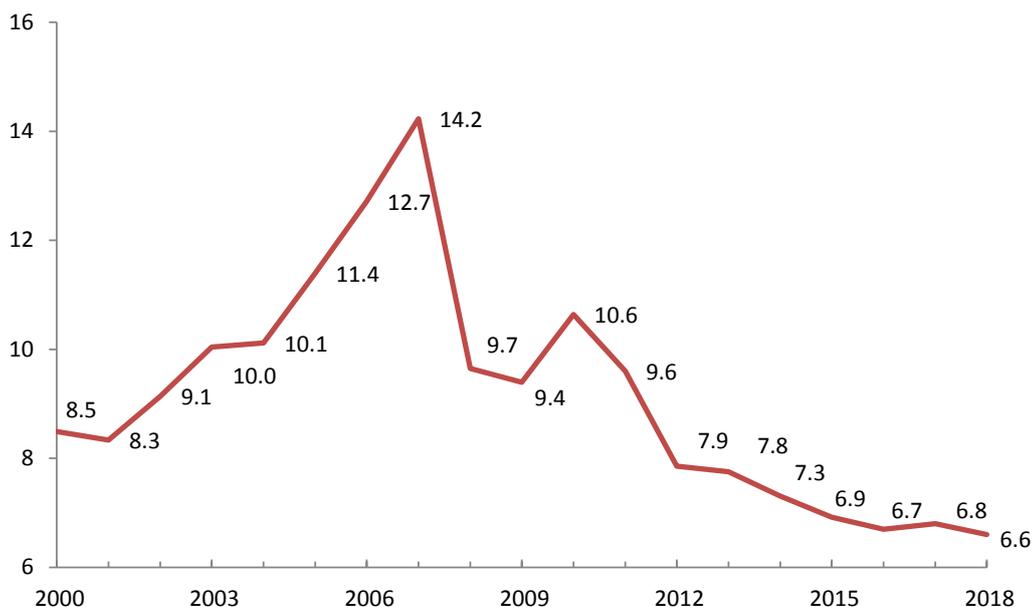
18年の成長率は6.6% と再び減速

10年をピークに鈍化傾向にあった中国経済の成長率(実質、前年比)は、17年に一旦下げ止まったものの、18年は6.6%(速報値)と再び減速に転じた(図表1)。

米国による追加関税発動を控えた駆け込み的な輸出の反動から、足元の輸出が減少したほか、環境保全活動の強化や資金調達の制約を受けてインフラ整備向けの投資が想定より遅れたことで、足元の下振れ圧力は強まった。

(前年比%)

図表1 中国の実質GDP成長率の推移



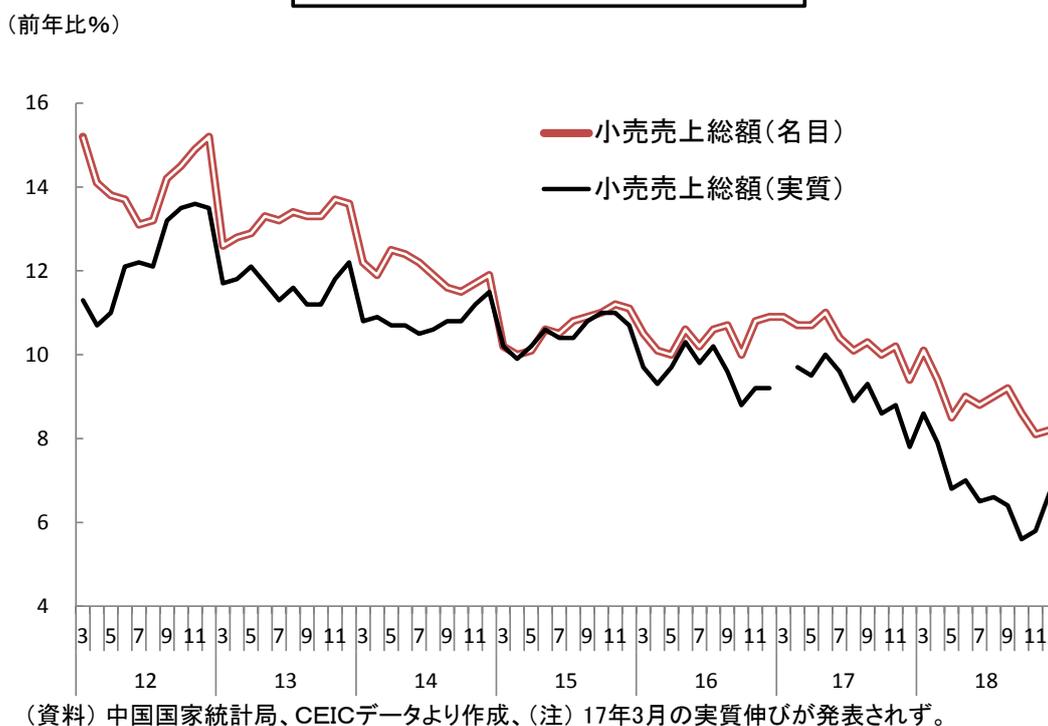
(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

12月の個人消費の伸びはやや高まる

まず、個人消費について見てみよう。12月分の小売売上総額は前年比8.2%と11月(同8.1%)から伸び率をやや高めた(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、自動車販売台数は同▲13%と6ヶ月連続で前年割れとなった。加えて、事務用品や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。

先行きについては、個人所得税の減税効果や消費刺激策の実施により多少改善すると見込まれる。ただし、住宅ローン返済など家計負担が依然として重く、賃上げペースが鈍化しているほか、米中摩擦への警戒感から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、大幅な回復は期待しにくい。

図表2 中国の小売売上総額の推移



12月の固定資産投資は想定より回復せず足踏み

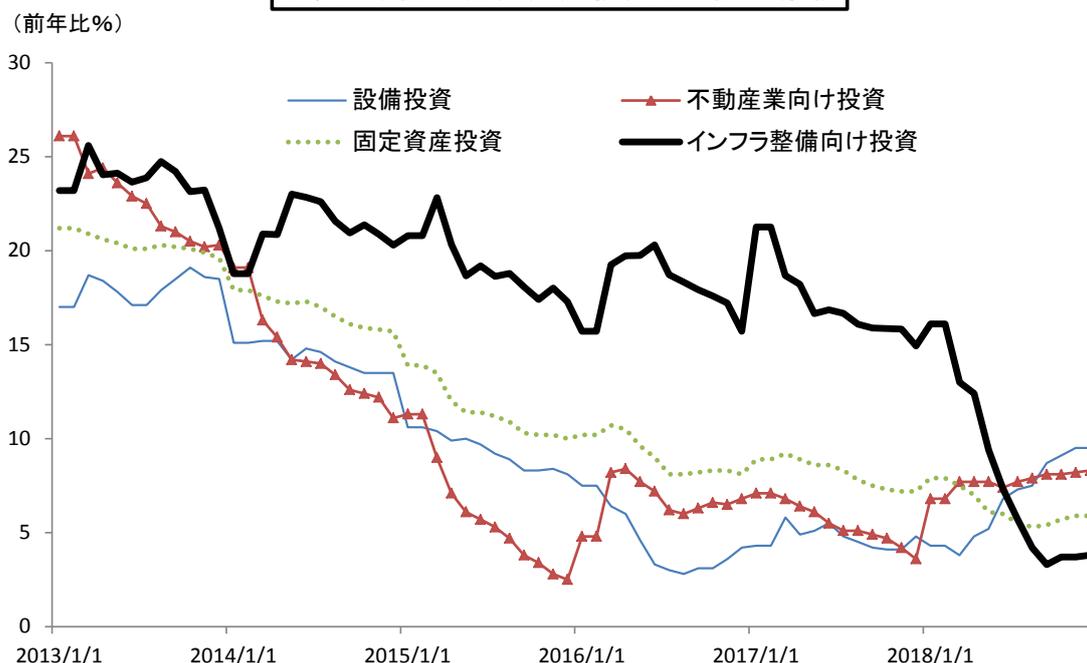
投資については、1~12月期の固定資産投資は前年比5.9%と1~11月期(同5.9%)から横ばいで推移、下げ止ったものの、足踏み状態に陥っている(図表3)。

内訳を確認すると、設備投資は引き続き持ち直し基調にあるほか、不動産業向け投資も底堅く推移した。一方、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たが、環境保全活動の強化や資金調達
の制約から想定した効果は今のところ顕著には現れていない。

先行きについては、企業減税や地方債の前倒し発行などが決
まったほか、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足踏み
状態は打開されると見込まれる。

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12月。

**12月の輸出・輸入はい
ずれも減少に転じた**

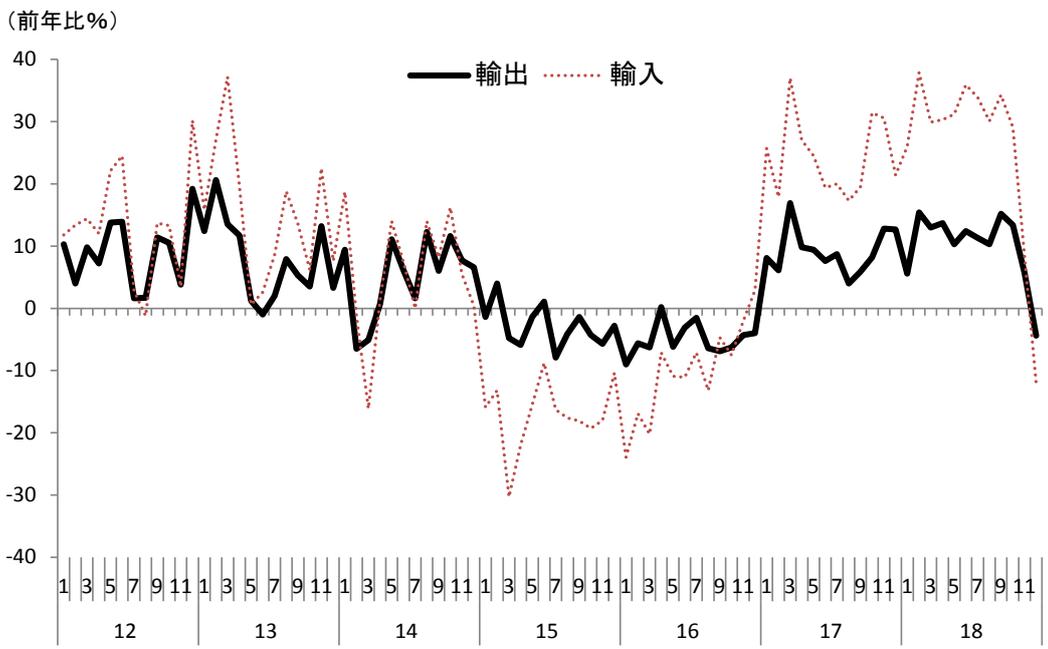
他方、12月分の輸出入額はいずれも減少に転じた。輸出は前
年比▲4.4%と11月(同5.7%)から減少したほか、輸入も▲
7.6%と11月(同2.7%)から失速した(図表4)。駆け込み
的な輸出の反動に加えて、単月でスマートフォンなどの通信機
器の輸出が大きく落ち込んだことも背景にあると報道されて
いる。

対米貿易についても、12月分の輸出額は前年比▲3.5%と9
月(同14.0%)、10月(同13.2%)、11月(同9.8%)から
大きく減少した。米中摩擦の影響で対米輸出が減少しただけで
なく、欧州、アセアン向けなどの輸出も下押しとなった。

米中通商協議については、今のところ期日の3月1日までに
一定程度の合意がまとまると見ているが、世界経済の拡大テン

ボが弱まるほか、対米輸出については、前倒し輸出の反動が続くと想定されることから、19年の輸出は軟調な推移が予想される。

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)ドルベース。

**米中次官級通商協議
開催と今後の予定**

1月7～9日、米中次官級通商協議が北京で開催された。当初の予定は7～8日だったものの、1日延長となったほか、予定になかった劉鶴副首相の協議会場訪問が報道されるなど、協議は穏やかな雰囲気で行われ、詳細な内容まで話し合われ、一定の進展があったと推測される。

ただ、協議終了後、両国ともに詳細な内容を発表せず、いずれも引き続き協議することで合意したとの内容となった。なお、中国国内では、この件についての報道は少ないが、米国では、トランプ大統領が中国との協議が順調であったと言及している。

今後、1月30～31日に劉氏が訪米し、閣僚級協議を行うことが発表され、この協議結果に注目が集まる。期日の3月1日には一定の合意がまとまると見ている。ただし、知的財産権の保護や技術移転の強要などの難題も多いため、一部については継続協議となる可能性は否めない。

とくに、米国政権内で意見の相違があると見られるほか、一

「中央経済工作会議」 開催

部の政府機関閉鎖の長期化に加えて、中国ファーウェイ CFO がカナダから米国に引き渡されるとみられることなどから、難航する場面もあると予想される。

一方、国内に目を向けると、18年12月19～21日、19年の経済運営方針を決める「中央経済工作会議」が開催された。

この会議では、18年の経済運営の状況について、「当初の想定より変化が生じ、こういった変化には懸念される面があるほか、外部環境も複雑で厳しく、経済の下振れ圧力に直面している」との認識を示した。

経済運営の基本方針については、19年が建国70周年の節目にあたることを強調したうえで、安定を保ちつつ前進をはかる、いわゆる「稳中求進」を堅持し、新しい発展理念・質の高い発展を推進すること、サプライサイドの構造改革を主軸とし、高水準の開放を拡大すること、重大リスクの防止・解消、貧困対策、環境汚染保全という3大攻略戦を引き続き進めること、雇用・金融・貿易・外資・投資・期待形成という6つの面に安定を図るための対策をより進めること、経済成長を合理的なレンジ内に保持することなどが挙げられた。

18年の同会議（17年12月に開催）では、当時経済が持ち直していたこともあり、構造改革の深化がうたわれたが、19年は安定を意味する「穩」の文字を多用したことなどから、一転して成長下支え（経済建設が中心）に重点が置かれることとなった。構造改革と安定成長のバランスが不安定化しているため、債務削減、金融リスクの解消に向けた取組みがやや弱められる可能性がある。

この基本方針の下、マクロ経済政策については、積極的な財政政策と穏健な金融政策を継続することが示された。積極的な財政政策については、減税とインフラ投資拡充が図られる模様だ。具体的には、大規模な減税、行政費用などの削減、特別債券の発行規模の拡大や前倒し発行などが強調された。

18年は少なくとも1.3兆円規模の減税が行われた模様だが、19年の減税規模は18年を上回ると見られ、19年の財政赤字比率を18年の2.6%から3%以上にすることが注目される。

また、19年の穏健な金融政策については、「適度な緩和と引き締めを行い、適度に余裕のある流動性を維持し、政策の波及効果を改善する」との方針を打ち出した。また、直接融資の比

率を高め、民間企業や中小企業が抱える資金調達難という課題を解決するとした。

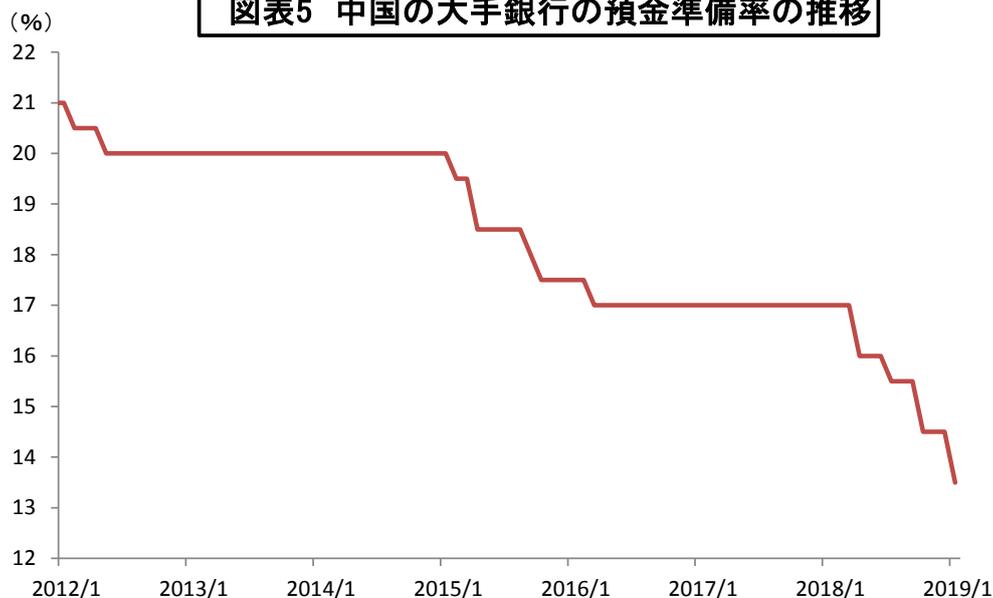
このように、18年の「穏健な金融政策は中立を保つ」との表現から、今回は「中立」の文言を削除したことで、大胆な金融緩和は望ましくないが、緩和気味な政策の運営が行われる可能性は高いとみられる。

最後に、19年の重要任務には、次の7つの項目、①製造業の質の高い発展を推進する、②強大な国内市場の形成を促進する、③農村振興戦略を着実に推進する、④地域間の均衡のある成長を促す、⑤経済体制の改革を加速する、⑥全方位的な対外開放を推進する、⑦社会保障と民生の改善を強化する、が掲げられた。

これらの重要任務では、製造強国をめざす国の戦略である「中国製造2025」については、直接は言及されなかったものの、18年にはなかった項目①には、製造業強国を建設するとの方針が示された。また、②は初めて登場したもので、国内市場の育成が重要な課題に位置付けられているなどの内容が特徴的である。

なお、経済成長率目標や財政赤字比率などの数字が公表されるのは、19年3月に開催予定の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）となる。

図表5 中国の大手銀行の預金準備率の推移



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成 (注) 月次データ、直近は19年1月。

預金準備率引き下げ

また、1月4日、中国人民銀行（PBOC）は預金準備率の引き下げを発表した。その詳細な内容は次の通りである。

「実体経済の発展に対する支援を強化し、金融市場の流動性を改善し、金融機関の与信コストを低減させるため、PBOCは金融機関の預金準備率を1%引き下げる。1月15日と1月25日にそれぞれ0.5%の引き下げを実施する。これによって、19年1～3月期に満期を迎える中期貸出ファシリティ（MLF）は継続しないこととする。今回の引き下げによって、春節（2月5日）前の流動性を安定させ、金融機関による零細企業や民間企業への融資を拡大させることができる。

足元の中国経済は健全な成長を保持し、合理的な成長水準内で運営されている。PBOCは引き続き穏健な金融政策を継続し、引き締めでも緩和でもなく、対象金融機関を限定した金融調節を重視し、大規模な金融緩和をせずに合理的な流動性を維持する。質の高い成長の実現とサプライサイドの構造改革の促進のため、マネーサプライと社会融資規模を適切に伸ばすことでレバレッジ率を安定させるとともに、内外均衡も保つような金融環境を整備する。」

また、PBOCの記者会見によると、今回の引き下げによる流動性供給の規模は1.5兆元程度である。ただし、18年12月19日に創設された民間企業や零細企業への融資支援を目的とする対象金融機関限定の中期貸出ファシリティ（TMLF）の実施（筆者推測で流動性供給規模が0.5兆元）、19年1～3月期のMLF償還（流動性回収規模は1.2兆元）から、流動性の純供給規模は0.8兆元程度である。

金融機関の規模や種類によって異なる預金準備率が要求されているが、大型商業銀行（国有商業銀行ほか）の場合、預金準備率は14.5%から13.5%に引き下げられることとなる（図表5）。

PBOCの『中国貨幣政策執行報告』（四半期）によると、18年1月に、金融包摂の推進のため、預金準備率の引き下げ幅は不明だが（金融機関によって異なるが、全体の平均0.5%に相当）、流動性の純供給0.45兆元が実施された。以降、4月にMLF償還と零細企業への資金支援強化で1%、0.4兆元、7月に債務の株式化と零細企業への資金支援強化で0.5%、0.7兆元、10月にMLF償還対応と零細企業や民間企業への資金支援強化で

19 年は減速続くも 6.5%成長は達成可能

1%、0.75 兆元と、計 4 回の預金準備率引き下げが行われた。

これらの引き下げは、金融機関の零細企業や民間企業への資金支援を強化することが主な目的であった。その背景には、内需の弱さと輸出拡大テンポの鈍化を受けて、零細企業や民間企業をめぐる経営環境が厳しくなるなか、金融面での支援強化が求められていることがある。

つまり、昨年と同様の春節前の流動性不足への対応の必要性に加え、景気拡大テンポの鈍化を受けた金融面での景気下支えという目的があると見られる。先行きについても、当面中国経済の下振れ圧力が強まると見込まれることから、さらに預金準備率の引き下げが行われる可能性もあるだろう。

以上の内外情勢を踏まえつつ 19 年の経済を展望すると、輸出が低調に推移するほか、民間需要の弱さもあり、足踏みが続く可能性は高い。とはいえ、当局による経済対策の効果が今後期待されるほか、米中通商協議にも一定の進展があると見込まれ、6.5%の成長は達成可能と予測する。

前述の通り、「中央経済工作会議」では、構造改革の深化よりも成長下支えに重点が置かれ、拡張的な財政政策と穏健な金融政策を継続することが示された。これを受けて、年明けには金融機関全体を対象にした預金準備率の引き下げや、公開市場操作による大規模な資金供給も再開されるなど、すでに緩和気味な金融政策が行われていると見られる。

財政政策についても、減税、地方債の前倒し発行や拡大が決まったほか、財政赤字（対 GDP 比率）も拡大が予想されるなど、拡張的な財政政策を進めている。

いずれにしても、当局が進めている拡張的な財政政策と金融緩和の効果が年後半には顕著に現われ、インフラ整備向けの投資の改善につながるほか、消費についても個人所得税の減税や消費刺激策を講じていることから、19 年は前低後高の成長となるだろう

引き続き、米中通商協議の動きに加え、1~2 月に相次いで開催される地方版の全人代の動向や、3 月 5 日に開催予定の全人代に注目が集まるだろう。

(19. 1. 23 現在)

「黄色いベスト」が浮き彫りにするフランス経済の問題点

～就業率の低迷、財政支出の非効率性、地方経済の停滞～

山口 勝義

要旨

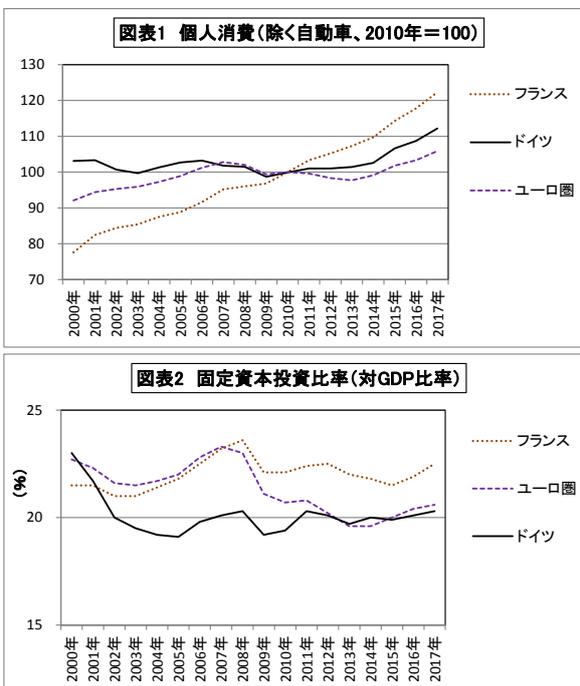
フランスで続く大規模なデモの背後では、若年層を中心とした就業率の低迷、財政支出の非効率性、地方経済の停滞が働いているとみられる。フランスの政治の動揺は、その経済ばかりか欧州の将来に向けて影響を及ぼす可能性もあるため、動向の注視が必要である。

はじめに

昨年11月中旬以降、フランス各地では、暴徒化した参加者による投石や放火、商品の略奪、治安当局による催涙ガスの応酬を伴う大規模なデモが繰り返されている。庶民層の負担感が強い、マクロン政権の燃料税増税に対する抗議から始まったこの「黄色いベスト (Gilets Jaunes)」デモは、その後、同政権の姿勢を大企業や富裕層優遇と捉える人々の反発を巻き込みつつ、賛同者を拡大させていった^(注1)。

2017年5月に就任したマクロン大統領は、企業活動の活性化と財政改善を主要な柱として、硬直的であった労働市場を手始めに広範な改革に取り組んできた。これまでにひとつのヤマ場は越えたものの、年金や失業保険の改革が今後控えるほか、公務員比率の高さなどを含め、経済の非効率性や競争力の弱さには課題が残存しており、その改革は途上にある。

確かに、痛みを強いる改革の成果が国民に実感されるまでには時間を要することは避けられず、その間は改革への抵抗が強まるリスクが常に付きまとうことになる。しかしフランスでは消費は堅調であり、一見する限り、可処分所得の拡大に要求の重点を移しつつデモが拡大する環境にはないとも思われる(図表1)。



(資料) 図表1、2はEurostatのデータから農中総研作成

このほか企業などの投資活動も堅調であり、経済情勢はドイツとの対比でも決して見劣りする状況にはない(図表2)^(注2)。

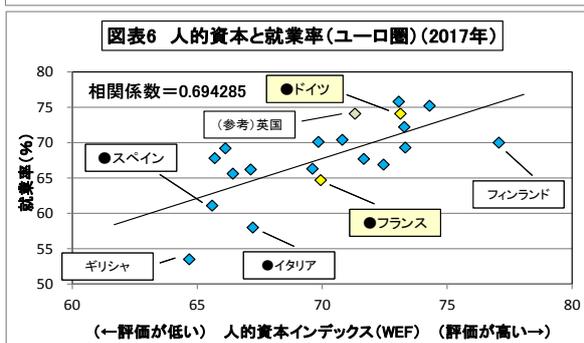
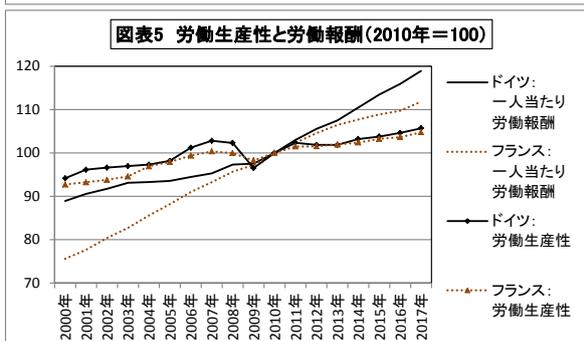
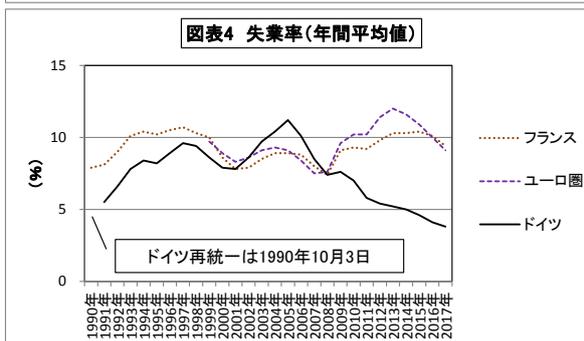
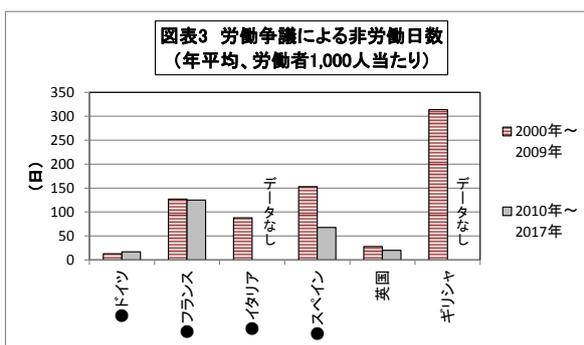
ではなぜ、フランスにおいてこのようなデモが拡大したのだろうか。このデモは、フランス経済のどのような問題点を反映しているのだろうか。フランスで政治の動揺が続く場合には、国内経済に対するばかりか対外的にも、様々な影響を波及させることになる。この点からも、今回のデモの背景について改めて点検を行うことが重要であると考えられる。

就業率の低迷と教育拡充の必要性

もともとフランスは、デモやストの多い国である(図表3)。しかしそのみで、今回のデモの拡大を割り切ることはできそうにはない。実際にフランスでは、失業率は高止まり就業率の回復は鈍く、しかもその負担は若年層に重いという、厳しい労働市場の現実がある(図表4)(注3)。

この点はドイツとの対比で明らかであるが、このドイツも、90年の東西再統一に伴う負担に苦しみ「欧州の病人」と呼ばれた時期がある。それが、2000年代前半の、労働市場などを対象としたシュレーダー改革により息を吹き返したわけである(注4)。しかしこの間に、フランスでは、労働生産性が伸び悩む中でも労働報酬は上昇を続け、経済の効率性が犠牲にされた姿が特徴的に現れている(図表5)(注5)。

こうした実態に対しフランスでは、マクロン政権に至り、ようやく本格的な改革に着手したことになる。解雇の際の補償金の上限設定、収益悪化を理由とする解雇の容易化、企業単位の労使交渉で決定できる労働条件の範囲の拡大などは、労働市場の柔軟化を図り雇用機会を増加させる狙いの下に具体化された施策である。しかし、ここでもう一点注意が必要となるのは、就業率と人的資本の質との間の相関関係である(図表6)(注6)。若年層を中心とした就業率の低迷の問題の解決のためには、フランスでは労働市場の改革のみならず、教育や訓練制度の拡充も重要な課題であると言える。実際に、マクロン改革では大学入学制度の見直しなどもその対象に含んでいる。しかし、効果の高い教育制度への改変は容易なことではなく、そもそもその効果が現れるまでには長い時間を要するもの



(資料) 図表3は European Trade Union Institute (ETUI、欧州労働組合研究所)の、図表4は Eurostat の、図表5は OECD の、図表6は Eurostat および World Economic Forum (WEF、通称「ダボス会議」)の、各データから農中総研作成
(注) 図表3、6の●は、ユーロ圏のGDP四大国を示す。以下の図表7、9も同様である。

である。このため、労働市場改革の後も困難な雇用情勢は中長期にわたり継続し、国民の不満も容易に解消には向かわない可能性が懸念点として残ることになる。

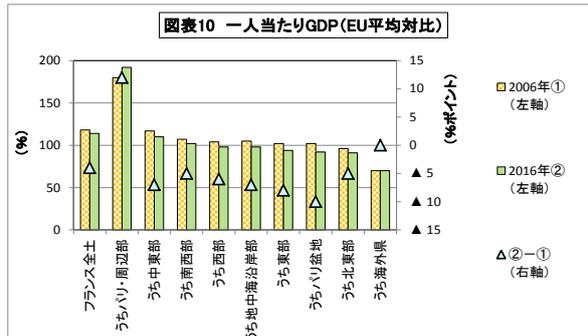
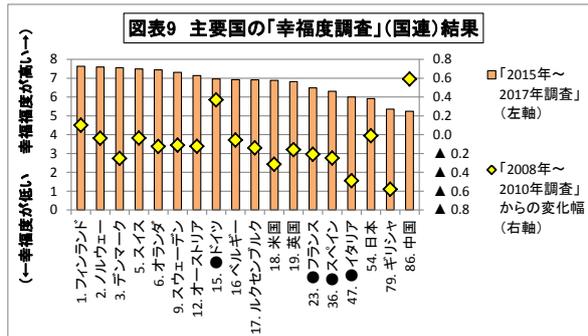
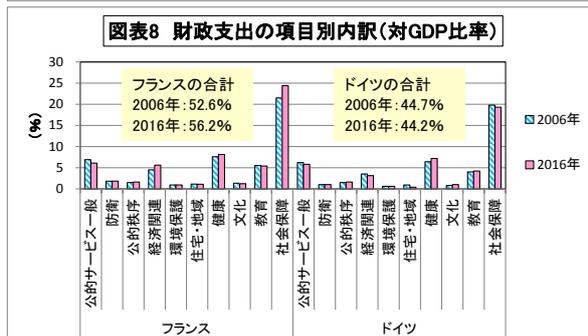
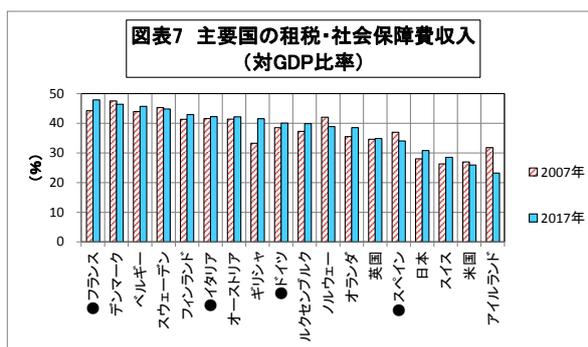
財政支出の非効率性と地方の停滞

フランス社会のもうひとつの注目点は、今も色濃く残る、国家による企業統治を含む、かつての混合経済体制 (dirigisme) の影響である。勢い「大きな政府」ということになるが、フランスの一般政府財政に占める家計や企業の租税や社会保障費の負担比率は、北欧諸国以上の高い水準にある (図表 7)。またドイツとの間で財政規模を比較すれば、フランスの財政支出の対 GDP 比率は格段に大きく、これが増大する姿も現れている (図表 8) (注 7)。

このうち項目別には社会保障関係の財政支出の割合が大きく、その比率には増加が見られている。これからすれば、フランス社会は経済的な弱者への配慮が手厚く、今回のデモの拡大をもたらすような環境にはないよう考えられる。しかし、一方で国民の幸福度を測る調査によれば、フランスは北欧のみならずドイツに対しても低い位置にあり、しかも近年、幸福度の低下が生じている (図表 9) (注 8)。

ここには、フランスでは「大きな政府」が本来の役割を十分に果たしておらず、その無駄や非効率性が反映している可能性がある。このほか地方経済の停滞も明らかであり、自家用車への依存で燃料税引上げに伴う負担が重いとみられる地方居住者の反発が、デモ拡大の過程で働いていることが考えられる (図表 10)。

マクロン政権はデモの鎮静化を狙い、12月に入り国民の生活支援策などの譲歩策を発表した (注 9)。しかし、その最低賃金の引き上げや非課税枠の拡大などは、以上で見た、若年層を中心とした就業率の低迷、財政支出の非効率性、地方経済の停滞という本来的な問題とは無関係であり、社会一般の不満軽減のための一時的



(資料) 図表 7 は OECD の、図表 8、10 は Eurostat の、図表 9 は United Nations (国連) の、各データから農中総研作成 (注) 図表 9 の数字は、順位を示す (1 が高順位)。

な対策でしかないことになる。今回の譲歩策でデモが鎮静化に向かうかどうかは不透明であるほか、やはりフランスでは改革の着実な推進が不可欠であり、そのためには国民の理解を得る、丁寧な説明が何より重要になっていると考えられる。

おわりに

このように現時点ではデモの鎮静化への見通しが立たない一方で、マクロン改革を取り巻く環境は厳しさを増している。

もともとグローバル化や IT 化で雇用機会は制約を受けているほか、移民の流入継続で庶民階層の不満は溜まりやすい。また中央と地方の分断も、その修復は容易ではない。政治面でも、周囲の国々での、中道政治の退潮などの動きに取り巻かれている。これらに加えて最近では、経済成長の減速により、改革が強いる国民の痛みが増大する懸念が強まっている。

こうしたなか、一部は過激化する下でも「黄色いベスト」デモへの国民の支持率は依然として高いほか、マクロン大統領の支持率には大きな改善はない^(注 10)。一方で、デモの主導者に対し、ソーシャルメディアを介して支持基盤を拡大したイタリアの「五つ星運動」が接近するなどの、新たな動きも報じられている^(注 11)。

フランスの政治の動揺は、その実体経済ばかりか 5 月に迫る欧州議会選挙にも影響を及ぼし、統合深化などの面で欧州の将来を左右する可能性もはらんでいる。欧州では、政治リスクの高まりで政治と経済が相互に悪影響を及ぼす関係に陥ることがないか、今後の動向について注視が必要になっている。(19. 1. 23 現在)

^(注 1) 例えば、マクロン政権は富裕税 (ISF) を廃止するとともに、これに代え不動産富裕税 (IFI) を導入した。この税制改正で株式や債券などの金融資産は課税の対象外となるため、富裕者にとり有利な改正となっている。また、マクロン大統領の、国民に寄り添う姿勢を欠く高圧的な言動も、批判の対象とされている。

^(注 2) 企業による堅調な投資の背後には、マクロン政権による法人税減税の影響も働いているものとみられる。同政権は、EU 加盟国の中でも比較的高かった 33.33% の法人税率 (基本実効税率) を、22 年までに段階的に 25% まで引き下げることとしている。

^(注 3) 例えば、18 年 10 月時点の失業率 (労働力人口対比) で、25 歳未満ではフランスが 23.5%、ドイツが 6.0%、一方、25~74 歳ではフランスが 7.3%、ドイツが 2.9% と、フランスにおける若年層の失業率が突出して高い。また、15~29 歳の若年層における不就労・不就学者 (NEET) 比率 (17 年、人口対比) では、ドイツの 8.5% に対しフランスでは 13.9% に上っている。

なお、フランスでは失業率が高い一方で消費は堅調であるが、その背後では特に 12 年以降、家計の貯蓄率が、ドイツでは上昇傾向にあるのに対しフランスでは低下傾向が鮮明になるなどの動きが生じている。

^(注 4) シュレーダー改革の成果としては、解雇の柔軟化を通じた企業の採用意欲の向上、失業保険や年金の給付削減による失業者や高齢者の就業意欲の改善、などが指摘されている。

^(注 5) ここでの労働報酬とは、賃金のほか雇用者負担の社会保障費などを含むものである。

^(注 6) WEF の「人的資本インデックス」は、就学率、教育の質、教育や就業を巡る男女間格差、技能の程度、高技術者の供給余力などの多面的な観点から、主要国の人的資本の質を評価したものである。

^(注 7) このほか人口 100 人当たりの公務員数 (一般政府) は、17 年時点で、英国の 7.8 人、米国の 6.9 人などに対し、フランスでは 9.1 人である (OECD による。ドイツのデータはなし。なお北欧諸国は 11 人~16 人)。

^(注 8) 国連の「世界幸福度報告書」による。同報告書では、一人当たり GDP、健康状態、社会的支援体制、自由度、寛容度、不正の排除の各項目について評価を行っている。18 年公表の最新の報告書は、15~17 年の調査データに基づいている。

^(注 9) マクロン政権は 12 月 5 日に 19 年の燃料税導入の取り止めを発表し、続いて 10 日には政府支出拡大による生活支援策の実施を発表した。後者の具体的な内容は、最低賃金の 19 年 1 月からの引上げ、残業手当の 19 年 1 月からの非課税措置、18 年末ボーナスの非課税措置、年金生活者を対象とした減税、などである。これを受け、予算局は対策の総額が 100 億ユーロに達するとし、フィリップ首相は 19 年の財政赤字の対 GDP 比率が 2.8% から 3.2% に上昇するとの見通しを示した。なおマクロン大統領は、これらの対策を実施する一方で、従来の改革路線を堅持する方針を確認している。

^(注 10) ELABE による 1 月 9 日発表の調査結果では、「デモを支持する」が 31%、「デモに共感する」が 29% で、合計で 60% と、3 週間前の前回調査からは 10 ポイント低下したもののデモを肯定的に捉える国民の比率は依然高い。一方、同社の 1 月 10 日発表の 1 月のデータでは、マクロン大統領の支持率は前回の 12 月調査比 2 ポイント改善の 25% にとどまっている。

^(注 11) 例えば、Le Journal du Dimanche (19 年 1 月 9 日) “Eric Drouet et les Gilets jaunes vont-ils utiliser la plateforme du Mouvement 5 étoiles italien?” による。

2017年度の協同組織金融機関の決算と今後の戦略

古江 晋也

要旨

2017年度の信用金庫、信用組合、労働金庫の決算は、地域経済の疲弊に加え、日本銀行の長引く金融緩和策の影響を受け、業務粗利益の減少に歯止めがかからない状況にある。しかし、業務純益に目を向けると、信用組合は資金利益が上昇したことから4年ぶりに増加した。また最近では、来るべき将来を見据え、経営統合に踏み切ったり、営業地域を県内全域へと拡大する「広域化戦略」を採用する協同組織金融機関も増加しており、その動向にも注目集まる。

はじめに

2017年度の信用金庫、信用組合、労働金庫の決算は、地域経済の疲弊に加え、日本銀行の長引く金融緩和策を受け、引き続き厳しい経営環境にある。しかし、そのような状況であるが、信用組合の資金利益が増加に転じた。一方、これまで地域金融機関の貸出金残高を牽引してきた不動産融資であるが、アパートなどの

投資用不動産については供給過剰といった指摘もあり、その先行きには懸念が生じている。

本稿では、全国信用金庫協会『全国信用金庫財務諸表分析』、信金中央金庫『全国信用金庫概況・統計』、全国信用組合中央協会『全国信用組合決算状況』、全国労働金庫協会『全国労働金庫経営分析表』の資料を中心に、17年度の信用金庫、信

図表1 信用金庫、信用組合、労働金庫の損益の推移

(単位: 億円、%)

	信用金庫			信用組合			労働金庫		
	15年度	16年度	17年度	15年度	16年度	17年度	15年度	16年度	17年度
業務粗利益	17,918	17,222	16,602	3,043	2,881	2,859	2,307	2,167	2,116
業務純益	4,391	3,817	3,348	930	785	789	483	355	325
(コア業務純益)	3,545	2,974	2,923	751	666	717	420	347	339
資金利益	16,258	15,680	15,534	2,845	2,734	2,778	2,444	2,372	2,324
資金運用収益	17,537	16,736	16,416	3,175	3,025	3,035	2,632	2,534	2,460
貸出金利息	12,069	11,553	11,254	2,451	2,365	2,375	2,024	1,933	1,878
有価証券利息配当金	4,370	4,309	4,317	550	526	536	271	273	286
資金調達費用	1,280	1,057	882	330	292	257	188	163	136
役務取引等利益	726	659	595	△ 5	△ 12	△ 11	△ 265	△ 273	△ 288
その他業務利益	932	881	472	203	159	93	127	69	80
(債券5勘定戻)	840	802	423	183	134	76	62	8	△ 4
一般貸倒引当金繰入額	△ 4	△ 40	△ 1	5	16	3	0	0	10
経費	13,532	13,445	13,255	2,109	2,080	2,067	1,824	1,813	1,781
人件費	8,224	8,154	8,045	1,325	1,304	1,295	942	930	914
物件費	4,991	4,985	4,911	738	731	727	864	865	851
臨時損益	41	△ 37	262	△ 201	△ 170	△ 122	△ 0	△ 3	14
臨時収益	1,468	1,183	1,306	176	156	192	41	33	46
貸倒引当金戻入益	186	222	184	77	64	82	5	6	1
償却債権取立益	240	260	232	31	31	36	0	0	0
臨時費用	1,427	1,220	1,043	377	326	314	42	36	32
貸出金償却	288	221	218	56	49	65	0	0	0
個別貸倒引当金繰入額	590	510	402	223	202	158	0	△ 0	△ 3
(株式3勘定戻)	627	340	534	30	25	36	△ 1	8	11
経常利益	4,430	3,778	3,610	729	615	667	482	352	338
特別利益	105	40	67	19	42	58	3	5	14
特別損失	149	159	152	32	35	52	35	14	17
当期純利益	3,337	2,783	2,652	506	467	480	322	249	243

(資料) 全国信用金庫協会『全国信用金庫財務諸表分析』、信金中央金庫『全国信用金庫概況・統計』、全国信用組合中央協会『全国信用組合決算状況』、全国労働金庫協会『全国労働金庫経営分析表』の各年度

図表2 信用金庫、信用組合、労働金庫の経営諸指標の推移

(単位:%)

	信用金庫			信用組合			労働金庫		
	15年度	16年度	17年度	15年度	16年度	17年度	15年度	16年度	17年度
貸出金利回	1.83	1.70	1.62	2.44	2.30	2.21	1.70	1.60	1.50
有価証券利回	1.04	1.02	1.03	1.26	1.19	1.19	1.17	1.13	1.14
資金運用利回	1.24	1.15	1.10	1.54	1.43	1.37	1.34	1.23	1.15
預金利回	0.08	0.07	0.05	0.17	0.15	0.13	0.08	0.07	0.05
経費率	1.01	0.98	0.95	1.09	1.06	1.03	0.97	0.93	0.90
人件費率	0.61	0.59	0.57	0.68	0.66	0.64	0.50	0.48	0.46
物件費率	0.37	0.36	0.35	0.38	0.37	0.36	0.46	0.44	0.43
資金調達利回	0.09	0.07	0.06	0.17	0.14	0.12	0.09	0.08	0.06
資金調達原価率	1.09	1.03	0.99	1.24	1.17	1.10	1.06	1.00	0.93
預貸金利鞘	0.73	0.65	0.61	1.19	1.10	1.06	0.65	0.60	0.55
総資金利鞘	0.15	0.11	0.11	0.30	0.25	0.27	0.28	0.23	0.22
オーバーヘッドレシオ(OHR)	75.52	78.06	79.84	73.74	75.74	74.25	81.27	83.94	84.02
コア業務純益ROA	0.25	0.20	0.19	0.36	0.31	0.32	0.21	0.16	0.15
自己資本比率	13.08	12.77	12.51	11.95	11.78	11.58	11.37	11.02	10.54
預貸率(平残)	49.33	49.42	49.65	51.73	52.14	53.26	63.82	62.36	63.26
預証率(平残)	31.20	30.64	29.93	22.52	22.48	22.28	12.36	12.48	12.73

(資料)全国信用金庫協会『全国信用金庫財務諸表分析』、信金中央金庫『全国信用金庫概況・統計』、全国信用組合中央協会『全国信用組合決算状況』、全国労働金庫協会『全国労働金庫経営分析表』の各年度

用組合、労働金庫の主要経営指標等进行分析するとともに、協同組織金融機関の今後の経営戦略を検討する。

2017年度の決算状況

図表1は信用金庫、信用組合、労働金庫の主要経営指標の推移を表したものである。日本銀行の金融緩和政策が長期化する中、3業態の業務粗利益は引き続き減少している。しかし、業務純益に目を向けてみると、信用組合は4年ぶりにわずかではあるものの前年度より増加した。

信用組合の業務純益が増加した要因は、貸出金利回は引き続き低下しているものの、融資残高でカバーしたため貸出金利息が増加したことと、有価証券利回りが改善したことで有価証券利息配当金が増加したことがある。一方、信用金庫と労働金庫は、有価証券利息配当金が前年度を上回ったが、貸出金利回の低下を残高でカバーできなかったため資金利益は前年度より減少した。なお、有価証券残高を見ると、最近では3業態とも国債残高が

減少しているのに対し、地方債や社債、投資信託などの残高が増加するなど、運用の多様化に迫られている。

経常利益については、信用組合は業務純益が増加したことに加え、株式等売却益の増加と与信関連費用の減少から2年ぶりに増加した。一方、信用金庫は株式等売却益が前年度より増加し、個別貸倒引当金繰入額が減少したことなどから、臨時損益は増加したが、資金運用収益や国債等債券売却益を含むその他業務収益が減少する中、経常利益は前年度より減少した。労働金庫は株式等売却益の増加などにより臨時損益は増加したが、業務純益の減少をカバーできず、経常利益は前年度より減少した。

業種別貸出金残高の増減

図表3、4は信用金庫と信用組合の15年度と17年度の業種別貸出金残高の増減率を表したものである。信用金庫で増加率が高かった業種は高い順に「電気、ガス、熱供給、水道業」「教育、学習支援業」

図表3 信用金庫における業種別貸出金残高の増減率

(単位: 億円)

	2015年度	2017年度	増減率
製造業	62,224	61,478	-1.2%
農業、林業	1,188	1,297	9.2%
漁業	571	544	-4.8%
鉱業	581	556	-4.3%
建設業	47,862	50,736	6.0%
電気、ガス、熱供給、水道業	1,450	2,166	49.4%
情報通信業	2,403	2,676	11.4%
運輸業	13,210	14,296	8.2%
卸売業、小売業	53,997	53,980	0.0%
金融業、保険業	20,859	22,436	7.6%
不動産業	145,861	162,051	11.1%
物品賃貸業	2,881	2,905	0.8%
学術研究、専門・技術サービス	3,977	4,409	10.9%
宿泊業	5,682	5,919	4.2%
飲食業	8,406	8,710	3.6%
生活関連サービス業、娯楽業	11,689	11,427	-2.2%
教育、学習支援業	2,552	2,978	16.7%
医療、福祉	21,781	22,359	2.7%
その他のサービス	19,727	21,371	8.3%
地方公共団体	52,733	55,515	5.3%
個人(住宅・消費・納税資金等)	193,542	201,774	4.3%
合計	673,201	709,608	5.4%

(資料)全国信用金庫協会『全国信用金庫財務諸表分析』の各年度

「情報通信業」「不動産業」「学術研究、専門・技術サービス」、信用組合は「電気、ガス、熱供給、水道業」「その他の産業」「宿泊業」「不動産業」「学術研究、専門・技術サービス業」となった。

「電気、ガス、熱供給、水道業」は東日本大震災以降、太陽光関連事業者への融資が拡大したことなどもあり、高い増加率を示している。さらに最近では、訪日外客数の増加を受け、「宿泊業」「建設業」への融資も堅調に推移している(日本政府観光局の報道発表[19年1月16日]によると18年の訪日外客数は3,119万2,000人と統計をとり始めて以来、過去最多を記録)。

一方、「不動産業」については、日本銀行の『金融システムレポート』(18年10月)によれば、最近は不動産賃貸業向け貸出を慎重化させる一方、ミドルリスク企業を含むその他の

業種向けの貸出に注力する地域銀行が増加していると指摘しているのに対し、信用金庫の中には、「その他業種向け貸出の伸びが低下している一方で、不動産賃貸業向け貸出をより積極化させる先もみられ、地域銀行とはやや対照的な動きとなっている」と指摘されている(20頁)。

不動産業への融資は、これまで信用金庫や信用組合を含めた地域金融機関の融資残高の増加を牽引してきただけに、今後の残高の行方に加え、延滞率や不良債権額の推移にも注目が集まる。

非資金利益の増加に向けて

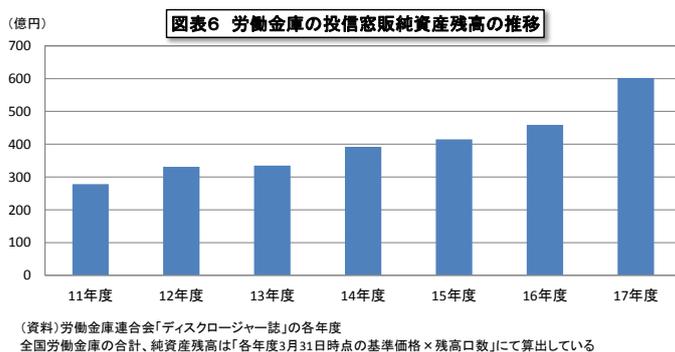
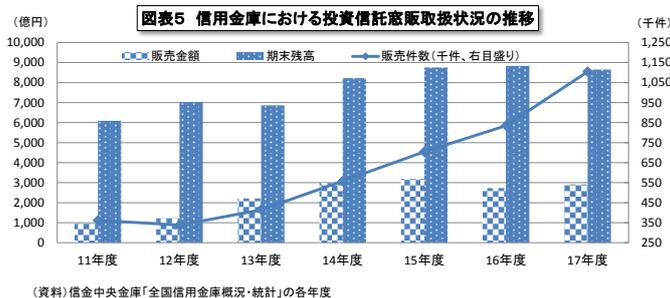
貸出金利回が低下し、資金利益が低迷する中、非資金利益の増加に力を入れる金融機関が増加している。図表5は、信用金庫の投資信託窓販取扱状況であるが、

図表4 信用組合における業種別貸出金残高の増減率

(単位: 億円)

	2015年度	2017年度	増減率
製造業	5,680	5,696	0.3%
農業、林業	417	476	14.0%
漁業	74	77	3.4%
鉱業、採石業、砂利採取業	135	127	-6.3%
建設業	7,118	7,445	4.6%
電気、ガス、熱供給、水道業	291	517	77.7%
情報通信業	354	378	6.7%
運輸業、郵便業	1,836	1,990	8.4%
卸売業、小売業	6,356	6,524	2.6%
金融業、保険業	3,087	3,299	6.9%
不動産業	23,755	28,200	18.7%
物品賃貸業	287	299	4.1%
学術研究、専門・技術サービス業	560	663	18.4%
宿泊業	3,300	4,019	21.8%
飲食業	1,586	1,680	5.9%
生活関連サービス業、娯楽業	5,362	5,167	-3.6%
教育、学習支援業	246	249	1.2%
医療、福祉	2,463	2,749	11.6%
その他のサービス	4,386	4,597	4.8%
その他の産業	622	763	22.6%
地方公共団体	5,726	6,093	6.4%
個人(住宅・消費・納税資金等)	29,244	29,672	1.5%
合計	102,887	110,680	7.6%

(資料)全国信用組合中央協会『全国信用組合決算状況』の各年度



17年度は前年度よりも販売件数、販売金額が増加した。しかし期末残高は4年ぶりに減少に転じた。一方、17年度末の労働金庫の投信窓販純資産残高(図表6)は602億円と16年度末の459億円から大幅に増加した。

ただし、投信販売は株式市場などの影響を大きく受けるといった課題もある。そこで注目されるのが各種手数料の引き上げである。日本銀行『金融システムレポート』(18年4月)によれば、地域銀行や信用金庫では、「振込・送金手数料を筆頭に、各種の証明書発行手数料、両替関連の手数料、ローンの繰上返済・条件変更手数料、不動産担保事務手数料などが多くなっている」(81頁)という。

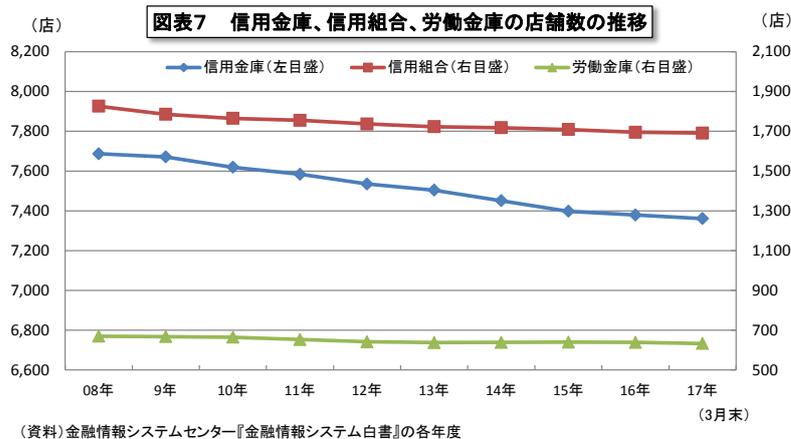
営業地域の広域化

人口減少や中小企業の廃業率の高まりなどが進行する中、日本銀行の金融緩和政策の長期化もあり、将来を見据え、財

務が健全なうちに経営統合に踏み切る動きが加速している。19年1月21日には、浜松いわた信用金庫が誕生したほか、同年2月には桑名信用金庫と三重信用金庫(新名称は桑名三重信用金庫)、6月には島田信用金庫と掛川信用金庫(新名称は島田掛川信用金庫)、7月にはしずおか信用金庫と焼津信用金庫(新名称はしずおか焼津信用金庫)の合併が予定されている。合併については、金融庁が設置した「金融仲介の改善に向けた検討会議」が公表した報告書『地域金融の課題と競争のあり

方』(18年4月11日)において、経営統合が金融機関の健全性維持のための一つの選択肢であることが示されていることもあり、今後も経営統合は増加していくと予想される。

その一方で、経営統合ではなく、営業地域を拡大する動きもある。具体的には、これまで市町村を営業地域としていた信用金庫や信用組合が、定款を変更することで、営業地域を県内全域へと拡大することである。この取組みについて、報道等では「大型案件への協調融資への対応」との説明があるが、営業地域が市町村のみでは、例えば、地方公務員の会員や組合員が人事異動などで営業地域外へと転勤になった場合、融資などの金融サービスを提供することができないといった課題があった。そのため、今後も営業地域を県内全域とする動きは、新たに営業地域に加わったエリアに店舗やATMなどを配置するかどうかはともかく、広がって



いくと考えられる。

経費削減と店舗戦略の行方

業務粗利益が減少する中、経費削減は金融機関の喫緊の課題となっている。こうした中、営業店における「昼休み」の導入や、「平日休業」の導入を予定している協同組織金融機関がある。これらの取組みの背景には、店舗の運営コストを削減する狙いがあり、捻出した人員を他の営業店や業務に配置することができる。

また、渉外活動時にタブレット端末を利用することで、リアルタイムに顧客情報を活用したり、受取書を発行することなく取引先の電子サインでシステム登録ができる仕組みづくりを行っている信用金庫もある。このことはペーパーレス化

や事務処理の効率化にもつながり、大規模な信用金庫を中心に、普及していくことと思われる。

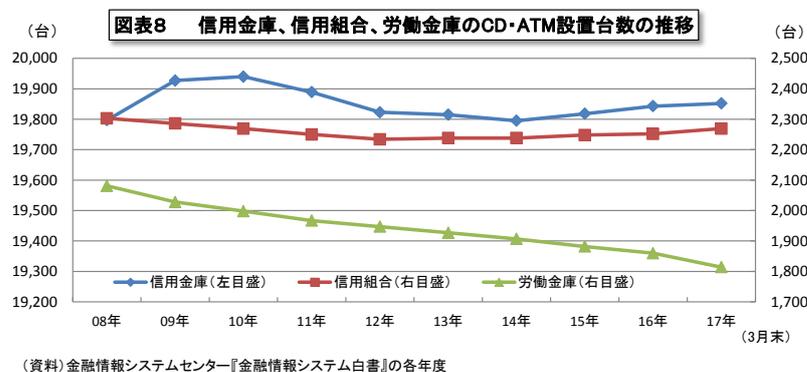
図表7は、信用金庫、信用組合、労働金庫の店舗数の推移を示したものである。店舗数は近年減少しているが、「狭域高密度」の店舗展開を展開してきた信用金庫

や信用組合にとっては、苦渋の選択を迫られた結果であると推察される。

また前述したように協同組織金融機関においても経営統合が注目されているがその最大のメリットは、重複店舗等の統廃合によるコスト削減に他ならない。今後、経営統合が進行するのであれば、中期的には店舗再編は加速することも考えられる。

図表8は信用金庫、信用組合、労働金庫のCD・ATM設置台数の推移を表したものである。労働金庫のCD・ATM設置台数は一貫して減少しているが、信用金庫は13年3月末から、信用組合は12年3月末から増加に転じている。

しかし最近では、電子地域通貨の導入することで地域活性化をめざす信用組合や、QRコード決済サービスを提供する事業者と加盟店獲得契約を締結する信用金庫など、キャッシュレス化への動きも始まっている。キャッシュレス化が期待通



り進展するのであれば、協同組織金融機関の ATM 戦略にも影響を与えるため、その動向にも注目が集まる。

おわりに

以上、17 年度の信用金庫、信用組合、労働金庫の決算と今後の経営戦略をまとめてみた。人口減少や資金ニーズの減少が将来的にも続くと考えられる中、経営統合や営業地域の県内全域化などの広域化戦略を採用する地域金融機関はこれからも増加していくと考えられる。

しかし経営統合には、事務手続きや人事制度の統一に多大な労力を要するのはもちろんのこと、異なる組織風土をいかに融合させるのか、に苦心するという声も少なくない。そこで合併を経験したある金融機関は、接客技術の向上をめざした研修や、提案活動による業務改善など職員が意見を出し合える場を設けることで、職員の交流を図り、新たな組織風土の構築をすすめていったという。

加えて広域化戦略を採用すると、将来的には本部主導による営業推進体制となり、これまでのような地域に密着した取組みが難しくなることが危惧される。特にこれまで取引先のもとを頻繁に訪問することが競争優位の源泉となっていた金融機関が、広域化戦略を採用することで「広く、浅い営業推進」へと舵を切ると、取引先のきめ細やかなニーズに応じることができなくなり、結果的に取引シェアが低下するなど、存在意義が失われることにもなりかねない。こうした中、地域特性を基準に営業店をグループ化し、グループの中で地域のニーズにあったローン商品の販売やサービスの提供、地域貢献を展開する金融機関もあることは注目

される。

地域金融機関が経営規模を拡大し、営業地域を拡大する流れは、今後も続いていくと思われる。しかし、拡大化路線が地域のために資するかどうかは、取引先と対話する回数が増加しているか、取引先の満足度が増加しているか、営業担当者の笑顔ややる気が高まっているか、ということに結実するといっても過言ではなく、これらの指標をどのように高めていくかにも注意を払わなければいけない。

日本の財政⑨:2019年度一般会計予算案

南 武志

政府は2019年度の一般会計予算案を12月20日に閣議決定したが、年明けに厚生労働省「毎月勤労統計」の作成方法の不正が露見し、雇用・労災保険の追加給付に必要な費用を手当てする必要に迫られたことから、1月18日に予算案修正を閣議決定し直した。なお、総額は101兆4,571億円（臨時・特別の措置を除くと99兆4,291億円）と、18年度当初予算（97兆7,128億円）から3兆7,443億円の増額（同じく1兆7,163億円増）で、過去最大の規模を更新した。

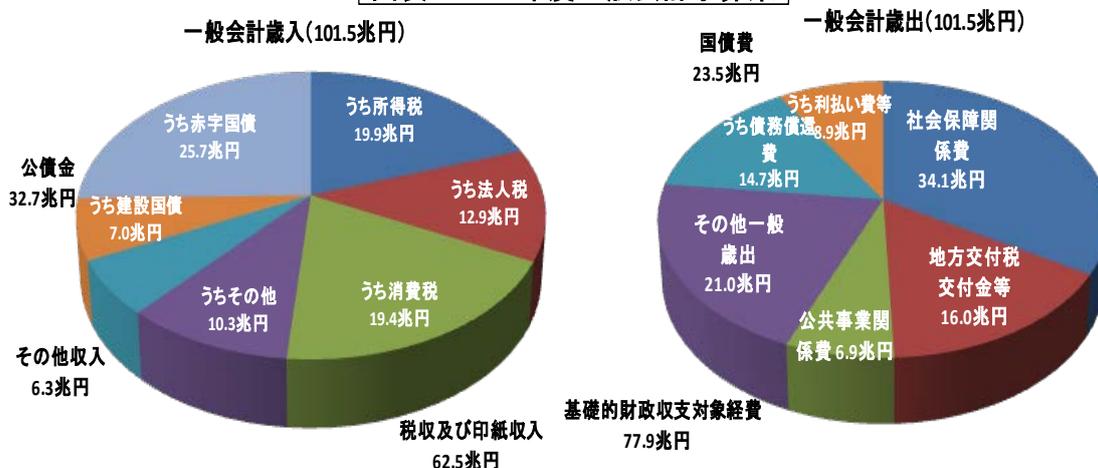
一般会計予算案の概要

このうち、歳入面では、10月1日に消費税率の引上げを見込んでいるほか、19年度の名目成長率を2.4%（実質成長率は1.3%）と、民間予想（ESPフォーキャスト調査では名目1.6%、実質0.7%）に比べてかなり高めに設定したことによって、税収は62兆4,950億円（18年度当初比で3兆4,160億円増）が見込まれて

いる。また、その他収入として6兆3,016億円を見込んだ結果、公債金（新規国債発行額）は32兆6,605億円（うち赤字国債：25兆7,085億円）へ減額（▲1兆324億円）され、公債依存度も32.2%（18年度当初では34.5%）へ低下する。

一方、歳出面では、国債費を23兆5,082億円（18年度当初比で2,062億円増）、地方交付税交付金等を15兆9,850億円（同じく4,701億円増）、一般歳出を61兆9,639億円（同じく3兆680億円増）と、いずれも増額となった。一般歳出の内訳をみると、社会保障関係費は34兆593億円（うち通常分：33兆9,914億円）とし、人口高齢化に伴う自然増を4,774億円に抑制した。一方で、消費税増収分を幼児教育・保育の無償化、介護人材の処遇改善、年金生活者支援給付金の支給、低所得高齢者の介護保険料の負担軽減強化などに振り向けるため、全体では18年度当初比で1兆710億円の増額となっている。

図表1 2019年度一般会計予算案



(資料)財務省 (注)通常分に臨時・特別の措置を加えた全体。

また、18年度は自然災害の発生が相次いだ。12月14日には『防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策』が閣議決定され、緊急対策160項目について20年度までの3年間で集中的に実施することが盛り込まれた（事業規模は概ね7兆円程度）。そのため、19年度予算案には「臨時・特別の措置」として1兆3,475億円（このうち、公共事業関係費に8,503億円）が計上され、18年度第2次補正予算と合わせて国費2.4兆円が投じられることとなった。それを受けて公共事業関係費は6兆9,099億円（18年度当初比で9,310億円増）と増額された。

また、防衛関係費（5兆2,574億円）、文教及び科学振興費（5兆6,025億円）、中小企業対策費（1,740億円）なども18年度当初比で増額された半面、経済協力費（5,021億円）、恩給関係費（2,097億円）、食料安定供給関係費（9,823億円）などは削減された。

手厚い消費税対策

19年度予算の歳出規模が100兆円超となった背景には、消費税率10%への引上

げによる需要の落ち込みを回避することに注力していることが挙げられる。14年4月の税率8%への引上げ以降、民間消費の停滞を招いたことに加え、2度にわたって税率引上げを延期するなど、財政健全化も後ズレすることとなった。

政府は税率引上げの影響は2兆円程度（税率2%引き上げで5.7兆円程度、18年度実施の増税措置で0.6兆円程度と、追加負担が6.3兆円程度増えるが、軽減税率で▲1.1兆円、幼児教育の無償化や社会保障の充実による支援で3.2兆円程度の受益増で相殺される）と見込んでいるが、それを上回る規模の対策を盛り込むことで十二分に乗り越えられるとしている。

具体的には、ポイント還元（2,798億円）、プレミアム付商品券（1,723億円）、住まい給付金（785億円）、次世代住宅ポイント制度（1,300億円）、防災・減災、国土強靱化対策（1兆3,475億円、前掲）等で2兆円程度、住宅ローン減税の拡充、自動車関連の税負担軽減で0.3兆円程度、の計2.3兆円規模の対策となっている。

図表2 国債発行計画の推移

	2019年度	2018年度		2017年度	2016年度
	当初	補正後	当初	補正後	補正後
国債発行額	1,487,293	1,521,720	1,498,856	1,561,250	1,697,999
新規財源債	326,605	353,954	336,922	355,546	390,346
建設国債	69,520	80,972	60,940	72,818	89,014
赤字国債	257,085	272,982	275,982	282,728	301,332
復興債	9,284	6,068	9,563	9,889	19,037
借換債	1,031,404	1,041,698	1,032,371	1,075,815	1,092,616
うち、復興債分	18,080	28,332	18,587	28,790	
財投債	120,000	120,000	120,000	120,000	196,000
市中分・個人向け国債合計	1,465,293	1,496,720	1,473,856	1,531,250	1,617,999
市中発行分	1,418,293	1,449,720	1,440,856	1,501,250	1,585,999
年度間調整分	38,653	22,898	13,856	-847	29,005
カレンダーベース市中発行額	1,294,000	1,342,000	1,342,000	1,413,000	1,470,000
第Ⅱ非価格競争入札	85,640	84,822	85,000	89,097	86,994
個人向け販売分	47,000	47,000	33,000	30,000	32,000
公的部門（日銀乗換）	22,000	25,000	25,000	30,000	80,000

（資料）財務省 （注）単位は億円、四捨五入による誤差がある

国債発行計画

上述の通り、19年度の新規国債発行額は32兆6,605億円（うち赤字国債25兆7,085億円）であるが、これに復興債（9,284億円）、財投債（12兆円）、借換債（103兆1,404億円）を合わせ、全体で148兆7,286億円の国債発行が予定されている。ここから個人向け販売分（4.7兆円）、日銀乗換分（2.2兆円）、第Ⅱ非価格競争入札等（12.4兆円）などを除いたカレンダーベースの市中発行額は129.4兆円と、30年度補正後（134.2兆円）から減額される予定である。

なお、年限毎の発行額については、20年債、10年債、5年債、2年債について18年度当初比でそれぞれ1.2兆円減額される（それ以外の年限は18年度と変わらず）。

また、フローベースの平均償還年限は9年1ヶ月と18年第2次補正後ベースから据え置かれるが、ストックベースでは9年2ヶ月に延長される見通しである。

財政健全化の視点

以上の19年度当初予算案での基礎的財政収支（PB）は▲9.2兆円（臨時・特別の措置を除くと▲8.4兆円）が見込まれており、18年度当初ベース（▲10.4兆円）と比べて赤字幅が縮小するなど、財政健全化は緩やかではあるが、進む予定であることが見て取れる。

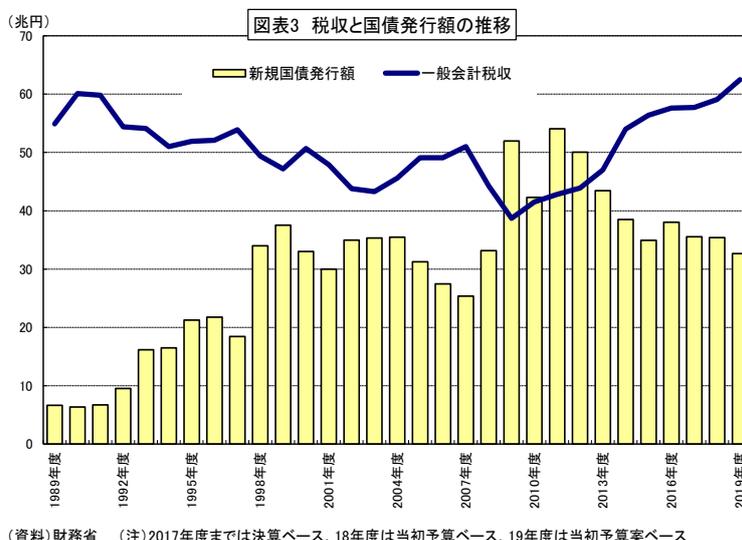
ただし、補正予算編成が毎年恒例となっていることもあり、前年度剰余金や税収上振れ分の一部が債務圧縮に回されず、何らかの使

途の財源になっていることが常態化している。日本銀行による金融緩和政策によって長期金利が低位で推移していることと合わせ、財政規律が緩んでいる可能性は否定できない。

一方、債務の状況としては、19年度末の普通国債残高は897兆円（18年度末実績見込み：880兆円）、国・地方の長期債務残高は1,122兆円（同：1,105億円）へそれぞれ膨張するが、GDP比率ではやや改善（それぞれ159%→158%、200%→198%）を想定している。

さて、19年度予算案には消費税対策や国土強靱化のためのインフラ整備が盛り込まれたことを紹介したが、おそらく20年度当初予算案も同様の措置が盛り込まれることが想定されている。財務省は今回の予算案について「通常分」と「通常分+臨時・特別の措置」との2パターンを公表しているが、20年度分以降についてはあくまで「通常分」がベースである意思を反映したものと捉えられる。

とはいえ、万全の態勢で臨む消費税率引上げ後に、万一、国内景気が失速した場合、追加の経済対策に加え、歳入欠陥に陥るリスクもあり、注意が必要である。



補論:平成期の財政

平成初期の財政は、当時のバブル景気に支えられ、想定上のペースで財政再建が進行した。その結果、1990～93年度（平成2～5年度、以下、括弧内は平成）は赤字国債の発行がゼロとなった。しかし、バブル崩壊後の景気悪化に伴い、94年度（6年度）には補正予算の編成で特例国債を再発行したほか、高齢化の進展による社会保障関係費の累増や景気低迷による税収低迷や公共事業の拡大等を背景に、その後も赤字国債の発行が常態化した。こうした中、97年（9年）11月には財政構造改革法が成立し、2003年度（15年度）までに国・地方の財政赤字をGDP比3%以下に抑え、赤字国債発行をゼロにすることとなったが、消費税率引上げ後の景気悪化や金融危機の発生を受けて、98年（10年）12月に小渕内閣は同法を凍結し、危機対応を優先した。小渕首相は自らを「世界の借金王」と揶揄したが、未曾有の危機を救うには不可避の選択だったと思われる。

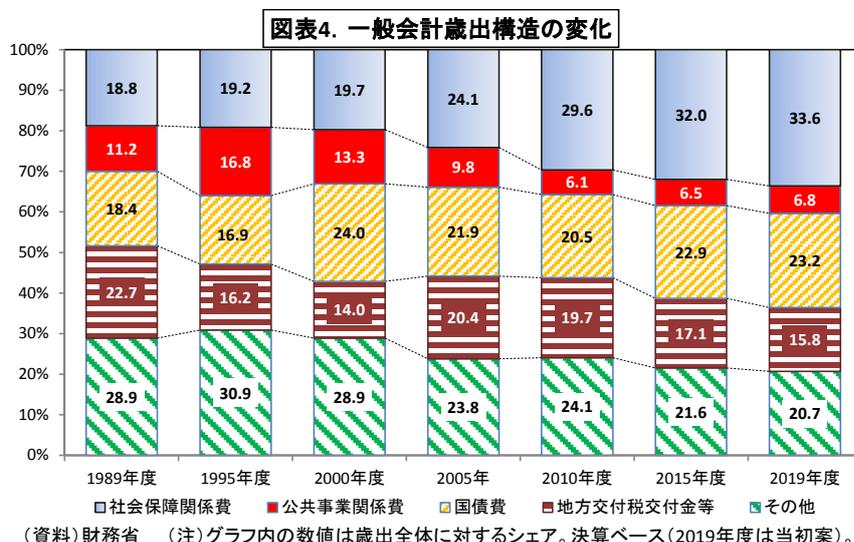
その後、2000年代前半の小泉内閣では、財政構造改革を進め、歳出削減に注力した。この過程で、公共事業費、文教及び

科学振興費、地方交付税交付金などが削減された。

しかし、「世界金融危機」や「東日本大震災」と重なる2009～12年度（21～24年度）にかけては、国債発行額（建設国債＋赤字国債）が税収を上回る事態となった。民主党政権は「コンクリートから人へ」といった基本方針や「事業仕分け」などで歳出削減を試みたが、成果は上がらなかった。さらに、09年秋に起きた欧州債務危機の惨状を横目に、日本での財政破綻を未然に防ぐべく消費税率の引上げ（菅・野田内閣）を柱とする「社会保障と税の一体改革」路線を打ち出したが、政権運営の拙さも重なり、断念することとなった。

一方、12年（24年）12月から始まったアベノミクスでは、まずは経済成長を図り、その果実を得てから財政健全化を進めるという方針で、政策運営を行っている。財政健全化の達成時期は当初のものから先送りされるなど、事前の計画ほどではないが、財政健全化は緩やかながらも進んでいることは確かなようだ。ただし、この進捗自体は景気改善に大きく支えられたものであることは十分留意すべきであろう。

ポスト平成の財政運営に臨むに当たっては、少子高齢化、人口減少が一段と進むこと、一方で低金利環境や景気拡大局面はいつまでも続くとは限らないこと、などを念頭に入れた財政運営が求められる。



業界トップクラスの取引シェアを誇る都留信用組合

古江 晋也

要旨

山梨県富士吉田市に本店を置く都留信用組合は「合理性を優先しないで、非合理性を優先する」ことを経営方針に掲げ、定期積金の集金業務など取引先への訪問を大切に、取引先とのふれあいを重視してきた。このことが目利き力の向上につながり、高いプロパー比率や迅速な与信審査を可能とする基盤になっている。最近では顧客目線による消費者ローンや、組合関連会社による夏イチゴ栽培会社の設立などの取組みにも注目が集まっている。

はじめに

「全国信用組合新聞」には、毎年9月に各金融機関の決算データや政府機関などの公表データをもとに、地域信用組合の本店所在地における取引シェア分析が公表されている。取引シェア分析は、預金シェア、貸出金シェア、年金シェアに分けられているが、その中で預金シェア42.86%（信用組合業界第2位）^(注1)、貸出金シェア58.99%（同第1位）、年金シェア80.54%（同第1位）と業界トップクラスの高さを誇っているのが山梨県富士吉田市に本店を置く都留信用組合（18年3月・預金残高2,877億8,400万円、貸出金残高1,667億7,700万円、職員数328人、21店舗）である（図表1）。

^(注1)「全国信用組合新聞」2018年9月5日付。

非合理性を優先する営業

都留信用組合の経営方針は、「合理性を優先しないで、非合理性を優先する」ことにある。そしてこの非合理性を優先する取組みで欠かせないことが、地域の人々との「ふれあい」に他ならない。

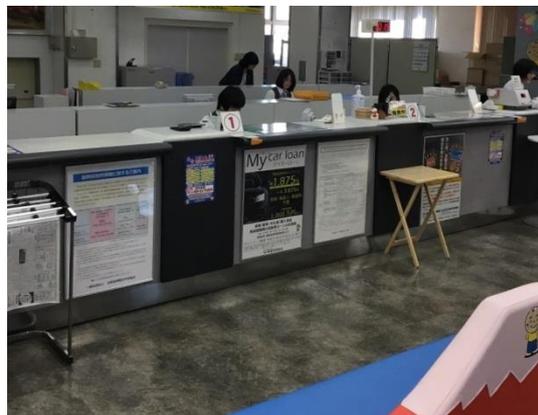
地域の人々とふれあう上で欠かせない取組みといえば、定期積金の集金業務を

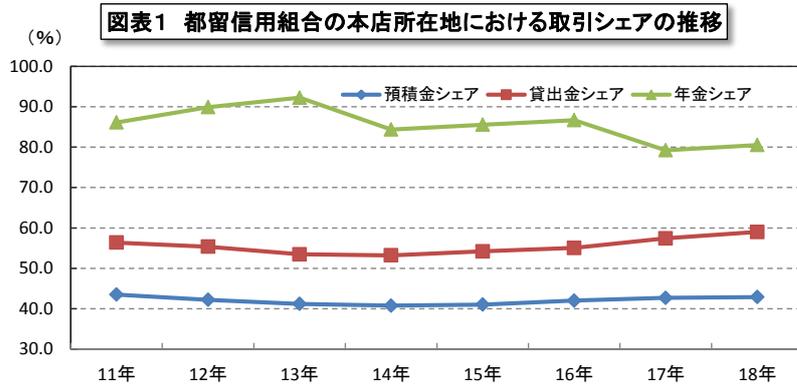
挙げることができるが、90年代後半以降、協同組織金融機関は非効率との理由から事実上、取りやめる動きが加速するようになった。また、集金業務を継続する金融機関でも、取引先が高齢者などの場合は取引の拡大が見込めないため業務を行

写真1 都留信用組合本店



写真2 本店内の様子





(資料)全国信用組合新聞

わない方針を掲げる金融機関もある。

しかし都留信用組合は、取引先の年齢に関係なく集金業務や年金宅配など、取引先の訪問を伴うサービスはすべて重視するスタンスを貫いている。そしてこのような訪問活動を頻繁に行うからこそ、例えば、凍結による水道管の破裂に職員が気づき、不在であった居住者にいち早く連絡することで被害を最小限に抑えたこともある。

また、都留信用組合では「1人の顧客にどれだけの役職員がつながっているか」を重視している。通常、金融機関と顧客のつながりは、当該地域を担当している渉外担当者が中心であり、担当外の顧客を訪問することは少ない。しかし、同組合の役職員の多くは地元出身者であるため「〇〇地区の取引先とは高校時代の先輩後輩」という関係であったり、「地域の会合でいつも顔を合わせている」ということが少なくない。そのため若手の渉外担当者は、自分よりも取引先と親しい役職員がいると、その役職員に営業推進上のアプローチや提案の協力をお願いすることができるようにしている。この取組みを実施した理由は、①若手の渉外職員が業務上の課題について1人で悩まない

ようにする、②役職員同士のコミュニケーションを深め、組合役職員全員がチームで業務に取り組むという意識を高めるためである。

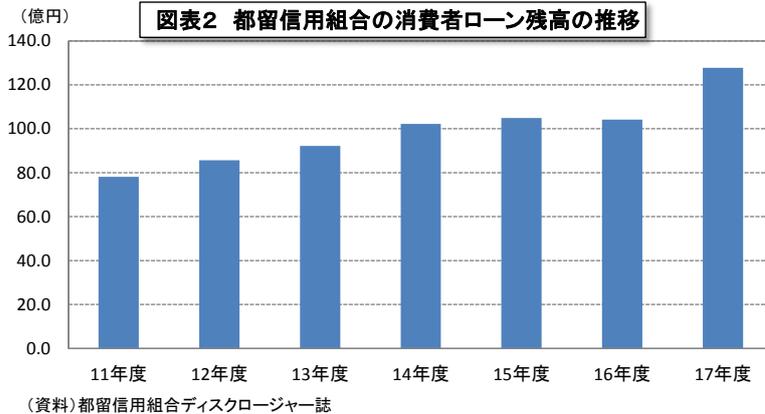
地域の人々とのふれあいを重視した営業推進を継続するようになると「目利き

力」が職員や組織に蓄積されるようになる。そしてこの目利き力が保証会社に依存しない「高いプロパー比率」や「3日以内の迅速な与信審査」を可能とし、高い取引シェアを維持する基盤となっている。都留信用組合では現在、これまでの蓄積を踏まえ、企業再生支援業務、補助金申請支援業務、地元目線による取引先へのコンサルティングや創業支援などにも力を入れているが、次節では消費者ローン（住宅ローンを除く）の取組みを紹介する。

消費者ローンの推進

都留信用組合が消費者ローンに力点を置いたのは3年ほど前からである（図表2）。取り組みを本格化させたきっかけは、メガバンクが本店前の駐車場横にATMを設置し、ATMカードローンの利用者が増加していたためである。当時の無担保ローン市場はテレビなどのメディアを活用し、年率12~14%の金利で融資するのが一般的であった。しかし、このようなスタイルによる推進は、消費者が「借り過ぎ」となる恐れがあることが指摘された。

一方、都留信用組合の消費者ローンは一桁台の金利をめざすとともに、職員の



意見を取り入れ、フリーローン、カードローン以外にも目的ローン（自動車ローン、教育ローンなど）、職域ローンなどの品揃えを増やすことにした。また 20～30代の若年層の利用者については、非対面取引を好む傾向があることから、都留信用組合もウェブサイトによる申込と、運転免許証やパスポートの画像をアップロードすることで本人確認資料が提出できるようにしている。ただ、組合に口座を開設していない顧客には口座を開設してもらったり、書類の受け渡しなどのため何らかの形で職員と相対することになる。そしてその際、職員は利用者、例えば、自動車を購入するためにフリーローンを利用している場合は、「目的ローンであるマイカーローンのほうが、金利が安くなる」と顧客のメリットになるようにアドバイスするようにしている。これは、利用者は必ずしも金融リテラシーが高いわけではなく、「借りることができればよい」という発想の人がいることと、何よりも「長期的な付き合いをめざすためには、顧客のメリットをまず考えなければならない」という組合の考えがあるためである。

一方、中高年層の利用者については対

面取引がメインであり、夫婦そろって話を聞かせてもらうこととしている。その理由は「夫婦間でも信頼を損ねるのはお金のこと」だからである。相談の中には他金融機関から借り入れた教育ローンで行き詰った家庭のケースや、地

元の労働組合から「組合員の家計相談に乗ってほしい」と依頼を受けたケースなどもあり、生活再建への対応が地元金融機関の消費者ローンの取組みには欠かせないことがわかる。

前述したように都留信用組合はプロパー融資に力点を置いているが、このことは消費者ローンにおいても変わらず、残高の8～9割はプロパー融資であるという。そしてプロパー融資比率の高さが、職員の「目利き力」の更なる強化と、低いローン金利を実現することにもつながっている。

夏イチゴ栽培を行う会社の設立

近年、新規融資分野の開拓や地域活性化の観点からアグリ関連産業への取組み強化を図る地域金融機関が増加している。しかし、都留信用組合のユニークさは、金融機関自らが関連会社を活用して農業に取り組んでいることである。

17年10月、都留信用組合の関連会社は「㈱富士山アグリファーム」を設立した。同社は夏イチゴの栽培や販売を目的としており、地元スーパーや建設会社なども出資している。設立したきっかけは、北海道旭川市で夏場にイチゴ栽培を行って

**写真3 左から加々美・総務部主任調査役、
細田・理事長、佐藤・営業推進部主任調査役**



写真4 富士山アグリファームの農園



いる会社の取組みがテレビで放映されたことにある。同番組を見た理事長の細田幸次氏は早速、番組に登場した会社と連絡を取り、後日、地元企業とともに現地を視察した。イチゴの収穫時期は一般的に12月～5月であり、夏場のイチゴは付加価値があること、富士吉田市の夏は冷涼であるため旭川市で栽培されていた品種「ペチカほのか」の栽培に適していることから栽培を決定。17年には試験的に1,500株の栽培を行い、約500kgの収穫に成功した。

富士山アグリファームは現在、約1,767ヘクタールの農園で3人が勤務しており（社長は組合から出向）、本格的に栽培を始めた18年には1万2,000株を栽培し、2.5トン収穫した。収穫した夏イチゴはブランディングの観点から山梨県内における「ペチカほのか」の苗の独占販売権

を取得するとともに、新たな商標も取得している（「富士夏媛（ふじなつき）」）。販路は、細田理事長のトップセールスもあり、地元のホテルや洋菓子店などに販売、「甘さと糖度が違う」と取引先の評判も上々であったという。

今後は、夏イチゴ栽培の普及を目指すため希望する農業者に苗の供給や栽培ノウハウを提供するとともに、農業者への金融支援や補助金申請支援などを検討しており、地域の特産品に成長することを目指している。

おわりに

「非合理性を優先する」との方針の下、都留信用組合は定期積金の集金業務など取引先への訪問ツールを大切にしてきた。中には、これらの取組みを「非効率」と考える読者がいるかもしれない。しかし、効率を追求するがゆえに、地域金融機関にとって不可欠な能力である目利き力が失われるようになったことも事実である。

近年、日本銀行の低金利政策の継続もあり、さらなる業務の効率化を求める動きが加速している。しかし、その一方で、「地域社会でどのようなポジショニングを確立していくのか」という視点を念頭におきながら業務の効率化を実施しなければ、結果として金融機関自らを育て、成長させてくれた地域での存在感を低下させることにつながる。

こうした中、目先の効率を追い求めることなく、目利き力や顧客のメリットの追及を重視しながら業務にまい進してきた都留信用組合の事例は、「地元本店を置く金融機関としてなくしてはいけない取組みとは何か」という問いを我々に投げかけている。

海外の話題

「オーストラリア経済雑感（日本との違い）」

Norinchukin Australia マネージング・ダイレクター 澤田 隆一

シドニーに赴任して、早1年半が経過した。この間、オーストラリア経済等について、諸々考えなり思いを巡らせているが、その中の幾つかを紹介したい。

○日本と真逆な経済ファンダメンタルズ

2018年、豪州の人口は2,500万人を突破した。過去10年間で1.6%増のペースだ。自然増と移民（高技能者）がバランス良く寄与している。今後もこのトレンドは継続し、2050年には3,400万人程度になるとの推計がある。社会インフラは明らかに不足で、道路・鉄道、学校・病院、電力・水等への巨額の投資が必要だ。縮小統合を余儀なくされている日本とは、本当に真逆だ。

○ポジティブで楽観的な豪州人

豪州は27年間景気拡大を継続し、幸運にも豪州人は不景気を経験していない。そのためか消費性向が極めて高く、家計の約半数は月額給与を使い切っているとの調査もある。自然も豊富で気候も温暖だ。経済のパイが拡大せず保守的な傾向の強い日本人から見ると、「本当に大丈夫か？」と首を傾けたくなるが、街中ではあちこちで“No Worries!”との声が聞こえる。

○財・サービスの価格は上がるものなのだ、物価上昇期待について

毎日の通勤に公共交通機関を使っているが、先日運賃が上がった。前は5ドル85セントだったのに、今は6ドル10セントだ。約4%の値上げ。日本では殆ど経験のない公共交通機関の値上げ、新鮮な感じだった。暫くすると毎朝のコーヒーの値段も上がった。レストランも続いた。もう新鮮さはない、流石に慣れてきた。このような経験を経て、“物価は上がる”という物価上昇期待が形成されていくのだろう。一方、日本は物価上昇期待形成を日銀（マネー）頼みにしているが成果がでない。物価上昇を継続して経験する中でゆっくりと形成されるのが、物価上昇期待ではなからうか。

○相続税がない

日本は3代で資産がなくなると言われる高額な相続税問題で頭を悩ませている人が多いが、豪州ではその心配がない。相続税がないのだ。日本では相続税対策として資産防衛的な不動産投資等が行われるが、豪州では価格上昇を見込んで資産形成を企図した不動産投資が行われる。豪州で不動産は“Nest Egg”とも言われ、将来のための蓄えと考えられている。豪州人に相続税対策の不動産投資により賃貸住宅市場の需給バランスが崩れているという話をすると、「じゃ、相続税をやめればいいじゃないか」と言われる。

○日本のサービスは質が高い

シドニーに来てみて、日本のサービスは質が高い、と改めて感じる。当地では時間厳守は期待できず、サービスの質も決して高くない。例えば、レストランではウェイターを呼んでもなかなか来ないし、値段も高いから更に後味が悪い。こんな時、日本が恋しくなる。最近では豪州人の間でも日本のサービスの質の高さは認知されつつあり、例えば、シドニー・東京間のフライトは日系の航空会社から埋まっていくらしく、豪州から日本への旅行者も年々増加している。日本では質の高いサービスが殆どタダ同然で受けられるが、これは彼らにとって宝の山になるのではないか！と思わずにはいられない。

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2月号 第30巻 第2号・通巻339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