ISSN 1345-0018

# 金融市場


## 潮　流

『ラデツキー行進曲』とヨーロッパの地政学… 1

## 情勢判断

*国内経済金融*

輸出の先行きに不安を抱える国内景気
～長期金利はマイナス圏での推移へ～… 2

## 情勢判断

*海外経済金融*

労働供給制約が意識されつつある米国経済
～非常事態宣言を受け、両党の対立が先鋭化～…10

景気減速が鮮明になるなか景気下支え策を強化
～今後は米中通商協議と対策の効果発現に注目～…14

## 分析レポート

ユーロ圏で崩れる「ドイツ一強体制」
～政治面に続き経済面でも揺らぐ安定性～…24

## 経済見通し

2018～20年度経済見通し ……28

## 連　載

金融機関の新潮流　〈第11回〉
徹底した訪問活動で現場主義を貫く広島市信用組合 …44

## 今月の焦点

地方創生「総合戦略2018改訂版」の注目ポイント
～東京一極集中の是正をねらう2つの新施策～…50


2019. 3

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

## 『ラデツキー行進曲』とヨーロッパの地政学

主席研究員　山口　勝義

つい 100 年ほど前まで、ヨーロッパにはある特異な国家が存在していた。それは、ハプスブルク家のオーストリアである。当時はオーストリア帝国の皇帝である同家の当主がハンガリー王国の国王でもある二重帝国を構成していたが、このオーストリア＝ハンガリー帝国の特異性は、何よりもそれが多民族国家であり、多宗教、多文化の国家であった点にある。そしてこの帝国は、その領土にボヘミア、スロヴァキア、ボスニア・ヘルツェゴビナなどを含み、東端ではロシア帝国にも国境を接する、中東欧に位置する大国であった。

50 年近くの長期にわたりこの二重帝国の皇帝とした君臨したフランツ・ヨーゼフ一世は、多民族国家の理念を尊び国内の融和に腐心した。しかし、国内では次第に民族主義が高まり、様々な摩擦が現れてきた。一方、対外面では、執拗に領土拡張政策を採るロシア帝国との間で軋轢が生じ、また同時に、衰退しつつあったオスマン帝国のバルカンにおける領土の獲得を巡って、ヨーロッパの強国との衝突が続いた。こうして各所で緊張が強まるなか、オーストリア＝ハンガリー帝国は、サラエボ事件を機にセルビアに対し宣戦を布告し、第一次世界大戦に突入していった。ヨーゼフ・ロートの『ラデツキー行進曲』は、この間の、オーストリア＝ハンガリー帝国が崩壊に向かう道筋を背景として、主人公の 1 族 3 代にわたる紆余曲折の人生をたどった長編小説である。

第一次世界大戦では、主戦場となったヨーロッパの惨禍は想定外に拡大し、また、二月革命で倒れたロシアを加えればドイツ、オーストリア＝ハンガリー、オスマン、ロシアの 4 帝国が崩壊に至ったことで、国際社会には大きな影響が及んだ。戦後処理においては従来のヨーロッパ型の勢力均衡論は脇に置かれ、国際舞台に初めて登場した米国が強く支持した民族自決主義の考え方が、秩序回復のための主要な基準とされた。しかしながら、新たな国境の線引きではその適用は不徹底に終わり、バルカンを中心に、民族紛争の火種をその後に残すことになった。また、敗戦国であるドイツについては、オーストリア＝ハンガリー帝国の解体と革命の勃発に伴うロシアの後退で東側の脅威が取り除かれ、地政学的には戦前よりもむしろ強大化するという、皮肉な結果を招いた。

こうして見ると、『ラデツキー行進曲』がエピローグを迎え、やがて第一次世界大戦が終結しこの二重帝国が崩壊するとともに、新たに、ヨーロッパの中央部に地政学的リスクの大きな巣が生じたことになる。そして、その後のヨーロッパにおける主要な歴史上の展開は、その多くが、もとはと言えばここでの地政学的リスクの変動に多少なりとも関わりを持つように考えられる。それは、バルカンにおける民族間の衝突のみならず、例えば第二次世界大戦におけるドイツの東方侵攻や、戦後のソ連による中東欧支配などである。ドイツによる覇権回復への強い警戒感が主要な推進力となった欧州統合の取り組みも、また同様である。さらに時代が進み、現在進行中である、ロシアが引き続き影響力の伸張を図るバルカンへの欧州連合（EU）の拡大や、かつて大陸の紛争からは距離を置き「光栄ある孤立」を誇った英国による EU からの離脱などについても、これらは進むべくして進む、ヨーロッパの地政学を巡る同じ歴史の一こまに過ぎないように思われてくる。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

## 情勢判断

### 国内経済金融

# 輸出の先行きに不安を抱える国内景気

## ～長期金利はマイナス圏での推移へ～

南　武志

要旨

世界経済・貿易が減速しており、国内景気の足踏み状態が続いている。2018年10～12月期の経済成長率は再びプラスに戻ったが、輸出の戻りは鈍く、先行き懸念を残す結果となった。当面は、輸出の減少が続くとみられ、堅調な企業設備投資もその影響を受けるほか、五輪特需も一巡し始めることが想定され、景気はソフトランディングの動きが強まるだろう。また、消費税率が引き上げられる 19 年度下期以降は景気の調整圧力が一層高まると予想される。物価についても目先は原油安や円高進行の動きが下押しするほか、先行きについても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、しばらく鈍い動きが続くものと思われる。

こうした景気足踏みや物価鈍化を受けて、長期金利は再びマイナス圏で推移している。

**図表1　金利・為替・株価の予想水準**

| 項目 ＼ 年／月 | | 2019年 2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 | (%) | −0.058 | −0.10～0.00 | −0.10～0.00 | −0.10～0.00 | −0.10～0.00 |
| TIBORユーロ円（3M） | (%) | 0.0300 | 0.00～0.05 | 0.00～0.05 | 0.00～0.05 | 0.00～0.05 |
| 国債利回り | 20年債 (%) | 0.395 | 0.30～0.55 | 0.30～0.55 | 0.30～0.55 | 0.30～0.55 |
| | 10年債 (%) | −0.045 | −0.08～0.05 | −0.10～0.08 | −0.10～0.08 | −0.10～0.08 |
| | 5年債 (%) | −0.180 | −0.20～−0.08 | −0.20～−0.08 | −0.20～−0.08 | −0.20～−0.08 |
| 為替レート | 対ドル | 110.8 | 103～115 | 100～115 | 100～115 | 100～115 |
| | 対ユーロ (円/ユーロ) | 125.7 | 118～130 | 115～135 | 115～130 | 115～130 |
| 日経平均株価 | (円) | 21,426 | 21,500±1,500 | 21,750±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2月22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。

### まもなく終幕を迎える「平成」

あと２ヶ月で「平成」は幕を閉じる。昭和は激動の時代と呼ばれるが、平成は閉塞感が漂う中、時代の変革にもがき続けた苦難の連続であった。

例えば、平成初期は資産バブルにどう対処すべきかが問題となり、大蔵省「総量規制」などで不動産への資金の流れを止めたが、結果的に後の金融危機やデフレ・低成長など「失われた20年」の遠因になったとの評価もある。そのバブル崩壊の裏では、金融機関の自己審査機能の劣化が表面化するなど、金融自由化・規制緩和によって規律付けが不在になった側面も明らかになった。巨額の財政赤字についても、危機意識はあるものの、民間貯蓄、特に企業貯蓄の潤沢さのおかげで、海外に頼ること


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

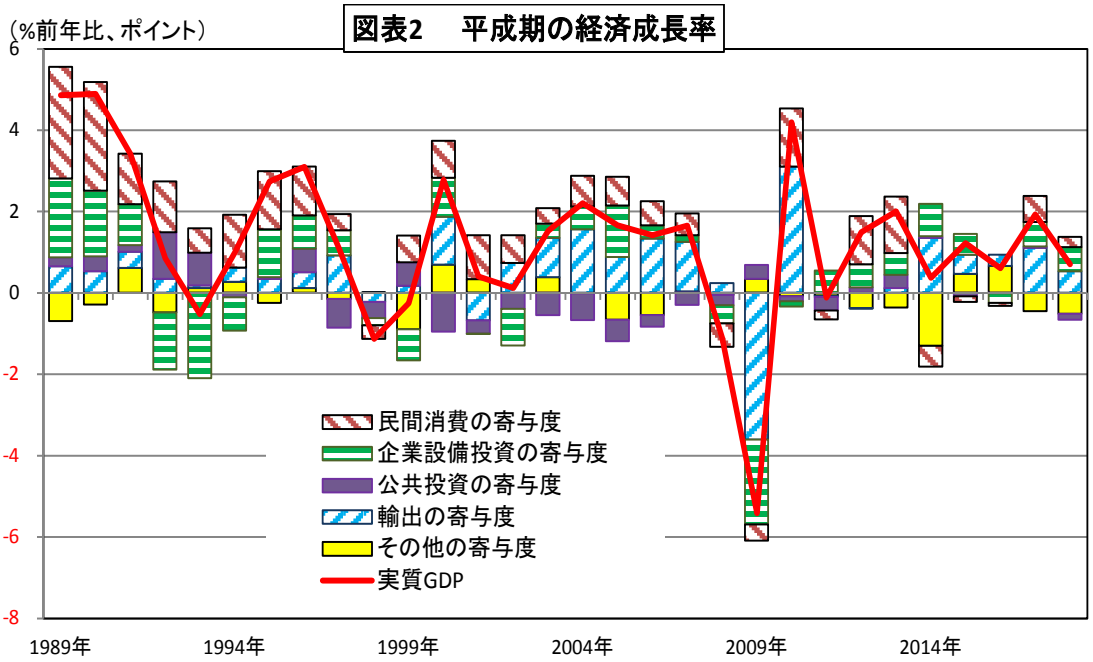
なく国内で国債消化が可能であったことで抜本的解決の先送りが繰り返された。

雇用については、いわゆる「日本的雇用慣行」が崩れ、成果主義がもてはやされる時期もあった。その一方で、「団塊の世代」要因で労働分配率は高まり、企業は採用を絞ったほか、若手従業員の育成はなおざりにされ、かつ人件費の流動費用化（非正規化、ベア凍結で業績連動の賞与を調整弁にする）が進んだ。その結果、成長に対する消費の貢献度は低いままで、輸出依存度の高い経済体質が温存された。平成を通じて、日本経済は海外からのショックに脆弱になったように感じられる。

歴史の連続性もしくは経路依存性ということに注目すれば、平成日本が直面してきた難題の多くは、突然降って湧いたものではなく、昭和時代から受け継がれたものが顕在化したと言え、その後始末に追われたということであろう。

さて、ポスト平成では、高齢化とともに人口減少が一段と進むことが想定され、経済活力をいかに維持していくかが問われることになる。そのためには「生産性の向上」と「消費の活性化」が不可欠と思われる。

**図表2　平成期の経済成長率**




（資料）内閣府経済社会総合研究所　（注）1989～94年は簡易遡及データを使用。暦年ベース。

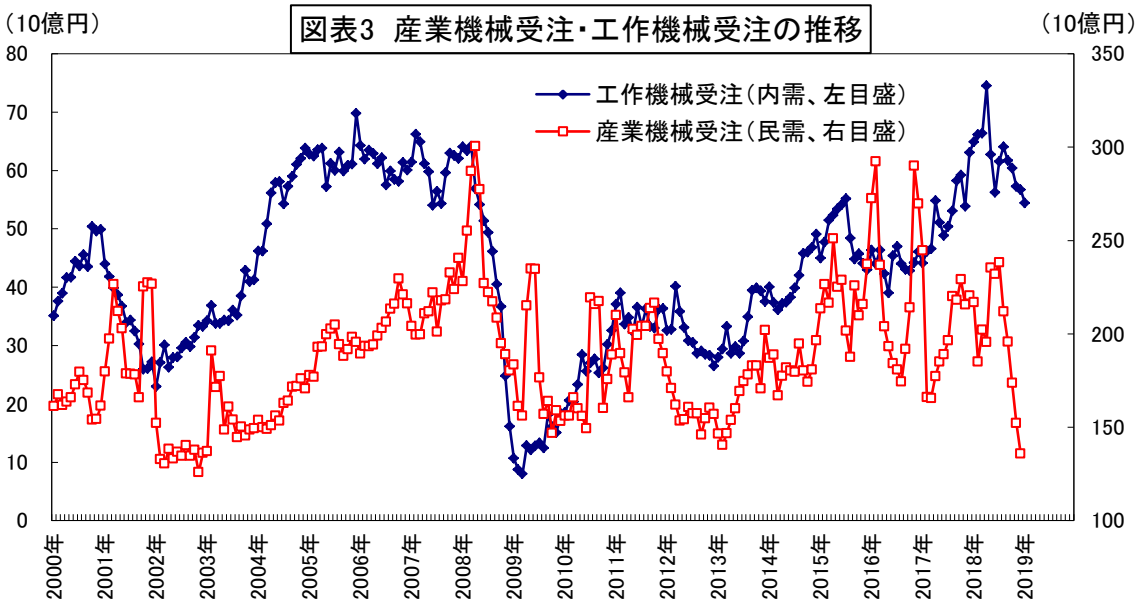
**景気の現状：足踏み継続**

さて、足元の国内経済を見ると、自然災害が多発した 7～9 月期からの持ち直しは見られるものの、総じて停滞気味での推移となっている。12 月の景気動向指数・CI 一致系列は前月か


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ら▲0.6 ポイントと 2 ヶ月連続の低下で、これに基づく基調判断は 4 ヶ月連続での「足踏み」だった。世界経済（特に中国経済）の減速や世界的なスマートフォン需要の落ち込みなどが、日本の輸出に下押し圧力を加えるなど、輸出・生産活動が頭打ち状態となっていることが背景にある（例えば、1 月の実質輸出指数：前月比▲5.3%、1 月の製造工業生産予測指数（予測誤差修正、最頻値）：同▲2.3%））。また、機械受注（船舶・電力を除く民需）も 10～12 月期は前期比▲4.2%と 6 四半期ぶりの減少に転じた。最近では、中国からの工作機械受注の減少が報じられていることが多いが、内需もまた足元は不振に陥っている。

図表3 産業機械受注･工作機械受注の推移




（資料）日本工作機械工業会、日本産業機械工業会
（注）産業機械受注は当総研による季節調整系列（X-12-ARIMA）の3ヶ月移動平均。

**輸出の戻りが気になった GDP 速報**

こうした動きは 10～12 月期の GDP 第 1 次速報からも見て取れる。10～12 月期の実質成長率は前期比年率 1.4%と再びプラス成長に戻ったが、大きく落ち込んだ 7～9 月期（同▲2.6%）からのリバウンドとしては弱かった。その大部分は輸出の戻りの鈍さであり、18 年前半の水準に届いていない。結果的に、18 年後半の成長率は前期比年率▲0.4%、10～12 月期の前年比成長率も▲0.04%と、ともにマイナスに転じるなど、頭打ち感の強い内容であった。

**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 年を通じて世界経済・貿易の減速が続くと思われるほか、米中貿易摩擦などの影響も顕在化することも予想され、輸出環境はさらに厳しくなるだろう。また、18 年

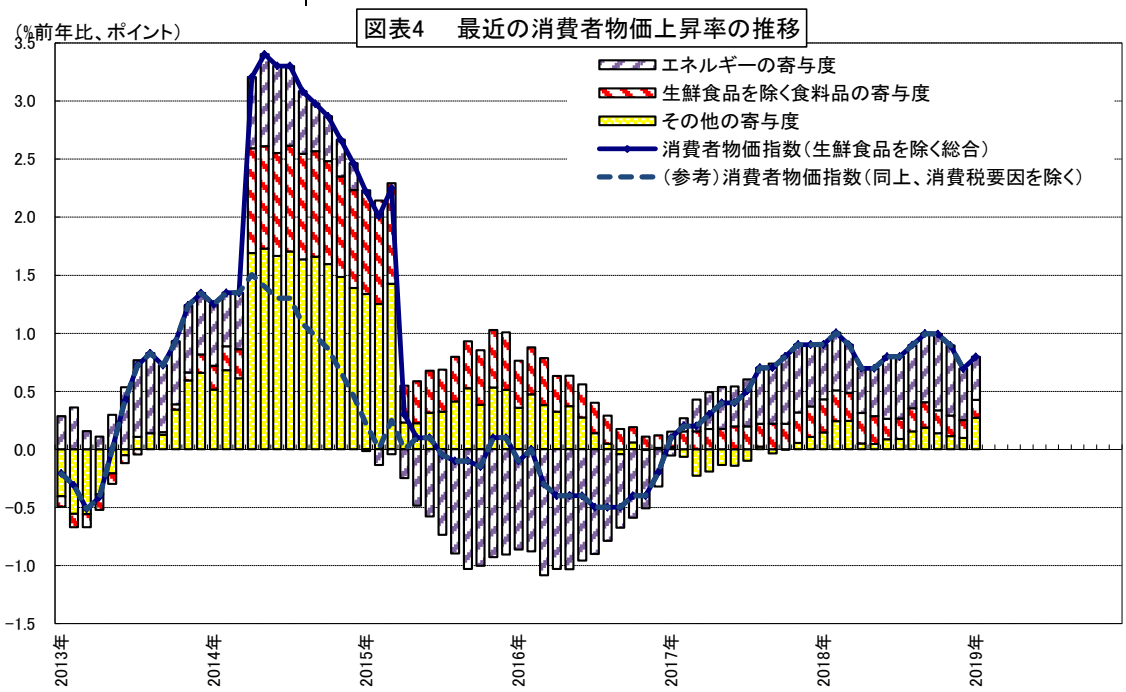

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

度中は堅調な企業設備投資も、五輪特需の一巡や企業業績の足踏みなどにより、新年度入り後は減速する可能性が高い。

一方、消費については、新天皇即位や改元に伴う祝賀ムードや消費税率引き上げ前の駆け込み需要の発生もあり、19 年度上期までは緩やかな持ち直し基調が続くと思われるが、先行き不透明感の高まりもあり、19 年春闘での賃金上昇の加速は見込めないほか、増税後の反動減も想定され、下期は軟調に推移するだろう。政府は 2.3 兆円程度の対策を講じることで、増税を十二分に乗り越えられるとしているが、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。

当総研では「2018～20 年度経済見通し」（2 月 19 日公表）を取りまとめたが、18 年度は 0.6%、19 年度は 0.3%と、成長率の減速が続くと予測している。20 年度は世界経済の底入れも期待され、輸出が増加していくとみるが、成長率は 0.2%と低調さが残るだろう。

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

**物価動向：先行き再び鈍化の見込み**

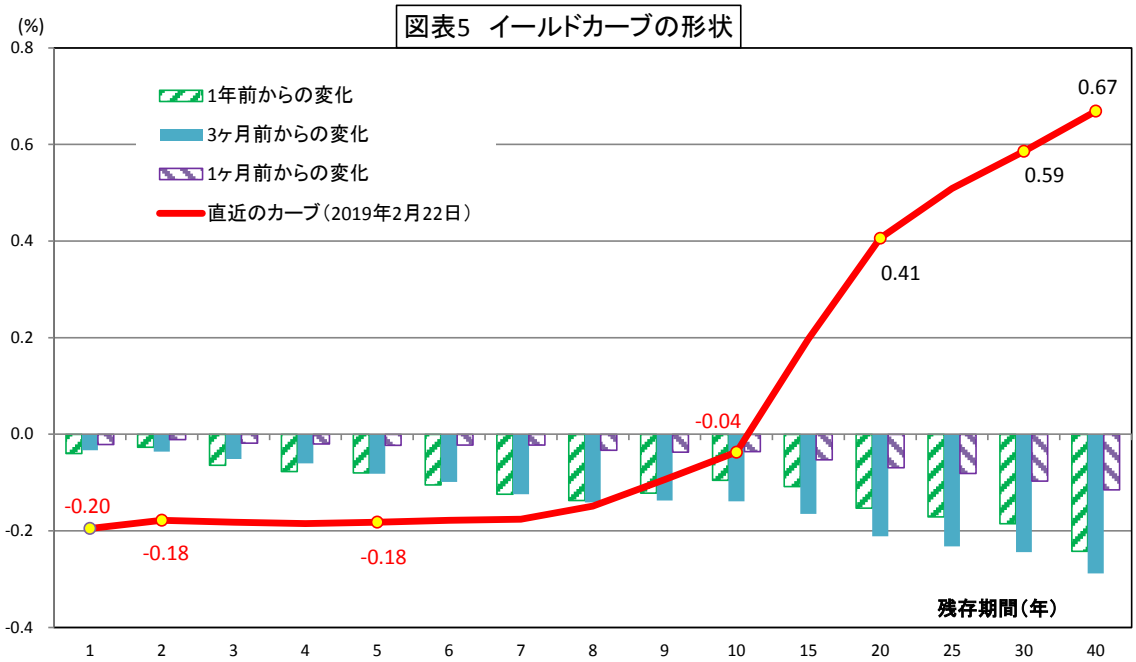
1 月の全国消費者物価指数によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比 0.8%と、上昇率は 4 ヶ月ぶりに持ち直しが見られた。昨秋以降の原油安で石油製品が下落に転じたものの、電気・ガス代の値上がりが続いているほか、カレンダーの並びの関係で年始の宿泊料が値上がりしたことや自動車保険料（任意）の改定などが物価を押し上げる方向に働い


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

た。同様に、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」も同 0.4%と、上昇率が 5 ヶ月ぶりに高まった。とはいえ、需給改善に伴う物価押上げ効果が依然として鈍いことが改めて認識させられる数字であったといえる。

先行きについては、堅調な雇用環境を背景とした名目賃金の上昇は続いており、消費を下支えし、需給改善効果を高めることが期待される。一方で、エネルギー価格の値下がりや年末年始にかけての円高進行、自由貿易協定の発効による輸入関税の引き下げは、今後、物価押下げにつながると思われる。さらに、携帯電話通話料の引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 年度も物価の低調さは継続すると思われる。

図表5　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**

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し始めるなか、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。

**今後も粘り強く現行政策を続ける**

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。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

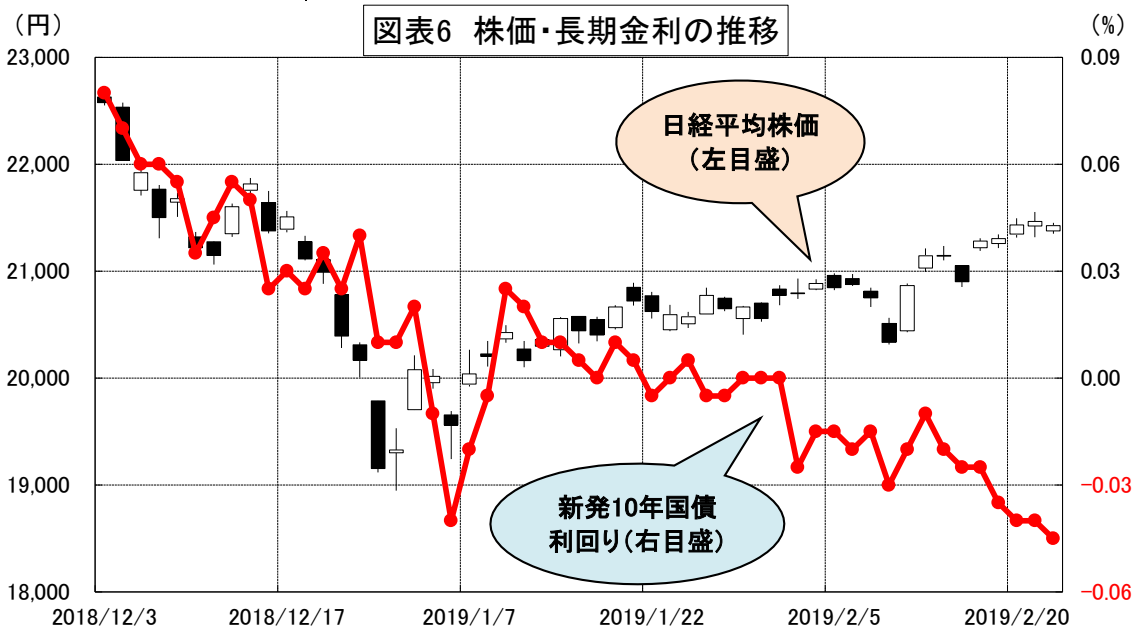
ただし、先行きは景気動向への配慮が必要となってくるとみられる。万一、消費税率の引き上げを機に景気悪化が明確となった場合、既に財政政策が手厚い消費税対策を盛り込んでいる手前、金融政策にも何らかの対応が求められる可能性はある。

**金融市場：現状・見通し・注目点**

波乱の幕開けとなった年初の内外金融市場であったが、その後は過度な内外景気の悲観論が後退するとともに、米中通商協議の進展への期待や米国の利上げ一時休止を好感して米国株価が上昇するなど、リスクオンが再び強まっている。一方で、長期金利はマイナスの常態化がみられる。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

図表6　株価・長期金利の推移




（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

**金利低下・イールドカーブのフラット化が進行**

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。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

しかし、年末にかけては内外景気の先行きに対する不透明感が強まり、世界的に株価が大きく下落したことから、金利水準は低下し、かつイールドカーブのフラット化が進んだ。長期金利は年末年始にマイナスとなったが、2 月入り後はマイナス金利が常態化している。

**当面マイナス圏での推移**

先行きについても、内外景気の減速懸念が強く、物価も低調さが残ると想定されるため、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、しばらくマイナス圏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

**今後の戻りは限定的**

日経平均株価は、18 年 10 月上旬に 24,448 円とバブル崩壊後の最高値を更新したが、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、年末にかけて日経平均株価は一時 19,000 円を割るなど、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たほか、米国の利上げ打ち止め観測がリスクオンの流れにつながるなど、緩やかに持ち直している。直近は 2 ヶ月ぶりに 21,000 円台を回復している。

ただし、先行きは内外景気の減速や輸出製造業を中心に業績悪化が意識されていることから、目先の戻りは限定的で、特に 19 年度半ば以降は調整色が強まるだろう。

③ 外国為替市場

**年末年始にかけての円高ドル安が修正**

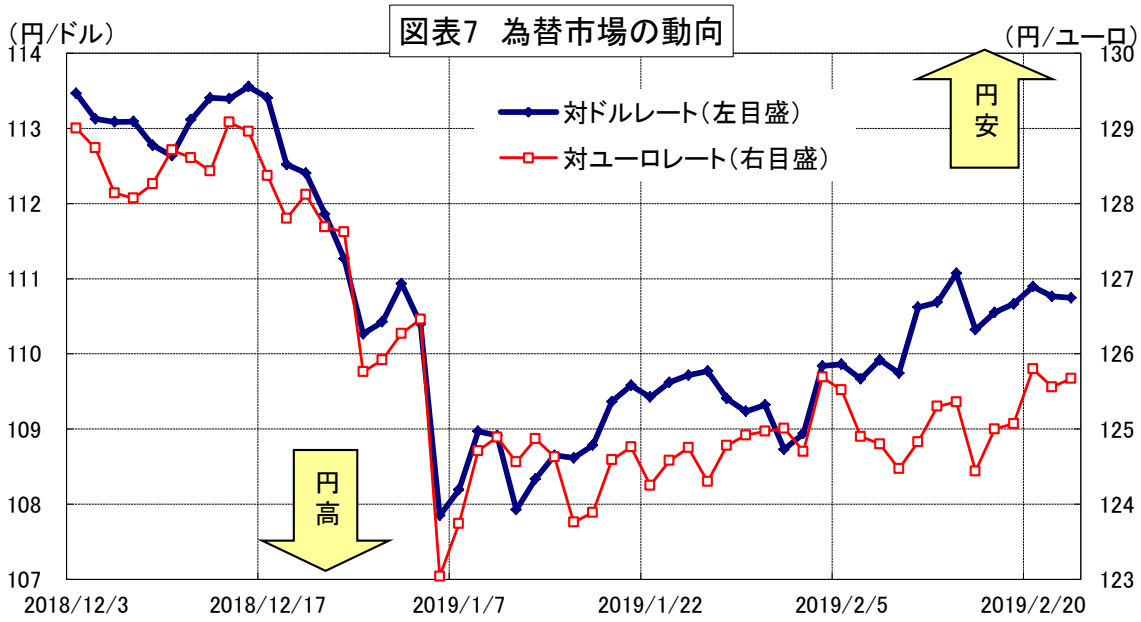
対ドルレートは、18 年下期にかけて概ね 1 ドル＝110 円台前半での推移が続いたが、米国の着実な利上げペースを織り込む格好で、基調としてはドル高気味の展開であった。一方、18 年末にかけて、市場参加者から米国の利上げ停止、さらには 20 年の利下げ予想も浮上したことから、円高ドル安の流れが強まり、年初にはアップルショックも加わり、一時 104 円台まで急伸する場面もあった。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

しかし、それ以降は過度な悲観論が後退したほか、米 FRB 関係者のハト派寄りの発言が好感されたことで、リスクオンの流れが続き、直近は再び 110 円台での展開となっている。

実際に、現状堅調な米国経済の減速や物価・賃金の鈍化を示す指標が出れば、米国で利下げ観測が強まり、円高圧力が再び高まることは十分ありうる。しかし、米国ではまだ利上げが再開される可能性が残っていることから、しばらくは 110 円前後を中心レンジとした展開が続くとみる。また、これまでと同様に、世界的に何かしらのリスクが強まる場面では、円高に振れる場面を想定しておく必要があるだろう。

図表7　為替市場の動向




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

**対ユーロレートは120円台での展開**

18 年 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、ユーロ安を修正する動きもみられたものの、政治リスクも意識され、2 月にかけては 120 円台半ばでのもみ合いとなった。

先行きも、政治リスクを抱えているほか、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。また、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っていたが、日本と同様、景気の先行き懸念も根強く、政策金利は秋以降も据え置かれる可能性もある。

(19. 2. 22 現在)


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

米国経済金融

# 労働供給制約が意識されつつある米国経済

## ～非常事態宣言を受け、両党の対立が先鋭化～

佐古　佳史

要旨

トランプ大統領は「国境の壁」建設費用確保に向け非常事態宣言を行った。これに対して民主党が法廷闘争に臨む見通しとなり両党の対立は先鋭化すると考えられる。

世界経済減速懸念を受けてFRBがハト派に転じたことで、19年上期の利上げは見送られる見通しとなり、足元の株価上昇の一因となっている。

米国経済は堅調に推移しているが、先行きに関しては労働供給の制約が意識される。

**非常事態宣言を行い、国境の壁建設予算の確保へ動いた大統領**

2月5日の一般教書演説のなかで、トランプ大統領は、「国境の壁」建設と不法移民対策の必要性を改めて語った。大統領は15日、約14億ドルの国境警備予算を盛り込んだ19年度予算案に署名し、9月までの予算が確保された。同時に、大統領権限を用いて非常事態宣言を発し、議会での民主党の反対を回避しつつ「国境の壁」建設費を捻出する戦略へ舵を切った。これに対し、民主党のペロシ下院議長が法的に争う意向を示している上に、州予算が削減されることから民主党系の知事が治める16州が大統領を提訴するなど、早くも「国境の壁」建設は隘路に陥ったといえる。今後も対立の先鋭化が見込まれるものの、名目約20兆ドルのGDPと比べると、80億ドル程度の壁建設費用は小規模のため、景気に及ぼす影響は非常に小さいといえる。

**楽観的な見方が広がった米中通商協議**

こうしたなか、3月1日の期限を控えた通商協議において、「交渉は非常に良好で前進している」という趣旨の発言が政府要人から聞かれたことや、1日の合意期限が延期されたことなどから、楽観的な見方が広がった。一方で、知的財産権と技術移転に関する問題について合意に達するのは容易ではないとみられることから、過度な楽観視は修正を迫られる可能性もあり、今後の展開を注視する必要がある。

**ハト派に転じたFOMC**

さて、1月30～31日に行われたFOMCでは大方の予想通り政策金利が現行の2.25～2.50%で据え置かれた。合わせて公表された声明文からは、「更なる利上げが妥当」との表現が削除され、新たに「世界経済と金融情勢、弱いインフレ圧力に鑑みて、政策金利の次なる調整を行うに当たりFOMCは忍耐強く(patient)なれる」

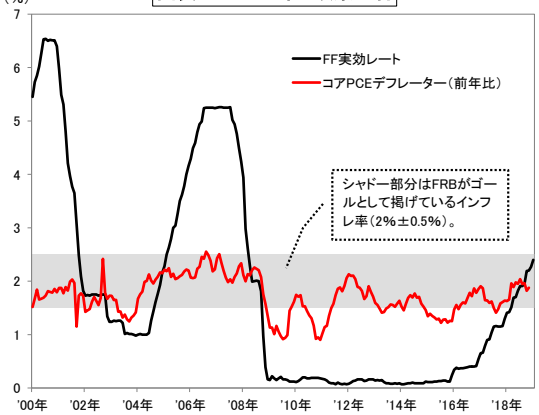


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

との一文が加わった。これにより、FRB はあと 75bp の利上げを予想した 12 月時点から一気にハト派に転換し、15 年 12 月から続けてきた利上げサイクルは、少なくとも 19 年上半期は停止することとなるだろう。また、データに依存して金融政策を実施する姿勢も改めて強調された上、1 月の消費者物価指数、生産者物価指数（共にコア）はそれぞれ前年比 2.2%、2.6%と安定的に推移していることなどから、しばらくは利上げの必要はないとの判断が続くと見込まれる。

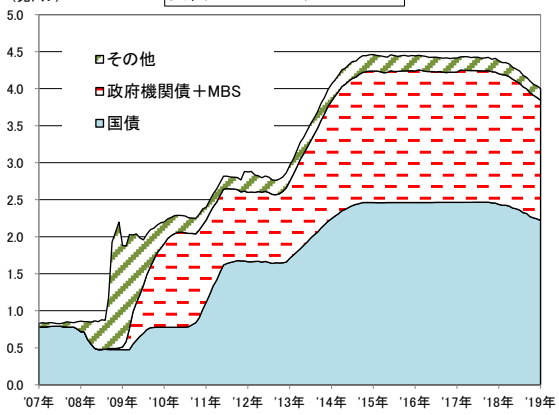
FOMC 後の記者会見にてパウエル議長は、金融機関の準備需要が FRB のバランスシート（B/S）の最終的な大きさを決定する点や、準備需要の推定値は 07～09 年の世界金融危機以前の水準よりはるかに大きいとの認識を示した。また、1 月の FOMC 議事要旨からは、17 年秋に開始された B/S 縮小は、19 年内の終了が検討されていると公表され、この点も市場にハト派的な印象を与えた。

図表1 インフレ率と政策金利




（資料）FRB、米商務省、Bloombergより農中総研作成

図表2 FRBのバランスシート




（資料）FRBより農中総研作成

**労働供給制約で経済成長は鈍化する見込み**

さて、足元の指標を確認すると、1 月の非農業部門雇用者数は前月から 30.4 万人増、失業率は 4.0%に上昇した。しかし、政府機関閉鎖の影響から政府職員が失業状態になったか、パートタイム労働を迫られた点が反映されており、2 月に公表される修正値を待つ必要がある。平均時給は前年比 3.2%の上昇となった。12 月時点で求人件数が失業者を 104.1 万人上回っており、労働市場のひっ迫が続いている。

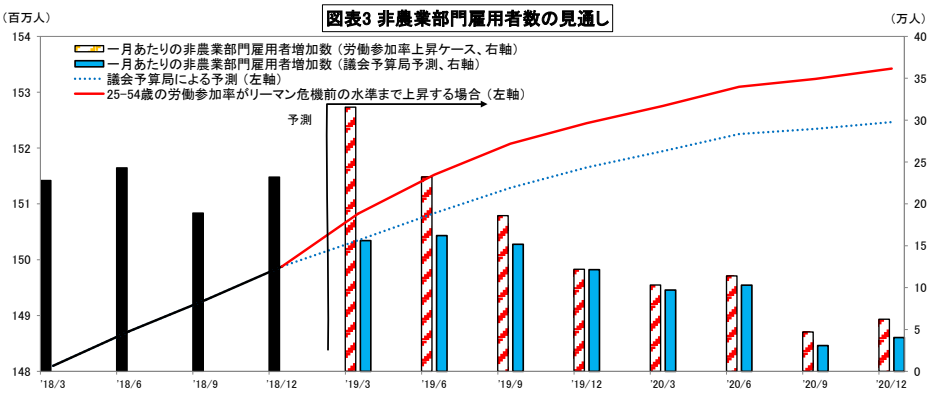
さて、米国経済の拡大余地に最も影響を及ぼすと思われる、労働力の供給余力がどの程度あるか考えてみたい。一つの基本的なシナリオとして米議会予算局（CBO）の見通しでは、非農業部門雇用者数は 20 年末に 1.525 億人程度まで増加し、19 年は一月あたり 14.8 万人増、20 年は同 6.8 万人増となっている。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

近年、教育の普及と高齢化の影響で労働参加率の上昇が鈍い点がしばしば指摘される。そこで、労働市場から退出する可能性の低い25～54歳の労働参加率が19年1月の82.6%から、20年末にリーマン危機前の水準（83.3%）まで上昇する場合を、最大限の労働者数とみなして雇用増の見通しを推定した。この場合、非農業部門雇用者数は20年末に1.535億人とCBO見通しより100万人程度増加し、19年は一月あたり21.4万人増、20年は同8.2万人増となった。いずれにせよ特に20年については、18年平均の月22.3万人増ペースからは大幅に鈍化する見通しである。

賃金上昇と雇用の伸びが消費に大きな影響を与える上に、米国GDPの7割を消費が占めることから、労働市場の供給制約は、19～20年にかけて米国経済の成長鈍化を示唆するものといえる。

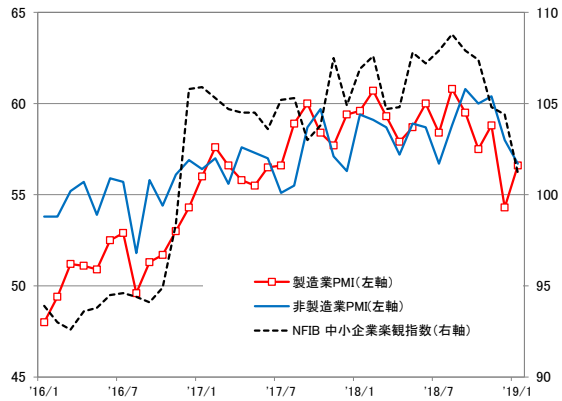
図表3 非農業部門雇用者数の見通し




（資料）米議会予算局（CBO）、米労働省統計局（BLS）の資料から農中総研作成

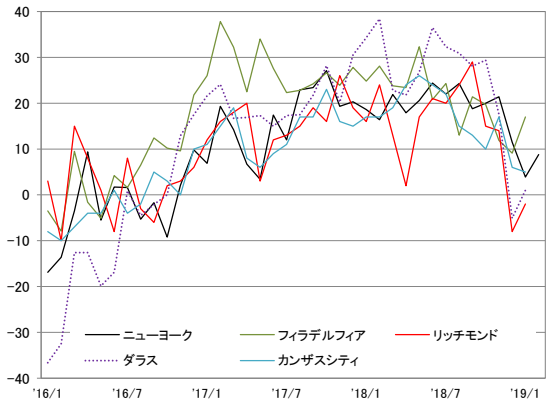
企業の景況感については、18年半ば当たりをピークに横ばいから下落基調で推移している。先行きについては、世界経済先行き懸念による輸出鈍化や原油安による鉱業の鈍化などから、景況感の戻りは鈍いと考えられるものの、米中通商交渉の進展が期待されることもあり、足元の水準からは幾分回復すると見込まれる。

図表4 企業マインド




（資料）全米供給管理協会（ISM）、全米独立企業連盟（NFIB）、Bloombergより農中総研作成

図表5 地区連銀製造業景況指数




（資料）各連銀、Bloombergより農中総研作成


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**長期金利：2.7%前後での推移**

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、パウエル議長や FRB がハト派に急転換したこともあり、金利先高観は後退し、米長期金利（10 年債利回り）は 2.7%を中心に推移している。

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 8,970 億ドル（GDP の 4.2%、18 年度は 8,230 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考えられる。一方で、中国は政府が景気下支え策を矢継ぎ早に実施しているが即効性は限定的とみられることや特に欧州を中心に世界経済減速懸念が根強いこと、ハト派に転換した FRB のスタンス、相対的に高金利である米国債に対する安全資産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 2.7%前後での推移と思われる。

**図表6 株価・長期金利の推移**

（資料）Bloombergより農中総研作成

**株式市場：底堅い展開を予想**

株式市場では、世界貿易懸念や米政府機関の一部閉鎖への懸念もあり 12 月は下げ相場となったが、1 月以降は米中通商協議への楽観的な見方が浮上したことや、FRB がハト派に転じたことで、12 月の下げを取り戻した。

先行きについて考えると、世界経済についての先行き懸念が払しょくされる可能性は低い上、知的財産権や技術移転の強制といった米中間の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おり、本格的な株価上昇は難しいと思われる。一方で、FRB のハト派スタンスや、これまで上値を抑えてきた貿易摩擦の一段の激化懸念が後退したことは好材料であり、下値の堅い展開を予想する。（19.2.25 現在）


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

中国経済金融

# 景気減速が鮮明になるなか景気下支え策を強化

## ～今後は米中通商協議と対策の効果発現に注目～

王　雷軒

要旨

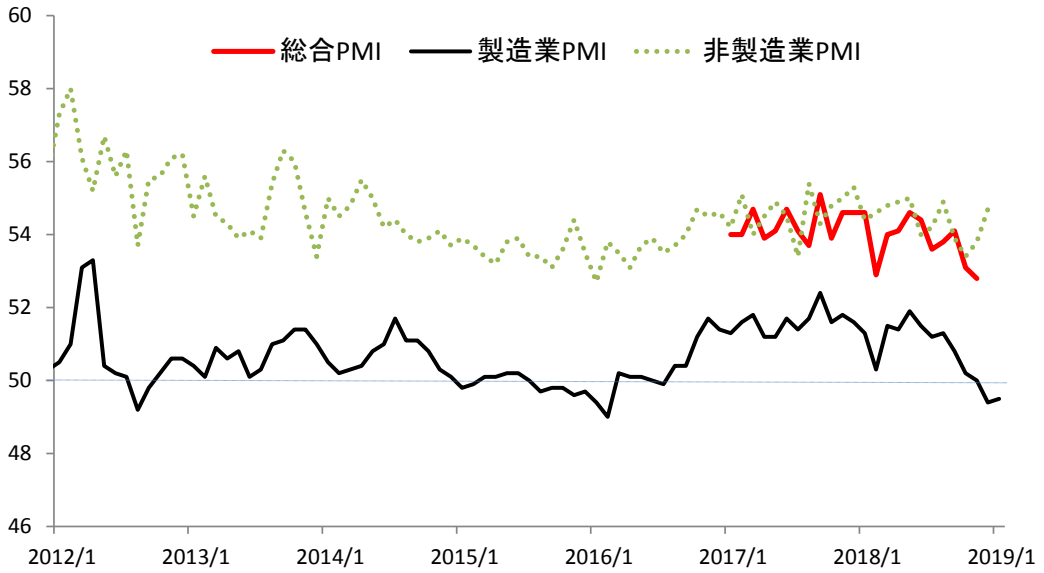
製造業を取り巻く環境の悪化に加え、消費や物価も低下傾向が鮮明になっており、景気減速が続いていると見られる。こうしたなか、大半の地方政府が 2019 年の成長率目標を引き下げた。

これらを背景に、中国政府は拡張的財政政策と緩和気味な金融政策を強化してきた。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、年前半は景気減速が続くものの、後半は持ち直すと予測する。

**足元も景気減速が続く**

10 年をピークに鈍化傾向にあった中国の経済成長率(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。その後も、製造業 PMI や春節期間中の消費動向などからは、景気減速が続いているとみられる。実際、国家統計局が発表した 19 年 1 月の中国製造業 PMI は 49.6 と、18 年 12 月の 49.5 からやや持ち直したものの、2 ヶ月連続で景況感の分岐点となる 50 を下回った（図表 1）。

**図表1　中国の製造業・非製造業・総合PMIの推移**




（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成



ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**個人消費の弱い動きが継続**

個人消費も弱い動きが続いている。1月の自動車販売台数は前年比▲15.7%と7ヶ月連続で前年割れとなり、減少幅が一段と拡大した。また、春節中（2月4～10日）の消費も総じて芳しくなかった。

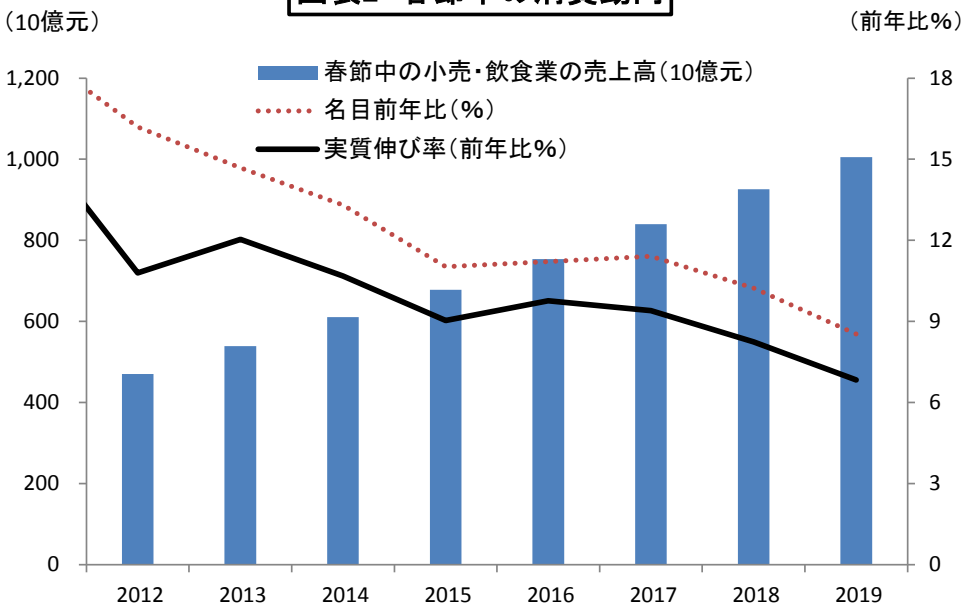
商務部によれば、春節中の小売・飲食業の売上高は初めて1兆元（約16兆円）を超えたものの、前年比は8.5%と鈍化基調が続いている（図表2）。統計開始後初めて、伸び率は二桁を割り込んだ。なお、物価変動を除いた実質では、前年比6.8%となっている。

ネット販売は引き続き好調なものの、百貨店やショッピングモールなどの販売の落ち込みが目立ったと指摘されている。一部企業でのリストラの発生や、株価の下落、米中通商協議の不確実性などが消費者マインドに影響を及ぼしていると考えられる。

一方、春節期間、上海ディズニーランドでは、チケットが売り切れとなったほか、海外旅行者が過去最高を更新し、700万人に達した。しかし、海外に行っても、爆買いから「爆滑り」や東京国立博物館（顔真卿の書展）など「コト消費」を重視する中国人が多くなっているようだ。

先行きについては、後述のような消費刺激策の実施や個人所得税の減税効果により改善すると見込まれる。

**図表2　春節中の消費動向**




（資料）　中国商務部、CEICデータより作成


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**打ち出された消費刺激策のポイント**

1月28日、政府（発改委など）は、「供給のさらなる最適化による消費の安定成長の推進と強大な国内市場の形成促進に関する実施方案（2019年）」（进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案2019）を発表した。

同実施方案では、自動車購入補助金の再導入等、合わせて24の措置を打ち出した。具体的には、個人消費の減速につながった自動車については、農村部の自動車購入時の補助金支給、都市部の買い替え時の補助金支給、小型車購入や中古車取引業者向けの減税措置、車両購入規制の緩和などが打ち出された。家電については、洗濯機、冷蔵庫、エアコン、テレビ、厨房機器、パソコンなどの8つの品目の買い替え、省エネ・スマート家電の購入に対する補助金の支給が決まった。そのほか、乳幼児・高齢者向けサービス施設の拡充、団地のバリアフリー化、などの措置も盛り込まれた。

**今後の個人消費促進効果に注目**

一方、同実施方案では、補助金の規模についての記載はないものの、景気減速が鮮明となったことを踏まえれば、補助金は相応の規模となるだろう。また、中国の自動車普及率はいまだに7人に1台と、日本の2人に1台に遠く及ばない。長い目でみれば、所得水準の向上によって、普及率がさらに高まると見られることから、自動車販売の落ち込みには歯止めがかかる可能性が高い。

経済構造の転換を進め、成長のけん引役を投資から消費にシフトさせつつあるなか、消費の景気全体への影響力が高まっている。そのため、政府は潜在的な消費需要を掘り起こし、景気下支えを狙っているものと見られる。

他方、消費刺激策は終了後に大きな反動減を招く可能性が高いほか、補助金支給や減税によって、財政赤字の拡大にもつながることは意識しておく必要があろう。

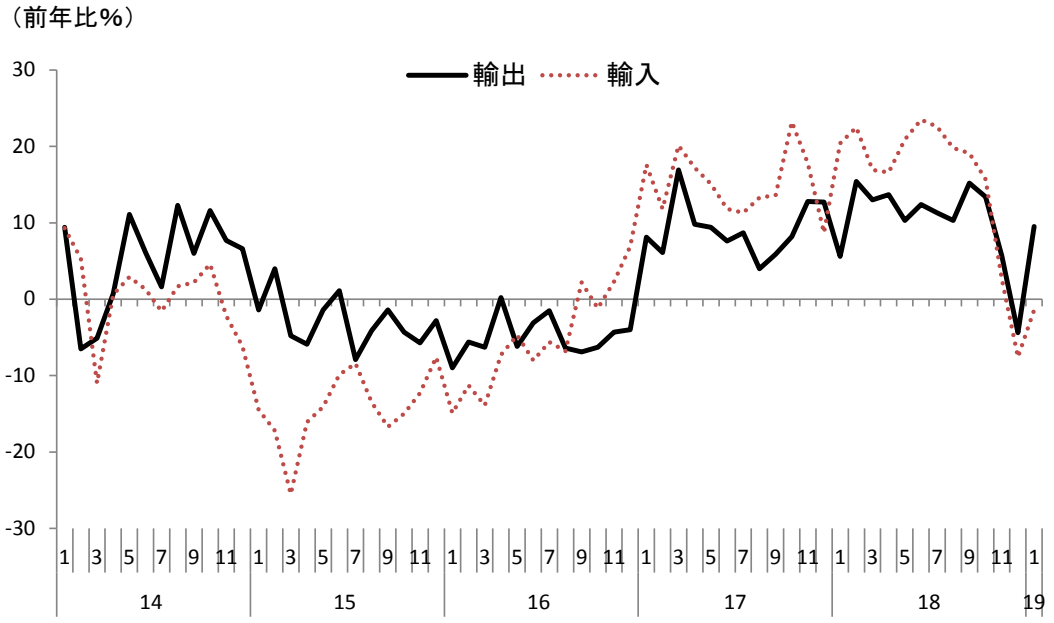
**春節要因等を受けて1月の輸出額は増加に転じた**

18年末の輸出入額はいずれも減少したが、1月の輸出額は増加に転じた（図表3）。しかし、これで輸出環境が改善したわけではない。春節の時期のずれ（18年：2月16日、19年：2月5日）が1月の輸出を押し上げたと見られるからだ。また、地域・国別に見ると、米国による追加関税の影響で、米国向けが引き続き減少したものの、欧州・アセアン・日本向けが大幅に伸びたことで、1月分の輸出額の伸び率は前年比9.5%と大幅なプラスに転じた。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

1 月に輸出全体が増加するなかで米国向けが減少したのは、前倒し輸出の反動がすでに出ていることを示唆しており、期限の 3 月 1 日までに米中通商協議が合意できたとしても、米国向けの輸出は年前半軟調に推移する可能性が高い。

**図表3 中国の輸出入額の推移**




（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。

**米中通商協議開催と今後の予定**

米中通商協議によって追加関税（25%）の見送りやすでに課されている関税の撤廃ができるかどうかは 19 年の中国経済の先行きを考えるうえでの重要なポイントとなる。

合意できた場合、後述のように、景気は 19 年 4～6 月期に底打ちをし、年後半にかけて消費・投資・輸出の持ち直しによって上向くことになると見込まれる。しかし、合意できず、関税引き上げが行われる場合、景気は年後半にかけてさらに悪化し、19 年通年の成長率が 6%を割る可能性も十分ある。

他方、再選を目指すトランプ大統領も共倒れを回避するような動きを強めており、1 月 30～31 日、劉鶴副首相が訪米し、閣僚級協議（第 5 回）を行ったあと、2 月 11～15 日、北京で次官級協議のほか、閣僚級協議も開催された（第 6 回）。

この第 6 回の協議でも両国ともにその詳細な内容を公表せず、発表されたのは新しい進展があったことと、引き続き協議することで合意したことのみである。協議終了後、習近平国家主席が訪中した米国代表者らと面会した。

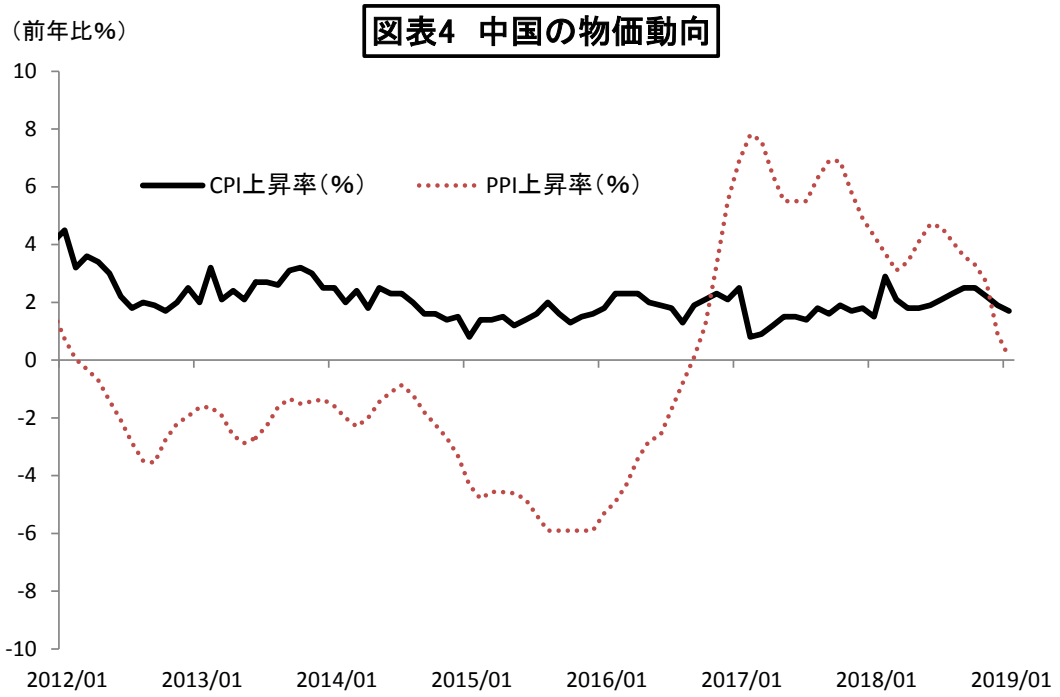

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

また、予定された 2 月 19～22 日の協議期間を 24 日まで延長し、ワシントンで次官級協議のほか、閣僚級協議（第 7 回）が開催された。第 7 回の米中通商協議では、トランプ大統領が「習国家主席の特使」である劉氏と 22 日に面会した。

この協議では、知的財産権保護、技術移転、農産物貿易、人民元レートなどに関して進展があったことで、当初予定された 3 月 1 日の交渉期限が延長され、米国が中国からの 2,000 億ドル相当の輸入品を対象とした追加関税の引き上げ（10％⇒25％）を一旦見送ることになった。

米中間で関税引き上げの応酬が続けば、金融市場や企業マインドへ悪影響を及ぼすほか、実体経済にも影響が広がるとの警戒は根強いが、米中首脳会談の開催などを通じて何らかの合意がまとまると見ている。

**図表4　中国の物価動向**




（資料）CEICデータより作成、直近は19年1月。

**物価上昇幅も鈍化**

前述のように、内需が弱い動きとなったほか、原油や天然ガスなどの国際商品価格の下落が強まったこともあって物価上昇幅も大きく鈍化してきた（図表 4）。

まず、1 月の消費者物価（CPI）は前年比 1.7％と、18 年 12 月（同 1.9％）から鈍化した。内訳を確認すると、春節要因で例年は食料品や観光関連サービス物価が上振れしやすいが、食料品価格（食品・酒・タバコ）は同 2.0％、衣類は同 1.6％と低


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

い上昇幅にとどまり、交通・通信は同▲1.3%と下落した。一方、医薬保険が 2.7%、教育・文化・娯楽サービスが同 2.9%と高い上昇幅を示した。

また、1 月の生産者物価（PPI）も前年比 0.1%と約 2 年半ぶりの低い伸びとなり、鈍化基調が続いている。前月比も▲0.6%と 3 ヶ月連続で下落するなど、物価上昇圧力はさらに後退した。

**1～2 月に開催された地方の「両会」**

さて、国全体に関する政策は通常毎年 3 月上旬の全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当する）で決定されるが、同時に共産党以外の党派などからも参加する人民政治協商会議（政協）も開催される。全人代と政協は、併せて「両会」と呼ばれている。

全国「両会」が開催される前に、地方（省・直轄市・自治区）での「両会」が 1～2 月に開かれた。そこでは各地方の 18 年の経済成長の実績などを踏まえたうえで、19 年の成長率目標や主な取組み課題をまとめた「政府工作報告」を公表する。

**19 年の成長率目標の引き下げに設定された地方が大半**

図表 5 に示した各地方の 19 年の実質 GDP 成長率目標を確認してみると、湖北省・海南省だけが 19 年の成長率目標を 18 年から引き上げた一方、それ以外の地方では引き下げ、もしくは据え置かれたことが見て取れる。

詳しくみると、GDP 規模が最も大きな広東省、第 2 の江蘇省、第 3 の山東省などの 24 の地方は 18 年と比べ、成長率目標を引き下げた。引き下げの背景には、足元の経済下振れ圧力が強まっているほか、18 年の成長率目標が達成できなかったことも挙げられる。

こうした地方の状況に加えて、リーマンショック後の 4 兆元規模の景気対策による副作用を教訓に、重大なリスクの防止・解消と景気対策を両立するため、全国の 19 年の成長率目標は 18 年の「6.5%前後」から「6%以上」に引き下げると思われる。

こうした動きは 19 年の中国全体の成長率が小幅減速する可能性を示唆しているが、後述のように、失速を回避するため、18 年末から 19 年 2 月にかけて、中国政府による財政・金融政策を通じた経済対策は強化されている。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

## 図表5　地方別の18年の成長実績および19年の目標設定

| | | 引き下げ/据え置き/引き上げ | 19年 | 18年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 実質GDP成長率目標（%） | 実質GDP成長率目標（%） | 実質GDP成長率（%） | 名目GDP額（兆元） |
| 全国 | | 引き下げ（6%以上）と予想 | 3月公表予定 | 6.5%前後 | 6.6 | 90.03 |
| 1 | 貴州 | 引き下げ | 9 | 10 | 9.1 | 1.48 |
| 2 | チベット | 据え置き | 10 | 10 | 未発表 | 0.14 |
| 3 | 雲南 | 据え置き | 8.5 | 8.5 | 8.9 | 1.79 |
| 4 | 重慶 | 引き下げ | 6 | 8.5 | 6.0 | 2.04 |
| 5 | 江西 | 引き下げ | 8～8.5 | 8.5 | 8.7 | 2.20 |
| 6 | 安徽 | 引き下げ | 7.5～8 | 8以上 | 8.0 | 3.00 |
| 7 | 福建 | 引き下げ | 8～8.5 | 8.5 | 8.3 | 3.58 |
| 8 | 四川 | 据え置き | 7.5 | 7.5 | 8.0 | 4.07 |
| 9 | 湖南 | 引き下げ | 7.5～8 | 8 | 7.8 | 3.64 |
| 10 | 陝西 | 引き下げ | 7.5～8 | 8 | 8.3 | 2.44 |
| 11 | 浙江 | 引き下げ | 6.5 | 7 | 7.1 | 5.62 |
| 12 | 湖北 | *引き上げ* | 7.5～8 | 7.5 | 7.8 | 3.94 |
| 13 | 河南 | 引き下げ | 7～7.5 | 7.5 | 7.6 | 4.81 |
| 14 | 寧夏 | 引き下げ | 6.5～7 | 7.5 | 7.0 | 0.37 |
| 15 | 新疆 | 引き下げ | 5.5 | 7 | 6.1 | 1.22 |
| 16 | 広東 | 引き下げ | 6～6.5 | 7 | 6.8 | 9.73 |
| 17 | 山東 | 引き下げ | 6.5 | 7以上 | 6.4 | 7.65 |
| 18 | 広西 | 引き下げ | 7 | 7～7.5 | 6.8 | 2.04 |
| 19 | 青海 | 引き下げ | 6.5～7 | 7 | 7.2 | 0.29 |
| 20 | 江蘇 | 引き下げ | 6.5以上 | 7以上 | 6.7 | 9.26 |
| 21 | 山西 | 引き下げ | 6.3 | 6.5 | 6.7 | 1.68 |
| 22 | 海南 | *引き上げ* | 7～7.5 | 7 | 5.8 | 0.48 |
| 23 | 上海 | 引き下げ | 6～6.5 | 6.5 | 6.6 | 3.27 |
| 24 | 北京 | 引き下げ | 6～6.5 | 6.5 | 6.6 | 3.03 |
| 25 | 河北 | 据え置き | 6.5 | 6.5 | 6.6 | 3.60 |
| 26 | 黒竜江 | 引き下げ | 5以上 | 6以上 | 4.7 | 1.64 |
| 27 | 吉林 | 引き下げ | 5～6 | 6 | 4.5 | 1.51 |
| 28 | 遼寧 | 引き下げ | 全国目標並み | 6.5 | 5.7 | 2.53 |
| 29 | 内モンゴル | 引き下げ | 6 | 6.5 | 5.3 | 1.73 |
| 30 | 天津 | 引き下げ | 4.5 | 5 | 5.9 | 1.88 |
| 31 | 甘粛 | 据え置き | 6 | 6 | 6.3 | 0.82 |

（資料）国家統計局、各地方統計局、地方政府報告をもとに作成

**前倒し地方債発行で公共投資を促す**

まず、地方債発行は例年1月には行われないが、今年1月は4,180億元（約6.7兆円）の発行があった（図表6）。うち新規専項債券（主に公共投資に使われる）が1,412億元、新規一般債券が2,768億元となっている。全人代前（19年1～2月）


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

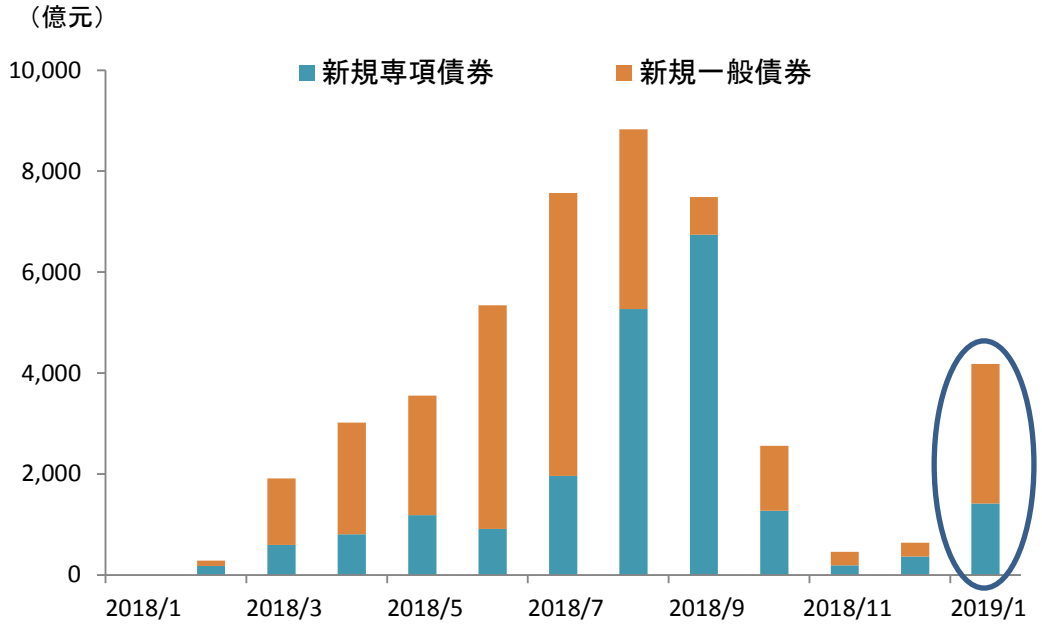
に、総額 1.39 兆元（うち専項債券 8,100 億元、18 年の専項債券発行枠は 1.35 兆元）の地方債発行が前倒しで許可され、病院、教育施設、物流、5G 関連施設、地下鉄などの都市部の交通網整備などに利用される。

さらに、2 月にも多額の地方債が発行される見込みである。これらの金融面で地方政府の財源を確保する措置は、中国当局が景気対策の強化に動き出していることを意味するが、デレバレッジ（債務削減）圧力を弱め、これまでのインフラ投資の足踏み状態が打開されるだろう。

ただし、こうした景気対策の実施により投資効率がさらに低下するなどの弊害もあり、所得格差や国有企業改革などの構造問題の解決を先送りすれば、潜在成長率が一段と低下し、そのコストが極めて大きくなることには注意が必要だ。

これらの点には配慮しているように見えるが、李克強首相が「ばらまき」をやらないと明言し、デレバレッジを進めながらも民間企業・中小企業向け融資を促進したり、地方政府の債務に対する監督強化を図りつつも地方債を早めに、かつ増発したりと、景気対策一辺倒のかつての財政政策とは様相が異なる。

**図表6　1月にも地方債発行**




（資料） 中国財政部、Windデータより作成

**1 月の資金供給量が大幅に増加**

こうした地方債の前倒し発行もあり、実体経済への資金供給量を示す指標である、社会融資規模は 1 月に大きく増加した（図


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

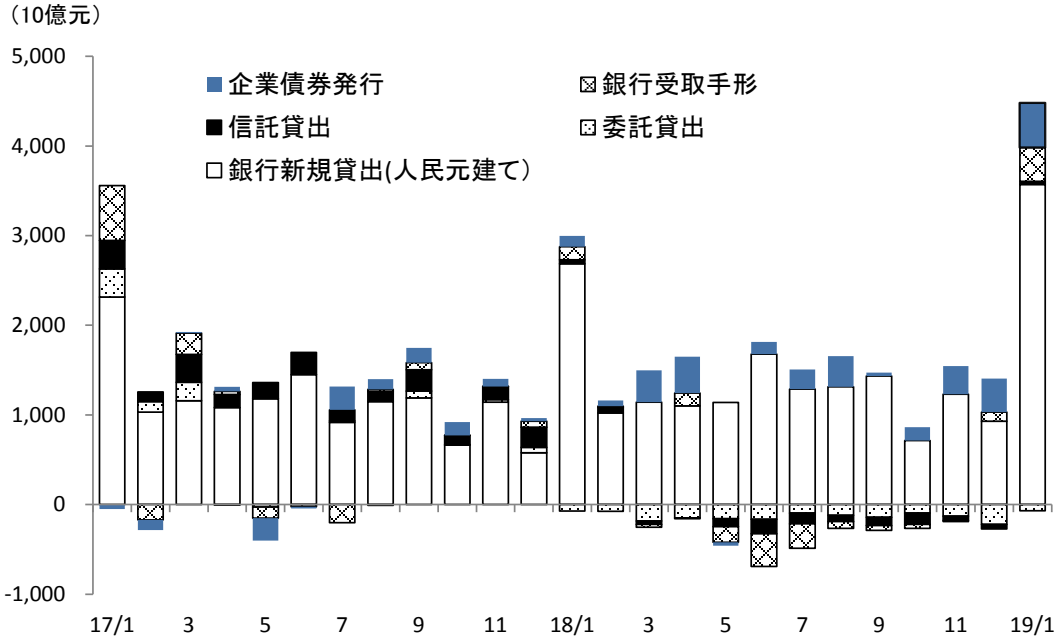
表 7）。

図表 7 に示したように、社会融資規模には、銀行新規貸出（人民元建て、外貨建て）、いわゆるシャドーバンキングを経由した資金供給である、オフバランス融資（委託貸出、信託貸出など）、直接融資（企業債券発行、株式融資など）がある。

振り返ってみると、金融リスクの防止・解消を目的に、17 年から強まった政府によるデレバレッジの取り組みでは、シャドーバンキングに対する規制が強化された結果、オフバランス融資は減少に転じた。その結果、地方政府、中小企業、民営企業の資金繰りが悪化し、インフラ投資の失速や企業経営環境の悪化（倒産増加）など、下振れ圧力が増大してきた。

これに加えて、米中通商協議の不確実性もあって、18 年後半から、デレバレッジへの取り組みを緩和する方向にシフトした。また、預金準備率の引き下げや企業向け融資の強化など、矢継ぎ早に打ち出された資金供給の拡大措置により、1 月の社会融資規模は大幅に増加した。額は少ないが、信託貸出も増加に転じており、緩和気味な金融政策が一段と強まっていると見られる。

**図表7　社会融資規模（フローの増減額）の内訳（主要項目）**




（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成

## 19 年は前低後高の成長か

最後に、これまでの内容を踏まえながら、19 年の中国経済を改めて展望してみよう。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

足元では、製造業を取り巻く環境の悪化に加えて、消費、物価のいずれも低下傾向が鮮明になっており、しばらく景気減速が続く可能性がある。

しかし、19年の経済運営方針を決める中央経済工作会議（18年 12 月開催）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の再開など、緩和気味な金融政策の強化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。

このように、政府が 18 年末以降、財政・金融政策による経済安定化を図る姿勢を鮮明にし、様々な投資と消費の刺激策を発表してきた。年後半には、これらの景気対策の効果が顕在化すると見られ、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から、2019年は前低後高の成長となろう。

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、19年通年では6.5%の成長は達成可能と予測する。

引き続き、米中通商協議の結果に加え、3 月 5 日に開催予定の全人代に注目が集まるだろう。特に、市場経済化や構造改革の深化をいかに進めるか、成長率目標を引き下げるかなど、全人代で示される経済政策の具体的内容や方向性に注目したい。

（19.2.25 現在）


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

分析レポート

欧州経済金融

# ユーロ圏で崩れる「ドイツ一強体制」

## ～政治面に続き経済面でも揺らぐ安定性～

山口　勝義

要旨

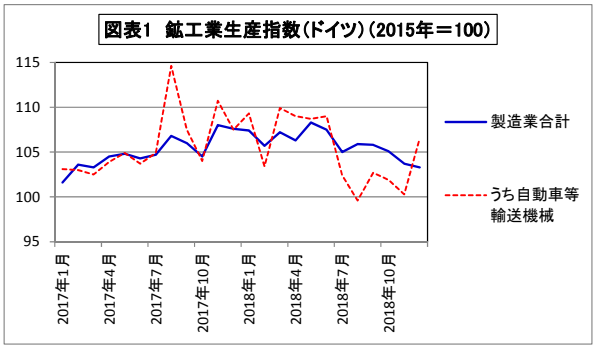
ドイツ経済は、外需を取り巻く情勢が依然厳しい一方で、内需の拡大にも大きくは期待できず、当面は成長の減速が続くものとみられる。マクロ経済指標のみならず、主要産業や社会、政治の情勢などを含め、多面的な視点からその動向について注視が必要となっている。

### はじめに

ドイツで、経済の減速感が続いている。2018年7～9月期には前期比で▲0.2%と、15年1～3月期以来のマイナス成長に陥った実質GDP成長率は、その後の10～12月期にも同ゼロ%の成長に留まり、回復の鈍さが明らかになっている。7～9月期のマイナス成長の主な要因は自動車輸出の減速であり、これは9月に欧州連合(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(注1)。このため、この成長の後退は特殊要因による一時的な現象とみられるものの、これでドイツ経済を巡る不透明感が払拭されるわけではない(図表1)。

何よりも、成長の輸出依存度が大きいドイツ経済にとり、世界情勢は厳しいままである。まず18年半ば以降、アジアや中南米の国々を中心に輸入の大幅な落ち込みが現れている(注2)。また、米中間の貿易摩擦や、中国経済や新興国経済の減速を巡る懸念は継続しており、今後は自動車関税を主要なテーマに、貿易摩擦が米欧間に拡大する可能性も残されている。

これに対し、ドイツ経済を取り巻く環境が好転するには、少なくとも、第一に米中間などで貿易協議が進展すること、第二に米国の政策金利の引上げが早期に打ち止めとなり新興国の負荷が増加しないこと、が前提となる。また第三に原油価格の低位での安定も、世界経済の持続的な成長のためには望ましい条件である。このうち第二点については1月に入り新たな動きがある一方で、安全保障問題も絡む第一点については楽観できず、また第三点についても先行きは不透明である。




図表1　鉱工業生産指数(ドイツ)(2015年＝100)

(資料)ドイツ連邦統計局のデータから農中総研作成

ドイツは、ユーロ圏の主要各国が様々な問題を抱えるなか、これまでに経済面、財政面、そして政治面で強みを維持し、この「ドイツ一強体制」を通じて経済成長の牽引役として重要な役割を果たしてきた。しかし最近では、17年9月の連邦議会選挙以降の政治面での不安定化を手始めに、この体制に揺らぎが生じ始めている。このため、ユーロ圏のGDPの3割近くを占めるドイツの動向について、これまで以上に注視が必要になっている。



ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

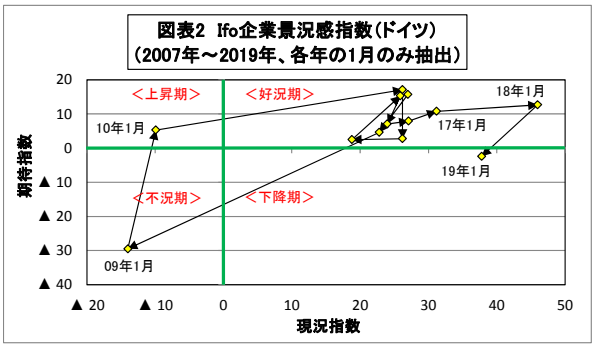
## 外部環境の困難化の下でのドイツ経済

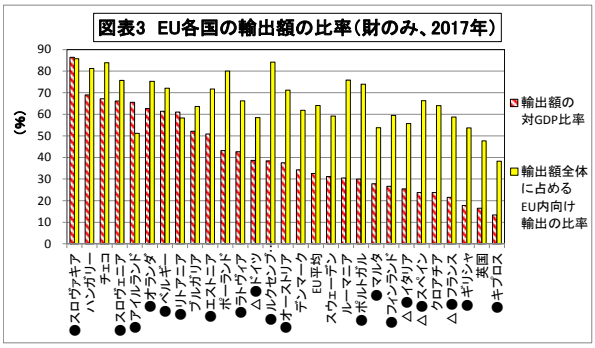
このように困難な環境が続く下で、ドイツでは、まず景況感の大幅な悪化が現れている（図表 2）(注 3)。ドイツの研究機関である Ifo 経済研究所のデータによれば、19 年 1 月の時点で、足元の業況を評価する「現況指数」はプラスながらも先行きの評価である「期待指数」がマイナスに転じ、景気循環のステージとしては「下降期」入りしたことが示されている。

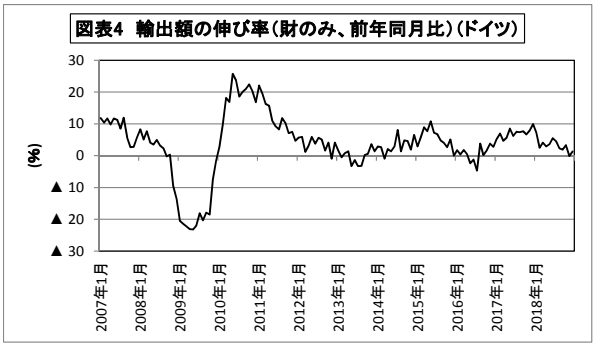
ここで改めてドイツの輸出動向の特徴を見れば、次の点が指摘できる。まずユーロ圏の主要 4 ヶ国の中で圧倒的に大きい GDP 対比での輸出額から、ドイツ経済の貿易依存の大きさが確認できる。また、比較的小さい、全輸出額に占める EU 内向け輸出額の割合には世界経済の影響を直接受け易いドイツ経済の体質が現れており、この点は、スペインや東欧諸国などとの大きな相違点となっている(図表 3)。

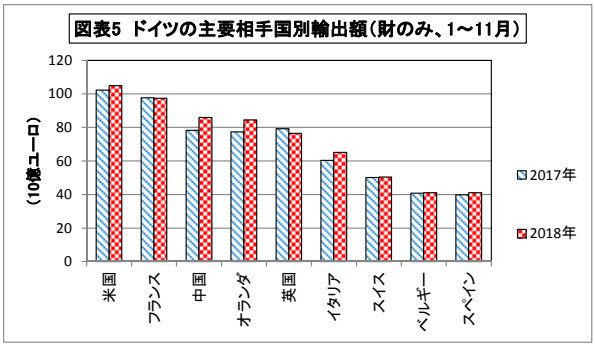
こうしたなか、ドイツの輸出額の前年比伸び率は 18 年に入り低下傾向に転じ、直近の 12 月にプラス圏に戻ったものの、18 年 11 月にはわずかながらもマイナスの水準にまで落ち込んでいる（図表 4)。一方、主要な相手国別の輸出額では、米国や中国を含め、現在のところ大きな変動が現れるには至ってはいない(図表 5)。またこの他の主要なハードデータでは、輸出と密接な関係を持つと見られる製造業受注や先に見た鉱工業生産については、この輸出の減速にほぼ呼応した動きとなっている。このほか個人消費については、これらにやや遅れて、18 年半ば頃から足踏み感が生じてきている。

確かに Ifo 指数も示すように、先行きの評価が好転すれば経済情勢が一転して回復に向かう可能性がないとは言えない。




（資料）図表 2 は Ifo 経済研究所の、図表 3 は Eurostat の、図表 4、5 はドイツ連邦統計局の、各データから農中総研作成
（注）図表 3 の●はユーロ圏加盟国を、△はユーロ圏の GDP 四大国を、それぞれ示す。

しかし、貿易摩擦ばかりか英国の EU 離脱も加わり今後の経済情勢の見通しはいっそう混沌としたものになっているため、手控え感が強い企業投資などが容易に回復する状況にはないように考えられる。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

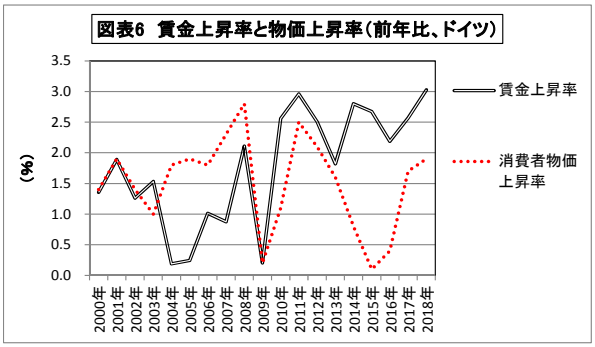
## 限られる内需拡大による景気浮揚効果

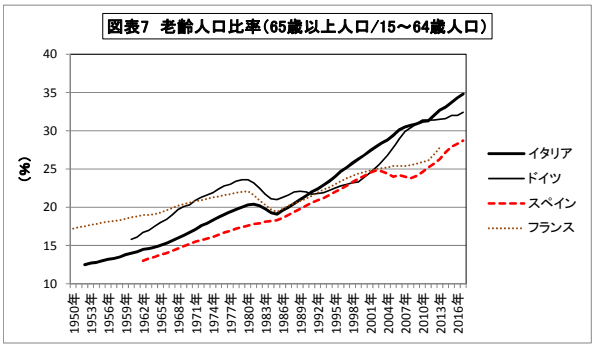
以上のようにドイツでは、輸出を皮切りに、消費がこれに追随する形で成長の減速が継続している。こうした厳しい状況の中でも成長の下支え役として期待されるのは、個人消費の反転回復である。

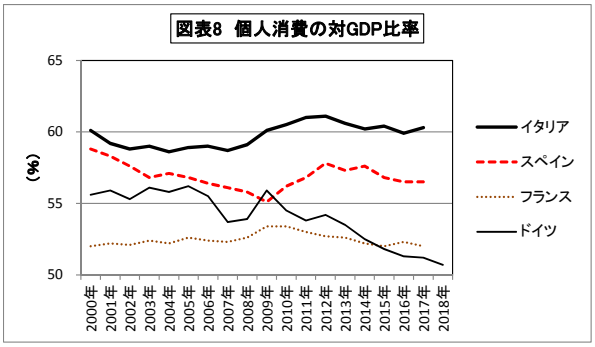
欧州委員会による調査によれば、ドイツなどでは、業務上の制約要因として、かつての「需要不足」に代わり「労働力不足」が台頭してきている。この雇用市場の引き締まりは物価上昇率を上回る賃金上昇率の推移に反映しており、なかでもシュレーダー改革により賃金の上昇が抑制された 2000 年代と比較すれば、様変わりの姿となっている（図表 6）。

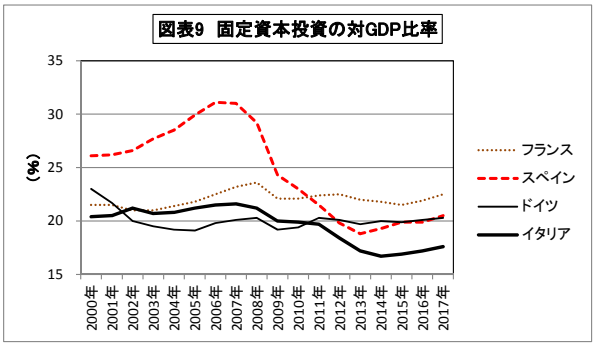
しかし、この賃金上昇を通じた消費拡大には留意すべき点がある。それはドイツで進む高齢化であり、これがもともと消費拡大には慎重であるとされるドイツの国民性をさらに助長する可能性である（図表 7）。現実にドイツでは、賃金が上昇すると同時に、他のユーロ圏の主要国では見られない貯蓄率の上昇が現れている。高齢化に伴う消費活動のいっそうの保守化は今後も十分想定し得るシナリオであり、ドイツでは実質賃金の上昇にもかかわらず、現実には、消費の拡大で経済成長を促進する力は限られたものに留まる可能性を否定することができない。

こうした中で個人消費の対 GDP 比率の推移を見れば、中期的に縮小傾向が現れている（図表 8）。同様に企業等による固定資本投資の推移についても、長く横ばい状態にあることが確認できる（図表 9）。これからすれば、ドイツでは短期的にはともかく、内需に対して輸出に代わるほどの安定的な景気浮揚効果を期待することはやはり困難であるように考えられる。




（資料）図表 6～9 は、Eurostat のデータから農中総研作成

このほか、ほぼ完全雇用に達していると見られるドイツでは成長余地自体が縮小している点もある。この点を勘案するならば、年率 1%台の下方とされる潜在成長率を大きく上回る 2%台のこれまでの成長からの減速は、景気循環的にはむしろ自然な動きであるとも考えられる。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

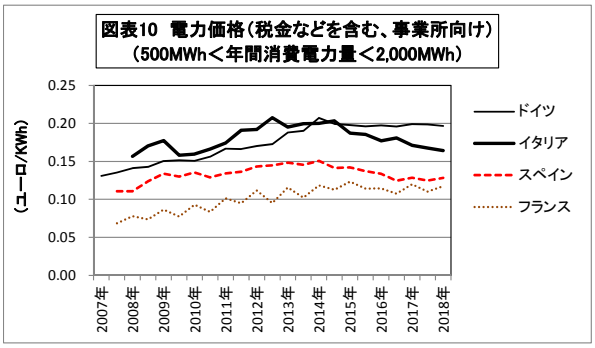
## おわりに

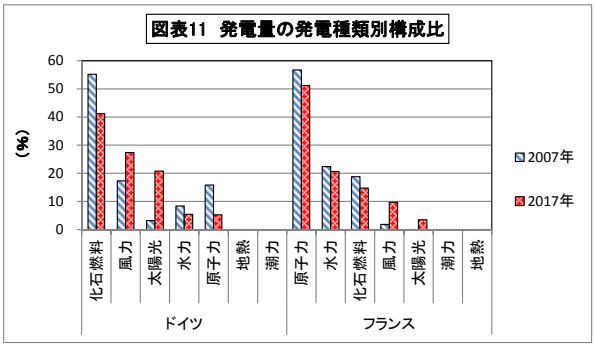
このように外需を取り巻く情勢の厳しさと内需の制約の両面から、当面はドイツの成長減速が続くものと見込まれる。

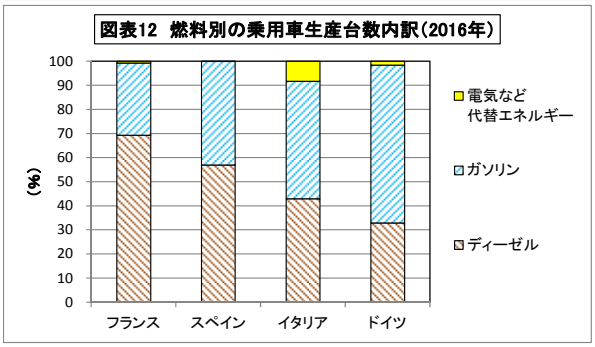
しかも、ドイツ経済を巡る困難な状況は、以上に止まるわけではない。その第一には、高い電力価格がある（図表 10）。ドイツでは原子力発電の順次停止に加え、石炭火力発電についても全廃の方向にある（図表 11）。これに伴い効率的な原子力発電などに比べて発電コストは上昇し、また環境税や電力買い取り費用の料金への加算で、電力消費者の負担が上昇している。こうしたコスト高も、成長鈍化局面では経済の重荷となるものとみられる。

また、自動車産業では引き続きディーゼル車からの転換が課題である（図表 12）。今後とも次世代車向けの投資がかさむほか世界的な競争の激化が見込まれるが、新興国経済の減速や、中期的には高齢化の進展やカーシェアリングの定着などによる需要縮小の可能性もあり、ドイツ経済の主力である自動車産業にとり、環境はますます困難化することが考えられる。

こうしたなか、ドイツ政府は今後の税収低下の見込みも踏まえつつ、財政による景気刺激に対しては消極的な姿勢を維持している。また一方では、昨年 12 月には「専門人材移民法案」を決定し、海外人材の受入れ拡大に注力している。このほか、今年秋に予定される旧東独 3 州の地方選挙により、政治情勢がさらに不安定化する可能性も潜んでいる。以上のような様々な動きがある下で、ドイツ経済については、マクロ経済指標のみならず、主要産業や社会、政治の情勢などを含め、多面的な視点からその動向について注視が必要となっている。（19. 2. 20 現在）




（資料）図表 10～12 は、Eurostat のデータから農中総研作成

---

（注 1）「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）は、各国での試験方法を統一し、複数国にわたる認証申請手続きを簡略化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、ソフトウエアの変更やリコール対応などに追われ、新たな試験態勢の整備に遅れが生じたとされている。

（注 2）この貿易にかかるデータは、オランダ経済政策分析局（CPB）による。

（注 3）Ifo 企業景況感指数は、ドイツの Ifo 経済研究所（Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich）が公表する月次指標。製造業、サービス業、卸売業・小売業、建設業に属する約 9,000 社が調査対象。対象企業に現在の業況について「良い」、「満足すべき状況」、「悪い」、また今後 6 ヶ月の先行きについて「今より良くなる」、「変わらない」、「今より悪くなる」のいずれかで回答を求め、それぞれ「現況指数」と「期待指数」を算出している。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

農林中金総合研究所

# 2018～20年度経済見通し

## 景気の転換点が意識される日本経済

～2018年度：0.6%（据え置き※）、19年度：0.3%（据え置き※）、20年度：0.2% ～

※いずれも18年12月時点の見通しとの比較

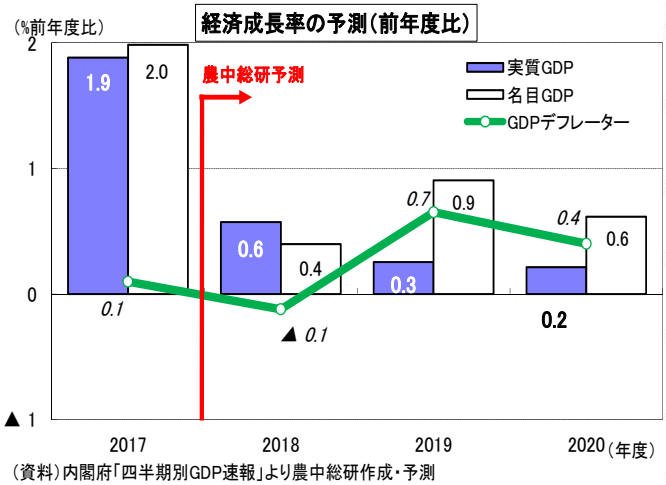
2019年2月19日

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

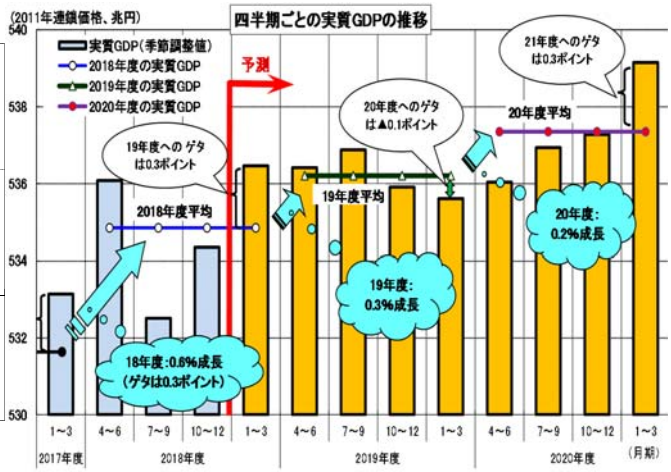
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

≪　サ　マ　リ　ー　≫

- 2018年10～12月期の実質GDPは、消費、設備投資、輸出の持ち直しが見られ、2四半期ぶりのプラス成長となった。ただし、世界経済、特に中国経済の減速の影響により、輸出の戻りは鈍く、先行き懸念を強める内容であった。こうした輸出の停滞は生産の足踏みを招いている。
- 先行きについては、1～3月期は復旧・復興に向けた公共事業が顕在化するほか、消費、企業設備投資も緩やかな増加が見込まれ、プラス成長が継続するが、世界貿易の伸び鈍化を受けた輸出減や労働需給逼迫といった供給制約に直面することで、その後の成長率は趨勢的な減速が見込まれる。国内景気は19年度上期中にもピークアウトする可能性がある。それでも、新天皇即位などの祝賀ムードや消費税増税を控えた駆け込み需要の発生などで、上期中は表面的には景気は底堅く推移するだろう。しかし、年度下期は反動減も加わって調整色が強まると予想する。この調整は20年度上期までは続くが、下期以降は再び持ち直しが再開するだろう。
- 日本銀行はフォワードガイダンスに示された通り、現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続けると思われるが、今後想定される景気悪化の際には対応に苦慮する場面も想定される。




（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測




（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より作成　（注）2018年10～12月期まで実績、それ以降は当総研予測



ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 目　次


| | | |
|---|---|---|
| 1 | 景気の現状 | 4 |
| 2 | 世界経済の動向 | 6 |
| 3 | 国内の経済政策 | 19 |
| 4 | 日本経済・物価の見通し | 22 |
| 5 | 金融政策の見通し | 31 |



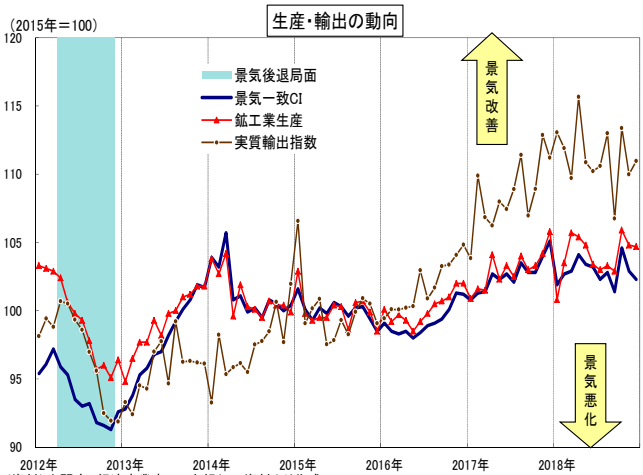
見通し担当者:

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

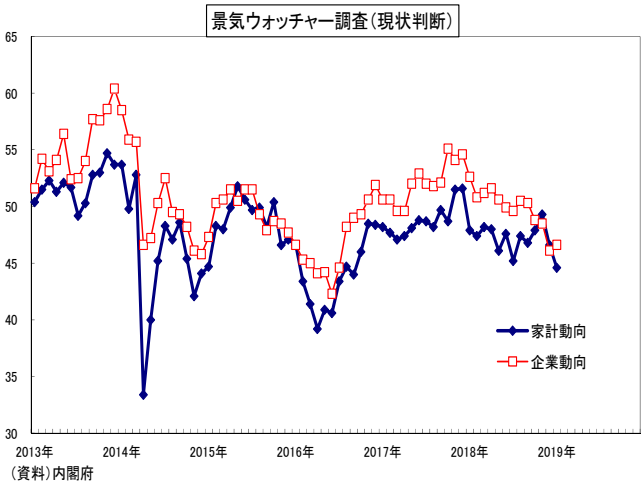



# 1　景気の現状

- 国内景気は足踏み状態
  - 2018年10～12月期の国内景気は、7～9月期に多発した自然災害による需要減退からの持ち直しが散見された
    - ただし、輸出は18年4月をピークに足踏み状態となっており、その影響で生産も伸び悩みが継続
  - 家計・企業の景況感もこのところ悪化傾向
  - 失業率は25年ぶりの2%台前半、有効求人倍率も1.6倍台と、労働需給は引き締まりの方向にあるが、企業サイドの人件費膨張への警戒が根強く、賃金上昇率は低調なまま
  - 全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）は18年10月に7ヶ月ぶりに前年比1%を回復したものの、年末にかけて再び鈍化
    - 原油安によるエネルギー、円高に伴う輸入消費財の下落が進行



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成



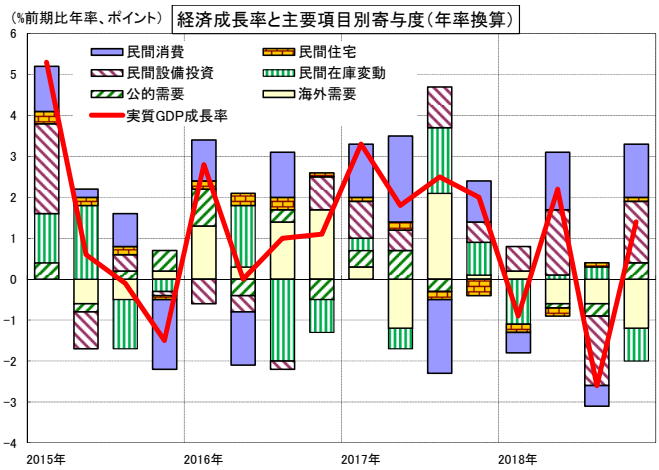
(資料)内閣府



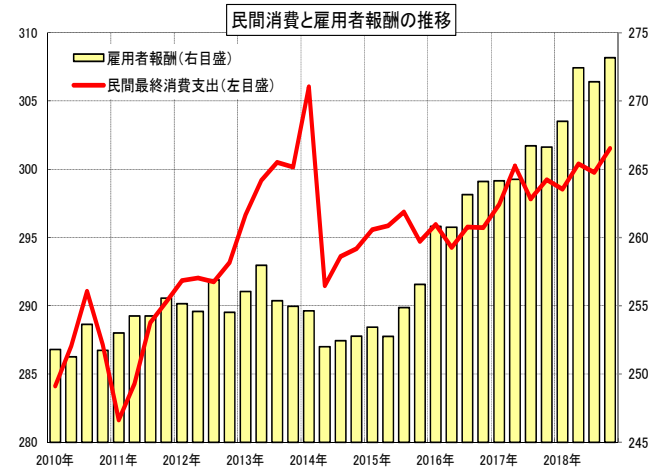



ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 18年10～12月期は年率1.4%と再びプラスとなったが、輸出の戻りに鈍さも
  - 民間消費が前期比0.6%(:同▲0.2%)、民間企業設備投資も同2.4%とともに増加に転じる(7～9月期はそれぞれ同▲0.2%、▲2.7%)など、民間最終需要は一定のリバウンドが見られた
    - 実質雇用者報酬も同0.7%(7～9月期:同▲0.5%)と、消費を下支えした
  - 輸出も同0.9%(7～9月期は同▲1.4%)と増加したものの、戻りは鈍かった
  - この結果、10～12月期は前期比年率1.4%と2四半期ぶりのプラス成長となったが、前年比成長率は▲0.04%と16四半期ぶりのマイナスで、かつ2四半期連続で潜在成長率(1%弱と想定)を割り込んだ
  - GDPデフレーターは前年比▲0.3%と3四半期連続の下落、国内需要デフレーターも同0.5%へ鈍化



(資料)内閣府経済社会総合研究所



(資料)内閣府　(注)実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示、兆円。



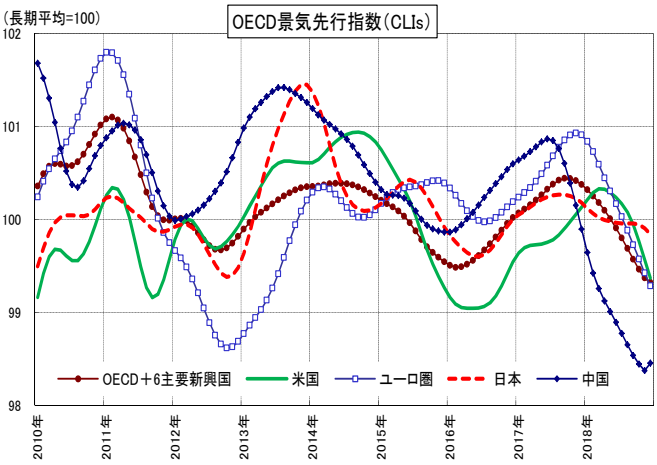
# 2 世界経済の動向 ①概況

- 世界経済見通しは2回連続で下方修正
  - 国際通貨基金(IMF)の世界経済見通し改訂版(19年1月発表)では、世界経済全体の成長率は前回10月に続き、下方修正された
    - 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、19年も同3.5%へ鈍化傾向が続くとした
    - 世界貿易数量も18～20年にかけては前年比4.0%と、17年(同5.2%)から鈍化するとの見通し
  - 経済協力開発機構(OECD)の景気先行指数(CLIs)からは、世界経済の先行き減速が示唆されている
    - 先進国・地域もさることながら、中国の下振れ幅が大きい

**2019～20年　IMF世界経済見通し**

| | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|---|---|---|---|---|
| **世界全体(実質経済成長率)** | **3.8** | **3.7** | **3.5** | **3.6** |
| **先進国** | **2.4** | **2.3** | **2.0** | **1.7** |
| 米国 | 2.2 | 2.9 | 2.5 | 1.8 |
| ユーロ圏 | 2.4 | 1.8 | 1.6 | 1.7 |
| ドイツ | 2.5 | 1.5 | 1.3 | 1.6 |
| フランス | 2.3 | 1.5 | 1.5 | 1.6 |
| イタリア | 1.6 | 1.0 | 0.6 | 0.9 |
| スペイン | 3.0 | 2.5 | 2.2 | 1.9 |
| 英国 | 1.8 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| 日本 | 1.9 | 0.9 | 1.1 | 0.5 |
| **新興国・発展途上国** | **4.7** | **4.6** | **4.5** | **4.9** |
| 中国 | 6.9 | 6.6 | 6.2 | 6.2 |
| インド | 6.7 | 7.3 | 7.5 | 7.7 |
| ブラジル | 1.1 | 1.3 | 2.5 | 2.2 |
| ロシア | 1.5 | 1.7 | 1.6 | 1.7 |
| 南アフリカ | 1.3 | 0.8 | 1.4 | 1.7 |
| ASEAN5 | 5.3 | 5.2 | 5.1 | 5.2 |
| **世界貿易数量(財・サービス)** | **5.2** | **4.0** | **4.0** | **4.0** |

(資料)IMF『World Economic Outlook Update(2019年1月)』



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





ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 2　世界経済の動向　②米国

- 景気動向
  - 18年7～9月期のGDPは前期比年率3.4%成長（確報値）
  - FRBが注視するPCEデフレーター（コア）は前年比2.0%で推移している
    - 賃金上昇率の高まりなどから先行きについてはPCEデフレーターの緩やかな上昇が予測される
  - 見通しのポイントとしては、世界経済の減速懸念からFRBのハト派色が強まったこともあり、①19年に2回の利上げを想定（前回見通しの4回から下方修正）、②賃金上昇を背景とした消費の堅調さなどにより、19年のGDP成長率は2%程度とされる潜在成長率を上回って推移すること、③19、20年にかけて、GDPギャップの需要超過状態が徐々に解消すること、が挙げられる
  - 成長率見通し：18年は2.8%に下方修正（前回は2.9%）、19年は2.4%（修正なし）、20年は1.8%

## 予測表（四半期）

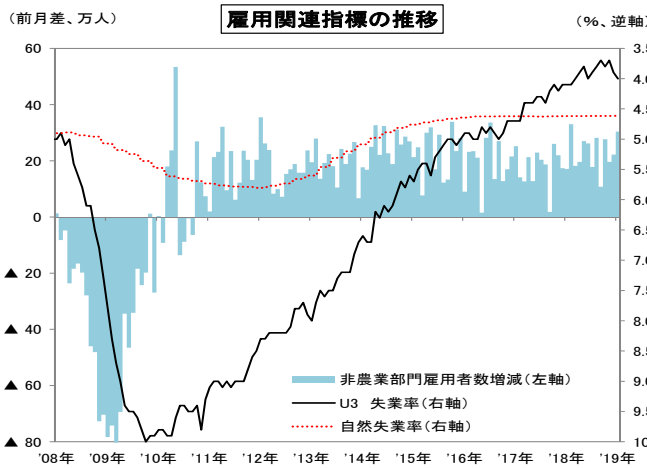
（予測→）

| | 単位 | 2018年 | | | | 2019年 | | | | 2020年 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 |
| 実質GDP成長率 | % | 2.2 | 4.2 | 3.4 | 1.6 | 1.6 | 2.2 | 2.0 | 1.9 | 1.5 | 2.0 | 1.9 | 1.3 |
| 個人消費支出 | % | 0.5 | 3.8 | 3.5 | 3.2 | 3.1 | 2.9 | 2.7 | 2.7 | 2.7 | 2.5 | 2.4 | 1.6 |
| 民間設備投資 | % | 11.5 | 5.7 | 2.5 | 6.5 | 2.9 | 4.4 | 2.1 | 1.4 | 0.7 | 1.4 | 3.5 | 1.8 |
| 民間住宅投資 | % | ▲ 3.4 | ▲ 1.3 | ▲ 3.6 | 1.5 | 0.0 | 0.3 | ▲ 1.0 | ▲ 0.7 | ▲ 0.7 | 0.0 | ▲ 0.7 | 0.0 |
| 輸出 | % | 3.6 | 9.3 | ▲ 4.9 | 2.8 | 3.2 | 4.7 | 4.7 | 4.0 | 2.1 | 6.1 | 3.0 | 4.5 |
| 輸入 | % | 3.0 | ▲ 0.6 | 9.3 | ▲ 1.4 | 4.7 | 5.8 | 4.6 | 4.5 | 4.5 | 4.4 | 3.9 | 3.9 |
| 政府支出 | % | 1.5 | 2.5 | 2.6 | 2.5 | ▲ 2.2 | 0.4 | 0.3 | 0.6 | 0.6 | 0.2 | 0.4 | 0.4 |
| 非農業部門雇用者数増減 | 万人 | 22.8 | 24.3 | 18.9 | 23.2 | 17.0 | 12.0 | 10.0 | 8.0 | 7.0 | 6.0 | 5.0 | 5.0 |
| 失業率 | % | 4.1 | 3.9 | 3.8 | 3.8 | 3.9 | 3.7 | 3.6 | 3.5 | 3.4 | 3.5 | 3.6 | 3.7 |
| 賃金上昇率 | % | 2.7 | 2.9 | 3.0 | 3.3 | 3.4 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| コアPCEデフレーター | % | 1.7 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.3 | 2.2 |
| FFレート誘導水準 | % | 1.50～1.75 | 1.75～2.00 | 2.00～2.25 | 2.25～2.50 | 2.25～2.50 | 2.25～2.50 | 2.50～2.75 | 2.75～3.00 | 2.75～3.00 | 2.75～3.00 | 3.00～3.25 | 3.00～3.25 |
| 10年物国債利回り | % | 2.4 | 2.9 | 2.7 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.9 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 2.7 |

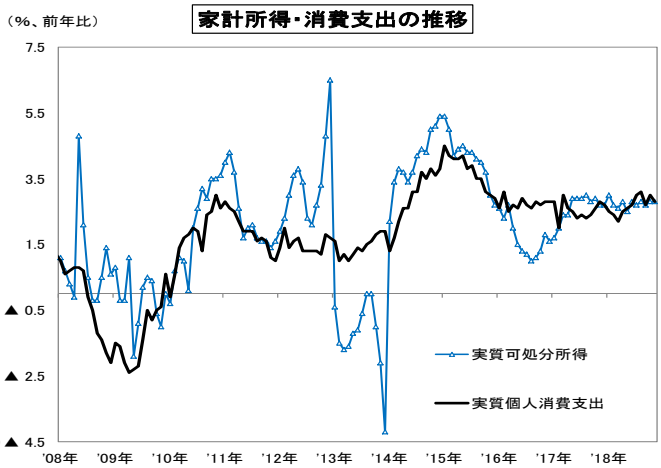
（資料）米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。
（注意）GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。



- 雇用：労働市場はひっ迫が続く
  - 18年の非農業部門雇用者数は月平均22.3万人のペースで増加、失業率は50年ぶりとなる3.7%まで11月に低下した後、労働参加率の上昇により12月に3.9%まで上昇
  - 18年3月以降、求人件数が失業者数を上回って推移
  - 賃金上昇率は18年下期にかけて前年比3.2～3.3%まで徐々に高まった
    - 労働市場のひっ迫を背景に今後も緩やかに高まる見通し
- 消費：拡大が続く
  - 雇用者数の伸び、賃金上昇率の高まりなどから消費は堅調に推移する見通し



（資料）米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成



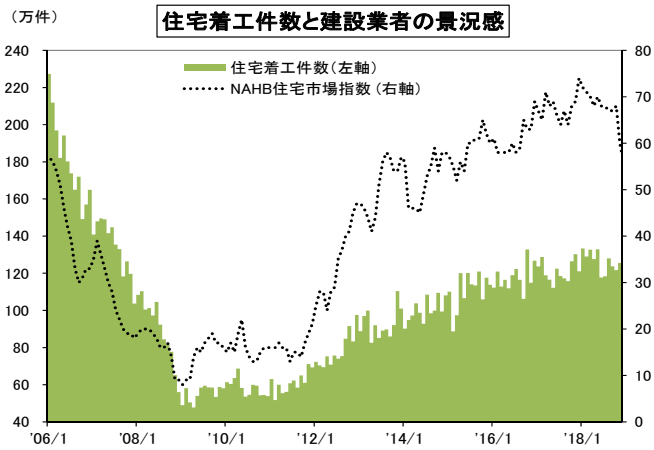
（資料）ミシガン大学調査、米商務省、Bloombergより農中総研作成



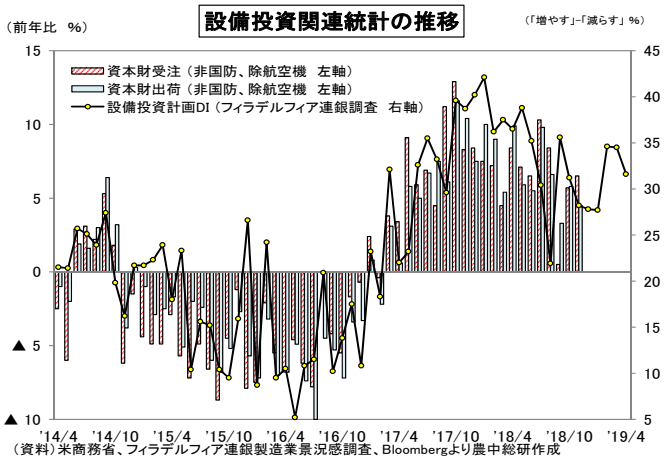


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 設備投資：減速する見通し
  - 世界経済の減速に加え、原油価格の上昇鈍化とリグ稼動数の伸び悩みが減速要因
- 住宅投資：伸び悩む見通し
  - 建設労働者確保の困難化や住宅ローン金利の上昇、住宅価格の上昇による需要減少が背景
- 貿易：輸出の伸びは鈍く、輸入は堅調に推移する見通し
  - 世界経済の成長鈍化や米国製品への対抗関税などから、輸出の伸びは鈍化する見通し
  - 鉄鋼、アルミニウム、中国製品などへの追加関税が導入されたほか、自動車などへの追加関税も模索
  - 中国製品2,500億ドル相当に対する追加関税10%の適用期間は長期化する可能性も



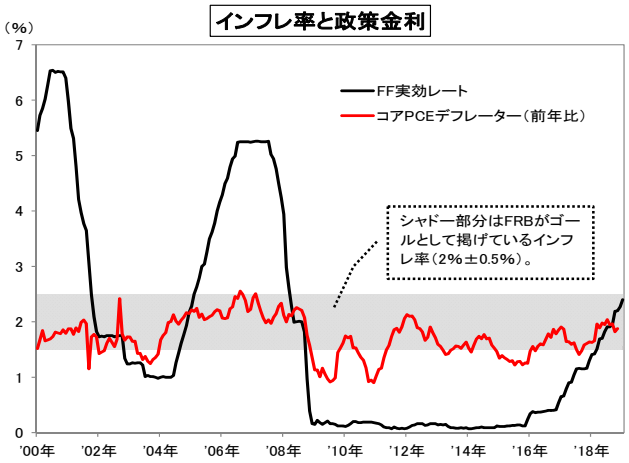
（資料）米商務省、全米ホームビルダー協会、Bloombergより農中総研作成



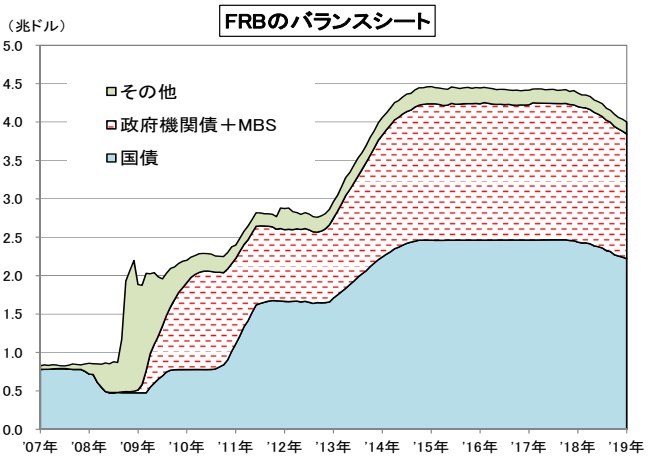
（資料）米商務省、フィラデルフィア連銀製造業景況感調査、Bloombergより農中総研作成
（注）設備投資計画DIは3ヶ月先行。



- 金融政策：FRBは金融政策の正常化（バランスシート（B/S）の縮小と利上げ）を継続
  - 17年10月からB/S縮小を開始し、（米国債については、再投資停止額を月額最大300億ドル、住宅担保証券（MBS）については再投資停止額を月額最大200億ドルとする）を続けている
  - 世界経済減速懸念から、19年上半期は利上げが停止される見込みであり、合わせてB/S縮小を早期に停止する可能性も浮上している
- 財政政策：
  - 議会予算局(CBO)によると、19会計年度（18年10月～19年9月）の政府支出は前会計年度比0.2%、20会計年度は同▲0.3%の見通し
  - インフラ投資など拡張的な財政政策が行われる可能性も



（資料）FRB、米商務省、Bloombergより農中総研作成



（資料）FRBより農中総研作成

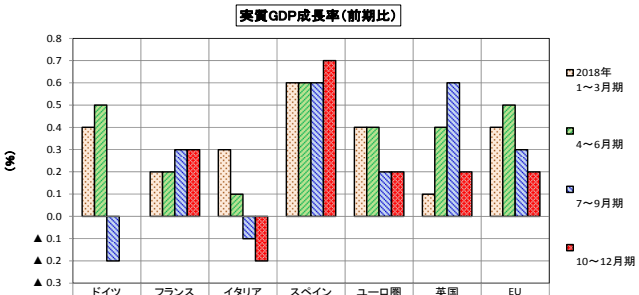




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

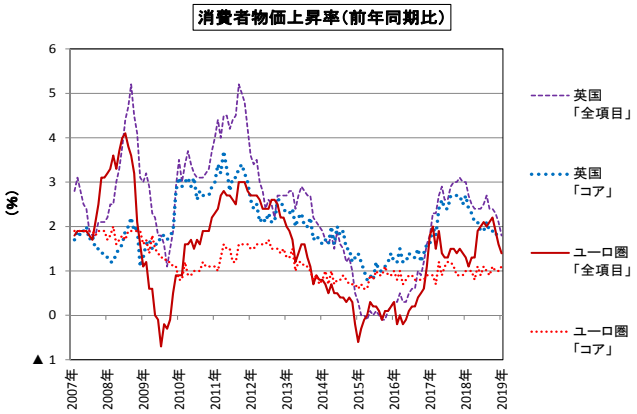
# 2　世界経済の動向　③欧州

- 景気動向（18年10～12月期の実質GDP成長率）
  - 欧州では、全般に成長の減速傾向が継続
  - ユーロ圏では、前期比成長率は7～9月期から横ばい
    - 前期比成長率は、0.2%（7～9月期：0.2%）
    - 前年同期比成長率では、1.2%（7～9月期：1.6%）
  - 経済規模の大きい4ヶ国では、イタリアとドイツが低調、スペインは引き続き堅調
    - イタリアは、2四半期連続の前期比マイナス成長でリセッション入り
    - ドイツも7～9月期の前期比マイナス成長から回復したものの、前期比ゼロ%成長にとどまる
  - 欧州連合（EU）全体では、前期比で0.2%（7～9月期：0.3%）、前年同期比で1.4%の成長（同：1.8%）
    - 英国では、前期比成長率は0.2%で、7～9月期の同0.6%から減速




| | ドイツ | フランス | イタリア | スペイン | ユーロ圏 | 英国 | EU |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2018年 1～3月期 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.6 | 0.4 | 0.1 | 0.4 |
| 4～6月期 | 0.5 | 0.2 | 0.1 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 7～9月期 | ▲0.2 | 0.3 | ▲0.1 | 0.6 | 0.2 | 0.6 | 0.3 |
| 10～12月期 | 0.0 | 0.3 | ▲0.2 | 0.7 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |

（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成




（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成



- ユーロ圏経済
  - ユーロ圏の経済成長は、17年末をピークに頭が打たれた形
    - 18年12月の鉱工業生産指数は、前月比で0.9%の低下、前年同月比で4.2%の低下
    - 同月の小売売上高は、前月比1.6%の減少となり、前年同月比でも0.8%の増加にまで縮小
    - 一方、失業率は改善傾向が続いており、12月は7.9%

- ドイツ経済
  - 17年末をピークに、製造業を中心に成長の勢いが鈍化
  - 18年3月以降の米中間を中心とする貿易摩擦の強まりのなか、景況感が低下
  - 自動車業界で、18年9月からの国際的な燃費試験の導入への対応が遅れ、夏場以降生産が停滞
  - 18年12月の製造業受注指数は、前月比で1.6%の低下、前年同月比で7.0%の低下
    - 海外からの受注は回復したものの、国内需要が低調
  - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.4%の低下、前年同月比で3.9%の低下
  - 同月の輸出額は、前月比で1.5%の増加であるが、前年同月比では1.3%の増加にとどまる
  - 同月の小売売上高は、前月比で4.3%の減少、前年同月比で2.2%の減少
  - 一方、同月の失業率は、3.3%と低水準が継続

- 英国経済
  - 18年10～12月期には、家計などの消費が比較的堅調な一方、企業などによる投資や純輸出が振るわず


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 物価動向
  - ユーロ圏では、19年1月の消費者物価上昇率（前年同月比）は1.4%に低下
  - 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは1.1%にとどまる
  - 英国では、17年には一時3%を超えた消費者物価上昇率（同）は19年1月には1.8%にまで低下、コアは1.9%

- 金融政策
  - 欧州中央銀行（ECB）は、量的緩和（QE） を18年末に終了
  - イングランド銀行（BOE）は、18年8月に政策金利を0.50%から0.75%に引き上げた後、据え置きを継続
  - ECBは、成長の鈍化、EUからの離脱に伴う影響などのなか、政策金利の引上げには慎重スタンスの見通し
  - BOEは、EUからの離脱に伴う経済情勢に応じて、機動的に政策対応を行う見通し

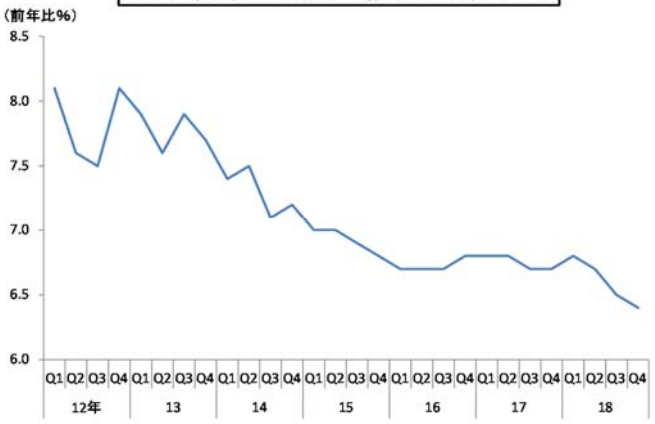
- 経済見通し
  - ユーロ圏では、米中間を中心とした貿易摩擦が成長の重荷に
  - ドイツによる成長の牽引力が大きく低下
  - 改善が鈍い域内の生産性などの下で、成長の反発力には限界
  - 貿易摩擦の激化のほか、イタリアの財政問題、英国のEU離脱などが、潜在的な波乱要因に
  - ユーロ圏では成長の減速傾向が継続、19年の実質GDP成長率は18年の2%近辺から1%台半ばに低下
  - ドイツでは、19年の実質GDP成長率は18年の1%台半ばから1%台前半に低下
  - 英国ではEU離脱の不透明感が続くなか、19年の実質GDP成長率は18年の1%台半ばから1%台前半に低下



# 2 世界経済の動向 ④中国

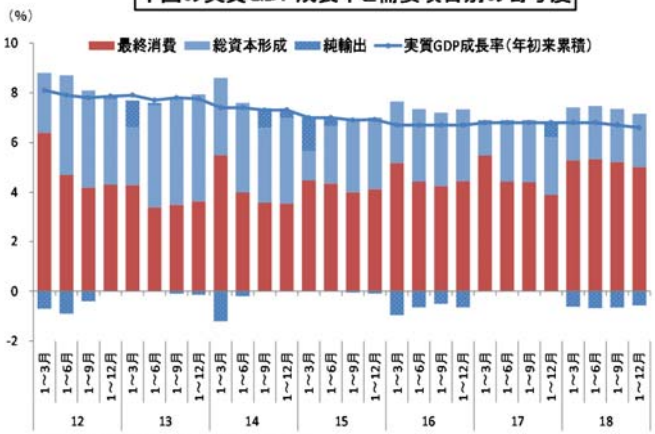
- 景気動向
  - 18年10～12月期の実質GDP成長率は前年比6.4%と、4～6月期（同6.7%）、7～9月期（同6.5%）から減速
    - 18年の実質成長率は6.6%と、2年ぶりの減速
  - 18年のGDP需要項目別の寄与度をみると、最終消費、総資本形成、純輸出はそれぞれ5.0ポイント、2.1ポイント、▲0.6ポイントであり、国内需要（最終消費＋総資本形成）が景気を支えている
  - 再び減速に転じた主な背景には、公共事業向け投資の伸び鈍化が鮮明になったほか、個人消費も比較的弱い動きとなったことが挙げられる
  - 製造業PMIが2ヶ月連続で50割れとなるなど、下振れ圧力が強い一方、地方債の前倒し発行や発行規模の拡大などを受けて、公共事業向け投資が押し上げられると見込まれるほか、個人所得税の減税や消費促進策の実施などを背景に個人消費も多少の改善が想定されることから、先行きは緩やかな減速に留まる

中国の実質GDP成長率の推移（四半期ベース）




（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

中国の実質GDP成長率と需要項目別の寄与度




（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

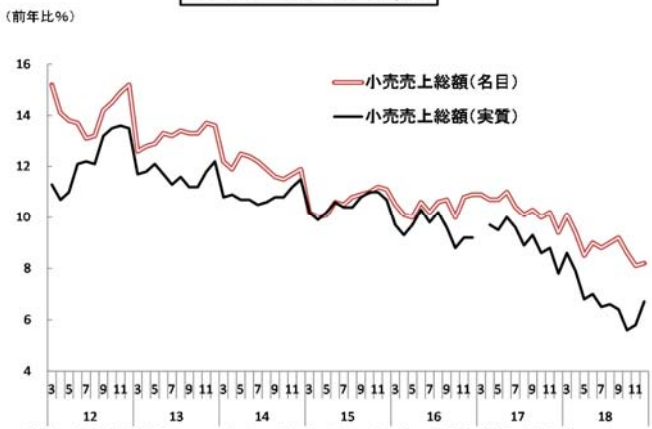




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

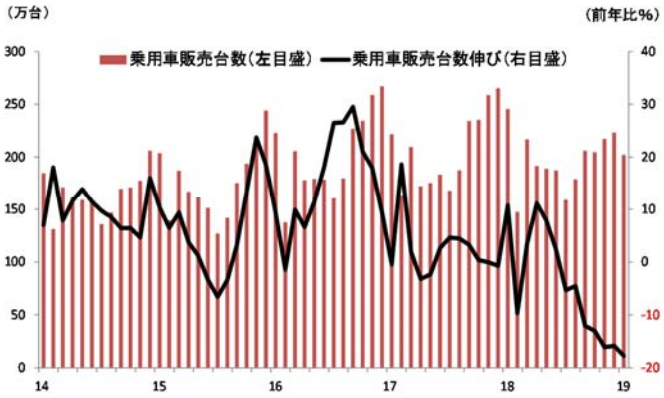
- 個人消費
  - 個人消費は、スマートフォンなどの通信機器販売が落ち込んだほか、自動車販売台数も6ヶ月連続で前年割れとなるなど、弱い動きが続いた
  - 商務部が発表した春節期間（2月4～10日）中の小売・飲食業の売上高が前年比8.5%まで減速するなど、改善の動きは見られない
  - 個人消費が力強さを欠く展開となった背景として、一部の地域で企業経営の悪化もあり、失業者が増加したほか、米中通商交渉に伴う不確実性などを背景に消費マインドの悪化や住宅ローン金利の上昇などによる家計負担の増加が挙げられる
  - 先行き、消費マインドが大きく改善することは期待できないが、個人所得税の減税効果のほか、家電製品買い替えや農村地域の自動車普及などの消費促進策の実施などにより個人消費は改善に向かうと見込まれる

中国の小売売上総額の推移




（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成、（注）17年3月の実質伸びが発表されず。

中国の乗用車販売台数の推移

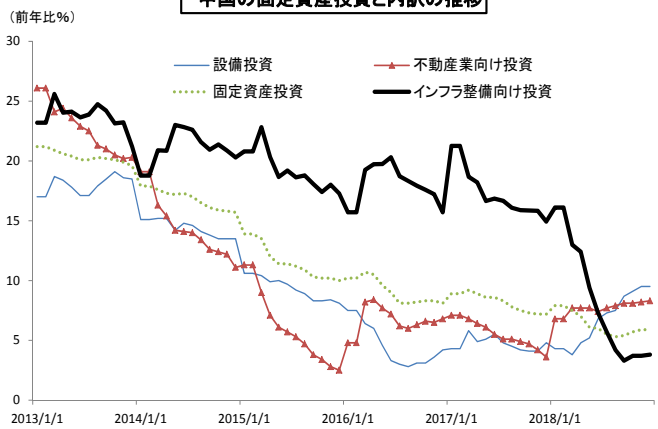



（資料） 中国汽車工業協会、CEICデータより作成



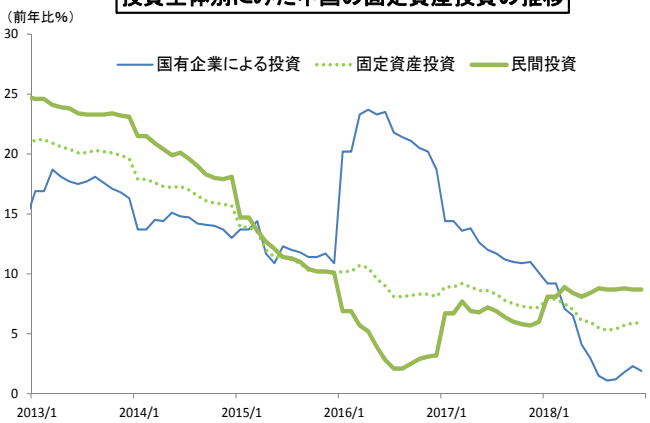
- 固定資産投資
  - 鈍化基調が続いた固定資産投資は18年の後半には下げ止まったものの、足踏み状態が続いている
  - 投資分野別では、設備投資が持ち直し基調にあるほか、不動産業向け投資も底堅く推移した
  - しかし、急速かつ大幅に鈍化してきたインフラ整備向け投資が一時底入れの兆しが見られたが、低い伸びにとどまっている
  - 投資主体別でも、民間部門による投資が安定的に推移する一方、大きく鈍化してきた国有企業による投資が18年の後半には一時的に持ち直しの動きが見られたものの、低空飛行が続いた
  - 先行きについては、企業向け減税や地方債の前倒し発行、発行規模の拡大が行われているほか、社債発行支援や借り換え金利の優遇措置などを通じて民間企業や中小企業への支援も強化していることなどから、足踏み状態が打開される可能性が高い

中国の固定資産投資と内訳の推移




（資料） 中国国家統計局、（注） 年初来累積、直近は18年12月。

投資主体別にみた中国の固定資産投資の推移




（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成 （注）年初来累計、直近は18年12月。

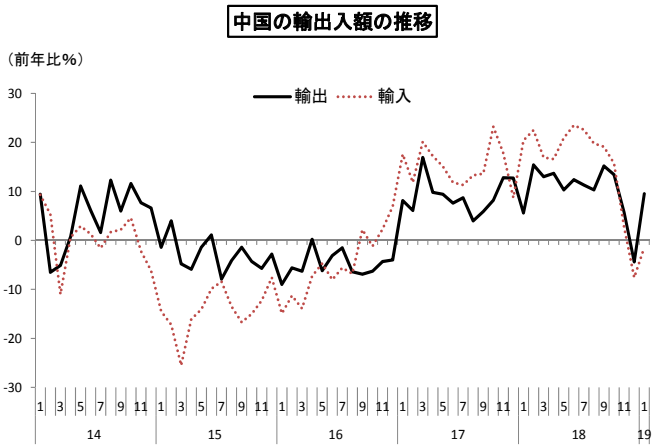




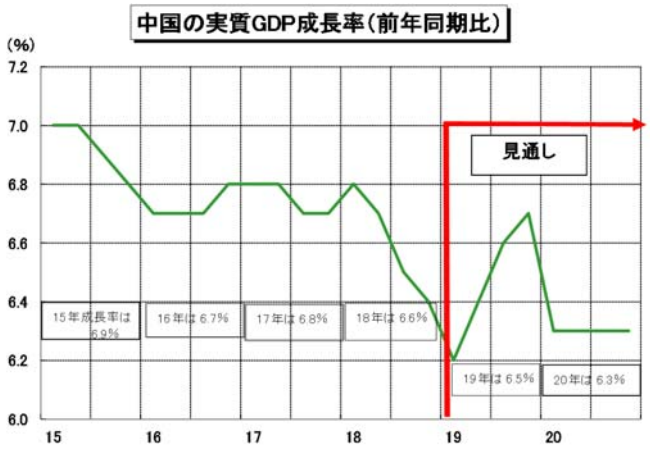
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 輸出
  - 18年の輸出額（ドルベース）は米中経済摩擦への懸念で前倒し輸出が強まったなどを背景に堅調に推移したものの、年末には大幅な減少に転じた
    - 春節要因により、19年1月の輸出は伸び率を高めたものの、輸出環境が改善したわけではない
  - 地域・国別では、欧州・アセアン向けが大きく伸びたものの、米国向けが2ヶ月連続で前年割れとなっており、米国による追加関税の影響が表面化している
  - 先行きについては、世界経済の減速に加え、18年の駆け込み的な輸出の反動が続くと予想されることから、軟調に推移する可能性が高い

- 経済見通し
  - 19年通年では前年比6.5%、20年は同6.3%と、緩やかに減速すると予測




（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。




（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成、見通しは当社予想

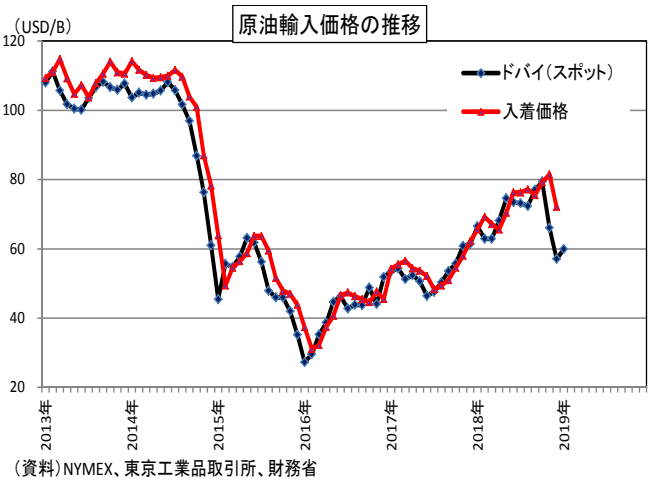


# 2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- OPECなど主要産油国の新たな協調減産がスタート、原油価格は50ドル/バレル台前半で推移
  - 17年1月から開始されたOPECなどの主要産油国による協調減産（合計で日量180 万バレル程度（世界の石油生産の約2%程度））により、過剰在庫は大幅に削減されたこともあり、18年秋にかけて原油価格（WTI先物）は一時70ドル/バレル台半ばまで上昇
  - しかし、10月以降は米株価下落を契機にリスクオフが強まり、原油価格は一時40ドル台まで下落
  - 主要産油国は19年1～6月に新たな協調減産（合計で日量120万バレル程度）を行うことで合意

- 原油入着価格の見通し
  - 協調減産の一方で、世界景気の減速を受けた原油需要減、産油国の増産圧力などの要因もあり、原油価格は現状レベルでの推移が継続、国内への入着価格は60ドル/バレル台で推移と想定

（資料）Bloombergより作成




（資料）NYMEX、東京工業品取引所、財務省

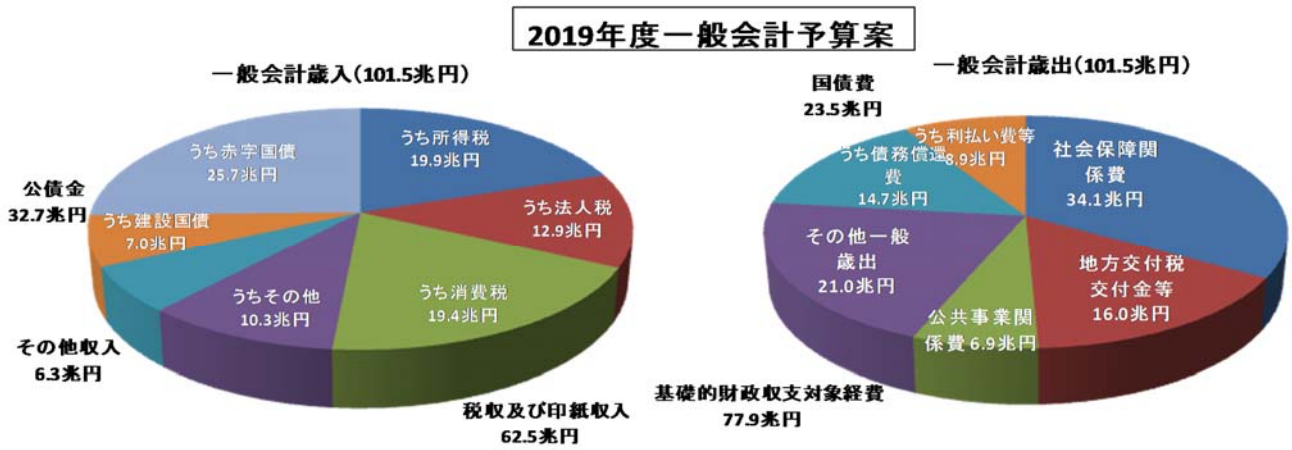




ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 3　国内の経済政策

- 財政政策：消費税率引き上げに向けた手厚い対策で、予算規模は100兆円超へ
  - 災害からの復旧・復興などを盛り込んだ18年度第1次補正予算（歳出の追加：9,356億円）に続き、防災対策のインフラ整備を盛り込んだ第2次補正予算（同：3兆351億円）が成立
  - 19年度予算案は総額101兆4,571億円（前年度当初比で3兆7,443億円増）と過去最大を更新
    - 臨時・特別の措置を除いても、99兆4,291億円（同1兆7,163億円増）
    - 名目成長率をかなり高めに設定したことで、62兆4,950億円の税収を見込む
    - 社会保障関係費を34兆593億円とし、人口高齢化に伴う自然増を4,774億円に抑制する一方で、消費税率引上げによる増収分を幼児教育・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
    - 2兆円程度と想定する消費税率引上げに伴うネット国民負担増に対して、2.3兆円規模の対策を講じる

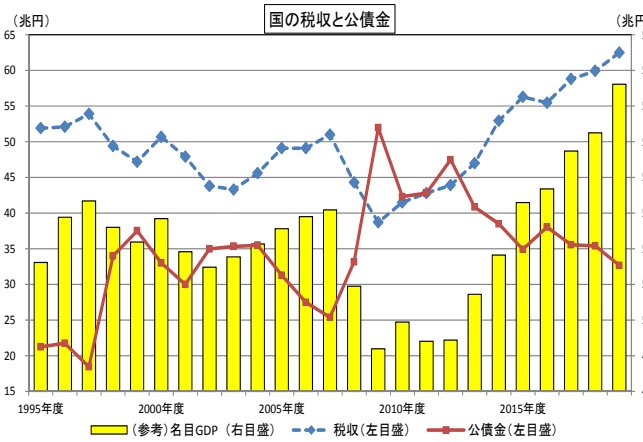



（資料）財務省　（注）通常分に臨時・特別の措置を加えた全体。

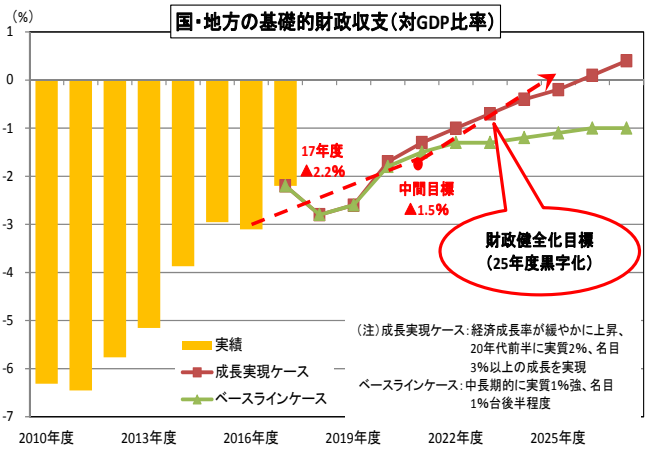


- 19年度予算案の財政健全化からの視点
  - 基礎的財政収支（PB）は▲9.2兆円（臨時・特別の措置を除くと▲8.4兆円）と、18年度当初ベース（▲10.4兆円）と比べて赤字幅縮小が見込まれている
  - ただし、税収見積もりが楽観的であり、景気次第ではPB赤字が膨らむ可能性も

- 財政健全化目標：25年度のプライマリーバランス黒字化
  - 「25年度のPB黒字化を目指す」と同時に「債務残高対GDP比の安定的な引下げを目指す」という目標を設定
  - この達成に向けた取組の進捗状況を確認するため、21年度に中間指標（①PB赤字の対GDP比率は1.5%程度、②債務残高の対GDP比は180%台前半、財政収支赤字の対GDP比は3%以下）を設定し、進捗管理をする




（資料）財務省、国税庁　（注）税収・公債金は2017年度まで決算、18年度は補正後予算、19年度は当初予算。
18、19年度の名目GDPは政府見通し。




（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

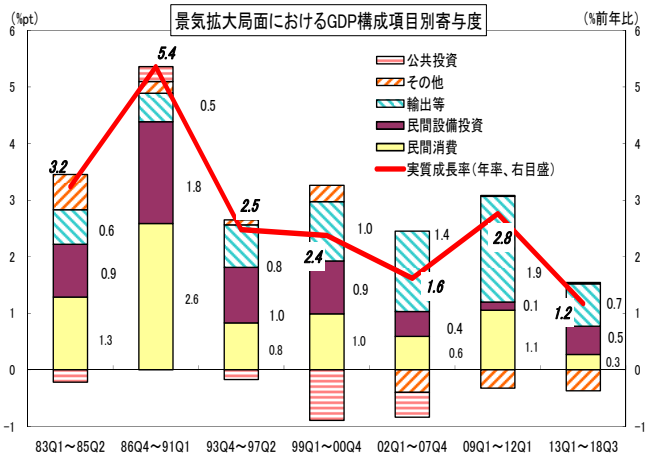




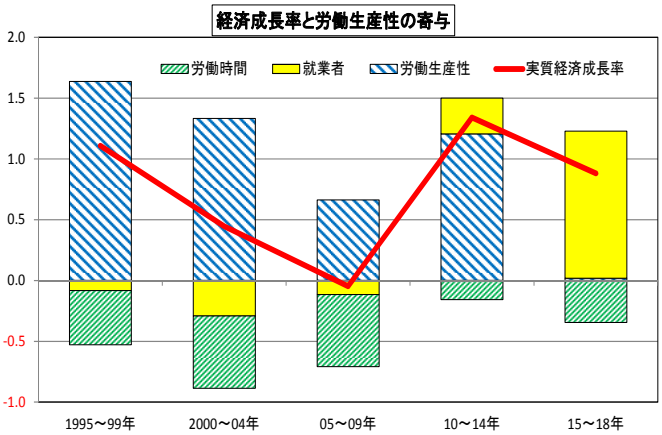
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- アベノミクスの評価：平均成長率は年率1.2%
  - 当初アベノミクスは「実質2%、名目3%」の経済成長を目標に掲げたが、実績は年率1.2%と物足りなさも
  - 今次景気拡大局面において、輸出等の成長率に対する寄与度は0.7ポイントと、相変わらず過半を占める
  - 一方、民間消費の寄与度は0.3ポイントと、異常な低さとなっている

- 労働生産性の伸び悩みが懸念材料
  - 安倍首相が強調する通り、就業者数は大きく増加したが、経済成長率はそれに見劣りしており、肝心の労働生産性（マン・アワーベース）の上昇が停滞している可能性がある
  - 今後の展開次第では、企業のコスト負担が一気に高まるリスクも




（資料）内閣府資料より農林中金総合研究所作成

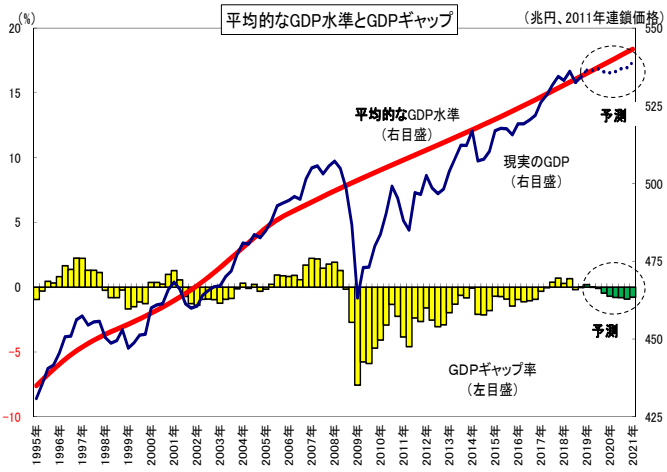



（資料）内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局、厚生労働省の統計資料より作成
（注）労働生産性＝実質GDP÷（就業者数×労働時間）を分解。

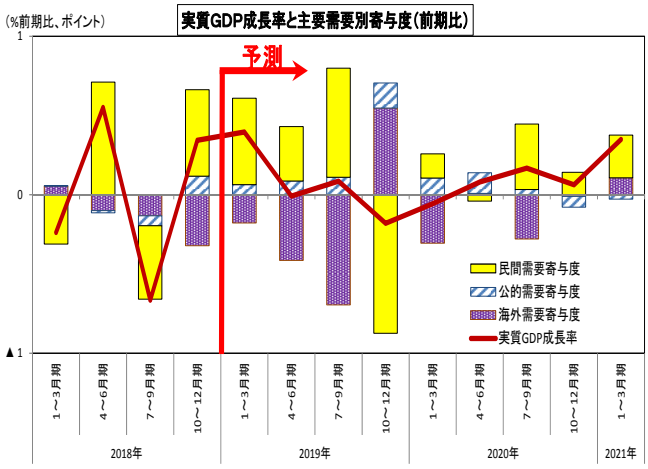


# 4　日本経済・物価の見通し

- 総論　～2018年度は0.6%、19年度は0.3%、20年度は0.2%と、経済成長率は低調に推移～
  - 足元1～3月期は、予算措置が講じられた復旧・復興事業が顕在化してくるほか、民間消費や企業設備投資も底堅く推移することで、2四半期連続のプラス成長と予想（年率1.6%成長と想定）
  - ただし、世界経済が減速傾向にあるため、輸出は先行き減少に転じるほか、それが19年度入り後の企業設備投資にも影響を及ぼしていくものと思われる
  - また、人手不足感が強まっているが、雇用流動化が十分でないことから19年度上期には供給制約に直面し、景気のピークアウトが意識される展開に
    - 19年度上期は消費税増税を控えた駆け込み需要が発生するため景気は表面上は底堅く推移するが、19年度下期以降は手厚い消費税対策にもかかわらず、反動減が発生、調整色が強まる
  - その後、20年度半ばには減速傾向が続く世界経済の底入れから、輸出が増加に転じ、景気も底入れする
    - 加えて、7～9月期には東京五輪・パラの効果も期待される




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




（資料）内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成





ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 予測表（年度、半期）

| | 単位 | 2017年度（実績） | 2018年度（予測） | 2019年度（予測） | 2020年度（予測） |
|---|---|---|---|---|---|
| 名目GDP | % | 2.0 | 0.4 | 0.9 | 0.6 |
| 実質GDP | % | 1.9 | 0.6 | 0.3 | 0.2 |
| 民間需要 | % | 1.8 | 1.1 | 1.4 | 0.3 |
| 民間最終消費支出 | % | 1.1 | 0.7 | 1.6 | 1.1 |
| 民間住宅 | % | ▲ 0.7 | ▲ 4.0 | 1.0 | ▲ 4.2 |
| 民間企業設備 | % | 4.6 | 3.6 | 1.2 | ▲ 1.5 |
| 民間在庫変動（寄与度） | ポイント | 0.1 | ▲ 0.0 | ▲ 0.1 | 0.0 |
| 公的需要 | % | 0.6 | 0.0 | 1.5 | 1.2 |
| 政府最終消費支出 | % | 0.4 | 1.0 | 1.3 | 1.3 |
| 公的固定資本形成 | % | 0.5 | ▲ 3.6 | 2.1 | 0.8 |
| 輸出 | % | 6.4 | 1.6 | ▲ 1.4 | ▲ 0.8 |
| 輸入 | % | 4.0 | 3.3 | 4.6 | 0.9 |
| 国内需要寄与度 | ポイント | 1.5 | 0.8 | 1.4 | 0.6 |
| 民間需要寄与度 | ポイント | 1.3 | 0.8 | 1.1 | 0.3 |
| 公的需要寄与度 | ポイント | 0.1 | 0.0 | 0.4 | 0.3 |
| 海外需要寄与度 | ポイント | 0.4 | ▲ 0.3 | ▲ 1.1 | ▲ 0.3 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | 0.1 | ▲ 0.1 | 0.7 | 0.4 |
| 国内企業物価　（前年比） | % | 2.7 | 2.1 | 1.7 | 2.2 |
| 全国消費者物価　（　〃　） | % | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.0 |
| （消費税要因を除く） | | | | (0.4) | (0.5) |
| （消費税要因・教育無償化政策の影響を除く） | | | | (0.7) | (0.9) |
| 完全失業率 | % | 2.7 | 2.4 | 2.3 | 2.6 |
| 鉱工業生産　（前年比） | % | 2.9 | 1.0 | 0.4 | ▲ 0.7 |
| 経常収支 | 兆円 | 21.8 | 17.8 | 15.5 | 17.5 |
| 名目GDP比率 | % | 4.0 | 3.2 | 2.8 | 3.1 |
| 為替レート | 円/ドル | 110.8 | 110.8 | 110.0 | 105.0 |
| 無担保コールレート(O/N) | % | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 |
| 新発10年物国債利回り | % | 0.05 | 0.06 | 0.00 | 0.04 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 57.1 | 72.4 | 60.0 | 65.0 |

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

（前期比）

| | 単位 | 2017年度 | 2018年度 | | | 2019年度 | | | 2020年度 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 通期 | 通期 | 上半期 | 下半期 | 通期 | 上半期 | 下半期 | 通期 |
| 実質GDP | % | 1.9 | 0.6 | 0.1 | ▲ 0.1 | 0.3 | 0.2 | ▲ 0.1 | 0.2 |
| 民間需要 | % | 1.8 | 1.1 | 0.4 | 0.5 | 1.4 | 1.3 | ▲ 0.1 | 0.3 |
| 民間最終消費支出 | % | 1.1 | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 1.6 | 1.4 | 0.4 | 1.1 |
| 民間住宅 | % | ▲ 0.7 | ▲ 4.0 | ▲ 2.7 | 3.0 | 1.0 | 1.5 | ▲ 4.7 | ▲ 4.2 |
| 民間企業設備 | % | 4.6 | 3.6 | 1.6 | 0.4 | 1.2 | 1.7 | ▲ 2.4 | ▲ 1.5 |
| 公的需要 | % | 0.6 | 0.0 | ▲ 0.2 | 0.3 | 1.5 | 0.7 | 1.3 | 1.2 |
| 政府最終消費支出 | % | 0.4 | 1.0 | 0.3 | 1.1 | 1.3 | 0.4 | 0.9 | 1.3 |
| 公的固定資本形成 | % | 0.5 | ▲ 3.6 | ▲ 2.0 | ▲ 3.0 | 2.1 | 2.0 | 3.0 | 0.8 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | ▲ 1.3 | ▲ 2.8 | ▲ 1.6 | ▲ 4.1 | ▲ 8.5 | ▲ 8.7 | ▲ 8.4 | ▲ 10.2 |
| 輸出 | % | 6.4 | 1.6 | ▲ 0.1 | ▲ 0.8 | ▲ 1.4 | ▲ 0.8 | ▲ 1.4 | ▲ 0.8 |
| 輸入 | % | 4.0 | 3.3 | 1.0 | 2.3 | 4.6 | 3.9 | 0.3 | 0.9 |
| 内需寄与度（前期比） | % | 1.5 | 0.8 | 0.3 | 0.7 | 1.4 | 1.2 | ▲ 0.2 | 0.6 |
| 民間需要（　〃　） | % | 1.3 | 0.8 | 0.4 | 0.6 | 1.1 | 1.1 | ▲ 0.5 | 0.3 |
| 公的需要（　〃　） | % | 0.1 | 0.0 | ▲ 0.0 | 0.1 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| 外需寄与度（　〃　） | % | 0.4 | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | ▲ 0.5 | ▲ 1.1 | ▲ 0.9 | 0.0 | ▲ 0.3 |
| デフレーター（前年比） | % | 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.2 | ▲ 0.1 | 0.7 | 0.4 | 0.9 | 0.4 |
| 完全失業率 | % | 2.7 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.6 |
| 鉱工業生産(前期比) | % | 2.9 | 1.0 | ▲ 0.0 | 1.5 | 0.4 | 0.9 | ▲ 2.4 | ▲ 0.7 |
| 住宅着工戸数(年率換算) | 万戸 | 94.5 | 96.8 | 96.0 | 97.5 | 88.8 | 95.0 | 82.5 | 83.8 |
| 経常収支 | 兆円 | 21.8 | 17.8 | 9.8 | 8.0 | 15.5 | 5.9 | 9.6 | 17.5 |
| 貿易収支 | 兆円 | 4.6 | 0.3 | 1.0 | ▲ 0.6 | 0.2 | ▲ 2.0 | 2.2 | 4.7 |
| 外国為替レート | ドル/円 | 110.8 | 110.8 | 110.2 | 111.4 | 110.0 | 110.0 | 110.0 | 105.0 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 57.1 | 72.4 | 73.5 | 71.3 | 60.0 | 60.0 | 60.0 | 65.0 |

（前年同期比）

| | 単位 | 2017年度 | 2018年度 | | | 2019年度 | | | 2020年度 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 通期 | 通期 | 上半期 | 下半期 | 通期 | 上半期 | 下半期 | 通期 |
| 名目GDP | % | 2.0 | 0.4 | 0.6 | 0.2 | 0.9 | 0.8 | 1.0 | 0.6 |
| 実質GDP | % | 1.9 | 0.6 | 0.8 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.1 | 0.2 |
| 民間需要 | % | 1.8 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 1.4 | 2.1 | 0.7 | 0.3 |
| 民間最終消費支出 | % | 1.1 | 0.7 | 0.3 | 1.0 | 1.6 | 2.0 | 1.2 | 1.1 |
| 民間住宅 | % | ▲ 0.7 | ▲ 4.0 | ▲ 7.7 | ▲ 0.1 | 1.0 | 4.3 | ▲ 2.2 | ▲ 4.2 |
| 民間企業設備 | % | 4.6 | 3.6 | 3.8 | 3.4 | 1.2 | 3.4 | ▲ 1.0 | ▲ 1.5 |
| 公的需要 | % | 0.6 | 0.0 | ▲ 0.4 | 0.3 | 1.5 | 1.2 | 1.8 | 1.2 |
| 政府最終消費支出 | % | 0.4 | 1.0 | 0.6 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.2 | 1.3 |
| 公的固定資本形成 | % | 0.5 | ▲ 3.6 | ▲ 3.8 | ▲ 3.9 | 2.1 | ▲ 0.0 | 4.3 | 0.8 |
| 財貨・サービスの純輸出 | 兆円 | ▲ 1.3 | ▲ 2.8 | ▲ 1.6 | ▲ 4.1 | ▲ 8.5 | ▲ 8.7 | ▲ 8.4 | ▲ 10.2 |
| 輸出 | % | 6.4 | 1.6 | 3.6 | ▲ 0.2 | ▲ 1.4 | ▲ 0.9 | ▲ 2.0 | ▲ 0.8 |
| 輸入 | % | 4.0 | 3.3 | 3.0 | 3.6 | 4.6 | 6.7 | 2.5 | 0.9 |
| 国内企業物価　（前年比） | % | 2.7 | 2.1 | 2.7 | 1.4 | 1.7 | 0.7 | 2.8 | 2.2 |
| 全国消費者物価　（　〃　） | % | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.7 | 1.1 | 1.0 |
| 完全失業率 | % | 2.7 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.6 |
| 鉱工業生産(前年比) | % | 2.9 | 1.0 | 0.6 | 1.5 | 0.4 | 2.4 | ▲ 1.5 | ▲ 0.7 |

（注）消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。



# 予測表（四半期）

（→予測）

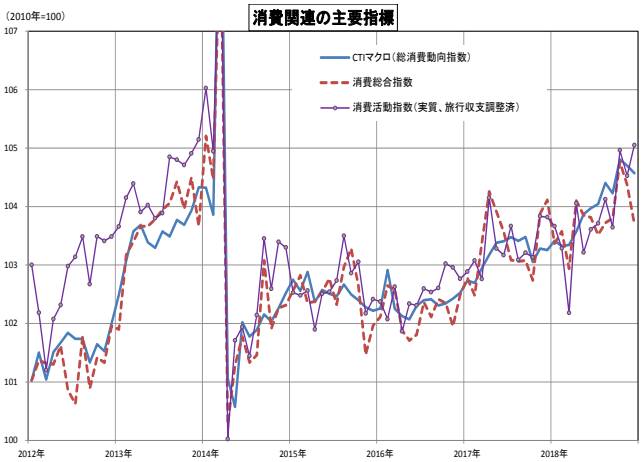
| | 単位 | 2018年 | | | | 2019年 | | | | 2020年 | | | | 2021年 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 | 4～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 |
| 名目GDP | % | ▲ 0.4 | 0.5 | ▲ 0.6 | 0.3 | 0.6 | 0.1 | 0.4 | 0.3 | ▲ 0.1 | 0.0 | 0.3 | 0.2 | 0.4 |
| 実質GDP | % | ▲ 0.2 | 0.6 | ▲ 0.7 | 0.3 | 0.4 | ▲ 0.0 | 0.1 | ▲ 0.2 | ▲ 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.3 |
| （年率換算） | % | ▲ 0.9 | 2.2 | ▲ 2.6 | 1.4 | 1.6 | ▲ 0.0 | 0.3 | ▲ 0.7 | ▲ 0.2 | 0.3 | 0.7 | 0.3 | 1.4 |
| 民間需要 | % | ▲ 0.4 | 0.9 | ▲ 0.6 | 0.7 | 0.7 | 1.0 | 1.3 | ▲ 2.0 | ▲ 0.2 | 1.0 | 1.3 | ▲ 2.0 | ▲ 0.2 |
| 民間最終消費支出 | % | ▲ 0.2 | 0.6 | ▲ 0.2 | 0.6 | 0.3 | 0.6 | 1.3 | ▲ 1.0 | 0.3 | 0.3 | 0.8 | 0.2 | 0.3 |
| 民間住宅 | % | ▲ 2.0 | ▲ 2.0 | 0.5 | 1.1 | 2.5 | 1.3 | ▲ 2.0 | ▲ 2.0 | ▲ 1.5 | ▲ 0.5 | ▲ 0.5 | ▲ 1.0 | ▲ 1.0 |
| 民間企業設備 | % | 1.0 | 2.5 | ▲ 2.7 | 2.4 | 1.5 | 0.7 | 0.4 | ▲ 3.0 | 0.9 | ▲ 0.8 | 0.5 | ▲ 0.6 | 0.9 |
| 民間在庫変動（寄与度） | %pt | ▲ 0.3 | 0.0 | 0.1 | ▲ 0.2 | 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | 0.3 | ▲ 0.1 | ▲ 0.0 | ▲ 0.1 | 0.1 | ▲ 0.0 |
| 公的需要 | % | 0.0 | ▲ 0.1 | ▲ 0.3 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 0.1 | ▲ 0.3 | ▲ 0.1 |
| 政府最終消費支出 | % | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.8 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | ▲ 0.1 | 0.1 |
| 公的固定資本形成 | % | ▲ 0.7 | ▲ 0.6 | ▲ 2.1 | ▲ 1.2 | 0.5 | 1.0 | 1.5 | 1.2 | 0.5 | 1.0 | ▲ 1.0 | ▲ 1.0 | ▲ 1.0 |
| 輸出 | % | 0.4 | 0.4 | ▲ 1.4 | 0.9 | ▲ 0.5 | ▲ 0.3 | ▲ 0.5 | ▲ 0.7 | ▲ 0.5 | ▲ 0.5 | 0.0 | 0.5 | 1.2 |
| 輸入 | % | 0.0 | 1.3 | ▲ 0.7 | 2.7 | 0.5 | 2.0 | 3.3 | ▲ 3.5 | 1.2 | ▲ 0.5 | 1.5 | 0.5 | 0.5 |
| 国内需要寄与度 | %pt | ▲ 0.3 | 0.7 | ▲ 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.4 | 0.8 | ▲ 0.7 | 0.3 | 0.1 | 0.4 | 0.1 | 0.2 |
| 民間需要寄与度 | %pt | ▲ 0.3 | 0.7 | ▲ 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 0.7 | ▲ 0.9 | 0.2 | ▲ 0.0 | 0.4 | 0.1 | 0.3 |
| 公的需要寄与度 | %pt | 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | ▲ 0.1 | ▲ 0.0 |
| 海外需要寄与度 | %pt | 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | ▲ 0.4 | ▲ 0.7 | 0.5 | ▲ 0.3 | 0.0 | ▲ 0.3 | ▲ 0.0 | 0.1 |
| GDPデフレーター(前年比) | % | 0.5 | ▲ 0.1 | ▲ 0.4 | ▲ 0.3 | 0.1 | 0.3 | 0.5 | 1.0 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.2 | 0.3 |
| 国内企業物価　（前年比） | % | 2.5 | 2.4 | 3.0 | 2.3 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 3.0 | 2.5 | 2.5 | 2.8 | 1.5 | 2.0 |
| 全国消費者物価　（　〃　） | % | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 0.6 | 0.8 |
| （消費税要因を除く） | | | | | | | | | (0.0) | (0.2) | (0.3) | (0.4) | | |
| （消費税要因・教育無償化政策の影響を除く） | | | | | | | | | (0.6) | (0.8) | (1.0) | (1.1) | (0.7) | (0.9) |
| 完全失業率 | % | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 2.2 | 2.3 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.6 | 2.5 |
| 鉱工業生産　（前期比） | % | ▲ 1.1 | 1.2 | ▲ 1.3 | 1.9 | 0.5 | 0.8 | ▲ 0.3 | ▲ 2.0 | ▲ 0.5 | 0.2 | ▲ 0.3 | 1.0 | 1.0 |
| 経常収支（季節調整値） | 兆円 | 4.7 | 5.5 | 4.3 | 4.2 | 3.8 | 3.4 | 2.5 | 5.1 | 4.5 | 4.0 | 4.0 | 4.5 | 5.0 |
| 名目GDP比率 | % | 3.4 | 4.0 | 3.1 | 3.1 | 2.8 | 2.5 | 1.8 | 3.7 | 3.2 | 2.9 | 2.9 | 3.2 | 3.6 |
| 為替レート | 円/ドル | 108.2 | 109.1 | 111.4 | 112.9 | 110.0 | 110.0 | 110.0 | 110.0 | 110.0 | 105.0 | 105.0 | 105.0 | 105.0 |
| 無担保コールレート(O/N) | % | ▲ 0.05 | ▲ 0.06 | ▲ 0.06 | ▲ 0.07 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 | ▲ 0.05 |
| 新発10年物国債利回り | % | 0.06 | 0.04 | 0.09 | 0.09 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.05 | 0.10 |
| 通関輸入原油価格 | ドル/バレル | 67.3 | 70.8 | 76.3 | 77.6 | 65.0 | 60.0 | 60.0 | 60.0 | 60.0 | 65.0 | 65.0 | 65.0 | 65.0 |

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

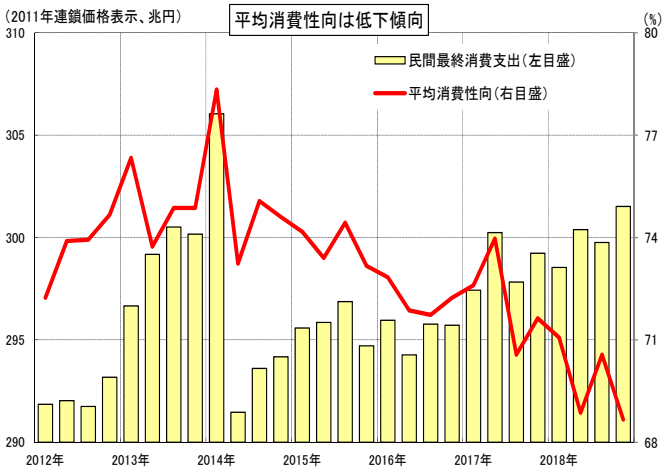


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 民間消費
  - 豪雨・地震などの自然災害や酷暑などの影響で、7～9月期の民間消費は悪化したが、その後は復旧・復興の進展もあり、緩やかながらも持ち直しが再開
  - 消費の低調さの背景としては、①「企業から家計へ」の所得還流が鈍い、②税・社会保障負担が高まり、可処分所得が伸びていない、③平均消費性向の低下基調が止まらない、などが挙げられる
  - 手厚い消費税対策によって増税前後の消費行動の平滑化を目論むが、それでも19年度上期は消費税率引上げ前の駆け込みが発生、下期にその反動減が出ることは不可避と思われる
  - 実質民間最終消費支出は、18年度：前年度比0.7%、19年度：同1.6%（うち、7～9月期：前期比1.3%、10～12月期：同▲1.0%）、20年度：同1.1%と予測



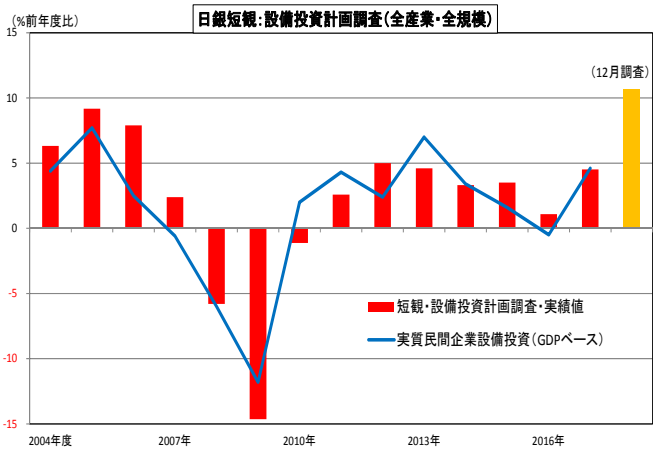
（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行



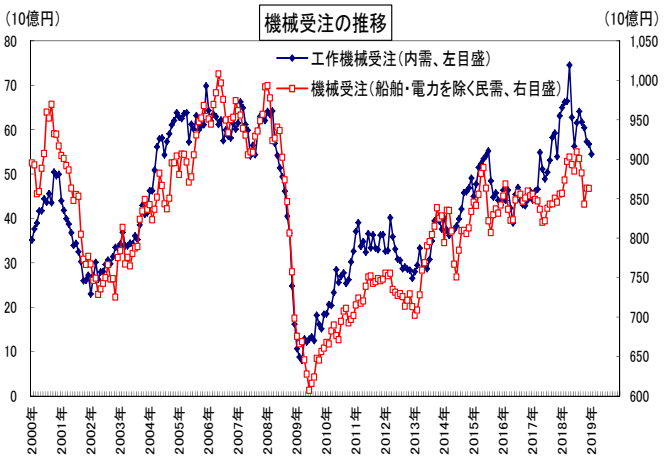
（資料）内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局　（注）消費性向は2人以上世帯（勤労者）



- 企業設備投資
  - 企業部門では人員・資本設備の不足感が高めに推移しているほか、総資産収益率（利払い後）も十分高く、企業業績も高水準で推移するなど、設備投資環境は総じて良好さが維持
  - 18年度の設備投資計画（日銀短観12月調査、全産業＋金融機関、含むソフトウェア・研究開発、除く土地投資額）は前年度比8.7%へ上方修正されるなど、投資意欲は堅調なまま
  - ただし、19年度以降は五輪特需の一服、世界経済・貿易の停滞などへの警戒の強まりから投資姿勢の慎重化が進み、鈍化が見込まれる
  - 実質民間企業設備投資は、18年度：前年度比3.6%、19年度：同1.2%、20年度：同▲1.5%と予測



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

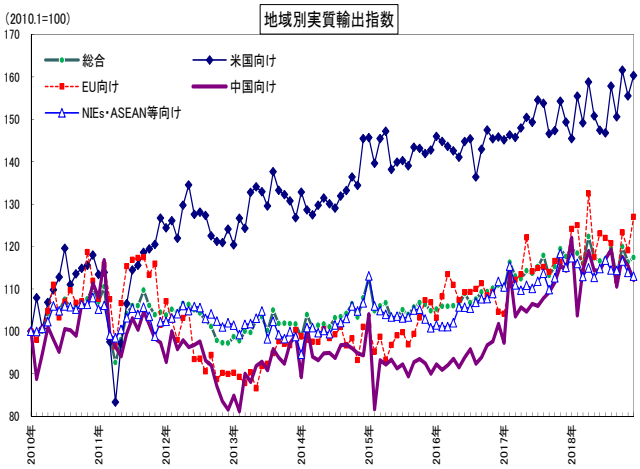


（資料）内閣府、日本工作機械工業会　（注）3ヶ月移動平均

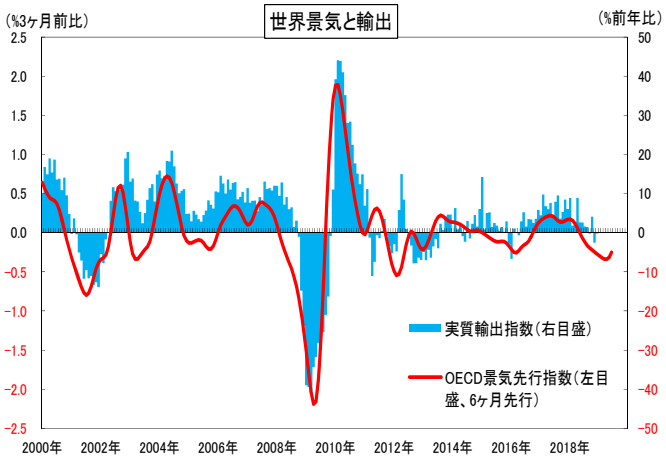



ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 輸出入動向
  - 世界経済、特に中国の成長鈍化の影響で世界貿易の拡大テンポが鈍っているほか、米中貿易摩擦の影響が顕在化することが見込まれ、輸出は減少に転じる（18年度は前年度比1.6%、19年度は同▲1.4%、20年度は同▲0.8%）
  - 一方、19年度半ばまでは国内需要は比較的底堅く推移することから、輸入は増加傾向を維持（18年度は前年度比3.3%、19年度は同4.6%、20年度は0.9%）
    - ただし、19年度下期は消費税増税前の駆け込み需要の反動減で大きく減少
  - 14年度以降は拡大傾向にあった経常収支（17年度21.8兆円）は、18年度：18.1兆円、19年度：15.5兆円と黒字幅が縮小していく見込み（20年度は17.5兆円へ黒字再拡大）
  - 大統領再選を目指して、米国トランプ政権が外交・通商政策面で強硬姿勢を強める可能性もあり、日米TAG交渉の行方には注意が必要



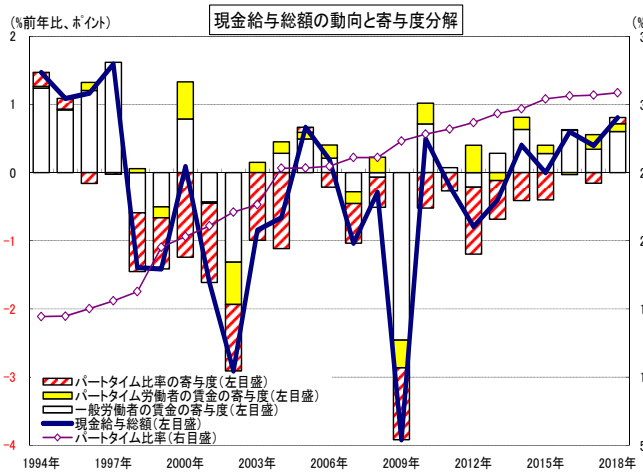

（資料）日本銀行　（注）日本銀行が貿易統計（財務省作成）と輸出入物価指数（日本銀行作成）を用いて試算



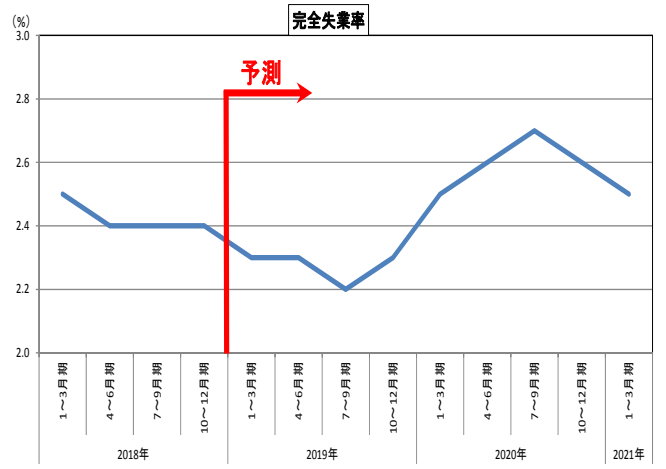

（資料）OECD、日本銀行　（注）OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用



- 雇用情勢
  - 景気改善を受けて労働需要が堅調に推移する中、生産年齢人口の減少が進行しており、労働需給は引き締まり傾向にある
    - 今次景気拡大局面では女性・高齢者の労働参加率が上昇したが、供給余力は着実に乏しくなっており、需給の逼迫状態は継続するとみられる
  - 一方で、「企業から家計へ」の所得還流はあまり進んでおらず、1人当たり賃金は緩やかな上昇にとどまる
    - 加えて、生鮮食品・エネルギーの値上がりなどで実質賃金も低調
  - 失業率は18年度：2.4%、19年度：2.3%、20年度：2.6%と予測
    - 19年度は上期中に2%近くまで低下した後、下期から20年度上期にかけて上昇する




（資料）厚生労働省「毎月勤労統計」より作成　（注）18年は共通事業所ベース（変動率は単純平均している）



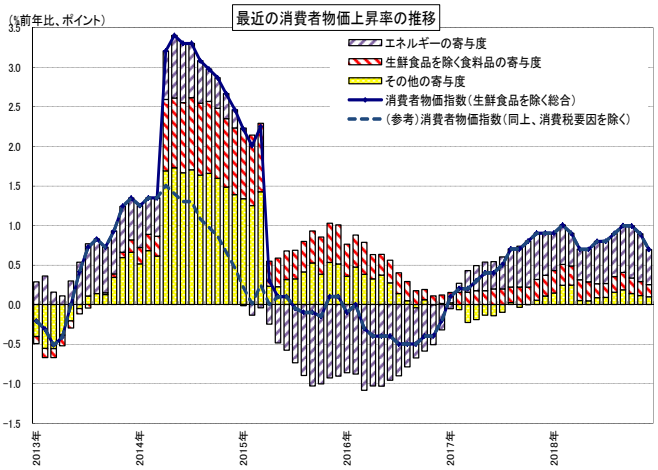

（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成



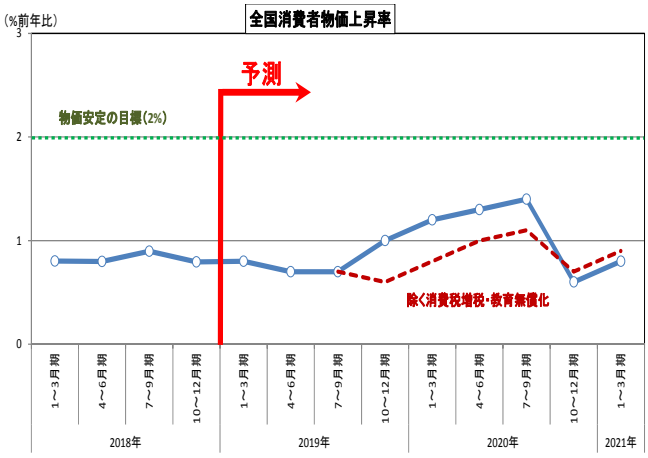


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 物価動向
  - 全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）は、18年9、10月に前年比1%の上昇率を回復
    - エネルギー・食料品が主な押上げ要因で、需給改善に伴う物価上昇圧力はまだ鈍い
  - 原油安や円高等の影響を受けて、19年度上期にかけてエネルギーや輸入消費財は値下がりし、物価指数の押下げに働くほか、教育無償化や携帯電話通話料の値下げも影響する可能性
  - 18年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年度比0.8%、19年度は同0.9%（消費税増税・教育無償化要因を除くと同0.7%）、20年度は同1.0%（同じく同0.9%）と予測、日銀が目標とする前年比2%には届かず
    - 消費税率10%への引上げ（軽減税率を考慮）は19年10月～20年9月の物価上昇率に対して+1.0ポイントと想定（19、20年度でそれぞれ+0.5ポイントずつ）



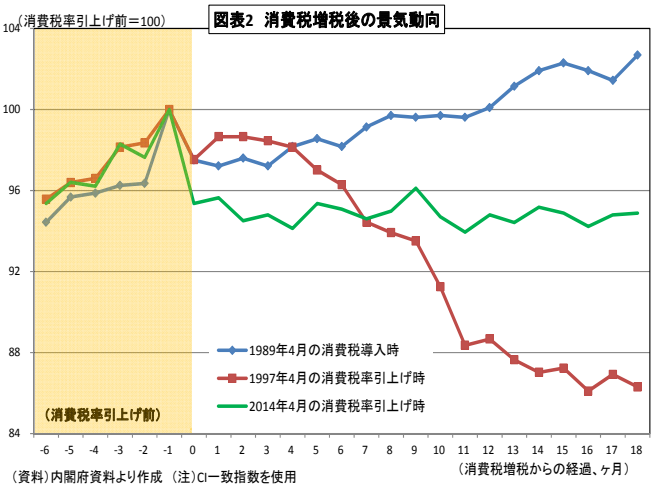
（資料）総務省統計局の公表統計より作成



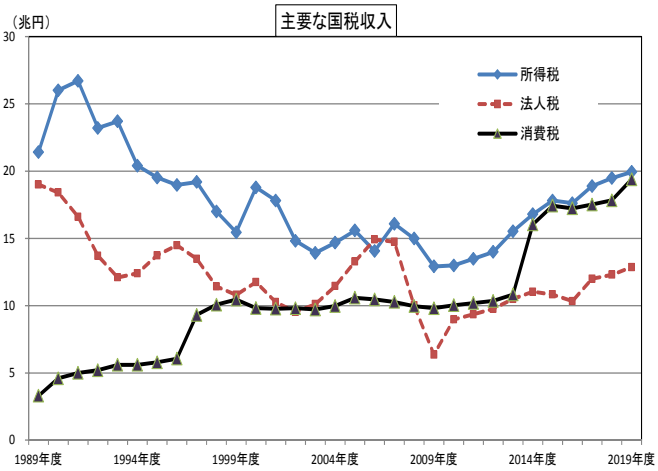
（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成



- （参考）過去の消費税導入・税率引き上げ時の経験
  - 1989年4月（消費税導入時：3%）・・・直間比率の是正、赤字国債依存からの脱却に向けた安定財源の確保
    - バブル景気の真っ只中だったこと、ネットで減税だったことから、景気への影響は軽微（増税前の消費水準を1四半期後（7～9月期）には回復）
  - 1997年4月（消費税率5%への引上げ）・・・増減税一体処理で、3年間の先行減税を実施
    - バブル崩壊後の経済疲弊、増税時に総額8兆円超の国民負担（増税に加え、減税停止や社会保険料引き上げなど）が一気に発生、景気への影響は大きかった（増税前の消費水準の回復まで3年かかった）
  - 2014年4月（消費税率8%への引上げ）・・・社会保障・税一体改革に関する民自公3党合意に基づく増税措置
    - 景気への影響度は大で、4年半が経過しても増税前の消費水準の回復は実現できていない



（資料）内閣府資料より作成 （注）CI一致指数を使用



（資料）財務省、国税庁 （注）2017年度までは決算、18年度は補正後、19年度は当初予算案





ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

# 5　金融政策の見通し

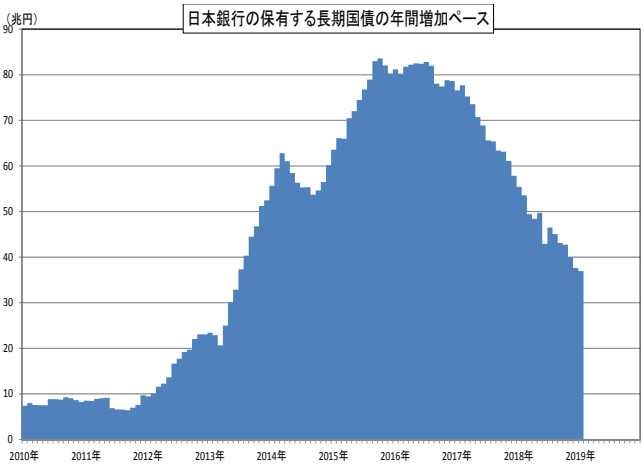
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化
  - 日本銀行は18年7月開催の金融政策決定会合で「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続可能性を強化するための措置を講じており、その後もその枠組みを継続
    - 「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」として、新たに政策金利のフォワードガイダンス（19年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定）を導入することによって「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強める一方、経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動をある程度（±0.2%程度）許容するとともに、ETF・J-REITの年間買入れ額の変動も容認した
  - 既に操作目標は「量」から「金利」に変更されているが、日銀の長期国債保有残高の年間増加ペースは「80兆円をめど」との記述は残っており、最近はその半分以下のペース（年間40兆円割れ）まで鈍化

**資産買入れ方針とバランスシートの見通し**

（兆円）

| | 2012年末 | 13年末 | 14年末 | 15年末 | 16年末 | 17年末 | 18年末 | 19年1月末 | 今後の年間増加ペース |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| マネタリーベース | 138 | 202 | 276 | 356 | 437 | 480 | 504 | 500 | 拡大方針 |
| （バランスシート項目の内訳） | | | | | | | | | |
| 長期国債 | 89 | 142 | 202 | 282 | 361 | 419 | 456 | 461 | +約80兆円をめど |
| CP等 | 2.1 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.2 | 2.0 | 2.2 | 残高維持 |
| 社債等 | 2.9 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.3 | 残高維持 |
| ETF | 1.5 | 2.5 | 3.8 | 6.9 | 11.1 | 17.2 | 23.5 | 24.1 | +約6兆円 |
| JREIT | 0.11 | 0.14 | 0.18 | 0.27 | 0.36 | 0.45 | 0.50 | 0.50 | +約900億円 |
| 貸出支援基金 | 3.3 | 9 | 24 | 30 | 41 | 50 | 47 | 47 | - |
| その他とも資産計 | 158 | 224 | 300 | 383 | 476 | 521 | 552 | 557 | |
| 銀行券 | 87 | 90 | 93 | 98 | 102 | 107 | 110 | 107 | |
| 当座預金 | 47 | 107 | 178 | 253 | 330 | 368 | 389 | 389 | |
| その他とも負債・純資産計 | 158 | 224 | 300 | 383 | 476 | 521 | 552 | 557 | |

（資料）日本銀行　（注）18年末の長期国債、ETF、JREIT保有額は18年1月末からそれぞれ37兆円、6.4兆円、551億円の増加。

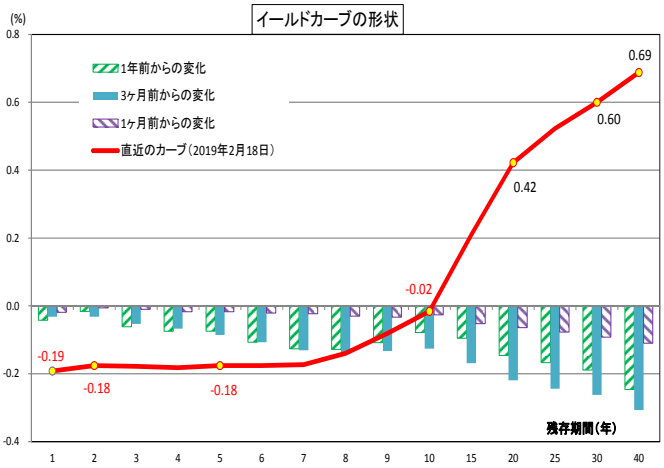



（注）日本銀行資料より作成

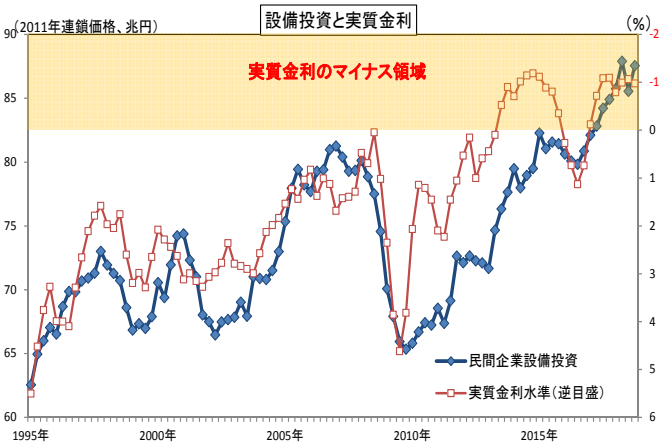


- 景気・物価の下振れリスクもあるが、当面は現行政策を粘り強く継続すると予想
  - 日銀は実質金利をマイナス状態に誘導することを通じて、経済・物価に好影響を波及させる考えを表明し続けており、当面は現行政策の枠組みを粘り強く継続するものと予想される

- 今後想定される景気後退期の対応に苦慮する場面も
  - フォワードガイダンスが導入されたことほか、内外景気の先行き不透明感が強まっていることから、利上げ（長短金利とも）は当面「凍結」、金融機関経営や金融システムには大きな負荷がかかった状況は長期化する様相
  - 先行き、景気・雇用面での悪化が明確になれば、金融政策にも相応の対応が求められる可能性も
    - とはいえ、海外からの「結果的な円安」への批判は根強いほか、即効性・実効性のある対策もあまりない




（資料）財務省資料より作成




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





ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

連載

金融機関の新潮流〈第 11 回〉

# 徹底した訪問活動で現場主義を貫く広島市信用組合

古江　晋也

要旨

広島市に本店を置く広島市信用組合は、①預金と融資に特化した業務の選択と集中、②役職員の徹底した訪問活動、③迅速な与信審査、④バルクセールの導入という独自のビジネスモデルを構築することで、協同組織金融機関の中でもトップクラスの収益性を誇っている。また、2008 年 4 月に新たな出産祝金制度を開始して以降、「職員の努力に報いたい」「ベテラン職員や女性職員は組合の財産」との強い思いから、役職定年制度の廃止、定年延長、女性の登用など様々な人事制度の見直しに着手することで、職員の働く意欲を高めている。

## はじめに

地域経済の疲弊や日本銀行の長引く金融緩和政策を受け、地域金融機関を取り巻く経営環境は一層厳しさを増している。そのため、多くの金融機関は資金利益に加え、非資金利益（手数料ビジネス）に力を入れることで収益の多様化を図ったり、昨今の働き方改革による適正な勤務時間管理の流れや経費削減の観点から取引先への訪問活動の見直しを実施している。

しかし、「地域金融機関の本分とは預金業務と融資業務にある」とのスタンスのもと、役職員の徹底した訪問活動など独自のビジネスモデルを構築することで2018年3月に16年連続コア業務純益の増益を達成するとともに、過去最高益を更新しているのが広島市に本店を置く広島市信用組合（18 年 3 月・預金積金残高 6,094 億円、貸出金残高 5,285 億円、職員数 366 人）である。

## 広島市信用組合を支える 4 つの取組み

現在、協同組織金融機関の中でもトップクラスの収益性を誇る広島市信用組合であるが、01 年 3 月期は、バブル崩壊に伴う景気低迷と、信用組合の監督官庁が都道府県から金融庁へと移管されたことによる資産査定の厳格化を受け、不良債権比率が 17.23%となるなど厳しい経営状況にあった（図表 1）。そこで同組合は、今日のビジネスモデルの礎となる、①業務の選択と集中、②役職員の徹底した訪

写真1　広島市信用組合本店

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

## 図表1　広島市信用組合の主要な経営指標の推移

（単位：億円）

| | 01年3月 | 02年3月 | 03年3月 | 04年3月 | 05年3月 | 06年3月 | 07年3月 | 08年3月 | 09年3月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 格付け（JCR） | — | — | — | — | — | — | BBB＋ ポジティブ | BBB＋ ポジティブ | A－ 安定的 |
| 貸出金残高 | 2,213.35 | 2,210.18 | 2,213.09 | 2,241.60 | 2,313.06 | 2,479.94 | 2,662.91 | 2,792.27 | 2,925.67 |
| 預金残高 | 2,794.07 | 2,790.15 | 2,739.68 | 2,753.81 | 2,820.53 | 2,931.68 | 3,032.23 | 3,165.39 | 3,237.81 |
| 預貸率 | 79.21% | 79.21% | 80.77% | 81.39% | 82.00% | 84.59% | 87.82% | 88.21% | 90.35% |
| 金融再生法開示債権（不良債権） | 390.73 | 311.40 | 277.40 | 221.90 | 186.81 | 175.70 | 153.59 | 127.82 | 59.63 |
| 貸倒引当金 | 136.66 | 107.40 | 86.99 | 68.28 | 45.69 | 41.16 | 42.22 | 39.26 | 31.94 |
| バルクセール金額 | 9.15 | 37.50 | 31.89 | 34.18 | 40.35 | 31.28 | 31.41 | 38.32 | 39.28 |
| 不良債権比率 | 17.23% | 13.89% | 12.42% | 9.82% | 8.01% | 7.03% | 5.72% | 4.53% | 2.01% |
| 自己資本比率 | 6.57% | 7.15% | 7.32% | 8.07% | 8.16% | 8.74% | 9.36% | 9.67% | 10.53% |
| コア業務純益ROA | 0.63% | 0.58% | 0.60% | 0.76% | 0.98% | 1.11% | 1.24% | 1.29% | 1.36% |
| コアOHR | 75.12% | 76.53% | 75.06% | 69.36% | 61.54% | 56.93% | 51.73% | 49.50% | 46.87% |
| コア業務純益 | 17.73 | 16.51 | 16.75 | 22.48 | 29.66 | 35.24 | 42.35 | 45.47 | 49.72 |

| | 10年3月 | 11年3月 | 12年3月 | 13年3月 | 14年3月 | 15年3月 | 16年3月 | 17年3月 | 18年3月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 格付け（JCR） | A－ 安定的 | A－ 安定的 | A－ ポジティブ | A－ ポジティブ | A－ ポジティブ | A 安定的 | A 安定的 | A 安定的 | A 安定的 |
| 貸出金残高 | 3,003.56 | 3,248.58 | 3,674.50 | 3,863.71 | 4,054.43 | 4,348.64 | 4,626.88 | 4,900.47 | 5,285.06 |
| 預金残高 | 3,356.28 | 3,608.80 | 3,996.08 | 4,346.60 | 4,728.54 | 5,179.24 | 5,484.75 | 5,704.49 | 6,094.25 |
| 預貸率 | 89.49% | 90.01% | 91.95% | 88.89% | 85.74% | 83.96% | 84.35% | 85.90% | 86.72% |
| 金融再生法開示債権（不良債権） | 37.59 | 37.50 | 80.56 | 91.67 | 93.85 | 94.66 | 111.32 | 134.81 | 143.04 |
| 貸倒引当金 | 27.57 | 26.83 | 47.16 | 60.18 | 74.73 | 87.72 | 91.99 | 113.8 | 114.97 |
| バルクセール金額 | 35.19 | 34.19 | 25.10 | 33.42 | 47.64 | 50.51 | 40.65 | 23.96 | 42.34 |
| 不良債権比率 | 1.23% | 1.14% | 2.17% | 2.35% | 2.29% | 2.16% | 2.40% | 2.74% | 2.70% |
| 自己資本比率 | 11.30% | 11.60% | 11.00% | 10.77% | 10.78% | 10.15% | 10.11% | 10.05% | 10.09% |
| コア業務純益ROA | 1.43% | 1.51% | 1.65% | 1.59% | 1.56% | 1.46% | 1.38% | 1.28% | 1.18% |
| コアOHR | 45.75% | 44.24% | 40.31% | 39.81% | 39.16% | 40.26% | 39.74% | 38.20% | 36.78% |
| コア業務純益 | 54.00 | 59.05 | 70.07 | 73.88 | 78.51 | 80.51 | 82.73 | 86.44 | 90.70 |

（注）ROAは「コア業務純益÷総資産」、OHRは「経費÷粗利益」で計算している。格付けは日本格付研究所（JCR）による。
（資料）広島市信用組合

問活動、③迅速な与信審査、④バルクセールの導入という 4 つの取組みに挑んだ[注1]。

まず、業務の選択と集中とは、預金業務と融資業務に特化し、投資信託や生命保険等の販売などを行わないことを示す。これは限られた経営資源を有効に活用することと、「融資が地域貢献である」という考え方を具現化するためである。

役職員の徹底的な訪問活動については、例えば、今日では非効率とみなされるようになった定期積金の集金業務をすべての職員が大切にすることはもちろんのこと、ディスクロージャー誌、ミニディスクロージャー誌、業務報告書が発行されると、粗品を持って役職員が手分けをして 1 万 6 千軒の取引先のもとに配布するなど頻繁に訪問することを意味する。また、理事長の山本明弘氏は、業務の合間を見て、ランダムに取引先を訪問しており、その訪問軒数は年間 1,200 軒にものぼるという。

迅速な与信審査とは、すべての融資案件を本部決裁とし、営業店が取引先から融資の申込を受け付け、同融資案件の稟

**写真2 左から山本明弘・理事長、山根勝正・専務理事**

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**図表2　広島市信用組合の人事制度見直しの概要**

**〇役職定年制度の廃止**
・14年3月、役職定年制（部長58歳、副部長57歳、支店長・課長56歳、支店長代理・係長55歳）を廃止し、60歳まで役職を維持
・17年4月、定年延長を受け、65歳まで役職を維持

**〇定年延長**
・17年4月、定年を60歳から65歳に延長（給与は60歳以降、8割を維持）
・17年4月、嘱託職員の雇用上限年齢を65歳から70歳に延長

**〇女性の登用**
・12年3月、5店舗で女性役席を登用（3月末で支店長代理5人、係長29人の合計34人）
・13年2月、女性支店長1人を登用
・19年1月、女性役職79人（課長23人、支店長代理40人、係長16人）

**〇給与の見直し**
・支店長手当および資格手当の引上（支店長手当の場合：15年7月以降で累計＋3万4千～4万3千円）
・初任給の引上（12年4月から7年間で四大卒＋2万8千円、短大卒は＋3万円、高校卒は＋3万3千円）
・食事手当、資格手当の基本給への振替（13年7月～19年3月累計で7万3千円を振替）

**〇適正な時間管理**
・13年4月、早朝8時10分以降の入店厳守を開始
・16年11月、定時退社奨励（規則：8時40分～17時40分）
・17年1月、時間延長可能日を設定し、業務時間管理を実施（平日：定時17時40分退社、5日・10日・15日・20日・25日・26日・27日・28日・29日は18時40分退社可、月末・月初・月末前日19時退社可）

**〇出産祝金（職員、職員配偶者の出産）**
・08年4月より第一子3万円、第二子10万円、第三子20万円を支給
・現在、育児休暇からの復職率は100%（育児休業は子どもが1歳まで、保育所未決定の場合は1歳6ヶ月まで、再度保育所未決定の場合は2歳まで）

（資料）広島市信用組合

議を本部が決裁する期間を原則 3 日としていることである。このスピード審査を可能としている背景には、融資の最終判断を行う常勤理事会を 6 時 45 分から毎日、案件によってはその都度開催していることと、役員が徹底的に取引先を訪問しているからこそ培われた「目利き力」が武器となっている（山本氏は迅速な与信審査を実現するため、05 年 6 月に理事長に就任して以来、通常は朝 3 時 45 分に起床し、5 時には出勤している）。

一般的にバルクセールとは、債権者が債務者の同意なく、債権を第三者に譲渡することができるが、同組合が行うバルクセールは必ず取引先（債務者）の了解を得ることにしているのが特徴だ。このことが累積 626 億 4,200 万円（累計件数 2,737 件）に及んでもクレームがゼロとなっている秘訣である。またバルクセールの導入によって、本部や営業店が不良債権処理による手間が軽減され、融資業務に集中できることと、まだ経営再建の脈があるうちに取引先にバルクセールを提案することで、再生の道を歩むことが可能になるという効果もある。

以上、4 つの取組みが今日における広島市信用組合のビジネスモデルの中核であるが、これらの取組みに加え、08 年度から人事制度の見直しにも積極的に着手することで職員のモチベーションを高めていることも注目される。

(注1) 広島市信用組合の4つの取組みについては古江晋也[2015a]「信用組合における融資推進の現状と課題について」『2012 国際協同組合年記念論文集Ⅲ』全国信用組合中央協会及び、古江晋也[2015b]「信用組合と地域密着型金融第 9 回　徹底した渉外活動を展開する広島市信用組合」『しんくみ』9 月号、全国信用組合中央協会を参照している。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

写真3　広島市信用組合広支店

写真4　広支店内の様子

写真5　左から土井佑允・広支店課長、
谷川弘起・支店長、渡部衣里・課長

## 人事制度の見直し

図表 2 は広島市信用組合における人事制度の見直しの概要である。同組合では 08 年 4 月に新たな出産祝金制度を開始して以降、役職定年制度の廃止、定年延長、女性の登用、給与の見直し、適正な時間管理などさまざまな取組みを進めてきた。この一連の取組みについて、山本氏は「職員の努力に報いたい」という強い思いに加え、ベテラン職員や女性職員は「組合の財産」であり、結婚や出産等で退職すれば、「組合の財産の損失」と話す。特に女性職員の登用については、現在、女性職員 175 人中、79 人を役職（管理職）に登用しているが、同組合では、金融機関が今後さらに成長するかどうかは、女性の登用が重要な鍵を握っていると考えている。

事実、このような人事制度の見直しを受けて、自己研鑽に励むようになった女性職員は多い。人事部人事課長代理の竹内麻理菜氏は、先輩職員が育児休業取得中に宅地建物取引士試験に合格したことに触発され、自身も 17 時 40 分に定時退社できる職場環境をうまく活用、宅地建物取引士試験や銀行業務検定の法務 2 級に合格するなど、日々一歩踏み込んだ業務ができるように努力を続けている。

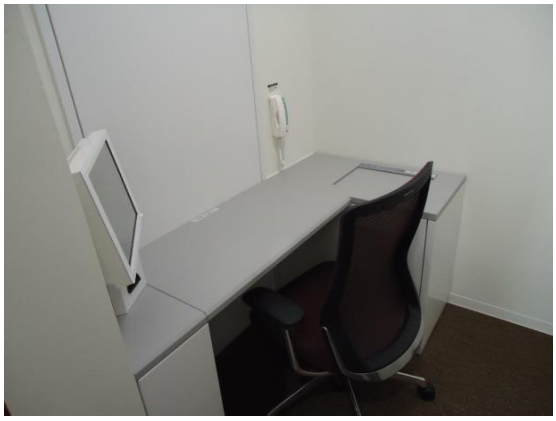
また営業店の時間管理については、例えば、オープン出納機などの事務機器を更新することで事務処理をスムーズにしたり、かつては渉外担当者が作成していた融資案件に関する稟議書を、内勤の役席者が作成するなど業務の分担や協力を図ることなどで、定時退社を実現している。

## 19 年ぶりの新設店舗、広支店の取組み

広島市信用組合は 18 年 11 月、呉市のほぼ全域をカバーする広支店をオープンした（同組合は、14 年に呉市全域を営業区域に加えており、呉市安浦町は安浦支店がカバーしている）。人口規模が県内第 3 位である呉市は造船業や海運業が盛んな地域であるが、中でも広地区は交通の


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**写真6　広支店の貸金庫室**



便のよさから近年、人口が増加しつつある。そのため、近隣には多くの金融機関が軒を連ね、融資競争も激しい地域（地区）でもある。

オープンの準備は、新設店舗への配属が決まった16人の職員が、18年6月から広島市にある本部を拠点に、呉市で「シシンヨー」（広島市信用組合の略称）の認知度を高めるため、担当地区ごとにディスクロージャー誌や決算報告書を手に事業者等を一軒一軒訪問することから始めた。毎日、訪問活動を繰り返すと次第に「がんばりんさいよ」と声をかけてくれる人々も増え、このことが職員の励みになったという。

7月上旬、呉市は豪雨災害に見舞われ、浸水によって機械が動かなくなった工場や、業況の悪化した飲食店が増加した。そのため職員は「何か困ったことはありませんか」と事業者のもとを訪問し、復旧に伴う金融支援にすばやく対応した。そしてこのことが呉市における組合の存在意義を実感してもらうことにもつながった。

豪雨災害からようやく落ち着きを取り戻した7月下旬には、本部（広島市）から新店舗（広支店）に拠点を移し、職員全員が本格的なローラー活動を展開したことに加え、広支店以外の全営業店34人の支店長による10回の応援ローラー、広支店以外の営業店の課長以下一般職員による20回の応援ローラー、新入職員による2回の応援ローラーを繰り広げた。このような多くの役職員の応援を受けたこともあり、オープン当日は1,850人の来店者でにぎわった（オープン当日の預金額は99億円、貸出金額は136億円）。

通常、新設店舗は、数ヶ月が経過すると、預金残高は減少に転じるといわれている。これはいわゆる「祝儀預金」（新店舗開設を祝う預金）が剥落するからである。しかし、広支店は現在も預金、貸出金残高がともに増加している。

預金残高が増加している理由は、同組合のヒット商品である懸賞金付き定期預金「ハッピードリーム定期」の販売に加え、定期積金の集金業務を大切にするスタンスを貫き、取引先のもとを頻繁に訪問しているからである。

また貸出金残高の増加は、フットワークの軽さに加え、職員が一丸となって地域の事業者のさまざまな悩みや要望などに耳を傾けることに注力しているためである。ここでいう悩みや要望とは、「財務内容が改善されても不動産担保が抜けない」「小口融資をお願いすると嫌な顔をされる」などであり、支店長の谷川弘起氏は、事業者一人ひとりの声に丁寧に対応している。この真摯な取組みが事業者の信頼を高めることにつながり、現在では同業者や知り合いの事業者を紹介してくれるケースも増加している。また、広支店課長の渡部衣里氏は「私たちが呉市におけるシシンヨーの看板である」との思いから、後輩職員には明るく丁寧にするのはもちろんのこと、一歩踏み込んだ対


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

**写真7　組合のシンボル像「真心」**

応を心がけるように指導している。

広支店は、既存店のように長年にわたって先輩職員が積み重ねてきた基盤がない。そのため同支店の職員は「私たちが基盤をつくって行かなければならない」という使命感が強くあり、日々、チームワークを発揮し、懸命に地元の人々と対話を繰り返している。

## おわりに

近年、地域経済の疲弊や金利環境を受け、地域金融機関は融資業務だけでなく、非資金利益の増加をめざす動きが活発化している。しかし、このような業務の多様化を図る一方、働き方改革の影響もあり、渉外担当者が取引先事業者のもとを訪問する回数が減少している地域金融機関は少なくない。こうした中、広島市信用組合は業務の選択と集中、迅速な与信審査、バルクセールの導入、人事制度の見直しを図ることで「役職員による足で稼ぐ徹底的な現場主義」を長期にわたって貫く仕組みづくりを構築してきた。この現場主義を長期間継続していくことは並大抵のことではないが、取引先事業者と向き合い、苦労や悩みに耳を傾けてきたからこそ、「ありがとう」と感謝され、「顧客が顧客を紹介する」ようになったのである。今日、地域金融機関のビジネスモデルの再構築が改めて議論されているが、広島市信用組合の事例は「地域金融機関の経営の原点である現場主義を貫く仕組みづくりとはどうあるべきか」を我々に問いかけている。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

地域経済金融

# 地方創生「総合戦略 2018 改訂版」の注目ポイント

## ～東京一極集中の是正をねらう 2 つの新施策～

木村　俊文

### 東京一極集中と地方の担い手不足

第 2 次安倍政権が推進する「地方創生」政策は、2015 年度からの 5 ヶ年計画として始まり、まもなく 4 年が経過しようとしている。

政府はこれまで、企業の地方拠点強化税制や政府機関の地方移転のほか、大学改革など、地方への新しいひとの流れをつくるため様々な施策に取り組んできた。

しかし、若者を中心とした東京圏（東京・埼玉・千葉・神奈川の 1 都 3 県）への転入超過は継続しており、一極集中に歯止めがかかっていない。一方、地方では就業者数が減少し、中小企業の人手不足が深刻化している。

こうしたなか、政府は 18 年 12 月末に取りまとめた「まち・ひと・しごと創生総合戦略 2018 改訂版」において、東京一極集中の是正に向けた取組みの一環として、新たに 2 つの施策を打ち出した。

### 起業・移住支援金の創設

第一は、UIJ ターンによる起業・就業を支援する補助金制度の創設である。

政府は、19 年度から東京 23 区の在住者または東京圏在住で 23 区への通勤者（いずれも直近 5 年以上）が、東京圏以外に移住して起業・就業する場合、最大 300 万円を補助する制度を始める（図表 1）。

移住支援は、一定期間（5 年以上が目安）継続して移住先に住む意思があることを前提として、都道府県が今後開設する移住希望者と中小企業等とのマッチングサイトに掲載された先に就職した場合、または社会的事業を起業した場合（後述）、最大 100 万円が支給される。なお、東京圏であっても過疎地域や離島など条件不利地域に移住する場合も対象になる。

一方、起業支援は、地域の課題解決に資する社会的事業を東京圏以外で新たに起業する人を対象に、事業費への助成として最大 200 万円が支給される。事業分野としては、買い物弱者支援やまちづくり推進など幅広い内容が想定される。なお、東京圏以外の居住者が地方にいたままで社会的事業を起業した場合でも、起業支援金を受けることができる。

図表1　UIJターンによる起業・就業支援

| | |
|---|---|
| 目的 | 東京圏[注1]からのUIJターン促進および地方の担い手不足対策 |
| 支援対象者 | 以下の①から③の全ての要件を満たす者<br>① 東京23区在住者または23区への通勤者[注2]<br>② 東京圏以外の道府県に移住した者[注3]<br>③ 移住地で中小企業等[注4]に就業または起業した者 |
| 事業主体 | 地方公共団体 |
| 支援内容 | 移住・起業に要する費用 |
| 金額 | 中小企業等に就業した場合：移住支援として最大100万円<br>起業した場合：移住支援+起業支援として最大300万円 |

（資料）「地域魅力創造有識者会議・配布資料1-2（18年10月31日）」を参考に「まち・ひと・しごと創生総合戦略（2018改訂版）」より作成
（注1）東京、埼玉、千葉、神奈川の1都3県。
（注2）東京圏在住の23区への通勤者のうち、条件不利地域[注5]在住者を除く。
（注3）東京圏の条件不利地域に移住した者を含む。
（注4）地方公共団体がマッチング支援の対象とした中小企業等。
（注5）過疎地域自立促進特別措置法、山村振興法、離島振興法、半島振興法および小笠原諸島振興開発特別措置法において規定される条件不利地域を有する市町村（政令指定都市を除く）。



ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

政府は20年度からの次期5ヶ年計画を見据えて今後6年間この制度を実施し、UIJターンによる起業・就業者数の目標（6年間で6万人）達成を目指す。

## 中枢中核都市の機能強化

第二は、活力ある地域社会を維持するための、中枢中核都市の機能強化である。政府は、東京圏以外で一定の条件を満たす政令指定都市や県庁所在市などを「中枢中核都市」と位置づけ、新たに全国82市を選定した（図表2）。

政府は中枢中核都市の条件として、①産業活動の発展のための環境、②広域的な事業活動や住民生活等の基盤、③国際的な投資の受入環境、④都市の集積性・自立性、などの機能・性格が備わっていることを挙げている。ただし、昼間人口が少ないベッドタウンの市は除かれた。

これらの都市は、進学や就職を機に東京圏へ転出する若者が多いことが特徴である。そこで、国が地方都市の産業育成やまちづくりを支援することにより雇用創出につなげるなど、東京圏への人口流出を抑止することが狙いとなっている。

政府は、中枢中核都市が共通に抱えている課題（まちなか活性化、住宅団地再生、国際的なビジネス環境の整備等の政策テーマ）を対象とし、希望する自治体の計画に応じて省庁横断チームが現地に赴くなど、手厚く支援する方針である。また、中枢中核都市の機能強化には地方創生推進交付金が活用されるが、現行では市区町村で一律となっている交付上限額を見直し、19年度以降は中枢中核都市向けの上限を新設する方針も示している。

このように中枢中核都市では、財政面中心に支援が拡充されることから、地域の魅力を高めるまちづくりに取り組むことができる。ただし、中枢中核都市に人口が集まる「ミニ一極集中」を招く恐れもあり、周辺市町村が疲弊することがないよう創意工夫する必要もある。

以上紹介した2つの新施策によって、東京一極集中に歯止めがかかるのか、今後の動向が注目される。

図表2　中枢中核都市一覧

| 道府県 | 市数 | 市　名 |
|---|---|---|
| 北海道 | 3 | 札幌☆、函館、旭川 |
| 青　森 | 2 | 青森、八戸 |
| 岩　手 | 1 | 盛岡 |
| 宮　城 | 1 | 仙台☆ |
| 秋　田 | 1 | 秋田 |
| 山　形 | 1 | 山形 |
| 福　島 | 3 | 福島、郡山、いわき |
| 茨　城 | 2 | 水戸、つくば |
| 栃　木 | 1 | 宇都宮 |
| 群　馬 | 4 | 前橋、高崎、伊勢崎、太田 |
| 新　潟 | 3 | 新潟☆、長岡、上越 |
| 富　山 | 3 | 富山、高岡、射水 |
| 石　川 | 1 | 金沢 |
| 福　井 | 1 | 福井 |
| 山　梨 | 1 | 甲府 |
| 長　野 | 2 | 長野、松本 |
| 岐　阜 | 1 | 岐阜 |
| 静　岡 | 4 | 静岡☆、浜松☆、沼津、富士 |
| 愛　知 | 5 | 名古屋☆、豊橋、岡崎、豊田、春日井 |
| 三　重 | 2 | 津、四日市 |
| 滋　賀 | 1 | 大津 |
| 京　都 | 1 | 京都☆ |
| 大　阪 | 7 | 大阪☆、堺☆、八尾、東大阪、岸和田、吹田、茨木 |
| 兵　庫 | 4 | 神戸☆、姫路、尼崎、西宮 |
| 奈　良 | 1 | 奈良 |
| 和歌山 | 1 | 和歌山 |
| 鳥　取 | 1 | 鳥取 |
| 島　根 | 1 | 松江 |
| 岡　山 | 2 | 岡山☆、倉敷 |
| 広　島 | 3 | 広島☆、呉、福山 |
| 山　口 | 3 | 山口、下関、宇部 |
| 徳　島 | 1 | 徳島 |
| 香　川 | 1 | 高松 |
| 愛　媛 | 1 | 松山 |
| 高　知 | 1 | 高知 |
| 福　岡 | 3 | 福岡☆、北九州☆、久留米 |
| 佐　賀 | 1 | 佐賀 |
| 長　崎 | 2 | 長崎、佐世保 |
| 熊　本 | 1 | 熊本☆ |
| 大　分 | 1 | 大分 |
| 宮　崎 | 1 | 宮崎 |
| 鹿児島 | 1 | 鹿児島 |
| 沖　縄 | 1 | 那覇 |
| 計 | 82 | |

（資料）内閣府「中枢中核都市について（18年12月18日）」より作成
（注1）☆は政令指定都市を示す。
（注2）東京圏（東京都、埼玉県、千葉県、神奈川県）以外の昼夜間人口比率0.9以上の市が対象。


ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

金融市場

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

2019年3月号　第30巻　第3号･通巻340号

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

印　刷　所　　（株）謄 栄 社