

金融市場

潮流

長引く米中摩擦
～デカップリングの先に見えるもの～ … 1

情勢判断

国内経済金融
輸出・生産の悪化が鮮明に
～景気動向指数は後退局面入りを示唆～ … 3

経済見通し

2018～20年度改訂経済見通し(2次QE後の改訂)
～2018年度：0.6%成長、19年度：0.3%成長、
20年度：0.2%成長～(いずれも2月時点から据え置き)…11

情勢判断

海外経済金融
労働参加率が上昇することで景気拡大が継続
～一段とハト派色が強まったFRB～…15
2019年成長率目標の引き下げに過度な警戒は不要
～全人代で示された経済運営方針と重点施策～…21

分析レポート

急減速したユーロ圏の製造業を取り巻く懸念点
～貿易摩擦以外に投資の停滞や経済に占める比重の低下も～ …29

今月の焦点

法人企業統計で振り返る平成期の日本企業…33

連載

プライベートセンターで生涯取引をめざす東北労働金庫…37

海外の話題

BREXITアップデート……………41

2019.4

農林中金総合研究所

Norinchukin Research Institute Co.,Ltd.

ホームページ <https://www.nochuri.co.jp>

長引く米中摩擦 ～デカップリングの先に見えるもの～

代表取締役社長 齋藤 真一

米中摩擦が長期化している。経済見通しも直近の中国、欧州の減速を受けて米国を含め世界経済について弱気な見方をする向きが増えている。さらにトランプ米大統領が妥協せず席を立った3月の米朝首脳会談以降、最後はトップ同士が握手するという楽観シナリオが期待できないセンチメントになっており、金融市場参加者も慎重にならざるを得ない。

トランプ米大統領としては、米国株価（時として石油価格も）を踏まえながら、タイミングよく各種ディールを繰り出し、そして、一定期間で収まりをつけることによって、結果として支持率の維持・上昇、ひいては再選につなげたい算段なのであろうが、ここに来て落とし所なり時間軸について思うようにならないというのが本音なのではないか。

中国に対する米国の認識が厳しさを増したのは2018年だ。象徴的なのは18年10月にペンス副大統領がハドソン研究所で行なった1時間近くにおよぶ演説である。この演説において、中国共産党は「中国製造2025」によって世界の最先端産業の90%の支配を目指し、そのために米国の知的財産をあらゆる手段で取得していると断じ、債務の罠（一带一路などで援助を受けた債務国が何らかの形で中国による影響を受けること）やメディア・世論への介入にも触れ、さらに中国は米国が期待した自由化・民主化に向かわず、むしろ統制・抑圧に向けて急激に舵を切ったなどと強烈な批判を行なっている。ペンス副大統領の演説はその場にもいたハドソン研究所中国戦略センターのピルズベリー所長が15年に著した「China2049」（原題「100年マラソン」）に共鳴していると言われる。そこでは、「中国の本当の戦略は建国100周年にあたる49年までに世界の政治・経済・軍事のリーダーの地位をアメリカから奪取すること（これが原題の意味）」であるとし、これまで米国は誤った認識に基づき対中政策を行ってきたと自戒している。

報道によれば、米中交渉は貿易収支の改善（中国は大豆、航空機などの輸入を増やす）、知的財産保護・技術移転強制の禁止（中国側の証として3月の全人代において「外商投資法」を可決している）などにおいて進展しているものの、国有企業向け補助金等の残存する構造問題や合意の履行を検証するための措置（例えば米国が課した追加関税は履行状況を見極めながら段階的に撤廃する）などの点で溝が埋まっていないことから、合意は4月以降にずれ込むと見られている。

これと平行して問題となっているのが華為技術（ファーウェイ）である。同社は、売上高10兆円超、社員数18万人という携帯電話をはじめとする通信機器の巨大メーカーであるが、12年に米国下院情報委員会からスパイ活動などに利用される可能性があること、イラン制裁を遵守していないことなど

の警告を受けた経緯がある。中国への認識が厳しさを増す中、同社は米国の安全保障上の脅威と見做され、18年8月米上下院超党派により可決・成立した19年度米国防権限法によって、8月以降、米政府機関が同社を含む5社の製品を調達することの禁止、20年8月からは同製品を利用している世界中の企業とも取引禁止とされた。また18年12月には同社孟晩舟 CFO が米当局者からの要請によりカナダのバンクーバーで逮捕された。さらに19年1月には米企業から機密情報を盗んだなどの罪状で米連邦検察当局は同社を起訴した。

同社は国防権限法に対して静観していたが、19年3月になって欧州や一带一路参加国など世界中で展開している同社事業についての危機感が高まったことから「適切な手続きを経ることなく特定の組織を標的にする法律であり米国を含め多くの国で憲法違反である」として、米政府を相手取りテキサス州の連邦裁判所に訴えを起こした。

一連の米中摩擦をめぐる議論は、過去のココムや日米摩擦（日米半導体協定、対米自動車輸出自主規制、MOSS 協議、日米構造協議など）を彷彿とさせるが、これらのことは中国も十分に研究し、その後の日本経済の停滞ぶりを見るにつけ米国との交渉において安易な妥協は許すまじと思っているだろう。米国も自らの覇権に関わることとして超党派で議会が問題意識を共有していること、ファーウェイについては司法も絡んでいることから安易な妥協は困難だ。とは言え決裂ではそれぞれのトップの政治的生命を危うくすることから、ある程度時間を刻みながら時々折り合いをつけるしかない。以上のような米中対立の根深さや交渉の長期化を見越して、リスク回避のためにサプライチェーンを変更するという動きが出始めたという話も聞く。昨年後半から、グローバル・サプライチェーンの分断（デカップリング）や軍事・外交的な新冷戦など世界の分断を危惧する向きが増えている。

世界はどこに向かっていくのであろうか。ファーウェイなど通信機器メーカーは今年から本格展開する通信技術 5G の分野で激しく競争している。それはデジタル化されたデータが国家を超えて経済を駆動する第4次産業革命の基盤となる。その様なことが進展している中で、従来型のグローバリズムの主張はどこまで有効か、新しい時代における通商や安全保障のルールは如何にあるべきか、ひいては国の覇権とは何なのか。もしかするとそれら議論の中に長引く米中摩擦の解決策があるのかもしれない。

輸出・生産の悪化が鮮明に

～景気動向指数は後退局面入りを示唆～

南 武志

要旨

2018 年秋以降、世界経済・貿易が減速に転じ、輸出・生産の減少が鮮明になるなど、景気後退局面入りの可能性が囁かれ始めている。当面は、輸出の減少が続くとみられるため、足元は底堅さが見られる企業設備投資もその影響を受けるほか、春闘での賃上げも期待外れの結果となりかねない。さらに、消費税率が引き上げられる 19 年度下期以降は景気悪化が一段と高まるだろう。物価についても、需給改善による押し上げ効果が乏しいなか、先行きは携帯電話通話料の引き下げや教育無償化政策の影響も想定され、しばらくは低調な動きが予想される。

こうしたなか、年内の利上げ打ち止め方針を示した米 FOMC 後の声明文の公表などを受けて、長期金利には一段と低下圧力が掛かった。日本銀行は当面、粘り強く現行政策を継続するとみられるが、徐々に追加緩和の可能性が意識されていこう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2019年				2020年	
	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.064	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0300	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.05	
国債利回り	20年債 (%)	0.360	0.20～0.50	0.15～0.45	0.10～0.45	0.20～0.50
	10年債 (%)	-0.070	-0.15～0.05	-0.15～0.05	-0.20～0.00	-0.15～0.05
	5年債 (%)	-0.180	-0.23～-0.10	-0.23～-0.10	-0.25～-0.10	-0.20～-0.08
為替レート	対ドル	110.2	100～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	124.7	115～135	115～130	115～130	115～130
日経平均株価 (円)	21,428	21,000±1,500	20,000±1,500	19,000±1,500	19,000±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3月26日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

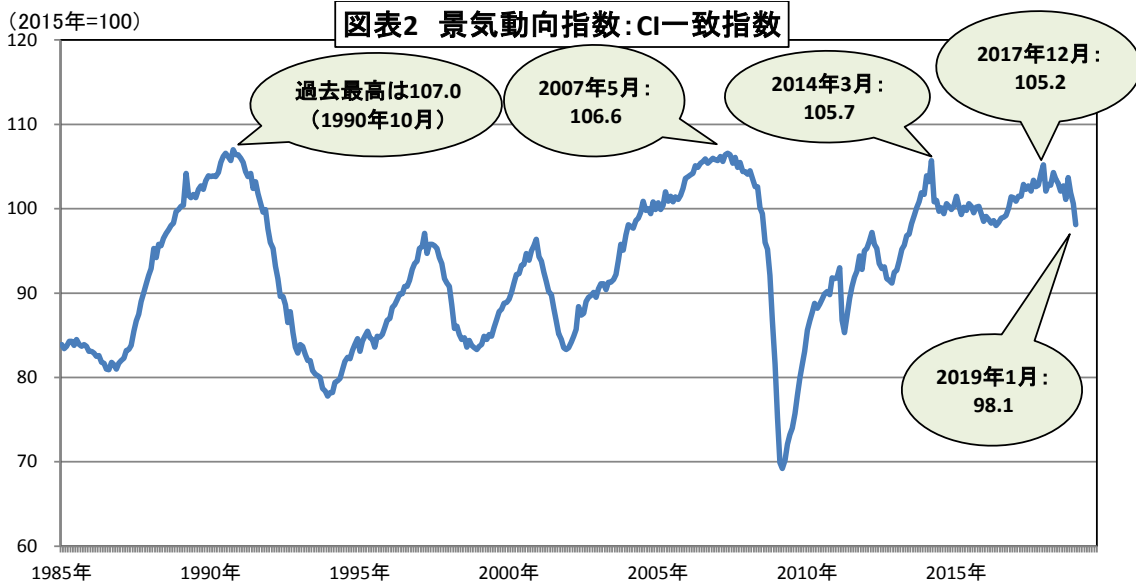
景気後退のシグナル灯る

茂木経済再生相は、1月の月例経済報告に関する記者会見にて、現在の景気の拡大期間が戦後最長になったとの認識を示したが、「平成」最後の1ヶ月を迎えようとする中、景気がすでに転換点(山)を迎えたのかどうか話題となっている。

1月の景気動向指数(確報)によると、CI一致指数は前月から▲2.5ポイントの98.1と、3ヶ月連続の下降となった。既に速報段階で7ヶ月後方移動平均の前月差が3ヶ月連続でマイナスとなり、そのマイナス幅の3ヶ月間の累計が1標準偏差(0.77)を越えたため、基調判断は「足踏み」から「下方への局面変化」へ下方修正されていた。これは、既に景気後退局面

入りした可能性が高いことを暫定的に示している、とのことである。ちなみに、2月のCI一致指数が僅かでも下降すれば、後方3ヶ月移動平均は4ヶ月連続の下降となり、基調判断は「悪化」へと下方修正されることになる。

一方、政府は「このところ輸出や生産の一部に弱さもみられる」としつつも、景気は「緩やかに回復している」との基本認識は崩していない。民間消費、民間設備投資に底堅さが残っていることを理由に挙げているが、平成期の景気循環のほとんどは「輸出」増が景気回復の起点となっており、それが企業マインドを好転させ、「設備投資」などに波及していく特徴をもっている。つまり、輸出増という前提条件が崩れた際に、国内景気には下押し圧力が高まる可能性が高い。最近は人手不足を背景に、賃金上昇も散見されるようになったが、消費の動きは鈍いままで、景気牽引の代役を務める状況にはない。

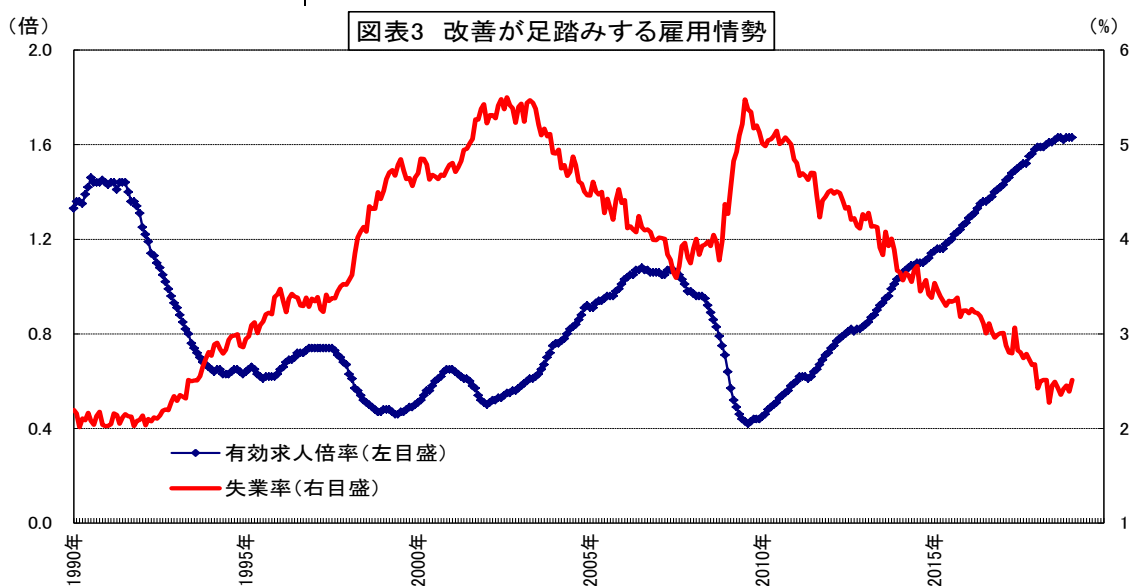


(資料)内閣府

景気の現状：弱い

以下、国内景気について、主要な経済指標を確認しながら概観したい。2月の実質輸出指数は前月比6.0%と、アジアの旧正月要因で落ち込んだ1月(同▲5.3%)からの持ち直しは確認できたが、10~12月平均を2.7%下回っており、1~3月期が2四半期ぶりに減少するのは避けられそうもない。また、鉱工業生産も1月分は同▲3.4%と大きく低下しており、2月に一定の反動増が出たとしても軟調さは拭えない。こうした弱い動きの背景には、世界経済(特に中国経済)の減速や世界的な半導体需要の落ち込みなどがあるとみられる。

さらに、堅調に推移してきた設備投資にも陰りが出始めている。1月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲5.4%と3ヶ月連続の減少で、1～3月期見通し（内閣府集計）も前期比▲0.9%と2四半期連続の減少が見込まれている（前期比プラス確保には2～3月が前月比5.8%のペースで増加する必要がある）。1～3月期の法人企業景気予測調査（政府短観）からは、18年度下期の設備投資計画が製造業で先送りされたことが確認でき、設備投資意欲が急速に慎重化した可能性が高い。



(資料)厚生労働省、総務省

雇用関連指標も改善一服

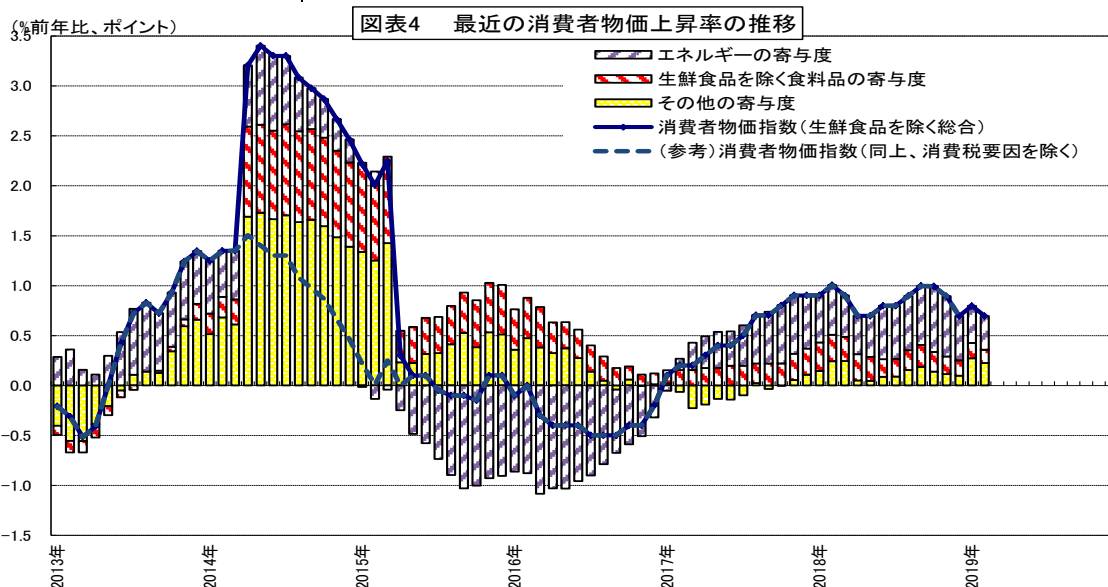
また、人手不足感が強い中、雇用関連指標の改善傾向にも一服感がみられている。失業率は18年5月に2.3%まで低下したが、その後は2.4～2.5%での推移が続くなど、下げ渋っている。また、雇用者数も18年4月（前年比2.8%）をピークに増加率が鈍化している（19年1月は同1.2%）。充足率の低下、欠員率の上昇についてもこの数ヶ月は歯止めがかかっている。

景気見通し：低調続き、19年度下期以降は調整色強まる

先行きについては、OECD景気先行指数、WTO世界貿易予測指数(WTOI)などを踏まえると、しばらく世界経済・貿易の減速が続くと予想される。また、トランプ米大統領は米中通商協議が合意に至っても追加関税措置は解除しない方針を示唆するなど、米中貿易摩擦などの影響も今後顕在化してくることも想定され、輸出環境は厳しさを増していくと思われる。こうした動きは、企業マインドを悪化させ、五輪特需の一巡や企業業績の悪化などとともに、新年度入り後の企業設備投資の減速につながりかねない。

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年度上期までは底堅く推移すると思われる。しかし、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（連合の第1回集計は「ベースアップ+定期昇給」は前年並みながら、ベア単体は1割超の減少）ほか、増税後の反動減から下期は調整色が強まるだろう。

当総研では2018年10～12月期のGDP第2次速報を受けて、2月に取りまとめた「2018～20年度経済見通し」の見直しを行った。日本経済は18年秋以降、マイルドな景気後退局面に入った可能性が高いが、18年度は0.6%、19年度は0.3%、20年度は0.2%と、しばらく低調さが残ると予測している。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

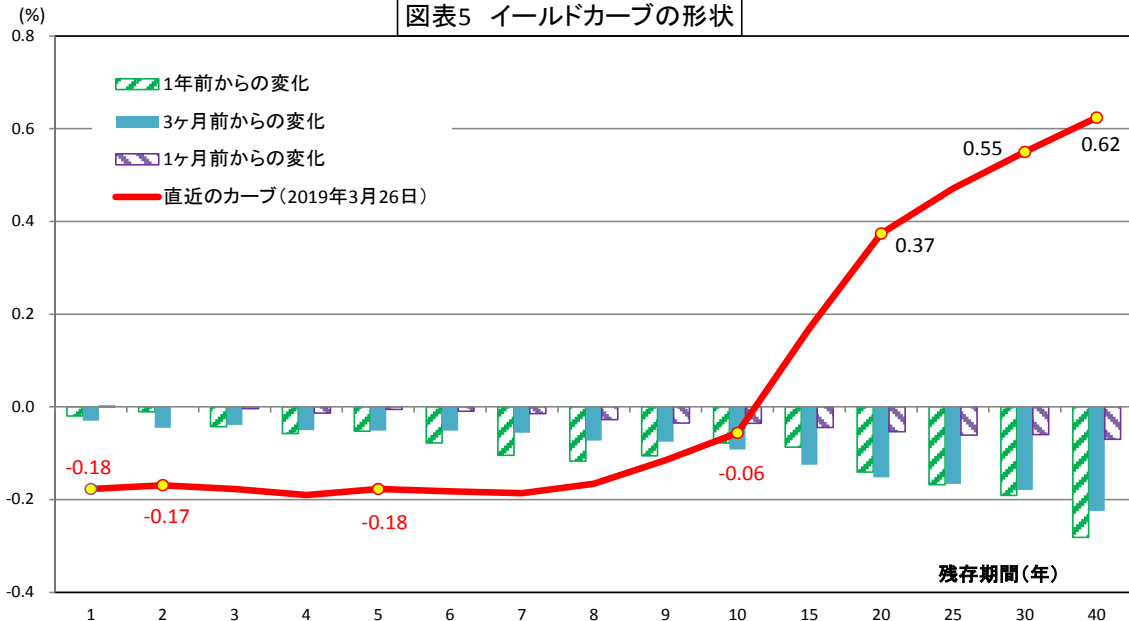
物価動向：先行き鈍化の見込み

2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、4ヶ月ぶりに上昇率の持ち直しが見られた1月から一転、再び鈍化した。なお、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」は同0.4%と、1月と変わらずであったことから、鈍化の主因はエネルギー（特にガソリン）であることが示唆されるが、コアコアの上昇率も自動車保険料（任意）やたばこといった需給とは関係のない部分が一定程度押し上げていることを踏まえると、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が改めて認識できた。

先行きについては、緩やかながらも家計所得は改善傾向にあり、消費を下支えすることが期待される。一方、エネルギー価

格の値下がりの影響が 19 年後半に出るほか、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、円高リスク、携帯電話通話料の引下げや教育無償化政策など、物価指数にとっては押下げ要因は少なくない。19 年度も物価は低調に推移すると思われる。

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

内外景気の先行き不透明感が高まる中、3月14～15日に開催された日本銀行・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。日銀は従来から物価上昇率が2%に達するまで緩和政策を粘り強く継続すると繰り返していること、さらに「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」とのフォワードガイダンスを維持していること等を踏まえると、妥当な結果といえる。

なお、会合後に公表された声明文によると、月例経済報告と同様、景気は「輸出・生産面に海外経済の減速の影響がみられる」としつつも、「所得から支出への前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかに拡大している」との基本認識を据え置いた。物価についても「2%に向けて徐々に上昇率を高めていく」との見方に変更はなかった。

景気への配慮を求められる場面も

今後の政策運営については、上述のような景気認識と先行きも「緩やかな拡大を続ける」との見通し、また物価面でも2%の上昇に向けたモメンタムは維持されているとの評価を踏ま

金融市場：現状・見通し・注目点

金利低下圧力が高まる

当面マイナス圏での推移

えると、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていく可能性は現時点では高い、と思われる。

しかし、6年間も大規模な緩和策を継続してきたものの、物価安定目標の達成時期があたかも逃げ水のように、どんどん遠ざかっている現状を踏まえると、現在の手法は早期の物価安定目標の達成に適切であるのか、他に手立てはないか等、改めて検証が必要になっていると思われる。

さらに、今後は景気への配慮も必要となってくるとみられる。万一、10月に予定する消費税率の引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十分あるだろう。

内外金融市場は、内外経済の先行き不透明感が強まる中、大幅に調整した年末年始からの持ち直しが見られた。直近は、ハト派色が強い米連邦公開市場委員会（FOMC）の決定内容を受けて、世界的に金利低下が進行、円高警戒論も浮上している。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

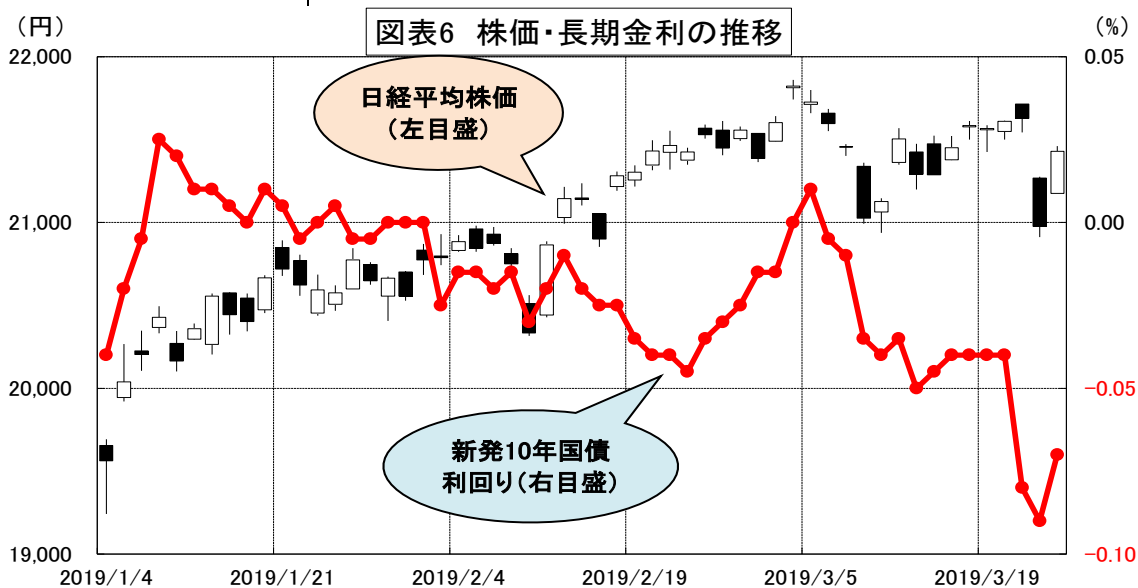
① 債券市場

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、内外景気の改善傾向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、年末にかけては内外景気の先行き懸念が浮上し、リスクオフの流れとなったことから、金利水準は急低下し、同時にイールドカーブのフラット化も進んだ。2月以降、長期金利は概ねマイナス圏で推移しているが、直近は米政策金利が年内据え置きの方算が高まり、金利低下圧力が一段と高まった。

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、金利低下圧力が高い状況が続くものと思

われる。なお、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て動く可能性は低いが、しばらくは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。



上値の重い展開

② 株式市場

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、米国長期金利の上昇への警戒、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。世界経済の先行き懸念が漂うなか、年末にかけて国内企業業績も下り坂との思惑も浮上、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、アップル・ショックによる米株価急落を受けて、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フの流れにつながり、緩やかな持ち直し基調にある。直近は概ね21,000円台で推移している。

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、上値の重い展開が予想される。特に19年度半ば以降は調整色が強まるだろう。

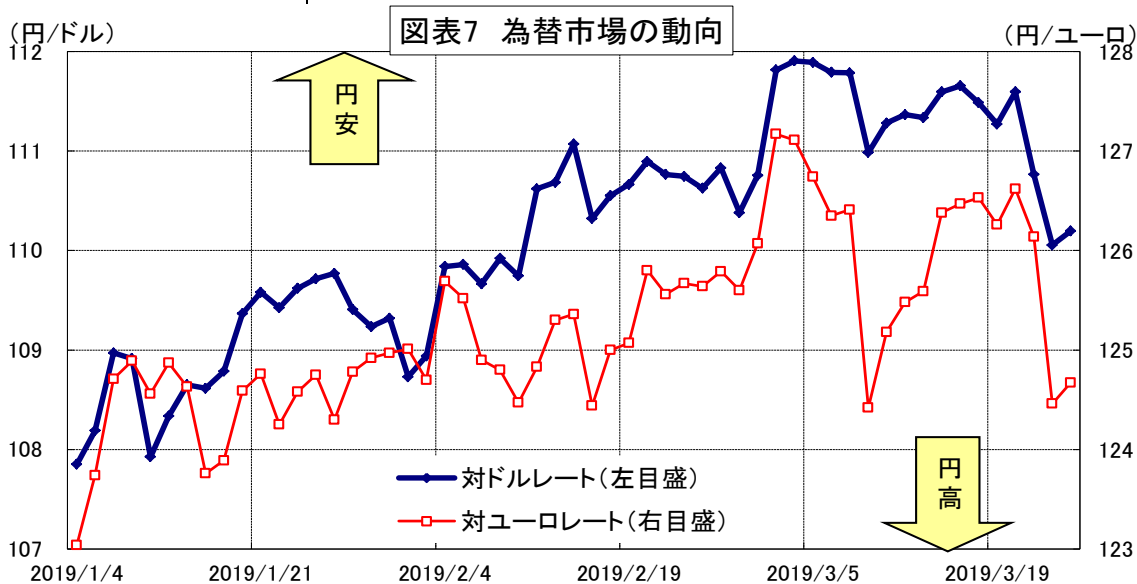
ドル円は111円前後でもみ合い

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。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。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いたほか、ハト派色の強い米FOMCの結果を受けて、足元は110円前後となっている。

最近では、欧米中銀が正常化に向けた動きを一旦中断するなど、円安を支えてきた環境に変化もみられる。労働需給の逼迫状態が続く米国において、利上げ再開を正当化させるような物価・賃金の上昇圧力が高まらない限り、円安進行には限界があるが、日銀の追加緩和観測も意識されており、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。



(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円台後半で推
移**

また、対ユーロレートについては、19年初には一時118円台と1年9ヶ月ぶりに円高ユーロ安となったが、その後はリスクオンの流れとなり、ユーロ高気味の展開となり、直近は120円台後半で推移している。ただし、政治リスク(2月上旬)や金融政策正常化の遅れ(3月上旬)が意識され、一時的に円高が進行する場面もあった。

先行きも、政治リスクや「合意なきBrexit」への警戒も根強く、ユーロ相場は不安定な状況になりやすいだろう。

(19.3.26現在)



農林中金総合研究所

2018～20年度改訂経済見通し

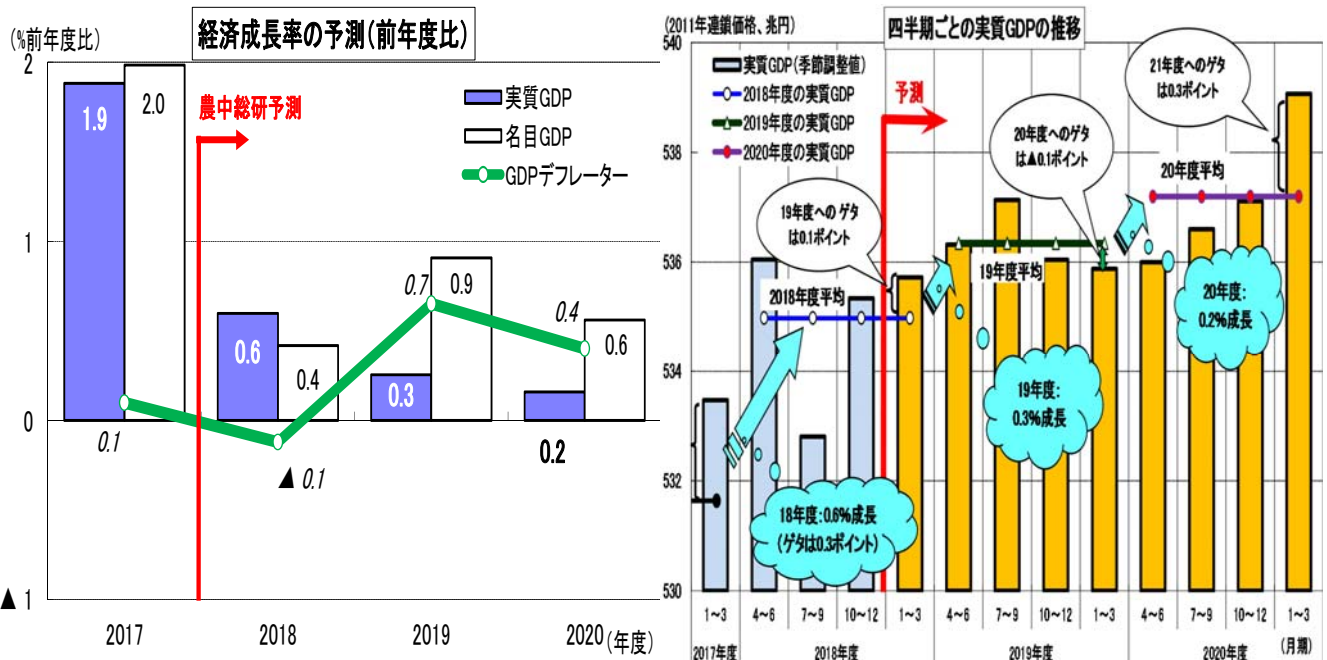
(2次QE後の改訂)

～2018年度：0.6%成長、19年度：0.3%成長、20年度：0.2%成長～
(いずれも2月時点から据え置き)

2019年3月8日

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

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

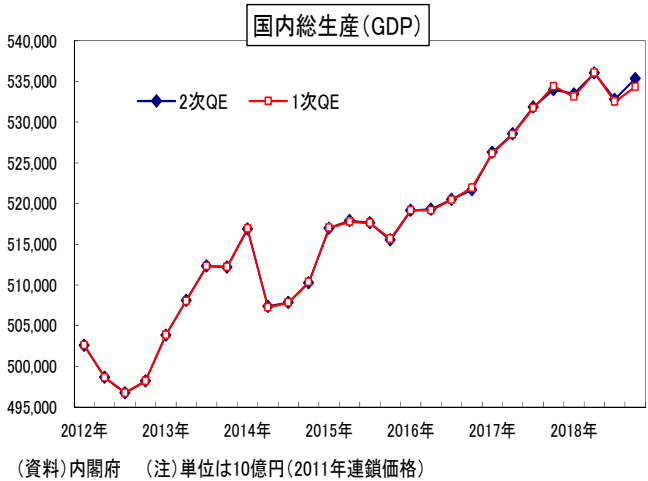
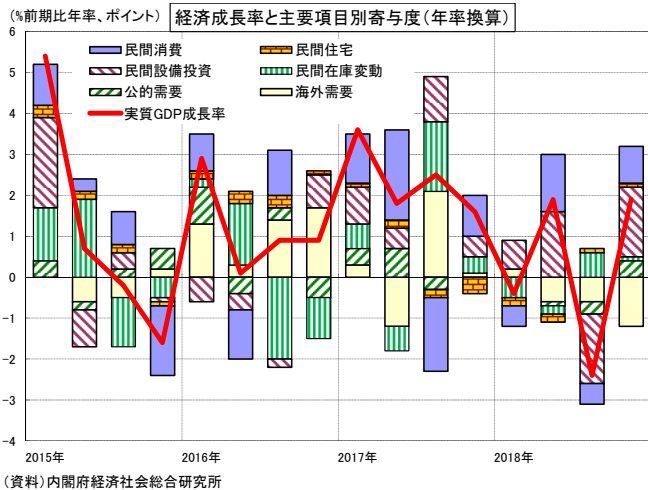


(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

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

1 GDP第2次速報(2次QE)の内容

- 2018年10～12月期のGDPは年率1.9%へ上方修正
 - 10～12月期の法人企業統計季报などが反映された2次QEでは、実質成長率は前期比年率1.9%(1次QE:同1.4%)へ上方修正されたが、7～9月期(同▲2.4%)からの戻りとしては相変わらず鈍い
 - 需要項目別にみると、民間消費、政府消費、公共投資が下方修正されたが、民間企業設備投資、民間在庫変動、輸出は上方修正された
 - 実質雇用者報酬は前期比0.6%(1次QE:同0.7%)へ僅かながらも下方修正
 - GDPデフレーターは前期比▲0.1%、前年比▲0.3%で、いずれも修正なし
 - 名目GDPも前期比0.4%へ上方修正されたが、前年比では▲0.1%と2四半期連続のマイナス

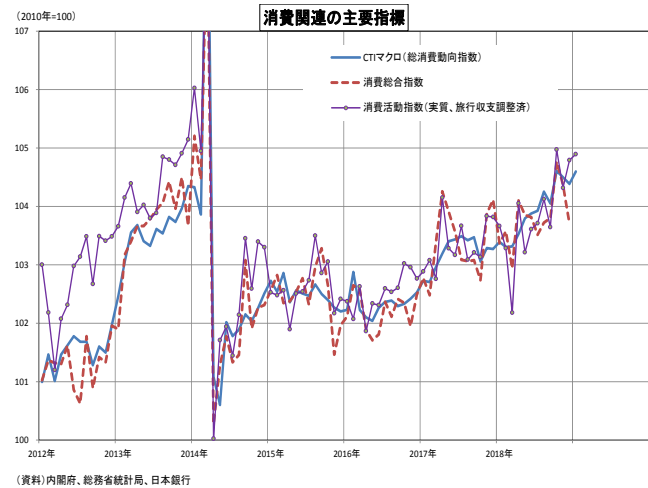
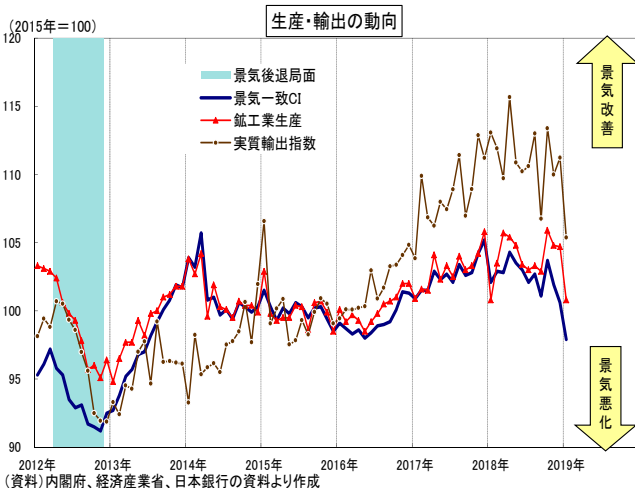


農林中金総合研究所

3

2 前回見通し発表後の経済指標の動き

- 国内景気のピークアウトが意識されつつある
 - 18年度入り後、輸出、生産が弱含みでの推移を続けてきたが、18年秋以降、中国、アジア向け輸出の減少傾向が強まった
 - 旧正月要因も加わり、1月の実質輸出指数は前月比▲5.3%、鉱工業生産(速報)も同▲3.7%と下振れ
 - 1月の景気動向指数では、CIによる景気の基調判断は「下方への局面変化」へ下方修正、既に景気後退局面に入った可能性が高いことを暫定的に示している
 - 雇用環境は堅調さを維持しており、緩やかながらも賃金上昇率はプラスで推移、消費を下支えしている
 - なお、企業の人手不足感も根強いが、有効求人倍率、失業率の改善は足踏み
 - 1月の全国消費者物価(生鮮食品を除く)は前年比0.8%と、3ヶ月連続の1%割れ

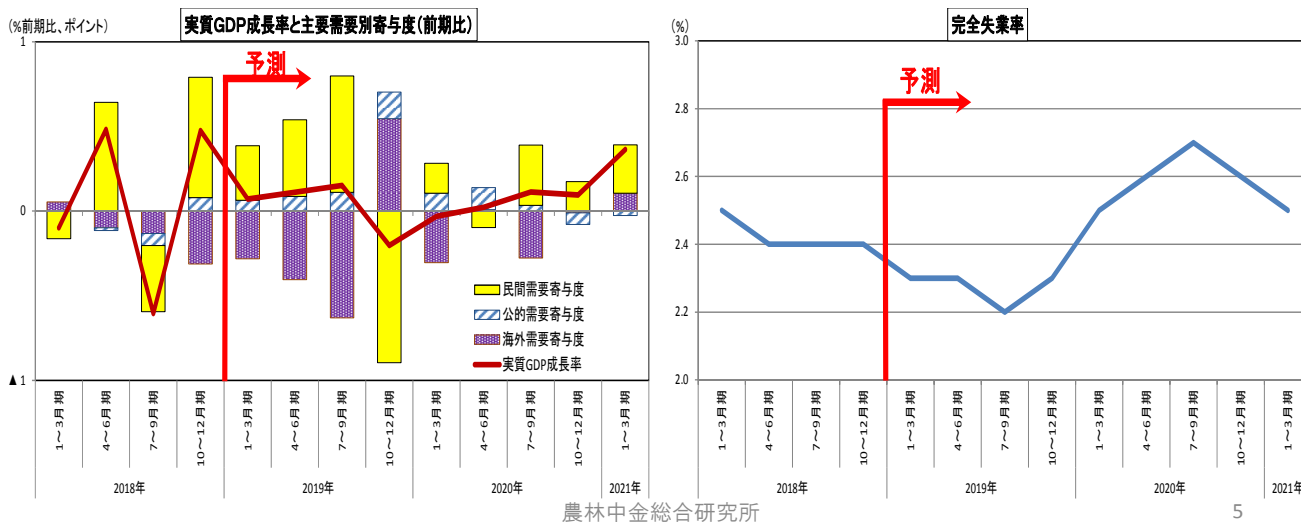


農林中金総合研究所

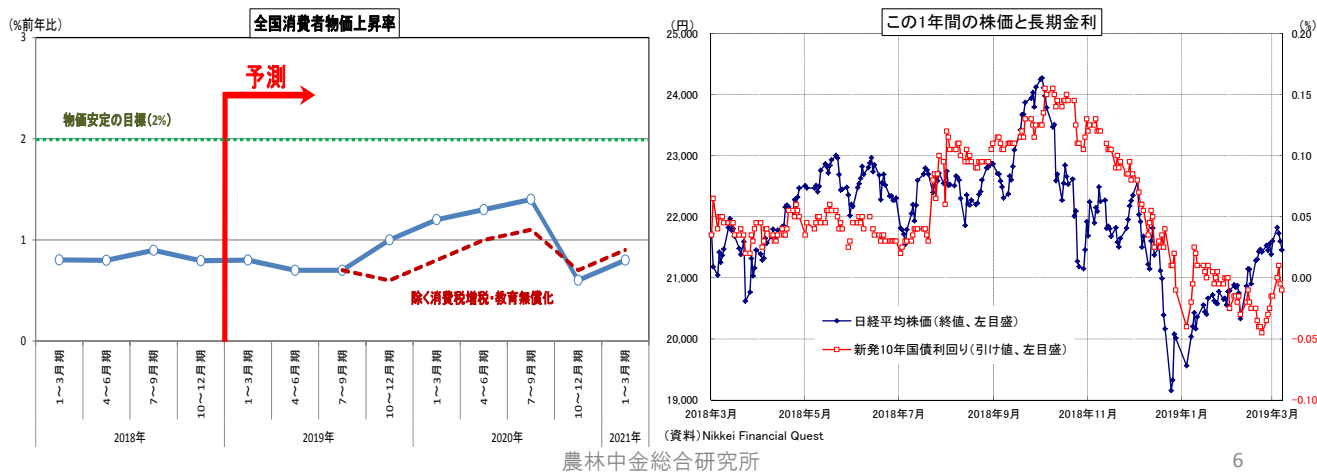
4

3 日本経済・物価の見通し

- 経済見通し ～2018年度は0.6%成長、19年度は0.3%成長、20年度は0.2%成長(いずれも前回予測から据え置き)と予測～
 - 世界経済・貿易の減速が続くなか、景気拡大の起点となる輸出の減少が明確となっているが、足元1～3月期は消費の持ち直し基調が続いているほか、年度内の設備投資も底堅さも残っていることから、前期比年率0.3%と小幅ながらもプラス成長は維持
 - しかし、先行きは輸出減が企業設備投資などに波及していく
 - 労働需給の引き締まりに伴う家計所得の改善、さらには19年10月に予定される消費税率引き上げを控え、19年度上期まで消費は増加が続くが、19年度下期には反動減が出る
 - その後、20年度上期にかけて全般的に停滞気味に推移するが、20年度半ば以降は再び持ち直しに転じる



- 物価見通し ～2018年度:前年度比0.8%、19年度:同0.7%(除く消費税要因、教育無償化政策の影響)、20年度:同0.9%(同)と予測～
 - 19年秋以降の原油安により、19年度半ばにかけてエネルギーによる物価下押し効果が強まる
 - コスト高を価格転嫁する動きが散見されるが、消費の勢いは鈍く、需給改善に伴う物価押し上げ効果は乏しい状況が継続、2%の物価安定目標は遠い
- 金融政策 ～当面は現状維持だが、追加緩和観測も残る～
 - 日本銀行は7月に現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するための枠組みを強化、長期金利の変動幅を拡大するなどの柔軟化を図ったことで金利水準が一旦上昇したが、18年末以降は再び低下
 - 超低金利環境の長期化による金融機関経営や金融システムへの悪影響が懸念されるが、物価安定目標の達成が見通せない上に、景気への対応もあり、当面は現行政策を粘り強く継続する



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	1.2	1.4	0.2
民間最終消費支出	%	1.1	0.6	1.7	1.0
民間住宅	%	▲0.7	▲4.3	▲0.1	▲4.2
民間企業設備	%	4.6	3.8	1.8	▲1.5
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	0.1	▲0.2	▲0.0
公的需要	%	0.6	▲0.0	1.4	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	▲4.1	1.8	0.8
輸出	%	6.4	1.5	▲1.8	▲0.8
輸入	%	4.0	3.3	4.3	0.8
国内需要寄与度	ポイント	1.5	0.9	1.5	0.5
民間需要寄与度	ポイント	1.3	0.9	1.1	0.2
公的需要寄与度	ポイント	0.1	▲0.0	0.3	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	18.0	15.5	17.5
名目GDP比率	%	4.0	3.3	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。

	単位	2017年度 通期	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
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	1.2	0.5	0.6	1.4	1.3	▲0.2	0.2
民間最終消費支出	%	1.1	0.6	0.4	0.4	1.7	1.5	0.6	1.0
民間住宅	%	▲0.7	▲4.3	▲2.7	2.2	▲0.1	0.8	▲4.7	▲4.2
民間企業設備	%	4.6	3.8	1.7	0.8	1.8	2.0	▲2.3	▲1.5
公的需要	%	0.6	▲0.0	▲0.2	0.2	1.4	0.7	1.3	1.2
政府最終消費支出	%	0.4	1.0	0.4	1.1	1.3	0.4	0.9	1.3
公的固定資本形成	%	0.5	▲4.1	▲2.2	▲3.7	1.8	2.0	3.0	0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.3	▲3.0	▲1.6	▲4.3	▲8.7	▲9.0	▲8.5	▲10.3
輸出	%	6.4	1.5	▲0.1	▲1.0	▲1.8	▲1.1	▲1.4	▲0.8
輸入	%	4.0	3.3	1.0	2.3	4.3	3.7	▲0.1	0.8
内需寄与度(前期比)	%	1.5	0.9	0.4	0.7	1.5	1.2	▲0.2	0.5
民間需要(＃)	%	1.3	0.9	0.4	0.7	1.1	1.1	▲0.5	0.2
公的需要(＃)	%	0.1	▲0.0	▲0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3
外需寄与度(＃)	%	0.4	▲0.3	▲0.2	▲0.5	▲1.1	▲0.9	0.1	▲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	94.3	96.0	92.5	88.8	95.0	82.5	83.8
経常収支	兆円	21.8	18.0	9.8	8.2	15.5	5.9	9.6	17.5
貿易収支	兆円	4.6	0.3	0.8	0.5	0.2	▲2.0	2.2	4.7
外国為替レート	円/ドル	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

	単位	2017年度 通期	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
名目GDP	%	2.0	0.4	0.6	0.2	0.9	0.8	1.0	0.8
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	1.2	1.0	1.4	1.4	2.2	0.7	0.2
民間最終消費支出	%	1.1	0.6	0.3	0.9	1.7	2.0	1.4	1.0
民間住宅	%	▲0.7	▲4.3	▲7.7	▲0.9	▲0.1	2.7	▲3.0	▲4.2
民間企業設備	%	4.6	3.8	3.9	3.8	1.8	4.2	▲0.6	▲1.5
公的需要	%	0.6	▲0.0	▲0.3	0.1	1.4	1.0	1.8	1.2
政府最終消費支出	%	0.4	1.0	0.6	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3
公的固定資本形成	%	0.5	▲4.1	▲3.8	▲4.8	1.8	0.7	4.3	0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.3	▲3.0	▲1.6	▲4.3	▲8.7	▲9.0	▲8.5	▲10.3
輸出	%	6.4	1.5	3.6	▲0.4	▲1.8	▲1.4	▲2.3	▲0.8
輸入	%	4.0	3.3	3.0	3.6	4.3	6.4	2.1	0.8
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
(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	%	2.7	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	0.6	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、予測値は当院による。

農林中金総合研究所

7

予測表(四半期)

	単位	2018年				2019年				2020年				2021年 1~3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	4~6月期	7~9月期	10~12月期	
名目GDP	%	▲0.3	0.4	▲0.5	0.4	0.3	0.2	0.4	0.2	▲0.0	▲0.1	0.3	0.2	0.5
実質GDP	%	▲0.1	0.5	▲0.6	0.5	0.1	0.1	0.2	▲0.2	▲0.0	0.0	0.1	0.1	0.4
(年率換算)	%	▲0.4	1.9	▲2.4	1.9	0.3	0.4	0.6	▲0.8	▲0.1	0.1	0.5	0.4	1.5
民間需要	%	▲0.2	0.9	▲0.5	0.9	0.4	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	0.4	0.3	0.6	1.4	▲1.0	0.3	0.2	0.7	0.2	0.3
民間住宅	%	▲2.0	▲2.0	0.6	1.1	1.0	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	▲2.6	2.7	1.5	1.0	0.5	▲3.0	0.9	▲0.8	0.5	▲0.6	0.9
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲0.1	▲0.1	0.1	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.2	▲0.1	▲0.0	▲0.1	0.2	▲0.0
公的需要	%	▲0.0	▲0.1	▲0.3	0.3	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	0.7	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	▲0.7	▲2.3	▲1.7	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	1.0	▲1.1	▲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	3.0	▲3.5	1.2	▲0.5	1.5	0.5	0.5
国内需要寄与度	ポイント	▲0.2	0.6	▲0.5	0.8	0.4	0.5	0.8	▲0.7	0.3	0.0	0.4	0.1	0.3
民間需要寄与度	ポイント	▲0.2	0.6	▲0.4	0.7	0.3	0.5	0.7	▲0.9	0.2	▲0.1	0.4	0.2	0.3
公的需要寄与度	ポイント	▲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	ポイント	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.3	▲0.3	▲0.4	▲0.6	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	5.0	5.3	4.5	4.4	3.8	3.4	2.5	5.1	4.5	4.0	4.0	4.5	5.0
名目GDP比率	%	3.7	3.8	3.3	3.2	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。

農林中金総合研究所

8

労働参加率が上昇することで景気拡大が継続

～一段とハト派色が強まった FRB～

佐古 佳史

要旨

3月のFOMCでは年内の利上げ回数は0回との大勢見通しが示され、前回12月の年2回の利上げ見通しから一段とハト派化した。また、B/S縮小を9月に停止することがほぼ決定されたことも市場にはハト派的に映った。

2月の非農業部門雇用者数の鈍化はネガティブサプライズとなったものの、賃金上昇率と25～54歳の労働参加率の上昇が相まって、引き続き景気拡大が見込める。

一段とハト派化したFOMC

世界経済の先行き懸念が強いなかで迎えた3月のFOMC（19～20日）では、終了後に公表された経済見通しなども含め、FRBが一段とハト派色を強めたことが確認された。経済見通し（大勢）では、12月時点から19年の経済成長率とPCEデフレーター上昇率が下方修正された。こうした見通しに呼応する形で、利上げ回数については、12月時点での19年内2回との見通しから、年内0回へと下方修正された。ドットチャートによれば、19年内の利上げを想定しないFOMC参加者17人中11人に上り、参加者内での意見の集約も認められた。

記者会見においてパウエル議長は、欧州と中国経済の減速が米国経済にとって向かい風であるとの認識を示しつつも、19年の米国経済は底堅いとやや楽観的な認識を示した。一方で、インフレ率が物価目標である2%を依然として下回っていることや、期待インフレ率が2%に届いていないことに懸念を示しており、「忍耐強い」スタンスの継続が強調された。

全体としては、19年の米国経済成長は底堅いとしつつも、インフレ率が目標をやや下回っているため、利上げは想定しないという政策判断におけるバランス感覚は、やや近視眼的と評価する。3月のFOMCを終えてFRBは、インフレ率が安定的に2%を中心に推移する（即ち、2%を超える月も散見される）ようになるまでは、現状の政策金利の誘導水準（2.25～2.5%）を維持する、長期戦の構えとなったと考えてよいだろう。

図表1 FRB大勢見通し(3月時点)

	2019年	2020年	2021年	長期見通し
実質GDP (％前年比)	1.9～2.2	1.8～2.0	1.7～2.0	1.8～2.0
12月時点 (％前年比)	2.3～2.5	1.8～2.1	1.5～2.0	1.8～2.0
失業率 (%)	3.6～3.8	3.6～3.9	3.7～4.1	4.1～4.5
12月時点 (%)	3.5～3.7	3.5～3.8	3.6～3.9	4.2～4.5
PCEデフレーター (％前年比)	1.8～1.9	2.0～2.1	2.0～2.1	2.0
12月時点 (％前年比)	1.8～2.1	2.0～2.1	2.0～2.1	2.0
コアPCEデフレーター (％前年比)	1.9～2.0	2.0～2.1	2.0～2.1	
12月時点 (％前年比)	2.0～2.1	2.0～2.1	2.0～2.1	
政策金利(中央値) (%)	2.375	2.625	2.625	2.75
12月時点 (%)	2.875	3.125	3.125	2.75

(資料)FRBより作成

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

B/S 縮小停止を 明示

また、見通しに加えて、3月のFOMC後にはバランスシート(B/S)縮小に関する決定事項が公表された。主な内容はとしては下記の5点に集約される。

- ①現在1ヶ月あたり300億ドルの米国債再投資停止額の上限について、19年5月から同150億ドルに減少させ、B/S縮小ペースを緩める
- ②B/S縮小については19年9月末に結論を出す予定である
- ③9月末時点での準備預金の平均残高は、効率的に金融政策を行うために必要な水準よりは、幾分大きいと予想される
- ④長期的には、資産として国債のみを保有する目的から、政府機関債と不動産担保証券(MBS)の保有残高の削減は継続する
- ⑤19年10月から、満期を迎える政府機関債と不動産担保証券(MBS)の元本は、月額200億ドルを上限として米国債への再投資へ振り向ける(国債残高の平均満期と概ね等しくなるように異なる満期の国債を購入、200億ドル超過分はMBSなどを再投資)

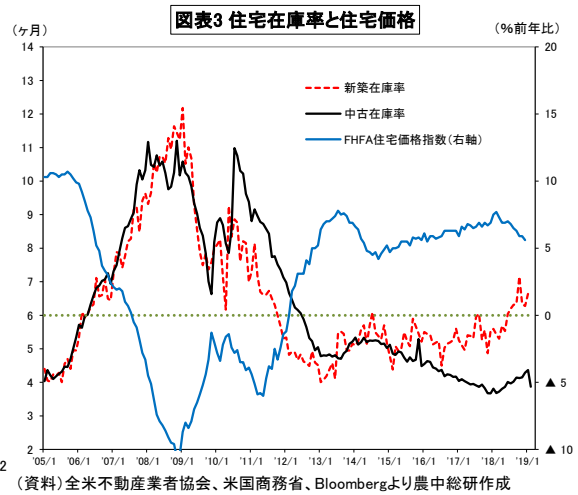
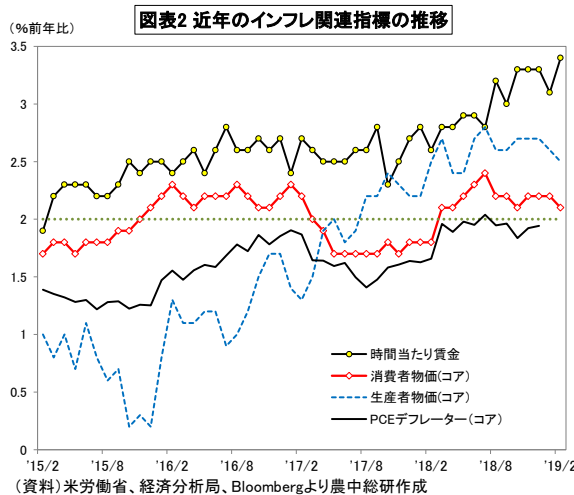
9月末にB/S縮小が事実上終了する可能性が非常に高くなったことで、市場へはハト派的な印象を与える内容となった。また、具体的な手順と内容がスケジュールを明確にしつつ公表されたことで、B/S縮小に関する不確実性が低下した点は高く評価できる。

インフレ率はや 鈍化

さて、インフレ関連の指標に目を転じてみると、2月分は消費者物価指数(CPI、コア)、生産者物価指数(コア)の伸びがともに鈍化した(それぞれ、前年比2.1%、2.5%)。CPIの項目別では新車と処方薬の価格の低下が大きかったが、振れ幅が大きい項目であるため下落基調と判断するのは時期尚早といえる。また、足元では特に新築の住宅在庫率が基準となる6ヶ月を上回っており、住宅価格の上昇が鈍化している。前月比0.3%ペースで推移してき

た住居費（ウェイトはCPIの約3割を占める）の動向にも注意する必要があるだろう。

こうしたインフレ率の鈍化によって、FOMCはより長い間「忍耐強く」いることが可能となったが、中立的な水準の下限に政策金利が据え置かれている現在の状況に鑑みれば、労働参加率の上昇余地が米国経済の成長余地に直結すると考えられる。



労働参加率の上昇

その他の足元の指標を確認すると、2月の非農業部門雇用者数は前月から2万人増と1月から大幅に鈍化し、市場にはネガティブサプライズと映った。弱い雇用者の伸びとは対照的に、失業率は3.8%へ、広義失業率(U6)は7.3%へとそれぞれ低下し、平均時給の伸びは前年比3.4%へと加速した。雇用統計全体としては強くも弱くもない内容と解釈できる。

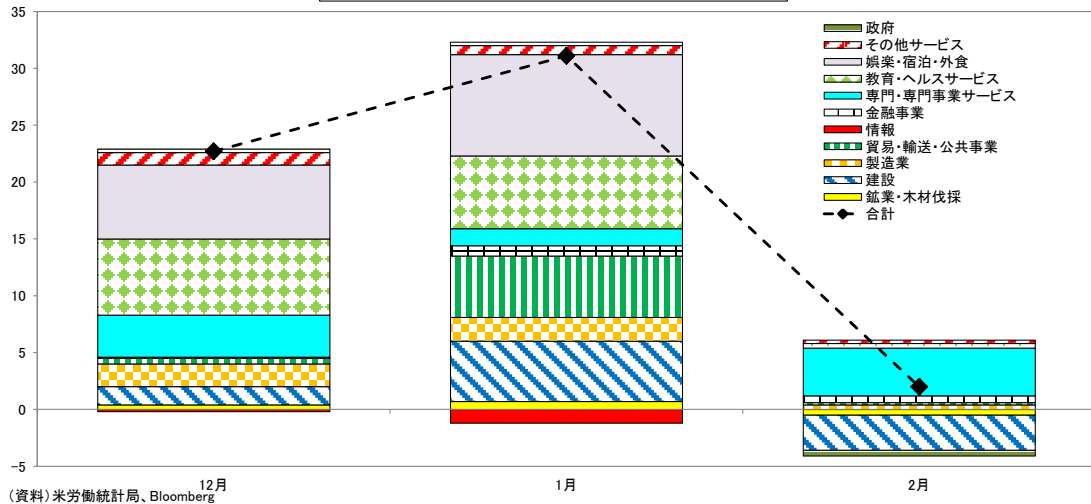
ただし、2月の雇用統計を解釈するに際しては、①非常に堅調な内容となった1月からの反動と②寒波の影響で採用活動が鈍ったことに注意する必要がある。特に、②の影響で賃金上昇率は実勢よりやや高めに算出された可能性がある。

求人件数については、1月時点で失業者を104.6万人上回っており、労働市場のひっ迫が続いていると評価できる。こうした、人手不足と賃金上昇を背景に労働参加率がじわじわと上昇しており、特に、25～54歳の年齢層の女性の労働参加率の上昇が著しい。

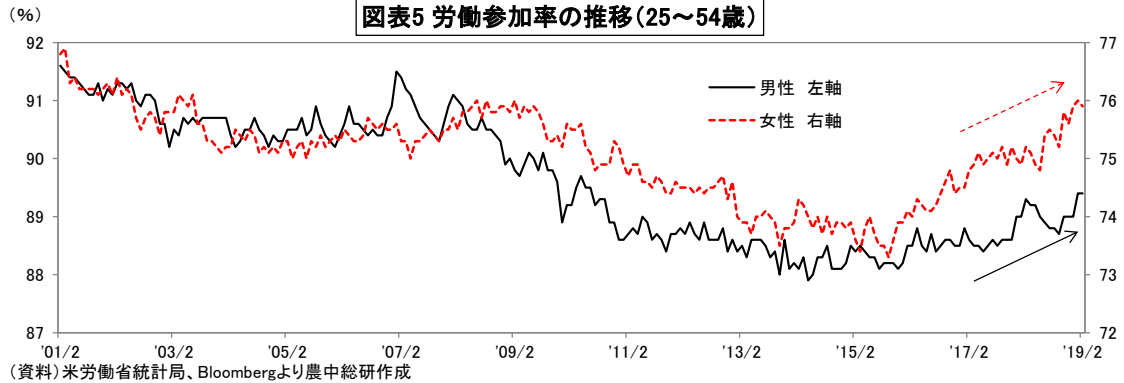
総じて言えば、米国労働市場は、供給制約が意識される天井に迫る過程にあり、依然としてピークの手前の段階と判断できる。また、労働参加率の上昇に伴う雇用の伸びと人手不足に起因する賃金上昇が消費を下支えすることから、成長率は18年から鈍化するものの、米国経済の息の長い景気拡大が続くと考えられる。

(前月差、万人)

図表4 足元3ヶ月の非農業部門雇用者数変化の内訳



図表5 労働参加率の推移(25~54歳)



世界経済との連動性が薄れた輸出

次に、18年の米国の貿易を振り返ってみたい。米国からの主要な輸出財としては、石油製品(635億ドル)、工業機械(603億ドル)、医薬品(546億ドル)などが挙げられる。輸入財では原油(1,571億ドル)、医薬品(1,338億ドル)、自動車部品(1,132億ドル)が上位を占める。財部門のみにおいては、中国(4,192億ドル)、メキシコ(815億ドル)、ドイツ(682億ドル)、日本(676億ドル)などに対する貿易赤字が大きかった。

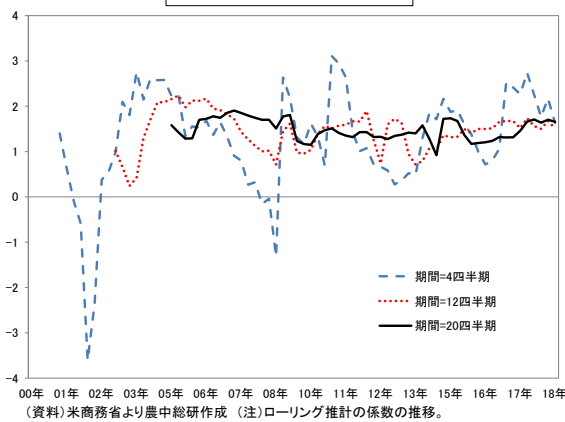
また、輸出入の伸びについて考察する(注)と、輸入とGDPの関係では、GDPの伸びに対して輸入が約2倍の伸びを示している。旺盛な輸入需要の背景にある堅調な経済成長が貿易赤字の原因と考えられる。

一方、輸出(財のみ)については、米国を除く世界全体での輸入量の伸びに対して、米国からの輸出はその3割程度にしか反応しておらず、18年はこの関係性がやや低下したことも明らかとなった。この点は、世界貿易から米国の孤立度合いが強まっている

とも考えられる。すなわち、欧州、中国を中心に世界経済が今後回復した場合も、米国の輸出の増加にはあまり寄与しないと考えられる。むしろ、関税を脅しとして使いつつ二国間でのディールを重視するトランプ政権のアプローチには、その是非は別として、一定の合理性があるのかもしれない。

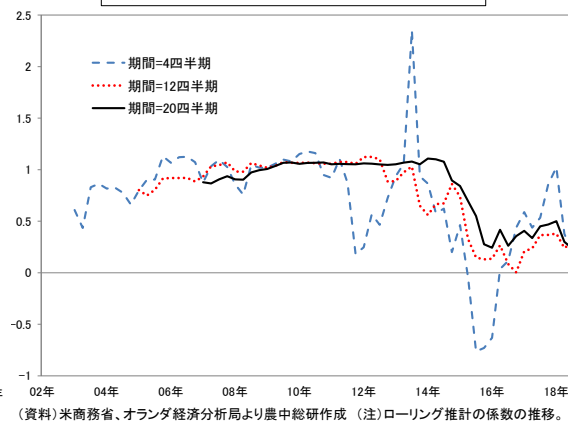
(注) 輸入については、 $d \log(\text{米国財} \cdot \text{サービス輸入}) = \beta * d \log(\text{米国 GDP}) + \text{誤差項}$ 、輸出については、 $d \log(\text{米国財輸出}) = \beta * d \log(\text{世界輸入量} - \text{米国輸入量}) + \text{誤差項}$ とした。サンプル期間の長さを一定としながら、少しずつ推定期間をずらして係数を推定する、ローリング推計を利用した。

図表6 輸入とGDPの関係



(資料)米商務省より農中総研作成 (注)ローリング推計の係数の推移。

図表7 世界経済の輸入と米輸出の関係

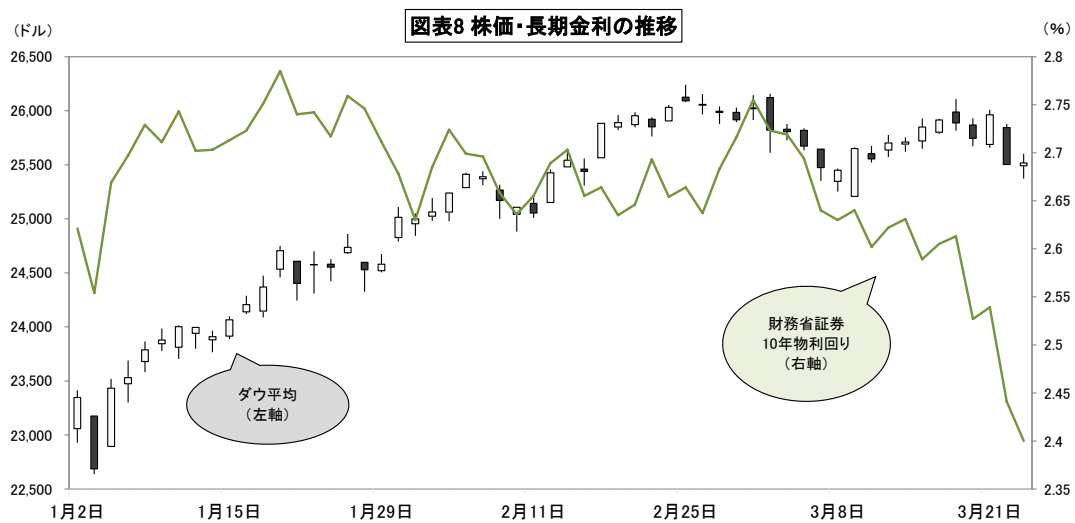


(資料)米商務省、オランダ経済分析局より農中総研作成 (注)ローリング推計の係数の推移。

長期金利：2.4～2.6%のレンジを予想

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%を中心に推移してきた。年内の利上げ回数が0回との見通しが示された20日以降世界経済への懸念が一段と強まり金利は2.4%まで低下し、10年債と2年債の金利が逆転する逆イールドが07以来11年半ぶりに発生した。

先行きに関しては、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に加えて、3月のFOMCを経てハト派色が一段と強まった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、米長期金利のレンジは切り下がったと考えられ、2.4～2.6%での推移を見込む。



(資料) Bloombergより農中総研作成

株式市場：頭打ち

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。足元では、通商協議は具体的な進展に乏しいものの、貿易摩擦が深刻な問題に発展しないという楽観論が織り込まれるに従い、株価は底堅く推移してきた。しかしながら、一般的に景気後退の先行指標として知られる逆イールドが22日に生じたことから、ダウ平均は25,502.32ドルへと下落した。

先行きについて考えてみると、FRBのハト派スタンスから下値は限定的と思われる一方で、逆イールドに加えて、3月のドイツ製造業PMIが44.7と、判断の分かれ目となる50を3ヶ月連続で割り込み、世界経済についての先行き懸念は根強い。また、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も想定しがたい。加えて、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悪材料だろう。こうしたことから、株価は頭打ちでの推移となるだろう。(19.3.26 現在)

2019 年成長率目標の引き下げに過度な警戒は不要

～全人代で示された経済運営方針と重点施策～

王 雷軒

要旨

1～2 月期の経済指標からは、輸出が軟調に推移したほか、内需(投資+消費)も総じて弱い動きが確認され、景気減速は続いているとみられる。

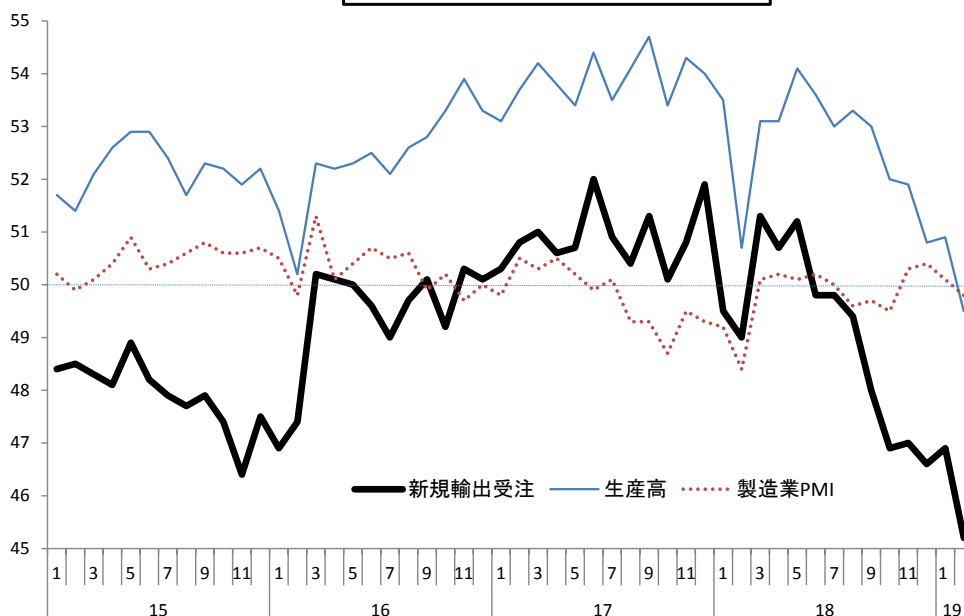
こうしたなか、全人代で示された経済運営方針などを確認すると、さらなる「積極的財政政策」に加えて、「穏健な金融政策」を通じて民間企業や中小企業の資金調達を支援することとしており、年半ばまでには底入れする可能性は高い。

足元も景気減速が続く

2010 年をピークに減速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) と再び減速した。その後も、1、2 月分の経済指標を分析する限り、景気減速が続いているとみられる。

以下では、まず、経済指標から足元の景気動向を述べたうえで、全人代で示された 19 年の経済運営方針や重点施策を確認してみたい。

図表1 製造業PMI(統計局)の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成、直近は19年2月。

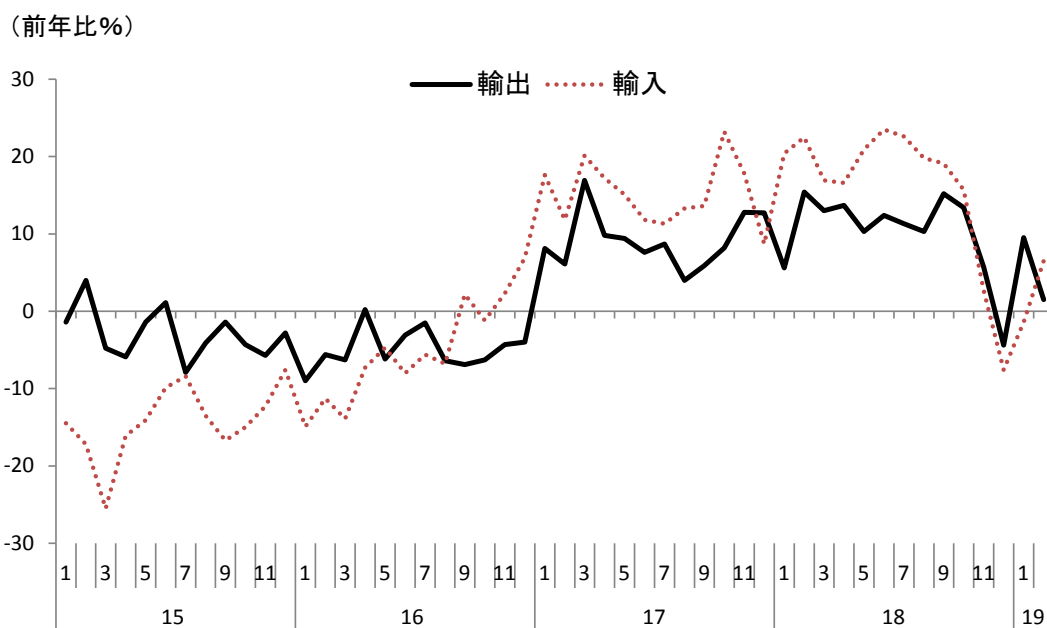
製造業 PMI の 50 割れが続く

まず、国家统计局が発表した2月の製造業 PMI は 49.2 と、3ヶ月連続で景況感の分岐点となる 50 を下回った(図表 1)。サ

ブ指数を確認しても、新規輸出受注は 45.2 と大きく低下したことが見て取れる。

ただし、企業規模別にみると、中小企業、中堅企業は依然として景況感が悪化したが、大企業については2ヶ月連続で景況感が上向いた。後述のように、金融機関が民間企業、とりわけ中小企業向けに低利融資を実行し始めていることなどから、先行きへの過度な警戒は不要と思われる。

図表2 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。

1、2月分の輸出も均して低調

18年12月の輸出入額は一時減少したが、19年1、2月の輸出額の伸び率はプラスに戻っている(図表2)。しかし、これで輸出環境が改善したわけではない。とくに春節の時期のずれ(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思われるからだ。実際、1、2月分を均すと、輸出の伸び率が0.1%に留まっており、輸出をめぐる環境は芳しくない。このうち、対米の輸出入額はいずれも大きく減少している。

現在、進められている米中通商協議で一定の合意ができたとしても、米国向けの輸出は軟調に推移する可能性が高く、輸出全体を押し下げる要因となろう。

引き続き米中通商協議を注視

後述のように、知的財産権保護などについては、中国がそれなりの措置を取ったものの、それを検証するための措置が不十分として米国が中国製品に課している追加課税を止めないこ

とが表明されたため、予定された3月末の米中首脳会談が見送られたと思われる。

このように、米中通商協議をめぐる不透明性が高まりつつあるなか、第8回、9回の米中通商協議（閣僚級）はそれぞれ3月28～29日（北京）、4月初め（ワシントン）に行われる予定であるが、引き続きそれらの動向を注視したい。

図表3 中国の小売上総額の推移(名目)



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成、直近は19年1～2月分。

個人消費の弱い動きが継続

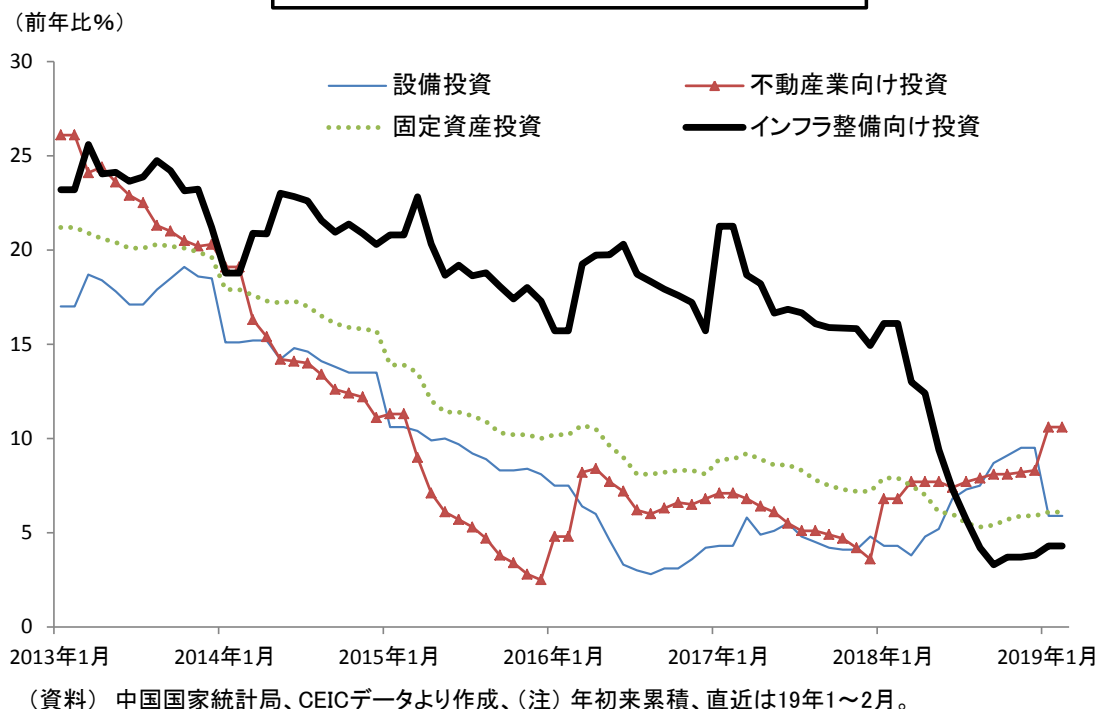
一方、内需（投資＋消費）に目を転じて、一部の経済指標に持ち直しの動きがあったものの、総じて弱い動きに留まっている。

まず、個人消費について見てみよう。1～2月期の小売上総額は前年比8.2%と12月（同8.2%）から伸び率が横ばいだったが、18年1～2月期（同9.7%）と比べると減速した（図表3）。このうち、ネット販売を通じた小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▲13.7%と8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改善すると見込まれる。ただし、賃上げペースが鈍化しているなか、住宅ローン返済など家計負担は依然として重く、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4 中国の固定資産投資と内訳の推移



1~2 月期の固定資産投資はやや上向く

投資については、1~2月期の固定資産投資は前年比6.1%と18年12月(同5.9%)から伸び率がやや高まったが、低空飛行の状況は変わらない(図表4)。

内訳を確認すると、設備投資は下向きに転じたものの、不動産業向け投資は底堅く推移した。加えて、地方政府および国有企業が抱える過剰な債務の削減によって18年入り後急ブレーキがかかったインフラ整備向け投資にもようやく底入れの動きが出始めている。

先行きについては、全人代で大規模な企業減税や地方債発行枠の拡大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、社債発行支援や借換金利の優遇などを通じて民間企業、とりわけ中小企業への支援を強化していることもあり、固定資産投資全体の持ち直しの動きが強まってくる可能性は高い。

全人代の開催

こうしたなか、3月5~15日に開催された第13期全国人民代表大会(全人代、国会に相当)第2回会議では、政府活動報告、国民経済・社会発展計画案、予算案などが採択された。

全人代は、前年の主要経済数値目標の取組状況を振り返ると

**19年の成長率目標は6
~6.5%に引き下げ**

ともに、今年の成長率目標の設定、経済運営方針、重点施策等を決定する会議である。

以下では、李首相による政府活動報告（以下、報告と略す）を中心に、19年の経済運営方針や重点施策などをまとめてみよう。

まず、報告にある経済関連の数値目標をみてみよう。今回も、先行きの不確実性を背景に多くの経済関連目標の具体的数値が据え置かれたか、そもそも示さなかったことが特徴である（図表5）。

予想通り、中国政府は19年の成長率目標を18年の「6.5%前後」から「6~6.5%」に引き下げた。雇用を維持し、小康社会の全面的完成に必要な成長率の下限である6%は示された。なお、18年までの実績に基づくと、20年に向けたGDPの2010年対比倍増目標の達成には、19年と20年の2年間で平均6.14%の成長が必要となる。

また、固定資産投資に加えて、小売売上総額に関する数値目標も設定されていない。ここ数年、固定資産投資などの実績値が目標値を下回る状態が続いた。これを踏まえ、19年も数値目標が明示されなかったと思われる。

図表5 中国経済の目標数値と実績数値の推移

項目		実績数値			目標数値			
		16年	17年	18年	16年	17年	18年	19年
経済成長	実質GDP成長率(前年比%)	6.7	6.8	6.6	6.5~7	6.5	6.5	6~6.5
	固定資産投資(前年比%)	8.1	7.2	5.9	10.5	9.0	—	—
	小売売上総額(前年比%)	10.4	10.2	9.0	11.0	10.0	10.0	—
雇用	都市部新規就業者増加数(万人)	1,314	1,351	1,361	1,000	1,100	1,100	1,100
	都市部登録失業率(%)	4.0	3.9	3.8	4.5	4.5	4.5	4.5
	都市部調査失業率(%)	5.0	4.9	4.7	—	—	5.5	5.5
物価	消費者物価指数(前年比%)	2.0	1.6	2.1	3.0	3.0	3.0	3.0
金融	マネーサプライ(M2、前年比%)	11.3	8.2	8.1	13.0	12.0	前年実績	名目GDP相当
	社会融資総量残高(前年比%)	16.6	13.4	9.8	13.0	12.0	—	—
財政	収支(兆元)	-2.18	-2.38	-2.38	-2.18	-2.38	-2.38	-2.76
	財政赤字の対GDP比(%)	-2.9	-2.9	-2.6	-3.0	-3.0	-2.6	-2.8

(資料) 国家統計局、各年全人代政府活動報告などより作成、(注)「—」は明示せずを意味する。

**想定を超えた「積極的
財政政策」**

次は19年の経済運営方針(財政+金融)について紹介したい。報告では、「積極的財政政策」と「穏健な金融政策」を維持した。まず、19年の財政政策については、19年度(1~12月)

**金融政策では、とくに
中小企業への資金供
給強化が特徴**

**19年の重点施策は10
項目**

予算では、財政赤字の対 GDP 比の目標値が▲2.8%と18年の実績（▲2.6%）、目標値（▲2.6%）を上回る水準に設定された。この比率は一時低下していたものの、再び拡大することとなった。

加えて、地方債の発行枠を18年より8,000億円多い2兆1,500億円に設定した。地方政府は資金調達のために発行する地方債の枠を18年より積み増した。

さらに、企業減税額と社会保険料負担の軽減額を合計で約2兆元とし、18年当初の約1.1兆元（実績は1.3兆元）に比べて約2倍に増額されている。

なお、全人代閉幕後の記者会見で、李首相は大規模企業減税と社会保険料引き下げの実施時期についてそれぞれ4月1日と5月1日から開始することを公表した。

19年の金融政策については、緩和と引き締めバランスがとれた「穏健な金融政策」に設定されている。M2と社会融資総量の伸びを名目 GDP の伸びに見合ったものとし、経済が合理的なレベルでの推移するための資金供給を十分に行うとしている。

このように、金融政策は穏健的とし、国有商業銀行（大手）の中小零細企業向け融資を30%以上増やすとの目標が課されるなど、主に民間企業、とりわけ中小企業への資金供給を強化する一方、ばらまきはしないと明記している。

そして、報告では、19年の重点施策として、①引き続きマクロコントロールの革新や充実を図り、経済成長を合理的な区間内に確実に保つ、②市場の活力を引き出し、ビジネス環境の改善に注力する、③イノベーションによる発展の牽引を堅持し、新たな原動力を育成する、④強大な国内市場の形成を促し、潜在的内需を掘り起こす、⑤小康社会の全面的完成という任務の達成を目指し、貧困対策と農村振興を着実に推進する、⑥地域間の調和のとれた発展を促し、新型都市化の質を高める、⑦汚染対策と生態系保全を強化し、環境配慮型の発展を全力で推進する、⑧重点分野の改革深化、市場メカニズムの整備を加速する、⑨全方位の対外開放を推し進め、国際的な経済協力・競争における新たな優位性を育成する、⑩社会事業の発展加速、国民生活の一層の保障と改善をはかる、の10項目を掲げている（図表6）。

18年全人代報告で示された重点施策のなかでは、第1に挙げ

ていたのがサプライサイドの構造改革をさらに推進することであったが、19年には盛り込まれていないことからみて、当局が安定成長を維持するスタンスに変わったことが示されている。

図表6 19年全人代で示された政府の重点施策と具体的な取り組み事項

①引き続きマクロコントロールの革新や充実を図り、経済成長を合理的な区間内に確実に保つ
1)さらに大規模な企業減税実施、2)企業の社会保険料負担の大幅な軽減、3)財政支出の削減、4)企業の資金調達難および資金調達コスト高という問題の緩和、5)地方債発行の枠の拡大、6)雇用の安定と拡大
②市場の活力を引き出し、ビジネス環境の改善に注力する
1)審査・認可のスリム化とサービス提供の利便化、2)公正な監督管理で公平な競争を促す、3)改革を通じた企業関連料金負担の軽減
③イノベーションによる発展の牽引を堅持し、新たな原動力を育成する
1)伝統産業の改造・高度化、2)新興産業の急速な発展を促進、3)科学技術による下支え強化、4)大衆による起業・革新をより一層促進
④強大な国内市場の形成を促し、潜在的内需を掘り起こす
1)消費の安定成長の維持、2)有効な投資需要を合理的に拡大
⑤小康社会の全面的完成という任務の達成を目指し、貧困対策と農村振興を着実に推進する
1)的確な貧困削減の推進、2)農業生産とりわけ食糧生産の強化、3)農村整備を着実に推進、4)全面的に農村改革を深化させる
⑥地域間の調和のとれた発展を促し、新型都市化の質を高める
1)地域経済圏整備計画の推進、2)新型都市化をさらに推進
⑦汚染対策と生態系保全を強化し、環境配慮型の発展を全力で推進する
1)引き続き汚染対策を推進、2)グリーン・環境保護産業の発展を促進、3)生態系の保護・復元を強化
⑧重点分野の改革深化、市場メカニズムの整備を加速する
1)国有投融資会社(国有資本)・国有企業の改革を加速、2)民間企業の発展環境の改善に注力、3)租税・財政と金融体制の改革を深化させる
⑨全方位の対外開放を推し進め、国際的な経済協力・競争における新たな優位性を育成する
1)対外貿易の安定、質的向上を促進、2)外資誘致にさらに力を入れる、3)「一帯一路」共同建設を推進、4)貿易と投資の自由化と円滑化を促進
⑩社会事業の発展加速、国民生活の一層の保障と改善をはかる
1)より公平で質の高い教育の発展を促進、2)基本的な医療衛生サービスの享受を保障、3)社会保障制度の充実をはかる、4)人民大衆の精神文化力の向上と国民生活面での質的改善、5)社会統治の強化・革新

資料：2019年全人代「政府活動報告」をもとに作成

「外商投資法」も承認

米中摩擦については、報告では「米中の経済・貿易協議を引き続き推し進める」と言及するにとどまった。しかし、米中通商協議で取り扱っている事項に関連する政策の方針は各所に示されている。

**政府が掲げる 19 年の
成長率目標は達成さ
れる公算大**

まず、中国に進出している外国企業の技術を強制的に中国の企業に移転させることなどを禁じる「外商投資法」が承認された。米国が問題視している技術移転の強要や知的財産権保護の軽視を意識して、「行政的な技術移転の強制の禁止」や「外国投資家および外商投資企業の知的財産権の保護」が法律の条文に盛り込まれている。このことから、中国は同法の立法を米中
通商協議に向けた重要な措置として位置づけているとみられる。

ただし、知的財産権保護の強化については、自国のイノベーション能力の強化にとっても重要な施策であるとの認識も示した。権利侵害に対する懲罰的な賠償制度を整備するなどの内容を盛り込んだ特許法の改正作業も急ぐ考えが示されている。

また、15 年以降言及されてきた「中国製造 2025」については、今回の全人代では言及されなかった。中国の産業政策を批判する米国に配慮した可能性もある。

米中通商協議での為替議論については、全人代における中国人民銀行の記者会見では、「競争的な通貨切り下げをしないなどの G20 サミットでの内容を遵守すること」などについて協議され、合意に至ったことが明らかにされた。

さらに、報告では、失業保険基金から 1,000 億元を拠出し、1,500 万人以上の職能訓練に当てるなど、米国による追加関税の継続に備えて対策を打っているとも考えられる。

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。

全人代で示されている経済運営方針のもとで、積極的財政政策などによる景気下支えする効果が徐々に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背景に減速に歯止めがかかると見込まれることから、年半ばまでには底入れする可能性は高く、政府が掲げる 19 年の成長率目標は達成可能と予測する。

今後、引き続き、経済対策の動向や効果に加えて、米中通商協議の結果などに注目したい。

(19. 3. 22 現在)

急減速したユーロ圏の製造業を取り巻く懸念点

～貿易摩擦以外に投資の停滞や経済に占める比重の低下も～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏で生産の落ち込みが著しい。製造業は貿易摩擦の激化や世界的な成長の減速という外部材料のほかにも、その内部で投資の停滞や経済に占める比重の低下に直面している。この内外の問題は、短期、また中長期的に、様々な影響を波及させる可能性がある。

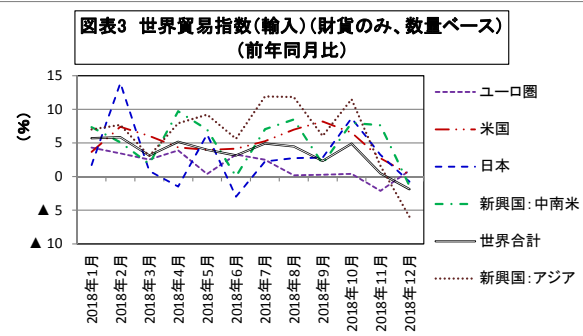
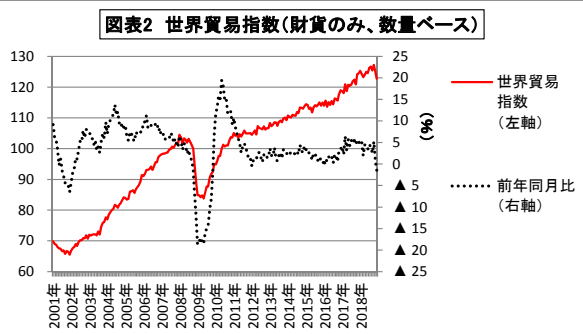
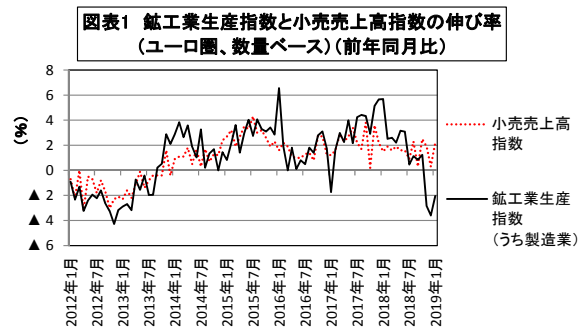
はじめに

ユーロ圏では 2017 年末頃を境に景気の減速感が強まっているが、なかでも製造業を中心に、生産の落ち込みが著しい。その動きは、個人消費との対比で際立ったものとなっている（図表 1）。

この背景には、まず、18 年の年初からの米国を軸とした貿易摩擦の拡大がある（注¹）。さらに夏場以降には、9 月に欧州連合（EU）が導入した新たな燃費試験に関連して、ドイツの自動車生産の低迷が加わった（注²）。特に 18 年秋からは世界貿易は停滞の度合いを強めており、工業製品の輸出規模が大きいドイツなどで、貿易摩擦の激化や、これらに伴う世界的な成長減速の兆しが、広く製造業に対する重荷となっている（図表 2、3）（注³）。

その後、19 年 2 月にはトランプ米政権が 3 月に予定していた中国製品に対する追加関税の引き上げを延期し、米中貿易摩擦はいったん「休戦」入りとなった。しかし、今後の米中交渉の推移は楽観できないほか、舞台を新たに米欧間に移して対立が表面化し、自動車関税が主要なテーマに浮上する可能性も小さくはない。

このように、製造業を巡っては、引き続き貿易摩擦や世界経済の動向が主要な注目点となるものとみられる。しかし、



（資料）図表 1 は Eurostat の、図表 2、3 は CPB（オランダ経済政策分析局）の、各データから農中総研作成

これらの外部材料とは別に、ユーロ圏の製造業はその内部にも様々な懸念される点を抱えており、こうした側面にも注意を払う必要があるように考えられる。

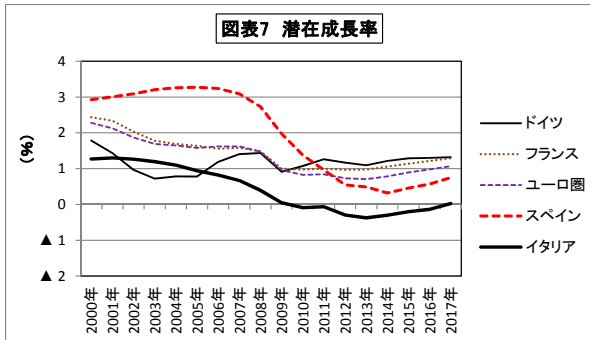
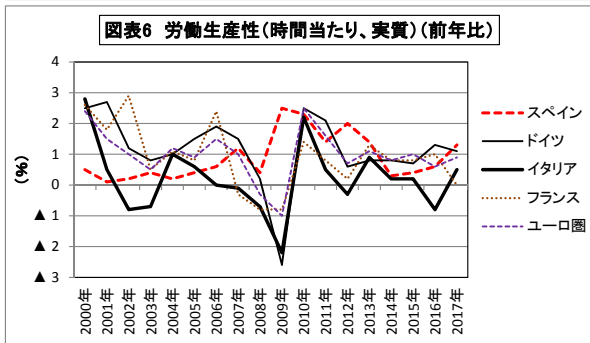
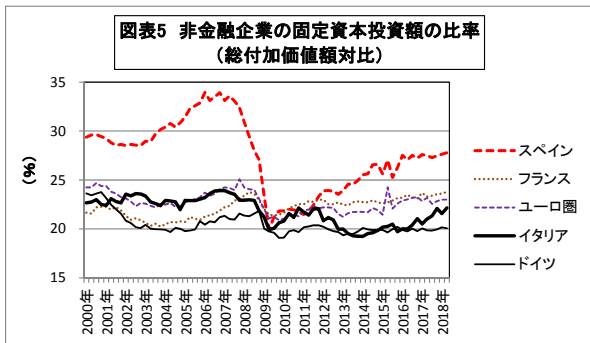
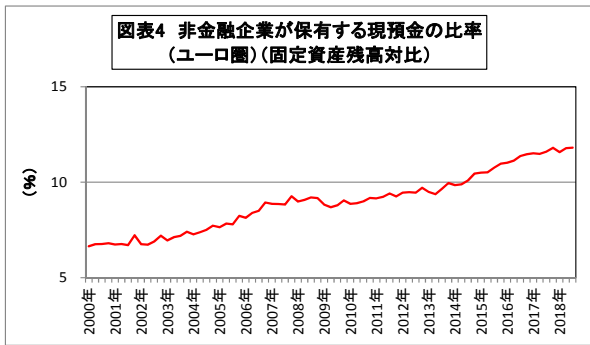
企業投資の停滞と生産性の伸び悩み

ユーロ圏の製造業が内部に抱える問題としては、まず企業による投資の回復の鈍さがある。投資の停滞は生産性や潜在成長率の伸び悩みにも結び付くことから、特に注意が求められることになる。

ユーロ圏では、17年のフランスの大統領選挙と国民議会選挙を経て広く政治の安定化への期待が高まり、経済情勢も年末にかけて堅調さを増していった。しかしその後は、米国を中心とした国際間の緊張、イタリアの政治不安、フランスの「黄色いベスト」デモ、英国のEU離脱の迷走など、様々な懸念材料が浮上してきている。また、欧州中央銀行（ECB）による積極的な金融緩和にもかかわらず物価上昇率の回復は鈍く、この点からも、ユーロ圏経済の先行きは不透明感が強く残された状況に置かれている。

こうした下での特徴的な動向は、保守的な企業行動である。非金融企業が保有する現預金の比率は、上昇傾向を続けている（図表4）。企業投資はこれと呼応して鈍く、多くの国では今も世界金融危機前を下回る水準にある（図表5）。また、国際的な競争力強化の観点から重要である研究開発（R&D）投資についても出遅れ感が強く、EU全体としては韓国や米国に水を開けられ、急伸する中国に逆転を許している。そして同時に生産性や潜在成長率の伸び悩みも現れており、投資の停滞がその一因である可能性を否定できないものと考えられる（図表6、7）^{（注4）}。

企業の投資活動は経済成長を測る上で足元の主要な需要項目であるが、あわせて今後の経済の供給力を左右し、また製品開発を通じた新たな消費需要の掘り起こしのための原動力ともなる。このため、



(資料) 図表4はECBの、図表5、6はEurostatの、図表7はOECDの、各データから農中総研作成

企業投資の停滞は、ユーロ圏が将来に向けて経済成長を持続する上での大きな懸念材料である。貿易摩擦や世界的な経済成長の減速とは別にユーロ圏の製造業が抱える内在的な問題として、まずこの点を認識する必要があるように考えられる。

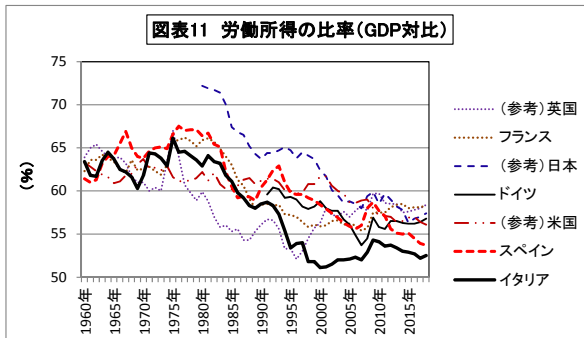
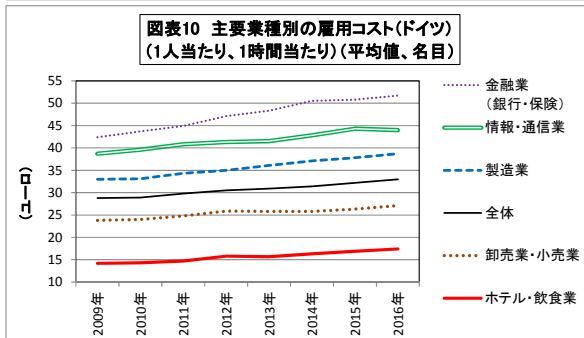
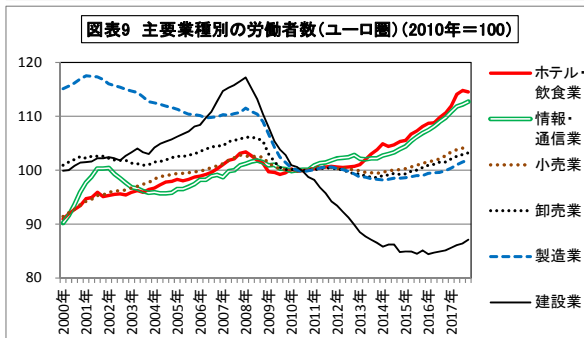
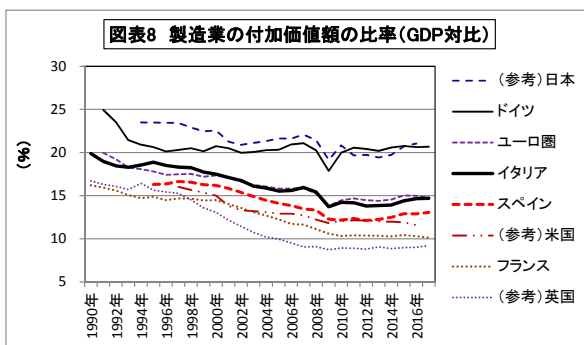
製造業の比重低下と所得格差の拡大

一方、ユーロ圏では、製造業が経済全体に占める比重は中長期的に低下傾向を辿っている（図表 8）。先行きの不透明感の強まりとともに、統計上はこれも企業投資の停滞の一要因である可能性がある。さらに、広く社会情勢に影響を与える可能性という点からも、この産業構造の変化には注意が必要になっている。

最近では製造業における労働者数の底打ちや反転増加の兆しもあるものの、ユーロ圏では、傾向的に製造業から「ホテル・飲食業」、「情報・通信業」、「小売業」などのサービス産業への労働力の移動が進んできた（図表 9）。そしてまた、製造業と労働力の主要な移動先とみられる小売業や飲食業などとの間には、大幅な給与の格差が存在している（図表 10）（注 5）。

同時にユーロ圏では、国民の所得格差は拡大傾向にあり、また労働所得比率の低下が進行してきている（図表 11）。ここでは、財政危機への対処の過程での労働市場の規制緩和、賃金が硬直的であるパートタイム労働者や有期（テンポ）労働者の比率の上昇などの他に、この労働者の産業間移動も、その要因として一定の役割を果たしているものとみられる。

国際労働機関（ILO）は、16 年には、貧困層が途上国や新興国で縮小する一方で、むしろ先進国で拡大傾向にある実態を指摘し、注意喚起を行っている（注 6）。こうした社会情勢は、貧困対策を通じ財政負担の増大に繋がるばかりか、左派のポピュリスト勢力の伸張を招く要因ともなるものである。近年、ユーロ圏では、難民問題の拡大や世界的なナショナリズムの高まりのなか右派ポピュリストに対する支持率の上昇が現れているが、



（資料）図表 8 は World Bank の、図表 9 は Eurostat の、図表 10、11 は ILO の、各データから農中総研作成

左派についてもその伸張要因に事欠く訳ではない。このように、ユーロ圏で製造業の比重が低下するとともに、これがひいては政治情勢の不安定化にも関わる可能性を持つことにも、注意を向ける必要があるのではないかと考えられる。

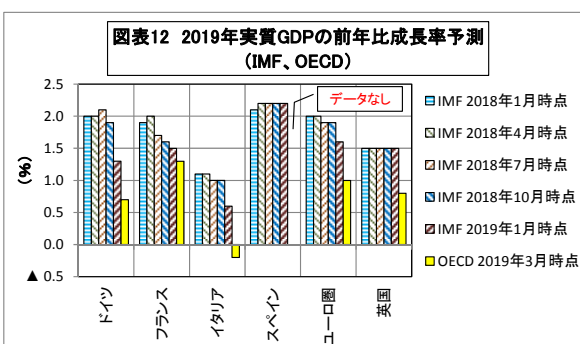
まとめ

これまでに先進諸国では、接客を主体とする通常のサービス産業に比較して高度の技能を必要とし、生産性が高く、賃金水準も上位にある製造業が、一国経済の重要な柱としての位置を占めてきた。しかしその製造業を巡っては、貿易摩擦の激化や世界経済の成長減速が懸念材料として浮上しているほか、その内部でも企業投資の停滞やサービス産業化などの変化があり、これらが今後、様々な影響を波及させる可能性が生じてきている。

まず短期的には、ユーロ圏の中でも製造業の割合が大きい国々の経済情勢の振幅が拡大する点がある。その典型例は、これまで成長の牽引役であったドイツである。最近の主要な国際機関による成長率予測を見ても、ドイツ経済の急速な減速の見通しが示されている（図表 12）。

これに対して中長期的な面では、企業投資の停滞が持続的な成長の上で懸念材料になるとともに、サービス産業化の流れが貧富の格差拡大にも繋がり得る点である。さらに個別の産業分野を見た場合には、製造業の主力である自動車業界が厳しい環境下に置かれている点が注目される。例えばディーゼル車からの転換が引き続き大きな課題として残されており、次世代車の生産拡大にかかる業務コストがかさむ一方で、世界的な競争の激化が避けられないものと見られている。加えて高齢化の進展やカーシェアリングの定着などにより、自動車需要自体が縮小に向かう可能性も否定することはできない。

ユーロ圏の製造業を巡っては、確かに米中貿易摩擦の進展や米欧間の通商交渉の行方、また世界経済の動向が足元での大きな注目点である。しかし、中長期的



(資料) IMF および OECD のデータから、農中総研作成
(注) IMFについては直近までの5時点での、またOECDについては直近時点での予測値を掲示したものを。

な視点から、その内部で進む構造変化や、それとも密接に関係する社会情勢の推移などについても、あわせて注意が必要ではないかと考えられる。(19. 3. 22 現在)

(注1) まず18年1月に、トランプ米政権は緊急輸入制限(セーフガード)を発動し、中国製品に限らず、洗濯機や太陽光パネルなどに追加関税を課すこととした。さらにその後、特に18年3月以降、米中間を中心にして貿易摩擦が拡大していった。

(注2) EUは、乗用車等について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を簡略化することを目的として、18年9月に新たな燃費試験(「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)を導入した。しかし、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、ソフトウェ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生産が停滞した。

(注3) CPBによる本データの取りまとめの時点では、政府機関閉鎖の影響で、米国の18年12月のデータは公表されていない。このためCPBは、「米国の18年12月の輸入は前月比で横ばい」との仮定を置いて、本データの取りまとめを行っている。

(注4) 生産性の伸び悩みについては、このほか労働の質の改善の鈍さなども、フランスなどではその主要因として指摘されている。また、ユーロ圏の潜在成長率の低迷の要因としては、少子高齢化の影響なども考慮に入れる必要があるものと考えられる。

(注5) 図表10の「雇用コスト」には、給与やボーナスのほか、雇用主負担の社会保障費、訓練費用、社宅等のFRINGE・ベネフィットなどを含んでいる。

(注6) ILOは、米国、日本、EUにおいて、「国民の所得の中央値の60%を下回る層」として定義される貧困層の全人口に占める比率が、いずれも徐々に増加している姿を示している。ILO (May 2016) “World Employment Social Outlook”, pp7-43による。

法人企業統計で振り返る平成期の日本企業

南 武志

バブル形成・崩壊を経て、債務・雇用・資本設備の「3つの過剰」に見舞われるなど、平成に入ってから日本企業は大きな環境変化を経験した。平成中期にはそれらの調整が一段落したかにみえたが、その後、世界金融危機が発生するなど、再び苦しい状況に陥った。なお、直近は過去最高益を更新しているが、過大な企業貯蓄が「経済の正常化」を妨げている要因の一つとも指摘されている。

以下では、財務省「法人企業統計年報」から、平成期の日本企業の特徴についていくつかの視点から読み解いてみたい。

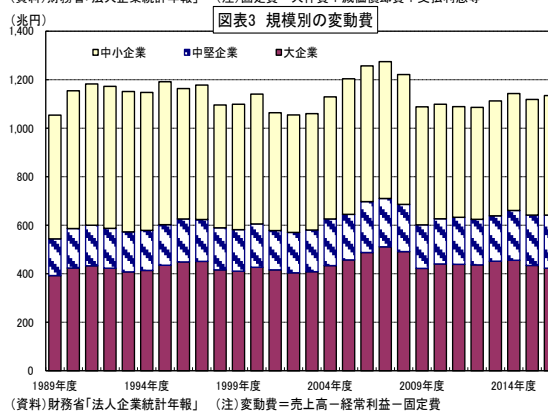
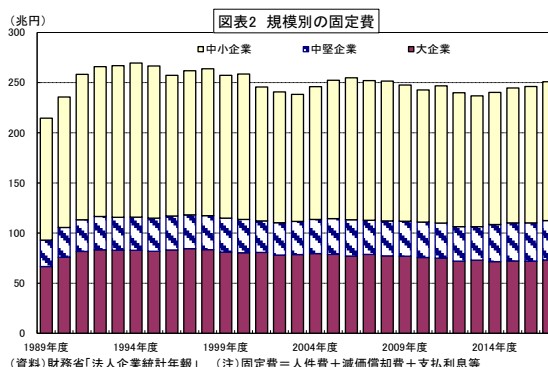
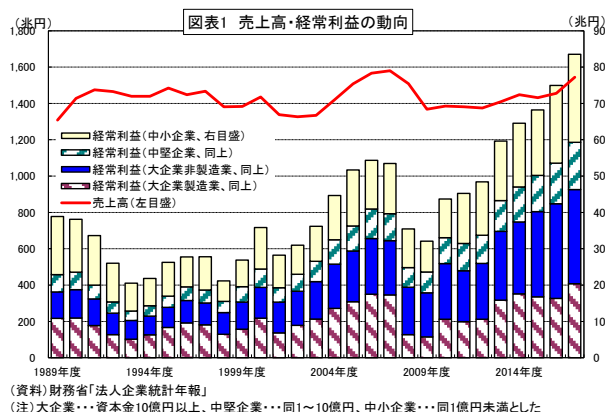
売上・収益

企業部門全体の売上高（金融業・保険業を除く）は1989年度の1,308兆円から2017年度には1,544兆円へ増加したが、過去最高は07年度（1,580兆円）であった（図表1）。この間の平均増加率は年率0.6%であった。同期間の名目GDPが年率0.9%のペースで増加したことを踏まえると、物足りなさを覚える数字である。これを規模別^(注1)・業種別にみると、大企業・製造業が年率0.7%、同・非製造業が同0.6%、中小企業・製造業が同▲

1.2%、同・非製造業が同0.5%であった。

また、経常利益については、89年度の39兆円から17年度には84兆円へとほぼ倍増となり、過去最高益となった。この間の平均増加率は年率2.8%で、売上高の増加ペースを大きく上回った。規模別・業種別にみると、大企業・製造業が年率2.2%、同・非製造業が同4.6%、中小企業・製造業が同▲0.8%、同・非製造業が同3.6%で、非製造業が製造業の増益率を上回っている。

売上高が伸び悩む中、過去最高益を更新しているということは、費用抑制をしていることに他ならない。例えば、売上原価と販売費及び一般管理費を加えたものについては、全体で年率0.6%の増加にとどまっており、直近はピーク（07年度）の水準を3.5%下回っている。



また、固定費（人件費＋減価償却費＋支払利息等）、変動費（売上高－経常利益－固定費）という分類でも、直近はいずれも90年代（図表2、3）の水準を下回っている。

（注1）本稿では、資本金10億円以上を大企業、同1～10億円を中堅企業、同1億円未満を中小企業として分類した。

負債・純資産

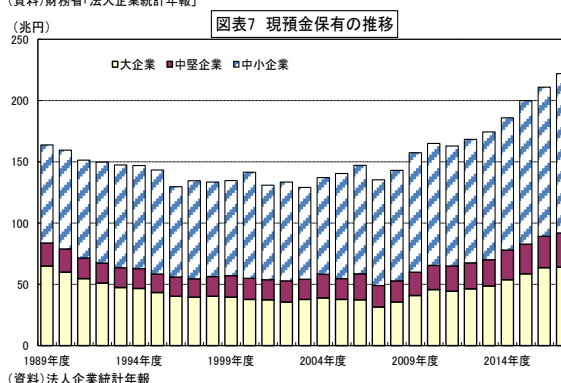
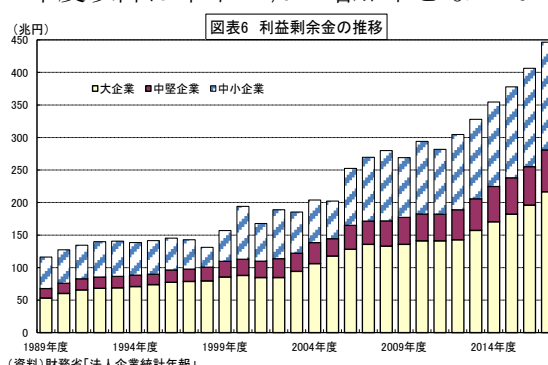
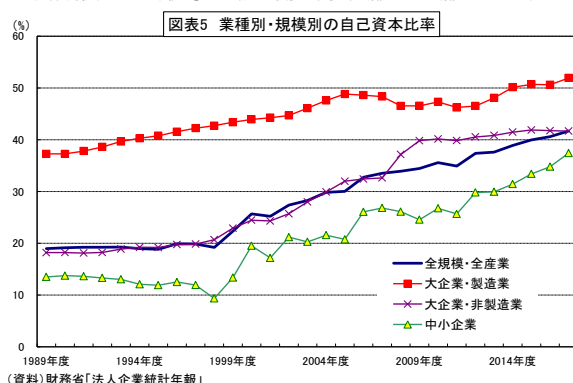
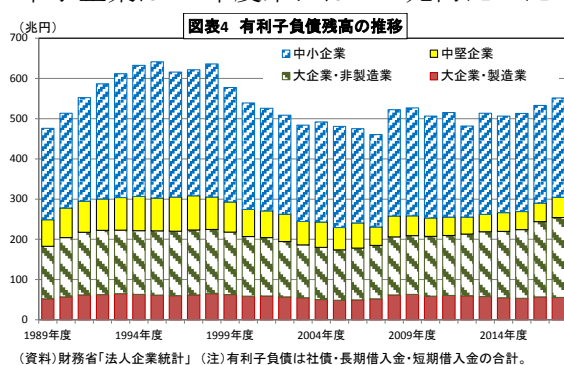
バブル崩壊後の後始末に追われた日本では、金融機関の不良債権問題が顕在化した。その裏では企業の過剰債務問題が存在した。1989年度末は476兆円だった有利子負債残高（社債、長期借入金、短期借入金の合計）は、95年度末には641兆円まで膨張したが、2003年度末には484兆円まで削減された。規模別にみると、大企業は89年度末には183兆円だったが、98年度には224兆円へ膨張、05年度末には174兆円まで減少した。一方、中小企業は89年度末には227兆円だった

が、95年度には338兆円まで膨張した。その後、07年度には230兆円まで圧縮されている（図表4）。

その過程で、企業は負債を抱えることを抑制する一方で、自己資本の拡充を行っており、その動きは今なお続いている。全体では当初は20%割れで推移してきた自己資本比率は2000年代に入ってから上昇傾向となり、17年度には41.7%となっている（図表5）。こうした傾向は、中小企業や非製造業で顕著である。しかし、これは米国の企業経営者が負債を増やして自社株買いをすることで、ROEを押し上げようとしている姿とは対照的にみえる。

利益剰余金

利益剰余金は89年度の116兆円から17年度には446兆円（うち大企業は217兆円、中小企業は166兆円）へと、4倍弱の水準まで膨張している。特に、2000年度以降は年率6%の増加率となってい



る（図表6）。企業は株主らから集めた資金を事業などに効率的に使うことで利益を捻出し、それを還元する。利益処分の方法として、①配当、②設備投資や M&A などで更なる収益機会を狙う、③自社株買い（消却）、が一般的である。実際、配当率（＝配当金総額/株主資本）を見ると、8%台と安定的に推移した昭和後期と比べ、変動が激しくなっており、好業績の時期には配当率が20%台に上昇するようになっている。

しかし、同時に最近の本邦企業においては、利益剰余金をただ蓄積しているようにしか見えない、との批判も多く、その裏付けとして、現預金の保有額が大きく膨らんでいることが指摘される。確認すると、企業全体では 222 兆円、うち大企業は 64 兆円（製造業は 26 兆円）、中小企業は 130 兆円（非製造業は 108 兆円）の現預金を保有している（図表7）。キャッシュリッチであることは安全性の高さが評価される一方で、上場企業では M&A などの対象とされる可能性もある。なお、中小企業（特に非製造業）での現預金保有の多さは、慎重姿勢の現われであると同時に、少子高齢化が進む国内市場では投資先が乏しいことも示していると思われる。

人件費・労働分配率

バブル崩壊後の企業は「過剰な」雇用を抱え、人件費負担増が経営に押し掛かった。「団塊世代」が賃金プロファイルのピークに差し掛かるといった労働力人口の年齢構成要因も加わり、企業はリストラに名を借りた人件費圧縮を本格化させた。その一環として、非正規雇用へのシフト、ベースアップ凍結などが選択され

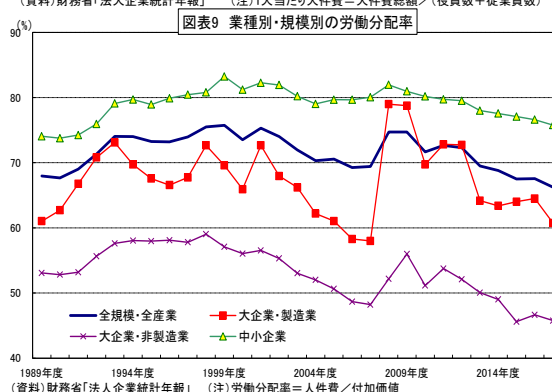
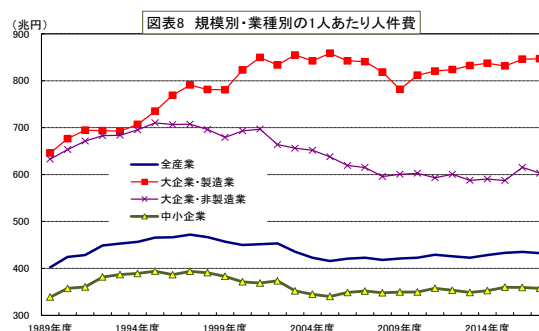
たが、次世代の育成なども蔑ろにされ、人的資本の劣化につながっている可能性がある。

さて、1人当たり人件費をみると、全体では足元 432 万円であるが、90年代後半（470 万円前後）と比べて水準は低く、かつ過去 10 年以上は現在の水準で停滞している。このうち、大企業・製造業は 847 万円、中小企業・非製造業では 350 万円と、倍以上の開きが見られる。

また、労働分配率については、平成初頭は 70%割れであったが、平成半ばにかけて高まった。08～09 年度（74.7%）を直近ピークに、直近 10 年は低下傾向をたどっている。規模別・業種別にみると、大企業・非製造業の低さと中小企業の高さが際立つ。

利益率

2014 年 8 月に公表された「伊藤レポート」^(注 2) は、長期的に収益率が停滞していた日本企業の取り組むべき課題を分析



し、株主資本コストを上回る収益率を達成している企業を価値創造企業とし、8%のROE（自己資本利益率）を目標とすべきこと等が提言された。伊藤レポートでは、日本企業の低ROEの主因は事業の収益力（マージン）の低さと分析し、企業に一定のリスクテイクを求めている。

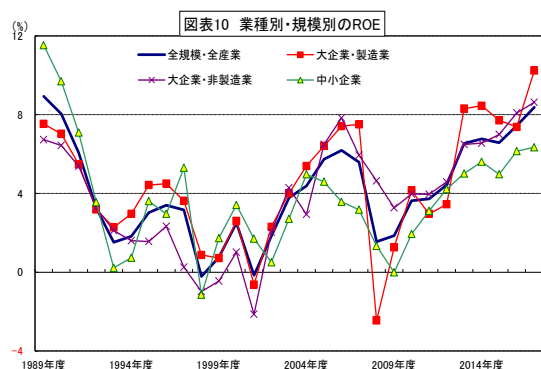
実際、売上高利益率をみると、直近でようやく上昇傾向となり、全体で5.8%（うち、大企業は8.6%、中小企業は4.0%）となっているが、中小企業では平成初頭の水準を下回ったままである。また、ROEについては、アベノミクス始動とともに大企業については8%前後まで高まったが、中小企業ではまだ6%台である（図表10）。

（注2）経済産業省内に設置されたプロジェクト「持続的成長への競争力とインセンティブ企業と投資家の望ましい関係構築」（座長は伊藤邦雄・一橋大学商学研究科教授）の最終報告書。

結語

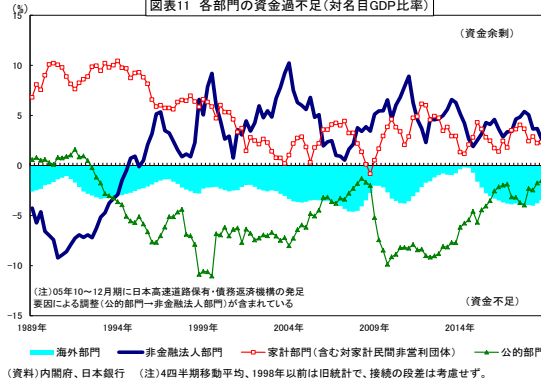
日本銀行「資金循環統計」からは、90年代半ば以降、非金融法人部門では資金余剰状態となっていることがみてとれる（図表11）。家計などの余剰資金が金融機関を通じて、もしくは金融市場を經由して法人企業に流れ、企業はそれを十分に生かす活動を行い、そこから得られた果実が資金の出し手に還元される、というのが、我々が思い描く標準的な資金フローである。しかし、そうした資金フローは25年以上過去の姿である。

このように平成期の日本企業の最大の特徴は、コスト抑制姿勢を強め、資金余剰セクター化したことであろう。こうした状態が多少でも緩めば、日本経済はさらに改善すると思われるが、なかなか修正されそうもない。



図表10 業種別・規模別のROE

（資料）財務省「法人企業統計年報」（注）ROE=当期純利益/（自己資本一新株予約権）



図表11 各部門の資金過不足(対名目GDP比率)

（注）05年10～12月期に日本高速道路保有・債務返済機構の発足要因による調整（公的部門-非金融法人部門）が含まれている

（資料）内閣府、日本銀行（注）4四半期移動平均、1998年以前は旧統計で、接続の段差は考慮せず。

プライベートセンターで生涯取引をめざす東北労働金庫

古江 晋也

要旨

宮城県仙台市に本店を置く東北労働金庫は、生涯にわたって個人顧客に寄り添うことができる取り組みの一環として、2015年から退職者の資産運用や相続相談業務など、ニーズに合った商品、サービスを提供する「プライベートセンター」を運営している。同センターの特徴は、①担当職員が原則、顧客の自宅訪問を実施するとともに、②担当職員が顧客のすべての取引に関わる「完全顧客担当制」を採用していることにある。東北労働金庫では現在、7つのセンターを東北6県に配置しており、高齢化社会がますます進行する中、今後の展開に注目が集まる。

はじめに

労働組合、生活協同組合、親睦会などの団体を会員とする労働金庫は労働組合員等（間接構成員）にとって「職場から最も近い金融機関」である。しかし、職場をベースとしているからこそ「自宅から遠い金融機関」となり、勤労者が定年退職を迎えると、預金などを自宅近くの金融機関に移転することもある。

写真1 東北労働金庫本店



また近年では、人口減少や日本銀行の長引く金融緩和政策などを受け、多くの地域金融機関は、いかに持続可能なビジネスモデルを構築していくか、が求められている。そうした経営環境の中、生涯にわたって顧客に寄り添うことができる仕組みづくりの一環として、2015年から退職者の資産運用、相続相談業務など、ニーズに合った商品、サービスを提供する「プライベートセンター」を運営しているのが宮城県仙台市にある東北労働金庫（18年3月・預金残高1兆9,623億円、貸出金残高1兆1,422億円、常勤役職員数1,146人、18年6月・店舗数73店舗、写真1）である。

「ろうきん特有」のチャンネル「職場推進機構」

前述したように労働金庫は、「職場に最も近い金融機関」である。その理由は「職場推進機構」という「ろうきん特有」なチャンネルがあるからである。労働金庫の会員のひとつである労働組合には、労働組合員の福利厚生の一環として労金推進委員会という組織がある。各労金推

進委員会は代表者を選出し、地区や県レベルで組織された推進委員会が労働金庫に意見や要望などを伝える。このシステムが職場推進機構であり、労働金庫は職場推進機構と連携し、金融面から労働組合員等の支援を行っている。

そのため労働組合員が東北労働金庫から融資などの金融サービスを受ける場合は、①労組役員に要望を伝える、②同役員が労働金庫職員に取次ぐ、③労働組合員の都合のよい日に労働金庫職員が労働組合や自宅を訪問し、融資相談をする、というプロセスになる。また大規模な労働組合の中には、組合内で聞き取りなどを行うこともある。ただ近年では「職場の仲間に知られたくない」という意識が生じたり、労働組合の組織率が低下するといった環境変化がある等、直接営業店やローンセンターに来店する労働組合員等が増えている。

一方、職場推進機構は、ローンの取次ぎだけでなく、労働組合員等のライフプランに関する学習会や相談会など、金融リテラシーを高める重要な役割を果たしてきた。特に2000年代半ば頃に社会問題となった多重債務問題解決を目的としたキャンペーンは、全国13の労働金庫が職場推進機構と連携して取組んだ注目すべき活動である。

プライベートセンター設立とその特徴

東北労働金庫がプライベートセンターを開設した理由は、団塊の世代の大量退職を控え、これまで職場推進機構を利用していた顧客との金融取引がなくなることへの危惧したためである。営業統括部プライベートセンター課長の生田稔氏は同センターの開設を「現職世代と同等に継

続取引できる環境づくりの一環」であると話す。

プライベートセンターは現在、県本部が併設された6つの営業店（青森支店、盛岡支店、本店営業部、秋田支店、山形支店、福島支店）に加え、18年5月に鹿角支店、鷹巣支店を再編成したことを機に、大館支店に設置されている。

対象顧客は、労働金庫の会員である労働組合等に在職していた61歳以上の退職者で一定取引がある人であり、定期預金の満期対応、年金の受取金融機関の変更手続きに加え、預かり資産業務、相続関連業務（遺言信託や遺産整理）^(注1)など、コンサルティング業務に力点を置く（ローンは取り扱わない）。

最近では、業務の効率化の観点から訪問活動を削減する地域金融機関もあるが、同センターでは原則、自宅訪問することで顧客とのフェイス・トゥ・フェイスによる関係性の構築をめざしており、定期預金の満期対応についても、金額の多寡に関わらず訪問する。このような取組みが「ありがたい」と顧客満足度を高める要因になっている。また同センターでは、1人の職員がすべての業務に対応する「完全顧客担当制」を導入している。これは「何回も担当者と顔を合わせることで信頼関係が構築される」「顧客が胸襟を開いてくれる」との考えからである。

プライベートセンターでは、「顧客の要望によく耳を傾け、決してムリをしないこと」をモットーにしている。また投資信託残高がある顧客のもとには、職員が数ヶ月に一度は訪問する「アフターフォロー」を心がけている。そのため営業店における窓口販売を含め、安心して継続取引ができる環境が整っている。

**写真2 ローンセンター(1階)と
本店営業部(2階)**



**写真3 プライベートセンター仙台
ローカウンター**



写真4 プライベートセンター仙台個室



さらに同センターでは、投資信託セミナー、相続セミナー、健康セミナーなども開催しており、高い関心を示した顧客については後日訪問したり、セミナー終了後、個別相談を受付けるなどの対応を実施している。

(注1) 東北労働金庫の遺言信託業務と遺産整理業務は、(株)山田エスクロー信託の商品紹介と情報の取次ぎとなる。

人材育成と営業支援訪問

プライベートセンター職員の人材育成は投資信託販売の場合、原則・月1回テレビ会議システムを含めた研修会を開催している。内容は、運用会社講師による個別取扱商品の概要説明、市場環境の動向と見通しの理解に加え、日常の提案セールスに活かせるセールス手法の習得などである。

また、営業統括部プライベートセンター課では、各センターへの営業支援訪問を実施している。具体的には、各センターがアプローチする顧客を事前に選定した後、本部職員がセンター職員と帯同で顧客訪問を行い、投資信託や個人向け国債の新規獲得に向けた提案セールスを実施することである。訪問件数は1回につき6人の顧客を目安としており、18年4月～11月末で53回の訪問を実施した。同課の佐藤悠平氏は帯同訪問を繰り返すことで「顧客が7つのどのセンターに来店しても、どの職員が対応しても、均一のサービスを受けられることをめざす」という。

一方、投資信託販売の際に活用する「マーケットの見通し」などの資料作成は、証券会社出身の投信アドバイザー2人が担当しており、各営業店やセンター職員が市場動向についての認識を統一することにも活用している。

プライベートセンター仙台の取組み

写真2は東北労働金庫本店内の様子であり、1階にはローンセンター、2階には

写真5 プライベートセンター仙台 職員オフィス



本店営業部が配置されている。かつては2階にローンセンターが設置されていたが、住宅ローンの相談者が多いことから1階に移転した経緯がある（マイカーローンや教育ローンなどは本店営業部で対応する）。

東北労働金庫では、ローンセンターを併設した営業店があり、ローンセンター担当職員は来店者の相談対応に加え、業者営業や住宅展示会でのPR活動も行っている。

プライベートセンター仙台（写真3）はエスカレーターで2階に上がった左側にある。同センターには総勢5人の職員が配置され、宮城県内約3,000人の顧客管理をしている。なお、センター窓口は当番制で5人のうち1人が対応することになっている。

センター職員はニーズを把握するため、決められた担当顧客のもとを訪問している。センター窓口は予約制を採用していないため、担当顧客以外の方が来店した場合は、これまでの取引記録や、外勤中の担当職員と連絡を取ることで対応している。窓口を訪れる顧客数は「完全顧客担当制」訪問活動を実施していることもあり月平均50人ほど。定期預金の書換え

や年金の受取金融機関の変更手続きなどは、写真3のローカウンターを利用するが、預かり資產業務や相続相談は胡蝶蘭が飾られた写真4の個室を利用する。一般的な金融機関の預かり資產業務対応窓口は、ローカウンターを衝立などで仕切った作りであるが、顧客の中には「周囲が気になる」という人もいる。そのため高級感のある個室は雰囲気がよく、他人の目を気にせず相談できるため、多くの来店者から喜ばれているという。

写真5はプライベートセンター職員のオフィススペースであり、日々の打ち合わせや情報共有などが行われている。

おわりに

以上、東北労働金庫におけるプライベートセンターの取り組みを中心にまとめてみた。同センターは、持続可能なビジネスモデルが求められる中、個人顧客に生涯にわたって寄り添うことができる相談チャンネルというコンセプトでスタートしたが、現在では、同センターに退職者層対応を集中したことで、営業店にも余力が生まれ、主力商品である住宅ローン推進など、現職世代にきめ細かくアプローチできるようになったというプラスの効果も生まれている。高齢化社会がますます進行する中、プライベートセンターの今後の展開に注目が集まる。

海外の話題

BREXIT アップデート

農林中央金庫 ロンドン支店長 大石 稔

「Dense fog in the Channel, Continent isolated」(英仏海峡に濃霧、大陸が孤立)。これはかつて英紙の天気予報で使われた有名なユーモアである。濃霧で交通が遮断され、孤立するのはどう考えても英国なのに「大陸が孤立」というところに面白さがあるのだが、昨今の BREXIT を巡る混乱の結果、もはや笑えないジョークになってしまった。

前回(2018年7月)BREXITについて書いたため、今回は別の話題をとも考えていたが、現在の状況ではロンドンにいる人間としてこの話題に再び触れないわけにはいかなかった。本稿執筆時点(3/24)では当初予定されていた3/29の離脱はなくなり、議会が現行の離脱協定案を否決するかどうかで4/12または5/22が新たな離脱日として設定されている。合意なき離脱での経済大混乱の可能性は低くなっていると思われているが、まだその可能性も残されており状況は予断を許さない。

政治が混乱する一方で BREXIT の英国経済に与える悪影響は顕在化してきている。ホンダがイングランド南部の Swindon に持つ工場の閉鎖を決め従業員 3,500 人が失業するリスクにさらされている、というニュースは当地でも大きく取り上げられたが、この Swindon は先の国民投票で離脱賛成が 55%を占めていた地域であった。先日国会議事堂前で工場閉鎖に反対するデモを行った従業員の一人は「こんなことになるとは思っていなかった」と語っていたが、後の祭りである。今月に入りフランスの税関職員が「BREXIT になればこうなる」ということを示すとともに賃上げと出入国管理の強化を迫られている現状の厳しさをアピールすべく、ユーロスターのパリ北駅で乗車の際の手荷物チェック等を通常よりも長時間かけて行った結果、列車が軒並み 2 時間以上遅れて大混乱となり、当支店職員の出張にも影響が出ている。

こういった中であっても、最新の世論調査では「EU が譲歩を拒否するなら合意なしでも離脱すべき」とする人は 44%におよんでいたし、別の調査では「どうなってもいいからとにかく早く離脱してほしい」が 55%となっていた。英国国民は国民投票以降 3 年に渡りこの問題につき合わされ続け、「もううんざり」しており、「(合意ありでも無しでも) どちらでもいいからとにかく早く終わらせてくれ」というのが多くの英国国民の正直な思いのようだ。

16 年の国民投票で離脱派が嘘を並べてナイーブな世論に訴えた結果、この国は完全に分断されてしまい、もはや修復不可能と思える。昨日ロンドン中心部で 100 万人(主催者発表)が集まり 2 度目の国民投票を求めデモを行い、小職もたまたま居合わせたか、あまり報道されないがデモの周辺では離脱推進派の市民が小規模ながらもデモを行っており、そこかしこで言い合う光景が見られていた。相変わらず分断されたままの世論、それに加えて上述の国民に広がる疲弊感の中では、たとえ再び国民投票を行ったとしても前回の結果を覆すものがそう簡単に出るとは考えにくいと感じる。

離脱日が多少延期されたといっても、たかだか最大 2 ヶ月足らず。十分な時間もなく、メイ首相の去就も含め混乱に拍車がかかりつつある英国政治の中でどのような結論が出されるのであろうか。市民生活に混乱を与えることなく、英国と欧州大陸の間の濃霧が晴れてくれることを祈るばかりである。

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

金融市場

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

2019年4月号 第30巻 第4号・通巻341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