ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

初春令月氣淑風和…… 1

情勢判断

国内経済金融

輸出減の影響が消費・設備投資にも徐々に波及
～大型連休の経済効果への期待と懸念～… 2

海外経済金融

2%物価目標の達成にはもう一段の賃金上昇が必要
～先行き懸念から設備投資は弱含み～…12

減速に歯止めがかかった中国経済
～4～6月期は持ち直しの見通し～ …16

分析レポート

成長の制約要因から探るユーロ圏経済が向かう先
～外需に続く内需の縮小で減速が強まる可能性～…24

イールドカーブから読み取れる景況感
～ネルソン・シーゲルアプローチの紹介～…28

地方銀行経営の現状と今後の課題……32

連　載

経営改善、事業再生支援に注力する石巻商工信用組合 …38

海外の話題

ネガティブ本能……42

2019. 5

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

潮　流

初春令月氣淑風和

前常任顧問　岡山　信夫

初春の令月（れいげつ）にして氣淑（きよ）く風和（やわら）ぎ…、令和の時代が始まる。

「平成」は「内平外成」（『史記』）、「地平天成」（『書経』）を典拠とし、内外、天地とも平和が達成される、「昭和」の典拠は「百姓昭明、協和萬邦」（『書経』）、国民の平和および世界各国の共存繁栄を願う、という意味だった。しかし、昭和の前半は元号に込められた願いとは真逆の悲惨な戦争の時代となり、平和は敗戦の後に訪れた。

平成はどんな時代だっただろう。

平成元年（1989 年）の名目 GDP は 421 兆円、総人口 1 億 2321 万人、出生数は 125 万人（出生数の最高は 1949 年の 270 万人だからその約半数）だった。日経平均株価の 12 月末終値は 3 万 8915 円、史上最高値である。

30 年後の平成 30 年（2018 年）、名目 GDP は 549 兆円、総人口（10 月 1 日）は 1 億 2644 万人、出生数 94 万人であり、平成 31 年（19 年）3 月末の日経平均株価は 2 万 1205 円である。

名目 GDP は平成 6 年（94 年）に 502 兆円となり 500 兆円の大台に乗せたが、その後は平成 20 年（08 年）まで 520 兆円前後でほぼ横ばい推移、リーマンショック後の平成 21 年（09 年）には 490 兆円に減少、東日本大震災後の平成 23 年（11 年）、24 年（12 年）も 500 兆円には届かなかった。

総人口は平成 20 年（08 年）の 1 億 2808 万人をピークに減少に転じている。平成 29 年（17 年）の合計特殊出生率は 1.43 であり、人口減少は加速する。

平成の 30 年間、金融市場は大きく揺れた。平成元年（89 年）末の日経平均株価史上最高値は、1985 年 9 月プラザ合意後の円高不況対策による金融緩和の長期化を背景にした不動産投機と未成熟なマーケットの暴走が生んだバブルだった。平成 2 年（90 年）年初からそのバブルがはじけ、日経平均株価は同年 9 月末には 20,983 円と半年強で 18,000 円も値を下げた。バブル崩壊である。これが金融システム不安（97 年：北海道拓殖銀行、山一證券の破綻、98 年：日本長期信用銀行の特別公的管理、03 年：りそなグループへの公的資金注入、に至る一連の不良債権処理）につながり、日経平均株価は平成 12 年（00 年）に一時 2 万円台を回復した（IT バブルによる）ものの、平成 15 年（03 年）4 月には 7,607 円まで下げた。その後、平成 19 年（07 年）7 月に 18,261 円まで株価は回復したが、リーマンショックにより市場は崩壊、平成 21 年（09 年）3 月には 7,054 円まで下落。さらに、東日本大震災・東京電力福島第一原発事故が発生した平成 23 年（11 年）末の終値は 8,455 円となり、年末ベースでは 29 年ぶりの安値となった。

令和の時代をどのように描けるだろうか。

未来はいつも不確実であるが、令和の時代で人口が減り続けることだけは確実だ。また、現時点の経済・金融は「異次元の金融緩和」によるところが大きいが、「異次元」が「過剰」であるならば、その副作用はいつか顕在化する。

平成以上に難しい事象に直面することになるかもしれないが、新しい時代がまさに風和らぐ思いやりに満ちた時代であってほしいと願っている。

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

情勢判断

国内経済金融

輸出減の影響が消費・設備投資にも徐々に波及

～大型連休の経済効果への期待と懸念～

南　武志

要旨

IMF 世界経済見通しが 3 回連続で下方修正されるなど、世界経済・貿易の先行き減速懸念は根強い。輸出頼みの景気拡大を続けてきた日本経済でも、ここにきて 18 年度入り後の輸出減の影響が設備投資や消費に波及し始めており、景気への警戒感が高まっている。4 月後半からの大型連休や改元に対する期待も一部でみられるが、家計所得の増加ペースは依然鈍く、消費の底上げ効果は乏しいだろう。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と予想される。また、物価についても、需給改善による押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、2 月以降、長期金利は概ねマイナス圏での推移が続いている。大規模な緩和策の開始から 7 年目に入った日本銀行は粘り強く現行政策を継続する方針であるが、状況次第では追加緩和の検討を迫られかねない。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2019年 4月（実績）	2019年 6月（予想）	2019年 9月（予想）	2019年 12月（予想）	2020年 3月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	−0.072	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0500	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06
国債利回り	20年債	(%)	0.385	0.20～0.50	0.15～0.45	0.10～0.45	0.20～0.50
	10年債	(%)	−0.030	−0.15～0.05	−0.15～0.05	−0.20～0.00	−0.15～0.05
	5年債	(%)	−0.155	−0.20～−0.10	−0.20～−0.10	−0.25～−0.10	−0.20～−0.08
為替レート	対ドル		111.9	100～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	125.9	115～135	115～130	115～130	115～130
日経平均株価		(円)	22,200	22,000±1,500	20,500±1,500	19,500±1,500	19,500±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4月19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。

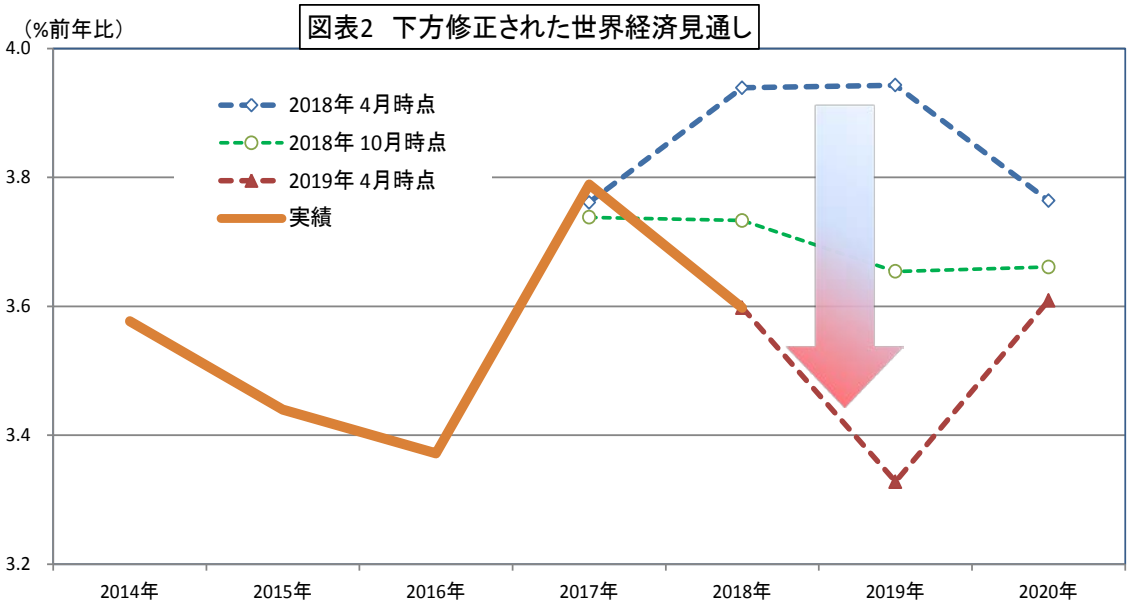
3 回連続で下方修正された世界経済見通し

世界銀行との合同総会や G20 財務大臣・中央銀行総裁会合を前に、国際通貨基金（IMF）は 9 日、世界経済見通しを公表した。副題は‘Growth Slowdown, Precarious Recovery（邦訳：減速する経済成長、再加速は不確実）’であり、総論としては 2018 年後半から続く世界経済の伸び悩みは 19 年前半にかけて継続するとの見通しを示した。また、19 年の世界経済全体の成長率は 3.3%と、スロートレードの影響で低成長となった 15～16 年（ともに 3.4%成長）を下回る見通しとなるなど、前回 19 年 1 月時点（同 3.5%）から下方修正された（下方修正は 3 回

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

連続）。一方、19 年後半には改善が期待されており、20 年は3.6%に持ち直すとしている。とはいえ、貿易摩擦、中国経済、ブレグジット、イタリアなどの懸念が指摘されるなど、下振れリスクは少なくない。

図表2　下方修正された世界経済見通し



（資料）国際通貨基金「世界経済見通しデータベース」

日米貿易協議がキックオフ

さて、米中通商協議が大詰めを迎えようとするなか、4 月 15、16 日（現地時間）に日米間での新たな貿易協定締結に向けた初の閣僚級会合が開かれた。米トランプ大統領は来年秋の大統領選での再選を目指し、公約を着実に果たす方針である。しかし、連邦議会にねじれ現象が生じているため、強い権限が与えられている外交政策（安全保障、通商を含む）に比重を置いたスタンスをとっている。安倍首相との良好な関係から、日本はこれまでディール外交の対象にはならずに来たが、大統領選当時からの「貿易赤字で海外に雇用機会が流出している」との主張は変わっておらず、カナダ・メキシコ、中国の次の交渉相手として、日本や EU（特にドイツ）が浮上していた。

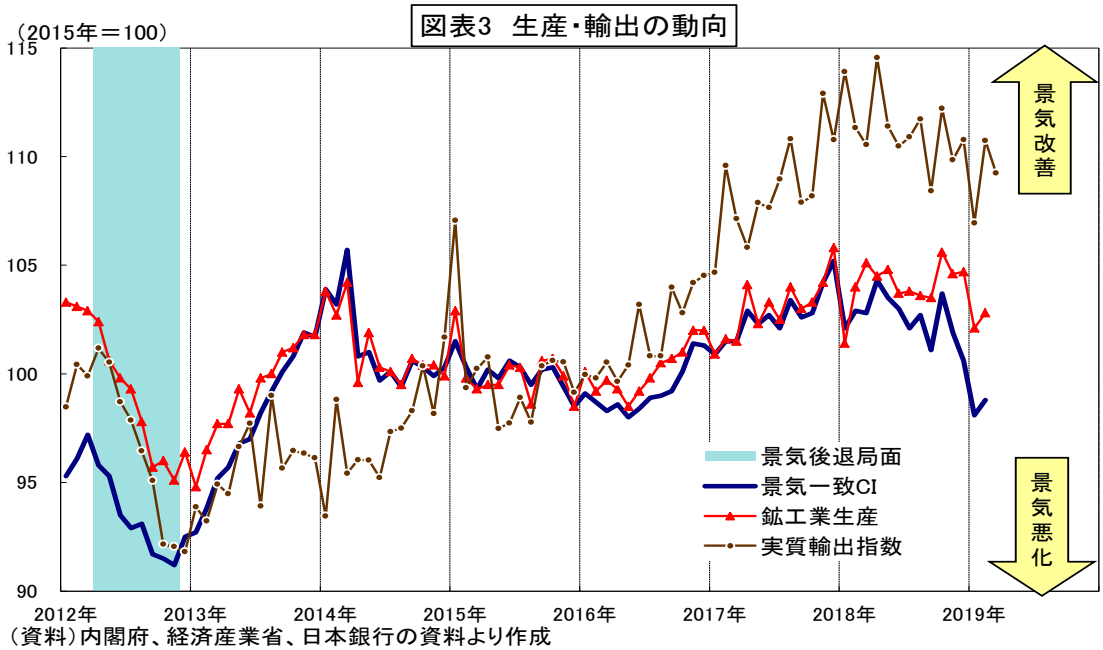
貿易交渉での主な対象は自動車（主に日本の輸出）や農産物（主に日本の輸入）とされ、既に交渉が本格化した模様だが、E コマース、データ取引などのデジタル分野も加わることとなった。日米間の貿易動向をみると、対米貿易黒字（18 年度：6.5 兆円）と対米自動車輸出（同：5.5 兆円、含む自動車部品）は連動して動く傾向にあり、（他の条件が一定という前提の下）仮に対米自動車輸出を全て現地生産に切り替えた場合、日本の

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

対米貿易黒字は大幅に縮小するほか、米国の雇用増にも好影響が及ぶとみられる。また、環太平洋パートナーシップ協定（TPP）や日 EU 経済連携協定（EPA）の発効で、TPP から離脱した米国産の農産物は対日輸出環境が悪化したため、米国は競争条件の公平化を求めており、農産物関税の引き下げ限度を TPP 水準とすることで一致したと報じられている。

一方、米国は輸出を有利にするように通貨安を誘導する為替操作を禁じる「為替条項」を協定に入れることを求めているとされる。同様の条項は、18 年 11 月末に 3 ヶ国の首脳で署名された USMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）にも盛り込まれている。日本銀行は非常に強力な金融緩和を継続しているが、状況次第では金融政策運営の柔軟性を阻害しかねないだけに、日米財務相会談など今後の交渉内容が注目される。

図表3　生産・輸出の動向



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

景気の現状：輸出の弱さが内需にも波及

冒頭で紹介した IMF 世界経済見通しでは、日本の成長率見通しも下方修正されたが、最近発表された国内の主要経済指標からも軟調に推移していることが確認できる。3 月の実質輸出指数は前月比▲1.4%と 2 ヶ月ぶりの低下で、1～3 月期としても前期比▲1.8%と 2 四半期ぶりのマイナスとなった。また、鉱工業生産も 1～2 月分は 10～12 月平均を▲2.4%も下回っており、軟調な展開となっている。日銀短観（3 月調査）からは、代表的な大企業製造業の景況感が大きく悪化したことが見て取れる。

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

また、堅調だった設備投資関連の指標も最近は陰りが見える。2 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比 1.8%と 4 ヶ月ぶりの増加だったが、1～3 月期は 2 四半期連続の減少となる公算で、18 年半ばをピークに調整局面に入った可能性は否めない。日銀短観の 19 年度設備投資計画調査は過去 2 年と比べて凡庸な内容で、企業の設備投資意欲は慎重化している。

さらに、これまでのところ、19 年春闘はほぼ前年並みの妥結内容であり、緩やかな持ち直しにとどまっている消費の本格回復も期待できる内容ではない。政府は今秋予定する消費税率引き上げに向けて万全の態勢を整えたが、消費者の先行き不安解消には至っていない。

経済見通し：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、冒頭の IMF 世界経済見通しや 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、当面は世界経済・貿易の低調さが残ると予想される。最近は政策発動によって中国経済の底入れ期待も浮上しているが、米国による対中国追加関税措置は継続される可能性があるほか、中国自身が調和のとれた中成長への移行を重視していることもあり、かつてのような成長加速は想定されず、輸出環境の好転は遅れるものと思われる。こうした動きは、企業設備投資の減速につながるほか、「企業から家計へ」の所得還流を弱め、消費の抑制にもなりかねない。

当総研が 3 月に公表した「2018～20 年度改訂経済見通し」では、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く、しばらくその低調さが残るとの見通しを示している。特に、消費税率引上げ後の 19 年度下期は調整色が一段と強まる可能性が高いだろう。

注目が集まる大型連休の経済効果

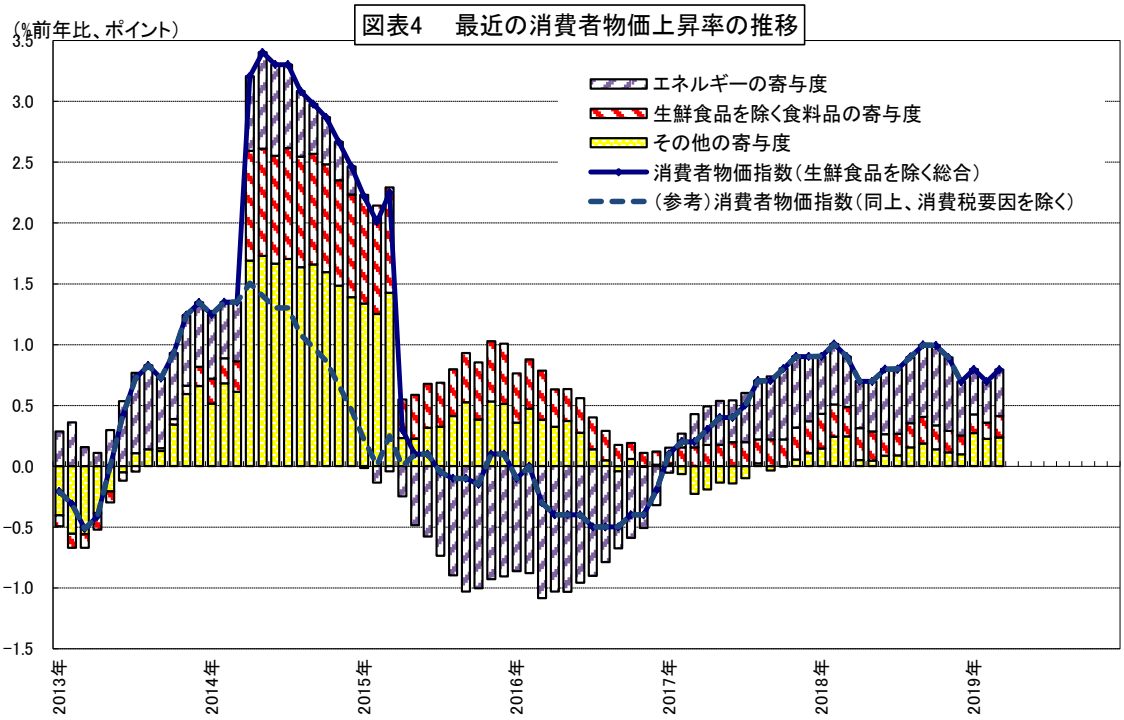
さて、皇位継承に伴い、即位の日である 5 月 1 日を今年に限って国民の祝日としたことによって、4 月 27 日から 5 月 6 日にかけては暦の上では 10 連休となる。こうした大型連休はレジャー消費などを刺激すると考えられ、その呼び水効果が期待されている。また、一世一元となった明治以前は凶事の影響を断ち切るための改元もされた経緯があったが、新元号「令和」になることで、停滞気味だった「平成」からのリセット効果を見込む意見もある。最近では改元に着目した商品・サービスの提供も散見され、一定の消費喚起も想定される。

一方、金融資本市場が長期にわたった休場となることで、万

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

一の際の対応にも警戒感が高い。また、休業日の増加によって製造業などでの生産活動が落ち込むのは不可避であるほか、収入が減少する労働者も少なからず発生するとみられる。そもそも所得の増加テンポが鈍く、最近は消費マインドも悪化傾向にあることから、連休後の消費に反動減がでる可能性も否定できない。大型連休・改元・新天皇ご即位などに関連して消費が盛り上がったとしても、その効果の持続性はそれほどないのではなかろうか。

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：先行き鈍化の見込み

3 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、再び上昇率の持ち直しが見られた。ただし、その主因は国際原油市況の持ち直しや円安などによってガソリン価格が再び上昇に転じたことによるものであり、消費の活性化によって需給が引き締まり、値上げが起きたわけではない。実際、「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」は同 0.4%と、1、2 月と変わらなかった。

先行きについては、上述の通り、改元や新天皇ご即位に伴う祝賀ムードも消費を盛り上げる可能性がある。さらに、消費税率の引上げを 10 月に控え、19 年度上期は一定の駆け込み需要が発生することも見込まれる。

一方、エネルギー価格は 19 年後半には物価押下げ要因に転

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

じる可能性があるほか、自由貿易協定の発効による輸入関税の引き下げもまた輸入品の値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。

金融政策:7 年目に入った量的・質的金融緩和

2013 年 4 月 4 日に導入された「量的・質的金融緩和（以下、QQE）」は 7 年目に突入した。全国消費者物価で前年比 2%と設定された物価安定目標の早期達成を目指すという日本銀行の強い意志とともに、それを実現するため、前代未聞の規模での国債やリスク性資産の買入れといった大規模な緩和措置を導入することで、根雪のように凍りついたデフレマインドを払拭させようという試みであったが、現時点では 1%の物価上昇率すら安定的に達成できてない。もちろん、効果は全くなかったわけではなく、こうした極めて緩和的な政策の下、1 ドル＝70 円台という超円高状態から解放され、非常に緩やかではあったものの、国内景気は比較的良好な状態が長期間維持された。

しかし、大胆な金融緩和を続けても経済・物価に「劇的な」改善がもたらされなかったか、について、日本銀行は 16 年 9 月の「総括的検証」で「①原油価格の下落、②消費税率引き上げ後の需要の弱さ、③新興国経済の減速とそのもとでの国際金融市場の不安定な動きといった外的な要因が発生し、実際の物価上昇率が低下したこと、その中で、もともと適合的な期待形成の要素が強い予想物価上昇率が横ばいから弱含みに転じたこと」を主な要因として挙げている。その検証を踏まえ、日銀は「マイナス金利付き QQE」を「長短金利操作付き QQE」へと衣替えをし、18 年 7 月には緩和策の持続性を高めるための補強（運営の柔軟化）とフォワードガイダンスの導入を決定し、現在に至っている。

追加緩和の可能性も

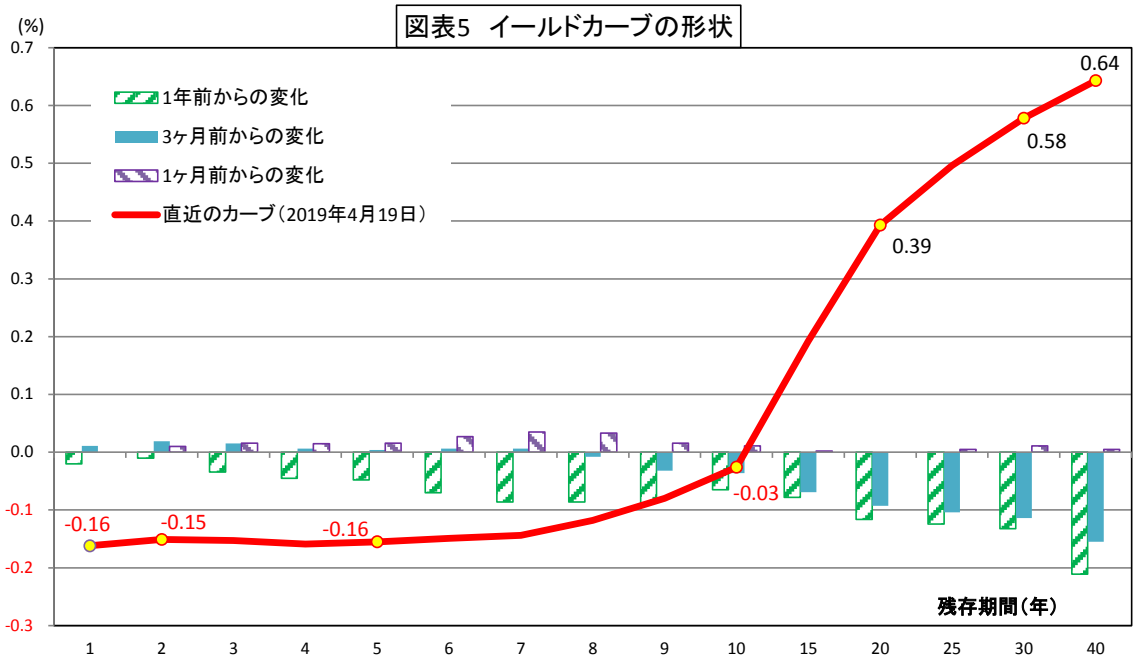
今後の政策運営については、「景気は緩やかに拡大」との景気認識と「拡大を続ける」との見通し、また物価も「2%に向けて徐々に上昇を高めていく」との見通しを踏まえると、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けるというスタンスを維持することが現時点では可能性が高い。

しかし、今後は景気への配慮も必要となってくるとみられる。当総研の見通しのように、10 月に予定する消費税率の引上

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

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。黒田総裁は国会答弁の中で、追加緩和の手段として長短金利目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベース拡大ペースの加速を挙げているが、それらが物価押上げに対してどれほどの効果があるかについて市場参加者が疑問視しているのは否定できない。

図表5　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

金融市場：現状・見通し・注目点

繰り返し述べたように内外経済の先行き不透明感は根強いが、主要各国で最近発表されている経済指標は事前予想を上振れるものも少なくなく、市場では景気悪化懸念が後退する場面が見られた。そのため、内外金融資本市場はリスクオンの流れが継続、「株高・円安・金利上昇」となっている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

金利のマイナス幅が縮小

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。さらに 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

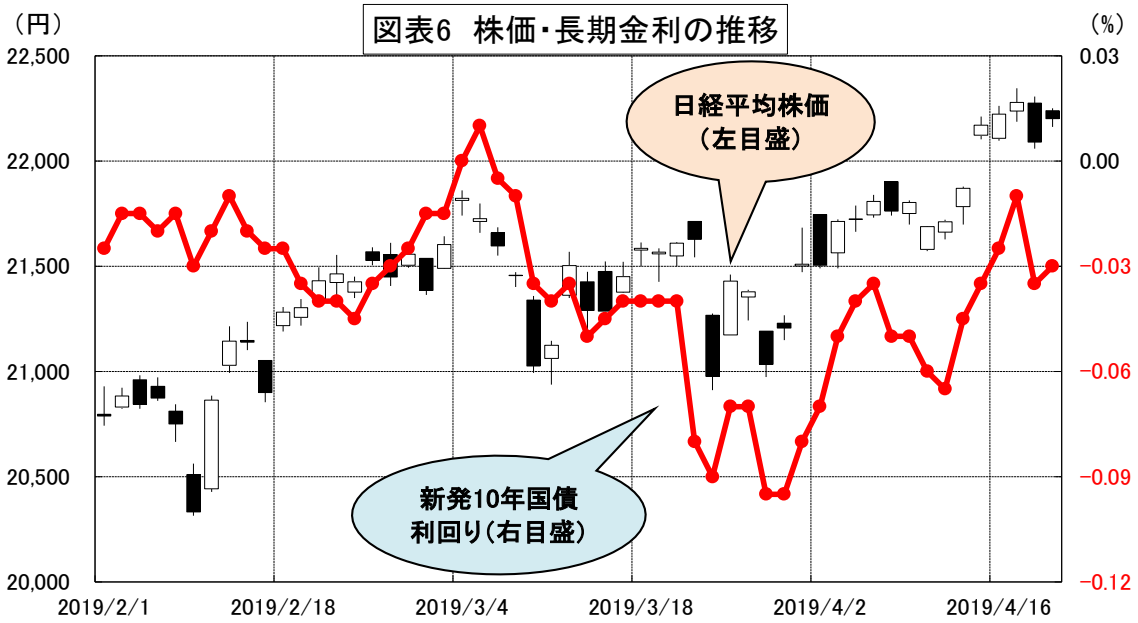
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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、さらには日銀が長期金利の誘導目標を徐々に引き上げていくとの思惑を受けて、金利水準は上昇、10 月半ばにかけての長期金利は 0.1%台半ばでの推移となった。

しかし、その後は内外景気の先行き懸念が急浮上し、リスクオフの流れとなったことから、金利水準は再び低下、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、年度末にかけては米政策金利が年内据え置きの公算が高まったほか、世界経済への懸念も強く、長期金利は一時 2 年 7 ヶ月ぶりに▲0.1%まで低下した。

しかし、4 月に入ると、米経済指標の好転なども手伝って、先行き懸念が解消に向かっており、金利のマイナス幅は徐々に縮小する方向にある。

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

当面ゼロ近傍での展開

ただし、先行きについては、内外景気の減速懸念は払拭できないほか、物価も低調に推移すると思われることから、追加緩和の思惑は燻り続け、一定の金利低下圧力は残ると思われる。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寄りのゼロ近傍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」

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

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

年初来の高値圏で推移

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、直後から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ンの流れにつながり、株価の持ち直しが続いている。直近は4ヶ月ぶりに22,000円台を回復、かつ年初来高値を更新するなど、底堅く推移している。

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も意識されることから、徐々に上値の重い展開になっていくと予想される。特に 19 年度半ば以降は調整色が強まるものと思われる。

③ 外国為替市場

ドル円は 112 円前後まで円安進行

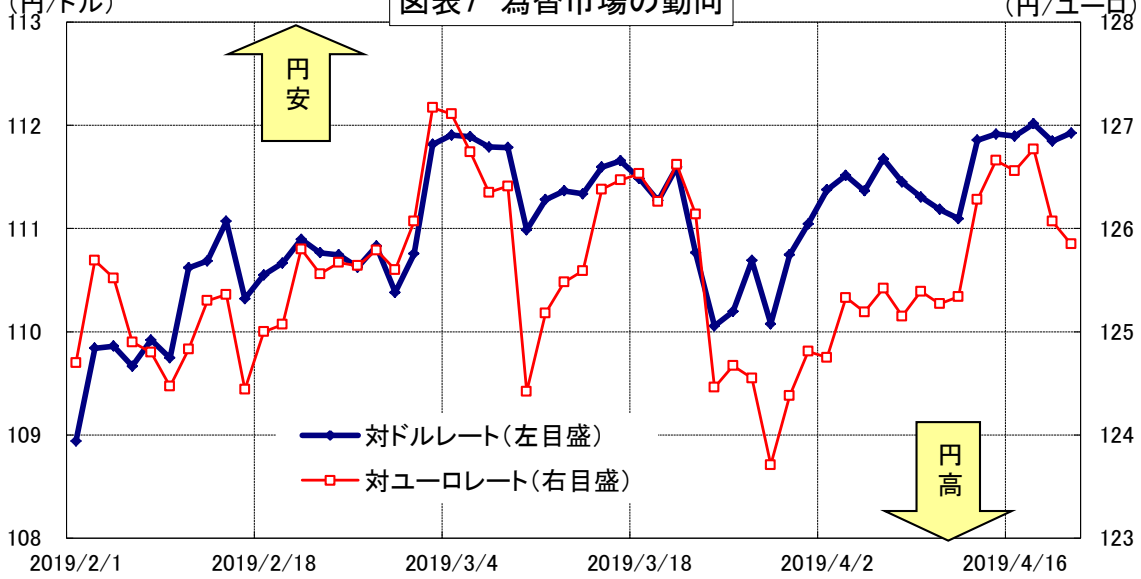
対ドルレートは、18年下期にかけて概ね1ドル＝110円台前半での推移が続いたが、米国の着実な利上げペースを織り込む格好で、基調としてはドル高気味の展開であった。一方、18年末にかけて、市場参加者から米国の利上げ停止、さらには 20 年の利下げ予想も浮上したことから、円高ドル安の流れが強まり、年初にはアップル・ショックも加わり、一時104円台まで急伸する場面もあった。しかし、それ以降は過度な悲観論が後退したほか、米FRB関係者のハト派寄りの発言が好感されたことでリスクオンの流れが続いた。さらに 3 月 FOMC ではハト派色の強い内容となったこと、さらに世界景気の悪化懸念の後退等を受けて、円安気味に推移しており、直近は112円前半と4ヶ月ぶりの水準となっている。

一方、最近は欧米中銀が正常化に向けた動きを一旦中断するなど、これまでの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ほど物価・賃金の上昇圧力が高まらない限り、一方的に円安が進行すると想定するには無理がある。また、持続的な円安進行に対しては米トランプ政権から風当たりが強まることも

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

予想される。それゆえ、当面の対ドルレートは概ね 110～113 円のレンジでの展開になるだろう。

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、その後は過度な警戒感が後退、世界的なリスクオンの流れから、120 円台半ばを中心としたレンジ相場となっている。当初 3 月末とされたブレグジットの交渉期限が 10 月末に先送りされ、「合意なきブレグジット」への警戒が後退したことも好感された。

ただし、政治リスクや「合意なきブレグジット」への警戒は残っていることから、持続的なユーロ高となる可能性は薄いだろう。

(19. 4. 19 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

2%物価目標の達成にはもう一段の賃金上昇が必要

～先行き懸念から設備投資は弱含み～

佐古　佳史

要旨

労働市場のひっ迫した状態が続くなか、賃金上昇率はじわじわと高まってきた。しかしながら、FRB が目標とする安定的な 2%のインフレ率を達成するためには、もう一段の賃金上昇が必要と考えられる。

米国経済の先行き懸念から、19 年に入り、設備投資関連の指標は軟調に推移しているが、先行きについても弱含みが予想される。

独立性が脅かされる FRB

連日のように連邦準備制度理事会（FRB）批判を繰り返しているトランプ大統領は、現在空席の 2 名の FRB 理事について、利下げをすべきという、自身の考えと近い人物を指名する意向を示している。FRB の金融政策は、連邦公開市場委員会（FOMC）にて最大 12 名の多数決で決定されるため、どのような人物が新理事（注 1）に就いたとしても、即座に金融政策が一段とハト派化するわけではない。しかし、他国のことでありながら欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁が懸念を示したように、FRB の独立性が脅かされているのは間違いなく、理事選考過程とその影響には注意する必要があるだろう。

（注 1）大統領が指名した後、上院での過半数の支持が必要。

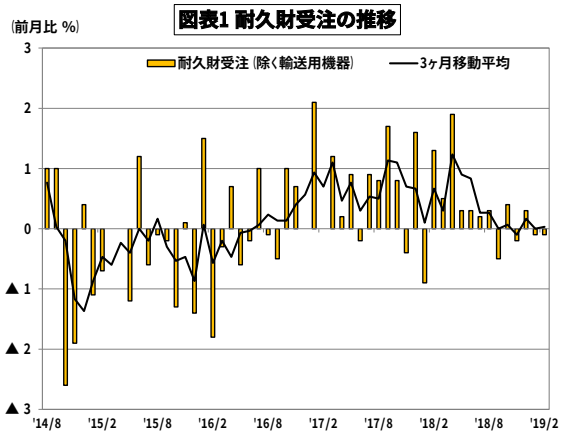
米国経済の減速懸念もあり、設備投資が弱含み

さて、経済指標を確認してみると、3 月の非農業部門雇用者数は前月から 19.6 万人増と、同 3.3 万人増と弱含んだ 2 月から持ち直した。失業率、25～54 歳の労働参加率は前月と変わらず、それぞれ 3.8%、82.5%となり、労働市場はひっ迫した状況が続いている。

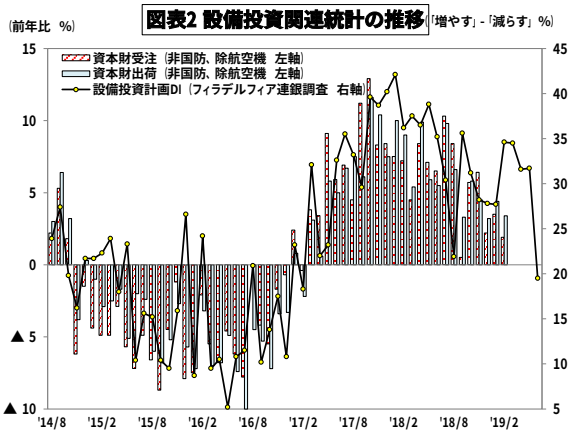
ミシガン大学の調査では、減税効果は消滅しつつあるとの認識の下、インフレや賃金への消費者の関心が一段と高まっているようだ。こうした調査からも、19 年に入り減税効果が剥落するなか、賃金上昇率が今後の消費拡大の鍵を握ると考えて良いだろう。

設備投資については、17、18 年と比べ 19 年はかなり弱含んで推移している。景気に対して先行性があると考えられる耐久財受注が 2 ヶ月連続で前月比▲0.1%となったことや、フィラデルフィア連銀設備投資計画 DI が弱いことからも、米国経済の減速懸念が実体経済へ波及してきたといえる。

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



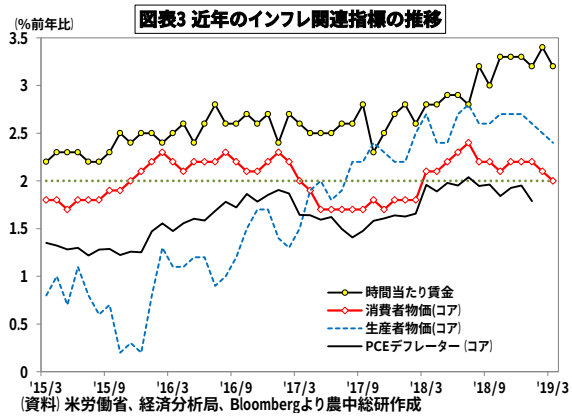
(資料) 米商務省より農中総研作成



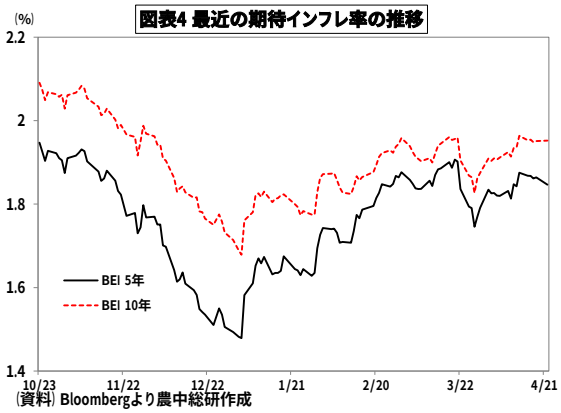
(資料) 米商務省、フィラデルフィア連銀製造業景況感調査、Bloombergより農中総研作成
(注) 設備投資計画DIは3ヶ月先行。

ベージュブックは、わずか～緩やかなペースでの成長を報告

17 日に公表されたベージュブックでは、足元の米国経済の成長ペースは、「わずかないし緩やか（slight-to-moderate）」と報告されたが、一部の地域では成長ペースが強まっている点も指摘された。また、労働市場がひっ迫するなか、技術・専門職における高技能労働者や、製造業、建設業における熟練労働者の雇用が困難化している点も報告されている。



(資料) 米労働省、経済分析局、Bloombergより農中総研作成



(資料) Bloombergより農中総研作成

2%物価目標にはやや物足りない賃金上昇率

インフレ率については、3 月の消費者物価、生産者物価（ともにコア）がそれぞれ前年比 2.0%、2.4%と、このところ伸び率が鈍化している。PCE デフレーター（コア、1 月）も同 1.8%と、FRB が目標とする 2%物価目標を若干下回る推移となっている。

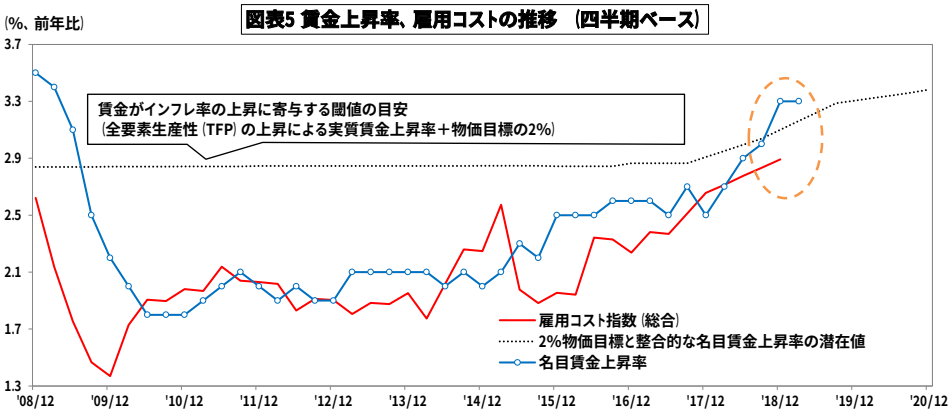
ここで、賃金上昇率とインフレ率について考えてみよう。賃金上昇率は 3 月の雇用統計では前年比 3.2%へと、2 月の同 3.4%から伸びが鈍化した。一方で、図表 5 からは賃金上昇率が 17 年末以降着実に高まってきたことがうかがえる。しかしながら、PCE デフレーター（コア）は安定的に前年比 2%の水準で推移しているとは言い難く、若干ではあるものの 2%を下回った推移が続いてきた。

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

確かに、雇用統計で注目される（名目）賃金上昇率は高まっているものの、全要素生産性（TFP）の伸びによる賃金上昇率はインフレ率の上昇には寄与しない。そこで、米議会予算局の見通しにおける TFP の伸びと労働分配率の見通しを踏まえつつ、標準的なマクロ生産関数から計算すると、2%物価目標と整合的な名目賃金上昇率は同 3.2%前後となった（19 年度（18 年 10 月～19 年 9 月）の推計値、20 年度内は同 3.4%前後）。

したがって、足元の賃金上昇率は約 10 年ぶりに 2%のインフレ目標の達成を可能とする水準に届いたと考えられるが、インフレ率は過去の値に引きずられることから、20 年にかけては、前年比 4%弱の賃金上昇率が必要になるだろう。よって、足元の賃金上昇率は、インフレ率が持続的に 2%を超えるにはやや物足りないと考えられる。

図表5 賃金上昇率、雇用コストの推移 （四半期ベース）



(資料) 米労働省統計局、米議会予算局(CBO)、Bloombergより農中総研作成
(注) 名目賃金上昇率の潜在値については、CBOの労働分配率とTFP成長率見通し、FRBの2%物価目標より農中総研作成。

また、ローゼングレン・ボストン連銀総裁が 4 月 16 日に述べたように、FRB が不況期に 2%を下回るインフレ率を許容するのと同様、好況期には 2%を上回るインフレ率を許容するスタンスをとるのであれば、一段の労働市場のひっ迫と、更なる賃金上昇率の加速を待つ必要がある。こうしたことから、FRB は現在の政策金利の誘導目標（2.25～2.5%）を、長期間にわたって据え置く必要に迫られるかもしれない。

足元では、労働市場のひっ迫を反映して、週休 3 日制や学生ローンの返済サポートなど、賃金以外の様々な方法を用いて労働者を惹きつけようとする動きが報告されている。こうした、より広い範囲における人件費に対応する指標としては雇用コスト指数が優れており、4 月 30 日に公表される 1～3 月期の同指数の上昇率にも注目したい。

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

長期金利：2.5～2.7％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、年内の利上げ回数が0回との見通しが示された3月のFOMC（20日）以降、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11年半ぶりに発生した。その後も長期金利の変動は大きかったものの、足元ではそうした動きが収まりつつあり、3月のFOMC前の水準にまで金利は再び上昇した。

先行きに関しては、世界経済への懸念がやや和らいだことからも長期金利は3～4月と比べ、やや上昇すると考えられる。よって、米長期金利のレンジは2.5～2.7%と予想する。

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：方向感を欠く展開を予想

株式市場では、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3月22日に生じたことで、ダウ平均は25,000ドル台半ばまで一旦下落した。しかし、米中通商協議をめぐり米政府高官からの楽観的な発言が多いことに加えて、中国の一部の経済の指標が好転したことで、世界経済をめぐる懸念がやや後退したことなどが株価を下支えし、4月以降は26,000ドル台で推移している。

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が限定的なことに加え、通商協議も徐々に懸念材料ではなくなってきた。一方で、米企業の19年の業績見通しは低調で、実際、1～3月期決算もまちまちな内容となっていることから、上値も重いと考えられる。株式市場は方向感を欠く展開を予想する。

（19.4.22 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

中国経済金融

減速に歯止めがかかった中国経済

～4～6 月期は持ち直しの見通し～

王　雷軒

要旨

鈍化が見込まれていた 2019 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.4%と、18 年 10～12 月期から横ばいだったことから、これまでの経済対策等の効果が出始めていると見られ、成長率の減速にひとまず歯止めがかかったと思われる。

先行きについては、経済対策等の効果が本格的に拡大することが期待され、4～6 月期には成長率が持ち直す可能性が高い。

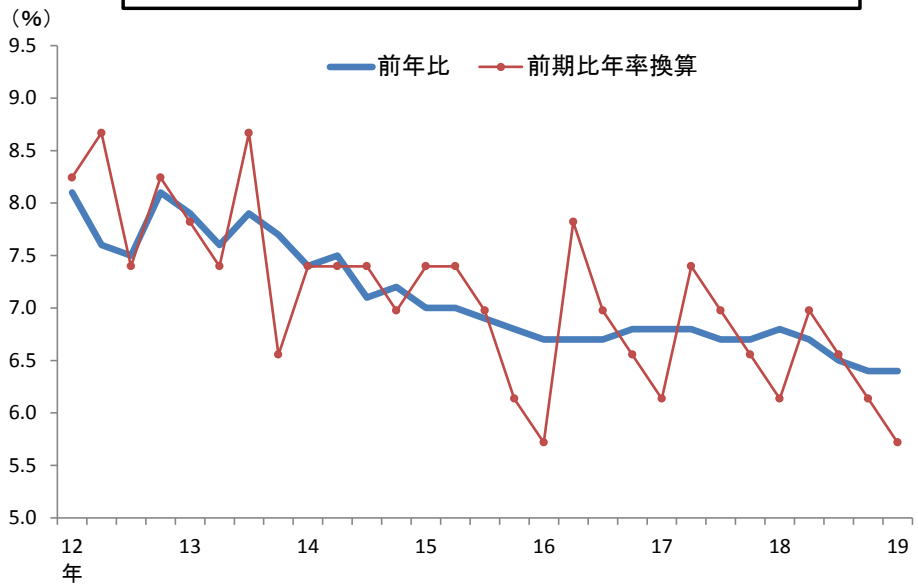
減速に歯止め

2018 年秋以降、中国経済の減速が世界経済全体のリスクとして意識されてきたが、中国政府はさらなる減速を食い止めるために、金融緩和や消費刺激策などの経済対策を打ち出してきた。

足元では、こうした経済対策等の効果が現れ始めていると見られ、減速には歯止めがかかったと思われる（図表 1）。実際、19 年 1～3 月期の成長率は 6.4%と 18 年 10～12 月期から横ばいだった。

ただし、前期比の年率換算では、1～3 月期の成長率は 5.7%と 3 四半期連続で減速した。

図表1　中国の実質GDP成長率の推移（四半期ベース）



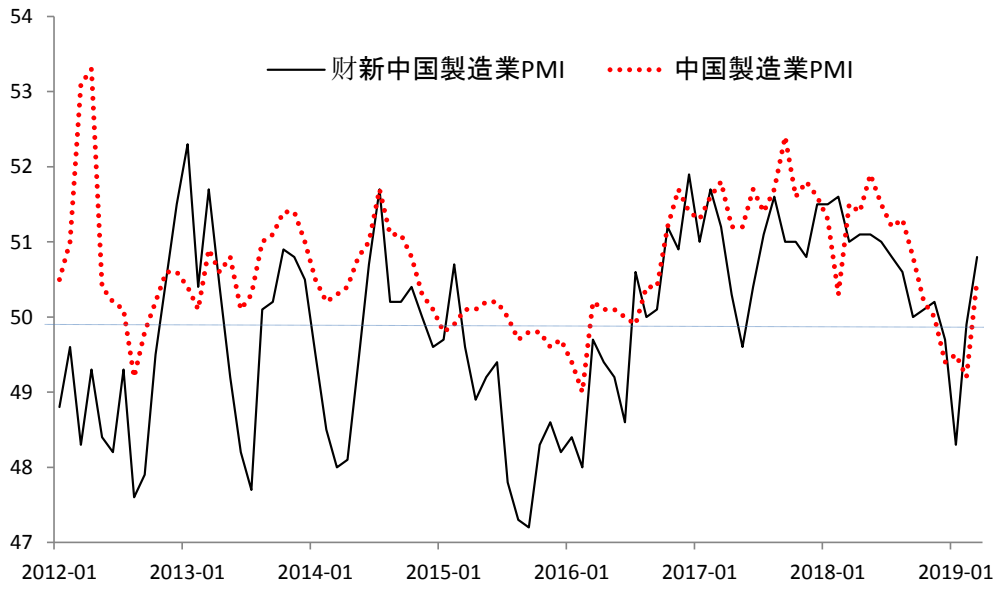
（資料）　中国国家統計局、CEICデータより作成

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

3 月の製造業 PMI は改善

3 月分の経済指標からは景況感改善の兆しが出ている。国家統計局と財新（中国メディア）がそれぞれ発表した 3 月の製造業 PMI は 50.5、50.8 と、4 ヶ月ぶりに景況感の分岐点となる 50 を上回った（図表 2）。また、3 月の鉱工業生産も前年比 8.5%と 14 年 7 月以来の高い伸びとなった。

図表2　中国製造業PMI・財新中国製造業PMIの推移



（資料）中国国家統計局、Windデータより作成、直近は19年3月。

3 月分の輸出額は大きく上振れたが、1～3 月期の伸び率は 1%

3 月の輸出額も前年比 14.1%と予想より増加した（図表 3）。しかし、必ずしも輸出環境が好転したわけではないと考えられる。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、3 月の輸出を押し上げたと見られるからだ。実際、1～3 月期の輸出の伸び率は前年比 1%に留まっている。また、3 月の輸入額も前年比▲7.3%と 4 ヶ月連続の減少となった。

輸出の先行きについては、世界経済の減速懸念が高まるなか、米中通商協議をめぐる不確実性もあり、米国向けの輸出は軟調に推移する可能性が高く、輸出全体の低調さは続くと思われる。

米中通商合意は近いと見られるも、一時休戦にすぎない

こうしたなか、3 月 28～29 日（北京）、4 月 3～5 日（ワシントン）に米中通商協議が行われた。今回も協議終了後、詳細は公表されていないため、どのような進展があったかを判断するのは難しい。例えば、クドロー国家経済会議（NEC）委員長は「通商交渉は順調に進んでいる」と述べた一方で、「最終合

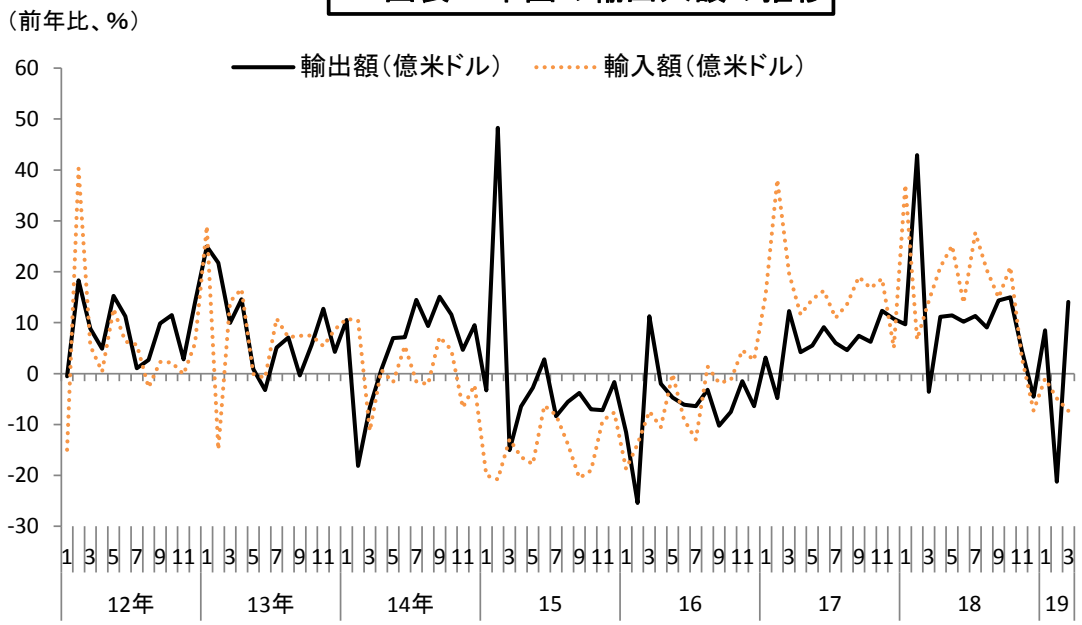
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

意に至るには時間がかかる」とも発言している。

一方、報道によれば、貿易不均衡の是正、農業分野の市場開放、サービス業の市場開放、知的財産権の保護、技術移転の強要の禁止、非関税障壁の是正という6つの協議項目については、合意が出来たものの、実施メカニズム（合意内容を遵守するための枠組み）については、電話会談等を通じて協議が行われている模様だ。また、4月29日週（北京）、5月6日週（ワシントン）に閣僚級協議が行われる予定である。

最終的な行方については、米国の「ちゃぶ台返し」が繰り返し行われた経緯から不確実性があるものの、合意が近いと見られる。日程は不明だが、最終的な合意はトランプ米大統領と習国家主席による首脳会談でなされるのであろう。ただし、合意はあくまでも一時「休戦」であり、この種の「協議」は今後しばらく続くものと思われる。

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）金額はドルベース。

個人消費は依然弱いが、刺激策等による持ち直しの動きも

一方、内需（投資＋消費）に目を転じてみると、持ち直しの兆しが見られる。まず、個人消費について見てみると、3月の小売売上総額は前年比8.7%と1～2月（同8.2%）から伸び率がやや高まった（図表4）。このうち、ネット販売を通じた小売売上総額は二桁を上回る伸びが続いた。自動車販売台数は同▲5.1%と9ヶ月連続で前年割れとなったものの、マイナス幅が

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

縮小した。

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の流れが続くと見込まれる。ただし、賃上げペースが鈍化しているなか、住宅ローンなど家計の債務負担は依然として重く、大幅な回復は期待しにくい。

図表4 最近の消費動向

（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

固定資産投資は低空飛行続くもやや上向く

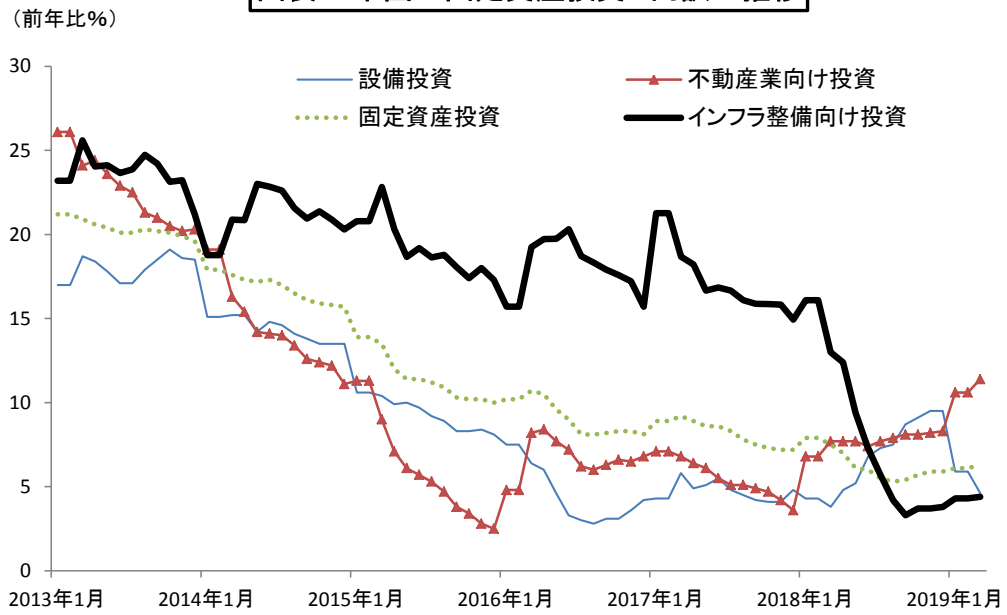
投資については、3 月の固定資産投資は前年比 6.3%と 18 年 12 月（同 5.9%）から伸び率がやや高まったが、低空飛行の状況は変わらない（図表 5）。

内訳を確認すると、設備投資は鈍化したものの、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 年には急ブレーキがかかったインフラ整備向け投資にもようやく底入れの兆しが出始めている。

先行きについては、3 月の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。

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　中国の固定資産投資と内訳の推移



（資料）　中国国家統計局、CEICデータより作成、（注）年初来累積、直近は19年3月。

人口 100～300 万人の都市でも統一戸籍を進める方針を決定

住宅開発投資などの先行きを展望するにあたり、重要と思われる人口 100～300 万人の都市でも統一戸籍を進める方針が示されたので、その内容を簡潔に紹介してみよう。

発改委（行政部門）が 4 月 8 日に公表した「2019 年新型都市化推進にかかる重要な取組み事項」（2019 年新型城鎮化建設重点任務）で、人口 100～300 万人の都市については、出稼ぎ労働者や新卒者を含む外部からの非農業戸籍希望者を対象に戸籍取得の制限を撤廃する。また、多くの省都を含む人口 300～500 万人の都市については、取得制限を段階的に緩和するなどの方針が示された。

周知の通り、農村出身者は戸籍上、農村戸籍者となるが、都市部において農村戸籍者は非農業戸籍者（都市戸籍者）と同様には扱われず、教育面や雇用面などで差別的な取扱いがされてきた。これを改めるべく、戸籍制度の改革を行っている。

14 年の共産党中央都市化工作会議では「戸籍制度改革をより一層推進することに関する指導意見」が公表され、従来の戸籍区分を廃止して、住民戸籍に統一し、各都市が発行・管理する居住証に基づく住民管理に転換する方針が示された。

この指導意見に基づいて、地方政府は統一戸籍の導入を進めている。「国家新型城鎮化計画（2014～20 年）」では 20 年までに、常住人口ベースでの都市化率（都市人口数/全人口数）

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

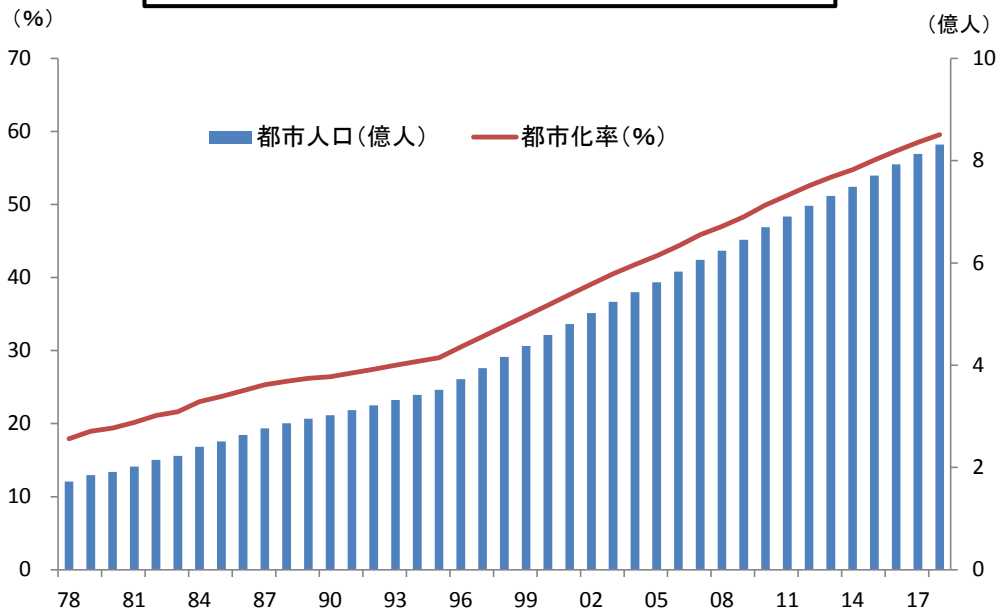
を 60%前後、戸籍ベースでの都市化率を 45%前後とする目標を達成すると掲げている。

しかし、統一戸籍の取得要件は各都市の受け入れ余力に応じた各都市での方針に任せられている。年齢制限、社会保険料の納付期間を求められるなど厳格な要件が定められていた。実際には、上海、北京、広州、深圳などの大都市では、戸籍転換を厳しく制限しており、定住が未だにコントロールされている。

国家統計局によると、18 年の戸籍ベースでの都市化率は 43.4%、常住人口ベースでの都市化率は 59.6%、つまり、16.2%の人口（約 2 億人）は非農業戸籍をもたずに、都市で暮らしていることが分かる（図表 7）。

これまでも、小都市（人口 100 万人未満）では戸籍転換の制限を完全に撤廃するなど、14 年以降の戸籍統一がある程度進んでいるものの、目標達成（45%）にはさらなる努力が必要である。今後、統一戸籍の導入の動きが強まると見られ、都市部の住宅需要を押し上げる可能性もあり、その動向に注目したい。

図表6　中国の都市化率（常住人口ベース）の推移

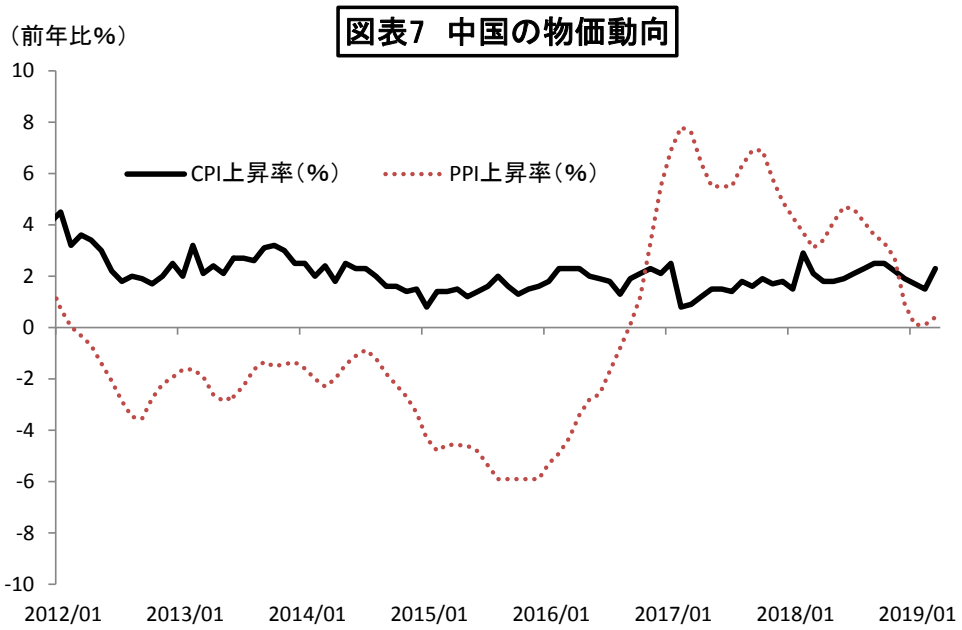


（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成

3 月の物価は上昇率を高めた

3 月の消費者物価指数（CPI）は前年比 2.3%と 2 月（1.5%）から上昇率を高めた（図表 6）。この背景には、アフリカ豚コレラの発生で需給がひっ迫したことや天候不順による野菜価格の急騰を受けて食品価格が 4.1%上昇したことが挙げられる。また、3 月の生産者物価指数も上昇率がやや拡大した。

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

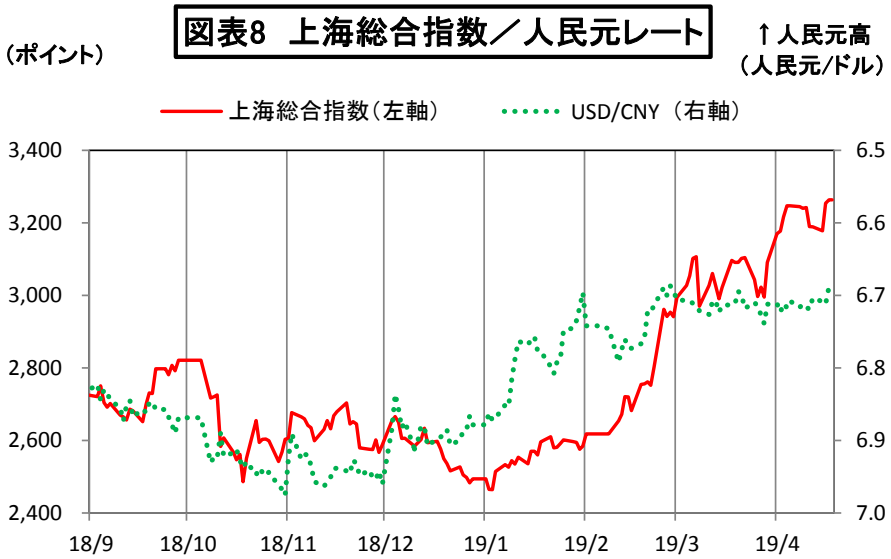


（資料）CEICデータより作成、直近は19年3月。

市場センチメントは大きく改善

前述のように、経済対策等の効果、米中通商協議の進展への期待に加えて、IMF が発表した世界経済見通しでも、19 年の中国経済成長率が 6.2%から 6.3%に上方修正が行われたことを背景に、株価高・人民元高基調は続いている。上海総合指数は 3,000 ポイント台で底堅く推移した（図表 8）。

株式市場には過熱感があるものの、米中通商協議で合意が出来れば、回復傾向を一段と強めると思われ、株価上昇の資産効果は個人消費を多少押し上げるだろう。



（資料）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

4～6 月期には持ち直す可能性は高い

足元の経済指標から政府の大規模な経済対策の効果が出始めていると見られ、減速にひとまず歯止めがかかったと思われる。先行きについては、この効果が本格的に拡大すると期待され、4～6 月期には成長率が持ち直す可能性は高い。

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. 4. 18 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

成長の制約要因から探るユーロ圏経済が向かう先

～外需に続く内需の縮小で減速が強まる可能性～

山口　勝義

要旨

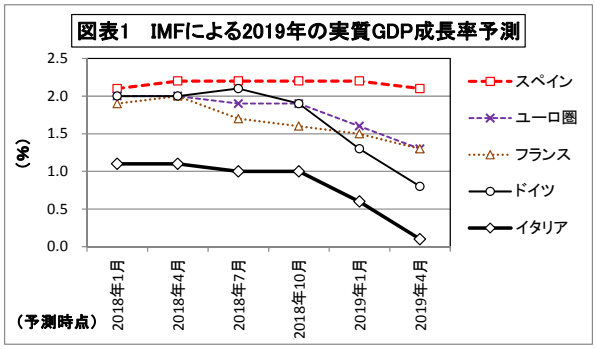
ユーロ圏経済は岐路に立たされている。外需の大幅な縮小にもかかわらず労働市場の引き締まりが続いているが、この状況が持続するとは考えにくい。これまで堅調であった家計消費を中心とする内需も縮小を迫られ、全体として成長の減速が強まる可能性が大きい。

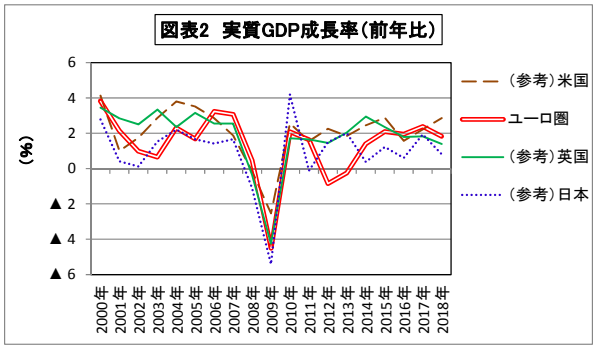
はじめに

2018 年末以降、ユーロ圏では経済成長の減速感が強まっている（図表 1）。ユーロ圏は、08 年に本格化した世界金融危機に続き、09 年のギリシャでの財政粉飾の発覚を発端とし 12 年にピークを迎えた財政危機を相次いで経験してきたが、ようやく危機の影響を脱し安定的な成長軌道の定着が期待されるこの時期に、またも成長の減速に直面している（図表 2）。

かつて財政危機のさなかのユーロ圏では、社会保障費の縮小等を含む財政改革に加え、労働コストの削減などを通じ経済の競争力強化を図る構造改革への取り組みが強く求められた。これらは危機対策上、必要不可欠な対応であったとは言え、一面では失業率の上昇や所得格差の拡大を招き、内需の抑制を通じて長引く景気低迷をもたらす結果にも繋がった。

しかしその後は原油価格の下落や政治面での落ち着きも追い風となり、景気は緩やかながらも回復に転じ、徐々に雇用市場の引き締まりが現れてきた。特に 17 年以降は、経済成長の制約要因として、需要不足が後退する一方で労働力などの不足感が強まっている。この制約要因の、経済の需要側から供給側への移行は、世界経済の成長に伴う外需の拡大を反映するのみならず、ユーロ圏自身の財政危機からの真の離脱を意味する動きとも捉えられ、注目に値する変化であった。





（資料）図表 1、2 は、IMF のデータから農中総研作成

これに対し、足元では貿易摩擦の激化や新興国の成長減速が懸念材料として台頭しており、内需と外需の違いはあるものの問題の焦点は再び需要の側に戻ってきている。外需の取り込みに強みのあるドイツ経済の最近の急減速は、この変化を象徴する動きである(注1)。本稿は以上を踏まえ、成長の制約要因の観点から今後のユーロ圏経済の動向を探るものである。

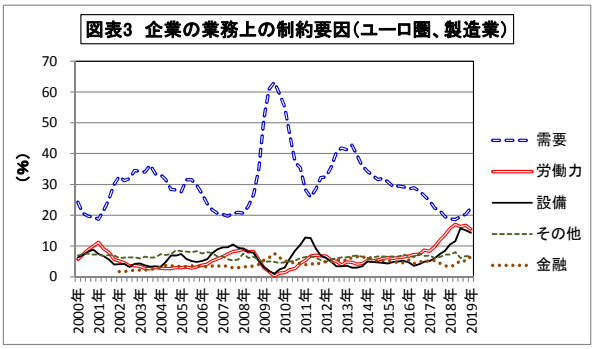
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

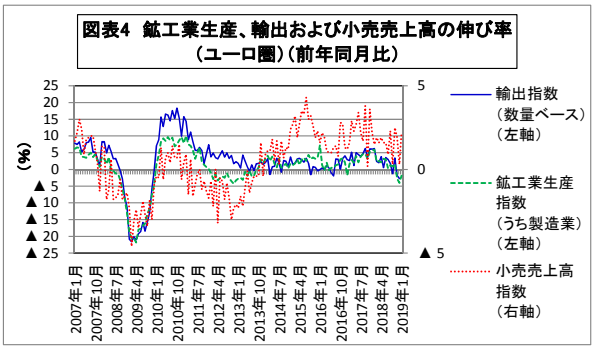
岐路に立たされたユーロ圏経済

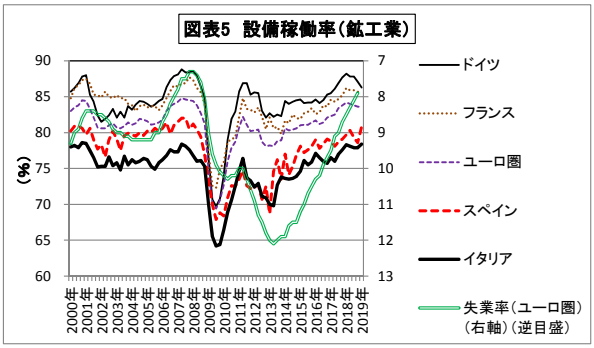
このように財政危機以降、ユーロ圏では成長の制約要因が需要（内需）から供給へ、そして再び需要（外需）へと移行してきている。この経緯は、次のように具体的なデータで跡付けることができる。

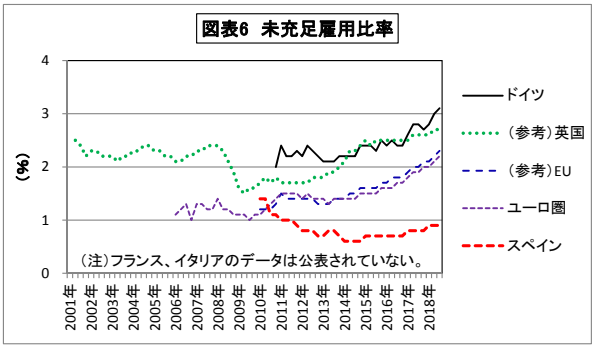
まず全体的な推移は、欧州委員会が企業に対して実施している調査結果に明確に現れている（図表 3）[注 2]。同調査結果では企業の業務展開上の制約要因として、09 年前後と 12 年前後に「需要」不足の大きな山がある。これらは、世界金融危機とユーロ圏の財政危機に対応するものである[注 3]。その後、この「需要」不足は徐々に低下し、一方で 17 年以降は「労働力」や「設備」が大きく上昇に転じている。これはユーロ圏が危機の影響から離脱し、経済成長の制約要因が需要面から供給面に移行しつつある姿を示している。さらには 18 年を境にこの動きが反転し、再び「需要」不足が強まり、同時に生産の停滞で、供給面の制約の緩和が生じ始めている。以上の推移は、製造業のほか、サービス業などでも同様に現れている。

さらに、財政危機の期間においては輸出に比較して家計消費の落ち込みが著しく、この間の制約要因としての「需要」不足は主として内需であったことが、また直近ではこの関係が逆となり、外需が主な制約要因となっていることが、それぞれ確認できる（図表 4）。これに対し、最近の供給面の制約の緩和については、これを設備稼働率の低下からも見て取ることができる一方で、未充足雇用比率は依然高水準であり、失業率は低位に留まるなど、現在のところ実体経済において、労働市場の緩みは生じていない点が特徴的な動向となっている（図表 5、6）[注 4]。









（資料）図表 3～6 は、Eurostat のデータから農中総研作成

このように、最近の外需の大幅な縮小にもかかわらず、賃金への上昇圧力を通じ消費刺激効果を有する労働市場の引き締まりは現在も継続していることになる。しかしこうした状況が長く持続するとは考えにくく、ユーロ圏経済はひとつの岐路に立たされていると見ることができる。

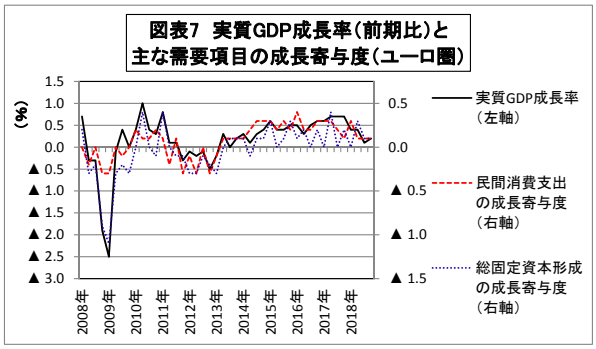
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

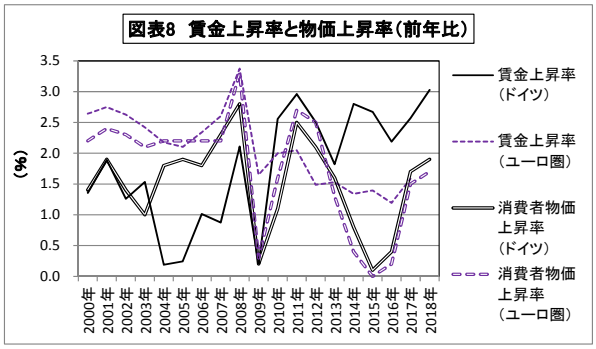
外需に続き内需も縮小に転じる可能性

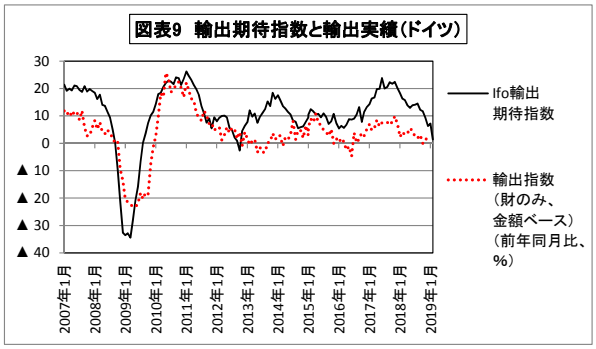
これまでにユーロ圏では景気の転換点で、設備稼働率の変化に失業率が追随するまでには、通常、数ヶ月のタイムラグが認められている(注5)。このため、今後、失業率が上昇を始めるまでのこのラグの間に貿易摩擦などの懸念が軽減される場合には、経済成長が回復に向かう可能性が見込まれる。一方これとは逆に、懸念がさらに長期化する場合には、景気の下支え役である家計消費にも影響が波及し、内需の縮小をも伴いつつ成長の減速が強まる展開が予想される。この点で、ユーロ圏は岐路に立たされているわけである。

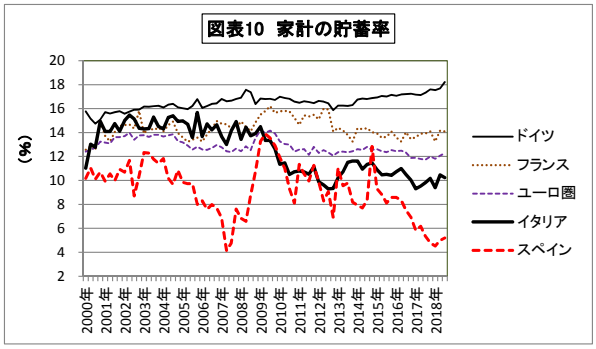
ここで家計消費の果たす役割を確認すれば、確かにもう一方の内需の柱である企業などによる投資との対比で家計消費の安定的な成長への寄与が確認できるほか、物価上昇率を上回る最近の賃金上昇率からは、当面は消費刺激効果の持続を期待することができる（図表7、8）(注6)。しかし、今後、様々な懸念が容易に軽減され、外需が早期に回復するかという点については決して楽観はできない。

それはまず、米中貿易摩擦の協議に進展があったとしても、その後には新たに米欧間で対立が表面化する可能性が大きいためである。また新興国経済は、今年に入り米国の金融政策のハト派色の強まりで一息ついた形であるが、その反面、新興国の重荷となる米国経済の減速懸念も一部に生じている。こうした中でドイツの輸出期待指数は下落し、警戒感の強まりが明確になっている（図表9）(注7)。一方、これとは別に、最近では特にドイツで家計の貯蓄率の急速な上昇が見られており、消費の拡大による経済成長の下支え効果自体にも留保が必要となる事情が現れてもいる（図表10）(注8)。









（資料）図表7、8、10はEurostatの、図表9はIfo Institutiteおよびドイツ連銀の、各データから農中総研作成

このため、これらの外需や内需を巡る最近の動向を総合的に勘案すれば、ユーロ圏経済の今後のシナリオとしては、やはり成長減速が強まる可能性が大きいものと捉える必要があるように考えられる。

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

おわりに

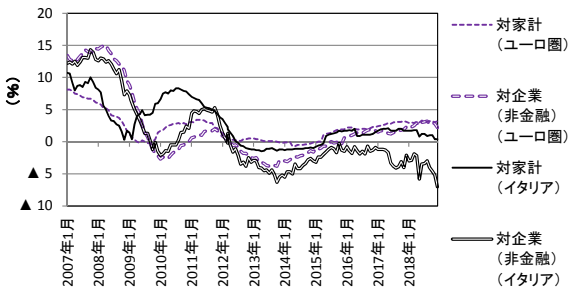
以上に見たとおり、ユーロ圏では最近の外需の縮小にもかかわらず労働市場の引き締まりが続いているが、この状況が今後も長く持続するとは考えにくい。そして諸環境を踏まえれば、堅調であった家計消費を中心とする内需も縮小を迫られ、成長の減速が一層強まる可能性が大きいのではないかと考えられる。

またこの他にも、ユーロ圏では成長上の懸念材料が存在している。そのひとつは、イタリアなどでの貸出残高の低迷に象徴される、十全とは言えない銀行機能である（図表 11）。イタリアの銀行は不良債権比率が現在も高く銀行による国債保有比率も再び上昇傾向にあるなどの課題を抱えているが、長引く低金利が銀行の負担となりその機能発揮に影響が及ぶ懸念は、イタリアに限った問題ではない。

一方、ユーロ圏の各国間では消費者物価上昇率を含め経済情勢には引き続き格差が存在しており、単一の金融政策が有効に機能するとは言えない状況にある。これに対し、財政政策の統合については議論が進展しておらず、今後とも、政治面でのポピュリズム勢力の伸張などから欧州連合（EU）の改革が停滞し、先行きの不透明感で企業投資の手控え感が強まるなどの影響の波及も考えられる。

このように、ユーロ圏経済の先行きは多難である。財政危機後の経常収支の黒字化などで市場波乱の再来は考え難いが、今後の経済成長の減速は不可避ではないかとみられる。冒頭に見た、19 年のユーロ圏の実質 GDP 成長率が前年の 1.8%から 1.3%に大きく低下するとする国際通貨基金（IMF）による予測は、現実感を伴うものとなっている。（19.4.18 現在）

図表11 銀行貸出残高の伸び率（前年同月比）



（資料）ECB のデータから、農中総研作成

(注 1) 最近のユーロ圏経済の特徴的な動きである、ドイツ経済の急減速や、ユーロ圏の製造業生産の大幅な落ち込みを巡っては、次を参照されたい。
・山口勝義「ユーロ圏で崩れる「ドイツ一強体制」」（『金融市場』19 年 3 月号所収）
・山口勝義「急減速したユーロ圏の製造業を取り巻く懸念点」（『金融市場』19 年 4 月号所収）

(注 2) 業務上の制約要因について、欧州委員会は製造業（対象企業数は約 40,000 社）とサービス業については四半期ごと、また建設業については月次で調査を行っている。各項目について、企業に対し、「該当する」、「該当しない」のいずれかで回答を求める。

(注 3) このほか、業務上の制約要因としての「需要」不足の強まりは、世界金融危機に先立つ 01 年以降の IT バブル崩壊に伴う世界的な景気減速の時期にも、同様に現れている（図表 2、3）。

(注 4) 未充足雇用比率は、総雇用ポジション数に占める採用未了のポジション数の割合である。

(注 5) この設備稼働率と失業率との間でタイムラグが存在する背景には、景気の転換点においてはまず残業時間を柔軟に調整することで、需要の変動に対応する企業行動が働いているのではないかと考えられる。また、タイムラグの長さはその都度変動するとともに国ごとに差異が存在しているが、これは、それぞれの景気変動のスピード感、環境変化の先行きを見通す難易度、労働法制の内容や労働市場の流動性、などの様々な要因によるものとみられる。

(注 6) ユーロ圏では、財政危機後も企業投資の回復は概して鈍い。その主な要因としては、長く継続した政治を巡る不透明感や、物価上昇率の回復の鈍さなどによる先行きの経済情勢の不透明感に伴う、企業行動の保守化が考えられる。また、外需が縮小する環境下では、企業投資の拡大は考えづらい。

(注 7) 輸出期待指数は、Ifo Institute が約 2,300 社のドイツの製造業企業を対象に月次で実施する調査を基に算出されている。今後 3 ヶ月間に輸出が「増加する」、「変わらない」、「減少する」との各社の見通しを踏まえ、「増加する」の割合から「減少する」の割合を差し引いたものである。

(注 8) この家計の貯蓄率の上昇の要因としては、先行きの不透明感の強まりや高齢化の進展が、もともと消費拡大には慎重であるとされるドイツの保守的な国民性を、さらに助長している可能性が考えられる。

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

米国経済金融

イールドカーブから読み取れる景況感

～ネルソン・シーゲルアプローチの紹介～

佐古　佳史

要旨

世界経済の先行き懸念が根強いなか、本稿では、ネルソン・シーゲルモデルを嚆矢とするアプローチを紹介することで、債券市場の足元の動きを俯瞰する。

イールドカーブの形状と景況感

3 月 22 日、約 11 年半ぶりに、3 ヶ月-10 年債利回りにおいて逆イールドが発生して以来、米国のイールドカーブの形状には以前にも増して注意が向けられるようになった。イールドカーブは、債券市場参加者の景気の見方を反映しているため、イールドカーブから景況感を把握し、その推移を観察することは、非常に意味があると考えられる。

ネルソン・シーゲルモデルの紹介

イールドカーブとは債券の残存期間と利回りの関係を見たものであるが、その形状（期間構造）の変動については、比較的少数のパラメーターでも、かなりの精度で記述できることが知られている。

この分野での古典的なアプローチの一つにネルソン・シーゲルモデル(以下、「モデル」)があり、マクロ経済に関する 3 変数を用いての期間構造の記述が試みられている（Nelson and Siegel (1987)）。モデルは 32 年前に発表されたにも関わらず、例えば、2018 年 12 月にオーストラリア中央銀行が公表したレポート（Chapman, Jääskelä and Smith (2018)）でも用いられるなど、現在でも用いられる機会が多い。

そこで、本稿では最近の米イールドカーブにモデルを適用することで、債券市場から読み取れる景況感を紹介することとしたい[注 1]。

（注 1）　推定には統計ソフト R（ver 3.5.3）を用いた。同様の分析には、R の YieldCurve パッケージを利用することもできる。

結果の解釈の仕方

モデルの詳細[注 2、3]は論文等に譲るとして、まず、結果の解釈をどのように行えばよいか概略を示す。

モデルでは、イールドカーブを（注 2）に示した関数形で近似することで、その変動を水準、傾き、曲率の 3 つのパラメーターに分解して解釈することを試みる。例えば、日次でのイールドカーブのデータを用いれば、各パラメーターの推移を日次で観察することが可能となる。

次に、各パラメーターが持つ意味について考えてみよう。水準パラメーターは、全ての残存期間における債券の利回りに対して一様に影響を与えることから、予想インフレの織込み度合いや短期金利を反映していると考えられる。

傾き（に-1 を乗じたもの）は、長短金利差についてのパラメーターであり、タームプレミアムと親和性のある概念であ

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

ることから、インフレ・経済成長・不確実性の織込み度合いなどを反映していると解釈される。

最後に、曲率は長・短期と比較した際に、中期ゾーンの相対的な利回りの高さ（あるいは低さ）を表すパラメーターであり、バタフライスプレッド（中期債の利回りの 2 倍から、短期債と長期債の利回りを引いて求められる）と類似する。このパラメーターの値が高い場合は引き締め方向の金融政策スタンスを、低い場合には緩和的なスタンスを織込んでいると解釈される。

イールドカーブの最近の動き

さて、各パラメーターの解説が終わったところで、実際の推移を見てみよう。図表 1 は足元半年の各パラメーターの推移を示したものである。

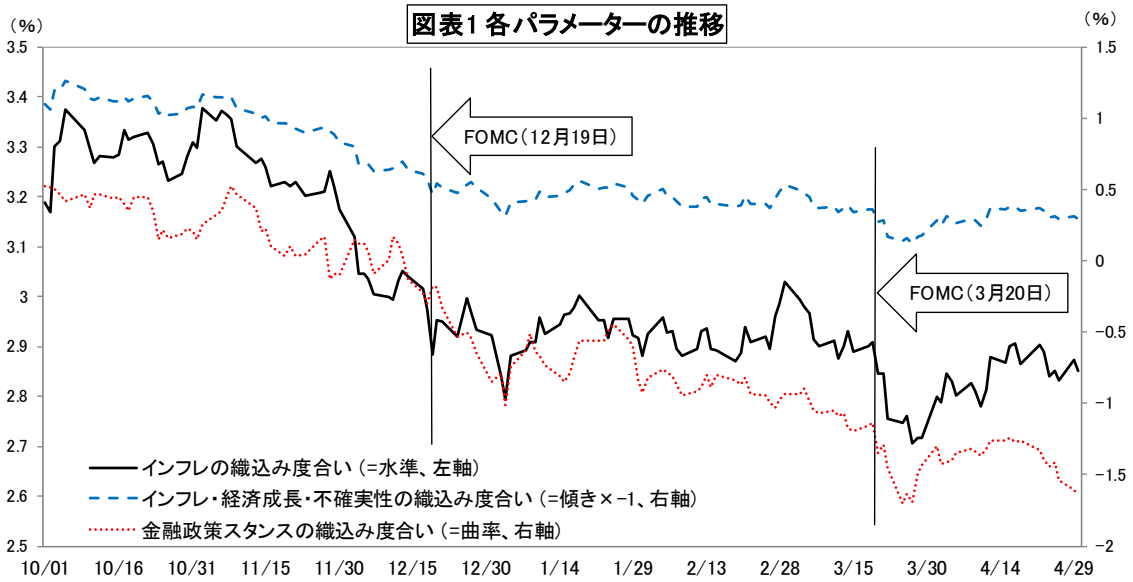
まず、水準パラメーターは緩やかに低下したことから、期待インフレ率が多少低下したと解釈できる。ただし、期間が半年程度と短いため、期待インフレ率が劇的に低下したとはいえないだろう。

次に、傾きパラメーター（に-1 を乗じたもの）については、期間を通じて若干低下傾向であったことがうかがえる。これは、米国を含む世界経済の減速に対する織込み度合いや米国のインフレ率に対する認識が債券市場で広がったことを受けていると解釈できる。19 年内の利上げ見通しを 2 回から 0 回へと下方修正した 3 月の FOMC の後にそうした織込みが一時的に強まったと解釈するのが妥当であろう。

最後に、曲率パラメーターについては、12 月と 3 月の FOMC の後、金融政策スタンスについての債券市場の織込みが緩和方向へ推移したことが読み取れる。これは、FOMC にて公表される政策金利の見通しが低下したことを反映していると解釈できるだろう。

また、3 月 FOMC において、市場の想定以上に FRB がハト派に転じたことで、その後の債券市場にやや混乱をもたらした。このあたりの動きが、曲率パラメーターの低下で表現されていると解釈できる。また、曲率パラメーター以外の値が 3 月

図表1 各パラメーターの推移



（資料）データはBloombergより取得。分析は農中総研による。（注）λ＝0.0609でカリブレート。

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

20日以前の水準におおよそ戻ったことで、利下げ織り込みは進みつつ、そうした混乱が足元では一旦収まったと解釈できる[注4]。

（注2）　具体的な関数形は下記で与えられる。

$$y_t(m) = L_t + S_t\left(\frac{1-e^{-m\lambda}}{m\lambda}\right) + C_t\left(\frac{1-e^{-m\lambda}}{m\lambda} - e^{-m\lambda}\right)$$

ここで、
$y_t(m)$は満期m、t期のスポットレート、
eはネイピア数、λは調整パラメーター、
L_t はLevel（水準）パラメーター、
S_t はSteepness（傾き）パラメーター、
C_t はCurvature（曲率）パラメーターとなっている。

（注3）　λについては、t期ごとに異なる値を取りうる推定方法と、全期間を通じて一定にする方法がある。筆者の感覚としては、前者の方が期間構造を説明する（モデルをより正確に実際の利回りにフィットさせる）点では望ましいが、特に、曲率パラメーターの解釈が困難になるため、今回は後者を採用し、$\lambda = 0.0609$でカリブレートした。なお、YieldCurveパッケージ内の関数では、λは可変となっている。
　近年、λ_tの推移には本質的に意味があり、逆イールドよりも景気に対してより明確な先行性がある可能性も指摘されている（Jiao and Ma（2017））。

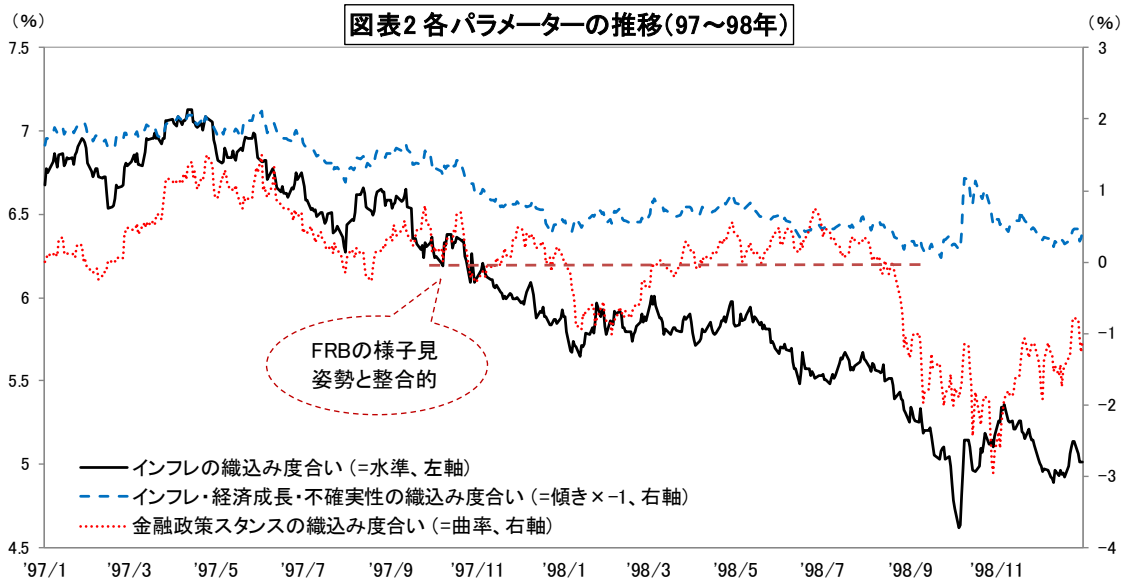
（注4）　ただし、こうしたパラメーターは推定方法やパラメーターに課す様々な制約に大きく依存するため、BEI（ブレーク・イーブン・インフレ率）やMOVE（メリルリンチ・オプション・ボラティリティー・エスティメート）、（債券市場ではないが）FF金利先物の動きなどと照らし合わせながら解釈するのが望ましいだろう。

エバンズ総裁発言とイールドカーブ

3月のFOMCにおいて政策金利を当面変更しない見通しを示したことで、様子見姿勢（wait-and-see policy posture）に転じたFRBであるが、エバンズ米シカゴ地区連銀総裁は3月25日、現在のFRBがおかれている状況は、アジア通貨危機への対応に迫られた1997～98年当時のFRBが直面していた状況と似ている点を指摘した。

当時の米国経済は、2%台前半の安定したインフレ率に加え、4%前後の高いGDP成長率、4%半ばの低い失業率などから、好調に推移していたと考えられる。一方で、国外ではアジア通貨危機が発生しており、いずれ米国にも影響が飛び火するのではないかとの懸念もあった。そうした国外でのリスクを見極める必要性から、米国経済は堅調に推移していたにもかかわらず、FRBは利上げを見送ることとなった。

図表2 各パラメーターの推移（97～98年）



（資料）データはBloombergより取得。分析は農中総研による。（注）λ＝0.0609でカリブレート。

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

こうした経済状況は、国内は堅調に推移しつつも、世界経済の減速がリスク要因と考えられる、現在の米国経済を取り巻く環境と似ており、エバンズ総裁の発言は、正鵠を射た指摘といえるだろう。

では、当時のイールドカーブの動きから、債券市場から読み取れる景況感を見てみよう。図表 2 は当時の各パラメーターの動きを示したものである。曲率パラメーターの推移から、97 年前半は好調な米国経済を背景に利上げの織込みが強かった点がうかがえる。一方で、確かに 97 年末から 98 年半ばにかけて、FRB の様子見姿勢と整合的な織込みが債券市場ではなされていたことや、傾きパラメーターの推移からは、不確実性に対する織込みが 98 年半ばにかけて進んだわけではないことも読み取れる。

足元では、利下げの織込みが強い

ところが、図表 1 を改めて見ると、様子見姿勢となった FRB のスタンス以上に、足元では、債券市場が利下げを織込んでいるようにも評価でき、この点では 97～98 年とは様相が異なる。この背景としては、98 年秋に実際に利下げした経験などから、「様子見姿勢後には利下げの可能性」という思惑が形成されやすいことも影響しているかもしれない。

世界経済の先行き懸念が根強いなか、米国のイールドカーブや FRB の金融政策、それに対するマーケットの反応・織込みなどは、経済の先行きを考える上での有益な情報を含むことは間違いない。本稿で紹介したモデルとその結果を通じて、足元の債券市場から示唆される景況感についての理解が深まれば幸いである。

最後に、当社が毎週金曜日午後に公表する『Weekly 金融市場』にて月 1 回程度、最新のデータについて、モデルを適用した結果を掲示する予定である。

※追記：本稿で用いた推定プログラムを修正したことに伴い、図表 1、2 及びその解釈を一部修正しました（2019 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

地域経済金融

地方銀行経営の現状と今後の課題

古江　晋也

要旨

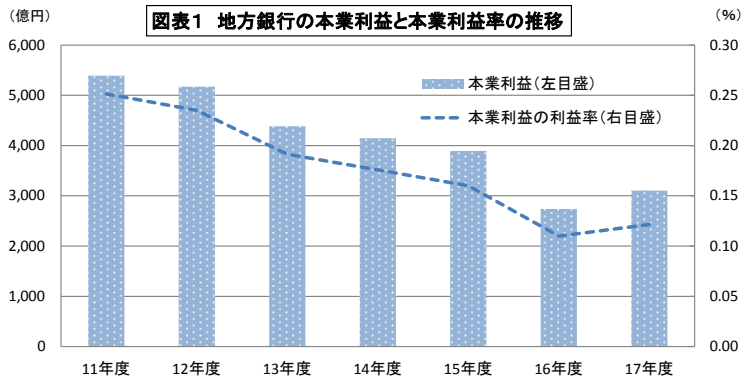
長期化する日本銀行の金融緩和政策の下、地方銀行の本業利益（貸出・手数料ビジネス）が大きく減少している。貸出業務の業況が厳しいため、各行は役務取引等利益の増加と経費削減に向けた取組みを加速させているが、明るい兆しは見えていない。当局は今後も低収益体質の銀行に収益改善を求め続けると考えるが、地域社会に対して責任ある金融サービスを提供するためには、相応のコストがかかることを考慮に入れなければならず、「利益ありき」ではない健全な地域金融のあり方や制度づくりを今一度議論することが求められる。

はじめに

地方銀行の収益改善が喫緊の課題となっている。金融庁が 2018 年 9 月に公表した「変革期における金融サービスの向上に向けて～金融行政のこれまでの実践と今後の方針（平成 30 年事務年度）」では、「地域銀行は、足元では役務取引等利益の増加によって本業利益率は下げ止まっているものの、過半数の 54 行で本業（貸出・手数料ビジネス）が赤字（うち 52 行が 2 期以上連続赤字）。連続赤字の地域銀行が年々増加。本業赤字をカバーしていた公社債等の含み益は減少」（8 頁）と分析、ビジネスモデルの抜本的な見直しに取組む必要性を指摘している。

また 19 年 3 月期決算からは、海外に拠点を持たない国内基準行にも、「銀行勘定の金利リスク」という規則が適用されるようになり、算出された金利変動時の損失リスクが自己資本の 2 割を超える金融機関は金融庁が対話に乗り出すことになる（日本経済新聞 19 年 2 月 8 日付）。このことは本業利益の減少を有価証券運用でカバーするというビジネスモデルを運営していくことが難しくなり、本業の収益強化により注力せざるを得なくなることを意味する。しかし、地方銀行や第二地方銀行を含む地域金融機関を取り巻く経営環境は、年々厳しさを増しており、収益改善を図ることは容易ではない。ここでは地方銀行と第二地方銀行の本業の収益改善をめざす動きと今後の課題を検討する。

図表１　地方銀行の本業利益と本業利益率の推移

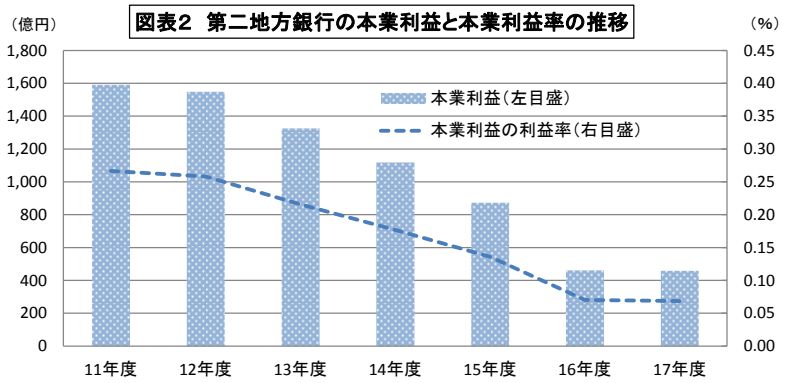


（資料）全国地方銀行協会「地方銀行決算の概要」各年度

減少傾向にある本業利益

図表 1、2 は全国地方銀行協会と第二地方銀行協会が公表している決算資料をもとに、11

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



（資料）第二地方銀行協会「第二地銀協地銀の決算の概要について」各年度

～17 年度の本業利益と本業利益率の推移を表したものである(注1)(注2)。

11～17 年度の地方銀行と第二地方銀行の貸出金残高は毎年増加してきたが、日本銀行が 13 年 4 月に「量的・質的金融緩和」を導入したことで貸出金利回りの低下に歯止めがかからなくなり、貸出による利益は減少している。そこで地方銀行と第二地方銀行は、役務取引等利益の向上を図るため法人・個人向け手数料ビジネスに力点を置くようになったが、15～16 年度は中国景気の落ち込み（16 年初頭）に加え、英国の国民投票における EU 離脱派の勝利（16 年 6 月）や米大統領選におけるトランプ候補の勝利（16 年 11 月）といった政治的なイベントを受け、市場が乱高下したことから投資信託販売などが伸び悩み、結果として役務取引等利益が減少、本業利益も右肩下がりで減少するようになった（17 年度の地方銀行は役務取引等利益が増加したため本業利益は反転）。

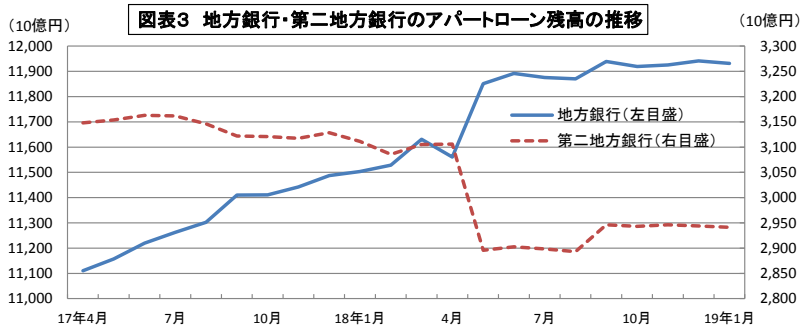
(注1)金融庁は、本業利益を「貸出残高×預貸金利回り差＋役務取引等利益－営業経費」とし、本業利益を「預金（平残）」で除した割合を本業利益率としている。

(注2)地方銀行の本業利益は「貸出金残高（平残）×預貸金利回り差（貸出金利回り－預金等利回り）＋役務取引等利益－経費」で算出し、本業利益率には「預金（平残）」を用いている。第二地方銀行の本業利益は「貸出金残高（末残）×預貸金利回り差（貸出金利回り－預金利回り）＋役務取引等利益－経費」で算出し、本業利益率には「預金（末残）」を用いている。

アパートローンとカードローン

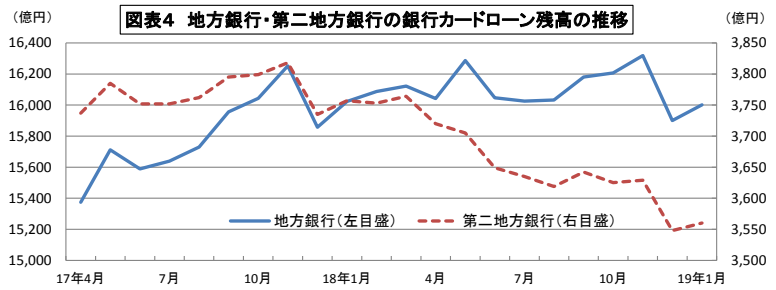
貸出金利回りが低下する中、各金融機関は貸出による利益の減少を食い止めるため熾烈な融資競争を展開している。しかし皮肉にも、この融資競争が更なる貸出金利回りの低下をもたらすことにもなっている。

一方、中小企業はリーマンショック以降、内部留保（利益剰余金）を高め、金融機関から借入がない無借金経営の中小企業も増加している。そこで注目されたのがアパートローンとカードローンであった。



（資料）全国銀行協会「銀行カードローン等・アパートローン残高」

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



（資料）全国銀行協会「銀行カードローン等・アパートローン残高」

アパートローンは15年1月に相続税が改正されたことがきっかけとなり活発化したが、17年になると日本銀行の「地域経済報告（17年1月）」が賃貸住宅ローン市場の過熱を指摘するなど警戒感が高まるようになった。そして18年初め頃には、サラリーマンによるシェアハウス投資を巡るトラブルが報じられるようになり、同年5月には、シェアハウス投資に積極的に関わっていたスルガ銀行が不正融資を行っていたことを公表した。アパートローンをめぐってはその後も追い討ちをかけるかのように、アパートの企画・施工管理会社が顧客の融資審査を通りやすくするために顧客の預金残高データを改ざんした問題などが報道されている。なお図表3は、最近の地方銀行と第二地方銀行のアパートローン残高の推移を表したものである。第二地方銀行は残高を大きく減少させたが、地方銀行はその後も残高を伸ばしている。

銀行カードローンは、日本弁護士連合会が16年9月に「銀行等による過剰貸付の防止を求める意見書」を取りまとめるなど、金融機関のカードローンに対する姿勢を批判してきた。この批判を受け、全国銀行協会は17年3月、「銀行による消費者向け貸付に係る申し合わせ」を公表。さらに金融庁は「平成29事務年度 金融行政方針」（17年11月）で「過剰な貸付けを防止するための融資審査態勢が構築されているか、貸金業者等の保証会社の審査に過度に依存していないか等の点に着眼していく」（34頁）との方針を示した。同行政方針を受け、第二地方銀行は残高を減少させているが、地方銀行はほぼ横ばいで推移している（図表4）。

懸念される与信関連費用の増加

一方、金融庁が地域金融機関に地域企業の経営課題解決を求める中、事業性評価の取組みを強化する銀行が増加している。事業性評価の取組みは、相手先の事業内容を詳細に把握することが重要であり、効率を求める営業スタイルとは一線を画す取組みといえる。つまり一定のコスト負担を前提として比較的高い利ざやを確保できるのである。

ただ、事業性評価は足元で与信関連費用が低水準であるため取組めるという側面もある。米中貿易摩擦などを受け、内外の景気減速懸念が高まる中、与信関連費用が増加に転じるようになると、事業性評価の対象となった取引先にどのような支援を実施するかが焦点となる。

加えて最近では、リーマンショック後の09年12月に施行され、13年3月に期限を迎えた中小企業金融円滑化法の適用を受けた企業の経営改善が進展せず、倒産に至る「返済猶予後倒産」(注3)にも注目が集まっており、景気の先行きとともにその動向が注目される。

(注3)帝国データバンクは「金融機関から返済条件の変更（リスケジュール）等を受けていたことが判明した企

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

業の倒産（負債 1,000 万円以上）」を「返済猶予後倒産」と定義し、17 年の同倒産は 2 年連続増加で集計開始後、過去 2 番目の高水準（480 件）であるとレポートしている（帝国データバンクウェブサイト「特別企画：『返済猶予後倒産』の動向調査」18 年 2 月 8 日）。

役務取引等利益と顧客本位のあり方

貸出からの利益が低迷する中、地方銀行と第二地方銀行は役務取引等利益の拡大をめざしているが、課題も散見される。

まず、投資信託販売は、市場が乱高下する場合、顧客が購入をためらう傾向にあることや、金融庁が 17 年 3 月に「顧客本位の業務運営に関する原則」（フィデューシャリー・デューティー）を公表したことを受け、いわゆる「回転売買」が抑制されるようになったことも伸び悩む要因になっている。

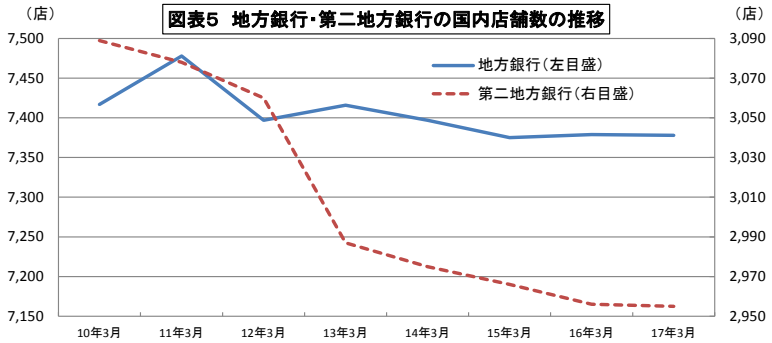
さらに保険販売では、いわゆる「外貨建て保険」を巡るトラブルが関心を高めている。朝日新聞（19 年 2 月 16 日付）によると、生命保険協会が公表した銀行などを通じて販売された外貨建て保険の苦情は 17 年度で 1,888 件と、過去 5 年間で 3 倍に増えたという。生命保険各社は日本銀行のマイナス金利政策導入以降、円建ての一時払い終身保険販売を相次いで中止する一方、外貨建て保険の販売に力点を置くようになったが、顧客本位の業務運営の観点からは、銀行もいかに顧客に商品説明を徹底していくか、が求められている。また役務取引等利益の拡大という観点からは、振込手数料や両替などの引き上げも増加しており、日本銀行の金融緩和政策の長期化が徐々に利用者にまで影響を及ぼすようになっている。

投信、保険販売以外にも地方銀行や第二地方銀行では、証券子会社を相次いで設立する動きが活発化していることに加え、銀行本体による信託業務への参入、リース子会社と連携したリース媒介業務の推進、人材紹介業への参入、コンサルティング子会社の設立など、事業範囲を拡大する動きが加速している。これらの取り組みは、まさに総合金融化を図る動きでもあり、ワンストップサービスをさらに深化させる狙いがあると考えられる。ただし、これらの子会社がグループ全体の利益にどれだけ貢献していけるかは、将来的な課題であり、連単倍率をいかに向上させていくかもポイントになる。

経費削減と減損

本業が低迷する中、経費削減は利益を確保する上で欠かせない。最近では、営業店における店頭事務オペレーションの本部集中化やタブレット活用による事務の効率化、相談業務に注力した軽量化店舗の導入、少人数オペレーション実現をめざした「昼休み」の導入など、営業店のあり方が目まぐるしく変化しつつある。ただイン

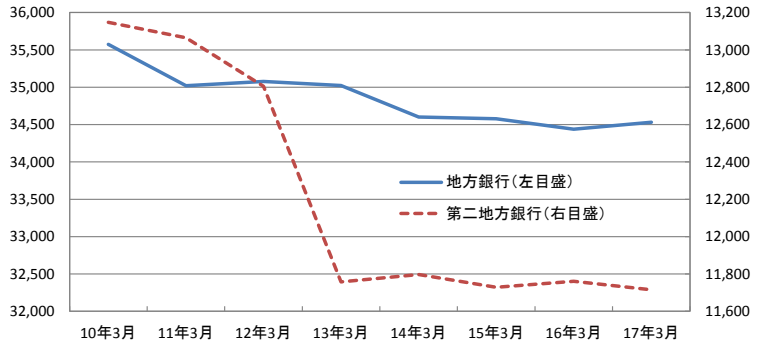
図表5　地方銀行・第二地方銀行の国内店舗数の推移



（資料）公益財団法人金融情報システムセンター編『金融情報システム白書』各年版

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6　地方銀行・第二地方銀行のCD・ATM設置台数の推移



（資料）公益財団法人金融情報システムセンター編『金融情報システム白書』各年版

ターネットバンキング、テレフォンバンキングやスマホバンキングなどのダイレクトチャネルが多様化し、来店者数が大幅に減少している中、今後も店舗や ATM の統廃合はさらに加速すると考えられ（図表 5、6）、減損処理が銀行の経営上の大きな足かせになる可能性もある。

加えて、減損処理とともに懸念すべきことは、店舗、ATM のアクセスチャネル再編に伴う顧客満足度の変化であろう。全国銀行協会が公表している「よりよい銀行づくりのためのアンケート（報告書）」（19 年 2 月）によると、最もよく利用している金融機関について、どのような点が満足しているか、という問いへの回答に対して「ATM が多く、身近なところにある」「店舗が多く、身近なところにある」「ATM の利用時間が長い」などリアルチャネルの存在を理由としたものが多いという。そうした中、店舗や ATM の設置台数が今後さらに減少することになると、顧客満足度に影響を与えることが容易に想像できる。またこれまで金融機関に口座を開設した理由は、「自宅の近くに店舗があるから」と言われてきたことを踏まえれば、店舗再編は「新規顧客をいかに確保していくのか」という課題も新たに浮上することになるであろう。

おわりに

以上、地方銀行と第二地方銀行における本業の収益改善をめざす動きと今後の課題をまとめてみた。日本銀行の金融緩和政策が 7 年目に突入した現在も金融機関間の熾烈な融資競争が継続され、中には利益を獲得するためにルールを逸脱したり、倫理的な観点から首を傾げざるを得ない動きも一部で報じられるようになっている。

しかし、このような状況でも利益を追求する動きは今後も強まるであろう。日本経済新聞（2019 年 3 月 15 日付）によると、金融庁は「今夏にも存続可能性の一斉点検に着手し、本業が赤字で低収益体質の銀行には店舗・人員配置の見直しや配当の抑制など早期の対策を求める。改善がなければ経営責任の明確化を含む業務改善命令の発動も視野に対応を迫る」と報じているからである。

地域社会に対して責任ある事業性評価の取組みや預かり資産業務を遂行していくためには相応のコストがかかるとともに、現行の金融環境のもとで早期の対策を求めるのであれば、①顧客本位とは必ずしも相容れない経営行動を取る、②コスト削減のため、地方における金融インフラを切り捨て、金融サービスの地域格差が拡大する、というひずみが生じることは十分に考えられる。

金融界では今日、コンプライアンスの観点から言い逃れのできない不祥事が相次いで報じられているが、このような現実を直視し、高収益であることを過剰な

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

までに賞賛したり、経営指標だけですべてを評価することのない、健全な地域金融のあり方や制度づくりを今一度議論することが求められる。

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

連載

金融機関の新潮流〈第 13 回〉

経営改善、事業再生支援に注力する石巻商工信用組合

古江　晋也

要旨

東日本大震災から 8 年が経過し、被災地はインフラ整備、災害復興住宅の建設などが進展、「復興事業は終盤戦」といわれるようになったが、販路を失ったため売上が低迷するなど、厳しい経営環境にある事業者は少なくない。そうした中、宮城県石巻市に本店を置く石巻商工信用組合はコンサルティング業務に注力することで、経営上の悩みを抱えた取引先事業者の経営改善や事業再生などに取組んでいる。

はじめに

東日本大震災から８年が経過した現在、新聞等のメディアではインフラ整備、災害復興住宅の建設、内陸部の宅地造成などが進展したことを踏まえ、「復興事業は終盤戦」という表現が見られるようになった。東北経済産業局も「震災後大きく落ち込んだ生産は、地域全体でみるとほぼ回復」と総括するが、その一方で「沿岸被災地域企業等の復旧・復興は道半ば」であり、「多くの津波被災市町村の基幹産業である水産加工業は、原材料確保や販路開拓、人材確保などに課題を抱える企業が多く存在」と、被災地域や企業等で復興に濃淡があることを指摘している（「東北地域における産業復興の現状と今後の取組」2019 年 2 月 13 日）。

写真1　石巻商工信用組合本部・蛇田支店

写真2　蛇田支店内の様子

こうした中、自ら被災しながらも経営改善や事業再生支援などのコンサルティング業務に注力することで、経営上の悩みを抱えた取引先事業者に寄り添っているのが宮城県石巻市に本店を置く石巻商工信用組合（18 年 3 月・預金積金残高 1,412 億円、貸出金残高 594 億円、職員数 130 人）である。

地域の復興と貸出金残高等の変化

ここではまず、石巻商工信用組合の預金積金残高と貸出金残高の推移をもとに震災後の経営環境の変化をまとめることにする。

同組合は 55 年の創業以来、法人や個人事業者取引に強みを発揮、貸出金残高を

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　木村繁理事長

着実に伸ばす一方、業種による偏りのないことが特徴である。しかし、東日本大震災によって10～11年度の貸出金残高は09年度を下回ることになった（図表1）。同組合職員が各地の避難所や取引先を一軒一軒訪問し、所在地確認や事業を復旧する意思があるかどうかの確認を行ったことにより、通常業務ができなかったことと、宮城産業復興機構や東日本大震災事業者再生支援機構を活用した「二重ローン問題」対応に伴う債権放棄などによるものである。

被災企業の事業再建については、11年8月に「グループ補助金」（中小企業等グループ施設等復旧整備補助事業）の募集が開始されたこともあり、設備の復旧スピードが加速。それに伴って組合では補助金が支給されるまでのつなぎ融資が増加した。またインフラ整備、取引先企業の事業再建、個人の住宅建設やリフォームなど復興需要が高まる中、建設業の資金ニーズが高まったことも貸出金残高を押し上げる要因となった。

預金積金残高に目を向けてみると、10年度以降から大きく伸長したが、その要因は、石巻市などから預入された復興交付金（公金）が増加したためである（同残高が14年度以降減少に転じたのは復興交付金などが払い出されたためである）。

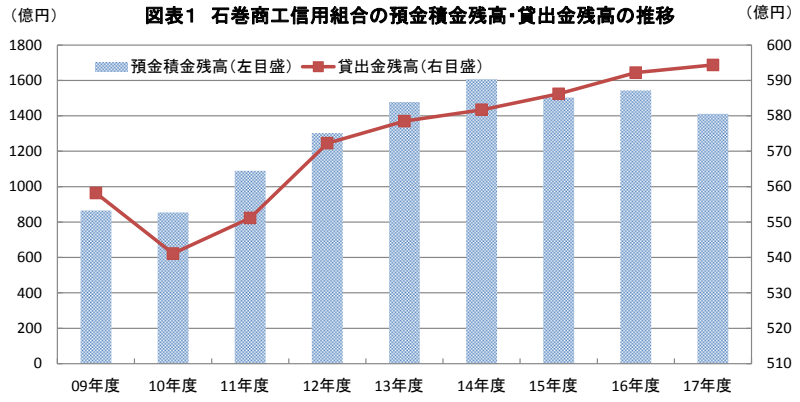
このように石巻商工信用組合の貸出金残高と預金積金残高は震災前後で大きく変化したが、残高という「量」だけではなく、取組み内容という「質」も変化させることになった。

注力するコンサルティング業務

前述したように中小企業等の設備は震災後2～3年でかなり復旧した。しかし理事長の木村繁氏によると「設備が復旧しても、業務停止を余儀なくされた期間が長期に及んだため、販路を失った企業は少なくない」と話す。また企業や個人事業者の中には、風評被害による売上の減少に悩んだり、将来への不安を訴える者もおり、経営支援や事業再生に関する相談ニーズは増加した。

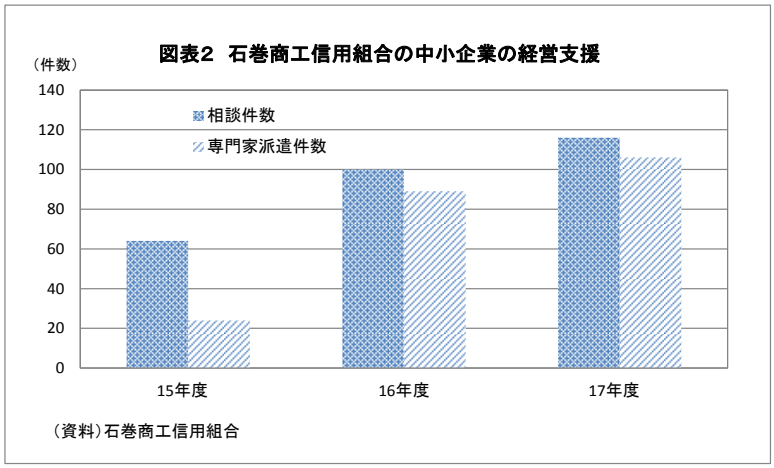
そこで同組合では、13年度から中小企業診断士と契約して月3回の無料相談会を実施したり、「中小企

図表1　石巻商工信用組合の預金積金残高・貸出金残高の推移



（資料）石巻商工信用組合

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



業・小規模事業者ワンストップ総合支援事業」を活用した専門家派遣を積極的に行うことにした。

専門家派遣を含めた組合の経営支援の流れは、専門家、経営者、担当職員が現場の状況をもとに事業計画書を作成すると、当該職員が進捗管理などに取引先のもとを足繁く訪問する。そして仮に事業計画が未達成となった場合は、さらに三者が原因を突き止めて問題を解決するというプロセスを繰り返すことで、経営改善を促すことになっている（図表 2)。

変わる営業体制

ただし、コンサルティング業務は通常の融資業務と比較し、2～3 倍の手間と時間がかかる。また震災を境に石巻市の人口は減少に転じ、労働市場も「売り手市場」が続いている。そのため石巻商工信用組合では、定期積金の集金業務を法人取引に限定すること（個人取引についてはとりやめ）とし、営業活動を融資とコンサルティング業務に注力することにした。

さらに震災対応に加え、日本銀行の金融緩和政策の長期化を受け、金融機関競争が激しくなる中、新規顧客開拓はこれまで以上に重要性が増している。そこで同組合では、新規顧客開拓などについてはベテラン職員と若手職員がペアで帯同訪問することとし、若手職員の営業ノウハウや提案力などのスキル強化を改めて図っている。

また近年、多くの地域金融機関では事業承継の取組みなどを踏まえ、40～50 代の次世代後継者へのアプローチが活発化しているが、石巻商工信用組合では 3 年ほど前から 20～30 代の将来の後継者の研修に力を入れ、より長期的な関係性の構築を図っている。内容は中小企業診断士などが講師となり、「財務諸表の見方」「経営者が考えること」「営業の仕方」などであり、同研修には取引先担当職員も参加することにしている。このことによって将来の経営者と絆を深めるとともに、長期的な関係性を構築することでより的確なコンサルティング業務が行うことをめざしている。

「中心市街地活性化」の願いを込めて

16 年 5 月、組合本店が新築オープンした。東日本大震災を受け、同組合では本店、中里支店、湊支店、矢本支店、大街道支店、渡波支店などが被災したが、その中でも本店は安全性が確保できない状況であったため閉鎖を余儀なくされた（本部機能は中里支店に移転した後、15 年 7 月に新築された蛇田支店に移転)。

石巻市中心市街地は江戸時代、米の積出港として繁栄し、戦後も多くの商店が立ち並ぶ繁華街であった。しかし最近では蛇田地区に大型量販店などが相次いで進出したこともあり、地域の人々の動線

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4　石巻商工信用組合本店

写真5　本店内の様子

写真6　本店応接室

も大きく変化した。このような現状を踏まえ、「中心市街地の活性化のために」という地域の人々の要望を受け、現在の町屋風の本店が誕生した。

本店営業部には現在、10 人の職員が在籍しており、うち 4 人が渉外担当者。前述のように、純新規顧客開拓の時にはペアで訪問活動を実施し、若手職員の育成に努めている。営業エリアは中心市街地に加え、震災後は石巻湾に面した魚町も含まれるようになったため水産加工会社との取引が増加。取引先事業者の中には販路を喪失している人々もいるため、本店営業部では年間 20～30 社に専門家派遣を実施しているという。執行役員・本店営業部長の本田政彦氏は、このようなコンサルティング業務に取り組むことで「取引先事業者から『一皮向けた』と喜んでもらえることが何よりもうれしい」と話す。

また本店では、地元商店の利用を促進するため本店駐車場の利用を 30 分間無料としたり、年に 5～6 回開催される歩行者天国や 7 月末頃に開催される「石巻川開き祭り」では入り口の階段スペースを利用してもらうことで地域の活性化に貢献している。

おわりに

以上、石巻商工信用組合の取組みをまとめてみた。

東日本大震災から 8 年が過ぎ、震災関連業務はすでに特別な業務ではなくなりつつある。しかしその一方で、取引先事業者の中には、経営のあり方に悩み、経営指導を求める者も少なくないなど、地域金融機関に求められるニーズはより複雑化している。

このような状況の中、同組合の震災後の歩みは「悲観的で後ろ向きであった事業者を、いかに前向きな気持ちに切り替えてもらうか」という一点に注力してきたといっても過言ではなく、「地域に育てられた金融機関」の真の役割とは何かを我々に教えてくれる。

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

海外の話題

ネガティブ本能

農林中央金庫　北京事務所　首席代表　米坂樹紀

ネガティブなニュースは圧倒的に人々の耳に入りやすい。一方で、物事が良くなってもそのことを知る機会は少ない。結果、世界について人々は実際よりも悪いイメージを抱くようになる。

話題作『ファクトフルネス』（ハンス・ロスリング、オーラ・ロスリング、アンナ・ロスリング・ロンランド　著 2019 年　日経 BP 社　より引用）では、これを人間が間違える本能のひとつとして「ネガティブ本能」と名付けている、と週刊東洋経済の特集で解説されていた。

北京の空気って汚いんでしょ？

普段、中国で生活していると、世の中は「ネガティブ本能」に溢れていると思うことがとかく多い。例えば、「PM2.5」。北京の大気汚染については多くの方から未だに心配される。たしかに数年前の一時期、PM2.5 の悪化のため繋いだリードの先の飼い犬が見えないという話があったが、今ではそんなことはない。

PM2.5 が激しかった頃、昼間でも有害物質で暗くなった空に通行人は厳重なマスクをしているという北京からのニュース画像をご記憶の方も多いと思う。しかし、現在のように空気がまあまあ程度に綺麗になってもニュース素材としての価値は乏しいので、ほとんど報道されることはない。このあたりは人間のネガティブ本能の問題というより、極端な事象でないとニュースにならないことと強く関係していると思う。

衝突事故イメージが強い中国の高速鉄道

では 2011 年に起きた温州高速鉄道衝突事故についてはどうだろうか。当局が事故車両を早々に埋めたあの事故・事件である。事故そのものよりも、事故車両を埋めるという対応が、世界中を仰天させた。以降、中国の高速鉄道＝危険＝不可解な対応という印象を持っている人は多い。私も中国に赴任するまでそう思っていた。

しかし、現在、私は中国国内の出張等で高速鉄道を利用する機会が多いが、飛行機よりも安く、時間に正確で非常に快適である。高架から宙ぶらりんになった事故車両映像は、頻繁に高速鉄道を利用していると薄れていくが、利用していない人には事故のイメージが留まり

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

続けるように思う。「ネガティブ本能」の典型例だと思う。

PM2.5、事故車両埋めた事件、毒入り餃子、ニセ草間弥生・・・

トンデモない事象ほどニュースとして報じられやすく、人間には「ネガティブ本能」が備わっているという現実をきちんと認識する必要がある。つまり「ネガティブ本能」というフィルターを取り除いてファクトを見ていかないと、現実を見誤るということである。特にビジネスに関してはそうである。

中国の高速鉄道は一日平均で約460万人の輸送客数というから日本の新幹線のだいたい4倍ぐらいの運行実績となっている。食品安全については元々不信感が根強いため、最近の食品工場、厨房では神経質なほど安全・衛生管理が厳格になっているところが増えている。

ロボット導入でコンダクトリスク対策

中国ではロボットが厨房でトレーへの食材取り分け、フロアー配膳なども行う「スマートレストラン」と呼ばれる店が人気。人気火鍋チェーンのスマート事業関係者から説明を受けて驚いた。「ロボット導入の目的は人手不足対策ではない。スタッフに食材への接触機会を極限まで削減し、人間の「故意」による食品事故を極小化するがスマート化の目的」だと。

そういえば日本からのニュースで「バイトテロ」などという全く理解不能なものが多いのだが、この類のニュースも「ネガティブ本能」のフィルターを外して考えないといけないのだろうか。

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

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　https://www.nochuri.co.jp

2019年5月号　第30巻　第5号･通巻342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