

# 金融市場

## 潮流

新しい時代に求められる経済金融政策とは… 1

## 情勢判断

### 国内経済金融

1～3月期は高成長だったが、内容はむしろ悪い  
～「悪化」と「緩やかな回復」で割れた景気認識～… 2

### 海外経済金融

ソフトランディングに向けた動き  
～1～3月期GDPの堅調さは一時的～…10

米中摩擦再燃で不透明感が強まる中国経済  
～内需拡大策で外需の縮小が補えるかに注目～…14

## 分析レポート

迷走するブレグジットの下での英国経済  
～底堅い成長も家計消費の息切れで減速へ～…20

## 経済見通し

2019～20年度改訂経済見通し ……24

## 連載

非正規雇用勤労者への支援に取組む新潟県労働金庫 …40

# 2019.6

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

## 新しい時代に求められる経済金融政策とは

代表取締役専務 柳田 茂

4月25日、日本銀行は平成最後となる金融政策決定会合を開き、目標としている2%の物価上昇率が2021年度でも達成できない見通しを明らかにしたうえで、現行の超低金利政策を「少なくとも2020年春頃まで」維持する方針を明示した。

黒田東彦総裁の下で日銀は、異次元緩和、マイナス金利政策、フォワードガイダンス（政策金利の先行き指針）など踏み込んだ政策手段を連発してきたが、これらに共通するのは「メッセージにより金融市場の期待に働きかける」手法である。今回、政策運営の自由度を損なうリスクを冒してまで先行きの時期を明示したのも、超低金利政策を継続していく姿勢を具体的に示すことで、物価上昇を促すとともに株価や為替など金融市場の安定を図ったものと考えられる。

今回で日銀は、銀行に資金供給を行う際の担保要件の緩和や証券会社へのETFの貸付制度創設についても決定した。これらは、日銀が大量買入れを続けている結果、国債やETFが枯渇し金融市場の機能が低下していることへの対策であり、異次元緩和のさらなる長期化に備えた措置ともいえる。記者会見で黒田総裁は「2020年春頃までは金利を引き上げる検討は全くなく、それより先でもかなり長い期間にわたって強力な金融緩和を粘り強く継続する」と明言した。

しかし、国民の生活実感において、物価が上がらないので超低金利政策をさらに続けるという説明は果たしてリアリティをもって受け入れられているであろうか。統計上の物価上昇率は2%に達していても、素材価格の上昇や人手不足による物流費の高騰を吸収するため、ここ数年、食品をはじめとする様々な商品の少量化・減量化（スモールチェンジ）が広く進行し、数字に表れない国民の生活実感は年々厳しいものになっているように感じられてならない。現行金融政策が始まって6年、そろそろ政策効果を計る物差しを見直す議論が行われてもよいのではないか。

元来、13年4月に開始された異次元緩和は概ね2年間の短期戦を想定していた。これが逐次強化され6年もの長期戦になったことにより、様々な副作用が生じている。上述した金融市場の機能の低下のみならず、金融機関経営に与えるダメージ長期化による金融仲介機能の低下も、とりわけ運用手段が限られている地域金融機関と密接不可分な地域経済にとって大きな課題である。

さらに、日銀による国債大量買入れが結果として財政ファイナンスとなり、超低金利による利払い負担の軽減とあいまって、財政規律の弛緩につながっていることも見過ごすことができない問題である。異次元緩和開始前に比べて日銀の保有資産は3倍以上の規模に膨れ上がったが、これと軌を一にして国の債務残高が増え続け、いまや先進国の中で最悪の財政状況に陥っている現実を私たちは直視しなければならない。

5月に改元が行われ、新しく「令和」の時代が始まった。日本の新しい時代を希望に満ちたものにしていくためには、次代を担う若者たちの将来不安となる要因を取り除いていくことが何より重要であろう。その意味において、財政の健全化と金融政策の正常化の道筋をつけることは現在を生きる私たちの責務であると考えられる。

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 1～3 月期は高成長だったが、内容はむしろ悪い

#### ～「悪化」と「緩やかな回復」で割れた景気認識～

南 武志

#### 要旨

米国が保留していた追加関税率の引上げを実行に移し、中国側も報復措置を発表するなど米中摩擦が再燃、内外マーケットではリスクオフが強まった。それまで濃厚だった「年後半の世界経済回復シナリオ」が厳しくなったとの見方が強まっており、景気後退局面入りを示唆する経済指標が散見される日本経済にとって厳しい状況になりつつある。

先行きは、輸出の減少基調が続く中、消費税率の引き上げが予定される 19 年 10 月までは消費など国内需要に目立った悪化は避けられるとみられるが、下期以降は景気調整圧力が一段と高まると予想される。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、年度下期以降は大きく鈍化するだろう。

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。4 月の金融政策決定会合で日本銀行はフォワードガイダンスの明確化に加え、強力な緩和策継続のための措置を講じる決定をしたが、今後の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

年/月	2019年				2020年	
	5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 (%)	-0.042	-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 (%)	0.320	0.20~0.45	0.15~0.45	0.10~0.45	0.20~0.50
	10年債 (%)	-0.080	-0.15~0.00	-0.15~0.00	-0.20~0.00	-0.15~0.05
	5年債 (%)	-0.180	-0.20~-0.10	-0.20~-0.10	-0.25~-0.10	-0.20~-0.08
為替レート	対ドル (円/ドル)	109.4	100~115	100~115	100~115	100~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	122.4	115~135	115~130	115~130	115~130
日経平均株価 (円)	21,260	21,000±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5月28日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### 米中摩擦の再燃で 高まる世界経済への懸念

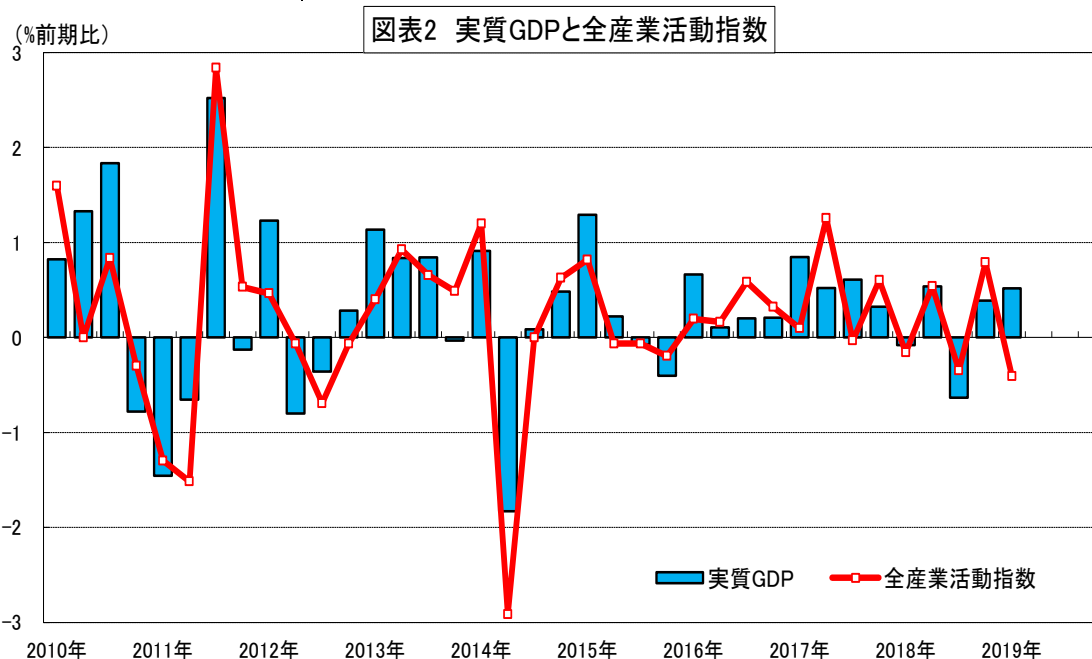
新天皇陛下の即位などもあり、暦の上で 10 連休となった今年の GW であったが、連休最後になってトランプ米大統領が約 2,000 億ドル相当の中国製品に対する追加関税率を 10%から 25%に引き上げる意向を表明したことで米中貿易摩擦が再燃した。15 日には、中国通信機器大手 Huawei を念頭に、国家安全保障上のリスクがある企業の販売する通信機器の調達を禁じる大統領令に署名した。一方の中国も、追加関税発動に対する報復措置を発表するなど、米中摩擦はエスカレートしており、さながら貿易戦争の様相を見せている。

**1～3 月期は年率  
2.1%の高成長だ  
が、内容はむしろ  
悪い**

この結果、5月初頭まで根強かった「年後半の世界経済回復シナリオ」が危うくなってきた。経済協力開発機構（OECD）が5月21日に発表した最新の経済見通しでは、激化する米中摩擦により19年の世界経済の成長率を下方修正したほか、国際通貨基金（IMF）のチーフエコノミストであるギータ・ゴピナート氏らもこれらの問題が短期的に世界全体のGDPを0.3%ほど押し下げる可能性があるかと警告している（IMFはより詳細な分析を6月早々にもG-20 Surveillance Noteで公表する予定）。

米中摩擦の激化や世界経済の減速などが国内景気に与える悪影響が懸念される中、10月に予定する消費税率上げの最終判断材料の1つと目されていた1～3月期のGDP第1次速報が公表された。「マイナス気味のゼロ成長」という事前の市場予想に反し、実質成長率は前期比年率2.1%と2四半期連続のプラス成長となり、見掛け上は高めの成長となった。菅官房長官は「引き上げる方針は変えない」と述べたものの、内容を詳細にみると不安を抱えていることもまた確かである。

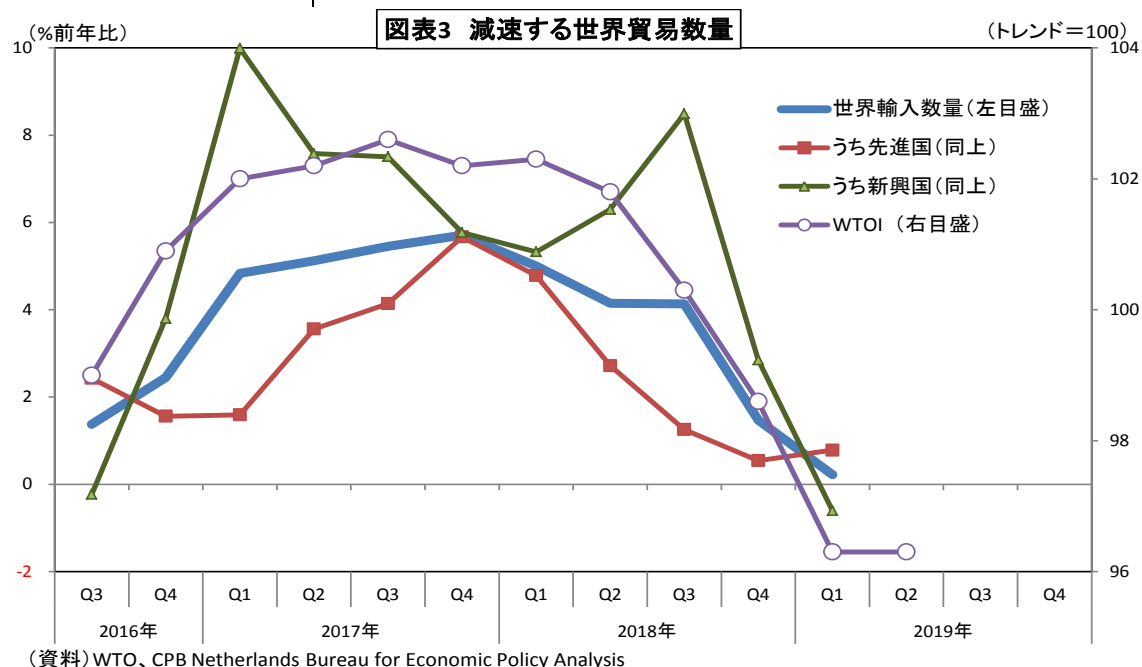
実際、消費、企業設備投資、輸出といった主要な需要項目がすべて減少しているほか、成長率を大きく押し上げた輸入減はもとを正せば国内需要の鈍さが背景にあり、状況はむしろ悪いように見える。ちなみに1～3月期の全産業活動指数は前期比▲0.5%の低下であった。



**景気の現状：後退の可能性が濃厚に**

また、3月の景気動向指数によれば、CI一致指数は前月から▲0.9ポイントと2ヶ月ぶりの下降で、3ヶ月後方移動平均も5ヶ月連続の下降となった。これを受けて、景気の基調判断は後退の可能性が高いことを示す「悪化」へ下方修正された。この判断は13年1月以来であるが、過去の2回の景気後退期ではいずれも「悪化」だったことに留意する必要がある。10月の消費税率引き上げを予定する安倍政権にとっては厳しい状況を迎えたが、政府の公式な景気認識を示す月例経済報告では「生産・輸出の弱さが続いている」と評価を下方修正しつつも、「緩やかな回復」との基本認識は据え置いた。

その他の経済指標を眺めても景気の低調さは隠せない。4月の実質輸出指数は前月比1.4%と2か月ぶりの上昇だが、好調なのは米国向けだけで、それ以外の地域向けは頭打ち感が強い。鉱工業生産（1～3月期：前期比▲2.5%）、資本財出荷（除く輸送機械、同：▲7.4%）など、輸出低迷の悪影響も散見される。さらに、19年春闘はほぼ前年並みの妥結内容で、消費の回復ペース加速を期待できる状況にない。政府は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、消費者の不安感解消には至っていない。

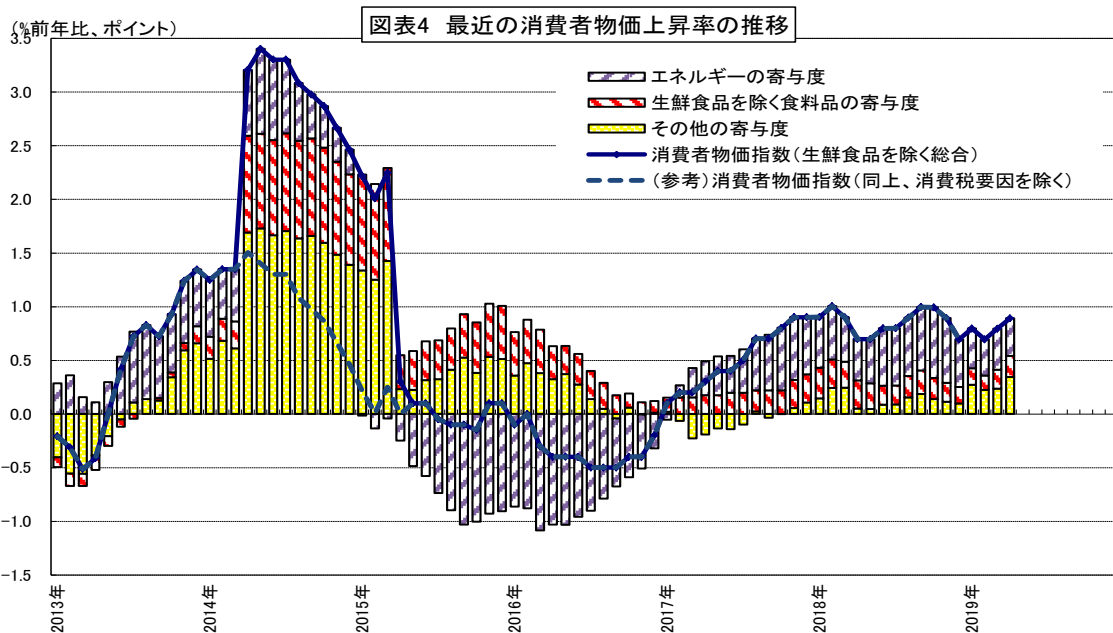


**経済見通し：低調続き、19年度下期以降は悪化強まる**

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。一旦は底

入れ期待が強まった中国経済も、米中摩擦の激化によってもう一段の下押し圧力が発生する可能性がある。とはいえ、これ以上の報復措置の応酬は米国経済自体にも悪影響が顕在化する恐れから、大統領選を来年に控え、一時休戦となる可能性もあるだろう。ただし、20年前半まで世界経済の低調さは残り、日本の輸出回復を遅らせるだろう。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、消費の抑制につながりかねない。

当総研は「2019～20年度改訂経済見通し」（5月23日公表）を取りまとめたが、19年度は0.2%成長、20年度は0.4%成長、と低調な状態が続くと予測している。輸出の減少傾向が続く中、19年度上期はなんとか民間最終需要は持ち堪えるものの、下期は消費税率引き上げ後の悪影響が出ることを見込んでいる。ただし、政府が手厚い対策を講じていることもあり、前回14年4月の消費税率引き上げ後と比べれば景気の落ち込みは軽く、20年度入り後は世界経済の下げ止まりや東京五輪・パラの効果などから、景気底入れを模索する動きになるだろう。



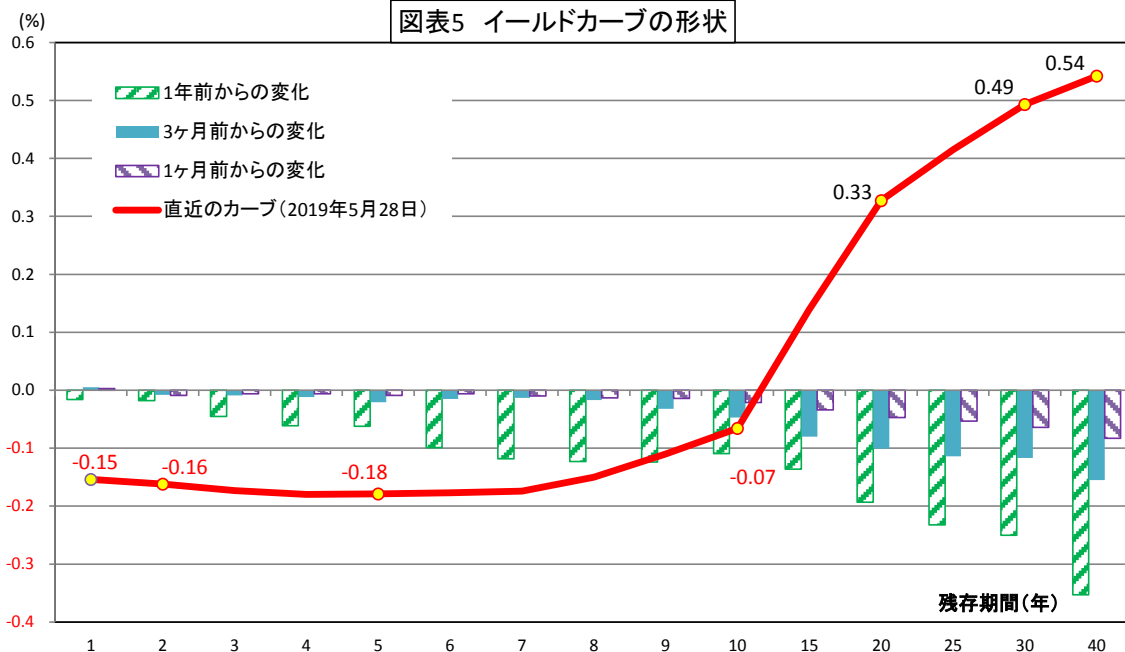
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

### 物価動向：先行き鈍化の見込み

4月の全国消費者物価指数によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比0.9%と、2ヶ月連続で上昇率が拡大した。「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」は同0.6%と、約3年ぶりの高さとなった。電気・ガス代が値下がりした半面、年初からの国際原油市況の回復や円安によっ

て石油製品価格が上昇したほか、大型連休によって宿泊料・外国パック旅行費が繁忙期料金へ引き上げられた影響も出た。さらに、一部では原材料費・人件費などの高騰を価格転嫁する動きも見られる。とはいえ、消費者の値上げに対する拒否反応も根強く、今後とも値上げが浸透するかは微妙といえる。

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：18年7月に続き、現行政策の継続性を高める措置を決定**

4月24～25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」の枠組みは維持されたが、強力な金融緩和を粘り強く続けていく運営方針をより明確に示すため、政策金利に関するフォワードガイダンスの明確化（少なくとも20年春頃まで現行のイールドカーブコントロールを継続）や緩和策の継続に資する措置（適格担保の拡充、成長基盤強化支援資金供給の利便性向上・利用促進、国債補完供給の要件緩和、ETF貸付制度の導入）の実施を決定した。

**物価上昇率2%達成は依然見通せず**

終了後に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、景気の拡大基調は21年度にかけて継続するとの楽観的な見通しを示す半面、物価見通しは中央値で1.6%（最大値でも1.7%）と、21年度に安定的な2%の物価上昇を達成するのは厳しいとした。

なお、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「前年比0%台後半」の消費者物価も「2%に向けて徐々に上昇を高めてい



## 追加緩和観測が強まる可能性も

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。昨今の景気悪化懸念の高まりとともに、追加緩和観測が浮上しているが、即効性の高い手段はすでになく、極めて緩和的な金融環境を長く続けることで、じわりじわりと予想物価上昇率とともに物価を押し上げていく方針に変わりはない。

しかしながら、米中摩擦の激化、さらには消費税率の引上げなどで国内景気の悪化がより明確化した場合、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負担を求める可能性は否定できない。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

大型連休終盤になって米中摩擦が再燃し、内外の金融資本市場ではそれまでのリスクオンの流れが一転した。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

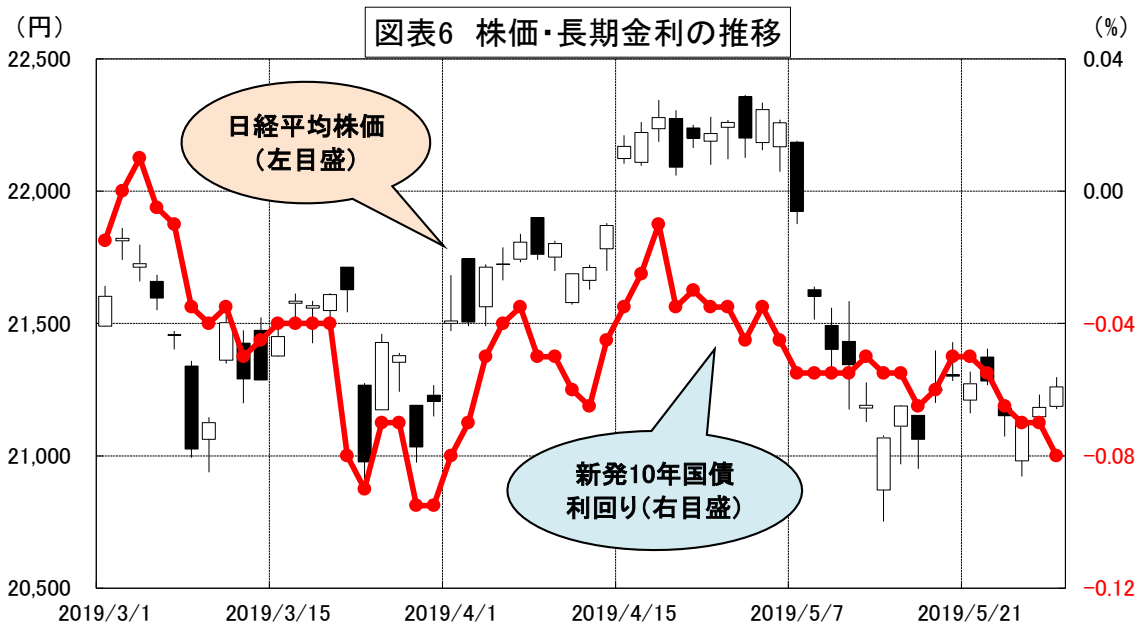
## 金利のマイナス幅が緩やかに拡大

16年9月以降、日銀は長期金利の操作目標（10年0%程度）を設定したことで、マイナス金利政策の導入を機にマイナス圏に突入し、かつマイナス幅を拡大させていた長期金利は概ね0%を中心とする狭いレンジ内での展開となった。16年11月中旬以降、長期金利はプラス圏に浮上、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変動許容幅をそれまでの倍程度（±0.2%）まで許容したが、その当時の内外経済の改善基調や米長期金利の上昇、さらに日銀は長期金利の誘導目標を徐々に引き上げるとの思惑を受けて、金利水準は上昇、10年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、金利は再び低下傾向となり、同時にイールドカーブのフラット化も進んだ。2月以降の長期金利は概ねマイナス圏で推移しており、直近はマイナス幅を緩やかに拡大させつつある。

## 当面ゼロ近傍での展開

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での推移となるだろう。





## 米中摩擦の再燃で 連休明けは下落

### 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、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た。4月下旬にかけては22,000円台を回復したが、大型連休終盤に米中摩擦が再燃したことで下落、直近は21,000円台で推移している。

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。ただし、日銀が年6兆円前後のペースでETF買入れを継続していることから、大きく下落することはないだろう。

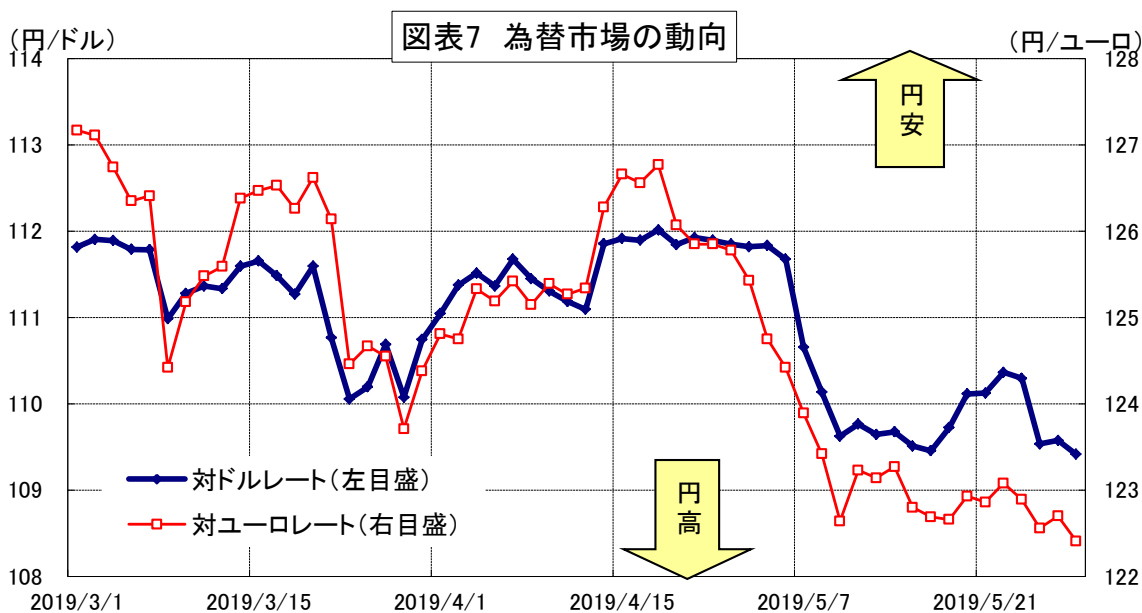
## ドル円は110円前 後の円高へ

### ③ 外国為替市場

年末年始にかけて、対ドルレートは円高圧力が高まり、一時1ドル=104円台まで急伸する場面もあったが、それ以降は過度な悲観論が後退したほか、米FRBがハト派化したことでリス

クオンの流れが続いた。4月には世界景気の悪化懸念の後退等を受けて、概ね111円台で推移したが、連休明け後は米中摩擦の激化を背景に円高が進み、足元では110円を割っての推移となっている。

欧米で金融政策の正常化が中断されつつあるほか、対米貿易黒字国の通貨安を牽制しているなか、日銀の追加緩和観測が浮上していることから、これまでのところ一方的に円高が進行する事態は回避されている。当面は、日米の景気情勢や金融政策の動きを見極めつつ、110円前後での展開となるだろう。



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

### ユーロ安気味の展開

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た。しかし、連休明けは120円台前半と円高が進行した。先行きについては、ブレグジットに向けた交渉の混迷によりメイ英首相が辞意を表明するなど「合意なきブレグジット」への警戒が続いているほか、イタリアが減税実施に向けて財政規律緩和を求めて欧州委員会との対立が再燃する可能性もあり、ユーロ安気味の展開となるだろう。

(19.5.28 現在)

## ソフトランディングに向けた動き

### ～ 1～3 月期 GDP の堅調さは一時的 ～

佐古 佳史

#### 要旨

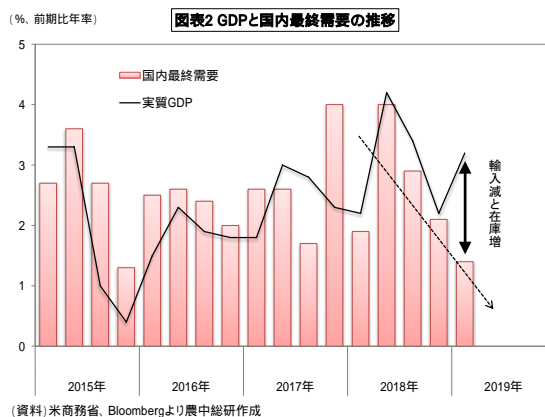
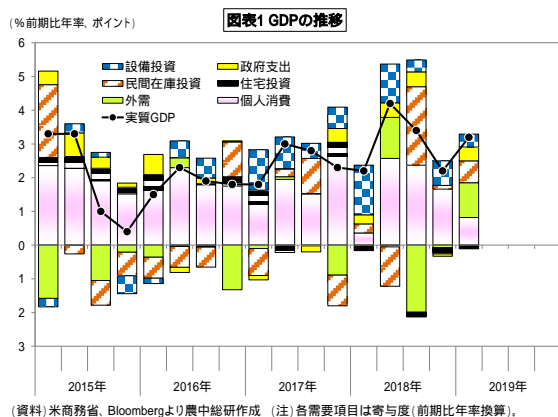
数字の上では堅調な内容となった1～3月期GDPであるが、中身を見ると米国経済の成長は鈍化している点が指摘できる。経済指標からは先行きも弱含んだ推移が見込まれ、ソフトランディングに向けた動きとなるだろう。

多くの国と通商問題を抱える米国であるが、3,000 億ドルの中国製品に追加関税を発動する見通しなどから、当面は中国との貿易問題に集中的に取り組むとみられる。

#### 在庫増と輸入減が GDP をかさ上げ

1～3月期 GDP 成長率は前期比年率 3.2%（速報値）と、高い伸びを示した。項目別にみると、住宅投資が5 四半期連続のマイナス寄与となったことに加え、政府機関閉鎖の影響などから個人消費支出の寄与度は 0.82%ポイントと小さい一方で、設備投資（0.38%ポイント）と政府支出（0.41%ポイント）が GDP 成長率を下支えした形となった。

しかしながら、一時的な要因と考えられる在庫投資と、輸入の減少による純輸出の寄与度が合計 1.68%ポイントと大きく、GDP から在庫投資と純輸出を除いた国内最終需要の伸びは前期比年率 1.4%にとどまっており、1～3月期の米国経済は数字が示すほどは強くないと評価できる。



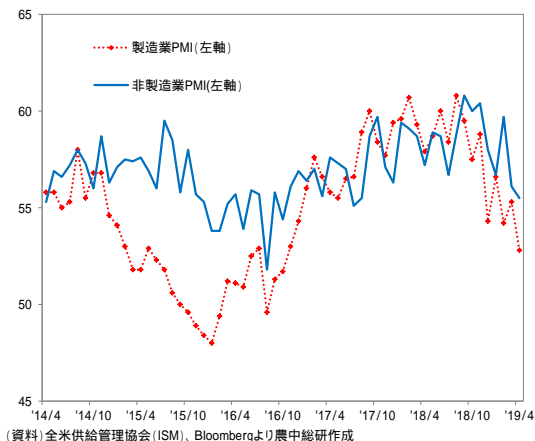
#### 経済成長鈍化の見通し

さて、経済指標を確認してみると、4月の非農業部門雇用者数は前月から26.3万人増、2～4月の平均では16.9万人増と堅調な推移となり、失業率は約50年ぶりの水準となる3.6%に低下した。しかしながら、4月の25～54歳の労働参加率は82.2%と1月の

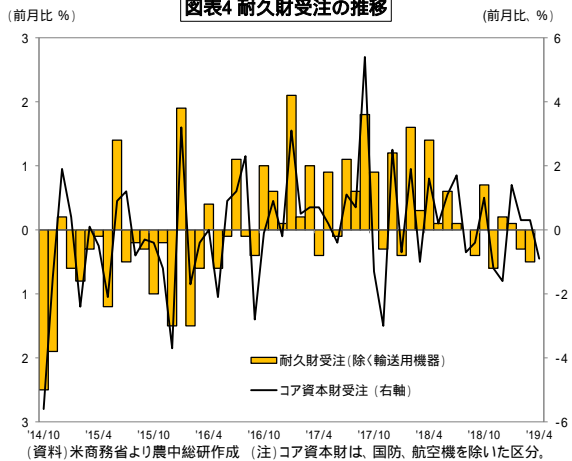
82.6%をピークに低下している。また、求人件数も、1月の762.5万人をピークに減少傾向となっており、今後の雇用増加のペースは鈍化が見込まれる。

また、ISM 指数の低下や鉱工業生産の弱含み、景気に対する先行性が高いと考えられる耐久財受注の鈍化など、経済指標も弱含んでおり、先行きは成長率が低下すると見込まれる。もっとも、賃金上昇が消費拡大要因と考えられる上に、中立水準の下限にある政策金利も経済成長を阻害するとは言いえない。こうしたことから、米国経済は減速しつつもリセッション入りは回避できそうであり、先行き1年程度はソフトランディングに向けた動きとなりそうだ。

図表3 企業マインド



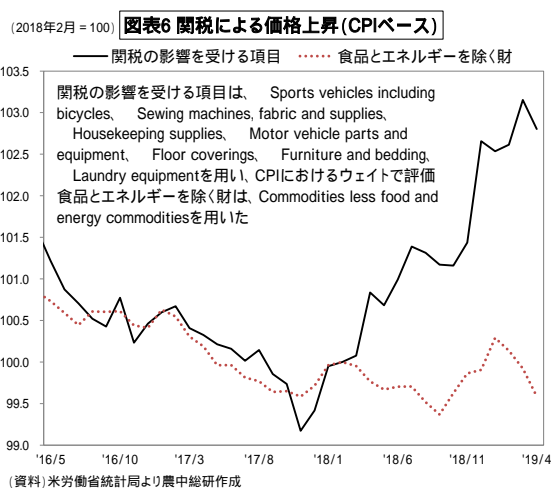
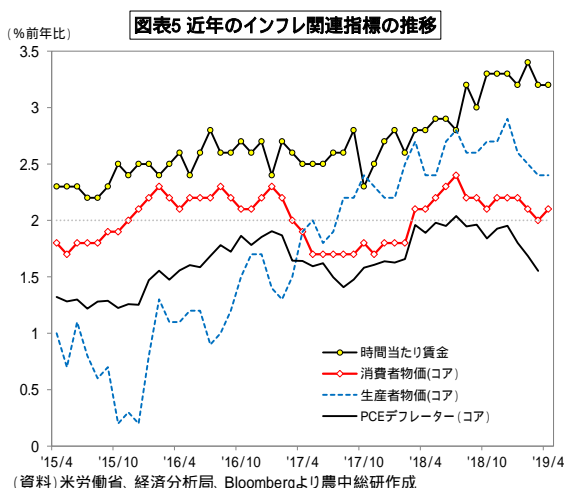
図表4 耐久財受注の推移



インフレ率については、4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2.1%、2.4%とやや改善した。しかしながら、アパレル商品などの一時的要因でPCEデフレーター(コア、3月)は同1.6%とFRBの2%物価目標を下回っている。もっとも、3月の刈り込み平均PCEデフレーター(ダラス連銀公表)は同2.0%となっている。全体としては、確かにインフレ指標はやや弱いものの、基調としてはFRBの目標と整合的に推移していると考えられる。

このように、全体としてのインフレ率に加速感はないものの、これまでトランプ政権が導入した関税によって直接影響を受ける消費財については、価格上昇が確認できる(図表6)。現在6月末をめどに検討中の3,000億ドル相当の中国製品への追加関税が実際に導入されれば、該当するスマートフォンなどのIT製品や、アパレルやおもちゃなどの消費者により身近な商品の価格上昇は避

けられず、消費者マインドの悪化にもつながるだろう。一方で、米国の個人消費（13兆ドル）のうち、財消費は3分の1程度（4.6兆ドル）であり、一概に輸入額と消費額は比較できないものの、3,000億ドル相当の中国製品に対する追加関税によって、消費が大きく減速するとは考えにくいだろう。



## 米中 通商摩擦の激化

米中通商協議は継続中であるものの、互いに追加関税を応酬し合うなど、5月に入り通商摩擦は激化している。米商務省は15日、中国通信機器大手のファーウェイを「エンティティリスト(Entity List)」に加え、事実上取引を禁じる措置を取った。また、トランプ大統領も、同社製品を米国から事実上排除する大統領令に署名した。こうした米国の動きが通商摩擦に拍車をかけたといえるだろう。習主席との会談が予定されている6月28、29日のG20に向けて、どのような展開になるのか注意する必要があるが、基本的に通商問題は難航が予想される。

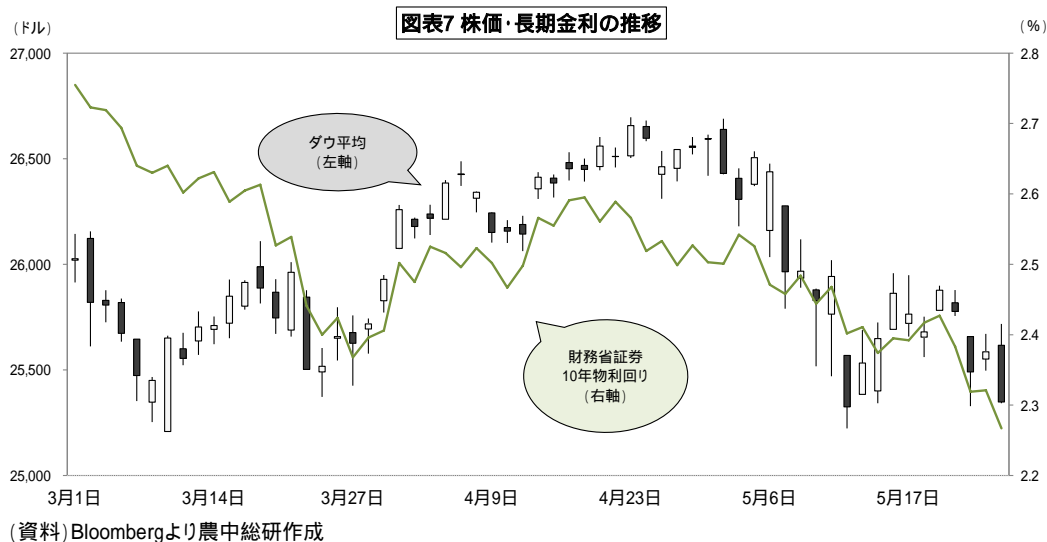
一方で、対中国以外では、通商問題をめぐる対立の一部を緩和させる動きもみられる。トランプ政権は17日、米国経済への影響が甚大と懸念されていた日本、EUからの輸入自動車、同部品に対する関税発動について最大180日間の延期を決定したことで、交渉の時間を確保した。また、19日以降はカナダ、メキシコからの鉄鋼・アルミニウムへの関税が撤廃され、USMCAの批准へ向け一歩前進したといえる。

## 長期金利：利回りはさらに低下へ

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(米10年債利回り)は一旦2.4%まで低下したものの、4月半ばにかけては堅調な経済指標を受けた金利上昇が

見られた。しかし、その後は米中摩擦の激化を受けたりスクオフの動きや、弱い経済指標が多く見られたことから金利低下圧力が強まり、足元では2.3%と17年10月以来となる低水準にまで下落している

先行きに関しては、米中通商協議の行方次第と思われるが、現状では妥協点が見出しにくいとためリスクオンとなるのは難しいと考えられる。また、足元の経済指標も米経済の先行きに対してやや悲観的な見方を裏付けており、金利上昇は限定的と考えられる。さらに、残りの3,000億ドル相当の中国製品に対する追加関税も6月末までには導入される可能性が高く、金利低下要因と考えられる。以上から、10年債利回りについては2.2%~2.5%のレンジを想定する。



### 株式市場：上値の重い展開

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ドル台半ばまで下落した。一旦持ち直したものの、4月末以降、米中通商協議の行き詰まりが嫌気されて株価は再び下落し、足元では25,500ドル前後での推移となっている。

先行きについて考えてみると、経済指標が弱含み始めたことや、米企業の19年の業績見通しは低調であること、通商協議や中国への依存度が大きいテクノロジー系企業への懸念などが上値を抑えると思われる。一方で、株価が下がるとトランプ大統領から楽観的なツイートや発言が発信されるという、いわゆる「トランプ・プット」の存在も意識され、大崩れすることもないと見込まれる。

(19.5.29 現在)



### 米中摩擦再燃で不透明感が強まる中国経済

#### ～内需拡大策で外需の縮小が補えるかに注目～

王 雷軒

#### 要旨

4 月には、企業債務の削減を図るなど構造改革の再開とも見受けられるような、これまでの緩和的な政策を修正する動きが見られた。しかし、米中摩擦が再び激化したほか、4 月分の多くの経済指標も鈍化したことを背景に、今後、中国政府は再び安定成長を重視する政策運営に転じる可能性が高い。引き続き、米中摩擦の行方と中国の経済対策の動向や効果に注目したい。

#### 再び激化した米中摩擦

楽観ムードが漂っていた米中摩擦が再び激化する様相を呈している。米中通商協議（5 月 9～10 日）の最中 10 日、米国は中国からの 2,000 億ドル相当分の輸入製品に対する追加関税率を 10%から 25%に引き上げた。中国側にはこれが脅しに見えたこともあり、米中協議は事実上の物別れに終わった。

これに対して、中国は 5 月 13 日に 600 億ドル相当の米国製品を対象に、追加関税率を現状の 5%、10%から 5%、10%、20%、25%の 4 段階に変更する方針を発表した。財政部（日本の財務省に相当）によると、2,439 品目は 10%から 25%に、1,078 品目は 10%から 20%に、974 品目は 5%から 10%に、それぞれ引き上げられる予定だが、595 品目は 5%に据え置かれるとのことである。

ただ、この引き上げは 6 月 1 日に発動される予定である。これまでのような即時発動ではなく、米国との協議次第では引き上げを回避する可能性を示唆したものといえる。

一方、5 月 13 日、中国からの残りの輸入製品 3,000 億ドル相当分（第 4 弾）についても追加関税を課すことに向けた動き（追加関税品目リストの公表）が米国から出た。米国通商代表部（USTR）によると、スマートフォンやパソコンなどの消費財も幅広く含まれ、リストは 3,800 品目にのぼる。ただ、レアアースや医薬品はリストから除外された。また、6 月 17 日から公聴会を開催する方針も明らかにしている。

振り返ると、18 年 7 月 6 日、第 1 弾として 340 億ドルの製品を対象に 25%、8 月 23 日の第 2 弾では 160 億ドルの製品に 25%、



9月24日には、第3弾で米国側が2,000億ドルの中国製品に10%、中国側が600億ドルの米国製品に5%か10%の追加関税をそれぞれ賦課した。第4弾の発動時期は未定ではあるが、発動されれば中国からの輸入製品のほぼ全額に対して25%の追加関税を課すこととなる。

なお、中国の貿易統計では、18年の対米輸出額は4,784億ドル(米国の貿易統計では、5,397億ドル)、対米輸入額は1,551億ドル(1,203億ドル)であるため、米国と同規模の対抗措置をとることはできない。

他方、トランプ米大統領が6月28～29日に大阪で開催されるG20サミットに合わせて習国家主席と会談する可能性について述べている。また、今回の関税応酬では、過去の即時実施と異なり、米国も輸送中の中国製品について除外し、5月10日以降に輸出のため中国国外に出たものに対して25%の追加関税を賦課するため、その影響が出るまでに2～4週間程度の時間がかかると指摘されている。米中双方とも早期の合意余地を残していると見る向きもある。

しかし、中国国内では、米中摩擦について、人民日報、新華社、CCTVなどが最悪の事態を想定したうえで十分な準備が出来ているなどの社説の掲載や放送を行うなど、強い対抗姿勢を示している。こうした動きから、米国人が中国国内で買物や食事を行うとき、消費額に25%の上乗せをするなどの幕をかける店がでるなど、感情的な反発が醸成されつつある。

米中通商協議が暗礁に乗り上げた背景については、劉鶴副首相が協議終了後の記者会見で次の3点を述べた。第1は、互いに掛け合っている関税の段階的撤廃か、完全撤廃かの相違、第2は、18年末の米中首脳会談での合意における中国の米国からの輸入拡大に関する数値目標についての意見不一致、第3は、合意文書に双方の国家の尊厳に配慮した言葉にする点、である。

中国側からみれば、合意文書はあくまでも案であり、協議を続ける上で、修正を求めることは有り得るとの立場である。米国からの一方的な制裁で、国家主権を脅かすような要求は断固受け入れず、原則に関わる問題では決して譲らないと表明したわけである。

## 米中摩擦の先行きは とても不透明

米中間の関税応酬は、中国経済だけでなく、米国経済にも悪影響を与える。18年10月に公表されたIMF試算では、米中がすべての貿易品に25%の関税を課す場合の直接的な影響は中国・米国の成長率をそれぞれ1.2ポイント、0.2ポイント押し下げるとしている。また、19年4月のIMF試算では、米中貿易は30%~70%収縮すると見込んでおり、さらにグローバル・サプライチェーンへの影響を考慮する場合、中国・米国の成長率はそれぞれ1.5ポイント、0.6ポイント押し下げられるとしている。同様に、OECDは、中国・米国・世界全体の成長率はそれぞれ1.4ポイント、1.0ポイント、0.8ポイント程度押し下げられるとの試算を公表している。

中国では、馬駿氏（中国人民銀行政策委員）は2,000億ドル相当の中国製品に対する25%の追加関税導入を受けて中国の成長率は0.3ポイント前後押し下げられるとしている。また、張明氏（社会科学院研究員）は中国製品（約5,000億ドル）に25%の追加関税を課す場合、中国の成長率への押し下げ影響は1.0~1.5ポイントとの試算を示している。

いずれにしても、貿易戦争には勝者がなく、輸出・生産の減少、企業経営悪化、また追加関税による企業の海外移転（直接投資減少）などを通じて中国経済への影響は大きいといえる。ただし、今後、中国がどのような対抗策で応じるかによって米国経済への影響は左右されるだろう。

現時点では、人民元切り下げは輸入に不利になるほか、資本流出懸念もあり、そう簡単にはできないと見られるが、追加関税以外の対抗措置としては、レアアースの対米輸出禁止などが挙げられる。

これまでのところ、米国物価への影響は小さいとされているが、今回の対抗措置ではスマホ・パソコン、衣服類などの消費財が含まれているため、インフレ圧力を高め、米国の消費を押し下げる可能性もある。

米中摩擦の先行きを展望すれば、トランプ米大統領が6月末の首脳会談は実りのあるものになるだろうと述べたほか、第4弾の措置は最終決定に至っていないことから、市場では会談まで期待感が残るとの見方もある。

しかし、前述の意見の隔たりはなかなか解消されないと見込まれるほか、米国が中国のファーウェイの通信機器購入を禁止

#### 4 月には緩和的な政策を微調整する動きも

するなど、双方が妥協点を見出す状況にはなっていないことから、今後の協議も進展する可能性は低く、先行き難航が予想される。

こうしたなか、中国の経済政策運営の方向性にも影響が及びつつある。

18 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。こうした経済対策等の効果が現れ始め、減速にはひとまず歯止めがかかりつつあった。実際、19 年 1～3 月期の成長率は 6.4% と下げ止まりがみられた。

これを受けて 4 月 19 日に共産党中央政治局会議が行われた。習近平総書記が主宰した同会議では、まず、次のように目下の経済情勢を分析した。「これまでの施策を受けて、1～3 月期の経済成長が予想を上回ったとの認識を示した。しかし、先行きを展望すると、中国経済をめぐる内外環境は依然厳しく、下振れリスクに注意を払う必要がある。下振れリスクについての国内要因としては、循環的なものより構造的、体制上の問題点が多く存在し、これらの解決には、時間や忍耐力が必要である。問題点の解決とは、改革開放と構造改革を推し進めることにほかならない」というものだ。

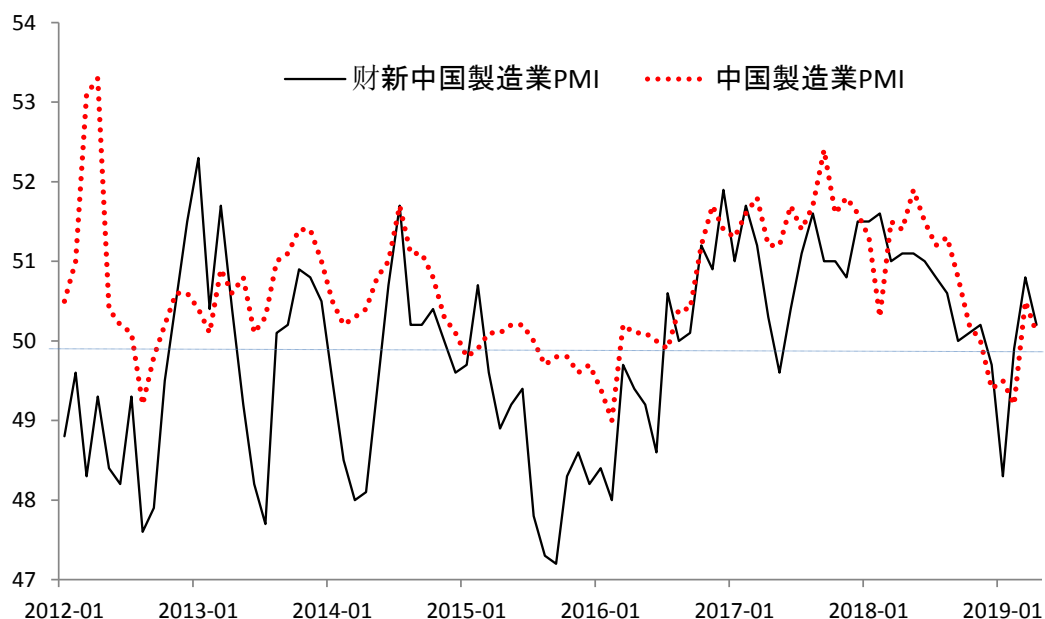
これを受けて当面の経済運営方針については、質の高い成長に向けて、「供給側構造改革」への取り組みを推進することを堅持しなければならない。引き続き、拡張的な財政政策は、効率性をさらに高めることや、穏健な金融政策も松緊適度（中立性）を維持しなければならないと強調された。

具体的には、①製造業の質の高い成長、伝統産業のグレードアップや新興産業の振興などの推進を通じて産業構造の高度化を図ること、②企業の資金調達の難しさなどの解消に向けて金融供給側の構造改革を通じて民営企業、中小企業への金融支援を強化すること、③「住宅は住むものであり、投機的なものではない」という基本方針を堅持したうえで、各都市の実情に応じた住宅販売価格を安定させるメカニズムを構築すること、④金融資本市場の健全な発展を促進すること、などが挙げられた。

また、4 月 22 日に習総書記が委員会主任（トップ）を務める

共産党中央財經委員会第4回会議も開催された。発表された内容によれば、今後の経済運営について「供給側構造改革」の深化などが強調された。これらの会議からは、経済運営方針が修正されたように見受けられた。

**図表1 中国製造業PMI・財新中国製造業PMIの推移**



(資料) 中国国家统计局、Windデータより作成、直近は19年4月。

### 今後の経済運営方針は再び安定成長重視へ

しかし、前述のように、その後は米中摩擦が再び激化したほか、5月に公表された製造業PMIなど4月分の多くの経済指標も鈍化したこと（詳しくは後掲の『2019～20年度改訂経済見通し』、世界経済の動向④中国を参照されたい）を背景に中国政府は再び安定成長を重視する姿勢に転じる可能性が高い（図表1）。

これまでの経済政策は2,500億ドル相当の中国製品に25%の追加関税が課されることを前提にしてきたが、当然ながら、対中輸入のほぼ全額に追加関税が課されることになれば、中国经济への下押し圧力が強まる。多少の減速を容認するとの見方もあるが、最終的には追加経済対策を行う可能性は高い。具体的には、財政出動の拡大、金融緩和のほか、住宅政策の緩和にも踏み切ることが想定される。

劉鶴副首相が「金融財政政策にはまだ十分な余力があり、政策ツールも多い」と述べ、追加政策対応による成長下支えする

ことが可能であるとの見解を示した。

実際、中国人民銀行（中央銀行）は5月6日、中小銀行を対象に預金準備率の引き下げ決定を発表した。同行のホームページに発表された内容は以下の通りである。

「国務院常務会議で決定された方針に基づき、零細企業（小微企業）の資金調達難、コスト高という問題の緩和に向けて、中小銀行を対象に大手銀行・中型銀行より低い預金準備率を適用する枠組みを構築するため、5月15日から、県域にある中小銀行の預金準備率を段階的に引き下げる。この引き下げは、5月15日、6月17日、7月15日の3段階に分けて実施される。県域にある約1,000行が対象となり、預金準備率は農村信用合作社（農村部の中小信用組合）と同水準で最終的に8%に引き下げられる」。

なお、現時点では、大手銀行・中型銀行の預金準備率はそれぞれ13.5%、11.5%である。

同行はこの措置により、金融市場に2,800億元の資金供給が追加的に行われ、民間企業や零細企業向けの融資がしやすくなるとともに、経済の下支えにもつながると説明したが、今回の引き下げは小規模なもので、实体经济への影響は限定的であると見られる。

今後も、こういった預金準備率の引き下げも予想される。いずれにしても、米中摩擦激化による影響が顕在化すると想定されるため、構造改革より安定成長を重視する経済運営方針に転じることが予想される。

一方、身の丈以上の経済対策を打ち出すことは、企業や地方政府のさらなる債務増加につながりかねない可能性もあり、留意する必要があるだろう。

引き続き、米中摩擦の行方や、経済対策の動向や効果などに注目したい。

(19. 5. 27 現在)

## 迷走するブレグジットの下での英国経済

～底堅い成長も家計消費の息切れで減速へ～

山口 勝義

### 要旨

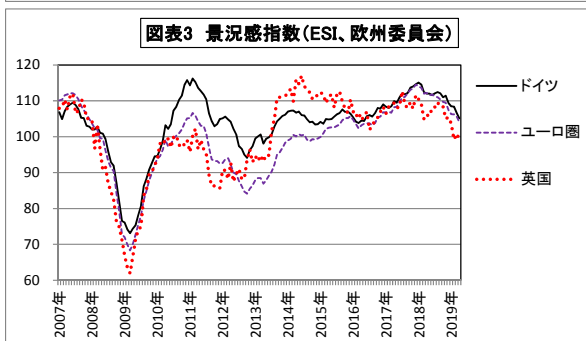
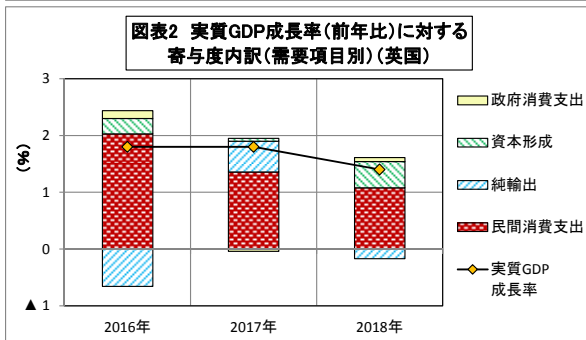
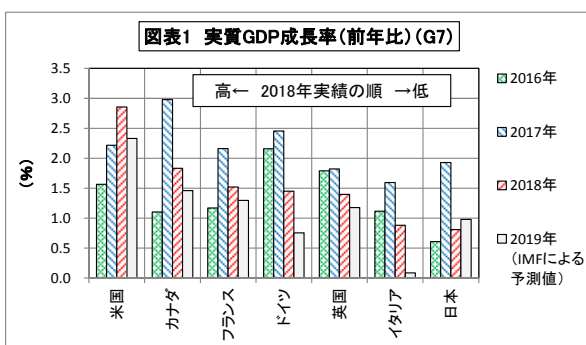
英国経済はブレグジットを巡る強い不確実性の下に置かれながらも、製造業の低迷に対して家計消費が牽引役となり、これまで底堅い成長を維持してきた。しかし、家計消費を巡る懸念材料は増加しており、その息切れで、今後は成長が減速する可能性が大きい。

### はじめに

英国経済は、同国の欧州連合（EU）からの離脱（いわゆるブレグジット）を巡る政治の迷走により、強い不確実性の下に置かれている。しかし、それにもかかわらず、2018年の実質GDP成長率が先進7ヶ国（G7）の中でもフランスやドイツとほぼ肩を並べるなど、意外なほどの底堅さを維持してきている（図表1）。

成長に対する寄与度を見れば、英国では家計を中心とする消費が主要な牽引役となっており、この点は他の欧州の主要国と変わりはない（図表2）<sup>（注1）</sup>。ただし、確かにその寄与度は徐々に縮小し、成長のモメンタムの低下が見られているほか、景況感指数はドイツなどと比較して大幅な下落となっており、先行きに対する警戒感の強さも現れている（図表3）<sup>（注2）</sup>。

しかしながら他面では、失業率は歴史的な低水準にあり、また賃金上昇率が物価上昇率を上回る状態が継続するなど、特に家計消費を取り巻く環境は良好である。このためブレグジットに伴う大きな混乱や、米中間や米欧間での貿易摩擦の激化などの潜在的なリスクが現実化しない限り、英国経済はこのまま底堅い成長を安定的に維持する可能性も考えられる。こうしたなか、本稿ではブレグジット



（資料）図表1はIMFの、図表2はONS(英国国家統計局)の、図表3はEurostatの、各データから農中総研作成

を控える英国の経済情勢の特徴を確認しつつ、それが内包する、今後とも持続的な成長を維持する上での弱点について考察を行うこととしたい。

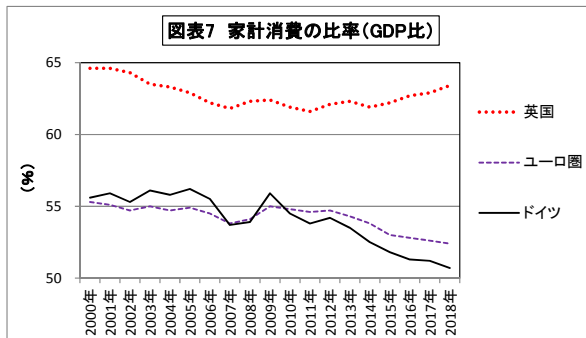
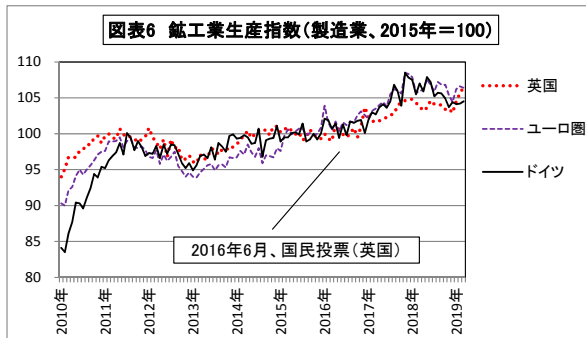
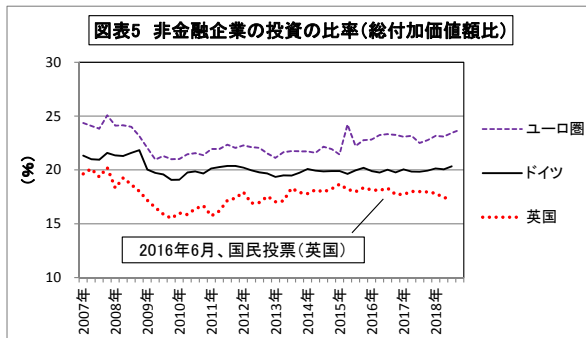
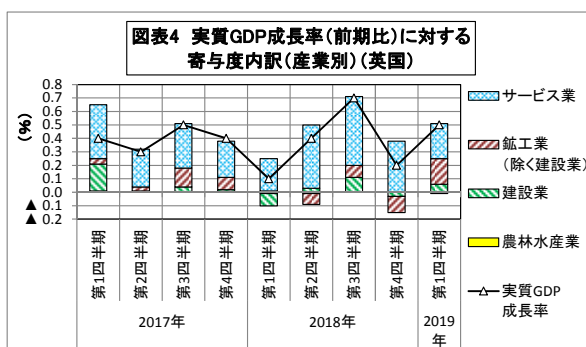
## 家計消費が支えてきた英国経済

ユーロ圏では18年以降、ドイツを中心に経済成長の減速が続いている。米国と中国の間の貿易摩擦などを背景に製造業の生産や輸出などが低迷し、それを家計消費が補う形となっている。この点は英国も基本的には同様であるが、英国ではブレグジットを控えての特有の動向が経済情勢に振幅を与えている。

その典型的な動きは、当初予定されていたEUからの離脱期限である3月29日を前にして、19年第1四半期に大きく現れている。この期には、産業別にはそれまで低迷が続いていた製造業などの「鉱工業」が一転して成長への寄与度を増し、英国のGDPの前期比成長率は前期から改善する結果となった(図表4)。この異例な状況の背景には、ブレグジットに伴う混乱に備えた、企業による大規模な在庫の積み増しや発注の前倒しなどが働いていたものとみられている。

しかし、こうした一時的要因の効果は剥落するにつれ、「鉱工業」分野の成長の牽引力は再度弱まることが予想される。現に強い不透明感が続く中で企業の手控え感が強まっており、むしろ投資や生産の停滞こそが英国の製造業の本質的な姿であると考えられる(図表5、6)。そして、これに対し安定的に成長への寄与を果たすのは、やはり「サービス業」であり家計消費であるということになる。

英国では、今後も10月31日の新たなEUからの離脱期限に向けて、またその後の通商交渉を巡って不透明感が継続するとみられるほか、他方では米中間に加えて新たに米欧間でも通商関係を巡る対立が表面化する可能性が小さくはない。このため、当面のところ、製造業の低迷と



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

家計消費による成長の牽引という構図に変化は生じないものと考えられる。こうしたなか、特に英国ではドイツなどとの比較で家計消費の経済に占めるウエートが大きいこともあり、その動向には一層の注意が必要になっている(図表7)。

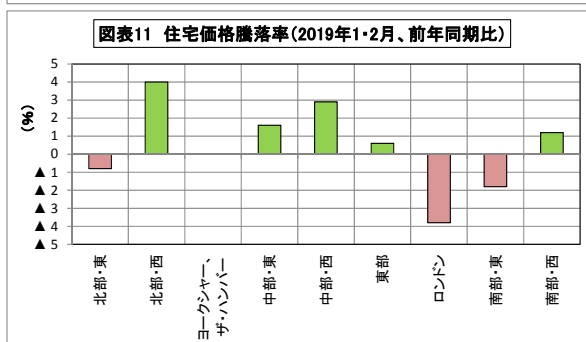
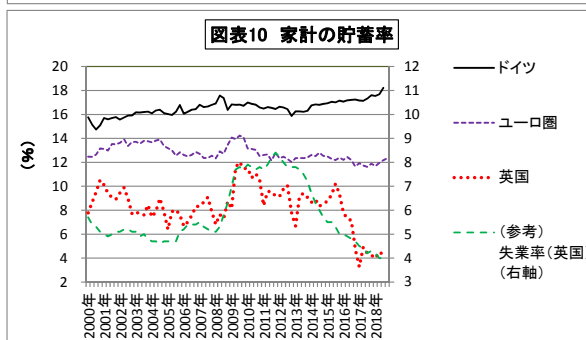
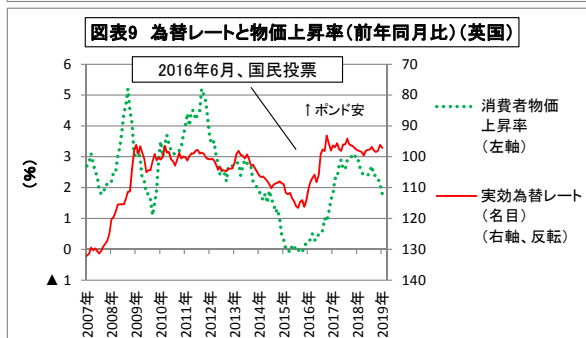
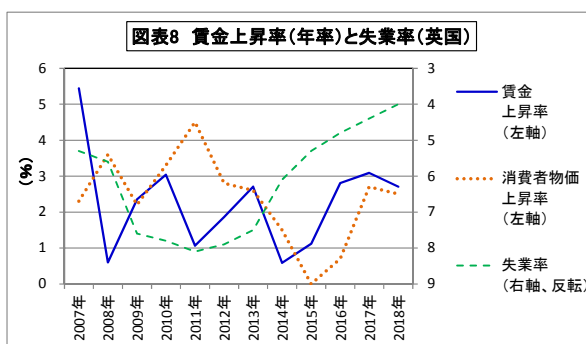


## 英国の家計消費を巡る懸念点

英国の家計消費を取り巻く環境は、歴史的な低水準にある失業率や物価上昇率を上回る賃金上昇率などを勘案すれば良好である（図表8）。また最近のポンドの安定も、家計消費にとっては好環境のひとつである（図表9）。16年6月のEU離脱を問う国民投票後の急速なポンド安は、輸入インフレを招き家計消費にとり重荷になるとともに、イングランド銀行（BOE）による利上げに繋がった経緯があるが、英国は、少なくとも現在はそのような状況には置かれてはいない（注3）。

また、ドイツなどに比較して低い高齢人口比率が英国の家計消費にとっては好材料となることも考えられる（注4）。ドイツでは、もともと消費拡大に慎重であるとされる保守的な国民性が、高齢化の影響でさらに助長される可能性がある。現実には他のユーロ圏の主要国では見られない貯蓄率の上昇がドイツでは生じており、これはその現れとも捉えられる（図表10）。

しかし英国においても、既に4%近辺まで大幅に低下した家計の貯蓄率が今後も維持され得るのかが論点となる。この低い貯蓄率からは伸び切った消費の実態がうかがわれるが、失業率のここからの低下余地は限られるほか先行きの不透明感が継続する状況からすれば、これ以上の貯蓄率の低下は見込み難い。また、貯蓄率の低下の背景ではこのところ上昇を続けてきた英国の住宅価格が働いていた可能性があるが、その住宅価格も18年8月頃をピークに頭打ちとなっており、なかでもこの間に騰勢が著しいロンドンを中心に調整色が強まっている（図表11）。このため、この資産効果の剥げ落ちも、貯蓄率の低下傾向の底打ちをもたらすつ



(資料) 図表8、10はEurostatの、図表9はEurostatおよびBISの、図表11はONSの、各データから農中総研作成

つ、家計消費にマイナスの影響を及ぼす要因となる可能性が考えられる。

このように、これまで英国の経済成長の安定的な牽引役であった家計消費であるが、最近ではむしろそれを取り巻く懸念材料が増加していることになる。

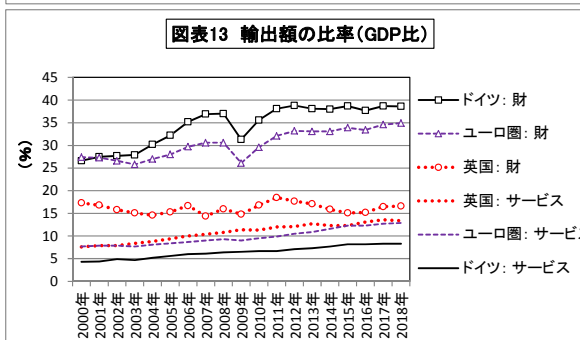
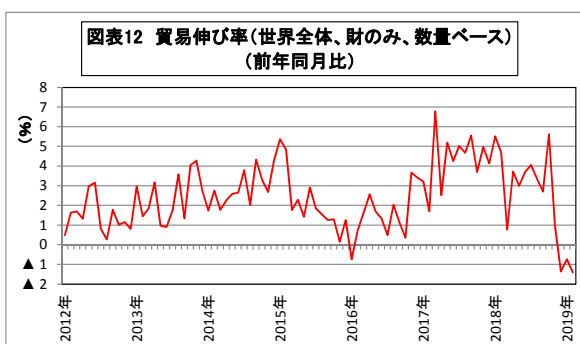
## おわりに

以上のように英国では、ブレグジットを控えて一時的には経済情勢に異例な動きが生じる局面があるものの、基本的には先行きの強い不透明感や米中間の貿易摩擦などを背景に製造業の投資や生産などが低迷する一方で、家計消費が成長の牽引役を果たす姿が基調となっている。しかしこれに対し、経済に占めるウエートが大きいことからその動向が注目されるこの家計消費については、既に低水準にある貯蓄率の底打ちを示唆する材料も増加しており、近く息切れに至る可能性が否定できない状況にある。

このため、基本的に英国経済は今後、成長鈍化の方向にあると考えられるが、足元では米中間の貿易摩擦が長期化することに伴う影響拡大の可能性が、当面の主要な懸念点となっている（図表 12）。

確かに、英国ではドイツなどとの比較で経済に占める輸出のウエートは限られている（図表 13）。しかし、その輸出先として米国や中国が上位に位置するのみならず、両国の成長減速は世界経済全体の減速に直結することからも、英国にとり米中間の貿易摩擦の行方は大きな注目材料であることに変わりはない（図表 14）。

英国は、これらの動向とは別に、ブレグジットという不確定要素を抱えており、またその後の主要国・地域との間の新たな通商関係の構築内容によってもその経済情勢は左右されることになる。このため、現時点ではその先行きについて明確な見通しを持つことは非常に困難であるが、少なくとも、家計消費主導で底堅く推移してきた英国経済も、その息切れで今後は成長が減速する可能性が大きいものと考えられる。（19. 5. 27 現在）



図表14 相手国別輸出額シェア(財のみ、2018年)

(%)

英国の輸出		ドイツの輸出	
1.米国	15.7	1.米国	8.6
2.ドイツ	10.4	2.フランス	8.0
3.オランダ	7.6	3.中国(本土)	7.1
4.フランス	7.0	4.オランダ	6.9
5.アイルランド	6.3	5.英国	6.2
6.中国(本土)	5.3	6.イタリア	5.3
7.ベルギー	4.1	7.オーストリア	4.9
8.イタリア	3.1	8.ポーランド	4.8
9.スペイン	3.0	9.スイス	4.1
10.香港	2.4	10.ベルギー	3.4
小計	64.8	小計	59.3
その他	35.2	その他	40.7
合計	100.0	合計	100.0

(資料) 図表 12 は CPB(オランダ経済政策分析局)の、図表 13 は Eurostat の、図表 14 は ONS および Statistisches Bundesamt(ドイツ連邦統計局)の、各データから農中総研作成

(注1) 英国の消費支出額合計の内訳は、家計消費が75%、非営利法人消費が3%、政府消費が22%となっている(18年、ONSによる)。

(注2) 欧州委員会による景況感指数(ESI)は、製造業、サービス業、小売業、建設業、および消費者の、5分野における各信頼感指数を総合した指数である。

(注3) BOEは、いったん16年8月に25bp引き下げ0.25%とした政策金利を、17年12月および18年8月の2度にわたり25bpずつ引き上げた。

(注4) 65歳以上人口を15~64歳人口で除して算出した高齢人口比率は、18年時点で、ドイツの32.8%、フランスの31.6%、ユーロ圏の31.7%などに対して、英国では28.6%である。



農林中金総合研究所

# 2019～20年度改訂経済見通し

## 峠を下り始めた国内景気

～2019年度:0.2%(下方修正※)、20年度:0.4%(上方修正※)～

※19年3月時点の見通し(それぞれ0.3%、0.2%)との比較

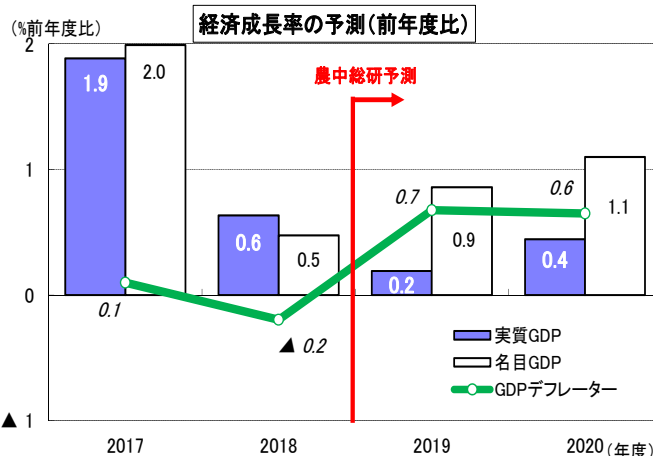
2019年5月23日

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

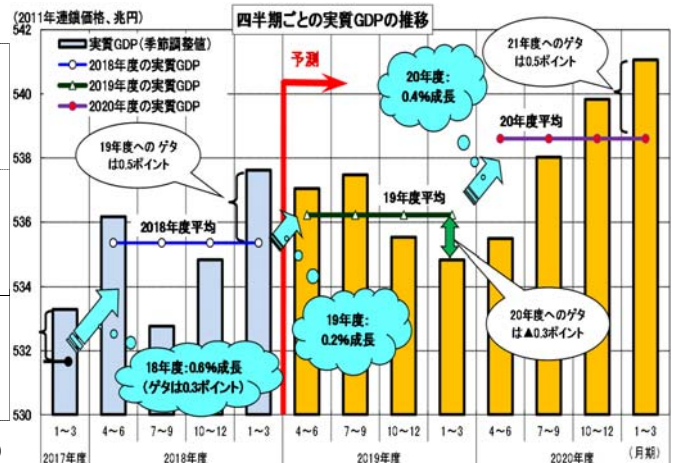
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願いします。

### 《 サ マ リ ー 》

- 2019年1～3月期の実質GDPは2四半期連続でのプラス成長となったが、主要な需要項目である消費、設備投資、輸出がいずれも減少したことに加え、成長の押し上げ要因となった輸入減は国内需要の鈍さに起因するものだったことを考慮すると、景気の実態は悪いと判断される。
- 足元4～6月期は、消費、企業設備投資が持ち直すものの、輸出減が継続し、さらには輸入の反動増などが想定され、マイナス成長となる可能性が高い。ただし、7～9月期は10月の消費税増税を控えた駆け込み需要の発生でプラス成長が見込まれるなど、上期中の景気が明確に悪化することは避けられるだろう。しかし、19年度下期は駆け込み需要の反動減も加わって調整色が強まると予想する。この調整は20年前半まで続くが、20年後半以降は東京五輪・パラ開催や世界経済の持ち直しに支えられて底入れが見込まれる。
- 日本銀行はフォワードガイダンスの明確化に伴い、少なくとも20年春頃まで現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続ける方針だが、先行き景気悪化への対応を催促される場面も想定される。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2019年1～3月期まで実績、それ以降は当総研予測

# 目次

1 景気の現状	4
2 世界経済の動向	6
3 国内の経済政策	21
4 日本経済・物価の見通し	23
5 金融政策の見通し	31

見通し担当者：  
 総括、日本経済・金融  
 米国経済・金融  
 欧州経済・金融  
 中国経済・金融

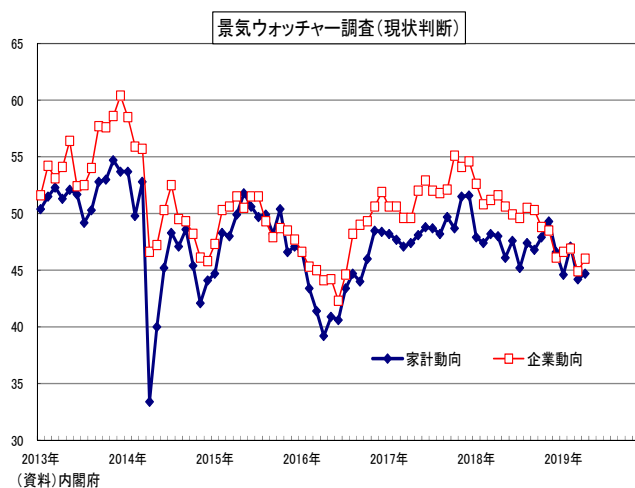
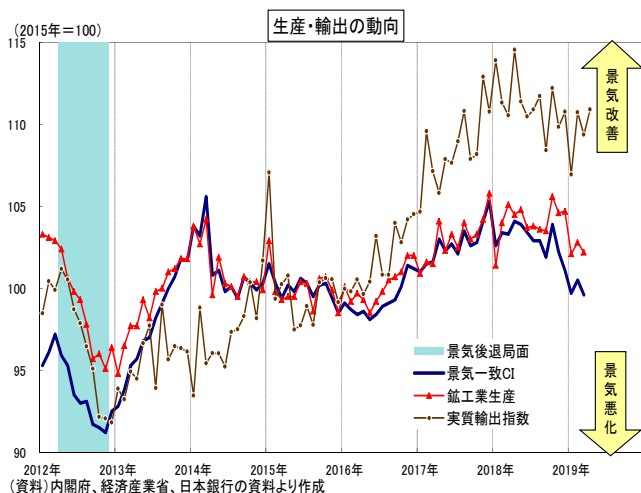
南 武志  
 佐古佳史  
 山口勝義  
 王 雷軒

農林中金総合研究所

3

## 1 景気の現状

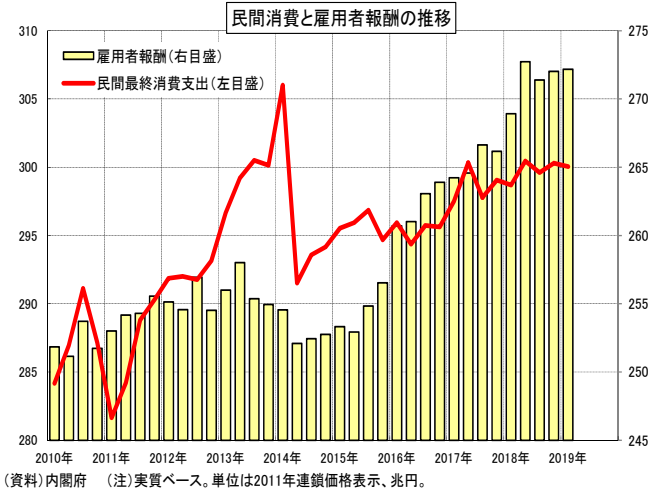
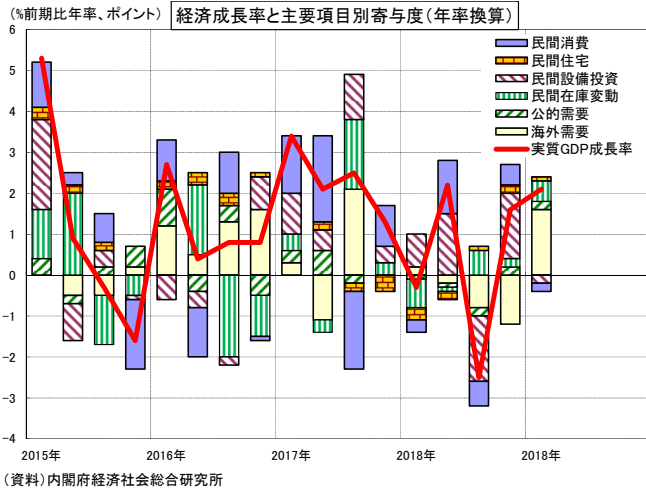
- 景気動向：後退局面入りが濃厚に
  - － 国内景気は、世界経済の減速に伴って輸出・生産の減少傾向が強まっており、それが企業設備投資などへ波及するなど、低調に推移
    - ・ 3月の景気動向指数では、景気の基調判断は13年1月以来の「悪化」へ下方修正
  - － 家計・企業の景況感も悪化が継続
  - － 労働市場は底堅く推移しているが、足元では求人数が頭打ちとなったほか、雇用増加ペースも鈍化しつつある
    - ・ 時間当たり賃金の上昇ペースは相変わらず鈍い
  - － 全国消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年比1%割れで推移
    - ・ 一方、これまでの人件費・原材料費の値上がり分の価格転嫁もじわりと進行



農林中金総合研究所

4

- 1～3月期GDP: 年率2.1%と2四半期連続のプラス成長となったが、内容は悪い
  - 18年度補正予算に計上された公共投資が前期比1.5%(前期比成長率(0.5%))に対する寄与度:0.1ポイント)と5四半期ぶりに増加に転じたほか、輸入等が同▲4.6%(寄与度:0.9ポイント)と大幅に減少、成長率を押し上げた
  - しかし、民間消費が同▲0.1%(寄与度:▲0.0ポイント)、民間企業設備投資も同▲0.3%(寄与度:▲0.0ポイント)と、いずれも小幅とはいえ減少に転じたほか、輸出も同▲2.4%(寄与度:▲0.5ポイント)と大きく減少
    - 実質雇用者報酬は同0.1%と鈍い伸びにとどまり、18年度を通じても頭打ち気味に推移
  - この結果、1～3月期は前期比年率2.1%と2四半期連続のプラス成長で、数字的にはしっかりした伸びとなったが、民間最終需要は同▲0.3%と2四半期ぶりの減少となるなど、内容の悪さが目立つ
  - GDPデフレーターは前年比0.2%と4四半期ぶりの上昇ながらも、国内需要デフレーターは同0.3%へ鈍化



農林中金総合研究所

5

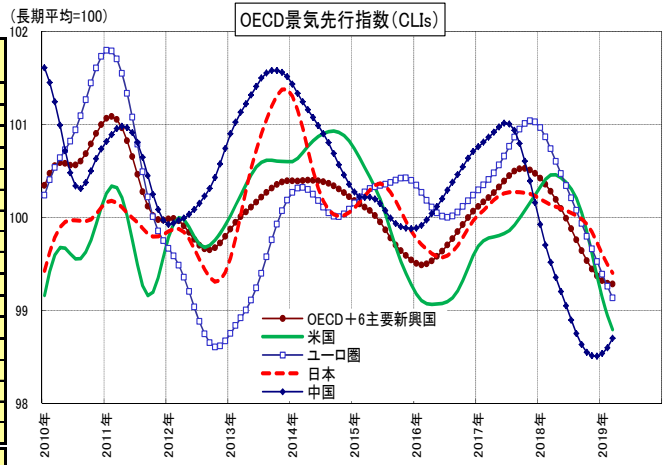
## 2 世界経済の動向 ①概況

- 国際機関による世界経済見通し:IMFは3回連続で下方修正
  - 国際通貨基金(IMF)の世界経済見通し(19年4月発表)は、世界全体の成長率を3回連続で下方修正
    - 19年の世界全体の成長率は前年比3.3%(18年実績:3.6%)へ減速、スロートレード懸念が高まった16年実績(同3.4%)を下回るとした
    - 世界貿易数量も19年は前年比3.4%と、2年連続で鈍化する見通し
  - 経済協力開発機構(OECD)の景気先行指数(CLIs)も、世界経済の減速が当面続くことを示唆
    - 先進国・地域では悪化継続
    - 中国は一息ついた感もあるが、先行きは米中摩擦激化やHuawei制裁などの影響が出る可能性も

2019～20年 IMF世界経済見通し

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
世界全体(実質経済成長率)	3.4	3.8	3.6	3.3	3.6
先進国	1.7	2.4	2.2	1.8	1.7
米国	1.6	2.2	2.9	2.3	1.9
ユーロ圏	2.0	2.4	1.8	1.3	1.5
ドイツ	2.2	2.5	1.5	0.8	1.4
フランス	1.2	2.2	1.5	1.3	1.4
イタリア	1.1	1.6	0.9	0.1	0.9
スペイン	3.2	3.0	2.5	2.1	1.9
英国	1.8	1.8	1.4	1.2	1.4
日本	0.6	1.9	0.8	1.0	0.5
新興国・発展途上国	4.6	4.8	4.5	4.4	4.8
中国	6.7	6.8	6.6	6.3	6.1
インド	8.2	7.2	7.1	7.3	7.5
ブラジル	▲3.3	1.1	1.1	2.1	2.5
ロシア	0.3	1.6	2.3	1.6	1.7
南アフリカ	0.4	1.4	0.8	1.2	1.5
ASEAN5	4.9	5.4	5.2	5.1	5.2
世界貿易数量(財・サービス)	2.2	5.2	3.8	3.4	3.9

(資料)IMF『World Economic Outlook(2019年4月)』



農林中金総合研究所

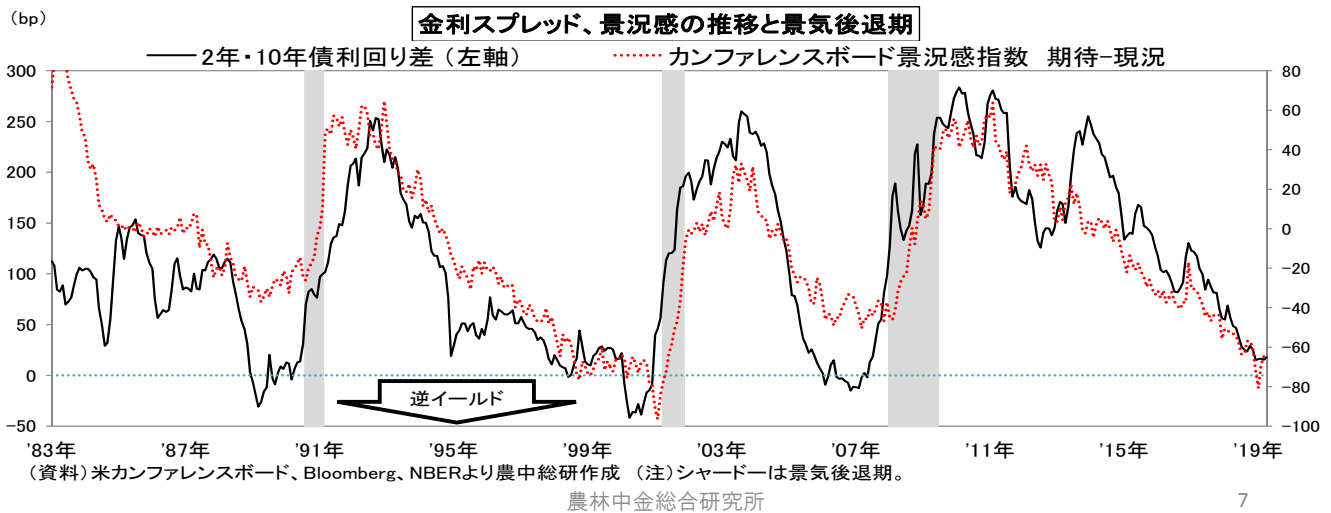
6



## 2 世界経済の動向 ②米国

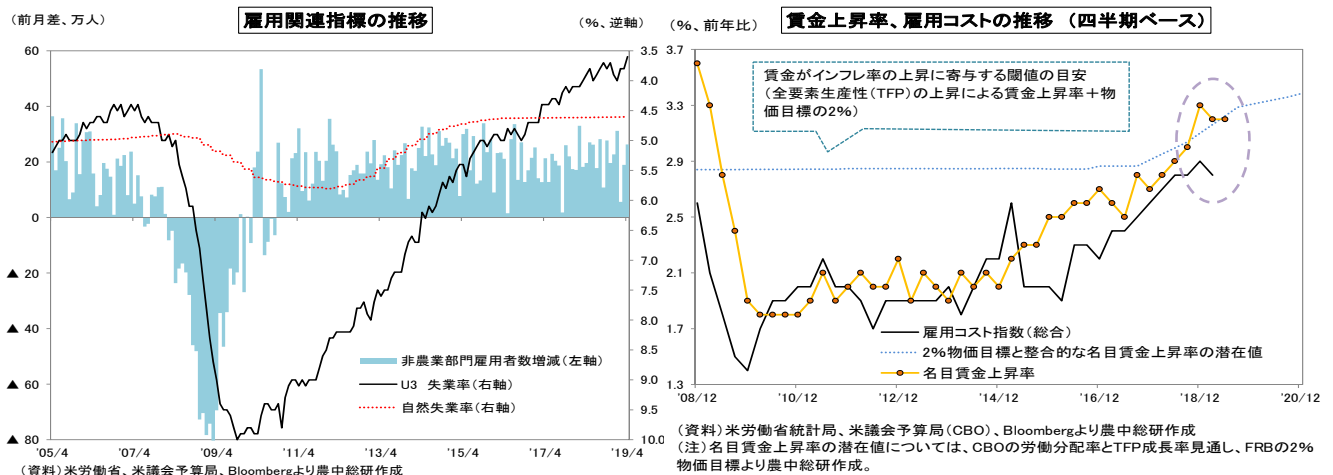
### 景気動向：ソフトランディングに向けた動き

- 19年1～3月期のGDPは前期比年率3.2%成長(速報)
- FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比1.6%で推移
  - ・ 賃金上昇率の高まりなどから、先行きは緩やかな上昇が予測される
- 見通しのポイントとしては、世界経済の減速懸念からFRBがハト派に転じたこともあり、①19年に利上げは行われないこと、(前回の見通しでは2回と予想)、②労働市場のひっ迫や、財政政策の効果の剥落から、19年後半～20年前半にかけてGDP成長率が低下すること、③19年末～20年初にかけて、ソフトランディングが見込まれること、が挙げられる
- 成長率見通し：19年は2.4%(修正なし)、20年は1.7%(下方修正、前回は1.8%)

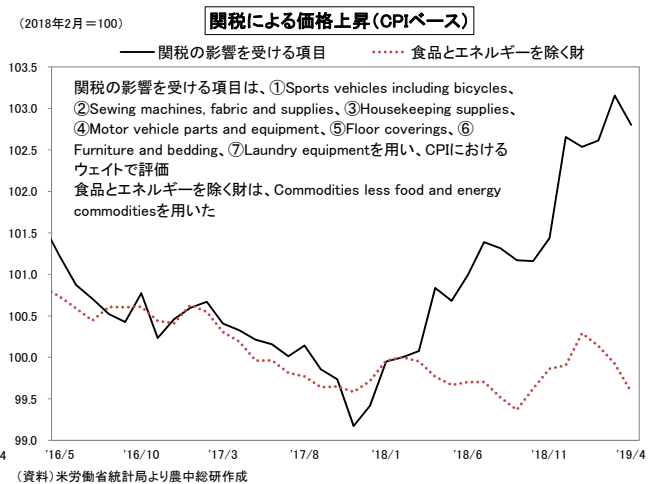
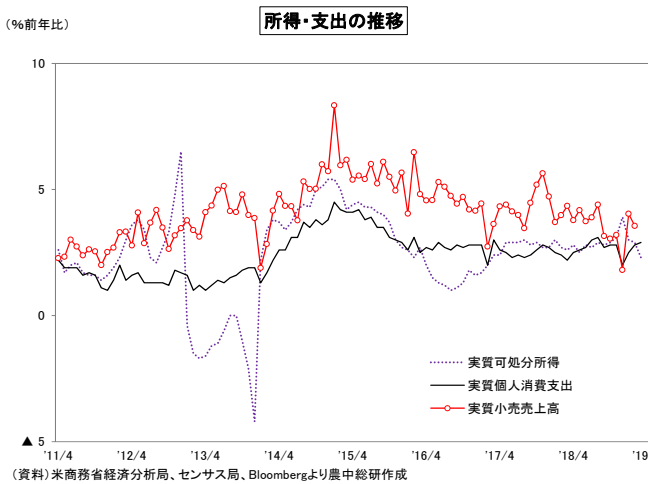


### 雇用：労働市場はひっ迫が続く

- 19年入り後の非農業部門雇用者数は月平均20.5万人のペースで増加
- 4月の失業率は50年ぶりとなる3.6%まで低下
- これまで上昇してきた労働参加率は、19年に入り頭打ちとなっている
  - ・ 全体：62.8%、25～54歳：82.2%(いずれも19年4月)
- 賃金上昇率は前年比3%台前半にまで徐々に高まってきたが、インフレ率を押し上げるにはもう一段の賃金上昇が必要
  - ・ 労働市場のひっ迫を背景に、今後も緩やかに高まる見通し

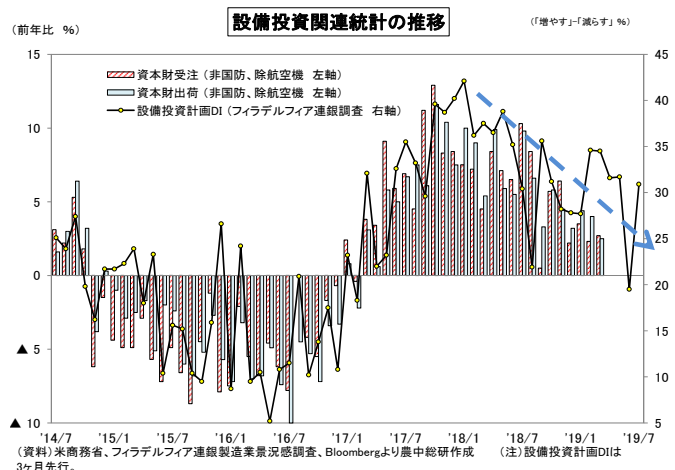
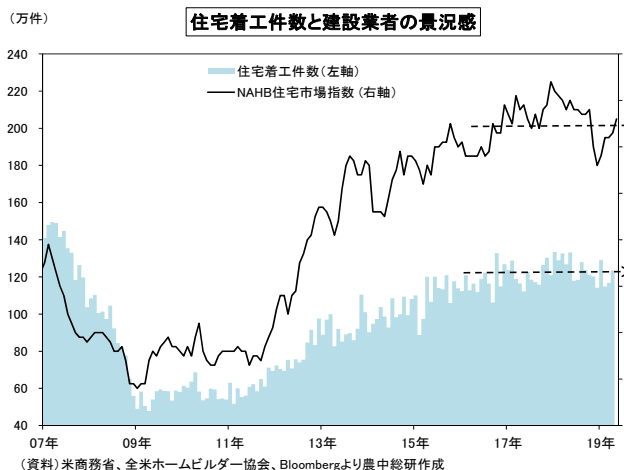


- 消費: 底堅い推移を見込むが、米中通商協議次第では下振れも
  - 労働参加率の頭打ちから、今後の雇用者数の伸びは鈍化が見込まれ、消費の拡大ペースが加速するとは考えづらい
  - 一方、賃金上昇率の高まりは消費の下支え要因になりうる
  - 消費者物価の伸びが安定的に推移するなか、18年2月以降、追加関税の影響を受けた消費財の価格は上昇幅を拡大している
  - ミシガン大学調査からも米中摩擦は消費者マインドにも影響を及ぼしていることが見て取れる
    - 米中通商協議の結果次第では、消費の落ち込みも考えられる



農林中金総合研究所

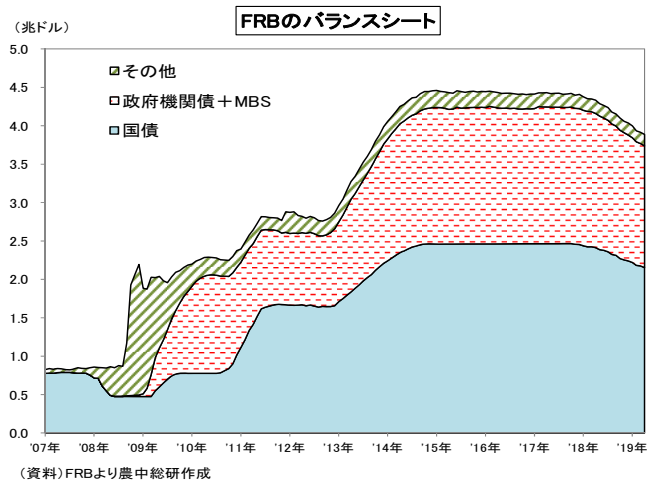
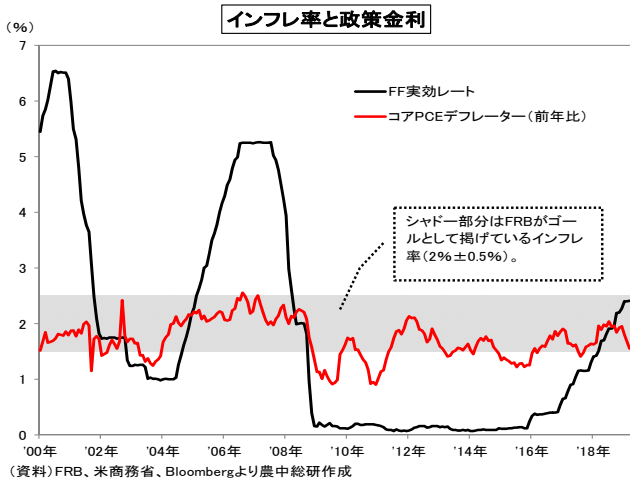
- 設備投資: 減速継続
  - 米国や世界経済全体の先行き懸念、中国企業との商取引禁止、米中摩擦激化などが減速要因
- 住宅投資: 伸び悩み
  - 建設労働者確保の困難化や、住宅価格の上昇による需要減少が背景
- 貿易: 輸出は鈍い半面、輸入は堅調に推移
  - 世界経済の成長鈍化や中国による対米報復措置などから、輸出の伸びは鈍化する見通し
  - 米中通商交渉は進展に乏しく、2,500億ドル相当の中国からの輸入品に対して25%の追加関税を賦課される期間が長期化する可能性もあるうえ、残りの3,000億ドル相当に対する追加関税導入(第4弾)も検討段階に
  - 最長19年11月半ばまで輸入自動車に対する追加関税導入の判断が延期



農林中金総合研究所



- 金融政策：金融政策の正常化（バランスシート(B/S)の縮小と利上げ）は一時休止の見通し
  - B/S 縮小（米国債については、再投資停止額を月額最大300億ドル、住宅担保証券(MBS)については再投資停止額を月額最大200億ドルとする）を19年9月末に終了する方針
  - ただし、政府機関債と不動産担保証券(MBS)の保有残高の圧縮は継続する予定
  - 世界経済減速懸念から、19年は利上げが一時休止される見込み
- 財政政策：
  - 議会予算局(CBO)によると、19会計年度(18年10月～19年9月)の連邦政府支出は前年度比0.2%、20会計年度は同▲0.3%の見通し
  - インフラ投資など拡張的な財政政策が行われる可能性も



農林中金総合研究所

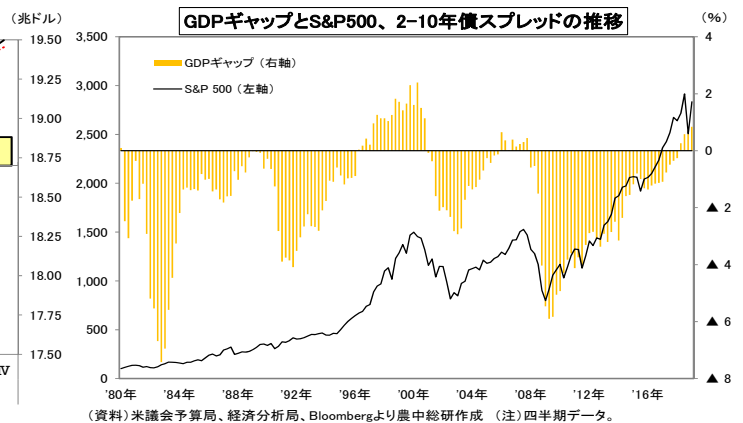
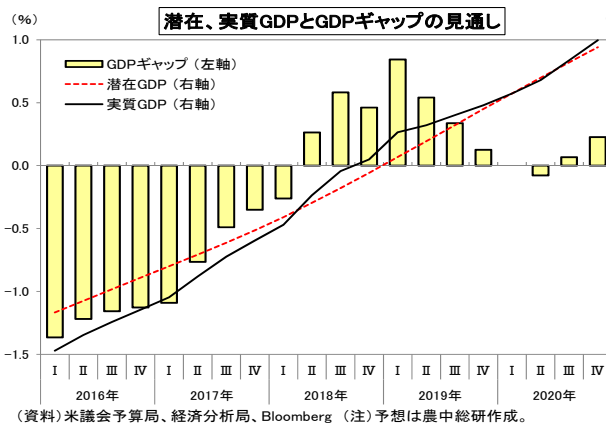
11

## 予測表(四半期)

(予測→)

項目	単位	2018年				2019年				2020年			
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP成長率	%	2.2	4.2	3.4	2.2	3.2	1.1	1.9	1.9	0.8	2.0	2.7	2.2
個人消費支出	%	0.5	3.8	3.5	2.5	1.2	3.7	2.8	2.4	1.5	3.0	2.1	2.1
民間設備投資	%	11.5	5.7	2.5	5.4	2.7	4.1	3.6	2.1	1.4	1.4	1.7	1.8
民間住宅投資	%	▲3.4	▲1.3	▲3.6	▲4.7	▲2.8	0.6	▲0.7	▲1.3	▲0.7	0.0	0.7	1.4
輸出	%	3.6	9.3	▲4.9	1.8	3.7	2.9	0.8	2.3	2.3	3.1	3.1	3.8
輸入	%	3.0	▲0.6	9.3	2.0	▲3.7	2.8	2.3	2.3	2.3	4.6	3.4	3.3
政府支出	%	1.5	2.5	2.6	▲0.4	2.4	0.3	1.3	2.5	1.9	1.9	1.8	0.6
非農業部門雇用者数増減	万人	22.8	24.3	18.9	23.2	16.9	12.0	10.0	8.0	7.0	6.0	5.0	5.0
失業率	%	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.7	3.6	3.6	3.5	3.5	3.6	3.7
賃金上昇率	%	2.7	2.9	3.0	3.3	3.3	3.4	3.5	3.5	3.6	3.6	3.7	3.7
コアPCEデフレーター	%	1.7	1.9	2.0	1.8	1.7	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3
FFレート誘導水準	%	1.50～1.75	1.75～2.00	2.00～2.25	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50
10年物国債利回り	%	2.4	2.9	2.7	2.7	2.4	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8

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



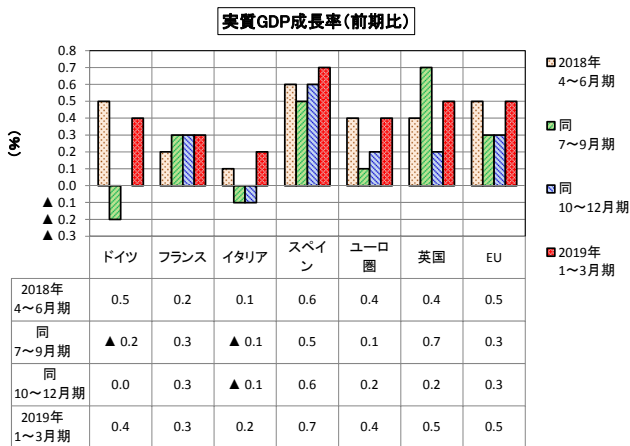
農林中金総合研究所

12

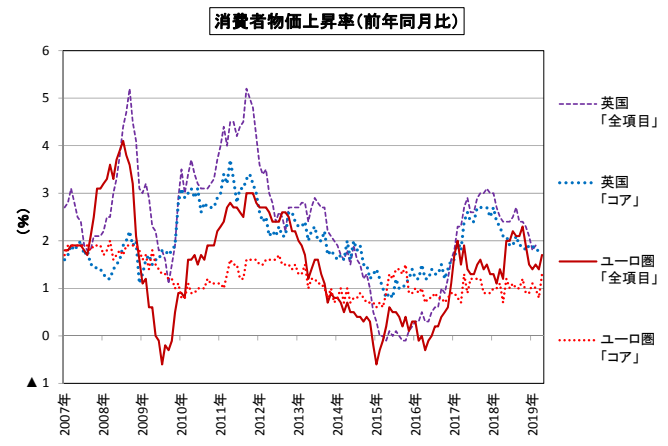
## 2 世界経済の動向 ③欧州

### 景気動向(19年1～3月期の実質GDP成長率)

- 欧州では経済情勢が10～12月期から回復
- ユーロ圏では、前期比で0.4%(10～12月期:0.2%)、前年同期比で1.2%(同:1.2%)の成長
  - ・ ドイツが急速な回復、イタリアはリセッションから離脱
  - ・ スペインは引き続き堅調、フランスは安定的成長
- 欧州連合(EU)全体では、前期比で0.5%(10～12月期:0.3%)、前年同期比で1.5%(同:1.5%)の成長
  - ・ 英国では、前期比成長率は0.5%で10～12月期(同0.2%)から加速、前年同期比成長率は1.8%(10～12月期:1.4%)



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

農林中金総合研究所

13

### ユーロ圏経済

- ユーロ圏の経済情勢は10～12月期から回復したものの、17年末をピークに頭が打たれた形は変わらず
  - ・ 19年3月の鉱工業生産指数は、前月比で0.3%の低下、前年同月比で0.6%の低下
  - ・ 同月の小売売上高は、前月比横ばい、前年同月比で1.9%の増加
  - ・ 一方、失業率は改善傾向が続いており、3月は7.7%
  - ・ 内需中心の回復であり、外需を巡る環境は引き続き厳しい

### ドイツ経済

- 17年末をピークに、製造業を中心に成長の勢いが鈍化
- 米中間を中心とする貿易摩擦の強まりや、自動車生産の停滞が重荷に
  - ・ 19年3月の製造業受注指数は、前月比で0.6%の上昇ながら、前年同月比では6.0%の低下
  - ・ 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.5%の上昇ながら、前年同月比では0.9%の低下
  - ・ 同月の輸出額は、前月比で1.5%の増加、前年同月比では3.0%の増加
  - ・ 同月の小売売上高は、前月比で0.2%の減少、前年同月比で3.2%の増加
  - ・ 一方、同月の失業率は、3.2%と低水準が継続
  - ・ 内需中心の回復であり、外需を巡る環境は引き続き厳しい

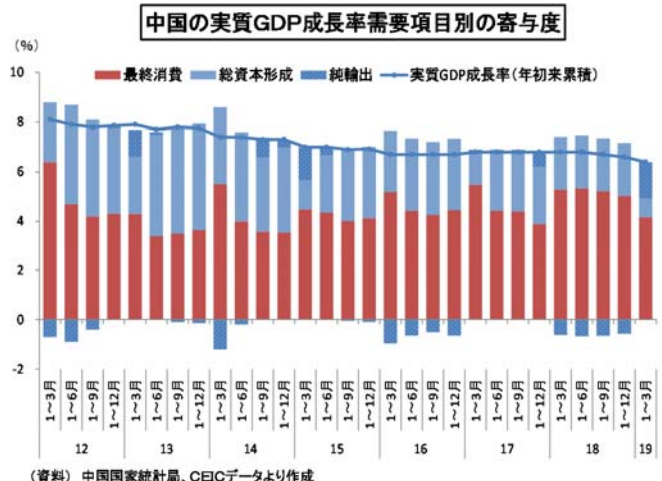
### 英国経済

- これまで安定的に成長に寄与してきた家計消費に加え、製造業部門が寄与
  - ・ 当初予定のEUからの離脱期限(3月29日)を前に、企業による大規模な在庫の積み増しや発注の前倒し
  - ・ この成長促進効果は一時的なもの

- 物価動向
  - ユーロ圏では、消費者物価上昇率(前年同月比)は引き続き2%を下回る水準
    - 19年4月の消費者物価上昇率は前月の1.4%から1.7%に上昇
    - 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは前月の0.8%から上昇したものの1.3%にとどまる
  - 英国では、消費者物価上昇率(前年同月比)は一時の3%台から落ち着き
    - 19年3月の消費者物価上昇率は前月の1.9%から横ばい
    - 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは前月の1.8%から横ばい
- 金融政策
  - 欧州中央銀行(ECB)は、量的緩和(QE)を18年末に終了
    - ECBは、成長の鈍化傾向、英国のEUからの離脱に伴う不透明感のなか、慎重スタンス
    - 少なくとも19年末まで政策金利は現行の低水準を維持、19年9月にTLTROIIIを導入の方針
  - イングランド銀行(BOE)は、18年8月に政策金利を0.50%から0.75%に引き上げた後、据え置きを継続
    - BOEは、EUからの離脱に伴う経済情勢に応じて、機動的に政策対応を行う方針
- 景気見通し
  - 米中間を中心とした貿易摩擦が引き続き成長の重荷に
  - ドイツによる成長の牽引力が低下
  - 改善が鈍い域内の生産性などの下で、成長の反発力には限界
    - ユーロ圏では、19年の実質GDP成長率は18年の1.8%から1.3%程度に鈍化
    - ドイツでは、19年の実質GDP成長率は18年の1.5%から0.8%程度に鈍化
    - 英国では、19年の実質GDP成長率は18年の1.4%から1.2%程度に鈍化
  - 貿易摩擦の拡大のほか、イタリアの財政問題、英国のEU離脱などが、潜在的な波乱要因に

## 2 世界経済の動向 ④中国

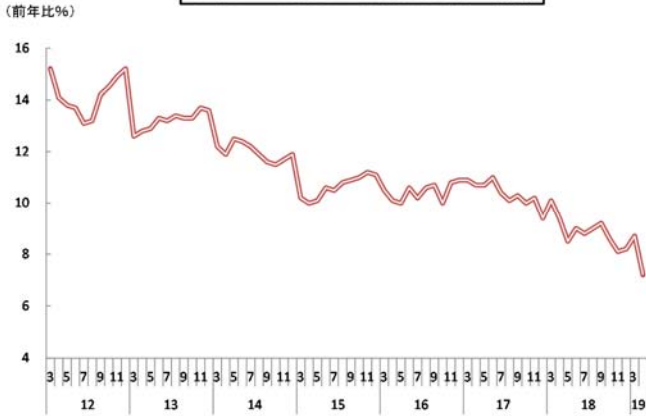
- 景気動向
  - 19年1~3月期の実質GDP成長率は前年比6.4%と、18年10~12月期と変わらず
    - 需要項目別の寄与度(対前年比成長率)は、最終消費が4.17ポイント、総資本形成が0.77ポイント、外需(純輸出)が1.46ポイント
  - 輸入減によって外需寄与度が5四半期ぶりにプラスに転じたことや企業減税等による経済対策の効果が顕在化したことが成長を下支え
  - ただし、足元の生産活動は軟調に推移しているほか、内需(消費+投資)も改善しておらず、下振れ圧力は依然根強い
  - 一方、国有企業による投資の下支えや、5月の米中摩擦再燃によって経済対策等の強化が想定されることから、成長鈍化の可能性は限定的



● 個人消費

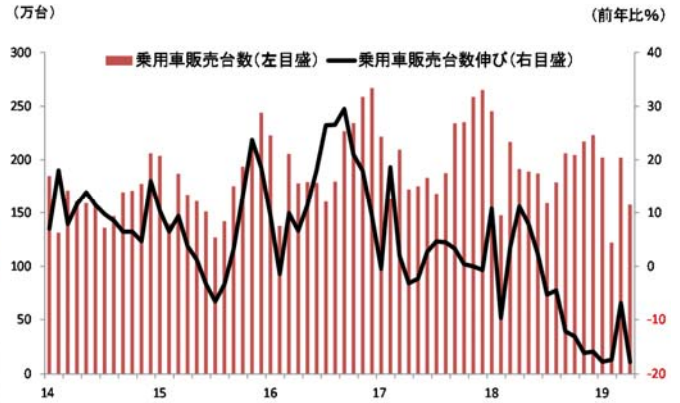
- 個人消費は、スマートフォンなどの通信機器販売の低迷に加え、自動車販売台数も前年割れの状況が続くなど、軟調な動きが継続
- 4月の小売売上総額は前年比7.2%へ減速
  - 季節要因を除いた伸び率でも同8.7%(3月と変わらず)であり、改善は見られない
- 個人消費が力強さを欠く理由として、一部の地域での企業経営の悪化により失業者が増加したことなどを背景に消費マインドが悪化したことや住宅ローン金利の上昇などによる家計負担増が挙げられる
- 先行き、消費マインドが大きく改善するのは容易ではないが、家電製品買い替えや農村地域の自動車普及など消費促進策の実施などにより個人消費は改善へ

中国の小売売上総額(名目)の推移



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成、直近は19年4月。

中国の乗用車販売台数の推移



(資料) 中国汽车工业协会、CEICデータより作成、直近は19年4月。

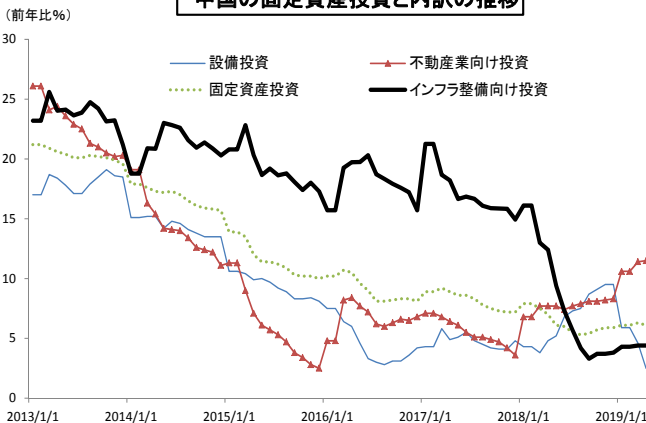
農林中金総合研究所

17

● 固定資産投資

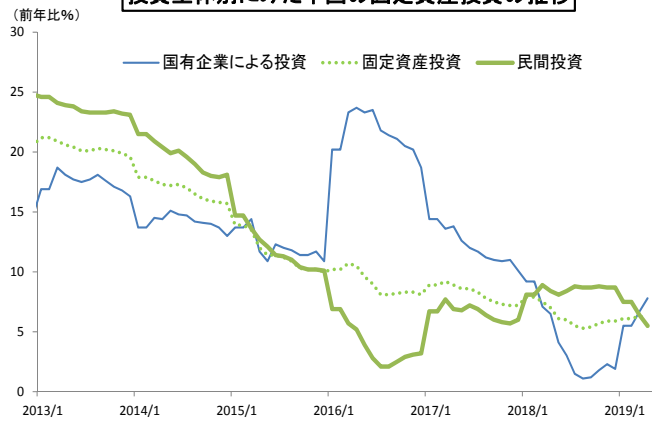
- 鈍化基調が続いた固定資産投資に底入れの兆しが見え始めている
- 投資分野別では、インフラ整備向けは低い伸びにとどまっているものの、持ち直しの兆しが見られるほか、不動産業向けは底堅く推移した
  - 一方、18年中は持ち直しの動きが見られた設備投資は大幅に鈍化した
- 投資主体別では、民間投資が鈍化に転じた半面、国有企業による投資は持ち直しに転じるなど、「国進民退」という現象が再現している
- 先行きは、すでに実施されている企業向け減税の効果に加え、国有企業による投資の下支え強化が見込まれることなどから、持ち直しへ

中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料) 中国国家統計局、(注) 年初来累積、直近は19年4月。

投資主体別にみた中国の固定資産投資の推移



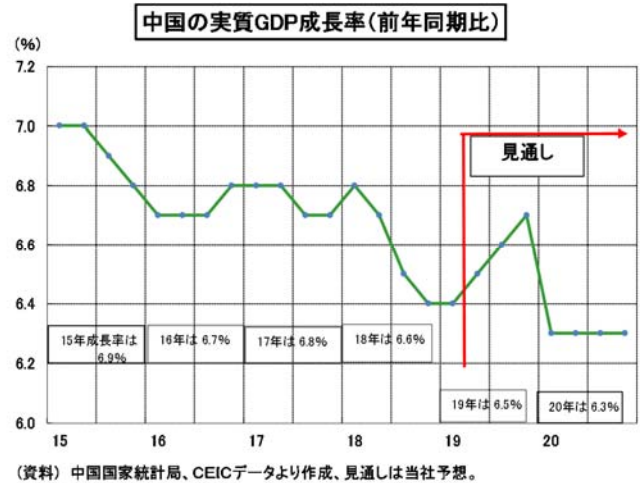
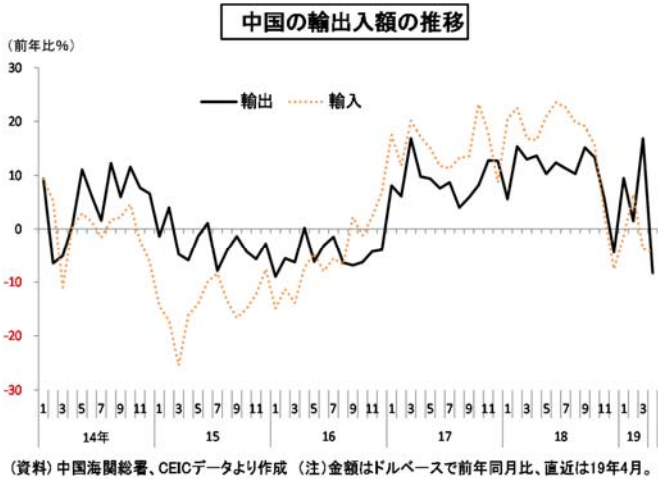
(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成 (注) 年初来累計、直近は19年4月。

農林中金総合研究所

18



- 輸出
  - 18年は米中摩擦への懸念で前倒し輸出が強まったなどを背景に堅調に推移したものの、年後半に米国向け減少が強まったことなどをを受けて輸出額は軟調な推移に転じた
  - 地域・国別では、欧州・アセアン向けが伸びたものの、追加関税の影響で米国向けは減少
  - 先行きは、世界経済の減速に加え、米国による中国製品(2,000億ドル)への追加関税率引き上げの影響が顕在化することから、軟調に推移する可能性が高い
- 経済見通し
  - 19年は年末にかけて成長率が高まり、通年で前年比6.5%(18年は同6.6%)となるが、20年は同6.3%へ減速すると予測



農林中金総合研究所

19

## 2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格:WTI先物は60ドル/バレル台前半で推移
  - 17年1月からのOPECなど主要産油国による協調減産(合計で日量180万バレル程度(世界の石油生産の約2%程度))により、過剰在庫は大幅に削減され、原油価格は持ち直した
  - 19年1~6月にかけて主要産油国(OPECプラス)は新たな協調減産(合計で日量120万バレル程度)を実施
  - 米国のイラン制裁やサウジアラビア・イランの対立といった中東情勢の緊迫化による供給懸念と、米国などの増産、中国の需要減見通しなどが交錯、足元の原油価格(WTI先物)は60ドル/バレル台前半で推移
- 原油入着価格の見通し
  - 協調減産の一方で、世界景気の減速を受けた原油需要減、産油国の増産圧力などの要因などから、20年度にかけて国内への入着価格は70ドル/バレル前後と想定



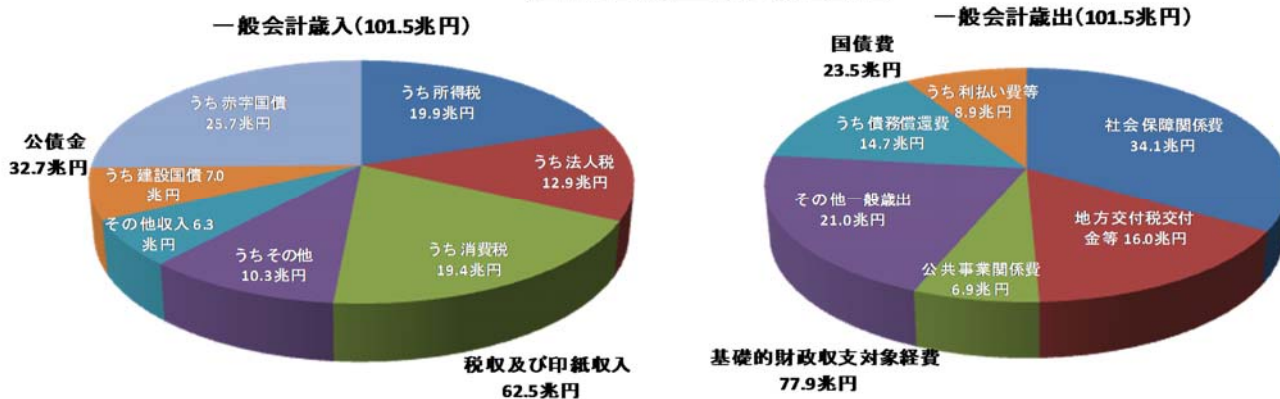
農林中金総合研究所

20

### 3 国内の経済政策

- 財政政策：消費税率引き上げに向けた手厚い対策で、予算規模は初の100兆円超
  - 19年度予算は総額101兆4,571億円（前年度当初比で3兆7,443億円増）と過去最大を更新
    - 臨時・特別の措置を除いても、99兆4,291億円（同1兆7,163億円増）
    - 名目成長率をかなり高めに設定（2.4%程度）したことで、62兆4,950億円の税収を見込む
    - 社会保障関係費を34兆593億円とし、人口高齢化に伴う自然増を4,774億円に抑制する一方で、消費税率引上げによる増収分を幼児教育・保育の無償化、介護人材の処遇改善、年金生活者支援給付金の支給、低所得高齢者の介護保険料の負担軽減強化などに振り向ける
    - 2兆円程度と想定する消費税率引上げに伴うネット国民負担増に対して、2.3兆円規模の対策を講じる

#### 2019年度一般会計予算

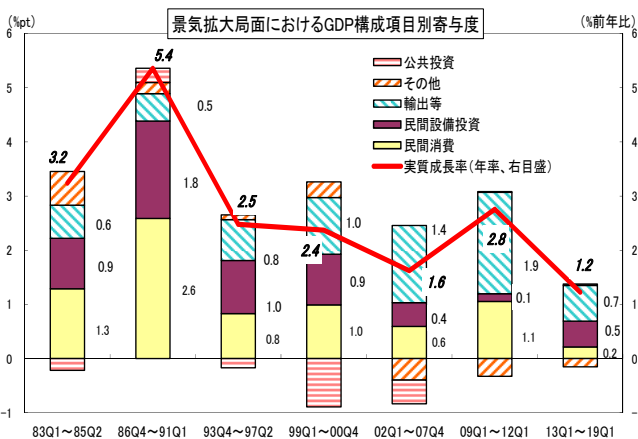


(資料)財務省 (注)通常分に臨時・特別の措置を加えた全体。

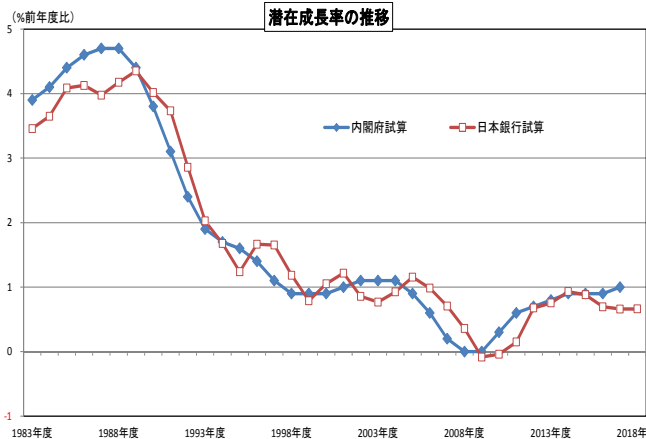
農林中金総合研究所

21

- アベノミクスの成果と課題
  - 長期にわたる景気拡大を実現
    - 平均成長率は年率1.2%、雇用者数は500万人増、失業率は2ポイント改善、...
  - 経済財政諮問会議はいくつかの検討課題を指摘
    - Society5.0時代にふさわしい仕組みづくり
      - 生産性上昇により潜在成長率引上げ
    - 好循環拡大のための政策
      - 人生100年時代の働き方に向けた制度の見直し、ワズスペンディングやEBPMを通じた歳出改革の更なる強化
    - 国際経済のリスクや思いがけない変動に対する対処



(資料)内閣府資料より農林中金総合研究所作成



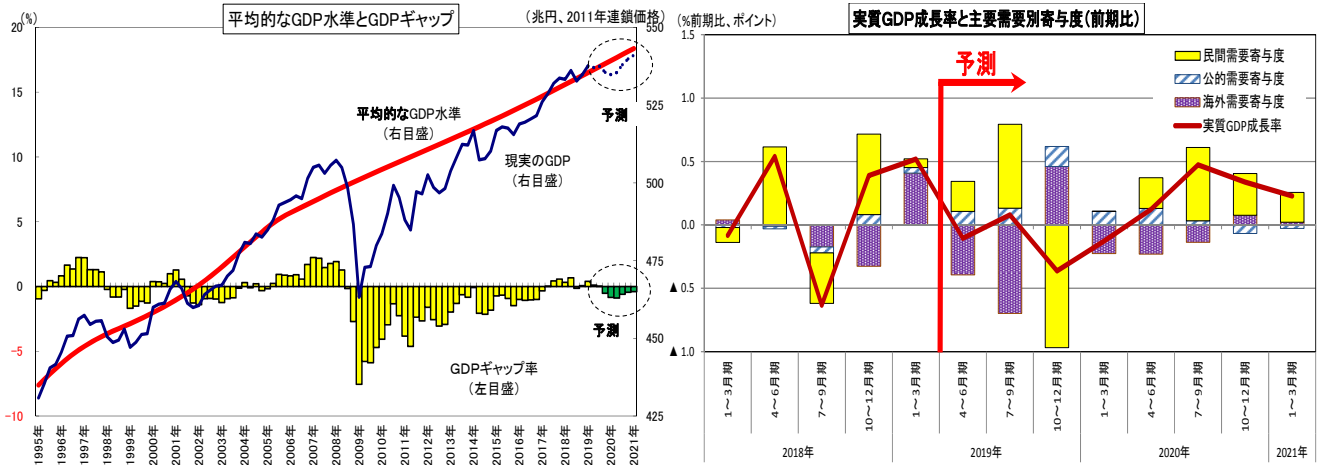
(資料)内閣府、日本銀行

農林中金総合研究所

22

# 4 日本経済・物価の見通し

- 総論: 2019年度は0.2%、20年度は0.4%と、総じて低調に推移
  - 足元4~6月期は、公共投資が引き続き増加するほか、民間消費や企業設備投資も一旦持ち直すとみられる半面、大幅減だった輸入の反動増が想定され、3四半期ぶりのマイナス成長と予想(年率▲0.4%と想定)
  - ただし、世界経済の停滞を背景とした輸出減が徐々に企業設備投資や消費に悪影響を波及させていく
  - また、19年度上期は消費税増税を控えた駆け込み需要が発生するため景気は表面上は底堅く推移するが、年度下期には反動減が発生、手厚い消費税対策にもかかわらず景気悪化が激しくなると予想(上期:前期比0.2%、下期:同▲0.3%)
  - ただし、20年には世界経済の持ち直し、輸出が下げ止まるほか、東京五輪・パラの効果も期待され、国内景気は底入れが見込まれる(上期:前期比0.3%、下期:同0.9%)



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

農林中金総合研究所

## 予測表(年度、半期)

項目	単位	2017年度(実績)	2018年度(実績)	2019年度(予測)	2020年度(予測)
名目GDP	%	2.0	0.5	0.9	1.1
実質GDP	%	1.9	0.6	0.2	0.4
民間需要	%	1.8	1.0	0.7	0.8
民間最終消費支出	%	1.1	0.4	1.1	1.2
民間住宅	%	▲0.7	▲4.2	0.3	▲4.2
民間企業設備	%	4.5	3.2	▲0.4	0.0
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	0.2	▲0.1	▲0.0
公的需要	%	0.5	▲0.1	1.6	1.2
政府最終消費支出	%	0.4	0.8	1.2	1.3
公的固定資本形成	%	0.5	▲3.8	3.0	0.8
輸出	%	6.4	1.3	▲2.7	0.7
輸入	%	4.1	2.0	0.9	2.9
国内需要寄与度	ポイント	1.5	0.7	1.0	0.9
民間需要寄与度	ポイント	1.3	0.8	0.6	0.6
公的需要寄与度	ポイント	0.1	▲0.0	0.4	0.3
海外需要寄与度	ポイント	0.4	▲0.1	▲0.6	▲0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	▲0.2	0.7	0.6
国内企業物価(前年比)	%	2.7	2.2	1.7	2.2
全国消費者物価(＃)	%	0.7	0.8	1.0	1.0
(消費税要因を除く)				(0.5)	(0.5)
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)				(0.8)	(0.8)
完全失業率	%	2.7	2.4	2.4	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	3.0	0.2	▲2.3	▲0.7
経常収支	兆円	21.8	19.3	15.5	17.5
名目GDP比率	%	4.0	3.5	2.8	3.1
為替レート	円/ドル	110.8	110.9	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	0.05	▲0.05	▲0.05
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	72.0	69.5	70.0

(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。

農林中金総合研究所



# 予測表(四半期)

(→予測)

	単位	2018年				2019年				2020年				2021年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	▲0.2	0.3	▲0.6	0.5	0.8	▲0.1	0.2	0.2	▲0.0	0.0	0.7	0.6	0.4
実質GDP	%	▲0.1	0.5	▲0.6	0.4	0.5	▲0.1	0.1	▲0.4	▲0.1	0.1	0.5	0.3	0.2
(年率換算)	%	▲0.3	2.2	▲2.5	1.6	2.1	▲0.4	0.3	▲1.4	▲0.5	0.5	1.9	1.4	0.9
民間需要	%	▲0.2	0.8	▲0.5	0.8	0.1	1.0	1.3	▲2.0	▲0.2	1.0	1.3	▲2.0	▲0.2
民間最終消費支出	%	▲0.1	0.6	▲0.3	0.2	▲0.1	0.4	1.6	▲1.0	0.2	0.3	0.8	0.4	0.3
民間住宅	%	▲2.4	▲2.1	0.8	1.4	1.1	1.5	▲2.0	▲2.0	▲1.5	▲0.5	▲0.5	▲1.0	▲1.0
民間企業設備	%	1.2	2.4	▲2.5	2.5	▲0.3	1.0	▲0.5	▲3.0	0.9	0.3	0.5	0.8	0.9
民間在庫変動(寄与度)	%pt	▲0.2	▲0.0	0.1	0.1	0.1	▲0.2	▲0.1	0.1	▲0.1	0.0	0.1	0.0	▲0.1
公的需要	%	▲0.1	▲0.1	▲0.2	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6	0.4	0.5	0.1	▲0.3	▲0.1
政府最終消費支出	%	0.3	0.1	0.2	0.7	▲0.2	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	▲0.1	0.1
公的固定資本形成	%	▲1.3	▲0.7	▲1.9	▲1.4	1.5	1.0	1.5	1.2	0.5	1.0	▲1.0	▲1.0	▲1.0
輸出	%	1.0	0.7	▲2.0	1.2	▲2.4	▲0.3	▲0.5	▲0.5	▲0.3	▲0.1	0.8	1.0	1.2
輸入	%	0.7	1.0	▲1.0	3.0	▲4.6	2.0	3.5	▲3.0	1.0	1.2	1.5	0.5	1.0
国内需要寄与度	%pt	▲0.1	0.6	▲0.4	0.7	0.1	0.3	0.8	▲0.8	0.1	0.4	0.6	0.3	0.2
民間需要寄与度	%pt	▲0.1	0.6	▲0.4	0.6	0.1	0.2	0.7	▲1.0	0.0	0.2	0.6	0.3	0.2
公的需要寄与度	%pt	▲0.0	▲0.0	▲0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	▲0.1	▲0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.3	0.4	▲0.4	▲0.7	0.5	▲0.2	▲0.2	▲0.1	0.1	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	0.5	▲0.1	▲0.4	▲0.3	0.2	0.4	0.5	1.0	0.8	0.7	0.8	0.5	0.6
国内企業物価(前年比)	%	2.5	2.6	3.1	2.3	0.9	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	0.9	0.8	1.1	1.2	1.3	1.4	0.6	0.8
(消費税要因を除く)									(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)		
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)									(0.7)	(0.8)	(1.0)	(1.1)	(0.7)	(0.9)
完全失業率	%	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.4	2.6	2.7	2.7	2.6	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	▲0.9	0.8	▲0.7	1.4	▲2.6	0.5	▲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	5.4	4.7	4.3	4.9	3.4	2.5	5.1	4.5	4.0	4.0	4.5	5.0
名目GDP比率	%	3.6	4.0	3.4	3.1	3.5	2.5	1.8	3.7	3.2	2.9	2.9	3.2	3.5
為替レート	円/ドル	108.2	109.1	111.4	112.9	110.2	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	▲0.02	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05
通関輸入原油価格	\$/バレル	67.3	70.8	76.3	77.5	63.4	68.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0

(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)

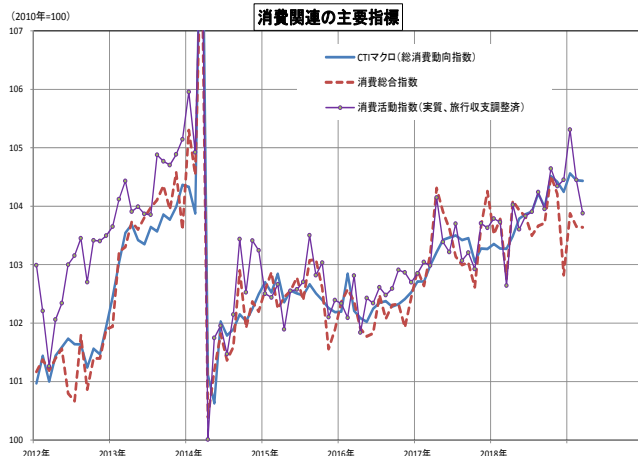
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

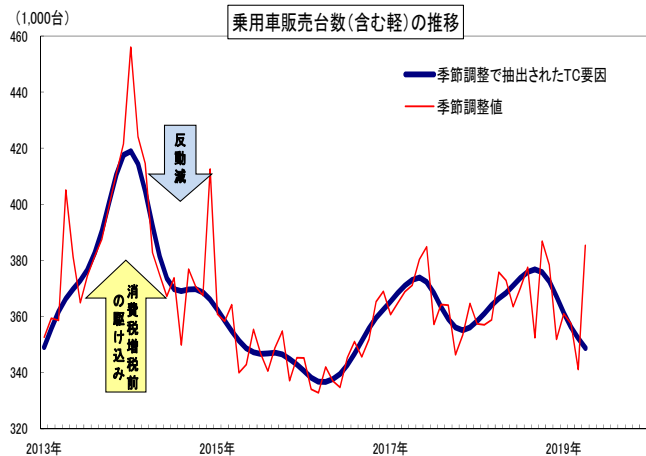
25

## 民間消費

- 家計可処分所得の伸びが鈍く、消費の本格的な回復はなかなか実現してこなかった
- 代表的な耐久消費財である乗用車は3月にかけて落ち込んだものの、4月は大きく増加
  - ・消費税増税を睨んだ動きが出ている可能性も
- 19年度上期は消費税率引上げ前の駆け込みが発生、下期にその反動減が出ることは不可避
- ただし、政府は手厚い消費税対策を講じているほか、20年夏の東京五輪・パラなどイベント効果も期待され、前回増税時(14年4月)と比べて消費への影響は小さいと思われる
- 民間最終消費支出は、19年度:前年度比1.1%(うち、7~9月期:前期比1.6%、10~12月期:同▲1.0%)、20年度:同1.2%と予測



(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行



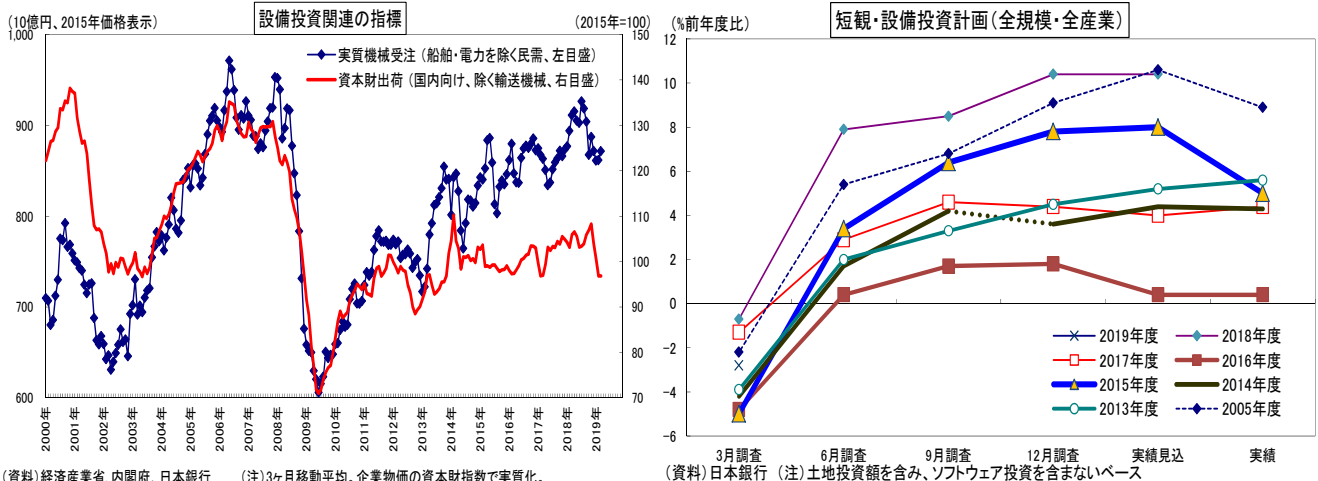
(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所作成(備考)季節調整済(X-12-ARIMA)

農林中金総合研究所

26

● 企業設備投資

- 18年度の設備投資計画(日銀短観3月調査、全産業+金融機関、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除く)は前年度比8.1%(前回12月調査から僅かに下方修正)で、投資マインドは依然底堅い(19年度計画も同0.7%と悪くない)
  - 製造業、金融機関は下方修正だが、人手不足感の根強い非製造業は上方修正
  - 4~6月期のコア機械受注も前期比15.7%と大幅増の見込み(ただし、5月の米中摩擦激化による影響は含まれず)
- 人員・資本設備の不足感が高いほか、総資産収益率(利払い後)も高めに推移、さらにキャッシュフローも潤沢であり、設備投資環境は決して悪くない
- ただし、五輪特需の一服に加え、内外経済の先行き不透明感が高まりから投資意欲が慎重化しており、19年度入り後は調整する可能性
- 民間企業設備投資は、19年度:前年度比▲0.4%、20年度:同0.0%と予測

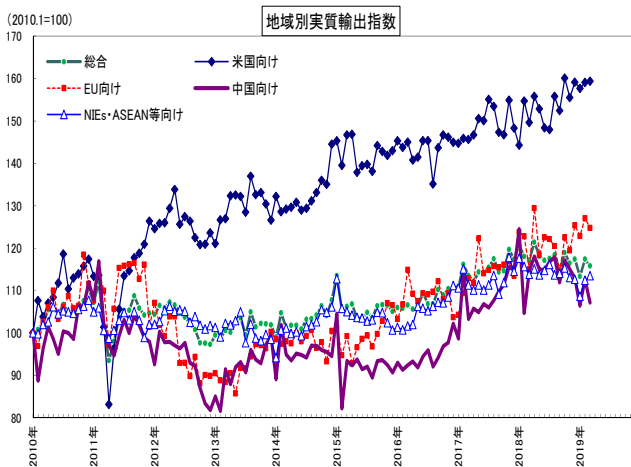


(資料) 経済産業省、内閣府、日本銀行 (注) 3ヶ月移動平均。企業物価の資本財指数で実質化。

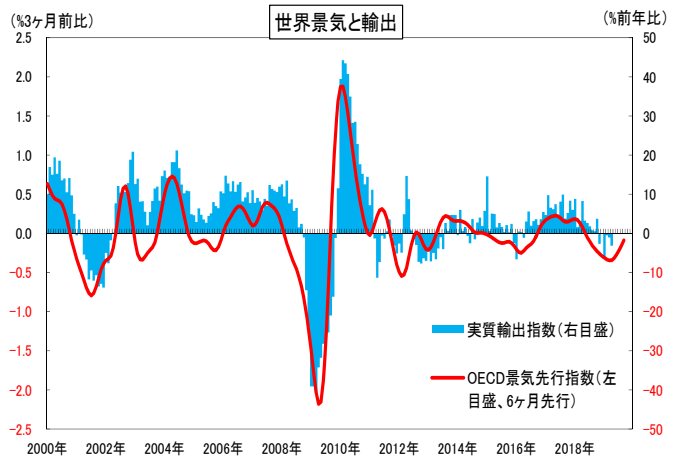
(資料) 日本銀行 (注) 土地投資額を含み、ソフトウェア投資を含まないベース

● 輸出入動向

- 世界経済、特に中国の成長鈍化の影響で世界貿易の拡大テンポが鈍っているが、米中貿易戦争の影響が顕在化することが見込まれ、19年度の輸出は前年度比▲2.7%と減少に転じる(20年度は同0.7%へ回復)
- 一方、19年度上期の国内需要は比較的底堅く推移することから、輸入は増加傾向を維持(19年度は前年度比0.9%、20年度は2.9%)
- 18年度の経常収支は5年ぶりに黒字幅が縮小したが、19年度も15.5兆円へ黒字縮小する見込み(20年度は17.5兆円へ黒字再拡大)
- 米国トランプ政権は「貿易赤字で雇用が奪われている」と主張しており、対米黒字を抱える日本との通商交渉の行方に注目が集まる
  - 対米貿易黒字と対米自動車輸出額の相関が高いだけに、自動車の扱いが大きな焦点に



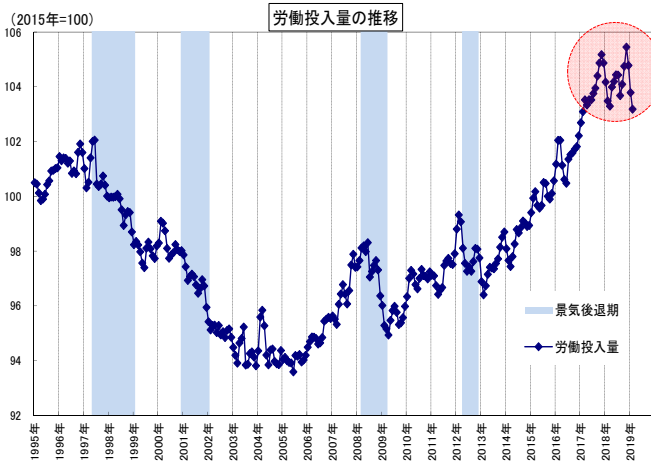
(資料) 日本銀行 (注) 日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算



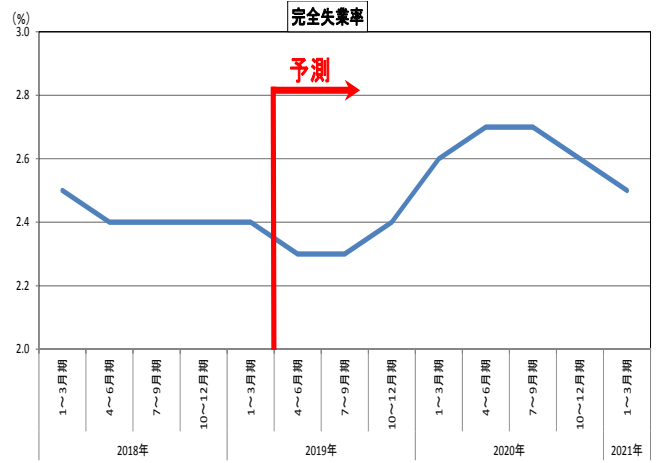
(資料) OECD、日本銀行 (注) OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

• 雇用情勢

- 労働需要が堅調に推移する中、生産年齢人口の減少が進行、労働需給は引き締まった状態にある
  - ただし、18年入り後は、景気拡大テンポが鈍化したことで、労働投入量は頭打ち気味となっている
- 一方、「企業から家計へ」の所得還流はあまり進んでおらず、時間当たり賃金は緩やかな上昇にとどまっている
  - 毎月勤労統計の一部サンプル替えの影響もあり、19年入り後の現金給与総額は前年割れが続く
- 失業率は19年度:2.4%、20年度:2.6%と予測
  - 19年度上期は2.3%で推移するが、その後は20年度上期にかけて2.7%まで上昇



(資料)内閣府、厚生労働省 (注)労働投入量は常用雇用者数と総労働時間の積、3ヶ月移動平均。

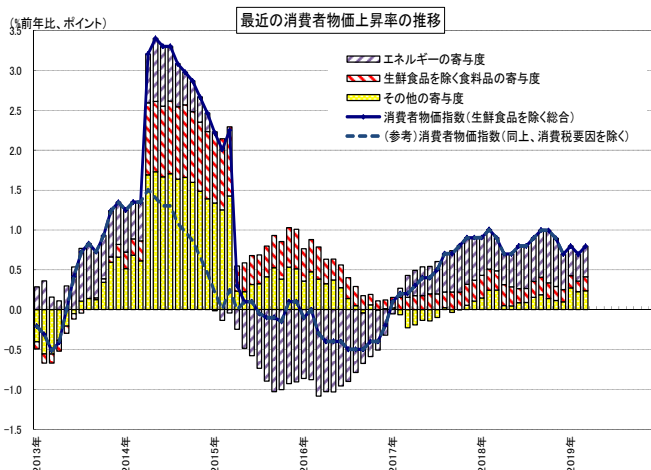


(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

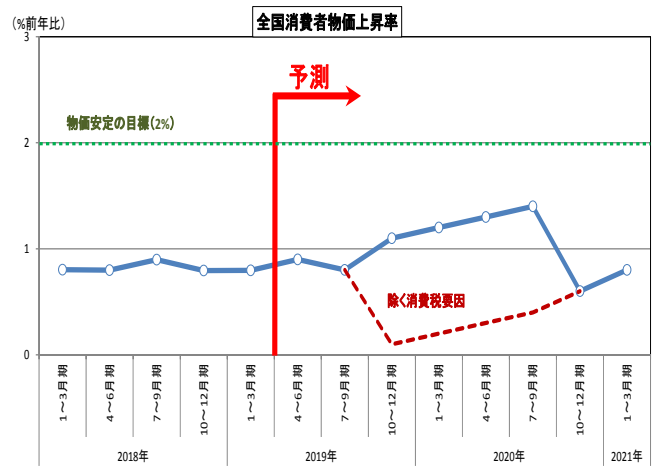
農林中金総合研究所

• 物価動向

- 全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は、18年11月以降は前年比1%割れで推移
  - 需給改善効果による物価上昇圧力はまだ鈍いが、コスト高を価格に転嫁する動きも散見される
- 先行きは幼児教育・保育無償化や高等教育無償化(低所得世帯が対象)、携帯電話通話料の値下げが物価上昇率の抑制につながる可能性
- 19年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比1.0%(消費税要因を除くと同0.5%)、20年度も同1.0%(同じく同0.5%)と予測、日銀が目標とする前年比2%には届かず
  - 消費税率10%への引上げ(軽減税率を考慮)は19年10月~20年9月の物価上昇率を+1.0ポイント押し上げると想定(19、20年度はともに+0.5ポイントの押し上げ効果)



(資料)総務省統計局の公表統計より作成



(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

# 5 金融政策の見通し

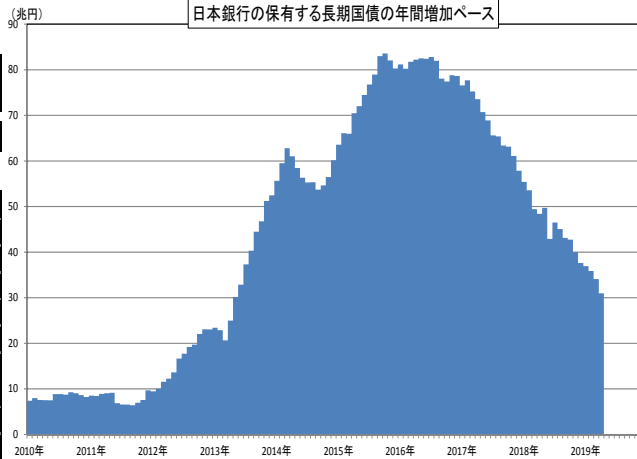
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化
  - 日本銀行は、18年7月の金融政策決定会合において「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続可能性を強化するための措置（経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動をある程度（±0.2%程度）許容するとともに、ETF・J-REITの年間買入れ額の変動も容認）を講じたが、19年4月には政策金利のフォワードガイダンスをより明確化（当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する）するとともに、強力な金融緩和の継続に資する措置の実施を決定
  - 既に操作目標は「量」から「金利」に変更されているが、日銀の長期国債保有残高の年間増加ペースは「80兆円をめど」との記述は依然残っており、それを巡る思惑が債券市場動向を左右することも
    - オペの減額が断続的に進められ、最近では年間30兆円増のペースまで鈍化

資産買入れ方針とバランスシートの見直し

	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年末	19年4月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	515	拡大方針
(バランスシート項目の内訳)									
長期国債	89	142	202	282	361	419	456	465	+約80兆円をめど
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	25.2	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.52	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	47	49	-
その他資産計	158	224	300	383	476	521	552	562	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	112	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	398	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	562	

(資料)日本銀行 (注)19年4月末の長期国債、ETF、JREIT保有額は18年4月末からそれぞれ31兆円、5.7兆円、479億円の増加。

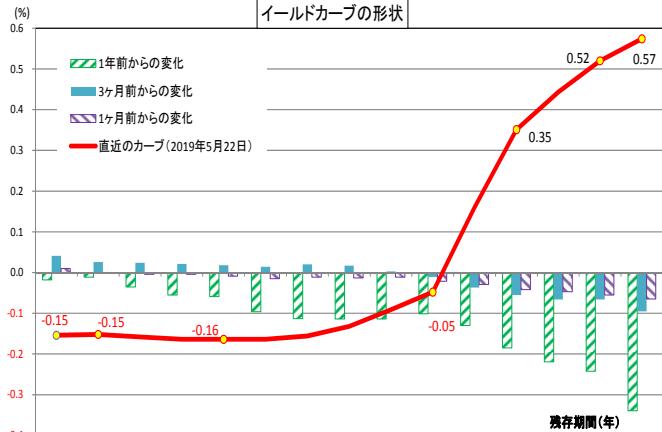
日本銀行の保有する長期国債の年間増加ペース



(注)日本銀行資料より作成

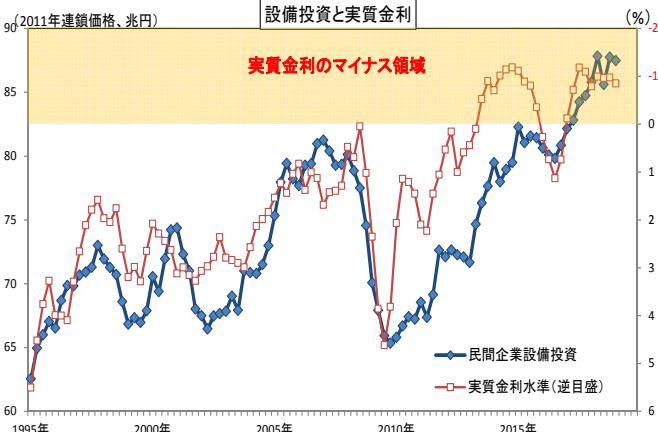
- 当面は現行政策を粘り強く継続すると予想
  - 4月会合での日銀の行動（フォワードガイダンスの明確化、緩和策の持続性を強化するための措置など）を踏まえれば、実質金利をマイナス状態に誘導することを通じて、経済・物価に好影響を波及させるため、当面は現行政策の枠組みを粘り強く継続すると予想される
- 今後の焦点
  - 先行き、米中摩擦激化や消費税増税などにより、景気悪化が明確になれば、金融政策にも相応の対応が求められる可能性は大きい
    - とはいえ、海外（特に対日貿易赤字を計上し続ける米国）からの「結果的な円安」への批判は根強いほか、即効性・実効性のある対策も限られる

イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

設備投資と実質金利



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



## 非正規雇用勤労者への支援に取り組む新潟県労働金庫

古江 晋也

## 要旨

わが国では非正規雇用勤労者が増加している一方、年収や勤続年数などを理由に銀行から融資を受けられないケースが増加している。そうした中、新潟市に本店を置く新潟県労働金庫は2014年10月から会員労働組合の非正規雇用勤労者が融資を受けられることができる制度をスタートするとともに、人事評価で「会員の役に立つ行動」を重視したり、職員の自主性を重んじる組織づくりに取り組むことで、「働く人々のための金融機関」という使命感を高めている。

## はじめに

総務省統計局の「労働力調査」（2018年平均（速報）結果）によると、役員を除く雇用者 5,596 万人のうち、臨時職員やパート職員などの非正規の職員・従業員は 2,120 万人とわが国の勤労者全体の

38%を占めている。しかし、非正規雇用勤労者の多くは、年収や勤続年数などを理由に銀行から融資を受けることが難しい。このような状況を踏まえ、労働組合などと連携し、非正規勤労者にもマイカーローン、教育ローンなどを融資できる制度を導入しているのが新潟市に本店を置く新潟県労働金庫（18年3月・預金残高 7,976 億円、融資残高 3,805 億円、常勤役員数 434 人、27 店舗）である。

## 写真1 新潟県労働金庫本店



## 写真2 本店内の様子

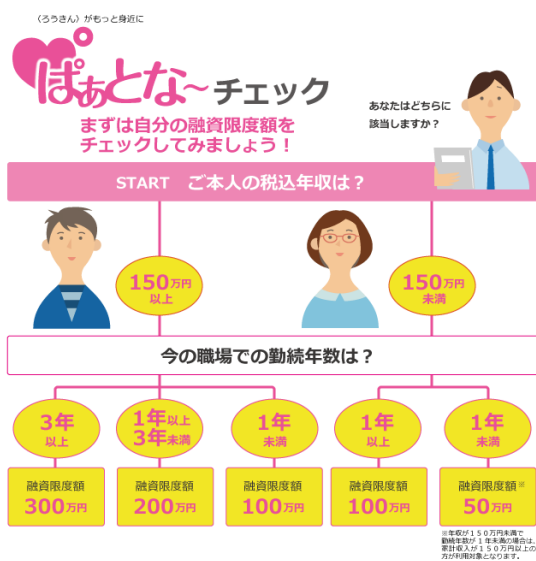


## 取り組みを始めた経緯

新潟県労働金庫は14年10月から会員である労働組合の非正規雇用勤労者も融資を受けられることができる融資基準緩和制度をスタートさせた。この「ぱあとな〜」と呼ばれるローン制度を導入した理由は、同労働金庫が会員の労働組合に「組合運動を支援するため、労働組合員のニーズを把握したいのでアンケートをさせてほしい」と申し出たところ、同組合役員から「組合員の課題はすでにわかっている。非正規雇用勤労者が融資を受けることができないことである。」と応えたことがきっかけであった。

労働組合といえば正規雇用勤労者の組

図表1 ぱあとな～制度の概念図



(資料)新潟県労働金庫

織というイメージが強いが、厚生労働省の「平成30年労働組合基礎調査」によると全労働組合員に占めるパートタイム労働者の労働組合員数は13.0%と、非正規雇用労働者が組合の重要な構成員となっていることがわかる。

そのため労働組合では、非正規雇用労働者に加入を積極的に働きかけており、加入メリットの一つとして労働金庫を利用することも訴求してきた。ただ非正規雇用労働者の中には、「配偶者控除の枠内で働いているため年収が低い」「雇用契約期間が短いため勤続年数が少ない」「複数の金融機関やノンバンクから借入がある」などの理由で、従来の融資基準を満たすことができない人々もいた。同労働金庫では、以前から非正規雇用労働者のためのカードローンは商品化していたが、通勤に必要な自動車を購入する場合、割賦販売を活用する人々が少なくないといったこともあり、新たな制度が労働組合側から求められた。

そこで同労働金庫は保証業務を行って

いる新潟県労働者信用基金協会と協議し、ぱあとな～制度が誕生したのである。なお同制度は、保証基準を緩和することで非正規雇用労働者の融資が受けやすくした制度であり、商品や金利水準は正規雇用労働者と同じである（年収や勤続年数などによって融資限度額は異なる）。

## ぱあとな～制度の特徴

以下では、新潟県労働金庫のローンを利用する流れを簡単に概観する。

ローンを利用したい労働組合員は、まず加入している労働組合に声をかけ、金庫職員と職場で相談するか、または労働組合を担当している金庫営業店やプラザの窓口を訪問する（県下全域で営業を行っている一部の企業の労働組合では、組合員がどこの金庫営業店でも相談や事務対応ができる）。図表1はぱあとな～制度の概念図を示したものであるが、同制度の特徴は利用希望者自身が融資限度額をチェックでき、勤続年数が1年未満で本人年収が扶養控除内の150万円未満でも家計年収が150万円以上の場合は融資の対象となることである。

同制度のスタートを受け、信販会社の割賦販売（自動車ローン）を利用したり、生活資金のため消費者金融会社を利用していた労働組合員が労働金庫から融資を受けることができるようになったため、労働組合側も、①組合員が低利で融資を受けることができることに加え、②間接的に多重債務問題などを未然に回避することができる、というメリットが生まれた。非正規雇用労働者の組合員が多い労働組合では、研修やセミナーの際に、労働金庫職員がぱあとな～制度を説明する時間を設けたり、ある労働組合役員は、

経済的なことで悩んでいる組合員がいると「労働金庫に相談したらどうか」とスムーズにアドバイスができるようになったという。

また、同労働金庫の社内 LAN には顧客の声を記入するページがあるが、「母子家庭であり、融資を受けることができるかどうかわからなかったが、借りることができた」という感謝の声や、「職場の同僚から紹介されて労働金庫を訪れた」という声が掲載されるようになった。このことは数字でも確認でき、融資実行は17年度・120件（1億2,400万円）、18年度・160件（1億7,600万円）と着実に増加している。

さらにぱあと～制度は、労働金庫職員の意識にも変化をもたらしている。同制度が導入される以前は、年収や勤続年数などで融資利用にいたらないこともあり、相談業務を行う職員にも忸怩たる思いがあったという。しかし同制度が導入されたことで、営業推進部副部長の井村好宏氏は「職員は1人でも多くの会員の役に立つことができるというやりがいが高まるようになった」と話す。

### 会員に役立つ行動を評価する

金融機関における人事評価は一般的に融資獲得額などの項目に高いウエイトを置いている。しかし新潟県労働金庫では融資獲得額ではなく、困ったり、悩んだりする利用者の相談に乗り、安心して仕事を行える環境を提供する「会員に役立つ行動ができた」ということを評価する。

例えば、延滞管理の場合、一般的には返済が滞ると督促という流れになるが、同労働金庫では、「長い人生の中には事故やケガはある」という前提のもと、返済

が困難な時には条件変更ができることを利用者に伝えている。また新規利用者に融資関連書類を手渡す際に「あんしんらいん」のリーフレットも手渡している。ここでいう「あんしんらいん」とは、課題解決をめざすことを主眼に置いた返済専用フリーダイヤルであり、給与振込日と支払日がうまく合っていないため返済が滞るという場合は、返済日の変更などを気軽に相談することができる。

また労働金庫で対応が難しい案件については、「対応ができない」と断るのではなく、担当職員が多重債務対策ネットワーク（弁護士事務所と県司法書士会で構成）や法テラスなどを活用することで課題を解決してはどうかと提案したり、行動したりする。この人事評価は、ぱあと～制度の理念と共通しており、人事評価制度の変更がぱあと～制度を支えるベースになっていることにも目を向ける必要がある。

### 女性応援プロジェクト

新潟県労働金庫は16年から女性職員が活躍できる取組みに力を入れている。この取組みには、渉外活動や管理職などへの積極的な登用に加え、17年からは「労働金庫は男性会員の利用が多い」という

写真3 左から齋藤堅蔵部長、井村好宏副部長





イメージを払拭し、女性会員の認知度を向上させるため、営業店に勤務する女性職員が中心となって発足した女性応援プロジェクトの活動も含まれる（メンバーは6～7人で構成）。

女性応援プロジェクトの主な活動内容は、セミナーやウェブサイト「RaRaLife」（ラ・ラ・ライフ）の運営などであり、18年のセミナーは上越、中越、下越で1ヶ所ずつ実施された。企画段階では、金融機関のセミナーであることからテーマを「子育て世代の貯蓄や投資」としていたが、議論を繰り返すことで、「子どもへの金銭教育」をテーマにするなど、一般的なセミナーとは一味違う視点を取り入れた（なお、セミナーは外部講師とし、労働金庫の宣伝は行わないことにした）。

プロジェクトメンバーは自身が子育て世代であることから、セミナーを開催するにあたっては、まず託児所を確保するなど参加者への心遣いを忘れない。さらに他の女性職員と連携することで参加者を募り、ケーキを食べながら「短い時間でも子育てを忘れることができるように」と配慮することに力を入れたことが、多くの参加者から好評を得たという。

一方、ウェブサイトの運営では、マイホームやお金に関する情報以外に、ランチ情報（子ども連れで行きやすいカフェやレストラン）、子育て情報（子育て世代が行きやすいお出かけスポット）などの記事が掲載されている。これらの記事は月2回（5日と20日）更新されている。同ウェブサイトは、表立って労働金庫の宣伝を行うことは控え、子ども連れの働く女性が楽しめることに徹しているため、「見直しをしてはどうか」という意見もあった。しかし、プロジェクト職員は「こ

れぐらいしないと意味がない」と反論、女性目線によるコンテンツの充実に徹した。

そんな姿勢が多く地域の働く女性に支持されたからか、調査機関のウェブアンケート（800人のサンプル数）によると、1年間で「労働金庫を知っている」という回答が対前年比で+0.5%、「労働金庫は女性が使いやすい」は同+1.2%、「労働金庫は誰でも利用できる」は同+5.2%、「女性も使いやすい商品がある」は同+4.5%と、メンバーの自主性が着実に労働金庫の認知度を向上させたことは注目される。営業推進部長の齋藤堅蔵氏は「営業店の職員は自主性を重んじるように指導されており、それが積み重なった結果」と考えており、「商品を売るという姿勢よりも、会員が必要な時に労働金庫にたずねてもらえるように情報提供することに力を入れている」と話す。

## おわりに

金融機関の競争が激しくなり、「地域の役に立ちたい」という理想を胸に地域金融機関の行員や職員となったものの、理想と現実の狭間に悩む者も少なくないという話をよく耳にする。こうした中、勤労者の4割が非正規雇用勤労者であるという現実を直視し、銀行から融資を受けることができない人々のために融資の道を切り開いた新潟県労働金庫の取組みは、「金融包摂」や「喜ばれる融資」という点から注目されるとともに、人事評価や職員の自主性を重んじる組織づくりによって「働く人々のための金融機関」という使命や、やりがい職員一人ひとりに再認識させる意識改革としても特筆される。

無断転載を禁ず。本資料は、信頼できるとさ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6月号 第30巻 第6号・通巻343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