ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

ラグビーW杯2019日本大会開催を前に … 1

情勢判断

国内経済金融

米中摩擦再燃で強まる内外の金融緩和観測
～政府・与党は予定通り10月に消費税率を引上げる方針～ … 2

経済見通し

2019～20年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）
～2019年度：0.2%成長、20年度：0.4%成長～
（いずれも5月時点から据え置き） ……10

情勢判断

海外経済金融

年内利下げの見通しが強まった6月FOMC…14
米中摩擦の影響で生産・投資の鈍化が見られた中国
～他方、輸出・消費は比較的堅調～ ……16

分析レポート

欧州議会選挙の結果と欧州経済への影響
～景気減速の中で政治の不安定化がさらに重荷となる可能性～ …20
2018年度の地方銀行の決算動向と今後の経営戦略 …24

連　載

取引先との対話を重視する津山信用金庫…30

海外の話題

ニューヨークでのライドシェアを巡る動き…34

2019. 7

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

ラグビーＷ杯 2019 日本大会開催を前に

調査第二部部長　南　武志

9 月 20 日、いよいよラグビーＷ杯 2019 日本大会が開幕する。皆さんはユーミンの「ノーサイド」という曲をご存じだろうか。ノーサードというのはラグビーの試合終了の合図であるが、激しいタックルでぶつかり合っても、試合が終われば皆同じ仲間となり、互いの健闘を称えあうという精神に由来する（もっとも最近はフルタイムというようだ）。

さて、「ノーサイド」という曲は、第 63 回全国高等学校ラグビーフットボール大会（通称、花園）の決勝戦（1984 年 1 月 7 日）から生まれたとされる。天理（奈良県代表）と大分舞鶴（大分県代表）で行われた試合は「伝説の一戦」として今なお語り継がれている。かいつまんで説明すると、天理が 6 点リードで迎えた終了間際（しかもインジャリータイム中）、大分舞鶴は起死回生のトライ（当時は 4 点）を返したが、コンバージョンゴール（入れば 2 点）が外れてしまった。直後、無情にもノーサイドの笛が鳴り、天理が優勝。大分舞鶴は同点に追いついて両校優勝となる夢が潰えてしまう。「ノーサイド」はその情況が浮かんでくる、なんとも切ない曲である。

また、筆者は北九州小倉の生まれであるが、父親の転勤に伴い茨城県鹿島町（現鹿嶋市）の創設浅い中高一貫校に通った。一般的に中学や高校のグラウンドにはサッカーのゴールポストがあるものだが、わが母校のグラウンドにはラグビーのゴールポストが設置されていた。そのせいで体育の授業はラグビーであった。当時は伏見工業をモデルにした「スクール☆ウォーズ」が放映され、また、社会人ラグビーは松尾雄治（新日鉄釜石）、大学ラグビーも本城和彦（早大）や平尾誠二（同大）など人気選手も多く、筆者もラグビーには大いに興味があった。

だが、かつては人気があったラグビーも、WBC を 2 度制覇した野球、世界で活躍する選手が多いサッカーに比べると今や見劣りする。地元在住のわが同窓生も今ではアントラーズの熱狂的なサポーターである。Ｊリーグ誕生前の 1991 年にジーコ先生が加入したことでアントラーズは日本を代表するクラブチームになっているが、かつては「陸の孤島」であった鹿島も日本有数の工業地帯となったほか、サッカーによる町おこしにも成功している。

一方、日本はラグビーＷ杯の常連ではあるが、世界の強豪国にほとんど歯が立たないというのが人気低迷の根幹にある。もしかすると日本が強くなれば人気復活もあるかもしれない。とはいえ、ラグビーの強豪国はイングランド、スコットランド、ウェールズ、アイルランド、フランス、ニュージーランド、オーストラリア、南アフリカ、アルゼンチンの 9 つに限られ、日本は世界ランキング 10 位以下を彷徨っている。テストマッチでの番狂わせはサッカー以上に稀で、2015 年大会で南アフリカ（当時の世界 3 位）を破ったことはまさに奇跡とされる。今回Ｗ杯で日本が入ったプールＡにはアイルランド、スコットランドという強豪がいるため、リーグ戦上位 2 位までが進む決勝トーナメント入りは相当ハードルが高いのは否定できない。

さて、来年の東京五輪も「復興五輪」と称しているが、今回のラグビーＷ杯もまた、東日本大震災で被災した岩手県釜石市で 2 試合を予定するなど、復興のシンボルとして貢献してきた。大震災発生から 8 年が経過し、復興も進んだかに見えるが、課題はなお山積されていると聞く。一連のイベントなどの効果などで被災地経済がさらに底上げされることを切に願っている。

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

米中摩擦再燃で強まる内外の金融緩和観測

～政府・与党は予定通り10月に消費税率を引上げる方針～

南　武志

要旨

「年後半の世界経済回復シナリオ」は米中摩擦の再燃によって大きく後退するなど、内外景気の先行き懸念が高まっている。これまで政策正常化を進めてきた欧米の中央銀行もそれを中断し、再び緩和措置に乗り出す可能性を示唆している。こうした状況下で、日銀もまた追加緩和を余儀なくされるとの見方から、金利全体に低下圧力が加わっている。こうした中、政府・与党は予定通り10月に消費税率を引上げる方針を維持している。

景気の先行きを見通すと、19年度上期は増税を控えた駆け込み需要の発生なども想定され、消費など国内需要に目立った悪化は見られないものの、下期に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、需給改善による押上げ効果が乏しい状態が続いているが、年度下期には教育無償化政策などによって上昇率は大幅に鈍化するだろう。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2019年 6月（実績）	2019年 9月（予想）	2019年 12月（予想）	2020年 3月（予想）	2020年 6月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	-0.067	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0290	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.05
国債利回り	20年債	(%)	0.215	0.13～0.35	0.10～0.35	0.10～0.35	0.15～0.40
	10年債	(%)	-0.170	-0.23～-0.05	-0.25～-0.05	-0.20～0.00	-0.15～0.05
	5年債	(%)	-0.270	-0.30～-0.15	-0.33～-0.15	-0.28～-0.10	-0.25～-0.05
為替レート	対ドル	(円/ドル)	107.5	100～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	121.6	115～130	115～130	115～130	115～130
日経平均株価		(円)	21,258	20,000±1,500	19,500±1,500	19,500±1,500	20,500±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6月21日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

景気不安が広がる中、消費税率は予定通り引上げる方針

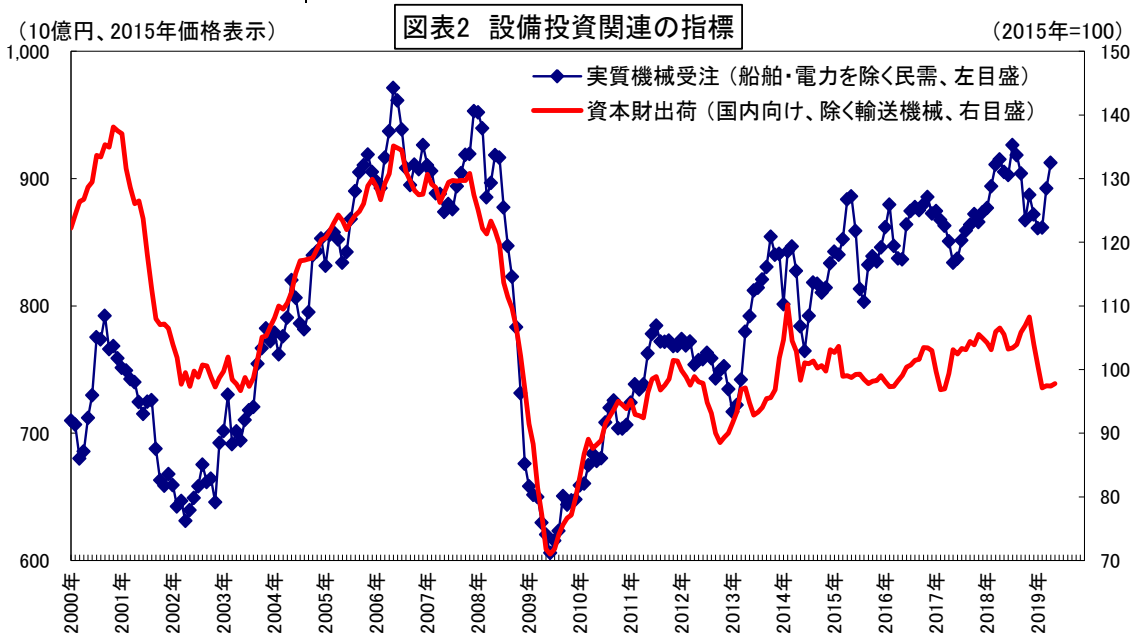
かねてから安倍首相はリーマン・ショックのような出来事でも起こらない限り、消費税率は2019年10月に引き上げると表明してきた。こうした中、6月7日に自民党は今夏の参院選に向けた公約（政策BANK）を公表し、「全世代型社会保障の構築や財政健全化に向け、本年10月に消費税率を10%に引き上げます」と明記した。また、21日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2019」においても、消費税率の引き上げを明記するとともに、25年度に国・地方の基礎的財政収支を黒字にする方針を踏襲した。既に政府は総額100兆円規模となった19年度一般会計予算に手厚い対策を盛り込んでいるが、万一の際には機動的なマクロ経済政策を躊躇なく実行することで、増

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

税を乗り切る構えである。

こうした判断の背景には、1～3 月期 GDP（第 2 次速報）が年率 2.2%と数字上は堅調さを確保し、消費、企業設備投資といった国内需要は依然底堅いとの認識したことがあるだろう。ただし、後述の通り、国内景気は既に悪化し始めており、そうした状況下で更なる需要減退を引き起こしかねない政策を実行することへの懸念も少なくない。4 月には萩生田自民党幹事長代行は日銀短観（6 月調査）の内容次第では違う展開もありうると、増税延期の可能性に言及したが、その短観の発表を 7 月 1 日に控え、注目が集まっている。

図表2 設備投資関連の指標



（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。

景気の現状：企業・家計ともに景況悪化

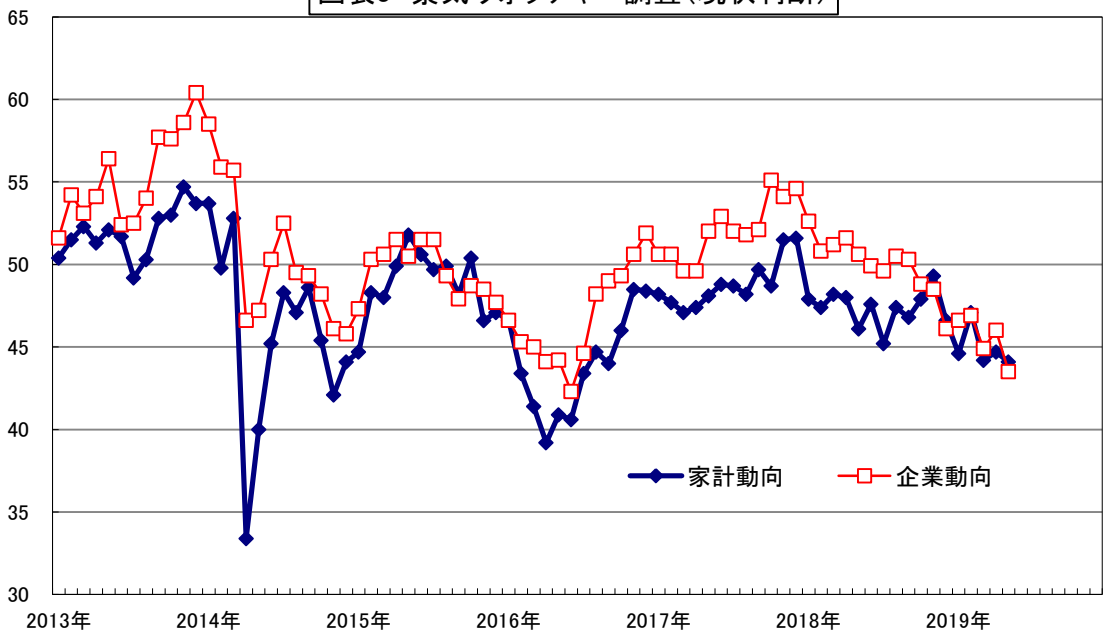
以下、国内経済の現状について簡単にみていきたい。18 年度入り後から軟調に推移してきた輸出・生産であったが、4 月分では持ち直しが散見された（実質輸出指数：前月比 1.4%、鉱工業生産指数：同 0.6%）。また、4 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）も同 5.2%と 3 ヶ月連続の増加となり、4～6 月期見通し（前期比 15.7%、内閣府集計）にほぼ整合的な数字であった。4 月時点では、中国経済の下げ止まりや米中通商摩擦に対する楽観的な見方が強く、年後半には世界経済が回復し始めるとの見方が強かったが、そうした先行き不透明感の払拭が日本経済にも波及した可能性がある。また、大型連休を前に「前倒し」的な動きもあったと考えられる。とはいえ、5 月の実質輸出指数は同▲4.4%と大きく低下しており、決して底入れし

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

たわけではなさそうだ。

一方、景況感といったいわゆる「ソフトデータ」は悪化傾向を強めている。景気ウォッチャー調査（5 月）によれば、景気の現状判断・先行き判断とも約 3 年前の水準まで低下、構成する「家計動向関連」、「企業動向関連」、「雇用関連」がいずれも悪化した。大型連休中の消費（観光・レジャーなども）は良かったが、その後の落ち込みで例年より悪かったとの回答や、人手不足の中で人件費増が経営を圧迫する半面、価格転嫁が容易ではない、さらには米中摩擦の激化で中国向けの出荷に影響が出ているとの指摘が散見された。また、4～6 月期の法人企業景気予測調査（政府短観）からも、企業経営者の景況感の悪化が見て取れる（代表的な大企業・製造業の「貴社の景況判断」BSI（「上昇」－「下降」、%）は▲10.4 と、2 期連続のマイナス）。

図表3　景気ウォッチャー調査（現状判断）



（資料）内閣府

経済見通し：輸出の減少が続く中、19 年度下期には下押し圧力が強まる

先行きについては、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。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

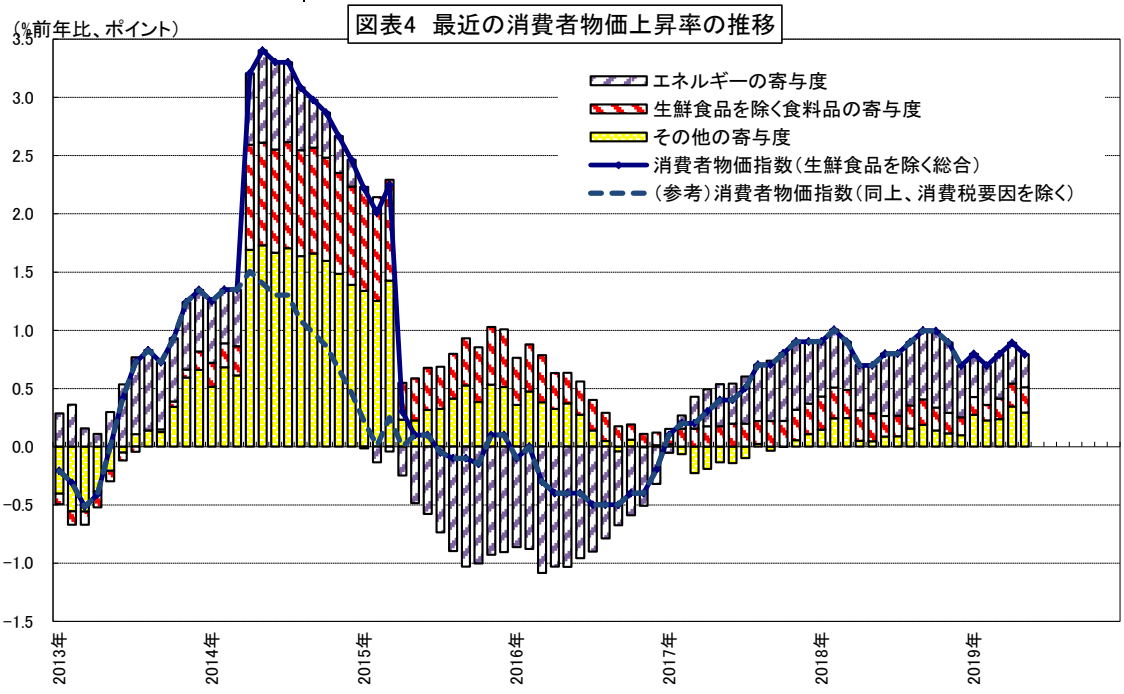
物価動向：先行き鈍化の見込み

当総研では1～3月期のGDP第2次速報を受けて、5月に取りまとめた「2019～20年度改訂経済見通し」の見直しを行ったが、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。

また、5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、4月（同0.9%）から鈍化した。「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」も同0.5%と、同じく4月（同0.6%）からは鈍化した。年末・年始の原油安・円高が時間差を伴って電気・ガス代の値下がりにつながったほか、大型連休を前に繁忙期料金へ引き上げられていた宿泊料・外国パック旅行費が元の価格に戻ったことが背景にある。

最近は、原材料費・人件費などの高騰を価格転嫁する動きも散見されている。一方、19年春闘は前年並みの伸び率での妥結となったほか、夏季賞与は前年割れの公算と報じられるなど、家計の所得環境には明確な改善は見られていない。それゆえ、値上げ（さらには10月に予定する消費税率引上げ）に対する拒否反応は根強い。消費者マインドが弱含んでいることもあり、値上げが浸透するかは微妙な状況といえる。

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

金融政策：6月会合は現状維持

6月19～20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」の枠組みを維持、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

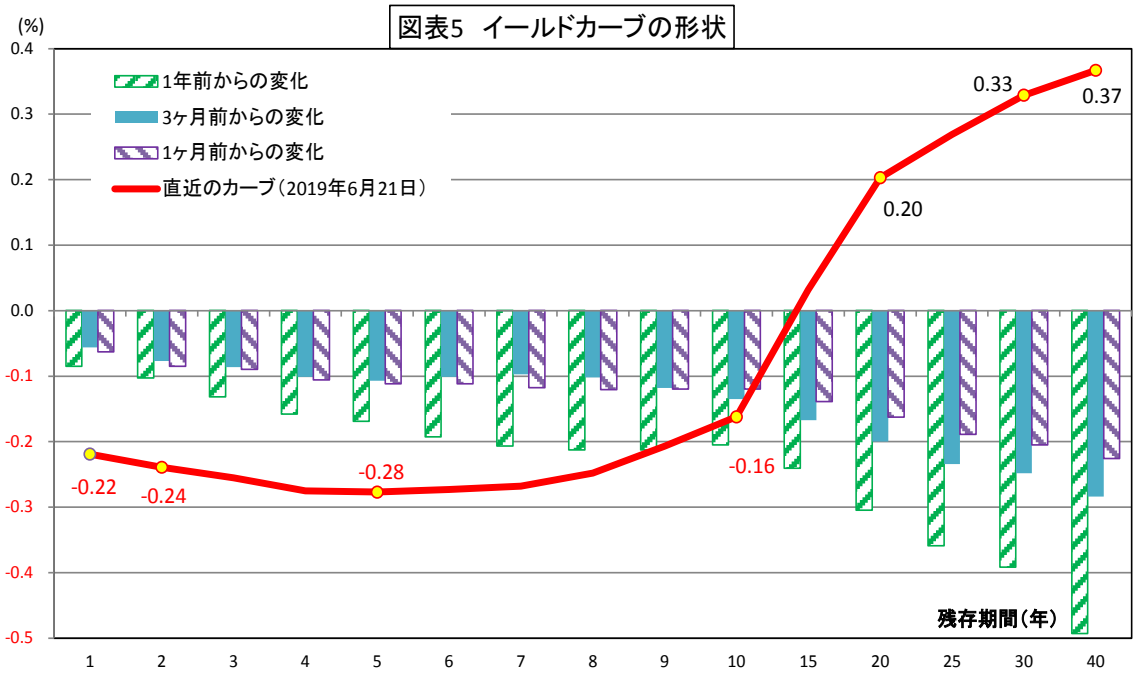
つ前回４月会合で明確化された政策金利に関するフォワードガイダンス（少なくとも 20 年春頃まで現行のイールドカーブコントロールを継続）も据え置かれた。

物価上昇率 2%達成は依然見通せず

今後の政策運営については、「基調としては緩やかに拡大」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く」との見通しを維持していることを踏まえると、現在の強力な金融緩和を粘り強く続けるという、これまでのスタンスをしばらくは維持する可能性が高いだろう。

最近は日銀の追加緩和観測が浮上しており、金利全体に低下圧力が掛かっている。黒田総裁もまた、2%の物価安定目標に向けた物価のモメンタムが損なわれた場合には躊躇なく追加緩和を検討するとの見解を繰り返している。しかし、日銀は決して打つ手がないわけではないが、即効性の高い政策手段がないのは認めざるを得ない。

図表5 イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

追加緩和観測が強まる可能性も

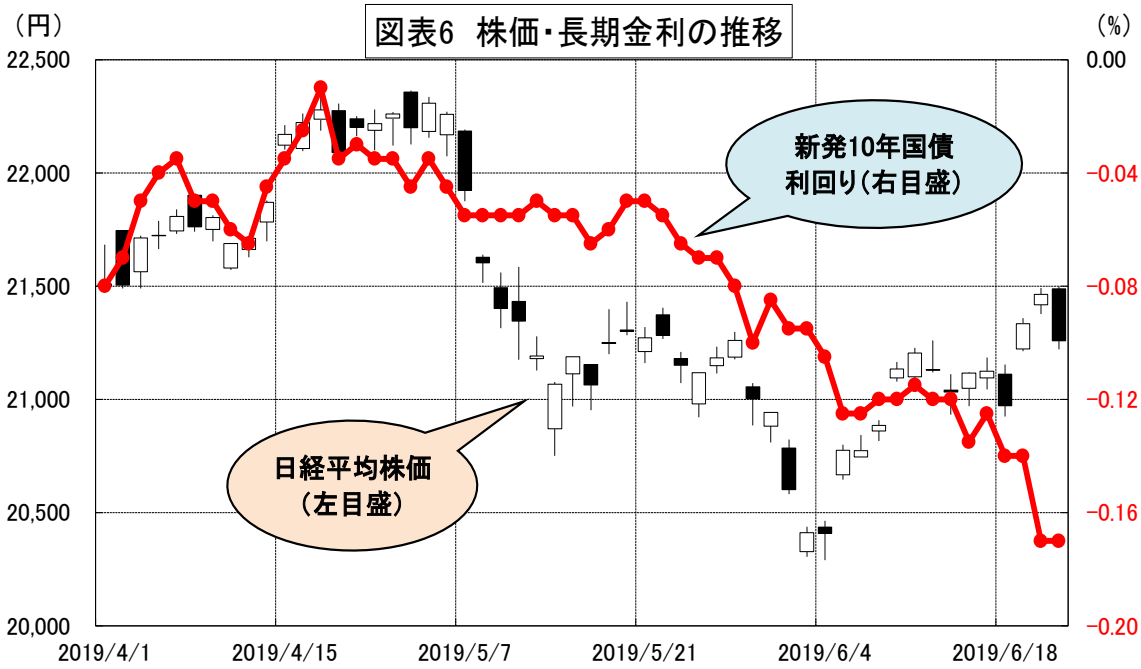
ただし、世界経済の減速傾向や米中摩擦の激化などによって、欧米中央銀行が金融緩和路線に戻ることで円高が想定以上に進行し、国内景気・物価への悪影響が懸念される事態、もしくは消費税率の引上げ後に国内景気が一段と悪化するような状況となれば、金融政策にも何らかの負担が求められる可能性は高いだろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

金融市場：現状・見通し・注目点

5 月の大型連休明け以降、米中摩擦の再燃によって世界的にリスクオフが強まったが、米 FRB が利下げの可能性を示唆したことを契機に、株安・円高に歯止めがかかり、持ち直しの動きが見られた。一方、世界的に金融緩和観測が強まったことで、金利全体に低下圧力が加わっている。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。

図表6 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

金利のマイナス幅が拡大

① 債券市場

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 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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

しており、かつ最近は日銀の追加緩和観測が強まったことから、一時▲0.195%と約 3 年ぶりの水準まで低下するなど、マイナス幅が一段と拡大した。

日銀の追加緩和観測で高まる金利低下圧力

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、長期にわたって長期金利がそのレンジを外れて動く可能性は低いものの、当面は操作目標の下限に近いところでの展開が続くだろう。

② 株式市場

米国の金融緩和観測が株価下支え

日経平均株価は、18 年秋に 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、年末に日経平均株価が一時19,000 円を割りこむなど、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一時20,000 円台に下落した。しかし、6 月に入ると、米国の金融緩和観測が一段と強まり、金融相場入りへの期待が高まったことで内外株価は持ち直し、直近は 21,000 円台前半まで戻した。

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、さらに地政学的リスクへの警戒から、上値の重い展開が続くと予想される。特に消費税率が引き上げられる 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。

③ 外国為替市場

海外の金融緩和観測から円高気味の展開

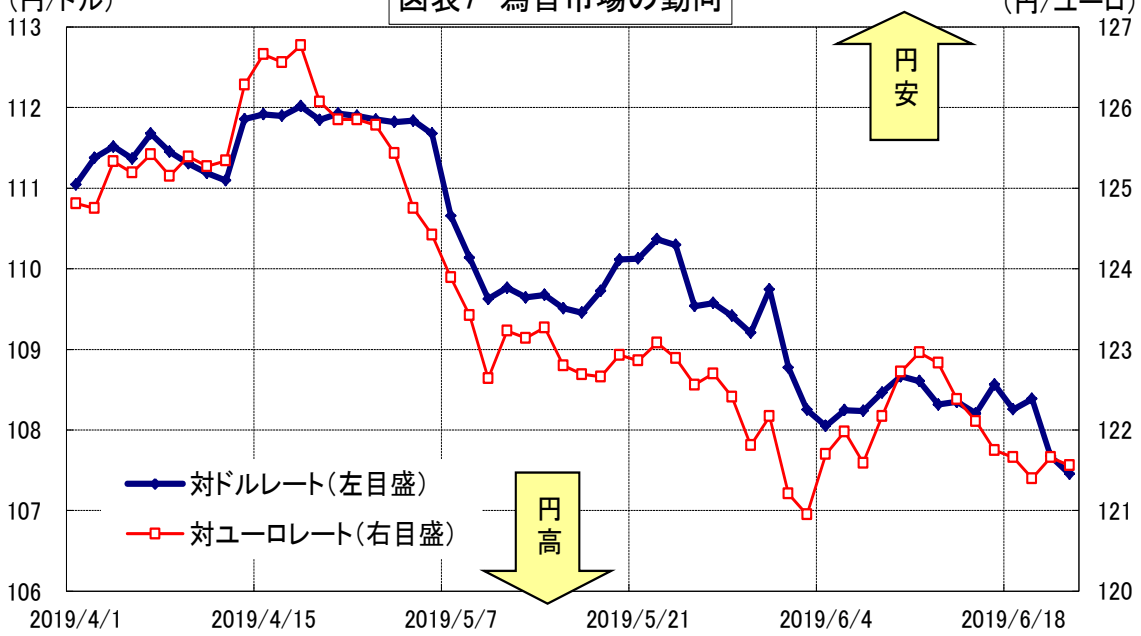
年末年始にかけて、対ドルレートは円高圧力が高まり、一時 1 ドル＝104 円台まで急伸する場面もあったが、それ以降は過度な悲観論が後退したほか、米 FRB がハト派化したことでリスクオンの流れが続いた。4 月は世界景気の悪化懸念の後退等を受けて概ね 111 円台で推移したが、連休明け後は米中摩擦の再

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

燃を背景に円高が進み、一時 107 円台前半となった。

世界経済の減速や米中摩擦の再燃を受けて、政策正常化を進めてきた欧米中央銀行では緩和観測が強まっており、これまでのような円安気味の展開は想定しづらくなっている。一方で、日銀も追加緩和観測が浮上しており、一方的に円高が進行する事態は回避されている。とはいえ、欧米中銀に比べて日銀の金融緩和の糊代は相対的に乏しく、今後とも折に触れて円高に振れやすい展開となるだろう。

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。

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 ヶ月ぶりの円高ユーロ安水準となったが、その後は過度な警戒感が後退、世界的にリスクオンの流れとなり、120 円台半ばを中心としたレンジ相場となった。しかし、5 月に入ると再びリスクオフが強まり、一時 120 円台まで円高ユーロ安が進行する場面もあった。

先行きについては、欧州経済の先行きや「合意なきブレグジット」への警戒がユーロの上値を抑えるほか、18 日にはドラギ総裁が追加緩和の可能性を示唆したことから、しばらくはユーロ安気味の展開となるだろう。

(19.6.21 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

農林中金総合研究所

2019～20年度改訂経済見通し
（2次QE後の改訂）

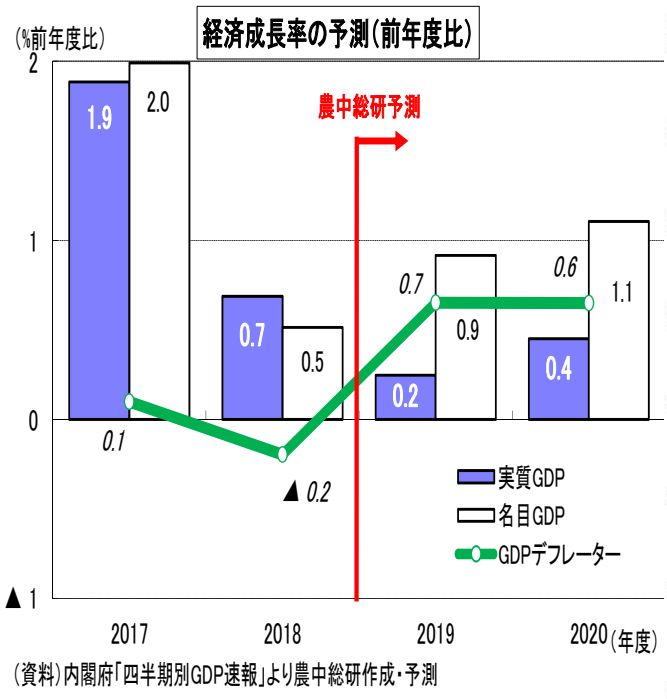
～2019年度：0.2%成長、20年度：0.4%成長～

（いずれも5月時点から据え置き）

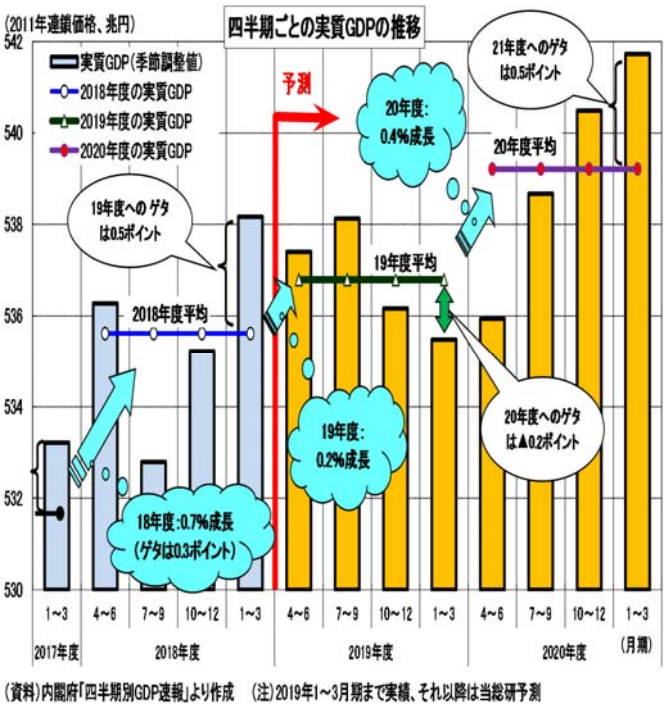
2019年6月10日

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

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



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

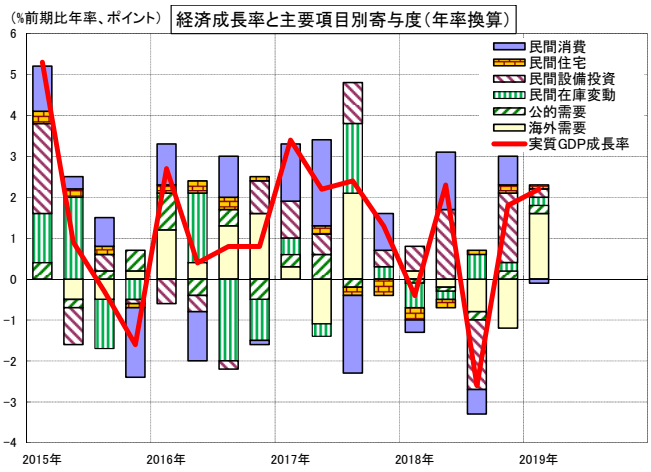


（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より作成　（注）2019年1～3月期まで実績、それ以降は当総研予測

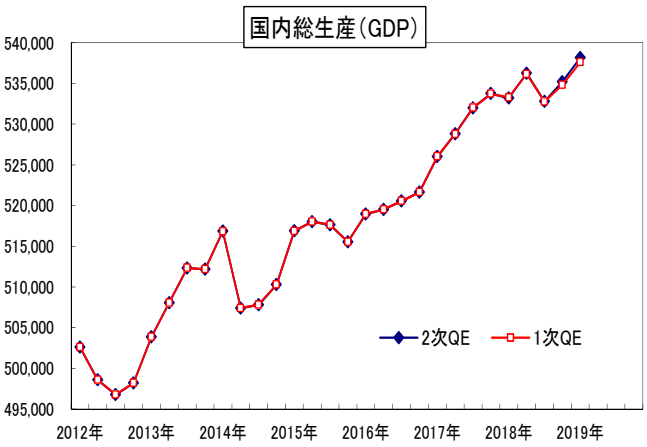
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1　GDP第2次速報（2次QE）の内容

- 2019年1～3月期のGDPは年率2.2%へ上方修正
  - 1～3月期の法人企業統計季報などが反映された2次QEで、実質GDP成長率は前期比年率2.2%（1次QE：同2.1%）へ若干上方修正されたが、中身は決していいわけではない
  - 需要項目別にみると、民間住宅投資、民間在庫投資、公共投資は下方修正されたが、民間企業設備投資、政府消費は上方修正された
  - 実質雇用者報酬は前期比0.15%（1次QE：同0.06%）へ僅かながらも上方修正された
  - GDPデフレーターは前年比0.1%（1次QE：同0.2%）に下方修正されたが、名目GDPは前期比年率3.4%へ上方修正された
  - この結果、2018年度の実質成長率も0.7%（1次QE：0.6%）へ上方修正された



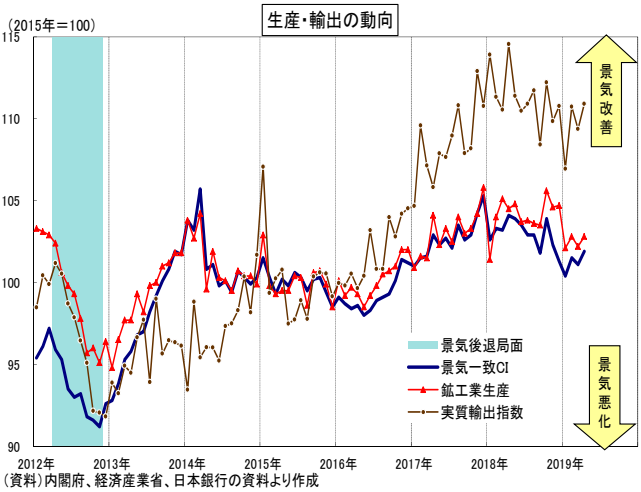
（資料）内閣府経済社会総合研究所



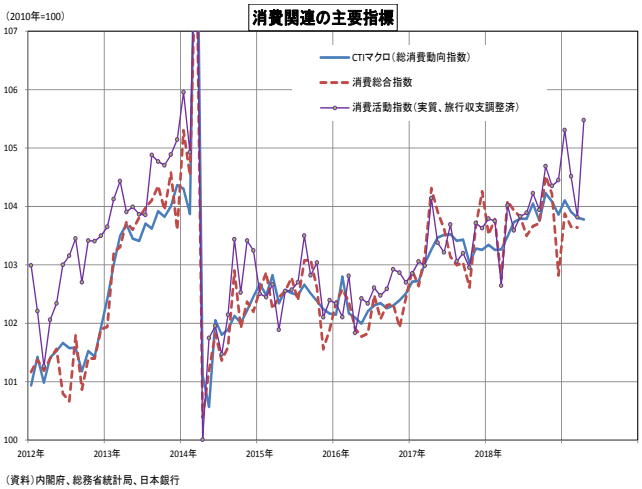
（資料）内閣府　（注）単位は10億円（2011年連鎖価格）

2　前回見通し発表後の経済指標の動き

- 国内景気は相変わらず頭打ち気味の推移～大型連休に伴う不規則な動きも
  - 18年秋以降、中国、アジア向け輸出が減少に転じ、19年入り後の生産活動に下押し圧力が強まった
    - 1～3月期も実質輸出指数は前期比▲1.7%、鉱工業生産も同▲2.5%と悪化継続
    - 4月分は前月比でそれぞれ1.4%、0.6%と持ち直したが、米中摩擦の激化等により先行き懸念が強い
  - 4月の景気動向指数でCI一致指数は2ヶ月ぶりに上昇したが、基調判断は景気後退の可能性が高いことを示す「悪化」で据え置き
  - 雇用環境は総じて堅調ながらも、19年入り後の賃金上昇率は前年比0.4%（1～4月平均）と、18年（同0.8%）から鈍化（いずれも共通事業所ベース）
  - 4月の全国消費者物価（生鮮食品を除く）は前年比0.9%と再び上昇率を高めたが、大型連休を控えた特殊要因も無視できず



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

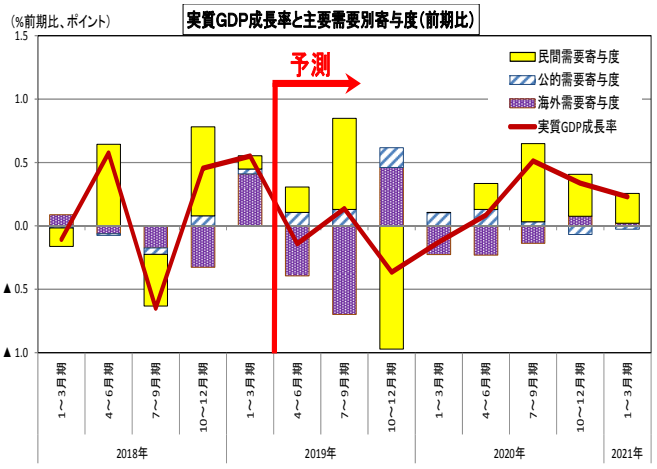


（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行

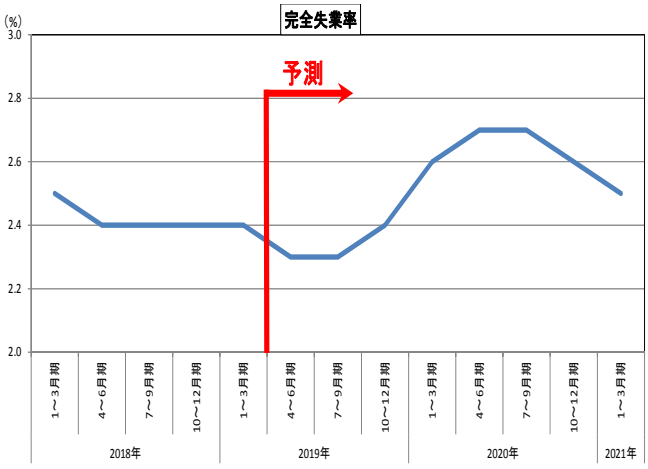
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3　日本経済・物価の見通し

- 経済見通し　～2019年度は0.2%成長、20年度は0.4%成長（いずれも前回から据え置き）と予測～
  - 世界経済・貿易はまだ減速傾向にあり、景気拡大の起点となる輸出の減少が続いているほか、製造業を中心に設備投資意欲の慎重化も散見される
  - 4～6月期は輸入の反動増などからマイナス成長となる可能性があるが、それでも18年度上期中は消費税率引き上げを控えた駆け込み需要も想定され、景気悪化は目立たないと想定される
  - しかし、世界景気の持ち直しは20年以降に後ずれするほか、19年度下期には消費税率引き上げの悪影響（反動減や所得目減りの効果）が出て、景気に下押し圧力が高まる
  - 米中摩擦の解消は困難だが、20年には米大統領選を控えて一時休戦が見込まれ、かつ世界経済・貿易の調整も終了し、持ち直しが開始、国内景気にもプラスに働き始める



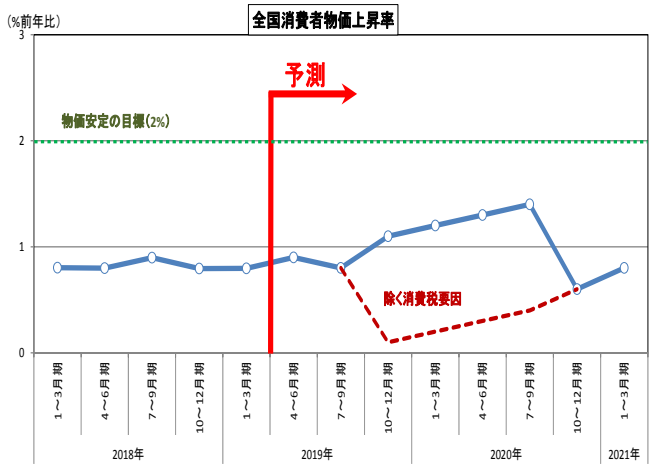
（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成



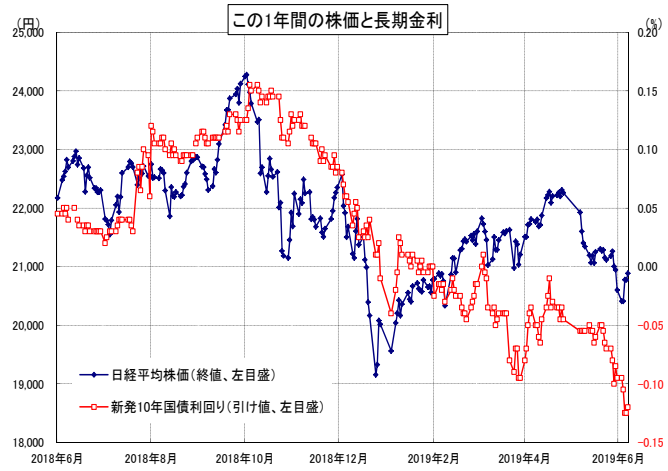
（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

- 物価見通し　～2019年度：前年度比　0.5%（除く消費税要因）、20年度：同0.5%（同）と予測～
  - 19年度半ばにかけてエネルギーの物価下押し効果が強まるほか、携帯電話通話料、授業料などが物価上昇率を抑制する
  - コスト高を販売価格に転嫁する動きが散見されるが、消費の勢いは鈍く、需給改善に伴う物価押上げ効果は乏しい状況が継続、2%の物価安定目標は遠い

- 金融政策　～当面は現状維持だが、追加緩和観測も残る～
  - 日本銀行は現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続けるための措置を講じており、強力な金融緩和を継続することで物価上昇を促していく姿勢を表明している
  - 一方、円高が強まり、景気落ち込みが明確になった場合、追加緩和を求められる可能性がある



（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成



（資料）Nikkei Financial Quest

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

予測表（年度、半期）

	単位	2017年度（実績）	2018年度（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	0.7	0.2	0.4
民間需要	%	1.8	1.1	0.8	0.8
民間最終消費支出	%	1.1	0.4	1.2	1.2
民間住宅	%	▲ 0.7	▲ 4.3	▲ 0.1	▲ 4.2
民間企業設備	%	4.5	3.5	▲ 0.0	0.0
民間在庫変動（寄与度）	ポイント	0.1	0.1	▲ 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	0.9	1.2	1.3
公的固定資本形成	%	0.5	▲ 3.9	2.7	0.8
輸出	%	6.4	1.3	▲ 2.7	0.7
輸入	%	4.1	2.0	1.0	2.9
国内需要寄与度	ポイント	1.5	0.8	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)	(0.9)
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	▲ 2.2	▲ 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。

（前期比）

	単位	2018年度 通期	2018年度 上半期	2018年度 下半期	2019年度 通期	2019年度 上半期	2019年度 下半期	2020年度 通期	2020年度 上半期	2020年度 下半期
実質GDP	%	0.7	0.2	0.1	0.2	0.2	▲ 0.3	0.4	0.3	1.0
民間需要	%	1.1	0.5	0.5	0.8	0.8	▲ 0.3	0.8	0.7	1.4
民間最終消費支出	%	0.4	0.4	▲ 0.0	1.2	1.1	0.7	1.2	0.8	1.4
民間住宅	%	▲ 4.3	▲ 2.8	2.5	▲ 0.1	0.8	▲ 4.7	▲ 4.2	▲ 1.5	▲ 2.0
民間企業設備	%	3.5	1.7	0.2	▲ 0.0	0.7	▲ 3.2	0.0	0.8	1.8
公的需要	%	▲ 0.1	▲ 0.2	0.2	1.6	0.8	1.4	1.2	0.8	▲ 0.2
政府最終消費支出	%	0.9	0.4	0.8	1.2	0.4	1.0	1.3	0.8	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 3.9	▲ 2.2	▲ 2.9	2.7	2.3	3.0	0.8	0.7	▲ 2.5
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.9	▲ 1.3	▲ 2.4	▲ 5.3	▲ 5.3	▲ 5.4	▲ 7.5	▲ 7.6	▲ 7.5
輸出	%	1.3	0.1	▲ 2.1	▲ 2.7	▲ 1.8	▲ 1.1	0.7	0.1	2.4
輸入	%	2.0	0.9	▲ 0.4	1.0	1.3	0.9	2.9	2.5	2.5
内需寄与度（前期比）	%	0.8	0.4	0.6	1.0	0.9	▲ 0.3	0.9	0.8	0.7
民間需要（　〃　）	%	0.8	0.4	0.5	0.6	0.7	▲ 0.6	0.6	0.6	0.8
公的需要（　〃　）	%	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	▲ 0.1
外需寄与度（　〃　）	%	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.0	▲ 0.4	▲ 0.4	0.0
デフレーター（前年比）	%	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.7	0.4	0.9	0.6	0.7	0.5
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.5	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産（前期比）	%	0.2	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 2.2	▲ 0.9	▲ 2.4	▲ 0.7	▲ 0.2	1.4
住宅着工戸数（年率換算）	万戸	95.3	96.0	94.6	88.3	94.0	82.5	83.8	82.5	85.0
経常収支	兆円	19.3	10.1	9.2	15.5	5.9	9.6	17.5	8.0	9.5
貿易収支	兆円	0.8	0.8	0.1	0.2	▲ 2.0	2.2	4.7	2.0	2.7
外国為替レート	円/ドル	110.9	110.2	111.5	110.0	110.0	110.0	105.0	105.0	105.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	73.6	70.5	69.5	69.0	70.0	70.0	70.0	70.0

（前年同期比）

	単位	2018年度 通期	2018年度 上半期	2018年度 下半期	2019年度 通期	2019年度 上半期	2019年度 下半期	2020年度 通期	2020年度 上半期	2020年度 下半期
名目GDP	%	0.5	0.6	0.5	0.9	1.1	0.7	1.1	0.7	1.5
実質GDP	%	0.7	0.8	0.6	0.2	0.6	▲ 0.2	0.4	▲ 0.1	1.0
民間需要	%	1.1	0.9	1.2	0.8	1.5	▲ 0.0	0.8	▲ 0.1	1.7
民間最終消費支出	%	0.4	0.3	0.5	1.2	1.3	1.0	1.2	0.7	1.8
民間住宅	%	▲ 4.3	▲ 7.8	▲ 0.8	▲ 0.1	2.9	▲ 2.9	▲ 4.2	▲ 5.2	▲ 3.2
民間企業設備	%	3.5	3.8	3.3	▲ 0.0	2.3	▲ 2.3	0.0	▲ 2.2	2.4
公的需要	%	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1	1.6	1.1	1.9	1.2	1.9	0.5
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	1.1	1.2	1.1	1.3	1.3	1.7	1.0
公的固定資本形成	%	▲ 3.9	▲ 3.9	▲ 4.1	2.7	0.4	4.6	0.8	3.0	▲ 1.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.9	▲ 1.3	▲ 2.4	▲ 5.3	▲ 5.3	▲ 5.4	▲ 7.5	▲ 7.6	▲ 7.5
輸出	%	1.3	3.7	▲ 0.9	▲ 2.7	▲ 2.8	▲ 2.6	0.7	▲ 0.8	2.2
輸入	%	2.0	3.0	1.0	1.0	1.5	0.5	2.9	1.6	4.3
国内企業物価　（前年比）	%	2.2	2.9	1.6	1.7	0.7	2.8	2.2	2.7	1.7
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	0.8	0.8	1.0	0.8	1.1	1.0	1.3	0.7
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.5	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産（前年比）	%	0.2	0.7	▲ 0.2	▲ 2.2	▲ 1.1	▲ 3.3	▲ 0.7	▲ 2.6	1.1

（注）消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

予測表（四半期）

（→予測）

	単位	2018年 1～3月期	2018年 4～6月期	2018年 7～9月期	2018年 10～12月期	2019年 1～3月期	2019年 4～6月期	2019年 7～9月期	2019年 10～12月期	2020年 1～3月期	2020年 4～6月期	2020年 7～9月期	2020年 10～12月期	2021年 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	0.1	0.7	0.6	0.4
実質GDP	%	▲ 0.1	0.6	▲ 0.6	0.5	0.6	▲ 0.1	0.1	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1	0.5	0.3	0.2
（年率換算）	%	▲ 0.4	2.3	▲ 2.6	1.8	2.2	▲ 0.6	0.5	▲ 1.5	▲ 0.5	0.3	2.1	1.4	0.9
民間需要	%	▲ 0.2	0.9	▲ 0.5	0.9	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	0.3	▲ 0.1	0.4	1.6	▲ 1.0	0.2	0.3	0.8	0.4	0.3
民間住宅	%	▲ 2.3	▲ 2.0	0.8	1.4	0.6	1.5	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.0
民間企業設備	%	1.0	2.6	▲ 2.6	2.7	0.3	0.8	▲ 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	0.2	0.1	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	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	▲ 0.1	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	▲ 0.1	0.1
公的固定資本形成	%	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 2.0	▲ 1.5	1.2	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	▲ 0.2	0.6	▲ 0.5	0.8	0.1	0.3	0.8	▲ 0.8	0.1	0.3	0.6	0.3	0.2
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.6	▲ 0.4	0.7	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	▲ 0.1	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	0.0	▲ 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	0.1	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	▲ 2.5	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	ドル/バレル	67.3	70.8	76.3	77.5	63.5	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。

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

年内利下げの見通しが強まった6月FOMC

佐古　佳史

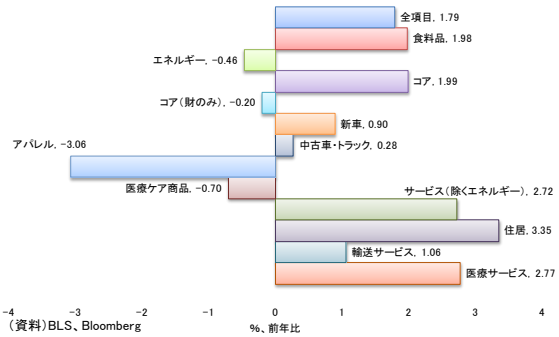
要旨

インフレ関連指標が総じて鈍化傾向を強めるなかで迎えた 6 月の連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利は据え置かれたものの、約半数の FOMC 参加者が 19 年内の利下げが妥当と考えていることが明らかとなり、年内利下げの見通しが強まったと判断できる。

5 月の雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月から 7.5 万人増と、4 月の同 22.4 万人から大幅に鈍化した。3 月と 4 月分も合計で 7.5 万人下方修正され、直近の 3 ヶ月平均では一月当たり 15.1 万人の伸びとなった。18 年平均の一月当たり 22.3 万人増加ペースからは鈍化しているものの、ベージュブックなどで求人の困難化が報告されるなかでは、比較的堅調な雇用増加ペースと評価できる。全年齢区分と 25～54 歳区分において労働参加率が 4 月から低下しており、労働供給制約が意識されるため、雇用増加ペースは鈍化傾向が続くとみられる。

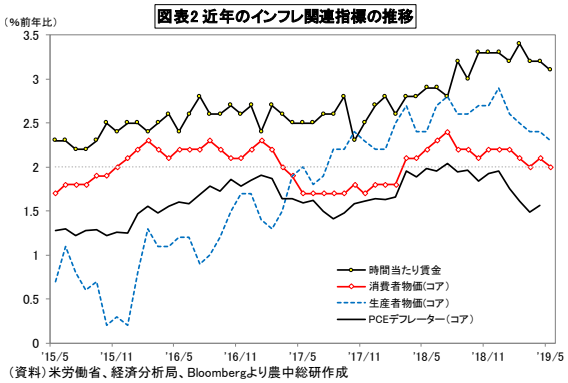
インフレ関連指標をみると、5 月の消費者物価、生産者物価（ともにコア）がそれぞれ前年比 2.0%、2.3%、賃金上昇率は同 3.1%といずれも 4 月からやや鈍化した。また、PCE デフレーター（コア、4 月）は同 1.6%と、19 年入り後は FRB の 2%物価目標を下回って推移している。

図表1 5月のCPI上昇率（前年比%）



（資料）BLS、Bloomberg

図表2 近年のインフレ関連指標の推移



（資料）米労働省、経済分析局、Bloombergより農中総研作成

年内利下げ観測が強まったFOMC

こうしたなか、マーケットでは早期利下げ観測が強まっていたが、18～19 日に開かれた 6 月の FOMC では、政策金利が 2.25～2.5%で据え置かれた。FOMC 後に公表された声明文からは、18 年 12 月の FOMC 以降明記されていた、将来の政策金利変更に対して辛抱強いスタンスを取るとの一文が削除された。代わりに、不確実性が高まっていると述べた上で、見通しについての情報を注視し適切

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

な行動を取ると明記され、利下げに含みを持った内容となった。

合わせて公表された経済見通しでは、前回の3月時点と比べて19年のGDP成長率がわずかに上方修正された反面、インフレ見通しは0.2～0.3ポイント下方修正された。また、ドット・チャートから、FOMC参加者17名が想定する、19年内の政策金利見通しを整理すると、1名が1回利上げ、8名が据え置き、1名が1回利下げ、7名が2回の利下げを見込んでいることが明らかとなった。

政策金利については、FOMC参加者が現状維持派と利下げ派に大きく二分された印象を与える内容となったものの､3月時点で利下げを見込んでいた参加者はいなかったこともあり、今回公表されたドット・チャートから、この3ヶ月でFOMC参加者のハト派度合いが一気に強まったことが確認された。

図表3 FRB大勢見通し（6月時点）

			2019年	2020年	2021年	長期見通し
実質GDP		（%前年比）	**2.0～2.2**	**1.8～2.2**	**1.8～2.0**	**1.8～2.0**
	3月時点	（%前年比）	1.9～2.2	1.8～2.0	1.7～2.0	1.8～2.0
失業率		（%）	**3.6～3.7**	**3.5～3.9**	**3.6～4.0**	**4.0～4.4**
	3月時点	（%）	3.6～3.8	3.6～3.9	3.7～4.1	4.1～4.5
PCEデフレーター		（%前年比）	**1.5～1.6**	**1.9～2.0**	**2.0～2.1**	**2.0**
	3月時点	（%前年比）	1.8～1.9	2.0～2.1	2.0～2.1	2.0
コアPCEデフレーター		（%前年比）	**1.7～1.8**	**1.9～2.0**	**2.0～2.1**	
	3月時点	（%前年比）	1.9～2.0	2.0～2.1	2.0～2.1	
政策金利（中央値）		（%）	**2.375**	**2.125**	**2.375**	**2.50**
	3月時点	（%）	2.375	2.625	2.625	2.75

（資料）FRBより作成

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

また、19年内のインフレ見通しの修正幅は比較的大きく、FOMC参加者にとって低インフレがサプライズとなっていることがうかがえる。FOMCメンバーの発言などからも、低インフレの長期化が期待インフレの低下につながり、将来的にも低インフレが継続しやすい土壌が醸成されてしまうメカニズムが警戒されており、利下げを正当化する根拠になっていると考えられる。一方で、労働市場がひっ迫するなかでも賃金や物価の上昇が鈍いことや、そうした状況への対応策等について、FOMCでどのような議論があったのかは、今後の金融政策を見通す上で重要度が高く、7月10日公表予定の議事要旨にも注意したい。

（19.6.24 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

米中摩擦の影響で生産・投資の鈍化が見られた中国

～他方、輸出・消費は比較的堅調～

王　雷軒

要旨

5月の経済指標はまだら模様。生産・投資は米中摩擦の影響などを受けて鈍化した。一方、輸出は比較的堅調さを維持したほか、消費（小売）もこれまでの刺激策で持ち直しの兆しが出ている。引き続き、米中首脳会談や追加経済対策に注目したい。

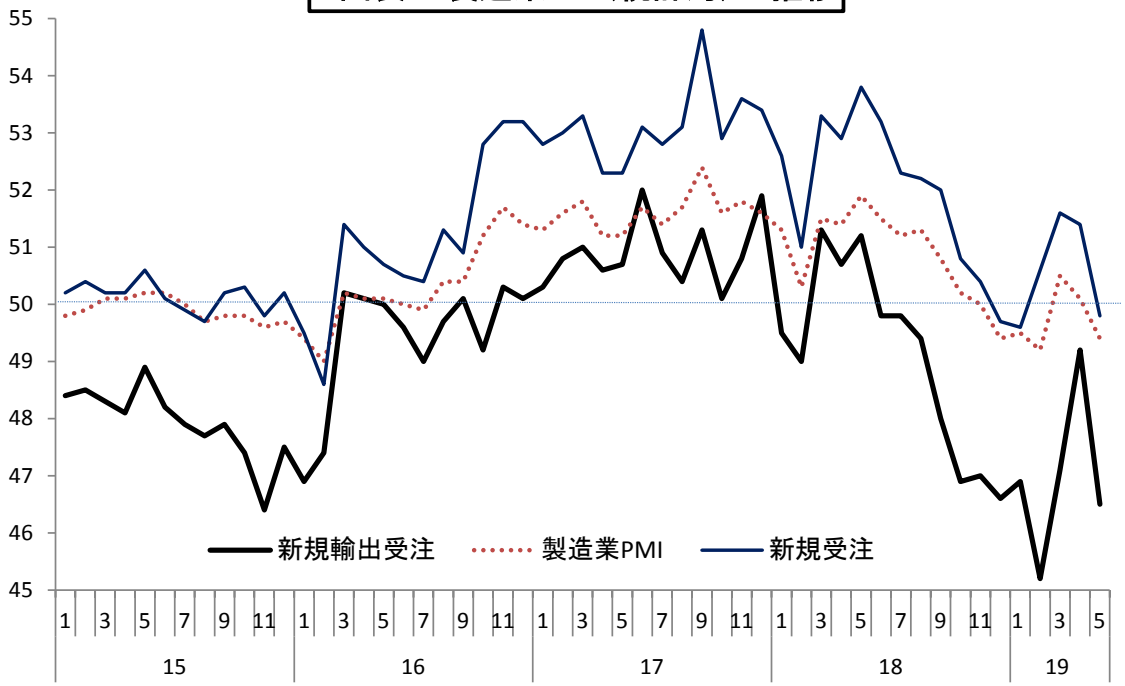
米中摩擦の再燃で生産・投資へ悪影響

2018年秋以降、中国政府は景気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。

こうした経済対策の効果が現れ始めていると見られたほか、米中摩擦への警戒感が一時的に緩和したこともあり、19年1～3月期の成長率は18年10～12月期から変わらず、前年比6.4%と、ひとまず減速には歯止めがかかったとの見方が広がった。

しかし、楽観ムードが漂っていた米中摩擦が5月に入ってから再び激化する様相を呈してきたことで、企業の生産活動や製造業の設備投資に悪影響を与えつつある。

図表1　製造業PMI（統計局）の推移



（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成　（注）直近は19年5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

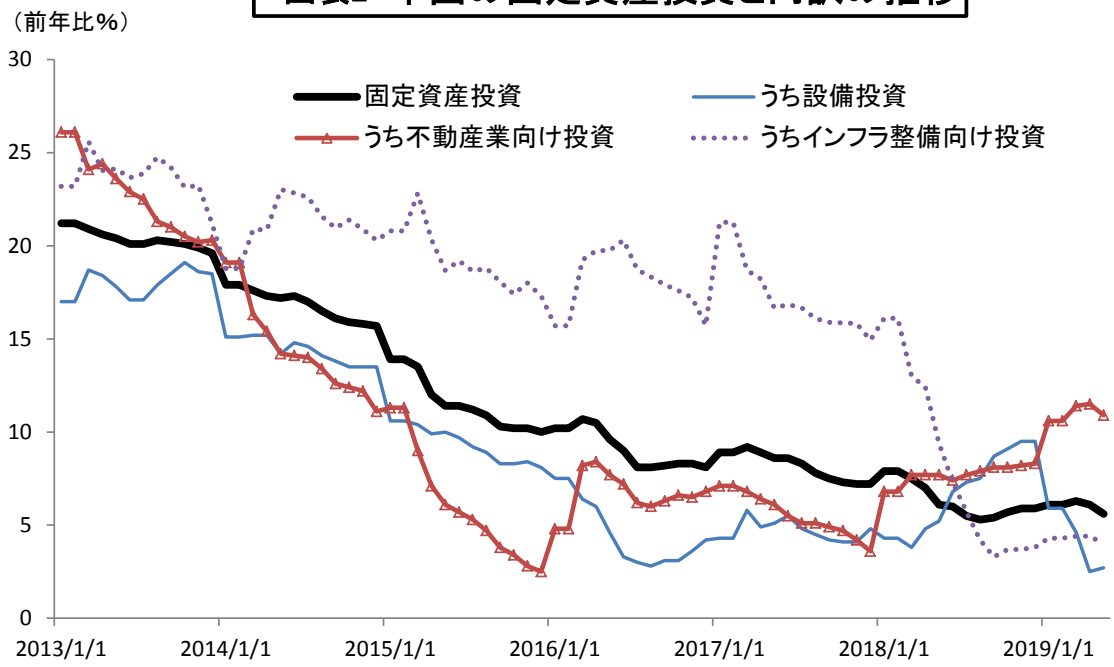
製造業の景況感は悪化

実際に、製造業の景況感は再び悪化している。国家統計局が発表した 5 月の製造業 PMI は 49.4 と景況感の分岐点となる 50 を再び下回った（図表 1）。また、鉱工業生産も前年比 5.0%と 17 年ぶりの低い伸びとなった。

輸出を取り巻く環境の不透明性に加え、投資の弱さもあり、当面は生産に下押し圧力がかかりやすい状況が見込まれる。

製造業 PMI のサブ指数を確認すると、新規輸出受注の落ち込みが目立っており、5 月分の輸出は残り 3,000 億ドルの中国製品に追加関税が課される前の駆け込み輸出が見られたために増加したものの、先行きについては決して楽観視できないことを物語っている。

図表2 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5月。

固定資産投資も低空飛行続く

投資についても、1～5 月期の固定資産投資は前年比 5.6%と低空飛行の状況は変わらない（図表 2）。

内訳を確認すると、不動産業向け投資は底堅く推移したものの、伸び率は頭打ち気味である。また、設備投資も持ち直しの兆しを見せているものの、低調であることに変わりはない。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 年に急ブレーキがかかったインフラ整備向け投資も弱い動きが続いている。

先行きについては、過剰な生産能力の削減を進めるなかで、

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

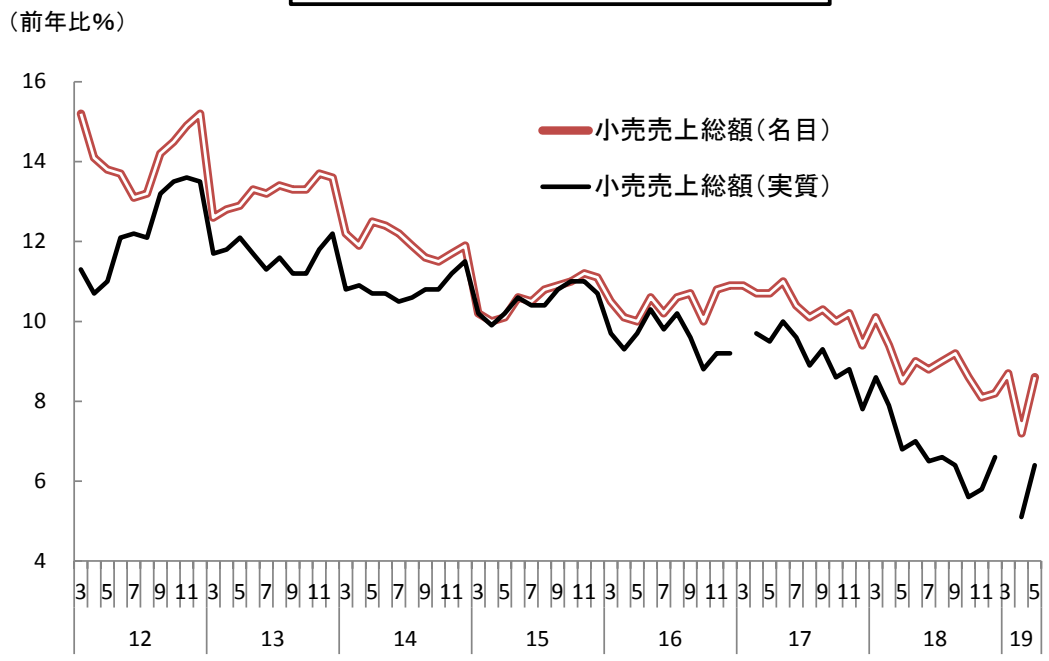
米中摩擦の先行きに悲観的な見方もあり、設備投資が低調な状態は続くだろう。一方、地方債の発行要件が緩和されたことを受けてインフラ整備向け投資が改善すると見込まれるほか、国有企業による投資が固定資産投資を一定程度下支えすることとなろう。

個人消費は刺激策による持ち直しの兆し

一方、消費については、持ち直しの兆しが見られる。5 月の小売売上総額は名目で前年比 8.6%、実質で同 6.4%と 4 月（名目 7.2%、実質 5.1%）から伸び率が高まった（図表 3）。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。自動車販売台数は前年割れ状態が続いたものの、販売額ベースでは前年比 2.1%と増加したことが小売売上総額の持ち直しに一定程度寄与したと考えられる。

先行きについては、国家発展改革委員会（中央省庁）が 6 月 3 日に公表した自動車・家電などの買い替え需要を喚起する計画で、地方政府に自動車購入規制を撤廃するような内容が盛り込まれたほか、新エネルギー車への需要もあり、一定程度の販売促進効果が期待できることから、小売売上総額の持ち直しが継続するだろう。ただし、住宅ローンなど家計の債務負担は依然として重く、大幅な回復は難しい。

図表3　中国の小売売上総額の推移



（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成
（注）17年・19年は3月分の実質ベースの伸び率が発表されず。

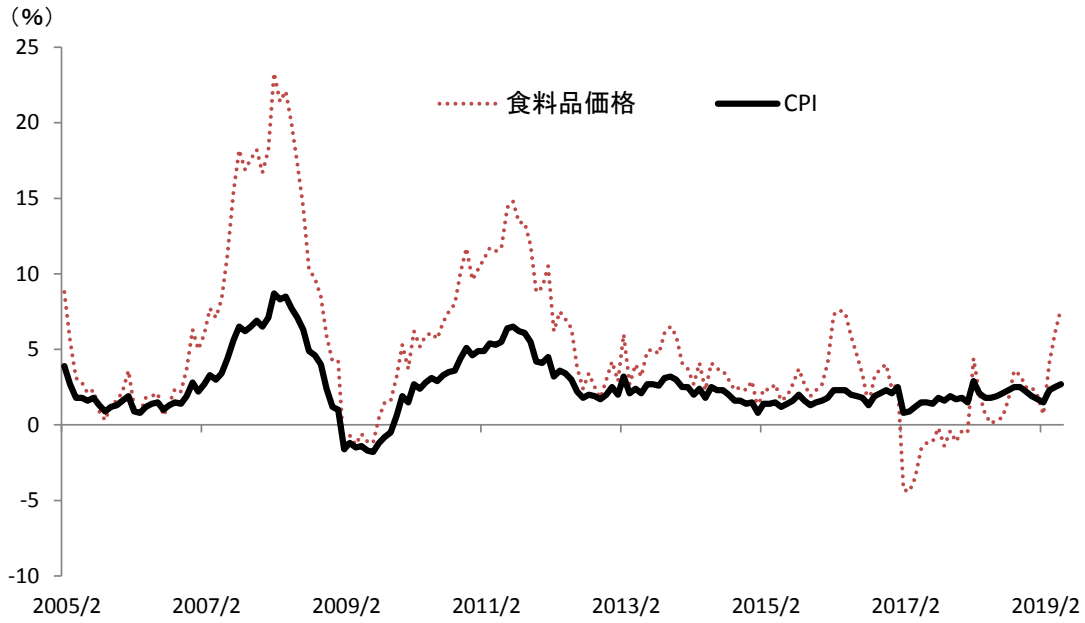
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

食料品価格の高騰で5月の消費者物価上昇率は加速

5月の消費者物価指数（CPI）は前年比2.7%と3ヶ月連続で加速、18年2月以来15ヶ月ぶりの高い伸びとなった（図表4）。この背景には、アフリカ豚コレラの発生で豚肉需給がひっ迫したことや、天気不順などによる野菜・果物価格の急騰を受けて食料品価格が同7.7%上昇したことが挙げられる。

ただし、食料品を除いたコアCPIは1.6%と鈍化基調にあるほか、前月比では総合CPIは0.0%と4月から鈍化した。今後は、夏野菜の供給増加、豚肉需要の減少が予想されるため、食料品価格は沈静化すると思われる。

図表4 消費者物価上昇率の推移



（資料）CEICデータより作成 （注）月次データ、前年比、直近は19年5月。

米中摩擦と追加経済対策に注目

このように、小売はやや持ち直したものの、生産や投資は鈍化した。投資や生産の鈍化の背景には米中摩擦の再燃やそれに対して既存の経済対策では不十分なことが挙げられる。

6月末に開催されるG20サミットに合わせて米中首脳会談が行われる予定であるが、ここで緊張緩和に向けた合意を取り付けることができるかに注目が集まる。

また、今後、成長下支えするための追加経済対策、具体的には預金準備率の更なる引き下げや、財政出動の拡大が行われることが想定されるが、その動きにも注目したい。

（19.6.19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

分析レポート

欧州経済金融

欧州議会選挙の結果と欧州経済への影響

～景気減速の中で政治の不安定化がさらに重荷となる可能性～

山口　勝義

要旨

今回の欧州議会選挙では、リベラル会派を合わせれば親 EU 勢力が過半を維持したが、この点をもって安堵はできない。今後、欧州では政治は不安定性を増してくるものとみられ、景気減速に直面する中で、政治情勢が成長の新たな重荷となる可能性が考えられる。

はじめに

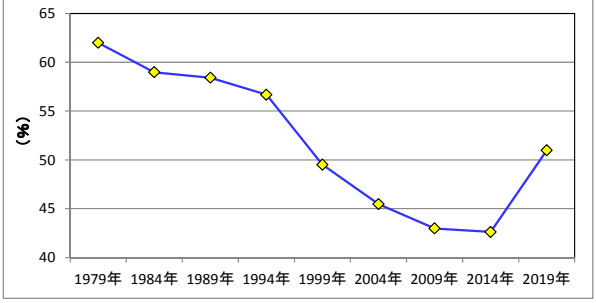
欧州連合（EU）市民にとり、欧州議会は自国の議会に比べ身近な存在とは言い難い。これまでその選挙戦は盛り上がりに欠け、投票率は直接選挙が開始された1979 年以降、右肩下がりで推移してきている。ところが、今年 5 月に行われた選挙では、これが前回の 43%から 51%に急回復することとなったのである（図表 1）。

今回の選挙では、事前には EU の統合深化に対して懐疑的な、あるいは明らかに反 EU の姿勢を取るポピュリストやナショナリストが地滑り的勝利を収め、EU の将来を左右する可能性が指摘されていた。このため自ずと EU 市民の関心が高まったものと見られるが、選挙結果によれば、確かに中道会派の議席数合計が初めて 50%を割り込み、その退潮が明らかとなるとともに、EU 懐疑派や反 EU 派が顕著な議席数の増加を果たしている（図表 2）。

しかし、今回の選挙結果の特徴はこれに尽きるわけではない。むしろ EU 懐疑派や反 EU 派の伸張は事前の懸念ほどではなく、一方で「緑の党」などのリベラル派が大きく議席数を伸ばした点も主要な特徴のひとつである。ここには移民やテロ対策に留まらず、環境問題などを含めて EU 市民の問題意識の多様化が現れており、このような変化も投票率の上昇をもたらす要因となったものと考えられる。

この他にも、各国の投票結果を見れば、各国各様の特徴的な動向が認められる。本稿ではこれらの背景を探りつつ、今回の選挙結果が及ぼす欧州経済への影響について、検討することとしたい。

図表1　欧州議会選挙の投票率



図表2　欧州議会選挙の結果

（獲得議席数）

会派（当該会派に属する各国の主要政党）		2014年選挙①		2019年選挙（6/19現在）②		②－①
中道（親EU）	EPP（中道右派）（独「CDU」など）		221		181	▲ 40
	S&D（中道左派）（独「SPD」など）	55%	191	44%	153	▲ 38
	小計		412		334	▲ 78
リベラル（親EU）	Renew Europe（仏「共和国前進」など）		67		108	41
	緑の党・EFA	70%	50	69%	75	25
	小計		117		183	66
合計			529		517	▲ 12
右派（EU懐疑～反EU）	ECR、EFDD、ID（仏「国民連合」、伊「同盟」、独「AfD」など）		118		176	58
左派（EU懐疑～反EU）	GUE-NGL（仏「屈しないフランス」、独「リンケ」など）	23%	52	29%	41	▲ 11
合計			170		217	47
無所属			52		8	▲ 44
所属会派未定			0		9	9
総合計			751		751	0

（資料）図表 1、2 は欧州議会のデータ、および各種報道などから農中総研作成
（注）今後、「所属会派未定」議員の変動が見込まれる。

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

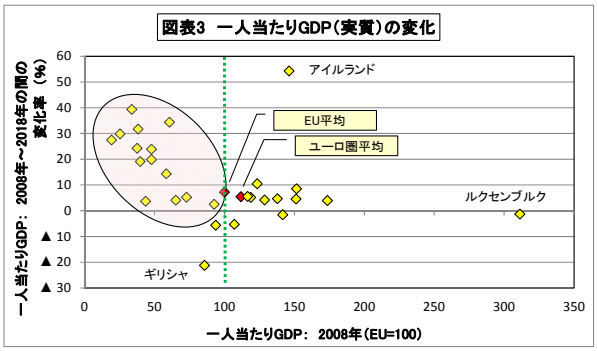
EU の統合深化への抵抗の強まり

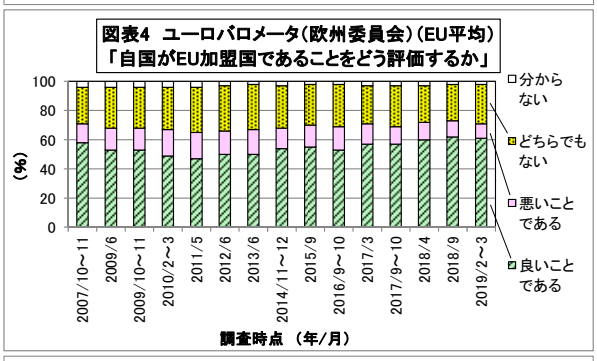
最初に EU 全体の経済情勢を概観すると、EU では徐々に経済の収斂が進んできている。例えば、08 年に一人当たり GDP の水準が EU 平均を下回っていた国々の多くでは、その後の 10 年間にその水準の上昇が見られている（図表 3）。しかしこの動きは緩慢であり、18 年時点で、年間 80 千ユーロを超えるルクセンブルクから 6 千ユーロ台のブルガリアまで、各国間に存在する格差は依然として大きい。

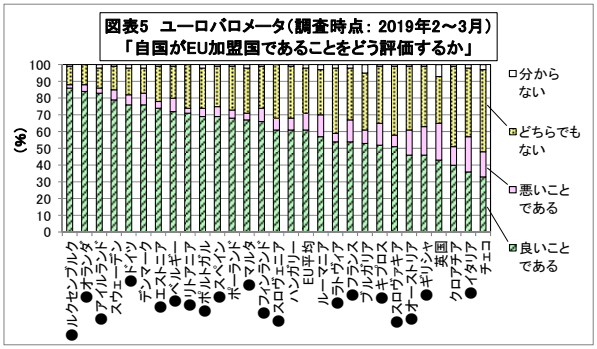
こうしたなか、多くの EU 市民にとっては、EU 予算の重点配分などを通じた経済的利益の享受の実感には乏しいまま、厳格な財政規律の適用や移民や難民の集中的な流入に伴う混乱などを通じて、最近では EU に対し不満を強める局面が以前に比べて増加しているものと考えられる。欧州委員会による意識調査である「ユーロバロメータ」調査でも、EU 加盟国であることに対する肯定的な回答の割合は EU 全体として増加が限定的であるとともに、個別には過半にも満たない国が複数存在している姿が示されている（図表 4、5）。

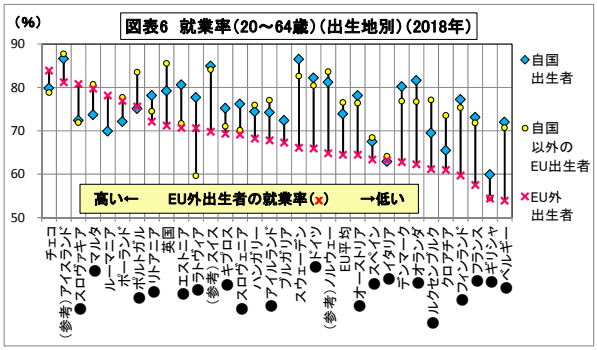
なかでも欧州では、財政危機に続いて生じた移民・難民危機が広範囲に影響を及ぼし、反グローバリゼーションの気運を高める要因となったが、その後遺症は現在も継続しており極右勢力が伸長する主要な背景になっているものとみられる。この点では就業率の動向が注目されるが、特に「EU 外出生者」の就業率が低い国々や、また「自国出生者」以上に「EU 外出生者」や「自国以外の EU 出生者」の就業率が高い国々では社会で軋轢を生じやすく、政治情勢が右傾化する潜在性が大きいのではないかと考えられる（図表 6）。

今回の選挙では極右などの反 EU 勢力の議席増は想定内には留まったものの、その勢力を支える背景には基本的に変化があるわけではない。このため EU の統合深化に対して、彼らが今後、国内世論の形成なども通じながら、抵抗勢力としての影響力を強めていく推移が予想される。









（資料）図表 3～6 は Eurostat のデータから農中総研作成
（注）●は、ユーロ圏加盟国であることを示す。

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

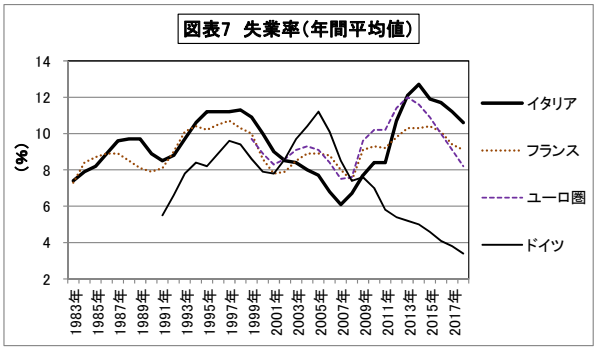
主要国での政治情勢の不安定化

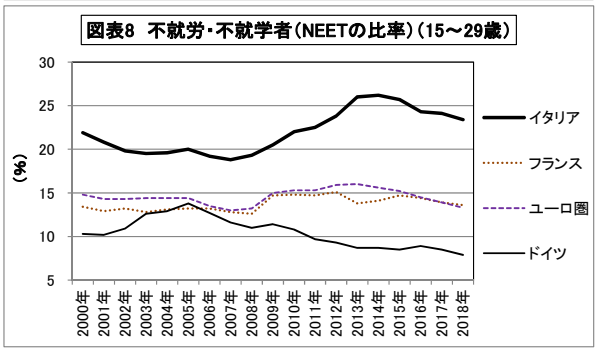
次に主要各国の選挙結果であるが、やはり広く中道政党の退潮とともに環境重視政党の躍進が見られるほか、今後の経済情勢に与える影響の観点からも注意が必要となる、特徴的な動きが生じている。

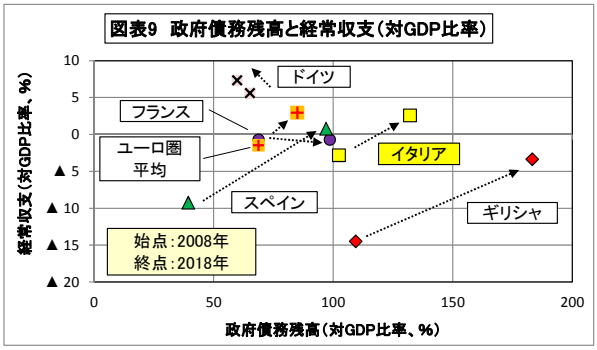
なかでも注目されるのは、イタリアの情勢である。もともとイタリアでは財政危機後も経済の構造改革が進まず、また高止まる不良債権などの下で銀行機能は十全に機能せず、経済の低迷が長く続いてきた（図表 7、8）。こうして雇用情勢は厳しいなか、さらに移民等の流入に伴う負担増も加わり、中道政党の退潮が鮮明になっている。昨年 3 月の総選挙を経て、ポピュリズム政党「五つ星運動」と極右「同盟」による連立政権が成立したが、今回の選挙では両党で過半の得票率を確保するとともに、順位が逆転し「同盟」が大差で第 1 党の地位を獲得した。この結果、今後は早期総選挙に至る展開もあるほか、財政規律の緩みも予想され、イタリア情勢が市場波乱の材料となる可能性が強まってきている（図表 9）[注 1]。

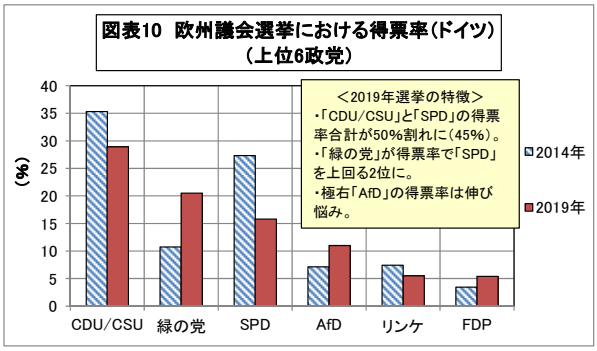
次に、やはり雇用の改善が鈍く、また移民等の流入や相次ぐテロを経験してきたフランスでは、ルペン党首の極右「国民連合」が得票率 1 位の座を維持した。同時に、可処分所得の拡大を要求する「黄色いベスト」運動の圧力もあり、マクロン改革の今後の進捗が主要な注目点となっている。一方、ドイツでは「CDU/CSU」と大連立を組む「SPD」の退潮が著しく、大連立解消などの可能性が浮上してきている（図表 10）[注 2]。さらに、メルケル首相の有力な後継候補であるクランプ=カレンバウアーCDU 党首は独自色を模索しており、今後は緊密な独仏間の連携が緩む可能性なども指摘されている[注 3]。

このようにドイツの政局の流動化なども含め EU では政治情勢の不透明感が強まっているが、政党の分立傾向の中で安定的な政権の維持が一層困難となり、政治情勢の不安定化が進む可能性が大きい。









（資料）図表 7、8 は Eurostat の、図表 9 は IMF の、図表 10 は欧州議会の、各データから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

まとめ

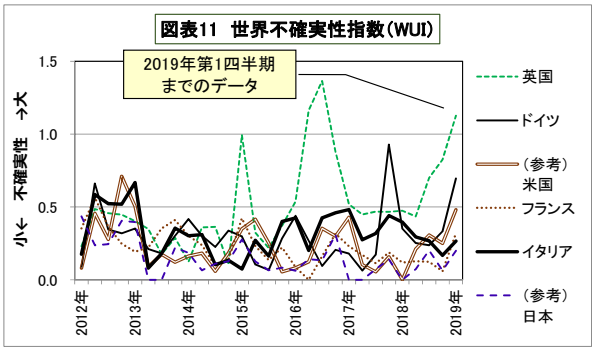
この他にも英国では「ブレグジット党」が得票率で首位となり、労働党は3位に、保守党に至っては5位に沈む結果となった。かつての二大政党体制は崩れ、今後のEUからの離脱対応も絡みながら、政治情勢は混沌としたものになっている。

これらの動向を受けてEU側への影響の波及も注目されるが、既にユンケル欧州委員会委員長の後任の人選に当たり、各国間で軋みが現れている。欧州議会選挙の結果による最大会派から候補を選出する前回方式の踏襲を望んだドイツなどに対してマクロン仏大統領が強く反対し、結局、今回は加盟国首脳間の議論により選出する方式に変更されることとなった。

以上を踏まえて総括を行えば、何よりも次の点が指摘できる。それは、今回の欧州議会選挙では結果としてリベラル会派を合わせれば親EU勢力が過半を維持したが、これをもって安堵はできないという点である。17年にドイツで「ジャマイカ連立」交渉が決裂した経緯もあるように、同じ親EU勢力とはいえども政策の違いが表面化する可能性が小さくはない。まして今回は政治勢力の細分化や多極化が一層拡大しているわけである。また仏、伊、英などで反EU政党が第1党の地位を確保し、影響力を強めている事情もある。

欧州では「不確実性指数」の上昇が見られている(注4)。今回の選挙を経て政治情勢は不安定性を増し、またEUの統合深化は停滞し、今後も不確実性が上昇する局面が増加するものとみられる。そして既に景気減速に直面するなか、こうした状況が投資の手控えなどを通じ成長の新たな重荷となる可能性を、想定する必要があるように考えられる。(19.6.19現在)

図表11 世界不確実性指数(WUI)



(資料) Economic Policy Uncertaintyのデータから農中総研作成

(注1)「同盟」(サルビーニ書記長)は、裕福な北部を地盤とし、中間層や富裕層に手厚い所得税減税や、法人税減税が政策の中心である。また、反難民・移民の姿勢が強い。一方、「五つ星運動」(ディ・マイオ党首)は経済的に発展が遅れた南部が地盤であり、最低所得保障(ベーシック・インカム)制度や雇用促進策の整備などが政策の中心である。既存の中道政治に対する批判を中心とし、自らを左派でも右派でもないと位置付けている。反グローバル主義や環境保護などが主眼である。両党の共通点としては、EUやユーロ圏に批判的な姿勢、財政規律への批判と歳出拡大による成長を重視する姿勢があるが、最近ではサルビーニ「同盟」書記長がこのような主張を一層強めている。総選挙を経て同書記長が首相に就任するような場合には、その影響は大きいものとみられる。

(注2) 17年9月のドイツの下院選挙では「CDU/CSU(キリスト教民主・社会同盟)」は「SPD(社会民主党)とともに議席数は大幅減となり、代わって極右「AfD(ドイツのための選択肢)」による初の議席獲得など、中堅政党の躍進が見られた。連立交渉は難航し、同年11月には「CDU/CSU」と「FDP(自由民主党)」、「緑の党・同盟90」との3党連立(「ジャマイカ連立」)交渉は決裂した。18年3月に至りようやく「CDU/CSU」と「SPD」による大連立政権が発足した。このような経緯があるため、現在の大連立が解消された場合には、新たな連立交渉は難航することが見込まれている。

(注3) アンネグレート・クランプ=カレンバウアー(AKKと通称される)CDU党首の最近の政治姿勢としては、AfDへの対抗やCSUへの配慮もあり、メルケル首相のリベラルなアプローチから距離を置き、移民対策でより厳しい姿勢を見せるなど右傾化の兆しがある(ただしこれに対しては、支持者の「緑の党」などへの離反の可能性が指摘されている)。また、マクロン仏大統領のEU統合深化策(横断的な最低賃金制度案など)に対し、強く反対を表明するなどの動きがある。

(注4)「世界不確実性指数WUI」は、Hites Ahir(IMF)、Nicholas Bloom(スタンフォード大学)、Davide Furceli(IMF)により開発された指数で、政治や政策、経済情勢にかかる分析や予測を行う文献に現れたキーワードに基づき先行きの不確実性を計測している。別途算出されている「経済政策不確実性指数EPU」とも、密接に関連している。次のホームページによる。
http://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html

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

地域経済金融

2018 年度の地方銀行の決算動向と今後の経営戦略

古江　晋也

要旨

日本銀行の金融緩和政策が 7 年目に突入する中、2018 年度の地方銀行・第二地方銀行の決算は、地方銀行において貸出金利息や業務純益が反転するなどの動きもみられるようになったものの、地方銀行と第二地方銀行はともに、これまで低水準で推移してきた信用コストが増加したり、対前年度比で経常利益や当期純利益が減少し続けている。このような厳しい金融環境を受け、地方銀行と第二地方銀行の経営戦略は、事業性融資（事業性評価）に注力するとともに、コンサルティング営業に力を入れている。行員が「やりがい」や「誇り」を持ち続け、地域社会から喜ばれるビジネスモデルの構築を確立することが求められる。

はじめに

本稿では、全国地方銀行協会「地方銀行 2018 年度決算の概要」、第二地方銀行協会「会員行の 2018 年度決算の概要について」と各銀行の決算説明会資料をベースに、2018 年度の地方銀行と第二地方銀行の決算動向と今後の経営戦略をまとめることにする。

この時期は、日経平均株価が 18 年 10 月上旬に一時 2 万 4,400 円台とバブル崩壊後の最高値を更新したが、その後は、米中貿易摩擦への懸念の高まりや、米長期金利の上昇などを受けて、12 月下旬に一時 1 万 9,000 円を割り込んだ。さらに 19 年 1 月上旬には、アップル社が業績を大幅に下方修正した、いわゆる「アップルショック」などもあり、日経平均株価は上値の重い展開で推移した。

このような日経平均株価の動向は、有価証券運用や業務の多角化の一環として投信窓販に力を入れてきた地方銀行や第

図表1　地方銀行の損益の推移

（単位：億円）

	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度
業務純益	12,817	12,702	10,348	9,463	9,739
コア業務純益	12,128	12,191	10,660	10,887	10,299
コア業務粗利益	35,599	35,284	33,718	33,715	32,945
資金利益	30,389	30,187	29,122	29,256	28,625
資金運用収益	32,751	32,777	31,693	31,857	31,719
貸出金利息	24,080	23,539	22,581	22,371	22,636
有価証券利息配当金	8,176	8,667	8,548	8,886	8,326
資金調達費用	▲ 2,364	▲ 2,592	▲ 2,573	▲ 2,602	▲ 3,096
役務取引等利益	4,484	4,433	4,056	4,308	4,319
その他業務利益	725	662	540	150	0
経費	▲ 23,472	▲ 23,092	▲ 23,058	▲ 22,827	▲ 22,646
人件費	▲ 11,760	▲ 11,722	▲ 11,638	▲ 11,450	▲ 11,349
物件費	▲ 10,468	▲ 9,995	▲ 9,922	▲ 9,863	▲ 9,826
国債等債券関係損益	578	504	▲ 467	▲ 1,067	▲ 228
一般貸倒引当金繰入額	111	6	155	▲ 355	▲ 330
臨時損益	567	1,193	971	1,553	▲ 468
不良債権処理額	▲ 1,206	▲ 1,078	▲ 1,198	▲ 1,000	▲ 2,784
個別貸倒引当金繰入額	▲ 612	▲ 715	▲ 808	▲ 634	▲ 2,202
貸出金償却	▲ 428	▲ 259	▲ 276	▲ 249	▲ 425
株式等関係損益	895	1,237	1,810	2,086	2,103
貸倒引当金戻入益	396	422	335	360	71
償却債権取立益	311	278	267	189	162
その他臨時損益	170	333	▲ 243	▲ 82	▲ 21
経常利益	13,380	13,891	11,316	11,015	9,269
特別損益	▲ 295	▲ 141	▲ 299	▲ 45	▲ 46
法人税等	▲ 3,193	▲ 3,455	▲ 3,063	▲ 3,130	▲ 2,998
当期純利益	8,211	9,403	7,954	7,838	6,223

（資料）全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行決算の概要」の各年度
（注1）貸出金利息＝貸付金利息－金融機関貸付金利息＋手形割引料」
（注2）「その他業務利益」（特定取引[トレーディング業務]利益を含む）は、国債等債券関係損益を除く。
（注3）「その他臨時損益」は、金銭の信託運用損益、退職給付費用（臨時費用処理分）なども含む。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表2　地方銀行における経営諸指標の推移

（単位：%）

	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度
貸出金利回	1.38	1.30	1.20	1.14	1.10
有価証券利回	1.06	1.13	1.13	1.27	1.26
資金運用利回	1.24	1.19	1.13	1.12	1.09
預金等原価	1.00	0.96	0.92	0.89	0.86
預金等利回	0.05	0.05	0.04	0.03	0.04
経費率	0.94	0.90	0.88	0.85	0.82
人件費率	0.47	0.45	0.44	0.42	0.41
物件費率	0.42	0.39	0.38	0.36	0.35
資金調達利回	0.09	0.09	0.09	0.08	0.10
資金調達原価	0.99	0.94	0.90	0.86	0.84
預貸金利鞘	0.38	0.34	0.28	0.25	0.24
資金粗利鞘	1.15	1.10	1.04	1.04	0.99
総資金利鞘	0.25	0.25	0.23	0.26	0.25
総資産コア業務純益率（ROA）	0.44	0.42	0.35	0.35	0.31
株主資本コア業務純益率（ROE）	9.39	9.01	7.60	7.46	6.75
コア業務粗利益経費率（OHR）	65.93	65.44	68.38	67.70	68.73

（資料）全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行決算の概要」の各年度

二地方銀行の経営に大きな影響を与えることになった（日経平均株価はその後、米国の利上げ打ち止め観測などから持ち直したこともあり、3 月下旬には 2 万 1,000 円台で推移）。

大幅に増加した信用コスト

7 年目に突入した日本銀行の金融緩和政策を主因とする貸出金利回りの低下や投信運用益の減少を受け、地方銀行と第二地方銀行の資金利益は引き続き減少している（図表 1～3 を参照。地方銀行の貸出金利息は貸出金利回りが低下しているものの、貸出金残高が増加したことから前年度比では増加に転じた）。

資金利益の減少に歯止めがかからない状況に対応するため、各銀行は役務取引等利益の強化に力を入れている。18 年度役務取引等利益は、保険窓販手数料や法人関連手数料ビジネスが好調だったため、地方銀行は前年度比で増加した（第二地方銀行は投信窓販が低迷したことや貸出金増加に伴うローン保証料の増加もあり、前年度比で減少）。

また国債等債券関係損益に目を向けると、米国債の売却など有価証券のポートフォリオを見直したことなどもあり、地方銀行と第二地方銀行は損超幅が縮小。特に、地方銀行は業務純益が 4 期ぶりに反転した。

ただ、18 年度決算で気がかりなことの一つは、これまで低水準で推移していた信用コストが大幅に増加したことである。その結果、地方銀行と第二地方銀行の経常利益は前年度比で減少。当期純利益も前年度比で減少することになった。

なお、全国地方銀行協会が公表している地方銀行の 19 年度通期業績予想（63 行）は、経常利益が 18 年度実績比＋150 億円（＋1.6%、増益 22 行・減益 41 行）の 9,381 億円、当期純利益が同＋349 億円（＋5.6%、増益 20 行・減益 43 行）の 6,549 億円となっている。

マイナス金利政策下の融資業務の変化

（1）事業性融資と「課題解決」

日本銀行の金融緩和政策が長期化する中、貸出金利回りの低下には、依然として歯止めがかからない状況となっている。そこで多くの銀行は、貸出金利息の減少を食い止めるため、引き続きボリューム（貸出金残高）の増加を推進している（このことが更なる金利競争に拍車をかける一因にもなっている）。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表3　第二地方銀行の損益の推移

（単位：億円）

	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度
業務純益	2,896	2,678	2,161	1,946	1,730
業務粗利益	10,004	9,678	9,256	8,887	…
資金利益	8,730	8,573	8,309	8,102	7,681
預貸金収支	6,913	6,725	6,469	6,339	…
貸出金利息	…	…	…	…	6,348
有価証券利息配当金	1,821	1,859	1,858	1,812	1,636
役務取引等利益	872	833	741	770	720
その他業務利益	400	271	205	14	…
国債等債券関係損益	274	200	101	▲ 118	▲ 84
経費（▲）	7,116	7,095	7,087	6,964	6,621
一般貸倒引当金繰入額（▲）	▲ 8	▲ 95	7	▲ 24	28
臨時損益	174	207	189	259	▲ 20
個別貸倒引当金繰入額（▲）	259	287	188	233	261
株式等関係損益	256	348	285	515	389
貸倒引当金戻入益	…	…	…	…	24
経常利益	3,071	2,885	2,350	2,206	1,709
特別損益	▲ 35	▲ 81	▲ 41	▲ 50	▲ 51
税引前当期純利益	3,035	2,803	2,308	2,155	…
法人税、住民税及び事業税（▲）	467	510	428	432	…
法人税等調整額（▲）	501	369	179	139	…
当期純利益	2,065	1,923	1,700	1,583	1,241

（資料）第二地方銀行協会ウェブサイト「会員行の2018年度決算の概要について」および「第二地銀協地銀の決算の概要について」の各年度

（注1）預貸金収支＝（貸付金利息－金融機関貸付金利息＋手形割引料）－預金利息

（注2）国債等債券関係損益＝国債等債券売却益+国債等債券償還益-国債等債券売却損-国債等債券償還損-国債等債券償却

（注3）株式関係損益＝株式等売却益-株式等売却損-株式等償却

（注4）「…」はデータなし

ただし、最近では貸出金利回りの低下を防止するため、大企業・中堅企業向け融資や地公体向け融資を抑制する一方、相対的に高い利回りを確保できる中小企業向け融資（事業性融資）を加速させている。そして営業推進も、従来のような低金利を武器に案件を獲得する営業から、経営課題の解決を図る「コンサルティング営業」「ソリューション営業」「提案営業」（以下、「コンサルティング営業」）へとシフトしている。

ここでいうコンサルティング営業とは融資に加え、補助金申請支援、ビジネスマッチング、専門家派遣、事業承継、創業支援などの非金利サービスも提供することを特徴としており、中でも担保や保証に必要以上に依存しない「事業性評価」の取組みが事業性融資残高を牽引している。

そのため昨今の事業性融資（事業性評価）の推進は、取引先との対話を通じた経営課題を共有することからスタートする。ある銀行では取引先の経営課題を営業店またはエリアで検討し、その解決策を取引先に提案することを繰り返すことで事業性融資を推進しているという。

またある銀行では、取引先の事業内容や課題をしっかりと認識するために補助金申請支援を積極的に取組むことを事業性評価のベースとしている。

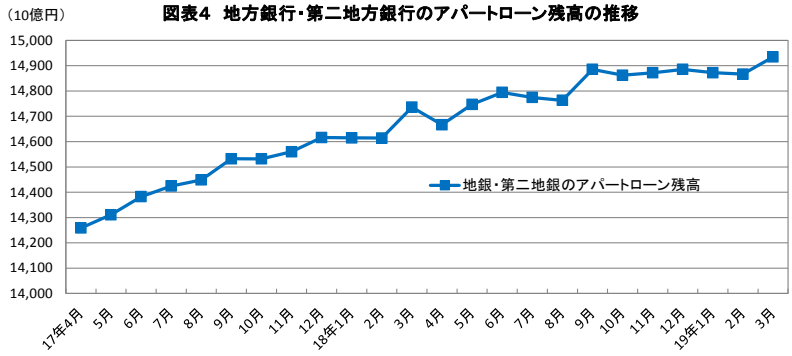
一般的に課題解決を主軸とした事業性融資は、通常よりも高い金利を獲得できるが、中には「課題解決提案と金利は別である」という取引先経営者もいるという。しかし、実施した提案が設備更新などの融資やフィービジネスに結びつかなくても、提案先の経営者とのリレーションを高めることになるため、後日、さまざまな相談を受けやすくなるという見方もある。

ただ、コンサルティング営業へとシフトするようになると、人材育成はこれまで以上に重要性を増すようになる。そこで、銀行内外の研修への参加や資格取得の奨励はもちろんのこと、例えば、地場の企業などに出向させることで、特定業種など専門性の高い人材を育成するとともに、外部との連携の強化を図る銀行もある。また最近では、コンサルティング子会社の設立も相次いでいる。

（2）非対面に力を入れる個人ローン

一方、個人ローン分野は、事業性融資のように付加価値を生み出すことが難し

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4　地方銀行・第二地方銀行のアパートローン残高の推移

（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」

い分野であるとされているため、非対面取引に力を入れ、効率化を進めている。

まず住宅ローンについては、後方事務の本部集約や、これまで営業店で実施していた業務をいくつかの拠点に集約することで人員の削減を図る銀行がある。さらに最近では、スマートフォンアプリやインターネットを活用した事前審査や電子契約を導入するなどデジタル化の動きも活発化している。加えて、住宅ローンは低金利競争が激しい分野のひとつであるが、例えば一般の団信の保障内容よりも幅広い「11 疾病団信」を追加するなど商品力を強化することで差別化を図る銀行もある。

自動車ローン等の目的ローンでは、審査申込から融資実行までをウェブ上で完結するウェブ完結型としたり、職域推進や休日にローン相談会を開催することで勤労者の利用促進を図っている。

銀行にとって住宅ローンは「家計のメイン口座化」を図る上で重要な商品であり、自動車ローンや教育ローンなどの複合取引が期待できる（ただ、昨今では人的資源の制約などから複合取引に至ってないケースもある）。また最近注目されている「人生 100 年時代」という観点からは、家計における「資産形成」「相続」への足がかりにもなる可能性もあり、保険や信託などのフィービジネスと絡めたビジネスモデルの構築の深化も今後の焦点になると考えられる。

なお、地方銀行と第二地方銀行のアパートローンの動向については、「銀行業界が消極的になった」「潮目が変わった」「需要が一巡した」との意見もあるが、「よい案件は推進していく」という声もあり、アパートローン残高はまだ増加が続いている（図表 4）。富裕層の土地活用、相続対策などであること確認し、入居率の動向など期中管理もしっかりとしていることを強調する銀行もあるが、賃貸住宅市場は供給過剰に陥りやすいという特性もあるため、注意が必要である。

役務取引等利益の強化

(1)個人向け預かり資産業務

貸出金利息が低迷する中、役務取引等利益への期待は根強い。ここでは、個人向け預かり資産業務と法人関連手数料に分けて概観する。

個人向け預かり資産業務で大きなウェイトを占める投信窓販は、前述したように株式市場が低迷したことなどから全般的には伸び悩んでいる。またフィデューシャリー・デューティー（顧客本位の業務運営）により、「回転売買」を取りやめたことなどから手数料が大幅に減少した銀行もある。

近年では、証券子会社が相次いで設立され、銀行から顧客を証券子会社に紹介

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

する銀証連携も活発化しているが、証券子会社の業績も「景気に左右される」という特徴がある。さらにネット証券が存在感を高める中、対面販売を主体としていた準大手・中堅証券会社の業績不振が報じられていることから(注1)、銀行窓販が、今後は大きな岐路に立つ可能性も十分に考えられる。

保険窓販については、平準払い保険や外貨建て保険を中心に手数料を着実に増加させている。ただし外貨建て保険については、高利回りの半面、為替レート次第では損失を被る可能性があり、苦情も増加している(注2)。

なお、上述したように投信窓販は市場動向の影響を強く受けることから、安定した収益源とはなりにくい傾向にある。そこで最近では、信託業務（信託報酬）に力を入れることで安定した役務取引等収益を確保しようとする動きがある。特に遺言信託、遺産整理業務、家族信託などのサービスを提供することは、シニア世代のみならず、次世代との接点を確保することが期待できるとの意見もあり、「銀証信」連携が安定した事業として定着するかにも注目が集まる。

(注1)「中小証券「対面販売」に限界　ネット台頭、進む構造変化 『顧客本位を』当局の監視重く」『日本経済新聞』2019 年 4 月 24 日付。

(注2)「外貨建て保険急成長　生保大手 5 社 18 年度 5 割増 3.6 兆円 『説明不足』苦情も絶えず」『朝日新聞』2019 年 6 月 3 日付。

(2)注目される法人役務関連手数料

貸出金利回りが低下し続け、有価証券運用も厳しさを増す中、銀行には「顧客が直面している課題に対処しなければ生き残っていけない」という危機感が高まっている。そのため、最近では課題解決のための手法も多様化しており、ビジネスマッチング、補助金申請支援、経営計画作成支援以外にも、事業承継、M&A、シンジケートローン、証券化のスキームを活用して資金調達を行うストラクチャードファイナンスといった実行件数も年々増加する傾向にある（そして、このことが法人役務取引関連手数料の増加となる）。

また今日では、中小企業等においても人材不足は深刻な経営課題となっていることを踏まえ、人材紹介業に参入する銀行も増加している。ただ人材紹介業に参入する目的は、収益を確保するというよりも、むしろコンサルティングメニューを増加させ、提案力の向上を図るという側面が強い。さらに ESG（環境・社会・ガバナンス）や SDGs（持続可能な開発目標）についての関心が高まる中、寄付型私募債のニーズが高まっており、私募債残高が増加している銀行も多い。

なお経営者保険については、過度に節税を強調する販売を金融庁や国税庁が問題視したことから、各生保会社は 19 年 2 月に販売を取りやめた（いわゆる「節税保険」）。そのため、今後の経営者保険分野は、苦戦を強いられるであろう。

店舗再編と行員の再配置

業務粗利益が伸び悩む中、コスト削減は各銀行とも喫緊の経営課題となっており、デジタル化と平仄を合わせ、店舗再編が急速に進行している。今日の都市部の営業店舗では、例えば、タブレット端末を活用することで申込ができるペーパーレス化、セルフ出納機の導入による現金のハンドリングレス化に加え、後方事

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

務の事務センター集中化や受電業務の集中化などによって営業店における事務量を大幅に削減している。

また、これまでフルバンキング体制を維持してきた銀行も、ダイレクトチャネルの利用によって来店客数が減少する中、エリア制を導入することで法人業務を母店（統括店）に集約する一方、エリア内の店舗を預かり資産業務や相談業務に注力する個人特化店にするなどの動きが加速している。さらに少人数によるオペレーションを実現するため「昼休み」を導入する店舗や、近隣店舗を集約する「店舗内店舗」を導入する銀行も増加している。そして、業務の効率化と店舗再編によって捻出された人的資源は、営業部門などに再配置することで業務粗利益の向上が図られているが、配置転換された行員が業務粗利益の向上に貢献できるかどうかは、新たな業務にスムーズに適応できるかどうかに関わっており、きめ細やかなスキルはもちろんのこと、心のケアやサポートも求められる。

おわりに

以上、2018 年度における地方銀行、第二地方銀行の決算動向と今後の経営戦略についてまとめてみた。

本稿でも見てきたように、現在では事業性融資に注力する動きが加速しており、コンサルティング営業を展開するため非金融サービスの取組みを多様化させている。しかし、その一方で、これまで低水準で推移してきた地方銀行と第二地方銀行の与信関連費用が増加するようになった。仮に今後、米中貿易摩擦が悪化などから企業業績にも悪影響を与えることになれば、成長ドライバーとなっている事業性評価の取組みも転換を迎える可能性は否定できない。そして、その場合、これらの中小企業をどのように支えていくのか（どのような提案を行っていくのか）が、与信関連費用の動向とともに今後の注目ポイントになるであろう。

また今日の銀行業務はかつてのような預金、貸出業務だけではなく、預かり資産業務やコンサルティングなど、求められる専門的知識が格段に高度化している。そのため意欲の高い人材を獲得したり、育成することが喫緊の課題となっている。ただ現在では、金融環境が厳しくなる中、銀行を希望する学生が減少したり、若手行員の退職が増加している銀行もある。そのため銀行の中には働きやすい職場環境の構築をめざし、健康経営優良法人を取得する動きもあるが、これらの取組みに加え、「お願い営業」や「銀行にとって都合のよい金融商品販売」をやめることで、「地域に貢献したい」という思いで入行した行員のモチベーションを最大限に発揮できるビジネスモデルの構築を目指すことが重要である。

最近では、地域経済の疲弊や利益の低迷などを理由に地方銀行に合併・統合を促す圧力が強まっている。しかし、合併・統合が行われても「銀行目線」よる短期的な利益を追い求める戦略を採用するのであれば、地域社会の発展に役立たないばかりか、さらに行員のモチベーションを低下させ、結果として、将来的に生き残っていくことも困難になるであろう。そのため行員が「やりがい」や「誇り」を持ち続け、地域社会から喜ばれるコンサルティング力の強化を目指したビジネスモデルの構築を確立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 15 回〉

取引先との対話を重視する津山信用金庫

古江　晋也

要旨

岡山県津山市に本店を置く津山信用金庫は、「地域の活性化がなければ、金庫の発展もない」との思いから、課題解決型金融を推進するとともに、課題発見の糸口となる取引先との対話に力を入れている。対話を深めるための具体的な取組みは、定期積金の集金業務、経営診断サービスの推進、月刊広報誌の刊行、きめ細やかなセミナー（未来塾）の開催などであり、多くの職員が何度も足を運べる環境を構築することで、作州地域の活性化を後押ししている。

はじめに

日本銀行の金融緩和政策の長期化、人口減少などの厳しい金融環境の下、地域金融機関は持続可能なビジネスモデルの構築が求められており、取引先企業の課題解決に積極的に取り組む動きが加速している。ただ、「課題解決型金融」に本格的に取組むためには、今まで以上に対話を繰り返していくことが欠かせない。

こうした中、岡山県津山市に本店を置く津山信用金庫（18 年 3 月・預金積金残高 1,419 億円、貸出金残高 648 億円、常勤役職員数 164 人、店舗数 14 店舗）は役職員が一丸となって課題解決型金融の推進とそのベースになる「対話力」の強化を図っている。

写真1　津山信用金庫本店

作州地域の活性化応援信用金庫

津山市、真庭市、美作市など作州地域を主たる営業地域とする津山信用金庫は 1927 年の設立以来、協同組織金融機関ならではのフェイス・トゥ・フェイスを大切にした訪問活動、事業者の相談や悩みの解決に取組んできた。しかし同地域の人口が減少する中、「地域の活性化がなければ、金庫の発展もない」との思いから、13 年 4 月に営業支援部に地域創造課を新設し、補助金申請書の作成支援業務などに力を入れるようになった（ものづくり補助金の採択率は 15 年度・66.7%、16 年度・85.7%と、全国平均の 2 倍以上の実績がある）。

営業支援部は現在、地域創生部へと改組され、医療介護分野など業種特性を把握した専門性の高い職員を配置。補助金コンサル業務に加え、事業性評価、創業支援、販路開拓支援、産学金官の連携（クラウドファンディング事業、美作大学、津山工業高等専門学校、津山高校との連携など）などに取組んでいる。また 5 年ほど前からは、地域活性化に取組むことを地域社会に意識的にアピールするため「作州地域の活性化応援信用金庫」とい

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

写真2　本店内の様子

う新名称を掲げることにした。

ただ常勤理事・経営管理部長の平木基裕氏が指摘するように、地域を活性化するためには、取引先の課題を発見することが重要であり、課題を発見するためには取引先との対話を促進することが欠かせない。そこで同信用金庫は課題解決型金融に向けた態勢整備と同時に、対話の頻度を高める環境づくりにも着手した。

定期積金による対話力の強化

近年、経費削減や効率性を重視する観点から、定期積金の集金業務を事実上とりやめる地域金融機関が増加している。実は、かつての津山信用金庫もこのような流れを受け、集金業務の縮小を図ってきた。しかし、課題解決型金融に取組むためには、取引先との対話の頻度を高めるツールが改めて求められるようになり、再び定期積金の集金による顧客の実態把握に力を入れている。

ただし現在の集金業務は、かつてのように「集金」を目的にするのではなく、「コミュニケーション」を目的とすることと、可能な限り、経営者や経理担当者、社員など幅広い人々とコミュニケーションを図るように指導している。また「個人顧客の中にも課題を抱えている人々がいる」との思いから、個人顧客にも集金業務を情報収集ツールとして活用している。

「つしん財務診断サービス」による対話

津山信用金庫は16年1月から「つしん財務診断サービス」(以下、診断サービス)を開始した。同サービスは「企業の健康診断」であり、健康診断の結果をもとに経営者と対話を深めることを目的としている。

診断サービスのプロセスは、まず決算書をもとにした財務分析や定性的なヒアリングを実施。受診した企業が業界平均とどれぐらい差異があるのかなどを分析することで、経営上の強みと弱みを明らかにする。

そして、受診した企業の経営指標が業界平均を下回っている場合は、業界平均へと引き上げる施策（例えば、売上高の向上をめざす場合はビジネスマッチングへの参加、生産ラインの見直しの場合は専門家派遣、設備更新の場合は融資など）を経営者と話し合い、経営改善などにつなげるようにしている（診断サービスを利用した企業は19年3月の時点で優良企業や経営再建中の企業など117社ある)。

一方、事業性評価の取組みについても、診断サービスがベースとなっており、診断サービスの結果に加え、商流などもきめ細かく把握し、「将来的にもビジネスモデルが成り立っていけるか」という観点から検討を加える。ただ、ここで考慮しなければならないことは、事業の拡大だけが「解」ではないということである。常勤理事の香山智史氏は「取引先の中には、現状維持を希望する経営者もいる」と言い、経営者の思いを汲み取ることの重要性を話す。また経営者が事業の拡張

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　左から香山智史常勤理事、
清水俊明執行役員、岩崎隼人上席審議役

を希望する場合でも、総合的な観点から「行き過ぎを止めることも我々の役目」と、ムリなく、事業に取組むことの大切さを理解してもらうこともあるという。

きめ細やかな対応を行う未来塾

次世代の経営者（後継者）や創業者を対象にしたセミナーや会合は、多くの地域金融機関で開催されているが、津山信用金庫の「つしん未来塾」（以下、未来塾）は、他のセミナーや会合とは一味違う。

14年からスタートした未来塾（第1～5期で総勢193人が参加。金庫職員参加者を含む）は、全6回のカリキュラムを毎年10月から翌年2月に実施する。講義内容は受講者のリクエストをもとに編成するが、その際、地域創生部上席審議役の岩崎隼人氏が指摘するように「どうしても多数者のニーズが反映されることになるため、かゆいところに手が届かない」ことになりかねない。そこで未来塾では、少数者の要望も意識して講義内容に取り入れたり、講義内容に組み込むことができなかった場合は、職員が塾生のもとを訪問し、個別レクチャーを実施する。加えて、講義の際、十分に質疑応答の時間が取れなかった時は、地域創生部ソリューション事業課に在籍する専門知識のある職員が後日、質問した塾生のもとを訪れて対応するなど、きめ細やかな対応を実施している。

月刊広報誌「つしん日和」

津山信用金庫は16年6月から月刊広報誌「つしん日和」を創刊し、定期的な情報発信に取組んでいる（19年3月の時点で第34号を刊行）。同誌の内容は、津山信用金庫が開催したセミナーや講演会などの報告もあるが、注目すべきは「企業紹介」というコーナーであり、つしん日和の担当職員が取引先経営者のもとを訪問し、インタビューを行って作成していることである。このことが「地域の人々に事業内容を知ってもらいたい」と考えている経営者に喜ばれ、「津山信用金庫はここまで我々にしてくれる」という感謝の声も少なくないという。

また、津山信用金庫はつしん日和以外にも、地域創生部では四半期ごとに「つしん景況レポート」を作成しているが、同レポート作成に当たっても、作州地域の景気動向を調査するために地域企業約250社への面談、聞取りを行っている。

このように、つしん日和やつしん景況レポートは、取引先への情報提供という機能だけではなく、作成過程の段階においても対話を行うツールとして機能していることは興味深い。

職員育成と「チャレンジジョブズ」

課題解決型金融を推進するため職員教育は欠かせない。津山信用金庫では金庫内研修に加え、例えば、つやま産業支援センターで開催される本業支援に関する研修（18年度・29回）や信用金庫団体（全

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

国信用金庫協会、中国地区信用金庫協会、岡山県信用金庫協会）の各階層別研修会などの外部研修にも積極的に参加している。中でも信用金庫団体の研修会は、他の信用金庫役職員と交流を深めることができる貴重な機会にもなっている。執行役員・地域創生部長の清水俊明氏は、「業界団体との連携や他の信用金庫との交流は営業地域が限定されている信用金庫には不可欠」と話し、多くの「信金マン」と意見交換することで様々なアイデアが生まれるという。

一方、津山信用金庫独自のユニークな研修制度としては、12 年からスタートした「チャレンジジョブズ」がある。同制度は自立型職員を育成することに主眼が置かれ、35 歳までのプロパー職員を優れた取組みをしている信用金庫に派遣する。派遣された職員は派遣先の信用金庫の役職員へのヒアリングや現場視察を行い、派遣先信用金庫の営業推進や課題解決などを学ぶ（派遣先から戻ると津山信用金庫内で発表会を開催する）。

派遣される職員数は毎年 2～3 人であるが、その時、訪問を通じて学ぶべきテーマの設定、訪問を希望する信用金庫や企業へのアポ取り、宿泊施設の予約、スケジュール作成など、すべての準備を職員自らが行わなければならない（派遣期間は 3 日間）。

チャレンジジョブズ制度を体験した多くの職員は、他の信用金庫のビジネスモデルを研究し、実際に取組んでいる役職員と交流することで「同年代の職員がこんな業務を行っている。私もがんばらなければ」という深い感銘や強い刺激を受けるという。

おわりに

今日、多くの地域金融機関が付加価値の高い営業推進の一環として、課題解決型金融に力点を置きつつある。しかし、その一方で、業務の効率化や経費削減を優先するあまり、取引先とじっくり対話を行う仕組みづくりが不十分なケースも少なくない。そのため、ともすれば営業推進が話術やパーソナリティといった個人の力量に依存することとなり、全体的な営業力の底上げにならないばかりか、営業経験の浅い若手職員のやる気を削ぐことにもなりかねない。

そうした中、津山信用金庫では、課題解決型金融を推進する上で、取引先との対話が何よりも重要であるとの考えから、定期積金の集金業務、診断サービス、未来塾における個別レクチャー、月刊広報誌の発行など、取引先を訪問できる様々なツールを用意し、多くの職員が何度でも取引先のもとを訪問できる仕組みづくりを構築してきた。もちろん、経営資源が限られているため、毎月定期的に訪問できない取引先が存在したり、課題解決型金融は、成果に結びつくまでに時間がかかるため、いかに職員のモチベーションを持続させるのか、といった課題もあるという。しかし、付加価値のある業務を遂行していくためには、「1 人でも多くの顧客と、少しでも長く対話できる環境づくり」を構築することが重要であり、その仕組みづくりにも並行して着手してきた津山信用金庫の事例は、課題解決型金融をめざす金融機関にとって大きな示唆を与えてくれる。

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

ニューヨークでのライドシェアを巡る動き

農林中央金庫　ニューヨーク支店長　和田　透

ニューヨーク（主にマンハッタン）にUberなどのライドシェアが現れ始めてから8年程度が経過しているが、その間にライドシェアの車両数は急速に増え、今では約8万台にまで達している。昔ながらのタクシー（通称イエローキャブ）の車両数約1万3千台と比べるとその多さがお分かりいただけると思う。筆者もUberをよく利用するが、その利点としては、①タクシーが捕まりづらい時間帯（夕方の帰宅時間等）であっても、ライドシェアなら容易に捕まる、②前もって支払う料金が提示されるため、会計が明瞭である（ただし、ライドシェアの料金は需給により変動するため、タクシーとの比較で一概にどちらの方が安いとは言えない）、③利用後にドライバーを星5つで評価する仕組みがあるため、ドライバーは高評価を得るために丁寧な接客を心がけている（ような気がする）等があげられ、そういった意味では、移動手段として利用する側の利便性は格段に向上している。

ただし、良いことばかりかというとそうとも言えない。第一にマンハッタン内の交通渋滞の大きな要因になっているということが言われている。以前はタクシーの多さが交通渋滞の要因と言われたこともあり、1937年にニューヨーク市はメダリオン（タクシーの営業許可証、売買可能）を導入し、その数を1万3500枚に制限した。上記の通り、現在のライドシェアの車両数はそれを大幅に凌ぐ規模となっており、ひどい渋滞の要因となっていると言われるのもうなずける。

またライドシェアの台頭は競争激化を招き、タクシードライバーの収入を大きく減少させるとともに、その所有するメダリオンの価値も大幅に下落するという結果を招いている。メダリオンは以前100万ドル（約1億1千万円）の値段がついていたこともあり、タクシードライバーは多額の借金をしてそれを購入し、引退までの間ドライバーで生活費を稼いだ上で、引退時にメダリオンを売却して借金の返済に当てるというパターンが多い。今ではメダリオンの価値は、買い手を見つけるのが難しいと言われるぐらいまで下落しており、抱えている借金や生活の困窮を理由に、近年タクシードライバーの自殺が相次いでいる。一方でライドシェアのドライバーの稼ぎが良いかというとそうとも言えず、やはり競争激化により、その収入は減少しており決して楽ではないようである。

そういった状況を受け、ニューヨーク市では2018年8月、全米で初めてライドシェアのドライバー数を暫定的に制限する法律が成立した。内容は、その後1年間はニューヨークで展開するUberなどのライドシェアは新たに運転手を雇用してはならないというものである。また法律には、タクシーおよびライドシェア双方のドライバーの時給を最低17.22ドルにすることも盛り込まれた。最近の報道では、市は上記1年間の制限を延長する方向で検討しており、更には20年8月までに、マンハッタンでライドシェアが客を乗せていない時間の割合を運転している時間全体の41％（現状）から31％に減少させることをライドシェア企業に義務付けることも検討されているようである。

利用者には利便性を提供している一方で負の影響も顕在化しているライドシェア、そのインパクトの強さゆえに、規制のあり方を巡る議論や対策が急務となっている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

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7月号　第30巻　第7号･通巻344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