

金融市場

潮流

食品ロスの削減を目指して…………… 1

情勢判断

国内経済金融

後ずれが意識される世界経済の回復時期

～内外の金融緩和観測で金利に低下圧力～… 2

海外経済金融

当面のピークを迎えた米国経済

～インフレ鈍化を受け、7月利下げへ～…12

回復が遅れる中国経済

～年後半にかけては小幅持ち直す見通し～…18

分析レポート

苦境が続くドイツ経済

～貿易摩擦と環境規制の強まりの中で～…22

19年下期の米国経済に関する10の注目点…26

連載

生活応援運動に取り組む東海労働金庫……32

海外の話題

最近の香港とマカオ……………36

2019.8

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

食品ロスの削減を目指して

調査第二部 部長代理 木村 俊文

まだ食べられるにも拘わらず廃棄される弁当や食べ残しなど、いわゆる「食品ロス」が深刻な社会問題の一つとなっている。

食品ロスについては、2015年9月の国連サミットで採択された「持続可能な開発目標」(Sustainable Development Goals : SDGs) の中に「30年までに小売・消費レベルにおける世界全体の1人当たり食品廃棄物を半減させる」ことが達成基準の一つとして盛り込まれるなど、近年、関心が高まっている。

農林水産省によれば、日本の食品ロス量は643万トン(16年度推計)にのぼる。国民1人当たりでは年間51kg、つまり毎日お茶碗1杯分(139g)に相当する食品が廃棄されている計算になる。内訳をみると、製造・販売・外食等の事業系は352万トン(55%)であり、規格外品や返品、売れ残り、食べ残しなどによる廃棄が当てはまる。一方、一般家庭から発生する家庭系は291万トン(45%)と、食べ残しや消費期限切れなどによる廃棄が多い。18年の食料自給率が38%(カロリーベース)と極端に低い日本は、海外から大量の食料を輸入する一方で、国内で大量に廃棄しており、こうした状況は国際的な批判を招きかねない。

政府は、家庭系の食品ロスについては、循環型社会形成推進基本計画(18年6月)において、30年までに2000年度比で半減させる目標を設定している。また、19年5月には食品ロス削減推進法が成立し、製造・販売・外食等の事業者は食品ロスの削減に積極的に取り組むことが義務付けられた。

こうした中、事業系のロスを減らすためにコンビニ業界では、消費期限が迫る弁当などを来店客が購入する場合、電子マネーのポイントなどで還元する実質的な値引き販売に取り組み始めた。また、天候などの影響で売れ残りが見込まれる全国各地のパン屋さんの商品を割安価格で販売するパン専門の通販サイトなど、廃棄されそうな食品と消費者をマッチングすることで食品ロスを削減する新たな取り組みも登場している。

家庭系のロスを減らすには、冷蔵庫などにあるものをチェックし、食品を使い切ることを意識しながら賢く買い物することが大切だろう。我が家では、忘れ去られて黒くなったバナナやミイラと化したショウウガなどが冷蔵庫の奥底で発見され、驚くことがある。近い将来には、食品在庫を管理しながら献立を提案してくれるスマホアプリや人工知能(AI)を搭載した冷蔵庫などの普及が進むと思われる。

ただし、食品ロスの削減が進めば、その分だけ生産が減少することから、僅かとはいえ経済成長の下押し要因になる可能性がある。しかし、食品ロス削減に向けた新しい製品やサービスが開発されることで、従来にはない価値が生み出される可能性も大いに期待できる。

食品ロスは、事業者だけの問題ではなく、家庭や消費者一人ひとりの意識をいかに高めるかが課題といえる。前掲の食品ロス削減推進法では、毎年10月を「食品ロス削減月間」と制定し、とくに10月30日を「食品ロス削減の日」と定めた。今後、国民運動として食品ロス削減への取り組みが加速することを期待したい。

後ずれが意識される世界経済の回復時期

～内外の金融緩和観測で金利に低下圧力～

南 武志

要旨

IMF 世界経済見通しは4回連続での下方修正となるなど、「年後半の世界経済回復シナリオ」は後ずれする可能性が高まってきた。国内景気については、足元ではまだ底堅さがある消費、設備投資といった民間需要も、輸出の減少傾向が続く中での消費税率引上げによって悪化に転じるリスクがあるだろう。また、賃金・物価も足元では鈍化する傾向にある。

こうした中、政策正常化を進めてきた欧米の中央銀行はそれを中断し、再び緩和措置を講じる可能性が高まっている。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高い状態が続いている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2019年			2020年		
	7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.071	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0490	0.00~0.05	0.00~0.05	0.00~0.05	0.00~0.05	
国債利回り	20年債 (%)	0.210	0.15~0.30	0.10~0.30	0.10~0.30	0.15~0.35
	10年債 (%)	-0.155	-0.23~-0.05	-0.25~-0.05	-0.20~0.00	-0.15~0.05
	5年債 (%)	-0.240	-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)	108.1	100~112	100~112	100~112	100~112
	対ユーロ (円/ユーロ)	120.3	113~128	113~128	113~128	113~128
日経平均株価 (円)	21,756	20,500±1,500	19,500±1,500	20,000±1,500	21,500±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7月25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。

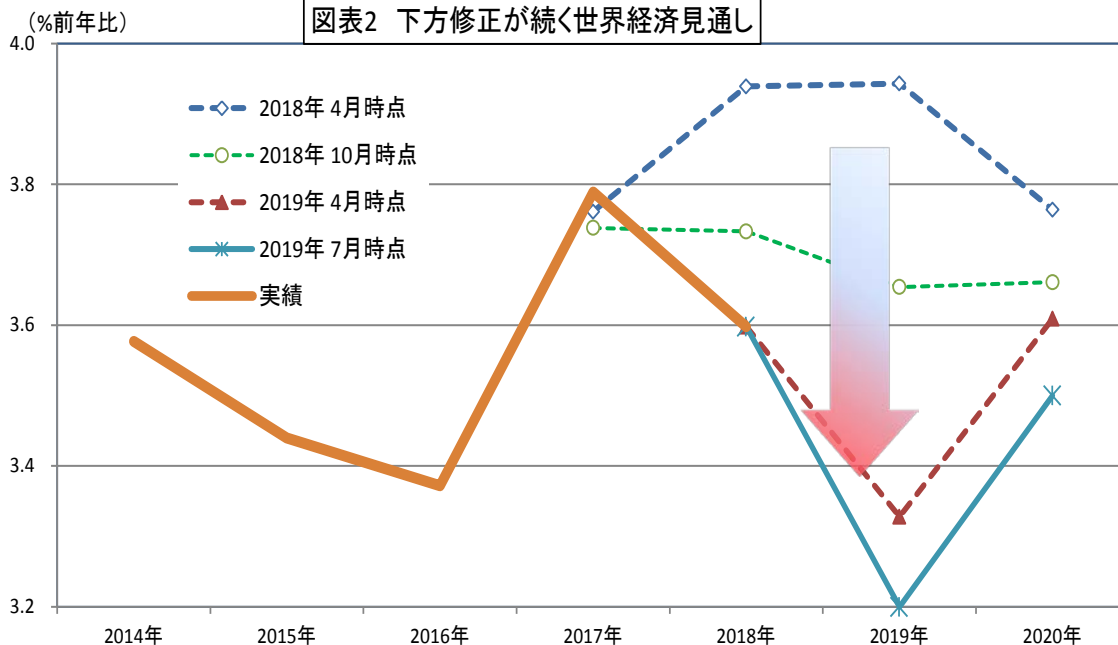
世界経済の下振れ リスク

米国経済が底堅く推移する一方で、トランプ大統領の保護主義的な通商政策が世界経済の下振れリスクを高めている。7月23日に公表された国際通貨基金(IMF)の世界経済見通しでは、副題を‘Still Sluggish Global Growth (邦訳:低迷を続ける世界経済)’とし、2019、20年の世界経済の成長率をそれぞれ3.2%、3.5%と、4月時点(3.3%、3.6%)からいずれも下方修正した。下方修正は4回連続であり、かつ19年の予測値は世界的な貿易停滞(スロートレード)によって成長が鈍化した16年の成長率(3.4%)を下回るものとしている(4月時点と同様)。さらに、19年の世界貿易数量も前年比2.5%(18年実績:同3.7%)へ下方修正されており、米中間の貿易摩擦の激化がその主因とされている。

引き続き、成長見通しに対するリスクは下振れリスクが中心

であると評価されており、その一例として貿易・技術面での緊張感がさらに高まり、企業心理が悪化し、投資が減速することが挙げられている。

図表2 下方修正が続く世界経済見通し



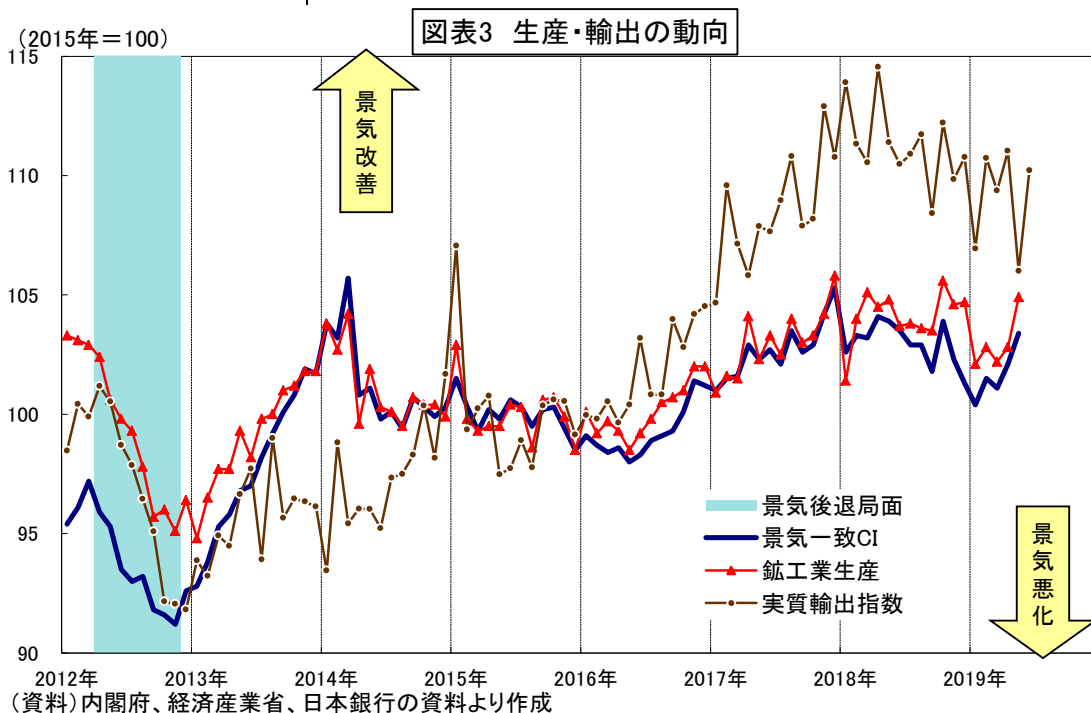
(資料)国際通貨基金「世界経済見通しデータベース」

景気の現状：企業・家計ともに景況悪化

以下、最近の国内経済の情勢をみていきたい。輸出・生産については足元で持ち直しの動きもみられたものの、過去1年を振り返ってみれば頭打ち状態であることに変わりはない。6月の実質輸出指数は前月比4.0%と大きく上昇したが、同▲4.5%と激減した5月からの反動の域を出ていない。4~6月期としては前期比0.1%と2四半期ぶりのプラスとなったが、1~3月期(同▲1.7%)の落ち込みを考慮すると、実質的には底ばい状態といえる。一方、鉱工業生産は4、5月と2ヶ月連続で上昇し、7ヶ月ぶりの水準に迫った。しかし、最近は在庫の積み上がりが同時進行中であり、既に前回の景気後退期の水準を上回るなど、在庫調整圧力が高まっているのも確かであろう。なお、6月の景気動向指数によれば、CIによる景気の基調判断が「下げ止まり」へ上方修正され、「悪化」は2ヶ月で止まった。

しかし、景況感は企業・家計ともに基本的に悪化傾向にある。日銀短観6月調査によれば、代表的な大企業製造業の業況判断DIは前回から▲5ポイントの7で、16年9月調査以来の一桁台となった。直近ピーク(17年12月、26)からは既に19ポイントも下がっているほか、中小企業・製造業では11期ぶりに「悪

い」超（▲1）となるなど、製造業の景況は悪い。一方、非製造業は比較的底堅く、大型連休効果も手伝って大企業は 23 と前回から 2 ポイントの改善となった。半面、消費動向調査・消費者態度指数といった消費者マインドは悪化傾向にある（6 月分は 9 ヶ月連続の悪化）。後述の通り、家計を取り巻く所得環境が弱含んでいるほか、10 月に消費税率の引上げを控えていることが影響しているように思われる。



消費・設備投資には底堅さも

一方、消費、設備投資といった民間需要については明確に悪化しているわけでもない。5 月は一步後退したものの、消費総合指数（内閣府試算）の 4～5 月平均は 1～3 月平均を 1.6% 上回った。実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行試算）も同じく 0.9% 上回るなど、4～6 月期の民間消費（GDP ベース）は再び前期比プラスとなる可能性は高い。

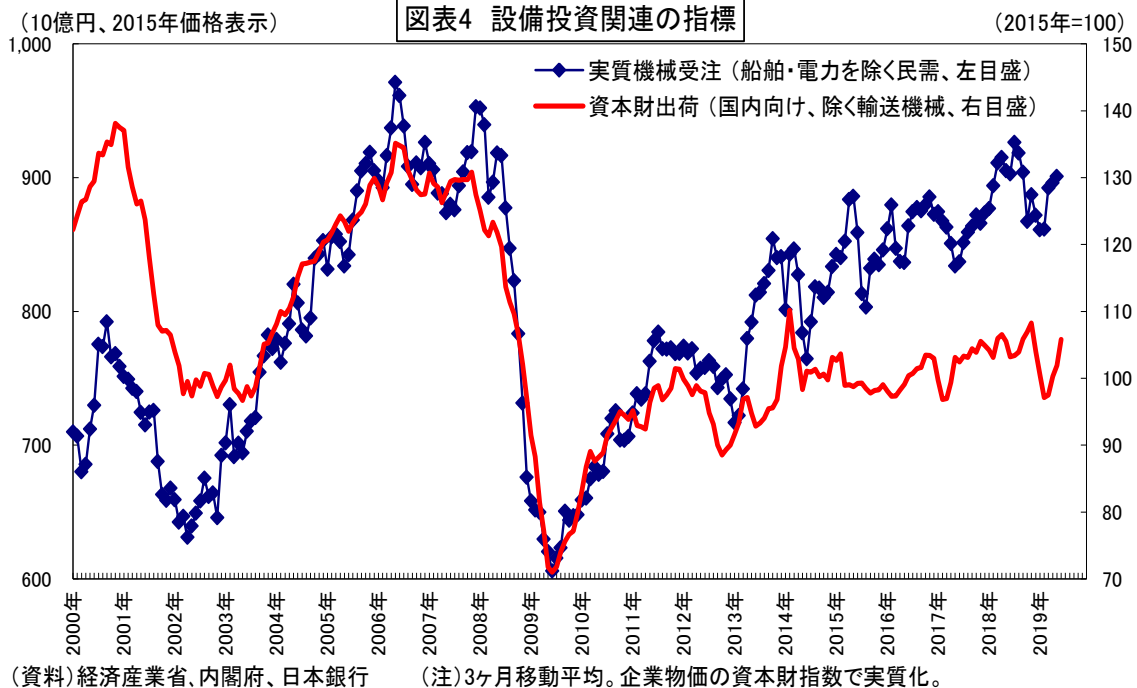
また、鉱工業統計・資本財出荷（除く輸送機械、国内向け）も 4～5 月平均は 1～3 月平均を 4.9% 上回ったほか、機械受注（船舶・電力を除く民需）も同じく 4.2% 上回っている。日銀短観によれば、19 年度の設備投資計画（全産業+金融機関、土地投資額を除く、ソフトウェア・研究開発を含む）は前年度比 6.1% へ上方修正され、18 年度（同 4.3% へ下方修正）の伸びを上回るものとなっている。今後の景気展開によっては全般的に下方修正される可能性も否定できないものの、依然として底

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

堅いと評価できる。

先行きについては、世界経済の減速によって輸出の減少傾向が続く半面、消費税率引上げ前ということもあり、年度上期中の民間需要は比較的底堅く推移する、という基調は継続すると思われる。ただし、天候不順や梅雨寒の影響が目先の消費などを下押しする可能性については留意する必要があるだろう。

一方、年度下期については輸出の底入れ・持ち直しが見えないなか、10月の消費税率引上げは民間需要に悪影響を及ぼすことが見込まれる。ただし、現在までのところ、駆け込み需要はほとんど発生しておらず、仮に9月までこの状況が続けば反動減も自ずと限定的なものとなる可能性がある。また、政府は手厚い対策を講じていることもあり、前回の消費税率引上げ（14年4月）と比べれば消費の落ち込みは軽微と想定される。その後、20年度入り前後に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、景気底入れを模索し始めるものと思われる。



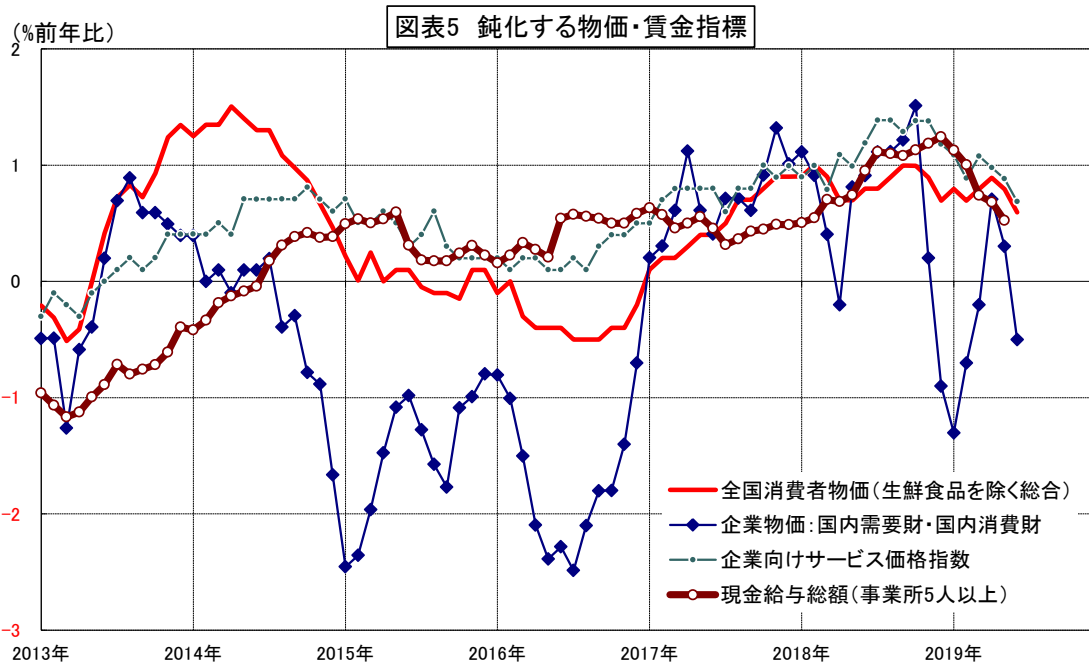
物価動向：先行き鈍化の見込み

春先に一旦は上昇率が高まった物価であったが、足元では再び鈍化がみられる。6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0.6%と、2ヶ月連続で上昇幅が縮小した。一方、生鮮食品・エネルギーを除く総合(コアコア)」も同0.5%と、5月と変わらずで、コア

指数の鈍化はエネルギー要因であったと捉えることができる。ちなみに、携帯電話通信料は前月比▲4.8%と値下がりしたものの、物価の前年比に対する押下げ効果は▲0.03ポイントと小さかった。

また、消費者物価（財）の上流に位置する企業物価・消費財指数は4月に一旦は前年比プラスに転じたが、5、6月と再び下落している。最近では、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る半面、耐久財、輸入品を中心に下落傾向が強まっている。

一方、消費の下支え役を担う家計所得については、19年春季賃上げ率、夏季賞与とも前年割れ（ともに経団連調べ）となったほか、現金給与総額（共通事業所ベース）も伸びが鈍化するなど、弱含む状況にある。内閣府が試算する総雇用者所得は増加傾向にあるものの、「1人当たり」で見ると伸びていない。こうした所得の伸び悩みによって需給改善による物価押し上げ効果が強まることは期待できないことから、当面の間、物価上昇率が2%に接近していく可能性は低いと思われる。



(資料)総務省、厚生労働省、日本銀行 (注)物価は消費税要因を除くベース。賃金は12ヶ月移動平均ベース。

金融政策：3年に及ぶイールドカーブ・コントロール

16年9月以降、約3年にわたって日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（イールドカーブ・コントロール）」の枠組みを継続してきた。この間、18年7月には強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から政策金利のフォワードガイ

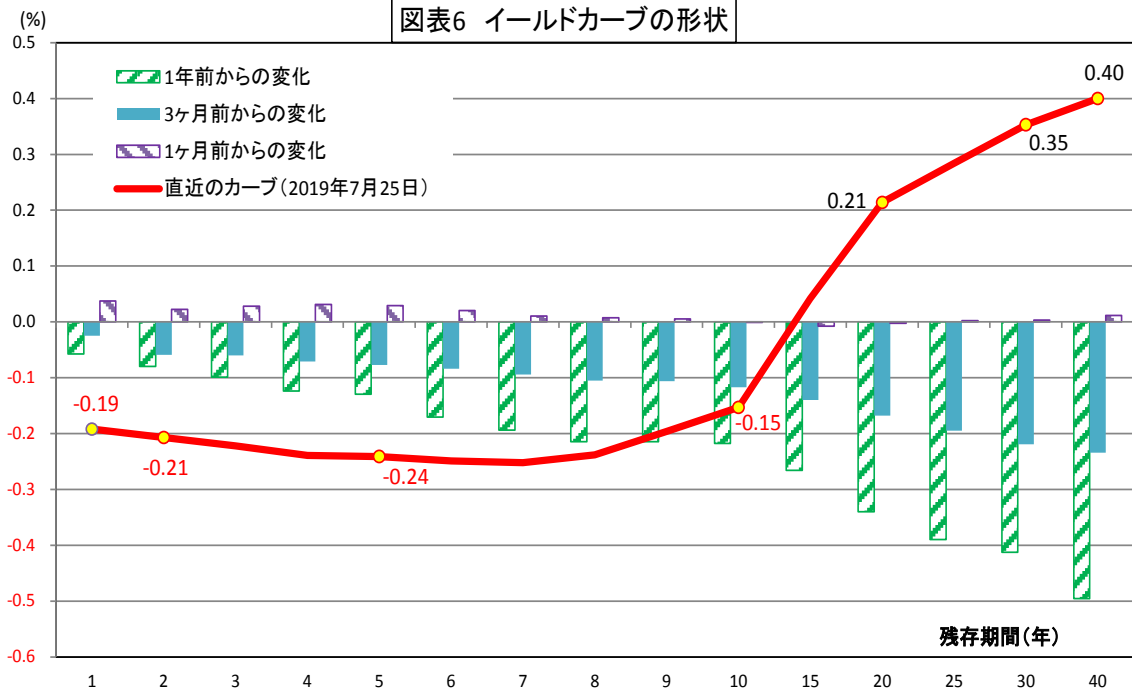
日銀は物価のモメンタムは維持されていると判断

ダンスを導入し、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化するために長期金利操作目標（ゼロ%）の変動幅をこれまでの倍程度まで許容する（±0.2%）ほか、ETF、J-REIT については弾力的な買入れを実施するよう修正した。また、19年4月には政策金利に関するフォワードガイダンスをより明確なもの（海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、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）へと変更している。

黒田総裁は、消費者物価上昇率のプラスが定着するなど、もはやデフレ的な状況ではなくなったとはいえ、依然として0%台後半であることから、引き続き2%に向けた物価のモメンタムを途切れさせないように、しっかりと強力な金融緩和を続けていくとの方針を示している。一方、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、世界経済の下振れリスクが意識される中、海外の中央銀行が挙って緩和策を検討するなど、日銀に対しても追加緩和観測が燻っている。

図表6 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

黒田総裁は MMT に否定的だが、財政政策との協調は今後の選択肢の一つか

近年、政府（中央銀行と一体化された「統合政府」）は自国通貨の発行権限を所有しているため、債務不履行に陥ることはないとし、低すぎるインフレ率を高めるには財政政策を有効に使うべきと主張する現代貨幣理論（MMT）が脚光を浴びている。財政赤字の累積は最終的にはインフレ加速や金利高騰につながり、国民経済に壊滅的な影響を及ぼしてきたという経験を踏まえ、ほとんどの主流派経済学者は MMT を異端視しているが、金融政策の「限界」が意識される中、財政政策の効用に注目する向きは少なくない。

通貨の番人たる中央銀行も MMT には否定的であり、黒田日銀総裁もまた例外ではない。しかし、07～08 年の世界金融危機直後のように、海外中銀で緩和的な金融政策が打ち出されて円高圧力が高まった場合、物価のモメンタムに悪影響が及ぶ可能性もある。また、輸出の減少傾向が続く中、消費税率引き上げによって国内需要の悪化傾向が強まった場合には追加緩和が現実味を帯びる可能性もある。

仮に日銀が追加緩和に踏み切る場合には、追加的な財政出動と歩調を合わせる格好となるものと思われる。

金融市場：現状・見通し・注目点

大型連休中に米中摩擦が再燃、一旦はリスクオフが強まったものの、その後は米 FRB の早期利下げ観測が浮上し、金融相場入りへの期待が高まった。しかし、内外景気の先行き懸念は払拭できず、株価は頭打ち気味に推移しているほか、長期金利にも一定の低下圧力が働いている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

長期化するマイナス金利状態

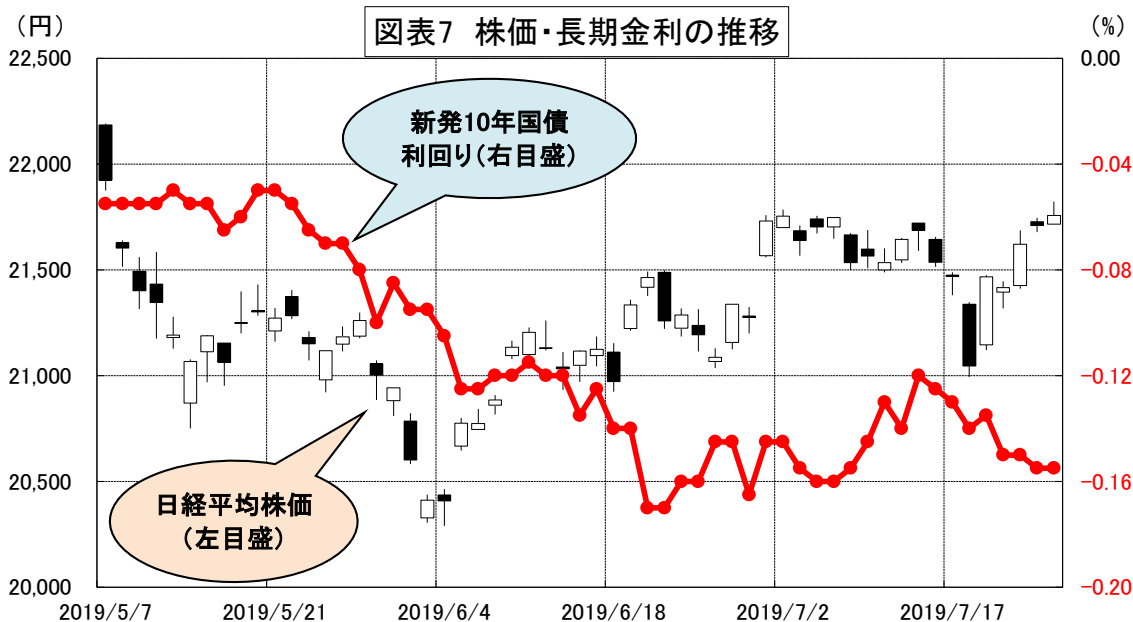
16 年 9 月に日銀がイールドカーブ・コントロール政策（長期金利操作目標：10 年 0%程度）を導入したことで、長期金利は概ね 0%を中心とする狭いレンジ内での展開となっている。18 年 7 月の金融政策決定会合では長期金利の変動許容幅をそれまでの倍程度（±0.2%）まで許容し、それと同時に日銀が長期金利の誘導目標を徐々に引き上げていくとの思惑が浮上したことで、長期金利は水準を切り上げ、10 月半ばにかけて 0.1%台半ばでの推移となった。しかし、その後は内外景気の先行き懸念が急浮上、リスクオフの流れとなったことで金利は再び低

日銀の追加緩和観測で高まる金利低下圧力

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。

19年2月以降、長期金利はマイナス圏に突入したが、日銀の追加緩和観測が強まる中、6月中旬には一時▲0.195%と約3年ぶりの水準まで低下した。その後はやや水準を戻したものの、▲0.1%台前半でのみ合いが続いている。

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、かつ変動許容幅を±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、年末にかけて操作目標の下限に接近することもありうるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

内外経済への懸念で上値は重い

② 株式市場

18年末にかけて世界経済に対する先行き懸念が高まり、日経平均株価は一時19,000円を割りこんだ。19年入り後は徐々に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、4月下旬にかけて22,000円台を回復した。しかし、大型連休終盤に米中摩擦が再燃して再び下落に転じた。その後は、米国の金融緩和観測の高まりが下支えするものの、上値は重く、直近は21,000円台後半で推移している。

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

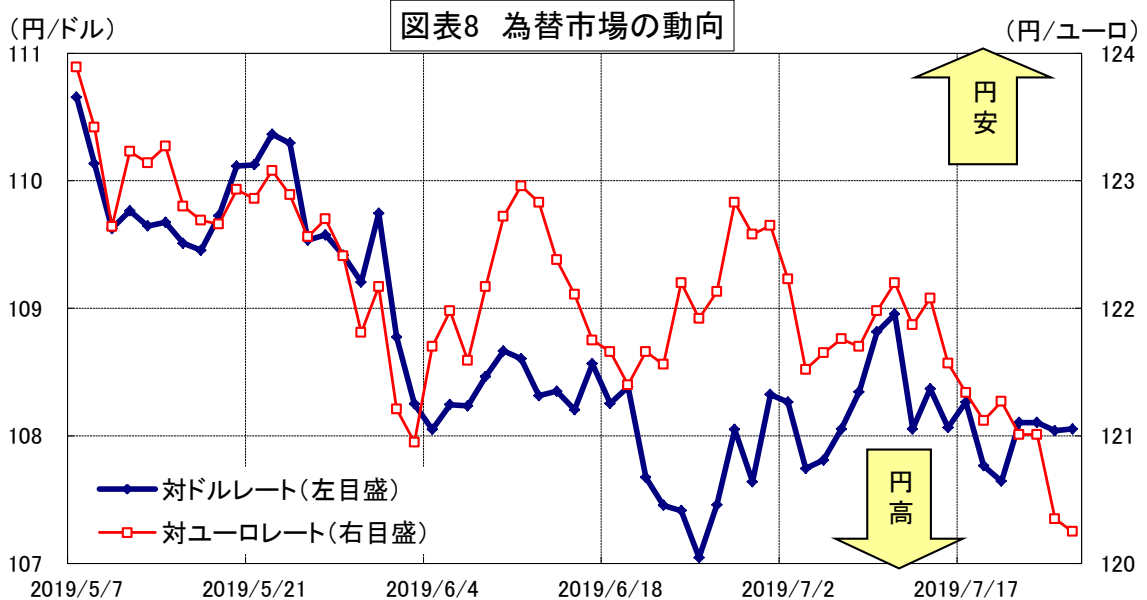
**海外中銀が緩和に
踏み切れれば円高に
振れやすい**

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避けられるものと思われる。

③ 外国為替市場

19年入り直後、対ドルレートは一時1ドル=104円台まで急伸する場面もあったが、その後は世界経済の先行きに対する過度な悲観論が後退、さらに米FRBがハト派化したことでリスクオンの流れとなった。4月にかけて111円台での推移となったが、大型連休明け後は米中摩擦の再燃を背景に再び円高方向に振れた。この1ヶ月ほどは108円を中心としたレンジ相場が続いている。

世界経済の減速傾向や米中摩擦の再燃を受けて、これまで政策正常化を進めてきた欧米中央銀行で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い。一方で、日銀の追加緩和も意識されていることもあり、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、欧米中銀が実際に緩和政策に踏み切った際には円高圧力が高まると思われる。



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 円台前半を中心としたレンジ相場が続いている。

先行きについては、ドイツを中心とする欧州経済の先行きや英新首相に EU 懐疑派のジョンソン氏が就任したことで現実味を帯びる「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と思われる。さらに、ECB 次期総裁への就任が予定されるラガルド氏（現 IMF 専務理事）は追加緩和を模索するドラギ路線を踏襲するとみられることもユーロ安を促すだろう。

（19. 7. 25 現在）

当面のピークを迎えた米国経済

～インフレ鈍化を受け、7月利下げへ～

佐古 佳史

要旨

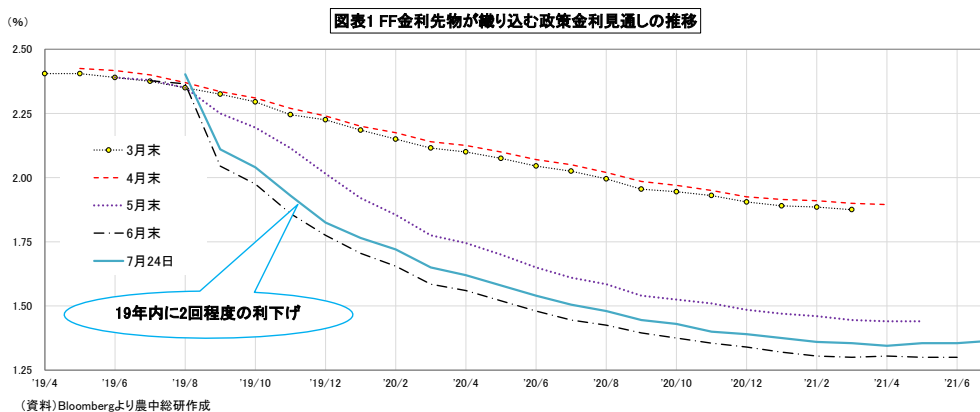
労働市場の堅調さは維持されているものの、それ以外の指標からは徐々に先行きに対する弱さが見られており、足元の米国経済は当面のピークを迎えたと思われる。先行きは、利下げや個人消費が景気を下支えし、ソフトランディングに向けた動きが見込まれる。

7月 FOMC で予防的利下げへ

パウエル FRB 議長は7月10～11日に行われた議会証言にて、米国経済は堅調に推移しているものの、海外経済の減速や、通商協議、連邦政府の債務上限問題、ブレグジットなどをめぐる不確実性が高まっていることを指摘した。加えて、低インフレが長期に及ぶリスクへの警戒感を強調したことで、予防的利下げを示唆する内容となった。

議会証言以降に発表された経済指標をみると、堅調なものが多いものの、経済状況に関するパウエル議長の発言内容が一貫していることから、7月 FOMC での利下げは確実視されている。金融政策を行うにあたり、データを注視する姿勢を表明してはいるが、内実トランプ大統領からの利下げ圧力が透けて見える政策運営と言えなくもない。もっとも、歴史的な観点からは、インフレ上昇のために中銀の独立性を毀損させるのは理にかなっているのかもしれない。

こうしたなか、7月 FOMC での利下げ幅については、一度に50bpの利下げについては、FOMC 参加者から否定的な意見が出ていることから、25bp になると思われる。

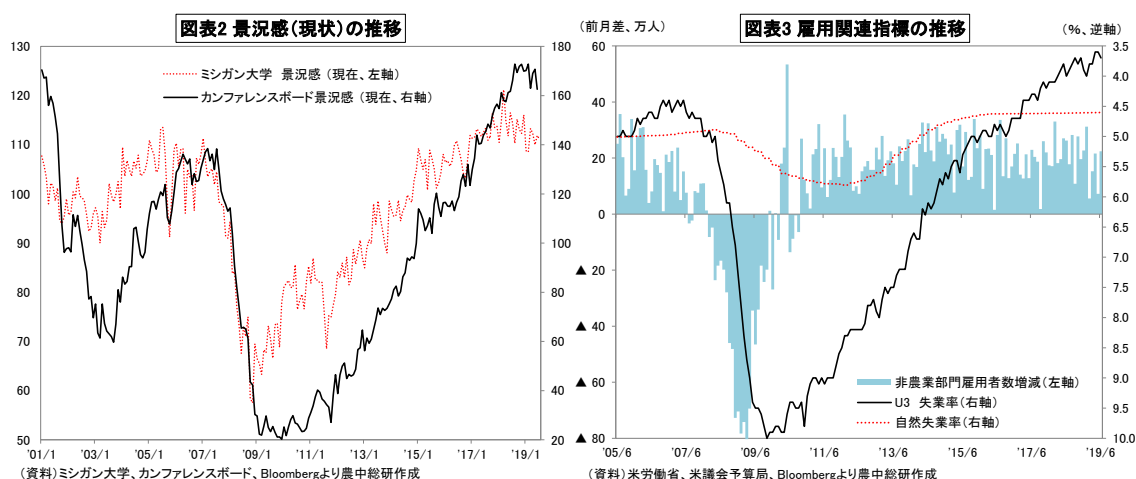


景気の現状

さて、経済指標を確認してみると、6月の非農業部門雇用者数は前月から22.4万人増、4～6月の平均では17.1万人増、と堅調に推移している。また、失業率は3.7%へとわずかに上昇したが、労働市場が悪化に転じたわけでもないだろう。

ただ、労働参加率(82.2%、6月)と求人件数(732.3万人、5月)については、それぞれ19年1月をピーク(82.6%、762.5万人)に頭打ちとなっている。また、現状についての景況感も横ばいから低下基調となっている。加えて、4、5月の実質個人消費支出はいずれも前月比0.2%と伸びが鈍化している。

こうしたことから、総じていうと、労働市場は堅調なもの景気は当面のピークを迎えたと考えられる。



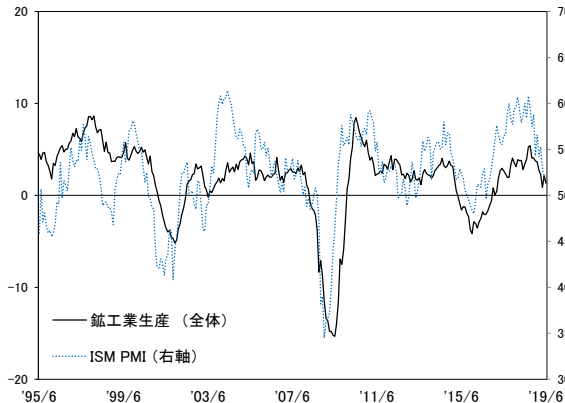
景気の先行き

次に、先行きについて考えてみよう。GDPギャップがプラスで推移し、自律的な減速傾向にあるなか、通商摩擦による不確実性の高まりもあり、設備投資は弱含んでいる。先行指標とみなされるコア資本財については、受注が出荷を下回って推移していることもあり勢いは弱い。ISM指数の低下や鉱工業生産の弱含みも確認され、先行きについては弱含んだ推移が予測される。こうした先行性のある経済指標の悪化から、今後は経済成長の減速が予想される。

もともと、賃金上昇や雇用の増加が消費拡大要因と考えられる上に、FRBは19年内に2回程度の利下げを行ない、経済を下支えする見通しとなっている。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。

(%、前年比)

図表4 鉱工業生産の推移



(資料)FRB、全米供給管理協会、Bloombergより農中総研作成

(億ドル)

図表5 資本財受注の推移



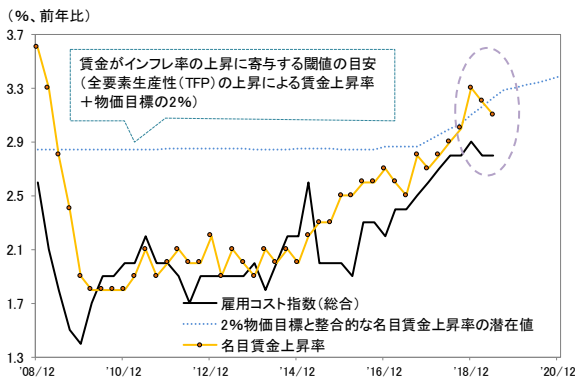
(資料)米商務省より農中総研作成 (注)3ヶ月移動平均。

一時的とみられる インフレ率の 鈍化

インフレ率については、6月のコア消費者物価(CPI)、コア生産者物価(PPI)がそれぞれ前年比2.1%、2.3%と、過去の景気がピークを向かえた局面と比較すると、勢いに乏しい推移が続いている。CPIについては、コア項目に含まれるアパレルと医療ケア商品などの価格下落が鈍化要因だが、これらは一時的とみられることから再び上昇率が高まると考えられる。PPIについては、追加関税による投入価格の上昇を商品に転嫁できていない状況が、ベージュブックで継続的に報告されている。また、賃金上昇率も6月は同3.1%と同様に勢いに欠ける。

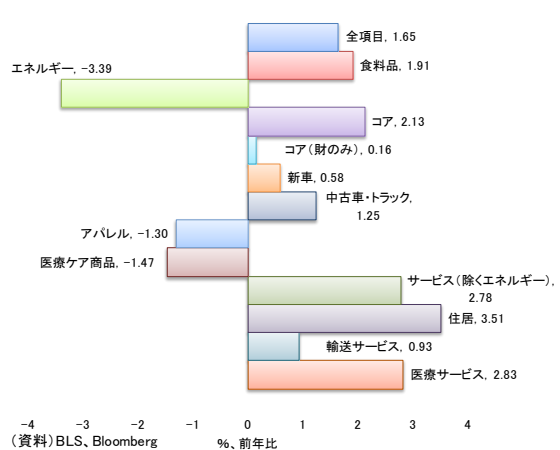
5月のコアPCEデフレーターは同1.6%とFRBの2%物価目標を下回る期間が長期化している。一方で、前述した一時的要因や、刈り込み平均PCEデフレーター(ダラス連銀公表)から判断すると、PCEデフレーターについても基調としてはFRBの目標と整合的に推移していると判断される。

図表6 賃金上昇率、雇用コストの推移(四半期ベース)



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

図表7 6月のCPI上昇率(前年比%)

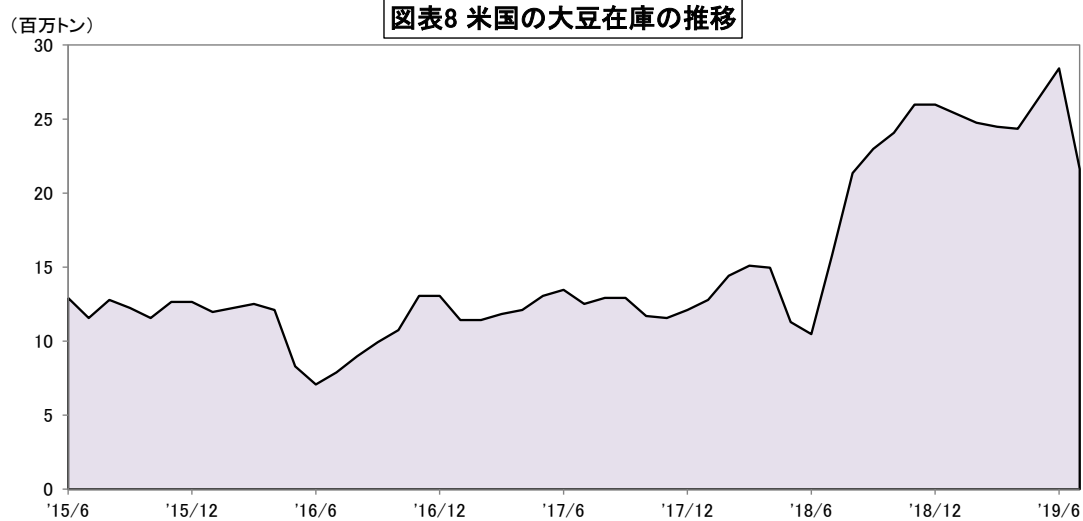


(資料)BLS、Bloomberg %、前年比

やや緩和した通商摩擦

6月29日の米中首脳会談では、通商協議の再開で合意に至り、第4弾となる3,250億ドル相当の中国製品への追加関税は先送りされた。また、中国通信機器大手、ファーウェイ製品についても部品販売が一部許可された。トランプ大統領の要請に対する措置として、中国による米国の大豆などの農産品の輸入拡大の動きも足元では報道（7月22日）され、米中関係はやや改善したといえる。一方で、首脳会談後もトランプ大統領は従来通り、追加関税の発動に関する発言（16日）をしていることから、将来的に追加関税が導入される可能性は依然残っているといえる。

図表8 米国の大豆在庫の推移



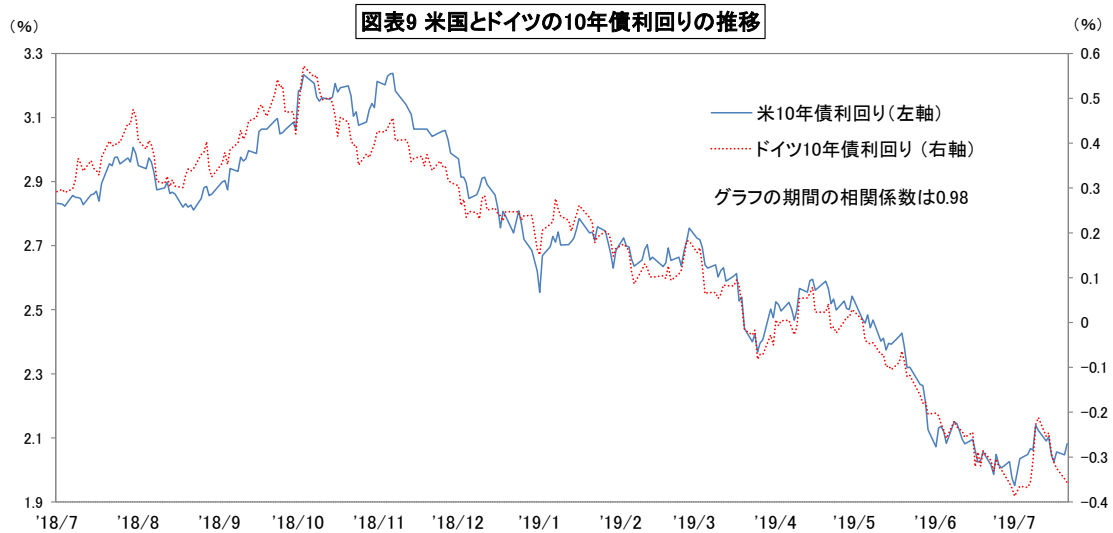
長期金利：利回りはさらに低下へ

最後にマーケットを概観すると、通商摩擦激化懸念が高まった5月23日以降、リスク回避の動きが進み、米長期金利（10年債利回り）は低下基調となった。6月に入ると、FOMC参加者からのインフレ見通しと世界経済の先行きに関する慎重な発言が増加し、利下げ観測が高まったことで金利はさらに低下した。6月のFOMC（18、19日）にて、19年内に2回程度利下げされる可能性が高まったことも金利低下圧力となった。

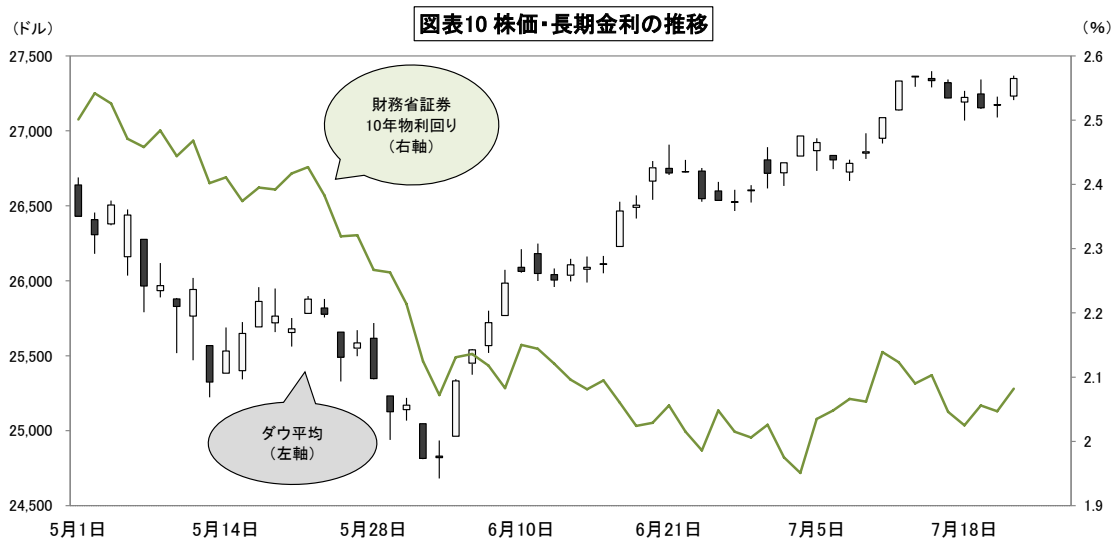
7月半ばにインフレ指標が持ち直したことで、一旦金利は上昇したが、パウエル議長の議会証言などから7月FOMCでの利下げが確実視されるなか、金利は再び低下。足元では2%をやや上回る水準での推移となっている。

先行きに関しても、金利上昇は見込みにくい。10月末に任期満了となるドラギ ECB 総裁が、退任前に利下げや量的緩和に道筋をつけると考えられていることから、ユーロ圏の債券では金利低下が進んでいる。間接的に、米国債への金利低下圧力が既に生じて

いとみられる。また、7月 FOMC で 25bp の利下げが行われた後は、年内の利下げ回数へと焦点が移ると思われるが、年内 2 回（計 50bp）は既に完全に織込まれていることから、3 回利下げ（計 75bp）の織込みが進めば金利低下圧力になりうる。以上より、金利低下圧力は強く、米長期金利（10 年債利回り）は 1.8～2.1% 程度の推移を見込む。



(資料) Bloombergより農中総研作成



(資料) Bloombergより農中総研作成

株式市場：底堅い推移を予想

株式市場では、通商摩擦激化懸念から 5 月は下落基調での推移となったが、6 月に入り利下げ観測が強まるにつれて反発し、足元ではダウ平均などの主要指数が史上最高値を更新するなど、堅調に推移している。

先行きについて考えてみると、予想 EPS の成長率が 1 桁台前半とかなり弱いなか、バリュエーションが切りあがっていることから、一本調子での上昇は考えにくい。一方で、FRB や ECB による緩和観測を背景に金融相場の様相を呈していることに加えて、通商摩擦激化も一旦は回避されたことなど好材料も多い。このため、一本調子の上昇ではないにせよ底堅い推移となり、史上最高値の更新も予想される。

(19.7.24 現在)

回復が遅れる中国経済

～年後半にかけては小幅持ち直す見通し～

王 雷軒

要旨

2019年入り後、一旦は下げ止まりも見られた中国経済は再び減速した。4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.2%と、1～3月期（同6.4%）から小幅減速した。今後、追加経済対策が行われることが想定され、年後半にかけては小幅持ち直すと予測する。引き続き、米中通商協議や追加経済対策に注目したい。

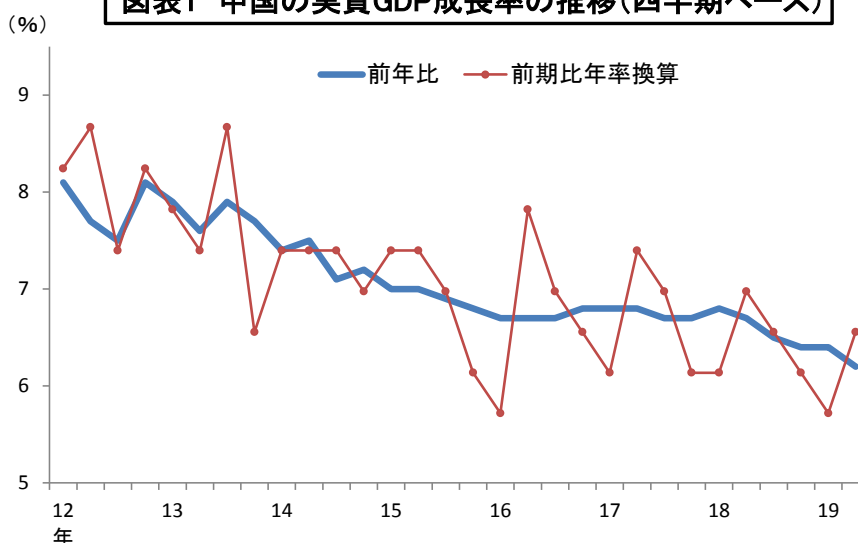
4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.2%

2019年入り後、一旦は下げ止まっていた中国経済は再び減速した。4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.2%と、1～3月期（同6.4%）から小幅減速した（図表1）。とはいえ、19年通年の政府の成長目標である「6.0～6.5%」のレンジ内には収まっている。

4～6月期の輸出額（米ドルベース）は前年比▲0.9%と1～3月期（同1.4%）からマイナスに転じた。輸出の伸び悩みは製造業の設備投資、個人消費の軟調につながったと考えられる。

一方、4～6月期の実質GDP成長率は前期比の年率換算では、6.6%と、1～3月期（同5.7%）から伸び率が高まっており、失速しているわけではない。以下は、足元の経済指標から景気動向をみたくうえで、今後の見通しを述べたい。

図表1 中国の実質GDP成長率の推移(四半期ベース)



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

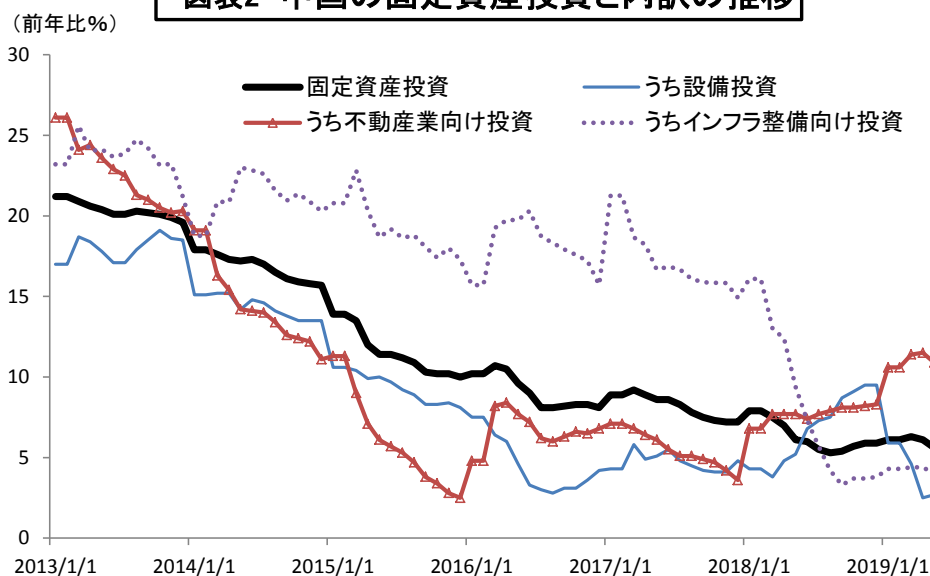
投資はやや加速も依然低空飛行

まず、投資については、1～6 月期の固定資産投資は前年比 5.8%と 1～5 月期（同 5.6%）から小幅加速した（図表 2）ものの、依然として低空飛行の状況は変わらない。

このうち、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、米中摩擦に対する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年後半にかけて持ち直す見込まれるほか、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）中国国家统计局、CEICデータより作成、（注）年初来累積、直近は19年6月。

個人消費の持ち直しが継続するか注目

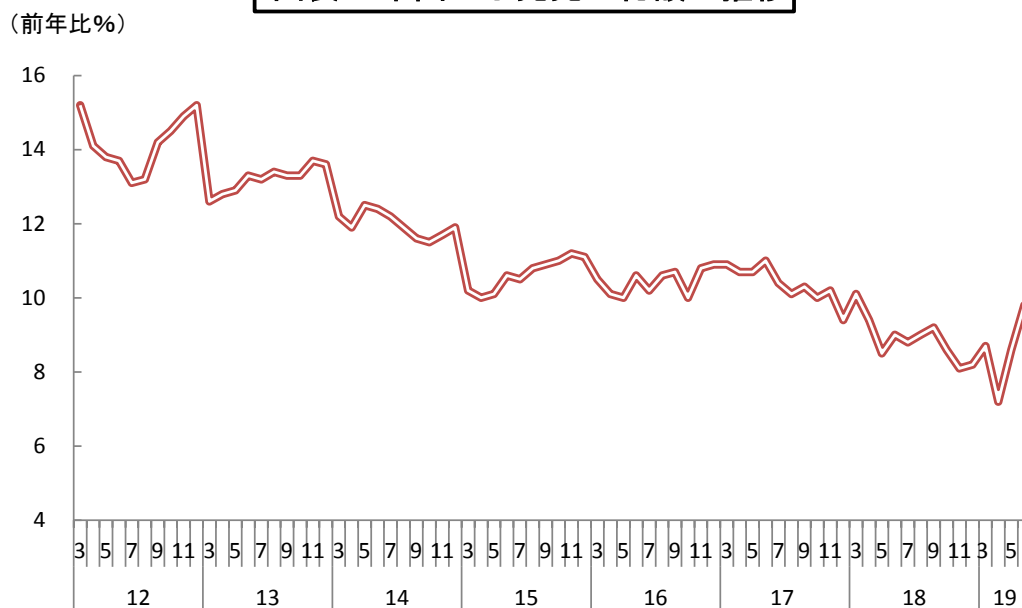
消費については、6 月の小売売上総額は前年比 9.8%と 5 月（同 8.6%）から伸び率が高まった（図表 3）。このうち、ネット販売を通じた小売売上総額は二桁を上回る伸びが続き好調だったことと、自動車販売額は前年比 17.2%と増加したことが小売売上総額を押し上げたと考えられる。

実際、7 月 1 日からの一部地域での新しい排気ガス基準施行を前に在庫解消（値引き販売）が行われたほか、新エネルギー

車購入に対する補助金引き下げを控えた駆け込み需要もあり、自動車販売が大きく伸びた。

しかし、これは一時的な回復と見られるため、7月以降にその反動が出る可能性もあり、個人消費の持ち直しが継続するかどうか注目される。

図表3 中国の小売上総額の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

輸出入はともに前年割れ

6月の輸出額(米ドルベース)は前年比▲1.7%と5月(同0.5%)からマイナスに転じた(図表4)。地域別に輸出をみると、米国向けは引き続き大きく減少したが、アジア向けが拡大したことが下支えしている。また、輸入は同▲7.6%と5月(同▲8.4%)から減少幅が縮小したものの、前年割れの状況が続いている。なお、1~6月期の対米輸出額は前年比▲8.1%、輸入は同▲29.9%であった。

輸出の先行きについては、世界経済の拡大テンポの鈍化に加えて米中通商協議をめぐる不確実性もあり、米国向けの輸出は軟調に推移する可能性が高く、輸出全体の低調さは続くと思われる。

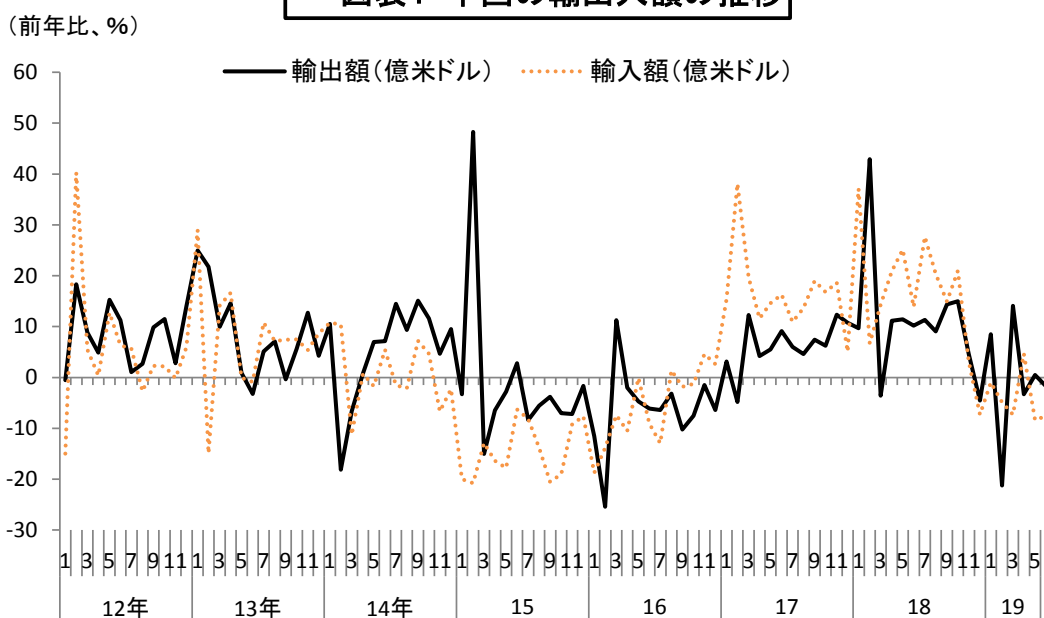
なお、G20大阪サミットに合わせて行われた米中首脳会談(6月29日)で中断していた通商協議の再開が合意された。米国が中国からの輸入品3,250億ドル相当分に追加関税25%を課すことは見送られたほか、ファーウェイに対する制裁の一部が緩和された。これにより、5月に一旦は暗礁に乗り上げた協議に

よる解決への期待感が幾分高まった。

その後、米国は7月9日に追加関税を課している中国製品から、新たに110品目を適用除外品目に指定する一方、11日には、トランプ米大統領が米国産の農産物購入が行われていないことに不満を示したほか、16日には追加関税の発動の可能性があると言するなど、膠着状態となっている。

こうしたなか、中国が21日に米国産農産物購入を発表した。両国が歩み寄るような動きも見られるが、対立点が依然として多く残され、問題解決のめどは立っていない。再び対立が激化する可能性もあるため、今後の動向が注目される。

図表4 中国の輸出入額の推移



(資料) 中国海関総署、CEICデータより作成、(注)金額はドルベース。

年後半にかけては景気は小幅に持ち直す見通し

このように、4~6月期の成長率は鈍化したが、6月の経済指標は総じて小幅改善している。見通しは立てにくい状況にあるが、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、年後半にかけては小幅持ち直すと予測する。

ただし、米中通商協議の先行き不透明感が払しょくできない限り、投資や個人消費の下振れ圧力は残り、厳しい状況が続くと予想される。

(19. 7. 23 現在)

苦境が続くドイツ経済

～貿易摩擦と環境規制の強まりの中で～

山口 勝義

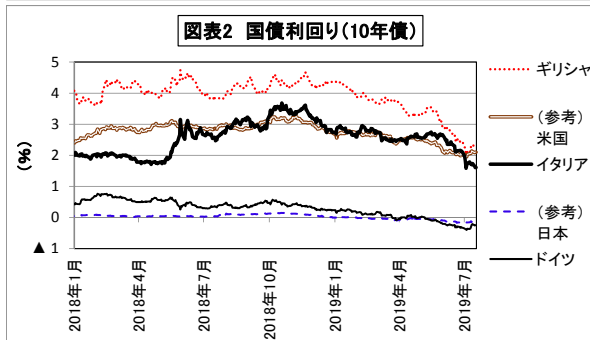
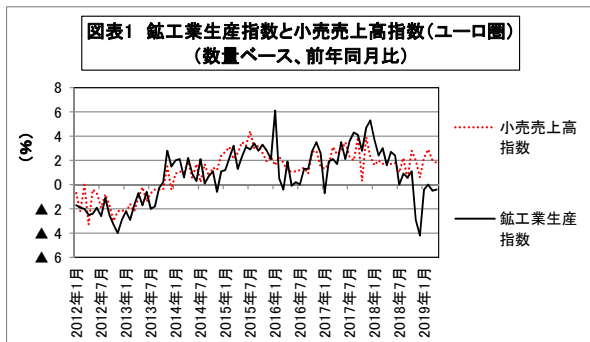
要旨

貿易摩擦と環境規制の強まりという双子の逆風の下で、ドイツ経済の苦境が続いている。今後、家計消費による景気下支え効果の縮小や環境対策コストの増加などが見込まれるほか、米欧間で貿易摩擦が拡大するリスクもあり、当面は成長率の反転上昇は期待し難い。

はじめに

欧州情勢が大きく動いている。その第一は、これまで経済成長の牽引役であったドイツの製造業を中心とした、成長の急速な減速である（図表1）。工業製品の輸出規模が大きいドイツ経済に対しては、2018年9月の欧州連合（EU）による乗用車等の新たな燃費試験の導入や、特に18年秋以降に停滞色を強めた世界貿易などが、広く重荷として働いている。

第二には政治や政策の先行きを巡る不透明感の強まりがある。今年5月の欧州議会選挙では中道政党の退潮が鮮明となり、これに代わってEUの統合深化に対して懐疑的な、あるいは反EUの姿勢を取るポピュリストやナショナリストが伸張したほか、「緑の党」などのリベラル派が大きく議席数を伸ばす結果となった。こうした状況はドイツでも同様であり、メルケル政権の一角を占める「ドイツ社会民主党（SPD）」の不振に伴い大連立解消の観測が生じているばかりか、総選挙を経て「緑の党」を軸とした新政権が樹立される可能性も指摘されている^(注1)。この他にも、英国のEU離脱の先行きは読み難く、また、欧州委員会委員長や欧州中央銀行（ECB）総裁などの相次ぐ交代も今後の不透明材料のひとつである。



（資料）図表1はEurostatの、図表2はBloombergの、各データから農中総研作成

このように、欧州では景気の減速感と様々な不透明感が同時並行的に強まりを見せている。こうした域内動向に米国の金融緩和への転換の見通しなども加わり、欧州情勢の第三の動きとして、最近ではいわゆる周辺国も含め、各国で国債利回りの大幅な低下が進行している（図表2）。

本稿では、このうち、なかでも環境が一層厳しさを増しつつあるドイツ経済について、当面、特に注意が必要とみられる事項について検討することとしたい。

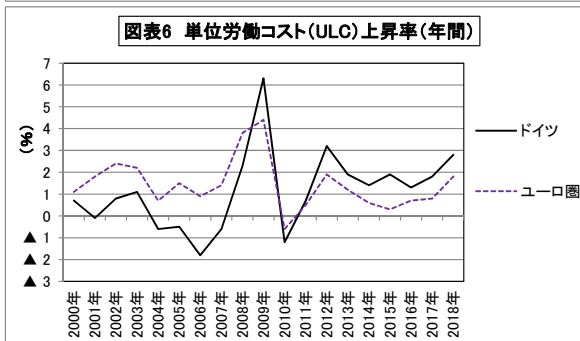
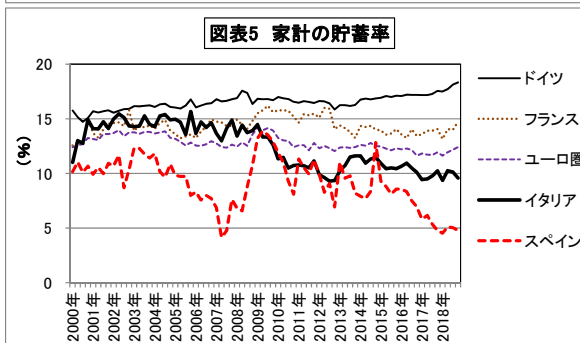
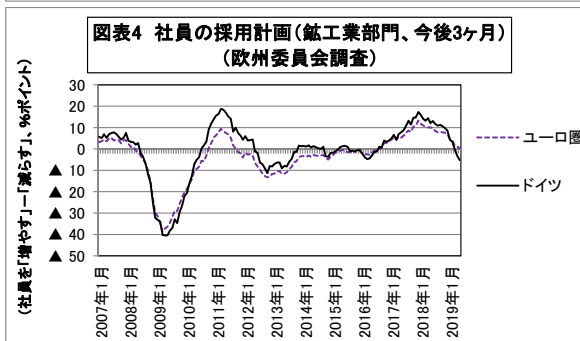
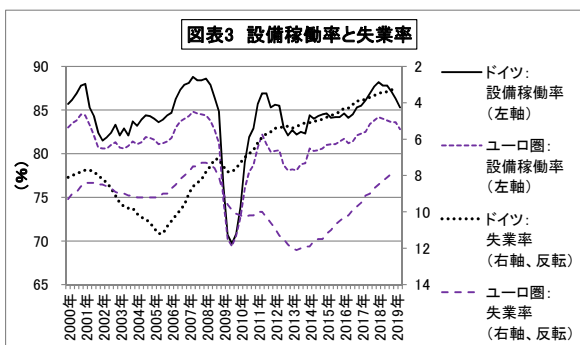
ドイツの実体経済を巡る懸念点

ユーロ圏では 17 年末を境に成長が減速に転じたが、ドイツを含め、その後は製造業の生産の落ち込みに対し個人消費が景気の下支え役として機能してきている（図表 1）。この背景には労働市場の引き締まりに伴う賃金の上昇があったが、足元ではこうした動きにも変調の兆しが現れつつあり、注意が必要となっている。

それは企業の設備稼働率の頭打ちであり、ユーロ圏とドイツの双方で、18 年第 1 四半期をピークに低下の動きが生じている（図表 3）。現在のところ米中間の貿易摩擦が早期に緩和されるとは考え難く、これがしばらくのタイムラグを置いて失業率の上昇に波及する可能性が強まっているように考えられる。実際に、欧州委員会による調査では「今後 3 ヶ月の間に社員数を増やす」と回答した企業の比率から「減らす」とした企業の比率を差し引いた値が低下に転じており、特にドイツでは 19 年 3 月以降、既にマイナス圏に落ち込んでいる点が注目される（図表 4）。

この労働市場が転換点に差し掛かりつつある兆しとともに、ドイツなどでは家計の貯蓄率の上昇が現れている点にも注意が必要である（図表 5）。ここには先行きの不透明感の強まりに加え、基調としては高齢化の進展が影響を与えている可能性があるが、このような動きからも、家計消費による経済成長の下支え効果が今後は縮小し、外需ばかりか内需の伸び悩みからも経済成長が抑制される展開を想定する必要があるものと考えられる。

以上と同時に、ドイツで最近著しい単位労働コストの上昇を指摘する必要がある（図表 6）。仮に今後、環境の好転で労働市場の引き締まりが維持され、家計消



（資料）図表 3～6 は、Eurostat のデータから農中総研作成

費による景気の下支え効果が持続した場合においても、反面で生産コストの上昇に伴う国際競争力の低下が製造業の負担として新たに浮上してくる可能性がある。このようにドイツでは、かつての 2000 年代前半のシュレーダー改革の遺産が縮小に向かっている点にも注意が必要となる。

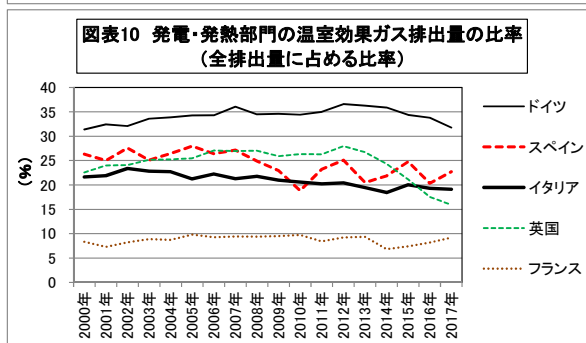
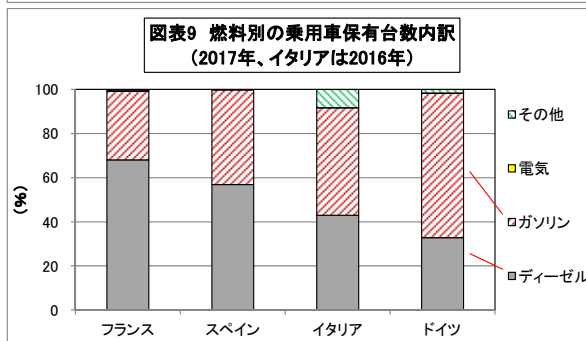
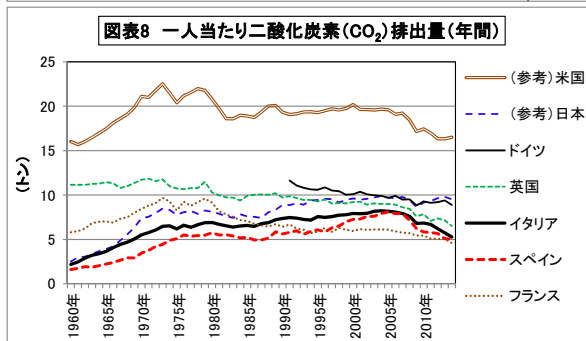
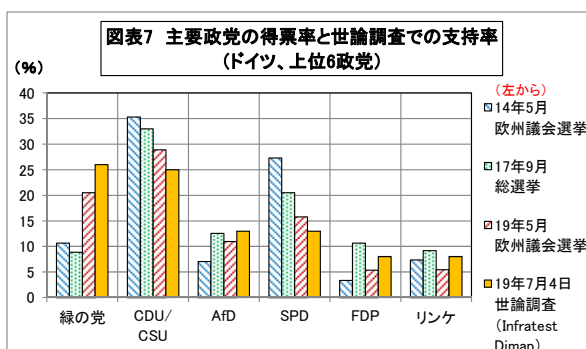
ドイツの政治情勢から派生する懸念点

ドイツでは、5月の欧州議会選挙でSPDの退潮と「緑の党」の躍進が見られたが、メルケル首相の「キリスト教民主同盟・キリスト教社会同盟（CDU/CSU）」も議席数を減らす結果となった。さらにその後の世論調査でもこの傾向は継続し、最近では支持率で「緑の党」が「CDU/CSU」を上回る調査結果も現れている（図表7）。こうした動きを受けて、今後ドイツでは、環境対策が一層重要な政治課題として位置付けられる可能性が大きくなっている。

これに対し、現実にドイツにおける環境面の取り組み余地は大きい。例えば二酸化炭素（CO₂）排出量は主要国の間で高い水準にあるとともに、自動車産業では排ガス対応の遅れは否めず、ディーゼル車などからの転換が喫緊の課題である（図表8、9）^{（注2）}。またドイツでは石炭火力発電を全廃する方向にあるが、発電などの部門におけるCO₂などの排出量は高い水準にあり、その着実な具体化が必要となっている（図表10）^{（注3）}。

こうしたなかドイツ経済の主力である自動車産業は、高齢化の進展やカーシェアリングの定着などもあり需要の縮小が現実味を帯びる下で、同時に次世代車の生産拡充に向けての先行投資がかさむほか、世界的な競争激化の渦中に立たされることにもなる^{（注4）}。またドイツの電力価格は原子力発電を主力とするフランスなどと比較して高い水準にあるが、この他にも環境税の賦課などで、さらに企業の生産コストが底上げされる可能性もある。

15年に表面化した排ガス不正問題や、18年9月のEUによる新たな燃費試験の導入、フランスでの燃料税引上げに伴う産業界や社会の混乱などは記憶に新しい。



（資料）図表7は欧州議会、ドイツ連邦議会、Infrastrat Dimapの、図表8は世界銀行の、図表9、10はEurostatの、各データから農中総研作成

今後も、部分的にはエネルギー転換促進のための減税策の導入や補助制度の充実などもあり得るが、全体として様々な環境対策コストの増加が、中期間にわたりドイツ経済の負担となる可能性を考慮する必要があるものと考えられる。

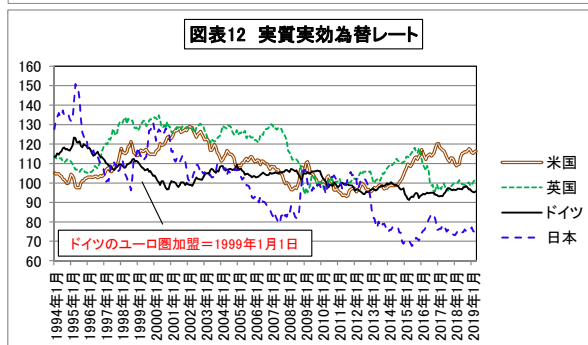
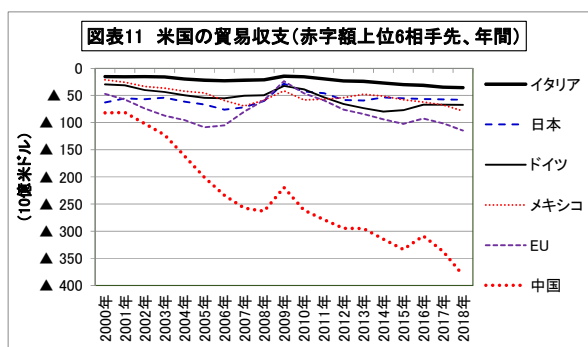
おわりに

以上のように見ると、自動車などの旧来型の製造業を基幹産業とし、その製品輸出に経済成長を大きく依存するドイツ経済が、化石燃料の使用割合が依然として大きい特徴も相まって、貿易摩擦と環境規制の強まりという双子の逆風の下で苦境に立たされているように考えられる。しかも、大幅な経常収支黒字に象徴されるように経済は貯蓄過剰状態にあり、適切な投資が行われないまま過去の改革の遺産に頼ってきた側面も否定できない。

こうしたなか、米国は19年5月に公表した「為替報告書」で、ドイツについて監視対象国の指定を継続した。米国は、ドイツの世界最大規模の経常収支黒字額や巨額の対米貿易収支黒字額に言及し、内需の伸び悩みと経済の実力対比で低い実質実効為替レートを指摘しつつ、国内投資と消費を押し上げるために有効な政策措置を採ることを求めている^(注5)。

確かにドイツは中国との格差はあるものの相応の規模の対米貿易黒字額を有しているほか、その実質実効為替レートはユーロ圏加盟後に周辺国に鞘寄せする形で低下している事実がある(図表11、12)。また、トランプ米大統領は、為替や貿易に限らず様々な側面でEUに対し反発を示す動きもある^(注6)。このため、リスクシナリオの範疇ではあるが、自動車に対する追加関税に止まらず、米欧間で貿易摩擦が拡大する可能性もないとは言えない。

このように、ドイツ経済を巡る環境は大変厳しく、当面のところ経済成長率の反転上昇は期待し難い。17年に2.5%、18年に1.5%であった実質GDP成長率は、19年には0.5%程度にまで低下する可能性が高まっている。(19.7.23現在)



(資料) 図表11は米国商務省経済分析局(BEA)の、図表12はBISの、各データから農中総研作成

(注1) 後述のとおり「緑の党」の支持率が「CDU/CSU」をも上回りつつあるなか、①「緑の党」とSPDの連立、②「緑の党」と「CDU/CSU」の連立、③「緑の党」と「CDU/CSU」と「自由民主党(FDP)」の連立、④「緑の党」の単独政権、などの可能性が指摘されている。17年9月の下院選挙後には③の組み合わせ(「ジャマイカ連立」)の連立交渉が決裂した経緯があり、多党分立で政治情勢が不安定化する可能性もある。

(注2) 新車のCO₂排出量を21年に平均95g/km以下とすることを義務付けるEU規制のクリアが課題であるが、さらに30年には21年見通しに比べ37.5%削減するEU規制が打ち出されている。17年時点でドイツは127.2gと、出遅れている(Eurostatによる)。

(注3) 17年のデータでドイツの温室効果ガスの全排出量に占める部門別の比率は、自動車などの交通部門が18.8%であるのに対し発電・発熱部門は31.7%である(Eurostatのデータによる)。

(注4) 自動車産業を巡っては“CASE”(Connected, Autonomous, Shared & Service, and Electric)と呼ばれる変革が同時進行し、競争が激化しつつある。

(注5) U.S. Department of the Treasury Office of International Affairs (May 19) “Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States” pp 6-7, pp 28-29

(注6) トランプ米大統領は、これまでにNATO負担金、「ノルド・ストリーム2」計画、ファーウェイや「一帯一路」対応、イラン問題対応、対エアバス補助金、デジタル課税などを巡り欧州に対し反発し、また、そもそもEUという国家連合体に対しても違和感を示している。

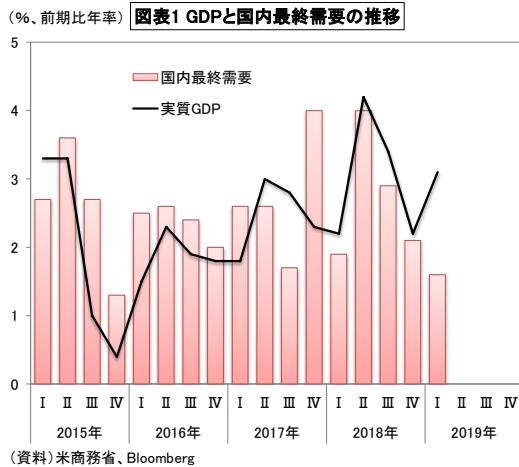
19 年下期の米国経済に関する 10 の注目点

佐古 佳史

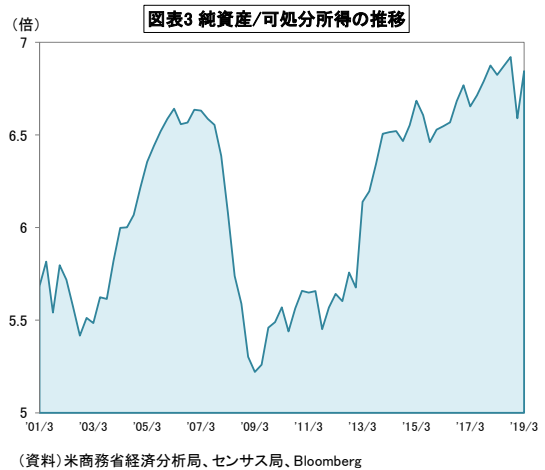
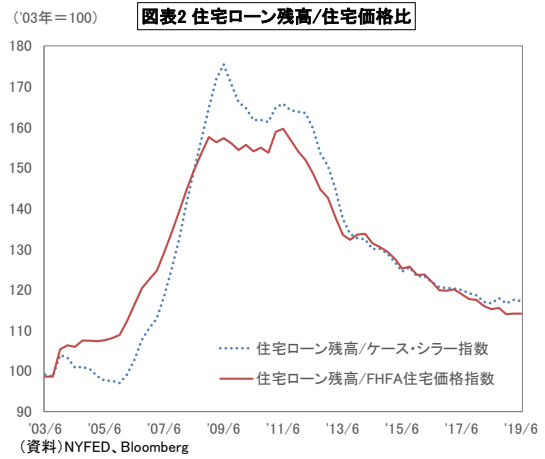
本稿は 19 年上期の米国経済を振り返りつつ、19 年下期を見通す上で重要と思われる 10 の注目点を考察する。

1. 19～20 年はソフトランディングへ

19 年の米国経済は、一時的な要因もあり 1～3 月期こそ高成長となったものの、年後半にかけては、減税効果の剥落や、労働供給制約、設備投資の減速などから成長率は鈍化する見通しである。もっとも、国内最終需要（一時的な要因による変動が大きい在庫投資と純輸出を GDP から除いた項目）は 18 年 4～6 月期をピークに既に減速傾向が鮮明となっている。



とはいえ、学生ローン残高の増加についての懸念はあるものの、全体としてみれば住宅ローンに関するレバレッジの低下や家計資産の増加など、米国の家計を取り巻く環境は改善している。こうしたことから、堅調な個人消費の伸びが期待でき、GDP を下支えすると考えられる。

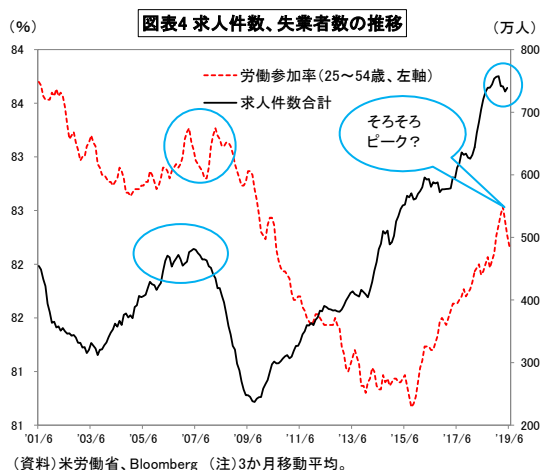


また、米連邦準備制度理事会 (FRB) の利下げも確実視されており、19 年後半は 2%弱と推定される潜在成長率へと緩やかに回帰する、いわばソフトランディングを目指した動きになると思われる。それゆえ、急激な景気悪化に対する懸念は行き過ぎだと考えられる。

2. 労働参加率の頭打ち

19 年入り後、これまでの景気回復局面で確認されていた、求人情数の増加とそれを受けた労働参加率 (プライムエイジ、25～54 歳) の上昇といった、労働市場の

改善が鈍化している。特に、求人件数はピークをつけた18年11月以降、減少傾向にある。

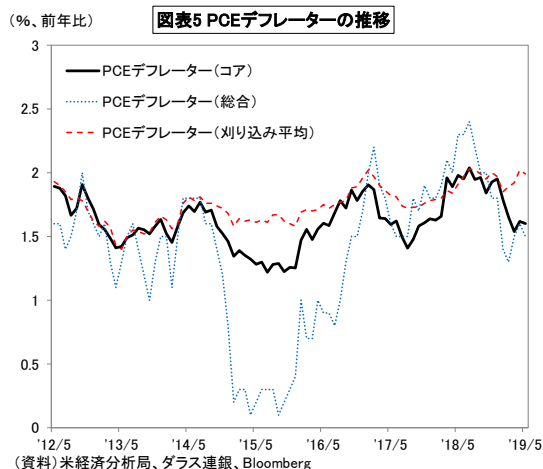


特に、人口の高齢化の影響を受けないプライムエイジの労働参加率の上昇が一段落すると、米国経済が労働供給余力を使い尽くしたこととなり、景気拡大の余地も限られる。雇用者の増加ペースに加え、労働参加率や求人件数などが、景気の伸び代を考える上で、引続き注目度の高い指標となるだろう。

3. 低インフレをめぐる「謎」

米国経済は堅調に推移しているが、インフレ率については、FRBが目標とする2%を下回る期間が長期化している。低インフレをめぐる「謎」については、様々な原因が考察されているが、基本的には、①期待インフレ率の低下と②賃金上昇率の鈍化の寄与が大きく、③世界経済との結びつきの強まりや④安価な輸入財の増加については見解が分かれている。

図表5 PCEデフレーター推移



もう少し詳しくみると、①については、デイリー・サンフランシスコ連銀総裁が、「1990年代半ば以降、FRBによるインフレのコントロールが奏効したため」と述べている。

②については、期待インフレ率の低下の影響を差し引いても、米国の経済状況や労働市場のひっ迫度合いと賃金上昇率の関係性が薄くなっている点が指摘されている。しかし、その理由については現状では解明されていないといえる。

③については、近年の米国経済の貿易依存度が特段変化していないことなどから疑わしいとの指摘がある一方で、世界的なバリューチェーンの拡大を通じて、世界経済のスラックがインフレ率に影響を及ぼしうる点も指摘されている。

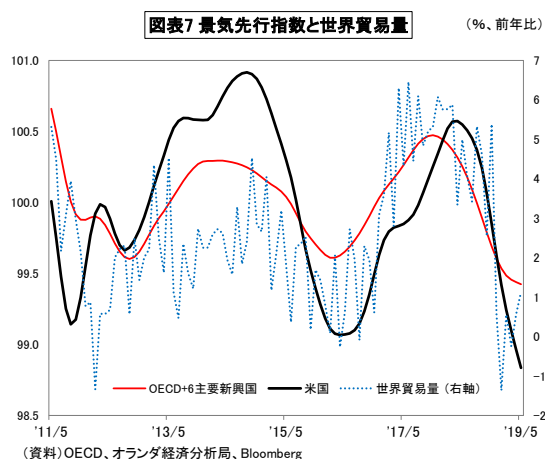
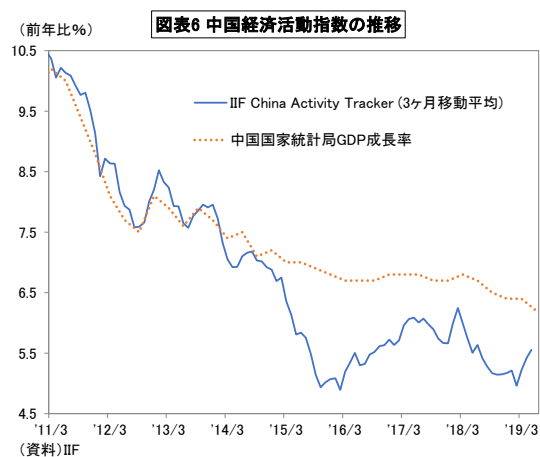
④については、安価な輸入財の流入により、米国の国内財との価格比は変化しているが、インフレ率は相対価格の変化ではなく、消費バスケットに含まれる財全体の価格の変化のため、ややずれた議論であることが、6月初めに開かれたシカゴ連銀での会議(A Fed Listens Event)にて整理された。

いずれにせよ、引続きインフレ動向が米国経済を見る上での鍵となるだろうが、

期待インフレ率が低位で安定しており、インフレ率はなかなか上昇しないと思われる。

4. 米中通商摩擦と世界経済鈍化

本格化した米中通商摩擦の影響を受け、19年に入り世界貿易は大幅に減速した。OECD景気先行指数の落ち込みや、ドイツを筆頭とした欧州経済の悪化、中国経済の減速なども意識され、世界経済の先行きについての懸念が高まった状態が継続している。



6月末に開かれた米中首脳会談にて、貿易交渉の再開が合意されたものの、中国通信機器大手ファーウェイは引き続き米商務省の輸出禁止措置の対象とされてお

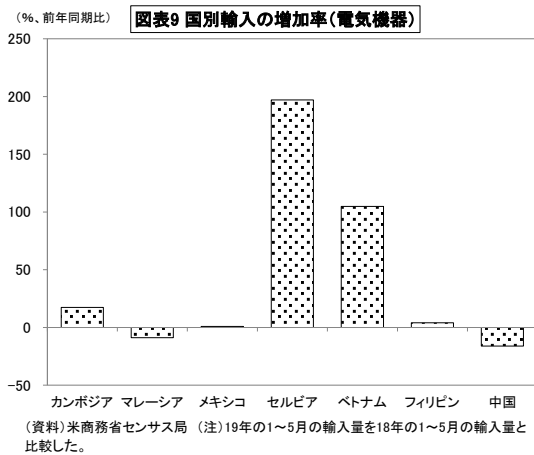
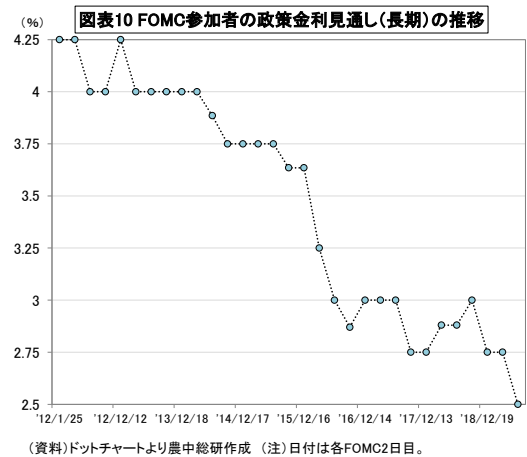
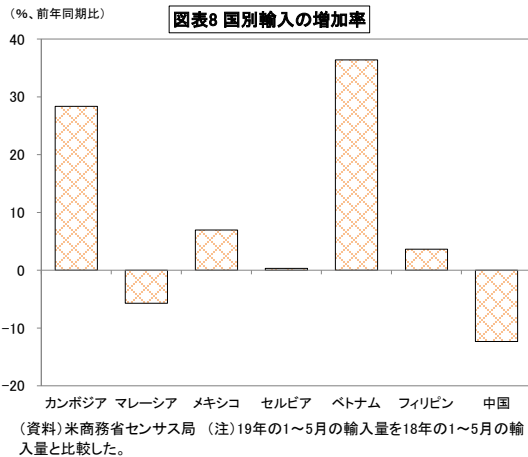
り、本格的な通商摩擦の解決には程遠い状況にある。

中国政府は、①懲罰的な追加関税の全廃、②米国製品輸入量についてのすり合わせ、③合意文書において中国の威厳を保つこと、という譲歩する余地のない「通商協議合意における3原則」を明確化している。一方、米国は中国政府からさらなる譲歩を引き出したい構えを崩していない上に、追加関税を撤廃する意図もなく、合意の遵守を担保すべく監視機関を設置したい思惑もある。両者の意見が噛み合わない状態が続くであろう。

もともと、通商協議の本質は、技術、文明、通貨、軍事などの多岐に及ぶ覇権争いの面が強いと言われており、問題の長期化は避けられない。

5. 迂回輸出

米中通商問題が続くなか、追加関税回避を目的とした迂回輸出が新たな問題として浮上している。アセアン諸国では、ベトナム、カンボジア、フィリピン、マレーシアなどに疑惑の目が向けられている。その他の地域では、セルビアやメキシコも迂回輸出の拠点となっている可能性が指摘されている。米国商務省センサス局の貿易統計を用いて、18、19年の1～5月期における輸入を国ごとに比較すると、確かに極端な増加を示している国・財が確認できる。



このターミナルレートは、2%のインフレ目標を加えた、名目値での中立金利の推計値と考えて差し支えない。筆者はもう少し中立金利は高いのではと18年末当時、考えていたものの、少なくともインフレ率と賃金上昇率に限っていえば、急上昇するなどの過熱感が全くないため、実際には中立金利はかなり低い水準にあったと思われる。

さて、最新の公表となる19年6月のFOMCのドットチャートから読み取れるターミナルレートが2.5% (中央値) へと、3月時点の2.75%から引き下げられたことには以下の2つの意味があるだろう。即ち、①FOMC参加者が、現在の政策金利の誘導目標(2.25~2.50%)をほぼ中立金利と判断しており、②6月FOMC以前に比べ、予防的利下げに必要な利下げ幅は拡大する可能性がある(従って、年内50bp、あるいはそれ以上の利下げの確率が高まった)と考えられる。

米国商務省が19年7月初めに、ベトナムからの鉄鋼製品に対して最大456%の関税を課すと発表したように、米国は迂回輸出をめぐる問題に対して厳しいスタンスで臨むと思われる。しかし、特定の国、財に対する関税を引き上げたとしても、別の迂回先を探すようになるだろう。結局、米商務省と輸出元の企業間で、いたちごっこが続くのではないだろうか。

6. ターミナルレートと利下げ

FRBが3ヶ月に一度公表する、連邦公開市場委員会(FOMC)参加者が想定する長期における政策金利、いわゆるターミナルレートが年々低下している。

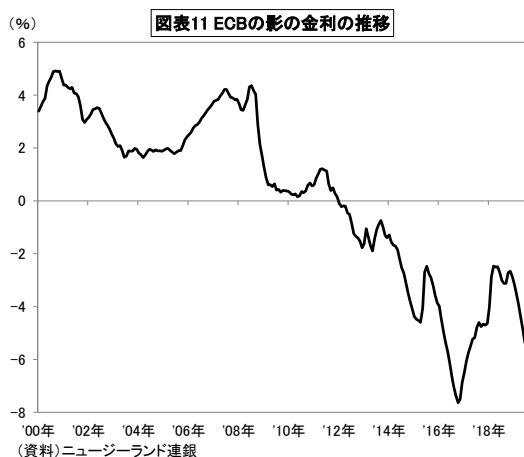
7. ECBの緩和観測と米経済への波及

世界金融危機(Global Financial Crisis, GFC)を経て、米国の債券市場や為替レートが、他国の金融政策に影響されやすくなった点が、FRBのレポートで

報告されている。特に、欧州中央銀行 (ECB) の金融政策について、米国への波及度合いが詳細に調べられており、米 10 年債利回りへの影響が GFC 後に拡大したことなどが確認された。

数値例を示すと、GFC 後の期間においては、①ECB の政策金利が仮に 100bp 低下すると「期待」が生じると、米 10 年債利回りは平均して 94bp の低下となる関係性があったことや、②ドイツ 10 年債期間プレミアムの 100bp の低下に対して、米 10 年債利回りは平均して 69bp 低下する関係性があったことなどが報告されている。

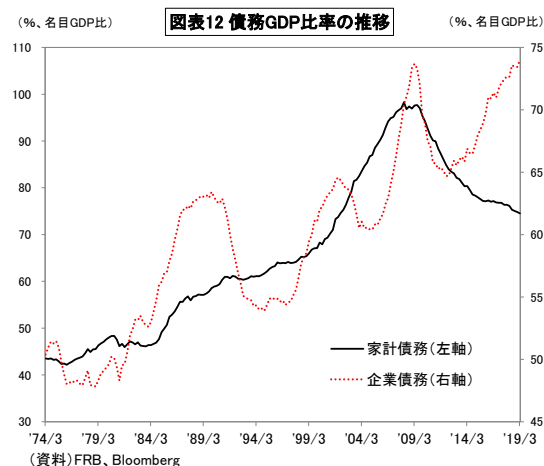
足元では、ECB による追加緩和も検討されている上に、ラガルド次期 ECB 総裁は緩和により積極的とも見られている。こうした波及効果によって、米長期金利に対する低下圧力が既に発生していると見込まれる。政策金利が負になり、自由に利下げが出来ない状況で金融緩和のスタンスを把握する際に参考となる、影の金利などにも注意が必要となるだろう。



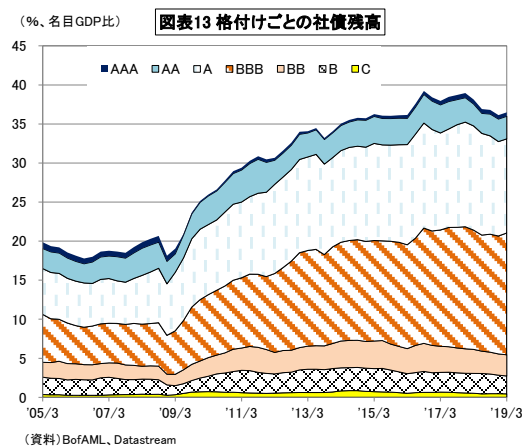
やや蛇足となるが、海外要因で米長期金利が低下する分、逆イールドを回避するために必要な政策金利の下げ幅は拡大すると思われる。

8. 企業債務の増大

学生ローンを取り巻く状況と並んで、企業債務の増大が米国経済のリスク要因として認識されつつある。対名目 GDP 比でみた企業債務は GFC 前と同水準 (74%) にまで上昇しており、この点は FOMC 議事要旨でも警戒されている。



また、社債の内訳を見ると、投資適格級内での最低の格付けである BBB 格の割合が高い。金融環境が悪化した場合に、ジャンク債へと格下げされる社債の割合が高いことは、米国経済が景気後退に対して脆弱になっているといえる。こうした環境下で、予防的な利下げが社債残高の増加を通じてリスクを高める結果となるのではないかと懸念を表明する FOMC 参加者の意見も確認されている。



9. 新しい金融政策の枠組み

19年6月のFOMC議事要旨からは、2%物価目標への信託を高めるために、インフレ率が2%を上回ることを一時的に許容すべきとの主張も確認された。現在の金融政策の枠組みを厳密に解釈すれば、インフレ率が一時的に2%下回っても問題ない上に、仮に長期に渡って、目標を下回ったとしても、2%を超えるインフレ率での「埋め合わせ」のような議論が出る余地はない。

この主張は、インフレ率が2%を下回った期間だけ、2%を上回ることを許容するという、平均インフレ目標の枠組みに一步近づいており、現行の枠組みとは異なる点には着目すべきだろう。

インフレ率の過不足を埋め合わせるこの枠組みは直感的には非常に分かりやすいが、例えば、追加関税や生産性上昇の鈍化など、ネガティブなショックに由来するインフレ率の上昇に対し、引き締め方向の金融政策で対応するという致命的な欠陥があることが分かっている。

むしろ、平均インフレ目標や、同様の枠組みである物価水準目標は、出口政策に課題を抱えてはいるが、ゼロ金利制約下での有効性が着目されており、次の景気後退期に採用される可能性が高いといえるだろう。また、最近ECB内部で議論されているインフレ目標の見直しについても、こうした新しい枠組みが検討されていると予想される。

10. 年内利下げについて

最後に、19年内の利下げ回数について考察しよう。ドットチャートやFOMC参加者の発言などからは、メインシナリオと

して、年内2回と目されている。

刈り込み平均PCEデフレーターからは、足元のインフレ率の鈍化は一時的とみることが妥当と思われるが、最近、パウエル議長がインフレ率と期待インフレ率について弱気派に転じたこともあり、現行の枠組みでは変則的であるものの、意図的にインフレ率をオーバーシュートさせるような政策運営に傾いているともとれる。

また、年後半には合意なきブレグジットの可能性や、米欧・日米通商交渉も控えており、不確実性が解消されない状態が継続する。このため、世界経済について弱い経済指標が確認される度に利下げ観測が高まる展開が続くと思われる。

一方で、企業債務の高止まりなどに懸念はあるものの、バブル発生の予防等には金融政策ではなく、金融規制で対処すべきとするFEDビューの下では、こうした懸念から利下げが見送られることは考えにくいだろう。

以上より、筆者としては利下げをするにしても、ターミナルレートの引き下げ幅である25bpで良いと考えるが、予想としては年内2回の利下げを現時点では見込んでいます。

生活応援運動に取り組む東海労働金庫

古江 晋也

要旨

愛知県名古屋市に本店を置く東海労働金庫は、会員である労働組合と連携して「生活応援運動」を展開している。ここでいう生活応援運動には、勤労者のライフプランニングのサポート、金融知識の啓蒙活動によるマネートラブルの未然防止、多重債務問題を抱える勤労者への支援などの活動が含まれており、勤労者の長い人生におけるあらゆる局面に対応できる体制づくりとしても注目される。

はじめに

日本銀行の金融緩和政策の長期化や人口減少といった厳しい金融環境に直面する中、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いる。そのため昨今のリテール戦略では、複合取引の推進はもちろんのこと、ライフステージの変化を踏まえた長期的な取引深耕にも力点を置くようになり、金融商品やサービスの種類も多様化するようになってきている。しかし、その一方でなかなか顧みられないのが、多重債務問題への対応やマネートラブルを未然に防止するための金融教育などである。

そうした中、愛知県名古屋市に本店を置く東海労働金庫（19年3月・預金残高1兆7,122億円、貸出金残高1兆4,645

億円（住宅ローン証券化分を除く）、38店舗）は「ろうきん推進機構」が主体となり、会員である労働組合等と連携して「生活応援運動」に取り組むことで、勤労者の長い人生におけるあらゆる局面に対応できる体制を構築している。

ろうきん推進機構と生活応援運動

図表1は東海労働金庫の「ろうきん推進機構」の概念図である。ここでいうろうきん推進機構とは、各労働組合の代表者で構成され、労働組合が行う自主福祉活動のうち、お金に関する問題について労働金庫と共に議論し、検討する自主組織である。具体的には、労働金庫の会員である労働組合（および組合員）の意見や要望を労働金庫の商品・サービスに反映させるとともに、ろうきん活動を推進する。

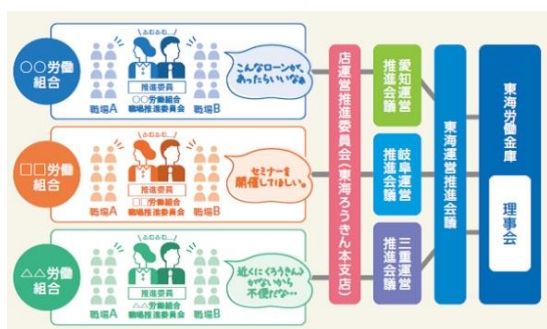
また、労働金庫の営業店が管轄する営業地域内の各労働組合で構成された勤労者の自主福祉活動を推進する組織として「店運営推進委員会」がある。地域内の各労働組合が協働してろうきん推進活動に取り組んでおり、ろうきん推進機構の中核的な組織であるといえる。

愛知県、岐阜県、三重県の各店運営推

写真1 東海労働金庫本店



図表1 ろうきん推進機構の概念図



(資料)東海労働金庫ディスクロージャー誌(2018年版)

進委員会は、それぞれの地域の地域性を反映させるため地区運営推進会議を組織し、地区運営推進会議が東海運営推進会議を組織する。

そして東海運営推進会議は、一定期間における「推進ニュース」という労働組合員向けの情報紙の発行回数や各種セミナーの開催回数などを選考評価基準とした表彰制度を創設しており、各店運営推進委員会のモチベーションを高めている。なお労働組合内には、組合員に最も近い組合役員として「職場委員」^(注1)があり、職場委員は、自主的な福祉活動の一環として、労働金庫の金融商品・サービスの案内やライフプランセミナーの開催などの「知らせる活動」を実施している。職場委員の役目を果たす最も重要な活動が「日常世話役活動」であり、その一つとして、職場の仲間が抱えている諸問題に対し、悩みを聞いたり、アドバイスやサポートすることがある。この日常世話役活動の延長線上にろうきんと連携した生活応援運動がある。

生活応援運動とは、労働金庫がろうきん推進機構と連携して、労働組合員等にお金に関する様々な課題解決を提案、アドバイスする取り組みである。労働金庫の生活応援運動は大別して、資産形成など

のライフプランニングのサポートに取り組む「生活設計」、金融教育を通じてマネートラブルの被害を未然に回避する「生活防衛」、多重債務問題を抱える勤労者への支援に取り組む「生活改善」の3つの柱で構成されている。

(注1)職場委員とは、組合活動の職場単位での組合役員の呼称であるが、労働組合ごとで呼称は異なる。

多重債務問題を解決する生活改善

東海労働金庫における生活改善の取り組みは、80年代の「サラ金問題」の解決にまで遡ることができる。執行役員・営業統括部長の丸尾隆志氏は当時、営業店の職員であったが、支店長が労働組合役員と多重債務問題の解決に駆けずり回っていたことを鮮明に記憶しているという。その時、丸尾氏は入庫後間もないこともあり、「なぜ金融機関が家庭の事情にまで踏み込んで相談しているのか」と思うこともあった。しかしサラ金被害による自殺や一家離散という悲劇を回避するためには、家庭の事情にまで踏み込む必要があったことを、多くの先輩職員の姿を見て学んでいったという。

そういった相談がろうきんに寄せられる一例を以下に紹介する。職場の取りまとめ役である職場委員の役割の一つに組合員の悩み事の相談相手になることがある。職場内で気に係る組合員、例えば遅刻や業務上ミスが多い社員に声をかけると、「借金があり、怖くて携帯電話に出ることができない」ために、遅刻や業務上のミスに繋がっているという相談を受ける場合がある。

相談過程では、内容によっては法律問題にまで及んで解決方法を探らなければならない場合もある。そのような場合は、

写真2 左から宮本悟営業統括部次長、
丸尾隆志執行役員・営業統括部長



本人だけでなく、場合によっては家族を含め、労働組合役員、労働金庫職員が対応を協議する場を設定し、そこに至った原因を探り、根本解決に向けた対策を相談している。解決策は、高金利融資から低金利融資への借換えで対応できるケースもあるが、中には法律相談ネットワークを利用し弁護士や司法書士と連携し、法的整理を行う難しいケースもある。

深刻な多重債務問題を解決に導くためには、家計を根本から見直す手伝いをする必要があり、家族の協力が必要であることはサラ金問題の時と変わりはない。そして多重債務問題を克服した勤労者から「おかげさまで子どもが大学に進学できました」「貯金ができました」という声を聞くことが、多くの東海労働金庫職員の喜びや励みになっている。

職域セミナーによる生活防衛

「生活防衛」の中核的な取組みは、職域で実施される各種セミナー（職域セミナー）であり、具体的には、新入組合員や退職を控えた組合員を対象に労働組合が説明会を実施する際、東海労働金庫職員が講師として参加し、金融知識の啓蒙活動、金融商品の解説、資産形成セミナ

ーなどを開催している。職域セミナーは年金、資産形成など様々なテーマで行われるが、注目されるのは新入社員向けのマネートラブルに関するセミナーである。

このセミナーの内容は例えば、社員寮をターゲットに訪れる強引な訪問販売や架空請求詐欺など悪徳商法への注意喚起、被害にあった場合の対処方法、クレジット・サラ金被害の実情などであり、これから人生を歩んでいく若年層にとって必要な知識ばかりである。そのため労働組合の中には、組合員の生活を守るために労働組合のろうきん活動計画に職域セミナーを組み込み、恒例行事としている組合も数多くある（18年度は、ライフプラン等セミナー927回、クレサラセミナー170回を実施）。

このように東海労働金庫では頻繁に職域セミナーを開催しているが、これらの講師を務めているのが各営業店の営業担当者である。労働金庫の営業推進は、会員である労働組合のもとを訪問する「会員営業」の比重が高いこともあり、営業担当者がセミナー講師を依頼されることが多い。そのため、セミナー講師という技能は、営業担当者に欠かせない技能となっている。また営業統括部次長の宮本悟氏が指摘するように、「講師になると職員は『勉強しなければいけない』と感じるようになる。このことが意欲を高める」と、セミナー講師を行うことがより専門的な知識を習得することをめざす起爆剤にもなっていることは注目される（19年3月末、東海労働金庫職員に占めるFP2級以上の資格取得者は54.3%）。なお、職域セミナーで使用する資料は本部が作成した資料や営業店で作成した資料をもとに、営業担当者がテーマに合わせて修

正・編集を行って活用している。

FC(フィナンシャルコンシェルジュ)

職域をベースとする労働金庫の経営課題の1つは、退職を契機に顧客が取引口座を自宅近くの金融機関に移してしまうことである。そこで東海労働金庫では14年1月、これまで利用していただいた退職者にも引き続きメインバンクとして利用していただくため「FC(フィナンシャルコンシェルジュ)制度」(以下、FCという)を導入した。

FCになる要件はFP2級以上の資格を取得していることで、19年3月末現在、38店舗に総勢90人を配置している。FCの主な業務は、退職者の資産相談(資産運用、年金等)や在職者の資産形成支援など、組合員や個人顧客の個別ニーズに対応する事を基本としている。

FC制度を導入して6年目を迎えた今日、引き続き東海労働金庫をメインバンクとして利用する退職者も増加しており、その預金が職場の後輩の住宅ローン、自動車ローン、教育ローンの原資になるなど、退職後もろうきん運動を支える仕組みづくりにもなっている。ただ、FCはこれまでの会員営業とは異なり専門性の高い知識や様々なスキルが求められることも事実である。そのため、東海労働金庫では現在、FC担当人材の育成を主眼に置いた職員研修、職員教育も充実させている。

おわりに

東海労働金庫の生活応援運動の取り組みはこれら以外にも、住宅ローンや自動車ローン等の情報提供はもちろんのこと、計画的な貯蓄、災害復旧支援、離職者・収入減少者支援など、まさに勤労者の長

い人生に関わるであろう様々な取り組みが含まれている。

ただ最近では、団塊世代の大量退職などがあり、労働組合の側でも職場委員の日常世話役活動のスキルが伝承されていない悩みも抱えているという。そこで東海労働金庫では、会員労働組合の協力を得て、「家計の見直し運動」の一つとしてアンケートを実施している。このアンケート用紙には様々な質問項目があるが、相談事や悩みを抱えている人には、連絡先を記入してもらおう欄を設け、連絡先を記入した相談者には、労働金庫職員が個別に対応することになっている。

現在、人口減少や熾烈な低金利競争を受け、金融機関は「取引先をいかに囲い込み、収益を拡大していくか」が喫緊の課題となっている。しかし収益を過度に追い求める姿勢は、「金融機関本位」の営業推進を推し進めることにつながり、顧客とのトラブルや苦情件数も増加することになる。また、ネット取引が生活のあらゆる面に浸透し、利便性が高まったものの、マネートラブルが後を絶たないという現状もある。

こうした中、生活応援運動に取り組む東海労働金庫の事例は、勤労者の長い人生におけるあらゆる局面に対応した体制づくりとしても注目され、効率性を高め、収益を過度に重視する今日的な風潮に一石を投じるとともに、「顧客目線によるライフステージの変化を踏まえた長期的な取引深耕」とは何か、を改めて我々に問いかけてくれる。

海外の話題

最近の香港とマカオ

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 浅田 健一

昨年4月に香港に赴任し1年4か月が過ぎようとしている。初めての海外生活につき見るもの全てが新鮮に感じられ、「百聞は一見にしかず」と「井の中の蛙大海を知らず」という二つの諺を実感する日々である。日本で生活している時には香港についてほとんど関心がなかったものの、日本のあらゆるものが大好きな香港の人々を知るにつれて今では香港が大好きだ。昨年11月号に続き2回目の寄稿となる今回は、最近の香港とマカオの情勢について報告し、読者の皆様に少しでも理解を深めて頂ければ幸いである。

まず香港。今年6月以降日本から見て非常に注目されていると感じる。各種報道の通り、香港で身柄を拘束した容疑者の中国本土への移送を可能にする逃亡犯条例改正をめぐり、6月以降大規模デモが行われている。最大規模であった6月16日のデモは主催者発表で参加者が200万人となり、人口約750万人の約1/3に相当する数だ。私の家の目の前にある6車線の道路がデモのコースとなり、デモ参加者によって約5時間道路が埋めつくされた。参加者は将来を不安視してか若者や家族連れが多いと聞く。本原稿を書いている前日（7月21日）も香港島中心部で大規模デモが発生し、今後も8月18日までの日曜日を中心に香港内の主要地区でデモが計画されている。デモは民主主義が機能している香港だからこそ基本的に平和的・民主的に行われているものの、香港政府、デモを実施した民主派団体ともに解決に向けた着地点が見いだせないこと、デモは7月1日以降終盤になると一部若者が卵を投げ付ける等過激化し、これに対して警察が催涙ガスで応戦しており、事態が悪化しつつあるのが気がかりだ。経済においても、香港の知り合いに聞くとデモ開催日にレストランのキャンセルが発生しており、小売や飲食の売上が6月に入り悪化する等一部影響が出始めた。私個人においては今のところ日常生活に特段支障をきたしていないが、一刻も早い解決を望んでいる。

次にマカオ。2018年の人口は僅か約70万人でありながら、年間観光客は約3,500万人、一人当たりGDPは63万420パタカ（約827万円）と世界トップクラスを誇る。今年はポルトガルから返還後満20年の記念すべき年にあたる。大抵の日本人であればマカオと言えば何？と聞かれれば、カジノと答えるだろう。確かにマカオはラスベガスを凌ぐ世界最大のカジノ設備を有し、2018年のカジノ売上高は3,038億7,900万パタカ（約4兆2,000億円）、マカオ政府のカジノからの税収・納付金が1,135億1,200万パタカ（約1兆5,650億円）と税収全体の85%を占める主要産業である。近年、カジノの運営会社はカジノに偏らない統合型リゾート（IR）を推進し、ビジネス需要や家族連れ観光客を一層誘致するために国際会議場や展示場、ホテル・レストランなどの拡張工事を進めている。

日本でも2016年12月にいわゆるIR推進法が成立し、一部のカジノ運営会社は日本に拠点を構える等により将来の日本進出に向けて準備を進めている。実際にIR施設を視察すると、規模の大きさや豪華さに圧倒されるとともに、家族連れでも十分楽しめると感じられる。その他、マカオには世界遺産に登録されたマカオ歴史地区や、ポルトガル料理をアレンジしたマカオ料理は美味しく、観光資源も豊富である。今月、日本から来た友人と一緒にマカオを観光し、世界遺産に登録されている聖ポール天主堂跡を初めて見学したらとても感動した次第である。

最後に日本産農林水産物・食品輸出の現状。香港は2,152億円で14年連続首位、マカオは37億円で22位。当地で食品流通関係者と話をすると、日本産食品のニーズはまだあると感じられる。政府目標である2019年1兆円達成に向けて、当金庫香港駐在員事務所も引き続き微力ながらビジネスマッチング等に取り組むことで、日本ひいてはアジアの農林水産物の成長産業化に貢献していきたい。

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

金融市場

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

2019年8月号 第30巻 第8号・通巻345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