

# 金融市場

## 潮流

SDGsと農福 …………… 1

## 情勢判断

### 国内経済金融

景気後退の「予兆」に身構える内外金融市場

～鈍い外需と底堅い内需が併存する日本経済～… 2

### 海外経済金融

堅調な個人消費がけん引

～世界経済の先行き懸念から米金利低下が進んだ～…10

下振れ圧力が再び強まる中国経済

～米中通商協議・追加経済対策に注目～…14

## 分析レポート

行き詰まるユーロ圏の金融政策

～財政政策を含む総合的な政策対応が必要に～…22

## 経済見通し

2019～20年度改訂経済見通し ……………26

## 連載

60年にわたって離島経済を支える福江信用組合…42

# 2019.9

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

# SDGs と農福

理事長 皆川 芳嗣

最近のブームと言っているのが SDGs だろう。通勤途上ですれ違うサラリーマンの襟に 17 色に光るバッジをたまに目にする。グローバルを超えたユニバーサルな視点を持った会議の出席者ともなると SDGs バッジは必須アイテムとなる。ではこの SDGs とは何なのか？ 意外に知られていないので若干解説すると、2015 年に国連で開かれたサミットで採択された 2030 年迄の国際社会共通の「持続可能な開発目標」が SDGs と呼ばれているのである。SDGs は 17 の目標と 169 のターゲットで構成されている。「貧困をなくそう」「飢餓をゼロに」「すべての人に健康と福祉を」「人や国の不平等をなくそう」といった目標を誰ひとりも取り残さないことを目指し、先進国と途上国が一丸となって達成しようというのである。このため、具体的行動目標をターゲットとして設定し、国際的協力の下、官民挙げて取り組むのだとされている。持続可能な経済や社会を創る。そこには誰も排除されることなく迎え入れられ、国籍、出自、健康、経済力によって差別されることがないのだという。大変結構尽くめのお話で反論の仕様が無い。しかし現実に目を向けてみると「理想」と「現状」には絶望的と言っているほどの乖離が存在する。国際政治の現実には包摂よりも排除が、融和よりも対立が有力であるし、国際的、国内的な経済格差は拡大基調ではないか。そうした様々な経済社会の問題が提起しているのが「持続可能性の危機」ではないだろうか。だからこそ国連も厳しい現状を踏まえた上で敢えて困難な理想にチャレンジしようと呼びかけたのだろう。その志は高く買おうではないか。しかし具体的行動としてこの SDGs にどう向き合ったらいいのだろうか？

まずは行動によってもたらされる SDGs の 17 の目標の達成度合いを見てみるのである。例えば一つの行動で多くの目標を同時に大きく達成できるなら極めて有望ということになる。そうした具体的行動と目標の関係を見える化し共有化する事で我々の優先的に取り組むべき社会の課題が浮かび上がってくる。ここでの判断は必ずしも政府に委ねる必要はなく、民間の様々なステークホルダーが率先して判断して行動することも今回の SDGs の眼目の一つとなっている。いわゆる ESG 投資と言われるもので、企業の投資判断に環境や社会への責任をどう果たしているかを重視しようというのである。

そこで本稿では最後に「農福」を SDGs の観点から見てみようと思う。「農福」は狭義で捉えれば農業分野の人手不足に対し障害者の就労を促す取組ということで SDGs の 17 の目標の 3 つか 4 つに関わるにとどまる。しかし農業というフィールドを活用した新たな社会の創造であると広い観点で捉えなおすと、一気に 10 余の目標に関わる取組になる。持続可能な経済社会とは誰も排除されることなく迎え入れられ、すべての人が「居どころ」「やりがい」「生きがい」を持てる社会であるべきなのだろう。そうした社会－SDGs が提起した社会－に向けた課題として「農福」は最も重要で優先して取り組むべき具体的実践課題であると声を大にして言いたい。

今年日本農業賞を受けた静岡県浜松の園芸農家「京丸園」の経営者である鈴木さんはユニバーサル農園を提唱している。多様な人を受け入れられる農業の在り方を考えることは日本農業の持続可能性につながるというのである。経済だけに特化した考えでは未来は来ないということではないか。考えさせられる言葉である。

## 景気後退の「予兆」に身構える内外金融市場

### ～鈍い外需と底堅い内需が併存する日本経済～

南 武志

#### 要旨

米中摩擦が一段と激しくなるなか、世界経済の失速懸念が意識され、主要国の中央銀行では予防的な金融緩和の検討・実施に着手している。それを受けて世界的に金利低下が進行しており、日本のイールドカーブも3年前のフラットニング進行時に迫っている。

国内景気については、外需が不振な半面、消費税率引き上げを控えて消費、設備投資といった民間需要に底堅さもあり、4～6月期は3四半期連続でのプラス成長となった。ただし、消費税率引上げ後は景気の牽引役が不在となり、景気悪化が進む可能性があるだろう。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2019年			2020年		
	8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 (%)	-0.052	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0490	0.00～0.06	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.06	
国債利回り	20年債 (%)	0.100	0.00～0.20	0.00～0.20	0.05～0.25	0.15～0.30
	10年債 (%)	-0.240	-0.28～-0.10	-0.30～-0.10	-0.20～-0.05	-0.15～0.00
	5年債 (%)	-0.330	-0.37～-0.25	-0.40～-0.25	-0.30～-0.15	-0.25～-0.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	106.7	100～110	100～112	100～112	100～112
	対ユーロ (円/ユーロ)	118.1	113～128	113～128	113～128	113～128
日経平均株価 (円)	20,710	20,250±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8月23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。

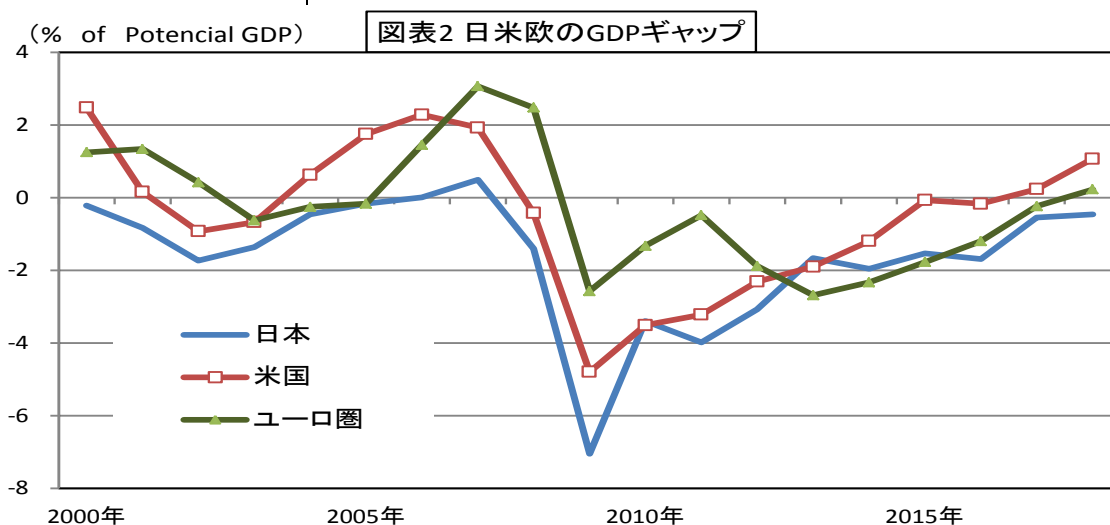
#### 内外金融市場で強まるリスクオフ

世界経済の後退懸念が意識され始めている。2007～08年の世界金融危機を受けて非伝統的な領域にまで踏み込んだ主要国の中央銀行は政策正常化に向けて動いてきたが、最近は一転して金融緩和の検討・実施を迫られている。こうした思惑から、世界的に長期金利は大きく低下し、米国でも長短金利差(2年・10年)が逆転した。また、米中の通商摩擦が通貨安問題にまでエスカレートする動きを見せたこと、さらにアルゼンチンのデフォルトリスクが高まるなど、小康状態にあった新興国リスクが再び意識されたこと等も世界経済の先行き透明感を強めた。内外金融市場ではリスクオフが強まり、安全とされる資産への需要が高まっている。

さて、GDPギャップの変動で景気循環をみると、09年に主要国経済は底入れした後、多少の変動を伴いつつも、直近に至るまで概ね景気は改善傾向にあったことが確認できる(ただし、

日本では12年4～11月は景気後退期と認定されている)。

このように長期間の景気拡大が実現したのは、初期時点で大幅なGDPギャップが存在し、かつその後の成長が緩慢だったことが主因と思われるが、デフレギャップが解消（もしくは失業率が自然失業率に接近）しても、従来のように賃金・物価上昇圧力が高まらず、結果的に低金利環境が温存されたことも一因といえる。こうした認識を前提にすれば、多少の金融緩和では景気悪化への予防的措置にはなりえないのではなかろうか。また、景気は循環するものであり、かつ既に高い水準まで到達している以上、いずれ後退が始まる可能性も否定できない。



(資料)IMF「World Economic Outlook Database」

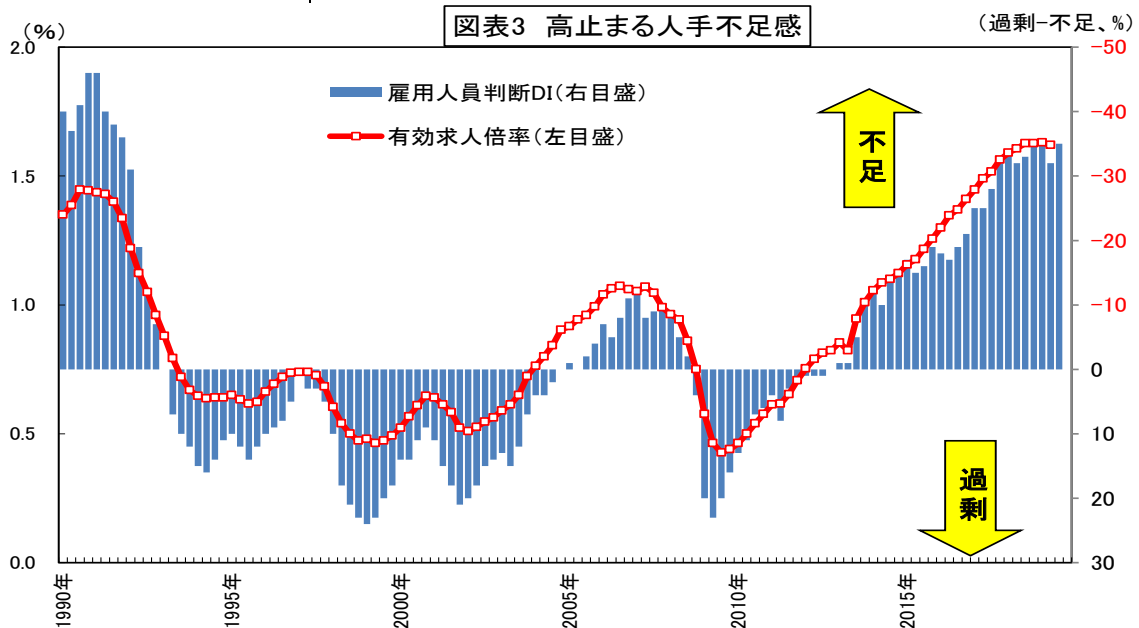
**景気の現状：外需は弱い、内需に依然底堅さ**

国内経済に目を転じてみたい。最近の経済指標の動きの特徴は「二極化」していることである。例えば、4～6月期の実質GDP(1次QE)は前期比年率1.8%と、3四半期連続でのプラス成長となった。18年秋以降は世界経済の減速傾向が強まったため輸出は減少傾向にあり、外需寄与度もマイナスであった。一方、民間消費、企業設備投資、さらには経済対策の効果に伴う公的需要は堅調であった。

景況感についても、製造業は悪化傾向にある半面、非製造業は底堅く推移している。日銀短観6月調査では、大企業製造業の業況判断DIは7と前回から▲5ポイントで、16年9月調査以来の一桁台となったが、大企業非製造業のDIは依然23と高水準で、前回から2ポイントの改善であった。

月次の経済指標をみても、輸出・生産といった、従来の景気循環では先導的な役割を果たしてきた部門は悪いが、雇用や消

費、設備投資といった分野への波及は限定的であることが確認できる。労働力人口が減少する中、人手不足状態が定着しつつほか、製造業の就業者シェアも15%まで低下しており、全般的な雇用調整につながりにくくなっている。また、慢性的な人手不足に悩む非製造業での省力化投資ニーズが強く、製造業の活動低迷が経済全体になかなか伝わらなくなっている印象も受ける。ただし、消費税率引き上げを控え、消費者マインドが低下傾向にあることには注意が必要だ。



### 10月に迫った消費税率引き上げの影響

先行きについては、10月の消費税率引き上げを控え、消費など国内需要がどのような動きをするかがポイントとなる。一般的に価格の高い耐久消費財や住宅購入などに駆け込み需要が発生すると考えられるが、今回は税率引き上げ後の購入でも不利益にならないよう、需要の平準化に向けた対策などが打たれていることもあり、これまでのところ前回(14年3月以前)ほどの盛り上げは見られていない。とはいえ、直前の9月には多少の駆け込みは発生するものと思われる。また、複数税率(軽減税率制度)に対応するレジの導入など、消費税率引き上げに関連した設備投資も9月にはピークを迎えると思われる。

### 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

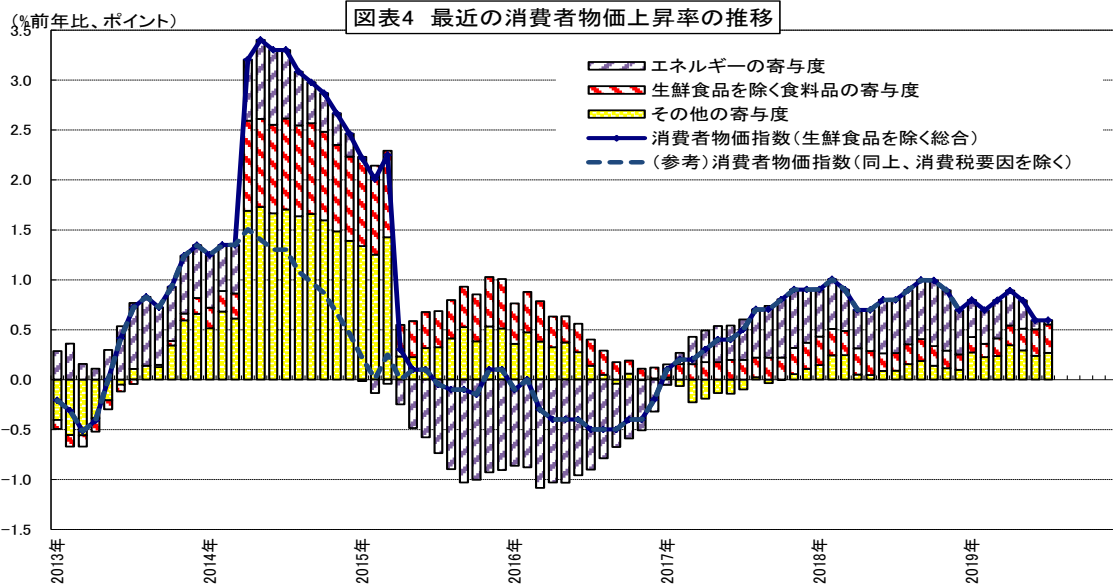
当総研は1次QEをうけて「2019~20年度改訂経済見通し」(8月20日公表)を取りまとめたが、実績値が想定を大きく上振れていることもあり、19年度は0.7%成長へ上方修正した。世界経済の減速傾向は20年前半まで継続し、輸出の減少傾向

**物価動向：先行きも低調に推移する見込み**

は長引くと思われる。こうした中、消費税率の引上げを控え、19年9月までは民間最終需要は底堅く推移するものの、10月以降は増税の悪影響が出ることを見込んでいる。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消費などの悪化の度合いは軽いと思われるが、景気の牽引役が不在になることは否めず、19年度下期には景気の失速は避けられないだろう。

19年春をピークに上昇率が鈍化しつつあった物価であったが、足元では踏みとどまる動きが見られた。7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6月と変わらずであったが、生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコア）」は同0.6%と3ヶ月ぶりに上昇率が高まった。

スーパーなど小売の現場では過去のコスト高を製品価格に転嫁する動きが見られる一方で、円高や資源安の影響から国内企業物価は2ヶ月連続で下落、消費者物価（財）の上流に位置する企業物価の消費財指数（7月）も前年比▲1.6%と下落幅を拡大させている。所得の伸びもまた鈍化していることもあり、当面の物価は低調に推移すると思われる。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

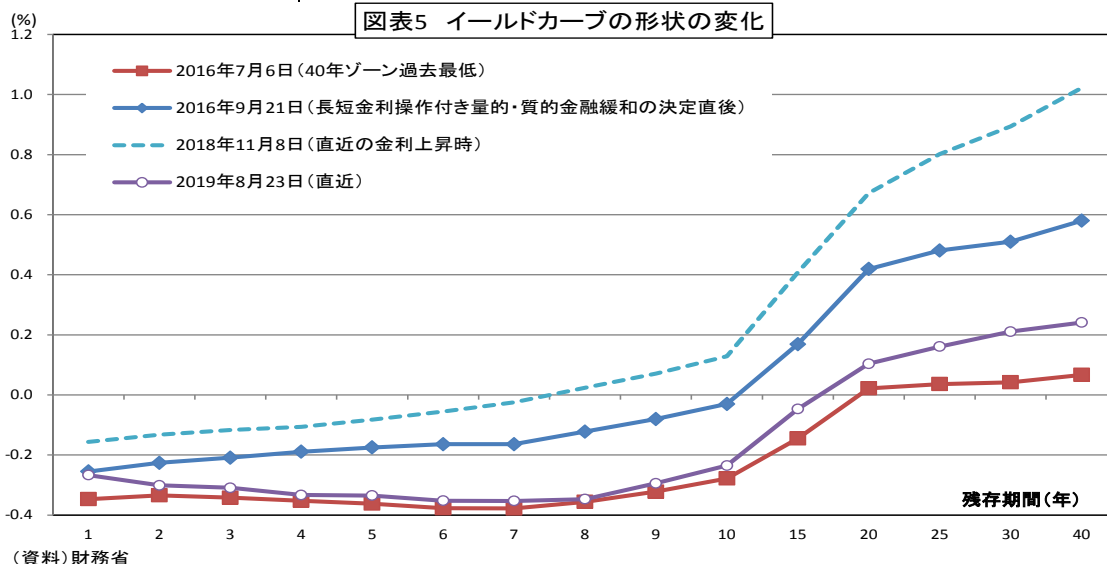
**金融政策：追加緩和の思惑から金利に低下圧力**

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

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。さらに、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。

一方、追加緩和観測が燦るなか、7月29～30日に開催された金融政策決定会合では金融政策の現状維持との決定となったが、終了後に公表した展望レポートでは「先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」と、これまでの表現（モメンタムが損なわれるようなことがあれば、躊躇なく追加緩和を検討する）から一歩踏み込んで、予防的な緩和措置の発動に含みを持たせた。

図表5 イールドカーブの形状の変化



注目される「次の一手」

日銀と同様、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予防的な緩和策を検討・実施しつつあり、日銀に対しても追加緩和観測が強い。先行き、円高圧力が高まり、国内景気・物価への悪影響が懸念されるような場面では、日銀もこうした動きに追随すると思われる。

ただし、有効な「次の一手」を見つけ出すのは非常に困難と

いえる。16年9月に示された「総括的検証」では、大規模な国債買入れ（量的緩和）とマイナス金利政策の組み合わせによって実質金利を自然利子率以下まで引き下げることが可能になったと評価する半面、イールドカーブの過度な低下、フラット化は経済活動に悪影響を及ぼす可能性があるとの弊害にも言及している（それを受けて現行政策を開始している）。

こうしたなか、日銀は実質的に何もしていないにもかかわらず、追加緩和の思惑だけでイールドカーブは最もフラット化が進行した16年7月上旬の水準に接近している。この状況は正に「総括的検証」では好ましくないとされたものである。7月の金融政策決定会合では片岡審議委員が短期政策金利の引下げを提案したが、マイナス金利の深掘りは地域金融機関の経営体力をさらに落とす可能性があるなど、副作用を懸念する声もあるほか、イールドカーブがスティープ化するかどうかも不明である。さらに、マイナス圏でイールドカーブがスティープ化したところで、金融機関の貸出意欲が高まり、収益拡大につながることも想定しづらい。そのほか、リスク資産の買入れ額を多少増額しても円高進行リスクを軽減する保証はない。追加緩和を検討しようにも実効性のある手段があるのか、非常に悩ましい状況といえる。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

冒頭でも指摘した通り、世界経済の減速懸念が強まる中、主要国中銀の金融緩和観測が高まったほか、米国が対米追加関税第4弾を発表、米中摩擦が一段と激化したことで、内外の金融市場ではリスクオフの流れが強まっている。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

## 長期化するマイナス金利状態

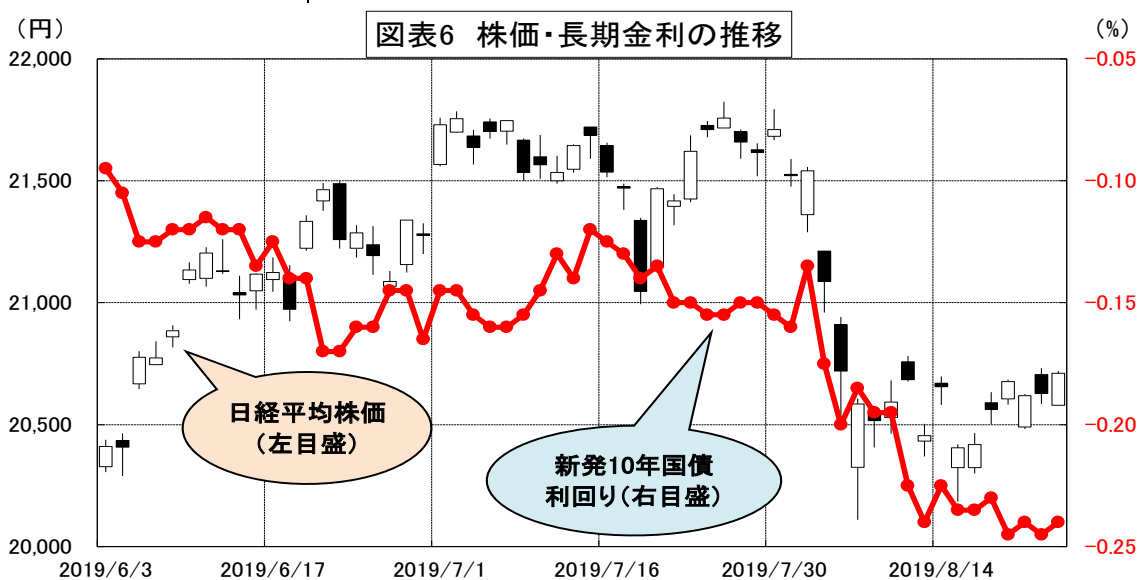
16年9月に日銀がイールドカーブ・コントロール政策（長期金利操作目標：10年0%程度）を導入、それ以降の長期金利は概ね0%を中心とする狭いレンジ内での展開となっている。18年7月の金融政策決定会合では長期金利の変動許容幅をそれまでの倍程度（±0.2%）まで許容し、同時に日銀が長期金利の誘導目標を徐々に引き上げていくとの思惑が浮上したことで、長期金利は0.1%台まで上昇した。しかし、その後は内外景気の先行き懸念が浮上したことで、金利は再び低下傾向となり、イールドカーブのフラット化も進んだ。



## 日銀の追加緩和観測で高まる金利低下圧力

19年2月以降は長期金利がマイナス圏に突入し、徐々にマイナス幅を拡大させていった。5月下旬以降は世界経済の失速懸念を背景に日銀の追加緩和観測が強まり、一段と金利低下圧力が高まった。8月入り後は、日銀がオペの買入れ額を漸次減額する中、誘導目標の下限と目されている▲0.2%を割り込んで推移し始めている。

先行きについては、内外景気の悪化懸念が残るほか、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、金利低下圧力が高い状態が続くだろう。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、長期金利がそのレンジを大きく外れる可能性は低いと思われるものの、しばらくは下限をやや下振れた状態が続くと思われる。



## 内外経済への懸念で上値は重い

### ② 株式市場

18年末にかけて日経平均株価は19,000円を割り込む場面もあったが、19年入り後は世界経済に対する過度な悲観論が徐々に払拭されたほか、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、大型連休終盤には米中摩擦が再燃して再び下落に転じた。その後、米国の金融緩和観測の高まりが下支えしたものの、株価の上値は重く、8月入り後は米中摩擦が激化したことで一段と下落、直近は20,000円台での展開となっている。

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  
踏み切れば円高に  
振れやすい

ユーロ安気味の展  
開

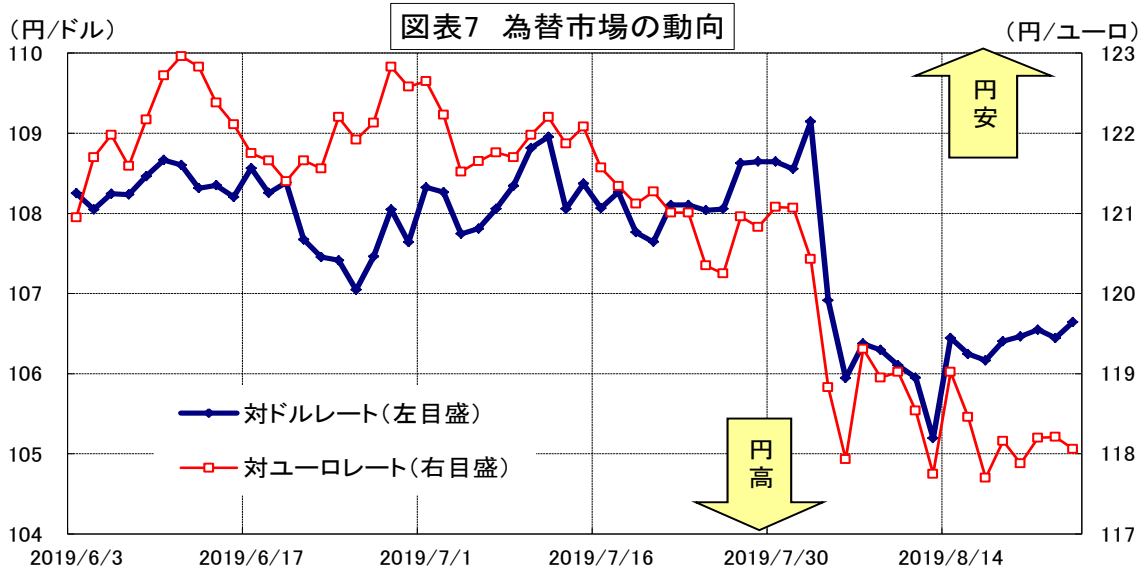
意識されること、さらに地政学的リスクへの警戒から、上値の重い展開が続くと予想される。特に消費税率が引き上げられる19年度後半は調整色が強まるものと思われる。ただし、日銀が年6兆円前後のペースでETF買入れを継続していることから、大きく下落することは避けられるだろう。

### ③ 外国為替市場

対ドルレートは、2月から4月にかけて111円台での推移となったが、大型連休明け終盤に米中摩擦が再燃したこと、その影響から世界経済の減速が強まり、主要国中銀が金融緩和に転じるとの思惑を背景に、その後は円高方向に推移している。8月入り後は米中摩擦が一段と激しくなったことから、さらに円高が進行し、最近では106円台でのレンジ相場となっている。

既に7月には米FRBが利下げやバランスシートの縮小休止に転じたほか、秋にも欧州中央銀行（ECB）が緩和強化を決定するとみられるなか、日銀が打てる手段は限られているとの思惑が強く、しばらくは円高圧力が強い状況が続くだろう。

また、対ユーロレートについても、2～4月にかけては125円前後での展開が続いたが、その後はユーロ安が進行、直近では110円台後半での展開となっている。先行きも、ドイツ経済の不振、先行き不透明感の強い英国のEU離脱（ブレグジット）の行方、イタリアの政治混迷、さらには緩和強化が現実味を帯びるECBの金融政策などを背景に、ユーロ安気味の推移となるだろう。



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

(19. 8. 23 現在)

### 堅調な個人消費がけん引

#### ～世界経済の先行き懸念から米金利低下が進んだ～

佐古 佳史

#### 要旨

米中通商摩擦や世界経済の先行きに対する懸念などの影響はみられるが、堅調な個人消費を背景に、潜在成長率を上回る底堅い成長が持続している。先行きについては、経済成長率の減速が見込まれるものの、個人消費が下支えとなるであろう。

#### 対中追加関税第4弾を一部延期

米通商代表部（USTR）は13日、9月1日に発動を予定していた第4弾の対中追加関税（3,000億ドル相当の中国製品に対して10%の追加関税）について、携帯電話やPCモニターなど一部の品目への発動を12月15日まで延期すると発表した。関税の発動が延期された品目には中国依存度（輸入に占める中国製品の割合）が90%に達するものもあり、トランプ政権がクリスマス商戦を控えて米消費者に一定の配慮を示したといえるだろう。

また、米商務省は19日、中国通信機器大手ファーウェイ製品に対する禁輸措置発動の期限をさらに90日間延長し、同社への依存が高い米企業がサプライチェーンを再構築する時間を確保した。一方で、ファーウェイ関連会社46社を新規にエンティティリスト（制裁対象リスト）に加えることも同時に公表し、米国からの締め出しをより強固にする姿勢を示した。

#### 景気の現状

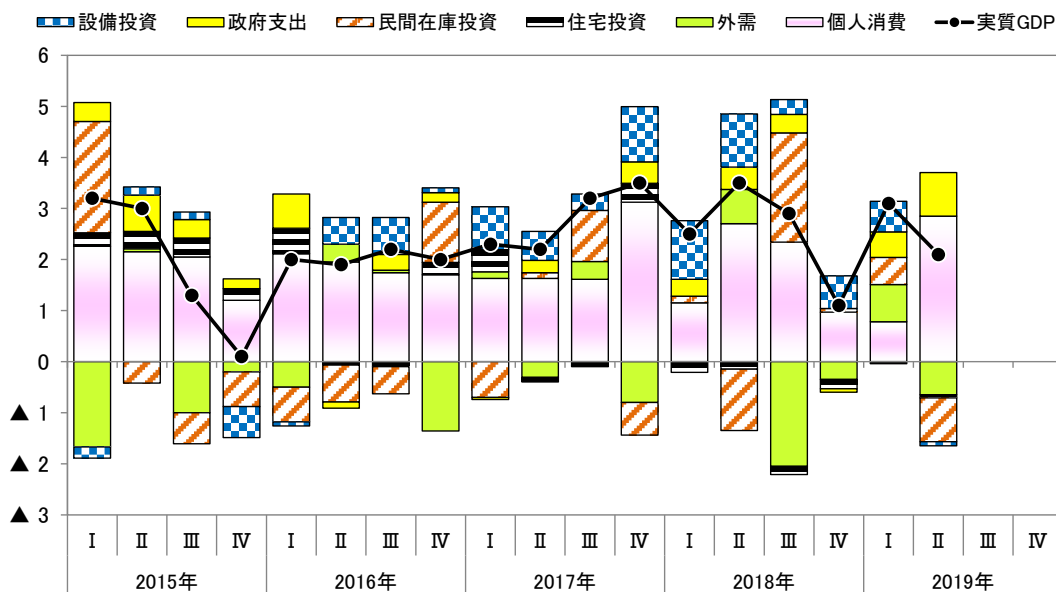
さて、経済指標を確認してみると、7月の非農業部門雇用者数は前月から16.4万人増、5～7月の平均では14万人増、と堅調に推移しているが、増加ペースは鈍化している。また、失業率は6月から変わらずの3.7%だった。ただ、25～54歳の労働参加率（82%、7月）と求人件数（734.8万人、6月）については、それぞれ19年1月をピーク（82.6%、762.5万人）に頭打ちとなっている。また、ミシガン大学調査などでは、現状についての景況感も横ばいから低下基調で推移している。

7月26日に公表された4～6月期のGDPを確認すると、経済成長率は前期比年率2.1%（速報値）と、19年1～3月期の同3.1%からは減速した。項目別にみると、米中通商摩擦や世界経済の先行きに対する懸念などから、輸出が同▲5.2%と3四半期ぶり、設備投資も同▲0.6%と13四半期ぶりに、ともにマイナスとなった。1～

3 月期にあった政府機関閉鎖の反動から、非国防政府支出が同 15.9%と急増したことや、同 4.3%となった個人消費が GDP をけん引した。総じて見ると、GDP の約 7 割を占める個人消費の堅調さが下支えとなり、2%弱とされる潜在成長率を上回る底堅い成長が維持されていると評価できる。

(%前期比年率、ポイント)

図表1 GDPの推移



(資料)米商務省、Bloombergより農中総研作成 (注)各需要項目は寄与度。

## 景気の先行き

次に、先行きについて考えてみよう。プラスの GDP ギャップが維持されるなか、経済成長率自体は自律的な減速傾向にあるとみられる。通商摩擦による不確実性の高まりもあり、設備投資が鈍化傾向にあることに加えて、製造業の景況感も悪化している。こうしたことから、今後も経済成長率は減速が続くと考えてよいだろう。

もっとも、賃金上昇や雇用の増加、個人資産の拡大などから消費は堅調に推移すると考えられる上に、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ると思われる。

また、7 月 23 日に成立した超党派合意予算 (BBA 2019) によって、21 年 7 月まで債務上限の適用が停止された。加えて、20、21 会計年度 (10 月～9 月) の裁量的経費の上限がそれぞれ 1,686、1,529 億ドル拡大された。これによる緩やかな政府支出の拡大が景気下支え要因となると考えられる。

図表2 2019年超党派予算法による  
裁量的経費の歳出上限引き上げ

(単位:億ドル)

会計年度	項目	現行法	2019年 超党派予算法	増加額
2020年度	国防費	5,762	6,665	903
	非国防費	5,432	6,215	783
	合計	11,194	12,880	1,686
2021年度	国防費	5,902	6,715	813
	非国防費	5,549	6,265	716
	合計	11,451	12,980	1,529

(資料)米議会調査局 (注)会計年度は10月から翌年9月まで。

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、7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2.2%、2.1%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。コアCPIについては、新車がマイナス寄与となった一方で、これまで低下を続けていた医療ケア商品価格が上昇に転じた。また、賃金上昇率も7月は同3.2%と6月から伸びが高まったものの、同様に勢いに欠ける。

PCEデフレーターを確認すると、(コア、6月)は同1.6%と5月の同1.5%からは上昇したものの、FRBの2%物価目標を下回る期間が長期化している。一方で、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デフレーターも基調としてはFRBの目標と整合的に推移していると思われる。

金融政策：9月  
利下げも

7月30～31日に開催された連邦公開市場委員会(FOMC)では、貿易摩擦や世界経済先行き懸念、低インフレの長期化などへの予防的措置として事前予想通り25bpの利下げが決定され、政策金利の誘導目標は2.00～2.25%となった。また、17年10月から実施されているバランスシートの縮小は、当初の予定より2ヶ月早く、8月1日で終了することが決定された。

21日に公表された議事要旨からは、世界経済や貿易に関する不確実性や米国の設備投資の減速、低インフレなどに対する保険として利下げが適切と、FOMC参加者が判断したことが示された。

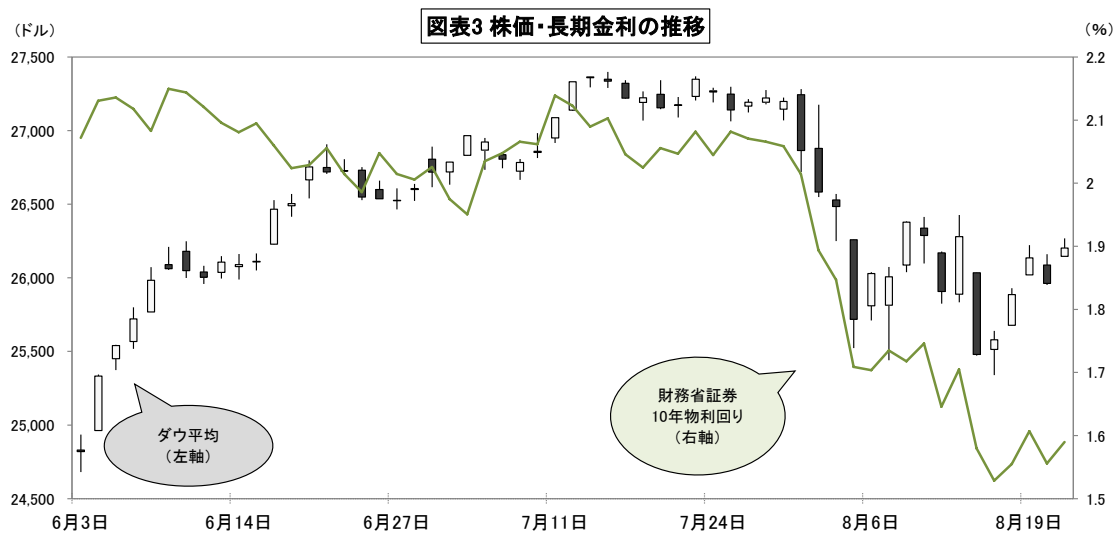
また、9月FOMCでの利下げも考えられるなか、23日のジャクソンホールにおけるパウエル議長の発言にも注目したい。

長期金利：利回りは  
小幅な上昇を予想

最後にマーケットを概観すると、6、7月にかけては米中通商協議が継続されたことで合意への期待感も維持され、米長期金利(10年債利回り)は2%をやや上回る水準での推移となった。しかし、

8月1日に、トランプ大統領が第4弾となる対中追加関税を公表したことで市場心理が悪化し、急速に利回りが低下した。また、中国やドイツの経済指標の悪化からリスク回避姿勢の強まり、金利低下に拍車がかかり、10年債利回りは15日に3年ぶりの水準となる1.53%まで低下した。なお、14日は12年ぶりとなる2-10年債での逆イールドが発生した。また、30年債も過去最低水準の2.0%台で推移している。

先行きについて考えてみると、世界経済への不安が根強いなかで大幅な金利上昇は見込みにくい反面、中国の実質的な利下げ（8月20日）や、ドイツが500億ユーロ（5.9兆円相当）の財政支出の用意があるとの報道（8月18日）もあり、過度な悲観論は後退すると思われる。こうしたことから、10年債利回りは1.5%～1.8%程度での推移を見込む。



### 株式市場：上昇 に転じると予想

株式市場では、通商協議の継続と利下げ観測が強まるなか、6、7月にかけて堅調に推移した。しかし、7月31日のFOMC後の記者会見から、市場の想定ほどFRBがハト派化していないと判明したほか、8月1日の追加関税などが嫌気され大幅に下落。8月入り後は26,000ドルを中心に方向感を欠く展開が継続している。

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く、バリュエーションも依然として高めであるため、一本調子での上昇は考えにくい反面、世界的な金融緩和環境やドイツの景気刺激策期待など、景気を下支えする動きもみられることから、株価は再び上昇に転じると見込む。 (19.8.22 現在)

## 下振れ圧力が再び強まる中国経済

### ～米中通商協議・追加経済対策に注目～

王 雷軒

#### 要旨

2019年4～6月期の中国経済は再び減速したが、その後も減速には歯止めがかからず、むしろ下振れ圧力が強まっていると見られる。ただし、追加利下げや財政拡大によって、年末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。

#### 米中摩擦が再び激化

5月に一旦は暗礁に乗り上げた米中通商協議であったが、6月末の首脳会談を受けて解決への期待感が幾分高まるなか、7月末に第12回の米中通商協議は上海で開催された。しかし、9月初めにワシントンで次回の協議を行うことで合意したものの、大きな進展が見られなかったこともあり、8月1日、トランプ米大統領は中国からの輸入品3,000億ドル相当に対して、9月1日から10%の追加関税を賦課する（第4弾）と発表した。これに対して、中国は対抗措置として米国産農産物の輸入を一時停止することを発表するなど、貿易戦争が再び繰り広げられた。

さらに、8月5日には、人民元の急落を受けて米国が中国を25年ぶりに為替操作国に認定したほか、8日には、中国通信大手ファーウェイ（HUAWEI）との取引再開を先送りとするなど、米中摩擦激化への警戒感が一段と強まった。

その後、8月13日、米中閣僚級の電話会談が行われ、2週間以内に再度電話会談を行うことで合意した。また、トランプ米大統領が年末商戦への影響を軽減するため、追加関税第4弾に盛り込まれた携帯電話、パソコン、衣料品、台所用品、スポーツ用品、子供用品、ガラス製品、家具など年間輸入額1,500億ドル相当の対象について実施を12月15日に延期することを表明、制裁緩和に向けた動きも見られた。

一方、8月15日には、中国が追加関税第4弾への対抗措置をとる方針を表明するなど、事態の収束には程遠い状況であることが改めて認識される。

今のところ、人民元安の進行と対中追加関税第4弾の規模縮

## 香港情勢にも留意

小により、中国への影響は当初よりは小さくなると推測されるものの、米中通商協議の先行きは決して楽観視できず、不透明感の高い状況が続き、下振れ圧力が強まることに引き続き注視しておくべきである。

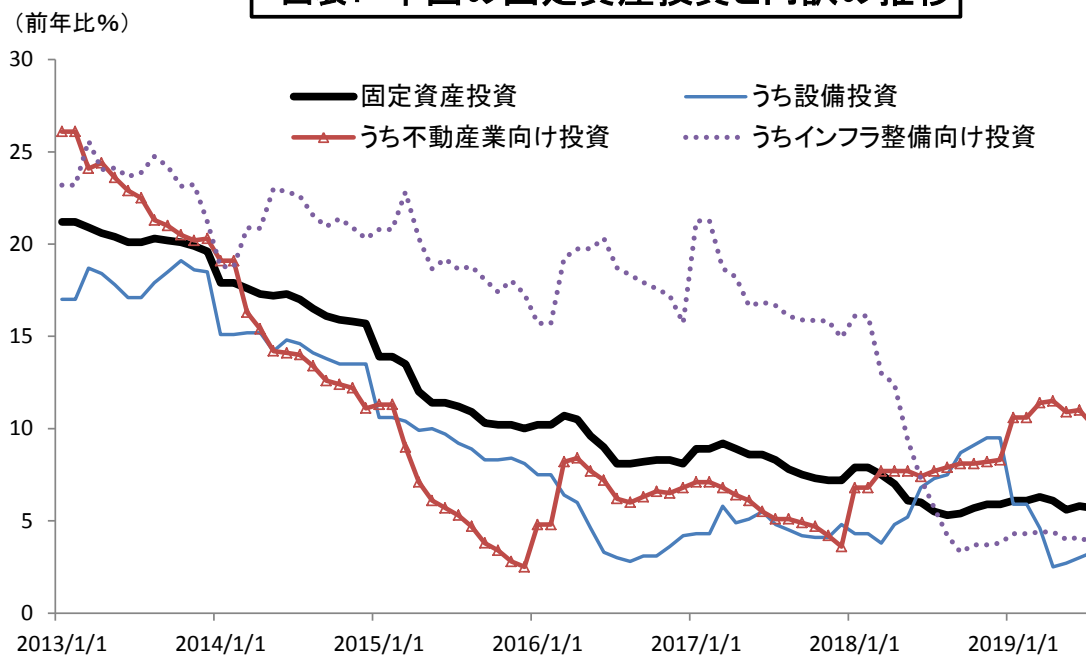
一方、香港では、香港政府による「逃亡犯条例」の改正をきっかけにした抗議活動（デモ）が続いている。6月9日に103万人デモが行われて以降、毎週各地で大規模なデモが発生している。7月は警察との衝突による催涙弾が使用されたほか、8月5日にはゼネストが発動され、鉄道・バスの運休に加え、一部のデモ隊が香港空港を占拠するなど、デモは過激化の様相を呈しており、観光や小売りが急減するなど、香港経済への悪影響も現れている。

今のところ、中国经济全体への影響は限定的とみられるが、米中摩擦が香港や台湾情勢をめぐる新たな段階に移行すれば、国際金融資本市場に波及するリスクもある。

## 7月分の経済指標は総じて弱かった

さて、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%）から減速したが、7月分の経済指標からは、その後も、減速には歯止めがかかっていない模様だ。

図表1 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7月。

## 投資は小幅鈍化

まず、投資については、1～7月期の固定資産投資は前年比



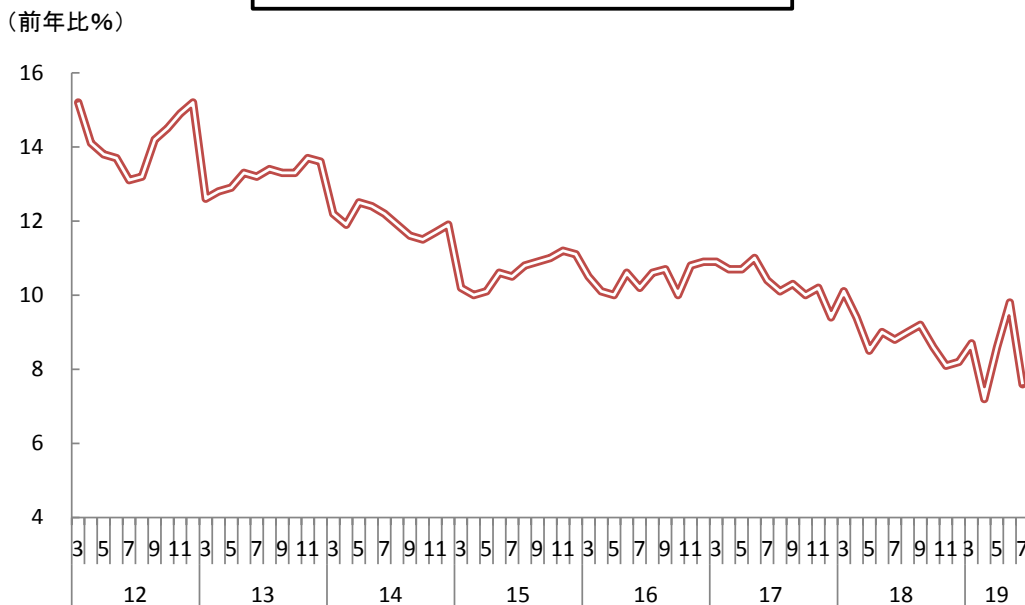
5.7%と1~6月期（同5.8%）から小幅鈍化した（図表1）。このうち、不動産向け投資は底堅く推移したものの、伸び率は頭打ち気味である。また、設備投資も小幅ながら上向いたものの、低調であることに変わりはない。さらに、地方債発行が進んだものの、インフラ整備向け投資の伸びは高まっておらず、弱い動きが続いた。

19年3月の全人代でインフラ整備向け地方債券（専項）は18年の1.35兆元から19年の2.15兆元に拡大することが決まっており、6月までに年間枠の72%は発行済みであったが、期待された投資押し上げ効果は、今のところ十分とはいえない。

なお、6月の1ヶ月間で年間枠の約3割が発行されたが、実際にインフラ整備向け投資として現われるまでには時間がかかる。一方、米国の追加関税などによる経済の影響を踏まえ、10月以降に最大1兆元超の地方債券発行（専項）が追加されるのではないかとの見方も浮上している。

これらを踏まえると、先行きについては、中国経済の構造改革として過剰な生産能力の削減を進めるなか、米中摩擦に対する悲観的な見方も強く、設備投資が低調な状態は続くだろう。ただ、インフラ整備向け投資が年末にかけて持ち直すと見込まれるほか、国有企業による投資も固定資産投資を一定程度下支えすることとなるだろう。

**図表2 中国の小売上総額の推移**



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

## 個人消費も大きく鈍化

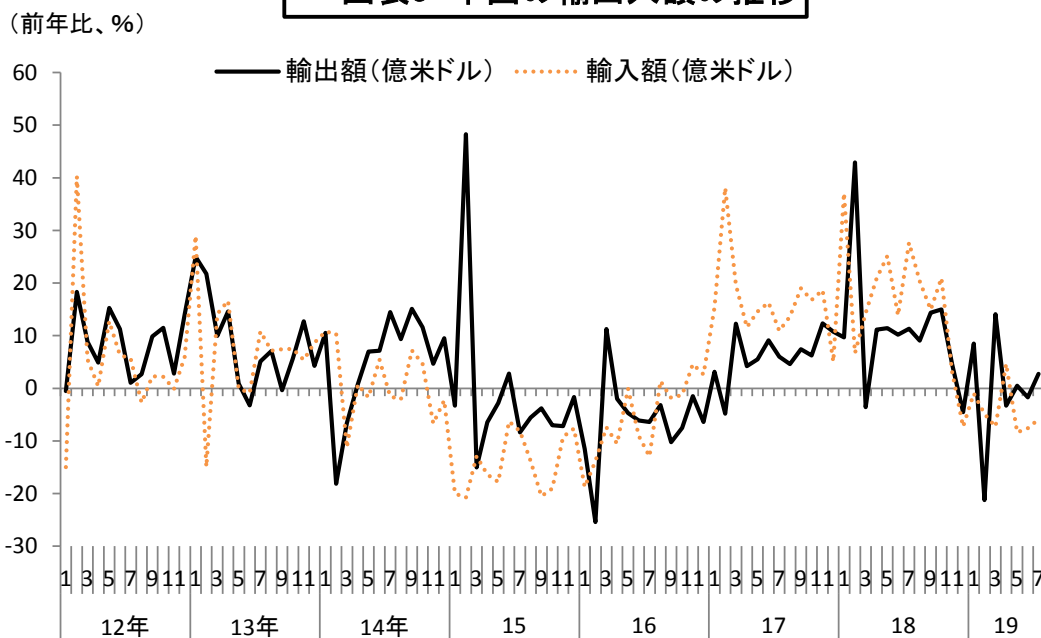
消費についても、7月の小売上総額は前年比7.6%と6月（同9.8%）から伸び率が大きく鈍化した（図表2）。物価変動を除いた実質ベースでも、前年比5.7%と5月（同6.4%）から鈍化した。6月に見られた大幅加速は一時的要因であったことが改めて確認された。

このうち、ネット販売を通じた小売上総額は二桁の伸びが続いたものの、大きく鈍化したことは否めず、さらに、自動車販売額が前年比▲2.6%と減少したことが小売上総額全体を押し下げたと考えられる。

この一時的要因の背景として、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、6月の自動車販売が大きく伸びたことが挙げられる。7月には早くもその反動が出ている。

先行きについては、家電などの買い替え需要刺激策の効果が期待されるが、住宅ローンなど家計の債務負担は依然として重く、低調な状態が続く可能性は高い。

**図表3 中国の輸出入額の推移**



(資料) 中国海関総署、CEICデータより作成、(注)金額はドルベース。

## 輸出はプラスに転じ、 輸入は前年割れ継続

7月の輸出額（米ドルベース）は前年比2.8%と6月（同▲1.7%）からプラスに転じたものの、依然として軟調に推移している（図表3）。地域別に輸出をみると、日本向けは減少に

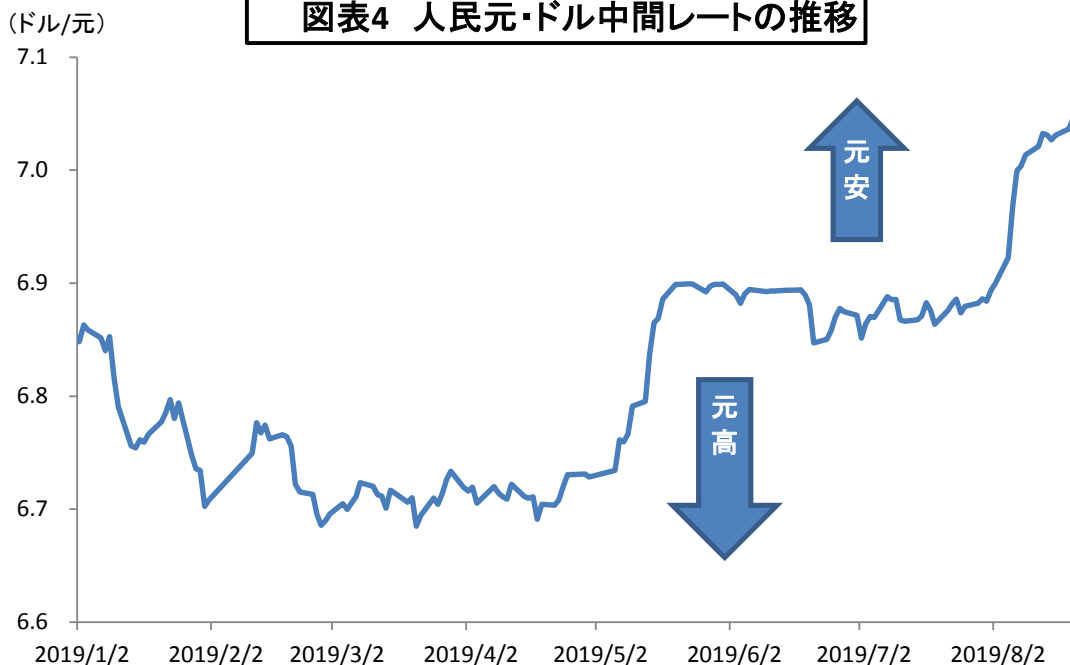
転じたほか、米国向けも引き続き大きく減少したものの、減少幅が縮小した。一方、EU向けがプラスに転じたことに加えて、アセアン向けも引き続き拡大した。

また、輸入は同▲5.9%と6月（同▲7.6%）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。地域別に輸入をみると、日本からの輸入は減少幅が拡大したほか、EUからの輸入もマイナスに転じたものの、米国からの輸入は前年比▲19.1%と6月（同▲31.4%）から減少幅が縮小したが、アセアンからの輸入は同0.4%と6月から横ばいであった。

先行きについては、世界経済の鈍化に加えて米中通商協議をめぐる不確実性もあり、輸出全体の低調さは続くと思われる。ただ、9月からの米国の追加関税第4弾の発動を見据えた駆け込みが生じる可能性もあり、年末にかけては大きな落ち込みは回避されるだろう。

なお、追加関税第1～3弾の直接的な影響は20年に一巡するものの、第4弾による下押しが発生することなどから、20年の経済見通しについて、6.2%成長と前回（5月）から0.1ポイント下方修正した。

**図表4 人民元・ドル中間レートの推移**



(資料) CEICデータより作成 直近値は19年8月20日。

**1 ドル＝7 元割れ、当面は人民元安基調**

冒頭に述べたとおり、トランプ米大統領が中国製品に第4弾の追加関税を課す方針を示したことで、米中摩擦激化への警戒

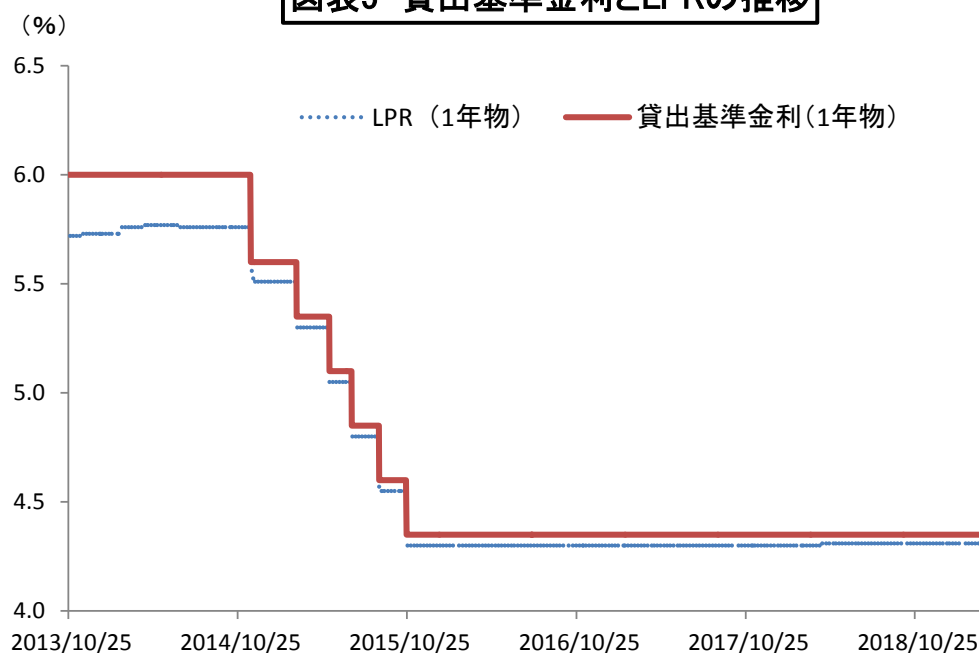
感から人民元安圧力が高まり、人民元相場は8月5日には1ドル=7.044元台まで下落、11年ぶりの人民元安水準となった。

8日以降は中間レート（中値）が7.0を上回る水準に、8月20日には1ドル=7.0454元と10営業日連続で人民元安方向に設定されている（図表4）。こうした動きを受けて当局が元安をある程度容認しているとの見方が強まった。

一方、中国人民銀行（中央銀行、PBOC）の易綱総裁は8月5日に「中国は責任ある大国として競争力を意識した通貨の切り下げはしないし、為替相場を外部の騒動に対応するツールに使わない」と発表するなど、当局から人民元安定化に向けた発表が相次いだこと、中値が予想より人民元高に設定されたことから、過度な人民元安進行は一服したようにみえる。

過度な人民元安は資本流出を招きかねないため、当面は7.05人民元前後の水準にとどまり、当局がコントロール可能なレンジでの値動きが続くと思われる。

**図表5 貸出基準金利とLPRの推移**



（資料）中国人民銀行（中央銀行）、CEICデータより作成

**新金利指標を通じて  
中国も実質的な利下げに踏み切った**

前述のとおり、期待された経済対策の効果は、今のところ十分に出ているとはいえない。こうしたなか、当局は7月23日に、MLF（中期貸出ファシリティ）とTMLF（一部市中銀行を対象とするMLF）を通じて4,977億元（約7.8兆円）の流動性を市

中銀行に供給したほか、8月20日に実質的な利下げに踏み切った。

今回の金融緩和はPBOCの貸出基準金利の引き下げではなく、銀行の貸出プライムレート（LPR）を見直したことを通じた利下げとなった。銀行の新たな1年物と5年物のLPRはそれぞれ4.25%、4.85%とされ、8月20日に発表された。これらは貸出基準金利に比べて、それぞれ10ベーシスポイント、5ベーシスポイントの引き下げである。

13年に、PBOCは市中銀行が最優良顧客に適用可能な金利として1年物LPRを導入したが、15年10月から現在に至るまで4.30%か4.31%であったことから、市場需給に反応しているとはいえない（図表5）。そのため、市中銀行は1年貸出基準金利（4.35%）を貸出金利の設定時にベンチマークとして利用していた。

こうした背景で、PBOCが第2四半期の貨幣政策執行報告（8月9日公表）で人民元金利市場改革の一環として、現状の貸出基準金利とLPRを一つにすることを検討すると明示した。また、PBOCは8月17日に企業の借入金利の低下につながる金利改革を発表した。PBOCのウェブサイトに掲載された声明文によると、市場に基づく金利改革を深化させ、金利波及の効率を改善し、実体経済の資金調達コストを低下させるため、LPRの形成メカニズムを改善するとした。詳細は以下のとおりである。

①パネル銀行は公開市場操作金利（主にMLF）をもとに、算出するLPRを全国銀行間資金調達センターに提示する、②これまでのLPR算出のための金利提示を認められている10行に民営銀行の網商銀行（アリババ系）、微衆銀行（テンセント系）と農村商業銀行（2行）、都市商業銀行（2行）、外資銀行（2行）、計8行を加える、③LPRの公表について毎日をとりやめ、毎月20日に公表する、④これまでの加重平均を改め、最高値と最低値を除いた後、算術平均にする、⑤現在ある1年物LPRに、5年以上LPRを追加する、こととした。

さらに、PBOCは市中銀行にLPRをベンチマークとして新たな貸出金利を設定するほか、貸出金利に暗黙の下限を設定してはならないと強調した。また、市中銀行にLPR利用を促すため、LPRの利用状況をマクロプルーデンス評価（MPA）に取り入れることも決まった。

## 7月末の政治局会議

## 年後半にかけて景気は小幅持ち直す見通し

このように、新たなメカニズムに基づく LPR は市中銀行が個人や企業向けの貸出金利を設定する際に、これまでの PBOC の貸出基準金利に代わるベンチマークになると期待される。

LPR の見直しは実質的な利下げに等しいが、下げ幅は比較的小幅であったことから、今のところ、景気下支え効果は限定的である。景気押し上げのためには、企業の借入金利をさらに低下させる必要があり、今後もこういった「利下げ」が行われる見込みである。

一方、7月30日に開催された共産党中央政治局会議（年4回）では、19年後半の経済運営について積極的財政政策と穏健な金融政策を実施するなど、これまでと変更はなかった。しかし、構造改革の推進が強調されていることから、現在は無理に成長を押し上げる局面ではないとの判断と見受けられ、大規模な経済対策は今のところ必要ないと見られる。

このように、4～6月期の成長率は減速したが、その後も減速には歯止めがかかっていない模様だ。米中摩擦の長期化が予想されるなか、米国の追加関税に対する覚悟が出来ている中国は今後、成長を支えるための追加経済対策、具体的には追加利下げ、預金準備率の引き下げ、財政出動の拡大を行うことが想定され、年末にかけてはそれらの効果によって小幅持ち直すと予測する。

(19.8.21 現在)

## 行き詰まるユーロ圏の金融政策

### ～財政政策を含む総合的な政策対応が必要に～

山口 勝義

#### 要旨

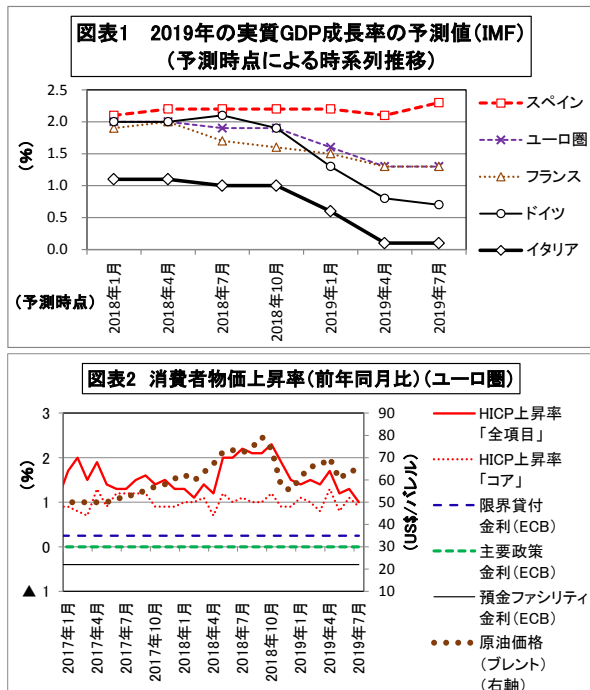
ECBは9月にも追加の金融緩和を実施する見込みである。しかし金融政策は、その効果は十分とは言えず、様々な副作用を伴い、また政策余地自体も限られている。むしろ、需要刺激などのための財政政策を絡めた、総合的な政策対応が必要ではないかと考えられる。

#### はじめに

2017年末に成長のピークをつけたユーロ圏経済は、その後、19年に入り減速感を強めている。しかも財政危機後の景気回復期にユーロ圏の経済成長の牽引役を果たしてきたドイツ経済の不振が、特に際立っている(図表1)。

このような下において、ユーロ圏では消費者物価(HICP)上昇率の回復は鈍い。これまでも原油高を背景とする一時的な動きを除き停滞が続いてきた物価上昇率であるが、最近では「2%を下回るがこれに近い水準を維持する」とする欧州中央銀行(ECB)の政策目標からの乖離幅が改めて拡大しつつある(図表2)。

これに対し、ECBは7月25日の理事会では金融政策を据え置いたものの、政策金利を少なくとも20年半ばまで現行水準に据え置くとしていた従来の方針を修正し、現行水準もしくはそれを下回る水準に維持することとした。あわせてドラギ総裁は、ユーロ圏の成長を巡るリスクは世界的な保護主義の高まりや、地政学的要因、新興国市場の脆弱性に関する不透明性を背景に依然として下向きに傾いており、本年第2四半期の成長は軟調と見込まれるほか、第3四半期も同様となる可能性があるとの認識を示した。



(資料) 図表1は国際通貨基金(IMF)の、図表2はEurostat、ECB、Bloombergの、各データから農中総研作成

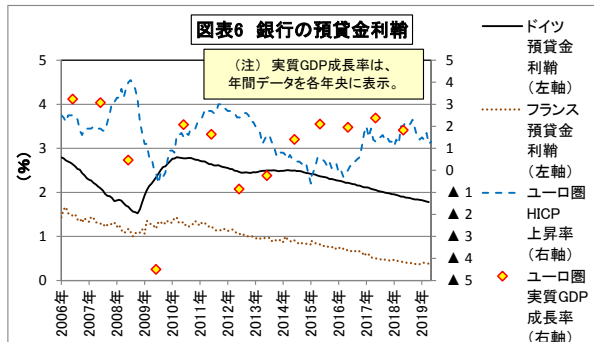
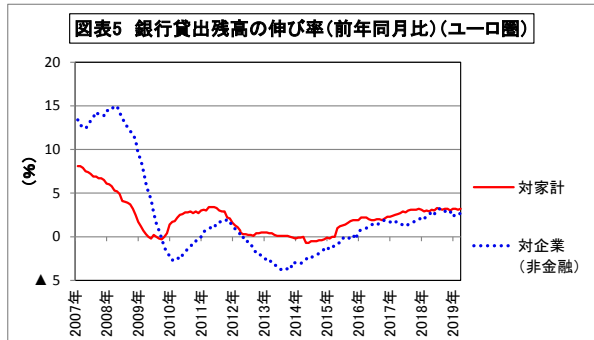
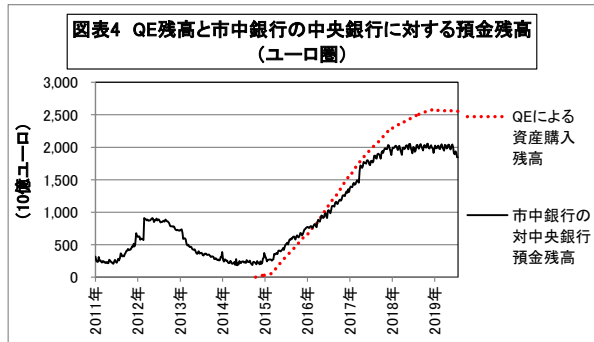
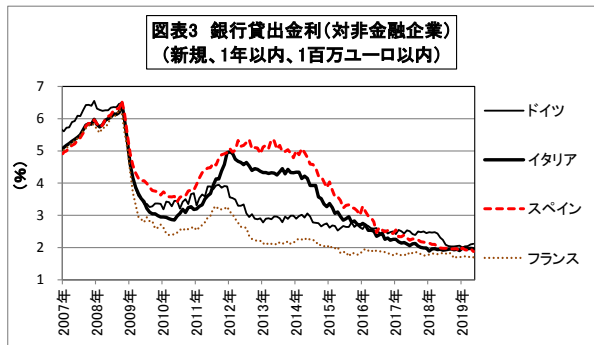
こうしてECBは、9月12日の次回理事会で追加利下げや量的緩和策(QE)の再開に着手する可能性が高まっている。しかし、18年末までにECBがQEを終了させたばかりのユーロ圏ではイールドカーブ全体は低い水準にあり、そもそも政策余地自体が限られている。また、銀行収益の圧迫など、低金利に伴う副作用の拡大が懸念される状況にもある。はたしてここからの金融緩和に、十分な政策効果が期待できるのであろうか。

## これまでの ECB の政策とその効果

ECB は、これまでの金融緩和の過程で、14年6月に市中銀行による中央銀行預金にマイナス金利を導入するとともに、QE については同年10月に貸出債権を担保とするカバードボンドなどの新たな購入策、次いで15年3月には国債などを加えた購入策を開始するなどの対応を行ってきた。また14年6月には、企業の資金ニーズに応じて銀行に対して低利で貸出原資を供給する仕組み（TLTRO）を新設した。

これらの政策を通じ、マイナス金利により預金にコストを生じさせることで銀行に対し貸出を促す効果とともに、QE によっては、中長期金利への影響を介して企業の資本コストを低下させ、合わせて銀行と信を国債などから貸出等のリスク資産に振り向けさせる効果が意図されていた。さらに TLTRO が加わることで、借入れ需要に対する前向きな銀行の応需による的を絞った景気刺激効果や、銀行の収益の下支え効果が期待された。加えて、積極的な金融緩和を受けた株価の上昇や通貨の下落などによっても経済主体のコンフィデンスが改善し、総合的に経済活動が活性化されインフレ期待が上昇する展開が見込まれていた。

確かにこれらの政策の結果、ユーロ圏では貸出金利が低下するとともに各国間でその水準の収斂が進んできた（図表3）。しかしその反面で、マイナス金利の下でも銀行による中央銀行預金残高が増加し、金融政策により供給された資金が実体経済に十分浸透しているとは言い難い姿が現れている（図表4）。現実には銀行貸出残高の伸びは限られ、イタリアなどでは企業向けを中心に前年同月比伸び率が今もマイナスに沈んだままである（図表5）。



（資料）図表3～5はECBの、図表6はECB、Eurostat、IMFの、各データから農中総研作成

こうして、ECBが打ち出した多面的な政策にもかかわらず景気や物価の回復は力強さを欠き、一方で預貸金利鞘の着実な縮小で銀行収益への圧迫は強まっており、金融政策の効果が十分であったとはみられない状況にある（図表6）<sup>（注1）</sup>。



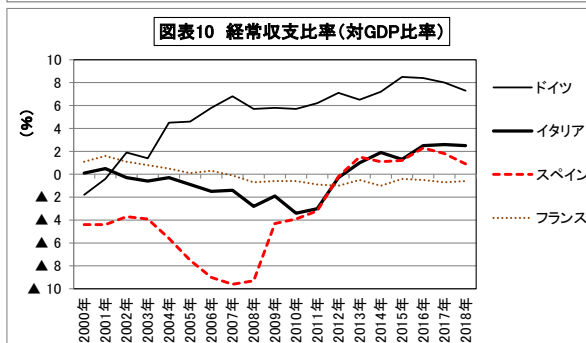
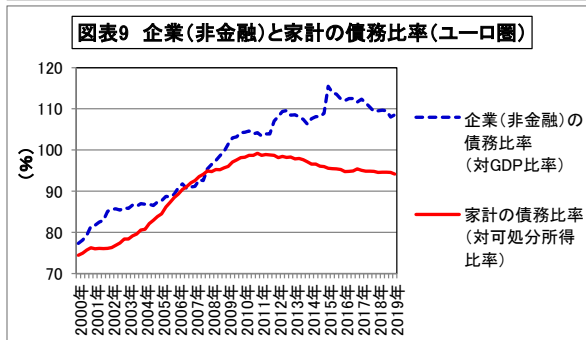
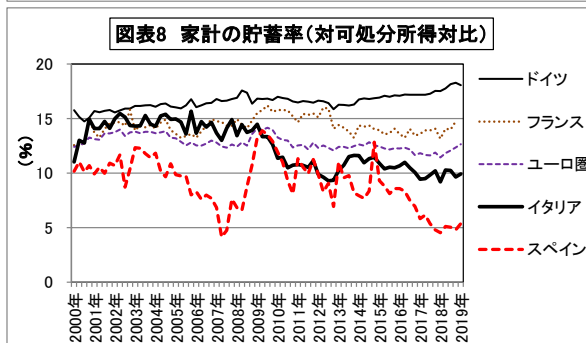
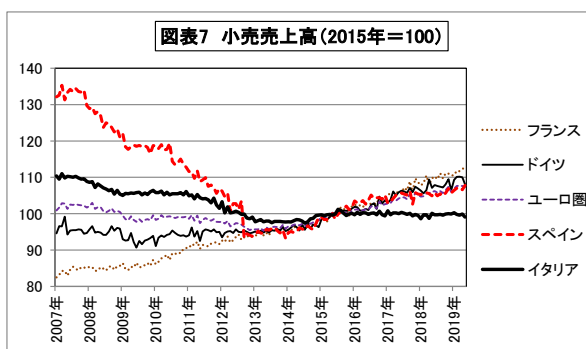
## 経済情勢の実態と望ましい政策対応

ここでユーロ圏の経済情勢を確認すれば、世界貿易が停滞するなか製造業の生産が落ち込み、これを堅調な個人消費が支える構図となっている。しかし、個人消費を巡る状況は各国で区々であり、中にはイタリアやスペインなど危機前の水準に回復していない国もある（図表 7）。また、多くの国々では家計の貯蓄率の上昇が見られており、今後は個人消費の伸び悩みに繋がる可能性もある（図表 8）。

他方では、財政危機前の過熱期に南欧諸国を中心に上昇した企業や家計の債務比率は、今も高い水準にある（図表 9）。このため、バランスシート改善が課題として残る経済主体としては、まして先行きの不透明感が強まる中でもあり、銀行借入れを通じた消費や投資の拡大に対しては手控え感が強いものと考えられる。

このようにユーロ圏では景気対策として個人消費の持続や活性化に向けた政策が中でも重要であるが、以上の情勢を踏まえれば、従来どおりの政策を維持することが妥当かどうか、再検討が必要ではないかとみられる。これまでに財政危機後のユーロ圏では、市場の圧力に迫られ労働市場の柔軟化などの経済の構造改革や財政改革に注力するとともに、景気刺激策を ECB による金融政策に大きく依存してきている。しかし、金融政策は銀行の流動性対策や通貨高の抑制には効果が大きいとしても、特に高債務の下では低金利を通じた需要喚起効果は限られ、逆に非伝統的手法の長期間の継続で副作用の拡大をもたらす結果ともなっている。

これに対し、黒字化した経常収支に現れているように、今では貯蓄は過剰状態にあり市場波乱の可能性は低下している



（資料）図表 7、8、10 は Eurostat の、図表 9 は ECB の、各データから農中総研作成

ほか、歴史的な低金利の好環境の下にもある（図表 10）。このため、ユーロ圏は、むしろ可処分所得の底上げを図る減税策などの需要面を刺激する財政政策の発動に対して、柔軟な姿勢へ転換すべき時期にあるのではないかと考えられる。

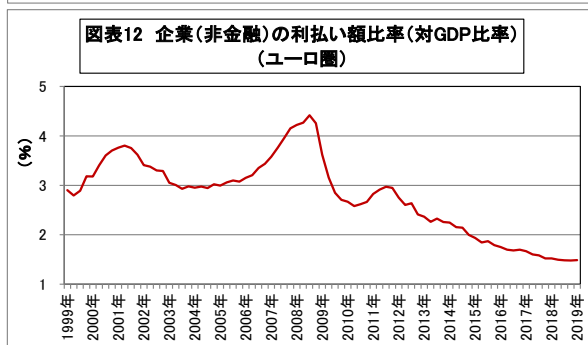
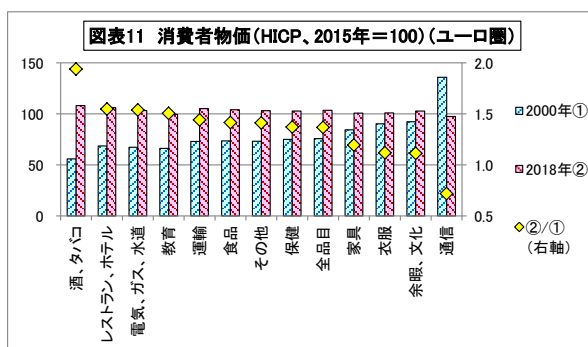
## おわりに

この他にも、金融政策を巡っては様々な議論があり得る。第一は、改めてその有効性を問うものである。金融政策の影響の波及としては、低金利を通じた消費や投資の活性化効果とは逆に、利息収入の減少や、異例な政策の拡大に伴う将来に向けた不透明感の高まりが消費や投資を縮小させ、貯蓄を増加させる側面も考えられる。ユーロ圏では高い債務比率の他にも貧富の格差の拡大や高齢化の進展などが生じているため、後者の影響がより強く現れる可能性がある<sup>(注2)</sup>。

第二の論点としては、そもそも「物価上昇率 2%」を政策目標とすることの妥当性がある。経済のグローバル化やデジタル化の進展などを背景に先進国の経済構造は大きく変化しつつあり、物価の上昇も、品目別に見れば固有の動きを示している(図表 12)。こうした中で、物価上昇率という単一の括りで物事を捉えることが適切であるのかどうかには、議論の余地があるものとみられる<sup>(注3)</sup>。

第三に金融政策の副作用としては、銀行収益の圧迫以外にも様々な影響の波及を考慮する必要がある点である。これには、低金利下での一種のモラルハザードである企業の財務改革の停滞、国債の指標機能の低下、リスクプレミアムの過度な縮小(バブルの発生)などがある。例えば長引く緩和の下で企業の利払い額は着実に低下しており、通常的环境下では生き残りが困難なゾンビ企業の生存を許している可能性がある(図表 12)。これらは、将来の金融波乱のリスクの拡大や、経済の効率性の阻害に繋がるものである。

以上のように金融政策は、その効果は十分とは言えず、様々な副作用を伴い、



(資料) 図表 11 は Eurostat の、図表 12 は ECB および Eurostat の、各データから農中総研作成

また政策余地自体も限られている。このため、こうして行き詰まりを見せる金融政策のみに依存するのではなく、需要喚起策としての財政政策を絡めた総合的な政策対応が必要ではないかと考えられる。ましてデジタル化などの進展で経済構造が変化し世界的に競争が激化する下でもあり、技術開発支援やインフラ整備、教育拡充等にも関わる財政政策の意義は一層大きいものとみられる。(19. 8. 21 現在)

(注1) ECB は財政危機のさなかの 11 年と 12 年に長期リファイナンスオペ(LTRO)により大規模な資金供給を実施するとともに、12 年 7 月にはドラギ総裁がユーロを守るためには必要なあらゆる措置を講じると言明したうえで、9 月には無制限の国債購入策(OMT)の導入を行った。このように、財政危機の終息に向け ECB が果たした役割は大きい、金融政策による景気や物価の回復効果は十分であったとは言い難い。

(注2) このほか、「貸出金利の一層の低下が預貸金利鞘の縮小を通じ銀行の与信行動を保守化させ、金融緩和が逆効果を生む可能性がある」とする「リバーサルレート論」なども議論されている。

(注3) ECB では現在、物価上昇率の一時的な 2% 超えを容認するなどの柔軟な対応を中心に、インフレ目標の持ち方について検討を行っているもようである。



# 2019～20年度改訂経済見通し

## 米中摩擦に翻弄される世界経済

～日本経済見通し：2019年度：0.7%（上方修正※）、20年度：0.4%（据え置き※）～

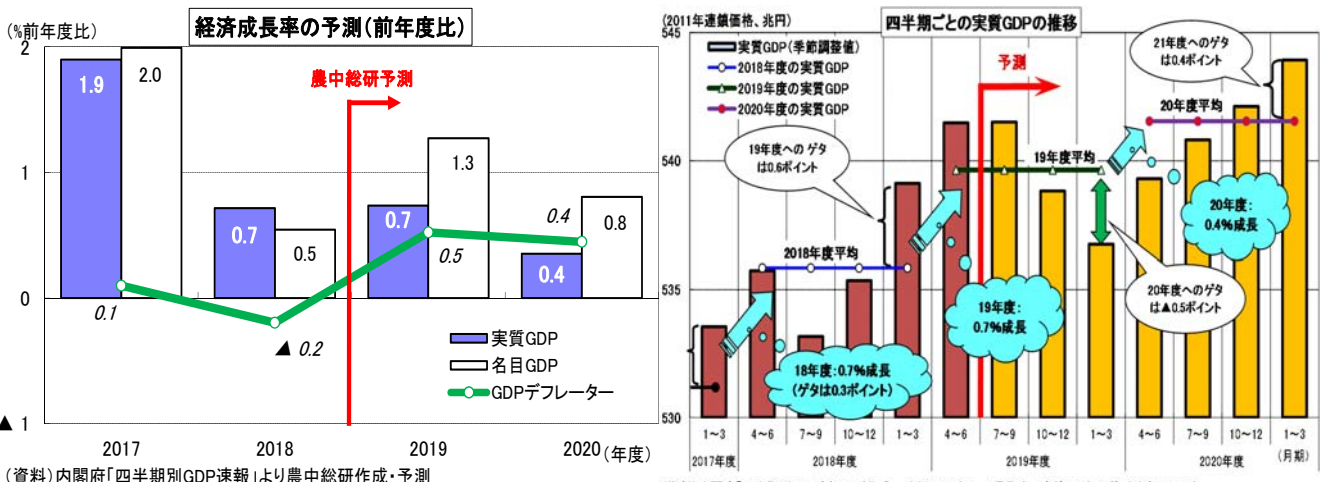
※19年6月時点の見通し（それぞれ0.2%、0.4%）との比較

2019年8月15日

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。

### 《 サ マ リ ー 》

- 2019年4～6月期の実質GDPは、輸出の減少に加え、前期の反動から輸入が大きく増加し外需寄与度は再びマイナスとなったが、消費、企業設備投資など民間需要が底堅く推移したほか、経済対策の効果にも支えられ、3四半期連続のプラス成長となった。
- 足元7～9月期も消費税率の引上げを控えた消費の駆け込み需要、非製造業の省人化・省力化ニーズに支えられた設備投資の増加が続く一方、世界経済の減速を受けた輸出減が継続、国内需要の堅調さから輸入も増加することでゼロ成長が見込まれる。19年度下期は外需の不振に加え、駆け込み需要の反動減の発生で、景気調整色が一気に高まると予想する。その後、20年半ばに世界経済の底入れや東京五輪・パラ開催などで景気が盛り上がる場面もあるが、消費税対策の終了に伴う反動減も見込まれ、全般的に緩やかな持ち直しにとどまる。
- 日本銀行は20年春頃まで現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続ける方針だが、19年度下期には追加緩和を迫られる場面も想定される。



# 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	24

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

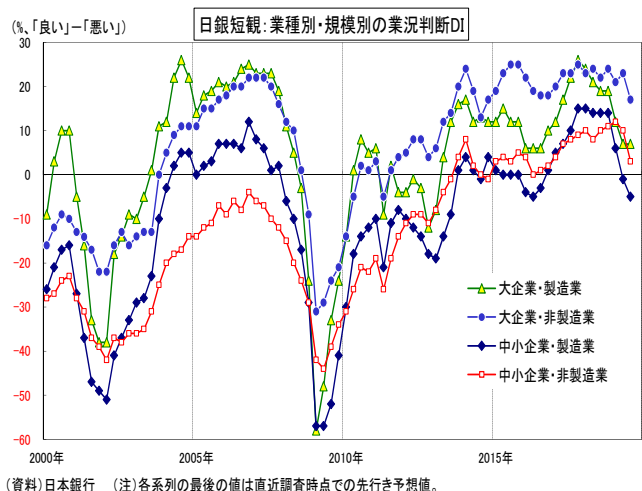
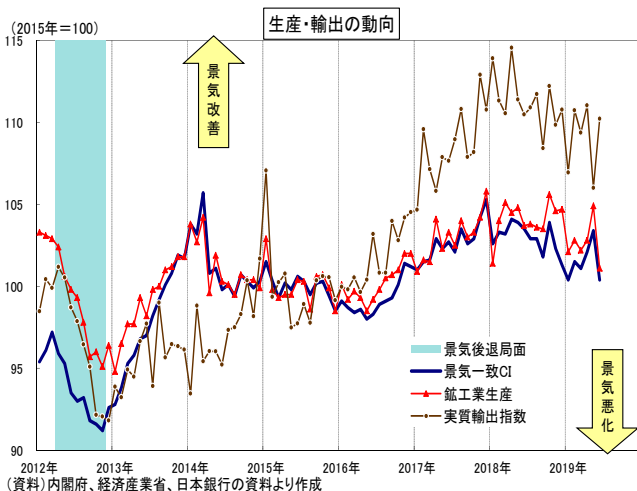
南 武志  
 佐古佳史  
 山口勝義  
 王 雷軒

農林中金総合研究所

3

## 1 景気の現状

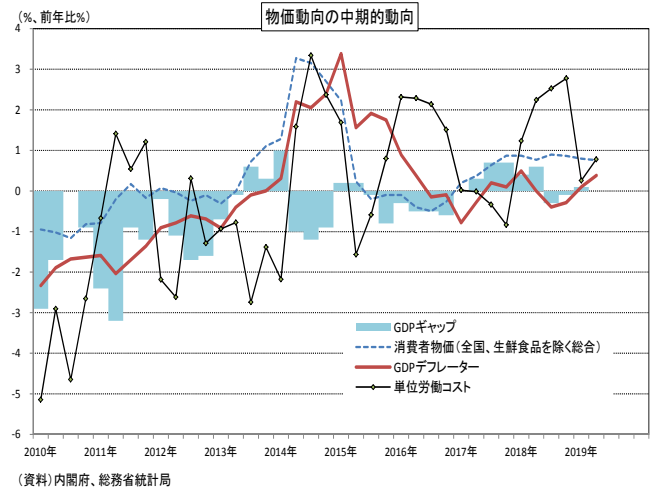
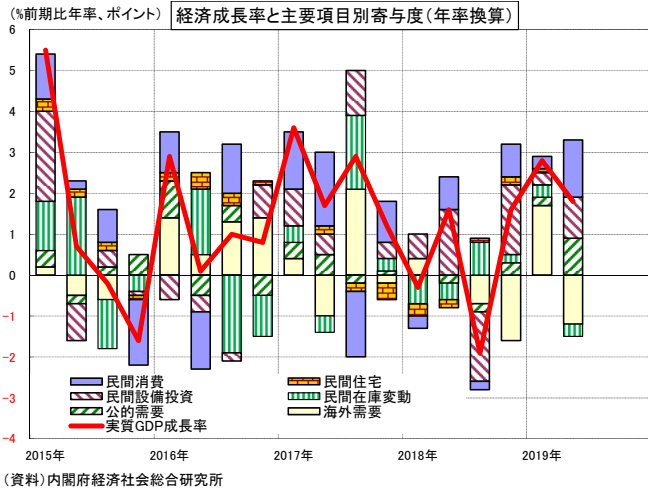
- 景気動向：一部で持ち直しの動きもあるが、総じて停滞気味
  - － 国内景気は、民間消費や非製造業の企業設備投資は底堅い半面、世界経済の減速に伴って輸出・生産の減少が継続、製造業関連の指標は鈍いなど、二極化しているが、総じて停滞気味
  - － 企業の景況感は製造業は悪化傾向だが、非製造業には底堅さも
  - － 6月の景気動向指数での基調判断は「下げ止まり」だが、8月にも再び「悪化」へ下方修正される可能性も
  - － 求人数が前年割れとなるなど、労働市場には悪化方向への動きも散見される
  - － 全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）はエネルギーの下落で緩やかに鈍化している
    - ・ 一方で、これまでの人件費・原材料費の値上がり分を価格転嫁する動きも



農林中金総合研究所

4

- 4～6月期GDP: 堅調な内需により、年率1.8%と三四半期連続のプラス成長
  - 世界経済・貿易が減速していることから輸出等は前期比▲0.1%（実質GDPの前期比成長率(0.4%))に対する寄与度: ▲0.0ポイント)と2四半期連続で減少、さらに大きく減少した1～3月期の反動に加えて国内需要の堅調さから輸入等が同1.6%（寄与度: ▲0.3ポイント)と増加、外需寄与度は▲0.3ポイントと2四半期ぶりのマイナス
  - 一方で、民間消費が大型連休の効果などから前期比0.6%（寄与度: 0.3ポイント)となったほか、企業設備投資も非製造業を中心に底堅く推移、同1.5%（寄与度: 0.2ポイント)と、ともに増勢を強めた
  - さらに、経済対策の効果により公的需要は同0.9%（寄与度: 0.2ポイント)と下支え役を果たした
  - この結果、4～6月期は前期比年率1.8%と三四半期連続のプラス成長となった
  - GDPデフレーターは前年比0.4%と2四半期連続の上昇、国内需要デフレーターも同0.5%へ伸び率を高めた



農林中金総合研究所

5

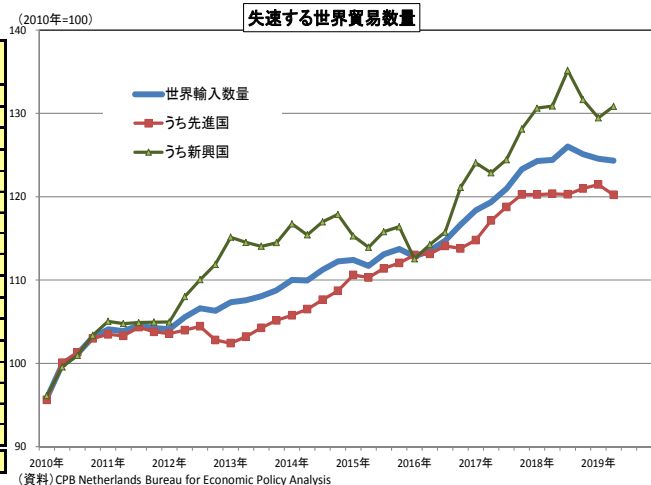
## 2 世界経済の動向 ①概況

- 国際機関による世界経済見通し: 相次ぐ下方修正
  - 国際通貨基金(IMF)の世界経済見通し(19年7月発表)は4回連続で下方修正
    - 19年の世界全体の成長率は前年比3.2%(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
    - 世界貿易数量の伸びも19年は前年比2.5%と、2年連続で鈍化する見通し
    - 20年の成長率はアルゼンチン・トルコなど一部新興市場国の安定化・回復を主因に好転するとの見通しであるが、下振れリスクは極めて高い状況にある
  - 18年入り後の世界貿易は停滞しており、特に10～12月期以降は失速気味の推移

2019～20年 IMF世界経済見通し

	2017年	2018年	2019年	2020年
世界全体(実質経済成長率)	3.8	3.6	3.2	3.5
先進国	2.4	2.2	1.9	1.7
米国	2.2	2.9	2.6	1.9
ユーロ圏	2.4	1.9	1.3	1.6
ドイツ	2.2	1.4	0.7	1.7
フランス	2.3	1.7	1.3	1.4
イタリア	1.7	0.9	0.1	0.8
スペイン	3.0	2.6	2.3	1.9
英国	1.8	1.4	1.3	1.4
日本	1.9	0.8	0.9	0.4
新興国・発展途上国	4.8	4.5	4.1	4.7
中国	6.8	6.6	6.2	6.0
インド	7.2	6.8	7.0	7.2
ブラジル	1.1	1.1	0.8	2.4
ロシア	1.6	2.3	1.2	1.9
南アフリカ	1.4	0.8	0.7	1.1
ASEAN5	5.3	5.2	5.0	5.1
世界貿易数量(財・サービス)	5.5	3.7	2.5	3.7

(資料)IMF『World Economic Outlook(2019年7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：経済政策の下支えもあるが、ソフトランディングに向けた動き
  - 19年4～6月期のGDPは前期比年率2.1%成長(速報)
  - 見通しのポイントとしては、世界経済の減速懸念を受けてFRBがハト派に転じたこともあり、①19年内には2回の利下げが見込まれること、②裁量的経費の歳出上限が引き上げられたため、20～21年度の政府支出が増加すること、③世界経済の鈍化、通商摩擦、労働市場のひっ迫などから、19年末から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%、20年は1.7%(いずれも修正なし)

### 予測表(四半期)

(予測→)

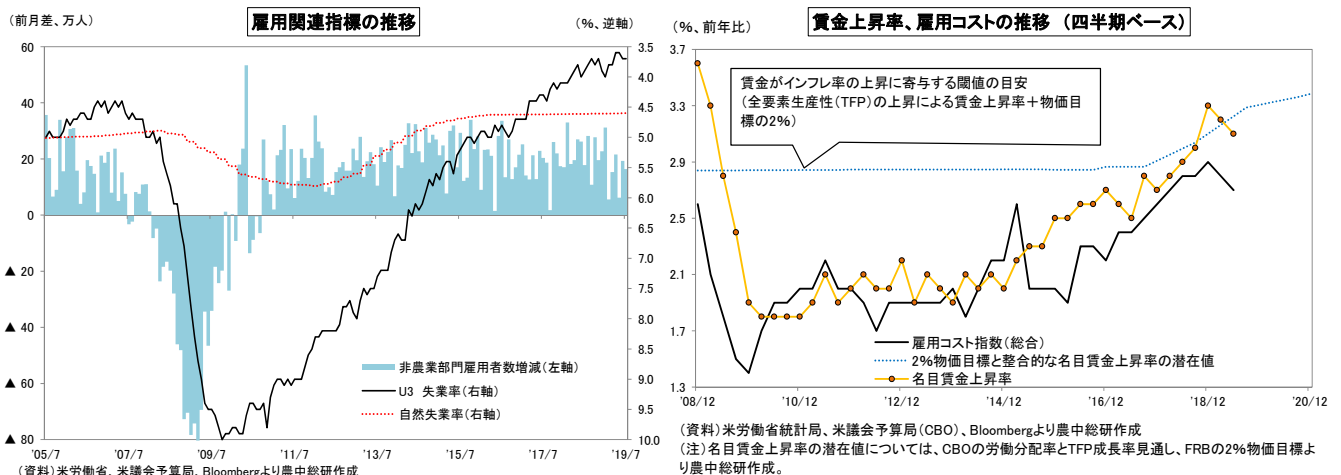
	単位	2018年				2019年				2020年			
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP成長率	%	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.1	2.0	2.6	1.0	1.6	1.5	1.3
個人消費支出	%	1.7	4.0	3.5	1.4	1.1	4.3	2.7	2.4	1.5	3.0	2.4	1.2
民間設備投資	%	8.8	7.9	2.1	4.8	4.4	▲0.6	1.3	▲0.7	2.2	▲1.4	5.9	3.6
民間住宅投資	%	▲5.3	▲3.7	▲4.0	▲4.6	▲1.1	▲1.5	▲1.4	▲0.7	▲0.3	▲0.3	0.7	▲1.4
輸出	%	0.8	5.8	▲6.2	1.5	4.2	▲5.2	3.1	▲1.6	▲1.6	1.6	4.8	3.2
輸入	%	0.6	0.3	8.6	3.5	▲1.5	0.1	1.2	▲0.6	1.7	1.1	5.8	3.4
政府支出	%	1.9	2.6	2.1	▲0.4	2.9	5.0	4.0	5.5	2.0	2.1	2.4	2.4
非農業部門雇用者数増減	万人	22.8	24.3	18.9	23.2	16.9	15.7	13.0	12.0	9.0	6.0	5.0	5.0
失業率	%	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.6	3.6	3.5	3.4	3.5	3.5	3.6
賃金上昇率	%	2.7	2.9	3.0	3.3	3.3	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4	3.5	3.5
コアPCEデフレーター	%	1.7	1.9	2.0	1.8	1.7	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1	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	1.75～2.00	1.75～2.00	1.75～2.00	1.75～2.00	1.75～2.00	2.00～2.25
10年物国債利回り	%	2.4	2.9	2.7	2.7	2.4	2.0	1.6	1.7	1.7	1.8	2.1	2.3

(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

7

- 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16.5万人のペースで増加
  - 失業率は約50年ぶりの低水準である3.6%前後で推移
  - 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：63.0%、25～54歳：82.0%(いずれも19年7月)
  - 賃金上昇率は前年比3%台前半での推移
    - 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

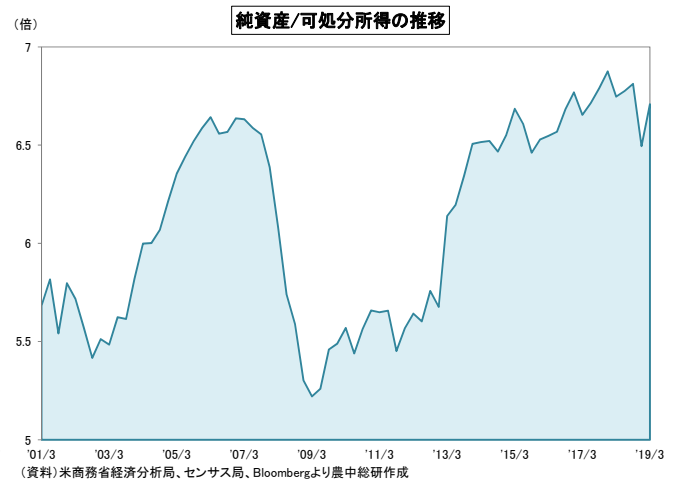
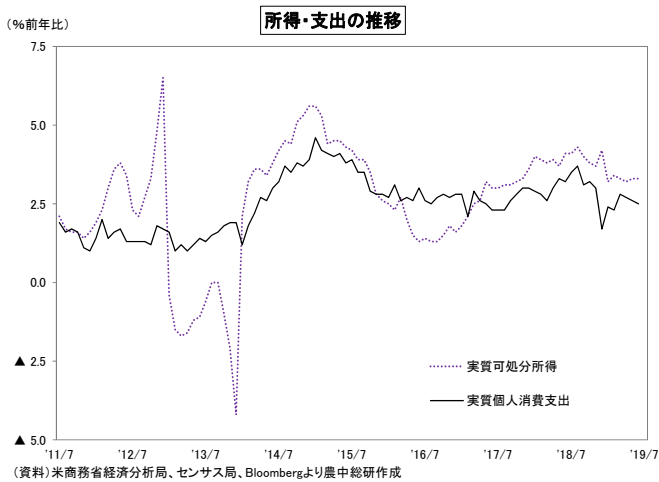


(資料)米労働省統計局、米議会予算局(CBO)、Bloombergより農中総研作成  
 (注)名目賃金上昇率の潜在値については、CBOの労働分配率とTFP成長率見通し、FRBの2%物価目標より農中総研作成。

農林中金総合研究所

8

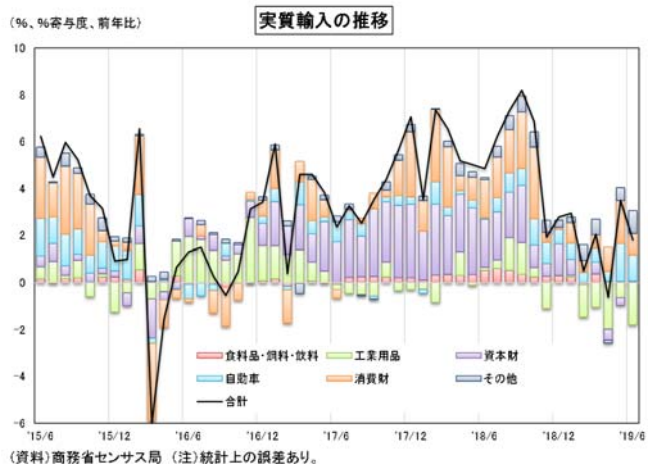
- 消費:底堅い推移を見込むが、米中通商協議次第では下振れも
  - 追加関税の影響を受けた消費財価格の上昇も、足元では緩やかなものにとどまっており、消費への悪影響はこれまでのところ軽微
  - 労働参加率が頭打ちとなっていることから、今後、雇用者数の伸びは鈍化が見込まれ、消費の拡大ペースが加速するとは考えづらい
  - 一方、賃金上昇率の高まりや、家計純資産の増加は消費の下支え要因



農林中金総合研究所

9

- 貿易:通商摩擦から輸出入とも伸びは鈍い
  - 米中通商交渉は進展に乏しい
  - 残りの3,000億ドル相当の中国製品に対する10%の追加関税導入が発表されたが、クリスマス商戦への配慮から、対象の一部は12月まで適用が延期される方針
  - 19年11年半ばまでには輸入自動車に対する追加関税導入の判断が決定する見込み
  - 工業品や資本財などの輸入の伸びが鈍化
- 政府支出
  - 超党派予算法により、裁量的経費の歳出上限が引き上げられた
  - 20年度(19年10月~20年9月)は1,686億ドル分の政府支出が拡大し、19年度から440億ドル増加する見込み



2019年超党派予算法による  
裁量的経費の歳出上限引き上げ

(単位:億ドル)

会計年度	項目	現行法	2019年超党派予算法	増加額
2020年度	国防費	5,762	6,665	903
	非国防費	5,432	6,215	783
	合計	11,194	12,880	1,686
2021年度	国防費	5,902	6,715	813
	非国防費	5,549	6,265	716
	合計	11,451	12,980	1,529

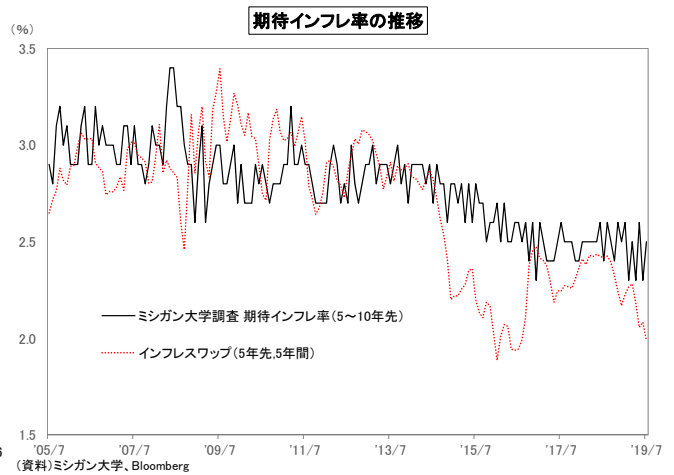
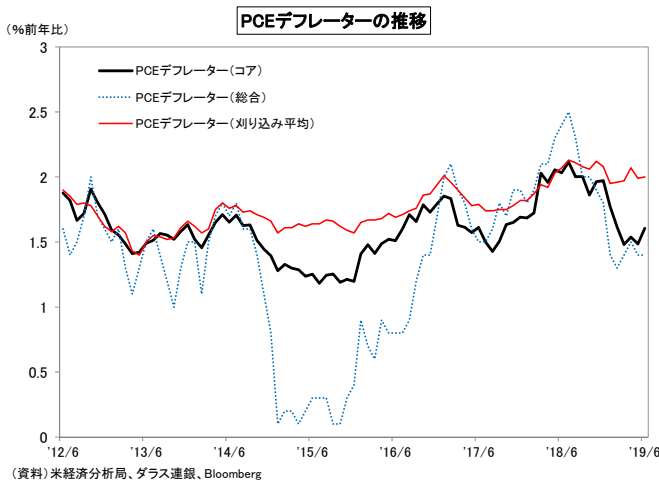
(資料)米議会調査局 (注)会計年度は10月から翌年9月まで。

農林中金総合研究所

10

• インフレ率

- FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比1.6%(19年6月分)
  - 利下げの効果や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
- 変動の激しい項目を除いた、ダラス連銀の刈り込み平均PCEデフレーターは同2%前後で推移しており、基調としてはFRBのインフレ目標と整合的に推移していると考えられる
- 一方で、期待インフレ率の低下が確認されており、FRB参加者からは将来のインフレ率の下押し圧力になると警戒されている

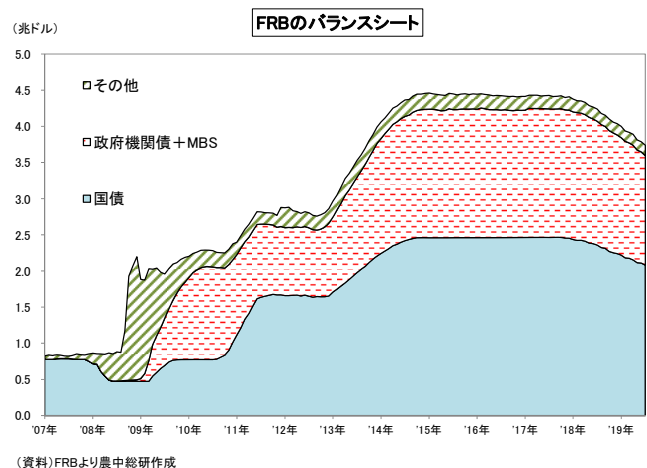
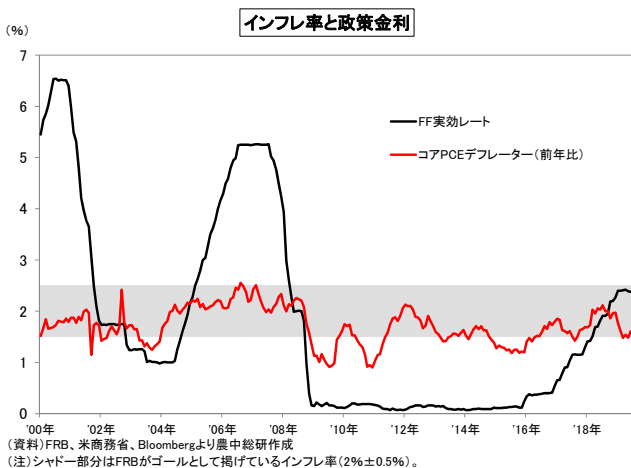


農林中金総合研究所

11

• 金融政策:

- B/S 縮小(償還された米国債について月額最大300億ドルの再投資停止、同じく住宅担保証券(MBS)は月額最大200億ドルの再投資停止)を、予定より2ヶ月前倒しで19年8月1日に終了
- 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(その分は国債ヘシフト)
- 世界経済減速懸念や、期待インフレ率の低下などから、19年は複数回の利下げとなる可能性
- 一方、パウエルFRB議長は利下げ局面の開始については否定しており、継続的な利下げにはならないとみられる



農林中金総合研究所

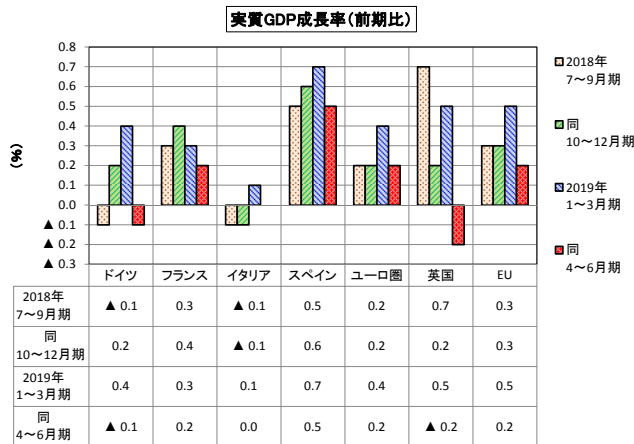
12



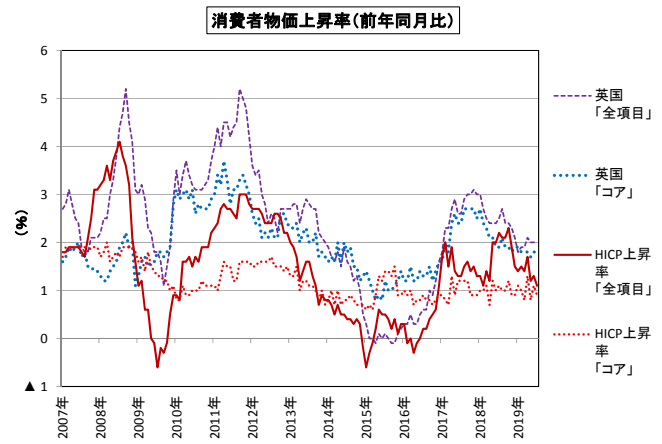
## 2 世界経済の動向 ③欧州

### 景気動向(19年4~6月期の実質GDP成長率)

- 欧州では、経済情勢が前期から減速
- ユーロ圏では、前期比成長率は0.2%(1~3月期:0.4%)、前年同期比成長率では1.1%(同:1.2%)  
経済規模の大きい4ヶ国では、
  - ・ ドイツが前期比マイナス成長となったほか、イタリアの低成長が継続
  - ・ スペイン、フランスは相対的に安定成長を維持
- 欧州連合(EU)全体では、前期比で0.2%(1~3月期:0.5%)、前年同期比で1.3%の成長(同:1.6%)
  - ・ 英国では、前期比成長率は▲0.2%(1~3月期:0.5%)
  - ・ また、英国の前年同期比成長率は1.2%(1~3月期:1.8%)



(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好調であった前期から減速、17年末をピークに減速傾向が継続
  - ・ 19年6月の鉱工業生産指数は、前月比で1.6%の、前年同月比で2.6%の各低下
  - ・ 同月の小売売上高は、前月比で1.1%、前年同月比で2.6%の各増加
  - ・ 失業率は改善傾向が続いており、6月は7.5%
  - ・ 生産や輸出の不調を家計消費が支える形が継続

### 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6月の製造業受注指数は、前月比で2.5%の上昇ながら、前年同月比では3.6%の低下
  - ・ 同月の鉱工業生産指数は、前月比で1.5%の、前年同月比では5.2%の各低下
  - ・ 同月の輸出額は、前月比で0.1%の、前年同月比では0.5%の各低下
  - ・ 同月の小売売上高は、前月比で3.5%の、前年同月比で3.9%の各増加
  - ・ 同月の失業率は、3.1%と低水準が継続
  - ・ 家計消費中心の回復であり、外需を巡る環境は引き続き厳しい

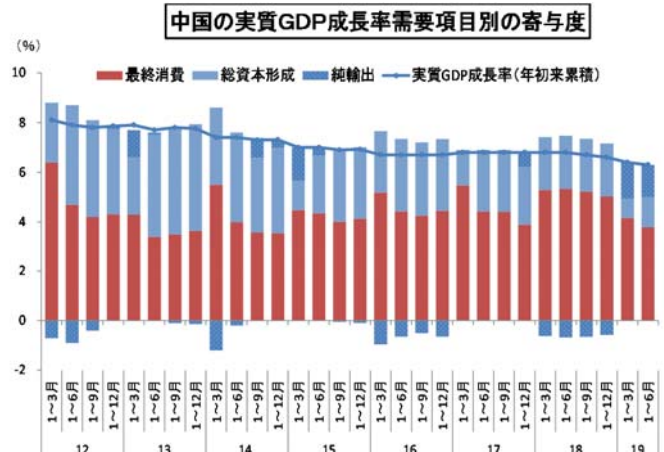
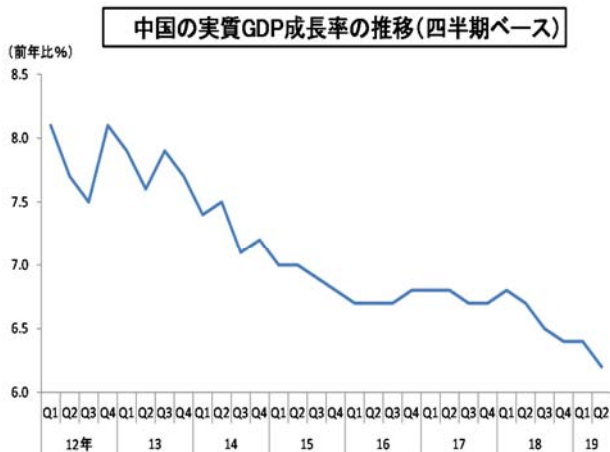
### 英国経済

- 前期には、当初予定のEU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
- 今期はその反動

- 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7月の消費者物価上昇率は、前月の1.3%から1.1%に低下
    - 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは、前月の1.1%から0.9%に低下
  - 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7月の消費者物価上昇率は、前月の2.0%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、リスクは下向きに傾いているとし、先行きの経済情勢に慎重姿勢
    - 7月に従来方針を修正し、政策金利を20年半ばまで現行水準もしくはそれを下回る水準に維持することに
    - 9月に、追加利下げや量的緩和策(QE)の再開に着手する可能性が高い
  - 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
  - 米中間の貿易摩擦が、引き続き成長の重荷に
  - なかでもドイツの減速が、全体の成長を押し下げ
  - 長引く米中貿易摩擦の下で、当面、低成長が継続
    - ユーロ圏では、19年の実質GDP成長率は18年の1.8%から1.0%程度に低下の見通し
    - ドイツでは、19年の実質GDP成長率は18年の1.5%から0.5%程度に低下の見通し
    - 英国では、19年の実質GDP成長率は18年の1.4%から1.2%程度に低下の見通し
  - 潜在的なリスク要因としては、イタリアの財政問題、英国のEU離脱、米欧間での貿易摩擦など

## 2 世界経済の動向 ④中国

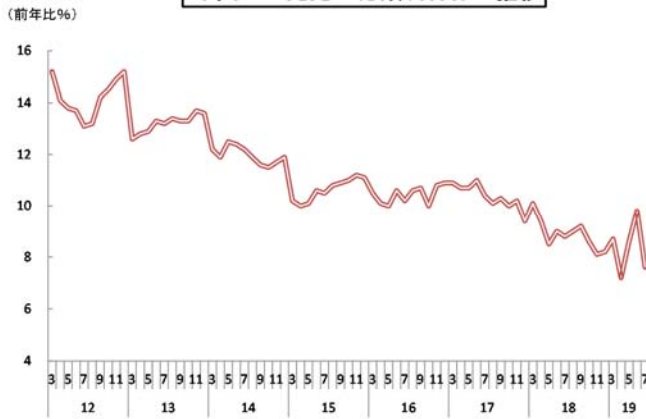
- 景気動向
  - 19年4~6月期の実質GDP成長率は前年比6.2%と、1~3月期(同6.4%)から鈍化
    - 需要項目別の寄与度(1~6月期の対前年比成長率6.3%)は、最終消費が3.79ポイント、総資本形成が1.21ポイント、外需(純輸出)は1.30ポイント
  - 鈍化した背景には、輸出の伸び悩みによる製造業の設備投資の弱さ、個人消費の軟調が挙げられる
  - とはいえ、19年通年の政府の成長目標である「6.0~6.5%」のレンジには収まった
  - 先行き、米中摩擦激化への警戒感が強まるなか、投資や外需の弱さが続くと思われるため、下振れ圧力は依然根強いが、追加経済対策が行われることが想定され、さらなる成長鈍化の可能性は低い



● 個人消費

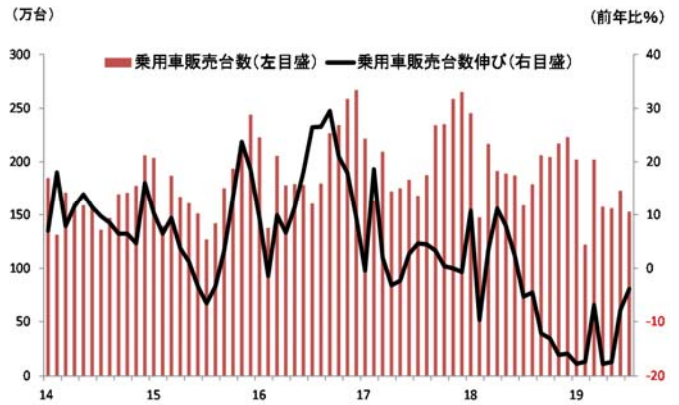
- 個人消費は自動車販売台数が大きく伸びたことなどをを受けて6月は伸び率が一旦高まったが、7月の小売売上総額は前年比7.6%へ再び減速
  - ・ 季節要因を除いた伸び率でも同5.7%であり、改善は見られない
- 個人消費が力強さを欠く理由として、一部の地域で失業者が増加したことなどを背景に消費マインドが悪化したことや家計負担増が挙げられる
- 先行き、家電製品買い替えや農村地域の自動車普及などの消費促進策の効果もあり、大幅な落ち込みは回避されるとみられ、現状水準を維持する可能性が高い

中国の小売売上総額(名目)の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成、直近は19年7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7月。

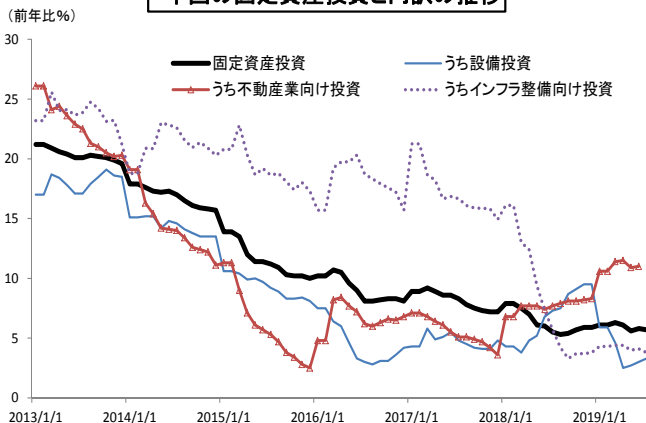
農林中金総合研究所

17

● 固定資産投資

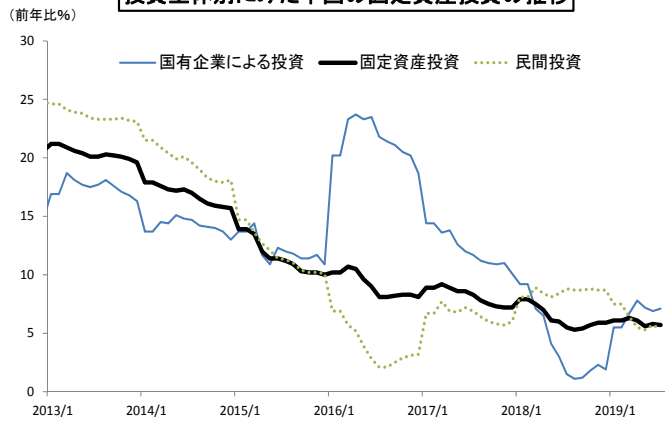
- 総資本形成に当たる固定資産投資は低空飛行の状況が続いている
  - ・ 投資分野別では、不動産業向け投資は底堅く推移したものの、設備投資及びインフラ整備向けは依然弱かった
  - ・ 投資主体別では、民間投資の低調さが続いたほか、国有企業による投資も頭打ち気味であった
- 先行きについては、地方債の発行要件が緩和されたことを受けてインフラ整備向け投資が年末にかけて持ち直すと見込まれるほか、国有企業による投資の下支え強化が想定されることなどから、持ち直すものと予想

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7月。

投資主体別にみた中国の固定資産投資の推移

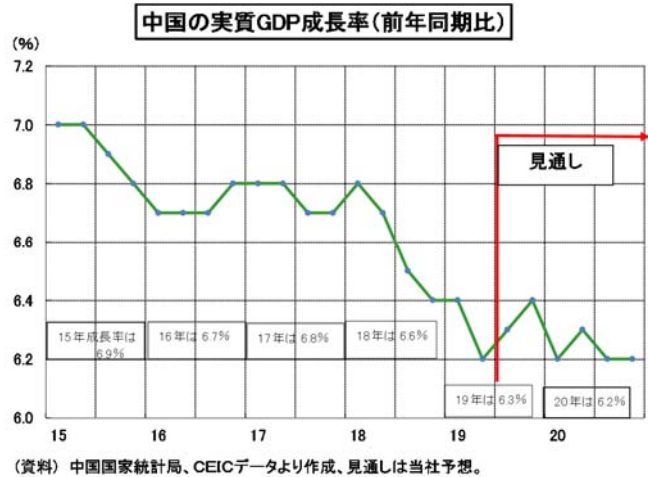
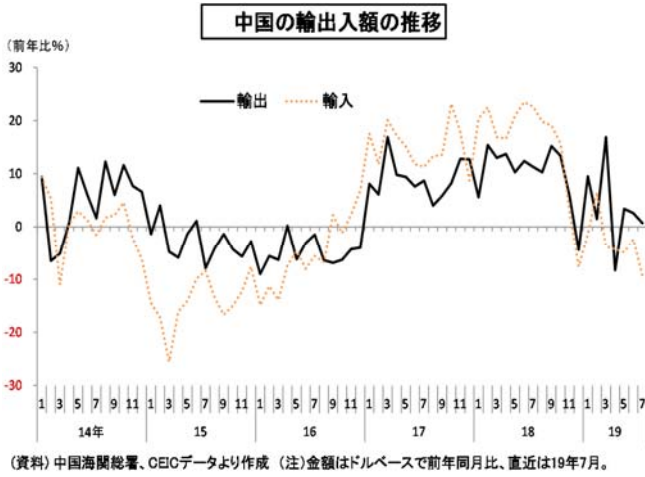


(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成 (注)年初来累計、直近は19年7月。

農林中金総合研究所

18

- 輸出
  - 世界経済の減速が続くなか、輸出は米国向けの減少を主因に軟調に推移
  - 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
  - 先行きについては、世界経済の減速に加え、米国による中国製品(残りの3,000億ドル相当)への追加関税の発動などを受けて輸出の軟調さは継続
- 経済見通し
  - 19年は、経済対策の効果によって年末にかけて成長率が持ち直し、通年で前年比6.3%(前回5月時点から0.2ポイントの下方修正)となるが、20年は同6.2%(同じく0.1ポイントの下方修正)へ減速すると予測

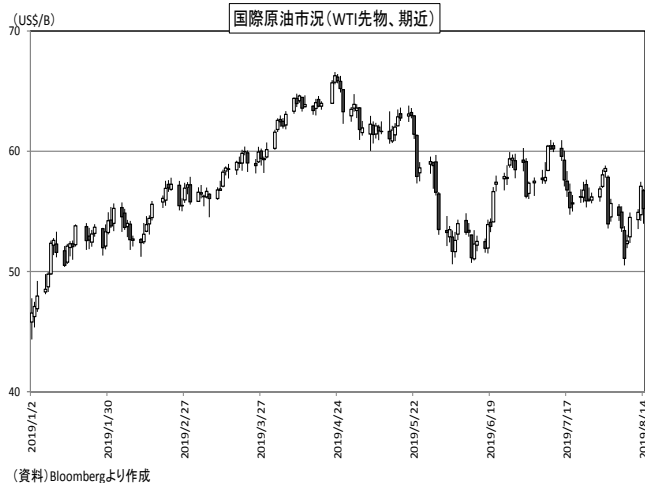


農林中金総合研究所

19

## 2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格: WTI先物はやや軟調な展開
  - 17年1月からのOPECなど主要産油国による協調減産が実施されてきたが、19年7月以降も最長で20年3月まで協調減産(合計で日量120万バレル程度)を継続することで合意
  - イラン情勢の緊迫化に伴い、ホルムズ海峡封鎖の懸念すら浮上しているが、米国などの増産継続、中国などの需要減の見通しなどもあり、直近の原油価格(WTI先物)は50ドル/バレル台で上値の重い展開
- 原油入着価格の見通し
  - 当面、世界経済・貿易の減速が続くほか、米国など減産に参加しない産油国の増産圧力もあり、原油需給はやや緩和気味の展開が想定される
  - 20年度にかけて国内への入着価格は60ドル/バレル台半ばで推移すると予想



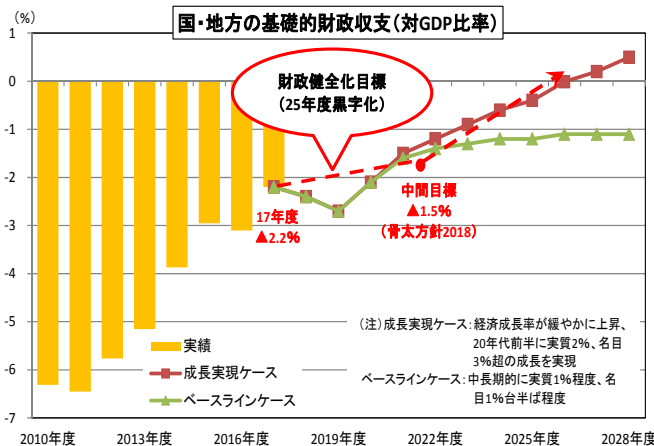
農林中金総合研究所

20

### 3 国内の経済政策

#### ● 今後の経済財政運営

- 最重要目標は、経済の好循環をさらに持続・拡大させ、直面する様々な課題を克服し、持続的かつ包摂的な経済成長の実現と財政健全化の達成を両立させていくこと
- 「経済再生なくして財政健全化なし」の基本方針の下、経済再生と財政健全化に一体的に取り組み、20年頃の名目GDP600兆円と25年度の財政健全化目標(PB黒字化)の達成を目指す
  - ・ 潜在成長率の引上げによる成長力の強化
  - ・ 成長と分配の好循環の拡大
  - ・ 誰もが活躍でき、安心して暮らせる社会づくり
- なお、19年4~6月期の名目GDPは558兆円(季節調整済・年率換算値)であるが、内閣府年央試算による経済見通しでは上述の20年頃の600兆円経済の達成は厳しい



(資料)内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

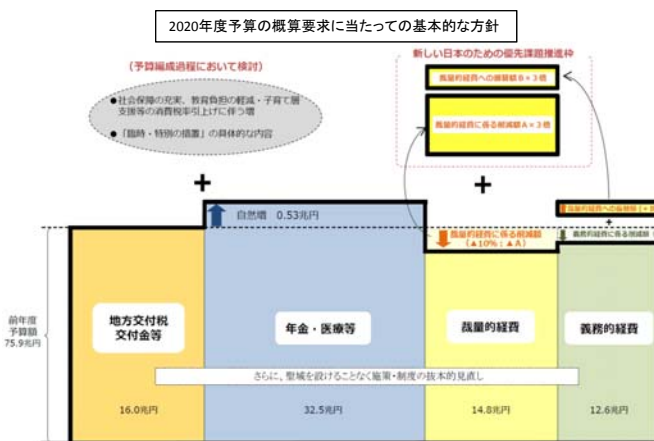


農林中金総合研究所

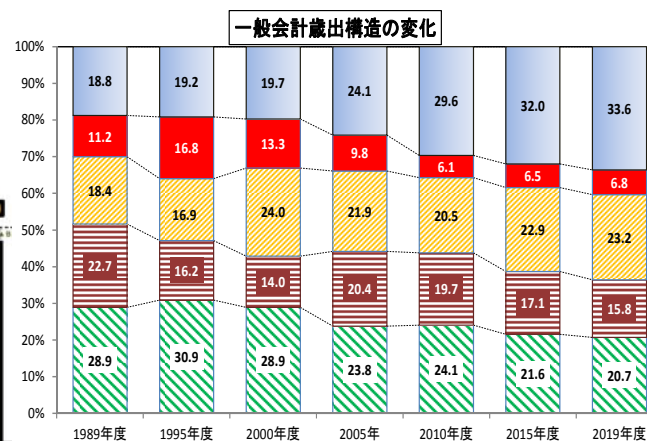
21

#### ● 20年度予算の編成方針

- 需要拡大の推進、生産性向上、社会保障改革等の歳出改革の推進などに重点的に取り組み、民需主導の持続的成長を確実なものとする一方、景気や金融資本市場の動向、海外発の下方リスク等に一層注意し、リスクが顕在化する場合には、機動的なマクロ経済政策を躊躇なく実行
- 20年度予算の概算要求基準は、①年金・医療等は19年度当初予算額(32.5兆円)に自然増(0.53兆円)を加算した範囲内、②義務的経費は19年度当初予算のうち通常分(「臨時・特別の措置」を除いた12.6兆円)と同額、③裁量的経費は19年度当初予算の通常分(14.8兆円)から1割減、④「新しい日本のための優先課題推進枠」として義務的経費・裁量的経費の削減額の3倍まで要求を認める、等
- 初の総額100兆円台となった19年度予算に続き、20年度も巨額予算となる見込み



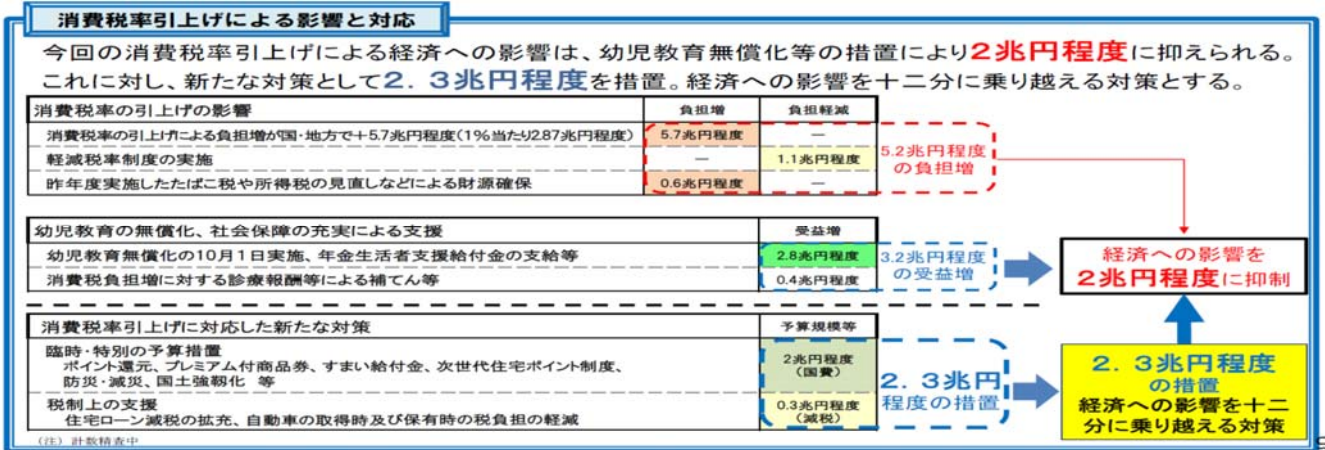
(資料)財務省ウェブサイトより抜粋



農林中金総合研究所

22

- 19年10月には消費税率10%へ引上げ
  - 社会保障と税の一体改革(社会保障の機能強化・機能維持のための安定財源確保と財政健全化の同時達成)を目指し、社会保障財源を高齢者を含めた国民全体で広く負担する考えから、消費税率は8%から10%へ引き上げる予定
  - 今回の消費税率引上げにあたり、政府は駆け込み・反動減の平準化に向けた諸処置、軽減税率制度の導入や防災・減災、国土強靱化等の対策を講じ、経済の回復基調に影響を及ぼさないように取り組む姿勢
    - 各事業者の判断によって柔軟な価格設定が行われるようにする
    - キャッシュレス・消費者還元事業、プレミアム付商品券事業、耐久消費財(自動車・住宅)に係る税制・予算措置により、消費税率引上げ前後の需要変動を平準化し、消費を喚起・下支えする
    - 低所得者への配慮として、飲食料品(酒類・外食を除く)と週2回以降発行される定期購読契約に基づく新聞を対象に軽減税率(8%)を導入



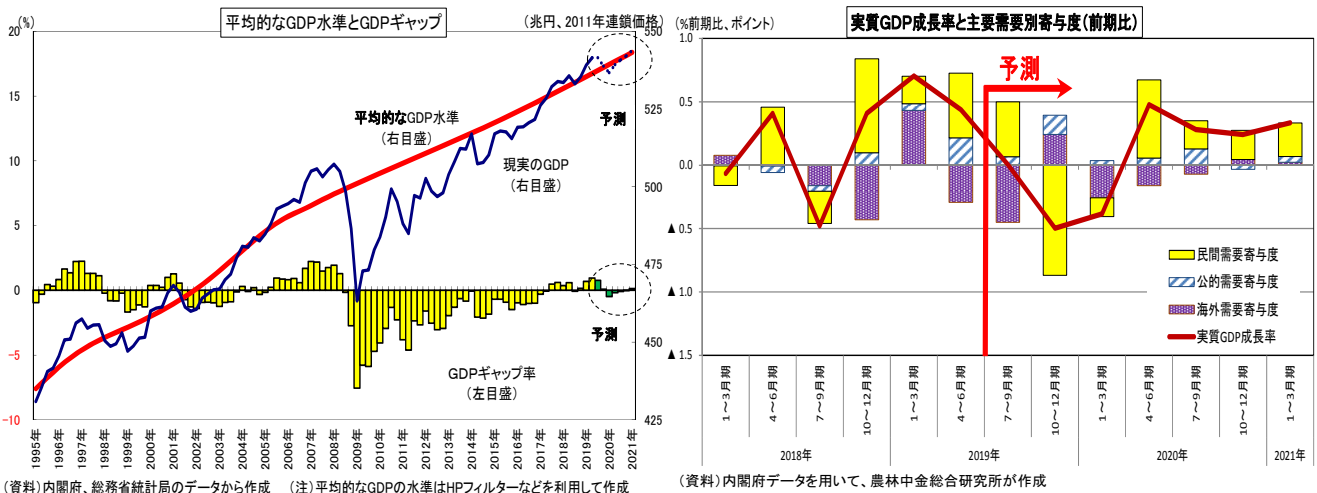
(資料) 財務省「ウェブサイト」より抜粋

農林中金総合研究所

23

## 4 日本経済・物価の見通し

- 総論:2019年度は0.7%、20年度は0.4%と、潜在成長率をやや下回って推移
  - 前提条件として、米中摩擦の激化など、世界経済の下振れリスクは強く意識される状況は払拭できず、世界経済・貿易の底入れは20年まで後ズレすると想定した
  - 足元7~9月期については、消費は大型連休要因の剥落が予想される中で消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあり、基本的に底堅く推移するほか、企業設備投資は非製造業を中心に増加傾向を維持するとみられる半面、外需の不振が続くため、ゼロ成長にとどまると予想
  - 19年度下期には消費税率引き上げを受けて、民間需要が落ち込み、景気調整色が強まる(上期の成長率:前期比0.8%に対し、下期は同▲0.7%へ)
  - その後、20年入り後に想定される世界経済の持ち直しにより、輸出が緩やかに増え始めるほか、東京五輪・パラの効果も期待されるが、消費税対策が6月で終了が見込まれる消費税対策の反動もあり、景気回復テンポは鈍いと思われる(上期:前期比0.4%、下期:同0.7%)



農林中金総合研究所

24

# 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	1.3	0.8
実質GDP	%	1.9	0.7	0.7	0.4
民間需要	%	1.8	1.1	1.1	0.7
民間最終消費支出	%	1.0	0.5	0.8	0.9
民間住宅	%	▲0.7	▲4.4	▲0.1	▲1.8
民間企業設備	%	4.6	3.5	2.3	0.7
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	0.1	0.0	▲0.0
公的需要	%	0.5	▲0.1	1.8	1.1
政府最終消費支出	%	0.4	0.9	1.9	1.5
公的固定資本形成	%	0.5	▲4.0	1.5	▲0.9
輸出	%	6.5	1.5	▲2.6	1.0
輸入	%	4.0	2.1	0.3	3.1
国内需要寄与度	ポイント	1.5	0.8	1.3	0.8
民間需要寄与度	ポイント	1.3	0.8	0.9	0.6
公的需要寄与度	ポイント	0.1	▲0.0	0.5	0.3
海外需要寄与度	ポイント	0.4	▲0.1	▲0.5	▲0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	▲0.2	0.5	0.4
国内企業物価 (前年比)	%	2.7	2.2	0.4	1.0
全国消費者物価 ( " ) (消費税率を除く)	%	0.7	0.8	0.9	1.0
(消費税率・教育無償化政策の影響を除く)				(0.5)	(0.5)
完全失業率	%	2.7	2.4	2.5	2.6
鉱工業生産 (前期比)	%	3.0	0.2	▲1.6	0.4
経常収支	兆円	21.8	19.1	17.2	18.5
名目GDP比率	%	4.0	3.5	3.1	3.3
為替レート	円/ドル	110.8	110.9	106.7	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲0.05	▲0.05	▲0.10	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	0.05	▲0.20	▲0.11
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	72.0	66.8	65.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成  
 (注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合、断り書きのない場合、前年度比。  
 無担保コールレートは年度末の水準。  
 季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(前期比)

	単位	2018年度			2019年度			2020年度		
		通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	0.7	0.1	0.3	0.7	0.8	▲0.7	0.4	0.4	0.7
民間需要	%	1.1	0.3	0.8	1.1	1.1	▲0.7	0.7	0.9	0.8
民間最終消費支出	%	0.5	0.2	0.3	0.8	1.0	▲0.4	0.9	1.0	0.4
民間住宅	%	▲4.4	▲2.8	2.4	▲1.1	0.3	▲3.0	▲1.8	▲0.8	0.8
民間企業設備	%	3.5	1.7	0.3	2.3	2.1	▲0.9	0.7	0.6	1.8
公的需要	%	▲0.1	▲0.3	0.3	1.8	1.1	1.0	1.1	0.5	0.5
政府最終消費支出	%	0.9	0.3	0.9	1.9	1.0	1.0	1.5	0.8	0.9
公的固定資本形成	%	▲4.0	▲2.6	▲2.4	1.5	1.9	0.7	▲0.9	▲0.6	▲1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.8	▲0.9	▲2.5	▲4.4	▲4.1	▲4.7	▲6.4	▲6.5	▲6.4
輸出	%	1.5	0.2	▲1.9	▲2.6	▲1.3	▲2.0	1.0	0.8	2.9
輸入	%	2.1	0.5	0.2	0.3	0.4	▲0.1	3.1	2.6	2.8
内需寄与度(前期比)	%	0.8	0.2	0.8	1.3	1.2	▲0.5	0.8	0.9	0.5
民間需要( " )	%	0.8	0.3	0.7	0.9	0.9	▲0.7	0.6	0.7	0.5
公的需要( " )	%	▲0.0	▲0.1	0.1	0.5	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1
外需寄与度( " )	%	▲0.1	▲0.0	▲0.3	▲0.5	▲0.3	▲0.1	▲0.4	▲0.3	0.0
デフレーター(前年比)	%	▲0.2	▲0.2	▲0.1	0.5	0.4	0.7	0.4	0.4	0.4
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.5	2.4	2.7	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産(前期比)	%	0.2	▲0.0	▲0.2	▲1.6	▲1.3	▲0.4	0.4	▲0.1	1.4
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	95.3	96.0	94.6	85.2	89.4	81.0	81.0	79.0	83.0
経常収支	兆円	19.1	10.1	9.0	17.2	8.6	8.6	18.5	8.7	9.8
貿易収支	兆円	0.8	0.8	0.0	▲1.8	▲1.9	0.1	0.8	▲0.1	0.9
外需為替レート	円/ドル	110.9	110.2	111.5	106.7	108.4	105.0	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	66.8	68.5	65.0	65.0	65.0	65.0

(前年同期比)

	単位	2018年度			2019年度			2020年度		
		通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.5	0.5	0.6	1.3	1.8	0.8	0.8	0.2	1.4
実質GDP	%	0.7	0.8	0.7	0.7	1.3	0.1	0.4	▲0.3	1.0
民間需要	%	1.1	0.9	1.3	1.1	2.1	0.1	0.7	▲0.1	1.5
民間最終消費支出	%	0.5	0.3	0.6	0.8	1.3	0.3	0.9	0.4	1.3
民間住宅	%	▲4.4	▲7.8	▲0.8	▲0.1	2.3	▲2.5	▲1.8	▲3.5	▲0.1
民間企業設備	%	3.5	3.8	3.3	2.3	3.7	0.8	0.7	▲0.7	2.2
公的需要	%	▲0.1	▲0.4	0.1	1.8	1.5	1.1	1.4	0.8	0.8
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	▲1.1	1.9	1.8	1.9	1.5	1.7	1.3
公的固定資本形成	%	▲4.0	▲4.0	▲4.1	1.5	0.4	2.3	▲0.9	▲0.2	▲1.6
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.8	▲0.9	▲2.5	▲4.4	▲4.1	▲4.7	▲6.4	▲6.5	▲6.4
輸出	%	1.5	3.8	▲0.6	▲2.6	▲2.2	▲3.1	1.0	▲1.0	3.0
輸入	%	2.1	2.8	1.4	0.3	1.3	0.6	3.1	1.5	4.6
国内企業物価(前年比)	%	2.2	2.9	1.6	0.4	▲0.0	0.8	1.0	1.3	0.7
全国消費者物価( " )	%	0.8	0.8	0.8	0.9	0.7	1.2	1.0	1.4	0.6
(消費税率を除く)					(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.5)	(0.6)	(0.8)
(消費税率・教育無償化政策の影響を除く)					(0.7)	(0.8)	(1.0)	(1.2)	(0.6)	(0.8)
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.5	2.4	2.7	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産(前期比)	%	0.2	0.7	▲0.2	▲1.6	▲1.5	▲1.7	0.4	▲0.5	1.3

(注)消費税率は生鮮食品を除く総合、季節別は当能期による。

農林中金総合研究所

25

# 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	%	▲0.1	0.2	▲0.4	0.4	1.0	0.4	0.2	▲0.2	▲0.4	0.2	1.0	0.2	0.5
実質GDP	%	▲0.1	0.4	▲0.5	0.4	0.7	0.4	0.0	▲0.5	▲0.4	0.5	0.3	0.2	0.3
(年率換算)	%	▲0.3	1.6	▲1.9	1.6	2.8	1.8	0.0	▲2.0	▲1.5	1.9	1.1	1.0	1.3
民間需要	%	▲0.2	0.6	▲0.3	1.0	0.3	0.7	0.6	▲1.1	▲0.2	1.0	1.3	▲2.0	▲0.2
民間最終消費支出	%	▲0.1	0.4	▲0.1	0.4	0.1	0.6	0.6	▲1.0	0.1	0.9	0.2	0.2	0.2
民間住宅	%	▲2.5	▲1.9	0.8	1.3	0.6	0.2	▲0.5	▲2.0	▲1.0	▲0.3	0.0	0.5	0.5
民間企業設備	%	1.0	2.5	▲2.6	2.7	0.4	1.5	0.8	▲1.5	0.9	0.5	0.5	0.8	0.9
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲0.2	▲0.1	0.2	0.1	0.1	▲0.1	0.0	0.0	▲0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
公的需要	%	▲0.0	▲0.2	▲0.2	0.4	0.2	0.9	0.3	0.6	0.1	0.2	0.5	▲0.1	0.2
政府最終消費支出	%	0.3	0.1	0.2	0.7	▲0.1	0.9	0.2	0.7	0.2	0.3	0.7	▲0.1	0.3
公的固定資本形成	%	▲1.0	▲1.2	▲1.8	▲1.3	1.4	1.0	0.5	0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.5	▲0.5	▲0.5
輸出	%	1.0	0.8	▲2.1	1.2	▲2.0	▲0.1	▲0.6	▲1.2	▲0.5	0.3	1.5	0.8	1.2
輸入	%	0.6	0.8	▲1.2	3.6	▲4.3	1.6	2.0	▲2.5	1.0	1.2	1.8	0.5	1.0
国内需要寄与度	ポイント	▲0.2	0.4	▲0.3	0.8	0.3	0.7	0.5	▲0.7	▲0.1	0.7	0.4	0.2	0.3
民間需要寄与度	ポイント	▲0.2	0.5	▲0.3	0.7	0.2	0.5	0.4	▲0.9	▲0.1	0.6	0.2	0.2	0.3
公的需要寄与度	ポイント	▲0.0	▲0.0	▲0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	▲0.0	0.0
海外需要寄与度	ポイント	0.1	▲0.0	▲0.2	▲0.4	0.4	▲0.3	▲0.5	0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.1	0.0	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	0.8	0.5	0.2	0.7	0.4	0.5
国内企業物価(前年比)	%	2.5	2.6	3.1	2.3	0.9	0.6	▲0.6	0.7	0.9	1.1	1.6	0.5	1.0
全国消費者物価( " )	%	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	1.1	1.2	1.3	1.5	0.5	0.7
(消費税率を除く)									(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.5)		
(消費税率・教育無償化政策の影響を除く)									(0.7)	(0.8)	(1.0)	(1.2)	(0.6)	(0.8)
完全失業率	%	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	▲0.9	0.8	▲0.7	1.4	▲2.5	0.5	▲1.0	0.5	▲0.8	0.5	▲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	4.7	4.8	3.8	4.2	4.4	4.2	4.5	4.8	5.0
名目GDP比率	%	3.6	4.0	3.4	3.1	3.4	3.5	2.7	3.0	3.2	3.0	3.2	3.4	3.5
為替レート	円/ドル	108.2	109.1	111.4	112.9	110.2	109.9	107.0	105.0	105.0	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	▲0.06	▲0.07	▲0.10	▲0.10	▲0.07	▲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	▲0.08	▲0.22	▲0.25	▲0.25	▲0.20	▲0.10	▲0.10	▲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	72.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0

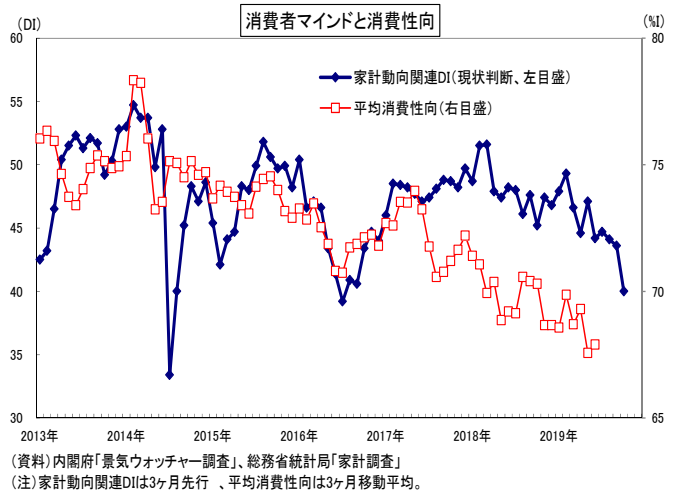
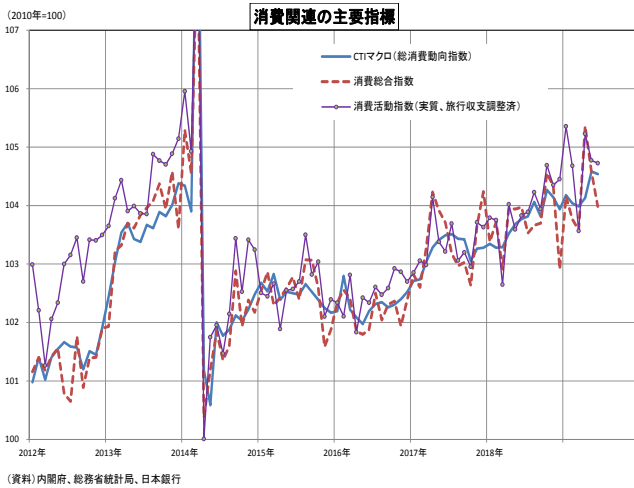
(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)  
 (注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合、断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

26

## 民間消費

- 雇用関連指標が堅調な割に、家計可処分所得の伸びは鈍いほか、平均消費性向(2人以上世帯のうち勤労者世帯)が持続的に低下、前回消費税率引上げ後の消費は本格的に回復することがなかった
- 19年9月にかけて消費税率引上げ前の駆け込みがある程度発生し、下期にその反動減が出る可能性があるものの、4~6月期大型連休効果の反動のほか、政府による消費平準化対策もあり、税率引上げ前後の「山と谷」は前回増税時(14年4月)と比べて小さいとみられる
- 消費税率対策は20年春には終了の見込みであるが、東京五輪・パラなどイベント効果が期待されるほか、延長の可能性も
- 民間最終消費支出は、19年度:前年度比0.8%(うち、7~9月期:前期比0.6%、10~12月期:同▲1.0%)、20年度:同0.9%と予測

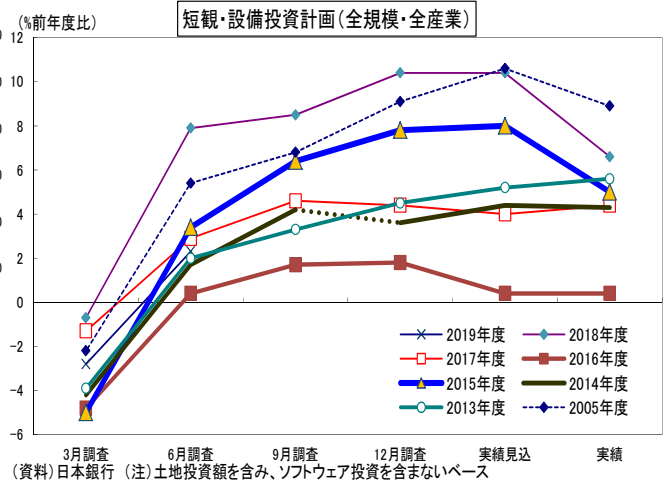
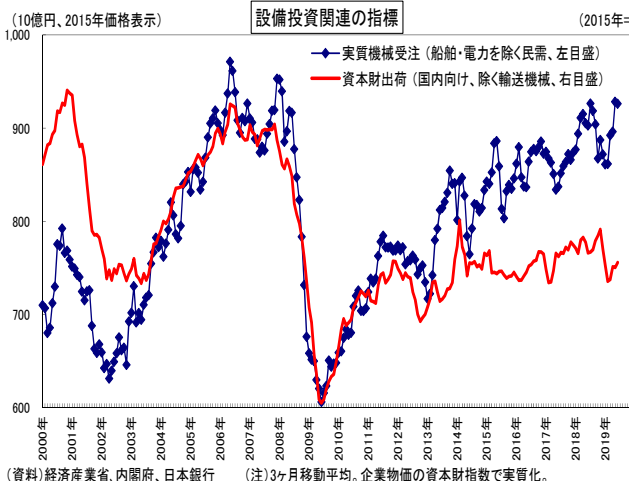


農林中金総合研究所

27

## 企業設備投資

- 主要調査機関による19年度の設備投資計画は概ね底堅い
  - ・ 日銀短観6月調査、全産業+金融機関、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース:前年度比6.1%
- 一方、コア機械受注の7~9月期見通し(内閣府集計)は前期比▲6.1%と2四半期ぶりの減少見込み
- 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)も高く、さらにキャッシュフローも潤沢で、設備投資環境は決して悪くない
- 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っており、製造業を中心に投資マインドが慎重化する一方で、人手不足やそれに伴う人件費高騰に悩む非製造業では省人化・省力化の投資ニーズは根強い
- ただし、19年度下期は消費税率引き上げに伴う民間消費の落ち込みも予想され、非製造業の設備投資意欲は一旦沈静化すると思われる
- 民間企業設備投資は、19年度:前年度比2.3%、20年度:同0.7%と予測



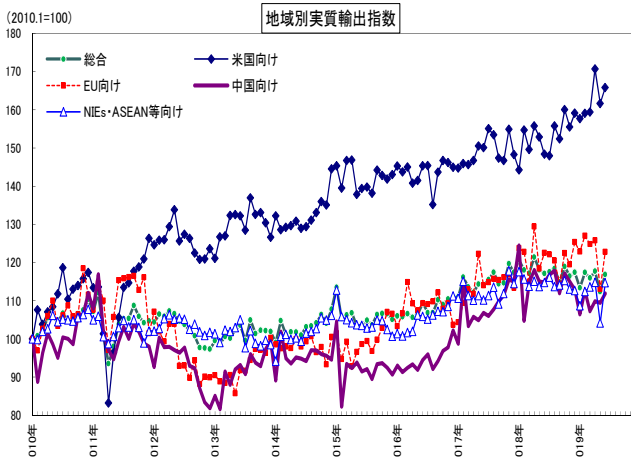
農林中金総合研究所

28

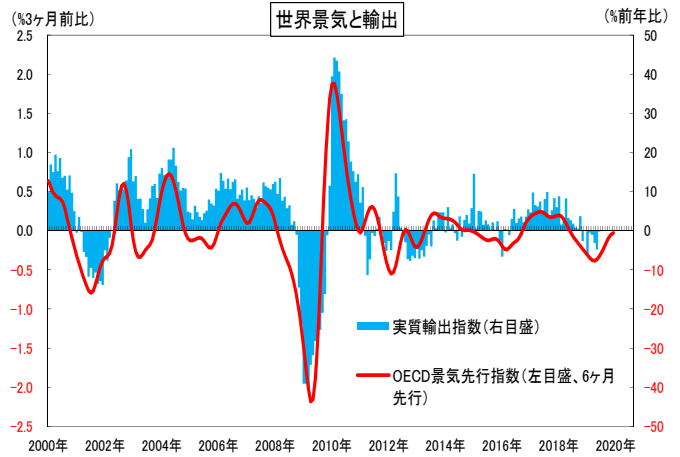


● 輸出入動向

- 米中摩擦は激化の一途をたどっているほか、英国のEU離脱など不透明要因が多く、世界貿易の回復にとって足枷となっている
- 世界経済・貿易はしばらく減速が続くと想定され、19年度の輸出は前年度比▲2.6%と減少に転じる(20年度は同1.0%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0.3%、20年度は3.1%)
- 19年度の経常収支は17.2兆円へ2年連続で黒字幅が縮小する見込み(20年度は18.5兆円へ黒字再拡大)
- 9月合意を目指す日米通商協議では自動車輸出、農産物輸入、為替レートなどの扱いが焦点に



(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



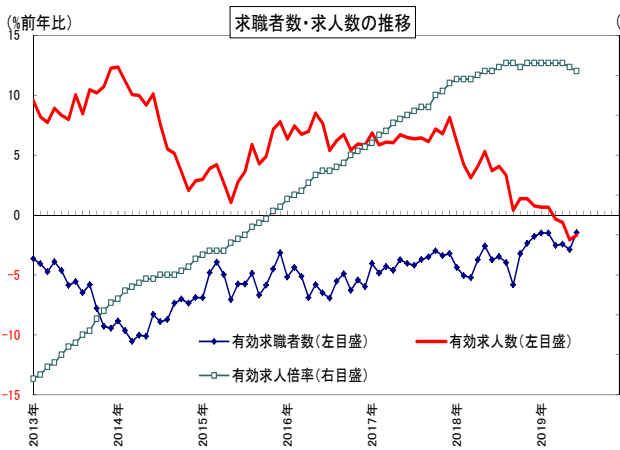
(資料) OECD、日本銀行 (注) OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

農林中金総合研究所

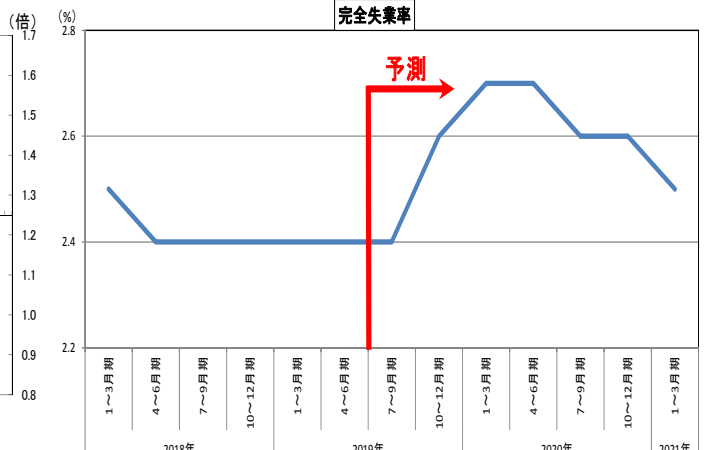
29

● 雇用情勢

- 労働需給は総じて締まっており、代表的な雇用関連指標は数十年ぶりの堅調さを保っている
  - ・ ただし、このところは失業率、有効求人倍率とも改善が止まっている
  - ・ 5月以降は求人数(新規・有効とも)が前年比マイナスに転じている
  - ・ 労働投入量(=総労働時間×常用雇用者数)も頭打ち状態で、労働需要に伸び悩みも
- 「企業から家計へ」の所得還流に強まりが見えない
  - ・ 経団連調べでは19年春闘賃上げ率(大手企業)は2.43%と18年(2.53%)を下回ったほか、19年夏季賞与(同)は前年比▲3.44%と減少
- 失業率は19年度:2.5%、20年度:2.6%と予測
  - ・ 19年度上期は2.4%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) 厚生労働省



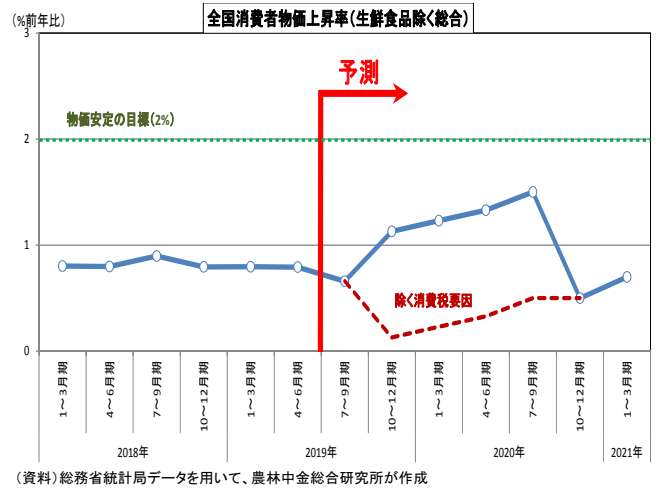
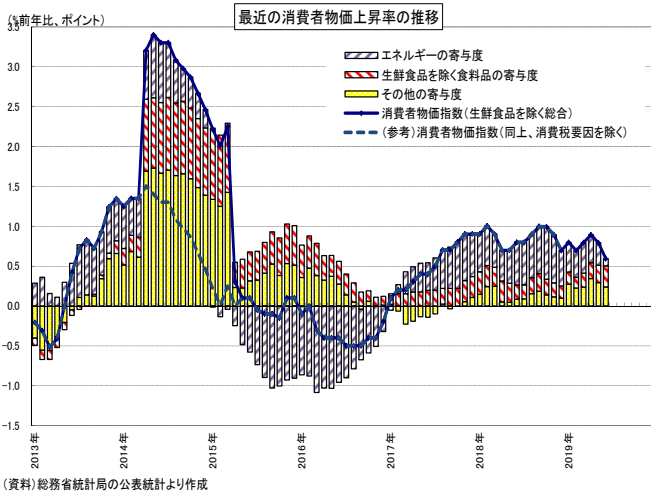
(資料) 総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

30

● 物価動向

- 19年6月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は前年比0.6%と、8ヶ月連続の1%割れ
  - コスト高を価格に転嫁する動きが散見されるが、需給改善効果による物価上昇圧力はなお鈍い
- 10月以降は幼児教育・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鈍化につながる可能性
- 19年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比0.9%(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)

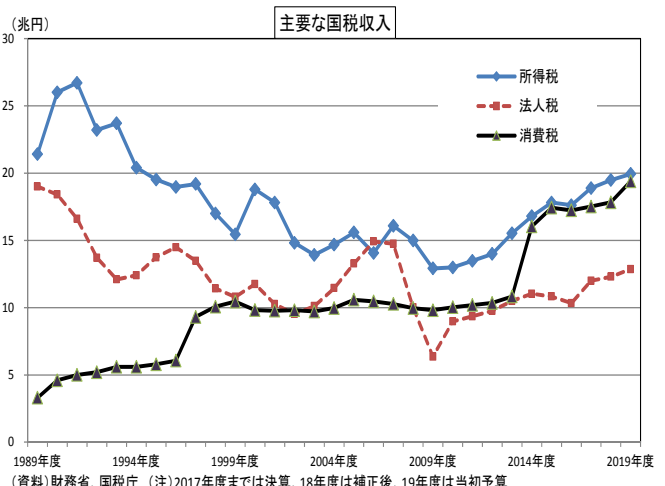
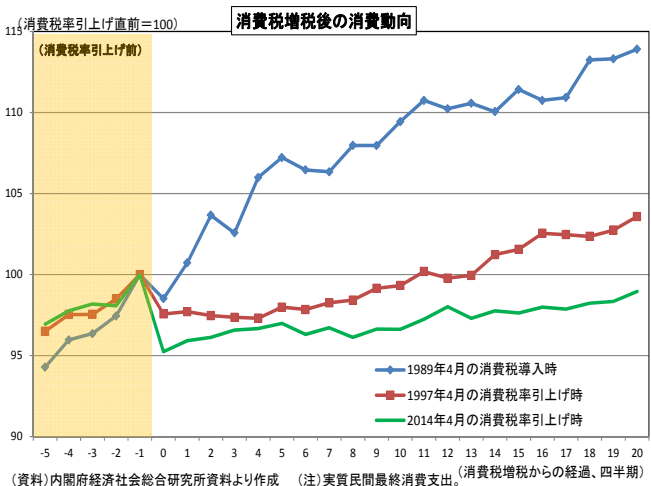


農林中金総合研究所

31

● (参考)過去の消費税導入・税率引き上げ時の経験

- 1989年4月(消費税導入時:3%)...直間比率の是正、赤字国債依存からの脱却に向けた安定財源の確保
  - バブル景気の真っ只中だったこと、消費税への抵抗を抑えるためにネットで減税となったこと、奢侈品に対する物品税が消費税に一本化されたこと等から、景気への影響は軽微(増税前の消費水準を1四半期後(7~9月期)には回復)
- 1997年4月(消費税率5%への引上げ)...増減税一体処理で、3年間の先行減税を実施
  - バブル崩壊後の経済疲弊、増税時に総額8兆円超の国民負担(増税に加え、減税停止や社会保険料引き上げなど)が一気に発生、景気への影響は大きかった(増税前の消費水準の回復まで3年かかった)
- 2014年4月(消費税率8%への引上げ)...社会保障・税一体改革に関する民自公3党合意に基づく増税措置
  - 景気への影響度は大で、増税後の5年間で増税前の消費水準を回復できず



農林中金総合研究所

32

## 60 年にわたって離島経済を支える福江信用組合

古江 晋也

## 要旨

長崎県五島市に本店を置く福江信用組合は、預貸率が業界平均を大きく上回る金融機関である。この要因は、再生可能エネルギー事業に力を入れたことに加え、役職員が全員地元出身者であり、「地域を熟知している」ということを最大の武器に、迅速な与信審査を実現していることと、最後の砦としての役割を果たしてきたことにある。最近では、同組合の取組みに満足している顧客が、新たな顧客を組合に紹介するという好循環も生まれており、福江島、奈留島にはなくてはならない金融インフラとしての役割をも担っている。

## はじめに

2018 年 7 月、「長崎と天草地方の潜伏キリシタン関連遺産」が世界文化遺産に登録決定されたことが起爆剤となり、18 年の長崎県五島市の観光客数は 24 万 131 人と過去最高を記録した（五島市「平成 30 年五島市観光統計」）。また最近では、国境離島新法の施行に伴う補助金や交付金を受け、新規創業や事業拡大を図る既存企業の動きも見られるようになり、雇用者数が増加している。

しかし、その一方で五島市は、歴史的に進学や就職で島外へと移動する人々が多く、人口減少に歯止めがかからない状況にあることも事実である。こうした中、五島市に本店を置く福江信用組合（19 年 3 月、預金積金残高 128 億円、貸出金残高 92 億円、役職員数 18 人、2 店舗）は設立以来、福江島や奈留島を中心とする下五島の経済を 60 年以上にわたって支え続けてきた。

## 福江信用組合の現況

地元商店街の店主らが中心となって 1957 年に設立された福江信用組合は当初、五島商工会議所 1 階に本店を構えていた。

しかし、62 年の福江大火によって旧本店が類焼したことを受け、現在地に本店が移転された。

一般的に離島など条件不利地域にある金融機関の貸出金残高は、建設業などに偏りのあるケースが少なくなく、かつての福江信用組合も貸出金残高に占める建設業の構成比率は 4 割を占めていた。しかし 2000 年代半ば以降、業種の偏りをなくすことに着手。介護事業や個人の住宅ローンなどに力を入れたこともあり、18 年 3 月の建設業の構成比は、8.2%にまで低下している。一方、近年では、観光業のほか、再生可能エネルギーにも力を入れており、太陽光発電事業への融資に加え、自治体や地元企業が参加する浮体式

写真1 福江信用組合本店



## 写真2 本店内の様子



## 写真3 本店の皆さん



洋上風力発電関連事業への支援も行っている（18年3月の電気、ガス、熱供給、水道業の貸出金残高の構成比は24.5%）。

## 顧客が顧客を紹介する仕組みづくり

福江信用組合の経営で注目されることは7割を超える預貸率の高さにあり、この理由は次の2つが考えられる（図表1、17年度の信用組合の業界期中平均は53.26%）。

第1は、迅速な与信審査である。同組合では、担当者が稟議書を上げてから決裁が行われるまでの期間を2～3日としており、1日で決裁を行うことも多い。そしてこの迅速な与信

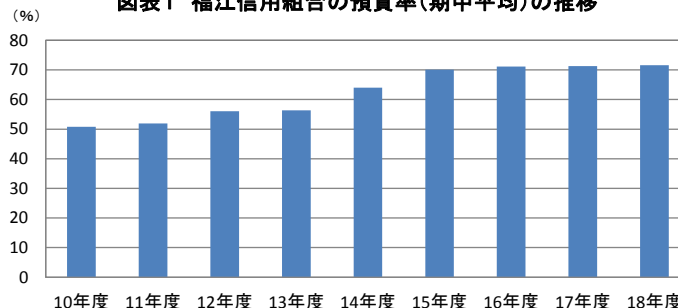
審査を支えているのが、①役職員が同じフロアで業務し、コミュニケーションを十分に取っている、②融資の可否を判断する役員協議をその都度、実施している、③地元出身者である役職員全員が地域を熟知していることにある。

①については、福江信用組合では、心理的にも、物理的にも役職員の距離が近いいため、事務処理がスムーズに進まず、取引先への審査回答などが大幅に遅れる「握り込み」によって取引先に迷惑をかけたことは一度もない。

③については、取引先の家族の状況も把握するほど徹底しており、人縁が営業推進上、最大の武器となっていると言っても過言ではない。また役員は自動車販売会社、建築業者などを定期的に訪問し、地元の人々とのコミュニケーションを大切にするなど、地道な努力を積み重ねている。常務理事の入口六治氏は、「定量的なことよりも、人との接点は何よりも重要」と取引先の人柄や思いを理解する大切さを強調する。

第2は、下五島の最後の砦としての役割を担ってきたことである。常勤理事の池田肇氏によると、福江信用組合は設立以来、取引先の業況が悪化した場合には、取引先の実情に合わせた再生提案や、取

図表1 福江信用組合の預貸率(期中平均)の推移



(資料)福江信用組合ディスクロージャー誌

#### 写真4 福江信用組合奈留出張所



#### 写真5 奈留出張所内の様子



引先家族が生活していけるように返済方法を見直すなど「取引先事業者の余力を残した金融支援」を行ってきたという。そしてこのことが取引先の間で「親身になってくれる」という評価を得ることになった。

理事長の貞方英世氏によれば、上述のような地元の金融機関ならではの情報を活用した迅速な与信審査と、最後の砦としての役割を担ってきたことによって、最近では「顧客が組合に新たな顧客を紹介してくれる」という好循環が生まれていると話し、このことが預貸率の向上にも貢献していることは注目される。

#### 地域に欠かせない奈留出張所

福江島から高速船で45分ほどの距離にある奈留島は、漁業の町として栄えてき

た。しかし19年5月末現在、島民は2,189人と減少に歯止めがかからず、65歳以上が5割を超えている。かつては地銀も店舗を構えていたが、11年3月には撤退、週2回ほど渉外担当者が訪問している(銀行ATMはある)。しかし、このような状況でも奈留島の人々の金融インフラとして欠かせないのが奈留出張所である。

今日の奈留島は、事業所が少なく、島民が高齢化しているため、奈留出張所は預金吸収店舗としての役割を担っている。現在、出張所には4人の職員が在籍しており、地域の人々のもとを一軒一軒訪問する渉外活動を展開している。訪問を重視する理由は、「お金の話を店舗であることを好まない」という土地柄のためである。

一般的に金融機関の渉外担当者は、訪問途中に「今日ほどのようなことを取引先と話そうか」と考えている者も少なくないが、所長の浦部寛之氏と係長の小河原健信氏は奈留島出身であり、取引先の家族やその両親も熟知している。そのため「営業トーク」を意識することもなく、自然体で接することとしている。また両氏は、五島市笠松宏有記念館の清掃活動、消防団、世界遺産登録で注目されている江上天主堂周辺の草刈りなど、地域のボランティア活動などにも積極的に取り組んでおり、地域の人々と一緒に汗を流す。そしてこのような活動に真摯に取り組むからこそ、組合員が顧客を紹介してくれるという。また訪問活動を行っている際には、顧客から「ネット環境がわからない」など、金融取引以外の問い合わせを受けることもある。その場合は休日などに訪問して対応する。

奈留出張所の1日の来店者数は10~30

人ほど（ATM 利用者を除く）。職員も顧客も井戸端会議のような雰囲気、野菜の出来はどうですか」「最近、雨が多いね」と、地元の言葉で気軽に声を掛け合っている。また来店者の中には、「役場からこんな書類がきたけれど」「電話会社からコンビニ用の振込用紙が来たが、どこで払えばよいのか（奈留島にコンビニはない）」と職員に問い合わせるなど、顧客の日常生活で疑問に思ったことや困ったことを尋ねる、まさに「よろず相談所」のような役割も担っている。奈留出張所の職員は、これらの疑問や困りごとにも丁寧に対応しており、このことが「島になくってはならない」という思いを高めることに繋がっている。

## おわりに

近年、日本銀行の長引く金融緩和政策による利ざやの低下や人口減少を受け、地域金融機関では、経営規模の拡大による効率性の追求が急がれている。そのため、小規模な金融機関は「非効率」とみなされることが多く、何らかの行動を迫られることが少なくない。しかし、地域社会に密着した小規模な金融機関のビジネスモデルは、短期的な利益を求めず、地道な活動を積み重ね、地域社会と自らの発展をめざすことを特徴としている。これは短期的な利益をめざす「効率性」を追及すれば、地域社会が急速に疲弊する可能性が高いことを認識しているからである。

そうした中、福江信用組合のビジネスモデルは、「地域を熟知していること」を最大の武器に、迅速な与信審査と顧客が顧客を紹介する仕組みづくりを構築することで高い預貸率を実現している。そし

写真6 奈留出張所の皆さん



写真7 江上天主堂



て顧客が顧客を紹介する仕組みづくりの根底にあるのが、財務諸表には決して表れることのない「島になくってはならない」という地域の人々の思いである。

今後も日本銀行の金融緩和策が続くことが考えられる中、地域金融機関は経営統合を進め、採算が取れなくなった店舗は統廃合を加速させていくであろう。しかし、これらの効率化戦略が地域金融機関の持続可能なビジネスモデルとなりえるかについては疑問が残る。一方、地域社会で生き残っていくためには、地域の人々から「この地域になくってはならない」と感じてもらうことが必須要件であることを考慮すれば、取引先から支持される仕組みづくりをまず構築していくことが何よりも重要であることを、我々は福江信用組合の事例から学ぶことができる。

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9月号 第30巻 第9号・通巻346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