

# 金融市場

## 潮流

厳しい運営が迫られる日本の経済政策 … 1

## 情勢判断

国内経済金融

2019年度下期には景気下押し圧力が強まる可能性  
～10月の追加緩和に含みを持たせた日本銀行～ … 2

## 経済見通し

2019～20年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）  
～2019年度：0.6%成長（下方修正※）、20年度：0.4%成長  
（修正なし※）（※いずれも8月時点との比較） ……10

## 情勢判断

米国経済金融

個人消費と緩和的な金融環境が下支え  
～利下げ終了との見方も～ ……14

中国経済金融

下押し圧力が一段と強まる中国経済  
～年末にかけて期待される追加経済対策の効果～ …18

## 分析レポート

欧州経済金融

構造的な問題で長引くドイツ経済の低迷  
～強まる製造業から個人消費への影響波及の懸念～ …24

## 連載

「けいしん友の会」に注力する兵庫県警察信用組合 …28

## 海外の話題

タピオカについての雑談 ……32

# 2019.10

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

## 厳しい運営が迫られる日本の経済政策

取締役調査第二部長 新谷 弘人

日米欧の中央銀行は、新たな金融緩和競争（≒通貨安競争と言っていいだろう）のフェーズに入ったようだ。米国の中央銀行（FRB）は、7月に海外経済の減速や低インフレに対する「保険的」な対応としながらも、FFレート誘導水準の0.25%引下げに転じた。あわせて、8月からバランスシートの縮小（量的引締め、FRBの買入れた資産の一部償還）も停止することとし、利上げなどの金融政策正常化の流れは一旦休止することとなった。（9月には、さらに0.25%の利下げを行っている。）

欧州中央銀行（ECB）でも量的金融緩和の終了（18年12月）などの正常化を休止する動きが出ている。9月12日の理事会では、物価が目標に達しない現状と経済の下振れリスクへの対応として「包括金融緩和」を打ち出した。内容としては、政策金利の引下げのほか、フォワードガイダンスの強化、量的金融緩和の復活、銀行向け長期貸出の金利引下げや期間延長、利下げにともなう銀行経営への副作用軽減策、と（例えは悪いが）ラーメン屋の全部乗せのごとく、まさにすべて出しました、という感じだ。ただ、全部乗せはしたものの、それぞれの具は市場の期待を裏切る「小粒」であった感は否めない。実際、理事会後のドラギ総裁の記者会見は、財政に余裕のある国に対し効果的な財政出動の必要性を強調し、ECBの金融政策の限界、すなわちさらなる緩和の困難さを露呈するものとなった。

対する日本銀行の金融政策は、リーマン危機以降続く緩和をアベノミクスで大胆に強化して以降も、物価目標に到達する見通しは逃げ水のように先送りが続く、正常化できていない。米欧の緩和の動きに対して黒田総裁は、マイナス金利の深掘り（さらなる引下げ）など追加緩和の可能性を示唆する「口先緩和」に必死な状況だ。結局、9月の金融政策決定会合では追加緩和は行われなかった。声明文の中で、海外経済の減速の動きが続く下振れリスクが高まりつつあることから、経済・物価見通しを作成する次回の金融政策決定会合において、「経済・物価動向を改めて点検していく考え」との一文を入れ、市場の期待をつなぎとめるのが精一杯であった。点検するのはある意味当たり前のことで決定会合の通常の仕事だ。副作用を上回る効果があり、何度も使える緩和の妙手があれば、米欧に追随して実行できたはずであり、今回追加緩和カードを切れなかったことからその限界がECB以上に表れているといえる。

今回の金融緩和競争は、トランプ大統領の米中貿易摩擦に端を発する覇権争いのツケがFRBに回されていることが発端の一つと言っていいだろう。トランプ大統領は、FRBやパウエル議長を得意のツイートで、「（小幅利下げは）ガッツがない、センスがない」「他国のようにマイナス金利にすべき」などと執拗に攻撃、恫喝している。アベノミクス第一の矢「大胆な金融緩和」は、円安誘導と株高により沈み切ったセンチメントの回復に大きく貢献し、デフレではない状態に持ち込むということに多大な貢献をした。ただ、足元では景気の本質が失われる一方で、追加的な金融緩和政策を行うことに限界がみえるのは日欧共通だ。欧州に限らず日本でも、厳しい財政状況のもとで、さらなる財政政策の活用が検討される可能性は相応にある。トランプ大統領に対しては、米中覇権争いを一旦休戦し、米国経済の悪化が製造業のみにとどまり個人消費に波及することを避ける、すなわち金融緩和競争に拍車をかけないよう願うしかない。

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 2019年度下期には景気下押し圧力が強まる可能性

### ～10月の追加緩和に含みを持たせた日本銀行～

南 武志

#### 要旨

米中通商協議の再開など緊張緩和に向けた動きも散見されるが、現在までのところ、世界経済の減速傾向には歯止めがかかっておらず、底入れ時期は20年以降に後ずれするとみられる。こうしたなか、欧米の中央銀行は金融緩和を再開したが、9月の金融政策決定会合では現状維持とした日本銀行も、10月の追加緩和に含みを持たせる格好となった。市場ではマイナス金利の深掘りが柱になるとの見方もあるが、金融機関経営などへの悪影響などの副作用も懸念され、それらの軽減策にも注目される。

国内景気は、引き続き「二極化」現象が散見され、明確な悪化は避けられているものの、消費税率引上げ後には内外需とも不振となり、調整色が強まる可能性がある。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2019年		2020年			
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.055	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0090	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.06	
国債利回り	20年債 (%)	0.165	0.00～0.20	0.05～0.25	0.05～0.25	0.10～0.30
	10年債 (%)	-0.250	-0.30～-0.10	-0.20～-0.05	-0.15～-0.00	-0.10～-0.05
	5年債 (%)	-0.370	-0.45～-0.25	-0.40～-0.15	-0.30～-0.10	-0.20～-0.05
為替レート	対ドル (円/ドル)	107.7	100～112	100～112	100～112	100～112
	対ユーロ (円/ユーロ)	107.9	113～128	113～128	113～128	113～128
日経平均株価 (円)	22,048	20,500±1,500	20,500±1,500	21,000±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9月26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。

#### 金融緩和を再開した主要国中央銀行

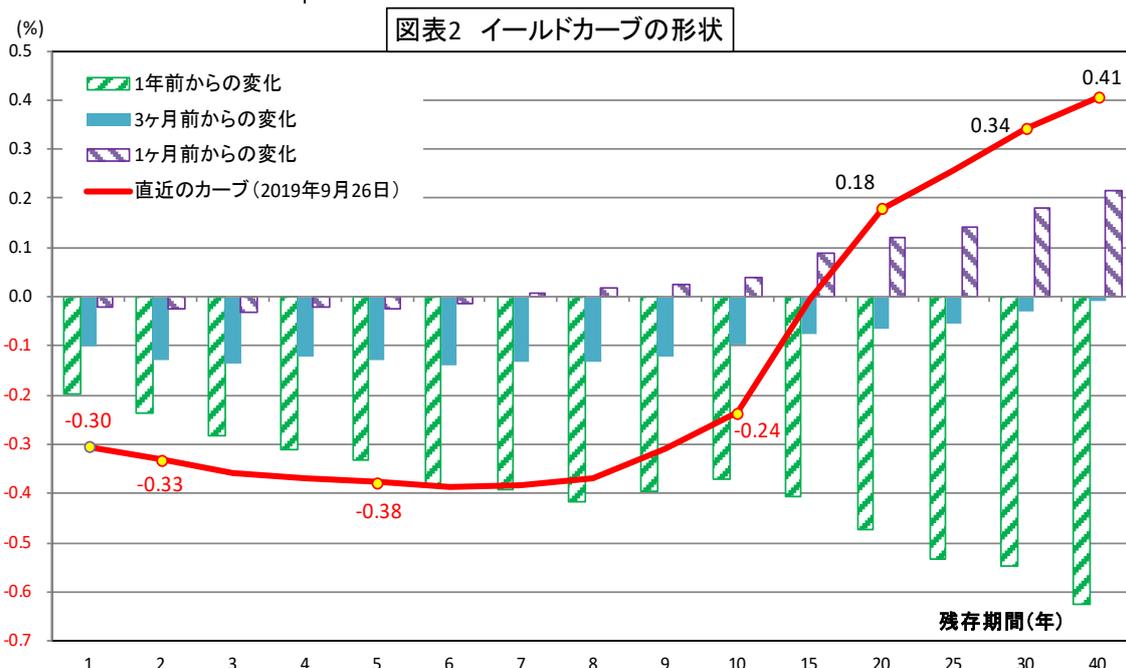
9月中旬にかけて、欧米の中央銀行では再び金融緩和を開始した。背景には、物価上昇圧力が相変わらず鈍い状況の下、世界経済の下振れリスクが急速に高まっていることへの警戒がある。18年末で量的緩和を終了した欧州中央銀行では、昨今のユーロ圏経済・物価の低調さを受け、12日に開催した理事会において利下げ(3つある政策金利のうち、預金ファシリティ金利を▲0.4%から▲0.5%へ引下げ)や量的緩和の再開(11月から月額200億ユーロの債券買入れを実施)など包括的な金融緩和策の導入を決定した。

また、17～18日に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)においても、前回7月に続き、政策金利を0.25%引き下げた(新たな誘導目標は「1.75～2.00%」)。

## 日本銀行は追加緩和策を温存

こうしたなか、18～19日に開催された日本銀行の金融政策決定会合は、政策変更を見送った。前回7月会合では「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、予防的な金融緩和を示唆していたが、円高圧力が9月中旬にかけて解消するなど市場の動揺が沈静化したことが大きかったと思われる。結果的には「虎の子」の緩和策を温存する格好となっている。

なお、会合終了後に公表された声明文や黒田総裁の記者会見では、物価のモメンタムが損なわれるリスクへの警戒はより必要な情勢になりつつあると判断しており、展望レポートを取り纏める次回会合において経済・物価動向について改めて点検すると表明、その内容次第では追加緩和に踏み切る可能性を示唆した。



(資料)財務省資料より作成

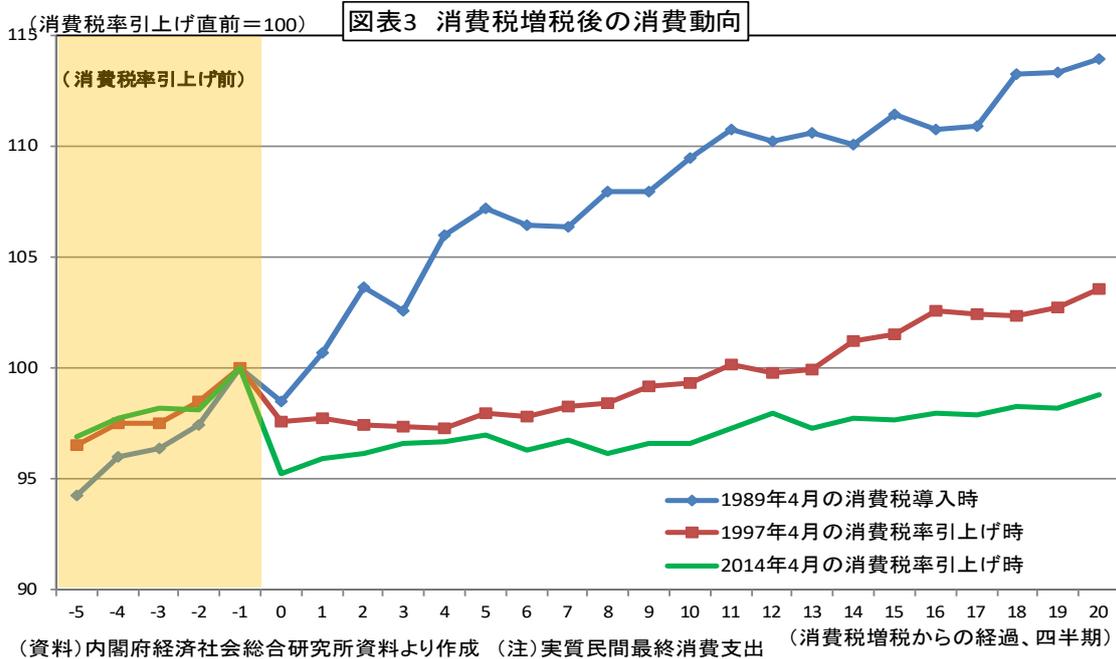
## 「次の一手」はマイナス金利の深掘りの可能性も

かねてから日銀は追加緩和のオプションとして、①短期政策金利の引下げ、②長期金利操作目標の引下げ、③資産買入れの拡大、④マネタリーベースの拡大ペースの加速、の4つの手段を挙げ、それらの組み合わせや応用などいろいろな選択ができ、かつ緩和余地も十分あるとの考えを表明してきた。

一方、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言及した。実際に黒田総裁は今回の会見でも、イールドカーブはもう少し立ったほうが好ましいとの見解を示している。

こうしたことから、市場では「次の一手」はマイナス金利の深掘りとの観測が強いが、一方で地域金融機関の経営体力の低下など副作用を懸念する声もある。次回の決定会合でどのような判断がなされるのか、注目が集まっている。

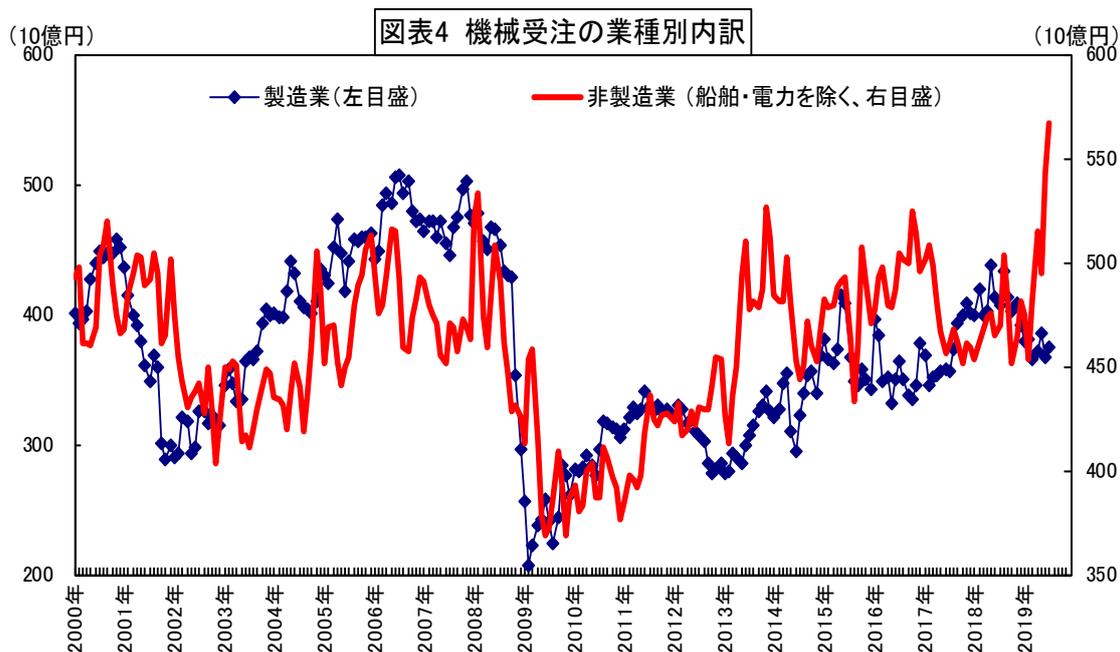


### 三度目の正直となった消費税率10%への引上げ

また、10月には消費税率が10%へ引き上げられる。差引き1.66兆円の減税となった税制改革の一環として消費税が導入された1989年4月を除き、過去2度あった税率引上げ後にはいずれも民間消費が大きく落ち込むなど、消費税増税は日本経済に大きな負担を与えてきた。例えば、97年4月の税率5%への引上げ後に落ち込んだ民間消費は引上げ前の水準を取り戻すのに4年かかったほか、2014年4月の税率8%への引上げ後は引上げ前の消費水準を割り込んだままである。

これらの経験を踏まえ、今回の税率引上げに際して軽減税率導入、教育無償化、年金生活者支援給付金の支給などで国民負担の増加を2兆円程度まで抑制することに加え、ポイント還元やプレミアム商品券の導入、住宅購入支援策など2.3兆円の対策を講じることにしている。これらの対策が奏功すれば消費へ

の悪影響は相当程度、軽減される可能性もある。しかし、政策自体が消費者に十分浸透しているわけではなく、かつ複雑化した制度への小売店サイドの対応もまちまちであるなど、当初は消費の現場が混乱することもありうる。また、消費税対策は20年6月までの時限的な措置であり、その期限切れ前後に駆け込み需要とその反動減が発生するなど景気変動が大きくなるとみられる。さらに終了後には実質所得が目減りが改めて意識され、消費低迷が長期化する可能性もあるだろう。



(資料)経済産業省、内閣府、日本銀行 (注)3ヶ月移動平均。

**景気の現状：輸出・生産は相変わらず鈍いが、非製造業の設備投資には底堅さ**

足元の国内経済に目を転じると、先月号でも指摘したとおり、「二極化」の状態には変化はみられない。輸出・生産は減少傾向にあり、製造業の設備投資が調整色を強めているのに対し、労働需給は基本的に引き締まっており、家計所得や消費は勢いが乏しいとはいえ、悪化は回避できている。また、慢性的な人手不足状態にある非製造業では省人化・省力化ニーズを中心に設備投資意欲が根強い。

とはいえ、設備投資全体も勢いがなくなりつつある。9日に発表された4～6月期の実質GDP第2次速報(2次QE)において、経済成長率は前期比年率1.3%(1次QE:同1.8%)へ下方修正されている。民間企業設備投資が前期比0.2%(1次QE:同1.5%)と大幅に下方修正されたことが主因であり、これにより、過去1年間の設備投資が頭打ち気味に推移していたこと

**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**

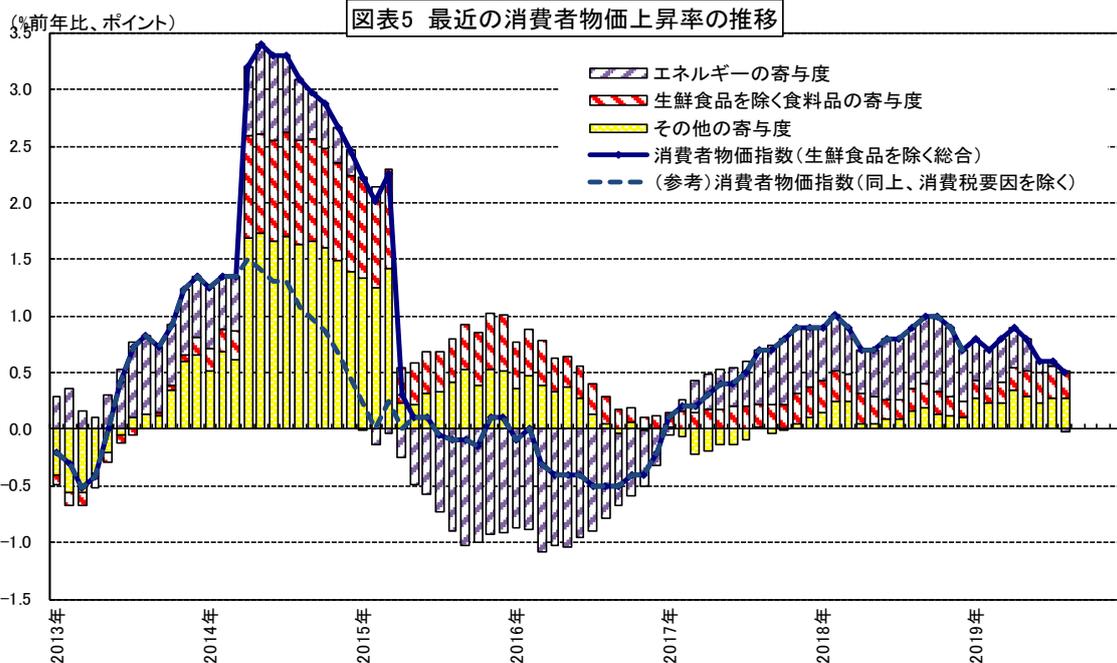
**19年度は0.6%成長と予想**

が確認された。

また、3～4月の「悪化」という基調判断の後、5～7月には「下げ止まり」という判断に上方修正されていた景気動向指数についても、8月分で再び「悪化」になる可能性が浮上するなど、依然として国内景気の後退入り観測は払拭することができずにいる。

先行きについては、世界経済が下げ止まる兆しはまだ見えていないことから、底入れ時期は20年前半まで後ずれすることとなり、それまで輸出の減少傾向は続くだろう。一方、前述の通り、政府は今回の消費税率引上げに際し、需要の平準化に向けた対策などを打っており、実際にこれまでのところ前回（14年3月以前）ほどの駆け込み需要の盛り上がりは見られていない。とはいえ、物価が追加的に1%ほど上昇することに伴う実質購買力の目減りを相殺できず、悪影響が出ることは避けられないだろう。仮にそうなった場合、足元は底堅い非製造業の設備投資なども多少の調整は不可避と思われる。

さて、当総研は2次QEをうけて「2019～20年度改訂経済見通し」（9月10日公表）を取りまとめたが、実績値がやや下振れしたこともあり、19年度は0.6%成長へ下方修正した。19年度下期には景気の牽引役が不在になることは否めず、一気に調整色が強まるだろう。



## 物価動向：先行きは一段と鈍化する見込み

こうした内外景気の減速傾向に加え、原油安や円高進行もあり、足元の物価は軟調な推移となっている。8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0.5%と、同1%まで高まった18年秋以降は上昇率の鈍化傾向にある。これまでのコスト高を販売価格に転嫁する動きは残っているが、ガソリン価格が下落幅を拡大させたほか、電気代・ガス代が鈍化したことで、エネルギーが31ヶ月ぶりの下落となった影響が大きい。実際、生鮮食品及びエネルギーを除く総合では上昇率は7月と変わらずの同0.6%と、なんとか踏みとどまった。

なお、8月の国内企業物価は前年比▲0.9%と3ヶ月連続で下落、消費者物価（財）の上流に位置する消費財指数に至っては同▲2.1%まで下落幅を拡大させるなど、先行き、価格転嫁の動きは弱まるとみられるほか、家計所得の伸びも鈍化しており、当面の物価上昇率は低調に推移すると思われる。特に、10～12月期にかけてはエネルギーの下落圧力が高まることから、一段と鈍化するだろう。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

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、米中摩擦が一段と激化したことで、9月初めにかけて内外の金融市場ではリスクオフの流れが強まったが、9月中旬以降は「合意なきブレグジット」回避の可能性、米中通商協議の再開合意や摩擦緩和に向けた動きなどで一転、リスクオンが強まり、「株高・金利上昇・円安」に向かった。

以下、長期金利、株価、為替レートの見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

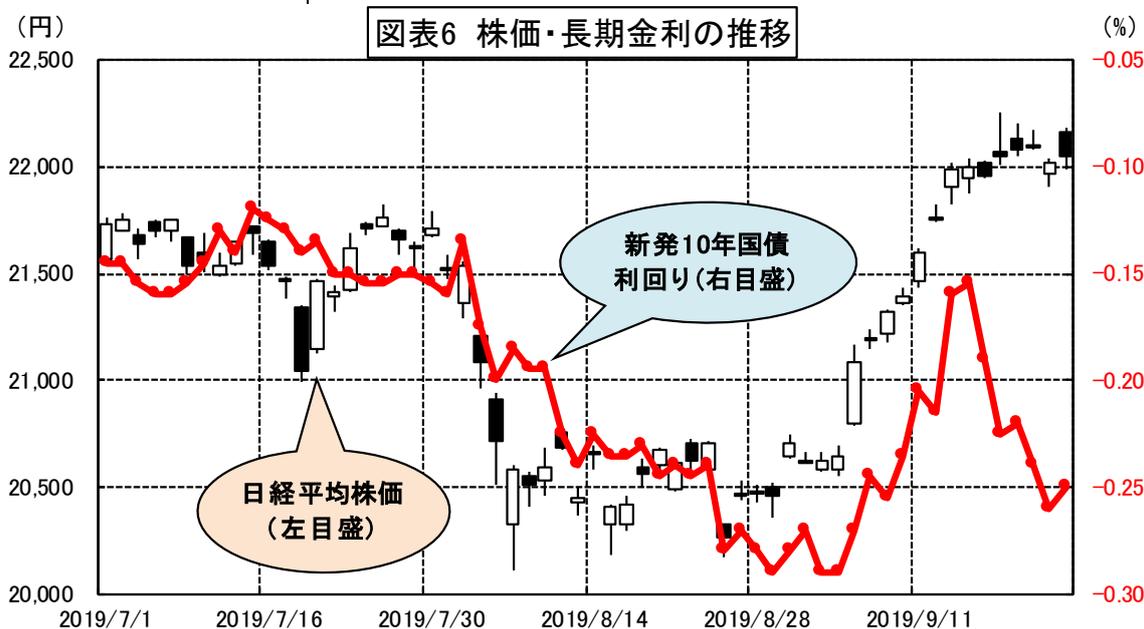
## 長期化するマイナス金利状態

内外景気の悪化懸念を背景に、長期金利は19年2月以降、再びマイナス圏に突入、徐々にマイナス幅を拡大させた。さらに、5月下旬以降は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月に入ると、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%を割り込んでの推移となった。その後、9月に入ると、世界的なリスクオンの流れに伴い、金利のマイナス幅は大きく縮小、一時▲0.1%台半ばまで上昇する場面もあったが、直近は再び▲0.2%割れとなっている。なお、最近ではマイナス金利が深掘り

## 金利低下圧力が高い状態が続く

されるとの思惑から中短期ゾーンの金利水準に低下圧力がかかる一方、国債買入れオペの減額で超長期ゾーンは上昇するなど、イールドカーブはスティープ化している。

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、追加緩和の思惑は煙り続け、金利低下圧力が高い状態が続くだろう。ただし、日銀はイールドカーブの過度のフラット化は避けたいと考えており、長期金利の操作目標「10年0%程度±0.2%」の下限を割り込んだ状態が定着しないよう、国債買入れオペの調整を続けるものと思われる。当面は下限近傍での推移が続くと思われる。



(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

4月には一時22,300円台まで上昇した日経平均株価であったが、その後は内外の金融緩和観測の高まりが下支えしたものの、米中摩擦の激化への懸念などから上値の重い展開となっている。8月には米中摩擦が一段と激化したことから20,173円まで下げる場面もあったが、9月に入ると米中摩擦の緩和や「合意なきブレグジット」回避への動き、さらには底堅い米国経済指標などで、リスクオンが強まり、直近は再び22,000円前後まで回復している。

とはいえ、先行きは内外景気の減速や輸出製造業を中心に業績悪化も意識されること、さらに地政学的リスクへの警戒から、上値の重い展開が続くと予想される。特に消費税率が引き

**これ以上の円安余地は乏しい**

**ユーロ安気味の展開**

上げられる 19 年度下期には調整色が強まるだろう。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、底割れするような事態は避けられるだろう。

**③ 外国為替市場**

5 月以降、世界経済の減速が意識され、主要国中銀が金融緩和に転じるとの思惑を背景に、対ドルレートは円高気味に推移してきたが、8 月に入ると米中摩擦がさらに激化、一時 1 ドル = 105 円に迫るなど一段と円高が進んだ。9 月上旬にかけても 106 円前後と円高圧力の強い展開が続いたが、その後はリスクオンの流れから 108 円前後と、7 月の平均水準あたりまで円安方向に戻した。

既に 2 度の利下げを行った米国にはまだ緩和余地が大きく残っているのに対し、市場では日銀が打てる手段は限られているとの思惑が強く、このまま円安が進む可能性は小さいと思われる。再び円高圧力が高まる可能性は高いだろう。

対ユーロレートについても、9 月初めにかけて一時 1 ユーロ = 115 円台までユーロ安が進んだが、その後はユーロ高方向に戻しており、直近は 118 円前後での展開となっている。日欧の中銀ともに金融緩和の余地は小さいものの、英国の EU 離脱（ブレグジット）の行方には極めて不透明感が強いこともあり、先行きはユーロ安気味の推移になりやすいと予想する。



(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. 9. 26 現在)



農林中金総合研究所

# 2019～20年度改訂経済見通し

## (2次QE後の改訂)

～2019年度:0.6%成長(下方修正 ※)、20年度:0.4%成長(修正なし ※)

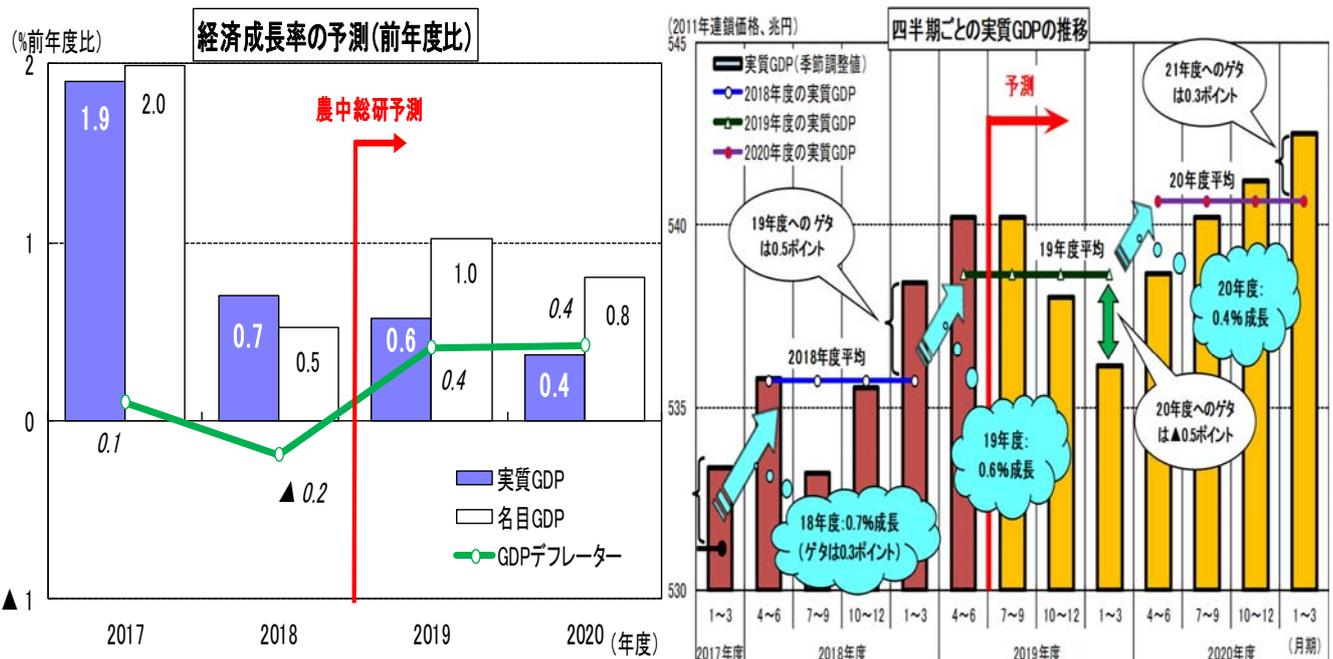
(※ いずれも8月時点との比較)

2019年9月10日

お問い合わせ先:(株)農林中金総合研究所

03-6362-7758(調査第二部 南)

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

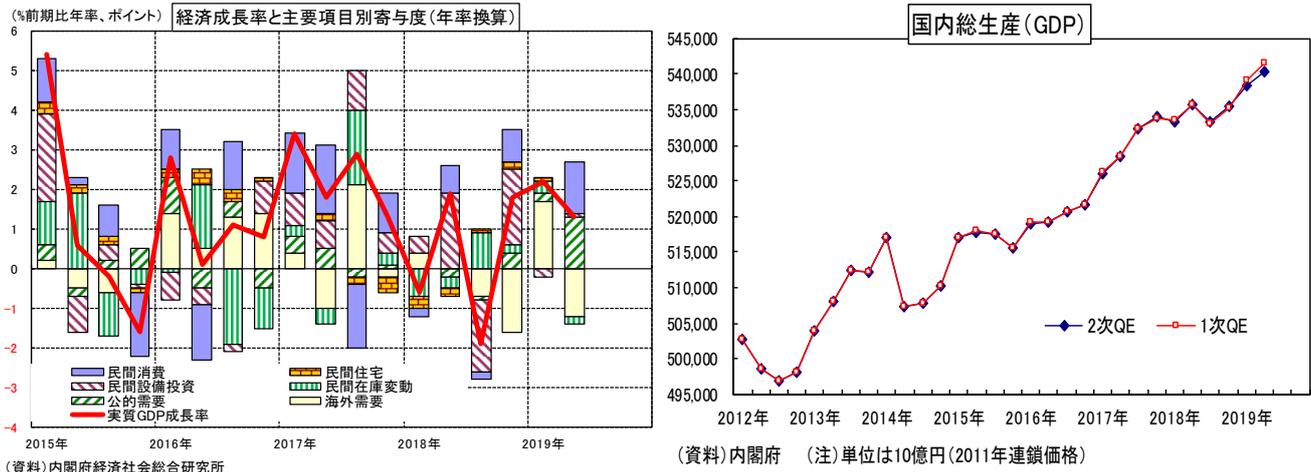


(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2019年4~6月期まで実績、それ以降は当総研予測

# 1 GDP第2次速報(2次QE)の内容

- 2019年4~6月期のGDPは年率1.3%へ下方修正
  - 4~6月期の法人企業統計季報などが反映された2次QEで、実質GDP成長率は前期比年率1.3%(1次QE:同1.8%)へ下方修正された
    - 海外需要が弱い半面、民間消費と公的需要が経済成長率を押し上げる格好へ
  - 需要項目別にみると、民間在庫変動、公的需要、輸出等、輸入等は上方修正されたが、民間企業設備投資、民間住宅投資は下方修正
    - 民間企業設備投資は前期比0.2%と1次QE(同1.5%)から大きく下方修正、頭打ち感が強まった
  - 実質雇用者報酬は前期比0.7%、GDPデフレーターは前年比0.4%で、いずれも修正なし
  - 名目GDPは前期比年率1.1%へ下方修正(1次QE:同1.7%)

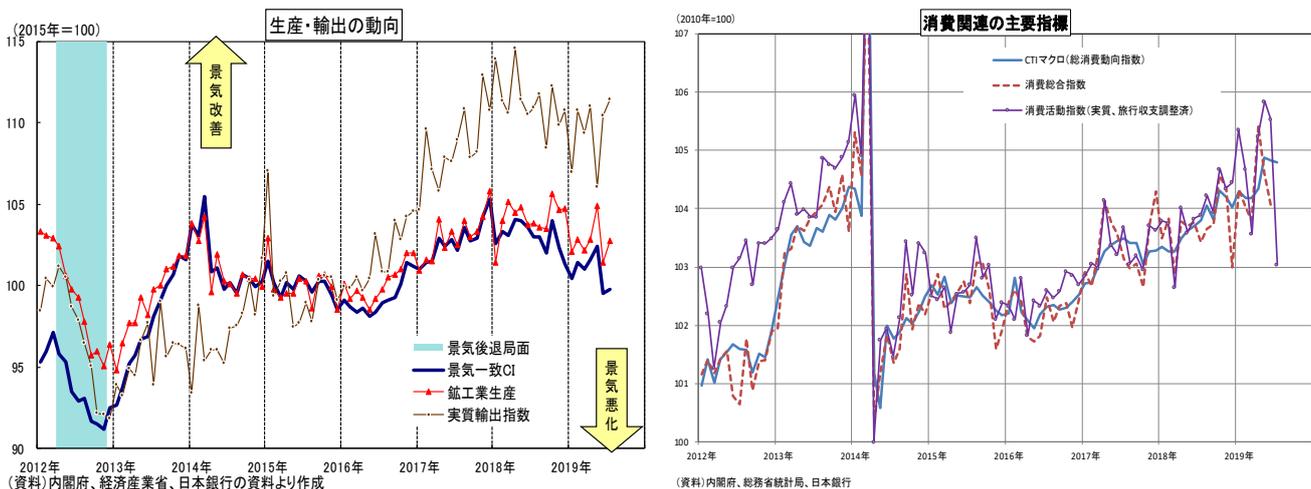


農林中金総合研究所

3

# 2 前回見通し発表後の経済指標の動き

- 国内景気は総じて軟調な動き
  - 外需や製造業の軟調さを内需、非製造業の底堅さがカバーする構図が継続
  - しかし、低温・天候不順などの影響などで、7月の小売業販売額は前期比▲2.3%と大きく落ち込んだ
  - 7月の景気動向指数でCI一致指数は2ヶ月ぶりに上昇、基調判断は「下げ止まり」で据え置かれたが、8月の一致CIが僅かでも低下すれば、基調判断は再び「悪化」となる公算
  - 雇用環境は総じて良好ながらも、有効求人倍率が3ヶ月連続で低下するなど、労働需要に変調の兆しが窺えるほか、賃金上昇率は前年比0.4%(19年1~7月平均)と、18年(同0.8%)から鈍化(いずれも共通事業所ベース)
  - 10月に予定される消費税率引上げを前に、消費者マインドは悪化傾向での展開
  - 7月の全国消費者物価(生鮮食品を除く)は前年比0.6%で、同1%を付けた18年秋以降は鈍化傾向

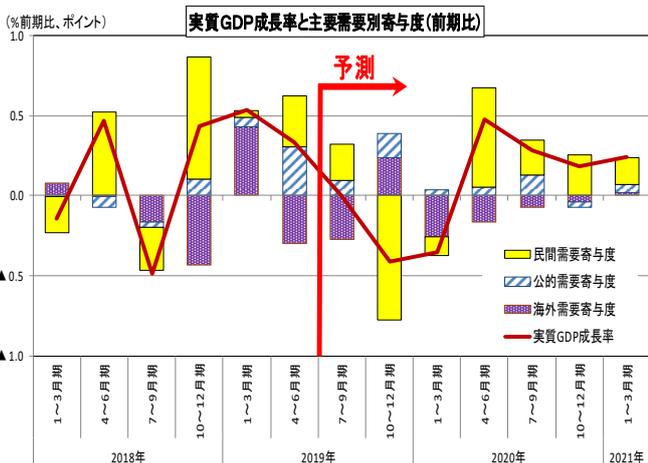


農林中金総合研究所

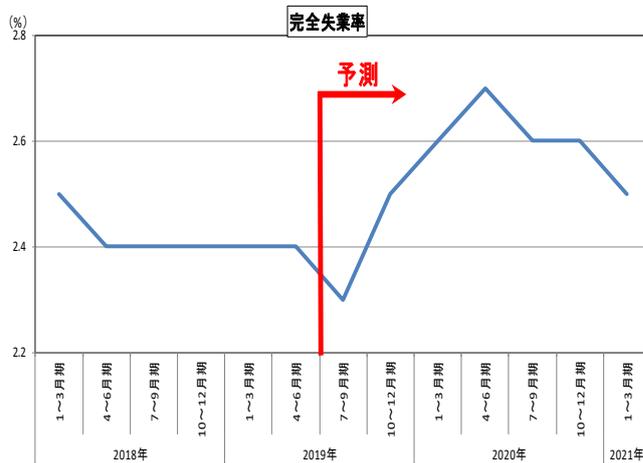
4

### 3 日本経済・物価の見通し

- **経済見通し** ～2019年度は0.6%成長(下方修正)、20年度は0.4%成長(据え置き)と予測～
  - － 米中摩擦の影響などから世界経済・貿易の減速が続くことから、輸出の減少傾向にはしばらく継続する
  - － 一方、民間需要の底堅さを背景に、非製造業の設備投資は省人化・省力化ニーズを中心に堅調に推移してきたが、10月に予定される消費税率引き上げを契機に民間需要の勢いは一旦途絶え、19年度下期は景気の牽引役が不在に
    - ・ ただし、手厚い消費税対策を講じていることから消費の落ち込みは前回の税率引き上げ時ほど大きくないと見込まれるほか、消費税対策の終了間際(20年6月)にはある程度の駆け込み需要が発生する可能性も
  - － 国内外の景気対策によって、20年度には世界経済が底入れするほか、東京五輪・パラも国内景気を下支えすることが期待される



(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成



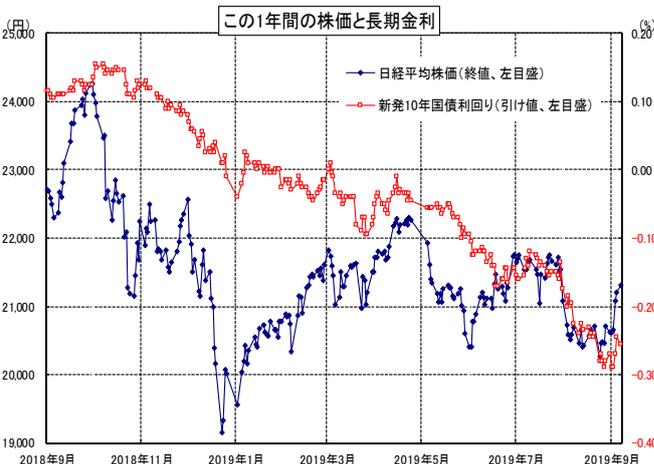
(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

- **物価見通し** ～2019年度:前年度比0.4%(除く消費税要因)、20年度:同0.5%(同)と予測～
  - － これまでのコスト高を販売価格に転嫁する動きが散見されるものの、消費の勢いは鈍いままで、需給改善に伴う押し上げ効果は弱い
  - － 19年度後半にかけては円高・原油安による押し下げ効果が強まるほか、教育無償化政策も物価を抑制
- **金融政策** ～追加緩和の可能性高まる～
  - － 世界経済の下振れリスクを念頭に緩和方向に舵を切った海外中銀に日銀も追随するとの思惑から、長期金利は低下、イールドカーブのフラット化も同時進行
  - － 実際、9月の金融政策決定会合で予防的な金融緩和を講じる可能性が高まっている



(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成



(資料) Nikkei Financial Quest

農林中金総合研究所

# 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	1.0	0.8
実質GDP	%	1.9	0.7	0.6	0.4
民間需要	%	1.8	1.1	0.6	0.7
民間最終消費支出	%	1.0	0.4	0.6	0.9
民間住宅	%	▲0.7	▲4.3	▲0.1	▲2.0
民間企業設備	%	4.6	3.5	0.4	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	2.3	1.1
政府最終消費支出	%	0.4	0.9	2.2	1.5
公的固定資本形成	%	0.5	▲4.0	2.6	▲0.8
輸出	%	6.5	1.5	▲2.6	0.7
輸入	%	4.0	2.1	▲0.4	2.8
国内需要寄与度	ポイント	1.5	0.8	1.0	0.9
民間需要寄与度	ポイント	1.3	0.8	0.5	0.6
公的需要寄与度	ポイント	0.1	▲0.0	0.6	0.3
海外需要寄与度	ポイント	0.4	▲0.1	▲0.4	▲0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	▲0.2	0.4	0.4
国内企業物価(前年比)	%	2.7	2.2	0.2	0.7
全国消費者物価(＃)	%	0.7	0.8	0.9	1.0
(消費税要因を除く)				(0.4)	(0.5)
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)				(0.7)	(0.9)
完全失業率	%	2.7	2.4	2.5	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	3.0	0.2	▲1.5	0.6
経常収支	兆円	21.8	19.1	17.5	18.6
名目GDP比率	%	4.0	3.5	3.2	3.3
為替レート	円/ドル	110.8	110.9	106.6	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	▲0.21	▲0.11
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	72.0	64.3	61.9

(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	0.2	0.2	0.8	0.6	▲0.6	0.4	0.4	0.6
民間需要	%	1.1	0.4	0.7	0.6	0.6	▲0.8	0.7	0.9	0.7
民間最終消費支出	%	0.4	0.2	0.3	0.6	0.7	▲0.5	0.9	1.1	0.3
民間住宅	%	▲4.3	▲2.7	2.6	▲1.1	0.2	▲3.0	▲2.0	▲0.8	0.5
民間企業設備	%	3.5	1.9	▲0.0	0.4	0.4	▲1.0	0.7	0.6	1.8
公的需要	%	▲1.1	▲0.3	0.4	2.3	1.5	1.1	1.1	0.5	0.5
政府最終消費支出	%	0.9	0.3	1.0	2.2	1.3	1.0	1.5	0.8	0.9
公的固定資本形成	%	▲4.0	▲2.7	▲2.2	2.8	2.9	0.9	▲0.8	▲0.6	▲1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.7	▲0.9	▲2.5	▲3.8	▲3.7	▲3.8	▲5.7	▲5.6	▲5.9
輸出	%	1.5	0.2	▲1.9	▲2.6	▲1.3	▲2.0	0.7	0.8	2.4
輸入	%	2.1	0.5	0.2	▲0.4	▲0.0	▲1.0	2.8	2.6	2.8
国内需要寄与度(前期比)	%	0.8	0.2	0.8	1.0	0.9	▲0.5	0.9	0.9	0.5
民間需要(＃)	%	0.8	0.3	0.7	0.5	0.5	▲0.7	0.6	0.7	0.5
公的需要(＃)	%	▲0.0	▲0.1	0.1	0.8	0.4	0.2	0.3	0.1	0.1
外需寄与度(＃)	%	▲0.1	▲0.0	▲0.3	▲0.4	▲0.2	▲0.0	▲0.4	▲0.3	▲0.1
デフレーター(前年比)	%	▲0.2	▲0.2	▲0.1	0.4	0.3	0.5	0.4	0.5	0.3
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.5	2.4	2.6	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産(前期比)	%	0.2	▲0.0	▲0.2	▲1.5	▲1.0	▲0.7	0.6	0.4	1.1
投資策工戸数(年率換算)	万戸	95.3	96.0	94.6	85.4	89.4	81.5	81.5	80.0	83.0
経常収支	兆円	19.1	10.1	9.0	17.5	8.8	8.7	18.6	8.9	9.7
貿易収支	兆円	0.8	0.8	0.0	▲1.8	▲1.9	0.1	0.8	▲0.1	0.9
外国為替レート	円/ドル	110.9	110.2	111.5	106.6	108.2	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	64.3	68.5	60.0	61.9	61.3	62.5

(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	0.5	1.0	1.5	0.5	0.8	0.4	1.2
実質GDP	%	0.7	0.8	0.6	0.6	1.1	0.0	0.4	▲0.1	0.9
民間需要	%	1.1	0.9	1.2	0.6	1.5	▲0.3	0.7	▲0.1	0.5
民間最終消費支出	%	0.4	0.3	0.5	0.6	1.0	0.1	0.9	0.5	1.3
民間住宅	%	▲4.3	▲7.8	▲3.6	▲0.1	2.4	▲2.5	▲2.0	▲3.5	▲0.4
民間企業設備	%	3.5	3.8	3.3	0.4	1.8	▲0.9	0.7	▲0.7	2.2
公的需要	%	▲1.1	▲0.4	0.1	2.3	2.0	2.4	1.1	1.4	0.8
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	1.1	2.2	2.1	2.2	1.5	1.7	1.3
公的固定資本形成	%	▲4.0	▲4.0	▲4.0	2.8	1.5	3.4	▲0.8	▲0.1	▲1.6
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.7	▲0.9	▲2.5	▲3.8	▲3.7	▲3.8	▲5.7	▲5.6	▲5.9
輸出	%	1.5	3.8	▲0.6	▲2.6	▲2.1	▲3.0	0.7	▲1.0	2.5
輸入	%	2.1	2.8	1.4	▲0.4	▲0.8	▲1.6	2.8	1.1	4.6
国内企業物価(前年比)	%	2.2	2.9	1.6	0.2	▲0.2	0.5	0.7	1.1	0.3
全国消費者物価(＃)	%	0.8	0.8	0.8	0.9	0.6	1.2	1.0	1.4	0.6
(消費税要因を除く)					(0.7)	(0.8)	(1.0)	(1.1)	(0.6)	(0.8)
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.5	2.4	2.6	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	0.2	0.7	▲0.2	▲1.5	▲1.3	▲1.7	0.6	▲0.3	1.5

農林中金総合研究所

7

# 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	▲0.5	0.4	1.0	0.3	0.0	▲0.1	▲0.4	0.6	0.3	0.3	0.3
実質GDP	%	▲0.1	0.5	▲0.5	0.4	0.5	0.3	0.0	▲0.4	▲0.3	0.5	0.3	0.2	0.2
(年率換算)	%	▲0.6	1.9	▲1.9	1.8	2.2	1.3	0.0	▲1.6	▲1.4	1.9	1.1	0.7	1.0
民間需要	%	▲0.3	0.7	▲0.4	1.0	0.1	0.4	0.3	▲1.0	▲0.2	1.0	1.3	▲2.0	▲0.2
民間最終消費支出	%	▲0.1	0.3	▲0.1	0.4	▲0.0	0.6	0.2	▲0.7	0.2	0.9	0.2	0.1	0.2
民間住宅	%	▲2.6	▲1.8	0.8	1.3	0.8	0.1	▲0.5	▲2.0	▲1.0	▲0.3	0.0	0.2	0.5
民間企業設備	%	0.6	3.0	▲2.8	3.0	▲0.2	0.2	0.7	▲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	0.0	0.1	▲0.0	0.1	▲0.1	▲0.1	0.0	0.1	0.1	▲0.1
公的需要	%	▲0.0	▲0.2	▲0.1	0.4	0.2	1.2	0.4	0.6	0.1	0.2	0.5	▲0.1	0.2
政府最終消費支出	%	0.3	0.1	0.3	0.7	▲0.1	1.2	0.2	0.7	0.2	0.3	0.7	▲0.1	0.3
公的固定資本形成	%	▲0.9	▲1.4	▲1.8	▲1.2	1.5	1.8	0.7	0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.5	▲0.5	▲0.5
輸出	%	1.0	0.8	▲2.1	1.2	▲2.0	▲0.0	▲0.6	▲1.2	▲0.5	0.3	1.5	0.3	1.2
輸入	%	0.6	0.8	▲1.2	3.6	▲4.3	1.7	1.0	▲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	0.5	▲0.3	0.8	0.1	0.6	0.3	▲0.6	▲0.1	0.7	0.3	0.2	0.2
民間需要寄与度	ポイント	▲0.2	0.5	▲0.3	0.8	0.0	0.3	0.2	▲0.8	▲0.1	0.6	0.2	0.3	0.2
公的需要寄与度	ポイント	▲0.0	▲0.1	▲0.0	0.1	0.1	0.3	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	▲0.3	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	0.4	0.8	0.3	0.5	0.5	0.3	0.4
国内企業物価(前年比)	%	2.5	2.6	3.1	2.3	0.9	0.6	▲0.9	0.3	0.7	0.7	1.5	0.2	0.5
全国消費者物価(＃)	%	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.6	1.1	1.2	1.3	1.4	0.5	0.7
(消費税要因を除く)								(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(0.8)	
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)								(0.7)	(0.8)	(1.0)	(1.1)	(0.6)	(0.8)	
完全失業率	%	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.5	2.6	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	0.6	▲0.7	▲0.1	▲0.5	0.8	▲0.3	1.0	0.5
経常収支(季節調整値)	兆円	5.0	5.4	4.7	4.3	4.7	4.8	4.0	4.3	4.4	4.2	4.7	4.8	4.9
名目GDP比率	%	3.6	4.0	3.4	3.1	3.4	3.5	2.9	3.1	3.2	3.0	3.4	3.4	3.5
為替レート	円/ドル	108.2	109.1	111.4	112.9	110.2	109.9	106.5	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	▲0.28	▲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	60.0	60.0	60.0	62.5	62.5	62.5

(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

8

### 個人消費と緩和的な金融環境が下支え

#### ～利下げ終了との見方も～

佐古 佳史

#### 要旨

米中双方にとり、通商協議の合意を目指す機運は一定程度あると考えられるものの、これまでの経緯から実現性には疑問符もつきまとう。

利下げが決定された9月FOMC後のドットチャートからは、利下げが終了したと解釈することもできる。引続き、緩和的な金利水準が景気を下支えすると考えられる。

#### 通商協議で合意を目指す機運も

閣僚級の米中通商協議を10月に控え、米中間の対立はややトーンダウンした。米中双方にとり、通商協議の合意を目指す機運は一定程度あると考えられる。トランプ政権としては、20年の大統領選が迫るなかで対中政策において一定の成果を得たと主張する誘引がある。一方で、中国政府としても、経済の減速が続くなか10月1日に建国70周年を迎えることになり、何らかの合意を締結したい思惑があるともみられる。既に米国産大豆に対する制裁関税の一部を免除するなどの動きもみられている。こうしたことから、10月の米中通商協議では何らかの成果が期待されるものの、これまでの経緯からその実現性には疑問符もつきまとう。

もともと、トランプ大統領は再選後にはより厳格な対中強硬路線を貫くと公言しているため、仮に何らかの合意が締結されたとしても、短命に終わる可能性は高いかもしれない。

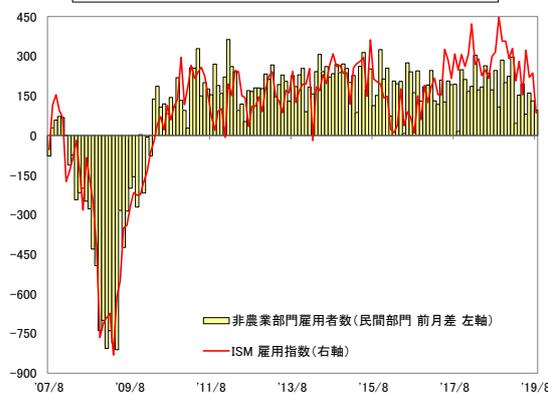
#### 景気の現状：雇用増加ペースが鈍化

さて、経済指標を確認してみると、8月の非農業部門雇用者数は前月から13.0万人増と、7月の同15.9万人から鈍化した。6、7月分については合計2万人下方修正された結果、直近3ヶ月平均では一月当たり15.6万人の伸びとなった。8年平均の一月当たり22.3万人増加ペースからは雇用の伸びは鈍化している。なお、8月の雇用統計には20年センサス統計を担当する臨時政府職員2.5万人が含まれているため、実勢としての雇用増は10.5万人程度と、やや弱い点には注意が必要である。

また、失業率は7月から変わらずの3.7%だった。労働参加率は7月からやや上昇し、25～54歳の区分では82.6%、全年齢区分で63.2%となった。特に25～54歳女性の参加率の上昇が顕著であった。さらに、賃金上昇率は前年比3.2%となり、上方修正された7

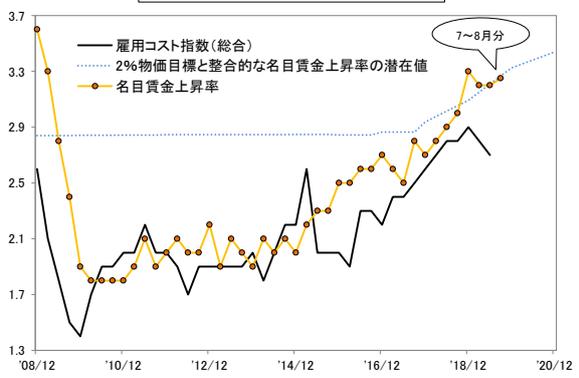
月分（同 3.3%）と合わせると、足元ではFRBの2%物価目標とほぼ整合的な上昇率で推移しているといえる。

図表1 ISM雇用指数と雇用者変化(民間部門)の推移



(資料)ISM、米労働省、Bloomberg (注)ISM雇用指数は、PMIとNMIの雇用指数を21:79 (2018年GDP基準)で加重平均。

図表2 賃金上昇率、雇用コストの推移

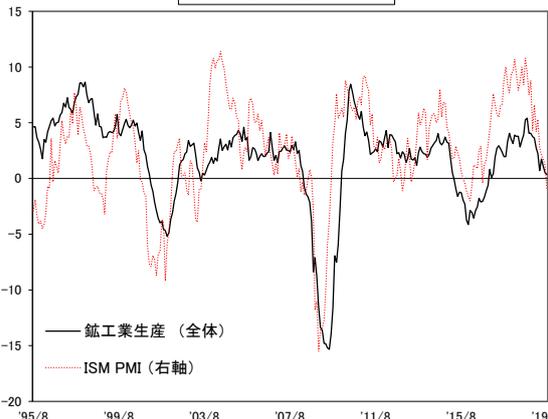


(資料)米労働省統計局、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成  
(注)名目賃金上昇率の潜在値は、労働分配率とTFP成長率見通し、物価目標、標準的なマクロ生産関数より定常状態での評価。

**景気の先行き：  
低金利環境と消費  
費が下支え**

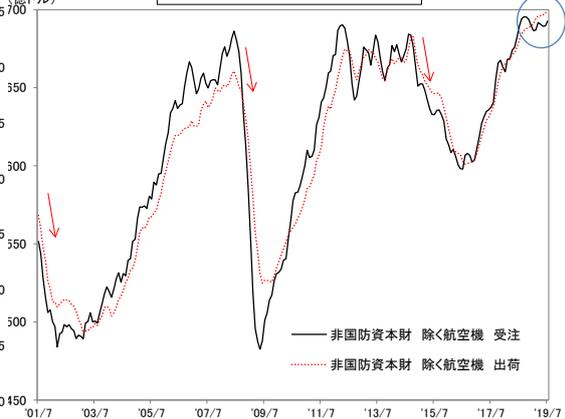
次に、先行きについて考えてみよう。通商摩擦による不確実性の高まりもあり、設備投資が鈍化傾向にあることに加えて、製造業の景況感も悪化している。こうしたことから、今後も成長率の減速が続くと考えてよいだろう。もっとも、賃金上昇や雇用の増加、個人資産の拡大などからGDPの7割を占める消費については、前年比3%弱のペースで堅調に推移すると考えられる。また、ニューヨーク連銀が0.83%と推定する実質中立金利と比較して、緩和的とみられる現在の政策金利（実質値では0%程度）も景気の下支えとなるだろう。

図表3 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

図表4 資本財受注・出荷の推移



(資料)米商務省より農中総研作成 (注)3ヶ月移動平均。

**金融政策：利下げ  
終了との見方も**

9月17～18日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）では、7月に続き、大方の事前予想通り25bp利下げが行われ、政策金利の誘導目標は1.75～2.00%へと引き下げられた。記者会見でパウエ

ルFRB議長は利下げの根拠として従来通り、世界経済の先行き懸念とインフレ圧力の低下を挙げた。実際には、足元のコアPCEデフレーターや消費者物価指数などのインフレ関連指標は上昇率が高まりつつあるが、期待インフレ率は歴史的に低い水準で推移しており、世界貿易量は底打ちしていない。今回の記者会見において、パウエル議長は金利の先行きについて言質をとらせない対応に徹しており、議長としては経済データや通商協議についての様子見姿勢が強まったとも取れる。

また、FOMC後に公表された経済見通しは、政策金利の見通し以外に6月時点からほぼ変化がなかった。ただし、ドットチャートからは、FOMC参加者の政策金利見通しがほぼ三等分されており、金融政策の方向性についての見解が分かれていることがうかがえる。大勢見通しなどからは、20年まで現在の政策金利の誘導目標が維持され21年以降は緩やかな利上げが見込まれていることが確認される。このため、確定的ではないにせよ7月から続いた景気循環途中での調整（mid-cycle adjustment）としての利下げは一段落した印象を与える内容となった。

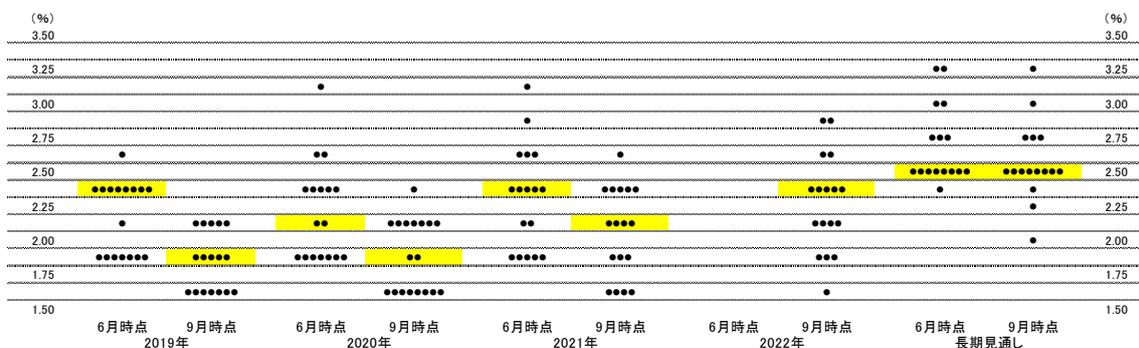
図表5 FRB大勢見通し(9月時点)

	2019年	2020年	2021年	2022年	長期見通し
実質GDP (%前年比)	2.1~2.3	1.8~2.1	1.8~2.0	1.7~2.0	1.8~2.0
6月時点 (%前年比)	2.0~2.2	1.8~2.2	1.8~2.0		1.8~2.0
失業率 (%)	3.6~3.7	3.6~3.8	3.6~3.9	3.7~4.0	4.0~4.3
6月時点 (%)	3.6~3.7	3.5~3.9	3.6~4.0		4.0~4.4
PCEデフレーター (%前年比)	1.5~1.6	1.8~2.0	2.0	2.0~2.2	2.0
6月時点 (%前年比)	1.5~1.6	1.9~2.0	2.0~2.1		2.0
コアPCEデフレーター (%前年比)	1.7~1.8	1.9~2.0	2.0	2.0~2.2	
6月時点 (%前年比)	1.7~1.8	1.9~2.0	2.0~2.1		
政策金利(中央値) (%)	1.875	1.875	2.125	2.375	2.50
6月時点 (%)	2.375	2.125	2.375		2.50

(資料)FRBより作成

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

図表6 ドットチャートの推移(6月FOMC→9月FOMC)

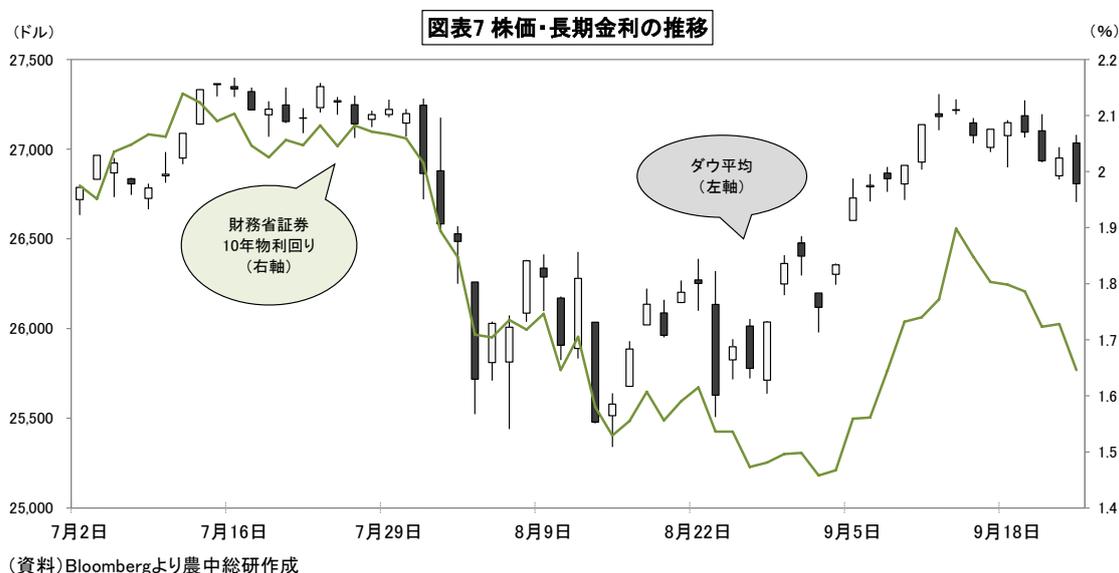


(資料)FRBより農中総研作成 (注)シャドーは中央値。

## 長期金利：横ばいを予想

最後にマーケットを概観すると、8月に入りトランプ大統領が第4弾となる対中追加関税を発表したことや、中国やドイツの経済指標の悪化などからリスク回避姿勢が強まり、10年債利回りは8月15日に3年ぶりの水準となる1.53%まで低下した。9月入り後は、米中通商交渉について楽観的な見方が強まったことに加え、米国で好調な経済指標が確認されたことなどから金利は上昇。足元では1%台後半での推移となっている。

先行きについては、10月の米中通商協議次第とみられるが、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く、通商協議が決裂しない限りは、10年債利回りは1.6%～1.9%程度の推移になるのではないだろうか。



## 株式市場：上昇継続を予想

株式市場では、7月31日のFOMC後の記者会見以降、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ダウ平均は大幅に下落。8月入り後は26,000ドルを中心に方向感を欠いた。9月に入ると、米中通商協議への楽観的な見方が広がり、株価上昇につながった。

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ことや、高めのバリュエーションは懸念材料だが、FRBやECBによる緩和策や日銀による追加緩和観測など、各国の協調的な金融緩和環境が株価を下支えすると思われ、ダウ平均は史上最高値の更新も考えられる。しかしながら、米中通商協議が決裂すれば再び25,000ドル台での調整局面入りとみられる。

(19.9.24 現在)

### 下押し圧力が一段と強まる中国経済

#### ～年末にかけて期待される追加経済対策の効果～

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、むしろ下押し圧力が一段と強まっていると見られる。これに対して、政府は預金準備率と貸出基礎金利（LPR）を引き下げたほか、地方債の発行とその調達資金の利用を加速させた。これらの経済対策によって、年末にかけては下押し圧力が幾分和らぐだろう。

##### 引き続き米中通商協議に注目

9月1日、米国は対中国追加関税第4弾の先行実施分として約1,100億ドル相当の中国製品に15%の追加関税を課した。これに対して、中国は750億ドル相当の米国製品の一部に5%、10%の追加関税を課した。

また、米国は、第1～3弾の合計2,500億ドル相当の中国製品に課した25%の追加関税率を30%に引き上げる予定である。さらに、12月15日には、米国は第4弾の残りの部分の税率引上げが行われる予定である。

他方で、米中双方の歩み寄りの動きも見られた。9月11日、米トランプ大統領は10月初めに予定される第13回閣僚級通商会議（ワシントンで）に配慮したのか、当初10月1日から予定されていた第1～3弾の追加関税率の引き上げ時期を10月15日まで延期した。これを受けて、同13日、中国も一定数量の米国の大豆や豚肉など農産物を追加関税の対象から除外した。

ただ、9月19日、米中の次官級通商協議がワシントンで行われたが、トランプ大統領は合意できない問題を棚上げにする暫定合意より完全な合意を望んでいると報じられ、現実的な落としどころがまだ見出されていないと思われる。

そのため、10月初めに開催される予定の閣僚級通商協議も決して楽観視できず、不透明感の高い状況が今後とも続くと思われる。

##### 輸出はマイナスに転じ、輸入は減少続く

こうしたなか、8月の輸出額（米ドルベース）は前年比▲1.2%と7月（同2.8%）から再びマイナスに転じた（図表1）。地域別に輸出の動向をみると、アセアン向けは堅調に推移したも

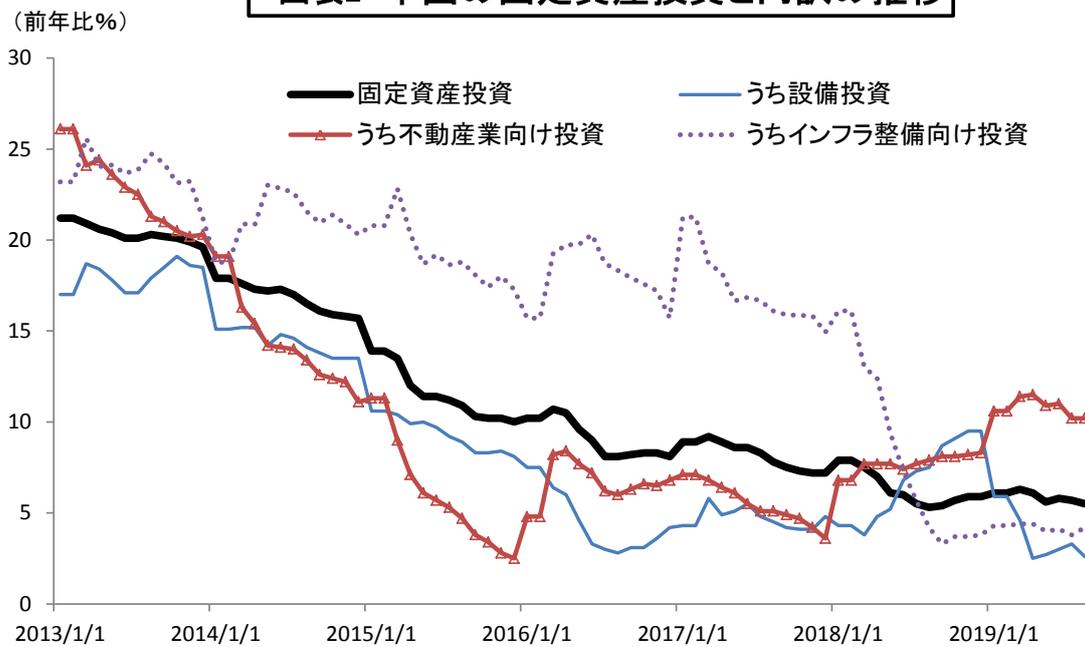


税・行政費用引き下げにより、地方政府の歳入に一定の影響があり、インフラ整備向け投資にも影響が出たとした。

しかしながら、地方債の発行とその調達資金の利用加速によりインフラ設備投資は持ち直しの動きが見られたほか、一人当たりのインフラストックは先進国の 20~30%と低水準であることから、民生、地域発展において潜在的なインフラ需要があるとの見解を示した。

これらを踏まえると、先行きについては、米中摩擦に対する悲観的な見方から、設備投資の低調な状態は続くと思われるものの、インフラ整備向け投資が加速すると見込まれるほか、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。

**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8月。

### 個人消費も小幅鈍化

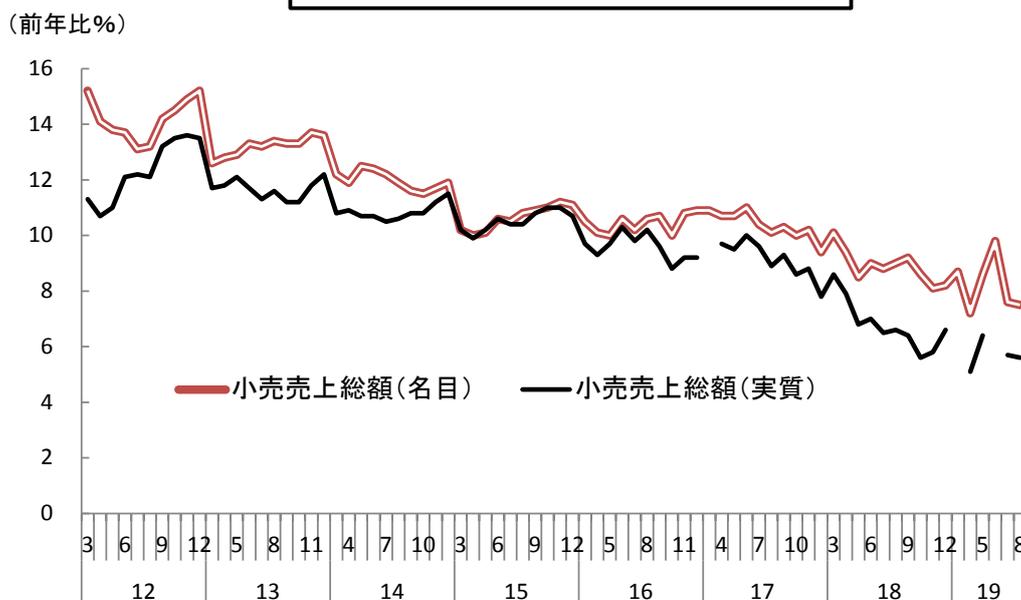
消費についても、8月の小売売上総額は前年比7.5%と7月(同7.6%)から伸び率が鈍化した(図表3)。物価変動を除いた実質ベースでも、前年比5.6%と7月(同5.7%)から鈍化した。このうち、ネット販売を通じた小売売上総額は二桁の伸びが続いたものの、自動車販売額が前年比▲0.5%と減少したことが全体の伸びを押し下げたと考えられる。

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処分(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月の自動車販売は大きく伸びたが、7月以降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が高い。

**図表3 中国の小売売上総額の推移**



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

(注) 17年・19年は3月、6月分の実質ベースの伸び率が発表されず。

### 地方債の発行とその 調達資金の利用は加 速

前述のとおり、8月の経済指標は総じて弱く、下押し圧力が高まっていると見られる。こうしたなか、9月4日に開催された国务院常务会议で、雇用・金融・貿易・外資・投資・予期（予想、マインド）という6つの安定を強化するために、地方債の発行とその調達資金の利用を加速する方針を確定した。

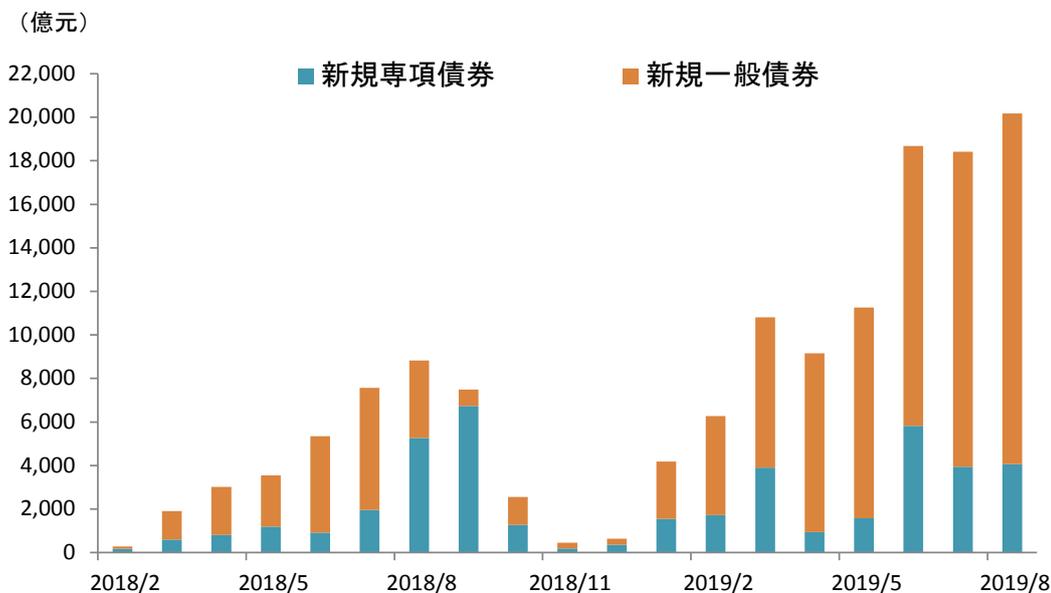
その内容として、19年の発行額は9月末までに発行を完了し、10月末までにプロジェクトに充当すること、20年の新規発行額を前倒しで発行して、20年入り直後からの資金を確保することが示されている。

なお、新規専項債券は、鉄道、地下鉄、駐車場など交通インフラの整備、送電網、天然ガスのパイプラインと貯蔵施設などエネルギー事業、水利、汚水処理、ゴミ処理など環境事業、職業教育、託児、医療、介護など民生サービス、コールドチェーン物流施設、水、電気、熱など都市インフラと産業園区（産業

クラスター) インフラに使用される。

実際、6~8月の地方債の発行実績を確認しても、大きく伸びたことが見て取れる(図表4)。

**図表4 地方債の発行額の推移**



(資料) 中国財政部、CEICデータより作成、直近値は19年8月。

### 預金準備率とLPRの引き下げ

また、中国人民銀行(中央銀行、PBOC)は9月6日に、9月16日から市中銀行の預金準備率を0.5%引き下げると発表した。これにより、市中金融機関と大手金融機関の預金準備率はそれぞれ10.5%、13%となった(図表5)。

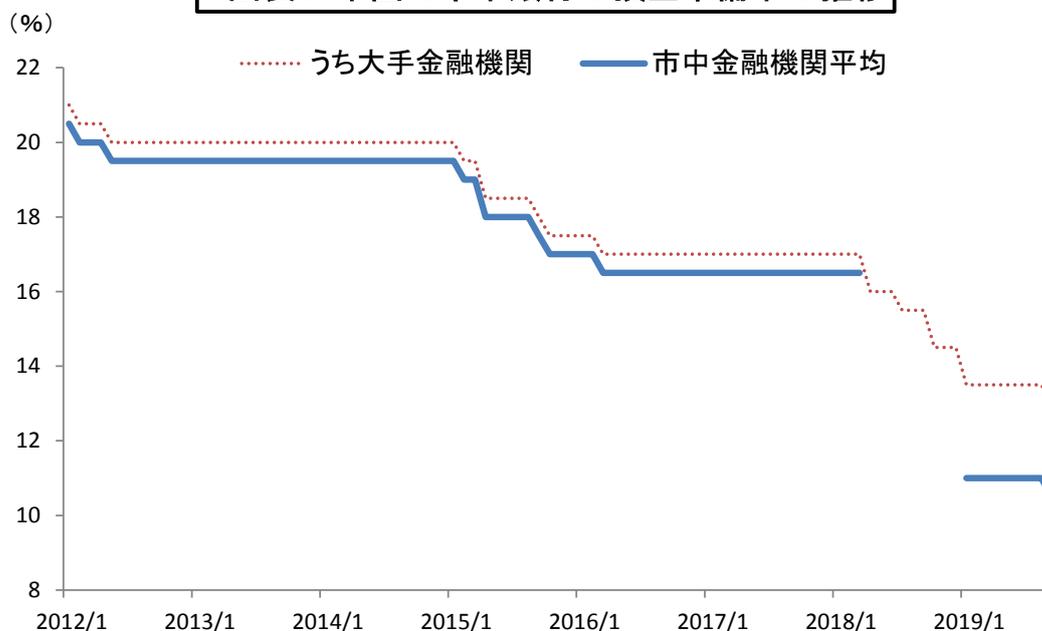
これに加えて、省行政区画で営業を行う都市商業銀行を対象に対して、預金準備率は10月15日と11月15日にさらにそれぞれ0.5%、合計1.0%引き下げられることも決まっている。

PBOCの記者会見の内容によると、今回の預金準備率引き下げを受けて、金融機関が資金を貸出等に振り向けることが可能となる規模は約9,000億元で、うち9月16日分が約8,000億元、それ以外が約1,000億元となる。

さらに、9月20日に公表したローンプライムレート(LPR)は4.20%と、8月20日に公表した4.25%から引き下げられた。LPRの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、不動産価格の上昇や食品価格の急上昇に懸念があるなか、PBOCは声明において「今回の措置は金融緩和策の大幅な強化ではなく、穏健な金融政策に変化はない」と強調した。

**図表5 中国の市中銀行の預金準備率の推移**



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成 (注) 月次データ、直近は19年9月。

(注) 18年4～12月の市中金融機関平均は未発表。

**年末にかけて下押し  
圧力は緩和か**

このように、足元の経済下押し圧力が強まっており、政府の経済対策への取り組みは本格化しつつある。これらの経済対策によって、年末にかけては下押し圧力が幾分和らぐだろう。

さらに、こうした追加経済対策の効果が不十分であれば、さらなる金融緩和、財政出動の拡大を行うことが想定される。

(19. 9. 24 現在)

## 構造的な問題で長引くドイツ経済の低迷

### ～強まる製造業から個人消費への影響波及の懸念～

山口 勝義

#### 要旨

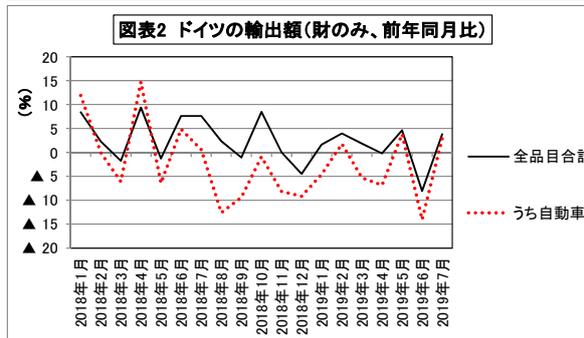
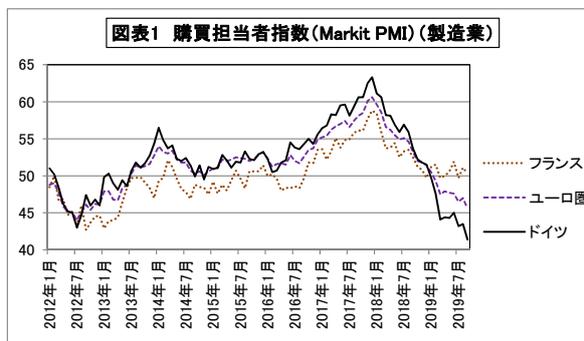
ドイツで製造業の生産と輸出の停滞が続いている。これまでは個人消費が景気の下支え役を果たしてきたが、経済の構造的な問題が特に景気停滞期には重荷となることで、影響を製造業から消費にも波及させつつ、ドイツ経済の低迷を長期化させる可能性がある。

#### はじめに

ドイツで、製造業の生産と輸出の停滞が続いている（図表1、2）。当初は2018年9月に欧州連合（EU）が導入した乗用車等の新たな燃費試験に対する自動車メーカーの対応の遅れがその主な要因であったが、その後も長引く米中間の貿易摩擦を背景として世界貿易は低調であり、成長の輸出依存度が大きいドイツ経済に反発の兆しは乏しいままである。

実際に19年4～6月期にはドイツの実質GDP成長率は前期比で▲0.1%となり、昨年の7～9月期に続き再びマイナス圏に沈んだ。今後についても、ドイツ連銀が7～9月期のGDPについて小幅ながらも減少となる可能性を指摘するなど、停滞状態が継続する見通しが強まっている。

その一方で、ドイツ経済には固有の強みがある点も確かである。例えば、優れた教育訓練制度、世界的な大企業に加え中小企業（“Mittelstand”）の層の厚さと熟練技術の蓄積、「インダストリー4.0」などを通じた積極的な技術革新への取り組み、さらには少子高齢化を補う前向きな移民の受け入れ体制、粘り強い努力で培った財政余力、経済の実力対比では割安と見られるユーロ、などである<sup>(注1)</sup>。しかし他の主要国に比べてドイツ経済



（資料）図表1はBloomberg（原データはIHS Markit社）の、図表2はStatistisches Bundesamt（ドイツ連邦統計局）の、各データから農中総研作成

の低迷が特に著しい実態からすれば、大きい外需依存という経済の特性の他にも、最近の急速な環境変化の中でこうした強みの一部が実は陳腐化してしまっている可能性がないとも言えない。

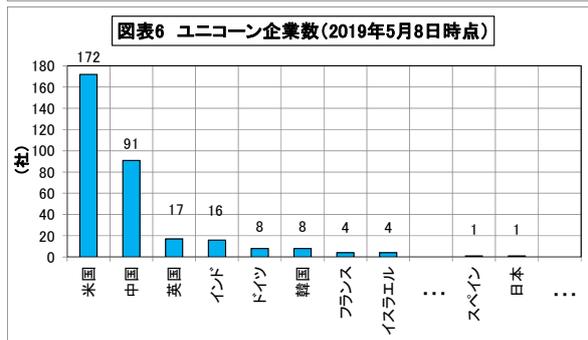
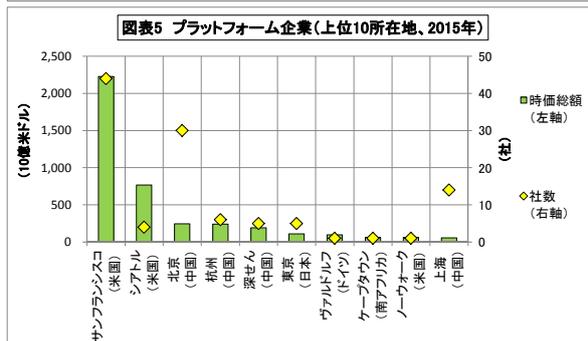
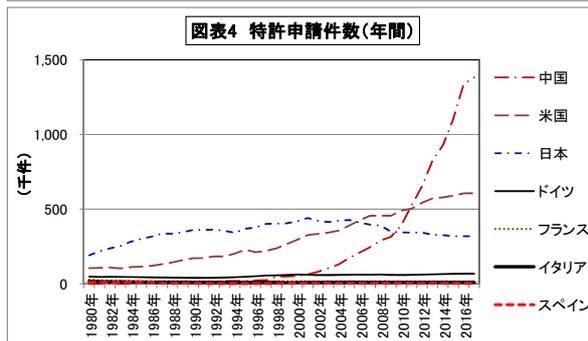
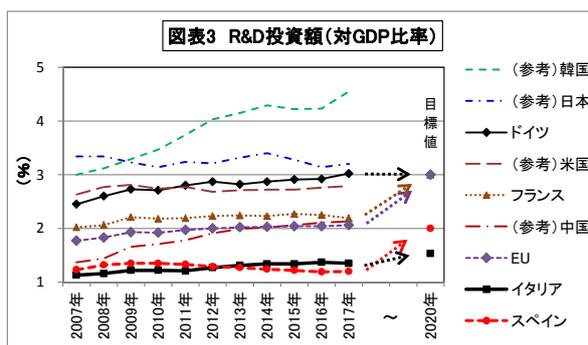
そしてその場合には、かつての強みが逆にドイツ経済の構造的な問題点として固定化することで製造業の停滞が長期化し、これまで景気の下支え役であった個人消費にも悪影響が波及する懸念が生じることにもなりかねない。

## ドイツ経済の構造的な問題点

現代は、世界経済フォーラム（ダボス会議）が「第4次産業革命」と呼ぶ、先端的な技術革新が急速に進行する時代である<sup>(注2)</sup>。また同時に、今年5月の欧州議会選挙での「緑の党」の躍進に示されるように環境問題が大きくクローズアップされた時代でもある<sup>(注3)</sup>。

こうしたなか、ドイツ経済の強みのうち検証が必要な点としては、まず技術革新への対応力がある。EUでは「欧州2020」プロジェクトの枠組みの中で研究開発（R&D）投資額について達成目標を掲げているが、この点ではドイツの進捗は順調と認められる（図表3）。しかし、科学技術者比率や輸出額に占めるハイテク製品比率など、他のデータではフランスなどに劣後しており、総合的な技術革新力は必ずしも万全とは言えないように見受けられる。また特許申請件数、プラットフォーム企業数、ユニコーン企業数などでは、ドイツは欧州内ではともかく、世界的には米国や中国に水を開けられているのが実情である（図表4～6）<sup>(注4)</sup>。さらにドイツでは、インターネットの速度の遅さなど、基本的な社会インフラの脆弱さもしばしば指摘されている<sup>(注5)</sup>。

また他方で、ドイツでは環境保全への対応の遅れがある。二酸化炭素排出量は高い水準にあり、特に自動車産業でディーゼル車などからの転換が喫緊の課題となっている。加えて発電部門における石炭火力依存の程度が高く、その軽減が必須である。現在も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、新たな環境税の賦課などで、企業の生産コストが一層底上げされる可能性もある<sup>(注6)</sup>。



（資料）図表3はEurostatの、図表4はWIPO（世界知的所有権機関）の、図表5はThe Center for Global Enterpriseの、図表6はCB Insightsの、各データから農中総研作成

このように、最近の急速な環境変化の中で、ドイツが必ずしも適切に対応できずにいる分野が存在していることになる。これらはドイツ経済の構造的な問題点となり、それが今後の景気回復の遅れに繋がる要因として働くことが考えられる。

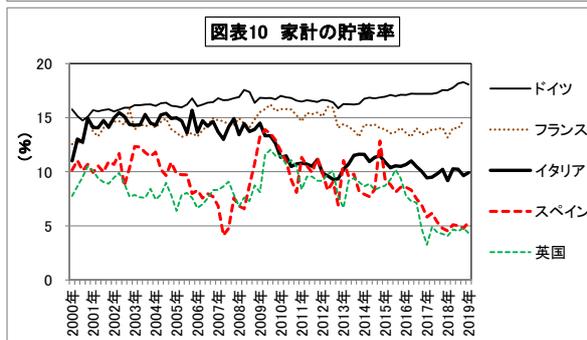
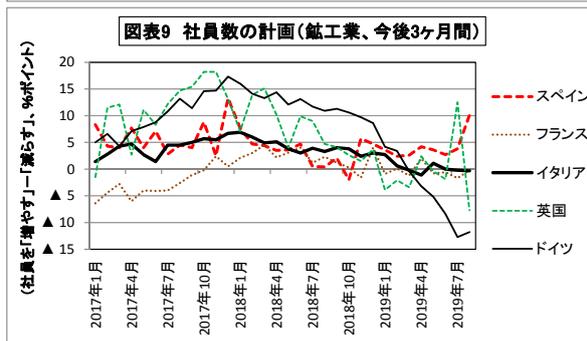
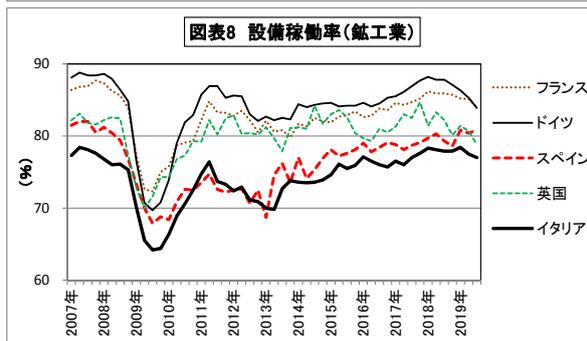
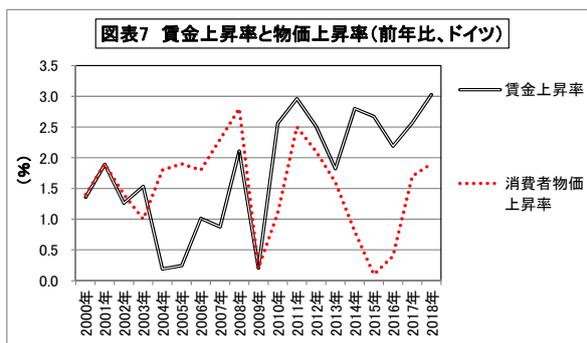
## 生産から消費への影響波及の懸念

ドイツでは製造業の生産や輸出の停滞に対し、これまでは個人消費が景気の下支え役として機能してきた。この背景で働いているのは労働市場の引き締まりに伴う物価上昇率を上回る賃金の上昇であるが、ここでは次の2点について注意が必要である（図表7）。

まず、ドイツ経済の構造的な問題という観点からすれば、大幅な賃金の上昇は生産コストの上昇を通じてドイツ経済の国際的な競争力の低下に繋がる点である。かつて2000年代前半にドイツでは、シュレーダー首相が労働市場などの大胆な改革を遂行し経済の競争力を高めてきたが、現在はこの遺産が徐々に縮小を迫られる過程にあるということになる。

次に注意すべきは、足元ではこうした高い賃金上昇率も転機を迎える可能性が強まっている点である。ドイツでは、企業の設備稼働率が既に18年第1四半期をピークに反転している（図表8）。また同時に、欧州委員会の調査では、「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19年3月以降は大きくマイナスに落ち込んでいる（図表9）。金融危機時に導入されたワークシェアリングの制度の効果により急速な失業率の上昇や賃金水準の低下は回避されるとはみられるものの、これらのデータは、ドイツではいずれ労働市場に影響が波及し個人消費の伸びが抑制される可能性が小さくはないことを示唆しているように考えられる<sup>(注7)</sup>。

こうしたなか既にドイツでは家計の貯蓄率が徐々に上昇しており、個人消費による経済成長の下支え効果が縮小に向か



(資料) 図表7～10はEurostatのデータから農中総研作成

う可能性の現実感が増している（図表10）。米中間の貿易摩擦は長期化が予想され、しかもドイツ経済が構造的な問題点を抱えていることからすれば状況の早期の好転は望み難く、その間に、外需の停滞を内需の成長によってカバーできなくなる展開を見込む必要があるものとみられる。

## まとめ

こうしてドイツでは、自動車や化学などの旧来型の製造業を基幹産業とし中小企業層が厚い経済の特性が、長引く貿易摩擦に加え急速に進行する技術革新や環境規制の強まりの下で、外需依存、高コスト、追加投資負担の重さなどの形で経済の構造的な問題を生じさせているようにみられる。これに従来からの均衡財政堅持の姿勢や少子高齢化も加わり、全体が特に景気停滞期には重荷となることで、影響を製造業から消費にも波及させつつ、ドイツ経済の低迷を長期化させる可能性がある。(19.9.24 現在)

(注1) このうち移民の受け入れについては、15年の欧州の難民・移民危機の後も、ドイツは18年12月に「専門人材移民法」を成立させ、海外人材の受け入れ拡大に注力するなどの対応を行っている。

(注2) ダボス会議では、蒸気機関の発明と鉄道建設による第1次産業革命(1760年代～1840年代)、電気とオートメーションの導入による第2次産業革命(19世紀後半～20世紀初頭)、コンピュータの活用による第3次産業革命(1960年代～1990年代)に対し、21世紀になり始まった、遍在化しモバイル化したインターネット、小型化し強力になったセンサーの低価格化、人工知能(AI)、機械による自動学習を特徴とするデジタル革命などの上になり立つ技術革新を「第4次産業革命」と呼んでいる(以上は、クラウス・シュワブ(16年10月)『第四次産業革命-ダボス会議が予測する未来』日本経済新聞社、pp15-26による)。

(注3) 欧州議会選挙の結果やその影響については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「欧州議会選挙の結果と欧州経済への影響」(『金融市場』19年7月号所収)

・ 山口勝義「苦境が続くドイツ経済」(『金融市場』19年8月号所収)

(注4) 従来、層の厚い中小企業はドイツ経済の強みと捉えられていたが、デジタル分野での急速な技術革新に対して十分に適応できていない可能性がある。なお、科学技術者比率や輸出額に占めるハイテク製品比率などのデータは、次を参照されたい。

・ 山口勝義「ユーロ圏で懸念される投資の停滞」(『金融市場』18年7月号所収)

また、プラットフォーム企業が行う「プラットフォームビジネス」については、労働政策研究・研修機構は「“場”を、運営・提供するビジネス」で「非常に広い概念」であり、「例えば車両輸送サービスの「ウーバー(Uber)」や民泊サービスの「エアビーエヌビー(Airbnb)」などのシェアリングエコノミーにおける「デジタルマッチングビジネス」を指すこともある一方で、GAFAを筆頭に、検索エンジンやSNSネットワーク、

物の売買等の多種多様なサービスをプラットフォームで提供しているグローバル企業のデジタルビジネスを指し示す場合もある」としている(以上は、独立行政法人 労働政策研究・研修機構(19年7月)『諸外国のプラットフォームビジネス調査-アメリカ、イギリス、ドイツ、フランス』p2による。また図表5は、本文献p9で引用されたPeter C. Evans and Annabelle Gawer (The Center for Global Enterprise) (January 2016) “The Rise of the Platform Enterprise, A Global Survey” p12のデータによる)。

一方、「ユニコーン企業」は一般に、テクノロジー関連企業で、企業評価額が10億米ドル以上の未上場のスタートアップ企業(創業10年以内)を指す。

(注5) ドイツの通信回線の平均速度は固定ブロードバンドで世界33位、モバイル接続で世界47位にとどまっており、通信速度の遅さが幅広い産業のデジタル化を妨げ、企業の事業展開の妨げとなっていると報じられている。次による。このほか道路などの基本的な社会インフラの老朽化が指摘されることもある。

・ Wall Street Journal (August 6, 2019) “Germans See Economy Hurt by Slow Internet”

(注6) 欧州では、新車のCO<sub>2</sub>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規制のクリアが当面の課題となっている(さらに30年までには21年見通しの37.5%を削減するEU規制が打ち出されている)。これに対しドイツは17年時点で127.2gと、他の主要国に比べて対応が遅れている。一方、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、17年時点で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(以上は、Eurostatのデータによる)。

また、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なか、次世代車の開発に向けた先行投資が各社の負担となっている。こうしたなか、電気自動車(EV)化を急速に進める中国などとの対比で、ドイツの次世代車への対応の出遅れなどが報じられている。次による。

・ Wall Street Journal (August 16, 2019) “Rise of Electric cars Threatens to Drain German Growth”

このほか、ドイツは特にEV向けの電池技術で立ち遅れているほか、AIなどの先端技術で米国や中国に大きく遅れをとっていると、これには財政健全化に注力した結果、公共投資が不十分であったことも影響しているとの指摘もある。次による。

・ Wolfgang Münchau (Financial Times) (4, August 2019) “Germany is replaying Britain’s Brexit debate”

(注7) ドイツでは08年に、失業者の増加を抑制するためワーケーションの制度を導入した。勤務時間を短縮しつつも雇用を維持する企業に対しては、政府は労働コストの一部を助成する。なお、報道によれば、今般、ドイツの鉄道車両や航空機の製造業、また防衛産業などで約30%の企業が、また製造業全体で3.8%の企業が同制度を採用したが、今後、この3.8%が8.5%程度に上昇する可能性があるとする分析がある、ということである。次による。

・ Financial Times (24, July 2019) “Germany turns to short-time work as economy outlook darkens”

## 「けいしん友の会」に注力する兵庫県警察信用組合

古江 晋也

### 要旨

兵庫県神戸市に本店を置く兵庫県警察信用組合は、「いつでも・どこへでも・お伺いします」をキャッチフレーズに、きめ細やかな訪問活動を展開するとともに、2017年6月には住宅メーカーと提携し、特別割引で組合員が住宅の購入をできる「けいしん友の会」を発足させた。現在のけいしん友の会加盟業者は住宅メーカー以外にも、家具メーカー、文具専門店、ホテルやフォトスタジオなど13業者に広がっており、組合員のさらなる福利厚生拡大策としても注目される。

### はじめに

同じ職場に勤務する人々を組合員とする職域信用組合は、母体組織の社員や職員の福利厚生の一環として設立された経緯から、母体組織と同じ建物内（または近隣）に店舗を構えていることが多い。そのため組合員にとっては「職場に最も近い金融機関」であるが、店舗数が少ないことから「自宅からは遠い金融機関」という課題があった。この課題を解決するため、近年ではコンビニ ATM や、セブン銀行などの他金融機関と提携することでキャッシュポイントを拡大することに加え、積極的な渉外活動を展開する職域信用組合もある。その組合の1つが、兵庫県警察を母体とし、警察職員を主な組

#### 写真1 兵庫県警察信用組合本店



員としている兵庫県警察信用組合（2019年3月・預金残高570億円、貸出金残高368億円、職員数27人）であり、「いつでも・どこへでも・お伺いします」をキャッチフレーズとしたきめ細やかな訪問活動を展開している。また17年6月には住宅メーカーと提携し、特別割引で組合員が住宅を購入ができる「けいしん友の会」を発足させた。

### 職域信用組合ならではの渉外活動

職域信用組合は職場からもっとも近い金融機関であるとともに、同じ職場の人々が組合員であるという強みがある。そのため、かつては組合員から申込を受けて対応するという「待ち」の姿勢をとる組合が少なくなかった。しかしリテール競争が厳しさを増す中、改めて「職域信用組合らしさ」を迫るとともに、組合員の利便性を向上させる動きも活発化している。

こうした中、兵庫県警察信用組合の取り組みでまず注目されるのは、理事長自らが兵庫県内の各警察署長を訪問する「トップセールス」である。特に人事異動で新たに警察署長に就任した警察職員

写真2 組合入口



写真3 受付カウンター



のもとには、「けいしん」の設立経緯や役割について理解を求めることにしている。

さらに組合職員は、兵庫県警察本部の各課や各警察署の朝礼時や定期召集時に訪問し、説明会などを実施することで、常に組合員に寄り添うことを心掛けている。ただ、組合は警察本部に隣接する本店1ヶ所しか店舗がないため、例えば、県中部の山間地域や北部地域に勤務する警察職員が組合に来店することには限界があった。そこで組合では「いつでも・どこへでも・お伺いします」をキャッチフレーズに積極的な渉外活動を展開することにした。

現在の渉外体制は、兵庫県を4ブロック（本部・但馬、神戸・淡路、警察学校・阪神、東播・西播）に分け、原則、1人の渉外担当者が1つのブロックを担当す

ることにしている（新しく渉外担当者に着任した場合は、先輩職員とペアで渉外活動を半年間行う）。この体制は「試行錯誤をしながら自分のスタイルを確立していくことが、結果として職員の成長に繋がる」という思いがあることと、「自らが判断して業務を遂行できる職員に育ててほしい」という考えからである。そのため報告書の書き方もポイントを掴んでいれば、個人の持ち味を尊重することになっているという。

渉外担当者は組合員からローン相談や様々な要望があると、キャッチフレーズ通り、どこにでも訪問することにしており、駐在所にも頻繁に出向いている。このことが組合本店を訪れることができない組合員のロイヤリティを高めることにもなる。また、警察職員は、勤務の特性から平日に融資の相談などを受けることが難しいことも少なくない。そこで組合職員は要望があると土、日曜日でも訪問活動を行うことにしている。

加えて、近年では広域捜査等への対応から出向する警察職員が増加していることを踏まえ、12年11月から営業地域を兵庫県一円から全国一円へと拡大。出向している警察職員も金融サービスを受けることが可能となるなど、さらなる利便性の向上にも力を入れている。

### 「けいしん友の会」の発足<sup>(注1)</sup>

写真3は兵庫県警察信用組合の受付カウンターである。組合の待合スペースは、通常の金融機関店舗よりも狭く、受付カウンターが2つのみであるため、給与支給日など来店者が多い場合は、待ち時間が長くなるという課題があった。そこで、待ち時間を少しでも退屈せず、快適に過

#### 写真4 待合スペースの雑誌、絵本と人形



#### 写真5 西谷茂樹理事長



ごしてもらうためテレビを設置することを考えたが、スペースの都合上設置することが難しく、まずは雑誌などを配置することとした。

ただ組合員は、相対的に若い世代が多いことと、「配置するならば、組合員の関心が高い自動車のパンフレットがよいのではないか」という意見から、一般誌に加え、ディーラーから貰い受けたパンフレットも待合スペースに配置することにした。

その後、組合内では「パンフレットを

見て関心が高まったのであれば、組合員が特別割引価格で自動車を購入できるようにディーラーと交渉してはどうか」という提案が持ち上がった。そこで組合職員はディーラーに赴いたものの、交渉は上手くいかず、この事案は立ち消えとなった。ただ、この交渉不成立が結果的には「組合員への新たなサービス強化を何らかの形で実現させたい」という思いを強める起爆剤となった。

組合が次にチャレンジしたのは、住宅分野における特別割引の実現であった。このアイデアは、組合の貸出金残高の84.1%が住宅ローンであることを踏まえると、ぜひとも実現したいサービスであるとともに、住宅ローンの貸出し増にも繋がるという期待もあった。そこでかつて県警本部の互助会事業を担当し、住宅メーカー担当者となつたりがあった職員がいくつかの住宅メーカーに構想を打診、最終的に4社が賛同した。このことが、けいしん友の会が誕生するきっかけとなった。

図表1は、けいしん友の会を活用した住宅購入の流れの概略図である。まず、組合が組合員から住宅購入の相談を受けると(①)、組合は組合員にけいしん友の会の説明を行う(②)。説明を受け、組合員が加盟業者の利用を希望すると(③)、組合は紹介状を交付する(④)。その後、組合員は加盟業者と具体的な商談を行うが、商談前にけいしん友の会の紹介状を

業者に提出すると、購入の際に、組合員は特別割引やその他の特典を受

図表1 けいしん友の会を活用した住宅購入の流れ



(資料)兵庫県警察信用組合資料をもとに筆者作成

けることができる(⑤、⑥)。なお、組合は組合員と加盟業者を仲介するだけで、紹介料や手数料などは一切得ていない。

(注1)「けいしん友の会」の内容は、兵庫県警察信用組合資料を参照している。

## 加盟業者の拡大

けいしん友の会のユニークな特徴は住宅メーカーだけではなく、様々な業種にも加盟業者が広がっていることである。

例えば、全国に30ヶ所の営業拠点を擁する家具メーカーや、近畿一円に店舗を構える文具専門店もけいしん友の会に加盟しているが、2社に加盟を依頼した理由は「家具は住宅購入後には必要になる」「文具は警察職員の日々の業務に欠かせない」という組合職員の「利用者目線」があったからである。

また「ブライダルローンを利用してくれた組合員に式場を紹介できたら喜ばれるのでは」「家族のライフイベントをプロのカメラマンが撮影すると喜ばれるのでは」とのアイデアから、組合職員の人脈を駆使することで、けいしん友の会に加盟してもらったホテルやフォトスタジオもある(19年10月現在、けいしん友の会の加盟業者数は13業者)。

このような組合役職員一人ひとりの努力により、17年度は紹介件数が25件、うち利用件数が9件(利用残高は2億5,915万円)、18年度は紹介件数が21件、うち利用件数が7件(利用残高は1億4,893万円)となった。

## けいしん友の会の影響

けいしん友の会が発足し、加盟業者が増加したことで兵庫県警察信用組合も徐々に変化するようになった。その1つ

が組合員に提供できる情報の質的变化である。これまで職域信用組合は、個人リテールが中心であったため、取引を行う法人は証券会社などに限られていた。しかし、けいしん友の会に加盟する住宅メーカーの中には、建売住宅や宅地を取り扱っている業者もあり、西谷理事長によれば、これらの業者から売り出し情報などを得ることができるようになったという。このことは、組合職員にとっては融資に繋がる話題が増えることとなり、組合員にとっても住みたい地域で物件を見つけやすくなる。また住宅以外のサービス、例えば、文具の割引購入サービスは利用者からの評判も上々であるという。

## おわりに

日本銀行の金融緩和策が長期化する中、金融機関の貸出金利回りの低下は依然として底打ちする気配を見せていない。このような市場環境を受け、近年ではより事業性評価の取組みなど付加価値の高い分野にシフトする動きが加速しているが、それに対して個人ローンは、付加価値を訴求することが相対的に難しい分野である。そうした中、兵庫県警察信用組合は「ゆりかごから墓場まで」をモットーに、組合員が必要な商品ラインナップ(注2)をそろえるとともに、借り入れた資金の活用先も「けいしん友の会」で充足できることをめざしている。加盟業者数は今後も拡大させることを掲げており、個人ローンの高付加価値化とともに、組合員へのさらなる福利厚生向上をめざす取り組みとしても大いに注目される。

(注2)住宅ローン以外にも、家電・インテリアローン、自動車ローン、医療・介護ローン、ブライダルローンなど14種類がある。

## 海外の話題

# タピオカについての雑談

農林中央金庫 シンガポール支店長 杉本 真

タピオカは南米原産のキャッサバの根茎から採れた澱粉で、糊化して球形にしたものをタピオカパールという。タピオカパールをミルクティーに入れたものがタピオカティーで、最近、日本でも大ブームになっており、春水堂、彩茶房、Gong Cha などの専門店に足を運んだことがある人も多いだろう。

日本では台湾からの輸入が多いようであるが、キャッサバは東南アジアでも幅広く生産されている農作物である。第二次大戦中の食糧不足時には、日本政府の指導の下、アジア各国でタピオカやサゴ（サゴヤシの澱粉、南国スイーツによく見られる食材）が生産された。シンガポールでも栽培が推奨され、シンガポール随一の名門ゴルフコースである Singapore Island County Club の Bukit コースがキャッサバ畑に転用されていたと聞く。余談であるが、女優の木村佳乃さんの祖父も戦中戦後、このゴルフコースの転用や復旧作業に従事したそうだ。

話が横道に逸れたが、シンガポールでもタピオカティーは幅広い人気を誇っている。黒糖タピオカ入りミルクティーを駐在員も日常的に愛飲しているようだ。有名なブランドとしては KOI、Tiger Sugar、R&B 巡茶、The Alley などがあるが、ほとんどが台湾発祥である。日本に進出している Gong Cha も台湾ブランドである。その中でシンガポール発祥のブランドとしては LiHO（哩喝）が最も有名だろう。福建語で「How are you?」を意味する LiHO だが、その来歴はやや複雑である。

北欧の通信企業 Nokia を経てシカゴ大学 MBA を取得したブルネイ華僑の Rodney Tang 氏が LiHO の創業者である。Tang 氏は MBA 留学中に訪問した台湾で Gong Cha に魅せられ、2009 年に Gong Cha（本社 台湾）のフランチャイズとしてシンガポールに Gong Cha の 1 号店をオープン。8 年間で年商は 3,000 万ドルに達し成功を収めた。しかし、事業は突如転機を迎える。2017 年にフランチャイザーの台湾企業が、日本のプライベートエクイティファンドであるユニゾンキャピタルに売却されたのだ。これを機に Tang 氏は大きな決断をする。それは保有する全ての Gong Cha の店舗を全く新しいシンガポール発祥のタピオカティーチェーンに転換することだった。茶葉、タピオカ、その他の原材料の調達先を全て見直すなど、フランチャイザーからブランドオーナーへの大胆な転換であったが成功した。チーズ、アボカド、スムージーなど常に新しいものを求めるシンガポール人に応える商品を投入したのだ。今ではすっかりとシンガポール発のタピオカティーとして定着した感がある。シンガポールでタピオカティーを楽しまれる際には、LiHO もおすすめである。

シンガポールでのタピオカ人気は相変わらず強く、Gong Cha も LiHO に対抗すべく自ら再進出を果たし、他の台湾系ブランドを含めた競争は益々激化している。そうしたタピオカ人気が高じて今年 6 月に一風変わった料理が登場した。タピオカ入り火鍋である。インスタ映えする生肉ドレスを着たリカちゃん人形やクマを模った固形ブイヨンで人気の Spice World Hot Pot が提供する新メニューである。熱い、辛い火鍋との組み合わせは果たして定着するのだろうか？新しいもの好きのシンガポール人の反応が楽しみである。

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10月号 第30巻 第10号・通巻347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