ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

ＳＤＧｓと経済政策・企業行動…… 1

情勢判断

国内経済金融

7～9月期はほぼゼロ成長へ失速した日本経済

～政府は3年ぶりの経済対策を策定へ～… 2

海外経済金融

幾分和らいだ先行き懸念

～FRBは緩和方向にバイアスを残した様子見姿勢へ～ … 10

総じて弱かった10月分の経済指標

～求められるバランスの取れた経済運営～…16

分析レポート

気候変動への対応と欧州のマクロ経済

～2020年、そしてそれ以降に向けて～…20

経済見通し

2019～20年度改訂経済見通し ……24

連　載

原点回帰をめざす古川信用組合……38

2019.12

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と経済政策・企業行動

代表取締役専務　　柳田　茂

2019 年も終わりの月を迎えた。国内外で様々な動きがあったが、世界的に見た場合、今年を象徴する最も画期的な出来事は9月 23 日にニューヨークで開かれた「気候行動サミット」ではないだろうか。ここでスピーチを行ったスウェーデンの 16 歳の環境活動家グレタ・トゥーンベリ氏は世界の指導者たちに強い言葉で気候変動対策の実行を求め、これを支持する若者たちのうねりは各国に広がった。地球温暖化対策を含むSDG s（持続可能な開発目標）がいまや人類共通の最優先課題になっていることを広く世界中に知らしめた点で、歴史的な出来事であったと言えよう。

もとより、「気候行動サミット」一事をもって、社会全体の価値観（パラダイム）が転換したとまでは言えない。グレタ氏のスピーチに対し、プーチン大統領は「現代の世界が複雑であることを誰も彼女に教えていない」と批判し、トランプ大統領は取り合おうともしなかった。安倍首相に代わって出席した小泉環境大臣は「重く受け止めた」とコメントするのがやっとだった。こうした反応となったのは、グレタ氏の「私たちは絶滅の始まりにいるのに、あなたたちが話すのはお金のことと永遠の経済成長というおとぎ話だけ」という主張が、経済成長を第一義的な目標としている現在の主要各国の政治の方向性と対立するものであるためと考えられる。

実際、資本主義において成長の追求を宿命づけられている企業が収益性や効率性を犠牲にして持続可能性を優先させていくのは難易度が高い課題である。また国家や国民も、社会保障等のシステムが経済成長を前提に構築されている以上、そのくびきから逃れ難い。今後、世界はこのジレンマをいかに解決していくのであろうか。

一つの方向性は、経済政策そのものを転換することであろう。欧州においては、営利企業の自由を最優先する新自由主義に反対し環境主義と社会正義を掲げる緑の党が勢力を急拡大させてEUの政策への影響力を強めている。米国では、巨大企業の分割など資本主義の修正を主張している急進左派のウォーレン上院議員が民主党の大統領候補の有力な一人として支持を広げているが、これも同根の現象と考えられる。対するトランプ大統領は、11 月 4 日にパリ協定離脱を国連に通告するなど経済的利益を重視する政治姿勢をさらに強めており、「当面の経済成長か、将来にわたる持続可能性か」の選択は来年の米国大統領選挙の重要な論点となっていく可能性が高い。

一方で、現行の経済政策の下でも「持続可能性」を重視する経営に舵を切る企業や団体が世界中に出現し始めている。協同組織のみならず少なからぬ営利企業が、コストをかけることにより短期的な収益を損なうことになっても、温室効果ガス排出削減など地球環境を持続可能ならしめる取組みこそが株主や顧客・従業員などのステークホルダーの長期的な利益に適うと認識し、様々な分野で具体的な行動をとり始めている。そして、こうした動きを金融面から促進していくことが、金融機関に求められる新たな「責任原則」になりつつある。

来たるべき新しい年 2020 年は、このような「持続可能性」を重視する世界の潮流がいっそう強まり、奔流のような動きになっていくと予想される。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

7～9 月期はほぼゼロ成長へ失速した日本経済

～政府は 3 年ぶりの経済対策を策定へ～

南　武志

要旨

消費平準化を促す政府の消費税対策にもかかわらず、9 月の消費には小ぶりとはいえ、駆け込み需要が発生しており、10 月以降にその反動減が出るのは不可避であろう。加えて、自然災害の影響も懸念される。世界的な半導体需要の持ち直しもあり、輸出に一部回復も見られるが、世界経済・貿易全体の減速基調には歯止めがかかっておらず、2019 年度下期は 2 四半期連続のマイナス成長となる可能性が高い。政府は 3 年ぶりとなる経済対策の策定に着手したが、税収が厳しいことから、国債が追加発行される見通しである。

また、このところ物価も鈍化しており、日本銀行は追加緩和に前向きな姿勢を見せている。円高が進行する場面ではマイナス金利の深掘りに踏み切るとの見方が強いが、一方で長期金利の過度な低下は回避したいとみられ、その動向に注目が集まる。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2019年		2020年		
			11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		(%)	−0.027	−0.20～0.00	−0.20～0.00	−0.20～0.00	−0.20～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0180	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.06
国債利回り	20年債	(%)	0.275	0.15～0.35	0.15～0.35	0.15～0.35	0.15～0.40
	10年債	(%)	−0.085	−0.25～0.00	−0.25～0.00	−0.20～0.00	−0.15～0.05
	5年債	(%)	−0.195	−0.35～−0.10	−0.40～−0.10	−0.30～−0.10	−0.20～−0.05
為替レート	対ドル	(円/ドル)	108.8	100～112	100～112	100～112	100～112
	対ユーロ	(円/ユーロ)	120.1	113～128	113～128	113～128	113～128
日経平均株価		(円)	23,292	23,000±1,500	22,000±1,500	22,500±2,000	22,500±2,000

（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11月25日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

9 月には消費税率引上げ前の駆け込み需要発生

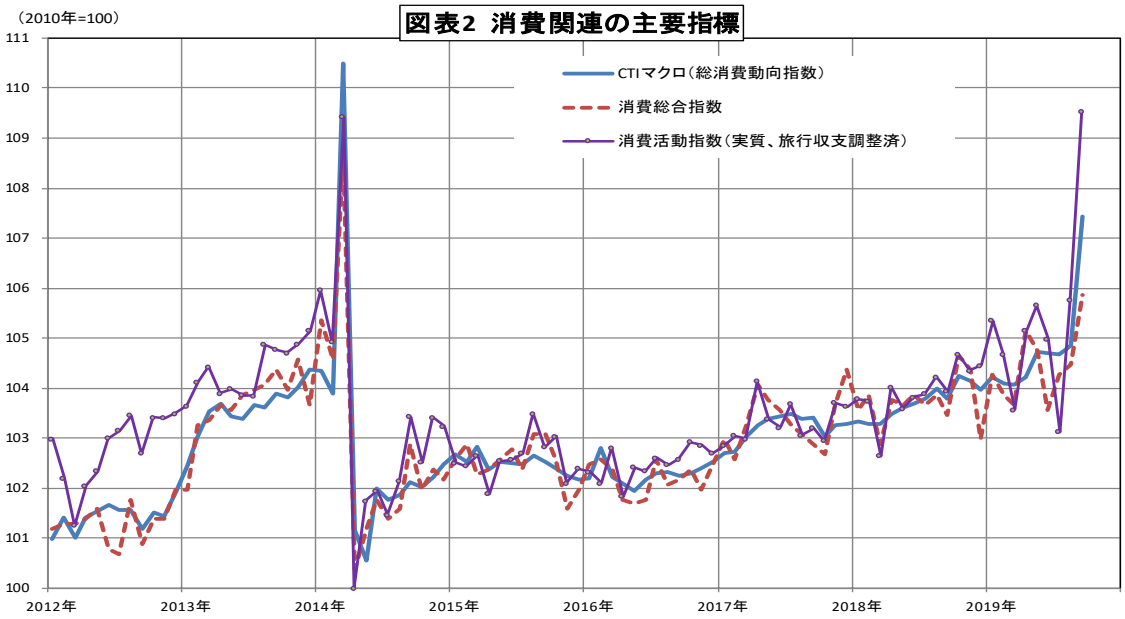
消費税率が 10%へ引き上げられてからほぼ 2 ヶ月が経過した。消費税率引上げ後に景気が落ち込んだ 1997 年や 2014 年の経験を踏まえ、政府は消費平準化を促す消費税対策を実施したものの、9 月分の消費関連指標からは宝飾品・高級時計、家電製品、化粧品、酒類などを中心に駆け込み需要が発生したことが見て取れる。9 月の消費総合指数（内閣府）こそ前月比 1.3%の伸びであったが、同様に GDP 統計上の民間最終消費支出に近い動きをする総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）は同 2.5%、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行）は同 3.6%と、ともに高い伸びを示した。ただし、いずれも消費税率引上げ前だった 14 年 3 月（前月比でそれぞれ 4.0%、6.3%、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

4.3%）と比べれば盛り上がりは軽微だったことも確かである。

とはいえ、駆け込み需要が発生した以上、10 月以降にその反動減が出るのは不可避である。さほど駆け込み需要がなかった乗用車販売ですら 10 月分は激減しており、消費マインドの冷え込みも懸念される。台風襲来などに伴う自然災害の後遺症が残る可能性もあり、19 年度下期の消費動向には注意が必要だ。

図表2 消費関連の主要指標



（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行

3 年ぶりに経済対策を取りまとめ

さて、政府は 9 月の台風 15 号、10 月の同 19 号など、一連の豪雨・暴風被害の復旧・復興に向けた「対策パッケージ」を公表、財源として予備費から 1,316 億円超を捻出することを決定した。さらに、11 月 8 日の閣議で安倍首相は、新たな経済対策の取りまとめとともに、補正予算案の編成も指示した。追加の経済対策のうち、財源が必要なものは補正予算案のほか、20 年度当初予算案に盛り込む方針である。与党の有力議員からは規模 10 兆円超が必要との声も上がっており、大規模な対策となる可能性がある。

景気対策の主役が金融政策となって久しいが、既に大胆な緩和措置を講じてきたこともあり、追加的な効果がさほど期待できない状況である。また、緩和長期化や一段の緩和強化の副作用も警戒されている。そのため、内外では財政政策の効果に期待する声も浮上しているが、財政政策は効果出現にラグを伴うほか、その効果も一時的であること、さらには財政健全化目標とのバランスも重要であろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

景気の現状：7～9月期はゼロ成長

足元の景気動向を振り返ると、7～9月期の実質GDP第1次速報（1次QE）は前期比年率0.2%と4四半期連続のプラス成長ながらも、失速した印象を受ける数字となった。内容的には、輸出の減少や民間在庫の取り崩しなどがあったとはいえ、民間消費や民間企業設備投資、さらには公的需要が底堅かったことから、内容が悪かったとも言い切れない。

こうした動きを反映して、9月の第3次産業活動指数は前月比0.4%と2ヶ月連続の上昇で、指数（107.3、2010年＝100）も過去最高を更新しており、19年度上期にかけて非製造業が堅調に推移したことが見て取れる。

一方、相変わらず輸出が軟調に推移している様子も確認できる。世界的な半導体需要の底入れもあり、最近はアジア向けを中心に当該製品の輸出が持ち直しているとはいえ、10月の実質輸出指数は前月比▲1.5%と5ヶ月ぶりの水準へ低下、7～9月平均を1.6%下回るなど、底入れはまだ見えない。

経済見通し：19年度下期はマイナス成長へ

先行きについては、全般的な世界経済・貿易の底入れは20年前半までずれ込むとみられ、輸出の減少傾向は今しばらく続くだろう。こうした中、7～9月期までは底堅い推移を続けた民間最終需要も一時的にせよ減少を余儀なくされるものと思われる。冒頭で触れたとおり、7～9月期の駆け込み需要は前回（14年3月以前）ほどの盛り上がりは見られなかった。しかし、反動減が出る可能性が高いほか、教育無償化政策の対象外世帯では実質購買力が目減りしており、今後の消費動向に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、省人化・省力化ニーズが主導する非製造業の設備投資なども調整は不可避と思われる。

19年度は0.6%成長、20年度は0.4%成長と予測

1次QE公表を受けて、当総研は「2019～20年度改訂経済見通し」を取りまとめたが、19年度の経済成長率を0.6%と予測している。19年度上期は18年度のGDPを0.9%上回っているが、下期には公的部門以外は不振に陥り、2四半期連続でマイナス成長となると予想する。一方、新興国が主導する形で世界経済の持ち直しが20年入り後には始まり、輸出は底入れするほか、東京五輪・パラの開催などもあることから、20年度半ばにかけて景気持ち直しもみられるだろう。ただし、一大イベントが終了した後の20年度下期には回復が一服、年度を通して0.4%成長にとどまると予想する。

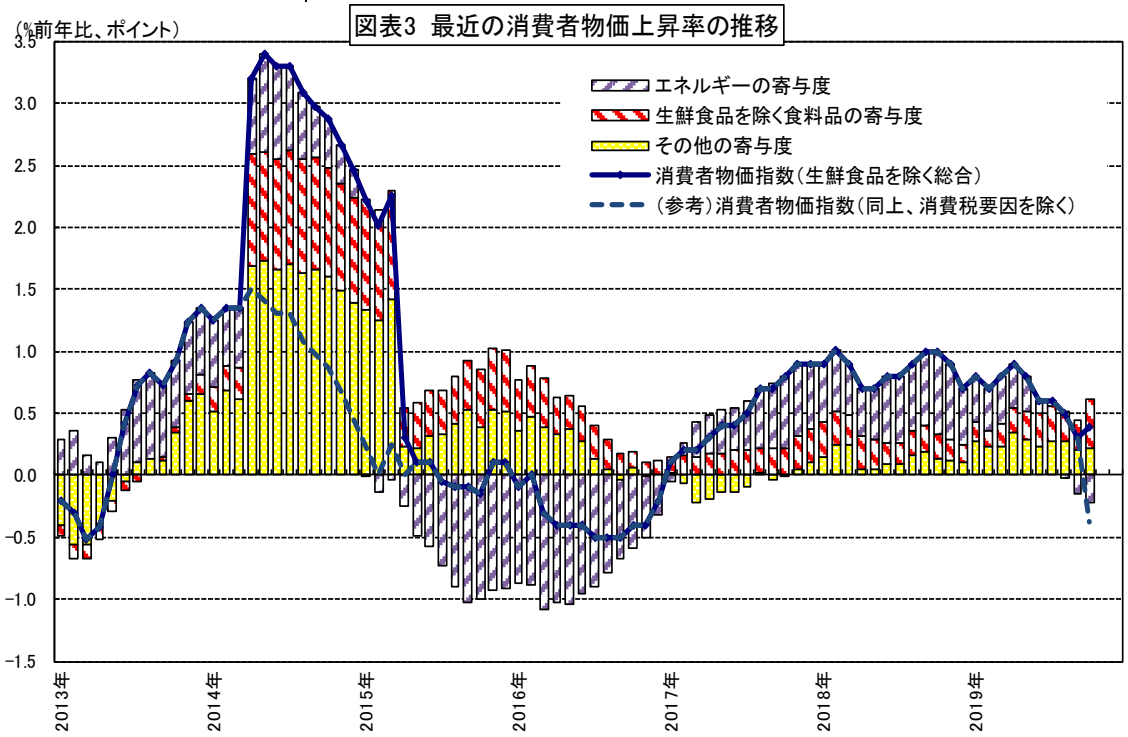
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

物価動向：相変わらず鈍い物価

過去１年にわたり、物価上昇率は鈍化を続けている。消費税率が引上げられた 10 月分の全国消費者物価のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比 0.4%と、9 月分（同 0.3%）から僅か 0.1 ポイントの上昇幅拡大にとどまった。消費税率 10%への引上げによって物価全体で 0.77 ポイントの押上げ効果があった半面、同時に開始された教育無償化政策によって物価全体は 0.55 ポイント押下げられた。10 月以降の消費動向が鈍いものになれば、物価に本格的な下落圧力がかかり始める可能性があるだろう。

また、10 月の国内企業物価は前年比▲0.4%と、9 月（同▲1.1%）から下落幅が縮小したが、消費税要因を除くと同▲1.9%と下落幅が大きく拡大するなど、円高や資源安に加え、国内需要の勢いが衰えている可能性が示唆される。

図表3 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

追加緩和に前向きな姿勢を表明する日本銀行

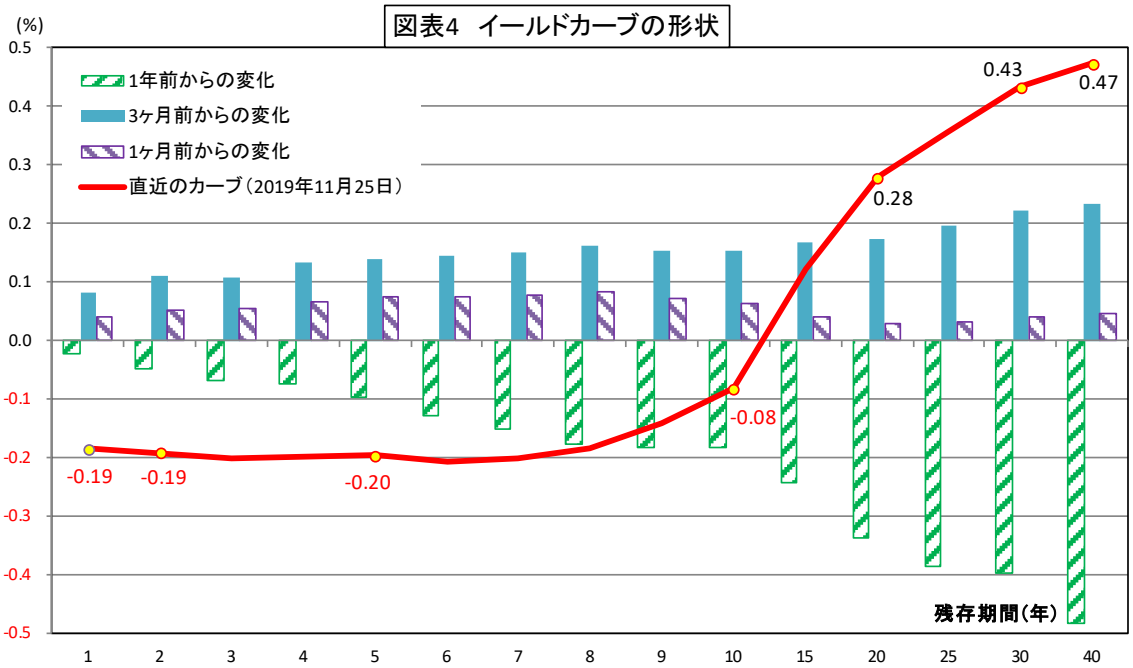
日本銀行は、16 年 9 月以降「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を実施してきたが、19 年 4 月には政策金利のフォワードガイダンスを明確化（現在のきわめて低い長短金利の水準を維持すると想定する期間を「少なくとも 20 年春頃まで」とした）したほか、19 年 7 月には予防的な緩和強化の可能性を示唆するなど、追加緩和に対して前向きな姿勢を表明してきた。さらに、10 月の金融政策決定会合では、政策金利のフォワードダ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ンスについて、「「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定」と修正、時限的な利下げの可能性を示唆している。

既に、FRB、ECB など主要国中銀は再び金融緩和に向かっているが、内外経済の不透明感が高まる中、日銀もそれに追随するとの見方は少なくない。実際、円高が進み、物価下落圧力が高まることが見込まれる場面では、追加緩和に踏み切る可能性はあるだろう。

図表4　イールドカーブの形状



（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が依然有力

日銀はかねてから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で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示してきた。しかし、最近の日銀は、長期金利の過度な低下を抑制すべく、国債買入れオペを調整（短期ゾーンを増額、中～超長期ゾーンを減額）し、かつ長期国債保有残高を 10 月には年間 20 兆円増（めどは 80 兆円増）のペースまで鈍化させるなど、上記の②、④に対しては慎重な姿勢も見えなくもない。

それゆえ、「次の一手」は、引き続きマイナス金利の深掘りが有力になるとみられるが、地域金融機関の経営体力の低下な

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

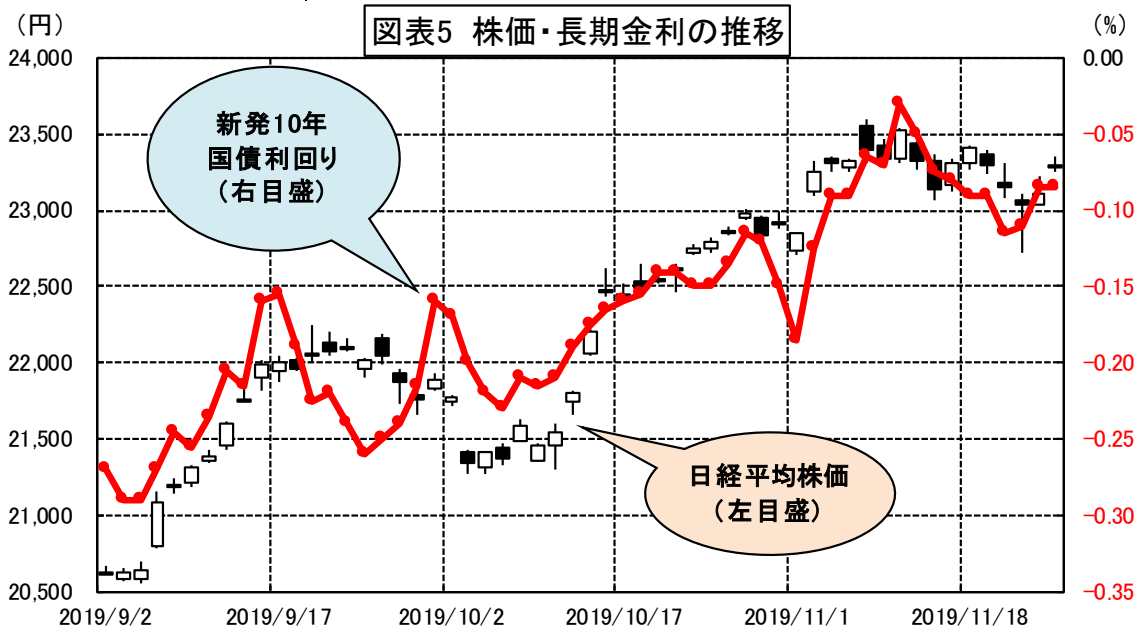
ど副作用を懸念する声も根強く、今後の議論の行方が注目される。ちなみに、政府の経済対策の策定に伴い、国債が追加発行される可能性が高いが、歩調を合わせれば長期国債の買入れ額を多少増やすことも可能であろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

米中通商協議の進展期待や主要中銀の緩和方向への政策転換などを好感、9 月中旬以降は世界的にリスクオンが強まり、米国株価が史上最高値を断続的に更新、国内市場も「株高・金利上昇・円安」となった。ただし、トランプ米大統領のウクライナ疑惑や米中通商協議への警戒、香港の混乱など、足元では調整する動きも見られる。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

図表5 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

長期化するマイナス金利状態

① 債券市場

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していく中、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。9 月入り後は世界的なリスクオンの流れに伴い、金利のマイナス幅は縮小に転じ、11 月中旬には一時▲0.03%まで上昇。なお、足元では▲0.1%前後での推移となっている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

当面は▲0.1%前後で推移

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、追加緩和の思惑は燻り続け、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回避する考えであり、仮に短期政策金利を引き下げたとしても、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すると思われる。当面は現状水準の▲0.1%前後での推移が続くと思われる。

② 株式市場

内外経済への懸念で上値は重い

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が続いた。8月には米中摩擦が一段と激化したことから一時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、リスクオンが強まった。10月上旬にかけて一旦はリスクオフの流れとなったが、米中通商協議が部分合意に向けて進展したとの報道や米国経済の底堅さなどを背景に年初来高値を更新、11月中旬には一時23,500円台まで回復した。

とはいえ、米中通商協議の行方は依然不透明感が強いほか、内外景気の減速や企業業績の悪化も意識される中での最近の株高はやや行き過ぎの面もあると思われ、今後は上値の重い展開を予想される。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、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

一方的な円安の可能性は薄い

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ほか、10月上旬にかけても一時106円台となる場面もあったが、9月以降の為替レートは緩やかな円安基調となっており、直近は108円台での展開となっている。

既に3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、一方的に円安が進む可能性は小さいだろう。

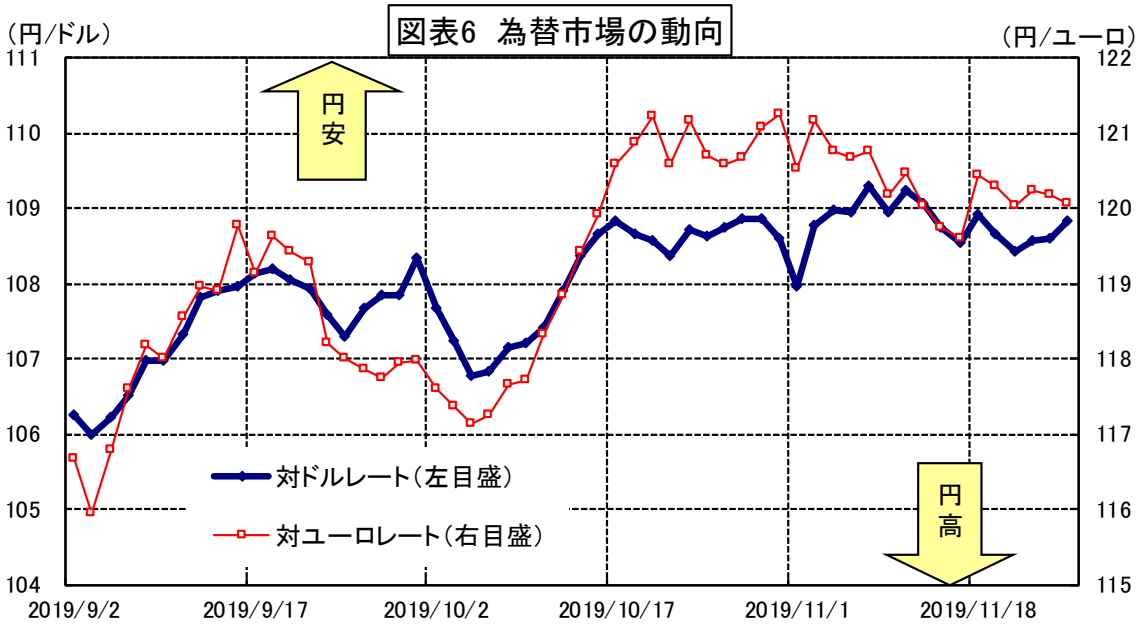
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

むしろ、これまでのリスクテイクの巻き戻りも想定され、再び円高圧力が高まるリスクには注意が必要だ。

ユーロ安修正は一服

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、直近は概ね 120 円台の展開となっている。ラガルド新総裁が就任した欧州中央銀行で追加的な金融緩和に対して慎重な意見が出ていること、さらにこの数ヶ月のユーロの戻りが急ピッチであったことから、しばらくは現状水準でもみ合う展開と予想する。

図表6 為替市場の動向



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

(19. 11. 25 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

米国経済金融

幾分和らいだ先行き懸念

～FRB は緩和方向にバイアスを残した様子見姿勢へ～

佐古　佳史

要旨

7 月以降 3 回連続で政策金利が引き下げられたこともあり、住宅市場では底入れの兆しが見え始めた。9 月に急低下した非製造業景況指数も持ち直したことから、米国経済をめぐる先行き懸念は幾分和らいだ。10 月 FOMC 議事要旨からは、FRB が様子見姿勢へと転換したことが再確認されたが、FOMC 参加者の多くからは緩和方向にバイアスがみられる。

景気の現状：改善傾向とも言い切れない労働市場

10 月 11 日に「部分合意」を目指すことで妥結した米中通商協議であったが、米国農産品の中国による輸入数量の明記の有無や、知的財産権をめぐる齟齬、既存の追加関税の撤廃を含む合意内容の拡大などをめぐり「部分合意」は後ずれしそうである。また、米上下両院による香港人権法案の可決や、米国によるベトナムへの沿岸警備艇の供与など、様々な外交カードが「部分合意」を目指す動きに間接的に影響していると考えられる。

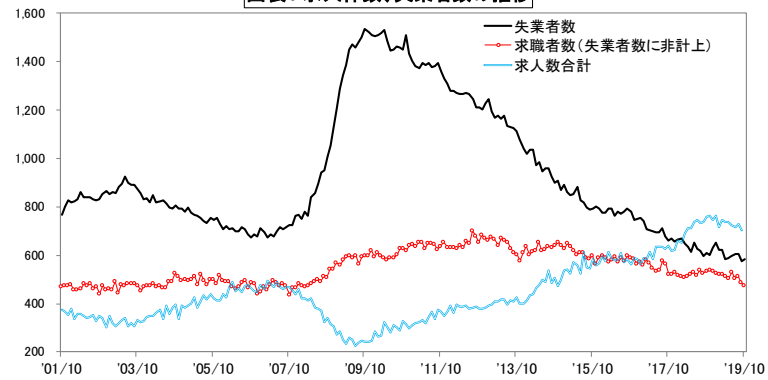
さて、足元の経済指標を確認してみると、10 月の非農業部門雇用者数は前月から 12.8 万人増と、9 月の同 18.0 万人増から増加ペースは鈍化したが、8、9 月分の上方修正幅が合計 9.5 万人と大きかったことで、改めて労働市場の底堅さが確認された。また、失業率は 9 月から 0.1%ポイント上昇し 3.6%となったが、依然として低水準にとどまっている。労働参加率は全年齢区分と 25～54 歳区分でともに 9 月から上昇し、それぞれ 63.3%、82.8%となった。

一方で、9 月の求人労働異動調査（JOLTS）では、新規求人数が 702 万人と 8 月から 30 万人減少し、18 年 4 月以来 1 年半ぶりの水準となった。また賃金上昇率が鈍いことから、失業率が示すほどには労働市場はひっ迫していない可能性もカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁などからは指摘されており、この点は FOMC 議事要旨でも確認できる。こうしたことから、労働市場は依然として底堅いとはいえるが、改善傾向とも言い切れない。

ミシガン大学とカンファレンスボードの消費者マインドは高水準ながら頭打ちで推移している上に、8、9 月の個人消費支出の伸びは前月比 0.2%弱とやや勢いに乏しいことなどから、米消費者の慎重な姿勢が確認できる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表1 求人件数、失業者数の推移



（資料）米労働省、Bloombergより農中総研作成

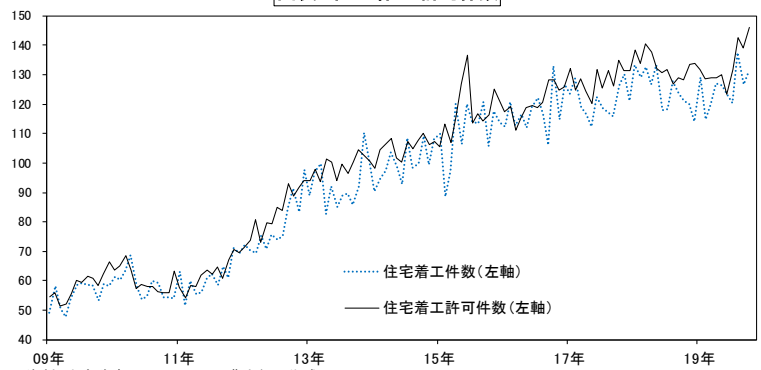
景気の先行き：スローダウン

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、今後も経済成長率は減速が続くと考えてよいだろう。もっとも、これまでの賃金上昇や雇用の増加、個人資産の拡大などから消費が底割れするとは考えにくい。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。実際に、住宅着工と住宅着工許可件数は緩やかに回復している。

企業部門では、10月のISM製造業指数（PMI）は48.3%と3ヶ月連続で判断の節目となる50%割れとなったものの、9月の47.8%からは小幅に改善した。また、9月に52.6%へと急低下したことで、先行き懸念につながった非製造業指数（NMI）は、54.7%へと上昇し、そうした懸念の一部が払拭できたといえるだろう。27日に7～9月期GDPの改定値と合わせて公表される（税引き後）企業利益にも注目したい。

全体的には経済成長のペースはスローダウンしつつも安定的に推移しており、先行きに対する懸念は幾分和らいだと思われる。

図表2 住宅着工・許可件数



（資料）米商務省、Bloombergより農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

金融政策：緩和方向にバイアスを残した様子見姿勢

25bpの利下げが決定された10月のFOMC議事要旨が20日に公表され、今後の金融政策を決定するにあたり、FRBはしばらく様子見姿勢をとることが改めて確認された。一方で、10月FOMCでの金融緩和は不要との意見や、労働市場に余裕（room）があるため一段の金融緩和余地があるとの意見など、金融緩和をめぐる考え方にかなりの幅があることも再確認された。

とはいえ、議事要旨からはやや低いインフレ率と期待インフレ率について多くの参加者が懸念していることと、低インフレの長期化が期待インフレ率の低下に波及し、今後の金融政策がより困難化する可能性が指摘されたことが明らかとなった。こうしたことから、今後のFRBのスタンスとしては、緩和方向にバイアスを残した様子見姿勢という印象を受ける内容であった。

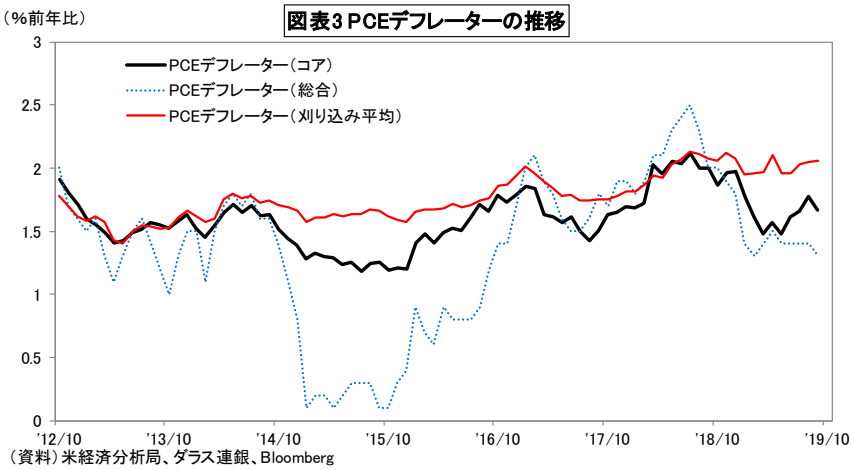
なお、金融リスクについて懸念を示すFOMC参加者も確認され、企業債務の増加や自己資本バッファーの縮小、株・債券の高いバリュエーションなどが指摘された。

インフレ率：上昇は鈍い

足元のインフレ率については、一時的と見られる要因が解消したことで再び加速してきたが、依然として2%物価目標には届いていない。この背景の一つとして、鈍い賃金上昇率が挙げられるだろう。10月の賃金上昇率は9月から変わらずの前年比3.0%となり、18年末から19年初にかけての同3.3%をピークに、上昇率は鈍化している。

ニューヨーク連銀期待インフレ率調査では、10月時点での1年先期待インフレ率は9月から0.2%ポイント低下し、13年6月に統計を取り始めて以降最低となる2.3%となった。また、3年先期待インフレ率については変化がなかったものの、2.4%と過去最低水準での推移が続いている。

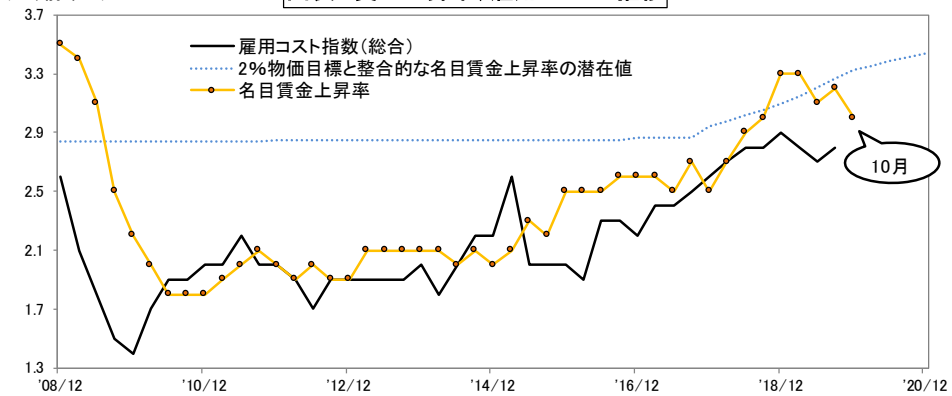
図表3 PCEデフレーターの推移



（資料）米経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表4 賃金上昇率、雇用コストの推移



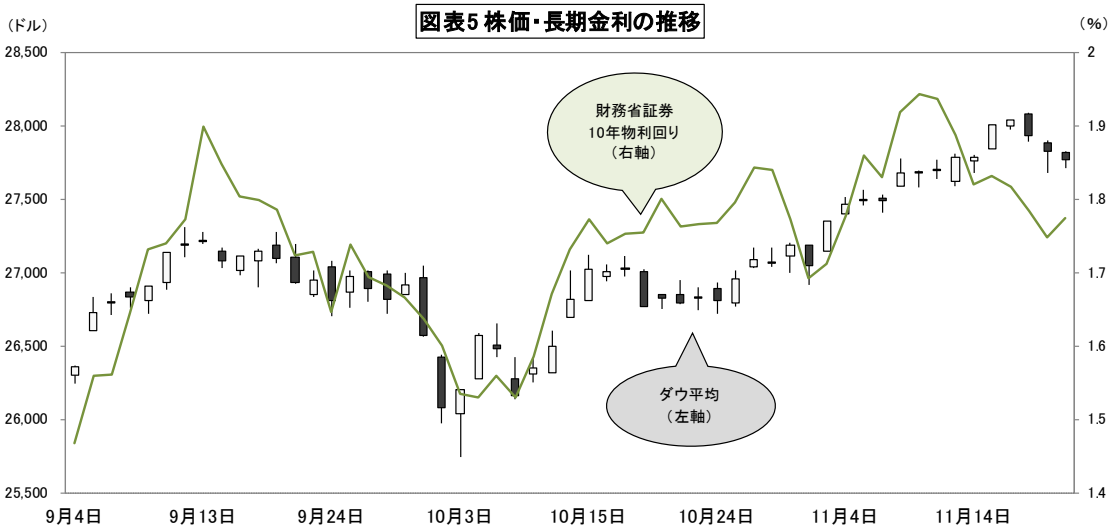
（資料）米労働省統計局、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成
（注）名目賃金上昇率の潜在値は、労働分配率とTFP成長率見通し、物価目標、標準的なマクロ生産関数より算出（定常状態での評価）。

長期金利：11月前半の1.8～1.9%からは、やや低下すると予想

最後にマーケットを概観すると、9月に入り米中通商交渉についての楽観的な見方が強まったことなどから金利は上昇。実際に、10月11日に「部分合意」を目指す方向で米中が妥結したことからリスクオン相場となり、11月前半の米長期金利（10年債利回り）は2%に迫るまで上昇した。

先行きについては、やや和らいだとはいえ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。通商協議に関する楽観的な見方も11月前半からは幾分か後退している。また、中国の成長率鈍化も、米金利への低下圧力と考えられる。こうしたことから、10年債利回りは11月前半よりやや低い、1.7%を中心としたレンジでの推移を予測する。

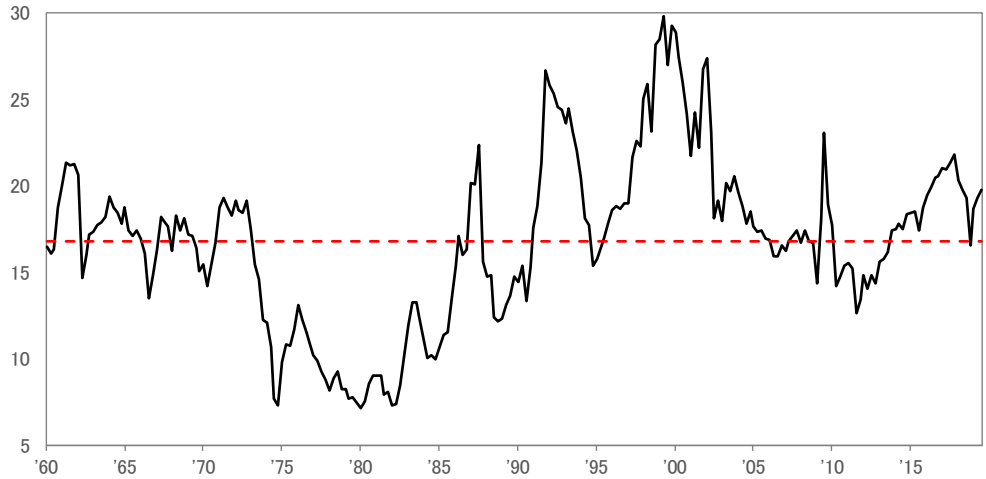
図表5 株価・長期金利の推移



（資料）Bloombergより農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表6 S&P500指数PER（12ヶ月移動平均）



（資料）Bloomberg（注）破線は平均値。

株式市場：緩やかな上昇傾向を予想

株式市場では、通商協議の進展に一喜一憂する展開が継続していたが、10 月 11 日に米中が「部分合意」を目指すことで合意した後は、通商協議についての楽観的な見方や、事前の期待よりは好調な決算、EU への自動車追加関税の見送り期待、中国通信機器大手ファーウェイへの制裁の再延期（11 月 18 日）など、好材料が多く、主要指数の史上最高値更新が相次ぎ、ダウ平均は 28,000 ドルを終値で更新した（15 日）。

先行きについては、基本的には「部分合意」に向けた米中の動きに振らされる展開が続くと見込まれるが、合意時期が後ずれする可能性が高まるなか、両政府高官から前向きな発言が聞かれることで、市場期待が維持されると考えられる。また、逆イールドが解消したことや半導体市場では底入れが意識されつつあることも好材料といえるだろう。以上から、緩やかな上昇傾向が続くと予想する。ただし、一株当たり利益の伸びが低い予想にとどまっていることに加えて、FOMC 議事要旨で指摘されている通り、株価のバリュエーションが高いことには注意したい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表7 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
投票権あり FOMCメンバー	パウエル議長	−1	10/31 11/13	記者会見にて利下げ終了、20年半ばに金融政策の枠組み見直しを示唆 経済情勢が変わらない間は現在の金融政策スタンスが適切
	ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	−1	11/14 11/19	突然の景気悪化がなければ、追加利下げは必要ない 金利の調節は適切。ダウンサイドリスクに警戒。
	ボウマン理事	?		銀行監督が業務の中心で、政策金利については合意形成重視？
	ブレイナード理事	−1	10/16 11/20	マイナス金利導入に否定的、費用対効果が悪いと指摘 3回利下げ後の様子見姿勢を表明
	ブラード総裁（セントルイス）	−2	11/5 11/14	イールドカーブのスティープ化は金融政策が適切である証拠 20年は底堅い成長となる可能性も。金融政策の枠組み変更の可能性は低い
	クラリダ副議長	−1	11/1 11/12	10月の雇用統計で、金利据え置き見通しが補強された インフレ埋め合わせ戦略と現行の金融政策を比較。低金利の背景を説明
	エバンス総裁（シカゴ）	0	10/16 11/6	低金利環境下では「積極的な」利下げが重要 米経済は良い状況。政策判断上は、インフレ率の動向が重要
	ジョージ総裁（カンザスシティー）	1	10/19 10/30	金融政策で製造業・設備投資の弱さに対応は疑問。消費者行動を注視 利下げ反対
	クオールズ副議長	?		銀行監督が業務の中心で、政策金利については合意形成重視？
	ローゼングレン総裁（ボストン）	1	11/11 11/18	3回の利下げに反対。マイナス金利導入に否定的 インフレ率を押し上げようとすれば、金融の安定性が毀損する危険性を指摘
投票権なし FOMCメンバー	ハーカー総裁（フィラデルフィア）	1	9/27 11/12	米経済が力強いことから、FOMCで利下げ不支持 様子見姿勢。期待インフレの低下は懸念事項。マイナス金利導入に否定的
	カプラン総裁（ダラス）	0	11/5 11/14	現在の政策金利の設定水準は恐らく適切 インフレ率が低いので、経済をやや過熱させるのも手
	カシュカリ総裁（ミネアポリス）	−3	11/5 11/13	金利水準は低くない。物価目標達成まで利上げ禁止のコミットメントをすべき マイナス金利導入にやや否定的
	メスター総裁（クリーブランド）	1〜2	10/5 10/10	景気拡大を下支えする家計の信頼感と支出が鈍化する兆候を注視 7、9月の利下げに反対。「当面」現行金利を維持することが適切
投票権なし 非FOMCメンバー	バーキン総裁（リッチモンド）	0	11/5 11/12	利下げ休止には良い時期。マイナス金利導入に否定的 労働市場はひっ迫しているが、労働参加率上昇の余地がある
	ボスティック総裁（アトランタ）	0〜1	10/4 11/7	19年の米国経済は良好。先行きについては、金利調節の必要性も 10月利下げにはおそらく反対していた。完全雇用を少し超えた可能性指摘
	デイリー総裁（サンフランシスコ）	−1	11/4 11/13	3回の利下げを支持。追加利下げには見通しの重大な変化が必要 インフレ率が2%に戻るまでは、現在の金利水準を維持できる

（資料）各種報道　（注）鷹/鳩の評価は農中総研による。+はタカ派、−はハト派の意。
20年は、エバンス、ブラード、ジョージ、ローゼングレン総裁に代わり、メスター、ハーカー、カプラン、カシュカリ総裁に投票権

（19.11.21 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

中国経済金融

総じて弱かった10月分の経済指標

～求められるバランスの取れた経済運営～

王　雷軒

要旨

2019年7～9月期の実質GDP成長率は前年比6.0%と、4～6月期（同6.2%）から減速した。その後も経済下押し圧力は根強く、米中摩擦による影響を見極めたうえで成長維持と企業債務削減などのデレバレッジの進行との間でバランスの取れた経済運営が求められる。引き続き、米中通商協議や経済対策に注目したい。

引き続き米中通商協議に注目

10月10日、11日にワシントンで行われた米中通商協議で第1段階となる部分合意に達したことが報じられ、当初は11月中旬にチリで行われるAPEC(アジア太平洋経済協力会議）首脳会議に合わせて米中首脳会談による署名を目指していた。

しかし、11月中旬に予定されたAPECの開催が中止となったほか、農業分野などの交渉が難航している模様で、第1段階の合意文書に署名されることに至っておらず、米中首脳会談自体が後ずれする事態となっている。

仮に第1段階の文書化の交渉が決裂すれば、米国は12月15日には中国からの輸入品1,600億ドル相当に対する15%の追加関税を発動し摩擦が再び激化するリスクは否めず、先行き不透明感は依然残っている。このような不透明な状況が続くと、企業マインドや生産、投資活動を抑制するなど、経済への悪影響が懸念されることから、引き続き米中通商協議の動きに注目が集まる。

10月分の経済指標は総じて弱い

こうしたなか、19年7～9月期の実質GDP成長率は前年比6.0%と、1～3月期（同6.4%）、4～6月期（同6.2%）からさらに減速したことが明らかとなった。また、10月分の主要経済指標も総じて弱く、その後も経済下押し圧力が依然根強く、改善に向かっていないとみられる。

その背景として、米中摩擦による影響をカバーできるほど十分な経済対策が行われていないことが挙げられる。過剰な企業債務や金融リスクの解消を進めているなか、思い切った金融財政緩和策が実施されておらず、現時点では打ち出された政策の規模はいずれも限られたもので、景気を押し上げるまでは至っ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ていない。

加えて、一部の地域や業界では雇用が悪化していると思われるが、サービス業の成長が比較的好調で、雇用全体としては安定的に推移していることで、中国当局は経済減速に対する容認の度合いが高くなったことも挙げられる。

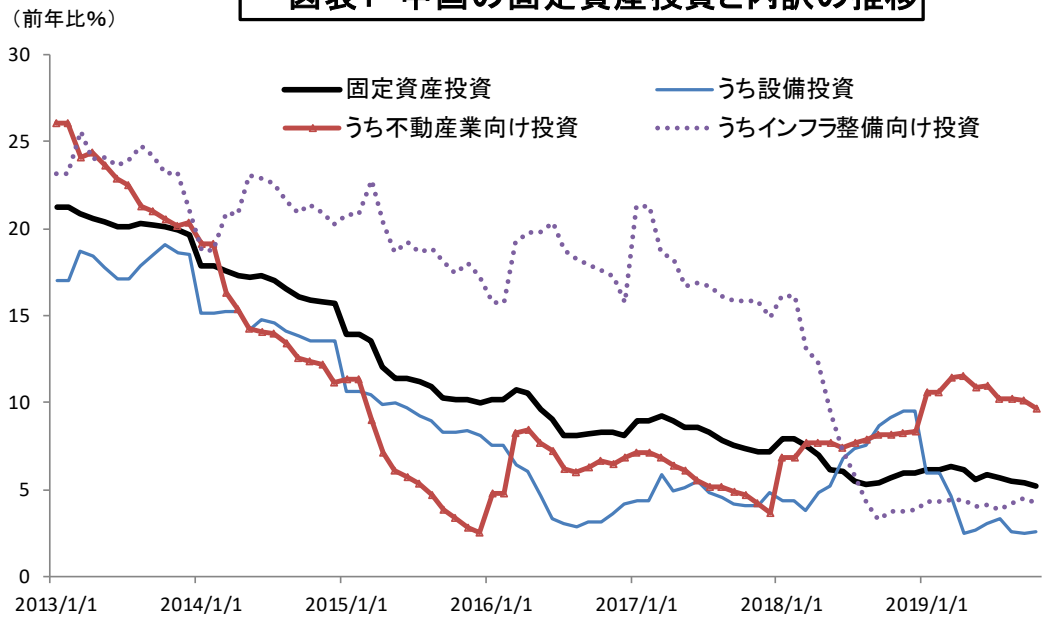
以下、足元の経済指標から景気動向等をみたうえで、今後の見通しを述べたい。

投資は足踏み続く

まず、投資については、1～10 月期の固定資産投資は前年比 5.2%と、1～9 月期（同 5.4%）から小幅鈍化、足踏みが続いた（図表 1）。このうち、不動産業向け投資は同 9.6%と堅調に推移したものの、鈍化基調にある。また、インフラ整備向け投資も前年比 4.2%と 1～9 月期（同 4.5%）から再び鈍化に転じた。設備投資も同 2.6%で依然弱かった。

先行きについては、米中摩擦に対する悲観的な見方から、設備投資の低調さは続くと見られるものの、国による地方財政への支援や一部の固定資産投資プロジェクトの実行にかかわる自己資金比率の引き下げ等によりインフラ整備向けの投資は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ろう。

図表1　中国の固定資産投資と内訳の推移



（資料）　中国国家統計局、 CEICデータより作成、（注）年初来累積、直近は19年10月。

個人消費は低調続く

消費については、10 月の小売売上総額は前年比 7.2%と 9 月（同 7.8%）から伸び率が鈍化した（図表 2）。このうち、ネッ

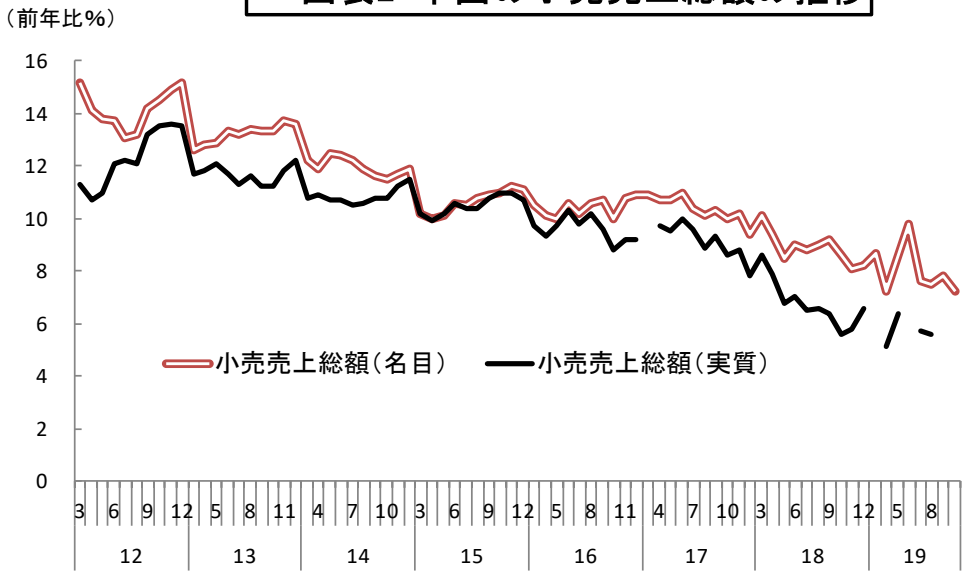
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ト販売を通じた小売売上総額は同 17.0%と好調だったものの、10 月の自動車販売額が同▲3.3%と 9 月（▲2.2%）から下げ幅を拡大したほか、ガソリンや事務用品の販売も減少が続いている。

一方、次世帯通信 5G への移行が本格的に進むなか、通信機器販売額が同 22.9%と 9 月（8.4%）から大幅に加速した。また、EC 大手のアリババグループの 11 月 11 日セールの売上高は前年比 25.5%の 2,684 億元（約 4 兆円）と過去最高を更新したと報じられた。なお、物価変動を除いた 10 月の小売売上総額は前年比 4.9%と鈍化基調にある。

先行きについては、レストランの深夜営業など夜経済の活性化、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、全体としては低調な状態が続く可能性が高い。

図表2 中国の小売売上総額の推移



（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成
（注）17年・19年は3月、6月、9月分の実質ベースの伸び率が発表されず。

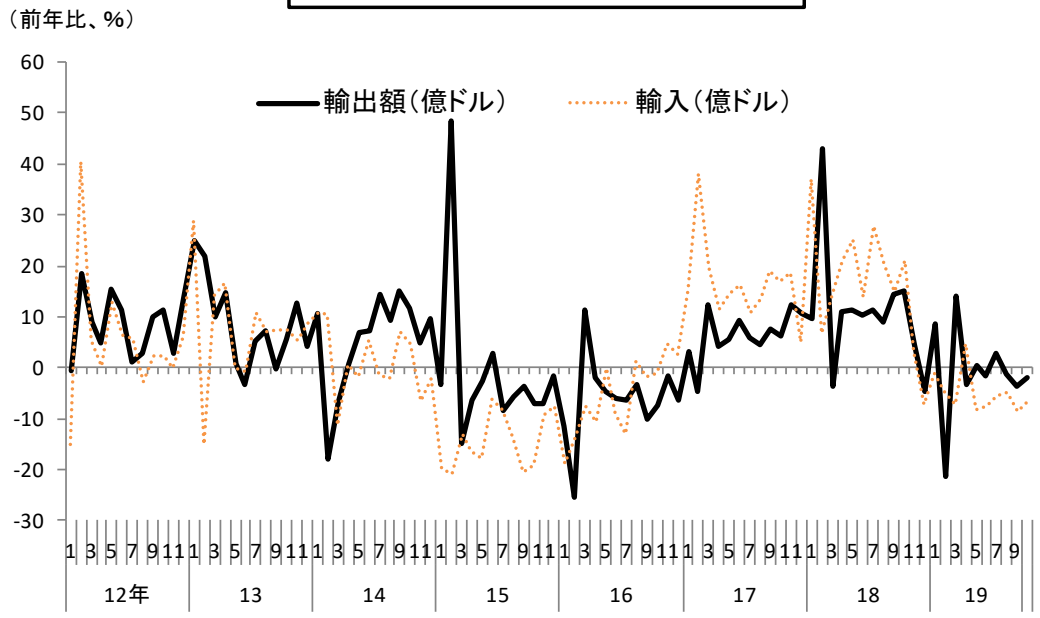
輸出入は減少幅が縮小

10 月の輸出額（米ドルベース）は前年比▲2.0%と 9 月（同▲3.8%）から減少幅が縮小した（図表 3）。モバイル端末と部品、アパレルの減少が続く一方、玩具は拡大した。輸入額も▲6.7%と 9 月（▲8.5%）から下げ幅が縮小した。そのうち、大豆、ダイオードなどの半導体デバイス、自動車部品の減少幅が依然大きかった。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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透明感もあり、輸出全体の低調さは続くと思われる。ただ、米国の追加関税第4弾の発動を控えた駆け込み的な輸出増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。

図表3 中国の輸出入の推移



（資料）中国海関総署、CEICデータより作成

下押し圧力が強まる中、当局は難しい舵取りを迫られる

国家レベルのシンクタンクである国家金融・発展実験室（NIFD）は19年、20年の経済見通しをそれぞれ前年比6.1%、5.8%に下方修正した。米国との貿易摩擦と国内のデレバレッジの進行が経済下押し圧力をもたらしているとしている。

これまで、当局は地方政府の事業促進のための地方債の発行加速や預金準備率引き下げなどの財政・金融緩和を通じて景気を下支えしてきたが、その効果は現時点では限定的であると言わざるを得ない。

このように、足元では下押し圧力が再び強まったとみられる。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、今後はローンプライムレート（LPR）を低下させる実質的な「利下げ」が行われる見込みである。他方、デレバレッジが行われていることにも配慮する必要があり、当局は難しい舵取りを迫られている。

（19.11.18現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

分析レポート

欧州経済金融

気候変動への対応と欧州のマクロ経済

～2020 年、そしてそれ以降に向けて～

山口　勝義

要旨

気候変動に関連したマクロ経済への影響は多様であるが、気候変動自体による悪影響以外にも気候変動対策が様々な面でコストの上昇を生み、経済成長のうえで負担となる可能性が高い。また足元では、自動車産業とドイツ経済への影響に注意が必要とみられる。

はじめに

来る 2020 年の欧州経済を巡っては、何が主要なテーマになるのだろうか。19 年に欧州経済を揺らした反グローバリゼーションの動きは、米中間に止まらず、米欧間で貿易摩擦が表面化する可能性をも伴いながら大きな材料であり続けるものとみられる。また、英国の欧州連合（EU）からの離脱による影響も注目点である。しかしそれ以上に、20 年は、持続可能な社会を実現することが最優先の課題とされ、なかでも気候変動対策としての低炭素経済への移行が、これまでにも増してクローズアップされる年になるのではないだろうか。

これには一連の伏線がある。まず欧州では今年 5 月の欧州議会選挙で、「緑の党」が躍進する結果となった。その後 7 月には、11 月に予定されていた欧州委員会委員長の交代に向けて欧州議会でフォンデアライエン候補の承認手続きが取られたが、第 4 会派の「緑の党・欧州自由連合」は気候変動への対応方針が十分ではないとして、事前に同氏の不支持を決めた。このため同氏は、一層踏み込んだ温室効果ガス削減目標の設定や「欧州グリーン・ディール計画」の策定などを含む、より野心的な環境政策の提示を迫られることとなり、その上でようやく、僅差をもって議会の承認を得ることができた(注 1)。このほか 9 月の国連での「気候行動サミット」では活発な議論が行われ、77 ヶ国が 50 年に温室効果ガスの排出を実質ゼロ化する目標を掲げるに至っている(注 2)。また 20 年は、パリ協定の合意内容が適用される、最初の年でもある。

このように、来年は気候変動対策が急速に動意付く可能性をはらんだ年、と言うことができる。もとよりこの対策は中長期間にわたるものであるが、取り組み強化は待ったなしの課題である。国際的な規範作りをリードするためにも、欧州ではハードルの高い目標が相次いで打ち出される展開があり得るものとみられる。

こうした中で、既に自動車業界では再編の動きなども浮上してきている。現実に、気候変動への対応は、産業構造の変革をも含め既存の経済秩序を根底から覆すゲーム・チェンジャーとなる可能性がある。確かに各種の対策がマクロ経済に及ぼす影響は多様なものになるとみられ、現時点ではこの影響の詳細を推し量ることは困難である。しかし今から、気候変動を巡る論点や欧州が抱える弱点などについて、点検し整理を進めることが必要ではないかと考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

気候変動に関連する影響の多様性

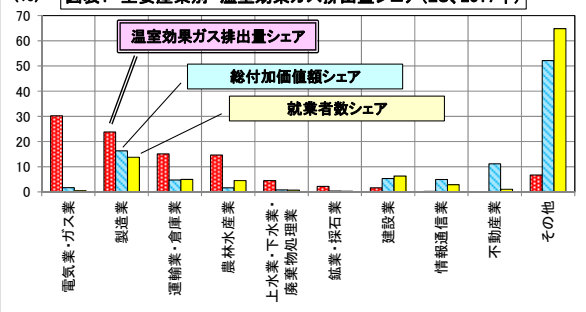
まず、気候変動に関連するマクロ経済への影響は、非常に多様なものとなることが見込まれる。この多様性には、第一に様々な経路で直接・間接の影響が及ぶこと、第二には広範な産業が関連していること、そして第三として国ごとに影響は一様ではないこと、が関わっている。

第一の点では、まず気候変動自体による影響として、①温暖化に伴う、食糧供給や健康、労働生産性などへの悪影響と、②異常気象に伴う、各種の生産や電力等の公益事業が被る損害や、保険料の上昇などを通じた影響がある。

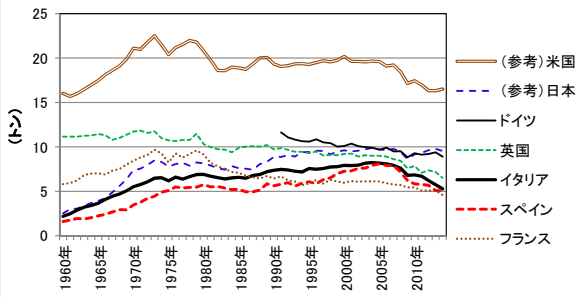
同じ第一の点としては、次に低炭素経済への移行を目指す様々な対策による影響があり、主に次の経路を通じた影響が想定される。すなわち、①温暖化対策（新技術の開発やエネルギー転換を促すための補助金、炭素税などの賦課金、インフラ整備や技術革新にかかる投資拡大を通じた影響）、②産業構造（新規参入の増加や旧来業種の衰退を通じた影響、雇用市場を通じた影響）、③金融市場（グリーン・ボンド市場の拡大、環境保全に反する企業の資金調達の困難化を通じた影響）、④金融機関（環境悪化と関連した資産の価格下落、金融リスク概念の拡大、リスク管理や開示の厳格化を通じた影響）、⑤財政（財政支出増加を通じた影響）、⑥産油・産炭国（経済成長の鈍化、地政学上の影響力の低下を通じた影響）、⑦社会や政治情勢（将来の不透明感の拡大、社会や政治の不安定化を通じた影響）、などである。

また第二の産業面では、気候変動対策の対象が発電業や製造業などに限らず、かなり広範な産業に及ぶという特徴がある（図表 1）[注 3]。さらに第三として、各国間では経済の特性や従来の取り組みには差異があるため、今後のマクロ経済への影響の出方は国によりまちまちとなることが予想される（図表 2、3）[注 4]。

図表1　主要産業別　温室効果ガス排出量シェア（EU、2017年）



図表2　一人当たり二酸化炭素（CO_2）排出量（年間）



図表3　気候変動への対応評価（最下位＝60位）（G20を抽出）

	CCPI（Climate Change Performance Index）2019	総合順位	（注）評価項目ごとの内訳（順位） 1.温室効果ガス排出量	2.再生可能エネルギーへの対応	3.エネルギー使用量	4.気候変動への政策対応
↑ 高い評価	■英国	8	7	24	20	19
	インド	11	12	27	10	24
	■EU	16	23	22	30	9
	■フランス	21	22	41	32	5
	ブラジル	22	25	11	19	28
	■イタリア	23	18	20	18	30
	メキシコ	25	29	50	11	18
	■ドイツ	27	34	15	35	20
	中国	33	51	31	48	10
	アルゼンチン	34	46	51	31	15
	インドネシア	38	28	38	26	47
	南アフリカ	38	39	53	28	26
	日本	49	47	48	36	44
	トルコ	50	37	21	49	59
	ロシア	52	44	60	42	48
	カナダ	54	54	44	58	27
	オーストラリア	55	49	49	52	58
	韓国	57	59	34	59	21
	米国	59	57	47	55	60
↓ 低い評価	サウジアラビア	60	60	59	60	53

（資料）図表 1 は[注 3]の文献の、図表 2 は World Bank の、図表 3 は[注 4]の文献の、各データから農中総研作成
（注）図表 3 で、■は EU 加盟国を示す。また色分けは、[注 4]の文献によるリスクの大きさの区分に基づく。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

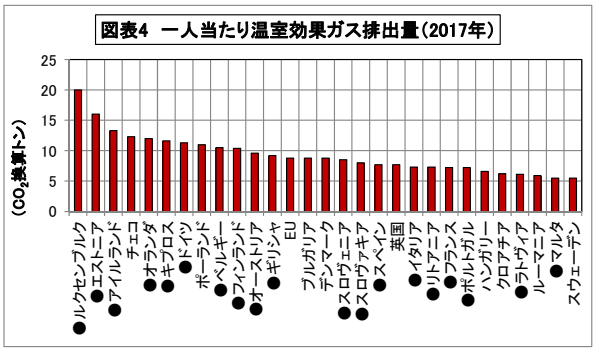
企業や家計のコストの上昇

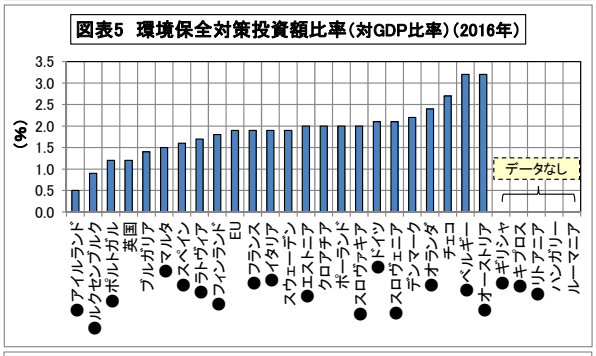
気候変動自体により経済が被る悪影響は巨額なものとなる可能性があるが、それを回避するために打たれた対策による影響も考慮する必要がある。ここでは後者について、現在の諸情勢を踏まえつつ当面の懸念点を検討することとしたい。

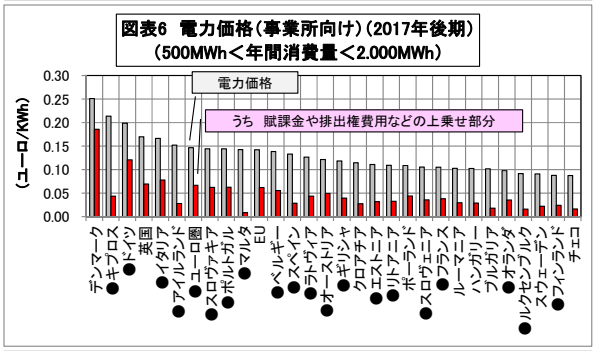
まず、温室効果ガスの排出量は、EU 内でも各国間で差異が大きい（図表 4）。加えてこれを環境保全投資額と対比すれば、必ずしも投資額が大きい国で排出量が抑制されているとも言えず、問題対処の困難さが窺われる姿が現れている（図表 5）。次に注目されるのは、ユーロ圏の 4 大国の中でも特にドイツが厳しい立場に置かれている点である。ドイツでは旧東ドイツの発電設備を継承した経緯もあり、石炭などの化石燃料による発電比率が 17 年時点でフランスの 15%に対し 41%と高く、この影響が大きく出ているものとみられる(注 5)。こうしたなか、発電会社が購入する排出権の費用の一部上乗せなどにより、電力価格が EU 内でも高い水準に押し上げられているという特長がある（図表 6）。

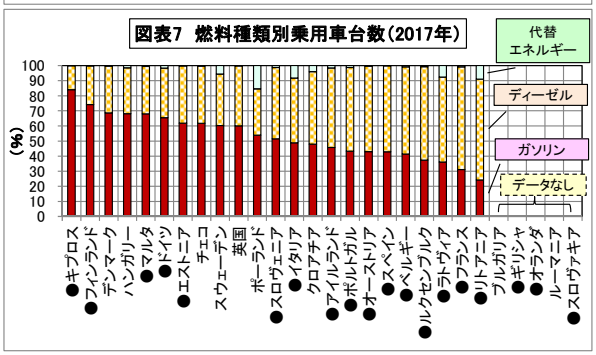
一方、発電部門に次いで温室効果ガスの排出量が多い交通部門に目を移せば、EU では全般に自動車産業で排ガス対応の遅れは否めず、次世代車への転換が喫緊の課題となっている（図表 7）。その転換の過程では、企業は収益増加に結び付かない投資と既存資本の廃棄を強いられるほか、自動車の製造費用は上昇し消費者にも割高な価格負担が生じることで、電力価格同様、ここでも経済成長に重荷が加わるという影響が見込まれる。

このように EU では、温室効果ガスの排出量削減に向けて発電部門や交通部門を中心に強力な対策が求められることになる。そしてその具体化の過程では、一部はエネルギー転換促進のための減税策や補助制度の充実などで相殺されるとしても、気候変動対策は様々な面でコストの上昇を生み、経済成長のうえで負担となる可能性が高いのではないかと考えられる。









（資料）図表 4～7 は、Eurostat のデータから農中総研作成
（注）図表 4～7 で、●はユーロ圏加盟国を示す。

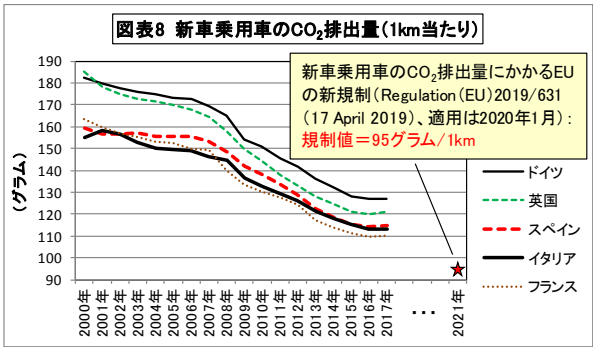
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

気候変動が EU のマクロ経済に及ぼす影響は中長期的な視野をもってフォローする必要があるが、特に足元での注目点を挙げるとすれば、「自動車産業」と「ドイツ経済」ということになるとみられる。

自動車に関しては、21 年から順守の対象となる EU の新たな二酸化炭素（CO_2）の排出量規制のクリアが当面の最大の課題である（図表 8）。自動車業界は、高齢化の進展やカーシェアリングの拡大などにより需要の縮小が現実味を帯びる下で、同時に次世代車の生産拡充に向けて世界的な技術革新競争にさらされ投資がかさむなど、大変厳しい状況にある。加えて、本規制値未達の場合には、自動車メーカーには罰則が科されることにもなる。

一方、ドイツについては自動車を主力産業とするほか発電部門のエネルギー転換も大きな課題であり、二重の意味で負担が重い点で、注意が必要である。



（資料）Eurostat のデータから農中総研作成

こうして気候変動対策を巡っては、少なくともエネルギー転換の目途がつくまでの間は「低炭素」と「経済成長」の両立は困難であり、成長への負荷は不可避とみられる。また一方で、世界貿易低迷の下でも大きい影響を被るのは「自動車」と「ドイツ」であり、その苦境のほどが推し量られることになる。(19. 11. 21 現在)

(注 1) 「緑の党・欧州自由連合」の不支持を受けフォンデアライエン氏が提示した、より野心的な環境政策の主要内容は、次のとおりである。①50 年までに気候中立化を達成するため、温室効果ガスを 30 年までに 40%削減するとする現行目標に替え 50～55%の削減とする。②就任 100 日以内をめどに「欧州グリーン・ディール計画」を策定する。③50 年の達成目標を法定化した「欧州気候法」を成立させる。④「持続可能な欧州投資計画」や欧州投資銀行の活用により、今後 10 年間で 1 兆ユーロ規模の関連投資を具体化する。

以上の内容は、次による。

・ European Commission（16 July 2019）“Opening Statement in the European Parliament Plenary Session by Ursula von der Leyen, Candidate for the President of the European Commission”

なお、フォンデアライエン氏に関しては、他にも左派会派から、欧州理事会による委員長候補選定の過程で「Spitzenkandidat（筆頭候補者）」の慣行が守られず、不透明な人選になっているとの批判が出された。結局、同氏は 7 月に、必要な 374 票に対し 383 票の賛成という 9 票の僅差により欧州議会の承認を得た。

ちなみに、欧州委員会の新体制は 19 年 11 月 1 日に発足の予定であったが、3 人の委員について欧州議会による承認が未了のため、新体制の発足は 12 月以降に持ち越された。この間はユンケル氏が率いる旧体制が、暫定的に職務を継続することになる。

(注 2) EU では国連でのサミットに先立ち、19 年 6 月の首脳会議で 50 年に温室効果ガスの排出を実質ゼロ化する目標について議論した。しかし、英独仏などが支持する一方で、石炭火力発電への依存度が高い東欧諸国など（ポーランド、ハンガリー、チェコ、エストニアの 4 ヶ国）が反対したため、これを EU 全体の目標として打ち立てるには至っていない。

(注 3) 図表 1 は次の文献に記載されたデータによる。

・ EU Technical Expert Group on Sustainable Finance（June 2019）“TAXONOMY Technical Report” p80

なお、「温室効果ガス」は、二酸化炭素の他に、メタン、一酸化二窒素、フロンガスなどを含む。

(注 4) 図表 3 は次の文献に記載されたデータによる。

・ Germanwatch、NewClimate Institute、Climate Action Network Institute（December 2018）“Climate Change Performance Index, Results 2019”pp6-15

(注 5) 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、発電・発熱部門が 31.7%で最大であり、自動車などの交通部門が 18.8%でこれに次ぐ（Eurostat のデータで、17 年時点）。なお、ドイツ政府は、38 年までに石炭火力発電所を、また原子力発電所についても 22 年までに、全廃する方針である。

また、ドイツ政府は 19 年 9 月に 30 年までの気候変動対策パッケージを決定した。その主要内容は、排出権取引の制度の拡充、電気自動車購入への補助金支給、鉄道乗車券の付加価値税軽減、航空券への税金引上げ、旧型の住宅暖房の交換に対する補助金支給などである。このうえで、温室効果ガス排出量を 30 年に 90 年比で 55%削減する目標としている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

農林中金総合研究所

2019～20年度改訂経済見通し

2019年度下期は2期連続のマイナス成長へ

～日本経済見通し：2019年度：0.6%、20年度：0.4%（ともに据え置き※）～

※19年9月時点の当総研見通しとの比較

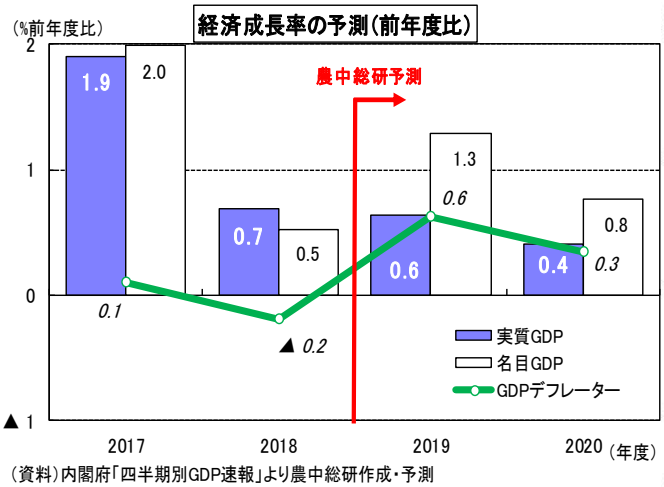
2019年11月19日

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

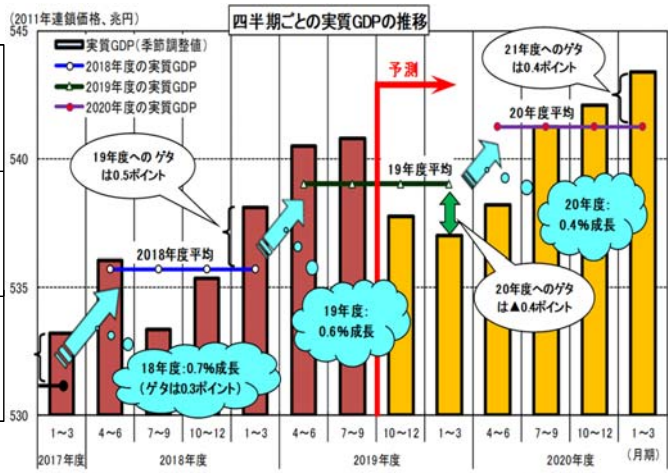
無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

≪　サ　マ　リ　ー　≫

- 2019年7～9月期の実質GDPは、消費、企業設備投資など民間最終需要に加え、公的需要が底堅く推移した半面、輸出や民間在庫の減少によってそれらが相殺され、ほぼゼロ成長にとどまった。
- 消費税率引上げ後となる足元10～12月期は、駆け込み需要の反動減が出てくるほか、輸出の減少傾向が残ることからマイナス成長に転じ、続く1～3月期もマイナス成長が続くことが見込まれる。一方、米中通商協議で一部合意に向けた動きが出ているほか、世界的な半導体関連需要の持ち直しが進むことで、20年前半にかけて世界経済・貿易の底入れが見られ、輸出の回復が期待される。また、東京五輪・パラ開催などで景気が盛り上がる場面も想定されるが、年後半にかけては消費税対策の終了に伴う反動減や一大イベント終了に伴う需要一服も見込まれ、全般的に緩やかな持ち直しにとどまる。
- 経済・物価の下振れリスクが高い中、日本銀行は現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続ける方針であるが、19年度下期には追加緩和を迫られる場面も想定される。



（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7～9月期まで実績、それ以降は当総研予測

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

目　次

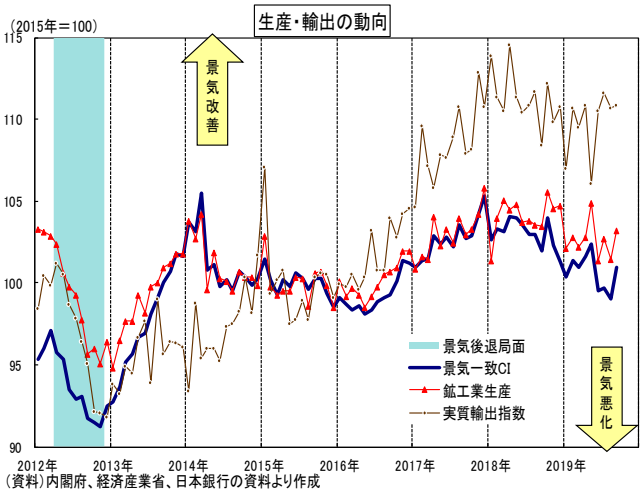
1	景気の現状	4
2	世界経済の動向	6
3	国内の経済政策	19
4	日本経済・物価の見通し	21

見通し担当者:

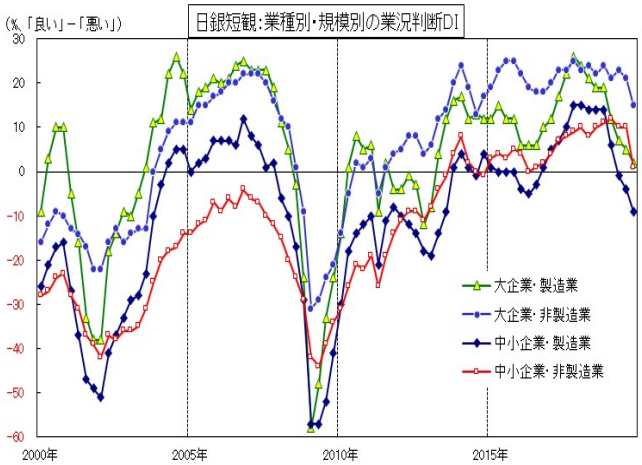
総括、日本経済・金融	南　武志
米国経済・金融	佐古佳史
欧州経済・金融	山口勝義
中国経済・金融	王　雷軒

1　景気の現状

- 景気動向:再び点灯した「赤信号」
  - 景気動向指数・CI一致指数による基調判断は8月に再び「悪化」へ(9月も判断据え置き)
  - 政府は10月の消費税率引上げに伴う消費の不必要な変動を抑制する対策を打ったが、実際には駆け込み需要が発生、反動減が出るのは避けられない状況
  - 企業の景況感は製造業は悪化しているが、非製造業は依然底堅い
  - 求人数は前年割れで推移、労働投入量も頭打ちとなっている
  - この1年を通じて消費者物価は鈍化傾向
    - エネルギー安が主因だが、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弱まる



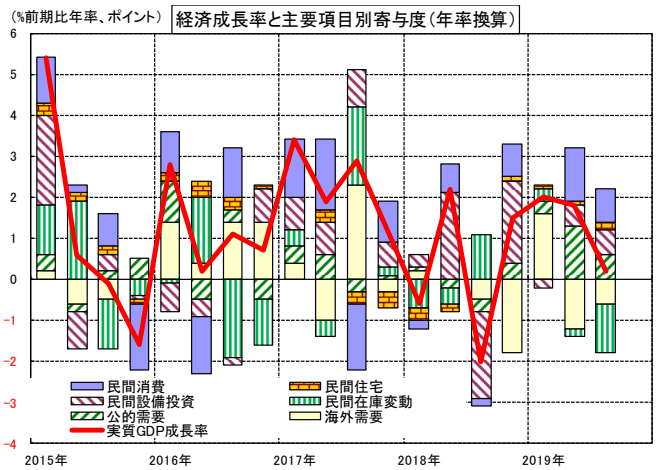
(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成



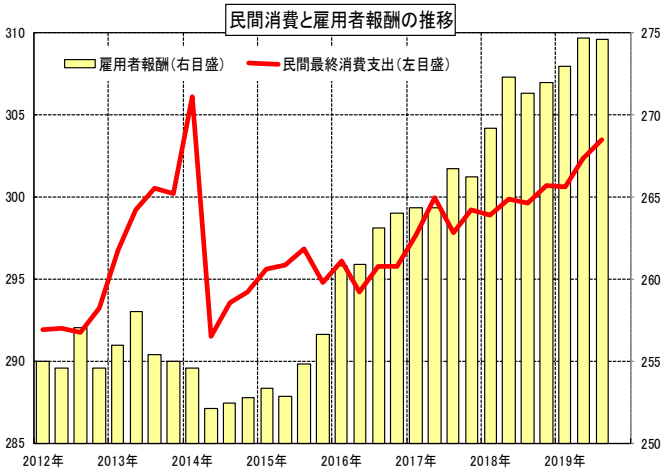
(資料)日本銀行　(注)各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 7～9月期GDP：4四半期連続のプラス成長だが、年率0.2%へ失速
  - 消費税率引上げを控えた駆け込み需要から民間消費は前期比0.4%（実質GDPの前期比成長率（0.1%）に対する寄与度：0.2ポイント）、企業設備投資も非製造業を中心に同0.9%（寄与度：0.1ポイント）と、いずれも増加
  - また、18年度補正予算や19年度予算の執行本格化により公的需要も同0.6%（寄与度：0.1ポイント）と増加
  - 一方、民間在庫が大きく減少（寄与度：▲0.3ポイント）したほか、最終需要の堅調さ（前期比0.4%）から輸入等も同0.2%（寄与度：▲0.0ポイント）と増加、さらに世界経済・貿易の減速から輸出等は前期比▲0.7%（寄与度：▲0.1ポイント）と2四半期ぶりに減少し、成長率はほぼゼロへ失速
  - 国内需要デフレーターは前年比0.2%へ鈍化したが、GDPデフレーターは前年比0.6%と3四半期連続のプラスかつ上昇率拡大



（資料）内閣府経済社会総合研究所



（資料）内閣府　（注）実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示、兆円。

2　世界経済の動向　①概況

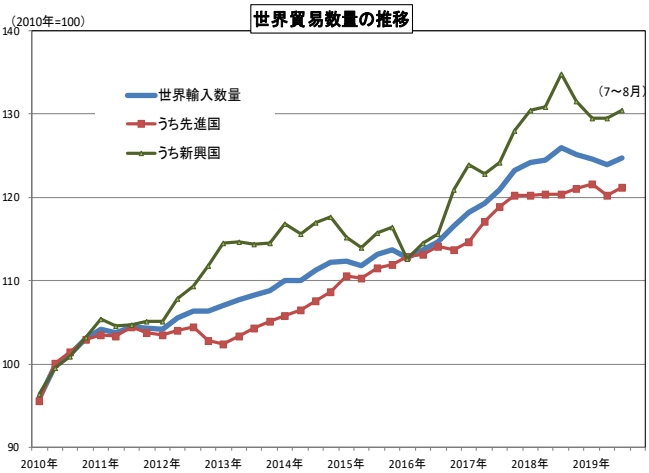
- 国際機関による世界経済見通し：相次ぐ下方修正
  - IMF世界経済見通し（19年10月発表）は5回連続で下方修正
    - 19年の世界全体の成長率は前年比3.0%（18年実績：3.6%）へ減速、世界貿易数量の伸びも同1.1%（同：3.6%）と、いずれもスロートレード懸念が高まった16年実績（同3.4%、同2.3%）を下回るとの見通し
    - 20年の成長率は新興市場国・発展途上国の回復を主因に好転するとの見通しであるが、不透明感は根強く、下振れリスクは極めて高い
  - 18年半ば以降、世界貿易は停滞しているが、足元では持ち直しの兆しも

- OECD景気先行指数（CLIs）も先進国・地域を中心に弱い動きが続く

2019～20年　IMF世界経済見通し

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
世界全体（実質経済成長率）	**3.4**	**3.8**	**3.6**	**3.0**	**3.4**
先進国	**1.7**	**2.5**	**2.3**	**1.7**	**1.7**
米国	1.6	2.4	2.9	2.4	2.1
ユーロ圏	1.9	2.5	1.9	1.2	1.4
ドイツ	2.2	2.5	1.5	0.5	1.2
フランス	1.1	2.3	1.7	1.2	1.3
イタリア	1.1	1.7	0.9	0.0	0.5
スペイン	3.2	3.0	2.6	2.2	1.8
英国	1.8	1.8	1.4	1.2	1.4
日本	0.6	1.9	0.8	0.9	0.5
新興国・発展途上国	**4.6**	**4.8**	**4.5**	**3.9**	**4.6**
中国	6.7	6.8	6.6	6.1	5.8
インド	8.2	7.2	6.8	6.1	7.0
ブラジル	▲ 3.3	1.1	1.1	0.9	2.0
ロシア	0.3	1.6	2.3	1.1	1.9
南アフリカ	0.4	1.4	0.8	0.7	1.1
ASEAN5	5.0	5.3	5.2	4.8	4.9
世界貿易数量（財・サービス）	**2.3**	**5.7**	**3.6**	**1.1**	**3.2**

（資料）IMF『World Economic Outlook（2019年10月）』



（資料）CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2　世界経済の動向　②米国

- 景気動向：経済政策による下支えを受けつつ、ソフトランディングに向けた動き
  - 19年7～9月期のGDPは前期比年率1.9%（速報）
  - FRBが注視するPCEデフレーター（コア）は前年比2%をやや下回って推移
    - 期待インフレ率の低下によって、先行きも2%をやや下回って推移する見通し
  - 見通しのポイントとしては、①20年に上半期までは現在の政策金利が据え置かれること、②裁量的経費の歳出上限が引き上げられ、20～21年度にかけて政府支出が緩やかに増加すること、③世界経済の鈍化、通商摩擦などから19年末～20年初にかけて、ソフトランディングが見込まれること、が挙げられる
  - 成長率見通し：19年は2.3%、20年は1.7%（19年は前回予測の2.4%から下方修正、20年は修正なし）

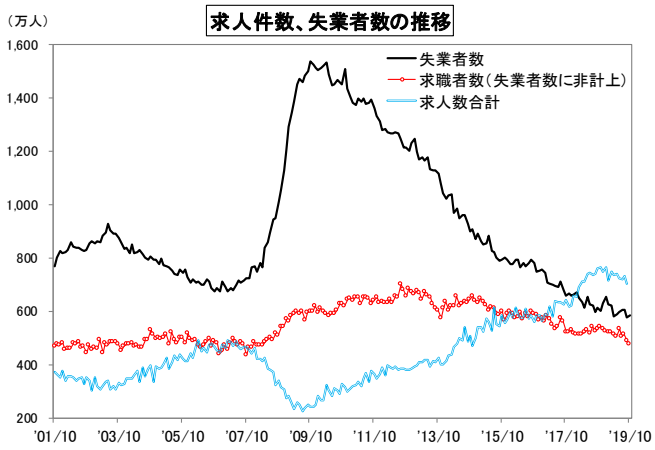
予測表（四半期）

（予測→）

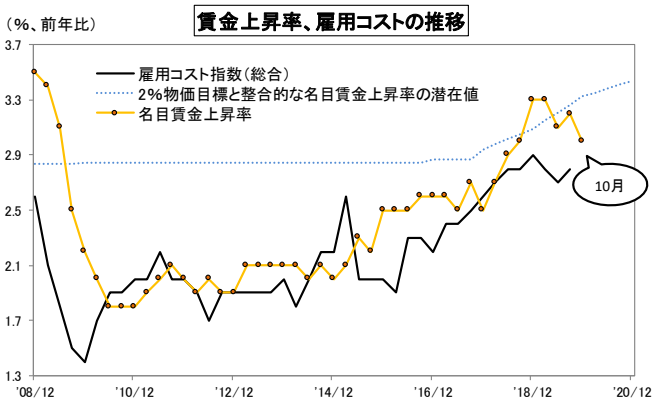
	単位	2018年				2019年				2020年			
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP成長率	%	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.0	1.9	1.7	1.6	1.6	1.7	2.4
個人消費支出	%	1.7	4.0	3.5	1.4	1.1	4.6	2.9	2.6	2.3	2.1	2.1	2.1
民間設備投資	%	8.8	7.9	2.1	4.8	4.4	▲ 1.0	▲ 3.0	1.8	1.5	2.2	3.7	3.8
民間住宅投資	%	▲ 5.3	▲ 3.7	▲ 4.0	▲ 4.6	▲ 1.1	▲ 2.9	5.1	1.8	0.3	0.7	1.0	1.3
輸出	%	0.8	5.8	▲ 6.2	1.5	4.2	▲ 5.7	0.7	1.2	0.8	1.6	2.4	3.2
輸入	%	0.6	0.3	8.6	3.5	▲ 1.5	▲ 0.0	1.2	0.7	1.7	2.3	3.4	4.5
政府支出	%	1.9	2.6	2.1	▲ 0.4	2.9	4.8	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2
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	18.8	14.0	13.0	14.0	15.0	17.0
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	3.1	3.2	3.3	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	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0
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	1.50～1.75	1.50～1.75	1.50～1.75	1.50～1.75	1.25～1.50	1.25～1.50
10年物国債利回り	%	2.4	2.9	2.7	2.7	2.4	2.0	1.9	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0

（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。

- 雇用：労働市場はひっ迫が続くものの、「緩み」も併存
  - 19年入り後の非農業部門雇用者数は月平均15.1万人のペースで増加
  - 失業率は約50年ぶりとなる3.6%前後で推移
  - 労働参加率が再び上昇傾向で推移
    - 全体：63.3%、25～54歳：82.8%（いずれも19年10月）
  - ただし、求人数は減少傾向が続いている
  - 賃金上昇率は前年比3%台前半での推移
    - 鈍い賃金上昇率は、労働市場に「緩み」が残っている可能性を示唆
    - インフレ率を押し上げるにはもう一段の賃金上昇が必要



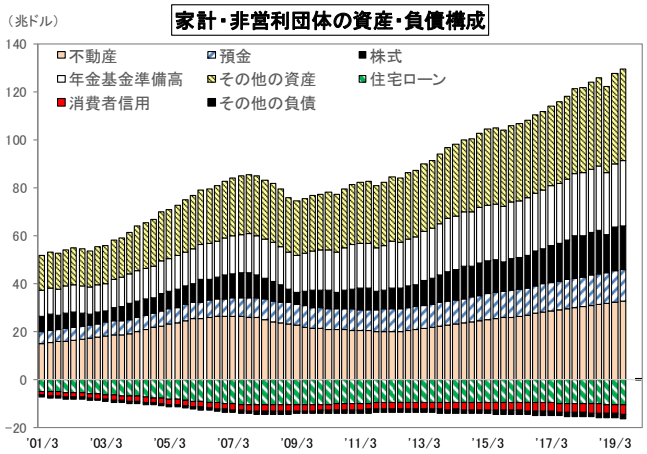
（資料）米労働省、Bloombergより農中総研作成



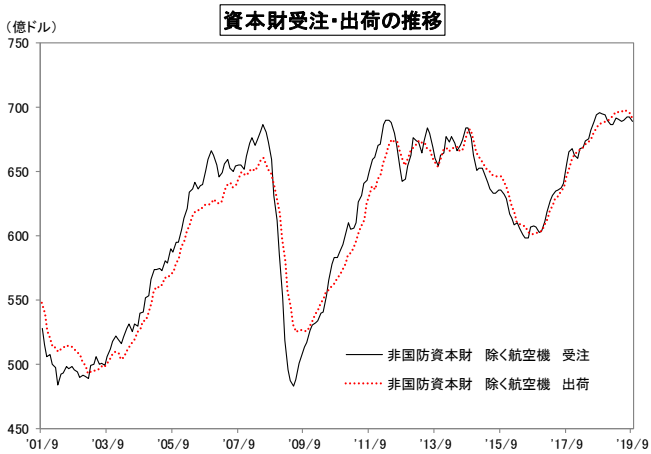
（資料）米労働省統計局、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成
（注）名目賃金上昇率の潜在値は、労働分配率とTFP成長率見通し、物価目標、標準的なマクロ生産関数より算出（定常状態での評価）。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 消費：底堅い推移を見込む
  - 雇用者数の伸びはゆるやかな鈍化が見込まれ、消費の拡大ペースが加速するとは考えづらい
  - 一方、これまでの賃金上昇率の高まりや、米国家計の純資産の増加は消費の下支え要因
- 設備投資：弱含んだ推移が継続
  - 米中通商摩擦、世界貿易の低迷などが下押し材料となり弱含んだ推移が継続すると思われる
- 住宅投資：緩やかな持ち直しを予想
  - 19年7～9月期は、利下げの効果もあり7四半期ぶりに増加に転じた
  - 先行きについても、緩やかな持ち直しを予想

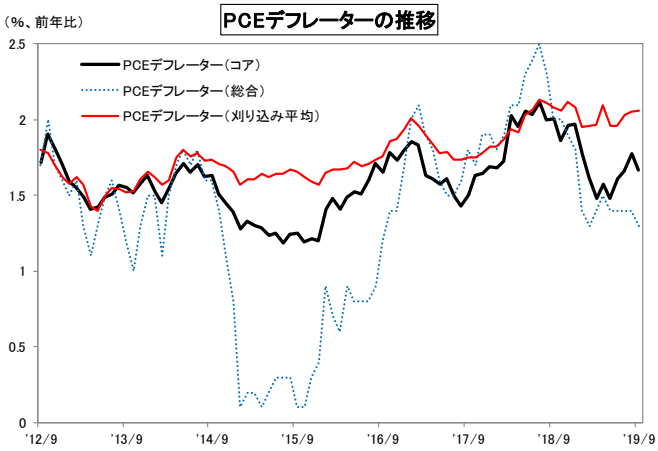


（資料）FRB、Bloombergより農中総研作成

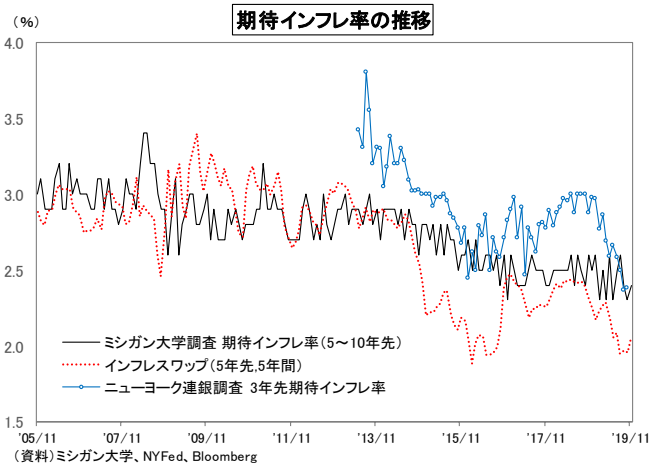


（資料）米商務省より農中総研作成（注）3ヶ月移動平均。

- インフレ率：
  - FRBが注視するPCEデフレーター（コア）は前年比1.7%で推移
  - 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
  - 期待インフレ率の低下が確認され、将来のインフレ率の下押し圧力になるとFRB参加者からは警戒されている
- 金融政策：
  - 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3回の利下げを実施し、今後は様子見ムードへ
  - FRBは金融政策枠組みの見直し作業（インフレ埋め合わせ戦略の評価）を進めており、20年半ばまでに何らかの発表が予定されている



（資料）米経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg



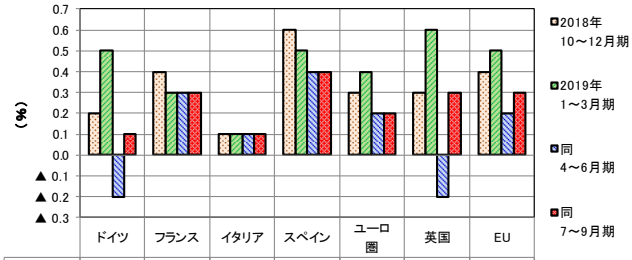
（資料）ミシガン大学、NYFed、Bloomberg

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2　世界経済の動向　③欧州

- 景気動向（19年7～9月期の実質GDP成長率）
  - ユーロ圏では、前期比成長率は0.2%（4～6月期：0.2%）、前年同期比成長率は1.2%（同：1.2%）
  - 経済規模の大きい4ヶ国では、
    - ドイツは消費や政府支出などに支えられリセッション入りを回避
    - イタリアでは低水準の成長が継続
    - 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、前期比成長率は0.3%（4～6月期：0.2%）、前年同期比成長率は1.3%（同：1.4%）
    - 英国では、前期比成長率は0.3%（4～6月期：▲0.2%）、前年同期比成長率は1.0%（同：1.3%）
    - 英国はリセッション入りを回避、ただし投資は低迷

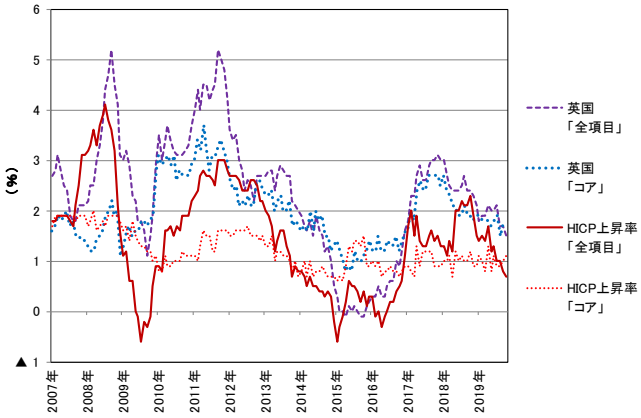
実質GDP成長率（前期比）



	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	ユーロ圏	英国	EU
2018年 10～12月期	0.2	0.4	0.1	0.6	0.3	0.3	0.4
2019年 1～3月期	0.5	0.3	0.1	0.5	0.4	0.6	0.5
同 4～6月期	▲ 0.2	0.3	0.1	0.4	0.2	▲ 0.2	0.2
同 7～9月期	0.1	0.3	0.1	0.4	0.2	0.3	0.3

（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

消費者物価上昇率（前年同月比）



（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

- ユーロ圏経済
  - 輸出や生産の不調を家計消費が支える形が継続
    - 19年9月の鉱工業生産指数は、前月比で0.1%の上昇ながら、前年同月比では1.7%の低下
    - 同月の失業率は7.5%と、低水準を維持
    - 同月の小売売上高は、前月比で0.1%、前年同月比で3.1%の各増加

- ドイツ経済
  - 輸出や生産の不調を家計消費が支える形が継続
  - 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9月の製造業受注指数は、前月比で1.3%の上昇ながら、前年同月比では5.4%の低下
    - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で1.0%の、前年同月比では5.3%の各低下
    - 同月の輸出額は、前月比で1.5%の、前年同月比では1.6%の各増加ながら、回復感に乏しい
    - 同月の失業率は、3.1%と低水準を維持
    - 同月の小売売上高は、前月比で0.1%の、前年同月比で3.4%の各増加

- 英国経済
  - EUからの離脱が引き続き大きな不透明材料

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

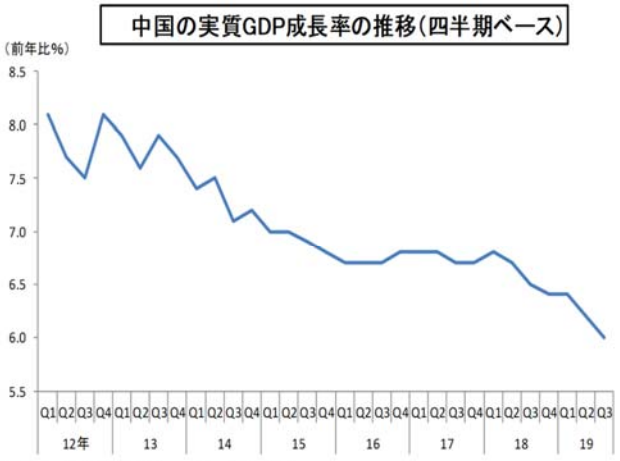
- 物価動向
  - ユーロ圏では、消費者物価上昇率（前年同月比）は引き続き2%を下回る水準
    - 19年10月の消費者物価上昇率は、前月の0.8%から0.7%に低下
    - 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは、前月の1.0%から1.1%に小幅上昇
  - 英国では、消費者物価上昇率（前年同月比）は一時の3%台から落ち着き
    - 19年10月の消費者物価上昇率は、前月の1.7%から1.5%に低下
    - 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは、前月の1.7%から横ばい

- 金融政策
  - 欧州中央銀行（ECB）は、リスクは下方向に傾いているとし、先行きの経済情勢に慎重姿勢
    - 基調的なインフレは全般的に抑制され続けており、インフレ期待は低水準にあるとの判断
    - 9月に長期資金供給オペ（TLTRO）の第3弾を開始、11月に資産買い入れ（QE）を再開
  - 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
    - 世界的な景気減速やEU離脱を巡る向かい風が継続する場合は、利下げを検討するスタンス

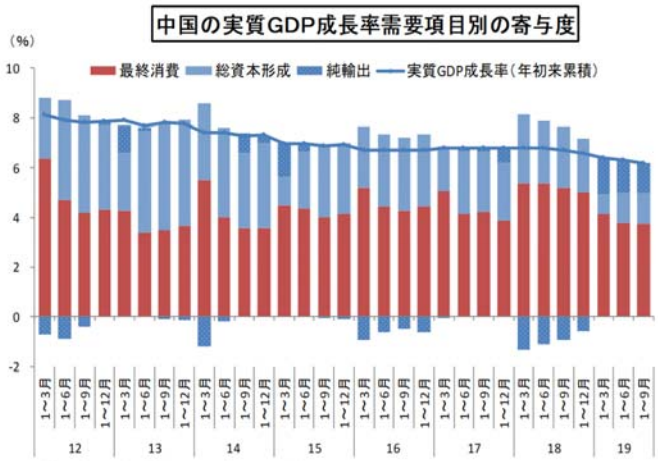
- 景気見通し
  - 米中間の貿易摩擦が引き続き成長の重荷に、なかでもドイツの減速がユーロ圏全体の成長を押し下げ
  - 長引く米中貿易摩擦の下で、当面、低成長が継続
    - ユーロ圏では、19年の実質GDP成長率は、18年の1.8%から1.1%程度に低下の見通し
    - ドイツでは、19年の実質GDP成長率は、18年の1.5%から0.5%程度に低下の見通し
    - 英国では、19年の実質GDP成長率は、18年の1.4%から1.2%程度に低下の見通し
    - 20年も、それぞれ19年と同程度の成長率にとどまる見通し
  - 潜在的リスクは、米中間の貿易摩擦の長期化、英国のEU離脱に伴う混乱、米欧間での貿易摩擦の表面化など

2 世界経済の動向 ④中国

- 景気動向
  - 19年7～9月期の実質GDP成長率は前年比6.0%と、1～3月期（同6.4%）、4～6月期（同6.2%）からさらに鈍化
    - 1～9月期の前年比成長率（6.2%）に対する需要項目別の寄与度は、最終消費：3.75ポイント、総資本形成：1.23ポイント、外需（純輸出）：1.22ポイント
  - 成長率が鈍化した背景として、米国の追加関税等を受けて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ている



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

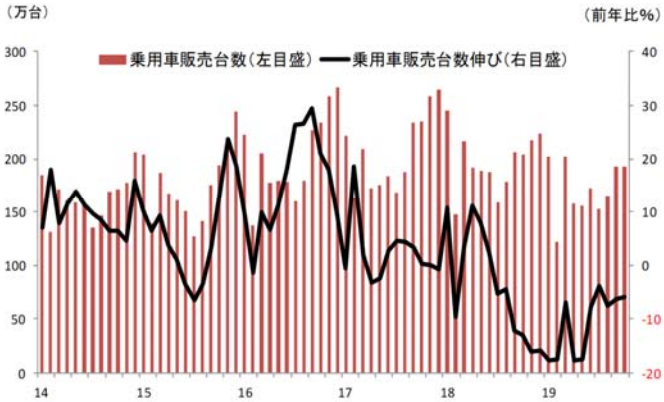
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 個人消費
  - 6月には自動車販売台数が大きく伸びたことなどから、個人消費の伸び率が一旦高まったが、その後は再び減速基調
  - 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、レストランの深夜営業など「夜経済」の活性化、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、全体としては低調な状態が続く可能性が高い

中国の小売売上総額（名目）の推移

（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成、直近は19年10月。

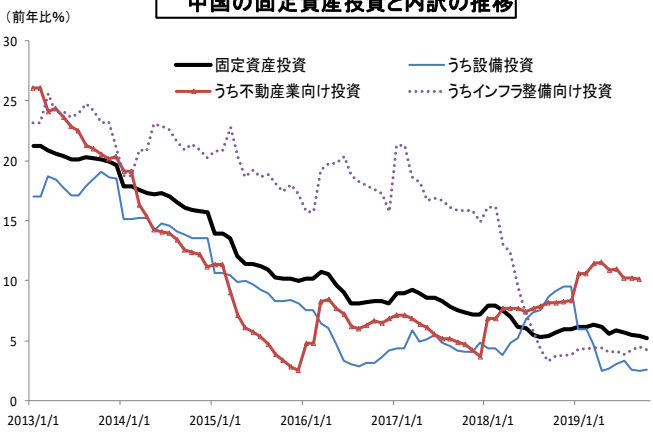
中国の乗用車販売台数の推移



（資料） 中国汽車工業協会、CEICデータより作成、直近は19年10月。

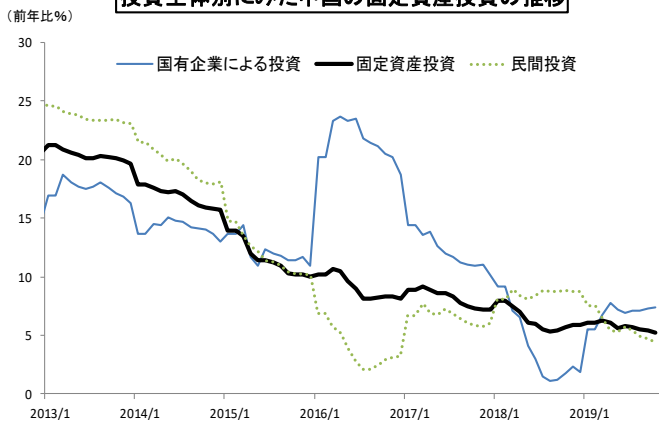
- 固定資産投資
  - 総資本形成に当たる固定資産投資は低空飛行が続いている
    - 投資分野別では、不動産業向け投資の伸びが鈍化、設備投資も軟調である半面、インフラ整備向け投資は下げ止まりの兆しも
    - 投資主体別では、民間投資の低調さが続いているが、国有企業による投資は下支え役となっている
  - 先行きについては、米中摩擦に対する慎重な見方から、設備投資の低調さは続くと見られるものの、地方債の発行とその調達資金の利用加速に加えて、国による地方財政への支援によりインフラ整備向けの投資は加速すると見込まれるほか、国有企業による投資も固定資産投資を一定程度下支えするだろう

中国の固定資産投資と内訳の推移



（資料） 中国国家統計局、 CEICデータより作成、（注）年初来累積、直近は19年10月。

投資主体別にみた中国の固定資産投資の推移

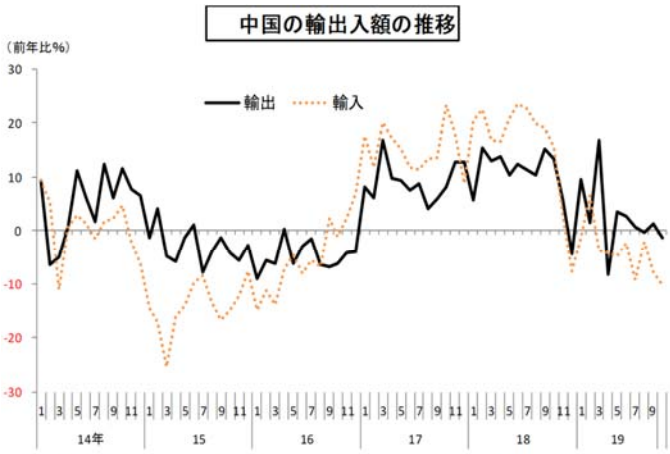


（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成 （注）年初来累計、直近は19年10月。

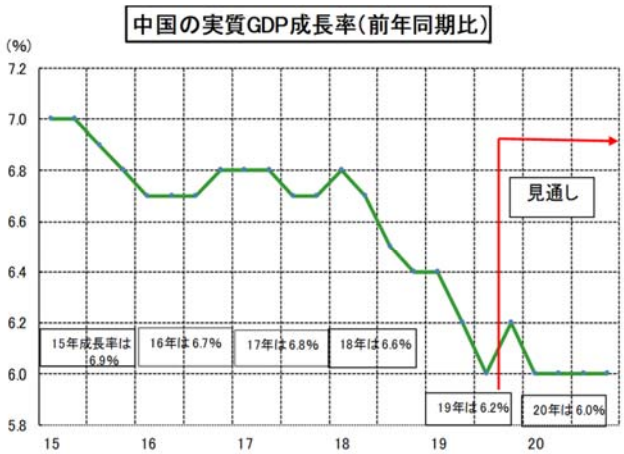
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 輸出
  - 世界経済の減速が続くなか、輸出は軟調に推移
  - 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、米中通商協議をめぐる不透明感もあり、輸出の軟調さは継続

- 経済見通し
  - 経済対策の効果によって足元10～12月期の成長率は一旦持ち直すものの、19年を通しては前年比6.2%（前回8月時点から0.1ポイントの下方修正）と2年連続の減速を予測
  - 20年も同6.0%（同じく0.2ポイントの下方修正）へさらに減速することが見込まれる



（資料）中国海関総署、CEICデータより作成（注）金額はドルベースで前年同月比、直近は19年10月。



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成、見通しは当社予想。

2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格：過去6ヶ月にわたりWTI先物は概ね50ドル台で推移
  - OPEC加盟国やロシアなど主要産油国で構成する「OPECプラス」は、17年1月から協調減産を実施（20年3月までは合計で日量120万バレル程度の減産実施）、4月以降も同規模減産での延長が濃厚
  - 中東地域の地政学的リスクは依然として高いが、原油需給が緩和気味であることから、直近の原油価格（WTI先物）は50ドル/バレル台で推移

- 原油入着価格の見通し
  - 低調な世界経済を背景に原油需要は伸び悩む一方、米国・ブラジル・ノルウェー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/バレル台前半で推移すると予想

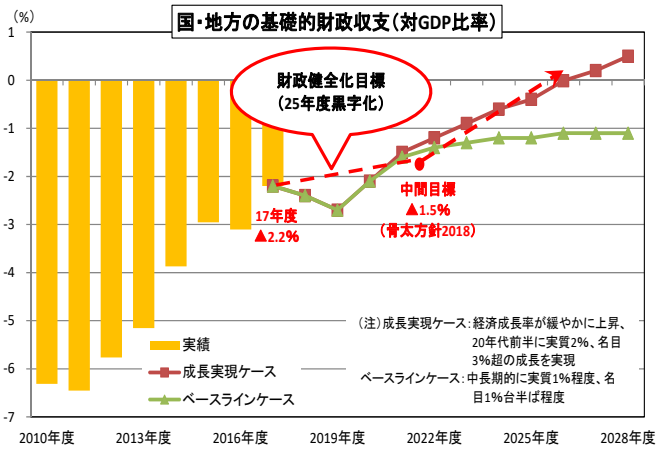
（資料）Bloombergより作成

（資料）NYMEX、東京工業品取引所、財務省

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3　国内の経済政策

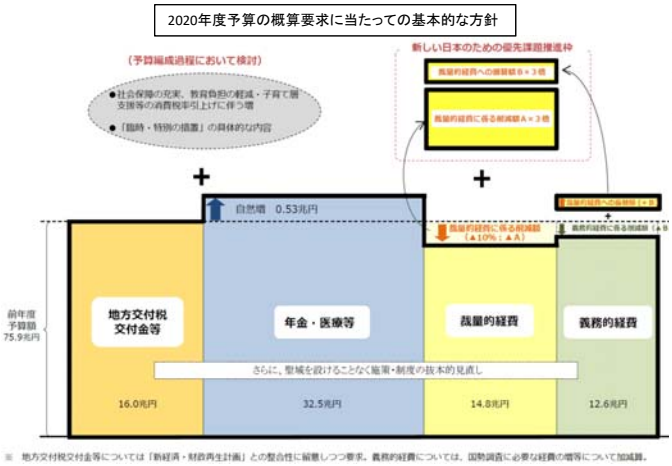
- 経済財政運営の基本方針
  - 最重要目標は、経済の好循環をさらに持続・拡大させ、直面する様々な課題を克服し、持続的かつ包摂的な経済成長の実現と財政健全化の達成を両立させていくこと
  - 「経済再生なくして財政健全化なし」の基本方針の下、経済再生と財政健全化に一体的に取り組み、20 年頃の名目GDP600 兆円と25 年度の財政健全化目標（PB黒字化）の達成を目指す
    - 潜在成長率の引上げによる成長力の強化
    - 成長と分配の好循環の拡大
    - 誰もが活躍でき、安心して暮らせる社会づくり
  - 19年7～9月期の名目GDPは558兆円（季節調整済・年率換算値）、20年頃の600兆円経済の達成は困難に



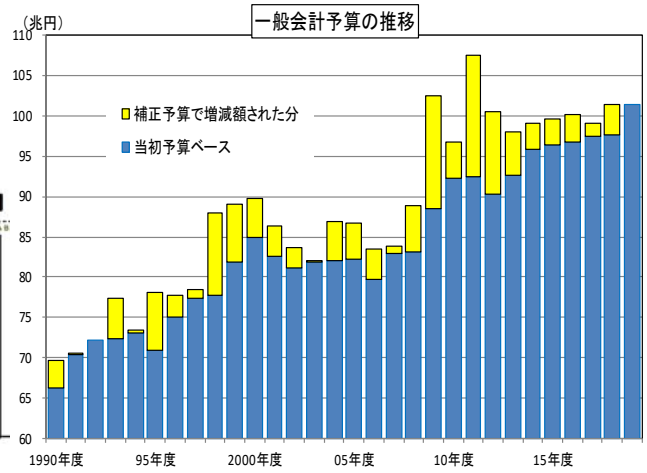
（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

（資料）内閣府　（資料）2018年度まで実績、19年度以降は政府年央試算を利用。

- 政府は3年ぶりに経済対策を策定へ
  - 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
    - 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
  - 安倍首相は新たな経済対策の取りまとめとともに補正予算案の編成を指示、20年度一般会計予算と合わせ「15ヶ月予算」として運営する方針



（資料）財務省ウェブサイトより抜粋

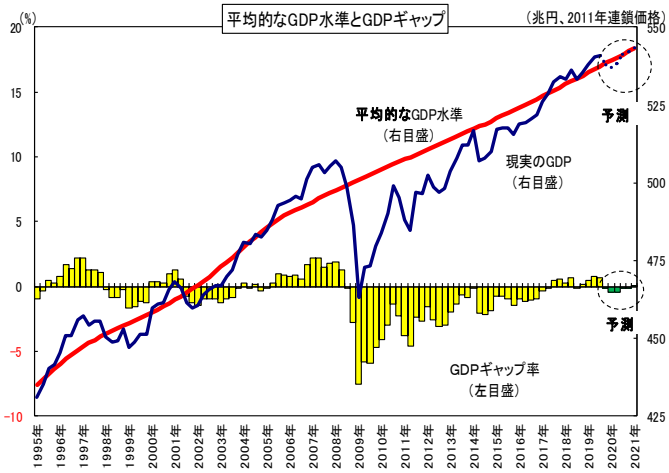


（資料）財務省

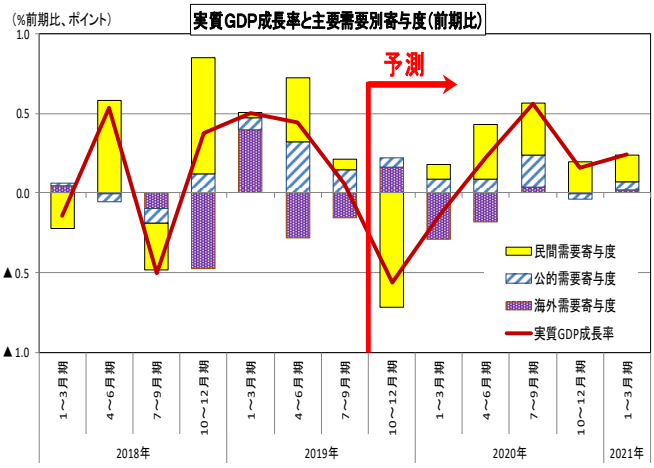
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

4　日本経済・物価の見通し

- 総論：2019年度は0.6%、20年度は0.4%と、潜在成長率を割り込んで推移
  - 足元10～12月期は、消費税率引上げ前の駆け込み需要からの反動減が想定され、民間最終需要は大きく減少するとみられるほか、輸出の不振も継続することから、マイナス成長に転じると予想（上期の成長率：前期比0.7%に対し、下期は同▲0.6%へ）
  - 一方、世界的に半導体関連の需要持ち直しが散見されるほか、予断を許さぬとはいえ、20年の米大統領選を控えて米中摩擦が一段と激化することは回避されるとみられることから、世界経済・貿易は20年前半にかけて底入れを探る展開になり、輸出は徐々に持ち直していくものと予想
  - 20年夏には東京五輪・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るほか、米国・中国経済は成長鈍化が見込まれ、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0.8%）



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



（資料）内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

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	0.6	0.4
民間需要	%	1.8	1.1	0.6	0.6
民間最終消費支出	%	1.0	0.4	0.7	0.6
民間住宅	%	▲ 0.7	▲ 4.3	0.2	▲ 3.5
民間企業設備	%	4.6	3.5	1.0	0.8
民間在庫変動（寄与度）	ポイント	0.1	0.1	▲ 0.1	0.1
公的需要	%	0.6	▲ 0.1	2.5	1.4
政府最終消費支出	%	0.4	0.9	2.3	1.5
公的固定資本形成	%	0.5	▲ 4.0	2.9	1.1
輸出	%	6.5	1.6	▲ 2.2	1.0
輸入	%	4.0	2.2	▲ 0.1	2.8
国内需要寄与度	ポイント	1.5	0.8	1.1	0.9
民間需要寄与度	ポイント	1.3	0.8	0.5	0.5
公的需要寄与度	ポイント	0.1	▲ 0.0	0.6	0.4
海外需要寄与度	ポイント	0.4	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3
GDPデフレーター（前年比）	%	0.1	▲ 0.2	0.6	0.3
国内企業物価　（前年比）	%	2.7	2.2	▲ 0.0	0.8
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.7	0.8	0.8	0.9
（消費税要因を除く）				(0.4)	(0.4)
（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）				(0.7)	(0.8)
完全失業率	%	2.7	2.4	2.4	2.5
鉱工業生産　（前年比）	%	3.0	0.2	▲ 1.1	1.6
経常収支	兆円	21.8	19.1	19.8	20.0
名目GDP比率	%	4.0	3.5	3.5	3.6
為替レート	円/ドル	110.8	110.9	108.0	105.6
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	▲ 0.15	▲ 0.10
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	72.0	64.6	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	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	0.7	0.6	0.7	▲ 0.6	0.4	0.4	0.8
民間需要	%	1.1	0.6	0.6	▲ 0.8	0.6	0.7	0.8
民間最終消費支出	%	0.4	0.7	0.8	▲ 0.3	0.6	0.9	0.1
民間住宅	%	▲ 4.3	0.2	1.7	▲ 4.1	▲ 3.5	▲ 1.3	0.5
民間企業設備	%	3.5	1.0	0.9	▲ 0.7	0.8	0.6	1.8
公的需要	%	▲ 0.1	2.5	1.8	1.0	1.4	0.9	0.7
政府最終消費支出	%	0.9	2.3	1.4	1.1	1.5	0.8	0.9
公的固定資本形成	%	▲ 4.0	2.9	3.5	0.3	1.1	1.3	0.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.8	▲ 3.7	▲ 3.5	▲ 3.8	▲ 5.4	▲ 5.5	▲ 5.3
輸出	%	1.6	▲ 2.2	▲ 0.9	▲ 2.1	1.0	1.0	2.6
輸入	%	2.2	▲ 0.1	0.1	▲ 1.3	2.8	2.7	2.2
内需寄与度（前期比）	%	0.8	1.1	0.9	▲ 0.5	0.9	0.8	0.5
民間需要（　〃　）	%	0.8	0.5	0.5	▲ 0.6	0.5	0.6	0.4
公的需要（　〃　）	%	▲ 0.0	0.6	0.4	0.2	0.4	0.2	0.1
外需寄与度（　〃　）	%	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	0.0
デフレーター（前年比）	%	▲ 0.2	0.6	0.5	0.8	0.3	0.7	0.1
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.5
鉱工業生産（前期比）	%	0.2	▲ 1.1	▲ 0.9	▲ 0.2	1.6	0.9	1.5
住宅着工戸数（年率換算）	万戸	95.3	86.2	90.8	81.5	81.5	80.0	83.0
経常収支	兆円	19.1	19.8	9.8	10.0	20.0	10.3	9.7
貿易収支	兆円	0.8	0.4	▲ 0.4	0.8	1.3	0.4	0.9
外国為替レート	ドル/円	110.9	108.0	108.6	107.5	105.6	106.3	105.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	64.6	69.2	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	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.5	1.3	1.6	0.9	0.8	0.5	1.0
実質GDP	%	0.7	0.6	1.1	0.1	0.4	▲ 0.2	1.0
民間需要	%	1.1	0.6	1.4	▲ 0.3	0.6	▲ 0.1	1.3
民間最終消費支出	%	0.4	0.7	1.0	0.3	0.6	0.4	0.9
民間住宅	%	▲ 4.3	0.2	3.6	▲ 3.2	▲ 3.5	▲ 6.0	▲ 0.9
民間企業設備	%	3.5	1.0	2.2	▲ 0.2	0.8	▲ 0.6	2.2
公的需要	%	▲ 0.1	2.5	2.3	2.5	1.4	1.6	1.3
政府最終消費支出	%	0.9	2.3	2.3	2.3	1.5	1.6	1.3
公的固定資本形成	%	▲ 4.0	2.9	2.1	3.4	1.1	1.2	1.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.8	▲ 3.7	▲ 3.5	▲ 3.8	▲ 5.4	▲ 5.5	▲ 5.3
輸出	%	1.6	▲ 2.2	▲ 1.7	▲ 2.6	1.0	▲ 0.8	2.9
輸入	%	2.2	▲ 0.1	1.1	▲ 1.3	2.8	1.3	4.4
国内企業物価　（前年比）	%	2.2	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.8	1.2	0.4
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	0.8	0.6	0.9	0.9	1.1	0.6
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.5
鉱工業生産（前年比）	%	0.2	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 1.1	1.6	0.7	2.4

（注）消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

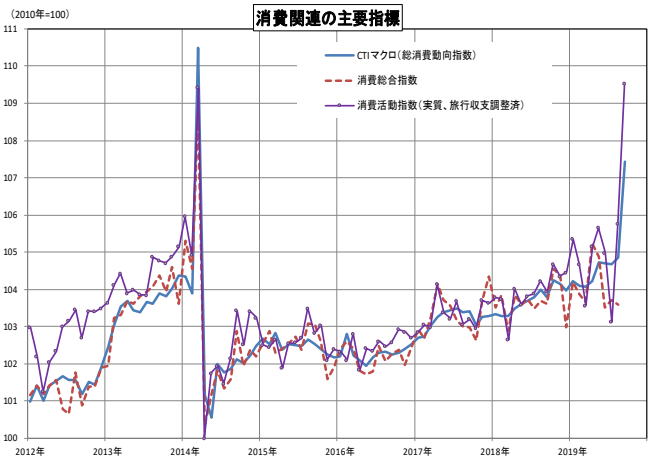
予測表（四半期）

（→予測）

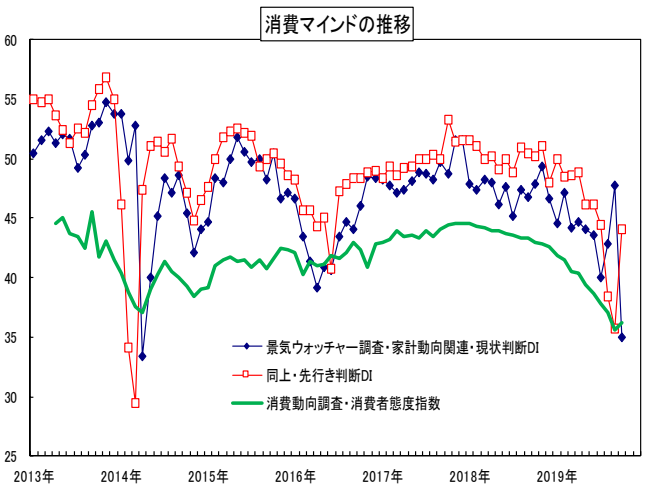
	単位	2018年				2019年				2020年				2021年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	▲ 0.2	0.2	▲ 0.4	0.4	0.9	0.4	0.3	▲ 0.2	▲ 0.0	0.3	0.6	0.1	0.3
実質GDP	%	▲ 0.1	0.5	▲ 0.5	0.4	0.5	0.4	0.1	▲ 0.6	▲ 0.1	0.2	0.6	0.2	0.2
（年率換算）	%	▲ 0.6	2.2	▲ 2.0	1.5	2.0	1.8	0.2	▲ 2.2	▲ 0.6	0.9	2.3	0.6	1.0
民間需要	%	▲ 0.3	0.8	▲ 0.4	1.0	0.0	0.5	0.1	▲ 1.0	0.1	1.0	1.3	▲ 2.0	▲ 0.2
民間最終消費支出	%	▲ 0.1	0.3	▲ 0.1	0.3	▲ 0.0	0.6	0.4	▲ 0.7	0.2	0.7	0.2	▲ 0.2	0.2
民間住宅	%	▲ 2.4	▲ 1.5	0.4	1.1	1.1	0.5	1.4	▲ 4.5	▲ 2.0	▲ 0.3	0.0	0.2	0.5
民間企業設備	%	0.5	3.3	▲ 3.2	3.2	▲ 0.4	0.7	0.9	▲ 1.5	▲ 0.3	0.5	0.5	0.8	0.9
民間在庫変動（寄与度）	%pt	▲ 0.2	▲ 0.1	0.3	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1	0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	▲ 0.1
公的需要	%	0.1	▲ 0.2	▲ 0.4	0.5	0.3	1.3	0.6	0.2	0.4	0.3	0.8	▲ 0.1	0.2
政府最終消費支出	%	0.3	0.0	0.2	0.7	▲ 0.0	1.2	0.5	0.5	0.2	0.3	0.7	▲ 0.1	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 2.5	▲ 1.0	1.8	2.1	0.8	▲ 1.0	1.0	0.3	1.0	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	0.9	0.7	▲ 1.8	1.1	▲ 2.0	0.5	▲ 0.7	▲ 1.2	▲ 0.5	0.5	1.5	0.5	1.2
輸入	%	0.6	0.8	▲ 1.2	3.8	▲ 4.1	2.1	0.2	▲ 2.1	1.2	1.5	1.2	0.5	1.0
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.5	▲ 0.4	0.8	0.1	0.7	0.2	▲ 0.7	0.2	0.4	0.5	0.2	0.2
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.6	▲ 0.3	0.7	0.0	0.4	0.1	▲ 0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2
公的需要寄与度	%pt	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	▲ 0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.4	0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	0.0	▲ 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	0.6	1.0	0.7	0.8	0.6	0.1	0.0
国内企業物価　（前年比）	%	2.5	2.6	3.1	2.3	0.9	0.6	▲ 0.9	▲ 0.5	0.8	0.8	1.6	0.3	0.5
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.5	0.8	1.0	1.1	1.3	0.6	0.7
（消費税要因を除く）									*(0.0)*	*(0.2)*	*(0.2)*	*(0.4)*		
（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）									*(0.6)*	*(0.8)*	*(0.9)*	*(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	2.4	2.5	2.6	2.5	2.5	2.4
鉱工業生産　（前期比）	%	▲ 0.9	0.8	▲ 0.7	1.4	▲ 2.5	0.6	▲ 0.5	▲ 0.1	0.3	1.0	▲ 0.5	1.5	0.5
経常収支（季節調整値）	兆円	5.0	5.4	4.7	4.3	4.7	4.9	4.9	5.2	4.8	4.9	5.4	4.8	4.9
名目GDP比率	%	3.6	4.0	3.4	3.1	3.4	3.5	3.5	3.7	3.4	3.5	3.8	3.4	3.5
為替レート	円/ドル	108.2	109.1	111.4	112.9	110.2	109.9	107.3	107.5	107.5	107.5	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	▲ 0.06	▲ 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	▲ 0.20	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 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	66.3	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。

- 民間消費
  - 政府による消費平準化策にもかかわらず、消費税率引上げ前には小ぶりとはいえ、宝飾品など奢侈品、耐久財、酒類、化粧品などに駆け込み需要が発生しており、10月以降に反動減が出るのは避けられない状況
    - 9月は前年比23.1%だった全国百貨店売上高だが、10月は同▲20%前後の減少が見込まれている
  - また、台風19号などの特殊要因もあり、10月の乗用車販売は極めて悪く、消費意欲は大きく減退している可能性が高い
  - 7～9月期の実質雇用者報酬は前期比▲0.03%と低調だったほか、過去1年は消費マインドは悪化傾向をたどってきた
  - 民間最終消費支出は、19年度：前年度比0.7%（うち、10～12月期：前期比▲0.7%、1～3月期：同0.2%）、20年度：同0.6%と予測



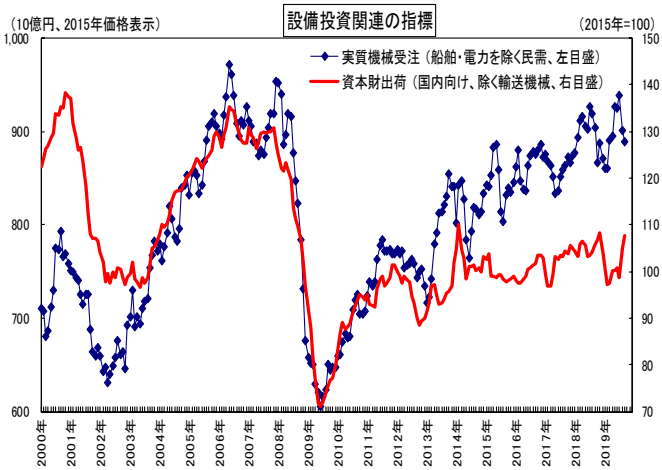
（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行



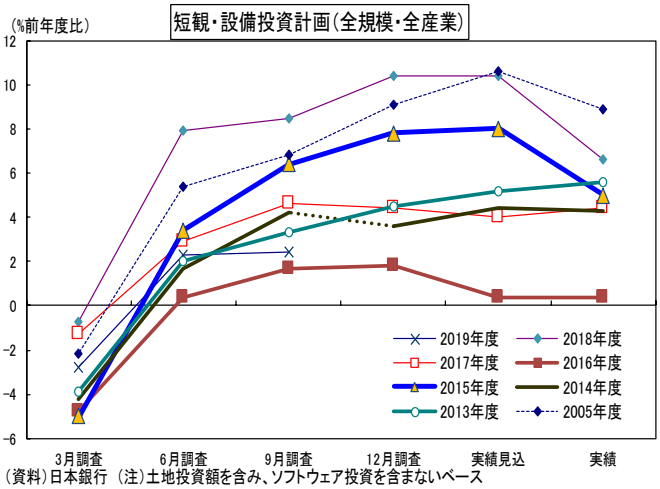
（資料）内閣府

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 企業設備投資
  - 19年度の設備投資計画は増加見通しながらも慎重姿勢も見て取れる
    - 日銀短観9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5.8%へ下方修正（6月調査時は同6.1%）
  - 総資産収益率（利払い後）が高水準で、キャッシュフローも潤沢であり、人員・資本設備の不足感が特に高い非製造業にとって設備投資環境は決して悪くはない
  - ただし、19年度下期は消費税率引上げに伴って民間消費の落ち込みが予想されており、非製造業の設備投資も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1.0%、20年度：同0.8%と予測

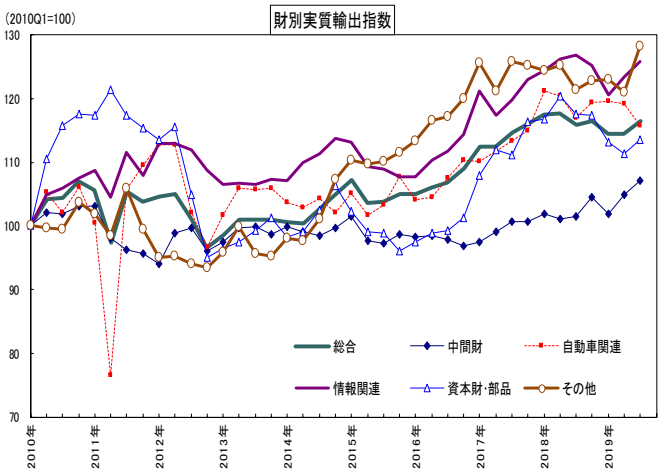


（資料）経済産業省、内閣府、日本銀行　（注）3ヶ月移動平均。企業物価の資本財指数で実質化。

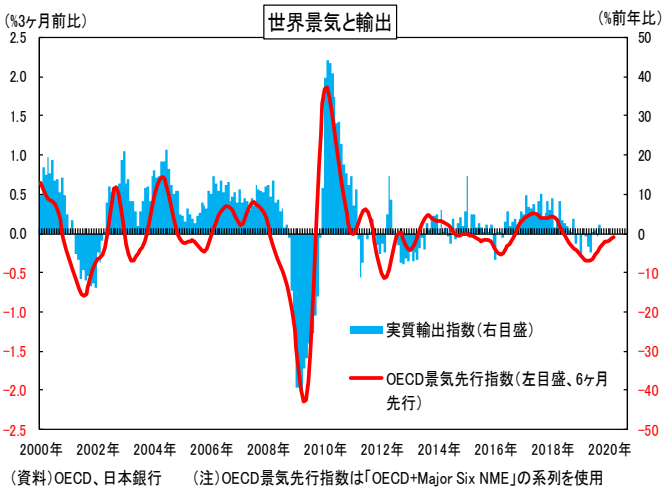


（資料）日本銀行　（注）土地投資額を含み、ソフトウェア投資を含まないベース

- 輸出入動向
  - 米中摩擦、英国のEU離脱など不透明要因が多く、世界貿易の回復時期は後ずれしてきた
    - ただし、財別の輸出動向をみると、自動車関連は弱いが、情報関連などが持ち直しつつあり、世界的な半導体需要の持ち直しと整合的な動きを見せている
  - しばらくは世界経済・貿易の低調さが残ると想定され、19年度の輸出は前年度比▲2.2%と減少に転じる（20年度は同1.0%へ回復）
  - また、19年度下期の国内需要の落ち込みを受けて、19年度の輸入は同▲0.1%と小幅ながらも減少すると予想（20年度は2.8%へ回復）
  - 19年度の経常収支は19.8兆円へ2年ぶりに黒字幅が拡大する見込み（20年度は3年ぶりの20兆円台の黒字へ）



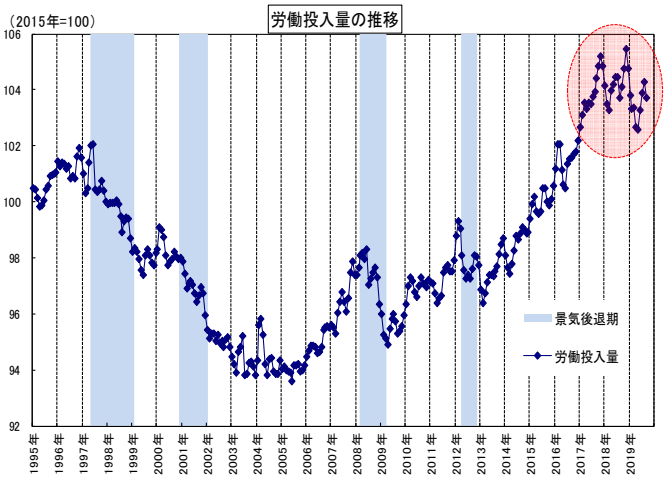
（資料）日本銀行　（注）日本銀行が貿易統計（財務省作成）と輸出入物価指数（日本銀行作成）を用いて試算



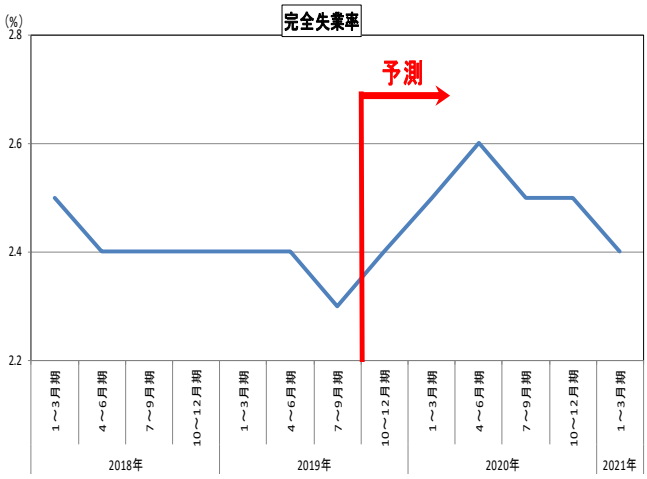
（資料）OECD、日本銀行　（注）OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

- 雇用情勢
  - 労働需給は逼迫が続いているが、代表的な雇用関連指標の改善は止まっている
    - 求人数（新規・有効とも）は前年割れとなっているほか、求職者数は増加に転じる
    - 労働投入量（＝総労働時間×常用雇用者数）も頭打ち状態で、労働需要は減退気味
  - 「企業から家計へ」の所得還流に強まりが見えない
    - 19年冬季賞与（経団連、第1回集計、大手企業）は前年比1.49%であるが、足元の業績と連動させる企業が追加される最終集計の結果は不透明
  - 失業率は19年度：2.4%、20年度：2.5%と予測
    - 19年度下期以降は緩やかに上昇、20年度上期には一時2.6%まで上昇

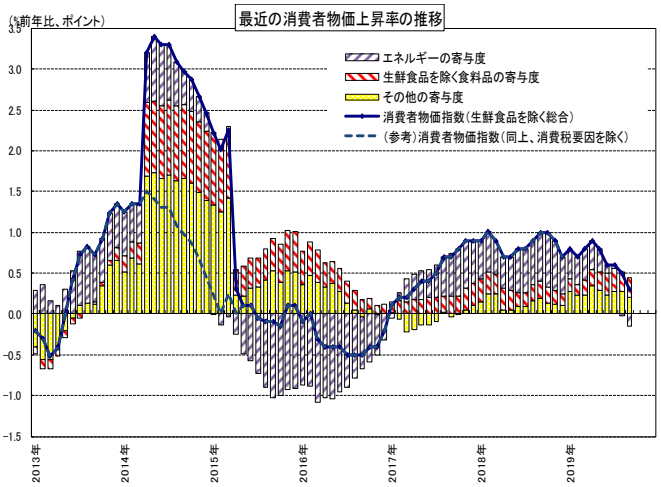


（資料）内閣府、厚生労働省　（注）労働投入量は常用雇用者数と総労働時間の積、3ヶ月移動平均。

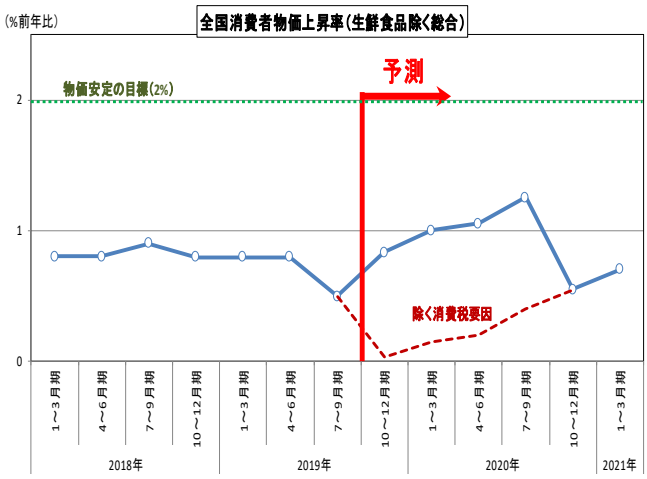


（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

- 物価動向
  - 19年9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0.3%と、過去1年は鈍化傾向
    - これまでの原油安・円高の影響によりエネルギーや輸入品が物価上昇を抑制
    - 10月の東京都区部消費者物価は同0.5%と、消費税率引上げにもかかわらず上昇率は高まらず
      - 教育無償化政策に加え、消費そのものに勢いが失われている可能性
  - 19年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年度比0.8%（消費税要因を除くと同0.4%）、20年度も同0.9%（同じく同0.4%）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%への引上げによって19年10月～20年9月の物価上昇率は0.7ポイント押し上げられると想定（年度を通じては19、20年度とも0.4ポイント弱の押上げ効果）



（資料）総務省統計局の公表統計より作成



（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

連載

金融機関の新潮流〈第 20 回〉

原点回帰をめざす古川信用組合

古江　晋也

要旨

宮城県大崎市に本店を置く古川信用組合は 2014 年 4 月以降、職員の意識改革、店舗の再配置、営業推進の見直しなどに本格的に取組んでいる。中でも 16 年に 29 年ぶりに開設した泉中央支店（仙台市泉区）は、取引先に真摯に耳を傾ける融資に注力するとともに、新規開拓から融資、債権管理までの一連の業務を 1 人の担当者で完結できる「営業渉外担当」を導入し、人材育成の強化を図っている。

はじめに

宮城県大崎市に本店を置く古川信用組合（2019 年 3 月・預金残高 592 億円、貸出金残高 437 億円、9 店舗、職員数 83 人）は、2013 年に東北財務局から業務改善命令を受けたことを機に、経営体制の刷新が図られ、同年 7 月に全国信用協同組合連合会（全信組連）で常務理事を務めていた島谷久夫氏が理事長に就任した。

就任直後は、コンプライアンス体制の確立に加え、全信組連から資本増強支援を受けることで不良債権を一掃するなど経営基盤を安定化させることに注力、14 年 4 月からは役職員の意識改革、店舗の再配置、営業推進の見直しなどに本格的に乗り出した。

職員の意識改革

経営改革を本格化させる上で、島谷氏がまず重視したのは、職員の思いや意見を汲み取ることであった。具体的には理事長就任から 3 年間は、全職員と個別に面談を繰り返し、職員一人ひとりがどのような思いで業務に臨んでいるのかを把握することに務めたのである。

この理由は、同組合には経営計画と業務実績に乖離があっても「しかたがない」という空気があり、その後も「なぜ乖離が生じているのか」という要因分析も行わずに放置されてきたからである。島谷氏はこのような空気を「ほったらかし文化」と呼び、経営計画と業務実績に乖離があるのであれば、「なぜそうなったのかを分析し、対応策を考えてほしい」と強

写真1　古川信用組合本店

写真 2　島谷久夫理事長

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

く訴えた。また営業店長とは、月に一度、進捗状況を直接ヒアリングするなど、活発にコミュニケーションを図ることとした。

一方、役職員に組合のあるべき姿を想像してほしいとの思いから、広島市信用組合理事長であり、全信組連会長でもある山本明弘氏に講演を依頼した。すると職員の大半は、山本氏の思いに共感を示すとともに、「複雑な業務はしない」「決めたことは徹底して成し遂げよう」というシンプルであるが、組合経営にとって重要なメッセージに気付いた(注1)。このことが意識改革を促進する起爆剤にもなった。

(注1)広島市信用組合のビジネスモデルは、本誌 2019年3月号「徹底した訪問活動で現場主義を貫く広島市信用組合」を参照されたい。

ジョブローテーションと「目線合わせ」

人的資源の限られた金融機関は、さまざまな業務をこなせる「ゼネラリスト」を育成することが重要となる。しかし、これまでの古川信用組合では、職員のジョブローテーションの範囲が狭かったこともあり、なかなかゼネラリストが育たない環境にあった。このことが、文字通り集金だけを行う硬直化した集金担当者の存在や、各部署との「目線合わせ」が進まない要因にもなっていた。特に融資部と営業店の目線が合わなければ、融資を実行するまでの期間が長期化する原因となる。そのため、融資部を含めた本部は改めて現場と密にコミュニケーションを図ることにするとともに、後述する「営業渉外担当」を新設することで、ゼネラリストの育成をめざすことにした。

ニッチ市場への取組み

融資戦略については、大崎市などの県北地域は、東日本大震災の影響を受け、アパート建設ニーズが高まっていた。そこでアパートローン残高を伸長させるとともに、ローン保証料で高止まりしていた役務取引等費用を削減するため個人向けプロパーローンを開発することにした。

また、住宅ローンについては、顧客に事情を詳しく聞くことで融資をプロパーで実行することとした。これは、例えば、過去に割賦販売で購入したスマートフォンの支払いが一時的に滞ったことで信用情報機関の事故情報記録に記載され、銀行から融資を受けることができなくなるといったケースなどが少なくないためである。加えて、事業性融資においても複数の金融機関に債務がある場合などは、事業内容を精査し、債務をまとめることにしている。このように組合では通常、銀行では対応することが難しい「ニッチ市場」に取組むことで、独自のポジショニングを確立することとした。

泉中央支店

(1)地域活動と推進体制

古川信用組合は14年6月に岩出山支店を本店に移転（店舗内店舗）し、16年9月に古川駅前支店を廃止する一方、16年5月に今後も成長が期待できる仙台市泉区に泉中央支店を開設した。ただし、同支店の近隣には9つの金融機関がすでに店舗を構える金融激戦区であるため、当該地域において知名度の低い「ふるしん」は当初、苦戦を強いられた。

そこで「一刻も早く地元の人々に認知されたい」と考えた泉中央支店は、商工会に加入するとともに、地元のお祭にス

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

写真3　古川信用組合泉中央支店

写真4　泉中央支店内の様子

写真5　泉中央支店の皆さん

タッフとして参加したり、七北田川の清掃活動にも積極的に参加した。この地道な活動が徐々に地域の人々に認められ、「ふるしんさんは、地域の活動をしっかりしているから」とアパートローンの相談を受けるようになったという。

また、支店開設直後から地域活動への参加報告、職員の趣味や特技、古川方面の飲食店の紹介などを記載した「ふるしんかわら版」という A4 サイズのチラシを四半期に一度作成し、店周にポスティングすることとした。

泉中央支店は現在、7 人の職員が在籍しており、そのうち営業渉外担当者は 4 人である。ここでいう営業渉外担当とは、顧客の新規開拓から融資業務、債権管理といった一連の業務をすべて行う職種であり、他の営業店では導入されていない。そのため、他の営業店から泉中央支店へと異動すると、最初は戸惑う職員もいる。そこで泉中央支店では、スキルに応じた案件から徐々にステップを踏ませ、役席が進捗管理を行うことにしている。

また外回りは、役席と若手職員がペアとなり、取引先との対話の中からどのような対応が求められるか、ということを指導しながらスキルアップを図っている。

泉中央支店は融資特化店であり、今日も融資に注力している。ただ、中には「取引をしたいが、今は資金ニーズがない」という顧客もいる。その場合は、定期積金を行うことで取引先との情報交換を重ねている。このようにさまざまな業務に対応できるゼネラリストを育成するという役割を担っていることもあり、支店長の喜藤稔氏は、常に「1 人で悩んではいけない。何かあったらみんなでアイデアを出そう」と声をかけ、活発に意見を出し合う全員参加型運営を心がけている。

(2)笑顔を取り戻す融資

泉中央支店が全員参加型運営に注力するもうひとつの理由は、複雑な融資案件を処理することも少なくないからである。

例えば、同組合では信販会社保証の無担保ローンを取り扱っているが、多重債

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

務問題などで審査が通らない顧客もいる。その場合、窓口業務を担当している支店長代理の熊谷淳子氏は、顧客から改めて負債状況、家庭環境、勤続状況などをヒアリングし、複数の債務をまとめることで家計が再建できるのであれば、債務をまとめることを提案する（融資を実行しても問題が解決しない場合は、行政機関などに相談するように提案する）。

読者の中には、「私は多重債務問題と無縁である」と考えている人も少なくないと思われるが、多重債務問題に悩む人々の中には、子どもの学費や介護費用がかさむなど、「ちょっとしたきっかけ」で陥ることも少なくない。熊谷氏はこのような人々に真摯に向き合うことで問題を解決しており、若手職員も「融資が家庭を救う」ということを実感するという。

本店から泉中央支店に異動した次長の小松宏之氏が最も心に残っていることは、介護事業を営む経営者から「あの時は本当にお世話になった。命を助けられたと思っています」と感謝されたことである。小松氏は本店勤務の時に泉中央区で営業していた当該経営者と知り合ったが、その時は資金繰りが厳しい状況にあった。しかし経営者と対話を重ねると、将来の事業計画がしっかりしていたことと、何よりも施設の高齢者に誠実に向き合っていたことに感銘を受けた。そこで組合は運転資金の融資を実行。同事業所は現在、軌道に乗り、経営も安定するようになったという。泉中央支店開設後、同事業所は泉中央支店が担当することとなり、信頼関係もこれまで以上に強まっている。

喜藤氏は多くの金融機関がひしめき合う地域の中で、存在感を発揮するためには、「取引先と熱心に話をすることに尽きる」と話す。そしてこのことが他金融機関との差別化につながるとともに、取引先からの「ありがとう」という感謝の声が職員一人ひとりの大きな励みにもなっている。

泉中央支店が発行するふるしんかわら版

おわりに

以上、古川信用組合の取組みをまとめてみた。島谷氏が理事長に就任した当初は、預金残高が減少するなど厳しい時期もあったが、そのような状況においても組合を支えてくれたのは「創業時の厳しい時に、ふるしんが応援してくれた」という多くの事業者だった。このような経緯を踏まえ、島谷氏は「銀行から融資を受けることができない人々のためになることが組合の存在意義」であり、地域の人々のさまざまな事情に耳を傾けることが何よりも重要であると話す。

そしてこれらの取組みは、まさに地域社会における「日本型金融排除」の克服でもあり、古川信用組合の事例は、地域社会における協同組織金融機関の役割と原点とは何かを改めて我々に問いかけているといえよう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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

金融市場

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

2019年12月号　第30巻　第12号･通巻349号

編集･発行（株）農林中金総合研究所　〒151-0051 東京都渋谷区千駄ヶ谷5-27-11　アグリスクエア新宿
03（6362）7700（代表）
03（6362）7757（調査第二部）
03（3351）1154（ＦＡＸ）

印　刷　所　　（株）謄 栄 社