ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

バンカブル（Bank-able）な世界を求めて… 1

情勢判断

国内経済金融

10月以降、民間消費に大きな反動減が発生
～マーケットは米中摩擦の緩和に強い期待感～… 2

2019~20年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）
~2019年度：1.0%成長（上方修正※）、20年度：0.2%成長（下方修正※）（※いずれも11月時点との比較）……10

海外経済金融

個人消費は慎重なものの、経済は底堅さを維持
～ FRBは様子見姿勢の継続を表明～ 14

下振れ圧力が依然強い中国経済
～20年の経済は小幅な減速に留まる見通し～ …20

分析レポート

半導体サイクルとユーロ圏経済
~循環的な要因よりも構造的な要因に左右されるユーロ圏~ …24

今月の焦点

気候変動への欧州当局の対応
~2050年ネットゼロ、持続可能な経済成長を目指して~…28

資産形成・運用をめぐる最近の動向……30

海外の話題

おひとりさま消費……34

2020. 1

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

バンカブル（Bank-able）な世界を求めて

理事研究員　　髙島　浩

バンカブルとは、通常では融資が難しい案件を信託受益権などの仕組みを用いて銀行での融資を可能にすることを意味する造語である。2007 年の金融危機以前にしばしば用いられていた表現で、銀行が収益拡大を求めて業容を拡大していた時期を象徴する言葉である。ただし、金融危機以降、バーゼル規制の強化や銀行自身の自己資本比率充実の流れの中で、あまり用いられることはなくなってきた。

こうした銀行がある意味足踏みをしている中で影響力を拡大してきたのは、新たに銀行が行う業務に参入してきたスタートアップを中心とするフィンテック企業である。フィンテックとは金融と技術を組み合わせた造語であるが、金融サービスと情報技術を結び付けて様々な革新的な動きをするもので、2000 年代前半から、スマートフォンなどを用いた送金などの分野から、銀行が行う業務に参入をしてきている。11 月に開催された第 4 回シンガポール・フィンテック・フェスティバルには、スタートアップ、金融機関の関係者など 6 万人が参加し、金融サービスの将来を求めて活発な意見交換やアイディア・コンテストが行われている。言わば、銀行サービスをいかにして“フィンテカブル”、すなわち、スタートアップ自身が銀行業務を行う、ないしは、銀行と協業して銀行サービスを変えてゆくことを目指して積極的な取り組みをしている。

フィンテック以外に、ここ 10 年の銀行を取り巻く環境変化を物語るものとしては、15 年に採択された国連の持続可能な開発目標（SDGs）や気候変動対応に係るパリ協定がある。気候変動などの社会課題について各国が協力して対応していくいわゆるサステナブル目標であるが、これらの目標達成において、金融機関の役割が特に重視されている。金融機関に対して、企業等に対する主要な資金供給者として、脱炭素社会実現に向けた融資へのシフトや災害多発、森林破壊などの社会課題に対して融資を行うことを求めている。

現在、銀行は、フィンテックが既存の銀行サービスを変革ないしは代替していく一方で、サステナブル目標の達成に向け社会の課題解決に資金を振り向け、銀行の存在意義を社会に訴えていく必要がある。既存の業務は確かにフィンテカブルな分野が多いが、社会の課題解決に向けた仕組みを考え問題解決を行う分野は、必ずしも情報技術だけでは対応できない。過去を振り返ると、銀行はプロジェクトファイナンス、ストラクチャードファイナンスなどの金融技術を用いることにより、新たな与信形態を作り出してきた。これらは、必ずしも情報技術に頼った技術革新ではない。特に、SDGs や気候変動対応に巨額の資金が必要であるといわれている中、従来型の貸出では対応できなくとも、新たな金融技術の活用と銀行員の「目利き力」を融合することで、バンカブルな取り組みを行うことができるのではないか。バンカブルは銀行が自身の収益拡大を求める奢った言葉に聞こえるが、今こそ社会課題解決のために仕組みを考え、真のバンカブルな取り組みを行うことが必要なのではないか。カルフォルニア州では、森林再生のため関係者が協力した新たな金融スキームに取り組んでいる事例もある。20 年以降、銀行が社会課題解決に向けてバンカブルな取り組みで、新たな領域を拡大していくことを期待したい。

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

情勢判断

国内経済金融

10 月以降、民間消費に大きな反動減が発生

～マーケットは米中摩擦の緩和に強い期待感～

南　武志

要旨

消費平準化を促した政府の消費税対策にもかかわらず、9 月の消費に駆け込み需要が発生した関係で、10 月以降にその反動減が出ている。また、底堅かった非製造業の設備投資にも鈍い動きが散見される。12 月には米中通商協議で一定の成果が出たほか、最近は輸出の一部に持ち直しも見られるなど明るい材料もあるが、世界経済・貿易全体の減速基調に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だろう。

一方、政府は大型の経済対策を策定したが、日本銀行は追加緩和に前向きな姿勢を続けつつも、政策効果を注視する段階に入っていると思われる。こうした中、世界的にリスクオンの流れが強まっており、長期金利は操作目標近傍での展開が見込まれる。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2019年	2020年			
			12月（実績）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	−0.061	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.20～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0180	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.06	0.00～0.06
国債利回り	20年債	(%)	0.290	0.15～0.35	0.15～0.35	0.15～0.35	0.10～0.35
	10年債	(%)	−0.005	−0.15～0.05	−0.15～0.05	−0.15～0.05	−0.20～0.00
	5年債	(%)	−0.095	−0.25～−0.05	−0.25～−0.05	−0.25～−0.05	−0.30～−0.10
為替レート	対ドル	(円/ドル)	109.6	100～112	100～112	100～112	100～112
	対ユーロ	(円/ユーロ)	121.9	113～128	113～128	113～128	113～128
日経平均株価		(円)	23,864	24,000±1,500	24,500±2,000	23,750±2,000	23,000±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12月19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。

米中貿易戦争は一時休戦へ

世界経済にとって最大の下振れリスクとして意識されてきた米中貿易摩擦であったが、20 ヶ月に及ぶ紆余曲折を経て、12 月 13 日にようやく第 1 段階の合意に達した。米通商代表部（USTR）によると、中国は今後 2 年間で農産物、エネルギー、医薬品などの輸入拡大（2 年で 2,000 億ドル以上）や知的財産権の保護、技術移転の強要防止などにコミットしたとされる。

この結果、米国による対中国追加関税措置第 4 弾のうち、9 月に発動した 1,200 億ドル相当の中国製品に対する追加関税を 7.5%に半減するほか、残りの 1,600 億ドル相当に対する追加関税は見送られることとなった（第 1～3 弾の 2,500 億ドル相当に対する追加関税 25%は継続）。中国も一部の米国製品に対する追加関税の発動を見送ることを決定している。

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

とはいえ、今回の合意には米国が問題視してきた中国の産業補助金の問題は手付かずで、第2段階の合意に向けた協議は難航も予想される。しかしながら、一時休戦となったことは先行き不透明感を解消方向に向かわせる可能性は高い。

事業規模26兆円の経済対策を策定

一方、政府は、夏から秋にかけて多発した台風など自然災害からの復旧・復興、米中摩擦など海外発の下振れリスクへの対応、さらには20年の五輪パラ後の経済活力維持を名目に、3年ぶりの経済対策を取りまとめた。事業規模は 26.0 兆円（うち財政措置 13.2 兆円）で、前回 16 年（事業規模 28 兆円、財政措置 13.5 兆円）に迫る大きさとなっている。このうち国・地方の歳出増は9.4兆円（うち、国は7.6兆円）となった。

これを受けて、政府は2019年度補正予算案を編成、4兆4,722億円（災害復旧・復興や防災・減災対策に2兆3,086億円、中小企業・農業支援策に9,173億円、東京五輪後の景気下支え策に1兆711億円など）の追加歳出を計上する一方で、企業業績悪化の影響から税収見込みを割り込む見込み（当初比で▲2 兆3,150億円）であることから、建設国債を2兆1,917億円、赤字国債を2兆2,297億円、それぞれ追加発行することになった（なお、前倒し発行の取り崩しなどで対応するため、カレンダーベースの市中発行額は据え置かれる方針）。

なお、政府は21年度にかけてGDPを1.4%押し上げる効果があるとしているが、足元の公共事業は既に高水準であるなど、追加的な景気浮揚効果は乏しいと思われる。

消費に大きな反動減

国内経済に目を転じると、底堅い動きが続いた 19 年度上期から一転、10月以降の経済指標は弱さが目立っている。産業活動については、鉱工業生産は前月比▲4.5%、第 3 次産業活動指数は同▲4.6%と、いずれも大幅に悪化している。

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電子部品・デバイスなどの輸出が持ち直しているとはいえ、輸出全体を見ると相変わらず軟調である。実際、11月の実質輸出指数は前月比▲1.7%と 2 ヶ月連続で低下するなど、底入れはまだ見えない。

需要サイドを見ると、特に消費関連指標の落ち込みが著しい。消費総合指数（内閣府）は、9 月の前月比 2.3%の後、10月は同▲2.6%であった。また、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日銀）は 9 月分が同 3.8%、10 月分が同▲7.4%、実

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

質総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）も 9 月分は同 3.0%、10 月分は同▲5.1%と、いずれも大きな反動減が発生した。機械受注についても、堅調だった非製造業にも鈍さが見られるなど、企業設備投資も先行き調整する可能性もある。

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

企業経営者の景況感も総じて悪化

また、日銀短観 12 月調査によれば、代表的な大企業製造業の業況判断 DI は 0 と、前回 9 月から▲5 ポイント（4 期連続の悪化）で、過去最長を更新していた「良い」超は 26 期連続で途絶えたことが判明した。一方で大企業・非製造業の業況判断 DI は前回から▲1 ポイントの悪化にとどまり、水準も 20 と引き続き高い水準を保つなど、「製造業は悪いが、非製造業は底堅い」という状態はとりあえず維持した。なお、先行きは大企業・製造業は今回と変わらずだが、それ以外は悪化予想であり、全規模・全産業ベースでも DI は 0 になる見込みである。また、19 年度の設備投資計画（全産業＋金融機関、土地投資額を除く、ソフトウェア・研究開発を含む）は前年度比 5.5%へ 2 期連続で下方修正されている。雇用人員や資本設備の不足感についても、この 1 年は僅かとはいえ、弱まる傾向にある。

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、過度な楽観は禁物とはいえ、世界経済の下振れリスクだった米中貿易摩擦がさらに激化する可能性は後退し、小康状態になるとみられるほか、世界的な半導体サイクルの底入れもあり、世界経済・貿易の減速に徐々に歯止めがかかっていくと思われる。また、足元で大きく落ち込んだ民間

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

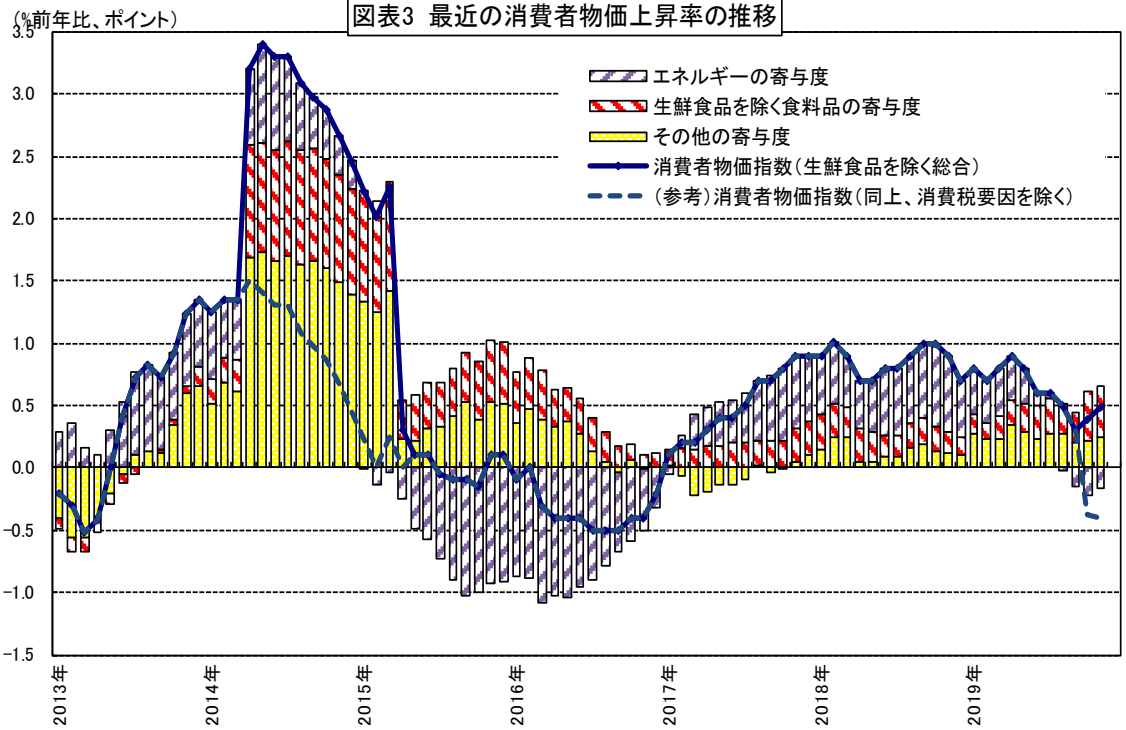
最終需要も、雇用情勢が底堅いことを背景に、消費税対策の効果などから持ち直しの動きがみられるだろう。

19年度は1.0%成長、20年度は0.2%成長と予測

2次QEの公表を受けて、当総研は経済見通しの改定を行ったが、足元のGDPが大きく上方修正されたこともあり、19年度の経済成長率については1.0%へ上方改訂した。19年度上期のGDPは18年度を1.2%上回った状態だが、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の見通しに変更はない。年明け後は民間消費、民間企業設備投資も持ち直しが見られるものの、輸出は鈍さが残り、外需寄与度が再びマイナスになる可能性が高い。

一方、20年度に入る頃には世界経済・貿易が底入れし、輸出が回復に転じるほか、東京五輪などの開催などもあり、年度半ばにかけて景気の持ち直しが続くだろう。6月末までの時限措置であるキャッシュレス還元事業などの消費税対策終了を控えた駆け込み需要も発生する可能性もある。しかし、米中両国の20年の経済成長率はともに鈍化が見込まれるなど、世界経済全体の回復ペースは緩やかなものにとどまるほか、一大イベントが終了した後の20年度下期には国内景気の停滞色が強まることが見込まれ、年度を通して0.2%成長にとどまると予想する。

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

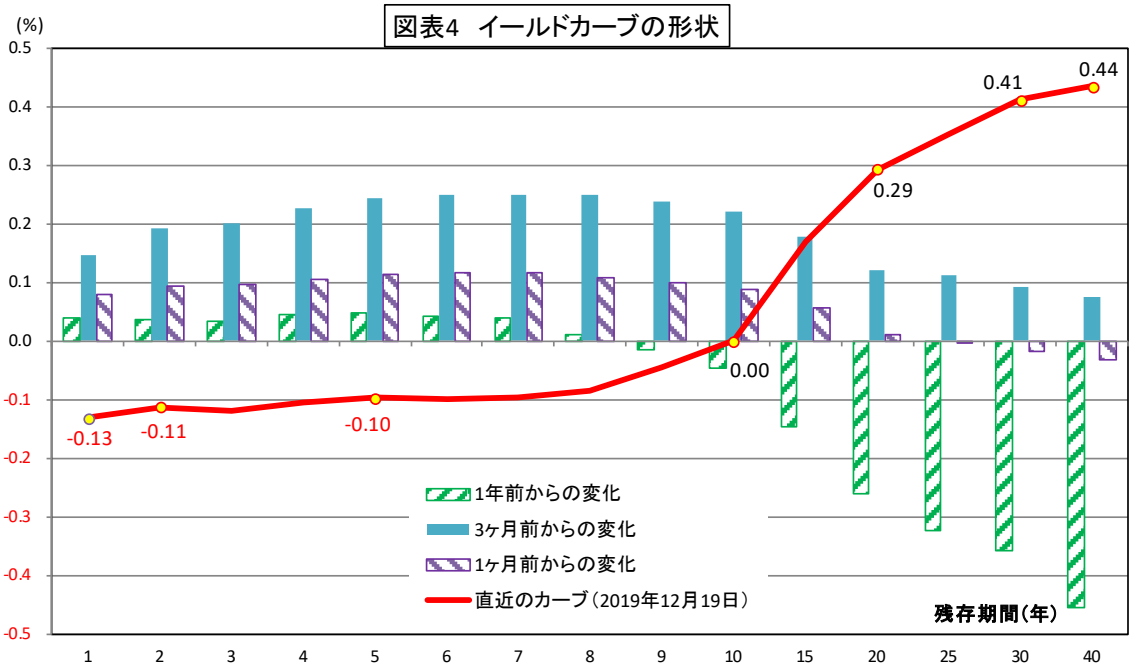
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

物価動向：相変わらず鈍い物価

11 月の全国消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比 0.5%と、10 月分（同 0.4%）から上昇幅が拡大した。ただし、その実態は新しい消費税率が適用となった電気・ガス代、上下水道代など公共料金の上昇であり、総務省統計局が試算した消費税調整済指数（コア）の前年比は 0.2%で、10 月と変わらずである（なお、税率変更で 0.9 ポイント、教育無償化政策で▲0.6 ポイントの寄与度となる）。

最近は国際原油市況が上昇傾向にあることから、先行きエネルギーの物価押下げ効果は弱まっていくとみられるものの、10 月以降も消費停滞が継続すれば、いずれ物価にも反映され、本格的な下落圧力がかかり始める可能性もあるだろう。

図表4　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

追加緩和に前向きな姿勢を表明する日本銀行

12 月 18～19 日に開催された金融政策決定会合では、大方の予想通り、現状維持が決定された。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 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きたが、今回の会合でもそのようなスタンスは維

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

持することが決まった。

しばらく追加緩和を意識した現行スタンスを維持

なお、直近では世界経済に前向きな動きが出ていることや政府による大型経済対策の策定などもあり、日銀による追加緩和観測は後退している。雨宮副総裁は、政府の大型経済対策を受けて、今は政策効果の発現を注意深く見ていく段階として、現時点での追加緩和は必要ないとの見解を示した。さらに、リフレ派として知られる原田審議委員も、政府の経済政策との相乗効果が期待されるため、特に追加的な緩和措置は必要ないとの見解を示している。

実際のところ、円高圧力が大きく高まるなど、リスクオフが一気に強まるようなことでもない限り、副作用が懸念されるマイナス金利の深掘りなどといった追加緩和まで踏み込む可能性は薄く、しばらくは現行のような追加緩和を意識したスタンスを継続することになるだろう。なお、政府が大型経済対策を策定した目的の1つに「五輪後の景気対応」を挙げているが、日銀も同様に、追加緩和の想定時期を 20 年度下期以降にシフトしていく可能性もある。

金融市場：現状・見通し・注目点

9 月中旬以降、米中通商協議の進展への期待や主要中銀の金融緩和策への転換などが好感され、世界的にリスクオンが強まった。さらに、12 月中旬には米中が第1段階の合意に達したこと、英総選挙で保守党が勝利し「決められない政治」が解消に向かうこと等が評価され、リスクオンの動きが一段と加速、「株高・円安」の流れを後押しした。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

一時マイナス金利が解消

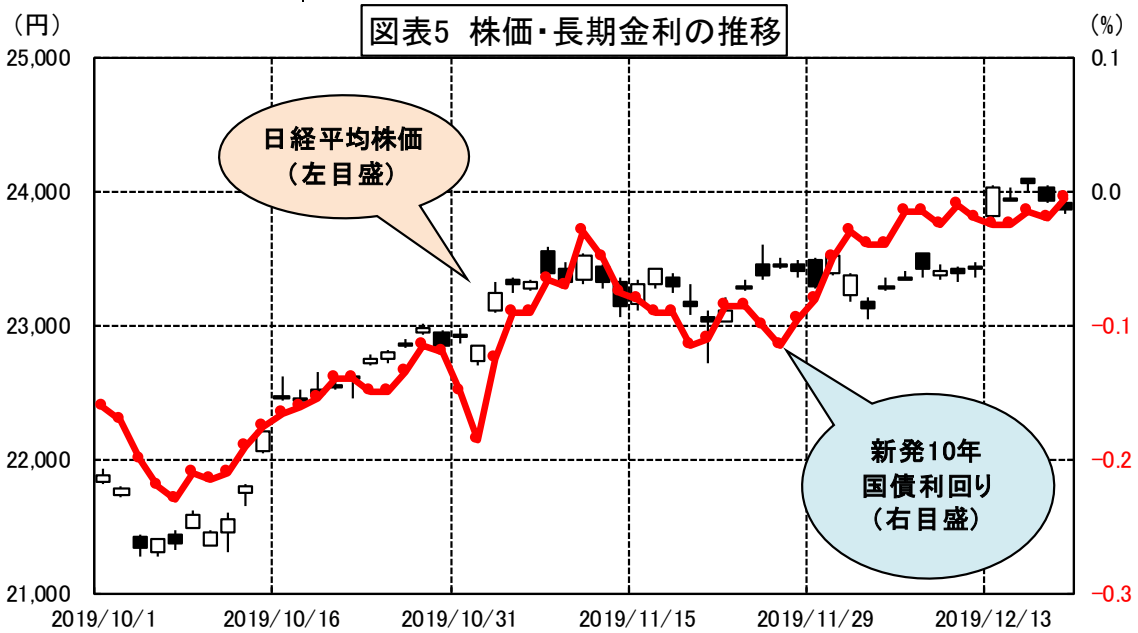
内外景気の悪化懸念を背景に、長期金利は 19 年 2 月以降、再びマイナス圏に突入、徐々にマイナス幅を拡大させた。さらに、5 月下旬以降は日銀の追加緩和観測が強まり、一段と金利低下圧力が高まった。8 月に入ると、日銀がオペの買入れ額を漸次減額していく中、誘導目標の下限と目されている▲0.2%を割り込んでの推移となった。9 月入り後は世界的なリスクオンの流れに伴い、金利のマイナス幅は縮小に転じ、12 月中旬には一時9ヶ月ぶりにゼロ%まで上昇した。なお、直近は▲0.02%前後と、小幅なマイナスでの推移となっている。

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%近傍での推移

先行きについては、内外の下振れリスクは残っているほか、物価も実質的には下落気味に推移すると思われるが、政府の大型経済対策によって追加緩和の思惑は後退しており、金利低下圧力もある程度解消しつつある。当面は長期金利の操作目標「10 年 0%程度」前後での展開になると思われる。

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

世界的なリスクオンに牽引されて年初来高値を更新

② 株式市場

4 月にかけて一時 22,300 円台まで上昇した日経平均株価であったが、その後は内外中銀の金融緩和観測が相場を下支えしたものの、米中摩擦の激化など海外発の下振れリスクへの懸念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。9 月以降は米中通商協議の進展への期待や米国経済の底堅さが評価され、徐々にリスクオンが強まり、株価は上昇傾向を強めた。12 月中旬には、米中通商協議が第一段階の合意に達したとの報道や保守党勝利となった英総選挙の結果などを受けて、1 年 2 ヶ月ぶりに 24,000 円台を回復、年初来高値を更新した。

とはいえ、企業業績の悪化も意識されており、かつ消費税率引上げ後の需要減は想定を上回っていることもあり、株価が一本調子に上昇するのは困難と思われ、調整局面入りも想定すべきであろう。ただし、内外で財政出動などの政策効果が期待されること、日銀が ETF 買入れを継続していること等から、底割れする事態は避けられるだろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

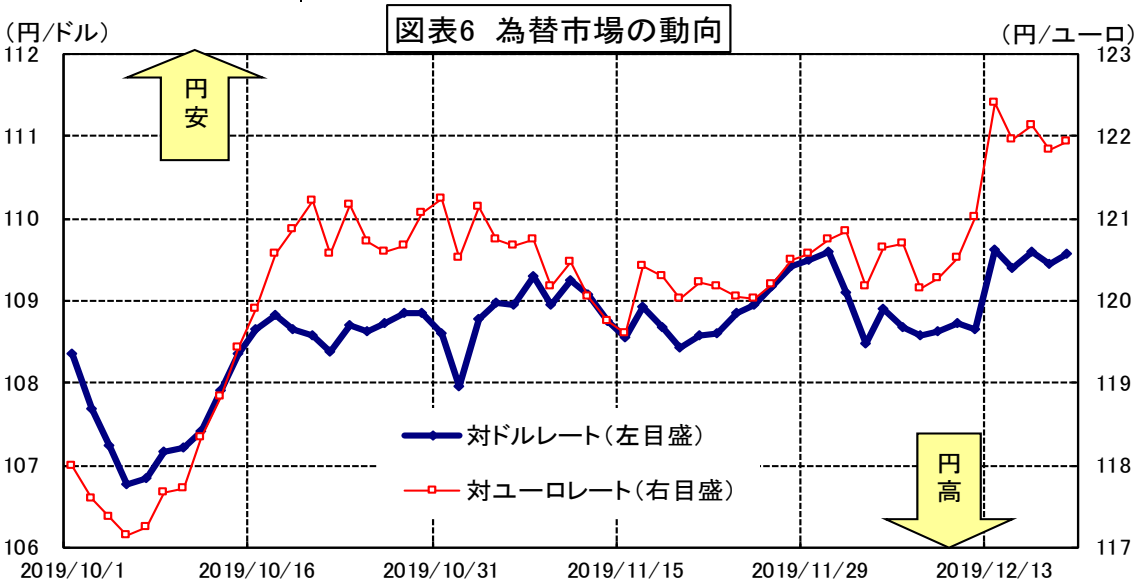
円高リスクは残るが、しばらくは円安気味に推移

③ 外国為替市場

2 月から 5 月上旬にかけてのドル円レートは 1 ドル＝110 円台という円安気味の展開だったが、その後、米中摩擦が徐々に激化していく中、8 月には一時 1 ドル＝105 円に迫るなど円高傾向が強まった。しかし、米中通商協議が徐々に進展しているとの報道や利下げ効果などで米国経済が底堅い推移を続けたことから、9 月以降の為替レートは緩やかに円安が進んだ。直近は 109 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いほか、この数ヶ月進んだ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。とはいえ、主要国による政策効果や米中摩擦の緩和期待などから、リスクオンの流れはしばらく続くと予想する。

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。

ユーロ高が進行

対ユーロレートについても、9 月初に一時 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、10 月半ばから 12 月上旬にかけて概ね 120 円台の展開となった。12 月中旬には米中通商協議での合意到達や英総選挙の結果を受けて、ポンドとともにユーロも大きく上昇した。

ラガルド新総裁就任後の欧州中央銀行は、ドラギ前総裁が強行した追加緩和に懐疑的な意見が台頭するなど、日銀との温度差もみられることから、しばらく円安気味に推移するだろう。

(19. 12. 19 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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）

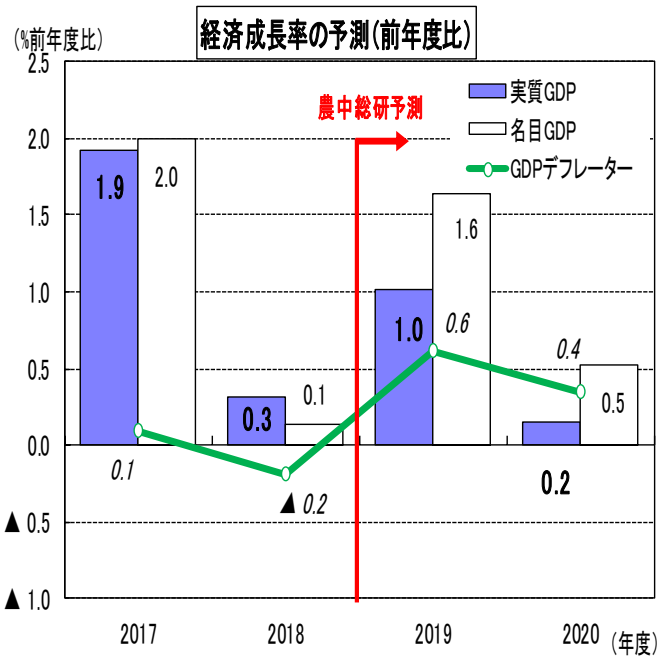
～2019年度：1.0%成長（上方修正 ※）、20年度：0.2%成長（下方修正 ※）

（※ いずれも11月時点との比較）

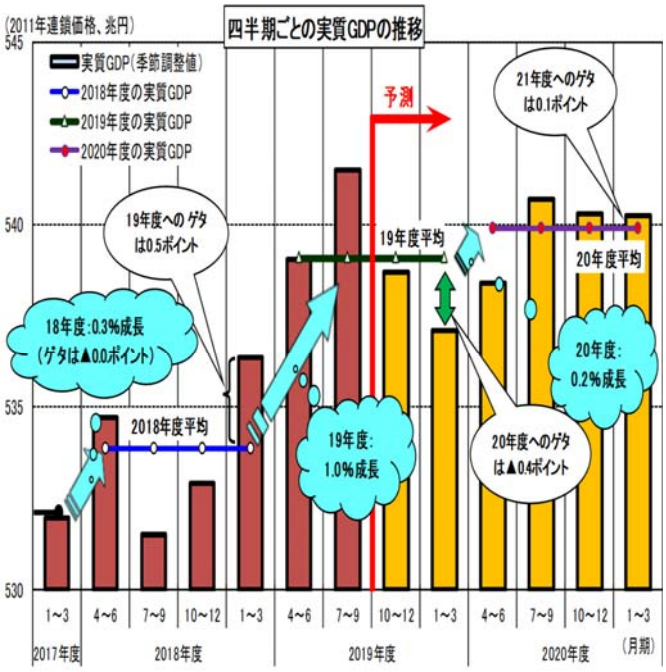
2019年12月9日

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

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



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

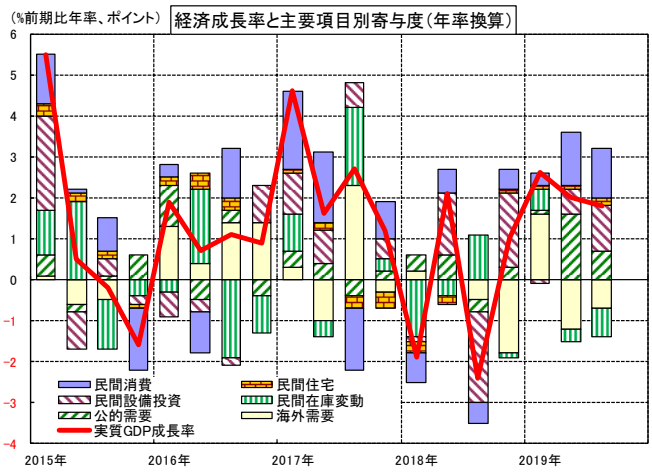


（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より作成　（注）2019年7～9月期まで実績、それ以降は当総研予測

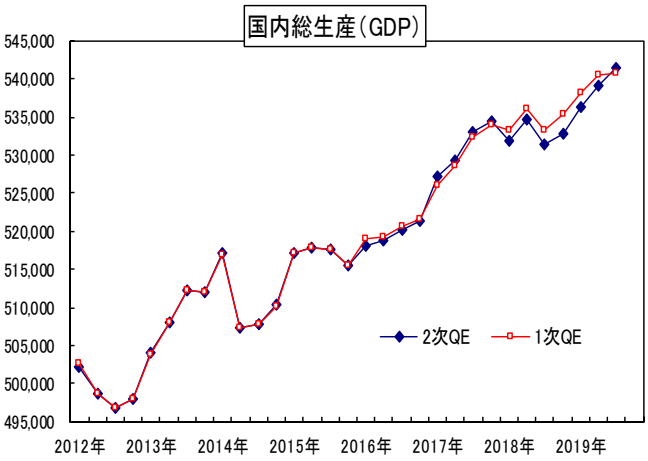
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1　GDP第2次速報（2次QE）の内容

- 2019年7～9月期のGDPは年率1.8%へ大きく上方修正
  - 7～9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1.8%（1次QE：同0.2%）へ大きく上方修正された
  - 民間消費、民間住宅投資、民間企業設備投資、民間在庫変動、公的需要、輸出等、輸入等と、ほぼすべての需要項目で上方修正
    - 特に、民間企業設備投資は前期比1.8%と1次QE（同0.9%）から大きく上方修正され、全体を牽引
  - 一方、実質雇用者報酬は前期比▲0.3%へ下方修正
  - 名目GDPも前期比年率1.1%へ下方修正（1次QE：同1.7%）GDPデフレーターは前年比0.4%で、いずれも修正なし
- なお、18年度年次推計によると、18年度のGDP成長率は0.3%（従来は0.7%）へ下方修正



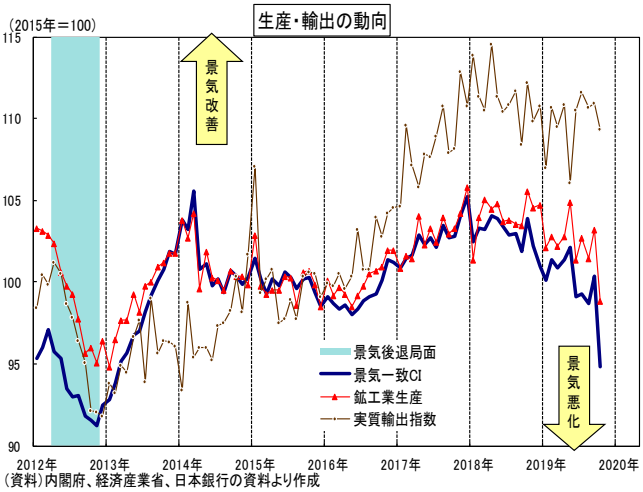
（資料）内閣府経済社会総合研究所



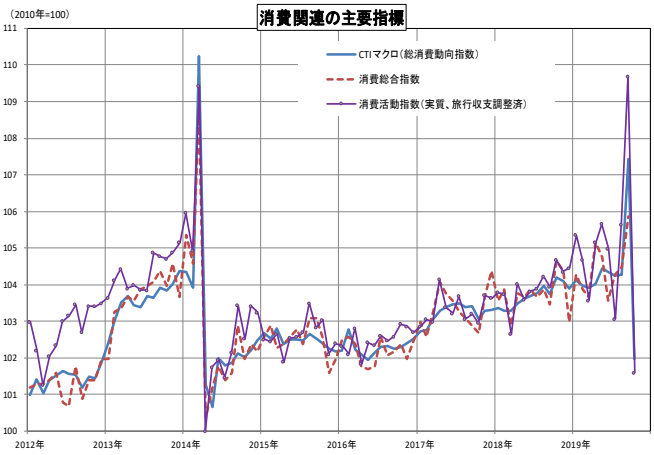
（資料）内閣府　（注）単位は10億円（2011年連鎖価格）

2　前回見通し発表後の経済指標の動き

- 消費税率引上げ後、消費を中心に悪化傾向強まる
  - 消費平準化を促すための政府の消費税対策が準備されたにもかかわらず、9月には増税前の駆け込み需要が発生、10月以降にその反動減がみられている
  - 半導体関連で持ち直しの動きもあるが、輸出・生産は引き続き悪化傾向をたどっている
  - 10月の景気動向指数でCI一致指数は大きく悪化、基調判断は3ヶ月連続で「悪化」
  - 雇用環境は引き続き良好ではあるが、有効求人数は8ヶ月連続で減少したほか、労働投入量も頭打ちでの推移となるなど、労働需要に変調がみられる
  - 10月の全国消費者物価（生鮮食品を除く）は前年比0.4%
    - このうち、消費税率引き上げによる影響は0.77ポイント、幼児教育無償化政策の影響は▲0.55ポイント



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

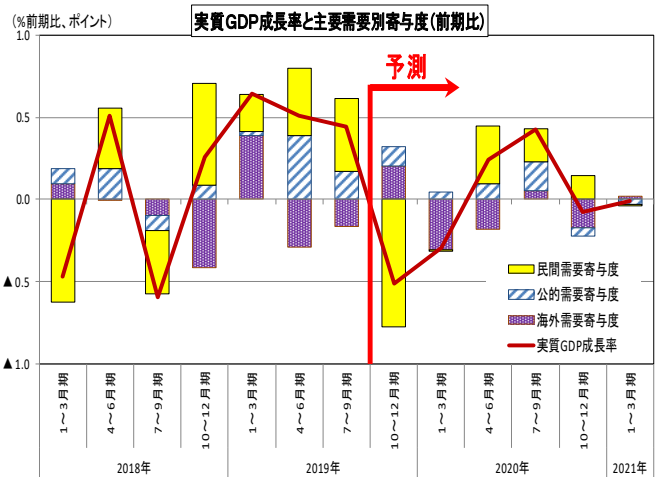


（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行

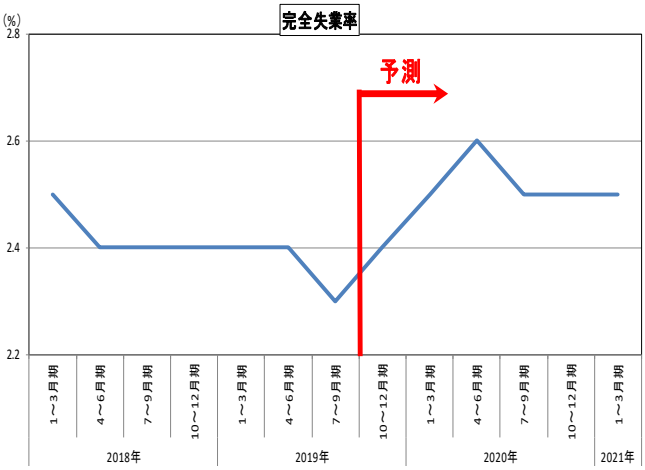
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3　日本経済・物価の見通し

- 経済見通し　～2019年度は1.0%成長（上方修正）、20年度は0.2%成長（下方修正）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
  - 手厚い消費税対策を講じているものの、家計所得の伸び悩みもあり、消費マインドは低調であり、足元落ち込んだ民間消費の持ち直しは遅れるとみられ、堅調だった非製造業の設備投資意欲も慎重化する可能性がある
    - 19年度下期は2期連続のマイナス成長へ
  - 国内外の景気対策や海外経済の持ち直しなどによって20年度上期には回復の動きがみられるが、東京五輪パラといったイベント終了後の20年度下期には早くも一服感
    - 20年は米中両国ともに成長減速が見込まれ、世界経済の回復ペースは強まらない可能性

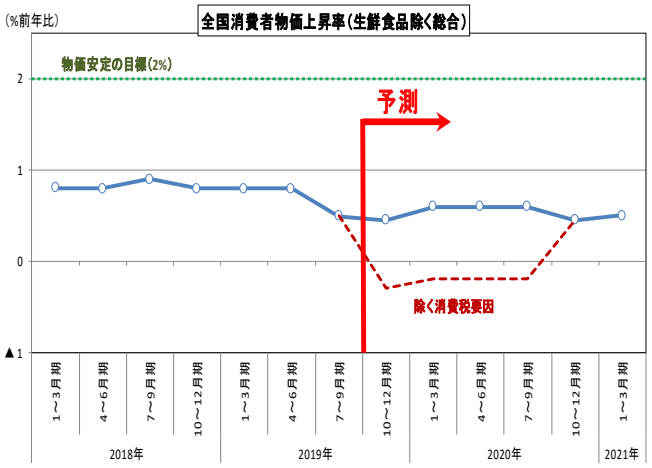


（資料）内閣府経済社会総合研究所データを用いて、農林中金総合研究所が作成

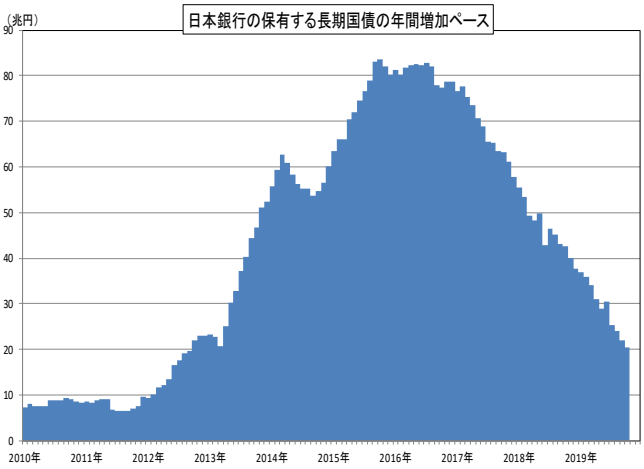


（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

- 物価見通し　～2019年度：前年度比0.6%（消費税要因を除くと同0.2%）、20年度：同0.5%（同じく同0.1%）と予測～
  - 消費の勢いは相変わらず鈍く、これまで進行していたコスト高を販売価格に転嫁する動きも弱まっている
  - 教育無償化政策は20年度にかけて物価を抑制する一方で、円高・原油安による押下げ効果は今後徐々に弱まると見込まれる
- 金融政策　～追加緩和に前向きな姿勢を継続～
  - 海外発の景気下振れリスクなどに対し、日銀は追加緩和も辞さない姿勢を明確に示してきたが、為替レートが足元で円安気味に推移していることもあり、年内の緩和は見送る可能性が濃厚
  - 大型経済対策や税収不足のために国債の追加発行が確実視されるなか、日銀は減額してきた国債買入れ額を多少増やす可能性も



（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



（注）日本銀行資料より作成

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

予測表（年度、半期）

	単位	2018年度（実績）	2019年度（予測）	2020年度（予測）
名目GDP	%	0.1	1.6	0.5
実質GDP	%	0.3	1.0	0.2
民間需要	%	0.2	1.0	0.4
民間最終消費支出	%	0.1	0.9	0.5
民間住宅	%	▲ 4.9	1.6	▲ 2.3
民間企業設備	%	1.7	1.5	0.4
民間在庫変動（寄与度）	ポイント	0.0	▲ 0.0	0.0
公的需要	%	0.8	2.6	1.3
政府最終消費支出	%	0.9	2.5	1.4
公的固定資本形成	%	0.6	3.3	1.0
輸出	%	1.6	▲ 2.0	0.7
輸入	%	2.2	0.0	2.9
国内需要寄与度	ポイント	0.4	1.5	0.7
民間需要寄与度	ポイント	0.2	0.8	0.3
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.7	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.2	0.6	0.4
国内企業物価　（前年比）	%	2.2	▲ 0.0	1.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	0.6	0.5
（消費税要因を除く）			*(0.2)*	*(0.1)*
（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）			*(0.5)*	*(0.5)*
完全失業率	%	2.4	2.4	2.5
鉱工業生産　（前年比）	%	0.2	▲ 2.5	▲ 0.7
経常収支	兆円	19.1	19.8	20.0
名目GDP比率	%	3.5	3.5	3.6
為替レート	円/ドル	110.9	108.3	106.1
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.05	▲ 0.10	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	▲ 0.10	▲ 0.03
通関輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	64.6	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
（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	%	0.3	1.0	1.1	▲ 0.2	0.2	0.3	0.3
民間需要	%	0.2	1.0	1.0	▲ 0.5	0.4	0.6	0.5
民間最終消費支出	%	0.1	0.9	0.9	▲ 0.2	0.5	0.7	0.1
民間住宅	%	▲ 4.9	1.6	1.9	▲ 1.6	▲ 2.3	▲ 1.3	0.5
民間企業設備	%	1.7	1.5	1.7	▲ 0.7	0.4	0.9	1.0
公的需要	%	0.8	2.6	2.0	1.3	1.3	0.8	0.4
政府最終消費支出	%	0.9	2.5	1.7	1.2	1.4	0.9	0.5
公的固定資本形成	%	0.6	3.3	3.1	1.6	1.0	0.5	0.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.7	▲ 3.6	▲ 3.5	▲ 3.7	▲ 5.7	▲ 5.4	▲ 6.1
輸出	%	1.6	▲ 2.0	▲ 0.9	▲ 1.9	0.7	1.1	1.7
輸入	%	2.2	0.0	0.2	▲ 1.1	2.9	2.8	2.2
内需寄与度（前期比）	%	0.4	1.5	1.3	▲ 0.3	0.7	0.7	0.3
民間需要（　〃　）	%	0.2	0.8	0.8	▲ 0.6	0.3	0.5	0.2
公的需要（　〃　）	%	0.2	0.7	0.5	0.2	0.3	0.2	0.0
外需寄与度（　〃　）	%	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.1
デフレーター（前年比）	%	▲ 0.2	0.6	0.5	0.8	0.4	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	▲ 2.5	▲ 0.9	▲ 3.0	▲ 0.7	0.4	0.7
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	95.3	87.2	90.8	83.5	80.0	80.0	80.0
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	108.3	108.6	108.0	106.1	107.3	105.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	64.6	69.2	60.0	62.5	62.5	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	%	0.1	1.6	1.8	1.4	0.5	0.5	0.5
実質GDP	%	0.3	1.0	1.3	0.6	0.2	▲ 0.1	0.4
民間需要	%	0.2	1.0	1.7	0.2	0.4	▲ 0.1	0.9
民間最終消費支出	%	0.1	0.9	1.1	0.5	0.5	0.3	0.7
民間住宅	%	▲ 4.9	1.6	3.8	▲ 0.6	▲ 2.3	▲ 3.7	▲ 0.9
民間企業設備	%	1.7	1.5	2.8	0.1	0.4	▲ 0.7	1.6
公的需要	%	0.8	2.6	2.2	2.9	1.3	1.7	0.9
政府最終消費支出	%	0.9	2.5	2.3	2.6	1.4	1.8	1.0
公的固定資本形成	%	0.6	3.3	2.0	4.3	1.0	1.6	0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.7	▲ 3.6	▲ 3.5	▲ 3.7	▲ 5.7	▲ 5.4	▲ 6.1
輸出	%	1.6	▲ 2.0	▲ 1.6	▲ 2.4	0.7	▲ 0.5	2.0
輸入	%	2.2	0.0	1.2	▲ 1.1	2.9	1.4	4.4
国内企業物価　（前年比）	%	2.2	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	1.0	1.6	0.5
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5
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	▲ 2.5	▲ 1.2	▲ 3.9	▲ 0.7	▲ 2.6	1.2

（注）消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

予測表（四半期）

（→予測）

	単位	2018年				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	%	▲ 0.5	0.3	▲ 0.6	▲ 0.0	1.3	0.6	0.6	▲ 0.4	0.0	0.4	0.4	▲ 0.5	0.2
実質GDP	%	▲ 0.5	0.5	▲ 0.6	0.3	0.6	0.5	0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	0.2	0.4	▲ 0.1	▲ 0.0
（年率換算）	%	▲ 1.9	2.1	▲ 2.4	1.0	2.6	2.0	1.8	▲ 2.0	▲ 1.2	1.0	1.7	▲ 0.3	▲ 0.0
民間需要	%	▲ 0.8	0.5	▲ 0.5	0.8	0.3	0.5	0.6	▲ 1.0	▲ 0.0	1.0	1.3	0.2	▲ 0.0
民間最終消費支出	%	▲ 0.3	0.3	▲ 0.2	0.2	0.2	0.6	0.5	▲ 0.7	0.1	0.6	0.2	▲ 0.1	0.1
民間住宅	%	▲ 2.7	▲ 1.8	0.4	1.1	1.1	0.5	1.6	▲ 2.2	▲ 2.0	▲ 0.3	0.0	0.2	0.5
民間企業設備	%	▲ 0.1	2.3	▲ 3.4	3.0	▲ 0.2	0.9	1.8	▲ 2.5	0.2	0.5	0.5	0.3	0.9
民間在庫変動（寄与度）	%pt	▲ 0.4	▲ 0.1	0.3	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	0.1	▲ 0.1
公的需要	%	0.4	0.6	▲ 0.3	0.4	0.1	1.6	0.7	0.5	0.2	0.4	0.7	▲ 0.2	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	0.5	0.1	0.2	0.6	▲ 0.3	1.6	0.7	0.4	0.3	0.4	0.7	▲ 0.2	▲ 0.1
公的固定資本形成	%	0.2	2.5	▲ 2.4	▲ 0.7	2.0	1.6	0.9	0.8	▲ 0.1	0.3	0.4	▲ 0.1	▲ 0.2
輸出	%	0.8	0.7	▲ 1.8	1.2	▲ 2.1	0.5	▲ 0.6	▲ 1.0	▲ 0.5	0.5	1.6	▲ 0.5	1.2
輸入	%	0.6	0.8	▲ 1.3	3.8	▲ 4.1	2.1	0.3	▲ 2.1	1.3	1.5	1.2	0.5	1.0
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.5	0.5	▲ 0.5	0.6	0.3	0.8	0.6	▲ 0.7	0.0	0.5	0.4	0.1	▲ 0.0
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.6	0.4	▲ 0.4	0.6	0.2	0.4	0.4	▲ 0.8	▲ 0.0	0.4	0.2	0.1	▲ 0.0
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.2	▲ 0.1	0.1	0.0	0.4	0.2	0.1	0.0	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	0.1	▲ 0.2	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	0.5	0.1	▲ 0.3	▲ 0.6	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	0.6	0.8	2.4	0.4	0.5
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
（消費税要因を除く）									*(0.3)*	*(0.2)*	*(0.2)*	*(0.2)*		
（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）									*(0.3)*	*(0.4)*	*(0.5)*	*(0.5)*	*(0.5)*	*(0.6)*
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	2.5
鉱工業生産　（前期比）	%	▲ 0.9	0.8	▲ 0.7	1.4	▲ 2.5	0.6	▲ 0.5	▲ 3.5	1.5	▲ 0.8	1.0	▲ 0.5	1.5
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	108.0	108.0	108.0	106.5	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	▲ 0.08	▲ 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	▲ 0.05	▲ 0.05	0.00	0.00	▲ 0.05	▲ 0.05
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.3	70.8	76.3	77.5	63.5	72.0	66.3	60.0	60.0	62.5	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。

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

個人消費は慎重なものの、経済は底堅さを維持

～FRB は様子見姿勢の継続を表明～

佐古　佳史

要旨

米中両政府が「第一段階の合意」に達したことで、12 月初めに高まっていた通商摩擦激化懸念は後退した。

米消費者には慎重な姿勢が確認できるものの、FRB によるこれまでの 3 回の利下げや堅調な雇用環境が米国経済を下支えしているといえる。12 月の FOMC にて FRB は、政策金利を 20 年は据え置くことで、現在の様子見姿勢を継続するスタンスを表明した。

景気の現状：ひっ迫感のない労働市場と慎重な個人消費

米中両政府は 13 日、「第一段階の合意」に達し、米国が 15 日に予定していた、中国からの輸入品に対する新たな追加関税の発動は見送られた。また、現在 15%の追加関税が課せられている約 1,200 億ドル相当の中国製品については、関税率が 7.5%へと引き下げられることとなった。ただし、合意到達後の米中の発表は、米国による追加関税の撤廃の程度、中国による米農産物の購入額などをめぐって食い違っている。20 年 1 月初めに正式文書が調印される予定となっているが、先行きはやや不透明といえるだろう。

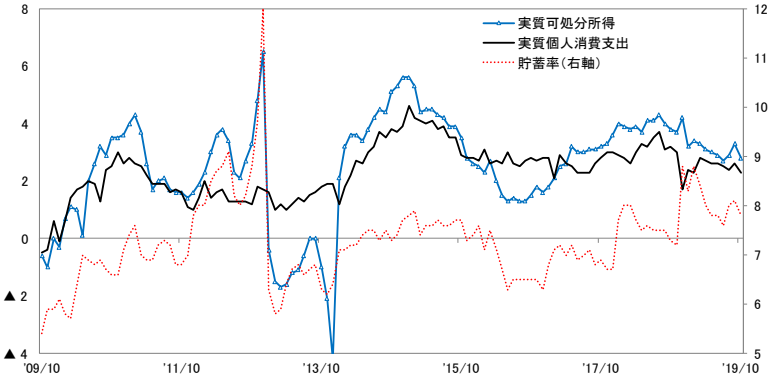
さて、足元の経済指標を確認してみると、11 月の非農業部門雇用者数は前月から 26.6 万人増と、10 月の同 15.6 万人増から増加ペースは加速した。また、9,10 月分の上方修正幅も合計 4.1 万人と大きく、労働市場の底堅さが示されたといえるだろう。失業率は 10 月から 0.1%ポイント低下し 3.5%となった。労働参加率は全年齢区分と 25～54 歳区分でともに 10 月からほぼ変わらず、それぞれ 63.2%、82.8%と比較的高い水準を維持している。

一方で、10 月の求人労働異動調査（JOLTS）では、新規求人数が 726 万人と 9 月から 3.5 万人増加したが、ピークを付けた 18 年末からは 40 万人ほど低い水準となっている。

全体としては、労働市場は底堅いものの、賃金上昇率が鈍いこともあり、ひっ迫しているとは考えにくい。また、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、10 月の個人消費支出の伸びは前月比 0.1%弱と勢いに乏しく、支出の内訳としては耐久消費財が同▲0.8%と減少していることなどから、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 所得・支出・貯蓄率の推移



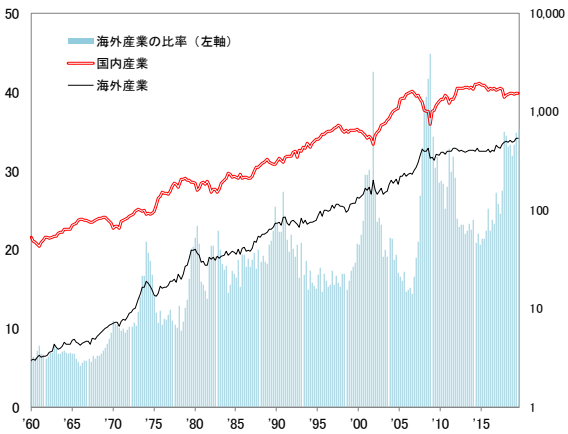
（資料）米商務省経済分析局、Bloombergより農中総研作成

小幅な伸びにとどまった 7～9 月期の企業利益

さて、前期比年率 2.1%と速報値の同 1.9%から 0.2 ポイント上方修正された 7～9 月期の GDP（改定値）とともに公表された 7～9 月期の米企業利益を確認してみると、代表的な指標である「税引き後、在庫評価、資本減耗調整後」でみると年率 1.88 兆ドルとなり、4～6 月期の同 1.86 兆ドルから 1.3%増加した一方で、前年比では 0.4%と小幅な伸びにとどまった。企業利益は名目値であることを考慮すると頭打ち状態といえるだろう。

7～9 月期時点で、米企業利益のうち 35.4%が海外からの利益となっているため、世界経済の減速が米企業に及ぼす影響は大きいと考えられる。米国経済は貿易依存度が低いとはいえ、FRB が利下げの根拠として世界経済の減速を繰り返し挙げたのも、ある程度は妥当といえよう。

図表2 企業利益の推移と内外比率



（資料）米国商務省、Bloomberg（注）税引き前。

図表3 企業利益・名目GDP比率の推移

（資料）米国商務省、Bloomberg

景気の先行き：スローダウン

つぎに、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から製造業の景況感が悪化し、設備投資が鈍化傾向であるため、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

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始めている。

企業部門では、11月のISM製造業指数（PMI）は、10月から小幅低下の48.1%と4ヶ月連続で判断の節目となる50%割れとなった。一方で、11月の非製造業指数（NMI）は53.9%と、10月からは低下したものの、引き続き堅調に推移している。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、米中による第一段階の合意もあり、先行きに対する懸念は幾分和らいだと思われる。

金融政策：緩和方向にバイアスを残した様子見姿勢

12月10～11日にかけて開かれた連邦公開市場委員会（FOMC）では、大方の事前予想通り、政策金利の誘導目標の据え置きが決定された。FOMC後に公表された資料（大勢見通し）からは、20年の経済成長率見通しがやや上方修正されたほか、政策金利は当面据え置かれる見通しとなった。

FOMC後の記者会見においてパウエル議長は、①低賃金の職種において賃金上昇率が高いことや、25-54歳における労働参加率が上昇していることを指摘した一方で、②低・中所得者層では失業率が高いことや労働参加率が低下していることなどから、依然として労働市場には緩みが残っている可能性を指摘し、労働市場がひっ迫しているとの判断には否定的な見方を示した。

インフレ率と政策金利については、③現在のインフレ率が低いことで期待インフレ率が低下し、結果的に政策金利が名目金利の実効下限制約（ELB）に近い水準にとどまってしまうことに警戒感を示した。また、④足元のインフレ率が低いため利上げは困難との見解に加えて、議長の個人的な見解としては、⑤インフレ率が安定的に2%を超えて推移するまでは利上げは難しいとの見方も示した。

全体的には、ドットチャートやFOMC参加者の経済見通しからは、FRBは20年にかけて様子見姿勢を継続すると読み取れるものの、記者会見はFRBが依然としてハト派であるとの印象を与えたといえる。

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4 FRB大勢見通し（12月時点）

			2019年	2020年	2021年	2022年	長期見通し
実質GDP		（%前年比）	**2.1～2.2**	**2.0～2.2**	**1.8～2.0**	**1.8～2.0**	**1.8～2.0**
	9月時点	（%前年比）	2.1～2.3	1.8～2.1	1.8～2.0	1.7～2.0	1.8～2.0
失業率		（%）	**3.5～3.6**	**3.5～3.7**	**3.5～3.9**	**3.5～4.0**	**3.9～4.3**
	9月時点	（%）	3.6～3.7	3.6～3.8	3.6～3.9	3.7～4.0	4.0～4.3
PCEデフレーター		（%前年比）	**1.4～1.5**	**1.8～1.9**	**2.0～2.1**	**2.0～2.2**	**2.0**
	9月時点	（%前年比）	1.5～1.6	1.8～2.0	2.0	2.0～2.2	2.0
コアPCEデフレーター		（%前年比）	**1.6～1.7**	**1.9～2.0**	**2.0～2.1**	**2.0～2.2**	
	9月時点	（%前年比）	1.7～1.8	1.9～2.0	2.0	2.0～2.2	
政策金利（中央値）		（%）	**1.625**	**1.625**	**1.875**	**2.125**	**2.50**
	9月時点	（%）	1.875	1.875	2.125	2.375	2.50

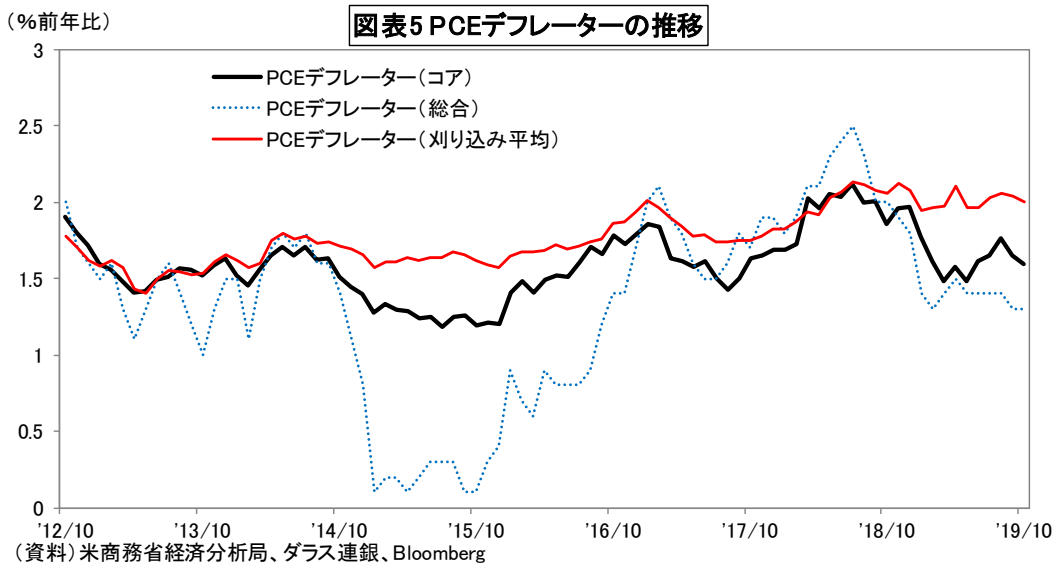
（資料）FRBより作成
（注）成長率・インフレ率は第4四半期の前年比。失業率は第4四半期の平均値。政策金利は年末の値。

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。11月の賃金上昇率は10月から0.1ポイント鈍化し前年比3.1%となった。18年末から19年初にかけての同3.3～3.4%をピークに、上昇率は鈍化している。

FRBが重視するPCEデフレーターの10月分を確認すると、全区分では前年比1.3%、食品とエネルギーを除くコアは2ヶ月連続で鈍化し、同 1.6%となった。ダラス連銀が公表している刈込平均PCEデフレーターによると、基調としては2%物価目標と整合的とも考えられるが、ニューヨーク連銀やミシガン大学の調査などからは、期待インフレ率が統計開始以来の最低水準付近で推移しており、インフレ率が今後も加速が続くとは考えづらい。

図表5 PCEデフレーターの推移



（資料）米商務省経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

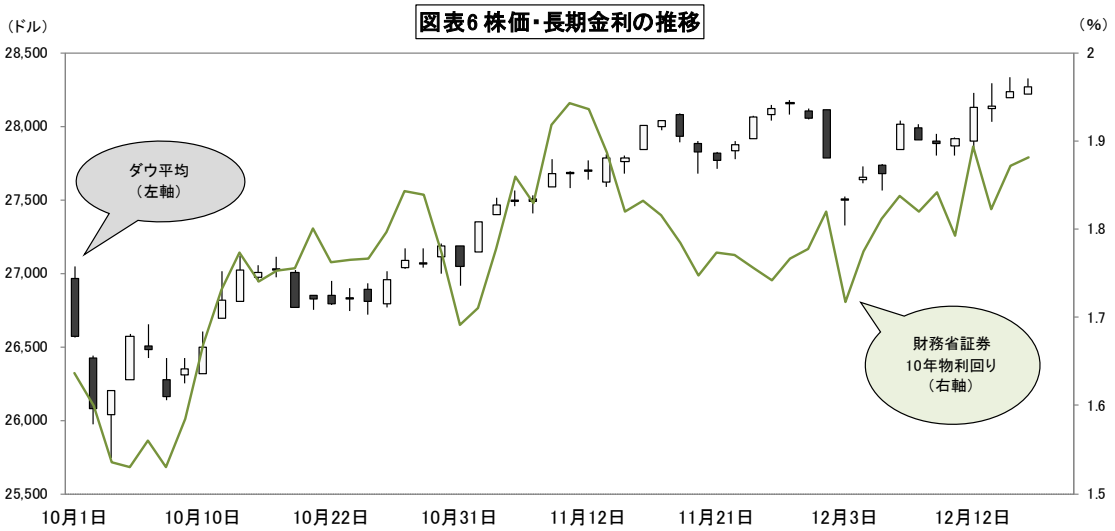
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

長期金利：12月前半と同様の1.8%前後と予想

最後にマーケットを概観すると、10月11日に「第一段階の合意」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。その後は通商協議への懸念が再燃するなかで、1.8%を中心とした推移となった。12月12日に米中が合意に達したとの報道を受けて利回りは一時1.9%まで上昇したが、13日以降は合意内容についての不透明感もあり、1.8%台前半から1.9%台半ばでのやや荒い動きとなっている。

先行きについても引き続き、米中通商協議に振らされる展開が続くだろう。また、中国の趨勢的な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12月前半と同水準の1.8%を中心としたレンジでの推移を予測する。

図表6 株価・長期金利の推移



（資料）Bloombergより農中総研作成

株式市場：緩やかな上昇傾向を予想

株式市場では、10月半ば以降、通商協議への楽観的な見方が強まるにつれて、上昇傾向で推移した。しかし、12月3日に対中追加関税を発動する可能性が示唆されたことで、ダウ平均は一時27,300ドル前半まで急落。その後は、「第一段階の合意」や雇用統計などの堅調な経済指標などが好材料となり株価は回復し、足元では史上最高値の更新が続いている。

先行きについては、逆イールドが解消したことや半導体市場や世界経済に底入れが意識されつつあることなどから、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や、合意内容に依然として不透明感が残っていることなどから、緩やかな上昇にとどまるのではないだろうか。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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	11/25 12/11	経済見通しに変化がない限り、金融政策を据え置く方針 FOMC後の記者会見にてハト派スタンス
	ウィリアムズ総裁（ニューヨーク）	−1	11/19 12/13	金利の調節は適切。ダウンサイドリスクに警戒。 3.5%の失業率は持続可能。3回の利下げで経済は底堅い
	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	11/20 11/26	3回利下げ後の様子見姿勢を表明 ゼロ金利時に短中期金利の上限検討を。柔軟な平均物価上昇率目標が適切
	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	11/12 12/13	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 米消費者を取り巻く環境は良い。
	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	11/18 12/17	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 金融の安定について懸念。資産価格について考える必要がある
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	11/26 12/17	労働市場はタイト。通商摩擦から、設備投資が先送りされている 経済見通しに大幅な変化がない限りは金利据え置きが妥当
	カシュカリ総裁（ミネアポリス）	−3	11/13 11/21	マイナス金利導入にやや否定的 リセッションまではいかなくとも、通商摩擦と関税がリスク要因
	メスター総裁（クリーブランド）	1～2	10/10 11/26	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 期待インフレは低くない。10月利下げは反対だが、きわどい判定（close call）
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. 12. 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

中国経済金融

下振れ圧力が依然強い中国経済

～20年の経済は小幅な減速に留まる見通し～

王　雷軒

要旨

2019年7～9月期の実質GDP成長率は前年比6.0%と減速したが、その後も一部下げ止まりの動きが出ているものの、下振れ圧力は依然として強い。

こうしたなか、12月10～12日に開催された「中央経済工作会議」で20年の経済運営の基本方針として「安定成長の維持」が決定された。また、米中通商協議においても第1段階の合意を受けて「一時休戦」に入ったこともあり、20年の経済は減速が続くものの、小幅に留まる見通しである。

米中通商協議において第1段階の合意を受けて「一時休戦」へ

2018年2月から13回の閣僚級協議を経て、19年12月13日、米中両政府は米中通商協議において第1段階の合意に達したことを発表した。20年1月第1週の署名を目指しており、実際の発効は署名から30日後となるとされている。

中国の発表によると、合意文書には、①前書き、②知的財産権、③技術移転、④食品および農産物、⑤金融サービス、⑥為替とその透明性、⑦貿易拡大、⑧紛争解決等、⑨まとめ、の9つの章から構成される。

現段階では、合意の詳細は不明だが、米国政府は、①19年12月に予定されていた第4弾の約1,600億ドルの中国製品への15%の追加関税の発動を見送る、②19年9月から約1,200億ドルの中国製品に課されている追加関税率は現行の15%を7.5%に引き下げる、③一方、第1弾から第3弾での合計2,500億ドル相当の中国製品に課されている25%の追加関税率は据え置かれる、ことを明らかにした（図表1）。

追加関税率の一部の引き下げなど、米国によるこれらの措置で米中通商協議をめぐる確実性は幾分和らぎ、経済へのさらなる悪影響は回避される見通しである。しかし、今回の合意を受けて米中摩擦がすぐ解消に向かうと考えるのは時期尚早で「一時休戦」状態に入ったに過ぎないと思われる。

今後、1月第1週に予定される署名、その後の第2段階の合意に向けての協議の動きに注目が集まる。

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　第1段階の合意を受けた米国の対中追加関税措置の変化

	発動時期	米国による追加関税措置	第1段階の合意後
第1弾	2018年7月6日	340億ドルの中国製品に25%の追加関税を課す	据え置き
第2弾	2018年8月23日	160億ドルの中国製品に25%の追加関税を課す	
第3弾	2018年9月24日	2,000億ドル相当の中国製品に10%の追加関税を課す	
	2019年5月10日/6月1日	追加関税は10%から25%に引き上げる	
第4弾	2019年9月1日	約1,200億ドル相当の中国製品に15%の追加関税を課す	**追加関税率15%を7.5%に引き下げる**
	2019年12月15日	約1,600億ドル相当の中国製品を対象に15%の追加関税を課す	**見送り**

（資料）各種報道をもとに作成

20 年の経済運営の基本方針も安定成長の維持

12 月 10～12 日には、19 年の経済情勢を総括したうえで、20 年の経営運営の基本方針や政策を決める定例の「中央経済工作会議」が開催された。

この会議では、当面の経済情勢については、19 年入り後、中国経済が直面する内外のダウンサイドリスクが明らかに高まってきたが、13 次 5 か年計画（16～20 年）に盛り込まれた目標に沿って、「全面的な小康社会」（ややゆとりのある社会）の建設が新たな大きな進展を見せたと評価した。

一方、中国経済の構造調整が行われるなか、今後の中国経済を牽引する産業を育成している最中であることもあり、下振れ圧力を跳ね返すだけの力はまだ備わっていない。加えて、海外経済の拡大テンポが弱まり、成長をめぐる不確実性や不透明性が高まっているという認識も示されている。

20 年は、13 次 5 か年計画の最終年で百年目標の第 1 である「全面的な小康社会」の達成年であり、かつ 14 次 5 か年計画（21～25 年）の実施に向けてベースをつくり上げる年でもあるため、安定成長の維持が最も重要である。

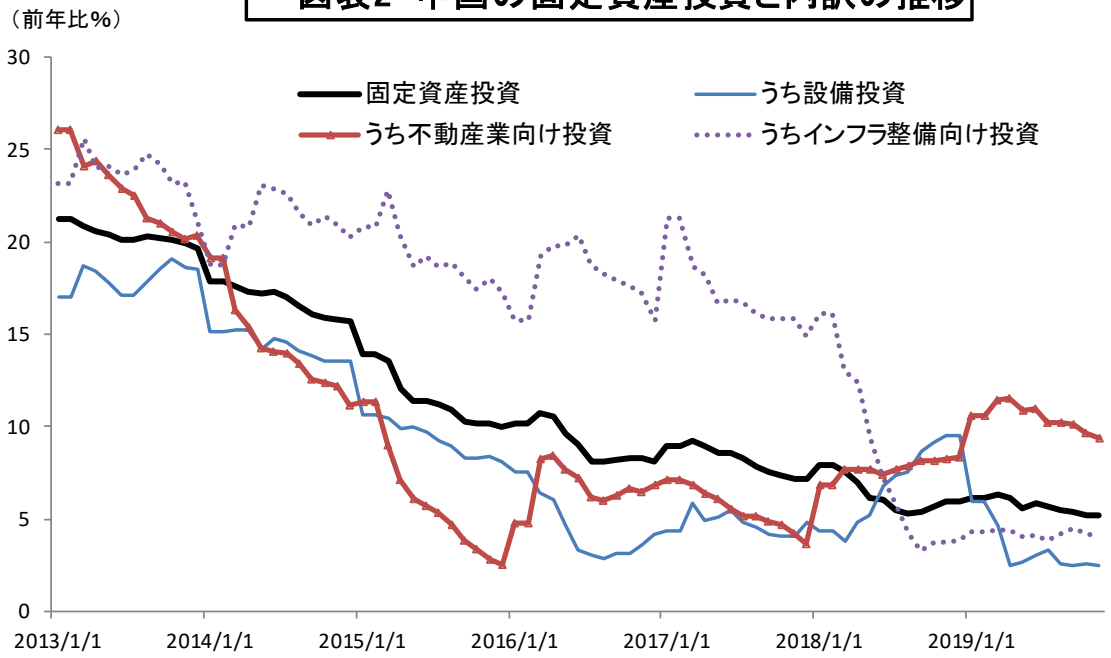
こうしたなか、20 年の経済運営の基本方針は安定を保ちながら前に進むこと、つまり「穏中求進」が決定された。また、経済運営政策についても 19 年と同様、「積極的な財政政策と穏健な（中立的）金融政策」を継続するとした。例年通り、成長目

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

標などの具体的な数値目標は3月の全人代で公表される予定である。

発表された基本方針や経済政策の据え置きなどから考えると、20年の成長目標は19年の「6.0～6.5%」から「6%前後」に引き下げると見込まれる。

図表2 中国の固定資産投資と内訳の推移



（資料） 中国国家統計局、 CEICデータより作成、（注）年初来累積、直近は19年11月。

11 月の経済指標に一部下げ止まりの動きが見られたものの、下振れ圧力は依然強い

さて、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。また、足元では下げ止まりの動きが出ているものの、10、11月分の主要経済指標は総じて弱く、下振れ圧力は依然強いと見られる。以下、足元の経済指標から景気の現状をみたうえで、20年の見通しを述べたい。

まず、投資については、1～11 月期の固定資産投資は前年比5.2%と、1～10月期（同5.2%）と変わらずで、足踏みが続いた（図表2）。このうち、不動産業向け投資は同9.4%と水準は高いものの、鈍化基調にある。また、インフラ整備向け投資も前年比4.0%と1～10月期（同4.2%）から再び鈍化に転じた。設備投資も同2.5%で依然弱かった。

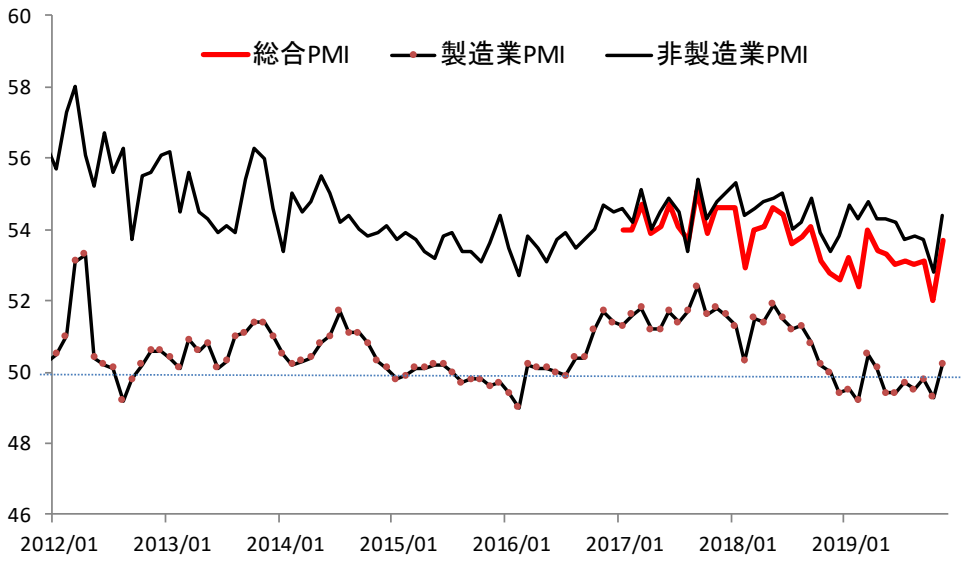
消費については、11月の小売売上総額は前年比8.0%と10月（同 7.2%）から伸び率が高まった。このうち、ネット販売を通じた小売売上総額は同 24.6%と好調だったほか、11 月の自

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

動車販売額も同▲1.8%と 10 月（▲3.3%）からは下げ幅を縮小した。しかしながら、物価変動を除いた 11 月の小売売上総額は前年比 4.9%と、10 月と増加率に変化はなかった。

11 月の輸出額（米ドルベース）は前年比▲2.5%と 10 月（同▲2.0%）から減少幅が拡大した。一方、輸入額は同 0.1%と小幅ながら 7 ヶ月ぶりの増加となった。また、11 月の鉱工業生産は前年比 6.2%と 10 月（同 4.7%）から加速し、5 ヶ月ぶりの高い伸びとなった。製造業 PMI も 50.2 と 7 ヶ月ぶりに景気判断の分岐点となる 50 を上回った（図表 3）。

図表3 中国の製造業PMI・非製造業PMI・総合PMI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11月。

20 年の中国経済は減速が続くも小幅に留まると見込まれる

以上の内外情勢を踏まえつつ 20 年の経済を展望すると、米中通商協議に不確実性が残っていることや中国政府の経済刺激策に対する慎重な姿勢から、20 年の成長率は前年比 6.0%と 19 年 6.2%の見込みからさらに減速するものと予測する。

一方、「中央経済工作会議」で示された通り、20 年は節目の年であり、安定成長（6%前後）を維持するために、金融・財政政策の強化を通じて景気を下支えする動きが続く可能性は高く、大幅な成長鈍化には至らず、小幅減速に留まると見込まれる。引き続き、米中通商協議の動きに加え、全人代に注目が集まるだろう。

（19. 12. 17 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

半導体サイクルとユーロ圏経済

～循環的な要因よりも構造的な要因に左右されるユーロ圏～

山口　勝義

要旨

半導体サイクルが近く回復に転じ、世界経済の成長を促すとの見方がある。しかし、ユーロ圏では半導体の回復から受ける好影響は限られ、しかも構造的な要因に大きく左右される状況にある。現在のところ、成長率が循環的に底入れし回復に向かうとは考えにくい。

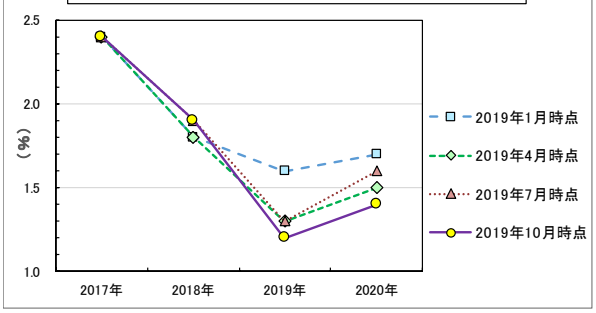
はじめに

ユーロ圏では軟調な経済情勢が続いている。大幅に成長が減速したドイツ経済には今も改善の兆しが乏しく、これまで高い成長率を維持してきたスペイン経済にも一部に陰りが現れている。また、ユーロ圏は様々なダウンサイドリスクにも取り巻かれている。米国と中国との間の貿易摩擦の長期化や拡大、米欧間での同様の摩擦の表面化、英国の欧州連合（EU）からの離脱に伴う混乱などである。

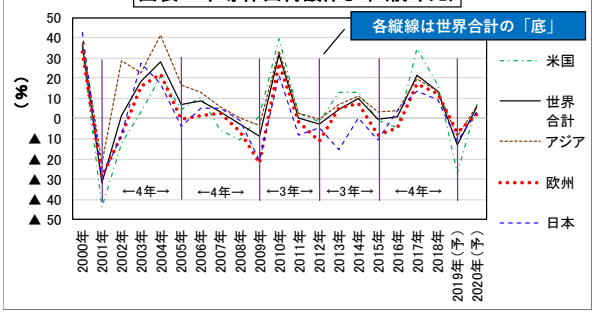
このため、ユーロ圏では経済成長の下振れの可能性が常に存在していることになる。しかしこうした潜在的なリスクを別とすれば、2017 年をピークに減速を続けてきたユーロ圏経済も、そろそろ底入れが期待できる時期に来ていると見てよいのだろうか。例えば、20 年には新興国経済の回復を見込む国際通貨基金（IMF）は、ユーロ圏についても、19 年の GDP 成長率の予測値を相次いで切り下げる一方で 20 年については成長率が反転し上昇する見通しを維持している（図表 1）。

また金融市場でも、この秋頃からは米中間の通商交渉の進展への期待を背景に、主要国でリスクオンの動きが生じている。確かに 20 年には大統領選挙を控えた米国が交渉の泥沼化を回避するとの観測に

図表1 実質GDP成長率の予測値（ユーロ圏、IMFによる）



図表2 半導体出荷額伸び率（前年比）



（資料）図表 1 は IMF の、図表 2 は World Semiconductor Trade Statistics（WSTS）の、各データから農中総研作成
（注）図表 2 の（予）は、WSTS による予測値である。

は一応の合理性があり、両国が段階的にも合意に達することで世界貿易を巡る環境が改善に向かうとの想定は現実的であるとも考えられる。このほか、半導体サイクルが近く回復に転じ、世界経済の成長を促すとの見方もある（図表 2）[注 1]。

このうち政治面の動きについては今後の具体的な進展を見極める必要があるが、一方の半導体サイクルを中心とした循環的な動きに関しては、その効果を検証することが必要であると考えられる。

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

限られる半導体サイクルの好影響

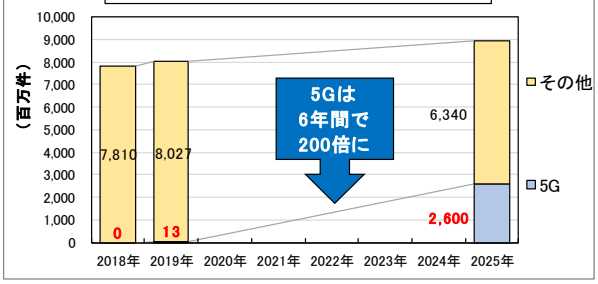
半導体業界では需給の偏りを主要因として、これまでにかなり明確な3～4年の周期で、好不況の循環を繰り返してきた（図表2）。こうした過去の経験則に照らせば、20年は半導体の生産が回復する年になる可能性が高いということになる。

半導体を巡る楽観的な見通しには、この定期的なサイクルの他にも根拠がある。それは、第5世代移動通信システム（5G）の商用化の拡大である[注2]。5Gは高速・大容量で多数同時接続が可能であるなどの特徴を持ち、あらゆるモノがインターネットにつながる「IoT」や人工知能（AI）などと一体化し実用化が進むことで、今後、半導体需要を押し上げる強い要因となるものと予想されている。例えば、スマートフォンなどの携帯電話の分野で、5Gの活用が急速に進むと見込まれている（図表3）[注3]。またAIについても、世界中でその活用の分野が拡大していくものとみられている（図表4）[注4]。

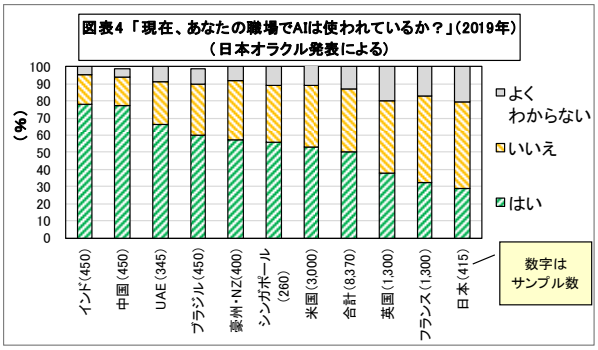
しかし以上をもって半導体サイクルの回復がユーロ圏経済の回復を促す大きな力になり得るかというと、留保が必要である。まず、欧州の半導体出荷額のシェアはアジア・大洋州や米州に比べれば格段に小さく、また半導体と直接関連するコンピュータ産業にしても、ドイツなどを中心に、自動車産業などとの対比で小規模なものでしかない（図表5、6）。

このため、結局のところユーロ圏では半導体サイクルからの直接的な好影響は限られ、それを受けやすいアジアや米国の経済の好転からの間接的な影響が波及するに止まる可能性が大きい。また一方では、米中間の通商交渉が「第一段階」からさらに進んで、残された産業補助金なども含めて合意に至るのは容易なことではないものとみられる。こうした不安定な環境の下では、半導体サイクル自体の底打ちが後ずれし、あるいは回復力が弱いものとなることも、十分に起こり得るシナリオであると考えられる。

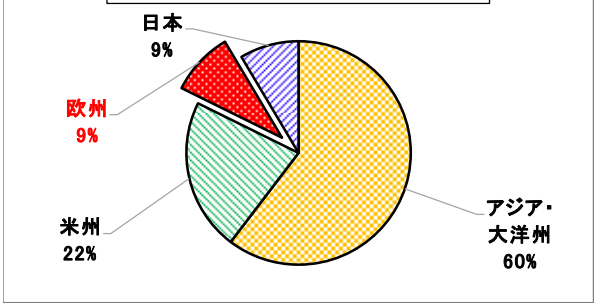
図表3 携帯電話契約数の予測値（世界合計）（Ericssonによる）



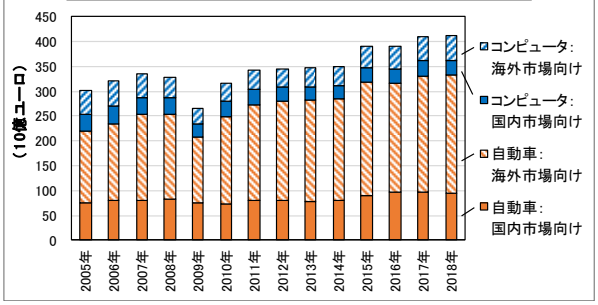
図表4「現在、あなたの職場でAIは使われているか？」（2019年）（日本オラクル発表による）



図表5 半導体出荷額の地域別シェア（2018年）



図表6 工業製品の出荷額（自動車、コンピュータ）（ドイツ）



（資料）図表3はEricssonの、図表4は日本オラクルの、図表5はWSTSの、図表6はStatistisches Bundesamt（ドイツ連邦統計局）の、各データから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

構造的な要因の影響が大きいユーロ圏

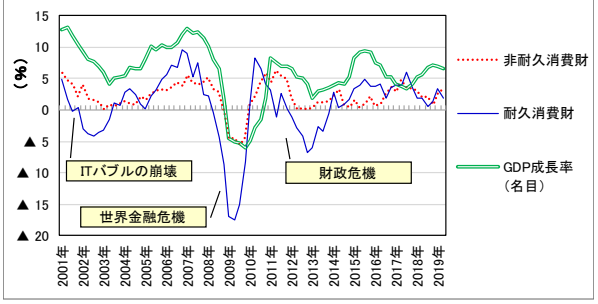
では、循環的な動きを示すとされる、半導体以外の製品の動向はどうであろうか。

一般に乗用車などの耐久消費財は、景気拡大期における需要の盛り上がりの後、買換え需要を主因とするサイクルが生じやすいとされている。ここで欧州について耐久消費財全体の動きを確認すると、様々な危機の到来で攪乱されているためか明確なサイクルらしきものは現れていない（図表 7）。ただし、このうちドイツの乗用車について見れば、半導体ほど明確ではないものの 7 年程度のサイクルが認められる時期がある（図表 8）。

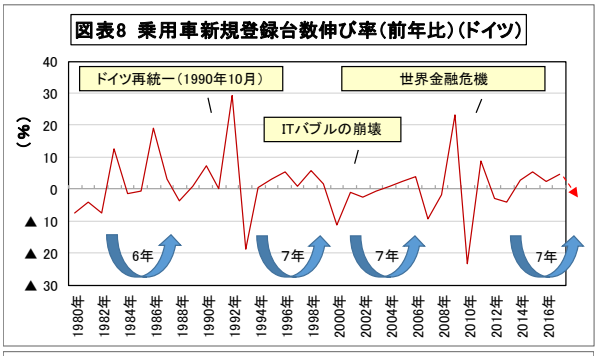
しかし、13 年を底に現在進行中とみられるサイクルについて言えば、これは足元では必ずしも循環的な需要の縮小で乗用車の伸びが鈍化しているというわけではない。むしろ、米中間の摩擦を背景にした世界貿易の停滞や、高齢化の進展やカーシェアリングの拡大などによる需要の縮小という、構造的な要因がより大きく働いているものと考えられる。現実に世界の貿易は、成長が減速するどころか縮小する状態にある（図表 9）[注 5]。そしてこれに対応する形で、ユーロ圏では自動車の生産は沈んだままである（図表 10）。しかも、待ったなしの気候変動対策や急速に進む自動運転などの技術革新の下で、自動車産業は次世代車への転換が迫られている。この過程では、例えば新たな排ガス規制への適応の遅れなどによる供給側の停滞も、需要側の問題とともに、経済活動を制約する要因として働いている。

このように、現在のユーロ圏経済は循環的な要因よりも構造的な要因に支配されていると見ることができる。まして、ドイツを始めとしてユーロ圏における主要産業である自動車産業こそが、この構造要因の大きな影響下にあるわけである。こうしたことからすれば、現在のところ、ユーロ圏経済が近く循環的なサイクルに応じて底入れし成長率が回復に向かうとは考えにくい、ということになる。

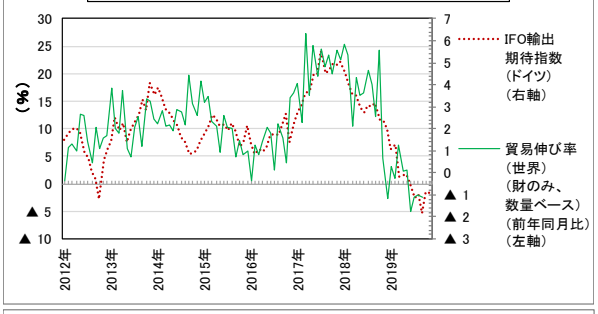
図表7 出荷額伸び率（前年同期比）（EU）



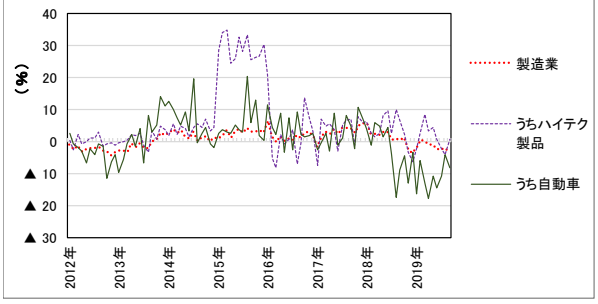
図表8 乗用車新規登録台数伸び率（前年比）（ドイツ）



図表9 貿易伸び率（世界）と輸出期待指数（ドイツ）



図表10 生産高伸び率（前年同月比）（ユーロ圏）



（資料） 図表 7、8、10 は Eurostat の、図表 9 は CPB（オランダ経済政策分析局）および Ifo の、各データから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

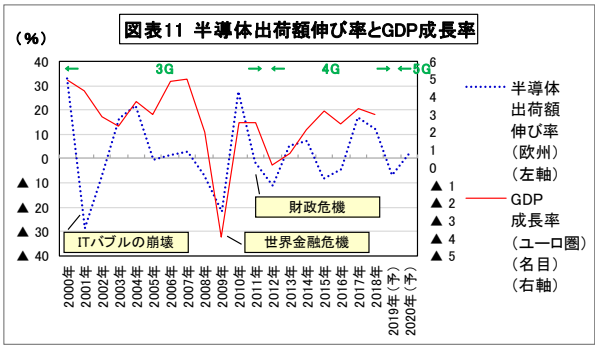
おわりに

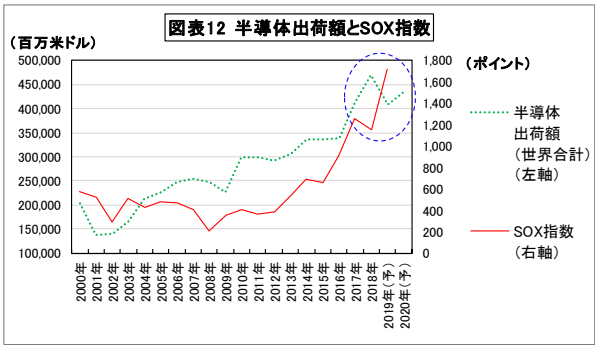
改めて過去の経緯から半導体の生産がユーロ圏の経済成長を左右した可能性を探ると、IT バブルの崩壊前後や、4G 導入初期の 10 年代前半などにはこのような力が大きく働いていたことが考えられる（図表 11）。しかし、半導体の生産と経済成長の間には双方向の影響がある中で、片方の効果のみを特定することは困難である。このほか、半導体出荷額と代表的な半導体関連の株価指数であるフィラデルフィア半導体株指数（SOX）とを対比すると、最近の 5G 期待には過熱感が出ているようにも感じられる（図表 12）[注 6]。

一方でユーロ圏では最近、米欧間の貿易摩擦への懸念が強まっている。これまでに米国は 19 年 5 月の「為替報告書」でドイツを監視対象国として継続指定し、同国の巨額の対米貿易収支黒字額や経済の実力対比で低い実質実効為替レートなどを問題視している。またトランプ米大統領は、貿易や為替に限らず様々な側面で EU に対し反発を示してきてもいる[注 7]。

こうしたなか、米国は 19 年 10 月にエアバスへの補助金を巡り EU に対し報復関税を発動し、さらに 12 月に、その拡大を検討すると発表している。また同じ 12 月にはフランスのデジタル税を不当な差別税制であるとみなし、20 年 1 月にも報復関税を発動するとした。これらはもとより米中間の覇権争いとは性格を異にする動きではあるが、ユーロ圏にとって経済成長の重荷となることに変わりはない。

以上のとおりユーロ圏では半導体の回復から受ける好影響は限られ、しかも構造的な要因に左右される状況にある。成長率の循環的な底入れには、大きな期待は持てそうにはない。（19. 12. 17 現在）





（資料）図表 11 は WSTS および Eurostat の、図表 12 は WSTS および Bloomberg の、各データから農中総研作成
（注）図表 11、12 の（予）は、WSTS による予測値である。また、SOX 指数は各年末値、19 年は 11 月末の値である。

（注 1）図表 2 の WSTS のデータは、次の WSTS 日本協議会のページによる。図表 11、12 も同様である。
https://www.jeita.or.jp/japanese/stat/wsts/index.html

（注 2）5G の商用化は世界で 19 年以降、順次進められてきている。例えば、19 年 4 月にスイス、6 月にイタリア、スペイン、7 月に英国で商用化が開始された。また、米国、韓国では 19 年 4 月、中国では 19 年中に開始され、日本でも 20 年に開始の予定である。

（注 3）図表 3 は、Ericsson（November 2019）“Ericsson Mobility Report”p34 のデータによる。

（注 4）図表 4 は、日本オラクルが発表した世界 10 ヶ国・地域の AI 利用状況調査による。本調査は、企業の正社員である管理職および一般社員を対象とし、Savanta 社が 19 年 7 月から 8 月の間に実施したものである。次のページによる。
https://www.oracle.com/jp/corporate/pressrelease/jp20191113.html

（注 5）Ifo 輸出期待指数は、Ifo Institute が約 2,300 社のドイツの製造業企業を対象に月次で実施する調査を基に算出されている。今後 3 ヶ月間に輸出が「増加する」、「変わらない」、「減少する」との各社の見通しを踏まえ、「増加する」の割合から「減少する」の割合を差し引いたものである。

（注 6）SOX は、半導体の設計、製造、流通、販売を手掛ける 30 社の企業体で構成される株価指数で、フィラデルフィア証券取引所が算出・公表している。

（注 7）トランプ米大統領は、これまでに対エアバス補助金やデジタル課税のほか、NATO 負担金、「ノルド・ストリーム 2」計画、ファーウェイや「一帯一路」への対応、イラン対応、などを巡り EU 内での対応に反発し、また、そもそも意思決定が複雑である EU という国家連合体に対しても違和感を示してきた経緯がある。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外金融経済

気候変動への欧州当局の対応

～2050 年ネットゼロ、持続可能な経済成長を目指して～

菊池　純一

「2100 年未来の天気予報」

環境省がウェブサイトで公開している「2100 年未来の天気予報」で冬の天気予報を見ると、**2100 年 2 月 3 日、東京の最高気温は 26.0℃**（『1.5℃目標』未達成の場合）となっている。気象庁によると、現在の 2 月の平均最高気温は 10℃である。

ページでは、「このまま有効な対策を執らずに地球温暖化が進行すると、2000 年頃からの平均気温が（2100 年には）最大 4.8℃上昇すると予測されています。」と説明されており、世界各国が「パリ協定」に従って「世界全体の平均気温の上昇を産業革命以前に比べて 2℃より十分低く保つとともに、1.5℃に抑える努力」をすれば、そのようなことにはならないのであろうが、残念ながら現実はそうではない模様である。

世界の平均気温は 3.2℃上昇

国連環境計画（UNEP）は、11 月に公表した報告書で、パリ協定に基づく各国の温室効果ガス排出量削減目標を達成しても世界の平均気温は **3.2℃上昇**してしまう、と警告している。

世界では、昨年、気候変動に関する政府間パネル（IPCC）が 2100 年までの世界の経済的損失について、1.5℃上昇の場合で 54 兆ドル、2℃上昇では 69 兆ドル、との推定を公表し、また 2℃を超えると不可逆的で壊滅的な状況になる可能性があるとの認識が広まるとともに、**1.5℃目標必達**がコンセンサスとなりつつある。

2050 年温室効果ガス排出量ネットゼロ

上昇を 1.5℃以内に抑えるには、世界の温室効果ガス排出量を**2050 年にはネットゼロ**にする必要がある、とされているが、欧州委員会は 12 月、フォン・デア・ライエン新委員長のもと、2050 年ネットゼロを柱とする**「欧州グリーンディール」**を公表した。

ネットゼロ実現のためには、二酸化炭素を多く排出する石炭等の化石燃料から太陽光や風力などの再生可能エネルギーへの転換や、ガソリン車から電気自動車への切り替えなどが必要となり、それには膨大な投資資金が必要と見込まれ、欧州委員会は、「欧州グーンディール」で、2030 年までの 10 年間について**毎年 2,600 億ユーロ**の投資が必要としている。

EU タクソノミー

気候変動対応を含むサステナビリティ関連プロジェクトをすべて公的資金で賄うことは難しいことから、欧州委員会は、民間資金の導入に向けて 2018 年 3 月に**「サステナブル・ファイナンスに関するアクションプラン」**を採択し、専門委員会を設置して、① **EU タクソノミー（EU のサステナビリティ方針に資する経済活動を分類したもの）**、② EU グリーンボンド基準、③ 非財務情報開示ガイドライン、などサステナブル・ファイナンスの基盤整備を進めてきている。

このうち EU タクソノミーは、サステナブル・ファイナンス全般の基礎となるも

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

のであり、また、**「グリーンウォッシング」**（環境配慮活動を行っているような誤解を生じさせる開示等）を排除するための規制導入の前提となるものであるが、EU内ではサステナビリティ方針で定める 6つの環境目的のうち、気候変動緩和と気候変動適応について先行して協議を行ってきた。

6月に公表された協議案では、ガス火力発電所やハイブリッド車が**「グリーン」（環境目的に資する）**とはされておらず、また、原子力発電所は二酸化炭素を排出しないが「高レベル廃棄物の長期管理の影響評価ができない」として協議案には含まれていない等、相当厳しい内容となっており、12 月前半現在、大枠では合意しているが最終確定には至っていない。

なお、EU 域内の二酸化炭素排出量は世界の 9%程度に過ぎず、EU だけがネットゼロを実現しても温暖化対策の実効性は確保できないことから、欧州委員会はタクソノミーの**国際標準化**を目指して10月にプラットフォームを設置し、カナダ、中国、インド等が参加（日本は不参加）、参加国全体での二酸化炭素排出量は世界の44%となっている。

またEUは、温暖化対策が十分でない国の製品に関税を上乗せする**「国境炭素税」**の導入方針も公表している。

グリーン・サポーティング・ファクター

何が「グリーン」かについては上述のとおり最終確定には至っていないが、膨大な投資への資金誘導策として欧州委員会は 11 月、「環境に優しい銀行融資に対する**資本賦課の軽減**（グリーン・サポーティング・ファクター）」検討を表明している。

EUは、2008年の金融危機後に中小企業向け貸出に対する資本賦課を 25%程度軽減しており、今回も同様の仕組みを想定していると観測されているが、欧州銀行監督機構（EBA）は12月、「健全性基準における**リスク・ウェイト調整の正当性調査**実施」計画（2022～2024年。2025年6月最終報告期限）を公表している。

欧州内には「グリーン＝リスク・フリー、とは限らない」という意見や、「炭素税導入等の政策変更に伴う財務リスク（＝移行リスク）が高い二酸化炭素を多く排出するセクターへの資本賦課増のほうが現実的」といった意見もあるが、金融市場そして社会は5年後のEBAからの実証報告を待つことになる。

なお、**欧州投資銀行**（EIB）は11月、**化石燃料関連事業**への新規融資を2021年末までに停止することを公表しているが、化石燃料関連資産については「座礁資産（価値が大きく毀損）か」、といった報道が早くも出ている。

TCFDを巡る動き

気候変動問題に関する企業の情報開示の枠組みである TCFD**（気候関連財務情報開示タスクフォース）**については、その中核となる**シナリオ分析**（気候変動が自社に及ぼす影響等を分析）手法の開発を各国当局が主導しているが、TCFD の産みの親であるイングランド銀行の**カーニー総裁**は 12 月 COP25 でのスピーチで、「温室効果ガス排出量（実績）の開示は**フォワードルッキング**でない」とした上で、「投資ポートフォリオが**パリ協定の 2℃目標に整合しているか**測定する方法の標準化をTCFD で検討」と述べ、**温室効果ガス削減により温暖化抑制ができ（てい）るか、**が最重要であることを示唆、注目される。

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

国内経済金融

資産形成・運用をめぐる最近の動向

新谷　弘人

はじめに

「老後資金 2000 万円問題」が脚光をあび、資産形成・運用については、若年層を含めた国民の関心も高まりつつあるとみられている。以下では、NISA（少額投資非課税制度）などの利用状況、税制改正の動向と最近の家計の金融資産のうち、投資信託や個人向け国債などで目立った動きについてまとめた。

NISA の利用状況

NISA は 2014 年 1 月にスタートした個人投資家のための税制優遇制度（当初年間 100 万円、現在は 120 万円・5 年間、以下一般）であるが、18 年 1 月には、少額からの長期・積立・分散投資を支援するため、年間 40 万円・非課税期間 20 年・購入可能商品は金融庁が信託報酬等について定めた基準をみたす投資信託に限定する「つみたて NISA」も加わっている。

金融庁がまとめた 6 月現在の利用状況は、口座数が一般 1,162 万口座、つみたて 148 万口座、買付額が一般 16.9 兆円、つみたて 1,781 億円となっている。年代別買付額をみると、一般が 50 歳代以上が約 6 割を占めるのに対し、つみたては 20 歳～40 歳代が 3 分の 2 を占めており、比較的若い世代の資産形成を支援するという政策意図を反映したものになっている。また、つみたて NISA の対象投信・ETF は 173 本(うちアクティブ運用 18 本)と着実に増加している。

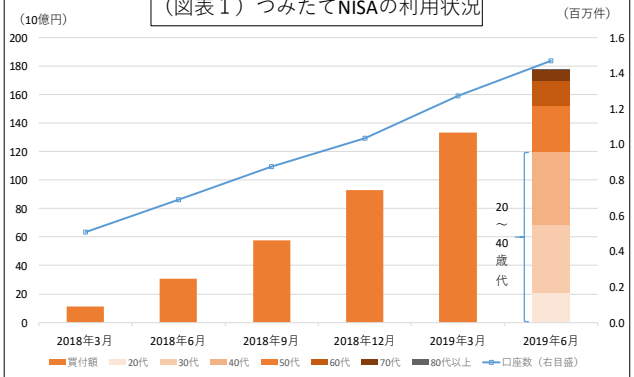
つみたて NISA の口座数・買付額は制度発足以降順調に増加している（図表 1）ものの、20 歳～40 歳代の人口が 4500 万人であることと比較すると、一般と併用できないことを勘案しても、つみたての普及が道半ばであることは否めない。

NISA は新制度へ移行

12 日にまとめられた与党税制改正大綱によると、つみたて NISA の投資期限が 37 年から 42 年まで 5 年間延長される。これにより、23 年までの投資について 20 年間の非課税が確保される。

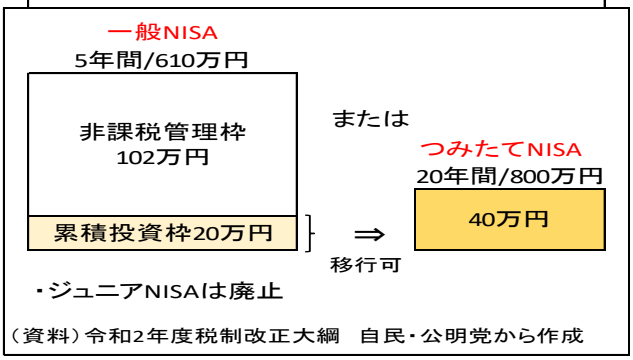
また、現行の一般 NISA は投資期限が 28 年まで延長されたうえで、24 年に大幅に制度が刷新されることになった。具体的には、つみたて NISA と同様の低コスト投信などに限定した年間 20 万円の安定運用

（図表１）つみたてNISAの利用状況



（資料）金融庁

（図表2）2024年からのNISAの概要



（資料）令和2年度税制改正大綱　自民・公明党から作成

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

の累積投資枠と、投資対象が現行に近い年間102万円の非課税管理枠に分けられ、累積投資枠に投資した場合のみ、非課税管理枠にも投資できることになる。なお、累積投資枠はつみたてNISAに移行可能とされている。

新制度の一般NISAは合計すると5年間で610万円となり、現行の600万円からわずかながらも増額される（図表2）。ただし、非課税管理枠についてもレバレッジなどでリスクが高く資産形成に向かないものは投資対象から除外されることになっている。

また、利用実績が乏しいジュニアNISAは24年以降は廃止となる。

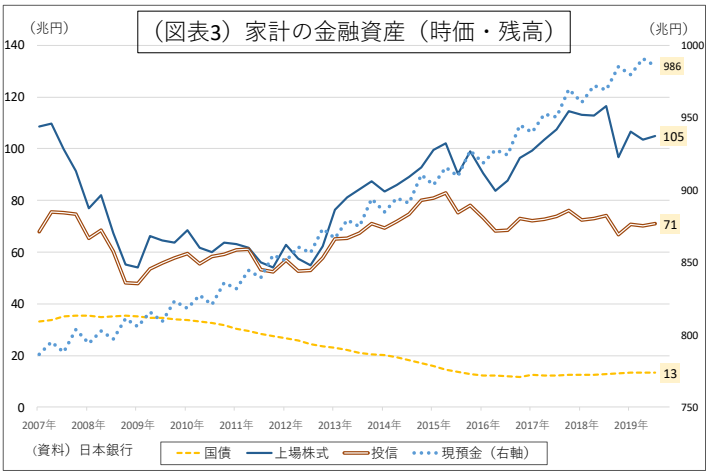
元本確保型投信

日本銀行の資金循環統計によれば、9月末現在、家計の金融資産は1,864兆円、うち現預金が53%の986兆円となっている。株式や投資信託の残高は鈍い伸びにとどまっているが（図表3）、以下では、最近の設定状況等で目立った投信の特徴をみていく。まずは「元本確保型」投信である。典型的なスキームは、信託期間10年の単位型投信で、募集期間以外の追加設定は行わない（資金の追加流入はない）。投資家から払い込まれた資金は社債に投資され、社債の発行代わり金により内外先進国の株価指数や債券の先物でリスク量を限定したモデル運用を行う。モデル運用で得られた成果のうち、信託報酬分を社債の固定クーポン（0.3%程度）で賄い、基準価額の目減りは回避（満期時の元本を確保）したうえで、固定クーポン分を超える運用益部分について実績分配するものである。当ファンドのシリーズは18年7月に初めて設定されて以降ほぼ毎月設定され、11月現在、累計で15本、純資産額2,942億円となっている。

従来から、基準価額に下限を設定したうえで、銀行保証により下限を下回らない「損失限定型」投信も一定の資金を集めていたが、これらは、低金利下でもある程度のリターンはほしいが、大きなリスクはとれない投資家のニーズを拾った商品設計といえよう。

ESG投信

金融庁による日本版スチュワードシップ・コード（金融機関や機関投資家が投資先企業の価値向上や受益者の利益を最大化するための行動などを規定した指針）の普及に向けた取組みもあり、17年ころからGPIFをはじめ機関投資家の間ではESG（環境・社会・企業統治）投資が本格化している。一方、個人投資家向けについても、SRI（社会的責任投資）、気候変動、SDGs（持続可能な開発目標）、ESGをテーマにした投信の設定が18年ころから目立ってきた。投資対象は内外債券・内外株式とさまざまであり、通常は運用会社（運用



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

再委託先を含む）の独自モデルでテーマに沿った運用先を決定するアクティブ運用が主流のようだ。投資規模が大きい機関投資家が株式運用で活用している ESG 指数等に連動させるパッシブ投資は現状あまりみられない。

なお、純資産額では、ESG 投資の一種であるインパクト投資（経済的利益のみならず、社会的な成果（インパクト）を与えることをめざす投資）を内外の先進医療関連企業株式に対し行う投信が 11 月末現在で 2,000 億円を超えているのが目立つ。

毎月分配型投信

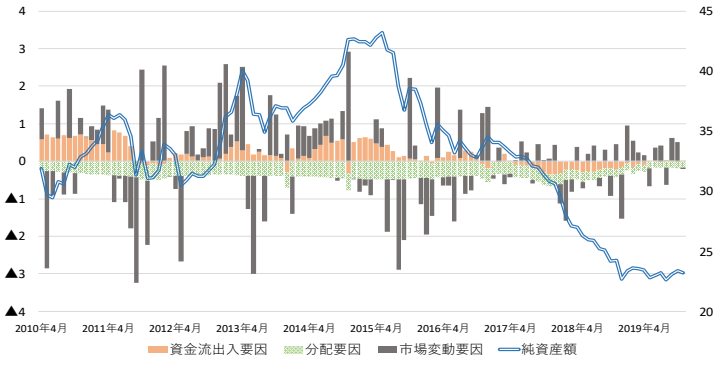
次に毎月分配型投信の最近の動向をみてみたい。毎月分配型投信は金利低下が進行した 2000 年代初めに脚光を浴び、08 年には 1 ファンドで 5 兆円を超える人気となったが、現在はこうした動きは沈静化している。

図表 4 は毎月分配型投信の純資産額変動の要因分解である。10 年以降のデータとなるが、ブレはあるものの純資産の拡大は 15 年夏まで継続した。ちなみに純資産額のピークは、15 年 5 月の 43.2 兆円、ファンド本数のピークは 15 年 8 月の 1,578 本である。その後も 16 年秋までは、資金フローは流入超（個人投資家の購入超、設定＞解約・償還）となっていた。

15 年夏以降の毎月分配型投信の純資産額減少を要因別にみると、16 年半ばまでは市場変動要因の影響が大きい。15 年夏のチャイナショック、16 年のマイナス金利導入以降の円高、英国国民投票での EU 離脱賛成多数などによる市場の混乱で純資産額が大きく毀損している。高リスク資産や高金利の新興国通貨を活用して分配収益原資を賄う商品性が裏目に出た格好だ。

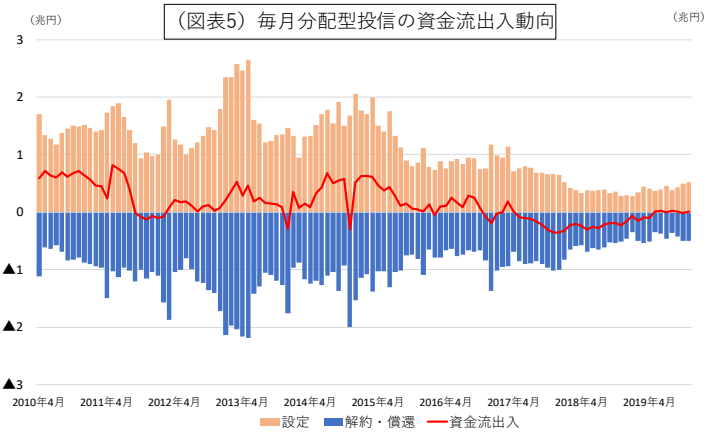
17 年 5 月以降は、資金流出が目立っている。森前金融庁長官が、「日本の資産運用業界への期待」と題した講演で、毎月分配型投信の商品性や販売姿勢に疑問を呈したのが 17 年 4 月 7 日である。その後金融庁からは毎月分配型投信に対して、高頻度の分配により複利効果が得られず投資効率が悪いこと、信託報酬が高めにされるなか、運用収益以上の分配により基準価額が大きく下落していることが受益者に説明されていない等、同様の疑問の発信が続いたのが資金流出の大きな要因

（図表4）毎月分配型投信・純資産額変動の要因分解



（資料）投資信託協会

（図表5）毎月分配型投信の資金流出入動向



（資料）投資信託協会

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

だろう。

毎月分配型投信は、19 年 4 月まで 24 カ月連続資金流出となり、この間 4.9 兆円の資金が流出したが、5 月以降はわずかながら、資金流入に転じている（10 月を除く、図表 5)。背景には、低金利下で預金利息にまったく期待できないなかで、定期的に一定額の分配を求める高齢者層のニーズがあるのではないかと推測される。

元本取崩型投信

冒頭延べた金融庁報告書の、老後資金 2000 万円問題とは、「高齢夫婦無職世帯（夫 65 歳、妻 60 歳）の平均的な姿をみると毎月 5.5 万円の赤字となっており、この赤字が毎月発生する場合、30 年では合計約 2,000 万円の金融資産の取崩しが必要となる」というものである。こうした前提の下での試算の一例であったが、人生 100 年が現実味を帯び、退職からの余命が延びるなか、金融庁も 18 年度の金融行政方針では、高齢社会における金融サービスのあり方の検討の中で、「長生きに備えながら、自身の状況に応じた資産の形成・取崩し・承継等を図っていく必要（下線筆者)」と記載している。

投信においても、毎月分配型とは異なる形で、あらかじめ目論見書に目標利回りに達しない場合は元本を取崩すことを明記するなど、高齢者層を意識した新たなタイプの投信が生まれている。元本取崩型と言われることもあり、たとえばグローバル株式・債券に投資し目標利回りを 6%と設定、年金支払のない奇数月の隔月分配とし、「現時点では運用収益が目標利回りを下回る可能性が高いため元本取崩となる」としている。ただし、目標利回りが定率であるため、元本が取り崩されるにしたがって、分配額は自動的に小さくなる。

個人向け国債

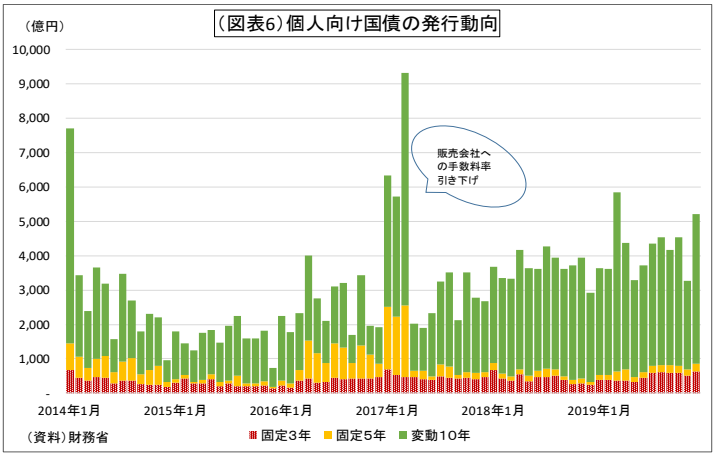
最後に個人向け国債の販売動向について触れておく。安全性が高いうえに 0.05%の最低金利保証があることから、根強い人気が継続しているが、直近 11 月募集分は 9 カ月ぶりの高水準 5,211 億円となった。内訳では、変動 10 年が 4,352 億円で全体の 84%を占める（図表 6)。

おわりに

個人金融資産の過半が依然として預貯金に滞留し、資産形成・運用に向けた実際の積極的な行動は鈍いままである。一方、人生 100 年時代を生き抜くためには、資産形成・運用の重要性は高まるばかりである。

低手数料化の流れなど厳しい経営環境が続くが、金融機関には、個々のニーズに見合った顧客本位の業務運営により、資産形成・運用の定着に向けた行動が求められる。

（図表6）個人向け国債の発行動向



（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

海外の話題

おひとりさま消費

北京事務所　首席代表　米坂樹紀

先日、出張時にひとりで立ち寄った上海の行きつけの居酒屋。ボトルキープしてある焼酎で黒酢にんにくを肴にカウンターでチビチビやっていると、カウンターが１人また1人と客で埋まっていく。気が付けばカウンター客は皆女性。皆ひとりで店にやって来ては焼き鳥をつつきながらサワーハイみたいなのを飲んでいる。それも皆スマホをいじりながら。

中国でも「個食化」「おひとりさま消費」は外食／フードサービスの世界でごく普通の光景になってきています。特に北京、上海のような都市部では「一人っ子」「夫婦共稼ぎ」がほぼ前提の社会となっており、ひとりで食事をとるニーズは日本よりも高そうです。

スマホから30分でボナペティ

しかし、中国での食事と言えば大勢でワイワイガヤガヤというのが伝統スタイルで、ひとりでの食事が市民権を得たのはそんな昔の話ではなく、スマホの普及とともにひとりでの食事も便利になり抵抗感も薄れたような気がします。

「外売」と書いて「ワイマイ」と読み、「出前サービス」という意味です。「外売」は中国の都市部の光景として切っても切り離せないほど、ランチ時ともなればバイクの出前配達人で溢れています。ハレの日に大勢集まるので出前をというのはガラケー時代の話で、スマホ時代になりおひとりさまニーズの出前もすっかり定着しました。

おいしいタイ料理を食べたいけど、タイレストランに一人で入るのはちょっと…。ロシア料理のコースを食べたいけど、周囲に気を使わず自分のペースで食べたい。そんな時は「外売」して、自分の部屋で世界各地の料理を楽しむことができます。ファストフードから高級料理まで余程のメニューでない限り、「外売」OKです。基本30分以内でデリバリーされます。

スマホ見て配達先へと猛ダッシュ

デリバリーのバイクはとにかく猛スピードで駆け抜けていきます。配達員は出前毎の歩合制ですので件数が勝負。注文からデリバリーまで30分を超えるとペナルティが課されると言われており、結構なハードワークです。

配達員は店から注文の品を受け取ると猛ダッシュしていきます。ショッピングセンターの飲食フロアーにある店からだとエスカレーターを二段飛ばしで疾走、一般人がぼけっーとエスカレーターに乗っていたのでは危険です。エスカレーターならまだしも、配達員のバイクはもっと危険です。なぜなら、配達員はスマホ地図で目的地を確認しながら運転しているからです。歩行者よりもスマホナビに集中している配達バイクには気をつけたいものです。

ひとり鍋　話し相手はぬいぐるみ

外食店舗でも話題のおひとりさま向けサービスがあります。連日大行列の大人気の火鍋チェーンではおひとりさまで入店すると対面の座席に大きなクマのぬいぐるみを置いてくれます。くまちゃんが一緒にいてくれるので寂しくないでしょというサービスですが、賛否は分かれます。

「ぬいぐるみあると落ち着く」「クマがかわいい」という肯定的な反応もあれば、私などは「放っておいてくれ」「ひとりでの来店をわざわざアピールする必要性があるのか」と思ったりしています。クマのぬいぐるみに向かって延々と話している客を見て私は驚いたことがありますが、よくよく見ればスマホで別の人と話しているようでした。

以上

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

2020年1月号　第31巻　第1号･通巻350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