ISSN 1345-0018

金融市場

潮　流

ある辞書の話…… 1

情勢判断

国内経済金融

11月以降の消費の持ち直しテンポに鈍さも

～海外発の下振れリスクはやや後退したが、依然根強い～… 2

海外経済金融

住宅着工に改善傾向

～インフレ関連統計とFRBの見通しに齟齬も～…10

足元で底打ちの兆しも見られた中国経済

～20年の経済は小幅な減速に留まる見通し～… 16

分析レポート

並行的に進む通商交渉に揺れる欧州経済

～焦点は米中間から米欧間やブレグジット関連に～ …22

地方銀行の2019年度中間決算の状況と経営戦略…26

19年の新興国の金融資本市場 ……34

今月の焦点

日本の財政⑩：2020年度予算案……36

感染が拡大する武漢発の新型肺炎

～2003年の“SARS”による中国経済への影響～ …40

連　載

face to faceを重視する東京消防信用組合…42

海外の話題

「ルールを作る」英国人 ……46

2020. 2

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

ある辞書の話

主席研究員　山口　勝義

手元に古い辞書がある。ラルースの挿絵入り辞書で、1930 年の刊。先日、都内の古書店の 100 円均一棚で手に入れたもの。表紙には、世界に広く知識の種を蒔くようにタンポポの綿毛を吹く、知恵の女神らしい女性が大きく描かれている。現在、同社が商標としている線描画風の、いかにもフランスらしいしゃれたデザインとは異なる図柄で、素朴ではあるが非常に印象的な雰囲気を醸し出している。実は、この辞書は 100 円でしかなかったのだけれども、表紙ばかりでなく他にも大変興味深い 1 冊だったのである。

それは、第一に 6 千点を超える挿絵である。いずれも非常に細密な描写で、当時の姿を良く伝えている。例えば交通機関にしても、様々な種類の馬車を取り上げている。大量生産に入った自動車の普及で馬車は既に旧時代の産物になりかけていたとみられるが、これに限らず色々な挿絵を眺めているだけで、100 年にも満たないこの間の、世の中の変化の速さを具体的に実感させられるのである。そして第二には、見返しに所有者の名前と、購入日らしい 1935 年の日付が書き留められている点である。また京都の、今はもうない古書店のラベルが添付されていることもある。1935 年と言えば、第二次世界大戦に向かう足音が着実に高まっていった時期に当たっている。その後、所有者であるこの K さんがどういう人生を送り、またこのフランス語の辞書が戦火をくぐりどういった経緯で現代の東京にまでたどり着いたのか、その背後には隠されたドラマがあったのかも知れないなどと思いながらページを繰ると、当時の情勢がいっそう現実感を伴って迫ってくるのである。

顧みれば、現代も格別変化の激しい時代である。自動車にしても、今や急速な技術革新や気候変動対策、またシェア経済の拡大などの下で、まれに見る大きな変革期を迎えている。国際政治の場でも、中国の台頭で米国との二極体制が構築されてきている。国際関係論の議論からすれば、アテネとスパルタの昔からこうした二極体制は、特に力関係の移行期には、またイデオロギーの対立を伴う場合には、安定性を欠く体制ということになる。かつてナポレオンの敗北後にはウィーン会議において多極体制が再構築され、その後は同盟の組み換えを通じバランス・オブ・パワーが柔軟に維持されてきた。ところがドイツの伸張で三国協商と三国同盟という二極体制への集約が進み、結局のところ、この体制の硬直化が第一次世界大戦勃発の主要な要因のひとつになったとされている。そして第二次世界大戦後には、米ソの冷戦の時代を経て、世界は今や新たな二極体制を迎えつつあるわけである。もとより現代は、緊密化した経済面の相互依存関係や核の抑止力により、大規模な戦争に至る可能性は考えられない時代である。しかしながら、米中間の覇権や安全保障を巡る争いの帰趨が世界の行方を左右する最大の不確定要素であることは確かであろう。

このように、変動の時代であり不安定な時代でもある現代。わずか数十年の後には、おそらく我々や我々の子孫は今では考えもつかない環境の下に置かれていることだろう。そうした中で、社会や経済がどのような方向に向かうのか常にアンテナを高く広く張りグローバルな視点でものを考えていかねばならない、自分こそ波乱の世の中を生き抜いてきた経験者なのだ、この辞書がこう訴えかけているように感じられるのである。

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

情勢判断

国内経済金融

11 月以降の消費の持ち直しテンポに鈍さも

～海外発の下振れリスクはやや後退したが、依然根強い～

南　武志

要旨

消費税率引上げ直後には大きく悪化した民間消費は、11 月以降は持ち直しつつあるが、そのテンポは鈍い。また、資本財出荷など設備投資関連の指標にも弱さが見られる。米中通商協議が一部合意に達するなど海外発の下振れリスクはやや後退したほか、半導体需要の回復など明るい材料も散見されつつあることから、20 年度入り前後には輸出・生産の持ち直しが始まると予想するが、20 年は米中両国とも成長鈍化が予想されるなか、世界経済の回復力にも自ずと限界があるとみられる。日本銀行も当面は追加緩和に前向きな姿勢を続けるだろう。

一方、世界的なリスクオンの流れを受けて、長期金利は再び操作目標であるゼロ%前後での展開となっている。展望レポートでは「2%の物価」を見通すことはできず、現行の緩和政策はさらに長期化する様相を見せている。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2020年 1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		(%)	−0.016	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.20～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.0210	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.06	0.00～0.06
国債利回り	20年債	(%)	0.265	0.15～0.35	0.15～0.35	0.15～0.35	0.10～0.35
	10年債	(%)	−0.025	−0.15～0.05	−0.15～0.05	−0.15～0.05	−0.20～0.00
	5年債	(%)	−0.120	−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)	109.5	100～112	100～112	100～112	100～112
	対ユーロ	(円/ユーロ)	121.1	113～128	113～128	113～128	113～128
日経平均株価		(円)	23,827	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2020年1月24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。

やや後退したものの、下振れリスクはなお強い

これまで 2 年近くにわたり、米中貿易摩擦は世界経済の下振れリスクとして意識されてきたが、1 月 15 日には通商協議における「第 1 段階の合意」に両国が調印、一段の摩擦激化に歯止めがかかった。とはいえ、両国間で応酬し合った追加関税措置の大部分はそのまま残っており、当面の間、時間差を伴った悪影響が強まる可能性は否定できない。

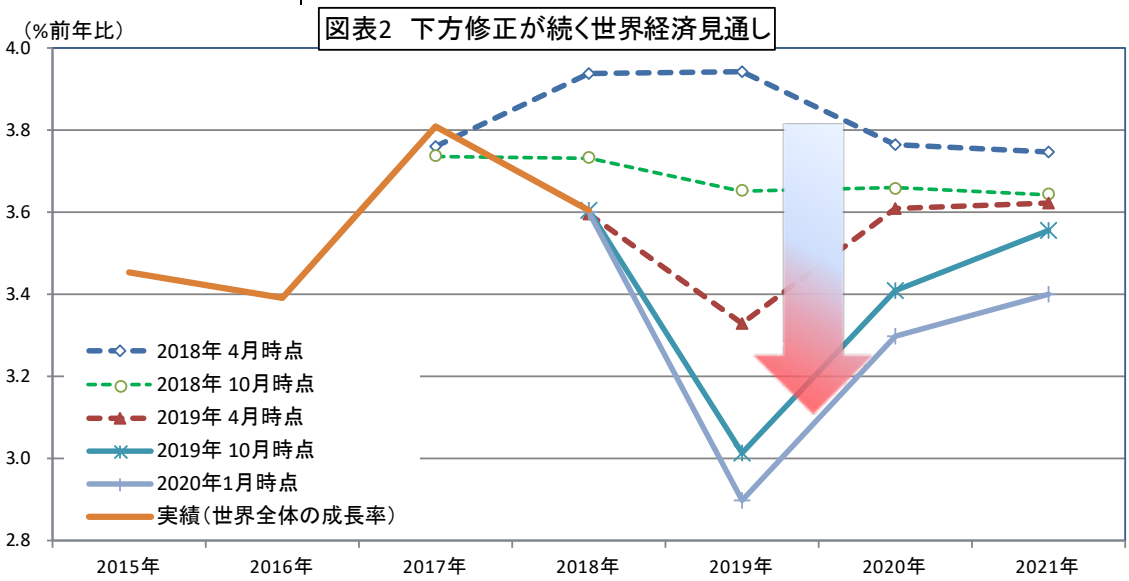
実際、20 日に公表された国際通貨基金（IMF）の世界経済見通し最新版では、20 年の世界全体の成長率を 3.3%に下方修正した（19 年 10 月時点は 3.4%）。これで下方修正は 6 回連続であるが、20 年についても 10 年ぶりの低成長となった 19 年（実

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

績見込みで 2.9%）からは持ち直すものの、2 大経済大国の米中両国に加え、日本も成長率が鈍化するほか、成長センターであるアジア新興国（除く中国）も成長率が鈍い状態が続くことが見込まれている。

一方、19 年は前年比 1.0%（実績見込み）まで鈍化した世界貿易数量（財・サービス）は、20 年については新興国の急回復によって同 2.9%まで持ち直すことが予想されているが、IMF では経済見通し全般について下振れリスクはなお優勢と評価している。

図表2　下方修正が続く世界経済見通し



（資料）国際通貨基金「世界経済見通しデータベース」等より農林中金総合研究所作成

消費のリバウンドに鈍さも

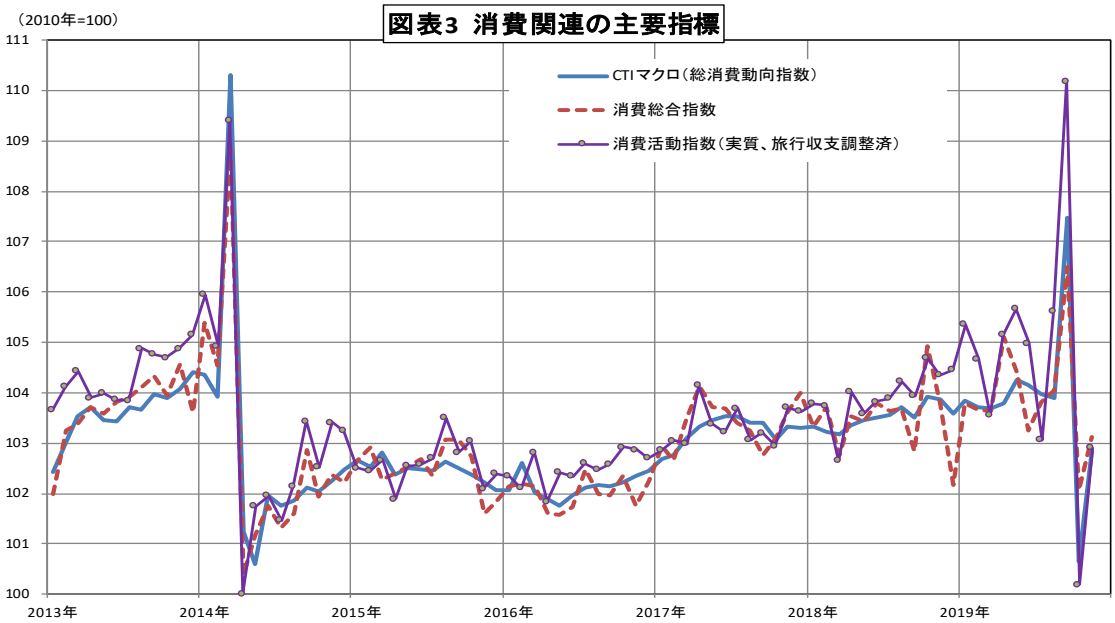
国内経済に目を転じると、10 月の消費税率引上げや相次ぐ台風襲来などに伴う自然災害などの影響から大きく落ち込んだ民間消費など需要水準の持ち直しの動きも散見されつつあるが、その勢いは鈍く、消費平準化を目指した政府の消費税対策の効果は弱かったことも確認できる。GDP 統計の民間最終消費支出に近い消費総合指数（内閣府）は、9 月に前月比 2.3%と大きく増加した後、10 月には同▲4.2%と大きく落ち込んだが、11 月は同 1.0%と持ち直しが見られた。同様に、11 月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日銀）は同 2.7%、実質総消費動向指数（CTI マクロ、総務省統計局）も同 2.2%と、いずれも持ち直したものの、10 月の落ち込み幅（それぞれ▲9.1%、▲6.4%）と比べて戻りは鈍い。設備投資の一致指標と見做される資本財出荷（除く輸送機械）についても 11 月は前月比▲6.1%と 2 ヶ月連続の低下であった。

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

一方、11 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比 18.0%と、現行統計が遡及できる 05 年 5 月以降で最も高い伸びとなるなど、堅調な結果となったが、鉄道車両の大量発注という一時的かつ特殊要因によるものであり、それを除けば小幅増にとどまること、さらに 12 月分に反動減が出る可能性が高いことを踏まえれば、設備投資意欲がやや慎重化している状況に変わりはないだろう。

このように国内需要に弱い動きがみられる中、輸出・生産も弱い動きを続けている。12 月の実質輸出指数は前月比 1.8%と 3 ヶ月ぶりに上昇しており、半導体関連財の輸出の増加が続いているものの、旧正月要因による前倒し輸出が発生した可能性もあり、反動減が想定される 1 月分と均してみる必要があるだろう。この結果、2 月中旬に発表予定の 10～12 月期の経済成長率は 5 四半期ぶりのマイナスに転じる可能性が高いだろう。

図表3 消費関連の主要指標



（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行

経済見通し：19 年度下期はマイナス成長へ

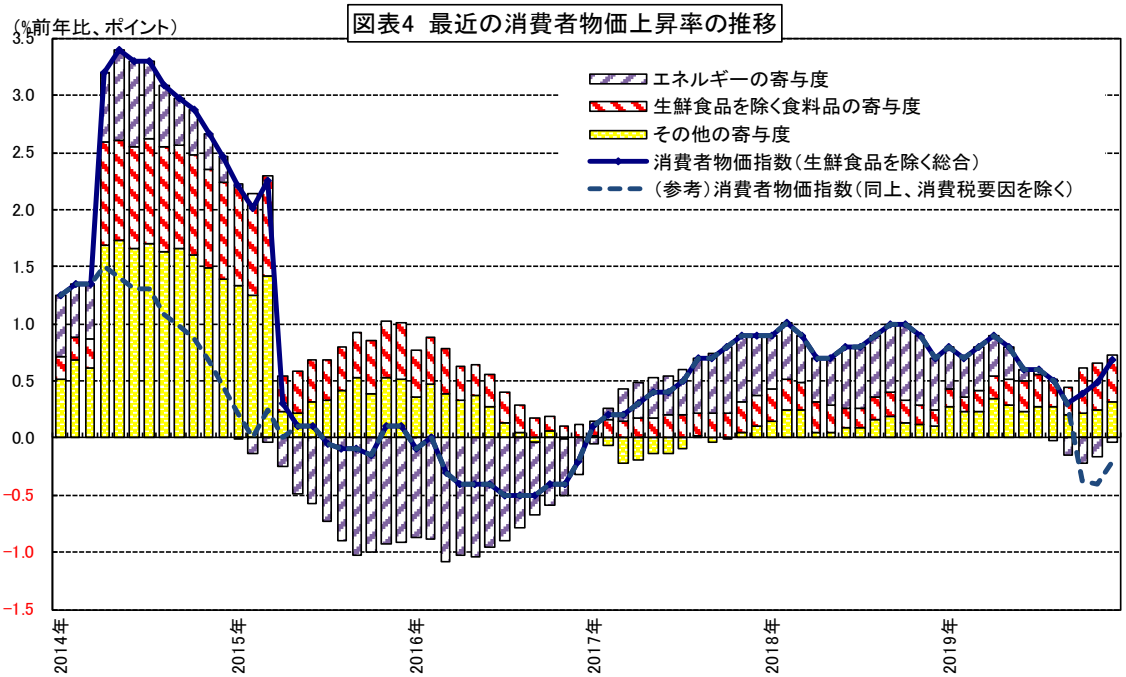
ただし、世界的な半導体需要が回復しているほか、OECD の景気先行指数も先行きの持ち直しを示唆する動きが始まっており、20 年度入り前後に輸出・生産関連の指標が上昇に転じる可能性も出てきた。また、足元で大きく落ち込んだ民間最終需要も持ち直しの動きが続くと思われるが、最近は労働時間の減少を受けて、給与水準自体は頭打ち気味であり、戻りのテンポは鈍いままだろう。19 年度上期まで堅調だった非製造業の設備投資も一旦は調整する場面もありうる。

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

20 年度下期の景気には要警戒

とはいえ、20 年度上期は東京五輪・パラリンピックの開催を控えているほか、6 月末までとなっているキャッシュレス還元事業など消費税対策終了を控えた駆け込み需要も発生が見込まれ、景気は底堅く推移すると予想する。しかし、冒頭で振れたように、世界経済全体の回復ペースは極めて緩やかなものにとどまると思われるほか、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再び強まると見込まれる。

図表4 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

物価動向：相変わらず鈍い物価

こうした中、物価の動きも緩慢である。19 年 12 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 0.7%と、2 ヶ月連続で上昇幅が拡大した。ただし、主因はガソリンの下落幅が大幅に縮小したことであり、これによって物価下押し圧力が緩和した。10 月からの消費税率引上げの影響は 0.9 ポイント、教育無償化政策は▲0.6 ポイントと推計されており、実態的には物価は下落しているとみられる。

当面はエネルギーの物価押下げ効果がもう一段弱まるものの、消費税対策の終了などで実質所得の目減りなどが意識されれば、物価停滞が長引くものと思われる。

追加緩和に前向きな姿勢を表明する日本銀行

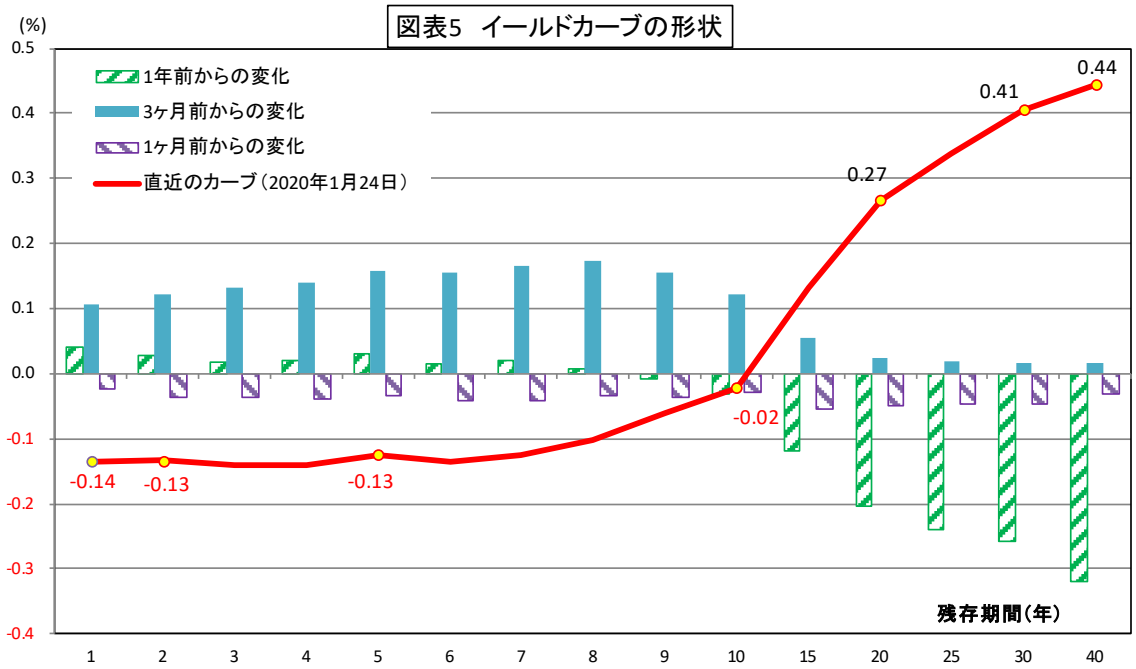
海外発の下振れリスクが沈静化しつつある状況の下、1 月 20～21 日に開催された金融政策決定会合では、大方の予想通り、現状維持が決定された。16 年 9 月以降、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続してきた日本銀行は、下振れリスク

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

が高まり、主要国中央銀行が金融緩和への転換を検討する中、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、今回の会合でも追加緩和を意識したスタンスは維持することが決まった。

同時に公表された展望レポートでは、経済見通しは政府の経済対策の効果もあり小幅上方修正となったが、物価見通しはさらに下方修正された。それでも 2%の物価目標達成に向けたモメンタムは維持されていると評価している。

図表5　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

しばらくは追加緩和を意識した現行スタンスを維持

決定会合後の記者会見で、黒田総裁は海外経済を巡る下振れリスクはひところより幾分低下したものの、依然として大きいと述べているが、市場がリスクオンの流れとなっていることもあり、日銀による追加緩和観測は後退しているのは確かである。実際、何らかのアクシデントで円高圧力が大きく高まるなどといったことでもない限り、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

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

するものと思われる。

さて、政府が事業規模 26 兆円の大型経済対策を策定した目的の１つに「五輪・パラリンピック後の経済活力維持」を挙げているが、仮に景気停滞が強まり、後退局面入りが意識されるような事態が想定されれば、追加緩和に対して一段と前向きな姿勢を示す可能性もあるだろう。

なお、日銀は、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、リクスバンク（スウェーデン）、スイス国民銀行、国際決済銀行（BIS）と中央銀行デジタル通貨（CBDC）の活用可能性の評価に関する知見を共有するためにグループを設立したことを発表した。GAFA の一角を占める Facebook によるデジタル通貨リブラの発行計画、中国人民銀行によるデジタル人民元の検討など、通貨発行を巡る新たな動きがある中、決済システムや金融政策などにどのような影響が出るのか議論を深め、年内に報告書を取りまとめる模様である。

金融市場：現状・見通し・注目点

主要中銀の金融緩和策への転換、米中通商協議の進展期待などを背景に、19 年 9 月以降は世界的にリスクオンの流れが続いている。20 年年明け直後には、米国とイランの緊張が高まったが、両国とも対立激化を望まない姿勢を示したことで、相場の下落は一時的かつ限定的なものにとどまった。一方、足元では感染が拡大する新型肺炎への警戒が広がりつつある。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

ゼロ％近傍で推移

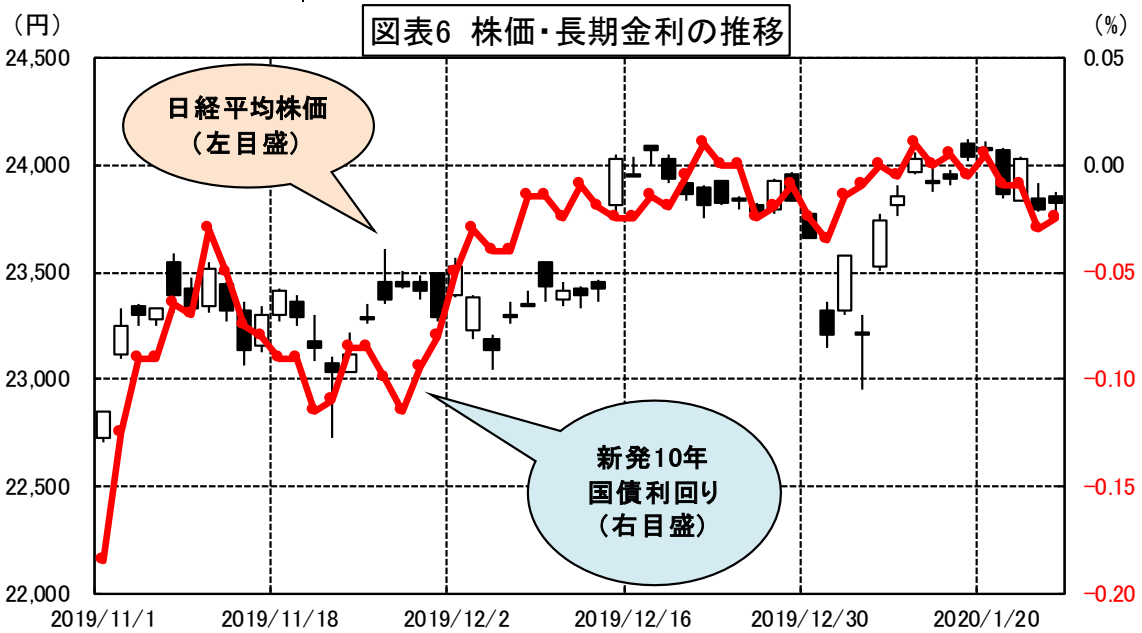
内外景気の悪化懸念を背景に、長期金利は 19 年 2 月以降、再びマイナス圏に突入、徐々にマイナス幅を拡大させた。さらに、5 月下旬以降は日銀の追加緩和観測が強まり、一段と金利低下圧力が高まった。8 月に入ると、日銀がオペの買入れ額を漸次減額していく中、誘導目標の下限と目されている▲0.2％を割り込んでの推移となった。9 月入り後は世界的なリスクオンの流れに伴い、金利のマイナス幅は縮小に転じ、12 月中旬には一時 9 ヶ月ぶりにゼロ％まで上昇した。年明け直後には米国・イラン関係の緊迫化でリスク回避的な動きから金利低下圧力が一時強まったものの、その後は再びゼロ％前後での展開に戻った。

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

しばらく 0%前後での推移

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、日銀による追加緩和の思惑は後退しており、金利低下圧力も解消している。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6 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

一本調子の上昇は困難か

② 株式市場

19 年 8 月には、米中摩擦が一段と激化したことから日経平均株価は一時 20,173 円まで下げる場面もあったが、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、上昇傾向を強めていった。さらに、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 円台を回復した。20 年の年明け直後には米国・イランの緊張の高まりによって一時 23,000 円割れとなったが、その後は急速に値を戻し、再び 24,000 円前後での展開となっている。

とはいえ、企業業績の悪化も意識され、かつ消費税率引上げ後の需要の戻りも鈍いこともあり、株価が今後とも一本調子に上昇するのは困難と思われ、しばらく足踏みすること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

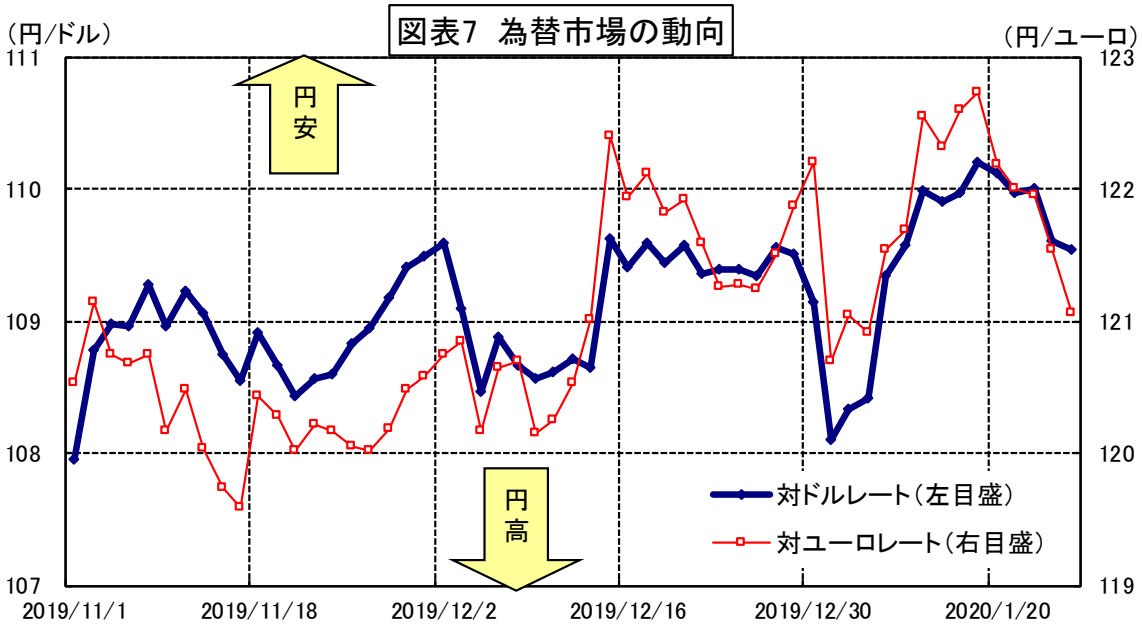
円高リスクはあるが、しばらくは円安状態が続く

③ 外国為替市場

19 年夏場にかけて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 円割れ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米国の連続利下げ、さらには米国経済の堅調さを受けて、9 月以降は緩やかに円安が進んだ。直近は 110 円前後での展開となっている。

金融政策の面からは、既に 3 度の利下げを行った米国に依然として緩和余地が残っているのに対し、緩和に前向きとはいえ日銀が打てる手段は限られているとの思惑が強いこと、さらにはこの数ヶ月進んだリスクテイクの巻き戻しも想定され、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、主要国の金融・財政政策の効果発現などから円安状態はしばらく維持されると予想する。

図表7 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。

ユーロ高気味に推移

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、その後はリスクオンの流れが強まったことでユーロ高が進み、10 月半ば以降は概ね 120 円台での展開となった。

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、追加緩和に前向きな姿勢を続ける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。

(20. 1. 26 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

住宅着工に改善傾向

～インフレ関連統計とFRBの見通しに齟齬も～

佐古　佳史

要旨

米中両政府は15日、通商協議における「第1段階の合意」に署名したが、2,500億ドル相当の中国製品に対する25%の追加関税は当面維持される見通しである。

足元の米国経済は、FRBの利下げもあり、住宅着工に改善傾向がみられる。

インフレの加速が鈍いなか、ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁が20年に投票権を持つFOMC参加者では唯一のタカ派となったと考えられる。

米中両政府は「第1段階の合意」に署名

米中両政府は15日、通商協議における「第1段階の合意」に署名した。合意内容は多岐にわたるが、とりわけ貿易については「中国政府は、20年1月からの2年間で米国からの輸入を17年の水準から2,000億ドル上回るようにする」と決められた。今回の合意により、米国は2月14日以降、1,200億ドル相当の中国製品に対する追加関税を15%から7.5%に引き下げる。

もっとも、2,500億ドル相当の中国製品に対する25%の追加関税は当面維持される見通しであることや、中国政府による国有企業に対する産業補助金の問題などは手つかずのままであることから、「第1段階の合意」は通商協議の一時休戦という意味合いが強い。

こうしたなか、2月3日のアイオワ州で開かれる党員集会（コーカス）にて、20年の大統領選に向けた民主党候補選びが開始される。通常、序盤のアイオワ州とニューハンプシャー州（予備選挙、2月11日）にて高い支持率を得た候補者が党指名を獲得できる傾向があるため、注目度は非常に高い。

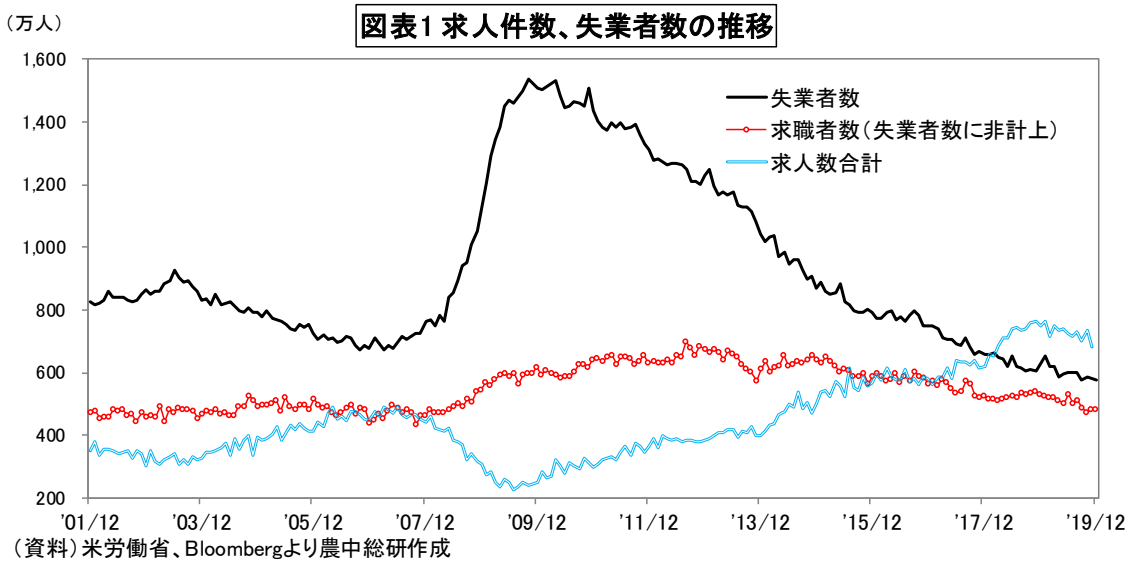
労働市場：底堅いがひっ迫していない

さて、足元の経済指標を確認してみると、12月の非農業部門雇用者数は前月から14.5万人増と、11月の同25.6万人増から増加ペースは鈍化した。10、11月分が合計1.4万人下方修正されたものの、直近3ヶ月平均では一月当たり18.4万人の伸びとなり、依然として労働市場は底堅いといえる。失業率は11月から変わらずの3.5%と依然として低い水準を維持している。労働参加率は全年齢区分と25～54歳区分でともに11月からほぼ変わらず、それぞれ63.2%、82.9%となった。

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

一方で、11 月の求人労働異動調査（JOLTS）では、新規求人数が 680 万人と 10 月から 56.1 万人減少し、ピークを付けた 18 年末からは 70 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。

図表1 求人件数、失業者数の推移



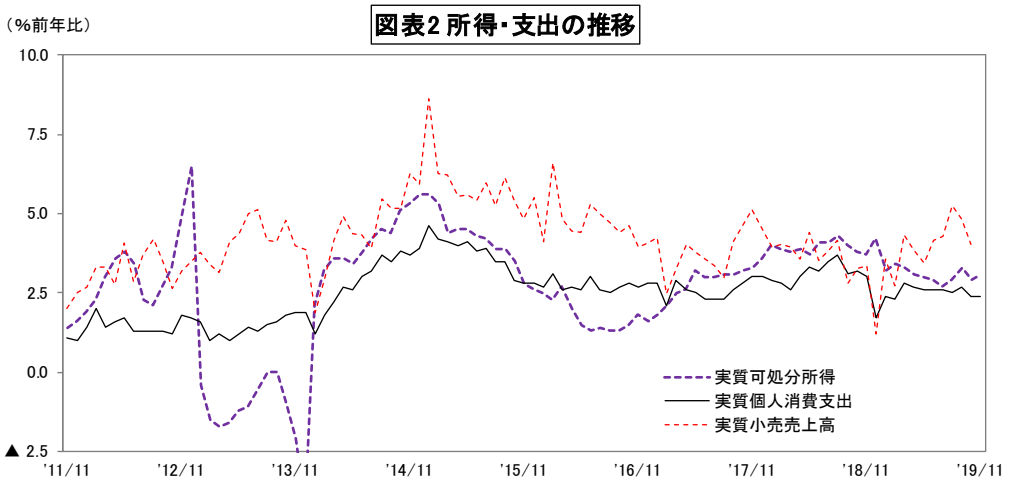
（資料）米労働省、Bloombergより農中総研作成

消費：巡航スピード

12 月の小売売上高は総合が前月比 0.3%、自動車、ガソリン、建材、食品サービスを除くコアが同 0.5%と堅調な伸びとなった。11 月の実質個人消費支出も同 0.3%と 10 月の 0.1%から伸びが加速した。

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頭打ち気味ながら高水準で推移しており、家計の資産が緩やかに増加していることなどからも、足元の個人消費は巡航スピードと考えて良いだろう。

図表2 所得・支出の推移



（資料）米商務省経済分析局、センサス局、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

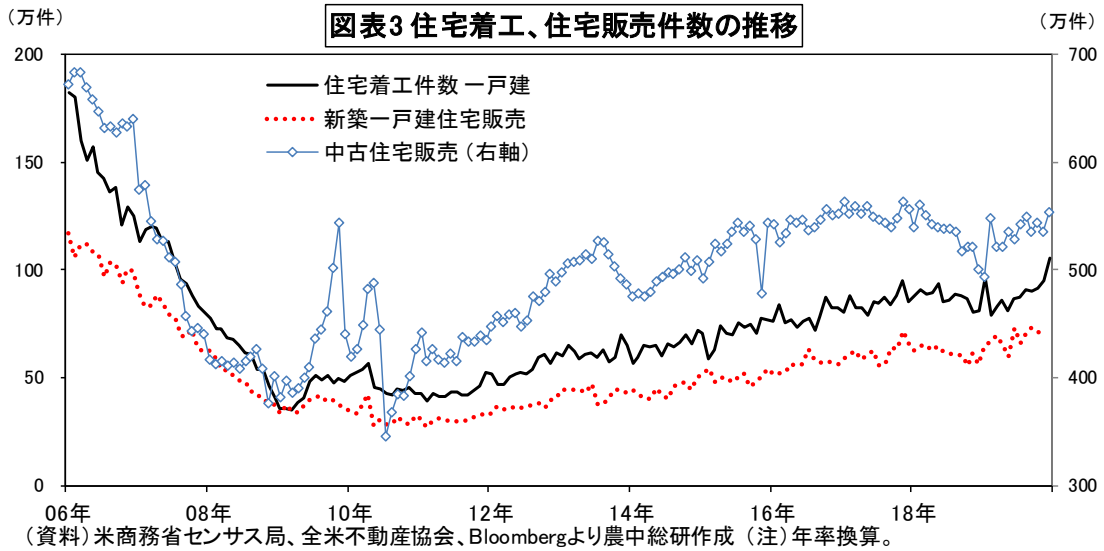
景気の先行き：安定的に推移

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にあるため、今後も経済成長率は減速が続くとみられる。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 0.94%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）も景気を下支えするだろう。実際に一戸建の住宅着工と新築販売件数に加えて、中古物件の販売件数もともに緩やかに回復し始めている。

企業部門では、12 月の ISM 製造業指数（PMI）は、11 月から小幅低下の 47.2%と 5 ヶ月連続で判断の節目となる 50%割れとなった。一方で、非製造業指数（NMI）は 55.0%と 11 月から上昇した。

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 1 段階の合意」もあることから、先行きに対する懸念は和らいだと思われる。

図表3 住宅着工、住宅販売件数の推移



（資料）米商務省センサス局、全米不動産協会、Bloombergより農中総研作成（注）年率換算。

金融政策：ハーカー総裁が 20 年の FOMC 参加者では唯一のタカ派に

政策金利の据え置きが全会一致で決定された 12 月の FOMC 議事要旨ではインフレ率の見通しについて、上昇圧力を指摘する参加者がいた一方で、低下圧力を警戒する参加者も確認されたことから、FOMC 参加者間の意見の相違が改めて確認された。

また、12 月 FOMC では、有識者を交えて金融政策や労働市場などを議論する機会である Fed Listens のフィードバックが報告された。堅調な労働市場が労働者の技術習得を容易にすることや、インフレ率の上昇に寄与すると考えられることから、FOMC 参加者は景気拡大を維持することの重要性を強調するものとしてこの報告

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

を解釈したと、議事要旨では紹介された。

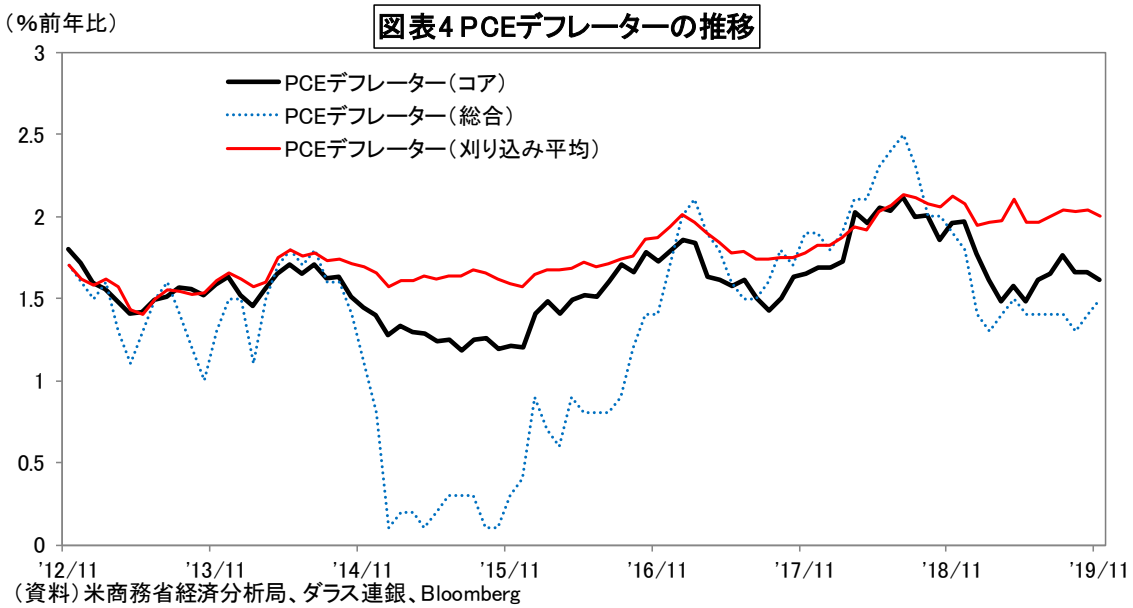
なお、メスター・クリーブランド連銀総裁が、低インフレを理由に金融政策についての見解を中立路線へと変更したことで、20年に投票権を持つFOMC参加者ではハーカー・フィラデルフィア連銀総裁が唯一のタカ派と考えられる。

インフレ率：上昇は鈍い

一時的と見られる要因が解消したことで再びインフレ率は加速したが、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。12月の賃金上昇率は11月から0.2ポイント鈍化し前年比2.9%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、上昇率は鈍化傾向にある。

FRBが重視するPCEデフレーターの11月分を確認すると、総合は前年比1.5%、食品とエネルギーを除くコアは10月から鈍化し同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、インフレ率が加速するとは考えづらい。20年から21年にかけてインフレの加速を見込みつつ金利据え置きを基本シナリオとするFRBと、足元のインフレ関連統計との間で齟齬があるとみられる。

図表4 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

長期金利：1.8%程度での推移を予想

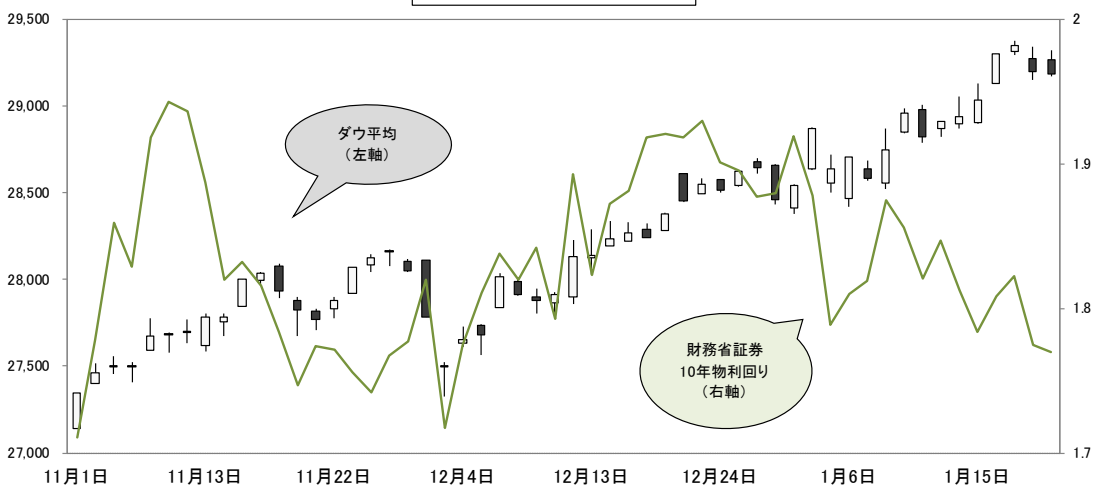
最後にマーケットを概観すると、12月12日に米中が合意に達したとの報道を受けて米長期金利（10年債利回り）は一時1.9%まで上昇したが、13日以降は合意内容についての不透明感から、

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

1.8%台前半から1.9%台前半にかけてのやや荒い動きとなった。1月に入るとスレイマニ・イラン革命防衛隊司令官の殺害を契機とした中東情勢の緊迫化からリスクオフとなり、利回りは一時1.8%を下回った。足元では、新型肺炎の感染拡大も意識されている。

先行きについては、米上院におけるトランプ大統領の弾劾裁判や、米中通商協議の第2段階の合意に向けた動き、デジタル課税と航空機補助金、自動車関税などをめぐる米欧間の対立などの不透明感はあるものの、足元と同水準の1.8%程度での推移を予想する。

図表5 株価・長期金利の推移



(資料)Bloombergより農中総研作成

株式市場：緩やかな上昇を予想

株式市場は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、米中通商摩擦の緩和が好感され史上最高値の更新が続いている。

先行きについては、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、20年前半は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、足元のPERが22倍程度と割高とみられることなどから、緩やかな上昇にとどまるだろう。

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

図表6 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	1/9 1/14	金融政策の枠組み変更は、慎重に考慮すべき 金融業界の非倫理的行動を指摘
	クラリダ副議長	−1	12/13 1/9	米消費者を取り巻く環境は良い 昨年の利下げは良いタイミングで実施された。金融政策は良い状況
	ブレイナード理事	−1	11/26 12/18	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 フェイスブックの仮想通貨リブラに反対
	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？
	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？
	ハーカー総裁 （フィラデルフィア）	1	1/15 1/17	19年末の、短期金融市場への資金供給拡大は奏功した 経済成長率は2%のトレンドへ。インフレ率は2%目標間近
	カプラン総裁 （ダラス）	0	1/15 1/15	米国債の購入再開はQEではないが、リスク資産に影響を及ぼす一要因 マイナス金利はアメリカでは逆効果
	カシュカリ総裁 （ミネアポリス）	−2	11/21 1/10	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 当面は金利据え置きが妥当。利下げ余地にも含み
	メスター総裁 （クリーブランド）	0～1	11/26 1/3	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） より緩和的な政策の道筋を維持することが適切　　→ハト派化
投票権なし FOMCメンバー	エバンス総裁 （シカゴ）	0	1/3 1/9	イランとの対立で原油価格が上昇しても、米経済は堅調さを維持できる 20年の経済成長率は2～2.25%程度を予想。上振れも
	バーキン総裁 （リッチモンド）	0	12/18 1/3	貿易をめぐる不確実性の解消と経済への波及を確認したい イランとの対立は米経済への脅威となりうる
	ボスティック総裁 （アトランタ）	0～1	11/7 1/13	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 経済は好調。金利調整の必要なし。
	デイリー総裁 （サンフランシスコ）	−1	1/3 1/15	インフレ押上げへの新たな政策枠組みが必要となる可能性が高い インフレ率は徐々に加速し、21年に安定。イールドカーブはフラット化へ
投票権なし 非FOMCメンバー	ジョージ総裁 （カンザスシティー）	1	10/30 1/14	利下げ反対 金利据え置きが妥当。20年の成長を楽観視。　　→ハト派化？
	ブラード総裁 （セントルイス）	−2	12/19 1/9	18年の最後の利上げはミス。利上げはインフレ率が加速した後 19年の利下げで景気後退リスクは回避できた公算。マイナス金利に否定的
	ローゼングレン総裁 （ボストン）	2	12/17 1/13	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 低賃金労働者の賃金上昇率が高く、悪性のインフレを懸念。

（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。
21年は、メスター、ハーカー、カプラン、カシュカリ総裁に代わり、エバンス、バーキン、ボスティック、デイリー総裁に投票権

（20.1.23 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

足元で底打ちの兆しも見られた中国経済

～20 年の経済は小幅な減速に留まる見通し～

王　雷軒

要旨

2019 年の実質 GDP 成長率は前年比 6.1%と 29 年ぶりの低水準となったものの、政府目標である「6.0%～6.5%」の範囲内に収まった。20 年についても、下押し圧力は依然くすぶり続けると見られるものの、製造業や投資に底打ちの兆しも出始めている。

足元の景況感の持ち直しに加えて、米中通商協議も「一時休戦」に入ったこともあり、前半の経済は底堅く推移するものの、後半は再び鈍化すると見込まれる。通年では 19 年から小幅な減速に留まる見通しである。

米中通商協議第１段階合意文書の概要等

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が第 1 段階の合意に達したことを発表した。そして、20 年 1 月 15 日、米中両政府はホワイトハウスで合意文書に署名した。

米国（USTR）は約 90 頁の合意文書（英文）を公表した後、中国（商務部・財政部）も中国語と英文の文書を明らかにした。この文書は、前書き、①知的財産権、②技術移転、③食料品・農産品貿易、④金融サービス、⑤マクロ経済政策・為替問題と透明性、⑥貿易拡大、⑦双方評価・紛争解決、最終条項から構成されている。

これを受けて、追加関税応酬の激化などへの懸念が後退し、米中通商協議をめぐる不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ものと見られる。こうしたこともあり、IMF は 1 月 20 日、20 年の中国経済の成長率見通しについて 5.8%から 6.0%に上方修正した。

しかし、この合意文書では、米国による中国製品への追加関税を全面撤廃していないほか、米国が求めている中国の国有企業の改革や産業補助金制度の是正などの内容も盛り込まれていないことから、「一時休戦」の意味合いが大きいとみられる。

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

図表1　中国の向こう2年間の米国からの輸入増加額

（単位：億ドル）

	2020年	2021年	合計
工業製品（工業機械、電気設備・機械、薬品、航空機、自動車、光学設備・医療設備、鉄鋼、その他）	329	448	777
農産品（油料種子、肉類、穀物、綿、水産物、その他）	125	195	320
エネルギー関連（液化天然ガス、原油、石油化学品、石炭）	185	339	524
サービス関連（知的財産権使用料、出張・観光、金融サービス・保険、クラウド関連サービス、その他）	128	251	379
合計	767	1,233	2,000

（資料）合意文書により作成

合意文書のポイントについて

このように、合意文書の内容はほとんど想定内の内容であり、そのインパクトは現段階では大きなものではないと思われる。合意内容のポイントとして、①中国がどのように米国からの輸入額を増やすのか、②追加関税の全面撤廃はいつ頃となるのか、が挙げられる。

まず、中国の輸入増加額については、17年の輸入額実績をベースに、20年767億ドル、21年1,233億ドル、向こう2年で総額 2,000 億ドルの増加と設定されている（図表１）。具体的には、2年間で農産品が320億ドル、エネルギー関連が524億ドル、工業製品が777億ドル、サービス関連が379億ドルとされている。

この輸入増加額目標を踏まえると、17 年の対米輸入額が1,539億ドルであったことから、20年と21年の米国からの輸入額の下限はそれぞれ2,306億ドル、2,772億ドルとなる。20年の輸入額の下限は 19 年（対米輸入額実績：1,227 億ドル）、17年対比でそれぞれ約1.9倍、1.5倍となる規模である。

果たして、中国はそれらを吸収できるほどの内需を拡大させることができるだろうか。17年、18年、19年の中国輸入総額がそれぞれ1兆8,438億ドル、2兆1,357億ドル、2兆769億ドルだったことを踏まえると、20年、21年の対米輸入額の下限は輸入総額の1割程度であり、輸入規模から判断すれば難しいことではないと推察される。

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

ただ、対米輸入実績額は18年1,551 億ドル、19年1,227億ドルであったことを踏まえると、20 年と 21 年の対米輸入額目標の下限を達成させるため、価格の優位性や国民の嗜好を満たすかなどのハードルも存在すると思われる。しかも、22年以降も米国からの輸入が継続的に伸ばすように合意文書に盛り込まれている。

一方、追加関税の撤廃については、19年9月から約1,200億ドル相当の中国製品に課されている追加関税率 15%を 20 年 2 月中旬に 7.5%に引き下げられる予定であるが、対米輸出の 7 割以上（米国の貿易統計）に追加関税が課されている状況は変わらない（図表2)。第2段階の協議で米国が対中追加関税の引き下げ、撤廃が行われると期待されているが、撤廃の時期がいつ頃になるのかについては誰も分からない。企業の設備投資活動などに依然として下押し圧力が強く残っていると言える。

今後、米中両政府は第2段階の協議を始めるとしおり、国有企業改革などの内容がいずれ議論される見込みだが、合意に達することは難しいものとみられ、米中通商協議をめぐる不確実性は低下したものの、完全に払しょくされることに至っていない。引き続き第2段階の合意に向けての協議の動きに注目が集まる。

図表2 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	***2020年2月中旬から追加関税率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

19年10～12月期の実

こうしたなか、19年10～12月期の実質GDP成長率（速報）

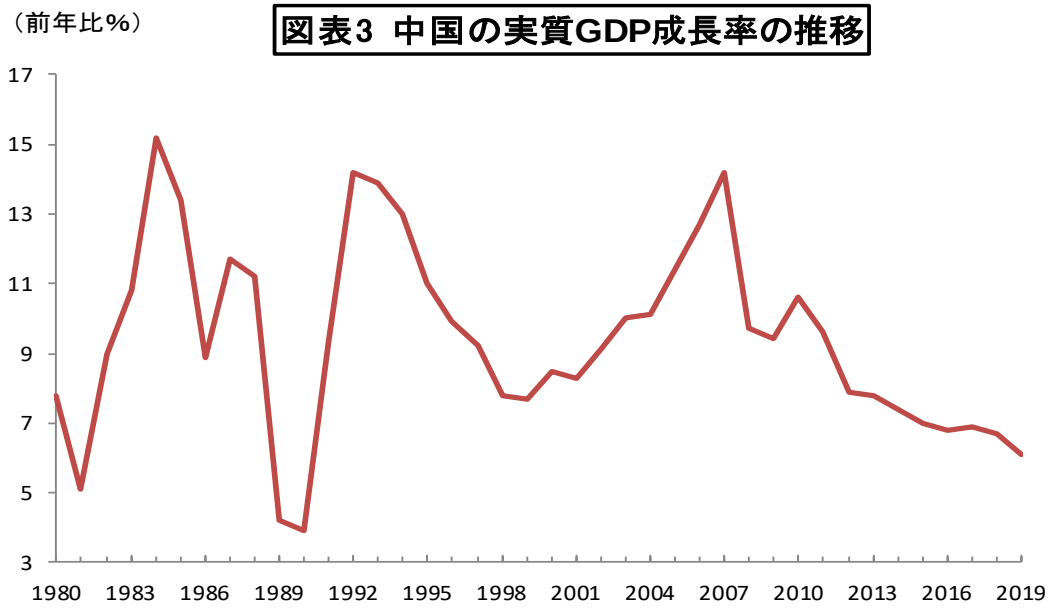
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

質 GDP は前年比 6%

は前年比 6.0%と、7～9 月期（同 6.0%）から成長率の加速は見られなかった。これを受けて、19 年通年の実質 GDP 成長率は前年比 6.1%と、90 年（同 3.9%）以来 29 年ぶりの低水準となった（図表 3）。とはいえ、政府目標である「6.0%～6.5%」の範囲内に収まった。なお、10～12 月期の前期比成長率は 1.5%と 7～9 月期（1.4%）から小幅ながら加速した。

一段の減速が回避された背景としては、在庫調整圧力の緩和や外需の回復を受けて足元の製造業の景況感が改善したほか、投資に底打ちの兆しも見られたことがある。

図表3 中国の実質GDP成長率の推移



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

経済センサスの結果を受け 14 年～18 年の GDP は上方修正

国家統計局によると、19 年 11 月中旬に公表された第 4 次経済センサス（18 年実施）の結果を反映させたことで 18 年の GDP 名目値は 90 兆 309 億元から 91 兆 9,281 億元へと 1 兆 8,972 億元、2.1%増えた。なお、5 年ごとに実施される経済センサスの結果を確認すると、過去 3 回の修正幅は 16.8%（04 年 GDP ）、4.4%（08 年 GDP）、3.4%（13 年 GDP）で、今回の修正幅は最も小さかった。

また、国家統計局は 20 年 1 月、17 年以前の GDP も遡って修正を行い、14 年、15 年、16 年、17 年、18 年の実質 GDP 成長率をそれぞれ前年比 7.3%、6.9%、6.7%、6.8%、6.6%から 7.4%、7.0%、6.8%、6.9%、6.7%へ各年を 0.1%ポイントずつ上方修正した。

これらの上方修正を踏まえて 20 年の成長目標は 19 年の

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

「6.0%～6.5%」から「6%前後」に下方修正・設定される可能性は高まったと思われる。この改定前の段階では、20年の実質GDPを10年比で倍増するという目標を達成するためには、20年の成長率6.1%を達成する必要があったが、改定後は、20年は5.6%であれば達成可能である。

以下、足元の経済指標から景気動向等を簡潔にまとめたうえで、今後の見通しを述べたい。

12月の経済指標は、下押し圧力はあるものの、一部に底打ちの兆し

さて、足元では依然として下押し圧力がくすぶっているものの、一部底打ちの兆しも見え始めている。まず、投資については、1～12月期の固定資産投資は前年比5.4%と、1～11月期（同5.2%）から伸び率が小幅高まった。このうち、不動産業向け投資は同9.1%と鈍化基調にあるものの、底堅く推移した。また、設備投資は同 3.1%で依然弱かったものの、伸び率がやや高まった。一方、インフラ整備向け投資は依然回復せず、前年比3.8%と1～11月期（同4.0%）から鈍化した。

また、12月の輸出額（米ドルベース）は前年比7.4%と11月（同▲2.7%）からプラスに転じた。また、輸入額も同16.2%と大きく増加した。12月の貿易統計が市場予想を大きく上回った背景として、20年の旧暦正月（春節）休みは1月を、19年（2月）より早いため、前倒し輸出が出たほか、18年9月の米国による追加関税の影響もあり、同年12月の輸出が大きく減少したことなどが影響していると考えられる。

そして、12月の鉱工業生産は前年比6.9%と11月（同6.2%）からやや加速したほか、製造業PMIも50.2と2ヶ月連続で景気判断の分岐点となる50を上回った。

一方、消費については、12月の小売売上総額は前年比8.0%と11月（同8.0%）から伸び率が変わらなかった。このうち、ネット販売を通じた小売売上総額は同 21.2%と底堅く推移したものの、11月からやや鈍化した。一方、12月の自動車販売額は同1.8%と11月（▲1.8%）から半年ぶりにプラスに転じた。

中央銀行は預金準備率を引き下げ

こうしたなか、中国人民銀行（中央銀行）は1月1日に、市中銀行全体を対象に預金準備率の引き下げを発表した。同行は、「実体経済の成長を支援し、企業等の借入コストを低下させるために、1月6日から預金準備率を0.5%ポイント引き下げる」、また、「①今回の全面的な引き下げで全体では約8,000億元（約12兆円）の資金供給ができる、②都市商業銀行、農村商業銀行、

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

農村合作銀行、農村信用合作社、村鎮銀行等の中小金融機関においては、1,200億元余りの資金が貸出等に回せるようになる、③今回の引き下げによって、銀行全体の資金コストを約150億元軽減することができる」、と明らかにした。

そして、「今後も穏健的な金融政策を継続し、柔軟性のある適切な金融調節を行い、大幅な金融緩和はしないで、国内と海外のバランス均衡を図り、市場流動性の適切かつ余裕のある状況を維持する。銀行貸出と社会融資規模の伸びが経済成長に相応しい水準にする。企業等の活力を引き出し、質の高い成長と供給側構造的改革の進行に適切な環境を提供する」としている。

今回は旧正月（春節）前の現金需要の高まりや地方債の前倒し発行に対応することが目的にあると見られるが、預金準備率の引き下げによる経済下支えの効果は限定的であると考えられる。

今後も預金準備率の引き下げ、LRP（銀行貸出基礎金利）の引き下げ、地方債券の増発などを通じて景気を下支えすると見込まれる。なお、現時点では、市中銀行全体、大手銀行の預金準備率はそれぞれ10%、12.5%となっている。

20年の中国経済は小幅な減速に留まると見込まれる

最後に、20年の中国経済を改めて展望してみたい。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。

足元では一部底打ちの兆しが見られたもの、今後の米中通商協議には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年通年の成長率は前年比6.0%と、前半は底堅く推移するものの、後半は再び鈍化すると見込まれ、19年6.1%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、小幅な減速に留まるだろう。引き続き、米中通商協議の動きに加え、新型肺炎、全人代に注目が集まる。

（20.1.22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

並行的に進む通商交渉に揺れる欧州経済

～焦点は米中間から米欧間やブレグジット関連に～

山口　勝義

要旨

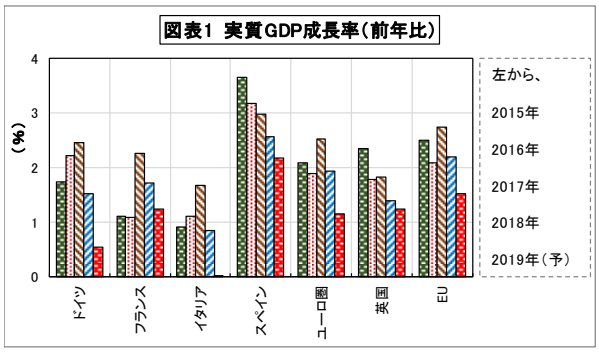
世界貿易を巡っては米中摩擦以外にも様々な不確定要素が存在しており、米欧間や、英国と EU や米国などとの間の通商交渉を通じて、欧州がその渦中に立たされることになる。欧州経済を揺さぶる材料として、今後とも世界貿易が重要な役割を果たすものとみられる。

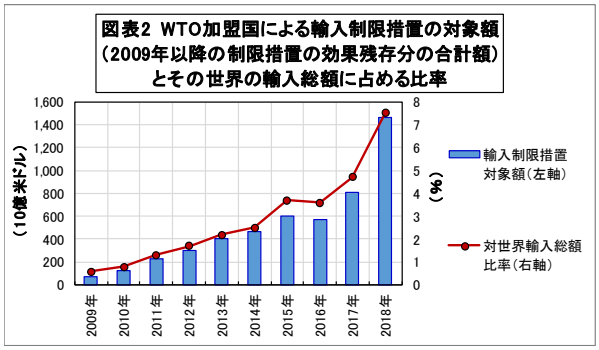
はじめに

ユーロ圏では世界貿易が低迷するなか、輸出依存度の大きいドイツなどで経済成長の減速が鮮明になっている（図表 1）。特に米国と中国との間の貿易摩擦が拡大した 2018 年 7 月以降には、世界貿易機関（WTO）による輸入制限措置のデータが示すように、世界の貿易を取り巻く環境は一層厳しさを増している（図表 2）[注 1]。

これに対し、昨年 12 月 13 日には米中両国が通商協議の「第 1 段階」での合意を発表したことで、市場では世界貿易に対する好影響への期待が高まった[注 2]。また同じ 12 月には、12 日の英国の総選挙で与党保守党が大勝し、同国の欧州連合（EU）からの離脱（いわゆるブレグジット）とその後の通商交渉に進む道筋がより明確になったことが好感されもした。

しかしながら米中間の通商交渉がさらに進んで、産業補助金の扱いなども含め合意に至るのは容易なことではないものとみられる。また一方では、本年 1 月末をもって EU から離脱する英国が、その後の移行期間を本年末より先に延長する余地を排除したため、年内の EU などとの間での新たな通商協定の締結が喫緊の課題として浮上してきている[注 3]。これに加え、昨年 12 月 17 日にはライトハイザー米通商代表が EU との通商交渉に着手する意欲を示したことで、米欧間の交渉が急速に動意付く展開も予想されている[注 4]。





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

こうして、これまでの米中間から、米欧間や、ブレグジット関連の英国と EU や、英国と米国などのその他の主要な貿易相手国との間での交渉に重点を移しつつ、重要な通商交渉が同時並行的に進行する成り行きとなっている。その交渉結果が欧州経済の攪乱要因になる可能性があり、それぞれの動向が注目されることになる。

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

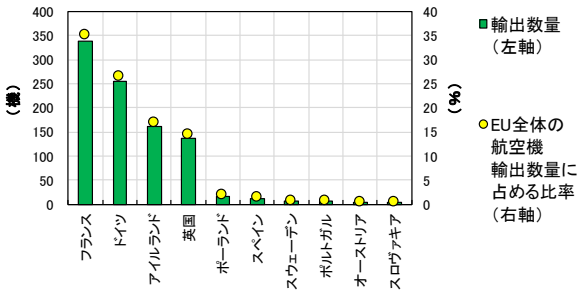
米欧間での貿易摩擦拡大の可能性

これまでは米中交渉の背後に隠れていた感があるものの、米欧間において貿易摩擦への懸念が強まってきた一連の経緯がある。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きた。またトランプ米大統領は、貿易に限らず様々な面でEUに対し反発を強めてきてもいる(注5)。

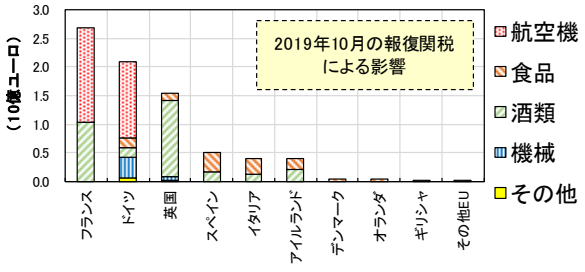
その後、米国は19年10月にEUによるエアバスへの補助金を巡りWTOの承認のもと、年間最大75億ドル相当の輸入品に対してEUへの報復関税を課し、さらにその拡大を検討する意向を12月に表明している。また12月には、米国はフランスのデジタル課税を不当な差別税制であるとみなし、20年1月にも報復関税を課すこととした。一方で、19年11月半ばを期限に発動の是非を判断するとしていたEUからの輸入自動車に対する追加関税措置は、米国による明確な判断がなされないまま先延ばしされており、その帰趨が注目されている(注6)。なおこれらに対し、EU側でもボーイングを対象とした米国の補助金への対抗措置をWTOに申請中であり、200億ドル相当の米国産製品に対する報復関税を準備中であるとされている。

このため米側の措置によるEU経済への影響が注目されるが、大型航空機の輸出ではフランスが最大のシェアを占めており、エアバス関連の報復関税による影響の上でも、この航空機を中心に、やはり同国に対する影響の大きさが見込まれている（図表3～5）。また、自動車に対する追加関税では、ドイツが最大の影響を被るものと考えられている（図表6）。

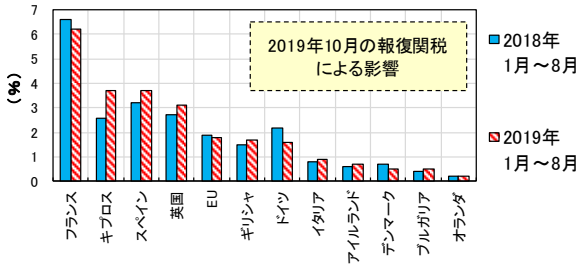
図表3 大型航空機の対EU外輸出(2018年)



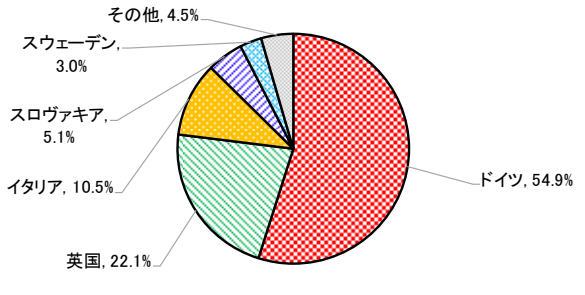
図表4 米国の報復関税(エアバス関連)の影響を受ける対米輸出の内訳(2018年データによる試算値)



図表5 米国の報復関税(エアバス関連)の影響を受ける輸出額の割合(各国の対米輸出総額比)



図表6 対米国自動車輸出額シェア(2018年)(EU)



（資料）図表3、6はEurostatの、図表4、5はCBS(オランダ中央統計局)の、各データから農中総研作成

このように、米中間の通商交渉には一定の進捗が見られたとはいえ、一方で、新たに米国とEUとの間で貿易摩擦が拡大する可能性が否定できず、経済規模の大きいドイツやフランスを中心に、その影響の波及に注意が必要となっている。

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

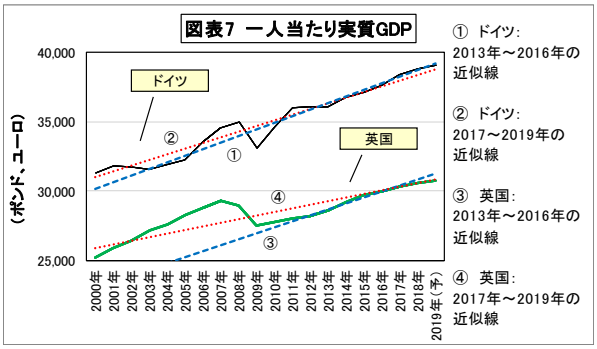
英国による通商交渉難航の可能性

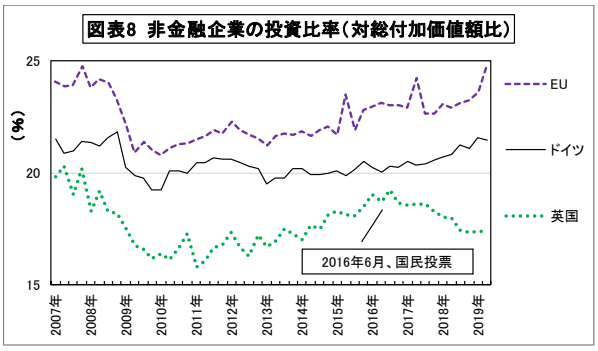
英国では国民投票でブレグジットを選択した 16 年 6 月以降も、実質 GDP 成長率は比較的安定して推移してきたように見受けられる（図表 1)。しかし、ユーロ圏の財政危機が一段落した 13 年から 16 年までと、国民投票以降の 17 年から 19 年までの 2 つの期間に分けて一人当たり実質 GDP の動向を比較すれば、17 年以降、明らかに成長のトレンドが緩やかとなった事実を確認することができる（図表 7)。

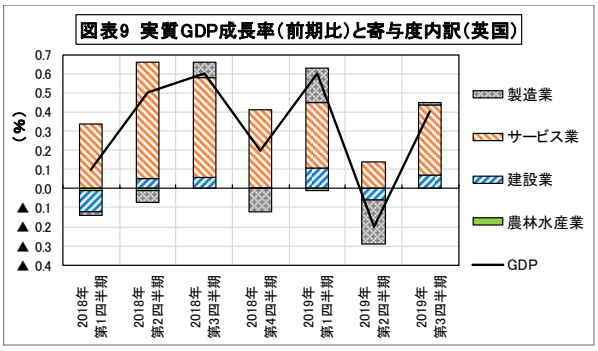
また国民投票後にはポンドの下落を受け製造業の業績拡大への期待感が強まったが、実際には経済成長への寄与度の点では純輸出は出入りの激しい動きとなり、企業による資本形成も先行きの強い不透明感の下で概して手控え感が強く、むしろ成長を支えてきたのはサービス業であった点が特徴的な動向である（図表 8､9)。もともとドイツなどに比べて貯蓄率が低く GDP に占める個人消費の割合が大きい英国経済であるが、ここで堅調な消費を支えたものは低水準にある失業率や物価上昇率を上回る賃金上昇率であったと考えられる。また、サービス業の範疇では、小売以外にも、情報通信や専門的・技術的サービスなども堅調に推移してきている。

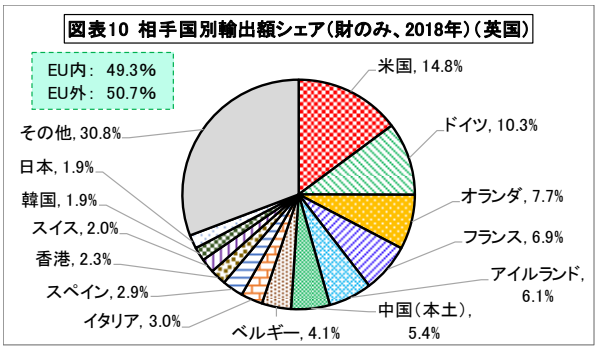
こうしたなか英国の目下の課題は、1 月末の EU からの離脱以降、20 年末までの移行期間中に新たな通商協定を締結することにある。英国がこの期間内に EU との間で通商合意に至らない場合には、実質的に「合意なき離脱」と同様の状態に陥ることになる。また、米国などのその他の主要な貿易相手国との通商交渉も、同様に重要な課題となっている（図表 10）[注 7]。

これに対し、EU がこれまでに EU 外の国々と締結してきた自由貿易協定（FTA）は交渉開始から批准までに数年を要するのが通例であり、今回の日程は相当タイトであると言わざるを得ない。しかも英国では複数の交渉が同時進行することでもあり、交渉が難航し期限内に合意に至らないリスクを軽視できそうにはない。









（資料）図表 7 は IMF の、図表 8 は Eurostat の、図表 9、10 は ONS（英国統計局）の、各データから農中総研作成

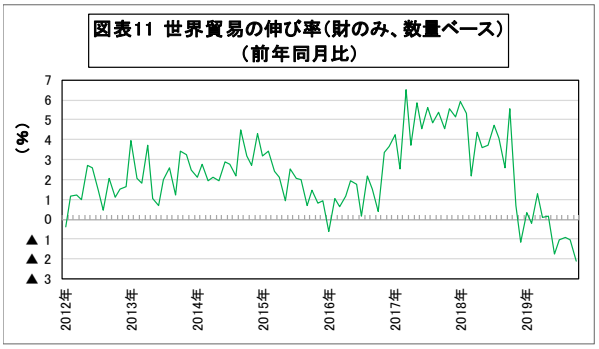
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

このように世界貿易を巡っては米中間の摩擦以外にも様々な不確定要素が存在しており、しかも米欧間や、英国と EU や米国などとの間の通商交渉を通じ、欧州がその渦中に立たされることになる。

加えて米中間の通商交渉で「第 1 段階」の合意に至った米国は、大きな困難が予想される産業補助金や国有企業の優遇などの構造問題を含む中国とのこれ以上の交渉はいったん棚上げとし、今後は重点を欧州に転じる可能性が小さくない。そして、大統領選挙を控えたトランプ米大統領による欧州に対する攻勢が一層強まる展開も十分あり得るものと考えられる。

また、世界貿易に関しては、この他にも紛争案件にかかる WTO による審理機能停止の問題が生じている。これは米国による WTO 批判の強まりの中で、昨年 12 月に具体化した問題であるが、この機能不全の状態が今後も長期間にわたって継続する可能性が懸念されてもいる(注 8)。



(資料) CPB(オランダ経済政策分析局)のデータから農中総研作成

こうしたなか、世界の貿易は引き続き低調な推移が続いている (図表 11)。そして、新たな通商交渉においては、その経緯によっては 18 年以降の推移と同様に、欧州経済が少なからぬ影響を被る可能性を考慮に入れておく必要がある。今後とも、欧州経済を揺さぶる材料として、世界貿易が重要な役割を果たすものと考えられる。(20.1.22 現在)

(注 1) 図表 2 の輸入制限措置は WTO 加盟国が導入した措置を対象とし、関税引き上げ、輸入数量制限の設定、税関手続きの複雑化などを含む。一方で、輸入緩和措置は勘案しておらずグロスベースである。米中間では、18 年 7 月に米国が中国に対し第 1 弾の追加関税措置を発表し、その後、両国間で貿易摩擦が拡大した。なお、WTO は 19 年 10 月に、19 年の世界貿易伸び率の予測値を、同年 4 月時点の 2.6%から 1.2%に大幅に下方改定した。

(注 2) 米中両政府は、20 年 1 月 15 日に「第 1 段階」の合意文書に署名した。このほか米国では 20 年 1 月 16 日、議会上院が NAFTA に代わる「米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)」の実施法案を承認した。

(注 3) 英国では 20 年 1 月 9 日、下院が EU 離脱法案を可決し、同法の成立が確実となった。英国は 1 月末をもって EU から離脱するとともに、EU との協定上は最長 22 年まで延長が可能な移行期間について延長の選択肢を排除し、1 月 31 日(英国時間 23 時)の離脱から 20 年末までにその期間を限定した。

(注 4) 次による。

・ Financial Times (18, Dec. 2019) "Robert Lighthizer says Trump 'focused' on EU trade"

なお米欧間では、18 年 7 月のユンケル欧州委員会委員長(当時)とトランプ米大統領の首脳会談以降、通商交渉はほとんど進展していないままである。

(注 5) トランプ米大統領は、対エアバス補助金やデジタル課税、NATO 負担金、「ノルド・ストリーム 2」計画、ファーウエイや「一帯一路」への対応、イラン対応、などを巡り EU に反発し、また、意思決定が複雑である EU という国家連合体自体に対しても強い違和感を示してきた。なお、米国は 20 年 1 月の「為替報告書」でも、ドイツの監視対象国指定を継続した。

(注 6) トランプ米大統領は 19 年 5 月に、通商拡大法 232 条(国防条項)に基づく商務省の調査を踏まえ輸入車の急増が「安全保障上の脅威」に当たると認定し、11 月 13 日までに EU などとの間で合意に至らなければ「追加的な措置をとるか判断する」としていた。

(注 7) 移行期間内には英国は、EU が EU 外の国と締結する国際協定について、EU 加盟国と同様の扱いを受けることになる。また移行期間内に英国は EU 外の国と通商協定などの国際協定の交渉や批准を行い、移行期間終了後にこれを発効させることができる。

(注 8) WTO で紛争処理を担う上級委員会(定員 7 人)では案件の審理に 3 人の委員で当たるルールであるが、昨年 12 月には 2 人の任期切れで委員が 1 人のみとなり審理が行えない事態となった。これは米国が委員の再任や補充を拒んでいることによるもの。米国の WTO 批判の内容については、次を参照されたい。

・ 日本経済新聞(2019 年 3 月 29 日) [経済教室] 「WTO は生き残れるか(下)」(川瀬剛志)

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

地域経済金融

地方銀行の 2019 年度中間決算の状況と経営戦略

古江　晋也

要旨

2019 年度中間期の地方銀行と第二地方銀行の決算の特徴は、①長引く日本銀行の金融緩和政策による資金利益の低迷、②米中貿易摩擦の懸念から伸び悩んだ個人向け預かり資産業務、③与信関連費用の増加、があげられる（ただし、スルガ銀行の与信関連費用は前年同期比で大幅に減少したため、19 年度中間期の地方銀行の与信関連費用は減少）。

このような状況の中、地方銀行や第二地方銀行は、法人向け手数料ビジネスの強化やコスト削減に力を入れる一方、経営統合、業務提携、資本業務提携など新たな動きも活発化している。

はじめに

地方銀行と第二地方銀行の 2019 年度中間決算は、長引く日本銀行の金融緩和政策の影響に加え、米中貿易摩擦の懸念から投資マインドが低下したため厳しい経営環境が続いた。

その一方で金融庁は、収益性の改善が必要と認められる銀行に対しては、ヒアリングを実施し、必要に応じて報告徴求命令や業務改善命令を発出するように「早期警戒制度」を見直すなど、持続可能なビジネスモデルの構築を促している。

16 年 2 月に導入された日本銀行のマイナス金利政策が 4 年目を迎えようとする中、地方銀行と第二地方銀行は、コスト構造を見直すとともに、非金利利益の向上をめざしているが、トップライン（業務粗利益）は引き続き低迷しているのが現状である。

本稿では、全国地方銀行協会「地方銀行 2019 年度中間決算の概要」、第二地方銀行協会「第二地銀協地銀の 2019 年度中間決算の概要について」と各銀行の中間決算説明会資料をベースに、地方銀行と第二地方銀行の 19 年度中間決算の動向と経営戦略を検討する。

気になる与信関連費用

図表 1､2 は地方銀行の損益と経営指標、図表 3 は第二地方銀行の損益を表したものである。

地方銀行と第二地方銀行の貸出金利回りの低下は、19 年度中間期においても歯止めがかかっていない状況にある。そのため多くの銀行では、貸出金利回りの低下をボリューム（貸出金平均残高）でカバーする取り組みが継続している。

また有価証券利息配当金が国債の大量償還による残高の減少や、投資信託解約益の減少などの要因で減少した一方、外貨資金調達コストは上昇したことなどから、資金利益は結果として前年同期比で減少した。

地方銀行の法人向け役務取引等利益はシンジケート・ローン、コンサルティング業務などを強化する動きが活発化しており、収益を積み上げる銀行も増加している。ただし、法人向け保険はいわゆる「節税保険」が販売停止となった影響から低迷している。一方、個人向けは、米

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　地方銀行の損益の推移（中間決算）

（単位：億円）

	15年/中	16年/中	17年/中	18年/中	19年/中
業務純益	6,773	6,172	5,316	4,929	5,465
コア業務純益	6,619	5,563	5,359	5,553	5,036
（除く投資信託解約損益）	－	－	－	－	(4,674)
コア業務粗利益	18,170	17,175	16,875	16,949	16,589
資金利益	15,424	14,710	14,710	14,720	14,361
資金運用収益	16,694	15,903	16,007	16,202	15,926
貸出金利息	11,779	11,324	11,176	11,291	11,455
有価証券利息配当金	4,643	4,319	4,541	4,542	4,112
資金調達費用	▲ 1,271	▲ 1,194	▲ 1,298	▲ 1,482	▲ 1,566
役務取引等利益	2,310	2,070	2,128	2,212	2,144
その他業務利益	435	394	37	16	83
経費	▲ 11,550	▲ 11,612	▲ 11,516	▲ 11,395	▲ 11,552
人件費	▲ 5,882	▲ 5,854	▲ 5,777	▲ 5,721	▲ 5,730
物件費	▲ 4,908	▲ 4,937	▲ 4,905	▲ 4,867	▲ 4,999
税金	－	▲ 820	▲ 833	▲ 806	▲ 822
国債等債券関係損益	179	578	▲ 60	▲ 332	590
一般貸倒引当金繰入額　①	▲ 24	30	17	▲ 291	▲ 160
臨時損益	1,208	472	1,334	▲ 31	92
不良債権処理額　②	▲ 440	▲ 441	▲ 330	▲ 1,529	▲ 918
個別貸倒引当金繰入額	▲ 309	▲ 286	▲ 175	▲ 1,225	▲ 601
貸出金償却	▲ 109	▲ 102	▲ 109	▲ 228	▲ 222
株式等関係損益	918	480	1,168	1,169	793
貸倒引当金戻入益　③	381	336	415	160	55
償却債権取立益　④	129	139	94	83	97
その他臨時損益	220	▲ 41	▲ 12	84	63
経常利益	7,980	6,644	6,650	4,897	5,557
特別損益	▲ 120	▲ 181	▲ 6	168	▲ 80
法人税等	▲ 2,416	▲ 1,769	▲ 1,826	▲ 1,703	▲ 1,481
中間純利益	5,443	4,693	4,817	3,361	3,994

信用コスト（①+②+③+④）	45	65	195	▲ 1,576	▲ 925

（資料）全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行の決算の状況」における中間決算の概要の各年度。
（注1）各年度中間期の数値は公表当時の数値を使用している。
（注2）▲は、利益に対して減少要因となった計数を表す（増減額・率も同様）。
（注3）増減額は単位未満切り捨て、増減率は単位未満四捨五入。
（注4）「コア業務純益（除く投資信託解約損益）」は2019年／中からの開示項目。
（注5）貸出金利息＝貸出金利息－金融機関貸付金利息＋手形割引料
（注6）その他業務利益：金融派生商品収益、特定取引（トレーディング業務）利益等（国債等債券関係損益を除く）
（注7）国債等債券関係損益：国債等債券売却益、同償還益、同売却損（▲）、同償還損（▲）、同償却（▲）
（注8）株式等関係損益：株式等売却益、同売却損（▲）、同償却（▲）
（注9）その他臨時損益：金銭の投資信託運用損益、退職給付費用（臨時費用処理分）（▲）等
（注10）2018年／中の計数は、きらぼし銀行、関西みらい銀行の合併に係る補正を行っていない以下の計数を用いて地銀計を算出（以下同様）。
きらぼし銀行：2018年4月の八千代銀行と2018年5～9月のきらぼし銀行の計数
関西みらい銀行：2018年4～9月の近畿大阪銀行の計数

中貿易摩擦や景気の先行き懸念などによる投資マインドの低下から投資信託販売が低迷したこともあり、役務取引等利益全体は地方銀行と第二地方銀行で減少した。

しかし、地方銀行の業務純益に目を転じると、米国の利下げによる米国債の値上がりなどから国債等債券関係損益が益超に転じたことや、一般貸倒引当金繰入額が減少したため業務純益は増加した。ただし地方銀行の一般貸倒引当金繰入額が減少した主因は、スルガ銀行の一般貸倒引当金繰入額が前年同期比より大幅に減少に転じたからである（スルガ銀行の決算短信によると、18年9月期の一般貸倒引当金繰入額は268.3億円であったが、19年9月期は16.39億円と大幅に減少）。第二地方銀行の業務純益についても、一般貸倒引当金繰入額が増加したものの、国債等債券関係損益が益超に転じたことを受け、増加した。

地方銀行の経常利益と中間純利益は前年同期比で増加したが、その主因もスルガ銀行の不良債権処理額の大幅な減少がある（スルガ銀行の決算短信によると、18年9月期の不良債権額は933.54億円であったが、19年9月期は50.46億円と大幅に減少。18年9月期の中間純利益は▲982.8億円であったが、19年9月期は156.38億円と大幅に増加した）。一方、第二地方銀行は与信関連費用の増加や株式関係損益の減少を受け、経常利益と中間純利益は前年同期比で減少した。

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

図表2　地方銀行の経営諸指標の推移（中間決算）

（単位：%）

	15年/中	16年/中	17年/中	18年/中	19年/中
貸出金利回	1.31	1.21	1.15	1.11	1.06
有価証券利回	1.20	1.14	1.28	1.35	1.29
資金運用利回	1.21	1.14	1.13	1.11	1.06
預金等原価	0.96	0.93	0.89	0.86	0.85
預金等利回	0.05	0.04	0.03	0.04	0.03
経費率	0.90	0.89	0.86	0.82	0.81
人件費率	0.46	0.44	0.43	0.41	0.40
物件費率	0.38	0.37	0.36	0.35	0.35
資金調達利回	0.09	0.08	0.08	0.09	0.09
資金調達原価	0.94	0.91	0.87	0.84	0.83
預貸金利鞘	0.35	0.28	0.26	0.25	0.21
資金粗利鞘	1.12	1.06	1.05	1.02	0.97
総資金利鞘	0.27	0.23	0.26	0.27	0.23
総資産コア業務純益率（ROA）	0.45	0.37	0.34	0.34	0.30
株主資本コア業務純益率（ROE）	9.96	8.07	7.45	7.37	6.45
コア業務粗利益経費率（OHR）	63.56	67.60	68.24	67.23	69.63

（資料）全国地方銀行協会ウェブサイト「地方銀行の決算の状況」における中間決算の概要の各年度。
（注1）各年度中間期の数値は公表当時の数値を使用している。
（注2）預金等＝預金＋譲渡性預金
（注3）比率は、小数点第3位以下を切り捨て
（注4）コア業務粗利益＝業務粗利益－国債等債券関係損益（5勘定尻）
（注5）総資産コア業務純益率（ROA）＝コア業務純益／（総資産計平残－支払承諾見返平残）
（注6）株主資本コア業務純益率（ROE）＝コア業務純益／株主資本合計平残
（注7）コア業務粗利益経費率（OHR）＝経費／コア業務粗利益

なお、地方銀行協会は20年3月期通期業績予想（経常利益は63行、当期純利益は64行の合計）について、経常利益を9,412億円（前年度比＋194億円、増益予想23行・減益予想37行）、当期純利益を6,618億円（前年度比＋343億円、増益予想21行・減益予想39行）と発表している。

地銀・第二地銀の経営戦略

（1）アパートローンの動向

貸出金利回りの低下に歯止めがかからない中、地域金融機関の厳しい融資環境は変わっていない。こうした中、アパートローンは貸出金残高を伸長させる「成長ドライバー」として注目されるようになり、大都市圏に営業基盤を置く金融機関を中心に積極的に推進するようになった。

しかし、18年頃からサラリーマンによるシェアハウス投資やアパート建設会社による「施工不良問題」が社会問題となったことを踏まえ、銀行全体（都市銀行、地方銀行、第二地方銀行を合わせた全国銀行）では、アパートローン残高は減少している（図表4）。それに対し、地方銀行と第二地方銀行の同残高は19年3月以降も高水準で推移しており、依然として積極的に推進していることがわかる。特に大都市圏を営業基盤としている地方銀行では、土地所有者の「実需」による対応であることと、管理体制を強化していることを強調しており、今後も力を入れて推進するスタンスを示している。

（2）事業性融資の取り組み

アパートローンとともに事業性融資を強化するようになったのも昨今の地方銀行と第二地方銀行の特徴である。ただ優良な中小企業融資は、金利競争に陥るという課題があるため、近年注目されているのが事業性評価の取り組みである。

同取り組みは、取引先事業者の事業内容を深く理解することが何よりも重要となるため対話が前提となる。そして、対話により経営課題が把握できるからこそ、融資だけでなく、有料のビジネスマッチ

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3　第二地方銀行の損益の推移（中間決算）

（単位：億円）

	17年度/中	18年度/中	19年度/中
業務純益	1,017	850	854
コア業務純益	961	908	748
コア業務純益（除く投資信託解約損益）	－	－	671
資金利益	4,087	3,902	3,516
貸出金利息（17年度／中は預貸金収支）	3,166	3,180	2,865
有価証券利息配当金	940	881	765
役務取引等利益	329	308	288
国債等債券関係損益	41	▲ 36	143
経費（▲）	3,518	3,340	3,072
一般貸倒引当金繰入額（▲）	▲ 13	21	37
臨時損益	193	107	▲138
個別貸倒引当金繰入額（▲）	49	108	158
株式等関係損益	196	245	32
貸倒引当金戻入益	－	36	35
経常利益	1,210	957	716
特別損益	▲ 16	▲ 9	25
中間純利益	895	706	517
与信関係費用合計（▲）	▲33	136	206

（資料）第二地方銀行協会ウェブサイト「第二地銀協地銀の中間決算の概要について」の各年度。
（注1）各年度中間期の数値は公表当時の数値を使用している。

ングや事業再生・経営改善支援などの法人向け役務取引等利益の増加にもつながる。

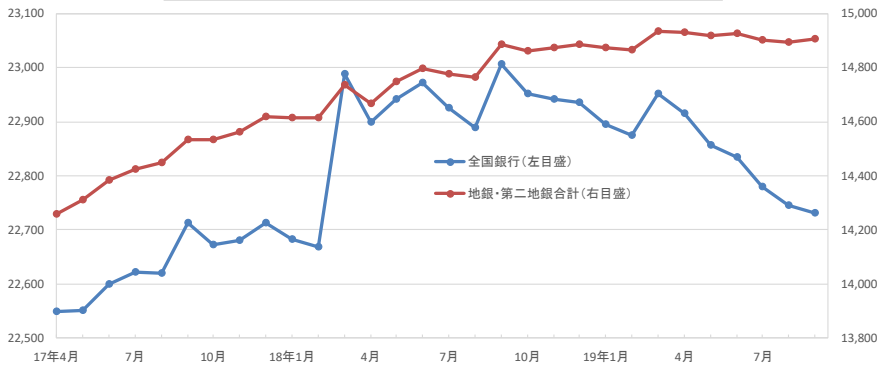
そのため地方銀行や第二地方銀行では、グループ企業の活用や外部支援機関と提携することで、さまざまな課題解決に対応できる体制づくりに力を入れてきた。ただ最近では、米中貿易摩擦による景気の先行き懸念から設備投資を見送る中小企業や、事業性評価に取り組んできた取引先事業者の収益が回復せず、債務者格付けを引き下げ、与信関連費用が増加したケースも見られるようになるなど、今後の景気の先行き次第では、事業性融資および事業性評価の取り組みは厳しい局面を迎える可能性もある。

（3）個人ローンの取り組み

個人ローンについては、住宅ローンが好調であった銀行が多い。スマートフォンに対応した事前審査アプリの導入、11 疾病保障に対応した団体信用生命保険の導入、ハウスメーカーや住宅販売会社との関係強化などの取り組みに加え、なかには、外部保証に依存せず、審査に柔軟性を持たせるなどの工夫を行う銀行もある。

また消費者ローンの分野では、申し込みから契約までがネットで完結する非対面取引に力を入れることに加え、人工知能（AI）を活用したダイレクトメールの送付（借入可能見込額を記載）など、新たな展開も見られるようになったこ

図表4　全国銀行と地銀・第二地銀のアパートローン残高の推移



（資料）全国銀行協会「銀行カードローン等・アパートローン残高」

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

とも注目される。

手数料ビジネスの強化

（1）投信窓販の低迷

19 年度中間期は、株式市場が低迷したことから投信販売が低迷した。最近では証券子会社の設立も相次ぎ、グループ内の役務取引等利益を強化する動きが活発化しているが、証券子会社の業績も思うように伸びないケースが少なくない。ただ昨今の投信販売の低迷の要因は、株式市場の低迷だけでなく、「顧客へのマーケティング戦略が不十分であったり、人材を活かしきれていない」という声もある。顧客本位の業務運営が求められ、いわゆる「回転売買」に厳しい目が注がれるようになるとともに、「ノルマ営業の廃止」が金融界で広がる中、今一度投信、保険窓販のあり方を見直す時期が来ていると言えるかもしれない。

一方、19 年度中間期は、金融庁が 19 年 6 月に報告書「高齢社会における資産形成・管理」を公表したことがきっかけとなり、いわゆる「老後 2,000 万円問題」がクローズアップされるようになった時期でもある。そのため、若年層につみたて NISA や iDeCo（個人型確定拠出年金）への関心が高まったことは注目される。このような流れを踏まえ、預かり資産業務については「販売額」から「残高」を重視するとともに、30 代から 50 代の資産形成層には、積立型商品に力を入れることを表明する銀行もあり、今後の個人向け預かり資産業務の質的な転換をも予感させる。

加えて、近年では、信託を兼営する銀行が増加しており、「銀証信連携」をめざす動きも加速している。特に高齢者の「終活」への関心も年々高まっており、遺言代用信託、遺産整理などに加え、認知症対策として後見制度支援信託などへの対応を進める銀行もあり、信託・相続関連業務はさらにサービスが拡充していくものと思われる。

（2）法人向け手数料ビジネス

貸出金利回りが反転しない中、法人向け手数料ビジネスは、新たな収益源として確立することが焦眉の急となっている。最近では事業承継の解決策や中小企業の成長戦略として M&A に力を入れる銀行が増えており、専門機関に行員を出向させることでノウハウを蓄積したり、顧客向けセミナーを開催することで潜在的なニーズの喚起を図っている。

さらに地域商社事業に取り組むことで取引先事業者の販路拡大に取り組む銀行も増加している。イーコマースが台頭する中、販売不振に陥る地元企業も少なくない。このような状況を打開するため、地域商社を活用することで販路を拡大することができれば、地域経済にもプラスになる。また、PFI（プライベイト・ファイナンス・イニシアティブ）や事業承継等でストラクチャード・ファイナンスに取り組む銀行もあり、今後の動向にも注目が集まる。

与信関連費用の増加

これまで地方銀行と第二地方銀行の与信関連費用は、極めて低水準で推移しており、日本銀行の長引く金融緩和政策という厳しい経営環境でも、経常利益を確保することができた。そのため中には、「住宅ローン残高の増加と与信関連費用の減少で決算が成り立っている」という

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

銀行もあった。

しかし、19 年度中間期は与信関連費用の増加が鮮明となった。その要因としては、例えば、中小企業金融円滑化法による貸出条件変更を受けたものの、その後も業況が回復しなかったケースや、大口取引先が破綻したケースなどがあるが、注目されるのが粉飾決算である(注1)。

融資先に粉飾決算がみられるようになった背景にはさまざまな要因があると考えられるが、融資競争が激しさを増し、貸出金残高を積み上げることに注力するあまり、現場サイドで「見落とし」が生じているとの指摘もある。

さらには、前述したように事業性評価をもとに融資を行った取引先事業者の債務者格付けを引き下げたため、与信関連費用が増加した銀行もあり、一部では事業性評価の取り組みに対するリスクも浮き彫りとなりつつある。

(注1)「日本経済新聞」(19 年 11 月 14 日付)は、全国地方銀行協会会長が 11 月 13 日の会見で、貸倒引当金などの与信費用が増えている理由について「(融資先で)いわゆる粉飾(決算)が最近になってみられるようになった」との説明があったと報じた。

業務の効率化とコスト削減

トップライン（業務粗利益）が伸び悩む中、コスト削減は引き続き重要な経営課題となっている。

人件費については、店頭事務オペレーションの本部集中化やタブレットの活用で受付業務の効率化を図るとともに、これまで営業店で事務等を担当した行員を営業部門に再配置することで「人件費を削減しながら営業力を落とさない努力」が続けられている。なかには人員再配置について、経営トップ自らがパート行員を含めた全行員に理解を求め、まず本部の人事部門から着手した後、営業店で実施した銀行もある。さらには人件費を削減するため、新卒採用を抑制する動きもある。

一方、物件費については、ブランチ・イン・ブランチ（店舗内店舗）を導入することで、顧客の利便性に配慮しながら、店舗数を削減する動きが広がっている。ただ、その一方で業務量を削減するための IT 投資、新規事業への戦略的な投資は続いており、物件費が上昇傾向にある銀行もある。

また「銀行間連携」を通じてコスト削減に取り組む銀行も増えており、その代表的な事例が 15 年 10 月に発足した「TSUBASA アライアンス」である。同アライアンスは当初、基幹系システム共同化によるコスト削減がメインであったが、今日ではコスト削減のみならず、通帳アプリの導入や M&A 業務プラットフォーム構築など、トップラインの拡大をめざす動きも活発化している（19 年 9 月・9 行が加盟）。また地方銀行の中には、同県内の第二地方銀行とパートナーシップを締結することで、各種商談会やセミナー、事業承継や M&A などに取り組む動きもある。

地銀の経営統合、業務提携などの動き

19 年度中間期は、「銀行間連携」にとどまらず、経営統合、業務提携、資本業務提携なども進んだ（図表 5）。このような流れの根底には、いまだ出口の見えない日本銀行の金融緩和政策、人口減少や地方経済の低迷といった要因がある。

また行政サイドの動きとしては、政府は 19 年 6 月に「経済財政運営と改革の基

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５　2019年度の地方銀行、第二地方銀行の主な経営統合、業務提携、新設の動き

4月	ふくおかフィナンシャルグループと十八銀行が経営統合
	関西アーバン銀行と近畿大阪銀行が合併し、関西みらい銀行がスタート
7月	横浜銀行と千葉銀行が業務提携
8月	ふくおかフィナンシャルグループ、「みんなの銀行設立準備株式会社」設立を決定
	山陰合同銀行グループと野村證券が金融商品仲介業務の包括的業務提携
9月	SBIホールディングスと島根銀行が資本業務提携
	福井銀行と福邦銀行が包括連携の検討開始
10月	みちのく銀行と青森銀行が包括的連携の検討開始
11月	SBIホールディングスと福島銀行が資本業務提携

（資料）各行のプレスリリースなど

本方針 2019（骨太方針）」を閣議決定し、地域銀行に「早期の業務改善のために、マーケットシェアが高くなっても、特例的に経営統合が認められるようにする」（17～18 頁）としたこと（10 年間の時限立法で、20 年の通常国会に特例法の法案提出を図ることが予定されている）や、金融庁が「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」を改正（19 年 6 月）し、早期警戒制度を見直すなどの動きがあったことは注目される。

特に早期警戒制度の見直しについては、これまで以上に「持続可能な収益性と将来にわたる健全性」を地方銀行や第二地方銀行に求めるとともに、収益性が低い場合は、早めの改善が求められることとなる。そのため、将来的にはさらなる経営統合や業務提携が進行することも考えられる。ただし、経営統合による規模の拡大が将来の収益性の向上に貢献するかどうかは定かではない。また、経営統合によって特定の金融機関のシェアが高まることを危惧する事業者の中には、今までのメイン行だけではない選択肢を求める可能性も考えられる。そのため、政府による「経営統合しやすい環境づくり」は現在構築中であるが、地域とともに歩むことを将来もめざしていく地域金融機関であるならば、統合より前に取引先の負託に応えられるビジネスモデルの構築を最優先することが何よりも重要であろう。

おわりに

以上、地方銀行および第二地方銀行の 19 年度中間期決算と最近の経営戦略の動向をまとめてみた。19 年度中間決算の特徴は、①マイナス金利政策の影響を受け、引き続き低迷している資金利益、②市況の低迷による個人向け預かり資産業務の伸び悩み、③与信関連費用の増加の 3 点に集約することができるが、この中で特に気掛かりとなっているのが、与信関連費用の増加である。

これまで銀行は、利ざやが縮小する経営環境でも利益を計上することができた要因の一つは、与信関連費用が極めて低水準で推移してきたからである。しかし、前述したように与信関連費用が増加した背景が、粉飾決算や事業性評価の取り組みに起因しているのであれば、貸出金利回りの低下をボリュームでカバーする「ボリューム拡大戦略」や、取引先事業者の事業内容を理解する対話のあり方を今一度見つめ直す時期に差し掛かっている可能性もある。19 年度下期の与信関連費用の見通しについては、「増加することはない」「予想の範囲内」という意見も多いが、景気次第では、与信関連費用の見通しに変更があるかもしれない。

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

一方、地方銀行や第二地方銀行は今後もさらなる収益性の確保が求められるとみられるが、出口の見えない日本銀行の金融緩和政策の下、過度にプレッシャーをかけ続けることは、結果として顧客本位の業務運営を難しくさせることにもつながりかねない。顧客に責任あるサービスを提供するためには、一定のコストがかかることは避けられず、地方銀行と第二地方銀行の19年度中間期決算は、今日の日本銀行の金融政策が金融機関の経営行動に極めて大きな負荷と歪みを与え続けている一要因であることを表しているといっても過言ではない。

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

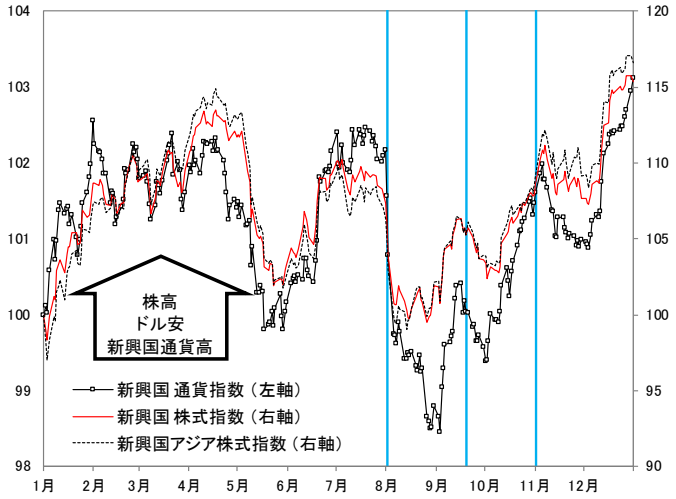
海外経済金融

19 年の新興国の金融資本市場

佐古　佳史

19 年は、12 月に事実上のデフォルト状態に陥ったアルゼンチンや、トルコ経済の不安定さなどはあったものの、新興国の金融資本市場は全体としてみれば、米中通商摩擦や米国の利下げの影響を強く受けたといえる。本稿では、新興国通貨と株価、資金フローについて 19 年の推移を振り返ってみたい。なお、データセットの関係上、本稿では韓国を「新興国」に含めた。

図表1 19年の新興国通貨・株の推移



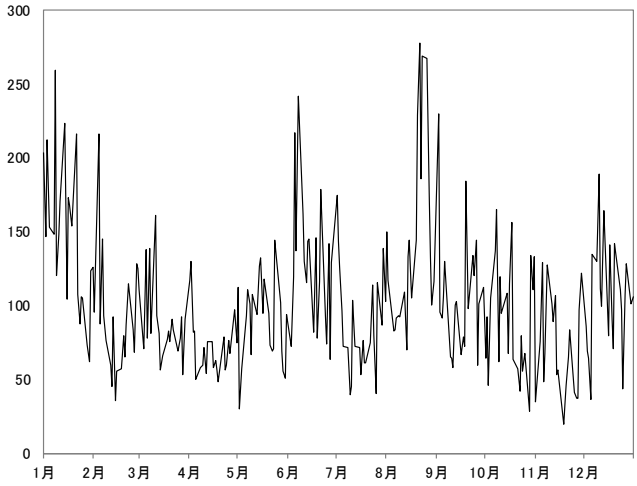
（資料）Bloomberg（注）縦線は利下げが決定された7、9、10月FOMCの翌日。

新興国通貨と株価

まず、新興国通貨と株価（それぞれ、MSCI Emerging Markets Currency Index、MSCI Emerging Markets Index、新興国アジア株式指数は MSCI EM ASIA Index）をみると、通貨と株価指数がおおむね連動していることが確認できる（図表 1）。

19 年を振り返ると、「4 月末から 6 月前半にかけて」と「8 月から 9 月にかけて」の停滞が顕著であった。この背景としては、6 月 1 日に米国が中国からの 2,000 億ドル相当の製品に対する追加関税の引き上げ（15%→25%）を決定したことや、9 月 1 日に同じく 3,000 億ドル相当について 15%の追加関税を課したこと、それに対する中国の対抗措置発動といった米中通商摩擦が挙げられるだろう。図表 2 からは、当該期間に米国の経済政策における不確実性が高まったことがうかがえる。

図表2 19年の米国の経済政策不確実性指数の推移



（資料）Bloomberg（注）長期平均=100。

一方で、9 月以降は通貨上昇と株価の回復も確認できる。これは、米中通商協議が「第 1 段階の合意」へ向かうなかで、摩擦激化への懸念が後退したことに加え、FRB による 3 回連続の利下げによって世界経済先行き懸念がやや後退したこと、米ドルの魅力が相対的に低下したことなどを反映したものといえるだろう。

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

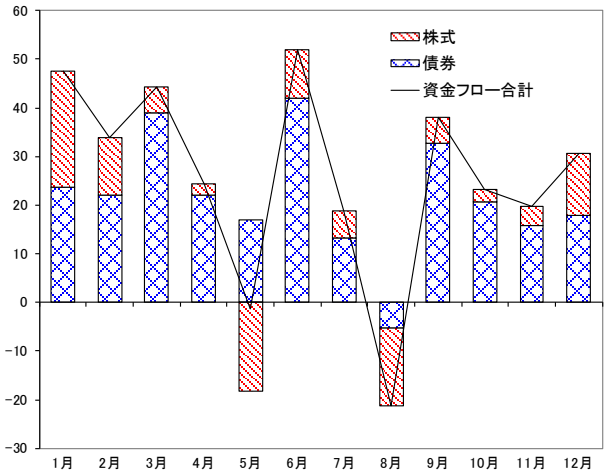
資金フローの推移

次に新興国への資金フローを確認してみよう。図表3からは、米国による対中追加関税の発動が検討されていた5月と8月は、資金が新興国から流出していたことがうかがえる。

特に「逃げ足が速い」と考えられる株式について、中国と中国以外に分けてみてみると、4、5月は中国株からの資金流出が合計166億ドルと大きかった。他方、米中通商摩擦の激化が懸念された8月は中国以外の新興国からの資金流出が合計156億ドル大きかった。内訳としてはインド（▲22億ドル）、韓国（▲21億ドル）、台湾（▲29億ドル）、タイ（▲18億ドル）、ブラジル（▲27億ドル）などが顕著であった。

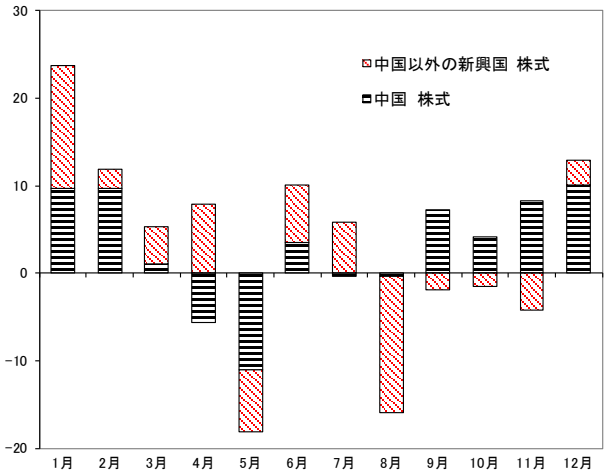
また、輸出がGDP比で40%程度と依存度の高い韓国では、米中通商摩擦を契機に景気悪化懸念が強まったことから、8～11月にかけて株式から4ヶ月連続で資金が流出し、その規模は合計62億ドルとなった。

（10億米ドル）図表3 新興国への資金フローの推移(2019年)



（資料）IIF「Monthly EM Portfolio Flows Database」

（10億米ドル）図表4 新興国株式への資金フローの推移(2019年)



（資料）IIF「Monthly EM Portfolio Flows Database」

20年の展望

20年の新興国経済を考えてみると、米欧間での通商協議が難航し、世界貿易を取り巻く環境が悪化する可能性は否めないものの、米中通商摩擦の激化懸念が一段落したことや世界経済が底入れの兆しを見せ始めていたことから、新興国通貨、株価とも底堅い推移になると予想する向きが多い。

たとえば、1月20日に公表された国際通貨基金（IMF）による世界経済見通しでは、20年の新興国の貿易量の伸びは前年比4.2%（18、19年はそれぞれ同4.6%、同0.4%）へ回復すると予想されている。また、経済成長率も19年の3.7%から4.4%へと加速するとみられており、通貨や株価の下支えとなるだろう。

とはいえ、リスク要因にも注意したい。年明け早々に米国によるソレイマニ・イラン革命防衛隊司令官の殺害をきっかけとした中東情勢の複雑化や、中国における新型肺炎の感染拡大など、新しい懸念材料も既に顕在化している。

また、IMFとの債務再編交渉の難航が予想されるアルゼンチンや、18、19年の最低賃金の引き上げが遠因となり失業者数が増加した韓国など、引き続き個別の懸念材料も気にかけておく必要があるだろう。

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

国内経済金融

日本の財政⑩:2020 年度予算案

南　武志

2014 年 4 月の消費税率 8%への引上げから 5 年半、2 度の見送りと増収分の使途変更、さらに軽減税率の導入決定などを経て、19 年 10 月 1 日に消費税率が 10%に引き上げられた。政府は、消費税率引上げ前後に見込まれる需要の変動を抑えるため、19 年度当初予算などで 2.3 兆円程度の対策を盛り込んだ。しかし、実際のところ、駆け込み需要とその反動減が事前予想を上回って発生している。

3 年ぶりに策定された経済対策

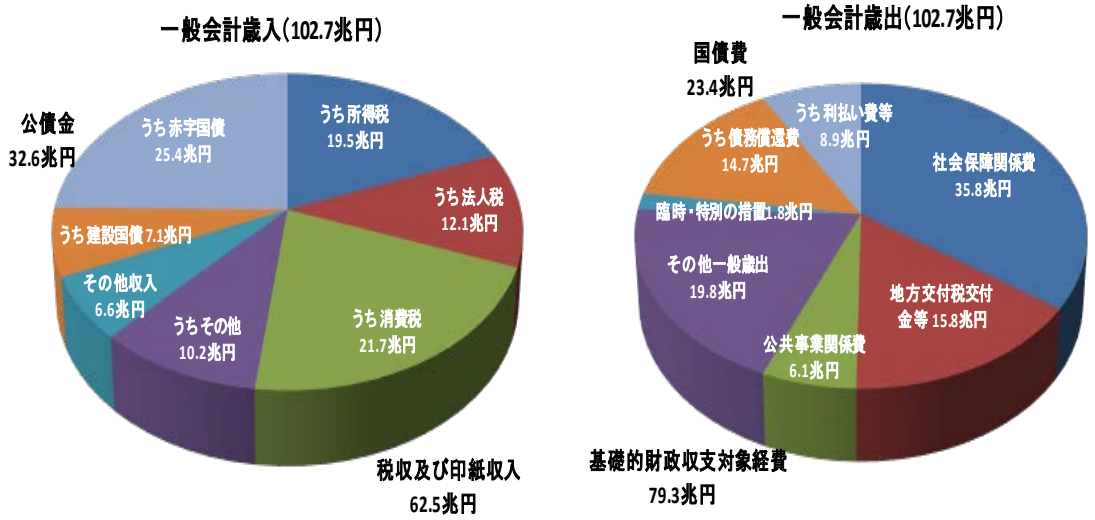
一方、政府は、夏から秋にかけて多発した台風など自然災害からの復旧・復興、米中摩擦など海外発の下振れリスクへの対応、さらには 20 年の東京オリンピック・パラリンピック後の経済活力維持を名目に、3 年ぶりの経済対策を取りまとめた。事業規模は 26.0 兆円（うち財政措置 13.2 兆円）で、前回 16 年（事業規模 28 兆円、うち財政措置 13.5 兆円）に迫る大きさとなっている。このうち国・地方の歳出増は 9.4 兆円（うち、国は 7.6 兆円）となっている。政府はこの対策によって 21 年度にかけて GDP を 1.4%押し上げるとの試算を示している。

これを受けて、政府は 19 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を下方修正（当初比で▲2 兆 3,150 億円）し、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。

20 年度一般会計予算案の概要

また、12 月 20 日には 20 年度の一般会計予算案が閣議決定された。総額は 102 兆 6,580 億円と、19 年度当初予算（101

図表1 2020年度一般会計予算案



(資料)財務省 (注)通常分に臨時・特別の措置を加えた全体。

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

兆4,571億円）から1兆2,009億円の増額となり、過去最大の規模を更新した。消費税対策など臨時・特別の措置を除くベースでも100兆8,791億円と大台に乗り、19年度（99兆4,291億円）から1兆4,500億円の増額となった。

歳入面では、19年10月の消費税率引上げの効果が本格化することに加え、20年度の名目成長率を2.1%（実質成長率は1.4%）と、民間予想（ESPフォーキャスト調査（19年12月）では名目1.0%、実質0.5%）に比べてかなり高めに設定したことによって、税収は63兆5,130億円（19年度当初比で1兆180億円増）が見込まれている。また、その他収入として6兆5,888億円を計上する一方で、公債金（新規国債発行額）は32兆5,562億円（うち赤字国債：25兆4,462億円）へ減額（▲1,043億円）され、公債依存度も31.7%（19年度当初では32.2%）へ低下する。

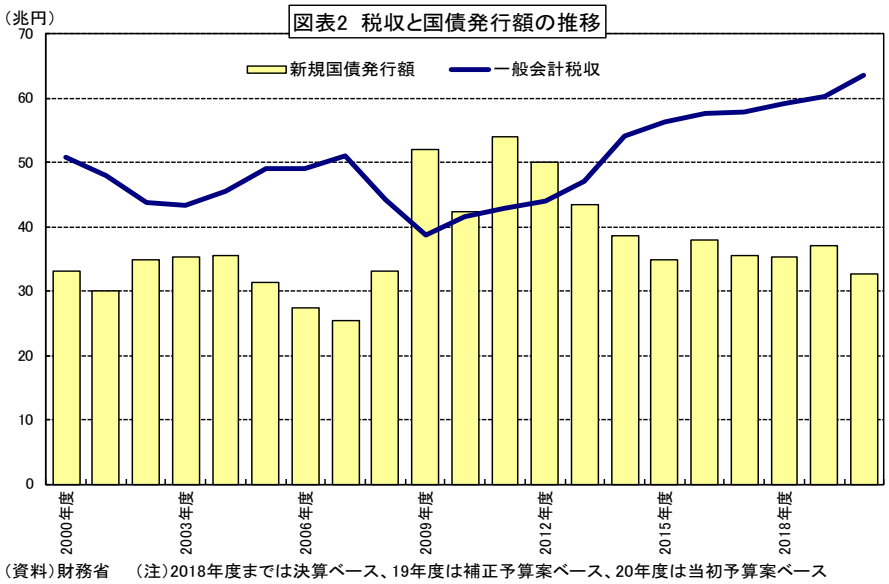
一方、歳出面（以下、通常分で記述）については、国債費を23兆3,515億円（19年度当初比で1,567億円減）、地方交付税交付金等を15兆8,093億円（同じく1,758億円減）と減額する一方で、一般歳出は61兆7,184億円（同じく1兆7,825億円増）へ増額となった。

一般歳出の増額の大部分は社会保障関係費によるものであり、35兆8,121億円と、19年度当初比で1兆7,495億円増となった。これは消費税率の引上げに伴う社会保障の充実の結果であり、1.7兆円（19年度当初比で1.2兆円増）の国費投入を盛り込んでいる。その主要な内容は、幼児教育・保育の無償化（3,410億円）、高等教育の無償化（4,882億円）、年金生活者支援給付金の支給（4,908億円）、医療情報化支援基金の拡充（768億円）などである。

なお、政府は7月に概算要求基準を決定する段階で、高齢化に伴う社会保障関係費の自然増を5,300億円程度と想定していたが、薬価の引き下げや介護保険の見直しで費用を圧縮し、4,111億円の増額にとどめた。

そのほか、公共事業関係費は6兆669億円（19年度当初比で73億円増）、防衛関係費（5兆2,625億円）、文教及び科学振興費（5兆3,912億円）、経済協力費（5,123億円）、食料安定供給関係費（9,832億円）は19年度当初比で増額された半面、エネルギー対策費（9,008億円）、中小企業対策費（1,723億円）、恩給関係費（1,750億円）は減額となって

図表2 税収と国債発行額の推移



（資料）財務省　（注）2018年度までは決算ベース、19年度は補正予算案ベース、20年度は当初予算案ベース

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

いる。

臨時・特別の措置

前述の通り、20年度当初予算案には19年度に続き、「臨時・特別の措置」として1兆7,788億円が計上されている。消費税対策に加え、19年末に策定された経済対策も反映されている。

内容としては、『防災・減災、国土強靭化のための3か年緊急対策』の着実な実行のために1兆1,432億円、キャッシュレス・ポイント還元事業に2,703億円、マイナンバーカードを活用した消費活性化策（20年9月からの7ヶ月間にキャッシュレス決済した金額のうち、最大2万円まで25%のポイント（5,000円分）を付与）に2,478億円、すまい給付金（消費税率引上げによる住宅取得者の負担を緩和するために創設された制度）に1,145億円などとなっている。

国債発行計画

上述の通り、20年度の新規国債発行額は32兆5,562億円（うち赤字国債25兆4,462億円）であるが、これに復興債（9,241億円）、財投債（12兆円）、借換債（107兆9,818億円）を合わせ、全体で153兆4,621億円の国債発行が予定されている。ここから個人向け販売分（4.8兆円）、日銀乗換分（2.2兆円）、第Ⅱ非価格競争入札等（8.0兆円）などを除いたカレンダーベースの市中発行額は128.8兆円と、19年度補正後（129.4兆円）から若干減額される予定である。

なお、年限毎の発行額については、隔月発行の40年債について0.6兆円増額する一方で、流動性供給入札（5年超15.5年以下）を1.2兆円減額する方針（それ以外は19年度と変わらず）である。

また、利付債の表面利率の下限も現行の0.1%から引き下げることとし、10月以降の実施を予定している。

ちなみに、フローベースの平均償還年限は9年2ヶ月へ、ストックベースでも9年4ヶ月へ、19年度補正後ベース（前倒し発行分53兆円を含む）から、ともに延長される見通しである。

図表3　国債発行計画の推移

	2020年度	2019年度		2018年度	2017年度
	当初	補正後	当初	補正後	補正後
国債発行額	**1,534,621**	**1,548,596**	**1,487,293**	**1,521,720**	**1,561,250**
新規財源債	**325,562**	**370,819**	**326,605**	**353,954**	**355,546**
建設国債	71,100	91,437	69,520	80,972	72,818
赤字国債	254,462	279,382	257,085	272,982	282,728
復興債	9,241	9,042	9,284	6,068	9,889
借換債	**1,079,818**	**1,043,235**	**1,031,404**	**1,041,698**	**1,075,815**
うち、復興債分	16,932	30,514	18,080	28,332	28,790
財投債	**120,000**	**125,500**	**120,000**	**120,000**	**120,000**
市中分・個人向け国債合計	**1,512,621**	**1,526,596**	**1,465,293**	**1,496,720**	**1,531,250**
市中発行分	**1,464,621**	**1,478,596**	**1,418,293**	**1,449,720**	**1,501,250**
年度間調整分	96,737	90,253	38,653	22,898	-847
カレンダーベース市中発行額	1,288,000	1,294,000	1,294,000	1,342,000	1,413,000
第Ⅱ非価格競争入札	79,884	94,343	85,640	84,822	89,097
個人向け販売分	48,000	48,000	47,000	47,000	30,000
公的部門（日銀乗換）	**22,000**	**22,000**	**22,000**	**25,000**	**30,000**

（資料）財務省　（注）単位は億円、四捨五入による誤差がある

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

足踏みする財政健全化

最後に、財政赤字や公的債務の状況について紹介したい。20 年度当初予算案での基礎的財政収支（PB）は▲9.2 兆円が見込まれているが、19 年度当初予算と同じ水準であり、消費税率を引き上げるなど税収増を見込んでいる割に、財政健全化は進まないことが見て取れる。

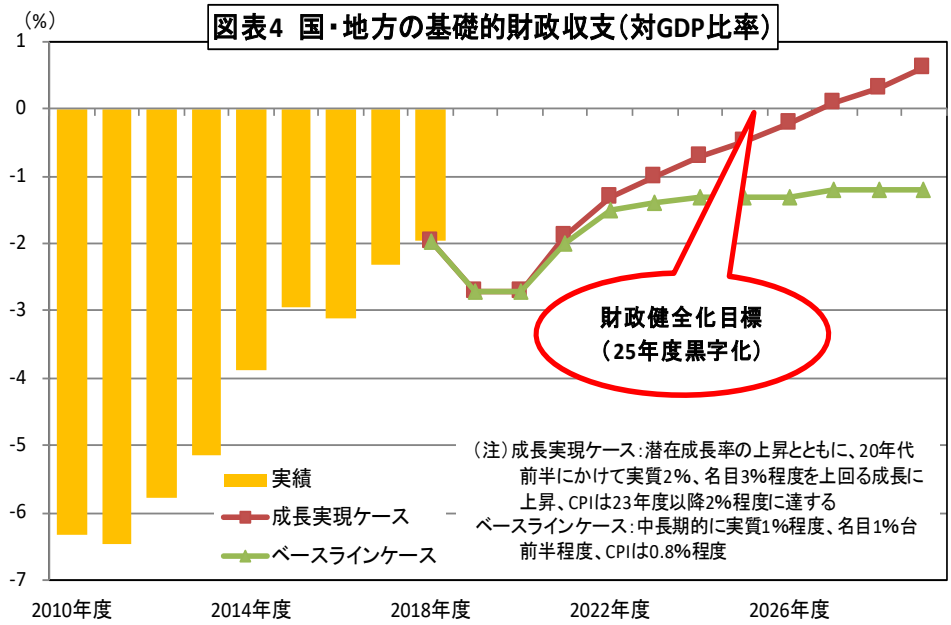
一方、債務の状況としては、20 年度末の普通国債残高は 906 兆円（19 年度末見込み：898 兆円）、国・地方の長期債務残高は 1,125 兆円（同：1,117 億円）へそれぞれ膨張する見込みである。なお、GDP 比率は若干の改善（それぞれ 161%→159%、200%→197%）を想定している。

なお、内閣府は 1 月 17 日に開催された経済財政諮問会議に、「中長期の経済財政に関する試算」を提出した。いつもの通り、成長実現ケース（アベノミクスで掲げたデフレ脱却・経済再生という目標に向けて、政策効果が過去の実績も踏まえたペースで発現する姿で、具体的には全要素生産性(TFP)の上昇率が足元の 0.4%程度から 1.3%まで上昇する中、20 年代前半にかけて、実質 2%程度、名目 3%程度を上回る成長率に上昇するケース）と、ベースラインケース（経済が足元の潜在成長率並みで将来にわたって推移する姿を試算したもので、具体的には TFP 上昇率は 0.8%程度で推移する中、経済成長率は中長期的に実質 1%程度、名目 1%台前半程度と見込んでいる）とに分けて、試算結果を示している。

現在の財政健全化目標は、①国・地方を合わせたプライマリーバランス（PB）を 25 年度までに黒字化、②債務残高の対 GDP 比の安定的な引下げ、であるが、ベースラインケースでは 25 年度の PB は▲8.2 兆円（対 GDP 比で▲1.3%）、債務残高の対 GDP 比も減らないばかりか、成長実現ケースでも 25 年度の PB は▲3.6 兆円（対 GDP 比で▲0.5%）であり、黒字化するのは 27 年度以降との結果が示されている。

これらが示唆することは、財政健全化目標は再び先送りされる可能性が高いということであり、かつ財政健全化を着実に進めるためには一層の歳出削減努力もしくは増税措置が必要、ということだ。

図表4 国・地方の基礎的財政収支（対GDP比率）



（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

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

感染が拡大する武漢発の新型肺炎

～2003 年の“SARS”による中国経済への影響～

王雷軒

武漢発の新型肺炎の感染拡大

国務院（国家衛生健康委員会）の記者会見では、26 日 24 時現在、武漢発の新型肺炎に感染した国内の人数が 2,744、うち死亡者が 80 人と発表された。武漢市衛生健康委員会の発表では、19 年 12 月末時点で感染者は 27 人だったことから、急激な広がりを見せている。

また、現地入りした 03 年に大流行した SARS（重症急性呼吸器症候群）の専門家はこの新型肺炎が人から人へ感染することを明らかにした。さらに、タイ、日本、韓国、米国など、海外にも感染者が出たことなどが報道されている。このように SARS を彷彿とさせるような事態になりつつある。

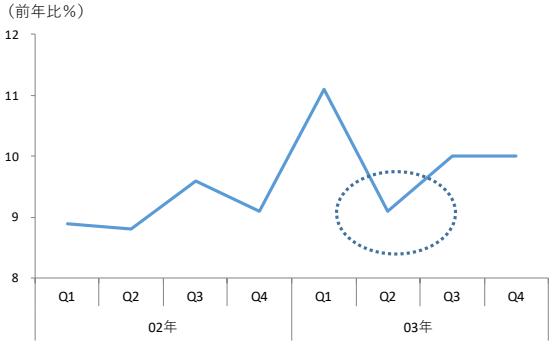
以下では、03 年に大流行した SARS の状況を簡潔に紹介したうえで、それによる中国経済への影響はどうだったかを確認してみたい。

2003 年の SARS 発生状況

02 年 11 月 16 日、中国南部にある広東佛山市で、SARS 感染者が初めて確認された。続いて、03 年 2 月、海外にも感染が広がったことで 3 月 12 日に WHO（世界保健機関）は SARS に対する警戒情報を出した。

同年 3 月から 5 月にかけて、感染者は大幅増加したが、6 月から収束に向かい、8 月に最後の感染者が退院した。発生から完全な収束まで約 9 ヶ月かかったと見られるが、SARS 感染者は世界で 8,096 人、うち中国大陸 5,326 人、香港 1,755 人となったと言われている。

図表1 中国の実質GDP成長率の推移（四半期ベース）



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

03 年の中国経済への影響は軽微

SARS は 03 年 4～6 月期の成長に影響を与えたものの、03 年通年の成長にはそれほど影響しなかったと見られる。実際、03 年の四半期別の実質 GDP 成長率（前年比、以下は同じ）を確認すると、1～3 月期 11.1%、4～6 月期 9.1%、7～9 月期 10.0%、10～12 月期 10.0%であり、SARS の影響は小幅だったことが見て取れる（図表１）。

一方、01～05 年の実質 GDP 成長率をみると、それぞれ 8.3%、9.1%、10.0%、10.1%、11.4%であり、この間加速したことが確認できる。

ただし、経済規模が比較的小さい香港では SARS による影響は大きかった。03 年 4～6 月の実質 GDP 成長率は前年比▲0.6%と、1～3 月期（同 3.9%）から大きく減速したことは明らかである。

消費への影響が比較的大きかった

詳細な影響を確認すると、とりわけ交

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

通輸送業、宿泊や外食、観光業などへの影響が比較的大きかった。実際、03 年 4～6 月期の交通輸送・倉庫・郵政事業、宿泊・外食業における付加価値はそれぞれ前年比で 2.3%、7.4%と、同年 1～3 月期（同 7.7%、同 11.0%）から大きく鈍化した。金融業においても、11.3%から 7.7%に鈍化した。また、03 年 5 月、中国を訪れる外国人観光客が前年比▲31%、国内輸送客数が同▲42%、それぞれ大幅に減少した。

また、SARS の影響を受けて、03 年 5 月の小売売上総額（社会消費品小売総額）は前年比 4.3%と、3 月（同 9.3%）、4 月（同 7.7%）から鈍化している（図表 2）。03 年通年では小売売上総額（名目値）が前年比で 9.1%伸びたことを踏まえると 5 月の消費にかなり SARS の影響があったことは一目瞭然である。

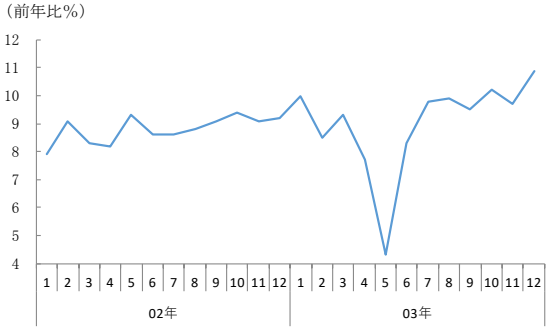
一方、鉱工業生産、投資、貿易に対する影響は軽微だったと思われる。03 年 3 月から 6 月にかけて鉱工業生産は前年比でそれぞれ 16.9%、14.9%、13.7%、16.9%と、4～5 月の鈍化が見て取れる。一方、輸出入・固定資産投資には顕著な鈍化は見られなかった。

SARS への当局の政策対応

中国当局の財政・金融政策による対応を確認すると、03 年 5 月 1 日から、交通輸送業、観光業、外食業などの業界に対して免税・減税措置が講じられた。そのため、03 年下期の財政歳入額が減少に転じた。

また、同年 5 月、中国人民銀行（中央銀行）も SARS の甚大な影響を受けた業界や地域に対して、優先的な資金供給を行うよう銀行に要請した。さらに、7～9 月期に SARS による成長への影響が一巡したとの判断するまで、同年半ばに予想されていた預金準備率の引き上げを 9 月 21 日まで延期したことも対応措置の一つであろう。

図表2 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

20 年の中国経済への影響は？

輸送制限や外出規制がかかっているものの、春節休暇（1 月 24 日～2 月 2 日）ということもあり、新型肺炎感染が拡大するリスクはかなり高まっていると推察される。一方、03 年の SARS 時に比べて、今日の中国は感染症拡大防止や対応能力が一段高まっているとみられる。短期間で感染の広がりを抑えることができれば、中国経済への影響はあまり懸念するほどではないと見込まれる。

ただし、03 年に比べて現在の中国経済は投資・輸出主導から消費主導に転じつつあり、GDP に占める第 3 次産業の比率が 03 年の 42.0%から 19 年の 53.9%へと年々上昇してきたことから、外食業や観光業への影響は 03 年以上になると予想される。

なお、20 年の中国経済を展望する場合、目下、米中通商協議をめぐる不確実性は、幾分低下したものの下振れリスクとして注目されるほか、この新型肺炎の流行をめぐる不確実性にも留意すべきであろう。

（20.1.27 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

連載

金融機関の新潮流〈第 21 回〉

face to face を重視する東京消防信用組合

古江　晋也

要旨

東京都千代田区の東京消防庁本部庁舎 10 階に本店を構える東京消防信用組合は、東京消防庁の消防職員と退職者を組合員とする職域信用組合である。低金利競争が激しさを増す中、同組合では組合員に寄り添う姿勢を強化し、組合員の様々な要望を商品開発に織り込むことで、貸出金残高の増加を図っている。今日、非対面取引の強化が個人ローン戦略の主流となっているが、デジタル化時代においても face to face が生き残り戦略の一つであることを東京消防信用組合の事例は我々に示している。

はじめに

東京消防信用組合（2019 年 3 月・預金積金残高 738 億円、貸出金残高 348 億円、職員数 39 人）は、東京都千代田区の東京消防庁本部庁舎 10 階に本店を構える職域信用組合であり、東京消防庁の消防職員（消防吏員と事務職員）や退職者を組合員としている。同組合の貸出金残高（19 年 3 月）は、住宅ローンが 85%を占め、マイカーローン（7%）や学資ローン（2%）などがそれに続く。

個人ローン市場は日本銀行の長引く金融緩和政策を受け、激しい低金利競争と借換競争に見舞われており、東京消防信用組合も 15 年度には貸出金残高を大きく減少させた（14 年度 318 億円→15 年度 300 億円）。このことに危機感を抱いた役員や管理職は、経営戦略会議において、貸出金残高を伸長させるために、金利を引き下げるとともに、営業活動と商品力の強化を図ることとした。

「ミドルセールス」の導入

まず、東京消防信用組合の営業活動で特筆される取り組みは「トップセールス」「巡回サービス」「しんくみ出張相談会」である。

トップセールスとは、理事長自らが東京消防庁の方面本部長会議などに出席し、組合の活動、本決算や仮決算の概要、新商品などを説明することを示す。このことは母体の幹部等と継続的にコミュニケーションを図ることを意味し、組合のことを絶えず意識してもらう役割を果たす。

巡回サービスとは、組合職員が 81 の消防署の総務課の担当者のもとを週 2 回定期的に訪問する活動である。総務課の担当者は、組合員の預金や振込みなどを取りまとめ、巡回してきた組合職員に取次ぐ。また、組合員は巡回サービスでローン関連の書類の受け渡しや住所変更の届出なども行うことができる。元消防職員

写真1　東京消防信用組合本店入口

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2　本店窓口

写真3　左から内田融資推進担当課長、阿部営業部長小室理事長、熊谷経営企画部長

で現在、営業部長を務める阿部敏夫氏は「金融機関は顧客が窓口に行かないといけない。しかし組合は、組合員のもとに来てくれる。このことに親しみを感じる」と、多忙な業務をこなす組合員の気持ちを代弁する。

また、しんくみ出張相談会とは、本支店の営業担当者が手分けをして、年に 3 回、消防署で実施する相談会である。相談会は、消防署の総務課と日程調整を行い、9 時～12 時に開催する。非番の組合員などが訪れるが、業務の都合で相談会に訪れることができない組合員には、後日、営業担当者が出向くことにしている。

このような取り組みに加え、経営戦略会議以降に導入された取り組みが、「ミドルセールス」と「消防出張所訪問活動」である。

ここでいうミドルセールスとは、組合の常務理事、部長、支店長のミドル層が消防署長や管理職のもとを 4 月、10 月、12 月に訪問することである。特に 4 月と 10 月は東京消防庁で定期異動が実施される時期であり、消防職員 1 万 8,500 人のうち、約 3,000 人が異動する。そこで常務理事以下、組合のミドル層は新たに着任した消防署長などのもとを訪問するのである。

組合のミドル層は訪問の際にポスターを持参し、住宅や自動車の購入などを考えている組合員に関心を持ってもらうように、食堂などに掲示してもらうようにしている（12 月は組合の仮決算の報告などを実施）。また消防出張所訪問活動とは、島しょ部と稲城市を除く東京都に 211 ある消防出張所等（分署 3 ヵ所を含む。）を年 1 回訪問することである。

このように、東京消防信用組合では営業活動の観点からは、これまで以上に「とことん寄り添う戦略」を採用したのである。この理由は、組合員の多くが「説明を聞き、十分に理解したうえで意思決定をしたい」と考えているからであり、経営企画部長の熊谷弘昭氏が「非対面にすると協同組織ではなくなる。組合が存続していくためには、組合員と向き合うことが何よりも重要である」と話すように、組合のアイデンティティを突き詰めた結果でもある。

対面し続けるから商品づくりができる

一方、商品力の強化で注目されるのが「融資推進戦略会議」である。同会議は支店長や営業担当者等がメンバーとなり、組合員から寄せられた様々な要望を取り

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4　営業部融資推進課の皆さん

上げ、新商品の開発や既存商品のマイナーチェンジを検討することなどを目的としている。そしてこの会議で推進商品として強化したのが以前より発売していた「分割融資」（09 年から発売）である。

ここでいう分割融資とは、注文住宅をローンで購入する場合、つなぎ融資が発生しない住宅ローンのことである。具体的には、一般的な住宅ローンで注文住宅を購入する場合、土地購入部分の融資はすぐに融資を受けることができるが、建物部分は、建物が完成しないと融資を受けることができない。そのため、着工期、中間期の支払いは「つなぎ融資」を活用する必要がある。ただ、このつなぎローンは無担保ローンとなるため、金利が高く、手数料も発生する。

そこで組合では、必要な時に必要な金額を最高 4 回に分割して交付し、つなぎローンを利用しなくてもよいことにしたのである。この商品は、組合員の注文住宅の購入割合が高いことに着目して開発され、組合員の「つなぎローンのいらない住宅ローン」という要望に基づいている。

また組合の住宅ローンは、例えば、持病等により団体信用保険に加入することができない場合や、個人信用情報に問題があり他行の住宅ローンが利用できない場合であっても理由が明確である場合は、対応してきた。また、最近では、新たなサービスとして登記費用や引っ越し費用など住宅購入に付随する諸費用も住宅ローンに含めることを可能にした。このサービスも組合員の「こんな使い方できないの？」という相談を受けて付加されたサービスである。営業部融資推進担当課長の内田訓正氏は「face to face が商品をブラッシュアップする」と、ユニークな商品づくりの根底には、組合の営業担当者の日ごろの訪問活動にあることを強調する。また、「他の金融機関ではやっていても、組合員にニーズがないと意味がない。ニーズを吸い上げる商品開発が近道である」と、組合員と対面し続けるからこそ組合ならではの商品づくりが可能になると話す。

東京都市部を営業地域とする立川支店

立川支店は多摩地域（23 区、島しょ部を除いた市町村）を営業地域とし、立川都民防災教育センター内に店舗を構えている。7 人の職員が在籍しており、そのうち巡回サービス担当者は 2 人である。

巡回サービス担当者の主な業務は、各消防署を週 2 回（奥多摩消防署は週 1 回）訪問し、預金や通帳、ローン関係書類などの受け渡しを行っている。担当者は元消防職員であるため、①消防職員の勤務形態を把握したきめ細やかな対応ができること、②かつての職場の仲間であるため組合員と円滑なコミュニケーションを図ることができる、ということが最大の強みとなっている。

立川支店の職員は年に 3 回、営業地域の消防署で相談会を実施する。相談会で

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5　立川支店の皆さん

は融資の相談以外にも、貯蓄に関する相談にも対応している。特に後者については、立川支店長の茂木茂氏によると管理職の消防職員から「若手の消防職員が長い人生を見据えた時、貯蓄に関心をもってもらうにはどうしたらよいか」といった職場ならではの相談も少なくなくないという。

立川支店の与信審査期間は、通常のマイカーローンの場合、書類がそろっていると最短即日で決裁できる（住宅ローンなど一定額を超える融資は本部決裁）。この理由は、立川支店の職員のチームワークのよさは当然ながら、やはり常日頃から face to face を実践し、組合員との信頼関係を構築し続けてきたからであるといえよう。

戦略は「手間をかけずに残高を伸ばす」ということに注力しており、パソコンやスマートフォンを活用した非対面取引を強化する動きが加速している。しかし、東京消防信用組合はこのような時流に抗うかのように、消防出張所の訪問などを含めたセールスを強化することで訪問活動を活発化させ、組合員に寄り添う姿勢を強化することとした。

また「他の金融機関の真似をしても仕方がない」「他の金融機関で売れている商品が組合員に喜ばれるとは限らない」との考えのもと、「組合員の要望に真摯に耳を傾ける商品づくり」に徹することにした。この独自性を高める戦略により、貸出先数と貸出金残高と大幅に伸ばすことに成功していることは注目される（図表１）。

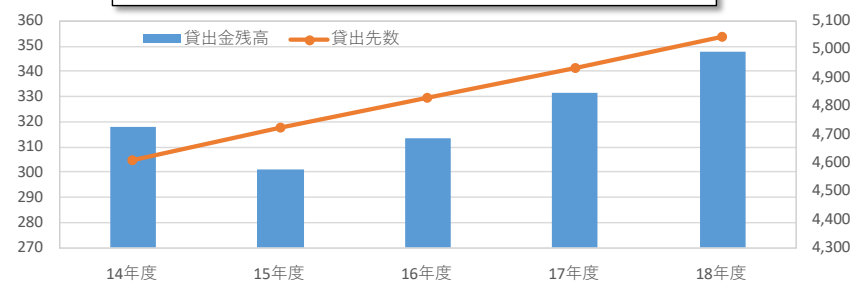
個人リテール市場は、今後も非対面取引が加速し、商品開発は将来的にビッグデータ分析を活用することが主流となってくるであろう。しかし、その一方で face to face によって得た様々な要望を徹底して汲み取り、「心の通った営業活動と商品づくり」を実施することも、デジタル化時代の生き残り戦略の一つであることを東京消防信用組合の取り組みは我々に示している。

おわりに

以上、東京消防信用組合の営業活動と商品力の強化の取り組みをまとめてみた。

昨今の金融機関の個人ローン

図表１　東京消防信用組合の貸出先数と貸出金残高の推移



（資料）東京消防信用組合「ディスクロージャー誌　2019」

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

「ルールを作る」英国人

農林中央金庫　ロンドン支店長　大石　稔

これまでの寄稿では英国の欧州連合（EU）離脱、いわゆる BREXIT の現状をレポートしてきたが、2019 年 12 月の総選挙が保守党大勝利に終わり、離脱法案もすでに議会を通過。1 月末の離脱が明確になったこともあり、今回は話題を変えてこの問題の背景とも考えられる英国人のメンタリティについて書いてみたい。

一連の BREXIT を巡る動きの中で理解に苦しむのは、「国内を大混乱させてまでなぜ離脱したがるのか？」ということだ。これについて「英国人は自分でルールを作れず EU に押し付けられるのが我慢できない」とよく言われるが、確かに英国人は「ルールを作る」ことに長けた国民だと言える。

例としてルール無くしては成立しないスポーツを考えてみると、英国は多くのスポーツの発祥の地となっている。サッカーは英国で行われていた原始的な競技を、協会を設立しルールを整備したことが現代サッカーの始まりとされている。また、W杯で盛り上がったラグビー。パブリックスクールの一つラグビー校で生徒がサッカーの試合中にボールを持って走ったことが始まりというのは有名な逸話である。他の競技と違い、その国の国籍を有しない選手が多く代表になれるのも、英国連邦内の他国に赴任・移住した英国人選手がその国の代表として参加できるようにルールを定めたものらしい。ゴルフもスコットランドのセント・アンドリュースにある Royal and Ancient Golf Club(R&A) が制定するルールが世界共通のものとなっている。あまり知られていないがバドミントンもアジアでこの球技を知った英国人がバドミントン村にある邸宅で紹介したことにより協会ができルールが定められたそうだ。その他では英国連邦でしかほとんどやられていないクリケットもそうだし、ビリヤードの「スヌーカー」という競技やダーツも英国人がルールを作ったものとされている。スポーツの他にも様々な産業において認証基準等が英国で定められたものが多く存在する。このように英国人はルールを作り、それを標準化させることに多くの実績、長い歴史を有している。

この「ルールを作る人」というメンタリティがあるからこそ、英国人はEUが定めたルールを一方的に守れと強制されることが心底いやなのであり、いくら論理的に経済への悪影響を示したところで、この「支配されることへの本能的な嫌悪感」は覆せるものではない。余談だが英国人の愛唱歌の一つ「Rule Britannia」では、サビで「英国人は決して奴隷にはならない！」と高らかに全員が合唱するのである。

また、いかに英国人が大陸のルールに従うのが嫌いかという事例だが、大陸各国がローマ教皇の命によって 1582 年からグレゴリオ暦を採用したのに英国は従わず 1752 年までユリウス暦を採用し続け、その間元旦は 3 月 25 日（聖母マリア受胎告知の日）だったそうだ。実に 170 年に渡って違う暦を使用するという不便な状況を続けたということであり、かくの如く短期的な利益、利便性を犠牲にしてでも大陸欧州の言う事を聞きたくないというのは英国人のメンタリティの中に深く根付いているのであろう。

離脱後は移行期間に移るが、解決すべき課題が山積しており結局 EU と自由貿易協定（FTA）を結べず 2020 年末で合意無き離脱となるリスクもある。チャーチルが第 2 次大戦時に言った「Now this is not the end. It is not even the beginning of the end. But, it is, perhaps, the end of the beginning.」という言葉がまさに今の状況を言い表している。チャーチルはアフリカ戦線でドイツに勝利した際にこう言ったのだが、果たして今回は英国にとりハッピーエンドにつながるのであろうか？

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

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2月号　第31巻　第2号･通巻351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