

金融市場

潮流

日本経済はデフレの無限ループから脱出できるか… 1

情勢判断

国内経済金融

新型コロナウイルスの感染拡大で一段と冷え込むマインド
～10～12月期は予想を上回るマイナス成長に～… 2

海外経済金融

労働市場の緩みから低インフレが継続
～輸入の急落が10～12月期GDPを押し上げ～…10
新型コロナウイルスにより1～3月期の中国経済は大きく減速
～経済対策を受けて20年は小幅な減速に留まる見通し～… 18

分析レポート

進むリスクの蓄積とECBの「戦略的見直し」
～求められる広範な議論～……………24

経済見通し

2019～20年度改訂経済見通し
新型コロナウイルスリスクに身構える内外経済
～日本経済見通し：2019年度：0.3%
(下方修正※)、20年度：0.2% (据え置き※)～…28

分析レポート

認知症高齢者と地域金融機関の課題……42

連載

取引先企業の経営改善に取り組む広島県信用組合…46

2020.3

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

日本経済はデフレの無限ループから脱出できるか

調査第二部部長 南 武志

無限ループとそこからの脱出劇（いわゆる「ループもの」というのは、物語の世界では鉄板ネタである。NHKのBSプレミアムでは不定期で『全〇〇大投票』というランキング番組が放映されるが、昨秋は『全るーみっくアニメ大投票』が放映された。筆者も学生時代は毎週水曜日には「少年サンデー」で「うる星やつら」を、隔週金曜日には「ビッグコミックスピリッツ」で「めぞん一刻」を愛読していたので、懐かしく拝見した。筆者の一押しは押井守監督「うる星やつら2 ビーティフル・ドリーマー」だったのだが、『大投票』作品部門では第5位だった。この物語は、今日と変わらぬ楽しい日が永遠に続いてほしいという少女の純粋な夢がかなえられた結果、学園祭の前日の喧騒が延々繰り返されるところからスタートする。

ほかにも代表的なループものを題材にした作品としては、「魔法少女まどか☆マギカ」（主人公が悲惨な末路をたどることが運命づけられている魔法少女にならないよう、彼女の親友が何度も出会いから繰り返したことが後に明らかになる）、「STEINS ; GATE」（幼馴染の少女の死という絶望的未来を回避すべく世界線を幾度となく移動するが、ようやくたどり着いた先でも別の絶望が待っている）などがあるが、最強は京都アニメーションが作成した「涼宮ハルヒの憂鬱」（原作：谷川流）の第12～19話の『エンドレスエイト』で異論はないだろう。その内容は、主人公の願望によって8月17～31日の夏休み最後の15日間で15,500回以上も繰り返されるのだが、つまりは主人公たちがそのループから脱出するのに630年以上かかった計算になる。また、TVではほぼ同じ内容（細かい部分は違うが）が8週連続、つまり2ヶ月にわたって放映されたことも衝撃で、一部のファンはもっと他のエピソードを充実させると激怒したらしい。

さて、最近の日本経済はデフレ的ではなくなったようだが、デフレ再来がないとも言い切れない状況であり、「デフレ→政策発動→途中で逆噴射→デフレ…」という無限ループから脱却できたわけではない。また、これだけ緩和長期化の弊害ばかりが指摘されると、3年後の黒田総裁の任期終了後、日銀が再びゼロインフレを志向し始めるかもしれない。

政府は3年ぶりに大規模な経済対策を策定し、日銀はその効果を期待しているが、デフレ脱却の最後のカギはやはり「賃金上昇」が握っていると考えられる。しかし、企業経営者は相変わらず人件費の抑制に躍起であり、50代となったバブル世代の「追い出し」に乗り出す大企業も散見される。最近では「働かないおじさん」がネット上で若者から批判されている。一方、日本の雇用慣行を踏まえれば、「働かないおじさん」の給与が割高なのは、若年時には生産性以下の賃金しかもらってないことの代償であって、決して本人たちのせいではない。最初から生産性に見合う給与を支払ってあげれば済んだ話であり、要するに賃金体系の問題なのである。さらに、このままだと、数十年後には、今現在「働かないおじさん」を揶揄している若者も同じ立場になりかねない。これもまた一種のループではないか。

デフレ脱却のため、冗談抜きで、毎年、一斉に賃金とモノ・サービスの価格を2%ほど上げる社会実験をしてみてもどうだろうか。もちろん、「鋼の錬金術師」の如く、デフレからの完全脱却には何か相応の対価が求められるのが世の理なのであろうが…。

新型肺炎の感染拡大で一段と冷え込むマインド

～10～12月期は予想を上回るマイナス成長に～

南 武志

要旨

10～12月期の実質成長率は、消費税率引上げ、自然災害、暖冬などの影響で事前予想を大きく下振れるマイナス成長となった。大きく落ち込んだ消費などは持ち直しを始めているほか、20年入り後の世界経済の持ち直し期待とともに輸出・生産が底入れを模索する動きが事前に想定されていたが、内外で新型肺炎の感染拡大が広がる中、経済・産業活動には新たな下押し圧力が加わった。感染拡大が早期収束に向かえば、世界経済の持ち直し時期が多少後ずれする程度で済むが、長引けば様々な面から国内景気・物価に対して悪影響が出てくると思われる。日本銀行も引き続き、追加緩和の可能性を睨んだ態度を続けることになるだろう。

一方、世界的にリスクオフの流れに転換したことを受けて、足元の株価・長期金利は大きく下げた半面、為替レートは一時円安ドル高が進む場面もみられた。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2020年				
		2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 (%)		-0.014	-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 (%)	0.215	0.10～0.35	0.15～0.35	0.15～0.35	0.10～0.35
	10年債 (%)	-0.095	-0.20～0.05	-0.15～0.05	-0.15～0.05	-0.20～0.00
	5年債 (%)	-0.200	-0.30～-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)	110.5	105～115	105～115	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	120.1	113～125	113～125	113～125	113～125
日経平均株価 (円)		22,426	22,500±1,500	23,500±2,000	23,000±2,000	22,500±2,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2020年2月26日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

新型肺炎が新たな下振れリスクとして急浮上

世界的な半導体サイクルの底入れや米中通商協議の第1段階の合意締結などの好材料、さらには OECD 景気先行指数の底入れの動きもあり、20年に入れば世界経済・貿易が持ち直し、日本の輸出・生産などにも好影響を与えるとの見方は、1月前半まではある程度の説得力があったと思われる。しかし、新型コロナウイルス感染症（以下、新型肺炎）の感染拡大は、記録的な暖冬とともに、消費税率引上げ後の民間需要の回復を目指す日本経済にとって大きな障害となって立ちはだかっている。

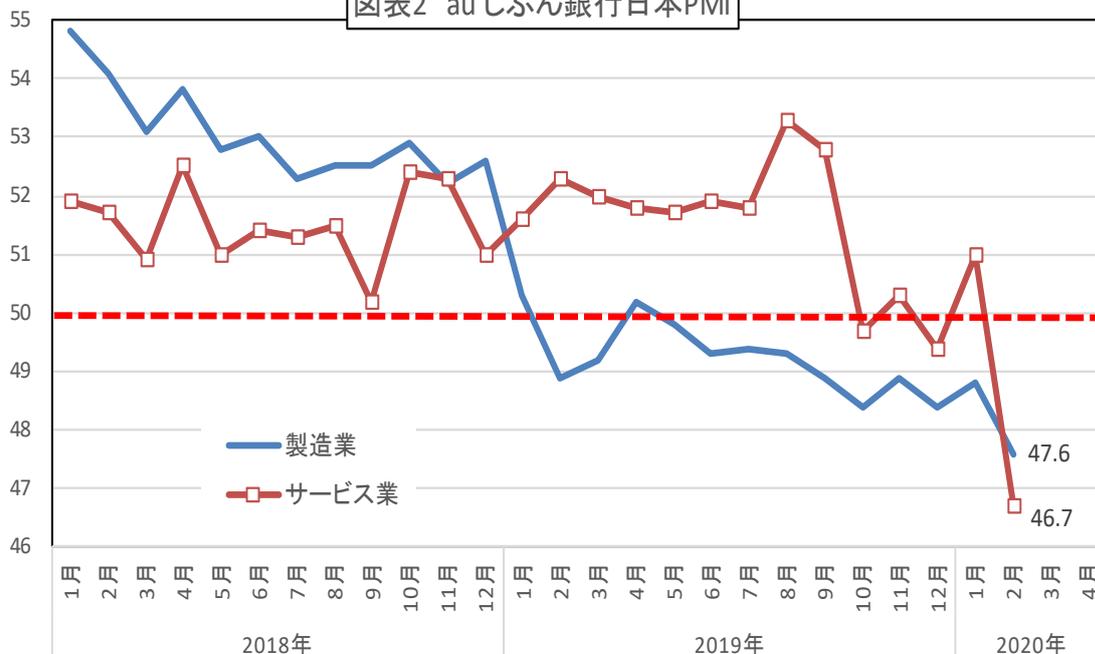
この新型肺炎の日本経済への影響としては、①インバウンド需要の減少、②中国向けを中心とする輸出減少、③サプライチ

チェーン障害に伴う国内生産の停滞、④自粛ムードの高まりによる消費低迷、などが考えられる。2月のauじぶん銀行日本PMIによれば、製造業PMIは47.6と10ヶ月連続で判断基準となる50割れとなったほか、サービス業PMIも46.7と2ヶ月ぶりの50割れと、企業マインドが大きく悪化した様子が見てとれる。

こうした中、政府は2月13日に、新型コロナウイルスに関する緊急対策の第1弾を取りまとめた。総額は153億円で、予備費から103億円を捻出する。主な内容は、①帰国者等への支援（30億円）、②国内感染対策の強化（65億円）、③水際対策の強化（34億円）、④影響を受ける産業等への緊急対応（6億円）、⑤国際連携の強化等（18億円）、となっている。そのほか、観光業などを営む中小企業に対して日本公庫などを通じて当面の運転資金を確保するための資金繰り支援（5,000億円枠）を行うこととしている。

一方、感染拡大がいつ収束に向かうかも20年7～8月に東京五輪・パラリンピックの開催を控える日本にとっては気掛かりである。仮に、6月まで感染拡大に歯止めがかからなかった場合、五輪開催が危ぶまれる可能性もあるほか、日本人の海外渡航にも大きく制約が課せられることも想定される。そうなれば、日本経済には大きな下押し圧力がかかると予想される。

図表2 auじぶん銀行日本PMI



(資料)auじぶん銀行、IHS Markit

10～12月期は事前予想を超える大幅なマイナス成長

「新型肺炎前」は世界経済・貿易は持ち直しに向けた動きも

経済見通し：4月までに感染拡大が収束に向かうとの前提の下、20年度上期には持ち直し再開

10月に実施された消費税率引上げ、台風襲来が引き起こした自然災害、さらには記録的な暖冬などから、10～12月期の国内経済はマイナス成長に陥ったとの見方が強かったが、GDP第1次速報によると前期比年率▲6.3%と、事前予想（同▲4%程度）を大幅に超える落ち込みだったことが確認できた。政府は、今回の消費税率引上げによる経済への影響は、幼児教育無償化などの措置により2兆円程度に抑えられたとする一方で、それを上回る2.3兆円規模の消費税対策を講じることで需要平準化を促そうとしていたが、民間消費（前期比▲2.9%）、民間住宅投資（同▲2.7%）、民間企業設備投資（同▲3.7%）といった民間最終需要が軒並み悪化するなど、効果を発揮したとは言い難い状況である。

ただし、冒頭で振れたように、新型肺炎が世界経済の下振れリスクとして急浮上する前の段階では、20年前半には輸出・生産関連が底入れすると同時に、民間最終需要も回復していくことが見込まれるなど、20年度上期にかけて国内景気は持ち直すものとみられていた。実際、1月の貿易統計からはアジア向けの半導体関連輸出は増加を維持したほか、旧正月要因で上下に揺れた12、1月の実質輸出指数を均すと、11月分からの低下は小幅に縮まるなど、底入れを模索していた可能性がある。

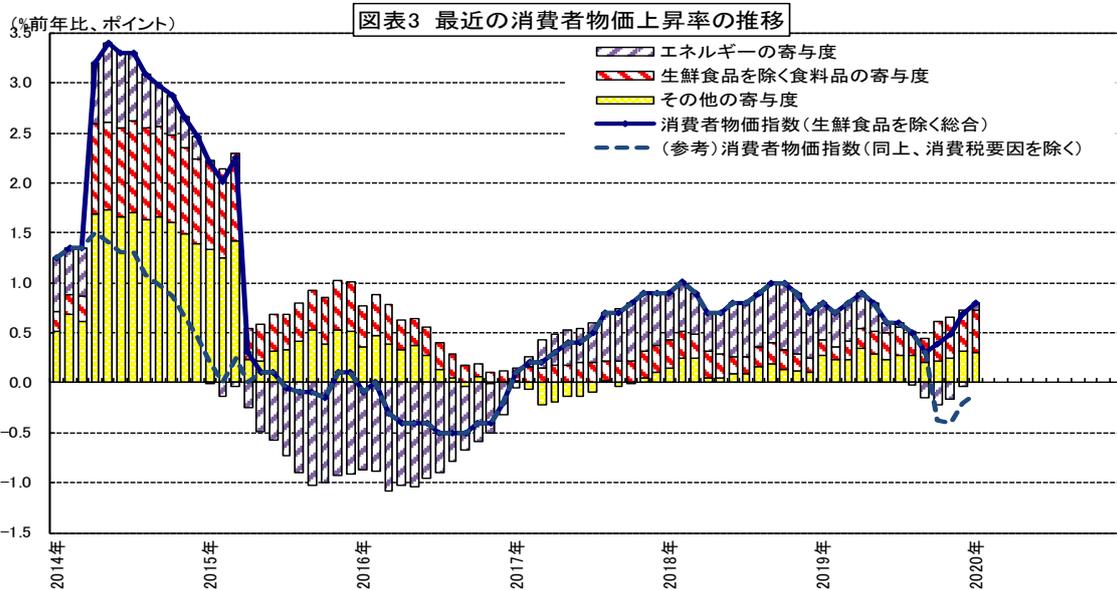
問題は、新型肺炎がこうした動きを途絶えさせてしまう可能性があるか、といった点であるが、それを考えるにはまだ材料が少ないのも事実である。最近、中国国内で感染者数の増加ペースが鈍る動きも散見されているが、それはヒトの移動を制限するなど現地の経済・産業活動の犠牲の上で達成できている。一方で、中国の習近平国家主席は感染拡大抑制策の行き過ぎが経済に悪影響を及ぼしているとし、地方政府にそうした姿勢を控えるよう求めたが、それが感染拡大を再度広げるリスクがあるのも確かであり、最適解を見出すのは難しい。

10～12月期GDPの発表を受けて、当総研では経済見通しの改訂を行ったが、新型肺炎の感染拡大は中国では3月に、国内も4月までに収束に向かうことを前提条件とした。この前提では、世界経済の持ち直しに向けた動きは1四半期ほど後ずれする程度であり、一部で懸念されている東京五輪・パラリンピックの開催にも支障が出ないとみられる。

足元1～3月期は、落ち込んだ10～12月期からの需要持ち直

しを新型コロナウイルスによる下押し効果が相殺してゼロ成長にとどまるが、20年度上期は中国経済の持ち直しに伴う輸出増、キャッシュレス還元事業などの消費税対策が6月に終了することに伴う駆け込み需要、さらには五輪・パラリンピック開催などが需要増につながるものと思われる。

しかし、中国経済の景気テコ入れ策は一時的な効果とみられるほか、世界経済が成長を加速していく状況にはなく、あくまで回復ペースは緩やかなものにとどまると思われる。一大イベントが終了した年度下期には景気停滞色が再び強まると見込まれる（詳細については後掲レポート「2019～20年度改定経済見通し」を参照のこと）。



(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

1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0.8%と、3ヶ月連続で上昇幅が拡大した。年初にかけて上昇した国際原油価格や円安進行などで、ガソリン価格が値上がりしたことが物価上昇率を押し上げた主因である。なお、10月からの消費税率引き上げは物価上昇率を0.9ポイント、教育無償化政策は同じく▲0.6ポイント、それぞれ変動させたと推計されており、両要因を除くと物価上昇率の実勢は0%台半ばと考えられる。

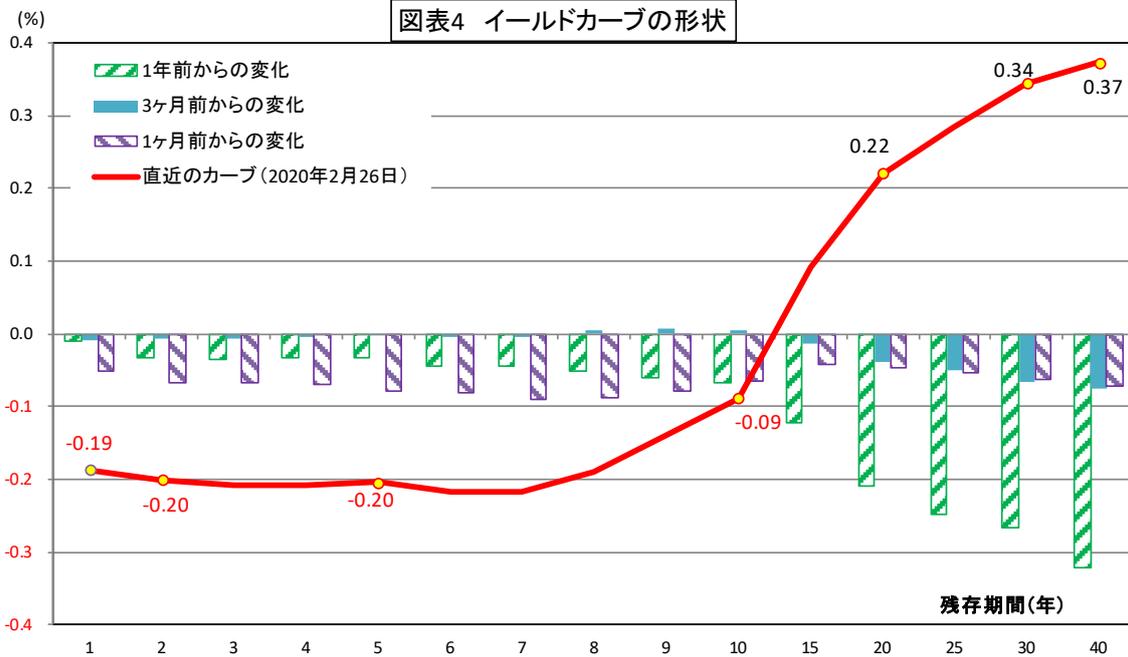
とはいえ、既にガソリン価格は値下がり転じており、2月入り後は前年比上昇率が鈍化している。また、新型コロナウイルスの感染拡大によってインバウンド需要が減少するとともに、自粛ムードの高まりで民間消費も悪化が見込まれる。さらに、20年春闘

追加緩和に前向きな姿勢を続ける日本銀行

でのベースアップは 19 年並みとの見方も強いほか、企業業績悪化により賞与も抑制される見通しであり、家計可処分所得の増加も鈍いままと予想される。加えて、6 月末の消費税対策終了後に実質所得の目減りなどが改めて意識されると、消費の持ち直しが進まない可能性もあり、物価停滞は長引くことになるだろう。

1 月 20～21 日に開催された日本銀行の金融政策決定会合では、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続が決定された。日銀は 16 年 9 月以降、同政策を粘り強く続けているが、米中摩擦が激化するなど、海外発の下振れリスクが高まった 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始めた。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。

図表4 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

直近の新型肺炎の感染拡大に関しては、当然ながら、日銀も注視している。2 月 18 日付の産経新聞の黒田総裁インタビュー記事、さらには 21 日の黒田総裁の国会答弁などからは、現在

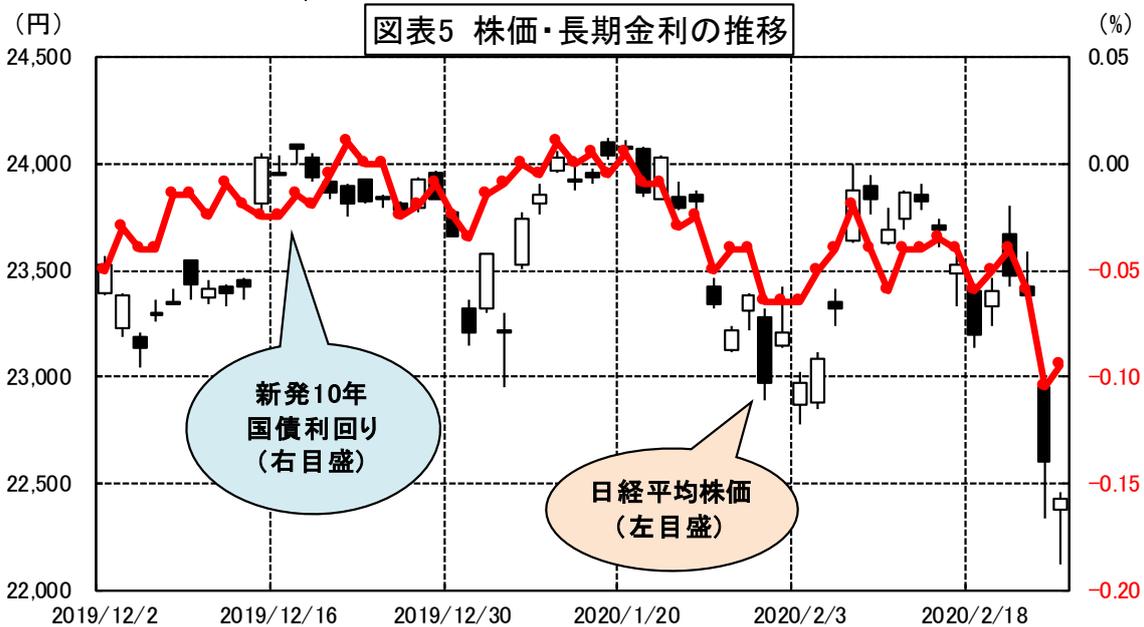
金融市場：現状・見通し・注目点

は具体的に議論するような段階ではないが、新型肺炎の感染拡大が世界経済全体に波及する可能性が高いとの認識を示し、必要な時には躊躇なく追加措置を講じるとしている。

仮に、当総研の経済見通しの前提条件のように、新型肺炎が早期に収束に向かい、世界経済の持ち直し時期をやや後ずれさせるだけで済んだとしても、「五輪後」の国内景気が再び停滞色を強め、景気後退が意識されるような事態となれば、20年度下期には追加緩和が現実味を帯びることになるだろう。

20年入り直後、米国とイランの緊張が高まったことで、昨年来のリスクオンの流れが一旦途絶えたものの、両国とも対立激化を望まない姿勢を示したことで、相場下落は一時的かつ限定的なものにとどまり、その後は再びリスクオンが強まった。しかし、1月下旬以降は感染拡大が止まらない新型肺炎への警戒が広がっている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。



小幅マイナスでの推移

① 債券市場

内外景気の悪化懸念を背景に、長期金利は19年2月以降、再びマイナス圏に突入し、徐々にマイナス幅を拡大させていった。特に、米中摩擦が激化した8月には、日銀がオペの買入れ額を漸次減額する中、誘導目標の下限と目されている▲0.2%

しばらく 0% 前後 での推移

を割り込んで推移した。しかし、9 月以降は米中通商協議の進展期待から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。年明け直後の中東情勢緊迫化の際には金利低下圧力が一時強まったが、その後は再びゼロ%前後での展開に戻った。しかし、新型コロナウイルスの警戒が高まった 1 月下旬以降は再び金利水準が低下した。

先行きについては、新型コロナウイルスの感染拡大が国内経済に与える影響への懸念が強まっているほか、最近の原油安が物価鈍化につながる可能性があることもあり、一時に比べて後退したとはいえ、日銀の追加緩和観測は燻っており、一定の金利低下圧力は残っている。当面の長期金利は小幅マイナス気味に推移するものと思われる。

しばらく頭打ち気 味の展開

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た。ただし、直近は新型コロナウイルスへの警戒から調整色が強まり、一時 22,000 円近くまで下落した。

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、収束に向かったことが確認できるまでは足踏みするものと思われる。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。

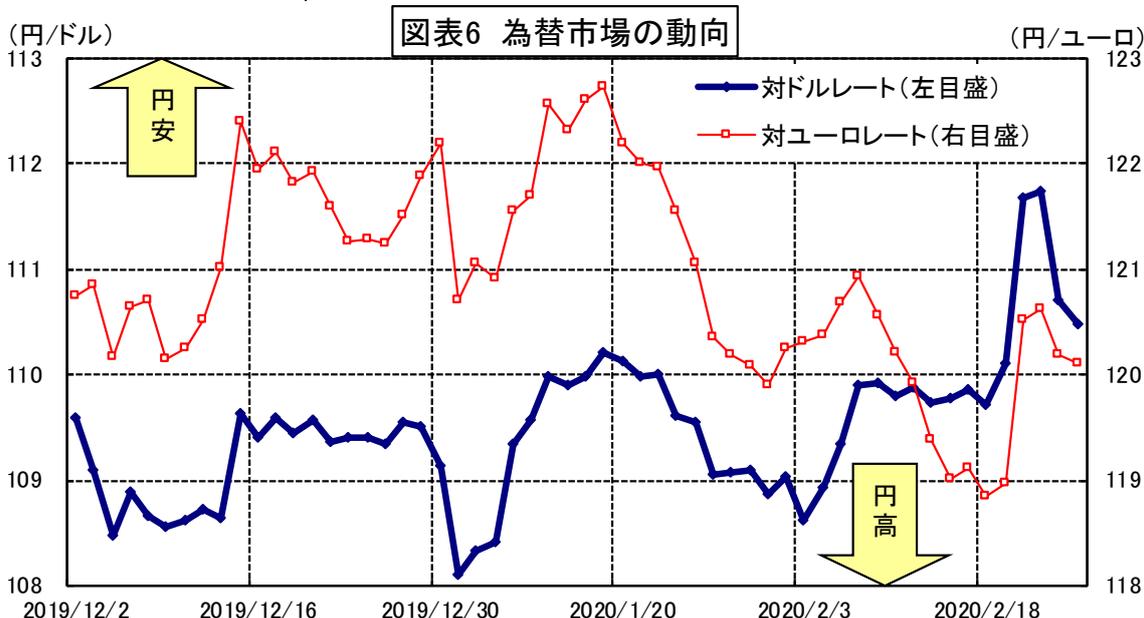
新型コロナウイルスで 円安ドル高が進む

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。直近は新型コロナウイルスの国内での感染拡大への

懸念から相対的に経済情勢が底堅い米国に資金シフトする動きが散見され、一時 112 円台まで円安が進む場面もあった。

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ず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。



(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。なお、2 月に入り、リスクオフが強まると円高が進んだが、中旬にはドル高につられて円安ユーロ高方向に戻した。

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強く、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、しばらく円安状態は保たれるだろう。

(20. 2. 26 現在)

労働市場の緩みから低インフレが継続

～輸入の急落が10～12月期GDPを押し上げ～

佐古 佳史

要旨

10～12月期GDPは前期比年率2.1%と一見底堅い数字となったが、背景には輸入の急落があるため数字が示すほど堅調な内容ともいえない。

労働市場の緩みから賃金上昇率は鈍化しており、低インフレの一因と考えられる。

新型コロナウイルスの影響を見極める必要があるなか、FRBの利下げ織り込みが進んでいる。

民主党候補選： バイデン前副大 統領は出遅れ

20年の大統領選に向けた民主党候補選びが白熱している。3日のアイオワ州と11日のニューハンプシャー州では、ブティージェッジ・前インディアナ州サウスベンド市長とサンダース上院議員がそれぞれ1、2位を分け合う形となった。また、今後参戦が予定されているブルームバーグ・元ニューヨーク市長の支持率も一部の調査では高く、ウォーレン上院議員や前評判では有力視されていたバイデン前副大統領は出遅れた格好となった。

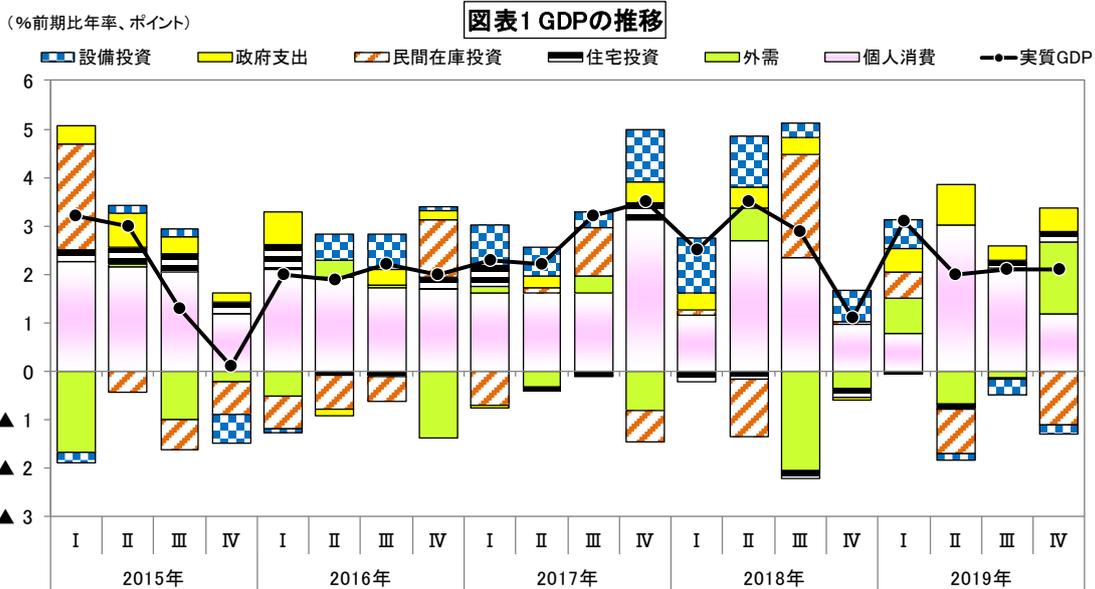
ヒスパニックや黒人などのマイノリティー層が多いネバダ州で22日に行われた党员集会では、サンダース氏が得票率46.8%と圧勝し、左派的な主張が幅広い層に浸透していることが示唆された。

なお余談だが、8ヶ国語を操りかつて「神童」と評されたブティージェッジ氏はデータを駆使した選挙戦略に秀でる一方で、ブルームバーグ氏は世界富豪ランク9位の資金力を背景とした広告攻勢から、序盤戦を見送ったにもかかわらず特異な存在感がある。また、オバマ政権の副大統領だったことからバイデン氏は黒人に人気が高く外交通と目されている。学生ローン全額免除を掲げるサンダース氏はローン負担の大きいミレニアル世代に熱心な支持者がいるとされるが、外交政策は欠落している。

10～12月期 GDP: 前期比年率 2.1%

1月30日に公表された10～12月期GDP(速報値)は前期比年率2.1%となった。内訳をみると、個人消費が同1.8%とやや弱く、住宅投資が同5.8%と7～9月期に続き高い伸びとなった。一方で、設備投資項目は、鉱業関連の建造物(structure)と、製造業関連の機械(equipment)がそれぞれ3四半期連続、2四半期連続でのマイナス成長となった。また、輸入が同▲8.7%とマイナス幅が大きかった結果、外需は1.48%ポイントと約10年ぶりの高い寄与度

となった。このため、GDP から純輸出と在庫投資を除いた国内最終需要は同 1.6%と、4~6 月期から 2 四半期連続で減速した。全体としてみれば、GDP 成長率が示すほどには堅調な内容とはいえないだろう。

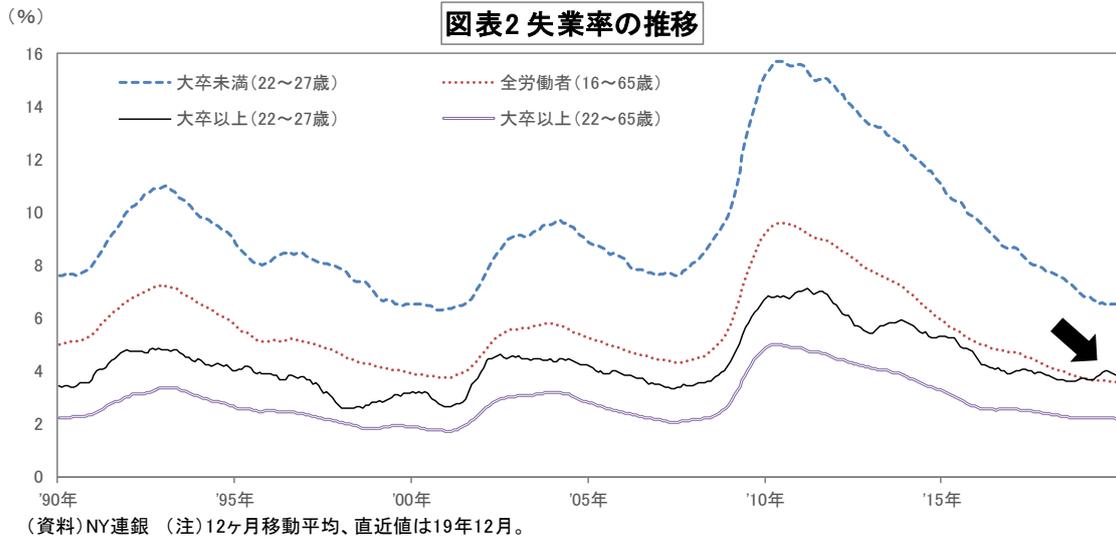


労働市場：底堅いがひっ迫していない

さて、足元の経済指標を確認してみると、1月の非農業部門雇用者数は前月から22.5万人増と、12月の同14.7万人増から増加ペースが加速した。また、11、12月分が合計0.7万人上方修正され、直近3ヶ月平均では一月当たり21.1万人となった。なお、失業率(U3)は12月から小幅に上昇し3.6%となったが、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12月から0.2ポイント上昇し、それぞれ63.4%、83.1%となった。

賃金上昇率は前年比3.1%と12月から0.1ポイント加速したが、依然として鈍いといえる。12月の求人労働異動調査によると、求人数は11月から36.4万人減となる642.3万人となり19年1月をピークに減少傾向が続いている。

ニューヨーク連銀が12日に公表した、大卒者向けの労働市場調査によると、22~27歳の大卒労働者の失業率が全労働者よりも悪化しており、労働市場に緩みが残っている証拠と考えられるだろう。全体としてみると、労働市場は底堅いもののひっ迫しているとは考えにくい。



**消費：足元では
やや弱い動き**

消費関連統計を確認すると、1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0.0%とやや弱かった。12月分も下方修正（総合が0.3%から0.2%、コアが0.5%から0.2%）されたことや、12月の実質個人消費支出も同0.1%と11月の0.3%から伸びが鈍化しており、足元はやや弱い動きといえる。

しかし、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も高水準で推移していることや、家計の資産が緩やかに増加していること、雇用者の増加が続いていることなどからも個人消費が腰折れするとは考えにくいだろう。

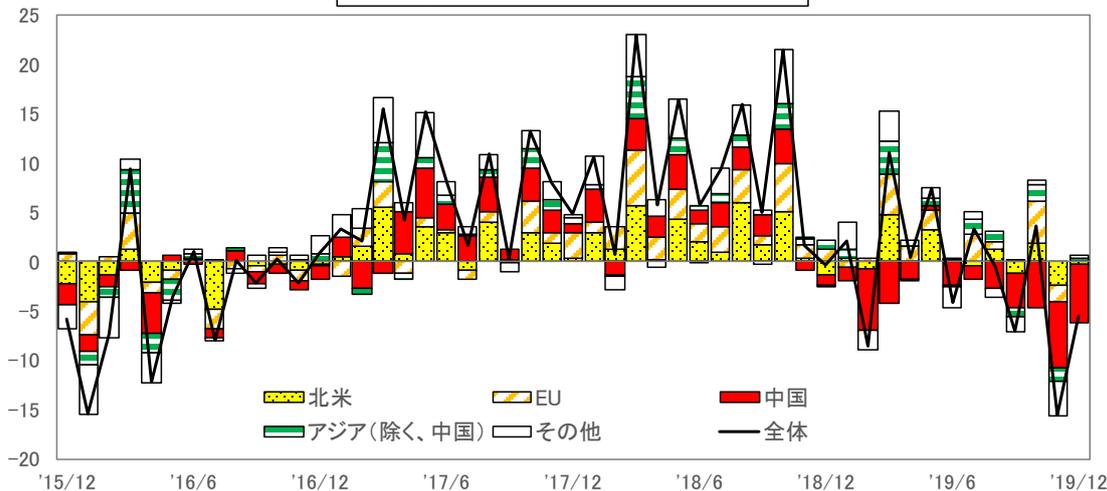


貿易：マイナス幅の大きい輸入

10～12月期のGDPでは輸入が大幅なマイナスとなったが、輸入の動向を国別にみると、やはり米中通商摩擦の影響から中国からの輸入の落ち込みが目立つ。財別では、消費財や工業用品、自動車など、ほぼすべての区分で輸入が減少した。

(%、%寄与度、前年比)

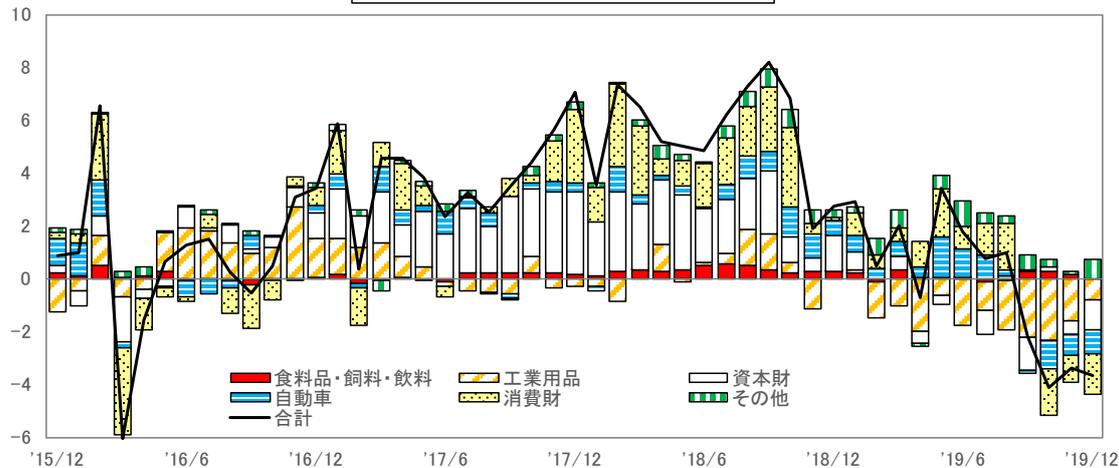
図表4 輸入の推移(名目、財サービス)



(資料)米商務省センサス局、Bloomberg

(%、%寄与度、前年比)

図表5 輸入の推移(実質、財のみ)



(資料)商務省センサス局、Bloomberg (注)統計上の誤差あり。

**景気の先行き：
新型肺炎で先行警戒**

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設備投資が鈍化傾向であることに加え、新型肺炎の影響による世界経済の減速から米国経済にも下押し圧力が発生するとみられる。一方で、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)は景気を下支えすると考えられる。

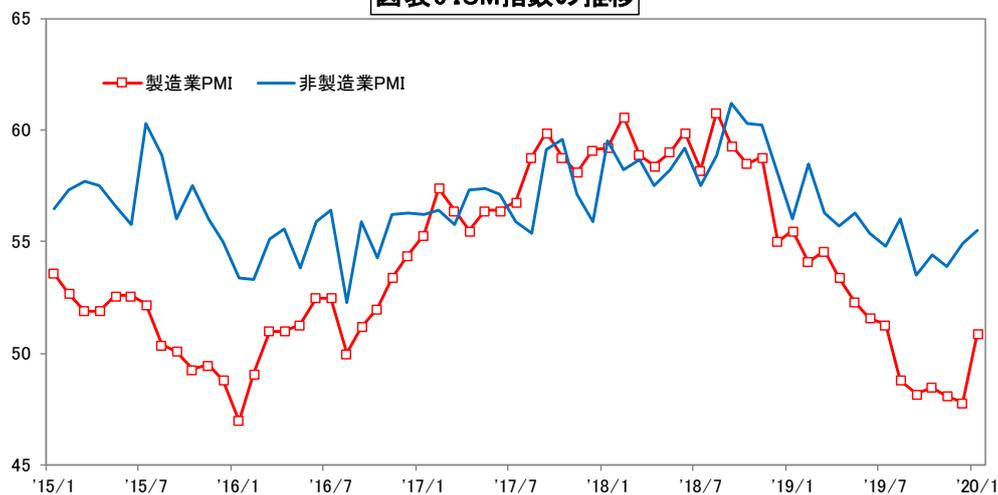
実際に住宅市場は回復傾向となっており、1月は住宅着工数はやや減少したものの12月に続き高水準を維持したほか、着工許可件

数も前月比 9.2%増と高い伸びを示した。

企業部門では、1月の製造業 PMI が 50.9%と 12月から 3.1 ポイント上昇し、6ヶ月ぶりに判断の節目となる 50%を上回った。ほぼ全ての項目で改善が見られたものの、雇用指数は 46.6%と依然として低い。一方で、非製造業 PMI は 12月から 0.6 ポイント上昇し 55.5%と 120ヶ月連続でサービス業の拡大傾向を示唆した。項目別では、製造業における「生産」に該当する企業活動 (Business Activity) が 60.9%と高い。

全体的には経済成長のペースはスローダウンしつつも安定的に推移しているが、新型肺炎の影響が未知数ななか先行きへの警戒感が高まらざるを得ない。

図表6 ISM指数の推移



(資料) 全米供給管理協会 (ISM)、Bloombergより農中総研作成

金融政策：インフレ率の低さを示唆した 1月 FOMC

投票権を持つ連銀総裁が入れ替わった 1月の FOMC (28、29日) では、政策金利の据え置きが全会一致で決定された。声明文からは足元のインフレ率が 2%目標より低いと FRB が認識していることが示唆されたものの、政策金利は現行の 1.50~1.75%が適切との認識は変わっていない。

21日に公開された 1月 FOMC の議事要旨からは、金融政策の枠組み変更について懸念を示す FOMC 参加者が多いことが明らかになった。また、新型肺炎の影響を注視する姿勢が示された。

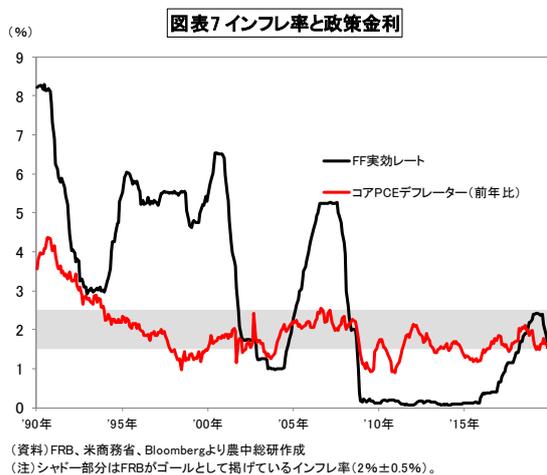
なお、新型肺炎をめぐる FOMC 参加者の発言としては、カプラン・ダラス連銀総裁が新型肺炎の影響を推し量るのは時期尚早と述べたことや、クラリダ副議長が新型肺炎の影響で世界経済や米国経済が停滞しても基本的な見通し (the big picture) は変えるべきでないと述べた。

インフレ率：上昇は鈍い

インフレ率に目を転じると、一時的と見られる要因が解消したことで19年半ばに再び加速したが、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（数値自体は年次改定などで若干上方修正された）。1月の賃金上昇率は12月から0.1ポイント加速し前年比3.1%となったが、労働市場の緩みを背景に19年半ばにかけての同3.4～3.5%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（コア）の12月分を確認すると、総合、食品とエネルギーを除くコアともに11月から加速し同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。こうしたなか、足元では新型コロナウイルスの影響を緩和するためにFRBが金融緩和するのではとの思惑も加わり、FF金利先物市場では20年半ば頃の利下げ織り込みが進んでいる。

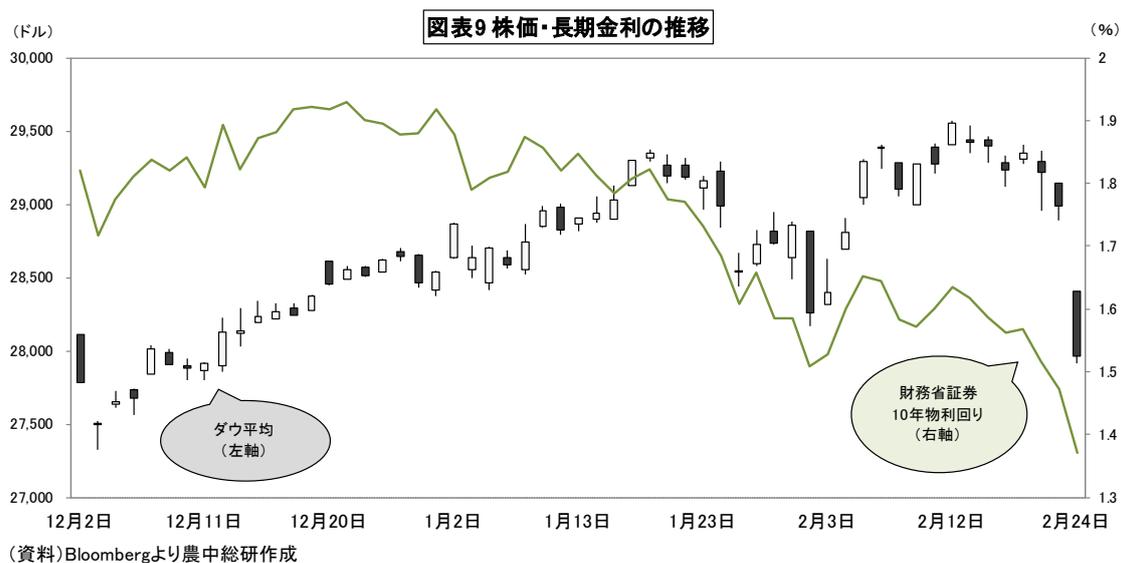


長期金利：振れ幅の大きい展開を予想

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、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。結局、一触即発の事態は回避されたが、足元では新型コロナウイルスの感染拡大と世界経済への影響が意識され、24日は1.3%台まで低下した。

先行きについては、新型コロナウイルスの感染者数や死亡者数などのニュースに反応しつつ、2月分以降の統計から実体経済への影響を読み取ろうとする動きになると考えられる。現時点では不確実性が高いため、1.2~1.6%と振れ幅の大きい展開を見込む。



株式市場：一進一退の展開を予想

株式市場は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た。しかし、新型コロナウイルスへの対応のため中国当局が春節休暇を延長した1月27日や、感染拡大が懸念された31日、2月24日のダウ平均は大幅に下落した。

先行きについては、新型コロナウイルスによる世界経済成長鈍化の影響を見極める動きとなるだろうが、金融緩和の織り込みが強まることで相場が下支えされているとも考えられる。以上から、一進一退の展開が続くと予想する。

図表10 連銀関係者の発言など

区分	人物	鷹/鳩	日付	発言、投票
FOMCメンバー 投票権あり	パウエル議長	-1	2/11 2/12	現行の金融政策スタンスは引き続き適切となる公算が大きい 次回の景気悪化時には、フォワードガイダンスとQEを利用する予定
	ウィリアムズ総裁 (ニューヨーク)	-1	1/14 2/13	金融業界の非倫理的行動を指摘 政策金利の調整はデータ次第
	クラリダ副議長	-1	2/20 2/21	利下げ予想に疑問。低金利下の高バリュエーションは当然 FRBは市場の利下げ予想に、奴隷のように(slavishly)従うわけではない
	ブレイナード理事	-1	2/5 2/21	リブラを念頭に、仮想通貨についてFRBの研究を紹介 フォワードガイダンス期間の年限にある債券利回りに上限を設定してはどうか
	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	1/17 2/11	経済成長率は2%のトレンドへ。インフレ率は2%目標間近 金利調整の前に、十分にデータを見極めるべき
	カプラン総裁 (ダラス)	0	2/18 2/19	20年は、2~2.25%の経済成長、金利は据え置きの見通し マイナス金利導入に否定的
	カシュカリ総裁 (ミネアポリス)	-2	2/11 2/19	新型肺炎は米国経済にとってもダウンサイドリスクとなる可能性 次の金利変更は利上げではなく、利下げと予想
	メスター総裁 (クリーブランド)	0~1	2/21 2/24	より市場とのコミュニケーション取るべき。 新型肺炎は脅威。金融政策の対応はまだ決まっていない。
FOMCメンバー 投票権なし	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
	パーキン総裁 (リッチモンド)	0~-1	1/3 2/20	イランとの対立は米経済への脅威となりうる やや高めのインフレ率を許容するスタンス→デイトリー総裁と同様ややハト派?
	ポスティック総裁 (アトランタ)	0~1	2/19 2/21	米国経済は良好。B/Sのサイズは、金融政策というよりは、技術的な問題 新型肺炎は中国では脅威だが、米国では短期的な影響にとどまるとの見解
	デイトリー総裁 (サンフランシスコ)	-1	1/15 2/10	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 インフレ率が2%をやや上回る方が、やや下回るより遥かに望ましい
非FOMCメンバー 投票権なし	ジョージ総裁 (カンザスシティ)	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	2/11 2/21	インフレ率が2%を上回ることを歓迎(welcome) 新型肺炎では利下げすべきでない
	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、パーキン、ポスティック、デイトリー総裁に投票権

(20.2.25 現在)

新型コロナウイルスにより1～3月期の中国経済は大きく減速

～経済対策を受けて20年は小幅な減速に留まる見通し～

王 雷軒

要旨

持ち直しの兆しが見られていた中国経済は、新型コロナウイルスの広がりの影響を受けて足元では大幅な悪化に転じていると思われる。新型コロナウイルスの収束時期によって中国経済に与える影響は大きく変わるが、当局の重要な会議などを踏まえると、1～3月期の成長率の悪化は不可避であるが、経済対策によって4～6月期以降は持ち直しに転じ、20年を通しては前年比5.8%と19年（同6.1%）から小幅な減速に留まると予測する。

足元の景気は大幅に悪化しているとみられる

年初にかけて持ち直しの兆しが見られていた中国経済であったが、新型コロナウイルスの広がりが新たな障害となっている。元来、年初は経済指標の発表は少ないが、貿易統計（7日発表予定）の発表も見送られているため、いつ頃収束に向かうのかも含み、新型コロナウイルスによる20年の中国経済への影響について実態を把握するのは難しい。

こうしたなか、当局が発表した様々な情報や対応を踏まえると、1月の景気には大きな影響が出ていないものの、2月には消費の大幅な落ち込みのほか、一部企業活動の操業停止や再開遅れによって大幅に悪化していると考えられる。

以下では、新型コロナウイルスの広がりの状況等を紹介し、当局が打ち出した新型コロナウイルスに係る経済対策や重要な会議のポイントをまとめよう。20年の中国経済見通しを述べる。

中国国内の感染拡大状況

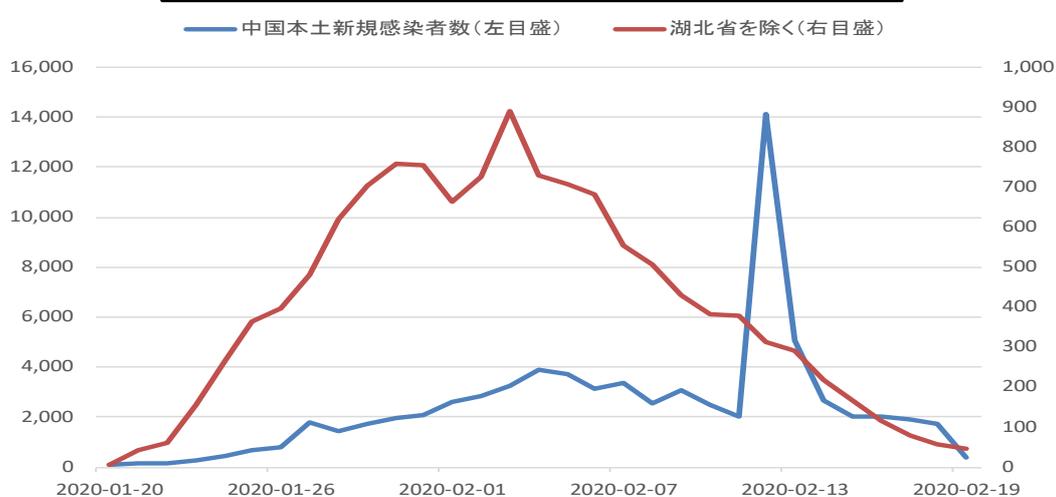
中国国内の感染者累計は2月19日24:00時点で75,002人、うち死亡者数が2,118人である。一方、同日の感染者の新規増加数は820人である。新規増加数の推移を確認すると、2月5日前後から減少し始めていたが、認定基準の変更がされた12日に急増した後、再び減少に向かったことが見て取れる（図表1）。

中国国内の地域別の感染者数・死亡者数をみると、湖北省とそれ以外の地域では大きな違いがある。マスクの着用や外出控えなどの対応が徹底された地域（湖北省以外）では感染拡大を抑制することができたため、新規増加数は45人となっている。一方、湖北省では、同日（2月19日24:00）には775人の新規感染者が出たほか、今後職場復帰が集中することを考慮すると、

いまだ収束の見通しは立たない。

新型肺炎は、感染力は高いが、致死率はそれほど高くないと指摘されている。単純計算により算出した致死率（死亡者累計数/感染者累計数）の平均値（1月21日～2月19日）は2.4%とされている。専門医によれば、SARSよりもインフルエンザに近いとも言われている。その意味では、感染を極端に恐れる必要はないとの理解や認識が広がれば、必要以上の外出制限や交通規制などの過度な対応には歯止めがかかったと考えられる。

図表1 新型肺炎の感染者の新規増加数の推移



(資料) 中国国家衛生健康委員会、Windより作成、直近は20年2月19日。

新型肺炎による中国経済への影響

実際、1月24日以降、政府機関、一部企業の防疫強化事務関連部門を除き、春節休暇は延長され、交通規制や2月9日までの企業活動再開禁止などを受けて経済活動はほぼ停止した。湖北省のみならず、それ以外の地域も相次いで経済活動を一斉停止したことによる影響は甚大である。感染拡大が及ぼす影響は中国国内だけでなく、世界経済にも影響を与えることも想定しなくてはならない。

中国交通運輸部（中央省庁、2月19日）によれば、春節前後輸送期間（春節前の15日、春節後の25日で計40日、20年は1月10日～2月18日）の輸送旅客数は14.76億人と、19年の春節（2月4日～10日）前後輸送期間（1月25日～3月1日）に比べて（前年比）50.3%減少した。

その内訳については、鉄道、道路、航空、水路の輸送旅客数はそれぞれ2.10億人、12.11億人、0.38億人、0.17億人と、前年比47.3%、50.8%、47.5%、58.6%減少した。とくに、春節

新型肺炎対策関連の 重要な会議

後の25日間(1月25日～2月18日)は、鉄道輸送旅客数が0.42億人と前年比83.9%も減少した。

交通輸送への影響は一例に過ぎないが、2月の消費が大幅に落ち込み、多くの企業が操業停止を余儀なくされていることから、悪影響は避けられない。一方、後述のとおり、当局は感染防止対策とともに、成長目標を達成するよう号令をかけており、湖北省以外では2月10日には企業活動が再開している。

19年12月に新型肺炎が発生後、共産党中央政治局常務委員会は、新型肺炎対応等に関する会議をこれまで3回開催した。1月25日に開催された第1回会議で湖北省に中央指導チームを派遣し、新型肺炎への対応を強化することが決定された。2月3日の第2回会議で今回の新型肺炎が中国の統治体制および統治能力にとって大きな試練と強調された。そして、2月12日の第3回会議で経済対策についても言及された。以下、第3回会議のポイントを紹介しておこう。

まず、新型肺炎感染の現状について、「これまで打たれた対策の効果がすでに出ており、良い方向に向かっている」という情勢判断を示した。一方、新型肺炎の感染拡大防止対策への取り組みについて現在は最も困難な状況にあり、重要な段階を迎えているとの認識も示された。

一方、感染拡大防止対策への取り組みを今後も気を緩めず進めていくと同時に、より大局感をもち、今年(20年)の経済成長目標を達成するため、地域の感染状況により適切な対応をとることが重要であると強調された。具体的には、感染が深刻ではない地域では、防止対策の実施とともに、経済活動を再開することが重要で、外出規制や交通規制等の過剰な対応をしないことが挙げられている。会議では、今年は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、掲げる目標を達成するため、新型肺炎による経済への影響を最小限に抑えることが重要とした。そのための対策は、肺炎による経済への影響を真摯に分析したうえでマクロ経済政策の調整度合いを大きくすることである。

具体的には、①財政政策の役割をさらに発揮し、支出拡大を通じて新型肺炎対策に必要な資金の供給を確保すること、②ダメージを受けた企業の経営を支援するため、今後は段階的、かつ影響が大きい業界に絞った企業を対象に減税・負担軽減措置

新型コロナウイルスに係る中国の経済対策

を導入すること、③穏健な金融政策を維持しながら、政策調整の柔軟性を高め、新型コロナウイルス対策に必要な資材生産を行う企業への資金支援（金利優遇措置）を行うほか、深刻な影響を受けた地域では、係る業種や企業への特別な金融支援措置を実施すること、④雇用を促進するため、中小企業向けの政府支援、金融面での支援策を実施するほか、新型コロナウイルス対策をしっかりと行ったうえで、国有企業等の秩序のある企業活動を再開するようにすること、とりわけ大卒等の就職の安定化を図るために、多様な措置を講じることなどの内容が決定された。

とくに、積極的に内需拡大、外需の安定化をはかることが重要で次のような取り組みを行う。①地方政府が発行するインフラ投資等を行うための専項債券による資金を重要な分野へ投下することを進めるほか、中央政府予算内の投資額の投下や民間投資の活性化を通じて、重大な公共事業の建設の推進を加速すること、②新たな消費需要を創出すること、③早急に輸出企業の操業再開を促し、貿易促進の金融支援策を拡充すること、④国際協調に積極的にかかわり、貿易環境の改善を図るほか、中国への直接投資を促進するため、外商投資法等を通じて海外企業の権益を保護すること、が挙げられている。

これらの会議で示された方針に基づき、新型コロナウイルスへの経済対策や措置が相次いで発表されている。まず、財政面での詳細な対応措置は、①マスクなどの生産等に必要な資金を確保するため、緊急財政支出（中央政府＋地方政府）は2月14日時点で901.5億元となった、②財政部（財務省）は2月11日に地方政府債務限度額8,480億元を決定したこと、などがある。

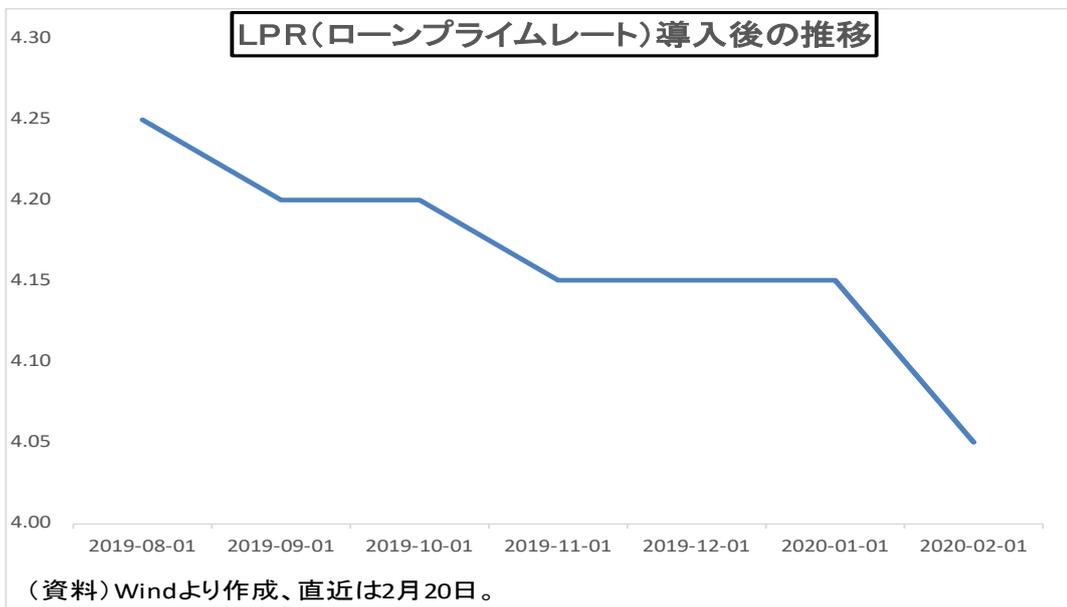
②については、19年11月27日に決定済みの地方政府債務限度額1兆元を合わせると、20年は合計1兆8,480億元の地方債が発行可能となり、このうちインフラ整備向け投資等に使われる専項債券発行額は1兆2,900億元となっている。

また、金融面での対応については、①中国人民銀行（中央銀行）は2月3日から17日にかけて3兆元以上の流動性供給を実施、②0.3兆元規模の中央銀行の商業銀行に対する信用貸付（再貸出）と再割引を実施、③商業銀行は2月14日12時時点で企業向け緊急融資5,370億元を実施、④金融当局（銀保監会）は20年の金融機関の不良債権比率目標値についてやや高めな数値設定を容認、⑤中央銀行はMLF（中期貸出制度、17日）/LPR

(ローンプライムレート、20日)を引き下げ、などが挙げられる(図表2)。

今後、新型肺炎の影響を見極めながら、経済対策の強化が予想される。具体的には、今後開催予定の全人代で決定される20年度の地方政府債務限度額は19年度の限度額(3.08兆円)より引き下げる可能性が高いほか、発行速度の面においても大幅に引き上げられると見られる。

また、預金準備率は1月6日に引き下げられたが、今後も行われる可能性が高いほか、中央銀行が発表している貸出基準金利の引き下げも今後ありうるだろう。



企業活動の再開状況と課題

このような方針や対応のもとで、地方政府(湖北省を除く)は、経済活動の正常化に向けた取り組みを進め始めている。国有企業の管轄組織である国資委によれば、2月14日時点で総数2万社余り国有企業(中央政府)の操業再開の割合は80%超となっている。一方、民間企業も操業再開しているものの、職場復帰従業員の不足、原材料不足や物流の寸断、キャッシュフロー不足などの課題に直面しているため、稼働率の回復は芳しくないと報じられている。

とくに、農村地域では、道路封鎖や過度の移動制限が行われていたため、出稼ぎ労働者は、職場に戻れない状況にあった。前述の方針に基づき、地方政府は様々な制限や規制を解除し始めているほか、労働者を受け入れる地域でも、速めに職場復帰した者を対象に交通費用の助成や手当の支給など、労働者の職

中国人民銀行の新型肺炎による中国経済への影響評価

場復帰を促す対策を実施している。また、法人税の減免や社会保障料の納付延期などの中小企業支援策も講じつつあるが、本格稼働にはしばらく時間がかかると見られる。

こうしたなか、新型肺炎による中国経済への影響について、中国国内のエコノミスト調査結果をみると、多くは1~3月期の実質GDP成長率が4.3%~4.7%に落ち込んだ後、緩やかな回復に向かい、20年を通しては5.5%~5.8%の成長見通しとなっている。当然ながら、新型肺炎の収束時期の前提によってシナリオは変わってくるが、悲観的なエコノミストは成長率を3%ポイント押し下げるとの予測もある。

また、中国人民銀行が2月19日に発表した『19年第4四半期の金融政策執行報告』で、「新型肺炎による中国経済への影響は一時的で、中期的な経済成長トレンドである良い方向へ、質の高い成長へというファンダメンタルズは変わらない」との見方を示した。

一方、同行は中国経済が数多くのチャレンジに直面するだろうとの認識も示したほか、住宅抑制政策を変更するかどうかについては、経済刺激策の手段として利用しないと、現行政策を据え置いた。

20年の中国経済は小幅な減速に留まると見込まれる

以上の内容を踏まえると、新型肺炎対策と経済安定のジレンマに直面する中国の姿が見えてくる。しかし、20年は中国にとって節目の年であり、今後の経済対策の真水に期待されることから、小幅な減速に留まらさう。

具体的には、1~3月期の実質成長率は前年比4.6%まで落ち込んだ後、4~6月期以降は緩やかに持ち直し、20年通年では前年比5.8%と19年（同6.1%）から小幅な減速を予測する。

ただ、小幅な減速になったとしても、世界第2の経済規模、かつグローバル経済に深く組み込まれていることから、世界経済への影響は無視できないと思われる。

3月初旬（5日）に開催予定の全人代も延期されたが、詳細の開催日は決定していない。当面、経済活動の正常化には時間がかかると見られるが、いずれ開催される全人代での新型肺炎による経済への影響の評価と需要拡大に効果のある対策の内容が注目される。

(20.2.20 現在)

進むリスクの蓄積と ECB の「戦略的見直し」

～求められる広範な議論～

山口 勝義

要旨

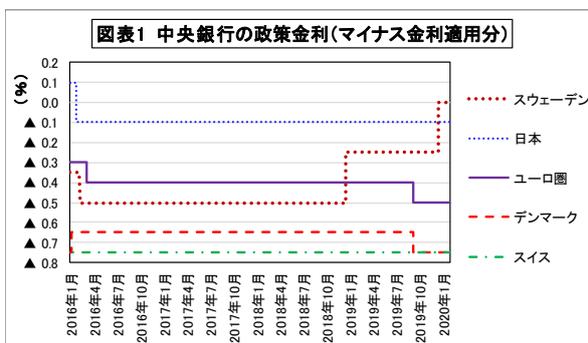
ECB は 20 年に政策の枠組みに関する「戦略的見直し」を実施する。これは経済情勢の変化や行き詰まりを見せる政策への対処のみならず、異例な緩和に伴うリスクの拡大への対策の点からも重要な取り組みとなる。しかし具体的な検討に当たっては難航も予想される。

はじめに

ECB（欧州中央銀行）は 2020 年 1 月、政策の枠組みに関する「戦略的見直し」について、その実施内容を明らかにした。この見直しはラガルド総裁が 19 年 11 月の就任後に繰り返し言及していたものであるが、これによれば ECB は、物価安定の数値目標、金融政策の手段、経済・金融の分析手法、市場との対話方法を対象に、金融の安定性や、雇用や環境の持続可能性などを考慮に入れつつ検討し、20 年末を目途に結論を出すこととしている^(注1)。

99 年 1 月にまず決済用通貨として導入されたユーロは、その後 02 年 1 月に現金通貨の流通を開始した。これに対し ECB では、ドイセンベルク初代総裁の下で 03 年 5 月に、現行の、中期的に「2%を下回るがこれに近い水準を維持する」とする物価目標や、短中期のリスクを対象とする経済分析と中長期のインフレ動向を検証するマネー分析とからなる二本柱の分析手法を、ルールとして採用した経緯がある^(注2)。このため、今回はこの 03 年以来的見直しということになる。

当時は IT バブル崩壊からの回復期であり、景気循環のボラティリティが低下し、グレート・モデレーション（大いなる安定）に向かった時期に当たっている。



(資料) デンマークはデンマーク国立銀行(中央銀行)の、その他は Bloomberg の、各データから農中総研作成

しかし、その後は世界金融危機やユーロ圏の財政危機などの波乱を経て、現在は低成長・低インフレの時代となっている。また環境問題が大きく浮上するなど、経済構造が今後大きく転換する可能性をはらんだ時代でもある。このようにこの間の情勢変化は甚だしく、今回の見直しの意義は非常に大きいと言えることができる。

加えて注目される背景として、スウェーデン国立銀行（中央銀行）の最近の政策対応がある。同国では物価や景気は依然勢いを欠くものの、中央銀行は低金利の継続による債務の膨張などの副作用を懸念し、19 年 10 月の事前予告を経た上で 12 月には政策金利であるレポ金利を 0%に引き上げている（図表 1）。類似した環境の下にある ECB においても、政策に伴う副作用やリスクの分析を含めた広範な議論が求められることになる。

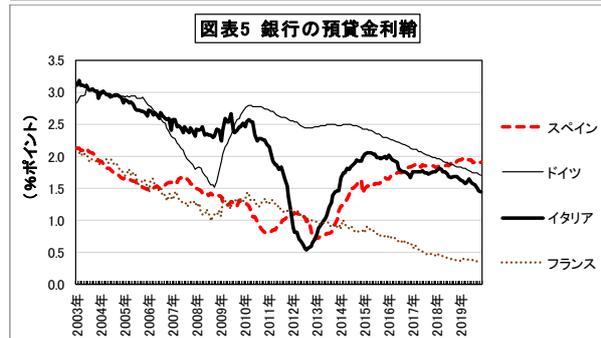
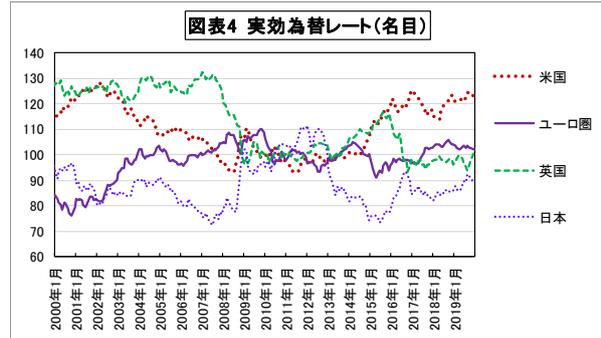
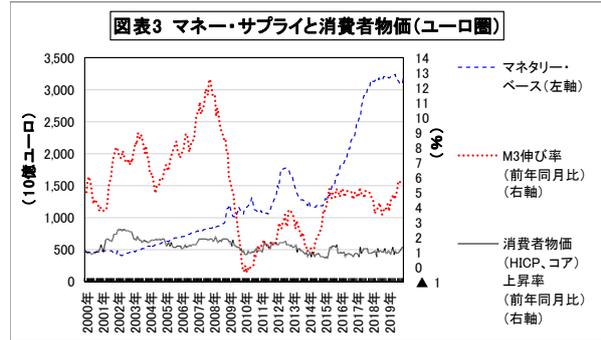
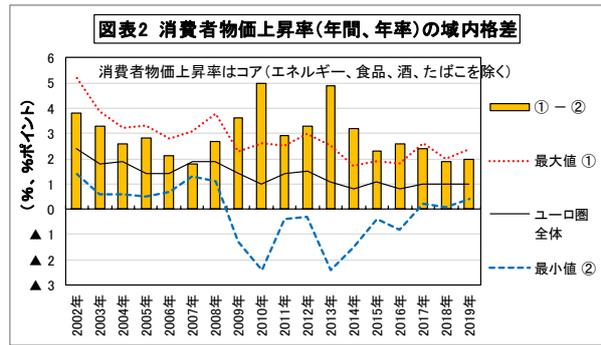
行き詰まりを見せる ECB の金融政策

これらの動きに加え、現行のマイナス金利や資産買入れ (QE) を含む「超金融緩和」とも呼ばれる ECB の政策に対しては、直接的な批判が強まっている。ECB は 19 年 9 月に政策金利の引き下げなどの緩和策のパッケージを決定したが、その後、ドラギ総裁 (当時) の退任を前に、ECB の内外双方から、その政策に対する批判的な見解が集中して示された^(注3)。

その主な内容は、ひとつには 9 月の緩和のタイミングを問うものであるが、このほか政策の本質に関わる点として、物価目標の妥当性、QE がマネタリー・ファイナンスに該当する可能性、低金利に伴う副作用の拡大などに関わるものである。確かに、ECB の政策は財政危機からの離脱には有効であったとはしても、本来の使命である物価の安定やその他の経済成長の促進などの面で、効果を発揮したとはとても言えないのが実態である^(注4)。

まず物価動向では、ユーロ圏の消費者物価上昇率 (全項目ベース、前年同月比) はこのところ 1%前後での推移となっており、目標値からは遠い水準にある。しかも、かつてほどではないものの各国間の格差は大きく、ECB の政策の舵取りの困難さが続いている (図表 2)^(注5)。このほか通貨供給量と物価上昇率の関連性は薄れており、03 年以來の二本柱の分析手法は現在では意味を失っていることになる (図表 3)。またユーロ高は回避されたにしても、ユーロ安による経済の下支え効果が大きかったわけでもない (図表 4)。

こうして、ECB による多面的な政策にもかかわらず物価や景気の回復は力強さを欠き、政策の実効性は限られたものに留まっている。また一方では、利鞘の着実



(資料) 図表 2 は Eurostat の、図表 3、5 は ECB の、図表 4 は BIS の、各データから農中総研作成

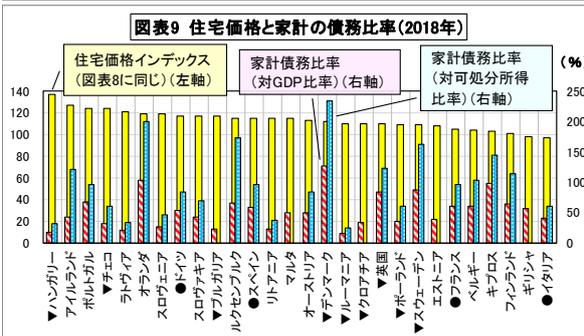
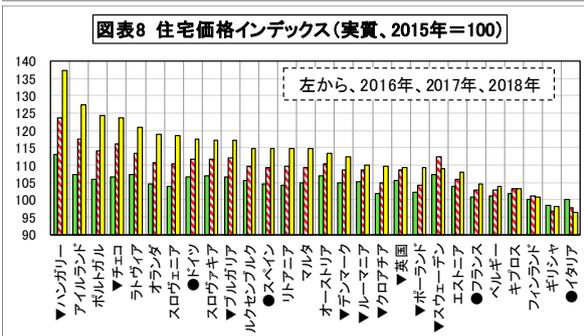
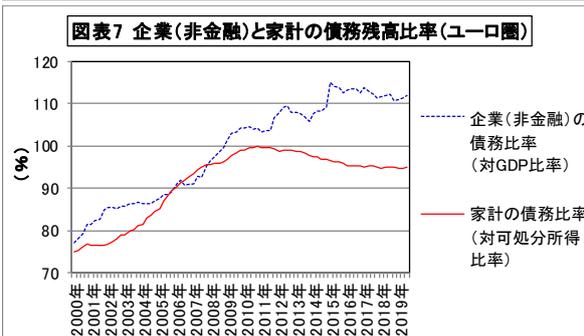
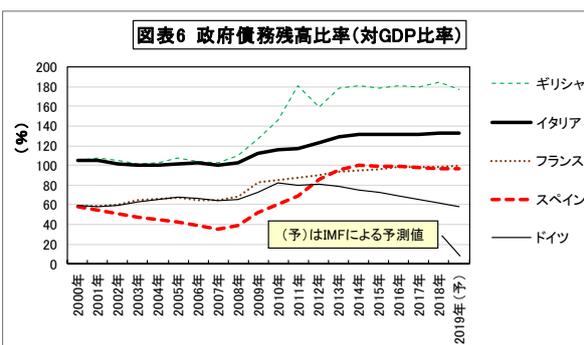
な縮小で銀行収益への圧迫が強まるなど、副作用の拡大が続いている (図表 5)。このように政策批判の内容自体には新味には乏しいながらも政策の行き詰まりは明らかであり、今回の見直しは本質的に避けては通れない対応であると考えられる。

超緩和政策の下で進むリスクの蓄積

このうち金融市場や実体経済に対するダメージの大きさという点では、政策の実効性以上に、異例な緩和の継続に伴う副作用の拡大に対して一層の注意を払う必要があるものと考えられる。この副作用には銀行収益の圧迫以外にも、国家や企業などの財務改革の停滞、ゾンビ企業の生き残りによる経済の非効率化、国債の指標機能の低下など、様々な面での影響が考えられる。実際に、例えば債務残高は一部を除き高止まりの状況が続いている（図表6、7）。

しかし中でも大きなリスクが潜むのは、資産価格と債務残高が同時に上昇する場合ではないかと考えられる。この点では住宅価格は多くの国々で上昇が加速しており、財政危機時に不動産バブルの崩壊を伴ったアイルランドでは既に当時の水準を超えてきてさえいる（図表8）。さらに、このうちオランダやルクセンブルクなどで、また前述のスウェーデンも含め、債務比率の上昇が顕著であり、その水準は高いレベルに達している（図表9）。

そしてここでは、中長期金利が急上昇する可能性がポイントとなる。確かに足元ではその可能性は限られるとしても、今後、中期的に上昇圧力がかかる要因に事欠くわけではない。例えば環境対策に伴うエネルギーコストの上昇、災害復旧や新技術対策のための官民投資の拡大による債務の膨張、異常気象の頻発による食品価格の傾向的上昇、反グローバリゼーションの下での生産の地域化によるコストの増大、などである。また、副作用への懸念で各国の中央銀行が次々と異例な緩和の出口に向かうとの市場の思惑が、上昇圧力となる可能性もある。



（資料）図表6はIMFの、図表7はECBの、図表8、9はEurostatの、各データから農中総研作成

（注）図表8、9で、●はユーロ圏の4大国を、▼はユーロ圏外のEU加盟国を示す。また図表9で、ブルガリア、クロアチア、エストニア、ギリシャの4ヶ国は、家計債務比率（対可処分所得比率）を公表していない。

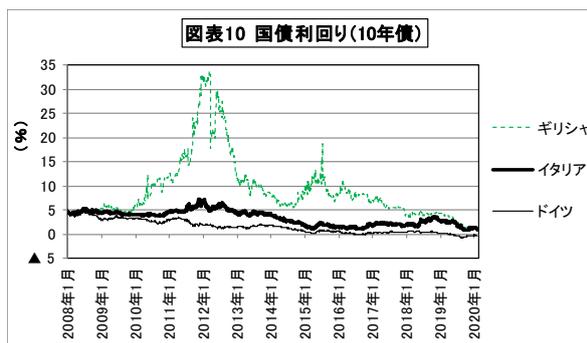
こうした諸動向からすれば、スウェーデン国立銀行と同様に、ECBとしても、現に進行しているリスクの蓄積を決して軽視することはできないものとみられる。

おわりに

このように、第一に各国間で格差が存在するとはいえ資産価格と債務残高の双方の、注意を要するとみられる水準への上昇が認められ、第二には、少なくとも中期的には中長期金利に上昇圧力を生じる材料が存在するという点で、リスクの蓄積に対して警戒が必要になる。これらに加えて、さらに第三の点がある。

それは、中長期金利の上昇余地である。財政危機以降には多くの国々で経常収支は改善し、現在では海外資金の急速な流出に伴う市場波乱の可能性は限定的である。しかしその一方では、運用難の下でクレジット・スプレッドは大幅に縮小し、金利水準自体も歴史的な低水準にまで低下している実態がある(図表 10)。このため、これらが反転した場合の市場の動きは想定外に激しいものとなる可能性がある。

以上のように「戦略的見直し」は、このところの経済情勢の変化や行き詰まりを見せる政策への対処のみならず、異例な緩和に伴う副作用によるリスクの拡大へ



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

の対策の点からも重要な取り組みとなる。そしてこのリスク対策の点では、ECBは物価安定の数値目標の見直しに関連して、政策判断の根拠に住宅価格などの動向を何らかの形で加味する内容で修正を行う可能性がある。しかし、リスクの実態は消費者物価以上に各国間での格差が大きいこともあり、政策の難度は一層高まるとともに政策の透明性が阻害される結果にも繋がりがかねない点が懸念される。

こうして、ラガルド新総裁の意欲的な取り組みである「戦略的見直し」であるが、その具体的な検討の過程では大変な難航も予想される。(20. 2. 21 現在)

(注1) ECB (23 January 2020) “ECB launches review of its monetary policy strategy”による。
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200123_3b8d9fc08d.en.html

(注2) ECB (8 May 2003) “The ECB’s monetary strategy”による。
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html

(注3) ECBが19年9月の政策理事会で決定した緩和策のパッケージの内容は、①預金ファンリティ金利の引き下げ、②フォワードガイダンスの内容緩和、③QEの再開、④TLTRO III(貸出条件付き長期資金供給オペ)の条件緩和、⑤マイナス金利の適用対象である超過準備の階層化、である。

これに対し、積極的な緩和策に対し従来から慎重姿勢をとるドイツやオランダ、オーストリアなどの理事から、今回の政策対応の妥当性に対する批判が相次いで示された。また時期を合わせて、ECBの理事経験者等6名の連名による、ECBの政策を批判する文書も公表された。この中では、例えばデフレ懸念が大幅に縮小したなかであって2%近辺という高い水準を

物価目標に掲げ続けることの妥当性などについて、疑問が出されている。以上は次による。

・FT (September 27, 2019) “Splits at the ECB top table over Mario Draghi’s last big stimulus”

・Hervé Hannoun 他全6名(他に協賛者2名) (04 October 2019) “Memorandum on the ECB’s Monetary Policy”
<http://www.hanswernersinn.de/en/memorand-ecb-monetary-policy-04102019>

(注4) ECBは財政危機のさなかの11年と12年に長期資金供給オペ(LTRO)により大規模な資金供給を実施するとともに、12年7月にはドラギ総裁(当時)がユーロを守るためには必要なあらゆる措置を講じると言明したうえで、12年9月には無制限の国債購入策(OMT)の導入を行った。こうした対応を経て、財政危機は徐々に終息に向かった。

(注5) 03年時点の整理では、ECBは物価目標の設定に当たっては、デフレリスクを回避するために必要な水準のほか、各国間で物価上昇率の格差が発生する可能性をも加味して柔軟性を持たせた上で決定した、としている。(注2)の文書による。



農林中金総合研究所

2019～20年度改訂経済見通し

新型肺炎リスクに身構える内外経済

～日本経済見通し：2019年度：0.3%（下方修正※）、20年度：0.2%（据え置き※）～

※19年12月時点の当総研見通しとの比較

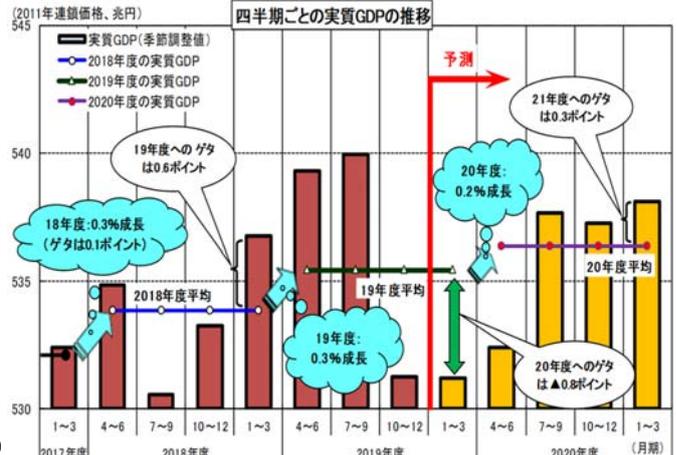
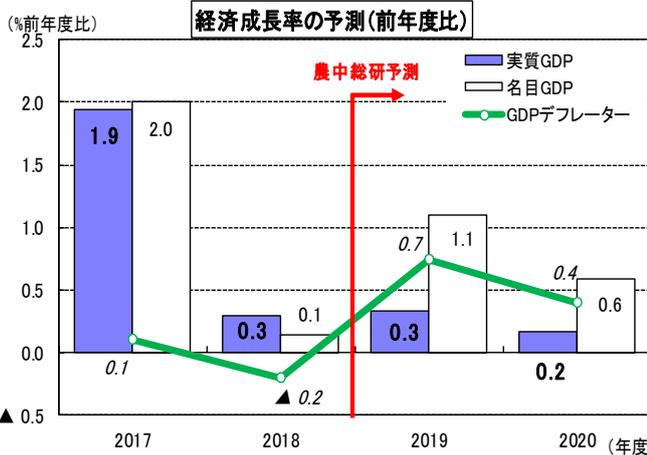
2020年2月20日

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

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

《 サ マ リ ー 》

- 2019年10～12月期の実質GDPは消費税率引上げ、自然災害の発生、暖冬などの影響により、民間最終需要が大幅に減少したほか、世界経済の低調さを受けて輸出減も継続し、5四半期ぶりのマイナス成長となった。
- 足元1～3月期は、消費税増税で家計可処分所得が目減りした影響で消費の持ち直しは鈍いとみられるほか、新型肺炎（COVID-19）の影響で、インバウンド需要や中国向け輸出に悪影響が出ていること、サプライチェーン障害で生産活動も停滞することなどから、公的需要による下支えはあるものの、ほぼゼロ成長になると思われる。なお、**国内での新型肺炎の感染拡大は4月にはピークアウトするとの前提の下**、世界的な半導体需要の回復や中国の景気挺入れ策などの影響、さらには東京五輪・パラ開催などにより、20年度上期にかけて景気が一旦持ち直すことが想定される。しかし、年後半にかけては消費税対策の終了に伴う反動減や一大イベント終了に伴う需要一服も見込まれ、再び停滞することになるだろう。
- 経済・物価の下振れリスクが高い中、日本銀行は現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続ける方針であるが、新型肺炎や五輪後の景気情勢次第では実際に追加緩和に踏み切る場面も想定される。



目次

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

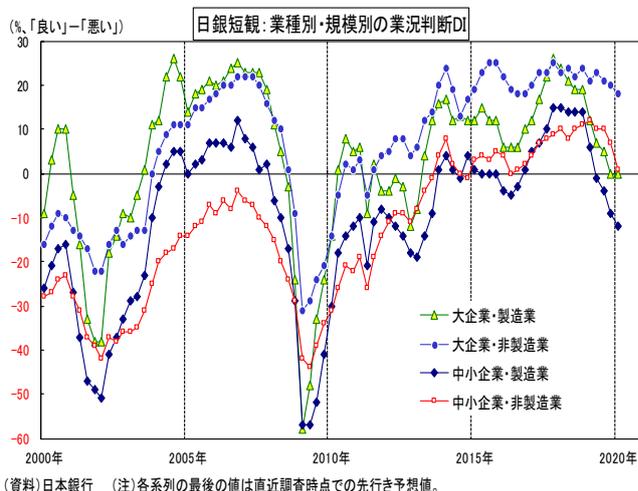
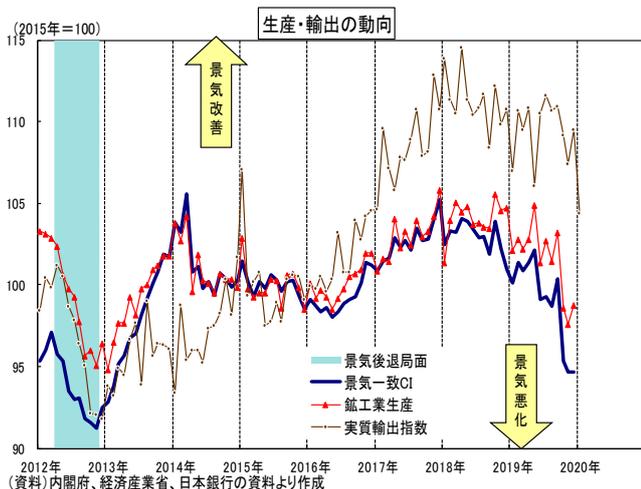
見通し担当者：
 総括、日本経済・金融 南 武志
 米国経済・金融 佐古佳史
 欧州経済・金融 山口勝義
 中国経済・金融 王 雷軒

農林中金総合研究所

3

1 景気の現状

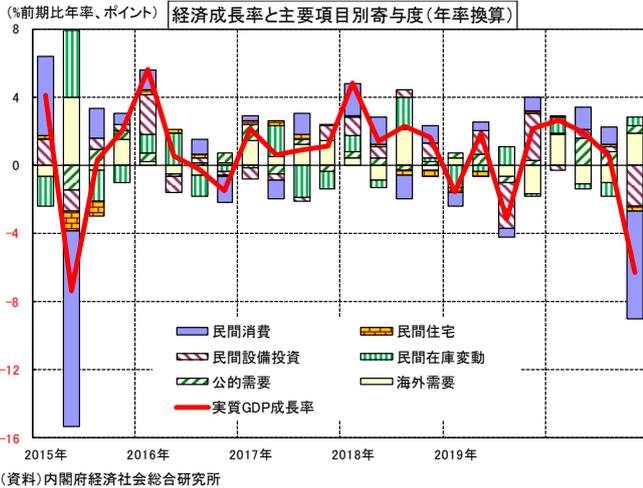
- 景気動向：消費税率引上げ後の消費回復テンポは鈍い
 - － 景気動向指数・CI一致指数による基調判断は19年8月から「悪化」が継続（19年内は延べ7ヶ月が「悪化」）
 - － 消費税率引上げ後に落ち込んだ消費水準は、その後徐々に戻りつつあるが、そのテンポは非常に緩慢で、消費平準化を狙った政府の消費税対策は効果を十分発揮できていない
 - － 企業の景況感は製造業を中心に悪化が継続、非製造業でも中小企業の見通しが大きく悪化
 - － 求人数は前年割れで推移、労働投入量も頭打ちとなっている
 - － 消費者物価も低調な推移
 - 人件費・原材料費の値上がり分を価格転嫁する動きは定着しつつある



農林中金総合研究所

4

- 10～12月期GDP: 事前予想を大きく下振れる5四半期ぶりのマイナス成長(前期比年率▲6.3%)
 - 消費税率引き上げの影響(駆け込みの反動や実質家計可処分所得の目減り)、自然災害の発生、さらには暖冬などによって、民間消費は前期比▲2.9%(実質GDPの前期比成長率(▲1.6%)に対する寄与度: ▲1.6ポイント)と大きく落ち込んだ
 - 民間住宅投資(同▲2.7%、寄与度: ▲0.1ポイント)、民間企業設備投資(同▲3.7%、寄与度: ▲0.6ポイント)と、いずれも大きく減少、輸出等も財貨を中心に減少(前期比▲0.1%、寄与度: ▲0.0ポイント)
 - 一方、消費税対策の効果や災害復旧などにより公的需要は同0.4%(寄与度: 0.1ポイント)と増加傾向を維持
 - 民間最終需要の落ち込みから民間在庫が増加(寄与度: 0.1ポイント)したほか、輸入等も同▲2.6%(寄与度: 0.5ポイント)と減少したことで外需寄与度は0.5ポイントのプラス寄与
 - 消費税率引き上げの影響からGDPデフレーターは前年比1.3%と4四半期連続のプラスかつ上昇率拡大



農林中金総合研究所

5

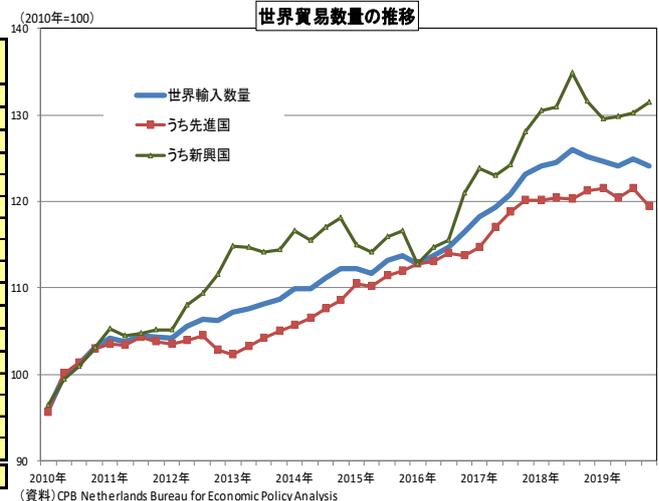
2 世界経済の動向 ①概況

- 国際機関による世界経済見通し: 概ね下方修正
 - IMF世界経済見通し(20年1月発表)は6回連続で下方修正
 - なお、20年の世界全体の成長率は前年比3.3%(19年実績見込み: 2.9%)、世界貿易数量の伸びも同2.9%(同: 1.0%)と、いずれも持ち直しを予想
 - 主に新興市場国・発展途上国での成長率回復を見込むが、下振れリスクはなお高いとの評価
- 新興国の貿易数量やOECD景気先行指数(CLIs)などの動きから、本来であれば20年は世界経済・貿易の回復が期待されていた
- しかし、1月下旬以降、新型肺炎(COVID-19)の感染拡大が新たな下振れリスクとして急浮上

2020～21年 IMF世界経済見通し

	2018年	2019年	2020年	2021年
世界全体(実質経済成長率)	3.6	2.9	3.3	3.4
先進国	2.2	1.7	1.6	1.6
米国	2.9	2.3	2.0	1.7
ユーロ圏	1.9	1.2	1.3	1.4
ドイツ	1.5	0.5	1.1	1.4
フランス	1.7	1.3	1.3	1.3
イタリア	0.8	0.2	0.5	0.7
スペイン	2.4	2.0	1.6	1.6
英国	1.3	1.3	1.4	1.5
日本	0.3	1.0	0.7	0.5
新興国・発展途上国	4.5	3.7	4.4	4.6
中国	6.6	6.1	6.0	5.8
インド	6.8	4.8	5.8	6.5
ブラジル	1.3	1.2	2.2	2.3
ロシア	2.3	1.1	1.9	2.0
南アフリカ	0.8	0.4	0.8	1.0
ASEAN5	5.2	4.7	4.8	5.1
世界貿易数量(財・サービス)	3.7	1.0	2.9	3.7

(資料)IMF『World Economic Outlook Update(2020年1月)』



農林中金総合研究所

6

2 世界経済の動向 ②米国

- 景気動向：ソフトランディングに向けた動き
- 19年10～12月期のGDPは前期比年率2.1%成長（速報）
 - FRBが注視するPCEデフレーター（コア）は前年比2%をやや下回って推移
 - 労働市場の緩みがあり、先行きについても2%をやや下回って推移する見通し
 - 見通しのポイントとしては、① 新型肺炎の影響で世界経済の回復時期が後ずれする見込みから、米国経済も20年上期はやや弱めの成長となること、② 20年下期に利下げを見込んでいること、③ 米中・米欧の通商摩擦から、設備投資の鈍化が予想されること、などが挙げられる
 - 成長率見通し：20年は1.8%（前回の1.7%から上方修正）、21年は1.9%

予測表（四半期）

（予測→）

	単位	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
実質GDP成長率	%	3.1	2.0	2.1	2.1	1.6	1.6	1.8	2.0	1.9	2.0	2.0	1.9
個人消費支出	%	1.1	4.6	3.1	1.8	2.3	2.5	2.1	1.7	2.1	2.0	2.2	2.0
民間設備投資	%	4.4	▲1.0	▲2.3	▲1.5	▲0.4	0.1	▲0.9	3.7	1.2	2.0	2.2	2.5
民間住宅投資	%	▲1.0	▲2.9	4.6	5.8	4.0	▲2.0	▲0.7	4.0	2.0	0.0	0.7	1.3
輸出	%	4.1	▲5.7	0.9	1.4	▲0.4	0.8	1.6	0.8	0.8	1.1	1.3	0.9
輸入	%	▲1.5	▲0.0	1.8	▲8.7	4.8	1.7	2.3	2.3	1.1	2.3	2.3	2.3
政府支出	%	2.9	4.8	1.7	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
非農業部門雇用者数増減	万人	13.9	15.9	20.3	19.8	15.0	16.0	17.0	18.0	19.0	16.0	15.0	15.0
失業率	%	3.9	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3
賃金上昇率	%	3.4	3.3	3.4	3.2	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5
コアPCEデフレーター	%	1.6	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9
FFレート誘導水準	%	2.25～2.50	2.25～2.50	1.75～2.00	1.50～1.75	1.50～1.75	1.50～1.75	1.25～1.50	1.25～1.50	1.25～1.50	1.25～1.50	1.25～1.50	1.25～1.50
10年物国債利回り	%	2.4	2.0	1.7	1.9	1.6	1.7	1.9	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7

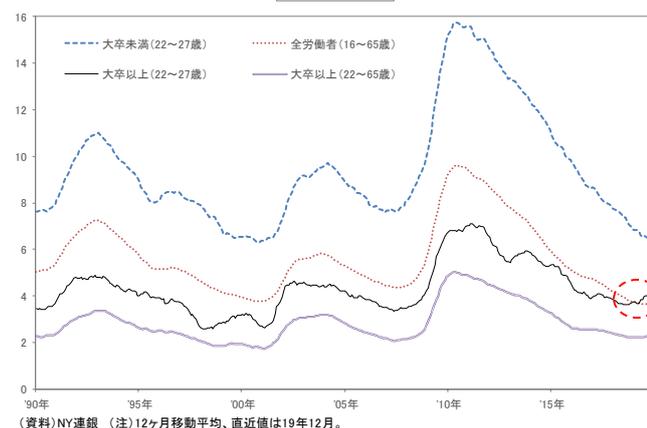
（資料）米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。
 （注意）GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

農林中金総合研究所

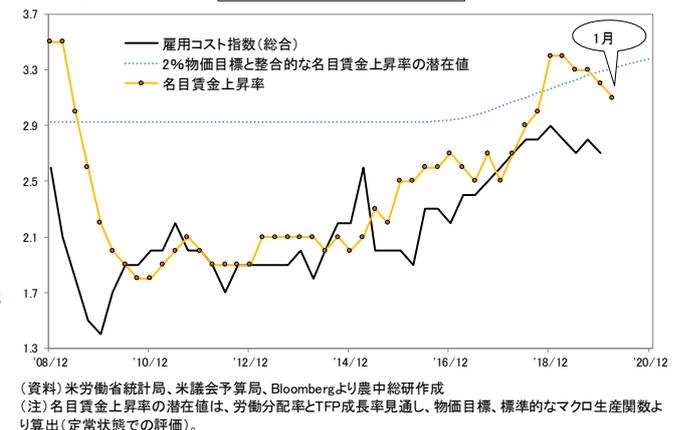
7

- 雇用：労働市場はひっ迫が続くものの、緩みも併存し、高めのGDP成長率を支える要因に
 - 19年の非農業部門雇用者数は月平均17.5万人のペースで増加
 - 失業率は50年ぶりとなる3.5%前後で推移
 - ただし、求人数は減少傾向が続いている
 - 大卒者の就労が悪化しており、失業率が相対的に高い
 - 賃金上昇率は前年比3%台前半での推移
 - 鈍い賃金上昇率は、労働市場に緩みが残っていることを示唆している
 - インフレ率を押し上げるにはもう一段の賃金上昇が必要

（%） 失業率の推移



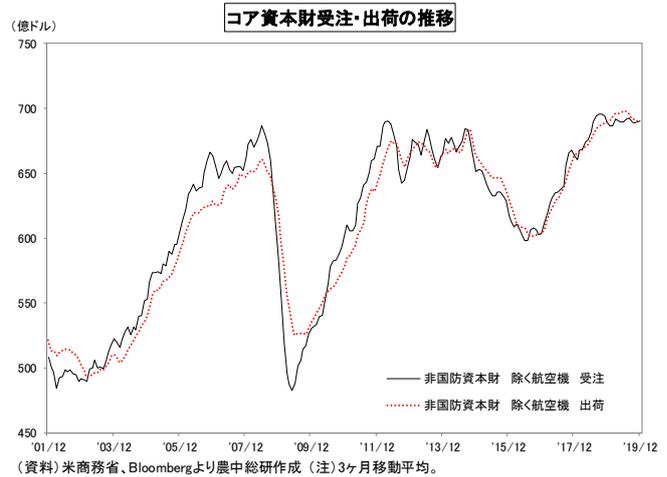
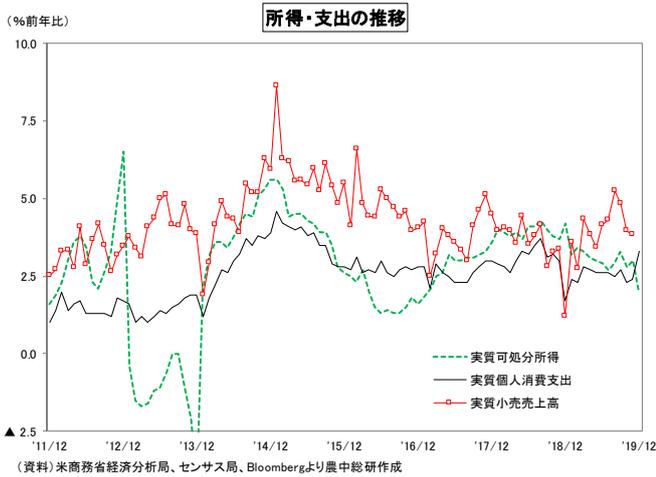
（%、前年比） 賃金上昇率、雇用コストの推移



農林中金総合研究所

8

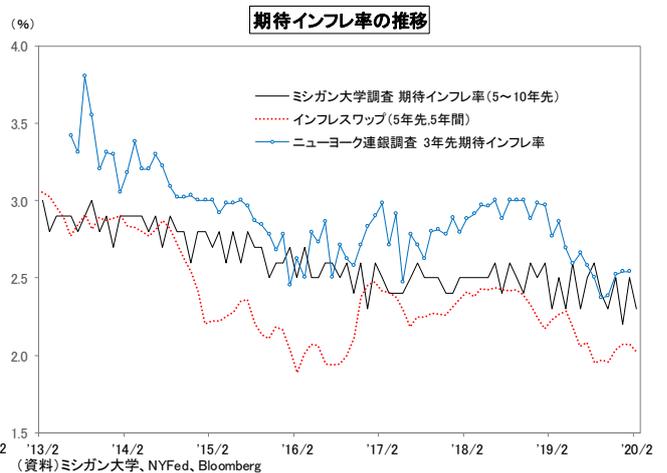
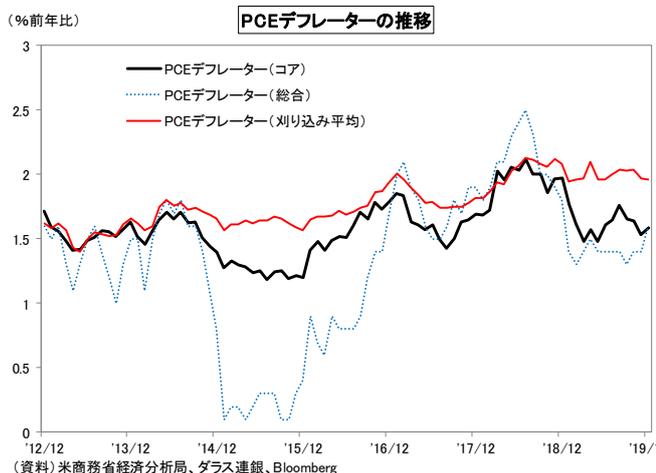
- 消費:底堅い推移を見込む
 - 雇用者数の伸びはゆるやかな鈍化が見込まれ、消費の拡大ペースが加速するとは考えづらい
 - 一方、これまでの賃金上昇率の高まりや、米国家計の純資産の増加は消費の下支え要因
 - 可能性は低いものの、中間層への減税が実施されれば消費は上振れする見込み
- 設備投資:弱含みが継続
 - 米中・米欧の通商摩擦、世界貿易の低迷などが下押し材料となり、軟調に推移すると思われる
- 住宅投資:20年半ばにかけて軟調な推移を予想
 - 利下げが下支えとなり、19年は住宅投資が回復
 - 効果が剥落する20年半ばにかけて軟調な推移を予想、追加利下げを受け年後半には持ち直しへ



農林中金総合研究所

9

- インフレ率
 - FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比1.6%で推移
 - 変動の激しい項目を除いた、ダラス連銀の刈り込み平均PCEデフレーターは、同2%前後で推移しており、基調としてはFRBのインフレ目標と整合的に推移していると考えられる
 - 期待インフレ率の低下が確認され、将来のインフレ率の下押し圧力になるとFRB参加者からは警戒されている
- 金融政策
 - 世界経済減速懸念や期待インフレ率の低下などから、19年は3回利下げを実施した後、様子見姿勢を続けているが、20年下期にも再利下げへ
 - FRBは金融政策枠組みの見直し作業(インフレ埋め合わせ戦略の評価)を進めており、20年半ばまでに何らかの発表が予定されている

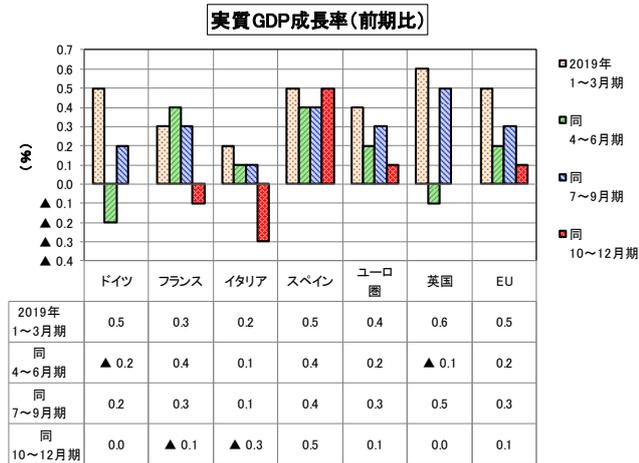


農林中金総合研究所

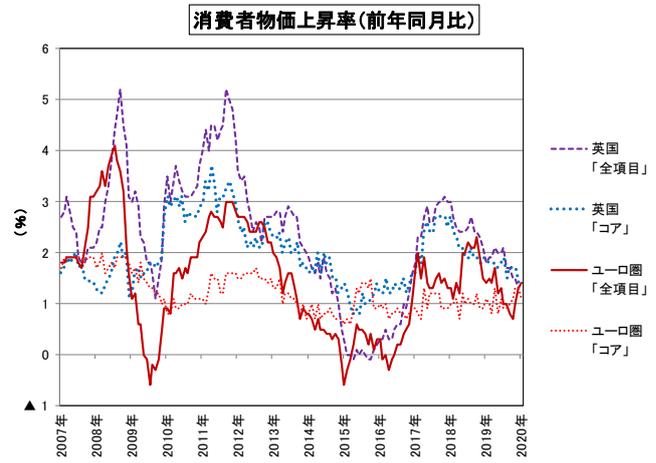
10

2 世界経済の動向 ③欧州

- 景気動向(19年10~12月期の実質GDP成長率)
 - ユーロ圏では、前期比成長率は0.1%(7~9月期:0.3%)、前年同期比成長率は0.9%(同:1.2%)
経済規模の大きい4ヶ国では、
 - フランスとイタリアが前期比マイナス成長に、ドイツも同ゼロ成長に減速
 - 輸出の鈍化、個人消費の頭打ちが主因
 - スペインは安定的な成長を維持
 - 欧州連合(EU)では、前期比成長率は0.1%(7~9月期:0.3%)、前年同期比成長率は1.1%(同:1.4%)
 - 英国では、前期比成長率は0.0%(7~9月期:0.5%)、前年同期比成長率は1.1%(同:1.2%)
 - 英国の減速は、企業投資の不振が主因



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

農林中金総合研究所

11

- ユーロ圏経済
 - 輸出や生産の不調、個人消費にも頭打ちの動き
 - 19年12月の鉱工業生産指数は、前月比で2.1%の、前年同月比では4.1%の大幅な低下
 - 同月の失業率は7.4%と、低水準を維持
 - 同月の小売売上高は、前月比で1.6%の低下ながら、前年同月比では1.3%の増加
小売売上高の前年同月比は、プラスを維持しながらも縮小傾向
- ドイツ経済
 - 輸出や生産の不調、個人消費にも頭打ちの動き
 - 貿易摩擦の影響や自動車生産の停滞が重荷に
 - 19年12月の製造業受注指数は、前月比で2.1%の、前年同月比では8.7%の大幅な低下
 - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で3.5%の、前年同月比では6.8%の大幅な低下
 - 同月の輸出額は、前月比で0.1%の増加ながら、前年同月比では0.9%の低下
 - 同月の失業率は、3.2%と低水準を維持
 - 同月の小売売上高は、前月比で3.3%の低下、前年同月比では0.8%の増加
小売売上高の前年同月比は、プラスを維持しながらも縮小傾向
- 英国経済
 - 12月の総選挙などを巡りEUからの離脱が引き続き大きな不透明材料に
 - 個人消費の伸びが鈍化し、企業投資が落ち込み

- 物価動向
 - ユーロ圏では、消費者物価上昇率(前年同月比)は引き続き2%を下回る水準
 - ・ 20年1月の消費者物価上昇率は、前月の1.3%から1.4%に小幅上昇
 - ・ 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは、前月の1.3%から1.1%に低下
 - 英国では、消費者物価上昇率(前年同月比)は一時の3%台から落ち着き
 - ・ 19年12月の消費者物価上昇率は、前月の1.5%から1.3%に低下
 - ・ 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは、前月の1.7%から1.4%に低下
- 金融政策
 - 欧州中央銀行(ECB)は、リスクは下方方向に傾いているとし、先行きの経済情勢に慎重姿勢
 - ・ 基調的なインフレは全般的に抑制され続けており、インフレ期待は低水準にあるとの判断
 - ・ 19年9月に政策金利を引き下げ、長期資金供給オペ(TLTRO)の第3弾を開始、19年11月に資産買い入れ(QE)を再開
 - ・ ラガルド新総裁の下で、20年に政策の枠組みの「戦略的見直し」を実施
 - イングランド銀行(BOE)は、18年8月に政策金利を0.50%から0.75%に引き上げた後、据え置きを継続
 - ・ 世界的な景気減速やEU離脱を巡る向かい風が継続する場合は、利下げを検討するスタンス
 - ・ カーニー総裁に代わり、20年3月16日にベイリー氏(英FCA長官、BOE元副総裁)が新総裁に就任予定
- 景気見通し
 - 世界貿易の停滞が引き続き成長の重荷に、なかでもドイツ経済の不振がユーロ圏全体の成長を押し下げ
 - 循環的な要因により下支えされリセッション入りはないとみられるが、20年も19年並みの低成長が継続
 - ・ 19年見通し(欧州委員会による)は、ドイツ0.6%、フランス1.2%、イタリア0.2%、ユーロ圏1.2%、EU1.5%
 - 潜在的リスクは、英国の通商交渉の混乱、米欧間での貿易摩擦の表面化、米中間の貿易摩擦の再燃、新型肺炎の拡大など

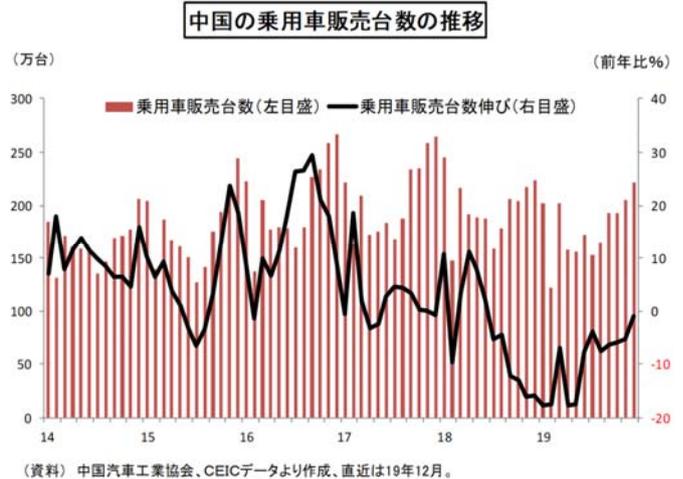
2 世界経済の動向 ④中国

- 景気動向
 - 19年10~12月期の実質GDP成長率は前年比6.0%と、7~9月期(同6.0%)と変わらず
 - ・ 19年の実質成長率は6.1%と18年(6.7%)から減速、29年ぶりの低い伸びへ
 - ・ 成長率に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:3.5ポイント、総資本形成:1.9ポイント、外需(純輸出):0.7ポイント
 - 成長鈍化の背景として、米国の追加関税等を受けた輸出の伸び悩み、それによる製造業の設備投資の弱さ、地方政府によるインフラ整備向け投資の低迷、個人消費の軟調さ、が挙げられる
 - とはいえ、19年通年の政府の成長目標である「6.0~6.5%」のレンジには収まった
 - しかし、足元の景気は、新型肺炎の広がりを受けて、外食産業・輸送・観光業等のみならず、一部の企業活動の再開遅れや操業停止による影響も甚大で、大幅な悪化へ



● 個人消費

- 自動車販売台数の減少幅が縮小したことなどから、個人消費は下げ止まりの動きが見られたものの、足元では再び大幅な鈍化に転じたと思われる
- 個人消費が力強さを欠く理由として、新型肺炎による影響のほか、所得の伸び鈍化による消費マインドの悪化や家計の債務負担増が挙げられる
- 1~3月期の消費落ち込みは避けられないが、新たな消費を創出するとの方針を受けて自動車販売促進等の需要刺激策の実施が期待されることなどから、先行きは徐々に戻る見込み
- ただし、住宅ローンなど家計の債務負担は依然として重く、全体としては低調な状態が続く可能性が高い

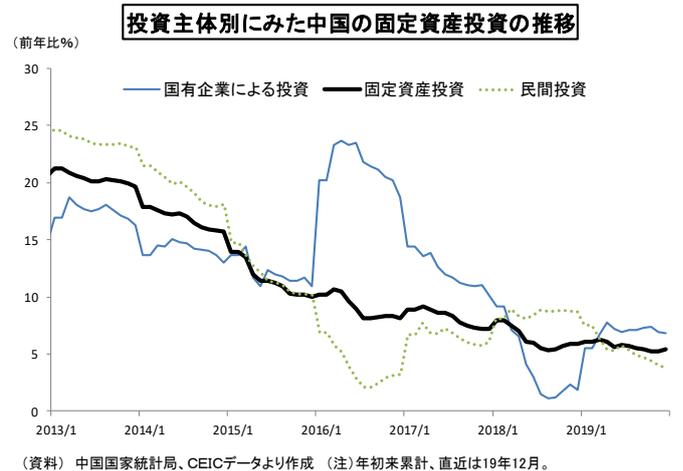
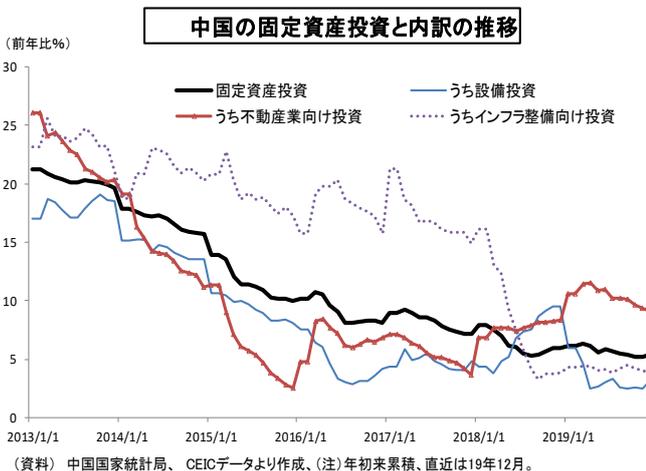


農林中金総合研究所

15

● 固定資産投資

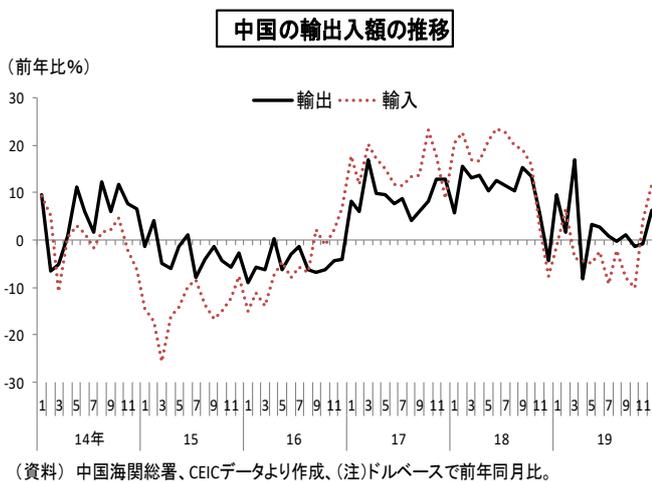
- 総資本形成に当たる固定資産投資は低空飛行が続いている
 - 投資分野別では、不動産業向け投資の伸びが鈍化、インフラ整備向けも軟調である半面、設備投資は下げ止まりの兆しも
 - 投資主体別では、民間投資の低調さが続いているが、国有企業による投資は下支え役となっている
- 20年度の地方政府債務限度額は今後開催予定の全人代で決定されるが、新型肺炎に係る経済対策に使うため、0.85兆元(約13.3兆円)規模の地方政府債務限度額が既に決定しており、前倒しで資金調達が可能
 - 20年の限度額は19年(3.08兆元)より増加される可能性が高いほか、発行速度の面においても大幅に引き上げられるとみられる
- 先行きについては、しばらく低空飛行が続くものの、地方債の発行とその調達資金の利用加速を受けてインフラ整備向けの投資は加速するほか、国有企業による投資も固定資産投資を一定程度下支えすると見込まれる



農林中金総合研究所

16

- 輸出
 - 春節要因による輸出前倒し等を受けて、12月の輸出の伸び率が高まった
 - 新型コロナウイルスの影響で2月7日に予定されていた1月分の貿易統計の発表は見送られているが、世界経済の減速が続くなか、一部の輸出企業の操業開始遅れや停止もあり、足元の輸出は軟調に推移していると見られる
 - 先行きについては、しばらくは軟調さが続くものの、米中通商協議をめぐる不透明感が幾分和らいだほか、政府の輸出促進策の実施の効果が期待されることなどから、その後は一定程度持ち直すと予想
- 経済見通し
 - 3月までに中国国内で新型コロナウイルスの感染拡大が収束することを前提に、1~3月期の実質成長率は前年比4.6%まで落ち込んだ後、4~6月期以降は経済対策の効果によって持ち直し、20年を通して前年比5.8%と19年(同6.1%)から減速を予測
 - 21年は同5.6%へさらに減速することが見込まれる

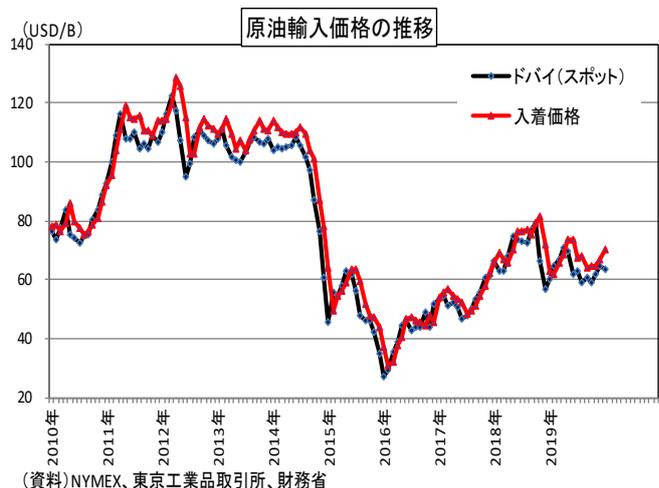
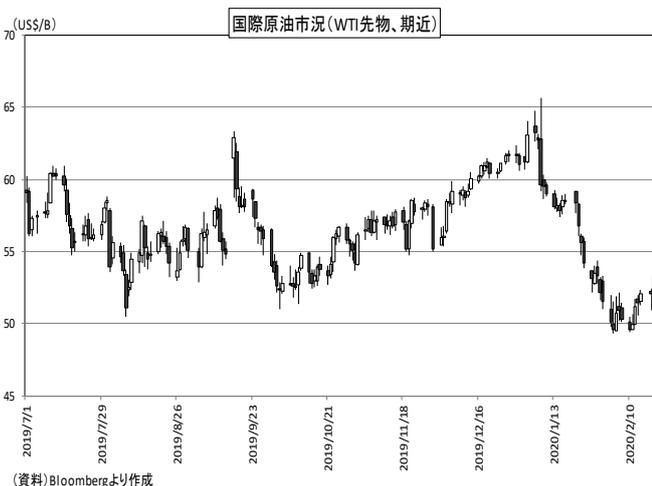


農林中金総合研究所

17

2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格: 年初に中東情勢の緊迫化で一旦上昇したが、足元で下落圧力高まる
 - OPEC加盟国やロシアなど主要産油国で構成するOPECプラスでは、17年1月から協調減産を実施(20年3月までは合計で日量120万バレル程度の減産実施)してきたが、20年1月以降は追加的に日量50万バレル減産
 - 新型コロナウイルスの感染拡大による原油需要減少懸念が浮上、原油価格(WTI先物)は50ドル/バレル前後で推移
- 原油入着価格の見通し
 - 低調な世界経済を背景に原油需要は伸び悩む一方、OPECプラスが需給改善に向けてさらなる減産を踏み切る可能性があり、大きく下落する可能性は大きくないと思われる
 - 20年度にかけて国内への入着価格は60ドル/バレル前後で推移すると予想



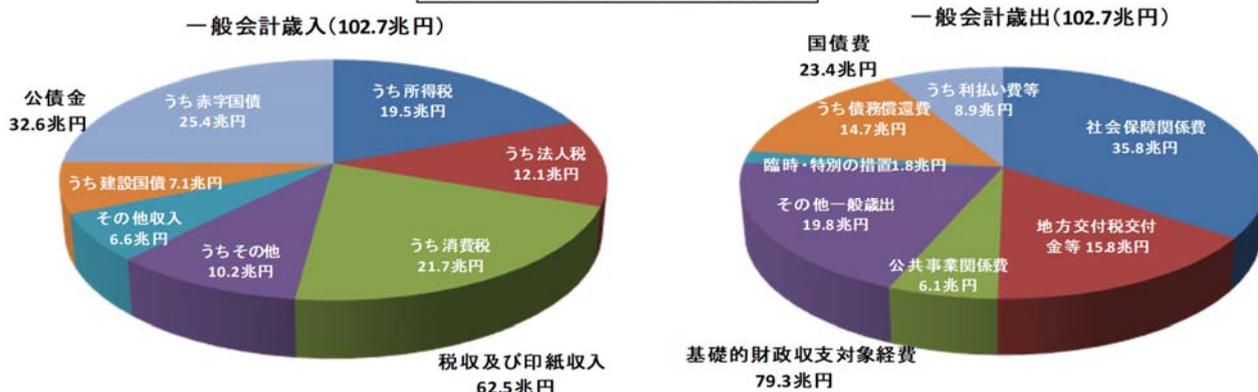
農林中金総合研究所

18

3 国内の経済政策

- 財政政策：20年度の政府予算規模は2年連続の100兆円超へ
 - 復旧・復興、海外発の下振れリスクへの対応、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、政府は事業規模26.0兆円(うち財政措置13.2兆円)の経済対策を取りまとめた
 - 20年度予算案は総額102兆6,580億円(前年度当初比で1兆2,009億円増)と過去最大を更新
 - 名目成長率を2.1%とかなり高めに設定、63兆5,130億円(同1兆180億円増)の税収を見込む
 - 社会保障関係費を35兆8,121億円とし、人口高齢化に伴う自然増を4,111億円に抑制する一方で、消費税率引上げによる増収分を幼児教育・保育の無償化、高等教育の無償化、年金生活者支援給付金の支給、医療情報化支援基金の拡充などに振り向ける措置を継続
 - 「臨時・特別の措置」として1兆7,788億円を計上、19年度から継続する消費税対策に加え、『防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策』の着実な実行、キャッシュレス・ポイント還元事業、マイナンバーカードを活用した消費活性化策などを盛り込む

2020年度一般会計予算案

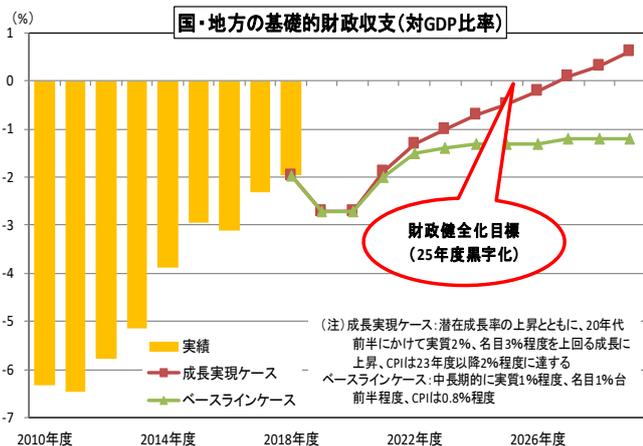


(資料)財務省 (注)通常分に臨時・特別の措置を加えた全体。

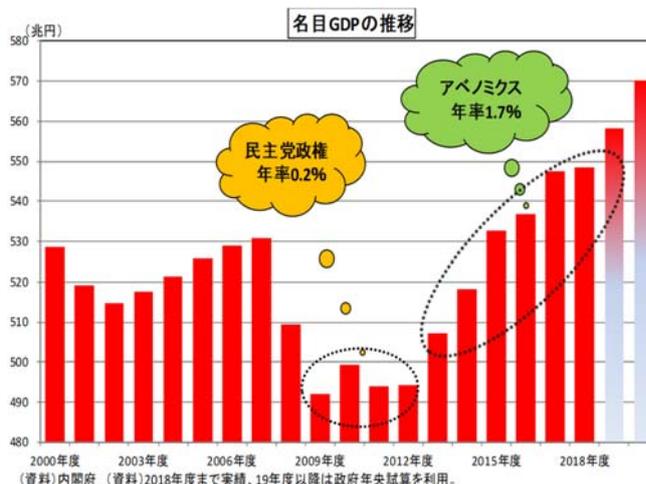
農林中金総合研究所

19

- 経済財政運営の基本方針
 - 基本方針2019には、人口減少・少子高齢化の進行を中心とした様々な課題に対し、持続的かつ包摂的な経済成長の実現と財政健全化の達成の両立を目指すべく、新たな時代への挑戦として「Society5.0」実現を加速していくことが掲げられている
 - 「経済再生なくして財政健全化なし」の方針の下、600兆円経済と25年度の財政健全化目標(PB黒字化)の達成を目指している
 - ただし、2019年の名目GDPは554兆円であり、20年前後に600兆円経済を達成するのは厳しい
 - 財政健全化についても、内閣府「中長期の経済財政に関する試算(20年1月)」によれば、実質2%成長を前提にしてもPB黒字化は27年度にずれ込むほか、1%成長(最近の潜在成長率並み)では均衡化すら見通せない



(資料)内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成



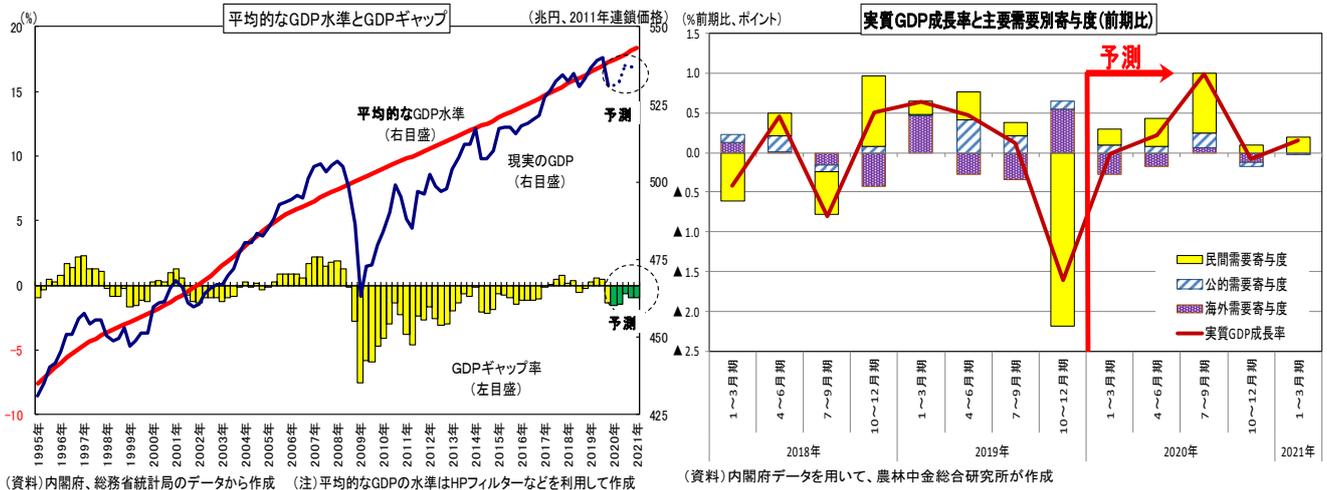
(資料)内閣府 (資料)2018年度まで実績、19年度以降は政府年次試算を利用。

農林中金総合研究所

20

4 日本経済・物価の見通し

- 総論: 2019年度は0.3%、20年度は0.2%と、3年連続で潜在成長率を下回る低成長
 - 世界的に半導体関連の需要が回復しているほか、新興国中心に貿易量の回復も始まっているが、新型肺炎による成長下押し効果を考慮せざるを得ない状況
 - 足元1~3月期は、10~12月期に落ち込んだ民間最終需要の持ち直しが期待されるが、新型肺炎の感染拡大に伴うインバウンド需要や中国向け輸出の減少、サプライチェーン障害の発生などで、前期比▲0.0%にとどまる
 - 20年度については、国内の新型肺炎感染拡大は4月までに峠を越すと前提の下、夏場にかけての中国经济持ち直しとともに一時的に輸出増が強まり、7月の東京五輪・パラによって一定の需要創出効果が出るものの、家計可処分所得の増加ペースは緩慢なままで、かつ米中両国の成長鈍化による輸出伸び悩みなどから、「五輪後」の景気停滞は避けられず、年度を通じても低成長が続く
 - 21年度も、世界経済・貿易の拡大ペースが加速せず、輸出の景気牽引力が大きいこと、賃金上昇も限定的であり、消費の回復力も乏しいことなどから、小幅のプラス成長(0.5%前後)にとどまるとみられる



農林中金総合研究所

21

予測表(年度、半期)

名目	単位	2018年度 (実績)	2019年度 (予測)	2020年度 (予測)
名目GDP	%	0.1	1.1	0.6
実質GDP	%	0.3	0.3	0.2
民間需要	%	0.2	▲0.2	0.2
民間最終消費支出	%	0.1	▲0.3	0.2
民間住宅	%	▲4.9	1.4	▲1.0
民間企業設備	%	1.7	0.2	0.0
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	2.8	1.4
政府最終消費支出	%	0.9	2.5	1.4
公的固定資本形成	%	0.6	4.1	1.4
輸出	%	1.6	▲1.6	0.5
輸入	%	2.2	▲0.3	1.8
国内需要寄与度	ポイント	0.4	0.6	0.5
民間需要寄与度	ポイント	0.2	▲0.1	0.2
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.7	0.4
海外需要寄与度	ポイント	▲0.1	▲0.2	▲0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲0.2	0.7	0.4
国内企業物価(前年比)	%	2.2	0.4	1.4
全国消費者物価(〃)	%	0.8	0.6	0.6
(消費税率を除く)			(0.2)	(0.2)
(消費税率・教育無償化政策の影響を除く)			(0.5)	(0.6)
完全失業率	%	2.4	2.4	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	0.2	▲3.0	▲0.9
経常収支	兆円	19.1	19.3	19.5
名目GDP比率	%	3.5	3.5	3.5
為替レート	円/ドル	110.9	108.5	107.1
無担保コールレート(0/N)	%	▲0.05	▲0.05	▲0.10
新発10年物国債利回り	%	0.05	▲0.11	▲0.05
逓増輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	67.2	60.0

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

名目	単位	2018年度		2019年度		2020年度		
		通期	上期	下期	通期	上期	下期	
実質GDP	%	0.3	0.3	0.9	▲1.5	0.2	0.7	1.0
民間需要	%	0.2	▲0.2	0.7	▲2.5	0.2	1.1	1.3
民間最終消費支出	%	0.1	▲0.3	0.8	▲2.3	0.2	1.2	1.0
民間住宅	%	▲4.9	1.4	1.1	▲1.3	▲1.0	▲0.1	0.0
民間企業設備	%	1.7	0.2	0.8	▲2.9	0.0	1.1	1.4
公的需要	%	0.8	2.8	2.1	1.4	1.4	0.8	0.5
政府最終消費支出	%	0.9	2.5	1.8	1.1	1.4	0.9	0.5
公的固定資本形成	%	0.6	4.1	3.5	2.7	1.4	0.3	0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.7	▲2.9	▲3.5	▲2.4	▲4.2	▲4.0	▲4.5
輸出	%	1.6	▲1.6	▲0.9	▲1.4	0.5	0.7	1.3
輸入	%	2.2	▲0.3	0.1	▲1.7	1.8	2.4	1.7
内需寄与度(前期比)	%	0.4	0.6	1.1	▲1.7	0.5	1.1	0.6
民間需要(〃)	%	0.2	▲0.1	0.6	▲2.0	0.2	0.9	0.6
公的需要(〃)	%	0.2	0.7	0.5	0.3	0.4	0.2	0.0
外需寄与度(〃)	%	▲0.1	▲0.2	▲0.2	0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.1
デフレーター(前年比)	%	▲0.2	0.7	0.5	1.1	0.4	0.7	0.2
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	0.2	▲3.0	▲0.9	▲4.0	▲0.9	1.1	0.2
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	95.3	87.9	91.6	84.3	78.8	77.5	80.0
経常収支	兆円	19.1	19.3	9.8	9.5	19.5	9.8	9.7
貿易収支	兆円	0.8	▲0.1	▲0.4	0.3	1.0	0.1	0.9
外国為替レート	円/ドル	110.9	108.5	108.6	108.4	107.1	108.0	106.3
逓増輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	67.2	69.2	65.3	60.0	60.0	60.0

名目	単位	2018年度		2019年度		2020年度		
		通期	上期	下期	通期	上期	下期	
名目GDP	%	0.1	1.1	1.8	0.4	0.6	▲0.2	1.4
実質GDP	%	0.3	0.3	1.3	▲0.7	0.2	▲0.8	1.2
民間需要	%	0.2	▲0.2	1.6	▲2.0	0.2	▲1.6	1.9
民間最終消費支出	%	0.1	▲0.3	1.1	▲1.7	0.2	▲1.3	1.7
民間住宅	%	▲4.9	1.4	3.6	▲0.8	▲1.0	▲2.0	▲0.1
民間企業設備	%	1.7	0.2	2.6	▲2.3	0.0	▲2.0	2.1
公的需要	%	0.8	2.8	2.3	3.1	1.4	1.8	0.9
政府最終消費支出	%	0.9	2.5	2.4	2.6	1.4	1.7	1.0
公的固定資本形成	%	0.6	4.1	2.1	5.6	1.4	2.4	0.5
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.7	▲2.9	▲3.5	▲2.4	▲4.2	▲4.0	▲4.5
輸出	%	1.6	▲1.6	▲1.4	▲1.9	0.5	▲0.3	1.3
輸入	%	2.2	▲0.3	1.4	▲2.0	1.8	0.3	3.4
国内企業物価(前年比)	%	2.2	0.4	▲0.1	1.0	1.4	2.2	0.5
全国消費者物価(〃)	%	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6	0.8	0.5
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	0.2	▲3.0	▲1.2	▲4.9	▲0.9	▲3.0	1.3

農林中金総合研究所

22

予測表(四半期)

(→予測)

項目	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	0.2	▲0.6	0.1	1.2	0.5	0.5	▲1.2	0.1	0.2	1.2	▲0.1	0.1
実質GDP	%	▲0.4	0.5	▲0.8	0.5	0.6	0.5	0.1	▲1.6	▲0.0	0.2	1.0	▲0.1	0.2
(年率換算)	%	▲1.6	1.8	▲3.2	2.1	2.6	1.9	0.5	▲6.3	▲0.0	0.9	4.0	▲0.3	0.6
民間需要	%	▲0.8	0.4	▲0.7	1.2	0.2	0.5	0.2	▲2.9	0.3	1.0	1.3	0.1	0.3
民間最終消費支出	%	▲0.4	0.2	▲0.2	0.4	0.0	0.6	0.5	▲2.9	0.4	0.5	1.1	▲0.2	0.2
民間住宅	%	▲2.5	▲2.4	0.2	1.7	1.5	▲0.2	1.2	▲2.7	0.4	▲0.3	0.0	0.0	0.1
民間企業設備	%	0.0	2.1	▲4.2	4.3	▲0.5	0.8	0.5	▲3.7	0.9	0.3	0.7	0.4	0.9
民間在庫変動(寄与度)	%pt	▲0.3	▲0.1	0.3	▲0.0	0.2	▲0.1	▲0.2	0.1	▲0.1	0.0	0.0	0.1	▲0.0
公的需要	%	0.4	0.6	▲0.3	0.3	0.1	1.6	0.8	0.4	0.4	0.3	0.7	▲0.2	▲0.1
政府最終消費支出	%	0.4	0.1	0.2	0.7	▲0.4	1.6	0.7	0.2	0.3	0.4	0.7	▲0.2	▲0.1
公的固定資本形成	%	0.3	2.7	▲2.2	▲1.3	2.1	1.8	1.2	1.1	0.6	▲0.2	0.5	▲0.1	0.0
輸出	%	1.0	0.7	▲2.3	1.6	▲1.9	0.4	▲0.7	▲0.1	▲1.1	0.5	1.6	▲0.5	0.5
輸入	%	0.5	0.7	▲1.4	4.3	▲4.3	2.0	0.7	▲2.6	0.5	1.5	1.2	0.2	0.5
国内需要寄与度	%pt	▲0.5	0.4	▲0.6	1.0	0.2	0.8	0.4	▲2.1	0.3	0.4	0.9	0.1	0.2
民間需要寄与度	%pt	▲0.6	0.3	▲0.5	0.9	0.2	0.4	0.2	▲2.2	0.2	0.4	0.8	0.1	0.2
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.2	▲0.1	0.1	0.0	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	▲0.0	▲0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	0.0	▲0.2	▲0.4	0.5	▲0.3	▲0.3	0.5	▲0.3	▲0.2	0.1	▲0.1	▲0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	0.4	0.1	▲0.3	▲0.6	0.1	0.4	0.6	1.3	0.9	0.8	0.6	0.2	0.1
国内企業物価(前年比)	%	2.5	2.6	3.1	2.3	0.9	0.6	▲0.9	0.2	1.8	2.0	2.4	0.6	0.5
全国消費者物価(＃)	%	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8	0.5	0.5
(消費税要因を除く)									(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)		
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)									(0.3)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.6)
完全失業率	%	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.4	2.5	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	▲4.0	0.5	0.3	1.0	▲0.5	1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	5.0	5.4	4.7	4.3	4.7	4.9	4.8	5.2	4.3	4.5	5.3	4.8	4.9
名目GDP比率	%	3.6	4.0	3.4	3.1	3.4	3.5	3.5	3.8	3.1	3.3	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	108.7	108.0	108.0	108.0	107.5	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	▲0.03	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.10	▲0.10
新発10年物国債利回り	%	0.06	0.04	0.09	0.09	▲0.02	▲0.08	▲0.20	▲0.09	▲0.05	▲0.05	0.00	▲0.05	▲0.10
通関輸入原油価格	\$/バレル	67.3	70.8	76.3	77.5	63.5	72.0	66.3	65.6	65.0	60.0	60.0	60.0	60.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)

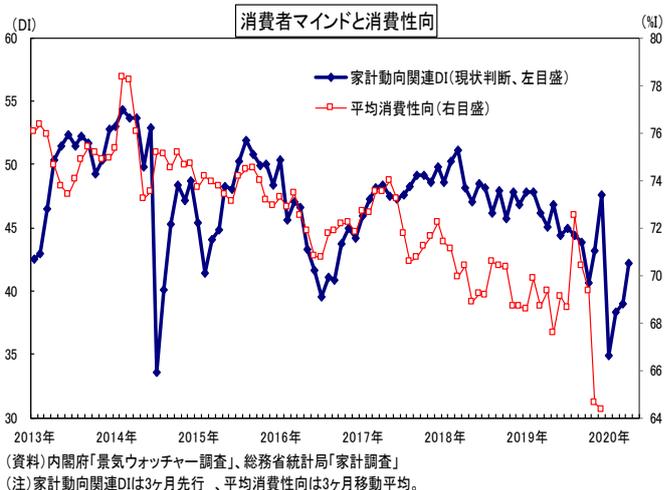
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

23

民間消費

- 消費税率引上げや自然災害の発生、さらには暖冬の影響もあり、政府の手厚い消費平準化策にもかかわらず、10~12月期の民間消費は大幅に減少
- 実質雇用者報酬も前期比▲0.3%と2四半期連続の減少、10月まで悪化が続いた消費マインドも元の水準まで戻り切れず、消費性向も低迷
- また、1月の乗用車販売も低調であり、消費意欲そのものが減退している可能性が高い
- 新型肺炎の感染拡大など当面の下振れリスクが強いこともあり、20年春闘は前年並みとの見通しが多く、所得の伸びは加速が見込めないほか、五輪効果も限定的と見られる
- 民間最終消費支出は、19年度:前年度比▲0.3%(1~3月期:同0.4%)、20年度:同0.2%と予測

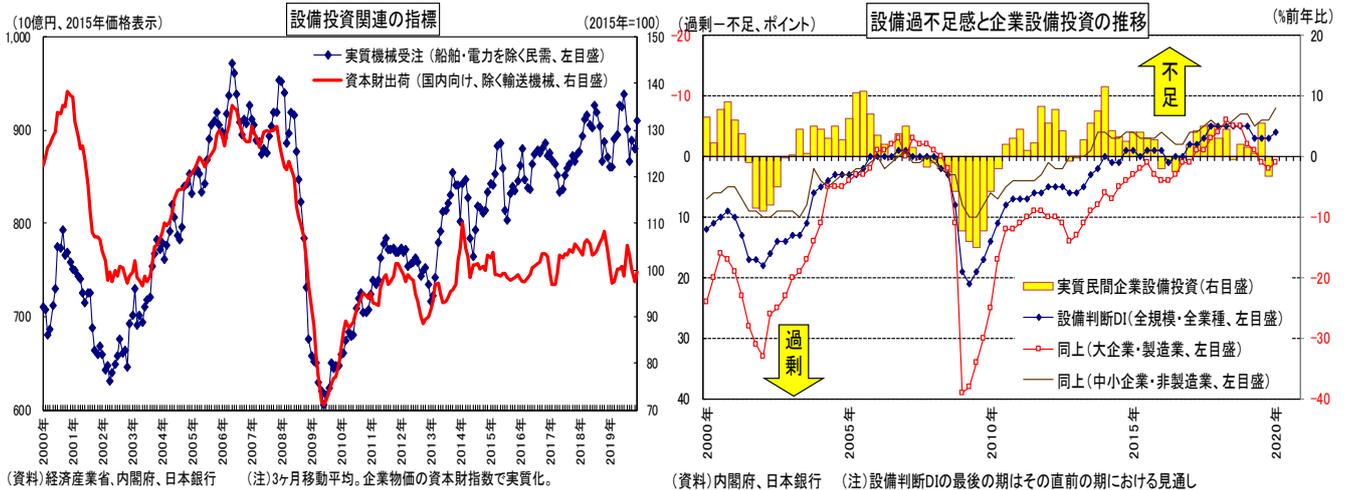


農林中金総合研究所

24

● 企業設備投資

- 19年度の設備投資計画は増加見通しながらも徐々に下方修正されつつある
 - ・ 日銀短観12月調査、全産業+金融機関、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース：前年度比5.5%（9月調査時は同5.8%）
- ただし、20年前半にかけて民間最終需要は低調で、かつ新型肺炎に伴う先行き不透明感が高いことから、企業の設備投資意欲もやや慎重化している可能性がある
- とはいえ、人員・資本設備の不足感が高い非製造業での省力化・省人化ニーズが根強いことから、先行きの民間企業設備投資は徐々に持ち直していくものの、19年度：前年度比0.2%、20年度：同0.0%と、低調な推移を予測

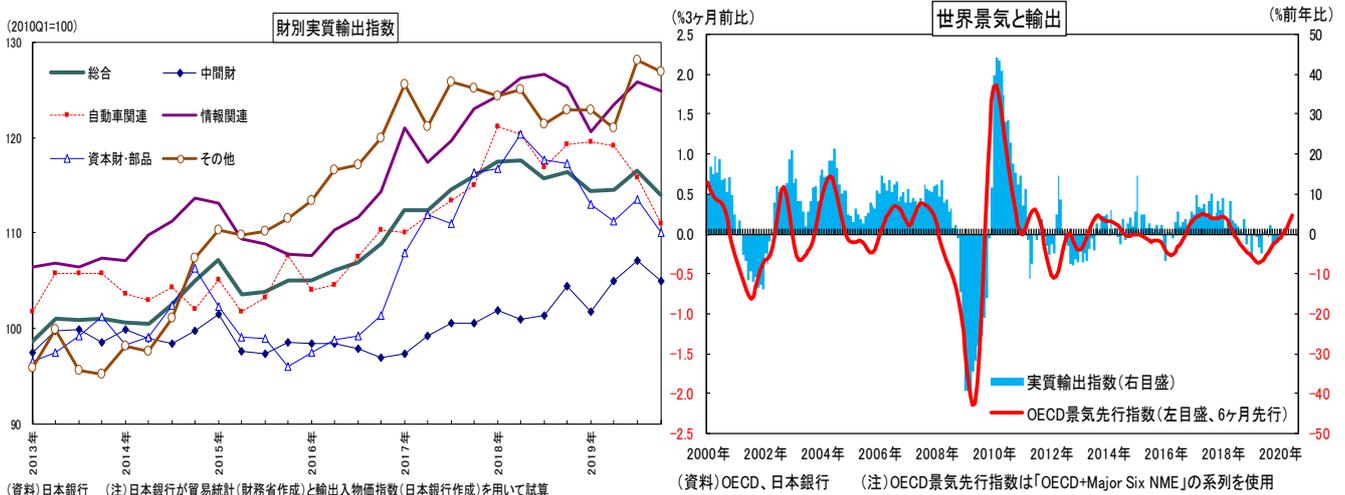


農林中金総合研究所

25

● 輸出入動向

- 世界貿易の減速に伴い、日本の輸出も減少傾向を続けている
 - ・ ただし、財別の輸出入動向をみると、自動車関連は弱いものの、足元では情報関連などが持ち直しつつあり、世界的な半導体需要の持ち直しと整合的な動き
- 20年前半にかけて新型肺炎の影響が出ることから、19年度の輸出は前年度比▲1.6%と減少、20年度は夏場にかけて持ち直すか、年度を通じては同0.5%にとどまる
- 国内需要の低調さなどから、19年度の輸入は同▲0.3%と減少に転じた後、20年度は1.8%へ回復
- 19年度の経常収支は19.3兆円へ2年ぶりに黒字幅が拡大、20年度も19.5兆円の黒字と予測

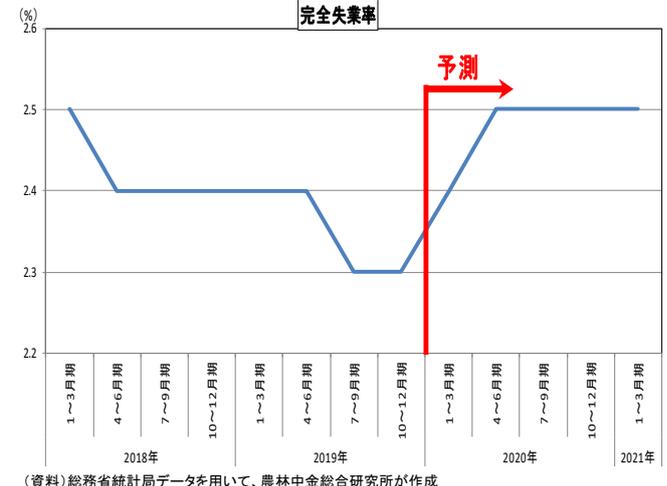
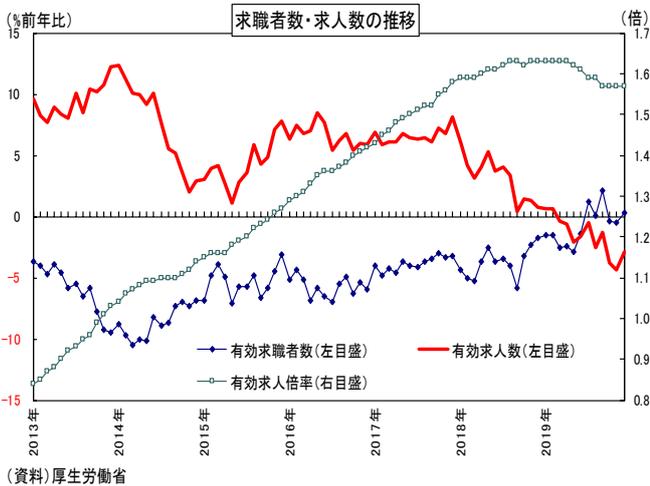


農林中金総合研究所

26

• 雇用情勢

- 労働需給は基本的にタイトであるが、代表的な雇用関連指標の改善は止まっている
 - 有効求人数は前年割れが続いているほか、労働投入量(=総労働時間×常用雇用者数)も頭打ち状態であり、労働需要はやや減退気味
- 「企業から家計へ」の所得還流に強まりが見えない
 - 時間当たり賃金は上昇傾向にあるものの、「働き方改革」による労働時間の削減によって労働者が受け取る給与総額はほとんど増加していない
- 失業率は19年度:2.4%、20年度:2.5%と予測
 - 20年入り後は緩やかに上昇、20年度は2.5%前後で推移

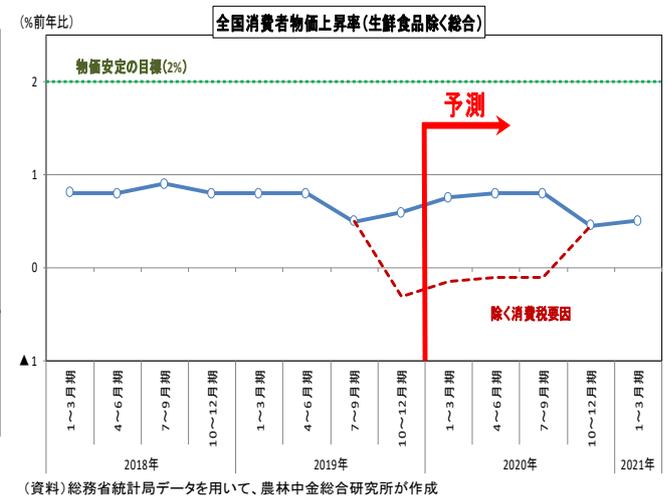
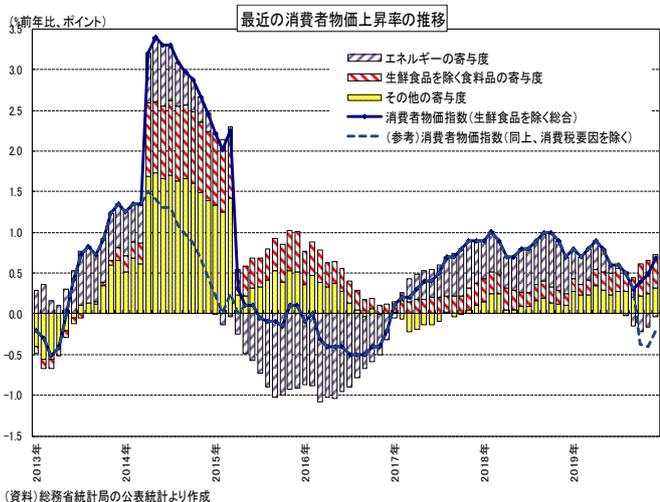


農林中金総合研究所

27

• 物価動向

- 19年12月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は前年比0.7%であったが、消費税要因を除けば同▲0.2%と下落している可能性が高い
 - 消費税率10%への引上げは19年10月~20年9月の物価上昇率を0.9ポイント押し上げる一方、幼児教育無償化は同期間の物価上昇率を0.6ポイント、高等教育無償化は20年度を通じて0.1ポイント、それぞれ押し下げると想定
 - 20年1月の東京都区部消費者物価は同0.7%へ鈍化、電気・ガスの値下がりや宿泊料の下落が背景
- 19年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比0.6%(消費税要因を除くと同0.2%)、20年度もエネルギー安や消費の低調さが残り、同0.6%(同じく同0.2%)と予測、日銀が目標とする前年比2%には届かず



農林中金総合研究所

28

認知症高齢者と地域金融機関の課題

木村 俊文

要旨

認知症の高齢者が増加しており、今後は自らの資産管理が困難になる人がさらに増えると予想される。介護保険データによる地域別の認知症有病率では、高齢化が進んだ青森県や長崎県などが上位となった。高齢者の保有する金融資産との関係でみれば、島根・岡山・富山・滋賀の4県はすでに認知症高齢者の保有する金融資産への対応が重要になっている地域といえる。地域金融機関は、①認知症理解のための普及・啓蒙活動、②地域内関係機関との連携強化、③事前の検討を促す取組み強化などの推進が重要だろう。

高齢化の進展に伴って、理解力や判断力が低下する認知症の高齢者が増加している。今後は自らの資産管理が困難になる人や詐欺被害に遭う人などがさらに増えると予想され、金融機関だけでなく、社会全体に影響を及ぼすことが懸念される。

近年では高齢期における資産管理・運用などについて研究する「金融ジェロントロジー（金融老年学）」という分野が注目されており、金融庁もこうした問題について議論を進めている。

以下では、認知症高齢者の動向を概観するとともに地域的な特徴を確認した後、地域金融機関の課題とその対応方向について考えてみたい。

認知症高齢者の増加

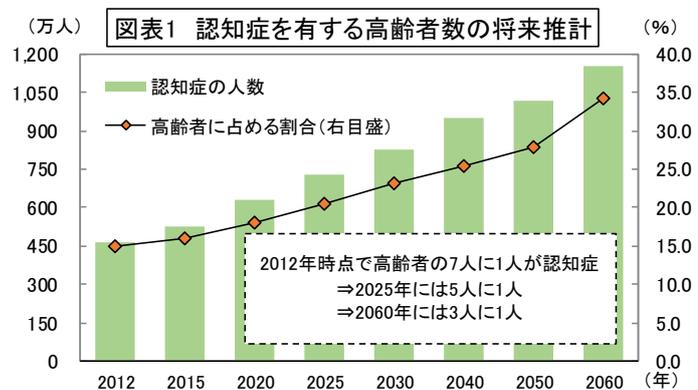
まず、認知症高齢者の全体の動きを概観する。厚生労働省「認知症施策推進総合戦略」（2015年1月）によれば、認知症を有する高齢者数は2012年時点で約462万人と推計されている（図表1）。これは65歳以上人口の15.0%、つまり高齢者の約7人に1人が認知症ということにな

る。

今後も認知症は増えることが予想されており、第二次世界大戦直後のベビーブーム時に生まれた、いわゆる「団塊の世代」が後期高齢者（75歳以上）になる2025年には約730万人と、高齢者の約5人に1人が認知症になると見込まれている。

さらに2050年には認知症高齢者が1,000万人を超え、2060年には1,154万人と高齢者の約3人に1人が認知症になると推計されている。これは2060年の総人口9,284万人（国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」2017年中位推計）の1割を超える規模（12.4%）になる見通しである。

ちなみに、認知症には発症数が最も多いアルツハイマー型認知症（記憶・思考・



(資料)厚生労働省「認知症施策推進総合戦略(新オレンジプラン、各年齢の認知症有病率が上昇する場合の推計、2015年1月)」より農中総研作成

行動に問題を起こす脳の病気)のほか、脳梗塞や脳出血等による脳血管性認知症などの種類がある。近年ではアルツハイマー型は女性に、脳血管性は男性に多いとされている。

また、認知症になる最大の要因は加齢であり、高齢になるにつれて認知症になるリスクが高まることが明らかになっている。

青森・長崎・鹿児島で高い割合

つぎに、地域別に認知症高齢者の動きを確認する。前述した2012年時点での高齢者の認知症有病率15.0%は、都道府県別の結果が報告されていない。

一方、鈴木他(2018)や森(2018)は、厚生労働省の2014年「患者調査」と2015年「国民生活基礎調査」をもとに全国の高齢者の認知症患者率を2.1%と推計し、都道府県別の結果も示した。ただし、在宅患者や老人ホーム等の施設の入居者が含まれていないことから、厚生労働省の推計値と比べ低水準となっている。

そこで、暫定的に厚生労働省の2017年度「介護保険事業状況報告」による認知症高齢者(認知症対応型の通所介護利用者と共同生活介護施設への入居者の合計)をもとに全国の認知症有病率を求めたところ8.6%となった。ただし、厚生労働省の推計値と比べ低水準となっており、その原因は軽度の認知症では本人・家族が対応する一方、重度は病院入院となるなど、認知症でありながらも介護保険サービス未利用者は含まれていないことによるものと考えられる。とはいえ、ここでは介護保険データによる認知症有病率が軽度認知症や入院患者を含む有病率に比例すると仮定して使用することとした

図表2 認知症有病率(2017年度)

順位	都道府県	有病率 (%)	順位	都道府県	有病率 (%)
1	青森県	16.6	25	宮崎県	9.2
2	長崎県	16.4	26	香川県	8.9
3	鹿児島県	15.5	27	岩手県	8.8
4	愛媛県	15.3	28	静岡県	8.8
5	高知県	14.7	29	大分県	8.8
6	島根県	13.8	30	和歌山県	8.6
7	佐賀県	13.2	31	長野県	8.4
8	徳島県	13.0	32	新潟県	8.2
9	北海道	12.6	33	神奈川県	8.2
10	石川県	12.5	34	京都府	8.0
11	鳥取県	12.2	35	群馬県	7.9
12	岡山県	12.1	36	茨城県	7.3
13	富山県	11.4	37	東京都	6.9
14	福井県	10.8	38	兵庫県	6.9
15	山形県	10.7	39	愛知県	6.9
16	秋田県	10.1	40	三重県	6.8
17	岐阜県	9.9	41	奈良県	6.7
18	滋賀県	9.9	42	大阪府	6.6
19	福島県	9.9	43	栃木県	6.3
20	広島県	9.7	44	山梨県	6.1
21	山口県	9.6	45	千葉県	5.6
22	宮城県	9.5	46	埼玉県	5.0
23	熊本県	9.4	47	沖縄県	4.7
24	福岡県	9.4		全国	8.6

(資料)厚生労働省「介護保険事業状況報告(2017年度)」より農中総研作成

(注)認知症有病率=介護保険データによる認知症高齢者数÷65歳以上人口×100

い。

図表2は、都道府県別の認知症有病率を示したものである。これによると、認知症有病率は青森県、長崎県、鹿児島県、愛媛県で高く、千葉県、埼玉県、沖縄県で低い。最大の青森県(16.6%)と最小の沖縄県(4.7%)とでは4倍近くの差がある。

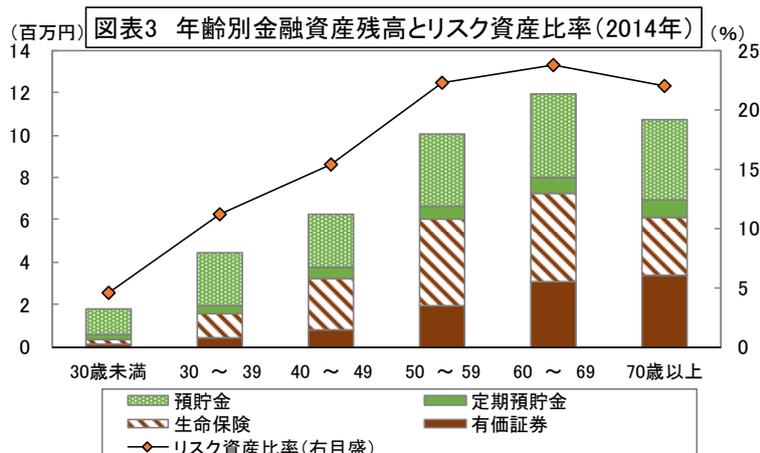
冒頭で述べたように、認知症発症の主因は加齢とされているが、実際に認知症有病率の高い青森県、長崎県、鹿児島県、愛媛県の高齢化率(総人口に占める65歳以上人口の割合、2017年)をみると、それぞれ31.8%、31.3%、30.8%、32.0%

と全国 (27.7%) に比べ高い一方、認知症有病率が最小の沖縄県では高齢化率も 21.0%と最小であり、高齢化が進んだ地域であるほど認知症になる割合が高くなる傾向がある。

対応が迫られる地域

さらに、高齢者の保有する金融資産との関係を見てみたい。家計の金融資産残高およびリスク資産保有比率は年齢とともに増加している (図表 3)。したがって、認知症になる高齢者が多い地域では、金融サービスの提供や資産の有効活用に何らかの支障が生じ、地域経済にもマイナスの影響を与えると考えられる。

そこで、先の認知症有病率に高齢者世帯 (夫 65 歳以上・妻 60 歳以上の夫婦のみ世帯) の金融資産残高を重ねることで、認知症対応が求められる地域はどこなのかを推計してみる。認知症有病率が全国 (8.6%) よりも高い 29 県のうち、高齢者世帯の金融資産残高が全国 (2,158 万

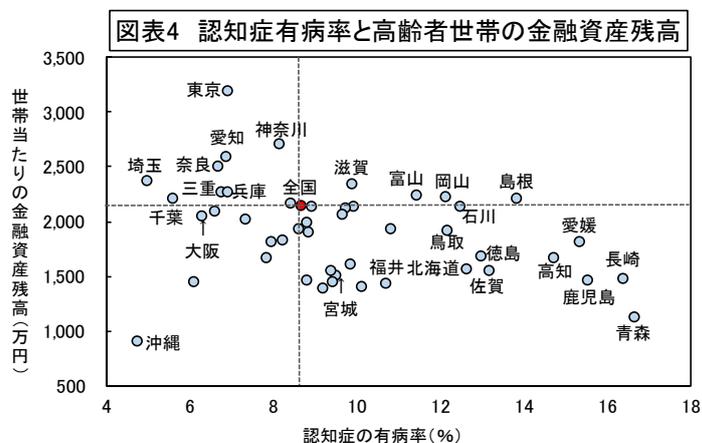


(資料) 総務省「全国消費実態調査(2014年)」より農中総研作成
(注) リスク資産比率 = 株式・株式投資信託 ÷ 金融資産残高 × 100

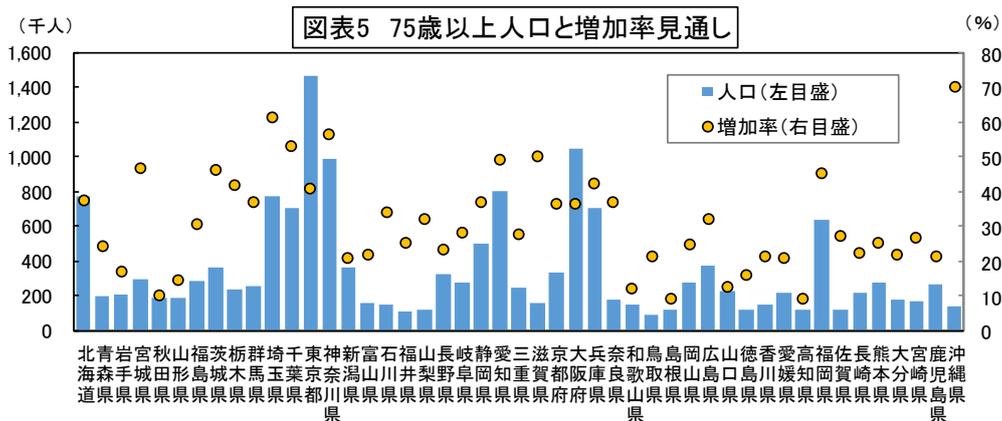
円) を上回ったのは島根・岡山・富山・滋賀の 4 県であった (図表 4)。これらの地域はすでに認知症高齢者の保有する金融資産への対応が重要になっている地域と言えるだろう。

一方、認知症の発症率は加齢とともに上昇 (65~74 歳は男女ともに 5%以下、75~84 歳で 10~20%、85~94 歳で 40~60%) することから、75 歳以上人口の増加見通しを確認すると、2015 年から 2040 年までの間、全国で 4 割弱 (37.2%) 増加する (図表 5)。地域別にみると、高知・島根・秋田が 1 割程度と低い一方、沖縄 (70.0%)、埼玉 (61.2%)、神奈川 (56.5%)、千葉 (53.3%)、滋賀 (50.2%) の 5 県は 5 割超と高い。

また、高齢者人口そのものが多い東京や大阪でも全国を上回る伸びが見込まれており、こうした 75 歳以上人口が今後増加する地域では、認知機能の低下に伴う金融サービス面での対応が増えると予想される。



(資料) 厚生労働省「介護保険事業状況報告(2017年度)」、総務省「2014年全国消費実態調査」より農中総研作成
(注1) 認知症有病率 = 介護保険データによる認知症高齢者数 ÷ 65歳以上人口 × 100
(注2) 高齢者世帯の金融資産残高は夫65歳以上・妻60歳以上の夫婦のみ世帯。



事前対応の強化が重要

以上を踏まえ、最後に地域金融機関の課題と対応方向について考えてみたい。

地域金融機関にとっては、判断能力が低下・喪失した高齢者の資産の有効活用や円滑な金融サービスの提供がなされないといったことが課題となる。

認知症は誰にでも起こる可能性があることを前提として、顧客対応やニーズの取り込み、顧客本位といった観点から、地域金融機関には次のような取組みが重要だと考えられる。

第一は、認知症に対する理解を深めるための普及・啓蒙活動である。すでに多くの金融機関の役職員が「認知症サポーター養成講座」を受けるなど高齢顧客の対応に取り組んでいるが、金融機関のみならず関係先も含め認知症に対する理解を深めることが重要だろう。また、判断能力を喪失した顧客には成年後見制度を案内することになるため、同制度の利用促進に向けた普及・啓蒙活動にも取り組む必要があるだろう。

第二は、地域内関係機関との連携強化である。政府は、高齢者が住み慣れた地域で自分らしい生活を最後まで続けることができるよう、地域の実情に合った医療・介護・予防・住まい・生活支援が一

体的に提供される「地域包括ケアシステム」の構築を推進している。地域金融機関は窓口や営業現場で高齢顧客・家族と接触する機会が多いことから、認知症や後見ニーズの早期発見に向けて行政・社会福祉など地域内関係機関との積極的な連携がこれまで以上に求められるだろう。

第三は、事前の検討を促す取組みの強化である。認知症や介護といった話題はどうしても家族間で敬遠されることが多いものの、今後は認知症高齢者が急増することから、こうした問題がもっと身近なものになると想定される。それゆえ、地域金融機関の営業担当者は金融商品販売後のフォローアップなどの機会に、将来的な自らの金融資産の活用について本人の意思を確認するとともに「認知症になった時にどうするか」といった会話を誘発することが重要だろう。

参考文献

- (1) 鈴木孝弘・田辺和俊・中川晋一 (2018) 「都道府県別の高齢者認知症患者率の推定とその要因分析」『東洋大学紀要 自然科学篇』第 62 号、東洋大学
- (2) 森駿介 (2018) 「金融ジェロントロジーの観点で見る地域金融」、大和総研レポート (2018 年 11 月 7 日)

取引先企業の経営改善に取り組む広島県信用組合

古江 晋也

要旨

広島市に本店を置く広島県信用組合は「悩んでいる人々が多い。見過ごせない」との思いのもと、多重債務者を対象とした債務集約融資や、「就業年数が短い」などの理由で融資を受けられない人々を対象にした住宅ローンを商品化してきた。

この地域社会の最後の砦としての役割は、個人ローン分野だけでなく、事業性融資の分野にも拡大されており、12年には経営支援部を創設するとともに、13年からは全国的にもユニークな経営サポートローンを発売することで、取引先企業の経営改善・事業再生を積極的に展開している。

はじめに

広島市に本店を置く広島県信用組合（2019年3月・預金残高3,072億円、貸出金残高1,984億円、25店舗、常勤役員数292人）は、地域社会の最後の砦としての役割を担い続けてきた協同組織金融機関である。その原点は、多重債務問題が深刻な社会問題となっていた2001年から販売をスタートした債務集約融資にあった。「悩んでいる人々が多い。見過ごせない」という思いは、その後もプロパーによる住宅ローンなどに受け継がれ、画一的な審査基準では融資を受けることが難しい人々に寄り添うこととなった。

12年には、個人ローン分野だけでなく、事業性融資の分野でも最後の砦としての役割を発揮するため、経営支援部を創設するとともに、13年からは全国的にもユニークな事業者向け融資「経営サポート『OK』ローン」（以下、OKローン）を商品化。現在は、経営支援部と営業店が連携しながら、債務者区分で要注意先や要管理先に該当する取引先企業の経営改善・事業再生に積極的に取り組んでいる。

多重債務問題の解決が原点

90年代後半から2000年代初頭、バブル崩壊を受け、金融機関の経営状態は厳しい状況に直面していた。こうした中、業績を急速に伸ばさせたのが消費者金融会社などであったが、その一方で多重債務が深刻な社会問題となった。

そこで広島県信用組合は、ファイナンシャルプランナーの資格を有する職員が中心となり、多重債務問題の解決に取り組むことになった。「多重債務問題は、家族とともに真剣に取り組まなければ解決しない」との考えのもと、債務集約融資を実行するためには、相談者が配偶者と

写真1 広島県信用組合本店



写真2 広島県信用組合本店内の様子



話し合い、家族が保証人となることを条件とした。相談者の中には、親が子供の債務問題に驚愕し、「助けてほしい」と来店するケースや、金融機関に勤務する人も相談に訪れることがあったという。

その後、この取り組みは司法書士と連携するなど、更なる取り組みの高度化が図られたが、改正貸金業法の施行を契機に多重債務問題が沈静化したこともあり、相談者は次第に減少するようになった。ただ、相談者と相対し、対話を深掘りすることで解決策を見出す取り組みは、その後の組合のバックボーンとなった。

取引先に耳を傾ける住宅ローン

近年、金融機関の住宅ローンはグルー

写真3 左から深山春幸専務理事、
青木嘉孝理事長、武市祐寿常務理事



プ内外の保証会社を活用することが主流となり、与信スタンスが画一的となる傾向にある。そのため、大都市圏で就職していた人が親の介護などをきっかけに生まれ育った地域で暮らすことを望んでも、「就業年数が足りない」「手持ち資金が少ない」などの理由で融資を受けることが難しいケースもある。そこで広島県信用組合は保証会社に頼らないプロパーの住宅ローン商品を開発。画一的な審査では、融資を受けることができない人々のニーズを汲み取ることにした。

プロパーの住宅ローンを販売してほだなく、教育ローンや自動車ローンなどを希望する住宅ローン利用者が増加するようになった。そこで組合では、住宅ローンセット型のフリーローンを発売することできめ細かく対応することにした。

住宅ローンは当然ながら、中小企業経営者や個人事業者も利用する。そこでプロパーの住宅ローンで身に付けた対話力を、事業性融資にも応用することにしたのである。これがOKローンにつながる。

OKローンと経営改善支援

OKローンは、経営支援部の推薦を受けた事業改善意欲のある事業者を対象にした商品であり、審査部の審査をパスすると、これまでの債務を一本化する資金に加え、1,000万円までの新たな資金が融資される（返済期間は15年以内）。

債務を一本化する範囲は、他金融機関の借りに加え、信用保証協会の保証付きの債務も含まれる。このことについて専務理事の深山春幸氏は、「事業の将来の見込みを考えるためには、すべての債務を考慮しなければならない」と、取引先事業者にとって本当に必要な施策とは

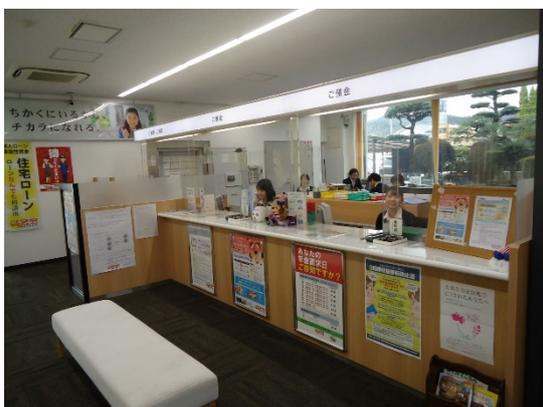
写真4 広島県信用組合尾道支店



写真5 尾道支店の皆さん(中央が開原邦貴支店長)



写真6 尾道支店内の様子



何かを突き詰めた結果であると話す。

利用者は債務者区分において要注意先や要管理先に分類されるため、経営支援部に在籍する6人の職員は、事業計画の妥当性や計画の実現性に常に心を砕く。また事業計画策定にあたっては、再生支援協議会や、中小企業庁の委託によって運営されている中小企業等の支援サイト

「ミラサポ」を通じた専門家派遣など、外部機関を積極的に活用することとしており、場合によっては、ひろしま産業振興機構で事業性評価書を作成し、相談者の事業の強み・弱みのあぶり出しなども実施する。

このようなプロセスを経るためOKローンは、融資を実行するまでに1年以上かかることもある。常務理事の武市祐寿氏は「絡まった糸を一本一本ほどいていくような作業」であり、苦勞が絶えないこともあると話す。しかし、このような業務にやりがいを感じる職員も少なくなく、ある職員は、取引先事業者の資金繰りを改善するために、仕入れ先の見直しに着手したり、売上を伸ばすために、入札に参加するように提案するなど経営改善のためにあらゆる努力を惜しまないという。このような「一社でも多くの企業の役に立ちたい」という役職員の思いを受け、OKローンは19年12月現在、158件、融資残高56億2,000万円となったことは注目される。

尾道支店の取り組み

広島県尾道市は、尾道水道が日本遺産に登録されたこともあり、近年では観光業に力を入れているが、地域の基幹産業は、造船業や水産加工業といった製造業などである。ただ同地域の製造業は、景気の波に左右されることも少なくなく、なかには経営状況が厳しい企業もある。そこで広島県信用組合尾道支店では、住宅ローンや地元の取引先企業の経営支援などに総勢9人の職員が力を合わせて取り組んでいる。

同支店における経営改善支援の取り組みは、例えば、運転資金の申し込みが数

ヶ月に一度寄せられるなど、資金繰りの厳しい兆候が表れると、当該取引事業者のもとを訪れ、現状などを把握することからスタートする。尾道支店では、経営改善意欲などがあると、すべての債務残高を把握する一方、広島県経営改善支援センターなどの外部機関の支援なども受けながら、経営支援部とともに経営改善計画を策定する。ただその前に、まずキャッシュフローが改善するように経費の見直しを取引事業者と協議する。

この協議については、役員報酬、交際費など様々な内容をヒアリングし、採算が合わなければ、店舗の統廃合や仕入れ先の変更なども指導する。協議は厳しい内容も俎上に乗せなければならないため、当事者は不満が募ることも少なくない。そのため時には「他人事」のような態度を取る人もいる。しかし、それでも尾道支店の職員は、根気よく丁寧に状況を説明し、「当事者意識をもって、何でも話し合える環境づくり」を構築することに努めるといふ。このような状況に幾度となく立ち会ってきた支店長の開原邦貴氏は、「誰かが厳しいことを言わなければ、会社がダメになる。そして経営を再建する必要性を理解してくれるようになると、感謝の言葉をかけてくれる」と話す。

一方、尾道支店では、支店長と渉外担当者全員がすべての案件を把握し、各自がそれぞれアイデアを出し合うこととしている。これは、若手職員を育成するためには、経験の積み重ねが何よりも重要であることと、取引先の業務内容にも興味を持ってほしいという思いがあるからである。

特に後者については、①取引先事業者の事業の中身を詳しく知ることがビジネ

スマッチングにつながることで、②地域の人々と対話をすることが、地域活性化には欠かせない、という思いがあるからである。実際、組合から経営改善支援を受けている事業先に、地域ならではの情報を提供することで、売上高が向上したこともあり、「地域を知り尽くすこと」が経営改善支援には欠かせないことがわかる。

おわりに

広島県信用組合の経営戦略の特徴は、多重債務問題やプロパーによる住宅ローンなど、他の金融機関では取り扱うことが難しい案件を積極的に取り上げることであり、経営改善支援の取り組みについても、そのスキームは他の金融機関よりも一歩も二歩も踏み込んだ対応を実施する。同組合がここまで取引先のために踏み込むようになったのは、経営再建に苦闘する取引先の姿に、90年後半にいわゆる「資産査定厳格化」を受けて経営危機に直面するも、そこから立ち直った自身の姿を投影しているからでもある。理事長の青木嘉孝氏は、今後も地域活性化の一環として取引先企業の支援を継続していくスタンスを表明しており、この取り組みが地域社会を維持するためには欠かせないと話す。

悩んでいる人々に寄り添い、解決策を示すことは、手間と時間がかかるため、業務の効率化を最優先させる今日の風潮とは逆行するであろう。しかし、どのような時代であっても、地域社会には対話を継続してくれる最後の砦としての役割を担う金融機関の存在が不可欠であることも事実であり、協同組織における地域活性化の観点からも、今後の広島県信用組合の取り組みに期待したい。

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

金融市場

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

2020年3月号 第31巻 第3号・通巻352号

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

印刷所 (株) 騰栄社