

潮流

新たな信頼感指数について

理事研究員 高島 浩

新たな信頼感指数が今後注目されるかもしれない。

著者は、10月初旬にワシントンで開催されたIMF年次総会に合わせて開催されたセミナーの一部に参加させていただいた。

信頼感指数といえば消費者信頼感指数が有名だが、金融機関規制の新たな指数として、信頼感指数の採用についてIMFラガルド専務理事から提案があった。提案といっても、IMFの金融セミナーの中で金融機関の文化に関するパネルディスカッションの中で答えたものであるので具体的なものではないが、最近、金融危機に至る過程での金融機関の行動に焦点が当たっているなか、着目される発言であった。

金融機関については、金融危機の反省にたつて、従来からあったバーゼル規制として定着した自己資本比率に加えて、今後は、金融機関が安定した預金等の資金により業務をさせるための流動性比率規制と、金融機関のバランスシートの拡大に歯止めをかけるレバレッジ比率規制の3つの指標で金融監督が行われることになる。

ラガルド専務理事は、IMF主催の「金融の将来」というテーマとしたセミナーの冒頭を飾る「倫理と金融」のパネルディスカッションにおいて、金融機関は経済活動において特別な存在であり、金融機関およびそこに働く人々の社会からの信頼感は非常に大切であるので、3つの指標に次ぐ第4の指標にも匹敵するとして、金融機関における文化の大切さを訴えていた。

著者の知るかぎりこうした指標が現実化するとは思わないと思う。ただし、リーマンショック後7年が経過しているが、各国の中央銀行の緩和政策があっても景気浮上はままならない状況が継続している。金融規制の世界においても、今回のG20のサミットにおいて、いわゆる「Too Big to Fail」の対応について一定の整理がなされる方向であるが、これですべてが解決したとうことにはなりそうにない。

著者が取り上げた信頼感とは、煎じつめると、他人を思いやる心といった部分で、なかなか科学的に整理できるものではない。外国の大手金融機関のトップは、銀行経営にとって社会の信頼を回復するためには、今後金融機関の倫理観が非常に大切であると口をそろえて表明はしているが、いったん失われた信頼を回復するには時間がかかる。

金融関連の業務に携わる人間として、今回の出張を通じて改めて肝に銘じる必要があるのではないかと感じた次第である。

後退局面入りも囁かれ始めた低調な国内景気

～消費税増税の最終判断等への注目度が高まる～

南 武志

要旨

8月の景気動向指数からは、国内景気がすでに後退局面入りしている可能性が示されるなど、消費税増税後の景気動向に対する懸念が高まっている。加えて、海外経済の先行き懸念も浮上し、輸出が伸び悩む状態が長期化するリスクもあり、政府・日本銀行の政策運営の前提となる経済・物価見通し、さらには企業の設備投資計画も修正を余儀なくされる可能性がある。12月には次回増税の最終判断が待ち構えており、その結果に注目が集まる。

増税後も比較的底堅く推移してきた消費者物価についても、円安効果やエネルギー価格高騰の一巡や需給改善効果の剥落に加え、足元の原油安の影響で、増税効果を除いて前年比1%割れとなる可能性も浮上してきた。日銀内でもこうした状態が続くと予想に傾けば、「2年で2%」という目標を掲げていることもあり、何らかの対応が求められるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	項目	2014年		2015年		
		10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
	無担保コール翌日物 (%)	0.060	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
	TIBORユーロ円(3M) (%)	0.1980	0.15～0.20	0.15～0.20	0.15～0.20	0.15～0.20
	短期プライムレート (%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475
国債利回り	10年債 (%)	0.480	0.40～0.70	0.45～0.75	0.50～0.80	0.55～0.85
	5年債 (%)	0.130	0.10～0.20	0.10～0.25	0.15～0.30	0.15～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	107.3	102～112	102～115	102～115	102～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	105.6	125～145	120～140	120～140	120～140
	日経平均株価 (円)	15,138	15,250±1,000	15,250±1,000	15,500±1,000	16,000±1,000

(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2014年10月23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。

国内景気:現状と展望

国内景気は、一部で4月の消費税増税の影響から持ち直す動きも見られるものの、全般的に見れば停滞色の強い状況となっている。景気動向指数によれば、8月の一致CIは前月差1.6ポイントと大きく低下しており、これに基づく景気の基調判断は「下方への局面変化」へ下方修正され、数ヶ月前に「景気の山」を通過した可能性を示すものとなった。先行き数ヶ月以内に再び一致DIが低下すれば、基調判断は「悪化」へとさらに下方

修正されることになる。

主要経済指標を眺めても、増税後の反動減が長引いている様子が見取れる。8月の鉱工業生産は14年1月を直近ピークに8.4%ほど調整しているほか、消費(消費総合指数)は3月をピークに7.3%ほど水準が低下している。また、8月の実質賃金は夏季賞与効果が剥落して前年比3.1%と、減少幅が再び拡大している。加えて、最近では世界経済の先行き懸念も再燃しており、底ばい状態を続ける輸出の本格的な持ち直しが見通せる状況に

はない。

しかし、政府・日本銀行の景気判断(10月)はいずれも「緩やかな回復」としているが、上述したような代表的な経済指標の動きからは大きく乖離した表現となっている。財政健全化に向けての大切な「切り札」である消費税増税が景気悪化を招いた可能性を認めることは避けているようであり、目下の景気弱含みは全国的な天候不順などによって引き起こされたとの主張を続けている。とはいえ、次回15年10月に予定する再増税の最終判断を下す時期が迫っており、その内容に注目が集まっている。しかし、その内容次第ではアベノミクスの瓦解にもつながりかねない。

アベノミクス「第1の矢」「第2の矢」で放たれた積極的な金融・財政政策はある意味「時間を買う政策」との見方もあり、これらが人々の期待感を高め、円安・株高を下支えしている間に、構造問題に取り組んだり、成長戦略を推進したりすべきである、との意見も根強い。こうした状況であるにもかかわらず、デフレ脱却、成長促進の「二兎」ばかりか、財政健全化という3匹目の「兎」も得ようと、賃金上昇圧力が高まらないうちに増税という需要減退策を実行してしまったのが

実情である。万事上手くいけばよかったが、すべてが中途半端に終わる可能性も浮上しているため、「日本を取り戻す」ための仕切り直しは早めに着手すべきだ。

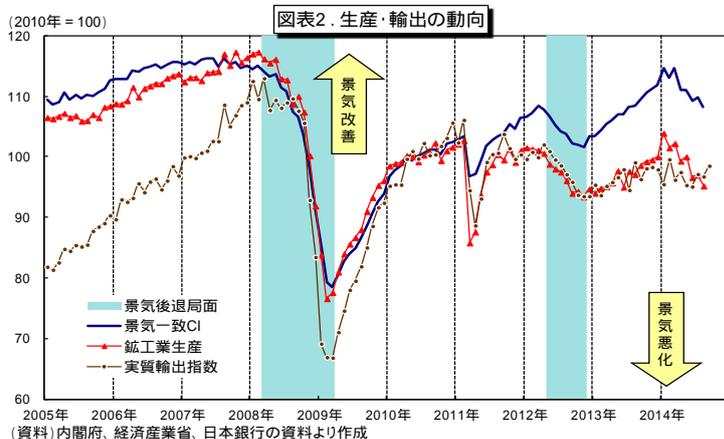
先行きの景気動向としては、7~9月期のGDP成長率はプラスに戻るものと見られるが、家計部門の実質所得目減りの影響は大きく、年度下期にかけても消費の回復力が鈍い状況が続くだろう。

また、物価についても、景気足踏みの影響を受けて、足元では上昇圧力の沈静化が見て取れる。消費税増税により4月の全国消費者物価(除く生鮮食品)は前年比3.2%、5月には同3.4%と上昇率が高まったが、増税により押し上げ分(4月:1.7ポイント、5月以降:2.0ポイント)を除いても、それぞれ同1.5%、同1.4%と、増税前の同1.3%からやや上昇率を高めるなど、物価は「2年で2%」を目指す日銀の想定通り、順調に推移しているとの見方が強かった。しかし、その後は円安進行やエネルギー価格上昇の効果が一巡し始めたほか、13年度末にかけて物価を押し上げた需給改善効果の剥落もあり、上昇率が伸び悩んでいる。10月にはこれまでの原材料費の上昇分を食料品などに転嫁する動きも一部散見されるものの、実質所得の目減りによる消費回復の

遅れが消費者物価の上昇鈍化につながる可能性は高いだろう。年度下期には1%台を割り込むこともありうるだろう。

金融政策:現状と見通し

日銀は10月6~7日に開催した政策委員会・金融政策決定会合において、現行



の量的・質的金融緩和(QQE)の維持を決定した。これまで1年6ヶ月にわたって続けてきたQQEの枠組みのままでも、「15年度内の2%達成」は十分可能と判断したということである。

日銀の想定通りに14年度下期から物価上昇ペースが再拡大し、「15年度を中心とする期間」内に2%の安定的な物価上昇が実現できそうになれば、QQE解除といった出口議論が15年前半には意識され始めることになると思われる。金融資本市場の参加者の多くは、少なくとも現行QQEの枠組み程度での金融資産買入れは当面継続されることを前提に行動していることを踏まえれば、相場動向には大きな影響を与えるだろう。

しかし、日銀の想定に反して消費税増税後の国内景気を持ち直しは鈍く、消費者物価(除く消費税要因)は徐々に上昇率が鈍化しつつあるなど、物価を取り巻く環境は厳しさを増しつつあるのが現実である。14年度下期以降の物価については、当総研も含めたほとんどの民間エコノミスト、金融市場参加者は、日銀の想定を下振れて推移し、安定的な2%達成の時期は見通すことができないとの見方を崩していない。こうした見通しが政策委員会内で増加すれば、一段の追加緩和策を含めたQQEの修正、もしくは「2年で2%」という目標自体の再検討が行われることになるだろう。そういう意味で、経済・物価見通しの改訂時期に当たる10月31日開催の金融政策決定会合の決定内容には一定の注目が集まって

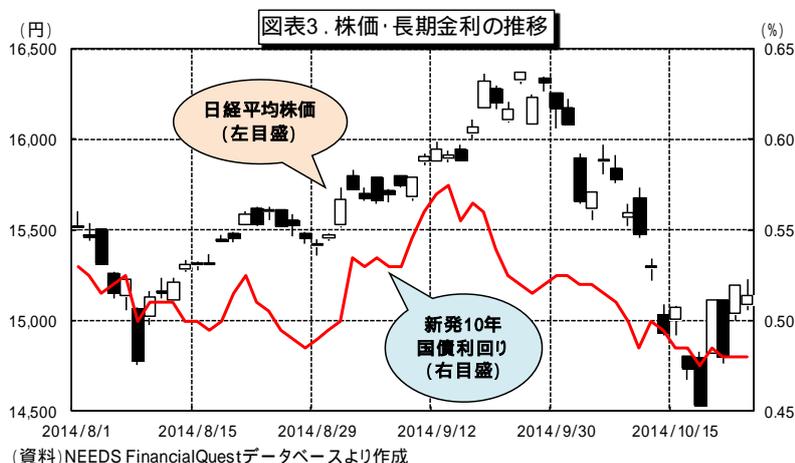
いる。なお、当総研では14年内にも日銀は何らかの対応を余儀なくされる可能性があるかと予想している。

とはいえ、QQE以降の金融市場で起きている現象は、日銀による大量の国債保有(9月末時点で229兆円(うち長期国債:180兆円、国庫短期証券:49兆円))、

日銀当座預金の大幅な積み上がり(9月末時点で162兆円)であり、潤沢に供給された日銀資金のほとんどは、インターバンク内で滞留し続けている。QQEで実施している金融資産の買入れを多少増やしても、それが2%の物価上昇の早期実現にどれだけ貢献するかは不明確といわざるを得ない。それゆえ、大量に供給された日銀資金が少しでも循環させ、経済に好影響を与えるような工夫も必要であろう。

金融市場:現状・見通し・注目点

14年9月に入り、それまで狭いレンジ内でのみみ合いが続いていた株価・為替レートが株高・円安傾向を強めたほか、緩やかな低下傾向であった長期金利に上昇圧力がかかるなど、変化が見られた。しかし、10月に入ると、世界経済の先行き懸念が浮上、株安・円高・金利低下の流れが強まった。以下、長期金利、株価、



為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

債券市場

14年度入り後、緩やかに低下傾向を辿っていた長期金利(新発10年物国債利回り)であったが、9月に入ると、主に米国経済の底堅さなどを背景に米国株が史上最高値を更新したこと等を受けてリスクオンの流れとなったこともあり、中旬には一時0.58%まで上昇した。しかし、国庫短期証券の需給逼迫に伴って短期金利がマイナス状態となったことも手伝って上昇圧力は収まり、逆に10月以降に調整した株価や為替レートに影響される形で金利低下が進行した。

当面は米国の利上げ時期を巡る思惑が長期金利の上昇要因として意識される場面があると見るが、極めて強力な緩和策の効果の浸透、さらには国内景気・物価の足踏みなどは引き続き低金利状態の継続に寄与するだろう。状況次第ではもう一段の金利低下もありうる。

株式市場

14年夏場の株式市場は、日経平均株価で15,000円台前半を中心としたボックス圏での相場が続いた。しかし、9月に入ると、断続的に史上最高値を更新する米国株に牽引される格好で、上昇傾向を

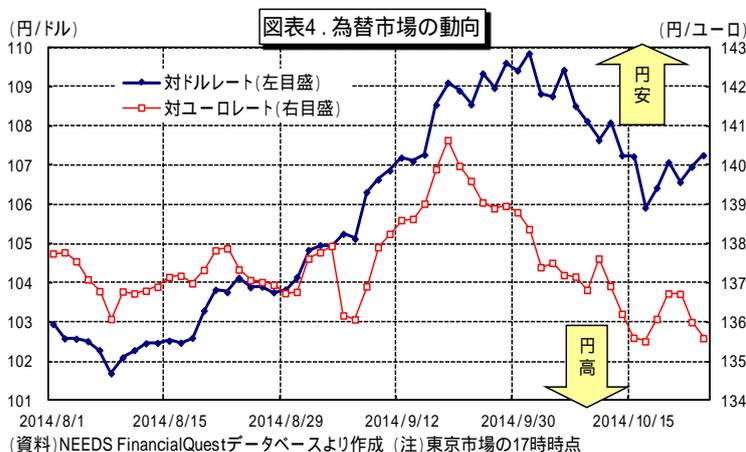
強め、昨年末につけた直近高値を更新するなど、6年10ヶ月ぶりの水準となる16,300円台まで回復する場面もあった。しかし、10月に入ると世界経済、さらには米国経済の先行き懸念などが意識されるようになり、一時14,500円台まで下落するなど、株価水準の大幅調整が見られている。

先行きについては、増税後の国内景気の鈍さが意識されていることもあり、基本的に上値の重い展開を予想する。

外国為替市場

8月下旬以降、世界的にドル高傾向が強まり、1ヶ月で8円ほど円安が進み、一時1ドル=110円09銭と6年1ヶ月ぶりの水準となった。この円安は上掲の通り、株高を促したが、実質所得の目減りが引き起こされている状況下での円安進行は状況を一段と悪化させるとの牽制論の存在、さらに米国経済の先行き慎重論が浮上したこともあり、一旦105円台まで円高方向に押し戻された。なお、先行きの基調としては、日米金融政策の方向性の違いが明確化するとみられ、さらに円安が進む場面もあると思われる。

また、対ユーロでも9月下旬にかけて1ユーロ=140円台まで円安ユーロ高が進んだが、その後は再び130円台後半まで円高方向に戻した。ユーロ圏経済の景気後退懸念やデフレ懸念が強まる中、欧州中央銀行(ECB)は量的緩和の実施を含めた非伝統的手法の一段の強化に迫られるとの見方が多く、先行き円高方向に振れることもあるだろう。(2014.10.23現在)



世界景気減速懸念で底堅さが試される米国経済

木村 俊文

要旨

米国では、最近発表された経済指標が底堅く推移しており、引き続き緩やかな回復基調をたどっているとみられる。ただし、このところは海外経済の減速懸念を受け、米景気の先行きに対する不透明感が広がった。こうしたなか、米政策当局(FRB)は10月28~29日に予定されているFOMC会合で量的緩和策(QE3)の終了を決定する見通しである。

経済指標は底堅い動き

最近発表された米経済指標は、一部弱いものも散見されるが、総じて底堅く推移している。まず、雇用関連では、9月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差24.8万人増と前月(18.0万人)を上回った。内訳では、前月に減少した小売業が増加に転じ、一時的な減少であったことが確認されたほか、ビジネスサービスや医療・保健などが安定的に増加しており、全般的に改善の動きが続いている。

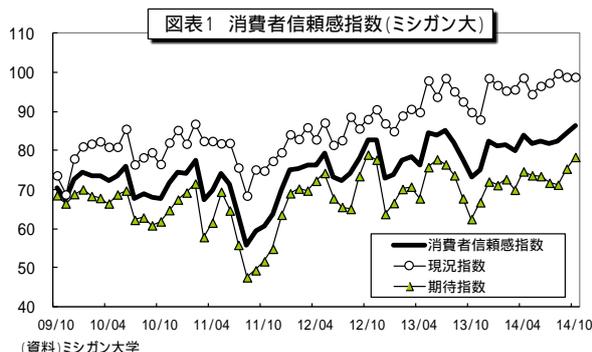
また、失業率は5.9%と前月(6.1%)から低下し、08年7月(5.8%)以来6年ぶりの低水準となった。さらに、新規失業保険申請件数は、10月第1週に基調を示す4週移動平均が28.4万件(前週は28.8万件)と2000年6月以来14年ぶりの低水準となり、雇用回復の動きが続いているとみられる。

一方、個人消費は、9月の小売売上高が前月比0.3%と予想外に8ヶ月ぶりのマイナスとなった。自動車や建材が不調となるなど、幅広い業種で落ち込んだ。しかし、10月のミシガン大学消費者信頼感指数は、先行きの景気や雇用に対する楽観的な見方が強まったことから86.4と3ヶ月連続で上昇し、07年7月以来の高水準となった(図表1)。

住宅関連では、9月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が101.7万件と前月(95.6万件)を上回り、先行指標となる着工許可件数も101.8万件と前月(100.3万件)から増加した。ただし、建設業者の景況感を示す10月のNAHB住宅市場指数は、前月を5ポイント下回る54と5ヶ月ぶりに低下し、改善の動きが鈍化した。しかしながら、好不調の分かれ目となる50を上回っているほか、雇用改善が続かなかで、住宅ローン金利が過去最低近くにあることから、今後も住宅市場は持ち直しの動きが続くとみられる。

企業部門では、9月の鉱工業生産が前月比1.0%と市場予想(0.4%)を大きく上回る強い結果となった。内訳では、自動車引き続き減少したものの製造業全体では増加に転じ、公益事業(電気・ガス)や鉱業も全体を押し上げた。

一方、企業の景況感を示す9月のISM指数は製造業が56.6(前月差2.4)、非



製造業も 58.6 (同 1.0) といずれも 3 ヶ月ぶりに低下し、改善ペースがやや緩やかになっている。

一方、国際通貨基金 (IMF) が世界経済見通し (10 月 7 日公表) を下方修正したことなどを受けて、このところは海外経済の減速懸念が強まり、米景気も少なからずその影響を受けるとの見方が浮上した。今後も米景気が持続的に回復するのが注目されている。

早期利上げ観測は後退

連邦準備制度理事会 (FRB) は、9 月 16 ~ 17 日に開いた連邦公開市場委員会 (FOMC) で、量的緩和第 3 弾 (QE3) による資産購入額規模 (当初月額 850 億ドル) のさらなる縮小を決定した。これで 7 会合連続での月額 100 億ドルの減額決定となり、FRB の想定どおり米経済が順調に回復すれば 10 月末に QE3 の終了を決定する見通しが示されている。

また、事実上のゼロ金利政策の継続も決定され、QE3 終了後も異例の低金利を「相当な期間」維持するとの方針も改めて示された。

こうしたなか、10 月 8 日に公表された同会合の議事要旨では、海外経済の減速やドル高、中東・ウクライナ情勢などが米景気の先行きにとってリスク要因になるとの見解が示された。同時に、ドル高

が 2% のインフレ目標の達成を遅らせる可能性がある」と指摘した。これを受けて、市場では早期利上げ観測が後退した。

ただし、利上げ時期をめぐっては、ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁が「緩慢なインフレ見通しを考慮すれば 15 年中の利上げは不適切」と発言 (10/17) する一方、ダラス連銀のフィッシャー総裁は 15 年にも完全雇用と物価安定の目標を達成するとして「利上げに対し過度に辛抱強くないよう警告」する文書を公表 (10/20) するなど、FOMC メンバー間でも見方は交錯している。

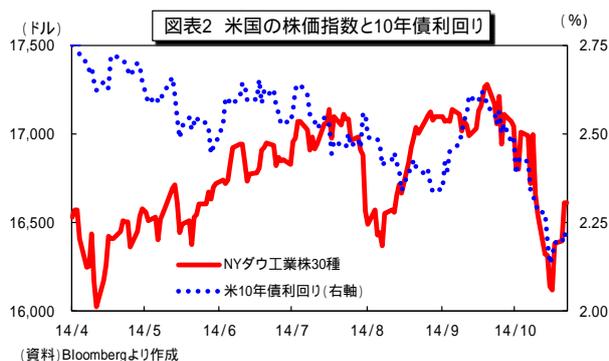
依然として、利上げ開始時期をめぐっては不透明感が強いものの、FRB は 10 月 28 ~ 29 日に予定されている FOMC で QE3 の終了を決定する見通しである。

株価が乱高下、一時 8 ヶ月ぶりの安値

9 月下旬以降の米国の債券・株式市場は振れの激しい展開となった。QE3 終了の決定判断が迫るなか、海外経済の減速懸念のほか、米国内でのエボラ出血熱の感染拡大への警戒感、市場予想を下回る一部弱い経済指標の発表など不安材料が重なり、投資家心理が悪化した。

長期金利 (10 年債利回り) は 10 月 15 日に一時 1.86% と 13 年 5 月以来 1 年 5 ヶ月ぶりの水準まで急低下する場面も見られた (図表 2)。先行きの長期金利は、引き続き海外経済の減速懸念などが低下圧力になると思われる。

また、株価もダウ工業株 30 種平均が 10 月 15 日に一時 16,000 ドル割れと、2 月初旬以来の安値をつけた。当面の株式市場は、経済指標や企業決算をにらみながら引き続き神経質な展開が続くと予想される。(14.10.22 現在)



見直しが迫られるユーロ圏の景気対策

～ 供給面や金融面に偏った政策の限界 ～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏経済の停滞感が強まっている。今後も需要面の刺激策を軽視したままで供給面に偏重し、あるいは金融政策に多くを依存する対策が継続される場合には、景気回復は引き続き困難と考えられる。ユーロ圏では、根本的な景気対策の見直しが迫られている。

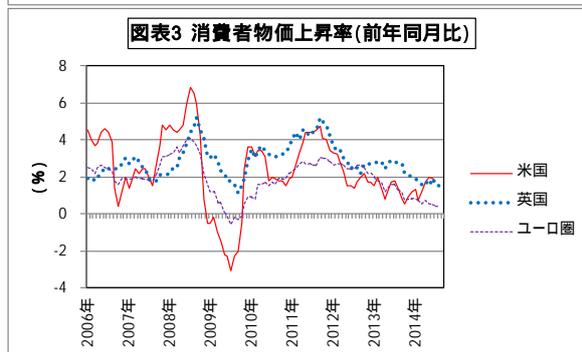
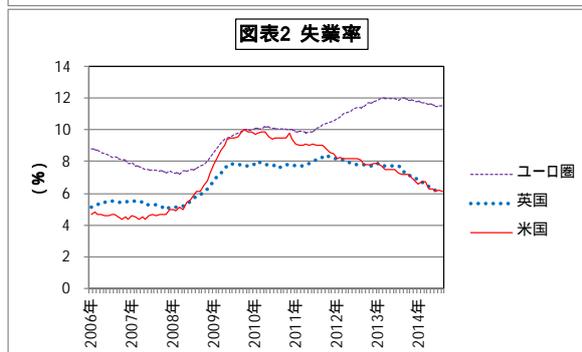
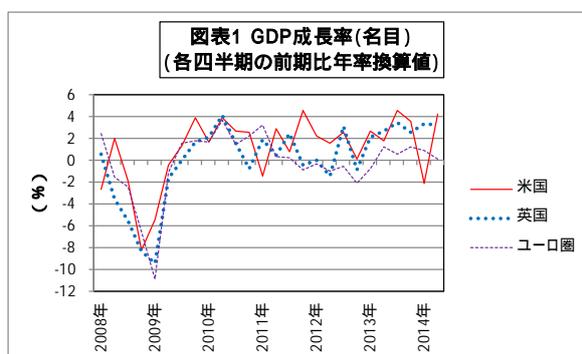
はじめに

ユーロ圏経済の停滞感が強まっている。2008年のリーマンショックやそれに続く09年からの財政危機を経て、最近では、13年には一旦上向きかけたGDP成長率は回復の勢いを失い、失業率も改善のペースは鈍いものにとどまっている。また、消費者物価上昇率の低下（デスインフレーション）傾向が生じている。これらの特徴は、米国や英国との対比で明確に読み取ることができる（図表1～3）^(注1)。

こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は9月の定例理事会で追加の金融緩和に踏み切り、主要な政策金利を0.05%に、また銀行が中央銀行に余剰資金を預け入れる際の金利を0.20%にまで引き下げるとともに、資産担保証券（ABS）などの買入れ開始を決定した。

わずか3ヶ月前の6月には、政策金利の引下げのみならず、銀行による中央銀行への預け入れ金利を初めてマイナスとしたほか、銀行に対し低利で融資原資を供給する仕組み（TLTRO）を新設するなどの多面的な政策を打ち出していたことから、ECBによるこの9月の矢継ぎ早の追加緩和は、大方の市場参加者からは意外感をもって受け止められた。

このような政策対応は経済の「日本化」



（資料）図表1～3は、Eurostatのデータから農中総研作成。

の可能性に対するECBの強い警戒感の現れであると考えられるが、果たしてこれにより今後ユーロ圏の景気は回復に転じると考えてよいのであろうか。

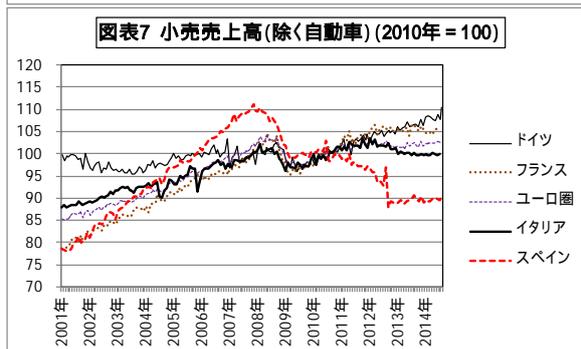
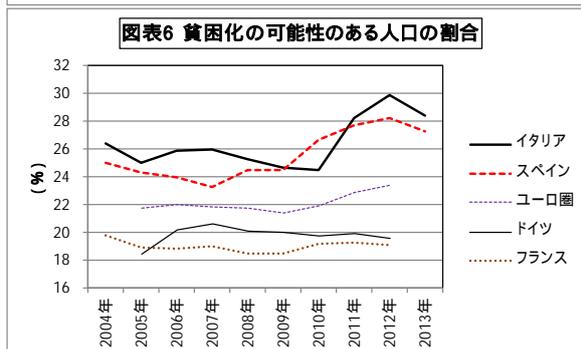
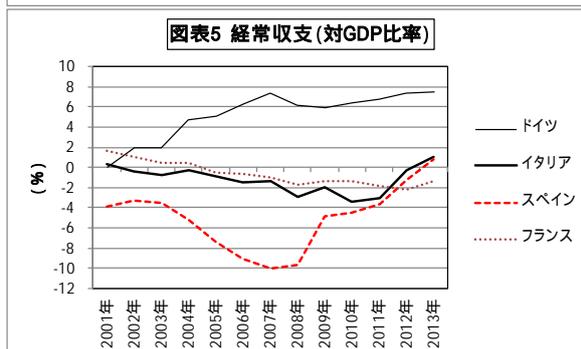
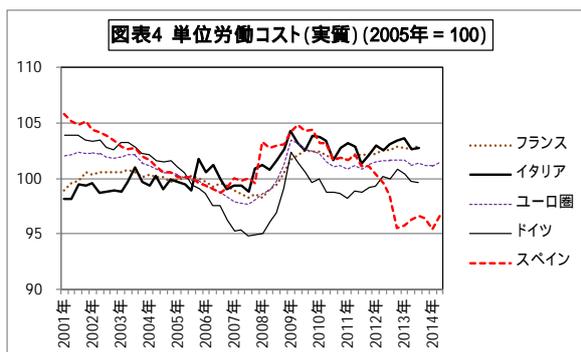
供給面に偏重した対策の問題点

これまでユーロ圏では、市場から強い圧力を受けるなか、過大な債務残高は経済成長を阻害するとの判断にも基づき財政規律を重視するとともに、経済の構造改革に注力してきた。つまり、各国の経済情勢に応じた通貨安が期待できない統一通貨の下で、規制緩和などとともに、従業員の解雇を容易にする法整備を含め労働コストの押下げを図ることを通じて、経済の競争力の強化を図ってきた。

この結果、ユーロ圏では特にスペインなどで労働コストが低下し、これと対応して経常収支の改善が進んだことにより、市場波乱の懸念の大幅な低下にもつながった(図表4、5)。

しかし、現在でも24%台にとどまるスペインを始めとして失業率は大幅に上昇すると同時に貧富の格差が拡大し、この結果、個人消費の抑制などを通じ内需の低迷を招くことになった(図表6、7)^(注2)。そしてこの内需の低迷は、経常収支の改善要因として働く一方で、デスインフレーションを進行させる一要因ともなっている。

確かに経済の構造改革が労働市場の硬直性による若年層の失業率の高止まりや、競争不足による技術革新の停滞等に対して果たす役割は重要であり、こうした改革は長い期間にわたり経済成長力を支える点でも評価に値する。また、実際にフランスやイタリア等では、経済の供給面におけるこれらの課題が多く残されていることも事実である。しかしながら、供給面の制約を主因とするインフレ時ならばともかく、内需が低迷しデスインフレーション傾向が続く下では、需要面の刺激策を軽視したままの対策は有効な景気対策とはなり難い。現実に欧州委員会等の想定



(資料) 図表4~7はEurostatのデータから農中総研作成。

に反して内需の抑制は一時的・限定的なものにはとどまっておらず、まして緩慢な世界経済の成長等で外需にも大きく依存し得ないことから^(注3)、供給面に偏らない、よりバランスの取れた政策対応が必要になっているものと考えられる。

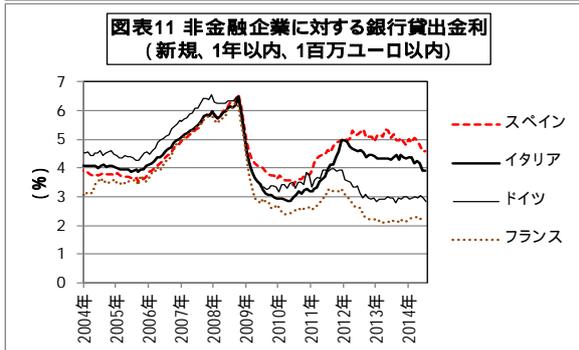
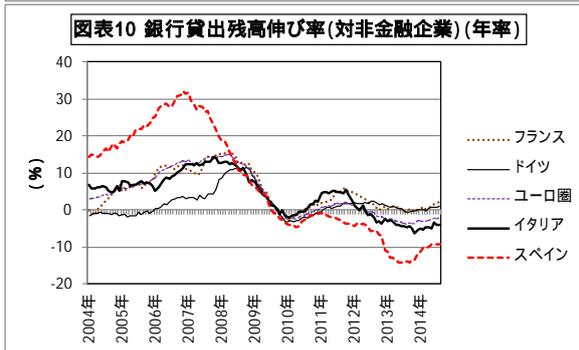
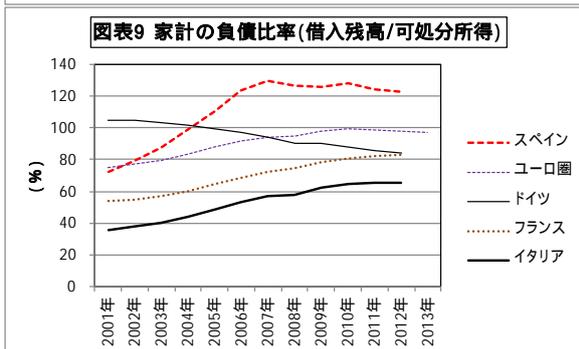
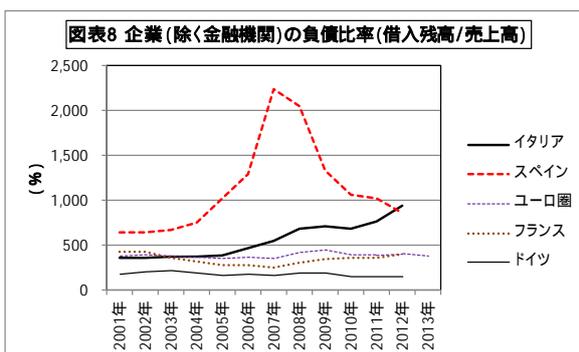
金融政策に多くを依存する対策の限界

ユーロ圏では概して改善の進捗が遅い。国家財政以外に、民間部門でも債務残高の水準は高く、その削減が引き続き課題となっている。ユーロ圏全体としては最近ではやや改善が見られるものの、企業や家計の負債比率はスペインで依然高い水準にあるほか、イタリアやフランスでは増加傾向が認められる（図表 8、9）。

このため、景気回復が見通せない環境下で、しかもバランスシートの改善が求められるこれらの経済主体は、銀行借入れを通じた投資等の拡大には積極的にはなり難い。また、銀行自体についても、未だ万全とは言えない財務体力に^(注4)、近年では金融規制の強化も加わり、大きなリスクテイクは回避しがちとなる。

銀行の貸出残高の伸び率を見ればユーロ圏全体として依然としてマイナス圏に沈んでいるほか、貸出金利の水準にも各国間で大きな格差が残存している。ここには、ユーロ圏における資金需要の弱さや金融機能の脆弱性が如実に反映しているものと考えられる（図表 10、11）。

これに対し、ECB は 6 月および 9 月に多面的な政策を打ち出したが、TLTRO に対する第 1 回目の応札額は事前の予測を下回ったほか、ABS 等の買入れについても、市場規模などからすればその実効性には限界が大きいものとみられる。そして何よりも、金融政策は銀行の流動性対策としては有効ではあるとしても、上記のとおり信用の拡大に限界がある現在の状況の下では十分機能するとは言えず、着実な銀行改革とともに、むしろインフラ整備や技術開発支援、教育拡充等にかかる公共的な支出や減税策などの財政政策を活用しつつ需要面の刺激を行う柔軟な政



(資料) 図表 8、9 は Eurostat の、図表 10、11 は ECB の各データから農中総研作成。

策対応が必要になっているのではないかと考えられる。バランスシート改善の過程では、ましてディスインフレにより債務の負担が軽減されずに内需を抑制する力がより強く働くなかでは、これらの政策の役割は一層大きいものと考えられる。

おわりに

これまでの金融緩和を経て、市場ではさらに ECB による量的緩和政策 (QE) 導入への期待感が強まっている。一般的には、QE は中長期金利の水準に影響を与え企業の資本コストを低下させるとともに、株価等の上昇を通じた資産効果で消費を刺激するほか、通貨ユーロの下落をもたらす可能性がある。これらにより経済主体のコンフィデンスは改善しリスクテイク意欲が積極化することで、インフレ期待の上昇につながる事が想定され得る。

しかしながら、財政ファイナンスを禁じた欧州連合 (EU) 条約の規定とともに、既に大幅に低下している中長期金利などを勘案すれば、ユーロ圏での QE 導入の効果には限界が大きいものと考えられる。ここからの市場での金利の低下も、銀行貸出が中心のユーロ圏では企業等の調達コストに与える影響は間接的なものでしかないばかりか、そもそも需資は低迷している。債務残高の高止まりで、資産効果による消費刺激にも大きくは期待できない。一方、ユーロ圏では輸出競争力には各国間でまだら模様が残るほか、生産拠点の海外移転の進捗等を勘案すれば、ユーロ安が進んだ場合においても輸出を増加させる力は限られたものにとどまる可能性がある。むしろ一層のユーロ安は、失業率が高止まりし賃金が伸びないなかでの輸入物価の上昇による内需の下押しや、海外からの投資の減少に伴う長期金利への上昇圧力を招くことが懸念される。また、中国などユーロ圏向け輸出国の輸出伸び悩みにつながる等の、世界経済に対する負の側面も考えられる。

ユーロ圏では国家財政ばかりか企業や家計でも債務残高の削減が引き続き課題

であること、域内の金融機能には脆弱性が残されていることに加え、デフインフレの進行、さらにはウクライナ情勢を巡る対ロシア制裁の影響の拡大などの困難な材料が生じている。こうした中において、今後も財政規律の一律的な運用を含め需要面の刺激策を軽視したままで供給面に偏重し、あるいは信用の拡大に限界がある状況下でありながらも金融政策に多くを依存する対策が継続されるならば、ユーロ圏の景気回復は引き続き困難なものになると考えられる。

このように、ユーロ圏では従来からの景気対策は行き詰まりを見せており、その根本的な見直しが迫られている。折から 15 年予算案を巡り、財政規律の柔軟な運用を求めるフランスやイタリアと、これに反対する欧州委員会やドイツとの見解の対立も強まりつつある。今後、ユーロ圏における景気対策についてどのような方向に議論が進むのか、大変注目される段階に至っている。

(2014 年 10 月 22 日現在)

(注 1) こうした情勢からは、ユーロ圏の景気動向については、循環的な視点に比べ構造的な視点による検証がより重要となっているように考えられる。

(注 2) 図表 6 は、全人口に占める、その可処分所得が当該国における可処分所得の中央値の 60% (社会保障給付後) を下回る人口の割合を示している。

(注 3) ユーロ圏の輸出を取り巻く課題等については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「伸び悩む輸出とユーロ圏経済の今後～景気回復は緩慢なものにとどまる可能性～」(『金融市場』2014 年 10 月号)

(注 4) 近く公表される ECB 等による銀行のストレステストの結果が注目されるが、IMF は 10 月発表の『国際金融安定報告書』で、先進国の大規模な銀行について検証した結果、資本や収益性の制約から、経済成長を支援するために必要な与信を行う能力が十分ではないと考えられる銀行の割合がユーロ圏では他地域に比べ大きいことなど、ユーロ圏の銀行に残されている課題を指摘している。次を参照されたい。

・ IMF (October 2014) "Global Financial Stability Report" pp. 27-28

再び減速した中国経済

～ 先行きはやや回復する可能性が高い～

王 雷軒

要旨

消費と輸出が底堅く推移したものの、不動産市場の低迷や過剰生産分野への投資抑制を受けて、2014年7～9月期の中国の実質GDP成長率は前年比7.3%と4～6月期(同7.5%)から小幅ながら減速した。しかし、先行き、金融緩和による景気押し上げ効果が期待されるほか、公共投資の拡充が実施されるため、10～12月期の成長率はやや高まり、通年で7%台半ばの成長を達成するだろう。

小幅減速した中国経済

国家統計局によると、2014年7～9月期の実質GDP成長率は前年同期比7.3%(1次速報値)と、4～6月期(同7.5%)から小幅ながら再び減速した。前期比でも、1.9%と4～6月期(同2.0%)から鈍化した。景気が再び減速した背景には、不動産市場の低迷が続いていることや、過剰生産分野への投資が抑制されていることなどが挙げられる。以下では、足元の景気動向を見てみよう。

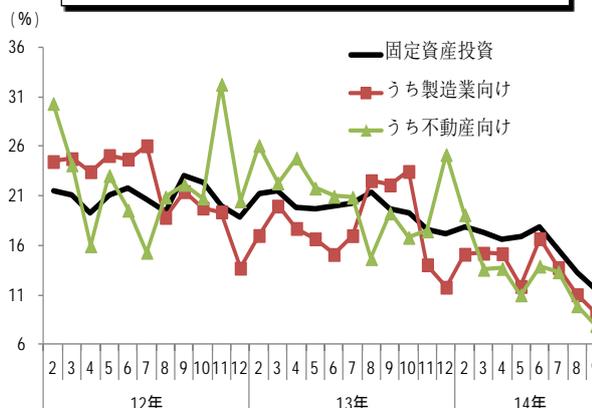
まず、消費については、9月の社会消費財小売上総額(物価変動を除く実質)が前年比10.8%と、7月(同10.5%)、8月(同10.6%)からやや改善した。反腐敗や汚職摘発などが引続き行われているなか、高級な飲食や贅沢品の購入が控えられているものの、スマートフォンなどの通信機器やテレビなどの家電音響機器が好調であったことが、消費の底堅さにつながったと思われる。先行きについては、14年1～9月期の国民一人当たり可処分所得(実質)が前年比8.2%と底堅く推移したことから、安定的に伸びると考えられる。

また、外需についても、9月の輸出

(ドルベース)は前年比15.3%と8月(同9.4%)から伸びが大きく高まった。市場予想を大幅に上回った背景として、これまで低迷していた香港向け輸出が大幅に増加したほか、アップルの新型iPhone6発売に伴って、中国で組み立てられたものが多く輸出されたことなどが挙げられるだろう。先行きについては、欧州経済の改善が見られないほか、iPhoneの組み立て・再輸出という要因が一服すると見られるため、大きく伸びることはないだろう。

一方、投資については、電気・エネルギー・水道向けが大きく拡大したものの、

図表1 中国の固定資産投資(農村家計を除く)の伸び率



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成
(注) 伸び率は月次ベースの前年比。

製造業（投資全体の 33.8%を占める）や不動産開発向け（同 24.9%）などが低迷したことを受けて、9月の固定資産投資（農家を除く）は前年比 11.5%と7月（同 15.6%）、8月（同 13.3%）から伸びが大きく鈍化した（図表 1）。先行きについては、不動産市場の低迷が続くと見られるものの、年内で水利施設・環境保護・情報通信網などの大型プロジェクトの実施を受けて下げ止まり感が出ると思われる。

そのほか、9月の鉱工業生産は前年比 8.0%と8月（同 6.9%）から持ち直しているが、依然として勢いは強くないと見られる。これは9月の発電量や自動車生産台数が大きく伸びたものの、不動産開発投資の低迷を受けて鉄鋼・セメント・板硝子などの生産に減少基調が続いていることにあると考えられる。

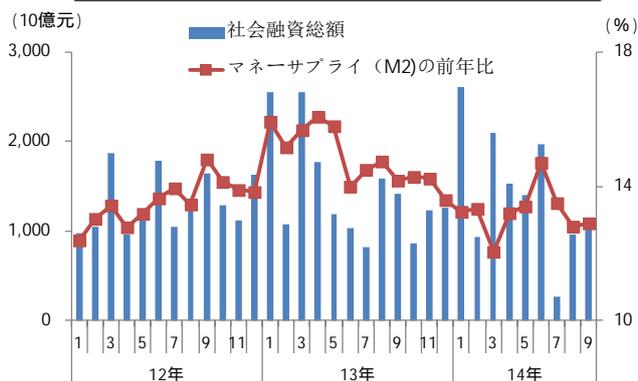
以上のように、消費・輸出が堅調だったものの、投資が大きく減速したほか、鉱工業生産も弱い動きが続いていることなどから、足元の景気は減速していると判断される。

金融緩和などで今後の景気を押し上げ

実体経済への総資金供給量を示す9月の社会融資総額は 1.05兆元と8月（0.96兆元）からやや増加した。また、9月のマネーサプライ（M2）も前年比 12.9%と8月（同 12.8%）から小幅ながら上昇した（図表 2）。

前に述べたように、景気が減速しているなか、中国人民銀行（中央銀行）は9月中旬に短期流動性ファシリティー（SLF）を通じて大手商業銀行（5行）に 5,000億元（約 9兆円）の流動性を供給したとされている。また、9月末に同行と中国銀行業監督管理委員会は住宅ローン規制

図表 2 中国のマネーサプライ(M2)と社会融資総額の推移



(資料) 中国人民銀行(中央銀行)、CEICデータより作成

を緩和するなど住宅市場のテコ入れを目的とした通知も発表した。さらに、10月に入り、同行は株式制商業銀行にも約 2,000 億元の資金供給を行う予定と報道されている。

なお、こうした資金供給については、同行が即時に公表しないため、事実を確認するのは不可能である。同行は商業銀行に対して積極的に住宅ローンを取り組むよう要請する一方、それなりの支援を行うということであろう。いずれにしても、さらなる景気の減速を回避するために、同行は金融緩和を相次いで打ち出したと見られる。

先行きの金融政策については、10月初めに開催された中国人民銀行の貨幣政策委員会では、引続き穏健的（中立的）金融政策を実施すると決定したことなどから、当面は全面的な利下げや預金準備率の引下げを行う可能性は低いと見られる。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。こうした連続的な金融緩和が事実であれば、その景気押し上げ効果が徐々に出ると見られるほか、年内で大型プロジェクトの実施などによって10～12月期の成長率は7～9月期よりやや高まり、通年7%台半ばの成長を実現すると見込まれる。

(14年10月22日現在)

世界景気減速懸念で弱含む新興・資源国経済

多田 忠義

要旨

世界経済の成長見通しが下方修正され、減速懸念が浮上したことで、米国をはじめとする先進国の金融資本市場ではリスク回避の動きが強まったこともあり、新興・資源国の株価・通貨はともに下落した。世界経済に対する減速懸念は当面続くとみられ、新興・資源国経済は弱含む見通しである。

下方修正された新興・資源国経済の成長見通し

9月初めに、ウクライナ情勢を巡る地政学的リスクはいったん後退したが、IMFが発表した世界経済見通し（WEO、図表1）で、新興・資源国経済の成長率見通しは相次いで下方修正となった。また、先進国の成長率見通しも多くが下方修正されたことにより世界経済に対する減速懸念が高まったほか、米国経済への影響も懸念され、新興・資源国経済に対する弱気な見方は強まっている。こうした新興・資源国に対する弱気な見方は、コモディティ価格の下落とも整合的である（図表2）。

以下、主要新興・資源国のインフレ率（図表3）、鉱工業生産指数（図表4）、通貨貿易（図表5～6）、政策金利（図表7）について振り返ってみたい。

インドでは、原油価格や食料価格の下落により、物

図表1 2014～15年 IMF世界経済見通し

	12年	13年	14年	15年	14年7月からの変化幅	
世界全体(実質経済成長率)	3.4	3.3	3.3	3.8	▲0.1	▲0.2
先進国	1.2	1.4	1.8	2.3	0.0	▲0.1
米国	2.3	2.2	2.2	3.1	0.5	0.0
ユーロ圏	▲0.7	▲0.4	0.8	1.3	▲0.3	▲0.2
ドイツ	0.9	0.5	1.4	1.5	▲0.5	▲0.2
フランス	0.3	0.3	0.4	1.0	▲0.4	▲0.5
イタリア	▲2.4	▲1.9	▲0.2	0.8	▲0.5	▲0.3
スペイン	▲1.6	▲1.2	1.3	1.7	0.1	0.1
英国	0.3	1.7	3.2	2.7	0.0	0.0
日本	1.5	1.5	0.9	0.8	▲0.7	▲0.2
新興国・発展途上国	5.1	4.7	4.4	5.0	▲0.1	▲0.2
中国	7.7	7.7	7.4	7.1	0.0	0.0
インド	4.7	5.0	5.6	6.4	0.2	0.0
ブラジル	1.0	2.5	0.3	1.4	▲1.0	▲0.6
メキシコ	4.0	1.1	2.4	3.5	0.0	0.1
ロシア	3.4	1.3	0.2	0.5	0.0	▲0.5
南アフリカ	2.5	1.9	1.4	2.3	▲0.3	▲0.4
ASEAN5	6.2	5.2	4.7	5.4	0.1	▲0.2
インドネシア	6.3	5.8	5.2	5.5	▲0.2	▲0.3
タイ	6.5	2.9	1.0	4.6	▲1.5	0.8
マレーシア	5.6	4.7	5.9	5.2	0.7	0.2
フィリピン	6.8	7.2	6.2	6.3	▲0.3	▲0.2
ベトナム	5.2	5.4	5.5	5.6	▲0.1	▲0.1
世界貿易数量(財・サービス)	2.9	3.0	3.8	5.0	▲0.1	▲0.3

(資料)IMF『World Economic Outlook (2014年10月)』
(注)インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムの変化幅は、14年4月時点との比較

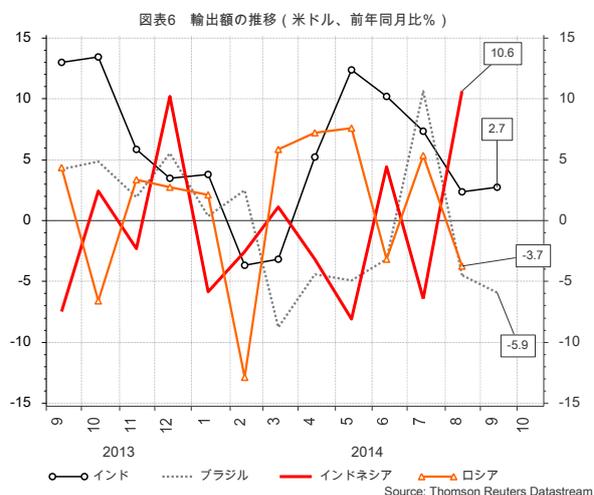
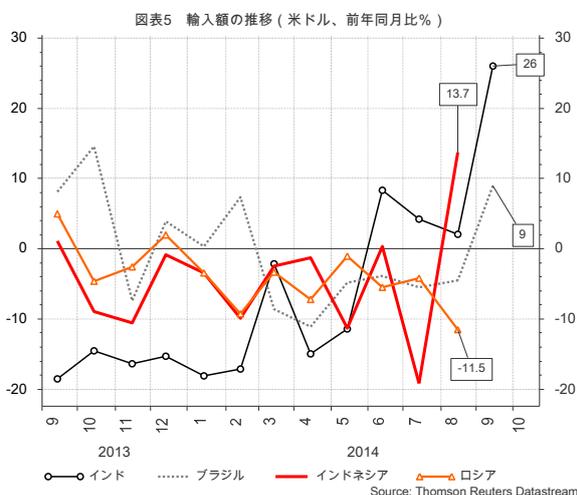
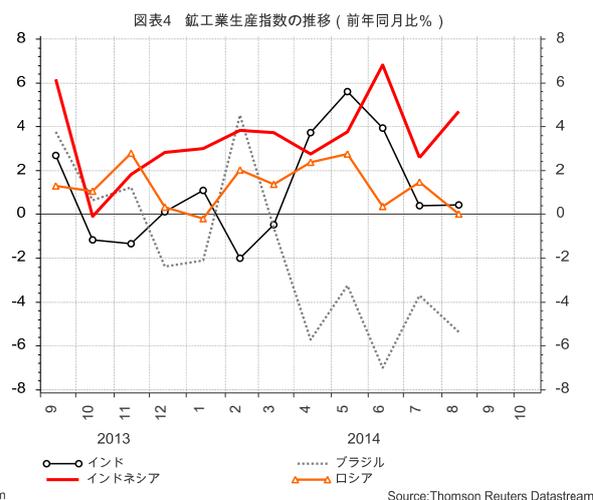
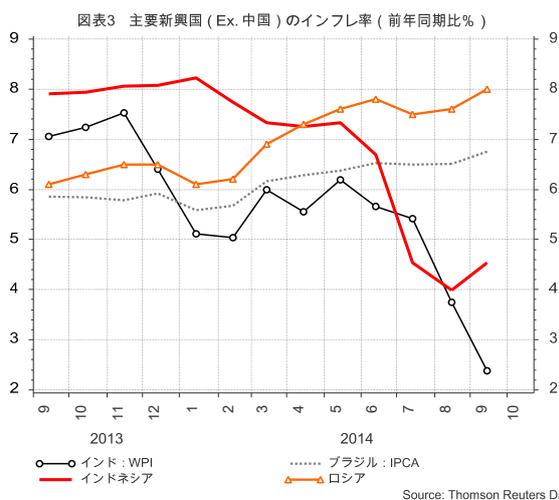


価下落が続いている。10 数億人の人口を擁する同国は、原油の多くを輸入に頼っていることから、原油価格の下落は、インフレ上昇圧力の緩和に寄与するだけでなく、慢性的な経常赤字の改善につながるとして、金融資本市場では好材料となっている。また、政策期待によるルピー買いにも支えられ、米ドル高にもかかわらず、物価上昇とはなりにくかった。鉱工業生産は5ヶ月連続の前年比プラスで、電力がプラスに寄与した一方、製造業に限ると2ヶ月連続のマイナスであった。9月の輸出拡大は小幅であったが、金と原油の輸入額が急増したことで、前年比2割増となった。なお、インド中銀では、将来のインフレ圧力が再び高まるリスクに

対応するため、4 会合連続で政策金利は据え置かれた（9月30日）。

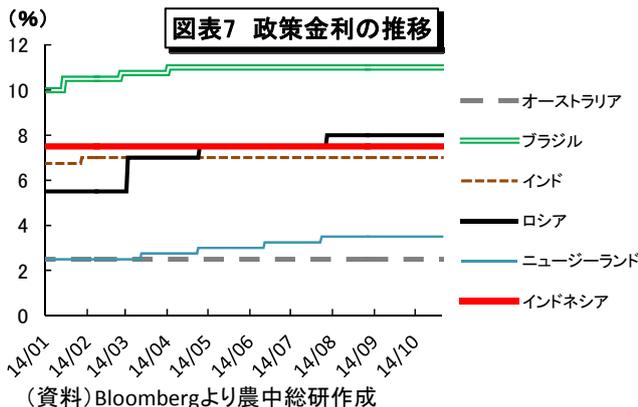
ブラジルでは、レアル安によるインフレ上昇圧力が一段と増している。一方、輸出は資源需要の減退などで3ヶ月連続の減少となったほか、鉱工業生産指数は8月まで6ヶ月連続で前年割れとなっている。主な輸出先である中国経済などの先行きに対する警戒感が高まっていることに加え、製品輸入に依存する経済であるため、政策金利の調整によるインフレ圧力の抑制効果は限定的である。

インドネシアでは、生産機械などの輸入増加などによる予想外の輸入額増加が輸出額増を上回り、貿易赤字に転落した。ただし、輸出増は機械・電気装置、ゴム・



ゴム製品などで、鉱工業生産が10ヶ月連続で前年比プラスと拡大し続けている点と整合的であろう。一方、通貨安の影響などを受けて、物価は再び上昇に転じている。インドネシア国内の経済成長や企業投資は鈍化している一方、ルピア安が進行しており、依然としてインフレ抑制の政策を続ける必要があると判断している。これを受けて、インドネシア中銀は、11会合連続で政策金利は据え置かれた（10月7日）。

ロシアでは、再びインフレ上昇圧力が高まった。欧米による経済制裁継続で、これまで輸入に依存してきた食料品の価格が引き続き上昇しているほか、後述のとおりルーブルが過去最安値を更新しており、中銀は数回にわたり為替介入を実施した。冷え込んでいる国内需要や海外の資源需要で、輸出入額はともに前年割れとなったほか、鉱工業生産も前年から



横ばいとなった。

オーストラリアでは、失業率が再び悪化し、雇用者数も減少に転ずるなど、雇用情勢の回復がみられない（図表8、9）。景気回復の糸口は見いだせないものの、「当面、金利を安定させるのが最善であろう」と中銀総裁は表明し、13会合連続で政策金利は据え置かれた（10月7日）。豪中銀は、今後数四半期の成長がトレンドを若干下回るとの見通しを示し、現時点では金利の安定期間を設ける必要があるとの認識を示した。



Source: Thomson Reuters Datastream

金融資本市場の動向と見通し

① 株価・為替

図表10～12に挙げる各国主要株式指数・対米ドル為替の騰落率を見ると、1ヶ月前に比べて、通貨安・株安となった。9月以降、米早期利上げ観測が強まったことを受けて、米ドル高が進行したが、IMF世界経済見通しによる米国以外の先進国や新興国経済の減速、米FOMC議事要旨（9/16、17分）で、利上げに対する慎重な姿勢が明らかになったことなどを受けて、ポジション調整の株売り、米ドル売りが見られた。これをきっかけに、多くの新興・資源国通貨はさらに売られるなど、リスク回避姿勢が強まり、米国債などの債券利回りは急低下（債券価格は急上昇）した。株価は、リ

スク回避姿勢が強まったことをきっかけに世界同時安となったが、各国の政治情勢や政策期待などによってまちまちな動きを示した。

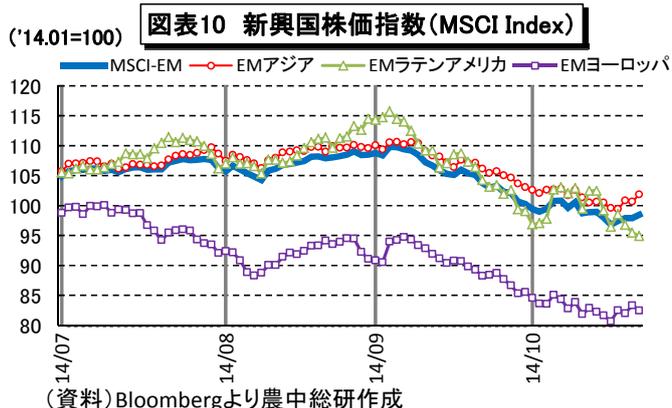
MSCI 新興国株価指数をみると、9月上旬にかけてウクライナ情勢をめぐる地政学的リスクが高まったため、リスクオフによる株安が EM ヨーロッパでみられた。その後も株安傾向は続き、執筆時点で年初来安値の水準まで落ち込んでいる。

国別にみると、ロシアでは、ウクライナ情勢を巡って経済制裁が継続していることから株安・ルーブル安が続いており、最近1ヶ月の通貨・株価騰落率は掲載国中最大のマイナス幅となった（図表10、11）。

ブラジルでは、大統領選の結果やその後の世論調査の結果を受けて、政権交代に対する思惑が交錯し、ボラティリティが上昇している。

② 今後のポイントなど

10月末のFOMCでは量的緩和策第3弾(QE3)終了が決定される見込みである。足元の米

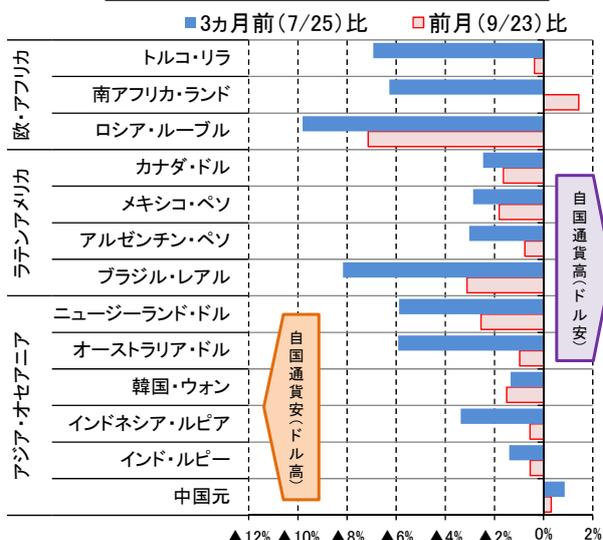


経済指標はおおむね底堅く推移している一方、米利上げ時期をめぐる思惑は依然として交錯しており、米指標の強弱が金融資本市場のボラティリティを上昇させる一因となっている。米経済の回復が、世界経済の減速によって腰折れするとの観測も浮上しており、利上げ時期に対する思惑、米経済減速リスクの二つが意識されており、利上げ時期のコンセンサスが形成されるまでは当面、値動きの荒い展開が見込まれる。

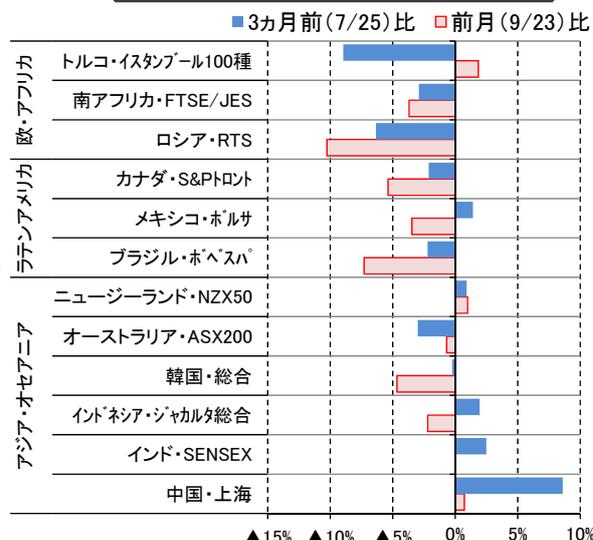
IMFが世界経済見通しで指摘したとおり、当面世界経済の成長ペースは再加速しにくい状況である。このため、世界景気に対する減速懸念は当面続くとみられ、新興・資源国経済は弱含む見通しである

(14年10月23日現在)

図表11 新興・資源国通貨：対米ドル騰落率



図表12 新興・資源国主要株価指数騰落率



情勢判断

今月の情勢 ~ 経済・金融の動向 ~

米国金融・経済

9月16～17日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、量的緩和策第3弾（QE3）における債券買入額（当初850億ドル、13年12月以降FOMC実施ごとに100億ドルずつ減額）を、9月から150億ドルに減額することを決めるとともに、米国経済が予想通り順調に推移すれば同買入れ策を10月で終了するとの見通しを示した。また、政策金利（0～0.25%）についてはQE3終了後も「相当な期間」維持するとの方針を改めて示した一方、同時に公表された経済見通しでは15年末の金利予想（中央値）が1.375%と前回6月から25bp引き上げられたことから、利上げ開始後の引上げペースは速いとの思惑も広がった。

米国の経済指標をみると、雇用統計（9月）の失業率は5.9%と前月から0.2ポイント改善したほか、非農業部門雇用者数は24.8万人増と、市場予測（21.5万人増、ブルームバーグ社集計）を上回った。そのため、米国経済の緩やかな回復は継続していると思われるが、他の経済指標の予想下振れなどもあり、景気下振れリスクも意識されている。

国内金融・経済

10月6～7日の日銀金融政策決定会合では、マネタリーベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節（長期国債、ETF・J-REIT、CP・社債等の買入れ）を行うことを軸とし、これにより2年程度で2%の「物価安定の目標」を実現することを目指す量的・質的金融緩和の維持が決まった。

日本の経済指標をみると、8月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比4.7%と2ヶ月連続で増加。7～9月期の見通しでは前期比2.9%と増加が見込まれるが、これを上回る伸びとなる可能性が高まった。8月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比1.9%と2ヶ月ぶりに減少したものの、製造工業生産予測調査によると、9月は同6.0%と上昇が見込まれる。そのため日本銀行は、緩やかながらも日本経済の回復は継続しているとの認識を示しているが、一方で景気動向指数の一致CIに基づく景気判断は「下方への局面変化」となるなど、すでに後退局面に入ったとの見方も浮上している。

金利・株価・為替・原油相場

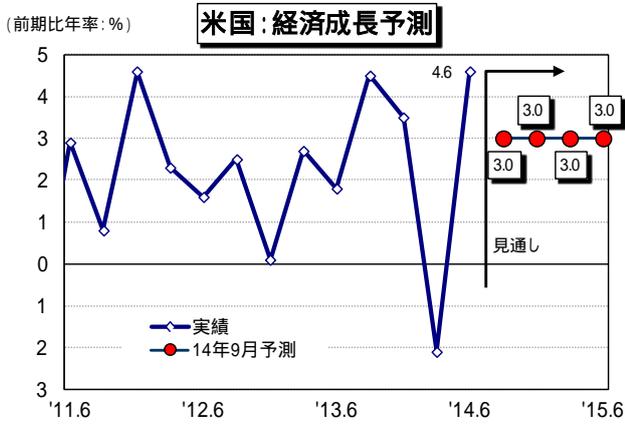
長期金利（新発10年国債利回り）は、10月上旬に公表された国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しで世界成長率予測が引き下げられたことなどから世界経済の減速懸念が高まり、長期金利は低下傾向を強めた。10月中旬には一時0.470%と、日銀が質的・量的金融緩和を導入した前後以来、約1年半ぶりの低水準を付けた。

日経平均株価は、9月中旬には、米国経済の回復期待の高まりなどを受けて、リーマン・ショック以降の最高値となる16,300円台を回復したが、その後は世界経済の減速懸念の高まりから下落し、10月中旬には14,500円台を付けるなど、5ヶ月ぶりの安値となった。

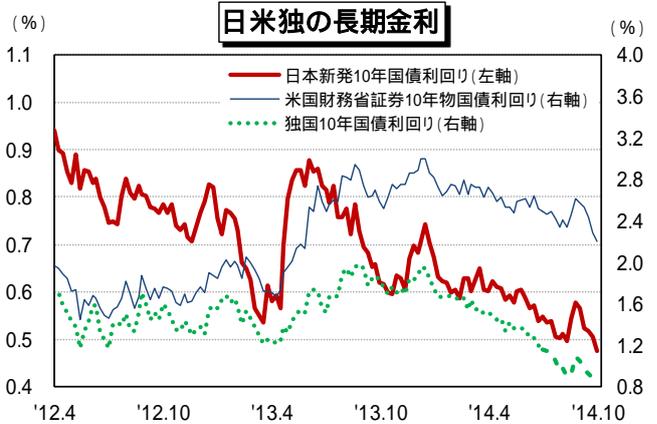
ドル円相場は、8月以降、米国の利上げ観測の高まりなどから円安・ドル高傾向で推移し、10月初めには一時1ドル＝110円前半と6年ぶりの水準となった。ただし、10月中旬には、米国経済の先行きに対する懸念が高まったことなどから、106円前後まで円高・ドル安となっている。

原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、10月上旬のIMFによる世界経済成長見直し引き下げによって先行きの原油需要が抑制されるとの見方が広がったことから、下落。10月中旬には1バレル＝80ドル前半での推移となっている。（2014.10.21現在）

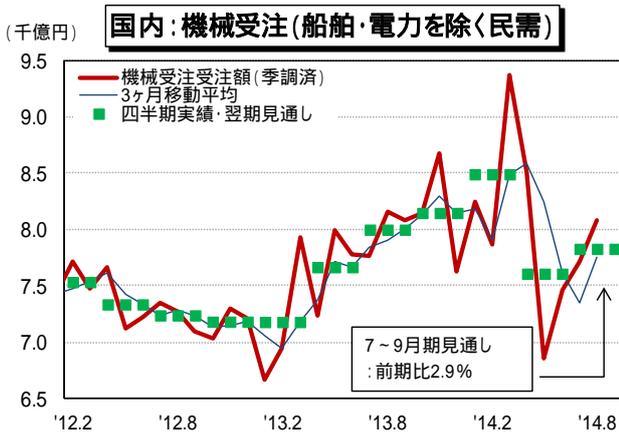
内外の経済・金融グラフ



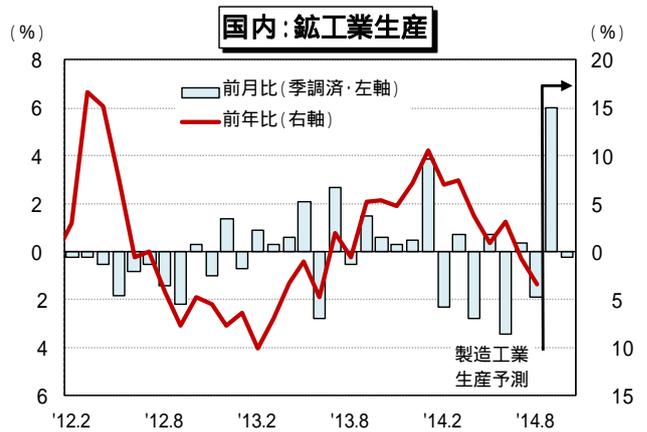
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



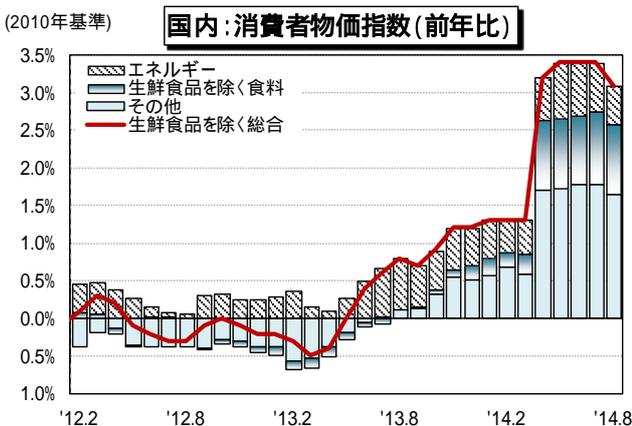
(資料) Bloombergより作成



(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(資料) Bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成



(資料) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成



(資料) Bloombergより作成

詳しくは当社ホームページ (<http://www.nochuri.co.jp>) の「今月の経済・金融情勢」へ

各電力会社による再生可能エネルギー発電設備の 接続保留に関する一考察

寺林 暁良

はじめに

9月24日に九州電力が九州本土の再生可能エネルギー（以下、再エネとする）発電設備（太陽光10kW未満を除く）の接続申込みに対する回答をしばらく保留することを決めた。

その理由は、「本年3月の1か月間で、それまでの1年分の申込み量に相当する約7万件もの太陽光の接続契約申込み」が集中し、「7月末現在の申込み量が全て接続された場合、近い将来、太陽光・風力の接続量は1,260万kWにも達する」が、「これらすべてが発電すると、...昼間の消費電力を太陽光・風力による発電電力が上回り、電力の需要と供給のバランスが崩れ、電力を安定してお届することが困難になる」ためだとしている。

その後、30日には北海道電力、東北電力、四国電力、沖縄電力（以下、これらをまとめて電力会社とする）も、同様の対応を取る旨を公表した。

これらの電力会社管内では、当面は新規の再エネ事業が行えず、今後行えるかどうか不透明な状況に追い込まれている。

再エネは、2012年7月に施行された「電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法」の固定価格買取制度（以下、FITとする）などによって導入が進められてきた。今回の接続保留も、政策効果によって太陽光発電設備の普及が進んだことによって生じた問題

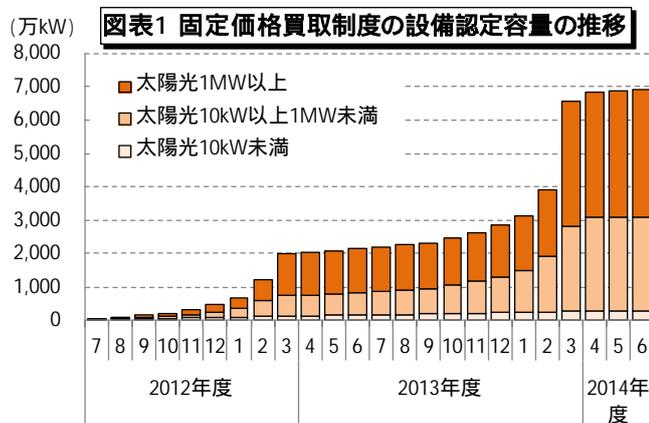
である。再エネの導入が進めば、新たな課題が浮上してくることは当然である。重要なことは、それらの課題を分析し、適切な政策的対応を取ることができるかどうかである。

そこで、今回の状況に対して、これからどのような対策が求められるのかを簡単ながら整理してみたい。

1 固定価格買取制度の見直し

まず、各電力会社は、今回の接続保留の理由として再エネの接続量が限界に近付いたことを挙げているが、その原因の一端は、九州電力が発表しているように、3月に太陽光の接続契約申し込みが集中したことにある（図表1）。

現在のFITは、年度ごとに買取価格の見直しが行われている。13年度から14年度にかけては、太陽光10kW以上の買取価格が36円から32円へと引き下げられた。そのため、買取価格引き下げ直前の3月に駆け込み需要が発生し、接続契約申し込みが殺到したのである（注1）。



(資料) 資源エネルギー庁「再生可能エネルギー発電設備の導入状況等について」
(注) 1MW = 1,000kW

FIT の運用で重要なことの一つは、制度を状況に応じて順応的に改定していくことである。現状のように駆け込み申請によって認定件数や認定容量が大きく変化してしまう状況では、そのトレンドを十分に把握することができず、現状を制度に反映することが難しくなる。

FIT の導入後、主に太陽光発電設備に対する投資が急激に進んできたのは、政府が当初から開始後 3 年間は買取価格を高め、据え置くことを約束し、導入量の確保を優先する政策をとってきたためである。今回の接続保留問題は、政策意図に沿って投資が進んできた結果であり、これまでの政策自体が間違った方向だったとはいえない。

しかし、接続保留という新たな問題が浮上した以上、今後は制度運用を細かく見直しながら導入量をコントロールし、安定的な投資価値を生み出すような政策に転換することが求められるだろう。そういった意味で、現状の買取価格の水準や価格決定の頻度、価格決定プロセスなどの十分な見直しが必要である。

FIT の見直しは、差し当たり今回接続保留を行った電力会社以外の 5 電力会社で同様の問題が起きることを避けるために重要である。それでは、すでに接続保留問題が浮上してしまった地域のためには、どのような対策が求められるのであろうか。

2 設備認定案件の見直し徹底

まずは目先の対策として、現状の設備認定を見直し、実現性の低い案件の認定取り消しを徹底していくことが必要だと思われる。

九州電力のように、電力会社へ

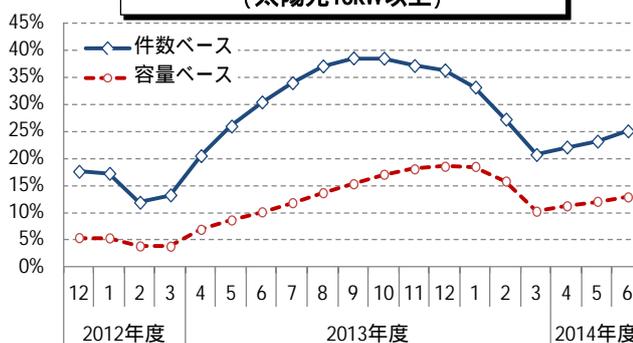
の接続契約申込みをベースに将来の接続量を見積もっている電力会社もあるが、中には経済産業省の設備認定をベースにこれを見積もっている電力会社もある。もちろん電力会社としては、設備認定によって接続量を見積もっておかなければならないのは当然である。

ただし、設備認定に対して実際に稼働している割合は低い水準にある。太陽光 10kW 以上の 14 年 6 月末時点の稼働済みの割合は、件数ベースで 25.0%、容量ベースで 12.8%にとどまっている(図表 2)。設備認定のうち、どれだけが実際に運転開始までたどり着くのが問題である。

現在は見直されているものの、FIT 導入当初の設備認定は、再エネ設備の設置場所等のチェックがそれほど厳密ではなく、同じ土地で複数の業者が設備認定を受けるようなケースも生まれていた。多くの事業の実現性が低い案件、あるいは意図的に設備着工を行わない案件も設備認定を受けたとみられる。

それらへの対策として、今年の 4 月には、認定後 180 日を過ぎても場所や設備の確保が確認できない場合に設備認定が失効するという、いわゆる「180 日ルール」が定められた。これにより、不適格な設備認定の取り消しが順次進められて

図表2 設備認定に対する稼働済みの割合 (太陽光10kW以上)



(資料) 資源エネルギー庁「再生可能エネルギー発電設備の導入状況等について」

いる。しかし、筆者が各地でヒアリング等を行っている感度としては、地域には実現見込みのない案件がまだまだ多数残されているように思われる。

不適格な設備認定の取り消しを一層徹底し、再エネの導入実態をより正確に把握できるようにすることで、接続受け入れ余地が生まれてくる電力会社もあるように思われる。

3 電力システム改革の加速

次に、根本的な対策として、電力システム改革の必要性がますます顕在化しているといえるだろう。

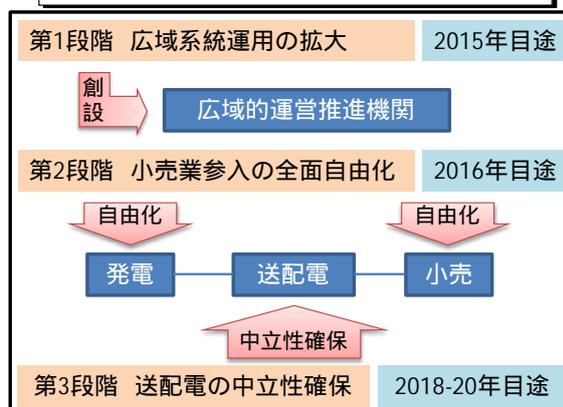
13年4月に閣議決定された「電力システムに関する改革方針」では、第1段階として15年を目途に広域的運営を実施、第2段階として16年を目途に小売業参入の全面自由化、18～20年を目途に送配電の中立性確保が掲げられている(図表3)。現在、第1段階に向けて広域的運営の推進機関の設置が準備されているほか、第2段階に向けては、14年6月の電気事業法改正では小売全面自由化のために必要な措置が定められた。

広域的運営

第1段階の広域的運営は、電力会社の営業エリアに限定せず、日本全国規模で電気を運営しようというものである。地域間連携線の送電容量が強化されることは、接続保留問題の根本的な解決策であるといえる。

電気の需要が大きい東京電力や関西電力の管内は、再エネ電気を受け入れるだけの余裕も大きい。再エネ事業は、地域の自然資源を活かした事業であるため、資源の豊富な供給地から需要地への送電ができて然るべきである。

図表3 電力システム改革の内容と工程



資料:「電力システムに関する改革方針」(2013年4月2日閣議決定)及び「電気事業法」(2014年6月18日改正)より作成

広域的運営の推進は来年が目途とされているが、これを早急に進め、現在接続を保留している電力会社の管内から需要地へとスムーズに電気を供給できる体制を整えることが必要である。

発送電分離

また、第3段階の送配電の中立性確保(特に発送電分離)も、今後再エネを安定的に推進していくために必須である。

送配電網を電力会社が有している時点で、自社の発電設備で発電した電気を優先するのは当然であり、再エネの優先接続義務(注1)を徹底することは困難である。また、優先接続義務に因應するために送配電網に積極的に投資するインセンティブも働きにくい。

再エネの優先接続を徹底するためには、送配電網が中立的な立場で管理されることが求められる。送配電の中立性確保は18～20年を目途に実施するとされているが、可能な限り早急に進めることが求められるだろう。

電力関連産業の育成

そして、広域的運営と発送電分離が進み、再エネの接続量が増加するに従い、再エネを推進するための関連産業も育成

される。例えば、自由電力市場のもとで太陽光や風力の普及が進むドイツなどでは、国レベルの発電量予測を分単位で行い、その情報を受けて火力発電所やバイオガス発電所などに発電量の調整を指示する会社が存在している。つまり、再エネ発電設備を電力ポートフォリオに組み込むシステムが育成されているといえる。

FIT は、再エネ設備自体の技術革新だけではなく、結果的にこうしたオペレーション産業やインフラ産業などの技術革新・ノウハウ蓄積も同時に進める結果となる政策である。現在の接続保留問題は、制度的な問題だけではなく、安定的に接続するための技術やノウハウの不足も関係していると思われる。これらの産業育成するためにも電力システム改革を進め、送配電部門の再エネ接続義務を徹底できる体制を整えることが重要である。

4 電力会社の接続義務対応

これまでみてきたように、今回の接続保留問題は、現在の電力政策全体の中で起こったことであり、電力会社だけを非難することは適切ではないことも明らかである。ただし、電力会社に接続義務がある以上、それに応えることが求められるのも当然である。

電力会社に求められる対応はいろいろあると思われるが、1点だけ指摘すれば、少なくとも太陽光以外の再エネについては、接続義務を果たせるような対応を徹底すべきである。

今回の問題は、太陽光発電設備の導入量がコントロールされなかったことで招かれた問題である。風力や小水力、地熱、バイオマスについては、導入量自体もそれほど大きくなく、当分影響は限定的な

はずである。また、バイオマス等については、むしろ電力の安定供給に資する電源である。

太陽光発電設備は比較的簡単に設置できるが、風力や小水力、地熱、バイオマス設備については、導入までに太陽光よりも長い期間が必要である。現在、各地でこれらを導入するための協議会が立ち上がっている。しかし、接続契約ができない状況を引き延ばすことで、これまで地域で積み重ねてきた協議が水泡に帰すことになりかねない。

これらの発電設備については、接続契約に関する相談を受け付け、可能な限りの対応を行うことが求められよう。

おわりに

以上の通り、各電力会社による再エネ発電設備の接続保留に対し、求められる対策を簡単ながら指摘してみた。

再エネの普及は、息の長い取り組みとなるべきである。今後も導入が持続的に進むよう、今回挙げたような点について対応が進められることを期待したい。

(2014年10月17日脱稿)

(注1) 2014年度の改正を受けた固定価格買取制度の課題については寺林(2014)「再生可能エネルギー固定価格買取制度の運用状況と課題」『農林金融』8月号で論じたため、参照願いたい。

(注2) 2012年7月に施行された「電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法」の第4条では電力会社に対する「特定契約の申し込みに応ずる義務」、第5条では同じく「接続の請求に応ずる義務」が規定されている。ただし、いずれも電気の円滑な供給に支障が出る恐れがあるなどの場合を除くとされている。

なお、脱稿後の10月21日には九州電力が9月26日までに申し込みがあった低圧(50kW未満、敷地分割を除く)の回答保留分については回答を再開すると発表している。

最近のわが国の輸出入動向について

南 武志

1960年代末以降、わが国の貿易収支は石油危機などの場面を除けば、一貫して黒字状態が続いてきたが、2011年3月に発生した東日本大震災（以下、大震災）以降は赤字状態が続いている。当初は原発事故に伴う原油・LNG 輸入の急増がその主因とされたが、最近では仮に原発が再稼働したとしても赤字状態は解消しないとの予想も散見される。また、12年秋に為替レートの円安進行が始まってから2年近くが経過したが、想定された輸出数量の回復が見られず、Jカーブ効果は幻想ではないかとの指摘も聞かれる。

以下では、わが国の輸出入構造にどのような変化が起きているのか、具体的な事象を取り上げながら考えてみたい。

赤字状態が続く貿易収支

13年度の通関貿易収支は▲13.7兆円と3年連続の赤字で、かつ赤字幅は過去最大を更新した。このうち、輸出額は前年度比10.8%の70.9兆円であったが、円安進行によって輸出物価が同10.4%の上昇率だったことを考慮すると、輸出数

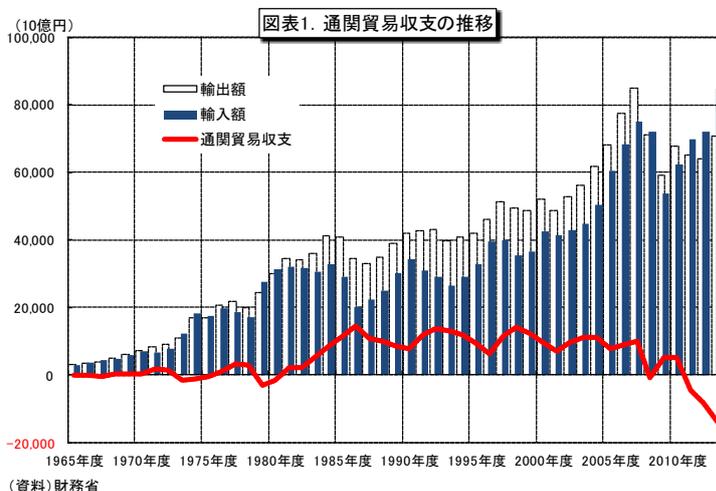
量（もしくは実質輸出）はほとんど増加しなかったと推察される。

一方の輸入額は同17.4%の84.6兆円であった。輸出と同様に円安効果で金額が膨らんだほか、資源・エネルギー価格そのものの上昇も加わり、金額が膨らんだ面がある。なお、輸入数量（もしくは実質輸入）は同4%弱の増加だったが、実質輸出の伸びを上回った要因の一つには、14年4月からの消費税増税を前にした駆け込み需要の存在が挙げられるだろう。

鉱物性燃料輸入の状況

再生可能エネルギーへの期待は高いとはいえ、原発事故直前まで原子力が担っていた電力供給の代替手段になるには至っておらず、原発停止に伴う代替先のはほとんどは石油・石炭・天然ガスといった鉱物性燃料にシフトしたとされる。その結果、鉱物性燃料の輸入が増え、11年3月以降、わが国の貿易収支は赤字が続いている、と一般には捉えられている。

ちなみに、13年度の鉱物性燃料の輸入額は28.4兆円で、輸入総額（上掲84.6兆円）の33.6%を占めている。このうち、原油および粗油は14.8兆円（2.1億k0）、LNGは7.3兆円（8,773万t）であった。いずれも金額ベースでは高い伸びとなった（それぞれ前年度比で17.5%、8.7%）が、数量ベースの増加率は限定的である（同じく1.5%、

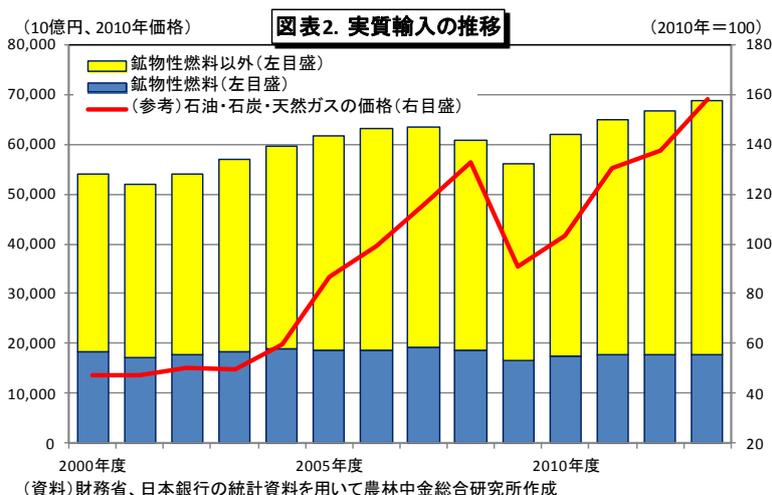


1.0%)。

なお、冒頭ではこうした「火力シフト」に伴う鉱物性燃料の輸入拡大が貿易赤字の一因とされたと述べたが、その状況について確認しよう。実質鉱物性燃料輸入 (= 鉱物性燃料の輸入額 ÷ 輸入物価の「石油・石炭・天然ガス」指数) の推移をみると、大震災や景気変動などの影響はあまり受けておらず、ほぼ一定水準での横ばいが続いていることが見て取れる(注1)。

つまり、大震災前後の鉱物性燃料の輸入量そのものにはあまり変化がなく、むしろ震災後に見られた鉱物性燃料の価格高騰によって輸入額が膨らんだ可能性が指摘できる。

ちなみに、震災後も鉱物性燃料価格が10年度の水準で推移したと仮定した場合(注2)、12、13年度の貿易収支赤字はそれぞれ▲3兆円台前半、▲5兆円台前半と、実績の4割弱まで縮小するとの試算が得られる。しかし、11年度(▲0.3兆円ほど)も含めて、収支尻が赤字であることには変わりはなく、大震災後に続いてい



る貿易赤字の原因が「火力シフト」以外にもある可能性は極めて高い。

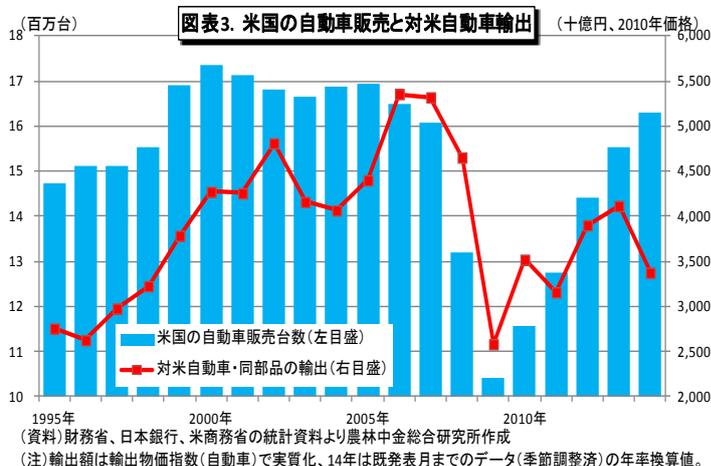
(注1) 貿易統計の輸入額は CIF (運賃・保険料込み) で評価されるため、厳密には運賃コストの変動等も考慮しなくてはならないが、今回の分析では割愛した。

(注2) 鉱物性燃料の輸入量は震災前の水準で一定と仮定した。

減少する対米自動車輸出

次に、米国向けの自動車・同部品の輸出について見ておきたい。13年度の自動車・同部品の輸出額は14.1兆円で、輸出総額に占めるシェアは19.9%、そのうちの32.9% (4.6兆円) は対米輸出であった。また、米国向け輸出 (13.2兆円) のうち、自動車・同部品は35.2%を占めるなど、大きな役割を担っている。

しかし、14年に入ってから米国向け自動車・同部品は頭打ち状態となり、5月以降は減少傾向が強まっている。円安効果が一巡しつつあるとはいえ、契約通貨ベースでの北米向け乗用車価格は前年比▲1.1% (14年7~9月期) と下落傾向が続いており、



価格競争力が喪失したわけではないと思われる。一方で、米国の自動車販売は年率1,629万台(14年1~9月、米商務省)と、米国発の金融危機発生以前の水準を回復するなど、底堅く推移している(図表3)。おそらく、最近の両者の乖離は、主要国内メーカーの北米工場の稼働などが影響しているものと思われる(注3)。

(注3) 例えば、ホンダ、マツダはいずれも14年にメキシコにて新工場を稼働させ、当地からの米国向け輸出に本格的に乗り出した。

生産拠点の海外シフトの影響

国際的な競争に直面している製造業が収益確保のために国境を越えて事業展開をするのは必然であり、その過程で生産拠点の海外展開を図るのも不可避である。特に、高齢化・人口減少が始まっている日本では、円高の定着などで国内生産のコストが相対的に高まれば、生産拠点の海外シフトは加速し、「産業の空洞化」が起きる可能性は高い。

まず、わが国製造業の海外事業展開などについて確認したい。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によれば、海外現地生産を行う製造業の割合は、12年度69.9%と統計開始以来最も高い比率となった。さらに、13年度見込みで70.7%、18年度には73.4%と、今後も上

昇する見通しである。また、海外現地生産比率(=海外生産÷(国内生産+海外生産))についても、12年度20.6%と同様に統計開始以来の最高を更新、13年度見込みは21.6%、18年度は25.5%と、今後もその比率が高まる見通しである(図表4)。

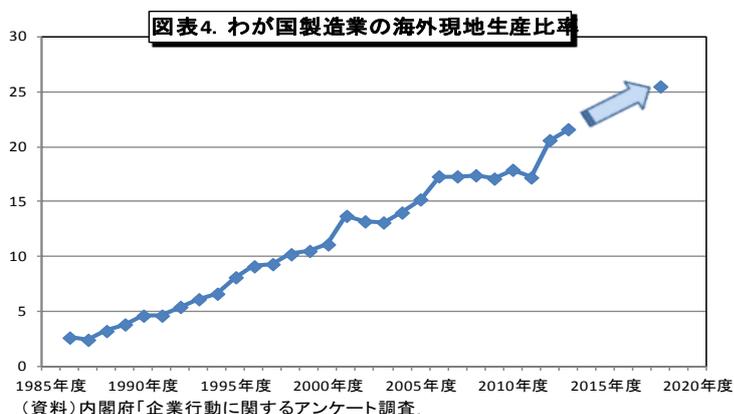
このように海外に生産拠点を置く理由として、「現地・進出先近隣国の需要が旺盛または今後の拡大が見込まれる」といった市場規模に注目する企業が50.8%あり、次いで「労働力コストが低い」を挙げる企業(19.1%)が多かった。

なお、生産拠点の海外シフトが貿易収支に与える影響としては、①逆輸入効果(本来は国内で生産していた財を海外拠点で生産した財に切り替える)、②輸出誘発効果(海外拠点へ資本財・生産財の輸出が増加する)、③輸出代替効果(日本から輸出していた財を海外拠点が代替生産する)、④輸入転換効果(国内生産していた財を海外生産に切り替えることで、資源・エネルギーなどの輸入が減少)、等が考えられている(大西・他(2013))。このうち①、③は赤字化を、②、④は黒字化を促すとされる。

対外バランスへの為替レート調整効果

第二次世界大戦後の国際金融の根幹で

あったブレトン・ウッズ体制は1970年代前半には終結し、先進各国は変動相場制に移行した。固定相場制には為替変動リスクを無視できるというメリットもあるが、半面、自由な資本移動と独立した金融政策のいずれかを放棄しなくてはならないデメリットもあ



り、日米独の対外バランス（経常収支など）が不均衡化する中でその放棄は必然であったと思われる。そして、変動相場制には対外バランス均衡化への貢献が当初、期待されていた。

しかし、対外バランス不均衡への為替レートの調整能力に対しては常に疑問視する意見も多い。80年代半ばにドル高是正のための国際協調を決定したプラザ合意以降も米国の経常収支は赤字幅が拡大し続け、ようやく赤字縮小に転じたのは2年が経過してからであった^(注4)。同様に、日本の対外バランスもなかなか均衡化に向かわなかったが、その原因としてわが国の輸出製造業は市場シェアを確保するために、円高を輸出価格に転嫁しないような行動（PTM(pricing-to-market)、市場志向型価格設定行動）をとっているため、といった解釈がされることも多かった。一方、ニューケインジアンらはマサチューセッツ・アベニュー・モデルを提唱しているが、価格調整プロセスに時間がかかることを念頭に、為替レートの伸縮性は対外バランスの均衡化に機能すると主張した。為替レート変動の対外バランスへの影響度への評価はいまだ定まっていないというのが実情であろう。

さて、今回のアベノミクス登場とともに、1ドル=70円台という歴史的な円高状態からの修正が図られた。しかし、経済学者のコンセンサスは、実体経済にとって重要なのは名目為替レートではなく、相対的な物価変動分を除いた実質為替レートである、というものである。それゆえ、09～12年にかけての実質為替レートは過去の円高局面（1993～95年、2000年前後）と比較して水準が高いわけではなく、影響は限定的との意見が多かった（図表5）。

しかし、岡田・浜田（2009）では、こうした議論は実質為替レートと交易条件を同一視することから発生しているが、両者が一致することは非常に稀であると主張している^(注5)。さらに、今回の超円高局面において、わが国を代表するリーディング・インダストリーであった総合電気機械が不振に陥ったことも留意すべきであろう。円高に全ての責任を負わせるべきではないのだろうが、その要因を的確に分析することは今後にとっても有益と思われる^(注6)。

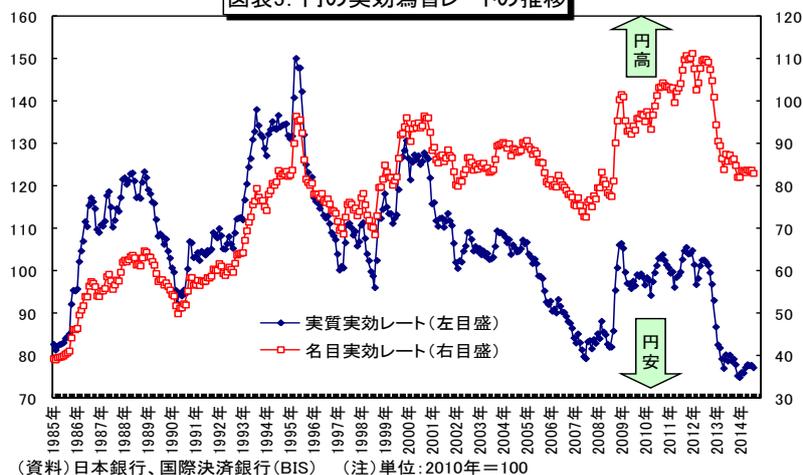
（注4）こうしたJカーブ効果が発生するのは、短期的な輸出入の為替レート弾性値は小さく、マーシャル・ラーナー条件を満たさな

いたためと考えられている。

（注5）実質為替レートは貿易財の相対価格を示す交易条件ではなく、貿易財と非貿易財の相対価格を示すものであると整理している。こうしたなか、交易条件以上に実質為替レートが上昇した場合、輸出製造業の収益環境は悪化することになる。

（注6）榎本（2014）は超円

図表5. 円の実効為替レートの推移



高が総合電機産業の事業基盤を毀損させたとし、長期的な為替安定化策の必要性を唱えている。

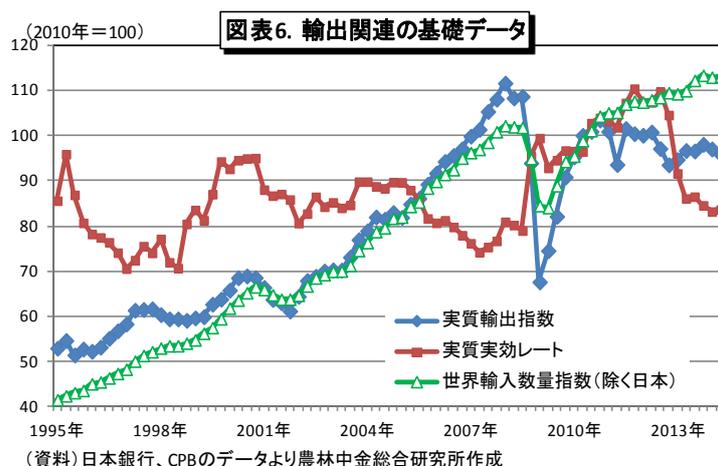
輸出入構造の変化

最後に、輸出入関連の基礎データを用いて、単純な輸出入関数を推計し、何らかの構造変化が起きているかどうかについて検証してみよう。輸出関数について

は、被説明変数を実質輸出指数（日本銀行、①）に、説明変数として実質実効為替レート（日本銀行、②）と世界輸入数量指数（除く日本、Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB)、③）のデータより当総研作成）を用いた（図表 6）。また、輸入関数については、被説明変数を実質輸入指数（日本銀行、④）に、説明変数として輸入物価指数／国内企業物価（除く鉱物性燃料、日本銀行、⑤）と民間最終需要（内閣府経済社会総合研究所、⑥）を用いた（図表 7）。いずれも四半期データを使った。

まず、データを眺めてみると、輸出に関しては10年あたりを境に、①の②や③に対する感応度が低下しているように見える。逆に、輸入については、10年あたりから、④と⑥との連動性が強くなっているように見える。

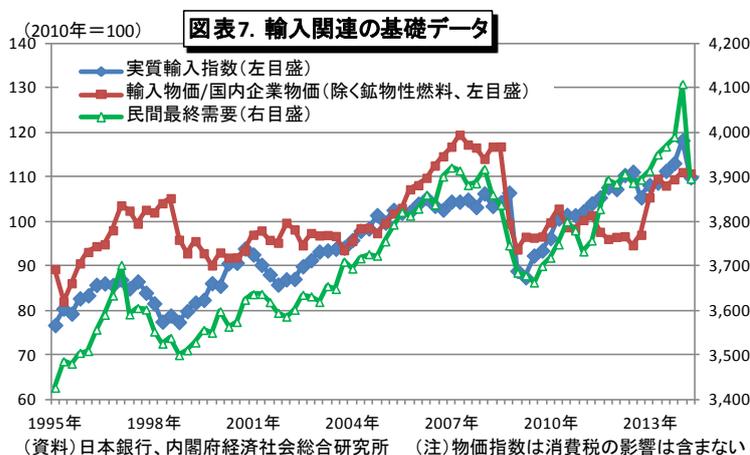
実際に輸出入関数を1995～2013年の期間において対数線形で推計し、ステップワイズ・チャウ・テストを行うと、いずれも2000年代前半を中心に構造変化が起きた可能性を示唆する結果



が得られた（図表 8）。ちなみに、輸出関数について1995～2007年の期間で推計し、それを用いて08年以降の実質輸出指数を外挿推計してみると、アベノミクスが始動した12年末あたりから推計値は実績値を上振れて推移していることが見て取れる（図表 9）。つまり、13年以降、世界貿易量が増加し、かつ実質実効レートが減価していることを反映して、従来の輸出構造の下では輸出の本格回復が見られていたはずであるが、実績値はそれを大きく下振れて推移しており、「失われた輸出」が発生していることになる。

結語

わが国、特に製造業では円高への「恐怖」が戦後一貫して強く、円高リスクを

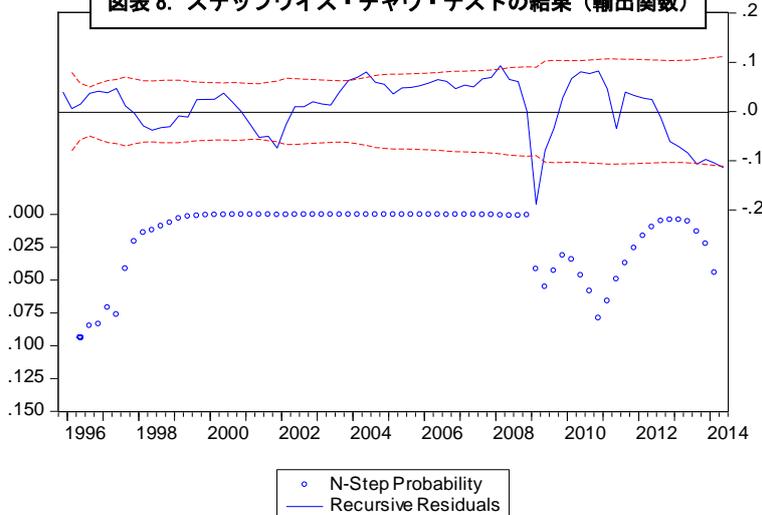


低下させるための努力が絶えずされてきた。具体的には、生産拠点の海外移転、輸出入に係る円貨決済比率の向上、価格弾力性の高い汎用財から低い高付加価値財へのシフト、などである。その甲斐あって、超円高下においても製造業は相応の収益を確保するなど、円高に対する耐性は強まっているようだ。しかし、それ

は本来、労働者に帰属すべき労働生産性の向上分を賃金上昇に反映させずに得られたもので、まさに「デフレ下のビジネスモデル」の結果といえる。

世界経済が今なお崩れている需給バランスを着実に改善するような成長を続けられれば、日本が強みを持つ高付加価値財の輸出が活性化し、貿易収支が（一時的にせよ）黒字になる可能性もある。しかし、企業が国境を越えて事業展開を進めていくなかで、一国の輸出入の収支尻の意味合いが以前とは違ったものとなっている貿易収支の収支尻で一国の「国力」を図ることはもはや適当ではなさそうだ。

図表8. ステップワイズ・チャウ・テストの結果（輸出関数）



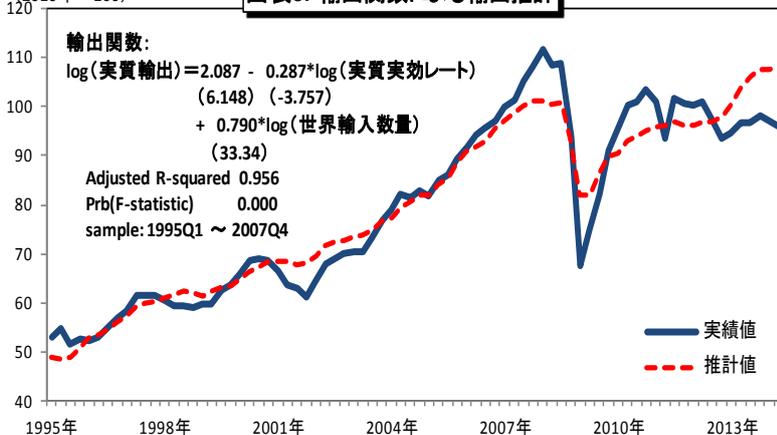
（資料）農林中金総合研究所作成

【参考文献】

榎本俊一（2014）『総合電気産業と持続的円高』、中央経済社
 大西靖・伊藤美月・柴田啓子・塚本朋久（2013）「貿易・国際収支の構造的変化と日本経済」、伊藤元重編・財務省財務総合研究所編著『日本の国際競争力』（中央経済社）所収
 岡田靖・浜田宏一（2009）「ポストバブル期の日本の金融政策」、吉川洋編集『デフレ経済と金融政策』（慶應義塾大学出版会）所収

(2010年=100)

図表9. 輸出関数による輸出推計



（資料）農林中金総合研究所作成 （注）輸出関数の係数下の括弧内はt値。

機械受注

竹光 大士

機械受注とは

機械受注は主要機械メーカー280社の受注額を調査する統計であり、需要者別、機種別のデータが公表される。この機械受注は文字通り資本財の「受注」を示すものであり、「進捗」を示す民間設備投資(GDPベース)にとっては先行指標として注目されてきた。なお、振れが激しい船舶の受注や電力業からの発注を除いた「船舶・電力を除く民需」が代表的な指標とされている(以下、この系列を機械受注と呼ぶ)。

機械受注と設備余剰感

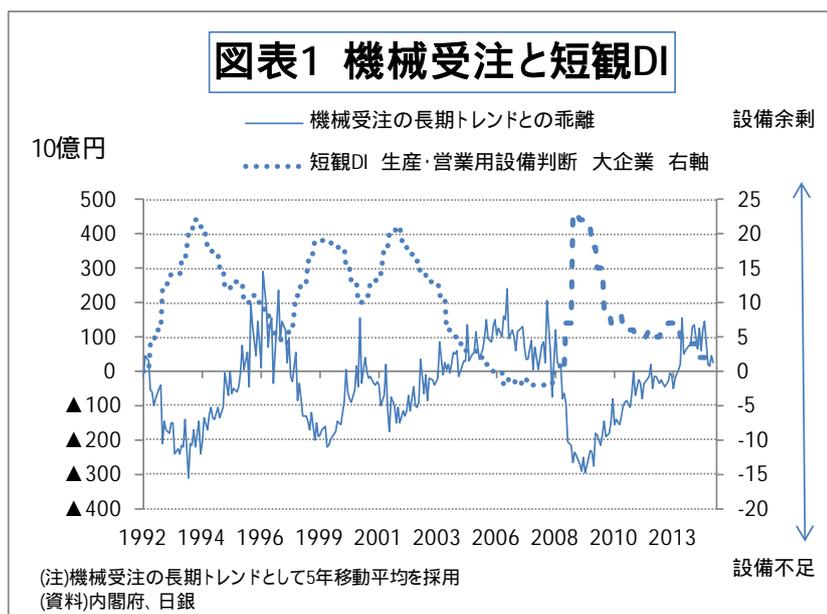
90年代後半以降、企業設備投資の慎重姿勢が続いており、それが人口の減少とともに日本の潜在成長率の下押し要因として懸念され続けてきた。一方、今後10年平均で実質2%の経済成長を目指すアベノミクスでは、年間70兆円の設備投資目標が設定され、設備投資底上げを図ろうとしている。

ここで、機械受注と日銀短観「生産・営業用設備判断DI」(以下、設備判断DI)の関係を見てみたい。設備投資にはサイクルがあるとされているため、以下では機械受注とそのトレンドとの乖離に注目する。図表1からは設備余

剰感が大きいと機械受注は長期トレンドを下回り、設備余剰感が小さいと長期トレンドを上回ることがみてとれる。現在は、設備余剰感が低下し、機械受注が増加する局面に入っていると捉えることができる。

また、日銀短観の14年度設備投資計画(大企業、ソフトウェア含む土地除く)によれば、9月調査では前年比8.7%と6月調査(同8.3%)から上方修正されるなど、堅調といえる。但し、諸コストの低さや市場の潜在性等から生産拠点の海外シフト等が進行しており、国内の設備投資にとっては抑制要因と考えられる。しかし、企業業績が底堅く推移する中、老朽化が進んだとされる設備の更新需要は高まっていることから、機械受注が急減する可能性は現時点では低いと思われる。

図表1 機械受注と短観DI



求人数

趙 玉亮

求人数の定義

米国労働統計局は、求人、採用、離職の動向を把握するため雇用動態調査（JOLTS）を実施している。このなかで、月の最終営業日において、未充足の職務の数を求人数（日本の求人数概念と違うことに注意する必要がある）と定義している（図表1）。求人数は労働市場の雇用需要に相当することから、注目される。

図表1 求人数の条件と範囲

条件	含まれない人
・特定の職務が存在し、その職務のための仕事がある（就業形態はフルタイム、パートタイム、永久的、短期等いずれも良い） ・その職務は、30日以内に仕事を開始ことができ、その間に適切な候補者を探すための実際の採用活動を行う（事業所外から積極的労働者の採用に務める）	・内部の人事異動 ・レイオフした労働者のリコール ・31日以上を経て充足する職務の求人 ・採用者が決まったが、まだ働き始めている ・労働者派遣、企業外契約会社、コンサルタントなど

（資料）米労働統計局

求人数が示す雇用需要の回復

2008年金融危機後の大不況を受け、民間部門の雇用が減退し、求人数も大きく低下した。求人数は09年10月を底に増加に転じ、14年8月には483万人と、金融危機後の最高水準に達しており、以前（07年）の水準を超えている（図表2）。

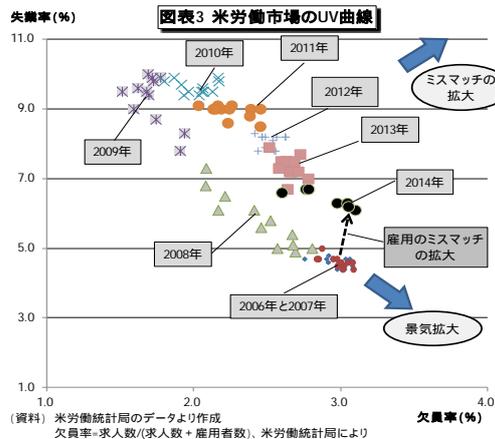


UV 曲線からみた雇用のミスマッチ

求人数の増加や失業率の低下は雇用全体が回復していることを示している一方、労働市場における雇用のミスマッチは金

融危機以前より拡大していると多くの研究者が指摘している。そこで、欠員率（V）と失業率（U）との関係を示すバリエーション曲線（UV 曲線）を見てみよう（図表3）。

08～09年には、大幅な失業率の上昇と欠員率の低下がみられ、UV 曲線は左上方向に移動した。10年以降、労働市場の改善の下、UV 曲線は右下方向へと徐々に移動し、以前と比べ外側へシフトするようになっている。つまり、直近14年6～8月期の値は、07年の欠員率の水準からあまり変化しない中で失業率が高くなっており、雇用のミスマッチが拡大していると示唆される。



このミスマッチの拡大は構造的失業の増加によるものと考えられる。一般に、高い求人水準であれば、失業率の低下が期待できるが、構造的失業が増加している場合、失業率の低下は抑制される可能性がある。また、構造的失業の増加は、米国経済の潜在成長率を下押しする可能性もある。このため今後、労働市場や経済の本格的な改善を図る上で、このミスマッチの拡大要因を検討し、それを解消する対策が求められる。