潮　流

農業金融の毀誉褒貶

代表取締役社長　古谷　周三

忌々しいが「週刊ダイヤモンド（JA 解体）」を買ってしまった。なかに「全国農協ランキング」があり、指標として真っ先に農業融資（農業向け貸出 / 貸出）が挙げられている。本業の農業を忘れ、住宅ローン等に傾斜する農協金融の「脱農化」を批判し、「真面目にやらぬと（政府に）解体される可能性が高い」とまで解説している。農村の変容や多様性を無視したこの種の分析がフェアでないことは明らかだが、一応農林金融統計で確認してみる。全国の農協の農業関連貸出は 1.3 兆円（26.3 末、以下同じ）で、総貸出 22.9 兆円の 5.9%、総資産 110.9 兆円の 1.2%と確かに小さい。「それで農業金融機関と言えるのか」という声が聞こえてきそうな数字だ。

一方で、借手の農業サイドから見ると景色は一変する。日銀統計他による農業分野への全国総貸出は 4.2 兆円だが、全体の半分の 2.1 兆円を JA バンク（うち農協 1.3 兆円）が占め、これに農協の公庫受託 5 千億円を加えると 2.6 兆円と、実に総体の 62%を農協陣営が窓口となって貸し出している。農家・農業法人にとって農協は最もメジャーな借入先であることも事実だ。

この二つの事実は何を意味するか。単に農業分野は資金需要に乏しいだけなのか、実は資金需要はあるのに対応できていないのかで、意味は大いに異なる。前者であれば農業の停滞を資金が反映していることになるが、後者であれば農業の成長を資金が制約していることになる。

ここを解明するには、どんな経営体にどんな資金需要があるか、実態把握が必要だ。農業経営は高齢者、地域の中心的担い手、集落営農、農業法人と多様化し、世代交代期における規模拡大と法人化が進んでいる。資金も稲作兼業の面的需要から、主要経営体の「点」の需要に集約の動きがある。農協金融がこれにどの程度きめ細かく対処できているか、その充足度に答えがありそうだ。

当研究所では農林中金と共同で JA が選定した農業経営体に対し全国規模の金融機関利用に関するアンケートを実施している。その結果によると、やはり若手・規模の大きい層・法人にもう一段の資金需要がある。稲作は機械取得が中心だが、集約型の施設園芸・畜産では機械設備だけでなく運転資金需要もある。同時に補助制度や多角化等の経営情報ニーズもあり、担保等借入条件や審査手続きの要求も高度になる。

残念なことに全体としては、大規模化し、法人化するにつけ資金面でも農協を「卒業」していく傾向が見られる。規模拡大につれ苦手の中小企業金融に近似し、足が遠のく事情もありそうだ。

どうやら答えは両方のようだ。農協金融は広く農家をカバーしているが、一部先端層は銀行利用の傾向がある。だが、銀行経営にとって農業は産業の一分野にすぎず、貸出営業は勝者を一本釣りする「選別と淘汰」の視線だ。借入農家・法人にすれば「安定性」に不安がつきまとう。

一方、農協にとって農業融資は組合員の営農と生活を支える自身の血流そのもの、銀行とは目線も時間軸も違う育成金融である。特に移行期の今、地域農業の核となる担い手への金融は大切だ。農協内の営農と信用が一体で相談に乗り～管内農業の専門家は農協内にいる～経営審査・評価し、資金需要を掘り起こし、成長を育てる責任がある。必要なら連合会の機能・ノウハウも借りればいい。

確かに中には法人化し地域を超えて行こうとする経営もあろう。だが、農業と地域に責任を持つ組織としては、「卒業組」とも接点は欠かせない。連合組織も含めて投融資の仕組み・ノウハウ・態勢を整え、「卒業」でなく、地域と調和する「進学」の道も準備の要がある。

こうして「農業への融資が少ない」という形式的な批判者に対し、プロとして営農と経営を見極める「力量」を示すこと、地域農業のビジョンを持ち「これは専門家だ」と知らしめること、そうした異次元の高みを示すことが彼らを沈黙させる近道なのではあるまいか。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

総選挙での与党圧勝でアベノミクス路線は継続

～原油下落を引き起こした世界経済の先行き懸念も併存～

南　武志

要旨

アベノミクス路線の継続の是非が争点の一つとなった総選挙では与党圧勝という結果となった。政府は、次回の消費税増税時期に設定された2017年4月までに、日本経済が増税に耐えうるだけの底力をつけるべく、デフレ脱却や成長促進を確実なものとさせる必要がある。とはいえ、足元の国内景気は、企業部門では業績や景況感、設備投資計画などに底堅さもみられるが、消費など家計部門の経済指標に消費税増税の悪影響が色濃く残るほか、原油安の原因となった世界経済の先行き懸念も意識されるなど、不安定な状況である。14年度下期にはプラス成長に戻ると思われるが、V 字回復には至らず、頭打ち感が続くだろう。また、物価も 0%台半ばへ鈍化するとみられる。ただし、早期のデフレ脱却に向けた経済政策への軌道修正、資源価格下落や円安定着などによって、15 年度入り後の国内景気は回復傾向が強まっていくだろう。

図表1．金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2014年	2015年			
			12月(実績)	3月(予想)	6月(予想)	9月(予想)	12月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.066	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M)		(%)	0.1800	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	(%)	0.350	0.20～0.50	0.10～0.45	0.10～0.50	0.10～0.55
	5年債	(%)	0.040	0.01～0.06	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.05
為替レート	対ﾄﾞﾙ	(円/ﾄﾞﾙ)	118.7	115～130	115～130	115～130	115～130
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	146.2	135～155	130～150	130～150	130～150
日経平均株価		(円)	17,210	18,750±1,000	19,250±1,000	19,500±1,000	19,750±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12月18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

2014 年「今年の漢字」（日本漢字能力検定協会）は「税」と発表されたが、日本経済はまさに消費税に振り回された 1 年であった。当総研は、消費税増税や財政健全化の必要性は認めつつも、まずはデフレからの完全脱却や成長促進を実現すべきであり、同時に追い求めても中途半端になりかねない、と一貫して主張し続けてきたが、残念ながらその通りになってしまった。14 年 4 月の消費税増税は失敗した、と言わざるを得ない。

しかし、14 年 11 月、安倍内閣は消費税の再増税を 17 年 4 月に先延ばし、それまでにデフレ脱却と成長促進というアベノミクス本来の目的を最優先で実現するという軌道修正を図った。また、アベノミクスの是非が争点となった総選挙では与党圧勝となり、同路線の継続が確定した。今後の課題としては、一部しか恩恵を被っていない成長の果実が経済全体に波及させていくことであろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

さて、国内景気の現状としては、企業業績（法人企業統計など）や経営者のマインド（日銀短観など）、14 年度の設備投資計画（同）は底堅い推移が続く一方で、家計部門には依然として増税の影響が残っている。14 年度は政府の要請もあり、ベア復活も含めて賃上げが実現したが、増税効果がそれを上回り、多くの家計は実質所得が減少する状況に追い込まれたといえる。加えて、10 月以降の一部食料品の値上がりなどで消費者マインドは一段と冷え込んでいる。

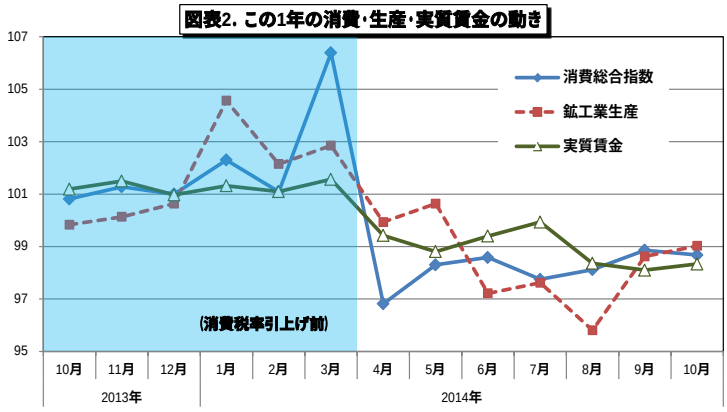
こうしたなか、17 年 4 月に確約した消費税再増税の前までに、日本経済が増税に耐えうるだけの底力をつけるようにしなくてはならない状況に自ら追い込んだ安倍内閣にとって、適切な賃上げが実現することは極めて重要な課題となっている。そのため、与党圧勝となった総選挙後の 16 日には政労使会議を開催し、経済界が賃上げに向けて最大限の努力を図ることを明記した合意文書を取りまとめるなど、官民一体となった賃上げムードは定着しつつある。実際に 15 年の春季賃金交渉において賃上げが実現すれば、15 年 4 月には増税効果が一巡すること、さらに足元の原油安に伴うエネルギー価格の下落なども加わり、家計の所得環境は大きく好転する可能性が高い。

さて、景気の現状については、消費を中心に国内需要に低調さが残る中、9、10 月と輸出増によって生産回復もみられた。しかし、11 月の輸出は再び弱含むなど、今一つ安定感がないのも確かである。そもそも、足元の原油安は世界経済の先行き懸念を反映したものであることを踏まえれば、輸出を景気牽引の主役と据えることはまだ適当とはいえない。当面は消費持ち直しと老朽化や設備不足感に伴う設備投資需要の強さに注目するのが妥当といえる。なお、10～12 月期にはプラス成長に戻るものと見られるが、V 字回復には至らず、鈍さが意識される状況は残るだろう。ただし、15 年度以降は、消費税再増税の先送り、日銀による追加緩和に加え、原油安メリットや円安定着などにより、回復傾向を徐々に強めていくだろう（後掲レポート『2014～16 年度改訂経済見通し』をご参照下さい）。

一方、物価については、消費税増税直後こそ堅調な動きであったが、円安・エネルギー価格の押上げ効果の一巡、増税後の景気足踏みによる需給悪化などの影響により、足元では鈍化が明確になっている。10 月の全国消費者物価（除く生鮮食品）は前年比 2.9%、増税による押上げ分（2.0 ポイント）を除けば同 0.9%へ鈍化するなど、夏場以降、上昇率が縮小し続けている。

12 月以降はガソリン小売価格が前年比下落に転じるなど、この先エネルギーは物価押下げ要因に転じる可能性がある。15 年春にかけて物価鈍化が一段と進行すると思われる。

図表2. この1年の消費・生産・実質賃金の動き



(資料) 内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成。
(注) 2013年10月～14年10月＝100

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

金融政策：現状と見通し

10 月 31 日に、量的・質的金融緩和の強化（QQE2）を決定した日本銀行であるが、政策の逐次投入はしないとの黒田総裁の意思もあり、当面は現状ペースでの資産買入れを続けるものと予想される。

さて、物価安定目標の早期達成を最優先に目指している日銀によって、目下の懸念材料は足元の原油安が経済・物価に与える影響であろう。実際、QQE2 はせっかく高まってきた予想物価上昇率のモメンタムを原油価格下落などから守るための予防的措置として打たれたものであり、「対応済み」と言えなくもない。また、原油安は直接的に物価指数を押し下げるとはいえ、国内部門にとっては実質購買力を改善させ、増税による悪影響を緩和する役割を果たす。原油下落状態が続けば、追加緩和も、といった観測が一部で浮上しているが、しばらくは静観する可能性が高いだろう。

さて、今後の金融政策の方向性については、日銀の想定通り、15 年度内に安定的に 2%程度の物価上昇実現が見通せる状況になれば、QQE2 からの出口議論が浮上することになり、金融資本市場には大きな影響を与えるだろう。

しかし、その可能性は依然低いと市場では見られている。上述の通り、15 年度に 2%の物価上昇は達成できそうもないのなら、日銀は追加緩和をして目標達成に向けた努力をするか、諦めて目標達成時期を 16 年度以降に先延ばしするか、などといった対応が必要であることは言うまでもない。15 年度半ばにはその決断を迫られるとみる。

もちろん、16 年度以降を見据えれば、消費税再増税という需要抑制政策が先送りされたことで、2%の物価安定目標を達成することは全く見通せないという状況ではなくなったと思われる。日本経済が潜在成長力を上回る成長を続けることができれば、16 年度下期には適度な賃上げと物価上昇が両立しうる経済が実現できる可能性がある。当然、そうした見通しが増えれば、QQE2 からの出口戦略への意識も強まっているはずである。

金融市場：現状・見通し・注目点

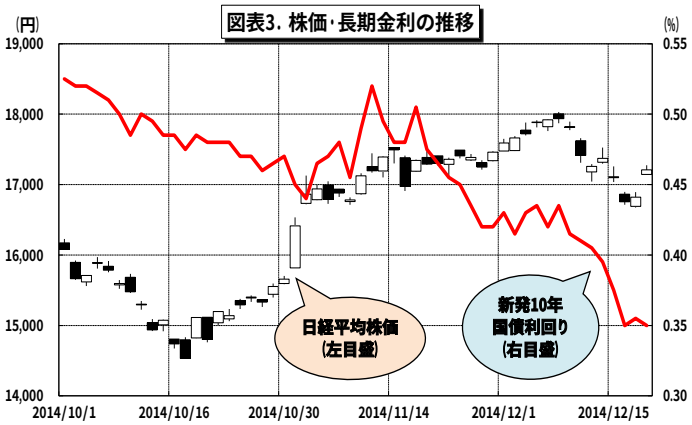
10 月 31 日の日銀による QQE2 発表後、株高・円安が一段と進んだが、足元では調整的な動きもみられる。一方、長期金利には低下圧力が加わり続けている。

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見たい。

① 債券市場

14 年入り直後は 0.7%台であった長期金利は、年間を通じてほぼ一貫して低下傾向をたどった。特に 10 月末に決定された QQE2 では、日銀による国債買入れ額が毎月 8～12 兆円（弾力的に運用）と、市中発行額（14 年度：155.1 兆円）に匹敵する規模まで増額されることになり、国債市場にも大きな衝撃を与えた。決定直

図表3. 株価・長期金利の推移



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

後こそ流動性リスクが再度意識され、変動幅の拡大を伴いながら上昇したが、買入れ額増額や年限長期化を図った効果はじわじわと効き目を表し、日本のソブリン格付けの引き下げというイベントもあったものの、足元ではイールドカーブ全体が押し下げられている。

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だろうが、極めて強力な緩和策の効果がさらに浸透することもあり、低金利状態が継続すると予想する。

② 株式市場

14 年入り後は、13 年末につけた直近最高値（16,291 円、終値ベース）をなかなか上回ることができなかった日経平均株価であったが、9 月中旬になってようやくそれを更新したものの、10 月には世界経済の先行き懸念などが意識され、一時 14,500 円台まで下落するなど、不安定な状況が続いた。しかし、10 月中旬以降は再度持ち直しに転じ、ETF（株価指数連動型上場投資信託）の年間買入れ額をそれまでの 3 倍の約 3 兆円に増額した QQE2 導入に加え、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の運用比率見直しの発表によって株高が一段と加速した。12 月上旬には一時 7 年 4 ヶ月ぶりとなる 18,000 円台を回復するに至った。ただし、足元では原油安が資源国通貨を下落させたこと等への懸念から、調整色が強まっている。

アベノミクス加速への期待、「流動性相場」の継続などは株価を下支えるとはいえ、価格設定能力が回復していない内需型企業での円安デメリットも意識される可能性があり、当面は底値を固める展開となると予想する。しかし、15 年入り後は景気期待から株高基調が再び強まると予想する。

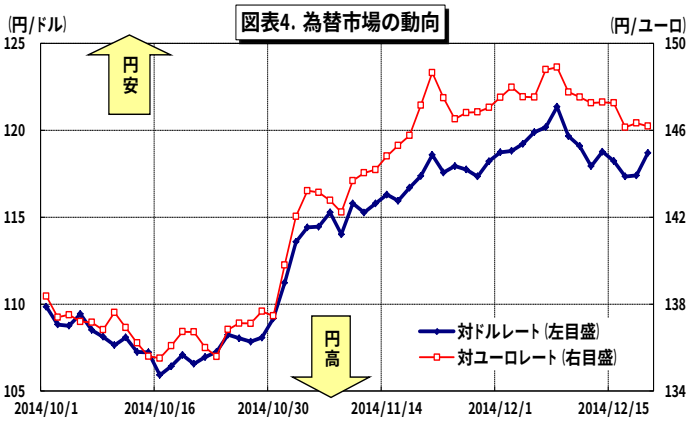
③ 外国為替市場

14 年入り後は 1 ドル＝100 円台前半でのもみ合いが続いたドル円相場であったが、8 月下旬以降は円安基調が強まっている。特に、10 月下旬には米量的緩和の終了や QQE2 の発表、さらには GPIF 運用改革案で外国債券・株式の運用比率の引上げが盛り込まれたこと（23%→40%）などで円安が加速し、12 月上旬には 7 年 4 ヶ月ぶりの 120 円台まで円安が進行した。ただし、足元では資源国通貨下落の影響で、円高方向に戻している。なお、先行きについては、円安気味での推移となるとみられ、特に米利上げが本格的に意識されれば円安が一段進むだろう。

また、対ユーロでも、QQE2 発表以降はドル円につられて円安傾向が強まり、1 ユーロ＝140 円台後半まで円安ユーロ高が進んだ。しかし、ユーロ圏において景気停滞やディスインフレへの懸念が強まる中、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への期待も根強い。状況次第では円高ユーロ安の展開になるだろう。

（2014.12.17 現在）

図表4. 為替市場の動向



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

国内経済金融

2014～16 年度改訂経済見通し（2 次 QE 後の改訂）

～「14 年度：▲0.5%、15、16 年度：1.5%」は修正なし～

調査第二部

12 月 8 日に発表された 7～9 月期の GDP 第 2 次速報（2 次 QE）および 13 年度確報などを踏まえ、当総研は 11 月 20 日に公表した「2014～16 年度経済見通し」の見直し作業を行った。

7～9 月期は僅かに下方修正

11 月 17 日に発表された 7～9 月期の 1 次 QE によれば、4～6 月期に見られた消費税増税後の反動減からの持ち直しが不発に終わるなど、経済成長率は前期比年率▲1.6%と 2 四半期連続のマイナスとなった。鈍いとはいえ、徐々に持ち直しの動きが始まっていたことから、リバウンドが観察できるはずとの事前予想に反する結果となり、15 年 10 月に予定されていた次回消費税増税の先送り判断を決定的なものとしたといえる。

さて、今回発表された 2 次 QE では、7～9 月期の法人企業統計季報において設備投資額が堅調であったこともあり、若干の上方修正が見込まれていたが、結果的には民間企業設備投資は僅かとはいえ下方修正された（前期比：▲0.2%→▲0.4%）ほか、公共投資なども下方修正され、経済成長率は前期比年率▲1.9%と、一段と落ち込んだ姿へ下方修正されることとなった。

景気の現状

14 年秋以降に発表された経済指標によれば、消費や実質賃金など家計の需要行動に関連する統計は相変わらず弱いものの、輸出や設備投資関連の持ち直し色が強まっており、企業業績や景況感などには底堅さもみられる。一部の業種や職種では引き続き労働需給が逼迫しているほか、全般的に見ても労働投入量（就業者×労働時間）は増税後も高い水準を保っている。

にもかかわらず、家計所得が低調さから脱する兆しはない。その理由は、そもそも「企業から家計へ」の所得還流が強まっていない上、増税分を含めた物価上昇分に比べると賃上げ率が見劣りしているからに他ならない。乗用車や家電など耐久消費財の反動減もさることながら、実質所得の目減りによって家計消費が全般的に抑制された状態に陥っている。

また、足元では量的・質的金融緩和の強化（QQE2）が発表されて以降、円安傾向が強まっている。輸出製造業にとっては収益改善効果も期待できる半面、家計の実質所得目減りが続く中、仕入れコストの価格転嫁が思うように進まないために、内需型産業では収益圧迫懸念が浮上するなど、明暗を分けている。

当面の景気・物価動向

以下では、当面の国内景気について考えてみたい。11 月 20 日に公表した「2014～16 年度経済見通し」においては、①消費税再増税の先送り判断や QQE2 の効果は、労働供給制約に直面する日本経済にとっては、短期的に見ればデフレ脱却に資する可能性がある、②政府からの要請

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

とはいえ、「企業から家計へ」の所得還流が進み、賃上げムードが定着することで、15 年度には実質所得の目減りが緩和・解消する可能性がある、③原油など資源価格の大幅下落は実質購買力を向上させ、円安デメリットを相殺する、などの要因により、14 年度はマイナス成長となるものの、15～16 年度と高めの経済成長を継続、16 年度下期には 2%の物価安定目標に向けた動きが明確化する、といった景気・物価シナリオを提示した。今回の 2 次 QE などの結果を受けても、それについては修正する必要はないと考える。

足元の 10～12 月期は、ようやく輸出数量の増勢が強まってきたほか、設備投資も回復基調が見て始めている。また、鈍いとはいえ、消費や住宅なども持ち直しの動きは散見されている。そのため、プラス成長に戻ると予想される。しかし、年度内は所得・消費の好循環は見られず、年度下期も停滞気味に推移する可能性は否定できない。

しかし、15 年度入り後は、消費税増税に効果が一巡するほか、賃上げ継続、さらには原油安などがエネルギーの価格下落を通じて、家計の実質購買力の向上に寄与していくだろう。また、円安効果の浸透や底堅い米国経済の動きを背景に、輸出の増加基調が定着し、設備投資も本格的な回復が始まるだろう。こうした好循環は 16 年度も継続し、特に下期以降は 17 年 4 月に予定されている消費税増税を前にした掛け込み需要も加わり、高めの成長となるだろう。また、労働需給の持続的改善を受けて、賃上げも定着、増税に向けた環境も整うだろう。

以上を踏まえ、14 年度の経済成長率は▲0.5%と 5 年ぶりのマイナス成長となるが、15、16 年度といずれも 1.5%成長と、潜在成長率を上回る成長を続けると予想する（前回 11 月からの修正はない）。消費者物価については 14 年度には消費税増税の影響で前年度比 3.1%の上昇となるが、消費税要因を除けば同 1.1%にとどまる。15 年度の上期中はエネルギー価格の下落の影響を受けるため、年度を通じては同 1.0%と予想するが、下期以降は需給改善効果により、上昇率は高まっていくだろう。そして、16 年度には 2%に向けた動きが明確化すると予想する。

しかし、「15 年度を中心とする期間内」に目標とする 2%の物価上昇を達成するのは依然厳しく、当面、日銀に対しては追加緩和もしくは目標変更といった思惑が付きまとうだろう。

2014～16年度　日本経済見通し

	単位	13年度（実績）	14年度（予測）	15年度（予測）	16年度（予測）
名目GDP	%	1.8	1.1	1.5	2.0
実質GDP	%	2.1	▲ 0.5	1.5	1.5
民間需要	%	2.3	▲ 1.9	1.7	2.6
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 2.8	1.6	2.5
民間住宅	%	9.3	▲ 11.0	▲ 1.9	2.3
民間企業設備	%	4.0	0.9	4.5	3.8
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.5	0.4	▲ 0.3	▲ 0.1
公的需要	%	3.2	1.0	0.5	0.4
政府最終消費支出	%	1.6	0.6	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	10.3	2.8	▲ 1.2	▲ 1.5
輸出	%	4.7	6.2	4.3	3.5
輸入	%	6.7	2.4	4.3	7.4
国内需要寄与度	%pt	2.6	▲ 1.2	1.3	2.0
民間需要寄与度	%pt	1.8	▲ 1.4	1.2	1.9
公的需要寄与度	%pt	0.8	0.2	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.5	0.7	0.1	▲ 0.5
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 0.3	1.6	0.0	0.4
国内企業物価　（前年比）	%	1.8	3.4	▲ 0.4	1.1
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	3.1	1.0	1.7
（消費税増税要因を除く）			(1.1)	(0.9)	(1.7)
完全失業率	%	3.9	3.6	3.6	3.3
鉱工業生産　（前年比）	%	3.2	▲ 1.3	2.1	4.7
経常収支	兆円	0.8	3.4	6.8	8.2
名目GDP比率	%	0.2	0.7	1.4	1.6
為替レート	円/ドル	100.2	111.0	124.4	118.8
無担保コールレート（O/N）	%	0.07	0.06	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.69	0.51	0.46	0.78
通関輸入原油価格	ドル/バレル	109.6	97.7	83.1	87.5

（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。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外経済金融

利上げ時期に注目集まる米国市場

木村　俊文

要旨

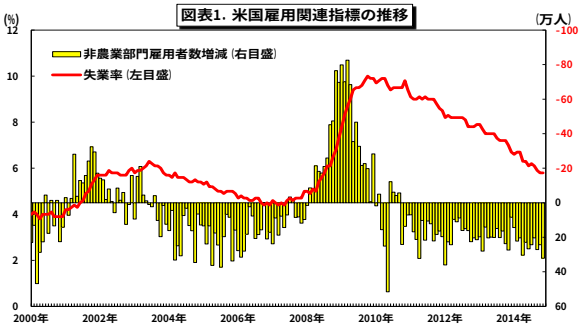
米国では、雇用回復の勢いが強まり、消費や生産が好調に推移するなど、回復基調が続いている。こうしたなか、米政策当局（FRB）は、12 月の会合後に発表した声明文で、金融政策の正常化には「忍耐強く」対応との表現を採用し、15 年の利上げに向けた姿勢を示した。

経済指標は底堅い動き

最近発表された米国の経済指標は、総じて底堅い動きを示している。まず、11 月の雇用統計では、失業率（5.8%）や労働参加率（62.8%）は前月から横ばいだったものの、非農業部門雇用者数が前月比 32.1 万人増となり、12 年 1 月（36.0 万人）以来の増加幅となった（図表 1）。

また、経済的理由によるパートタイム就業者数は 685 万人と、依然高水準ながらも 5 ヶ月連続で減少するなど、雇用者数の増加ペースが加速している。ただし、時間当り平均賃金は前年比 2.2%にとどまり、この 1 年半程度は伸び悩み状態が続いている。

個人消費は、11 月の小売売上高が前月比 0.7%と、自動車や建築資材を中心に増加したことから、3 月（1.5%）以来の高い伸びとなった。また、12 月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は、ガソリン価格下落や雇用改善への期待などを背景に 93.8 と 5 ヶ月連続で上昇し、07 年 1 月(96.9)以来の高水準となった。年末商戦はスタートが早まり平準化したことから、感謝祭（27 日）直後はやや不調であったと伝えられたがその後の動きは堅調で、マインドが大きく改善したことから、先行き消費は強まる可能性が高いだろう。



（資料）米労働省

企業部門では、11 月の鉱工業生産が前月比 1.3%と 3 ヶ月連続で上昇し、10 年 5 月（1.6%）以来の高い伸びとなった。自動車・同部品が 5.1%と 5 ヶ月ぶりに増加するなど、製造業の伸びが加速したほか、公益事業（電気・ガス）が増加に転じ、鉱業もマイナス幅を縮小した。また、設備稼働率も 79.3%と前月(78.9%)から上昇し、今後の設備投資増加につながる可能性も高いとみられる。

物価面では、11 月の消費者物価指数が前年比 1.3%と、2 月（1.1%）以来の小幅な伸びにとどまった。直近のガソリン価格がガロン当たり平均 2.5 ドルと約 5 年ぶりの安値を付けるなど、エネルギー価格の下落が物価を押し下げている。

FRB はフォワード･ガイダンスを修正

連邦準備制度理事会（FRB）は、12 月 16～17 日に開いた連邦公開市場委員会（FOMC）後に発表した声明で、政策金利の見通しに関するフォワード・ガイダン

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

スについて、事実上のゼロ金利政策を「相当な期間維持する」との前回までの文言を残しつつ、金融政策の正常化開始には「忍耐強く（patient）対応する」との表現を採用した。ちなみに、FRB は 04 年 1 月に「忍耐強く（patient）」という表現を採用し、その半年後に利上げを開始した。こうしたことから、市場では FRB が 15 年内の利上げに向けた姿勢を明示したと解釈された。

イエレン FRB 議長は FOMC 後の会見で、少なくとも次回（15 年 1 月）と次々回（15 年 3 月）の会合で利上げ開始を決定する可能性は低いと説明している。したがって、経済指標次第ではあるものの、最も早い場合には 4 月の利上げ決定もあり得ることになる。

ただし、図表 2 に示すとおり、FOMC 声明と同時に発表された最新の経済見通しによれば、FRB 理事と連銀総裁 17 人による 15 年末のインフレ率（上下 3 人ずつを除いた予想中心帯）は前年比 1.0～1.6%と前回 9 月時点の予想（1.6～1.9%）から下方修正され、かつ FRB の目標（2.0%）を下回っていることから、インフレ予防的な観点で早い段階で利上げに踏み切ることはないと思われる。

また、政策金利見通しの中央値は、15 年末で 1.125%（前回差：▲0.25%）、16 年末で 2.5%（同：▲0.375%）、17 年末で 3.625%（同：▲0.125%）と、いずれも前回見通しから引き下げられ、利上げペースもやや緩やかになった。

図表2　FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し（14年12月時点）

(%)

	2014年	2015年	2016年	2017年	長期
実質ＧＤＰ	2.3～2.4 (2.0～2.2)	2.6～3.0 (2.6～3.0)	2.5～3.0 (2.6～2.9)	2.3～2.5 (2.3～2.5)	2.0～2.3 (2.0～2.3)
失　業　率	5.8 (5.9～6.0)	5.2～5.3 (5.4～5.6)	5.0～5.2 (5.1～5.4)	4.9～5.3 (4.9～5.3)	5.2～5.5 (5.2～5.5)
ＰＣＥ デフレーター	1.2～1.3 (1.5～1.7)	1.0～1.6 (1.6～1.9)	1.7～2.0 (1.7～2.0)	1.8～2.0 (1.9～2.0)	2.0 (2.0)
コアＰＣＥ デフレーター	1.5～1.6 (1.5～1.6)	1.5～1.8 (1.6～1.9)	1.7～2.0 (1.8～2.0)	1.8～2.0 (1.9～2.0)	
FFレート 誘導水準	0.125 (0.125)	1.125 (1.375)	2.5 (2.875)	3.625 (3.75)	3.75 (3.75)

（資料）ＦＲＢ資料より作成
（注）メンバーの予想範囲から上下3人ずつを除いた予想中心帯を示す。失業率は各年第4四半期の平均値。GDP、PCEは各年第4四半期の前年比。FFレートはメンバー全員の予想中央値。下段（）は前回見通し。

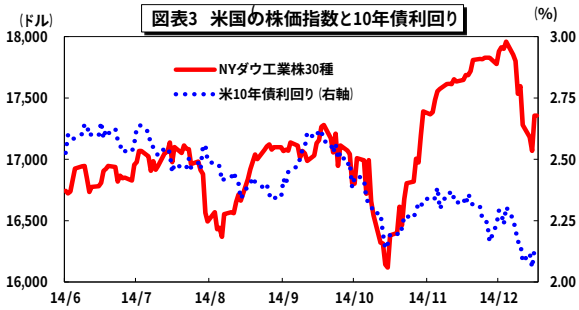
当面は、FRB 関係者の発言や経済指標をにらみながら、利上げ開始時期をめぐる思惑が市場での注目材料となるだろう。

米国市場は期待と懸念で乱高下

米国の長期金利（10 年債利回り）は、11 月の雇用者数が好調な伸びを示したことを受け、12 月上旬に 2.3%台に上昇した（図表 3）。しかし、その後は原油安が進んだ影響で低インフレが続くとの見通しが強まり、12 月中旬には 2.0%台まで低下した。先行きの長期金利は、景気回復が強まり、利上げが意識されるのに伴い、緩やかに上昇すると想定されるものの、当面は海外経済の減速懸念や原油安などを背景に低下圧力がかかりやすい状況が続くと予想される。

一方、株式市場は、雇用統計の発表直後に過去最高値を更新したものの、その後はエネルギー株を中心に売り優勢の展開となった。ダウ工業株 30 種平均は、12 月初旬に 18,000 ドルに接近した後、1,000 ドル近く（約 5%）下落した。FOMC 後は上昇に転じたものの、今後も株価は原油相場や利上げ時期に対する思惑から、高値圏でもみ合う展開が続くと予想される。（14.12.18 現在）

図表3　米国の株価指数と10年債利回り



（資料）Bloombergより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外経済金融

成長力が強まるフランス？　牽引力を弱めるドイツ？

～ユーロ圏で高まる景気低迷長期化の可能性～

山口　勝義

要旨

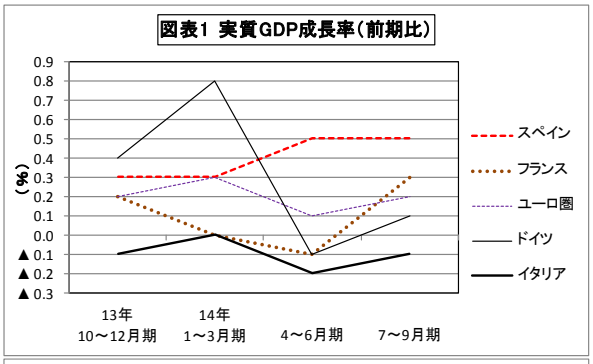
今後、ユーロ圏においてはドイツが経済成長の牽引力を弱める可能性が大きく、一方でフランスがドイツの役割を担うことは期待し難い。こうしたなか、有効な需要刺激策が採られないとすれば、ユーロ圏の景気低迷が長期化する可能性がさらに高まるものと考えられる。

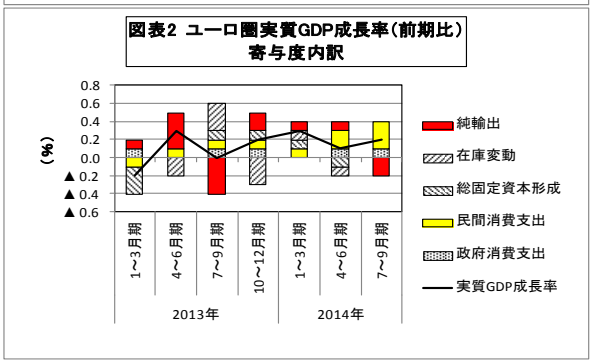
はじめに

景気低迷が長引くユーロ圏では、国家財政のほか企業や家計でも債務残高の削減が課題となっており銀行借入を通じた投資等の拡大には繋がりにくいことや、域内の金融機能も十全とは言えないことなど、景気回復上の障害が引き続き残されている。加えて、物価上昇率の低下（ディスインフレ）の進行、対ロシア制裁の影響拡大や、新興国や資源国経済の成長鈍化などの懸念材料も生じている。このため、今後も当面のところ実体経済の本格的な成長は困難であるばかりか、成長には相応のダウンサイドリスクが伴っているものと考えられる。

また、ユーロ圏ではこれまで、需要面の刺激策を軽視したままで経済の供給面の改革に偏重し、また金融政策に多くを依存する政策を採用してきた。これらの政策の景気対策としての実効性は限られたものであることから、今後もこうした政策を継続する場合には景気低迷からの離脱は一層見通し難いことになる(注1)。

こうしたなか、ユーロ圏では14年7～9月期の実質GDP成長率は前期比わずか0.2%にとどまり、改めて低成長の継続が確認された（図表1、2）。さらにここで注目される点は、まず、いわゆる周辺国の中で比較的順調な成長が認められるスペインとマイナス成長が続くイタリアとの経済情勢の分化であり、次に、前期比0.1%成長のドイツとそれを上回る同0.3%となったフランスとの対比である。





（資料）図表1、2は、Eurostatのデータから農中総研作成。

前者については従来から継続する動きであるが、後者については大方の見方に反し、フランスは新たに成長力を強めてきているということなのだろうか。一方、ドイツは今後ユーロ圏経済の牽引力を弱めていく可能性があるのだろうか(注2)。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

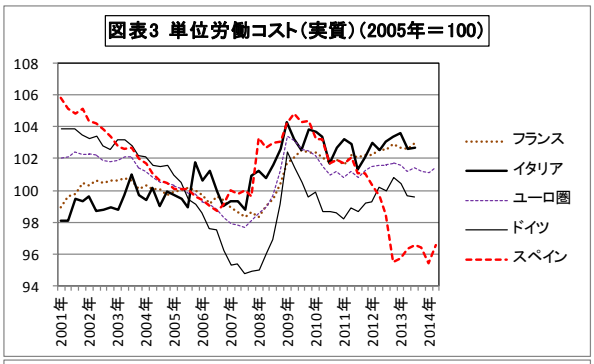
フランスは成長力を強めているのか？

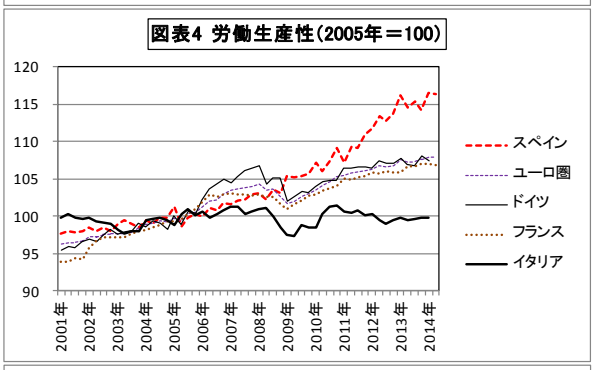
まずフランス経済の特徴を概観すれば、次の点が指摘できる。労働コストは高止まりし競争力に劣るなど、フランスはイタリアともども経済の構造改革の遅延で、供給サイドの弱点を引き続き抱え込んでいる。低位にとどまる企業の固定資本投資などに伴い労働生産性の改善は小幅であり、企業の収益性の低迷も顕著となっている（図表 3～5）。このためフランスの経済成長は世界経済のパイの拡大に大きく依存することになるが、新興国経済等の成長鈍化も懸念されるなか一層環境は厳しさを増しているものと考えられる。

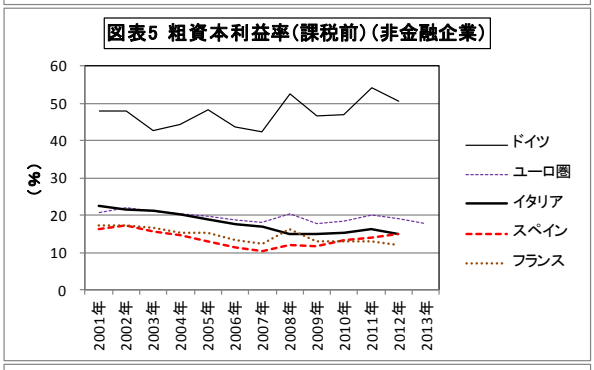
これに対し 14 年 7～9 月期の実質 GDP の内容を見れば、在庫の経済成長への寄与度が大きいことが確認できる（図表 6）。しかしながら、弱い内需が継続するなかで、また変動が大きいこれまでの推移からも、在庫が今後も同様の寄与を継続するとは考え難い。また、項目別の伸び率では個人消費支出がプラス圏にあるものの低い水準にとどまるばかりか、失業率が 10.5%（14 年 10 月）と、じり高傾向で推移する下では、今後の消費の加速は期待し難い。一方で、企業の固定資本形成の伸び率はマイナスが継続しており、こうした点からも経済成長力の底上げは覚束ないものとなっている。

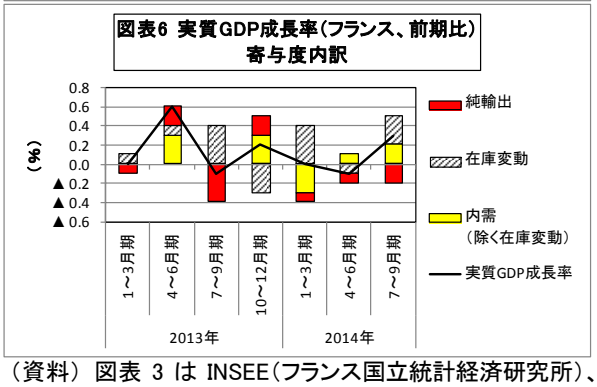
以上の情勢の下、フランスでは与党社会党は一枚岩ではなく、踏み込んだ景気対策の取り纏めには困難が伴っている。また、15 年予算案では財政赤字の目標達成を 17 年まで再度延期することとなったが、財政改革が今後も経済成長の負担として働き続けることになる。さらに、オランド大統領の支持率は12%にまで低下し極右の国民戦線（NF）が台頭するなどで、17 年の大統領選挙に向けて政治的な不透明感が高まることが予想される。

これらの点からすれば、今回のフランスの経済成長率の好転は一時的なものにとどまる可能性が高く、今後の経済情勢を楽観できる状況にあるとは言えない。









（資料）図表 3 は INSEE（フランス国立統計経済研究所）、図表 4～6 は Eurostat の各データから農中総研作成。

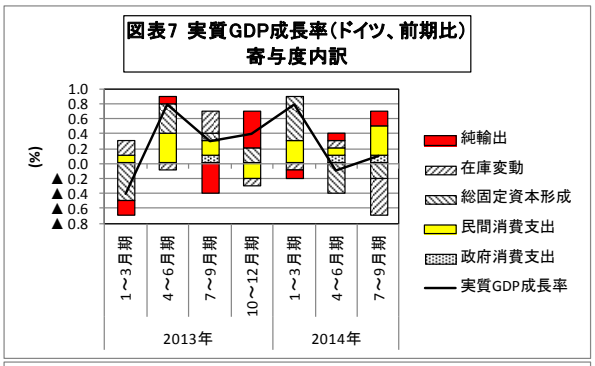
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

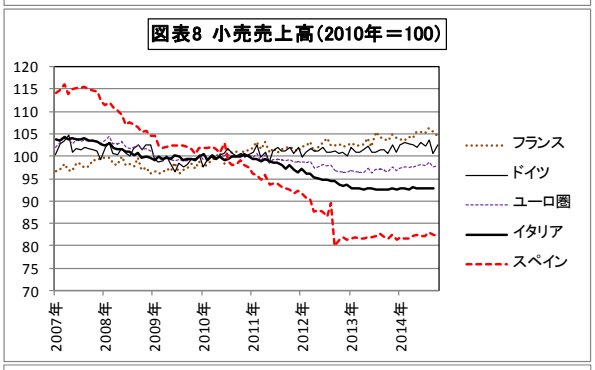
ドイツは牽引力を弱めていくのか？

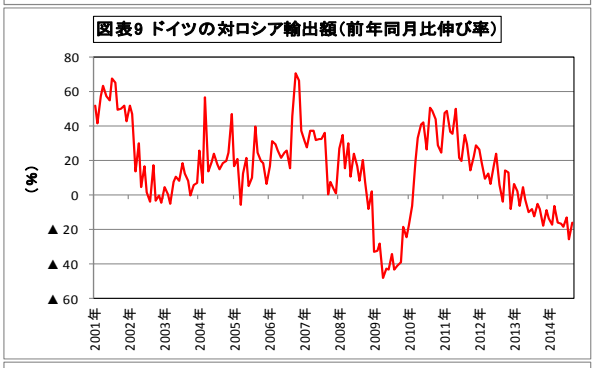
最近、ドイツ経済の成長減速化を強く意識させたものは、10 月初旬に発表された 8 月の製造業受注、鉱工業生産、輸出の各経済指標の相次ぐ悪化であった(注 3)。その後の 9 月、10 月分のデータについては改善が見られるもの、月により跛行性の大きさが残っている。

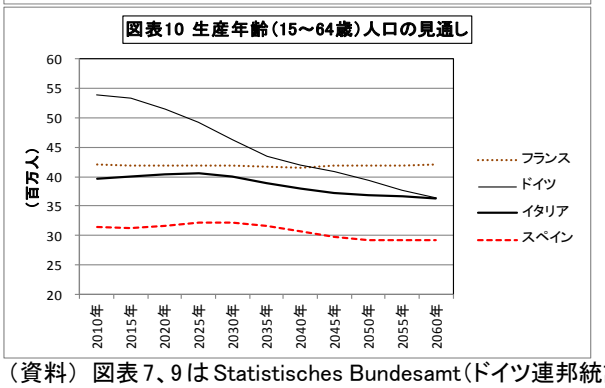
一方、14 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率を見れば、純輸出以上に民間消費支出の寄与度が大きいことが分かる(図表 7)。ドイツでは小売売上高が上向きつつあるなどの動きがあり、従来の主として外需に依存した成長から内需による景気下支えへの転換の気配として注目されるが、既に息切れ感も生じており明確なトレンドとなるには至っていない（図表 8)。

以上の下で懸念材料としては、第一に、対ロシア経済制裁の継続や、原油価格の下落に伴うロシア経済の一層の疲弊がある。既にマイナス圏のロシアに対する輸出額の伸び率は、さらに低下する可能性をはらんでいる（図表 9)。確かにドイツにとってはこの輸出額のシェア自体は 3%弱に過ぎないが、他にも両国の経済は密接な結び付きがあり、ロシアの動向はドイツ経済にとり無視できないものとなっている(注 4)。第二に、より中期的な視点からは、失業率が 4.9%(14 年 10 月)と、既に完全雇用に近い水準にまで低下し今後は潜在成長率の引上げが強く求められるドイツにおいて、固定資本投資は活発とは言えず生産性の改善はユーロ圏の平均的な水準にとどまっている点である（図表 4)。しかも今後、ドイツでは他国に比べ少子高齢化が急速に進む見込みであることからも、生産性の改善が進まなければ経済成長力が低下する可能性は一層強まるものとみられる (図表 10) (注 5)。









（資料） 図表 7、9 は Statistisches Bundesamt(ドイツ連邦統計局)、図表 8、10 は Eurostat の各データから農中総研作成。

このように、足元での対ロシアビジネスの縮小や、このほか新興国経済の成長減速化などの下で、また今後中期的にも、ドイツは経済成長の牽引力を弱めていく可能性が高いものと考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

以上のように、今後ユーロ圏においてはドイツが経済成長の牽引力を弱める可能性が大きく、一方でフランスがドイツの役割を担うことは期待し難い。

これに対し、ユーロ圏では一部には新たな景気刺激策を打ち出す動きも現れている。まず、11月にショイブレ独財務相が連邦政府による投資の増額を表明した。しかしながら、この実施は16年以降となり、かつ対象となる3ヶ年の総額も100億ユーロと、ドイツのGDPの0.1%程度にとどまることから、実質的な景気刺激効果は限定的であると考えられる。また、11月に就任したユンケル欧州委員会委員長が、15年以降の3年間にわたる総額3,150億ユーロの官民投資計画である「欧州戦略投資基金（European Fund for Strategic Investments、EFSI）」を鳴り物入りで打ち出した。これは欧州連合（EU）と欧州投資銀行（EIB）による210億ユーロの債務保証を核に民間資金を呼び込む計画であるが、これについても、予め重点分野をインフラ整備に置くことが妥当なのかどうか、現実に投資資金を確保できるのかどうかなど不透明な点が残されている。欧州では、12年にも1,200億ユーロ規模の投資計画を立ち上げたものの十分活用されなかった前例もあり、現場から遠い欧州委員会の発想が有効に機能するのかどうかは未知数である。

一方、最近の原油価格の下落もユーロ圏経済の追い風になるとは限らない。原油安は企業の製造や物流のコストを低下させ、製品価格の低下を通じて消費者にもメリットが及ぶことで、産油国から消費国への所得移転として働き得るが、経済の供給面以上に需要面に課題があり外需に大きく依存する状況のほか、一方でのユーロ安傾向もあり、こうした効果が順調に実体経済に浸透するとは限らない。むしろ、インフレ期待の一層の後退や、資源国経済の停滞などを通じ、マイナスの効果が拡大する可能性が否定できない。

また、ユーロ圏では欧州中央銀行（ECB）による国債を対象とした量的緩和政策（QE）の導入への期待も強まっているが、その効果には限界があるものと考えられる(注1)。こうしたなか、より需要面の刺激に着目した有効な政策が採られないとすれば、ドイツの牽引力の低下も加わり、ユーロ圏の景気低迷が長期化する可能性がさらに高まるものと考えられる。

（2014年12月17日現在）

(注1) ユーロ圏の景気対策の問題点や課題等については、次を参照されたい。
- 山口勝義「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～」（『金融市場』2014年11月号）
- 山口勝義「ユーロ圏を巡るリスクシナリオ～世界的な市場波乱のトリガーにも～」（『金融市場』2014年12月号）

(注2) スペインとイタリアの経済情勢の分化については、次を参照されたい。
- 山口勝義「ユーロ圏で見込まれる経済情勢の新たな分化～ドイツ・スペインの回復継続とフランス・イタリア等の出遅れ～」（『金融市場』2014年5月号）

(注3) ドイツの8月の製造業受注が前月比5.7%、鉱工業生産が同4.0%、さらに輸出額についても同5.8%の、それぞれ大幅な低下となった。

(注4) ドイツの輸出額全体に占める対ロシア輸出のシェアは2014年9月時点で2.5%である（1年前の2013年9月時点では3.2%）。以上は、Statistisches Bundesamt（ドイツ連邦統計局）による。

一方、約6,200社のドイツ企業がロシアで事業展開を行っているほか、約30万人のドイツ人が何らかの形でロシアとのビジネスに関わっているとされている。この点については、次の記事による。
- Financial Times（28 November 2014）“Industry feels squeeze as exports to Russia fall”

(注5) ドイツ経済を巡る構造的な問題点については、次を参照されたい。
- 山口勝義「社会構造の変化とユーロ圏のマクロ経済～力強さに乏しい中長期的な経済成長力～」（『金融市場』2014年2月号）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外経済金融

足元の中国経済と「中央経済工作会議」

王　雷軒

要旨

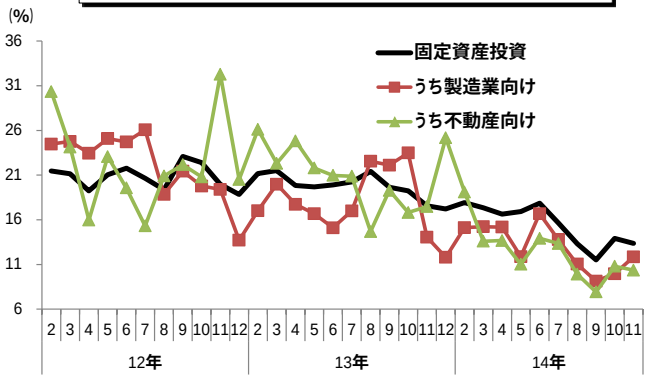
消費は小幅改善したものの、投資や輸出は鈍化したことから、足元の中国経済は足踏み状態が続いていると見られる。こうしたなか、12 月上旬に開催された「中央経済工作会議」では、15 年も中立的金融政策と積極的財政政策を決定した。

足元の景気・物価動向

14 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.3%と、4～6 月期（同 7.5%）から小幅ながら減速した。雇用が悪化するほどの景気減速を回避するために、中国政府はこれまでの不動産抑制政策を緩和・撤廃し、不動産市場の底上げに注力したほか、10 月中旬以降、鉄道や空港などのインフラ整備にかかわる事業を相次いで認可した。さらに 11 月下旬には 2 年 4 ヶ月ぶりの利下げに踏み切った。

こうした経済対策によって、上海などの大都市を中心に住宅販売が増加するなど、不動産市況の小幅な改善は見られた。しかしながら、インフラ整備にかかわる事業を認可したものの、資金調達などの準備もあって、着工するまで時間がかかるため、景気押上げ効果はまだ出ていないと考えられる。以下では、足元の景気・物価動向を見てみよう。

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)　中国国家統計局、CEICデータより作成
(注) 伸び率は月次ベースの前年比。

まず、投資については、11 月の固定資産投資（農家を除く）は前年比 13.4%と 10 月（同 13.9%）から小幅鈍化した（図表１）。製造業における設備投資の持ち直しが見られたほか、教育や金融などのサービス分野への投資が大きく伸びたものの、不動産向けの投資がやや減速した。

また、外需についても、11 月の輸出（ドルベース）は前年比 4.7%と 10 月（同 11.6%）から伸びが大幅に鈍化した。東南アジア諸国向けは堅調に伸びたものの、米国・欧州・香港向けは大幅減速し、輸出全体を押し下げた。

一方、消費については、11 月の社会消費財小売売上総額（物価変動を除く実質）が前年比 11.2%と 10 月（同 10.8%）から小幅改善した。自動車やガソリンなどの販売はやや鈍化したものの、外食産業やスマートフォンなどの通信機器は好調だったことが、消費の小幅改善につながったと見られる。

そのほか、11 月の鉱工業生産は前年比 7.2%と 9 月（同 7.7%）から鈍化した。また、国家統計局等が発表した 11 月の製造業 PMI も 50.3 と 10 月（50.8）から低下したことから、生産の弱い動きが続いていると見て取れる。

以上のように、消費が小幅改善したものの、投資や輸出などが鈍

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

化したことから、景気の足踏み状態からまだ脱出していないと判断される。先行きについては、金融緩和やインフラ投資による景気下支えの効果が見られることから、10～12月期は小幅持ち直しする可能性がある。

物価動向については、11月の消費者物価指数（CPI）はガソリン価格の引下げ、豚肉や生鮮野菜の価格上昇率の沈静化を受けて前年比 1.4%と一段と鈍化した。また、生産者物価指数（PPI）はエネルギー価格の低下のほか、過剰供給の状況が続いているため、前年比▲2.7%とさらに下落した。

銀行の新規融資額が増加した背景

実体経済への総資金供給量を示す 11月の社会融資総額は1.15兆元と10月から増加したものの、前年比 6.9%減少した。内訳を見ると、銀行の新規融資額は前年比26.8%と増加したものの、信託貸出や委託貸出は大幅減少した。また、マネーサプライ（M2）も前年比12.3%と鈍化基調で推移している。

銀行の新規融資額が急増した背景として、最近は銀行の貸出姿勢が相対的に慎重になっているとはいえ、11月の利下げによる企業の資金需要が多少増える可能性があるなか、中国人民銀行（中央銀行）が市中銀行に貸出を増加するように要請した可能性があると思われる。実際、中国人民銀行が 14 年の市中銀行の貸出枠を 10 兆元に拡大するとの報道もあった。これが事実であれば、14年1～11月累計の銀行新規融資額が9.1兆元であるため、12月も銀行の貸出が増加する可能性は高い。

「中央経済工作会議」の主要内容

最後に12月9～11日に開催された「中央経済工作会議」で決定された15年の経済政策などの概要を紹介したい。まず、事前に予想した通り、会議では15年も積極的財政政策と中立的金融政策の継続が決定された。

また、同会議では以下のような5つの主要任務も提示された。第1は経済の安定成長を維持すること。これまでのマクロ経済政策を続けながらもより柔軟な財政政策や金融政策を行うことが示された。また、経済成長と構造調整とのバランスをとりながら、新型工業化、情報化、都市化、農業の現代化を推し進め、着実に構造調整を推進することも提示された。

第2は新たな成長分野を発掘・育成すること。政府は企業がイノーベションを起こしやすい環境の整備に注力すること、より市場の役割を重視しながら、研究成果の実用化を進めることが挙げられた。

第3は農業発展方式の転換を加速すること。「三農」（農業・農民・農村）の重要性を強調したうえで、農産物の生産量の増加と質の向上、水など資源の節約型農業、環境にやさしい農業をめざすなど、農業の現代化を実現するとした。

第4は経済発展空間を改善すること。西部大開発、東北振興などの地域開発戦略の継続、シルクロード経済圏（一帯一路）の実施、急速な都市化ではなく、質の向上に伴った都市化の推進、さらに制度づくりなどによって省エネと環境保護の推進などを行っていくとした。

第5は民生の保障や改善を図ること。低所得層の生活を守ることなどを通じて社会の安定を維持すること、確実に雇用目標を達成すること、教育機会の平等化を図ることなどが挙げられた。

（2014年12月17日現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

海外経済金融

リスク･オフ･ムードに押される新興･資源国経済

～商品安を受けて株、通貨の連鎖安～

多田　忠義

要旨

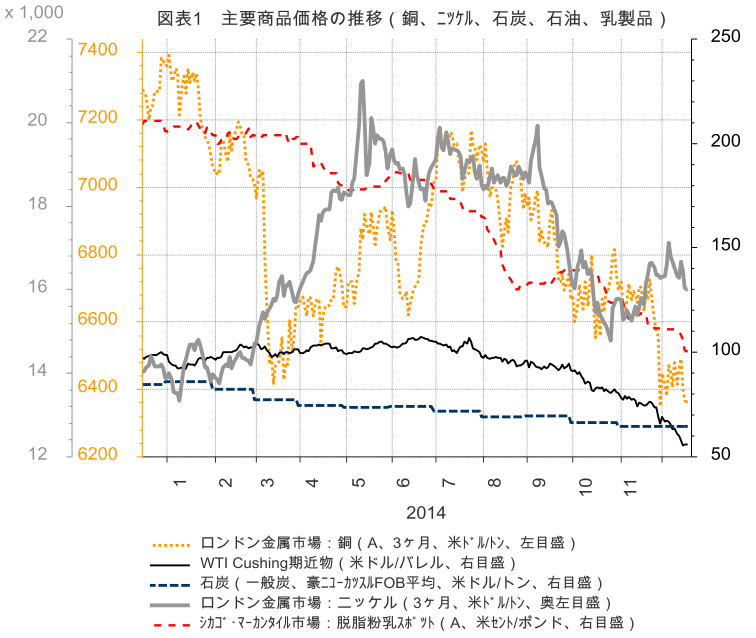
原油の大幅下落をはじめとする商品安の継続から資金を米ドルへ逃避させる動きが一段と強まった。こうしたリスク･オフ･ムードに押されるかたちで新興･資源国の株、通貨は連鎖安となっている。

原油先物は1バレル＝50ドル台へ

主要商品価格は、総じて下落傾向に歯止めがかかっていない（図表1）。OPEC（石油輸出国機構）総会で加盟国が減産に合意しなかったことに加え、OPECが15年原油需要見通しを下方修正したこと、IEA（国際エネルギー機関）も需要見通しを引き下げたことも売り材料となり、原油（WTI期近物）は、約5年ぶりに1バレル＝60ドルを割り込んだ。このほか、石炭、鉄鉱石や脱脂粉乳など幅広い品目でスポット価格や先物価格は下落した。

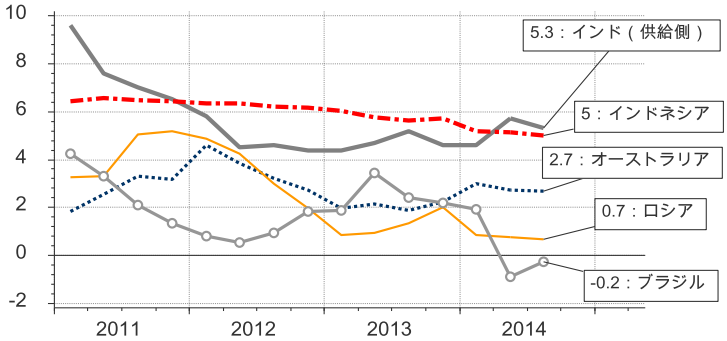
こうした中、新興・資源国の7～9月期実質成長率が出そろった。図表2に掲載した国では成長ペースをほとんど減速させた。そのため、商品安やそれに伴う株安、通貨安となった10～12月期の実質成長率はさらに減速する可能性もある。資金引き揚げや、世界的な需要不足に直面する中、新興・資源国経済を下支えするためには内需の喚起も必要であろう。ゆえに、大規模なインフラ投資計画を実行に移しつ

図表1　主要商品価格の推移（銅、ﾆｯｹﾙ、石炭、石油、乳製品）



Source:Thomson Reuters Datastream

図表2　新興･資源国の実質成長率（前年比％）



Source:Thomson Reuters Datastream, ABS, FSSS, CSO, BPS and IBGE

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

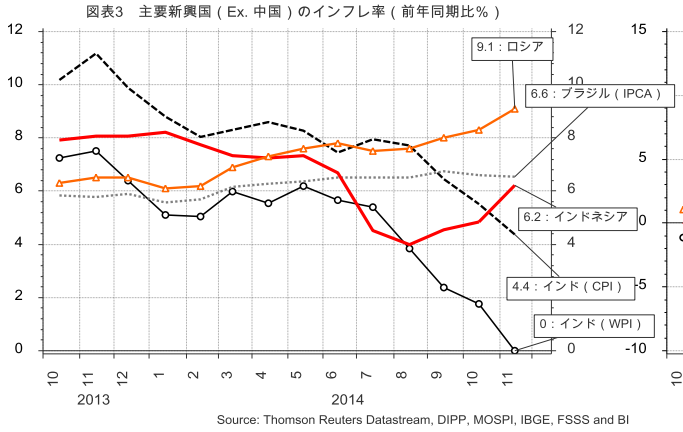
つあるインド、インドネシアなどでは、中期的な視点で経済成長を見ていく必要があろう。

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）、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。

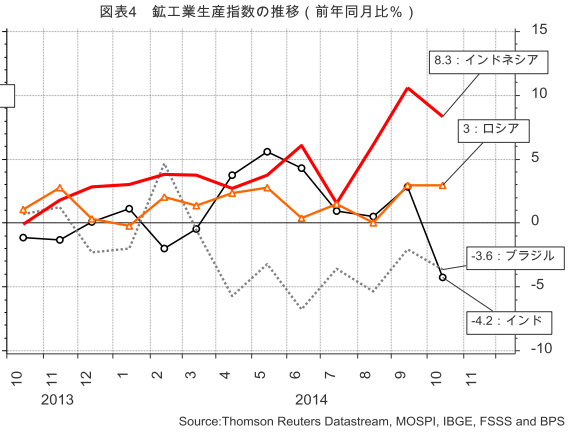
インドでは、10 月に引き続き、原油価格の下落で物価上昇率はさらに鈍化し、11 月の卸売物価指数(WPI)は前年比 0.0%と、09 年 9 月以来の低い伸びとなった。鉱工業生産は 7 ヶ月ぶりに前年比マイナスで、製造業における減産の影響（▲6.1%ポイント）が大きかった。また、資本財は前年比▲0.3%など、事前予想に反してネガティブな内容となったが、11 月の製造業 PMI などで改善がみられるほか、原油価格の更なる下落もあり、センチメント改善も踏まえれば、一時的な落ち込みである可能性が高い。ただし、原油安にもかかわらず、金の輸入増が響き、11 月の輸入は拡大し、貿易赤字となった。なお、中銀は足元の物価上昇は大幅に鈍化しているものの、引き続き推移を見極める必要があるとし、主要政策金利を据え置いた（12 月 2 日）。ただし、今後の動向次第では、15 年の早い時期に利下げする可能性も示唆した。

ブラジルでは、中銀は 12 月 3 日、市場の予想通り、政策金利引き上げ（0.5%引き上げ、11.75%へ）を決定した。11 月の消費者物価指数（IPCA）は前年比 6.6%と同水準で、レアル安や食料品上昇の影響が続いている。貿易をみると、中国など主要輸出相手先で輸入額が減少していることに加え、資源価格の下落も影響し、輸出は 4 ヶ月連続で減少している。また、国内景気も引き続き弱含んでいることか

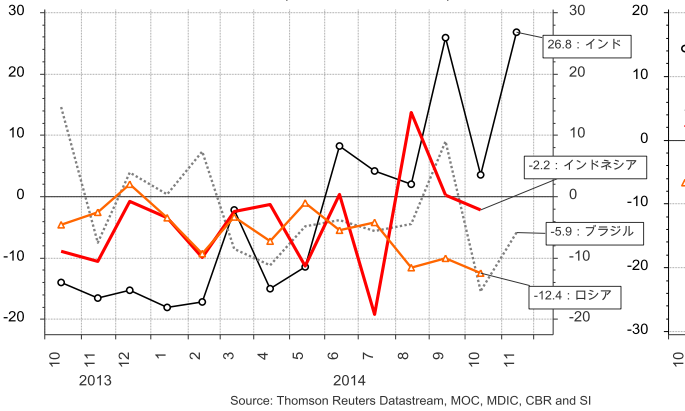
図表3　主要新興国（Ex. 中国）のインフレ率（前年同期比%）



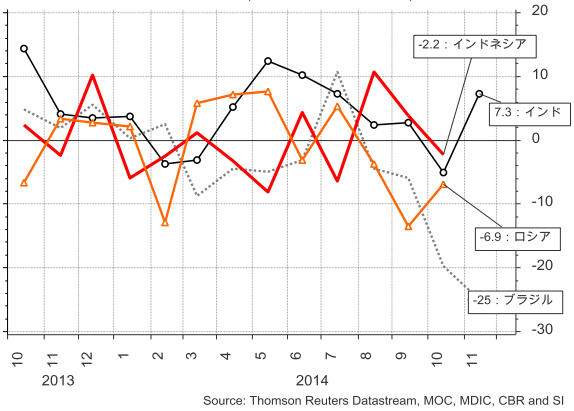
図表4　鉱工業生産指数の推移（前年同月比%）



図表5　輸入額の推移（米ドル、前年同月比%）



図表6　輸出額の推移（米ドル、前年同月比%）

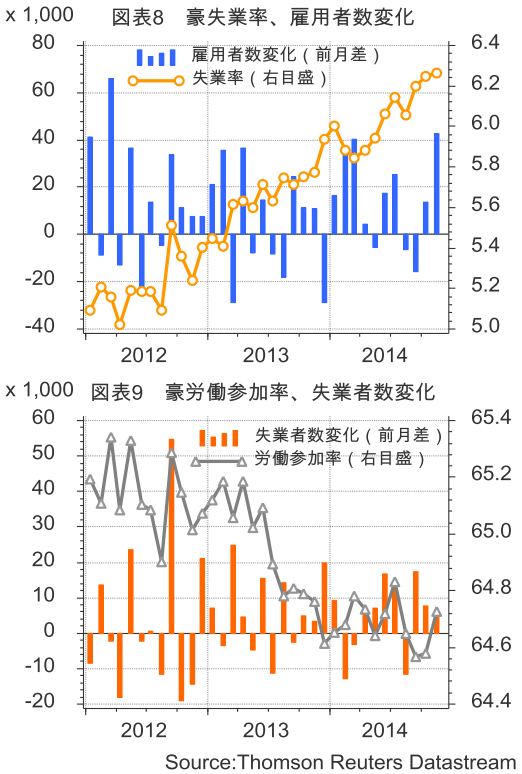


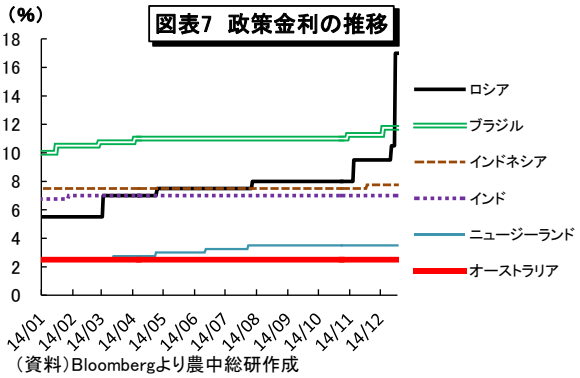
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

ら、鉱工業生産は前年割れが 9 ヶ月連続となった。

インドネシアでは、燃料補助金の削減に伴う交通費の上昇が大きく寄与し、11 月の消費者物価は 3 ヶ月連続で上昇幅が拡大し、6.2%となった。ただし、中銀は、12 月 11 日に政策金利の据え置きを決定した。

ロシアでは、4 ヶ月連続でインフレ上昇率は拡大した。ルーブルが過去最安値を更新し続けていることや、対ロシア制裁を科した諸国に対し、ロシアが対抗措置として農水産品を禁輸していることで食品価格が高騰しており、11 月の消費者物価指数は 9.1%と、予想外の上昇幅となった。そこで、中銀は 12 月 11 日、主要政策金利を 100bp 引き上げ、10.5%としたが、ルーブル急落に歯止めがかからず、16 日に緊急でさらに 650bp 引き上げ、17.0%とした。一方、輸入禁止措置による国内生産への代替が始まっていることで、鉱工業生産（10 月）は前年比でみると 2 ヶ月連続で拡大している。



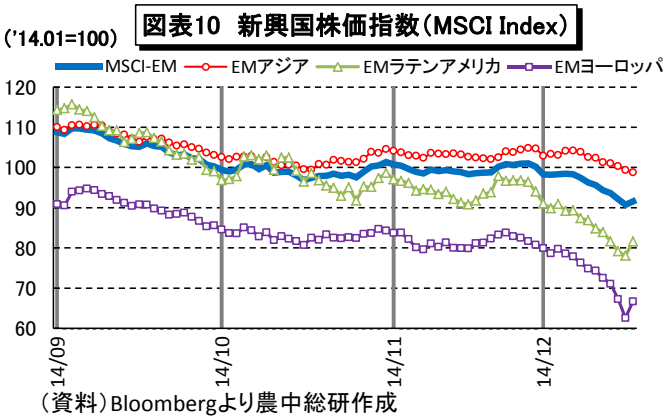


オーストラリアでは、失業率（11 月）は 4 ヶ月連続で悪化し、02 年以来の水準まで上昇した。中身をみると、雇用者数は 10 月から予想外に増加したほか、労働参加率が改善しているが、ほとんどがパートタイム労働者の増加（4.1 万人増）によるものである（図表 8、9）。中銀は、15 会合連続で政策金利の据え置きを決定した（12 月 2 日）が、市場参加者は、こうした労働市場に改善が見られないことを背景に、15 年 1～3 月期にも追加利下げに踏み切るとの見方が強まっている。

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、株安がさらに進行し、商品安も相まって、リスク・オフ・ムードの連鎖安となっている。



ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

国別にみると、ロシアのパフォーマンスの悪さが際立っている。特に最近 1 ヶ月のルーブル下落率は 30%、14 年初来比でみると、80%を超えている。このところ続く原油などの商品安、ウクライナ情勢を巡って経済制裁が継続していること、米国で制裁強化に向けた法案が可決されたこと（15 日）など、ロシアに対するセンチメントの悪化で、ルーブル安に歯止めがかからず、株安も進行した。こうした通貨安に対し、中銀は前述のとおり政策金利の利上げを実施したほか、為替介入も実施している。緊急利上げ直後のルーブル相場は下げ止まらなかったが、金融機関に対する支援策表明もあり、17 日には 1 ドル＝60 ルーブル台まで買い戻された。

ブラジルでは、株価指数に対する寄与度の高いブラジル石油公社（ペトロブラス）が、原油価格の下落に直面したことに加え、汚職捜査を受けて業績発表を延期していることなどで株価を押し下げているほか、同国の軟調な経済指標や中国の貿易や生産関連の指標も弱含んだことで株価を押し下げている。こうした弱いセンチメントの継続は、レアル売りにも影響し続けている。

インドネシアでは、ルピアが 16 年ぶりの安値となった。また、政権与党が議会の少数勢力であるため、最大野党のゴルカル党との連立協議を実施したが、不調に終わったことも株安、ルピア安を加速させた。なお、急速なルピア安に対応するため、中銀は 16 日、ドル売り介入を実施したことを明らかにした。

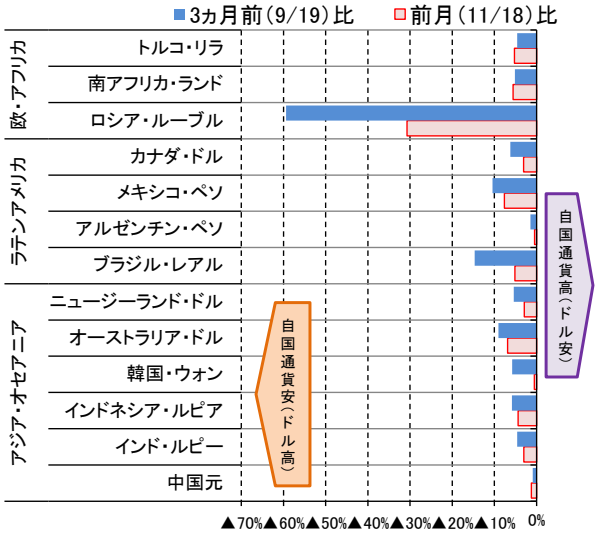
また、インドやマレーシアでも 12 月中旬にドル売り介入した可能性があると、一部で報じられている。

② 今後のポイントなど

11 月時点に比べ、原油価格の下落が進んだことを踏まえ、新興・資源国経済の成長見通しはやや下方に変更せざるを得ない状況である。OPEC が減産に応じない姿勢を崩していないほか、OPEC や IEA が発表した 15 年需要見通しが下方修正となったことで、原油安に拍車をかけている。原油価格が下げ止まる材料に乏しく、1 バレル＝40 ドル台まで下がるとの見方もあるほか、米利上げの見通しは不変とみられ、当面「新興国売り」の情勢が続くだろう。

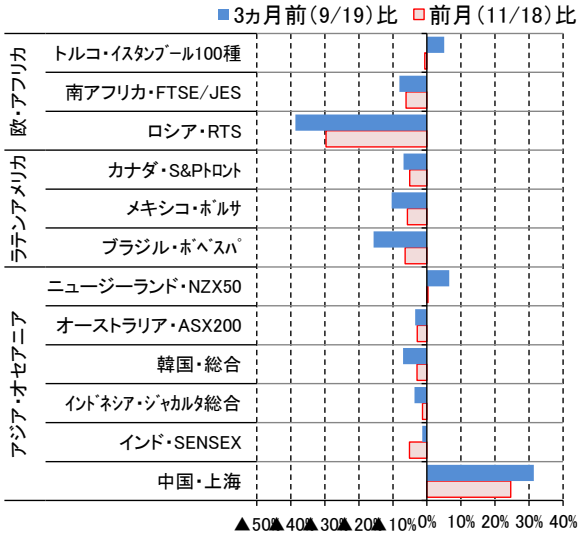
（14 年 12 月 18 日現在）

図表11 新興・資源国通貨：対米ドル騰落率



（資料）Bloombergより農中総研作成
（注）一部通貨は前営業日終値、それ以外は本グラフ作成時点との比較

図表12 新興・資源国主要株価指数騰落率



（資料）Bloombergより農中総研作成
（注）一部株式は前営業日終値、それ以外は本グラフ作成時点との比較

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

今月の情勢　～経済･金融の動向～

米国金融･経済

12 月 16～17 日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利（0～0.25%）について、前回までの「相当な期間維持する」との文言を残しつつ、政策の正常化に向けては「忍耐強く」対応すると、15 年内の利上げを見据えた方針が示された。また、イエレン FRB 議長は FOMC 後の会見で、少なくとも次回（1 月）と次々回（3 月）の FOMC で利上げを実施する可能性は低いと説明している。

米国の経済指標をみると、雇用統計（11 月）の失業率は 5.8%と前月から横ばいだったが、非農業部門雇用者数は 32.1 万人増と、事前予測（23.0 万人：ブルームバーグ集計）を大幅に上回った。消費関連指標などでも回復が目立っており、米国経済は緩やかなペースで拡大しているとみられている。

国内金融･経済

12 月 18～19 日の日銀金融政策決定会合では、マネタリーベースが年間 80 兆円（10 月 31 日にこれまでの 60～70 兆円から強化）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・社債などの買入れ、長期国債の平均残存期間長期化）を行うことを軸とし、15 年度を中心とする期間内に 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、日銀短観（12 月調査）によれば大企業製造業の業況判断 DI は 12 と、9 月調査から 1 ポイント低下したほか、先行きも 9 へと低下する予想となっている。また、10 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）、前月比▲6.4%と 5 ヶ月ぶりに低下したものの、10 月の鉱工業生産指数（確報値）は同 0.4%と 2 ヶ月連続で上昇したほか、製造工業生産予測調査では 11 月は同 2.3%、12 月は同 0.4%とともに上昇が見込まれている。このように、消費税増税後に大きく落ち込んだ日本経済の持ち直しには鈍さが残っている。

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 月末に日銀が量的・質的金融緩和（QQE）を強化したほか、原油価格の大幅下落によって世界経済の減速懸念が高まったことから、12 月中旬には一時 0.345%を付けるなど、13 年 4 月に QQE が導入された直後以来の低水準で推移している。

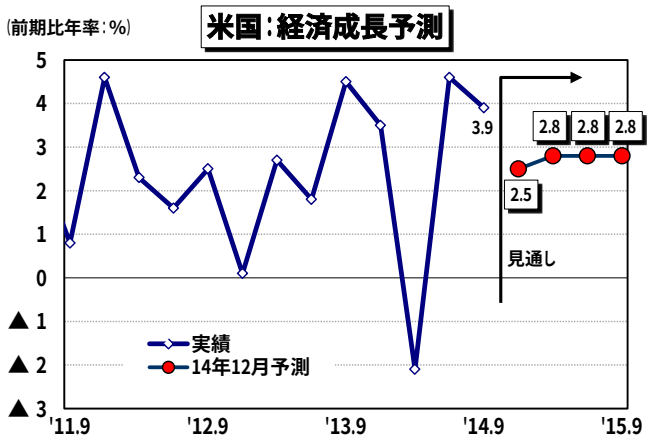
日経平均株価は、10 月末に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が運用比率を見直したほか、円安・原油安などもあって 12 月上旬には約 7 年 4 ヶ月ぶりに 18,000 円台を回復した。しかし原油価格の過度な下落などが世界経済の先行き懸念につながったことなどから反落し、12 月中旬には一時 17,000 円台を割り込んでいる。

ドル円相場は、米雇用統計（11 月）の結果が好調だった一方で、日本では実質 GDP 成長率（7～9 月期 2 次速報）が下方修正されたことなどから、12 月上旬には一時 1 ドル＝121 円 85 銭と 7 年 4 ヶ月ぶりの円安・ドル高水準となった。その後は株価動向や米金利政策への思惑のなかでボラタイルな展開となり、116～119 円台で揉み合っている。

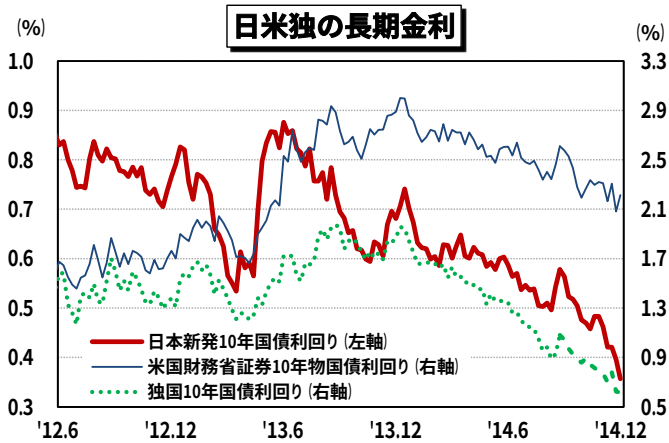
原油相場（NY 市場・WTI 期近）は、北米でのシェールガス・オイル増産などで原油在庫が増加する中、11 月末に石油輸出国機構（OPEC）が石油減産を見送ったほか、国際エネルギー機関（IEA）が 15 年の石油需要見通しを引き下げたこともあって大幅に下落。12 月中旬には 1 バレル＝50 ドル台半ばと 5 年 7 ヶ月ぶりの水準となっている。　（2014.12.19 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

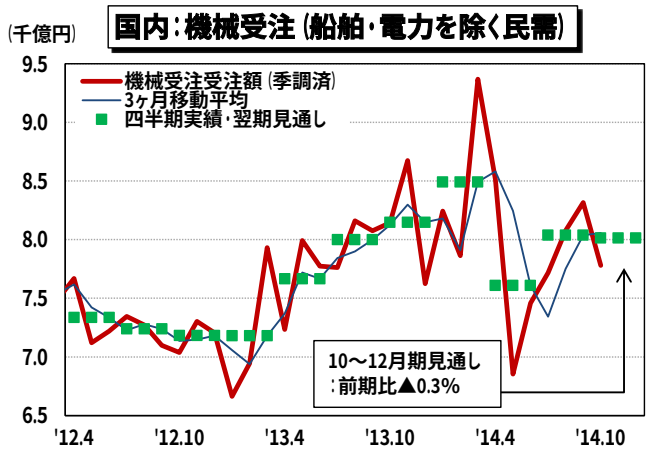
内外の経済・金融グラフ



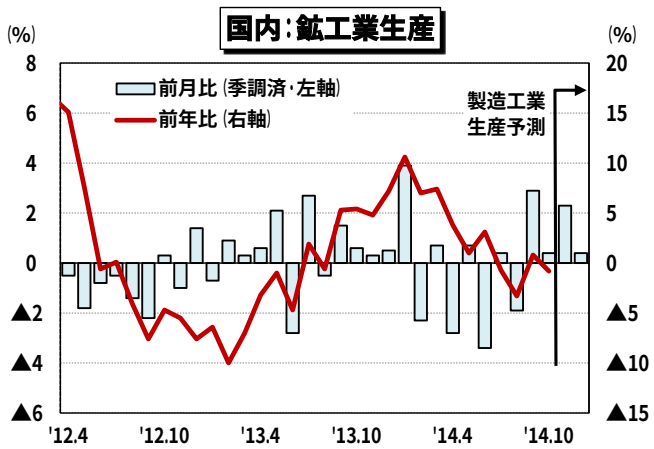
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



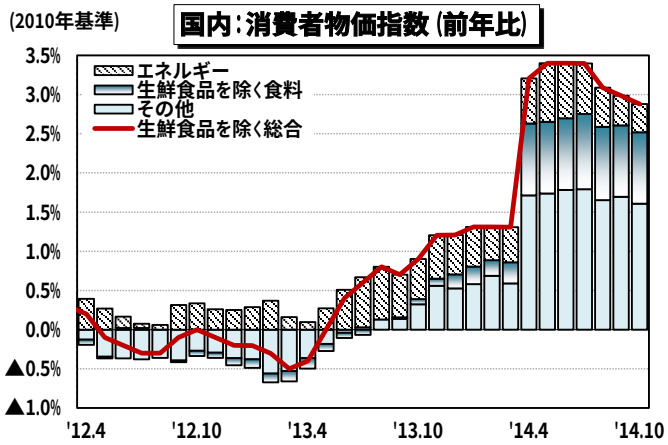
(資料) Bloombergより作成



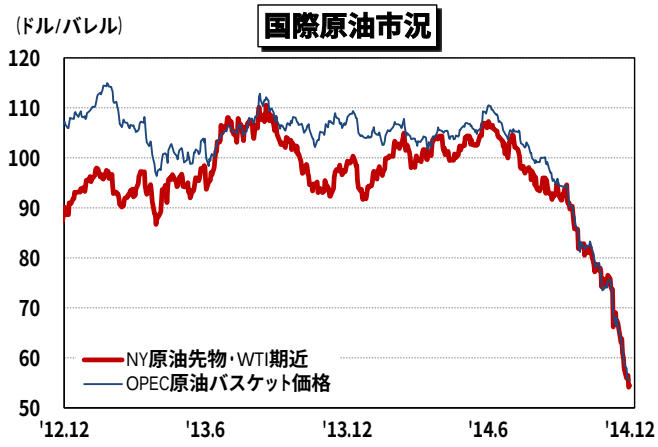
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

今月の焦点

海外経済金融

中国の利下げと今後の金融政策運営

王　雷軒

利下げと預金金利上限の調整

中国人民銀行（中央銀行）は14年11月21日に貸出基準金利および預金基準金利の引下げを発表した（図表1）。具体的には、貸出基準金利（1年物）を6.0%から5.6%、預金基準金利（1年物）を3.0%から2.75%へ、それぞれ引下げること（翌日実施）を決定した。

加えて、預金金利の上限を預金基準金利の1.1倍から1.2倍に変更した。そのため、実質的に、預金金利の上限は変わっていない（3%×1.1＝2.75%×1.2＝3.3%）。中国では、13年7月に貸出金利の下限が撤廃されたことを受けて、銀行は貸出金利を自由に設定できるようになっている。預金金利には未だに規制をかけているが、今回の変更が金融自由化に向けて一歩前進したと評価できる。

以下は、中国人民銀行の金融政策をめぐる最近の動向を踏まえ、今回の利下げが決定された背景やその効果を分析するとともに、今後の金融政策の方向性を考えてみたい。

近年の選択的な金融政策を振り返って

リーマンショック後の世界金融危機を受けて、中国政府は大胆な経済対策をとったため、経済のハードランディングを回避したものの、一方で不動産価格の急騰や地方政府の債務急増をもたらした。その反省もあって、近年、中国政府は中立的金融政策（穏健な金融政策）を採用している。

とはいえ、銀行の流動性や特定の経済領域の動向を見極めながら、以下のような4つの新たな金融調節ツールを導入するなど、実質的にはやや緩和的金融政策を実施してきたと見られる。

具体的には、①SLO（Short-term Liquidity Operations、短期流動性オペ）が13年1月に導入された。これは、市中銀行の流動性の一時的な変動に対応し、大手銀行に資金供給を行うものである。なお、実施内容（金利や金額）の結果は1ヶ月後に公表される。

②SLF（Standing lending facility、短期貸出ファシリティー）も13年初に導入され、期限1～3ヶ月の資金を金融機関に提供

図表1　利下げ実施後の政策金利の状況

（単位：%）

預金基準金利				貸出基準金利			
		12年7月6日	14年11月22日			12年7月6日	14年11月22日
流動性預金		0.35	0.35	一般貸出	6ヶ月以内	5.60	5.60
定期預金	3ヶ月	2.60	2.35		6ヶ月超1年以内	6.00	
	6ヶ月	2.80	2.55		1年超～3年以内	6.15	6.00
	1年	3.00	2.75		3年超～5年以内	6.40	
	2年	3.75	3.35		5年超	6.55	6.15
	3年	4.25	4.00	住宅積立金貸出	5年以内	4.00	3.75
	5年	4.75	廃止		5年超	4.50	4.25

（資料）中国人民銀行より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

する金融調節手段である。13年後半に銀行の流動性がタイト化したことを受けて頻繁に実施されたものの、14年2月以降は行われていない。なお、金利は時々の金融政策や市場金利誘導の目標に基づき決定されるが、公開されていない。

③PSL（Pledged Supplementary Lending、担保付き補完貸出）は従来の「再貸出（再貸款）、中国人民銀行から金融機関への貸出」に類似し、長期的な資金を金融機関に提供する手段である。7月には、中低所得層向けの保障性住宅の円滑な供給を推進するため、中国人民銀行はこれを利用し、国家開発銀行に1兆人民元（約16兆円）の長期資金を貸したとの報道もあった。

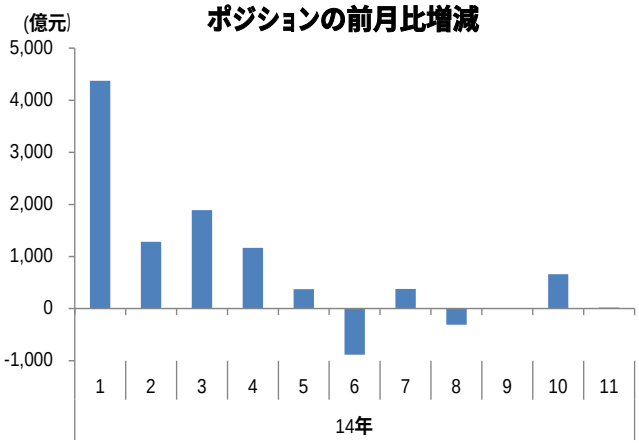
④MLF（Medium-term Lending Facility、中期貸出ファシリティー）は14年9月に創設され、中期的な資金を金融機関に提供する手段である。中国人民銀行が公表した14年7～9月期の「中国貨幣政策執行報告」によると、同行がこれにより、9月に商業銀行に5,000億元、10月に2,695億元の3ヶ月期限の資金を供給したという。

また、国が農業や中小企業への金融支援の強化を図り、金融機関の農業や中小企業向け貸出を増やすため、同行は14年4月、6月に農村商業銀行などを対象に預金準備率の引下げや再貸出も実施した。

このように、中国人民銀行は中立的金融政策を維持しながらも、新たな金融調整ツールを利用し、個別の金融機関を対象にした流動性の供給を実施するとともに、特定の経済領域に的を絞った選択的金融緩和を行ってきた。こうした選択的な金融政策が行われた背景として、以下のようなことが挙げられよう。

まず、最近の中国人民銀行が為替介入を大幅に減らしていると見られるため、外貨流入に伴って市場に放出される人民元も減少傾向にある（図表2）。為替介入資金の減少分を補うため、同行は中立的金融政策を維持しながらも、通常の公開市場操作の実施や新たな金融調整ツールの導入などで機動的に金融機関の流動性や国の政策に対応する必要性があったと考えられる。

図表2　最近の中国人民銀行の外貨買入れポジションの前月比増減



（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成

また、金融機関全体を対象にした利下げや預金準備率の引下げなどの全面的な金融緩和を行うと、不動産部門や地方政府などへ資金が流れ込むことが見られるため、不動産価格のさらなる上昇や地方政府債務の増加につながりかねない。こうした状況を回避するため、金融緩和を特定の対象に限定し、経済発展方式の転換を図ろうとする狙いがあったと見られる。

いずれにしても、中国人民銀行がこれらの新たな金融調節ツールを利用し、個別銀行の流動性問題に対応したことは、金融システムの安定性を維持するうえでも重要であろう。しかしながら、実施の内容が極めて不透明で、市場との対話を十分に図ってきたとは言い難い。

一方、中国人民銀行のほか、銀行の監督機関である銀監会も預貸比率（貸出残高/

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

預貯金残高）の算出方法の見直し（14年6月下旬）を行い、銀行の貸出余力を拡大させる政策をとってきた。

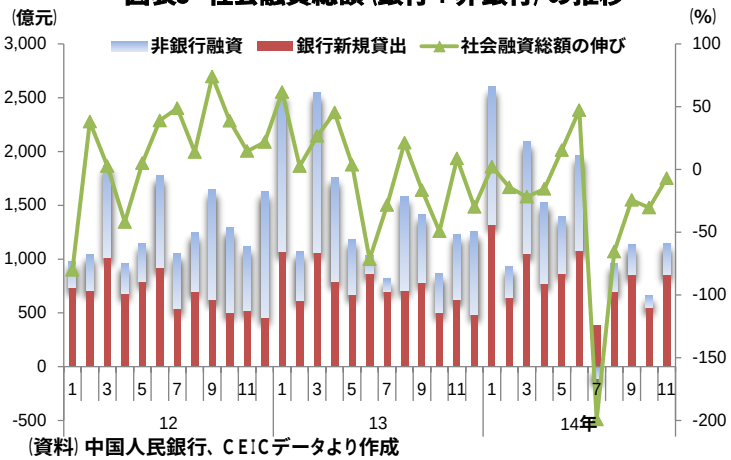
利下げに踏み切った背景とその効果

こうした金融当局の様々な取り組みが行われてきたが、その結果は芳しくない。特に、最近、インターネット金融のプレゼンス増大による銀行預金の流出、不良債権の増加などを受けて、銀行の新規貸出額はそれほど増加していないことが見て取れる（図表3）。

また、理財商品が抱えるリスクや地方政府の債務増加に対する警戒感の高まりなどへ対応するため、シャドーバンキングに対する規制は継続されており、信託などの銀行以外の融資もかなり減少している（図表3）。

こうした動きから、中国人民銀行が MLF を用いて個別銀行に資金を提供したものの、その選択的な金融緩和の効果は極めて小さいと言わざるを得ない。

図表3　社会融資総額（銀行＋非銀行）の推移

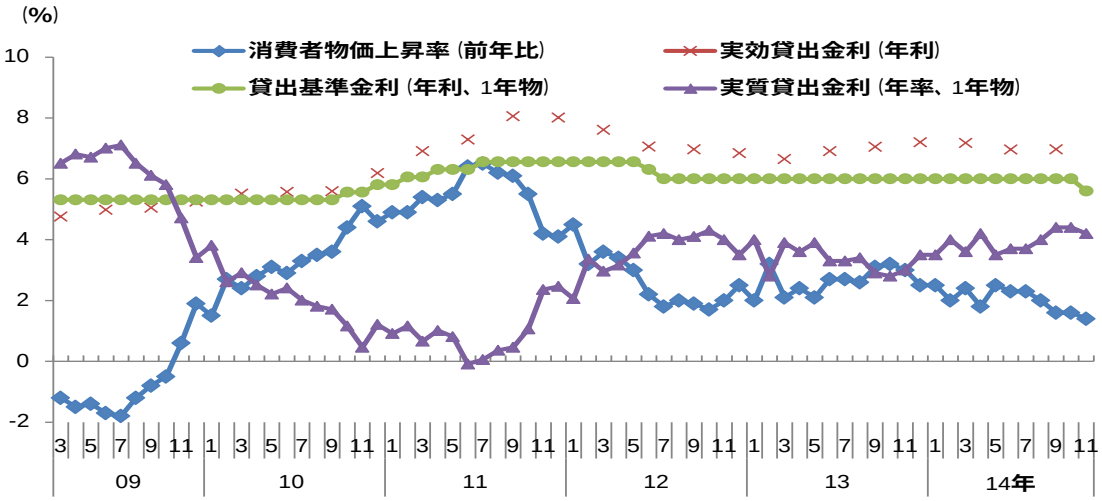


（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成

一方、10月のCPI上昇率は前年比1.6%と一層低下したほか、PPIも▲同2.2%となり、約3年連続のマイナス水準で推移した。その原因として、原油などの国際商品価格の下落、国内に過剰生産能力の存在が挙げられるものの、基本的にはデフレリスクの強まりとして認識されるべきであろう。インフレ圧力が緩和したことで、実質貸出金利が上昇していたため、企業の資金調達コストの高止まり状況をもたらしたと考えられる（図表4）。

このように実質貸出金利の上昇が企業の投資意欲を減退させるほか、家計の債務増につながりかねない。実質貸出金利の高

図表4　12年以降高止まり傾向にある実質貸出金利



（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成　（注）実質貸出金利＝貸出基準金利－消費者物価上昇率、実効貸出金利は、中国人民銀行が公表する四半期データ、銀行の貸出金利の加重平均である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

止まり状況が続くと、先行きの景気に悪影響を与える可能性が高く、経済の安定的成長を維持するため、政府は11月に2年4ヶ月ぶりに利下げに踏み切ったと思われる。

しかし、前述したように、今回の利下げと同時に、預金金利の上限も調整された。この調整を受けて、銀行はインターネット金融への預金流出を食い止めるため、相次ぎ預金金利を預金基準金利の1.2倍に変更している。そのため、銀行の利ざや（計算上）は利下げ前の2.7%から 2.3%に縮小されることになる。貸出金利が自由に設定できるため、銀行は実効貸出金利を引き上げ、利ざやの確保に動き出す可能性があると考えられる。

いずれにしても、今回の利下げおよび預金金利上限の調整は、景気下支えには一定の効果が見られるものの、中国人民銀行が強調した企業の資金調達コストを低下させる可能性は極めて低いであろう。

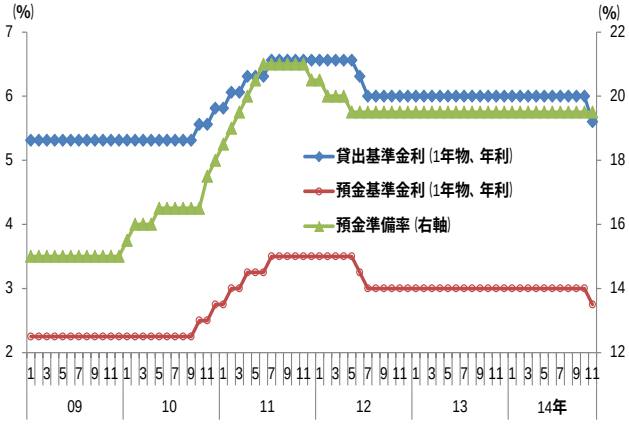
今後の金融政策の方向性

今後の中国の金融政策を展望すると、以下の点がポイントとなるだろう。

まず、12月上旬に開催された15年の経済政策を決める「中央経済工作会議」では、「経済の安定成長を維持すること」が第1の任務として挙げられたほか、15年の金融政策については、中立的金融政策の継続を決定したが、金融政策運営の際には、引き締めや緩和の度合いを柔軟にするような内容も盛り込まれている。

このような経済政策からは、雇用が悪化するほどの経済下振れが生じれば、預金準備率の引下げや追加利下げを行うことになろう。

図表5 12年6月以来調整されていない預金準備率



（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成

足元でも、工商銀行など5大国有銀行を含め多くの銀行は預金金利を引き上げが、インターネット金融の急成長や株上昇などによって預金流出が発生していると見られる。そのため、銀行の流動性はタイト化する可能性が高く、預金準備率の引下げ圧力は高まっている。

また、預金保険制度の草案は 11 月末に公表された。これを受けて、預金保険機構が15年前半にも発足すれば、銀行が保険料を支払うことになるため、銀行の貸出を一定水準に維持するため、20%前後の預金準備率の引下げも実施される可能性がある（図表5）。加えて、最近は中国人民銀行が日常の為替介入を取りやめたと見られるため、高い預金準備率を維持する必要性も薄れていると考えられる。

さらに、前述したように、銀行の実質貸出金利が高止まりする可能性があるなか、企業の資金調達コストを低下させる目的があれば、新たな金融調整ツールを駆使するのではなく、預金準備率の引き下げや追加利下げを行うべきである。

以上のように、15年は中立的金融政策を打ち出したものの、実際の運営の際には、実質的には緩和的なものになる可能性は高いであろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ドイツにおける固定価格買取制度の動向

～14 年 8 月施行の改正再生可能エネルギー法のポイント～

寺林　暁良

はじめに

ドイツは、2000 年に再生可能エネルギー（以下、再エネ）の固定価格買取制度（FIT）などを定めた再エネ法（EEG）を施行し、太陽光と風力を中心に再エネの導入を拡大させてきた。

EEGは、再エネの普及状況等を踏まえて順次改定が重ねられてきた[注1]。14 年 8 月に施行された改正EEGは、FITの出口戦略を示すとともに、小規模分散型が主流だった従来の再エネ拡大路線に影響を与えるような内容を含んでいる。

そこで、FIT に代わる再エネ売電制度と賦課金平準化を中心に、今回の EEG 改正のポイントを簡単に整理する。

再エネの導入目標

今回の EEG 改正では、電力の総消費量に占める再エネの割合を 2025 年までに 40～45%、35 年までに 55～60%、50 年までに 80%まで高めるという目標が置かれた（EEG 第 1 条）。50 年までに 80%以上という目標は 12 年改正に登場したものであり、今回の改正でも再エネ推進スタンス自体は維持されたと判断できる。

ただし、太陽光発電と陸上風力はそれぞれ 1 年に合計 2,500MW まで、バイオマスは同じく 100MW までという導入目標（実質導入上限）が設けられた。一方で洋上風力は、20 年までに 6,500MW、30 年までに 15,000MW まで増加させるという目標が置かれた（EEG 第 3 条）。

つまり、小規模分散型で普及してきた太陽光や陸上風力、バイオマスについては年間の最大導入量が実質的に制限された一方、大規模集中型プロジェクトの対象となる洋上風力については積極的に推進する方針が示されたことになる。

FIT から市場取引への段階的移行

次に FIT の出口についてである。FIT 導入から約 15 年を経過したドイツでは、太陽光発電や陸上風力発電の導入コストが火力発電などの他の発電設備と変わらない水準（グリッド・パリティ）に近付いており、FIT はその役割を終えつつある。今回の改正では、FIT から段階的に以下の制度へと移行する方針が示されたが、小規模な再エネ事業にとっては課題の多い内容となっている。

①市場プレミアム制度

第 1 に、12 年改正で一部導入された市場プレミアム制度が本格導入されることになった（EEG 第 37 条）。これは、発電事業者が電力取引所で売電した際に、固定価格とスポット電力取引市場の 1 ヶ月平均価格との差額から算出された「市場プレミアム」を上乗せする制度で、改正時には 500kW 超、16 年 1 月からは 100kW 超の新規発電設備に適用される。

市場プレミアム制度は、市場の買取価格がより高い時に売電すれば、より大きな収益が得られるしくみである。FIT よりもキャッシュフローの不確実性が高まるほか、市場価格のモニタリングや市場取引を電力仲介業者へ委託するなどの対

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

応が必要になることから、小規模事業者の参入が難しくなるとの見方がある。

②入札制度

第2に、再エネ電力の買取額を決定する手続きとして、FIT に代わって入札制度が導入される（EEG 第55条）。これは、毎年政府が導入量を指定し、その導入量の枠をめぐって事業者が発電対価を入札するというもので、いくつかの地上設置型の太陽光発電で試験的に実施された後、17年から本格導入される予定である。

限られた導入枠をめぐっての競争入札では、低コストで事業を行える大規模事業者が有利になることは必至だといえる。小規模な再エネ事業の参入余地が確保されるかどうかが大きな焦点となる。

賦課金に関する改正

また、ドイツ連邦経済技術省によるとFITの賦課金は14年には1kWhあたり6.24セントにまで上昇しており[注2]、負担の平準化などによってこれを抑制することも、今回の改正の目標となっている。ただし、これも小規模な再エネ事業に影響を与えかねない内容を含んでいる。

①自家発電への賦課金

まず、10kW 超の新設再エネ設備での自家発電に対して、一定割合の賦課金が課されることになった（EEG 第 61 条）。この賦課額は、当初は賦課金の30%、その後は段階的に40%まで引き上げられる。

ドイツでは、再エネ発電コストの低下によって自家発電での再エネ導入が拡大しているが、それによって賦課金を支払うベース自体が縮小し、賦課金上昇の一因となってきた。これはその是正を目指すものであるが、自家消費を目的とした小規模な再エネ導入の経済的インセンティブは薄れてしまうことになる。

②グリーン電力優遇措置の廃止

次に、グリーン電力優遇措置が廃止された。これは、販売電力の一定割合以上を再エネで調達する電力小売業者から電気を購入する場合、賦課金を1kWhあたり2セント軽減するというものであった。

この優遇措置は再エネの価格競争力を下支えするものであったが、今後は他の電源と対等な条件での価格競争が求められることになる。

③大口電力需要者への賦課金軽減の維持

その一方、大口電力需要者への賦課金軽減措置は、対象業種が多少縮小する程度にとどまった（EEG 第64条）。

大口電力需要者の賦課金軽減は、賦課金の公平性をめぐる最も重要な論点であり、EU競争法でも問題視されていたため[注3]、見直しの必要性が指摘されてきた。しかし今回の改正では、産業界への配慮が優先され、賦課金平準化の観点からは課題が残る内容にとどまったといえる。

おわりに

今回の改正は、小規模分散型の再エネ事業にとってはブレーキのかかるような内容も含むが、90年代から電力自由化が進められ、15年間の政策の成果としてグリッド・パリティに近づいた状況を踏まえたものでもある。日本でも FIT 改正が議論され、ドイツの動向が引き合いに出されることも多いが、こうした状況の違いを踏まえた上で参考にすべきだろう。

[注1] EEGの改正については石倉研（2013）「ドイツにおける再生可能エネルギー買取の制度と価格の変遷に関する考察」『一橋経済学』7（1）：33-64を参照。

[注2] ただし賦課金は同年をピークに減少する見込み。

[注3] 渡辺富久子（2014）「2014年再生可能エネルギー法の制定」『外国の立法』260（2）。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

米国の経済指標を斬る！＜第 8 回＞

可処分所得（1）

趙　玉亮

今回から、米国における消費関連の経済指標を取り上げて連載する。初回は可処分所得にしたい。

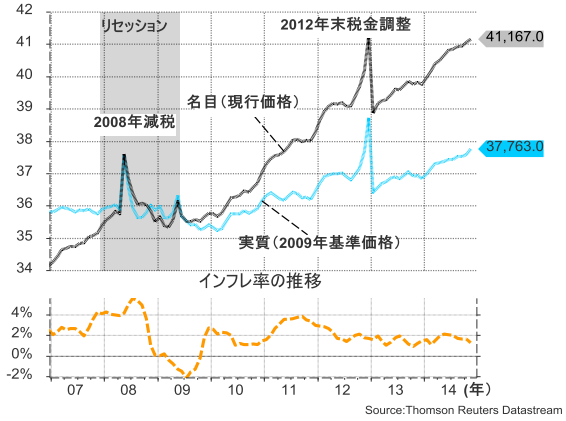
可処分所得の概念

米国 GDP に占める個人消費の割合は約 3 分の 2 という高い水準にあり、家計収入の側面から消費の能力を示す指標として、可処分所得はよく使われている。可処分所得とは、個人や世帯の収入から、税金や社会保険料など支払い義務のある非消費支出を差し引いたもので、実際に処分可能な所得を表すものである。また、可処分所得から、日常生活での各種公共料金の支払い、生活必需品の購入、住居費・交通費・教育費・通信費等の消費支出を差し引いた残りが貯蓄となるため、可処分所得と収入、貯蓄との関係は次の（1）（2）式で表すことが出来る。

可処分所得＝収入－非消費支出	(1)
可処分所得＝消費支出＋貯蓄	(2)

可処分所得を用いて消費の状況を確認する際、2 つのことに注意する必要がある。一つ目は、可処分所得の水準は税制から大きな影響を受けている。もう一つは、可処分所得の実際の消費能力を確認するには、名目と実質を分けて見ることである。

図表1　一人当たり可処分所得（名目と実質）



実質可処分所得の伸び悩み

前回リセッション以降、米国における一人あたりの実質可処分所得は伸び悩んでいる。図表 1 が示すように、名目一人当たり可処分所得は右肩上がりで増え続け、09 年 7 月の 3.6 万ドルから足元の 4.1 万ドルへと 0.5 万ドル増加したが、物価上昇を加味した実質一人当たり可処分所得（09 年基準価格）では 0.2 万ドルしか増えなかった。同期間で名目一人当たり可処分所得の増加率は 2.4%であるが、約 1%台の物価上昇を除くと実質は 0.8%しかない。一方で、03 年 7 月～07 年 6 月までの実質可処分所得の増加率は 2.1%であった。

収入の大部分は給与が占めているため、この実質可処分所得の伸び悩みは、主に名目賃金上昇の水準低下によるものであると考えられる。金融危機以前、米国では時間当たりの名目賃金上昇率が 3～4%だったのに対し、10 年から足元までは 2.0%を中心に推移している。

このように、米国経済が回復を続けている中、一般人にとっては、名目可処分所得が増加しているが、実質の手取り収入は僅かな増加にとどまっており、停滞感が強い。今後、米国消費の本格的な回復やその持続性を見極める上で、賃金上昇の加速による可処分所得の増加が焦点となろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外の話題

3度目のニューヨーク

農林中央金庫　ニューヨーク支店長　杉田　健一

2014 年 7 月から 3 度目の当地勤務となり、ようやく生活に慣れてきたところである。前回勤務していたときから 10 年、最初の駐在時からは 20 年ほど経過しているが、今回当地で生活を始めて感じることについていくつか紹介したい。

第一に、当地の物価上昇である。日常生活に必要な地下鉄料金、新聞料金、マンハッタン市内での昼食代から、アパート賃料、ミュージカルのチケット代に至るまで、総じて 20 年前対比 2 倍程度になっているという実感がある。特に、デフレで過去 15 年程度、物価が下落基調にあった日本の生活に慣れた身には、インフレの国の物価高は身にしみる。

感覚的には、110 円程度の為替であれば、日用品の価格は、総じて日本のほうが安く、かつ品質が良いという印象である。

第二に、マンハッタンの治安回復である。90 年代に当時のジュリアーニ市長が犯罪撲滅を目的に市内の警官数を大幅増員した効果とリーマンショックからの景気回復等により、市内の治安は大いに改善している。深夜の女性の街歩きや、以前は危険な雰囲気が漂っていた地下鉄乗車も、それなりの注意を払えば可能である。

また、90 年代には、日本からの駐在員がマンハッタン市内にアパートを借りる際には、治安上の理由から島の東側（イーストサイド）でかつ、40 ～ 80 丁目あたりに居住地域が限定されていたが、現在は、いわゆるウエストサイドといわれる島の西側地区、あるいはハーレムと隣接する 100 丁目近辺まで居住可能エリアが拡大している。これは、治安の改善に加えて、アパート賃料の上昇を受け、周縁部に安価な住居を求める動きが出ているためと考えられる。

先日、出張で訪問したワシントン州シアトルで、「米国で現在最も安全な街は NY ではないか。ワシントン州は、2 年前に嗜好用マリファナを合法化した影響で、喫煙者が集まる一部地域の治安悪化が懸念される」と聞いたが、当地の治安回復は確かに進んでいるようである。

第三に、アメリカ人の健康志向の高まりである。

食生活に関して、アメリカ人の健康意識は一段と高まっている。以前は、マクドナルドでは、L サイズを超えるスーパーサイズのポテトと炭酸飲料を提供していたが、不健康メニューの象徴という悪印象を払拭するため、数年前に販売中止する一方、現在では、メニューにカロリー表示をして、消費者に訴求しようとしている。

また、マンハッタン市内の変化として、スポーツクラブの増加がある。早朝からジムのトレーニングマシンで多くの人が運動する姿を、通勤途中にガラス越しに見るようになった。市内での自転車利用も拡大している。数ブロック毎に設置された専用自転車置き場間で、乗り捨て自由なレンタル自転車システムが導入され、多くの市民が利用している。このシステムは、市内の渋滞を回避する手段としての活用とともに、運動不足解消を図ろうとするニューヨーカーのニーズにうまくマッチしているようである。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます