

潮 流

欧州を巡る情勢と波乱含みの世界の金融市場

主席研究員 山口 勝義

世界の金融市場では、このところ久々に欧州の動向が注目を集めている。1月には欧州中央銀行（ECB）が国債を含む量的緩和政策（QE）の導入を決定し、また同月のギリシャにおける総選挙では緊縮財政反対の急進左派連合（SYRIZA）が圧勝した。地理的に近く経済面でも密接な関係にあるロシアやウクライナ情勢とともに、欧州ではこうした新たな材料が浮上しており、これらはまた世界の金融市場に大きな影響を与える可能性がある。

このうち ECB の QE については、その効果には限界があるものと考えられる。ここからの市場金利の低下余地は限られるうえ、銀行貸出中心のユーロ圏では企業や家計の調達コストに与える影響は間接的なものでしかない。また、そもそもこれらの経済主体では債務の高止まりで需資は低迷している。銀行も、先行きの景気見通しには不透明感が強いなか、最近の金融規制の強化も加わり、リスクテークには慎重である。QE に伴う通貨ユーロの下落も、日本での経験と同様、素直に輸出増加に結び付くとは限らない。むしろ、失業率が高止まりしており賃金も伸びない環境の下では、食品などの日用品の輸入価格上昇が内需の下押しに繋がる懸念も大きい。

また、ギリシャ支援にかかる交渉については、今後紛糾する可能性が高い。反緊縮財政、金融支援策の条件見直しの旗印のもとに成立したギリシャの新政権は、容易にこれらの公約を取り下げることにはできない。これに対し、支援国側では改革重視、財政規律重視のドイツ等の意向が強く働くほか、これまで国民に負担を強いつつ改革に取り組み、しかも今年中に総選挙を控えるスペインやポルトガルなどでは、反体制政党を勢いづかせる妥協は受け入れ難い。このように、今回、ギリシャはその債務不履行やユーロ圏からの離脱のリスクを改めて市場に意識させることになったが、他にも欧州では、5月に英国で実施される総選挙の争点として、同国の欧州連合（EU）からの離脱が、いよいよ正面切って材料になってくる点に注意が必要ともなっている。

一方、ロシアやウクライナなどの情勢については、いったん生じた混乱は、ほかの新興国へ波及する可能性もある。また、米国の政策金利引き上げの思惑と原油を中心とする資源安が重なることでもたらされる一層のドル高傾向は、新興国からの資本流出のみならず、これらの国々におけるドル建て債務の膨張を招く点でも懸念される。加えて、中東を中心として、地政学リスクの高まりも見られている。このため、今後、欧州の近隣諸国を含む新興国が、様々な面から市場波乱の芽となる可能性は高まっているものとみられる。

折から、世界的に異例な金融緩和の下で市場への資金流入が継続しており、経済のファンダメンタルズ等に比べ金融資産の価格は割高に推移しがちとなっている。3月に具体化される ECB の QE はこうした傾向をさらに助長することになるものとみられるが、それと同時に、欧州発の材料が、新興国情勢などとともに、割高となっている市場のボラティリティを急上昇させる波乱要因として働く局面も十分生じ得るものと考えられる。

ようやく持ち直しが確認できた国内景気

～一旦は上昇した長期金利も足元では沈静化へ～

南 武志

要旨

2014 年 10～12 月期の実質成長率は、事前予想を下振れたものの、3 四半期ぶりにプラスとなり、消費税増税後の持ち直しが始まっていることが確認された。年度内は増税の影響が残るとみられるが、すでに円安効果の浸透によって輸出の増加傾向が明確化していることに加え、15 年度入り後は賃上げ継続や原油安メリットなどによって家計の所得環境が大きく改善し、回復傾向が強まると見られる。ただし、原油安が資源国経済へ悪影響を及ぼす可能性、さらには世界的なデスインフレ現象がさらに強まることから各国の金融政策に影響を与える可能性には十分注意が必要である。

一方、長期金利は 1 月下旬に 0.1% 台と過去最低を更新した後、株高や原油価格底入れなどもあり、0.4% 半ばまで急上昇するなど、不安定な動きとなったが、足元では沈静化に向かう動きとなっている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2015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	(%)	0.078	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.1730	0.14～0.18	0.10～0.18	0.10～0.18	0.10～0.18
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 (%)	0.375	0.05～0.50	0.00～0.50	0.05～0.50	0.05～0.55
	5年債 (%)	0.115	▲0.05～0.20	▲0.10～0.15	▲0.10～0.15	▲0.05～0.20
為替レート	対ドル (円/ドル)	119.2	115～125	115～125	120～130	120～130
	対ユーロ (円/ユーロ)	135.4	125～145	125～145	125～145	125～145
日経平均株価	(円)	18,466	18,500±1,000	18,500±1,000	19,000±1,000	19,500±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2015年2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

非常にゆったりとではあるが、日本経済は消費税増税後の落ち込みから持ち直しつつある。14 年 10～12 月期の GDP 第 1 次速報によれば、経済成長率は前期比年率 2.2% と 3 四半期ぶりのプラスに転じた。依然として住宅投資が減少傾向を続けるなど、増税前の駆け込み需要の反動減が一部残っているものの、耐久財消費や民間企業設備投資などが微増ながらも前期比プラス（それぞれ 0.7%、0.1%）

に転じたほか、世界経済の低成長リスクが意識されるなかで輸出が同 2.7% と増勢を強めるなど、前向きの動きが散見される。とはいえ、成長率にとってプラス寄与となった民間在庫増は、国内需要の回復力が想定以上に鈍いことの裏返しである。

さて、目下の注目点は、原油価格やそれが内外経済に与える影響である。2 月に入り、原油価格の下げ止まり・反転が見られたことで、ロシア、ブラジルや中

近東諸国など資源国経済への懸念はやや後退した感もある。しかし、米国を除き、世界経済は低成長が長期化する可能性が意識されるほか、供給過剰感も払拭できない状態が続くと見られ、原油安に伴うリスクには警戒が必要である点は留意する必要がある。

一方で、原油輸入価格が半値になれば、日本の原油輸入代金は 7～8 兆円の減額となるなど、国内購買力の大幅改善が期待できる。また、15 年春季賃金交渉が 14 年並みで決着すれば、家計の所得環境も大幅に好転するはずである。さらに、円安で価格競争力が高まった影響もあり、輸出の増勢が強まっている。15 年度入り後は、経済の好循環が強まることで、設備投資需要も促され、全般的に回復傾向が本格化するだろう。(経済見通しは後掲レポート『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、円安進行やエネルギー高騰による押し上げ効果が一巡したこと、増税後の景気足踏みによる需給悪化などの影響に加え、足元では原油安の影響が強まってきた。10～12 月期の民間消費デフレーターは前年比 2.0%と、7～9 月期(同 2.5%)から鈍化、12 月の全国消費者物価(除く生鮮食品)も同

2.5%、増税による押し上げ分(2.0 ポイントと想定)を除けば同 0.5%と、消費税増税時の同 1%台前半から上昇圧力が緩和している。

一方、国際商品市況の影響をより受けやすい国内企業物価(1 月)では同 0.3%、消費税要因を除くと同 ▲2.4%と大幅下落した。さらに、国内需要財のうち、消費者物価の川上に位置するとみられる消費財は同 ▲0.9%、国内品は同 ▲2.4%と、下落圧力が強まってきた。前年同時期と比べて円安水準にあるほか、食料品などで過去の原材料高騰分を価格転嫁する動きもあるとはいえ、原油安などの影響は今後さらに強まることから、15 年度上期にかけて消費者物価は下落に転じる可能性が高まっている。

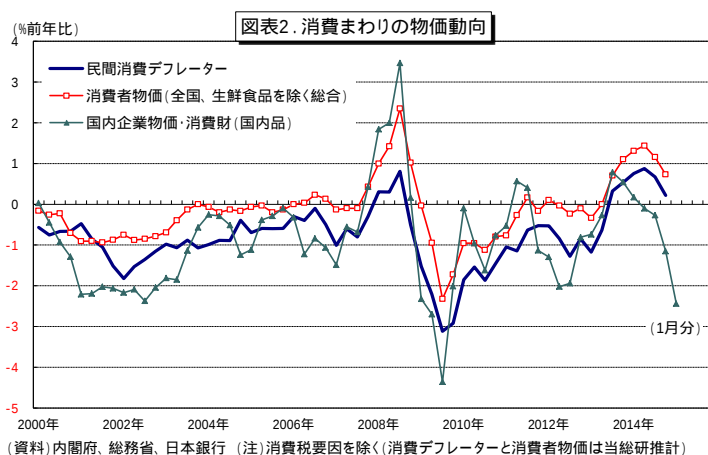
金融政策:現状と見通し

以上のように、一時的にせよ物価下落が避けられそうもない状況の下、14 年 10 月末に量的・質的金融緩和の強化(QQE2)に踏み切った日本銀行がどのような対応をするかが注目されている。

日銀は 2%程度と設定した物価安定目標を早期に達成することを自ら課しており、単純に考えれば、実際の物価上昇率が当面鈍化することが予見できるのであ

れば、何らかの対応をすると予想するのは自然である。しかし、今回の物価鈍化は、消費税増税後の景気落ち込みもあるが、圧倒的に原油安の影響の方が大きい。追加緩和によって原油安による物価押し下げ効果を相殺することは可能だろうか。

また、原油安には需要刺激



効果があるとされており、それによる物価鈍化を追加緩和で対応すべきか、という問題もある。仮に、原油価格が下落しておらず、その代わりに消費税率を 5% に引き下げたとした場合、物価は前年比下落に転じる可能性が高いが、その場合にも日銀は追加緩和をする必要があるだろうか。多少の違いはあるにせよ、原油安、消費税減税ともに、物価を押し下げるが、需要に対しては刺激効果がある。以上を踏まえれば、日銀は現行の QQE2 による効果の浸透を見守る姿勢を粘り強く続ける可能性が高いと思われる。もちろん、世界各国中銀の「金融緩和・通貨安競争」のあおりを受けて円高圧力が強まり、デフレマインドが再び台頭するような懸念が生じれば、追加緩和に踏み切る可能性もあるだろうが、その可能性自体かなり小さいだろう。

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 年度を中心とする期間内に安定的に 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し、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予想する。

一方、16 年度初頭を見通してみても、2% の物価上昇率が厳しいということになれば、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。日銀は、1 月に実施した展望レポート・中間評価においても 15 年度を中心とする期間内に 2% の物価上昇を達成する見方は変更しなかったが、黒田日

銀総裁は多少の後ズレを示唆するなど、若干の変化が見られている。しかし、明確な対応はいずれ迫られることになるだろう。

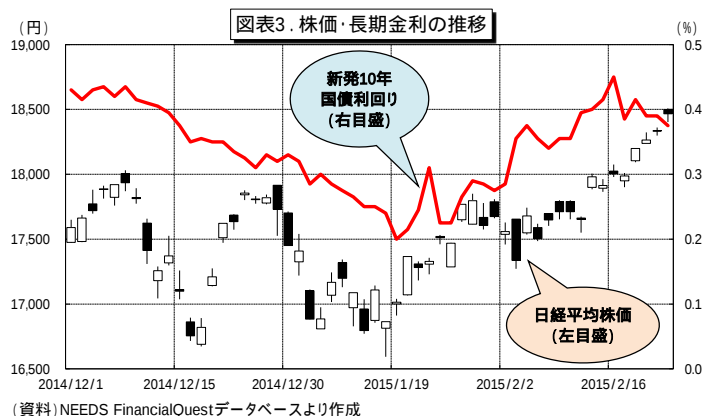
ただし、16 年度以降を見据えれば、2% の物価安定目標を達成することは全く見通せないという状況ではなくなったように思われる。当総研の経済見通し並みに、日本経済が潜在成長力を上回る成長を続けられれば、16 年度下期にかけて適度な賃上げと物価上昇が両立しうる経済が実現できる可能性がある。その際には QQE2 からの出口戦略が意識され始めることになるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

15 年に入り、原油安による資源国経済への懸念、ECB による量的緩和導入などを材料に、金融資本市場は揺れ動いた。足元では原油安も一服したかに見えるが、反緊縮路線に転換したギリシャに対する金融支援策見直しを巡る問題も浮上、内外市場の先行き不透明感が払拭できたわけではない。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 11 月以降、QQE2 に踏み切った日銀が年間の国債発行額に迫る勢いで国債



買入れを実施していることもあり、長期金利には低下圧力がかった。ディスインフレーション傾向の強まりを背景に、世界各国の中銀がマイナス金利導入も含めた金融緩和に踏み切っていることもまた、債券高に寄与したとみられる。指標金利である新発 10 年物国債の利回りは、1 月 20 日には一時 0.2%割れと過去最低を更新した。しかし、その後は高値警戒感が浮上したほか、日銀の追加緩和観測も後退したこともあり、反転に転じ、2 月中旬には 0.45%まで上昇するなど、ボラティルな展開となったが、17 日の 20 年国債入札が順調な結果だったことを契機に落ち着きを取り戻した。

先行きについては、国内の機関投資家は水準感から購入しづらい状況ながらも、米国の早期利上げ観測が後退した感もあるほか、QQE2 による金利抑制効果も期待されることから、基本的に低金利状態が続く可能性が高い。

株式市場

14 年秋以降、ETF（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傾向が強まり、12 月上旬には日経平均株価は 7 年 4 ヶ月ぶりとなる 18,000 円台を回復した。

しかし、世界経済の先行き懸念が急浮上、1 月中旬にかけて株価は 16,500 円近くまで調整したが、その後は持ち直しに転じ、2 月中旬以降は 18,000 円前後での展開となっている。

アベノミクス加速や原油安アメリカへの期待、「流動性相場」の継続などは株価を下支えすると

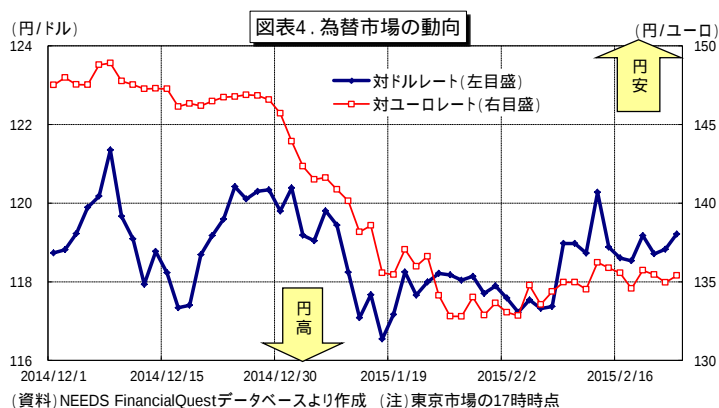
はいえ、国内非製造業の業績が芳しくないほか、世界経済の下振れリスクも残るなか、当面は底値を固める展開となるだろう。しかし、15 年度入り後の景気回復期待から徐々に株高傾向が強まると予想する。

外国為替市場

14 年 10 月末の QQE2 導入、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、それまで 1 ドル = 100 円台後半で推移していたドル円レートは再び円安が加速、12 月上旬には 7 年 4 ヶ月ぶりの 120 円台となった。しかし、その後は世界経済の先行き懸念が台頭、リスクオフの流れもあり、110 円台後半を中心としたレンジ相場が続いている。先行きは、日本は当面は金融緩和を続ける半面、米国では年内には利上げの可能性があることから、円安基調は継続するとみられる。

一方、対ユーロレートは、ECB の量的緩和導入などもあり、12 月以降はユーロ安気味に推移してきた。足元ではギリシャ懸念が燦々しているほか、デフレ警戒による一段の追加緩和への思惑も残ることから、先行きも円高ユーロ安気味に推移するとみられる。

（2015.2.23 現在）



米国では利上げ時期をめぐる思惑が交錯

木村 俊文

要旨

米国では、雇用が力強さを増すなど回復基調が続いているものの、原油安・ドル高に加え、寒波の影響もあり、一部に弱い動きがみられる。こうしたなか、市場では利上げ時期をめぐる思惑が交錯している。

経済指標は強弱まちまち

最近発表された米経済指標は強弱まちまちの内容となった。まず、雇用関連では、1月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差25.7万人増と市場予想(23.0万人)を上回る伸びとなったほか、今回実施された年次改定により、過去2ヶ月分についても計14.7万人上方修正され、力強い改善を示した(図表1)。また、時間当り賃金が前月比0.5%と増加に転じ、前年比でも2.2%と伸びが拡大した。なお、失業率は5.7%と前月から0.1ポイント上昇したが、これは職探しを諦めていた人たちが労働環境の改善を背景に労働市場に戻ってきたものであり、懸念する必要はないだろう。

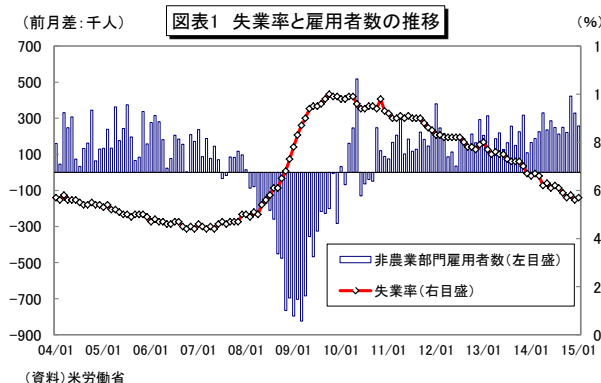
一方、個人消費は、1月の小売売上高が前月比▲0.8%と2ヶ月連続で減少した。ガソリン価格下落によりガソリン販売の減少傾向が強まり、全体を押し下げた。また、2月の消費者信頼感指数(ミ

シガン大学、速報値)は93.6と前月(98.1)から低下した。2月に入り暖房油やガソリン価格が反転上昇したことに加え、11年ぶりの高水準となった前月の反動もあり、景況感が低下したとみられる。

企業部門では、1月の鉱工業生産が前月比0.2%と2ヶ月ぶりに上昇した。内訳をみると、自動車関連の反動減が続いたほか、原油安を背景に鉱業がマイナスに転じたものの、前月に全体を押し下げた公益事業(電気・ガス)は2.3%と、寒波襲来により上昇した。一方、民間設備投資の先行指標とされる12月の非国防資本財受注が前月比▲0.6%と4ヶ月連続で減少したことから、当面は設備投資が弱い動きを示す可能性が高い。

住宅関連では、1月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が106.5万件と13年11月以来の高水準を達成した前月(108.7万件)を下回った。また、先行指標となる着工許可件数も105.3万件と前月(106.0万件)を下回った。1月は中西部の着工件数が大幅減少(▲4.0万件)するなど、寒波や積雪の影響で減速したとみられるが、2月も北東部を中心に悪天候に見舞われたことから冴えない動きが続く可能性もある。

貿易面では、12月の輸出額が前月比▲0.8%と2ヶ月連続で減少し、前年比でも



伸び鈍化の兆候を示した。米国からの輸出は、海外経済の鈍化やドル高のほか、米西海岸港湾の労働争議が悪影響を及ぼしていることもあり、緩やかに減少している。

FRB は「海外情勢」にも配慮

米連邦準備理事会（FRB）は、1 月 27～28 日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で、事実上のゼロ金利政策の継続を決定し、金融政策の正常化に向け「忍耐強く」対応するとの方針も維持した。声明文では、景気判断が引き上げられた一方、海外情勢にも配慮するする方針などが示されたものの、利上げ時期に関する示唆は限定的だった。

こうしたなか、2 月 18 日に公表された同会合の議事要旨では、利上げ開始時期の違いによるリスクについて具体的に検討したことが判明した。多くの参加者は「早期の利上げは景気回復に悪影響を及ぼす」と懸念を示した。一方、利上げを遅らせた場合は「インフレ昂進や金融市場の不安定化を招く」との意見も多かった。ただし、早期の利上げを支持したメンバーは数人にとどまり、早すぎる利上げに対するリスクを踏まえ、ゼロ金利解除に慎重な意見が大勢を占めた。

また、海外経済については、「エネルギー価格下落や各国の金融緩和が世界経済

の成長を押し上げる」との見方が示された一方、ドル高進行で米国の輸出が抑制されるとの懸念のほか、中国経済の減速、世界的なデフレーション圧力の高まり、中東・ウクライナの緊張、ギリシャの金融支援などを指摘しており、これらの影響を踏まえ「海外情勢」にも配慮する方針が追加されたとみられる。

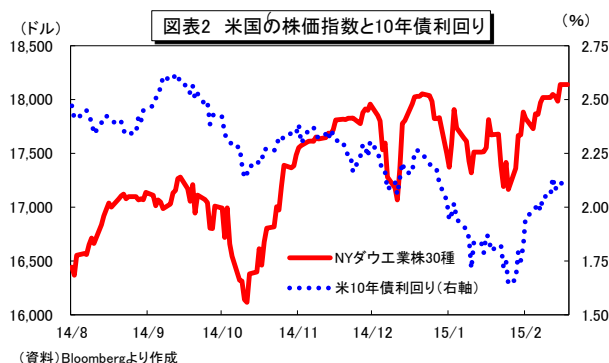
FOMC 議事要旨の公表を受け、市場では利上げ観測がやや後退した。とはいえ、力強い内容となった 1 月の雇用統計は同会合後に発表されたことから、FRB は 15 年半ばまでに利上げに踏み切るとの見方も根強く、利上げ時期をめぐる思惑が交錯している。

米国の長期金利低下が一服

米国の長期金利（10 年債利回り）は、相対的な割安感から米国債が買われる動きが続くなか、原油安やギリシャ政局不安に加え、インフレ鈍化懸念も強まり、1 月末に 1.6% 台と 13 年 5 月以来の水準まで低下した（図表 2）。その後は堅調な雇用統計の発表を受け上昇に転じたが、利上げ時期をめぐる思惑が交錯しており、しばらくは方向感に乏しい展開が続くと予想される。

また、米株式市場も 1 月末にかけてはボラティリティの高まりを伴いながら一進一退の値動きだったが、その後は戻り高値を試す展開となった。2 月 20 日のダウ工業株 30 種平均は 18,140.44 ドルと、ギリシャ支援合意を好感するなど 2 ヶ月ぶりに過去最高値を更新した。ただし、当面の株価は、原油相場やギリシャ情勢、米利上げ時期に対する思惑などから、高値圏でもみ合う展開になると予想される。

（15. 2. 23 現在）



移民とユーロ圏の経済・政治情勢

～ 経済成長の底上げ期待の一方で政治面では懸念材料に～

山口 勝義

要旨

移民の流入増加は、経済面では少子高齢化のなかで経済成長を底上げする点で重要な役割を担う一方、政治面では中道政治の基盤を弱体化させ域内の一体性を弱めることにより、金融市場の不安定化に繋がる可能性を有する点に注意が必要と考えられる。

はじめに

2015 年に入り、年初から欧州では注目材料が目白押しとなっている。まず 1 月 15 日には、スイス国立銀行（中央銀行）がそれまで 1 ユーロ＝1.20 に設定していたスイスフランの上限を撤廃すると突然発表した。これを受けスイスフランが一時的に約 40% も急騰したことで、中東欧での同通貨建て個人ローンなどの債務額が現地通貨換算ベースで大幅に膨張した。この結果、この種の与信の推進に積極的であったとされるオーストリアなどの一部の銀行では、従来からのロシア情勢に加え貸倒れ懸念が新たな重石となり、株価の低迷が続いている^(注1)。また、この問題は、資源価格の下落や金融政策の方向性による米ドル高によって、今後、新興国での米ドル建て債務について発生が懸念される事象の類似ケースという点でも、注目されるものであった。

その後、1 月 22 日には欧州中央銀行（ECB）が国債を含む量的緩和政策（QE）の導入を決定し、同月 25 日のギリシャ総選挙では、緊縮財政に反対し金融支援策の条件見直しを求める急進左派連合（SYRIZA）が圧勝した。今回の SYRIZA の勝利は、改めてギリシャ国債の債務不履行や、さらには同国のユーロ圏離脱のリスクを市場

に意識させることとなったが、他方ではユーロ圏各国で反体制政党を勢いづかせる契機にもなり、今後のユーロ圏における政策の安定性に疑義を投げかけることに繋がった。

ユーロ圏では右派・左派の別なく反体制政党の勢力が拡大しつつあるが、このうち右派政党は、最近、特に移民に対する保守的な立場を強めてきている。その背景には、経済情勢の長期低迷の下で生じている、経済・財政状況の比較的良好な国々への欧州内での移民の集中的な流入とともに、10 年末からの「アラブの春」が 12 年以降行き詰まりを見せ各地で拡大した紛争などに伴う、アフリカや中東からの難民流入の増加があるものと考えられる。また、最近では、1 月 7 日にパリで発生した新聞社襲撃テロ事件等も、これらの反移民政党を刺激する結果となった。

このように、本来は人の自由な移動を標榜する欧州ではあるが、ユーロ圏での経済情勢の低迷に地政学リスクの高まりも加わるなかでの移民等の流入は、文化摩擦などの社会的に困難な課題も孕みつつ、経済、政治の両面から注意が必要な動きとなってきている。本稿では、これらの視点からユーロ圏における移民が持つ意味について考察を行うものである。

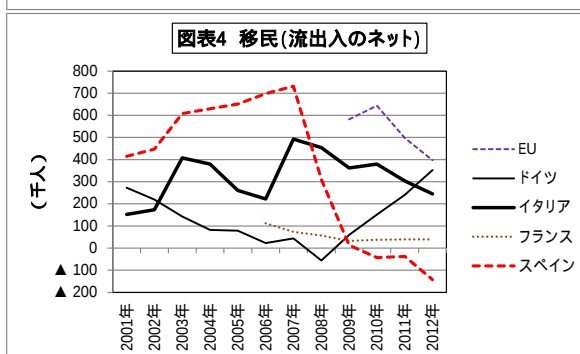
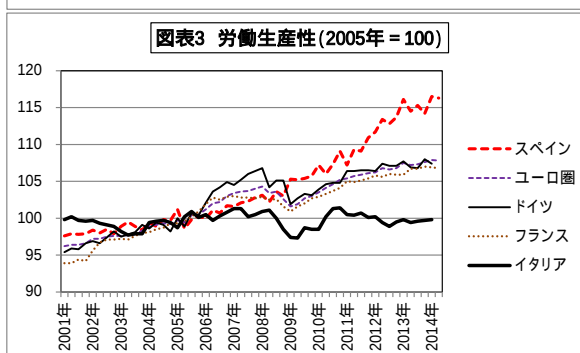
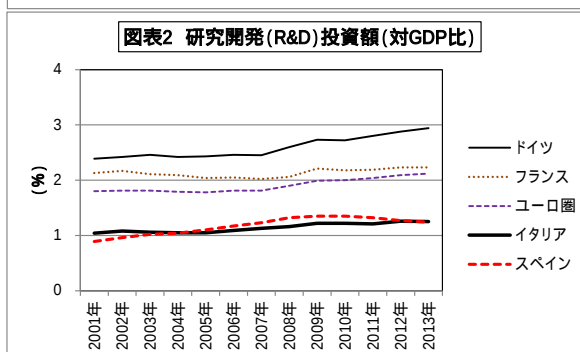
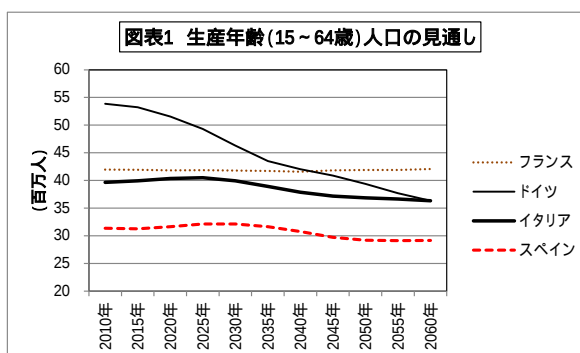
経済面から見た移民の持つ意味

ユーロ圏の主要国では、今後、ドイツを中心に、少子高齢化により生産年齢人口の減少が進むものと見込まれている（図表1）。経済成長のためには、労働力の増加、技術の進歩、資本の増加が重要であるが、このように、労働力の面から中長期的に経済成長を下押しする力が働くことになる。

この影響を緩和するためには、研究開発による技術進歩、投資による資本財の蓄積、人的資本の質の向上等を通じ、生産性を改善することが重要となる。しかしながら、ユーロ圏では、研究開発投資額の推移には大幅な増加は見られないほか、労働人口一人当たりの特許件数について伸び悩み傾向が明らかであるなど、十分な研究開発の成果を確保しているとはみなし難い状況にある。また、固定資本投資による資本財の蓄積動向についても、概して伸びは鈍い。これらを受け、労働生産性は一部を除き全般に横ばい傾向で推移しており、ドイツを含めユーロ圏においては、人口減少に伴う負の影響を緩和する取組みは少なくとも現時点では十分とはいえない（図表2、3）。

こうした下で、ユーロ圏では経済成長を底上げする観点から移民の動向が注目されるが、主要各国では、特にドイツにおいて移民のネットの流入が増加傾向にある反面、イタリアでは流入減速、スペインにおいては流出加速の傾向が明確に現れている（図表4）。こうした傾向は、それぞれの経済・財政状況や、それに対応する社会保障等の手厚さの相違を如実に反映した結果であるものと考えられる。

このように、中長期的には各国間で人的資本の不均衡を生じる恐れもあり今後



(資料) 図表1～4はEurostatのデータから農中総研作成。

の動向には注意が必要であるが、人口動態上、人的資本の量的側面から、また移民の中には熟練労働者や頭脳労働者も多く含まれるとみられるため、その質的側面からも、ユーロ圏では移民の重要性は無視し得ないものとなってきた（注2）。

政治面から見た移民の持つ意味

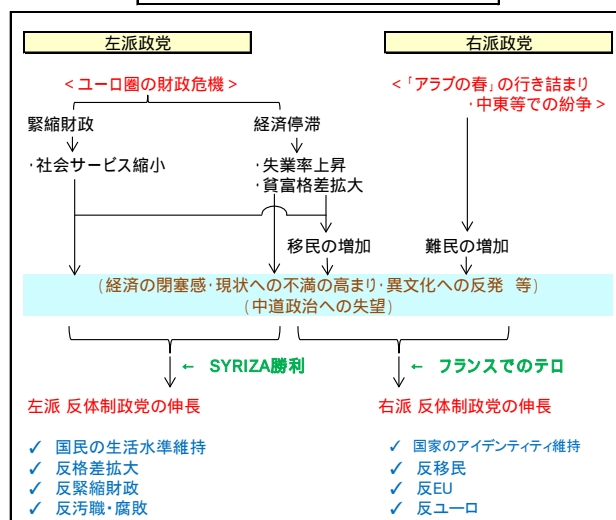
移民を巡る最近の動向については、財政危機後の経済停滞に伴う欧州内での移民の増加に加え、人の移動をさらに活発化させる要因である14年1月のブルガリア、ルーマニアに対する欧州連合（EU）の労働市場の完全開放もあり、主要国へのその流入は増大しているものと考えられる。一方、アフリカや中東等からの難民の流入増加も見られている（注3）。

こうしたなか、移民等の受入国との間では様々な軋轢も生じている。例えば、北欧諸国等の手厚い社会保障給付の享受を目的とする「ベネフィット・ツーリズム」と呼ばれる移民の流入は、受入国の国民の強い反発を招いている（注4）。また、移民が職を奪うとの批判とともに、受入国における移民の失業率の上昇による地域の治安の悪化懸念や、移民等にはイスラム諸国の出身者が多く含まれることに伴う文化摩擦などが生じている。一方、EUの協定では難民が最初に入国した国がその対応責任を担うこととされているため、この点で、地理的にアフリカや中東に近いイタリアやギリシャ等の南欧諸国の負担が増大している側面もある。これらは、反移民を掲げる右派政党の伸長を招く直接的な要因となっている（図表5）。

一方、移民を増大させた背景のひとつである長引く経済停滞は、失業率の上昇や貧富の格差拡大を通じ、また、財政危機後の厳しい緊縮財政による社会サービスの縮小も加わり、反緊縮財政、国民の生活水準維持等を掲げる左派政党への支持率上昇にも結び付いている（図表5）。

以上の結果、豊かな北欧で右派政党が、財政悪化国である南欧諸国で左派政党が、また、難民受入れ窓口となりやすいギリ

図表5 ユーロ圏における反体制政党の伸長



（資料）農中総研作成。

図表6 欧州の主要な反体制政党等

国名	政党等名称	報道されている 主要な 政策等の内容	2014年 欧州議会選挙 得票率（％）
英国	英国独立党	反移民、反EU	26.7
ギリシャ	急進左派連合（SYRIZA）	反緊縮財政	25.7
フランス	国民戦線	反移民、反EU	24.9
イタリア	五つ星運動	反緊縮財政	21.2
オーストリア	自由党	反移民	19.7
アイルランド	シンフェイン（Sinn Féin）	民族主義	19.5
デンマーク	デンマーク国民党	反移民	16.7
オランダ	自由党	反移民	13.3
フィンランド	真のフィンランド人	反EU	12.9
スウェーデン	民主党	反移民	9.7
ギリシャ	黄金の夜明け	反移民	9.4
スペイン	ポデモス（Podemos）	反緊縮財政	8.0
ドイツ	ドイツのための選択	反ユーロ	7.1
イタリア	北部同盟	反移民	6.2
ドイツ	ペギーダ（PEGIDA）	反移民	-

（資料）各種報道から農中総研作成。

（注）得票率は、各国内での得票率。

シャやイタリア等では左派に加え右派政党が、それぞれ伸長する傾向が認められている。これらは、中道政治一般への失望感の高まりを反映し、左右の区別なく反体制の、いわゆるポピュリスト政党の台頭という特徴的な動向として現れており、ギリシャにおいては反体制の左派と右派間の連立政権が樹立されてもいる。こうしたことで、ユーロ圏ではこれまでの中道政治の基盤が揺らぎ、今後、左右に偏った極端な政策に振れる可能性を生じつつあるものと考えられる（図表6）。

おわりに

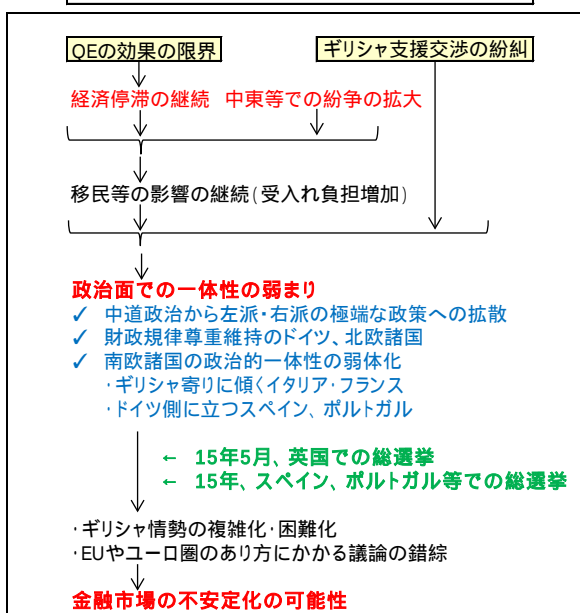
ユーロ圏における当面の注目材料は、ECB による QE の効果とギリシャ情勢である。まず QE については、ここからの市場金利の低下も銀行貸出中心のユーロ圏では企業等の調達コストに与える影響は間接的なものでしかないばかりか、そもそも債務の高止まりで需資は低迷していることなどからも、その効果には限界があるものと考えられる。このため、経済停滞は今後も当面のところ継続する可能性が高く、中東等での紛争の拡大も加わり、移民等の受入れ負担が増加する素地に変化はないものと考えられる（図表 7）。

こうした情勢にさらにギリシャ支援の条件見直し交渉が加わり、ユーロ圏では政治的な混迷が深まる可能性がある。ギリシャ支援については、改革重視、財政規律重視のドイツ等の意向が強く働くほか、特に近く総選挙を控える国々では反体制政党を勢いづかせる妥協は受け入れ難いことから、支援条件の見直し交渉は紛糾が予想される。また、諸改革が遅延し財政規律の柔軟な運用を求めるフランスやイタリアと、これまで改革に取り組み、現政権への批判は回避したいスペインやポルトガル等との間では、支援条件の見直し余地について、判断に相応の温度差が生じる可能性が高い（図表 7）。

このため、前記のポピュリスト政党が台頭する環境の下では、上記の足元での動向を通じ政治面での一体性がさらに損なわれる懸念がある。こうした動きは域内の合意形成を困難にし、金融市場の不安定化に繋がるものであると考えられる。

以上のように、移民の流入増加は、経済面では少子高齢化のなかで経済成長を底上げする点で重要な役割を担う一方、

図表 7 政治情勢の見直しと金融市場への影響



（資料）農中総研作成。

政治面では中道政治の基盤を弱体化させ域内の一体性を弱めることにより、金融市場の不安定化に繋がる可能性を有する点に注意が必要と考えられる。

（2015年2月20日現在）

（注1） 今回のような事例が銀行業界のシステミックリスクに結びつく可能性については、その後、欧州復興開発銀行（EBRD）が、以下の文書により、中東欧におけるスイスフランを中心とする外貨建て貸出は以前に比べ減少しており、その可能性は小さくなっているとの見解を示している。

・ EBRD (26 January 2015) "The Swiss franc and eastern Europe"

（注2） より新しいデータとしては、以下のドイツ紙 Handelsblatt の記事では、Passauer Neuen Presse による報道内容を引用しつつ、ドイツ政府筋の情報として、13年にはドイツへの移民の流入が1,230千人、流出が800千人となり、ネット流入は430千人と、近年では最大の規模になったとしている。

・ Handelsblatt (20.1.2015) "1,23 Millionen Migranten mehr in Deutschland"

（注3） Eurostat のデータでは、13年にEU全体として難民の受入れは136千人に上っており、近年、増加傾向を強めていることが示されている。13年の受入れ実績の内訳は、ドイツが26千人、フランスが16千人、イタリアが14千人、スペインが0.6千人。

（注4） こうした動きに対し、例えば英国政府では、14年11月、EUからの移民に対する社会福祉の制限などを柱とする移民制限措置を導入すると発表した。キャメロン首相は、これに必要なEU条約の改正交渉を行うとしている。

デysinフレ懸念が浮上する中国経済

～ 今後も追加金融緩和が予想される ～

王 雷 軒

要旨

1 月分の主要な経済指標の動きからは、足元の中国の景気は弱い動きが続いていると見られる。これを受けて物価下落圧力が高まっており、デysinフレ懸念が浮上している。こうした状況に対応するために、中国人民銀行が 2 月に預金準備率の引下げを発表したと見られる。安定成長を維持するため、今後も追加金融緩和の実施が予想される。

弱い景気回復、デysinフレ懸念

14 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 7.4%と 7～9 月期（同 7.4%）からの加速は見られなかった。15 年に入っても、総じて景気は弱い動きが続いていると見られる。旧正月である春節（2 月 18～24 日）の影響で、1 月分の経済指標があまり発表されないが、以下では、公表されたものから、足元の景気・物価動向を見てみよう。

まず、生産動向については、軟調な動きが続いている。国家統計局が発表した 1 月の製造業 PMI（購買担当者指数）は 49.8 と景気分岐点 50 を下回り、低下基調が続いている（図表 1）。12 年 9 月以来の低水準であり、その背景には、鉄鋼

やセメントといった業種での深刻な生産能力過剰に対する調整圧力の高まりや不動産市況の落ち込みなどを受けて国内需要が弱まっていることがあると思われる。

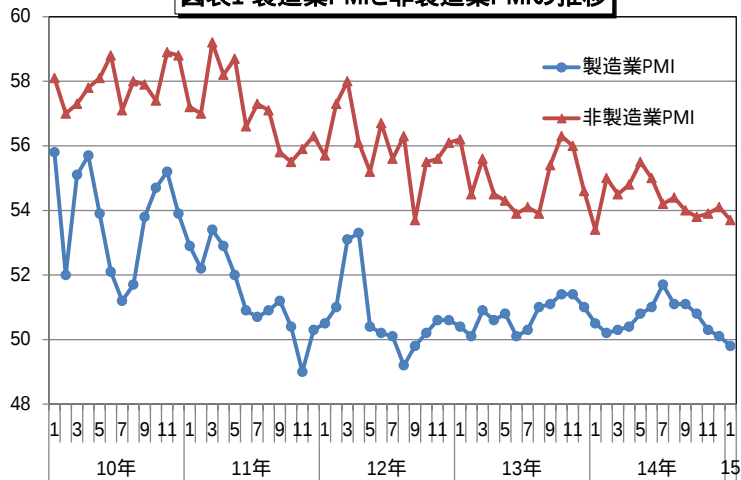
また、1 月の非製造業 PMI も 53.7 と 14 年末にかけては上向いたものの、再び低下した。依然として 50 を上回っているが、14 年 1 月以来の低水準に落ち込んだ。

さらに、外需も減速感が強まった。1 月の貿易統計によれば、輸出（ドルベース）は前年比 ▲3.3%、輸入は同 ▲19.9% とともに減少した。輸出の減少については、まず春節要因が挙げられるが、13 年の春節休暇は 1 月 31 日～2 月 6 日のため、14 年 1 月に集中的に輸出が行われたことに対して、今年は春節が 2 月中下旬のため、

その反動減が出た。とはいえ、春節要因を除いた季節調整値を見ても前年比 ▲1.4%と冴えなかった。

季節要因のほか、欧州や日本向けの輸出が低調で推移していることや、中国に進出した海外企業が人件費の上昇、税優遇措置の廃止や独禁法による調査などをを受けて東南アジアへ生産拠

図表1 製造業PMIと非製造業PMIの推移



（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成

点をシフトしたり、自国に戻る企業も出始めていることもある。

輸入の大幅な減少については、国内需要の弱さを受けて輸入量が大幅に減少したことに加えて、国際商品価格も大きく下落したことが影響したと見られる。

一方、1月の消費者物価指数(CPI)は前年比0.8%と12月(同1.5%)から上昇率が大幅鈍化し、09年11月以来5年2ヶ月ぶりの低水準となった(図表2)。内需の弱さに加えて、前述した春節要因があるほか、原油安、暖冬による野菜価格の下落などの要因が挙げられる。

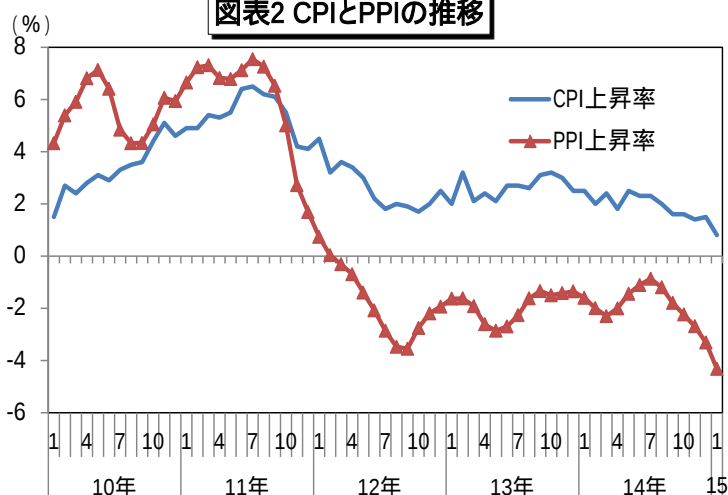
また、石油やガスなどの価格が大きく下落した影響で、生産者物価指数(PPI)も同▲4.3%と半年連続で下落幅が拡大し、09年10月以来5年1ヶ月ぶりの低水準となった。このように、景気の弱い動きが継続しているなか、デフインフレ懸念が浮上していると見られる。

今後も追加緩和を実施する公算が高い

こうしたなか、中国人民銀行(中央銀行)は2月4日に金融機関の預金準備率を0.5%引き下げると発表した。これは12年5月以来約2年9ヶ月ぶりの全面的な預金準備率の引き下げとなった。さらに、中小企業への貸出が一定の基準を満たす都市商業銀行および非県域農村商業銀行の預金準備率については追加で0.5%引き下げ、農業政策金融機関である農業発展銀行についても追加で4%引き下げると発表した。なお、今回の預金準備率の引き下げによって約7,000億元(約13兆円)のベースマネーが放出されると推算される。

14年11月には2年4ヶ月ぶりの利下

図表2 CPIとPPIの推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

げが行われたが、その後も経済成長の下振れ圧力は依然強く、景気てこ入れのため追加金融緩和に踏み切ったと見られる。また、春節休暇前には資金需要が高まる傾向があるため、こうした資金需要の高まりに対応した可能性も考えられる。さらに、この間、米国の利上げ観測などを背景に外国為替資金残高が減少に転じた動きからも明らかなように、資金が国外に流出しており、流動性供給の弱まりに対応する必要性もあったと見られる。

先行きの金融政策については、十分な雇用が確保できるとされる7%台の成長を維持するために、預金準備率の引き下げや利下げといった金融緩和が実施される公算が高い。

最後に、先行きの中国経済を占う上でも重要な不動産市況について述べてみよう。14年11月の利下げ、さらに2月の預金準備率の引下げを受けて、主要都市のデベロッパーに値上げの動きも見られるため、総じて不動産の落ち着きを取り戻しつつあると見られる。ただし、持ち直しは大都市中心であり、中小都市では、在庫調整圧力が依然強いいため、しばらく低迷が継続するものと予想される。

(2015年2月20日現在)

下げ止まりつつあるも方向感に乏しい新興・資源国市場

～今後の商品価格と米利上げ時期に注目～

多田 忠義

要旨

原油は約1ヶ月ぶりに1バレル＝50ドル台を回復し、底入れを模索する段階となった。しかし、全体的にみると商品価格は弱いままであり、一部の資源国では、商品安の影響が雇用悪化や通貨安・株安という形で影響が拡大している。また、米利上げ時期に対する思惑が交錯しており、通貨は方向感に乏しい動きとなっている。

原油先物は1バレル＝50ドル台を回復

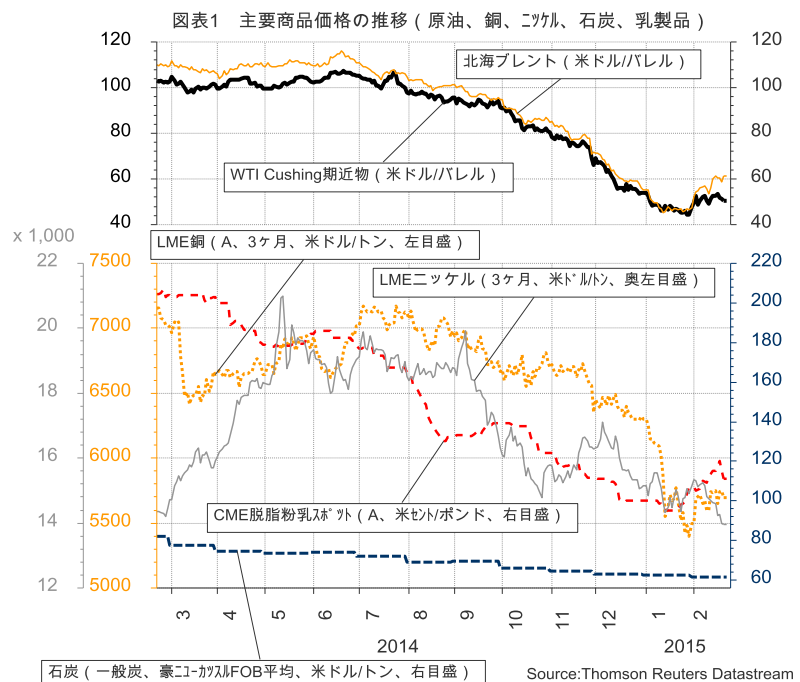
主要商品価格は、一部で底入れを模索する動きとなっている（図表1）。北米では石油掘削設備（リグ）の稼働数が減り始めており、原油価格（WTI先物期近物）を下支えし始めた。また、銅先物（LME）も1月末以降、底入れを模索する動きがみられる。

OPEC（石油輸出国機構）は15年2月（最新）の月次レポートで、15年の世界石油需要量を1月時点から概ね据え置いた一方、非OPEC加盟国供給量を、1月の見通し（63.12百万バレル／日）から下方修正した（図表2）。

世界経済に対する弱気な見方などが続いているが、原油の供給過剰感が一部で後退したこともあり、原油価格は一旦下げ止まったものとみられる。

なお後述するが、1月末から2月にかけても新興・資源国で利下げが相次いだ。インドネシアなど原油の（純）輸入国では、原油安によるイ

ンフレ率が低下し、それを受けた利下げを実施した一方、ロシアやオーストラリアなどの資源輸出国では、原油安による経済成長の下押し圧力を緩和させるため



図表2 OPEC需給見通し(15年2月版)

	14年	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	15年(X)	15年1月版見通し 15年(Y)	X-Y
世界石油需要量(A)	91.15	91.36	91.18	92.96	93.76	92.32	92.30	0.02
OPEC非加盟国供給量(B)(注)	62.06	63.44	63.05	62.87	63.12	63.12	63.52	▲0.40
(A-B)	29.09	27.93	28.13	30.10	30.64	29.21	28.78	0.43
OPEC加盟国生産量(C)	30.03	見通し						
合計(A-B-C)	0.94							

(資料) OECD "Monthly Oil Market Report" (February 2015)

(注) OPEC加盟国が供給する天然ガス等を含む。

の利下げを実施し、商品安の影響はまちまちである。

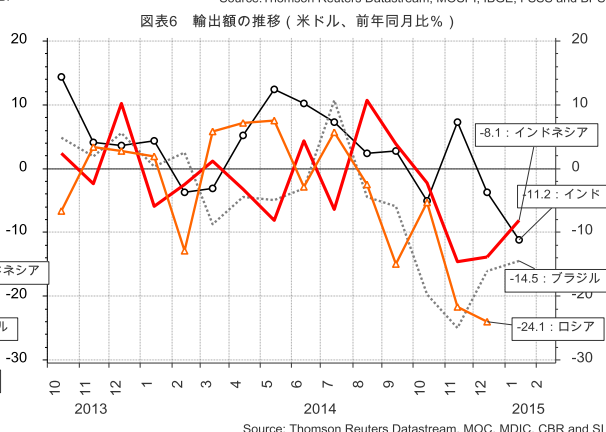
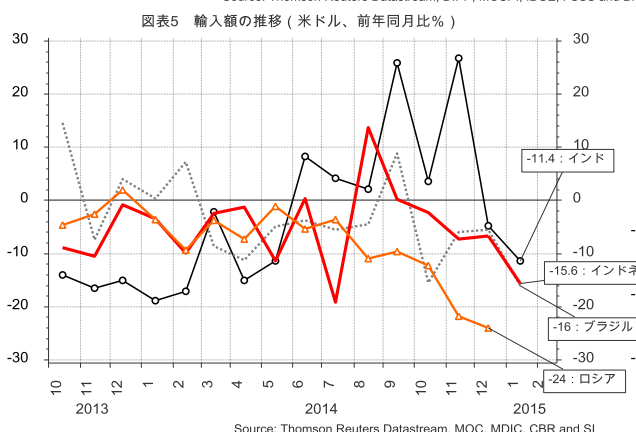
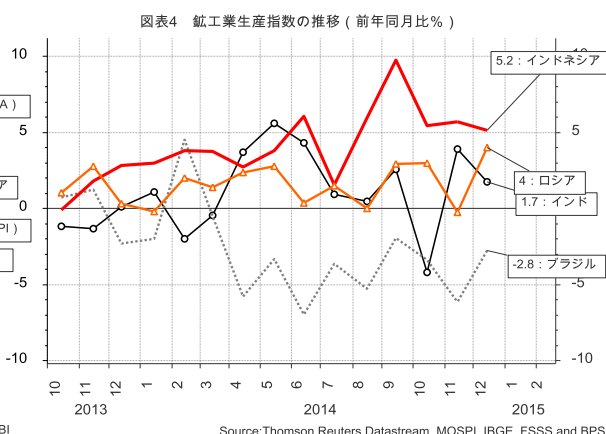
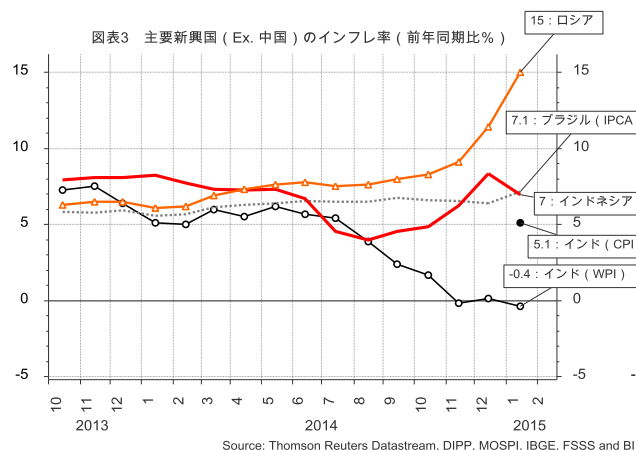
以下、主要新興・資源国のインフレ率（図表3）、鉱工業生産指数（図表4）、貿易（図表5～6）、政策金利（図表7）について振り返ってみたい。

まず、原油輸入国であるインドでは、1月に続き商品安の恩恵がみられた。物価上昇圧力は原油価格の下落によって縮小傾向で、1月の卸売物価指数（WPI）は前年比▲0.4%と2ヶ月ぶりの下落、消費者物価指数はウェイト変更と野菜価格の上昇を受け12月から上昇幅が拡大し、同5.1%であった。鉱工業生産指数（12月）は前年比1.7%と2ヶ月連続で上昇したが、市場予想を下回ったほか、11月（同3.9%）からも鈍化した。製造業の伸びが予想を下回ったことに加え、鉱業がマイナス寄与（▲0.3%）だったことも影響した。このため、追加利下げ期待が出始め

ている。

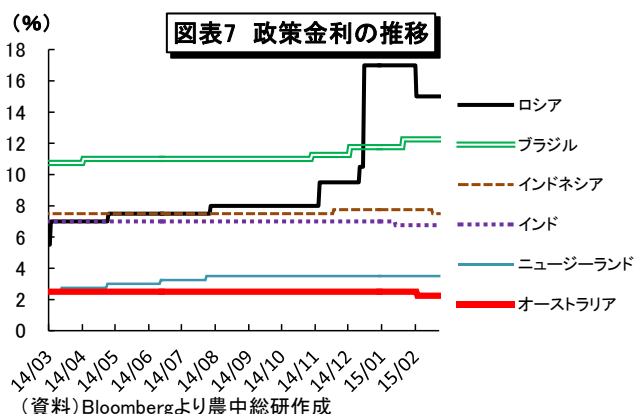
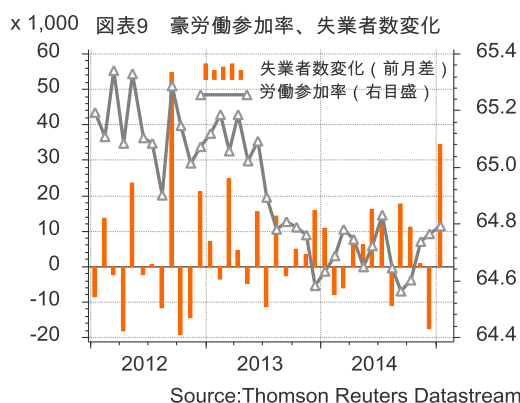
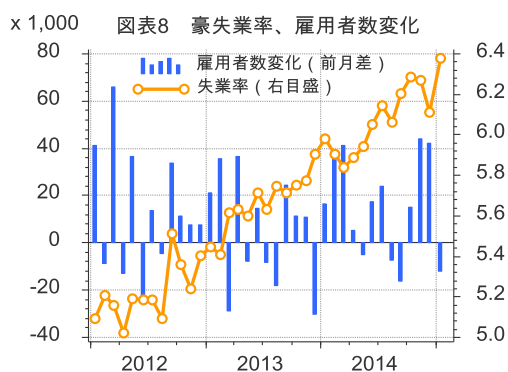
次に、原油輸出国でありながら純輸入国でもあるインドネシアでは、政府が2度にわたりレギュラーガソリンの値下げを実施したことでインフレ圧力が緩和し、1月の消費者物価は前年比7.0%と12月から鈍化した。原油価格の下落を受け、インフレ圧力が緩和しているため、中銀は17日、政策金利（BIレート）を25bp引き下げ、7.5%とした。中銀は一段のインフレ率低下を見込んでいると声明を発表したこともあり、年内に追加利下げ（100bp程度）が実施されるとの見方が散見され始めている。

2月16日には、ジョコ政権が初めて編成した15年度の予算が成立した。燃料補助金の支出額を大幅削減できたものの、原油安による歳入減もあり、インフラ整備への支出（投資）額拡大は制約を受けたことに留意する必要がある。



一方、資源輸出国ではさえない動きが続いている。まず、**ブラジル**では、再びインフレ上昇圧力が高まっている。1月の消費者物価指数(IPCA)は前年比7.1%と、12月から0.7ポイント上昇し、中銀のインフレ目標(4.5%±2%)の範囲を上回っている。補助金削減等で公共交通費や電気代等が上昇した結果が反映された。貿易をみると、主要輸出相手先の多くで経済成長が減速し、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たことで、輸出は6ヶ月連続で減少している。また、鉱工業生産は11ヶ月連続の前年割れとなった。

また、**ロシア**では、6ヶ月連続でインフレ上昇率が拡大した。1月末以降、原油価格(北海ブレント)が上昇し、ルーブルは下げ止まったが、ウクライナ情勢の影響等を受け、小幅高にとどまる。輸出入は、対ロシア制裁の影響もあり、前年比でマイナスが続いている。また、資源輸



出による収入が歳入の一部となっているため、財政に対する懸念は高まっており、S&Pは27日、ソブリンの格付けを「BB+」(見通しはネガティブ)へ1ノッチ引き下げし、投機的とした。また、ムーディーズも2月20日、「Baa3」から投機的水準である「Ba1」に1ノッチ引き下げた。16日にロシア経済発展省が発表した15年の成長率見通しでは、▲0.4%から▲3.0%に下方修正された。

なお、中銀は1月30日、予想外の利下げ(▲150bp)に踏み切った。中期的に見ればインフレは鈍化するとの見通しに立ち、国内景気の回復を優先したとみられる。

オーストラリアでも、資源輸出不振による景気減速が雇用指標に表れた。失業率(1月)は、12年半ぶりに6.4%へ上昇、雇用者数は減少、失業者数は増加となった(図表8、9)。このところ、豪雇用統計は数字の振れが大きい、失業率は引き続き上昇傾向であることが確認された。

こうした雇用情勢の悪化を織り込む形で、中銀は2月3日、政策金利を1年半ぶりに25bp引き下げ、過去最低の2.25%とすることを決定した。中銀は追加利下げを示唆しており、豪経済の底入れには時間を要する見通しである。

金融資本市場の動向と見通し

① 株価・為替

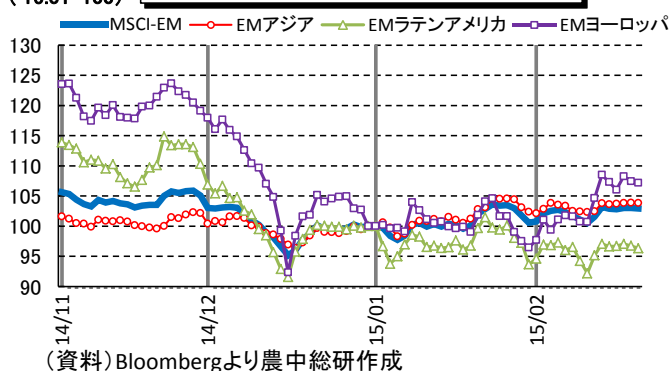
図表 10～12 に挙げる各国主要株式指数・対米ドル為替の騰落率を見ると、2 月は、原油価格が 1 バレル＝50 ドル台を回復した後もみ合っていることや、米利上げ時期は堅調な雇用などを背景に、後ろ倒しにならないとの思惑が浮上し、通貨安（米ドル高）となった。一方、原油価格の変動が落ち着くなか、世界的な株高や金融緩和を背景に、リスクオフムードが幾分和らぎ、株価は上昇した。

国別にみると、ロシアのパフォーマンスは改善している。国債格付けの引き下げで通貨・株ともに売られる場面もあったが、原油指標（北海ブレントスポット価格）が 1 月末以降回復したこともあり、通貨、株ともに買い優勢となっている。

ブラジルでは、財務相が為替介入に対し消極的な発言（1 月 30 日）をしたことや、足元の物価がさらに上昇したこともあり、レアル安となっている。

一方、インドでは中銀が政策金利を据え置いたことなどで、先行き期待感が剥落し、

図表10 新興国株価指数(MSCI Index)



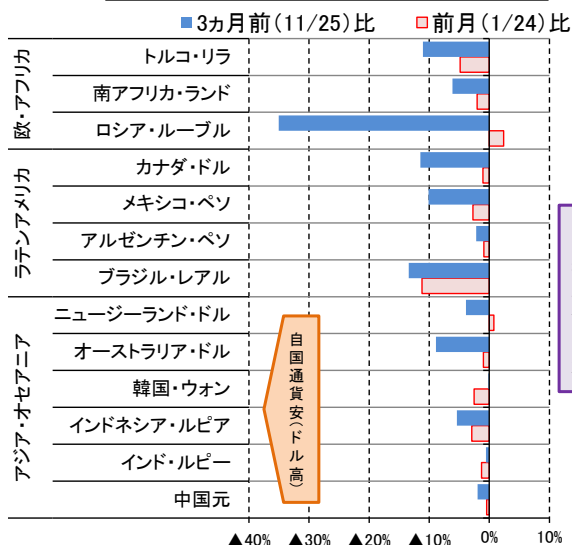
2 月上旬にルピー安、株安となったが、予算案に対する期待感などで、ルピー、株ともに前月の水準まで戻している。

② 今後のポイントなど

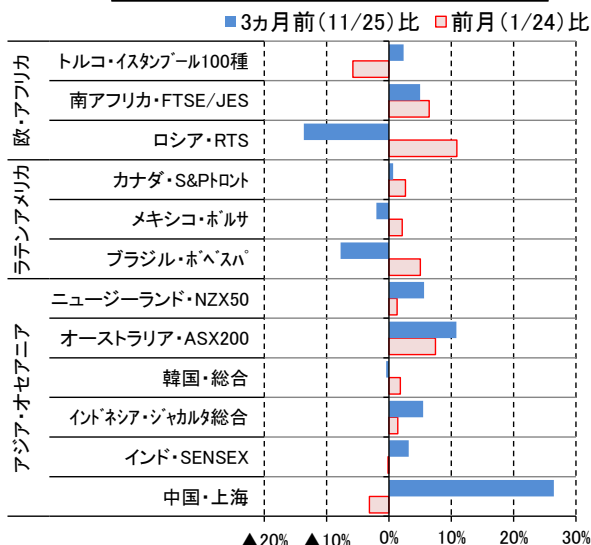
原油は下げ止まりの兆しも見せ始めたが、下落し続けている商品価格もある。そのため、資源輸出国の経済に与えた輸出額の減少等の影響は、当面経済成長率の低下などに残るとみられる。また、ギリシャの財政問題やウクライナなどの地政学的リスク、米利上げ時期をめぐる思惑の交錯などで新興・資源国の金融資本市場が荒れるリスクを残している。

(15 年 2 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

1月27～28日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利（0～0.25％）の現状維持を決定し、政策の正常化に向けて「忍耐強く」対応するとの姿勢も維持した。なお、「相当な期間維持する」との文言は削除された。インフレ率については「中長期的に2％に向けて徐々に上昇する」との見通しを示した一方、利上げ時期については「国際情勢」に関するデータを考慮する意向も追加した。

米国の経済指標をみると、雇用統計（1月）の失業率は5.7％と前月（5.6％）から悪化したものの、非農業部門雇用者数は26.7万人増と、事前予測（22.2万人：ブルームバーグ集計）を上回った。また、10～12月期のGDP成長率（速報値）は前期比年率2.6％と、7～9月期からは減速したが、潜在成長率を上回る成長を維持した。このように、米国経済の緩やかな回復基調は継続しているとみられる。

国内金融・経済

2月17～18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前年比2％とした「物価安定の目標」の実現を目指す量的・質的金融緩和（QQE）の維持が決まった。

日本の経済指標をみると、実質GDP成長率は、前期比0.6％（同年率2.2％）と三四半期ぶりのプラスとなったものの、個人消費や設備投資などが想定を下回るなど、回復のペースは鈍い。一方、機械受注（船舶・電力を除く民需）の12月分は、前月比8.3％と2ヶ月連続で増加したほか、1～3月期も前期比1.5％と増加が見込まれている。また、12月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比0.8％と2ヶ月ぶりに上昇した。以上のように、総じて消費税増税後からの持ち直しは確認できたものの、そのペースは鈍い。

金利・株価・為替・原油相場

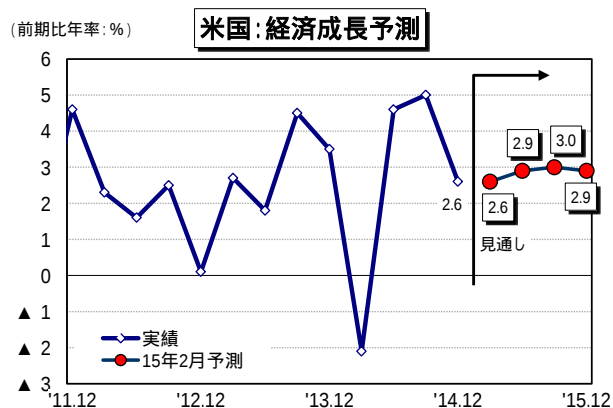
長期金利（新発10年国債利回り）は、10月末に日銀がQQEを強化して以降、1月中旬には一時0.2％割れとなるなど、史上最低水準を付けたが、1月下旬以降には国債入札の不調などから高値警戒感が強まり、反転上昇。2月中旬には一時0.450％と約2ヶ月ぶりの水準となったが、2月中旬に行われた20年国債入札の結果が順調だったことから、再び低下に転じている。

日経平均株価は、1月には、原油価格の急速な下落による金融市場の混乱や円安一服を受けて弱含み、16,500円近くまで調整した。その後は、ギリシャ問題に対する懸念後退や内外景気回復期待の高まりなどを受けて持ち直し、2月下旬には約14年10ヶ月ぶりに18,500円台を付けた。

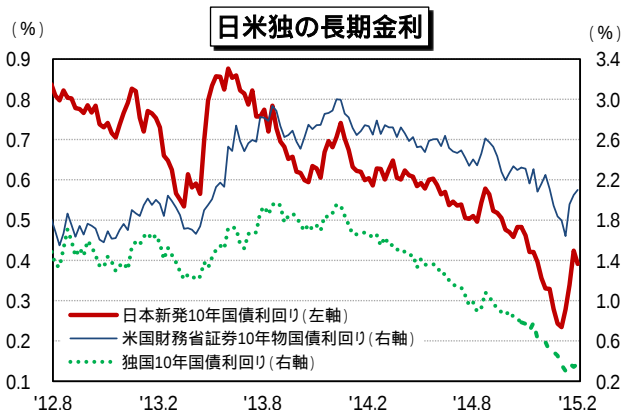
ドル円相場は、1月中旬以降、中東・ウクライナ情勢やギリシャ問題、米利上げ時期に関する思惑などが交錯し、1ドル＝117～120円台での一進一退となっている。

原油相場（NY市場・WTI期近）は、11月末に石油輸出国機構（OPEC）が石油減産を見送ったことや世界経済の低成長が長期化するとの予想から供給過剰感が広がり、1月中旬には1バレル＝40ドル台半ばと5年7ヶ月ぶりの水準まで低下。その後も需要過剰感は根強く、50ドル前後での推移が続いている。（2015.2.23現在）

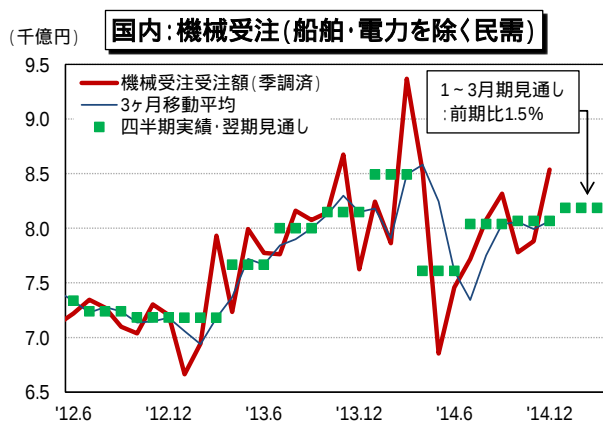
内外の経済・金融グラフ



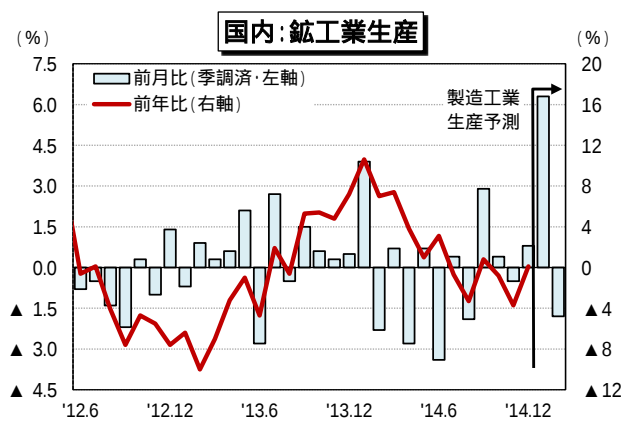
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



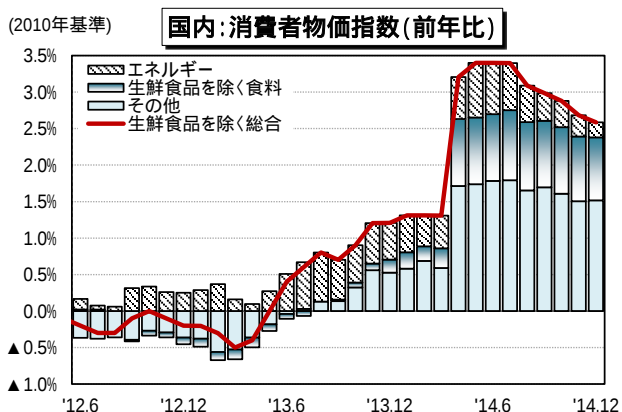
(資料) Bloombergより作成



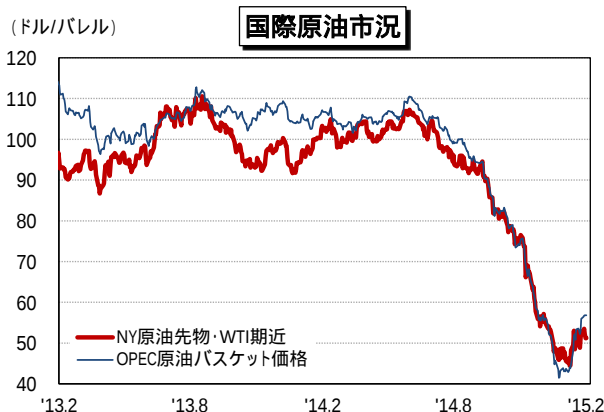
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(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



2014～16 年度改訂経済見通し

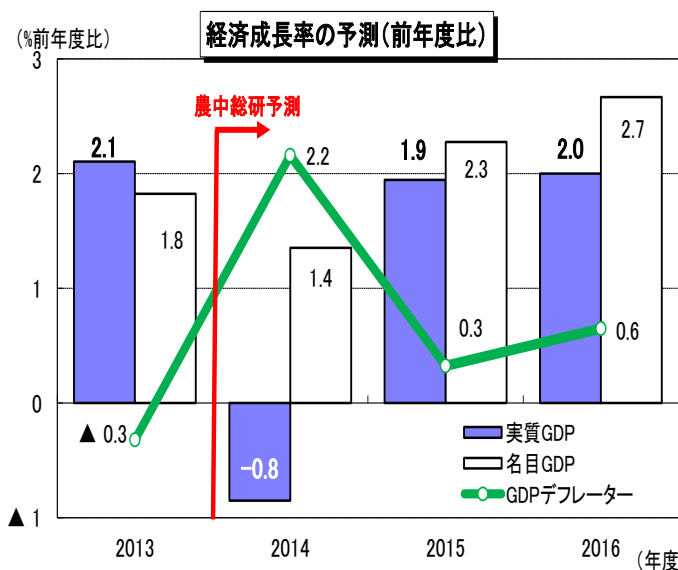
15 年度入り後は賃上げ継続や原油安メリット等で好循環始まる

～2014 年度: ▲0.8%、15 年度: 1.9%、16 年度: 2.0%～

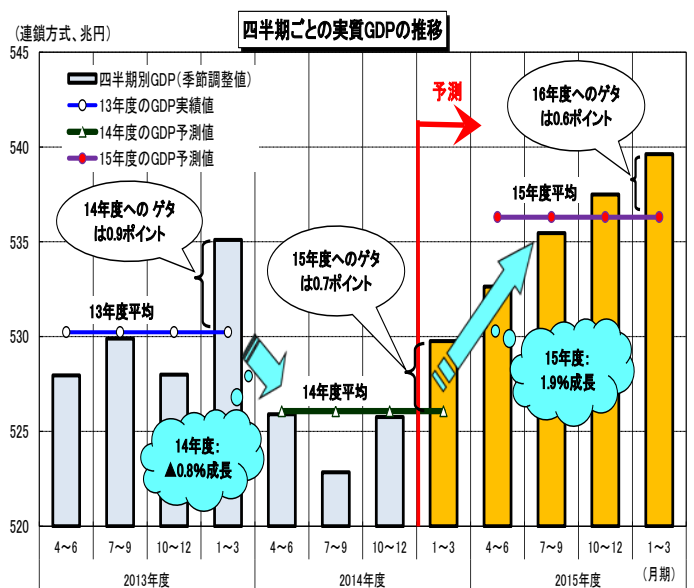
2014 年 4 月の消費税率 8%への引上げ後、日本経済は 2 四半期連続のマイナス成長に陥った。その結果、デフレ脱却や成長促進に加え、財政健全化さえも目指そうとしたアベノミクスは仕切り直しを余儀なくされた。政府は消費税の再増税時期を 1 年半先送りし、3 兆円規模の経済対策を策定するなど、経済立て直しを最優先する政策運営に切り替えたほか、日本銀行も 14 年 10 月末には追加緩和に踏み切り、あくまで 15 年度を中心とする期間内での物価安定目標の達成を目指している。

こうした中、原油など国際商品市況が大きく下落した。資源国経済への懸念を高めるなど、世界経済にとっての新たなリスクとして意識される面もあるが、日本のような資源輸入国にとっては多大なメリットが享受できる可能性が高い。また、政労使会議では企業側が 15 年度もベアを含む賃上げに向けて最大限努力することが合意されたが、これが実現すれば所得環境が好転することが見込まれる。

これらの効果により、15 年度入り後の日本経済は、本格的な景気回復に向けた動きを開始するだろう。それとともに、労働需給は一段と引き締まりを見せ、適正な賃上げと適度な物価上昇が両立する安定成長経路へ回帰していくものと予想する。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2014年10～12月期までは実績、それ以降は当総研予測

お問い合わせ先: (株) 農林中金総合研究所 調査第二部

経済見通しの内容について: 03-3233-7757、その他(配送など): 03-3233-7760

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、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

金融市場2015年3月号

20

農林中金総合研究所

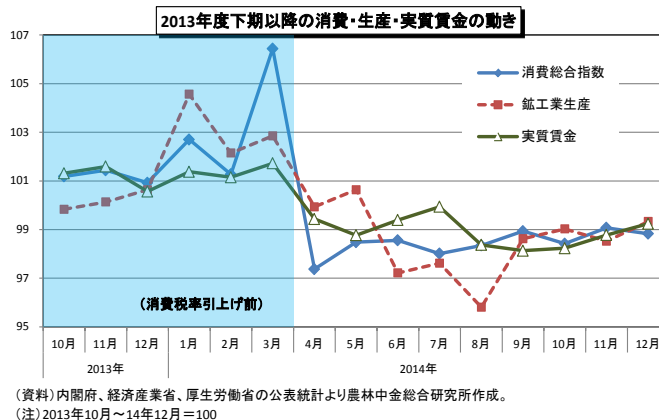
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

<http://www.nochuri.co.jp/>

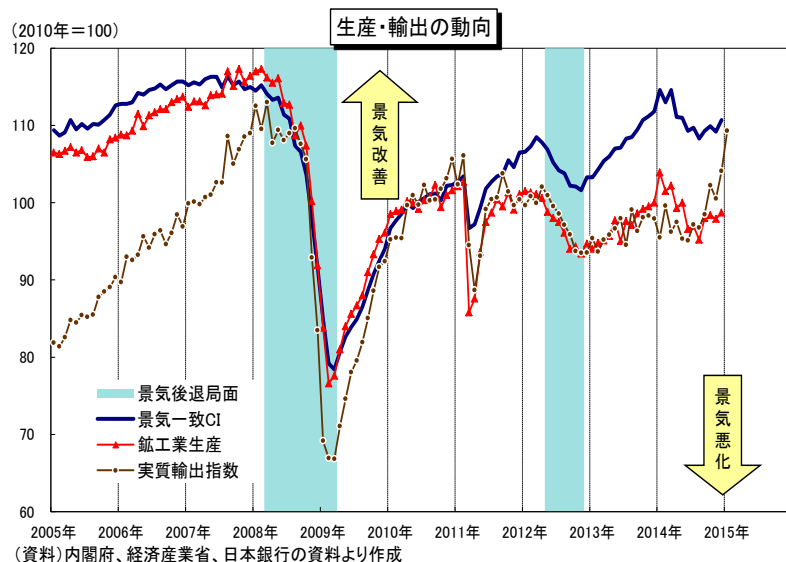
1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 持ち直しつつあるが、総じて鈍い

2014年4月の消費税増税は、デフレ脱却に向かいつつあった国内景気を再び悪化させ、足踏み状態に追いやるなど、結果的には政策判断の誤りであった可能性が高いだろう。政府は、長らく増税論議をタブー視させてしまった「17年前」の失敗を繰り返さないように、企業に対する異例とも言える賃上げ要請、さらには5.5兆円規模の経済対策の策定を行ったが、いずれも不十分な内容であったため、日本経済は2四半期連続のマイナス成長に陥った。



とはいえ、金融危機前夜であった「17年前」とは異なり、景気は底割れを回避、生産や消費などの主要な経済指標が8月前後には底入れした様子が確認できた。その後も一進一退ながらも持ち直しに向けた動きが継続している。それを支えたのは輸出増であったといえるだろう。海外経済もまた順調とは言えない環境下、円高修正から2年が経過、契約通貨ベースでの輸出物価が割安となったことが反映され、輸出数量の増加につながっていった可能性が指摘できるだろう。



一方、14年下期には原油価格の大幅下落が発生、過去10年で世界経済でのプレゼンスを高めてきた資源国に対する懸念が浮上した。日本などのような消費国は、明らかに原油安メリットを享受できると思われる半面、米国が金融政策の正常化に向けて動き出そうとしているところに、資源国リスクが加わった結果、世界的なマネーフローが不安定化することへの警戒が強まっている。さらに、増税後もしばらくは底堅く

推移してきた物価も、需給バランスの悪化に加え、石油製品価格の大幅下落が物価鈍化に拍車をかけている。物価上昇率を一時的に物価安定目標から遠ざける一方、需要刺激効果も期待される原油安に対して、日本銀行を含めた世界中の中央銀行がどのような対応をするのか、大いに注目されている。

(2) ようやくプラス成長に転じた14年10～12月期のGDP

こうしたなか、2月16日に公表された10～12月期のGDP第1次速報では、事前予想(前期比年率3%台後半)には及ばなかったものの、同2.2%と、3四半期ぶりにプラス成長

へ転じたことが確認された。上述の通り、主要経済指標は夏場にはボトムアウトし、その後も非常に緩やかなペースではあるが、回復傾向にあり、それらと整合的な内容といえるだろう。また、実感に近いとされる名目 GDP は前期比 1.1% (同年率 4.5%) と 2 四半期ぶりのプラスで、同じく 2 四半期ぶりに実質成長率 (前掲) を上回った。

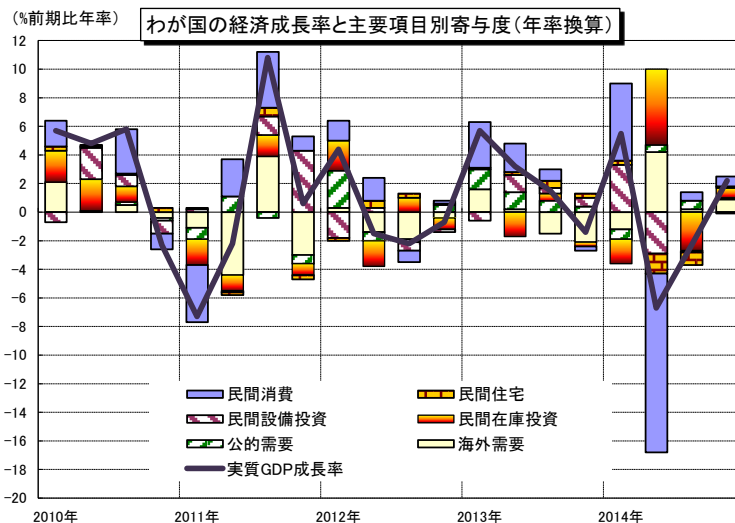
内容的には、耐久財消費 (前期比 0.6%) がプラスに転じたほか、住宅投資も減少率が大幅に縮小するなど、底入れを示唆するものであったが、民間消費は同 0.3% にとどまるなど、持ち直しの勢いは乏しく、年度上期の落ち込みを考慮すれば、V 字型の回復とは言い難いことは否めない。また、民間企業設備投資も同 0.1% と僅かなプラスにとどまったことも影響して、在庫が再び積み上がるなど、国内最終需要の軟調さが反映されているといえる (民間需要は前期比 0.4% (寄与度: 0.3 ポイント) と 3 四半期ぶりの増加)。

また、公的需要は「15 ヶ月予算」の効果が薄れたことから、前期比 0.1% (寄与度: 0.0 ポイント) と 3 四半期連続で増加ながらも、微増にとどまった。内訳としては政府消費 (同 0.1%)、公共投資 (同 0.6%) はいずれも 3 四半期連続でのプラスながらも、7~9 月期からはともに鈍化。

海外需要 (純輸出) については、成長率に対して 3 四半期連続のプラス寄与となった (0.2 ポイント)。輸出、輸入ともに 2 四半期連続での増加であった (前期比でそれぞれ 2.7%、1.3%)。

一方で、一国のホームメイドインフレ (≒ 価格転嫁の度合い) を表す GDP デフレーターは、消費者物価や国内企業物価が鈍化傾向を示すなかで、前期比 0.5%、前年比 2.3% と、高めの上昇率となった。もちろん、これは需給改善によって付加価値生産セクターにおける価格設定力が強まったからではない。円安が一段と進んだ中、原油など資源安の影響を受けた輸入デフレーターと異なり、輸出デフレーターが大きく上昇したため、見掛け上、価格転嫁が進んだような状況となったからに他ならない。

なお、この結果、14 年を通じては実質で前年比 0.04%、名目で同 1.7% と、いずれも 3 年連続のプラス成長となった。また、消費税増税の影響から、GDP デフレーターは同 1.6% と 17 年ぶりの上昇となった。



2. 予測の前提条件:

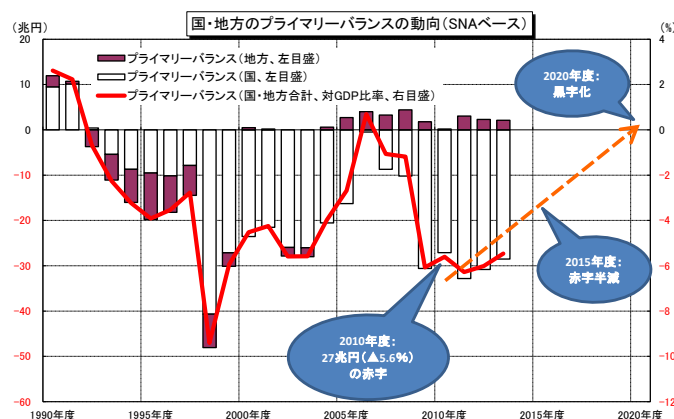
(1) 当面の経済・財政政策運営

14年度下期に入っても、なかなか景気の持ち直し傾向が強まりを見せないなか、消費税再増税を予定通り15年10月に実施すべきかどうかに対して注目が集まった。有識者の多くは予定通り増税すべきとの意見表明をしたが、安倍首相は日本経済には再増税に耐える体力が備わっていないとし、17年4月まで再増税を延期するとの最終判断を下した。さらに、景気挺入れのために経済対策を取りまとめることを表明、アベノミクス路線を継続すべきか否かについて、国民の信を問うために、衆院解散・総選挙を実施するとした。その12月14日に実施された総選挙では与党圧勝となり、アベノミクス路線は当面継続され、消費税率を「17年4月に10%へ引き上げる」ことを可能にするために、デフレ脱却や成長促進に注力することとなった。

さて、1月26日に召集された通常国会では、冒頭で総額3.1兆円の14年度補正予算案が提出され、衆参での審議後、2月3日には可決・成立した。内容的には、前年度剰余金(2.0兆円)、税収上振れ分(1.7兆円)などを財源に、生活者・事業者支援(1.2兆円)、地方活性化(0.6兆円)、災害復旧・復興加速化(1.7兆円)などを盛り込む一方、新規国債発行を減額修正(7,571億円)するなど、財政健全化にもある程度配慮していると言えなくもない。

また、2月12日に提出された15年度予算(政府案)は、総額96.3兆円と過去最大規模となった。歳入面では、消費税再増税が見送られ、法人税減税などが予定されているものの、14年4月の消費税増税の効果や経済成長に伴う自然増などで、54.5兆円の税収を見込む一方、新規国債発行は36.8兆円(うち、赤字国債は30.9兆円)へ減額している。また、歳出面では、社会保障関係費について、子ども・子育て支援新制度の導入、介護職員の待遇改善などを行う一方で、介護報酬の引下げ(▲2.27%)や協会けんぽの国庫補助見直しなどの「自然増(当初8,300億円と想定)」を見直したことで、14年度当初比で約1兆円の増額に抑えるなどの歳出抑制を行っている。また、焦点の一つは、国・地方の基礎財政収支(PB)の対GDP比率を10年度比で半減させるという財政健全化目標が達成可能かどうかだったが、政府は▲3.3%になり、達成は可能との見解が示された。

とはいうものの、20年度にPBを黒字化するという財政健全化に向けた道筋は依然として厳しい。内閣府が15年2月に経済財政諮問会議に提出した「中長期の経済財政に関する試算」では、消費税を予定通り増税し、かつアベノミクスが奏功して実質2%・名目3%の経済成長率、2%の消費者物価上昇率が実現できたとしても、20年度のPBの対GDP比は▲1.6%といった試算が提示されている。財政健全化を進めるためには、①経済成長、②増税、③歳出カット、をバランスよく実施する必要があるが、それに加えて、「前年度剰余金や税収上振れ分を補正予算の財源として使い切ってしまう」という行動の見直しも不可欠と言えるだろう。



(資料) 内閣府「国民経済計算年報」より作成
(注) プライマリーバランス(基礎的財政収支) = 財政収支 + 利息受取額 - 利息支払額
なお、制度変更に伴う特殊要因により、特殊要因が発生している。10年度については特殊要因や震災復旧・復興関連等を除けば、対GDP比で▲6.6%の赤字。

(2) 世界経済の見通し

米国など一部を除き、世界経済は全般的に冴えない動きを続けている。景気低迷が長期化するユーロ圏では、物価が下落に転じるなど、デフレ懸念が高まっている。量的緩和に慎重だった欧州中央銀行（ECB）では、ついに量的緩和に踏み切ったが、バランスシート調整が進行中であることもあり、その効果を疑問視する向きも少なくない。また、不動産市場の調整が続く中国についてもデフインフレ傾向が強まるなど、景気減速懸念が拭い切れていない。構造転換を図るうえで中国経済の成長減速は不可避といえるが、一方で新興国・資源国の輸出環境を厳しくさせているのも確かである。こうしたなか、米国では雇用環境や消費者マインドの改善が進むなど、金融政策の正常化への素地が整いつつある。

以下では、米国、欧州、中国の景気の現状分析と当面の見通し、原油市況の予測を行う。

① 米国経済

14年10～12月期の米国の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率2.6%と、7～9月期の高成長（5.0%）からは減速したもの、潜在成長率（2%台前半）を上回る伸びを維持した。内訳をみると、雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の伸び拡大が成長率を押し上げた一方、原油価格の下落やドル高の進行などを受け設備投資が振るわず、輸出も伸び悩んだほか、政府支出が3四半期ぶりにマイナスとなり、成長率を押し下げた。この結果、14年通年の実質GDP成長率は前年比2.4%となり、12年（2.3%）、13年（2.2%）に続き、3年連続で潜在成長率並みの成長となった。足元では、家計や企業のマインドが高水準で推移し、雇用回復の勢いが強まるなど回復基調が続いている。

こうしたなか、連邦準備制度理事会（FRB）は金融政策の正常化に向けてスタンスを変更しようとしており、利上げの開始時期や利上げペースが焦点となっている。FRBは、14年12月に開いた連邦公開市場委員会（FOMC）後に発表した声明で、金融政策の正常化を開

2015-16年 米国経済見通し（15年2月改定）

	単位	2014年 通期	2015年 通期	2015年 上半期		2016年 通期	2016年 上半期	
		実績	予想	（1～6月） 予想	（7～12月） 予想	予想	（1～6月） 予想	（7～12月） 予想
実質GDP	%	2.4	3.0	2.5	2.6	2.8	2.8	2.9
個人消費	%	2.5	3.4	3.6	3.0	2.9	2.9	2.9
設備投資	%	6.1	5.1	4.0	5.2	6.5	6.8	7.2
住宅投資	%	1.6	7.1	8.0	7.5	6.2	6.3	5.0
在庫投資	寄与度	0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.1	0.0
純輸出	寄与度	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3
輸出等	%	3.1	4.7	3.8	5.6	6.7	6.5	8.0
輸入等	%	3.9	5.7	6.2	6.0	7.2	7.3	8.2
政府支出	%	▲ 0.2	0.3	▲ 0.4	0.0	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.1
参考								
PCEデフレーター	%	1.4	1.2	0.7	1.8	2.1	2.0	2.2
GDPデフレーター	%	1.4	1.4	1.3	1.6	1.9	1.8	2.0
FFレート誘導水準	%	0～0.25	1.00	0～0.25	1.00	2.75	2.00	2.75
10年国債利回り	%	2.5	2.7	2.2	3.3	4.4	4.1	4.6
完全失業率	%	6.2	5.6	5.7	5.5	5.4	5.4	5.4

実績値は米国商務省「National Income and Product Accounts」、予測値は当総研による。

（注）1. 予想策定時点は2015年2月19日（14年10～12月期の速報値ベース）

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率（半期の増減率を年率換算したもの）

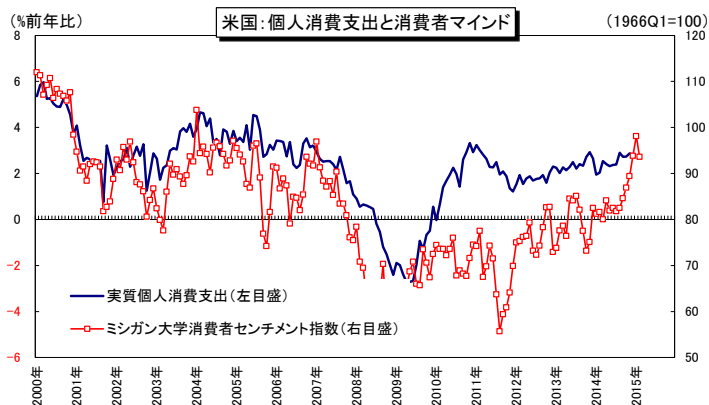
3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度

4. デフレーターは期中平均前年比

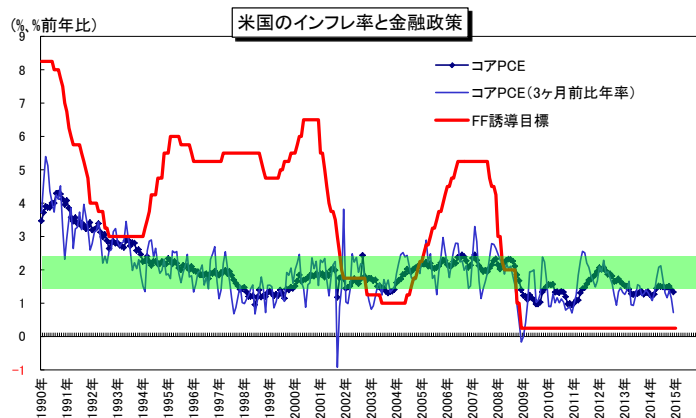
5. FFレート誘導目標は期末値

始するまで「忍耐強く」(patient)対応するとの表現を採用し、15年半ばの利上げを視野に入れた方針を示した。

一方、インフレ動向については慎重な表現が増えており、15年1月のFOMC声明文では、エネルギー価格の下落を反映してFRBの長期目標(2%)を大きく下回っていると言及した。ただし、短期的には一段の下落を見込むものの、原油価格の下落など一時的な影響やその他の要因が消えれば、中期的には徐々に2%に向かって上昇すると楽観的な予想を維持している。また、政策運営を評価する上では「労働市場の状況、インフレ圧力とインフレ期待、金融動向や海外情勢を考慮していく」と海外動向を配慮する方針を追加した。



(資料)米商務省、ミシガン大学



(資料)米商務省、FRB (注)シャドー部は米FRBがゴールとして掲げたインフレ率(2%±0.5%)

金融政策の先行きを展望すると、雇用・所得環境が改善しているものの、インフレ率がFRBの長期目標を下回って推移すると想定されるほか、海外情勢を見極めたいという姿勢もあることから早期の利上げには動かず、実質ゼロ金利の解除は15年後半になると予想する。

こうした状況を踏まえ見通しの主要項目を個別に見ると、まず、個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとで堅調に推移すると考えられる。また、設備投資は、

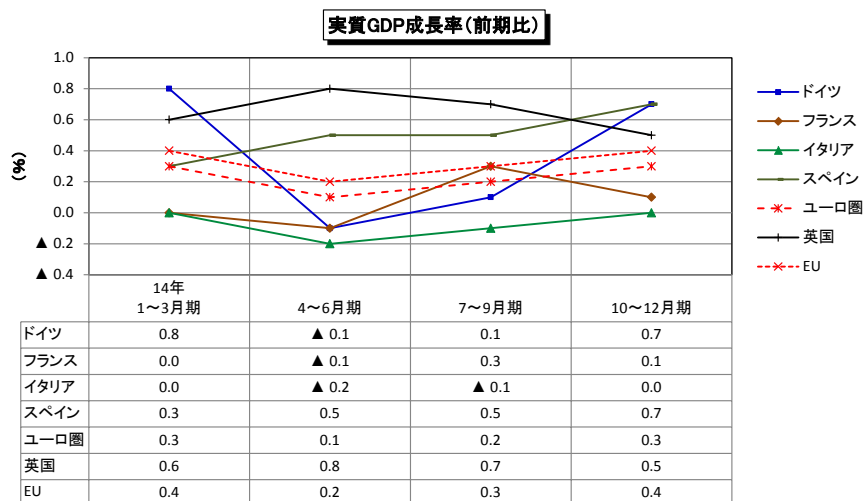
稼働率がリーマン・ショック前の水準を回復していることもあり、底堅く推移すると予想する。ただし、先行指標とされる資本財受注が弱含んでいることから、当面は原油価格の下落やドル高の影響を受け、シェールオイル等の資源開発および輸出関連企業が設備投資を抑制する可能性が高い。住宅投資は、住宅ローン金利が低下傾向で推移していることから、回復の動きが続くとみられる。ただし、15年後半にかけては、FRBの利上げを意識した金利上昇に伴い住宅ローン金利にも上昇圧力がかかることから、鈍化することは不可避だろう。一方、外需については、海外経済の成長鈍化やドル高の影響を受けて、輸出増加ペースが弱まると予想する。最後に政府支出に対しては、引き続き強制歳出削減が実施されるものの、15年度(14年10月～15年9月)までは国防費や国内事業向け経費の削減規模が緩和されることから、財政面での下押し圧力が弱まる傾向が続くと予想する。

なお、リスク要因としては、15年3月に連邦債務上限の不適用措置が期限切れになるほか、共和党が多数派の米議会で16年度予算案の審議も難航が予想されるなど、財政問題が再浮上する可能性が挙げられる。債務上限引上げ協議や予算折衝で再び米議会が混乱することになれば、マインドが一気に悪化することから、景気が下振れする恐れもあるだろう。

以上から、15年は内需が経済成長の牽引役となり、成長率は2%台後半のペースが続くと見込まれる。年間の成長率は、15年は前年比3.0%、16年は同2.8%(いずれも前回と変わらず)と予想する。

② 欧州経済

ユーロ圏では、14年10～12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比0.3%となった。前期からは0.1ポイント拡大したものの、低成長の継続が確認された。また、経済規模の大きい4ヶ国のうちでは、ドイツ、スペインが比較的堅調であるのに対し、フランス、イタリアの停滞が鮮明になっている。



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

ユーロ圏の主要な経済指標を見れば、12月の小売売上高は前月比で0.3%の、また前年同月比では2.8%の各上昇となるなど、個人消費の改善傾向が現れている。しかしながら、急速に、物価上昇率の低下(デフレーション)が進み、消費者物価上昇率は1月には前年同月比0.6%の低下となるとともに、12月の失業率は11.4%と、依然として高い水準にとどまっていることから、今後は消費の先延ばしなどにつながらないか注視が必要である。また、12月の鉱工業生産は前月比で横ばい、前年同月比では0.2%の低下となるなど、他の経済指標については全般に力強さに欠ける動きが続いている。

一方、ユーロ圏の景気回復の牽引役として期待されるドイツであるが、12月には、製造業受注指数は前月比で4.2%、前年同月比で3.4%の各上昇、鉱工業生産指数は前年同月比では0.7%の低下ながら前月比では0.1%の上昇となったほか、輸出額は前月比3.4%の上昇となった。また、同月の失業率は4.8%まで低下するなか小売売上高は前月比で0.2%の、また前年同月比では4.0%の各増加となった。このように、ドイツの経済情勢には14年半ばに比べ改善傾向が見られている。

以上のように、ユーロ圏では足元での原油価格の下落やユーロ安などの追い風を背景に、景気動向には一部に改善の兆しも現れている。しかしながら、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して残されており銀行借入を通じた投資等の積極的な拡大は見込みにくいこと、銀行も先行きの景気見通しには不透明感が強いなか金融規制の強化も加わりリスクテイクには慎重であることなどに加え、デフレーションの進行、ギリシャ支援問題の表面化、ウクライナ情勢を巡る対ロシア制裁の影響拡大や、新興国経済の成長減速化などの懸念材料が生じている。一方、欧州中央銀行(ECB)は15年1月には国債を含む量的緩和政策(QE)の導入を決定したが、ここからの市場金利の低下余地は限られているうえ、銀行貸出中心のユーロ圏では企業や家計の調達コストに与える影響は間接的なものでしかないこと、そもそもこれらの経済主体では債務の高止まりで需資は低迷していることなどを考慮すれば、今回の新たな政策の景気刺激効果には限界があるものと考えられる。このため、当面のところユーロ圏では実体経済の本格的な成長は困難であるばかりか、成長にはむしろ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。

③ 中国経済

14年の中国経済は、緩やかな減速傾向が続き、実質成長率は7.4%と、13年(7.7%)から鈍化した。この背景には、個人消費および輸出が底堅く推移したものの、投資が大きく鈍化したことが挙げられる。不動産市場の低迷が強まったことに加えて、鉄鋼やセメントなどの過剰生産分野への投資が抑制されたことが投資の大幅な鈍化につながっている。ただし

政府の成長率目標である「7.5%前後」の範囲内には辛うじて入ったといえるだろう。

こうした成長の鈍化要因は、生産年齢人口（15～59歳）が12年には減少に転じ、労働供給余力が低下していることや、過剰生産分野への過剰な設備投資や無駄な投資によって投資効率も低下していること、さらに資源高騰や環境悪化が制約となったことにあると考えられる。

つまり、中国の高成長期は既に終了し、中成長時代に入っており、中国では、この状態を「新常态（ニューノーマル）」と呼んでいる。

とはいえ、中国経済が先行きさらに減速感を強めることは想定しづらい。内陸地域へのインフラ投資の増加が続くと予想されることや、国有企業改革などのような規制緩和を通じ、しばらく6～7%の成長率を維持していく可能性が高いと思われる。なお、12年11月に開催された中国共産党の第18回党大会では、20年までにGDPを10年比で倍増させるという目標が打ち出されている。この目標を達成させるには、11～14年の実績値を考えると、15年以降は4%以上の経済成長で十分である。

こうしたなか、中国政府は成長鈍化を容認しつつあると見られている。3月5日に開催予定の全国人民代表大会（全人代）では15年の成長目標を「7%前後」まで引下げる可能性もある。実体経済を見ると、大都市を中心に住宅価格の上げ止まり感が出ているものの、多くの中小都市では未だに住宅市況の低迷が続いているほか、産業の高度化を図り、過剰生産分野への投資抑制が引続き行われているため、15年は14年より小幅減速（7%台前半）するだろう。

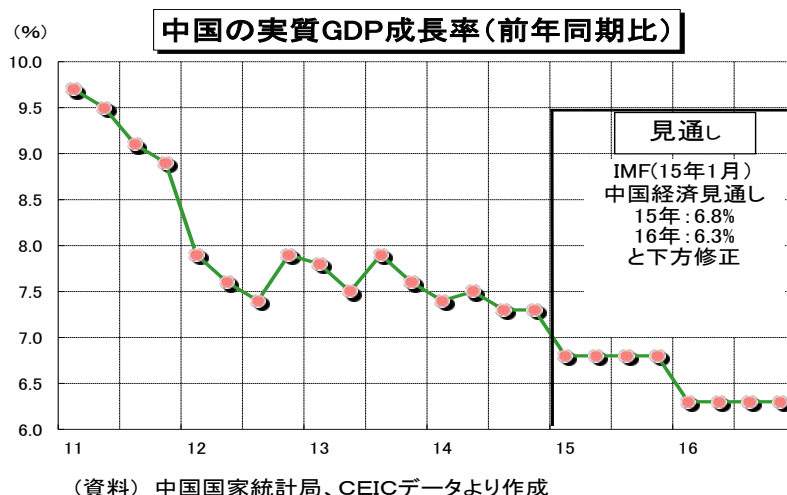
なお、15年は第12次5ヶ年計画（11～15年）の仕上げの年となるが、第13次5ヶ年計画（16～20年）の策定が進められている。これは習近平政権にとっては初めての5ヶ年計画であるが、20年までに10年比でGDPを倍増させる国家目標の達成が重要課題の一つとなる。

足元の景気動向を確認すると、1月の製造業PMIは49.8と12月の50.1から低下し、景気分岐点である50を下回った。また、1月の輸出も冴えず、春節要因を除いた季節調節値を見ても、前年比▲1.4%となった。さらに、1月の消費者物価上昇率は春節要因があるものの、前年比0.8%に鈍化し、デフレ懸念が高まるなど、依然として弱い状況が続いていると見られる。

こうしたなか、中国人民銀行（中央銀行）が2月4日に金融機関の預金準備率を0.5%引き下げると発表した。14年11月に2年4ヶ月ぶりの利下げを行ったが、景気下振れ懸念は依然強く、景気テコ入れのため、追加緩和に踏み切ったと見られる。先行きについても、景気下振れ懸念に加え、国外に資金流出が生じているために流動性供給をする必要性、さらには物価鈍化による実質金利の上昇への対応策として、今後も預金準備率の引下げや利下げといった金融緩和が実施されると考えられる。

④ 輸入原油価格の見通し

14年前半までは1バレル＝100ドル前後で推移していた国際原油市況（WTI先物、期

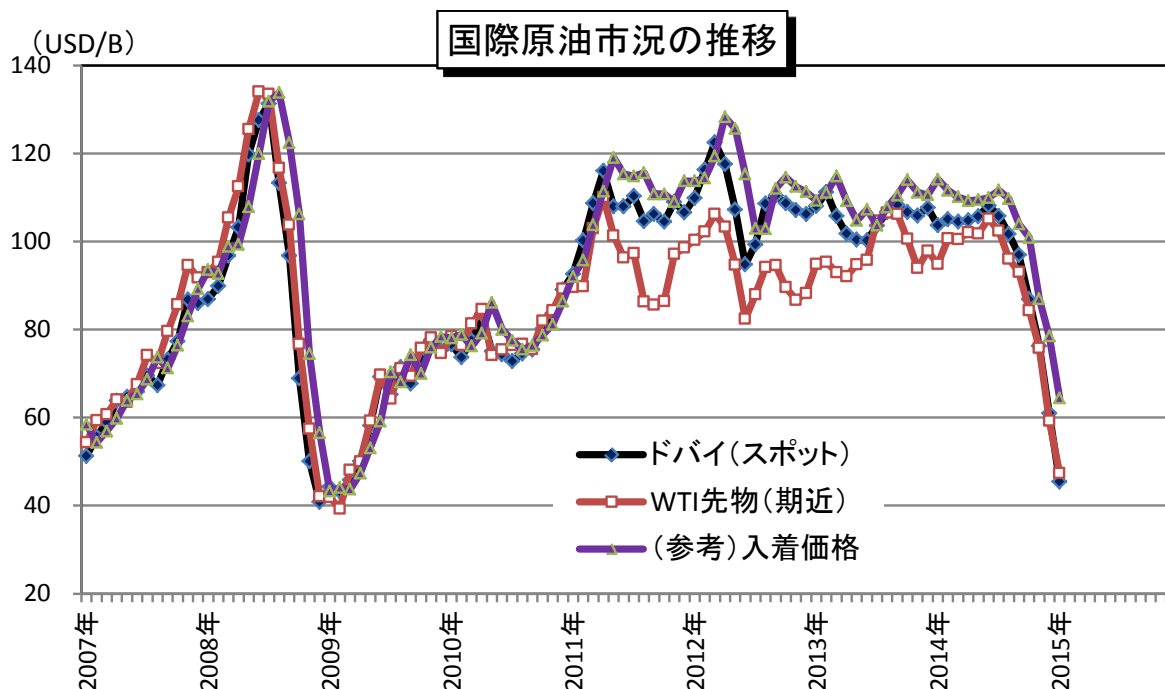


近)であったが、15年入り後には40ドル台にまで下落した。2月に入り、やや値を戻す動きも出ているが、半年間で概ね半値となっている。その原因としては、過去10年ほどの原油高やシェール革命によって生産能力が増強されたという側面のほか、転換期を迎えている米国の金融政策やドル高基調、それらに対する思惑などが影響して世界的な資金フローが変化した結果、成長ペースがスローダウンした新興国経済などが挙げられる。

OPEC加盟国では減産が見送られているが、個々の産油国は協調・生産調整して価格を維持することよりも自国のシェア確保を優先する戦略をとるなど、いわゆる「囚人のジレンマ」に陥っているといえなくもない。

先行きについては、世界経済の先行き不安が熾る中、需要増は抑えられたものになっている一方、産油能力は高い水準を維持しており、引き続き供給過剰感が続くと思われる。しかし、産油国間の対立は互いの利益にならないことも経験的に理解しているものと思われ、いずれOPEC内では生産枠を調整する動きが出る可能性もあるほか、すでに米国内では石油リグ(掘削装置)の稼働数が大幅に減少するなど、生産調整の動きも始まっている。さらに、米国経済が堅調に推移するとの想定の下、15年下期以降、世界経済の回復ペースも徐々に強まる可能性がある。供給過剰状態の解消にはなかなか至らないものの、原油価格には徐々に回復の動きが見られるだろう。

以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIFベース)は15年度上期にかけて50ドル前後で推移した後、やや値を戻す(15年度は1バレル=50ドル台前半、16年度は50ドル台後半)と想定している。



(資料)NYMEX、東京工業品取引所、財務省



2014～16年度 日本経済見通し

	単位	2013年度 (実績)	14年度 (実績見込)	15年度 (予測)	16年度 (予測)
名目GDP	%	1.8	1.4	2.3	2.7
実質GDP	%	2.1	▲ 0.8	1.9	2.0
民間需要	%	2.3	▲ 2.2	1.6	2.8
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 3.1	1.6	2.6
民間住宅	%	9.3	▲ 12.1	▲ 1.5	5.8
民間企業設備	%	4.0	▲ 0.1	3.9	4.4
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	0.5	▲ 0.3	▲ 0.2
公的需要	%	3.2	0.8	0.4	0.4
政府最終消費支出	%	1.6	0.3	0.6	0.7
公的固定資本形成	%	10.3	2.4	▲ 0.2	▲ 0.9
輸出	%	4.7	7.4	6.6	5.1
輸入	%	6.7	3.0	4.6	7.3
国内需要寄与度	%pt	2.6	▲ 1.5	1.3	2.2
民間需要寄与度	%pt	1.8	▲ 1.6	1.2	2.1
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	0.8	0.4	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.3	2.2	0.3	0.6
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	2.7	▲ 2.0	1.0
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	0.8	2.9 (0.9)	0.3 (0.3)	1.5
完全失業率	%	3.9	3.6	3.4	3.2
鉱工業生産 (前年比)	%	3.2	▲ 0.8	3.3	4.7
経常収支	兆円	0.8	6.3	10.8	12.1
名目GDP比率	%	0.2	1.3	2.2	2.4
為替レート	円/ドル	100.2	109.8	123.1	118.8
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.06	0.06	0.10
新発10年物国債利回り	%	0.69	0.46	0.21	0.56
通関輸入原油価格	ドル/バレル	109.6	90.4	53.1	57.5

(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。

(四半期)

	単位	(→予測)											
		2014年				2015年				2016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
名目GDP	%	1.5	0.2	▲ 0.9	1.1	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	1.1
実質GDP	%	1.3	▲ 1.7	▲ 0.6	0.6	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8
(年率換算)	%	5.5	▲ 6.7	▲ 2.3	2.2	3.1	2.2	2.1	1.5	1.6	1.7	1.7	3.3
民間需要	%	2.4	▲ 3.7	▲ 1.0	0.4	0.6	0.5	0.6	0.4	0.5	0.4	0.6	1.4
民間最終消費支出	%	2.2	▲ 5.1	0.3	0.3	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	1.5
民間住宅	%	2.4	▲ 10.3	▲ 7.0	▲ 1.2	0.5	0.1	0.3	0.3	0.5	1.0	2.0	3.0
民間企業設備	%	5.9	▲ 5.0	▲ 0.1	0.1	0.9	1.5	1.2	1.0	0.9	0.7	1.3	1.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.4	1.3	▲ 0.7	0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
公的需要	%	▲ 0.7	0.5	0.6	0.1	0.1	0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	0.1	0.2	0.3
政府最終消費支出	%	▲ 0.4	0.3	0.2	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 2.2	1.0	2.1	0.6	▲ 0.5	0.5	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	0.5
輸出	%	6.5	▲ 0.3	1.5	2.7	2.0	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
輸入	%	6.8	▲ 5.3	1.0	1.3	1.0	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	2.0	3.5
国内需要寄与度	%pt	1.6	▲ 2.8	▲ 0.5	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	1.1
民間需要寄与度	%pt	1.8	▲ 2.9	▲ 0.8	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	1.1
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.3	1.0	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	0.2	2.2	2.1	2.3	2.3	0.3	0.6	0.2	0.2	0.4	0.6	0.7
国内企業物価 (前年比)	%	2.0	4.3	4.0	2.4	0.2	▲ 3.0	▲ 2.8	▲ 1.5	▲ 0.5	0.3	0.8	1.3
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	1.3	3.4	3.2	2.7	2.3	0.1	0.0	0.3	0.7	1.1	1.4	1.6
完全失業率	%	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.4	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1
鉱工業生産 (前期比)	%	2.9	▲ 3.8	▲ 1.9	1.7	1.0	0.6	1.0	1.2	0.9	1.0	1.0	1.5
経常収支(季節調整値)	兆円	▲ 1.4	0.7	0.6	2.8	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	3.2	3.2	3.0
名目GDP比率	%	▲ 1.1	0.6	0.5	2.3	1.8	1.9	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5	2.3
為替レート	円/ドル	102.8	102.1	103.9	114.6	118.5	120.0	122.5	125.0	125.0	122.5	120.0	117.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.07	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.08	0.09
新発10年物国債利回り	%	0.63	0.60	0.53	0.44	0.26	0.20	0.15	0.20	0.30	0.40	0.50	0.60
通関輸入原油価格	\$/バレル	112.0	109.6	108.4	88.4	55.0	52.5	52.5	52.5	55.0	55.0	57.5	57.5

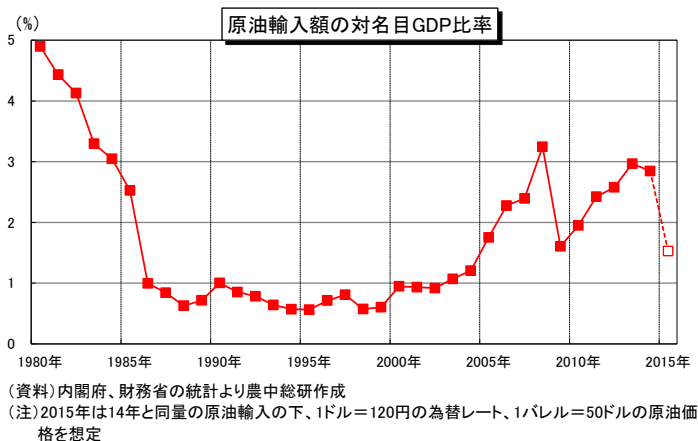
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

3. 2014～16年度の日本経済・物価見通し:

(1) 当面の経済情勢を見通す上でのいくつかの注目点

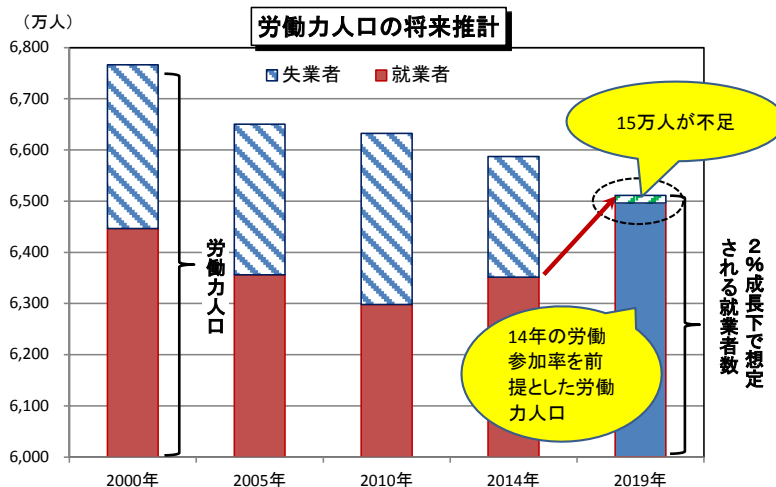
先行き2年程度の経済情勢を考えるうえで、以下では原油価格急落の影響と労働需給の動向に絞って考えてみたい。

まず、原油価格の大幅下落が日本経済に与える影響について考えてみる。今なお、原油は日本経済にとって必需品であり、短期的な価格弾性値はゼロに近いと考えられる。それゆえ、原油価格の変動に関係なく、日本が必要とする量は不変と考えられる。ここで、原油輸入額の名目GDPに対する比率、つまり産油国にどの程度の購買力が移転したかを試算してみると、仮に為替レートが1ドル＝120円、15年を通じて入着価格60ドル／バレルの原油を14年と同量の2億キロリットル輸入した場合、同比率は1.3ポイント低下するとの試算が得られる。これは、貿易赤字(14年確速:約13兆円)を8兆円ほど削減する効果があるとともに、国内の購買力がその分だけ膨らむ可能性を示唆している。一方、物価にとっては直接的な押下げ要因となることから、安定的に前年比2%程度の物価上昇を促したい日銀にとっては、厄介な問題である。しかし、前述のとおり、原油安には需要刺激効果があり、需給バランスが崩れて物価が下落する、いわゆる「デフレ現象」とは全く異なる性格のものである。



もちろん、産油国などの経済・財政状況が大幅に悪化し、リスク回避的な姿勢が強まり、国際金融システムの機能が低下する可能性が意識されるなど、低成長リスクに直面する世界経済にとっては新たなリスクであるとの見方もある点は留意しておく必要がある。

次に、労働需給の動向である。ほとんどの経済指標が増税前には堅調に推移し、増税後には反動減が出てその後も足踏み状態となったこととは裏腹に、失業率(14年12月:



(資料)国立社会保障・人口問題研究所、総務省統計局の統計より農林中金総合研究所が作成・推計
(注)2019年の労働力人口は、将来人口推計に14年の各年齢階層別の労働参加率を掛け合わせたもの、労働需要は平均2%成長が実現するケースでの試算値を使用(雇用弾性値は0.26と想定)。

3.4%)や有効求人倍率(同:1.15倍)といった雇用関連指標は底堅さを維持している。団塊世代の多くが労働市場から退出する一方で、少子化の影響で労働市場への参入する若年層の規模が小さいこともあり、女性・高齢者の労働参加率が近年高まっているとはいえ、労働供給の増加テンポは明らかに落ちている。半面、企業などの労働需要は底堅い推移を続けており、労働需給は逼迫状態に向かっている。事実、日銀短観などのビジネスサーベイからは雇

用人員・資本設備の不足感が非製造業を中心に高まっている様子が見て取れる。中長期的には、経済成長の隘路になりかねないものの、15 年入り後の日本経済が本格的に持ち直し傾向が強まれば、一段と人手不足感が強まる可能性が高い。つまりは、短期的に見れば適切な賃上げ実現と物価安定目標の達成の十分条件が整いつつあるといえるだろう。

(2) 経済見通し ～ 15 年度入り後はデフレ脱却に向けた好循環が始まる

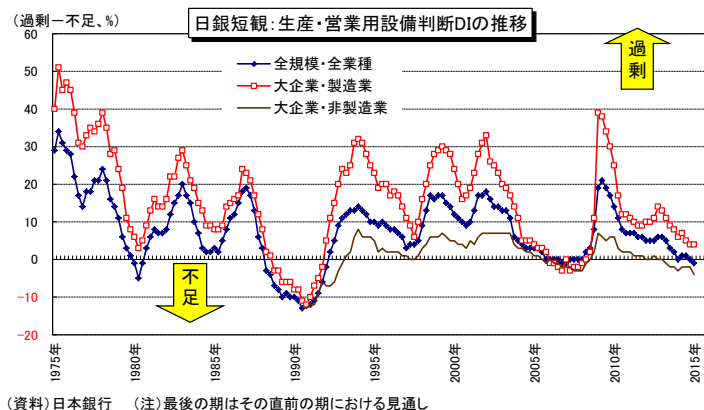
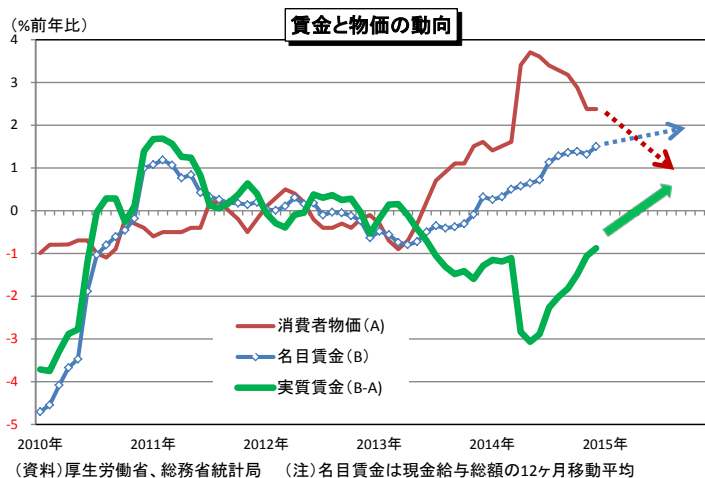
14 年度下期に入り、日本の経済政策運営は大きく転換した。日本経済が 14 年度上期に大きく落ち込んだ最大の原因は、デフレからの完全脱却の前に消費税増税という需要引締め策を強行したからである。現状のような景気情勢の下で予定通り(15 年 10 月)の再増税をした場合、日本経済は再び悪化することは免れず、アベノミクスが掲げる「実質 2%、名目 3%」の経済成長を実現することは厳しい状況になったと見られる。再増税の先送りは妥当な判断と思われるし、再増税時までにデフレ脱却を完遂し、増税に耐える体力をつけるための準備期間が確保されたことの意義は大きい。また、これに先立って、日銀は追加緩和を決定し、長期金利全体の抑制や円高阻止のための布石を打った。

さらに、前述のとおり、原油価格が大幅に下落したことは、この数年、エネルギーコストの高い負担に喘いできた日本経済には好材料と捉えることができる。消費税増税による景気停滞により、製品・サービス価格にコスト上昇分を転嫁することが困難となっていた国内企業にとって、急ピッチな円安進行は業況を一段と悪化させかねない状況であったが、原油安はそうした状況を緩和・解消させる可能性が期待できる。

とはいえ、14 年度内については、増税の影響が残っていることもあり、なかなか持ち直しの動きが加速しないと見られる。一方、15 年春季賃金交渉において、まずまずの結果が出れば、足元の物価鈍化と相まって、家計の所得環境は大幅に好転することが見込まれる。政府は、アベノミクス路線の継続を決定づけた総選挙直後の 12 月 16 日、政労使会議を開催し、経済界は賃上げに最大限の努力を図るとした合意文書を取りまとめた。円安の恩恵を受けた輸出製造業では業績好調な企業も散見されるが、小売業などを中心に

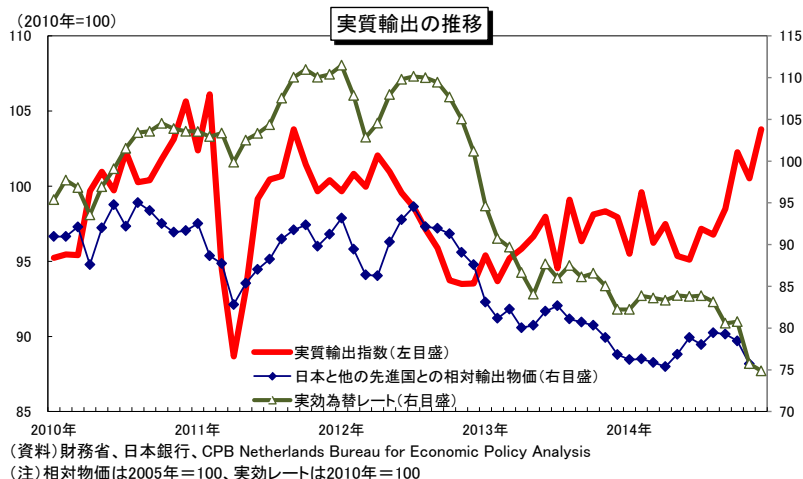
内需型の非製造業は、景気足踏みに加えて、デフレ下での円安進行による収益圧迫要因もあり、低調さは隠せず、14 年度(前年比 0.4%ほど)を上回るべア確保は厳しいとみられるが、「企業から家計へ」の所得還流が強まることでデフレ脱却や成長促進の起爆剤になることから、その行方は非常に注目される。

また、微増ながらも、10～12 月期には 3 四半期ぶりの増加となった民間企業設備投資については、底堅い景況感、老朽化が進んだ



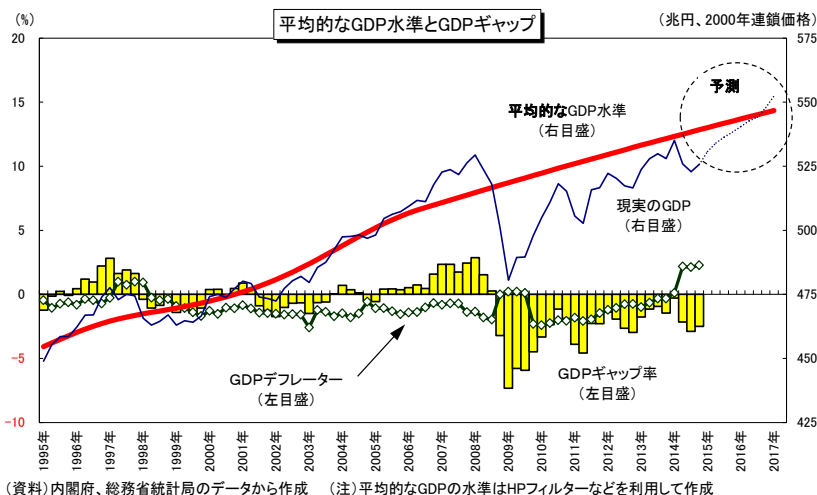
資本設備の根強い更新需要、低く抑えられた実質金利などにより、計画ベースではしっかりした数字が発表されている。ただし、景気の持ち直しテンポが、企業サイドの想定よりかなり鈍いこともあり、設備投資の投下時期を先送りする企業も増える可能性はある。15 年度入り後に、内外の経済環境が好転するかどうか、今後の鍵を握っている。

輸出動向については、世界経済の成長ペースが鈍いこともあり、大きく加速していくことは想定できないが、米国経済の順調な回復は、新興・資源国リスクなど世界経済の先行き懸念を徐々に解消させていくと思われる。円安定着によって日本製品の価格競争力が増したことの影響が浸み出していくこともあり、輸出は増加傾向を維持するだろう。



以上の点を踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。国内景気はすでに持ち直しに転じているが、その勢いは非常に鈍い。その主因は、増税分を含めた物価上昇に賃上げが見劣りしているためであるが、その影響は14年度いっぱい残ると思われる。なお、ガソリン安や冬季賞与の増加などもあり、消費者マインドの改善も見受けられるが、14年度末にかけて残業手当が減少する可能性を踏まえれば、なかなか回復傾向が強まることは見込みにくい。足元15年1～3月期は前期比0.8%、同年率3.1%と、2四半期連続のプラス成長が見込まれる。

この結果、**14年度の実質成長率は▲0.8%**（前回12月時点の予測は▲0.5%で、下方修正）、**名目成長率は1.4%**（前回12月時点の予測は1.1%で、上方修正）となる。マイナス成長となるのはリーマン・ショック後の世界同時不況（08～09年度）以来である。また、実質成長率を下方修正した原因は、今回発表された10～12月期の成長率が当初の想定より大幅に下振れたことによるものであり、持ち直し傾向が徐々に強まるとの見方自体の変更はない。なお、名実逆転の解消は17年ぶりであるが、消費税率の引上げによる面が大きく、デフレ的な環境から抜け出せたというわけではない。GDPデフレーターは前年度比2.1%の上昇を見込んでいる（前回12月時点から0.5ポイントの上方修正）。



15年度については、増税効果の一巡に加え、賃上げ傾向が継続すること、さらに労働需給がじわじわと締まっていくことから、家計の所得環境は改善に向かい、その傾向が定着すると思われる。また、米国主導で世界経済が緩やかながらも回復基調をたどる中、輸出の増加傾向も継続するほか、17年度までに増税に耐えられるだけの体力をつけるために、成長戦略を着実に実行に移していくと見られるが、それとともに企業設備投資なども活性

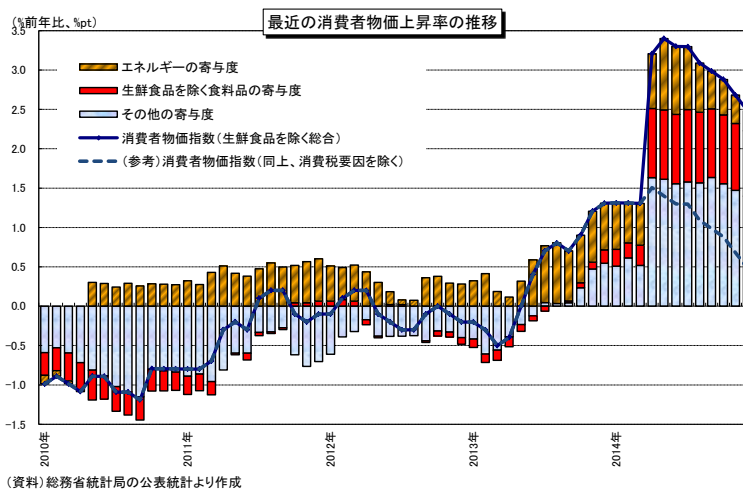
化していくだろう。その結果、15 年度の実質成長率は 1.9%、名目成長率は 2.3%、GDP デフレーターは前年度比 0.3%（前回はそれぞれ 1.5%、1.5%、同 0.0%で、いずれも上方修正）と予測した。上方修正の理由は、国内経済の持ち直しのテンポが強まる時期がやや後ズレした影響もあるが、原油安が一段と進み、そのメリットをより多く享受できるとした点も大きく、日本経済は成長経路に回帰する動きを続けることとなる。

16 年度も引き続き、雇用増を伴いながら、経済成長を続けるだろう。次年度 4 月に消費税率が 10%に引き上げられることから、13 年度と同様、年度末にかけて民間消費や住宅投資には一定程度の駆け込み需要が発生するものと思われる。その結果、16 年度の実質成長率は 2.0%、名目成長率は 2.7%、GDP デフレーターは前年度比 0.6%（前回はそれぞれ 1.5%、2.0%、同 0.4%で、いずれも上方修正）と予測した。これらにより、マクロ的な需給ギャップは大幅に縮小し、年度末には失業率が 3%前後まで低下するなど労働需給が全般的に引き締まり、企業サイドも人員確保のための賃上げを余儀なくされるだろう。

（3）物価見通し ～ 15 年度半ばにかけての鈍化後、盛り返していく

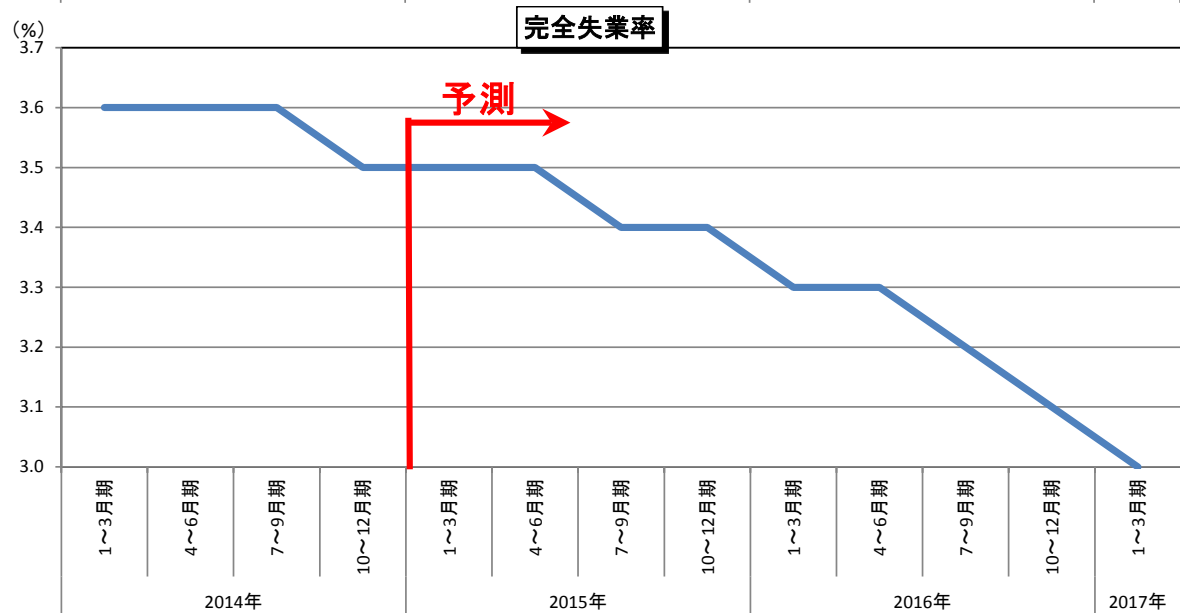
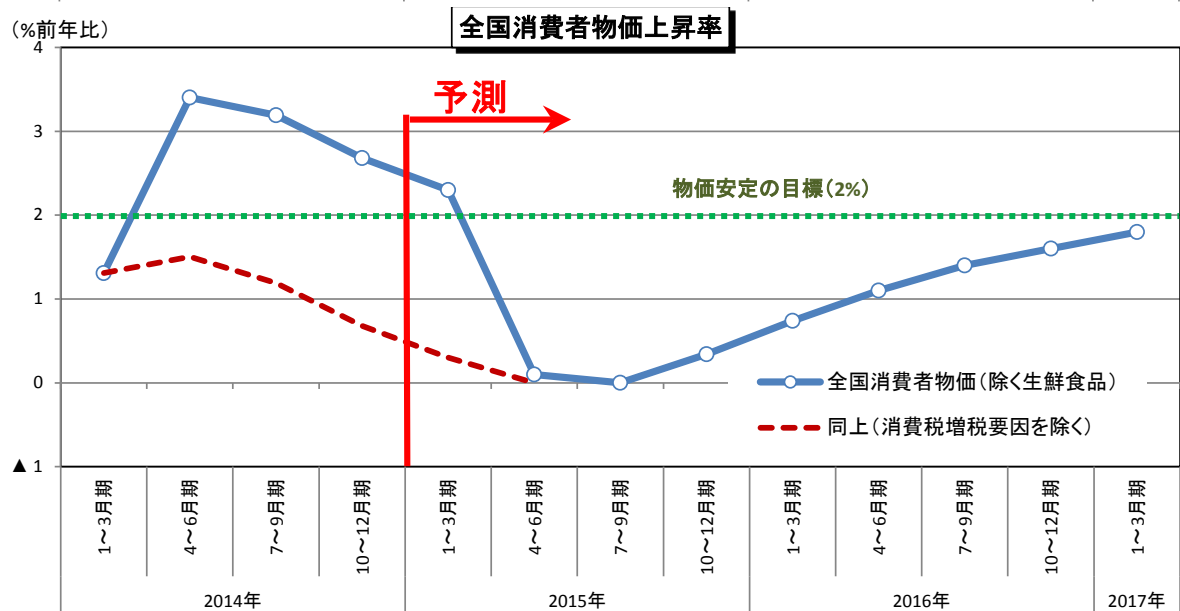
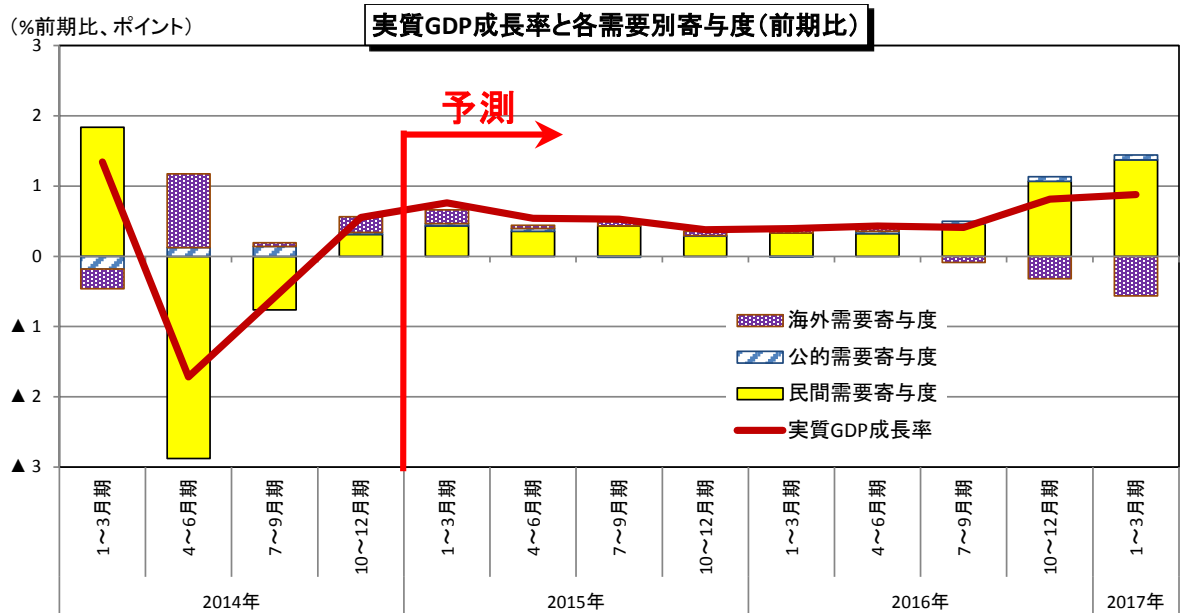
アベノミクス期待による円安進行や景気回復を受けて、13 年 6 月以降、前年比プラスに転じた全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、消費税要因を除く、以下全国コア CPI）は、その後もエネルギー価格の高騰や増税前の駆け込み需要の本格化に伴う需給改善効果などによって想定以上のテンポで上昇率を高めた。13 年度末にかけては同 1%台前半が定着、増税直後の 14 年 4 月に同 1.5%程度に上昇したが、その後はエネルギー・円安要因の一巡、さらには消費低迷による需給悪化による下押し圧力が加わり、徐々に鈍化している。最近では、原油安によってエネルギー価格の押し上げ効果が剥落し、12 月には同 0.5%まで縮小している。

ちなみに、15 年 1 月の国内企業物価（消費税要因を除く）は前年比 ▲2.4%と 3 ヶ月連続の下落となり、しかも下落率が大幅に拡大している。このうち、消費財（国内品）価格は、10～12 月期は前年比 ▲1.1%、1 月は同 ▲2.4%となっている。



先行きについては、食料品などにこれまでの円安や商品市況の高騰の影響を受けた原材料の価格上昇分を製品価格に転嫁する動きが一部残っているが、半年間で半値以下に下がった原油安の影響はエネルギーのほか、外国パック旅行などにも波及する可能性が高い。なお、15 年夏場にかけては、前年同時期のエネルギー価格がかなり高かったことの反動が出て、一時的に物価が下落する可能性もあるだろう。しかし、15 年度下期には再び物価上昇率が回復するものと思われる。さらに、マクロ的な需給ギャップが解消し、労働需給の面からも賃上げ圧力が高まることが見込まれる 16 年度にかけては 2%弱まで徐々に上昇率を高めていくと予想される。

以上から、14 年度の全国コア CPI は、表面的には同 2.9% (13 年度:同 0.8%) へ上昇率が高まるが、消費税要因を除けば同 0.9%にとどまるだろう。また、15 年度については、上期は一旦ゼロ近傍まで鈍化、その後下期には上昇率の回復が見られるものの、年度を通じては同 0.3%となるだろう。しかし、16 年度は同 1.5% へと上昇率を加速させるだろう。



2014～16年度 日本経済見通し

(前期比)

	単位	2013年度 通期	2014年度			2015年度			2016年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	2.1	▲ 0.8	▲ 1.3	0.4	1.9	1.2	1.1	2.0	0.8	1.7
民間需要	%	2.3	▲ 2.2	▲ 3.0	▲ 0.3	1.6	1.1	1.2	2.8	1.0	3.0
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 3.1	▲ 3.9	0.8	1.6	0.9	0.9	2.6	0.8	3.1
民間住宅	%	9.3	▲ 12.1	▲ 12.4	▲ 7.9	▲ 1.5	0.5	0.9	5.8	2.3	7.2
民間企業設備	%	4.0	▲ 0.1	▲ 2.3	0.4	3.9	2.6	2.6	4.4	1.8	3.8
公的需要	%	3.2	0.8	0.4	0.7	0.4	0.2	▲ 0.1	0.4	0.2	0.6
政府最終消費支出	%	1.6	0.3	0.2	0.5	0.6	0.3	0.3	0.7	0.4	0.6
公的固定資本形成	%	10.3	2.4	0.9	2.4	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.5	0.5
財貨・サービスの純輸出	兆円	7.3	11.3	10.2	12.4	13.7	13.3	14.0	12.5	14.3	10.7
輸出	%	4.7	7.4	3.6	5.3	6.6	2.9	3.2	5.1	2.5	3.3
輸入	%	6.7	3.0	▲ 1.7	2.9	4.6	2.3	2.7	7.3	2.5	8.2
内需寄与度 (前期比)	%	2.6	▲ 1.5	▲ 2.3	0.3	1.3	0.9	0.7	2.2	0.8	2.1
民間需要 (")	%	1.8	▲ 1.6	▲ 2.4	0.1	1.2	0.8	0.7	2.1	0.8	2.0
公的需要 (")	%	0.8	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1	0.0	0.1
外需寄与度 (")	%	▲ 0.5	0.8	0.8	0.4	0.4	0.2	0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.6
デフレーター (前年比)	%	▲ 0.3	2.2	2.1	2.3	0.3	0.4	0.2	0.6	0.5	0.8
完全失業率	%	3.9	3.6	3.6	3.5	3.4	3.5	3.4	3.2	3.3	3.1
鉱工業生産 (前期比)	%	3.2	▲ 0.8	▲ 3.4	1.2	3.3	1.6	2.2	4.7	2.0	3.3
住宅着工戸数 (年率換算)	万戸	98.6	87.6	87.4	87.8	89.4	87.5	91.3	94.4	96.3	92.5
経常収支	兆円	0.8	6.3	1.3	5.0	10.8	5.0	5.8	12.1	6.4	5.7
貿易収支	兆円	▲ 10.9	▲ 8.1	▲ 4.8	▲ 3.3	▲ 3.6	▲ 2.2	▲ 1.4	▲ 2.8	▲ 0.9	▲ 1.9
外国為替レート	¥/円	100.2	109.8	103.0	116.5	123.1	121.3	125.0	118.8	121.3	116.3
通関輸入原油価格	¥/バレル	109.6	90.4	109.0	71.7	53.1	52.5	53.8	57.5	56.3	58.8

(前年同期比)

	単位	2013年度 通期	2014年度			2015年度			2016年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	1.8	1.4	1.3	1.6	2.3	2.3	2.2	2.7	2.2	3.1
実質GDP	%	2.1	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.7	1.9	1.8	2.0	2.0	1.7	2.3
民間需要	%	2.3	▲ 2.2	▲ 1.4	▲ 2.8	1.6	1.3	2.0	2.8	1.9	3.7
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 3.1	▲ 2.8	▲ 3.3	1.6	1.6	1.7	2.6	1.5	3.6
民間住宅	%	9.3	▲ 12.1	▲ 7.2	▲ 16.4	▲ 1.5	▲ 4.1	1.2	5.8	3.0	8.5
民間企業設備	%	4.0	▲ 0.1	2.2	▲ 1.8	3.9	3.1	4.6	4.4	3.8	5.0
公的需要	%	3.2	0.8	0.8	0.9	0.4	0.7	0.2	0.4	0.2	0.7
政府最終消費支出	%	1.6	0.3	0.1	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6	0.9
公的固定資本形成	%	10.3	2.4	3.2	2.3	▲ 0.2	1.1	▲ 1.5	▲ 0.9	▲ 1.8	0.1
財貨・サービスの純輸出	兆円	7.3	11.3	10.2	12.4	13.7	13.3	14.0	12.5	14.3	10.7
輸出	%	4.7	7.4	6.5	8.3	6.6	7.6	5.5	5.1	5.1	5.2
輸入	%	6.7	3.0	5.6	0.6	4.6	4.7	4.5	7.3	4.8	9.9

国内企業物価 (前年比)	%	1.8	2.7	4.2	1.3	▲ 2.0	▲ 2.9	▲ 1.0	1.0	0.6	1.4
全国消費者物価 (")	%	0.8	2.9	3.3	2.5	0.3	0.0	0.5	1.5	1.3	1.7
完全失業率	%	3.9	3.6	3.6	3.5	3.4	3.5	3.4	3.2	3.3	3.1
鉱工業生産 (前年比)	%	3.2	▲ 0.8	0.7	▲ 2.2	3.3	2.8	3.8	4.7	4.2	5.3

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

成長目標の引下げが相次ぐ中国の地方政府

王 雷 軒

2014 年は殆どの地方で成長減速

2014 年の中国の実質 GDP 成長率は前年比 7.4%と 24 年ぶりの低水準となった。その後、2 月上旬にかけて、地方各省・市・自治区の政府も各地方の人民代表大会を開き、そこで 14 年の経済・社会などの発展状況や 15 年の成長目標などをまとめた「政府工作報告」(以下、報告書と略)を相次いで発表した。

これらの報告書を確認すると、チベット自治区以外の地方では 14 年の成長(実績)が当初の成長目標を下回って減速したことが見て取れる(図表 1)。

ただし、実績と成長目標とのかい離幅(b-a)が 0.5 ポイント未満の地方は北京市や江蘇省など計 9 つであり、大半の成長目標値に付いているレンジを考慮すると、これらの地方では成長目標をほぼ達成したと言えよう。

山西省・東北三省等では大きく減速

詳細に見ていくと、中国最大の石炭生産地である山西省は 4.9%と最も低かった。また、かい離幅も 4.1 ポイントと、最も大きかった。同省の報告書によれば、石炭や化学製品などの価格下落が経済減速の最大

の要因と分析されている。習近平政権が進める反腐敗運動のなか、同省の幹部が相次いで失脚したことも、成長が大幅に減速した要因の一つと見られる。

また、黒竜江省・吉林省・遼寧省からなる東北三省や河北省でも、成長率が 13 年の 9%台から 5~6%台に減速した。黒竜江省については、石油などのエネルギー産業が産業全体の 70%を占めており、資源価格の大幅な下落によって大きなダメージを受けた。同省では資源依存型の産業構造の転換を図っているが、未だに国有企業が数多く存在し、民営企業主導の経済構造になっていないために、

図表 1. 地方別の 2014 年の成長実績と 2015 年の成長目標

		2014 年				2015 年	
		成長目標 (%)a	実績 (%)b	b-a	GDP(億元)	成長目標 (%)c	c-a
	全国	7.5	7.4	-0.1	636,463	7.0	-0.5
東部地域	北京市	7.5	7.3	-0.2	21,331	7.0	-0.5
	天津市	11.0	10.0	-1.0	15,722	9.0	-2.0
	上海市	7.5	7.0	-0.5	23,561	設定せず	
	江蘇省	9.0	8.7	-0.3	65,088	8.0	-1.0
	浙江省	8.0	7.6	-0.4	40,154	7.5	-0.5
	福建省	10.5	9.9	-0.6	24,056	10.0	-0.5
	山東省	9.0	8.7	-0.3	59,427	8.5	-0.5
	広東省	8.5	7.8	-0.7	67,792	7.5	-1.0
	海南省	10.0	8.5	-1.5	3,501	8.0	-2.0
	河北省	8.0	6.5	-1.5	29,421	7.0	-1.0
中部地域	遼寧省	9.0	5.8	-3.2	28,627	6.0	-3.0
	山西省	9.0	4.9	-4.1	12,759	6.0	-3.0
	吉林省	8.0	6.5	-1.5	13,804	6.5	-1.5
	黒竜江省	8.5	5.6	-2.9	15,039	6.0	-2.5
	安徽省	9.5	9.2	-0.3	20,849	8.5	-1.0
	江西省	10.0	9.7	-0.3	15,709	9.0	-1.0
	河南省	9.0	8.9	-0.1	34,939	8.0	-1.0
	湖北省	10.0	9.7	-0.3	27,367	9.0	-1.0
	湖南省	10.0	9.5	-0.5	27,049	8.5	-1.5
西部地域	内モンゴル自治区	9.0	7.8	-1.2	17,770	8.0	-1.0
	重慶市	11.0	10.9	-0.1	14,265	10.0	-1.0
	四川省	9.0	8.5	-0.5	28,537	7.5	-1.5
	貴州省	12.5	10.8	-1.7	9,251	10.0	-2.5
	雲南省	11.0	8.1	-2.9	12,815	8.5	-2.5
	広西チワン族自治区	10.0	8.5	-1.5	15,673	8.0	-2.0
	チベット自治区	12.0	12.0	0.0	921	12.0	0.0
	陝西省	11.0	9.7	-1.3	17,690	10.0	-1.0
	甘肅省	11.0	8.9	-2.1	6,835	8.0	-3.0
	青海省	10.5	9.2	-1.3	2,301	8.0	-2.5
	寧夏回族自治区	10.0	8.0	-2.0	2,752	8.0	-2.0
	新疆ウイグル自治区	11.0	10.0	-1.0	9,264	9.0	-2.0

(資料) 中国国家统计局、各省・市・自治区の政府報告書より作成

(注) 15 年の全国の成長目標は 3 月の全人代に発表される予定で、ここで示した数値は予想値である。各「政府工作報告」のなかで、成長目標値には「左右」(前後)、「以上」がつけられているが、この表では省略。また、地域区分については、拙稿「農林金融」2010 年 8 月を参照。

必ずしも順調に進んでいない。

遼寧省・吉林省・河北省についても、依然として国有企業が主導する経済構造を持っており、過剰生産分野とされる重化学工業に対する調整圧力が強まったことが経済減速の要因と指摘できる。

これまでは、地域政策として「東北振興」という国家プロジェクトが実施されてきたが、主に中央政府からの投資増加によって、重工業の発展を促してきた。しかし、この間、中央政府が進めている鉄鋼やセメントなどの過剰生産分野への投資抑制などによって行き詰まり感があることは否めない。

こういった資源や重工業に依存する地方にとっては、今後、国有企業が主導する経済構造を変え、新素材や医療などの新産業の育成が重要であろう。

一方、天津市・重慶市・貴州省・新疆ウイグル自治区においては、成長目標を下回ったものの、二桁成長を達成し、高成長が続いている。なお、上海は08年に初めて一人当たりGDPが1万米ドルを超えたが、その後は、天津市・北京市・上海市・江蘇省・浙江省・内モンゴル自治区、14年には広東省・福建省もその仲間入りした。

15年はさらに成長目標の引下げへ

15年の成長目標を見ると、上海市は初めて数値目標を設けなかったほか、チベット自治区は14年の目標を維持した。その他29の地方は14年からさらなる引下げ(c-a)を決定した。その結果、今年は14年(22地方)と比べて、引下げを行った地方が大きく増えた。

その背景には、ほとんどの地方政府が14年の目標を達成できなかったことや、足元の経済下振れ圧力が依然大きいという認識

を持っていることがあるだろう。当然ながら、安定成長を維持しながらも、構造調整をさらに強める中央政府の政策方針を受けた動きでもある。

上海市は、今年の成長目標について、安定成長、引続き経済構造のグレードアップ、成長の質と効率の向上を目指すなどの内容を決定した。都市部の登記失業率や環境保護への投資比率などの目標については、具体的に示されたものの、成長目標の具体的な数値は設定されなかった。ちなみに、12～14年の同市の成長目標はそれぞれ8.0%、7.5%、7.5%、実績値はそれぞれ7.5%、7.7%、7.0%であった。

しかし、目標を設けているほとんどの15年の成長目標を詳しく見ると、福建省や山東省などの東部地域は7.5%～10.0%で、四川省などの西部地域とほぼ同じ成長目標が設定されている。08年のリーマン・ショックまでは、中央政府が西部地域の発展を促進するために「西部大開発」という国家プロジェクトを実施し、東部との地域格差が縮小しつつあった(拙稿『農林金融』10年8月号を参照)。しかし、今回の東部地域と西部地域とのほぼ同様な目標設定となったことで、地域間の格差が再び拡大するおそれがあると思われる。

前述したように、地方政府は足元の経済下振れ圧力が依然大きいという認識の下、報告書では景気を下支えするための投資計画額も発表した。これらの投資計画額をみると、いずれも大きく、今年も中国経済をけん引するのは間違いなく投資であろう。経済発展方式の転換(投資・輸出主導から消費主導)を成し遂げるまでの道のりは未だに遠い。

(2015年2月20日現在)

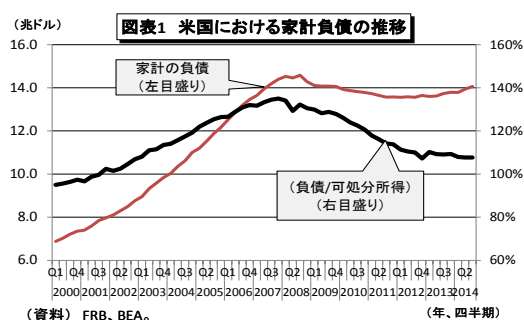
米国の家計バランスシート調整－負債－

趙 玉亮

バランスシート調整とは、一般的に資産価格の大幅な下落によって、資産売却や負債圧縮などが引き起こされる現象を指す。米国ではリーマンショック以後、資産価格の急落を受け、家計のバランスシートは調整が行われてきた。以下では、家計の負債を中心に、その調整過程と種類別の構成を整理する。

負債の高止まりと家計負担感の軽減

リーマンショック以前、住宅購入や住宅価格の上昇を前提とした借入が旺盛だったため、家計負債は急速に膨らみ、2008年にピークを迎えた（図表1）。その後、住宅バブルの崩壊に伴い家計は過剰債務に直面し、消費支出の削減や新規借り入れの抑制などで、家計負債は低下に転じた。しかし、雇用改善や経済回復の下、負債残高は再び上昇し始め、直近では14兆ドルと、ピーク時の水準には及んでいないが、緩やかに上昇している。

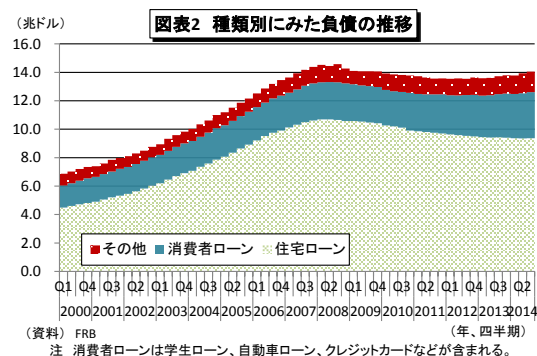


一方、家計への負担感を示す可処分所得に対する負債の割合をみると、家計消費抑制のほか、08～12年までは景気対策による移転所得増や減税などから急速に低下した。13～14年は、負債残高が増加に転じたため低下傾向は鈍化したものの、03年と同じレベルまで低下しており、家

計負担感が軽減したと考えられる。

種類別にみた負債の動向

種類別に負債の構成を確認すると、主に学生ローンや自動車ローンの増加によって、11年半ばから消費者ローンは上昇に転じ、直近で3.2兆ドルとなり、ピークだった08年の水準（2.6兆ドル）を大幅に超えた（図表2）。ただし、返済能力の低い消費者を中心に、自動車のサブプライムローンや学生ローンの増加が目立つなど（自動車サブプライムローン残高：12年には2,250億ドル、直近は3,370億ドル）、新たな懸念も浮上している。



また、住宅ローン残高（ホームエクイティローンを含む）は、08年第1四半期に市場最高水準に達した後、減少傾向が続いている。その理由は、銀行の償却による減少、貸出基準の厳格化、新規借入の抑制などがあげられる。直近で、住宅ローン残高は9.4兆ドルと06年末と同じ水準であり、依然として高い。今後も、緩やかなペースで住宅ローンの減少が続くとの見方が根強い。

家計負債の調整は消費に大きな影響を及ぼすことから、今後もその動向や関連政策を注視していきたい。