潮　流

空き家対策をめぐって

顧問　小林　芳雄

「空家等対策の推進に関する特別措置法」が昨年 11 月に成立し、本年 2 月から一部が施行された。空き家に関する様々の問題が発生し、これまで地方自治体の条例等によって対応されてきたが、その深刻化によりいよいよ国全体の立法が必要な状況になったと言える。空き家の現状を見ると、平成 25 年（2013 年）で 820 万戸に及び、総住宅数 6,063 万戸の 13.5%に相当する（「平成 25 年住宅・土地統計調査結果」総務省統計局）。なお、この空き家率は 20 年前の平成 5 年では 9.8%であった。

空き家は種々の要因で発生するが、必要な管理がされず放置されることにより、安全性、公衆衛生、景観等の多面にわたり悪影響が生じる。したがって、空き家対策としては、先ず権限・責任を有する者が適切に管理するよう促すことと併せて空き家の利活用の途を広げる等の環境整備が重要とされる。我が国の住宅は、建築条件の差異から欧米に比べて使用年数が短く、中古住宅の活用度も低い。この点は空き家が増える要因とされる一方、住宅ストックが充実してきた中で、今後の中古住宅の流通やリフォームの市場の拡大等に期待が持てるという前向きの側面もある。

立法上の要点の一つは、空き家の所有者等が適切な管理を行わない場合の対応である。私有財産である住宅については、本来その所有者等が自己責任のもとに適切に管理を行うことが大前提である。ただその管理が行われず、地域の生活環境に悪影響を及ぼしているような公益上の要請がある場合には、市町村長が所要の手続きを踏んだ上で、空き家の所有者等に対し、必要な措置の助言・指導、更には勧告や命令を行い、加えて一定の場合には行政代執行もできることとされた。また、このような対応の前段階として、市町村が区域内の空き家の所在、状態等の把握とともに、所有者等の特定や意向の確認が行われる。

当然のことであるが、行政による強制措置の発動は最終的な手段とされ、その前に解決が図られるよう各般の対策が設けられている。市町村における所有者や周辺住民との相談体制の整備、空き家や跡地の利活用の促進対策等であり、市町村の対策費用に対しては特別交付税措置等も講じられる。また、居住用住宅の敷地に対する固定資産税の特例（6分の1に軽減）については、この措置が管理状況の悪い無居住状態の敷地に適用されて空き家の適正な管理や処分を進まなくすることにならないよう、必要な見直しがされている。

農地における耕作放棄地の対応の場合にも共通するが、個人の財産権にからむ問題の背景には、個々の事情に加えて経済社会情勢の変化等の要因もあり、その処理に際して様々な困難を伴わざるを得ない。対策の成果を挙げて行く上で、法制度の整備とともにそれを実施する現場の体制作りや利害関係者の理解の醸成が重要になる。

今般の空き家対策においては、住民生活に最も近い立場の市町村が推進母体となるとともに、都道府県が専門技術的事項や財政上の支援、国がガイドライン作りや税・財政上の支援を行うといったそれぞれの役割分担と連携の仕組みが明確になっている。特に、市町村が対策上必要な場合には、固定資産税課税台帳や法務局の不動産登記簿情報の利用も可能とし、空き家実態を的確に把握しようとしている。また、市町村は対策の計画づくりや実施に関する協議を行うための「協議会」を組織できるとされ、その構成員には地域住民、法務・不動産等の専門家、地域おこしの NPO 等の多様な関係者が予定されている。こうした各機関の連携や地域での有機的・総合的な取り組みの如何が空き家対策の推進を左右するポイントになると考えられる。

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

情勢判断

国内経済金融

賃上げ継続や原油安で好循環が期待される国内景気

～夏場にかけて物価は前年比下落に転じる可能性も～

南　武志

要旨

消費税増税から 1 年が経過、所々にまだ影響が残っているものの、国内景気は緩やかな持ち直しの動きが見られる。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おり、生産などに波及が見られるが、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することが期待され、経済の好循環入りに向けた動きが本格化し始めるだろう。もちろん、資源国リスクや米国利上げに伴う国際資金フローの影響など、不安定要因がいくつか存在することを留意する必要がある。

一方、原油安の影響で、足元の物価は前年比ゼロ近傍まで鈍化しており、先行きは下落状態も予想される。物価安定目標の早期達成を狙う日本銀行がこれにどう対処するかが注目されるが、追加緩和には慎重姿勢を続けると予想する。

図表1．金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2015年 3月（実績）	2015年 6月（予想）	2015年 9月（予想）	2015年 12月（予想）	2016年 3月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.064	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.1700	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17
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	(%)	0.305	0.00～0.50	0.05～0.50	0.05～0.55	0.05～0.55
	5年債	(%)	0.085	▲0.10～0.20	▲0.05～0.20	0.00～0.25	0.00～0.25
為替レート	対ドル	(円/ドル)	119.6	117～125	120～130	120～130	120～130
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	131.0	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価		(円)	19,713	20,000±1,000	20,250±1,000	20,750±1,000	21,250±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3月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

国内景気：現状と展望

2014 年 4 月に消費税率が 8%に引き下げられて 1 年が経過した。反動減などで国内景気は大幅に落ち込んだが、14 年夏に底入れし、その後も緩やかなとはいえ回復基調を続けている。しかし、消費税増税の影響はまだ所々残っており、増税直前の GDP 水準や物価上昇率を回復するまでには至っていない。

高齢化が着実に進行する中、社会保障制度の持続可能性のために消費税増税は不可避との主張はそれなりに説得力があったが、デフレからの完全脱却が実現できていない状況下での需要抑制効果をもたらす増税実施は時期尚早だったことは否めない。

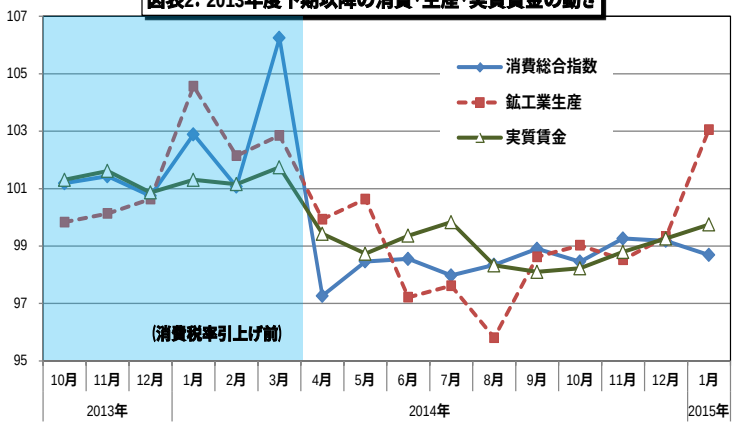
しかし、政府は今回の教訓を踏まえ、税率 10%への引上げ時期を 1 年半先送りするとともに、経済対策を策定し、次回増税時までにデフレ脱却や経済の好循環実現に向けて注力する意向を表明した。既に 10 月末に日本銀行は量的・質的金融緩和の強化（QQE2）を打ち出していたが、経済政策運営は景気最優先のスタンスが

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

明確となった。

ここで改めて足元の景気情勢について述べてみたい。1 月の消費総合指数は 10～12 月平均を▲0.3 ポイント下回るなど、相変わらず鈍い動きを続けている。旧正月要因で訪日外国人が急増した 2 月にはインバウンド消費が盛り上がったが、実質賃金は前年比マイナス状態が続いており、消費の本格回復にはつながっていない模様だ。一方、長らく停滞気味に推移していた輸出は昨年後半から増加傾向が続いている。決して世界経済の回復テンポが高まったわけではないが、円安反転から 2 年が経過し、日本製品の価格競争力が備わってきたことが反映されつつある、と考えられる。こうした輸出増は生産活動の活性化に貢献しているが、いずれ企業設備投資などにも波及効果が及ぶものと思われる。

図表2. 2013年度下期以降の消費・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～15年1月＝100

先行きについては、海外経済にいくつかの不安定要因（原油安に伴う資源国リスクや米利上げを巡る国際資金フローへの影響など）が存在するものの、消費税増税の悪影響が一巡するほか、前述したポリシーミックスに 15 年春季賃金交渉での賃上げ継続や原油安による購買力改善が加わることで、経済の好循環が始まる可能性が高い。(最新の経済見通しは後掲レポート『2014～16 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)』をご参照下さい)。

一方、物価については下落に転じる可能性が高まっている。増税直後こそ、前年比 1%台前半で推移していた全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下、全国 CPI コア）であったが、円安進行やエネルギー高騰による押上げ効果の一巡、景気停滞による需給悪化の影響に加え、足元では原油安の影響も加わり、鈍化傾向が強まっている。1 月の全国 CPI コアは同 2.2%、増税による押上げ分（2.0 ポイントと想定）を除けば同 0.2%と、物価上昇圧力が大幅に解消されている。

前年同時期と比べて円安水準にあるため、最終財の輸入価格は依然として上昇しているほか、食料品などを中心にこれまでの原材料高騰分を価格転嫁する動きや電気・ガス料金には当面値上げの動きもあるものの、昨年 7 月までガソリンが高値圏で推移していたことの反動が 15 年夏場にかけて出ることから、一時的に物価下落状態に陥るだろう。

金融政策：現状と見通し

4 月 4 日で量的・質的金融緩和（QQE）の導入から満 2 年を迎える。QQE 導入当初、物価安定目標（全国消費者物価の前年比上昇率で 2%前後）を 2 年程度の期間で達成するとしていたが、前述した物価環境を踏まえると、その達成はかなり厳しいと言わざるを得ない。こういう状況の下、日本銀行がどのように対応するのか注目を集めている。

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

結論的には、日銀は今後、展望レポートやその中間評価を行うどこかの時点で、物価安定目標を達成する時期を「15 年度を中心とする期間」から後退させることを余儀なくされるだろうが、それに合わせて追加緩和を行う可能性は低いのではないか、と予想する。

たしかに、足元の原油安は直接的に物価上昇率を鈍らせ、物価上昇率を物価安定目標から遠ざけてしまうだろう。しかし、原油価格が先行き底割れする事態にでもならない限り、原油安に伴う物価鈍化の影響は秋以降は解消に向かうはずである。また、原油安そのものは景気に対しては刺激効果があり、景気の本格回復に対して貢献することが期待されている。こうした状況を展望すれば、原油安が主因の物価鈍化に対して、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・地域の中央銀行による金融緩和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、追加緩和に踏み切らざるを得ないろうが、その可能性は小さいと思われる。

なお、当総研の物価見通し（全国 CPI コア）は、15 年度は年度下期から再び水面下から浮上するものの、通年では 0.2%の上昇と低調さは否めない。しかし、16 年度については、経済の好循環実現に伴って労働需給が徐々に引き締まっていき、賃金・物価にも好影響を及ぼしていくことから、年度下期には前年比 1%台後半まで上昇率が高まり、物価安定目標の達成に近付くものと思われる。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 年入り後、金融資本市場は原油安による資源国リスクや欧州中央銀行（ECB）の量的緩和導入などを材料視してきたが、最近では米国の利上げ時期を巡る思惑もまた相場変動に一役買っている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

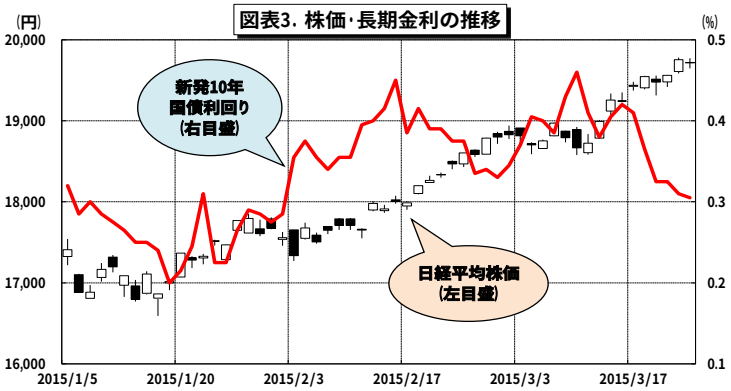
① 債券市場

13 年 4 月に導入された QQE によって、日銀が長期国債の買入れ額を急拡大させたことを受けて、国債流通市場でのプレゼンスは高まった。保有国債もまた急増しており、資金循環統計によれば 12 年度末の 94 兆円（発行額全体の 11.6%）から、14 年末には 207 兆円（同 23.4%）へ膨張している。

14 年 11 月以降は QQE2 によって日銀は国債の年間発行額に迫る勢いで買入れ始めているため、これが継続すれば 1 年後には 3 割以上、2 年後には 4 割近い保有比率まで高まる可能性がある。

こうした中、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が、その直後、高値警戒感が急浮上

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

したほか、一段と低下した流動性への懸念、さらには米国の早期利上げ観測が強まったこともあり、QQE 導入直後を思い出させるようなボラタイルな展開となった。3 月上旬には一時 0.47%まで上昇したが、年度末を控えて投資家の動きが徐々に鈍ってきたことや米国の早期利上げ観測が後退したこともあり、長期金利は沈静化し、足元 0.3%前後まで低下している。

先行きについても、米国の利上げ時期を巡る思惑が相場に大きく影響を与える可能性が高いが、投資家にも一定程度のニーズが存在するほか、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。

② 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、原油安などに伴い、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、3 月中旬には 19,000 円を回復、直近は 15 年ぶりとなる 19,700 円台にまで上昇した。

このところ、輸出製造業を中心にベースアップを含む賃上げムードが醸成されているが、そうした動きは収益圧迫要因と見做されず、逆に先々のデフレ脱却や成長促進につながる可能性が評価され始めるなど、株式市場を取り巻く環境に変化が起きつつあるようだ。

目先はこれまでの急ピッチな株価上昇に対して調整する場面があると思われるものの、成長戦略の効果や原油安メリットへの期待、「流動性相場」の継続などは株価の押上げに貢献するとみられることから、中期的に見て株価は堅調に推移するだろう。

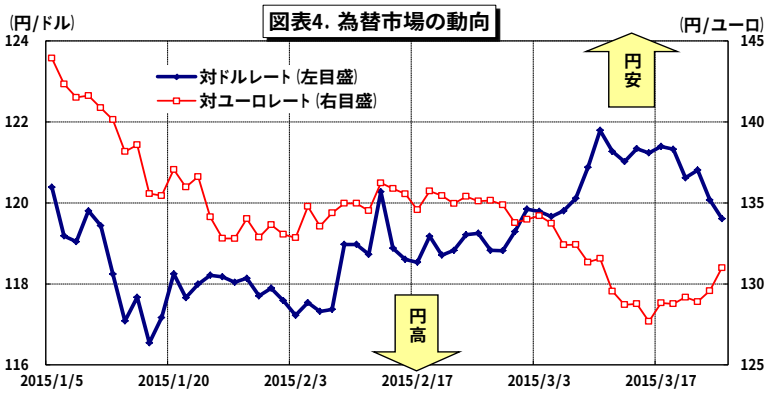
③ 外国為替市場

為替レートに影響を与える材料は数多く存在するが、この数年は金融政策の方向性やそれを巡る思惑などに影響を受ける場面が多かったと思われる。主要国・地域の金融政策をみると、①日本は当面、現行 QQE2 の枠組みでの緩和策が継続する、②米国では年内にも利上げが想定されている、③欧州では量的緩和が始まった、という具合に方向性に相違が見られる。年初以降の為替レートはそれに反応して対ドルでは円安方向、対ユーロでは円高方向で推移してきた。

先行きも基本的には対ドルでは円安気味、対ユーロでは円高気味に推移するという展開は変わらずとみるが、何らかの予期せぬイベントが発生し、リスクオフの流れが強まった際には円高が進行する可能性には必要であろう。

（2015.3.24 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：▲1.0%、15 年度：1.9%、16 年度：2.0%～

調査第二部

3 月 9 日に発表された 2014 年 10～12 月期の GDP 第 2 次速報（2 次 QE）などを踏まえ、当総研は 2 月 19 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。

10～12 月期は下方修正

2 月 16 日に発表された 10～12 月期の 1 次 QE によれば、経済成長率は前期比年率 2.2%と 3 四半期ぶりにプラスに転じるなど、消費税増税後にみられた反動減からの持ち直しが始まったことが確認できた。しかし、落ち込み幅に比べると、前期比成長率は小さく、持ち直しテンポの鈍さも同時に意識される内容であった。

さて、今回発表された 2 次 QE では、10～12 月期の法人企業統計季報での設備投資額が 2 四半期連続の前期比プラスだった半面、在庫投資が弱かったことから、事前予想はまちまちだったが、概ね僅かな修正にとどまる、との見方が多かった。

その結果、経済成長率は前期比年率 1.5%と、持ち直しテンポの鈍さが一層引き立つ数字へ下方修正された。内容的には、民間消費（前期比：0.3%→0.5%）や公的需要（同：0.1%→0.3%）、輸出（同 2.7%→2.8%）が上方修正されたものの、民間在庫投資が大きく下方修正（前期比成長率に対する寄与度：0.2 ポイント→▲0.2 ポイント）されたほか、民間企業設備投資（前期比：0.1%→▲0.1%）も下方修正されて 3 四半期連続のマイナスとなった。

景気の現状

15 年 1 月分の主要経済指標を眺めてみると、輸出は堅調であるが、国内景気の持ち直しテンポは依然として緩やかなままで、テンポが加速している様子は見受けられない。

失業率や有効求人倍率などをみる限り、雇用環境は決して悪いわけではなく、一部の業種・職種では逼迫状態が続いている。しかし、全般的には賃金上昇のスピードは緩やかなままで、増税による物価上昇分を吸収できない状況が続いている。そのため、実質家計所得は減少が続いており、消費の抑制に働いている。

一方、企業サイドの統計をみると、業績や景況感などには底堅さもみられている。しかし、国内販売が伸び悩む中、円安による輸出企業の売上膨張やコスト削減努力などによって、収益確保をする企業も多く、前向きな行動が始まっているわけでもない。設備投資についても、計画は堅調であるものの、実際の行動にはつながっておらず、先送り姿勢が強まっているようだ。

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。2 月 19 日に公表した「2014～16 年度改訂経済見通し」では、①歴史的な円高状態からの修正が始まって 2 年が経過し、日本製品の価格競争力が復活、世界経済の低成長リスクが危惧される中

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

で、輸出の増加傾向が強まっていること、②原油など資源価格の大幅下落によって国内購買力が高まること、③労働供給制約が意識されつつあり、需給逼迫による賃上げ圧力が強まる可能性があること、などにより、消費税増税による悪影響が一巡する 15 年度入り後は景気回復テンポが徐々に強まっていく、との見通しを提示した。こうした中で、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していくことが期待される。

今回の2次QEは下方修正という結果になったが、その主因は在庫調整が大きく進展していることであり、景気・物価の基本的なシナリオを修正する必要はないと判断する。足元の 1～3 月期については、趨勢的に見れば輸出増勢が強まってきたものの、民間消費の回復には遅れが目立つなど、好循環はまだ始まっていない。14年度末までは足踏みが意識される状況が続くだろう。

しかし、15 年度入り後は、政府主導での賃上げムードが継続していることや、原油安などでエネルギー価格が大幅下落すること等を通じて、家計の実質購買力の向上に寄与していくと見られ、消費に明るさも見えてくるだろう。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と期待される。こうした好循環は 16 年度も継続することが見込まれる。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、成長率が一段と高まるだろう。さらに、労働需給の逼迫度合いが次第に高まり、賃上げムードも定着、次回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▲1.0%へ下方修正、5 年ぶりのマイナスとなるが、15、16 年度についてはそれぞれ 1.9%、2.0%（いずれも 2 月発表の予測から変更なし）と、高めの成長を実現すると予想する

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 2.8%の上昇となるが、消費税要因を除けば同 0.9%の上昇にとどまる。15 年度は原油安の影響により、上期は前年比マイナスとなることが避けられないが、下期以降はその影響が剥落し始めるほか、景気回復による需給改善で再び上昇に転じ、その後、徐々に上昇率を高める。16 年度下期には 2%に向けて上昇率が接近していくと予想する。しかし、当面 2%の物価上昇の達成を見通すことは厳しい環境が続くことから、追加緩和や目標変更といった思惑が時折意識されることになるだろう。

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	1.2	2.2	2.7
実質GDP	%	2.1	▲ 1.0	1.9	2.0
民間需要	%	2.3	▲ 2.4	1.6	2.8
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 3.0	1.5	2.6
民間住宅	%	9.3	▲ 12.1	▲ 1.8	5.8
民間企業設備	%	4.0	▲ 0.4	2.7	4.4
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.5	0.3	▲ 0.1	▲ 0.2
公的需要	%	3.2	0.9	0.4	0.4
政府最終消費支出	%	1.6	0.5	0.6	0.7
公的固定資本形成	%	10.3	2.5	▲ 0.1	▲ 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	▲ 1.6	1.3	2.2
民間需要寄与度	%pt	1.8	▲ 1.8	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　（　〃　）	%	0.8	2.8	0.2	1.5
（消費税増税要因を除く）			(0.9)	(0.2)	
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	6.2	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。

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

寒波の影響もあり、一時的に弱まる米国経済

木村　俊文

要旨

米国では、雇用は力強さを増しているが、原油安･ドル高に加え、寒波の影響もあり、弱い動きがみられる。こうした中、金融当局（FRB）は「忍耐強く」対応するとしていた文言を声明から削除した一方で、政策金利見通しを下方修正したことから早期利上げ観測が後退した。

経済指標は弱い動き

最近発表された米経済指標は弱いものが目立った。まず、雇用関連では、2 月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差 29.5 万人増と、前月（23.9 万人）から伸びが加速した。業種別では原油安を背景に鉱業（石炭や石油・ガスの掘削など）が 2 ヶ月連続で減少したものの、小売業やビジネスサービス、ヘルスケアなど非製造業を中心に堅調な動きとなった。また、失業率は 5.5%と前月（5.7%）から一段と低下した。一方、時間当たり名目賃金は、前年比 2.0%と前月（2.2%）から鈍化し、依然として伸び悩みの状態が続いている。

個人消費は、2 月の小売売上高が前月比▲0.6%と 3 ヶ月連続で減少した。寒波や積雪で客足が鈍った影響が大きいとみられる。また、3 月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）も、景気の現状や雇用の先行きなどに対する楽観的な見方が後退し、91.2 と前月（95.4）から低下した。

企業部門では、2 月の鉱工業生産が前月比 0.1%と 3 ヶ月ぶりに上昇。内訳では、寒波の影響で暖房需要が増えた公益事業（電気・ガス）が同 7.3%と全体を押し上げた格好であり、自動車関連を中心に製造業の落ち込みが続き、また原油安を背景に鉱業のマイナス幅も拡大した。

また、3 月の連銀製造業景況指数は、ニューヨーク（7.8→6.9）、フィラデルフィア（5.2→5.0）ともに業況が一歩後退しており、天候要因のほか、海外経済の弱含みやドル高の影響で輸出が伸び悩んでいることもあり、製造業の回復が遅れている可能性を示している。

住宅関連では、2 月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が 89.7 万件と前月（108.1 万件）を大きく下回った。寒波や積雪の影響で北東部（前月比▲56.5%）と中西部（同▲37.0%）の着工件数が大幅減少した。一方、先行指標となる建設許可件数は 109.2 万件と 8 ヶ月連続で 100 万件超となった。中古住宅の在庫不足が続く中で春の購入シーズンを迎えるため、先行き着工が増加する可能性が高い。

物価面では、1 月の PCE デフレーターが前年比 0.2%と 09 年 10 月（0.1%）以来の低い伸びとなった。ガソリン価格が約 6 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。

早期利上げ観測が後退

連邦準備制度理事会（FRB）は 3 月 17～18 日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）後に発表した声明で、事実上のゼロ金利解除に「忍耐強く」対応すると

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

していた文言を削除し、新たに「労働市場が一段と改善し、中期的にインフレ率が2%の目標に戻るとの『合理的な確信』が得られた際に利上げすることが妥当」との指針に変更した。ただし、「次回4月の会合で利上げする可能性は低い」と明記した上で、今回の指針変更は「利上げ時期を決定したことを示していない」と強調している。

イエレン議長は会合終了後の記者会見で、利上げを急がない姿勢を改めて表明したが、今回の指針変更は「6 月に利上げすることを意味しないが、その可能性は排除しない」と述べ、6 月以降はいつでも利上げし得ることを示唆した。

一方、今回公表された最新の経済見通し（予想中心帯）によれば、GDP 成長率、インフレ見通しが前回 12 月時点の予想から下方修正された（図表 1)。また、失業率については、改善傾向が続いていることを踏まえて引き下げられ、さらに長期見通し（自然失業率に相当）も前回の「5.2～5.5%」から「5.0～5.2%」に修正された。すでに失業率は 5.5%と前回までの長期見通しの上限に達していたが、新たな見通しに基づけば、まだ低下余地があることから、市場では利上げ開始時期が後ずれするとの見方が強まった。また、15 年末のフェデラルファンド（FF）金利誘導水準の予想中央値が0.625%と、前回予想（1.125%）から大幅に引き下げられたこともあり、早期利上げ観測が後退した。とはいえ、FRB は前述の指針が条件を満たすとみられる 15 年後半に利上げを開始するだろう。

図表1 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し（15年3月時点）

(%)

	2015年	2016年	2017年	長期
実質ＧＤＰ	2.3～2.7 (2.6～3.0)	2.3～2.7 (2.5～3.0)	2.0～2.4 (2.3～2.5)	2.0～2.3 (2.0～2.3)
失　業　率	5.0～5.2 (5.2～5.3)	4.9～5.1 (5.0～5.2)	4.8～5.1 (4.9～5.3)	5.0～5.2 (5.2～5.5)
ＰＣＥ デフレーター	0.6～0.8 (1.0～1.6)	1.7～1.9 (1.7～2.0)	1.9～2.0 (1.8～2.0)	2.0 (2.0)
コアＰＣＥ デフレーター	1.3～1.4 (1.5～1.8)	1.5～1.9 (1.7～2.0)	1.8～2.0 (1.8～2.0)	
FFレート 誘導水準	0.625 (1.125)	1.875 (2.5)	3.125 (3.625)	3.75 (3.75)

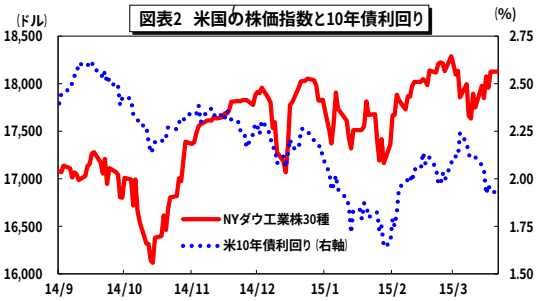
（資料）ＦＲＢ資料より作成
（注）メンバーの予想範囲から上下3人ずつを除いた予想中心帯を示す。失業率は各年第4四半期の平均値。
GDP、PCEは各年第4四半期の前年比。FFレートはメンバー全員の予想中央値。下段（）は前回見通し。

米株価は FOMC 後に反発

米国の長期金利（10 年債利回り）は、2 月の雇用統計が良好な内容となったことを受け利上げ時期が前倒しされるとの見方が強まり、3 月初旬には 2.24%と 14 年末以来の水準に上昇した。しかし、その後は、消費や住宅関連など冴えない経済指標が発表されたことに加え、FOMC 後には早期利上げ観測が後退したことから 2%割れの水準に低下した（図表 2)。先行きの長期金利は、天候要因の好転など米経済の回復基調が強まるのに伴い緩やかに上昇すると想定されるものの、原油安を受けたディスインフレ傾向の継続など低下圧力が残存すると予想される。

一方、米株式市場は、3 月初旬にダウ工業株 30 種平均が過去最高値を更新するなど上昇したが、その後は早期利上げ観測やそれに伴うドル高が売り圧力となり、やや軟調な展開となった。FOMC 後はダウ平均が 18,100 ドル台を回復するなど上昇に転じたものの、原油安とドル高による業績悪化懸念が上値を抑えており、今後も株価は高値圏でもみ合う展開が続くと予想される。(15.3.23 現在)

図表2 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

ECB の量的緩和策とユーロ圏経済

～様々な制約条件の下で効果は未知数～

山口　勝義

要旨

ユーロ圏では、QE の開始により景気が回復に向かうことが期待されている。しかしながら、QE は様々な制約条件の下にあるため、その実際の効果発揮については注視が必要である。また、金融政策のみならず、財政面からの需要対策の拡充が必要であるものと考えられる。

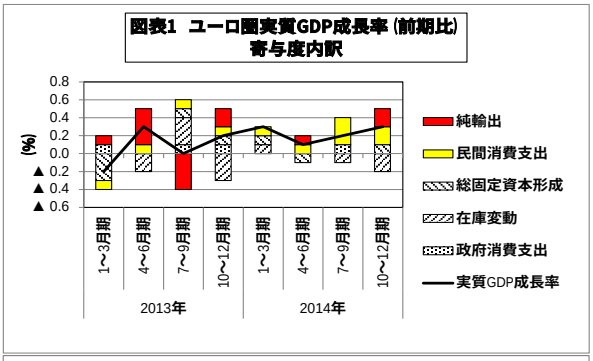
はじめに

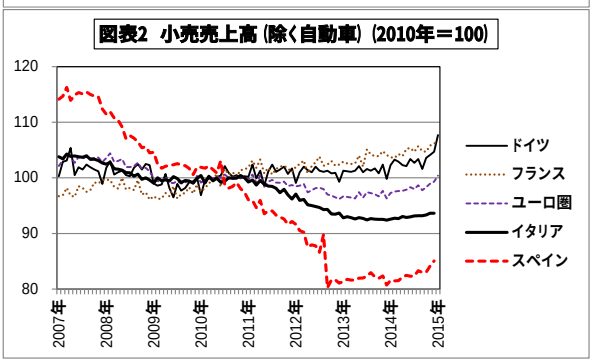
ユーロ圏の 2014 年第 4 四半期（10～12 月期）の実質 GDP は、前期比で 0.3%の成長となった。これは第 3 四半期の実績からは 0.1 ポイントの拡大であるが、緩慢な成長の継続が改めて確認された。また、経済規模が大きい主要 4 ヶ国の中では、比較的堅調なドイツ、スペインと、停滞が続くフランス、イタリアとの間の分化の進行も明らかになった。しかしながら、このような情勢の中でも、足元の経済指標を個別に見れば、一部にはやや明るい兆しも現れている。

今回の GDP 成長率への寄与度を見れば、純輸出と民間消費支出が大きな役割を果たしている（図表 1）。実際に、ユーロ圏の経済成長の牽引役として期待されるドイツでは、月による跛行性は残るものの、最近では製造業受注や輸出などに改善が見られており、いったん落ち込んだ 14 年半ばを底にして経済情勢の回復基調が明確になってきている。また、個人消費については、これまで出遅れ感があったドイツを含め、各国で広く小売売上高の改善傾向が現れつつある（図表 2）。

この背景には、欧州中央銀行（ECB）による積極的な金融緩和策などで進んだユーロ安や、昨年半ば以降の原油価格の下落が働いているものと考えられる。これらに依存した輸出の増加や内需の回復などが定着するかどうかについては更に見極めが必要であるが、ユーロ圏では、以上の動向に加えて、ECBが 15 年 1 月に導入を決定した国債を含む量的緩和策（QE）が、この3月には実施に移されている[注1]。

今後は、最後の金融政策の手法とも言えるこの政策が有効に機能し、ユーロ圏の景気が長い停滞期間を脱していよいよ回復に向かうことが期待されている。





（資料）図表 1、2 は Eurostat の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

QE の導入と期待される効果

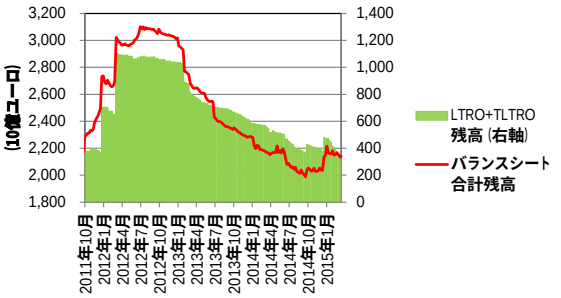
ユーロ圏では、内需の停滞に原油価格の下落が加わり、物価上昇率の低下（ディスインフレ）が進んでいる。これを受け、ECB は直面する成長の停滞のみならず、期待インフレ率の低下を懸念し、14 年半ばから金融緩和姿勢を強めてきている。

14 年 6 月には、ECBは政策金利の引下げに加えて、銀行が中央銀行へ余剰資金を預け入れる際の金利を初めてマイナスとしたほか、銀行に対し低利で融資原資を供給する仕組み（TLTRO）を新設するという多面的な政策を打ち出した。さらに 9 月には追加の金融緩和に踏み切り、主要な政策金利を 0.05%に、また中央銀行への余剰資金の預け入れ金利を▲0.20%にまで引き下げ、加えて、資産担保証券（ABS）や貸出債権を担保とするカバードボンドの買入れ開始を決定した[注2]。

一方、ECB のバランスシート（B/S）を見れば、財政危機時に既存の政策手段である LTRO を通じ大規模に実施した資金供給が償還期日を迎えるとともに縮小傾向にある点が特徴的である（図表 3）。これに対し、昨年 12 月にドラギ ECB 総裁はその規模を 12 年初頭の水準に回復させるべく、より強い決意を示したうえで、本年 1 月には ECB は政策金利を据え置いた一方で、QE の導入を決定した（図表 4）。これにより最終的にその B/S は GDP 対比で約 25%に相当する約 3 兆ユーロにまで拡大することとなり、現時点での日銀の約 60%には及ばないものの、FRB や BOE に匹敵する割合となることが見込まれている。

一般的には、こうした QE により、中長期金利の水準に影響が及び企業の資本コスト等が低下するとともに、銀行が国債を売却し貸出等のリスク資産に資金を振り替えることによる資産のリバランス効果で経済の活性化が期待される。また、株価等の上昇を通じた資産効果が個人消費を刺激するほか、通貨の下落をもたらすことで、輸出に追い風となる可能性がある。さらに、これらにより経済主体のコンフィデンスが改善しそのリスクテーク意欲が積極化することにより、インフレ期待の上昇につながることを想定することができる。ユーロ圏においても、このような QE の様々な効果が具体化することが期待されている。

図表3 ECBのバランスシート規模



（資料） ECB のデータから農中総研作成。

図表4 ECBによるQEの概要（2015年1月22日決定の内容）

開始時期	2015年3月
終了時期	少なくとも2016年9月まで（インフレ目標と整合性があると確認できるまで実施する）
規模	毎月総額で600億ユーロ（既存の仕組みによるABS、カバードボンドの購入を含む総額）
対象	公私の債券（国債、政府機関債、国際機関債）
	残存2～30年
	原則として投資適格債券
購入割合	ECBへの出資比率に基づく
購入上限	発行体の33%、銘柄の25%
損失リスク負担	全体の20%をユーロ圏としてリスクシェア（残り80%は各国中銀がリスクを負う）
優先権	他の投資家と同順位

（資料） ECBの資料から農中総研作成。

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

ユーロ圏の QE を巡る制約条件

しかしながら、ユーロ圏では QE の効果発揮に当たって、現実には次のような様々な制約条件や懸念点が存在している。このため、QE が実際に狙いどおりの効果を発揮できるかどうかについては、注視が必要となっている。

① 米国等における QE の開始時とは違いユーロ圏では既に市場金利は大幅に低い水準にあるため、ここからの企業や家計の調達コストの低下余地には限界がある（図表 5）。しかも、銀行貸出が中心のユーロ圏では、市場金利の低下が実際の調達コストに与える影響は間接的なものでしかない。

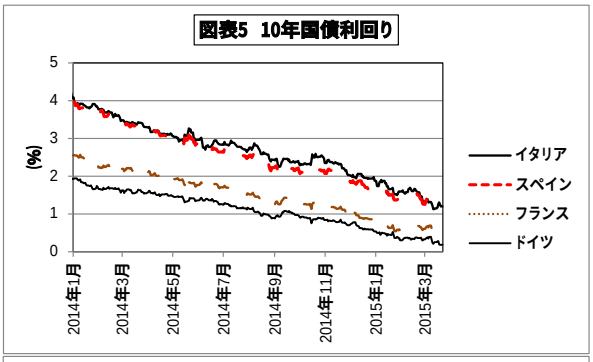
② 企業や家計では債務の高止まりが解消されてはおらず、調達コストが低下しても、借入を通じた投資や消費の拡大には結び付きにくい（図表 6）。銀行も、依然として先行きの景気見通しには不透明感が強いなか、また最近の金融規制の強化もあり、リスクテークには概して慎重であるとみられる。

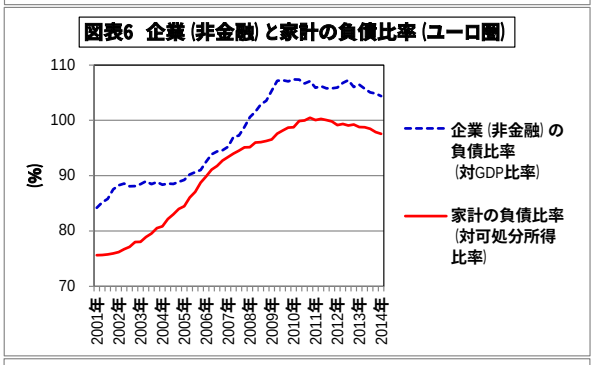
③ 債務残高の高止まりの下では、債務削減が優先され、資産効果による個人消費の刺激にも大きくは期待できない。

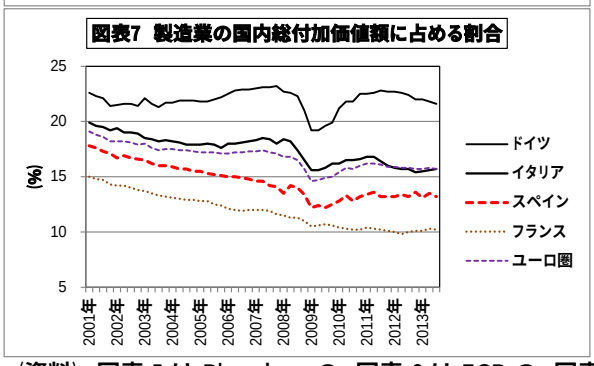
④ 投資難に金融規制の強化が加わり、銀行がQEの対象となる高格付け債券の売却に消極的となり、ECBが想定した規模の債券購入ができない恐れもある[注3]。ECBが銀行による余剰資金の預け入れ金利をマイナスとしていることも、逆効果として働く可能性がある。

⑤ QE に伴う通貨ユーロの下落も、日本での経験と同様、容易に輸出増加に結び付くとは限らない。特にユーロ圏では、生産拠点の海外移転進捗の結果と考えられる国内製造業のウェイト低下が進んでいる点や、労働コスト等の生産コストや高付加価値製品の生産能力等の面で、輸出競争力には各国間でまだら模様が残っている点に注意が必要となっている（図表 7）。このため、失業率が高止まりしており所得も伸び悩む環境下では、ユーロの下落の影響は、むしろ、食品など日用品の輸入価格の上昇により、内需の下押しという形でより強く現れる可能性がある。

⑥ そもそも、内需が停滞する下では、金融政策に多くを依存する景気対策の効果には限界があるものと考えられる。







（資料） 図表 5 は Bloomberg の、図表 6 は ECB の、図表 7 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

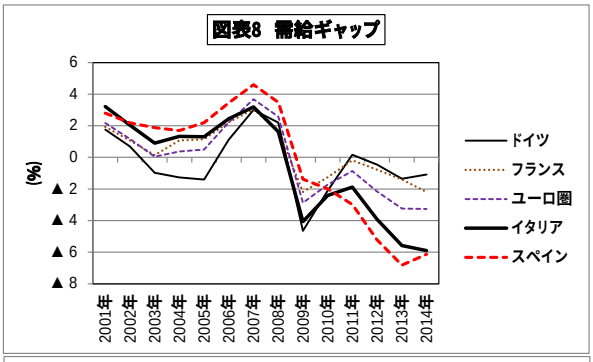
おわりに

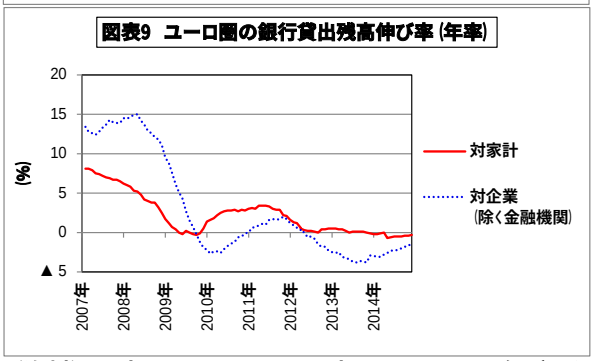
このうち⑥に関しては、昨年 11 月に欧州委員会が「欧州戦略投資基金（EFSI）」による投資案を打ち出し、また今年 3 月に財務相理事会がフランスの財政赤字目標達成期限の 17 年への改めての延期を承認するなど財政規律の柔軟な運用姿勢を示している。しかしこれらは例外的な対応であり、ユーロ圏が景気対策を金融政策に依存する実態に大きな変化はない。

この間のユーロ圏の政策対応の主眼は、財政危機による市場の強い圧力を受けての財政改革であり、従業員の解雇を容易にする法整備を含めた労働コストの押し下げや規制緩和を中心とした経済の供給面である生産の合理化であった。確かに、これらの経済の構造改革は労働市場の硬直性による若年層の失業率の高止まりや競争不足による技術革新の停滞等の問題点に対して重要な役割を果たすばかりか、経済の実力を長い期間に渡り高める点でも評価に値するものである。しかし、その効果が現れるまでには時間を要するのみならず、失業率の上昇と所得の低下が不可避となることで、個人消費の抑制などを通じ内需を低迷させ、ディスインフレを進行させる一要因ともなっている。こうしたなか、需給ギャップについても、大幅なマイナスが継続している（図表 8）。

これに対し、金融政策は危機時の流動性供与策としては有効であったとは言え、これに大きく依存する景気対策は、内需が依然弱く信用の拡大に制約がある環境下では十分機能するとは言い難い。現在もマイナス圏に沈んだままの銀行貸出残高の年間伸び率には、この限界が象徴的に現れているものとみられる（図表 9）。

このため、未だ内需の回復の帰趨が見極め難いユーロ圏では、QE などの金融政策の効果に過度に期待することなく、財政規律について柔軟な姿勢を維持するとともに、失業者や低所得者対策、実質賃金引き上げに結び付く教育・訓練にかかる公共投資などを含め、財政面からの需要対策をさらに拡充する必要があるものと考えられる。（2015 年 3 月 23 日現在）





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

(注 1) 国債、政府機関債、国際機関債を対象とする買い取りプログラムを、ECB は“The Public Sector Purchase Programme （PSPP）”と名付けている。

(注 2) 15 年 3 月 13 日時点の残高は、TLTRO が 2,124 億ユーロ、ABS およびカバードボンドが 949 億ユーロである。

(注 3) ECB による国債の購入額は 15 年の純発行額の約 2 倍に達するとされており、国債の品薄感が高まることが予想される。また、European Banking Authority （EBA）は、以下のレポートにより、欧州の大手銀行は流動性カバレッジ比率（LCR）規制を満たすためには、さらに 1,150 億ユーロの高品質な流動資産を積み上げる必要があるとしている。LCR は 15 年 1 月に段階的に導入され、Basel の基準では 19 年までに、EU では 1 年前倒しで 18 年に完全に適用される。

・ EBA（3 March 2015）“CRD IV-CRR/Basel III monitoring exercise, Results based on data as of 30 June 2014”、p9

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

経済対策を受けて中国経済は緩やかな回復へ

～ただし、景気下押し圧力は依然根強い～

王　雷軒

要旨

1～2 月の主要な経済指標からは、足元の中国の景気が緩やかな回復に向かいつつあると見られる。ただし、景気回復のテンポが依然緩慢であるため、3 月に再び利下げが実施された。先行きについては、追加利下げに加えて、不動産販売の促進策や財政面での経済対策も打ち出されていることから、7%前後の成長は実現できよう。

15 年の成長率目標は 7%前後に設定

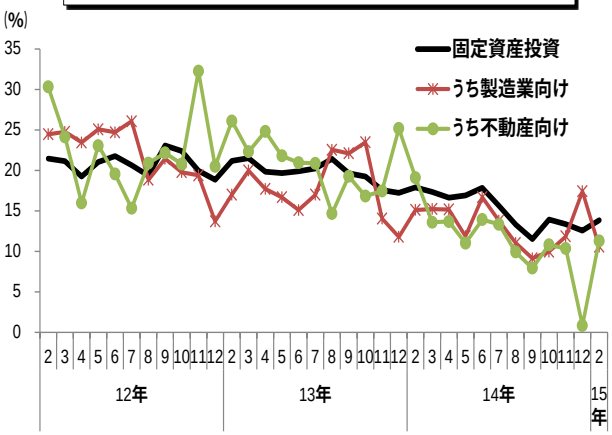
2015 年 3 月 5 日～15 日に開催された全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）では、注目された 15 年の実質 GDP 成長率の目標は 12～14 年の目標「7.5%前後」から引き下げられ、予想通り「7%前後」に設定された。

このように成長率目標の引き下げを行った背景には、生産年齢人口が減少に転じたことや、資源や環境の制約などによって中国の高成長期は既に終了し、中成長時代に入ったことがあると思われる。

他方、中国政府は政治や社会の安定を維持するために雇用確保を最も重視している。ある程度の余裕をもって 15 年の雇用目標である「都市部新規就業者数を 1,000 万人以上創出する」を達成するためには「7%前後」の成長が必要である。

しかし、昨年末から景気下押し圧力が強まり、雇用環境が悪化しないように中国政府は続々経済対策を打ち出している。以下では、足元の景気動向を見てみよう。

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。

足元の景気は緩やかな回復へ

まず、投資については、1～2 月の固定資産投資（農家を除く）が前年比 13.9%と 14 年 12 月（同 12.6%）からやや伸びが高まった。（図表１）。過剰生産分野への投資を抑制しているため、製造業における設備投資は鈍化したものの、不動産開発投資の下げ止まり感が出ているほか、交通運輸・倉庫・郵政、水利・環境・公共施設関連のインフラ向け投資が大幅に伸びた。

また、外需については、2 月の輸出（ドルベース）は前年比 48.3%と 1 月（同▲3.3%）から大きく伸びた。これは春節要因による影響が大きかったが、1～2 月合計の輸出を見ても、人民元の下落などを受けて前年比 15%と大幅拡大し、好調だった。国・地域別では、米国・欧州向けが増加したほか、日本を除くアジア向けも増勢を強めた。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

消費についても、1～2 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 11.0%と 14 年 12 月（同 11.5%）から小幅鈍化したものの、堅調に推移した。環境規制の強化などを受けて 2 月の自動車販売が 4 ヶ月ぶりに 200 万台割れとなったものの、1～2 月のネット販売額は前年比 44.6%と大幅に伸びた。

そのほか、1～2 月の鉱工業生産は前年比 6.8%と 14 年 12 月（同 7.9%）から伸びが鈍化した。また、国家統計局等が発表した 2 月の製造業 PMI も 49.9 と 2 ヶ月連続で景気分岐点 50 を下回ったことから、製造業を取り巻く環境は依然厳しいと見られる。

以上のように、一部に弱い面もあるものの、投資および輸出が改善したほか、消費も堅調に推移しており、足元の景気は緩やかな回復に向かいつつあると判断される。

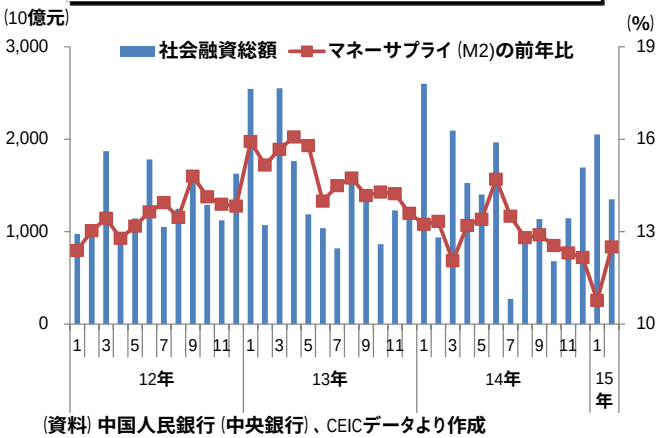
金融情勢と今後の景気見通し

このような緩やかな景気回復の背景には、中国政府が昨年末に入ってから金融・財政の両面で景気減速を回避するための経済対策を打ってきたことがあろう。

14 年 11 月の利下げと 15 年 2 月の預金準備率の引き下げに続いて 3 月にも再び利下げが実施された。このような連続的な金融緩和が実施された理由として、政府は景気下押し圧力が依然根強いという認識を持っていることが挙げられよう。

なお、3 月の追加金融緩和について、中国人民銀行（中央銀行）が 2 月 28 日に政策金利を 0.25%引き下げるとともに、金利の自由化の促進を目的として、市中銀行の預金金利の上限を基準金利の 1.2 倍から 1.3 倍に拡大することを発表した。

図表2　中国のマネーサプライ（M2）と社会融資総額の推移



（資料）中国人民銀行（中央銀行）、CEICデータより作成

こうした動きを受けて実体経済への総資金供給量を示す 2 月の社会融資総額は 1.35 兆元で前年比 44.1%と大きく伸びた（図表 2）。また、2 月のマネーサプライ（M2）は前年比 12.5%と 1 月（同 10.8%）から持ち直している。先行きの金融政策についても、7%前後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今後も実施される公算が高い。

また、財政政策も強化されている。2 月 25 日には、法人税減税対象の拡大、失業保険料の軽減、インフラ整備の加速などの内容が決定された。3 月 18 日に開催された国務院（日本の内閣に相当）常務会議でも、7%前後の成長を確保するため、迅速に積極的財政政策の実施を行うよう指示されたほか、とりわけ水利施設や中西部での鉄道の建設加速などが確認された。さらに、不動産市況を改善するため、住宅購入の頭金比率の引き下げも報道されている。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。前述したように、金融および財政の両面での経済対策が実施されるなど、様々な方向から景気下支えを行う姿勢が鮮明となっているため、7%前後の成長は実現できよう。

（2015 年 3 月 23 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

米利上げをめぐる思惑に翻弄される新興・資源国市場

多田　忠義

要旨

原油価格は一時 1 バレル＝42 ドル台と 6 年ぶりの水準となるなど、安値圏で推移している。インドやインドネシアでは原油安によるインフレ鈍化がみられる一方、ブラジル、ロシア、オーストラリアは資源輸出が振るわず、利下げなどを通じた景気下支え策を行っている。米早期利上げ観測で、一時米ドル高が進行したが、FOMC の結果を受けて新興・資源国通貨に買戻しがみられるなど、米利上げをめぐる思惑に翻弄されている。

利上げ時期をめぐって思惑交錯

3 月は米利上げ時期をめぐる思惑が交錯し、上旬まで米ドル高で推移した為替相場は、FOMC を境に一旦収束したといえる。

まず、2 月の米雇用統計が市場予想を上回る好調な結果となったことで、3 月上旬にかけて早期利上げの見方が強まり、米ドル独歩高となった。その後発表された経済指標はやや弱めだったものもあるが、早期利上げ予想は根強かった。

しかし、17～18 日の FOMC 後に発表された声明文や経済見通しを受け、早期の米利上げ観測は後退し、新興・資源国通貨は買い戻された。

主要商品価格は、2 月からおおむね底ばい。北米では、原油価格（WTI 先物期近物）が、一時 1 バレル＝42 ドル台と、6 年ぶりの水準まで下げるなど、持ち直しの兆しはまだ見えない。

以下、主な新興・資源国の経済・金融情勢について簡単に振り返ってみたい。

インド：緊急利下げで景気下支え狙う

インドでは、原油安により、2 月の卸売物価指数（WPI）は前年比▲2.1％と 2 ヶ月連続の下落となった。一方、消費者物価指数（2 月）は同 5.4％で、1 月（同 5.1％）から上昇率が拡大した。1 月同様に、食料品価格上昇が全体を押し上げた。鉱工業生産指数（1 月）は前年比 2.6％と 3 ヶ月連続で上昇、市場予想も上回ったが、伸び鈍化で、勢いは弱い。

インド準備銀行は 3 月 4 日、15 年に入り 2 度目の緊急利下げを実施した。原油安によるインフレ懸念の後退で、軟調な景気の下支えを強化することが主な目的である。

インドネシア：ルピアは過去最安値

インドネシアでは、2 月の消費者物価が前年比 6.3％と 2 ヶ月連続で鈍化した。原油価格の下落を受け、政府がガソリン価格を段階的に引き下げているためである。ただし、ルピア安は継続しているため、輸入物価が上昇する可能性があることも踏まえると、先行きも一定のインフレ上昇圧力が続くとみられる。

インドネシア中央銀行は 3 月 17 日、政策金利 7.5％の据え置きを決定した。2 月の利下げによって、経済成長の後押しを模索しているが、ルピアが 17 年ぶりの安値となるなど、ルピア安が進行しており、利下げは見送られた。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ブラジル：続くインフレ拡大とレアル安

ブラジルでは15日、ルセフ政権に抗議するデモが各地で発生し、100～200万人規模に達したと報道されている。このデモは、高止まりするインフレ率や国営石油企業の汚職問題に端を発しており、政治的混乱の度合いが強まってきた。こうした流れもあり、3月13日には12年ぶりの水準までレアル安が進行した。

2月の消費者物価指数（IPCA）は前年比7.7%と、1月から0.6ポイント上昇し、中銀のインフレ目標（4.5%±2%）の上限を上回った状態が続いている。

貿易をみると、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7ヶ月連続で減少している。また、鉱工業生産は12ヶ月連続の前年割れとなった。

ブラジル中央銀行は、3月4日、政策金利を50bp引き上げ、12.75%にすると決定した。4会合連続の利上げで、インフレ抑制やレアル安が進行していることに対応した。

ロシア：ルーブルは小幅な値動き

ロシアでは、7ヶ月連続でインフレ率が拡大した。原油価格の下げ止まりも見られることから、ルーブルは小幅な動きとなっている。

貿易をみると、対ロシア制裁の影響もあり、輸出入いずれも前年比で大幅なマイナスが続いている。

ロシア中央銀行は3月13日、政策金利を100bp引き下げ、14%とすることを決定した。インフレ率の拡大は続くものの、経済が冷え込むリスクの方がより大きいとの判断によるものである。同日に中銀は15年の経済成長率は▲3.5～4.0%との予想も発表したが、一部からは楽観的との見方もある。なお、この利下げは大方の予想通りであったこともあり、為替相場への影響は限定的だった。

オーストラリア：弱含む経済

2月の雇用指標は、小幅な改善となった。失業率（2月）は6.3%と、1月（6.4%）から小幅低下し、雇用者数は1.56万人増と、増加に転じた。内訳は、正規雇用者数が1.03万人増、非常勤雇用者が0.53万人増であった。オーストラリア準備銀行（RBA）では、雇用統計における数字の振れが大きいが、失業率は引き続き上昇傾向であるとの認識を示していることもあり、今回の結果は楽観できない。

こうしたことも踏まえ、一部の市場関係者は3月もRBAが利下げに踏み切ると予想していた。しかし、RBAは3月3日、政策金利を据え置いた。2月の金融緩和を踏まえ、当面政策金利を据え置くことが適切と判断したと表明した。

しかし、低調な資源輸出を受け、経済は弱含むとみられ、利下げ観測は根強い。4日に発表された経済成長率（14年10～12月期）は前年比で2.5%と、14年7～9月期（同2.7%）から減速し、11日には豪ドルが5年10ヶ月ぶりの安値となった。

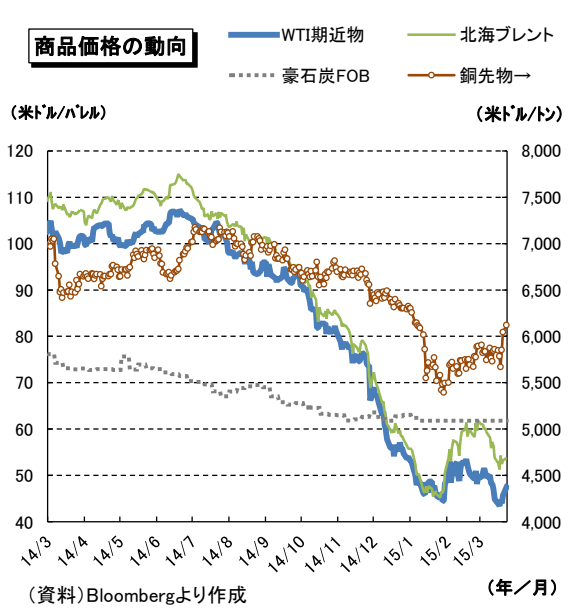
今後の見通し、ポイントなど

当面は米利上げ時期をめぐる思惑は交錯し、新興・資源国通貨の方向感はぶれやすい展開となろう。また、株価は先進国に比べ割安な状態にあるものの、中国の新常態や資源価格の低迷から成長期待は縮小しており、大幅上昇は見込みづらい。

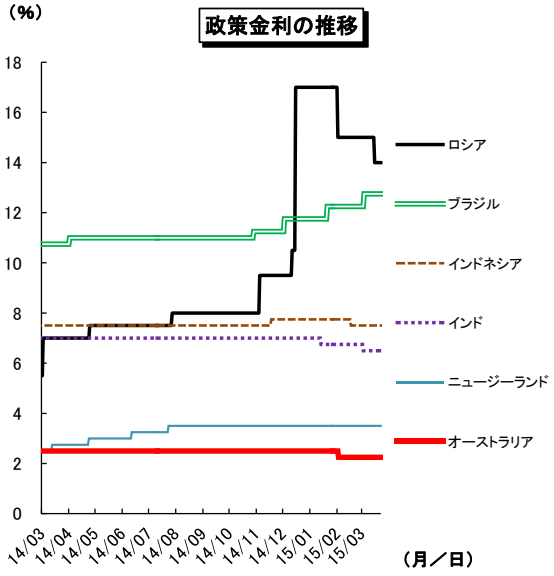
（15年3月23日現在）

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

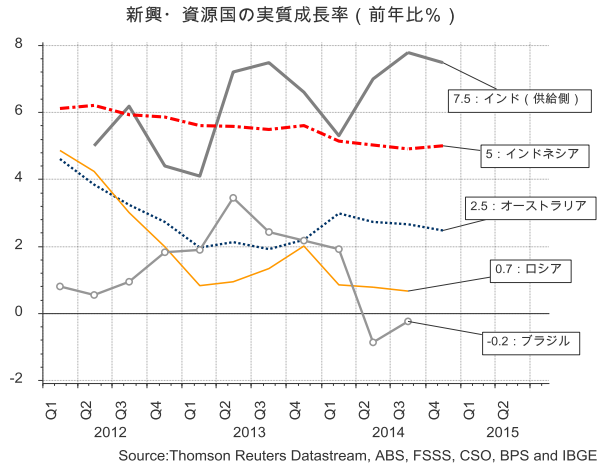
商品価格、主な新興・資源国の物価、政策金利、生産、貿易の動向（14 年 3 月～15 年 3 月）

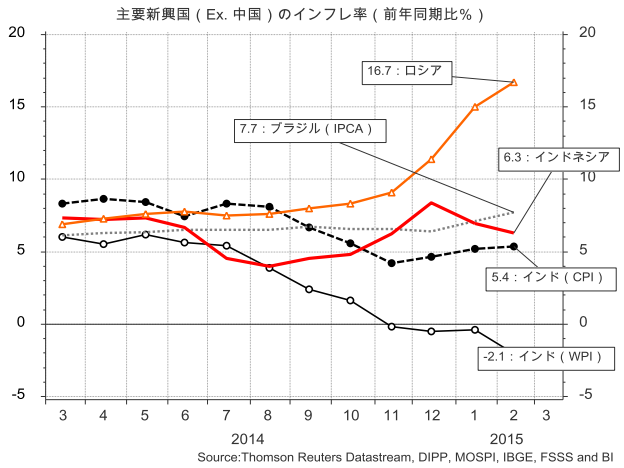


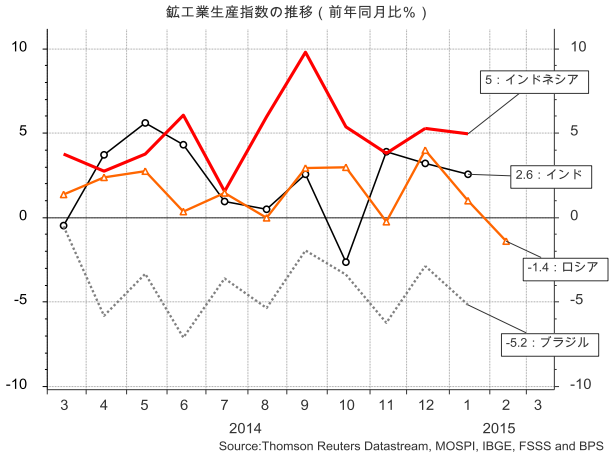
（資料）Bloombergより作成

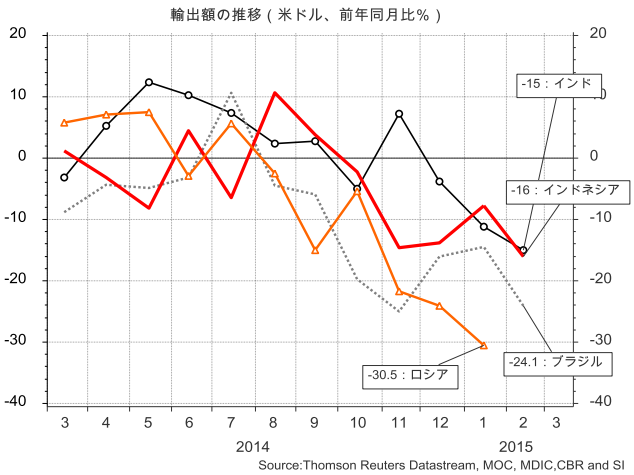


（資料）Bloombergより作成



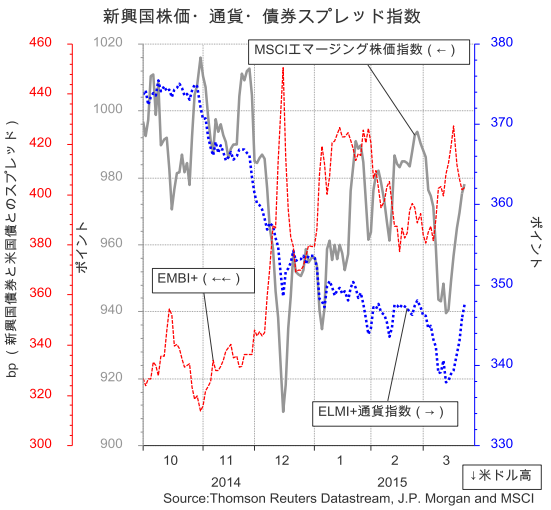


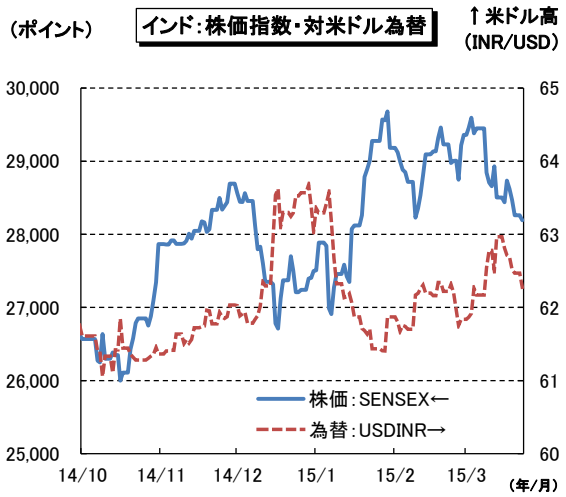


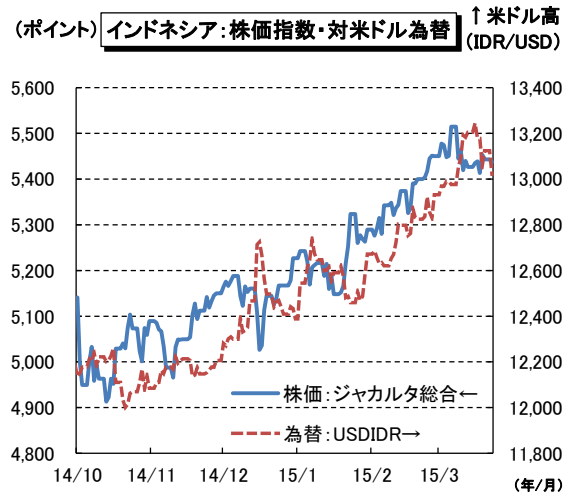


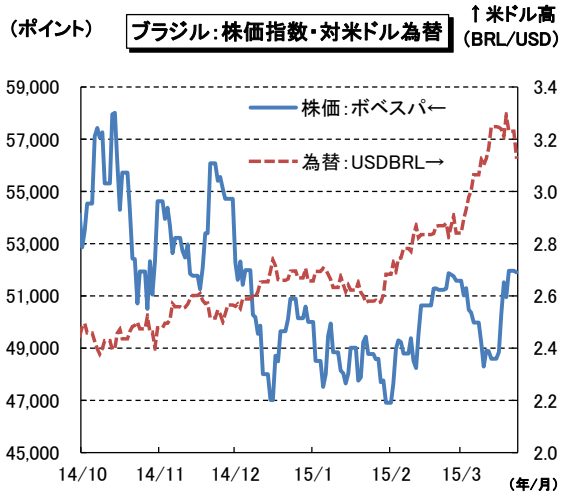
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

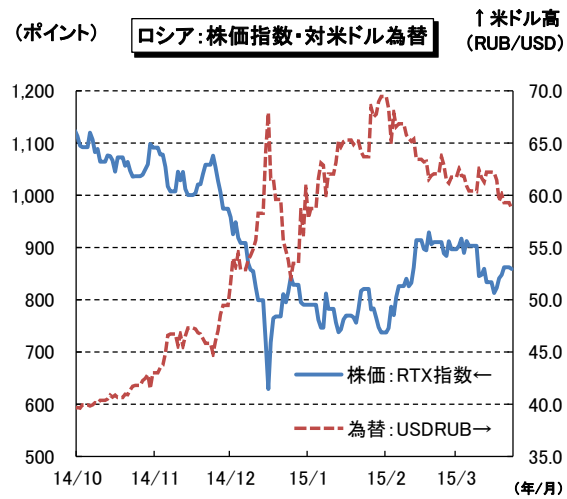
主な新興・資源国の株価、為替動向（14 年 10 月～15 年 3 月）

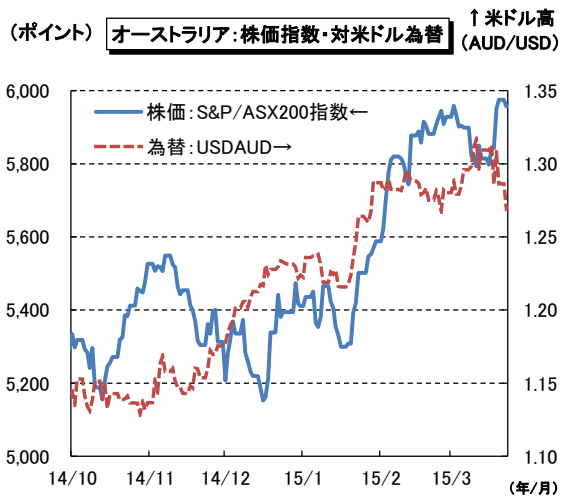












（資料）各国株価指数、為替は Bloomberg より作成

（注）取引日以外は、前営業日の値を表示している。

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

国内経済金融

東日本大震災の住宅再建・まちづくりのいま

～福島県新地町での現地ヒアリング記録～

多田　忠義

東日本大震災から4年が経過

東日本大震災から4年が経過した。多くの報道やレポートでは、住宅再建は道半ばであることが報告されている。一方、多田（2015）は、住宅再建に地域差がみられることを指摘し、地域毎の取り組みや実態にも目を向ける必要があることを考察している。

そこで本稿は、著者らが福島県新地町で14年12月に実施した現地ヒアリングに基づき、住宅再建やまちづくり、それらをコーディネートする人材の存在について報告し、大規模災害からの回復に生かせる教訓や示唆について取りまとめたい。

福島県新地町の被災状況

福島県新地町は、福島県の北東端に位置し、北は宮城県山元町、西は同丸森町と接している人口8.0千人、世帯数2.7千戸の町である（15年3月1日現在）。農漁業が主な産業で、東北電力と東京電力へ電力供給を担う相馬共同火力発電所（石炭ボイラー、出力200万kW）が立地する。

東日本大震災による被災状況や避難状況等をみると、死者は町民の1%、住家被害は世帯数ベースで20%を超えることがわかる（図表1）。仮設住宅の入居率は低下しているが、現在も約半数で避難状態が続いている。

避難所から移転先決定まで

新地町復興推進課提供の資料によれば、震災直後、町内に設置された複数の避難所に最大で2,384人が身を寄せた。しかし、緊急避難であったため集落のまとまりを考慮することができなかった。そこで、阪神・淡路大震災での教訓に基づき、被災後早期に集落毎に避難先を割り当て直し、避難者を再配置した。この点が新地町の特徴といえる。

新地町では、震災以前から集落の結びつきが強く、集落組織がしっかり運営されてきた。集落と町とは震災以前から様々な面で協力関係にあったこともあり、震災後に行政側が取りまとめた避難所の再配置が早期に実現したとみられる。

また、こうした協力・信頼関係があったことから、住民自ら移転候補地の地主の内諾を得るという持ち込み型の防災集団移転団地が2ヶ所存在するほか、11年から開

図表1　福島県新地町の被災状況

死者（14年3月1日現在）	118人
津波浸水域	904ha
14年12月末現在	
供与済プレハブ仮設住宅	573戸
うち、入居戸数	299戸
みなし仮設等入居戸数	35戸

	住家被害（世帯）		
	全壊	大規模半壊	半壊
地震	467	30	19
津波	7	15	92
計	474	45	111

（資料）新地町「新地町　震災と復興　50年後の新地人へ」、福島県土木部提供資料より作成
注　みなし仮設住宅とは、震災などで住居を失った被災者が、民間賃貸住宅等を仮の住まいとして入居した場合に、その住宅を国や自治体が提供するプレハブ仮設住宅に準じるものと見なす住宅のこと。

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

催された懇談会や意向調査、住民ワークショップなどを通じ、災害公営住宅、防災集団移転促進事業をスムーズに進めることができたといえる（注1）。

なお、新地町では、かつて相馬共同火力発電所が立地する際、集団移転を余儀なくされたときに、町が主導して調整したこともあり、そのノウハウが今回の震災でも生かされた、といった経験談が聞けた。

注1　「特集　集団移転から見えてくるまちづくりのカタチ　『やっぱり新地がいいね』住民こそ、まちの主役」、月刊　地域支え合い情報 Vol.17 p7-8

宅地買取価格の早期提示と住民ニーズへの柔軟な対応

もう一つの特徴は、被災3県（岩手、宮城、福島の3県）のなかでいち早く被災宅地の買い取り価格を提示したことである。このため、被災者は早期に住宅再建への道筋を描くことができ、行政側も住民のニーズにきめ細やかに対応することができた（江田 2014）。

また、農漁業を基盤とする町での住宅再建であったため、防災集団移転促進事業で供給される宅地を一律100坪までとすることに被災者が難色を示した。新地町では、被災前の敷地が平均で202坪であったこともあり、100坪以上の部分は被災者自身が購入し、補助事業外の扱いにすることで、住民ニーズに対応させてきた（注2）。

こうした新地町における被災から住宅再建までのプロセスを追うと、①震災前から築かれている集落内のつながりや、集落と行政との協働・信頼関係が住宅再建を進めるうえで意見や情報集約を可能にさせていること、また、②柔軟な行政サービスを提供したこと、これら大きく二つの特徴を指摘することができる。これらは、次の災害リスクに備えなければならない自治体にとって示唆に富むと考えられる。

注2　注1に同じ

外部委託に依存しないまちづくり

津波で被災したJR常磐線新地駅（注3）の再建と一体的に実施されている新地駅周辺市街地整備（注4）では、かさ上げした土地に災害公営住宅、一般宅地、地域振興や交流に関する地区、そして産業地区を整備する計画である。

総務省（注5）によれば、14年10月時点で2,255人が全国の自治体から被災自治体へ派遣されているほか、任期付職員の採用や市区町村職員OBの活用等を行い、年々増員となっているが、それでも被災自治体の多くは深刻な職員不足に直面している。こうした実態から、土地区画整理や災害公営住宅等の事業は、（独）都市再生機構（UR）へ委託するケースが多くみられる（注6）。

新地駅周辺のまちづくりを担当する部局では、10名の課員のうち5名が自治体からの派遣である。しかし、新地町ではURに委託せず、直接まちづくりを行っている。町が直接関与することによって、住民ワークショップの開催なども直接手掛けることができるようになり、手薄になりがちな職員と町内との意思疎通がうまくいくようになり、よりよいまちづくりを実現できるとの考えから、直接事業を実施していると聞いた。

また、新地町では、14年に相馬LNG基地の建設工事が始まっており、駅前の産

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

業地区にLNG関連企業の立地が期待できることもまちづくりを後押ししたとみられる。18年には相馬港からLNGを受け入れ、仙台～新潟間の天然ガスパイプラインに接続する予定となっており、震災復興における一過性ではない産業の立地、定着がみられることも新地町の特徴といえよう。

注3　JR東日本公表データによれば、震災前直近5年（06～10年度）の新地駅1日当たり平均乗車人数は328人であった。

注4　新地駅周辺被災市街地復興土地区画整理事業（23.7ha）と津波復興拠点整備事業（18.4ha、うち交付金適用は12.0ha）で構成されている。

注5　平成26年度における東日本大震災に係る地方公務員の派遣状況等の公表（平成26年10月1日時点）
http://www.soumu.go.jp/menu_news/s-news/01gyosei11_02000049.html　（15年3月17日閲覧）

注6　「ＵＲの震災復興支援の取組み（15年1月31日）
http://www.thr.mlit.go.jp/Bumon/B00097/K00360/taiheiyouokijishinn/kasoku_1-5/5meeting/150131-7.pdf　（15年3月18日閲覧）」によれば、14年12月時点の見通しで、復興市街地整備57地区中22地区を受託（面積では65%にあたる1,130ha）。また、災害公営住宅では、29,150戸の供給計画に対し、URは6,270戸（22%）を供給する計画となっている。

日常のつながりが鍵となるまちづくり

新地町では、震災後のまちづくりを住民参加のワークショップを通じて実現してきた。この運営や将来を担う人材育成を目的として設立された「NPO法人みらいと」の存在にも触れたい。

この法人は、震災を契機に、商工会青年部メンバーや町内の若手などが中心となって立ち上げた団体で、町と協働で、本格的な復興活動が実現できるよう、福島県が認証したNPO法人である。住民協働型のまちづくりや防災のコーディネート、ワークショップをはじめ、多岐にわたる事業を展開している。また、14年3月より町内で復興支援活動を行っている福島県の復興支援員の受入れ団体としての役割も担っている。

新地町では、このNPO法人以外にも、震災前から「アイラブしんちサークル」などをはじめとする住民主体の団体がまちづくりを展開していることも現地で確認した。

新地町復興からの示唆

震災前からの住民と行政とのつながりに加え、NPO法人のような業種横断的なまちづくりの団体まで、多様な主体が新地町の復興に取り組んでおり、その多くが震災前からの活動やつながりを持っていることが共通する特徴である。大規模災害が地域に与える物理的、心理的ダメージは予見できないものもあるが、被災時に早期、柔軟に力を発揮できたのは、新地町の場合、震災前の組織や、行政、集落、民間それぞれ同士のつながりがあるからこそである。

限られた時間での現地ヒアリングであったが、得られた教訓は、防災のために備えるという姿勢だけでなく、「町に住み、町をより良くしていこう」という住民一人一人の参加を通して築かれるつながりや、集落、業界団体等の地道な活動が、早期復興を実現するうえで重要な役割を

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

担っている、という点である。その結果、行政は災害時においても住民に対して柔軟な対応を実現しているように見えた。

新地町でも高齢化が進む中、集落の役員若返りや役員選出などでどう調整していくかが課題と聞く。こうした集団移転後に直面する諸課題に対し、引き続き住民一人一人の参加が鍵となっていくことは間違いない。

参考文献

江田隆三（2014）「福島県新地町・防災集団移転促進事業」『建築雑誌』Vol.129 No.1655 p44-45

多田忠義（2015）「東日本大震災の住宅再建に関する地域差」『農林金融』Vol.68 No.3 p62-77

写真１　移転団地内で完成間近の災害公営住宅

写真２　防災集団移転先で建設の進む戸建住宅

写真３　新地駅周辺整備遠景

写真４　新地駅舎の杭打ちとかさ上げ工事

写真５　橋脚等の建設が進む常磐線内陸移設工事

写真６　工事車両の長い列

写真はすべて著者撮影（14 年 12 月）

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 11 回＞

米国の家計バランスシート調整－資産－

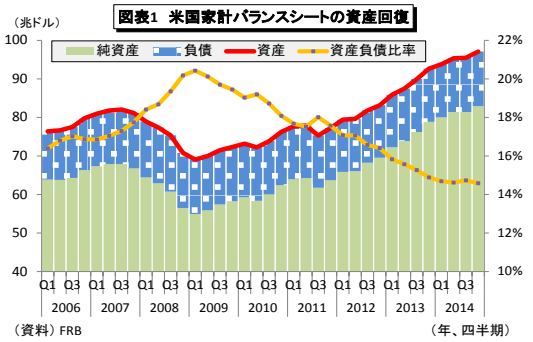
趙　玉亮

前回に続き、以下では、資産中心に米国における家計バランスシートの調整過程を整理する。

資産・純資産ともに回復

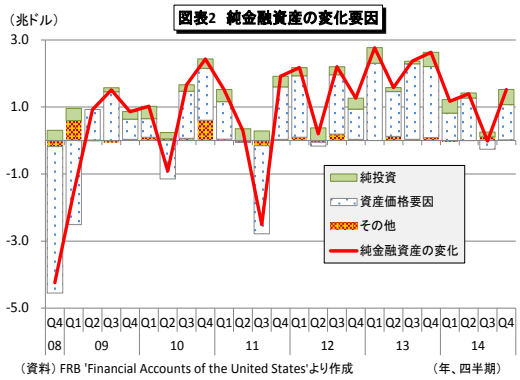
米国では、リーマン・ショック後の株価や不動産価格の下落に伴い、家計資産残高が大きく減少した(図表 1)。しかし、2009 年半ばからは回復し始め、12 年末には 07 年のピーク水準（82 兆ドル）を超えた。その後、資産規模の拡大が継続し、直近では資産残高は 97 兆ドルと過去最高となった。

また、純資産（不動産や預金、株式などを含めた資産から各種のローンなどの負債を差し引いた金額）も一旦減少した後は回復傾向を辿り、過去最高を更新した。この結果、米国家計の資産負債比率も低下し、直近では 14%台とリーマン・ショック以前の水準を下回っている。このように、米国における家計バランスシートを資産から見ると、リーマン・ショック後の調整は既に終了しており、資産増加や債務比率の低下が見られる。貧富格差の問題はあるものの、家計部門は全体として見れば、豊かになっているうえ、債務負担も小さくなっていることから、今後の消費の拡大が期待されている。



調整の進展要因と資産格差への懸念

ここ数年の家計純資産の変動要因を確認すると、金融資産と非金融資産の時価増減でそのほとんどを説明できる。10 年から直近まで、不動産時価は 4.7 兆ドル増と家計の純資産の増加分の 24.9%に相当する。また、株式と年金積立金の時価増はそれぞれ 4.2 兆ドルと 3.5 兆ドルとなり、純資産の増加に大きな影響を及ぼしている。これは、米国景気が回復基調にあることに加え、FRB が量的緩和策を実施したことなどから、金融資産価格が上昇していることが寄与していると思われる（図表 2)。



一方で、FRB が発表した 13 年の Survey of Consumer Finance によれば、株式を保有している世帯の割合は 48.8%と 5 年前の 53．2%と比べ低下した。全体として資産価格の上昇による資産増加や資産負債比率の改善は進展しているとは言え、資産を保有していない世帯はその恩恵を享受できないことになる。賃金上昇率が低調ななかで、資産保有の有無による資産格差の拡大が米国経済や社会の不安定要因として、懸念される。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます