

潮 流

安心して結婚・妊娠・出産・子育てできる社会

常任顧問 岡山 信夫

総務省が4月17日発表した2014年10月時点の人口推計によると、外国人を含む総人口は前年から21万人少ない1億2,708万人となった。13年10月～14年9月の出生数は102万人であり、第二次ベビーブーム（1971～74年）の年間出生数の半数である。同期間の死亡数は127万人で、人口の自然減は25万人となった。

わが国の人口は08年の1億2,808万人をピークに減少している。今後、人口の減少幅は拡大し、出生率が現状レベルで推移すれば、48年には1億人を割り込み9,913万人となり、さらに2100年には4,959万人になると推計されている（社人研：「日本の将来推計人口（12年1月推計）」合計特殊出生率1.33－1.35を前提としたもの）。

「人口規模が長期的に維持される合計特殊出生率（人口置換水準）」は先進国において2.07とされているが、わが国においては74年を最後にこの水準を下回る状態が続き、05年には1.26まで低下した。現状はやや回復傾向にある（13年は1.43）とはいえ、人口減少に歯止めをかけるにはほど遠い。「経済財政運営と改革の基本方針2014」（14年6月閣議決定）では、20年を目途にトレンドを変えることで「50年後にも1億人程度の安定した人口構造を保持することができる」としたが、合計特殊出生率を30年に1.8程度にまで上げ、さらに40年に2.07に上げてはじめて60年に1億人を維持することができ、2100年以降も9,000万人の安定人口維持が可能になるのである。決して容易なことではない。

「国民の希望が叶った場合の合計特殊出生率（希望出生率）」は1.8と計算されるが、なぜ現状がそれを大きく下回っているのか。答えは明確、「安心して結婚・妊娠・出産・子育てできる社会を達成している」と考える人の割合がわずかに19.4%にすぎない（13年度）から、である。

その理由も明確である。資本と労働の均衡ある分配がなされていないからである。新自由主義的政策をベースとした小泉政権以来、企業の競争力回復を枕詞にした資本優位の経済運営がなされてきた。その典型が非正規雇用の拡大であり勤労者処遇の切り下げである（国税庁調査によれば民間平均給与は2000年の461万円から13年には413万円に減少している）。

アベノミクスの成長戦略である「日本再興戦略」もその実質は、企業再興戦略であり、その目玉として位置づけられた雇用制度改革も、企業サイドの利益を優先しようとするものである。企業の競争力強化を優先する結果、「安心して結婚・妊娠・出産・子育てできる社会」が遠のいたのでは、元も子もない。

東京の合計特殊出生率は際立って低く、13年では1.13であり、全国平均を押し下げる要因になっている。東京が「安心して結婚・妊娠・出産・子育てできる社会」から一番遠い、と言えるかもしれない。その一因は住宅費の高さにもある。東京都区部の民間借家の家賃は14年平均で1坪あたり8,739円、つまり33㎡で8.7万円である。20歳代後半の正規雇用者の平均年収が約370万円（非正規雇用者ではその54%）という実態からすれば、この家賃水準は高すぎる。企業の社宅保有が減少していることも、若年層にとっては厳しい現実である。かくして、未婚率および結婚年齢が上がり、出生率が下がる。ブラックホール化する東京への人口移動が、人口減少を加速するのである。

好循環入りの期待が高まる国内景気

～ 物価下落が意識される中、追加緩和は見送られると予想 ～

南 武志

要旨

消費関連の経済指標は依然として動きが鈍いが、総合的に見れば国内景気は緩やかながらも持ち直しが続いている。消費者マインドの改善が進むなか、賃上げ継続や消費税増税の影響一巡、石油製品の価格下落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、15年度には経済の好循環入りに向けた動きが徐々に強まっていくと予想する。

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、先行き一時的にせよ下落に転じることも予想される。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、追加緩和に対して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

年 / 月 項 目	2015年				2016年
	4月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)	0.062	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 (%)	0.300	0.00～0.50	0.05～0.50	0.05～0.55
	5年債 (%)	0.080	▲0.10～0.20	▲0.05～0.20	0.00～0.25
為替レート	対ドル (円/ドル)	119.6	117～125	120～130	120～130
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.6	115～135	115～135	115～135
日経平均株価 (円)	20,133	20,250±1,000	20,500±1,000	21,000±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4月22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

最近公表された経済指標(2、3月分)をみると、国内景気は持ち直していると判断できる。しかし、部門ごとにみるとその改善度合いには温度差が見られ、全体としてみれば持ち直しに向けた動きは緩慢なままで、加速感は見られない。

実際、消費税増税で最も悪影響を受けた家計部門に関する指標の多くは鈍さが目立つ。2月の消費総合指数は前月比▲0.1%と2ヶ月連続で低下しており、1～2月の水準は10～12月の平均を割り込んでいる。2月といえば、東アジア圏の旧正月要因で訪日外国人が急増したことで

インバウンド需要が盛り上がり、大都市圏の百貨店販売などは堅調だったが、総合的にみると増税の影響で実質賃金が依然として前年割れが続いたことに加え、残業時間も前年の反動で減少に転じたために残業手当の伸びが鈍化しており、それらが消費を抑制する方向に働いている。

その一方で、企業部門に関する指標の多くは底堅さを維持するなど、家計部門とは明暗が分かれる結果となっている。法人企業統計季報によれば、10～12月期の経常利益(全規模・全産業ベース、除く金融・保険業)はそれまでの過去最高だった1～3月期の水準を上回るなど、増

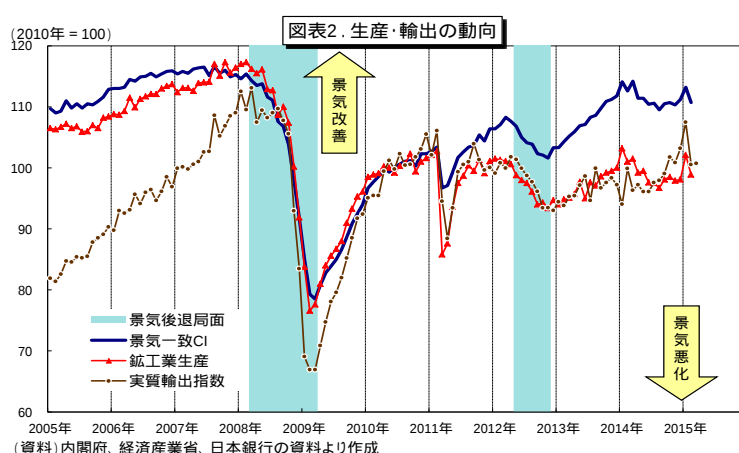
税の影響を感じさせないパフォーマンスとなっている。また、日銀短観（3月調査）からは代表的な指標である大企業製造業の業況判断DI（「良い」-「悪い」、%ポイント）は12月調査時と変わらずの12であったが、中小企業の同DIも「良い」超を維持するなど、企業を取り

巻く経営環境は決して悪くない。こうした景況感を背景に、設備投資などには底堅さも散見される。

先行きは、海外経済、特に新興・資源国経済に下振れリスクが存在するものの、ベースアップを含む賃上げ継続によって「企業から家計へ」の所得還流が進むことへの期待、増税要因の剥落や石油製品価格下落による実質所得の改善効果などで、家計部門にも明るさが見え始めるものと予想する。実際、景気ウォッチャー調査や消費動向調査などの消費者マインドは回復が進んでおり、経済の好循環が始まる環境は整いつつあると思われる。

さて、増税後の需給環境が悪化したことに加え、昨秋以降は原油安の影響も加わり、最近では物価の鈍化傾向が一段と強まっている。2月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下、全国CPIコア）は前年比2.0%、増税による押し上げ分（2.0ポイントと想定）を除けば同0.0%となるなど、増税直後には1%台前半（増税要因を除く）であった物価上昇圧力はすでに解消している。

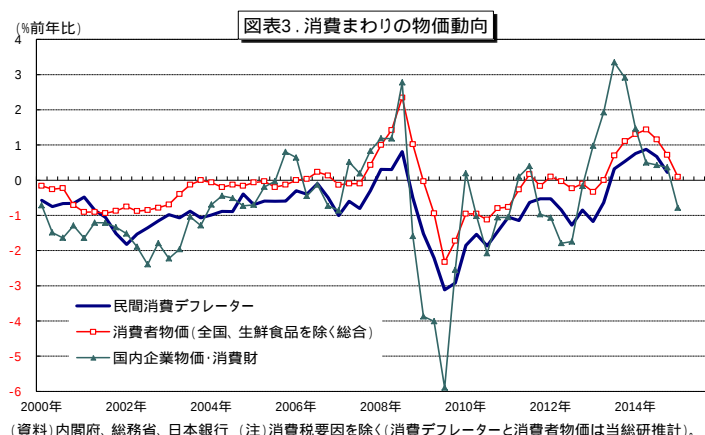
当面は、前年同時期と比



べて円安水準にあるために最終財の輸入価格には依然として上昇圧力が加わっている（3月の企業物価統計における最終財価格（輸入品）は前年比7.0%の上昇）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があること、さらに電気・ガス料金に値上げも残っているが、14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年夏場にかけて強めに出ることから、年度上期中に一時的に物価下落状態となる可能性は高い。

金融政策：現状と見通し

このように物価鈍化が進むなか、日本銀行がどのような対応を取るのか、金融資本市場の参加者は注目している。量的・質的金融緩和（QQE）の導入当初、物



値安定目標（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、上述の通り、足元の物価は前年比ゼロ近傍となるなど、日銀にとっては厳しい状況であるといえる。しかし、4 月 7～8 日の金融政策決定会合においても、日銀は 14 年 10 月 30 日に強化した QQE の枠組みを続ける（政策変更なし）と決定した。

さらに、黒田総裁は需給ギャップが改善していることや予想物価上昇率が全般的に上昇していることを理由に、「物価の基調は着実に改善している」との見解を示すなど、一部で浮上する追加緩和への思惑を打ち消す姿勢を強めている。実際、黒田総裁が述べた通り、需給ギャップが過去の平均並みの 0%近辺まで改善しているかは疑問を差し挟む余地があるが、「原油安による物価鈍化」という現象について日銀は、（原油安という）個別価格の動きと（経済全体の需給関係を示す）一般物価の動きとは分けて考えるべき、という姿勢を示したといえるだろう。つまりは、原油価格が大幅に下落し、それが物価指数を一時的に押し下げたとしても、マクロ的な需給環境が悪化していない限り、金融政策を発動すべきではない、ということである。

とはいえ、「15 年度を中心とする期間」中に、2%前後の物価上昇を安定的に達成することは困難であると思われる。そのため、日銀はいずれ、展望レポートやその中間評価を行う時点（7 月もしくは 10 月）にも、物価 2%の達成時期を先送りすることは不可避であろう。もちろん、何らかの要因で円高圧力が再び強ま

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だろうが、現時点で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 年度下期には再び物価は上昇に転じるものの、通年では前年度比 0%台前半の上昇にとどまるだろう。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、それが賃金・物価を押し上げていくことが想定され、年度下期には同 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と思われる。その際には QQE2 からの出口戦略が意識され、長短金利などにも影響が出るだろう。

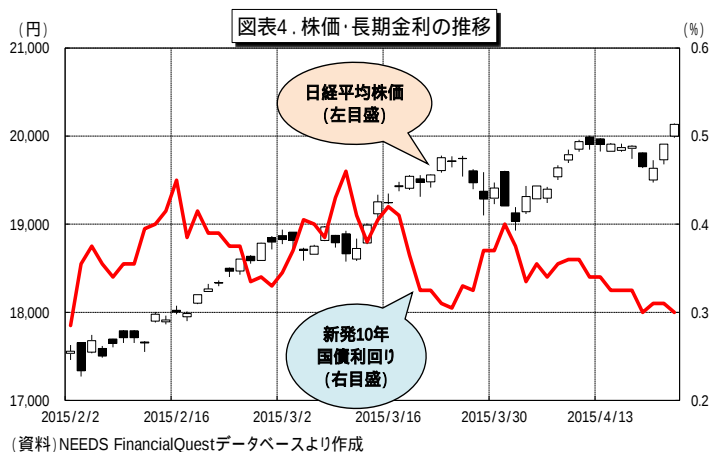
金融市場：現状・見通し・注目点

15 年中にも想定される米国の利上げ時期を巡る思惑に、内外の金融市場は揺さ振られる場面もあったが、最近では利上げ時期が年後半にずれ込むとの予想が増えており、市場も落ち着きを見せている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

債券市場

13 年 4 月に導入された QQE、さらには 14 年 10 月末には追加緩和（QQE2）が決



定されたことで、日銀は国債の年間発行額に迫る勢いで長期国債の買入れを実施しており、国債流通市場でのプレゼンスは一段と高まった。そうした中、指標金利である新発 10 年物国債の利回りは、1 月中旬には一時 0.2% 割れと過去最低を更新したが、その直後には高値警戒感が強まったほか、流動性リスクへの警戒、さらには米国の早期利上げ観測も浮上し、3 月上旬には 0.47% まで上昇するなど、ややボラタイルな展開が続いた。しかし、年度末が近付くにつれて投資家の動きが鈍ったほか、米国の早期利上げ観測が後退したことから、3 月中旬以降、長期金利は 0.3% 台での落ち着いた動きを続けている。

先行きは、米国の利上げ時期を巡る思惑が金利変動を再び激しくさせる可能性があるものの、一定の投資家需要の存在、さらには QQE2 による金利抑制効果も期待されることから、基本的には低金利状態は維持されるだろう。

株式市場

追加緩和(QQE2)により、14 年秋以降、ETF(上場投資信託)の年間買入れ額がそれまでの 3 倍の約 3 兆円に増額されたことに加え、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 ヶ月ぶりに 18,000 円台を回復した。年初には原油安に起因する世界経済の先行き懸念が急浮上、16,500 円近くまで調整する場面もあったが、その後は持ち直しに転じ、3 月中旬には 19,000 円、4 月 10 日には一時 20,000 円台を回復するなど 15 年ぶりの水準まで上昇した。同時に

利益確定の売り圧力も強まったが、下値を固め、再び上値を試そうとする動きも散見される。

株式市場を取り巻くムードもデフレ脱却や成長促進につながる可能性について積極的に評価されるなど、変化が起きている。先行きについても、成長戦略の着実な実行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、株価は堅調に推移すると予想する。

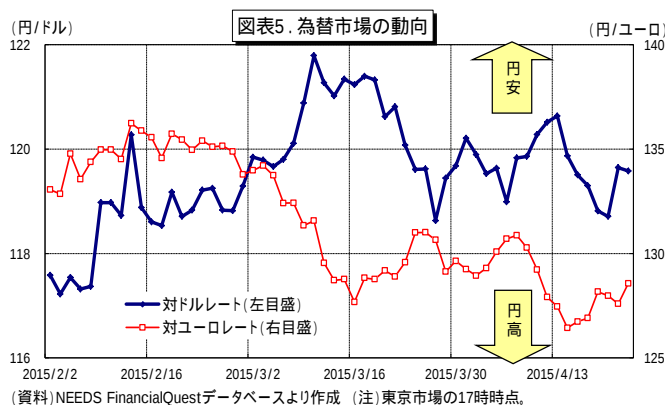
外国為替市場

為替レート変動の主要因は、これまでの数年と同様、金融政策の方向性やそれを巡る思惑と考えている。主要国・地域の金融政策をみると、日本は当面、現行 QQE2 の枠組みでの緩和策が継続する、

米国では年内にも利上げが想定されている、欧州では量的緩和が始まった、という状況だが、それに沿う形で日本円は対ドルでは円安ドル高、対ユーロでは円高ユーロ安に、それぞれ変動してきた。

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ないと思われるが、世界経済の下振れリスクなどが顕在化し、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。

(2015.4.22 現在)



冴えない経済指標が続き、利上げ先送り観測強まる

趙 玉亮

要旨

米国では、3月の雇用統計をはじめ多くの経済指標が予想を下回る内容となった。ドル高や原油安の影響を受けたとみられるが、悪天候など一時的要因によるものも多い。一方、3月のFOMC議事要旨では、依然として年内の利上げを支持する意見が大勢であることが判明した。とはいえ、多くの経済指標が弱かったことを受け、一部のFOMCメンバーは今後の経済動向を見極めるため、利上げに慎重な姿勢を強めた。

多くの経済指標が予想を下回る

3月の主要経済指標の多くは市場予想を下回り、特に雇用統計の鈍さが目立った。これを受け、米国景気の減速懸念が高まっている。

雇用関連では、失業率は5.5%と前月(5.5%)と変わらなかったものの、非農業部門雇用者数が前月より12.6万人増と、市場予想(ブルームバーグ、以下同じ)の24.5万人を大幅に下回る結果となった。業種別にみると、原油安が続くなか、鉱業(石炭や石油・ガスの掘削など)が3ヶ月連続の減少(同▲1.1万人)となった。また、建設業や製造業がともに小幅減となり、非製造業の増加幅も縮小した。時間当たり名目賃金は、前年比2.1%と前月(同2.0%)から上昇幅が拡大したものの、伸び悩んでいる状態は依

然変わっていない。

個人消費は、3月の小売売上高が前月比0.9%と4ヶ月ぶりに増加した。悪天候の影響などにより落ち込んだ自動車販売が反動増となり、全体を押し上げた。また、4月の消費者信頼感指数(ミシガン大学、速報値)は、景気の現状や先行きに対する楽観的な見方が再び強まり、95.9と3ヶ月ぶりに上昇した。

企業部門では、3月の鉱工業生産が前月比▲0.6%と低下した。内訳では、悪天候が一服したことで公益事業(電気・ガス)が同▲5.9%と全体を押し下げたほか、原油安を背景に鉱業が同▲0.7%と、3ヶ月連続でマイナスとなった。また、設備投資の先行指標である稼働率は、78.4%と5ヶ月連続で低下し、新規投資が活発に行われる目安である80%を前に、足踏

み状態が続いている。

住宅関連では、3月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が92.6万件と前月(90.8万件)を上回り、悪天候の影響で遅れた着工テンポが一定の回復を見せた。また、先行指標となる建設許可件数は103.9万件と9ヶ月連

図表1 米国の主要経済指標の動向

	経済指標	14年10月	14年11月	14年12月	15年1月	15年2月	15年3月	15年4月
雇用・賃金・物価 関連	失業率(%)	5.7	5.8	5.6	5.7	5.5	5.5	
	非農業部門雇用者数増加(万人)	22.1	42.3	32.9	20.1	26.4	12.6	
	時間当たり賃金(前月比、%)	0.2	0.4	-0.2	0.6	0.1	0.3	
	(前年比、%)	2.0	2.1	1.8	2.2	2.0	2.1	
	PCEデフレーター(前月比)	0.1	-0.2	-0.3	-0.5	0.2		
消費関連	消費者物価指数(前月比)	0.1	-0.3	-0.3	-0.7	0.2	0.2	
	小売売上高(前月比、%)	0.3	0.4	-0.9	-0.8	-0.5	0.9	
	(前年比、%)	4.3	4.7	3.3	3.6	1.9	1.3	
	ミシガン大学消費者信頼感指数	86.9	88.8	93.6	98.1	95.4	93.0	95.9
	鉱工業生産(前月比、%)	0.0	1.1	-0.1	-0.4	0.1	-0.6	
企業関連	稼働率(%)	79.2	79.8	79.5	79.1	79.0	78.4	
	ISM製造業指数	57.9	57.6	55.1	53.5	52.9	51.5	
住宅関連	住宅着工件数(千戸、季調値)	1,092	1,015	1,081	1,072	908	926	
	建設許可件数(千戸、季調値)	1,102	1,060	1,060	1,060	1,102	1,039	
	新築住宅販売件数(千戸、季調値)	469	448	479	500	539		
	中古住宅販売件数(千戸、季調値)	5,160	4,950	5,070	4,820	4,880		

(資料) Datastreamより作成

続で 100 万件超となった。2 ヶ月連続で新築住宅販売件数が 50 万戸超と販売好調のなか、先行き着工が引き続き増加する可能性が高い。

物価面では、3 月の消費者物価指数が前月比 0.2%と市場予想(同 0.3%)に届かなかったものの、ガソリンや家賃など上昇の兆しが出始めており、一部にディスインフレ懸念があった市場に一定の安心感をもたらした。

このところの経済指標の悪化には、ドル高や原油価格下落の影響を受けたものもあるが、寒波などの悪天候による一時的なものも多く、今後は緩やかな回復軌道に戻していくものと考えられる。

利上げに慎重な姿勢

米連邦準備制度理事会(FRB)は、4月8日、FOMC 議事要旨(3月開催分、以下同)を公表した。それによれば、利上げ開始の時期を巡って、6月の利上げについては意見が分かれているものの、2人を除いた多くのメンバーが年内の利上げを支持したことが判明した。

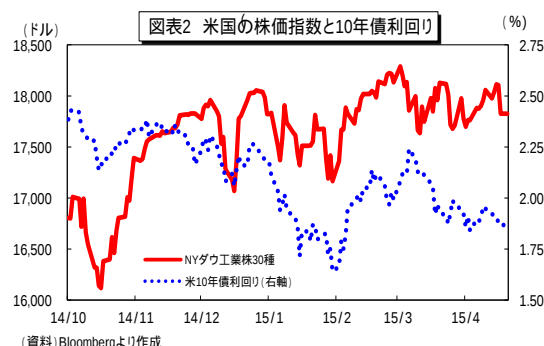
一方で、ダドリー・ニューヨーク連銀総裁は6日、予想を下回った雇用統計を受け、悪天候など一時的な要因に起因するものとのコメントを入れながらも、「経済成長が減速すれば、利上げを先送りする可能性がある」と柔軟な見方を示した。また、FOMC 投票メンバーのロックハート・アトランタ連銀総裁は16日、「利上げ開始時期は遅めの方が望ましい」、「一層の裏付けとなる証拠を確認したい」と発言した。ちなみに、同氏は6日、「利上げに関しては6月ではなく、7月か9月に傾くだろう」と発言したばかりであり、利上げの開始時期により慎重な態度を示

した。

このように、市場予想を下回る経済指標を受け、一部の FOMC メンバーは先行きを見極めたいとの姿勢を強めており、今後発表される経済指標が注目される。

長期金利と株式市場の動向

長期金利(10年債利回り)は、3月の雇用統計発表後に 1.8%台前半まで低下した。その後も、冴えない経済指標の発表が多く、1.8%台後半で推移している。先行きの長期金利は、悪天候の影響が一巡するなど米経済指標の回復に伴い、利上げ期待が再び強まり、緩やかに上昇するとみられる。しかし、ECB による量的緩和(QE)の進展に加え、新興国経済への懸念や地政学的リスクなどから、低下圧力が残存することもあり、2%を大きく上回することは想定しづらい。



一方、株式市場は、4月中旬にギリシャ問題や中国経済減速への懸念から下落する局面もあったが、早期利上げ観測の後退などから、高値圏でもみ合いとなった。先行きの株価は、ドル高・原油安を背景に企業業績懸念が残るなか、FOMC メンバーの発言などをにらみながら、引き続き高値圏でもみ合う展開が続くと予想する。

(15.4.20 現在)

ユーロ圏の景気回復は本物か？

～ 懸念される好環境の反転による影響の拡大 ～

山口 勝義

要旨

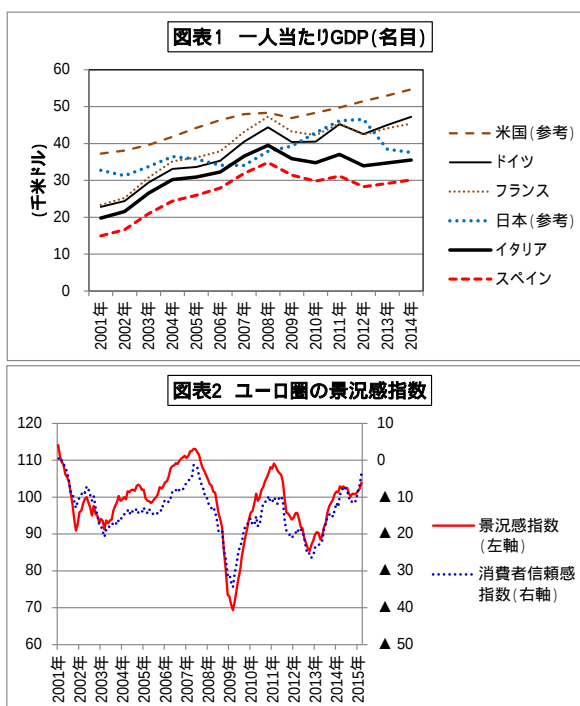
現在、ユーロ圏は原油安、ユーロ安、QE という好環境に恵まれている。しかし、企業・家計には様々な課題が残されており、自律的な景気回復への移行には時間を要するものとみられる。その間に環境が反転する可能性は大きく、それに伴う影響の拡大に注意が必要である。

はじめに

リーマンショックに続き財政危機を経験したユーロ圏では、その後も長く景気の停滞が続いている。例えば、経済規模が上位 4 ヶ国の中で、一人当たり GDP が 2008 年に記録した直近のピークを超えたのはドイツのみであり、フランス、イタリア、スペインでは依然としてそれを下回る水準にとどまっている（図表 1）。

一方、このようなユーロ圏においても、昨年夏頃からは景気回復に向けた追い風が吹き始めている。大幅な原油価格の下落や、欧州中央銀行（ECB）による積極的な金融緩和などに伴う通貨ユーロの下落である。また本年 3 月には、これらに加えてECBによる国債を含む量的緩和策（QE）が開始されたことで、ユーロ圏の景気がいよいよ回復に向かうことが期待されている（注 1）。

確かに、ユーロ圏の景況感を示す指数は 14 年末以降上昇に転じている。また、各国で広く小売売上高の改善傾向が現れているほか、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、まだ月による変動は大きいものの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 年半ばを底に経済情勢の回復基調が明確になってきている。こう



（資料）図表 1 は IMF、図表 2 は Bloomberg のデータ（原データは欧州委員会）から農中総研作成
（注）図表 1 の 2014 年は、IMF による予測値である。

したなか、失業率も多く、多くの国々で、緩やかながらもようやく低下に向かいつつある。

しかしながら、原油安やユーロ安という良好な環境はいつまでも継続するものとは限らない。QE ととても同様である。その反転が経済情勢へ及ぼす影響は厳しいものになるとみられることから、ユーロ圏では早期に、これらに依存しない自律的な景気回復に移行できるかどうか問われている。

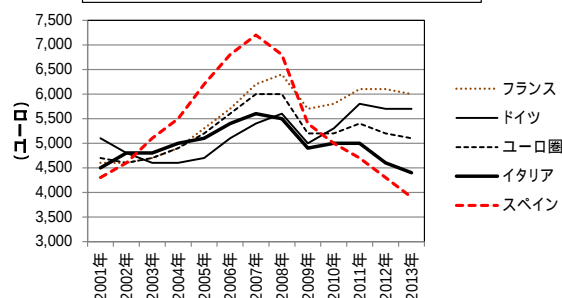
企業や家計に残された様々な課題

このように、ユーロ圏では現在の好環境が継続する間に、これらを追い風として享受しつつ、それに依存しない自律的で持続力のある景気回復に移行することが重要である。しかし、企業や家計の現状を見れば、景気回復の障害となる様々な構造的とも言える課題が残存している。

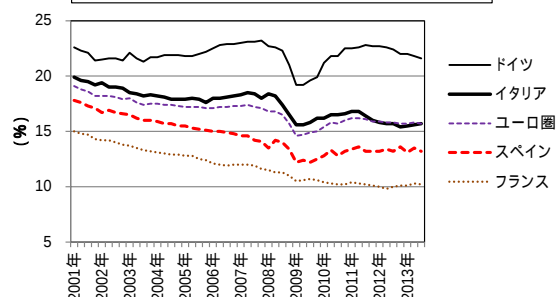
財政危機対応の過程で失業率が上昇し貧富の格差も拡大したユーロ圏では、内需の低迷が続いている。このため、全般に製造業企業の収益性は改善せず、投資は盛り上がりず、労働生産性は停滞している。また、生産拠点の海外移転の進行などを受け、全産業による国内総付加価値額全体に占める製造業の割合には低下傾向が現れている（図表 3、4）。一方、家計については、失業率の低下は緩慢で労働者のバーゲニングパワーも弱く、賃金は伸び悩んでいる^(注2)。欧州連合（EU）全体とは異なり横ばいが続く貯蓄率も、こうした環境下でのユーロ圏の家計の保守的な姿の反映と考えられる（図表 5）。以上に加え、ユーロ圏では引き続き企業・家計ともに負債比率は高止まっているため、投資や消費を拡大する以前に借入金の返済によるバランスシートの改善を優先させるインセンティブは強いものと考えられる（図表 6）。

こうしたなか、輸出の拡大のためには、投資の増強や製造業の国内回帰などが求められることになる。また、家計については、足元の小売売上高の改善を一時的な盛り上がりにとどめないためには賃金上昇が重要である。そして、それには企業の収益性改善や労働力需給の引き締めなどが重要な前提となる。また、企業・家計ともに財務改善が重要な課題として残されている。

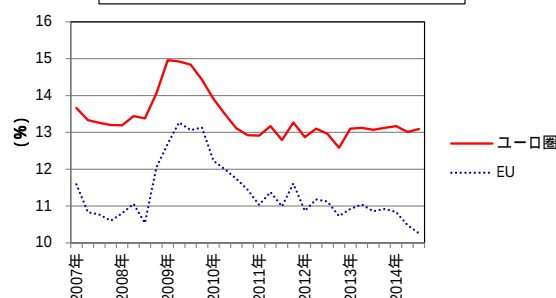
図表3 固定資本投資額(製造業)(一人当たり)



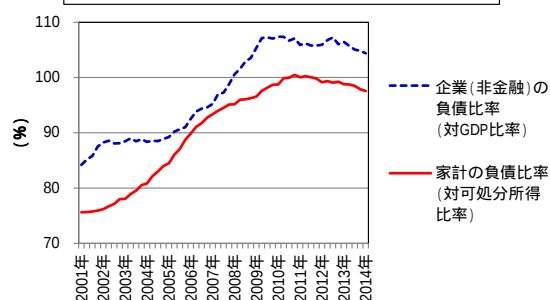
図表4 製造業の国内総付加価値額に占める割合



図表5 家計の貯蓄率(対可処分所得比率)



図表6 企業(非金融)と家計の負債比率(ユーロ圏)



(資料) 図表3～5はEurostatの、図表6はECBの、各データから農中総研作成

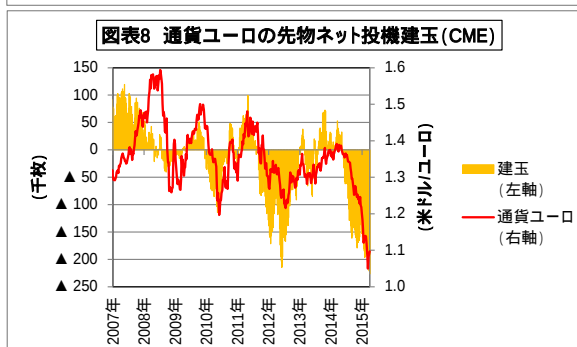
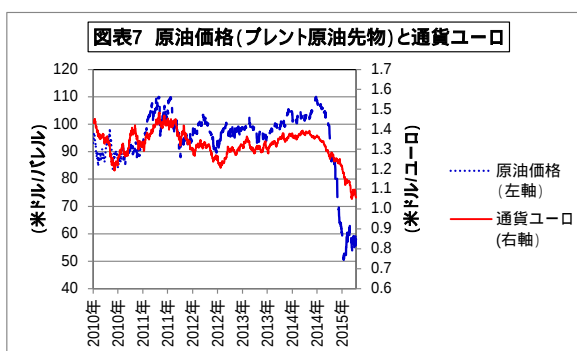
特にドイツ以外の国々がこれらの課題をこなしながら、ユーロ圏が全体として自律的な景気回復に向かうにはかなりの時間が必要になるとみられる。このため、その間、現在の良好な環境が継続するかどうか、景気回復の今後を判断する鍵となっている。

良好な環境が反転する可能性

原油価格と通貨ユーロの動向を振り返れば、昨年の高値からのわずか約 1 年の間の下落幅は、前者が約 5 割、後者が米ドルに対し約 2 割、実効為替レートでも約 1 割に達している（図表 7）^{（注 3）}。このようにこれまでの変動幅が急速かつ大幅であったがために、逆にこれらが突然修正に向かい、その速度が速いものとなる可能性に注意が必要である。

まず原油価格については、確かに需給の緩みで当面は下値を探る展開が予想されている。地政学的な面からも、最近のサウジアラビアのイエメンへの軍事介入の影響は限定的であったほか、核問題について最終合意に至ればイラン産原油の輸出が増加する可能性も指摘されている。米国のシェールオイルについても、現在のところ大幅な減産は見込まれていない。しかし、ここからの下値余地は限られるとともに、シェア確保にいったん目途が立てば中東の産油国が協調して減産に動くことが考えられる。この場合、原油価格の上昇は企業や家計には大きな負担となるばかりか、内需が弱いユーロ圏ではコスト上昇が低下時以上に強く意識され、インフレ期待も相応に上昇するものと考えられる。

また、通貨ユーロについては、基本的に米国との金融政策の方向性の違いからユーロ安に向けた圧力がかかりやすい。しかし、このところの急速なユーロの下落の背景には、市場を一方向に動かす材料の偏りがあった点に注意が必要である。つまり、ドイツなどの反対論を制しての ECB による相当な規模での QE 導入の意外感やギリシャ情勢の混迷化が重なり、また、低金利の継続が見込まれるユーロで資金調達を行い他の通貨で投資を行うキ



（資料）図表 7、8 は Bloomberg のデータから農中総研作成

ャリートレードの増加もあったものと考えられる。これに対して、ユーロ圏の経常収支黒字に対する米国の同赤字で本来ユーロ高に振れやすい地合にあることに加え、米ドル高に伴い米国の経済成長の鈍化や利上げペース緩和の見通しが強まることで、金利差が縮小しユーロ高方向に反転する可能性は十分考えられる。その場合、既に投機筋によるユーロのショートポジションが大量に積み上がっていることから、市場の反転は急速なものとなる可能性がある（図表 8）。

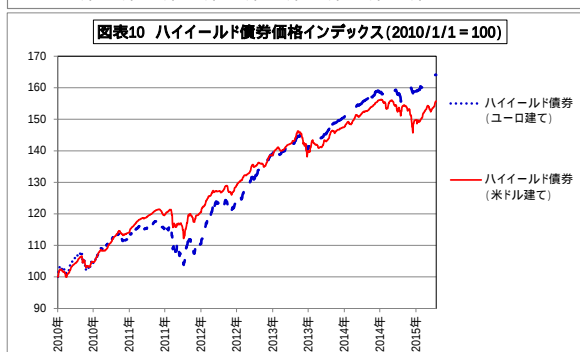
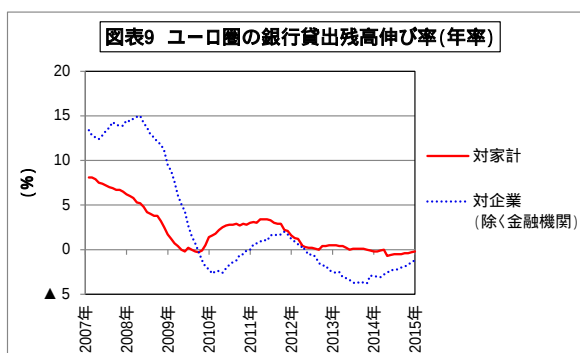
こうしたなか、原油価格の上昇を通じてインフレ懸念が生じ、あるいは他の国々の経済情勢には停滞感が強いもののドイツなどで過熱感が兆すことになれば、もともと反対論が根強い QE について、ECB は 16 年 9 月の期限を待たずに早期の縮小を迫られることにもなりかねない。このように、ユーロ圏では現在の好環境のそれぞれが急速に修正される可能性を考慮に入れる必要があるものと考えられる。

おわりに

こうしてユーロ圏が自律的な景気回復に移行する以前に現在の好環境が反転を開始した場合には、その影響は思いのほか拡大する可能性がある。まず、これほどの好条件を輸出増や消費拡大などを通じて景気の安定的な回復に生かせなかったことで、ユーロ圏経済の足腰の弱さが改めて強く意識されることになる。これに伴う景気情勢を巡るセンチメントの反転・悪化は、企業の投資拡大等を大きく阻害し、ユーロ圏の景気を今後さらに停滞させることに繋がるものと考えられる。

加えて懸念されるのは、市場の波乱である。積極的な金融緩和にもかかわらず、ユーロ圏では企業や家計に対する銀行の融資残高の年間伸び率は現在も低迷を続けている（図表9）。これに対し、資金が流入している先は金融市場である。株価の上昇やマイナス化を含めた広範な国債利回りの低下が進行し、ハイイールド債券や、債権者プロテクションが弱いコベナンツライトローンへの資金流入も伝えられている（図表10）。こうしたなかでのQEの縮小は、最近の金融規制の強化などに伴う市場流動性の低下と相まって、市場のボラティリティを想定以上に上昇させることが考えられる。また、クレジットスプレッドの急拡大による銀行財務の毀損を通じた景況感の一層の下押しなどを通じ、影響をより広範囲に拡大させる可能性も存在している。

一方、景気低迷の深化は政治リスクの高まりにも結び付くことにもなる。左派のみならず右派の急進政党の台頭を招くことで、各国で中道政治の基盤が揺らぎ極端な政策に振れる可能性が強まるほか、ユーロ圏全体としても域内の合意形成が



(資料) 図表9はECBの、図表10はBloombergの、各データから農中総研作成

困難となり、政策対応で様々な支障を生むことが懸念される。

以上のとおり、足元での経済指標の好転にもかかわらず、ユーロ圏の景気回復は未だ本物とは言い難い。こうしたなか、自律的な回復に至るまでの間に環境が反転する可能性は大きく、それに伴う影響の拡大について注意が必要と考えられる。
(2015年4月21日現在)

(注1) 原油価格やユーロの下落については、前者がデフレ期待に繋がる可能性や、後者が輸入物価を引き上げる可能性などの懸念点があるが、基本的には、財政危機以降の諸対策の下で内需が低迷するユーロ圏ではこれらによる景気刺激効果が期待されている。

(注2) 例えば、今年2月に4月以降の1年間に適用される賃金交渉でドイツの労組、IGメタルが3.4%の賃上げを勝ち取ったことが報道されたが(を参照)、Bruegelはこれは例外ケースであり、ドイツにおいても15年の賃上げ率は大部分の業種で14年の実績を下回る水準にとどまると分析している(を参照)。

Financial Times(25 February 2015) "Germany's largest union agrees above-inflation pay rise"

Bruegel(17 March 2015) "German wage negotiations - Updates and Stalemates"

(注3) 実効為替レートは、国際決済銀行(BIS)のEffective exchange rate indicesによる。

夏場以降は緩やかな景気回復が見込まれる中国経済

～金融緩和や公共投資による景気の押し上げ～

王 雷 軒

要旨

2015 年 1～3 月期の中国の実質 GDP は前年比 7.0%と、6 年ぶりの低成長となったものの、政府の 15 年成長目標である「7%前後」の範囲には入っている。先行きについては、金融緩和を通じて不動産やインフラ向けの投資を増やそうとする姿勢が鮮明となっているため、夏場以降は成長率が持ち直してくるものと思われる。

投資鈍化等を受けて景気減速は継続

4 月 15 日に発表された 2015 年 1～3 月期の実質 GDP（速報値）は前年比 7.0%、前期比 1.3%と、14 年 10～12 月期（同 7.3%、同 1.5%）からそれぞれ鈍化した。これは、09 年 1～3 月期以来 6 年ぶりの低い伸びであるが、政府の 15 年成長目標である「7%前後」の範囲に入っているといえよう。

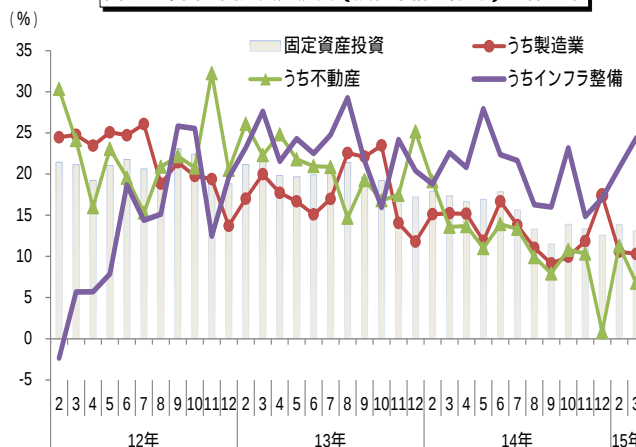
また、人力資源・社会保障部（日本の厚生労働省に相当）が発表した 1～3 月期の都市部新規就業者数は 300 万人の増加であり、決して悪化しているわけではない。さらに、実質所得も堅調に増加している。これらから総合的に判断すれば、7%成長そのものを過度に懸念すべきものではないと見ている。

中国経済のファンダメンタルズを確認してみると、所得の堅調さを受けて個人消費が底堅く推移している一方、投資が大幅に鈍化していることが明らかである（図表 1）。固定資産投資（農家を除く）は 2 月に持ち直しの動きが見られたものの、3 月には再び減速した。不動産投資が鈍化したほか、製造業の設備投資も低迷が続いたことが要因といえる。

このように、投資鈍化が景気減速の最大要因であるが、海外経済の鈍さなどによる輸出の伸び悩みもその要因に挙げられる。1～2 月期の輸出は前年比 15%増だったが、3 月には同 ▲15%と予想外の大幅な減少となった。春節（旧正月）といった季節要因もあるが、米国以外の地域の景気回復ペースが依然として緩慢であることなどの要因も挙げられる。

輸出の先行きについては、海外経済の緩慢な回復により低調さが残ると見られる。さらに、国内の過剰供給力の抑制、人件費上昇や人民元高による国際価格競争力の低下など、下振れリスクがくすぶり続けるだろう。

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) 中国国家统计局、CEICデータより作成
(注) 伸び率は前年比。

投資鈍化の阻止に動き出した中国

このように外需に期待できないこともあり、中国政府は安定成長（7%以上）を維持するためには、内需に依存せざるをえないが、なかでも下振れリスクが根強い投資の鈍化を食止めようと躍起となっている。

中国政府は不動産市場の安定かつ健全な発展の必要性を改めて認識し、3月末には住宅関連規制を大幅に緩和した。その内容は、頭金比率の引き下げや中古住宅販売の促進などであったが、住宅需要を喚起し、デベロッパーの住宅在庫を減らし、住宅投資の大幅な鈍化を回避することが期待されている。さらに、今後、つなぎ融資などを含めた不動産デベロッパーへの支援策を打ち出す可能性もあり、市場全体のセンチメントは改善に向かうと思われる。

また、当局は中西部で高速鉄道や空港などのインフラ整備向けの投資をさらに増やそうとしている。最近開かれた国务院（日本の内閣に相当）常務会議でも、地方政府に対して水利や環境などのインフラ投資の加速・増加を要請している。ただし、産業構造の高度化を図る過程ということもあり、鉄鋼など過剰生産能力を持つ業種における構造調整圧力をどの程度補うことができるか不透明な点もある。

いずれにしても、投資鈍化を阻止しようという中央政府の姿勢が鮮明となっているが、インフラ投資などを行う企業や地方政府の資金調達が円滑にできるかが益々重要となっている。

4月の追加緩和と今後の景気見通し

さらに、中国人民銀行（中央銀行）も投資を刺激するという方針に沿って、企

業の資金調達コストを軽減するため、14年11月と15年3月に利下げを実施した。また、銀行の融資余力を増大させるため、15年2月、4月には預金準備率の引き下げも行った。このような連続的な金融緩和が実施された理由として、景気下押し圧力が依然根強く、投資の押し上げに必要な資金を提供しようとしていることが挙げられよう。

このうち、4月の預金準備率の引き下げについて詳細に見てみよう。中国人民銀行は20日に、全ての金融機関を対象とした預金準備率の1%引き下げを実施した。これによって大手銀行の預金準備率は18.5%となった。

さらに、中小企業、三農（農業・農村・農民）重要な水利施設の建設などへの支援を強化するため、農村信用社や村鎮銀行などの農村金融機関の預金準備率をさらに1.0%、農村合作銀行の預金準備率を農村信用社と同水準に、農業政策金融機関である中国農業発展銀行の預金準備率をさらに2%、三農向け、中小企業向けの貸出が一定比率以上の国有銀行や株式制商業銀行の預金準備率をさらに0.5%、それぞれ追加的に引き下げた。概算ではあるが、この措置によって、市場に少なくとも1.24兆元（約25兆円）規模の資金を提供することが可能となる。

先行きについても、預金準備率の引き下げや利下げといった追加緩和が行われると思われる。

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、不透明な点があるものの、住宅規制の緩和、インフラ投資のさらなる増加、そして連続的な金融緩和による資金の供給で、夏場以降は緩やかな景気回復が見込まれる。

（15年4月21日現在）

米利上げ予想後ずれで買い優勢の新興・資源国市場

多田 忠義

要旨

4月に発表された米雇用統計は事前予想を下振れたほか、多くの経済指標が不冴えだったことで、米景気に対する先行き懸念が浮上し、利上げ時期が後ずれするとの見方が広がり、新興・資源国の株・通貨は買い優勢となった。また、原油価格は1バレル＝55ドル前後まで回復し、底入れしたとの見方も資源国にとっては好材料である。ただし、世界的な低成長が懸念されており、この流れは長続きしない可能性もある。

買い優勢の新興・資源国の株・通貨

4月に入り発表された3月の米経済指標は冴えないものが多かった。利上げ判断で特に注目されている雇用統計は、非農業部門雇用者数は増加したものの、その増加幅は事前予想を大きく下回った。

このため、米景気に対する先行き懸念が浮上し、利上げ時期が後ずれするとの見方から新興・資源国の株・通貨を買い戻す動きが優勢となった。これに加え、原油（WTI、期近物）が1バレル＝55ドル前後まで回復するなど、底入れしたとの見方が広がったことも好材料となった。

ただし、IMFが4月14日に発表した世界経済見通しでは、資源消費国の見通しは1月時点から上方修正されたものの、新興・途上国全体では据え置き、産油国などの資源輸出国では下方修正されたことに留意する必要がある。同見通しでは、当面注意すべきポイントとして、低成長（潜在成長率の低下）と金融リスクを挙げ、新興・資源国についてはインフラ整備の拡大や構造改革の必要性を指摘している。

こうした世界経済の見通しを踏まえれば、米利上げ時期は後ずれするとの見方が強まったことによる新興・資源国の

株・通貨買いは一過性のもので、長続きしない可能性を考えるべきであろう。本誌4月号で指摘した通り、米利上げ観測に新興・資源国市場が左右されていることもあり、引き続き利上げ予想の動向に注意すべきであろう。

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：当面は利下げ効果見極め

インドでは、3月の卸売物価指数（WPI）は前年比▲2.3%と5ヶ月連続の下落となった。また、消費者物価指数（3月）は同5.2%と、天候不順で食料品の値上がり懸念されたものの、2月（同5.4%）から鈍化した。鉱工業生産指数（2月）は前年比5.0%と4ヶ月連続で上昇、3ヶ月ぶりの水準まで回復したことを市場は好感し、株、ルピアともに買われた。

インド準備銀行は4月7日、政策金利を据え置いた。今年に入り、すでに2回の利下げを実施しているものの、商業銀行の融資金利は高止まりしているおり、金融緩和の効果が出ていない。そのため、準備銀は商業銀行の貸し出し態度を見極める方針である。

インドネシア：インフレ率再び上昇

インドネシアでは、3月の消費者物価が前年比 6.4%と 3ヶ月ぶりに上昇幅拡大に転じた。食料品価格は鈍化（3月：同 6.0%、2月：6.3%）した一方、政府がガソリン価格を引き上げたことが主因である。足元はルピア高であるものの、原油価格が上昇しつつあることを踏まえると、当面インフレ圧力は弱まらないだろう。

こうした物価動向を背景に、インドネシア中央銀行は4月14日、政策金利 7.5%の据え置きを決定した。

ブラジル：財政再建への期待先行相場

ブラジルでは、3月23日に S&P が同国の格付けを BBB- で据え置くと発表し、同 31 日に一部メディアがルセフ大統領の財政再建に向けた意志表明をしたと報道したことで、それまでの悲観的なムードに変化がみられた。実際、3月中旬にかけて 12 年ぶりの水準まで下落したレアルは上昇に転じたほか、ボベスパ指数も 3 月末比で一時 10% 近く上昇するなど、大きく変化がみられた。しかし、経済指標の多くは景気回復を示しておらず、今後のブラジル政府の取り組みに注意する必要がある。

3月の消費者物価指数（IPCA）は前年比 8.1%と、2月から 0.4 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ほか、鉱工業生産は 13 ヶ月連続の前年割れ、14 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 ▲0.2%と、スタグフレーションから抜け出せていない。貿易をみると、半製品の輸出が増加した一方で資源価格の下落による影響で、3月の輸出は前年比 8 ヶ月連続で減少した。

ロシア：ルーブル買い続く

ロシア・ルーブルは、2月上旬を底に上昇し続けている。売られすぎたことによる自律反発的な動きもあるが、原油価格の下落に一服感が出始めているほか、ウクライナ情勢が一旦落ち着いていること、3月に大幅な利下げを実施し、景気テコ入れに乗り出したことも、相場回復に寄与しているとみられる。また、14 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率が前年比 0.4%と、予想外のプラス成長となったこともポジティブ・サプライズとなった。

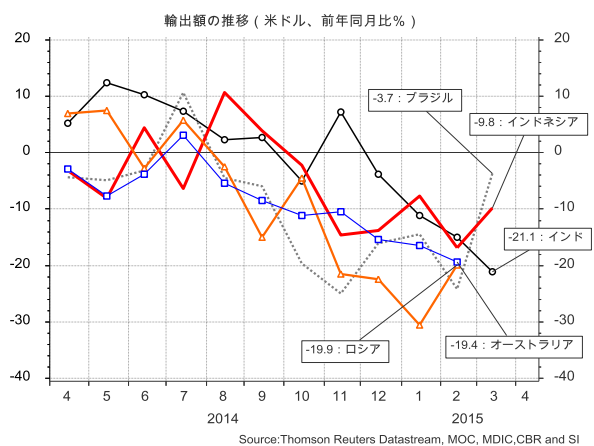
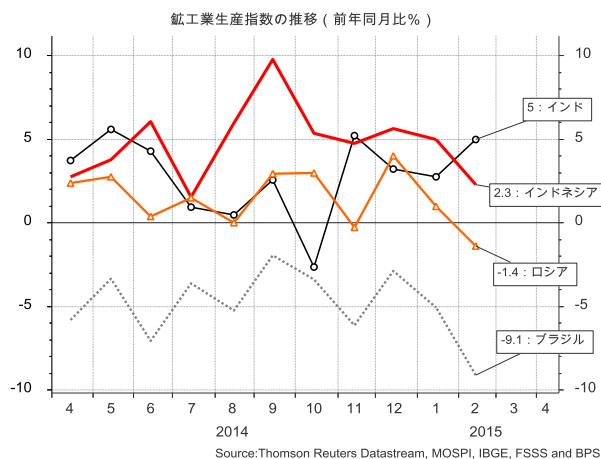
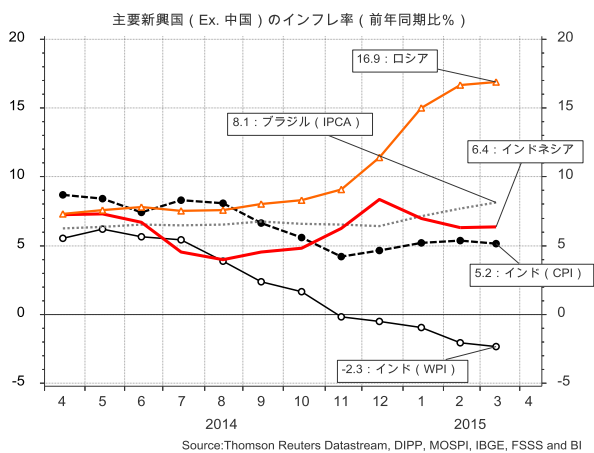
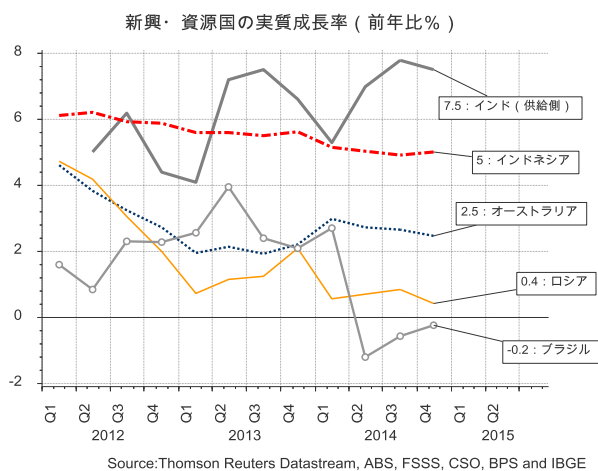
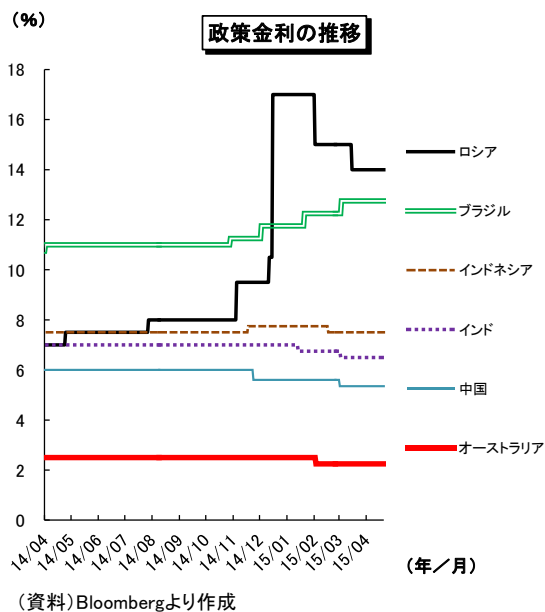
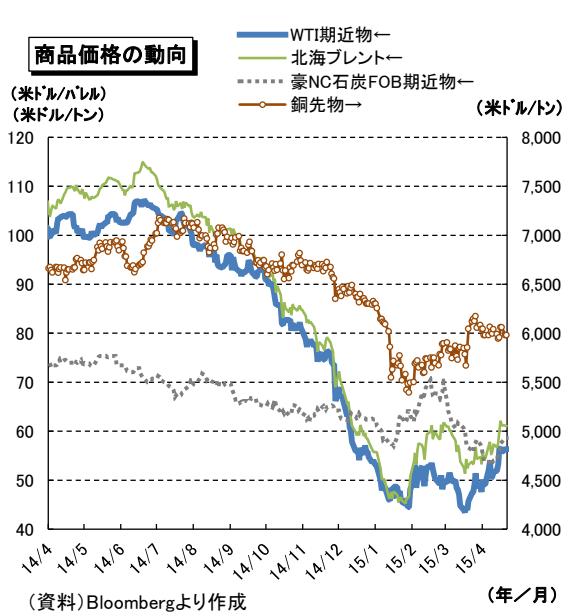
ただし、足元の経済情勢は深刻であることに留意する必要がある。3月の消費者物価指数は 8 ヶ月連続で上昇率拡大、2月の鉱工業生産指数は前年比 ▲1.4%と、マイナスに転じた。

オーストラリア：予想外の雇用改善

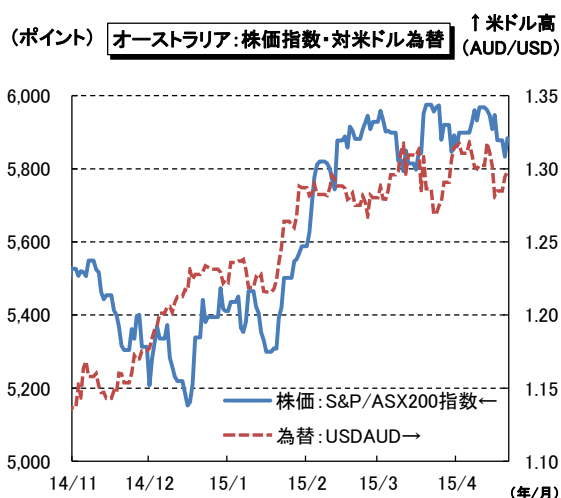
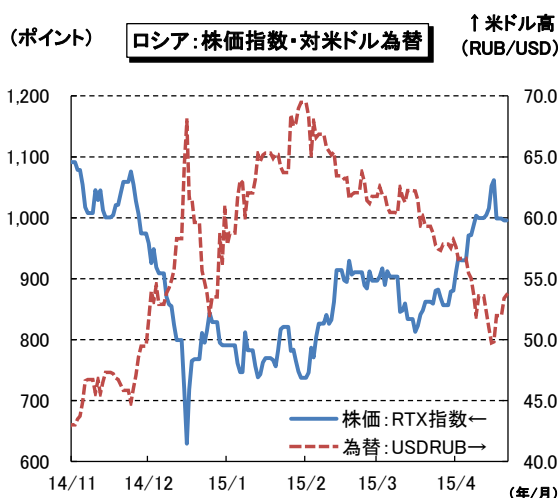
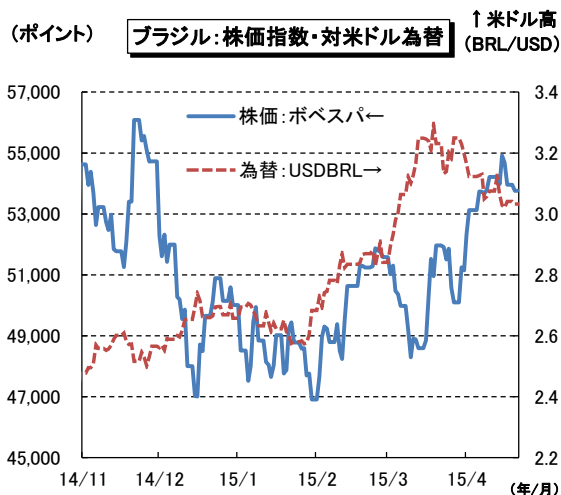
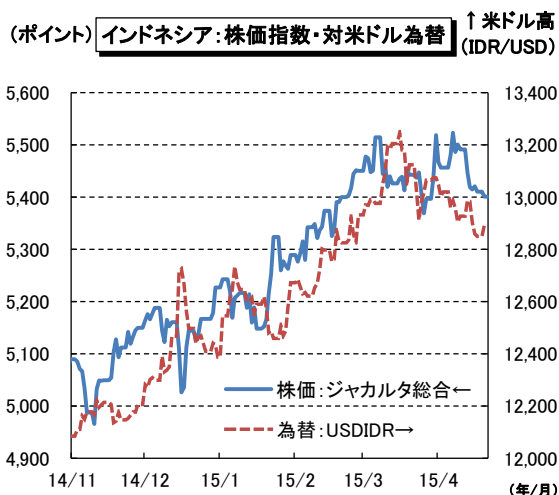
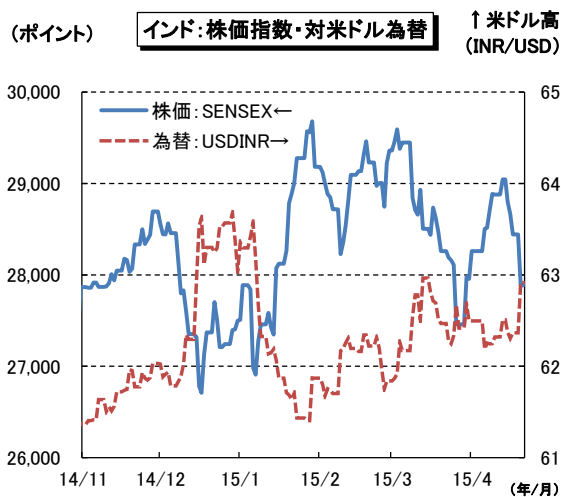
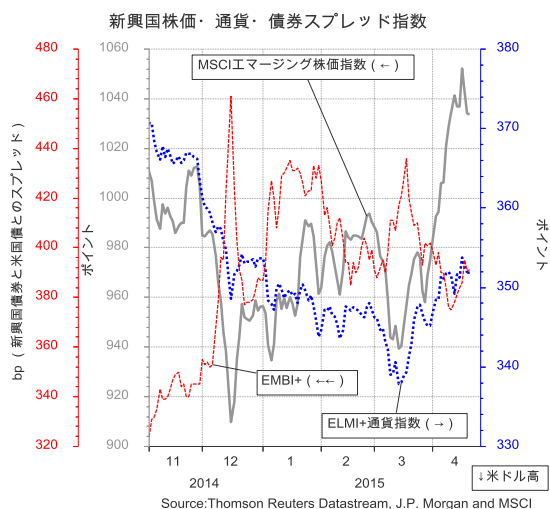
オーストラリア準備銀行は 7 日、政策金利を据え置くと発表した。輸出額は前年比で減少が続いているほか、石炭や鉄鉱石などの資源価格は回復しておらず、中国経済の「新常态」移行で豪経済に対する景気下押し圧力は根強い。このため、追加利下げを予想する声は根強い。

こうした中、3月の雇用指標は予想外の改善となった。失業率（3月）は 6.1%と、2月（6.2%）から小幅低下し、雇用者数は 3.77 万人増（正規雇用者数が 3.15 万人増、非常勤雇用者が 0.61 万人増）であった。労働参加率も 64.8%と、2月から 0.1 ポイント改善し、米経済指標が軟調だったこともあって、豪ドル買いが進んだ。5月の追加利下げの可能性は後退したとの見方も出たが、3月の雇用改善は一時的とみるべきであろう。（15年4月21日現在）

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4月～15年4月)



主な新興・資源国の株価、為替動向(14年11月～15年4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。

再び住宅政策の転換に踏み切った中国

王 雷 軒

住宅市場の重要性

中国経済にとって、住宅市場の安定成長がますます重要となっている。

中国の投資全体を大別すれば、製造業の設備投資、不動産投資（7割程度が住宅投資）、インフラ整備投資の3つに分けられる。そのうち、不動産投資の比率は3割にも達しており、インフラ整備投資の2割を大きく上回っている（図表1）。そのため、不動産投資が鈍化してしまうと、インフラ整備投資の部分を多少増やしても、投資全体の鈍化を抑えられなくなる。

住宅投資の低迷について、李克強首相より焦っているのが地方政府であろう。これまでの住宅規制によって、投機需要のみならず実需の部分までも抑制されたため、不動産デベロッパーによる投資を減少させただけでなく、地方政府の土地販売収入も減少してしまった。

相次いで発表した住宅テコ入れ策

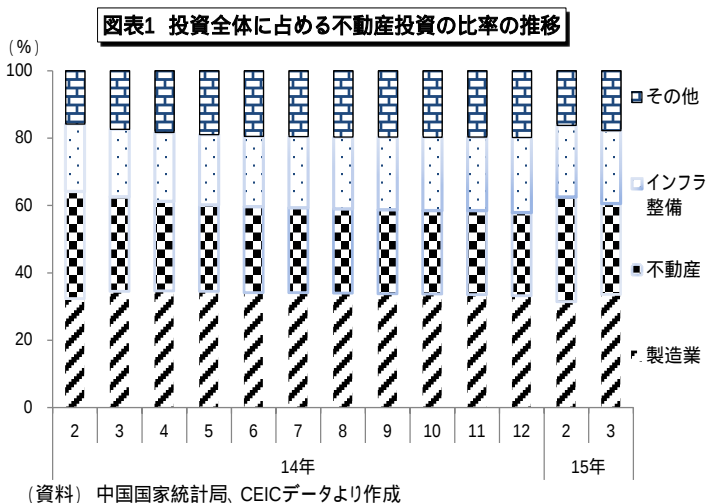
2015年に入ってから、低迷した不動産市場をテコ入れするために、地方政府は相次

いで住宅刺激策を発表している。住宅在庫の消化のため、1月に福建省福州市政府は、デベロッパーが開発した住宅を購入し、低所得層向けの保障性住宅に転用する対策を打ち出した。それ以外にも、浙江省紹興市政府は、一定の期間限定ながら住宅購入者に補助金を支払ってまで住宅需要を刺激した。このような刺激策は、他の地方政府にも広がっている。

また、山東省済南市の住宅積立基金管理センターは、3月に住宅購入のハードルを下げるため、1軒目の住宅ローンを完済した上で住宅環境の改善のための2軒目（居住面積が90㎡以下）を購入する者に対する頭金比率を、従来の30%から20%に引き下げた。これを契機に、広州市や福建省も頭金比率の引き下げだけでなく、非居住者への販売禁止を解禁することも発表した。

そうした動きのなか、中国人民銀行（中央銀行）など3機関は連名で、3月30日に「個人住宅ローン政策の関連問題に関する通達」を発表した。これは、昨年9月に実施された住宅購入規制の緩和をさらに推進

したもので、具体的には、2軒目の住宅購入について、1軒目の住宅ローンが完済していない場合でも、従来の頭金比率を住宅価格の60%以上から40%以上に引下げる、住宅積立金ローンを利用する場合、1軒目の頭金比率を従来の30%から20%に、1軒目のローンが完済した場合、2軒目の頭金比率を従来の50%から30%にそれぞれ



れ引き下げる、というものである。

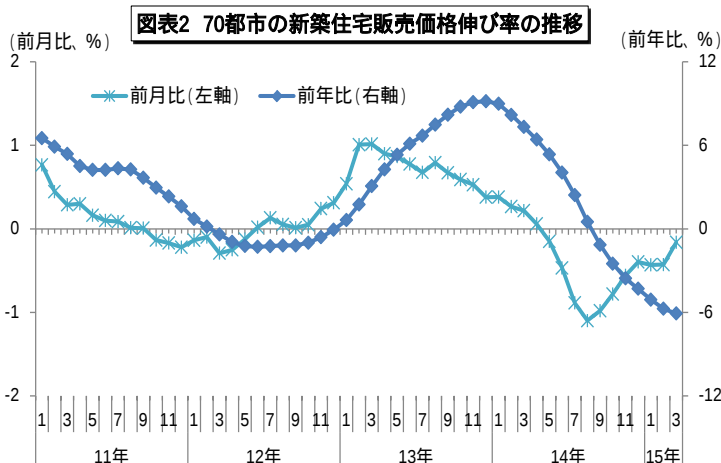
また、財政部（日本の財務省に相当）は同日に「個人住宅譲渡の営業税政策の調整に関する通達」を公表した。個人の中古住宅譲渡にかかる営業税の免税対象の要件を緩和し、購入5年以上の普通住宅としていた免税対象を、2年以上に引き下げた。このように住宅売却コストを低下させることによって、新規需要だけでなく、住み替え需要も喚起しようとしている。

これまでの住宅政策を振り返ってみると、08年のリーマンショック後に中国が実施した大胆な景気刺激策（4兆元規模）の一環として、08年に「国十三条」、09年に「国4条」などといった住宅促進政策が打ち出された。その後は、住宅価格の高騰などによって10年には再び規制に転じ、13年までに段階的に強化してきた。

しかし、14年後半から、住宅市況の低迷が鮮明になったため、中国人民銀行は、14年9月に住宅ローンに関する規制緩和を実施したものの、期待された効果が上がらなかったため、3月末にさらなる住宅購入規制の緩和に踏み切ったと思われる。また、住宅市況の低迷が一段と強まることへの懸念が高まるなか、市場の調整に任せるとした政府の姿勢も変化し始め、15年成長目標である「7%前後」を実現するため、住宅政策の転換に踏み切ったと考えられる。

住宅市況の先行きについて

以上の住宅テコ入れ策の内容をまとめてみると、住宅購入補助金の支払い、住宅在庫の消化促進策（地方政府が一旦購入後、保障性住宅へ）、住宅ローン規制の



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

(注) 中国国家统计局が11年1月に発表し始めた70都市の新築住宅販売価格の伸び率を利用。なお、新築住宅には新築の保障性住宅を含めていない。

緩和（頭金比率と金利の引き下げ）、住宅売却にかかる免税要件の緩和、非居住者にかかる住宅購入制限の撤廃、金融緩和（利下げや預金準備率の引き下げ）、住宅購入条件制限（戸籍などの条件）の緩和、

3 軒目住宅も購入可能へ、などとなっている。李克強首相が住宅市場の安定かつ健全な発展を目標にするとの発言もあって、多くの地方では、国の政策より一歩踏み込んで住宅市況を刺激し始めている模様だ。

こうしたなか、足元の新築住宅価格を確認してみると、3月時点で調査対象70都市の全てで下落し、かつ11ヶ月連続で前年比マイナスとなるなど、市況の調整圧力の状況が続いていると見られる。ただし、前月比でみると、下げ止まりつつある様子も見取れる（図表2）。

先行きについては、上記の住宅テコ入れ策の効果が徐々に出ると見られるため、夏場にかけて、住宅市況は小幅ながらも改善に向かうと見込まれる。ただし、住宅市場の「黄金時代」は既に終了し、「調整・安定成長期」に入ったと見られるため、大幅な回復は見込めないだろう。

（15年4月21日現在）

再生可能エネルギー固定価格買取制度の運用状況

—14 年末以降の制度改正と今後の課題—

寺林 暁良

2012 年 7 月に「電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法（以下、再エネ特措法）」に基づいて、再生可能エネルギー（以下、再エネ）の固定価格買取制度が導入され、まもなく 4 年目を迎える。同法導入により再エネの普及は進んだが、同時に様々な問題も生じている。

それを踏まえ、昨年末から再エネ政策の見直しが実施されている。資源エネルギー庁は、14 年 12 月に「再生可能エネルギーの最大限導入に向けた固定価格買取制度の運用見直し等について」（以下、「運用見直し」）を発表したほか、15 年 4 月には例年どおり調達価格や設備認定手続きの改正が行われた。

そこで、昨年末以降の制度改正の概略を整理し、再エネの持続的な増加のため、今後どのような政策展開が求められるかを論じることとする。

1. 再エネの認定状況と電力会社の接続回答保留問題

今回の制度改正の前提として、再エネ特措法が導入されて以降の再エネの普及状況を確認する。

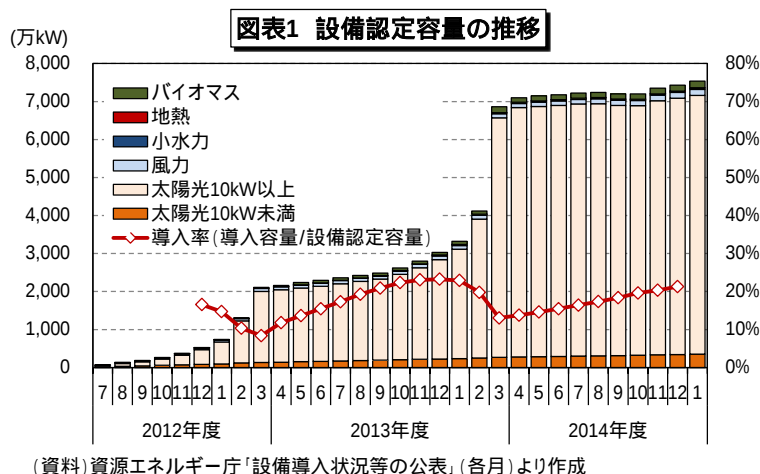
図表 1 のとおり、再エネ特措法施行後、経済産業大臣による再エネの設備認定が進んでおり、15 年 1 月の設備容量は 7,500 万 kW に及んでいる。ただし、これまでの設備認定の推移から、次のような問題が指摘できる。

第 1 に、設備認定が太陽光に偏重して

きた点である。15 年 1 月時点で、再エネの設備認定全体に対し、設備認定件数の 99.9% 以上、設備認定容量でも 95.0% 以上が太陽光となっている。太陽光は、設備稼働率が日射量に依存するため、他の電源と比較して発電量が不安定な側面がある。太陽光に偏重した設備認定容量の拡大は、安定的な送配電網運用に対する懸念につながってきた。

第 2 に、例年 1～3 月に、それまでの 1 年分の認定量に相当するほど、設備認定が集中してきた点である。これは、事業者の調達価格（買取価格）が設備認定と電力会社への接続申込み時点で決まることから、年度末の価格改定前に駆け込み申請が相次いできたことが原因である。設備認定容量が一時期に集中して拡大することともまた、安定的な送配電網運用にとって大きな課題である。

実際、太陽光の設備認定量が大きい九州電力、北海道電力、東北電力、四国電力、沖縄電力は、14 年 9 月に、設備認定された電力量が全て接続された場合には電力の需給バランスが崩れ、電力の安定供給に支障を来す恐れがある、として、太陽光 10kW 未満を除く再エネ発電設備の接続申込みに対する回答を保留すると発表した。設備認定容量に対する実際の導入率は 20% 前後にとどまるため、設備認定容量の増加がそのまま問題につながるわけではないが、各電力会社が安定的な送配電網運用のために保守的な対応を行うことも当然であるといえる。



四国電力、九州電力、沖縄電力)を「指定電気事業者」とし、接続可能量を超過した時点から、上限なしに太陽光発電や風力発電の無補償出力制御を実施できることになった。

一方、出力調整のしやすいバイオマス発電については、地域資源活用

先述の資源エネルギー庁による 14 年 12 月の「運用見直し」は、この接続回答保留問題への対応として行われたもので、これが発表されたことによって、各電力会社は接続回答を再開している。以上を踏まえ、14 年末以降の制度改正の内容を確認していきたい。

2. 14 年末以降の制度改正

(1) 出力制御ルールの変更

「運用見直し」の最も重要な内容は、出力制御ルールの見直しが行われたことである。これは、再エネの接続可能量を拡大することを目的とした措置である。

これまでも 500kW 以上の太陽光及び風力発電設備では、年間最大 30 日まで無補償での出力制御が行えることになっていたが、今回の運用見直しでは、新規認定設備の出力制御の対象が 500kW 未満にも拡大されるとともに、制御上限が日数ベースから時間ベース(太陽光は 360 時間まで、風力は 720 時間まで)に改められることになった。

さらに、再エネの接続申込量が接続可能量を超過している、あるいは今後超過すると見込まれる 7 電気事業者(北海道電力、東北電力、北陸電力、中国電力、

型の設備を化石燃料混焼型等に優先して接続するルールが設けられた。

また、ベースロード電源となる中小水力発電や地熱発電は出力制御の対象外とされた。

(2) 価格決定時期の変更

「運用見直し」では、太陽光発電事業者の調達価格決定時期の変更も行われた。15 年 4 月以降、事業者の調達価格が決まるタイミングが、従来の電力会社への接続契約申込み時点ではなく、接続契約完了時点、もしくは申し込みから 270 日を経過した時点となったのである。

これによって、接続契約申込み後に電力会社による契約検討期間が生じることになるため、事業者が駆け込み申請を行うメリットはほとんどなくなる。そのため、年度末に設備認定容量が急拡大する事態はある程度解消されるとみられる。

(3) 調達価格の改定

15 年 4 月に行われた調達価格(固定買取価格)では、太陽光 10kW 以上は、14 年度の 32 円/kWh から、4 月に 29 円/kWh へ、さらに 7 月に 27 円/kWh へと引き下げられることになった(図表 2)^(注 1)。

4月の調達価格の引き下げは、発電設備導入コストの低下を踏まえたものである。しかし、7月の引き下げは、再エネ特措法の「調達価格を定めるにあたり、再生可能エネルギー電気供給者の利潤に特に配慮する」(第7条)期間である施行から3年が経過し、想定内部収益率(IRR)が6%から5%へと引き下げられることによる。つまり、太陽光の認定容量が十分拡大してきたことを踏まえ、普及促進のためのプレミアム分が縮小されることになったのである。

一方、風力や中小水力、地熱、バイオマスは、設備認定・導入が十分に進んでいないことから、調達価格、IRRともに

前年度の水準が維持された。

なお、電気料金に上乗せされる再エネ賦課金の15年度の単価は、1.58円/kWhと、昨年度(0.75円/kWh)のほぼ2倍に上昇している。

(4) 調達区分の新設

調達価格の改定と同時に、未利用木材バイオマスに「2MW未満」という新たな調達区分が設けられた。

これまでの未利用木材バイオマスの調達価格は5MW級の設備を想定して算出されており、集材範囲も50km圏内とかなり広範な見積もりとなっていた。今回、調達区分が新設されたことで、地域の集材

図表2 固定価格買取制度の調達価格及び調達期間

調達区分		調達価格(税別)(円/kWh)				調達期間(年)	想定IRR(税引前)(%)
		12年7月	13年4月	14年4月	15年4月	15年4月	15年4月
太陽光	10kW未満(出力制御機器なし)	42	38	37	33	10	3.2
	"(" あり)				35	10	3.2
	10kW以上	40	36	32	29→27	20	6→5
風力	陸上20kW未満	55	"	"	"	20	1.8
	陸上20kW以上	22	"	"	"	20	8
	洋上			36	"	20	10
既設導水路活用 中小水力	200kW未満			25	"	20	7
	200kW以上1MW未満			21	"	20	7
	1MW以上30MW未満			14	"	20	7
新設 中小水力	200kW未満	34	"	"	"	20	7
	200kW以上1MW未満	29	"	"	"	20	7
	1MW以上30MW未満	24	"	"	"	20	7
地熱	15MW未満	40	"	"	"	15	13
	15MW以上	26	"	"	"	15	13
バイオマス	メタン発酵ガス化	39	"	"	"	20	1
	未利用木材燃焼(2MW未満)	32	"	"	40	20	8
	"(2MW以上)				32	20	8
	一般木材等燃焼	24	"	"	"	20	4
	リサイクル木材燃焼	13	"	"	"	20	4
	廃棄物燃焼	17	"	"	"	20	4

(資料)経済産業省「調達価格・調達期間に関する告示」(ホームページ)および調達価格等算定委員会「調達価格及び調達期間に関する意見」(ホームページ)より筆者作成

(注1)太陽光10kW未満は自家消費電力の余剰分、それ以外は全量の調達価格。

(注2)太陽光10kW以上の調達価格及び想定IRRは、15年7月に→の後の数値に改正される。

(注3)1,000kW=1MW。

能力に見合った小規模な木質バイオマス発電事業の拡大が期待される。

今後はその他のバイオマスへの小規模区分設置や、熱電併給型に対する優遇措置なども必要だろうが、その第一歩として歓迎すべき改正内容だといえるだろう。

3. まとめと今後の課題

再エネ政策は、単に再エネの拡大を目指してきた段階から、接続可能量等との間で整合性をとりながら、持続的な拡大を目指す段階に入ったといえる。今回の制度改革はその最初の対応を求められたものだといえるだろう。

筆者は、14年4月の再エネ特措法改正時に、今後の課題として、調達価格の運用見直し、調達区分の規模別細分化、

電力会社への再エネ優先接続義務の徹底、などを挙げた^(注2)。14年末以降に行われた改正では、とについては改善が見られた。

しかし、については、接続可能量の拡大が優先され、指定電気事業者管内の新規太陽光・風力の優先接続義務は、むしろ徹底されないことになった。上限なしに無補償出力制御が行われる可能性がある地域では、事業計画どおり売電できないリスクが過剰に意識され、資金調達が困難な状況が生まれつつある。

再エネ電力の優先接続義務は、再エネ特措法第5条にも明記される、固定価格買取制度にとって最も重要ともいえる要素である。前述のとおり、現時点で無制限・無補償出力制御が頻発する可能性は低い。各電力会社等からいつからどの程度実施されることになるかという試算も公表されているが、原発などのベースロード電源の割合を高めに見積もっている

ことや電力システム改革^(注3)の進展を考慮していないなど、不確実性の高い内容となっている。無制限・無補償出力制御が今後行われるのか、そしてどれだけ行われるかは予見不可能である。

指定電気事業者管内において民間からの資金調達が困難な状況は、無制限・無補償出力制御がある限り続くと思われる。もちろん接続可能量との調整は必要だが、それは調達価格の引き下げや送配電網の整備などによって行うことが本来だろう。無制限・無補償出力抑制は、それらの条件が整うまでの経過措置として位置づけられることが必要だと思われる。

また、再エネの持続的な拡大のためには、再エネが社会的に受け入れられる態勢を整えることも重要となる。太陽光の急拡大は、接続可能量の問題だけではなく、地域での対立発生や再エネ賦課金の上昇などの問題にもつながりつつある。バイオマスについては、今回の制度改革で地域資源活用型を優先的に接続することになったが、太陽光などについても、社会的意義の高い事業を優先するような施策をとることによって、固定価格買取制度の正当性を高めていく方向性を検討すべきであろう。(15年4月21日現在)

(注1) 余剰電力の買取が行われている住宅用(10kW未満)の太陽光については、出力制御対応機の設置が義務付けられた7電力会社(北海道電力、東北電力、北陸電力、中国電力、四国電力、九州電力、沖縄電力)管内では35円/kWh、設置義務のない3電力会社管内では33円/kWhとなった。

(注2) 拙稿(2014)「再生可能エネルギー固定価格買取制度の運用状況と課題——3年度目の改正点と今後の論点」『農林金融』67(8):46-51。

(注3) 電力システム改革の第1弾として、15年4月に「電力広域的運営推進機関」が発足し、地域を越えた効率的・安定的な電力需給管理体制の構築に向けた取組みが始まっている。また、16年には一般消費者向けの電力小売自由化、20年には発送電分離が行われることになっている。

地域金融機関の経営指標分析と昨今の経営戦略

古江 晋也

要旨

地域金融機関の経常利益と当期純利益は過去 5 年間で大きく増加したが、コア業務粗利益とコア業務純益は低下している。また、近年の長期金利の低下や金融機関間の金利競争が激しさを増す中、総資金利鞘や預貸率も減少しており、今日の状況をいかに打開していくかは地域金融機関にとって喫緊の課題である。

昨今の地域金融機関では、合併・統合、成長の見込める地域への経営資源の配分といった「営業地域の広域化」と、地域密着型金融の取組みや営業活動の見直しを進めることでさらなる「営業地域の深耕」を図る動きが加速している。人口減少、産業の空洞化、開業率を上回る中小企業の廃業率など厳しい環境が続く中、横並び意識を捨て、海図なき航海に乗り出すためのビジネスモデルの確立が求められる。

はじめに

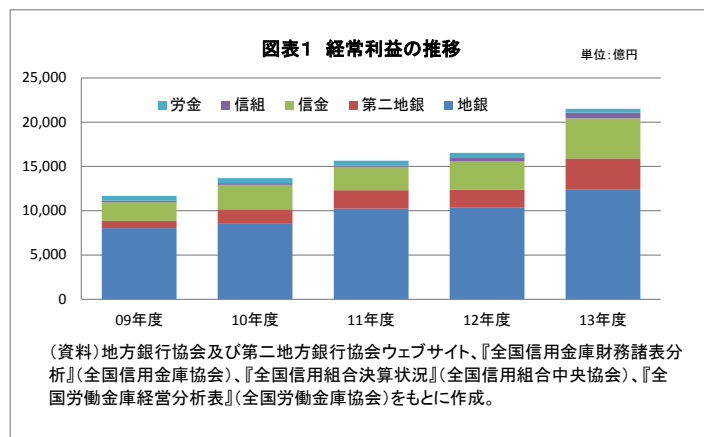
日銀の量的・質的金融緩和、原油安、そして何よりも長年続いてきたデフレからの脱却への期待感などを受け、昨今の株価は上昇傾向にある。しかし、その一方で地域経済の活性化は依然、大きな懸案事項であり、「地方創生」も盛んに議論されている。こうした状況のなか、本稿では地域経済の中心的役割を果たしている地域金融機関（地銀、第二地銀、信金、信組、労金）における過去 5 年間（2009～13 年度）の主要経営指標と昨今の経営戦略を分析することで今後の地域金融機関の経営戦略のあり方を検討する。

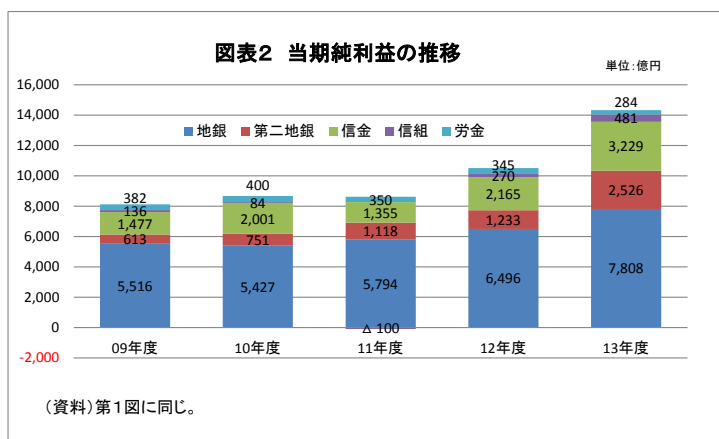
なお、各業態の主要経営指標については地方銀行協会及び第二地方銀行協会ウェブサイト、『全国信用金庫財務諸表分析』（全国信用金庫協会）、『全国信用組合決算状況』（全国信用組合中央協会）、『全国労働金庫経営分析表』（全国労働金庫協会）、『全国銀行財務諸表分析』（全国銀行協会）を用いている。

（全国銀行協会）を用いている。

高まる経常利益と低下するコア業務粗利益

過去 5 年間における地域金融機関の主要な経営指標で注目されることは、経常利益（図表 1）と当期純利益（図表 2）が大きく拡大したことである（13 年度の 5 業態合計の経常利益は 09 年度と比較し、9,824 億円の増加、当期純利益は 6,203 億円の増加となった）。この背景は、いわゆる「リーマン・ショック」以降、低迷していた株式等関係損益が 13 年度に入って黒字化したこと、不良債権処理額が減





少ししたため、地域金融機関の財務体質が改善されるようになったためである。

しかし、一般企業の売上高に相当する業務粗利益から趨勢をみるため国債等債券関係損益を差し引いた「コア業務粗利益」と本業による収益力を示した「コア業務純益」(＝業務純益＋一般貸倒引当金繰入額－国債等債券関係損益)を見ると、13年度の5業態合計のコア業務粗利益は09年度との比較で2,857億円の減少、コア業務純益も2,486億円の減少と、その様子は一変する(図表3、図表4)。

コア業務粗利益は貸出金利息、有価証券利息などから経費を差し引いた「資金利益」、金融サービスの手数料から経費を差し引いた「役務取引等利益」、トレーディング取引などから生じた利益である「その他業務利益」で構成されているが、近年の資金利益は長期金利の低下と金利競争の激化を受け、縮小しつつあるのが大きな特徴である。

一方、株高や少額投資非課税制度(NISA)が追い風となり、地銀、第二地銀では役務取引等利益が増加している(この5年間における信金の役務取引等利益は

700億円台前半で推移)。

なお、最近の信金のコア業務粗利益で注目すべきことは、09年度に307億円であった「その他業務利益」が13年度には1,070億円へと拡大していることであり、ここにきてコア業務粗利益の内容にも変化が生じるようになった(地銀における09年度の「その他

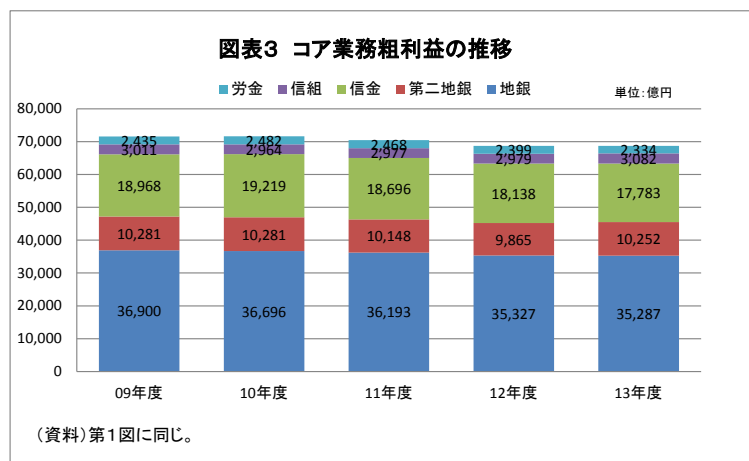
業務利益」は1,369億円であったが、13年度は614億円にまで減少している)。

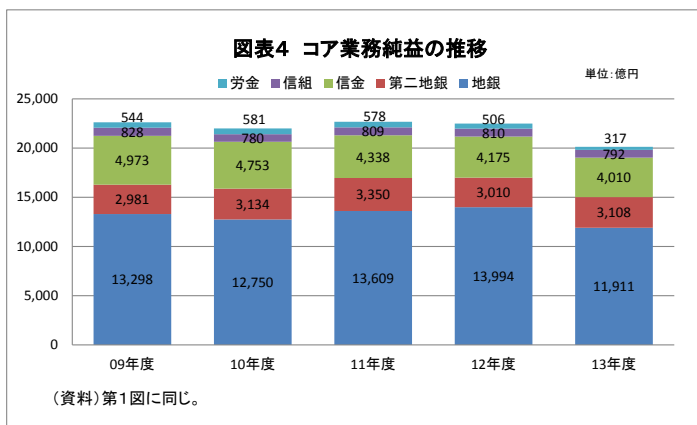
資金利益が低迷する中、資金運用利回りから資金調達原価を差し引いた総資金利鞘もすべての業態で低下しており、昨今の経常利益や当期純利益の増加を手放しで喜べない状況が続いている。

低下する預貸率と高止まりするOHR

総資金利鞘の低下に加え、預貸率も低下している。特に中小企業や個人事業者を主な取引先とする信金、信組では預貸率(図表5)がこの5年間で5%ポイント近く低下しており、13年度には信金の預貸率が50%を割り込んだ(49.81%)。

信金、信組の預貸率が低下した要因は、大企業が生産現場を海外に移転すること





で生じる産業の空洞化、開業率を上回る中小企業の廃業率、駅前に広がる「シャッター街」に象徴される商店街の衰退などがあげられる。

図表6は、経費をコア業務粗利益で除したコア業務粗利益経費率（OHR：オーバーヘッドレシオ）の業態別推移を表したものである。近年、多くの金融機関は経費の節減に取り組んでおり、経費率も低下傾向にある。しかし、経費削減に成功しても分母となるコア業務粗利益が低迷しているため、OHRは結果的に上昇傾向にある（労金は13年度にシステム更新を行ったことからOHRが大きく上昇した）。例えば、地銀は09年度の64.0%から13年度には66.2%、信金は73.8%から77.4%に上昇しており、コア業務粗利益の改善

がない限り、OHRを引き下げることが難しい状況になりつつある（13年度の信組のコア業務粗利益は09年度と比較し、71億円増加した。その結果、OHRは2.8%ポイント低下した）。

昨今の経営戦略

(1) 営業地域の広域化

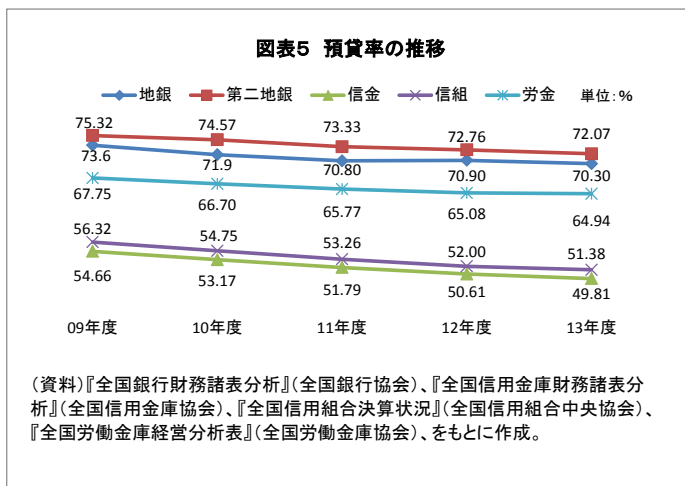
このような経営環境のなか、近年ではその打開策を巡って地域金融機関の動きが活発化している。ここでは「営業地域の広域化」と「営業地域の深耕」という観点から昨今の動向をまとめることにする。

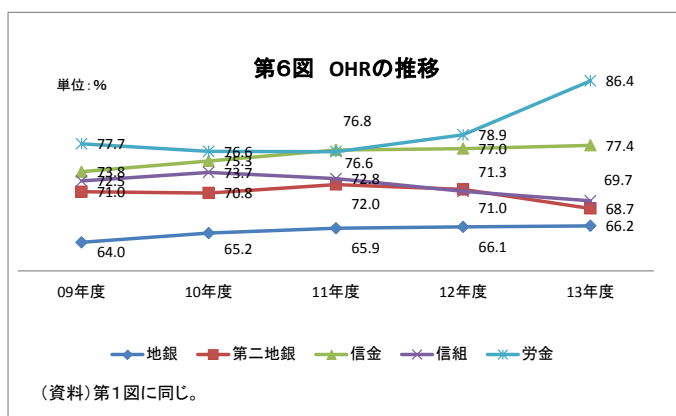
営業地域の広域化という観点から注目されるのは、合併、統合の動きである。14年11月、横浜銀行と東日本銀行、肥後銀行と鹿児島銀行が、15年4月には香川銀行、徳島銀行を傘下に置くトモニホールディングスと大正銀行が経営統合に向けての協議・検討を進めていくことが発表されるなど、合併、統合によって「来たるべき将来」に対処することは今後も加速すると考えられる。

また、合併、統合まではいかなくとも、大都市圏や県庁所在地など成長が今後も

見込める地域に経営資源を配分し始めた金融機関もあり、店舗ネットワークのあり方が再び注目されると思われる。

さらに最近では、取引先の海外進出を支援するため東南アジアなどに拠点を設けたり、海外の銀行との提携の動きを活発化させる地銀も増加しており、中期的には、海外も含めたより広範囲な営業地域での活動が進展





という理由で効率化ないしは取りやめる金融機関が増加した。しかし、「コストがかかる」とされたこれらの活動を継続することで融資残高を着実に積み重ねている金融機関もあり、改めて地域金融機関の原点とは何かということを考えさせられる。

すると考えられる。

おわりに

以上、地域金融機関における過去 5 年間の主要経営分析と昨今の地域金融機関の動向を簡単にまとめた。

これまで金融業界は長らく横並び意識が強く、預金量など規模の拡大が注目されてきた。しかし人口減少、産業の空洞化、開業率を上回る中小企業の廃業率など厳しい経営環境が今後も続いていくと考えられるなか、他金融機関のビジネスモデルをまねるだけではもう立ち行かなくなることは容易に想像できる。

一方、地域金融機関のなかには小規模ながらも地域の人々に耳を傾け、「最後の砦」としての役割を担い、地域社会や組合員から信頼を得ている金融機関も少なくない。

資金運用利回りの低下に伴い、総資金利利鞘も低下するなか、どのように現状を打開していくかは各地域金融機関にとって喫緊の課題である。過去 5 年間の主要経営指標は、独自のビジネスモデルで海図なき航海に乗り出さなければならぬ時代に突入したことを改めて認識させてくれる。

(2) 営業地域の深耕

「営業地域の広域化」がある一方、「営業地域の深耕」によってさらなる地域社会との密着を図る動きもある。この動きの典型的な例は、金融庁が 2003 年以降、地域金融機関に要請した地域密着型金融の取組みである。企業再生支援、コンサルティング業務、ビジネスマッチング、動産担保融資、デッド・エクイティ・スワップなどの新たな融資手法が導入されることで取引先企業の業績が改善されるのであれば、衰退が囁かれている地方経済への影響は計り知れない。なかには「取引先はつぶさない」という方針のもと、複数の債務を一本化し、月々の返済額を少なくするため、融資期間を 25～30 年と長期化することで中小企業や個人事業者の再生を目指す協同組織金融機関もある。

さらに最近では農林水産業、エネルギー、医療、福祉や介護分野を成長分野と位置付けている金融機関も多く、その動向にも注目が集まる。

地域密着型金融の取組み以外にも営業活動の見直しを進めることで顧客との絆を強化する動きもある。90 年代後半以降、定期積金の集金業務や地域をくまなく訪問するローラー活動は「コストがかかる」

海外の話題

5月7日のイギリス総選挙

農林中央金庫 ロンドン支店長 山宮 隆昭

イギリスの総選挙が5月7日に予定されており、既に各党とも選挙に向けてマニフェストの発表を行い、自らの政策を有権者に訴えて投票を呼び掛けている。まずは「選挙戦」で日本との一番の違いは、選挙カーに乗って拡声器で候補者の名前を読み上げてとにかく名前を覚えてもらう、ということがない点である。次に候補者の顔写真を張った看板も多くは見られない。（個人的には先日郊外を車で旅行した際、田舎の道端にキャメロン首相の写真を見つけたくらい。）有権者に対する個別訪問はあるとも聞いているが、外国人で選挙権を持たない我が家を候補者が訪れてくることもない。とは言え、テレビや新聞では盛んに報道されているので、イギリスに居住していればさすがに今が選挙戦の真只中ということは分かってくる。しかし旅行者として街を歩いているだけでは、5月7日の総選挙が近づいているという実感に乏しいだろう。

政策の訴え方ではあるが、注目されるイベントの一つとしてはテレビ討論会があげられるだろう。2010年のテレビ討論会では、それまで劣勢であった自由民主党（Liberal Democrats）のニック・クレグ党首がその討論会で挽回し、23%の得票率を獲得した一因とも言われている。今回の総選挙でも野党・労働党のエド・ミリバンド党首から与党・保守党のデイビッド・キャメロン党首（首相）に対して、一対一もしくは自由民主党のクレグ党首を含めた3人での討論を呼び掛けられたものの、与党のキャメロン首相にとって一対一の討論会はマイナスとなることはあってもプラスにならないとの判断から、キャメロン首相は徹底的に避けてきており、その代替として7党首によるテレビ討論会が行われた。

この討論会でキャメロン首相は、過去5年間の保守党政権の成果である景気の回復と財政の立て直しを強調し、失点を防ぐことに終始したように感じられた。とは言え、これまでの各種世論調査では、保守党、労働党ともに単独過半数の議席確保は困難という数字となっており、いずれにせよこの二党は連立先を模索していくこととなる。選挙戦も中盤から終盤にさしかかり、明らかに票を目当てとする政策の発表も出てきている。保守党ではRight to Buyと呼ばれる、低所得者層による住宅購入の支援策を発表した。これは、公営住宅を割引で購入することができる制度である。割引で購入できるということは政府が割引分を負担することに他ならず、過去5年間の実績として挙げていた財政の立て直しに反するものである。一方で経済界からその政権運営に懸念を示されている労働党は、法人税の据え置きにも言及するなど配慮を示してきている。（ただしその後、法人税の引き上げ可能性を排除しないと発表。）

国民医療制度に対する予算増額や年金生活者への配慮など、これまでの緊縮財政のスピードを緩める動きがみられるが、国民が関心を示すテーマとしてEUを離脱するの可否かというものがある。保守党政権となった場合、遅くとも2017年までにその是非を問う国民投票を行うとしており、この方針が保守党の連立の選択肢を狭めており、さらに、今後のイギリス経済・為替の波乱要因となるかもしれない。