

潮 流

黒田日銀の「市場との対話」

取締役調査第二部長 新谷 弘人

「QE（量的金融緩和）の問題点は、現実として有効なのだが、理論的に有効かはわからないことだ。」これは、バーナンキ前 FRB（連邦準備制度理事会）議長が昨年退任直前に行ったスピーチでのジョークである。（私はかなり本気なのではないかと思う。）

先進国では、リーマン危機以降、政策金利がほぼゼロに張り付いたため、非伝統的金融政策により景気回復を図っている。QE はその代表的手法だが、たとえば長期金利の引下げなど政策効果を高めるためには、「市場との対話」、つまりコミュニケーション戦略が重要となっている。

こうした意味で、13 年 3 月に就任した日銀黒田総裁の記者会見などでの情報発信は、従来の日銀総裁とは異なるユニークなものである。QQE（量的・質的金融緩和）導入に際しては、「戦力の逐次投入をせずに、現時点で必要な政策を全て講じた」とし、「異次元緩和」であることを強調する一方、「必要があれば躊躇なく調整」することを約束することにより、市場の期待に強く働きかけ、長期にわたるデフレ環境下でトレンドとなっていた円高・株安を反転させることに成功した。その後も、14 年 10 月の追加緩和ではサプライズを演出したほか、「デフレという慢性疾患を完全に克服するためには、薬は最後までしっかりと飲み切る必要があるのです。中途半端な治療は、かえって病状を拗らせるだけです。」「ピーターパンの物語に、『飛べるかどうかを疑った瞬間に永遠に飛べなくなってしまう』という言葉があります。大切なことは、前向きな姿勢と確信です。」など印象的なフレーズで、デフレ脱却に向け QQE に邁進する決意の固さをアピールしている。この間消費税増税で 14 年度は一旦マイナス成長に陥ったものの、円安・株高の動きが現在の景気回復の流れに効果を発揮したのは間違いなく、（日銀からの一方通行とはいえ）情報発信としては巧みであった。

一方、今後については課題も多い。当総研では 17 年度にむけて景気回復が進み、デフレ脱却が視野に入るとみているが、ポイントはどのように金融政策を軌道修正していくのか、である。これまで「16 年度前半頃」と期限を切って達成をめざした 2% の物価安定目標の取扱いなどの現行政策の枠組み変更や、その先にある資産買入のテーパリング（減額）などの出口戦略については、これまでのようなサプライズを演出する手法は取りえない。残念ながら日銀は、景気や物価の現状判断や見通しについて市場とうまく対話ができているとは思えない。近い将来にデフレ脱却が実現するという情報発信のみで、インフレ期待を高めたいというバイアスが強すぎるのだ。現実には物価安定目標について「16 年度前半頃」に達成されるとみる市場参加者は極めて少ない。

対話が不足する場合、政策の枠組み変更や出口戦略実行の際、金融市場への影響が懸念される。現在強烈な買入れにより流動性が低下している国債市場については、「債券市場参加者会合」など対話への取組が行われていることは評価できる。ただ安倍政権の財政健全化への道筋が後退するなか、物価上昇が進む過程で、市場への影響を軽微に抑え込めるかが、今後の対話にかかる重要な課題となるだろう。

情勢判断

国内経済金融

景気実勢は鈍いが、経済の好循環実現への期待根強い

～足元 4～6 月期は低成長となる懸念も～

南 武志

要旨

消費の持ち直し傾向が強まらないほか、冴えない海外経済を受けて輸出が頭打ち気味となるなど、景気実勢はまだ鈍い。1～3 月期の高い経済成長率を支えた民間在庫の積み上がりの調整が進めば、4～6 月期は一転して低成長に陥る可能性もある。しかし、ベースアップなどの賃上げ継続や夏季賞与の堅調さなどで家計の所得環境が大きく改善し、消費の持ち直し傾向が徐々に強まっていくことが予想される。輸出、設備投資の回復などとともに、15 年度半ばには経済の好循環入りに向けた動きが始まるだろう。

一方、原油安の影響で、足元で物価の鈍化状態が続いているが、日本銀行はマクロ的な需給ギャップや予想物価上昇率の改善を基に「物価の基調は改善している」との見解を示しており、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	
		6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.074	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円 (3M) (%)		0.1690	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17
国債利回り	10年債 (%)	0.455	0.25～0.60	0.30～0.70	0.35～0.75	0.35～0.80
	5年債 (%)	0.125	0.00～0.25	0.05～0.30	0.05～0.35	0.10～0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	123.7	120～130	120～130	118～128	115～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	139.3	130～145	130～145	125～140	125～140
日経平均株価 (円)		20,809	21,000±1,000	21,250±1,000	21,500±1,000	22,000±1,000

(資料) NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成 (先行きは農林中金総合研究所予想)

(注) 実績は2015年6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

14年度を通じて大幅減少を続けてきた実質賃金は、賃上げ継続と原油安や消費税要因の剥落などによる物価鈍化によって、前年比▲0.1%へと減少幅が大きく縮小、下げ止まりの様相を示している。なお、前年の反動で残業時間が減少しているため、給与総額には依然として下押し圧力が働いており、それらが消費の鈍さにつながっている。

実際、4月の消費総合指数は1～3月平均を0.5%ほど下回っており、回復の兆

しが窺えない。さらに、海外経済の弱さも手伝って輸出も頭打ち気味に推移しており、4～5月の実質輸出指数は同じく3%ほど下回っている。内外需の回復力はまだ弱いというのが景気の現状である。

一方、6月8日に公表されたGDP第2次速報では、企業設備投資の増加傾向が明確になった半面、在庫の積み上がりが1次速報よりも上方修正された。結果的に見れば、経済成長率は前期比年率3.9%と極めて高い伸びへ上方修正されたが、同時に在庫調整による成長下押し懸念を

強めており、4～6月期は一転、低成長（マイナス成長の可能性も）に陥るリスクも浮上している。

とはいえ、上述したような状況はいずれ解消するものと予想する。まず、好業績を背景とした夏季賞与は堅調とされているため、家計の所得環境の改善を促し、それが消費の回復傾向を次第に強めていくことが期待される。また、海外経済についても、すでに米国経済は底堅さを取り戻しつつあるほか、中国経済も景気テコ入れ策の効果が年央以降出てくるとみられる。年内と目される米国の利上げ開始決定を巡り、内外の金融資本市場が多少混乱する可能性は否定できないが、米連邦準備制度（FRB）は景気回復を阻害しないよう慎重に利上げを検討していく方針である。輸出の価格競争力は円安定着によって高まってきたが、早晩、海外景気の持ち直しによる輸出数量増加が始まるものとみられる。

以上に加え、企業設備投資が回復傾向をたどっていることなどを踏まえれば、15年度半ばには経済の好循環が実現、正常化に向けた動きが強まると予想する（経済見通しは後掲レポート『2015～16年度改訂経済見通し（2次QE後の改定）』

を参照のこと）。

一方、物価は鈍化状態が続いている。4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）の前年比は増税要因の大方が剥落したことで0.3%へ大幅鈍化、電気料金などに残る増税押し上げ分（0.3ポイントと想定）を除けば同0.0%と、原油安や低調なままの消費を背景に、15年入り後は物価上昇率がほぼゼロという状態に陥っている。

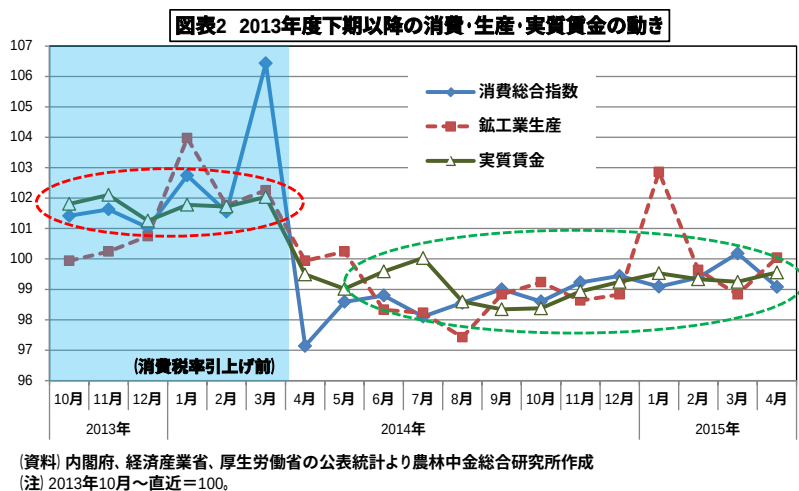
しかし、円安が定着していることもあり、最近では食料品や日用品などに価格転嫁する動きも散見されるなど、企業・生産者や販売業者の価格設定行動にも変化が見られつつある。とはいえ、夏場まではガソリンなど石油製品の物価押し下げ効果は大きく、物価上昇率がゼロ近傍で推移するとみられる。その後は、原油安要因が剥落するとともに、労働需給の逼迫など賃上げ継続姿勢が物価にも波及し、上昇率を回復させる動きが強まるだろう。

金融政策：現状と見通し

このように実際の物価動向が物価安定目標（全国消費者物価の前年比上昇率で2%前後）から乖離した状態がしばらく続くことが想定される中、日本銀行がどう

対応するかが注目を集めてきた。

こうした中、黒田日銀総裁らは、労働需給などマクロ的な需給バランスは改善傾向にあり、かつ物価が鈍化している下でも予想物価上昇率が高止まり状態が続いていることを理由に、「物価の基調」は改善していると繰り返し返



し述べている。さらに、石油製品などの個別の財・サービスの「価格」の動きと上述の「物価の基調」を明確に区別した議論を展開している。以上を考慮した結果、現行の量的・質的金融緩和（QQE2）の枠組みで「16年度前半頃」に2%の物価上昇を達成できると判断しており、市場参加者の根強い追加緩和期待に対して一線を画する姿勢を示している。

実際、6月18～19日に開催された金融政策決定会合においても、所期の効果を発揮していると自己評価するQQE2の枠組みを維持することを決定、物価安定目標を安定的に達成するために必要な時点までQQE2を継続することを示した。

しかし、15年度下期以降に原油安の影響が剥落するとしても、「16年度前半頃」に2%前後の物価上昇を安定的に達成する状況に到達することは厳しいことには変わりはない。そのため、いずれ日銀は展望レポートやその中間評価を行う際に物価2%の達成時期をさらに先送りすることは不可避であろう。とはいえ、経済の好循環入りが実現すれば、すでに一部で逼迫している労働需給がさらに引き締まり、それが賃金・物価を押し上げていくことが想定され、そのペースが市場予

想を上回ることも十分ありうる。その際にはQQE2からの出口が意識され、長短金利などに少なからぬ影響が出るが見込まれる。

金融市場：現状・見通し・注目点

国内では円安や株高傾向を受けて日銀の追加緩和観測が後退しつつあるほか、米国の年内利上げ観測の強まり、ユーロ圏のデフレ懸念解消や景気回復期待などで、6月に入り、海外金利が上昇する場面もあった。

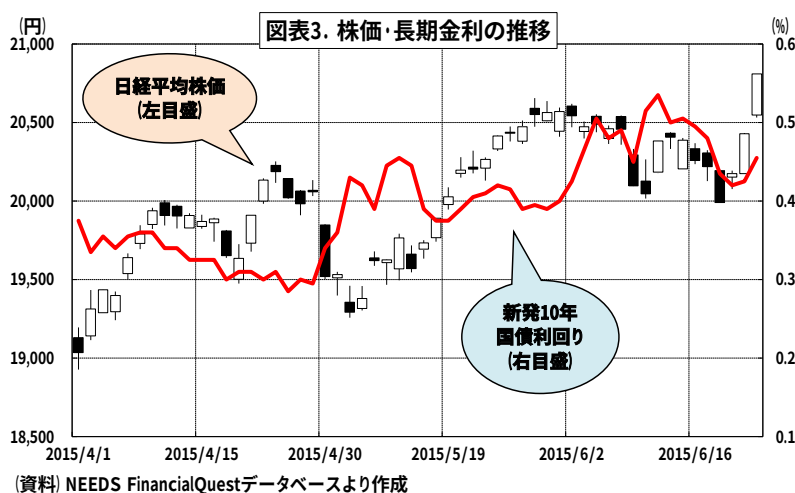
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

① 債券市場

QQE2の導入により、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いるが、原油急落に伴う世界的なデフレーション懸念が強まる中、指標金利である新発10年物国債の利回りは、一時0.2%割れ（1月中旬）と過去最低を更新した。しかし、その後は高値警戒感、流動性リスクへの警戒などが意識されて反転したほか、再び変動幅も大きくなっている。さらに、6月に入り、欧米の長期金利が上昇傾向を強めたことにつられて9ヶ月ぶりに0.5%台まで上昇する場

面もあった。

先行きについては、QQE2による一定の金利抑制効果が期待されること、そのQQE2は当面は継続される見通しであることから、現段階で金利が上昇傾向をたどることは想定しない。基本的に低金利状態は保たれるとみるが、時折、



米利上げ時期を巡る思惑などで金利変動が激しくなる場面もあるだろう。

② 株式市場

15 年年明け直後には、原油安を原因とした世界経済懸念により、日経平均株価は 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。その後は利益確定の売り圧力も強まり、上値の重い展開が続いた。しかし、底堅い企業決算の発表が相次いだことや米国の年内利上げ観測が再び強まったこともあり、円安が進行し、それを受けて 5 月下旬から 6 月上旬にかけて 27 年ぶりの 12 連騰を記録し、かつ 15 年ぶりに 20,500 円台を回復するなど、堅調に推移した。その後、円高に振れたことを嫌気して一時 2 万円割れとなったが、調整は軽微なものにとどまっている。

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、円安状態の定着などは株価押し上げに貢献するとみられる。当面、株価は堅調に推移すると予想する。

③ 外国為替市場

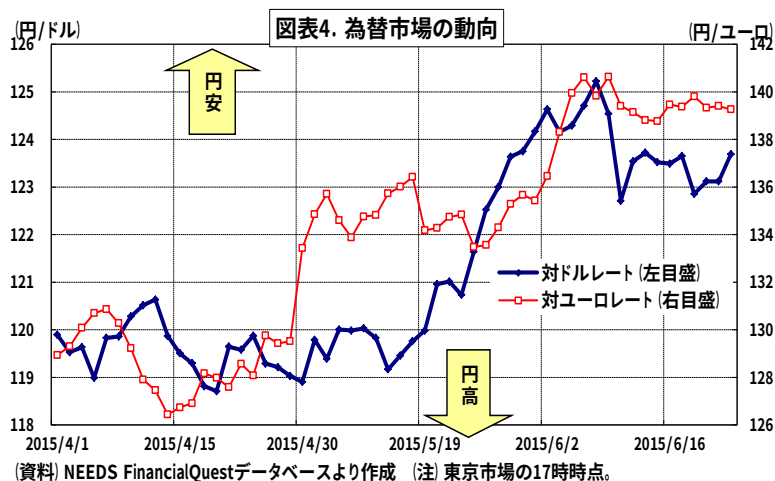
14 年秋の米量的緩和終了、日銀の QQE2 発表、GPIF 運用改革案で外国債券・株式の運用比率の引上げが盛り込まれたことなどをを受けて 1 ドル＝120 円台まで円安が進んだドル円相場は、その後 5 月中旬まで 120 円台前後でのレ

ンジ相場が続いた。その間、米利上げ時期の後ズレ観測が台頭する場面もあったが、5 月下旬に入ると米経済指標の回復もあり、再びドル高傾向が強まり、一時 13 年ぶりとなる 125 円台となった。6 月上旬には黒田日銀総裁による円安牽制と受け取られるような発言から、円安進行は一旦止まったが、それでも将来的に日米金利差が拡大するとの予想は根強く、120 円台前半の水準を保っている。

先行きは、基本的には日銀では現行レベルでの大規模緩和が当面継続される一方、米国では年内の利上げ開始が意識されることもあり、円安状態は保たれ、かつ利上げ時期が迫れば円安傾向が再び強まるとみられる。

一方、14 年末から 15 年 4 月初頭にかけて対ユーロレートは円高が大きく進行、一時 1 ユーロ＝120 円台後半となったが、4 月中旬以降、ユーロ圏でデフレ懸念が後退したこともあり、ユーロ高方向に反転、足元では 140 円前後で推移している。しかし、ギリシャ問題を抱えているほか、ユーロ圏経済の本格回復にはまだ時間がかかることを考慮すれば、再びユーロ安が進む可能性もあるだろう。

(15.6.23 現在)



2015～16 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)

～15 年度:1.8%(上方修正)、16 年度:2.1%(下方修正)～

調査第二部

6 月 8 日に発表された 2015 年 1～3 月期の GDP 第 2 次速報(2 次 QE)などを踏まえ、当総研は 5 月 25 日に公表した「2015～16 年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

比成長率を押し上げる構図には変わりはないものの、堅調な計画の割に鈍いとされてきた設備投資に明確な改善が見られたこと自体は、前向きな評価が可能といえるだろう。

1～3 月期は大幅上方修正

5 月 20 日に発表された 1～3 月期の 1 次 QE によれば、経済成長率は前期比年率 2.4%と 2 四半期連続のプラスかつ成長率の加速が見られた。しかし、内容を精査すると、民間在庫投資が急増した結果、前期比成長率(0.6%)を 0.5 ポイントも押し上げ、逆に民間最終需要の持ち直しテンポが鈍いままであることが意識されるなど、高めの成長率は見掛け倒しであると評価せざるを得ない内容であった。

今回発表された 2 次 QE では、1～3 月期の法人企業統計季報での設備投資額が前期比 5.8%(金融保険業を除く全産業、ソフトウェアを除くベース)へ加速したことから、事前の市場予想でも小幅上方修正されるとの見方が多かったが、実際には、その民間設備投資が大幅に上方修正されたほか、民間在庫投資もさらに上方修正された結果、経済成長率は前期比年率 3.9%へ大幅に上方修正された。

民間在庫投資の増加が前期

景気の現状

さて、15 年度入り後の主要経済指標を眺めてみると、1～3 月期の米中経済の不振を受けて輸出の増勢がやや弱まったような状況となっているほか、実質所得が目減りした状態に陥った影響が家計行動にボディブローのように効いており、消費の低調さが続いている。その結果、企業部門では在庫水準が高止まりし、足元

図表1 2015～16年度 日本経済見通し

	単位	2013年度 (実績)	14年度 (実績)	15年度 (予測)	16年度 (予測)
名目GDP	%	1.8	1.6	3.0	3.1
実質GDP	%	2.1	▲ 0.9	1.8	2.1
民間需要	%	2.3	▲ 2.2	2.0	3.4
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 3.1	1.8	2.7
民間住宅	%	9.3	▲ 11.7	1.3	6.3
民間企業設備	%	4.0	0.4	4.2	6.5
民間在庫増加(寄与度)	ポイント	▲ 0.5	0.5	▲ 0.2	▲ 0.1
公的需要	%	3.2	0.7	▲ 0.0	0.2
政府最終消費支出	%	1.6	0.4	0.5	0.4
公的固定資本形成	%	10.3	2.0	▲ 2.4	▲ 0.8
輸出	%	4.4	8.0	7.5	4.0
輸入	%	6.7	3.7	7.2	8.6
国内需要寄与度	ポイント	2.6	▲ 1.5	1.5	2.7
民間需要寄与度	ポイント	1.8	▲ 1.6	1.5	2.6
公的需要寄与度	ポイント	0.8	0.2	▲ 0.0	0.1
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.6	0.7	0.2	▲ 0.7
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.3	2.5	1.3	0.9
国内企業物価(前年比)	%	1.8	2.8	▲ 1.6	1.0
全国消費者物価(〃)	%	0.8	2.8	0.3	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	3.1
鉱工業生産(前年比)	%	3.0	▲ 0.3	2.7	4.7
経常収支	兆円	0.8	7.7	12.9	12.1
名目GDP比率	%	0.2	1.6	2.6	2.3
為替レート	円/ドル	100.2	109.9	124.0	116.3
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.07	0.06	0.10
新発10年物国債利回り	%	0.69	0.48	0.40	0.73
通関輸入原油価格	ドル/バレル	109.6	90.6	61.9	62.5

(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。

では生産・在庫調整が迫られている。

しかし、明るい材料が散見され始めているのも確かである。まず、海外については、米国経済は4月以降、再び回復に向けて動き始めているほか、一時はデフレ懸念が強めていたユーロ圏経済にも明るい兆しが見えてきた。前期比では5%台まで減速した中国経済についても、金融緩和措置や不動産市場のテコ入れ策を断続的に打ち出している。

国内に目を転じると、失業率や有効求人倍率などの雇用関連指標は良好さを保っており、一部の業種・職種では人手不足状態となっている。また、4月には実質賃金が2年ぶりに前年比プラスに転じており、しばらくは物価の鈍化状態が続くこと、堅調とされる夏季賞与や先行きの残業時間の増加可能性などを踏まえると、実質賃金の上昇幅は拡大することが見込まれる。すでに、消費者マインドは好転しており、所得増が定着すれば、消費拡大につながると予想される。

景気・物価見通しと金融政策運営

以下では、当面の国内景気について考えてみたい。今回の2次QEは大幅な上方修正となったが、その一部は在庫増によるものであり、目先の成長下押し要因を強まる結果となった。しかし、同時に設備投資の回復傾向が明確化しつつあることが確認されており、前述したような景気・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。

4～6月期は在庫調整の進展に伴い、経済成長率は減速が余儀なくされるだろうが、その底流では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したこと等を通じて、家

計の所得環境は好転し、消費の回復傾向が強まるとの見方の変更はない。また、円安効果の浸透や底堅さを取り戻した米国経済を背景に、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駆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も次第に高まり、賃金・物価が適度に上昇し始める状態が作り出されていく。ただし、16年度には「景気の天井」も意識され始め、趨勢的な成長ペースは鈍化が始まることになるだろう。

以上を踏まえ、15年度の経済成長率は1.8%（5月発表の経済見通しから上方修正）、16年度は2.1%（同じく下方修正）と、14年度のマイナス成長（▲0.9%）から一転、高めの成長となると予想する。

また物価については、消費税要因がほぼ剥落したことに加え、消費低迷の影響を受けて、足元の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ）は前年比ゼロ近辺まで鈍化している。15年夏場にかけてこのような状態が続くが、下期以降は原油安要因が剥落し始めるほか、景気回復による需給改善で徐々に上昇率を高めるだろう。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。とはいえ、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ため、日本銀行の政策運営に対して追加緩和や目標変更といった思惑が時折意識されるだろう。しかし、日銀は物価の基調は改善していると評価しており、追加緩和に対しては慎重姿勢を継続するだろう。

情勢判断

米国経済金融

雇用や消費は改善したが、利上げ判断は依然慎重

趙 玉亮

要旨

雇用や消費関連指標が堅調な結果となったことから、これまでの懸念は払拭され、市場では年後半にも利上げが開始されるとの観測が強まった。こうしたなか、6月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、事実上のゼロ金利政策を維持した一方、年内利上げの姿勢も引き続き示した。利上げの時期に関する明確なメッセージは確認されなかったものの、16、17年末のFF金利予測が下方修正されたことから、より緩やかな利上げペースが示唆され、金融市場では金利低下・株価上昇の展開となった。

経済情勢の現状と先行き

15年1～3月期の米国GDP改定値によれば、実質GDP成長率は、前期比年率▲0.7%と速報値(4月29日発表、同0.2%)から下方修正され、名実ともに失速を示す内容となった。加えて、悪天候など一時的な要因が剥落したにもかかわらず、4月の消費関連指標は予想したほど回復していなかったため、悪天候など一時的な要因だけでは失速を説明しきれない部分

があると、連邦準備制度理事会(FRB)内部で経済の先行きに対する懸念が浮上した。こうしたことを背景に、市場では雇用や消費関連の経済指標を確かめようとする意識が高まった。

発表された5月分の経済指標をみると、米国経済は企業部門の動きが依然低調だったものの、雇用は引き続き堅調に推移しており、個人消費も改善した内容となったため、これらに対するこれまでの懸

図表1 米国の主要経済指標の動向

	経済指標	14年12月	15年1月	15年2月	15年3月	15年4月	15年5月	15年6月	直近の状況
雇用・賃金・物価 関連	失業率(%)	5.6	5.7	5.5	5.5	5.4	5.5		やや悪化
	非農業部門雇用者数増加(万人)	32.9	20.1	26.6	11.9	22.1	28.0		市場予想を上回る好調な結果
	時間当たり賃金(前月比、%)	▲0.2	0.6	0.1	0.3	0.1	0.3		やや加速
	(前年比、%)	1.8	2.2	2.0	2.1	2.2	2.3		
	PCEデフレーター(前月比、%)	▲0.2	▲0.5	0.2	0.2	0.0			伸び悩み
	(前年比、%)	0.8	0.2	0.3	0.3	0.1			
	コアPCEデフレーター(前月比、%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1			
	(前年比、%)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2			
消費関連	小売売上高(前月比、%)	▲0.9	▲0.8	▲0.5	1.5	0.2	1.2		市場予想通りの改善
	(前年比、%)	3.3	3.7	1.9	2.1	1.5	2.7		市場予想を上回った
	ミシガン大学消費者信頼感指数	93.6	98.1	95.4	93.0	95.9	90.7	94.6	
企業関連	鉱工業生産(前月比、%)	0.0	▲0.4	▲0.0	0.0	▲0.5	▲0.2		低調が続く
	稼働率(%)	79.6	79.1	79.0	78.8	78.3	78.1		6ヶ月連続低下
	ISM製造業指数	55.1	53.5	52.9	51.5	51.5	52.8		総じて良好
	ISM非製造業指数	56.5	56.7	56.9	56.5	57.8	55.7		
住宅関連	住宅着工件数(千戸、季調値)	1,080.0	1,080.0	900.0	954.0	1,165.0	1,036.0		堅調に推移
	建設許可件数(千戸、季調値)	1,077.0	1,059.0	1,098.0	1,038.0	1,140.0	1,275.0		
	新築住宅販売件数(千戸、季調値)	495.0	521.0	538.0	484.0	517.0			新築や中古いずれも販売好調
	中古住宅販売件数(千戸、季調値)	5,070.0	4,820.0	4,890.0	5,210.0	5,040.0			
輸出入	輸入(前年比、%)	4.3	▲1.3	▲5.0	▲1.0	▲5.1			輸入停滞の状況が続く
	輸出(前年比、%)	0.2	▲3.3	▲4.1	▲6.5	▲4.8			輸出減少

(資料) Datastreamより作成

念は一定程度払拭された（図表1）。

先行きについては、雇用は非製造業を中心に好調さを保ちながら、賃金増加の動きが強まるなか、個人消費や住宅関連などの家計の需要は夏場を通じて改善する動きを示す可能性が高い。一方、企業動向については、ドル高の影響から鉱工業生産の4分の3を占める製造業は低調な動きが続くと見込んでおり、回復まで多少時間がかかりそうである。以上から、「家計堅調・企業（製造業）低調」の経済状況はしばらく続くと考えられる。

6月FOMCとその注目点

① 現行政策の維持

6月16～17日に開催されたFOMCでは、事実上のゼロ金利政策が維持された一方で、年内利上げ開始の姿勢も引き続き確認された。

具体的には、経済については第1四半期の悪天候などの影響から緩やかに持ち直していると上方修正しつつも、利上げ判断には労働市場のさらなる改善や、イ

ンフレが2%の目標に向けて上昇するとの確信を得ることが適切だと表明した。同時に公表された見通しでは、フェデラルファンド（FF）金利について、FRB当局者17人のうち、15人は年内に利上げすべきとの見方を示したが、それは前回（3月会合）と変わらなかった。しかしながら、利上げの開始時期などに関する手がかりは確認されず、GDP見通しの下方修正などから、ハト派的な内容になったと見る向きがある（図表2）。

② FF金利予測の下方修正

一方、FF金利誘導目標の予測値については、15年末の見方がより分散し、16、17年末は引き下げられた。15年末時点で、FF金利誘導目標の予想中央値は0.625%と、3月時点の予測と変わらず、年内0.25ポイントずつ2回の利上げの可能性を示唆したが、金利予測値のレンジ上限は下方修正され、利上げに慎重な見方が拡大したと市場の一部で受け取られた。

また、16年末のFF金利予測値は

FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し（15年6月時点）

	2015年	2016年	2017年	長期(longer-run)
実質GDP	1.8～2.0 (2.3～2.7)	2.4～2.7 (2.3～2.7)	2.1～2.5 (2.0～2.4)	2.0～2.3 (2.0～2.3)
失業率	5.2～5.3 (5.0～5.2)	4.9～5.1 (4.9～5.1)	4.9～5.1 (4.8～5.1)	5.0～5.2 (5.0～5.2)
PCE デフレーター	0.6～0.8 (0.6～0.8)	1.6～1.9 (1.7～1.9)	1.9～2.0 (1.9～2.0)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.3～1.4 (1.3～1.4)	1.6～1.9 (1.5～1.9)	1.9～2.0 (1.8～2.0)	
FFレート 誘導水準	0.625 (0.625)	1.625 (1.875)	2.875 (3.125)	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。

長期（longer-run）とは、適切な金融政策の下で、経済にさらなる大きなショックがない場合に、参加者が収斂すると予測した水準である。

1.825%から1.625%へ、17年末は3.125%から2.875%へと、ともに3月時点から下方修正されたように、15年後半に利上げが開始されたとしても、3月時点の予測より、利上げは緩やかなペースになると見込まれている。

③ 年内利上げの姿勢強化や慎重な政策運営

FOMC後の記者会見で、イエレンFRB議長は「開始時期はデータ次第」とこれまでの見解を繰り返したほか、「初回利上げを過大評価すべきでない」、「利上げの時期より、そのペースが重要」、「初回利上げ後も、相当な期間緩和的スタンスを維持する」など、緩やかな利上げを再確認したほか、初回利上げに対する市場の不安を払拭しようと試みている。

こうした発言から、年内に利上げしつつも、その後のペースは緩やかにしていくとの姿勢が明らかである。FRBにおける政策運営は依然慎重であり、夏場の労働市場やインフレ動向、経済成長状況などを踏まえて、最終的に利上げ決定を行うだろうと考えられる。

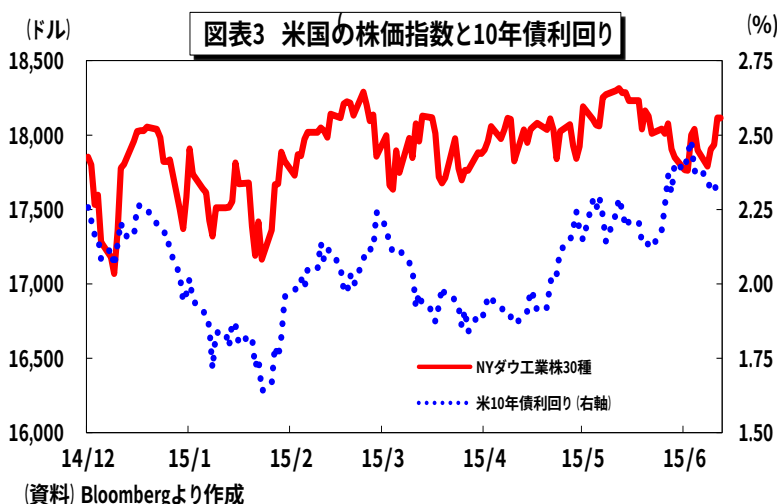
一方で、「年内には利上げ」と「慎重

なペースでの利上げ」というイエレン議長の発言にはブレがあると判断され、市場との対話でコミュニケーションが混乱するリスクがある点には注意する必要がある。実際、このようなケースは最近もあった。イエレン議長は5月22日、「景気改善が続けば、年内利上げが適切であろう」と発言し、それを受けてドル高が急速に進行する事態があった。ルー米財務長官は5月27日、「FRB当局者らは、これまで以上に明確な形で、方針を外部に伝える必要性を認識している」との見解を示し、金融政策正常化に向かうなか、こうしたコミュニケーションが混乱するリスクに対応を促した発言を行っている。

④ 会見におけるイエレン議長の見方

直近で急速に進行してきたドル高に対し、イエレン議長は「相場に目標を持っていない」、「経済に影響のある多くの要因の一つに過ぎない」との見解を示している。ドル高の進行がFRBの利上げ判断に支障が出るのではないかと一部の懸念については、これを払拭した。

一方、5月の消費関連指標が改善したことについて、少なくとも完全に安心できる状態とは判断していないと思われる。「エネルギー・ガソリン関連の支出は減少したにもかかわらず、消費は予想ほど増加していなかった」、「家計が改善した所得を貯蓄に回す行動に対し、現時点で判断できない」と発言している。消費関連に対する懸念が多少残っている中、夏場



の景気の状態については、引き続き注意深く見ていく必要がある。

金融市場

① 債券市場

米国の長期金利（10 年債利回り）は、月初めに欧州債利回りの大幅上昇や、堅調な雇用統計を受けて利上げが年後半にも開始されるとの観測が高まったことなどから、大幅に上昇して一時 2.49%と昨年 10 月以来の水準を付ける場面もあった（図表 3）。しかし、その後はギリシャ債務問題への懸念からリスク逃避的買いや、FOMC で緩やかな利上げが示唆されたことから低下に転じ、2.2%台半ばへと低下した。先行きは、利上げタイミングが近づくにつれ、上昇圧力も高まる一方、相対的に金利水準の高い米国債市場への

資金流入で金利の低下圧力もあるなか、当面、2%台前半での推移を引き続き予想する。

② 株式市場

米株式市場は、ギリシャ債務問題への懸念や、利上げ観測の高まりが重しとなった一方、雇用や消費関連の経済指標が堅調で支えにもなったことから、NYダウ工業株30種平均株価は18,000ドル台を挟んでもみ合いとなった。先行きは、利上げは緩やかなペースで実施していくとは言え、株価を抑制するのに対し、景気拡大への期待から株価が上昇する余地もある。引き続き政策動向や、FOMCメンバーの発言などをにらみながら、当面の株式相場は高値圏でもみ合う展開が続くと予想する。

（15.6.22 現在）

限られるユーロ圏に吹く追い風の景気刺激効果

～市場波乱の拡大につながる原油価格の反転上昇～

山口 勝義

要旨

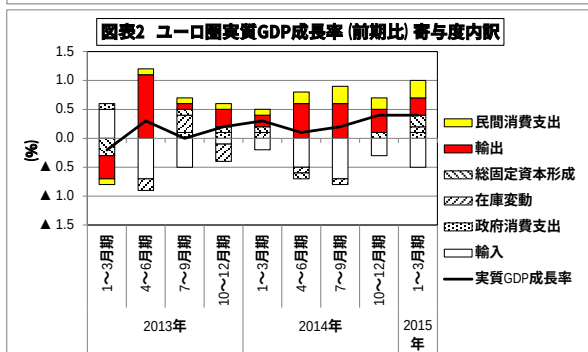
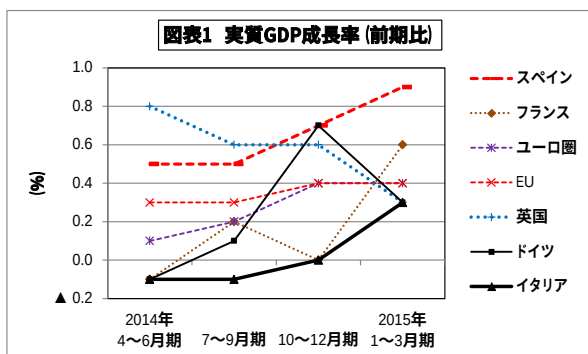
原油安、ユーロ安、低金利というユーロ圏に吹く景気回復への追い風は、その景気刺激効果は限定的である一方で、市場波乱の要因ともなっている。特に負の影響が連鎖し拡大することが予想される原油価格の上昇を中心として、追い風の反転リスクに注意が必要である。

はじめに

ユーロ圏では、昨年夏頃からは景気回復に向けた追い風が吹いている。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ユーロ安の進行である。また、本年1月にはECBが国債を含む量的緩和策（QE）を3月に開始することを決定したことで、その後中長期金利は一段と低下し、株価は上昇傾向で推移してきた。こうした下で、ユーロ圏の2015年第1四半期（1～3月期）の実質GDP成長率（前期比）は前期と同率の0.4%を維持した（図表1）。

今回のGDP成長率への寄与度では、なかでも民間消費支出と輸出が大きな役割を果たしていることがわかる（図表2）。ここには、原油安が燃料コストの低下などを通じ家計の購買力を拡大し、またユーロ安が企業による輸出を促進するなどの、上記の追い風による好影響が反映しているものと考えられる。

しかしながら、金利の低下も含め、これらの環境変化の大きさとの対比で見れば、ユーロ圏の景気回復は力強さに欠け緩やかに過ぎるとの印象が強い。最近では小売売上高には頭打ち感が現れているほか、輸出も特段大幅に伸長しているわけではない。一方、市場は5月以降波乱に見舞



(資料) 図表1、2は、Eurostat のデータから農中総研作成

われ、ドイツ国債などの利回りの急上昇は米国債等、他市場にも波及することになった。そのきっかけは足下での原油価格の下げ止まりを背景とする消費者物価上昇率の回復であったが、この波乱はQEに伴う市場の行過ぎ感の修正でもあった。

以上の動向を踏まえれば、ユーロ圏に吹く追い風は、その景気刺激効果は限定的である一方で市場のボラティリティを上昇させており、全体としては望ましくない影響を与えているようにも考えられる。

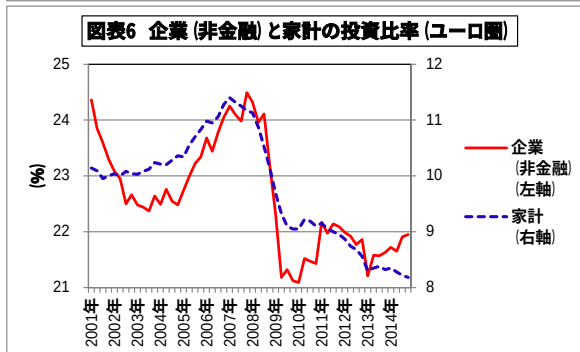
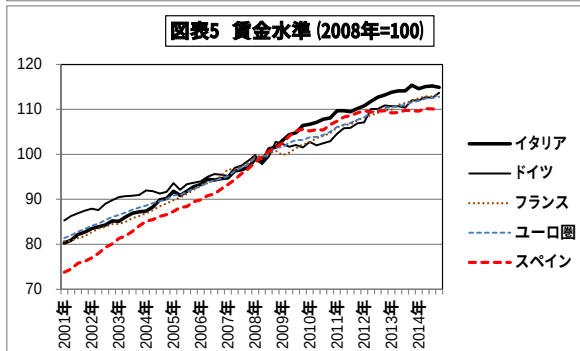
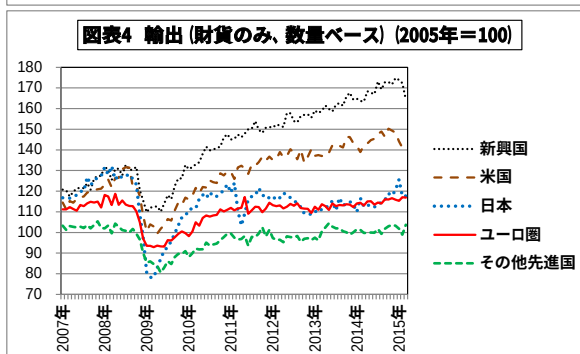
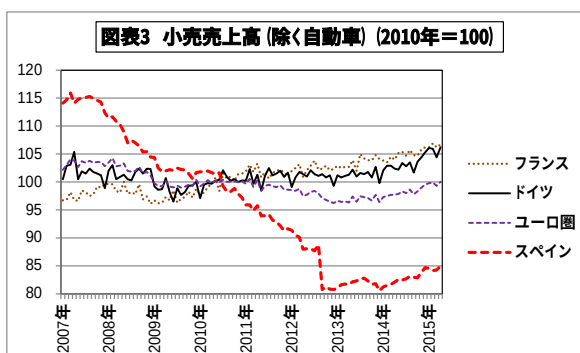
力強さに欠ける小売売上高と輸出

これらの指標のうち、まず小売売上高については、ドイツではこれまでの出遅れ感を取り戻すほどの急速な改善が見られている一方で、他国では横ばいにも転じつつあり上昇ペースは必ずしも力強いものとはなっていない（図表 3）。また、輸出についても、ドイツでは 14 年後半以降改善の動きが認められているものの、ユーロ圏全体としてはその伸びは鈍いものにとどまっている（図表 4）。

こうした小売売上高の推移には、同時に進んだユーロ安が、これまでの原油安の効果の一部を減殺していることのほか、食品など日用品の輸入価格の押上げを通じ消費を下押しする形で働いている可能性がある。また、足元での原油価格自体の下げ止まりも影響しているものと考えられる。一方、輸出動向については、生産拠点の海外移転の進行がユーロ安の効果を発現しにくくしているのではないかとみられる。加えて、最近では世界的に貿易の減速傾向が現れていることから、その影響を受けている可能性もある。

また、以上の他にも、ユーロ圏では追い風の好影響の実体経済への浸透を妨げる様々な制約条件が残存している。例えば、企業・家計ともに共通した負債比率の高止まりや企業の収益性の低迷であり、改善の速度が鈍い失業率や貧富の格差、ドイツを除く賃金の伸び悩みなどである（図表 5、6）。

特にドイツ以外の国々がこれらの制約条件を消化しつつ、ユーロ圏が全体として追い風の好影響を十分享受するに至るまでにはかなりの時間が必要になるものとみられる。このため、現在の好環境による当面の景気回復効果は限定され、むしろ、この間に、政



(資料) 図表 3、5、6 は Eurostat の、図表 4 はオランダ経済政策分析局 (CPB) の、各データから農中総研作成
(注) 図表 6 の投資比率は、非金融企業については総付加価値額、家計については可処分所得額に占める固定資本形成額の割合である。

治的判断に左右され値動きも大きい原油価格が上昇した場合の負の影響の波及には、特に注意が必要ではないかと考えられる。

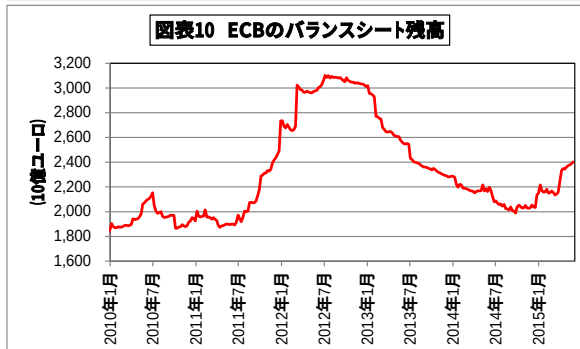
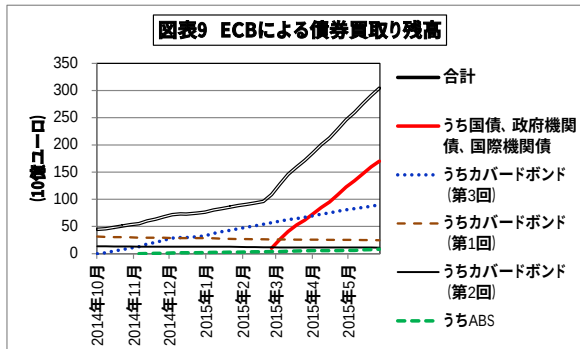
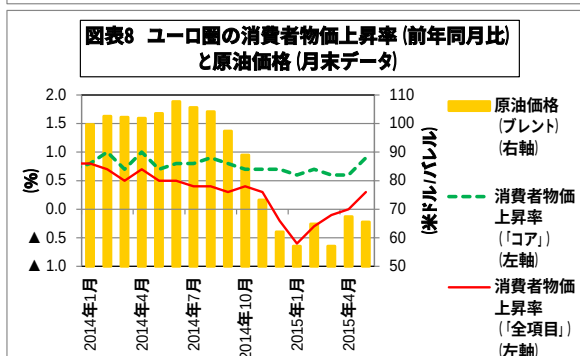
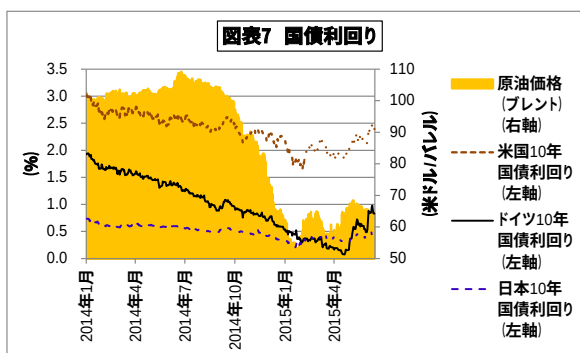
QE 導入後の市場波乱

現にユーロ圏では、このところの原油価格の下げ止まりを背景とした消費者物価 (HICP) 上昇率の回復を主因に、5 月以降ドイツ国債主導で市場波乱に見舞われている。QE が進行する中で 4 月半ばには 0.05% まで低下していたドイツ 10 年国債の利回りは 5 月に入り急上昇し、その後はやや落ち着きを取り戻したものの、6 月には再度の波乱となり、同国債の利回りは約 9 ヶ月ぶりに一時 1.0% 台にまで上昇した。このわずか 2 ヶ月間で約 100bp の急激な上昇は、米国債市場など他の市場にも波及することにもなった (図表 7)。

ユーロ圏の 4 月の HICP 上昇率は「全項目」ベースで 5 ヶ月ぶりにマイナス圏から脱し前年同月比 0.0% となり、さらに 5 月には同 0.3% まで戻している (図表 8)。あわせてサービス価格などの動きを受け、エネルギーや食品などを除く「コア」も上昇した。これに伴いデフレ懸念は後退し、ECB が 6 月には今年の HICP 上昇率の見通しを 0.0% から 0.3% に上方修正したことも加わり、期限以前での QE の早期縮小の思惑さえも生じることとなった。

ECB による QE も始まり、世界規模での異例な金融緩和による資金流入で、折から金融資産の価格は経済のファンダメンタルズ等に比べ割高に推移しがちとなっている。さらに、トレーディング業務を制限するなどの最近の金融規制の強化とともに、国債等を急速かつ大量に買い入れる ECB による QE 自体が市場流動性を低下させる方向で働いている (図表 9、10)。これらの結果、市場は思わぬ波乱が生じやすい環境に置かれている。

ドラギ ECB 総裁自身が、6 月の政策理事会後の記者会見で、低金利下では市場の



(資料) 図表 7、8 は Bloomberg の、図表 9、10 は ECB の、各データから農中総研作成

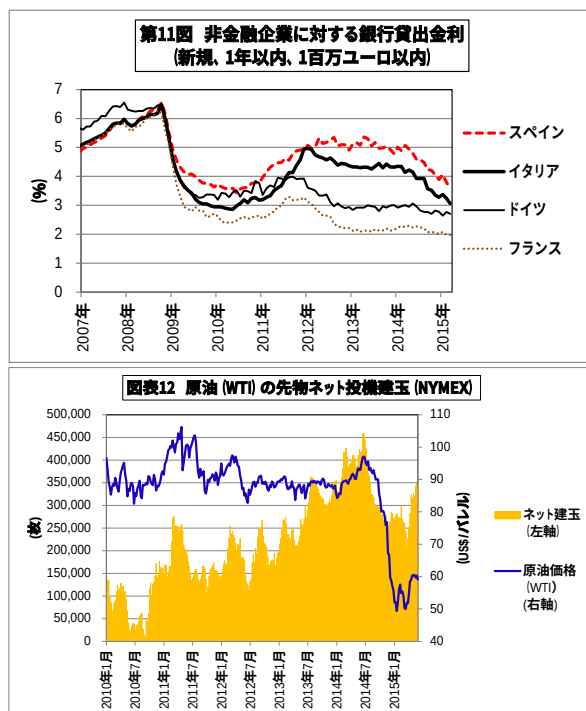
大きな変動に慣れるべきであるとの発言を行っているが、金利の急上昇はユーロ高をもたらす株価の上値を抑え、先行きの不透明感を高めるなど、QE の本来の狙いとは逆の結果につながるものである。

まとめ

このように QE は市場波乱の一要因ともなっているが、確かにそのプラスの側面にも注目する必要がある。最近ではユーロ圏における銀行貸出金利の水準は低下・収斂の傾向を強めており、また銀行貸出残高も底を打ちつつある（図表 11）。今後はこのような金融機能の回復を通じて、徐々に経済主体のコンフィデンスが改善し、投資面などでそのリスクテイク意欲が積極化することが想定できる。

ただし、そのためには追い風の継続が肝要であるが、その反転リスクを軽視することはできない。なかでも、前述のとおり原油価格の下げ止まりでさえ市場波乱の要因となっていることからすれば、それが反転上昇した場合の負の影響の拡大には特に注意が必要と考えられる。

確かに、原油価格については、当面は需給の緩みで、むしろ軟調な展開が予想される。6 月の総会で石油輸出国機構（OPEC）は生産目標の据え置きを決めたほか、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今後再開されることになる。また、市場では投機筋による原油先物のネットロングポジションが積み上がっていることから、一旦は価格の下押しの可能性が考えられる（図表 12）。利上げ観測に伴う米ドル高も、原油の上値を抑える要因である。しかしながら、米シェールオイルの減産や原油在庫の減少見通しなどにより、緩やかに価格が上昇する可能性は十分考えられる。その場合、昨年原油価格が急落した夏場以降においては、価格低下の場合でも前年対比での物価押下げ効果は縮小していくが、価格が上昇すれば上昇率は大幅になっていくことから、インフレ期待を相応に上



(資料) 図表 11 は ECB の、図表 12 は Bloomberg の、各データから農中総研作成

昇させるものと考えられる。これによるデフレ懸念からインフレ期待への転換は QE の早期縮小の思惑を生み、金利水準の上昇はユーロ高や株価の下落を含む市場波乱を呼ぶなど、その負の影響は連鎖し拡大することが予想される。同時に、他の国々では停滞感が強いとしてもドイツ等でこのまま経済情勢に過熱感が兆すこともあり得るが、これはインフレ懸念にもつながり、もともと反対論が根強い QE については期限以前での早期縮小の思惑が一層強まることにもなりかねない。

このような追い風の反転は今後の景気回復を阻害するばかりか、市場波乱はリスクテイクの一層の手控えを招き、景気停滞をさらに継続させることになる。以上のように、ユーロ圏では現在のところ追い風の景気刺激効果は限定的である一方で、原油価格を中心として、その反転リスクには注意が必要になっている。

(15.6.22 現在)

依然弱いものの、下げ止まりの動きが見られる中国経済

王 雷軒

要旨

5月分の主要な経済指標からは、足元の中国の景気が依然弱いものの、下げ止まりの動きが見られる。先行きについては、金融緩和の効果が明確に出るほか、地方財政への支援強化などによる景気下支えの動きも強まっており、夏場以降は持ち直してくるものと思われる。

景気は下げ止まりの動きが見られる

2015年1～3月期の実質GDPは前年比7.0%と14年10～12月期（同7.3%）から鈍化したが、足元の景気は依然弱いものの、下げ止まりから持ち直しに向かっていると見られる。

以下では、5月分の経済指標から、足元の景気・物価動向を見てみよう。

まず、投資については、依然弱い水準となっているものの、緩やかながら持ち直しの動きが見られる。5月の固定資産投資（農家を除く）は前年比9.9%と4月（同9.6%）から小幅持ち直した。内容的には、製造業における設備投資が小幅に改善したことに加え、住宅販売の持ち直しを受けて不動産投資も伸びを高めた（図表1）。

消費については底堅く推移している。消費の代表的な指標である社会消費財小売売上総額（物価変動を除く実質）の5月分は前年比10.2%と4月（同9.9%）から持ち直した。自動車販売台数は低調さが続いているものの、外食産業や通信機器は底堅く推移したほか、住宅販売の持ち直しによって、内装建材などの住宅関連消費財の販売も好調だった。

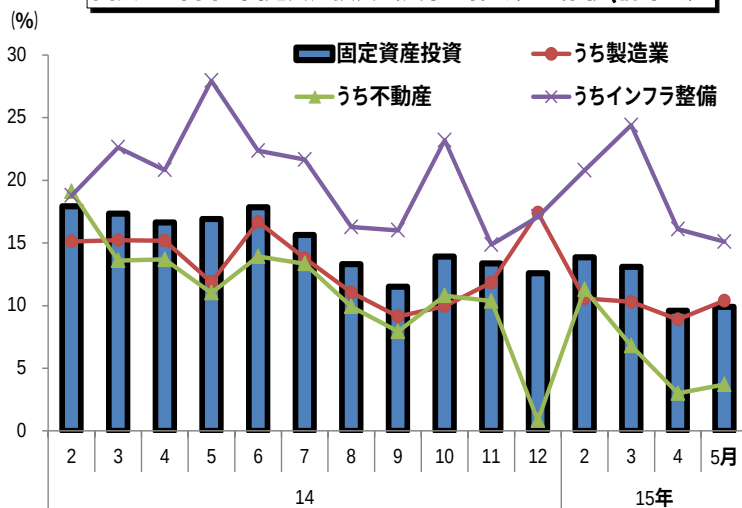
内需のほか、5月の輸出も前年比▲2.5%と依然鈍い動きとなっているが、4月（同▲6.4%）からマイナス幅は縮小した。主要地域別では、日本・欧州向けは依然として低調だったものの、米国・東南アジア諸国向けは緩やかに回復した。

さらに、生産面を確認しても、5月の鉱工業生産は4月からやや持ち直したほか、5月の製造業購買担当者指

数（PMI）も小幅回復している。これらの状況から判断すると、生産は依然弱い動きとなっているが、回復の兆しを見せたとは言えよう。

以上のように、主要経済指標が揃って小幅な改善となっていることから、足元の景気は依然弱いものの、緩やかながら持ち直しに向かっていると判断される。

図表1 中国の固定資産投資（農家を除く）の推移(前年比)



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

一方、物価動向であるが、景気の弱さに加え、原油安の影響もあって、物価の鈍化傾向が強まっている。5月の消費者物価指数（CPI）は4月から上昇率が低下したほか、生産者物価指数（PPI）も前年比▲4.6%と39ヶ月連続の下落となっている。

金融緩和に加え、財政政策による景気下支え策も強化

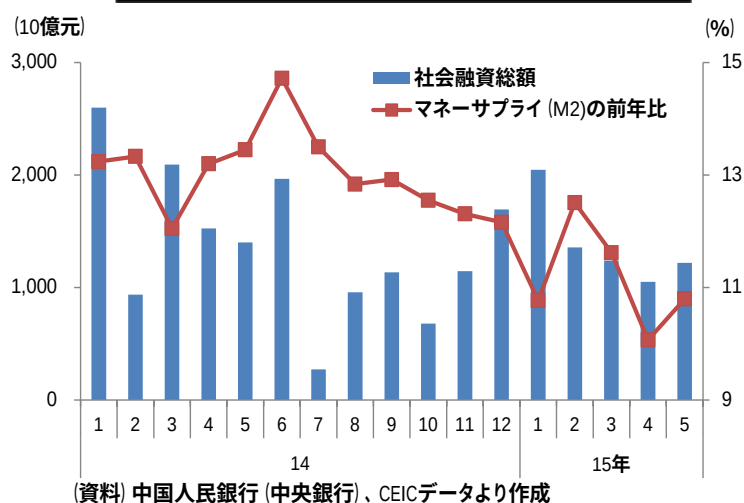
景気の弱さに加えて、物価鈍化が強まるなか、中国人民銀行（中央銀行）はこれまでは、ほぼ毎月金融緩和を行ってきた。14年11月、15年3月、5月に利下げを実施したほか、15年2月、4月には預金準備率の引き下げも行った。しかしながら、このように矢継ぎ早の金融緩和による景気押し上げ効果が出るまで時間のずれ（タイムラグ）があることから、今のところ、その効果はまだ限定的である。

とはいえ、利下げは既に住宅販売の持ち直しにつながっていることから、金融緩和の効果は徐々に始めると見られ、7～9月期にはその効果はより鮮明になるだろう。

一方、实体经济への総資金供給量を示す社会融資総額は5月にも銀行の新規融資が増勢を強めたものの、委託貸出や信託貸出などのシャドバンキングによる融資が減少したことから、低迷が続いている。マネーサプライ（M2）の伸びも前年比10.8%と4月からやや持ち直したものの、政府の目標値である12%を下回って推移している（図表2）。

こうした環境から、先行きの金融政策については、流動性供給のためにも、依

図表2 中国のマネーサプライ（M2）と社会融資総額の推移



然高水準の預金準備率（18%）を引き下げる必要があろう。また、企業の投資意欲を喚起するためには、実質金利を一段と下げる必要性もあることから、より大胆な金融緩和が求められるだろう。

最近の金融緩和に加えて、財政政策による景気下支えの動きも加速している。3月に続いて6月にも財政部（日本の財務省に相当）は1兆元規模の借換債の発行を決定するなど、地方財政への支援を強めている。また、マクロコントロールを行う中央省庁である国家発展改革委員会も、投資総額が約1,300億元となる鉄道や空港の新設や拡張プロジェクトを承認し、公共投資の増加を促している。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。景気下げ止まりの動きが見られるものの、依然弱い状況から、4～6月期の成長は前年比7%を下回る可能性がある。しかし、その後は、この間の金融緩和による景気押し上げ効果が明確に出るほか、借換債の発行などで地方政府の資金不足という問題も緩和すると見られることなどから、7～9月期には7%台前半の成長に戻り、15年通年で政府の成長目標である「7%前後」は達成できるだろう。（15.6.19現在）

米利上げを織り込む動きが進行する新興・資源国市場

多田 忠義

要旨

FOMC メンバーによる米利上げの予想ペースが、これまでに比べ緩やかとなったことから、新興・資源国の株・通貨に一時買い戻しの動きも見られた。しかし、資源価格は下落傾向で、米利上げを織り込む動きが進行しており、月を通じてみると株安・通貨安であった。

原油は 60 ドル前後の水準を維持、一方他の資源価格は下落傾向

5 月末から 6 月にかけての原油価格（WTI、期近物）は、1 バレル＝60 ドル前後の水準で推移した。6 月 5 日の石油輸出国機構（OPEC）総会では生産枠の維持を決定したことから供給過剰感根強いものの、米エネルギー情報局（EIA）が発表した石油在庫統計によれば、在庫は依然として高水準ながらも 4 月をピークに減少し続けており、当面 60 ドル前後でのこの着状態が続くとみられる。

一方、銅、ニッケル、鉄鉱石、アルミナなどの鉱物、乳製品や小麦などの農産物は下落傾向にある。一大消費国の中国では需要が弱含んでおり、輸入が 7 ヶ月連続のマイナスとなるなど、資源価格の押し下げ要因になっている。

IIF（国際金融協会）によれば、分析対象とした新興 5 ヶ国の日別非居住者資金フロー（債券）は、28 日移動平均ベースで 6 月も流出超となっており、新興国債券市場からの資金流出が続いているとみられる。米国債と新興国債券とのスプレッドを示す EMBI+ は、米利上げが年内にも実施されるとの観測が強まったことを受けて上昇（スプレッド拡大）した。一方、EM 通貨リターン指数の ELMI+ は下げ止まった。17 日発表の FOMC（連邦公開市場委員会）メンバーによる米利上げの予想ペ

ースが、これまでに比べ緩やかとなったことから、新興・資源国株価・通貨は一時買い優勢となったが、月を通じてみると株安・通貨安で、米利上げを織り込む動きが進行している。引き続き、米利上げ時期やペースへの思惑、資源価格の動向、ギリシャ情勢に注意する必要がある。

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：追加緩和期待高まる

インド準備銀行（RBI）は 2 日、レポレートを 25bp 引き下げ、7.25% とした。15 年に入り 3 度目の利下げで、インフレ率が鈍化する中、景気刺激策を継続する姿勢を改めて示した格好だ。また、RBI は市中銀行の貸出金利が低下しないことを問題視し、市中銀行に対して貸出金利の引き下げを要請した。

インドでは、5 月の卸売物価指数（WPI）は前年比▲2.4% と 7 ヶ月連続の下落となった。一方、消費者物価指数（5 月）は同 5.0% と、4 月（同 4.9%）から上昇率は拡大した。鉱工業生産指数（4 月）は前年比 4.1% と、3 月（同 2.5%）から 6 ヶ月連続で上昇した。今のところ、エルニーニョによる少雨の影響は限定的とみられるが、今後悪化すれば食料価格上昇が懸念されるため、インフレ上昇リスクへの警戒感が高い。とはいえ、原油安、需要

の弱さがインフレ圧力を弱めているとみられているため、追加利下げに対する期待も高まっている。

こうしたなか、15年GDP見通しが下方修正されるなど、先行き不安が強まったほか、米利上げの年内実施観測が高まったなど、株価、通貨は内外の不安材料で売られた。

インドネシア:17年ぶりの通貨安

インドネシアでは、5月の消費者物価が前年比7.2%と3ヶ月連続で上昇幅が拡大した。ラマダン入りを6月半ばに控えた食品価格の上昇が主因とみられる。

株価、為替はともに軟調に推移した。ルピアは9日、17年ぶりに最安値を更新した。急速に売られるルピアを嫌気し、株価も下落した。

ブラジル:5会合連続の利上げ実施

1～3月期のGDPは前年比▲0.2%と4期連続でマイナス成長となった。一方、5月の消費者物価指数（IPCA）は前年比8.5%と、4月から0.3ポイント上昇した。マイナス成長である一方、インフレ率は高水準であることから、ブラジル中央銀行は6月3日、5会合連続で政策金利を50bp利上げし、13.75%とした。

インフレ圧力が弱まる状況になく、当面利下げは望めない中、財務相は5月29日、農業対策や広範囲なインフラ投資計画を検討中と発表した。財政支出の見直しを進めるルセフ政権にとって、財政支出による景気刺激策は短期的には有効かもしれないが、中長期的にみれば高金利状態を長期化させ、成長阻害要因の要因にもなりうるなどの懸念は強い。

4月の鉱工業生産は15ヶ月連続の前年

割れで、下げ幅は3月から拡大した。5月の貿易（輸出）は、金額でみると1次産品、半製品、完成品はすべてで前年を下回ったが、一次産品の輸出数量でみれば増加している。資源価格は下落傾向であるため、輸出額の減少は当面歯止めがかからない状況である。

ロシア:2ヶ月連続の利下げ実施

ロシア中央銀行（BoR）は6月15日、政策金利を100bp引き下げ11.5%とすることを決定した。物価上昇率は鈍化し、ルーブルの対米ドル相場も回復していることが背景にある。実際、5月の消費者物価指数は2ヶ月連続で上昇率が鈍化し、前年比15.8%となった。

一方、実体経済は引き続き景気下押し圧力が強い。5月の鉱工業生産指数は事前予想よりも下げ幅が大きく、前年比▲5.5%と、4ヶ月連続で低下した。

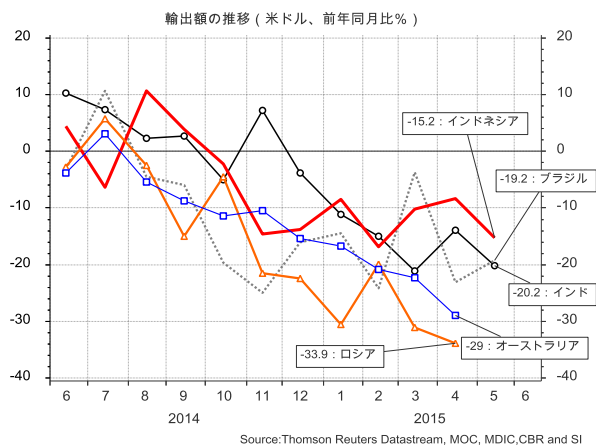
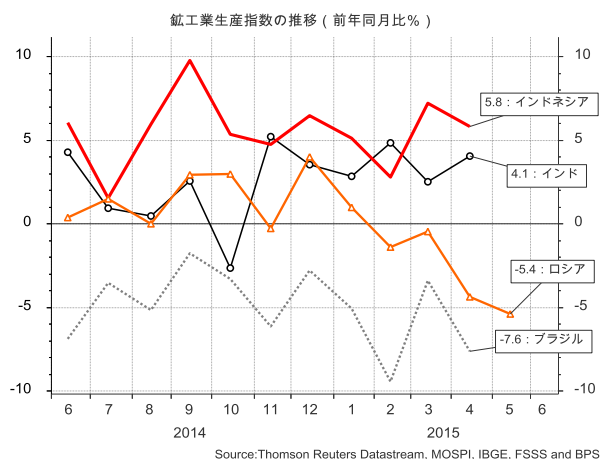
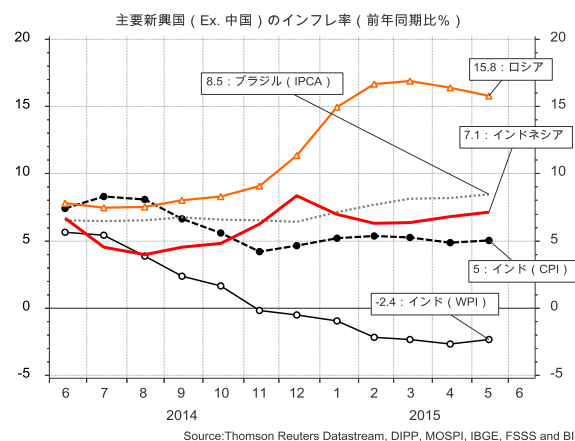
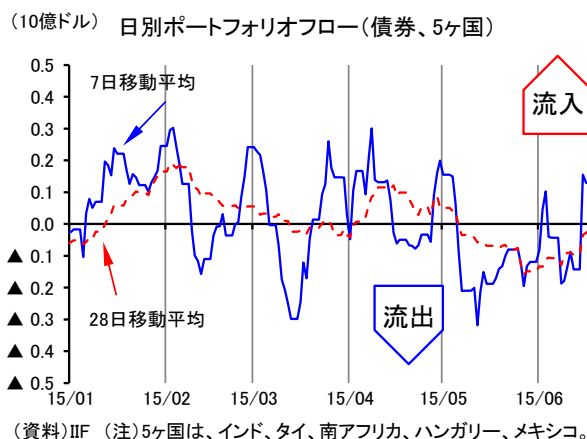
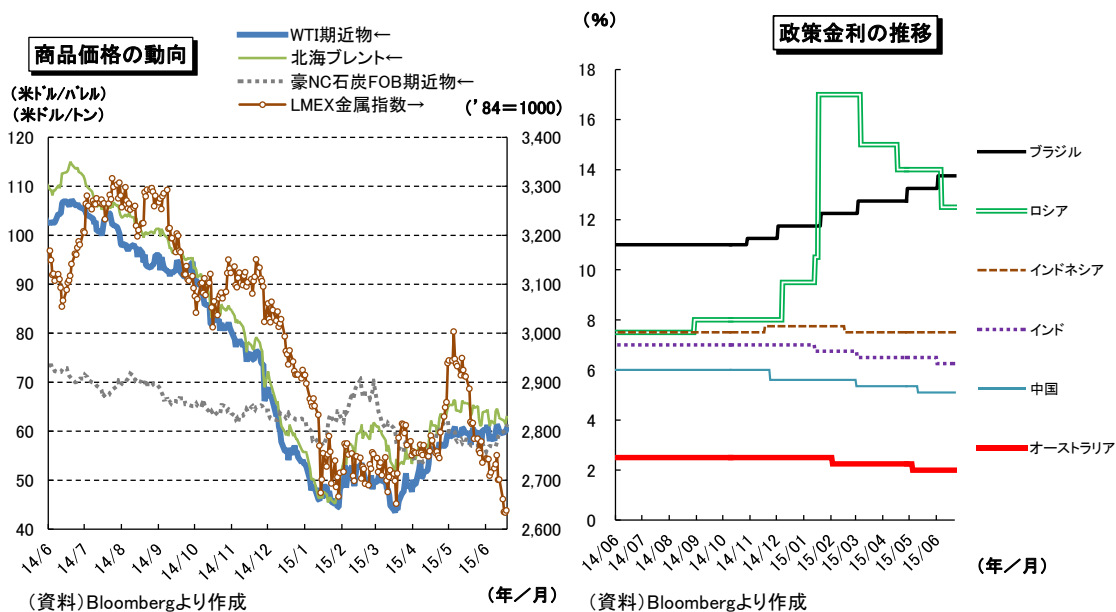
オーストラリア:雇用は一時的に改善

オーストラリア準備銀行（RBA）は6月2日、政策金利の据え置きを決定した。16日に公表された議事要旨では、鉱工業部門の投資落ち込みが続いている一方で、住宅投資は堅調で、先行きも上昇することが見込まれていると報告されている。一方、豪ドルの高止まりを憂慮し、RBAは当面の緩和政策維持を支持している。

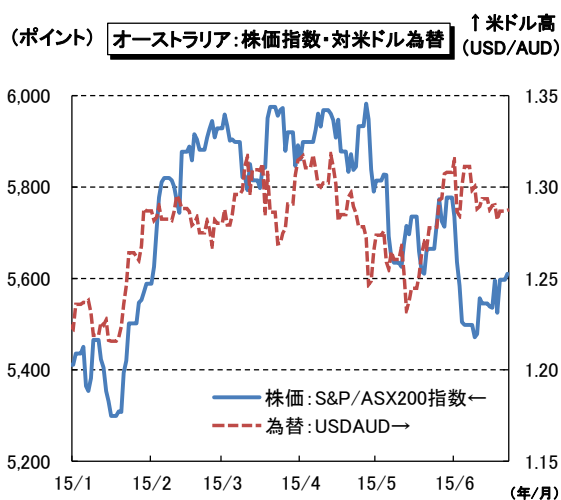
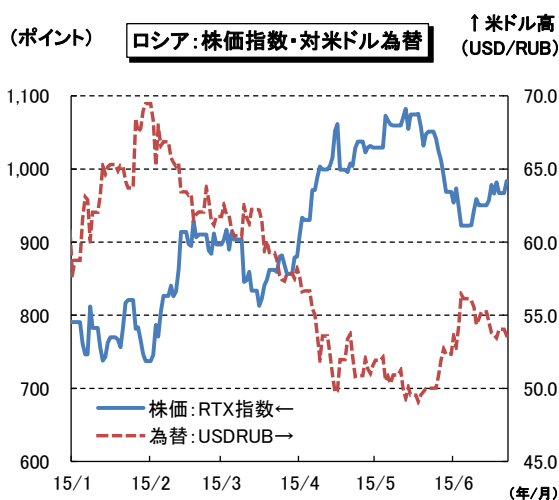
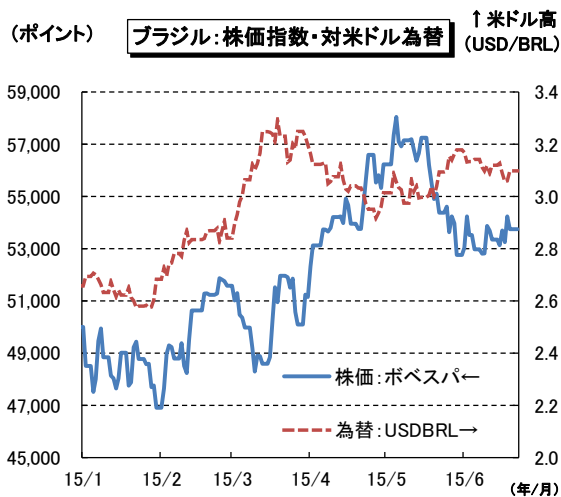
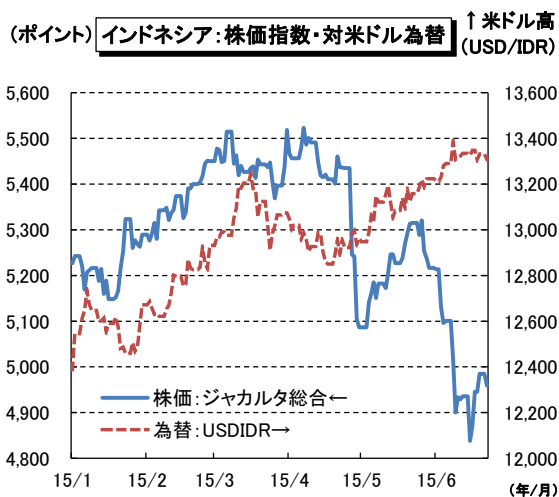
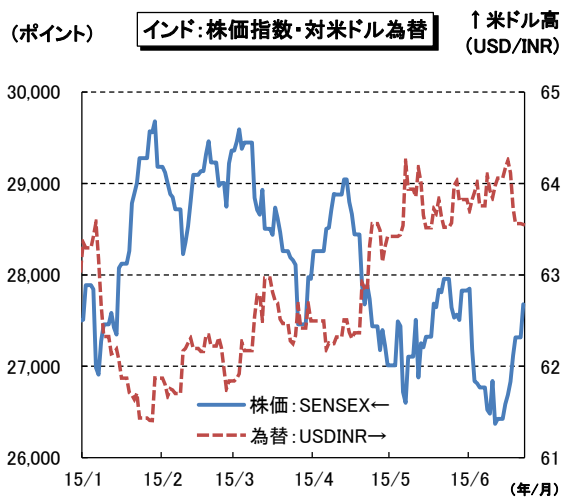
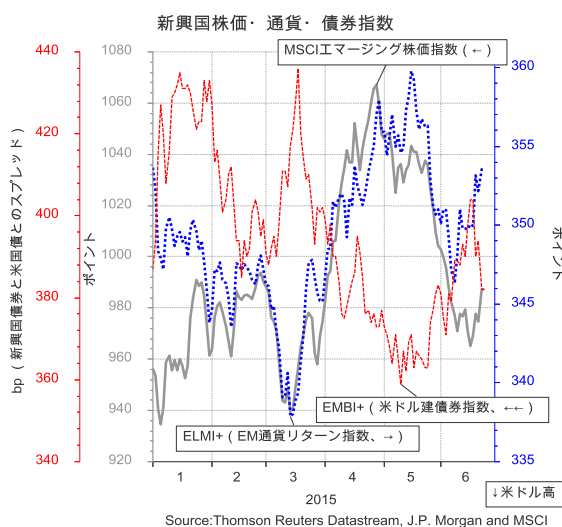
5月の雇用指標は改善した。失業率（5月）は6.0%と、4月（6.1%）から小幅低下し、雇用者数は4.2万人増（正規雇用者数が1.47万人増、非常勤雇用者が2.73万人増）であった。しかし、ここ数年の失業率は上昇トレンドで、雇用環境が悪化している基調に変わりはない。

（15.6.22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6月～15年6月)



主な新興・資源国の株価、為替動向(15年1月～15年6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。

地域金融機関に広がる職域サポート制度

古江 晋也

要旨

- ・近年、地域金融機関では「職域サポート制度」と呼ばれる営業推進が活発化している。同制度の特徴は、取引先企業の従業員に預金、貸出金利を優遇する代わりに、職場での営業推進を許可してもらうことにあり、企業側としては福利厚生の一環になる。
- ・職域サポート制度の主たる狙いは若年層、壮年層との面談率の向上にあるが、同制度を「中小企業や小規模事業者の従業員を支える」という観点から見つめると、金融機関は「従業員の最後の砦」という役割が求められるのである。

はじめに

近年、地域金融機関では「職域サポート制度」と呼ばれる営業推進が活発化している。同制度の特徴は、取引先企業の従業員に預金、貸出金利を優遇する代わりに、職場での営業推進を許可してもらうことにあり、企業側としては福利厚生の一環になる。

同制度が注目されるようになった背景には、共働き世帯が増加したため、日中、渉外担当者が顧客の自宅を訪問しても面談することが難しくなってきた、ということにある。また昨今では、地域金融機関の預貸率や貸出金残高が伸び悩む中、同制度はこれらの経営指標を改善する手段の一つとしても注目されている。

本稿ではあかぎ信用組合、糸魚川信用組合、いわき信用組合を中心に、いくつかの金融機関へのヒアリング調査をもとに職域サポート制度の現状と課題を検討する。

「職域サポート制度」を導入する理由

地域金融機関の基本的な営業スタイルは渉外担当者が顧客のもとを訪問し、情報収集や取引を行うことにある。しかし

近年、渉外担当者が若年、壮年層の自宅を訪問しても面談できないケースが増加するようになった。同世代は働き盛りであるとともに、住宅購入、子育て、教育費用など資金ニーズの高い世代でもある。しかしその一方、昨今では夫婦共働きの世帯が増加しており、このことが面談率の低下につながっている（渉外担当者が自宅を訪問しても顧客と面談できるのは3割から3割5分程度であるという金融機関もある）。

なかには、若年層、壮年層との面談率を高めるため、休日に訪問する取組みを行う金融機関もある。しかし、休日は「くつろぎたい」という顧客が多く、特に相談等がない場合は、金融機関職員の訪問を望まない傾向にある。金融機関側にとっても、職員は休日出勤を行わなければならない、平日の業務にも影響を及ぼすことになる。そのため休日の渉外活動を中止した金融機関もある。

職域サポート制度は、以上のような状況を打開する営業推進手段の一つとして、地域金融機関を中心に近年、広がりを見せるようになった。

基本的な枠組み

ここでは、職域サポート制度の基本的な内容を記しておく。

金融機関が取引先企業と同制度に関する契約を結ぶと、当該企業の従業員は、通常よりも若干優遇された預金金利や貸出金利を受けることができる。

同制度のもとで提供される金融商品は、基本的には預金、定期積金、消費者ローン（フリーローン、自動車ローン、教育ローンなど）が中心である。なかには、同制度に住宅ローンを含めている金融機関もあるが、「大手金融機関が低金利競争を行っている中、住宅ローンを商品ラインナップに加えても営業推進上の効果はない」「返済期間が長期に及ぶため職域サポート制度になじまない」との判断から住宅ローンを含めない金融機関もある。

一方、企業側は金融機関職員が従業員に定期積金やローンの推進、相談を行うため、事業所への訪問を許可する。ただ、この時、金融機関は企業側と「製造ラインには立ち入らず、事務所に限定する」など訪問の際の取り決めを行う。ある金融機関役員によれば、「従業員数の少ない企業は、業務中でも気軽に相談をすることができるが、従業員数の多い企業の場合は、業務中の相談ができない」と企業によって訪問受け入れ状況が大きく異なっている。

締結する企業の基準

職域サポート制度を締結する企業の基準は金融機関によってまちまちである。例えば、ある金融機関では職域サポート制度を「顧客とのコミュニケーションの入り口」と捉えているため、高いハードルを設けず、広く地域の中小企業や個人

事業者と契約を締結するというスタンスである。

それに対してある金融機関は当初、当該金融機関が運営する経営者交流会会員から同制度を利用してほしい企業を募ったという。同金融機関はその後、契約企業数がある一定数を超え、ノウハウが蓄積されるようになると、多くの企業に門戸を広げる方針に切り替え、現在は新規顧客の開拓ツールとしても活用している。ただ、いずれも、渉外担当者によってもたらされる日々の情報をもとに契約を締結する企業を選んでいることに変わりはない。

認知度の向上と営業推進

得意先企業と職域サポート制度の利用契約を締結すると、金融機関職員は利用を促すため、従業員にその認知度を高める取組みを実施する。ある金融機関では、同制度を開始した当初は、契約企業で30分ほどの講話を行ったという。内容は、「ライフサイクルによってどれだけの資金が将来必要となるのか」「ヤミ金やワンクリック詐欺の注意喚起」「頻繁にカードキャッシングを利用するとどのような状態に陥るのか」など、まさに日々の暮らしのなかで生じるテーマを取り上げることで職域サポート制度の意義を訴えた。また企業の朝礼時やミーティング時にも定期的に訪問し、「何かあれば連絡してほしい」という旨を従業員に伝えている。

企業内に休憩室や食堂がある場合は、ブックスタンド型のファイルケースやラックを置かせてもらい、従業員がいつでも商品パンフレットを見ることができるように工夫している金融機関もある。

しかし、職域サポート制度で何よりも

重要なのは、経営者や総務担当者の紹介である。特に「新しい自動車がほしい」といった従業員の資金ニーズを把握しているのは、中小企業経営者や面倒見のよい総務担当者である。そこで渉外担当者は窓口となっている彼ら（彼女ら）と常にコンタクトを取ることにしている。

プラスアルファの取組み

職域サポート制度は、低迷する預貸率や貸出金残高向上の手段の一つとしても注目されているが、同制度が成果に結びつくためには、プラスアルファの取組みも重要である。

例えば、糸魚川信用組合は職域サポート制度の導入に合わせて夜間相談営業を開始した。これは「融資相談を職場の同僚に聞かれたくない」という従業員への配慮でもある。また、同組合では通常の渉外活動においても、ベテラン職員と若手職員がともに渉外活動を行う「ペアセールス」を導入しており、若手職員の育成を兼ねた営業力の強化を図っている。

一方、あかぎ信用組合では、会社を訪問した際、「ついで」に当該会社の従業員のもとを訪問してはならないと指導している（従業員を訪問する際は、当該従業員のためだけに訪問するよう指導している）。これは従業員一人ひとりを大切にしたいという想いからである。

福利厚生としての職域サポート制度

企業側から職域サポート制度を見ると、従業員が金利優遇を受けることができるため福利厚生の一環となる。このことは「働きやすさ」にもなり、職場の定着率を高めることにもつながる。

しかし、一口に職域サポート制度とい

っても、その内容は各金融機関によって大きく異なっている。例えば、ある金融機関は「サポート契約を行っているからと言ってすべての従業員が融資を受けることができるわけではない」と語ってくれた。これは保証会社の与信審査を通過しない場合は、融資を受けることができないことを意味する。

しかしその一方で「同一の職場において、ある従業員には融資を行い、別の従業員には融資を行わない」という対応を取ることは難しい」との考えから、保証会社の与信審査が通らない場合は、プロパー融資で可能な限り対応するというのが本稿で取り上げた3つの組合である。

とくに保証会社の与信審査が通らないケースとしては、従業員が複数の金融機関や消費者金融会社から借り入れがある場合である。この際には、提携している司法書士を紹介し、過払い金請求を実施することで負債残高を圧縮したり、組合が取り扱っている負債整理融資を活用することで多重債務問題を解決している。

企業経営者のなかには、前述のような組合の取組みを好意的に評価したり、謝意を示す者が多い。なぜならば従業員の経済的問題の解決を図ることは会社の健全な発展につながるからである。

あかぎ信用組合では、職域サポート契約を結んでいる企業経営者から「従業員の面倒を見て頂きたい」との依頼がこれまでいくつも寄せられているという。同依頼を受けると、組合職員は当該従業員とよく相談を行い、時にはプロパー融資を活用することで、問題の解決を図っている。

一方、「すべての従業員に対応する」ことを営業方針として取り組んでいるのが

いわき信用組合である。同組合はフリーローン、教育ローン、住宅ローンなどの金融商品をリスクに応じて区分し、すべての従業員に融資が行えるように取り組んでいる。また個人ローンの審査においても「否決」と回答することはほとんどなく、融資が難しい場合は「このような条件であれば融資を行います」と提案を行うことにしている。

同組合の職域サポート制度では、融資を希望する従業員に対しては、経営者から推薦状をもらうことにしている。経営者は推薦状を作成する際、従業員から相談を受けることになるが、このことが両者の絆を強めることとなる。なかには「従業員の悩みがわかった。助けてあげたい」と同組合を訪れる経営者もいる。

また、高い給与を求めて転職を希望する者のなかには、債務問題が背景にある場合もある。同制度を利用しているある経営者は、転職希望の従業員と面談し、転職を希望している動機は債務問題であることが分かった。そこで同経営者はいわき信用組合に相談を持ちかけ、問題解決を図った。当該従業員は「この地で働き続けることができる。暮し続けることができる」と組合職員に感謝の念を伝えたという。

前述したように職域サポート制度は、優遇金利を従業員に提供することがその基本形となっている。しかし、職域サポート制度を結んでいる小規模企業は福利厚生が行き届いていない事業所も少なくない。そのため金融機関は同制度の会員向けに退職金制度や共済保険などのサービスを提供することで企業を支えることもできる。また小規模事業者の場合は、職員研修などにまで手が回らないのが実

情である。ヒアリングに応じてくれた組合役員も「ただ単に金利優遇をするだけではなく、さらなるサービスの質的向上を図っていくことが重要である」と主張する役員も少なくなく、職域サポート制度は今後もさらに進化を遂げていく可能性がある。

おわりに

昨今、地域金融機関のなかで職域サポート制度の取組みが注目を集めている。新聞や雑誌では、金融機関が同制度によってどれだけ企業を囲い込み、どれだけ融資件数や残高を伸長したのか、ということに焦点を当てた報道も少なくない。同制度は、共働き世帯の増加を受けて金融機関が新たに導入した営業推進手段の一つであるが、その内容は金融機関によって大きく異なっているのが現状である。なかには、優遇金利を武器に、職域内における優良な顧客を獲得することに主眼を置く金融機関もある。しかし、「中小企業や小規模事業者の従業員を支える」という観点から同制度を見つめると、通常の融資から多重債務問題の解決まで幅広く対応する必要がある。つまり同制度とは、金融機関が「従業員と二人三脚で歩む」ツールに他ならず、「従業員の最後の砦」という視点が求められるのである。

また、同制度を導入すると顧客数や融資残高が伸びるように言われているが、多くの顧客との接点が生まれる反面、対応が拙ければ、逆にネガティブな評判が広がる可能性もある。そのため、同制度を推進するためには、常にサービスの質的向上を図らなければならない、決して一朝一夕で効果が出るものではないということにも目を向けなければならない。

「地方創生」の検討課題

木村 俊文・多田 忠義・寺林 暁良

要旨

14 年 11 月に「まち・ひと・しごと創生法」が施行され、人口減少問題への対応や地域活性化に取り組む「地方創生」が始まった。「地方創生」は、自立性、将来性、地域性、直接性、結果重視という5つの原則に基づき、「重要業績評価指標 (KPI)」による検証を伴いながら展開する政策で、地方自治体も、これを進めるために独自に「地方版総合戦略」を策定することが求められている。

本稿では、「地方創生」の特徴として、①政策の総合性、②地方移住、③地域の自主性、④政策評価プロセスの重視、⑤広域行政圏施策の継承という5つを取り上げた。これらの特徴は過去の地域政策への反省を踏まえたものであり、実際の地域政策としてさまざまな効果が期待できるものだといえる。ただし、これらの有効性や妥当性については、検討すべき課題も多く指摘できる。

はじめに

日本の総人口は、2009 年をピークに減少に転じ、いち早く過疎化が進行してきた地域を中心に、社会・経済の疲弊を強めている。こうした中、安倍政権の看板政策の一つである「地方創生」への期待がにわかに高まっている。今後の地域経済の行方を展望するためには、この政策動向を継続的にフォローするとともに、各地域における具体的な政策の進展に注目していく必要がある。そこで、「地方創生」の経緯と概要、これまでの地域政策との相違などについて整理し、それをもとに、これから「地方創生」の方向性を分析するうえでの検討課題を示すことにしたい。

1. 「地方創生」の経緯

12 年末に発足した第 2 次安倍政権は、「金融政策」「財政政策」「成長戦略」という三本の矢からなる「アベノミクス」を推進してきたが、これによって日本経

済は緩やかながらも回復基調を示し始めた。しかし、景気回復の実感は、大企業中心の「グローバル経済圏」に限られ、中小企業や地域経済と密接に結び付いた「ローカル経済圏」には浸透していないという批判も高まってきた。こうした中で、地域経済の好循環を実現する「ローカル・アベノミクス」の進展が求められるようになったのである。

これと並行して、14 年 5 月に日本創成会議の人口減少問題検討分科会が「地方消滅レポート」、14 年 8 月に同分科会座長の増田元総務相らが『地方消滅』（中公新書）を公表・出版したことで、地方の人口減少問題が重要課題としてクローズアップされるようになった。同レポートでは、2040 年までに 20～30 歳代の女性の人口（再生産力）が半減し、将来的に消滅する可能性があると言われる自治体（消滅可能性都市）数は 896 に上ると指摘している。

これらの動向を受け、14 年 6 月の「骨

図表1 まち・ひと・しごと創生「長期ビジョン」と「総合戦略」の概要

まち・ひと・しごと創生長期ビジョン
趣旨:50年後に1億人程度の人口を維持することを目指し、日本の人口動向を分析し、将来展望を示す
基本的視点:
①「東京一極集中」の是正
②若い世代の就労・結婚・子育ての希望の実現
③地域の特性に即した地域課題の解決
まち・ひと・しごと創生総合戦略(2015～19年度)
趣旨:「長期ビジョン」を基に、今後5ヶ年の政府の施策の方向性を提示する
基本目標(政策パッケージ):
①地方にしごとをつくり、安心して働けるようにする 地域経済雇用戦略の企画・実施、地域産業の競争力強化、地方への人材還流 など
②地方への新しいひとの流れをつくる 地方移住の推進、企業の地方拠点強化、地方大学等の活性化 など
③若い世代の結婚・出産・子育ての希望をかなえる 若い世代の経済的安定、妊娠・出産・子育て支援、ワークライフバランス実現 など
④時代に合った地域をつくり、安心な暮らしを守るとともに、地域と地域を連携する 「小さな拠点」の形成、地方都市経済・生活圏の形成、地域連携、地域防災 など

(資料) 内閣府より作成

太方針2014」や「成長戦略改訂版」には、人口減少対策や地域活性化が重点施策として盛り込まれた。また、同年9月3日に発足した第2次安倍改造内閣は、新たに地方創生担当大臣のポストを設けて石破前自民党幹事長を起用し、同時に「まち・ひと・しごと創生本部」を創設した。

さらに、同年11月21日には、「まち・ひと・しごと創生法」と「改正地域再生法」が可決・成立し、同年12月27日には、「創生法」に基づいて今後50年間の人口動態を展望する「まち・ひと・しごと創生長期ビジョン(長期ビジョン)」と、今後5年間の施策の方向性を提示する「まち・ひと・しごと創生総合戦略(総合戦略)」が閣議決定された(図表1)。

政府は、「地方創生」に関連して、14年度補正予算として3,275億円を計上し

たほか、15年度予算では社会保障の充実を図るための6,766億円と合わせて1兆3,991億円を計上している。

2. 「地方創生」の概要

「まち・ひと・しごと創生法」は、将来にわたって活力ある日本社会を維持するため、潤いのある豊かな生活を安心して営むことができる地域社会の形成(まち)、地域社会を担う個性豊かで多様な人材の確保(ひと)、そして地域における魅力ある多様な就業の機会の創出(しごと)を一体的に推進することを目的としており(第1条)、基本理念には、

- ①地域の実情に応じた生活環境の整備
- ②生活基盤サービスの確保
- ③結婚・出産・育児の希望形成

- ④仕事と生活の調和
- ⑤地域特性を生かした魅力ある就業機会の創出
- ⑥地方公共団体相互の連携協力による効率的かつ効果的な行政運営の確保
- ⑦国、地方公共団体及び事業者の相互連携

が据えられる（第2条）。

同法では、5年間の目標や施策の基本的方向性を示すため、国が「総合戦略」を定めることとされている（第8条）。その前提となる「長期ビジョン」では、「2060年に1億人程度の人口を維持する」という中長期展望が示されているが、14年12月に決定した15～19年度の「総合戦略」では、図表1のとおり、それを実現させるため、

- ①地方にしごとをつくり、安心して働けるようにする
- ②地方への新しい人の流れをつくる
- ③若い世代の結婚・出産・子育ての希望をかなえる
- ④時代に合った地域をつくり、安心な暮らしを守るとともに、地域と地域を連携する

という4つの基本目標に基づく政策パッケージが提示されている。

これらの政策は、

- ①自立性＝外部人材の活用など地方の自立を支援する施策
- ②将来性＝地方が主体となった夢のある前向きな施策
- ③地域性＝客観的なデータにより各地域の実情を踏まえた施策

④直接性＝人や仕事の移転・創出に直接効果のある施策

⑤結果重視＝成果が具体的に想定され、その検証が行われる施策

という5つの原則（石破5原則）に沿って展開される。その進捗状況は、「重要業績評価指標（KPI）」と呼ばれる具体的な数値目標によって検証され、企画・実施・評価・見直しというプロセス（PDCAサイクル）によって順応的に管理されることになる。

さらに、「創生法」では、都道府県および市区町村においても、「地方創生」のための基本的な計画（「地方版総合戦略」）を定めるよう努めることとしている（第9条・第10条）。「地方版総合戦略」は、15年度中の策定が求められているため、現在、各地域でその策定が急ピッチで進んでいる。「地方版総合戦略」の基本的な政策は国の「総合戦略」の政策パッケージに沿うものとなるが、具体的施策は、地域の住民代表や産業界、大学、金融機関、労働団体、メディアなど（産学官金労言）が連携し、地域の実情に合わせた形で定めることになっている。

3. 「地方創生」は可能か？

(1) 繰り返されてきた地域政策

それでは、「地方創生」が上記のような目的に沿った成果につながるのかを展望するため、これまでの地方政策の経緯などを踏まえながら、その特徴と検討課題を整理することにしたい。

戦後の地域政策を振り返ると、「地方創生」で想定されるような問題群は、突然湧き上がってきたものではないことがわかる。例えば、「東京一極集中」の問題は、

図表2 国土計画の概要と推移

計画名	概要	関連する主な法制度等
1962 全国総合開発計画(全総)	背景: 高度経済成長への移行、過大都市問題 所得倍増計画 目標: 地域間の均衡ある発展 方法: 拠点開発構想(新産業都市等)と工場分散 課題: 太平洋ベルトを中心に工業集積が進展し、 拠点開発は進まず	1959 工場制限法 1961 後進地域公共事業特例法 1961 低開発地域工業開発促進法 1962 新産業都市建設促進法 1967 公害対策基本法
1969 新全総	背景: 高度経済成長、大都市集中 目標: 豊かな環境の創造 方法: 大規模プロジェクト構想 課題: 多くの大規模プロジェクト開発の頓挫、 工場再配置計画の遅れ	1970 過疎地域対策緊急措置法 1971 農村地域工業等導入促進法 1972 工場再配置法 1974 電源三法
1977 三全総	背景: 安定経済成長、地方分散の兆し、環境・資源問題 目標: 人間居住の総合的環境の整備 方法: 定住構想、地域特性を生かした分散化、 工場再配置とテクノポリス地域指定 課題: 地域産業政策の不十分さ	1977 第一次工場再配置計画 1983 テクノポリス法
1988 四全総	背景: 東京一極集中、産業構造の変化、国際化 目標: 多極分散型国土の構築 方法: 交流ネットワーク構想、サービス機能の分散化、 地方での観光産業の振興 課題: 「多極分散」の曖昧さ、多くのリゾート開発の頓挫	1988 多極分散型国土形成促進法 1988 頭脳立地法 1989 リゾート法 1992 地方拠点都市法 1997 地域産業集積活性化臨時措置法
1998 21世紀の国土のグランドデザイン	背景: 地球時代、人口減少・高齢化、高度情報化 目標: 多軸型国土構造形成の基礎づくり 方法: 参加と連携、多自然居住地域の創造、 大都市リノベーション、地域連携軸の展開 広域国際交流圏の形成 課題: 地方・民間の自主性の格差	1998 まちづくり関連三法 1999 地方分権一括法 1999 新事業創出促進法 2002 構造改革特区法 2005 地域再生法
2008 国土形成計画	背景: 成熟型社会、国と地方との協働、 経済社会情勢の大転換 目標: 新たな「公」による地域づくり、国土の管理・継承 災害対応、東アジア連携、持続可能な地域の形成 方法: 連携と協働、全国計画及び広域地方計画の策定	(2005 国土形成法) 2013 国土強靱化基本法 2014 改正地方自治法 2014 まち・ひと・しごと創生法 2014 改正地域再生法

(資料) 阿部・山崎(2004)、吉野(2006)などを参考に作成

戦後の日本において一貫して問題であり続けてきた。都市への人口集中や地域発展は、すでに62年の全国総合開発(全総)の目標に据えられており、その後も三全総の「定住計画」や四全総の「多極分散型国土の形成」といったように、繰り返し政策課題にされてきた(図表2)。

また、地方の人口減少問題に関しても、70年の過疎地域対策緊急措置法に始まり、その後も80年の過疎地域振興特別措置法、90年の過疎地域活性化特別措置法、

00年の過疎地域自立促進特別措置法など、繰り返し対策がとられてきた。

それにもかかわらず、経済や人口の「東京一極集中」や地方の過疎化をとどめることはできず、むしろその度合いをますます強めてきた(多田(2015)を参照)。いずれの政策も、大きな成果にはつながらなかったのである。

(2) 都市集中の経済理論

このような都市部への集中と地方の衰

退は、経済学の理論に照らしても必然のように思われる。

例えば、クルーグマン（1993）は、産業等の一極集中が進むメカニズムを「経路依存」という概念を用いて説明している。「経路依存」とは、制度やしきみが過去に行われた選択等に強く拘束され、時間の経過とともに方向転換が難しくなるという理論である。産業等でも、いったんある地域に企業が集積すると、そこに技能者の労働市場が形成されたり、周辺産業が発達したりするため、さらにそれに関連する産業の集積が進む。そうなる、産業集積地という「経路依存」に逆らって、そこから離れた場所に人材や関連産業を移転・創出することが難しくなるのである。

また、佐無田（2015）は、ミュルダールの累積的因果関係論を用いて、後進地域から先進地域への人口や資本の流入（逆流効果）が続くメカニズムを紹介し、現在の東京と地方との関係では、東京が地方からの資源流入に頼って成長を維持させようとしていると説明している。

以上のように、東京一極集中は「経路依存」に従うものであり、東京の機能を維持するために、さらに地方から東京への資源集中が進むという構造が確立してしまっているのである。

(3) 「地方創生」における過去の政策への反省

ただし、今回の「地方創生」では、過去の政策の問題点や東京一極集中からの脱却の難しさについては、十分に認識されている。

「総合戦略」は、過去の政策について、「個々の対策としては一定の成果を上げ

たが、大局的には地方の人口流出が止まらず少子化に歯止めがかかっていない」と厳しく総括し、その原因として、

- ①府省庁・制度の「縦割り」構造
- ②地域特性を考慮しない「全国一律」の手法
- ③効果検証を伴わない「バラマキ」
- ④地域に浸透しない「表面的」施策
- ⑤「短期的」な成果を求める施策

という5つを挙げている。

「地方創生」をみると、これまでの政策に対する反省に基づいているとみられる特徴を見出すことができる。ただし、それが実際の「地方創生」に有効かどうかは、改めて検討する必要があるだろう。例えば、「地方創生」は、以下のような特徴を持つが、いずれも実際の地域政策となった場合には、その有効性や妥当性について検討すべき課題も含んでいるといえる。

4. 「地方創生」の検討課題

(1) 「縦割り」を越えた総合的施策

まず、「地方創生」は、行政の「縦割り」を脱却するという観点から、「経済政策」と「社会政策」が組み合わされた総合的な地域政策になっていることである。15年度予算による政策パッケージをみると、4つの基本目標を合わせて10府省192事業にもまたがっている。

これは、全総や新全総時代の地域政策は、産業拠点開発などの「経済政策」に偏ってきた一方、その後の三全総では生活の豊かさといった「社会政策」に偏り、いずれも望ましい成果を挙げられなかったことへの反省に基づくものである。両

者を地域政策の両輪とし、4つの基本目標に基づく政策パッケージによって「まち」と「ひと」と「しごと」の創生をバランスよく推進することを目指す点は、「地方創生」の大きな特徴であるといえる。

ただし、政策メニューの事業項目を見ると、これまで行われてきた政策の詰め込みに過ぎないように思われる部分もあるほか、内容が重複しているように見えるものもある。過去の反省に立つとすれば、各事業それぞれに対するこれまでの総括が必要であろう。また、それぞれの事業を各地域においてうまく連携させられるかどうかは課題となるだろう。

(2) 人口問題対策としての地方移住

次に、人口問題・少子高齢化問題に対する政策として、「地方への新しい人の流れ」を促進するとしていることである。

「長期ビジョン」では、「過密の東京圏」と「人が極端に減った地方」がそれぞれに人口減少を引き起こしていることから、2020年に東京圏から地方への転出を4万人増加させ、地方から東京圏への転入を6万人減少させることで転出入を均衡させるとしている。

確かに、東京圏への過密が託児所や介護施設の不足などの問題につながっているため、こうした人口移動は東京圏の生活サービスの向上にも資することになるだろう。また、地方においても、都市部から移住した「よそ者（外部者）」の視点で地域の資源や魅力を再発掘することにより、地域活性化が進むことも期待できる。小田切（2014）が論じるような「田園回帰」の流れをうまく生み出し、地方暮らしを新たなライフスタイルとして確

立するきっかけとなれば、これからの地方の存在意義を問い直すことにもつながるだろう。

しかし、「地方創生」に基づく政策パッケージによって国全体の人口減少・少子高齢化問題を解決できるかには検討の余地がある。例えば、地方移住に関する政策を見ると、「地域おこし協力隊」のように若者の移住促進に資するものも見られるものの、「日本版 CCRC（ケア付き退職者コミュニティ）」の促進のように、退職者・高齢者の移住を対象とするものも多いように思われる。東京圏の医療・福祉問題を地方に押し付けるだけでは、地方の活性化にはつながらない可能性がある。

また、人口減少を食い止めるためには、人口移動に起因する社会減だけではなく、出生率の低下に起因する自然減も食い止めることが重要となる。そのためには、地方への移住を進めるだけではなく、そこで若者が安心して結婚・出産・子育てをできる環境をどうやって作り上げるかが問われるだろう。その意味で、「若い世代の結婚・出産・子育ての希望をかなえる」ための政策パッケージが各地域でどれだけ有効に活用されるかに注目する必要があるだろう。

(3) 地域の自主性に基づく施策

3つめに、「全国一律」の政策から脱却し、「自立性」や「地域性」を重視する観点から、各地域の具体策は地域が自主的に策定することになっていることである。「地方版総合戦略」は、幅広い地域の関係者が参画し、地域特性に合わせて策定される。

これまでの地域政策を振り返ると、全総における「新産業都市」や新全総にお

ける「大規模工業基地」、テクノポリス法に基づく「指定地域」などのように、政府が開発拠点地域を定めてトップダウン的に開発を行う政策が目立ってきた。しかし、90年代以降の地方分権改革を経て、地方自治体の自主性や地域社会との協働が求められるなか、「地方創生」においても地方自治の原則が尊重されているように見える。この枠組みで設置される「地方創生特区」も、志の高いやる気のある地方自治体を支援するための地域設定であるといえる。

ただし、地方の自主性がどこまで徹底できるかには、疑問も呈されている。寺谷ほか（2015）が指摘するように、「地方版総合戦略」は、国の「総合戦略」の政策メニューをもとに策定することになっており、従来の中央主導から脱却したものになるかを問わなくてはならない。

また、自治体は16年3月までに「地方版総合戦略」を策定しなくてはならない。時間的余裕がないなかで、地域で議論を尽くし、本当に必要な施策を選択するのは容易ではないだろう。施策をいち早く策定できるのは、すでに全国の中でも先進的な取り組みを行っている自治体だけである。競争力のある先進地域はさらに予算措置を通じて手厚い支援を受けられ、それに乗り遅れた地域はますます取り残されるという地域間格差の拡大につながる恐れがあるが、これをどう評価するかは重要な検討課題だといえるだろう。

(4) 政策評価プロセスの重視

4つめに、「直接性」や「結果重視」という観点から、「総合戦略」や「地方版総合戦略」に「重要業績評価指標（KPI）」を設定し、評価・見直しのプロセスを重

視することである。例えば、「総合戦略」における農林水産業では6次産業市場10兆円の実現、就業者数5万人などといったように、具体的な数値目標が示されている。

これは、誰にでもわかりやすい政策の到達目標を示すこととなり、費用対効果の検証による「ばらまき」防止にもつながりうるなど、期待される効果は大きいだろう。

ただし、成果主義に陥り、「短期的」な効果を狙った政策ばかりになれば、「地方創生」の意図からは外れたものになりかねない。例えば、「総合戦略」には地方移住や自県大学進学率など、個人のライフスタイルに関わるような事項も多くみられるが、その数値達成のみが目標となり、地域のあるべき将来の姿を見据えていない政策となれば、本末転倒である。また、各地域での施策を積み重ねることで国家単位の目標を達成しようとするということにも誤謬があろう。KPI重視の政策は、その有効性と弊害の双方から検討していく必要があるように思われる。

(5) 広域行政圏施策の継承

最後に、14年5月の「改正地方自治法」に基づく広域連携の推進方針などを受け、概ね20万人以上の都市を中心とする「連携中枢都市圏」や、概ね5万人以上の都市を中心とする「自立定住圏」の確立を目指した広域行政圏施策がとられることである。

地方の中心的な都市を整備し、その都市と協力関係を取ることで周辺市町村の機能補完を行うという政策は、四全総の「地方拠点都市地域」など、これまでも見られてきた。これらは「東京一極集中」

に歯止めをかけ、地域に新たな成長軸を築くための拠点として期待されてきたのである。

一方、こうした広域行政圏施策には、すでに批判も多くみられる。例えば、保母（2013）は「地方拠点都市地域」政策において、地方都市に集中的に投資が行われた一方、中山間地を中心とする条件不利地域の対策が不十分となり、その衰退を早める結果になったとしている。

「地方創生」では、複数の集落からなる生活圏のインフラを維持するための「小さな拠点（コンパクトビジレッジ）」の形成支援を掲げるなど、条件不利地域への対策がないわけではない。ただし、「小さな拠点」は生活インフラの維持を中心とする「社会政策」に偏っている印象がぬぐえず、持続可能な地域づくりに不可欠なはずの「経済政策」の視点が抜けているようにも見受けられる。

増田編著（2014）の『地方消滅』では、「選択と集中」を徹底し、「地方中核都市」に投資と施策を集中することが提起されている。「地方創生」のなかで「選択と集中」の考え方が明示されているわけではないが、広域行政圏施策が継承されれば、結果的にこれが進展することになりかねない。「選択と集中」については、条件不利地域からの「撤退は止むを得ず」とする立場もある一方、多面的機能を有する国土管理などの面から慎重に議論すべきとの立場もある。これについては、国のこれからのあり方にも関わるため、「地方創生」においても引き続き活発に議論されるべき課題だと思われる。

おわりに

「地方創生」は、人口減少や地域経済

の衰退といった状況を危機的な問題として喚起し、国民との課題認識の共有を進めたという意味では、まずは大きな意義があったといえる。ただし、政策進展にあたっては、実際に有効なものなのかどうかを問うていく必要があるだろう。

本稿では、「地方創生」の①政策の総合性、②地方移住推進、③地域の自主性、④政策評価プロセス重視、⑤広域行政圏施策の継承という特徴を取り上げ、そのメリットと今後課題とされうる点を整理した。「地方創生」が各地域に何をもたらすのかについては、以上のような検討課題に注目しながら、具体的な政策適用事例に基づいて検証していく必要があるだろう。

（15.6.22 現在）

参考文献

- ・阿部和俊・山崎朗（2004）『変貌する日本のすがた―地域構造と地域政策』古今書院。
- ・小田切徳美（2014）『農山村は消滅しない』岩波新書。
- ・佐無田光（2015）「東京にこそ日本の危機の本質がある」（シンポジウムの記録「地方創生」はこれでよいのか？―都市農村関係から持続可能な日本社会のあり方を問う）『農林金融』68（5）：49-51。
- ・多田忠義（2015）「地方創生を理論から検討する―企業立地・人口の一極集中に注目して」『農中総研調査と情報』（印刷中）。
- ・寺谷篤志・平塚伸治・鹿野和彦（2015）『「地方創生」から「地域経営」へ―まちづくりに求められる思考のデザイン』仕事と暮らしの研究社。
- ・保母武彦（2013）『日本の農山村をどう再生するか』岩波現代文庫。
- ・増田寛也 編著（2014）『地方消滅―東京一極集中が招く人口急減』中公新書。
- ・吉野英岐（2006）『戦後日本の地域政策』玉野和志・三本松政之編『地域社会学講座 3 地域社会の政策とガバナンス』東信堂，pp.5-22。
- ・Krugman, P. (1993) *Geography and Trade*, Leuven University Press, Loueven Belgium and the MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London. (= 1994, 北村行伸, 妹尾美起, 高橋亘訳, 『脱「国境」の経済学―産業立地と貿易の新理論』.)

海外の話題

北京の中関村創業街

農林中央金庫 北京駐在員事務所長 森下 純也

5月上旬、李克強中国共産党中央政治局常務委員・国務院総理が北京中関村（日本語では「ちゅうかんそん」と呼ばれる）所在の中国科学院物理研究所と創業街を視察したとの報道がなされた。李克強総理は、研究所の超電導実験室と電子顕微鏡実験室にて研究開発に関する報告を受けた後、中関村創業街のコーヒーショップに立ち寄って創業者達と交流し、国民の起業やイノベーションを政府がサポートする必要性を語ったと言われる。

中関村は北京市内の西北に広がる海淀区の一角を占め、IT関連企業や大学・研究所が多数集積しているため、「中国のシリコンバレー」と呼ばれている。中関村は元々、北京大学、清華大学等の高等教育機関や研究所が集まる地区として知られていたが、改革開放政策が推し進められた1980年代に、大学や研究所を母体とした電機関連企業が次々と設立された。1988年、こうした動きを後押しするため、政府は中国初となる国家級ハイテク産業パークを中関村に設立。その後も中国IT企業の急成長や活発な外資系企業の進出が続いたため、中関村は成長を継続。中関村サイエンスパーク所在企業の13年売上高合計は60兆円余りに達している。また中国全土の毎年の創業投資の約三分の一を占める等、起業家育成の中心地としての役割も依然として果たしている。

6月中旬のある夜、創業街に立ち寄ってみた。元々は書籍卸売店が集まっていた通りに昨年新たに造られた創業街は、ちょうど1周年を迎えたばかりであった。南北約数百メートルの歩行者専用道路の両側に低層店舗スペースが広がり、コーヒーショップやレストランに加えて、創業投資を行う運用会社、実際に起業した店舗等が整然と入居している。まだまだ新しく清潔感のある通りを車を気にせず歩ける事に加え、北京には珍しく雨が続いた後の綺麗な大空を見渡せる事もあり、歩いていて大変気持ちの良い通りであった。李克強総理が立ち寄ったコーヒーショップは、メニュー等はごく一般的であるものの、テーブルとテーブルの間が広く取ってあるため、周囲をあまり気にしなくてすむ作りになっている事と成功した創業家であろう大きな個人写真が何枚も飾られているのが印象的であった。

創業家の卵達が仲間との話し合いや商談を行う場所を提供するにしても、創業街の中にコーヒーショップが多過ぎると感じたため後で調べたところ、創業企業への投融資や創業支援を行うプラットフォームとして、多数の出資者によって設立されており、コーヒーショップはあくまでも事業の一部との事であった。

中国のイノベーション力については、現段階では独創性が少ないとの意見もあるが、政府の強いサポートもあり、その実力が徐々に高まっているのは事実であろう。新常态下の中国経済は、第二次産業よりも第三次産業の比率が高く、投資ではなく消費が牽引する社会となる事に加え、イノベーションによって新たな成長ステージに入る事が期待されている。今後も中国におけるイノベーションを生かした創業の動きが注目される。