

潮 流

第4次産業革命のインパクト

理事研究員 堀内 芳彦

世界経済フォーラムが1月下旬に開催した年次総会（ダボス会議）では「第4次産業革命」が統一テーマとなった。第4次産業革命とは、IoT(Internet of Things)、ビッグデータ、人口知能等の新たな技術により、あらゆるモノや情報がインターネットを通じて繋がり、それらがリアルタイムで情報をやり取りしつつ、人の指示を逐一受けずに判断・機能し、システム全体の効率を高めるとともに、新たな製品・サービスが創出されるようになることであり、これにより産業・社会構造に大きな変革をもたらされる時代を迎えるということだ。

既にドイツでは2011年から国家戦略として、産業クラスター毎にサプライチェーンをデジタル化・ネットワーク化することで効率的なものづくりの革新を図ろうとする「industry 4.0」戦略に取り組んでいる。また、米国では、12年にGE社が発表したコンセプトである「インダストリアル・インターネット（モノをインターネットに繋げることで、様々なデータを収集し、このデータを解析することで、顧客に価値を提供）」により、新たなサービスを生み出すというビジネスモデルの変革の動きが出てきている。わが国も、「日本再興戦略（改訂2015）～未来投資による生産性革命～」で主要施策として第4次産業革命を掲げ、現在、経済産業省の新産業構造部会で第4次産業革命への対応について検討が進められている。

第4次産業革命の経済効果について、米国のアクセンチュアが、デジタル分野のスキルとテクノロジーを最大限利用することで、20年までに世界で2兆ドルの経済効果を生む可能性があるという調査結果を1月に発表している（日本は1,460億ドルで15年対比GDP3.3%増）。最近の動きとしても、第4次産業革命の代表的企業といえるグーグルが開発した人工知能が、昨年10月に相当難しいとされた囲碁のプロ棋士に初勝利したことや、同社を傘下に持つ持株会社アルファベットの株式時価総額が今年2月に初めて世界首位になったことなどは、この革命の動きが本格化する兆候といえよう。

さて、ダボス会議では第4次産業革命の可能性やそれが社会にもたらす影響が討論されたが、雇用に及ぼす影響に関しては「The Future of Jobs」という調査報告書が発表された。この報告書では、世界の労働人口の65%を抱える主要15か国の合計で、15年から20年の間に、IoT、3Dプリンター、ロボット、人口知能等の技術革新により、コンピュータ、数学系・情報系エンジニア等を中心に200万人の雇用が創出される一方で、ホワイトカラーの事務職や製造業を中心に710万人の雇用が失われ、差し引き510万人が失業するというショッキングな予測がなされている。マクロ的にみれば、技術進歩が生産性向上やGDP拡大に寄与しても、いわゆる中間層が先細りして、富はその技術を担う人に偏在し、一般の人の労働価値は上がらず賃金は上がらないという、1対99の格差社会の構造がますます強まる可能性があることを示唆しているともいえよう。

こうした懸念に関して、新産業構造部会では、第4次産業革命に対応すべく、①教育・人材育成、②労働市場・雇用制度、③多様な労働参画の促進について政策の方向性を検討するとしている。特に所得格差の二極化が拡大するなかで、労働面で弱者保護を実現する手段として雇用法制の抜本的な見直しや、大部分の者が企業で雇用されることを中心に構築されてきた社会保障制度の仕組みの見直しの必要性についても課題提起されており、どこまで踏み込んだ政策が検討されるか注目したい。

原油安や世界経済の低成長リスクに抗う日本銀行

～高まる国際政策協調への期待～

南 武志

要旨

引き続き、世界経済の下振れリスクに対する強い警戒感が強く、内外の金融資本市場は不安定な状態となっている。注目された15年10～12月期のGDPは、消費や輸出等が再び悪化したことを受けて、2四半期ぶりのマイナス成長となるなど、景気停滞感は強い。輸出増が期待できないうえ、今後の国内景気や物価動向の鍵を握るとみられる16年の春季賃金交渉についても15年実績を下回るとみられ、国内景気は持ち直しが強まりそうもない。

また、原油の一段安や円高進行などにより、物価を取り巻く環境は厳しくなっている。日本銀行は「物価の基調は改善」しているとの基本認識を変更するには至っていないが、1月の金融政策決定会合では、従来の「量的・質的金融緩和」に加えて、日銀当座預金の一部にマイナス金利を適用する政策の導入を決定した。しかし、世界経済の低成長リスクに対して一国の中央銀行にできることには限界があり、国際政策協調への期待も高まっている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2016年				
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.001	-0.1～0.05	-0.1～0.05	-0.2～0.05	-0.2～0.05
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0990	0.05～0.10	0.05～0.10	0.00～0.08	0.00～0.08
国債利回り	10年債 (%)	-0.005	-0.15～0.15	-0.15～0.15	-0.25～0.10	-0.25～0.10
	5年債 (%)	-0.170	-0.30～0.05	-0.30～0.05	-0.40～0.05	-0.40～0.05
為替レート	対ドル (円/ドル)	112.1	108～117	110～120	112～122	112～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	123.8	115～135	115～135	120～140	120～140
日経平均株価 (円)		16,052	17,000±1,000	17,500±1,000	18,000±1,000	18,000±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2016年2月23日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

概況

世界経済は先行き不透明感が強い状況が続いている。16年に入ってから公表されたIMF(国際通貨基金)やOECD(経済協力開発機構)の世界経済見通しでは、いずれも前回見通しから一段と下方修正するなど、想定している成長経路を下振れて推移する傾向が依然として続いている。この数ヶ月の間で、特段新しい景気下押し要因が浮上しているわけではないが、これまで指摘されていた下振れリス

クが徐々に顕在化しつつある。

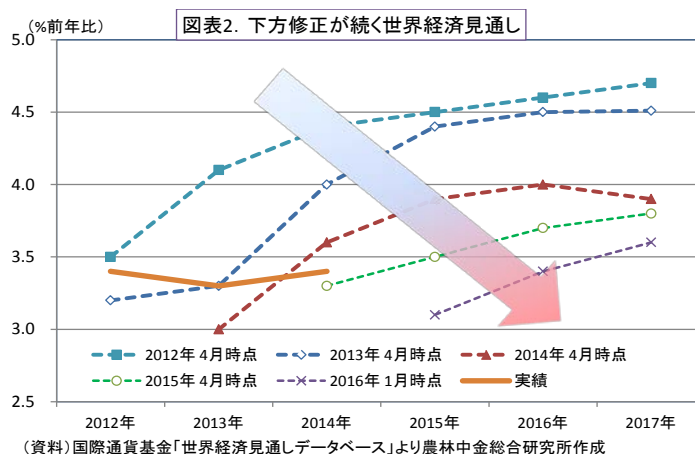
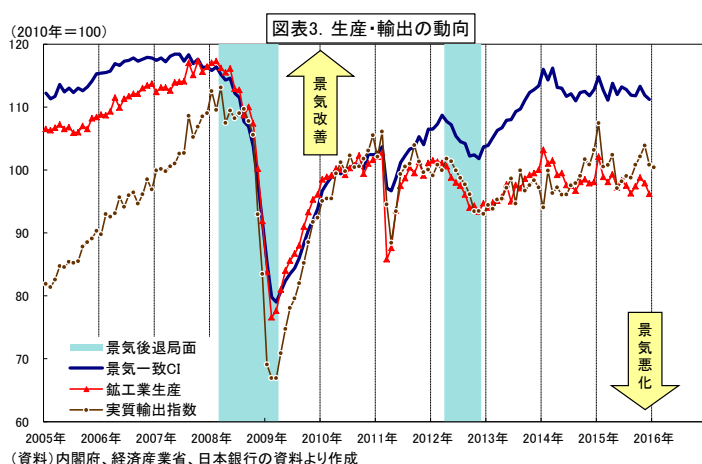
特に、14年夏以降、下落傾向にある原油価格になかなか下げ止まる様相が見えないことへの警戒が根強い。主要な産油国はようやく増産凍結に向けた動きを始めたが、市場が期待する実効性のある減産合意には程遠く、しばらくは安値圏で推移する可能性が高い。

また、中国経済への先行き懸念も根強い。生産年齢人口の減少もあり、中国経済は表面的には緩やかな減速を続けてい

るが、日本を含む周辺国の対中国向け輸出が大きく減少するなど、成長率の数字以上の衝撃を世界経済全体に与えている。中国の直面する過剰設備・過剰生産問題は、国内外にデフレを撒き散らしているとの批判も強く、産業構造の転換が喫緊の課題だが、それらに伴う「痛み」への対応も求められている。さらに、これまでの高成長を支えた海外資本の流出懸念も強く、中国の金融当局はその対応に苦慮しており、外貨準備高を大量に取り崩している。

また、相対的に見れば先進国経済は底堅いが、実態は決して楽観視できる状況にない。雇用統計などは堅調とされる米国経済ではあるが、ドル高・原油安の影響もあり、鉱業・製造業は不振である。世界的にリスクオフの流れが強まっておりますため、15年末に開始した利上げの影響は長期金利などには十分波及していないが、リスクオンに流れが変わった際の金利上昇リスクには注意が必要であろう。

こうした中、世界的な低成長リスクの克服に向けて、国際協調的な金融財政政策の発動への期待が高まっている。



国内景気:現状と展望

繰り返しになるが、世界経済には下振れリスクが顕在化しつつあり、それに日本経済も翻弄されている。10～12月期のGDP第1次速報(1次QE)によれば、経済成長率は前期比年率▲1.4%と2四半期ぶりのマイナスであった。民間消費が前期比▲0.8%の大幅減となったことが主因だが、輸出等も同▲0.9%と減少した点も大きかった。1月の実質輸出指数(日本銀行試算)は10～12月平均を1.9%下回るなど、世界的な需要不足状態が色濃く反映された格好となっている。インバウンド需要がある程度は穴埋めするものと思われるが、牽引役としての期待は難しい。

また、前述の通り、民間消費は不振であるが、その理由としては、耐久消費財

に14年の消費税増税の影響が残っていること、残業時間の減少などもあり伸び悩んだ賃金所得、1月前半までの記録的な暖冬による季節商品の売れ行き不振などが指摘されている。こうした中、16年の春季賃金交渉がスタートしているが、「企業から家計へ」の所得

還流が強まることで、景気・物価への好影響を期待する政府や日銀などの思惑とは裏腹に、経営者サイドは依然として固定費膨張につながる賃上げには慎重姿勢を崩していない。さらに、労働組合の要求額もまた、急速に厳しくなりつつある企業の経営環境を気遣ってか、控えめなものが多く、妥結額は15年実績（厚生労働省調べ：前年比2.38%）を割り込む公算が強い。消費水準はアベノミクス開始以前まで落ち込んでいるが、そこからの持ち直しはなかなか強まりそうもない。

さて、景気の先行きについては、原油安や中国懸念、ドル還流など、世界経済の不安定要素がすぐには解消しないと見られ、世界経済全体を低成長リスクが蔓延した状況は長引くだろう。それゆえ、輸出は伸び悩む状況から抜け出せないほか、暖冬の影響は弱まったとしても民間消費も鈍い状況が続くと思われる。こうした状況を受けて、足元は堅調な設備投資（1次QEでは前期比1.4%と2四半期連続の増加）も慎重姿勢が強まるものと思われる。以上から、16年前半にかけて景気足踏み感が残るだろう。しかし、徐々に強まる人手不足感や今後想定される労働時間の下げ止まり・増加を考慮すれば、家計の所得環境は少しずつ改善が進むも

のと思われ、徐々に景気下押し圧力は弱まっていくだろう（詳細は後掲レポート『2015～17年度改訂経済見通し』を参照のこと）。

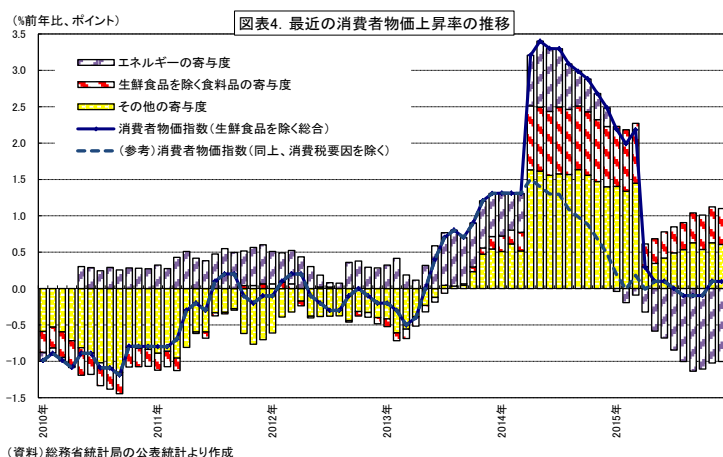
物価動向：現状と見通し

内外景気の鈍さや原油安などの影響を受けて、国内物価は低調に推移している。加えて、円安による輸入物価押し上げ効果が一巡しつつあることも、物価低迷につながっている。消費者物価の「財」の上流に位置する企業物価の消費財（うち輸入品）は15年6月をピークに下落に転じており、前年比でも▲3.0%（1月）と2ヶ月連続のマイナスとなっている。

一方で、エネルギーの前年比下落率は9月をボトムに縮小しており、12月の全国消費者物価の代表的な「生鮮食品を除く総合（以下、全国コアCPI）」は前年比0.1%と、小幅とはいえ2ヶ月連続の上昇となった。一方で日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同1.3%とやや上昇率を高めるなど、全国コアCPIよりも高い上昇率を続けている。ただし、やや長い目で見ると頭打ち気味になりつつあることも確かである。

物価の先行きは、年初からの原油一段安によって、ほんの少し前までは徐々に

和らぐと見られていたエネルギーの物価押下げ圧力が16年内はあまり解消せずに残ってしまう可能性が高まったうえ、円高気味の為替レートによる物価抑制効果が今後強まることが想定される。消費の持ち直しが鈍いこともあり、しばらく物価上昇圧力が高まらないま



ま推移するものと思われる。

金融政策:現状・見通し

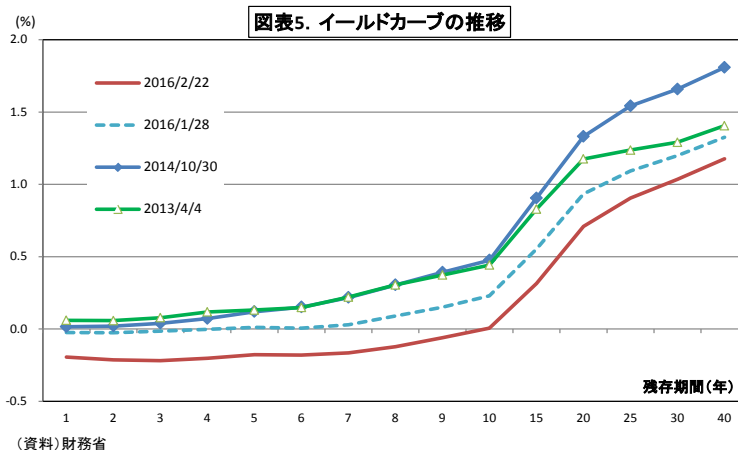
展望レポート（経済・物価情勢の展望）などで示された「内外景気の回復シナリオ」とは裏腹に、実際の景気はそれを大きく下振れて推移したこともあり、国内景気の持ち直しや物価上昇の高まりは見られないままの状態が続いた。さらに、16年入り後には世界的なリスクオフの流れが強まるとともに、原油安・円高傾向が強まったほか、量的・質的金融緩和の導入後に急速に高まった予想物価上昇率もこのところ鈍化が目立っており、「物価の基調は改善」していると主張してきた日銀にとっても厳しい状況となっていたのは確かであり、それを打破するため、1月の金融政策決定会合ではこれまでの量的・質的金融緩和に付加する格好でマイナス金利政策の導入に踏み切ったとみられる。政策金利のマイナス金利の適用は、既に欧州（ユーロ圏、スイス、スウェーデン、デンマーク）では実行に移されていたが、日本では初の試みである。

一方、1月に公表された最新の展望レポートを見ると、全国コアCPIの見通しは、16年度は前年度比0.8%（10月時点では同1.4%）へ下方修正しており、表面的には今回のマイナス金利導入でも、物価上昇はなかなか高まらないとの予想となっている。しかし、詳細に見ていくと、この下方修正の要因は、あくまで原油価格の想定を下方修正したことによるものであることに気付かされる。具体的には10月時点では年間を通じて▲0.2ポイントとしてきたエネルギー価格下落による物価押下げ効果を

「▲0.7～▲0.8ポイント」へ下げたことが反映されている。逆算してみると、足元で前年比1.3%まで上昇率を高めた日銀コアCPIの上昇率は、16年度中には同1%台後半まで高まると想定していることになり、これ自体は前回10月時点の見通しとの違いはほとんどない。16年度の成長率見通しに修正が見られなかったことを踏まえると、日銀は依然として、「物価の基調」自体は改善傾向が続いており、原油下落の影響さえ一巡すれば、安定的な2%の物価上昇率の達成は十分可能と考えている、ということであろう。つまりは、エネルギー要因を除外すれば、消費税増税前にはデフレ脱却がほぼ達成される可能性が高い、との見方は変わっていないと思われる。

しかし、16年春季賃金交渉は、日銀にとっては不本意な結果に終わる可能性が高く、2%の物価上昇率を許容できるほど賃上げ圧力が高まるとは考えにくい。また、仮に原油価格が反転して上昇傾向をたどった場合、物価上昇率は徐々に高まっていくが、家計の実質購買力は低下し、逆に非エネルギー分野での物価押下げ圧力が強まることも想定される。今後とも、原油価格動向が物価に与える影響を注視する必要があるが、現状のままでは日銀は物価2%の達成時期をさらに先送りすることは不可避と思われる。

図表5. イールドカーブの推移



るほか、消費税増税前までにある程度物価上昇率を高めるために追加緩和を実施する可能性があるだろう。

ちなみに、今回のマイナス金利導入によって、日銀はそれまでの「量（国債買入れの規模等）」・「質（信用リスクのある金融資産の買入れ等）」に加え、「金利（マイナス金利の強化）」という手段も手に入れた格好になったが、「次の一手」は当然マイナス金利幅の拡大が柱となるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

年初から内外の金融資本市場は不安定な動きが続いている。原油価格の下落が止まらないほか、構造問題を抱える中国経済への警戒感、15年末に実施された米国利上げの影響などがその原因として指摘されているが、いずれも目新しい材料ではない。しかし、市場参加者の多くは、世界経済に蔓延する低成長リスクはしばらく払拭できそうもないと改めて意識させられた。

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みたい。

① 債券市場

量的・質的金融緩和により、月10兆円規模での国債買入れを行う日銀の国債市場でのプレゼンスは高まっており、13年夏場以降、長期金利は概ね低下傾向をたどっている。加えて、年初からの金融資本市場の混乱により、「質への逃避」が強まったほか、昨今の原油下落でディスインフレ傾向が長期化するとの見通しから、追加緩和観測が再浮上し、長期金利は一段と低下した。

こうした中で開催された 1

月の金融政策決定会合では、上述した通り、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入が決定されたが、実際にマイナス金利の適用が始まる2月の準備預金積み期間（2月16日～3月15日）を待たずに、イールドカーブは大きく低下、2月9日には長期金利（新発10年国債利回り）が初めてマイナスとなり、一時▲0.035%まで低下した。その後は、利益確定の売りから一旦はプラスに戻ったが、金利低下圧力は強い。

当面、内外経済の低調さは続くと思われるほか、短期金融市場でのマイナス金利定着の波及効果、さらには追加緩和策としてマイナス金利政策を一段と強化せざるを得ないとの見方も多く、長期金利がマイナス圏での推移が定着する可能性があるだろう。

② 株式市場

15年8月の「中国ショック」で世界同時株安が発生、それまで20,000円台で推移していた日経平均株価は9月に一時17,000円割れとなるなど、調整色が強まった。その後は米利上げ時期の後ズレ観測や中国経済への過度な悲観論後退などから持ち直しに向かった。さらに、欧州中央銀行（ECB）の追加緩和期待や中国の追加金融緩和が好感されたほか、米国の



年内利上げ観測の再台頭で強まった円安傾向も好感され、12月上旬にかけて株価は一時 20,000 円台を回復した。しかし、その後は原油安や中国経済への懸念などから調整色が強まり、年初としては戦後初となる 6 日続落となったほか、1 月 21 日には 16,000 円割れ寸前まで下落するなど、軟調な地合いが続いた。なお、1 月末のマイナス金利政策の導入発表後には一時 18,000 円近くまで上昇したが、その後は再び世界的にリスクオフの流れが強まり、2 月 12 日には 1 年 4 ヶ月ぶりに 15,000 円を割り込むなど、金融緩和効果は限定的だった。

先行きも世界経済の低成長リスクへの警戒が強く、国内景気の底割れは回避されるとしても当面は低成長が続く可能性は高い。そのため、株価はリバウンドである程度までは戻ったとしても、その後は上値が重くなるだろう。

③ 外国為替市場

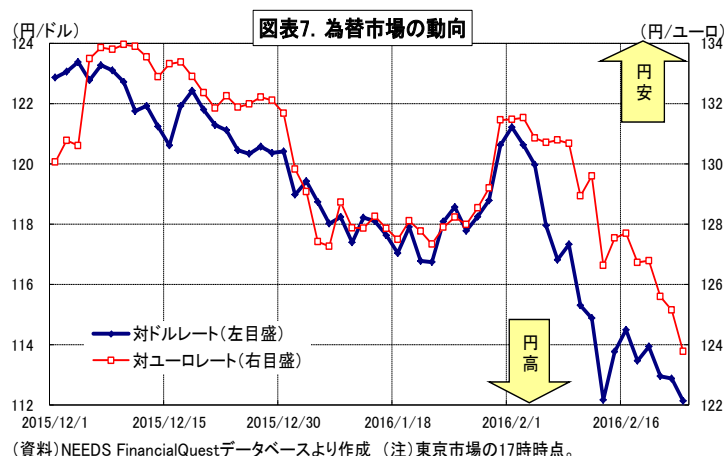
夏場にかけて米国の早期利上げ開始が意識されたことから、対ドルレートは 13 年ぶりに 125 円台となるなど、円安傾向が一段と強まる場面もあったが、8 月下旬には世界同時株安を受けて一時 116 円台と約 7 ヶ月ぶりの水準までドル安が進んだほか、10 月中旬には米経済指標の弱含みから円高に振れる場面もあったが、概ね 120 円前後での推移であった。しかし、12 月から 1 月にかけては原油下落や世界的な株価下落を受けてリスクオフが強まり、一時 115 円台と 1 年ぶりの円高水準となった。日銀の追加緩和期待やマイナス金利導入の公表を受けて、一旦は 120 円台

まで円安方向に戻る場面もあったが、その後もリスクオフの流れから円高に転じ、一時、1 年 4 ヶ月ぶりに 110 円台となるなど、円高圧力が強まっている。

先行き、世界的なリスクオフの流れが一旦収束し、その過程で円安方向に振れる場面もありうるが、しばらくは円高気味での展開が続く可能性が高いだろう。

一方、対ユーロレートは、10 月下旬以降、ECB の追加緩和観測が意識されたことから 1 ユーロ＝130 円前後までユーロ安傾向が強まったものの、実際に決定された ECB の緩和策が市場の失望感を生んだことから、ユーロ高が進み、10 月中旬あたりの水準である 133 円台まで一気に戻った。しかし、15 年末から 16 年初にかけてはリスク回避的な動きが強まり、再び 128 円前後までユーロ安が進んだ。その後、日銀の追加緩和を受けて 130 円台に一旦戻ったが、その効果は一時的・限定的で、その後は再び円高ユーロ安気味に推移している。

先行きについては、ドラギ ECB 総裁が次回 3 月の政策理事会での追加緩和の検討を示唆したことや地政学リスクが根強いこと、さらに英国の EU 離脱を巡る思惑も浮上している等から、ユーロ安気味に推移するだろう。（16.2.23 現在）



経済先行き懸念の浮上と3月にかけてのリスク要因

趙 玉亮

要旨

一部低調な経済指標を受け、米国経済の先行き懸念が浮上した。海外経済の減速と国際金融情勢の混乱は収まらず、米国経済への影響が懸念されることから、3月の追加利上げは先送りされる可能性が高い。3月にかけて、追加利上げを巡る動向、シェールオイル関連企業のデフォルトリスク、非製造業景況感のさらなる悪化をリスク要因として注視したい。

経済減速と先行き懸念の浮上

15年10～12月期の実質GDP速報値は、前期比年率で0.7%と、減速した。内訳をみると、在庫投資がマイナス寄与となったほか、ドル高や世界経済の減速を背景に純輸出が経済成長の重石となっている。また、資源安や輸出不振の影響で設備投資は3年ぶりにマイナスに転じるなど、米国経済の先行きに対する懸念が浮上した。

最近公表の指標をみると、原油安やドル高基調を背景に、鉱業や製造業などの動きを示す鉱工業生産と稼働率は一旦下げ止まりが見えたが、耐久財受注（12月分）は市場予想を下回った。また、これまで高い水準で推移してきた非製造業景況感指数も前月より低下し、雇用の拡大を支えてきたサービス業での情勢悪化への懸念を高める材料であった。

一方で、雇用状況については、1月の失業率は4.9%と前月より0.1ポイント低下し、約7年ぶりの低水準を付けた。非農業部門雇用者数は15.1万人増と、11～12月の20万人超の増加ペースを下回ったが、この水準でも失業率を低下させることが可能であるため、市場の失望感を買う内容ではなかった。また、一定の賃金上昇の兆しも見て取れた。物価につ

いては、家賃や医療費などの上昇により、上昇率が4年半ぶりの伸びとなった。

個人消費については、その3割強を占めており、財への消費支出との関連性の高い小売売上高（1月）は前月比0.2%増と良好な数字を示したほか、12月分も上方修正された。

先行きについては、雇用の堅調さや高水準の消費者センチメントを背景に個人消費が経済全体を牽引していくとのこれまでの見方を踏襲する。ただし、米国経済の減速リスクや金融市場の混乱の長期化が意識されており、投資家のリスク回避姿勢は依然根強い。

今後の三つのリスク要因

当面の市場の関心は、追加利上げに集まっている。1月のFOMC終了後に発表された声明文では、3月利上げの可能性がまだ残されているとは言え、同議事要旨からは、世界的な金融状況の混乱が米経済にもたらす悪影響が懸念されており、適正な利上げペースに関する見通しの変更も検討されたことが明らかとなるなど、ハト派的な内容と捉えられている。イエレン議長の議会証言からも、3月追加利上げについて明確なメッセージが確認されず、一方で世界経済の減速リスクや金

融市場の混乱への懸念が表明された。

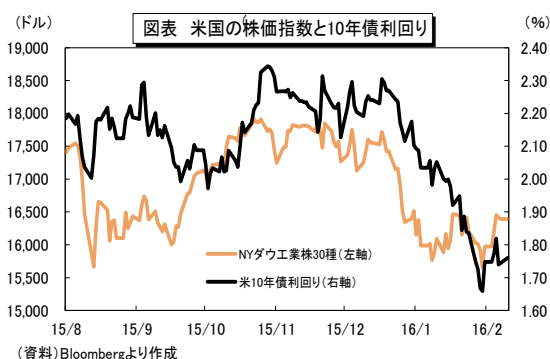
このように、海外経済の減速と国際金融市場の混乱が続くことは、米国経済の下振れリスクになりかねない点が懸念されるため、当総研では追加利上げは6月まで先送りされると予想している。

また、国際金融市場の混乱の収束に必要な投資家センチメントの改善はしばらく難しく、金融市場はボラタイルな状況が続くと考える。その理由として、以下の3つのリスクが指摘できる。

一つ目は、3月追加利上げの可能性が完全に排除することができないことである。二つ目は、3月から4月にかけて、シェールオイル関連企業のデフォルトリスクが高まっていくためだ。シェールオイル関連企業は、11～15年にかけてシェールオイルの開発ブーム時に莫大な資金を投下し、それらは主にハイイールド債や銀行融資により調達された。しかし、低原油価格が長期化するなか、収入減でシェールオイル関連企業は財務体質が弱まるとともに、返済負担が重く融資条件も厳しくなりつつある。とくに、昨年9月には40ドル半ばだった原油価格は、直近は30ドル前後の水準まで一段と下落した。こうしたなか、3～4月には年間2回（3～4月、9～10月）の融資基準の見直しが行われ、一部のシェールオイル関連企業がデフォルトするとの懸念が高まっている。現状、こうした企業のデフォルトでリーマンショック級の金融危機を引き起こす確率は低いと見込まれるが、金融市場の波乱を引き起こす材料として十分留意する必要がある。三つ目は、非製造業での景況感の悪化が今後も続けば、市場の不安心理を拡大させることになりかねない点だ。

3月にかけてリスク回避の姿勢が継続

長期金利（10年債利回り）は、月初に冴えない経済指標が発表されたことや、リスク回避姿勢が強まったことを受け、大きく低下し、一時1.66%と約1年ぶりの低水準をつけた。その後は、小売売上高の改善が好感されたほか、原油価格の上昇もあり、長期金利は1.7%台に上昇した。



先行きは、3月にかけて、追加利上げへの思惑が残るほか、米シェールオイル関連企業のデフォルトリスクの高まりなどへの懸念から、リスク回避姿勢が継続することで米債買いが進みやすく、目先の上昇圧力は乏しいと予想する。

株式市場については、月初に世界的な景気減速懸念や原油安などを嫌気して下落したが、その後は、原油価格の持ち直しやアジア・欧州株高を受けが追い風となり、その下げ分をほぼ取り戻した。先行きの株価については、3月にかけて業績面から買い進む材料は少なく、引き続き上値の重い展開が続くと予想する。

(16. 2. 22 現在)

市場波乱の中で強まるユーロ圏経済の下振れ懸念

～重荷になる景況感の悪化や資本コストの上昇～

山口 勝義

要旨

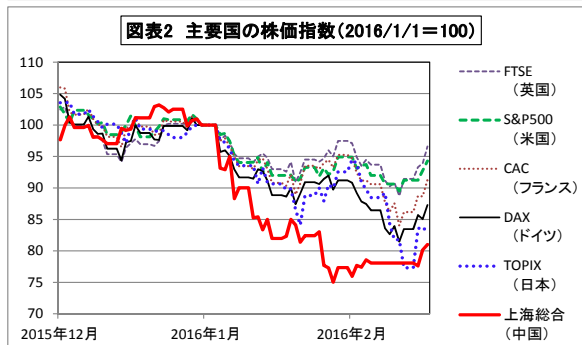
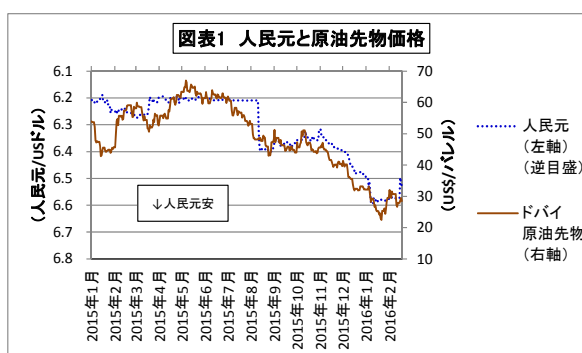
今回の市場波乱の背後では複数の要因が働いており、容易に不透明感が払拭されるとは考えにくい。このため、波乱の頻発が従来から緩慢なユーロ圏の経済成長を下振れさせる可能性が高いほか、政策の手段が制約され、今後の危機への脆弱性が強まる懸念がある。

はじめに

2016年には年初から、世界の金融市場は波乱に見舞われた。中国不安の再燃が発端となり、需給が一段と緩むとの見方で進んだ原油価格の下落や、昨年12月16日の米国の政策金利引き上げへの転換が絡み合いながら、新興国からの資金流出やこれらの国々の成長減速にかかる懸念で、市場ではリスク回避の動きが一挙に強まった(図表1、2)。

こうした情勢のなか、ドラギ欧州中央銀行(ECB)総裁は、1月21日の理事会後の記者会見で3月に政策を再評価すると表明し、追加緩和の可能性を示唆している。一方、米国では1月27日に、連邦準備制度理事会(FRB)が追加利上げを見送るとともに、海外経済や金融市場の動向を注視することとした。また、日本銀行は1月29日に、市中銀行による中央銀行預金の一部の金利を初めてマイナスとする金融緩和策を決定した。

これらの動きを受け、市場は一旦は落ち着きを取り戻した。しかし、欧米日の金融政策は市場波乱の主因である新興国の情勢を改善するものではないばかりか、ユーロ圏では金融政策の効果自体にも限界が現れている。既に相当低い金利水準や潤沢な資金供給にもかかわらず



(資料) 図表1、2はBloombergのデータから農中総研作成
ず、依然として経済成長の足取りは鈍いままである。さらに、米国経済の成長鈍化の可能性をも含めて、最近では世界経済全体の減速懸念が強まってきている。

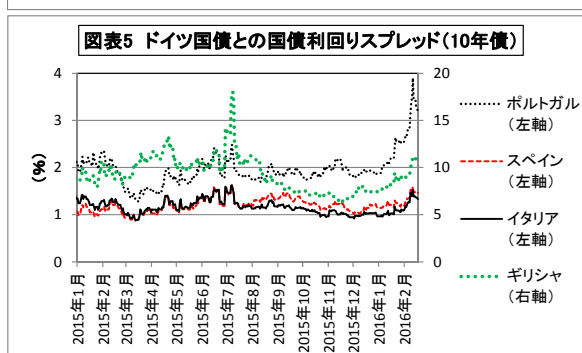
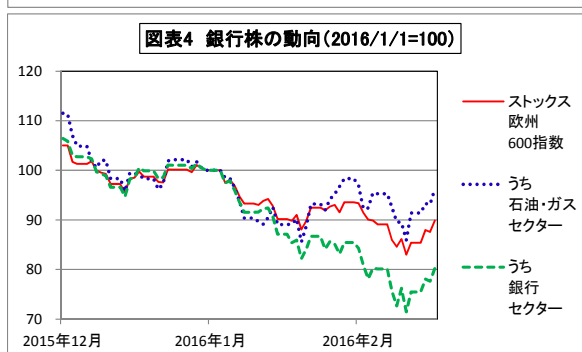
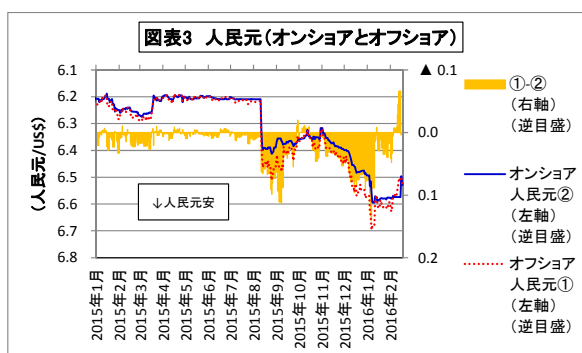
その後、市場の落ち着きは一時的なものにとどまり、2月には波乱が再燃した。しかも、銀行の財務悪化懸念なども加わり、波乱の様相は一層複雑化することとなった。こうしたなか、ユーロ圏の経済情勢を考察するに当たっては、この市場波乱の背後で働いている様々な要因についての理解が重要になっている。

市場波乱の背後で働く主要な要因

特に2月に入ってからリスク回避の背景には、第1に世界経済全体の減速懸念の強まりがある。これにより、米国の利上げとユーロ圏や日本の緩和拡大の組合せを想定した従来のシナリオが修正を迫られ、ポジションの巻き戻しが拡大したものとみられる。

世界経済の成長の点で何よりも注意すべきは中国経済の動向であるが、中国では過剰投資に伴う過剰な設備や債務への対処が重要な課題となっている。政策余地の大きい中国では経済の急減速の可能性は限られるとしても、こうした大規模な構造改革には相応の時間が必要になり、その間、中長期的に成長の減速基調が継続するとともに、デフレ圧力が世界に波及し、資源価格の下落や通貨安などを通じて広く新興国経済全般の疲弊として問題が拡大することが懸念される。また、折からの新興国における債務残高の増加も、市場の不安感を強める要因になっている^(注1)。こうした懸念は、例えば資本流出の加速で下落圧力が強まる人民元の動向に反映している。人民元は自由度の高いオフショア市場での下落傾向がより顕著であるが、ここに現れている人民元の先安感が資本流出をさらに加速させるという、悪循環に陥りやすい構図となっている(図表3)。

第2には、銀行の収益力や財務の健全性に対する懸念の強まりである。日銀の政策を契機にECBにおいてもマイナス金利拡大への誘因が一層強まるとの思惑が生じているが、マイナス金利は銀行の収益を圧迫し、これを補うための貸出金利の引上げや預金金利のマイナス化などは経済成長には逆風となるほか、無理



(資料) 図表3～5はBloombergのデータから農中総研作成

な融資拡大は銀行の不良債権の増加につながるものである。こうした懸念が世界経済の減速の可能性や、ユーロ圏で1月に開始された銀行の破綻処理の一元化に関する投資家の不安心理などと相乗することで、石油・ガスセクターをも上回る銀行株の急速なパフォーマンスの悪化が現れている(図表4)。

このようなリスク回避の強まりは、国債市場にも及んできている(図表5)^(注2)。財政改革が道半ばであるユーロ圏では、国債利回りの急上昇はこれらの国々の財政政策の柔軟性を阻害し、景気刺激策の余地を制約することになりかねない。

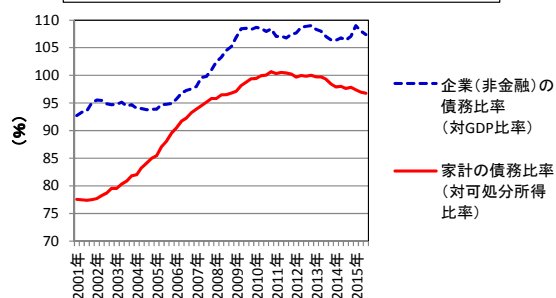
底流で拡大する金融政策の手詰まり感

しかし、金融政策についてはマイナス金利の負の側面のみならず、今ではその実効性や政策余地自体が問われている。ユーロ圏では、財政危機以降、市場からの強い圧力の下で何よりも財政規律を重視するとともに、財政政策の効果は一時的なものにとどまるとの判断も加わり、経済競争力を高めるための構造改革に注力しつつ、足元の景気刺激策は金融政策に大きく依存してきた。ECB は伝統的な金融政策に加え、14 年 6 月には市中銀行による中央銀行預金の余剰部分にマイナス金利を導入したほか、同年 9 月にはカバードボンドなどの新たな買入れ策を決め、15 年 3 月には国債などを対象に加えた量的緩和策（QE）を開始している（注³）。

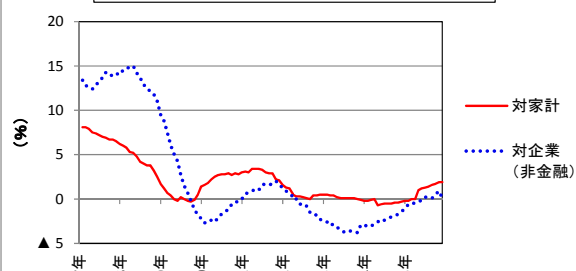
ところが、ユーロ圏では企業や家計の双方で債務比率はその改善の途上にある（図表 6）。財務改善が重要な課題となるなか、一連の金融緩和にもかかわらず投資は盛り上がりには欠け、企業の労働生産性は全般に伸び悩んでいる。収益性の改善は鈍く、賃金も伸び率は鈍化している。原油価格の下落による購買力の拡大とともに伸長した家計の消費にも、最近では頭打ちの気配が現れている（注⁴）。一方で、この間に、銀行貸出残高は年間の伸び率がようやくプラス圏に浮上してきた段階でしかない（図表 7）。また、市中銀行の中央銀行への預金残高はマイナス金利の下においても増加を続けており、ここには金融政策による資金供給を十分消化できずにいる実体経済の実情が反映しているものとみられる（図表 8）。

金融政策は一時的な銀行の流動性対策や通貨高の抑制などには有効ではあるとはしても、信用の拡大に制約がある

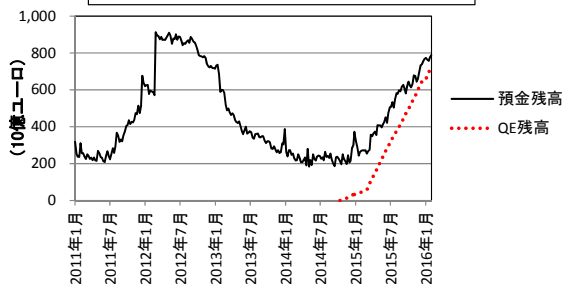
図表6 企業（非金融）と家計の負債比率（ユーロ圏）



図表7 銀行貸出残高伸び率（年率）（ユーロ圏）



図表8 中央銀行に対する市中銀行の預金残高とQE残高（ユーロ圏）



（資料）図表 6～8 は ECB のデータから農中総研作成

現在の状況の下では十分機能するとは言い難い。また、銀行に与えるマイナス金利の負の影響のほか、QE は市場規模に規定されることなどからも、金融政策の余地自体が次第に狭まってきている。

金融政策には諸改革を遂行するための時間稼ぎ策としての意味もあったが、今やその時間は尽きつつある。既に昨年12月には、ECBの政策対応がドラギ総裁の発言内容を踏まえた事前の期待を下回ったことで市場は大きな失望を経験している。金融政策に対する信頼感が損なわれるにつれ、市場の混乱を抑制するその力も弱体化することが避けられない。

おわりに

今回の市場波乱の背後では複数の要因が働いており、今後も容易に不透明感が払拭されるとは考えにくい。なかでも中国経済の構造改革は、経済の急減速や社会不安などを回避するためには勢い時間を要することになり、その間、長く不安感が継続することになる。これらの結果としての市場波乱の頻発は経済主体の景況感を悪化させ、投資や消費の縮小や先延ばしをもたらし、またクレジットスプレッドの拡大を通じた資本コストの上昇などにより、従来から緩慢であったユーロ圏の経済成長を下振れさせる可能性が高い。まして、金融政策への信頼感が揺らぐとともに、こうした影響の増幅が避けられないことになる。

一方、ユーロ圏ではリスク回避の動きに伴い、政策手段が制約を受ける可能性がある。本来、ユーロ圏では、金融政策により与えられた時間の猶予を活用し、規制緩和などの経済の構造改革を着実に進めることが求められてきたが、あわせて資本装備の高度化や技術革新に向けた企業投資を促進するための税制改正や、公共投資によるインフラ整備などを通じ、潜在成長率の底上げを図る取組みが重要になっている。しかしながら、最近ではユーロ圏の多くの国々では財政運営は緊縮から中立に移ってきてはいるものの、国債利回りに上昇圧力が強まる下では再度緊縮財政への復帰が強いられることになる。この結果、ユーロ圏では、実効性に限界がある金融政策ともども、成長減速の可能性に対し打つ手を喪失した、八方ふさがりの状態に置かれる懸念がある。

こうした懸念の一方で、単にユーロ圏の経済成長の下振れのみならず、景気後

退や経済危機のトリガーともなりかねない潜在的なリスクが多く存在している。中国経済の急減速と人民元の大幅下落、新興国や主要なエネルギー企業などのデフォルトの連鎖、主要銀行の巨額損失、中東やロシアなどを巡る地政学的リスクの高まりによる原油価格の急騰などである。また、欧州独自のリスクとしては、ユーロ圏や欧州連合（EU）の求心力の低下や解体懸念の強まりがある。難民の集中的な流入に伴う混乱、英国のEU離脱、ギリシャ情勢の悪化、ハンガリーやポーランドの強権的な政治運営の強まり、主要国の総選挙や大統領選挙に向けてのポピュリスト政党の躍進など、リスク拡大の芽は枚挙にいとまがない。

このように、ユーロ圏では、市場波乱を通じて政策対応の手段がさらに制約されることで、経済成長が下振れする可能性ばかりか、景気後退や経済危機に対する脆弱性が強まる懸念がある。取り巻く環境は多難であるなか、いったん激しいショックに見舞われた場合には、リーマンショックなどの前例に比べ、その後のユーロ圏経済の回復は非常に緩慢なものになると考えられる。（16. 2. 22 現在）

（注1） 新興国の成長減速に伴うユーロ圏経済への影響については、次を参照されたい。

・「新興国の成長減速とユーロ圏経済」（『金融市場』15年11月号）

（注2） スプレッド拡大の主要な要因としては、イタリアでは銀行の不良債権額の大きさ、スペインでは政治情勢の不透明感、ポルトガルでは財政赤字削減の動向や現政権の安定性にかかる懸念、ギリシャでは年金などの改革の停滞や政治面での不透明感がある。

（注3） 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4） これらのマクロ経済にかかる具体的なデータは、次を参照されたい。

・山口勝義「ECBの追加緩和と金融政策の限界」（『金融市場』16年1月号）

供給側改革の推進を強める中国

～当面は回復感の乏しい展開が続く～

王 雷 軒

要旨

輸出や製造業の低迷を受けて足元の中国経済は依然減速していると判断される。景気の大幅な減速を避け、供給側の構造改革によって生じる痛みを軽減するため、政府はマクロ政策の調整を行っているが、当面は回復感の乏しい展開が続くだろう。

供給側政策を強め、景気減速が続く

最近の中国では、「供給側の構造改革」という言葉が頻繁に使われるようになってきている。供給側の構造改革というのは、規制緩和、行財政改革、国営企業の民営化といった、市場志向型の構造改革全般を指す言葉として用いられていると思われる。その背景に、世界経済の先行き不透明性が高まっているなか、輸出などによって鉄鋼・セメントなど素材産業の過剰生産能力を解決することには当面期待できないほか、積み上がる住宅在庫の解消にも相当な時間がかかることが挙げられる。

15 年 11 月に開催された中央財經領導グループの会議で、習近平国家主席は今後の経済政策について、総需要を適度に拡大するとともに、供給側の構造改革を推進し、供給システムの効率向上に注力すると述べ、供給側の構造改革の推進という基本方針を示した。

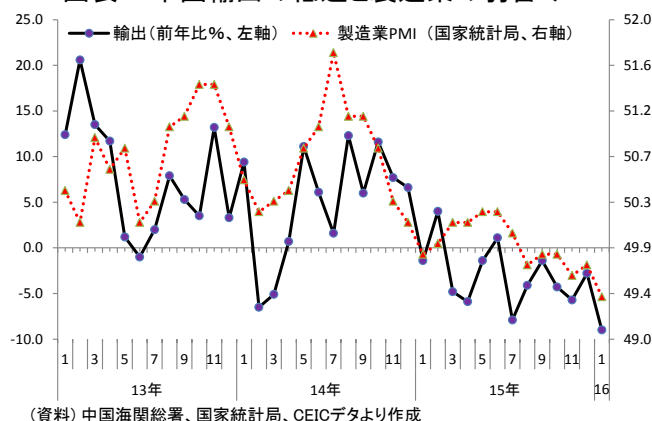
具体的には、15 年 12 月に開催された 16 年の経済運営方針を決定する中央經濟工作會議で、供給側政策として①過剰生産能力の解消、産業構造の高度化を図る、②企業経営コ

ストを引き下げ、企業の競争力を高める、③不動産在庫を解消する、④有効供給を拡大する、⑤金融リスクを防止・解消する、の 5 項目の内容が決定された。

これらのなか、過剰生産能力の解消が最も重要な項目として位置づけられると同時に、実施の際には可能な限り企業倒産といった状況を回避し、失業者の生活保障、再就職などを適切に対応するよう求めている。

これらを受けて、李克強首相が 16 年 1 月の國務院常務會議で、法律や市場手段を利用し、まず鉄鋼・石炭産業から過剰生産能力を解消し、生産量の 2 割程度（鉄鋼）を削減するという目標も設けられるなど、供給側改革は本格的に始動しつつある模様だ。

図表1 中国輸出の低迷と製造業の弱含み



こうしたなか、15年10～12月期の実質GDP成長率は前年比6.8%と7～9月期（同6.9%）からの加速は見られなかった。旧正月である春節（2月7～13日）の影響で、1月分の経済指標はあまり発表されないが、公表された輸出や製造業PMI（購買担当者景況感）の内容は、足元の景気は緩やかな減速基調にあることを示唆している（図表1）。

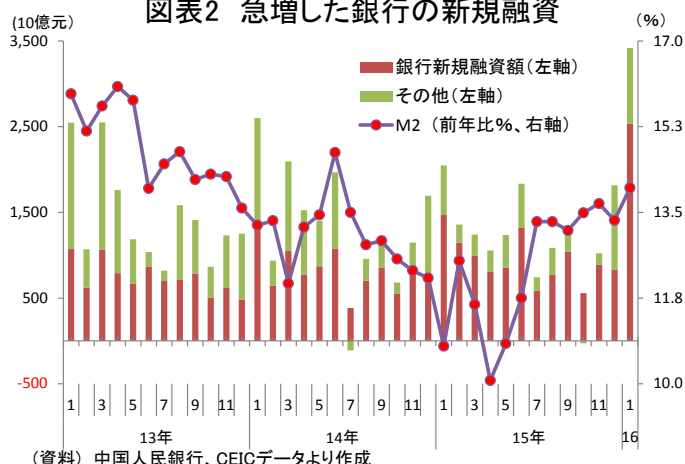
まず、16年1月の輸出（前年比）は7ヶ月連続で減少したほか、直近の製造業PMIも6ヶ月連続で景気分岐点である50を下回るなど、製造業の景況感は弱含みが続いている。さらに、春節期間の小売売上高は前年比11.2%と前年の増加率と変わらず、個人消費も景気回復のけん引役として期待されながらも力強さを欠いている。供給側の構造改革を強めることで、重厚長大型の企業経営の悪化に伴う所得や雇用の先行き懸念が消費にも影響を与えていると見られる。

改革の「痛み」を軽減するマクロ政策

前述のように、景気は依然減速基調にあるため、政府は16年の成長率目標である6.5%～7%の成長に万全を期すため、供給側改革で生じる痛みを軽減する対策を打っている。

まず、金融政策などのマクロ政策による景気下支えを強めている点である。1月の社会融資総額は市場予想を大幅に上回ったことから、金融政策はもはや中立的ではなく、過剰生産能力の解消による痛みを軽減するため、金融緩和政策に転換したように見える（図表2）。もちろん、例年1月は銀行などの融資額が多いという季節的な要因があるものの、単

図表2 急増した銀行の新規融資



月ベースで過去最大となったことから、政府の安定成長を維持する意図は明らかであろう。また、企業減税などを通じて財政政策による手立ても行われている。

これに加え、中国人民銀行や財政部など中央省庁（8 部委）が産業構造の調整を支援する共同声明も発表した。過剰生産能力を抱えている鉄鋼、石炭、建材、船舶などの再編や統合を推進するため、ゾンビ企業や環境基準に満たさない企業を淘汰させる一方、競争力や技術レベルの高い企業のグレードアップを金融面で支えていく方針が決定された。

さらに、住宅在庫の解消を促すために住宅ローン条件も緩和された。具体的には、住宅購入の頭金比率を現行の25%から20%に引き下げたほか、公的住宅積立金制度の改正も実施された。これらを通じて、住宅購入意欲を高め、積み上がる在庫を減らし、住宅開発投資の回復を目指そうとしている。

これらのマクロ政策によって景気の大規模な減速を回避しようとする意図が見て取れるが、その効果の出現までしばらく時間を要するだろう。今後2～3年間に掛けて、こういった供給側の構造改革を行っていくと見られるため、当面は回復感の乏しい展開が続くだろう。

（16.2.22 現在）

世界経済の先行き懸念で低迷する新興・資源国市場

～産油国全体で原油減産に向けた議論は進展せず～

多田 忠義

要旨

軟調な米経済指標や追加利上げの先送り観測など、米国景気に対する先行き懸念が浮上した。中国の景気減速と合わせ、世界経済の先行き懸念が意識され、米ドルが売られた。原油価格は、供給過剰が続く中、産油国全体での減産に向けた議論は依然として進展せず、WTIは1バレル＝30ドル前後の取引となっている。

米景気先行き懸念、原油生産量は維持

唯一堅調とされてきた米国でも、景気先行き懸念が浮上しており、イエレンFRB（米連邦準備制度理事会）議長もまた、米上下両院での証言で利上げのペースを遅らせる可能性を示唆した。このように中国同様、米国の先行きに対し不透明感が意識されたことで、世界経済の先行きに対する悲観的な見方が一段と広がった。

この流れを受け、主な新興・資源国では米ドルが売られた。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のうち債券は、1月下旬以降、7日移動平均ベースで流入超が続いている一方、株式は流出超となっている。なお、各国の株価はまちまちな動きとなった。

米国債と新興国債券とのスプレッドを示すEMBI+は、米債利回り低下を受け、約7年ぶりの水準まで拡大した。一方、通貨指数（ELMI+）は、ドル安進行により1月を底に反発（新興・資源国通貨高）した。

原油先物価格（WTI）は、1バレル＝30ドル前後での取引となっている。2月11日に一時1バレル＝26.05ドルと、12年9ヶ月ぶりの安値を付けたほか、19日には、米国の原油在庫が1930年以来の最高水準

に積みあがるなど、供給過剰が続いており、価格の下押し圧力が高い。こうした中、他の主要産油国が追従することを条件に、サウジアラビア、ロシア、カタール、ベネズエラが過去最高に近い1月の生産水準で凍結することに合意した。しかし、産油国全体で減産合意に向けた議論が進展しているとは言い難く、産油国の思惑が交錯する中、生産調整が開始されるまでの道のりは依然険しいだろう。

一方、ロンドン金属市場の主要鉱物価格指数（LMEX）、国際商品指数（トムソン・ロイター・コアCRB）は小動きで推移した。世界経済の減速がより強く意識された一方、亜鉛鉱山の閉山や亜鉛生産業者の破産法適用などで供給不足への懸念が強まったためである。

インド：徐々にインフレ圧力上昇

1月の卸売物価指数（WPI）は前年比▲0.9%と15ヶ月連続の下落で、下げ幅は12月から拡大、消費者物価指数（1月）は同5.7%と、12月（同5.6%）から6ヶ月連続で加速した。

インド準備銀行は2月2日、政策金利の据え置きを決定した。インフレ率の上昇が緩やかな中、利下げによる経済成長

の下支えの用意はあるものの、このところの金融不安により安値で推移する通貨ルピーを下支えすることを優先した。

鉱工業生産指数（12月）は前年比▲1.3%と2ヶ月連続の低下となった。財別にみると、資本財の寄与度は▲2.5ポイント、部門別の寄与度では、製造業が▲2.0ポイントであった。15年12月にインド南部のチェンナイを襲った洪水による生産停止が影響したとみられる。

なお、1月の新車販売台数は前年比3.7%増と、4ヶ月連続で増加した。

インドネシア:2 会合連続で利下げ

インドネシア中銀は18日、2会合連続で金融緩和を決定し、政策金利を0.25ポイント引き下げ7%としたほか、市中銀行の貸出を促す目的で3月16日以降の預金準備率を1ポイント引下げ6.5%とした。インフレ圧力が収まっている中、同国の景気回復を確実にするため、との声明が発表された。なお、1月の消費者物価は前年比4.4%と、7ヶ月ぶりに上昇幅が拡大したが、中銀の目標範囲内である。

2015年の実質GDP成長率は4.8%と、09年の4.6%以来6年ぶりの低水準となった。しかし、直近である10～12月期は前年比5.0%まで加速、設備投資や個人消費に伸びがみられた。なお、1月の消費者信頼感指数は112.6で、5ヶ月連続の上昇となり、個人消費は回復傾向にある。

ブラジル:次回政策会合の議論に注目

1月の消費者物価指数（IPCA）は前年比10.7%と、政策目標（4.5±2%）からの乖離が継続している。国内消費は改善がみられず、1月の小売売上高は前年比▲7.1%と、9ヶ月連続で減少している。

ブラジル中銀は3月2～3日に金融政策決定会合を開催するが、景気下支えの必要がある一方、インフレ圧力を抑える必要もあることから、利上げ実施をめぐる議論が交わされる見通しである。

ロシア:政策金利据え置き

ロシア中銀は1月29日、政策金利の据え置きを決定した。原油価格の一段の下落でルーブル安が続いており、インフレリスクが一段と高まることを警戒した。

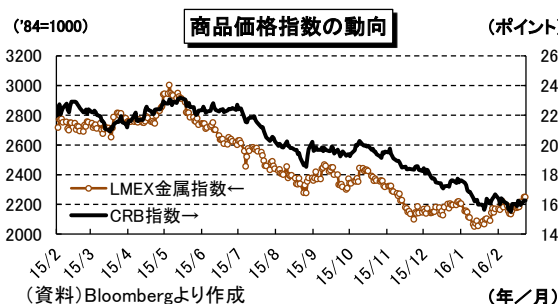
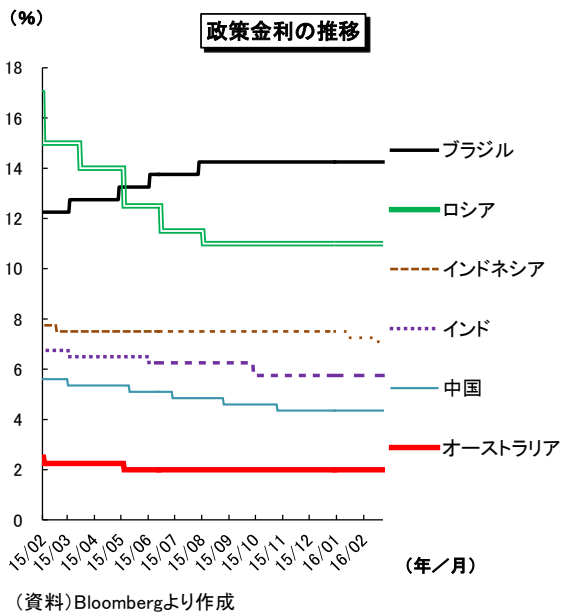
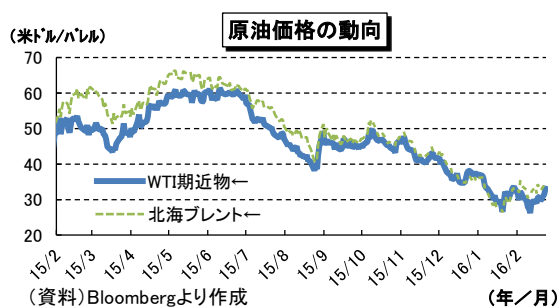
なお、1月の消費者物価指数は前年比9.8%と、5ヶ月連続で鈍化した。10%を割りこんだのは14年11月以来14ヶ月ぶりである。ただし、足元でルーブル安が一段と進行したこともあり、インフレ再加速の可能性がある。そのため、中銀による利下げの可能性は当面低い。

オーストラリア:雇用情勢悪化

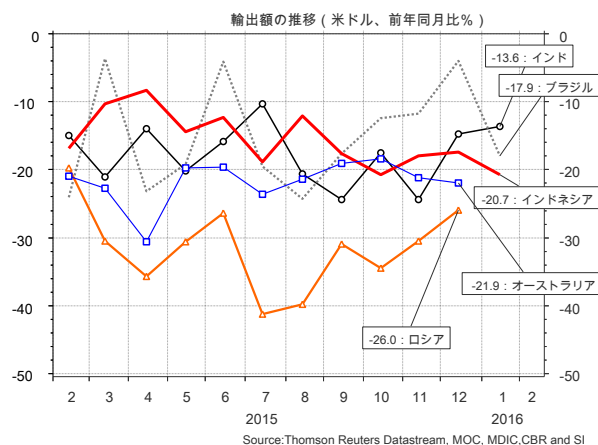
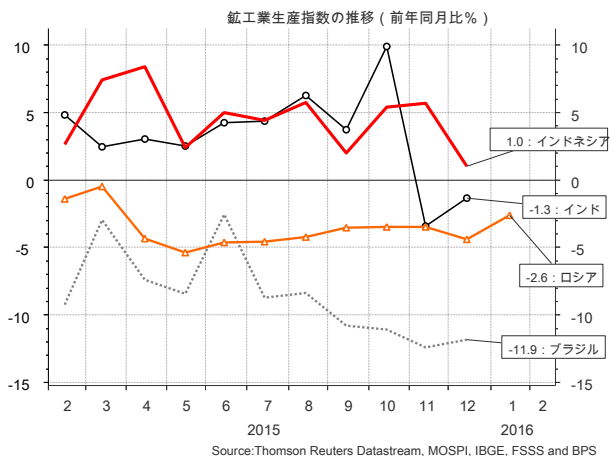
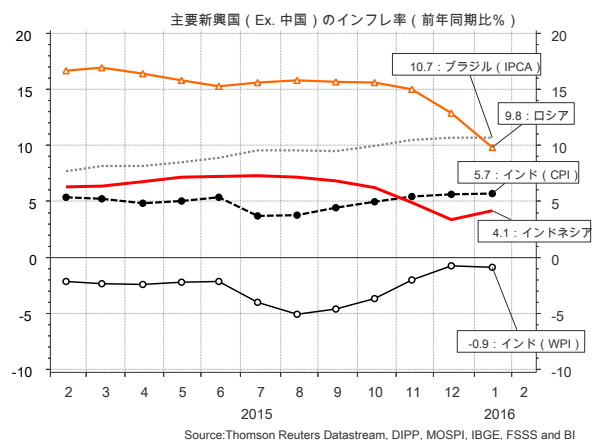
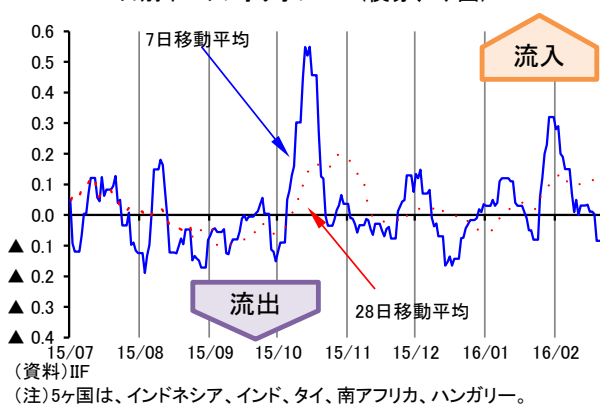
オーストラリア準備銀（RBA）は2日、政策金利の維持を決定した。公表された議事要旨によれば、メンバーは、豪ドルの下落で企業の競争力が改善していると指摘したほか、最近の国内データが全般的に改善を示しており、現状の政策金利の下、成長率が緩やかに加速すると合理的に予測される、としている。また、15年の雇用者数増加は予測を上回っており、失業率も予測に比べ0.5ポイント下回っていると指摘した。

しかし、1月の雇用指標は、失業率6.0%と12月から0.2ポイント悪化、雇用者数は0.79万人減（正規雇用者数が4.06万人減、非常勤雇用者が3.33万人増）で、市場予想（1.30万人増）から大幅悪化となった。これを受けて、追加利下げの思惑が再燃している。（16.2.22現在）

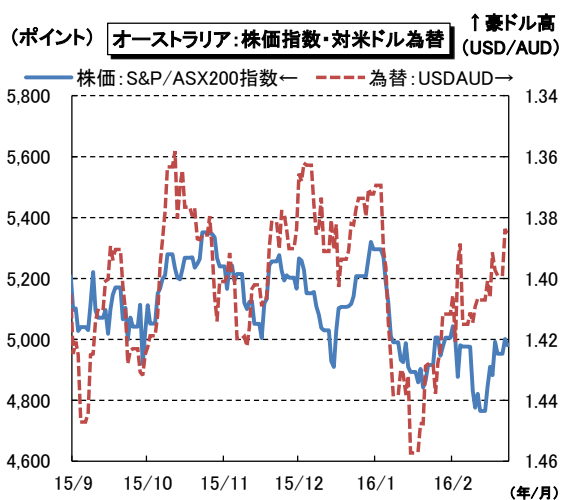
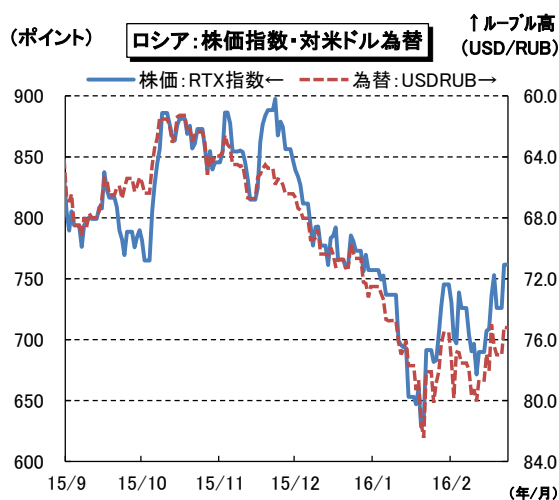
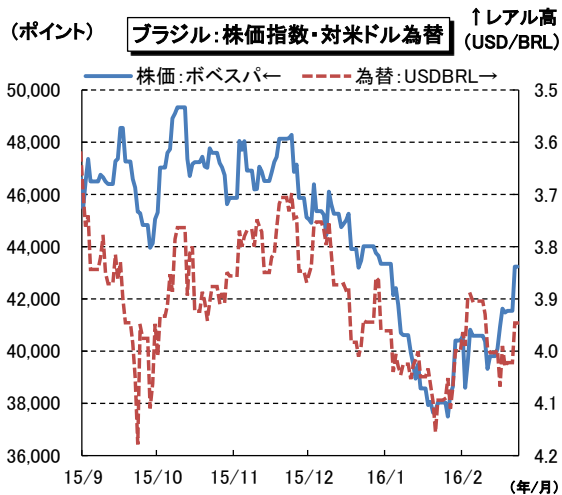
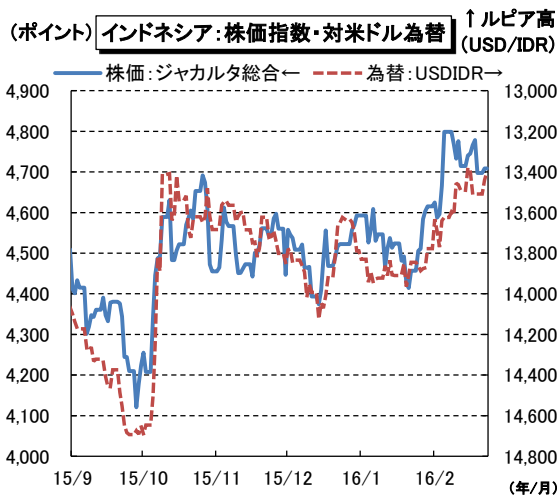
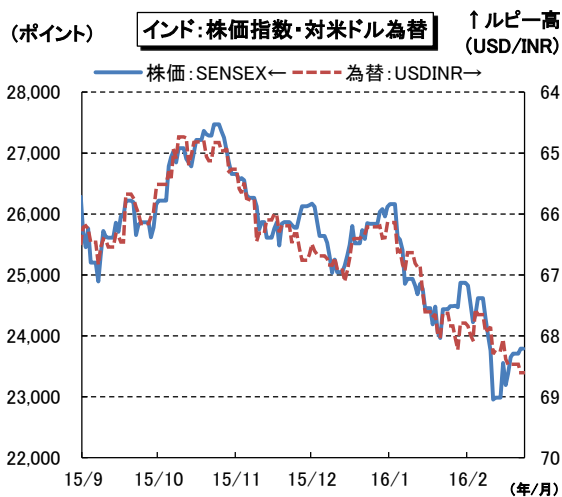
商品価格、主な新興・資源国の物価、政策金利、生産、貿易の動向(15年2月～16年2月)



(10億ドル) 日別ポートフォリオフロー(債券、5ヶ国)



主な新興・資源国の株価、為替動向(15年9月～16年2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。



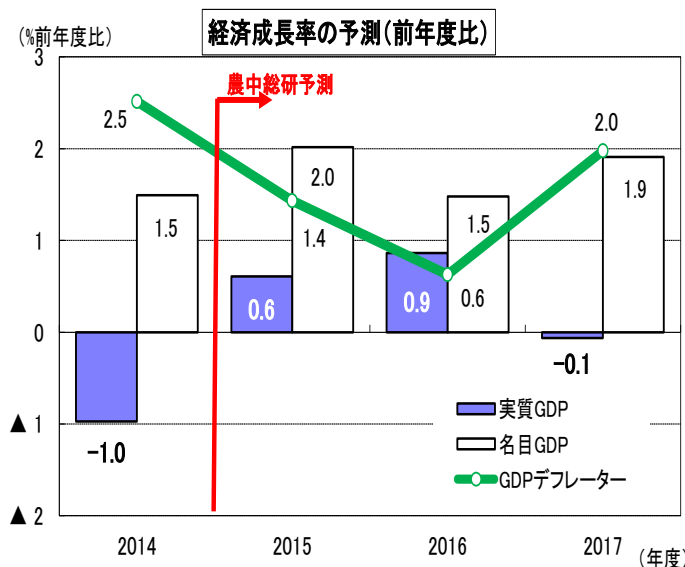
2015～17 年度改訂経済見通し

世界的な低成長リスクに翻弄される日本経済 ～2015 年度:0.6%、16 年度:0.9%、17 年度:▲0.1%～

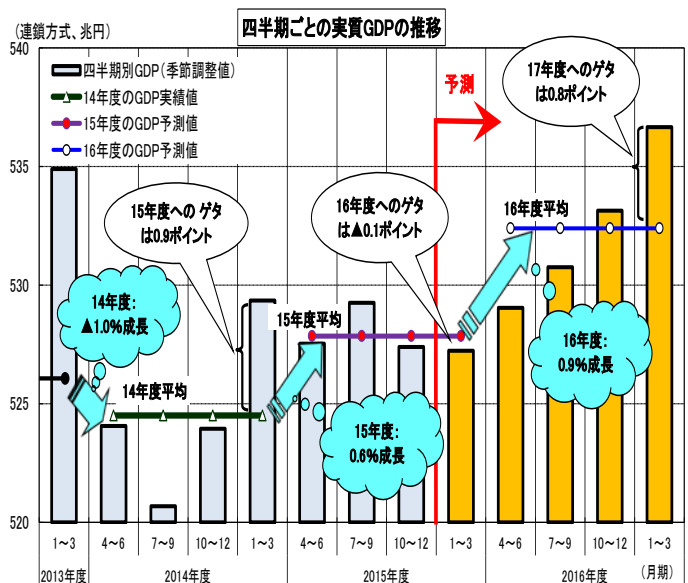
国内景気は足踏み状態から抜け出せずにいる。15 年 10～12 月期の経済成長率は 2 四半期ぶりのマイナスとなり、消費税増税前の駆け込み需要が本格化する以前の 13 年後半の水準を割り込んだ。暖冬の影響も加わり、民間消費が再び悪化したほか、中国など新興国経済の減速などを受けて輸出も減少するなど、景気の牽引役が不在な状況となっている。

先行きについても、世界経済の下振れリスクが顕在化しつつあり、楽観視できない。加えて、16 年の春季賃金交渉も期待外れとなる公算が高い。労働需給逼迫に伴う賃上げ圧力は徐々に高まっていくが、民間消費の持ち直しが本格化するには至らないだろう。16 年度後半にかけては消費税再増税を前に小規模ながらも駆け込み需要が発生するが、総じて低成長が続くだろう。

さて、原油安に起因する物価低迷に直面する日本銀行は、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。目下のところ、イールドカーブは大幅に低下したが、これまでの緩和策後と異なり、株価や為替レートへの影響は一時的かつ限定的であった。日銀は依然として「物価の基調は改善」と認識しているが、今後さらなる追加緩和が打たれる可能性が高いだろう。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

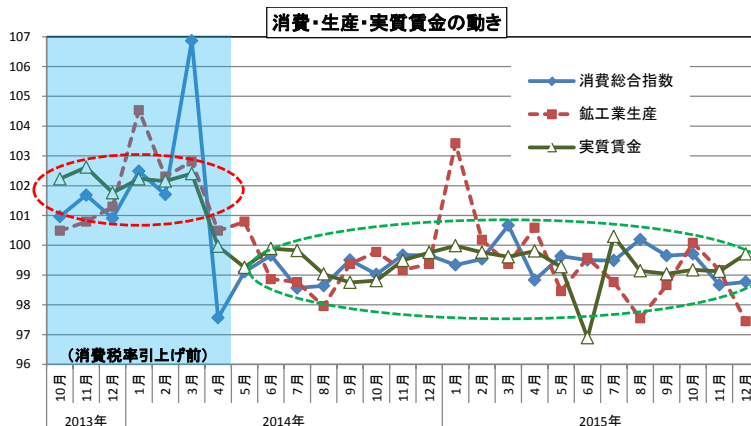


(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2015年10～12月期までは実績、それ以降は当総研予測

1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 足踏み状態が続く

しつこいデフレや歴史的な円高圧力、さらには東日本大震災に襲われ、景気低迷に喘いでいた日本経済にとって、拡張的な金融財政政策と構造調整策を政策パッケージとして束ねたアベノミクス「3本の矢」は、実際、将来の成長期待を醸成し、円安・株高をもたらした。その結果、日本経済は安倍首相の再登板(2012年10～12月期)から消費税増税前(14年1～3月期)まで、年率2.7%という経済成長を実現した。このアベノミクスにとっての重要な支柱となった日本銀行「量的・質的金融緩和」もまた、原油など資源高や円安進行の支援もあって、当初は市場予想を上回るペースで物価上昇を促した。



(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～直近=100。

しかし、14年4月の消費税増税により、状況は一変した。増税以降の成長率は年率▲0.8%で、実質GDPは駆け込み需要が本格化する以前の13年後半(7～12月)の水準を割り込んでいる上、民間消費に至っては10兆円近くも下回っている(いずれも15年10～12月期)。耐久消費財の需要回復が遅れている上、8兆円近い税負担増を吸収できるほど家計所得が増えていない影響が大きい。その結果、アベノミクス始動後の平均成長率は年率0.6%と、民主党政権下(09年7～9月期から12年10～12月期)の同1.7%を大きく割り込む事態となっている。直近では、1月前半までの暖冬の影響で衣料品など季節商品の売れ行きが不調であり、消費が再び弱含んでいる。また、輸出不振を受けて、生産活動も低調に推移している。物価もエネルギー価格の大幅下落を受けて、全体としては前年比ゼロ近傍での推移が続いている。

さらに、16年入り直後から内外の金融資本市場は大荒れの展開が続いている。暖冬の影響に加え、産油国のシェア争いに收拾の目途が立たず、原油価格が一段と下落したほか、過剰生産・過剰設備問題になかなか進展が見えない中国経済への懸念は根強い。また、15年末に断行された米国の利上げの影響などが、市場混乱の原因として指摘されてきたが、いずれも目新しい材料ではない。しかし、世界経済に蔓延する低成長リスクは当面は払拭できないのでは、との警戒感を再認識させるには十分だった。

(2) 15年10～12月期GDPは2四半期ぶりのマイナス成長

2月15日に公表された10～12月期のGDP第1次速報によれば、経済成長率は前期比年率▲1.4%と2四半期ぶりのマイナス成長となった。これで消費税増税以降の7四半期のうち、4四半期がマイナス成長となった。実感に近いとされる名目GDPも同▲1.2%と、同じく2四半期ぶりのマイナスである。これらの評価については、数字が示す通り、「鈍い」に尽きるが、実際に景気の牽引役が不在の状況といえる。

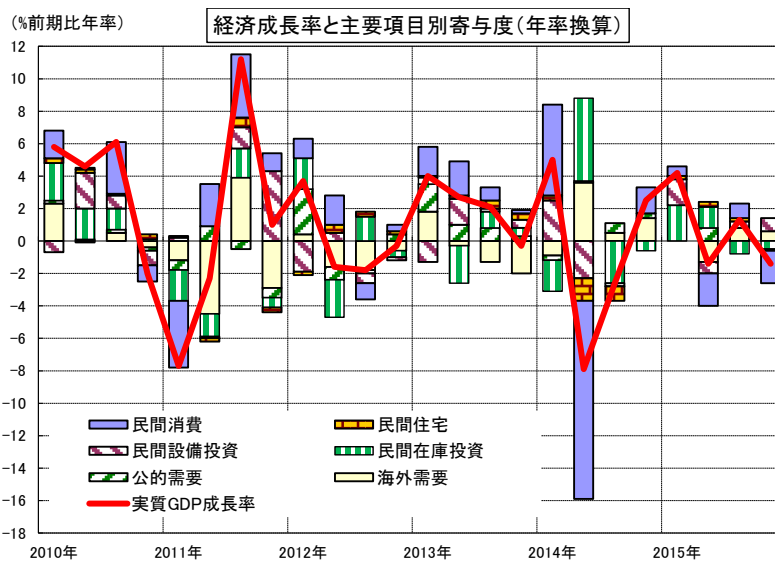
内容的には、前期比1.4%へ加速した民間設備投資を除き、主要な需要項目は軒並み悪化した。特に、民間消費が同▲0.8%と2四半期ぶりの減少となった上に、増税直後

(14 年 4～6 月期)の水準をも割り込んだことが衝撃的である。また、住宅投資や公共投資、輸出等もいずれも減少している。一方、輸入等が輸出等の減少幅を大きく上回ったこともあり、前期比成長率に対する外需寄与度は 0.1 ポイントと 2 四半期連続のプラスとなったものの、民間最終需要の鈍さがその主因であることを踏まえれば、悪い材料と言わざるを得ない。

また、一国のホームメイドインフレである GDP デフレーターは前年比 1.5%と、7

～9 月期(同 1.8%)からやや鈍化したが、他の物価指標(全国消費者物価(除く生鮮食品)は前年比 0.0%、国内企業物価は同 ▲3.6%、企業向けサービス価格は同 0.3%)とは一線を画し、大きめの上昇幅を保っている。当然、マイナス成長だったこともあり、マクロ的な需給バランスは悪化方向に向かったが、輸入価格の下落ほどには国内製品の価格が下がらなかったため、見掛け上価格転嫁が進んだような恰好となっている。

この結果、15 年を通じては、実質成長率が前年比 0.4%(2 年ぶりのプラス成長)、名目成長率が同 2.5%(4 年連続のプラス成長)となった。また、GDP デフレーターは前年比 2.0%と、24 年ぶりの上昇率となった。



2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

安倍首相は、アベノミクスは第2ステージに移行したとして、未来を見据えた新たな国づくりを進める意欲を示す「ニッポン1億総活躍プラン」を提唱、「希望を生み出す強い経済(第1の矢)」、「夢をつむぐ子育て支援(第2の矢)」、「安心につながる社会保障(第3の矢)」という新しい「3本の矢」を打ち出した。それぞれ、「名目GDP600兆円の達成」、「希望出生率1.8の実現」、「介護離職ゼロの実現」を目標とし、それを通じて経済の好循環をさらに拡大させていく方針である。第1ステージの「3本の矢」が経済全体のパイの拡大を最優先していたのに対し、第2ステージの新「3本の矢」は再分配にも配慮していく決意も見て取れる。

とはいえ、冒頭でも紹介したように、消費税増税後の景気の足取りは重い。そのため、政府は15年度補正予算を編成し、例年よりもかなり前倒しで招集した通常国会の冒頭で速やかな審議を行い、1月20日には可決・成立させた。内容的には、1億総活躍社会の実現に向けて緊急に実施すべき対策等(1.2兆円、低所得の年金生活者向け福祉給付金0.3兆円を含む)、環太平洋戦略的経済連携協定(TPP)関連政策大綱実現に向けた施策(0.3兆円)、災害復旧・防災・減災事業(0.5兆円)などが計上されていた。

また、16年度一般会計予算は現在国会にて審議中であるが、歳出規模は96.7兆円と4年連続で過去最高を更新した。高齢化の進行により、毎年1兆円超の自然増が見込まれる社会保障関係費(32.0兆円)を薬価の引下げなどにより、前年度当初差4,412億円増に抑えているが、国債費(23.6兆円)、地方交付税交付金(15.3兆円)などの義務的経費と合わせると、全体の73%となるなど、財政の硬直化が進行していることが見て取れる。歳入面では、税収を75.6兆円とバブル期並みを見込んだほか、国債新規発行も34.4兆円に抑制したことになるが、全体の姿としては高齢者を将来の世代(若年層とまだ生まれていない人)が支える構図は一段と強まっていると思われる。これらは、前年度剰余金と税収上振れ分を債務圧縮に回さず、補正予算を編成して全額使い切ってしまう、というスタンスを続けていることにも起因している。

なお、17年4月には予定通り、消費税率を10%に引き上げることを前提条件としているが、15年末に「外食」を除く「生鮮食品」・「加工食品」のほか、定期購読契約をした「新聞」に対して軽減税率(8%)を適用することが決まっている。ただし、再増税に向けての経済情勢は決して楽観視できる状況にないのは言うまでもない。今後の経済情勢次第では、増税時期の再延期が視野に入ることも十分ありうるだろう。

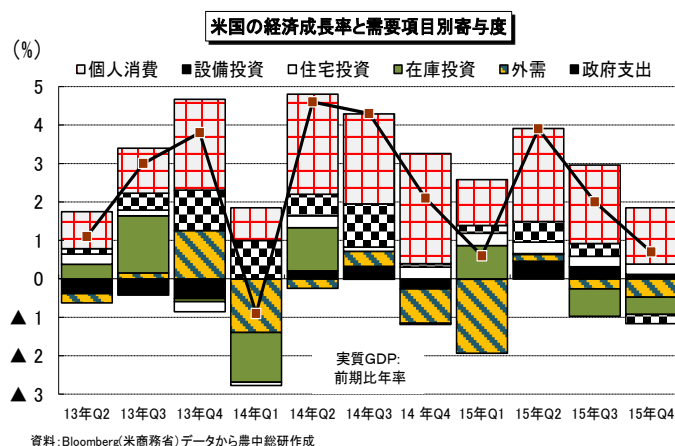
(2) 世界経済の見通し

年末・年初にかけて、世界的に金融資本市場が大荒れとなり、と同時に世界経済の先行き警戒感が高まっている。以下では、米国、欧州、中国の景気の現状分析と当面の見通し、原油市況の予測を行う。

① 米国経済

15年10～12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率0.7%と、4～6月期(同3.9%)、7～9月期(同2.0%)から減速した。内訳をみると、在庫投資の減少により、成長率(年率)が0.45ポイント押し下げられたほか、ドル高や世界経済の減速を背景に輸出も重石となっている。また、資源安や輸出不振の影響で設備投資は3年ぶりに減少に転じるなど、米国経済の先行き懸念が浮上した。

一方、正常化に向けて動き始めた金融政策については、連邦公開市場委員会（FOMC、1月26～27日開催）終了後に発表された声明文からは、3月の追加利上げの可能性がまだ残されていることが見て取れるが、当面の雇用情勢、インフレ関連指標の動向、及び海外経済や国際金融情勢の展開次第でその最終判断が下されることになる。足元では、雇用は引き続き堅調さを維持すると見られるものの、原油安が一段と進行したため、インフレはしばらく低調なまま推移する可能性が高い。また、海外経済や国際金融情勢の混乱が沈静化するにももう少し時間がかかりそうである。このため、当総研では追加利上げは6月まで先送りされ、FRBの経済見通しで示された「年間で1%程度の利上げペース（＝年4回、0.25%の利上げ）」はより緩やかなものになると予想している。



さて、先行きの米国経済については、16年も内需が主導する形での経済活動の拡大が続くとするこれまでの見方を踏襲する。その最大な理由として、雇用の堅調さや高水準の消費者センチメントを背景に個人消費が経済全体を支え続けていくと考えられるからである。また、住宅市場を取り巻く環境も総じて良いと言える。ただし、海外経済の減速やドル高などの逆風に晒されていることもあり、成長率はこれまでの「2%台半ば」を保てず、「2%前後」へ減速する可能性が高い。

なお、足元の下振れリスクとして、以下の2点が挙げられる。まず、新興国の減速やドル高基調が長期化するなか、輸出関連産業が受けている悪影響が顕在化し始め、企業収益の悪化や設備投資がさらに落ち込むことである。また、国際商品価格も低調に推移する可能性が高く、米国におけるシェールオイル関連企業は、収益悪化に伴って資金調達難や借

2015～17年 米国経済見通し（16年2月改定）

	単位	2015年 通期	2016年 通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)	2017年 通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)
		実績	予想	予想	予想	予想	予想	予想
実質GDP	%	2.4	1.9	1.8	1.8	2.3	2.5	2.2
個人消費	%	3.1	2.5	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5
設備投資	%	2.9	0.2	▲ 1.2	1.5	4.3	5.3	5.2
住宅投資	%	8.7	8.1	8.3	7.3	7.3	7.0	8.0
在庫投資	寄与度	0.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
純輸出	寄与度	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.9
輸出等	%	1.1	1.1	1.0	1.6	1.3	1.3	1.1
輸入等	%	5.0	2.4	2.2	2.9	2.3	1.2	3.7
政府支出	%	0.8	0.5	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2
PCEデフレーター	%	1.1	1.3	1.0	1.5	2.2	2.1	2.2
GDPデフレーター	%	1.1	1.4	1.2	1.5	1.8	1.8	1.8
FFレート誘導水準	%	0.25～0.50	0.75～1.00	0.50～0.75	0.75～1.00	1.00～1.50	1.00～1.25	1.25～1.50
10年国債利回り	%	2.2	2.0	1.9	2.0	2.3	2.2	2.5
完全失業率	%	5.3	4.8	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8

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

(注) 1. 予想策定時点は2016年2月2日（15年10～12月期の速報値ベース）

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

3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度

4. デフレーターは期中平均前年比

5. FFレート誘導目標は期末値

入コストの上昇が懸念され、デフォルト・リスクが高まると考えられる。

当面の米国経済の先行きを主要部門別にみると、家計部門を取り巻く環境については、雇用の堅調さや所得の増加などを背景に、改善が続いている。また、エネルギー安による実質可処分所得の改善や良好な消費マインドの下支えもあり、個人消費はこれからも底堅さを維持できるだろう。住宅部門については、低金利環境の継続や家計状況の改善のほか、外国人による住宅購入のニーズも旺盛であるなどから、回復が続くと予想する。一方で企業部門については、製造業と非製造業との景況感に引き続き乖離が見られる。鉱業や製造業関連の設備投資は弱含んで推移する可能性が高い一方、サービス業における設備投資は増加すると予想する。外需については、新興国の成長鈍化やドル高の影響を踏まえると、外需寄与度のマイナス幅は拡大する可能性が高いと見ている。

以上から、16年の米国経済の成長率は前年比 1.9%(前回見通し 2.4%から下方修正)、17年は同 2.3%の成長と予想する。

② 欧州経済

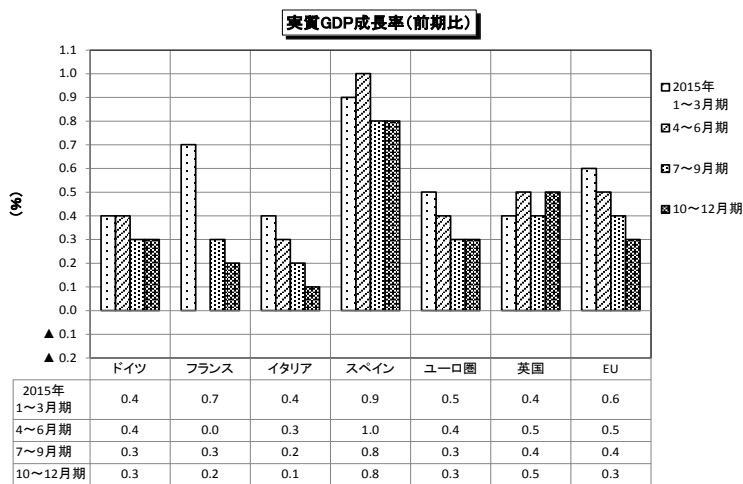
ユーロ圏では、15年 10～12月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比で 0.3%となり、前期の同 0.3%から横ばいとなった。経済規模の大きい 4ヶ国の中では、ドイツとスペインが前期と同率の成長率を維持した一方で、フランスとイタリアでは前期から低下した。

ユーロ圏では、これまで景気回復の主要なリード役であった個人消費に、最近ではやや頭打ちの気配が現れている。12月の小売売上高は前月比で

0.3%の増加となり、9月、10月の各前月比での減少、11月の同横ばいからは改善したものの、以前ほどの力強さはなく原油安効果は一巡しつつあるように捉えられる。また、同月の鉱工業生産指数は前月比 1.0%の低下と、2ヶ月連続での低下となった。一方、12月の失業率は 10.4%であり、改善傾向が続いてはいるとはいえその足取りは緩慢であるほか、1月の消費者物価上昇率(速報値)は前年同月比 0.4%の上昇となり、低い値が続いている。

景気回復の牽引役として期待されるドイツでは、12月の小売売上高は前月比で 0.2%の減少となったが、前年同月比でも徐々に伸び率を切り下げてきている。また、同月の製造業受注指数は前月比で 0.7%の低下、前年同月比でも 2.7%の低下となり、減速の兆しが現れている。同月の鉱工業生産指数についても前月比で 1.2%、前年同月比で 2.2%の各低下となったほか、同月の輸出額についても前月比で 1.6%の減少となり、同様の傾向が見られている。

このように消費者物価上昇率が低位で推移し、景気回復の先行きにも不透明感が強まっているなか、欧州中央銀行(ECB)は15年12月には銀行による中央銀行への預け入れ金利を 0.1ポイント引き下げ▲0.3%とするなどの追加緩和を決定したほか、16年1月にはドラギ総裁が3月の理事会で政策を再評価すると表明し、追加緩和の可能性を示唆している。しかしながら、ユーロ圏では財政危機以前の過熱期に南欧諸国を中心に上昇した企業や家計の債務比率はその改善の途上にあることで、一連の金融緩和にもかかわらず投

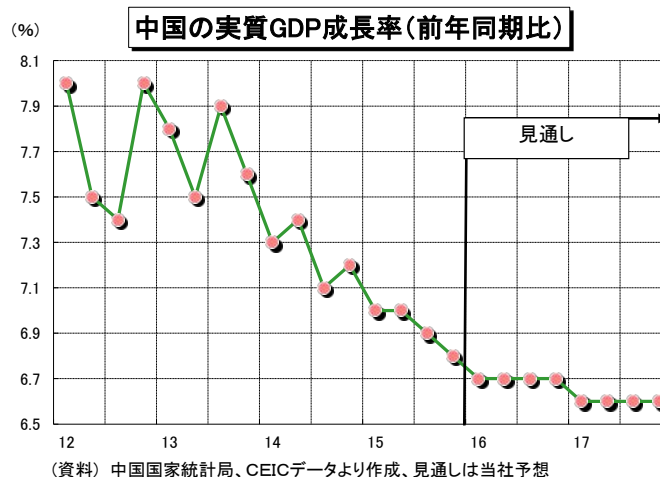


(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

資は盛り上がりには欠け、企業の労働生産性は全般に伸び悩みの状態にある。収益性の改善は鈍く、賃金水準も伸び率は鈍化している。これに加え、個人消費の頭打ちの兆しも生じており、今後、当面の間はユーロ圏では景気回復の加速は期待しづらばかりか、新興国経済の成長減速や1月以降の市場波乱に伴う景況感の悪化などで、経済成長の下振れリスクが増加しているものと考えられる。

③ 中国経済

積み上がる住宅在庫や過剰設備の解消に向けて経済構造の調整が行われているため、不動産投資や設備投資の低調さが依然続いたほか、輸出も想定以上に不調だったことなどを受けて、15年10～12月期の実質GDP成長率は前年比6.8%となり、事前予想に反して7～9月期(同6.9%)から減速した。その結果、15年の実質GDP成長率は前年比6.9%となったが、政府の成長目標である「7%前後」の範囲内には辛うじて入った。



このように景気の減速傾向には依然歯止めがかかっていないのが実情だ。足元でも、1月の輸出がさらに悪化したことや製造業での減産や減益が続いていることなどから、景気の下振れ圧力が依然強いと見られる。

こうしたなか、当局(发改委)は16年の成長目標を6.5～7.0%に設定すると発表した。習政権が示した今後5年間(16～20年)の平均成長率の下限が6.5%であることを踏まえると、想定内の数字といえる。前述のように足元の景気下振れ圧力が依然強いなか、この目標を達成するために、政府は16年に入ってから住宅ローンの条件緩和や資金供給の拡大など金融政策を一段と緩和したほか、地方政府が大規模な借換え債の発行を行うなど地方政府の公共投資に必要な財源が確保されるような財政政策も打ち出してきた。

これらの経済政策のもとで、16年は6%台後半の成長率が達成できると予測する。ただし、鉄鋼生産量を2割程度減らすなど構造調整を強めていることもあり、15年(上掲6.9%)から成長率は減速する可能性が高いと思われる。このような経済構造の調整を受けて当面の中国経済はL字型の中成長がしばらく続くだろう。

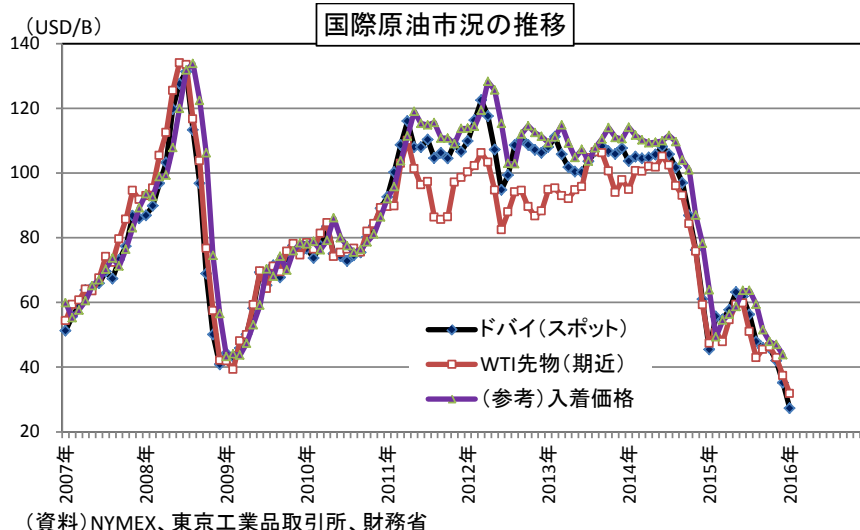
今後、短期的に注目したいのは、景気減速などに伴う資金流出の規模や経済構造の調整で生じる失業者の多寡である。中長期的には、過剰設備・過剰債務問題の解消は持続可能な成長ができるかどうかにより必要不可欠なものであり、これらがどこまで解消できるか今後の動向を注視していくことが必要であろう。

④ 輸入原油価格の見通し

14年夏場以降、国際原油市況は急落、15年には幾度か持ち直す動きも見られたものの、16年に入っても下落基調は止まらず、原油先物は2月には一時1バレル＝26.05ドルと、03年5月以来12年9ヶ月ぶりの水準まで下落している。

世界経済全体が低成長リスクに直面する中、石油需要の急回復が見込めない一方で、過去10年近く継続した原油高により、シェールオイルを含めて、原油供給能力が格段に高まっている。加えて、西側諸国からの経済制裁が解除されたイランが原油輸出を再開するなど、供給過剰感は一層強い。

こうした中、産油国内での生産調整に向けた協議も多少の進展が見られつつある。サウジアラビア、ロシア、カタール、ベネズエラの4ヶ国は、2月16日にイランなど他の主要産油国が追随することを条件に、1月の原油生産水準で凍結することに合意した、と報じられている。この合意を受けて国際原油市況は持ち直す場面も見られたが、すぐに効果が剥落するなど、期待外れとの評価が多い。その理由としては、サウジアラビア以外の3国ではすでに能力の限界近くまで原油生産をしており、その水準での凍結は「減産合意」には程遠い内容であること、さらに輸出再開から間もないイランにとっては不利な条件であり、合意については支持したもの、それに加わるかは表明しておらず、実効性が乏しいと疑われたことがある。



そのため、軟調な原油市況が続くと思われ、国際原油市況は30ドルを中心レンジに推移すると予想される。以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIFベース)は16年度にかけて30～40ドル程度で推移すると想定した。

⑤ 国際政策協調への期待

前述の供給過剰状態となっている原油市場、米国による金融政策の正常化、中国経済の抱える構造問題など、世界経済を取り巻く厳しい情勢を考慮すると、各国・地域の政府や中央銀行が単独で政策発動を行ったとしても、効果には限度がある。

先進各国ではディスインフレ傾向が強い状態が続いているが、その原因としては原油安による影響が大きい。しかし、単独の中央銀行がそれに対抗するのは極めて難しい。仮に、原油安の効果を打ち消すだけの通貨安につながったとしても、それに付随する弊害は決して小さくはなく、さらには国際的な通貨切り下げ競争を引き起こすリスクもある。

それゆえ、G7やG20などの国際的な枠組みでの政策協調への期待が一部で浮上している。世界的な低金利の結果、各国政府は低コストでの資金調達が可能であり、それを需要刺激策に活用しようというアイディアである。しかし、これまでの経験を振り返っても、短期的にはまだしも、中長期的にみて、国際政策協調が万事うまくいった事例は決して多くはなく、後々、政策発動に伴って生じた歪みなどに悩まされるケースも散見される。これまでの教訓は、各国の経済政策は国内の諸問題に優先的に割り当てることが望ましい、というものである。先進国間ではタブー視されている裁量的な財政政策に向けてのハードルも相当高いのが実情である。

そうはいっても、14年11月のG20サミットでは、G20全体のGDPを18年までに2%以上引き上げることが合意されており、それに向けた参加国のマクロ経済政策や成長戦略の重要性が求められている。16年のG7、G20の議長国は、それぞれ日本、中国であるが、各国の柵を超えて、世界経済を覆う低成長リスクへの有効な対抗手段を取りまとめることが可能かどうか、先行き注目を集めるだろう。

2015～17年度 日本経済見通し

	単位	2014年度 (実績)	15年度 (予測)	16年度 (予測)	17年度 (予測)
名目GDP	%	1.5	2.0	1.5	1.9
実質GDP	%	▲ 1.0	0.6	0.9	▲ 0.1
民間需要	%	▲ 1.9	0.4	1.3	▲ 0.4
民間最終消費支出	%	▲ 2.9	▲ 0.5	0.9	▲ 0.5
民間住宅	%	▲ 11.7	2.3	1.9	▲ 4.1
民間企業設備	%	0.1	2.1	4.4	0.4
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	0.6	0.2	▲ 0.2	0.0
公的需要	%	▲ 0.3	0.7	0.1	0.4
政府最終消費支出	%	0.1	1.3	0.9	0.6
公的固定資本形成	%	▲ 2.6	▲ 1.5	▲ 4.2	▲ 0.4
輸出	%	7.8	0.1	1.5	2.2
輸入	%	3.3	▲ 0.3	3.5	2.0
国内需要寄与度	ポイント	▲ 1.6	0.5	1.1	▲ 0.1
民間需要寄与度	ポイント	▲ 1.5	0.3	1.0	▲ 0.3
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	0.2	0.1	0.1
海外需要寄与度	ポイント	0.6	0.1	▲ 0.3	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	2.5	1.4	0.6	2.0
国内企業物価 (前年比)	%	2.8	▲ 3.0	▲ 0.6	2.7
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	2.8 (0.9)	0.1 (0.0)	0.7	2.0 (1.0)
完全失業率	%	3.6	3.3	3.0	2.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 0.3	▲ 0.7	3.2	0.2
経常収支	兆円	7.9	16.2	11.4	12.3
名目GDP比率	%	1.6	3.2	2.2	2.4
為替レート	円/ドル	109.9	120.3	118.5	120.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.03	▲ 0.15	▲ 0.25
新発10年物国債利回り	%	0.48	0.30	0.01	0.01
通関輸入原油価格	ドル/バレル	90.6	51.0	35.0	40.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)

(→予測)

	単位	2015年				2016年				2017年				2018年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	1.9	▲ 0.0	0.6	▲ 0.3	0.1	0.4	0.5	0.7	1.1	0.5	▲ 0.2	0.3	0.4
実質GDP	%	1.0	▲ 0.3	0.3	▲ 0.4	▲ 0.0	0.3	0.3	0.5	0.7	▲ 0.9	▲ 0.1	0.1	0.2
(年率換算)	%	4.2	▲ 1.4	1.3	▲ 1.4	▲ 0.1	1.4	1.3	1.8	2.7	▲ 3.4	▲ 0.4	0.3	0.7
民間需要	%	1.5	▲ 0.3	0.2	▲ 0.6	0.1	0.4	0.5	0.8	1.3	▲ 1.9	▲ 0.1	0.1	0.3
民間最終消費支出	%	0.2	▲ 0.8	0.4	▲ 0.8	0.2	0.3	0.4	0.6	1.3	▲ 2.2	0.2	0.3	0.3
民間住宅	%	2.1	2.3	1.6	▲ 1.2	▲ 0.7	0.5	2.0	1.0	0.5	▲ 3.5	▲ 2.0	▲ 1.0	0.0
民間企業設備	%	2.8	▲ 1.2	0.7	1.4	0.5	0.8	1.2	1.8	2.0	▲ 2.5	▲ 0.4	0.6	1.1
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.5	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
公的需要	%	▲ 0.4	0.9	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.2	0.3	0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	0.2	0.5	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	%	▲ 2.9	3.3	▲ 2.0	▲ 2.7	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	0.1	0.3	0.2	0.0	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出	%	2.1	▲ 4.6	2.6	▲ 0.9	▲ 0.5	1.0	0.3	0.5	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4
輸入	%	1.9	▲ 2.6	1.3	▲ 1.4	0.3	1.0	1.2	2.0	3.0	▲ 2.5	0.8	0.5	0.6
国内需要寄与度	%pt	1.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.5	0.1	0.3	0.4	0.6	1.0	▲ 1.4	▲ 0.1	0.1	0.2
民間需要寄与度	%pt	1.1	▲ 0.3	0.2	▲ 0.5	0.1	0.3	0.4	0.6	0.9	▲ 1.4	▲ 0.1	0.1	0.2
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.0	▲ 0.3	0.2	0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.4	0.5	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	3.3	1.5	1.8	1.5	0.8	0.5	0.4	0.7	0.9	2.3	2.0	1.9	1.7
国内企業物価 (前年比)	%	0.5	▲ 2.2	▲ 3.6	▲ 3.6	▲ 2.8	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	0.8	2.7	2.6	2.6	2.8
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	2.1 (0.1)	0.1 (▲ 0.0)	▲ 0.1	0.0	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0 (1.0)	1.9 (0.9)	1.9 (0.9)	1.9 (0.9)	2.1 (1.1)
完全失業率	%	3.5	3.3	3.4	3.2	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.8	2.9	2.8	2.7
鉱工業生産 (前期比)	%	1.5	▲ 1.4	▲ 1.2	0.5	0.9	0.8	0.7	1.8	1.4	▲ 2.0	▲ 0.5	0.3	1.2
経常収支(季節調整値)	兆円	3.9	4.2	3.7	4.6	3.8	3.4	3.2	2.8	2.0	3.0	3.2	3.0	3.1
名目GDP比率	%	3.1	3.4	2.9	3.6	3.0	2.7	2.5	2.2	1.6	2.3	2.5	2.3	2.4
為替レート	円/ドル	119.1	121.4	122.2	121.5	116.0	116.0	118.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0	120.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.07	0.07	0.08	0.03	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.10	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.20	▲ 0.25	▲ 0.25
新発10年物国債利回り	%	0.34	0.40	0.40	0.31	0.10	0.00	0.00	0.00	0.05	▲ 0.05	▲ 0.01	0.05	0.05
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.9	59.6	58.3	46.2	40.0	35.0	35.0	35.0	35.0	40.0	40.0	40.0	40.0

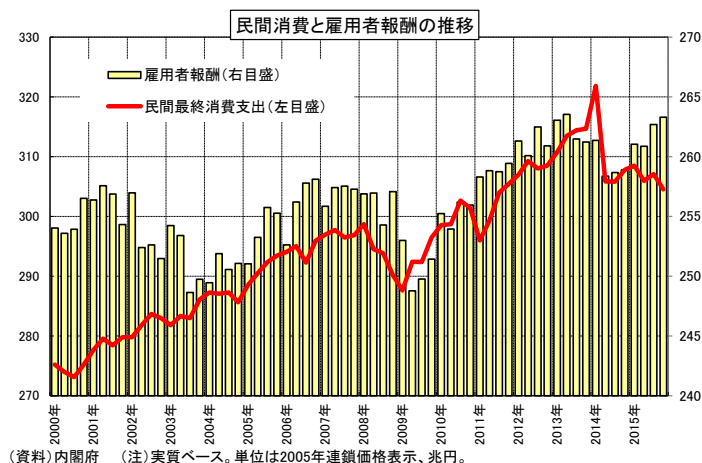
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

3. 2015～17年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し ～ 顕在化し始めた景気下振れリスク

民間消費、輸出が再び悪化したことから、15年10～12月期の経済成長率は2四半期ぶりのマイナスとなったが、先行きを見通しても、しばらくはこうした厳しい状況からは抜け出せないとの懸念が高まっている。「企業から家計へ」の所得還流がなかなか強まる気配を見せないこと、また世界経済の回復テンポが加速していく姿が見込めそうもないこと、などがそうした見方の背景にある。以下、それらの点について述べてみたい。

まず、家計の所得環境であるが、標本替えの影響で実勢よりも下振れしているとの評価もある「毎月勤労統計」によれば、15年の現金給与総額は前年比0.1%と2年連続で増加したものの、14年(同0.4%)からは伸びが鈍化した。なお、物価変動の影響を除いた実質ベースで見れば、15年前半までは消費税増税の影響により、14年に引き続いて減少していたが、15年後半にはマイナス状態が解消された。さらに、時間当たり賃金(名目)では前年比プラスが定着しつつある。加えて、労働需給が逼迫し始めていることを反映して、パートタイム労働者の平均時給の上昇率は前年比3%まで加速してきた。このように、家計の所得環境は徐々にではあるが、改善が進んでいることは確かであろう。GDP統計上の「雇用者報酬」からも増加傾向(名目・実質ベースとも前年比1.8%)にあることが見て取れる。



問題は、所得の増加ペースが当初の期待に反して鈍く、かつ消費税増税で落ち込んだ民間消費の持ち直しに貢献していない点である。家計所得の底上げにとって重要な賃上げについては、16年春季賃金交渉における連合の基本方針では「2%程度」のベースアップを目指しているが、15年の要求水準の「2%以上」からは幾分トーンダウンしている。実際の要求額も、厳しい企業環境に理解を示す格好となり、控えめなものが散見される。おそらく、16年は15年実績(厚生労働省調べ、前年比2.38%)を下回る可能性が高いだろう。こうした中、後述の通り、足元ゼロ近傍で推移する物価上昇率がやや高まる可能性を考慮すると、残業時間の減少に歯止めがかかったとしても、実質所得の増加ペースが強まる可能性は大きくはない。

加えて、財政健全化に向けた動きも民間消費に悪影響を与えかねない。税制改革によって、16年1月から、年収1,200万円以上の給与所得者の所得控除の上限が230万円(従来は245万円)に引き下げられた。さらに17年1月からは年収1,000万円以上の給与所得者の所得控除の上限が220万円に引き下げられる予定だ。対象は210万人と一部であるとはいえ、この先数年にわたって所得が目減りするとの予想が強まれば、民間消費の持ち直しにとっては足枷となりかねない。

一方、世界経済についても、しばらくは成長テンポが高まる可能性は薄く、輸出増を景気牽引役として期待することが難しい状況である。特に、輸出相手先として重要な中国経済の動向には注意が必要である。中国の経済成長率はこの数年にわたって減速傾向が見られるが、生産年齢人口が減少していることを踏まえれば、成長率の鈍化そのものが問題

視されているわけではない。中国の社会安定のためには不可欠な雇用確保に必要な成長率は6%台との試算もあり、7%割れを「景気悪化」と判断するのは早計だ。

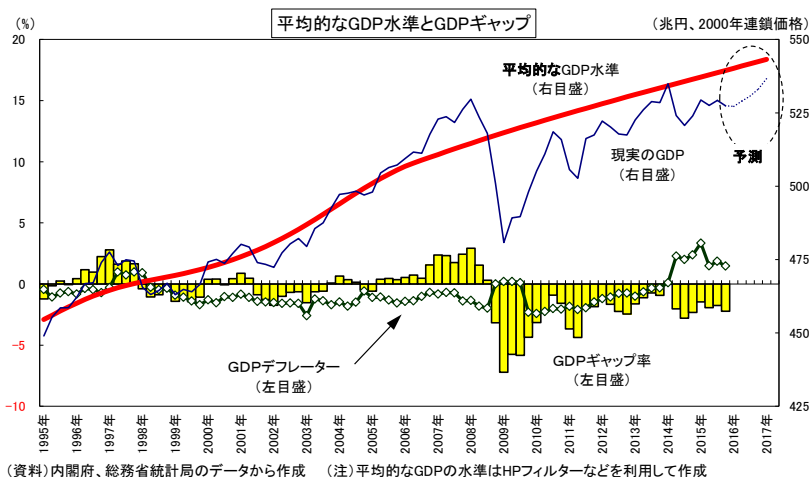
問題は、「投資主導から消費主導へ」、「より質の高い成長」など経済構造の転換がうまく進まず、つまりは「新常态」に移行できず、いつまでたっても成長率が下げ止まらないのではないかと、との懸念が強い点である。中国自体も輸出を経済成長のエンジンとして期待する向きもあるが、近隣のアジア諸国、資源国のみならず、日本やドイツなども中国向けの輸出がかなり重要な役割を果たしてきた。成長率の鈍化が続けば、中国向け輸出は低調に推移せざるを得ず、それらの国々の経済にとって痛手となりかねない。

このように、内外需を代表する民間消費、輸出の増勢が強まる姿はあまり期待できる状況にはなく、しばらくは景気持ち直しのテンポは極めて緩やかな状態が残るだろう。足元は底堅さも見られる設備投資もその影響を受けて一時的に足踏みし始める場面も想定される。

以下、今後の日本経済についての見通しを述べていく。まず、足元の1～3月期については、前年の反動から残業時間の減少が続いているとみられ、給与所得は低調に推移していると見られる。また、年初からの株価下落などで保有資産の評価額が目減りし、それが心理的な悪影響を及ぼしていることもありうる。一方、エネルギー価格の下落も継続しており、それが家計の実質購買力にとって下支え役を果たすほか、暖冬傾向が1月下旬以降は弱まり、例年並みの「寒さ」となったことも、民間消費の持ち直しを促すだろう。

一方で、中国など新興国経済の景気減速により、インバウンド需要の勢いがやや鈍り、財・サービスとも輸出が停滞した可能性がある。設備投資も、内外需の弱さが意識され、勢いが幾分鈍ると思われる。この結果、1～3月期は、民間消費は小幅プラスに戻るが、輸出の減少が続くこと、さらに在庫圧縮の動きが続くこともあり、前期比▲0.0%、同年率▲0.1%と、僅かではあるが、2四半期連続のマイナス成長と予想する。

それにより、15年度の実質成長率は0.6%となるだろう(前回12月時点の予測:1.0%から下方修正)、下方修正の理由は、10～12月期が当初の予想を下振れるマイナス成長とな



ったことと、世界経済の低迷が長期化する可能性を鑑みて、輸出の増加テンポを一段と緩やかにしたため。なお、前年度からのゲタ(0.9ポイント)を割り込むなど、実質的には年度を通じて景気は悪化していたと捉えることも可能であろう。名目成長率は2.0%、GDPデフレーターは前年度比1.4%(前回はそれぞれ2.3%(下方修正)、同1.4%(変更なし))と

予測した。

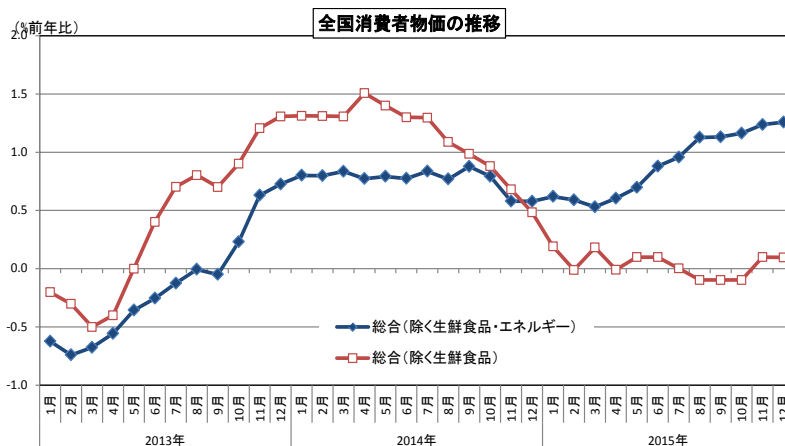
16 年度については、前半は春季賃金交渉で冴えない妥結結果が予想されることもあり、「経済の好循環」は遅々として進まないほか、円安効果の剥落や中国など新興国経済の成長減速が続くなど、輸出環境の改善が見込めず、全体としてはプラス成長には戻らないものの、牽引役不在で緩やかな成長しか見込めない。しかし、着実に進行している「労働市場の逼迫」により、労働力不足が意識され始め、限界的な部分での賃上げ加速は見られるだろう。また、年度半ば以降は、17 年 4 月に予定される消費税増税を控え、民間消費や住宅投資には相応の駆け込み需要が発生するだろう。ただし、13 年度後半のような大掛かりな駆け込み需要は起きず、盛り上がりは小規模と思われる。その結果、**16 年度の実質成長率は 0.9%、名目成長率は 1.4%、GDP デフレーターは前年度比 0.6% (前回予測はそれぞれ 1.5%、2.1%、同 0.6% で、成長率については下方修正)**と予測した。16 年度下期には失業率は 3% 割れとなるだろう。

一方、17 年度については、年度前半を中心に消費税増税後の反動減が想定されることから、需要水準が一旦は落ち込むことになるだろう。ただし、前回の影響が残っていることもあり、駆け込み需要の規模は小さいこと、税率引上げ幅が 2% であること等もあり、前回増税時よりも消費行動は平滑化されると考えられる。この結果、**17 年度の実質成長率は▲0.1% (3 年ぶりのマイナス成長)、名目成長率は 1.9%、GDP デフレーターは前年度比 2.0% (前回予測はそれぞれ 0.0%、2.0%、同 2.0% で、成長率については下方修正)**と予測する。ちなみに、16 年度からの「成長率のギャップ」は 0.8 ポイントと想定しており、年度の実質成長率はそれを大きく割り込むことから、実感としては▲0.1% の小幅マイナス以上のインパクトがあると思われる。また、GDP デフレーターの上昇率加速は消費税増税によるものである。

(2) 物価見通し ～ 最近の原油安により 16 年を通じて物価上昇率は低調

原油安に歯止めがかからず、エネルギー価格の大幅下落が続いているほか、14 年 10 月以降の円安進行による物価押し上げ効果にも陰りが出始めていることから、物価はゼロ近傍での推移が続いている。12 月の全国消費者物価指数によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合 (以下、全国コア CPI)」では前年比 0.1% と 2 ヶ月連続の上昇ながらも、僅かな上昇幅にとどまっている。一方、より需給環境を反映すると考えられる「食料 (酒類を除く)・エネルギーを除く総合 (全国コアコア CPI)」では同 0.8% (17 ヶ月連続の上昇) だったほか、日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合 (日銀コア CPI)」は同 1.3% (27 ヶ月連続の上昇) と一定の上昇率を確保している。エネルギー価格の下落が非エネルギー分野への消費に回りつつあり、そのことが円安やこれまでの原材料高によるコスト増の価格転嫁を可能にしていると捉えることができるだろう。とはいえ、このところ全国コアコア CPI も日銀コア CPI も頭打ち気味に推移しつつある点には注意が必要だ。

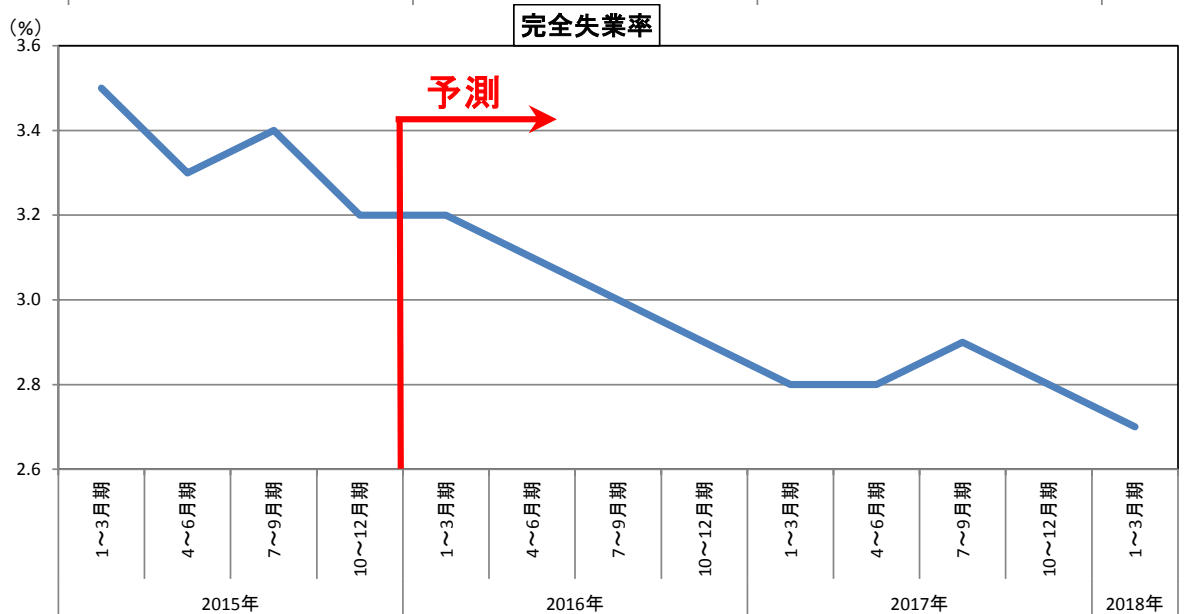
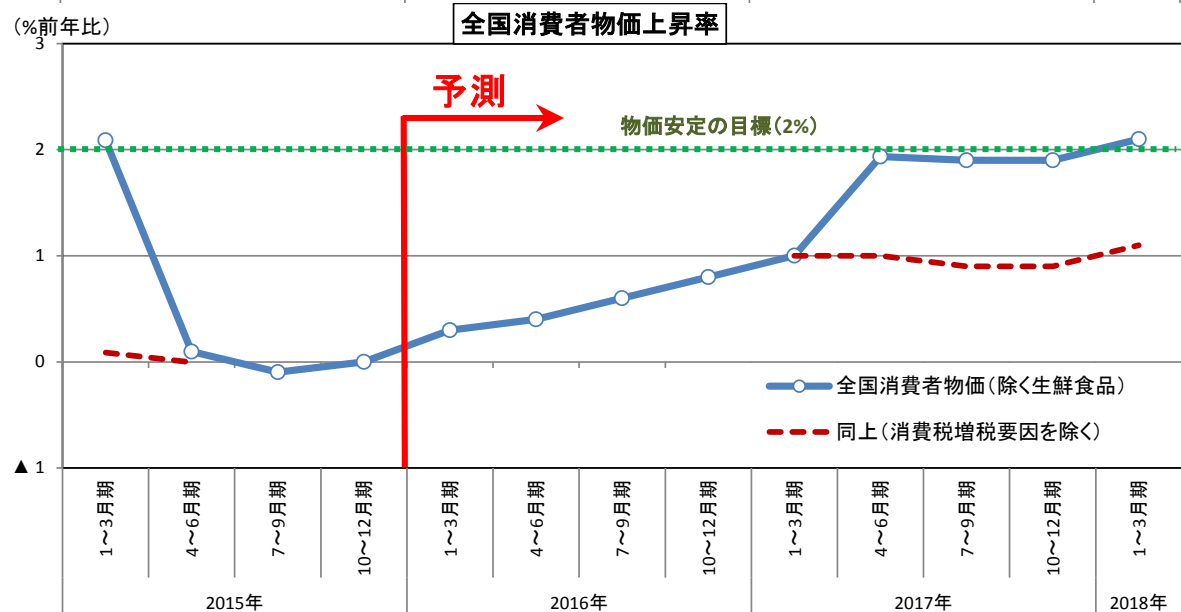
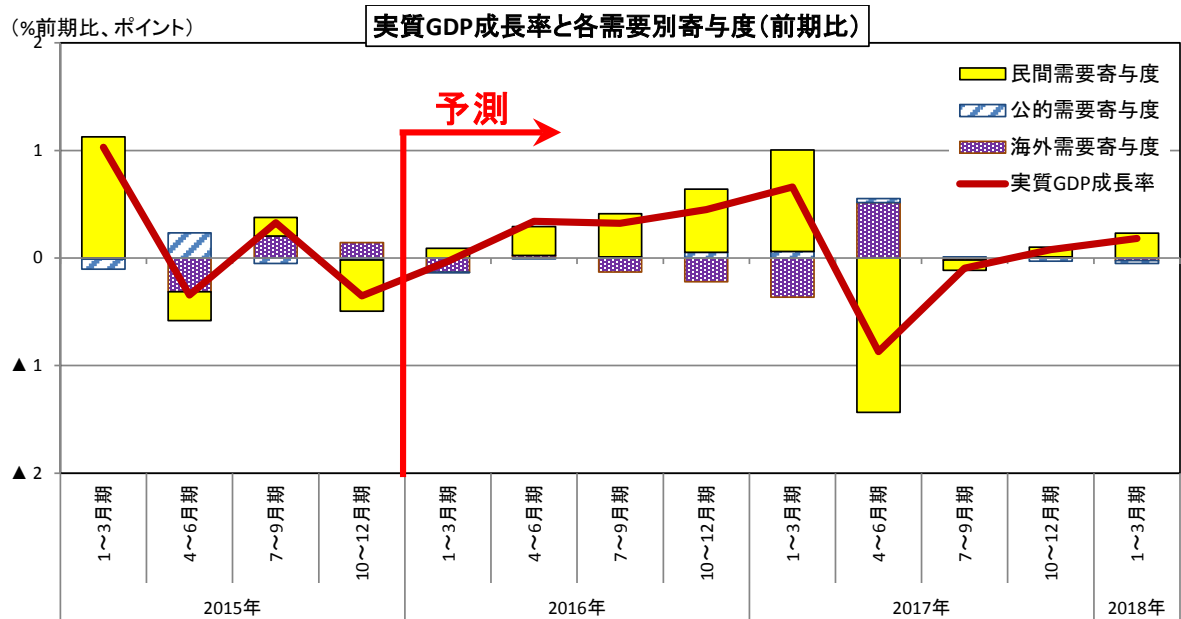
先行きについては、前回の見通し作成時より、物価を取り巻く環境が厳しくなっており、「順調に」物価上昇率が回復する姿は当面見込みづらい。年末・年初からの原油一段安や円高気味の為替レートなどを考慮すれば、16 年を通じてエネルギー安や円高



(資料)総務省統計局の公表統計より作成 (注)消費税率要因を除く(当総研推計)

に伴う物価押下げ圧力は継続する公算が高い。また、賃上げ加速も期待できず、需給改善効果による物価押上げ圧力は鈍いままであろう。なお、16 年度半ば以降は、消費税増税を控えた駆け込み需要の発生も予想され、多少なりとも物価上昇率が高まると思われるが、年度末の時点でも 1% 近傍がせいぜいであろう。また、17 年度には増税による需要減が想定されるため、物価上昇率は再び頭打ち気味の推移となると思われる。一方で、人手不足度は徐々に強まっていき、賃金上昇を通じた物価押上げは継続すると思われる。

以上から、15 年度の全国コア CPI は前年度比 0.1% (14 年度：同 2.8%、消費税要因を除くベースでは同 0.9%) と上昇率は大きく鈍化するが、16 年度は同 0.7% と上昇率は多少高まるだろう。また、17 年度は同 2.0% と増税効果でさらに上昇率が高まるが、それを除けば同 1.0% にとどまるだろう。日銀が予想するように、「17 年度前半頃」に安定的に前年比 2% 程度での物価上昇が実現できる可能性は依然として乏しいと思われる。



(資料) 内閣府、総務省統計局

(注) 予測は農林中金総合研究所による。

地方創生総合戦略 2015 改訂版と新型交付金の概要

木村 俊文

早いところでは既に地方創生関連事業がスタートしている自治体もあるが、15年度に策定した地方版総合戦略に基づき、いよいよ本格始動の段階を迎える。

政府は、15年を「地方創生・元年」と位置付け、6月に「まち・ひと・しごと創生基本方針 2015」を閣議決定し、地方創生の深化に向けた当面の取組方向を示した。9月にはアベノミクス第2ステージとして「一億総活躍社会」を創り上げる方針が示されたが、地方創生は「一億総活躍社会」の実現に向けて最も緊急度が高い取組の一つと位置づけられている。

こうした趣旨を踏まえ、12月には「まち・ひと・しごと創生総合戦略 2015 改訂版」が公表され、また地方創生関連を含む予算執行を前倒しするために15年度補正予算に続き、16年度当初予算が閣議決定された。

以下では、総合戦略 2015 改訂版のポイントや新型交付金の概要を整理する。

総合戦略の枠組みは変わらず

総合戦略 2015 改訂版は、6月に公表された基本方針 2015 をベースにしており、戦略全体の基本的な考え方に変更はない。改訂された主なポイントは、地方創生の深化に向けて政策メニューの拡充を図るとともに、自治体からの要望や実態を踏まえ目標数値を再設定したことである。

たとえば、「しごと」と「ひと」関連では、多様な地域資源を活用して効果的に観光・地域戦略を立案する新たな専門組

織（DMO）を全国的に推進し、19年度までの重要業績評価指標（KPI）として、DMO 設立数を10ヶ所増の100ヶ所、訪日外国人旅行消費額は14年実績（2兆円）を踏まえ4兆円に増額する目標を設定した。また、「まち」関連では、中山間地域など過疎化が進む地域において住民の活動や交流、生活サービス機能（診療所、商店、ガソリンスタンド等）を集約する「小さな拠点」を全国に1,000ヶ所設置し、住民の活動組織（地域運営組織）を3,000団体形成するといった新たな目標を設定した。このほか、政策メニューとしては、ICT等の利活用による地域の活性化、少子化対策において地域の取組を主体とする「地域アプローチ」の推進、政府関係機関の地方移転に関する対応方針なども盛り込まれた。

さらに、地域経済分析システム（RESAS）の普及促進など「情報支援」、地方創生リーダーの育成や派遣など「人材支援」、交付金や企業版ふるさと納税の創設など「財政支援」も提示され、これらを「地方創生版・三本の矢」と称している。

先駆性が重視される交付金

地方創生関連予算については、14年度補正予算で地域住民生活等緊急支援として、地域消費喚起・生活支援型（2,500億円、プレミアム付商品券等の発行支援）および地方創生先行型（1,700億円）の交付金が計上された。このうち地方創生先行型は、基礎交付分1,400億円が地方版総合戦略の早

図表1 まち・ひと・しごと創生関連交付金

(億円)

年度	名称	内容	金額
14年度補正	地域消費喚起・生活支援型	プレミアム付商品券等、ふるさと名物商品・旅行券等	2,500
	地方創生先行型	地方版総合戦略の策定、優良施策等の実施	1,700
	基礎交付	地方版総合戦略の早期かつ有効な策定および実施を支援	1,400
	上乗せ交付	自治体からの実施計画を受け、先駆的な優れた内容に対して交付	300
15年度補正	地方創生加速化	自治体の取組について、先駆性を高め、レベルアップの加速化を図る	1,000
16年度当初	地方創生推進	16年度からの本格推進に向け、地方創生の深化を図る	1,000

(資料)まち・ひと・しごと創生本部の資料を基に作成

期の策定・実施を支援するために15年の早い段階で全国の自治体に配分されたほか、上乗せ交付分300億円は8月末までに自治体からの実施計画を受け、先

駆的な優良施策を選別して10月末に交付先が決定した。12月に公表された上乗せ交付分の優良50事例をみると、広域観光(DMO)推進事業のほか、地域連携による産業・地域ブランド化、戦略的な移住・定住促進や創業支援などの事業が選ばれている。

また、15年度補正予算では、地方版総合戦略に基づき実行される自治体の取組について、先駆性を高めレベルアップの加速化を図る観点から「地方創生加速化交付金」(1,000億円)が盛り込まれた。さらに、16年度当初予算には、地方創生の深化のための交付金「地方創生推進交付金」(1,000億円)が計上された。

いずれも、前述した14年度補正予算の先行型上乗せ交付金における優良事例などを参考にして具体的な事業を構築し、KPIを設定して先駆性のある事業推進(内容・実施体制・事業手法に新規制がある取組)を行い、事業終了後に外部有識者や議会の関与等も含めて効果検証(PDCAサイクルの整備)を行う、などの点では共通している。

ただし、16年度当初予算の推進交付金は、先駆的事业だけでなく、既存事業で制約・障害となっている隘路を発見して打開する取組や先駆的・優良事例の横展開を行う取組も対象となるほか、事業期間については

複数年度(～5ヶ年度)も可能となり、年度ごとにKPIの達成状況等を検証して再交付申請すれば、継続的に交付金を受けながら事業を執行できる仕組みとなっている。

交付日程は、15年度補正予算の加速化交付金が3月中下旬を目途に交付決定が行われる予定だが、16年度当初予算の推進交付金については、関連する地域再生法の改正・施行後となるため、状況によっては16年度前半と後半の2回に分けて交付決定される場合もある。

なお、15年度に創設された「まち・ひと・しごと創生事業費」は、引き続き1兆円の予算規模で継続することとなっている。

地域間格差が拡大する懸念も

ここで紹介した交付金のうち、16年度当初予算の推進交付金は、いわゆる「新型交付金」と呼ばれる。つまり、全国の自治体に一律に配分するのではなく、地方版総合戦略に盛り込まれた施策の良し悪しを国が評価して交付を決定するものである。したがって、交付額には差がつき、なかには交付額ゼロの自治体もありうる。

交付額の多寡によって「勝ち組」と「それ以外」といった地域間格差が拡大する可能性もあり、今後の動向が注目される。

「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を考える

南 武志

1990年代初頭のバブル崩壊などを経て、日本経済はデフレへと突入していったが、その過程では持続的に円高圧力が存在する一方、日本銀行は金融緩和政策に対して慎重な態度を示し続けた。

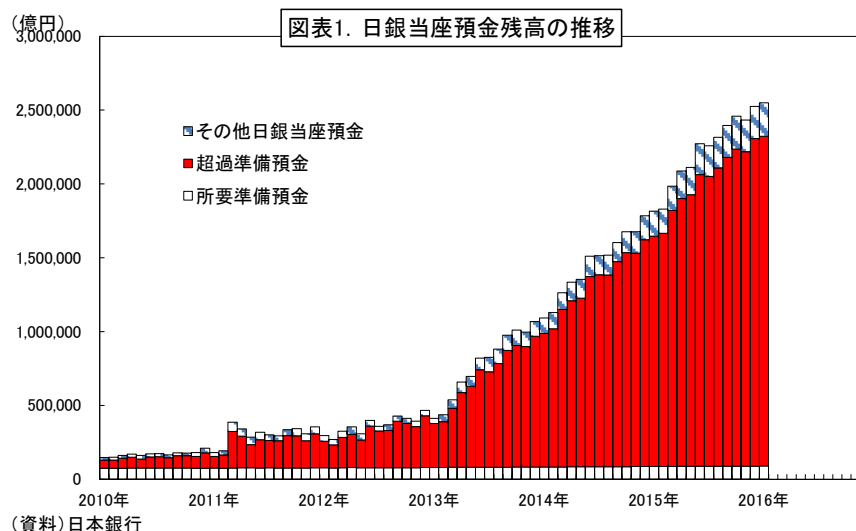
もちろん、日銀はこれに対して静観し続けたわけではなく、相応の対応はしてきた。具体的には、99年2月～2000年8月のゼロ金利政策、01年3月～06年3月の量的緩和政策など、当時としては「異例」な政策運営を断行したことに加え、銀行保有株式の買入れ（02年11月～04年9月、09年2月～10年4月）、資産担保証券買入（03年7月～06年9月）、08～09年の金融・経済危機時のコマーシャル・ペーパー（CP、09年2月～12月）や社債の買入れ（09年3月～10年12月）、資産買入基金創設によるCP、社債、ETF、REITの買入れ（10年11月～13年3月）など、信用リスクを伴う金融資産の買入れも実施するなど、世界に先駆けて非伝統的な領域にまで踏み込んだ政策を打ち出してきたことは紛れもない事実である。

しかし、デフレからの完全脱却を果たす以前に緩和策が終了されるといった、不適切な出口戦略が繰り返された結果、かえってデフレマインドを定着させてしまった

との批判は免れることはできないだろう。13年3月に就任した黒田日銀総裁の下、日銀はこうした根雪のようなデフレマインドを完全に払拭することを目指して、人々の期待の変化に働きかけることを目的に、大胆な緩和策を打ち出してきた。

黒田日銀の「量的・質的金融緩和」

13年4月に導入した「量的・質的金融緩和（QQE1）」では、①金融市場調節の操作目標をマネタリーベースへ変更し、その残高が年間約60～70兆円のペースで増加するよう金融市場調節を行う（目標額として13年末に200兆円、14年末に270兆円）、②長期国債の保有残高が年間約50兆円のペースで増加するように買入れる（毎月のグロスの買入れ額は7兆円強の見込み、買入れ対象が全ゾーンで、買入れの平均残存期間を7年程度（国債発行残高の平均並み）へ延長、③ETF、J-REITの保有残高がそれぞれ年間約1兆円、同約300億円のペースで増加するよう買入れる、④2%の「物価安定の目標」



の早期実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、①～③についてリスク要因を点検して必要な調整を行いながら継続、と、それまでの「包括緩和政策（年間 21.6 兆円の長期国債買入れに加え、資産買入等の基金を通じて年間 50 兆円超（当初は年間 35 兆円程度）の資金供給を実施）」から大幅に資産買入れ額を増額した。

また、14 年 10 月の「量的・質的金融緩和の強化（QQE2）」では、マネタリーベースの増加ペースを年間 80 兆円程度へ引き上げ、その手段として長期国債を年間 80 兆円程度（買入れの平均残存期間を 7～10 年程度へ延長（それ以前は 6～8 年程度））、ETF、J-REIT の保有残高が、それぞれ年間約 3 兆円、同約 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う、こととした（その後、15 年 12 月には長期国債買入れの平均残存期間を 7～12 年程度（16 年以降）とすることを決定している）。

いずれも導入直後には、持続的な円安・株高が促されるなど、市場から前向きな評価がなされたと見られる。

さらに「マイナス金利政策」も導入

内外金融市場などで動揺が続く中での開催となった 16 年 1 月 28～29 日の金融政策決定会合では、5 対 4 の僅差ながらも「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入が決定された。これは従来の「量的・質的金融緩和」での金融資産買入れはそのまま継続し、かつそれに伴って累増し続ける日銀当座預金残高の一部にマイナス金利を適用するというスキームといえる。

具体的には、日銀当座預金を基礎残高・マクロ加算残高・政策金利残高の 3 つに分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する。このうち、基礎残高とは「15 年 1～12 月の積み期間における平均残高」で、「業態別の日銀当座預金残高（2016 年 1 月）」をベースにした日銀試算では約 211 兆円を上限した金額が対象で、従来通り 0.1%の付利が行われる。

マクロ加算残高とは「①所要準備額に相当する残高（約 9 兆円）、②貸出支援基金・被災地金融機関支援オペによって資

金供給を受けている場合には、その残高に相応する金額、③日銀当座預金残高がマクロ的に増加することを勘案した分」の合計（上限値は約 39 兆円との日銀試算）で、ゼロ金利が適用される。

今回の目玉である「マイナス金利」

図表2. マネタリーベースの目標とバランスシートの見通し

	2012年末 (実績)	13年末 (実績)	14年末 (実績)	15年末 (実績)	16年1月末 (実績)	今後の年間 増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	356	+約80兆円
(バランスシート項目の内訳)						
長期国債	89	142	202	282	292	+約80兆円
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	7.2	+約3兆円
J-REIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.28	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	31	-
その他とも資産計	158	224	300	383	396	
銀行券	87	90	93	98	95	
当座預金	47	107	178	253	259	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	383	396	

（資料）日本銀行 （注）長期国債の平均買入れ期間は7～12年程度。ETFは16年4月から年間+3.3兆円程度の増加ペースへ変更。

が適用される「政策金利残高」は、各金融機関の当座預金残高のうち、上掲の「基礎残高」「マクロ加算残高」を上回った分で、当初は約 23 兆円が対象と試算されている。これらには 2 月 16 日から▲0.1% のペナルティが課されることになった（超過準備から現金保有へ逃げる分にも対応）。

ちなみに、従来は日銀が制御可能な無担保コールレート（翌日物）を政策金利と称し、日々の金融調節を通じて目標水準に誘導してきたが、今回の措置では政策金利残高に課すマイナス金利のことを指すことになっている。ただし、これにより、銀行間で短期的な資金融通を行う場である無担保コール市場の金利水準も政策金利（▲0.1%）に向けて低下することが想定されている。

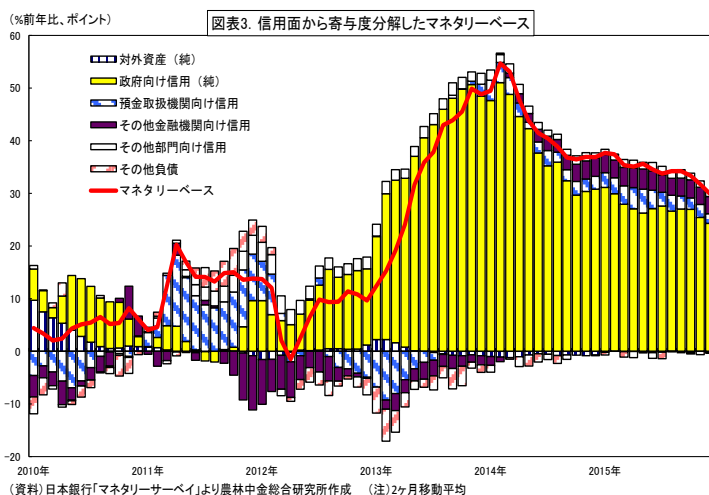
今後、このペナルティが課される対象分の資金がどのようにシフトするのか（もしくはインターバンク内に留まるのか）、マクロ加算額の変更がどういうタイミングになるのか（当座預金残高は政策的に年間約 80 兆円のペースで増加していくため、定期的に調整が必要である）、などが注目されることになる。

マイナス金利政策の評価と考察

さて、「バズーカ」とも称された QQE1、QQE2 は、株価上昇と円安進行を促すなど、金融資本市場に対して大きな影響を及ぼしたが、今回のマイナス金利政策の導入の発表は、不運なことに、そのタイミングが悪く、イーロドカーブが大きく低下したものの、株価・為替レートへの影響は一時的かつ限定的であった。もちろん、これを以て、マイナス金利政策の効果は小さいとは断言できない。

欧州各国（スイス、デンマーク、スウェーデン）でのマイナス金利導入については、その多くは表向きには物価対策であろうが、その真の狙いは為替レート政策であると思われる。欧州中央銀行（ECB）がマイナス金利を導入していることもあり、近隣の非ユーロ加盟国は通貨高に見舞われやすく、デフインフレ進行や輸出環境の悪化が進む恐れがある。おそらく、原油一段安による物価低迷の長期化が想定され始めた日本において、円高による輸入物価の更なる下落が物価安定目標の達成を阻むことを回避したい、との思惑が働いた可能性もあるだろう（もちろん、為替レートに関しては財務省の専管事項であり、日銀がこの見方を容認することはないと思われる）。

一方、一部とはいえ、超過準備（含む現金保有）に対するペナルティを負わせることにより、貸出やリスク資産へのシフトといったポートフォリオ・リバランスを狙ったことも確かであろう。マネタリー・サーベイからは、マネタリーベースを年間 80 兆円（当初は 60～70 兆円）のペースで



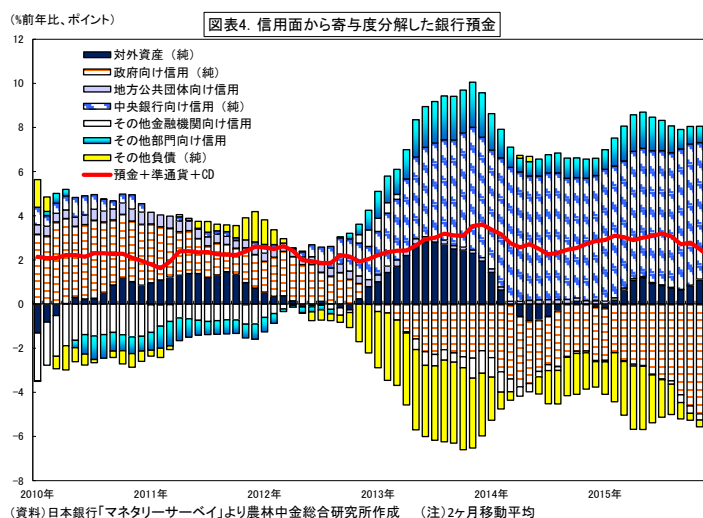
増額するという政策運営を行っていることにより、中央銀行は市中金融機関から国債を大量購入し、市中金融機関は国債の売却代金を日銀当座預金に積み上げる、という姿が確認できる。もちろん、企業・家計への貸出も増加傾向にあることは間違いないが、基本的には「日銀が大量供給したはずのマネーは再び日銀内に還流している（かつそれに対して 0.1%の付利がなされている）」という構図が出来上がっていた。金融緩和策の政策効果を高めるためには、この資金の一部でもインターバンクから漏れ出していくことが望ましいのは言うまでもないだろう。

半面、マネタリーベース目標を柱とする「量的・質的金融緩和」のスキームを維持していく以上、その大宗をなす市中金融機関による日銀当座預金の安定成長（年間 80 兆円の増加ペース）は不可欠であるほか、銀行経営や金融仲介機能への影響度を考慮すると、マイナス金利政策の導入に当たっては日銀当座預金のごく一部しか対象としないことが落としどころであったと思われる。

さらに、マイナス金利導入によって、既に低下が進んでいるイールドカーブの起点が一層低下し、カーブ全体を一段と押し下げる効果が期待される。2月9日には、残存10年の国債利回りが一時マイナスとなるなど、歴史的な超低金利状態が形成されつつある。これらが貸出金利の低下を促し、投資活動の活性化につながることを期待される。クルーグマンやサマーズが主張するように、自然利子率（国内貯蓄と国内投資が均衡

するような水準）がマイナスとなっているのであれば、経済復活のためには実質金利（名目金利－予想物価上昇率）をマイナス状態にする、との処方箋は真つ当である。こうしたなか、後述の通り、物価がしばらくは低迷を続けるとの予想が大勢であるならば、思い切って名目金利のアンカーである政策金利をマイナスにしよう、という手法には十分意味があるだろう。しかし、既に国内の金利水準が十分低かったことを踏まえれば、少なくとも実体経済に対する追加的なプラス効果はあまり大きくない可能性は否定できない。

マイナス金利政策については疑問点や批判も多いが、期待通りの効果を発揮し、経済・金融とも正常化に戻ることが望ましいのは言うまでもない。逆に、効果がなかなか発揮されなければ、マイナス金利幅は断続的に拡大するほか、イールドカーブのフラットニングが一段とする可能性もあり、金融機関経営や年金運用などに悪影響が出る可能性もある。日本経済の「病巣」が深刻であるからこそその「劇薬」であろうが、それによる「副作用」への警戒にも注意が必要であろう。



融資推進と協同組織金融機関

古江 晋也

要旨

昨今の金融機関を取り巻く経営課題の一つに、貸出金残高の減少や預貸率の低下がある。貸出金残高が減少している背景として、景気の低迷、中小企業の廃業率の上昇など外部環境要因がよく指摘されるが、そのような環境でも着実に貸出金残高を向上させている協同組織金融機関がある。

これらの協同組織金融機関は営業地域や経営規模が異なるものの、①定期積金を重視する、②ローラー活動を重視する、③少額融資も積極的に行う、④預かり資産業務よりも融資業務に注力する、⑤迅速な与信審査を実施する、⑥融資後も訪問活動を行う、⑦顧客への気配りや心遣いを重視する、⑧理事長や役員も顧客のもとを訪問する、という特徴がある。

はじめに

2014年度の「全国信用金庫財務諸表分析」および「全国信用組合決算状況」によると、信用金庫と信用組合の貸出金残高はともに前年度より増加した（信用金庫は前年度比2.5%の1兆5,711億円、信用組合は同2.8%の2,624億円、それぞれ増加した。図表1、2を参照）。

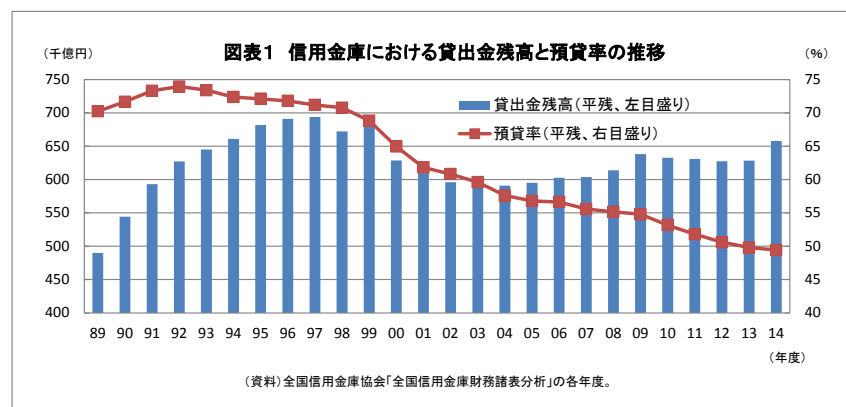
一方、預貸率の推移を見ると14年度の預貸率が信用組合は51.46%と前年度から0.08ポイント上昇したものの、信用金庫は49.43%（前年度から0.38ポイント低下）と低下傾向に歯止めがかかっておらず、協同組織金融機関における貸出金残高および預貸率の向上は、引き続き喫緊の経営課題であるといえる。

協同組織金融機関における貸出金残高および預貸率の低下の理由として、長引く景気の低迷、人口

減少、中小企業の廃業率の上昇などの外部環境要因が指摘されており、資金ニーズの低迷が貸出金残高の減少となっていることは間違いない。

しかし、これらの逆風にもかかわらず、着実に貸出金残高や預貸率を向上ないしは維持している金融機関もある。

本稿では、筆者がこれまで行ってきたヒアリング調査をもとに、営業地域の景気動向や金融機関の経営規模などは異なるものの、貸出金残高や預貸率を向上または維持している協同組織金融機関の融資推進戦略の特徴を検討する。



定期積金の集金業務を重視する

1990年代後半以降、多くの地域金融機関は業務の効率化の一環として、定期積金の集金業務を取りやめ、自動振替にシフトすることを奨励した

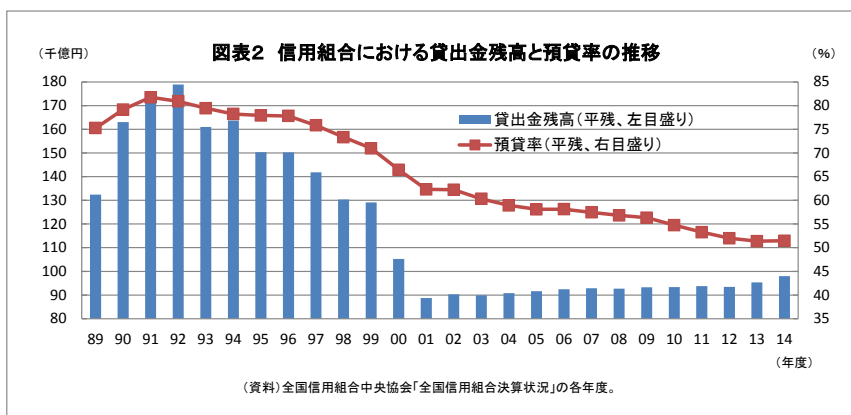
り、有料化を図るようになった。しかし、近年では集金業務を「復活」するようになった金融機関も多い。その理由は顧客とのフェイス・トゥ・フェイスによる絆が弱まり、それによって貸出金残高も低迷するようになったと考えられたためである。

昨今では、これまでのように集金業務を人件費と絡めて検討するのではなく、顧客とのコミュニケーションを促進する戦略の一環と再認識したり、ファンづくりと考える金融機関も少なくない。

また近年では、顧客との面談率を高めるため、取引先企業の従業員に優遇金利を付ける契約を締結することで融資の拡大を図る「職域サポート制度」が注目されているが、同制度のなかで行われる最初の取引は、定期積金であるという金融機関も少なくなく、定期積金の集金業務が顧客との信頼関係を築いていくうえで重要な金融商品であることがわかる。

ローラー活動を重視する

渉外担当者が営業区域をくまなく訪問するローラー活動も90年代後半以降、形骸化するようになった取組みの一つである。しかし、融資業務に力を入れている金融機関はローラー活動もしっかり実施



している。

ある金融機関では、通常の渉外活動では当該エリアの渉外担当者が1人で訪問活動を実施しているが、ローラー活動を行う際には、当該エリアの渉外担当者与其他のエリアの渉外担当者がペアになって訪問することになっている。これは1人で訪問することによって陥る「ここは取引してくれなさそうだから訪問しない」という固定観念を捨て去るためである。

少額融資も積極的に行う

小口融資を巡っては、「手間がかかる」として、ローン案件を獲得してもあまり評価されない金融機関があると聞く。しかし、融資残高を伸ばしている金融機関は、どんなに少額であっても申し込んでくれた顧客への感謝と案件を獲得した職員へのねぎらいの言葉を忘れない。ある理事長は筆者に「金額そのものに決してこだわってはいけない」と語っている。

小口融資（消費者ローン）を積み上げることは相対的に高い利ざやが確保できるとともにリスク分散になる。さらに、顧客には「どのようなことでも相談できる」ことを認識してもらえらることと、職員のやる気を引き出すことができるというメリットも生まれる。

預かり資産業務よりも融資業務に注力する

90年代後半から預かり資産業務に注目が集まるようになった。大手金融機関は同業務を今後の収益の柱の一つと認識し、協同組織金融機関も同業務を積極的に推進するようになった。しかし、融資を伸ばしている協同組織金融機関はこのような時流のなかでも業務の選択と集中を行い、融資業務に注力している。これは「預かり資産業務に経営資源を割くと、融資業務に集中することができない」という実務的な側面に加え、「地域から集めた預金を、融資で地域に還元したい」という協同組織金融機関の理念を追求したいという考えでもある。

預かり資産業務に注目が集まった頃、融資業務に注力していた金融機関の現場では、「うちの金融機関の経営者は頭が古い」という意見が少なくなかった。しかし「リーマン・ショック」直後に他金融機関の預かり資産業務の担当者が顧客対応に忙殺されていたのを見て、そのような意見は全くなかったという。

迅速な与信審査を実施する

迅速な与信審査は、融資推進において強力な武器となる。審査期間は金融機関によって異なるものの、営業店が融資稟議をあげてから、本部が決裁するまでに3日以内という金融機関が少なくない。審査期間を短縮する上で欠かせないのが、添付書類の不備をなくすることはもちろんのこと、ポイントを押さえた情報収集を日々の訪問活動から行っていることにある。

一方、審査期間が短縮化できない理由の一つに、理事会などの融資判断を行う会議の開催頻度が少ない、役員と職員と

の連携が緊密ではない、ことがあげられるなど、本部体制に問題があることも少なくない。

融資後も訪問活動を行う

多くの渉外担当者は、融資案件を獲得するまでは顧客のもとを足繁く訪問する。しかし、融資案件を獲得すると途端に、当該顧客のもとを訪れなくなるのが一般的である。

ただし、このような渉外活動では、顧客の信頼を得ることができず、複合取引へと発展することは難しい。また昨今では借換え競争が激化しているが、顧客との信頼関係を構築することができなければ他金融機関に顧客を奪われることも少なくなく、「多くの既存顧客が離れているのにも関わらず、新規顧客を一件獲得して喜んでいる」ことになりかねない。このような状況を回避するため、ある協同組織金融機関は融資実行後も毎月訪問しているという。

またある支店長は筆者に「融資は実行した後が大切」と語ったが、変わらぬ訪問活動を継続しているからこそ、同支店は高い営業成績を収めている。

顧客への気配りや心遣いを重視する

融資推進を検討する際に、営業店の店舗配置は重要なテーマである。人口減少に悩む地域では、相対的に人口が多い県庁所在地に進出することを計画している金融機関もある。しかし、融資を伸ばしている金融機関では、過疎地域にある営業店でも融資を伸ばしていることが少なくない。このような条件不利地域で融資を伸ばすことは並大抵のことではないが、幾人かの支店長は、職員とのコミュニケ

ーションを密にし、顧客の機微を把握するように努めている。

ある金融機関の役員は、渉外活動がうまくいくかどうかは、営業店が都市部にあるか、過疎地域にあるかといった立地条件や、「運」という要素ではなく、渉外担当者の人柄（顧客への気配りや心遣い）である、と語ってくれた。

筆者は貸出金残高の伸び率が当該金融機関でトップクラスとされるいくつかの営業店を訪問したことがあるが、共通していることは、職員の明るいあいさつはもちろんのこと、職員手づくりの装飾が施されるなど、明るい雰囲気に含まれていることであった。

読者のなかには、「店内装飾は貸出金残高の向上に何の関係もない」という意見があるかもしれない。しかし、明るい雰囲気をつくり出す努力をしているということは、顧客に対する気配りや心遣いが細部にまで及んでいることを示しており、営業店外においても顧客に対する気配りや心遣いが行われている可能性が高いことを意味しているのではないだろうか。

理事長や役員も顧客のもとを訪問する

融資を伸ばしている金融機関は、渉外担当者のみならず、理事長や役員も顧客のもとを訪問している。この訪問が繰り返されることによって顧客は金融機関に特別な愛着を持ってくれるようになる。加えて理事長等は顧客の状況を自らの目で確認することで、融資の際の重要な判断材料にもなる。

なかには、役員と職員が顧客のもとを同行訪問している金融機関もある。同行訪問をすることによって役員は職員の気持ちを深く理解できるようになり、職員

もこれまで行きづらかった顧客のもとを役員と訪問することで営業推進の突破口にする（または既存顧客のもとを役員と訪問することでさらなる絆を深めようとする）例もある。顧客側も役員と一緒に訪問されると非常に喜び、その後の渉外活動もやりやすくなるという。

おわりに

金融機関の貸出金残高の減少や預貸率の低迷の要因として、人口減少をはじめとした外部環境要因が強調されてきた。しかし、貸出金残高の減少は、金融機関における融資推進体制に課題があることも多い。

近年では、これまで「経営の効率化」と称して取りやめてきた集金業務を復活したり、ローラー訪問などの活動にも力を入れることで、原点回帰をめざす金融機関が増加するようになった。しかし、渉外担当者が頻繁に顧客のもとを訪問しても、迅速な与信審査や理事長や役員の顧客訪問といった本部支援がなければ、十分な効果は発揮しない。

また、なかには「融資をすることができない」という断りを、当該案件を持ち帰った渉外担当者に行わせる管理職もいると聞くが、そうしたケースでは担当者と顧客との信頼関係が損なわれ、貸出金残高を伸ばすことは難しいだろう。

貸出金残高を伸ばさせるためには、融資推進体制にも課題があることを認識し、現場をサポートする本部の支援体制づくりや、渉外担当者が上司や役員に気軽に相談できる風通しのよい組織づくりを同時に進めていかなければならないことにも、我々は目を向けなければならない。