

## 潮流

## 金融抑圧の進行

取締役調査第二部長 新谷 弘人

金融抑圧という言葉の時々耳にするようになった。もともと金融抑圧は、発展途上国で投資など成長を促進するために金利を抑えこむ政策という意味で使用されていたが、最近では、国債金利を人為的に低く抑えることにより、財政赤字の拡大に歯止めをかける一手段としてとらえられることが多いようだ。たとえば、第2次世界大戦後の米国では、戦費拡大から財政への将来不安が高まるなか、長期金利を2%以下に釘付けすることにより、財政赤字のGDP比を低下させたという事例がある。

名目GDPの240%を超えるわが国の膨大な債務残高の拡大を止める手段としては、本来、社会保障費を含めた歳出の大胆な削減や、消費税増税などの歳入拡大策が正攻法であろうし、現実に多少なりとも志向されてきた。また、これまでの日銀によるデフレ脱却に向けた異次元金融緩和、すなわち2%の物価安定目標にむけ、国債を大量に市中から買い入れる政策も、長期金利をインフレ率以下に抑え、国の実質的な債務負担を減らす政策と見えなくもない。ただ、肝心の物価上昇が実現しないため、債務削減効果はほとんど出てこなかったというのが実情だろう。

こうしたなか、日銀が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定してからほぼ2ヶ月が経過した。「イールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていく」とされたマイナス金利政策は、効きすぎともいえるほど効果を発揮し、超長期ゾーンを中心とした利回り急低下を招いた。イールドカーブ全般に下押し圧力が加わった結果、足元10年金利はマイナスであることが常態化、最長期の40年金利でさえ0%台という状態である。仮に16年度の国債市中発行額147兆円が現在のイールドカーブで発行できたとすると、国の平均調達コストはマイナスになってしまう。実質的な債務負担軽減どころか、一部の国債発行で、返済額が調達額を下回るということが起こり始めている。

2月に上海で開催されたG20で合意された内容をざっくりまとめれば、金融政策の限界を示すとともに、世界経済成長のために、各国・地域ができる範囲で財政政策や構造改革に取り組みましょう、といったものだったと考えている。わが国では、10～12月期の実質GDP成長率がマイナスとなるなど、アベノミクスの効果がなかなか発現しないなか、5月のG7サミットに向け、緊急経済対策や消費税増税先送りなどの財政政策により、世界経済の力強い成長に貢献する姿勢を示したいとの意向が目立っているように思われる。財政政策の目的についてのG20合意は、あくまで成長の下支えであり、財政赤字のGDP比率を持続可能な道筋に乗せることが前提のはずなのだが、どうも迫りつつある選挙も意識しているようにみえてしまう。

足元の財政拡大への動きは、効果を発揮している金融抑圧を活用する流れともとれるが、財政規律は大丈夫なのだろうか？現在の金融抑圧は、発行される国債の大部分が短期間のうちに日銀に買い取られることにより成り立っており、いつまでも継続できる政策ではない。しかも、債券市場がその価格形成機能により金利上昇を通じて財政政策へアラームを発することは困難になっている。今後の財政政策に対しては、景気の現状と将来のこの国の財政の姿の双方をバランスよく見据えた冷静な判断をすべきなのだが。

## 2016 年度も進まぬ「企業から家計へ」の所得還流

### ～定着しつつある長期金利のマイナス状態～

南 武志

#### 要旨

世界経済の先行き懸念を象徴していた原油安が下げ止まるなど、下振れリスクは幾分和らいだ感がある。注目されていた G20 財務大臣・中央銀行総裁会議も、具体策に乏しいとはいえ、政策の総動員を盛り込んだ共同声明が採択されるなど、不安解消に一役買った。ただし、これまで打ち出されたのは限界が指摘された金融政策ばかりであり、肝心の国際協調的な財政出動に向けて高いハードルが存在しているのは認めざるを得ない。

さて、国内景気は依然として足踏み状態が続いている。16 年の春季賃金交渉も不調であり、「企業から家計へ」の所得還流が強まり、消費水準が持ち直す姿は描けそうもない。とはいえ、欧米先進国向けの輸出は緩やかな回復傾向にあるほか、所得も改善方向にあることから、16 年度に入れば景気は徐々に上向いてくるものと予想する。

こうした中、日本銀行は 2 月中旬以降、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を本格的に開始したが、足元ではイールドカーブ全体に低金利状態が波及している。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2016年				2017年	
	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.003	-0.1~0.05	-0.2~0.05	-0.2~0.05	-0.2~0.05	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0980	0.05~0.10	0.00~0.08	0.00~0.08	0.00~0.08	
国債利回り	10年債 (%)	-0.095	-0.20~0.10	-0.25~0.10	-0.25~0.10	-0.25~0.10
	5年債 (%)	-0.225	-0.30~0.05	-0.40~0.05	-0.40~0.05	-0.40~0.05
為替レート	対ドル (円/ドル)	112.9	110~120	112~122	112~125	112~125
	対ユーロ (円/ユーロ)	126.0	115~135	120~140	120~140	120~140
日経平均株価 (円)	16,892	17,500±1,000	18,000±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3月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### 概況

世界経済は相変わらず先行き不透明感強いものの、1ヶ月前と比べれば、慎重姿勢はやや和らいだ感もある。2月下旬に中国・上海にて開催された G20 財務大臣・中央銀行総裁会議では、世界経済の回復と金融市場安定に向けてあらゆる政策を動員することを盛り込んだ共同声明が採択された。具体策は各国任せという中途半端な内容ではあったものの、中

国人民銀行がいち早く追加緩和措置を発表するなど、議長国としてのケジメを果たすような行動をとるなど、一定の成果はあったと見られる。

その後、3月には欧州中央銀行 (ECB) が政策金利の引き下げや量的緩和の拡大に踏み切ったほか、米連邦準備制度 (FRB) も当初 1.0%と想定していた 16 年内の利上げ幅を 0.5%へ下方修正し、今後の米利上げペースが緩やかになる可能性が示

唆されるなど、日銀のマイナス金利政策の本格始動とともに、金融政策は十分過ぎるほど緩和的な運営がなされている。

ただし、G20 共同声明では「金融政策のみでは均衡ある成長に繋がらない」と指摘されたこともあり、財政政策の発動余地に注目が移りつつある。実際、国内では 16 年度予算の成立後には早くも緊急経済対策の検討が始まるとの観測も浮上している。また、17 年 4 月に予定される次回消費税率引き上げをさらに先送りするとの思惑も高まっている。しかしながら、先進国を中心に、裁量的な財政政策の効果への疑念や財政健全化に向けた動きと逆行することへの警戒は根強く、国際協調的な財政出動へのハードルは依然高いことは言うまでもない。

さて、世界経済の先行き懸念を生じさせた主因として原油価格や中国経済の動向が挙げられることが多いが、原油価格については、2 月半ばの 1 バレル=26 ドル台をボトムに、最近では 40 ドル前後まで持ち直している。進展が見られなかった産油国の増産凍結に向けた協議への期待が強まっていると見られている。制裁解除から日が浅いイランは当面はその協議には不参加と見られるが、一定水準まで生産水準を一定水準まで回復した後は凍結措置に加わる可能性もある。

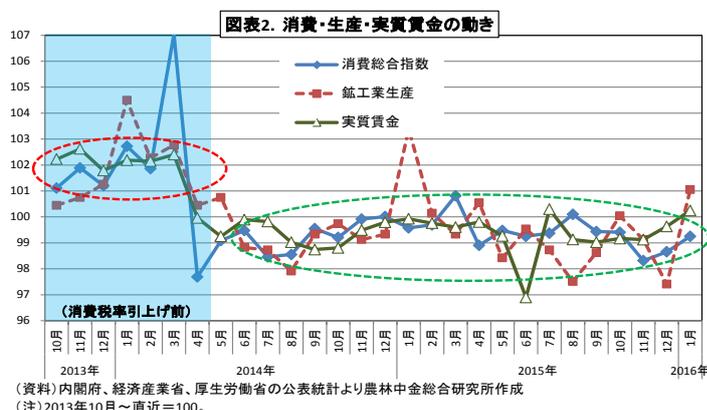
また、中国では 3 月前半に全人代（日本の国会に相当）が開催され、16 年からの第 13 次 5 ヶ年計画などが承認され、内外から早急な対策が求められてきた鉄鋼・石炭産業などでの過剰生産能力の解消に本格的に取り組むことが決まった。それに伴う「痛み」にも適切に対応するためにも財政的な措置を強化するものと見られている。

### 国内景気：現状と展望

世界経済に対する過度な悲観論は後退したとはいえ、中国など新興国向けを中心に輸出は依然鈍い動きを続けている。それでも米国・欧州向けがやや底堅さを増しつつあることは好材料といえなくもない。また、設備投資も底堅い推移をしている。ただし、消費税増税後の消費は持ち直しがあまり進んでおらず、国内景気は足踏み状態から抜け出せずにいる。

個別の経済指標をみると、1 月分の機械受注（船舶・電力を除く民需）や鉱工業生産は良い数字（それぞれ前月比で 15.0%、3.7%）であったが、機械受注については鉄鋼業の発注が激増（12 月の約 10 倍）したため、鉱工業生産は中華圏の旧正月を控えた前倒し生産の影響であるなど、一時的・特殊要因であることは否めない。2 月分はともに反動減が出る可能性

がある。ただし、良好さを維持する設備投資環境（超低金利、老朽化による更新需要、十分なキャッシュフロー水準など）を背景に、15 年度設備投資計画は依然として堅調さを保っており（1～3 月期の『法人企業景気予測調査』によれば、全産業ベースで前年度比 8.8%へ上方



修正された)、GDP 統計には計画が実行に移されつつある様子が反映されている (GDP ベースの民間設備投資は前期比 1.5% (10~12 月期))。

一方、民間消費は鈍さが目立つ。1 月の消費総合指数は前月比 0.6%と 2 ヶ月連続のプラスであったが、15 年末の落ち込み分を取り戻したに過ぎず、アベノミクス始動直後の 13 年の水準を 1.6%も下回っている。その背景としては、消費税増税後の耐久財消費の停滞が残っていることに加え、不十分な賃上げ率とこれまでの円安などに伴う日用品・加工食品の値上がりが見られる。

そうした観点から、16 年度の所得動向を占う上で、賃金交渉の行方が注目されていたが、連合の集計結果 (18 日時点) によれば、定期昇給込みの賃上げ額 (平均賃金方式) は、回答があった 711 組合の平均で 6,341 円と、15 年同時期を 1,156 円下回った。そもそも労働組合側の要求額自体が、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、控えめであったこともあり、最終的に 15 年度実績を割り込む可能性が濃厚である。

政府・日銀は成長促進・デフレ脱却に向けて苦心しているが、それに決定的に重要な役割を果たすはずの「賃上げ」に関して、肝心の企業の動きは鈍く、まさに「笛吹けど踊らず」の状況といえる。国内労働市場では供給制約が意識され、既に人手不足感が強まっているため、今後の賃上げ圧力は高まる方向にあると思われるが、少なくとも 16 年度に関しては消費水準の回復を一気にもたらし、かつ 2%の物価上昇を促すほど賃上げ圧力が強まることは考え難い。

景気の先行きについては、中国経済の

成長減速などに伴い、輸出が伸び悩みから抜け出せないほか、民間消費の回復もなかなか進まないと思われる。足元は堅調な設備投資も勢いがやや鈍る場面もありうるだろう。足元 1~3 月期についても、低い成長率 (マイナスの可能性も) にとどまるだろう。もちろん、所得環境は緩やかながらも改善が進んでおり、16 年度入り後、国内景気は多少上向いてくるものと思われる。

なお、10~12 月期の GDP 第 2 次速報 (2 次 QE) では、経済成長率は前期比年率▲1.1% (1 次 QE: 同▲1.4%) へ上方修正されている。その影響もあり、当総研の経済成長率の見通しは 15 年度に関しては僅かに上方修正をしたが、16、17 年度は据え置いた (詳細は後掲レポート『2015~17 年度改訂経済見通し (2 次 QE 後の改訂)』を参照のこと)。

### 物価動向: 現状と見通し

14 年夏場以降の原油安、さらには内外需の不振を受けて、物価は軟調に推移している。2 月の全国消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合」は 2 ヶ月連続での前年比横ばいと、物価上昇圧力が乏しいことが見て取れる。また、日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合 (以下、日銀コア CPI)」も同 1%台前半で足踏み状態となっている。

加工食品や日用品の価格上昇を促していた円安効果は既に一巡し、むしろ最近では円高気味に推移していることもあり、輸入品価格の下落傾向が強まっている。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) は前年比▲4.9% (2 月) と、下落幅が拡大方向にある。この円高状態が長引けば、今後の

物価上昇率の抑制要因になりうるだろう。

一方、エネルギーの前年比下落率は9月をボトムに緩やかに縮小してきた。ただし、年初来の原油一段安の影響は今夏まで残るとみられ、それまでは物価上昇圧力が高まらないまま推移する可能性が高い。しかし、産油国の増産凍結に向けた協議などが奏功し、1 バレル=40~50ドルあたりで安定推移すれば、世界経済の下振れリスクの緩和などといった相乗効果もあり、16年末に向けて物価上昇圧力が緩やかに回復すると思われる。

### 金融政策：現状・見通し

3月14~15日に開催された金融政策決定会合では、前回1月に導入された「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続が決定された。マイナス金利政策によって期待された円高是正が進まないことも手伝って、一部に追加緩和観測もあったが、前例のない同政策の効果を見極める段階との判断と思われる。

ただし、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を円滑に実施するため、①「マクロ加算残高（ゼロ金利適用）」の見直しを原則3ヶ月毎に実施すること、②MRFを受託する金融機関の「マクロ加算残高」に、受託残高に相当する額（15年の受託残高を上限）を加えること、③今後「貸出支援基金」・「被災地金融機関支援オペ」の残高を増加させた金融機関の「マクロ加算残高」にその増加額の2倍の金額を加算すること、と実務的な対応をするための微調整が決定された。

また、景気認識としては、前回1月（展望レポート）での「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている」から「新興国経済

の減速の影響などから 輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている」へ、表現をややトーンダウンさせている。ただし、景気の先行きについては「基調として緩やかに拡大していく」、物価についても「エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、2%に向けて上昇率を高めていく」と、従来の見方を踏襲した。

とはいえ、緩やかながらも前年比上昇率を高めていた日銀コアCPIが足踏みし始めたこと、さらに最近のゼロインフレを受けて、量的・質的金融緩和導入後に高まった企業・家計の予想物価上昇率もこのところ鈍化が目立つなど、「物価の基調」が改善を続けているのか疑わしくなってきたのも確かである。また、16年春季賃金交渉は、日銀にとっても不本意な結果に終わる公算が高まっており、2%の物価上昇率と整合的な賃上げ率が達成できるとは思えない。

足元のゼロインフレはエネルギー価格の下落による面が大きく、今後とも原油価格動向を注視する必要があるものの、仮に原油価格が急上昇して消費者物価を大きく押し上げることがあったとしても、逆に「物価の基調」に悪影響が及ぶリスクもあり、現在の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」からの出口戦略を開始することも難しい。いずれにせよ、日銀は物価2%の達成時期（現在は17年度前半頃）をさらに先送りすることは不可避と思われるほか、追加緩和に踏み切る可能性もあるだろう。日銀は「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。

一方で、この政策を長期化続ければ、金融システム全体に悪影響が呼ぶリスクもある。元来、ほとんどの金融緩和措置は景気・物価情勢が回復するまでの「一時的」な措置である。今回のマイナス金利政策は金融機関の収益の源泉ともいえる「長短スプレッド」を押しつぶし、主要な余資運用手段である長期国債の利回りの多くをマイナス状態に追いやったことから、銀行・生命保険会社などを筆頭に金融機関経営に厳しい環境を強いており、長期にわたって続けることは適当ではない、それゆえ、例えば、導入後1年経過しても目立った効果が出ないようであれば、滞留し続けるインターバンクマネーが動き出さざるを得ないほどの衝撃を与える別の手立てを検討しなくてはならないだろう。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

冒頭で触れたように、年初から内外の金融資本市場を覆っていた過度な悲観論は後退し、株式市場を中心に持ち直しの動きも散見されつつある。しかし、米国の年内の利上げ幅が下方修正されたことで、2月16日から日銀のマイナス金利政策が本格導入されたにもかかわらず、為替レートには再び円高圧力がかかっており、この状況が続けば、企業業績の頭打ち感が強まるリスクもある。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

量的・質的金融緩和により、日銀は年間の国債発行額に匹敵する規模での国債買入れを続けており、13年夏場以降、長期金利は概ね低下傾向をたどってきた。また、年

初からの金融資本市場の混乱によって「質への逃避」が強まっているほか、足元のデフインフレ傾向がしばらく継続するとの見通しから、長期金利は一段と低下した。こうした中、利上げを模索する米国での資金運用を目論む国内金融機関のドル需要が急増、調達コストが急上昇したことの影響から、15年秋以降、短期ゾーンの利回りがマイナス状態となっていたが、1月の金融政策決定会合で決定されたマイナス金利政策の導入により、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月下旬以降は長期金利(新発10年国債利回り)のマイナス状態となり、3月18日には一時▲0.135%の過去最低を更新した。最近では、出遅れていた超長期ゾーンでも金利低下傾向が強まっており、40年債の利回りは一時0.5%割れとなっている。

当面、国内の経済・物価情勢には明確な改善傾向が出てこないこと、それを受けて一段の緩和観測も根強いこともあり、長期金利はしばらくマイナス圏での推移が続くだろう。

### ② 株式市場

15年8月の「中国ショック」などで日経平均株価は一時17,000円割れとなるなど軟調な展開となったが、秋以降は過



度な悲観論が後退したことや 15 年末にかけての米国利上げ観測の再台頭で強まった円安などが好感され、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、年末から年初にかけて原油安や中国経済への懸念などから再び調整色が強まった。1 月末のマイナス金利政策の導入発表直後こそ一時 18,000 円近くまで上昇する場面もあったが、ほぼ同時期に世界的にリスクオフの流れが強まったことから、2月12日には1年4ヶ月ぶりに15,000円を割り込んだ。なお、3月入り後は、政策総動員を謳ったG20共同声明への一定の評価や原油・資源価格の持ち直しなど、世界的にリスク回避的な行動が弱まったことで、株価も17,000円前後まで戻したものの、円高圧力が根強いこともあり、上値は重い。

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、内外金利差への再評価から円安シフトが起きない限り、上値は重い展開が続くだろう。

### ③ 外国為替市場

米国の利上げ開始が現実味を帯びた15年12月には、対ドルレートは概ね120円台前半で推移していたが、年末・年初にかけて原油が一段と下落したほか、世界的な株価下落が進行したこともあり、リスクオフが強まり、一時115円台と1年ぶりの円高となる場面もあった。その後、日銀の追加緩和期待や実際のマイナス金利導入の決定を受けて、一旦は120円台まで円安方向に戻る場面もあったものの、2月入り後もリスクオフの流れが強まる中、円高圧力が高まり、

一時1年4ヶ月ぶりに110円台となるなど、円高圧力が強まった。加えて、3月に米FRBが公表した経済見通しによって16年内の米利上げペースが当初の想定よりも緩やかになることが示されたことから、ドル安が進行し、その煽りを受けて円高圧力が一段と強まった。

とはいえ、先行き、世界的なリスクオフの流れが収束する方向に向かえば、日米金利差への再評価が強まるものと思われる。しばらくは円高気味に推移するものの、いずれ円安進行が見られるだろう。

また、対ユーロレートも、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ったことから、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・限定的であった。加えて、ECBの追加緩和観測が強まったことで、3月上旬にかけて120円台前半までユーロ安が進んだものの、追加緩和打ち止め感が浮上したことや、世界的なリスクオフの流れが和らいだこともあり、直近は概ね120円台半ばで推移している。

先行きについては、欧州経済は緩やかな回復が見られるものの、デフレーション状態が長引きそうなこと、さらに地政学リスクが根強いこと、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。(16.3.24現在)



## 2015～17 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)

～15 年度:0.7%(上方修正)、16 年度:0.9%(変更なし)～

### 調査第二部

2015 年 10～12 月期の GDP 第 2 次速報(2 次 QE) などを受けて、当総研は 2 月 18 日に公表した「2015～17 年度改訂経済見通し」の見直しを行った。

### 10～12 月期は上方修正だが、「2 四半期ぶりのマイナス」は変わらず

1 次 QE での 10～12 月期の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。消費税増税から 1 年半以上が経過したにもかかわらず、消費が持ち直しをみせないほか、輸出も減少に転じるなど、年初からの原油一段安や内外の金融市場の混乱と合わさり、世界経済の低成長リスクが日本経済を覆い尽くしていることが改めて意識された。

さて、今回発表された 2 次 QE では、経済成長率は同▲1.1%へやや上方修正されたとはいえ、マイナス成長そのものは覆らなかった。内容的には、民間消費や公共投資が下方修正されたが、民間在庫投資、民間企業設備投資、政府消費、輸出は上方修正された。このうち、成長率の上方修正に最も貢献したのは民間在庫投資であったが、内外景気の足踏みによって大きく積み上がった分の圧縮がなかなか進まなかったことを踏まえれば、「歓迎」すべきものではない。この在庫調整の遅れは、今後数四半期の成長抑制要因となる可能性が高い。

一方で、民間企業設備投資が 1 次 QE と同様、加速が見られたということは、潤沢な企業貯蓄が徐々に国内投資を活性化

させつつあることを示すものといえる。ただし、足元では既に円安効果が一巡し、輸出製造業を中心に企業業績の頭打ち傾向が強まっているため、投資マインドが慎重化している可能性は否定できない。また、雇用者報酬が底堅く推移していることも明るい材料だったと言える。

### 景気の現状

最近発表された経済指標をみても、国内景気は引き続き停滞気味に推移している。実際、1 月の景気動向指数・一致 CI をみると、生産指数の堅調さもあり、3 ヶ月ぶりに前月比プラスへ転じたものの、それに基づく景気判断は依然として「足踏み」のままであった。2 月には自動車生産の一時休止や中華圏の旧正月要因もあり、生産が大きく減少に転じる可能性が高いため、なかなか「改善」への上方修正が見通せない。

個別の需要項目の中で、深刻な不振状態にあるのが民間消費である。10～12 月期の GDP ベースの民間消費は前期比▲0.9%と大きく減少、約 4 年前の水準まで悪化している。上述の通り、前回の消費税増税後に悪化した雇用者報酬は回復の動きが見られるが、それが消費の持ち直しにはつながっていない。また、輸出も弱い動きとなっている。米国向け輸出は自動車などを中心に底堅いものの、それ以外の国・地域向けは軟調なままである。特に、構造調整圧力が強い中国向け輸出を中心に停滞感が強い。

## 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。2月に公表した「2015～17年度改訂経済見通し」では、足元1～3月期も僅かにマイナス成長(2四半期連続)となるほか、16年度前半まで景気回復感の乏しい展開が続き、同年度後半になって、次回消費税増税を控えた駆け込み需要が強まり、それに労働需給の逼迫を受けた家計の所得環境の改善が加わり、ようやく成長率が高まる、との景気シナリオを提示した。基本的に、その見方は修正する必要はないと思われる。

輸出は、米国経済の景気回復が続くなか、緩やかに増加すると予想するが、中国経済はしばらく趨勢的に成長鈍化が続くとみられ、全般的に増勢が強まることはないだろう。

足元では唯一堅調な民間設備投資であるが、年初の世界経済の先行き懸念を受けて一旦は減速する可能性もあるが、内外需が底割れするリスクは大きくないと見られるほか、インバウンド需要の底堅さに対応した分も出てくることが見込まれ、緩やかな増勢は維持するだろう。

以上から、15年度の経済成長率は0.7%へ上方修正(前回2月時点では0.6%)、16、17年度はそれぞれ0.9%、▲0.1%で据え置きとした。

また、足元では前年比ゼロ近傍での展開が続く消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合)であるが、年初からの原油安によって16年中はエネルギーによる物価押下げの影響

が残る可能性があり、当面は同0%台前半で推移するものと思われる。一方で、労働需給は日増しに逼迫度を高めており、それに伴う賃上げ傾向が強まり、物価の押上げには貢献するだろう。だが、円安に伴う物価押し上げ効果の多くは既に剥落したほか、16年春季賃金交渉は15年実績を下回る可能性が高く、日銀が目標とする2%の物価上昇達成と整合的な所得改善は実現しない。そのため、「17年度前半頃」に物価安定目標を達成するのは依然厳しいと思われる。1月末に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した日本銀行は、引き続きマイナス金利幅の拡大を柱とする追加緩和を迫られるだろう。

なお、今回の見直し改訂では、17年4月の消費税増税は予定通り実施という前提を置いているが、この見通しのように1～3月期も極めて低成長となれば、増税時期の再延期もありうるだろう。

### 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	2.1	1.6	1.8
実質GDP	%	▲1.0	0.7	0.9	▲0.1
民間需要	%	▲1.9	0.6	1.3	▲0.4
民間最終消費支出	%	▲2.9	▲0.4	1.1	▲0.5
民間住宅	%	▲11.7	2.4	2.1	▲4.1
民間企業設備	%	0.1	2.2	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	0.6	0.5	0.1
政府最終消費支出	%	0.1	1.3	1.0	0.6
公的固定資本形成	%	▲2.6	▲2.1	▲2.3	▲2.1
輸出	%	7.8	0.1	1.4	2.2
輸入	%	3.3	▲0.2	3.7	2.0
国内需要寄与度	ポイント	▲1.6	0.5	1.2	▲0.2
民間需要寄与度	ポイント	▲1.5	0.4	1.0	▲0.3
公的需要寄与度	ポイント	▲0.1	0.2	0.2	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	▲3.1	▲0.6	2.7
全国消費者物価(〃)	%	2.8	0.0	0.5	1.9
(消費税増税要因を除く)		(0.9)	(▲0.0)		(0.9)
完全失業率	%	3.6	3.3	3.0	2.8
鉱工業生産(前年比)	%	▲0.3	▲1.0	1.9	0.2
経常収支	兆円	7.9	16.6	11.4	12.3
名目GDP比率	%	1.6	3.3	2.2	2.4
為替レート	円/ドル	109.9	120.0	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	▲0.08	0.01
通関輸入原油価格	ドル/バレル	90.6	50.4	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。

## 金融市場の混乱は収まったが、3月利上げは見送り

### ～インフレ上昇とドル高修正の動向に注目～

趙 玉亮

#### 要旨

多くの経済指標が堅調な結果となったことを背景に、これまで高まってきた米国経済の先行き懸念は後退し、金融市場の混乱も収まりつつある。しかしながら、FRBは世界的な景気減速や金融市場の動向への懸念を依然抱いており、それらに慎重に対応するため3月FOMCでの追加利上げを見送ったほか、年内の利上げペースも引き下げた。こうしたなか、金融市場ではリスクオンの姿勢を見せ始めた。今後は、ドル高修正とインフレ上昇の動向などに注目したい。

#### 経済指標の改善で先行き懸念は後退

主要経済指標が概ね改善していることを受け、昨年末から漂っていた米国経済は先行きリセッションに突入するとの懸念が後退し、金融市場の混乱も収まり始めている。

以下、米国経済のファンダメンタルズを確認してみよう(図表1)。2015年10～12月期のGDP改定値は、前期比年率1.0%と速報値(同0.7%)から上方修正

された。ただし、内訳をみると、速報値でも減少していた設備投資と輸出は小幅ながらもさらなる下方修正となった。これは堅調に推移している個人消費や住宅とは対照的な動きだ。当面、「個人消費や住宅関連などの家計需要が堅調」、世界的な景気減速やドル高基調を背景に「設備投資や輸出が軟調」という構図が続くと思われる。

雇用情勢については、雇用が順調に拡

図表1 米国の主要経済指標の動向

	経済指標	15年9月	15年10月	15年11月	15年12月	16年1月	16年2月	16年3月	直近の状況
雇用・賃金・物価 関連	失業率(%)	5.1	5.0	5.0	5.0	4.9	4.9		失業率は前月と同じ 非農業部門雇用者数の増加は目立つ
	非農業部門雇用者数増加(万人)	14.9	29.5	28.0	27.1	17.2	24.2		
	時間当たり賃金(前月比、%)	0.1	0.3	0.2	▲0.0	0.5	▲0.1		賃金上昇の停滞
	(前年比、%)	2.4	2.6	2.4	2.6	2.5	2.2		
	PCEデフレーター(前月比、%)	▲0.1	0.1	0.1	▲0.1	0.1			
(前年比、%)	0.2	0.2	0.5	0.7	1.3			上向いている	
コアPCEデフレーター(前月比、%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3				
(前年比、%)	1.3	1.3	1.4	1.5	1.7				
消費関連	小売売上高(前月比、%)	▲0.1	0.0	0.3	0.3	▲0.4	▲0.1		堅調に推移
	(前年比、%)	2.2	1.6	1.5	2.6	3.0	3.1		
	ミンガン大学消費者信頼感指数	87.2	90.0	91.3	92.6	92.0	91.7	90.0	3ヶ月連続の低下
企業関連	鉱工業生産指数(前月比、%)	▲0.0	▲0.1	▲0.7	▲0.5	0.8	▲0.5		振るわなかった
	設備稼働率(%)	77.8	77.6	77.0	76.5	77.1	76.7		
	耐久財受注(前月比、%)	▲0.8	2.8	▲0.5	▲4.6	4.7			持ち直し
	ISM製造業指数	50.0	49.4	48.4	48.0	48.2	49.5		製造業景況感は持ち直し、 非製造業景況感は下げ止まり
ISM非製造業指数	56.7	58.3	56.6	55.8	53.5	53.4			
住宅関連	住宅着工件数(千戸、季調値)	1,207.0	1,071.0	1,176.0	1,159.0	1,120.0	1,178.0		そこそ堅調に推移
	建設許可件数(千戸、季調値)	1,105.0	1,161.0	1,282.0	1,204.0	1,204.0	1,167.0		
	新築住宅販売件数(千戸、季調値)	457.0	480.0	503.0	544.0	494.0			
	中古住宅販売件数(千戸、季調値)	5,440.0	5,290.0	4,860.0	5,450.0	5,470.0	5,080.0		
輸出入	輸出(前年比、%)	▲7.1	▲10.2	▲10.8	▲10.1	▲9.6			輸出の減少幅の拡大
	輸入(前年比、%)	▲5.3	▲6.4	▲6.4	▲7.9	▲6.1			

(資料) Datastreamより作成

大していることが見て取れる。失業率は4.9%と前月と同じだったものの、非農業部門雇用者数は同 24.2 万人増と市場予想を上回った。また、直近3ヶ月の非農業部門雇用者の増加数は平均 23 万人と非常に良い数字であった。一方で、1月に見られた賃金上昇の加速は続かなかった。先行きについては、非製造業を中心に雇用が好調さを保ち続けるが、賃金上昇の動きが強まるかは不透明である。最近の物価動向は上向いているが、2%目標に向けて上昇することについての明確な証拠はまだ乏しく、それを慎重に見極めようとの姿勢が依然根強い。

企業活動について、鉱工業生産と設備稼働率は1月に改善が見られたが、2月は再び悪化した。企業景況感は一進一退の状況にある。ISM 製造業景況感は依然 50 を割っているものの、2ヶ月連続で持ち直しており、最近のドル高修正や株式市場の回復から、製造業では経営者マインドは下げ止まったと考えられる。一方で、これまで高い水準を維持してきた非製造業の景況感4ヶ月連続で低下し、53.4 と 13 年末以来の低水準となった。

昨年末から続いた金融市場の混乱や、製造業の低調さが非製造業まで影響を及ぼしたと考えられる。先行きについては、世界的な景気減速や、多少修正されたとはいえドル高基調が継続するなか、製造業は鈍い動きを続けると予想している。それに対し、非製造業は、雇用の拡大と堅調な個人消費を背景に、金融市場の混乱収束に伴い、再び持ち直してくる可能性が高いと見ている。

## 金融政策について

### ①3月は利上げ見送り

3月15～16日に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)では、フェデラルファンド金利(FF金利)の誘導水準を0.25～0.50%に据え置くとともに、連邦準備理事制度理事会(FRB)が保有する国債や不動産担保証券(MBS)のうち、満期を迎えた分の再投資を継続するなど、市場予想通りの内容となった。

その理由については、前述した通り、多くの経済指標の改善を受けて投資家センチメントが改善したとは言え、今後のインフレ率上昇の明確な証拠が欠けてい

図表2 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し(16年3月時点)

	2016年	2017年	2018年	長期(longer-run)
実質GDP	2.1～2.3 (2.3～2.5)	2.0～2.3 (2.0～2.3)	1.8～2.1 (1.8～2.2)	1.8～2.1 (1.8～2.2)
失業率	4.6～4.8 (4.6～4.8)	4.5～4.7 (4.6～4.8)	4.5～5.0 (4.6～5.0)	4.7～5.0 (4.8～5.0)
PCE デフレーター	1.0～1.6 (1.2～1.7)	1.7～2.0 (1.8～2.0)	1.9～2.0 (1.9～2.0)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.4～1.7 (1.5～1.7)	1.7～2.0 (1.7～2.0)	1.9～2.0 (1.9～2.0)	
FFレート 誘導水準	0.875 (1.375)	1.875 (2.375)	3.000 (3.250)	3.250 (3.500)

(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、収斂すると予測した水準である。

FFレートの誘導水準を0.125%単位に予想の幅を細分化した。

る点にある。さらに、世界的な景気減速や国際金融市場の動向が米国経済の下振れリスクになりかねないこともあり、FRBは追加利上げに慎重に対応したということも付け加えることができる。

## ②FF 金利見通しの下方修正

FOMC 終了後に発表された経済見通しでは、昨年 12 月時点より GDP 成長率、インフレ率及び FF 金利の予想を引き下げた(図表 2)。

GDP 成長率については、0.2 ポイント下方修正された。これは 15 年半ば以降の経済減速を反映した結果である。また、足元のインフレを踏まえた結果、インフレ率の見通しも少し下方修正された。

FOMC 参加者による FF 金利見通しについては、12 月時点での 16 年以内に 1% (例えば 0.25% ずつ年 4 回ペース) の利上げ幅に対し、今回は 0.5% (例えば 0.25% ずつ年 2 回のペース) の利上げ幅に引き下げられ、従来のペースより緩やかな利上げ経路を示しており、市場の予想水準に一致する形となった。一方で、17 年末の FF 金利予測値は 1.875% (12 月予想: 2.375%) と年間 1% の利上げ幅は変わらず、18 年末は 3.0% と年間 1.125% の利上げ (12 月予想: 3.25% で年間 0.875% の利上げ) へと、ペース加速を想定する内容となった。

## 今後の注目点とリスク

### ①インフレ上昇の動向

年間 0.5% 程度の緩やかなペースでの利上げは、市場予想とも一致しており、金融市場に与える影響は基本的に限定的と考えられる。

しかし、完全雇用を達成するなかで、

インフレ率が予想外に急上昇する可能性は依然残されており、その場合、利上げのペースを上げせざるを得なくなり、リスクとして留意すべきだ。

### ②ドル高の修正

最近、ドル高修正の動きが出始めた。その理由については、まず、これまでのドル高が一本調子で進んできたため、その調整が起きるとの観測が高まっていたことが挙げられる。また、追加利上げの見送りと利上げペースの鈍化は内外金利差の拡大を抑え、新興国からのマネー流出に歯止めをかける効果がある。なお、FOMC 終了後の声明文では「輸出の伸びが弱含んでいる」との内容を付け加えたほか、イエレン議長は記者会見でも「ドル高は輸出の低調さの一因」と言及したこともあり、FRB のドル高に対する認識が変化したと受け止められ、ポジション調整を行う動きが出たことも要因と見られる。

低調な輸出と設備投資にとっては、ドル高の修正は好材料だと受け止める向きがある。しかし、この流れが持続するか、またドル高はどれだけ修正されるかが、今後の注目点の一つとなろう。

### ③世界経済の動向など

投資家センチメントは足元では改善しているものの、世界経済と国際金融市場の動向が米国経済のリスクと指摘されている。こうしたなか、中国をはじめとする新興国や資源国の経済は減速に歯止めがかかったとはいえ、世界経済の動向次第で投資家センチメントが再び悪化に転じ、金融市場に高いボラティリティをもたらす可能性があり、注意深く見極め

る必要がある。

## 金融市場

以上のように、最近発表された経済指標の多くは改善を示したが、FRBは追加利上げを見送ったほか、今後の利上げ予想も引き下げた。これらを受け、金融市場ではリスクオンの姿勢が再び強まっている（図表3）。

### ① 債券市場

上方修正された米10~12月期GDP、雇用統計、ISM製造業景況感など多くの経済指標が市場予想を上回ったほか、原油価格の持ち直しなどもあり、米国経済の先行き懸念は後退した。こうしたなか、米国の長期金利（10年債利回り）は月央まで上昇基調を強め、終値は一時2%に迫り、約1ヶ月ぶりの高い水準となった。その後FOMC終了後に発表された声明文と経済見通しで、世界的な景気や金融市場の動向がリスク要因と指摘されたことや、FF金利見通しが下方修正されるなどハト派的な内容だったことから、長期金利の上昇は一服し、1.9%を挟んで推移している。

追加利上げが見送られたため、上昇圧力は当面乏しい状態が続くと考えられる

が、経済指標の好転やリスクオンの姿勢が強まるとともに金利上昇圧力が高まると予想され、当面、長期金利は2%を意識した展開を予想する。

### ② 株式市場

米株式市場は、経済指標の好転や、原油価格の上昇、欧州中央銀行による追加緩和などを受けて、V字回復を見せた。株価は月央まで、主にエネルギーや素材、銀行セクターに牽引されて上昇した。月央以降は、ハト派的なFOMCの結果を受けて上昇傾向をさらに強め、NYダウ工業株30種平均株価は17,500ドル台を回復し、年初来高値を付けた。

先行きについては、今後の利上げのペースは当初の想定より緩やかなものになると思われるが、長期的に見ると、追加利上げの必要性が消えたわけではない。世界経済と国際金融市場の動向について、不透明感は依然根強いいため、利益確定売りの圧力が高まる可能性が高く、株価は上値を抑えられやすい環境にある。引き続き世界経済と米国の政策動向、また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になると予想する。

（16.3.23現在）



## 限界に近づくユーロ圏の金融政策

### ～市場波乱で経済成長下振れの可能性～

山口 勝義

#### 要旨

3月のECBによる政策は画期的な内容を含むものの、資金需要が低調な現在の環境下ではその効果は限られるものと考えられる。むしろ、金融政策の限界がより明確になったことで、その市場波乱の抑制力が弱まり、経済成長を下振れさせることに繋がる可能性がある。

#### はじめに

2016年当初から、世界の金融市場は波乱に見舞われた。中国不安の再燃を発端として、需給が一段と緩むとの見方で進んだ原油価格の下落や米国の政策金利引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が強まった。こうした情勢の下で、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。

その後、1月末には世界の金融市場は一旦落ち着きを取り戻したものの、米国を含む世界経済全体の減速懸念や銀行の財務悪化懸念の強まりなども加わり、2月に入るとリスク回避の動きが加速することとなった。主要国の中央銀行が相次いで打ち出した好材料にもかかわらず、これらは限られた市場の鎮静化効果しか持たなかったわけである。

これまで主要各国の中央銀行は、ゼロ金利政策、フォワードガイダンス、量的緩和策（QE）、マイナス金利などの新たな手法を導入し、景気や物価上昇率の回復を図ってきた。しかしながら、こうした政策の実効性は必ずしも明確ではなく、少なくともユーロ圏では経済情勢に大きな改善は生じてはいない。加えて、QEに伴うイールドカーブのフラット化やマイナス金利がもたらす銀行収益への圧迫効果、QEが対象とする債券の市場規模の制約などから、金融政策の政策余地自体の限界も意識され出している。

なかでも今回の日銀による政策対応は、市場でECBがユーロ高抑制のためにもマイナス金利の拡大へ動く可能性が一層強まるとの観測を生むとともに、負の効果が見込まれる政策の日欧でのこうした拡張は金融政策一般の限界を意識させる契機ともなった。既に昨年12月にはECBによる緩和内容が事前の期待を下回ったために市場は大きな失望を経験したが、金融政策に対する信頼感が損なわれるにつれ、その市場波乱を抑制する力は弱体化が避けられないことになる。そして、その結果としての市場波乱の頻発や拡大は、实体经济を一層落ち込ませることに繋がるものである。

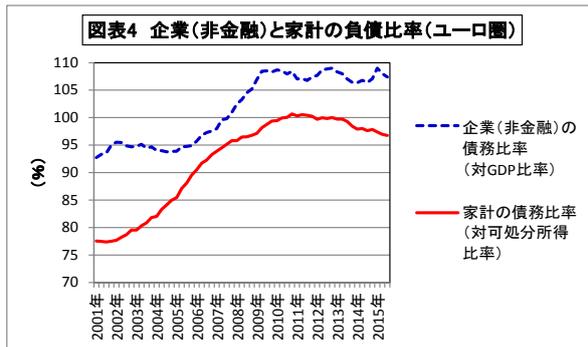
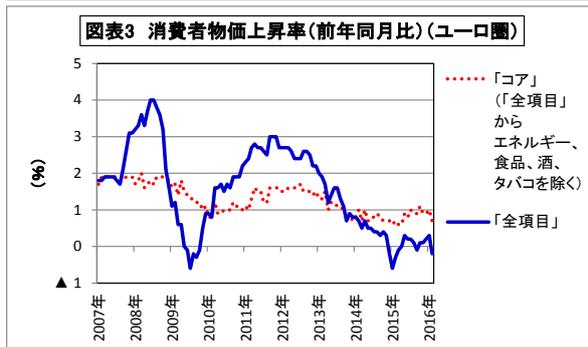
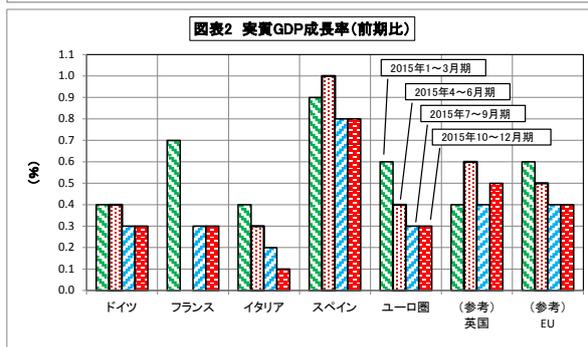
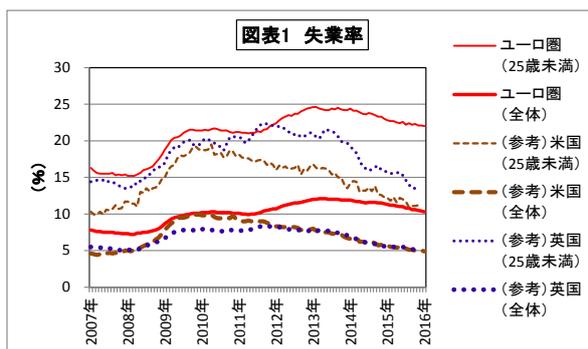
## 緩慢なままのユーロ圏の経済成長

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重点を置きつつ、足元の景気刺激策は金融政策に大きく依存してきた。

こうした下で、ECBは14年6月には通常の政策金利の引下げに加え、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、銀行に対し低利で貸出原資を供給する仕組み（TLTRO）を新設するという多面的な政策を打ち出した。また、同年9月には主要な政策金利のほか中央銀行への預金金利を引き下げるとともに、貸出債権を担保とするカバードボンドなどの新たな買入れ策を決めた。加えて、15年1月には国債などを新たに対象に加えたQEの開始を決定し、3月には購入を開始している。

しかし、これらの一連の金融政策にもかかわらず、ユーロ圏の経済成長は緩慢なままである。失業率の改善は非常に鈍く、実質GDP成長率も、プラス圏にはあるとは言え低位なものにとどまっている。こうしたなか、消費者物価上昇率は、中期的に「2%を下回るがこれに近い水準に維持する」とするECBの政策目標を大幅に下回って推移している（図表1、2、3）。

ユーロ圏でこのような低調な経済情勢が続く主要な背景には、企業や家計の債務比率の高止まりがある（図表4）。財務改善が重要な課題となるなか、企業の投資は盛り上がり欠け、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



（資料）図表1～3はEurostatの、図表4はECBのデータから農中総研作成

伸長した家計の消費にも、必ずしも期待されたほどの力強さはない。このように、ユーロ圏は、一連の金融緩和による金利低下や通貨安などに、さらに資源安が加わった追い風の下でも、その効果が現れにくい環境の下に置かれている。

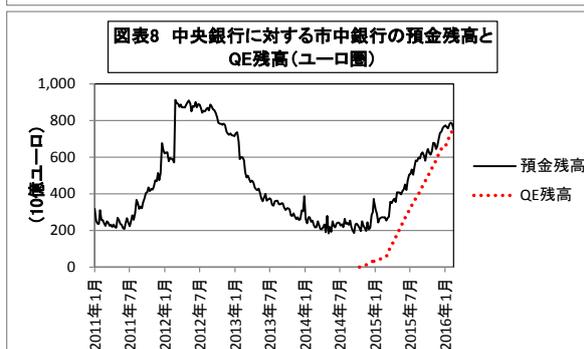
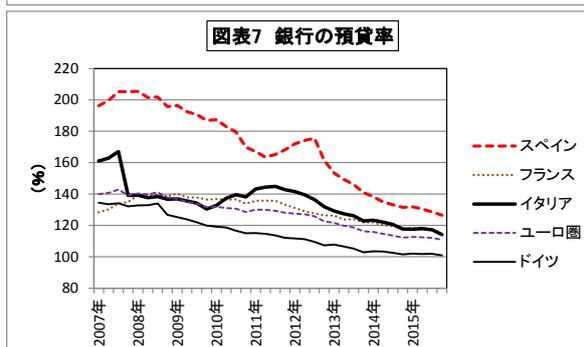
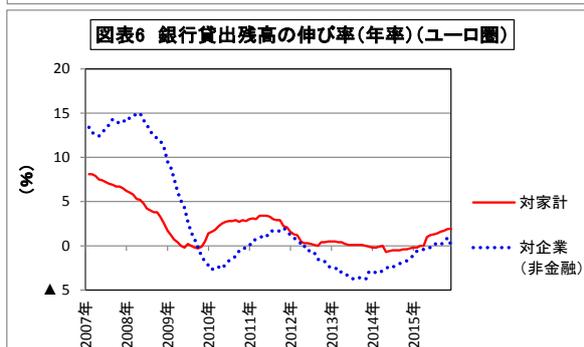
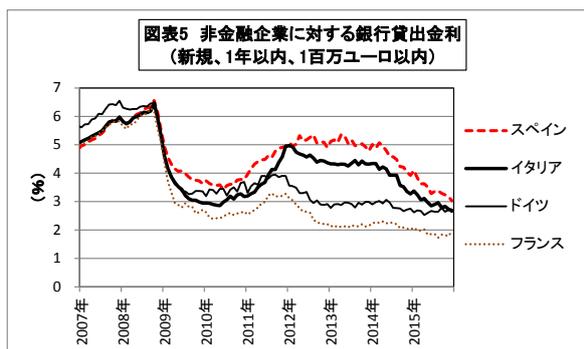
## 限られる金融政策の実効性と政策余地

09年に始まったユーロ圏の財政危機では、経済規模の大きいイタリアなどへの波及や、銀行の財務悪化を通じたより広い範囲への波及の懸念で、12年当初にかけ危機感がピークに達した。ECBはこれに対し、11年12月と12年2月の2回にわたり長期リファイナンスオペ（LTRO）を通じて大規模な資金供給を実施した。さらに12年7月にはドラギ総裁がユーロを守るためには必要なあらゆる措置を講じると言明したうえで、9月に無制限の国債購入策（OMT）の導入を行った。

反対論も強いなかでの財政危機の沈静化に向けたこれらの果敢な取組みはECBに対する市場の信頼感の向上に大きく寄与するものであり、その後も、ECBが想定以上の景気刺激策を打ち出すことへの期待感を通じて金融政策への市場の信任を支え続けてきた。

確かに、一連の政策を経てユーロ圏の銀行の貸出金利は低下し、かつ各国間でその水準は収斂しつつある。そして、課題であったこの金融政策の波及経路の改善を通じ、銀行貸出残高は前年比プラス圏にまで回復してきている（図表5、6）。しかしその回復は緩慢であり、また銀行の預貸率の一貫した低下傾向にも、金融緩和の実体経済への浸透の弱さが現れている（図表7）。加えて、銀行による中央銀行への預金残高はマイナス金利の下でも増加を続けているが、これは金融政策が十全な効果発揮ができずにいる状況を端的に示すものである（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、特に債務比率の高止まりなどで資金需要に制約がある現在のユ



(資料) 図表5～8はECBのデータから農中総研作成

ユーロ圏が置かれた環境の下では十分な景気刺激効果を持つとは言い難い。こうした金融政策の限られた実効性や、さらにはその負の効果などが意識されるにつれ、これまでのECBに対する市場の信頼感が揺らぐことにもなりかねない。

## おわりに

ECBは3月10日の理事会で、主要な政策金利や中央銀行への預金金利などを引き下げるとともにQEを拡充し、さらにTLTROを再び実施するとの内容の包括的な政策パッケージを決定した(図表9)。しかし、今回の決定内容は市場の事前予想以上の多様な政策を含んではいるものの、ドラギ総裁が理事会後の記者会見でもう一段の金利引下げには否定的な見解を示したことから、市場は直後の好感の後、失望に転じ、また翌日には評価が変わるという目まぐるしい動きとなった。

確かに、なかでも今回実施が決まったTLTRO IIは、現在の政策金利の水準の下ではゼロ%で、さらに貸出残高に応じて、銀行による中央銀行預金金利を下限とするマイナス金利で、銀行が貸出原資を調達できる点で画期的な政策である。また、これにQEによる社債購入が加わることで企業の調達コストの低下も見込まれ、景気刺激に向けた政策のシナジー効果が期待できることになる。しかしながら、構造的に企業や家計の資金需要が低調な現在の環境下では、この政策の実際の効果は大きな制約を受けるものと考えられる。

また、ドラギ総裁は同じ記者会見で、ECBの政策対応が不十分であった場合には破壊的なデフレに見舞われていた可能性があるとして指摘するとともに、上記のとおりマイナス金利については銀行システムへの影響等を勘案すれば無制限に拡大できるものではないとの判断を示した。一方、今回発表されたECBによる主要な経済指標の予測値では、16年の消費者物価上昇率の大幅な引下げを含む下方改定が行われている(図表10)。これらの点には、ECBの政策対応は不可

(図表9) ECBによる主要な緩和内容(2016年3月)

- ・ 主要な政策金利を0.05%から0.00%に引下げ
- ・ 中央銀行への預金金利を▲0.30%から▲0.40%に引下げ
- ・ QEによる毎月の購入額を600億ユーロから800億ユーロに増額
- ・ 投資適格ユーロ建て非金融企業社債をQEの購入対象に追加
- ・ 銀行貸出の原資供給の仕組みである「TLTRO II」を実施

(資料) ECB(10 March 2016) "Monetary policy decisions"から農中総研作成

(図表10) ECBによる主要な予測値

		2016年	2017年	2018年
実質GDP	2016年3月時点 ①	1.4	1.7	1.8
成長率	2015年12月時点 ②	1.7	1.9	-
(年率、%)	改定幅 ①-②	▲0.3	▲0.2	-
消費者物価	2016年3月時点 ①	0.1	1.3	1.6
上昇率	2015年12月時点 ②	1.0	1.6	-
(年率、%)	改定幅 ①-②	▲0.9	▲0.3	-

(資料) ECB(March 2016) "ECB staff macroeconomic projections for the euro area"から農中総研作成

欠であったとは言えその効果は十分ではなく、しかもこれ以上の政策余地は尽きかけているというECBのジレンマが浮き彫りにされており、金融政策の限界がより明確に示された形となっている。

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実施することが求められてきた。また、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、構造改革に対する有権者の抵抗の強まりや、財政規律重視の現行の仕組みの下では、こうした政策の進捗には大きな期待は持てそうにない。こうしたなか、ユーロ圏では効果的な政策の不在で緩慢な経済成長が継続するばかりか、限界に近づいた金融政策の手詰まり感は市場波乱を抑制する力を弱めることにもなる。その結果、波乱の頻発や拡大で、不透明感の増大に伴う投資や消費の縮小や先延ばし、また資本コストの上昇などが、ユーロ圏の経済成長をさらに下振れさせることに繋がる可能性が考えられる。(16.3.23現在)

## 金融緩和を再開した中国

～当面の景気は回復感の乏しい展開が続く～

王 雷軒

### 要旨

4ヶ月ぶりの預金準備率の引き下げが決定されたが、その規模は小さかったため、今後も預金準備率のさらなる引き下げが行われる可能性が高いと見られる。足元の景気動向について、輸出や鉱工業生産の低迷を受けて依然減速していると判断される。供給側の構造改革を押し進めていることから、当面は回復感の乏しい展開が続くだろう。

### 4ヶ月ぶりの金融緩和に踏み切る

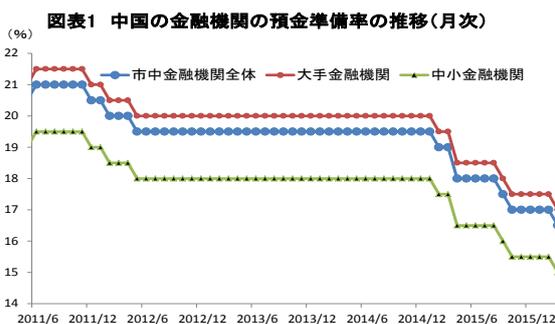
2月29日、中国の中央銀行である中国人民銀行（PBOC）は、市中金融機関の預金準備率を0.5%引き下げると発表した。具体的には、市中金融機関全体の預金準備率は17.0%から16.5%へ、うち大手金融機関17.5%から17.0%、中小金融機関15.5%から15.0%へ、それぞれ引き下げられた（図表1）。16年1月末の市中金融機関全体の預金残高は142兆元であったため、この措置により、約7,000億円の流動性が追加的に発生すると見込まれる。以下では今回の引き下げが決定された背景を考えてみたい。

引き下げの背景として第1に、過剰生産能力の削減などを受けて実体経済の下押し圧力が強まっていることが挙げられる。2月の製造業PMIは49.0と、7ヶ月連続で景気判断の目安となる50を下回るなど、春節要因はあるものの、製造業

を取り巻く環境の厳しさが続いていることが見て取れる。こうした製造業の低迷を受けて、非製造業も力強さを欠いている。

第2に、市場流動性がやや逼迫したことへの対応である。春節（2月7日～13日）後、PBOCが公開市場操作を通じた資金吸収を行ったこともあり、短期金利はやや上昇に転じた。実際、上海銀行間取引金利（SHIBOR）のオーバーナイト金利は徐々に2%を超えた。その後、PBOCの公開市場操作やMLF（中期貸出ファシリティ）などによる資金供給を行ったため、低下に転じたが、2月29日～3月4日にかけて、公開市場操作によって吸収された資金額は1.16兆元と規模が大きかったため、先行きも市場流動性が逼迫気味に推移するのではないかとの観測が広まったため、今回の対応となったと見られる。なお、PBOCは「金融機関の融資が適度に伸び、供給側の構造改革（サプライサイド構造改革）を促すため、金融市場に十分な流動性を供給する」という声明を出していた。

さらに、1月末のPBOCの外為資金残高は、米ドルなど外貨資金への需要の高まりなどを受けて大きく減少したため、ベ

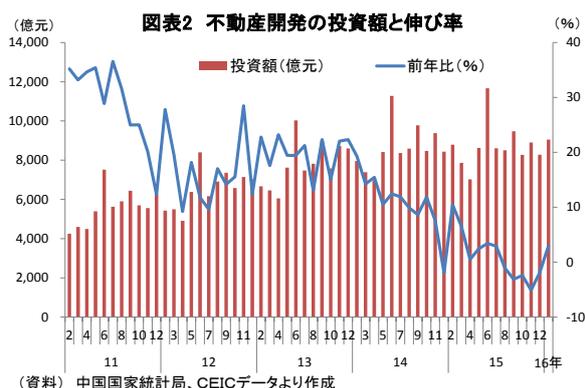


一スマネーの急減をもたらした。これを補うためにも、ベースマネーの供給を増やす必要があったと思われる。加えて、市中金融機関の預金準備率は17.0%と依然高く、引き下げ余地があったほか、一部金融機関は農業融資や中小企業への融資を目標通りに行わなかったため、優遇的な低い預金準備率を受けられなくなっていたことも一因であろう。

第3に、2月26日～27日に中国が議長国として上海で開催したG20（財務相・中央銀行総裁会議）が取りまとめた共同声明への対応としても捉えられる。共同声明が、世界経済の回復・強化を図るため、全ての政策手段を総動員するといった内容だったことを踏まえれば、今回の金融緩和は速やかにこれに呼応したと判断される。つまり、中国は市場流動性を増やしながらかまると高まる経済失速懸念を払しょくするため、いち早く政策発動することにより、リーダーシップを発揮する思惑もあったと見られる。また、中国国内において、3月5～16日に予定された全国人民代表大会（全人代）の開催直前に金融緩和に踏み切ったことには、当局が安定成長を重視しながら供給側の構造改革を進めていく姿勢をアピールする狙いもあったと思われる。

### 金融緩和の効果と金融政策の先行き

さて、今回の金融緩和を受けた中国国内の金融市場の動きを見てみよう。1月中旬の当局が実施した為替介入（米ドル売り・元買い）によって内外元市場レートの乖離は既に急速に縮小したが、供給された流動性の規模が小さかったことから、為替市場への影響は限定的だった。また、SHIBORのオーバーナイト金利が2%を下回るなど、小幅な金利低下ももた



らした。さらに、上海総合指数は反発したものの、今回の金融緩和の効果というよりは、開催を控えた全人代で打ち出される政策への期待のほうに影響していたと見られる。

総じて、今回の金融緩和が金融市場に与える影響は大きなものではなかったと言えよう。一方、供給された流動性は小規模ではあるが、今回の金融緩和が市中金融機関の融資体力を高め、企業の資金繰りを支援する効果は多少あるだろう。以上を踏まえれば、今回の預金準備率の引き下げはおそらく16年を通じて行われるであろう金融緩和の始まりとなるだろう。今後も景気動向や供給側の構造改革による痛みの具合を見極めながら、預金準備率のさらなる引き下げが行われる可能性が高いと見られる。

最後に、景気現状および見通しについて述べてみよう。住宅ローン条件が緩和されたことを受けて、不動産投資がようやく下げ止まるなど、一部には明るい材料も出ている（図表2）。しかし、投資全体は低迷しているほか、輸出の不調さも続いていることなどから、足元の景気は依然減速していると判断される。景気の先行きについても、積極的な財政政策や金融緩和によって大幅な減速を想定していないが、供給側の構造改革が押し進められていることから、当面は回復感の乏しい展開が続くだろう。（16.3.23 現在）

## ドル安に伴う資金流入で持ち直し傾向の新興・資源国市場

### ～米利上げ幅下方修正と原油増産凍結への期待感が下支え～

多田 忠義

#### 要旨

米 FOMC が年内の利上げ幅を下方修正したことで米ドル安が進行し、原油の増産凍結に関する会合が4月にも開催される予定で、原油価格は上昇している。これらにより、ドル安に伴う資金流入が再開し、新興・資源国の金融資本市場は持ち直し傾向となった。

#### 米ドル安進行、原油の増産凍結会合は来月開催予定

イエレン FRB（米連邦準備制度理事会）議長が2月の議会証言で示唆した通り、3月の FOMC（米連邦公開市場委員会）後に発表された16年内の利上げ幅は下方修正され、米国の金融政策が当初の想定よりも緩和的となる見通しが明らかになった。これを受け、米ドル安が進行し、新興・資源国への資金流入が復活している。IIF（国際金融協会）によれば、新興5ヶ国の非居住者資金フロー（7日移動平均は、債券、株式ともに2月下旬を底に流入超が続いている。

また、米国債と新興国債券とのスプレッドを示す EMBI+ は、新興国債券の利回り低下を主因に、15年12月の水準まで低下した。通貨指数（ELMI+）は、15年7月の水準まで上昇（新興・資源国通貨高）し、約半年ぶりに新興・資源国の金融資本市場は持ち直し傾向となった。

原油先物価格（WTI）も上昇しており、3月下旬には、1バレル＝40ドル前半での取引となっている。2月中旬の一部産油国での増産凍結合意に続き、4月17日には産油国15～16ヶ国による増産凍結会合が開催される予定で、供給過剰状態が改善されるとの期待感が先物価格を下支えし

ている。ただし、米エネルギー庁（EIA）によれば、米国の原油在庫は1930年以来の最高水準を更新し続けており、供給過多の状況に変わりはない。

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）も上昇した。世界経済の減速が意識された一方、FOMC による緩和的な金融政策の長期化や中国の経済政策で需要回復を見込んでいるほか、LME 指定在庫の減少も指数押し上げに寄与した。

#### インド：洪水後の持ち直しみられず

2月の卸売物価指数（WPI）は前年比▲0.9%と16ヶ月連続の下落で、下げ幅は1月から変わらず、消費者物価指数（2月）は同5.2%と、1月（同5.7%）から7ヶ月ぶりに鈍化に転じた。食品・飲料が主な押し下げ要因である。

鉱工業生産指数（1月）は前年比▲1.5%と3ヶ月連続の低下となった。財別に要因分析してみると、資本財の寄与度は▲2.6ポイント、部門別の寄与度では、製造業が▲2.3ポイントであった。日経Markit 製造業 PMI は、15年12月から16年2月にかけて49.1、51.1、51.1と推移し、15年12月の洪水による影響は一時的であったことが示唆されるが、鉱工業の持ち直

しに時間を要している。

2月の新車販売台数は前年比5.0%増と、8ヶ月連続で増加した。なお、政府は3月より販売車両に1~4%のインフラ税を課税し始め、メーカー各社は値上げを実施している。このため、消費者心理を冷やしかねないと懸念の声が上がっている。

### **インドネシア:3 会合連続で利下げ**

インドネシア中銀は3月17日、3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6.75%とした。通貨ルピアが買い戻される中、インフレ圧力も収まっており、同国の景気回復を促進するための利下げと捉えられる。ちなみに、主に食料品の価格上昇によって、2月の消費者物価は前年比4.4%と、2ヶ月連続で上昇幅は拡大したが、中銀の目標範囲内に留まっている。

なお、2月の消費者信頼感指数は110.0と、6ヶ月ぶりに低下したほか、2月の新車販売台数は前年比▲0.6%と、18ヶ月連続で減少するなど、消費は総じて力強さに欠ける。ただし、同販売台数の下げ幅は、18ヶ月間で最小となったほか、利下げ効果なども徐々に浸透するため、次第に消費回復へとつながるだろう。

### **ブラジル:15ヶ月ぶりにインフレ緩和**

ブラジル中銀は3月3日、5会合連続で政策金利の据え置きを決定した。景気に配慮したものとみられる。記者会見で、中銀総裁は、インフレはピークに達し、数ヶ月以内に鈍化に向かうものの、早期利下げは検討していないと述べたことから、当面、政策金利は据え置かれるとみられる。実際、2月の消費者物価指数(IPCA)は前年比10.4%と、政策目標(4.5±2%)

からの乖離が継続しているが、15ヶ月ぶりに上昇幅は縮小した。こうしたインフレ鈍化に加え、7四半期連続のマイナス成長(15年10~12月期の実質GDP成長率は前年比▲5.9%)やリアル高も考慮すれば、年央にも利下げする環境が整うだろう。

なお、株価、為替レートには、経済情勢よりも政治情勢が反映されている模様である。具体的には、ルセフ大統領に対する弾劾に向けた手続きが進行中、政権交代への期待が高まっており、リアルは15年9月以来6ヶ月ぶり、ボブスバ指数は15年7月以来8ヶ月ぶりの水準まで買い進められている。

### **ロシア:政策金利据え置き**

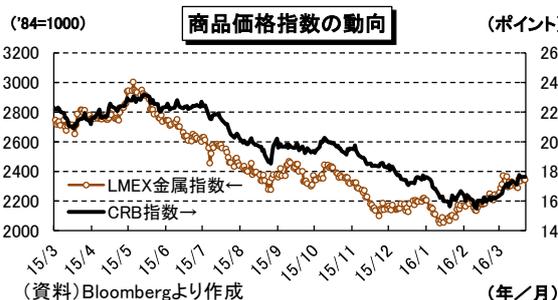
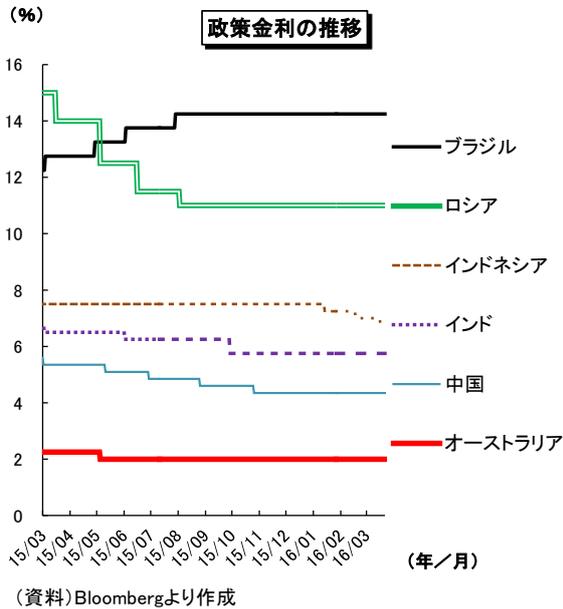
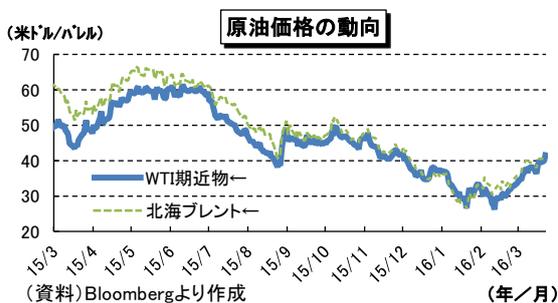
ロシア中銀は3月18日、政策金利の据え置きを決定した。インフレ率は低下し、通貨ルーブルの相場は上向いたものの、原油価格の将来動向や世界経済の先行き不透明感を警戒した。なお、2月の消費者物価指数は前年比8.1%と、上昇率は1月から1.7ポイント縮小し、6ヶ月連続で鈍化した。

### **オーストラリア:失業率は改善**

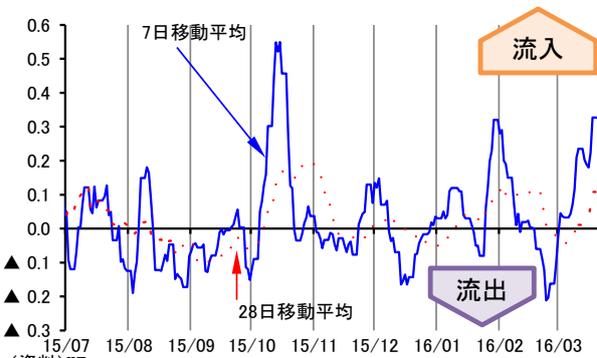
オーストラリア準備銀(RBA)は3月1日、政策金利の維持を決定した。公表された声明によれば、低インフレにより利下げ余地が生まれる可能性を指摘した。しかし、2日に発表された15年10~12月期実質GDP成長率は、予想を上回る前年比3.0%となり、利下げ観測は後退した。

2月の雇用指標は、失業率5.8%と1月から0.2ポイント改善、雇用者数は0.03万人増(正規雇用者数が1.59万人増、非常勤雇用者が1.56万人減)で、市場予想を下回った。(16.3.23現在)

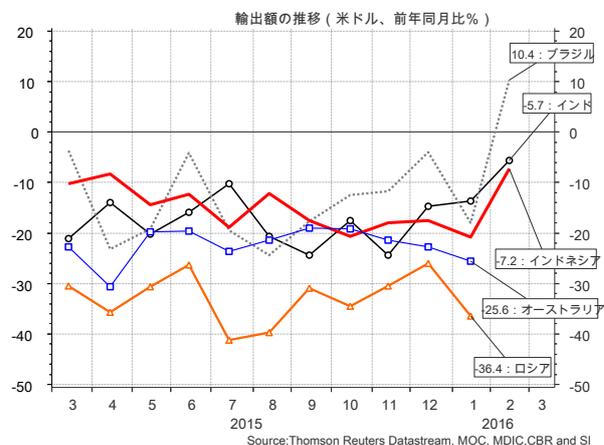
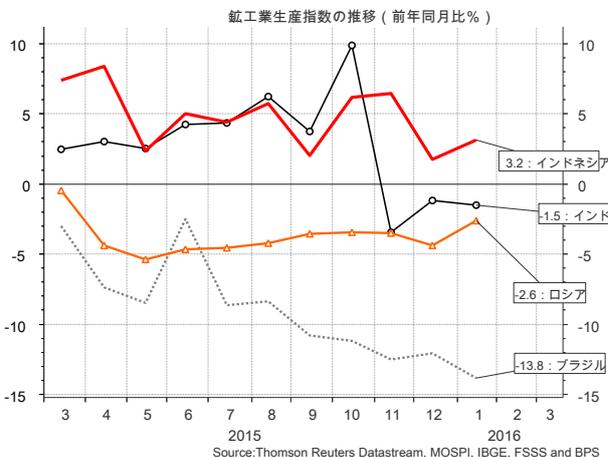
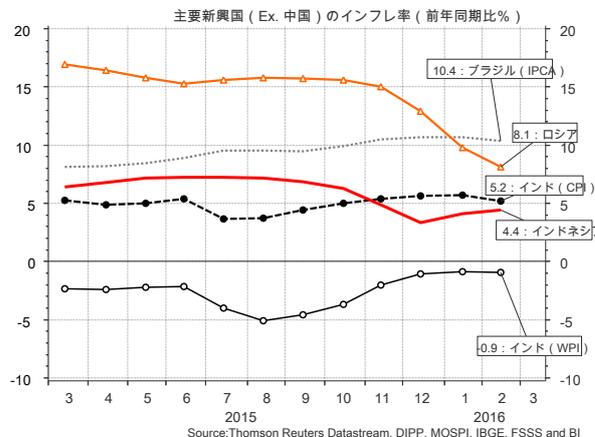
商品価格、主な新興・資源国の物価、政策金利、生産、貿易の動向(15年3月~16年3月)



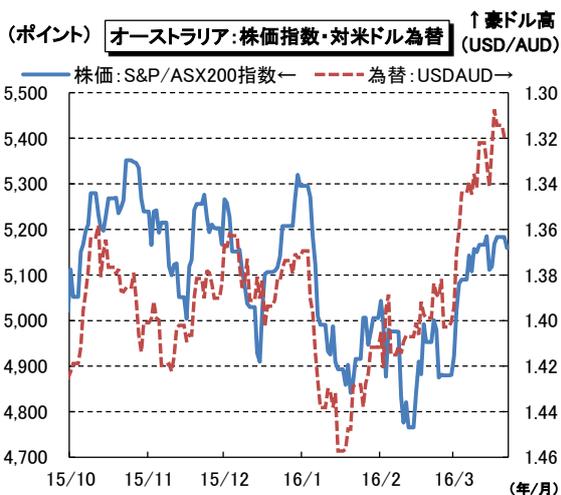
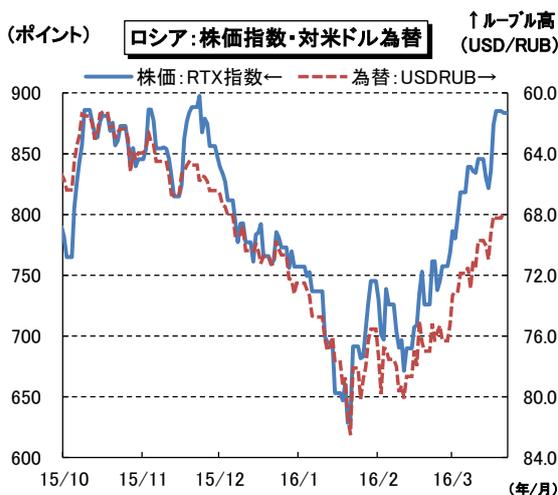
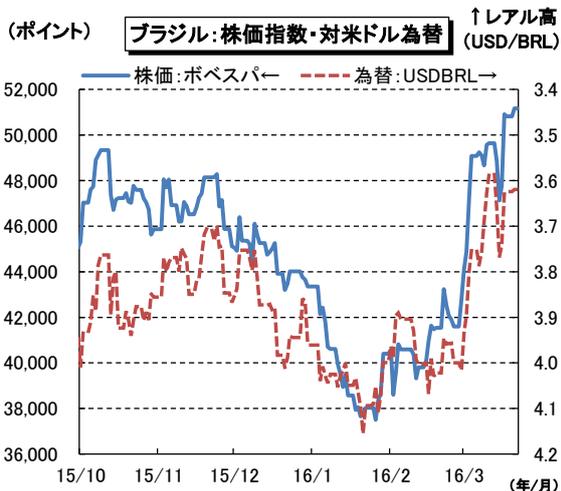
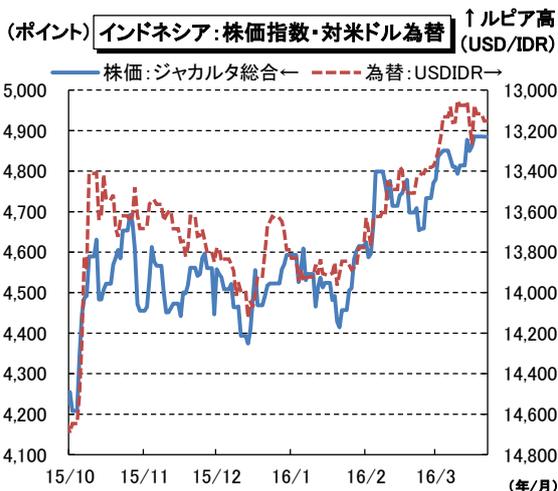
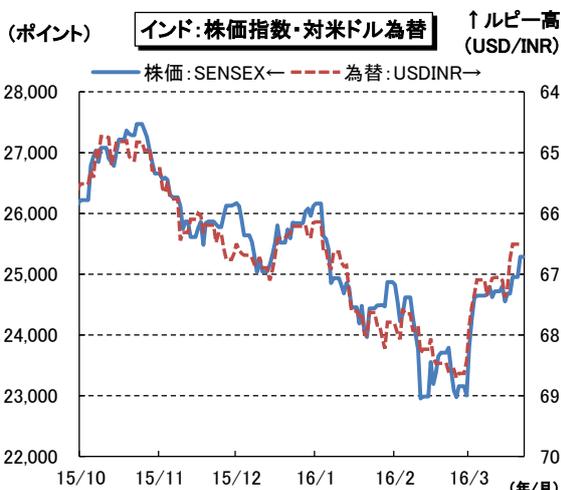
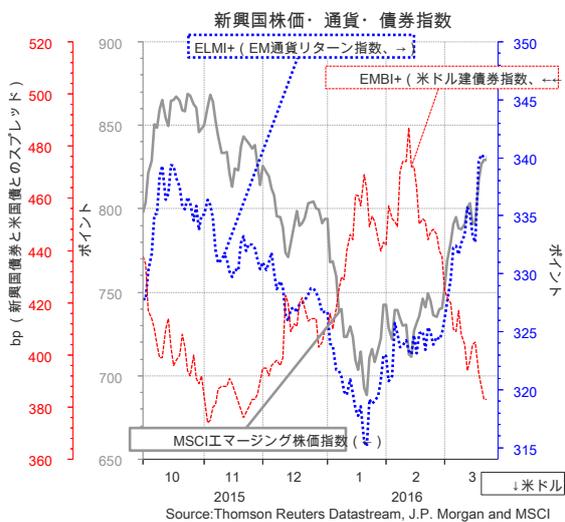
(10億ドル) 日別ポートフォリオフロー(債券、5ヶ国)



(注) 5ヶ国は、インドネシア、インド、タイ、南アフリカ、ハンガリー。



## 主な新興・資源国の株価、為替動向(15年10月~16年3月)



(資料) 各国株価指数、為替はBloombergより作成

(注) 取引日以外は、前営業日の値を表示している。

### 全人代の報告からみる 2016 年の中国経済

王 雷軒

#### はじめに

2016年3月5日～16日に開催された全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）では、李克強首相が行った「政府活動報告」、マクロ経済の調整などを実施する中央省庁である国家発展・改革委員会の「経済社会発展報告」、財政部（日本の財務省に相当）の「財政報告」という三つの報告を審議、承認された。これらの報告では、15年の経済運営の実績などを踏まえた上で、16年の経済運営の基本方針や目標が示されている。以下では、今回の全人代の注目ポイントを紹介したい。

#### なぜ 16 年の成長目標は 6.5～7.0%か

15年の実績を振り返ってみると、実質GDP成長率は前年比6.9%、消費者物価の上昇率は前年比1.4%、都市部登録失業率は4.1%、都市部新規雇用増加数は1,312万人、1人当たり国民可処分所得（実質）は前年比7.4%と、中国政府が設定した主要目標は概ね達成したと言えよう（図表1）。ただ

し、世界経済の低迷や国際商品価格の下落などにより、輸出入総額は前年比▲8.0%と、目標の6.0%を大きく下回った。

こうしたなか、16年の成長率目標を6.5%～7.0%と幅を持たせた点（区間目標）が特徴的であった。最近の成長目標を振り返ると、12年以來の3年間は連続7.5%前後、15年は7.0%前後と設定されていた。16年の成長率は6.5%を達成すれば十分という見方があった一方で、6.5%では15年の6.9%という実績を大きく下回ってしまうため、7.0%目標を設定すべき声も少なからずあったと見られる。

この目標設定の背景や理由について、「政府活動報告」では以下のように説明されている。16年はややゆとりのある社会（小康社会）の全面的完成に向け、安定成長と構造改革のバランスを配慮し、市場の安定化や期待形成にも役に立つことを考慮した。また、雇用の確保や福祉厚生の改善のためには、6.5～7.0%の成長率で十分と説明された。

図表1 2016年における中国の主要経済目標

項目		16年目標	15年目標	15年実績
経済成長	実質GDP成長率(前年比%)	6.5～7.0	7.0前後	6.9
	固定資産投資(前年比%)	10.5	15.0	9.8
	小売売上総額(前年比%)	11.0	13.0	10.7
	輸出入総額(前年比%)	改善	6.0	-8.0
雇用	都市部新規雇用増加数(万人)	1,000以上	1,000以上	1,312
	都市部登録失業率(%)	4.5以内	4.5以内	4.1
物価	消費者物価指数(前年比%)	3.0前後	3.0以内	1.4
賃金	1人当たり国民可処分所得(実質、前年比%)	実質GDP成長率と同程度	実質GDP成長率と同程度	7.4
金融	マネーサプライ(M2、前年比%)	13.0前後	12.0	13.3
財政	歳入(兆元)	15.89	15.53	16.03
	歳出(兆元)	18.07	17.15	17.65
	財政収支(兆元)	-2.18	-1.62	-1.62
	名目GDPに対する財政収支の比率(%)	-3.0	-2.3	-2.3

(資料)15年、16年の全人代の報告などより作成

一方、世界経済の低成長リスク、金融市場や国際商品価格の乱高下、地政学的リスクの高まりに加えて、中国国内では、構造改革などにより、経済の下振れ圧力が高まるなか、16年の目標達成には相当な努力が必要であるという内容も同報告に盛り込まれている。

## 重視される供給側の構造改革

16年の成長目標が設定された際、とくに重視されたのは供給側の構造改革であると見られる。この構造改革に関して、16年は以下の事項にしっかり取り組むこととした。

具体的には、①行政許認可項目の削減や行政手続の簡素化を図るなどの行政改革の深化を促す、②従来の比較優位の改良・進化を図り、起業や技術革新を通して成長の新たな原動力の育成を急ぐ、③石炭や鉄鋼などの業種の過剰生産能力の解消に重点的に取り組み、合併・再編、債務再編または破産清算などの措置により、ゾンビ企業に積極的かつ適切に対処する。このため、中央財政は計1,000億元の特別奨励・補助金を拠出し、過剰生産能力の解消に取り組む企業の従業員の再配置・再就職支援に重点的に充てる、④消費財の質的向上、製造業高度化の促進やサービス業の成長加速などにより、財やサービスの有効供給の改善に努める、⑤株主構成の多元化改革、中央国有企業の構造調整の促進、地方に国有企業改革の自主権をさらに付与することにより、国有企業の改革推進に力を入れる、⑥電気や通信などの独占分野の規制緩和を通じて、民営経済の発展を促進する、などの内容が挙げられている。

## 成長目標達成のための金融・財政政策

16年の成長目標である6.5～7.0%を実現するために、全人代では金融・財政関連の目標も発表された。なお、16年の金融・財政政策の基本方針については、15年12月の中央経済工作会議で「穏健な(中立的)金融政策と積極的な財政政策」が既に採択されている。

財政政策については、積極的な財政政策

の継続が改めて確認されたが、財政収支(赤字規模)は15年より5,600億元増加の2.18兆元(約40兆円)に設定されている。この水準は対名目GDP比で▲3.0%と15年(▲2.3%)から小幅拡大する見通しである。このほか、企業減税や地方政府債務の借換えが引続き実施される(16年は5兆元規模となる見込みで、15年の3.2兆元よりも大きい)など、積極的な財政政策を強める方針も示されている。

金融政策については、「政府活動報告」で、16年に穏健的な金融政策の継続が再び示されているが、柔軟性を高めることに力を入れると明記されている。加えてマネーサプライ(M2)が前年比13.0%前後に設定され、15年から1ポイント引き上げられたことで緩和気味の金融政策が実施されるだろう。また、「政府活動報告」において経済成長の目標を達成するためにも、引き続き金融行政の改革を含めた金融制度の見直しを行っていくことが必要だと強調された。具体的には、現行の金融行政を改め、株式市場や債券市場の改革を推進し、システムリスクや地域性リスクの発生を防止していくこと等が挙げられている。

## おわりに

16年の成長目標の設定に当たっては、もっとも考慮されたのは、安定成長と構造改革のバランスであろう。中国経済を取り巻く内外の経済情勢の厳しさから、16年の6.5%～7.0%の成長目標を実現するためには相当な努力が必要だが、公表通りの財政・金融関連の政策が着実に実行のであれば、目標達成の可能性は高いと思われる。今後、これらの政策がどこまで実行に移されるのかという点に注目したい。

## 地域別にみた求人倍率の最新動向

木村 俊文

安倍政権が推進する「地方創生」政策では、地方へのアベノミクスの浸透（ローカル・アベノミクス）に向けて、地域資源を組み合わせた観光地域づくりの推進など様々な施策を推進することにより、東京一極集中を是正し、地方において「しごと」が「ひと」を呼び、「ひと」が「しごと」を呼び込むような好循環を創り出そうとしている。

そこで、以下では「しごと」の観点から求人倍率に注目し、地域別に労働市場の現状を確認するとともに先行きを展望してみたい。

### 求人倍率はどの地域でも上昇

全国平均の有効求人倍率（季節調整値）は、リーマン・ショック後の09年8月に0.42倍と統計開始以来の最低水準に悪化した後に上昇に転じ、13年11月には1倍を超え、直近では1.28倍とバブル期に迫る水準まで回復している。これは09年08月を底に求職者が減少に転じるとともに求人が増加したことによるものであり、足元の有効求人数は6ヶ月連続で過去最高水準となる月間240万人台（09年08

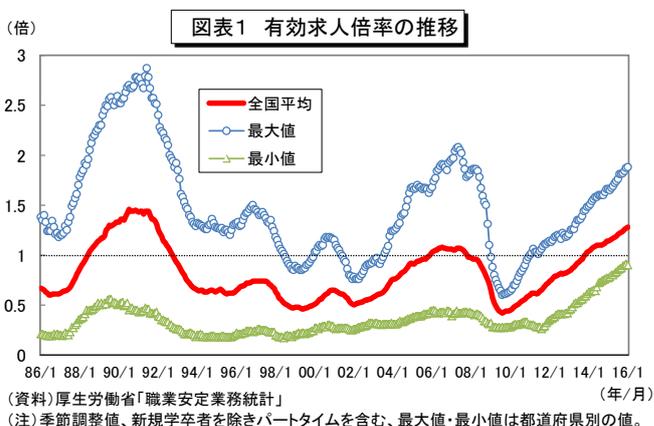
月に比べ1.9倍）に乗せるなど改善傾向が強まっている。

有効求人倍率を地域別にみると、東京（1.88倍）が突出して高い一方、全国平均を下回る道府県は3分の2近くあり、かつ1倍に満たない県も埼玉、鹿児島、沖縄と3県あるが、今回の回復局面ではどの地域もおしなべて上昇傾向をたどっている。有効求人倍率が1倍を超えた過去2回の期間（1988年6月～92年9月、05年12月～07年10月）では、群馬・長野など北関東・甲信地方のほか、富山・石川などの北陸地方、愛知を中心とした東海地方、滋賀・大阪など近畿地方が高水準を示す一方、北海道や東北、九州地方は低水準にとどまり、最大値と最小値との差が拡大したが、今回はそうした傾向はみられず、総じて求人倍率が底上げされているのが特徴である。

この理由としては、かつて高い求人倍率を示した地域に集中していた生産拠点が11～12年にかけての円高進行を受け海外にシフトした影響のほか、サービス業の求人が増え、かつパートタイマーなど非正規での求人が増加した一方、08年をピークに総人口が減少局面入りしたこともあり、求職者の減少が強まったことなど、産業や人口構造の変化による影響が大きいと思われる。

### 地域別には様々な動き

有効求人倍率が全国平均を上回っている地域では、どのような業種の求人が多いのか、特徴的な地

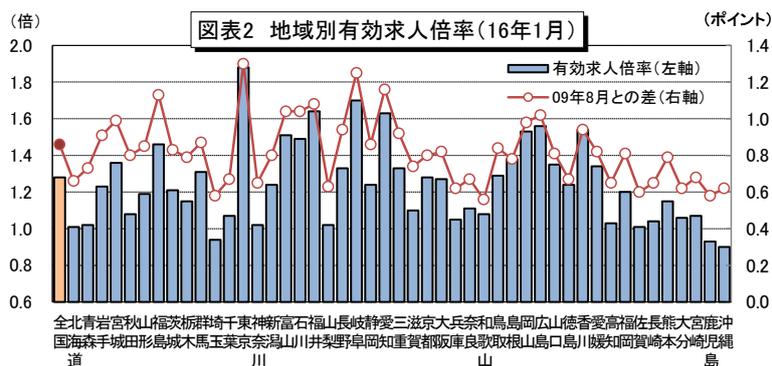


域の動きを見てみよう。

東北地方は、今回の回復局面で有効求人倍率の増加幅が最も拡大（09年に比べ15年は2.2倍）した地域だが、主因は復興需要といえる。宮城・福島では東日本大震災後に建設業、運輸・郵便業、卸売・小売業の新規求人が前年比3～5割ほど急増し、その後も復旧・復興事業の進展に伴い高水準で推移している。ただし、建設業（福島は除染作業が多くを占める）については、工事の進捗や予算の執行状況などから鈍化傾向にある。一方、医療・福祉は、少子高齢化の進行で求人が増えている。

北陸地方は、新幹線開通（15年3月）による影響がみられ、石川・富山では、運輸・郵便業、宿泊・飲食サービス業、卸売・小売業などの新規求人が増加している。ただし、北陸地方はもともと有効求人倍率が高い地域であり、新幹線開通が23年とまだ先の福井は直近の有効求人倍率が1.64と全国3位となっている。福井は眼鏡や繊維など労働集約型の製造業が盛んな地域であり、男女を問わず安定的に求人があることが反映されている。

東海地方、なかでも有効求人倍率が1.70と全国2位の岐阜は、介護など医療・福祉のほか、卸売・小売業、宿泊・飲食サービス業、運輸・郵便業などの新規求人が増えている。このうち、宿泊・飲食サービス業、運輸・郵便業については、世界遺産である白川郷・五箇山の合掌造り集落（岐阜・富山、95年登録）が外国人観光客に人気があり、最近では北陸新幹線や富士山（山梨・静岡、13年に



世界遺産登録)との間を結ぶバス便が整備されるなどの影響により好調となっている。

一方、東京では、全国展開する企業が中心となり、労働需給が先行きひっ迫することを見越して人員確保に動いている影響から、宿泊・飲食サービス業、医療・福祉、卸売・小売業などの新規求人が増えている。

### 当面は建設業や宿泊業に注目

以上のとおり、有効求人倍率の水準だけに限れば、労働市場の回復は東京だけでなく地方にまで着実に広がりつつあるように見える。

ただし、短期的には政府による東日本大震災の集中復興期間（11～15年度の5年間）が16年3月で終了するのに伴い、東北地方において建設業の求人が減少する可能性が高いほか、16年初以降は円高気味となっていることから訪日外国人旅行者の伸びが鈍化し、宿泊などの関連業種が影響を受ける可能性もあり、注意が必要だろう。

また、長期的には、地方版総合戦略の実施が本格化するなか、地方において若年層中心に安定した雇用が創出され、地方への転出増加につながるのか、注目される。

## 海外の話題

# ニューヨークの肉食事情

農林中央金庫 ニューヨーク支店長 杉田 健一

「ステーキ・レボリューション」という映画をご存知だろうか？世界一おいしいステーキを探して20カ国、200店以上を取材した、昨年秋公開のドキュメンタリー映画である。そのなかでは日米の有名店も上位にランキングされている。昨今は日本でも肉食がブームと聞かすが、ニューヨークの肉食文化も以下のとおり、進化を続けている。

現在ニューヨークのステーキハウスは、2タイプに分類できるのではないかと思います。一つは表面が黒く焦げた昔ながらのステーキを提供するステーキハウスである。一人前のボリュームが多く、噛み応えもあるため、日本人が完食するのは容易でない。そしてもう一つは、現在当地で出店が増えている、熟成肉を使ったTボーンのステーキハウスである。こちらは、脂質の少ない赤身肉を使っていること、熟成が進んだ肉は柔らかくジューシーであることからたくさん食べられ、かつ翌日、胃もたれすることも少ないため、人気上昇中である。

この熟成肉のステーキハウス、どの店もステーキ2人前、3人前とオーダーし、テーブル全員で取り分けて食べること、仕上げに皿ごとオープンで肉を焼き、その皿のままテーブルに運んでくる等、共通点が多くある。皿ごと焼かれた巨大なステーキは迫力満点で、日本からのお客さんにも喜ばれる。アメリカ各地のステーキハウスと比べても、皿ごと焼いた大皿のステーキを取り分けるスタイルはニューヨーク独特のようである。

いくつかの店は、ニューヨークで成功した勢いで、2年程前から東京にも支店を開いている。日米両店舗に行った方の話によると、東京店は肉のサイズがニューヨークより小さく、価格は2倍近いとのことである。今回、当地に駐在して2年弱がたち、ほぼすべての物価が日本より高いと日々感じているが、珍しくアメリカのほうが安いものに出会った気がする。

他にもアメリカの牛肉レストランが日本に進出している例としては、昨年11月に、同じくニューヨークで人気のハンバーガーチェーン「シェークシャック」が東京港区に開店し、3時間を越える行列ができたというニュースになった。ファストフードながら、素材にこだわった本格派ハンバーガーが健康志向のニューヨーカーに支持された店である。

一方で、日本の高級霜降りの牛肉をアメリカに輸出する動きも進展している。JA系統グループの全農さんは、アメリカ西海岸のカリフォルニア州ビバリーヒルズで本格的日本食レストランを2014年から運営している。日本産高級和牛の霜降り肉をメインで提供しているが、前述のステーキハウスの牛肉とは全く別の美味しさがあり、アメリカ人にも受け入れられるのではないかと感じている。先ごろ大筋合意したTPP交渉においても、米国向け和牛の無税輸出枠が大幅に拡大される等、日本産和牛の輸出拡大の環境は整いつつある。肉食文化の本場アメリカにおいて、米国产ステーキと同様に日本産和牛の霜降り肉が消費者に認知され、市場規模が拡大することを期待している。