

潮 流

バーゼル最終決戦

理事研究員 高島 浩

銀行に対する国際規制の枠組みを定めるバーゼル銀行監督委員会（以下「バーゼル委」という。）は、リーマンショック以降の金融規制見直しの最終作業に入っている。

昨年末から本年春にかけて、バーゼル委は実に7つの金融規制の枠組みの一部改正等について市中協議案を公表している。それらは、銀行の自己資本比率等の算定方法を規定するいわゆるバーゼル規制の変更案が中心である。銀行に対する金融規制は、国際的に活動する銀行に対して統一的な枠組みを構築することを目的として1988年に初めて合意され、その後、銀行の業務内容拡大やリスク管理の高度化に伴う改正が行われてきた。さらに、2008年のリーマンショックの反省を踏まえて、資本の定義の見直し、必要自己資本比率の引上げ、および流動性規制等を含むバーゼルⅢが10年に合意に至り、現在19年にむけて段階的に適用が開始されている。

今回の変更案の中には、貸出など信用リスク資産の計測手法の見直しが含まれており、内部格付手法を用いる国際的に活動する大手銀行のみならず、標準的手法を用いる地域の金融機関の自己資本比率の計測においても影響のある見直しが含まれている。信用リスクに関する内部格付手法においては、一部の資産について内部格付の利用が制限される内容が盛り込まれているほか、標準的手法において金融機関与信など信用リスク量の増大につながる内容となっているため、貸出を中心とした金融仲介業務に大きな影響を与えるものである。バーゼル委は今回の枠組みは金融危機以降の最後の見直しであると明言しており、この意味では銀行にとって、将来の業務に大きな影響を与える規制整備の最終決戦とも言える。

ただ、この最終決戦は、銀行対当局の最終決戦ではない。リーマンショック以降、銀行は嵐のように押し寄せた規制改革と資本充実への対応に追われ、経済成長に必要な資金を適切に供給するという本来の使命を十分に果たしていないとの批判もある。規制の見直しを検討する上では、銀行が健全性を保ちつつ、適切な金融仲介機能をはたすことを従来以上に考慮する必要がある。日本の金融庁も、どちらかと言うと規制強化一辺倒の欧米規制当局に対して、機会をとらえて規制の累積的影響や思わぬ悪影響について警鐘を鳴らしている。本邦の金融機関にとっては、金融庁とも連携しつつ日本の経済成長の足かせとならないように、国際的な合意を図っていく戦いである。

一連の金融規制の見直しは、リーマンショックおよびそれに続く欧州危機を契機としたものであるが、銀行が適切なリスク捕捉に基づくリスク管理の充実を通じて、経済を支えるために力強く行動できる規制の枠組みのもとで、本来業務に専念するための最後のチャンスとも言える。日本における金融機関の役割等の議論を深めて、オールジャパンとして取り組んでいくことが求められている。

情勢判断

国内経済金融

1～3 月期は高成長だが、依然回復力が乏しい国内景気

～注目を集める消費税増税の判断～

南 武志

要旨

世界経済の下振れリスクの代表格の「原油価格」がこのところ持ち直していることもあり、世界経済の先行き悪化懸念は引き続き解消方向にあるが、中国経済の減速傾向はなかなか止まらず、また米国で早期利上げ観測が浮上するなど、下振れリスクは残っている。また、協調的な財政出動も先進国間で足並みがそろわず、牽引役も不在なままだ。

国内景気も依然として足踏み状態にある。1～3 月期の実質成長率は閏年効果で上振れたが、4～6 月期にはその反動や熊本地震の影響から再びマイナス成長となる可能性が高い。ただし、家計の所得環境に改善の動きが見られるなど、消費持ち直しの素地が整いつつある。17 年 4 月に予定される消費税増税前には駆け込み需要が発生すると見られ、年度後半にかけて成長率は一旦高まるだろう。

日本銀行は 1 月に決定した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を継続しており、金利水準は大幅に低下した。しかし、足元の物価は原油安で物価下落に転じており、物価安定目標の達成が見通せないことから、追加緩和観測は根強い。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2016年				2017年
		5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 (％)		-0.055	-0.1～0.0	-0.1～0.0	-0.1～0.0	-0.1～0.0
TIBORユーロ円(3M) (％)		0.0600	0.04～0.07	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06
国債利回り	10年債 (％)	-0.100	-0.20～-0.05	-0.25～-0.05	-0.30～0.00	-0.30～0.00
	5年債 (％)	-0.220	-0.30～-0.15	-0.35～-0.15	-0.40～-0.15	-0.40～-0.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	110.0	105～120	110～120	110～120	110～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	122.6	115～135	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)		16,757	17,000±1,000	18,000±1,000	18,000±1,000	17,500±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5月25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

先進国経済は緩やかとはいえ、総じて回復基調をたどっているものの、中国をはじめとする新興国経済は停滞から脱し切れておらず、全体としては低調さが拭き切れていない。ただし、年初に見られたような下振れリスクが顕在化するかどうかのような状況とは異なり、金融資本市場は落ち着きを取り戻しつつある。もちろん、

下振れリスクは今なお存在しており、今後とも警戒は必要である。

さて、下振れリスクの代表格である「原油価格」については、主要産油国の間での増産凍結の合意は得られなかった。しかし、一部産油国での供給に支障が発生したことや北米のシェールオイル生産が減少したこと、一方でインドや中国の需要が強いこと、さらに国際エネルギー機

関が早ければ 16 年後半にも需給が均衡するとの見通しを示したこともあり、イランが「順調に」増産を続ける中、原油価格は持ち直しを続け、5 月下旬には WTI 先物が 50 ドル/バレル弱まで上昇し、世界経済の下振れリスク後退に一役買った。

一方で、中国経済の減速懸念は「健在」であるほか、ドル高進行や新興国の資金流出懸念を招きかねない米国利上げに対する思惑が再び高まっており、足元の内外金融市場は比較的落ち着いているとはいえ、先行き波乱となる可能性も浮上している。最近では、先進国経済の底堅さもあり、不振にあえぐ新興国が含まれる G20 から再び「主役」の座を奪った感もある G7 でも、協調的な財政出動に向けたハードルの高さが改めて認識される結果となるなど、世界経済にとっては牽引役が不在な状況が続く可能性が高い。

国内に目を転じると、17 年 4 月に予定される消費税率の引上げに関する注目が高まっている。現時点で安倍首相は予定通りの増税方針を繰り返しているが、追加の財政政策の可能性と合わせて、最終判断は今後の景気動向に大きく影響を与えるだろう。

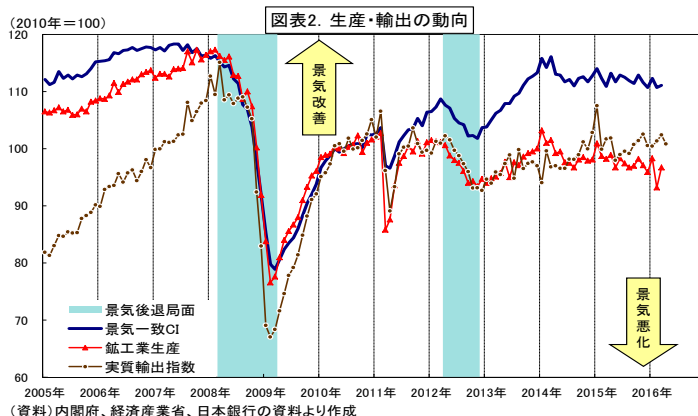
国内景気：現状と展望

1～3 月期の GDP 第 1 次速報によれば、経済成長率は前期比年率 1.7%と 2 四半期ぶりのプラス、かつ表向きは高成長が達成できた。ただし、閏年によって民間消費が嵩上げされており、実態はゼロ成長に近いものであったとみられる。加えて、これまで堅調に推移してきた民間設備投資が悪化に転じて

おり、景気の鈍さが再認識させられる内容であった。

こうした景気の鈍さ、さらには熊本地震の影響などを受けて、景況感は悪化が目立ち始めている。5 月の PMI 製造業景況感指数は 5 ヶ月連続で低下（3 ヶ月連続で判断基準である 50 割れ）、アベノミクス始動時（12 年 12 月）以来の低水準となった。消費者マインドについても、増税直後ほどの悪化ではないが、この数ヶ月は悪化傾向をたどっている。

一方、家計の所得環境は緩やかな改善が進んでいるのも見て取れる。3 月の現金給与総額は前年比 1.5%、実質賃金も同 1.6%と、ともに 2 ヶ月連続の増加となった。「特別に支払われた給与」で牽引された面は否めないが、家計所得にプラスであることは間違いない。また、景気が足踏み状態である一方で、雇用者数は増加傾向をたどっており、雇用者報酬は過去最高水準を達成している。消費者マインドの悪化が止まり、改善に転じさえすれば、民間消費の持ち直しが始まる可能性は秘めている。16 年春季賃金交渉は、15 年実績を 0.3 ポイントほど下回った可能性があるが、エネルギー安を主因とする物価沈静化は家計には依然として恩恵を与えるものであり、今後想定される残業時間の回復（＝残業代の増加）とともに



に、消費回復のカギを握るだろう。とはいえ、「消費税増税に耐えうる経済」や「2%の物価安定目標の達成」には力不足と思われる。

また、世界経済の低調さを反映して、輸出は軟調なままである。4月の実質輸出指数は前月比▲1.6%と3ヶ月ぶりの低下となり、前期比マイナスであった1～3月平均をさらに0.6ポイントも下回った。この低下には、熊本地震の影響によって対米自動車輸出が減少した分も含まれており、サプライチェーン障害が解消すれば、元に戻る可能性があるとはいえ、足元4～6月期の成長にとっては下押し要因となるだろう。

さて、先行きについては、設備不足感が根強いことから、民間設備投資の減少は一時的と思われる。実際、企業の設備投資計画は依然底堅く、受注も良好であり、増加基調をたどっているとの見方は変える必要はない。しかし、輸出が引き続き伸び悩むほか、4～6月期の民間消費は閏年効果の剥落や熊本地震の影響もあり、減少すると思われ、成長率も再びマイナスとなることが予想される。ただし、その後は徐々に消費が持ち直していくほか、年度下期にかけては消費税増税を控えた駆け込み需要も発生し、成長率は一旦高まるだろう（詳細は後掲レポート『2016～17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

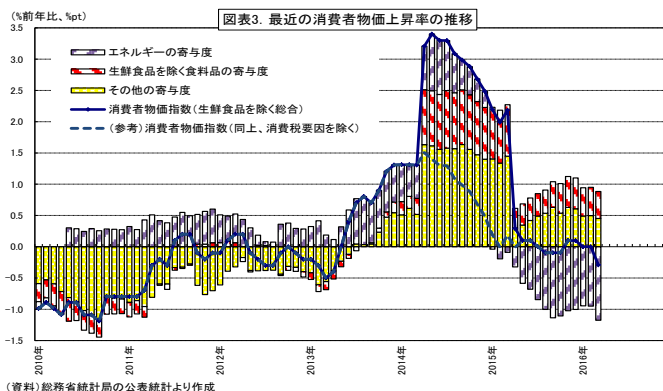
3月の全国消費者物価は、年初の原油安による下押し圧力が高まった結果、代表的な「生鮮食品を除く総合（全国コア）」は前年比▲0.3%と5ヶ月ぶりの下落

となった。一方で、原油安の直接的影響は受けない「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合（全国コア）」は同0.7%、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）」も同1.1%と、物価のベース部分には依然として一定の上昇圧力が存在していることも見て取れる。

当面、全国コアは前年比で小幅マイナスでの推移が予想されるが、現状程度の原油価格で推移すれば、原油安要因が年後半以降は徐々に弱まることから、全国コアは現状1%程度で推移する日銀コアに向けて徐々に上昇率を高めていくと見られる。ただし、円高の影響を考慮すると、日銀コアも早晩1%を割り込むことも予想され、その場合には全国コアもまた1%までは上昇率が高まらないと考えられる。

金融政策：現状・見通し

日本銀行は、1月28～29日の金融政策決定会合で、13年4月から実施（14年10月に強化）してきた「量的・質的金融緩和」に加えて、一部の日銀当座預金に対してマイナス金利を適用することを決定、2月中旬から本格的に導入された。マイナス金利政策の決定直後から国債利回りが急低下するなど、影響は広範囲に及んでいる。米利



上げ開始が意識された15年秋以降、残存3年までの国債利回りはすでにマイナス状態となっていたが、2月入り後はマイナスになる年限の国債が徐々に増えていった。

この影響を受けて、企業の借入金利も大きく低下した。信用度の高い高格付け企業ではマイナス金利での資金調達も可能となっている。さらに、金融機関は預貯金金利や住宅ローン金利なども引き下げているが、預貯金金利は現時点ではマイナスにはなっていない。

マイナス金利政策の効果については、名目金利を押し下げ、予想物価上昇率を押し上げることで、実質金利水準を低下させ、投資行動を活性化させることを狙ったものといえる。また、金融機関の代表的な余資運用手段であった長期国債の利回りがマイナスとなったことで、他の運用手段、例えば株式や外国債券などリスク性資産に振り向けたり、企業・家計などへの貸出を増やしたりすることが期待される。さらに、一定の内外金利差を確保することで、為替レートの円高傾向に歯止めをかけて、輸出を刺激したり、物価を押し上げたりする効果も期待される。

しかし、今回のマイナス金利政策については、金融機関を中心に評判が芳しくないのも確かである。10～30兆円で運営される「政策金利残高」へのマイナス金利適用や「マクロ加算残高」へのゼロ金利適用などに伴う直接的な影響もさることながら、主たる収益源である利鞘の縮小や一段の運用難などは金融機関に押し掛かっていくものと思われる。リーマン・ショックを契機に発生した世界的な金融危機を受けて、金融機関は極力リスクをとらないよう厳しい規制がかけられているため、金融機関がリスク性資産の購入を大幅に増やしたり、貸出

を大きく増やしたりすることが難しいのは言うまでもない。「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の効果が顕在化せず、同政策が長期間続けられ、かつマイナス金利幅が拡大されることになれば、金融機関経営や金融システムへの不安が高まるリスクも否定できない。

さて、4月27～28日に開催された金融政策決定会合では、1月に導入した「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の継続を決定した。決定会合を控えて、金融市場では追加緩和の可能性を織り込む動きが強まったが、経済・物価見通しの下方修正や物価安定目標のさらなる先送りをした一方で、政策については「ゼロ回答」だったことで、市場は一気に失望感が広がり、円高・株安が進む場面もあった。

一方、黒田総裁ら日銀幹部は、マイナス金利政策の有効性について繰り返し説明してきたが、これまでの緩和策（量的・質的金融緩和（13年4月）やその強化（14年10月））とは異なり、期待された円高是正や株価回復が進まないこともあり、評価されていない面は否めない。特に、マネタリーベース（＝銀行券＋日銀当座預金）を年間80兆円増額させるという政策目標の達成に協力してきた金融機関からは批判が噴出している。今回のマイナス金利政策によって金利水準は大幅に低下したが、金融機関の収益の源泉である「長短金利差」も縮小しており、金融緩和効果を波及させるパスとしての金融仲介機能は十分機能しない可能性は高い。また、リスクマネーの供給を促すポートフォリオ・リバランス効果にしても、上述の通り、期待薄とみられる。

さて、今後の金融政策運営については、上述の物価見通しの通り、しばらく消費者物価は低調なまま推移すると見られるため、

市場参加者の多くは近々追加緩和があるとの観測を抱いた状態は続くだろう。最近では、企業・家計の予想物価上昇率が鈍化しつつあるほか、消費税増税後のマイナス成長によって、需給ギャップも拡大するなど、「物価の基調」が改善傾向にあるとはいえない。政府・日銀が期待していた16年春季賃金交渉も期待外れの結果が見込まれており、17年度中に2%の物価上昇率が達成するほどの力強さは感じられない。

そのため、日銀はいずれ追加緩和に踏み切らざるを得ないだろう。手段としては、「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）」、「金利（マイナス金利の強化）」のいずれか（もしくは全て）の強化ということになるだろうが、当面はマイナス金利政策の効果を見極めると思われるため、「質」の強化を中心としたものが有力と思われる。

金融市場：現状・見通し・注目点

米連邦準備制度（FRB）のイエレン議長が利上げに慎重な姿勢を強調したことを受けて、ドル高は正が進み、4月中旬にかけて国内金融市場は「円高・株安」傾向が強まった。一方、金利水準はマイナス金利政策の浸透もあり、全般的に低下圧力の高い状態が続いている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

日銀は「量的・質的金融緩和（2月からは「マイナス金利付き量的・質的金融緩和）」の導入以降、年間の国債発行額に匹敵する規模で国債買入

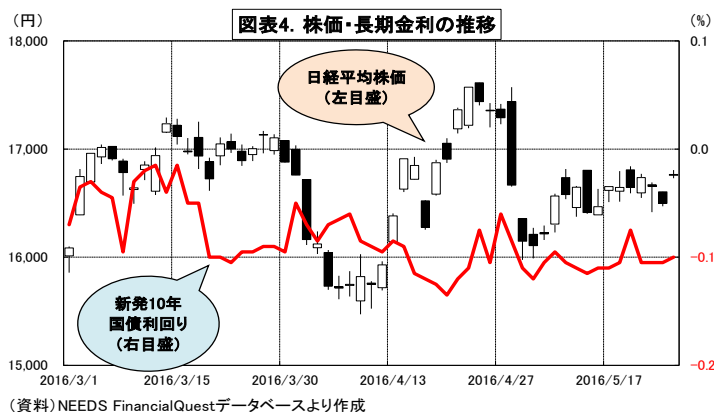
れを行っており、13年夏場以降、長期金利は低下傾向をたどってきた。また、世界経済の低成長リスクが常に意識される中、当面の国内景気・物価は低調なままといった市場参加者の見通しも、長期金利の低下につながってきた。加えて、1月末には日銀がマイナス金利政策の導入を決定、4月にかけてイールドカーブ全体が押し潰された。

2月下旬以降、長期金利の指標である新発10年国債利回りはマイナスとなり、3月中旬以降は概ね▲0.1%前後での推移が続いている。また、3月以降は「金利」を求めて超長期ゾーンでも利回り低下傾向が強まり、足元では20年国債は0.2%台後半、30年国債は0.3%台半ば、40年債は0.3%台後半での展開となっている。

国債の大量買入れに加え、マイナス金利政策の効果の金利押下げ効果はかなり強力であること、少なくとも夏場までは国内経済・物価の低調さが残ること、それを受けて市場には追加緩和観測がとどまったままであることなどから、長期金利はマイナス圏での推移が続くだろう。

② 株式市場

15年12月上旬までは20,000円前後で推移していた日経平均株価であったが、その後の原油安や中国経済への懸念などから調整色を強め、1月下旬には一時



16,017 円まで下落した。1 月末には日銀のマイナス金利政策の導入を好感し、一旦 18,000 円近くまで反発したが、ほぼ同時に原油価格が大きく下落するなど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。その後、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、リスク回避的な行動が弱まり、株価も 17,000 円前後まで持ち直したが、4 月に入って円高圧力が強まると、再び下落に転じるなど、不安定な動きを続けている。また、4 月末にかけては日銀の追加緩和期待を織り込む形で上昇する場面もあったが、実際に政策据え置きが発表されると、失望売りが出て下げるなど、不安定な状況が続いている。

先行きも世界経済の下振れリスクが強まる場面では、円高圧力に晒される場面も想定され、業績見通しの下方修正が意識されるだろう。円安シフトが起きない限り、上値は重い展開が続くと見られる。

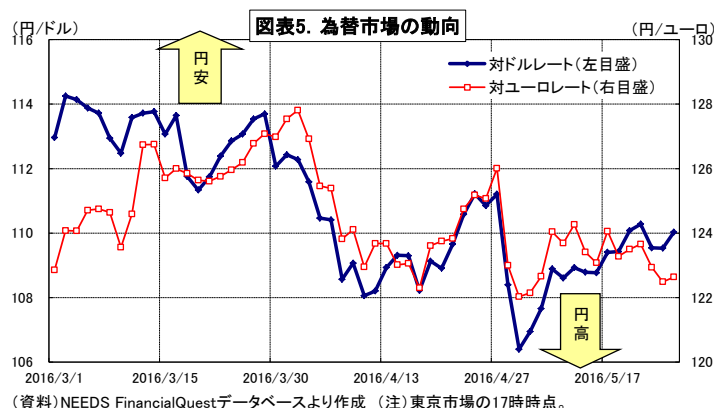
③ 外国為替市場

1 月末のマイナス金利政策の導入決定直後こそ、1 ドル＝120 円台まで円安方向に戻る場面もあったが、16 年初から続く世界的なリスクオフの流れの中で、円高圧力は弱まる気配がない。また、米国の年内利上げペースが当初の想定よりも緩やかになることが FRB から示されたほか、イエレン FRB 議長が早期利上げに慎重な発言を繰り返したこともあり、4 月前半には 1 年半ぶりに 110 円を割り込んだ。一方、5 月中旬には、米経済指標の改善や 6 月利上げ観測の浮上か

ら、やや円安気味の展開となっている。なお、この数年の為替レート変動の主要因である日米両国の金融政策を見ると、国内では大幅な緩和が当面継続する一方、米国は次回の利上げ時期を模索する状況であるなど、金融政策の方向性が真逆であり、相対的に金利水準が高い国の通貨は買われやすいこと、さらに世界的なリスクオフの流れが収束する方向に向えば、年後半には円高圧力は弱まってくるものと思われる。

また、対ユーロレートも、15 年末から 16 年初にかけてリスク回避的な動きが強まったことから、1 ユーロ＝127 円台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、逆に欧州中央銀行 (ECB) で追加緩和観測が強まると 120 円台前半までユーロ安が進んだ。なお、3 月には ECB が追加緩和を決定したが、緩和打ち止め感が醸成されたこともあり、その後は 120 円台前半から半ばでの展開が続いている。先行きは、欧州がテロや移民問題などを抱えていること、加えて EU 離脱の是非を問う英国の国民投票 (6 月 23 日) を巡って様々な思惑が浮上する可能性もあり、ユーロ安方向に振れる場面もあるだろう。

(16. 5. 25 現在)



6月の利上げ観測は高まったが、9月実施を有力視

～今後の成長ペースとインフレの動向に注目～

趙 玉亮

要旨

4月の主要経済指標は改善の動きを示している。1～3月期は成長減速が継続したものの、原油価格の回復や国際金融市場の落ち着きなど経済環境は好転しており、4～6月期の経済成長は加速する見込みである。こうしたなか、4月開催のFOMC議事要旨の発表を受けて6月の利上げ観測が急浮上した。とはいえ、成長減速への懸念が払拭しきれないこと、追加利上げ観測によるドル高の進行などの懸念要因もあり、FRBによる利上げはインフレ上昇の動向に注視しつつ、9月実施の可能性が高いと見ている。

1～3月期は成長減速が継続したものの、4～6月期は加速へ

16年1～3月期の実質GDP（速報値）は前期比年率0.5%と、15年4～6月期（同3.9%）をピークに3四半期連続の減速となった。内訳をみると、ドル高や原油安などを背景に、設備投資と純輸出が減少し、成長率を下押しした。一方で、個人消費や住宅投資は底堅く推移するなど、

内需が引き続き経済成長を牽引するエンジンであることが改めて確認された。原油価格の回復や国際金融市場の落ち着きなど経済環境が好転するなか、足元では経済指標の回復も多く見られており、16年4～6月期には加速へ転じると先行きの経済情勢については楽観的に見ている。

以下、経済指標の動きを見てみる。失業率は5.0%と前月と変わらなかった。

図表1 米国の主要経済指標の動向

	経済指標	15年11月	15年12月	16年1月	16年2月	16年3月	16年4月	16年5月	直近の状況
雇用・賃金・物価関連	失業率(%)	5.0	5.0	4.9	4.9	5.0	5.0		堅調
	非農業部門雇用者数増加(万人)	28.0	27.1	16.8	23.3	20.8	16.0		
	時間当たり賃金(前月比、%)	0.2	▲0.0	0.5	0.0	0.2	0.3		
	(前年比、%)	2.4	2.6	2.5	2.4	2.3	2.5		賃金上昇加速の動き
	PCEデフレーター(前月比、%)	0.1	▲0.1	0.1	▲0.1	0.1			
	(前年比、%)	0.5	0.7	1.3	1.0	0.8			
	コアPCEデフレーター(前月比、%)	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1			
消費関連	(前年比、%)	1.4	1.4	1.7	1.7	1.6			トレンドとして上向いている
	小売売上高(前月比、%)	0.3	0.4	▲0.5	0.3	▲0.3	1.3		
	(前年比、%)	1.6	2.8	2.8	3.6	1.7	3.0		
	ミシガン大学消費者信頼感指数	91.3	92.6	92.0	91.7	91.0	89.0	95.8	
企業関連	鉱工業生産指数(前月比、%)	▲0.6	▲0.4	0.5	▲0.2	▲0.9	0.7		改善の動き
	設備稼働率(%)	75.7	75.4	75.7	75.6	74.9	75.4		
	耐久財受注(前月比、%)	▲0.9	▲3.9	3.7	▲3.3	1.3			製造業経営者マインドは伸び悩み 非製造業のそれは改善を継続
	ISM製造業指数	48.4	48.0	48.2	49.5	51.8	50.8		
	ISM非製造業指数	56.6	55.8	53.5	53.4	54.5	55.7		
住宅関連	住宅着工件数(千戸、季調値)	1,171.0	1,160.0	1,128.0	1,213.0	1,099.0	1,172.0		堅調に推移
	建設許可件数(千戸、季調値)	1,286.0	1,201.0	1,188.0	1,162.0	1,077.0	1,116.0		
	新築住宅販売件数(千戸、季調値)	511.0	537.0	521.0	519.0	511.0			
	中古住宅販売件数(千戸、季調値)	4,860.0	5,450.0	5,470.0	5,070.0	5,360.0	5,450.0		
	輸出(前年比、%)	▲10.8	▲10.1	▲9.7	▲6.0	▲8.1			
輸出入	輸入(前年比、%)	▲6.4	▲7.9	▲6.0	▲0.6	▲11.6			輸出が弱い

(資料) Datastreamより作成

非農業部門雇用者数は前月より 16.0 万人増と、雇用増加のペースが鈍化した。この半年は毎月平均 20 万人超と非常に堅調な雇用増加が続いていた。一方で、失業率が完全雇用に近い水準に達しており、今後も同じペースでの雇用増加を維持することは難しいと見込まれており、昨年末頃から雇用増のペースが落ちるとは予想されていた。なお、毎月 15 万人増のペースが保たれれば、失業率を上昇させないことは十分可能であるため、4 月の 16 万人増は決して懸念すべき数字ではないと考える。なお、賃金上昇率も前年比 2.5% へ高まるなど、明るい材料となっている。

個人消費については、消費者マインド（ミシガン大学消費者信頼感指数）は、4 ヶ月ぶりに上昇し、15 年 6 月以来の水準を回復した。4 月の小売売上高は市場予想を上回って改善を示した。内訳をみると、自動車関連が前月比 3.2% と大きく反発したが、年初の販売減の反動と見ることができる。また、原油価格の持ち直しを背景に、ガソリン価格の上昇が続いているため、小売売上高の中で高い割合を占めるガソリンの販売増も目立った。

住宅部門はこの半年、販売と着工件数が高水準にあるものの、頭打ち感も否めない。ただし、最近不動産価格の上昇率は鈍化しており、長期金利が低い水準を継続しているなかで住宅ローン購入指数が急速に上昇していることもあり、先行きの販売と着工件数の増加が期待できよう。

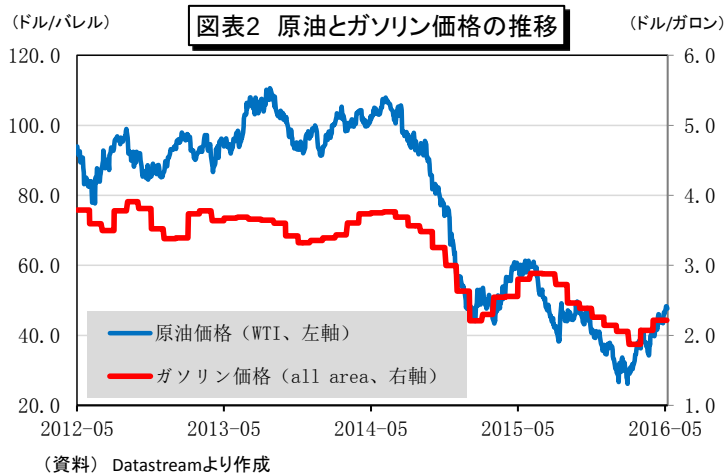
企業活動については、4 月の鉱工業生産と設備稼働率

は 2 ヶ月ぶりに上昇に転じた。このところの原油価格の回復を踏まえると、今後とも鉱工業生産と設備稼働率の改善が見込まれる。

このように、4 月の主要経済指標のほとんどは改善の動きを示している。先行きについては、個人消費や住宅部門は引き続き高い水準で推移すると予想する。また、原油価格の持ち直しや企業経営者マインドの好転もあり、企業活動は上向く可能性が高いと思われる。

原油価格持ち直しとインフレ期待の高まり

年初から原油価格の持ち直しが続いており、2 月の 20 ドル台後半から直近では 40 ドル半ばまで急速に回復している。足元では、米国でのシェールオイル生産は操業の効率化や坑井掘削技術の最適化などにより生産性は改善している。50 ドル前後の価格水準を維持出来れば、米国のシェールオイルは小幅な減産にとどまると見られる^(注)。このように、これまでの「原油安が長期化すれば、鉱業・掘削業の業績悪化や借入難から多くの企業破たんをもたらす、金融業にも大きなダメージを及ぼす」との下振れリスクは大き



く後退した。また、原油安要因の剥落はインフレ期待を高めるため、今後連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを決定するうえで、これらは重要な要因として考慮されるだろう。今後も、引き続き物価上昇の動向とその要因に注目していきたい。

（注）独立行政法人石油天然ガス・金属鉱物資源機構の見通しによれば、1 バレル＝50 ドルのケースで米国の主要シェールオイル産地について、Bakken ではシェールオイルの生産量が横ばい、EagleFord と Permian では緩やかな生産増加になると予測している。

急浮上した 6 月の利上げ観測

昨年 12 月に初回利上げが行われたが、その後の 1、3、4 月の連邦公開市場委員会（FOMC）では追加利上げが見送られた。3 月に発表された FRB 理事・地区連銀総裁による経済見通しでは、16 年末までに 0.5%（例えば 0.25% ずつ年 2 回のペース）の利上げが中央値として示されていたが、市場の大方は年内ゼロ～1 回の利上げとしか見ていなかった。

4 月 26～27 日開催の米連邦公開市場委員会（FOMC）では追加利上げが見送られたものの、5 月 18 日に発表された議事要旨では、「多くの参加者は今後発表される指標が第 2 四半期の成長加速を示し、雇用市場が引き締められ続け、物価上昇率が目標の 2% に向けて前進するならば、6 月会合で FF 金利の目標レンジの引き上げが適切になるだろうと判断している」と、6 月利上げの可能性が示唆された。実際に 5 月に入り、複数の地区連銀総裁が 6～7 月の利上げは妥当とする見方を示していたが、最近の国際金融市場と国内経済動向が落ち着きを取り戻すなか、前述した良好な経済指標の発表が相次ぎ、

市場には景気の先行きに対する安心感が広がった反面、これまであまり織り込まれなかった 6 月の利上げ観測が急浮上した。

しかし、追加利上げを支持する材料が多数そろったとしても、依然として 6 月 FOMC（14～15 日開催）では見送られる可能性が高いと見ている。その理由として主に 3 つ挙げられる。まず、イギリスの国民投票が 6 月 23 日に行われる予定であるが、残留と離脱それぞれの支持率が拮抗しているため、国際金融市場の大きな不安定要因の一つとして見られている。第 2 に、3 四半期連続で成長が減速していることについて、6 月段階では FRB の懸念は払しょくしきれないと見られることである。4 月の小売売上高は改善したものの、その理由は主に年初の弱さの反動と、ガソリン価格の上昇でガソリンステーションでの販売増によるものであり、耐久財と非耐久財の消費は旺盛であるとは言いがたい。第 3 に、これまで一本調子で進んできたドル高是正の動きが一時的に見られたものの、利上げ観測の高まりを受け再びドル高が進行することへの懸念もある。

一方で、6 月以降、雇用統計やインフレ率の状況次第では早ければ 7 月 FOMC の利上げ実施の可能性もある。ただ、インフレ率を下押しする要因の剥落とともに、インフレ上昇と経済成長の加速が予想通りであったかを確認できる 9 月の FOMC での可能性が最も高いと筆者は見ている。

なお、これまでイエレン FRB 議長は利上げを慎重に進めるとの姿勢を堅持してきた。6 月の FOMC までに、5 月 27 日と 6 月 6 日と 2 回の講演が予定されており、6

月利上げの有無を占ううえでどのような発言となるか、注目される。

金融市場の動向

①債券市場

4月末から5月半ばまでは、FRBが利上げに対し慎重な姿勢を示していたほか、GDP成長率の減速や冴えなかった雇用統計などから、利上げ観測は高まっていなかった。こうしたなか、海外からの投資もあり、米国の長期金利(10年債利回り)は低下傾向をたどり、約1ヶ月ぶりに1.7%を付けた。

5月半ばから、原油価格の回復が続くなか、小売売上高や消費者マインドが市場予想を上回ったことから、市場には安心感が広がった。また、消費者物価指数や住宅着工件数も上振れたほか、5月半ばに発表された4月FOMC議事要旨を受けて6月の利上げ観測が急速に高まった。こうしたことから、5月中旬以降米国の長期金利(10年債利回り)は上昇に転じ、1.8%台前半に戻った。

当面、金利上昇圧力は高まるだろう。国際金融市場や国内経済の動向を概観すれば、利上げを実施しやすい地合いにあるのは間違いない。金利上昇の要因には

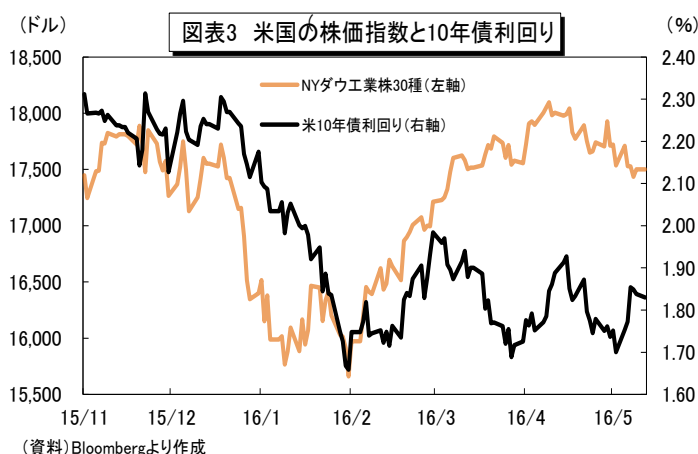
主に利上げ観測、物価の動向、原油価格の動向の三つがある。6月のFOMCでの追加利上げ観測が今後さらに高まれば、金利上昇圧力が一気に強まり、長期金利は2%を迫る展開になると予想する。また6月の利上げが見送られても、7月や9月の観測が残るため、またインフレ上昇も継続する可能性が高く、引き続き長期金利は高止まりし、2%前後の水準を意識した展開になると予想する。

②株式市場

株式市場については、強弱まちまちな企業決算発表などから、18,000ドル台後半で一進一退を続けたものの、その後は早期利上げの思惑が強まったことで利益確定売りの動きが広がり、17,500ドル前後まで下落した。

先行きについては、6月利上げ観測の急浮上によって、利益確定売りの圧力が高い状態が続くと見られ、株価は調整しやすい環境にある。業績面でのサポートが小さいなか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、当面の株式相場は上値の重い展開になると予想する。

(16.5.24 現在)



参考文献

独立行政法人石油天然ガス・金属鉱物資源機構(2016)、「石油市場に関する考察」、5月19日

原油価格の底打ちとユーロ圏経済

～負の影響がより早期に大きく拡大～

山口 勝義

要旨

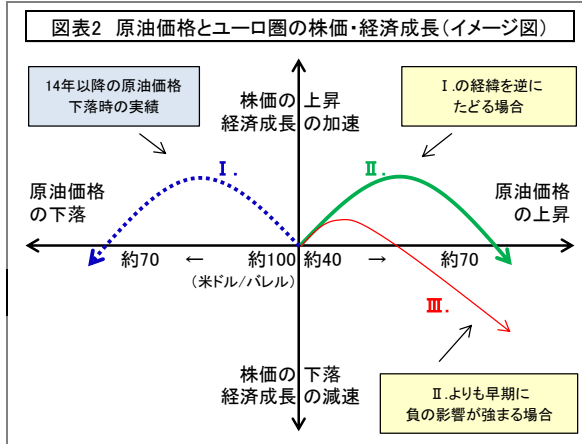
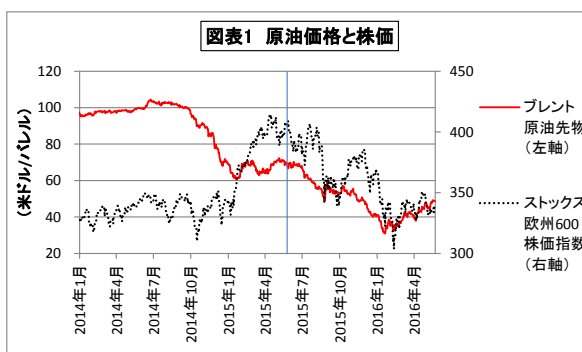
原油価格に底打ち感が現れてきている。当面のところ大幅な価格の上昇は考えづらいが、ユーロ圏では、限られた価格上昇の下でも、金融市場や実体経済に対する影響が、全体としては負の形で、価格下落時に比べてより早期に、かつ大きく拡大する可能性がある。

はじめに

原油価格に底打ち感が現れてきている。注目された4月17日の会合では産油国は増産凍結の合意に至らなかったものの、その影響は軽微なものにとどまり、その後も原油価格は総じて底堅い推移を続けている^(注1)。こうした動きは、米国の慎重な利上げ姿勢に伴う新興国情勢の鎮静化とともに、ユーロ圏の金融市場の落ち着いた要因となっている。

これまでの経緯を振り返れば、2014年秋頃から大幅に下落を開始した原油価格は、家計の購買力の拡大や企業の生産コストの低下などを材料に、産油国から消費国への所得移転として株式市場の上昇などに繋がった。しかし、価格が概ね70米ドル/バレルを下回った15年半ば頃を境に、状況は一変した(図表1)。

その後は石油関連企業の収益悪化や産油国の経済・財政の疲弊が市場の悪材料として表面化し、産油国に対する輸出の低迷や産油国の政府系投資ファンド(SWF)による運用資産の取崩しなどが強い懸念材料として浮上した。さらに、これに中国経済の減速や米国の政策金利引上げへの転換なども加わり、産油国のみならず新興国情勢全般を含めて、金融市場での懸念は拡大した。



(資料) 図表1はBloombergのデータから農中総研作成、図表2は農中総研による

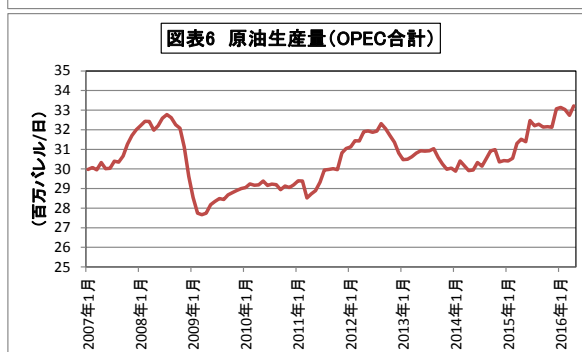
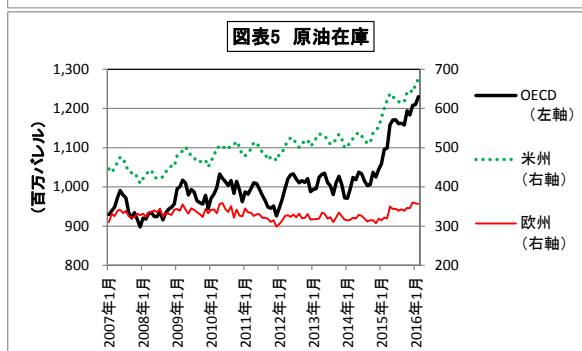
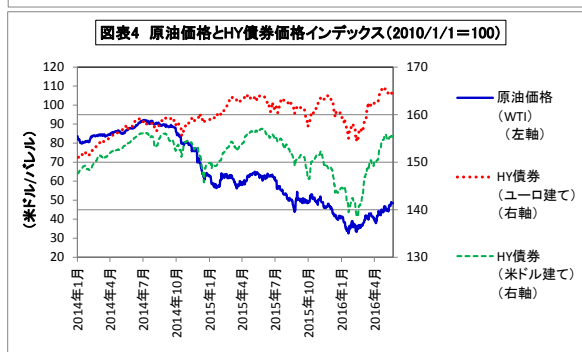
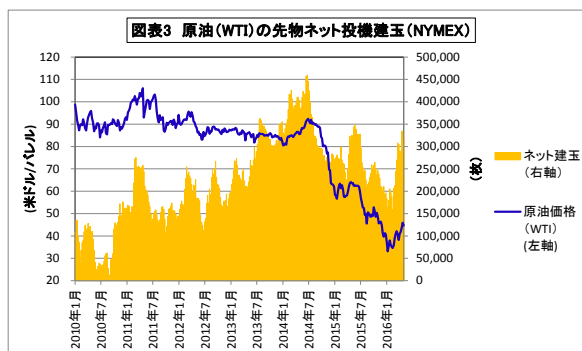
これに対し、最近の金融市場は原油価格の底打ち感を取りあえず好感した形である。しかし、価格下落の全体的な影響が想定外に正から負に大きく転換したように、今後はユーロ圏では原油価格の反転に伴う負の影響が同様に想定外に早期に強まる可能性があり、足元での金融市場の落ち着いたことに安住していることはできないように考えられる(図表2)。

考えづらい原油価格の大幅上昇

今後の原油価格については、主として原油安を受けた需要の増加と米シェールオイルの減産という双方の効果により、年末にかけて需給は均衡に向かい、底堅い推移を見込む見方が大勢であるように思われる。こうしたなか、最近の特徴的な市場動向としては、原油先物市場での投機筋のロングポジションの積み上がりがあり、また同時に資金調達者にシェールオイル関連企業が多いハイイールド（HY）債券の急速な価格回復がある（図表 3、4）。このように、一部企業の淘汰を含むシェール業界の再編などをこなしながら、市場では原油動向を巡りセンチメントの好転が急速に進んでいる。

しかしながら、今後、原油価格の一本調子での上昇シナリオは考え難い。まず、記録的な水準に達した原油在庫が重荷となることが考えられる（図表 5）。また、仮に産油国間で増産凍結の合意が成立した場合においても、既に高水準にある生産量からすれば、その価格押し上げ効果は限定的なものになることが見込まれる（図表 6）。加えて、価格回復の過程では、米シェールオイルの機動的な増産が価格の上昇を抑えることが予想される。

これに対して、最近の開発投資の削減は 2～3 年後に生産量の伸び悩みという形で影響を及ぼすため、低価格時に増加した需要を背景に原油価格はいずれ 100 米ドル/バレル近辺に達するという見方もある。しかし、上記の状況からすれば、少なくとも当面の 1 年程度の間には、価格の下落過程で負の影響が拡大した概ね 70 米ドル/バレルを超えるような大幅な上昇となる推移は、やはり考えづらい。このため、原油価格の底打ち感を好感



(資料) 図表 3～6 は Bloomberg のデータから農中総研作成

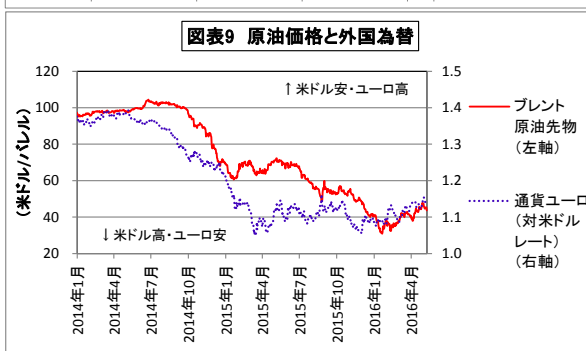
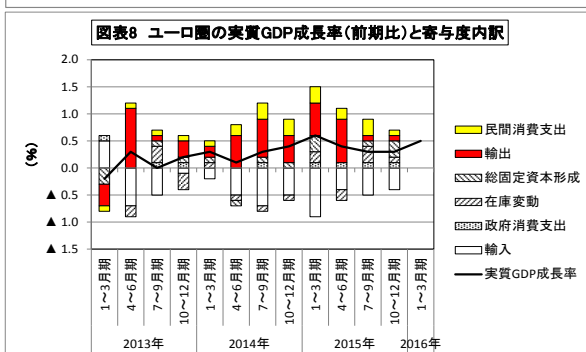
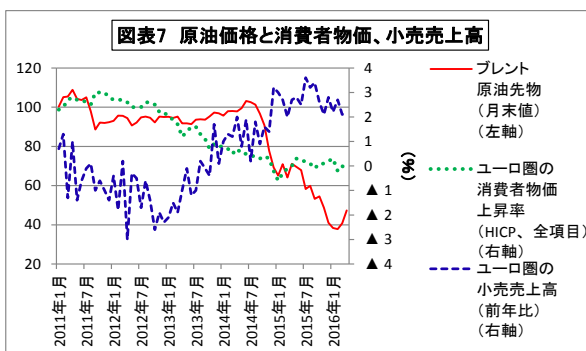
する足元での金融市場の反応は合理的なものではある。しかし、ユーロ圏を取り巻く諸環境を踏まえれば、原油価格の反転が、思わぬ早期に、金融市場や実体経済に悪影響を強め始める可能性に注意が必要ではないかと考えられる。

早期に負の影響が拡大する可能性

14 年秋以降の原油価格下落の過程では、2、3 ヶ月後にはこれが小売売上高の上昇などに反映し始め、その後、さらに14 年秋から1 年弱を経てネットで負の影響が顕在化することとなった(図表 1、7)。これに対し、今後の原油価格の底打ち・反転からその負の影響が拡大するまでのタイムラグや影響の程度については、価格上昇の幅や速度などに依存するため一概には論じられないものの、限られた価格上昇の下で石油関連企業や産油国の財務体質が十分回復しない早い段階から、負の影響が強まる可能性がある。

まず、このところのユーロ圏の経済成長には、民間消費支出と輸出の伸びが大きな役割を果たしてきた(図表 8)。しかし、このうち民間消費支出については、原油価格下落に伴う消費刺激効果には既に一巡感が現れつつあることもあり、原油価格の反転・上昇に対して消費の停滞や縮小に至りやすい地合いにあるものと考えられる。記録的な水準にある原油などの在庫が原油価格の上昇からエネルギー価格上昇に至るまでの期間を幾分長引かせる可能性はあるものの、特に雇用環境などが引き続き厳しいユーロ圏では、先行きのエネルギー価格の上昇の可能性に対して消費者がより敏感に反応し、比較的早期に消費支出の息切れをもたらす可能性が見込まれる(注 2)。

次に輸出であるが、これまでに原油安とユーロ安との間には強い相関関係が存在してきた(図表 9)。この背景には、原油価格下落は産油国通貨安・米ドル高をもたらし、これが米ドル対比でユーロ安に繋がる関係や、米ドル建てが中心である原油取引では、米ドル高は割高感を



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

通じて原油価格に低下圧力を生じることなどの影響があるとみられている。原油価格上昇局面では、こうしたメカニズムが間を置かず逆方向に働きユーロ安傾向が修正されることで、輸出への向かい風が強まることが考えられる。

さらに、原油価格の反転が消費者物価上昇率(HICP)の回復を通じ欧州中央銀行(ECB)による金融緩和縮小の思惑を生む可能性がある。これは、原油価格下落に伴うデフレ阻止のための追加緩和期待とは全く逆方向に、しかも大きな規模で影響を与える可能性を伴っている。

おわりに

確かに、原油価格の反転は石油産業の大きい米国経済に対しより強い好影響を及ぼすことで、米利上げの可能性の強まり、米ドル高、を招くというシナリオも考えられる。しかし、原油価格の上昇は、ユーロ圏においても HICP の回復を通じて影響を拡大させることになる。

最近の動向を見ればエネルギー価格の下落が HICP を大きく押し下げていることから、大幅なユーロ高でない限り、この要因の剥落が HICP を 1% 近くにまで回復させることが見込まれる (図表 10)。加えて、エネルギー価格の上昇は前年同月対比では大幅な上昇となり、一時的には HICP が ECB の目標値である 2% に近く可能性も否定はできない。こうした HICP の回復は、ECB が現行の緩和策の見直しを迫られるとの思惑を生むことで、上記の米ドル高を緩和する要因になるばかりではなく、金利水準の上昇が金融市場や実体経済に対して大きなインパクトを与えることをも意味している。

既に、年金生活者の負担増大などの観点から、ECB の緩和政策に対してドイツの政治家等による批判が相次いでいる。こうした動きは同国の 17 年の総選挙を見据えた政治的な発言としての性格が強いともみられるが、不動産価格の過熱の兆しなど、緩和継続に伴う副作用が生じつつあることも事実である (図表 11)。このため、市場で ECB が政策の見直しを迫られるとの思惑を生みやすい環境は、今後も継続するものと考えられる。

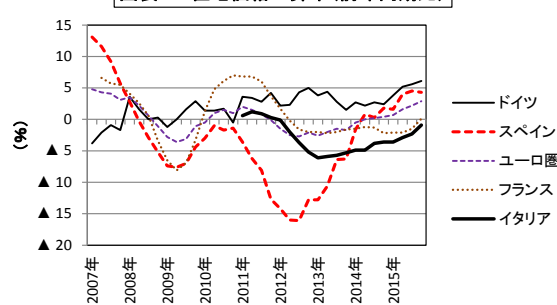
ユーロ圏ではこのところの「原油安、ユーロ安、低金利」が追い風となり、緩やかながらも安定的な経済成長を支えてきた。しかし、原油価格の底打ちを契

図表10 ユーロ圏の消費者物価上昇率(HICP) (前年同月比)

	2015年 11月	12月	2016年 1月	2月	3月	4月
全項目①	0.1	0.2	0.3	▲0.2	0.0	▲0.2
うち 食品、酒、タバコのみ②	1.5	1.2	1.0	0.6	0.8	0.8
うち サービスのみ③	1.2	1.1	1.2	0.9	1.4	0.9
うち 工業産品のみ④	0.6	0.5	0.7	0.7	0.5	0.5
うち エネルギーのみ⑤	▲7.3	▲5.8	▲5.4	▲8.1	▲8.7	▲8.7
①から⑤を除く	1.0	1.0	1.0	0.8	1.0	0.7
①から②、⑤を除く(「コア」)	0.9	0.9	1.0	0.8	1.0	0.7

(単位: %)

図表11 住宅価格上昇率(前年同期比)



(資料) 図表 10、11 は Eurostat のデータから農中総研作成

機に、これらによる景気刺激効果がいずれも早期に弱まり、あるいは反転する可能性が小さくはない。しかも、当面の限られた価格上昇の下では石油関連企業や産油国の財務体質の回復は十分ではないことから、全体の影響は負の形で拡大することが見込まれる。原油価格下落時にはこうしたネットの影響が大方の予想に反し当初の正から後には負に大きく転換したわけであるが、価格上昇時には、以上のように金融市場や実体経済に対する影響が、全体としては負の形で、下落時に比べてより早期に、かつ大きく拡大する可能性に備える必要があるのではないだろうか。(16. 5. 24 現在)

(注1) 底堅い原油価格の推移の背景には、足元でのナイジェリアやカナダの供給制約のほか、国際エネルギー機関(IEA)などによる今年後半に向けた需給均衡の見通しなどがあるものとみられている。

(注2) 原油在庫のみについて見れば、直近の OECD 諸国による在庫 1,230.1 百万バレル(図表 5 の 16 年 2 月のデータ)は、OECD 諸国による原油消費量の 1 日当たり 45.0 百万バレル(BP “Statistical Review of World Energy, June 2015”による 14 年のデータ)を前提とすれば、ほぼ 27 日分の消費量でしかなく、かつ、これは在庫水準が約 1,000 百万バレルであった時期の約 22 日分から 5 日分程度増加したに過ぎない。

民間投資の不振が目立つ中国経済

王 雷 軒

要旨

3 月には景気底入れを示唆する動きが出ていたものの、4 月の経済指標が悪化するなど依然下振れリスクが意識されている。景気を押し下げている大きな要因として、民間投資が大きく鈍化したことが挙げられる。今後、民間企業による投資を促すためにも、平等な競争環境や参入条件を整備することが求められる。

景気より構造調整を重視する姿勢か

中国経済は緩やかな減速基調が続いているが、3 月には不動産開発投資やインフラ投資の持ち直しに下支えされ、景気底入れの動きも見せた。しかし、4 月に入ってから景気下押し圧力は強まっていると見られる。

図表 1 に示したように、輸出には持ち直しの動きが見られるが、構造調整を進めるなか、内需（消費・投資）は力強さを欠くなど、依然低調な状況に変わりはない。

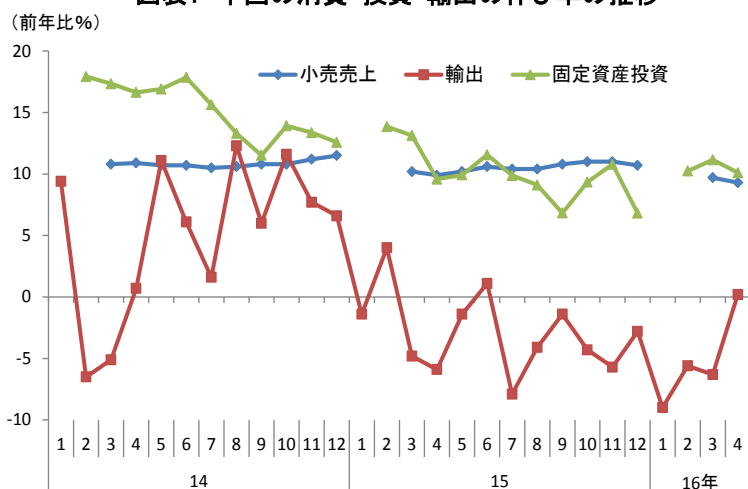
鉄鋼・石炭関連企業は生産能力を削減するなど構造調整が進められているほか、景気下押し圧力の強まりの背景には以下のことも考えられる。

鉄鋼などの過剰な生産能力の削減に対して、不動産開発投資を大幅に増やしていけば問題とはならないとの見方があったものの、大都市を中心に住宅価格が再び高騰していることなどを受けて、足元では当局はこうした構造調整より景気を重視する政策運営に警戒感を示したからである。

5 月 9 日の人民日報に「権威人士」（習主席のブレーンと見られる人）へのインタビュー記事が掲載された。そのなかで、権威人士は足元の経済運営の実績を評価しつつ、①一部地域での財政収支の赤字幅の増大、②民営企業の投資意欲の大幅な低下、③不動産バブル、過剰な生産能力、不良債権、地方政府の債務、株式市場・為替市場・債券市場の問題に加えて、違法な資金集めなどのリスクを抱えていること、④市場化・産業構造の高度化も進んでいない地域での雇用問題や社会問題が表面化するという構造的な問題点の解決に力点を置くべきと主張している。

また、これらの問題点の解決には長い年月が要するため、先行きは L 字型成長

図表 1 中国の消費・投資・輸出の伸び率の推移



(資料) 中国国家统计局、海関総署、CEICデータより作成

(注) 1月の固定資産投資と1~2月小売売上総額の数値は発表されていない。

が続き、調整は「1年や2年で終わるものではない」と指摘している。とりわけ一時的な景気減速を気にするのではなく、構造調整を推進することこそが、「中所得国の罠」を克服するには必要不可欠であると力説している。

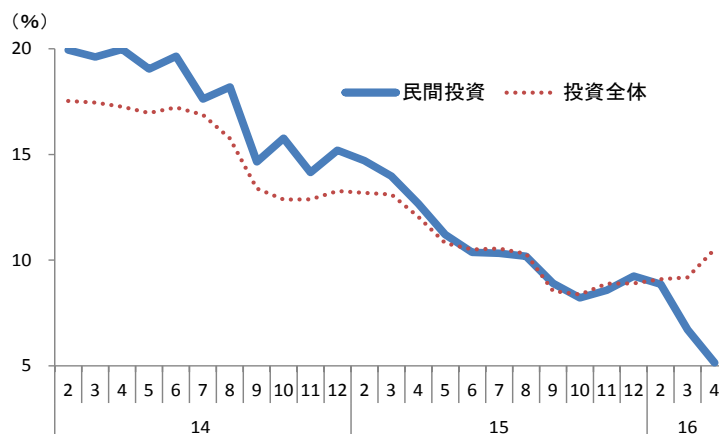
さらに、今後のマクロ経済政策の運営では、①総需要の適度な拡大を図るとともに、積極的な財政政策と中立的な金融政策を維持する、②その上で過剰な生産能力の解消、住宅在庫の解消、金融リスクの解消、企業経営コストの引き下げ、医療や教育など弱い部分の補強、「三去一降一補」を図ることなどが必要としている。

目立つ民間投資の弱さに要注意

権威人士も指摘した通り、目下、民営企業の投資は大きく低下していることが問題となっている。16年に入って民営企業の投資（民間投資）の弱さが目立っている。図表2に示したように、投資全体はやや持ち直しているものの、投資全体の6割を占める民間投資は大きく鈍化しており、投資全体とのかい離幅が拡大している。いわゆる「国進民退」という現象が再び強まった。

安定成長を維持するために、政府主導の投資が増加したものの、民間セクターは依然慎重な姿勢を崩さないことが見て取れる。しかし、民間セクターと比べて資本効率の低い国有企業のプレゼンスの高まりは市場化を進める中国にとって決して良いこととは思われない。また、民間投資総額は比較的大きいため、減速が続ければ景気を大きく押し下げる可能性

図表2 足元の民間投資の鈍化が目立つ



(資料) CEICデータを作成、(注)前年同月比、3か月移動平均値を利用。

が高く、景気の先行きを占う上でも今後の動きを注視しておく必要がある。

さて、民間投資の大幅な低下の背景には以下のことが挙げられる。まず、中国経済の減速を受けて投資収益率が低下するなか、銀行貸出金利はそれほど下がっていないこと（借入コスト高）や民営企業がなかなか銀行から資金を借り入れられないこともあり（借入難）、民間投資の鈍化に影響を及ぼしていると思われる。

また、民間資本の参入には、目に見えない不透明な「玻璃（ガラス）門」、仮に参入が出来たとしても、結局国有企業に跳ね返されてしまう「弾簧（スプリング）門」という障壁がある。とりわけ、金融・教育・医療などサービス業への参入には、当局がこれらの障壁を取り除くように関係省庁や地方政府に指示したにも関わらず、地方政府の国営企業を重視する姿勢は変わらないため、民間投資の意欲を低下させたと考えられる。

今後、民間投資の弱さを改善するためには、構造調整を進めることにより、こうした障壁を除去し、平等な競争環境・参入条件を整えるほか、金融機関が民営企業への融資を増やすことが求められる。

(16.5.24 現在)

資金流出超に転じた新興・資源国市場

～世界的な需要不足と米利上げ観測で下落～

多田 忠義

要旨

原油価格は、一部産油国で供給に問題が生じたことや、在庫増加ペースの鈍化で上昇した。一方、鉱物資源価格は世界的な需要低迷や中国当局の投機的な動きに対する規制などで下落した。5 月初めに株安、通貨安で資金流出超に転じた新興・資源国市場では、米利上げ観測の急浮上により資金流出が強まった。世界的な需要不足により低迷する資源価格や米利上げ観測から、先行きの不透明感は当面続くだろう。

原油価格は上昇、鉱物資源価格は下落

原油先物価格（WTI）は、短期的な供給の制約要因で 1 バレル＝50 ドルに迫るまで上昇した。カナダ産油地区での山火事、ナイジェリアの政情不安に加え、米原油週間在庫の増加傾向が沈静化していることなどが背景である。6 月 2 日に予定される OPEC（石油輸出国機構）総会では、4 月のドーハ会合同様、増産凍結等の合意に至る可能性は低い、早ければ年後半にも需給均衡が達成するとの IEA の見直しもあり、原油相場は当面 45～55 ドルの狭い幅で推移するとみられる。

一方、鉱物資源価格は下落した。中国当局が 4 月中旬にかけて活発だった上海先物市場における投機的な動きを規制したことに加え、中国の経済指標が再び弱含んだことで、世界的な需要の低迷が継続するとの見方が強まったことが背景にある。5 月上旬に 2,400 ポイント台であったロンドン金属市場の主要鉱物価格指数（LMEX）は、この半月で 1 ヶ月ぶりに 2,200 ポイント台まで下落した。この水準は世界規模での需要ショックが発生したリーマン・ショック後の最低水準に近く、当面は需要低迷が予想されるため、価格

の持ち直しは期待しづらい。なお、トムソン・ロイター・コア CRB 指数は原油価格の上昇を受け、小幅上昇した。

資金流出超に転じた新興・資源国市場

IIF（国際金融協会）によれば、新興国の非居住者資金フロー（7 日移動平均）は、5 月に入り、2 ヶ月ぶりに債券、株式とも流出超となった。また、米国債と新興国債券とのスプレッドを示す EMBI+は 20bp ほど拡大、通貨指数（ELMI+）は 4 月下旬をピークに 10 ポイントほど下落し、新興・資源国通貨安となった。また、4 月の米 FOMC 議事要旨を受け、6 月利上げ観測が急浮上し、資金流出は一段と拡大した。

新興・資源国市場は、世界的な需要不足により低迷する資源価格、米国の利上げ再燃による資金流出などで、先行き不透明な状態が続くだろう。

インド：物価上昇で利下げ観測後退か

鉱工業生産指数（3 月）は前年比 0.1%と 2 ヶ月連続で上昇したが、小幅な伸びにとどまった。財別では、資本財の寄与度が▲2.3 ポイント、部門別の寄与度では、製造業が▲1.0 ポイントで、設備投資関連、

製造業の動きはともに悪化した。4月の日経Markit製造業PMIは50.5と、3月(52.4)から2ポイント近い低下で、判断基準である50を上回ってはいるが先行き懸念は根強い。こうした景気の弱さに加え、原油価格の上昇、米利上げ観測も加わり、株安、通貨安となっている。

また、4月の卸売物価指数(WPI)は前年比0.3%と18ヶ月ぶりにプラスに転じ、食品・飲料価格の上昇で、消費者物価指数(4月)は同5.4%と、3月(同4.8%)から上昇率が高まった。足元の生産活動は弱く、追加利下げによる景気下支え期待は残るものの、インフレ圧力は上昇しており、利下げ観測は後退している。

インドネシア:政策金利を据え置き

インドネシア中銀は19日、政策金利の据え置きを決定した。8月から政策金利に採用する7日物リバースレポレートも据え置いた。4月の消費者物価指数は前年比3.6%と、3月(同4.5%)から0.9ポイント鈍化し、6ヶ月連続でインフレ目標(3~5%)に収まっているが、米利上げによる通貨下落リスクは依然高く、追加利下げを見送ったとみられる。

ちなみに、4月の消費者信頼感指数は109.0と3ヶ月連続で低下したほか、4月の新車販売台数は前年比▲3.3%と、20ヶ月連続で減少するなど、消費関連指標は3月に比べ一段と悪化した。ただし、積極的な公共投資による社会インフラ整備が続いており、16年後半以降、徐々に景気は回復傾向をたどるだろう。

ブラジル:ルセフ大統領に対する弾劾裁判開始

ブラジル中銀は4月27日、市場の予想

通り政策金利の据え置きを決定した。前回3月会合で利上げを主張した2委員も今回は据え置きを支持した。4月の消費者物価指数(IPCA)は前年比9.3%と、3ヶ月連続で上昇幅は縮小したが、目標上限である6.5%を上回っている。

上院本会議で可決したルセフ大統領に対する弾劾裁判の開始を受け、株価、為替レートは一旦上昇した。しかし、株価は期待先行で上昇していただけに、資源安、米利上げ観測再燃による資金流出などを受け、その後は下落に転じた。

ロシア:政策金利を据え置き

ロシア中銀は4月29日、政策金利の据え置きを決定した。「インフレリスクが高止まりしている」と指摘し、そのリスクが十分に低下すれば利下げを再開するとした。4月の消費者物価指数は前年比7.3%と、3月から変わらなかった。

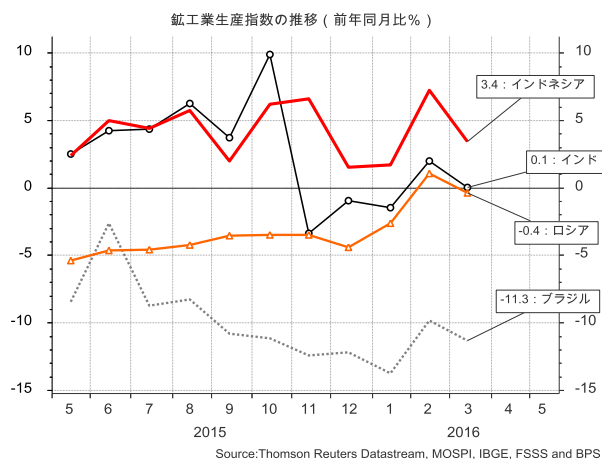
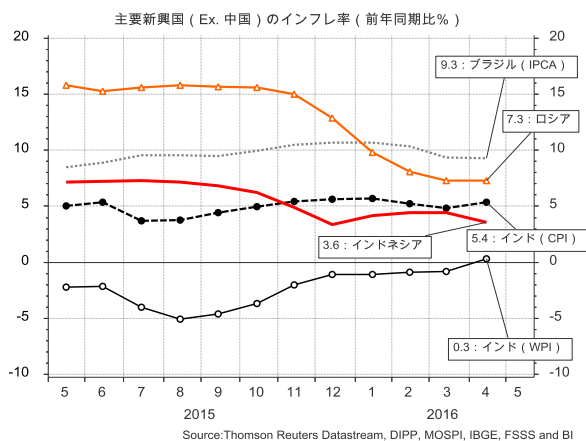
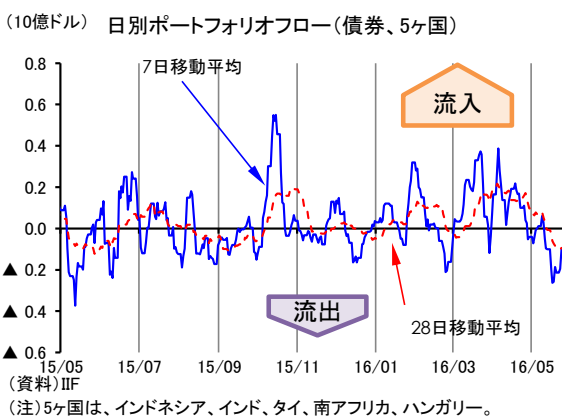
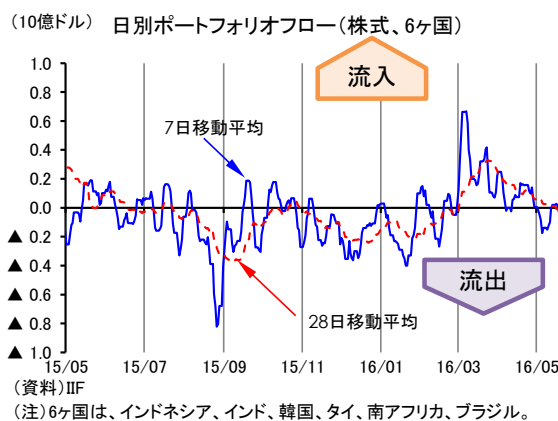
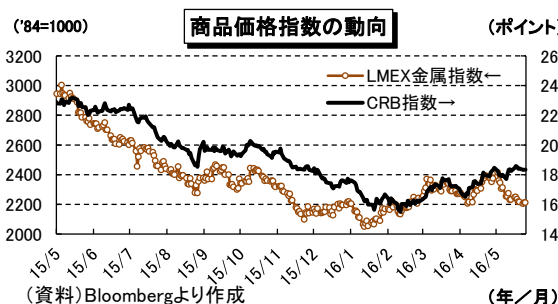
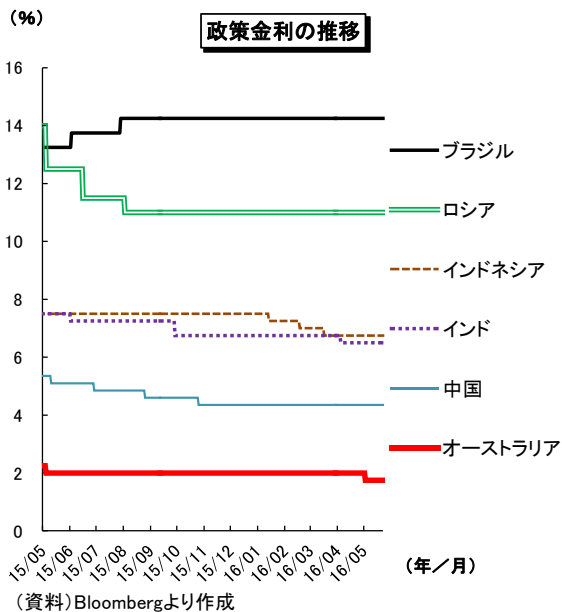
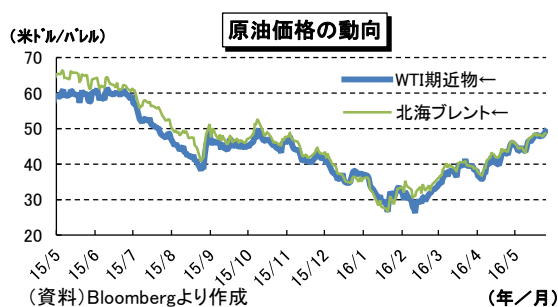
オーストラリア:予想外の利下げ

オーストラリア準備銀(RBA)は5月3日、政策金利を史上最低の1.75%へ引き下げることを決定した。大方の市場予想は据え置きであったが、16年1~3月期のインフレ率が予想外に弱く、デフインフレ懸念が急浮上したことが、利下げの主因である。これを受け、16年3月の水準まで豪ドル安が進行した。

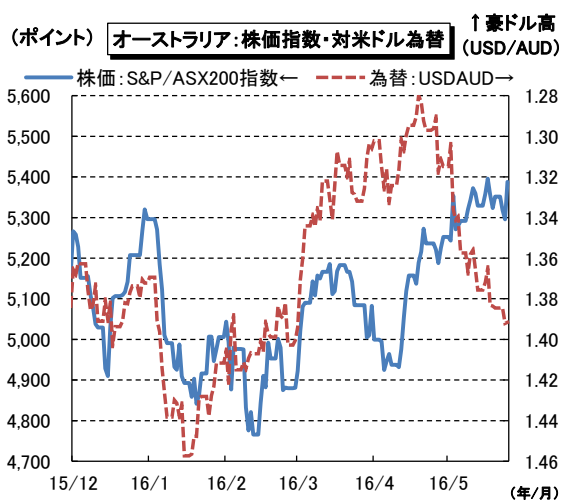
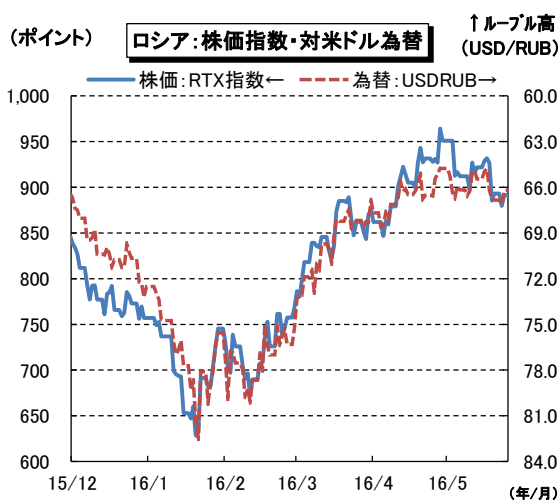
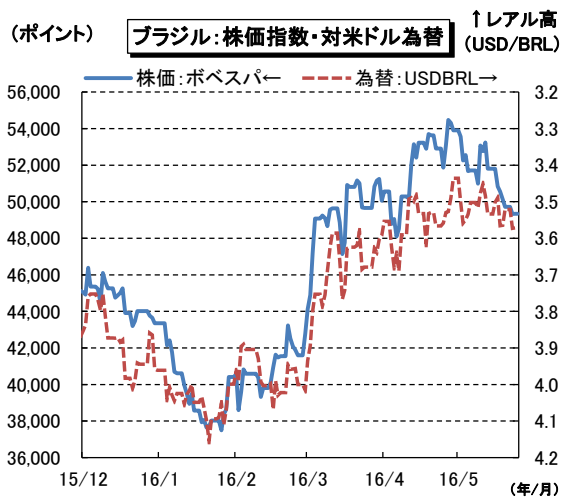
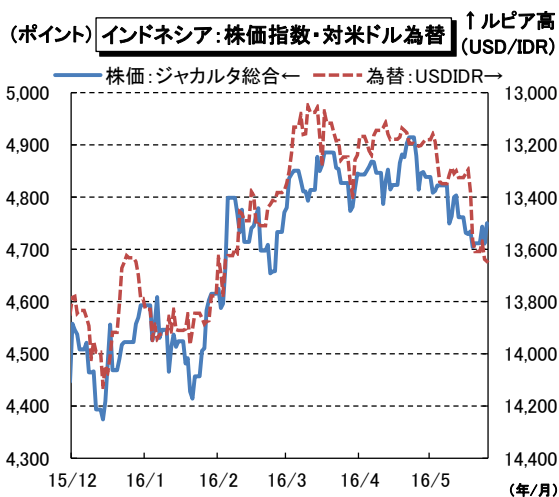
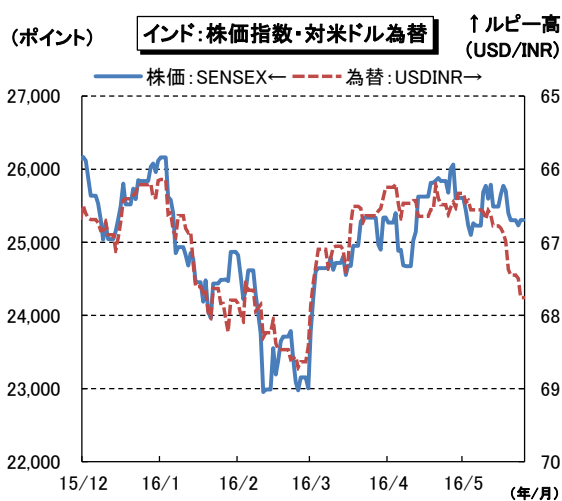
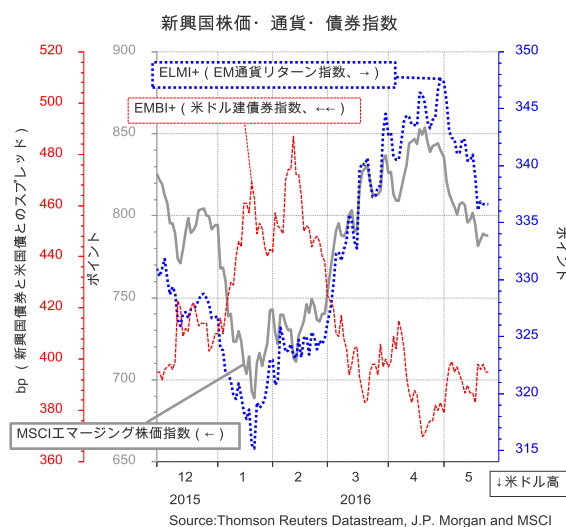
4月の失業率は5.7%と、3月と並んで2年6ヶ月ぶりの水準まで低下したが、雇用者数の1.08万人増は、非常勤雇用者が2.02万人増(正規雇用者数は0.93万人減)に支えられたもので、雇用環境が好転しているとは言い難い内容である。

(16.5.24現在)

商品価格、主な新興・資源国の物価、政策金利、生産の動向等(15年5月～16年5月)



主な新興・資源国の株価、為替動向(15年12月～16年5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。



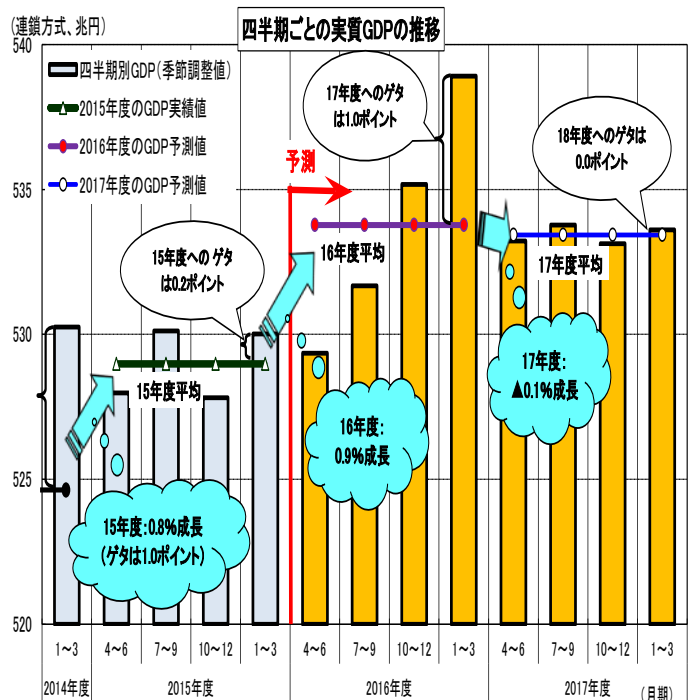
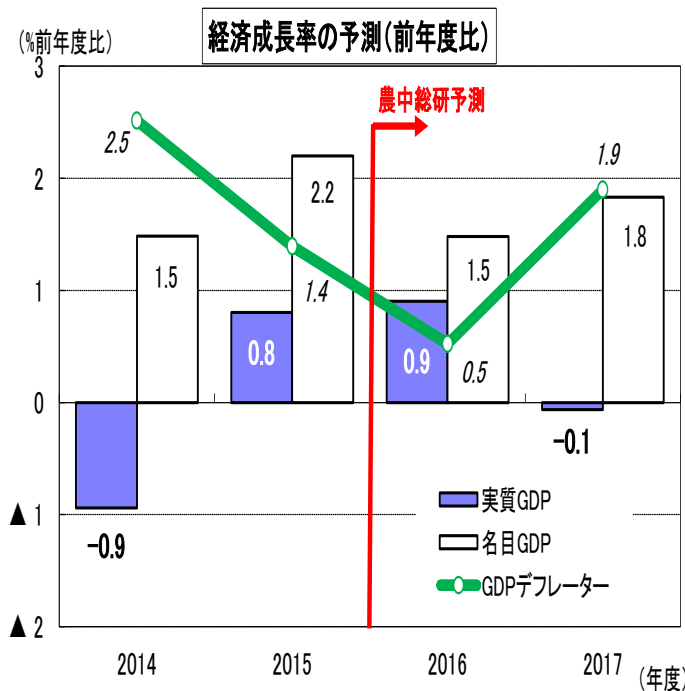
2016～17 年度改訂経済見通し

下振れリスクは根強いが、2016 年度後半に一旦は成長加速 ～2016 年度:0.9%、17 年度:▲0.1%～

国内景気は足踏み状態が続いている。2016 年 1～3 月期の経済成長率は 2 四半期ぶりのプラスとなったが、閏年による嵩上げを考慮すれば、実態はゼロ成長に近いと考えられる。4～6 月期にはその反動や熊本地震の影響が出ると見られ、再びマイナス成長となる可能性が高い。

さて、世界経済を見わたすと、欧米経済は緩やかな回復局面にあるが、中国など新興国経済は総じて軟調であり、わが国の輸出の増勢はなかなか強まりを見せない。一方、金利低下や根強い更新需要、五輪特需などから設備投資は底堅く推移すると予想されるほか、所得環境の改善により消費も持ち直しが始まるだろう。特に、16 年度下期には消費税再増税を前に駆け込み需要が発生し、一旦は成長率が高まるだろう。しかし、17 年度は再び景気が停滞する可能性が高い。

また、日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入したことで、金利水準は大きく低下したが、依然として 2%の物価安定目標の達成を見通せる状況にはないことから、金融市場では根強い追加緩和観測が残ったままでの展開となるだろう。長期金利はマイナス状態がしばらく続く予想される。



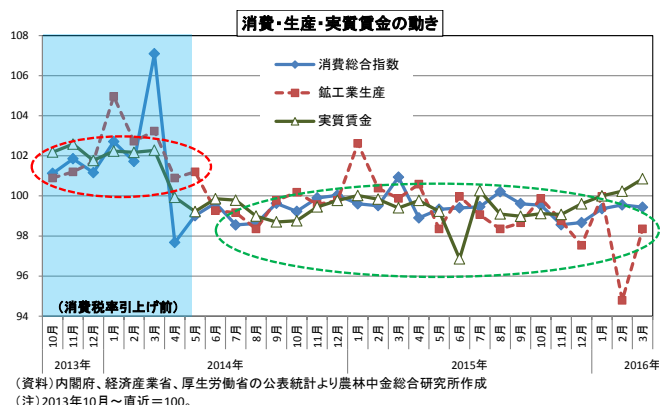
1. 景気の現状:

(1) 低成長リスクが渦巻く内外経済

2015 年末から 16 年初頭にかけて、内外の金融資本市場は大荒れの展開となった。原油価格が一段と下落したことに加え、中国経済の失速懸念が再浮上、世界経済の低成長リスクが改めて意識された。また、15 年 12 月に決定された米国の利上げ開始も市場混乱の原因として指摘された。いずれも目新しい材料ではなかったが、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との警戒感が広まった。

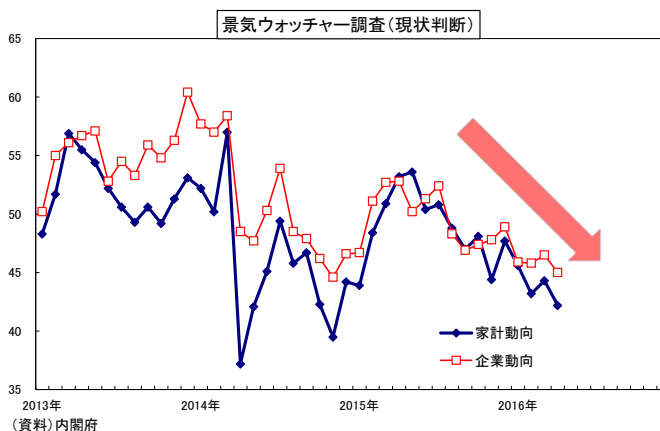
その後、①政策総動員を盛り込んだ G20 共同声明の公表、②原油価格の持ち直し、③中国経済に対する過度な悲観論の後退、④米国の年内利上げ幅の下方修正、などもあり、こうした世界経済の悪化懸念は和らぐ方向にあるが、下振れリスクは完全に払拭されたわけではなく、成長の牽引役を見出すことができない状況に陥っている。5 月 20～21 日に開催された G7 財務大臣・中央銀行総裁会議では、議長国の日本が各国に対して成長押し上げのための協調的な財政出動の重要性を訴えたものの、デフレギャップをすでに解消した独・英両国は消極的な姿勢を示すなど、先進国間でも足並みは揃っていない。

一方、国内に目を転じて、14 年 4 月の消費税増税から既に 2 年が経過したものの、民間消費を中心にその影響が今なお残っており、増税後に大きく落ち込んだ消費水準は持ち直しが始まっていない。最近では、賃上げが緩やかながらも進むなど、所得環境が改善しつつあるが、消費者マインドはむしろ悪化するなど、消費回復の兆しが見えてこない。



また、輸出の不振を受けて、製造業では在庫調整圧力が高い状況が続いている。日銀短観(3 月調査)によれば、代表的な指標である大企業製造業の業況判断 DI は 6 と、前回 12 月時点(12)から▲6 ポイントの悪化(2 期ぶり)となっており、先行きも悪化が続くとの見通しであった。想定為替レートが調査時点の為替レート水準よりも 10 円前後の円安(16 年度:117.46 円)であったことから、円高傾向が続けば、先行き収益の下方修正が相次ぐ可能性も指摘される。

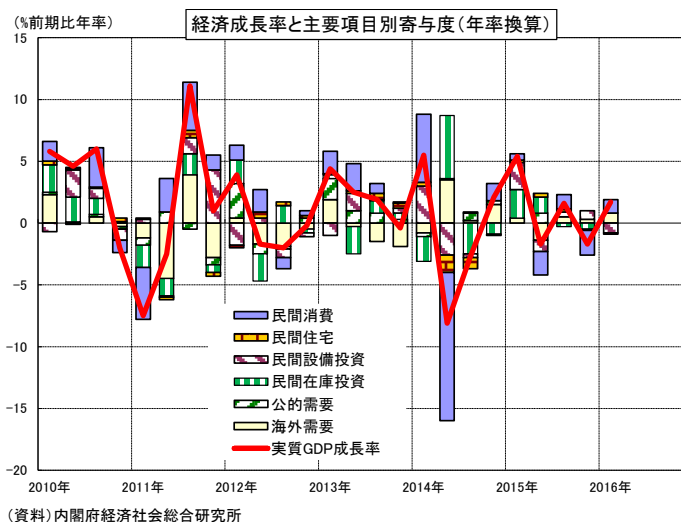
なお、政府・日本銀行ともに景気の基調判断は「緩やかな回復」であるが、景気動向指数(3 月分)の一致 CI(前月差 0.5 ポイントの上昇)に基づく基調判断では「足踏み」である。また、景気ウォッチャー調査(4 月)でも、家計・企業の景況感の悪化基調が見て取れる。



(2)16 年 1～3 月期は 2 四半期ぶりのプラス成長だが、実態は鈍い

5 月 18 日に公表された 1～3 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質成長率は前期比 0.4%、同年率換算 1.7%と 2 四半期ぶりプラスとなった。ただし、閏年効果によって民間消費は前期比で 0.5 ポイントほど、GDP も同じく 0.3 ポイントほど、それぞれ嵩上げされていると見られており、実態としてはほぼゼロ成長ないし僅かなプラス成長だったと見る向きは少なくない。この嵩上げ分は 4～6 月期には剥落し、民間消費は再び減少する可能性がある。

それ以外の特徴としては、この数四半期は堅調に推移してきた民間備投資が悪化したことである。日銀短観などのビジネスサーベイでは設備投資計画が期を追うごとに上方修正されていったほか、機械受注などの受注統計にもその好影響が出ていたことが確認できる。足元の金利低下や老朽化に伴う根強い更新需要や非製造業の設備不足感、20 年の東京五輪に関連する需要など、しばらく設備投資需要は底堅く推移する可能性は高い。しかし、年初来の円高や株安が一時的に投資意欲を慎重化させ、先送りした可能性は否定できない。



また、一国のホームメイドインフレ(≡価格転嫁の度合い)を表す GDP デフレーターは前年比 0.9%と 9 四半期連続でのプラスだったが、10～12 月期(同 1.5%)からは鈍化した。また、前期比も 0.1%と 6 四半期連続のプラスながらも鈍化傾向である。国内需要の鈍さもあり、原油など資源価格の下落分(例えば、輸入デフレーターの下落率は前年比▲13.2%)を国内価格の値下げにつなげる動きが強まっていることが反映されている。一方、注目の単位労働コストは前年比 2.5%と 2 四半期ぶりのプラスとなった。

この結果、15 年度を通じては、0.8%成長と 2 年ぶりのプラスとなったが、前年度からのギャップが 1.0 ポイントあったことを考慮すれば、年度内はマイナス成長だったとの解釈も可能である。一方、名目成長率は同 2.2%と 4 年連続のプラスとなり、成長率が高まった。

2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

目下、最大の注目は17年4月に消費税率10%への増税(「外食」を除く「生鮮食品」・「加工食品」、定期購読契約をした「新聞」に対しては軽減税率(8%)を適用)を予定通り実施すべきかどうか、といったところである。政府は、内外の有識者らと世界経済の情勢について意見交換する場として「国際金融経済分析会合」を設置し、計7回開催した。表向きは日本が議長を務めるG7伊勢志摩サミット(5月26～27日)に向けた勉強会であったが、同時に消費税増税の是非に関する判断材料を収集する機会になったものと思われる。

5月20日時点で、安倍首相はリーマン・ショックあるいは大震災級の影響のある出来事でも起こらないかぎり、予定通り消費税率を引き上げるとの姿勢を維持しているが、実際の判断に関しては専門家などの意見を聞きながら、適時適切に判断するとしている。しかし、前回14年4月の消費税増税により民間消費は冷え込んでおり、さらなる増税に耐えられないと見る向きが多く、民進党など野党では増税時期の再先送りを求めている。いずれ再増税に関する政治判断が下されると見られるが、増税時期が再延期される可能性には注意しておきたい。なお、今回の見通しにおいても「予定通りの増税路線」を前提条件とした。同時に再増税を控えた16年度下期には、公共投資を含む財政出動を行うことも加えた。

さて、安倍首相は、15年秋にアベノミクスは第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」を提唱し、「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「3本の矢」を打ち出した。当初の「3本の矢」で生まれた好循環を一時的なもので終わらせず、「成長と分配の好循環」を確立することにより、地方を含め日本経済全体の持続的拡大均衡を目指すものとされている。なお、政府は、経済財政運営と改革の基本方針2016(骨太方針)、「ニッポン1億総活躍プラン」とともに、人工知能(AI)などを活用する第4次産業革命を推進することを目指す「成長戦略」を5月末にも閣議決定する方針である。

こうしたなか、4月中旬に発生した熊本地震への対応が喫緊の課題となっている。政府は、16年度補正予算を策定、マイナス金利政策によって圧縮が想定される国債費を7,780億円減額して、財源を捻出した。当初予算(歳出規模96.7兆円)に計上される3,500億円の予備費と合わせて、当面の復旧・復興費を賄う構えである。しかし、被災地では依然として強い余震が発生するなど、被害額が把握し切れていない状況でもあるため、第2弾、第3弾が策定されることも想定される。

(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。

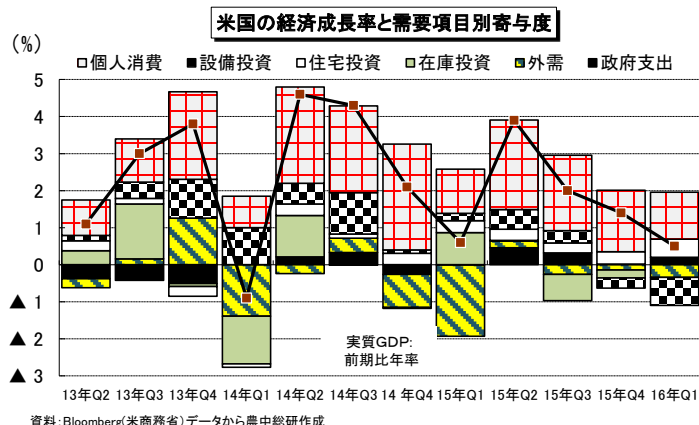
① 米国経済

16年1～3月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率0.5%と、15年4～6月期(同3.9%)をピークに減速が続いている(7～9月期:同2.0%、10～12月期:同1.4%)。内訳をみると、ドル高や原油安などを背景に、設備投資が2四半期連続で減少したほか、純輸出も3四半期連続で成長率の下押し要因となった。一方、個人消費や住宅投資は底堅く推移するなど、内需が経済成長を牽引する姿は依然として健在であった。

最近ドル高が是正されつつあるほか、原油価格も持ち直し傾向にあるなど、成長鈍化をもたらした要因が弱まりつつあることから、4～6月期には成長率は再び加速すると予想する。

16年の米国経済については、基本的に内需が主導する形での経済活動の拡大が続くとするとこのこれまでの見方を踏襲する。雇用の堅調さや家計状況の改善が継続するなか、消費者センチメントも高い水準が維持されている。こうしたなか、個人消費は経済全体を支え続けていくと考えられる。また、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ことなどから、住宅部門の回復も続く予想する。ただし、世界経済の低調さや、多少是正されたとはいえ、ドル高基調自体は続くと思われることから、製造業の設備投資は弱含んで推移する可能性が高い。また、原油価格は一定の持ち直しが見られるものの、シェールオイルの採算ラインまでは回復しておらず、鉱業や掘削業関連の設備投資は引き続き低調と思われる。以上のように、「個人消費や住宅投資は堅調」、「設備投資と純輸出は低調」との構図はしばらく継続すると考えている。

足元の主な経済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る悪影響が顕在化し、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、完全雇用状態に近づいていることから、米国景気がリセッションに突入するリスクも否めない。このため、先行きの個人消費の動向に引き続き留意する必要がある。



2016～17年 米国経済見通し（16年5月改定）

	単位	2015年 通期 実績	2016年 通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	2017年 通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	2.4	1.6	1.1	1.8	2.3	2.5	2.2
個人消費	%	3.1	2.4	2.1	2.3	2.5	2.5	2.5
設備投資	%	2.8	▲ 1.5	▲ 4.2	1.0	4.2	5.3	5.2
住宅投資	%	8.9	10.6	12.7	8.2	7.6	7.0	8.0
在庫投資	寄与度	0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
純輸出	寄与度	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.9
輸出等	%	1.1	▲ 0.8	▲ 2.3	0.3	1.0	1.3	1.1
輸入等	%	4.9	1.3	0.3	2.9	2.3	1.2	3.7
政府支出	%	0.7	0.8	0.7	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2
PCEデフレーター	%	1.1	1.4	1.3	1.5	1.7	1.6	1.8
GDPデフレーター	%	1.1	1.5	1.4	1.5	1.8	1.8	1.8
FFレート誘導水準	%	0.25～0.50	0.50～0.75	0.25～0.50	0.50～0.75	1.00～1.50	0.75～1.00	1.00～1.50
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5月12日（16年1～3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

一方、正常化に向けて動き始めた金融政策については、FOMC では 2 回目の利上げに対しては慎重な姿勢を続けてきた。今後、雇用情勢、インフレ関連指標の動向、及び海外経済と国際金融情勢の展開を見極めながら利上げ判断を下すことになる。最近の海外経済と国際金融情勢については混乱が収まりつつあり、これまで警戒された中国リスクへの懸念も後退した。米国内では、初回利上げが米国経済に与えた悪影響はほとんどなかったほか、雇用は堅調さを維持し物価上昇も上向いているなど、利上げしやすい環境にあると言えよう。そして、ドル高の是正や原油価格の持ち直しなど物価上昇を抑える要因が剥落し始めたこともあり、物価上昇の動向次第で 16 年内に 1 回もしくは 2 回の利上げが実施されるだろう。FRB の見通し(3 月)は「年間で 0.5%程度での利上げペース(=年 2 回、各 0.25%の利上げ)」であるが、いずれ下方修正される可能性があるだろう。

当総研では追加利上げは 9 月に実施すると予想している。また、16 年の米国経済の成長率は前年比 1.6%(前回見通し 1.9%から下方修正)、17 年は同 2.3%(前回見通しと変更なし)と予測した。

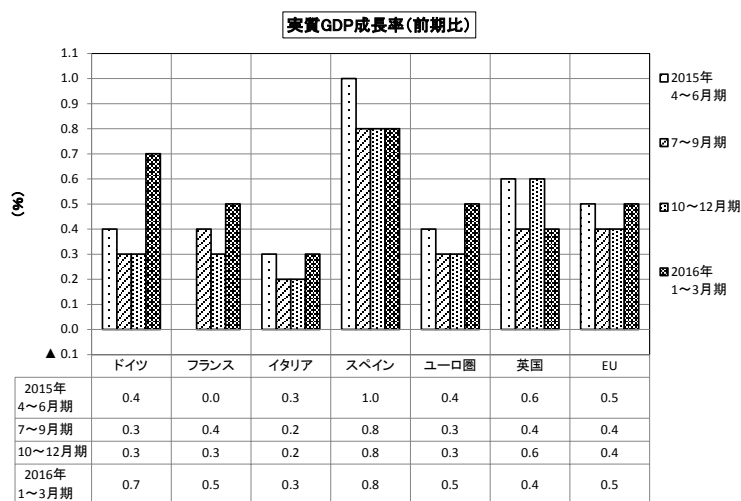
② 欧州経済

ユーロ圏では、16 年 1~3 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比で 0.5%となり、前期の同 0.3%から加速した。経済規模の大きい 4 ヶ国の中では、特にドイツとフランスの伸びが顕著となった。

しかしながら、ユーロ圏では 3 月には成長の鈍化を示す経済指標が増加しており、好天に伴う建設業の活況などの 1~3 月期における一時的な要因が剥落した後は、緩慢な経済成長に戻る可能性が高い。例えば、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も一部に頭打ちの気配が現れている。3 月の小売売上高は前月比で 0.5%の減少となり、前年同月比についても 2.1%の増加にとどまっている。また、同月の鉱工業生産指数は前月比で 0.8%の低下と、2 ヶ月連続での低下となり、前年同月比ではわずかに 0.2%の上昇となった。一方、3 月の失業率は 10.2%であり、改善傾向が続いてはいるとはいえその足取りは引き続き緩慢であるほか、4 月の消費者物価上昇率は全項目で前年同月比 0.2%の低下となり、エネルギー、食品、酒、タバコを除くコアでも同 0.7%の上昇と、低い値が継続している。

景気回復の牽引役として期待されるドイツでは、3 月の小売売上高は前月比で 1.1%の減少となったが、前年同月比でも 0.5%の増加にとどまり、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 1.9%の上昇となったものの、ひとときの力強さはない。このほか、同月の鉱工業生産指数については前月比で 1.3%の低下となり、前年同月比でも 0.3%の増加にとどまっているほか、同月の輸出額は前月比で 1.9%の増加ながら前年同月比では 0.5%の減少となり、同様に力強さに欠ける動きが現れている。

このような経済情勢の下で、欧州中央銀行(ECB)は 16 年 3 月には政策金利の引下げを決定し、市中銀行の中央銀行への預金金利については▲0.30%から▲0.40%に引き下げたほか、資産買い入れ規模の拡大を決定した。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



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

ることで、一連の金融緩和にもかかわらず投資は盛り上がり欠け、企業の労働生産性は全般に伸び悩みの状態にある。これに加え、個人消費の頭打ちの兆しもあり、今後、当面の間はユーロ圏では経済成長の加速は期待しづらいばかりか、新興国経済の成長減速や英国の欧州連合（EU）離脱の可能性など、成長の下振れリスクが拡大しているものと考えられる。

③ 中国経済

過剰な生産能力の解消などを受けて製造業の設備投資が低調だったほか、輸出の低調さも続いたため、中国経済は引き続き減速基調にある。国家統計局が発表した16年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比6.7%と、09年1～3月期（同6.2%）以来、7年ぶりの低成長となった。

このように景気の減速傾向には歯止めがかかっていないのは実情だ。3月には底入れの動きを示唆する経済指標も散見されたものの、4月の鉱工業生産が再び鈍化したことや公共投資の増勢に一服感が出たことなどから、景気の下振れ圧力は依然強い。

しかし、習政権が示した16～20年の平均成長率の下限は6.5%であることなどから、景気がこのまま減速し続ける可能性は低いと思われる。財政政策や金融政策などを通じて16年も6%台半ばから後半の成長率を達成できると予測する。ただし、経済構造の調整を進めるなか、大規模な経済対策は打ち出せず、鉄鋼・石炭の生産量を減らすなどの動きが強まることから、15年（同6.9%）から成長率はやや減速すると思われる。

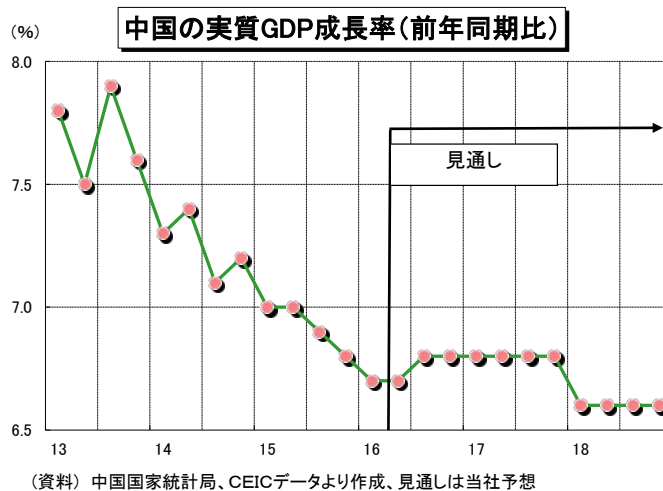
このような経済構造の調整を受けて、当面の中国経済は「L字型」の成長経路をたどると予想される。ただし、前述のように16年にボトムを迎えた後、17年秋頃に関われる予定の第19回共産党大会を控え、17年は経済成長率が小幅ながら一旦は高まると考えられる。しかし、経済構造の調整圧力が強いこともあり、18年には再び減速すると予想する。

今後、短期的に注目したいのは、不動産市況の動き、そして米国の追加利上げを契機に中国からの資本流出が加速するかという点である。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注視する必要がある。

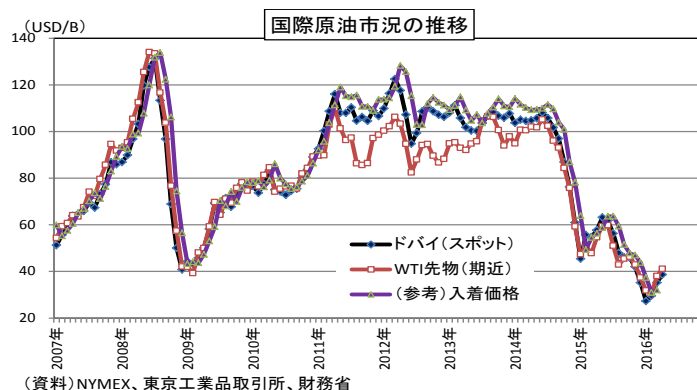
④ 輸入原油価格の見通し

供給能力の増大と世界経済の減速を受けて、国際原油市況は14年夏をピークに下落に転じ、16年2月にはWTI原油先物は一時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た。産油国は原油価格が大幅下落中でも、市場シェアの確保を優先して増産を続けたが、こうした事態を受けて、ようやく生産調整に向けた協議を開始した。しかし、4月17日にカタール・ドーハで開催された主要産油国による会合では、経済制裁の解除によって増産志向が強いイランが不参加だったことにサウジアラビアが反発、増産凍結合意は見送られることとなった。

ただし、その後の原油価格は持ち直し基調にある。イランは増産傾向にあるものの、一部産油国（ナイジェリア、リビア、ベネズエラなど）で原油供給に支障が出たこと、北米シェール



オイルの減産傾向、インド・中国などの需要が依然根強いこと、IEA（国際エネルギー機関）が早ければ年後半にも需給の均衡を取り戻すと指摘したことなどが背景にあると思われる。こうした状況を受けて、6月2日に開催予定のOPEC総会では増産凍結合意の機運が薄れているようだ。とはいえ、足元では依然として日量150万バレルの供給過剰状態にある（ノバク露エネルギー相）との指摘もあり、再下落リスクを抱えた状況であることには注意すべきであろう。



以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIFベース)は16年度が1バレル42.6ドル(年度末に向けて徐々に上昇)、17年度が50ドルで推移すると想定した。

2016～17年度 日本経済見通し

	単位	2014年度 (実績)	15年度 (実績)	16年度 (予測)	17年度 (予測)
名目GDP	%	1.5	2.2	1.5	1.8
実質GDP	%	▲ 0.9	0.8	0.9	▲ 0.1
民間需要	%	▲ 1.9	0.7	0.6	▲ 0.4
民間最終消費支出	%	▲ 2.9	▲ 0.3	0.9	▲ 0.4
民間住宅	%	▲ 11.7	2.4	1.6	▲ 3.7
民間企業設備	%	0.1	1.6	1.8	0.6
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	0.6	0.3	▲ 0.3	▲ 0.0
公的需要	%	▲ 0.3	0.8	1.4	0.1
政府最終消費支出	%	0.1	1.6	1.4	0.5
公的固定資本形成	%	▲ 2.6	▲ 2.2	0.5	▲ 1.9
輸出	%	7.9	0.4	2.4	1.9
輸入	%	3.4	▲ 0.1	3.0	1.7
国内需要寄与度	ポイント	▲ 1.6	0.7	0.9	▲ 0.1
民間需要寄与度	ポイント	▲ 1.5	0.5	0.5	▲ 0.2
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	0.2	0.4	0.1
海外需要寄与度	ポイント	0.6	0.1	▲ 0.0	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	2.5	1.4	0.5	1.9
国内企業物価 (前年比)	%	2.8	▲ 3.2	▲ 2.8	1.5
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	2.8 (0.9)	▲ 0.0 (▲ 0.0)	0.1	1.7 (0.7)
完全失業率	%	3.6	3.3	3.0	2.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 0.4	▲ 1.4	▲ 0.3	▲ 0.1
経常収支	兆円	8.7	17.7	17.0	14.0
名目GDP比率	%	1.8	3.5	3.3	2.7
為替レート	円/ドル	109.9	120.1	113.1	115.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.03	▲ 0.10	▲ 0.10
新発10年物国債利回り	%	0.48	0.29	▲ 0.13	▲ 0.15
通関輸入原油価格	ドル/バレル	90.6	49.4	42.6	50.0

(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)

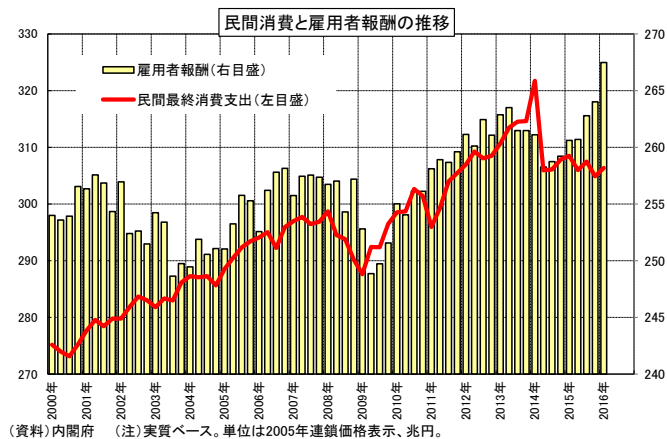
	単位	2015年				2016年				2017年				2018年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	2.0	▲ 0.1	0.7	▲ 0.2	0.5	▲ 0.1	0.6	0.9	0.8	0.4	0.2	0.0	0.0
実質GDP	%	1.3	▲ 0.4	0.4	▲ 0.4	0.4	▲ 0.1	0.4	0.7	0.7	▲ 1.1	0.1	▲ 0.1	0.1
(年率換算)	%	5.4	▲ 1.7	1.6	▲ 1.7	1.7	▲ 0.5	1.8	2.7	2.8	▲ 4.2	0.4	▲ 0.5	0.4
民間需要	%	1.7	▲ 0.4	0.5	▲ 0.7	0.1	▲ 0.4	0.5	1.0	1.4	▲ 2.1	0.2	▲ 0.1	0.3
民間最終消費支出	%	0.2	▲ 0.8	0.5	▲ 0.8	0.5	▲ 0.5	0.4	1.2	1.5	▲ 2.5	0.2	0.2	0.2
民間住宅	%	2.1	2.2	1.7	▲ 1.0	▲ 0.8	0.4	1.2	1.5	1.0	▲ 3.5	▲ 2.0	▲ 1.0	0.0
民間企業設備	%	3.8	▲ 1.6	0.7	1.2	▲ 1.4	0.8	0.5	1.0	1.5	▲ 2.0	0.4	0.6	1.1
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.6	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1
公的需要	%	▲ 0.2	0.9	▲ 0.3	▲ 0.1	0.6	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3
政府最終消費支出	%	0.3	0.5	0.2	0.7	0.7	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	%	▲ 2.8	3.0	▲ 2.2	▲ 3.5	0.3	0.7	1.0	1.0	0.5	0.0	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 2.0
輸出	%	2.2	▲ 4.8	2.6	▲ 0.8	0.6	0.8	0.7	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2
輸入	%	1.5	▲ 2.6	1.7	▲ 1.1	▲ 0.5	0.7	1.2	2.0	3.3	▲ 2.5	0.2	0.4	0.5
国内需要寄与度	%pt	1.2	▲ 0.1	0.2	▲ 0.5	0.2	▲ 0.2	0.4	0.8	1.1	▲ 1.6	0.0	▲ 0.1	0.1
民間需要寄与度	%pt	1.3	▲ 0.3	0.4	▲ 0.5	0.1	▲ 0.3	0.4	0.8	1.0	▲ 1.6	0.1	▲ 0.1	0.2
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.4	0.1	0.1	0.2	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)	%	3.2	1.4	1.7	1.5	0.9	0.7	0.5	0.5	0.6	2.0	2.0	1.9	1.7
国内企業物価 (前年比)	%	0.4	▲ 2.2	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 3.4	▲ 4.0	▲ 3.3	▲ 2.5	▲ 1.5	0.8	1.3	1.9	2.1
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	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.2	0.6	1.7 (0.8)	1.7 (0.7)	1.6 (0.6)	1.6 (0.6)
完全失業率	%	3.5	3.4	3.4	3.3	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)	%	1.1	▲ 1.3	▲ 1.0	0.1	▲ 1.0	▲ 1.0	0.8	1.5	1.2	▲ 2.0	▲ 0.5	0.3	1.2
経常収支(季節調整値)	兆円	3.6	4.0	4.0	4.8	4.9	5.2	5.4	4.4	2.0	3.0	3.3	3.7	4.0
名目GDP比率	%	2.8	3.2	3.2	3.8	3.9	4.1	4.3	3.5	1.6	2.3	2.6	2.9	3.1
為替レート	円/ドル	119.1	121.4	122.2	121.5	115.5	110.0	112.5	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0
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	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.10
新発10年物国債利回り	%	0.34	0.40	0.40	0.31	0.05	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.15	▲ 0.15
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.9	59.7	58.3	46.2	33.5	38.0	40.0	45.0	47.5	50.0	50.0	50.0	50.0

(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。

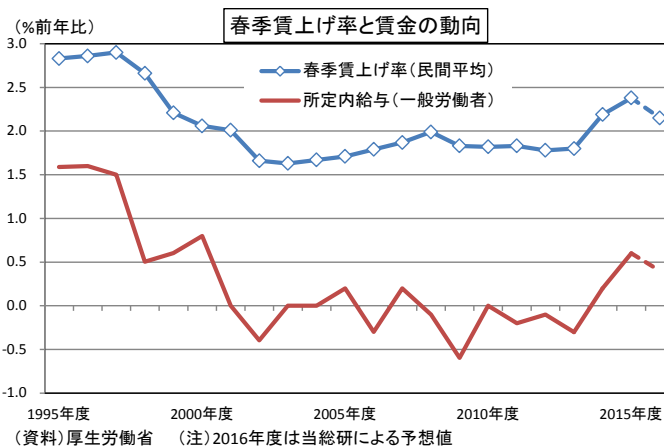
3. 2016～17年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し ～ 16年度下期には回復力がやや高まるが、17年度は再び反動減

冒頭でも触れたように、民間企業設備投資や雇用関連指標などには底堅さも見られるものの、民間消費や輸出動向、さらに生産活動は総じて鈍い動きを続けており、国内景気は足踏み状態を続けていると見られる。特に、民間消費の低調さは特筆すべきであり、GDP ベース(実質)の民間最終消費支出はアベノミクス開始以前の11年度下期あたりの水準まで下がっている。耐久財を中心に消費税増税前の大掛かりな駆け込み需要が発生した反動が今なお残っているほか、なかなか高まらない賃上げ率にも影響されている可能性があるだろう。



こうしたなか、16年度の家計の所得動向にとって重要な春季賃金交渉の行方が注目されたが、結果的には15年度実績を下回ったと見られる。経団連の第1回集計(4月18日発表)では前年比2.19%(15年実績:同2.51%)、連合の集計(5月11日時点)によれば、定期昇給込みの賃上げ額(平均賃金方式)は同2.02%(15年実績:2.28%)と、いずれも前年から0.3ポイントほど賃上げ圧力が弱まったことが確認できる。後述の通り、16年度上期の物価上昇率は前年比マイナスでの推移となると予想されることから、この程度の妥結であったとしても実質所得が目減りする事態は回避できるが、消費を本格的な回復軌道に乗せて消費税増税にも耐えうるほど景気の足腰を強くし、物価安定目標を達成させるには力不足であろう。

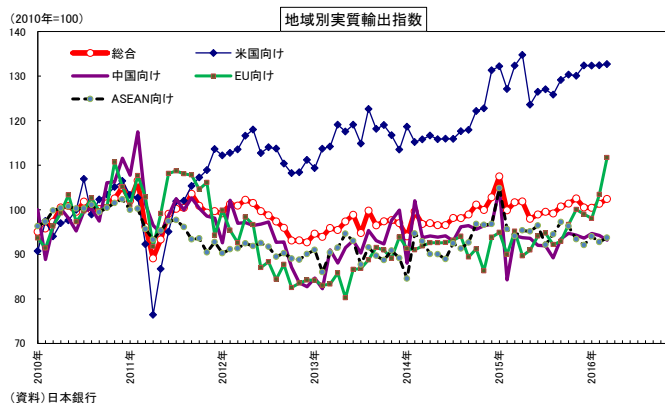


一方で、国内の労働市場は人口要因による供給制約が徐々に強まっている。また、上述の通り、「企業から家計へ」の所得還流は決して順調ではないが、人手不足感もあり、パートタイム労働者の時間当たり賃金は上昇傾向にある。また、足元では残業時間の減少も賃金減に寄与しているが、先行きそれが下げ止まれば賃上げ圧力は高まっていくと思われる。すでに雇用者報酬(実質)は過去最高水準となっており、雇用者が実質所得の増加継続を確信すれば、消費の持ち直しが始まる可能性があるだろう。

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4～6月期については、閏年効果の剥落により、消費に反動減が出る可能性があることに加え、熊本地震の発生によってサプライチェーン障害が発生した影響が成長下押しにつながるのとは避けられない。海外に目を転じて、欧米先進国は緩やかな景気回復を続けているが、中国経済は減速傾向が続いており、近隣アジア諸国にその影響が及んでいると思われ、輸出全体の増

勢が強まることも見込めない。一方、1～3 月期に減少に転じた民間設備投資については、低金利の影響に加え、根強い更新需要、20 年五輪などに向けた需要に支えられ、増加に転じるものと思われる。この結果、4～6 月期は、前期比 ▲0.1%、同年率 ▲0.5%と、僅かではあるが、2 四半期ぶりのマイナス成長と予想する。

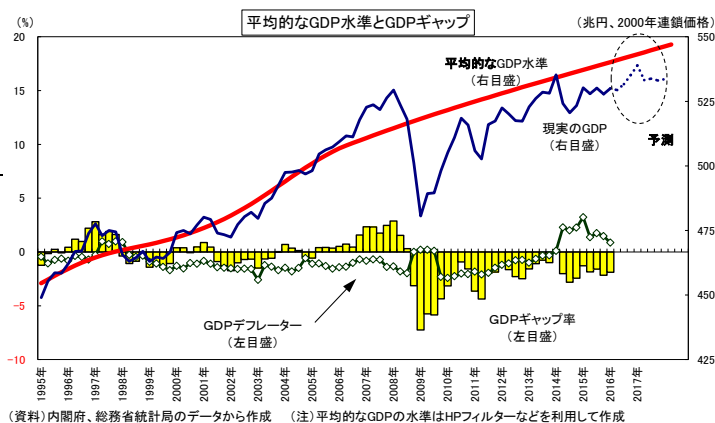
その後も、円安効果の剥落や中国など新興国経済の成長減速が続くこともあり、輸出環境の改善が見込めない状況は続くが、実質賃金の上昇率がやや高まっていくこと、金利低下の影響を受けた住宅投資や設備投資の増加もあり、7～9 月期は再びプラス成長に戻り、さらに年度下期には次回の消費税増税を前に耐久消費財などに駆け込み需要が小さいながらも発生し始めること、さらに増税の悪影響を緩和するための経済対策が実施されると見込まれることから、成長率は高まるものと予想される。



その結果、16 年度の実質成長率は 0.9%、名目成長率は 1.5%、GDP デフレーターは前年度比 0.5% (前回 3 月時点の予測はそれぞれ 0.9%、1.6%、同 0.6%で、実質成長率については変更なし)と予測した。16 年度下期には失業率は 3%割れとなるなど、人手不足感は徐々に強まるだろう。

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、需要水準が再び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 1.8%、GDP デフレーターは前年度比 1.9% (前回予測はそれぞれ ▲0.1%、1.8%、同 2.0%で、成長率は変更なし)と予測する。

ちなみに、16 年度からの「成長率のゲタ」は 1.0 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%という小幅なマイナス成長以上の停滞感が出るだろう。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。



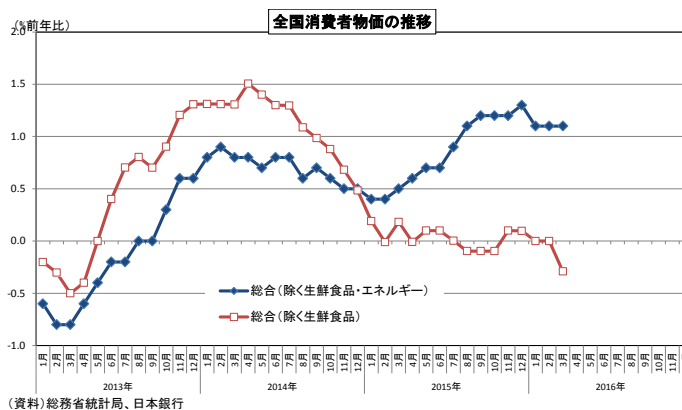
なお、以上の見通しは、あくまで17 年4月の消費税増税は予定通り実施するとの前提の下でのもので、仮に増税時期が再延期される場合には違った姿になる可能性もある点には留意が必要だ。当総研では、消費税増税が先送りされた場合、16 年度の実質成長率は 0.6%程度になると思われるが、逆に 17 年度の景気停滞は回避されると予想する。

(2) 物価見通し ～ 16 年夏までは物価下落状態

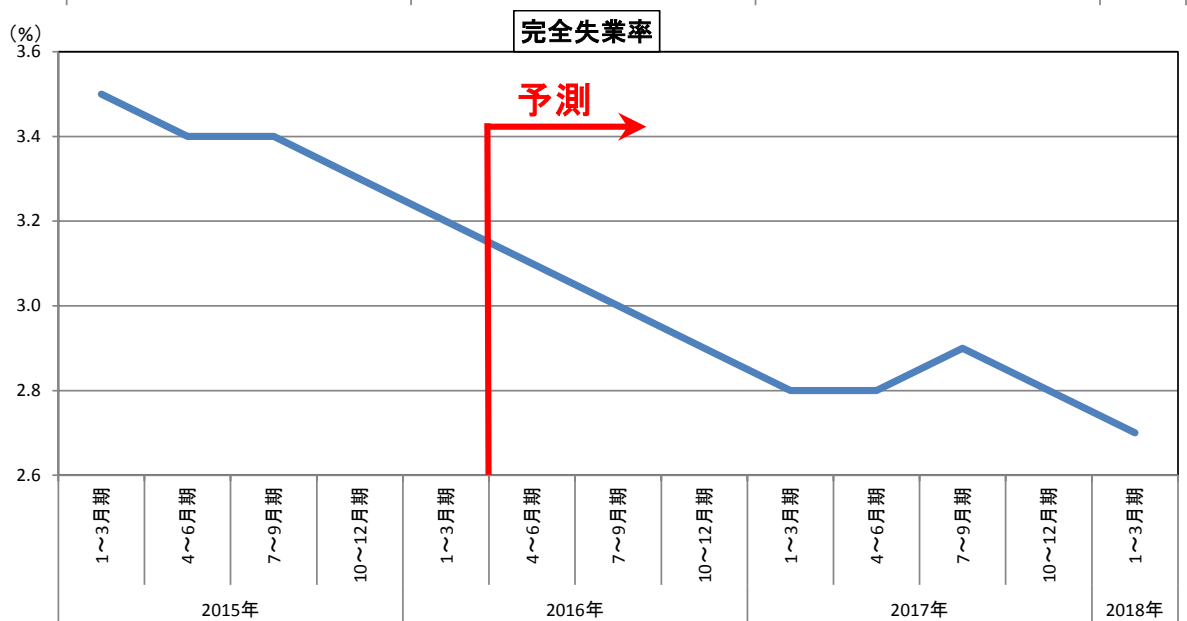
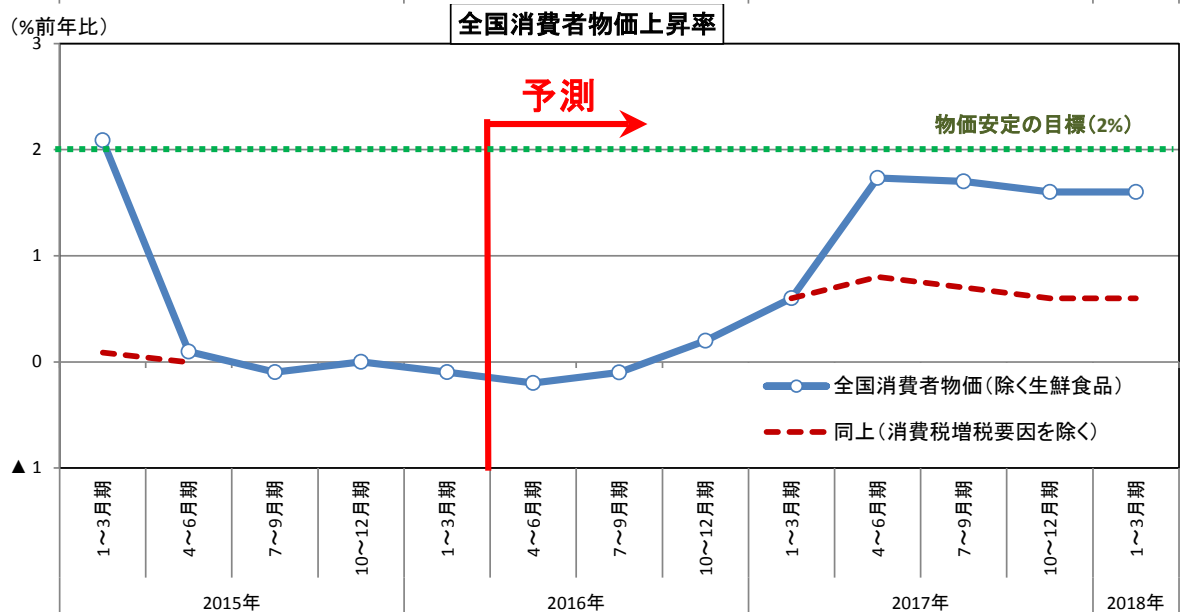
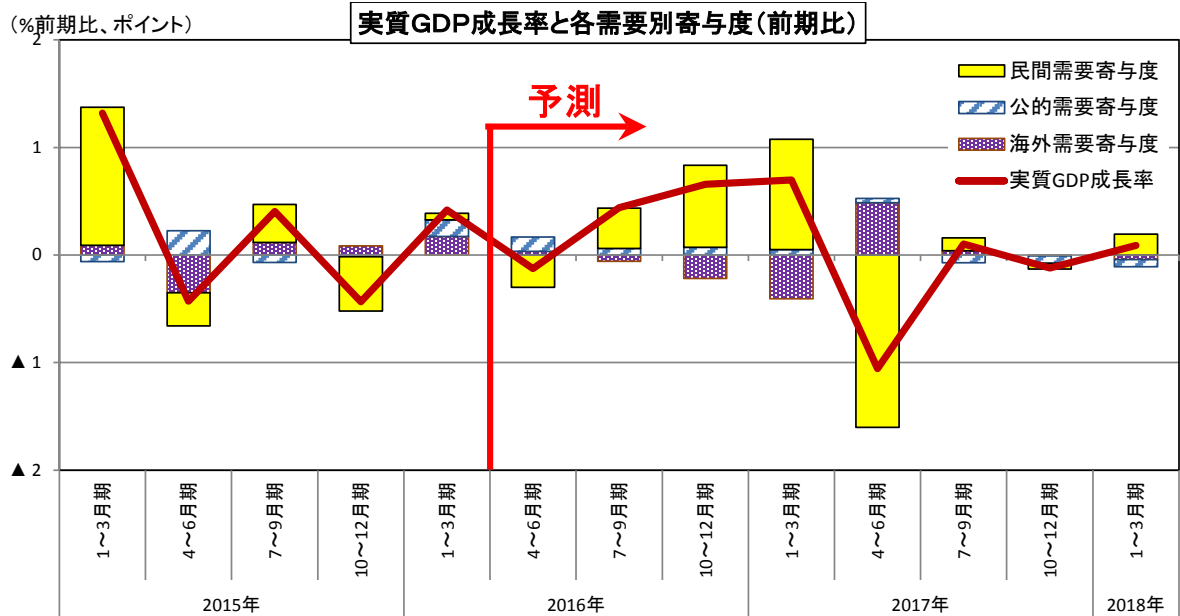
14 年夏場からの原油安により、エネルギー価格の大幅下落が続いているほか、これまでの円安による物価押し上げ効果にも陰りが出始めており、物価は再び下落に転じている。た

だし、エネルギー要因を除けば、多少なりとも物価上昇圧力があることも確かである。3月の全国消費者物価によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合（全国コア）」は前年比▲0.3%と5ヶ月ぶりに下落したが、より需給環境を反映するとされる「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」では同0.7%、日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合」も同1.1%と、一定の上昇率を保っている。しかし、いずれも最近では足踏み状態であることも確かだ。

品目別には加工食品や日用品などの価格が上昇傾向にあるが、それらはアベノミクス導入後の円安進行が背景にあると見られる。しかし、すでに円安効果は剥落し、最近ではむしろ為替レートが円高気味に推移しているから、輸入物価の下落傾向が強まってきた。このまま円高圧力が強い状態が続けば、物価下落状態が半ば定着する可能性もある。目先は原油安によってエネルギーの物価押下げ圧力が強い状態が続くこと、さらに16年の春闘賃上げ率の鈍さなどもあり、16年夏場まで小幅の物価下落が続くだろう。その後、エネルギーによる物価押下げ効果が徐々に剥落し、物価上昇率は高まっていくが、日銀が目標とする前年比2%を見通せるような状況には至らないだろう。



以上から、16年度の物価上昇率は前年度比0.1%と、15年度（同0.0%）からは僅かに上昇幅が高まるだろう。なお、年度末には前年比1%弱まで高まると予想する。また、続く17年度は同1.7%と増税効果（1ポイント程度の押上げ）でさらに上昇率が高まるが、それを除けば同0.7%にとどまるだろう。消費の低迷により、物価上昇圧力は再び弱まるだろう。



(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。

2016 年米大統領選と今後の焦点①

～トランプ候補の大統領選公約から～

趙 玉亮

米国の大統領選の予備選は、すでに後半に入っている。ドナルド・トランプ氏は共和党の大統領選候補の指名獲得が確実となり、本選で民主党の大統領選候補と争うことになる。実業家・大富豪として高い知名度を有し、発言内容についてとかく話題を呼ぶ人物であるだけに、トランプ氏の動きは大いに注目を集めている。暴言を繰り返す戦術は批判を招いたものの、メディアに取り上げられることになり人気を得たため、乱立していた共和党候補の中から最終的に残ることとなった。しかし、大統領になる可能性が高まるとともに、トランプ氏の暴言や政策主張への懸念も強まっており、「トランプ・リスク」とも呼ばれ始めている。

以下では、トランプ氏の政策公約に基づいて、彼の政策主張を経済分野中心に整理したうえで、その評価と今後の焦点について検討したい。

米国の現状とトランプ氏の公約

リーマンショックから7年間の時間が過ぎた。米国経済は主な経済指標が回復し、株価が金融危機以前の水準を大きく上回って

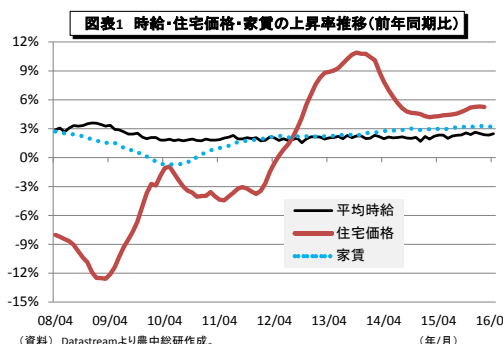
おり、失業率も直近では5.0%とピーク時の半分まで低下した。しかし、失業率の低下や株価・不動産価格の上昇にもかかわらず、不満を持つ人々は少なくない。その背景は、賃金の伸び悩みと格差の拡大がある。2000年から14年にかけて、中間層は全米規模で縮小したことが確認されている。また、賃金の伸び悩みに比べ、不動産価格や教育費の上昇が際立ち、そのしわ寄せは中低所得層や若者層に振りかかっている。さらに、米国の国際的なプレゼンスの低下とテロ蔓延などの問題もある。こうしたなか、トランプ氏は「強大なアメリカを再び取り戻す (make America great again)」とのスローガンを掲げ、中低所得の白人層や若者から支持を集めている^(注1)。

図表2 トランプ氏の大統領選公約

	内容
国際通商	TPPには署名せず、北米自由貿易協定 (NAFTA) に関しメキシコ、カナダと再交渉を目指す 為替操作国に対し、報復関税とWTOに提訴
移民・雇用	不法移民の流入を防ぐためメキシコとの国境に壁の建築 米国在住の1100万人の不法移民を強制送還 移民を合法的に滞在するのを確認するため、すべての企業に対し身分確認のデータベース利用の義務付け 新たなグリーンカードの発行を中止し、雇用主に米国人労働者の雇用を優先することが義務づけ
財政・税制	19兆ドル財政赤字の解消 減税と税制簡素化 低所得層の所得税免除 (年収2.5万ドル以下の単身世帯と夫婦世帯) 所得税減税: 25%、キャピタルゲイン20% 代替ミニムム税と遺産税の撤廃、投資運用会社の成功報酬として受け取る (キャリドインタレスト) 向け税制優遇措置の廃止 法人税の最高税率を35%から15%に引き下げ 米企業の海外留利益の米国還流の促進
社会福祉	オバマケアの廃止 高齢者や低所得層向けの医療保険、退職者向けの社会保障は削減しない 製薬会社との価格交渉を通じて医療費用の節約

(資料) ロイターの報道にベース作成

16年3月にトランプ氏は選挙公約を発表した。そのうち、国際通商、移民・雇用、財政・税制、社会福祉を巡る内容は



主に図表 2 に示した通りである。

(注 1) 中低所得の白人層や若者層のほか、トランプ氏が支持されるもう一つ重要な理由は、一部の国民に民主党候補に勝利してほしくないため、トランプ氏を支持しているということがある。具体的には、以下の報道を参照されたい：

<http://jp.reuters.com/article/usa-election-anti-vote-idJPKCN0XX0B0>

国際通商と為替政策

国際通商政策については、当面は環太平洋戦略的経済連携協定 (TPP) が焦点となっている。協定参加国の間で交渉はすでに終わり、各国内の批准手続きを待つ TPP は、その行方が今後の大統領選の結果次第と言っても過言ではない。トランプ氏はすでに「TPP に署名しない」と、明確に TPP に反対する態度を示した。彼が大統領選に勝利すれば、TPP は漂流する可能性がある。

また、為替政策については、トランプ氏は日本や中国などを名指して、「為替操作」「米国の雇用を奪っている」など批判を繰り返している。その政策主張の狙いは、貿易赤字の縮小と、国内雇用の保護であろう。トランプ大統領が誕生すれば、これまでの米国の為替政策、とくにドル高を容認する姿勢に大きな変化が生じる可能性が高い。相手国と為替レートを巡る摩擦があれば、米国の国内法に従って措置を取ることと^(注 2)、国際提訴するという二つ対抗手段がある。つまり、相手国へ報復するため関税率を引き上げることと、世界貿易機関 (WTO) に直接に提訴するとの方法である。米国が今後為替政策にどのような姿勢をとるか、またどのような具体的な対抗措置を取るか、それが国際金融市場や関連業界に及ぼす影響

も大きいだけに、関心度は高い。いずれにせよ、米国と日本、中国との間で為替政策を巡る摩擦がトランプ氏の政策主張ではエスカレートする恐れがあり、留意する必要がある。

(注 2) 国内法に従う対抗措置は主に以下の流れとなる。まず、米財務省は相手国を「為替操作国」として指定する。その後、両国間で協議し、場合によっては報復制裁の対象ともなり、商品の輸入関税が引き上げられる。

雇用と移民

移民政策について、トランプ氏は独自色を出している。具体的には、不法移民の強制送還、国境監視員を 3 倍に増員すること、「メキシコとの国境に高い壁を作りその費用をメキシコに負担してもらう」ことなど、移民管理の厳格化である。

トランプ氏のこうした主張と発言をただの話題作りだと思う人も少なくないが、不法移民管理の厳格化を主張する背景には、まず、米国では 1,100 万人の不法移民がいるということがある。しかし、現在毎年強制送還を行っているのは 30、40 万程度だけだ。また、治安悪化やテロ拡散への懸念が高まっているほか、米国の雇用が不法移民に奪われると多くの国民が思っているという事情もある。このため、トランプ氏は移民管理の厳格化と米国労働者の雇用問題を結びつけて、国内雇用を守るため様々な保守的な対策を主張している。例えば、企業主による従業員身分の確認のデータベース利用と義務付け、米国労働者優先雇用の義務付けなどである。

このように、移民管理の厳格化を通じて低コスト労働者の供給を制限し、また相手国との為替交渉を通じて貿易条件の

改善を図り、最終的に米国内の雇用拡大や賃金上昇につなげるのが彼の政策的な思惑であろう。ただし、深刻な不法移民問題は米国社会を二分するほどの根深い課題であり、その実行性に疑問を感じる。

財政・税制

財政政策については、トランプ氏は大規模な財政赤字削減目標を打ち出した。しかし、その具体策の内容と実行方法はほとんど示していない。

税制改革について、減税と税制手続きの簡素化を主張しており、具体的には、低所得層と中間層減税を挙げている。また、最低賃金の引き上げにも支持を示した。ただし、最低賃金については、州ごとにその決定を委ねるべきとの態度である。こうした政策主張から、トランプ氏の支持層は主に中低所得層であることは容易に理解できるだろう。一方で、富裕層に対しては所得税率を引き上げるべきとの認識を示した^(注3)。例えば、公約で示したように、ヘッジファンド・マネージャーが受け取る成功報酬に対し、優遇措置を撤廃するという考えだ。

法人税率については、35%から15%に引き下げ、米企業の海外に留保する利益を10%のみの税率で国内へ還流を促すとの内容もあり、産業界に好感されている。

(注3) しかし、トランプ氏はその後、富裕層に対する課税強化の発言を修正した。これは富裕層を配慮した結果と見られる。

社会福祉

社会福祉政策について、最大の争点はオバマ政権の「医療保険制度改革」(オバマケア)である。オバマケアに対し、共和党は一貫して反対の立場を取っている。

14年1月から施行されたオバマケアの評価には賛否両論があるが、批判されているのは主に保険費用の上昇と、保険加入率の上昇に伴う医療費用の上昇、医師負担の増大などである。

こうしたなか、トランプ氏もオバマケアを廃止すべきと主張している。代替案として、高齢者や低所得層向けの医療保険、退職者向けの社会保障は削減しないとの公約内容がある。また、上昇し続ける医療費については、製薬会社との価格交渉を通じて、費用の抑制を図ろうとしている。

公約に書いていない政策主張

このほか、公約に書かれていないものの、実施する可能性が高い政策主張にインフラ投資の拡大がある。米国におけるインフラ施設の老朽化は国民の間で認識が共有されており、インフラ投資拡大に対し賛同が広がっている。また、トランプ氏は不動産王と呼ばれる人物で、実体経済を刺激するための切り口として、インフラ投資の拡大から始める可能性が高いと筆者は見ている。ただし、大規模なインフラ投資は財政支出の拡大をもたらすため、その財源をどうするか、また財政負担の増加を懸念する声も少なくない。

なお、現行の金融政策について、トランプ氏は「利上げしてドル高になれば、大問題」と懸念を示し、「低金利を維持すべき」とも主張している。

政策公約の評価

国際通商と為替、移民問題などを巡る政策主張は保守的な色が濃く滲んでいる。また、税制改革については、中低所得層の負担を減らす一方で、富裕層からの税

収増を求める可能性が高い。これらの政策主張は、拡大しつつある貧富格差を抑える効果があり、米国経済を軌道修正する狙いがあると考えられる。

一方で、トランプ氏の政策主張に整合性と具体性が欠けている側面を 3 つ指摘したい。まず、米国経済の振興を図るためには、国内雇用と市場を守るだけでは不十分であることは明白であり、産業政策のビジョンと具体性に欠けている。第 2 に、財政赤字の解消目標を掲げているものの、具体策に言及はなく、その実行性に懐疑的な見方も根強い。第 3 に、大規模な減税や、インフラ投資の拡大だけでは、財政改革は進まず、財源が見通せないままでは、財政の健全性と持続性への懸念が高まらざるを得ないということである。

仮にトランプ大統領が誕生した場合、彼が主張する政策の実行難易度について、TPP 反対、為替政策の修正は実行しやすい部分である。このため、TPP 反対は、オバマ大統領の政策路線を最終的に受け継ぐ可能性が高い民主党候補（例えばヒラリー氏）と一線を画する経済政策の目玉として、位置づけられる可能性が高い。また、税制改革の公約について、法人税の大幅引き下げ政策は産業界からも歓迎され、実行性の高い政策主張であろう。

一方で、移民管理の厳格化については、特に不法移民の規模があまりにも大きく、強制送還に伴う費用も高いため、完全に実施するのは難しい。また、公職や政治経験がないトランプ氏にとっては、財政改革を実行するハードルも高い。

今後の見通しと焦点

トランプ氏は共和党の大統領予備選で

の指名獲得に成功し、大統領に向け一歩近づいた。これまで暴言を繰り返したことで、経済の停滞感や格差拡大を意識して不安を抱く人々からの支持獲得に成功したかもしれないが、本選ではより多くの国民の支持を得るためには、過激すぎる発言が反発を買う恐れがある。今後、トランプ氏には選挙戦略の転換や、共和党内主流派の支持を取り付けるなどの課題がある。

トランプ氏の経済政策主張について、民主党候補との差別化と実行可能性を総合的に考えて見れば、主に「国際通商と為替」「税制改革」「不法移民管理の厳格化」の 3 点を争点として展開する可能性が高い。一方で、政策主張の整合性、具体性に欠けている点については、トランプ氏の大統領資質が問われ、批判されやすいところだろう。

直近の Fox 社の世論調査によると、トランプ氏とヒラリー氏での本選争いを想定した場合、トランプ氏の支持率(45%)がヒラリー氏(43%)をリードしているとの結果が判明した。共和党の指名獲得に成功したことで、勢いづいたと見られる。ただし、トランプ氏にとって、今後選挙戦の焦点は、共和党と民主党との支持率が拮抗している激戦州である。これらの州での選挙情勢こそが勝敗を決めるカギとなる。

16 年には下院選挙（全員改選）と上院の改選（議席数の 3 分の 1）もある。トランプ氏がどのような政策主張を行おうとしても、議会で共和党議員らの支持がなければ、たとえ当選しても大統領としての真の力を発揮できないため、議会選挙の情勢やその勢力変化にも留意する必要がある。（16. 5. 24 現在）

地方創生の拠点として期待される「道の駅」①

～整備概況と国の認定・支援制度について～

木村 俊文

「道の駅」は、道路利用者の休憩施設として生まれたものであるが、最近では「まち」の特産物や観光資源を生かして「ひと」を呼び込み、地域に「しごと」を生み出す中核的な存在となる可能性が高いことから、「地方創生」の拠点としても注目を集めている。

そこで、地方創生の観点から地域社会における道の駅のあり方を考えてみたい。今回は、道の駅の整備状況を概観した上で、地方創生の核となるよう道の駅の機能強化を図る国土交通省の取組みを整理する。

登録数は全国で1,093ヶ所

道の駅は、「地域とともにつくる個性豊かなにぎわいの場」を基本コンセプトとし、①24時間無料で利用できる駐車場やトイレなどの「休憩機能」、②道路情報や観光情報、緊急医療情報などを提供する「情報発信機能」、③直売所や観光レクリエーション施設などの地域振興施設をきっかけに町と町とが手を結びあう「地域

の連携機能」の3つの基本機能を備えた道路施設として、国土交通省（制度開始時は建設省）により1993年4月から登録が始まった。

登録数は初年度の93年に113ヶ所だったが、99年に累計500ヶ所、2013年に同1,000ヶ所に達し、今では全国で1,093ヶ所（16年5月10日現在）に広がっている。1都道府県あたりの登録数は23ヶ所であるが、最も少ないのは東京都（1ヶ所）、最も多いのは北海道（117ヶ所）となっている（図表1）。

道の駅は、主に地方の国道や主要地方道など幹線道路から整備が始まったことや駐車場用地としてまとまった広さの敷地を必要とすることなどから、地方に多く、大都市周辺には少ない状況になっている。

道の駅の整備方法には、市町村が地域振興施設を整備し、国や県等の道路管理者が休憩施設・トイレ・情報提供施設を整備する「一体型」（610ヶ所、55.8%）のほか、全体を市町村が整備する「単独型」（483ヶ所、44.2%）の2種類がある。

国土交通省に「道の駅」として登録されると、設置者である市町村は商標登録されている「道の駅」の名称やトレードマークを使用することができるほか、道路標識や市販地図にも名称が明記されるといったメリットがある。

求められる多様な機能

国土交通省では、冒頭で紹介した「休

図表1 「道の駅」の地域別登録数

(ヶ所)					
北海道	117	石川	24	岡山	16
青森	27	福井	15	広島	19
岩手	31	山梨	20	山口	23
宮城	13	長野	43	徳島	15
秋田	31	岐阜	55	香川	18
山形	19	静岡	23	愛媛	28
福島	29	愛知	16	高知	23
茨城	13	三重	17	福岡	16
栃木	24	滋賀	20	佐賀	8
群馬	31	京都	17	長崎	11
埼玉	19	大阪	8	熊本	30
千葉	27	兵庫	33	大分	24
東京	1	奈良	13	宮崎	17
神奈川	3	和歌山	32	鹿児島	21
新潟	38	鳥取	15	沖縄	8
富山	14	島根	28	合計	1,093

(資料) 国土交通省「道の駅」関連サイトより作成 (注) 2016年5月10日現在。

憩」「情報発信」「地域連携」の3つの基本機能のほかに、人口減少社会で地域の活力をいかに維持するかといった地方創生の課題に対処するために、道の駅の機能強化として次の6つを掲げている。

a) インバウンド観光の促進

増加傾向が続いている外国人旅行者に対して、多言語対応や免税店機能を付加するほか、無料公衆無線 LAN、海外発行カードに対応した ATM などのサービス提供を行う。

b) 地域の観光総合案内

宿泊予約や観光施設の手配、広域的な周遊観光ルートの案内など、旅のコーディネートを一ストップで提供する。

c) 地方移住等促進

空き家や就職に関する情報提供と相談窓口、暮らし体験ツアーの開催など都市から地方への移住促進のほか、ふるさと納税の情報提供などを行う。

d) 特産品を活かした地域振興

地元の農林水産物を活用する6次産業化のための加工所や直売所を設けて、雇用機会を創出するなど地域活性化を図る。

e) 地域福祉向上

中山間地域等において、医療・福祉、買い物等の日常サービス機能を維持し、コミュニティバスなど地域公共交通ネッ

トワークとの連携で「小さな拠点」を形成するほか、高齢者への宅配サービスや高齢者住宅との連携も図る。

f) 防災対策

発電設備、備蓄倉庫、ヘリポートなどを備えることにより、防災インフラとしての機能を強化する。実際に新潟中越沖地震（04年10月）や東日本大震災（11年3月）、最近の熊本地震（16年4月）では、緊急避難者の受入れや物資集配、食料提供などの拠点として道の駅が活躍した。

地方創生の拠点となるモデルの選定

国土交通省では、14年度から各省庁と連携して、地方創生の拠点となる優れた取組みを選定し、重点的に支援する「重点『道の駅』制度」を実施している。この選定の際にポイントとなるが前述した6つの機能である。

この制度に基づく14年度の選定数は、①特に優れた機能を継続的に発揮している「全国モデル『道の駅』」が6ヶ所、②今後の重点支援で効果的な取組みが期待できる「重点『道の駅』」が35ヶ所、③企画の具現化に向けて今後の取組みが期待される「重点『道の駅』候補」が49ヶ所となった（図表2）。さらに15年度に

は、「重点『道の駅』」に38ヶ所が追加登録された。

今後も設置者からの応募を受け国の重点支援を受けることができる道の駅が増えることから、地方創生の拠点としての役割を強めることになるとみられる。

今回は、具体的な取組み事例を紹介することとしたい。

図表2 重点「道の駅」制度の概要

	全国モデル「道の駅」	重点「道の駅」	重点「道の駅」候補
選定者	国土交通大臣	国土交通大臣	地方整備局長等
要件	設置から一定年数（10年以上）	既存設置（企画段階も可）	企画段階
選定ポイント	地域活性化の拠点として、特に優れた機能を継続的に発揮していると認められるもの	地域活性化の拠点となる優れた企画があり、今後の重点支援で効果的な取組が期待できるもの	地域活性化の拠点となる企画の具体化に向け、地域での意欲的な取組が期待できるもの
支援内容	全国的なモデルとして成果を広く周知するとともに、さらなる機能発揮を重点支援	取組を広く周知するとともに、取組の実現に向けて、関係機関が連携し、重点支援	関係機関が連携し、企画検討等を支援
選定数	14年度	6	73
	15年度	6	35
	14年度	6	49
	15年度	—	38

（資料）図表1に同じ