

潮 流

「公平な競争機会」の疑わしさ

常任顧問 岡山 信夫

米通商代表部（USTR）は9月13日、中国政府が国内のトウモロコシと米、小麦についてWTO加盟時に公約した額を超える補助により価格を支えたため、米国産農産物が輸出で公平に競争する機会を奪われているとして、同国を世界貿易機関（WTO）に提訴した。

中国は2001年のWTO加盟に際して、関税削減など農業分野にとっては厳しい条件を受け入れた。例えば今回提訴の対象になったトウモロコシ、米、小麦の関税割当枠外の2次関税率は65%にとどまる。また、ウルグアイ・ラウンド農業合意では、各国の国内農産品に対する助成合計金額（AMS）について、1986-88年の水準を基準として、1995年から2000年までの6年間で20%削減することとされたが、中国において1986-88年のAMSはマイナス（国内農産物価格が国際価格を下回るため）だったため、国内農業助成の上限をデミニマス（AMSにカウントされない最小限の助成額：中国の場合は生産額の8.5%）の範囲内とされた。

今回の米国の提訴は、上記3品目についてデミニマスを大きく上回る補助がなされており不当だとの主張だ。補助がなければ、3品目の生産量は維持できず大幅に減少し、米国からの輸出が増えたはずだというのである。

中国の農村人口は6億人、第一次産業就業人口は2.6億人を超え、農業総生産額は5.7兆元（85兆円：2013年）と世界一であるが、平均農地面積は1haに満たず、農村住民の純収入は一人当たり1万元にとどまり、都市と農村の所得格差は縮小したとはいえ、2.9倍の格差がある。

中国にとって農村部の所得向上と必要な食糧の国内自給の維持は最重要課題であり、04年から重点品目に対して最低買付価格による価格支持制度を導入したが、農業生産コストの上昇に伴い国内価格が国際価格を上回る状況に至った10年以降は価格支持政策の維持が難しくなり、14年からは不足払い制度への移行を模索し始めている状況にある。

経済成長を続ける中での食糧の国内自給と価格競争力の維持は至難の業である。価格競争力の維持のためには生産規模の拡大など生産コストの削減が欠かせないが、中国においては膨大な農業労働力の都市への移出は漸進的に進めるしかなく、その間農村において生活を維持する条件を提供することが社会の安定のために不可欠であり、それが世界経済の安定にもつながる。

一方米国には、211万の農場があり、平均農場面積は175ha、総販売額3946億ドル（40兆円）のうち年間販売額100万ドル（1億円）以上の約8万農場が全農場年間販売額の7割を占めている（2012年センサス）。また、トウモロコシ、米、小麦の主要3品目についての輸出補助金相当額は2010年において13億ドルに上ると試算されている。

比較優位にある米国にデミニマス（先進国基準の5%）のほかにAMS枠が認められている一方で、中国はデミニマスの範囲内に限るという制約を受けている。これが公正なルールと言えるだろうか。「公平に競争する機会」とは何なのか。

土地利用型農業の競争力は自然資源の賦存条件により決定する。勝敗が決まっている競争の結果がどのような事態を惹起するかは容易に想像できるはずである。

低調さは残るものの、薄日も差し始めた国内景気

～日本銀行はターゲットの軸足を「量」から「金利」へ移行～

南 武志

要旨

1 ヶ月半にわたって金融市場の大きな関心事であった日本銀行による「総括的検証」の結果、金融政策運営の新たな枠組みとして「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入が決定された。先行き、円高が過度に進行するなど、経済・物価のモメンタムが失われそうになった場合、短期政策金利のマイナス幅拡大などが検討される可能性がある。

さて、国内景気は消費税増税後の落ち込みからなかなか立ち直れずにいたが、最近では消費に持ち直しの兆しも見え始めたほか、年初にかけて調整した民間設備投資も回復の動きが見て取れる。ただし、世界経済全体の低成長・低インフレが長期化する様相のなか、輸出が増勢を強めていく姿は想定できず、かつ円高圧力も根強いことから、今しばらくは景気回復感の乏しい展開が続くだろう。しかし、家計所得の増加を受けて、今後とも民間消費の持ち直しが続くと思われ、大型経済対策の効果が出てくる年度末にかけて国内景気は徐々に回復が進むと予想する。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2016年		2017年		
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.050	-0.2～0.0	-0.2～0.0	-0.2～0.0	-0.2～0.0
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0560	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06
国債利回り (%)	10年債	-0.060	-0.10～0.10	-0.15～0.10	-0.15～0.10
	5年債	-0.195	-0.25～-0.05	-0.30～-0.10	-0.30～-0.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	100.6	95～110	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	113.0	105～125	105～125	105～125
日経平均株価 (円)	16,544	17,000±1,000	17,250±1,500	17,500±1,500	17,500±1,500

(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9月26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。

世界経済：低成長・低インフレ状態は長期化の様相

経済協力開発機構(OECD)は2016年入り後の世界貿易の収縮や金融リスクの高まりが世界経済の停滞につながるとの見方から、6月に公表した世界経済の成長率見通しを小幅ながらも引き下げた。OECDは、低金利やマイナス金利による借入コストの低下で享受できる財政余地を用いて、人的資本やインフラ整備など質の高い投資を積極化させるほか、構造改革を推進して、金融政策への過度の依存を減らすべきと提言している。

なお、年初に見られたような世界経済の失速懸念は最近では沈静化しているが、低成長・低インフレ状態から抜け出せずに金融

政策の正常化がなかなか進まない米国経済、英国の EU 離脱 (BREXIT) 問題を抱える欧州経済、痛みの伴う構造改革を進めざるを得ない中国経済など、下振れリスクは払拭できずにいる。

原油価格：上値が重い展開

さて、代表的な下振れリスクの一つである原油価格については、2 月中旬以降は持ち直しに転じ、6 月上旬に一時 50 ドル/バレル台を回復した後は、概ね 40 ドル台での推移が続いている。27～28 日にアルジェで開催する OPEC 加盟国とロシアとの会合で懸案だった生産枠調整が進展すると期待する向きもあるが、イラン・イラクの増産意欲が依然強いこともあり、合意形成までには至らない可能性は濃厚だ。しかし、最大輸出国のサウジアラビアは、11 月の OPEC 総会に向けて、石油市場の安定化に取り組む意向を示しており、その動向が注目される。なお、一部産油国での生産障害が残っていることやインド・中国からの需要の堅調さは原油価格の押上げ要因ではあるが、将来的な生産障害の解消や北米シェールオイルのリグ再稼働などを考慮すると、今後の価格上昇のテンポは非常に緩やかと想定される。



米利上げ：後ずれかつペースも一段と緩慢に

また、米連邦準備制度 (FRB) がいつ追加利上げを決断するかにも引き続き注目が集まっている。イエレン FRB 議長は 8 月のジャクソンホールでの講演で、利上げの条件が整いつつあることを示していたが、8 月の雇用統計がやや期待外れだったほか、物価上

日本銀行：緩和強化 に向けた新たな枠 組みを導入

昇圧力も鈍いままだったこともあり、9月の連邦公開市場委員会（FOMC）では追加利上げを見送った。FRBの想定通りに経済が改善していることを裏付ける証拠がまだ足りないとのことであるが、これに従って先々の政策金利（FFレート）の予想も下方修正を余儀なくされている。内外の金融市場では、ドル還流や債務懸念などの新興国リスクの顕在化が避けられたことなども含め、こうした判断を好感する向きもあるが、裏返せば米国経済はまだ利上げへの耐性が十分ではない可能性を示唆している。

一方、日本銀行は今後の金融緩和の強化に向けて新たな政策運営の枠組みの導入を決定した。「量的・質的金融緩和（QQE）」の導入から3年半、さらに「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入から7ヶ月が経過、その間、金利水準は大幅に低下し、かつイールドカーブのフラット化も進行した。QQEの導入当初は、為替レートの円安進行や株高などを促すなど、日本経済の先行き回復期待を高めることに貢献した。加えて、日銀が2%の物価上昇を実現するまでは徹底的に緩和策を続ける意欲を見せたことで、根雪のようなデフレイマインドを融解させるなど、予想物価上昇率の引上げにも成功したかに見えた。しかし、14年夏以降の原油安や新興・資源国経済の低迷などを背景に、世界経済の失速リスクが意識され始めると緩和効果は薄れ、16年入り後には為替レートが円高方向に振れ始めた。また、14年4月の消費税増税後に大きく落ち込んだ国内消費がなかなか持ち直しを見せなかったことも加え、物価上昇率は再び下落に転じ、その影響もあり、予想物価上昇率も鈍化が進んでいた。

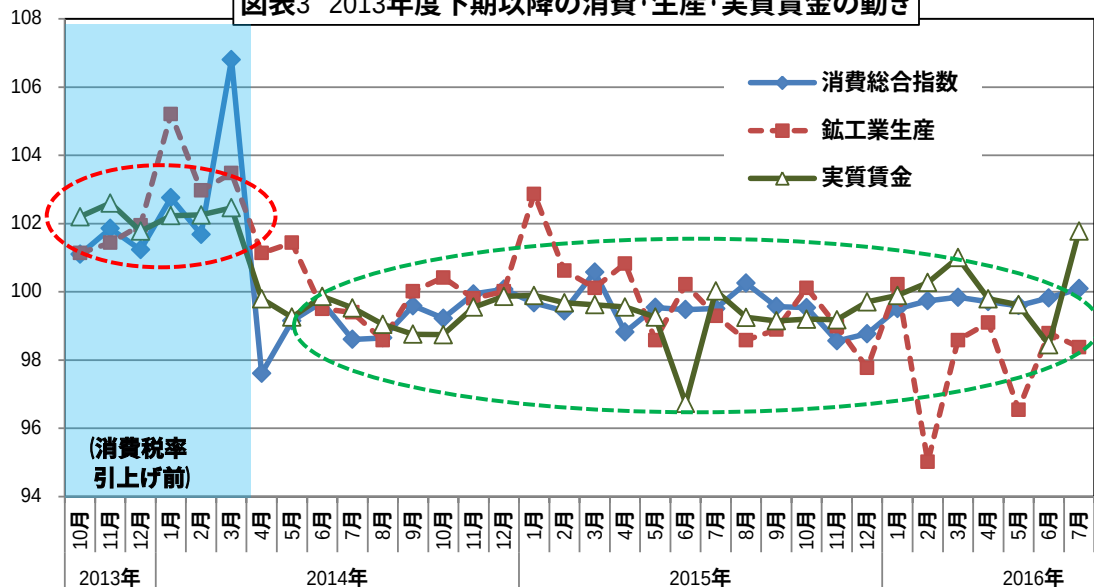
こうした中、7月に開催された金融政策決定会合ではETFの年間買入れ額の倍増などを中心に、政府が取りまとめ作業中にあった大型経済対策との相乗効果を狙った追加緩和を決定した。同時に、これまでの金融緩和策に関する総括的な検証を行うことを表明したが、それ意味するものを巡って金融市場では憶測が交錯するなど、大きな関心を集めた。その9月の金融政策決定会合では「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入が決定された。

国内景気：薄日が差し始めた

さて、国内経済に目を転じると、停滞感は依然残るものの、薄日が差し込みつつあるようにも見受けられる。世界経済・貿易の低迷を受けて、輸出やそれに関連した生産も低調だが、消費税増

税後に大きく落ち込んだ状態が続いていた民間消費に持ち直しの兆しがあるほか、年前半にかけて調整した民間設備投資にも回復の動きが見られる。

図表3 2013年度下期以降の消費・生産・実質賃金の動き



(資料) 内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成

(注) 2013年10月～直近=100。

企業の景況感は回復へ

また、企業の景況感にも改善の動きが見て取れる。7～9月期の法人企業景気予測調査によれば、代表的な大企業製造業の景況感は4期ぶりに改善、3期ぶりの「上昇」超となった。また、同統計での16年度設備投資計画調査では、下期へ先送りする動きも散見されたものの、全体として上方修正されている（全産業ベース（ソフトウェア投資を含む、土地購入額を除く）で前年度比4.9%）さらに、8月の景気ウォッチャー調査からも企業部門は現状・先行きとも2ヶ月連続での改善であった。

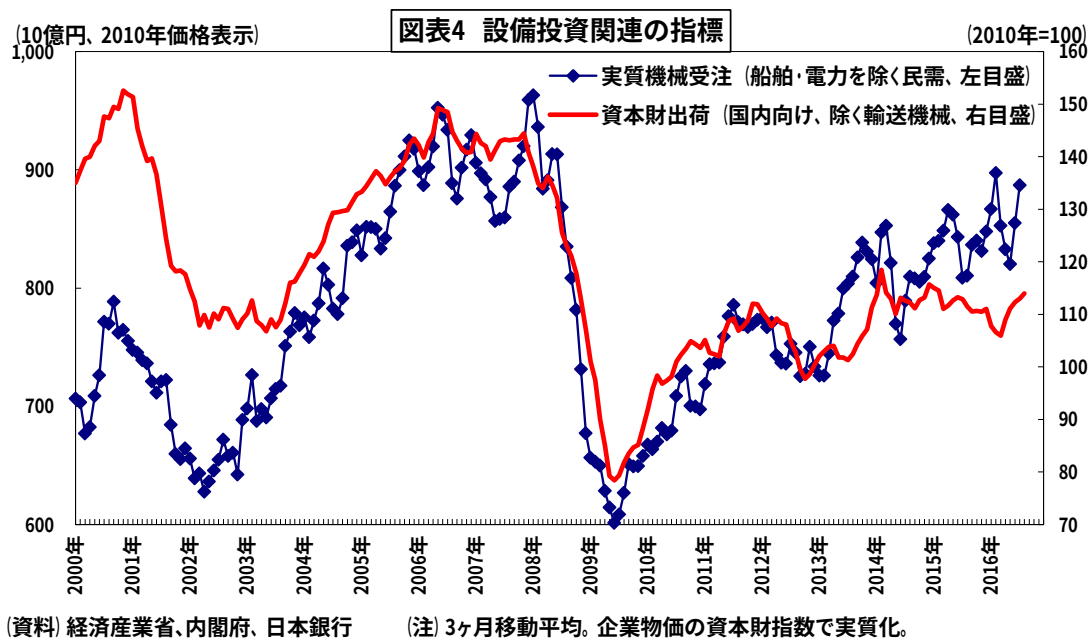
家計所得も改善

家計部門については、雇用環境の改善もあり、所得増が続いている。8月の毎月勤労統計によれば、夏季賞与の堅調さなどから賃金は前年比1.8%と高い伸びとなっている。依然低調な所定外労働時間の減少が底入れすれば、賃金上昇の底堅さが増し、消費の下支えに貢献するだろう。

景気の先行き：当面は回復感乏しいが、年明け以降は徐々に改善へ

なお、先行きの景気動向については、海外経済の低成長状態が長引いていることや1ドル=100円近くの円高状態が続いていることもあり、輸出や企業設備投資の増勢が強まっていくことはあまり期待できず、景気回復感の乏しい展開が続くと予想する。しかし、上述のように家計の所得環境は改善傾向にあるため、徐々に

に消費持ち直しが進むことが期待される。さらに、17 年入り後には秋の臨時国会で成立が見込まれる第 2 次補正予算案に盛り込まれた経済対策の効果がじわりと浸み出してくると思われ、景況感の改善が明確となるだろう（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）。



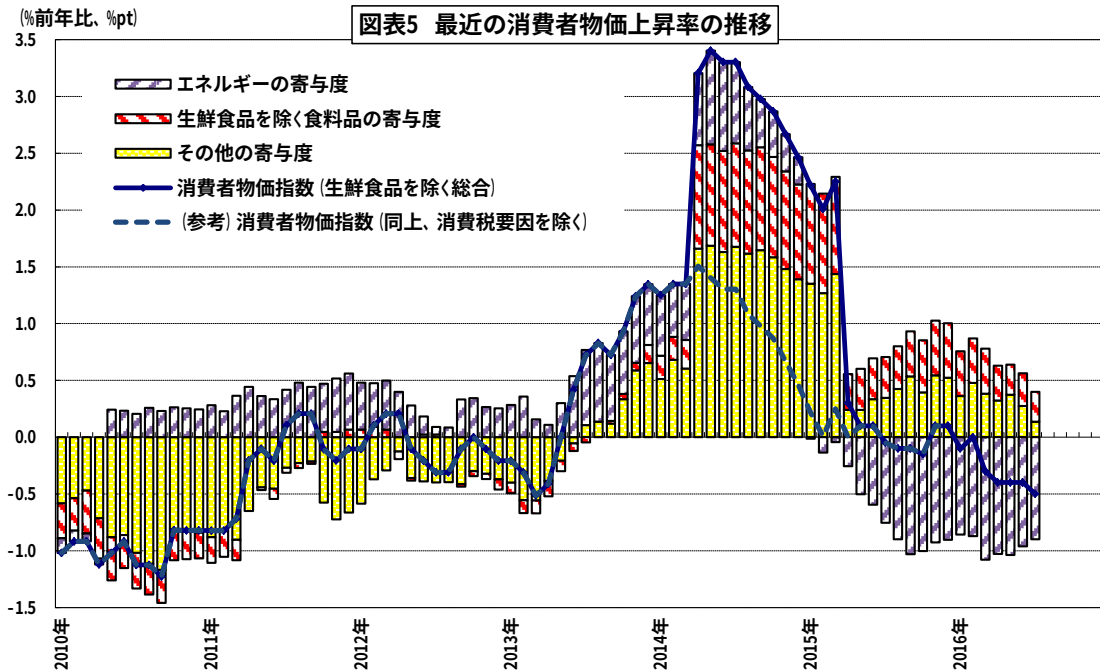
物価動向：年内は下落継続

エネルギーは引き続き物価押下げの主因であるが、最近はその影響が弱まってきた。半面、年初来の円高進行が輸入品価格の下落を通じて、物価押下げに働き始めている。

7 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▲0.5%と 5 ヶ月連続の下落で、下落率は徐々に拡大しつつある。一方、「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合（全国コアコア）」は同 0.3%、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）」は同 0.5%と、いずれも前年比プラスを維持してはいるが、いずれもこの 1 年間は鈍化傾向にある。日銀は「物価の基調」は改善していると繰り返してきたが、状況はかなり厳しくなっている。

先行きについては、原油安要因（物価押下げ）が徐々に小さくなる半面、円高要因（物価押下げ）が逆に強まっていくため、物価全体としてはさほど上昇率が高まらない可能性が高い。年末・年初あたりには全国コアは前年比プラスに転じ、その後は小幅なプラス状態となるが、17 年度内でもせいぜい 1%程度までしか上

昇率が高まらないだろう。物価安定目標である前年比 2%の達成は見通せる状況にはない。



(資料) 総務省統計局の公表統計より作成

金融政策：操作 目標を「金利」 へ変更

実質金利低下は 有効と総括

前述の通り、日銀は9月20～21日に開催した金融政策決定会合で、これまで3年半にわたり実施してきた金融緩和政策について総括的な検証を行い、それを踏まえた「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という、今後の緩和強化のための新しい枠組みの導入を決定した。

注目の「総括的な検証」については、この3年の経済・物価動向と政策効果、マイナス金利政策の効果と影響、という観点から検証を行っている。結論的には、実質金利の押下げは経済・物価にかなりのプラス効果をもたらしたが、「物価安定の目標」は未だに達成できておらず、足元の物価変動率に強く影響を受ける予想物価上昇率を高めていくための強力な仕掛けが必要であること、また、実質金利を自然利子率以下にする上で国債買入れとともにマイナス金利政策は有効であるが、イールドカーブの形状の経済への影響にも配慮する必要がある（例えば、短中期ゾーンの効果が相対的に大きい、カーブの過度な低下や平坦化には悪影響もありうる等）こと、を指摘しており、それが今回の新たな枠組みの導入につながっている。この新たな枠組みについて、日銀は、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」、消費者

物価上昇率の実績値が安定的に 2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」、と整理している。

以下、新しい枠組みについて概説すると、「イールドカーブ・コントロール」については、短期政策金利（日銀当座預金のうち政策金利残高に適用する金利）は現状通り▲0.1%とし、新たに長期金利ターゲットを設定、10年物国債利回りが概ね現状（ゼロ%）程度で推移するよう、長期国債買入れを行うこととした。その際、保有残高の年間増加額は現状の 80 兆円をめどとしつつ、上述の金利操作方針を実現できるよう弾力的に運営、買入対象は引き続き幅広い銘柄とするが、平均残存期間の定め廃止（従来は 7～12 年程度）することとなった。さらに、長短金利操作のための新型オペ（指値オペ）を導入するほか、固定金利の資金供給オペの期間を 10 年に延長（現在は 1 年）した。

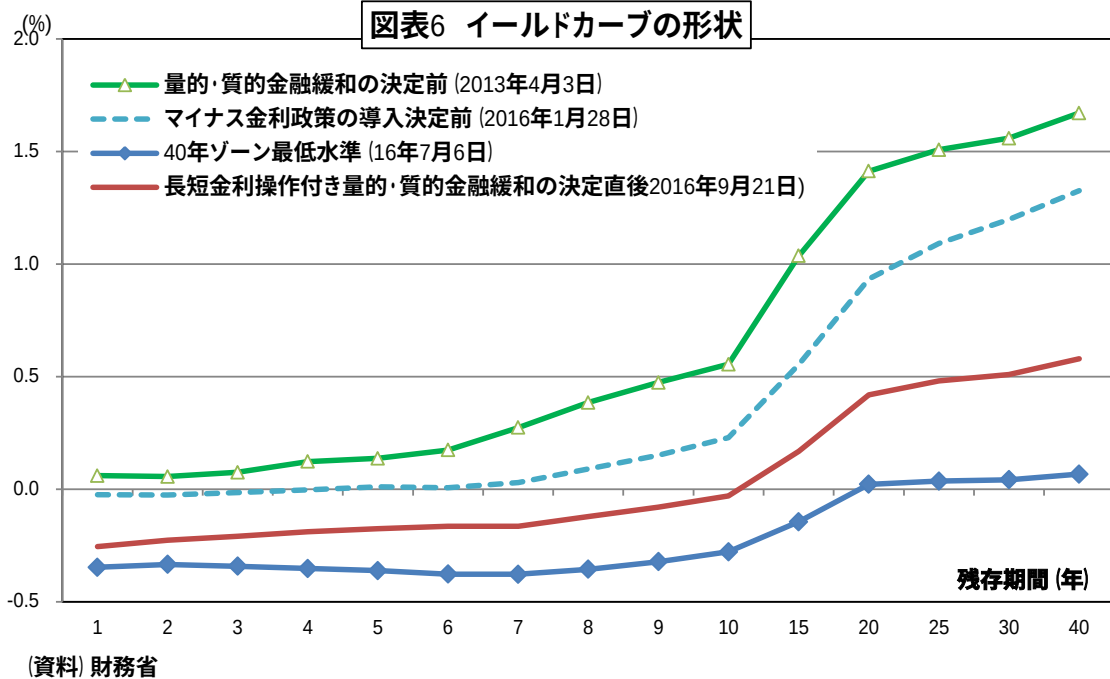
次に、資産買入れ方針については、①ETF、J-REIT については保有残高がそれぞれ年間約 6 兆円、同 900 億円に相当するペースで増加するよう買入れを実施、②CP 等、社債等についてはそれぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高維持、としており、基本的に量の面では現状維持である。なお、ETF 買入れについては銘柄別の買入れ限度を見直した。

また、新たに導入された「オーバーシュート型コミットメント」については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点までマネタリーベース拡大方針を継続する、というもので、日本の予想物価上昇率が適合的期待に依存する面が大きいことを踏まえての修正である。こうしたなか、従来、年間 80 兆円増としていたマネタリーベース・ターゲットは明示せず、単に拡大方針だけを示す格好になった。

日銀では、この新たな枠組みの下での今後の追加緩和の手段としては、①短期政策金利の引き下げ、②長期金利操作目標の引き下げ、③資産買入れの拡大、であり、状況に応じて④マネタリーベース拡大ペースの加速、もありうると説明している。

さて、今回の枠組み変更は、イールドカーブの平坦化が金融仲介機能の不全につながる可能性を意識し、カーブの形状を日銀がコントロールすることを主眼としたものといえる。これにより、経済・物価にどれだけプラス効果が働くかは不明であるが、従来のマイナス金利政策の欠陥をある程度補修し、かつ先行き金利深

掘りを進めていく上では、必要不可欠な対応であったと思われる。



緩和強化に向けての課題は残るが、日銀は金利深掘りを模索すると予想

もちろん、課題はまだ残っている。そもそもイールドカーブのコントロール、特に効果が大いといわれる短中期ゾーンのステープ化は日銀オペで可能か、という点である。イールドカーブの平坦化が進んだ背景には、予想物価上昇率の鈍化とマイナス金利政策の強化見通しがあったと思われる。しかし、日本の予想物価上昇率に適合的期待が強く影響しているのであれば、現状の物価下落を踏まえるとイールドカーブを即座に立たせるのはかなり困難である。また、オペのやり方次第では金利が不安定化し、経済・物価に対して悪影響を及ぼす可能性もないわけではないだろう。

加えて、今後想定されるマイナス金利の深掘りにあたり、急増が想定される民間非金融部門の現金需要にどう対処するか、という問題もある。金融機関は口座管理手数料の徴収を開始することも予想されるが、銀行システムからの現金漏出は金融緩和効果を弱めかねない。

また、政策効果についてであるが、昨今の景気低迷や物価低調は、決して金融面での制約で生じたわけではなく、かつ法人企業部門に大幅な資金余剰が発生していることを踏まえれば、企業設備投資にどれだけのプラス効果があるのか、疑問が残る。

さて、今回の枠組み修正が示唆する今後の政策運営については、中短期のイールドカーブを立たせるための「短期政策金利の引き

**金 融 市 場：現
状・見通し・注
目点**

**10 年 金 利 は ゼ ロ
近 傍**

下げ」が柱になるとみられる。その場合には、中長期国債の買入れ額が調整される可能性もあるだろう。

7月の金融政策決定会合では、ETFの年間買入れ額を倍増させることを柱とする追加緩和が決定されたこともあり、円高と株安とのリンクが弱まった面もある一方で、次回会合で行うとした「総括的検証」の中身を巡って債券市場では様々な憶測が飛び交い、イールドカーブの上昇が見られた。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

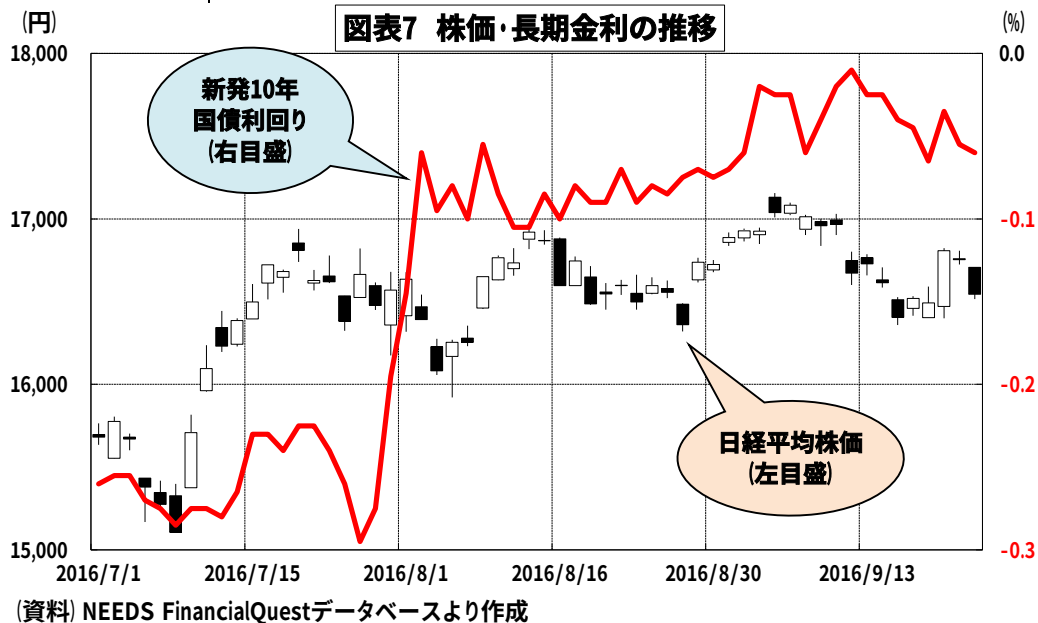
①債券市場

「量的・質的金融緩和」の下、日銀は毎月11兆円台のペース（＝年間の国債市中消化額（16年度当初ベースで152兆円）に迫る規模）での国債買入れを行ってきたこともあり、13年夏場以降は低金利状態が定着した。加えて、1月にマイナス金利政策の導入を決定してことで金利水準は一段と低下した。長期金利の指標である新発10年物国債利回りは2月中旬にマイナス圏に突入、7月上旬には一時▲0.3%まで低下し、その後も▲0.2%台で推移した。しかし、7月の金融政策決定会合において、次回会合でこれまでの緩和策について総括的な検証を行うと表明されたことを受け、大量の国債買入れの継続性への懸念が一部で浮上したため、8月に入ると長期金利はマイナス幅を縮小させ、▲0.10～▲0.05%あたりまで水準を高めた。なお、ターゲットを「量」から「金利」への移行し、かつ10年金利をゼロ%前後に誘導することを決定した9月の決定会合後には長期金利は一時0.005%と水面上に浮上したが、その後は再び小幅なマイナス圏で推移している。

先行きについては、金融政策のターゲットであるゼロ%近傍での推移が予想されるが、イールドカーブを立たせるために短期政策金利が近い将来引下げられる可能性があること、年内は国内経済・物価の低調さが続く見込みであることから、しばらく長期金利はマイナス気味の展開となると予想する。

なお、日銀による国債保有額の年間増加額80兆円という目標は外されたが、増加額のメドとしては残ることから、仮に短中期ゾーンのイールドカーブを立たせるために中期ゾーンの国債買入れ額を調整することになれば、その一定程度は超長期ゾーンの買入

れ額増額につながる可能性もある。新設された指値オペを含め、今後の日銀オペの動向には十分注意しておきたい。



②株式市場

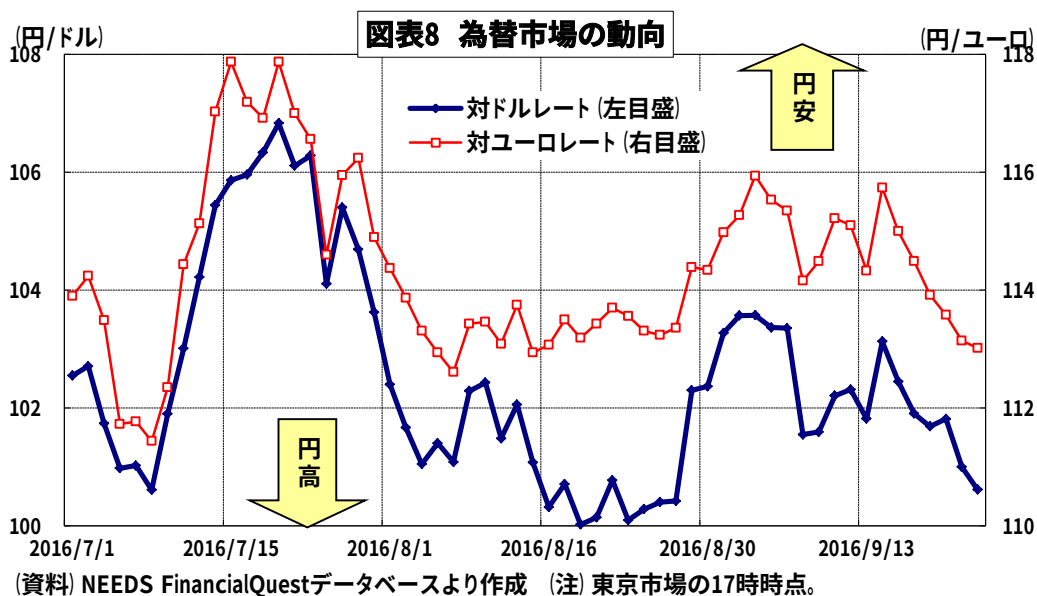
株価の上値は重い

米国の早期利上げ観測を背景に円安傾向が強まったことが好感され、6月上旬にかけて日経平均株価は一旦17,000円を回復した。しかし、直後に発表された5月の米雇用統計が弱い内容だったこと、さらに英国民投票を控えてリスクオフが強まったことから、株価は調整色を強めた。BREXITの決定直後には一時4ヶ月ぶりの15,000円割れの年初来安値（ザラ場ベース）を更新するなど、株価は軟調となったが、7月中旬以降は米国経済の堅調さやそれを受けて米国株価が連日のように過去最高値を更新したほか、大型経済対策などへの期待から、再び持ち直した。また、7月末には日銀がETFの年間買入れ額の倍増を決定、円高の株価への影響を一定程度遮断させた。さらに、8月後半以降は、米国の利上げが意識されて為替レートの円高圧力が弱まり、株価は3ヶ月ぶりに17,000円台を回復したが、米国企業マインドの悪化などから再び円高方向に為替レートが振れると、株価も弱含みとなった。直近では9月の金融政策決定会合で、金融機関収益へ配慮する政策枠組みが導入されたこともあり、銀行株を中心に持ち直しも見られるが、実際のところ7月中旬以降は概ね16,000円台でのボックス相場となっている。

世界経済の下振れリスクが根強い中、今後とも円高圧力に晒される場面も想定され、企業業績見通しが一段と下方修正される可

能性も小さくはない。そのため、しばらくは上値が重い展開が続くとみる。ただし、米利上げが現実味を帯びて円高圧力から多少なりとも解放され、かつ経済対策の効果が浸み出してくれば持ち直し基調が強まってくると予想する。

なお、日銀は今回の決定会合で EFT の銘柄別の買入限度を見直した。これまでは 3 指数 (TOPIX、日経 225、JPX 日経 400) に連動する ETF を対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように設定されていたが、今後は年間買入額 5.7 兆円のうち 3 兆円は従来通りとし、残り 2.7 兆円については TOPIX に連動する ETF を対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように買い入れることとした。これにより、高止まりする NT 倍率が修正される可能性があるだろう。



③外国為替市場

根強い円高圧力

16 年に入って以降、為替レートには円高圧力がかかり続けている。年初は世界経済の失速懸念が意識され、リスク回避的な円買いが強まった。その後、失速懸念は後退したものの、米国の利上げペースが徐々により緩慢なものへと下方修正されたため、円高圧力は払拭できなかった。また、6 月には BREXIT が意識される中で円高が進行、それが確実なものとなった直後には一時 2 年 7 ヶ月ぶりに 100 円台を割り込んだ。7 月に入ると、米雇用統計の堅調さから米利上げ観測が再び台頭してきたこと、かつ政府の大型経済対策や日銀の追加緩和への期待が強まったことなどで、為替レートは一旦 100 円台後半まで円安方向に戻した。しかし、7 月

末の日銀の追加緩和で金利深掘りが見送られたため、失望感から再び円高圧力が高まったほか、期待外れの米経済指標の発表を受けて、米国の早期利上げ観測が後退したから、8月下旬にかけては100円前後で推移した。なお、8月下旬にはイエレンFRB議長らが利上げに向けた地均し的な発言をしたことで円安気味に推移したが、その後発表された米経済指標が冴えない内容だったこともあり、9月利上げ観測は後退、円高方向に推移した。

国内では依然として追加緩和策、特にマイナス金利の深掘り予想が根強い一方、米国は年内利上げに向けて模索するなど、日米の金融政策は方向性が真逆であり、それ自体は円安要因となっているはずである。しかし、世界経済の下振れリスクは払拭されたわけではなく、リスクオフに振れる場面では円高圧力が再び高まるだろう。ただし、米国内で利上げが現実味を帯びれば円安が多少は進行するものとみられる。

また、対ユーロレートでも年初来、円高が進行してきた。6月にはBREXITが意識されて英ポンドが急落、それにつられてユーロ安も進行し、国民投票後には一時的ながらも110円台を3年半ぶりに割った。その後は対ドルレートと同様、円安方向に一旦戻っており、この2ヶ月は110円台前半から半ばで推移している。とはいえ、イタリアやドイツなどでの銀行危機やBREXIT問題を抱えるユーロ圏経済への警戒もあり、しばらくは円高圧力が強い状況が続くだろう。

(16.9.26 現在)

2016～17 年度改訂経済見通し(2 次 QE 公表後の改訂)

～16 年度:0.6%、17 年度:1.1%(ともに修正なし)～

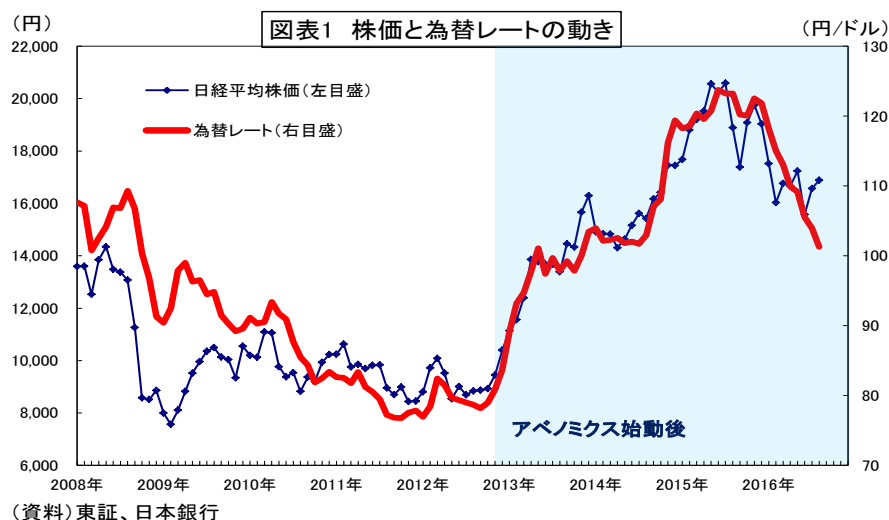
南 武志

4～6 月期は上方修正

2016 年 4～6 月期の GDP 第 2 次速報(2 次 QE)などを受けて、当総研は 8 月 18 日に公表した「2016～17 年度改訂経済見通し」の見直しを行った。

1 次 QE において、4～6 月期の経済成長率は前期比年率 0.2%と僅かではあるが 2 四半期連続のプラス成長であった。新興国経済の低調さや円高進行などの影響もあり、輸出や民間設備投資が減少した半面、民間消費が閏年効果で嵩上げされた 1～3 月期からの反動減も出ず、前期比プラスを維持するなど、持ち直しの兆しを感じさせる内容でもあった。

今回発表された 2 次 QE では、政府消費が下方修正されたものの、民間設備投資、民間在庫投資、公共投資などが上方修正されたことで、経済成長率は同 0.7%へ上方修正された。これにより、16 年上期は年率で 1.4%というやや高めめの成長率を達成したことになり、下振れリスクを抱えつつも、回復に向けた動きが進行していることが改めて確認できた。とはいえ、年初から 20%近くも円高が進行し、それが定着しつつあることから、今後の景気・物価に対して抑制要因となる可能性が高い。



**景気見通し：景況
感の改善は17年
入り以降**

以下では、当面の国内景気について考えてみたい。8月に公表した「2016～17年度改訂経済見通し」では、「現状水準（1ドル＝100円台前半）で円高が定着すれば、輸出や民間設備投資に対しては抑制要因となると思われるほか、賃金上昇率にはまだ力強さが伴っていないため、16年末にかけては鈍さが残る景気展開が続く。しかし、家計所得は緩やかとはいえ改善しつつあり、雇用環境も良好さを保つなど、民間消費が持ち直していくための環境が整いつつあること、大型経済対策などの効果が浸み出し始めると想定される17年入り後には一定の下支え効果が出ていることが期待されるため、経済成長率は徐々に高まっていく」との景気シナリオを提示した。現時点でも、基本的にこの見通しを修正する必要性はないと考えている。

**家計所得増、政策
効果が景気押上
げへ貢献**

家計所得は夏季賞与の堅調さを主因に増加傾向となっているほか、労働需給が徐々に引き締まりつつあることから、賃上げの流れは持続するものと思われる。すでに自動車・白物家電など耐久消費財の販売も底入れしつつあり、持続的な所得増に牽引されて、消費回復が進むだろう。一方、輸出は、米国経済の景気回復が続く半面、中国経済にはしばらくは構造調整圧力が掛かり続けること、さらにBREXIT（英国のEU離脱）への警戒感から欧州域内で投資手控え姿勢も強まると予想されることから、増勢が強まることは見込めない。また、民間設備投資は目先、円高進行や低調な輸出の影響を受けるとみられるが、消費持ち直しや根強い更新需要、さらには20年の東京五輪を見据えた需要などもあり、いずれ底堅さを取り戻すとみられる。

以上から、16年度の経済成長率は0.6%、17年度は1.1%と、前回見通しからいずれも据え置きとした。

**物価見通し：遅れ
る上昇率復元**

また、足元では前年比下落状態となっている消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）であるが、今後はエネルギーの押下げ効果が弱まっていく半面、円高による押下げ効果が強まっていく可能性が高い。年末から年始にかけて、物価上昇率はプラスに転じるものの、その後順調に上昇率を高めていくことは厳しいだろう。一方で、失業率が3.0%まで低下するなど、労働需給はじりじりと逼迫度を高めており、それによって賃上げ傾向が強まり、物価押上げに貢献していく可能性があるだろう。

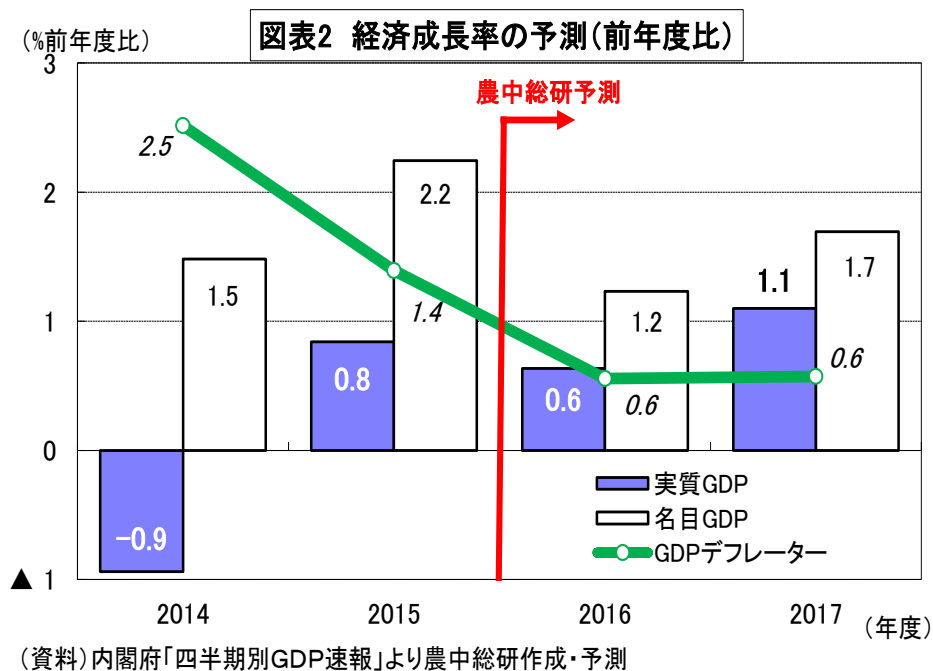
今後の金融政策 運営：金利の深掘り に着手か

こうした中、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を続ける日本銀行の政策運営については、ETF 買い増しを決定した7月の金融政策決定会合で、次回9月会合でこれまでの緩和策の総括的検証を行うと表明し、それが市場の憶測を呼んでいる。黒田総裁らは前年比2%とした物価安定目標の早期達成のために何が必要か、という観点からの検証になる見込みであり、緩和の縮小を意味しないと表明したが、フラット化が進行したイールドカーブが金融機関経営などに悪影響を及ぼしていることへの懸念から、いずれ長期～超長期ゾーンの国債買入れ額を減額するのではないか、との見方も根強い。

とはいえ、マイナス金利政策の導入以降、実質金利を一段と低下させることで民間投資を活性させ、それが物価上昇に貢献していく、といった従来からの基本姿勢を修正する可能性は低いと思われる。総括的検証では、マイナス金利政策のベネフィットはコストを上回ると結論付け、今後の金利深掘りの布石とするのではないか、と予想する。

長期金利は再び 低下へ

こうした中、8月以降、マイナス幅を大きく縮小させた長期金利（新発10年国債利回り）も再び低下圧力が高まるものと予想する。



図表3 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	1.2	1.7
実質GDP	%	▲ 0.9	0.8	0.6	1.1
民間需要	%	▲ 1.9	0.8	0.5	1.1
民間最終消費支出	%	▲ 2.9	▲ 0.2	0.7	1.0
民間住宅	%	▲ 11.7	2.4	4.4	▲ 1.9
民間企業設備	%	0.1	2.1	0.4	1.7
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	0.6	0.3	▲ 0.2	0.0
公的需要	%	▲ 0.3	0.7	1.7	1.6
政府最終消費支出	%	0.1	1.6	1.4	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 2.6	▲ 2.7	2.5	5.6
輸出	%	7.9	0.4	▲ 1.7	0.3
輸入	%	3.4	▲ 0.0	▲ 0.4	1.6
国内需要寄与度	ポイント	▲ 1.6	0.7	0.9	1.3
民間需要寄与度	ポイント	▲ 1.5	0.6	0.4	0.8
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	0.2	0.4	0.4
海外需要寄与度	ポイント	0.6	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	2.5	1.4	0.6	0.6
国内企業物価 (前年比)	%	2.8	▲ 3.2	▲ 3.0	0.5
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	2.9 (0.9)	▲ 0.0 (▲ 0.1)	▲ 0.1	0.8
完全失業率	%	3.6	3.3	3.1	2.9
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 0.5	▲ 1.0	0.9	3.4
経常収支	兆円	8.7	17.7	19.7	21.1
名目GDP比率	%	1.8	3.5	3.9	4.1
為替レート	円/ドル	109.9	120.1	105.2	106.3
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.03	▲ 0.13	▲ 0.20
新発10年物国債利回り	%	0.48	0.29	▲ 0.19	▲ 0.25
通関輸入原油価格	ドル/バレル	90.6	49.4	45.4	51.3

(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。

9 月利上げは見送るも、年内 12 月利上げの可能性

趙 玉亮

要旨

成長率は加速に転じつつものの、今しばらく動向を見極めるとの理由などから、9 月 FOMC では追加利上げを見送った。また、17 年にかけての利上げペースもさらに引き下げられた。今後については、利上げの根拠が高まりつつあることや、利上げ派が着実に増えていることなどから、当総研では 16 年 12 月に利上げへ動く可能性があるとみている。

経済ファンダメンタルズ：成長は加速に転じるものの、加熱の兆しは見られない

15 年下期から 16 年上期にかけて米国経済は減速にあったが、最近では個人消費の強まりなどから加速しつつあり、アトランタ連銀による GDPNow（9 月 23 日現在の推計値）が示される 7～9 月期の成長率は前期比年率 2.9%と、年後半の成長率が再び高まると見込まれている。

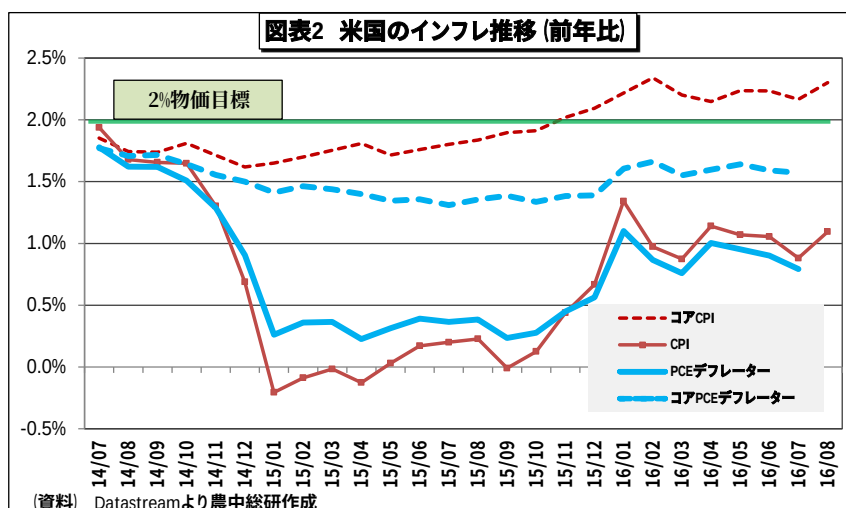
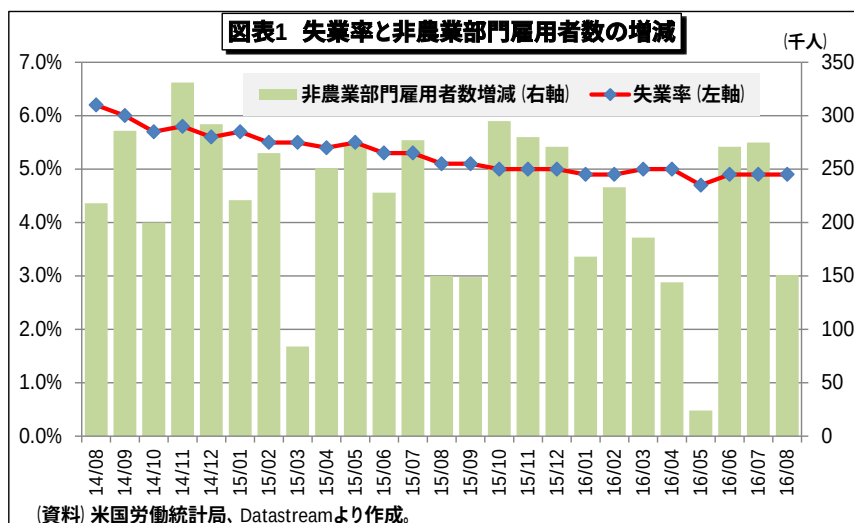
雇用については、8 月の非農業部門雇用者数は前月から 15.1 万人増とまずまずの数字となった。直近 3 ヶ月の平均値（約 23 万人増/月）を踏まえれば、雇用増加のペースは鈍化していない。同月の賃金上昇率は前年比 2.5%で前月より 0.1%ポイント鈍化した。すう勢的には高まっている。また、新規失業保険申請件数は、低水準である 30 万人を継続的に下回っている。

また、物価については、消費者物価指数（8 月）は前年比 1.1%と伸び悩んでいる状況は変わっていない。ただし、コア消費者物価指数（食料・エネルギーを除く）は同 2.3%と、10 ヶ月連続で 2%を超えている。

一方で、8 月の小売売上高は、5 ヶ月ぶりに前期比で減少に転じたほか、製造業と非製造業 ISM はともに低下したことに加え、鉱工業生産も低下するなど冴えない指標も多かった。

先行きについては、雇用が堅調なペースで拡大し続けていることや、消費者センチメントが高水準であることなどを考えると、引き続き堅調な個人消費に牽引され、米国経済の拡大基調は続く。とみている。

ただし、雇用増加が拡大しているにもかかわらず、失業率が年初とほぼ同程度であることから、労働参加率の回復など労働市場のスラック解消には当面時間がかかることが示唆されている。こうしたことが影響してか、賃金や物価上昇の加速など景気が過熱する兆しも依然みられていない。



声明文で成長と短期的リスクを上方修正

利上げを見送った理由は

9月のFOMC（連邦公開市場委員会）声明文は7月に比べ、成長率については、「年初と比べて高まっている」としており、上方修正された。また、短期的なリスクについては「概ね均衡している」（roughly balanced）と、前回の「短期リスクが後退した」より強い表現となった。この2点は、今後の利上げの論拠として見てよい。

しかし、結果的に、9月の利上げは見送られた。その理由については、「当分の間、雇用最大化と物価目標の達成に向けさらなる確信を待つ」ためである。また、イエレン議長の記者会見での「景気に過熱の兆しがない」という発言と合わせれば、9月12日に行われた、9月の利上げ観測後退のきっかけとなったブレイナード・FRB（連邦準備制度）理事の講演で述べられた見解に近い、ハト派的なものと捉えられる。

FF 金利の見通し：下方修正

一方で、さらなる確信を待つ期間は「当分」としている。なお、今回の会合では即時の利上げを求め、反対票を投じた FOMC メンバーは 7 月会合の 1 人から 3 人まで増え、利上げを巡る FRB 内の意見対立が激しくなっていることが示されている。

今回公表された FRB 理事・地区連銀総裁による経済見通しの大勢予想では、6 月の見通しに比べ、16 年の成長率と失業率が幾分下方修正された（図表 3）。また、物価上昇率については、16 年見通しは下方修正され、17 年と 18 年はほぼ変わらなかった。

一方で、FF 金利の見通しについては、16 年と 17 年を中心に下方修正された。16 年内は 1 回（6 月時点は 2 回）、17 年は 2 回（6 月時点は 3 回）の利上げ見通しとなっており、想定される利上げペースは一段と鈍化した。18 年内は 3 回（6 月時点も 3 回）とそのまま維持されている。

図表3 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し（16年9月時点）

	2016年	2017年	2018年	2019年	長期(longer-run)
実質GDP	1.7~1.9 (1.9~2.0)	1.9~2.2 (1.9~2.2)	1.8~2.1 (1.8~2.1)	1.7~2.0 (n.a.)	1.7~2.0 (1.8~2.0)
失業率	4.7~4.9 (4.6~4.8)	4.5~4.7 (4.5~4.7)	4.4~4.7 (4.4~4.8)	4.4~4.8 (n.a.)	4.7~5.0 (4.7~5.0)
PCE デフレーター	1.2~1.4 (1.3~1.7)	1.7~1.9 (1.7~2.0)	1.8~2.0 (1.9~2.0)	1.9~2.0 (n.a.)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.6~1.8 (1.6~1.8)	1.7~1.9 (1.7~2.0)	1.9~2.0 (1.9~2.0)	2.0 (n.a.)	
FFレート 誘導水準	0.625 (0.875)	1.125 (1.625)	1.875 (2.375)	2.625 (n.a.)	3.000 (3.000)

（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。

今後の利上げ予想：16 年内は 1 回、17 年は物価動向次第で二つのシナリオ

以上から、今後大きなリスク要因が顕在化しなければ、12 月には利上げが実施される可能性が高いと見られる。もちろん、FOMC 終了後に行われたイエレン議長の記者会見では、「新たなリスクがなければ 11 月の利上げもありうる」と 11 月利上げの含みを持たせたものの、その直後に大統領選（11 月 FOMC は 11 月 1~2 日に開催、大統領選投票は 11 月 8 日）があることから、11 月の可能性は低い。ただし、大統領選に伴う金融市場への影響や、海外リスク（イタリア国民投票や中国人民元の SDR 入り後の切り下げ可能性）などの要因もあり、今後もこれらの動向を見極める必要

がある。

半面、17 年内の 2 回と予想される利上げについては、不確実性もある。前述したように、6 月の見通しに比べ、今回は 16 年の物価見通しが引き下げられたが、17 年はほぼ据え置かれた。つまり 17 年にかけては物価上昇が加速すると予想されている。6 月見通しでは 17 年に「物価上昇幅 0.3 ポイントに対し利上げ 3 回」だが、9 月見通しでは「物価上昇幅 0.5 ポイントに対し利上げ 2 回」については、やや違和感がある。もし実際に物価上昇が加速すれば、17 年内の利上げ回数の増加あるいは利上げ幅拡大の可能性もある。

一方、17 年に実際の物価上昇の勢いが鈍化している場合、利上げペースが拡大しない可能性もある。17 年度に入れ替わる投票権を持つ連銀総裁のほとんどは中間派或いはハト派とされ^(注1)、明確な物価上昇ないし景気過熱の兆しがなければ、利上げに慎重な態度を取るだろう。

注 1：17 年に投票権を持つ連銀総裁はエバンス氏（シカゴ連銀）、ハッカー氏（フィラデルフィア連銀）、カプラン氏（ダラス連銀）、カシュカリ氏（ミネアポリス連銀）である。

今後の留意点

① 現行政策手段の有効性への懸念と予防的利上げ

以上から、足元では引き続き、年内の利上げの行方を焦点に、経済指標や大統領選、そして海外リスク要因の動向を注視したい。また、以下のいくつかの点にも留意したい。

軟調な海外経済やドル高基調が長期化するなか、米国経済は低生産性、低自然利子率といった「ニューノーマル」に入っている。

すでに景気拡張期は 86 ヶ月を迎え、1950 年代以来最長の拡張期の 120 ヶ月を考えると、リセッション入りはそう遠くないかもしれない。それを背景に、FRB の現在の金融政策手段の有効性が疑問視され始めている。伝統的な政策手段としての FF 金利は当初の予定より利上げが遅れてゼロ近傍にあり、景気悪化時の政策余地が限られるほか、フォワードガイダンスと QE の有効性、また大きなバランスシートを抱えているままでの出口の困難さなどへの懸念も高まっている。一方、日欧のようなマイナス金利導入に対しては、FOMC のなかでは否定的な意見が多い。

こうしたなか、予防的な利上げを主張する連銀総裁が出ている。こうした持論を持っているウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁（中間派）とローゼングレン・ボストン連銀総裁（ハト派）である^(注2)。今後、リセッション期の政策手段の準備として、ある

②新たな金融政策枠組みの検討

金融市場の動向と見通し 長期金利は緩やかに上昇か

いは景気拡張の持続性を脅かす潜在的リスクに対応するための、予防的な利上げを主張する意見が、FOMC メンバーの中でさらに広がるかが注目される。

注2：ウィリアムズ氏とローゼングレン氏いずれも予防的な利上げを主張するものの、ローゼングレン氏は持続的な景気拡張を脅かすリスクを強調しており、今回も即時の利上げを支持しており、反対票を投じた。両者の具体的な主張内容を以下の文献に参考されたい。

John C. Williams, “Monetary Policy in a Low R-star World”, August 15, 2016.

Eric S. Rosengren, “Statement of Eric S. Rosengren, Commenting on Dissenting Vote at the Meeting of the Federal Open Market Committee”, September 23, 2016.

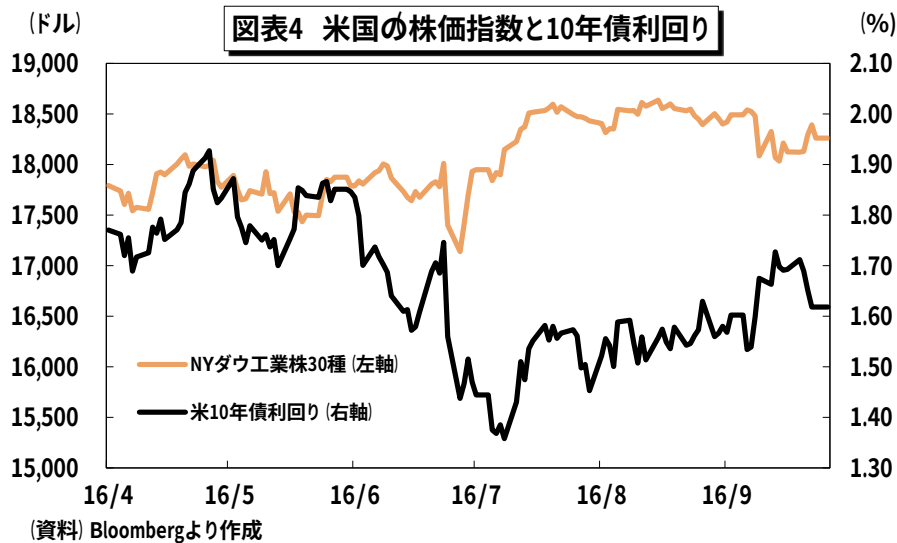
新たな金融政策枠組みの検討は中長期的な課題として、その検討や有効性の検証などにも一定の時間がかかる。現時点で、まだ急ぐ必要はないかもしれないが、時間が経つとともに景気下振れのリスクが強まれば、金融政策の枠組みの修正の検討もその必要性が増していくだろう。

9 月利上げの見送りを受け、金融市場は一旦金利低下・株価上昇の展開となった（図表 4）。

8 月末から 9 月初頭にかけて FRB 関係者によるタカ派的な発言が相次ぎ、9 月の利上げ観測は一旦高まった。しかし、その後冴えない経済指標が多く発表されたことや、ブレイナード・FRB 理事によるハト派的な講演内容などを受け、観測が後退した。こうしたなか、米国の長期金利（10 年債利回り）は 13 日に一時 1.75% に迫った後やや低下し、FOMC を控えて様子見姿勢が強まった。FOMC で利上げが見送られたことなどを受け、足元の長期金利は 1.60% 前半まで低下した。当面は、金利上昇圧力は乏しい状態が続くと考えられるが、いわば年内利上げの可能性が高いということが意識され、徐々に上昇していく展開を予想する。

また、最近の短期金利の動向にも注意すべきである。10 月中旬から MMF を対象に新たな金融規制が実施される。これにより、日欧などの民間銀行のコマーシャルペーパーを運用対象としてきたプライム MMF の残高が急減している。一方で、欧州や日本ではマイナス金利など金融緩和を強化する政策が実施されているのに対し、米国では相対的に金利が高いため、投資にかかるドル需要が拡大している。こうしたことを背景に、米ドルの銀行間金利（3 ヶ月）は 20 日に一時 0.87% と、09 年以来の高水準まで上昇して

いる。



株式市場は高値圏ながらリスク要因も多い

米株式市場は、利上げ観測の高まりで一旦調整が見られたものの、利上げの見送りで再び上昇に転じ、足元の NY ダウ工業株 30 種平均株価は 18,200 ドル台で推移。

先行きについては、7～9 月期の企業業績 (S&P500 ベース、9/23 現在、トムソンロイターによる) は▲0.8%と前期の▲2.1%から持ち直しそうである。割高感を否めないものの、この点では下支えとなろう。ただし、年内利上げの観測や大統領選の不確実性によって大幅に調整される可能性がある。具体的に、ウォールストリートに対する規制を強化しようとするヒラリー氏の主張は、金融市場にとってマイナスな材料となると思われる一方、トランプ氏が勝利すれば FRB の人事にあからさまな介入を行ったり、利上げに積極的な態度を示したりすることが株価調整の切っ掛けとなりそうである。

このため、引き続き株価は高値圏内での推移を予想するものの、その上値は重いであろう。特に前述したリスク要因に、注意深く見守る必要がある。

(16.9.26 現在)

目先の下振れリスクは一旦後退した中国経済

～ただし、先行きは依然楽観視できない～

王 雷軒

要旨

8月分の経済統計からは中国経済は依然として低空飛行が続いているものの、固定資産投資の下げ止まりや個人消費の底堅さも見られたため、景気下振れ圧力が一旦後退しつつあると思われる。先行きについては、年末にかけてはやや持ち直す可能性が高いが、構造調整の強まりなどによって再び減速に転じるリスクが残ることなどから、依然楽観視できない。また、不動産価格の再高騰にも注意しておく必要もあろう。

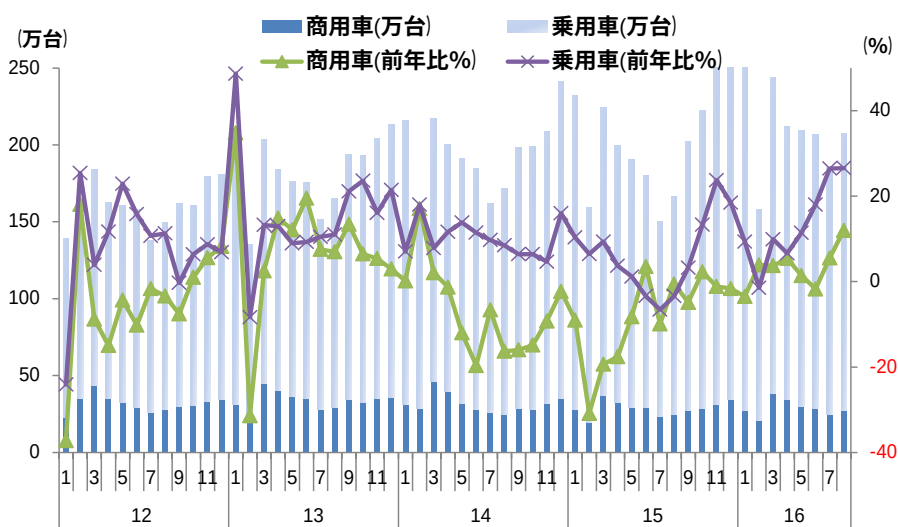
景気下振れ圧力は後退

8月分の主要経済指標からは中国経済は依然として低空飛行が続いているものの、固定資産投資の下げ止まりや個人消費の底堅さが見られるため、景気下振れ圧力が一旦後退しつつあると思われる。

乗用車販売の好調さ等を受けて個人消費は堅調

まず、個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額（実質ベース）の8月分は前年比10.2%と7月（同9.8%）から伸び率が高まった（図表1）。その背景には15年10月から実施されている小型車購入減税を受けて小売の約4分の1を占める乗用車販売が大幅に伸びたほか、住宅販売の持ち直しを受けて家具や家電製品など耐久消費財の販売も底堅く推移したことが挙げられる。

図表1 中国の自動車販売台数の推移



（資料） 中国汽車工業協会、CEICデータより作成

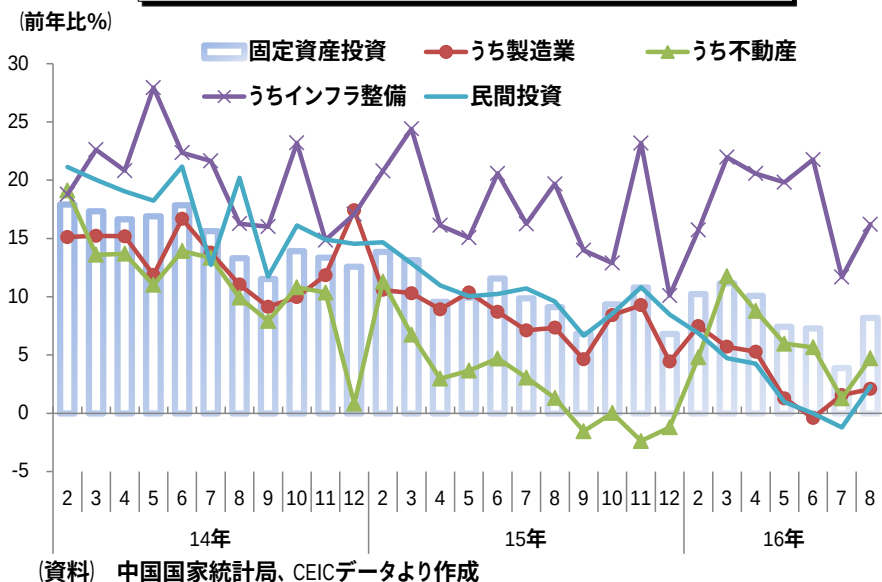
固定資産投資は下げ止まり

先行きについては、16 年末に終了予定の小型車購入減税の効果が続くと思われることなどから、当面の個人消費は引続き底堅く推移すると見られる。しかし、企業経営コストの引き下げが進められるなか、実質賃金の伸び悩みが予想されるため、今後は個人消費を押し下げる要因となる可能性もある。

また、これまで大幅に鈍化してきた固定資産投資もようやく下げ止まった（図表 2）。投資主体別では、マイナス伸びに陥った民間投資は 8 月に前年比 2.3%とプラスに転じたことから反転の兆しもうかがえる。投資を分野別（設備投資・不動産投資・インフラ投資）で見ると、製造業の設備投資（投資全体の 3 割）は前年比 2.1%と依然低水準にあるが、持ち直しの兆しが見られたほか、不動産投資（投資全体の 2 割程度）も前年比 4.7%と伸びが上向きに転じた。

特に洪水被害の影響などを受けて息切れ感があったインフラ投資（投資全体の 2 割程度）は前年比 16.2%と生態保護・環境改善、農業投資・水利施設、情報技術サービスなどへの投資が大幅に伸びており、前月の伸びを上回った（図表 2）。このように、不動産投資およびインフラ整備などの公共投資への増加は、鈍化基調が続いてきた投資全体を押し上げている。

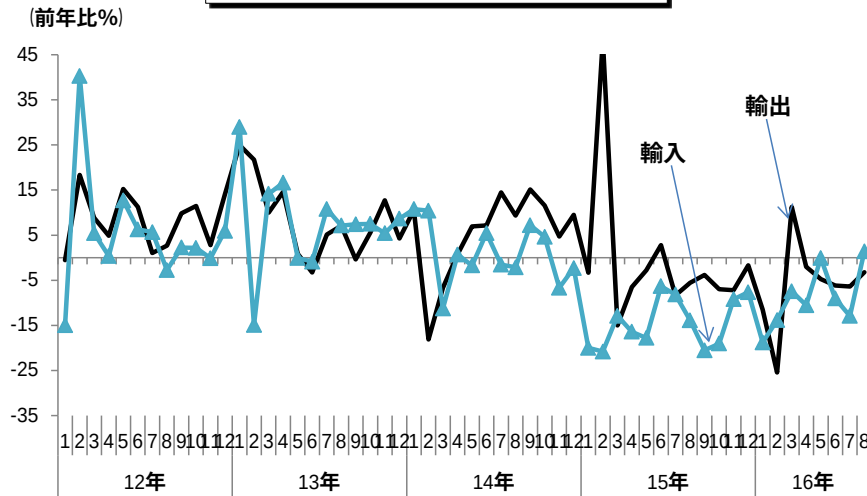
図表2 中国の固定資産投資（農村家計を除く）の伸び率



輸出もマイナス幅が縮小

さらに、外需に目を向けると、8 月の輸出は依然減少となったものの、政府が輸出促進政策を行っているほか、人民元安基調もあってマイナス幅が縮小している（図表 3）。

図表3 中国の輸出入の動向(ドルベース)



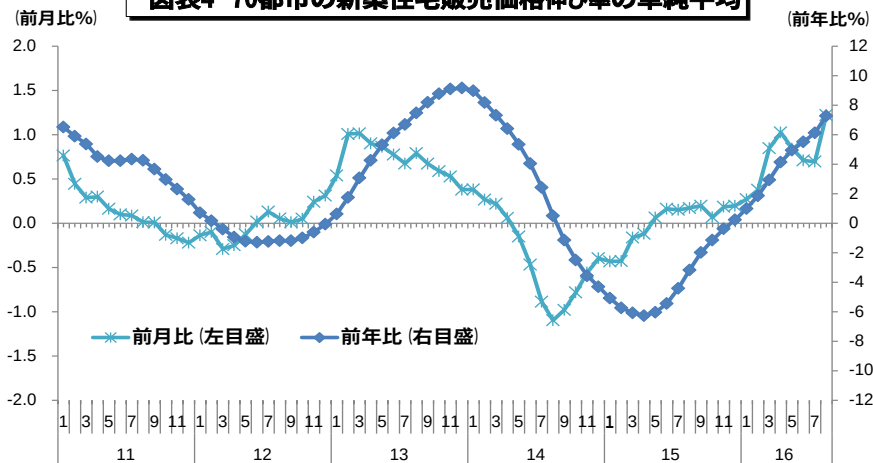
(資料) 中国海関総署、CEICデータより作成

このように、内外需の小幅な改善を受けて景気下振れ圧力が一旦後退しつつあると判断される。先行きについては、年末にかけてはやや持ち直す可能性が高いが、構造調整が強まってくると見込まれるため、再び減速に転じるリスクが残っているほか、米国の追加利上げに伴い中国からの資金流出圧力が強まるリスクなど、景気の先行きは決して楽観視できないと思われる。

気になる住宅価格の再高騰

一方、足元の不動産価格は再び高騰している。国家統計局が公表した70の大都市の新築住宅販売価格の動向をみると、後述の緩和策を受けて3～4月に大幅上昇、5～7月に上昇ペースが一服したものの、8月は再び上昇幅が拡大している(図表4)。

図表4 70都市の新築住宅販売価格伸び率の単純平均



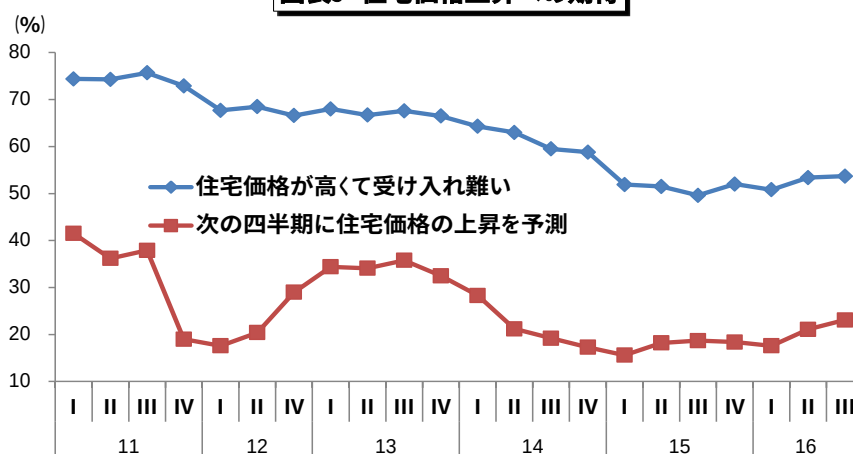
(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

(注) 中国国家統計が11年1月に発表し始めた70都市の新築住宅の伸び率を利用。なお、新築住宅には新築の保障性住宅を含めていない。

過剰流動性の存在 や不動産緩和策の 実施などが背景

その背景には、景気の先行きに対する不透明感がくすぶるなか、金融緩和によって発生した過剰流動性が再び不動産市場に流入している可能性があることが挙げられる。また、中国政府は積み上がった膨大な住宅在庫の解消という課題を解決するため、16年2月に規制をかけていない都市では、頭金比率の引き下げなど不動産緩和策を実施した。さらに1線（北京・上海・広州・深センの超巨大都市）・2線都市（省行政所在地の大都市など）における建設用地の供給不足も不動産価格の上昇に拍車を掛けていることや、今後の住宅価格が上昇と予想する人々が多いこと（図表5）、なども要因として挙げられる。

図表5 住宅価格上昇への期待



（資料） 中国人民銀行、CEICデータより作成

（注） 同調査は人民銀行が50都市の預金者（2万人）を対象に実施するものである。

2 線都市でも引き 締め策

このように、住宅価格上昇が一部の2線都市にも広がっていることを受けて、1線都市だけでなく、2線都市でも引き締め策が開始された。8月に入ってから2線都市である蘇州・アモイ・杭州で住宅購入制限（住宅購入時に一定期間の納税証明、社会保険料の納付証明の提出が要求される）が実施され始めている。また、合肥・南京・武漢では住宅ローン規制（頭金比率や貸出金利の引き上げなど）も打ち出されている。

局地的な不動産バ ブルおよび中小都 市の住宅価格を注 視

一方、住宅在庫の全体が低下基調にあるが、3線・4線都市（中小都市）では依然在庫の消化が緩慢であるため、住宅ローンの金利の引き下げを含むなどの政策支援が求められる。このように、超巨大都市・大都市では住宅価格の再高騰による局地的なバブル発生に注意が必要であることに加え、今後は3線・4線都市の不動産価格が上昇するかにも留意する必要がある。（16.9.23 現在）

ヒラリー氏とトランプ氏との経済政策比較

趙 玉亮

米大統領選投票日まで残すところ1ヶ月余りとなった。予備選段階では政策の具体性に欠けていたトランプ氏は政策主張を充実させ、ようやくその全容が確認できるようになった。一方、早い段階で包括的な政策パッケージを打ち出していたヒラリー氏は、目玉政策のアピールに進展も見られる。以下では、両候補の経済政策を中心に比較を行い、その評価と今後の留意点を検討したい。

広範にわたる両候補の政策主張を相違点と一致点を分けてみると、移民、税制改革、医療制度などを巡って両候補の政策主張に大きな相違が見られる一方、国

際貿易、インフラ投資の拡大、子育て費用の負担減や教育などについては、意見の一致も見られる。もちろん、両候補のいずれが大統領になっても、その政策主張の多くは議会の承認がなければ、実施できない。

政策主張の相違点

第1に移民政策については、最初から大きな注目を集めてきた。トランプ氏は移民管理の厳格化を主張するのに対し、ヒラリー氏は移民を受け入れる姿勢をアピールしてきた(図表1)。今でもこうした政策姿勢の違いに変化はほとんど見ら

図表1 ヒラリー氏とトランプ氏の経済政策の相違点

	ヒラリー氏	トランプ氏
移民	受け入れ	管理強化
	移民を受け入れる 不法移民の強制送還を免除する 不法移民を雇用する行為に罰則を強化 帰化を促す 就職ビザの申請を緩和する メキシコとの国境に壁を作るには投票で決めるなど	メキシコとの境界線に壁を作る 合法的な移民を受け入れる 国境監視員を3倍に 違法外国移民を駆逐する 出生地の米市民権付与を廃止するなど
税制改革	高所得者に増税、低所得者の負担減	大規模な減税
	高所得者に増税を求め、年間500万ドル以上の収入に43.6%の税率を新設 税制上の落とし穴を是正する 低所得者の負担減など	税制度を簡素化し、個人所得税率を従来の7つのランクから12%、25%、33%の3つにする AMT税制(代替ミニマム税)と連邦相続税の廃止 法人税率を15%に引き下げるなど
医療制度	オバマケアの拡大	オバマケア廃止
	オバマケアを拡大する 保険比率と自己負担費率の税額控除基準を引き下げるなど	オバマケアを廃止、州間で保険販売を自由に 健康貯蓄口座制度を創設し、その貯蓄金を非課税とする 州に任せて医療無駄を排除する 競争を阻む規制を撤廃し、薬品とサービス価格の低下を図る
エネルギー	クリーンエネルギーの利用推進 気候温暖化対策に積極的	従来型エネルギーの利用促進 気候温暖化対策に消極的
	クリーンエネルギーの利用促進、公共スペースでのエネルギー無駄をなくす 二酸化炭素排出量の削減 エネルギーの使用や効率の高い利用方法で米国の原油消費量の3分の1を削減する 原油とガス会社の補助金削減 石炭産業の保護と再生 水圧破砕法と飲用水に新たな規制	環境保護局の権限を縮小させる 石炭産業の保護 大陸棚外側での原油とガス開発を可能にする 条件付きでkeystoneパイプラインの建設を許可する パリ協定合意を取り消す
金融・ウォールストリート	ウォールストリートの規制強化	明確ではない
	大手金融機関にリスク費用を徴収 金融機関の損失に銀行家の責任を問う シャドウバンキングシステムのリスクを取り除く 高頻度取引に税金を徴収するなど	FRBの権限縮小 ドット・フランク法の廃止

(資料) 両候補の選挙ホームページや各種の報道に基づいて作成

れない。ただし、最近トランプ氏は「合法的な移民は受け入れる」との主張を付け加えた他、ヒラリー氏についても「メキシコとの国境に壁を作ることに對し、投票で決める」との発言もあり、両候補はともに従来の移民政策のスタンスを貫きながら、一定の余地を残そうとする思惑が見える。

第2に税制改革については、ヒラリー氏は所得水準に応じた税負担の調整に力点を置いている。年収500万ドル以上の富裕層を対象に高い累進税率を新設するほか、「法人」「ウォールストリート」を対象に税制上の抜け穴を是正することも主張している。また、「exit tax」（米国から外国への企業移転などに対する税金）の導入に言及したこともあり、投資者の不安をもたらしかねないため、留意する必要がある。一方、中小企業や労働者家庭に対し、負担軽減を約束している。ただし、焦点の一つである中間層に対する課税を巡って、ヒラリー氏はまだ明確な方向を示しておらず、負担減ないし負担増のいずれの可能性もある。特に、8月1日にオマハ市での講演では、後に修正されたとは言え、「中間層に増税する」と発言したことがあり、こうした疑念をさらに増幅させた。

一方、トランプ氏はレーガン大統領以降で最大規模の減税を掲げている。まず、税制を簡素化し、所得税率を従来の7段階から12%、25%、33%の3段階にしたうえで税率も大きく引き下げると主張。こうした大規模な減税によって、ほぼすべての納税者の税負担が減少するようになると思われる。また、子育て費用の控除額を引き上げたり「連邦相続税」「代替ミニマム税」を廃止したりする改革も主

張している。法人税制については、税率を15%に引き下げるとともに、海外利益の米国内への還流には10%のみの低税率を掲げている。このように、税制の簡素化と大型減税によって特徴づけられるトランプ氏の税制は、一部の企業や高所得者に好感されている反面、富裕層への経済的な利益が大きい、また財政赤字の増大を招くなど批判も少なくない。

第3に医療制度を巡っては両候補は異なるスタンスをとっている。ヒラリー氏はオバマ大統領の後継者として、オバマ政権の成果の一つであるオバマケアを継承して拡大していく姿勢が鮮明である。一方、トランプ氏は、オバマケアの廃止、医療の無駄の排除、保険販売の規制緩和などを主張している。

第4にエネルギー政策について、トランプ氏は原油・ガスに偏重する従来型のエネルギー政策を重視する姿勢を打ち出している。原油や天然ガスの生産拡大を通じてより多くの雇用増加と高い成長率を求める考えである。また、気候温暖化の国際協調とそれに関連する国内対策にも消極的な態度を示している。例えば、パリ協定参加の取り消しを公言している。一方、ヒラリー氏はクリーンエネルギーの利用促進に重点を置いている。トランプ氏と同様、石炭産業の保護を明言してはいるものの、原油やガスの消費量削減、関連投資の拡大や人材育成などに非常に積極的な姿勢をアピールしている。

ここで、留意する必要があるのは、両候補のエネルギー政策による原油市場への影響である。どちらの候補のエネルギー政策も、原油安要因となる可能性が高い。足元で原油需給の過剰基調を背景に、トランプ氏のエネルギー政策は原油増産

をさらに促し、深刻な過剰局面を迎える可能性があるのに対し、ヒラリー氏は原油消費量の3分の1を削減してクリーンエネルギーの利用促進を提唱しており、原油需要の大幅減少から価格が下落すると考えられる。

第5に金融規制等については、ヒラリー氏はウォールストリートの規制強化を主張するのに対し、トランプ氏はFED権限の縮小やドット・フランク法の廃止といった発言を行った。

類似する点：国際貿易、インフラ投資等

第6に国際貿易政策については、トランプ氏は「7 points plan」と呼ばれる一連の政策を打ち出しており、具体的には「TPPからの撤退を約束」、「中国を為替操作国に指定」、「知的財産権の保護強化、罰則を強化する」ほか、NAFTA（北米貿易協定）の再交渉まで主張している（図表2）。

一方で、ヒラリー氏は8月11日のミシガン州講演で、「大統領になってもTPPに反対する」と、TPPを巡ってこれまでのあいまいな態度を明確にした。また、ヒラリー氏も同様に、為替操作への批判を

強めたり知的財産の保護を強化したりする政策を主張している。このように、程度の差があるものの、両候補はいずれも保守的な貿易政策を実施しようとしている。仮にトランプ氏が大統領となった場合、貿易赤字の縮小や米国内雇用の増加を狙う政策修正により、日本を含む輸出国にとっては、米国との貿易や為替政策をめぐるトラブルが生じやすいであろう。一方で、ヒラリー氏が大統領になった場合も、こうした可能性を否定できない。

また、両候補はいずれも「経済競争力の向上」「雇用の拡大」に寄与するため、インフラ投資の拡大を主張している。ヒラリー氏は5年間で2,750億ドルを投資し、そのうち250億ドルは民間投資の呼び込みの一環としてインフラ・バンクの設立に使うと提案。トランプ氏は明確な投資計画の金額を提示しなかったが、ヒラリー氏の倍以上になるとの発言もあり、かなり大規模なものと見込まれる。

なお、教育重視や子育て家庭への支援を拡大する政策主張については、両候補は一致している。

政策主張の評価と今後の注目点

図表2 ヒラリー氏とトランプ氏の経済政策の類似点

	ヒラリー氏	トランプ氏
国際貿易	大統領になってもTPP反対 為替操作に対する批判、知的財産権の保護強化など	TPPからの撤退を約束 中国を為替操作国に指定 為替操作に対する罰則の設定 知的財産権の保護強化 NAFTAの貿易条件の再交渉
インフラ投資の拡大	5年間で2,750億ドルのインフラ投資を行い、そのうち250億ドルを使ってインフラ・バンクを設立	ヒラリー氏の倍以上の計画規模
子育て支援	子育て関連投資の拡大 子育て費用を家庭所得の10%以下に軽減	子育て費用の控除額の拡大など
教育	教育の現代化を促進し、公的資源の投入を拡大 4年制州立大学の教育費無料化 学生ローンによる負担の軽減を図る	教育のローカル化 学生ローンの非営利化 学校間の競争促進
賃金や労働者政策	最低賃金の引き上げ 労働者教育やトレーニングシステムの強化 ベテラン支援など	最低賃金の引き上げに賛成するが、その権限を各州に委ねる

（資料）両候補の選挙ホームページや各種の報道に基づいて作成

ヒラリー氏の政策は、格差の拡大や中間層の縮小、生産性低下などの経済的な課題に向け、オバマ路線を継承するだけでなく、「異なる所得層間の税制調整」「教育負担の軽減」「最低賃金の引き上

げ」など、民主党内の意見への配慮などからやや左寄りとも思われる経済政策を多数取り入れようとしている。対照的に、トランプ氏はほぼすべての納税者や企業を対象に大型減税などポピュリズム色の強い政策を主張しながら、国際貿易やエネルギー政策などの面においては、従来の共和党の政策主張を超えて米国第一主義の色彩を強く帯びている。

また、金融政策の限界が指摘されつつある中、米国でも財政政策に対する期待が高まっており、特にインフラ投資、教育支出の拡大などがその典型である。ヒラリー氏とトランプ氏いずれもインフラ投資の拡大や教育システムの改善に積極的な姿勢を示しているが、米国が現在直面する経済的な課題の解決は、長期的かつ持続的な成長に必要な不可欠なものであり、ポジティブに捉えられるものである。

しかし、インフラ投資の拡大については、環境関連の様々な規制や行政手続きなどから、ヒラリー氏のインフラ投資拡大計画がタイムリーに展開できるとは限らない。そういう意味で、実業経験が豊富なトランプ氏が主張する税制、環境などの規制撤廃ないし緩和は、インフラ投資の拡大を中心に財政政策の回帰の視点から、真に必要な政策かもしれない。

一方で、いずれの候補の政策も米国経済の先行きに不確実性をもたらす可能性もある。大型減税やインフラ投資の拡大を主張するトランプ氏は、財源への配慮がなく、また米国最優先の経済政策には世界経済に悪影響とのトランプ・リスクが懸念されている。

ヒラリー氏については、財界との関係が深いため左派的な政策が本当に導入されるかとの見方があるが、現実主義とも

言われる同氏が大統領になれば、ある程度は実施するとの予想もある^(注1)。一方で、ウォールストリートの規制強化や大企業叩きといった政策主張が行き過ぎると、米国の景気先行きに不透明感を増すことになりかねない。

最後に、有権者は両候補の政策主張について、どう見ているかを見てみよう。大統領選の課題について、「どちらの候補がより良く対応できるか」との世論調査に対し、経済とテロ問題を巡ってトランプ氏（48%）がヒラリー氏（43%）よりうまく対応できると答えた^(注2)。一方で、医療、移民などの議題について、ヒラリー氏はより信頼されている。

ただ、この調査結果は、候補者の政策主張が有権者にどう評価されたかを反映しているというより、むしろ有権者が候補者個人に対し、どういうイメージを持っているかという性格のほうが強いの。しかし、今回の大統領選について、有権者は経済とテロの課題に対する関心が最も高いのも確かである^(注3)。9月26日に開催予定の最初のテレビ討論会も経済とテロに多くの時間を割り当てており、注目を集めている。また、ヒラリー氏の健康不安説や、トランプ氏のスキャンダルも浮上しており、こういった経済政策以外の要素も注目されるだろう。

注1：スティグリッツ氏のインタビューを参照されたい。ニュースウィーク日本版、「スティグリッツの「ヒラリー評」、2016年9月13日。

注2：Pew Research Center, “2016 Campaign: Strong Interest, Widespread Dissatisfaction”, July 7, 2016.

注3：Pew research center, “In debates, voters want to hear most about terrorism and the economy”, August 15, 2016.

国民の困窮から見た欧州における政治リスクの強まり

～イタリアの国民投票が大きな山場に～

山口 勝義

要旨

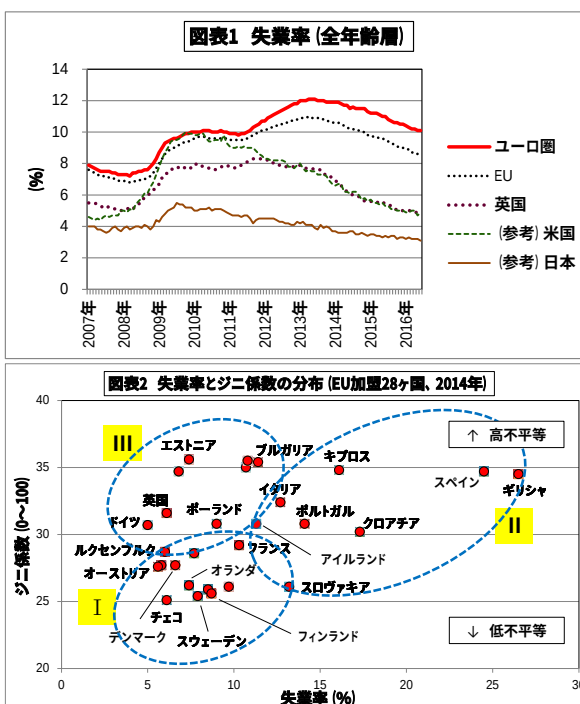
英国以外の国々においても、EU 離脱気運の高まりや政治情勢の不安定化という形で政治リスクが強まる可能性がある。貧困率の上昇や若年層の不就労・不就学者の増加などの国民の困窮の観点から点検した結果、なかでもイタリアの情勢に注意が必要となっている。

はじめに

英国が6月の国民投票で欧州連合(EU)からの離脱を選択した背景には、EU への国家主権の譲渡に対する抵抗や、所得や雇用を圧迫する移民や難民の大量流入に対する反発が働いていたものと考えられている。そして、その底流では地政学的リスクの強まりとともに、EU 統合の深化なども含め、旧来の国家の境界を越えた経済活動の世界的な結びつきの緊密化であるグローバル化の進行が、広く影響を与えてきたものと捉えられる。

しかし、これらの影響の拡大は英国に限った特殊な動きではない。難民等への対応は欧州全体の課題となっているほか、グローバル化の進行から利益を享受できない低熟練労働者の不満の蓄積などは先進国に共通した現象である。また、財政危機を経たユーロ圏では、福祉政策の縮小に加え、従業員の解雇を容易にする法整備を含めた労働コストの押し下げ策やその他の経済の構造改革が、長く国民に負担を強いることにもなっている。

一方、ここで失業率を見れば、確かにユーロ圏を中心として高止まりが顕著である(図表1)。しかし同時に、所得分配の不平等の程度を示すジニ係数との関係では、ともに高い数値を示す財政悪



(資料) 図表1、2はEurostatのデータから農中総研作成。化国などのグループ(II)の他に低失業率ながら高ジニ係数の国々(III)もあり、多様な実態が現れている(図表2)。

このように、英国以外の国々においてもEU 離脱気運の高まりのほか政治情勢の不安定化という形で政治リスクが強まる可能性があるとともに、その検証に当たっては多面的な視点から各国の特性の把握が求められている。本稿ではこうした点に留意しつつ、国民の困窮の観点から欧州における政治リスク拡大の可能性について点検することとしたい。

多くの国で見られる貧困率の上昇

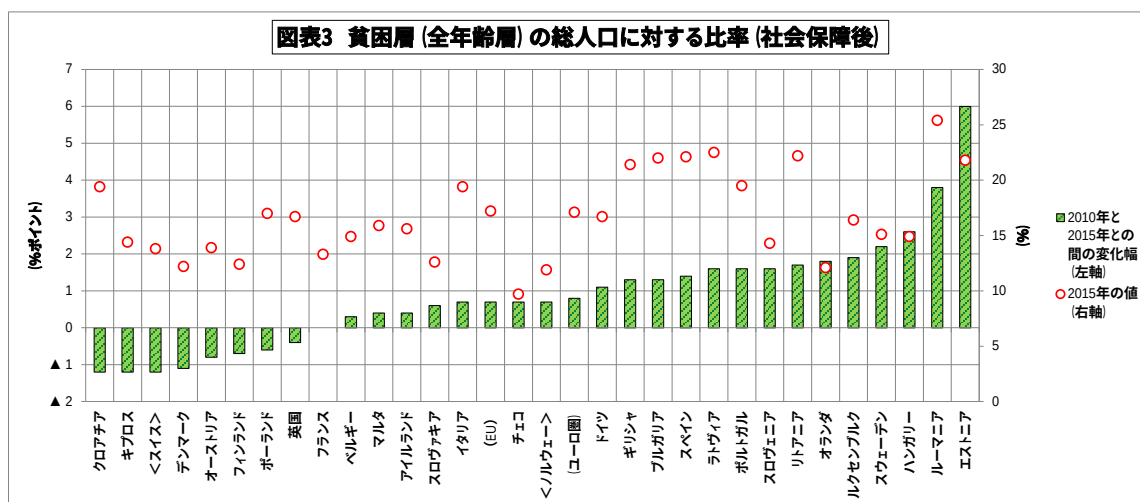
従来の中道政治に対する失望感からポピュリスト政党の躍進を促し、政治情勢の不安定化などに繋がる直接的な要因としては、まず、貧困層の拡大が挙げられる。図表3は、EU加盟の28ヶ国にスイス、ノルウェーを加えた合計30ヶ国について、直近の15年における貧困率と、10年から15年までの5年間ににおけるその変化幅とを示したものである^(注1)。

ここからは、この5年間の間に対象国の70%に当たる21ヶ国で貧困率が上昇しており、欧州で広く状況が悪化している実態が認められる。また、前述の失業率とジニ係数との関係からは、特にギリシャ、スペイン、ポルトガル、イタリア、アイルランドのほか、英国やドイツなどが政治リスクの強まりの点では第一に注意を要する国ということになるが、このうちポルトガル、スペイン、ギリシャについては、この貧困率の面でも、5年間の上昇幅および15年の値がともにEU全体の値を超える高い値を示していること

から、より大きな政治リスクに結び付く可能性を確認することができる。

一方、イタリアとアイルランドについては5年間の上昇幅はEUの全体値を下回ってはいるものの、イタリアでは15年の値が19.4%という高い水準にある点に注意が必要である。また、EU離脱を選択した英国では5年間に貧困率が低下し15年の値もEUの全体値近辺にあるのに対し、むしろドイツにおいて、特に貧困率が上昇している事実が注目される。このほかフランスが良好な位置にある一方で、オランダで上昇幅が大きい点や、バルト諸国や東欧、北欧などにも状況の厳しい国々が存在している点が読み取れる。

貧困層については、国際労働機関(ILO)が本年5月に、新興国や途上国で縮小が見られるのに対し最近ではむしろ欧米日の先進国で拡大しつつある実態を指摘し、注意喚起を行っている^(注2)。特に成長が緩慢であり経済全体のパイの増大を期待し難い欧州では、貧困層の動向には今後とも注意が必要となっている。



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成

(注1) 本図表には、EU加盟28ヶ国のほかに、スイス、ノルウェーを含めて掲示している。

(注2) 次の国・地域については、2015年のデータが未公表のため、2014年のデータを使用している。

アイルランド、ポーランド、キプロス、チェコ、スロヴァキア、イタリア、フランス、EU、マルタ、ユーロ圏、ルクセンブルク、エストニア、ドイツ、スウェーデン、クロアチア

注意が必要な若年層の疲弊の拡大

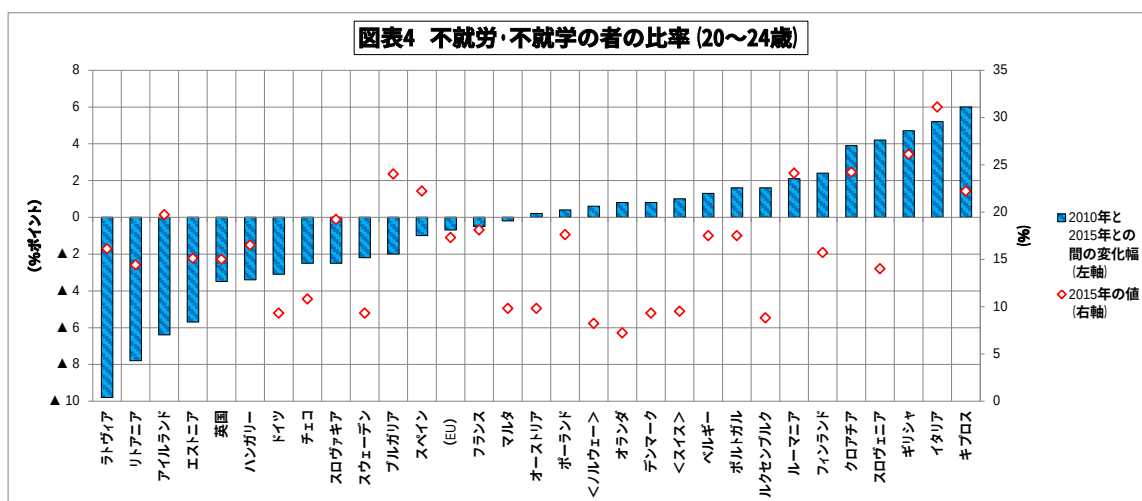
次に、図表3と同様に、20～24歳の若年層のうち不就労かつ不就学である者の、当該年齢層全体の人口に対する比率を示したものが図表4である。こうした若年層の不就労・不就学者の増加は、該当者のキャリア開発が阻害されることで将来に向けて貧困層を拡大させるとともに、足元で社会全体の閉塞感を強める可能性もあるため、政治リスクを高進させる要因として注意が必要と考えられる。

この比率はEU全体としては5年間にわずかながら低下してはいるものの、30ヶ国中過半の16ヶ国で上昇している事実が認められる。また、15年時点でEU全体の値が17%を超える依然として高い水準にあるほか、オランダの7.2%からイタリアの31.1%まで、各国間で大きな格差が存在している点も特徴的である。また、前述のギリシャ、スペイン、ポルトガル、イタリア、アイルランド、英国、ドイツについて見れば、特にイタリアがギリシャ以上に厳しい状況に置かれている点が注目される。このほか、ポルトガルについては15年の値はEU全体の値の

近辺にあるものの5年間に比率が上昇している点に注意が必要と考えられる。

これに対し、アイルランド、英国、ドイツ、スペインの各国については5年間にこの比率が低下しているほか、特にドイツと英国については15年の値もEUの全体値を下回っている。ここでは、経済情勢の強弱の相違が、アイルランド、英国、ドイツ、スペインのグループとイタリア、ギリシャ、ポルトガルのグループの相違に明確に対応した形となっている。このほか、フランスはEU全体の値との対比では問題は小さいとみられるものの、15年の値が20%に近いことには注意を向ける必要がある。なお、バルカン諸国や北欧の一部にも状況の厳しい国々が見られるが、一方でバルト三国やハンガリーなどについては図表3とは対照的に良好な姿を示している点も確認できる。

このように図表3と図表4から得られる示唆は必ずしも同一ではないが、若年層の疲弊の拡大は今後、将来に向け中期間にわたって政治リスクに反映することが考えられるため、両者を総合的に踏まえた判断が必要であるものと思料される。



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成

(注) 本図表には、EU 加盟 28 ヶ国のほかに、スイス、ノルウェーを含めて掲示している。

おわりに

以上から特に指摘できる点は、EU の主要な構成国であり他国への影響拡大の面でも注意が必要なイタリアにおいて、政治リスクが強まる可能性である。折から、年内に実施される議会制度改革にかかる国民投票ではレンツィ首相への批判票も見込まれ政治面での大きな山場を迎えるとの指摘は、現実感を伴ったものである。

一方で、英国については以上のデータからは大きな問題は認められないものの、移民の流入は顕著であり、低熟練労働者を中心として所得や雇用の圧迫懸念は着実に強まってきているものと考えられる。図表5は傾向的な趨勢を捉えるために10年間の推移を見たものであるが、ポーランドなどからの英国への移民の流入が特に多数にのぼる姿が示されている^(注3)。

さらに、国民負担の観点から人口対比での移民数を見た場合にはルクセンブルクなどの小規模国が上位に並ぶものの、英国の15年における13%という数値も相応に高い値であると言えることができる。また、移民とは別に難民についてはドイツを中心に受け入れ数が急増するなか、

これらの国々においても政治リスクが強まる可能性を指摘することができる^(注4)。

EUからの離脱気運の高まりや政治情勢の不安定化は統合深化へのEU全体の求心力を弱め、また、一貫した政策の実施を阻害し経済成長に負の影響を与えることとなる可能性が大きい。今後、重要な選挙が相次ぎ政治の季節に入る欧州では、政治リスクに対する注意が一層必要になっている。(16.9.23 現在)

^(注1) 図表3では、「当該国における可処分所得の中央値の60%を下回る層」を貧困層としている。

^(注2) ILO (May 2016) “World Employment Social Outlook”による。貧困層の定義は、「それぞれの国における所得の中央値の60%を下回る層」である。

^(注3) 国際機関である国際移住機関(IOM)は、移民について、現時点では国際的に合意された定義はないこと、また、国連統計委員会に1997年に提出された国連事務総長報告書では「通常の居住地以外の国に移動し少なくとも12ヶ月間当該国に居住する人のこと」としていることを説明している。次による。

http://www.iomjapan.org/act/act_002.html

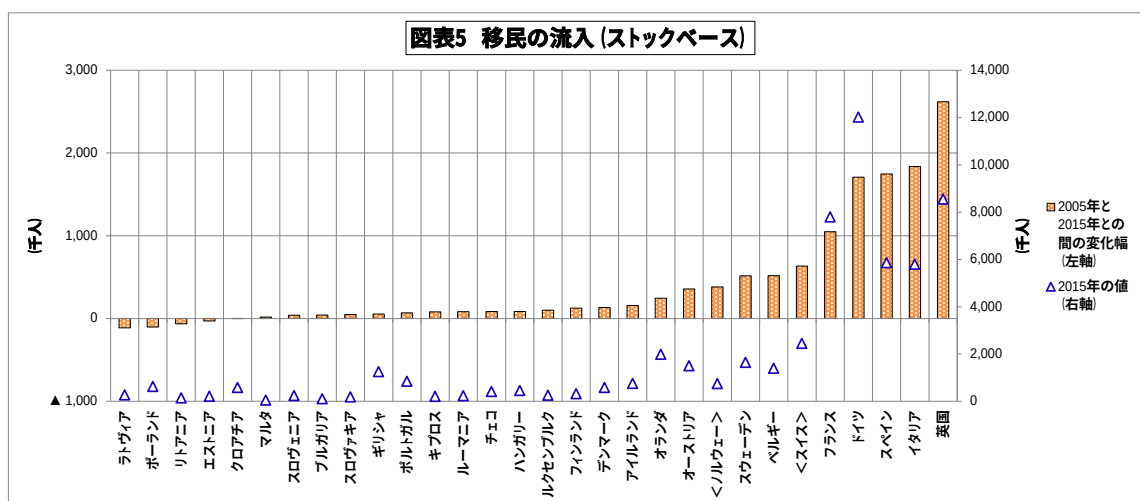
なお、この点については次を参照されたい。

United Nations (2005) “Issue Paper: Definition of Universe for the Framework on the Movement of Natural Persons”

一方、難民については、1951年制定の「難民条約」における定義が一般に使用されている。

^(注4) 2015年における難民申請者数は、対ドイツが477千人でEU最多となっている。次を参照されたい。

・山口勝義「英国の国民投票後の欧州経済を巡る注意点」(『金融市場』2016年9月号)図表10



(資料) 国際連合のデータから農中総研作成

(注) 本図表には、EU加盟28ヶ国のほかに、スイス、ノルウェーを含めて掲示している。

地方創生の拠点として期待される「道の駅」③

～千葉県「^{きらり}季楽里あさひ」の取り組み～

木村 俊文

要旨

千葉県旭市にある道の駅「季楽里あさひ」は、地域医療の核となる基幹病院「旭中央病院」へのアクセス道沿線に立地し、24 時間利用できる駐車場・トイレのほか、休憩・情報発信コーナーに加え、直売施設、レストラン、多目的利用の芝生広場などで構成される。

「季楽里あさひ」の実践事例からは、6 次産業化に向けた地元農水産物の直売・加工・レストラン運営をはじめ、基幹病院や農業高校との連携、各種イベント開催、ふるさと納税の活用などに意欲的に取り組むことにより、当地の知名度を高めながら、地域全体で産業の底上げを図ろうとする意識が醸成されつつあることが示唆された。

はじめに

地方創生の観点から「道の駅」に対する期待が高まっている。国土交通省では、地域活性化の拠点となる先駆的な取り組みを重点「道の駅」として選定し、総合的に支援している。

本稿では、2015 年度の重点「道の駅」38 ヶ所の 1 つに選定された、千葉県旭市にある「季楽里あさひ」を紹介する。

地域の概要

旭市は、東京都心から 80 km 圏の千葉県北東部に位置し、九十九里浜の最北端に面する。直近の人口は 6.7 万人と 1995 年の 7.1 万人をピークに減少傾向が続いている。2005 年 7 月に旭市と香取郡干潟町、海上郡海上町・飯岡町の 1 市 3 町が合併して新しい旭市となった。年間の平均気温は 15 度と温暖な地域である。

旭市は、全国有数の農業地帯であり、とくに野菜（キュウリ・トマトなど）および畜産（豚を中心）の産出額は県内 1 位、米は県内 2 位となっている。ちなみに、

旭市飯岡地区は 1990 年に発表された貴味（たかみ）メロンを日本で最初に産地化した地区である。

市内の飯岡漁港は、銚子漁港に次いで県内 2 位の漁獲量となっており、江戸時代から引き継がれる伝統加工品の「丸干しイワシ」は旭市が国内最大の生産量を誇る。

こうした首都圏における「食料供給基地」として重要な役割を担っているにもかかわらず、隣接する銚子市に比べ「旭市」は知名度が低い、というのが地元では長年の課題となっている。

写真 1 「季楽里あさひ」外観



事業化の経緯と管理運営体制

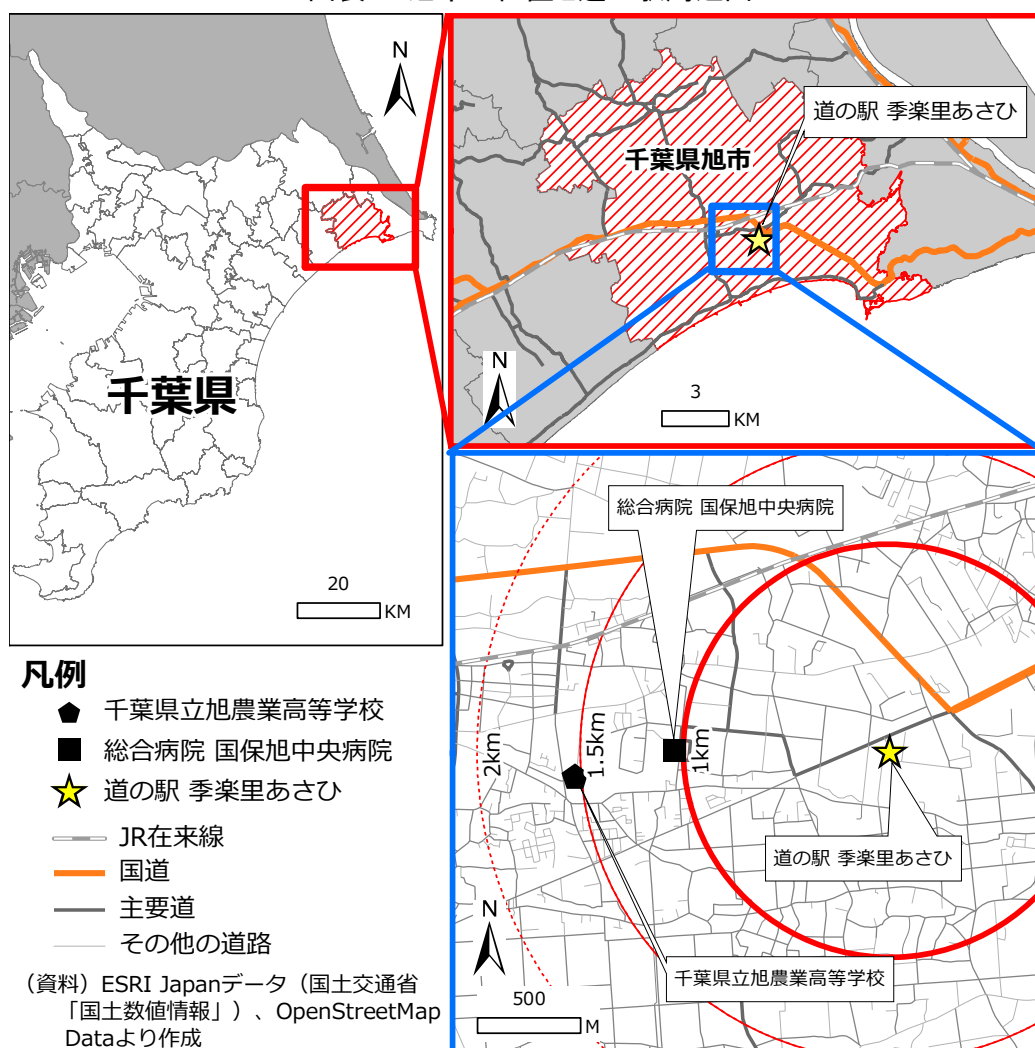
旭市では、合併後の基本計画において、地場野菜等の地産地消に向けて「直売所」を推進する動きがあった。しかし、農水産物だけに限らず地域全体の産業振興のためには、直売所よりも「道の駅」の方が良いとの意見から、2010年度に「道の駅」の設置に向けた推進委員会を発足させて整備を進めることとなった。

ところが、2011年度は、東日本大震災の発生に伴い旭市の一部が液状化や津波により被災したことを受け、「道の駅」の計画を一時中断せざるを得なくなり、震災復興の観点も加味する形で本格的な検討

が始まったのは2012年度からとなった。その後は、運営方法や施設規模等の計画を進め、用地取得・着工、開業準備などを経て、2015年10月にオープンした。

「季楽里あさひ」の管理運営は、旭市の指定管理者として、道の駅と同じ名称の（株）季楽里あさひが行っている。同社は、旭市（70%出資）のほか、ちばみどり農業協同組合、旭市商工会、海匝漁業協同組合、千葉銀行、京葉銀行、千葉興業銀行、筑波銀行、銚子信用金庫、銚子商工信用組合が出資して、開業半年前の2015年4月に設立された。

図表1 旭市の位置と道の駅周辺図



こうした第3セクターによる管理運営となった理由は、コストを抑えながら効率的かつ柔軟に運営できる可能性が高いと判断されたためである。とくに、農水産物の販売では農協・漁協との連携が欠かせず、一方では地域振興を目的としたイベント開催など公益性の高い業務を担うことも期待され、さらに地域雇用促進の上からも有効に機能すると結論づけられた。

実際に「季楽里あさひ」の開業は地域の雇用創出につながっており、同社のほか、テナント3店舗を含め、総勢49名（うちパート37名）が勤務している。駅長として全体を取り仕切る堀江隆夫氏は、旭市の前商工観光課長であり、農水産関係の仕事に長く関わってきた経験を生かして、道の駅の運営を通じた地域振興に取り組んでいる。

写真2 直売施設・土産品コーナー



基本コンセプト

道の駅を計画するにあたり、旭市では候補地が全部で5ヶ所あった。比較検討した結果、商圏人口等の市場性評価が最も高く、かつ地域の基幹病院である地方独立行政法人「総合病院国保旭中央病院」（以下「旭中央病院」）が約1.2kmと近くにあることから、通院者等の利用が期待されることに加え、防災拠点として機能

する可能性が高いと判断され、同病院へのアクセス道沿線となる現在の場所に決定された。ちなみに同病院は、千葉県東部および茨城県鹿島地区の13市7町（病院を中心に半径30km以内）の約100万人を診療エリアとしている。ベッド数989床と巨大な同病院には、職員約2,000人が勤務し、1日平均2,500～3,000人の外来患者（70%が旭市外）がある。

こうした病院関係者の交通量が多く、道の駅への潜在的な需要が期待される一方、海のレジャーで賑わう夏季のみならず一年

図表2 道の駅「季楽里あさひ」の概要

所在地	千葉県旭市イの5238番地
開設	2015年10月17日
交通	銚子連絡道路「横芝光IC」より国道126号経由で約19km。旭中央病院アクセス道沿い。JR旭駅からは市コミュニティバス利用、「旭中央病院」下車、徒歩15分。
総事業費	1,259百万円
敷地面積	15,452㎡
駐車場	普通車148台、大型車10台、身障者用3台
情報提供施設	大型情報モニターや掲示板などを通じて、観光・道路・災害・医療・地域情報（イベント等）を提供
地域振興施設	直売施設（農畜水産物、加工品、手工芸品等）、加工室、パン工房、レストラン、テナント（3店舗）等
その他の施設	イベント広場、芝生広場、EV充電器（3台）、授乳室、公衆電話、無線LAN
管理・運営	株式会社季楽里あさひ（旭市ほか、農協、商工会、漁協、6つの地域金融機関が出資して2015年4月に設立した第3セクター）が市の指定管理者として管理運営。
雇用者数	道の駅・テナント計49名（うちパート37名）
周辺の名所	九十九里浜、屏風ヶ浦、飯岡刑部岬、大原幽学遺跡
名産	「貴味（たかみ）メロン」「丸干しイワシ」。農業産出額は県内1位。丸干しイワシ生産量は全国1位。

（資料）パンフレットやウェブサイト等から作成

を通じて市外から多くの客を呼ぶためには、地域をあげて観光資源を磨き上げるとともに、道の駅に来てもらうための「何か」を独自に作る必要があった。

そこで、①産業振興、②地域振興、③観光振興、④防災機能の導入といった事業目的の達成に向けて活動するため、道の駅には「野菜・肉・花・魚介など全国トップクラスの逸品を揃え、『旭』ブランドを確立・発信する」との基本的な考え方が掲げられた。

なお、名称の「季楽里あさひ」は、市民を対象とした公募により 636 点の応募の中から、「訪れる人が『季』節を問わず『楽』しむことができる『里』（拠り所）になること」を願って命名された。

施設のおもな特徴

「季楽里あさひ」は、24 時間利用できる駐車場・トイレのほか、休憩・情報発信（観光・道路・災害・医療など）コーナーに加え、直売施設、レストラン、多目的利用の芝生広場などで構成される。

直売施設には、季節ごとの新鮮な地場野菜のほか、手作りの惣菜、豚肉等畜産物、地元漁港直送の水産物、特産品であるイワシや貴味メロンなどを使った各種加工品、手工芸品、土産品などが並んでいる。

写真 4 直売施設・水産物



写真 3 直売施設・農産物



農産物は、地場野菜を購入したいという地元住民の要望に応えるため、野菜・米・果樹の生産者およそ 120 人が 60 品目ほどを出荷している。「全国トップクラスの逸品」に見合う良質な新鮮野菜を取り揃え、しかも安心して購入できるよう生産者の個人名を明示して店頭に並べることから、これを目当てにした来客で開店直後の時間帯には賑わいを見せている。

出荷者数は、農産物のほか、加工品、畜産物、水産物、花き、手工芸品と 6 つの部会から成る延べ 312 人が登録している。出荷者に対しては、種苗会社の社員を講師に招くなどして、3 ヶ月に 1 回のペースで部会ごとに研修会を開催している。

なお、直売施設の運営には、当地の JA ちばみどりがイオンモール銚子内で 2010 年から先行実施している直売所「みどりの大地」の経験（手数料率や運営ノウハウなど）が多岐にわたって活かされている。

また、直売施設内のバックヤードには保健所の衛生基準を満たした加工室が設けられており、人気商品となっている米粉シフォンケーキや定番の惣菜「肉じゃが」、夏季限定の「手作りメロン大福」などは加工部会の人たちがここで作ったものである。

一方、36 人が出荷する花き直売部門は、

売場面積を広めに確保し、用途に応じてフラワーアレンジメントやラッピングに対応できる専属パート 3 名を配置するなど、重点が置かれている。前述のとおり、旭市は東日本大震災で大きな被害を受けた地域であるが、「花は人を呼び、励ましたり、元気づけたりする効果がある」との考えから、花の力を活用して震災復興を進めたいという花き栽培農家の強い思いが込められ、この一環で道の駅の直売施設にも積極的に取り組むこととなった。

また、直営のレストランでは、地元の野菜や肉、水産物を豊富に使った料理のほか、テナント店舗による焼きたてパンなどをバイキング方式で提供している。

道の駅での新たな展開

「季楽里あさひ」では、新規就農者支援や農業後継者育成のため、利用が増える土日に施設の玄関前にテントを設置し、手数料を通常よりも引き下げて、農産物販売の機会を提供している。最近では隣の市の若手生産者も参加しており、担い手の確保・育成の観点からも期待が高まっている。

また、県立旭農業高校の販売実習にも協力している。農業分野における将来のスペシャリストを目指す高校生が生産した鶏卵や野菜などを月 2 回（第 2、第 4 土曜日）、生徒自らが販売員となって玄関前で販売するが、毎回人気があり、売り切れとなることが多い。同校からはアルバイトの生徒数名も受け入れている。

一方、旭中央病院との間では、東洋医学の医食同源の思想に食材を育てる「農」を取り込んだ「医食農同源」という考え方で、健康食メニューの開発を進めている。病院の管理栄養士が栄養バランス、

写真 5 売場裏側にある加工所



カロリー、塩分などに配慮したメニューを考案し、「季楽里あさひ」のレストランで提供できるよう試作を繰り返している。

このほか、「季楽里あさひ」ではイベントを数多く開催している。たとえば、親子で参加できる「イワシの丸干し」加工体験や「メロンのカッティング」教室、地元産の卵を使った「プリン」教室などが好評だった。これら体験教室は、日常生活の中で子供たちに地元の特産物に関心を持ってもらおうと同時に、需要が落ち込んでいるメロンの消費拡大に向けて開催されたものである。

また、芝生広場・ステージでは、地元客だけでなく遠方からの来店促進を図り、よさこい祭りやフラフェスティバル、歌謡ショーなどを開催した。

さらに、15 年末には地域を越えた助け合いとして、台風 23 号の影響を受け、少し傷がついた青森県産のりんごを「応援りんご」として店内で 1 ヶ月近く販売するとともに、生産農家を招いて直接販売も 4 日間実施した。

最近では、毎月 29 日に開催している「ミート&ビア」（地元産の肉をはじめとした料理とともにビールを提供）が女性客の人気を集めている。トイレや駐車場が充実していることに加え、道の駅が運転代行車の待機場所になっていることもあり、

女性でも安心して利用できると予想外の利用が増えている。

当面の課題と方向性

「季楽里あさひ」では、開業初年度（6ヶ月）の目標来場者数を30万人、直売施設やレストランなど全体の売上高を2億4,200万円と設定したが、実際には来場者数や客単価が想定を上回ったことから収益は上振れした。予想以上に順調な滑り出しとなったが、今後は顧客満足と商品・サービスの魅力を維持し、既存客の再来店（リピート利用）をいかに上げるかが課題となる。また、当地の知名度向上と「旭」ブランドの確立も長期的な課題である。

そのためには、すでに手掛けているメロン大福やメロンの箱菓子のように、地元の特産品にこだわったオリジナル商品の企画・開発をさらに進めるほか、時期を見計らって効果的なイベントも開催する予定である。

とりわけ、特産の「貴味メロン」については、大手食品メーカーの協力を得て業務用に冷凍メロンピューレを開発・商品化しており、菓子やジュース等の原料として活用することが可能となった。

一方で、旭市の知名度向上と「季楽里あさひ」の売上拡大を図るため、2016年

写真6 特産の貴味メロンを使った加工品



3月から受付が始まった旭市の「ふるさと納税」を活用し、寄付者に対する返礼として送られる特産品の大半を「季楽里あさひ」が提供している。寄付件数は開始4ヶ月で130件ほどに達し、着実に増えているという。

まとめ

以上のとおり、「季楽里あさひ」では、地元農水産物の直売・加工・レストラン運営をはじめ、基幹病院や農業高校との連携、各種イベント開催、ふるさと納税の活用などに意欲的に取り組むことにより、当地の知名度を高めながら地域全体で産業の底上げを図ろうとする意識が醸成されつつある。

実際に「季楽里あさひ」の開業に合わせた出荷者募集を契機として、直売施設に出荷するだけでなく自らも加工場を兼ねた菓子販売店を市内にオープンさせた例や、同様に一旦は経営承継して引退していた元畜産経営者が新たに食肉・惣菜店を開業して6次産業化に踏み出した例もあり、道の駅が地域振興に少なからず貢献したといえよう。

また、農水産物の一大産地である旭市が道の駅を開設したことは、①直売という市場出荷以外の新たな販路開拓に貢献したこと、②新鮮な地元の食材を入手したいなど多様な消費者ニーズに対応したこと、③地域内連携を強化するとともに生産地（地方）と消費地（都市）との交流促進にも寄与したことなどの点から見て、意義深い実践事例であると考えられる。

立地環境の強みを生かした、「季楽里あさひ」の今後の展開に大いに期待したい。

貸家が牽引する住宅着工と伸び鈍化の住宅ローン残高

～15 年夏から 16 年夏にかけての動向～

多田 忠義

要旨

15 年夏から 16 年夏にかけて住宅着工戸数は底堅く推移した。貸家が 08 年以来の着工水準となり全体を牽引したほか、落ち込んでいた持家も 14 年 4 月の増税前の水準までに回復した。都道府県別にみると、持家は全国的な増加、貸家では東京都や大阪府などを中心に全国で増加、首都圏、中京圏の分譲マンションは一服、分譲一戸建は全国的な増加が特徴的であった。

住宅ローンは、新規貸付額が一時前年割れしたほか、残高の伸びも総じてみれば鈍化している。また、住宅ローン金利は低い状態が続いている。こうした中、地銀・第二地銀の 16 年 3 月期決算説明会では、住宅ローンの利ざや確保が困難になる中、ボリューム増、クロスセルの強化、職域推進、事業性貸出の強化、投信・保険販売などの手数料収入の強化などによる収益確保が主な対応策として挙げられた。

今後を見通すと、相続税対策、贈与税非課税枠の利用などを通じて貸家着工は当面底堅く推移すると予想される。また、住宅ローン減税、消費税増税分を補てんする給付金などの政策効果に加え、住宅ローン金利は低位で推移するなど、持家取得や分譲住宅の購入を取り巻く環境は当面良好といえる。ただし、世帯数が減少する局面に近づいており、住宅着工戸数が現状水準を大きく上回ることは期待できない。

はじめに

本レポートは、多田（2015）に引き続き、定点観測した住宅着工の動向を踏まえつつ、2016 年 5～6 月にかけて地銀・第二地銀の決算説明会で聴取した住宅ローンの動向や決算短信、各種統計等から最近の住宅ローン動向を紹介し、最近の特徴を捉えることを目的とする。その結果を受け、今後の住宅着工や住宅ローン、金融機関を取り巻く環境について考察する。

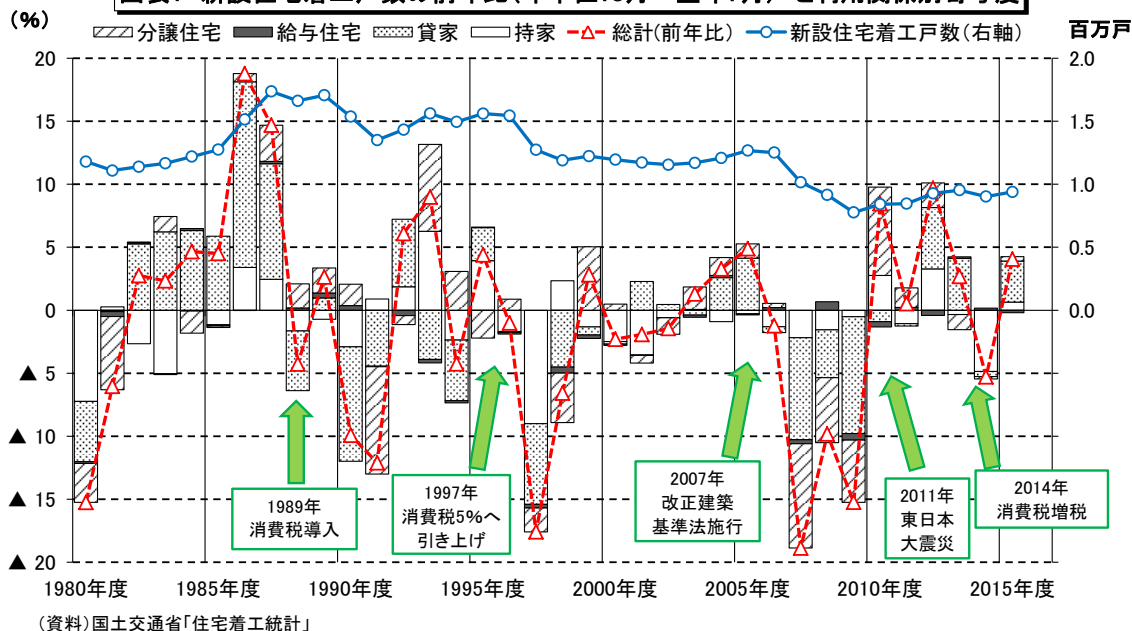
本レポートでは以下の手順で分析を行った。まず、全国の新設住宅着工戸数の動向、着工戸数の水準を、過去のデータと比較する。これを踏まえつつ、都道府

県毎に新設住宅着工戸数の特徴を把握する。次に、住宅ローンの金利水準を時系列で確認したのち、16 年 3 月期の地銀・第二地銀決算説明会で聴取した住宅ローンに関する発言等から焦点を整理する。なお、本レポートにおける年単位は、過去のレポートを踏まえ、現時点で入手可能な最新データを用いたため、8 月から翌 7 月までを 1 年としているので注意されたい（以下、断りのない場合、15 年度は、15 年 8 月から 16 年 7 月まで）。

新設住宅着工戸数の推移

はじめに、全国の新設住宅着工戸数の増減を利用関係別に示した（図表 1）。15

図表1 新設住宅着工戸数の前年比(年単位:8月～翌年7月)と利用関係別寄与度

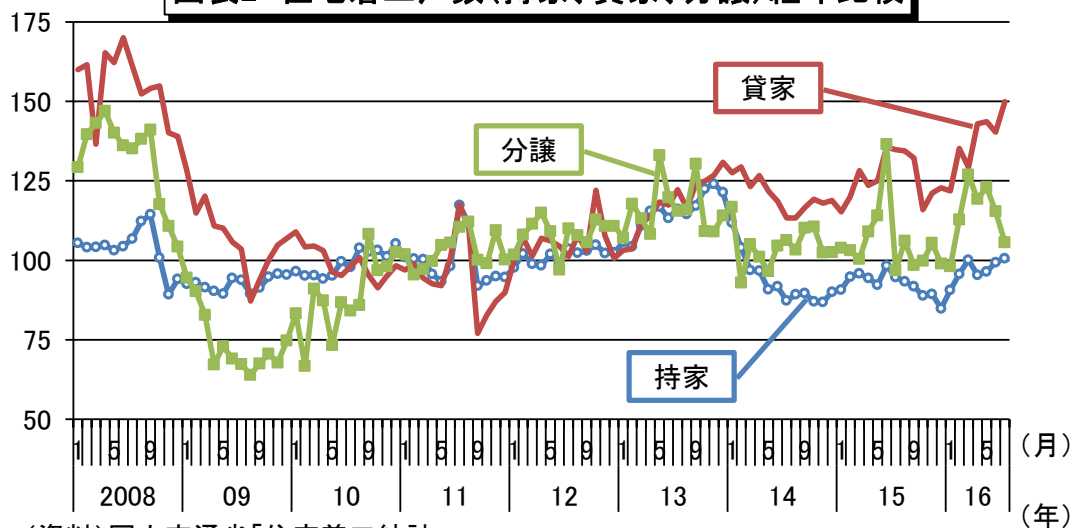


年度の着工戸数は前年度比 4.1%で、前年度の減少から増加に転じた。特に、貸家がプラス 3.3%ポイントとけん引した。この貸家の着工水準は、10～12 年の着工水準を 100 とした図表 2 で確認すると、08 年以来の高水準であることがわかる。一方、持家では、14 年 4 月の消費増税による落ち込みから回復、分譲では、マンション着工に伴う大きな変動がみられるも

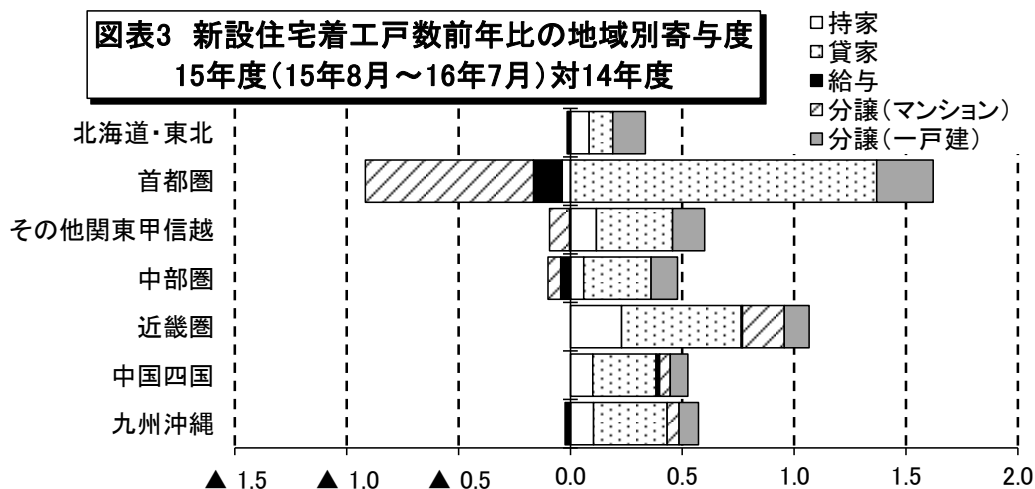
の、総じてみれば、10～12 年の水準と同程度の着工となっている。

続いて、地域別に利用関係別住宅着工戸数の動向をみると(図表 3)、持家、貸家、分譲一戸建では全国各地域で着工戸数が前年から増加している。一方、首都圏、中部圏の分譲マンションがマイナス寄与となっている。

図表2 住宅着工戸数(持家、貸家、分譲)経年比較



**図表3 新設住宅着工戸数前年比の地域別寄与度
15年度(15年8月～16年7月)対14年度**



(資料)国土交通省「住宅着工統計」

(注)北海道・東北:北海道、青森県、岩手県、宮城県、秋田県、山形県、福島県／

その他関東甲信越:茨城県、栃木県、群馬県、新潟県、富山県、石川県、福井県、山梨県、長野県／首都圏:埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県／中部圏:岐阜県、静岡県、愛知県、三重県／近畿圏:滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県／中国四国:鳥取県、島根県、岡山県、広島県、山口県、徳島県、香川県、愛媛県、高知県／九州沖縄:福岡県、佐賀県、長崎県、熊本県、大分県、宮崎県、鹿児島県、沖縄県

都道府県別新設住宅着工戸数の特徴

次に、15年度における新設住宅着工戸数について、都道府県ごとの寄与度を地図化した(図表4～7)。まず、総数をみると(図表4)、大阪府(+1.1%ポイント)、埼玉県(+0.4%ポイント)、北海道、福島県、愛知県、福岡県(ともに+0.3%ポイント)などでプラスの寄与度となった。一方、宮城県(▲0.2%ポイント)、京都府、兵庫県(ともに▲0.1%ポイント)など前年割れとなった都道府県も見られたが、全国的にみれば底堅い動きであった。

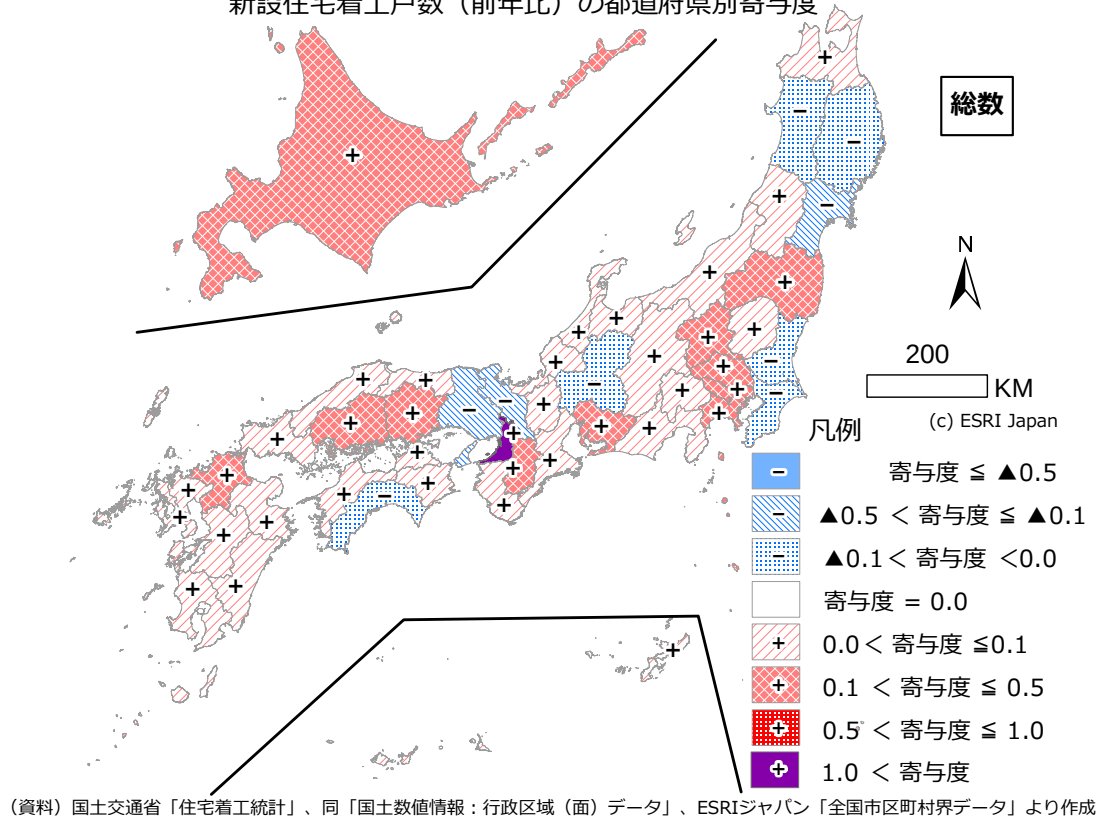
続く図表5は都道府県ごとの持家の前年比増減を、総数に対する寄与度(+0.7%ポイント)で示した。14年度の持家は、47都道府県すべてでマイナスとなったが、15年度は多くの地域でプラス寄与に転換しており、特に大阪府では14年度に減少した反動で高い寄与となった。多くの県では消費税増税に伴う持家着工戸数の減少から脱却しつつあるが、依然として地域差がみられることに留意する必要がある。

る。

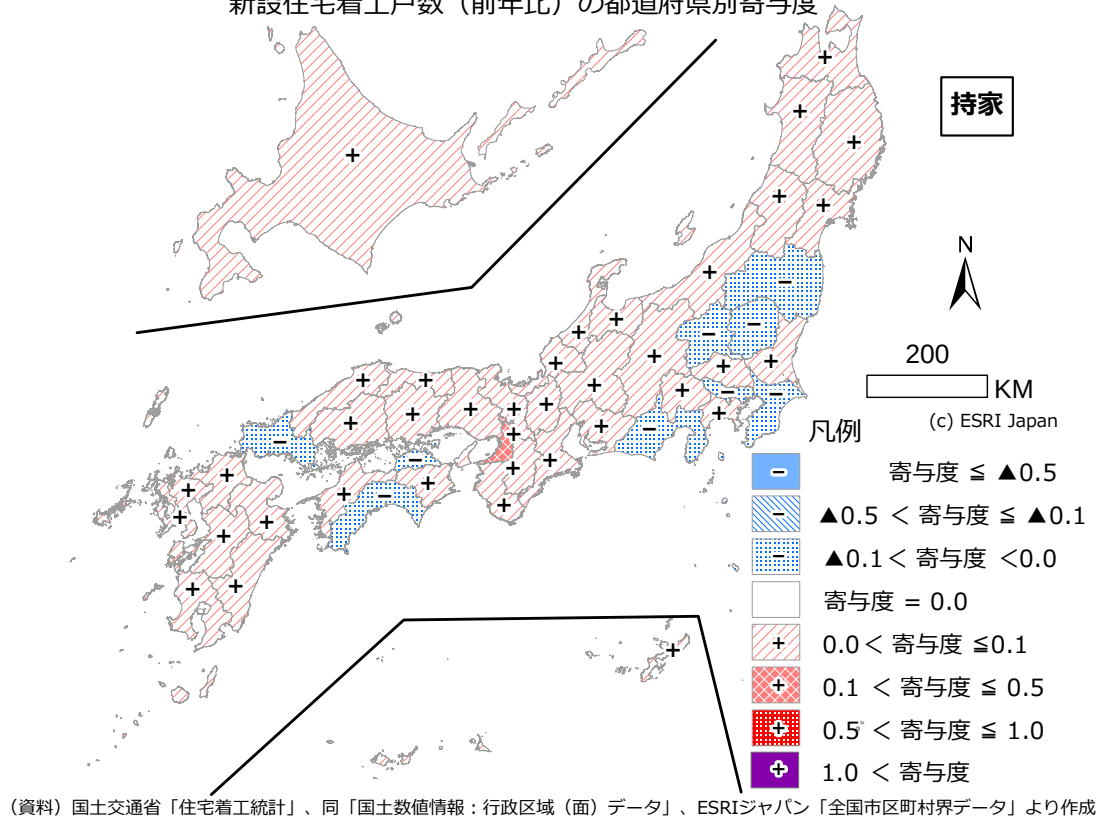
図表6は、都道府県ごとの貸家の前年比増減を、総数に対する寄与度(+3.3%ポイント)で示した。人口の集中する東京都(+1.0%ポイント)、大阪府(+0.6%ポイント)を中心に、寄与度は高かった。一方、宮城県ではマイナス寄与(▲0.3%ポイント)となったが、復興関連の貸家着工が一服した影響とみられる。

図表7-1は、都道府県ごとの分譲マンションの前年比増減を、図表7-2は、分譲一戸建ての前年比増減を、それぞれ総数に対する寄与度(▲0.6%ポイント、+0.9%ポイント)で示した。分譲マンションは、前年の着工増の反動やマンション在庫の過剰感、コスト高等を受け、首都圏、中部圏で着工に一服感がみられる。一方、分譲一戸建ては、一部の県を除いて、前年から増加に転じた県がみられた。特に、14年度にマイナス寄与だった埼玉県、愛知県は、それぞれ+0.2%ポイント、+0.1%ポイントのプラス寄与となった。

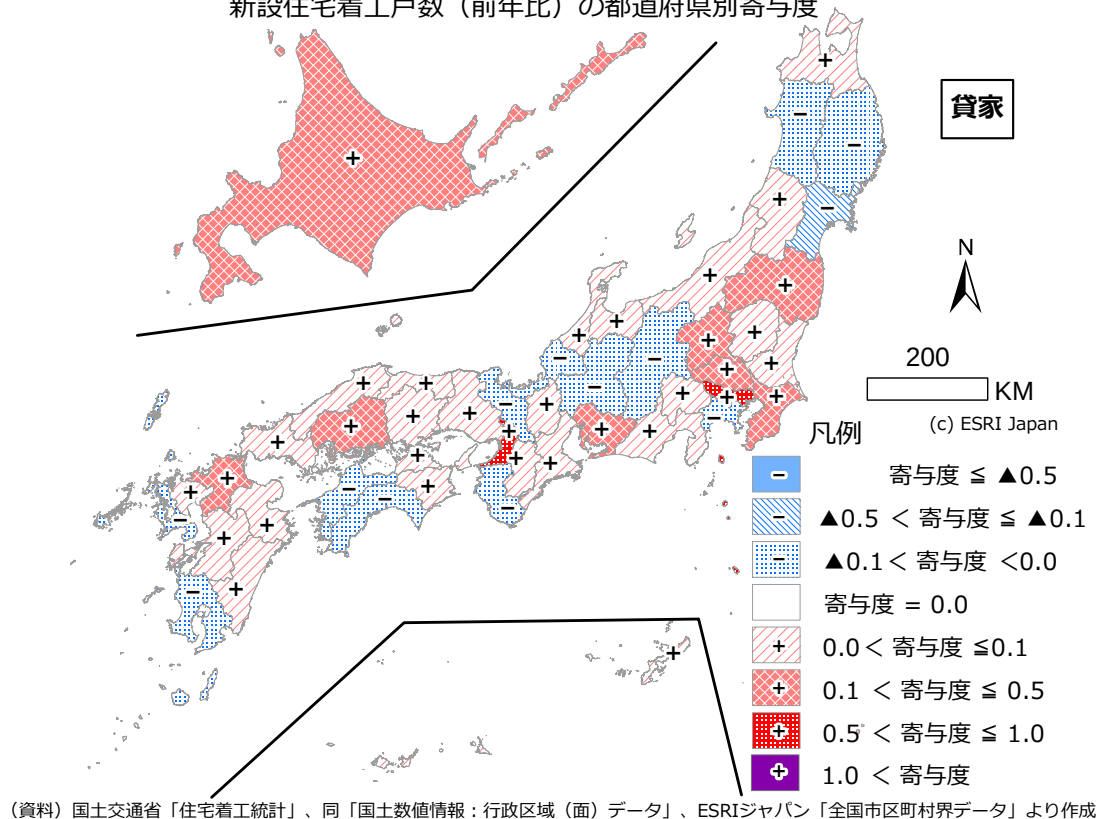
図表 4 15年度（15年8月～16年7月）における
新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度



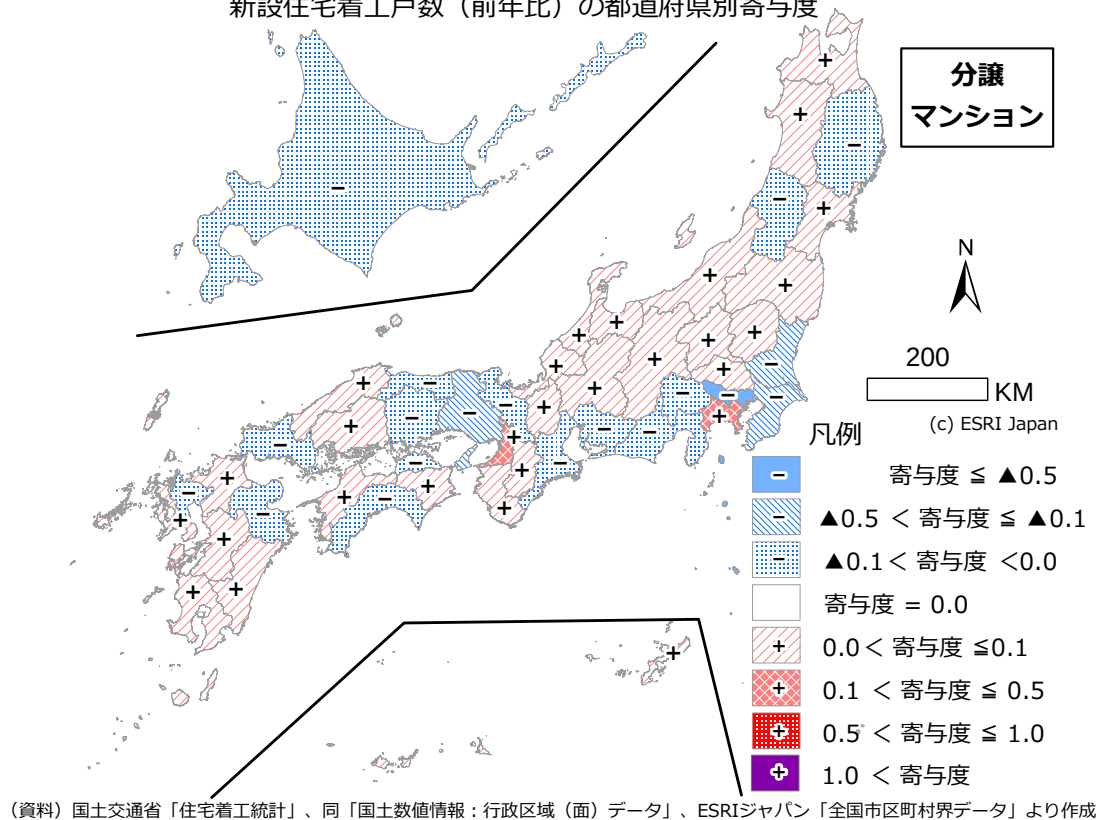
図表 5 15年度（15年8月～16年7月）における
新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度



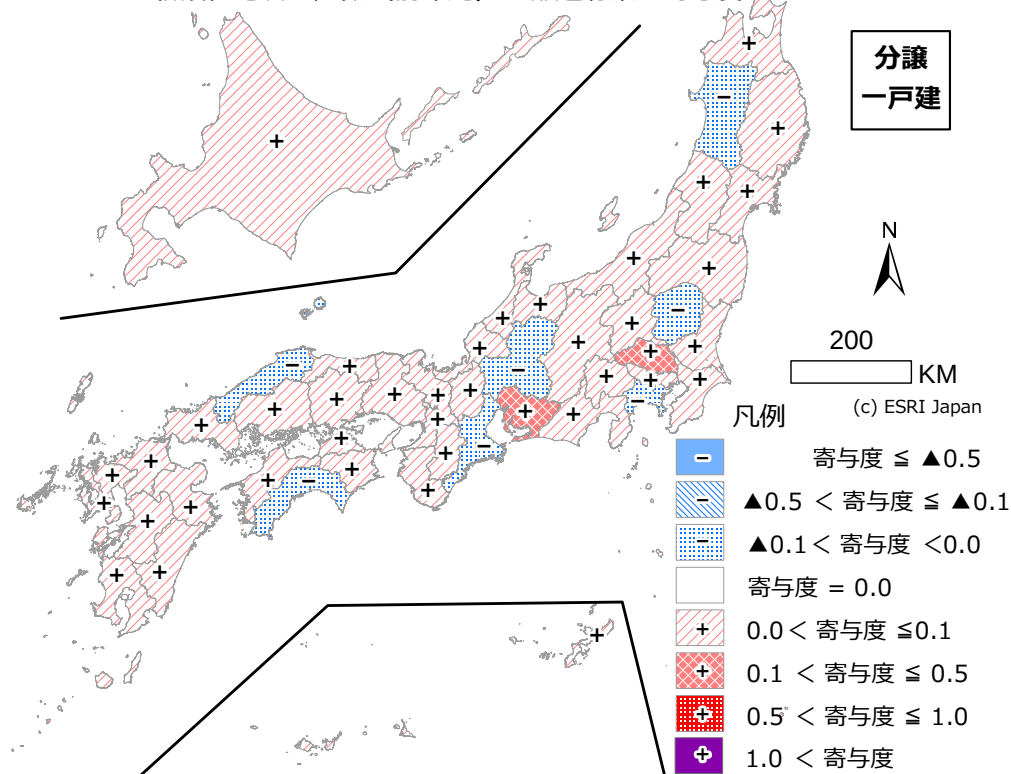
図表 6 15年度（15年8月～16年7月）における
新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度



図表 7-1 15年度（15年8月～16年7月）における
新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度



図表 7-2 15年度（15年8月～16年7月）における
新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度



（資料）国土交通省「住宅着工統計」、同「国土数値情報：行政区域（面）データ」、ESRIジャパン「全国市区町村界データ」より作成

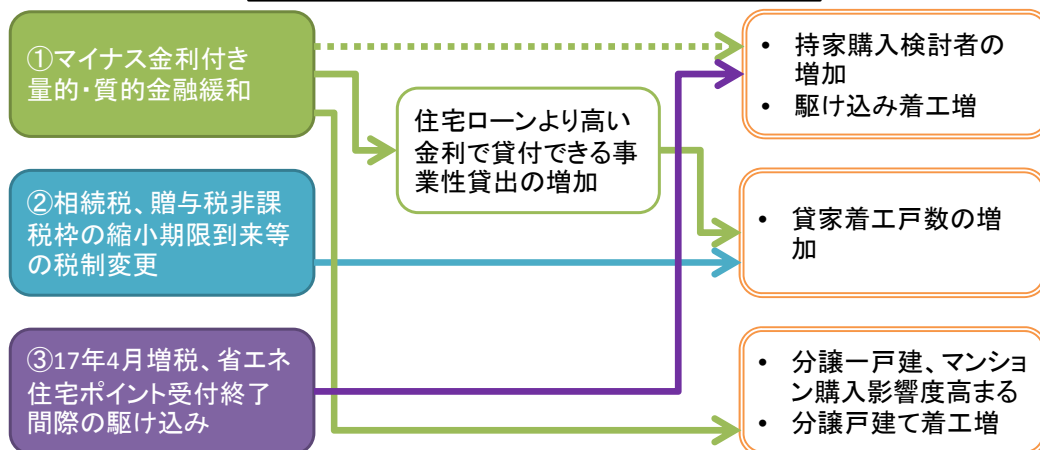
住宅着工戸数の増減要因

15年夏から16年夏にかけての住宅着工戸数の増減要因として、①日本銀行によるマイナス金利付き量的・質的緩和政策、②相続税、贈与税の非課税枠上限引き下げ等の税制変更によるもの、③当初17年4月に予定されていた消費税増税や省エ

ネ住宅ポイント受付終了間際の駆け込み着工、の大きく3つが考えられる（図表8）。

まず、持家についてである。15年12月が着工戸数の底で、16年前半は14年の消費増税前の水準まで回復したが、③が主因であり、住宅ローン金利の低下による着工押上げは5～6月にかけて確認され

図表8 住宅着工戸数の増減要因のイメージ



（資料）筆者作成 （注）実線、破線は因果関係の強弱を表す。

始めたと考えられる。一般に、着工前に建築確認等の諸手続きに1～2ヶ月、購入検討に最低でも1ヶ月は必要（一般に6～12ヶ月はかかる）であるため、住宅ローン金利が低下したことを主因とする持家着工増は、マイナス金利が導入されてから最低でも2～3ヶ月程度遅れて確認されると考えられる。すなわち、16年1～3月にかけての着工増加はマイナス金利政策ではなく、③を主因と考えるのが妥当である。なお、このほかに、贈与税の非課税枠上限が15年12月で引き下げられたことも多少影響したとみられる。

ちなみに、16年5～6月の着工持ち直しは住宅ローン金利の引き下げ効果も一部見られたと考えられるが、大幅な着工押し上げ効果は期待しにくいと考えられる。国土交通省「平成27年度住宅市場動向調査」によれば（図表9）、注文住宅（持家）を購入した人は、近年金利低下が進んだにもかかわらず、影響度はあまり変化していない点が注目される。特にその他の地域では、金利動向の影響度は低下しており、三大都市圏、特に近畿圏で影響度が高い。このため、16年度では一段と金利は低下したが、持家着工が大きく底上げされる可能性は低い。

次に、貸家についてである。多少の変動はあるものの、14年夏を底に着工戸数の増加基調が続いている。この主因は②と考えられるが、①の要因も効いている。すなわち、金融機関において、対個人向けの主な収益源である住宅ローン貸出の収益は、ボリューム増でカバーしつつも、日銀の量的・質的緩和政策による金利低下で悪化している。そのため、より高利で貸付できる事業性貸出を増加させ、収益確保につなげている。この動きは、金融庁が中小企業向け貸出を積極的に推進するよう指針を示したことも後押ししたとみられる。なお、金融機関の中には、賃貸アパート経営向け貸出を増加させたところが散見された。

最後に分譲である。これに該当する住宅は、一戸建とマンションに分けられるが、いずれも需要を見越して着工する傾向にあり、特にマンションは売り出しの1年から1年半前に着工することが一般的である。16年1～3月にかけて着工戸数が急増した要因は、特に駆け込み需要を取り込むための一戸建着工だった可能性が高い（図表8の③）。

なお、分譲住宅の購入者に対しても金利動向が住宅取得に与えた影響について

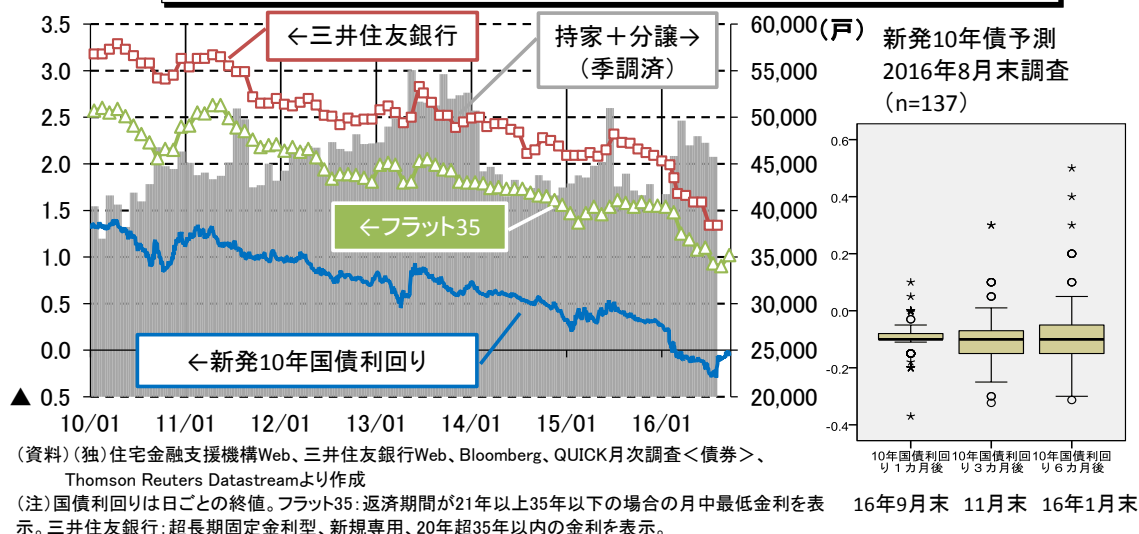
図表9 住宅取得時に経済的要因が与えた影響度（金利動向）

		全国	その他の地域	三大都市圏	首都圏	中京圏	近畿圏	住宅の建て方	
								一戸建て	集合住宅
【注文住宅】 影響度指標	11年度	0.63	0.62	0.66	0.66	0.65	0.70		
	12年度	0.63	0.63	0.66	0.64	0.67	0.71		
	13年度	0.61	0.61	0.63	0.64	0.59	0.67		
	14年度	0.60	0.60	0.63	0.63	0.64	0.63		
	15年度	0.60	0.58	0.63	0.63	0.61	0.70		
【分譲住宅】 影響度指標	11年度			0.60	0.62	0.59	0.57	0.60	0.59
	12年度			0.60	0.64	0.60	0.54	0.60	0.60
	13年度			0.60	0.60	0.61	0.59	0.59	0.60
	14年度			0.58	0.57	0.59	0.59	0.59	0.57
	15年度			0.63	0.65	0.64	0.58	0.62	0.65

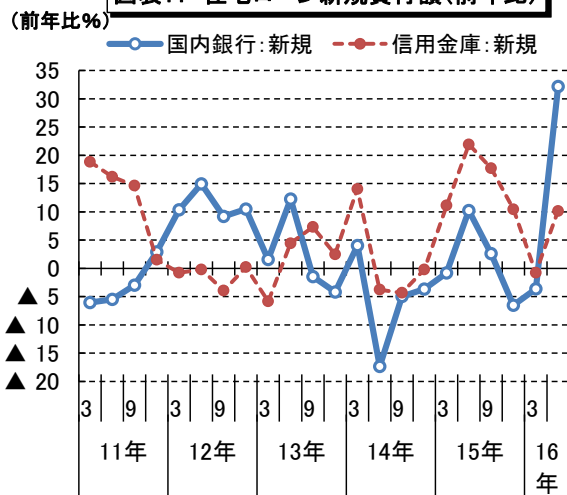
（資料）国土交通省「平成27年度 住宅市場動向調査」

（注）影響度指標：各要因に関する「大きなプラス影響」「多少のプラス影響」「影響なし」「多少のマイナス影響」「大きなマイナス影響」の5段階評価のそれぞれに、1、0.75、0.5、0.25、0の点数を与え、この点数を5段階評価の構成比で加重平均して各要因の影響を指標化したもの。指標値が0.5より大きい場合プラス影響、0.5より小さい場合マイナス影響となる。

図表10 住宅ローン・新発10年国債の金利水準と住宅着工戸数の推移



図表11 住宅ローン新規貸付額(前年比)



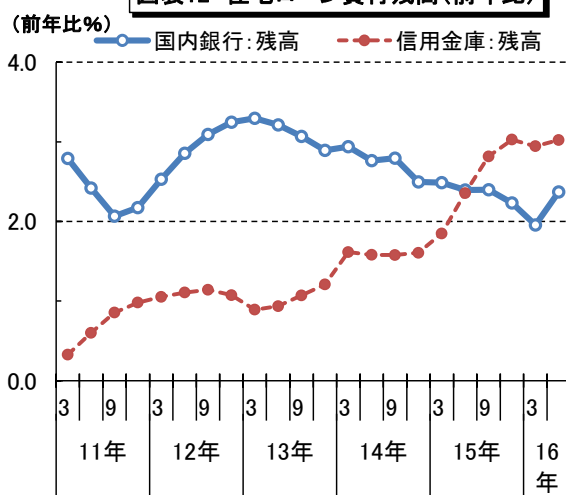
(資料) 日本銀行「預金・貸出関連統計」より作成

調査されている(図表9)。注文住宅とは異なり、15年度に影響度指標が上昇していることから、分譲住宅取得者は金利動向にやや敏感であると考えられ、金利低下が住宅の購入につながる可能性が高い。

住宅ローン金利・実行額の推移

前述の議論を、実際の住宅ローン金利でも確認したい(図表10)。一般に、住宅ローン金利は国債利回りに連動させており、国債利回りの低下基調に合わせて、住宅ローン金利も同様の動きをたどって

図表12 住宅ローン貸付残高(前年比)



(資料) 日本銀行「預金・貸出関連統計」より作成

いる。マイナス金利付き量的・質的金融緩和を受けて、長期金利が一段と低下したことを受け、住宅ローン金利は史上最低水準まで低下した。しかし、住宅ローンの低下が住宅着工(持家、分譲)を下支えしているとは言い難い状況である。

なお、QUICK社が16年8月末に実施した民間エコノミスト調査によれば、新発10年国債の金利水準は当面▲0.1%前後との見方が大勢であった。さらに、9月21日に日銀が発表した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」では、長期金利

(10 年国債) の操作目標をゼロ%程度としており、住宅ローン金利は現状の金利水準から大きく変動しない見通しである。

住宅ローンの新規実行額は、国内銀行、信用金庫共に 15 年 4～6 月期に前年比増(それぞれ 10.2%、21.9%)となったのち、国内銀行では 15 年 10～12 月期、16 年 1～3 月期の 2 期連続、信用金庫では 16 年 1～3 月期に減少した(図表 11)。これは、15 年末にかけて住宅着工が低迷したことによる落ち込みとみられる。一方、16 年 4～6 月期は、16 年入り後の着工持ち直しを受け、大幅増となった(それぞれ前年比 32.2%、同 10.1%)。

住宅ローン残高は増加しており、16 年 6 月末の住宅ローン残高も前年比増(国内銀行：2.4%、信用金庫：3.0%)で(図表 12)、増加ペースの鈍化傾向にいったん

歯止めがかかった。なお、残高は国内銀行で 119.0 兆円、信用金庫で 16.3 兆円に達している(前年同期から、それぞれ+27.5 兆円、+4.8 兆円)。

地銀・第二地銀の動向

最後に、地銀・第二地銀が決算説明会で住宅ローンについてどのような言及があったかを整理した(図表 13)。

歴史的な低金利が進行する中、個人リテール部門の主力である住宅ローンの推進をめぐって、各行から様々な取り組みが聞かれたが、大きく分けると以下の通りとなる。

まず、住宅ローン残高は、多くの地銀で順調に増加し、過去最高となったところも見受けられた。一方、一部からは、過度な低金利融資の抑制方針も聞かれ、

図表13 地銀・第二地銀投資家説明会(16年3月期)における住宅ローン関連情報(一部)

トピック	内容	事例・コメント等
16年3月期の実績	- 金利低下の影響をボリューム増でカバーする傾向 - 一部銀行では、新規実行額や平残・末残を前年から減少 - ボリューム増の地銀では、団信保険料増加が役務収益を圧迫	- 人口増加の地域であり、自然体で増える(A銀行) - 金利低下競争に参加せず平残減少(B銀行) - 新規実行額は微減(C銀行) - 北東北地銀6行で住宅ローン残高1位(D銀行)
住宅ローンの取り組み戦略	- ローンブラザ、アドバイザーの拡充(新設、拡充、土日営業等) - ボリュームカバーの銀行では、金利低下に追従しつつ、クロスセルの強化で消費性ローンや非金利収入強化を標榜 - 一部では、職域推進の声も聞かれた	- クロスセル、職域推進の強化(多くの地銀) - 不動産会社との連携、テコ入れ(A銀行、E銀行、F銀行) - 収益が見込めないため抑制的(G銀行) - ローン担当者のスキルアップ塾開催(D銀行) - 提携保険会社の拡充(Hホールディングス) - 土日営業のローンブラザ活用(I銀行)
金利関係	- 全体としては一段の金利低下 - 大手地銀では利ザヤ確保の方針金利競争には参加しない	- 新規実行レートを一定水準以上で約定するようにしている(C銀行) - 昨年度は団信保険料を徴収する戦略が失敗今年度は金利競争に再参入し実行額回復目指す(J銀行)
アパートローンの動向	- 積極的に取り込む地銀と、土地持ち層、資産家に絞って融資対応する地銀の二極化 - 資産形成層に対する投資型ローンの提供	- 法人営業部の専担チーム担当(I銀行) - 相続に関連するアパートローン増加(K銀行) - 資産形成ローンを追加し、公務員等に対しマンション投資を推進(Lフィナンシャルグループ)
地方創生関係	地方創生の一環で、空き家解体ローン、移住定住ローン等を提供	空き家解体ローン、移住定住応援ローン開始貸出要件(定住・勤続年数等)の要件緩和(M銀行)

(資料) 農中総研出席に基づき著者作成投資家説明会は16年5～6月にかけて東京都内で開催されたもの

図表14 住宅着工の下支え・押し下げ要素

下支え要因	税制	・ 相続税の基礎控除縮小 →二世帯住宅や賃貸併用住宅による課税評価額の低下 ・ 贈与税の非課税枠利用(住宅取得等資金) →15年12月末までの契約が直近で限度額最大 ・ 住宅ローン減税(19年6月末まで) ・ 消費税率10%への引き上げ予定(19年10月) →駆け込み需要発生？
	補助事業	・ すまいの給付金(最大30万円、19年6月末まで)
	金利環境	・ 低金利
押し下げ要因		・ 中古住宅流通市場の整備 ・ 世帯数の減少開始(社人研予測では:18年) ・ 住宅ストックの長寿命化

(資料)国税庁、国土交通省等のWebサイトより筆者作成

住宅ローンの新規実行額や16年3月末の残高、15年度の平残が前年度末から減少した地銀もあった。

また、住宅ローンの利ざや確保が困難になる中、クロスセルの強化、職域推進などのボリューム増加戦略を挙げるところがみられた。また、中小企業向けローン、消費性ローンなど、比較的高めの利ざやが狙える貸出の強化、投信・保険販売などの手数料収入の強化、に注力するところが多かった。

クロスセルの取り組みは、住宅ローンを契約することで、給与振込やカードローンやなどの付帯取引が期待されるために、従来から推進されている。ある第二地銀の説明資料には、住宅ローン契約者は付帯取引を期待できることが実績で示されており、低金利下でも住宅ローンを推進する方針に変わらないことがうかがえる。

なお、アパートローンなどの住宅「系」ローンは、融資に積極的な地銀と融資対象を絞り込む地銀とに二極化した。また、地方創生への取り組みとして、空き家対策ローンや、貸し付け条件を緩和した移住定住ローンの提供開始も確認できた。

おわりに

貸家着工は、相続税増税対策により当面底堅く推移するとみられる。また、贈与税非課税枠の活用、住宅ローン減税、住まいの給付金などの政策効果に加え、住宅ローン金利は低位で推移するなど、持家の取得や分譲住宅を購入する環境は当面良好で、現状程度の着工水準を確保するとみられる。

一方、2020年前後までを見通すと、国内の総世帯数ピークが18年に到来すると予測され、住宅需要の拡大が期待できない中、19年10月に再々延期となった消費税増税が控え、駆け込み着工による住宅着工数の底上げが予想される。ただし、中古住宅の流通増加に向けた取り組みや、駆け込み需要後の反動減などで、現状水準から大きく増加することは期待できず、住宅着工戸数は、20年代前半に向けて、徐々に減少することが予想される。

参考文献

多田忠義(2015)「底堅い住宅着工と新規貸付額が増加に転じた住宅ローン ～14年夏から15年夏にかけての動向～」『金融市場』2015年10月号 p32-39.

海外の話題

中国女子バレーボールの郎平監督

農林中央金庫 北京駐在員事務所所長 森下 純也

先般のリオ・オリンピック終盤、日本のメダル獲得数が史上最多に達したのとちょうど同じ時期、中国で最も話題となったのは女子バレーボールの3大会ぶりの金メダル獲得であった。

中国女子バレーボールチームを率いているのが郎平監督と聞き、自分が中高生の頃を思い出した。1980年代前半、世界最強の中国女子バレーボールを牽引したのが現役時代の郎平氏であり、1981年：ワールドカップ、1982年：世界選手権、1984年：ロサンゼルス・オリンピックの全てで金メダルを獲得し、中国女子バレーボールの黄金期をもたらしたのは、鉄のハンマーと呼ばれた郎平氏の強烈なスパイクであった。バレーボールと言えば体育の授業でしか経験のない私でも知っているくらい、郎平氏は世界最強の中国女子バレーボールの象徴であった。

郎平氏は指導者としての実績も素晴らしい。アメリカ留学を経て1995年に中国女子代表チーム監督に就任すると、当時低迷していたチームを立て直し、同年ワールドカップ：銅メダル、1996年アトランタ・オリンピック：銀メダル、1998年世界選手権：銀メダルに導いた。中国女子代表チームの監督退任後にはイタリアのプロチーム監督を経てアメリカ女子代表チーム監督に就任し、2008年に母国で開催された北京オリンピックにて銀メダルを獲得している。私が知らなかっただけで、郎平氏は世界女子バレーボール界の中心でこれまで常に活躍してきたのだ。

北京オリンピックでの中国女子バレーボールチームは一次リーグでアメリカに敗れ、最終成績もアメリカを下回る銅メダルに留まった事もあり、今でも「北京での郎平氏の裏切りを忘れない」との声もあるようだが、中国国内の大方の意見は、郎平氏自身は純粋にバレーボール道を極めようとし、その過程でアメリカ女子代表チーム監督という選択肢が魅力的であったというもののようなのだ。

指導者としての郎平氏を紹介した記事によると、2013年に中国女子バレーボール代表監督を再び引き受けた後、「代表監督を引き受ける事を選んだ以上、失敗しても後悔しないように」世界チャンピオンになれるチームを作るために選手の入替えを果敢に進める一方、95年以降を含む90年代生まれの選手が大半を占めるチームにおいて、「選手たちは自分の娘のようなものであるから、私には母親としての責任がある」とコート内では腰の持病を抱えながらも自ら手本を示し、コートを一歩出ると若い選手たちを励まし、自腹を切ってお年玉をあげるなどしていたという。また、若いチームにとって一番怖い事はプレッシャーに負ける事だと考え、負けたストレスは全て自分自身が背負い、若い選手たちは気持ちを楽にしてプレー出来るように最大限の配慮をしていたそう。

今のところ郎平氏は今後の去就を明らかにしていない。年間を通じて拘束される代表監督よりも、1年のうち5ヵ月間程度対応すればよいクラブチーム監督となり、家族と過ごす時間を増やす事を望んでいるとの報道もあるが、指導者としての実績を踏まえると、より高い立場から中国ナショナルチーム全体の立て直しを任されるかもしれない。

リオ・オリンピックでの中国のメダル獲得数は世界第三位であり、スポーツ強国である事を十分示したと思えるのだが、前回ロンドン・オリンピックでの獲得メダル数を大幅に下回った事が問題視されている。獲

得メダル数が落ち込んだ要因の一つとしては、オリンピックに初めて出場した若手選手の経験不足も挙げられている。中国全体が豊かになり、オリンピックに参加出来るだけで幸せと感じる選手も現れる中で、ハングリー精神に替わる選手のモチベーションが必要となっているのであろう。

東京オリンピックが開催される2020年は、中国共産党結党100周年にあたるため中国にとって非常に重要な年である。中国スポーツ界が東京オリンピックに向けてどのように巻き返しを図るのか、若手選手を鼓舞激励して金メダルを獲得した手腕が高く評価されている郎平氏の今後と合わせて注目したい。