

潮 流

『世界経済は分断か連携のどちらへ向かうのか』

理事長 皆川 芳嗣

米国トランプ新政権の一挙手一投足に世界が注目している。ドタバタホームコメディを見ている気分になる反面、こんなことで世界はどうなるのかと慨嘆することしきりである。様々な課題はあるとしても現代の国際政治経済のシステムは「暗黒の中世」や「帝国主義・植民地主義の時代」「戦争の世紀」をそれなりに克服しており、ベストではないとしてもまだましな姿なのではないかと思ってきた自らの思考基盤を揺るがされているのである。

トランプ政権のスローガンであるアメリカファーストは、政治面では国際連合の軽視と孤立主義への傾斜を、経済面では多国間経済連携やWTOからの離反を意味している。20世紀の二度の大戦に至った歴史とその後の先人たちの努力から何を学んだのかと思わざるを得ない。

今日の国際貿易システムを支える多国間ルールの源は、皮肉にも大恐慌期のアメリカにある。「国内産業を輸入品から守るため関税を引き上げるべきだ」米議会でスムート、ホーレー両議員は後の世に悪法として名高い法案を起草して成立させた。米国の動きは世界各国に波及し、諸外国では報復措置が広がった。各国が地域ごとに排外的グループを作る「ブロック化」が進み、世界の貿易量は数年で三分の一に激減、新たな市場や資源を軍事力で奪おうとする動きが強まり、世界は第二次世界大戦へと向かっていった。

この反省から戦後の国際社会は米国を主導者として国際連合を立ち上げるとともに、自由貿易の推進に取り組んだ。1947年には今のWTOの基盤となる「関税と貿易に関する一般協定」GATTがスタートした。世界は分断を修復し連携を選択したのである。

日本が敗戦からの復興を遂げ、さらには高度成長を経て世界第二の経済大国へと駆け上がった最大の要因は、世界との貿易を安定的に行うことが出来たことであることに異論を唱える人はいないであろう。また今、アジア諸国が急速に経済を成長させているのも経済連携の進展が大きく寄与していることには間違いがない。世界の貿易額はGATTがスタートした47年から現在までで数百倍になっているのである。これが各国経済の成長を索引してきたのである。世界各国間で貿易を巡る紛争は多くあるが、それがかつてのような武力行使によらずWTOの紛争処理手続きで解決されていることは人類の叡智とも言える画期的なことである。

しかし一方で、現代の国際経済システムが魔法の杖のように様々な社会経済の問題を解いてくれている訳でもない。世界レベルで富のボリュームを大きくしたことは事実であるが、国家間の貧富の格差は縮まっていないし、それが極く限られた人々に集中しているのが現状だ。一説には世界の人口のたった1%が、その他の99%全員分の資産と同じ額を所有しているとのことである。さらに国際経済システムは各国の中においても様々な問題を生じさせている。今回のトランプ政権成立に貢献したと言われるラストベルト（アメリカ中西部の重工業地帯が産業転換に立ち遅れ錆びついていることを指す）のような状況である。ラストベルトのような状況にまで至ってはいなくても、国際経済システムの進展が強いることになる各国内での産業構造調整は伝統的地域社会を維持しようとする人々に強いストレスを与えていることは否定できない。

このような国際経済システムの負の側面をどのようにコントロールしたらよいのだろうか？その答えがトランプ大統領の主張する「分断」だということではあまりにもお粗末な反近代主義である。現在のWTOの持つ国際経済システムの歴史的な役割を認めた上で、言い換えれば「連携」は維持した上で、負の側面をコントロールする新たなルールを国際協調の下で考え出していくことが求められているのではないだろうか。

輸出・設備投資が牽引する国内景気

～金利上昇圧力は高いが、現行金融政策は当面継続～

南 武志

要旨

世界経済は今後明らかになる米国トランプ政権の減税やインフラ投資などの財政政策などに期待を寄せる半面、保護主義色を強める通商政策などに懸念を示すなど、その動向に注目が集まっている。足元の国内景気については、2016年10～12月期は前期比年率で1.0%成長と、民間消費が再び足踏みしたこともあり、減速した。しかし、輸出増が民間設備投資を刺激するなど、明るい材料も見て取れる。17年入り後には大型経済対策の効果も出てくることから、国内景気は回復傾向を強めていくと予想される。

こうしたなか、債券市場では、米国発の金利上昇の波及に加え、トランプ政権から円安誘導的との批判も出ており、日本銀行はこれまでの政策運営を継続することが困難になるとの見方も浮上している。しかし、物価が上昇に転じるなか、日銀は「10年ゼロ%」という長期金利操作目標を据え置くことで、政策効果を高めることが可能になるため、当面は現行政策を継続するものと思われる。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月		2017年				
項 目		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.042	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円 (3M) (%)		0.0560	0.04～0.06	0.04～0.06	0.04～0.06	0.04～0.06
国債利回り	10年債 (%)	0.095	0.00～0.15	-0.10～0.15	-0.10～0.15	-0.10～0.15
	5年債 (%)	-0.100	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	113.5	108～118	108～120	105～125	105～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	120.1	110～130	110～130	110～130	110～130
日経平均株価 (円)		19,381	19,500±1,500	20,000±1,500	20,250±1,500	20,750±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2017年2月21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。

トランプ減税への期待高まる半面、保護主義への懸念も

米国でトランプ政権が発足して1ヶ月が経過した。市場が期待している具体的な経済政策はまだ明らかになっていないが、近く公表すると予告された「驚くべき大減税策」や大規模なインフラ投資策への期待感から米株式市場は史上最高値圏での展開が続いている。一方で、政府高官の人事承認が遅々として進んでいない。また、難民受け入れ停止とイスラム圏7ヶ国からの一時入国制限措置、さらにはドル高牽制発言や対米貿易黒字国への批判などを巡り、国際社会は大きく動揺したことは否めない。

こうした中、安倍首相は10日に訪米、日米首脳会談を行ったが、事前に警戒されていた対日貿易赤字や為替操作問題などに対する

原油価格は 50 ドル /バレル台前半で安 定推移

批判・注文は全く影をひそめ、むしろ両国首脳の親密さが世界中にアピールされる結果となった。なお、首脳会談では経済協力、財政・金融政策、通商問題など幅広く議論する「日米経済対話」が設置されることが決まり、麻生副総理とペンス副大統領がトップを務めることとなっている。日米経済対話では、トランプ大統領が志向する二国間貿易協定の交渉入りが模索される可能性もあるだろう。なお、麻生副総理は 4 月に予定されるペンス副大統領来日に合わせて初回会合を行う可能性があるとしている。

さて、OPEC など主要産油国では、17 年入り後に原油生産量の削減を開始している。国際エネルギー機関（IEA）は 1 月の OPEC での減産順守率は 90%と、過去例を見ないほどの高水準となったと発表しており、そうした努力がいずれ需給均衡状態を生み出すとの期待は根強い。そのため、原油価格は 12 月以降、概ね 50 バレル/ドル台前半で安定的に推移している。

一方で、減産合意に参加しない北米でのシェールオイル生産が再び活発化している可能性もあり、足元では米国内の原油在庫が大きく積み上がるなど、不安材料も多い。減産合意の期限は 6 月までであるが、合意の達成度や期限延長の可能性、さらには他地域での増産動向などが引き続き注目される。

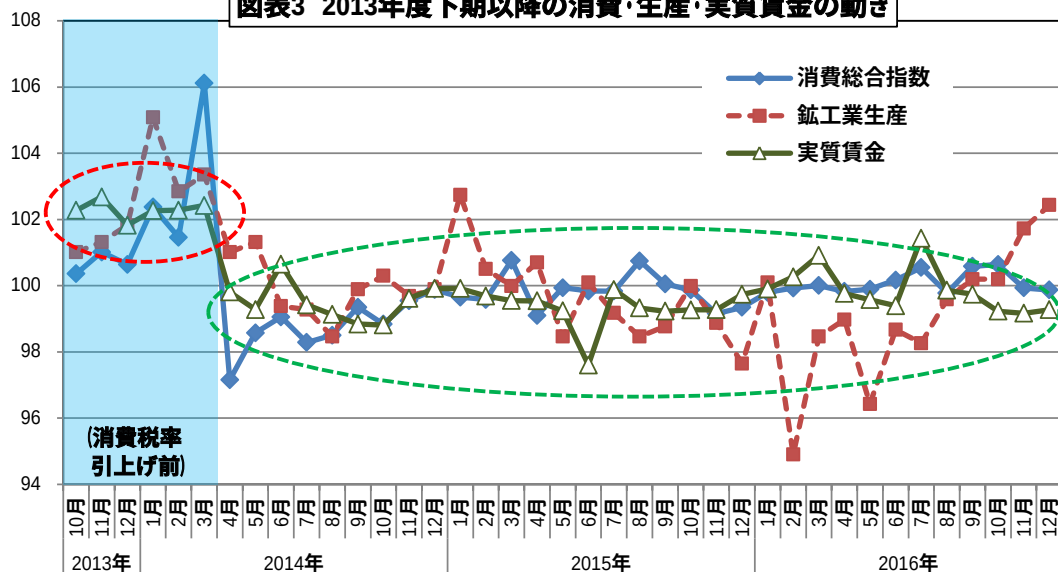


輸出が景気持ち 直しの牽引役

国内経済に目を転じると、天候不順などの影響で生鮮野菜価格が高止まりを続けていることもあり、民間消費の持ち直しが足踏みしている。16 年 10～12 月期の GDP 第 1 次速報によれば、経済

成長率は前期比年率で 1.0%と 4 四半期連続のプラスながらも、民間消費が前期比▲0.01%と 4 四半期ぶりに減少したこともあり、減速した。ただし、輸出増を起点に生産や設備投資など企業活動の改善は着実に進行しつつある。GDP 統計上で、輸出等は同 2.6%と高い伸びを確保し、企業設備投資は同 0.9%と 2 四半期ぶりの増加になるなど、輸出主導の景気回復が進行している様子が見てとれる。なお、民間在庫投資は 2 四半期連続で成長率の押下げ要因となったが、過剰な在庫が一掃されたことを示唆しており、先行きの成長にとっては好材料と捉えるべきであろう。

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。

景気の先行き： 17 年入り後は回復傾向が強まる

先行きについては、16 年中は貸家などが牽引して盛り上がった住宅投資が減少に転じる可能性があるものの、世界経済の回復に伴って輸出は底堅く推移し、それが設備投資に好影響を与えるほか、17 年入り後には第 2 次補正予算に盛り込まれた 4 兆円の経済対策の効果が徐々に出てくることが見込まれるため、国内景気は持ち直しに向けた動きを強めていくと見られる。足元は鈍い民間消費も、家計所得の改善傾向や消費者マインドの改善による消費性向の回復もあり、いずれ回復傾向が強まるだろう。とはいえ、海外経済の動向、特に今後明らかになるトランプ政策の具体的内容やその実現性、また、17 年春闘の妥結内容などには留意する必要があるのは言うまでもない（詳細は後掲レポート『2016～18 年度改訂経済見通し』を参照のこと）。

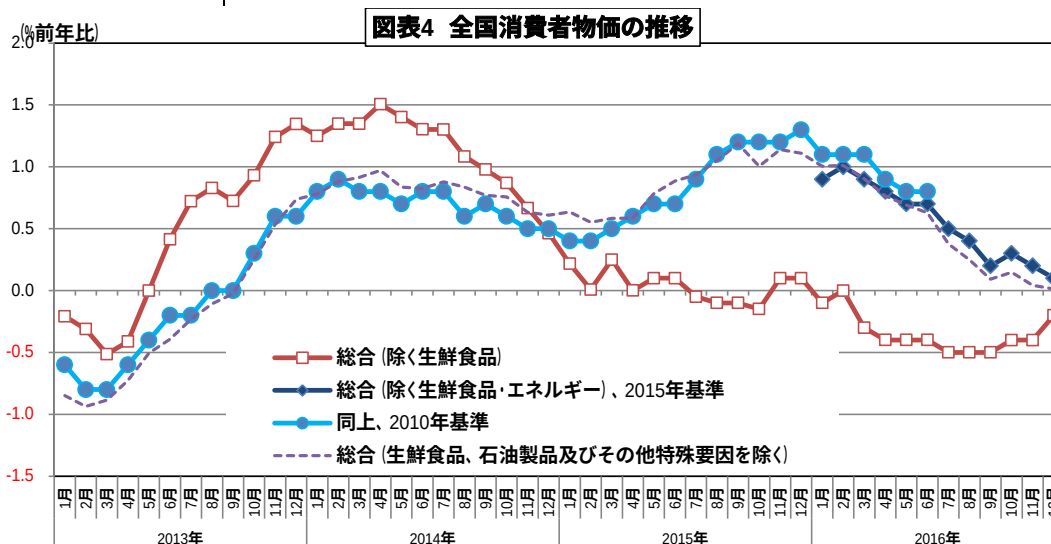
物価動向：よう

一方、長らく下落状態が続いていた物価については、原油減産

やく前年比プラスへ

合意などでエネルギー価格が持ち直していることに加え、トランプ期待で円高圧力が大きく緩和したこと等に伴って、輸入物価が上昇し始めたこともあり、下押し圧力が解消しつつある。しかし、12月の全国消費者物価によれば、石油製品は25ヶ月ぶりに前年比プラスとなったものの、消費足踏みの影響で肝心のベース部分の物価上昇圧力が鈍ってしまい、日本銀行が物価の基調と見なす「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は前年比0.1%まで鈍化してしまった。代表的な「生鮮食品を除く総合」では同▲0.2%と下落幅は縮小したが、依然マイナス状態のままである。

なお、17年に入り、輸入物価が上昇に転じていること、石油製品を含めてエネルギーの上昇圧力が高まってきたこともあり、先行きは前年比上昇に転じ、その後も緩やかにプラス幅を拡大させられると思われる。しかし、企業の人件費抑制姿勢は依然根強く、物価安定目標である前年比2%の上昇率には当面届かないだろう。

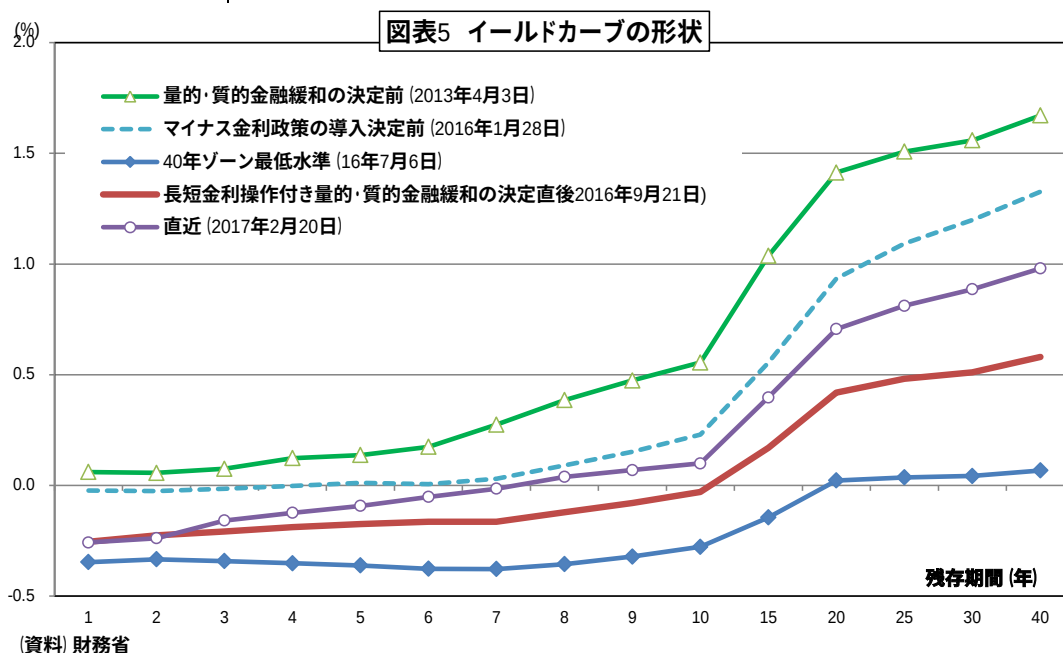


金融政策：しばらくは現状維持

日本銀行の金融政策については、マイナス金利が実際に導入されてから丸1年が経過した。金融政策の効果が出尽くすには2年前後の長い時間が必要とされ、評価するには時期尚早なのかもしれないが、現時点までは思い切った政策を決断した割には、物価は下落状態を続けたほか、企業設備投資も加速が見られないなど、当初期待していたような効果は出なかったと言わざるを得ない。実際、16年9月には「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」は、長期金利の誘導目標を付加されるなど、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和(QQE+YCC)」への衣替えを余儀なくされている。な

お、この枠組みに対する批判も決して少なくないが、その後 3 回開催された金融政策決定会合では現状維持の判断となった。

なお、日銀では当面は保有残高の増加ペースについて年間 80 兆円をめどとして国債買入れを行うとしているが、操作目標を「量」から「金利」に戻したことで、また年間の国債発行額に相当するペースでの買入れを続けてきたことから、近い将来、札割れが頻発し、上掲の「80 兆円」の達成が困難になるとの見方もあり、いずれ減額に迫られるとの見方も強い。また、米国の長期金利が急上昇した余波が日本国内にも及んでいること、17 年入り後には国内物価も再び上昇し始めること、さらにトランプ大統領が国債の大量買入れを続ける日銀に対して円安誘導していると批判したこともあり、今後、「10 年国債利回り：ゼロ%」を誘導する金融政策の運営が困難になるとの見方は根強い。



実質金利を再び マイナスへ

しかし、経済環境は日銀の金融政策にとってむしろ追い風に変わっている。改めて QQE+YCC の経緯を考えると、イールドカーブの過度な低下、フラット化は経済活動に悪影響を及ぼすという副作用の存在を認める一方で、大規模な国債買入れ（量的緩和）とマイナス金利政策の組み合わせによって、実質金利を自然利子率以下まで引き下げることが可能であるとして、QQE+YCC が導入された。しかし、16 年を通じて物価が下落してしまったこともあり、実質金利はプラス圏で推移し、かつ上昇基調をたどった。これが当初期待された効果が発揮されなかった原因とも考えられる。

金融市場：現状・見通し・注目点

国内金利への上昇圧力が継続

長期金利は当面0.1%前後で推移

こうした中、前述の通り、物価上昇率はプラスに転じつつある。これは金融政策の効果を高めることに貢献するはずだ。日銀は名目金利を引き下げなくとも、長期金利をゼロ近辺に誘導するという現行政策を粘り強く継続していけば、再び実質金利を引き下げ、マイナス状態に戻せる可能性があるからである。これにより、民間設備投資などを刺激し始めるなど、実体経済への効果が高まることが期待される。こうした点から、日銀は現行の緩和策を辛抱強く継続すると予想する。

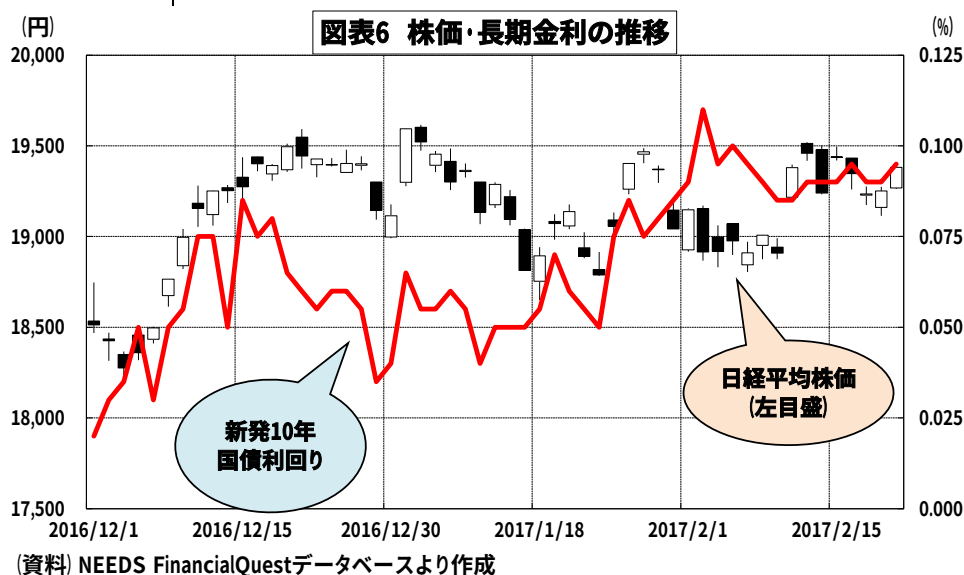
11月中旬から12月中旬にかけて、先進国の金融市場はトランプ政策への期待から「ドル高・株高・金利上昇」の流れとなったが、その後は一服しており、最近の投資家はトランプ政策を見極めようという姿勢を強めている。こうした中、米トランプ大統領による金融規制の見直し指示やドル高牽制発言、早期利上げの可能性を示唆するイエレンFRB議長の議会証言などが材料視されている。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

13年4月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀による大量の国債買入れによって長期金利は徐々に低下傾向をたどってきた。さらに、16年1月にはマイナス金利政策の導入が決定され、金利水準は一段と低下、長期金利の指標である新発10年物国債利回りは2月中旬にはマイナス圏に突入、7月上旬には一時▲0.3%まで低下し、超長期ゾーンの利回りも大幅に低下。しかし、その後「総括的な検証」の内容を巡って、量的緩和策は持続不可能との思惑が浮上、長期金利はマイナス幅を縮小させた。9月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入に際し、10年債利回りはゼロ%前後に誘導されることとなり、当初はマイナス圏で推移したが、11月中旬以上はトランプ旋風による米国長期金利の上昇につられる格好で国内の長期金利もプラス圏に浮上した。2月初旬には一時0.15%まで上昇する場面もあったが、指値オペや買入れオペの頻度を高めたことで、ひとまず金利上昇は抑制された。

先行きについては、トランプ政権が国内雇用のさらなる拡大に向けた積極的な財政運営をする可能性が高いことから、米国長期金利は上昇基調をたどる可能性があるが、「10年ゼロ%」との長期金利の操作目標も設定されていることから、国内金利がそれにつられて上昇する事態は想定しない。金利上昇圧力が高い場面で

は日銀は指値オペ、固定金利オペや買入れ増額などで対応するだろう。引き続き、オペのオファー額や頻度、毎月末に提示される「当面の長期国債等の買入れの運営について」での買入れペースの動向に注目が集まるだろう。



株価はいずれ再上昇へ

② 株式市場

6月下旬の英国民投票の直後に日経平均株価は15,000円を割り込んだが、その後は主要各国の手厚い対応もあり、持ち直しに転じた。しかし、秋口までは世界経済の低成長・低インフレ継続が意識され、かつ円高圧力が高かったため、17,000円前後での上値の重い展開が続いた。10月に入ると、原油価格が減産合意への期待で上昇し、かつ米国で追加利上げが意識されたことから為替レートが円安気味となったことなどが好感され、株価は上昇し始めた。さらに11月上旬の大統領選挙後のトランプ氏の勝利宣言以降はその政策期待から大きく上昇、年末にかけて年初来高値を更新し、19,000円台を回復する勢いとなった。ただし、12月中旬以降はトランプ相場が一服、足元では19,000円前後でもみ合う展開が続いている。

基本的に内外経済は緩やかとはいえ回復基調にあるほか、トランプ政策の全容が見えてくる中で、再び景気や企業業績への期待が強まる可能性があることから、次第にリスクオンの流れが強まっていくと予想する。

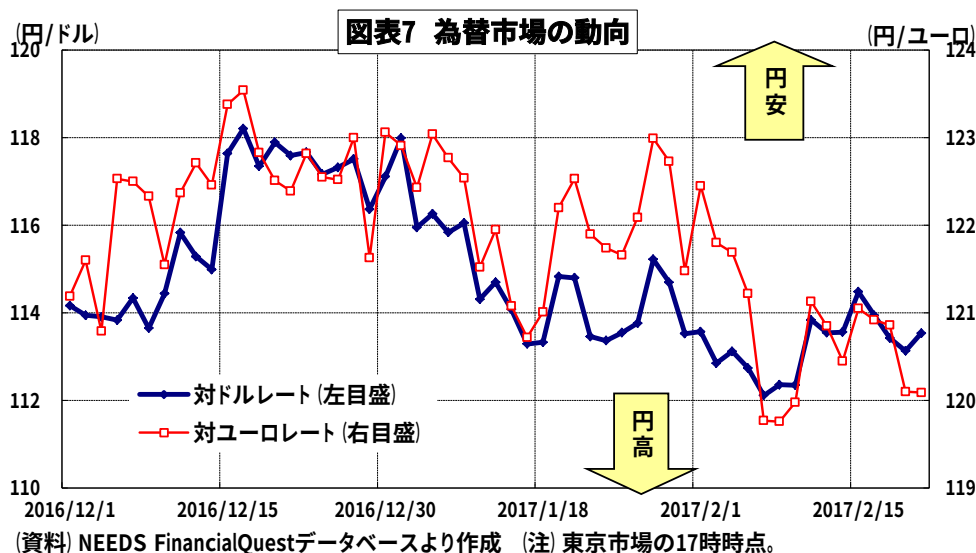
③ 外国為替市場

円安状態は定着へ

16年度に入り、ドル円レートはしばらく1ドル=100円台で推移したが、秋以降は米国経済の底堅さが意識され、利上げの可能

性が徐々に織り込まれるにつれては円安気味に推移し始めた。さらに、トランプ氏の米大統領選勝利後は、米国経済に対する先行き楽観論が高まり、かつ米長期金利が上昇したことを受けて、円安ドル高が一気に進み、一時 120 円を窺う動きも見せた。なお、12 月中旬以降は概ね 110 円台での展開となっているが、トランプ政権からのドル高牽制発言や保護主義色への警戒もあり、2 月上旬には円高方向に振れたが、その後イエレン FRB 議長の早期の利上げを示唆する発言で円安方向に戻す場面もあった。

先行きについては、国内では強力な金融緩和策が継続される半面、米国では金融政策の正常化に向かっており、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である。また、トランプ政策はドル高を連想させる内容のことが多い。それゆえ、基本的には円安は定着していくと予想するが、引き続きトランプ政権からの為替レート水準を巡る発言には注意したい。



対ユーロで円高に振れる場面も

また、対ユーロレートも、トランプ旋風の中で対ドルレートにつられる格好で円安が進んだが、12 月半ば以降は 120 円前半を中心レンジとする動きが続いている。ユーロ圏全体でインフレ率が加速する動きも見られるが、個別に見れば景気動向には濃淡が見られるため、資産買入れ規模は縮小したとしても、金融緩和策そのものは当面継続されるとみられ、一方的な為替変動は想定しない。なお、反移民・反グローバリズムなどのポピュリズムの台頭が目立つユーロ圏では先行きは国政選挙を迎える国も多いことから、政治リスクが意識されて円高に振れる場面もあるだろう。

(17.2.21 現在)

好スタートを切った 17 年の米国経済

～トランプ政策の発表と 3 月 FOMC に注目～

趙 玉亮

要旨

2017 年の米国経済は好スタートを切った。雇用統計はまちまちの内容だったが、小売売上高などの経済指標は市場予想を上回るなど、景気の堅調さを示した。また、消費者と経営者のセンチメントは大統領選後大きく改善し、足元も高い水準を維持している。堅調な経済を背景にイエレン議長が議会証言でタカ派的な発言を行ったことから、今後の利上げペースについては、加速する可能性があると考えられる。

今後は、トランプ大統領の税制改革案など経済刺激策の発表と 3 月の FOMC に注目が集まっている。

持ち直しが示される設備と住宅投資

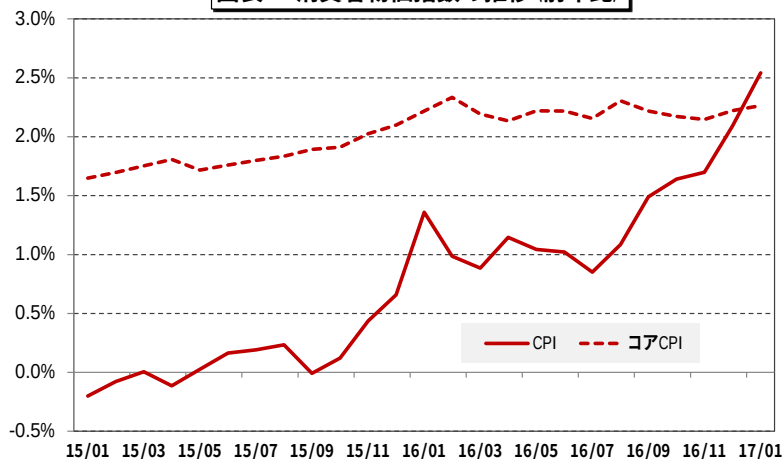
16 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は 1.9%と、7～9 月期（同 3.3%）から減速した。しかし、内訳を見ると、それほど悪い内容ではなかった。純輸出は成長を大きく下押ししたものの、これまで低調だった設備投資、住宅投資は持ち直しが継続している。その背景には、逆風とされた原油安が一服したほか、ドル高のマイナスの影響がそれほど顕在化しなかったことがある。

足元の経済基調は堅調

足元の経済情勢を確認すると、1 月の非農業部門雇用者数は前月比 22.7 万人増と再び 20 万人超の水準になった。ただし、失業率は 4.8%と、前月より 0.1 ポイント上昇したほか、賃金上昇率も 2.5%と、前月（同 2.8%）より伸びが鈍化した。

一方で、物価については、1 月の消費者物価指数は前年比 2.5%

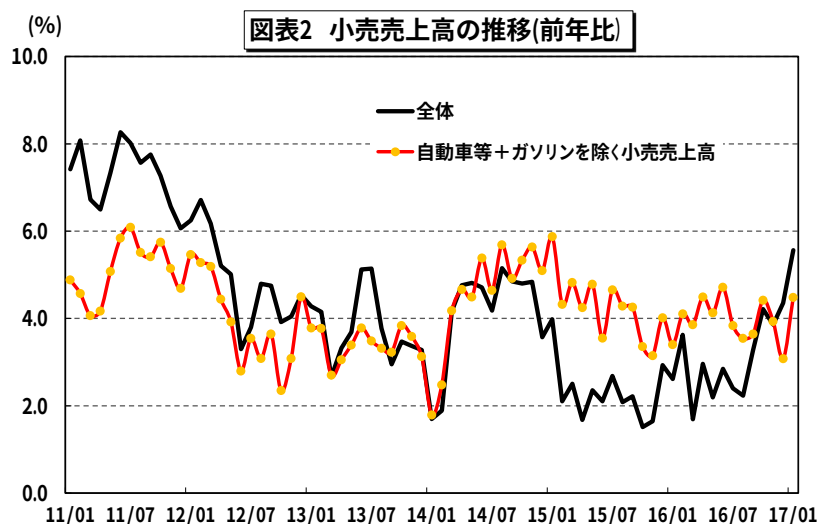
図表1 消費者物価指数の推移 (前年比)



(資料) Datastreamより作成

と12年3月以来の高い伸びとなった。項目別にみると、ガソリン、新車と家賃の押し上げ効果が大きかった。足元の原油価格は50ドル前半/バレルで安定的に推移し、16年1～3月の平均原油価格(33ドル/バレル)と比べて上昇幅が大きく、17年半ばにかけてはガソリンが物価を押し上げる効果が一層強まると見られる。

個人消費については引き続き堅調だった。大統領選後の消費者センチメント(ミシガン大学消費者信頼感指数)は大きく改善した後も、3ヶ月連続で95以上と高水準で推移している。雇用増加と堅調な消費者マインドを背景に、1月の小売売上高は前年比5.6%増だった。電化製品・電子機器、スポーツ・書籍・趣味用品などの貢献が大きかった。



資料:米商務省、Datastreamより作成

鉱業と製造業については、製造業景況感は5ヶ月連続で改善を示し、1月は56.0と判断基準である50を上回った。ただし、鉱工業生産指数によれば、原油価格の持ち直しを背景に鉱業の生産指数はこのところ回復を示している一方、製造業は足踏みの状況が続いている。しかし、堅調な個人消費などを背景に、ISM非製造業景況感が高水準をキープしている。

先行きについては、高水準の消費者と経営者センチメントを背景に、経済の堅調さは引き続き維持できると考えられる。また、トランプ大統領はまもなく、大型減税をはじめとする景気刺激策を打ち出すと見られる。それにより、個人消費と投資(設備、住宅)はさらに加速する可能性がある。景気過熱の兆しが出れば、FRBは利上げのペースを加速する可能性もあるが、景気を冷やすリスクは小さいと見ている。

タカ派的な議会証言：利上げのペースが加速する可能性

金融政策については、15年12月と16年12月の2回の利上げが行われたが、FRBが事前予想したペースよりは緩やかなものとなり、慎重な金融運営が続いた。17年1月のFOMCではFF誘導金利を0.50～0.75%に据え置くことを決定している。

しかし、堅調な経済情勢や、トランプ大統領による財政政策の変動の可能性を踏まえ、2月中旬に行われた議会証言では、イエレン議長にしてはややタカ派的な発言を行った。金融緩和の解除について、議長は「長く待ちすぎることは賢明ではなく、急速な利上げが求められ、結果的に景気後退を招く」というリスクを指摘した。こうした発言から、今後の利上げペースが加速する可能性がある。

このほか、バランスシートの縮小についても、「今後数ヶ月間にバランスシートの戦略について協議する」と言及した。

トランプ大統領の政策を待つ姿勢が強い

今後の注目材料としては、トランプ大統領の政策発表と3月中旬に開催するFOMCである。

トランプ大統領は9日、「驚くべき税制改革案を2～3週間内に出す」と述べた。法人税及び個人所得税の引き下げが柱となると見られているが、マーケットではトランプ大統領の経済政策を待つ姿勢が強い。

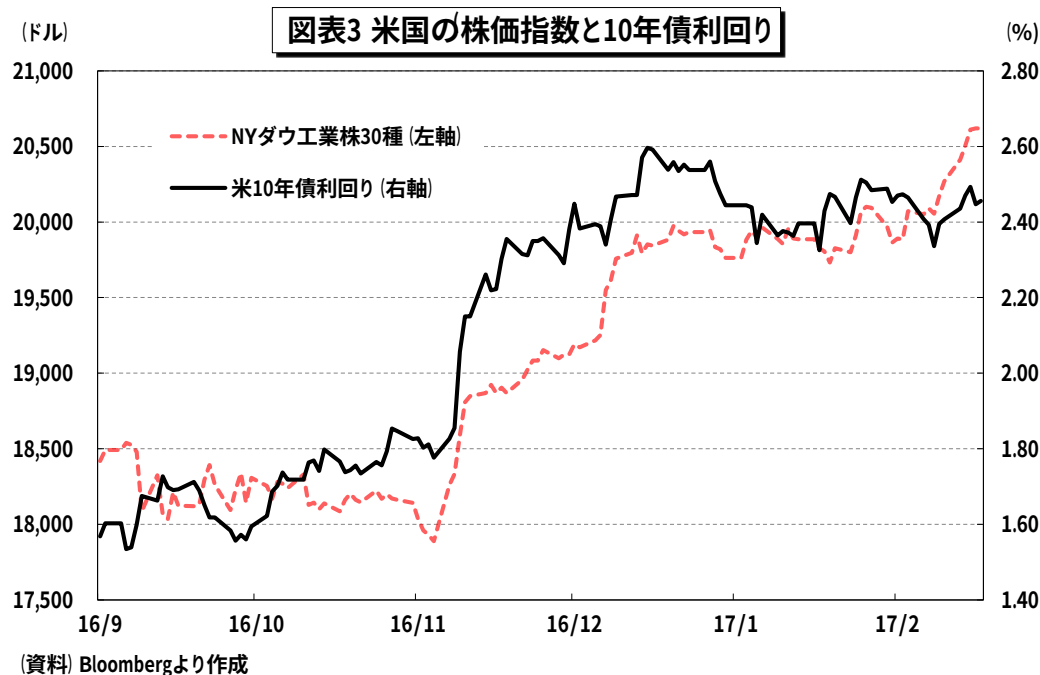
一方、賃金上昇率が鈍化したことを受けて一旦後退した3月FOMCでの利上げ観測は、イエレン議長の議会証言などから再び高まっている。また、トランプ大統領の経済政策の内容やその実現性次第では、3月FOMCで利上げが決定される可能性が残るだろう。

金融市場の動向と見通し

金融市場では、1月末から2月上旬にかけて、トランプ大統領の入国禁止令をめぐって国内外の不安が強まったことや、フランス大統領選を巡る不透明感が高まったことなどから、長期金利（10年債利回り）は低下し、8日に一時2.33%と3週間ぶりの低水準となった（図表3）。その後、トランプ大統領の大型減税を示唆する発言に加え、イエレン議長のタカ派的な議会証言や小売売上高、消費者物価指数など堅調な経済指標が発表されたことなどから、利回りは上昇に転じ、結局20日は2.42%と1月末より約9bpの低下となった。

先行きの長期金利については、トランプ大統領の主要経済政策の発表に左右されるだろう。法人税と個人所得税の減税、国境税

の導入など税制改革案の内容と規模次第では金利が大きく上昇する可能性がある。加えて、物価動向などから FRB が利上げのペースを加速するという観測が強まる場合、金利上昇につながる可能性もある。一方、トランプ大統領の移民・通商政策への懸念や欧州の政治不安などに対する懸念が高まった場合、リスク回避から長期金利の下押し圧力となろう。



株式市場については、1月末から2月初めにかけては、入国禁止令を巡る混乱が嫌気されたことから、上値は重かった。その後、総じて堅調な企業業績が発表されたほか、金融規制の見直し検討や大型減税などトランプ政策への期待が強まったこともあり、主要株価指数は連日最高値を更新。17日のダウ工業株30種平均は20,624ドルと1月末より約2.5%の上昇となった。

先行きについては、トランプ政策への期待が依然継続しているものの、入国制限を巡って新たな大統領令を発するとの報道もあり、期待と不安が交錯している。このところの高値更新で割高感が出ており、高値圏での推移ながらも一本調子で上昇することは見込みづらい。

(17.2.20 現在)

春節前後の高め誘導の金融調節の背景

～利上げに踏み切る可能性は低い～

王 雷軒

要旨

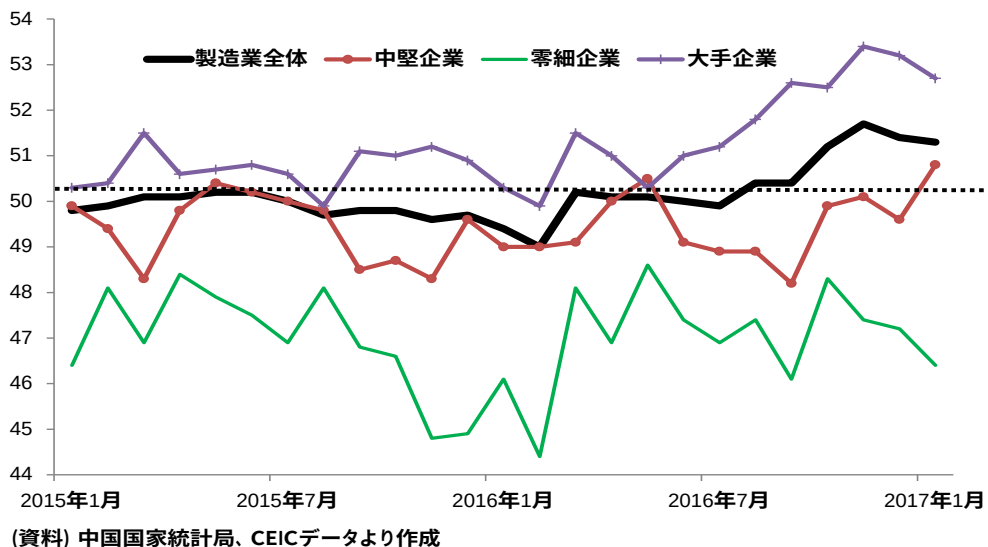
中国人民銀行 (PBOC) はオペ金利のみならず、市中銀行に供給する短・中期資金の金利も引き上げた。市場はこれを政策金利の引き上げの前兆と受け止め警戒感が高まったが、PBOC の狙いは銀行の融資急増を抑制するほか、資金流出圧力を緩和することにあると推測される。今後は政府が相応の景気刺激策を打ち出さなければ、年半ば頃には景気が一時的に足踏みする可能性もあるなか、本格的な金融引き締めの可能性は低いとみられる。

旧正月である春節（1月27日～2月2日）の前後に、中央銀行に当たる中国人民銀行（PBOC）はオペ金利のみならず、市中銀行への短中期資金の貸出金利も引き上げるなどの金融調節を実施した。これらを受けて、市場関係者の間に今後は政策金利が引き上げられるのではないかという懸念が一時的に強まった。以下では、足元の景気動向を簡単に確認したうえで、春節前後の金融調節の背景や金融政策を考えてみたい。

製造業の景況感がやや改善

国家統計局等が発表した1月の製造業PMIは51.3と景気判断の分岐点である50を上回ったことから、製造業の景況感が弱含みながらも改善していると見られる（図表1）。ただし、中小企業を取り巻く環境は依然として厳しいものである。

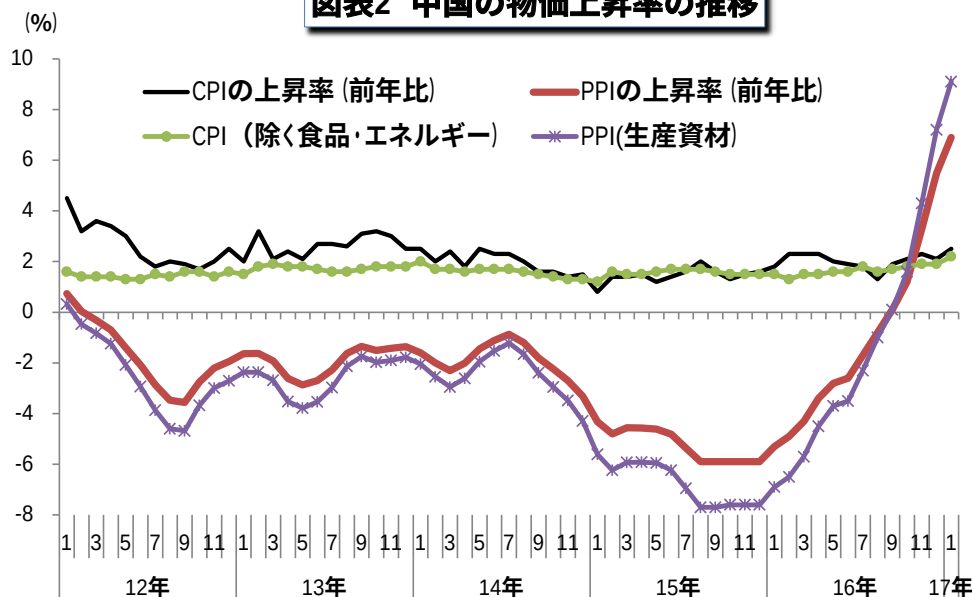
図表1 規模別の製造業PMI (国家統計局)



輸出は増加に転じた

また、世界経済が回復基調にあるなか、輸出還付税の実施もあり、減少が続いた輸出は1月によりやうく増加に転じた。地域別・国別を見ると、アセアン向けは減少を続けたものの、欧州・米国・日本向けはいずれも伸び率が高まった。

図表2 中国の物価上昇率の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

物価上昇率が高まった

物価については、1月の消費者物価指数（CPI）は春節要因を除くと比較的安定的に推移しているが、前年比2.5%と上昇率が高まった。また、原油・天然ガスなどの国際商品市況の持ち直し傾向の高まりなどをを受けて企業部門の原材料価格の上昇圧力が強まったほか、前年同月の伸びが低かったベース効果もあり、生産者物価指数（PPI）も同6.9%と先月から上昇率が大幅に高まった（図表2）。ただし、先行きについては、そのベース効果が少しずつ剥落してくるため、PPI上昇率は低下してくる可能性が高い。

足元では、景気が上向いた状態にあるものの、年半ば頃には景気足踏みするリスクも

前述の経済指標から、足元の景気はやや上向いた状態にあると判断される。しかし、先行きについては、一部の大都市で住宅バブル気味の状態を抑制するための頭金比率の大幅な引き上げなど規制を強めており、住宅販売の鈍化に伴って不動産開発投資の伸びが鈍ると予想される。また、個人消費を下支えする自動車販売は小型自動車購入税の半減措置が昨年12月に終了したことでその反動減が見込まれる。これらを背景に、政府が相応の景気刺激策を打ち出さなければ、年半ば頃には景気が一時的に足踏みする可能性もある。

図表3 中国人民銀行が行った金融調節

16年8月24日		公開市場操作において14日物のリバースレポの実施再開、金利は2.4%に据え置き（－）。
9月13日		28日物のリバースレポの実施再開、金利は2.60を2.55%に引き下げ（↓）。
12月16日		中期貸出ファシリティ（MLF）により3,940億元の資金を供給、うち2,070億元は6ヶ月物、1,870億元は1年物、いずれも貸出金利は据え置き（－）。
春節前後	17年1月13日	MFLにより3,055億元の資金を供給、うち1,230億元は6ヶ月物、1,825億元は1年物、いずれも貸出金利は据え置き（－）。
	1月20日	臨時流動性ファシリティ（TLF）により大手銀行に6,300億元の資金(28日物) を供給。
	1月24日	中期貸出ファシリティ（MLF）により2,455 億元の資金を供給、いち1,385億元は6ヶ月物、1,070億元は1年物、いずれも金利を10bp引き上げ（↑）。
	2月3日	7日、14日、28日物のリバースレポの金利を10bp引き上げたほか、常設貸出ファシリティ（SLF）の翌日金利を30bp引き上げ（↑）。
	2月4日	＊しばらくリバースレポを実施しないとの声明。
	2月13日	一週間ぶりに7日、14日、28日物のリバースレポの実施再開、金利は据え置き（－）。

(資料) CEICデータ、各種資料をもとに作成

春節前後の PBOC の 金融調節の内容

春節前後の PBOC の金融調節を図表 3 にまとめた。春節前の 1 月 24 日に PBOC は市中銀行に中期資金を提供する中期貸出ファシリティ (MLF) によって、6 ヶ月物、1 年物の資金供給を実施した際、貸出金利をそれぞれ 2.85%⇒2.95%、3%⇒3.1%に引き上げた。

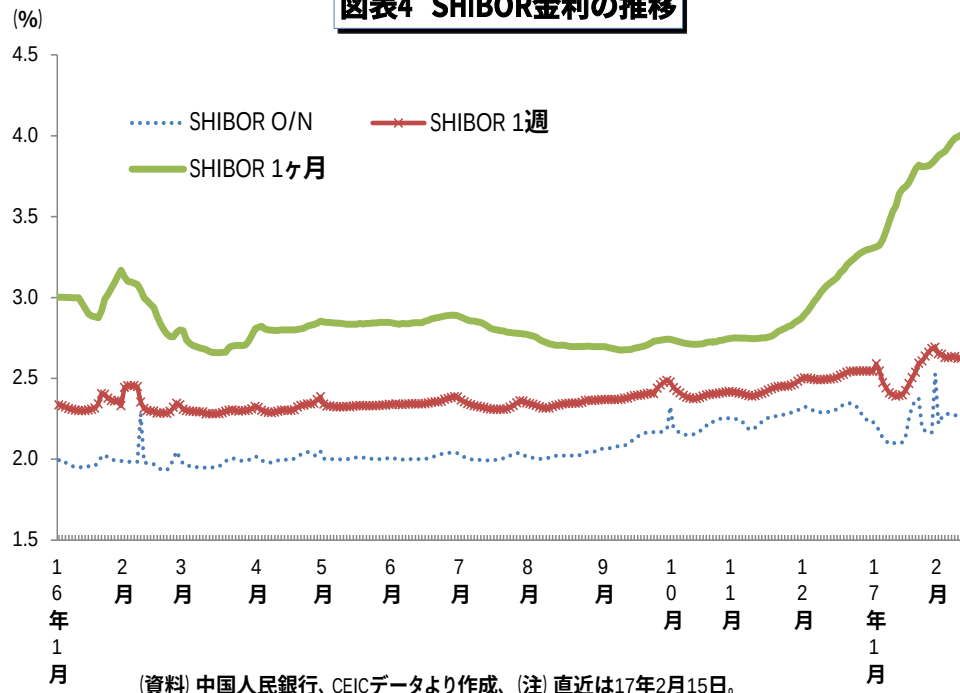
春節の資金需要の高まりに対して資金供給を実施しつつも予想外の金利引き上げとなったことで、市場では金融引き締め警戒感が熾った。

さらに、春節明け後の 2 月 3 日にも PBOC はリバースレポ金利をそれぞれ 10bp (7 日物、2.25%⇒2.35%、14 日物、2.40%⇒2.50%、28 日物、2.55%⇒2.65%) 引き上げた。これは 16 年 9 月 13 日に 28 日物の金利が引き下げられて以来初めての引き上げとなる。

また、同日の短期貸出ファシリティ (SLF) の金利も 30bp 引き上げられた。翌 4 日には PBOC がしばらくリバースレポを実施しないことも発表した。

このように、中期、短期資金、オペの金利が小幅ながら引き上げられたほか、リバースレポを休止したことを市場では政策金利の引き上げの前兆と受け止め、金融引き締め警戒感が高まった。

図表4 SHIBOR金利の推移



短期市場金利の上 昇基調と政策金利 の引き上げ懸念が 浮上

昨年12月の「中央経済工作会議」では、金融政策は資産バブルや金融危機の防止のため、「穏健」（緩和気味）から「穏健中立」（引き締め気味）にシフトすることが示されたが、今回の一連の金融調節により、PBOCの金融政策の引き締め気味のスタンスがより明確なものとなったと市場は受け止めており、上海銀行間取引金利であるSHIBOR（Shanghai Interbank Offered Rate）の1ヶ月物金利は上昇傾向を強めた（図表4）。

こうした動きを受けて、政策金利の引き上げの可能性を指摘する声も浮上した。とはいえ、政策金利の引き上げができるほどの経済情勢の改善は想定されにくいほか、これまでの政策金利の調整には経済ファンダメンタルズと消費者物価が重視されてきたことを踏まえるとその可能性は低いとみられる。

PBOC が史上最大の 資金供給を抑制し たかったか

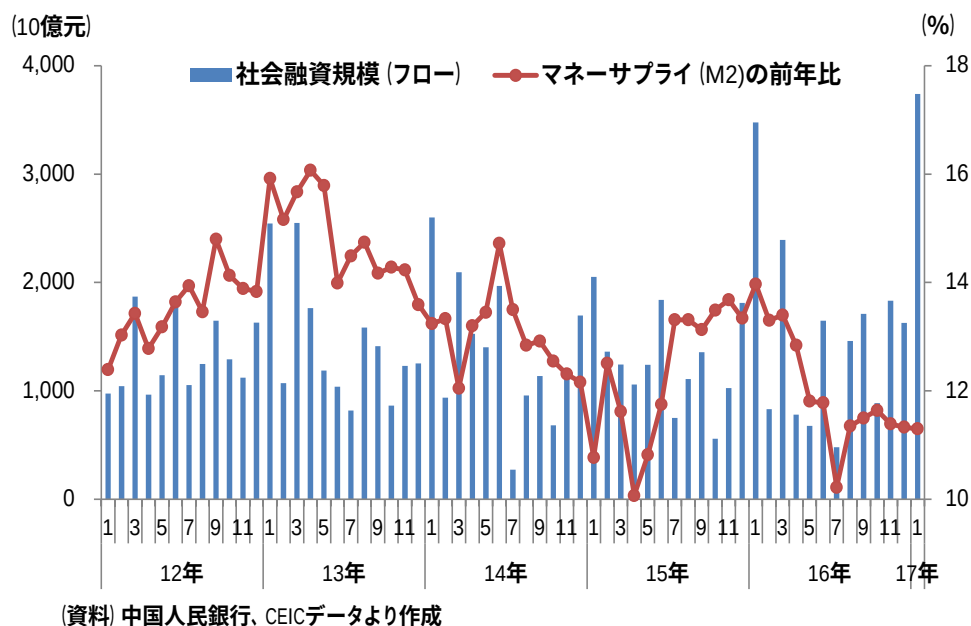
では、なぜこのタイミングで一連の金融調節が行われたのだろうか。前述の通り、足元の景気がやや上向いたとみられるなか、1月分の社会融資規模の急激な拡大が金融調節を促したと考えられる。实体经济への資金供給規模を表わす社会融資規模のフローを確認すると、1月は3.74兆元（約61兆円）と史上最大を更新した（図表5）。銀行の新規融資額が2.31兆元と、16年1月の規模（2.54兆元）には及ばないものの、銀行受取手形の0.61兆元を銀行の新規融資額と合わせれば、約3兆元にも達する規模になる。これに

加えて、信託融資や委託融資などのシャドーバンキングによる資金供給も大きく増加した。

例年通り1月の資金供給量は比較的多いとはいえ、一部の大都市でのバブル気味の住宅市場を抑制するため、PBOCは銀行に住宅ローンなどの新規貸出を控えるよう「窓口指導」を実施したにもかかわらず、不良債権比率の高まりなど経営環境が一層悪化した銀行は足元の収益増加のために貸出規模を拡大した。

これは、明らかに金融政策の方針にも反しており、PBOCが「窓口指導」だけでなく、銀行間取引金利などの引き上げを通じて、銀行の新規融資の急増を抑制する思惑があったと推測される。中国経済の高成長の終えんに伴って銀行間の競争が激化しているが、背景には銀行が安易に企業にコストを転嫁しにくくなっているほか、企業サイドも収益率で以前ほどの高い収益を得られなくなり、割高の資金調達を控えていることもあろう。

図表5 中国のマネーサプライ (M2)と社会融資規模の推移



海外への資金流出 圧力の高まりへの 対応であったか

加えて、米国経済が底堅く推移するなか、利上げベースが加速するとの観測が広がり、足元で資金流出圧力が強まっていたこと（図表6）も金融調節の背景にあったものと思われる。個人が購入できる外貨枠は変更されていないものの、利用計画や用途を書類に記入させられるほか、企業の外貨利用にも審査を厳しくするなどのような資金流出規制は強化されたものの、外貨需要は依然として強い。

米中の10年物国債利回りの金利差を確認すると、16年末にかけては金利差が縮小したことが分かる。大幅な資本流出を防ぐために、金利差の縮小を食い止める必要があるなか、当局は銀行間取引金利などの引き上げを通じて景気への影響を見極めながら中国の国債利回りを徐々に高め誘導したと思われる。

図表6 顧客人民元売買持ち高の推移



(資料) SAFE、CEICデータより作成、直近は17年1月末、(注) プラスが人民元買超。

今後の金融政策： 本格的な金融引き 締めの可能性は低 い

しかし、13日に7日ぶりにリバースレポが再開され、金利も据え置かれるなど、PBOCはさらなる金融引き締めは実施していない。前述の通り、景気が一時的に足踏みする可能性もあるなか、今後の金融政策の先行きを展望すれば、政策金利の引き上げなど本格的な金融引き締めの可能性は低いと思われる。今回は銀行の新規融資を抑制するほか、資金流出圧力を緩和する思惑があったものと思われる。ただし、米中の金利差が大幅に縮小した場合には、このような金融調節の微調整が再び実施される可能性もあると考えられる。

(17.2.21 現在)

物価上昇率の回復が浮き彫りにするユーロ圏の問題点

～欧州統合の有り方が改めて問われる可能性も～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏では物価上昇率に急速な回復が見られる一方で、大きな域内格差も存在している。この結果、ユーロ圏の問題点として単一金融政策の限界が浮き彫りとなり、政治リスクの上昇にも繋がりがながら、欧州統合の有り方が改めて問われることになる可能性がある。

はじめに

世界の主要な株式市場は、2016年11月の米大統領選挙以降、米国のインフラ投資拡大や大幅減税などに牽引された世界経済の成長加速への期待を背景に、堅調に推移してきた。しかし17年に入り、1月のトランプ大統領の就任を機に、市場はより慎重な動きに転じている。

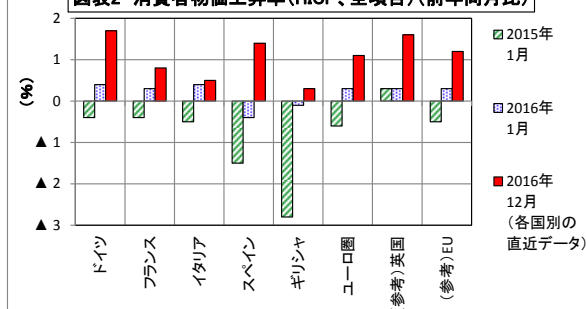
大統領への就任で、その政策が米国第一主義に基づく保護主義や排外主義、企業活動への介入を含む権威主義などを特徴とし、文化の多様性や法の支配、国際協調の尊重といった従来の米国の理念や価値観に変革を迫るものであることが改めて確認された。今や現実の政策に直面する市場は、単なる期待感の世界から一転し、同大統領の発言ひとつにも振り回される立場に立たされている。

これに加え、ユーロ圏は17年に入り、もう一つの重要な変化を経験することになった。それは、消費者物価指数(HICP)の急速な回復である。1月発表の16年12月の値は前年同月比1.1%上昇となり、また17年1月の速報値も同1.8%の上昇である(図表1)。回復の主因はエネルギー価格の持ち直しであり経済成長の基調は未だ万全とは言えないものの、「2%を下回るがこれに近い水準」を維持する

図表1 ユーロ圏の消費者物価上昇率(HICP)(前年同月比)

	2016年 8月	9月	10月	11月	12月	2017年 1月
全項目①	0.2	0.4	0.5	0.6	1.1	1.8
うち 食品、酒、タバコのみ②	1.3	0.7	0.4	0.7	1.2	1.7
うち サービスのみ③	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3	1.2
うち 工業製品のみ④	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5
うち エネルギーのみ⑤	▲5.6	▲3.0	▲0.9	▲1.1	2.6	8.1
①から⑤を除く	0.9	0.8	0.7	0.8	1.0	1.1
①から②、⑤を除く(「コア」)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9

図表2 消費者物価上昇率(HICP、全項目)(前年同月比)



(資料) 図表1、2は、Eurostatのデータから農中総研作成とする欧州中央銀行(ECB)の政策目標に近づきつつあることは確かである。

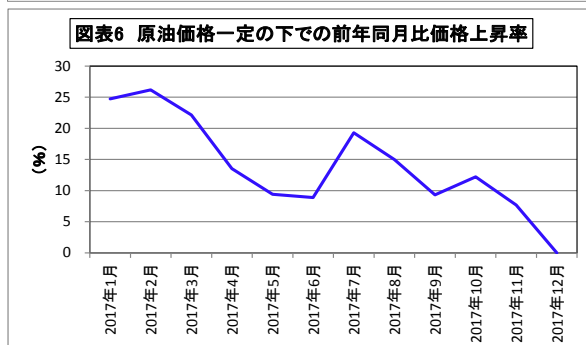
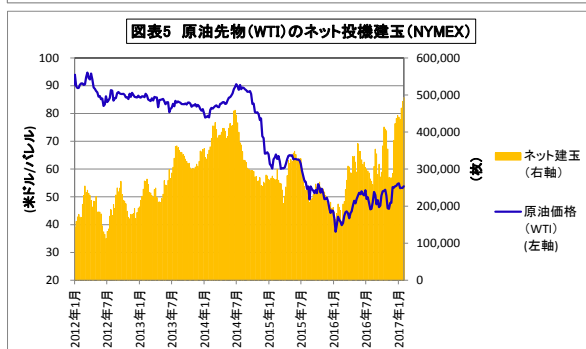
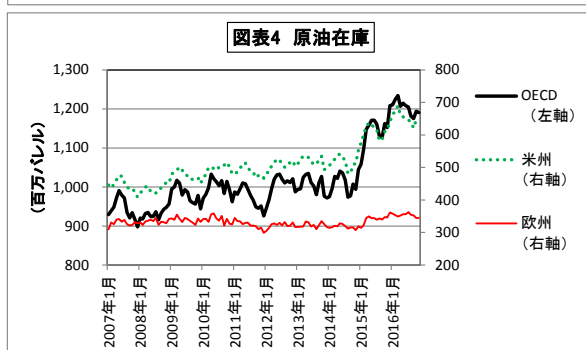
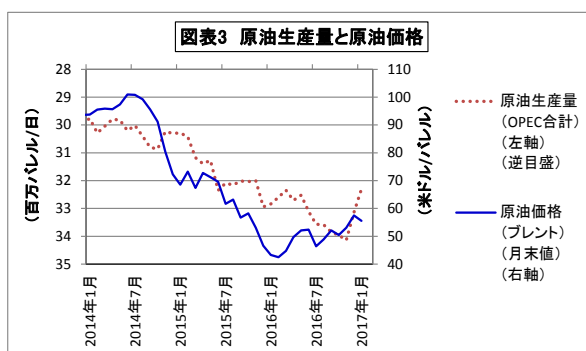
これを受け、インフレ加速や、国民や銀行の負担増を懸念するドイツの当局者からは、異例な金融緩和の出口に言及する発言が出始めている(注1)。しかし、その一方で、物価上昇率には各国間で大きな格差が存在している点も事実である(図表2)。このような下では、単一金融政策の限界が浮き彫りとなり、欧州統合の意義が問い直されることになる可能性に注意が必要と考えられる。

原油価格上昇に伴う物価上昇圧力

この点に関しては、まず、エネルギー価格持ち直しの主因である原油価格の今後の推移が、重要な意味を持っている。石油輸出機構（OPEC）は16年11月の総会での原油減産の合意に続き、12月にはロシアなどの OPEC 非加盟国とも減産の合意に至った。その後の減産の進捗を受け、原油価格は50米ドル/バレル台半ばにまで回復しているが、これは1年前に比べ約25%高い水準である（図表3）。

この原油価格の上昇がエネルギー価格に反映することで、当面のところHICPの回復基調が見込まれている。しかし一方で、原油在庫は高い水準に留まり、また市場では投機筋の先物のロングポジションも大幅に拡大している（図表4、5）。さらに、米国における原油掘削リグ数は増加傾向にあるほか、原油価格の抑制要因となるドル高傾向も予想される（注2）。このため、原油価格が今後も上値を追い続ける展開は考えづらく、現行水準近辺でのみ合いが継続する可能性が大きいものとみられる。さらに、国産エネルギー資源の開発に積極的なトランプ新大統領の下では、米国での生産量増加で、より中期的にも原油価格の上昇が抑制される可能性が大きくなっている（注3）。

図表6は、上記の推論を受け、仮に原油価格が16年末の水準で横ばい推移すると仮定した場合の、その前年比上昇率の変化である。この上昇率の低下に応じてエネルギー価格の上昇率も徐々に低下に転じ、物価上昇に及ぼすその寄与はいずれ一巡することが見込まれる。これからすれば、原油価格上昇に伴う物価押し上げ圧力が今後、長期にわたり継続することは考え難いということになる。



（資料）図表3～6は、Bloombergのデータから農中総研作成

これは、物価上昇率の回復は一時的なものであり、域内格差の存在が問題を拡大する可能性も小さいことを意味している。ところが、ユーロ圏では他にも物価上昇に繋がる要因が存在しており、これに目を向ける必要があるとみられる。

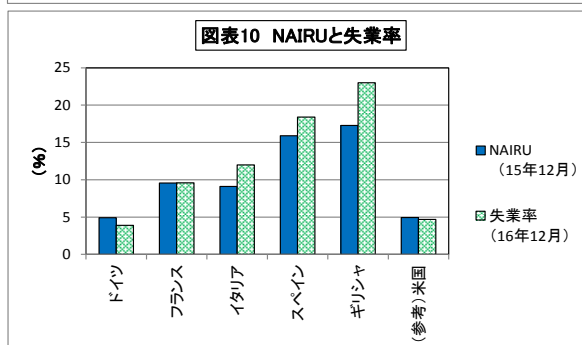
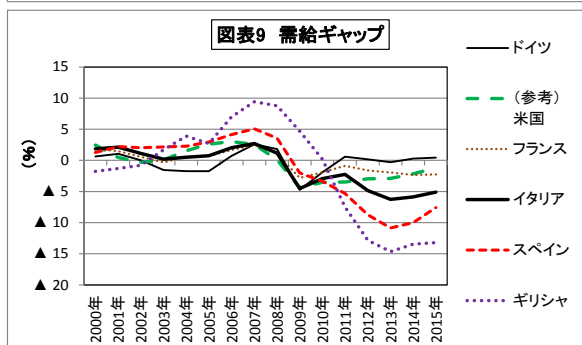
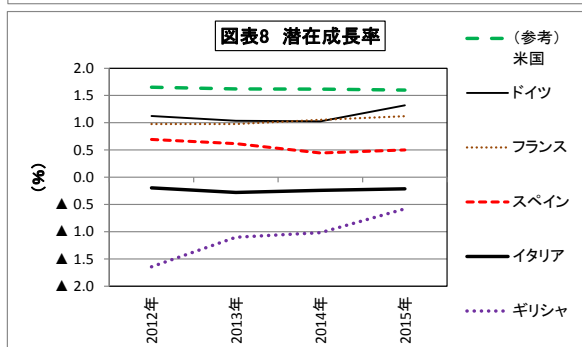
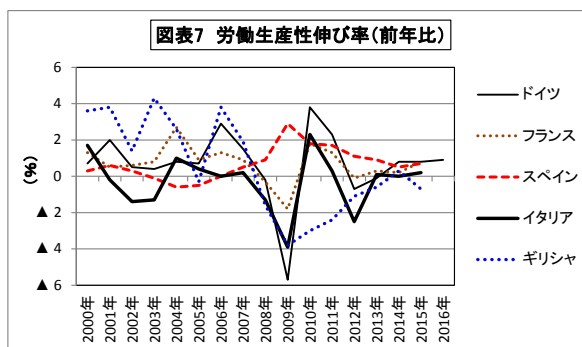
需給ギャップ縮小に伴う物価上昇圧力

14年に実質GDPの年間成長率がプラス圏に回復したユーロ圏では、その後も安定的な成長を遂げてきている。原油価格の上昇以外にも、こうした比較的堅調な経済成長の継続により生じる物価上昇圧力を考慮に入れる必要があるとみられる。

ユーロ圏では、構造改革の遅れなどにより金融・財政危機後の企業収益の改善は鈍く投資も停滞しがちである。これらの結果、労働生産性は改善せず、潜在成長率は低位で横ばいの状態が続いている（図表7、8）。しかしその一方で、これまでの原油価格の下落による購買力の拡大やECBによる異例な金融緩和などに支えられ、ユーロ圏の年間の経済成長率は1%台半ばを維持している。

確かにこれは過去の実績から見れば緩慢な成長ではあるが、ユーロ圏全体としてもその潜在成長率が1%弱と推定される下では、これを上回る相応に高い水準である。現実には、各国で需給ギャップが改善するとともに、なかでもドイツやフランスなどでは失業率が既にインフレ非加速的失業率（NAIRU）に近い水準にまで低下してきている（図表9、10）。この結果、これらの国々では、限られた景気刺激策によっても、景気浮揚効果は限定的である一方で、物価上昇圧力ばかりが強まる可能性が大きくなっている。

このため、異例な金融緩和の出口までには時間を要するなか、原油価格上昇に伴う圧力が一巡した後にも、ドイツなどでは物価上昇が継続する可能性が考えられる。また、原油価格の回復を受けたエネルギー関連の投資拡大が呼び水となり、産業界で広く投資が増加することも見込まれるが、この場合にもドイツなどで特



（資料）図表7、および図表10の失業率はEurostatの、図表8～9、および図表10のNAIRUはOECDの、各データから農中総研作成

（注）図表10の時点の相違は、データの制約によるもの。

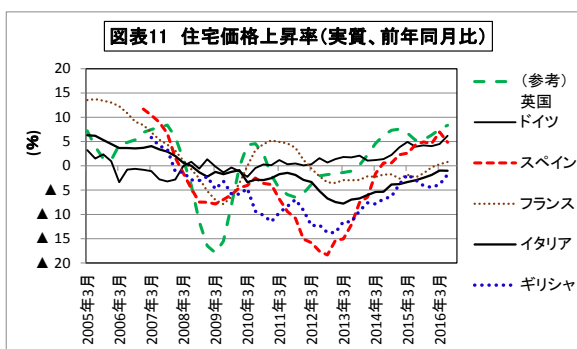
に物価上昇が加速する可能性がある。こうして域内格差が拡大する環境下では単一金融政策は適切に機能せず、これが政治リスクの上昇にも繋がりながら、統合の有り方が改めて問われる可能性がある。

おわりに

折から主要な選挙が相次ぐ欧州では、経済情勢が停滞する国々と過熱懸念のある国々で、ともに国民の不満により政治リスクが高まる可能性をはらんでいる。また、ドイツなどの後者の国々では、インフレ加速など以外にも、例えば資産バブルの発生も懸念される。住宅価格の上昇率ではドイツで上昇のテンポが速まる気配が認められるほか、個別にはフランクフルトなどの主要都市での大幅な上昇が報道されてもいる（図表 11）^(注 4)。

こうした動きがあるなか、2 月のマルタにおける欧州連合 (EU) 首脳会議では、メルケル独首相が欧州の「マルチ・スピード」の統合推進に言及した^(注 5)。これは、全ての国々が一律に参加する形ではない統合の進め方について、今後 10 年内外を目途に議論を進めることを想定した発言のようであるが、経済情勢の域内格差拡大による政策の行き詰まりで、今後、この議論が急速に活発化する可能性もある。

このように、EU やユーロ圏の将来を巡っては、不透明感が強まっている。しかしその要因は、この物価上昇率の回復が浮き彫りにするユーロ圏の問題点ばかりではない。他にも、英国の EU 離脱の選択、ギリシャ支援協議の行き詰まり、ハンガリーやポーランドでの強権的な政治運営、イタリアなどでの銀行不安などが、一時期に重なって生じている。また、トランプ米大統領の就任が広く国際関係を不透明化させてもいる。同大統領はメルケル首相の難民政策を悲慘な誤りとし、英国の EU 離脱を称賛するとともに他の国も追随するだろうなどとする発言を行った経緯があるが、その言動が今後も欧州情勢を攪乱させる要因になりかねない^(注 6)。



(資料) BIS のデータから農中総研作成

17 年は欧州統合の上で画期となったローマ条約の調印から 60 周年に当たる年である。調印日であった 3 月 25 日には、ローマでこれを記念する特別の EU 首脳会議も予定されている。しかし、この象徴的な年に ECB は難しい政策判断を迫られ、EU が欧州統合の有り方について改めて問われることになる可能性が否定できず、注意が必要である。

(17. 2. 20 現在)

(注 1) 例えば、1 月 24 日、ラウテンシュレーガー ECB 理事(前ドイツ連銀副総裁)が講演で、政策当局者は金融緩和策の出口に向けた議論の開始に備えるべきであるとの認識を示したのに続き、1 月 26 日にはバイマン同理事(現ドイツ連銀総裁)が、今後も物価上昇率回復の趨勢が継続するならば金融緩和策の出口に必要な要件が整うことになる、と発言した。

(注 2) 米国の原油掘削リグ数は、Baker Hughes 社の次のデータによる。

<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=79687&p=irol-reports&other>

(注 3) トランプ大統領の下で、連邦政府保有地でのエネルギー生産の規制撤廃、深海原油掘削の許可、シェール開発に伴う水質汚染などの環境規制の緩和、などが見込まれている。

(注 4) 例えば、次による。ドイツでは借入金利の低下による持ち家比率の上昇や、低預金金利に悩む個人の不動産投資の増加などが、特に主要都市において住宅価格押し上げ要因になっているとしている。

・ Financial Times(17 January 2017) “Germans’ switch to home ownership fuels bubble fears”

(注 5) 例えば、次による。

・ The Sunday Times(February 5, 2017) “EU back-pedals on ever closer union”

(注 6) 例えば、次による。

・ Bloomberg(2017 年 1 月 16 日)「トランプ氏:NATO は時代遅れ、EU 離脱続くと予想—ビルト紙」

米国の国境税導入の議論について

～国際税制・法人税の同時改革の一環～

趙 玉亮

「Border Tax」（国境税）は、あまり馴染みのない名前だが、トランプ米大統領が自動車など主要企業を名指しして国境税を徴収すると述べたことをきっかけに、注目を集めている。一方、16年6月に下院共和党が公表した選挙公約「A Better Way: our vision for a confident America」のなかで、国境調整税（Border Adjustment Tax）の導入を主張している。ここでは、言い方を統一して「国境税」とする。

米国で国境税が何らかの形で導入される可能性は一定程度あると見られる。もしそれが現実になれば、世界に広範な影響を与えることになるのは間違いない。ここでは国境税は、どのような仕組みか、またその位置づけと影響について、検討したい。

国境税とは？

まず、関連概念を整理したい。国境税とは、商品が国境を出入りする際に課さ

れる租税である。輸出入ともに課税対象となるものの、輸出については、免除あるいは、一旦課された税金がその後還付されるため、実際は輸入だけに課税される。このような国境調整の機能を持つ租税としては、他に関税と付加価値税（VAT）などがある。関税は単に輸入品に課されるものである。OECD諸国で広く導入されているVATは、国内取引に加え、輸入・輸出ともに課税されるが、輸出に対して収めた税金は後に払い戻されるため、実質的に関税と同じ国境調整の効果を持つと考えられる。

国境税の導入を巡る議会とトランプ大統領のスタンス

国境税の導入について、現在支持するスタンスを明確的に示しているのは下院共和党だけである。

国境税の導入を巡って、トランプ大統領は、選挙戦当時、明確な態度を示さなかった。しかし最近、トランプ大統領

図表1 下院共和党とトランプの税制改革案の比較

		下院共和党の案	選挙期間中のトランプ氏の案
法人関連税制	法人税率	20%	15%
	減価償却	即時償却	製造業企業は全額即時償却か、利息控除を選択できる
	利息控除	支払利息は控除対象外	
	純営業損失	控除額は毎年純課税対象額の90%以内	
	雇用主による雇用側の子育て支援	—	企業所得から控除できる
国際税制	課税方式	源泉地国課税	
	国境措置	国境調整税（輸入に課税、輸出に課税免除）	
	海外滞留の企業利益の国内還流	現金に1回限りで税率8.75%、その他の利益は3.5%の税率	一回限りで税率10%

（資料）Tax Foundation（米ワシントンにある非営利シンクタンク）より当総研整理

は頻繁に国境税について言及している。それは主に自動車企業などに対し、生産を海外にシフトすれば米国で販売される商品に国境税を徴収するというペナルティーの意味合いが強いものである。また、トランプ大統領は「すべての輸入商品とサービスに対して国境税を徴収する」という下院共和党案が複雑すぎると発言し、それより「一商品、一会社でもよいし、すべての商品とサービスを対象としても良い」という自由に応用できる、標的性の強い国境税の導入の方を好んでいるようである（注1）。

トランプ大統領は正式な税制改革案をまだ出していないが、同氏の選挙期間中の関連する主張を整理し、下院共和党の税制改革プランと比較してみよう（図表1）。

選挙期間中にトランプ氏が主張した法人関連の税制改革プランには、法人税率の大幅な引き下げ、海外に滞留する企業利益の米国内への還流を促す政策が含まれる。それに対し、下院共和党は同様な税制改革内容のほか、課税方式を源泉地国課税へ、国境措置にあたる国境税の導入も主張するなど、より大幅な税制改革を行おうとしている。

注1：John Ydstie, NPR news, “Trump Vows 'Big Border Tax' For U.S. Manufacturers That Move Jobs Abroad”, 2017.01.25

米国の独特な国際貿易と法人税制

下院共和党が国境税の導入を進めようとする背景には、米国の現在の貿易税制と法人税制に海外と比較して問題がある点がある。それにより、米国内企業の国際競争力が損なわれ、企業の海外シフトにつながった可能性がある」と指摘されている。

以下、各税制の問題点と国境税との関連性を説明する。

①高い法人税率

まず、法人税制の視点から見れば、図表2が示す通り、40%と高い法人税率は米国企業の立地選択に大きな影響を与え、法人税率の低い外国に移転するインセンティブが強められたことがこれまでの企業・産業の海外シフトの一因とされている。

また、米国は全世界所得課税主義を採用しており、取引の発生地と関係せず、海外での利益にも税金を納めなければならない。しかし、海外で生じた利益が米国

図表2 主要国の法人税率と国境調整効果を持つ租税

	法人税率 (%)	関税水準 (WTO最恵国、2015年、%)	国境調整の効果を持つ 租税制度
米国	40.75	3.5	なし
メキシコ	30.00	7.1	付加価値税 (IVA、16%)
ドイツ	29.72	5.1	付加価値税 (VAT、19%)
フランス	33.33		付加価値税 (VAT、20%)
イギリス	20.00		付加価値税 (VAT、20%)
日本	29.97	4.0	消費税 (8%)
中国	25.00	9.9	付加価値税 (増値税、17%)

(資料) 法人税率、付加価値税率は財務省とJetro、関税水準はWTOより。

内に還流しなければ、永遠に繰り越すことができるという税制上の抜け穴があり、多くの多国籍企業は海外の利益を米国内に還流せず、滞留させている。現在、その利益は 2.5 兆ドルに上ると言われている。ちなみに、米国企業の海外利益が国内に還流する時にかけられる税率は 35% である。もしこの税率が法人税率より低く設定されれば、米国内の企業に対し不公平さを生み出し、米国企業の海外移転をさらに促しかねない。

こうしたことから、法人税率の引き下げとともに、海外に滞留する米国企業の利益を国内に還流させる優遇政策が下院共和党とトランプ大統領両者から主張されている。

②価格競争で不利：関税以外に国境調整の効果を持つ租税制度がない

貿易税制の観点からも、米国企業は不利な立場に置かれている。

米国は WTO メンバー国であり、その枠組み内で輸入に対する関税率が引き下げられてきた。2015 年の関税水準（WTO 最恵国待遇、平均応用関税率）は 3.5% と、主要先進国の中で最低レベルとなっているが、EU・日本などの先進国もほぼ同じように関税率を引き下げてきたため、各国間の関税レベルに大差はない。

しかし、他の諸国は関税以外に VAT という租税制度もあり、冒頭で説明したように、それは国境調整の効果を持っている。米国企業は他の国々に輸出を行う時、関税のほかに VAT（EU）・消費税（日本）・増値税（中国）というもう一種類の税金を納めなければならない。輸出先での米国商品の販売価格+関税に加え、VAT も上乗せられてその分高くなる。米国に国境

調整機能を持つような租税制度がないため、商品価格の国際競争力が損なわれているとの見方がある。一方、外国企業が米国へ商品を輸出する時は、関税だけを納める。輸出国では VAT が輸出企業に還付されるため、輸出価格が低く抑えられる余地が大きく、時には米国内の市販価格が輸出国の国内販売価格よりも低く、輸出補助金と同じで不当販売であると米国は批判している。ところが、VAT を持たない米国は少数派であることもあり^{（注 2）}、VAT は WTO の輸出補助金禁止というルールには整合的であるとみなされている。

このように、米国は市場規模が大きく、関税率が低いほか、国境調整の機能を持つ税制がないゆえに、輸出市場としての魅力が大きい。多くの企業は法人税率と人件費の安い国に移転し、米国市場に進出するための戦略をとっている。その典型的な事例は北米自由貿易区（NAFTA）である。08 年 1 月以降、米国、カナダ、メキシコで形成する NAFTA の間では、関税と割り当てのすべてが撤廃された。関税がなく、米国市場に入る際に国境調整に該当する租税もなく、法人税率と人件費の相対的に低いメキシコに進出し、米国向けの輸出を行う生産拠点を設立するメリットは大きい。

注 2：OECD 加盟の 35 ヶ国のうち、VAT を導入していないのは米国だけである。

国境税導入の政策的位置と思惑

下院共和党が主張する税制改革は、単なる法人税率の引き下げだけでなく、税制全体の修正を行い、より効率的なシステムを目指そうとしている。国境税の導入はそのなかの重要な一環であり、国際税制と法人税制の同時改革と位置づけら

れている。

国境税の導入を巡る政策的狙いは、貿易税制と法人税制の両面から見る必要がある。

まず、下院共和党が主張する国境税の導入のメリットは、主に次の3点である。すなわち①税制の簡素化、②国内産業の海外シフトの阻止、③税収増加という効果が期待されている。

米国企業はこれまで海外子会社などとの取引価格の操作を通じて、利益をできるだけ税率の低い国に滞留させている。国境税の導入によって、輸入が控除できなくなり、こうした価格操作のインセンティブがなくなると期待されている。また、法人税率の引き下げと国境税の同時導入によって、高い法人税率と価格の国際競争力が損なわれていたことが企業の立地選択に与える影響は縮小し、米国企業の海外シフトを止めることに加え、米国市場を重視する外国企業が米国に投資を拡大する可能性もある。

税収増については輸入を対象に課税することで税収ベースの拡大を意味してい

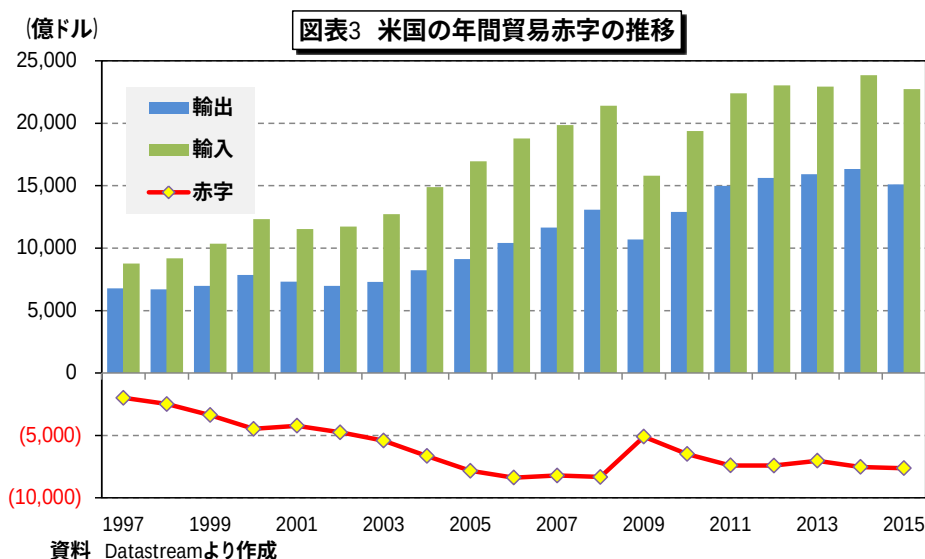
約2.2兆ドルとなっている(図表3)。Tax Policy Centerの推計によれば、下院共和党の国境税導入案は今後10年間約1.2兆ドルの税収増をもたらすと予想される。

また、貿易調整の視点から、国境税の導入の最大なメリットは貿易赤字の解消であろう。図表3が示す通り、米国は年間約7,500億ドルの貿易赤字がある。もし国境税が導入されれば、実質上関税の引き上げと同じ効果があるため、外国からの輸入が減少することで貿易赤字の解消に一定の貢献ができよう。

国境税の導入の影響

国境税の導入は広範な影響を及ぼすと予想される。その影響を海外と米国内の2つに分けてみよう。

まず、実質上関税の引き上げと同じ効果を持つため、海外企業に及ぼす影響としては、米国へ輸出する商品の価格競争力が削がれるため、輸出量も減る可能性が高い。一方で、米国は世界最大な消費市場で非常に魅力的な存在で、市場シェアを確保するため、米国内で生産拠点を



る。現在、米国は毎年の商品輸入金額が

設けたりすることが一つの選択肢と思わ

れ、米国内への投資や生産を拡大するなど、米国への産業回帰の可能性がある。

国境税の導入が米国内に及ぼす影響はより複雑であり、主に売上げの仕向地と商品を生産する段階での投入物の調達場所によって異なる。

まず、仕入を輸入に頼る企業にとっては、輸入商品のコストに税金が上乗せられて販売価格となる。税金の消費者への帰着度合いは商品需要の価格弾力性によって異なるものの、商品価格の上昇で販売量が減少したり利益が減ったりすることが考えられる。消費者へ完全に帰着させることは現実にはほぼ不可能であるため、企業（売り手）は一定の負担増となり、収益にマイナスの影響が出る可能性が高い。そして、輸入に頼る程度が大きければこの負担が大きくなるため、米国では輸入依存度の高い小売業、エネルギー業などのマイナス影響が大きいと見られる。一方、輸出産業にとっては、海外での売上が課税所得から控除されることができるため、企業収益の改善につながる可能性がある。とくに、航空・軍事・ITなどの産業は大きなメリットを受けると思われている。

また、商品の生産段階で使われる投入物については、国内で調達していれば国境税の影響を受けず、一方海外から輸入している物であれば同じ国境税が課されることになる、企業の収益にマイナスの影響が及ぶことになる。

消費者物価への影響については、輸入の多い生活用品、ガソリンなどの価格が上昇し、消費者物価全体も押し上げられていくだろう。国境税の導入はドル高をもたらし、その影響で消費者物価の上昇分を相殺するという指摘もあるが、現実

的には企業の対応状況、為替調整の不確実性、タイムラグなどから為替の変動による物価上昇の影響は相殺されないと見るのが一般的である。そのため、短期的には、物価が上昇し、成長が押し下げられる可能性が高い。

国境税導入の可能性

国境税導入の可能性については、主に議会共和党とトランプ大統領にかかっている。

法人税率の引き下げは議会共和党とトランプ大統領の間で、ほぼ共通認識となっている。法人税率の引き下げは優先順位が高いため、法人税率の引き下げに加え、国境税の導入などが含まれる包括的な税制改革法案を議会を通す可能性がある。国境税の導入は財政収入の増加につながるため、財政収支に厳しい共和党は、大幅な法人減税の財源として国境税の導入が望ましいという声が多い。なお、上院共和党は 52 議席と一般多数を占めているにすぎない。民主党の議事妨害を受けないよう、「財政調整」という手段を利用し、審議を進めると見られる。

また、国境税導入の政策効果である「貿易赤字の解消」と「企業の海外移転の阻止」は、トランプ大統領の政策目的とも一致しており、ゆえに、国境税の導入はトランプ大統領に支持されると見られる。

しかし、上院共和党の態度はまだ不明な点も多い。国境税の影響が広範で、前述した小売業、エネルギー業に対するネガティブな影響が大きいため、ウォルマート、ベストバイ、アップルなどの大企業はすでに導入阻止に向けたロビー活動を展開しており、上院共和党は意見がまとまらない可能性は残る。

加えて、民主党の態度も不明である。

民主党内では国境税を支持する意見が少なく、超党派で議決される可能性は全くないとは言えない。

今後の課題・注目点

国内の小売業などの反発が国境税導入の課題の一つである。法人税改革と国際貿易の視点から、さらにほかの課題を見てみよう。

まず、実務上法人税制にどう組み込むかが課題である。国境税は効果的には関税と同じだが、実務上は VAT に近い形を採る可能性が高い。なぜなら、WTO ルールとの整合性を考慮する必要があるからである。VAT あるいは VAT に近い方式で実施すれば、他の貿易相手国からの反発を抑えられるかもしれない。しかし、VAT はインボイスで取引段階ごとに課税しているが、そのシステムの導入には膨大なコストと作業量があり、複雑で実施しにくく、産業界から批判されやすい。また、もし異なる方式で国境税を徴収すれば、WTO のルールを違反すると見られ、貿易相手国の反発を買ったり WTO で提訴される可能性は十分ある。実際、海外の貿易相手国はすでに米国の国境税導入に高い関心と懸念を示しており、欧州委員会は国境税に対し法的措置を取るとけん制する動きが見られる^(注3)。

また、前述したように、トランプ大統領は標的性の強い国境税の導入を好むようである。国境税はトランプ大統領の通商交渉のカードとして利用される可能性が高い。標的性の強い国境税は恣意的に使われる恐れがあるため、貿易相手国から保護主義、あるいは報復措置だと捉えられやすく、貿易戦争のきっかけになりかねない。

まもなく、トランプ大統領は税制案を発表する。そのなかで国境税の導入を巡る内容があるか、当然注目度は高い。また、議会の動きも注視しなければならない。

なお、たとえ今年の税制改革案に国境税の導入がなくとも、国際的に見れば米国の国際税制と法人税税制には問題があるため、税制システムの修正が長期的な課題として、国境税、あるいは VAT は政策として検討され、導入される可能性は残るだろう。

注3：Nikolaj Nielsen, EU Observer, ‘EU ready to challenge US border tax’, 2017.02.14.

(17.2.20 現在)

供給過剰懸念が高まっている賃貸住宅市場

古江 晋也

要旨

賃貸住宅建設が活況を呈している。この背景には、2015 年 1 月からの相続税の税制改正を受け、節税ニーズが高まっていることがよく指摘されている。

こうした中、長引く日銀の金融緩和策の中、15、16 年の銀行の不動産業への新規貸出はバブル期を超えた。また近年では、賃貸住宅建設が進む中、空室率の高まりや家賃の下落を示す資料もあり、賃貸住宅市場の供給過剰懸念が高まっている。

はじめに

国土交通省が発表する「住宅着工統計」によると、2016 年 12 月の貸家（賃貸住宅）の新規着工件数は 38.5 万戸（季節調整値）と 3 ヶ月連続で下落するも依然として高水準で推移している（図表 1）。賃貸住宅建設が活況を呈するようになった背景には、15 年 1 月から改正相続税法が施行されたことがよく指摘されている。

賃貸住宅建設（および経営）は、これまでも土地所有者の相続・節税対策の一環として行われてきた経緯があるが、経営ノウハウが求められるため、誰もが気軽に取り組める事業ではなかった。

しかし、賃貸住宅建設会社や住宅メーカーなどが後述するようにバブル崩壊後

から賃貸住宅支援サービスの展開を本格化させたことから、経営ノウハウのない土地所有者も賃貸住宅建設に取り組むことが可能となった。

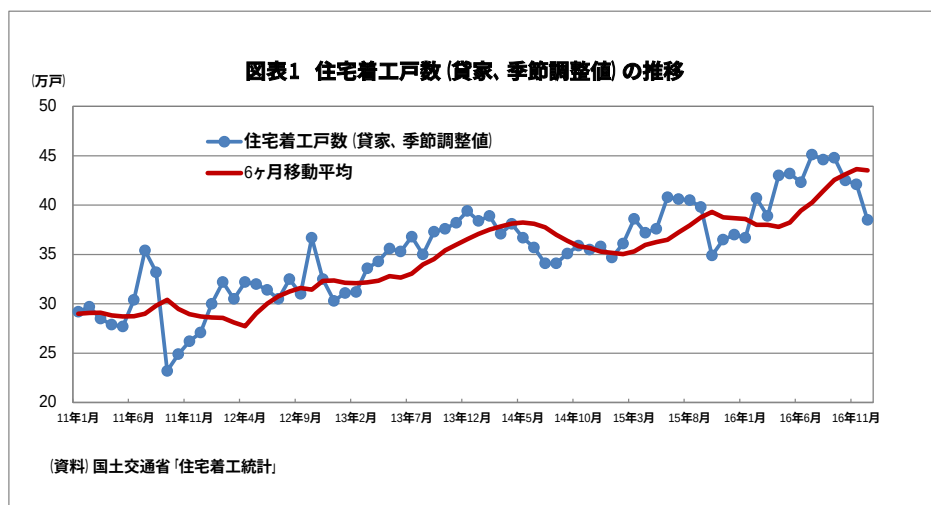
ただし、賃貸住宅建設が手軽に取り組めるようになったがゆえに、供給過剰に陥るといった課題も生じるようになっていく。本稿では 1980 年代以降の賃貸住宅市場の概略と、昨今の動向を分析する。

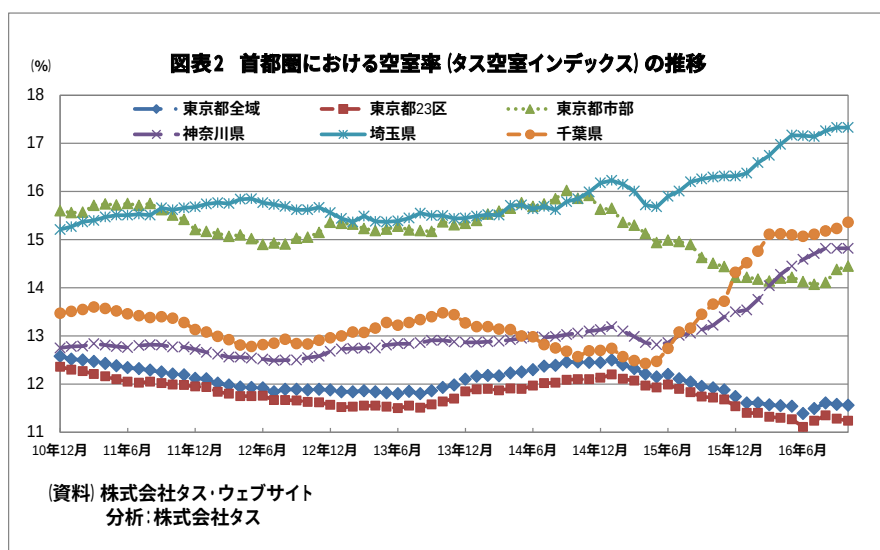
80 年代後半以降の賃貸住宅市場

地価高騰が社会問題化した 80 年代後半、賃貸住宅経営は、相続・節税対策の一環として注目された^{（注1）}。また建設資金を融資する金融機関も当時は不動産担保を重視していたため、収益性が低い賃貸住宅

も相次いで建設された。このことがバブル崩壊後、不良債権化する大きな原因となった。

そのため 2000 年代になると、賃貸住宅経営は相





続・節税対策の一環という観点を強調するのではなく、家賃収入で経営が成り立つかどうか、という収益性に軸足を置く融資スタンスへと変化した。

一方、これまでの賃貸住宅経営は、経営ノウハウを持った土地所有者が賃貸住宅の管理運営を行うことが基本であったが、賃貸住宅建設会社や住宅メーカーは「賃貸住宅経営に自信はないが、節税対策や土地活用を行いたい」というニーズに応えるため、サブリース方式による賃貸住宅経営支援サービスを強化するようになった。同サービスの特徴は、「家賃保証」や「滞納保証」が行われることにあ

り、「経営ノウハウ」という高いハードルが取り払われるようになった。

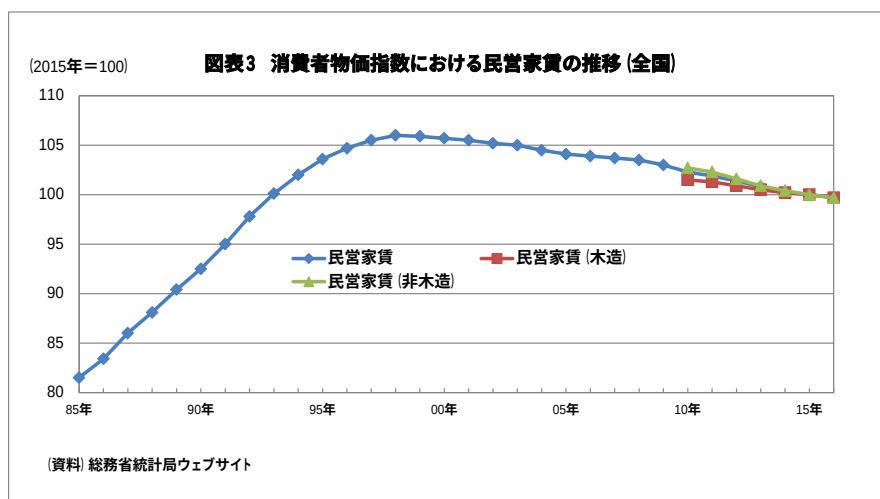
(注1) 80年代後半以降の賃貸住宅市場の動向については、古江晋也[2005]「賃貸住宅ローンの現状と課題」『農林金融』4月を参照。

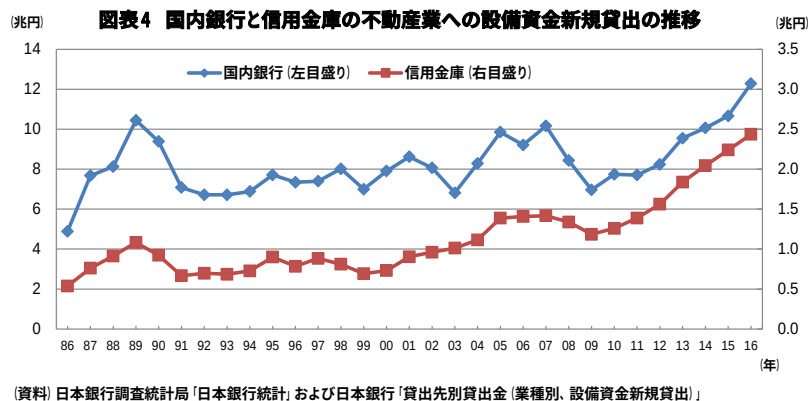
賃貸住宅経営支援サービスとその課題

ただし、サブリース方式の賃貸住宅経営支援サービスにはリスクもある(注2)。その一つは、家賃保証契約が行われていても、経済状況が変化した場合は、借り手(支援サービスを提供している不動産会社など)はオーナー(賃貸住宅所有者)に賃料の減額請求を行うことができることである。また、賃貸住宅経営では10年をめぐりに大規模修繕を要件とし、大規模修繕に応じなければ、サブリース契約の更新を行わないなどのケースもある。

そのため、賃貸住宅を建設するにあたっては、あらゆるリスクを考慮した、詳細な収支計画を

検討することが重要になる。ただし、同収支計画についても建設会社や金融機関などによって収益率が異なったり、外部環境の変化によって家賃が下落するなどの課題がある。特に





この図によると、相続税法が改正された2015年1月頃から神奈川県、埼玉県、千葉県的空室率が上昇していることがわかる。また、タスが公表している資料の中には、1都3県のア

近隣で賃貸住宅建設が広がった場合は、空室率が高まったり、家賃相場が下落する原因となる。そして、このような状況に拍車をかけるのが、賃貸住宅経営支援サービスである。

(注2) 賃貸住宅経営支援サービスについては、古江晋也[2007]「賃貸住宅建設会社の経営戦略と賃貸住宅経営」『金融市場』を参照。

空室率、民営家賃の昨今の動向

ここでは昨今の賃貸住宅市場の動向を考える上で、空室率と民営家賃の推移を見ることにする。

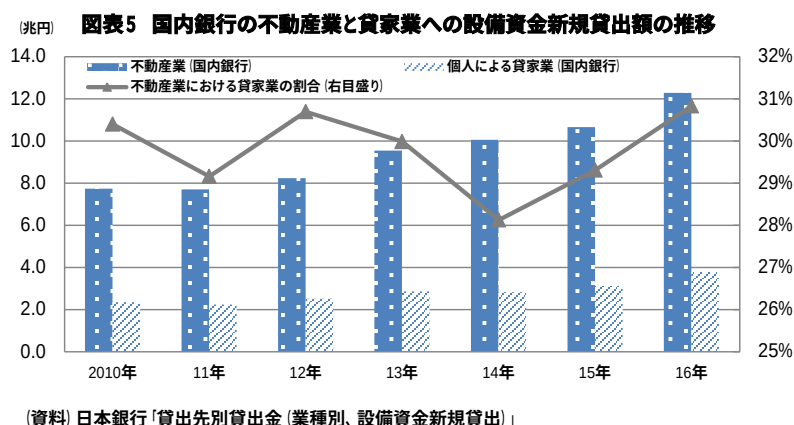
図表2は、トヨタ自動車のグループ企業である株式会社タスが公表している首都圏における空室率の推移を示したものである(注3)。

パート系(木造、軽量鉄骨)空室率は、3割を超える地域もある(株式会社タス「賃貸住宅市場レポート 首都圏版 関西圏・中京圏・福岡県版 2016年12月」を参照)。

一方、図表3は総務省統計局が発表している「消費者物価指数」から民営家賃(全国)の推移を示したものである。

この図表によると全国の間家賃は98年以降、右肩下がりて下落しており、東京都区部も全国と同様の傾向がみられる(注4)。

(注3) ここでいう空室率とは、株式会社タスが開発した賃貸住宅の空室の指標をさす。なお、日本銀行は『金融システムレポート』(2016年10月)においてタスの空室率指数は、「空室率指数の分母の戸数には、入居者を募集している建物の総戸数のみが含まれており、



満室稼働している建物の総戸数は含まれない」と指摘。そのため、同指数の短期的な動きを解釈する際には注意が必要であるとコメントしている(38頁)。

(注4) ただし、消費者物価指数の民営家賃については、家賃と賃金の連動性が低い、経年劣化などが考慮されていない、などの問題点

を指摘する意見もある(「日銀、遠い物価目標 上からぬ家賃にやきもち」『日本経済新聞 電子版』2015 年 11 月 5 日付)。

伸びる不動産業への融資

空室率が上昇し、民間家賃が下落する状況の中、金融機関の不動産業への融資は堅調に推移している。図表 4 は日本銀行調査統計局「日本銀行統計」をもとに国内銀行と信用金庫の不動産業への設備投資新規貸出の推移を示したものである。不動産業への新規貸出は 09 年以降、国内銀行、信用金庫ともに拡大を続け、銀行の新規融資は 15 年は 10.7 兆円、16 年は 12.3 兆円と 2 年連続で 09 年の 10.4 兆円を超えた。

また図表 5 は国内銀行、図表 6 は信用金庫における不動産業と貸家業への設備資金新規貸出額の推移を示したものである。不動産業の中に占める貸家業への融資割合は、国内銀行、信用金庫ともに年度によって異なるものの、3 割程度で推移している。このように金融機関が近年、不動産業への融資を加速させている背景には、製造業をはじめとした他業種の資金需要が伸び悩む中、業績を維持するた

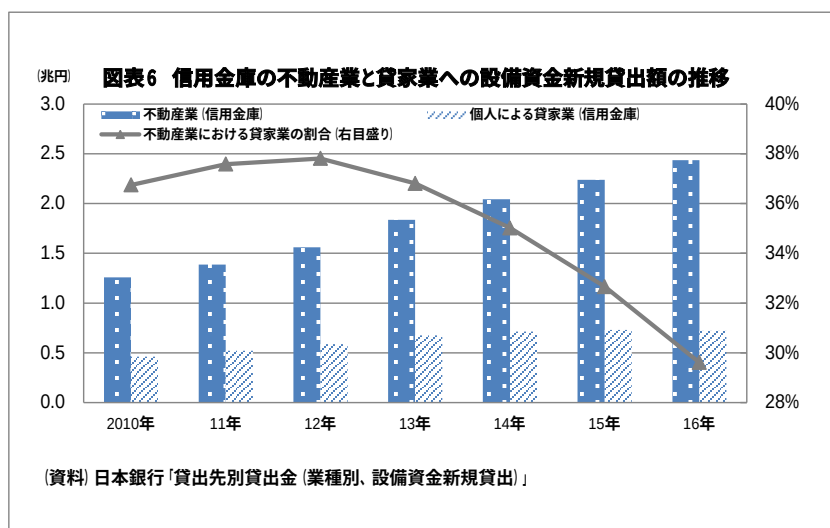
めの手段という側面や、今後成長が見込める地域で営業推進を展開する中、「賃貸住宅融資は、手早く融資量を確保できる」という金融機関サイドのインセンティブがあることも見逃せない。

おわりに

以上、昨今の賃貸住宅市場を検討した。賃貸住宅市場は、「オーナー自らが経営を行っているのか」「適切にメンテナンスが行われているか」などによって収益性が異なるため、いちがいに議論することは難しい。

しかし、最近では、賃貸住宅ローン市場が過熱しているとの見解を示すレポートも増加するようになった。その一つが、日本銀行の『地域経済報告(2017 年 1 月)』である。この報告では、「多くの地主等が短期間のうちに貸家経営に乗り出した結果、貸家市場全体でみると、需給が緩みつつあるとの声が聞かれている」「実際、賃貸物件の仲介業者等からは、郊外の築古物件など相対的に魅力の乏しい物件を中心に、空室率の上昇や家賃の下落が見られるとの声が聞かれる」(6 頁)と記されており、賃貸住宅の供給過剰懸念が示されている。

こうした中、不動産融資に過度に取り組んでいる金融機関は、今後、賃貸住宅融資を推進するビジネスモデルからの転換を図ることが求められると考えられ、その動向に注目が集まる。





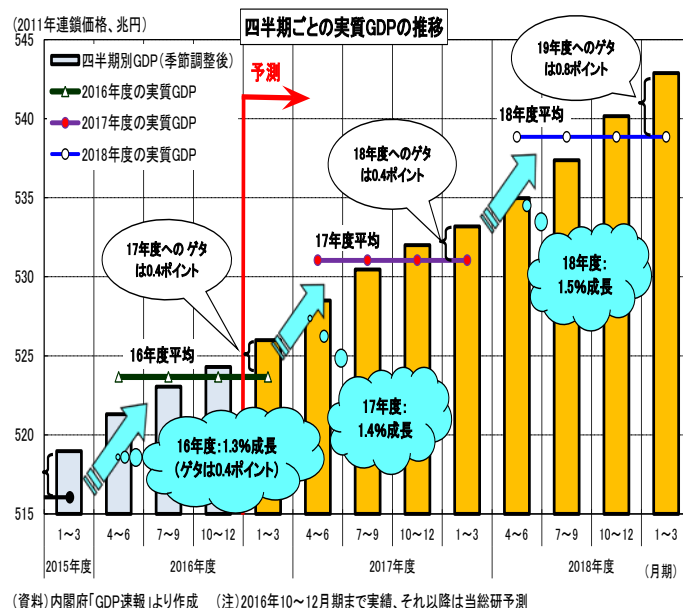
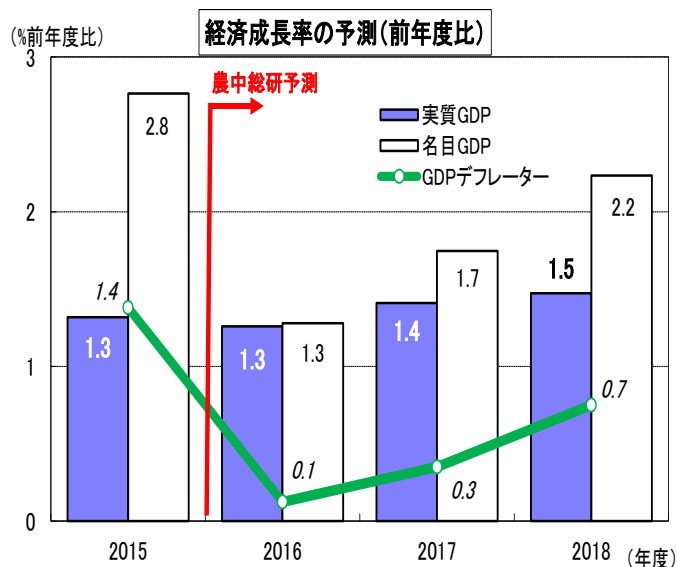
2016～18 年度改訂経済見通し

トランプ政策への期待と不安を抱えつつ、国内景気は回復継続

～2016 年度:1.3%、17 年度:1.4%、18 年度:1.5%～

積極的な財政政策と保護主義的な通商政策を訴える米トランプ新政権が発足し、その動向について世界は固唾をのんで見守っている。大型減税やインフラ投資は世界経済が陥った低成長・低インフレ状態からの脱却を促すとの期待は大きい。保護主義色が強まれば世界経済・貿易の収縮が発生しかねないとの懸念もある。こうした中、国内景気は輸出増に牽引される格好で持ち直し局面に入っている。足元の民間消費は再び足踏みしたが、雇用環境の良好さを背景に、家計所得の改善が継続するなど、いずれ持ち直しは本格化するとみられる。また、17 年入り後には経済対策の効果が出てくるため、景気回復傾向は徐々に強まるだろう。

さて、日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続しているが、米国発の金利上昇が国内にも波及するなど、「0%程度」という誘導目標を設定した長期金利の操作が厳しくなる場面も散見されている。しかし、再び物価上昇率がプラスに転じるなか、現行政策を粘り強く続けることで政策効果は強まり、デフレ脱却に貢献していくものと思われる。



1. 景気の現状:

(1) 米国トランプ大統領の誕生

2016 年は、英国国民投票で EU 離脱派が勝利し、米大統領選で保護主義的な主張を繰り返したドナルド・トランプ氏が勝利するなど、これまで自由貿易・開放路線を標榜・実践してきた米英両国が、「内向き」志向の政策運営へ舵を切ることを国民が選択した年となった。17 年はそれらの動向が最大の注目点の一つとなる。1 月 17 日、英メイ首相は移民受け入れの制限のほか、EU 単一市場からの脱退や EU を含めた諸外国との自由貿易協定 (FTA) 締結の推進など、いわゆる「ハード・ブレグジット」路線を表明した。首相に EU 離脱を通知する権限を与える法案の成立後、3 月中には EU に対して正式な離脱通告を行い、原則 2 年間の離脱に向けた交渉が始まる公算である。

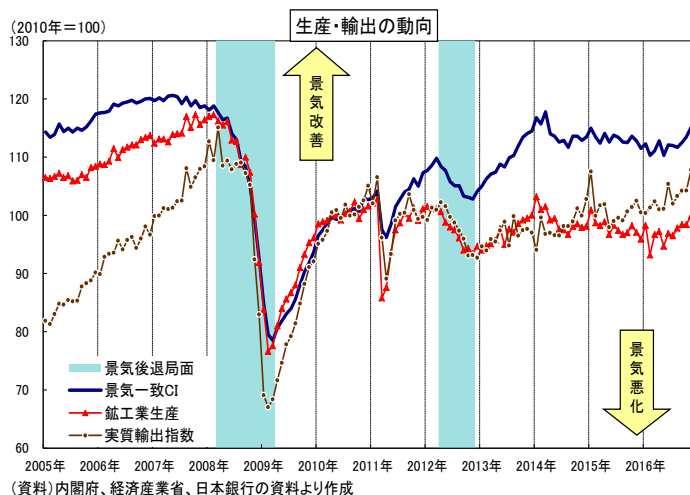
また、1 月 20 日にはトランプ氏が米大統領に就任したが、その就任演説では選挙戦を通じて主張した米国製品の購入や米国民の雇用拡大を最優先する方針を示した。しかし、そうした公約を実現する上で市場関係者が期待していた減税やインフラ投資拡大などの財政政策に対する具体的な言及はあまりなく、保護主義的な姿勢を印象づけ、懸念を生んでいる。実際、トランプ大統領は就任早々、NAFTA (北米自由貿易協定) の再交渉と TPP (環太平洋戦略的経済連携協定) からの永久離脱、さらには難民受け入れ停止とイスラム圏 7 ヶ国からの一時入国制限措置を表明、国内外を大きく揺さぶっている。さらに、日本や中国など対米貿易黒字国に対して、意図的に通貨切り下げを行って輸出増を促している疑いがあると非難している。

トランプ政権が保護主義的な通商政策を鮮明にすれば、世界貿易の収縮を引き起こすほか、米国内の消費財価格の高騰を招くなど、世界経済全体が停滞に陥るリスクがある。また、すでに完全雇用に近いとされる中、積極的な財政政策を発動すれば、金利高・ドル高を生むことも予想され、その影響が世界経済や金融市場にも影響を及ぼすことになる。今後、明らかにされるトランプ政策の内容に大きな注目が集まっている。

(2) 輸出の牽引で持ち直し始める日本経済

米国の利上げ開始、原油価格の一段安、中国経済の減速などが重なり、世界経済の失速懸念が意識された 16 年初と比べると、経済環境はだいぶ改善が見られる。トランプ旋風により、米長期金利が上昇したことに加え、米 Fed は 16 年 12 月に 2 度目の利上げを実施したものの、新興国からの資金流出や世界経済の悪化などの懸念にはつながっていないようだ。OECD の公表する景気先行指数 (CLIs) からは、当面は景気改善が継続することが示唆される。

こうした状況を受けて、国内経済は輸出主導での景気持ち直しが進行中である。10～12 月期の実質輸出指数は前期比 2.7% と 3 四半期連続の上昇で、上昇率も加速している。米国、中国、NIEs など主要輸出国経済が堅調な動きをしていたことを反映しているといえる。その影響を受けて、10～12 月期の鉱工業生産も同 2.1% と同じく 3 四半期連続の上昇で、同時に在庫調整も大きく進展した (在庫率指



数は14年4月の消費税増税直後の水準まで低下)。こうした輸出・生産の増勢の強まりを受けて、民間設備投資関連の指標も改善が見えた。関連指標とされる資本財出荷(除く輸送機械、国内向け)もまた、10～12月期分は前期比3.2%と3四半期連続の上昇となっている。

しかしながら、秋の天候不順の影響で生鮮野菜が高騰した影響で、家計所得・消費の持ち直しは再び足踏みするなど、消費持ち直しは依然順調ではない。10～12月の消費総合指数(内閣府作成)は、前期比▲0.2%と4四半期ぶりの低下、供給サイドのみの指標から作成される実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行作成)も12月分ではブレーキがかかり、10～12月期は同0.2%と減速するなど、足元の消費動向は物価上昇には弱いことが改めて意識された。

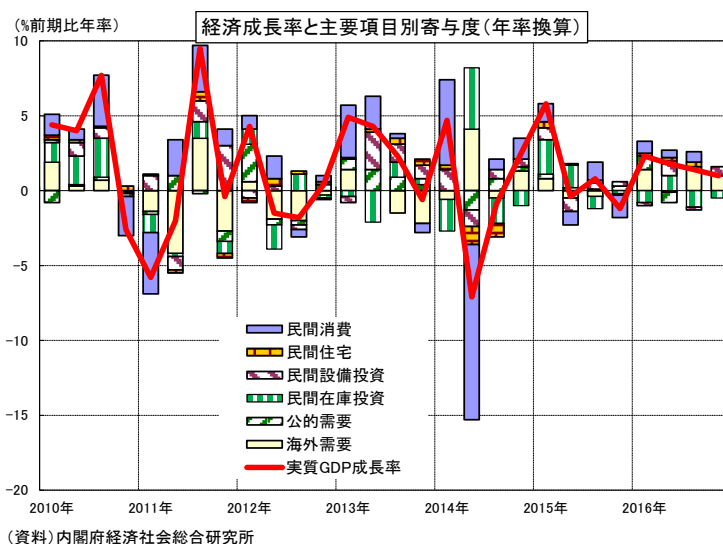
(3)減速基調ながらも16年10～12月期は4四半期連続のプラス成長

2月13日に公表された10～12月期のGDP第1次速報によれば、実質成長率は前期比年率1.0%と、4四半期連続のプラス成長であった。ただし、成長率は1～3月期(同)をピークに3四半期連続で減速した。

内容を見ると、民間消費(前期比▲0.01%)、民間在庫品増加(前期比成長率に対する寄与度:▲0.1ポイント)、公共投資(前期比▲1.8%)、輸入等(同1.3%)が成長率押し下げに寄与したが、輸出等(同2.6%)が引き続き堅調だったほか、民間企業設備投資(同0.9%)もその影響もあり、増加に転じたこと等もあり、成長率はプラスを維持したといえる。なお、交易利得や海外からの要素所得の受払を調整した国民総所得(GNI)も同0.04%と4四半期連続のプラスながらも、微増に縮まっている。

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▲0.1%と2四半期連続のマイナスであったが、前期比は0.1%と3四半期ぶりのプラスとなった。輸入デフレーター(前期比3.3%)は上昇に転じているが、国内需要デフレーターも同0.2%とプラスに転じる等、国内部門では価格転嫁する動きが再開されている。なお、デフレ脱却の判断指標の一つとして注目されてきた単位労働コストは前年比0.3%と5四半期連続のプラスだったが、上昇幅は縮小した。

この結果、16年としては、実質GDPが前年比1.0%、名目GDPが同1.3%と、いずれも5年連続のプラス成長となった。GDPデフレーターは同0.3%と3年連続のプラスながらも、15年(同2.0%)からは大きく鈍化した。一方、国内需要デフレーターは同▲0.5%と3年ぶりの下落となった。



2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

安倍政権下で雇用環境は改善傾向が続いており、政権発足以降の、雇用者数を 292 万人増加させてきた。その結果、失業者数は 200 万人と、22 年前の水準まで低下している。女性や高齢者の労働参加もかなり高まっている。こうしたなか、1 億総活躍社会に向けて、同一労働同一賃金の実現や長時間労働の是正などを目指している。と同時に 17 年春季賃金交渉(春闘)においても、企業サイドに賃上げ努力を求めるなど、「官制春闘」は 4 年目となっている。

一方、14 年 4 月の消費税増税など、安倍政権はデフレ脱却・成長促進の達成前に、財政健全化に向けた動きを本格化したこともあり、いずれも中途半端な状態といえる。つまり、安倍政権が目指す「名目 3%・実質 2%の経済成長」、さらに成長の果実によって財政健全化を進めるというアベノミクスは十分成果を上げているとは言い難い。政府は 2 度にわたって次回消費税率の引上げ時期を先送りする決定を下したが、同時に財政支出を再び拡大させる方向に向かっている。16 年 8 月には事業規模 28.1 兆円にも上る「未来への投資を実現する経済対策」が閣議決定され、秋の臨時国会では 4.1 兆円の歳出追加(東日本大震災復興特会なども含めれば 4.5 兆円の国費追加)を盛り込んだ第 2 次補正予算が可決・成立した。この「未来への投資」の拡大に向けた成長戦略と構造改革の加速化について審議するために未来投資会議ならびに未来投資会議構造改革徹底推進会合を開催し、第 4 次産業革命・イノベーション、ローカルアベノミクスの深化などに取り組んでいる。

さて、政府は 1 月 20 日に 17 年度一般会計予算案を国会に提出したが、歳出規模は 97 兆 4,547 億円と当初ベースでは過去最大となった。このうち、一般歳出の伸びは 16 年度当初予算から 5,305 億円増と、経済・財政再生計画の目安(3 年で 1.6 兆円増のペース)を達成している。一方、歳入については、57 兆 7,120 億円の税収を見込んでいる。また、外為特会から剰余金見込み額 2 兆 5,188 億円を一般会計に繰り入れることとしている。なお、新規国債発行は 34 兆 3,698 億円と、16 年度当初(34 兆 4,320 億円)から減額されるものの、基礎的財政収支(PB)は 10 兆 8,413 億円の赤字と、16 年度(当初見込み:10 兆 8,199 億円)からやや悪化の見込みである。

こうした中、内閣府は 1 月 25 日に開催した経済財政諮問会議に「中長期の経済財政に関する試算」を提出した。景気押上げに向けて政府が財政政策を再び積極化させたこと、足元で税収が伸び悩んだこともあり、国・地方の基礎的財政収支は、「実質 2%、名目 3%の経済成長」、「物価上昇率 2%」というアベノミクスの目標が今後達成されると想定しても、20 年度で▲8.3 兆円の赤字が残り、黒字化するのは 25 年度、という内容であった。つまり、20 年度の PB 黒字化目標は事実上不可能というものである。もちろん、この試算の前提では、社会保障費の自然増を容認するなど、歳出改革努力が織り込まれていないなど、いくつかの「余地」がある。とはいえ、財政健全化目標はいずれ抜本的な検討が迫られることになるだろう。

(2) 世界経済の見通し

自国民の雇用拡大を目指すトランプ米大統領の打ち出す具体的な政策メニューに世界中が注目している。と同時に、移民・難民の受け入れを制限し、多国間での経済連携よりも、米国の意向を通しやすい二国間での通商交渉に力点を入れ、さらには二国間での貿易収支の不均衡を批判するなど、いわゆる「保護主義」的な姿勢への警戒も高まっている。歴代政権の政策運営手法などを批判するなど、これまでの「常識」が通じない面も多く、言動や

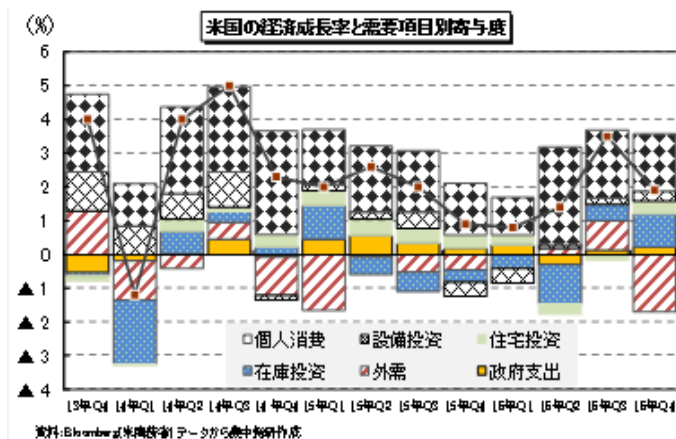
政策が読み切れないことが、一層先行きの不透明感を強めている。

こうしたトランプ政策を経済見通しにどう反映させるか、意見が分かれるところでもある。16年11月に経済見通しを公表したOECDはプラスの効果を検討する半面、17年1月に経済見通しを公表したIMFはプラス面・マイナス面が相殺するとの評価になっているようであり、エコノミストの間で相違が見られる。

① 米国経済

16年10～12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率1.9%と、7～9月期(同3.3%)から減速した。しかし、内訳を見れば、それほど悪い内容ではない。輸出は3四半期ぶりの減少であったが、個人消費が引き続き経済成長を牽引したほか、投資(住宅、設備)も改善した。

非農業部門雇用者数は直近1年間では、月19.5万人のペースで増加しており、労働市場の堅調さが維持されている。また、賃金上昇の加速と家計所得の増加が継続しているなか、消費者センチメントも高水準で推移している。こうしたことから、個人消費は引き続き経済全体を支えていくと考えられる。



また、鉱業や製造業も持ち直していきだろう。原油価格が50ドル/バレル前半の水準まで回復しており、それを背景に、これまで落ち込んでいた鉱業・掘削業の設備投資は上向き可能性が高い。ドル高は依然として製造業にとって逆風とみられるものの、足元では企業業績の改善が示されたことから、ドル高の下押し効果はそれほど顕在化していない。とはいえ、製造業では大幅な回復はまだ見込めず、足踏み状態が続くと考えられる。なお、16年半ばに頭打ち気味となった住宅市場については、最近では販売・着工ともに持ち直してきた。

2017～18年 米国経済見通し (17年2月改定)

	単位	2016年 通期 実績	2017年 通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	2018年 通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	1.6	2.1	1.7	2.6	2.8	3.2	2.3
個人消費	%	2.7	2.5	2.3	2.5	2.5	2.7	2.1
設備投資	%	▲0.4	1.6	1.2	2.6	3.9	4.5	4.0
住宅投資	%	4.9	1.7	3.1	2.4	2.5	3.0	1.7
在庫投資	寄与度	▲0.4	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0	▲0.0
純輸出	寄与度	▲0.1	▲0.3	▲1.3	0.3	0.2	0.6	0.1
輸出等	%	0.4	0.5	▲0.9	▲0.3	0.6	0.7	1.1
輸入等	%	1.1	2.2	3.4	▲1.1	▲0.8	▲1.3	0.6
政府支出	%	0.9	1.0	1.0	1.7	2.6	1.7	1.6
PCEデフレーター	%	1.1	1.8	1.6	1.8	2.0	2.0	2.0
FPLレート誘導水準	%	0.50～0.75	1.25～1.50	0.75～1.00	1.25～1.50	1.75～2.25	1.50～1.75	1.75～2.25
10年国債利回り	%	1.8	2.8	2.4	2.8	3.0	2.8	3.0
完全失業率	%	4.9	4.5	4.6	4.4	4.3	4.3	4.3

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

- (注)
1. 予想策定時点は2017年1月27日(16年10～12月期の速報値ベース)
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
 3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度
 4. デフレーターは期中平均前年比
 5. FPLレート誘導目標は期末値

所得増加と高水準のセンチメントを背景に、住宅投資は小幅増と予想している。

さて、先行きについて、トランプ大統領の経済政策に左右される面は強いが、その具体的な内容等は現時点ではまだ明らかになっていない。これまでのトランプ大統領の発言からは、一定規模の減税（法人税と個人所得税）、インフラ投資の拡大、規制緩和などが実施される可能性が高いと見られる。それにより、設備投資、住宅投資、在庫投資は従来のシナリオから上振れると考えている。この影響は主に17年後半から18年にかけての成長率を押し上げるだろう。こうした財政政策は実行までに時間差を伴うため即効性は期待できないが、大統領選後には消費者や中小企業経営者のセンチメントが大きく改善しており、足元の景気に対して一定のプラス効果が出るだろう。仮に、トランプ大統領の景気刺激策により、景気が過熱することになれば、米連邦準備制度（Fed）は利上げペースを加速したり、バランスシート縮小に着手する時期を繰り上げたりすることで、それを抑制できると思われる。

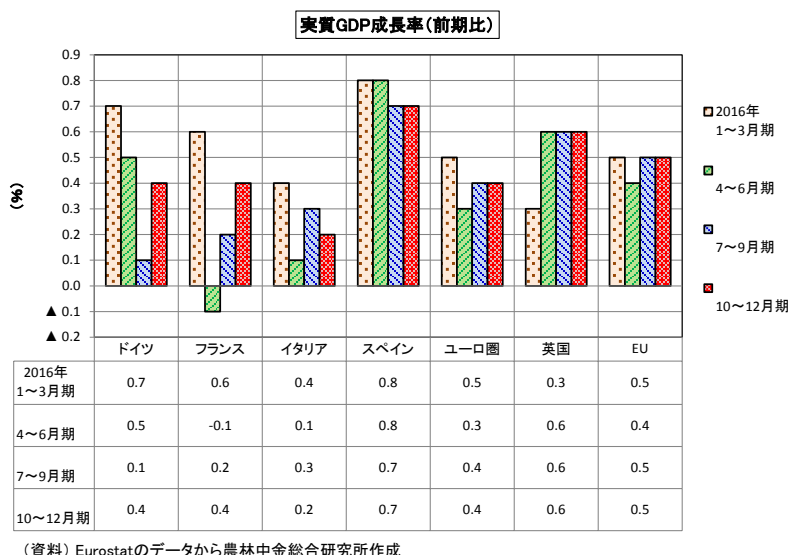
金融政策については、これまで15年12月、16年12月と2回の利上げが実施されたが、米連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーによる想定よりかなり緩やかな利上げペースとなるなど、慎重な政策運営が行われてきた。17年内の利上げ幅については、FOMCメンバーは75bpと想定しているが、市場コンセンサスは50bpと乖離が見られる。労働市場は完全雇用に近い水準に達しており、賃金上昇も加速の兆しが窺える。また、17年半ばにかけて、原油価格が物価を押し上げる効果が強まると見られる。ドル高は輸入物価を押し下げる効果がある点は留意すべきだが、トランプ大統領の経済刺激策の影響により、物価は17年半ばから加速する可能性があるため、17年上期に25bpの利上げ、下半期に50bpの利上げ（＝25bpの利上げを2回）と、FOMCメンバーとほぼ同様のペースでの利上げを予想する。

最後に、当面の経済の下振れリスクとしては、中国、メキシコ、カナダなど主要貿易相手国からの輸入品に対して高い関税をかけたり、国境税を導入したりするなど、いわゆるトランプ・リスクが表面化することを指摘しておきたい。

② 欧州経済

ユーロ圏では、16年10～12月期の実質GDP成長率（改定値）は前期比0.4%と、7～9月期から横ばいだった。経済規模の大きい4ヶ国のうち、ドイツ、フランスは成長が加速した一方で、イタリアは減速した。スペインは横ばいであった。

ユーロ圏では、全体として経済情勢の底堅さが感じられる状況にある。主要な経済指標を確認すれば、まず、原油価格下落による購買力拡大効果が縮小するなか、これまで経済成長の主要な牽引役であった家計消費には頭打ちの傾向が現れている。12月の小売売上高は前月比で0.3%の減少となり、前年同月比についても1.1%の増加にまで低下してきている。一方、12月の鉱工業生産指数は前月比で3.1%の低下となったが、ドイツにおける一時的な落ち込みが大きく影響しているものと考えられる。また、これは前年同期比では2.0%の上昇であり、昨年半ばの停滞からの回復傾向を維持していると判断できる。こうしたなか、12月の失業率は9.6%まで低下し改善傾向が続いているほか、ユーロ圏の景況感指数は製造業を中心にしっかりした動きと



なっている。

またドイツについても、12月の小売売上高は前月比で0.9%の減少、前年同月比でも1.1%の減少となり、一服感が出ているものの、全体として経済情勢には底堅さが見られている。12月の製造業受注指数は前月比で5.2%、前年同月比で8.1%の大幅上昇となり、月毎の変動はやや大きいものの、ドイツ経済の堅調さが確認された。一方、12月の鉱工業生産指数については前月比で3.1%の低下となったが、好調な受注状況からすれば一時的な落ち込みに止まるものと考えられる。また、12月の輸出額は前月比で3.3%の減少であったが、前年同月比では3.2%の増加と、16年半ばの弱い値からの回復基調が明らかである。

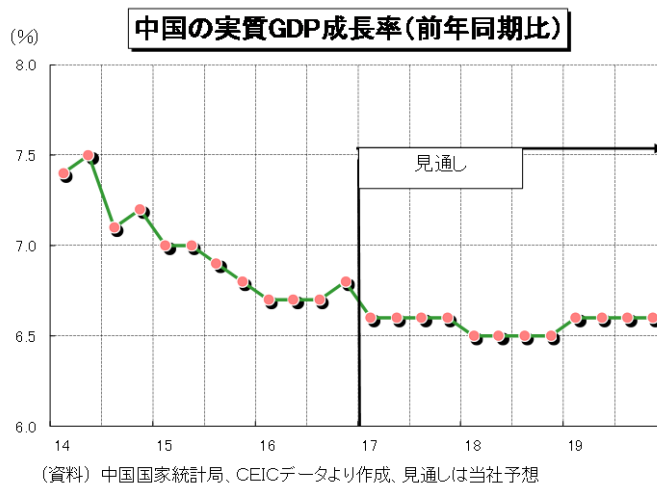
このように、ユーロ圏経済が底堅さを示すなか、1月の消費者物価上昇率(速報値)についても全項目で前年同月比1.8%の上昇と、急速な回復となっている。その主因はエネルギー価格の持ち直しであり、また各国間で格差も存在しているが、「2%を下回るがこれに近い水準」を維持するとする欧州中央銀行(ECB)の政策目標に近づきつつあることは確かである。こうしたなか、ECBは資産買入れ(QE)について、16年12月の理事会で17年3月の期限を17年12月まで延長するとともに、17年4月以降は購入額を月800億ユーロから600億ユーロに減額する決定を行った。今後は、ECBはQEの買入額の段階的縮小により異例な金融緩和の出口に向かうものと考えられ、その動向が注目されている。

一方、英国については、ポンド安に支えられ現在のところ経済情勢は堅調であるが、今後は欧州連合(EU)離脱に関する具体的な交渉が始まるとともに、不透明感の強まりによる投資の停滞、通貨ポンドのさらなる下落による輸入物価の上昇などの可能性も考えられ、注視が必要である。

③ 中国経済

16年10～12月期の実質GDP成長率は前年比6.8%と、7～9月期(同6.7%)から伸び率が幾分高まった。この結果、16年は6.7%成長となり、中国政府の成長目標である「6.5～7%」の範囲に収まったものの、15年(同6.9%)から小幅減速した。

16年を振り返ってみると、小型自動車購入税の半減措置を受けて自動車販売が好調であったほか、急成長したネット通販などによって支えられた個人消費が堅調に推移したものの、総資本形成に相当する固定資産投資が前年比8.1%と、99年以来の低い伸びに留まったことが成長鈍化の主因といえる。加えて輸出は減少幅が縮小したものの、低調さが続いたことも成長鈍化につながった。



1月の製造業PMI(国家统计局等)が景気判断の分岐点となる50を上回ったほか、輸出入いずれも伸びが大幅に高まったことから、足元の景気がやや上向いた状態にあると判断される。しかし、成長率をさらに押し上げる材料は見当たらず、むしろ不動産開発投資の鈍化や自動車販売の反動減が顕在化すると予想されることなどから、一時的に景気足踏みする可能性もあるだろう。さらに、地方政府や企業が抱える過剰な債務や一部の大都市でバブル気味の住宅市場を抑制するとともに、国全体の安定的成長を維持しなければならないことから、経済政策の舵取りはますます難しくなっている。政府による景気テコ入れ策を打ってくる可能性があるものの、鉄鋼および石炭のほか、板ガラス・造船・電解アルミ・セメン

トなどの産業においても過剰な生産能力の削減を推し進めると見られることなどから、17 年は小幅ながらも成長減速が続くと見込まれる。

とはいえ、17 年秋頃に開催予定の 19 回共産党大会を控えていることから、景気腰折れ回避のため、一段と拡張的財政政策が行われ、景気を下支えすることが想定される。習近平政権が示した 16～20 年の平均成長率の下限が 6.5%であることを考慮すれば、17 年を通じては 6%半ばから後半の成長率になると予測する。

目先の注目イベントは 3 月に開催予定の全人代であろう。16 年末に開催された「中央経済工作会議」では、17 年に安定成長を維持させるためには、減税や公共投資などの拡張的財政政策および「穏健中立」(やや引き締め気味とみられる)な金融政策の実施方針が既に示されている。このように金融政策より財政政策が一層重視されるとみられるなか、全人代で公表予定の 17 年の成長目標のほか、財政赤字対 GDP 比率の具体的な数値などに注目が集まっている。

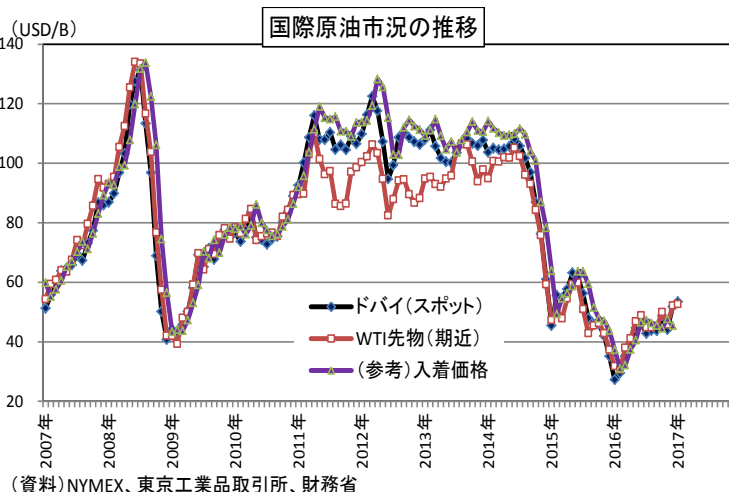
足元では、トランプ米大統領が習国家主席に書簡を送ったうえで、電話会談も行われたことを受けて、米中関係の改善への期待が高まっているが、今後、為替問題や通商問題についての交渉が本格化すれば、金融資本市場の波乱や貿易摩擦の高まりをもたらす可能性があり、その動きを注視していくことも重要であろう。

④ 輸入原油価格の見通し

原油価格は 14 年夏以降、下落が始まり、16 年初には世界経済の失速懸念が浮上させるほどの暴落となったが、その後は新興国の底堅い需要を背景に持ち直しに転じた。さらに、16 年秋には、主要産油国が生産枠調整に向けて動き始め、11 月末に開催された OPEC 総会では、17 年上期は加盟国全体の生産量を日量 3,250 万バレル程度(10 月実績:同 3,364 万バレル)と、同 120 万バレルの減産で最終合意した(ただし、ナイジェリア・リビアは適用除外で、インドネシアは加盟を一時停止)。さらに、ロシアなどの OPEC 非加盟国も同期間中、計 55.8 万バレルの減産に応じることで合意、全体で供給量全体の 2%近くが削減される運びとなった。これを受けて、国際原油市況は持ち直し傾向を強め、12 月以降は概ね 50ドル台での安定的な推移となっている。ちなみに、1 月の減産分は合意内容に達していない(加盟国が 92%、非加盟国が 50%)ようだが、非加盟国(主にロシア)が段階的に減産を強める方針であることから、OPEC では原油価格はさらに押し上げられるとみている。

もちろん、抜け駆け行為がこの先出ないとも限らないほか、減産合意に参加していない国での増産が強まることもありうる。また、米トランプ政権が推し進めようとしているエネルギー業界の規制緩和が再び供給過剰状態を生み出す可能性も否定できないなど、原油価格の先行きについてまだ安心できる状況とはいえない。実際、米国内の原油在庫水準は高まるなど、需給悪化懸念も浮上している。インド、中国などの原油需要は底堅いとみられるが、先行きの原油価格の上昇余地はそれほど大きくないと思われる。

以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIF ベース)は、17 年は 1 バレルあたり 50ドル前後、18 年は 50ドル台前半で推移と想定した。





2016～18年度 日本経済見通し

	単位	2015年度 (実績)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2018年度 (予測)
名目GDP	%	2.8	1.3	1.7	2.2
実質GDP	%	1.3	1.3	1.4	1.5
民間需要	%	1.1	0.7	1.0	2.3
民間最終消費支出	%	0.5	0.6	0.8	1.3
民間住宅	%	2.7	5.7	▲ 3.4	3.4
民間企業設備	%	0.6	1.8	3.2	5.3
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1
公的需要	%	1.2	0.4	2.0	▲ 0.2
政府最終消費支出	%	2.0	0.8	0.7	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 2.0	▲ 1.2	7.2	▲ 4.0
輸出	%	0.8	2.7	4.7	2.8
輸入	%	▲ 0.2	▲ 1.0	3.4	3.8
国内需要寄与度	ポイント	1.1	0.7	1.3	1.8
民間需要寄与度	ポイント	0.8	0.6	0.8	1.8
公的需要寄与度	ポイント	0.3	0.2	0.6	▲ 0.0
海外需要寄与度	ポイント	0.2	0.6	0.2	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	1.4	0.1	0.3	0.7
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 3.3	▲ 2.5	0.9	1.7
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.0 (▲ 0.1)	▲ 0.2	0.7	1.3
完全失業率	%	3.3	3.1	2.9	2.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.0	1.3	4.7	3.2
経常収支	兆円	17.7	20.2	21.6	22.3
名目GDP比率	%	3.3	3.7	3.9	4.0
為替レート	円/ドル	120.1	108.7	115.0	115.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.03	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.29	▲ 0.04	0.08	0.10
通関輸入原油価格	ドル/バレル	49.4	46.0	50.6	53.8

(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	2016年				2017年				2018年				2019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	%	0.8	0.3	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.3	0.5	0.5	0.7	0.6	0.9
実質GDP	%	0.6	0.4	0.3	0.2	0.3	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
(年率換算)	%	2.3	1.8	1.4	1.0	1.3	1.9	1.5	1.2	0.9	1.4	1.8	2.1	2.0
民間需要	%	0.0	0.9	▲ 0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
民間最終消費支出	%	0.4	0.2	0.3	▲ 0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
民間住宅	%	1.4	3.3	2.4	0.2	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 1.0	0.1	0.3	0.5	1.5	2.0	2.8
民間企業設備	%	▲ 0.3	1.3	▲ 0.3	0.9	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.2	0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	0.9	▲ 0.7	0.0	▲ 0.0	0.7	1.3	0.5	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	1.4	▲ 1.1	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 1.1	1.1	▲ 0.7	▲ 1.8	3.0	6.0	2.0	▲ 1.5	▲ 3.0	▲ 1.5	▲ 0.5	0.5	0.5
輸出	%	0.9	▲ 1.2	2.1	2.6	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6
輸入	%	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.2	1.3	0.8	1.0	0.8	0.7	0.9	1.0	0.9	1.0	1.4
国内需要寄与度	%pt	0.2	0.5	▲ 0.1	▲ 0.0	0.3	0.5	0.4	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7
民間需要寄与度	%pt	0.0	0.7	▲ 0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
公的需要寄与度	%pt	0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.0	0.2	0.3	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.3	▲ 0.0	0.4	0.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.9	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 3.7	▲ 4.5	▲ 3.8	▲ 2.1	0.7	0.5	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	0.3	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0	1.2	1.4	1.6
完全失業率	%	3.2	3.2	3.0	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 1.0	0.2	1.3	2.0	1.6	0.8	1.0	0.5	1.2	1.0	0.4	0.3	1.2
経常収支(季節調整値)	兆円	5.0	4.6	5.0	5.4	5.2	5.3	5.4	5.5	5.4	5.5	5.5	5.6	5.7
名目GDP比率	%	3.7	3.5	3.7	4.0	3.8	3.9	3.9	4.0	3.9	4.0	3.9	4.0	4.0
為替レート	円/ドル	115.5	108.2	102.4	109.3	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.03	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	▲ 0.12	▲ 0.13	▲ 0.01	0.08	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10
通関輸入原油価格	ドル/バレル	33.6	41.5	46.4	46.0	50.0	50.0	50.0	50.0	52.5	52.5	52.5	55.0	55.0

(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. 2016～18年度の日本経済・物価見通し:

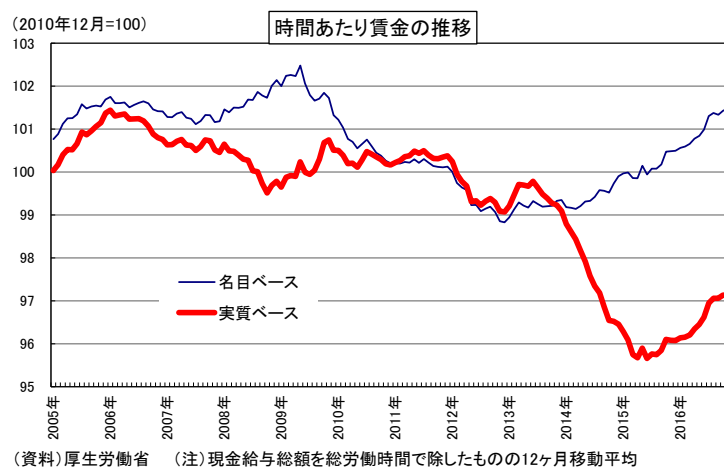
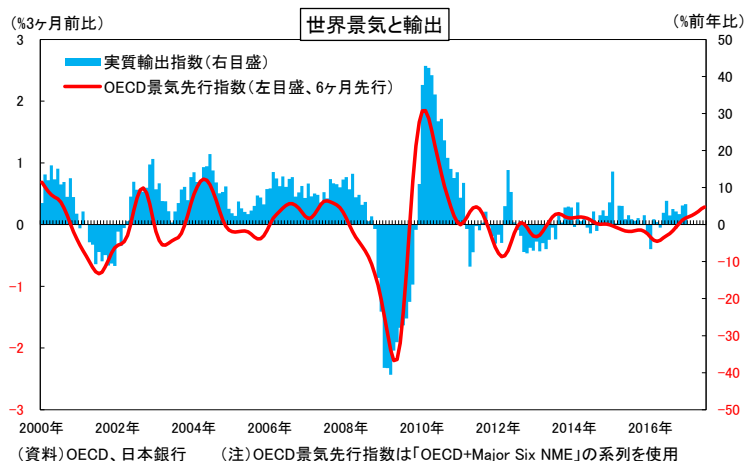
(1) 経済見通し ～ 安定的な経済成長が継続

これまで、当総研では「①世界経済は新興国の持ち直しが強まる中、回復基調をたどっており、輸出の増加傾向が継続、それが生産活動や設備投資活動にもプラスの効果を与えていく、②17年入り後には4.1兆円の歳出増を盛り込んだ第2次補正予算の効果が出現する、③賃金上昇は非常に緩やかだが増加していることに加え、消費マインドの改善によって16年半ばにかけて低下した消費性向が先行き回復するとみられる

ため、消費の持ち直しが再び始まる」ことから、当面は1%超の経済成長を続けるとの経済見通しを示してきた。今回も基本的に上記のような景気シナリオは妥当性が高いと思われる。

今後明らかにされるトランプ政策の内容・規模などに、日本のみならず、世界経済全体が影響を受けることは否定できないが、トランプ政権としても世界経済が混乱に陥れば、米国経済にも悪影響が跳ね返ってくることは十分承知しているはずであり、無謀なことはしないし、できないと考えるのが妥当である。前回予測と同様、現時点ではトランプ政権の経済政策の中身は未だ不透明であるが、通商政策は従来よりも保護主義的なものになるとしても、財政政策はインフラ投資の拡大や一定規模の減税策が実施されるなど景気拡張的なものとなり、また金融政策を掌る米FRBに対しては早急な利上げは求めない、といったものを想定している。こうした想定は、過度なドル高進行の阻止や世界経済の回復を支援することにもつながり、日本経済はその恩恵を一定程度享受できるだろう。

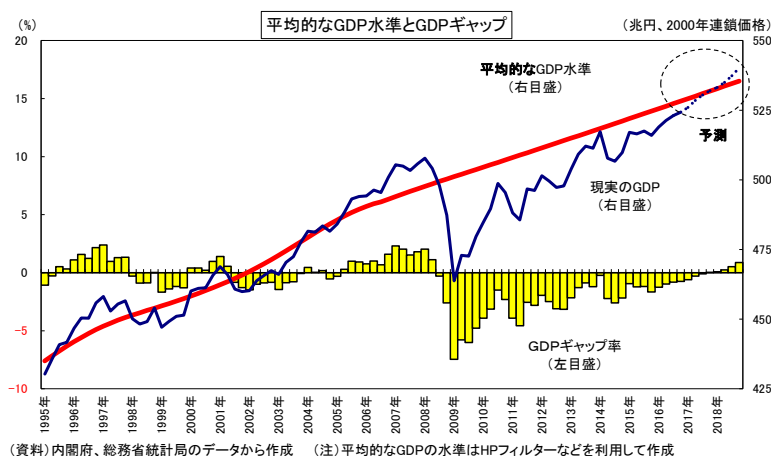
なお、国内には目立った下振れリスクが存在しているわけでもなく、むしろ追い風が吹き始めていると評価している。消費税増税後に大きく落ち込み、低調さが続いていた耐久消費財は回復の動きが始まっていることは、消費持ち直しには好材料であろう。また、労働需給が次第に引き締まりを見せるなか、賃上げが緩やかに進むものと思われる。家計の所得環境の改善が継続すれば、出遅れ感の残る民間消費の持ち直しを支えることになる期待される。



さて、失業率が3%前後まで低下するなど、米国と同様に完全雇用状態に近づきつつあ

るといえるが、日本経済には成長余力はあとどれくらいあるだろうか。雇用環境は改善傾向にあるとはいえ、ミスマッチが多いことも確かである。16年7～9月期の都道府県別失業別によれば、大阪府(4.1%)、沖縄県(4.1%)、北海道(3.9%)、福岡県(3.7%)などがまだ高めである(全国:3.1%、原系列)。年齢階層別にみても、数年前と比較すれば大きく改善しているとはいえ、15～24歳(4.2%)、25～34歳(4.2%)と、依然若年層では高く、かつ男性に限ればそれぞれ4.6%、4.9%である(いずれも12月分、原系列)。労働参加率にしても、既に女性の「M字カーブ」は解消されつつあるが、25～59歳にかけて男性が90%台であるのに対して、女性はまだ70%台にとどまっている。大都市圏を中心に保育所・保育士の不足が深刻であるなど、ボトルネックが発生しているのは事実であるが、結婚・出産・育児期の女性の労働参加を妨げないような政策をさらに強化することで、労働供給を増やす努力をすることは重要である。こうした介護・福祉の分野でも、ある程度市場機能が働く仕組み(需給が逼迫している職種の積極的な賃上げ)を組み入れることも検討すべきであろう。このように、供給サイドの改革は、家計所得・消費の一段の押上げにつながるほか、息の長い経済成長を継続することでデフレ脱却にも貢献するものと思われる。

以下、今後の日本経済についての見通しを述べていく。まず、足元1～3月期であるが、海外経済の回復が継続していることから、輸出は引き続き増加するだろう。さらに、第2次補正予算に盛り込まれた公的支出が顕在化、公共投資は増加に転じると思われる。天候不順による食料品高騰で悪影響を受けた民間消費については継続的に家計所得が増加しているため、持ち直しの動きが復活するもの



と思われる。また、輸出増の波及効果もあり、民間設備投資も増加が続くだろう。住宅投資には一服感が出るものの、全体としてみれば成長率は再び高まると思われる。1～3月期の成長率は、前期比0.3%、同年率1.3%と5四半期連続のプラス成長と予想する。その結果、16年度の実質成長率は1.3%、名目成長率も1.3%、GDPデフレーターは前年度比0.1%(前回12月時点の予測はそれぞれ1.1%、1.1%、同0.0%で、いずれも上方修正、その要因は足元実績値の上振れ)と予測した。

続く17年度についても、上期は引き続き経済対策に盛り込まれた公共事業が本格化することで成長率が押し上げられるほか、その効果が弱まる下期以降についても所得環境の改善を背景とした民間消費の回復、さらには20年の東京五輪などを控えた設備投資需要の底堅さなどにより、緩やかな経済成長を達成していくだろう。また、海外経済については、共産党大会を前にした中国政府の経済テコ入れも想定されるほか、トランプ氏が公約に掲げた国内雇用の拡大に向けての政策運営が下期以降は始まり、日本の輸出もさらに後押しされると予想する。この結果、17年度の実質成長率は1.4%、名目成長率は1.8%、GDPデフレーターは前年度比0.3%(前回予測はそれぞれ1.4%、1.1%、同0.3%で、実質・名目成長率は上方修正、その要因は民間設備投資の更なる増加を見込んだため)と予測する。なお、失業率は2%台後半まで低下するなど、労働需給は徐々に引き締まっていくほか、年度半ば以降はいわゆる潜在GDP(過去の趨勢的なGDP水準)を上回るだろう。

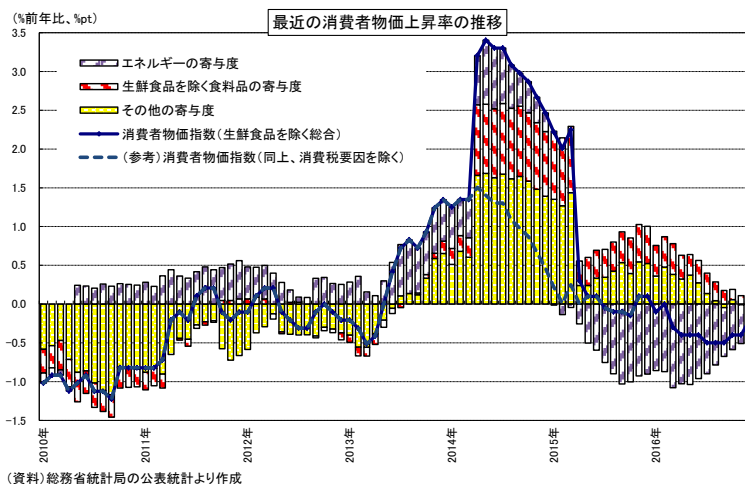
また、18年度についても、労働需給の逼迫が次第に進み、賃上げ圧力が一段と強まるものと思われる。それが人件費の増加につながるほか、一部企業で雇用人員の確保が困難化するなどの問題も生じる可能性があるが、全般的に「家計所得増⇒消費増⇒企業業

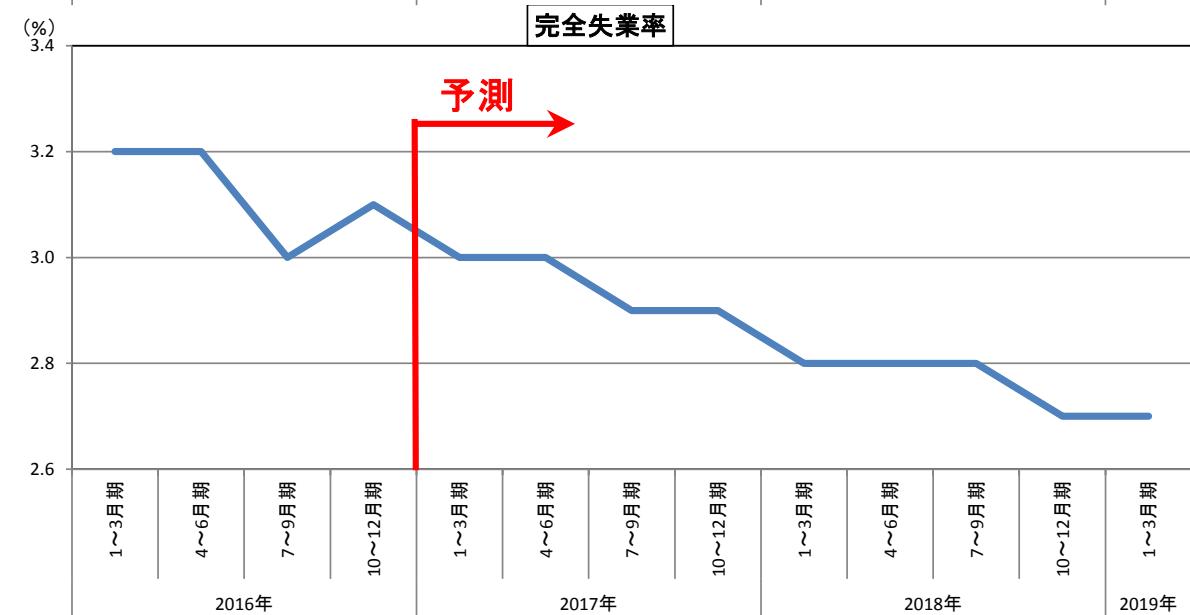
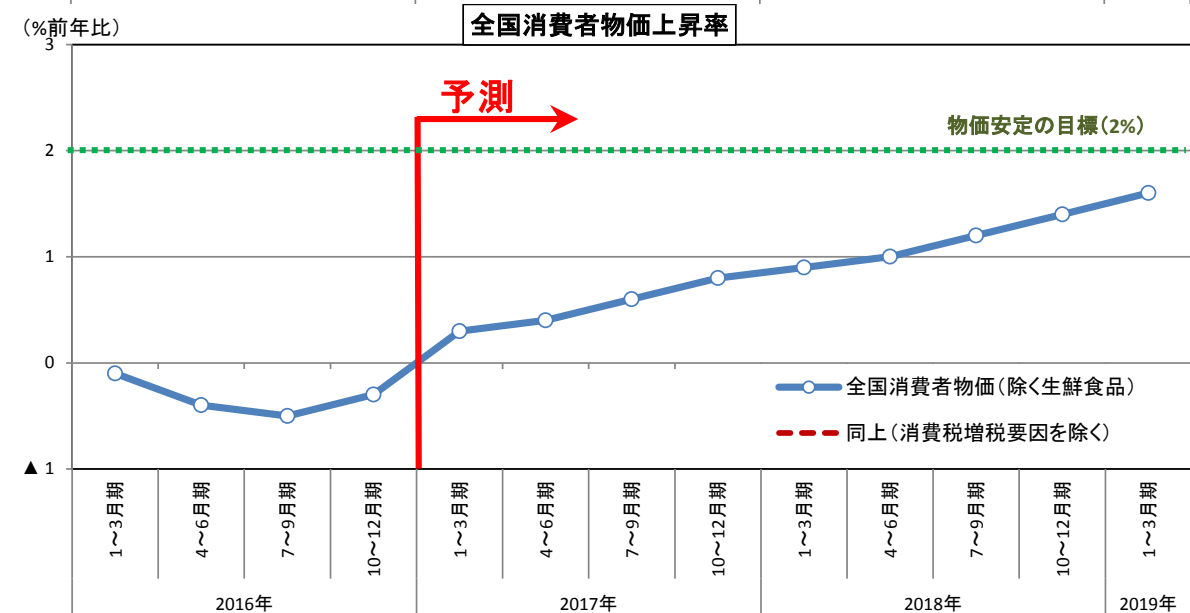
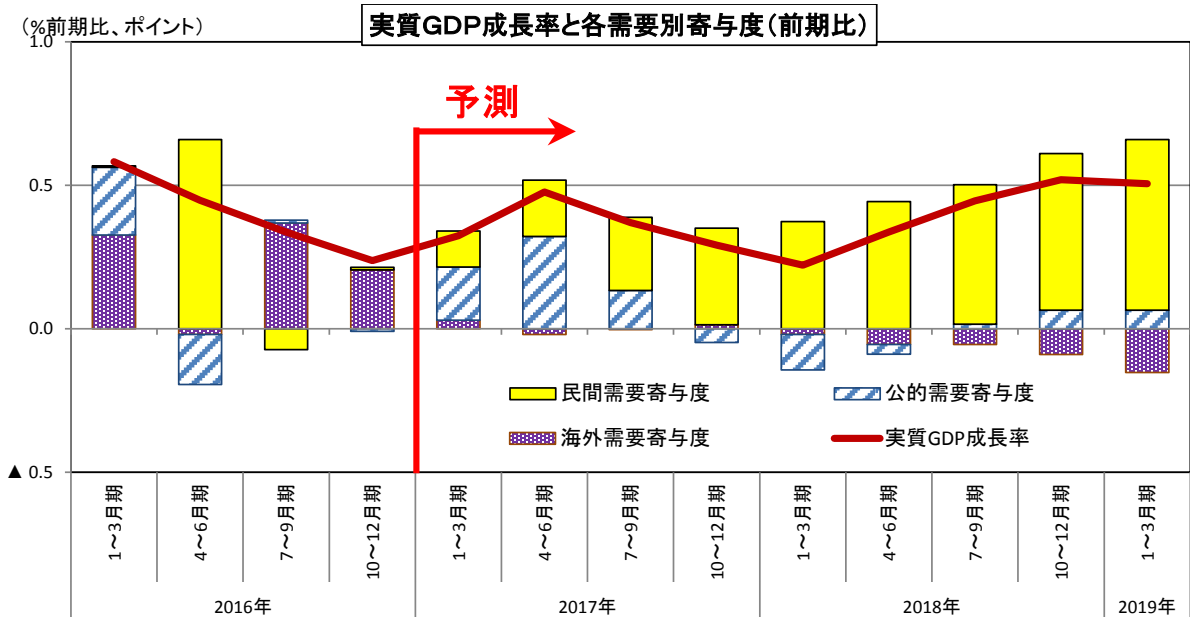
績改善⇒賃上げ⇒…」という好循環が始まることが期待される。GDP ギャップはプラス状態を強めていこう。18年度の実質成長率は1.5%、名目成長率は2.2%、GDPデフレーターは前年度比0.7%(前回予測はそれぞれ1.2%、1.9%、同0.7%で、実質・名目成長率は上方修正、その要因は17年度と同様)と予測する。なお、18年度下期には19年10月に予定される消費税率10%への再引き上げを控えた駆け込み需要が始まり、成長率はやや加速が見られるだろう。

(2)物価見通し ～ 下押し圧力が解消

エネルギー安に円高圧力が加わったことで、16年を通じて物価は前年比下落状態が継続してきたが、年末にかけての原油価格の持ち直しや次期米大統領選でトランプ氏が勝利したことを受けての円安ドル高などを受けて、下押し圧力が大幅に緩和してきた。12月の全国消費者物価では、石油製品が25ヶ月ぶりに前年比プラスとなったほか、輸入物価もまた下落幅を急速に縮小させた(企業物価指数の輸入消費財については、12月分が前年比▲5.8%)。ただし、民間消費そのものの改善が足踏みしたこともあり、ベース部分の物価は依然として低調であり、日銀が重視する「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は前年比0.1%へ、内閣府が試算する「生鮮食品、石油製品及びその他特殊要因を除く総合」は同横ばいへと、ともに鈍化したこともあり、物価全体の復元力も弱さは否めない(「生鮮食品を除く総合」は同▲0.2%)。

先行きは、17年初にかけてエネルギーが物価押上げ要因に転じていくほか、円高要因による物価押下げ圧力も緩和していくと思われる、それが物価上昇率をプラスに押し上げ、かつ上昇幅を徐々に拡大させていくとみられる。しかし、企業サイドの賃上げ意欲は依然慎重なままであることから、上昇率が加速的に高まることは厳しいと思われる、17年度末の時点でも上昇率はせいぜい1%弱にとどまるだろう。とはいえ、労働需給は徐々に引き締まっていく可能性は高く、それにつれて賃上げ圧力も次第に高まっていくと見込まれるため、18年度以降、物価上昇率は2%に少しずつ接近する動きを続けるだろう。以上から、**16年度の物価上昇率は前年度比▲0.2%**と、15年度(同▲0.0%)に続く2年連続の下落が見込まれるが、**17年度は同0.7%、18年度は同1.3%**と、緩やかに上昇率を高めていくと予想する。しかし、18年度末でも同1.6%の上昇と予想しており、日銀が想定する「18年度頃」に物価安定目標である2%に到達するのは相変わらず厳しいと思われる。





(資料) 内閣府、総務省統計局

(注) 予測は農林中金総合研究所による。

2016～18年度 日本経済見通し

(前期比)

	単位	2015年度 通期	2016年度			2017年度			2018年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
実質GDP	%	1.3	1.3	0.9	0.7	1.4	0.8	0.8	1.5
民間需要	%	1.1	0.7	0.8	▲ 0.0	1.0	0.5	1.0	2.3
民間最終消費支出	%	0.5	0.6	0.6	0.4	0.8	0.4	0.7	1.3
民間住宅	%	2.7	5.7	5.3	1.5	▲ 3.4	▲ 3.5	▲ 0.8	3.4
民間企業設備	%	0.6	1.8	1.0	1.0	3.2	1.6	2.3	5.3
公的需要	%	1.2	0.4	▲ 0.2	0.4	2.0	1.9	0.1	▲ 0.2
政府最終消費支出	%	2.0	0.8	▲ 0.3	0.7	0.7	0.3	0.4	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 2.0	▲ 1.2	0.2	▲ 1.0	7.2	8.6	▲ 1.0	▲ 4.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 6.4	▲ 3.3	▲ 4.4	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 3.3
輸出	%	0.8	2.7	0.3	5.3	4.7	1.8	2.0	2.8
輸入	%	▲ 0.2	▲ 1.0	▲ 1.6	1.5	3.4	1.8	2.0	3.8
内需寄与度 (前期比)	%	1.1	0.7	0.6	0.1	1.3	0.9	0.6	1.8
民間需要 (")	%	0.8	0.6	0.7	0.0	0.8	0.4	0.7	1.8
公的需要 (")	%	0.3	0.2	▲ 0.1	0.1	0.6	0.5	▲ 0.0	▲ 0.0
外需寄与度 (")	%	0.2	0.6	0.3	0.4	0.2	▲ 0.0	0.0	▲ 0.2
デフレーター (前年比)	%	1.4	0.1	0.1	▲ 0.1	0.3	0.2	0.4	0.7
完全失業率	%	3.3	3.1	3.1	3.1	2.9	3.0	2.9	2.8
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 1.0	1.3	0.4	3.6	4.7	2.1	1.6	3.2
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	92.1	96.6	99.4	93.8	91.9	91.5	92.3	97.6
経常収支	兆円	17.7	20.2	9.6	10.6	21.6	10.7	10.9	22.3
貿易収支	兆円	0.5	6.0	2.7	3.2	7.1	3.3	3.8	8.4
外国為替レート	円/円	120.1	108.7	105.3	112.2	115.0	115.0	115.0	115.0
通関輸入原油価格	円/バレル	49.4	46.0	43.9	48.0	50.6	50.0	51.3	53.8

(前年同期比)

	単位	2015年度 通期	2016年度			2017年度			2018年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
名目GDP	%	2.8	1.3	1.1	1.4	1.7	1.6	1.8	2.2
実質GDP	%	1.3	1.3	1.0	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5
民間需要	%	1.1	0.7	0.5	0.9	1.0	0.6	1.4	2.3
民間最終消費支出	%	0.5	0.6	0.4	0.8	0.8	0.6	0.9	1.3
民間住宅	%	2.7	5.7	5.8	5.6	▲ 3.4	▲ 3.2	▲ 3.7	3.4
民間企業設備	%	0.6	1.8	1.6	2.1	3.2	2.8	3.5	5.3
公的需要	%	1.2	0.4	0.6	0.1	2.0	2.3	1.7	▲ 0.2
政府最終消費支出	%	2.0	0.8	1.3	0.3	0.7	0.9	0.6	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 2.0	▲ 1.2	▲ 2.4	▲ 0.5	7.2	7.9	6.5	▲ 4.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 6.4	▲ 3.3	▲ 4.4	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 2.3	▲ 3.3
輸出	%	0.8	2.7	1.0	4.5	4.7	6.1	3.4	2.8
輸入	%	▲ 0.2	▲ 1.0	▲ 1.8	▲ 0.1	3.4	3.4	3.4	3.8
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 3.3	▲ 2.5	▲ 4.1	▲ 0.7	0.9	0.6	1.1	1.7
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.0	0.7	0.5	0.8	1.3
完全失業率	%	3.3	3.1	3.1	3.1	2.9	3.0	2.9	2.8
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 1.0	1.3	▲ 0.6	3.9	4.7	5.7	3.7	3.2

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

OPEC の減産合意と原油価格

高島 浩

昨年11月30日、石油輸出国機構(OPEC)総会が開催され、各国数値目標の合意が難しいとの予想に反し、議長国サウジアラビア(以下、サウジという)とイランが歩み寄り、本年1月以降120万バレル/日の減産に合意をした。その後、12月10日には、ロシアを含む非OPEC加盟11か国とも55.8万バレル/日の減産の合意がなされている。その合意を受け、原油価格が約20%上昇し、指標価格のひとつであるブレント原油価格は、55ドルを挟みでの狭いレンジで推移してきている(図表1)。

今回の一連の合意は、OPECの減産合意が8年ぶり、非OPECとの合意は15年ぶりのものであったことから、合意後の原油価格の安定を踏まえて英紙Financial Timesは「OPECが戻ってきた」と記事を掲載した。



OPEC 合意の背景

原油価格は、2011年以降、高値で推移してきたものの、14年後半から需給緩和やサウジの価格下落容認姿勢が伝わり急落した。16年初には、一時30ドルを割れたほか、その後も40ドル後半レベルで推移してきた。

この間、中東ではサウジとイランの国

交断絶など不安定な政情となっていたが、供給過剰感のある中、中東の混乱がかえってOPECによる生産調整が難しいとの判断を生み、原油安が継続していた。

この原油価格の低迷は、国の歳入や輸出の大半を原油に依存するOPEC諸国の財政に大きな負担を与えていることから、需給バランスの改善が課題となっていた。

特に、サウジは、昨年4月に脱石油のビジョン(「ビジョン2030」)を発表し、経済構造の改革を進めることとしているが、その財源として、国営石油会社の上場等の資金を見込んでいる。そのため、それまでに需給バランスを改善し、価格を安定させる必要があった。

シェールオイルの台頭

OPEC諸国の生産に加えて原油価格の動向に大きな影響を与えているのが、OPEC減産の対象外となっている米国を中心とした非在来型原油と呼ばれるシェールオイルである。頁岩(シェール)の地層から採取される原油で、米国では10年以降生産が大幅に拡大し、15年ごろには米国で生産する原油の約半分がシェールオイル他の非在来型原油となっている。

ただし、シェールオイル生産は、採油期間が短く比較的採油コストが高いとされ、14年後半以降の原油価格低迷を受け新たな投資が止まり、15年半ばから米国の原油生産額は減少に転じている。このことから、シェールオイルのサイクルは一巡したといえるが、技術革新等により生産コストも急激に下がっていることから、昨年半ば以降新たな掘削が復活してきている。米国エネルギー情報局は、今

後の米国の原油生産はシェールオイルの生産増により再度増加すると見込んでおり、将来的にはサウジの生産量を凌駕する原油大国となる可能性も高い。

原油の長期見通し

英国石油会社 BP が 1 月に発表した原油見通しによれば、需要は中国・インド他の需要増により、今後 20 年間で現在の世界需要水準である 95 百万バレル/日から 110 百万バレル/日に拡大すると見込んでいる。

一方、供給は掘削可能原油が技術革新により増加していることから、中東、ロシア、および一部米国シェールオイルを中心とした低コスト生産者が市場シェアを増加させると見込んでいる。

シェールオイルの油田には、価格に敏感だが生産可能期間が短いという特徴があるのに対し、中東を中心とした在来型の油田は、長期的な生産が可能という特徴がある（趙玉亮(2015)）。従って、BP の見通しは、長期的には低コストの在来型原油が供給の太宗を占めるものの、価格が上昇するとシェールオイル生産者が掘削を増加させるため、長期的には価格の上昇余地が小さいことを示唆している。

合意の順守状況

2 月 13 日、OPEC は 1 月から始まった減産目標に対して、110 万/日の減産が実現し、減産目標の 90% を達成したと公表した。09 年の減産合意においては、80% 減産に達するのに 2 か月を要したことに対比すると記録的な減産となっている。サウジが目標を上回った減産を行っており、OPEC とりわけサウジの強い意志が反映しているといえる。

一方、ロシアの減産は 30 万バレル/日

の目標に対して 10 万バレル/日に留まっているとのことで、減産に合意した非 OPEC 加盟国の減産も 5 割を切る水準に留まっている。

今後の焦点

今後、減産が計画通り実施されるのか、また、米シェールオイルの生産他、合意に参加していない国の生産がどの程度拡大するかが焦点となる。

OPEC 諸国にとっては、自らの減産により供給過剰な状態が年内にも解決することを望んでいるが、減産による価格上昇がシェールオイルの生産増に結びついてしまうジレンマを抱えている。OPEC は 5 月 25 日に開く次回の総会で減産延長の是非を議論することになっているが、サウジは、ある程度の米国シェールオイルが増産することがあっても、17 年前半の減産により需給関係が改善に向かうことから、6 月以降も減産を継続することには懐疑的な立場をとっている。

市場も、原油在庫の高止まりからくる下値を警戒しつつ、ロシア他非 OPEC 加盟諸国の減産実施状況や、シェールオイルの生産増の状況を確認するスタンスを継続している。こうした様子見スタンスは、米国とイランの衝突などの地政学リスクが発生しない限り継続するだろう。

今回の OPEC の減産合意および履行状況に関し、多くの専門家は、一定程度評価しているものの、OPEC が将来にわたり価格維持機能を発揮できるとは考えていない。シェールオイルの生産状況が鍵を握っている。

【参考文献】

・趙玉亮 (2015) 「米国シェールオイルの現状と今後の注目点」農中総研 調査と情報 2015.3 (第 47 号)