

## 潮流

# レインボーマン「M作戦」から見る異次元緩和

調査第二部副部長 南 武志

「おふくろさん」の作詞家としても知られる故川内康範氏は、1970年代前半のテレビ番組「レインボーマン」の原作者でもある。そこでは、日本人抹殺を目論むミスターK率いる「死ね死ね団」と戦うレインボーマンことヤマトタケシの活躍が描かれている。基本的に子供向けの番組であり、設定は荒唐無稽ではあるが、現実的な内容も一部含まれていたりする。ミスターKは日本を破滅に追い込むために様々な策を講じるが、そのうちの「M作戦」では偽札を大量に印刷し、それを新興宗教「御多福会」を使って全国にばらまくことでハイパーインフレを引き起こし、日本経済を混乱させる。レインボーマンは何とか偽札工場を破壊するが、人心は荒み、暴動が頻発、ミスターKの思う壺になりかける。が、レインボーマンの要請を受けた政府による預金封鎖と食料の無償配布などの経済対策によって何とか収拾することができるのである。

実は、偽札を使って経済を混乱させるという作戦自体は決して空想上の話ではない。戦争中にはよくある話で、第二次世界大戦当時でも使われた戦術の一つである。日本では「杉工作」として、登戸研究所（正式名称は第9陸軍技術研究所、現在の明治大学生田キャンパスで、構内には平和教育登戸研究所資料館がある）で印刷した30億円近い偽札を中国でばらまいた。また、ナチス・ドイツでも1億3,200万ポンド分のポンド紙幣を贋造・流通させる「ベルンハルト作戦」を実施、戦後の英国経済の混乱を招いたとされる。現在でも紙幣偽造は後を絶たず、特に国際通貨ドルの偽造は多い。米国では高額紙幣の受け取りが拒否されることも少なくない。10月8日から最先端の偽造防止技術を取り入れた新100ドル札が流通し始めるそうだが、いずれその技術を克服し、精巧な偽札が出てくる可能性は否定できない。

さて、「M作戦」などの偽札作戦を経済学的に考察すると、「マネー拡大⇒インフレ」ということを前提とした戦術であることは言うまでもない。つまりは、過剰流動性の発生はいずれインフレを引き起こされる、ということをお我々人類は経験的に学んでいる、ということであろう。昨今、百貨店などでは高額な宝飾品の売れ行きが好調とされるなど、家計のマインドが好転している。また、大型経済対策に基づく公共事業も堅調だ。海外経済の底堅さや円安効果によって、輸出も増勢が強まると思われる。このように需要が拡大するなかで、日銀によって大量に供給されたマネー（この点は紹介した「偽札作戦」とは決定的に異なる）は、いずれ物価を上昇させ、ひいては所得拡大につながるものと思われる。もちろん、度が過ぎて、「インフレ加速⇒経済混乱」という領域に至る手前で緩和策を止めなければならないのは言うまでもない。

一方、早く止めれば、将来デフレに逆戻りする可能性が残るなど、「出口」については非常に繊細な判断が必要である。出口戦略の際、何も混乱がなく、きれいに着地できるかどうか、現時点では何とも言えない。とはいえ、われわれ有権者は、昨年末の衆院選・今夏の参院選で「リスクはあっても、デフレ脱却や成長底上げに向けてもがき続ける」ことを選択したわけであり、その行く末を見届ける責任がある。アベクロミクスは大いなる実験ではあるが、それが成功裏に終わることを心から願っている。

## 情勢判断

### 国内経済金融

## 輸出回復により、内外需の両輪揃った景気回復へ

### ～懸念される消費税増税後の景気・物価情勢～

南 武志

#### 要旨

出遅れ感のあった企業設備投資や輸出にも、最近になってようやく持ち直す動きが見られ始めるなど、景気回復傾向はより明確となっている。こうした動きを受けて、安倍首相は14年4月に予定通り消費税増税を実施する意向を固めたと報じられている。なお、政府は増税後に想定される景気悪化に対して、5兆円規模の経済対策を発表する方針である。

先行きについては、13年度下期は増税前の駆け込み需要も強まり、内外需の両輪揃った経済成長が達成され、物価上昇率も1%前後まで高まると予想する。しかし、14年度の増税後には景気・物価とも足踏み状態となるものと思われ、日本銀行は追加緩和策の検討を迫られることになるだろう。

足元の金融資本市場では、9月の米FOMCで金融緩和策の規模縮小が先送りされたことで、逆に緩和策の長期化を織り込む動きが見られる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2013年		2014年			
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	0.069	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2280	0.20~0.25	0.20~0.25	0.20~0.25	0.20~0.25	
短期プライムレート (%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	
国債利回り	10年債 (%)	0.670	0.60~0.90	0.70~1.00	0.65~0.95	0.65~0.95
	5年債 (%)	0.245	0.20~0.45	0.25~0.50	0.20~0.45	0.20~0.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	99.1	95~107	98~110	100~110	100~110
	対ユーロ (円/ユーロ)	133.9	125~140	125~145	125~145	125~145
日経平均株価 (円)	14,732	15,750±1,000	15,000±1,000	14,250±1,000	14,500±1,000	

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注)実績は2013年9月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

### 国内景気：現状と展望

2012年末あたりから国内景気は回復基調をたどっているが、それを牽引してきたのは民間消費と公的支出であり、民間設備投資と輸出には出遅れ感があった。しかし、最近になって両者によりやく改善の動きが散見され始めた。第1次速報(1次QE)では前期比年率で2.6%成長だった4~6月期GDPは、法人企業統計季報などの発表後同3.8%へ上方修正されたが、それを主導したのは民間企業設備

投資の改定であった。同系列は同5.6%(1次QE:▲0.4%)と6四半期ぶりの増加に転じるなど、設備投資需要が底入れした可能性が高まっている。また、8月の貿易統計などからは輸出数量が持ち直してきた様子も見て取れる。実質輸出指数は前月比6.4%と2ヶ月ぶりに上昇、12年6月以来の水準まで回復してきた。この背景には、海外経済が再び持ち直し傾向を強めつつあることに加え、円安による輸出押し上げ効果が顕在化してきたこ

とが挙げられるだろう。アベノミクスが刺激する国内需要に加えて、輸出の増勢が高まれば、15年以上にわたって続いできたデフレからの脱却に向けて大きく貢献することになるだろう。

さて、14年4月に予定通り消費税増税を実施すべきか、についての関心が今夏にかけて盛り上がりを見せた。13年上期を通じて年率4%近い経済成長を達成し、内外需のバランスのとれた形での景気回復が始まったこともあり、3%の税率引上げの条件は整ったとの意見が強く、安倍首相もその方向で検討していると報じられている。とはいえ、増税による景気落ち込みは不可避と見られており、政府はそれを緩和するため、5兆円規模の経済対策を発表する方針とされている。内容的には、約1.4兆円の企業減税（投資減税：0.3兆円、震災特別法人税の前倒し廃止：0.9兆円など）を柱に、低所得世帯向けの現金給付や公共事業増額などが検討されているようだ。しかし、8兆円に上る国民負担増を和らげるとともに需要を先食いした分を穴埋めできるかについては大いに疑問であろう。

景気の先行きに関しては、13年度末にかけて内外需ともに堅調な推移を続け、高めの経済成長を達成していくものと思われる。このところ懸念が燻っていた新興国経済についても、後述のとおり、米金融緩和策からの出口戦略は慎重に行われると見られ、引き続き底堅い推移を続ける可能性が高まっている。ただし、増税後にはその反動が出ることから、少なくとも14年度上期にかけて国

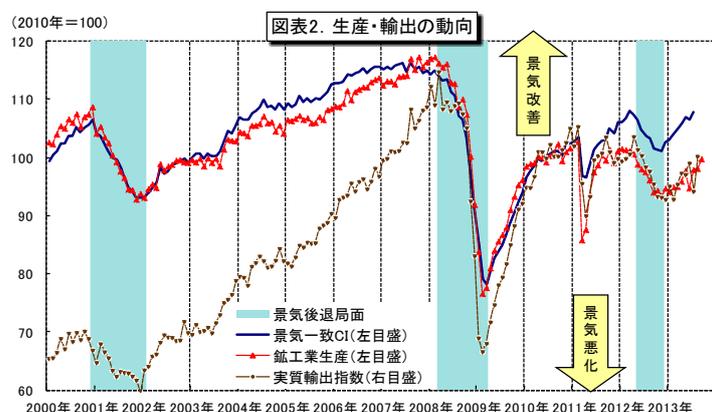
内景気が大きく悪化するの避けられず、年度を通じても低成長に甘んじるものと思われる。

また、物価に関しては、円安定着や電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰などを主因として、前年比上昇へと転じてきた。最近では、堅調な消費を背景に需給バランスが改善方向にあることもあり、「川上（素原材料）」から「川下（最終需要財）」への価格転嫁も散見され始めている。7月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は前年比0.7%と2ヶ月連続の上昇、ベース部分の需給関係を示す「食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合」も同▲0.1%まで下落幅が縮小してきた。

先行きについては、13年度末にかけては景気回復やエネルギー価格の持続的上昇などで、1%前後まで物価上昇率が高まると予想される。ただし、14年度には増税の影響を受けて、国内景気が一時的に大きく悪化することから、物価上昇圧力は一旦解消することになるだろう。

## 金融政策：現状と見通し

13年4月、黒田新総裁が就任した初回の金融政策決定会合において、日本銀行はマネタリー・ベースを2年で約2倍に



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成  
(注)鉱工業生産の最後の2ヶ月分は製造工業生産予測指数を適用

することなどを柱とする「量的・質的金融緩和（以下、異次元緩和）」の導入を決定した。その直後、黒田総裁は「デフレ脱却に必要な政策はすべて盛り込んだ」、「政策の逐次投入はやらない」と発言したが、これまでのところ、日銀のほぼ想定した通りに経済・物価情勢が推移してきたこともあり、政策変更は見送られている。

異次元緩和の導入直後から過度な変動を繰り返した長期金利についても、7月以降は落ち着きを取り戻し、足元では低下圧力が高まっている。日銀はこれまで国債買入れオペの弾力化（回数を増やし、1回当たりの規模を縮小など）などを通じて長期金利の過度な変動抑制に努めてきたが、そうした効果が浸透しているといえるだろう。今後再びボラティリティが高まれば、必要に応じて何らかの対策を講じる可能性はあるだろう。

先行きの金融政策に関しては、前述の通り、消費税増税を実施した場合には景気が一時的にせよ悪化し、2%の物価安定目標に向けた上昇圧力も一旦解消してしまうものと思われる。「展望レポート」で示しているような15年度には2%前後の物価上昇率を達成することは困難になることがより明確化するものと思われる。それゆえ、日銀が経済・物価シナリオの下

方修正を余儀なくされるとともに、追加策を検討・実施することになると思われる。その際には、リスク性の高い金融資産の購入増額や超過準備に対する付利撤廃などが検討されるだろう。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

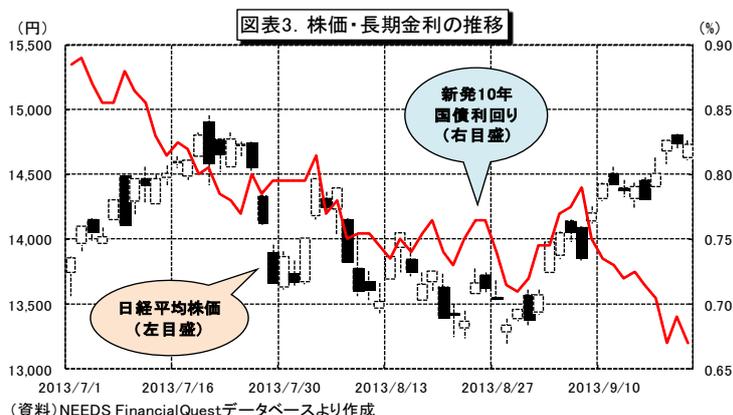
9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、量的緩和第3弾（QE3）の規模縮小が見送られ、出口戦略を見込んでいた金融資本市場にとってはサプライズとなった。市場では米国の金融緩和策は長期化する可能性が織り込まれつつある。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

異次元緩和の導入決定後、長期金利（新発10年物国債利回り）は史上最低の0.315%まで低下したものの、その後は逆に水準を切り上げ、なおかつ乱高下を繰り返した。これに対し、日銀は国債買入れオペ弾力化などで過度な変動を抑える対応を続けたが、7月以降はそうした動きが一服している。

JGB市場参加者の大多数は国内機関投資家であり、彼らが直面している預貯金や保険料収入の増加ペースなどに比べて、貸出の増加ペースが高まっているわけでもなく、かつリスク管理等との関係から



リスク資産にシフトするようなポートフォリオ・リバランスが大々的に発生するとも考えづらい。いずれ、彼らの資金の多くはJGB市場に戻って来ると見ていたが、実際に長期金利のボラティリティが収まった7月には銀行勢による国債残高圧縮が止まり、メガ

バンクでは総資産に対する国債保有比率が若干高まっている。さらに足元では米金融緩和策の長期化予想による米長期金利低下につられて、4ヶ月ぶりに0.7%台を割り込んでいる。

先行きについては、内外景気の回復テンポが徐々に高まっていくとの見通しや、デフレ継続予想の後退などが金利の上昇要因として意識され続けると思われるが、極めて強力な緩和策の効果浸透は金利上昇圧力を一定程度緩和すると見られる。また、目先は一段と低下する場面もありうる。当面の長期金利は概ね1%以下の水準で推移すると予想する。

## ② 株式市場

12年11月以降、持ち直し傾向が強まった日経平均株価は、その後も史上最高値を更新する米国株価に牽引されたこともあり、13年5月下旬には一時1万6,000円に迫る勢いを見せた。しかし、5月下旬にQE3縮小への思惑が急浮上し、それに伴う新興国経済への不安感が台頭したこともあり、内外の株式市場は調整色が強まり、日経平均は一時1万2,000円台半ばまで下落した。その調整も6月末までには一巡したものの、QE3の規模縮小を巡る思惑などが株価の上値を抑える格好となっている。

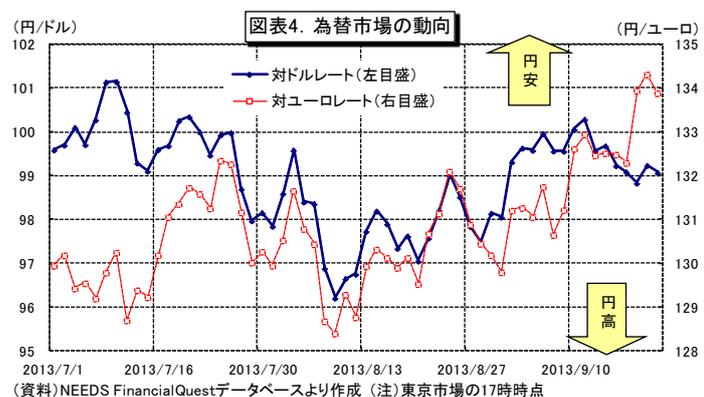
なお、米金融緩和策は長期化し、規模縮小ペースも緩やかとの見方が強まったことで、過度な不安感が払拭される方向にあること、円安による輸出数量の押し上げ効果が顕在化し始めたこと、さらには20年の東京五輪開催決定による成長期待も加わり、年内の株価は上昇傾向を強めるものと思われる。

## ③ 外国為替市場

12年11月中旬以降、為替レートの円高修正が本格化、1ドル=80円割れが定着しつつあった対ドルレートは、5月中旬には4年1ヶ月ぶりに100円台へ、対ユーロでも11月中旬の100円前半から同じく130円台まで円安が進んだ。しかし、5月下旬には、QE3の早期縮小を巡る思惑が浮上してリスクオフが強まり、為替レートは対ドルで94円前後、対ユーロで125円前後まで円高方向に戻した。その後は、米経済指標の改善を素直に評価し始めたことや金融緩和継続の必要性を強調したバーナンキ米FRB議長の発言などもあり、1ドル=90円台後半を中心としたレンジ内での展開が続いている。なお、大きく売られてきた新興国通貨にも持ち直し動きも散見されるなど、外国為替市場の混乱も沈静化しつつある。

先行きについては、緩やかな円安基調は継続するものと思われる。9月には見送られたとはいえ、米国経済の回復基調が強まれば、近い将来、規模縮小が決定されることは確かであろう。ただし、米国経済や内外金融市場に悪影響を及ぼすような形での実施は避けられるものと思われ、QE3の規模縮小が円高シフトを促す可能性は薄いだらう。

(2013.9.24現在)



## 情勢判断

### 国内経済金融

## 2013～14 年度改訂経済見通し(2次 QE 後の改訂)

～13 年度 2.8%(上方修正)、14 年度 1.2%(変更なし)～

調査第二部

9月9日に発表された2013年4～6月期のGDP第2次速報(2次QE)を踏まえ、当総研では8月15日に公表した経済見通しに関する見直し作業を行った。

成長率は前期比年率2.6%と3四半期連続でのプラス成長となった。企業設備投資の減少が続いたほか、民間在庫投資も大きく減少したが、消費や輸出の牽引によって堅調な成長率を達成できた。

### 景気の現状

12年秋に衆議院解散が決定し、次期政権の経済政策への期待から円安・株高傾向が強まるとほぼ同時期に、同年5月以降悪化傾向をたどっていた国内景気も底入れしたことで、沈滞していた企業・家計の景況感が大きく改善した。また、消費や住宅投資などは資産効果や14年度から予定されている消費税増税を前にした駆け込み需要の発生などもあって、堅調に推移している。また、安倍政権発足後に策定された経済対策によって、公共事業が増加、景気の下支え役を果たしてきた。

一方で、円安が定着しつつあるにも関わらず、海外経済の回復力がなかなか高まらないこともあり、輸出の増勢が強まりを見せず、製造業を中心に設備投資の軟調さが続いた。

こうした中、8月12日に発表された4～6月期のGDP第1次速報(1次QE)によれば、実質

### 4～6月期は年率3.8%成長へ上方修正

さて、今回発表された4～6月期の2次QEでは、経済成長率は前期比年率3.8%へ大きく上方修正された。内容的には、民間消費や住宅投資、政府消費がやや下方修正されたものの、民間企業設備投資、公共投資などが大きく上方修正されたことが貢献した。一方、GDPデフレーター

### 2013～14年度 日本経済見通し

	単位	2011年度 (実績)	12年度 (実績)	13年度 (予測)	2014年度 (予測)
名目GDP	%	▲1.4	0.3	2.5	2.4
実質GDP	%	0.3	1.2	2.8	1.2
民間需要	%	1.4	1.2	2.5	0.8
民間最終消費支出	%	1.6	1.6	2.8	▲0.1
民間住宅	%	3.7	5.3	4.5	▲3.0
民間企業設備	%	4.1	▲1.4	1.5	2.8
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲0.5	▲0.1	▲0.2	0.4
公的需要	%	0.9	4.3	3.1	1.3
政府最終消費支出	%	1.4	2.1	1.4	1.3
公的固定資本形成	%	▲2.2	15.0	10.1	1.6
輸出	%	▲1.6	▲1.2	6.0	6.2
輸入	%	5.3	3.8	4.6	5.4
国内需要寄与度	%pt	1.3	2.0	2.6	0.9
民間需要寄与度	%pt	1.1	0.9	1.8	0.6
公的需要寄与度	%pt	0.2	1.1	0.7	0.3
海外需要寄与度	%pt	▲1.0	▲0.8	0.3	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲1.7	▲0.9	▲0.2	1.3
国内企業物価(前年比)	%	1.3	▲1.1	1.6	4.1
全国消費者物価(〃)	%	0.0	▲0.2	0.6	2.8
(消費税増税要因を除く)					(0.8)
完全失業率	%	4.5	4.3	3.9	4.0
鉱工業生産(前年比)	%	▲1.1	▲2.6	2.7	0.9
経常収支(季節調整値)	兆円	7.6	4.4	7.3	10.6
名目GDP比率	%	1.6	0.9	1.5	2.1
為替レート	円/ドル	79.1	83.1	100.1	104.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.08	0.06
新発10年物国債利回り	%	1.05	0.78	0.79	0.84
逓増輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	113.4	109.3	110.0

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。  
無担保コールレートは年度末の水準。  
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

については前年比▲0.5%（1次QEでは同▲0.3%）へ下方修正され、デフレ状態が続いていることが再度認識させられた。

なお、最近の主要経済指標をみると、足元では民間消費や輸出で弱含む動きも見られるものの、全体として見れば回復傾向を徐々にではあるが、強めつつあると思われる。

### 当面の景気・物価動向

以下では、当面の国内景気について考えてみたいが、基本的に景気シナリオについては8月15日に公表した「2013～14年度改訂経済見通し」で示したものを修正する必要はないと考えている。

国内景気は、13年度末にかけて堅調に推移するものと予想する。アベノミクスの第1、第2の矢である金融財政政策の効果（景況感の改善や円安定着、公的支出増）が出ていることに加え、海外経済の持ち直し傾向が強まることに伴い、輸出の増勢が強まっていくと見られる。また、14年度に実施予定の消費税増税を前に、耐久財・住宅などの駆け込み需要も強まるだろう。それらは企業設備投資の回復傾向をサポートするだろう。

しかし、続く14年度は約8兆円の増税措置に伴うショックが加わることで前年度の反動減が発生、それに対する対抗措置が打たれることを想定しているとはいえ、少なくとも上期中は景気が足踏みするのは不可避であろう。下期に入れば、そうした調整が一巡し始め、アベノミクスによるデフレ脱却・成長促進政策による効果などから持ち直しが再開すると思われるが、持続的な成長経路を一旦外れてしまうことに伴う弊害は無視できないだろう。

以上を踏まえ、13～14年度の経済成長率について、13年度：2.8%（前回から上方修正）、14年度：1.2%（変更なし）とした。なお、13年度の上方修正は今回4～6月期分の改定に伴うものである。

ちなみに、リスク要因としては、近い将来決定されると見られている米国における量的緩和政策からの出口戦略に伴い、新興国経済が変動を来し、それが世界景気全体を停滞させる可能性が挙げられる。

また、物価面に関しては、7月分の消費者物価（全国、生鮮食品を除く）は前年比0.7%と2ヶ月連続での上昇となるなど、円安や原油高止まりなどの影響といった側面が強く出ている。加えて、堅調な民間消費によって需給バランスが徐々に改善していることによって、価格転嫁が一部で進みつつあることもあるだろう。先行きも、電気料金の値上げが続くと見られるほか、食品価格の上昇、さらには一段の需給改善効果も想定され、消費者物価は13年度末にかけて前年比1%前後まで上昇率を高めると予想する。しかし、14年度には国内景気の足踏みによって物価上昇圧力は一旦緩和する可能性が高いだろう。

### 消費税増税後には追加緩和を検討へ

現在の金融政策は、前年比2%に設定された物価安定目標を早期に達成することを最大の目標としている。日本銀行は15年度中にもそれが実現するとの見通しを示しているが、14年度の消費税増税はその障害になるだろう。前述のとおり、増税後には2%に向けた物価の動きが一旦途絶える可能性が高いことから、14年度上期中にも追加緩和策が検討されるものと思われる。

## 情勢判断

### 海外経済金融

## やや弱含むも、回復基調が続く米国経済

木村 俊文

### 要旨

米国では、9月に発表された経済指標で住宅着工に一服感が見られ、雇用や消費がやや弱い動きを示したものの、緩やかな回復基調が続いている。こうしたなか、米政策当局（FRB）は9月のFOMCで事前の市場予想に反して量的緩和縮小を見送った。

### 経済指標は一部弱い動き

最近発表された米経済指標は、強弱まちまちながらも底堅い動きを示している。まず、雇用関連では、8月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差16.9万人増と7月に続いて市場予想（18.0万人）を下回った。また、直近2ヶ月分についても計7.4万人（うち政府部門が3.8万人）下方修正された。一方、失業率は労働参加率の低下に伴い7.3%と前月（7.4%）から0.1ポイント低下し、08年12月以来の低水準となった。

個人消費は、8月の小売売上高が前月比0.2%と5ヶ月連続で増加し、底堅く推移している。ただし、変動の大きい自動車・ガソリン・建材を除くコア売上高は0.2%と前月（0.5%）から減速した。8月は量的緩和策（QE3）の早期縮小観測が強まったことやシリア情勢の緊迫化などから株安となり、消費意欲がやや減退したと考えられる。

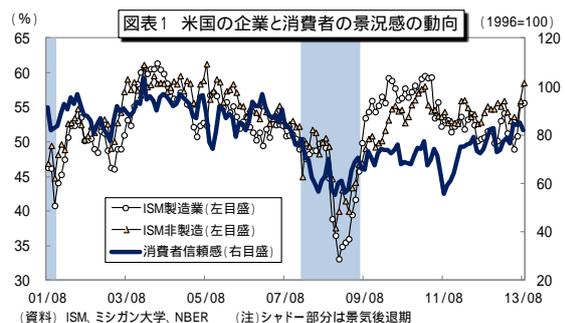
住宅関連では、8月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が89.1万件と前月（88.3万件）を上回ったものの、先行指標となる着工許可件数は91.8万件と前月（95.4万件）から減少した。いずれも13年前半には100万件の大台を一旦回復（着工件数は3月、許可件数は4月）したが、その後はローン金利上昇などから伸び悩ん

でいる。とはいえ、雇用・所得環境の改善や住宅価格の上昇を背景に今後も住宅市場は回復傾向が続くと見られる。

企業部門では、8月の鉱工業生産が前月比0.4%と2ヶ月ぶりに増加した。8月は公益事業（電気・ガス）が5ヶ月連続でマイナスとなったものの、自動車生産が2ヶ月ぶりに増加したことから製造業が持ち直した。なお、8月の自動車販売（季調済・年率換算）は前月比1.8%の1,609万台と07年9月以来約6年ぶりの高水準を回復し、旺盛な買い替え需要を背景に堅調に推移している。

また、8月のISM製造業指数は55.7と前月（55.4）から上昇し、11年6月以来の高水準となった（図表1）。内訳では、生産（62.4）や新規受注（63.2）が高い水準を維持する一方、在庫（47.5）が依然として低い水準にあることから、生産活動が今後拡大する可能性が示された。

一方、7月の耐久財受注では、民間設備投資の先行指標とされる航空機を除く



非国防資本財受注が前月比 3.3%と市場予想(0.5%)を下回り、2月以来の大幅減少となった。自動車関連は底堅く推移したものの、製造業が全般的に落ち込んだことから、先行き設備投資は弱含む可能性もあるだろう。

物価面では、7月のPCE(個人消費支出)デフレーターが前年比1.4%と、上昇の兆しが出てきたものの依然低位で推移している。

### FRBは量的緩和縮小を見送り

連邦準備制度理事会(FRB)は、9月17日～18日に開いた連邦公開市場委員会(FOMC)で、現行の金融政策を据え置くことを決めた。市場ではFRBが現在月額850億ドルで実施している量的緩和策(QE3)を小幅ながらも規模縮小に踏み切ると予想されていただけに、意外感のある決定となった。

QE3縮小を見送った背景として、FOMC声明文やバーナンキ議長の記者会見からは、景気拡大や失業率低下、物価上昇など経済指標の改善が不十分であること、

住宅ローン金利に上昇圧力がかかるなど金利上昇の悪影響を懸念したこと、目前に期限が迫る新年度予算案や債務上限引き上げなど財政協議の行方が不安視されることなどが挙げられる。

一方、今回発表されたFRB理事と連銀総裁による最新の経済見通し(年4回発

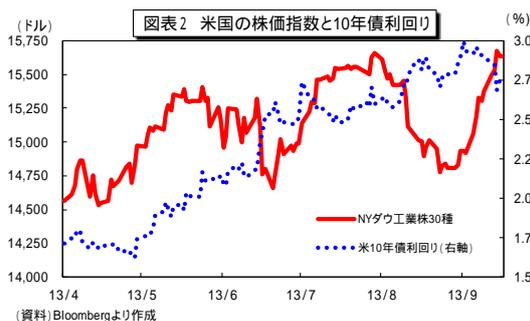


表)では、13年、14年の実質GDP成長率が前回(6月)から0.3ポイント程度下方修正され、QE3縮小見送りと整合的な見方となっている。なお、失業率やインフレ見通しは前回からほぼ据え置きとなり、利上げ見通しも大きな変更はなく、15年の利上げ開始が大勢を占めた。

今回の決定は、超緩和的な金融政策からの「出口」を急ぐあまり、その後の経済成長や雇用、物価の安定などに悪影響が及ぶことを避けるための措置であり、米国経済が成長軌道に乗るまでは現行の緩和政策を維持する方針を改めて示したと言えるだろう。

とはいえ、QE3縮小の条件が何なのかが不明瞭になった点は否めず、FRBは市場との対話をより一層強化することが不可欠だろう。

### 米株価が再び過去最高値を更新

長期金利(10年債利回り)は、9月に入りシリア情勢をめぐる警戒感が後退したほか、FRBがQE3縮小を決定するとの見方を背景に11年7月以来約2年ぶりに一時3%の大台に乗せた。しかし、サプライズとなったFOMCの決定後には、2.6%台に急低下した(図表2)。とはいえ、先行きの長期金利は景気回復期待やQE3縮小観測が再び強まると想定されることから上昇傾向で推移すると予想する。

一方、株式相場は堅調な展開となった。FOMC直後のダウ工業株30種平均は1万5,676ドルと約1ヶ月半ぶりに過去最高値を更新した。先行きは、利益確定の売りが出やすいことから高値圏でもみ合う展開が想定されるものの、基調としては景気回復期待から上昇トレンドを維持すると予想される。(13.9.20現在)

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 不動産価格の下落とオランダ経済

### ～住宅ローン残高の大きさが価格下落の影響を増幅～

山口 勝義

#### 要旨

オランダ経済低迷の主要な要因として不動産価格の下落があるが、他国に比べ大きい住宅ローン残高が価格下落の経済に対する影響を増幅している。ユーロ圏でコア国の一角を占めるオランダを巡る情勢は様々な面で厳しく、今後の動向には注意が必要となっている。

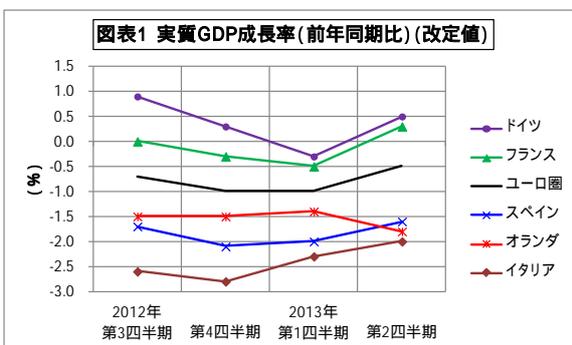
#### はじめに

ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、2013 年第 2 四半期（4～6 月期）には前期比でプラスの 0.3% となり、ようやく 7 四半期ぶりにマイナス成長から脱した。

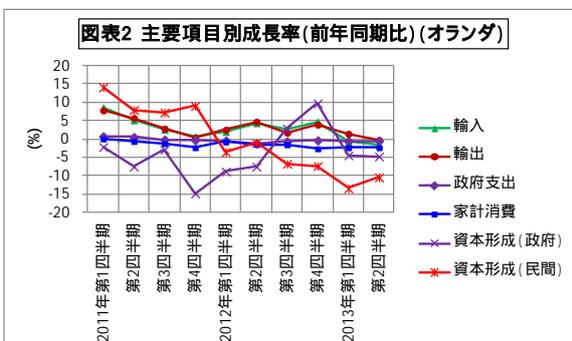
しかしながら、前年同期比では 0.5% と、依然マイナスの状態が続いており、また、5 月には欧州委員会がフランスやオランダを含む 6 ヶ国に対し財政赤字目標達成期限の 1～2 年間の延期を認める措置をとったものの、この期間中にも緊縮財政は継続し引続き内需の抑制要因となること、また、経済の構造改革の効果が現れるまでには時間を要することのほか、依然として脆弱である金融機能等を考慮に入れれば、ユーロ圏では、実体経済は当面は底打ちを探る弱い展開が継続するものと考えられる。

こうした情勢のもと、ユーロ圏の主要な国々の中ではオランダ経済の低迷が明確になってきている。経済規模上位 5 ヶ国<sup>(注1)</sup>の実質 GDP の前年同期比成長率の推移を見ればオランダ経済の弱さが現れており（図表 1）、同国の支出項目別の同成長率には傾向的な内需の停滞が示されている（図表 2）。

同国は、経済規模がユーロ圏において第 5 位と大きく、また今では限られたト



(資料) Eurostat 発表の改定値から農中総研作成。



(資料) CBS (オランダ中央統計局) のデータから農中総研作成。

リプルA格付け国<sup>(注2)</sup>としてユーロ圏のいわゆるコア国の一角を担っている。このため同国はユーロ圏全体に大きな影響を及ぼす重要な位置にあり、その経済情勢等には注意が必要である。

本稿は、オランダ経済の低迷の実態を検証するとともに、その主因とみられる不動産価格の下落の影響や、これに関連する様々なリスクについて考察するものである。

## オランダのマクロ経済情勢

オランダ中央統計局（CBS）は、13年第2四半期のデータ発表に当たり、次の点を含め同国経済にかかる特徴的な動向を指摘している（注3）。

生産額の伸び率は、それぞれ前期における値よりは改善したものの、建設業で前年同期比 5.9%、製造業で同 1.7%となった。

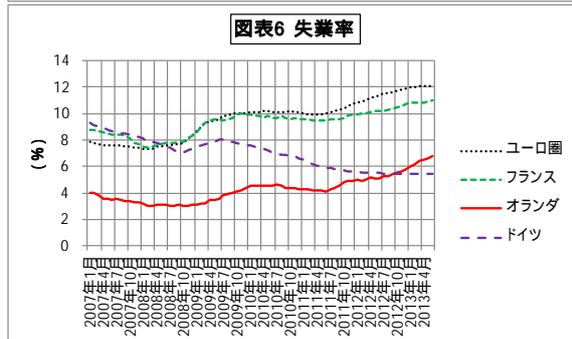
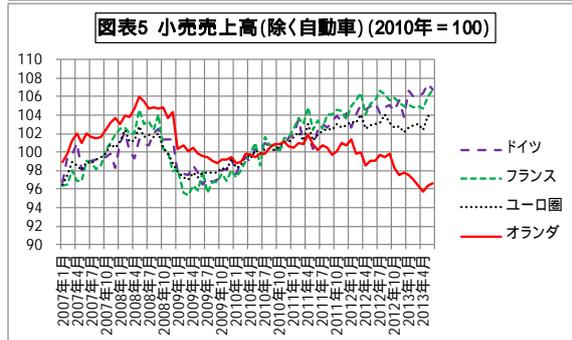
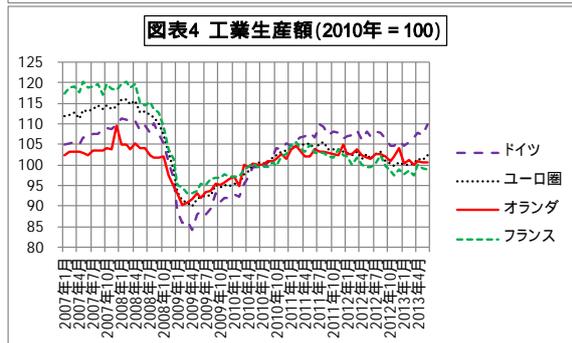
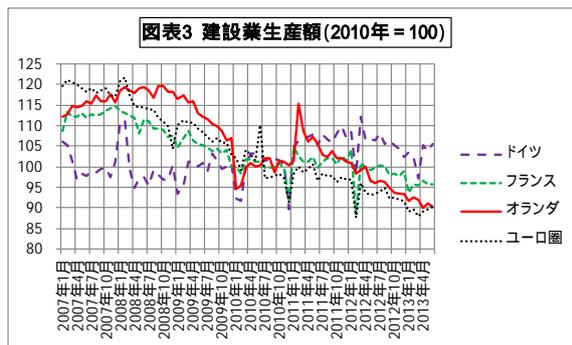
家計消費の伸び率は同 2.4%となったが、既に2年以上にわたり減少トレンドが継続している。

雇用者は同 147千人減少したが、これは全体の1.9%に相当し、95年の四半期データ発表開始以来の最悪値である。

こうした情勢をユーロ圏の経済規模上位5ヶ国のうち、いわゆるコア国であるドイツ、フランスと比較すれば、オランダについて次の点が明らかである。

まず建設業生産額については、08年半までを中心に堅調な推移であったが、その後は一時的な回復時を除き下降トレンドに入っており、ドイツ、フランス両国との格差を拡大させている（図表3）。また工業生産額についても、08年のリーマンショックに伴う経済の落ち込み後に11年に向け回復を示したものの、その後は徐々に低下傾向を示している（図表4）。オランダは経常収支黒字国ではあるものの、企業の資本投資も低迷しており（図表2）、中心的な輸出製品の生産を担う工業には経済回復の牽引力となる力強さは感じられない。

一方、家計消費について見れば、ドイツ、フランスに対比してその弱さは一層鮮明である（図表5）。この背景のひとつである失業率については、現在のところフランスとの比較では低位ではあるとは



（資料）図表3～6は、Eurostatのデータから農中総研作成。

いえ最近では増勢を強めており、注視が必要となっている（図表6）。また、オランダでは、近年の不動産価格の下落が家計消費を抑制する要因として働いている。

以上のように、オランダ経済は08年をピークに長い経済の後退局面にあることを見て取ることができる。

## 不動産価格の下落とその影響

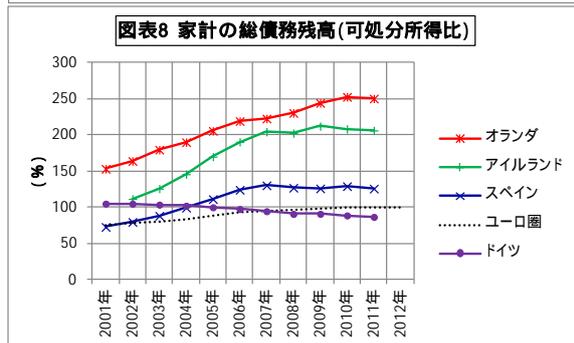
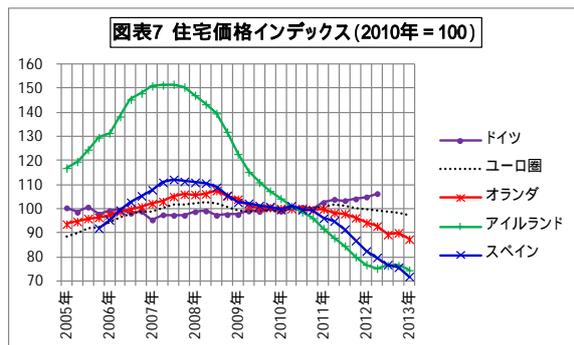
08年はリーマンショック発生年であるとともに、オランダでは建設業の動向（図表3）にも示されるように、住宅部門主導で不動産価格が下落に転じた年でもある。これに先立つ不動産価格の上昇については固有の要因として、住宅ローンの借入利息の全額が課税所得控除とされてきた優遇税制の存在が指摘されている。

この税制は、所得税率の高いオランダにおいては家計に対し借入を通じた住宅購入への強い誘因として働いてきた。一方、銀行としても、顧客が税制メリットを最大限に享受できるように様々な商品を開発するとともに、貸出額の物件価値に対する割合（LTV比率）を甘く運用してきたとされている（注4）。

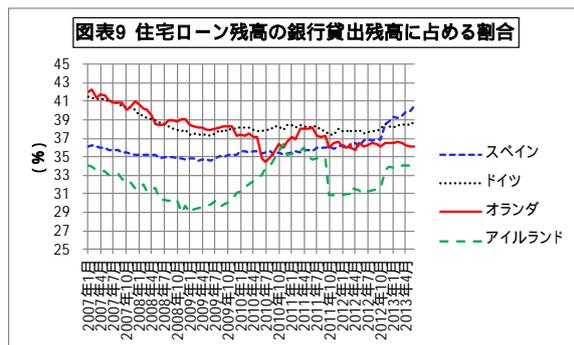
これを主因として上昇に向かった不動産価格であるが、リーマンショックを機に下落圧力が高まった。この際注目されるのはオランダにおける住宅価格の下落率は現時点では約20%であり、これは不動産バブルの崩壊により大きな痛手を受けたアイルランドやスペインに比較すれば大きなものではない点である（図表7）。

しかしながら、同時に同国では住宅ローンがその中心を占めると考えられる家計の債務残高がアイルランドやスペインと対比して高い水準にあるほか（図表8）、銀行の住宅ローン残高も、貸出残高対比では突出してはいないとはいえ（図表9）、銀行資産の規模自体がGDPの400%以上と大きいことから（注5）GDP対比では両国を上回る高い水準にある（図表10）。

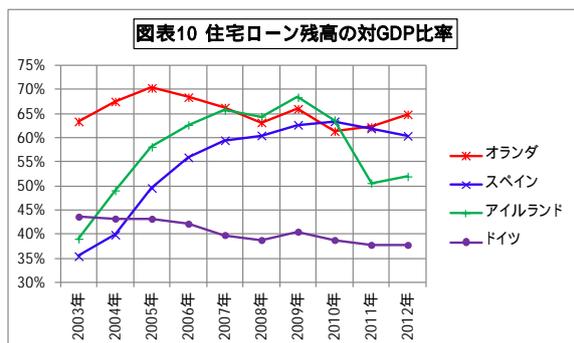
このようにオランダでは、上記の税制が住宅ローン残高を増大させることで、不動産価格の下落がその表面的な下落率以上に大きなインパクトを経済に与える



（資料）図表7、8は、Eurostatのデータから農中総研作成。



（資料）ECBのデータから農中総研作成。



（資料）ECBおよびIMFのデータから農中総研作成。

（注）各年末時点での住宅ローン残高（ECBによる）を、各年のGDP（IMFによる）で除したものの。

可能性を生じさせている点に注意が必要である。現実に同国では、住宅ローンの不良債権化が進展するとともに（注6）、バランスシート不況の色彩を強めている。

## おわりに

家計や銀行のバランスシートの修復には時間を要することからオランダ経済の低迷は当面継続することが見込まれるが、こうしたなか、13年2月にはオランダ政府は不動産融資に関連する損失で経営が悪化した資産規模第4位の銀行、SNS Reaalを国有化した<sup>(注7)</sup>。

また、国際通貨基金（IMF）はモデルで検証の結果、同国の不動産価格は依然として割高であり、さらに下落リスクがあると指摘するなど<sup>(注8)</sup>、問題の一層の深刻化の可能性も存在している。あわせてオランダの銀行については、個人預金残高の貸出残高に対する割合が36%程度とかなり低く<sup>(注9)</sup>、資金繰りを銀行間与信に依存する度合いが高いことが、銀行問題が拡大した場合の懸念材料のひとつである。

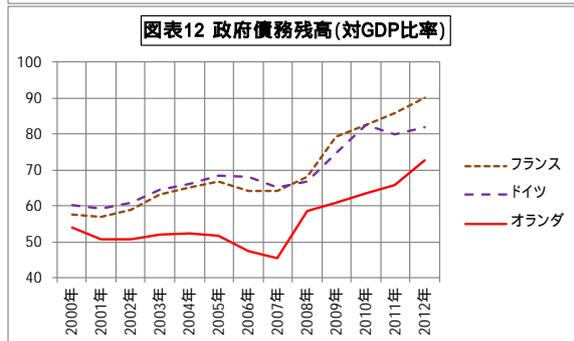
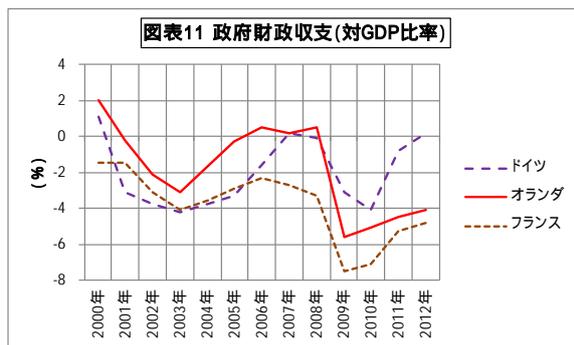
一方、同国では財政改革への取組みも道半ばである（図表11、12）。今年5月には財政赤字3%への削減期限は1年の延期で14年とされたが、厳しい経済情勢下ではその達成も危ぶまれ、トリプルAからの格下げの可能性も燻ぶっている。

以上の状況に対し、中道右派と同左派との連立であるルッテ政権は住宅ローン市場の抜本的な改革を断行できないばかりか、健康保険制度や年金制度にかかる改革姿勢にも一貫性がないことで国民の不信を招き、最近では右翼ポピュリズム政党に対する支持率が上昇するなど、政治面での不透明感も増加している<sup>(注10)</sup>。

ユーロ圏のコア国の一角を占めるオランダ。しかしその情勢は様々な面で厳しく、今後の動向には注意が必要となっている。（2013年9月20日現在）

<参考文献>

IMF (May 2013) "Kingdom of the Netherlands – 2013 Article IV Consultation"



(資料) Eurostat のデータから農中総研作成。

European Commission (29 May 2013)  
"Assessment of the 2013 national reform programme and stability programme for the Netherlands"

(注1) IMF のデータで、12年におけるユーロ圏内の GDP のシェアは、ドイツ 28%、フランス 21%、イタリア 17%、スペイン 11%、オランダ 6%である。

(注2) 現在、ユーロ圏で主要3格付け機関からトリプルA格付けを得ているのは、オランダの他、ドイツ、フィンランド、ルクセンブルクの合計4ヶ国のみ。EUでは、他にデンマーク、スウェーデンがある。

(注3) CBS (14 August 2013) "Press release: Economic contraction 0.2 percent"による。

(注4) <参考文献> のP14～15およびP21～23による。

(注5) ECB および IMF のデータによる。12年12月末時点で、オランダ 414.7%、ドイツ 311.2%、スペイン 340.7%、アイルランド 715.2%。

(注6) 次の記事は、現時点では住宅ローンの30%がネガティブ・エクイティの状態であると報じている。  
Financial Times (16 August 2013) "Deflating housing bubble at the heart of Netherlands' economic trouble"

(注7) ただし、同行の財務の毀損にはスペインにおける不動産価格の下落の影響も大きいとされている。

(注8) <参考文献> のP14、P23による。

(注9) ECB のデータによる。13年7月末時点で、オランダの銀行が36.4%のほか、ドイツ 70.4%、フランス 56.0%、スペイン 49.7%、アイルランド 38.0%。

(注10) (注6)の記事等による。

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 回復力が強まった中国経済

王 雷軒

### 要旨

中国政府の景気対策などによって消費・投資が持ち直し傾向にあり、また海外経済の持ち直しに伴い輸出も増加傾向を強めたため、足元では景気回復力が強まっている。先行きも緩やかな回復が続くと見込まれるが、不動産抑制政策の強化など10月以降の景気下振れリスクには注意が必要であろう。

### 内外需要の回復ペース拡大

2013年4～6月期の実質GDP成長率は前年比7.5%と、1～3月期(同7.7%)から鈍化したため、中国経済のハードランディング懸念が高まった。こうしたなか、政府は7月に経済の急減速に歯止めをかけるために、構造調整だけでなく、安定成長にも重点を置いた政策運営を行うよう方針転換したと見られる。

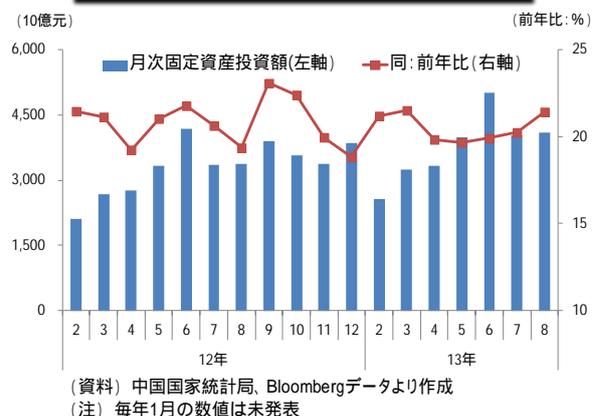
この方針転換を受けて、粗末な建物が並ぶバラック地区の再開発、ブロードバンドの普及促進、環境保護産業の育成、鉄道建設の加速、都市部インフラの強化などの景気対策を相次いで打ち出してきた。その効果もあり、7月から景気持ち直しの動きを始めており、回復力は徐々に強まりつつあると見られる。

以下では、最近の主要経済指標から足元の景気・物価動向を確認していきたい。

まず、消費については、8月の社会消費財小売売上総額(物価上昇の影響を除いた実質)が前年比11.6%と、7月(同11.3%)から伸びが小幅ながら高まった。この背景には、ぜいたく禁止令などによって急減速した外食産業が営業方針の転換で回復しつつあるほか、乗用車販売も好調さを続けていることなどが挙げられる。先行きについては、景気回復に伴い、消費者マインドの改善が見られるほ

か、中秋節(9月19～21日)・国慶節(10月1～7日)の連休もあり、底堅く推移すると思われる。

図表1 中国の固定資産投資(農村家計を除く)の動向



また、投資についても、製造業向け、交通運輸や水利・環境などのインフラ向けが大幅に持ち直したことを受けて、8月の固定資産投資(農村家計を除く)が前年比21.4%と、7月(同20.2%)から伸びが高まった(図表1)。先行きについては、前述したような都市部インフラの強化や鉄道建設の加速などの景気対策の実施に伴って、堅調に推移するだろう。

このように、内需(消費+投資)が徐々に改善しつつあるほか、海外経済の回復などによって中国の輸出も持ち直しつつある。8月の輸出も前年比7.9%と7月(同2.0%)から増加傾向が強まった。地域別に見ると、欧米向けは7月に続き増加し

たほか、香港・アセアン向けも持ち直した。ただし、日本向けは同 2.2%と7ヶ月連続で減少し、低調さが続いている。輸出の先行きは、海外経済が緩やかな回復を続けると見られるなか、政府の輸出促進政策も支えになって回復傾向が続くと思われる。

このほか、生産面においても、持ち直しの動きが強まっている。8月の鉱工業生産は前年比 10.1%と7月(同 9.7%)から伸びが加速した。また、国家統計局らが発表した8月の製造業 PMI も 51.0(7月:50.3)と小幅ながら改善を続けている。

以上から、消費・投資・輸出の持ち直しなどによって景気回復の動きが強まっていると判断される。

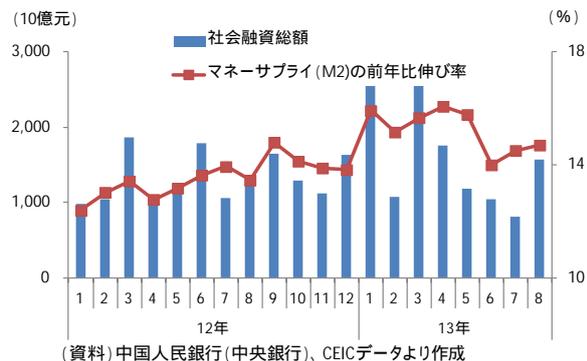
物価動向については、8月の消費者物価指数(CPI)は前年比 2.6%と7月(同 2.7%)から小幅低下し、安定的に推移している。一方、生産者物価(PPI)は8月の同 1.6%と7月(同 2.3%)からマイナス幅が大幅縮小した。

また、9月18日に発表された8月の主要70都市住宅価格統計では、新築商品住宅価格指数(保障性住宅を除く)が前月を上回った都市数は66、下回った都市が2と、住宅価格は依然上昇傾向が続いている。

### 金融政策(中立)の現状維持

前述したように、内外需の回復に伴って実体経済への総与信量を示す8月の社会融資総額(新規額)は1.57兆人民元と7月(0.81兆元)から大きく増加した(図表2)。内訳を見ると、銀行の委託融資や手形融資などが大幅に増加したものの、銀行の新規貸出額が0.71兆人民元で横ばいだった。また、8月のマネーサプラ

図表2 中国のマネーサプライ(M2)と社会融資総額の推移



イ(M2)も前年比 14.7%と7月(同 14.5%)から小幅ながら伸びが高まった。

今後の金融政策については、引続き微調整の余地はあるものの、中国人民銀行の周総裁が CCTV(中国中央テレビ)のインタビュー(8月19日)で「年末にかけて穏健な(中立的)金融政策を続ける」と述べたこともあり、当面、現状維持が続くと見られる。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。13年に入り2四半期連続で減速した中国経済であるが、7、8月分の好調な経済指標などからは、年末にかけても回復が継続すると予想する。ただし、政府が発表した景気対策がいずれも小規模であるため、先行きの景気回復ペースはあくまで緩やかなものにとどまるだろう。ただし、13年通年は7%台後半の成長を達成することが可能であろう。

なお、住宅価格が依然高騰していることや、10月に発表予定の地方政府の債務状況に引き続き注視したい。13年上期にかけて景気が減速したこともあり、中国政府は不動産抑制政策や地方政府の債務問題への対応をやや緩めたと見られる。しかし、今後、仮に不動産抑制政策を強化し、かつ増加する地方政府の債務問題に厳しい規制をかければ、10月以降の景気が下振れる可能性もあるだろう。

(13年9月20日現在)

## 情勢判断

### 今月の情勢 ~ 経済・金融の動向 ~

#### 米国金融・経済

米国では、9月17~18日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で、政策金利（0~0.25%）を据え置き、今後も失業率が6.5%を上回り、向こう1~2年のインフレ見通しがFOMCの長期目標である2%から上下0.5%ポイント以内に収まると予想される限り、これを維持するという方針が据え置かれた。量的緩和策からの出口戦略に踏み切るとの見方が強かったものの、実際には月額850億ドルの資産を買い入れる量的緩和策（QE3）の縮小についても先送りされた。

経済指標をみると、8月の雇用統計の失業率は7.3%と前月（7.4%）から低下したものの、非農業部門雇用者数は前月比15.2万人と事前予測（同18.0万人：ブルームバーグ集計）を下回った。ただし、雇用の改善は続いており、その他の経済指標でも回復が目立つことから、米国経済の緩やかな改善は続いているとみられる。

#### 国内金融・経済

日本では、9月4~5日の日銀金融政策決定会合で、マネタリーベースを年間約60~70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調整（長期国債、ETF・J-REIT、CP・社債等の買入れ）を行うことを軸とし、これにより2年程度で2%の「物価安定目標」を実現することを目指す量的・質的金融緩和の維持が決定した。

経済指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）の7月分は、前月比で横ばいとだったが、持ち直し基調は続いている。また、7月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比3.4%と2ヶ月ぶりに上昇した、製造工業生産予測調査も、8月は同0.2%、9月は1.7%と上昇が見込まれている。以上から、日本経済の緩やかな回復は続いているとみられている。

#### 金利・株価・為替・原油相場

長期金利（新発10年国債利回り）は、8月下旬には、国債入札の好調や円高・株安の進行、シリア情勢緊迫化に伴う「質への逃避」から0.7%付近まで低下したが、シリア情勢懸念が後退した9月はじめには、再び0.8%付近まで上昇した。しかし、その後はFOMCでQE3縮小が見送られるとの思惑から米国長期金利が低下したことにつられて低下に転じ、実際にQE3縮小が見送られた9月中旬には、0.6%台半ばと約4ヶ月半ぶりの低水準となった。

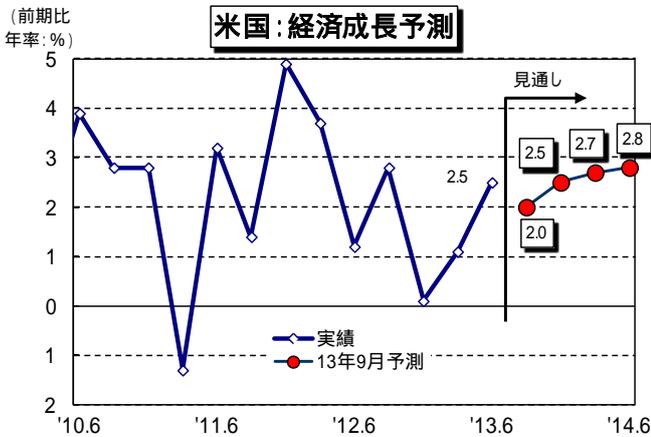
日経平均株価は、8月下旬には、シリア情勢の悪化懸念などを受けて13,300円台まで下落したが、その後はその懸念が後退し、上昇した。9月も国内で2020年五輪の東京開催決定や4~6月期GDP二次速報値の上方修正などにより上昇を続け、米国でQE3の縮小が見送られた9月中旬には、約2ヶ月ぶりに14,700円台を回復した。

ドル円相場は、8月下旬から9月初頭にかけては、米QE3の縮小観測や日本の消費増税等の思惑に左右され、1ドル=96~98円台での揉み合いが続いた。しかし、その後は米国長期金利の上昇から日米金利差が拡大し、1ドル=100円台半ばまで円安・ドル高が進行。9月下旬には、米QE3の縮小見送りで一時1ドル=97円台後半までドルが下落する場面もあったが、米国経済指標の好調などから再び円安・ドル高となり、概ね1ドル=99円前後での推移となっている。

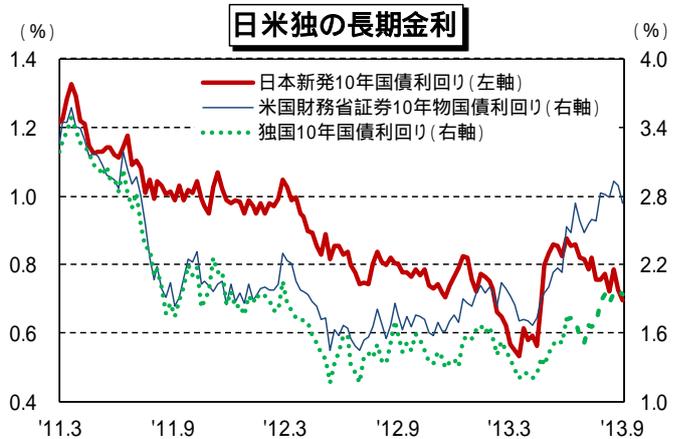
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、米国景気の回復期待やシリア情勢懸念などから上昇し、9月半ばには約2年9ヶ月ぶりに1バレル=110ドル台に達した。ただし直近は、シリア危機による供給不安が後退したことから、105ドル前後まで下落している。

（2013.9.20現在）

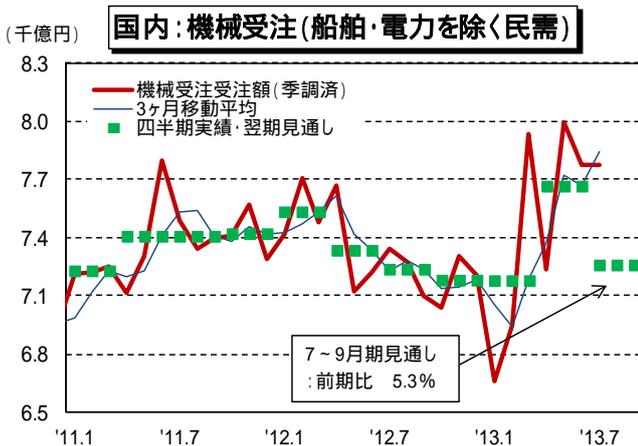
## 内外の経済・金融グラフ



(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



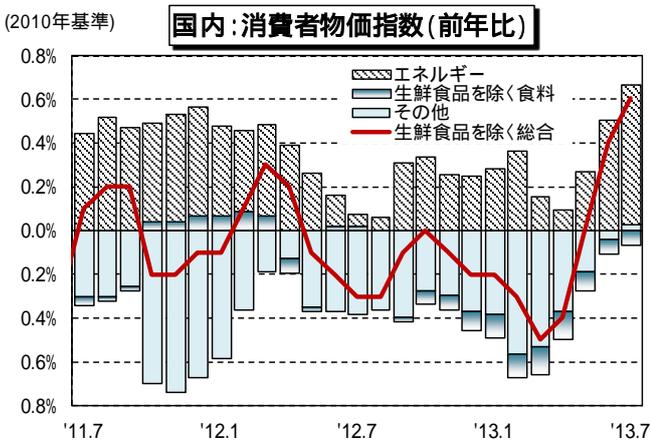
(資料) Bloombergより作成



(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(資料) Bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成



(資料) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成



(資料) Bloombergより作成

詳しくは当社ホームページ (<http://www.nochuri.co.jp>) の「今月の経済・金融情勢」へ

## 今月の焦点

### 海外経済金融

## 注目される中国の第 18 期「三中全会」

王 雷 軒

### はじめに

中国共産党の中央政治局（党の指導部で、政策を議論・決定する機関）は 2013 年 8 月 27 日の会議で、第 18 期中央委員会第 3 回全体会議（以下、「三中全会」）を 11 月に開催することを決定した。

13 年 3 月に本格的に発足した習近平政権は、党や政府の人事刷新後、人員の引き継ぎなどを経て、安定的な政権運営体制が固まりつつある。このタイミングで開催される今回の三中全会では、今後 10 年間の中国の政治・社会・経済などをどのような方向に持っていくのかが議論されると見られる。

これまでの三中全会では、改革開放路線や社会主義市場経済の導入などの重要政策が決定されたという経緯もあることから、今回にも大いに注目される。以下では、過去の三中全会を簡単に振り返るとともに、今回の会合で焦点になると予想されるポイントについて展望してみたい。

### 重要な政策を決定してきた三中全会

5 年間で 1 期とする期間において、党の中央委員会は 7 回の全体会議を開くことになっている。この期間中に開催されるということで、一中全会～七中全会と呼ばれている。中央委員会とは、共産党全国代表大会（党大会）で選ばれた中央委員と候補委員で構成される機関である。なお、12 年 11 月の第 18 期党大会で中央委員 205 人、候補委員 171 人が選出された。

実は、第 18 期第 1 回の中央委員会全体会議（一中全会）が 12 年 11 月に開催され、そこで中央政治局の委員や常務委員などが

選出された。つまり、一中全会が党の人事を決める会議である。また、13 年 2 月には第 2 回の中央委員会全体会議（二中全会）も開かれた。そこでは、政府機構の統廃合などに関する改革の内容が決定された。なお、これらの会合に参加できるメンバーは中央委員会の委員と候補委員となる。

これまでの三中全会では、多くの重要な政策が打ち出されてきた。78 年に開催された第 11 期三中全会では、改革開放路線の実施が採択され、その後の中国は改革開放を行い、本格的に経済の発展に注力し始めた。また、93 年の第 14 期の三中全会では、社会主義市場経済の導入を決め、国有企業の改革、市場経済の構築といった改革内容が打ち出された。03 年に開かれた第 16 期の三中全会においては、社会主義市場経済の改善を行うことが決定された。

このように、改革開放路線の採択から 35 年、急速な経済成長を成し遂げる一方で、様々な歪みも生じている。とくに、既得権益層による強い抵抗を受けて金融・エネルギーなど重点分野の改革が遅れており、改革疲弊症というべきものが顕在化している。たとえば、改革の方向性が迷走したり、改革の速度が緩慢になったり、重要な改革のプランを公表しても実行に移らないことなどが発生している。

### 予想される第 18 期三中全会のポイント

今回の三中全会では、果たしてどのような重要な政策が打ち出されるのだろうか。実際、8 月 27 日の中央政治局会議では、以下のような議題について討議した。

まず、全面的な改革の深化は党と国家にとって最も重要であるという共通認識が確認された。様々な矛盾や問題点を解決し、経済の持続可能な発展をなし遂げるため、引続き改革開放を推進していくことが必要・不可欠であると強調された。

また、同会議では、「2013～2017年における反腐敗制度および腐敗予防体系の構築・改善」を審議・決定した。党員による腐敗が多発しており、反腐敗も全面的に推進していく点が重要視されている。形式主義、官僚主義、享楽主義、浪費という4つの風潮を厳しく取り締まることを通じて党の規律を強化する。それに加えて、腐敗発生を防ぐためには、反腐敗組織の統一管理や検査制度の見直しなどを通じて腐敗の予防体制を構築していくことも強調された。なお、この内容（腐敗対策）については、多くの文字が割かれている。

第3の議題として地方政府の機能転換・機構改革を進めることが挙げられた。第18期二中全会で決定された中央省庁の統廃合に伴い、地方政府に対しても市場経済の発展要求に従って、機能転換が改革の核心と認識し、行政による許認可を減少させることが要求された。また、地方政府の機構再編や公務員の削減などを通じて、より効率的な政府を作り上げていくといった地方政府の機構改革も深化させなくてはならないと強調された。

最後に中国（上海）自由貿易試験区の準備作業についても報告を聴取した。中国国内・海外の情勢から、貿易や投資の自由化が重要であるため、全面的な改革開放を実施する前に、まず上海で様々な実験を通して経験を積むことが必要だと指摘された。

以上の内容をまとめてみると、改革開放

の深化によって、社会主義市場経済の改善を図っていくことが目標となる。この点について習総書記が7月23日に武漢での会議においても市場の役割を重視する姿勢を示しており、全国統一の市場体系を段階的に整備することを強調した。この目標を達成するために、まず重要なのは反腐敗、そして、経済のマクロコントロールレベルの向上、地方政府の機能転換や機構改革を進めることであろう。

今回の三中全会では、市場機能を十分に発揮させるために、政府機能が調整されるほか、金融・財政制度などの改革も焦点になると見られる。金融改革では、預金金利の自由化、完全変動相場制への移行、資本移動の自由化などが取り上げられるだろう。財政・税制改革では、行政管理への支出を削減し、国民生活や教育など民生関連の支出を拡大すること、不動産税徴収の拡大、環境税の徴収、中央政府が代行する地方政府の債券発行などについても具体的な内容やスケジュールが示されるだろう。

## おわりに

鄧小平、江沢民、胡錦濤、そして習近平。改革開放、社会主義市場経済、社会主義市場経済の改善、そして更なる改革開放がいよいよ開幕となる。改革のパッケージは11月に開催される三中全会で明らかになるが、水面下では既に様々な議論が行われている。

しかし、改革の内容がどうであれ、問題は改革プランの本格的な実施ができるかどうかである。習政権の第1期目では国民の支持を得るなどを通じて権力基盤を強化することに注力し、本格的な改革プランの実施はより多くの改革派が指導部入りを果たす第2期目まで待つ必要があると思われる。

## 分析レポート

### 国内経済金融

## 最近の住宅着工と住宅ローンの動向

多田 忠義

### 要旨

金利先高観や消費税増税前の駆け込み契約、東日本大震災の住宅再建などにより、新設住宅着工戸数は前年比増が続いている。その増減率を寄与度分解すると、2012年8月から13年7月までの1年間は貸家の伸びが新設住宅着工戸数全体の伸びに最も寄与しており、続く持家の伸びと合わせて全体の8割を占めた。都道府県別にみると、持家・貸家ともに北海道、東北、関東などを中心に寄与度が高く、特に東京都における貸家の伸びが高い。

一方、住宅着工の資金面に目を向けると、まず、足元の住宅ローン金利は、13年4月に急上昇した国債利回りに合わせて一時急上昇したものの、最近は安定し、一部利下げ競争による顧客囲い込みが発生している。

地銀・第二地銀の13年3月期決算説明会ではこうした状況を背景に、住宅ローン契約における固定金利型選択の増加、住宅ローン残高の伸長が聞かれたが、駆け込み需要後の着工件数の落ち込みにより、14年上期を中心に住宅ローン残高は伸び悩む可能性がある。

### はじめに

金利先高観や消費税増税前の駆け込み契約、東日本大震災の住宅再建などにより、新設着工件数は前年比増が続いている。大方の予想にあるとおり、当分の間は住宅着工が堅調に推移するとみられる。そこで、本レポートでは、2013年5～7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、消費税増税前の駆け込み需要や震災復興関連需要で伸長する住宅着工件数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、都道府県毎に新設住宅着工戸数の伸びを把握し、次に、住宅ローンの金利水準を時系列で確認し、最近の住宅着工動向について概観する。最後に13

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。

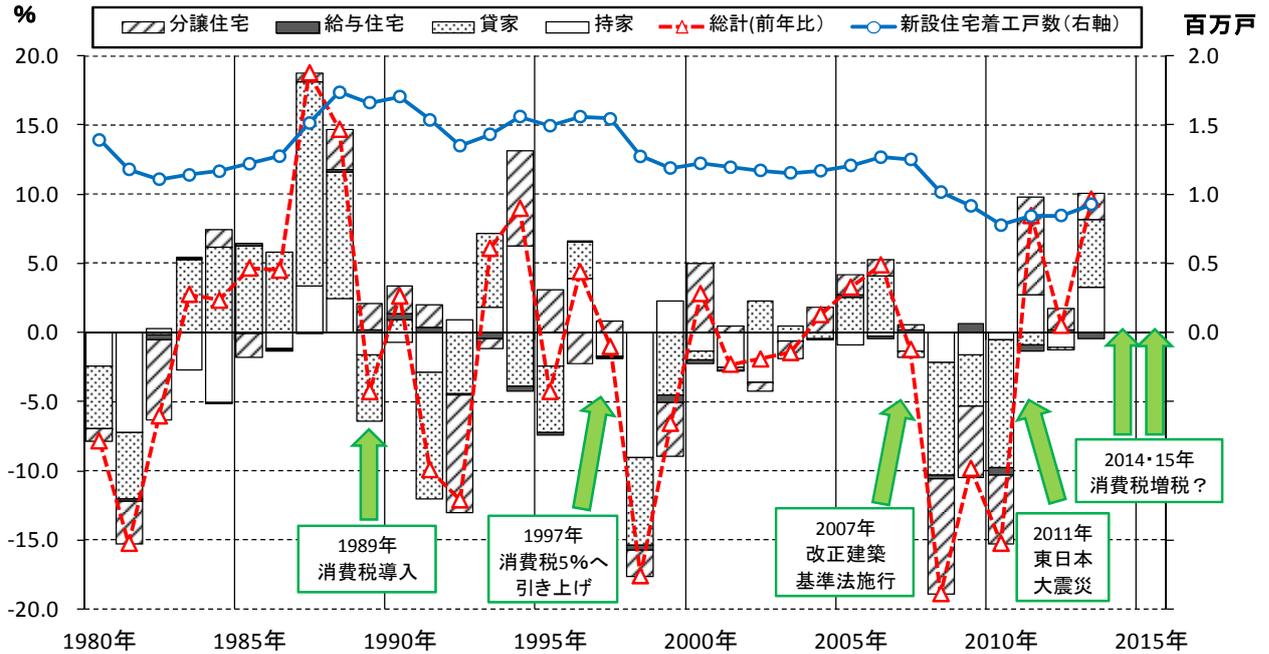
### 新設住宅着工戸数の推移と見通し

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)。

まず、これまで2度経験した消費税導入・増税前後(1989、97年)に着目すると、89年前後では、持家よりも貸家の寄与度が高い一方、97年前後では持家の増減率が一番高かったことが分かる。80年代後半はバブル景気で不動産投資が活発であったことから、増税前から貸家の着工が急増し、翌年の反動減が小さいという特徴がみられる。他方、97年は消費税増税に加え、金融危機などの不況も重なったことから、住宅着工が大きく落ち込む結果となった。

着工戸数は2000年代半ばまで年間約120万戸のペースで推移したものの、「構

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



(資料)国土交通省「住宅着工統計」

造計算書偽装問題」をきっかけに改正された建築基準法が施行された2007年以降は、サブプライム・ローン問題や、それに起因するリーマン・ショック等による世界的不況で、年間80~90万戸の水準まで下落した。

そして足元では、東日本大震災後、リーマン・ショック等で抑制されてきた住宅需要が盛り返してきたことに加え、震災を契機とした耐震性の高い住宅への住み替えニーズ、被災地における住宅再建ニーズなどで、住宅着工戸数は3年連続増加基調で推移している。2013年度(12年8月~13年7月、以下「13年度」という)の実績を利用関係別にみると、貸家の伸びが最も高く、持家、分譲住宅と続く。この背景には、相続税増税の動きを受けた賃貸アパートを中心とする駆け込み建設や、今後も増加が予想される1人や2人世帯向け賃貸マンションの着工が進んだことなどが考えられる。

なお、14年4月には消費税

率を5%から8%へ引き上げる予定であることから、住宅建設需要は9月にピークアウトする可能性が高いものの、しばらくは比較的高い水準で着工戸数は推移する可能性がある。

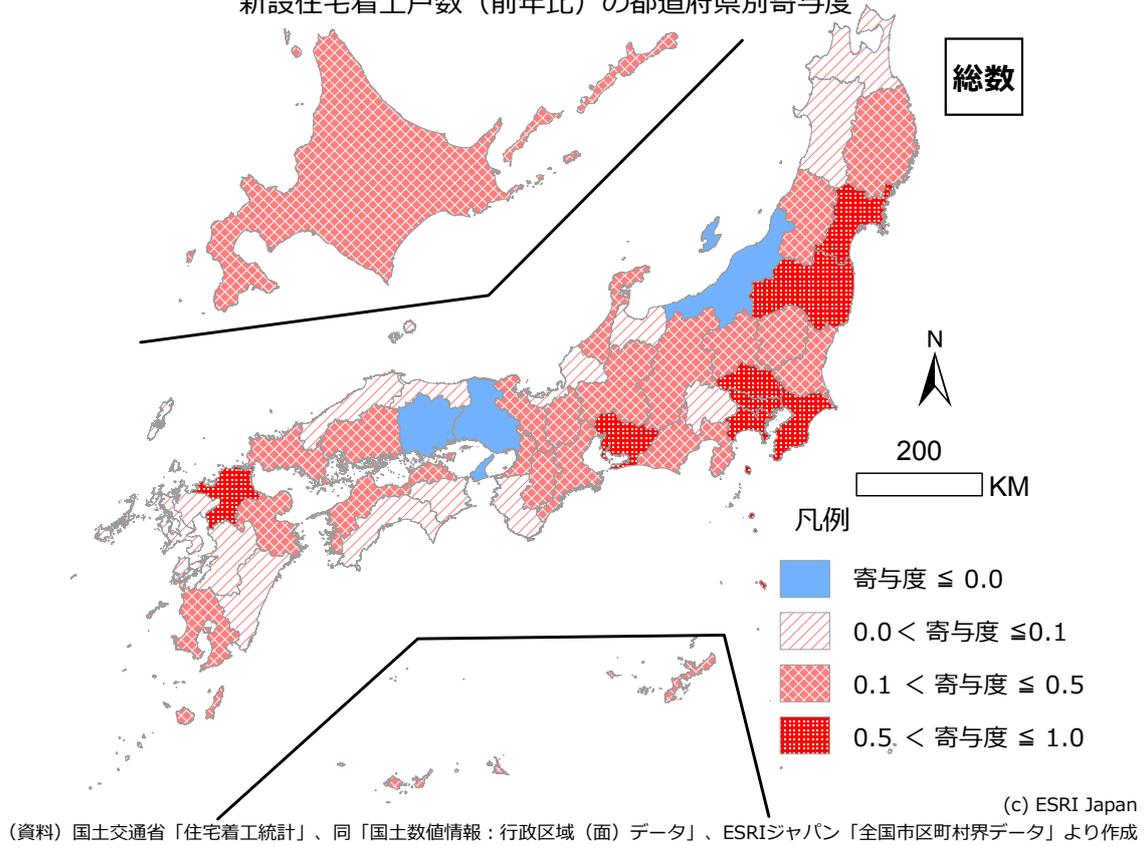
ただし、図表2に示した通り、円安や需要拡大により国産・輸入を問わず建設資材価格は高騰しているほか、住宅建設に携わる人材は慢性的に不足し、人件費も高騰していることから(注1)、消費税増税分を上回る建設コスト負担となる可能性もある。また、政府が14年4月以降導入・拡充予定の住宅ローン減税を見越して、9月末までに急いで住宅建設の工事契約をせず、先送りする動きも出てくると考えられる。これらの要素が、新設住宅着工戸数増加の下押しし、現在の水準を大きく上回る可能性は低くしている。

図表2 建設資材における物価指数の変化(13年8月、前年比%)

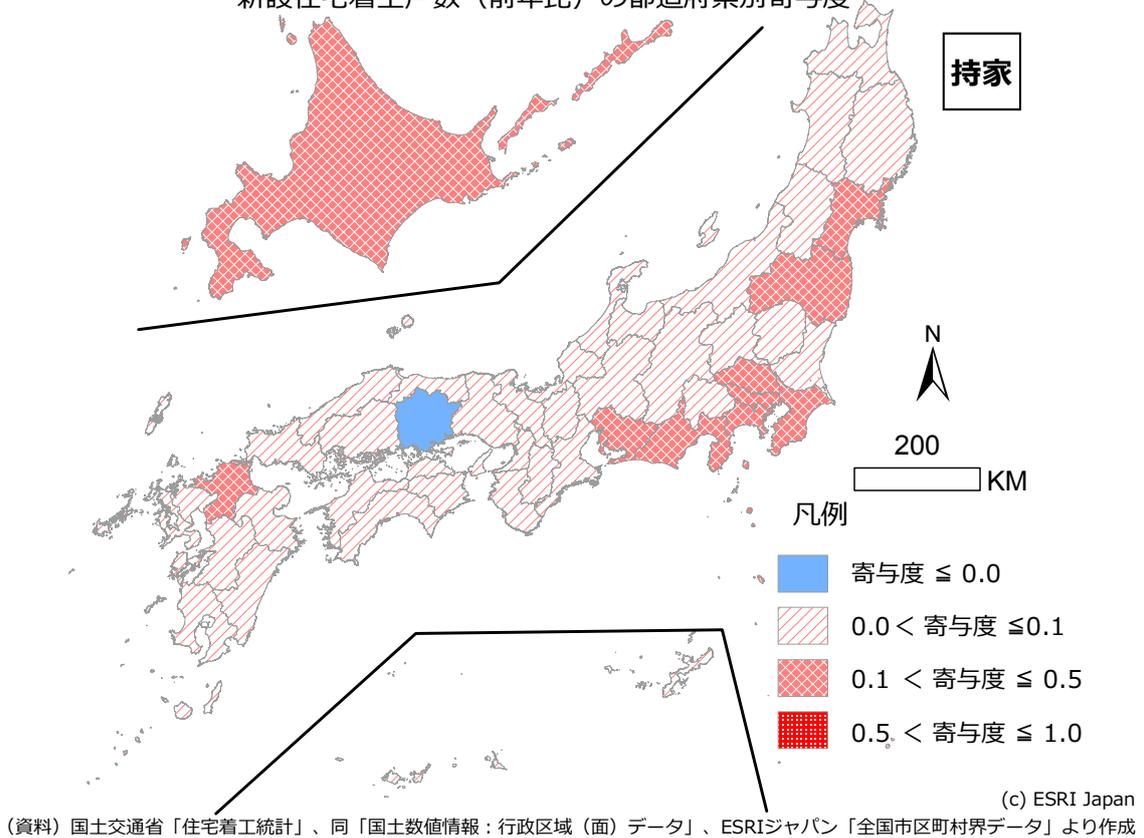
	生コンクリート	建築用コンクリートブロック	普通合板	集成材	製材品	
					ひき角	ひき割
国内企業物価指数	4.9	-3.9	12.6	27.2	12.2	10.4
輸入物価指数	製材品			合板	集成材	
	米材	北洋材	欧州材			
輸入物価指数	59.2	47.2	46.4	35.9	39.6	

(資料)日本銀行「企業物価指数(2010年基準)」

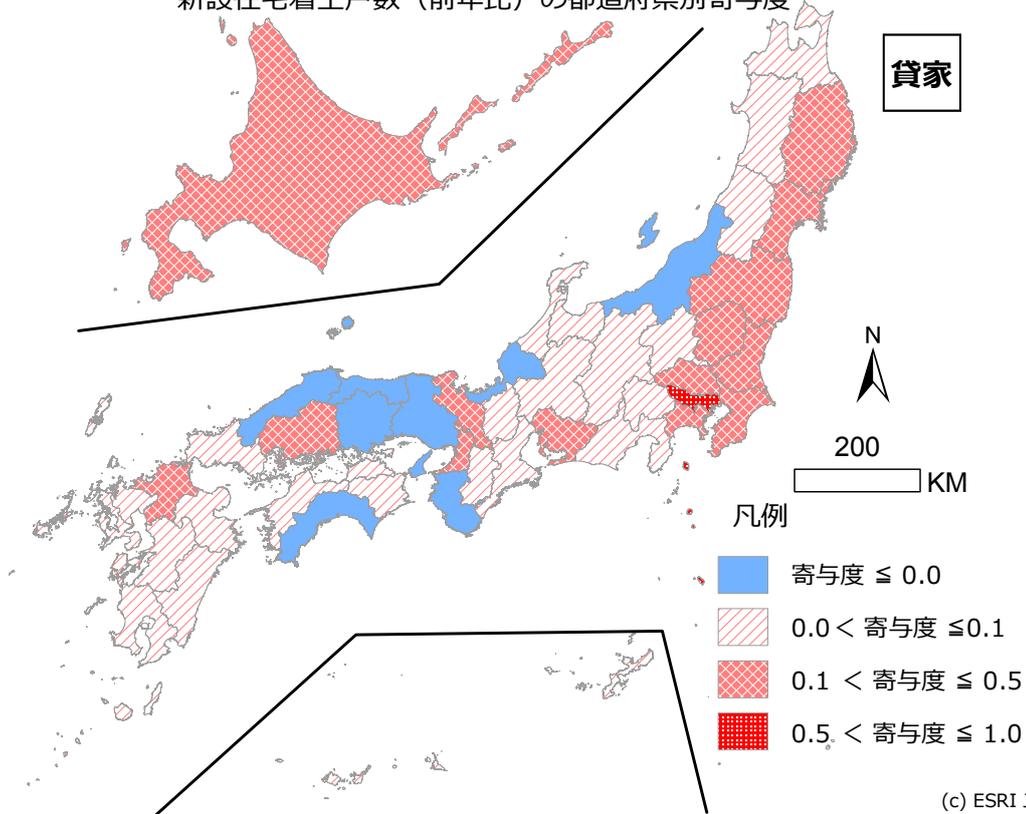
図表3 13年度（12年8月～13年7月）における  
新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度



図表4 13年度（12年8月～13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 13年度（12年8月～13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



(c) ESRI Japan

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

(注1) 東日本大震災被災県における建築関連の労働需給実態、建設関係資材の価格・需給について議論した多田(2013a; 2013b)に、全国の傾向も併せて記載しているので、参照されたい。

### 都道府県別新設住宅着工戸数の特徴

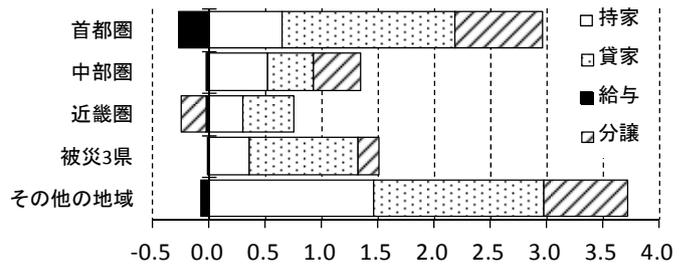
では、全国的な傾向が明らかとなった13年度における新設住宅着工戸数について、地域の特徴を明らかにするために、都道府県ごとの寄与度を地図化した。

図表3は13年度の伸び率である9.6%を都道府県ごとの寄与度で示したものである。寄与度が高いのは宮城県、福島県、関東、愛知県、福岡県であった。一方、新潟県、兵庫県、岡山県では前年割れとなったことが特徴である。つまり、住宅着工の動向に地域差があることを示している。

続く図表4は持家の前年比増減率(3.3%)を都道府県ごとにみたものであ

る。持家は、岡山県を除いて前年比増加しており、北海道、東北から関東、東海にかけて特に伸びたことが分かる。同様に、図表5は貸家の前年比伸び率(4.9%)を示した。特に、東京都が一番高く伸びており、北海道から東日本の太平洋側で貸家の伸びが高いことが確認できる。こうした動きを図表6にまとめた結果、首都圏、被災3県における貸家の伸びが特に高いことが示された。被災3県における住宅再建に目を向けると、持家の伸びよりも貸家の伸びが高く、持家による住

図表6 新設住宅着工戸数前年比の地域別寄与度  
13年度（12年8月～13年7月）対12年度



(資料) 国土交通省「住宅着工統計」

(注) 被災3県: 岩手県、宮城県、福島県／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／その他の地域: 他全ての道県

宅再建は今後本格化することが予想される。

## 住宅ローン金利の推移と住宅着工

次に、住宅ローン金利水準の変動について明らかにした（図表 7）。一般に、国債利回りと住宅ローン金利との間には相関関係があり、13 年 3 月にかけて国債利回りが過去最低水準に低下した際、住宅ローン金利も同様の動きをたどった。一方、4 月の日銀による量的・質的緩和政策決定直後に国債利回りが急上昇し、住宅ローン金利も上昇に転じたことから、住宅需要に悪影響を及ぼすとの懸念が強まった。しかし、13 年 6 月以降国債利回りは低下基調となったことなどによって、13 年 5 月の住宅着工件数は 4 年 7 ヶ月ぶりに年率換算 100 万戸を上回るなど、住宅需要は堅調に推移している。ただし、消費税増税の適用を受けない工事請負契約の期限である 9 月末を過ぎると、住宅需要は一服すると考えられる。

足元では、8～9 月にかけて地銀が相次いで住宅ローン金利を期間限定で引き下げるなど、前述した 9 月末の期限に向かって駆け込み需要が一段と増加することが予想され、7～9 月期の住宅ローン残高

は、4～6 月期よりも増加し、国内銀行で見ると 8 四半期連続の前年比拡大となる可能性が高い（図表 8）。ただし、被災 3 県に本店を置く地銀・第二地銀に限って注目すると、住宅ローン残高は一部で伸び悩みの傾向もみられ、地域によっては、住宅着工戸数の伸びが住宅ローンのニーズに結びついていない可能性もある（詳細は後述）。

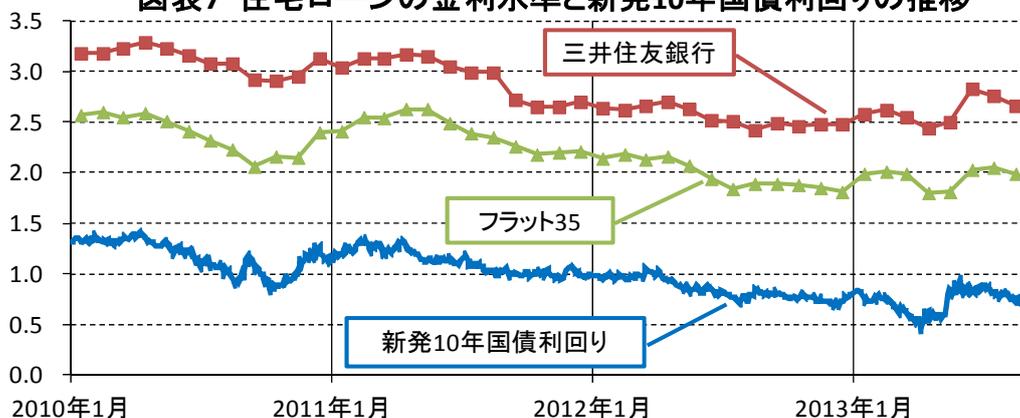
## 地銀・第二地銀による決算説明会

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う言及したかを分析した（図表 9）。

まず、金融機関 A、B、E、F のように、住宅ローン金利が変動型から固定型へ流れている様子をうかがい知ることができたものの、地域や金融機関のローン獲得戦略によってその割合は異なり、E のように固定・変動型金利シェアが逆転した金融機関は少数派であった。また、C のように、もともと固定金利を推進している金融機関も存在し、国債利回りの変動に影響を受けていないところもあった。

なお、住宅金融支援機構が 8 月 30 日に公表した「民間住宅ローン利用者の実態調査」によると、13 年 5 月は変動型の選

図表 7 住宅ローンの金利水準と新発 10 年国債利回りの推移



(資料)(独)住宅金融支援機構Web、三井住友銀行Web、Bloombergより作成 (注)国債利回りは日ごとの終値。  
フラット35:返済期間が21年以上35年以下の場合の月中最低金利を表示  
三井住友銀行:超長期固定金利型、新規専用、20年超35年以内の金利を表示

率が一時減少（32.6%）し、固定型の割合が高まったものの、同6月には4月までの水準（44.6%）に戻った。これらからも、全体的には変動型から固定型への動きが一部あったものの、地域や金融機関によって状況は大きく異なることが確認された。

一方、新設着工が伸びる東北に立地する金融機

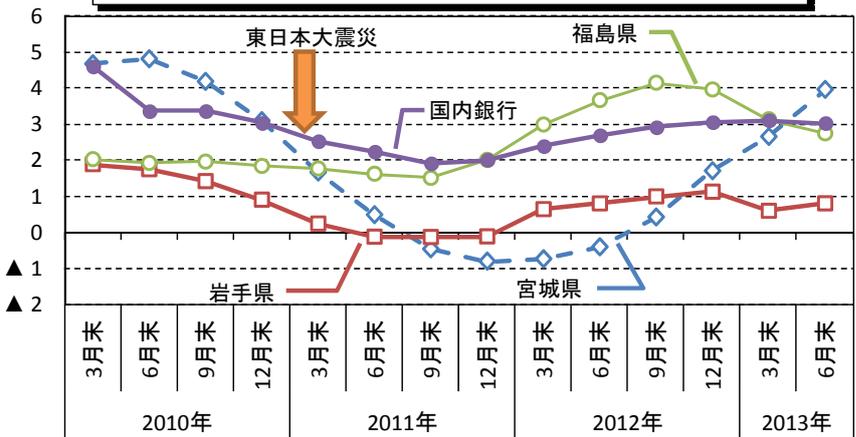
関Dによれば、公的金融機関の融資や、義捐金・保険金等で被災者の手元資金が手厚いことから住宅・リフォームローン残高の伸びは見込めないとの報告があった。このような内容は、被災地に本拠地を構える金融機関で多く聞かれ、住宅需要が必ずしも住宅ローンの需要に結びつかないことがわかった。また、関東に本拠を置く金融機関Aではマンションや分譲戸建てを中心に需要は旺盛と報告があったほか、九州の金融機関でも同様の報告が目立った。

### おわりに

国内銀行では貸出金に占める住宅ローンの割合が増加基調にあるが、消費税増税が予定される14年4月以降は、消費税増税を見越した駆け込み需要が一服し、住宅ローン残高は伸び悩む可能性がある。

また、新設住宅着工戸数には地域差がみ

図表8 地銀・第二地銀住宅ローン残高の推移(前年同期比)



(資料)日経NEEDS-FinancialQUEST、決算短信(一部聞き取り)、日本銀行「資金循環統計」を基に作成  
(注)各行の本店所在地別に残高を集計しているため、融資先(住宅建設先)の県と本店所在県が必ずしも一致しない。

られるほか、一部では低金利での住宅ローン融資競争が発生しているため、将来的には収益性の低下が懸念される場面もあり、各金融機関の経営戦略に影響を与えると考えられる。

### 参考文献

- 多田忠義(2013a)「東日本大震災被災県における建築関連の労働供給実態」『金融市場』2013年6月号 p32-35.
- 多田忠義(2013b)「被災地における建設関係資材の価格・需給動向」『金融市場』2013年7月号 p22-25.

図表9 13年3月期地銀・第二地銀決算説明会における住宅ローン関連の情報(一部)

事例	住宅ローン需要/戦略等	ローン金利/変動・固定
金融機関A(関東)	分譲戸建て、マンションを中心に旺盛で、前年比で平残7.3%増。	変動金利の申込割合が年初は90%だったが、87%まで低下。
金融機関B(東海)		最近は固定金利を選択する申込者が増加傾向(新規申込の1割)。
金融機関C(中国)	新築、借り換え需要が中心、リフォームローンは13年3月末で残高比4%。	もともと固定金利タイプの住宅ローンを推進してきたため、足元の金利変動による固定から変動金利への動きは見られない。
金融機関D(東北)	住宅ローン需要はあるものの、公的金融機関の融資や、震災に関する保険等の手元資金が厚く、繰り上げ返済のほか、借り入れなしの住宅建設・補修がみられる。ゆえに住宅ローン残高の伸びは鈍い。	
金融機関E(東北)	金利競争に陥らないよう、住宅ローンの多様化を推進	12年度では、申込者の固定:変動金利比率は3:7であったが、足元は7:3と逆転。
金融機関F(中国)	借り換え需要が減少し、新築、アパートローンが堅調に推移。依然利ざやが低いため、ボリュームでカバーし、アパートローンの伸長に努める。	これまで9割の顧客が変動金利を選択していたが、13年度に入り、10年固定金利が増加傾向。

(資料)決算説明会出席に基づき作成。決算説明会は13年5~7月にかけて東京都内で開催されたもの。

# 分析レポート

## 海外経済金融

### プラチナ価格と世界自動車生産について

竹光 大士

#### はじめに

プラチナの年間生産量は約 200 トンであり、金の生産量の約 13 分の 1 である。また、全世界の埋蔵量は合計 1 万 6,000 トンと推計されている。ちなみに、金の全世界の埋蔵量 6 万トンと言われている。プラチナの産出国は南アフリカ、ロシア等に偏在している（南アフリカ約 75%、ロシア約 15%）。このため、南アフリカ情勢等に左右されやすい性質もある。また、アングロ・プラチナ社、インパラ社、ロンミン社の大手三社で世界の生産の約 6 割強を占めている。

プラチナは熱に強く、化学反応によって変化しにくいという特性を持っており、その特性を活かして様々な工業用途に使われている。但し、鉱石 1 トン当たり約 3g しか産出されないため極めて希少である。また、国際市場では\$/トロイオンス(1トロイオンス=約 31.1 グラム)という単位で取引されている。

プラチナの取引は、現物ではスイスのロコ・チューリッヒ、イギリスのロコ・ロンドン市場

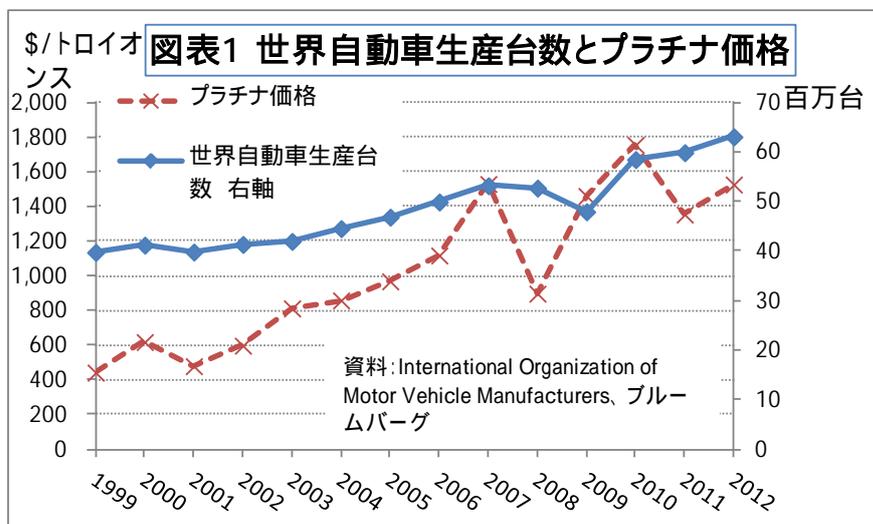
の重要度が高い。先物は NYMEX、東京商品取引所等に上場されているが、東京商品取引所の方の流動性が高く、世界的な価格形成の影響度が高い。なお、2012 年の東京商品取引所での出来高は約 1,780 トンであり、金の約 6 分の 1 程度である。

また、プラチナの価格は同じ貴金属である金と連動しやすいという性質も持っている。但し、金価格と必ずしも同じ動きをする訳ではなく、以下ではその特性が持つ潜在的な影響を考察したい。

#### プラチナの自動車関連の需要

プラチナは自動車生産との関連性が高いとされている。プラチナの総需要に占める自動車部品用の割合は約 4 割となっており、自動車の生産動向が市況を左右する大きな要因である。自動車 1 台につき約 2 グラムのプラチナが排ガス浄化用触媒等の用途で使われる。他にもパソコンのハードディスク、液晶ガラス、化学工業用等の用途に使

われているおり、自動車を含めた工業用用途が全体の需要の約 6 割を占める。宝飾品用需要は全体の需要の約 3 割を占める。それに比べ、金は総需要の約 5 割が宝飾品用需要、約 1 割が工業用需要となっ



ている。近年、小型ディーゼル車の増産、排ガス規制の強化等がプラチナへの需要を支えている。さらに、中国では、近年の大気汚染を受けて、自動車の環境規制を日本や欧州並みに強化することを13年2月に発表、「国5」(新排ガス規制)が13年から主な大都市で適用されている。また、日米欧でも排ガス規制は強化される傾向にある。

一方、自動車は近年の世界の経済成長と共に需要が伸びてきた。足元の自動車業界の動向をおさらいしておく。2012年の自動車生産は前年比5.1%の約6,300万台となった。地域別に見ると、近年中国での自動車生産の伸びが顕著で、自動車生産台数は約1,927万台(前年比4.6%)であった。この数値は08年の倍である。また、米国でも自動車生産台数は1,039万台と前年比19.5%と大きく増加した。これらの増加には、金融危機から経済が回復基調にあること等が寄与していると思われる。日本では四輪車生産台数は約995万台で前年比18.4%の増加となった。一方、債務危機の景気悪化が続いたユーロ圏では約1,600万台と前年比6.2%となった(以上、国際自動車工

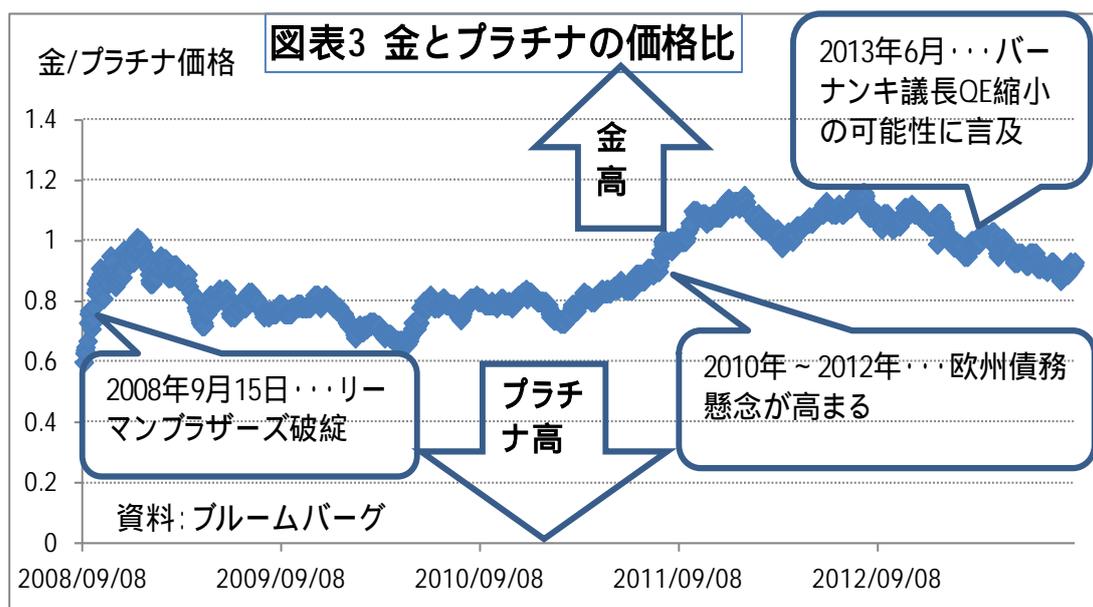
業連合会、日本自動車工業会、JETROより)。このように、世界経済の持ち直しに伴い、欧州を除き総じて自動車生産は回復してきていると言える。

プラチナ価格と自動車生産台数(図表1)の関係をみてみると、自動車生産台数が増加すると共にプラチナ価格も上昇していったことが分かる。また、2008年以降はプラチナ価格の振れ幅が大きくなっている。これは、各国が量的緩和を行った結果、インフレヘッジ目的の資金の一部がプラチナ市場に流入したためと考えられる。なお、米国の量的緩和が縮小されれば、プラチナ価格と自動車生産台数との関係は振れの少ない関係を取り戻すと考えられる。

### 金融危機と金・プラチナ価格比

商品そのものの需給に加えて、商品価格は投資家のリスクに対する姿勢及び金融緩和により左右されるものが多いと言われている。金融緩和で発生した過剰流動性は商品価格が底堅いと投資家が判断した時、商品市場に流入しやすい。

投資家が商品市場に投資する動機として



は、以下のようなものが考えられる。例えば米当局が金融緩和を行っている場合、ドル下落に対するヘッジになるというものがある。すなわち通貨の価値下落へのヘッジ目的の需要である。他の要因としては、金融緩和は債券等と比べて相対的に商品の魅力を高めることが挙げられる。逆に、金融緩和の縮小によって過剰流動性が減ると商品等から資金が流出すると考えられる。また、多くの商品はリスク回避の資産として、経済にネガティブなイベントが起きた時に買われる傾向がある。

代表的な貴金属である金は投資家のリスクに対する姿勢の変化に大きく影響を受けると言われる。すなわち、「リスク回避につながるネガティブな経済イベントの発生 金買い」という反応が起きると考えられる。しかし、プラチナ価格は「景気の悪化 自動車生産の減少 プラチナ需要の減少」という因果関係を含んでいるため、金のようにマーケットのリスク回避姿勢に対し直接的な反応をしない。このような特性は、金とプラチナの相対価格を見ることによって明らかになると考えられる(図表 2)。金価格が相対的に上がった 08 年秋にかけては、景気の後退による自動車生産台数予測の低下が起きて

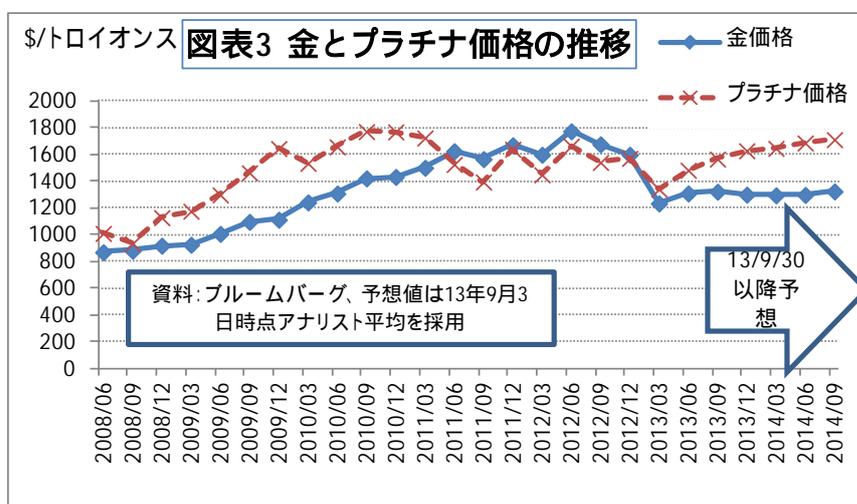
いる一方で、リスク回避又は緩和策等によるインフレヘッジにダイレクトに反応する金買いが起きたと考えられる。その後、欧州債務危機の懸念が表面化した 10 年夏から 11 年夏にかけても同様の傾向が見られる。

一方、直近では世界経済が回復しつつあり、近々米国の量的緩和が縮小されるとの認識が強まっている。それと呼応するかのように金の相対価格は下がってきている。これは投資家のリスクオンの姿勢を反映した結果であると考えられる。

### おわりに

08 年から現在までのプラチナ価格と今後の予想を見てみよう。09 年後半にかけてプラチナ価格が上昇しているが、これは米国でプラチナの ETF 上場の申請がなされたことへの期待、自動車生産が最悪期を脱し回復に向かいつつあるのではないかという思惑が支えていたものと思われる。ブルームバーグアナリスト予想平均値(13年9月3日現在、図表 3)によれば、金価格が 14 年にかけてほぼ横ばいで推移すると予想されているのに対して、プラチナ価格は値上がりが見込まれている。この一因は、回復をみせている自動車生産にあると考えられる。13

年 1~6 月の世界自動車生産台数は 3,262 万台と前年比 1.7%であり、過去 10 年の世界の平均自動車生産台数増加の前年比 4.6%には及ばないが、順調と考えられる。





http://www.oica.net  
/wp-content/uploads/2013/03/total-production-2012.pdf

日本自動車工業会  
(2013) 「世界各国・地域の四輪車生産台数」

http://www.jama.or.jp/world/world/world\_t2.html

99年からの世界自動車生産と実質GDPを見てみると、07年までの世界経済拡大局面、08年のリーマンショックの際の自動車生産の落ち込み時には自動車生産は世界の景気動向を反映、実質GDPの伸びと共に自動車生産台数が伸びてきたことが分かる(図表4)。IMFによれば13年の世界の実質GDP成長率は前年比3.1%が予測されている。地域別に見ると、米国は1.7%、日本では2.0%、中国では7.8%の成長が予想されており、ユーロ圏を除けば総じて経済は回復基調にある。

以上を勘案すると、仮に米量的緩和縮小が実施されてもその影響をプラチナ価格は金価格より受けにくいと考えるのは妥当であろう。

<参考文献>

ジェトロ (2013)

「2012 世界主要国の自動車生産・販売動向」

[http://www.jetro.go.jp/jfile/report/07001311/automobile\\_2012.pdf](http://www.jetro.go.jp/jfile/report/07001311/automobile_2012.pdf)

国際自動車工業連合会 (2013)

「World Motor Production by country and type」

## 連載

## 物価 古今東西 第7回

## 購買力平価と為替レート

## ～物価水準と為替相場の関係～

竹光 大士

## 購買力平価とは

2012年11月の衆院解散前後から円安が進んでいる。以下では、購買力平価を用いながら、物価水準が為替変動に与える影響を考察したい。購買力平価とは、同じ財・サービスのバスケットに対しては各国での金額が等しいとした時の為替レートである。例えば、同じ消費財・サービスのバスケットを購入する場合、日本で11万円、米国で1,000ドルだった場合、11万円=1,000ドル、つまり1ドル=110円というレートを指す。

但し、実際の為替レートにおいて購買力平価が実現するには完全競争であること、情報の格差がないこと、貿易障壁、輸送費、関税が存在しないこと等が条件とされている。それゆえ、実際に購買力平価が実勢レートに一致するのは極めてまれである。

また、為替レートの決定理論として購買力平価説があるが、これは為替レートは長期的に見て購買力平価に収斂するとしている。しかし、現実には購買力平価の成立条件が満たされている場合は皆無といってよく、実勢レートがどれだけ購買力平価から乖離しているかが問題にされる場合が多い。

## 購買力平価と実勢レート

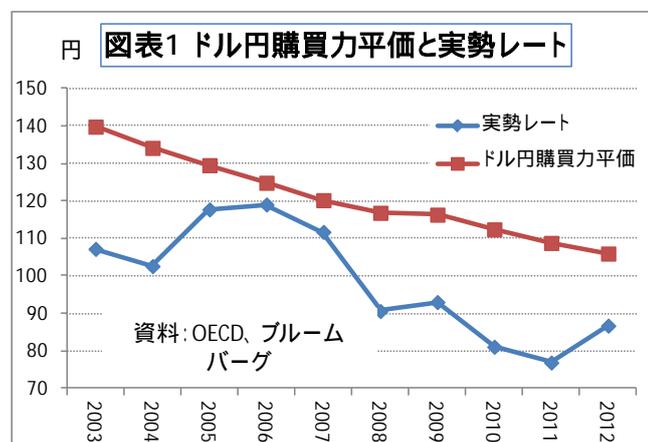
過去10年ほどのドル円の購買力平価と実勢レートを比べてみると、購買力平価は趨勢的に円

高に向かっており、実勢レートもまた円高傾向であったことが分かる。

しかし、実勢レートと購買力平価には乖離が認められ、常に実勢レートの方が円高状態となっている。また、購買力平価と実勢レートはリーマンショックの後、乖離幅が拡大したが、これは両国の金融政策のスタンスの違い等を反映した結果と考えられる。

## おわりに

日本では過去15年にわたりデフレ状態であった一方で、米国では小幅なインフレ状態が続いてきた。つまり、相対的に米国の物価上昇率が高かったことが円高圧力を生んだと考えられる。また、過去4年に渡る円高は日本企業の価格競争力の低下を通じて、輸出製造業等に大きな打撃を与えたと見られる。一方、過去10ヶ月で円安が進んできており、企業業績も回復しつつある。円安状態を保つには日本は少なくとも物価上昇目標の達成に向けて努力する必要があるだろう。



## 連載

## 新興国ウォッチ！ &lt; 第 16 回 &gt;

## ボーモルのコスト病

多田 忠義

## ボーモルのコスト病とは

ウィリアム・ボーモル (William J. Baumol) とウィリアム・ボーエン (William G. Bowen) が 1966 年に出版した『舞台芸術 芸術と経済のジレンマ (Performing Arts: The Economic Dilemma)』で指摘した内容を「ボーモルのコスト病 (他にボーモル効果など)」と呼んでいる。その内容は、クラシック音楽を演奏するのに必要な演奏者の数や、ある演劇を実演するのに必要な舞台役者の数は、昔も今もほとんど変わらない、つまり生産性は上昇しないことを指摘した点である。こうした低生産性の分野であっても、賃金の上昇は避けられないことから、コストは増大してしまう。一般に生産性の向上は、労働者一人当たりの資本増加、技術の進歩、労働者のスキル向上、よりよい経営、生産量増大に伴う規模の経済の実現、によって引き起こされるといえる。しかし、実演芸術は、同様の観点で生産性の向上を評価しにくい (Heilbrun 2003)。こうした議論を踏まえ、ボーモルのコスト病では、公共・福祉サービスにおける労働生産性の改善は難しく、結果として国民総生産に占める人件費の割合は増大せざるを得ないと論じている。

前回までの連載で紹介した「中所得国の罠」に関する Felipe 氏の議論によれば、先進国では脱工業化によって経済成長を成功に導くことができた一方で、途上国では、工業セクターよりも生産性の伸びが遅いサービスセクターの成長によって長期的な成長が形作られると指摘した。このような形態を、ボーモルのコスト病

を踏まえて「asymptotic stagnancy (漸近的な停滞)」と指摘している。

## GDP に占めるサービスセクターの割合と GDP 成長率との関係

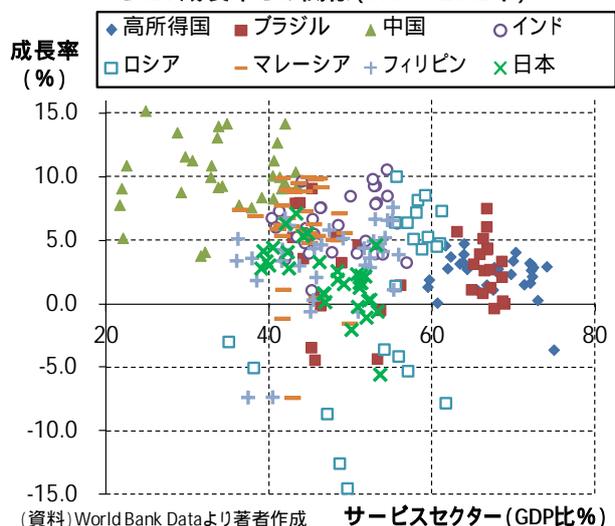
図表 1 は GDP に占めるサービスセクターの割合と GDP 成長率との関係を示している。不況によるマイナス成長の年もあるが、サービスセクターの割合と GDP 成長率の間には負の相関傾向があり、ボーモルの指摘は一定の説得力を持つ。

一方、経済発展段階では、鉱工業における生産性向上やサービスセクターの割合増加が必然的に発生し、成長率鈍化は避けられない。例えば、9月11日に中国の李首相は「中国の経済成長は高成長から中成長に変わった」との認識を示したうえで、経済成長率を年7%台に安定化させられるよう、産業構造の転換や労働生産性の向上など、構造改革等の政策を押し進めると表明している。

## 参考文献

Heilbrun, J. (2003) "Baumol's cost disease" Ruth Towse Eds *A Handbook of Cultural Economics*. Edward Elgar Publishing.

図表1 GDPに占めるサービスセクターの割合とGDP成長率との関係(1980~2012年)



## 海外の話題

# NY の自転車ブーム

農林中央金庫 ニューヨーク支店長 萩原 忠行

ニューヨーカーは健康維持に熱心であり、ジョギングしている人を良く見かけるが、最近は自転車に乗っている人を良く見かけるようになった。

NY市のブルームバーグ市長は、2007年に「PlaNYC」(PlanのnとNYCのNを掛けたもの)という都市環境に関する長期計画を立ち上げ、4年ごとに計画の見直しを行っており、2030年を目標とする住宅、公園、土壌汚染、河川、上水道、交通、エネルギー、大気、廃棄物、気候変動といった項目について課題と解決の方向を示している。8年振りとなる今回の勤務では、NYの公園施設や花壇の充実を感じているが、本計画の交通に関する部分には、渋滞の解消や排気ガス低減のために自転車の安全性と利便性を向上させることが盛り込まれており、市民の利用を促進するために自転車専用レーンや駐輪用自転車ラックの整備が積極的に行なわれている。

こうした行政の努力や環境と健康への意識の高まりからNYでは自転車利用者が増加しており、毎年5月の第一日曜日に開催される「ファイブボロ・バイクツアー」では、3万人以上の参加者がNY市の5つの区(ボロ)40マイル(64km)を自転車で走り、マンハッタンの通りが自転車で埋め尽くされた。

自分自身も昨年夏に自転車を購入し、天気の良い週末には健康づくりを兼ねて街を走っている。セントラル・パーク一周から初め、徐々にイースト川やハドソン川沿いに整備された自転車専用道を走るようになり、最近ではブルックリン橋を渡ってマンハッタンの対岸のブルックリン地区にまで足を伸ばしている。

さて、そのような中、本年5月27日からNYでも自転車のシェアプログラムが始まり、街で青い自転車に乗っている人を多く見かけるようになった。このプログラムはシティバンクがスポンサーとなっており、市内330ヶ所で合計6,000台の自転車が利用可能となっている。最終的には600ヶ所で1万台の自転車が置かれる予定である。

費用は年間利用で\$95(税込み約\$103)であり、1回あたり45分間無料で利用できる。(1日利用\$9.95、1週間利用\$25(ともに税別)で1回あたり30分間無料利用可能。1日の利用回数は無制限)。本プログラムは大変な人気となっており、年間会員数は既に6万人を超えたとのことである。

本プログラムの経済効果は、初年度36百万ドルが見込まれており、メンテナンスのために170人の雇用を生み出している。また、管理システムにはIT技術が駆使されており、利用可能な自転車や駐輪場等の情報もWebサイトやスマートフォンのアプリで確認できる。

このような取組みは一例であるが、NYはより緑豊かな環境に優しい都市となるべく様々な努力を行っているのである。

最後に、一つだけ疑問に思っていることがある。NYはこれから本格的な秋となり、冬には厳しい寒さがやってくるが、現在街中を走り回っている青い自転車が冬場どのようになるのだろうか。人々の自転車利用がどこまで本気なのか、興味深く見守って行きたい。

(2013年9月16日)