潮　流

エネルギー政策における責任と倫理

代表取締役専務　岡山　信夫

総合資源エネルギー調査会基本政策分科会（以下基本政策分科会）は、13 年 12 月、「エネルギー基本計画に対する意見」（以下「意見」）をまとめた。ここでは、「中長期的に責任あるエネルギー政策を講じなくてはならない」とし、政府に対し「本意見を基にして、新たなエネルギー基本計画を決定することを強く求める」としている。

周知のとおり、ドイツでは福島原発事故を契機に、「安全なエネルギー供給に関する倫理委員会」（以下倫理委員会）が設置され、その答申に基づき政府は脱原発の方針を決定、2011 年 7 月 8 日に成立した脱原発法により、2022 年までにすべての原発（17 基）が停止されることになった。倫理委員会答申では、「原子力エネルギーの利用やその終結、他のエネルギー生産の形態への切り替え等に関する決定は、すべて、社会による価値決定に基づくものであって、これは技術的あるいは経済的な観点よりも先行しているものである。未来のエネルギー供給と原子力エネルギーに関する倫理的な価値評価において鍵となる概念は、『持続可能性』と『責任』である」とし、その視点を明確にしている。

基本政策分科会も、視点を明確にすべく、「意見」第 2 章を「エネルギー政策の新たな視点」とし、「改革の視点」を明らかにした。基本的視点は「3E+S」、すなわち「安全性（Safety）を前提としたうえで安定供給（Energy Security）を第一とし、最少の経済負担（Economic Efficiency）で実現すること（中略）あわせて、環境負荷（Environment）を可能な限り抑制する」ことであり、さらに「国際的な視点の重要性」（一国主義から脱却し国際的な動きを的確に捉えるべき）と「経済成長の視点の重要性」を挙げている。このような視点を前提に、原子力については「‥優れた安定供給性と効率性を有しており、運転コストが低廉で変動も少なく、運転時には温室効果ガスの排出もないことから、安全性の確保を大前提に引き続き活用していく、エネルギー需給構造の安定性を支える基盤となる重要なベース電源である」と位置付け、「必要とされる規模を十分に見極めて、その規模を確保する」とした。ドイツ倫理委員会とは全く逆の結論である。

両者は「責任」の捉え方で大きく異なっている。基本政策分科会がいう「責任」は現在の経済活動に対するものであるのに対し、倫理委員会が求めるものはより広くかつ厳格な「後の世代に対する責任」である。例えば、倫理委員会は「安全性」に関して「深刻な事態の前例というものが考察から除外されている限り、安全計画は、それを吟味し得る合理性を失っている」と指摘し、原発について「安全性の確保を前提とする」こと自体を否定している。核拡散防止についても、基本政策分科会が、世界の原子力平和利用と核不拡散への貢献として「原発輸出を含む原子力技術を提供するに際し、（中略）事故の経験と教訓に基づき、安全性を高めた原子力技術と安全制度を提供していく」ことなどを挙げているのに対し、倫理委員会は「原子力エネルギーの民生利用は核兵器の軍事的製造からは確かに区別できるという、最初にあった希望は、現実のものにはならなかった」としたうえで、「核分裂性物質の拡散を避けることを完全に達成することは、その源泉を最終的に閉じ、他のエネルギー源と取り替える場合にのみ果たしうる」と断じている。

なぜ、基本政策分科会は「責任」の捉え方を狭いものにしてしまったのだろうか。絶対に事故を起こさない「安全性の確保」がありうるのかも疑問である。最悪の環境汚染を惹起した原発を環境面で評価するなどは、悪い冗談としか思えない。倫理を欠いた「責任」論に説得力はない。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

やや期待外れな 10～12 月期 GDP だったが・・・

～輸入急増の背景には民間最終需要の堅調さも～

南　武志

要旨

国内景気は、消費税増税前の駆け込み需要が徐々に盛り上がりつつあることもあり、緩やかながらも改善の動きが続いている。10～12 月期の経済成長率は、輸入急増や公共投資の減速などにより、抑えられたものとなったが、景気牽引役が公的需要から民間需要にシフトしつつある証拠と言えなくもないだろう。こうした動きに合わせて、消費者物価は前年比1%台前半で推移している。この状態は 13 年度末までは継続するだろう。

しかし、14 年度の消費税増税により、国内景気には停滞色が漂い始め、物価上昇圧力も一旦緩和するだろう。政府・日本銀行は追加対策を検討・実施すると思われる。こうした状況下、長期金利の 1%割れ状態は当面続くと予想される。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2014年				
			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		(%)	0.073	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.2120	0.19～0.22	0.18～0.23	0.15～0.23	0.15～0.23
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	(%)	0.590	0.55～0.80	0.55～0.85	0.55～0.85	0.55～0.85
	5年債	(%)	0.180	0.15～0.30	0.15～0.35	0.20～0.40	0.20～0.40
為替レート	対ドル	(円/ドル)	102.3	98～110	100～112	100～112	100～115
	対ユーロ	(円/ユーロ)	140.5	130～150	130～150	135～155	135～155
日経平均株価		(円)	14,837	15,000±1,000	14,250±1,000	14,500±1,000	15,000±1,000

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。
（注）実績は2014年2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

4 月からの消費税増税を控え、民間最終需要は徐々に盛り上がってきていることは10～12 月期のGDP 速報第 1 次速報からも見て取れる。それに伴って輸入が急増していること、さらには公共投資が減速したことで、経済成長率は前期比年率1.0%と、7～9 月期（同 1.1%）から小幅鈍化したものの、国内景気情勢としては緩やかとはいえ、着実な回復基調にあると判断できる。

とはいえ、円安が定着したものの、輸出数量の増加傾向が強まらない点には今後とも留意するべきであろう。1 月の実質輸出入指数（日本銀行発表）によれば、実質輸出は前月比▲2.3%と 2 ヶ月連続での低下となり、中華圏の旧正月要因などを考慮する必要があるものの、海外経済の成長テンポが総じて緩慢なままであることが示唆される内容であった。4 月の消費税増税後には、駆け込み需要の反動減によって、民間最終需要の大幅な落ち込みが想定されるが、輸出が低調なままでは、それを外需で穴埋めすることは望めない。

政府は、消費税対策として 5.5 兆円規

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

模の経済対策を策定、2 月上旬にはそれを盛り込んだ補正予算が成立した。しかし、すでに高水準で推移している公共事業が過半を占めていることから、4～6 月期にかけての寄与拡大は困難と思われる。

さらに、政府は企業に賃上げを要請、政労使会議では「業収益の拡大を賃金上昇や雇用拡大につなげる必要がある」との合意文書がまとめられた。それを受けて、現在行われている春闘賃上げ交渉において賃上げ実施のムードが強まっている。しかし、国内雇用の 7 割を占める中小企業の多くは賃上げする余裕は乏しいこともあり、全般的に実質所得の目減りが起きる可能性が高く、増税後の消費行動はなかなか強まらないと思われる。

以上を踏まえれば、13 年度いっぱい国内景気は堅調に推移するが、増税後には大きく落ち込み、その後の戻りも鈍く、14 年度下期中に持続的成長経路に回帰しようとする動きが強まることは期待できないだろう（経済見通しについては後掲レポートを参照下さい）。

一方、物価については、円安進行や電気・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、13 年半ばには下落状態から抜け出したが、最近の全国消費者物価（生鮮食品を除く）は同 1.3%と日本銀行が目標とする 2%に徐々に近付く動きとなっているほか、食品（除く酒類）・エネルギーを除くベースでも同 0.7%（いずれも 12 月分）となるなど、需給改善による効果も強まりつつある。

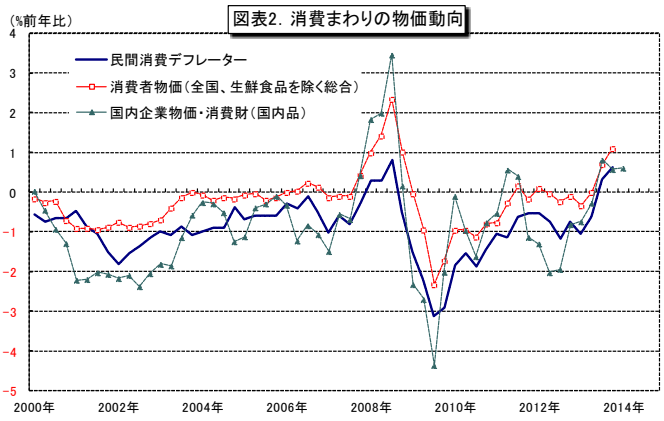
先行きについては、既にエネルギーの物価押上げ効果が一巡しているが、13 年度末まではこのまま 1%台前半での物価上昇が続くだろう。しかし、14 年度には増税の影響を受けて、国内景気が一旦は大きく悪化するものとみられることから、表面的には 2%台後半の物価上昇となるものの、消費税要因を除けば 1%を割れての推移になると予想する。

金融政策：現状と見通し

黒田新総裁が就任後に初めて臨んだ 13 年 4 月 3～4 日の金融政策決定会合において、マネタリー・ベースを今後 2 年で約 2 倍に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）」を導入、既に 1 月に導入された全国消費者物価上昇率で 2%とする物価安定目標を 2 年程度で実現するとの強い意欲を示した。同時に黒田総裁は、政策の逐次投入はやらないと表明したが、実際、日銀は異次元緩和をそのまま継続し、足元までその政策効果を見極める姿勢を続けている。

なお、13 年末には、マネタリー・ベースは 202 兆円と、当初に設定された目標（200 兆円）をクリアしたほか、長期国債の保有残高も 142 兆円（当初目標は 140 兆円）に増額された。そのほか、CP 等が 2.2 兆円、社債等が 3.2 兆円、ETF が 2.5 兆円、J-REIT が 1.4 千億円と、基本的に目標通りの増額が達成できた。ただ

図表2. 消費まわりの物価動向



(資料)内閣府、総務省、日本銀行

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

し、貸出支援基金については金余り状態の下で企業サイドの借り入れニーズが高まらないこともあり、9.2 兆円と当初目標（13 兆円）を大幅に下回った。

こうしたなか、2 月 17～18 日に開催された金融政策決定会合では、14 年 3 月に期限を迎えることになっていた「貸出増加を支援するための資金供給」と「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、それぞれ規模を 2 倍とした上で、1 年間延長することを決定した。黒田総裁は、大量のマネタリー・ベースが貸出増や成長力強化の取り組みに利用されることは極めて重要であり、今回の措置は異次元緩和の効果波及メカニズムを強化するものと述べている。同時に被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションなどの 1 年間延長も決定された。

さて、今後の金融政策については、日銀が物価目標政策に移行していることもあり、展望レポートで示しているように 15 年度中に 2%程度で安定的な物価上昇が達成できるかどうか、が鍵を握ると思われる。2 月の決定会合後、黒田総裁は物価上昇率が「2%への道筋を順調にたどっている」と述べ、経済・物価は想定の範囲内で推移しているとのこれまでの見方を繰り返した。それゆえ、消費税増税前後といった早い段階での追加緩和の可能性はかなり低いものと思われる。

しかし、当総研も含めたほとんどの民間調査機関では、消費税増税後には物価上昇圧力が一旦途絶えてしまうとみており、15 年度に 2%の物価上昇が実現できると見る向きはほぼ皆無である。加えて、一部新興国への先行き懸念も強く、世界経済は先進国中心に回復しつつあるものの、下振れリスクは燻っている。黒田総裁は「リスクが顕在化すれば、躊躇することなく量的・質的緩和の調整を行う」と表明しているが、物価上昇圧力の解消が鮮明となるであろう 14 年夏ごろには追加緩和の検討・実施を行う可能性があるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

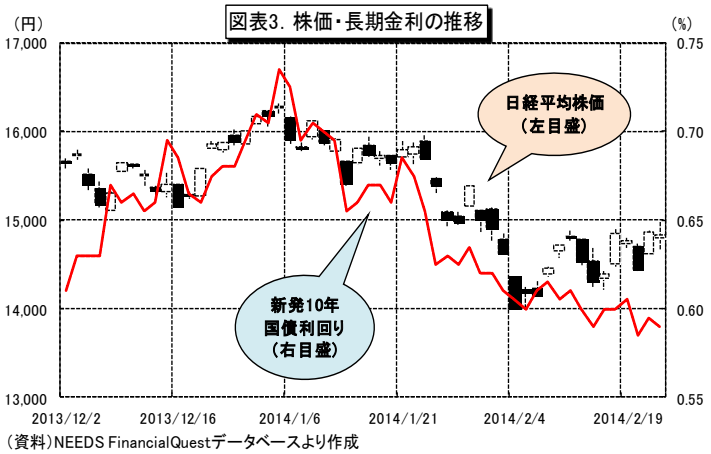
13 年の金融資本市場は、アベノミクスへの期待や日米の金融緩和策の行方に対する思惑が大きな材料となった。基本的には景気回復やデフレ脱却への期待から円安・株高傾向が定着する一方で、長期金利は日銀の金融政策によって低位に抑制された。しかし、14 年入り後は、新興国経済に対する警戒が再び意識されるなど、不安定な状況が続いている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

① 債券市場

13 年 4 月の異次元緩和の導入直後、ボラティリティを高めつつ上昇傾向を強めた長期金利（新発 10 年物国債利回り）であったが、日銀の柔軟な対応もあり、徐々に変動が落ち着き、7 月以降は低位安定状態に戻った。その後、10 月下旬から 11

図表3. 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

月上旬にかけては 0.6%を割り込んだ。一方、12 月に入ると、米雇用環境の改善を背景に、米連邦準備制度（FRB）による量的緩和策第 3 弾（QE3）の規模縮小が行われるとの思惑から米長期金利が上昇、それに追随する形での金利上昇も見られ、0.7%台まで上昇する場面もあった。しかし、その水準では投資家の押し目買い意欲も強く、14 年入り後は低下に転じ、足元では0.6%前後での展開が続いている。

先行きについては、内外景気の回復や米長期金利の上昇継続見通しなどが国内の長期金利にとっての上昇要因と意識されるが、極めて強力な緩和策の効果浸透、さらには国債買入れ額の増額などといった追加緩和観測が強まれば、金利上昇を抑制する効果を発揮するものと思われる。しばらくは 1%割れの長期金利水準が継続するものと予想する。

② 株式市場

13 年夏から秋にかけて国内の株式市場は調整色が強い展開が続いたが、米雇用環境が明確な改善を示すなか、11 月中旬に次期 FRB 総裁に指名されたイエレン副議長が金融緩和策を当面継続する考えを示したことで、それまでのリスク回避的な行動が弱まり、再び 1 ドル＝100 円台を回復するなど、円安が進行したことで、株価は 15,000 円台を回復、年末にかけては 16,000 円台に乗せ、年初来高値を更新するなど、堅調に推移した。ただし、年明け後はスピード調整的な動きなどが出たことに加え、新興国経済への懸念が再燃したことから、一時 14,000 円割れとなり、その後も軟調な展開が続いた。

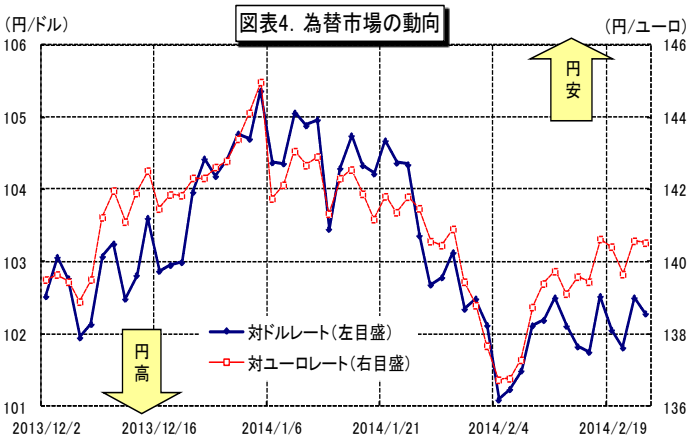
先行きは、企業業績の上方修正継続は株価にとっては押上げ要因ではあるが、新興国を中心とした世界経済の不透明感が強く、時折リスク回避的な動きとなる可能性があるほか、年度末にかけては消費税増税後の国内景気を見極める動きが強まるものと思われ、上値の重い展開が続くと予想する。

③ 外国為替市場

米 QE3 の規模縮小は、本来であれば日米金利差の拡大につながるはずであり、一段の円安を進行させると捉えるのは自然である。しかし、為替レートに影響を与える要因は金利差だけではなく、QE3 の規模縮小を継続することによって新興国経済の成長の源泉であった「海外からの資本流入」が逆流し、それらの成長抑制につながるとの思惑が同時に広がり、投資家にリスク回避的な行動を取らせる状況が続いている。当面は双方の要因が円相場の行方を左右する状況が続く可能性が高いだろう。

とはいえ、米国経済の回復力が徐々に高まってくれば、新興国リスクは一定程度吸収できるものと思われる。また、米国で金融政策の正常化が継続される半面、日本で追加緩和観測が強まれば、基調として円安気味に推移することが見込まれる。　　（2014. 2. 24 現在）

図表4. 為替市場の動向



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外経済金融

寒波の影響を受ける米国経済

木村　俊文

要旨

米国では、異例の寒波の影響により消費や生産など幅広い分野で経済指標の悪化が目立っている。債務上限の引き上げも決まり、財政問題をめぐる懸念は後退したものの、寒波の影響が一時的なかく乱材料となっており、米経済に対する不透明感は払拭されていない。

経済指標は弱い動き

最近発表された米経済指標は、総じて弱い動きを示している。まず、雇用関連では、1月の雇用統計で、失業率は6.6%と前月から0.1ポイント低下したものの、寒波の影響もあり非農業部門雇用者数が前月差11.3万人増と、前月（7.5万人）に続き冴えない内容となった。1月は建設業が増加に転じ、製造業も伸びが拡大したものの、非製造業や政府部門で低調な動きが続いた。

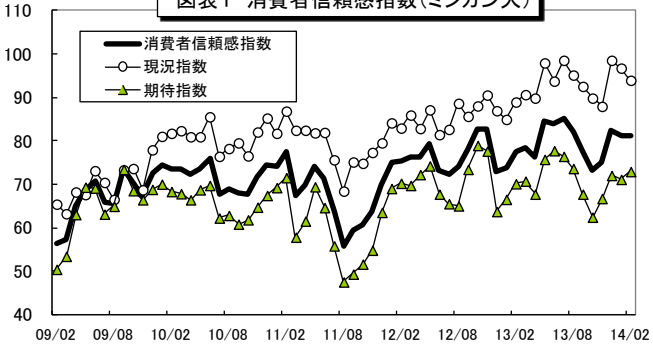
消費関連では、1月の小売売上高が前月比▲0.4%と下方修正された前月（0.2%→▲0.1%）に続き2ヶ月連続のマイナスとなった。変動の大きい自動車・ガソリン・建材を除くコア売上高も同▲0.3%と2ヶ月ぶりに減少した。内訳では、悪天候の影響で店舗への客足が鈍り、自動車販売をはじめ幅広い業種で落ち込んだほか、宅配便や航空便の運休など物流の乱れもあり、無店舗販売（インターネット販売等）も停滞した。

一方、2月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は81.2と、前月から横ばいとなった。株安となったことなどを受けて現況指数は94.0と前月（96.8）から低下したものの、期待指数が73.0と半年ぶりの水準に上昇したことから、天候要因が好転すれば、先行き個人消費は回復する可能性もあるだろう（図表1）。

企業部門では、1月の鉱工業生産指数が前月比▲0.3%と市場予想（0.2%）を下回り、半年ぶりに前月比マイナスに転じた。1月は寒波の影響で公益事業（電気・ガス）は上昇したものの、厳しい天候で一部地域の生産が抑えられたことから、全体の75%を占める製造業が同▲0.8%と大きく低下した。

また、2月の連銀製造業景況指数は、ニューヨーク（12.5→4.5）、フィラデルフィア（9.4→▲6.3）ともに業況悪化の兆しがみられ、製造業の活動停滞が懸念される。

図表1　消費者信頼感指数（ミシガン大）



（資料）ミシガン大学

住宅関連では、1月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が88.0万件と前月（104.8万件）を大きく下回り、先行指標となる着工許可件数も93.7万件と前月（99.1万件）から減少した。とくに記録的な寒波となった中西

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

部では、着工件数が前月比▲67.7%と大きく落ち込んだ。

以上のように、寒波の影響を受け経済指標の悪化が目立っているが、こうした落ち込みが一時的なものにとどまるのか、今後の指標が注目される。

財政問題をめぐる不透明感が後退

米議会は、野党共和党の態度が軟化したことを背景に、1月中旬に14年度（13年10月～14年9月）の包括的歳出法案を可決したのに続き、2月上旬には連邦債務上限（約17.2兆ドル）を15年3月15日まで不適用とする法案を可決した。こうした財政関連法案の成立を受け、当面の政府機関閉鎖や債務不履行懸念は回避されることとなり、米経済への足かせとなってきた財政問題に対する不透明感はかなり薄れてきている。

一方、金融政策に関しては、連邦準備制度理事会（FRB）が1月28～29日の連邦公開市場委員会（FOMC）で、量的緩和策第3弾（QE3）による債券買入規模（当初850億ドル）を13年末に決定した750億ドルからさらに100億ドル縮小し、650億ドルとすることを決定した。引き続き、QE3規模縮小ペースが注目されるが、イエレンFRB新議長による下院での議会証言（2月11日）やFOMC議事要旨（1月28～29日開催分）によれば、労働市場が大きく悪化するようなことがない限り、今後も現行ペース（FOMC毎に100億ドル）で規模縮小を継続する公算が大きい。

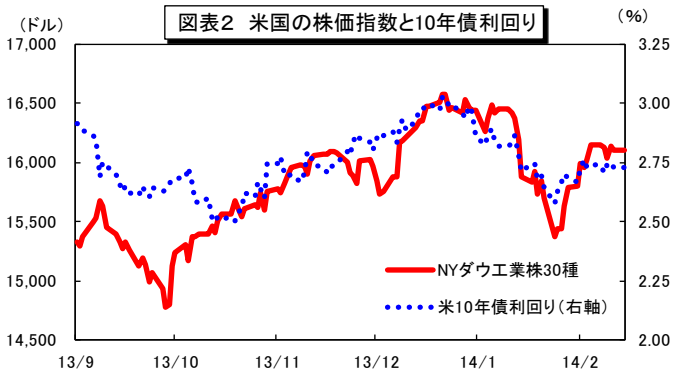
米株価は高値圏でもみ合い

米国の長期金利（10年債利回り）は、13年末に3.03%と景気回復期待から11年7月以来約2年半ぶりの水準に上昇した（図表2）。しかし、14年に入ってからは寒波の影響受けた弱い経済指標の発表が相次いだほか、2月初旬にかけては新興国市場で不安定な動きが続いたことからリスク回避の動きが強まり、一時2.57%と10月下旬以来の水準まで低下した。このところは、新興国に対する警戒感が後退したことから2.7%台で推移している。とはいえ、米経済が一時的に弱含んでおり、今後も長期金利は3%を下回る水準で推移すると予想される。

また、米株式相場も14年初に反落し、2月初旬まで下落傾向が続いた。しかし、その後は企業買収や好決算などの発表を受けて上昇に転じた。13年末に16,576.66ドルと過去最高値となったダウ工業株30種平均は、2月初旬に15,372.80ドルと年初来安値を付けた後、このところは16,000ドル台を回復して推移している。今後も株価は、寒波の影響を受けた弱めの経済指標の発表が続くことから、上値の重い展開が予想される。なお、1～3月期の企業業績は、寒波の影響を受け下方修正されるとの見方もあり、注意する必要がある。

（14.2.24現在）

図表2　米国の株価指数と10年債利回り



（資料）Bloombergより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外経済金融

経済のグローバル化とユーロ圏の景気対策

～需要の弱さに着目した対策の重要性～

山口　勝義

要旨

ユーロ圏ではディスインフレが進行しており、経済の供給面よりも需要面に着目した景気対策が求められている。また、今後の経済・金融情勢を判断するうえでは、経済のグローバル化の進行に伴う影響等にも目を配る必要性が高まっているように考えられる。

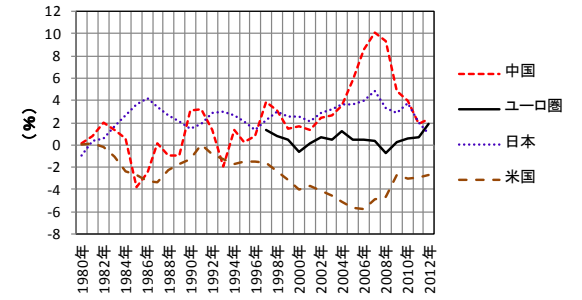
はじめに

ユーロ圏では、引き続き物価上昇率の低下（ディスインフレ）が進行している。これについては、例えば国際通貨基金（IMF）は 1 月公表の「世界経済見通し」改定版で、前回の 2013 年 10 月時点での見通し以降に生じた世界経済の下振れリスクのひとつとして指摘している（注 1）。

総じて高い失業率の下で個人消費が力強さを欠くなどの需要の弱さに、最近ではエネルギー価格の低下傾向やユーロ高等も加わり、これらがユーロ圏のディスインフレ進行の主たる要因となっているものと考えられる（注 2）。

この一方で、ユーロ圏の最近のマクロ経済動向で注目されるのは経常収支の改善傾向である（図表 1）。これは政府部門および民間部門総体として、これまでの過小貯蓄・過大投資から過大貯蓄・過小投資の状態に移りつつあることを示している（注 3）。この背景の一部には政府部門の収支の改善があるが、他面では民間部門における投資の停滞が反映しているものと考えられる。ここで企業の固定資産投資の推移を見ると、リーマンショックやユーロ圏の債務危機を機に主要国においてはこれが低下し、その後も反転に至る兆しは現れてはいない（図表 2）（注 4）。

図表1 経常収支（対GDP比）



（資料）IMF のデータから農中総研作成。

図表2 企業の固定資産投資比率（非金融）

（資料）Eurostat のデータから農中総研作成。

このような点からすれば、回復のペースが緩慢なユーロ圏経済の課題はむしろ経済の供給面にあるとも考えられる。

しかしながら、経済のグローバル化が進む現在の環境下では、生産拠点の海外移転などに伴う経済の基本構造の変化は着実に進行している。このため、ユーロ圏における経済の課題とその対策については、こうした変化が国内における投資等に及ぼす影響を十分踏まえたうえで考察を行う必要があるものと考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

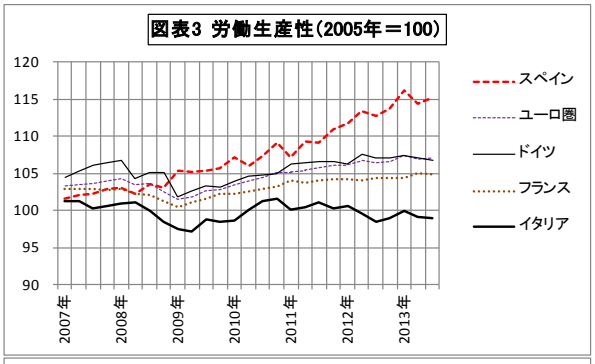
経済のグローバル化の進行とその影響

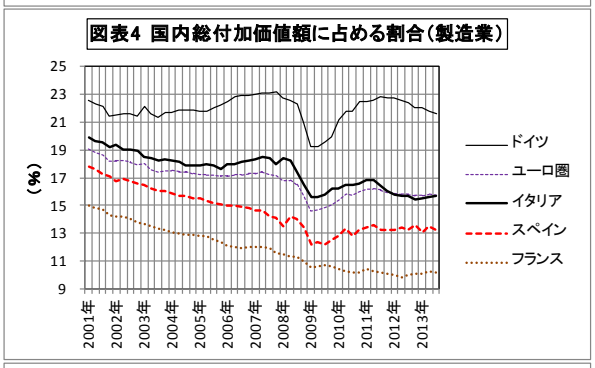
このような企業による国内における投資の停滞の理由としては、ユーロ圏では企業の財務改善が課題として残されている点や経済の将来見通しの不透明感がリスクテーク意欲の減退をもたらしている点が考えられる。また、これらに加えて緊縮財政のなかでの政府によるインフラ投資の削減や、80 年代以降の情報技術革命が一服した後には技術革新の余地が限られてきている点もその要因である可能性がある。実際に企業の研究開発投資は活発とは言えず、これらの結果、ユーロ圏主要国の労働生産性はスペインを除けば横ばいで推移している（図表 3）。

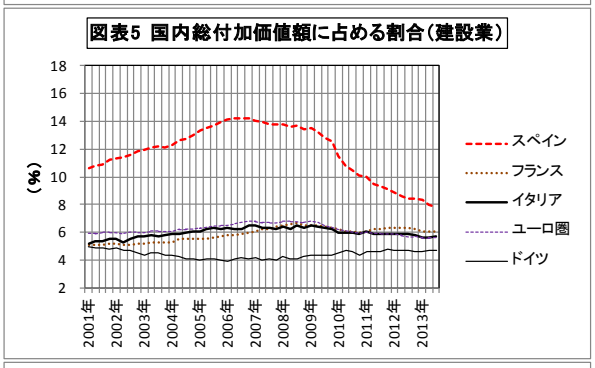
しかし、国内投資の停滞の理由としては、この他にも経済のグローバル化の影響が大きいものとみられる。

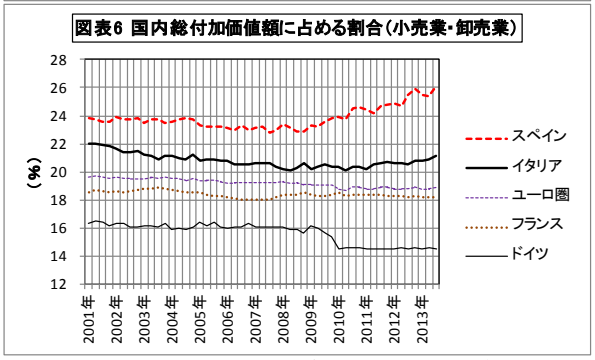
ユーロ圏の主要国では、全産業による国内総付加価値額の中で製造業の占める割合が傾向的に低下していることが明らかである（図表 4）。これに対し、建設業や小売業・卸売業にかかる同割合の推移では、不動産バブルが崩壊したスペインで建設業の割合が急減しているなどの固有の特徴は認められるものの、一般的には概して横ばいないしは増加傾向が認められている（図表 5・6）。また、同様の傾向が、これらの産業に従事する従業員数の推移においても確認できる。

これらは、経済のグローバル化を通じた生産拠点の海外移転の進行が反映した結果と考えられる。このため、ユーロ圏内に限ってみれば一見して投資不足や生産性の改善不足など経済の供給面に課題があるように見られる事象も経済のグローバル化の中では自然、かつ回避困難なものであるとも考えられる。現実に、ユーロ圏のみならず米国等においてもディスインフレ傾向が生じていることからすれば、主要先進国では供給不足の問題に陥っているとは考え難く、ユーロ圏の景気対策として求められるのも、やはり需要不足に向けた対策であると考えられる。









（資料）図表 3～6 は、それぞれ Eurostat のデータから農中総研作成。

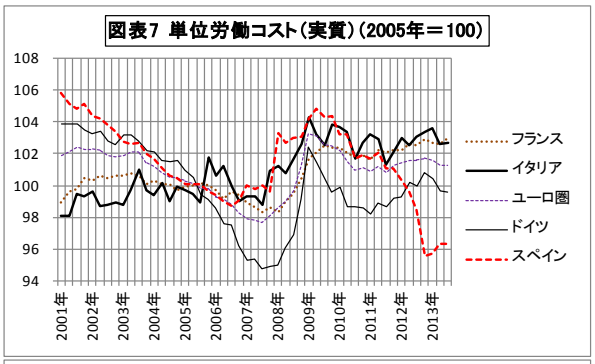
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

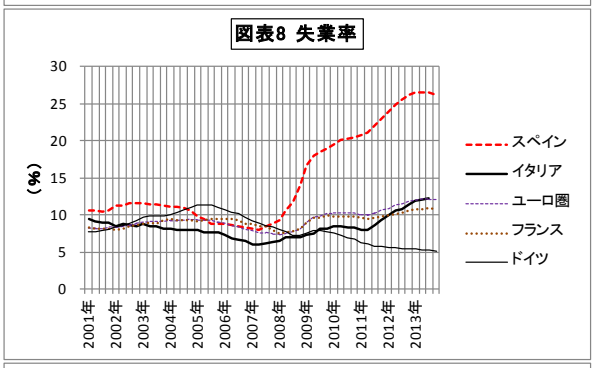
供給面偏重の経済対策の問題点

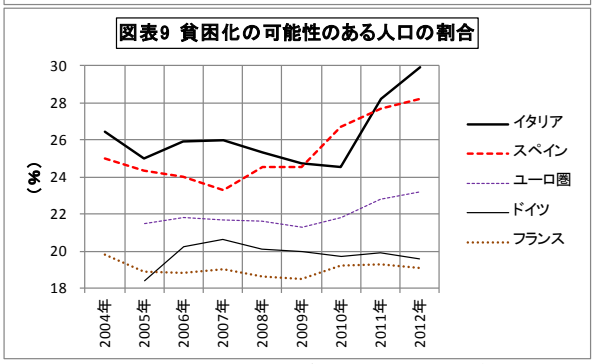
これに対し、ユーロ圏の債務危機では、これまで専ら供給面にかかる対策である経済の構造改革に重点が置かれてきた。つまり、主要国の中では特に輸出競争力の回復が著しいスペインでその成果が現れているが、各国の経済情勢に応じた為替の減価が期待できないユーロ圏では、従業員の解雇を容易にする法改正を含め労働コストの引き下げを通じた経済の競争力強化がまず求められてきた（図表 7）。

また、これに加えて、財政悪化国では付加価値税率等の引上げや社会保障給付額の削減等により財政改革に一定の成果を上げてきた。しかし、以上の諸対策の結果、失業率は上昇を続けるとともに貧富の格差が拡大することになり、経済の需要面に大きな負荷を生じることとなっている（図表 8・9）[注 5]。

このような実態に対し、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス教授である Paul De Grauwe（2014）は、70 年代の供給不足時にはケインジアンモデルは高インフレをもたらすばかりで有効に機能せず、経済構造の硬直性に着目する必要があったとする一方で、消費や不動産の過熱が破裂した需要ショックであるユーロ圏の債務危機に対しても、同じ供給面の考え方に基づく欧州委員会等の政策対応には問題があると指摘している。また、ユーロ圏では確かに供給面にも課題は存在しており、労働市場の硬直性による若年層の失業率の高止まりや競争不足による技術革新の停滞等に対し経済の構造改革が果たす役割は評価でき、またそれは長期間にわたり経済の実力を高めるものであることは認めるものの、その成果を十分確保するためには需要を引き上げる対策が不可欠であるとしている。







（資料）図表 7～9 は、それぞれ Eurostat のデータから農中総研作成。

ここでは同教授による言及はないが、ユーロ圏における需要面での対策としては例えば次のような内容が考えられる。

- 国民間の所得分配の不平等の改善を図るための税制改正等
- 企業の収益性向上を通じ実質賃金引き上げを実現するための技術開発支援等の生産性改善策
- 実質賃金引き上げに有効な教育・訓練にかかる公共投資
- （市場が許容する範囲を前提とした）財政赤字に対してある程度寛容な姿勢

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

折から、フランスのオランド大統領は1月14日、景気対策として企業が担う社会保障制度にかかる負担や税負担を大幅に軽減する考えを示した。ここで同大統領は企業の成長を促す政策の必要性を強調しているが、減税等と歳出削減の組み合わせでは緊縮財政批判を行ってきた従来からのフランスの独自性を喪失することになるとともに、これでは供給面のみに着目した政策でしかなく不十分であるとの批判が生じている(注6)。

このように現実の景気対策の有り方について需要面か供給面かが重要な論点となってきているが、この他にも、ユーロ圏では以上に見たように経済のグローバル化に伴う生産拠点の海外移転、経常収支の改善、ディスインフレの進行等の様々な動きが生じている。このため、このような新たな環境下で、今後どのような経済・金融情勢の推移が想定されるかについても考察が必要となっている。

これについては、まず、経済のグローバル化を通じて、先進国・地域の経済成長が製造業よりもサービス業や建設業により大きく依存することになることに伴う影響がある。すなわち、後2者においては製造業に比較し大幅な生産性の改善は期待し難いことから、ユーロ圏を含めこれらの先進国・地域の潜在的な経済成長力が今後鈍化していく可能性がある。

次に、米国やユーロ圏で経常収支の改善が進むなか、経常収支赤字は中国以外の新興国が主として担うことが考えられる。この結果、今後はこれらの国々に経済波乱の芽が常に温存されることになる可能性がある。

また、グローバル化の中での海外生産拡大のためその影響は割り引いて考える余地はあるものの、ディスインフレに伴う高い実質金利は企業の投資を抑制しその収益性を低めることにつながるため、これが長期化するとともに金融資産の中では株式のパフォーマンスは相対的に劣後する可能性が考えられる。一方、金融緩和の長期継続で債券利回りは安定的に推移するとみられるが、ディスインフレは負債比率が高い経済主体の財務改善には重荷となることから、相応のリスクプレミアムを生じるものと考えられる。

以上のようにユーロ圏では需要の弱さに一層着目した景気対策が求められているとともに、今後の経済・金融情勢を判断するうえでは、経済のグローバル化の進行に伴う影響等にも目を配る必要性が高まっているように考えられる。

(2014年2月21日現在)

＜参考文献＞
・Paul De Grauwe(24 January 2014)“Yes, it's the economy, stupid, but is it demand or supply?”
http://www.ceps.eu/book/yes-it%E2%80%99s-economy-stupid-it-demand-or-supply

---

(注1) IMF (January 21, 2014) “World Economic Outlook” p3による。

(注2) ユーロ圏で進むディスインフレの要因や影響については、次を参照されたい。
・山口勝義「日本化する？ユーロ圏の経済～進むディスインフレと注目されるECBの政策対応～」(『金融市場』2013年12月号)

(注3) 経常収支は、貯蓄・投資バランスの観点からは「国内総貯蓄(政府・民間)－国内総投資(政府・民間)」を意味している。

(注4) ここでの投資比率は総固定資本形成額を総付加価値額で除したもので、生産過程での付加価値額に対する固定資産への投資額の比率を示している。

(注5) 図表9は、全人口に占める、当該国における可処分所得の中央値の60%(社会保障給付後)を下回る人口の割合を示している。

(注6) ＜参考文献＞の他、例えば次を参照されたい。
・Wolfgang Münchau(20 January 2014)“The real French scandal is stagnant economic thinking”(同日付Financial Times所収)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外経済金融

やや低調な動きを続ける中国経済

王　雷軒

要旨

春節要因などで中国の景況を判断しにくいところがあるが、消費・輸出・製造業の動向から総じて言えば、景気の回復力は強まっていないと判断される。そうしたなか、地方政府が相次いで14年の成長目標を引き下げたが、今後は、中央政府が成長目標を公表する3月5日に開催予定の「全人代」に注目が集まるだろう。

足元の景気回復力は強まっていない

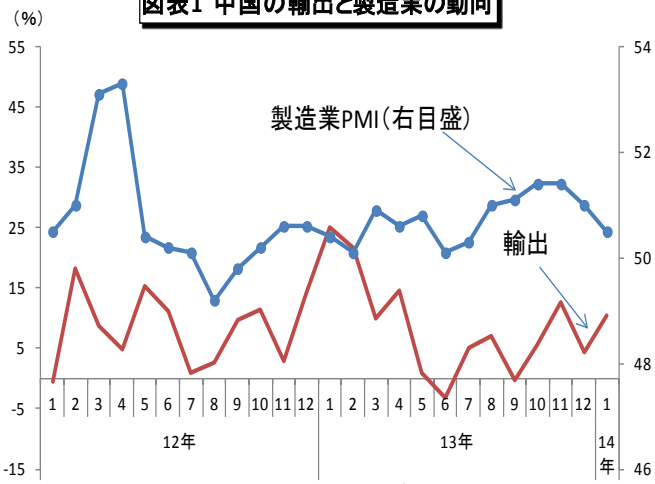
中国では、1 月分の投資や鉱工業生産といった経済指標が発表されないため、足元の景況感を判断しにくいところがある。また、13 年の春節休暇（旧暦の正月休）は 2 月 9 日～15 日、14 年は 1 月 31 日～2 月 6 日であったため、春節期間の変化に伴う季節要因による影響に留意する必要がある。以下、2 月に発表された 1 月分の経済指標から、足元の景気動向を見てみたい。

まず、消費については、中国商務部が 2 月 6 日に発表した内容によると、14 年の春節休暇期間において、全国小売・レストランの売上総額は 13 年の同期間より 13.3%増加した。また、1 月の自動車販売台数は 215.6 万台で、前年比 7.0%と伸びが 12 月から鈍化したものの、月間販売台数として過去最多を記録した。こうした動きから、消費は引き続き堅調に推移していると見られる。一方、12 年末から継続実施されている「ぜいたく禁止令」が今年の春節商戦にも多少の影響をもたらしたと見られるため、消費を下押しした可能性もある。

また、外需についても、1 月の輸出が前年比 10.5%と 12 月（同 4.3%）から伸びが大幅に拡大した（図表 1）。地域別に見ても、米国・欧州・日本向けが高い伸びを示したほか、アセアン向けやロシアなどの新興国向けも堅調に推移した。しかし、これは世界経済が緩やかに回復した影響もあるが、春節前の集中輸出による季節要因が大きいと見られるため、2 月分の貿易動向をあわせてみる必要がある。

一方、中国国家統計局等が発表した 1 月の製造業 PMI をみると、1 月は 50.5 と景況の改善・不況の節目となる 50 を上回ったものの、12 月（51.0）から低下した（図表 1）。例年、春節前においては、製造業 PMI は低下する傾向があるため、足元で製造業の景況が悪化したとは言い切れないが、好調とも言えない。

図表1 中国の輸出と製造業の動向



(資料)中国海関総署、中国国家統計局、CEICデータより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

以上から、春節要因などで足元の景況を見極めるのが難しいが、前述した消費・輸出・製造業の動向から総じて言えば、景気の回復力は強まっていないと判断される。

地方政府は成長目標を小幅下げ

2013 年前半の中国経済は減速したが、その後、中国政府による景気対策や海外経済の好転などを受けて一旦持ち直した。しかし、秋以降は、政府が過剰生産業種向け投資の抑制策を再び強めたため、投資が鈍化しており、10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 7.7%と、7～9 月期（同 7.8%）から再び小幅減速した。それでも、13 年通年の実質 GDP 成長率は前年比 7.7%と、政府（中央）の成長目標である 7.5%を達成した。

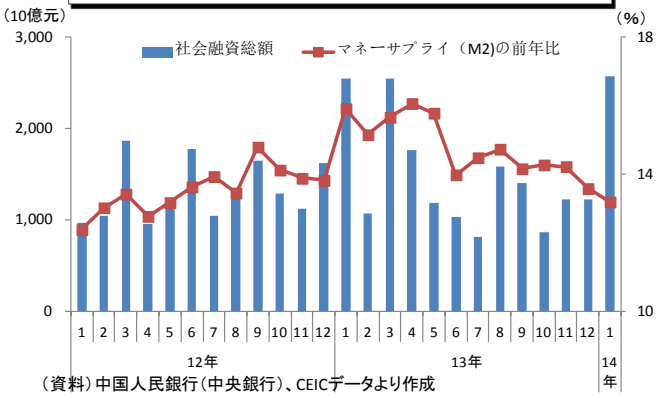
14 年の中央政府の成長目標については、3 月 5 日に開かれる全国人民代表大会（日本の国会に相当する。以下全人代とする）で発表される。全人代を開催する前に 31 の地方政府（省レベルの政府を指す、以下同じ）が相次いで 14 年の成長目標などを発表した。

その内容をみると、13 年と比較して 14 年の成長目標が引き上げられた地方政府は広東省（8.0%→8.5%）のみで、据え置きが 8 地方政府、引き下げが 22 地方政府と、大半の地方政府は成長目標を引き下げたことが見て取れる。

その結果、31 地方政府の 14 年成長目標の単純平均は 9.7%と 13 年（10.6%）から下げられた。しかしながら、この水準は依然として高いもので、地方政府の経済成長への意欲がいまだに旺盛であることに変わりはないと思われる。

金融情勢と今後の景気見通し

図表2 中国のマネーサプライ(M2)と社会融資総額の推移



（資料）中国人民銀行（中央銀行）、CEICデータより作成

実体経済への総資金供給量を示す 1 月の社会融資総額は 2.6 兆人民元と大きく増加した（図表 2）。これも例年通りのことで、金融緩和によるものではない。中国人民銀行の最近の動きをみると、公開市場操作による資金吸収を実施している。

一方、2 月にも、某信託会社が販売した資産運用商品（理財商品）が満期を迎えたが、償還できない状況が発生した。この商品も石炭会社に投資したもので、高成長や国際的なエネルギー価格の高騰を背景に、石炭価格が大幅に値上がりしたときには、返済に問題はないが、一方景気が減速してしまうと、債務不履行の可能性が高まってしまう。今後も、一部の業種においては資産運用商品の債務不履行が出る可能性もあるため、その動きを注視していきたい。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。14 年の実質 GDP 成長率については、中国政府が過剰生産業種に対する投資抑制を続けていることから、投資は緩やかに減速するものの、消費は「ぜいたく禁止令」による影響が一巡すると見られるほか、輸出も堅調に推移すると見込まれるため、7%台の成長になると予想する。今後、全人代で発表予定の 14 年の成長目標などに注目したい。

（2014 年 2 月 21 日現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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、1 月 28～29 日の米連邦公開市場委員会（FOMC）で、量的緩和策第 3 弾（QE3）における債券買入額（当初 850 億ドル）を、13 年 12 月に決定した 750 億ドルからさらに 100 億ドル縮小し、650 億ドルとした。また、政策金利（0～0.25%）については、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は現行水準を維持するとされたほか、インフレ率が 2.0%を下回り続けると予想される場合には、失業率が 6.5%を下回った後も長期的にこの水準を維持するという方針を据え置いた。

経済指標をみると、12 月の雇用統計では、失業率は 6.6%と前月から 0.1 ポイント低下したものの、天候要因もあって非農業部門雇用者数は 11.3 万人増と、先月に続いて事前予測（18.0 万人増、ブルームバーグ社集計）を大きく下回った。一方で、イエレン FRB 議長が議会証言で量的金融緩和の縮小を継続する方針を示したことなどもあり、米国経済の先行きを見極めようという動きが強まっている。

国内金融･経済

日本では、2 月 17～18 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節（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を決定した。また、「成長基盤強化を支援するための資金供給」等の規模を 2 倍としたうえで、1 年間延長することなども決まった。

経済指標をみると、10～12 月期の実質国内総生産(GDP)成長率は、前期比 0.3%(同年率 1.0%)と、事前予測は下回ったもののプラス成長を維持したほか、機械受注（船舶・電力を除く民需）も、12 月分は前月比▲15.7%と大幅に減少したものの、10～12 月期では前期比 1.5%と増加を維持。12 月の鉱工業生産指数（確報値）も、前月比 0.9%と 2 ヶ月ぶりに上昇したほか、製造工業生産予測調査も、1 月が同 6.1%、2 月が同 0.3%と、上昇の継続が予想されている。このため、日本経済の緩やかな回復は続いているとみられる。

金利･株価･為替･原油相場

長期金利（新発 10 年国債利回り）は、米国経済への先行き警戒感や新興国市場不安などを背景に、「質への逃避」によって低下圧力の強い展開が続き、1 月下旬以降は概ね 0.6%台前半で推移している。2 月上旬から中旬にかけては、断続的に 0.6%を割り込んでいる。

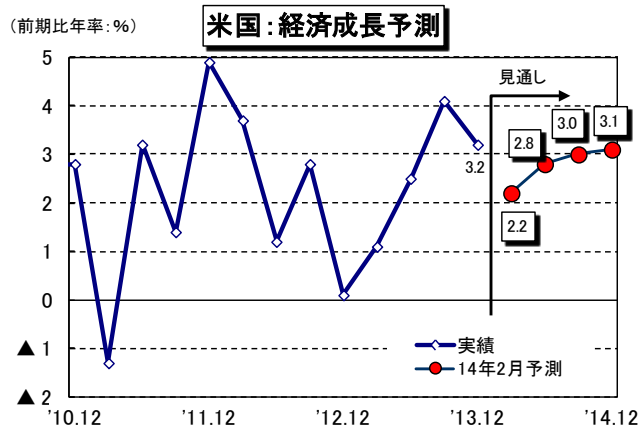
日経平均株価は、昨年大納会の 30 日には終値で 16,291 円 31 銭と年初来高値を更新したが、年明けには過熱感や利益確定売りから下落。その後も、米国経済の先行き懸念の高まり等を受けて弱含み、2 月上旬には約 4 ヶ月ぶりに一時 14,000 円台を割り込んだ。直近も 14,000 円台半ばでの一進一退となっている。

ドル円相場は、米国経済や新興国市場の先行き懸念の中で逃避先として円が買われ、2 月上旬には一時 101 円台前半まで円高が進んだ。それ以降も 102 円前後での様子見が続いている。

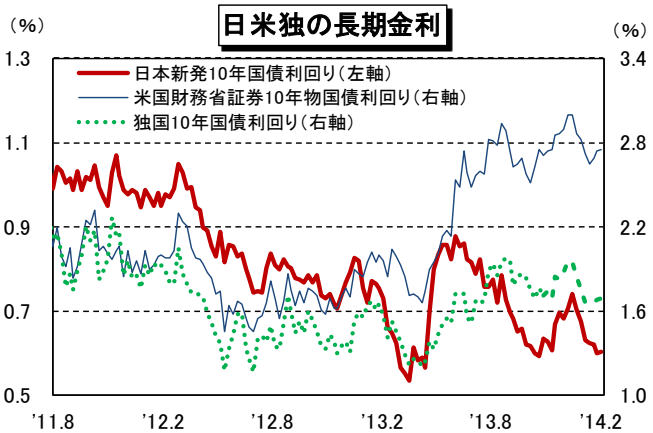
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI 期近）は、需給の改善等から 1 月中旬には一時 1 バレル＝91 ドル台まで下落したものの、米国への寒波襲来に伴って暖房用需要等が堅調となったことから、2 月中旬には再び 100 ドル前後まで上昇している。　　(2014.2.21 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

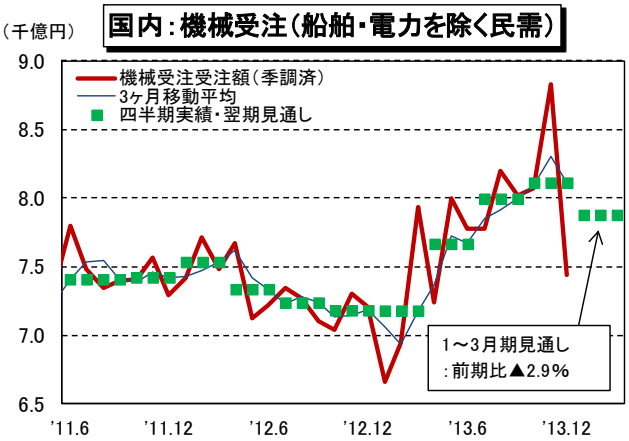
内外の経済・金融グラフ



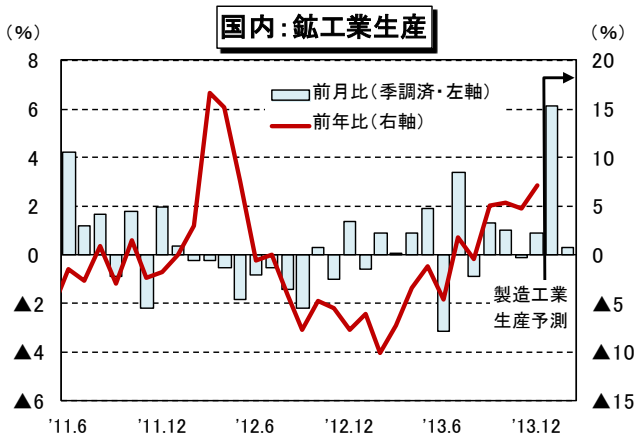
（資料）Bloomberg（米商務省）より作成。見通しはBloomberg社調査



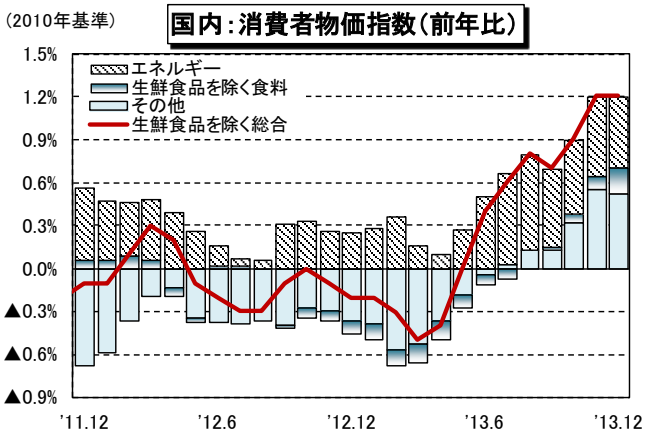
（資料）Bloombergより作成



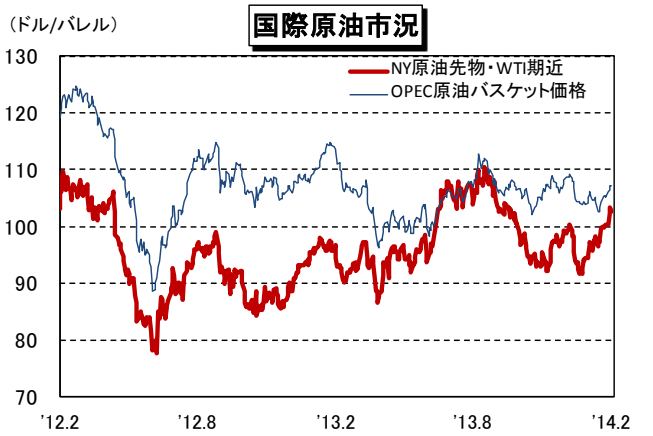
（資料）Bloomberg（内閣府「機械受注統計」）より作成



（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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

（株）農林中金総合研究所

2014 年 2 月 20 日

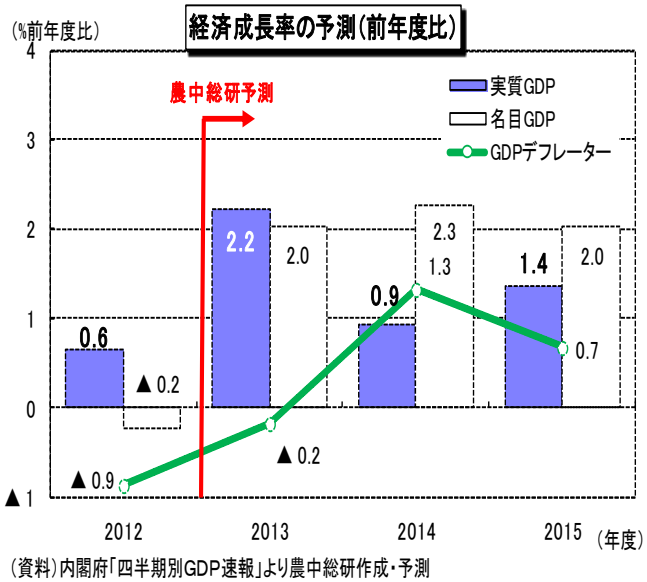
2013～15 年度改訂経済見通し

消費税増税後、国内景気の戻りは鈍い

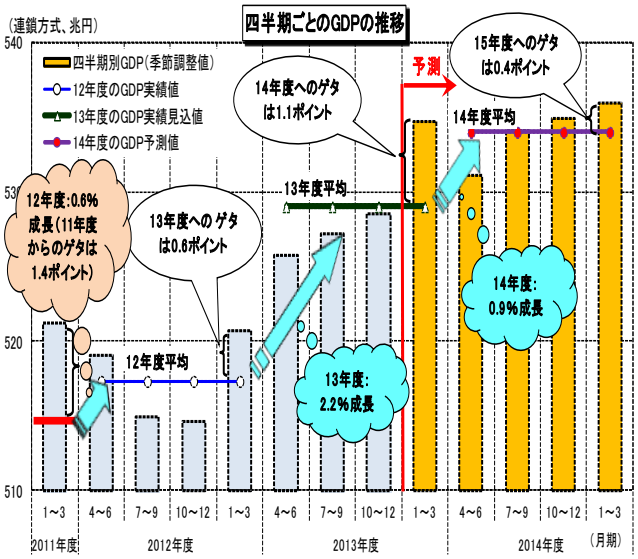
～2013 年度：2.2%、14 年度：0.9%、15 年度：1.4%～

アベノミクスの始動から 1 年が経過、円安が定着したにもかかわらず、海外経済の緩慢さもあり、輸出が伸び悩んでおり、なかなか内外需のバランスのとれた成長が実現できていない。消費税増税後には、これまで堅調さを保ってきた民間最終需要が大きく落ち込む可能性が高く、それを輸出の増加で補いたいところであるが、海外経済の成長テンポは当面は緩慢なままで、状況は厳しい。また、政府の 5.5 兆円規模の経済対策についても、即効性が期待できないほか、賃上げも増税ショックを吸収するには力不足だろう。14 年の国内景気はやや厳しい状況となるだろう。足元で前年比 1%台まで上昇率を高めてきた全国消費者物価についても、税率変更の要因を除けば、足踏みすると予想される。

こうした情勢を受けて、政府は追加の経済対策を策定する可能性があるほか、日本銀行も 14 年夏までには「2 年で 2%程度の物価安定目標を達成する」ことが困難との見方を強め、一段の緩和策を検討する可能性が高い。



（資料）内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



（資料）内閣府「GDP速報」より作成　（注）2013年10～12月期までは実績、それ以降は当総研予測

お問い合わせ先：（株）農林中金総合研究所 調査第二部

経済見通しの内容について：03-3233-7757、その他（配送など）：03-3233-7760

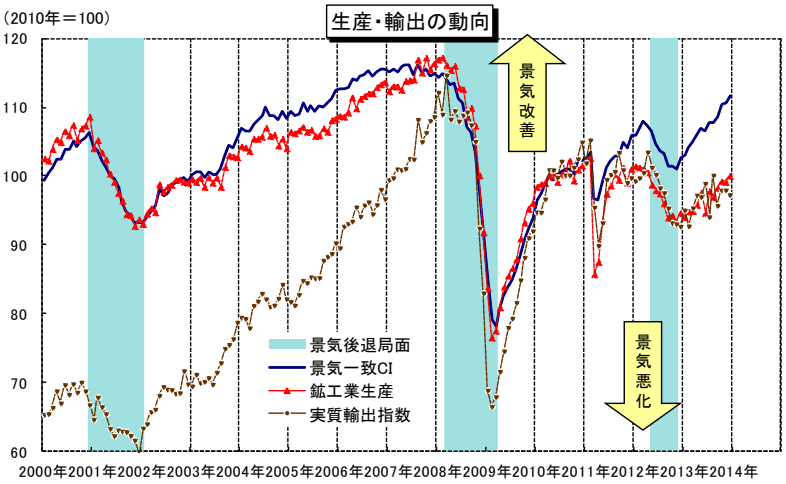
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1. 景気の現状：

(1)日本経済の現状　～「弱い外需」の下、加速感が乏しい

デフレ脱却や成長促進によって日本経済の再生を目指すアベノミクスへの期待によって、国内景気は 1 年以上にわたって回復傾向を続けてきた。大胆な金融緩和政策への期待は、リーマン・ショック直後から続いた円高局面を終焉させ、裁量的な財政政策は震災復興の進展もさることながら、回復初期段階で景気牽引役として貢献した。こうした積極的な経済政策運営によって、家計・企業のマインドは好転し、民間消費は底堅く推移した。また、2014 年度からの消費税増税を控えて、年度半ば以降は耐久消費財や住宅建設が盛り上がったほか、出遅れ感のあった企業設備投資も回復が見え始めた。



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成　(注)2012年11月を「景気の谷」と想定

一方、「失われた 20 年」の過程で、日本経済の牽引役としての役割を強めてきた輸出には弱さが残っている。世界経済の成長テンポがなかなか高まらないこともあり、大幅に円安が進行したにもかかわらず、これまでのところ、輸出数量の増勢は強まりを見せないままである。それでも 13 年度については国内需要の堅調さによってそれをカバーすることが可能であったが、続く 14 年度の冒頭には民需が大きく落ち込むことが想定されるだけに、輸出への期待感が一段と強まる可能性は高いだろう。

以上のように、日本経済は回復局面にあるものの、輸出の弱さが成長を抑制する方向に働いていると判断される。消費税増税を控えて、民間最終需要は次第に堅調さを増してきているが、それに伴う輸入増加圧力も高く、景気の加速感がほとんど感じられない状況である。

(2)緩慢な成長を裏付けた 13 年 10～12 月期 GDP

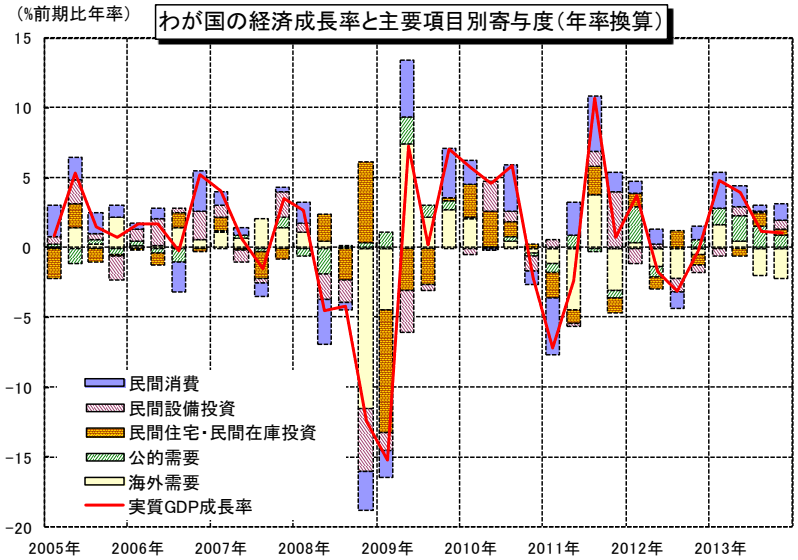
こうしたなか、2 月 17 日に公表された 10～12 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質 GDP 成長率は前期比 0.3%、同年率換算 1.0%と 4 四半期連続のプラスとなった。事前の市場予想では急ブレーキがかかった 7～9 月期(同年率 1.1%)から再加速が見られるというものであったが、それを大幅に下振れたばかりか、僅かながらも減速するという期待外れの結果となった。一方、前年比は 2.7%と 4 四半期連続のプラスで、7～9 月期(2.3%)からプラス幅が拡大した。また、名目 GDP は前期比 0.4%(同年率 1.6%)と 5 四半期連続のプラス、実質成長率を 2 四半期ぶりに上回った。

このように年率 1%程度の緩やかな成長が続いた背景として、公共投資の鈍化と輸入の大幅増加が指摘できる。公共投資については、いわゆる「15 ヶ月予算」の効果が切れてきたとの指摘もあるが、全国的に建築・土木に係る人材・建機などの不足や資材高騰などもあり、事業執行の限界に近付いている可能性もある。また、輸入については、原発稼働停止に伴う原油・LNG 輸入量が高止まりしているもさることながら、国内需要の堅調さ、さらには消費税増税前の需要増を見込んだものが増えた可能性がある。この結果、前期比成長

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

率に対する外需寄与度は 7～9 月期に続いて▲0.5 ポイントとなるなど、外需の弱さが意識される内容であった。

一方で、民間消費、民間住宅、民間設備投資がいずれも前期比増加率を拡大させ、民間最終需要全体でも前期比 0.8%となるなど、景気拡大の牽引役が公的需要から民間需要にシフトしつつある様子も確認できた。しかし、基調として回復段階に入っているのか、消費税増税前といった特殊要因がどの程度あるのか、十分見極める必要があるだろう。基本的には、持続可能な安定成長経路への自律的な回帰の動きはまだ弱いと考える。



(資料)内閣府経済社会総合研究所

また、一国のホームメードインフレ(≒価格転嫁の度合い)を表す GDP デフレーターは、前述してきた国内需要の改善に伴って、円安などによる輸入品価格の上昇分を価格転嫁する動きが進んでいることもあり、前期比 0.1%と2四半期ぶりのプラスとなった。とはいえ、マクロ的な需給バランスはまだ崩れていることもあり、前年比では▲0.4%と 17 四半期連続の下落である。個別にみると、輸入デフレーターは前年比 13.7%へと上昇幅がやや縮小したが、民間消費デフレーターが同 0.6%と 2 四半期連続のプラスとなったほか、民間住宅(前年比 3.4%)、民間設備投資(同 1.3%)、公共投資(同 2.1%)なども上昇幅を拡大させている。なお、注目の単位労働コスト(＝名目雇用者報酬/実質 GDP)は前年比▲1.0%と、2四半期連続のマイナスとなった。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2. 予測の前提条件：

(1)当面の経済・財政政策運営

2012年12月に発足した安倍内閣は、「大胆な金融緩和」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」の、いわゆる「3 本の矢」と称される政策パッケージを一体的に推進(＝アベノミクス)することで、日本経済を疲弊させていたデフレからの早期脱却と、それによる成長促進を促してきた。具体的には、物価安定目標を新たに導入した日本銀行とのデフレ脱却に向けた連携強化、黒田新総裁の下での「量的・質的金融緩和(異次元緩和)の導入、約13.1兆円の12年度補正予算の編成、そして成長戦略である「日本再興戦略」の策定・実行などである。「経済財政運営と改革の基本方針(骨太の方針)」によれば、今後 10 年間の平均で名目 3%程度、実質 2%程度の経済成長を目指し、これにより 10 年後には1人当たり名目国民総所得(GNI、12年度:約 384 万円)は 150 万円以上の拡大が期待される、としている。

さて、経済政策運営上で、目下の最大の注目点は4月からの消費税率8%への引上げである。1997年4月の消費税率5%への引上げは、それが直接的原因だったのかについては今なお議論があるが、その直後からの景気後退(97年5月が「景気の山))や15年以上続くデフレの入り口での出来事であったのは間違いない。90 年代後半以降、人口高齢化や年金財政などの悪化が続くなか、消費税増税の必要性を巡る意識は徐々に浸透したように思われるが、政府が 17 年以上も消費税増税を決断できなかったのは、その当時の経験がトラウマになっていた可能性は高い。税率 8%が単なる通過点であることを踏まえれば、今回の消費税増税は失敗が許されないだろう。それゆえ、政府は増税ショックを緩和すべく、5.5兆円規模の補正予算編成を行うとともに、増益企業に対して賃上げを要請してきた。

さらに、14 年度についても補正予算編成を検討する可能性が残るが、財政による景気支援策をいつまでも続けるわけにはいかないのも確かであろう。ちなみに、現在国会で審議中の14年度一般会計予算は、前年と同様、13年度補正予算と一体的に編成されている。ただし、単体でみれば、総額は95.9兆円と過去最大規模であるが、基礎的財政収支(PB)を前年度当初予算比で5兆円改善の▲18兆円とするなど、15年度までにPBの対GDP比率を10年度比半減させるという財政健全化目標に向けた動きもみられる。

しかし、内閣府が1月に経済財政諮問会議に提出した「中長期の経済財政に関する試算」によると、先行きアベノミクスが奏功し、実質2%・名目3%の経済成長率、2%の消費者物価上昇率が実現したとしても、財政健全化目標として設定した 20 年度の PB は▲11.9兆円(対 GDP 比で▲1.9%)と、黒字化は達成できない。この補填を消費税増税で行うとすれば、約 5%分の税率引上げ(税率は15%へ)が必要と推察される。

なお、今回の経済見通しについては、前回までと同様、消費税率を「14 年 4 月に 8%へ、15 年 10 月に 10%へ」引き上げることを前提としているが、第 2 弾の増税については 14 年 7～9 月期の GDP などを材料に 14 年末までに最終判断される見込みである。

(2)世界経済の見通し

米国の量的金融緩和策(QE3)からの転換が意識された 13 年半ば以降、新興国経済の成長持続性に対する懸念が燻る一方で、世界同時不況後もほぼ一貫して停滞気味に推移してきた先進国経済に持ち直し傾向が見え始めた。なお、13 年 12 月には米連邦公開市場委員会(FOMC)は、月額で850億ドル行ってきた債券購入を、100億ドル減額することを決定したが、直後の金融資本市場への影響は軽微であった。しかし、14 年に入ると、経常・財政収支の慢性的な赤字や高いインフレ率に悩まされる新興国経済への懸念が再

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

燃するなど、不透明な状況が続いている。

以下では、米国、欧州、中国の景気の現状分析と当面の見通し、国際商品市況の予測を行う。

① 米国経済

13年10～12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率3.2%と、7～9月期(同4.1%)からは減速したものの、潜在成長率(2%台前半)を上回る伸びを維持した。内訳をみると、緩やかな雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の伸び拡大が成長率を押し上げたほか、輸出増の一方で輸入減となったことも成長率押上げに寄与した。一方、前期の反動で在庫投資が減速したほか、住宅ローン金利の上昇等を受け住宅投資が減少に転じたこと、また10月の政府機関閉鎖の影響もあり、政府支出が再びマイナスになった。総じてみれば米国経済は緩やかな回復基調を続けているとみられる。しかし、足元では、寒波の影響で就労不能となった労働者数が12月、1月と2ヶ月連続で25万人超とハリケーン・サンディ(10年10月末襲来)以来の高水準になるなど、悪天候が雇用をはじめ消費や生産など幅広い分野でかく乱要因となっている。

こうしたなか、懸案となっていた財政問題については、野党共和党の態度軟化を受けて米議会が1月中旬に14年度(13年10月～14年9月)の包括的歳出法案を可決し、さらに2月上旬には連邦債務上限(約17.2兆ドル)を15年3月15日まで無条件で引き上げる法案を可決した。こうした財政関連法案の成立を受け、当面の政府機関閉鎖や債務不履行への懸念は回避されることとなり、米経済の足かせとなってきた財政問題に対する不透明感はかなり薄れてきている。ただし、共和党は今年11月の中間選挙での勢力拡大をねらって、今回の財政協議では退役軍人向け年金の削減見直しなど合意困難な問題は一旦棚上げとし、システム障害で本格稼働が遅れているオバマケア(医療保険改革法)を再び選挙戦の焦点にする構えとみられ、今秋の選挙戦が注目される。なお、財政健全化議論が再び取りざたされるのは選挙以降になると思われるが、このところは財政赤字の縮小

2014-15年 米国経済見通し (14年2月改定)

		単位	2013年 通期 実績	2014年 通期 予想	2014年 上半期(1～6月) 予想	2014年 下半期(7～12月) 予想	2015年 通期 予想	2015年 上半期(1～6月) 予想	2015年 下半期(7～12月) 予想
実質GDP		%	1.9	2.8	2.4	2.7	3.0	3.0	3.1
	個人消費	%	2.0	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.8
	設備投資	%	2.6	5.4	5.2	6.7	6.9	6.8	7.2
	住宅投資	%	12.0	7.6	7.5	9.5	8.3	9.0	5.7
	在庫投資	寄与度	0.2	▲ 0.0	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	0.0
	純輸出	寄与度	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0
	輸出等	%	2.8	6.8	6.8	7.0	7.1	7.0	7.5
	輸入等	%	1.4	4.9	4.8	6.6	5.9	5.4	6.1
	政府支出	%	▲ 2.2	▲ 0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0
参考	PCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.1	1.3	1.1	1.6	1.9	1.8	2.0
	GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7	1.6	1.8
	FFレート誘導水準	%	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0.50	0～0.25	0.50
	10年国債利回り	%	2.3	3.0	2.9	3.0	3.2	3.2	3.3
	完全失業率	%	7.4	6.3	6.4	6.2	5.9	6.0	5.8

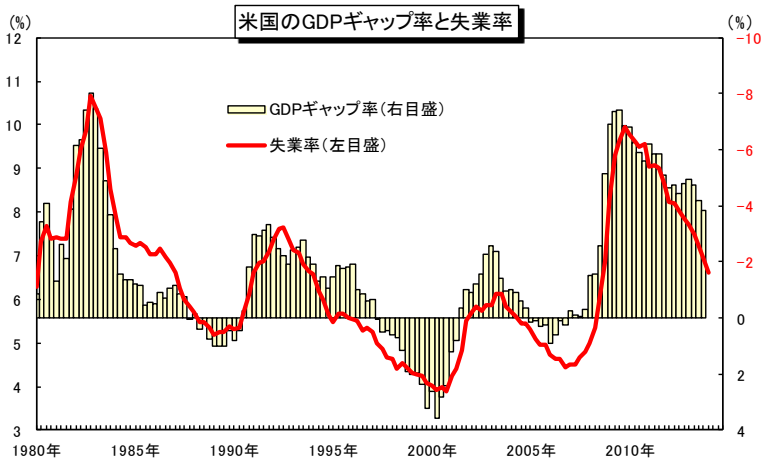
実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

(注) 1. 予想策定時点は2014年2月20日(13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. FFレート誘導目標は期末値

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

傾向が続いていることからタガが緩む可能性もあるだろう。

一方、金融政策については、連邦準備制度理事会(FRB)が12月の連邦公開市場委員会(FOMC)で、雇用情勢の改善傾向などを踏まえ量的緩和策第3弾(QE3)の規模縮小を決定した。月額850億ドルで実施してきた債券購入の規模を1月から住宅ローン担保証券、米国債をそれぞれ50億ドルずつ減額することとし、さらに同月開催されたFOMCでも同額の規模縮小を決定した。今後の債券購入規模の縮小ペースが注目されるが、2月に就任したイエレンFRB新議長は下院での議会証言で、労働市場の顕著な悪化がない限り現行ペースでの規模縮小を継続するとの考えを表明した。また、失業率が金利引き上げの検討を開始する目安の6.5%に急接近しているが、政策金利の継続方針については「基準を突破しても引き上げにはつながらず、広範な経済見通しが利上げを正当化するか議論する」とし、実質ゼロ金利となっている現行水準を当面維持する方針を示唆した。議会証言では事前の予想どおり、QE3の規模縮小は継続するものの、利上げは急がないといったバーナンキ前議長のもとで打ち出された路線を継承することが確認されたと評価してよいだろう。最近の雇用統計が寒波の影響を受け基調判断を困難にしているとはいえ、今後は天候要因の好転が期待されることから、FRBは今後も同程度の規模でQE3縮小を続け、14年末までに債券購入を終了すると予想する。一方、ゼロ金利政策は、雇用改善が進むとはいえ、インフレ率がFRBの目標である2%を引き続き下回って推移すると想定されるほか、今後フォワードガイダンスが修正されると考えられることから、15年後半まで維持されると予想する。



(資料)米労働省、米議会予算局　(注)GDPギャップ率=(実際のGDP-潜在GDP)/潜在GDP

こうした財政・金融政策を前提に見通しの主要項目について個別に見ると、まず、個人消費は、好調となった10～12月期の反動が予想されることに加え、足元で寒波による悪影響が出ていることから、やや弱い動きが続くと予想する。ただし、リーマン・ショック後に続いていた家計のバランスシート調整が終了したことや株高による資産効果が消費を下支えすると考えられるほか、消費者マインドが改善傾向を示していることから、天候要因の好転に伴い徐々に復調すると思われる。設備投資は、先行指標となる非国防資本財受注が伸び悩み傾向を示していることから、しばらくは増勢ながらもやや弱い動きが続くと予想する。住宅投資は、銀行の貸し出し態度で緩和の動きが進むとともに足元で住宅ローン金利の上昇圧力が一服していることから、雇用・所得環境の改善が続けば、再び増加傾向に復するとみられる。外需については、新興国など海外経済の成長が鈍化していることから、当面は米国からの輸出も増加ペースがやや弱まるものの、その後は海外経済に回復に伴い復調すると予想する。なお、ドル高やシェールガス革命を受けたエネルギー輸入の減少を受け輸入全体が減少傾向にあることから、経済成長に対する純輸出の寄与度はプラス傾向で推移するとみられる。最後に、政府支出に対しては、引き続き強制歳出削減が実施されるものの、14～15年度については国防費や国内事業向け経費の縮小規模が緩和されることから、財政面での下押し圧力が弱まると予想される。

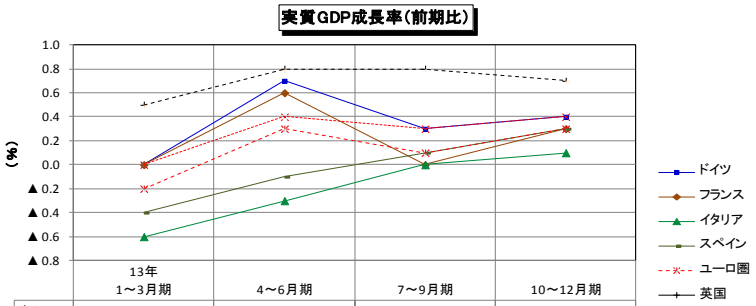
以上から、14年前半にかけてはやや低調な動きとなり、成長率は2%台前半で推移すると見込まれる。しかし、その後は、これまでの金融緩和策により内需の自律回復が進むと考えられることから本格的な回復局面を迎え、成長率は2%台後半～3%台前半に伸びを高

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

めて推移すると見込まれる。年間の成長率は、14 年は前年比 2.8%、15 年は同 3.0%(ともに前回見通しと変わらず)と予想する。

② 欧州経済

ユーロ圏の 13 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比 0.3%となり、緩やかな景気回復の継続を示している。しかしながら、緊縮財政は今後も継続すること、域内の金融機能は依然として脆弱であること、企業や家計でも債務の削減が引続き課題であることなど、ユーロ圏経済の回復には様々な障害が残されている。また、ユーロ圏では内需の弱さを主因として最近では物価上昇率の低下(ディスインフレ)が進行している。これは、実質金利の上昇により投資を抑制するとともに、インフレによる負債削減効果を弱め経済主体の財務改善にかかる負担を増加させることなどを通じ、経済の回復に対して大きな負荷として働くことが考えられる。これらの諸情勢を考慮すれば、今後も当面の間、ユーロ圏全体としては実体経済の本格的な回復は困難とみられ、回復のペースは緩慢なものとならざるを得ないものと考えられる。



	13年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドイツ	0.0	0.7	0.3	0.4
フランス	0.0	0.6	0.0	0.3
イタリア	▲0.6	▲0.3	0.0	0.1
スペイン	▲0.4	▲0.1	0.1	0.3
ユーロ圏	▲0.2	0.3	0.1	0.3
英国	0.5	0.8	0.8	0.7
EU	0.0	0.4	0.3	0.4

(資料) Eurostat のデータから農林中金総合研究所作成

この他、ユーロ圏について足元での主要な経済指標を見れば次のとおりである。12 月の鉱工業生産は前月比で 0.7%の減少、前年同月比では 0.5%の増加となったが、未だ安定した回復には至っていない。また、雇用情勢については 12 月の失業率は 12.0%と依然として高水準が続いているが、消費面ではユーロ圏の同月の小売売上高は前月比で 1.6%、前年同月比で 1.0%の各低下となるなど、力強さに欠ける状況を示している。

ユーロ圏経済の牽引役として期待されるドイツについては 12 月の製造業受注指数が前月比で 0.5%、鉱工業生産指数が同 0.6%の各低下となったほか、輸出額についても同 0.9%減少するなど、月により跛行性が大きい動きとなっている。また、同月の失業率は 5.1%と低い水準にとどまる一方で、小売売上高が前月比で 2.5%、前年同月比で 2.4%の各低下となるなど、必ずしも安定的な個人消費の拡大にはつながっていない。

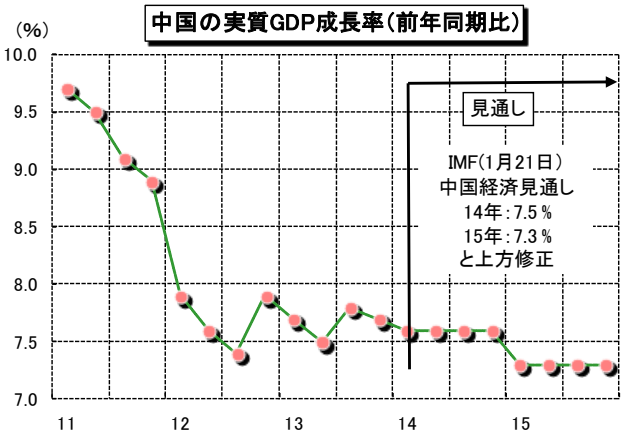
一方、ユーロ圏の消費者物価指数(CPI)の上昇率(前年同月比)は 11 年後半に 3.0%に達した後低下に転じたが、最近の 1 年程度の間にその低下の勢いが強まっている。1 月の速報値は 0.7%であるが、これは欧州中央銀行(ECB)の政策目標である 2%を大幅に下回っている。こうした情勢を受け、ECB は 11 月には政策金利の引下げを行い過去最低の 0.25%としたほか、中期的なインフレ見通しの悪化が認められた場合等には追加緩和に動く考えを明らかにしているが、政策金利の引き下げ余地が限定されるなか今後の政策対応が注目されている。

③ 中国経済

13 年 1～3 月期、4～6 月期の実質成長率は前年比でそれぞれ 7.7%、7.5%と鈍化したものの、中国政府が鉄道・高速道路等社会インフラの整備やスラム街の再開発などの景気対応策を打ち出したほか、海外経済の緩やかな回復に伴って、輸出も回復したことから、7～9 月期は同 7.8%と小幅ながら持ち直した。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

しかし、秋以降、政府がアルミニウムや鉄鋼などの過剰生産業種に対する抑制策を再び強め、投資が鈍化を示したことなどから、10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 7.7%と再び減速した。それでも、13 年通年の実質 GDP 成長率は前年比 7.7%と、政府の成長目標である 7.5%を達成した。



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

例年の通り、春節休暇(14 年 1 月 31 日～2 月 6 日)のため、1 月の消費や投資などの経済指標は発表されていないが、1 月の輸出は前年比 10.6%と市場予想を大幅に上回っている。しかし、中国国家統計局等が発表した 1 月の製造業 PMI と非製造業 PMI はいずれも前月から低下したことなどを考慮すると、足元でも景気の回復力は強まっていないと判断される。

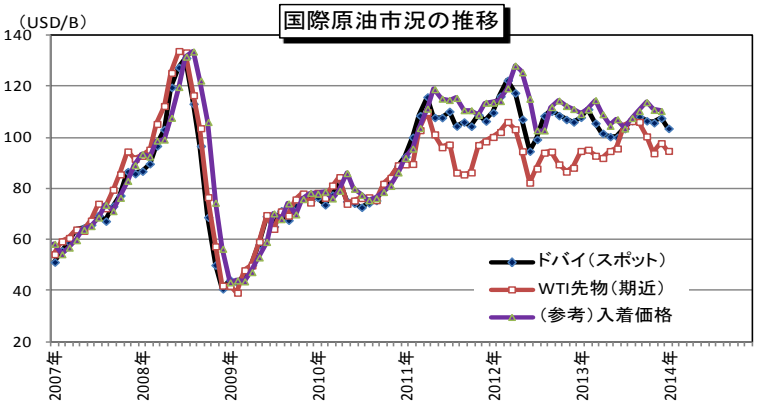
14 年の実質 GDP 成長率については、中国政府が過剰生産業種に対する投資抑制を続けていることから、投資が緩やかに減速するものの、消費は「ぜいたく禁止令」による影響が一巡すると見られるほか、輸出も堅調に推移すると見込まれるため、7%台の成長になると予想する。今後、3 月に開催予定の全国人民代表大会で 14 年の政府の成長目標などが発表されるため、その内容に注目したい。

④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

この数年、安定的に推移してきた国際原油市況であったが、エジプト情勢の緊迫化、シリアの化学兵器使用問題、リビアでの抗議デモなどが立て続けに起きたことで、地政学的リスクが意識されたことが原因で、13 年 6 月下旬以降は一時上昇傾向を強めた。その後は、いずれも事態が収拾の方向に向かったほか、サウジアラビアなどの増産体制とあいまって、9 月に入ってから原油価格は安定的に推移した。12 年末以降は米国経済の先行きに対する思惑に反応して、WTI 先物は 1 バレル＝90～100 ドルを中心レンジとして変動している。

先行きについては、米国経済については徐々に力強さを増していくと見る向きが多いものの、米国の金融緩和の規模縮小が継続的に実施されること、それが新興国の経済成長への懸念を生んでいることなどもあり、時折一方向に大きく変動する場面もあるだろう。半面、IEA(国際エネルギー機構)が予測するように、シェールガス・オイルの増産によって 17 年までに米国はサウジアラビアを抜いて世界最大の産油国となるとされるなど、原油供給能力は着実に強まるものと思われる。それゆえ、国内への原油入着価格(CIF ベース)は 13、14 年度が 110 ドル前後、15 年度が 115 ドル前後での推移になるものと予想している。

また、穀物については、13 年は豊作であり、特にトウモロコシの供給量が急回復、価格が下落した。しかし、14 年に入り、米中西部の記録的寒波襲来やブラジルの旱魃など、世界的な天候不順の影響で商品市況の上昇傾向が強まっており、今後のエネルギー・食料品価格の高騰を懸念する向きもある。



(資料)NYMEX、東京工業品取引所、財務省

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2013～15年度　日本経済見通し

	単位	2012年度（実績）	13年度（実績見込）	14年度（予測）	15年度（予測）
名目GDP	%	▲ 0.2	2.0	2.3	2.0
実質GDP	%	0.6	2.2	0.9	1.4
民間需要	%	1.4	2.0	0.6	1.5
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	▲ 0.1	1.1
民間住宅	%	5.3	9.0	▲ 5.1	▲ 1.1
民間企業設備	%	0.7	0.5	2.6	3.8
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.1	▲ 0.3	0.2	▲ 0.0
公的需要	%	1.4	4.6	1.5	0.1
政府最終消費支出	%	1.5	2.0	1.3	1.0
公的固定資本形成	%	1.3	16.2	2.5	▲ 3.8
輸出	%	▲ 1.2	3.3	3.2	4.8
輸入	%	3.7	5.6	2.7	4.0
国内需要寄与度	%pt	1.4	2.6	0.8	1.2
民間需要寄与度	%pt	1.1	1.5	0.4	1.1
公的需要寄与度	%pt	0.3	1.1	0.4	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.8	▲ 0.3	0.1	0.2
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 0.9	▲ 0.2	1.3	0.7
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 1.0	1.9	4.1	2.5
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.2	0.7	2.7	1.7
（消費税増税要因を除く）				(0.7)	(0.9)
完全失業率	%	4.3	3.9	4.0	4.0
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 2.6	3.0	1.2	1.9
経常収支	兆円	4.4	2.0	4.8	8.5
名目GDP比率	%	0.9	0.4	1.0	1.7
為替レート	円/ドル	83.1	100.2	104.3	105.0
無担保コールレート（O/N）	%	0.08	0.08	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.78	0.70	0.74	0.84
通関輸入原油価格	ドル/バレル	113.4	109.5	110.0	115.0

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

（四半期）

（→予測）

	単位	2013年				2014年				2015年				2016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	%	0.7	1.0	0.2	0.4	1.5	0.5	0.3	0.2	0.3	0.5	1.4	0.0	0.4
実質GDP	%	1.2	1.0	0.3	0.3	1.2	▲ 0.7	0.6	0.2	0.2	0.4	1.2	▲ 0.9	0.5
（年率換算）	%	4.8	3.9	1.1	1.0	4.7	▲ 2.7	2.3	0.6	0.7	1.8	4.8	▲ 3.6	2.1
民間需要	%	0.6	0.5	0.5	0.8	1.6	▲ 1.5	0.5	0.0	0.2	0.6	1.8	▲ 1.6	0.4
民間最終消費支出	%	1.0	0.6	0.2	0.5	2.1	▲ 2.6	0.8	0.1	0.2	0.5	2.2	▲ 2.9	0.5
民間住宅	%	1.7	0.9	3.3	4.2	1.3	▲ 6.0	▲ 3.0	▲ 1.0	0.0	1.0	1.2	▲ 3.0	▲ 1.0
民間企業設備	%	▲ 0.9	1.1	0.2	1.3	1.0	0.3	0.5	0.5	0.8	1.2	1.5	0.5	0.8
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.3	0.6	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	0.6	▲ 0.1
公的需要	%	1.1	1.8	1.6	0.9	0.2	0.2	0.4	0.1	0.0	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	%	0.7	0.6	0.2	0.5	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	3.2	6.9	7.2	2.3	0.5	▲ 0.5	0.5	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出	%	4.2	2.9	▲ 0.7	0.4	0.7	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
輸入	%	1.1	1.8	2.4	3.5	1.4	▲ 1.5	0.4	0.5	1.0	1.3	2.5	▲ 0.5	▲ 0.2
国内需要寄与度	%pt	0.8	0.8	0.8	0.8	1.2	▲ 1.1	0.5	0.0	0.1	0.4	1.4	▲ 1.2	0.3
民間需要寄与度	%pt	0.5	0.4	0.4	0.6	1.3	▲ 1.2	0.4	0.0	0.1	0.5	1.3	▲ 1.2	0.3
公的需要寄与度	%pt	0.3	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.4	0.1	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.2	0.3	0.2
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.4	0.4	1.5	1.4	1.3	1.1	0.0	0.4	1.3	1.0
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 0.3	0.7	2.2	2.5	2.2	4.3	4.0	4.0	4.2	1.8	2.0	3.2	3.1
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.3	0.0	0.7	1.1	1.1	2.9	2.7	2.5	2.7	1.0	1.1	2.3	2.2
（消費税増税要因を除く）							(0.9)	(0.7)	(0.5)	(0.7)	(1.0)	(1.1)	(0.9)	(0.8)
完全失業率	%	4.2	4.0	4.0	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	3.9	4.0	4.1	4.1
鉱工業生産　（前期比）	%	0.6	1.5	1.7	1.8	2.5	▲ 3.0	1.5	▲ 0.2	0.3	0.8	2.1	▲ 2.6	1.4
経常収支（季節調整値）	兆円	0.8	2.2	0.6	▲ 0.3	▲ 0.5	0.7	1.0	1.4	1.7	2.0	1.3	2.5	2.7
名目GDP比率	%	0.7	1.9	0.5	▲ 0.3	▲ 0.4	0.6	0.8	1.1	1.4	1.6	1.0	2.0	2.1
為替レート	円/ドル	92.4	98.7	98.9	100.5	102.5	103.0	104.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート（O/N）	%	0.08	0.07	0.07	0.07	0.08	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.70	0.73	0.77	0.64	0.65	0.70	0.70	0.75	0.80	0.85	0.90	0.80	0.80
通関輸入原油価格	ドル/バレル	111.8	107.1	107.3	111.8	112.0	110.0	110.0	110.0	110.0	115.0	115.0	115.0	115.0

（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。

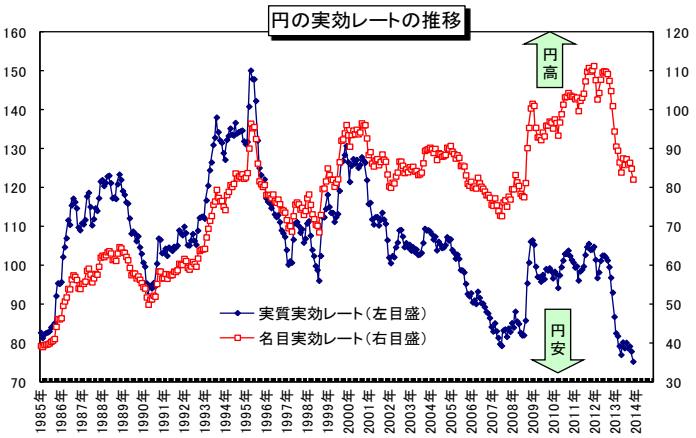
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3. 2013～15年度の日本経済・物価見通し：

(1)経済見通し ～ 消費税増税で14～15年度はやや低調な動き

冒頭で述べたとおり、国内景気は回復傾向にあるものの、緩慢な海外経済の回復テンポを反映した輸出の伸び悩みによって、13年後半以降は加速感がほとんど感じられないままでの展開が続いている。今回の景気回復局面の特徴として「内需は強いが、外需は弱い」ということが指摘できるが、この1年間で大幅な円安が進行し、かつ海外経済も全体としてみれば回復傾向をたどっているにもかかわらず、輸出の増勢が強まらないばかりか、内需に刺激されて輸入が急増している点には注意が必要である。こうした背景には、08年9月のリーマン・ショック直後から4年ほど続いた歴史的な円高局面が影響している可能性がある。

この歴史的な円高局面が醸成された理由として、日本銀行と他の先進国の中央銀行との政策スタンスの違いを挙げることができる。つまり、すでにバランスシートが拡張した状態であった日銀はこれ以上膨張させる必要はないとの姿勢であったのに対し、欧米の中銀は未曽有の金融危機から抜け出すべく、猛烈にバランスシートを膨張させた。危機脱出後も、欧米はデフレ阻止に向けて緩和策を継続したのに対し、一段とデフレが深刻化した日本では追加緩和に消極的であった。これが円高状態を長期化させたと考えられている。



(資料)日本銀行、国際決済銀行(BIS) (注)単位:2010年＝100

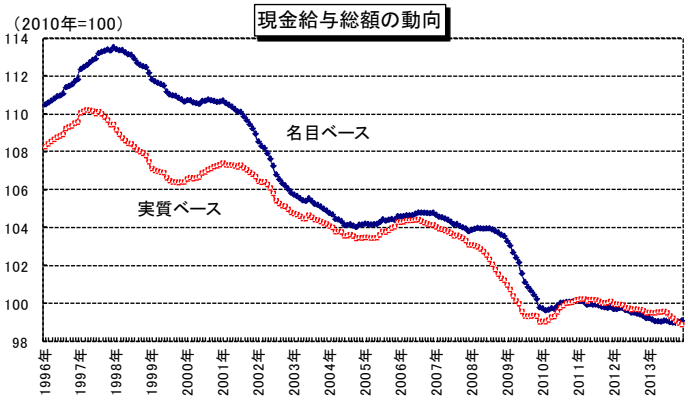
一方、一般的に企業活動など実体経済に影響を与えるのは物価変動を除いた実質値であるとされる。名目実効為替レートを見ると、確かにかなりの高水準であるが、内外の物価変動を考慮した実質実効レートでみれば、それほど円高状態ではないことから、企業努力などによって克服は可能と主張する経済学者・エコノミストも少なくなかった。しかし、現実問題として、企業は割高な生産コストを引き下げるために労働コストを削減することを選択し、さらに生産拠点の海外シフトを一段と加速させた可能性がある。最近の事例を挙げれば、豪州では通貨高や高い労働コストを嫌い、自動車生産の撤退が相次いでおり、18年には自動車メーカーが存在しなくなると報じられている。さらに、為替レートには履歴効果があるとされ、円安に戻っても生産拠点の国内回帰はなかなか進まないと考えられる。政府は成長戦略の前に「民間投資を喚起する」との修飾語を付けているが、それを実現していくためには法人税改革をはじめ、経済活動を活性化させるための環境整備を抜本的に推進する努力が求められる。もちろん、それでも国内には基幹部品などの生産拠点は存在しており、欧米など先進国経済の回復力が高まれば、輸出増加傾向は明確になる可能性は残されているだろう。これと為替レートの円安傾向との相乗効果が出れば、国内景気にとってはメリットが期待されるはずである。

さて、当面の日本経済にとっての最大の焦点は「消費税増税をどう乗り切るか」である。政府の経済対策や賃上げ要請が奏功し、14年度下期には再び成長軌道に戻る動きが強まるのかどうか否かが、15年10月にも予定される消費税率の追加引上げの是非を左右するほか、デフレ脱却やそれによる成長促進を目指すアベノミクスの成否を握る問題であるともいえ、今後の日本経済にとって極めて重要な問題である。消費税率3%分の引上げによって、物価水準は2%ほど上昇するとみられるほか、耐久消費財や住宅などでは増税前の

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

駆け込み需要の反動が出ることが想定されるが、様々な消費税対策はこれに対して力不足であると判断される。たとえば、13 年度補正予算には約 3 兆円の公共投資が盛り込まれているが、すでに公共事業は高水準で推移しているほか、受注残も多く、人員不足や資材高騰を考慮すると、即効性はほとんど期待できない。

また、14 年春闘での賃上げムードは高まっているが、全体として増税分を吸収できるほどの結果にはならず、実質所得の目減りが懸念される。増税規模は 8 兆円近くになるはずだが、13 年度補正予算での低所得者等向けの対策は 0.6 兆円に過ぎない。また、地デジ移行後の薄型 TV の販売状況からも窺えるように、自動車や白物家電、高額品を中心に、少なくとも 14 年度上期には大幅な需要減退が起きることは必至であるが、そうした耐久消費財の回復にはそれなりの時間がかかることは重視すべきであろう。特に、自動車産業は裾野が広い業種であり、その低迷は広範囲な影響を及ぼす可能性もある。マクロ的な需給バランスがなお崩れた状況の下での増税措置は、デフレからの完全脱却や成長促進に向かっている日本経済の足取りを止め、停滞色を強めてしまいかねない。

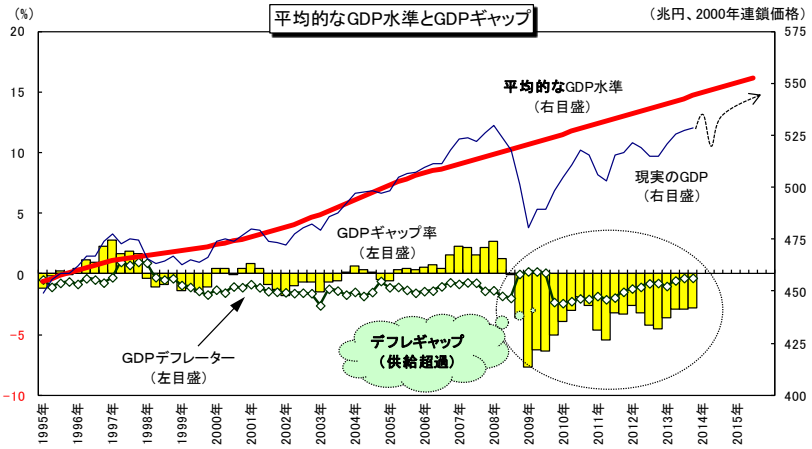


(資料)厚生労働省、総務省より作成　(注)12ヶ月移動平均

以上の点を踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。足元 1～3 月期については、4 月からの消費税増税を前に、駆け込み需要が本格化するものと思われる。最近の 2 度にわたる豪雪被害の影響も懸念されるところではあるが、民間消費は伸び率を大幅に高めるものと思われる。住宅投資も高水準での推移となるだろう。また、輸出も、民間部門が底堅く推移する米国向けを中心に緩やかな増加が見込まれる。企業部門については、先行きの景気回復やデフレ脱却への期待が高まるとともに、実質金利が低下していることから、設備投資需要は堅調に推移するだろう。ただし、「15 ヶ月予算」の切れ目ということもあり、公的需要の勢いはやや弱まる可能性が高い。とはいえ、14 年 1～3 月期は前期比年率で 4.7%という高い成長となると見込まれる。

その結果、**13 年度は実質ベースで 2.2%**(前回予測(12 月)の 2.6%から下方修正)の成長を見込んだ。なお、年度を通じての下方修正の主因は、10～12 月期の成長率が予想を下振れたこと、消費税増税前の輸入増圧力が想定よりも強めであること、が挙げられる。**名目成長率は 2.0%**(前回予測の 2.4%から下方修正)と 2 年ぶりにプラスを見込んだ。GDP デフレーターは、14 年 1～3 月期には駆け込み需要発生によって価格転嫁力が強まることを受けて前年比プラスに転じると見るが、13 年度を通じては前年度比▲0.2%(前回予測と変わらず)と下落が残るだろう。

一方、14 年度については、消費税増税によって、年度入り直後に駆け込み需要の反動が強く出ると思われる。そのため、4～6 月期は前期比年率▲2.7%と、6 四半期ぶりのマイナス成



(資料)内閣府、総務省のデータから作成　(注)平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

長に陥るだろう。なお、消費税増税はその全額が社会保障制度の維持・充実のために使われることになっており、それは年金不安を解消させ、90 年代以降続いている「予備的動機に基づく貯蓄動機」を緩和させるとの見方もある。しかしながら、年金制度など社会保障制度の抜本改革はほとんど手つかずの状態であり、本当に年金不安が緩和し、消費抑制姿勢が止まるかどうかは疑わしい。

なお、7～9 月期にはある程度のリバウンド(同 2.3%)が発生することが見込まれ、それは 15 年 10 月の消費税増税実施の最終判断の材料とされることになるが、10～12 月期には再び成長率が鈍化する(同 0.6%)など、成長経路への早期の復帰は困難と見る。以上を受けて、**14 年度の実質成長率は 0.9%、名目成長率は 2.3%**(前回予測はそれぞれ 1.1%、2.4%で、いずれも下方修正)と予測する。名実逆転の解消は 17 年ぶりであるが、消費税率の引上げが主因である。なお、13 年度からのゲタとして 1.1 ポイントを見込んでいるが、年度の成長率がそれを割り込むことを考慮すれば、実態的にはマイナス成長と評価せざるをえない。過去 20 年間で、経済成長率が前年度からのゲタを下回った年は景気後退局面であったことは十分留意する必要があるだろう。ちなみに、GDP デフレーターは前年度比 1.3%(前回予測と変わらず)の上昇を見込んだ。

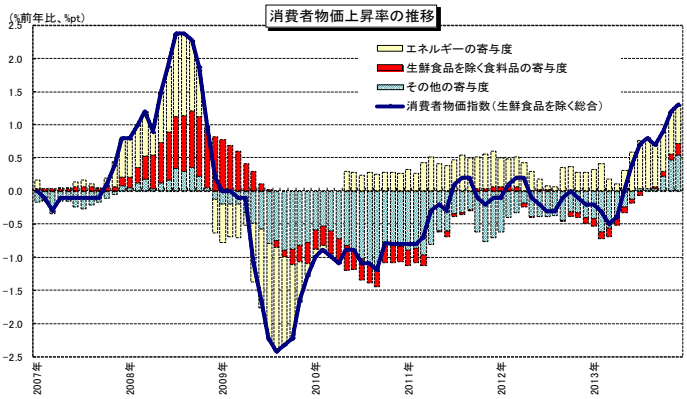
続く 15 年度については、基本的に欧米など先進国経済の回復テンポが高まるなか、新興国経済への不安も和らぐなど、海外経済の改善傾向が強まることを受けて、輸出増加傾向継続する一方で、消費税率が 15 年 10 月に 10%に引き上げられることから、年度上期には駆け込み需要が発生、年度下期にはその反動が出ることが想定される。その結果、**15 年度の実質成長率は 1.4%、名目成長率は 2.0%、GDP デフレーターは前年度比 0.7%と予測した。**

(2)物価見通し ～ 増税後は物価上昇圧力弱まる

円安進行やガソリン価格の高止まり、電気・ガス代の値上げ継続などといったエネルギー高騰などを主因として、13 年半ばには下落状態から抜け出した。最近では民間消費の堅調さを背景とした需給改善効果による物価上昇傾向も強まっている。12 月の全国消費者物価(生鮮食品を除く)は前年比 1.3%と、足元では 1%台まで物価上昇率が高まっているほか、食品(除く酒類)・エネルギー除くベースでも同 0.7%となっている。

先行きを展望すると、既にエネルギーの物価押上げ効果が一巡しているが、13 年度末にかけては 1%台前半での物価上昇率が続くものと予想される。14 年度には増税の影響を受けて、全般的に 2%ほどの価格上昇が発生するとみられるが、国内需要が一旦大幅に悪化することから、表面的には 2%台後半の物価上昇率となるものの、消費税要因を除くベースでは 1%を再び割り込むものと予想する。その後、15 年 10 月にも第 2 弾の消費税率引上げを控えていることから、15 年度に入れば再び駆け込み需要が強まってくるとみられるが、増税後には再び反動減が待ち構えるなど、2%前後で安定的な物価上昇を実現するという姿はなかなか見通すことができない。

以上から、**13 年度のコア CPI は同 0.7%と 5 年ぶりの上昇と予測する。**一方、**14 年度は、消費税増税の影響により、表面的には同 2.7%へ上昇率が高まる**が、**その要因を除けば同 0.7%**にとどまるだろう。また、**15 年度は同 1.7%へと数字の上では上昇率が鈍化するが、消費税率変更の要因を除けば同 0.9%**となるだろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

国内経済金融

加算支援金からみる東日本大震災からの住宅再建

多田　忠義

要旨

被災者生活再建支援制度のうち加算支援金の申請・支給件数から、住宅再建の実態を明らかにした。結果、宮城県では住宅の建設・購入と補修のいずれも 12 年がピークとなっているのに対し、岩手県、福島県では 12 年のピークに加え、13 年 10 月前後のピークが見られる。これは、消費税増税が住宅再建の一つの契機となった可能性を示唆するが、全体的な動きではなかったと考えられる。また、住宅再建先や災害公営住宅の整備がなかなか進まない中、一部の被災者は依然として自力再建を選択した動きがみられる。

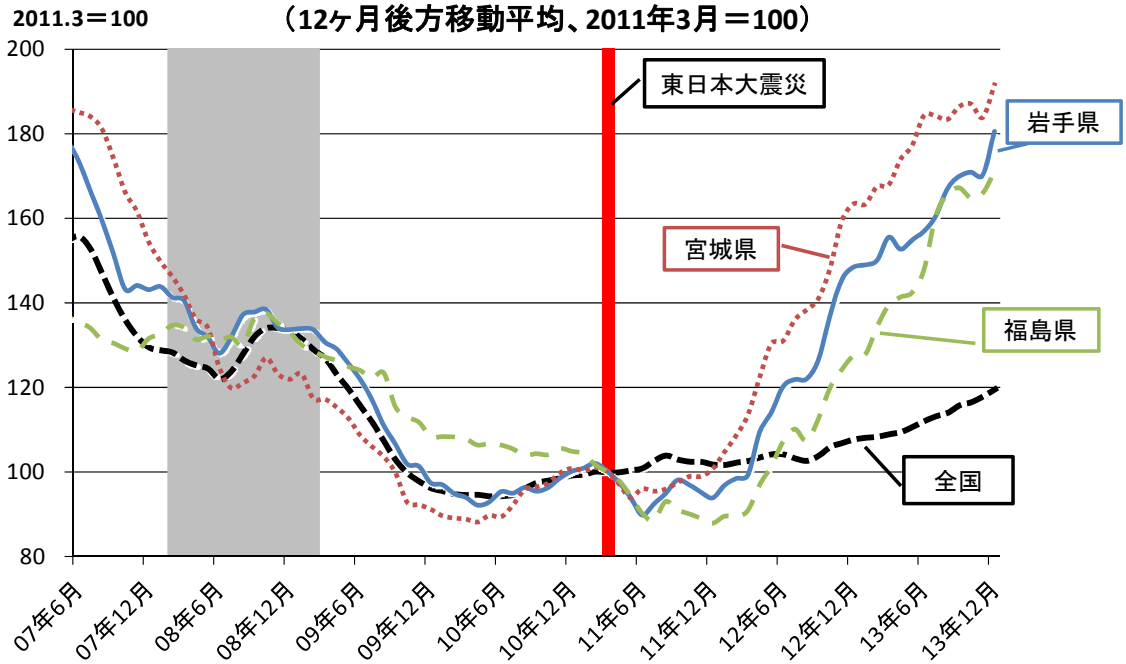
はじめに

14 年 3 月で東日本大震災（以下、震災）から 3 年が経過する。12 年 6～7 月にピークに達した二次避難者数（約 34 万人）は減少し続けており、14 年 1 月 16 日現在で約 27 万人となっている（復興庁発表）。一方、災害公営住宅や高台移転（防災集団移転事業等）の進捗率は、着工で 61%、完了で 2%と、被災地における住宅再建は現在も進行中である。

そこで、本レポートではこうした足元の現状を踏まえつつ、震災から現在までの住宅再建の動向をとらえ、地域ごとの再建時期に特徴があるかどうか明らかにする。

今回注目したデータは、被災者生活再建支援制度に基づき、被災世帯に支給される加算支援金である。多田（2013）では宮城県を事例に、住宅金融支援機構が提供する「災害復興住宅融資」のデータを用いて住宅再建の時期を探ったが、この融資を申し込まないで住宅再建するケ

図表1 被災3県における住宅着工戸数の推移
（12ヶ月後方移動平均、2011年3月＝100）



（資料） 国土交通省「住宅着工統計」（注）グレー帯は、内閣府発表の景気後退期。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ースもあるため、被災者による住宅再建の全体像をとらえにくかった。一方、被災者生活再建支援制度は、住宅被害のある被災者のほとんどが利用するため、被災地における住宅再建の動向を分析する上で参考になると考えた。

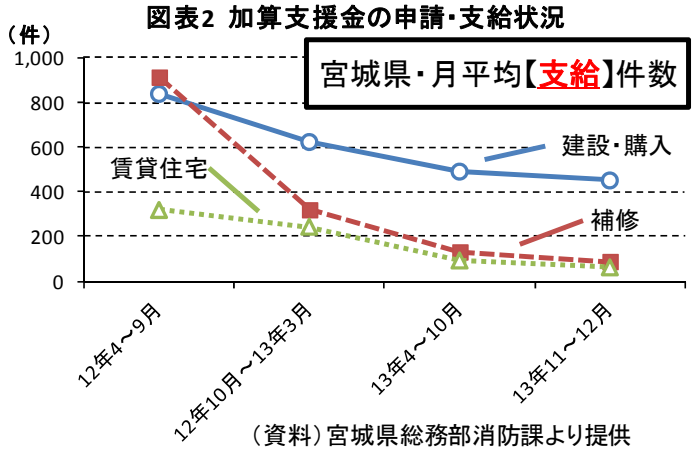
被災 3 県で伸び続ける住宅着工戸数

図表 1 は、被災 3 県（岩手県、宮城県、福島県）及び全国における住宅着工戸数の推移を 12 ヶ月後方移動平均で示したものである。宮城県では、震災直前の 2 倍近くまで着工戸数が伸びているほか、岩手県、福島県でも同様に着工戸数が伸びている。このような増加基調は震災以降続いており、足元では一段と高い伸びを示している。

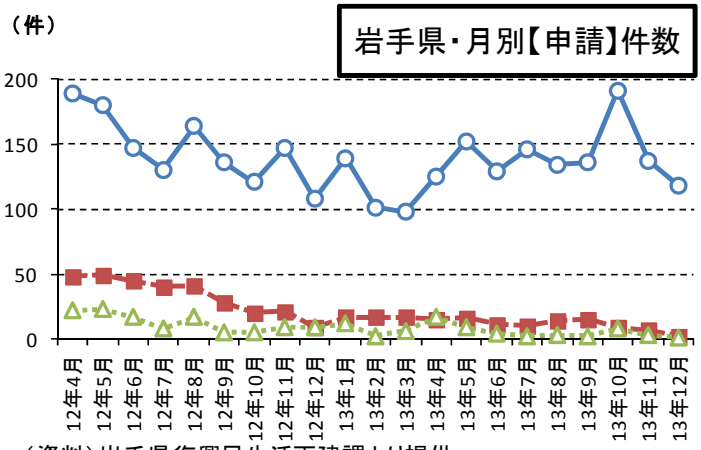
被災 3 県における加算支援金の申請・支給状況

被災者生活再建支援制度は、国と都道府県で作る基金から、被災者の生活再建を支援する資金を世帯毎に支給する制度で、住居の損壊度合いに応じて支給される基礎支援金と、住宅の再建や補修をはじめとする生活再建に応じて支給する加算支援金の 2 種類が存在する。加算支援金は、住宅の建設や購入（建設・購入）、住宅の補修（補修）、仮設住宅等の避難所から賃貸住宅に移転（賃貸住宅）の 3 タイプがあり、図表 2 は、被災 3 県における加算支援金の申請（岩手県、福島県）・支給（宮城県）件数を月平均で計算し、時系列でまとめたものである。なお、一般に申請してから支給までに 1 ヶ月程度の時間差が生じる。また、申請先は震災時に居住していた市町村となるため、住宅再建先と申請先が

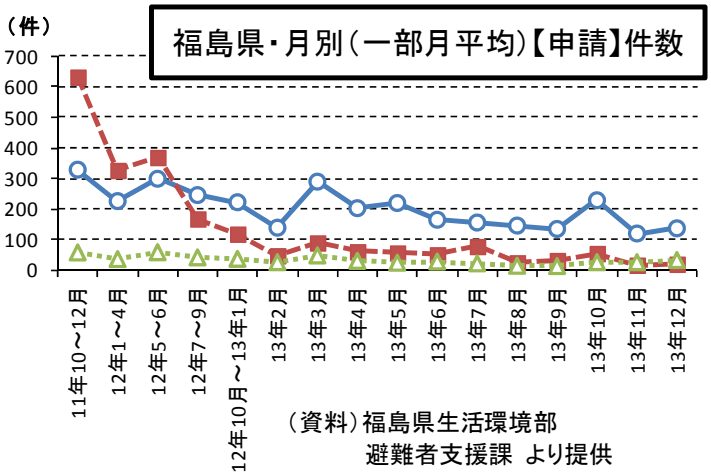
図表2 加算支援金の申請・支給状況



（資料）宮城県総務部消防課より提供



（資料）岩手県復興局生活再建課より提供



（資料）福島県生活環境部
避難者支援課 より提供

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

一致しない場合もあることに注意したい。

まず宮城県をみると、12 年度上期は補修の支給件数が最も多く、12 年度下期以降は建設・購入と入れ替わり、支給件数は全体として減少傾向にある。こうしたことから、被災者が早期に生活再建に着手した様子がうかがえる。

岩手県では、一貫して建設・購入の申請件数が多く、申請件数は全体として横ばい傾向である。特徴的な動きは、13 年 10 月に建設・購入の申請件数が急増しており、消費税増税が一つの契機となった可能性がある（注 1)。ただし、いくつかの市町に確認したところ、消費税増税前の駆け込み契約によるものと推測される加算支援金申請が多いとはいえない状況である点に留意したい。

この駆け込み契約に伴う申請とみられる動きは福島県でも同様に見られたが、岩手県に比べ増加幅は緩やかであった。また、福島県では宮城県同様に補修の申請件数が 12 年度上期にかけて多く、それ以降は建設・購入が中心の申請となっている。また、原発事故で避難を余儀なくされている浜通り（沿岸部）の町村では、13 年度に入り申請が増加傾向である。

被災 3 県をまとめてみると、加算支援金の申請・支給件数は徐々に減少し、一定水準で下げ止まっている。被災者による自力での住宅再建は12年度をピークに実施され、13 年度以降は自力再建が減少すると予想されたが、現状は加算支援金が一定程度申請・支給される状況（≒自力再建）である。冒頭で述べたとおり、防災集団移転事業による宅地や災害公営住宅の整備は過半が着工段階にこぎつけたところで、住宅再建にはあと数年を要するとみられる。こうした状況から、加算支援金の申請・支給件数の下げ止まりは、長期の避難生活から脱し、自力再建を選ぶ被災者が一定数出現していることを意味すると考えられる。これは、移転先用地である「民間住宅用等宅地」の整備計画数が減少傾向である点からも確認できる（図表 3)。

図表3　民間住宅用等宅地・災害公営住宅の整備計画数の推移

		12年	13年			
		12月末	3月末	6月末	9月末	12月末
岩手県	民間住宅用等宅地	10,087	9,722	8,743	8,837	8,405
	災害公営住宅	5,639	5,972	6,097	6,079	6,038
宮城県	民間住宅用等宅地	15,432	13,068	13,027	12,057	11,808
	災害公営住宅	15,485	15,381	15,442	15,342	15,543
福島県	民間住宅用等宅地	2,541	2,525	2,501	2,469	2,075
	災害公営住宅	3,132	3,098	3,138	3,606	4,139

（資料）復興庁『住まいの復興工程表』
http://www.reconstruction.go.jp/topics/main-cat1/sub-cat1-12/20130730105832.html

（注 1）　政府は宅地整備の遅れ等による被災者間の負担の不均衡を無くし、住宅再建に支障がないようにすることを目的に、消費税増税に伴う税負担を一部補てんする「住まいの復興給付金」制度を設けている（13 年 10 月 1 日閣議決定)。

市町村別加算支援金の申請・支給時期

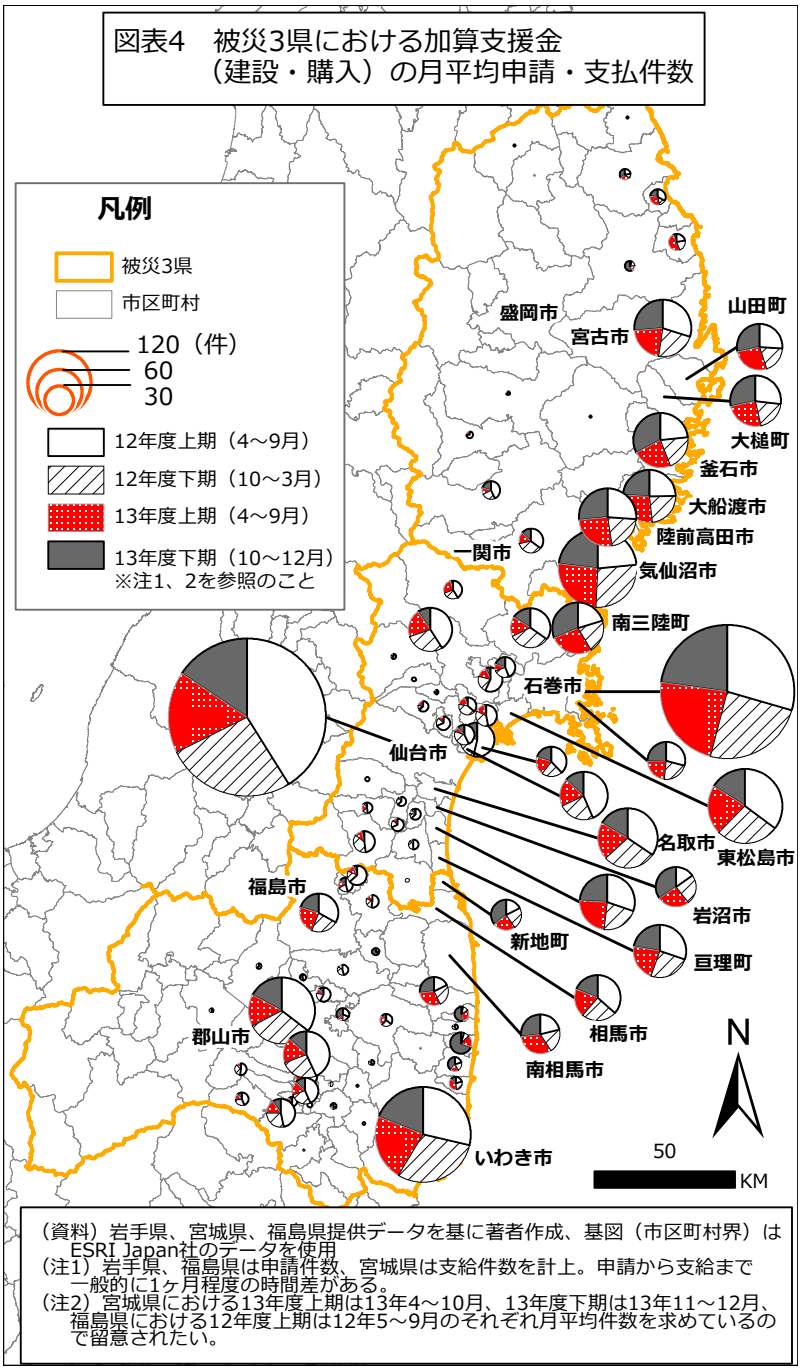
県別に明らかとなった加算支援金の申請・支給状況、すなわち住宅再建の開始時期は、被災市町村ごとに大きく異なる。そこで、住宅再建に大きくかかわる「建設・購入」の申請・支給件数に限って市町村ごとの月平均を図表 4 にまとめた(※データの制約を記したので、図表 4 内の注記を必ず参照のこと)。

被災 3 県の内陸に位置する市町村は、概ね 12 年度中の申請・支給平均件数が多く、特に 12 年度上期に多かったことがわかる。一方、津波で被災した沿岸部に注目すると、宮城県石巻市から亘理町、福島県相馬市、いわき市では、12 年度の申請・支給平均件数が多い。一方、岩手県から宮城県北部（石巻地域以北)、宮城県岩沼市、福島県新地町、南相馬市から広野町にかけては、13 年度に入ってからの

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

申請・支給平均件数が多い。特に、宮城県南三陸町や新地町など一部の市町村では集団移転先の宅地整備が完了し始めている団地も出始めており、こうした整備の進展に伴い、建築着手金を得るためや建築着手を契機に加算支援金を申請・支給するケースも出始めていると聞く。結果、申請・支給平均件数が13年度下期に向かって上昇している町も存在する。ことが判明した。

全体的な住宅再建の動向は、図表 2 で確認した通り被災 3 県毎でも差があるが、市町村ごとに見ることで、一部に防災集団移転事業の進展をうかがえた。



図表4　被災3県における加算支援金（建設・購入）の月平均申請・支払件数

（資料）岩手県、宮城県、福島県提供データを基に著者作成、基図（市区町村界）はESRI Japan社のデータを使用
（注1）岩手県、福島県は申請件数、宮城県は支給件数を計上。申請から支給まで一般的に1ヶ月程度の時間差がある。
（注2）宮城県における13年度上期は13年4～10月、13年度下期は13年11～12月、福島県における12年度上期は12年5～9月のそれぞれ月平均件数を求めているので留意されたい。

おわりに

多田（2013）は 11～12 年の被災者向け住宅ローンの申し込み状況を分析し、「自力再建可能な被災者による（被災者向け住宅ローン）利用はいったん終息に向かい始めている可能性がある」と指摘したが、本レポートでの分析を踏まえると、住宅ローンだけでなく、加算支援金を受けた自力住宅再建でも 12 年度をピークに減少傾向であることが明らかとなった。また同時に、一部地域では防災集団移転事業による宅地整備の完了で住宅再建が始まりつつあることも判明した。

復興庁の取りまとめによれば、被災地における防災集団移転事業による宅地等の整備、災害公営住宅の建設は 14～15 年度を完了のピークとしており、引き続き住宅再建の動向に注目する必要があろう。また、公的整備を待ち切れず自力で住宅再建に踏み切らざるを得ない被災者に対する柔軟な支援も引き続き求められよう。

参考文献

多田忠義（2013）「宮城県における住宅再建を取り巻く現状について」『金融市場』2013 年 2 月号，18-25.

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

国内経済金融

住宅用太陽光発電の普及状況と金融機関のかかわり

寺林　暁良

2012年7月に再生可能エネルギー法に基づいて固定価格買取制度が本格導入されたことで、再生可能エネルギーは成長分野の中でも特に大きな注目を集めることとなり、太陽光発電の推進に注力する金融機関も増えてきた。

ただし、太陽光発電といっても、主に住宅用となる10kW未満の設備と、主に事業用となるそれ以上の設備とでは普及政策が異なるため、そのファイナンスの方法も全く異なってくる。再生可能エネルギーの事業者向けファイナンスについては別稿で論じたため(注1)、本稿では10kW未満の太陽光発電に焦点を絞り、普及政策や普及状況を概観するとともに、金融機関の関わりについて簡単にまとめたい。

住宅用太陽光発電の普及政策

住宅用太陽光発電の普及政策は、多様であるが、主には固定価格買取制度と導入補助金などが挙げられる。

まず、10kW未満の太陽光設備でも、電力の固定価格買取制度が普及政策で重要な地位を占めている。ただし、売電対象となるのは発電量の全量ではなく、自家消費の余剰分である。余剰分の買取制度は、12年7月に導入された全量固定価格買取制度に先駆け、太陽光発電を対象として09年11月に導入されている。

10kW 未満の太陽光発電の買取期間は、09年の開始時から10年間で、10kW以上（20年間）の半分の期間にあたる。買取価格は、09年の開始当初は48円/kWhであったが、13年度には設備コストの低下を反映して38円/kWhにまで低下している（図表1）。なお、自家発電設備等併設（ダブル発電）の場合、13年度は31円/kWhである。

一方、導入補助金も重要な普及政策となってきた。国の場合、13年度は「住宅用太陽光発電導入支援復興対策事業」に基づき、41万円/kW以下の設備の場合は太陽電池モジュールの公称最大出力 1kWあたり2万円、41万円/kW超～50万円/kW以下の場合は同1.5万円の補助を実施している。しかし、経済産業省は14年度の同補助金の概算要求を行っていないため、同補助金は 13 年度をもって終了する見込みである。ただし、都道府県や市町村が独自の補助金を設けている場合もある。こちらは 14 年度以降も継続するものが多いとみられ、該当地域の大きな普及策の一つであり続けるだろう。

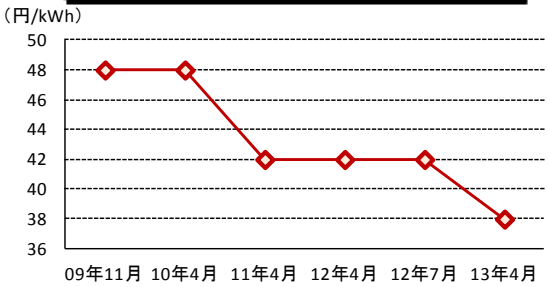
住宅用太陽光発電の普及状況と見通し

住宅用太陽光発電の普及状況を資源エネルギー庁「再生可能エネルギー発電設備の導入状況について」で確認すると、10月末時点で約670万kWである。1件あたり平均は4.5kWで、件数にすると約149万件に相当する。総務省「住宅・土地統計調査」によると、国内の一戸建て住宅戸数は08年時点で2,745万戸であるため、普及率は5.4%程度と試算できる。また、12年7月以降の1年強で約36万件が導入されるなど、増加も著しい。

これを踏まえると、もちろん年間日照率や降雪等の関係で設置に不向きの地域もあるが、住宅用太陽光発電は今後も件数を拡大する高いポテンシャルを有して

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表1 住宅用太陽光発電の買取価格の推移



資料：資源エネルギー庁より作成
注：12年7月までは「住宅用」の買取価格、それ以降は10kW未満の買取価格をさす。

いるといえる。また、設置場所不足等によって市場が縮小するとの見方もある事業用に対し[注2]、新規住宅着工に伴って新たな需要が生まれることから、市場の持続性がより高いとの見方もある。

さらに、近年の災害対策に対する関心の高まりから、非常用電源の役割を果たす住宅用太陽光発電を見直す向きが強まっていることも、普及を後押ししている。また、太陽光発電システムの平均価格は、12年度の既築で47.5万円/kWと、09年度（68.3万円/kW）と比較して約3割も低下した[注3]が、買取価格は48円/kWhから38円/kWhへと約2割しか引き下げられておらず、買取価格の割高感が大きくなっている。これについては今後の買取価格の設定にもよるが、現状の割高感が続けば、普及の追い風になるだろう。

住宅用太陽光発電と個人ローン

太陽光発電は、4kW程度の太陽光設備を導入する場合で150～200万円前後の資金が必要となるため、導入の際にローンが組まれることも多い。太陽光発電用ローンを用意している金融機関は1970年頃からみられたが、住宅屋根への設置が主であったことから、個人ローン商品の一つとして位置づけられてきた[注4]。

固定価格買取制度導入後、太陽光発電ローンの取扱いは、10kW未満とそれ以上とで大きく異なるようになった。10kW以上の場合は、発電量の全量買取が行われるため、キャッシュフローを見通したうえで融資を行うことが重要となり、事業性ローンとして新たなノウハウ蓄積が必要になっている。

一方、10kW未満の場合は、①導入するのは主に個人であり、システム総額もそれほど高額ではないこと、②余剰電力買取であるため、売電収入を見通して融資を行うような性質のものではないこと、③利用者も売電収入を期待した“投資”というよりも、非常用電源としての安心感や環境貢献への“消費”という意味合いで導入することが多いことなどの特徴から、従来通り個人ローン、特に既築住宅の場合はリフォームローンとして取扱われている。

特徴的なのは、多くの金融機関（地方銀行で7割以上）が太陽光発電や家庭用燃料電池等のエコ関連リフォームでローン金利を引き下げたり、エコ関連専用のリフォームローン商品を扱ったりしていることである。また、新築の住宅ローンでも、太陽光発電を導入した場合に一部金利を引き下げる銀行が見受けられる。

このように、住宅用太陽光発電は、環境・社会貢献に資する個人ローンの対象として既に金融機関に定着している。今後も普及拡大が見込まれる住宅用太陽発電にとって、金融機関の個人ローンの重要性は一層高まってくると思われる。

（注1）寺林暁良（2013）「地域主導の再生可能エネルギー事業と地域金融機関」『農林金融』10月号。
（注2）『日経エコロジー』2014年2月号63頁。
（注3）資源エネルギー庁「太陽光発電システム等の普及動向に関する調査」2013年2月。
（注4）寺林暁良（2011）「太陽光発電普及政策における金融機関の役割と問題点」『金融市場』6月号。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外経済金融

米国のインフレ鈍化要因と今後の見通し

木村　俊文

2年以上続くディスインフレ

米国では、景気回復局面(09年7月～)にありながらも、すでに2年以上の長期にわたりディスインフレ（物価上昇率の鈍化）傾向が続いている。

連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ指標として重視している個人消費支出（PCE）デフレーターは、リーマン・ショック後の 09 年前半に一時マイナスとなった後、11年前半まで上昇傾向が続いたが、その後は伸びが縮小し、12年5月以降は FRB の長期目標である 2.0%を下回る水準で推移している（図表1)。

FRB は、事実上ゼロ金利に据え置いている政策金利について「インフレ率が2.0%を下回る状況が続くと予想される場合は、失業率が 6.5%を下回った後もかなりの間低水準で維持する」との方針を示しているが、理事・連銀総裁による経済見通しでは 14～15 年にかけては2.0%を下回ると予想されている。

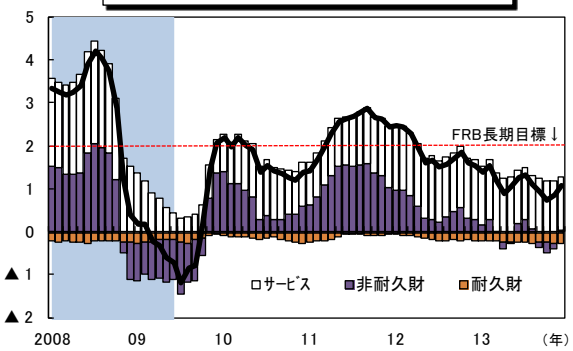
こうしたなか、イエレン FRB 議長は下院での議会証言（2 月 11 日）で、「最近の軟調なインフレは原油価格や非原油製品の輸入価格の下落といった要因を一部反映している」との見方を示した。

以下では、ディスインフレの要因を探ってみたい。

ドル高もインフレ鈍化の一因

まず、図表1に示す月次データで財別寄与度の動きをみると、「サービス」が全体を押し上げているのに対し、「耐久財」

図表1　PCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰの推移と項目別寄与度



(資料)米商務省、NBER　(注)シャドー部分は景気後退期

は一貫してマイナスに寄与する格好となっていることが確認できる。一方、「非耐久財」は上下に変動して全体の動きを左右し、足元ではマイナスに寄与しているように見える。

つぎに、図表2に示す四半期データで最近の動きをみると、項目別ではサービスのうち「住居・公共料金」が住宅市場の堅調さを受けて帰属家賃の上昇により伸び拡大となっているものの、ほかに全体を押し上げているものは見当たらない。ディスインフレ要因として特徴的なものは、次のとおりである。

＜耐久財＞

① 情報通信分野の技術革新によりパソコン・スマホ・オーディオなどの「娯楽機器」の下落が継続。

② メーカーやディーラーの積極的な値引きから12年以降「自動車・部品」の伸びが鈍化。

③ 12 年前半に一時上昇に転じた「家具・住宅設備」がセール・値引き等により再下落。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

＜非耐久財＞

④ 一次産品価格や輸入価格の下落を受け「食品・飲料」「被服・履物」の伸びが鈍化。

⑤ 輸入価格下落に加えシェールガス革命もあり「ガソリン等エネルギー」が下落。

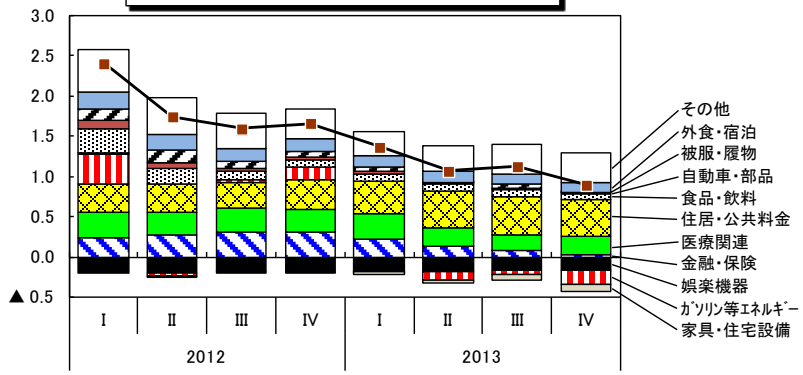
＜サービス＞

⑥ 低所得者への補助拡充等により健康保険加入率向上を目指す医療保険改革法（10 年 3 月成立）を受け「医療関連」の伸び鈍化傾向が継続。

⑦ 12 年に保険料が上昇した反動で「金融・保険」の伸びが鈍化。

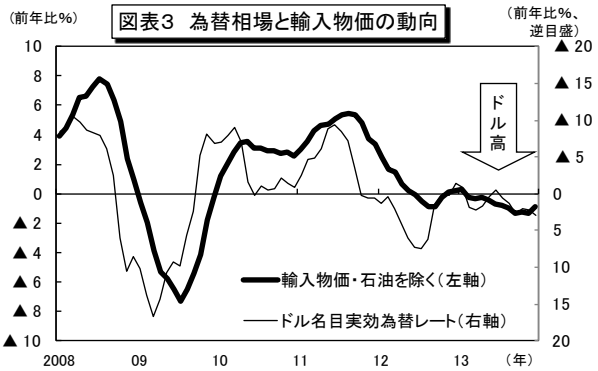
ちなみに、輸入品の価格下落が何によってもたらされるのかを考えてみると、それは為替相場動向による影響が大きいと思われる。そこで、ドル実効為替レートと輸入物価指数の動きをみると、両者は同じような動きをたどっており、11 年半ばにインフレ率がピークアウトする少し前からドル高方向に転換していたことがわかる（図表 3）。米国では貿易の決済通貨に自国通貨を用いるためドル高の影響で輸入物価が直接下落することはないものの、ドル建の価格引下げ余地ができた対米輸出企業の価格設定行動やドル高と併行する商品価格下落を通じて輸入インフレが弱まり、ディスインフレに影響を与えた面もあるだろう。

図表2 PCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰと項目別寄与度の推移



（資料）米商務省

図表3 為替相場と輸入物価の動向



（資料）米商務省、国際決済銀行

目先は天候要因が一時押し上げへ

こうした動きを踏まえ、最後に物価動向の先行きを展望すると、FRB による量的緩和第 3 弾（QE3）の規模縮小が実施されていることから、今後もドル高傾向が続き、輸入物価に対する下落圧力は弱まらないと考えられる。

一方、14 年に入ってから米国では各地で積雪や最低気温を更新するなど記録的な寒波に襲われており、この影響で暖房油需要が急増したことを受け原油価格が上昇しているほか、穀物価格も上昇傾向が強まっており、短期的には食料品やエネルギー価格が押し上げに寄与する可能性が高い。また、住宅市場は、足元では寒波の影響でやや弱含んでいるものの、銀行の緩和的な貸し出し態度の継続などから今後も回復基調が続き、プラス幅を拡大させると予想する。

さらに、これまでの金融緩和政策により内需主導の自律的な回復が広がれば、雇用・所得環境の改善を伴って需要が強まると想定されることから、14 年内の早い段階でディスインフレ終息の兆しが見え始める可能性もあるだろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

物価　古今東西 〈第 12 回〉

住宅価格上昇への対処と中央銀行の VIEW

～FED VIEW と BIS VIEW～

竹光　大士

米国住宅価格と不良債権

米国住宅バブル崩壊が起きる以前の2000 年代前半、IT バブル崩壊から景気回復を後押しするため、米連邦準備制度理事会（以下、FED）は金融緩和を約 4 年近く行った。低金利状態の長期化は不動産価格を上昇させ、証券化手法の発達等とも相まって、返済が可能ではない人々への住宅ローン等の貸付にもつながり、サブプライムローン等の不良債権を生み出すことにつながった。

FED VIEW と BIS VIEW

中央銀行が資産価格の変動にどう対処するのかというのは古くて新しい問題であり、主に FED VIEW と BIS VIEW の 2 つの考え方がある。

翁（2009）によれば、FED VIEW は資産価格の上昇がバブルであるかどうかは事前に判断できないため、資産価格の下落によって危機が発生した場合には十分な流動性を供給し、経済をソフトランディングさせようという考え方である。

対照的に BIS VIEW では資産価格上昇に対してはそれがバブルであるか否かにかかわらず、事前に金融政策を発動して抑え込む必要があるとしている。

米住宅市場の推移

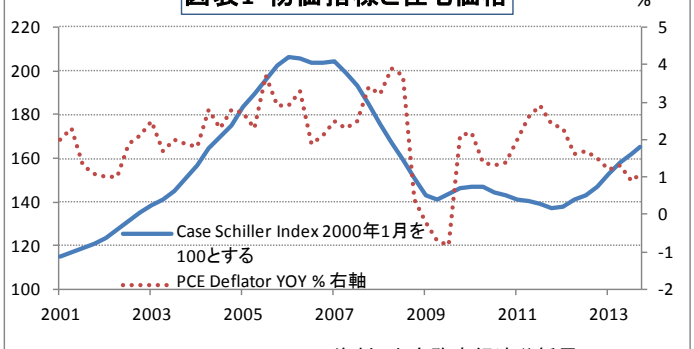
あらためて、米国の状況をみてみたい。図表 1 では S&P の Case Schiller 住宅価格が 01～06 年に大きく上昇した後、07 年以降バブル崩壊が起きていることが分かる。

一方、2000 年代前半の PCE デフレーターは当時 FED が目安としてきたと推察される 2%前後に留まっている。このことは FED が 2004 年 6 月まで利上げを行わなかった一因と考えられる。しかし、現在では冒頭で触れた通り、事後的にみれば、住宅バブルの温床になったとの評価が下されている。

近年、BIS は世界的な金融緩和が資産価格の上昇をもたらしていると警告している。一方、FED は米国では雇用環境は万全という状況には程遠く、かつ PCE デフレーターは目標とする 2%を下回っているため、大規模な金融緩和を継続している。とはいえ、物価、雇用状況だけでなく、金融機関の貸出態度等にも十分注意を払う必要があるだろう。

〈参考文献〉　翁邦雄（2009）「バブルの生成・崩壊に照らした金融制度の枠組み　－FED VIEW と BIS VIEW を踏まえて」、吉川洋編『デフレ経済と金融政策』、慶應義塾大学出版会

図表1 物価指標と住宅価格



資料：米商務省経済分析局、S&P

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

新興国ウォッチ！　＜第 21 回＞

国際収支（5）

多田　忠義

トルコ経済を発展段階説で検証

今回は、2014 年 1 月に大幅利上げを実施したトルコを例に、貿易収支、所得収支、対外純資産の推移を追った。

トルコの人口は約 7.5 千万人、一人当たり GDP が 12,000 米ドルを超える上位中所得国（2012 年世界銀行の区分）で、欧州、ロシア、中東、北アフリカに隣接し、海運の要所に位置することから交易に恵まれた国といえる。1970 年代まで、トルコは輸入代替政策によって国内産業の育成・保護を行ってきたが、資金を対外借り入れによって賄ったことや石油ショック等による経常赤字拡大で 80 年代以降、輸出指向の開放的な政策へと転換を図った。現在、欧州や中東向けの自動車輸出を主な柱の一つに据えている。

輸出増だけでは貿易赤字を埋められない産業構造

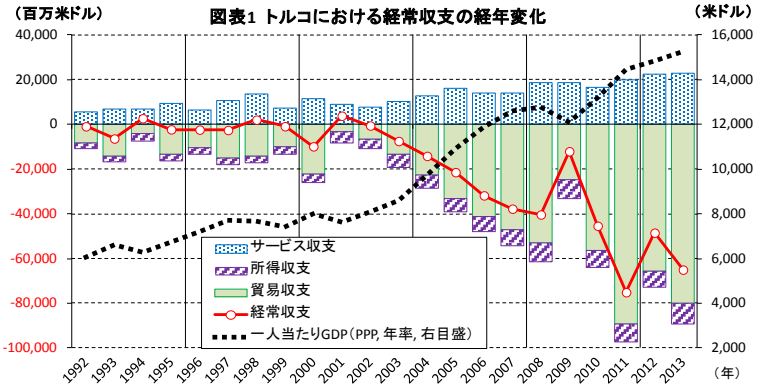
トルコは日本や韓国と同様に財閥の存在が経済発展に貢献したといえる。財閥は主要産業をカバーし、技術移転の受け皿となり得たために、同国の生産性向上に寄与し、資本蓄積が進んだといえる（中村 2013）。また、大消費地に近接する立地を生かして輸出を伸ばしてきたものの、トルコでは中間財（例えば自動車の部品）を生産する産業が未成熟であり、輸出拡大と同時に輸入も拡大する産業構造となっている。加えて、燃料等は輸入に依存しているため、内需拡大に合わせて輸入も増え、貿易赤字の拡大が深刻である。貿易赤字額は観光業や海外からの送金で穴埋めできないほどとなっており、輸出政策だけでなく、国内の産業育成政策も重要であることが明らかであろう（図表 1）。また、経済成長率は平均 5～8%台と高成長を続けているため直接投資や証券投資が続き、対外純資産のマイナス幅は拡大している（図表 2）。

クローサーらの発展段階説に従えば、トルコは「Ⅲ　債務返済国」に一瞬タッチしたのち、再び貿易赤字、経常赤字になった国といえる。もっとも、発展段階説の視点からトルコを見通すことで、輸出拡大→貿易黒字化、という流れは単純なものではなく、国内産業の成熟化が輸出産業育成と同時に求められることを明らかにしてくれた点が重要である。

参考文献

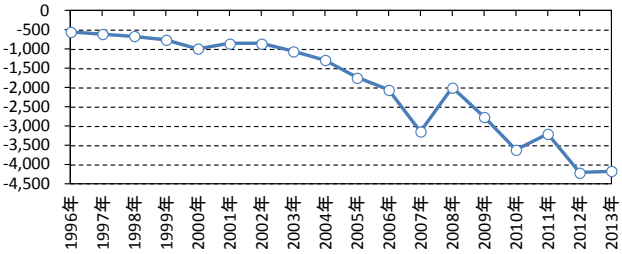
中村明（2013）「トルコ経済の現状と注意点」『（公財）国際通貨研究所ニュースレター』2013.2.18.
http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2013/NLNo_05_j.pdf

図表1 トルコにおける経常収支の経年変化



（資料）Thomson Reuters Datastreamより作成（トルコ共和国中央銀行「国際収支」、IMF WEO「購買力平価、2005年基準、一人当たり実質GDP」）

図表2 トルコにおける対外純資産



（資料）Thomson Reuters Datastream（トルコ共和国中央銀行）より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます