

潮 流

来るべき資金不足経済

調査第二部副部長 南武志

2013年度の経常収支は7,899億円（速報ベース）と、12年度（4兆2,233億円）から大幅に黒字額が縮小した。その背景として、①原発停止によって原油・天然ガスの輸入量が高水準で推移している、②資源・エネルギー価格が高止まりしている、③海外経済の回復テンポが緩慢である、④円安による輸出数量押し上げ効果が小さくなっている、⑤消費税増税前の駆け込み需要に対応して輸入が急増した、⑥歴史的な円高が半ば定着したことで、生産拠点の海外シフトが必要以上に進んだ、等の要因が挙げられるだろう。

さて、世の中には、経常収支や貿易収支などといった対外バランスの収支尻を、国の勝ち負けと結び付けて考える傾向がある。つまり、黒字は「勝ち」、赤字は「負け」という解釈である。それゆえ、経常収支の黒字・赤字については国際的な問題となりやすく、黒字国は赤字国から雇用を奪っているなどという「難癖」を付けられやすい。しかし、経済構造や発展段階の異なる国どうしが多角的な交易を行っていることもあり、収支を均衡させることは不可能に近い。また、よほどの重債務国や低貯蓄国でもない限り、黒字を計上する必然性は薄い。

いわゆるマクロ恒等式によれば、経常収支の収支尻はその国の総貯蓄と総投資の差額に等しい。つまり、経常収支黒字国は「総貯蓄＞総投資」であり、その貯蓄の余剰分が海外に流出している、といえる。日本やその近隣アジア諸国では、20世紀中盤以降、人口構成の急激な変化が起きた。乳幼児死亡率が低下し、生産年齢人口比率が高まる時期には将来に備えた貯蓄が膨らむ。一方で、人口増加率が鈍化する過程では国内投資も減速していくため、経常収支は黒字化しやすい。この現象は「勝ち」、「負け」という価値観とは無縁である。

そう遠くない将来、日本の経常収支が赤字であることが常態化する可能性があるが、それは国力の低下を意味するとの意見もある。だが、世界的に見れば、貿易収支・経常収支の黒字・赤字は、経済大国としての地位とは別物であろう。例えば、米国は長らく貿易収支の赤字国であるが、純然たる世界第一位の経済大国である。一方、中東の産油国は貿易収支が黒字である国がほとんどで、一人当たり所得も高い国ではあるが、オイルマネーに依存しているという意味で、経済的に成功した国とはいえない。そもそも多くの企業が国境を越えた事業展開をしているが、そうした活動も反映される輸出入など国際取引の収支差が一国の国際競争力を意味しているとは言い難い。

さて、経常収支赤字が常態化すれば、日本国債の市中消化に困難が生じ、長期金利の上昇を招くといった危惧を指摘する向きもある。実際、経常収支の赤字は海外から資金がネットで流入していることを意味するが、その主役は、いわゆる海外投資家の資金ではなく、これまで蓄積してきた対外資産の取り崩しであろう。だから、心配には及ばない、ということでは決していないのだが、あまりに過敏になり過ぎることもない。とはいえ、長らく資金余剰経済だった日本が資金不足経済に移行していくことで、様々な環境変化に見舞われる可能性がある点は留意すべきであろう。

消費税増税の経済・物価への影響見極めが続く

～ 早期の追加緩和観測は後退 ～

南 武志

要旨

消費税増税からほぼ 3 ヶ月が経過、非耐久財やサービスの消費やマインド面に持ち直しの動きも見られるが、駆け込み需要が強く出た耐久財については当面は販売不振が続く可能性があり、全般的に斑模様といえる。今後の景気動向を見る上では、家計所得の状況が鍵を握ると見るが、夏季賞与の堅調さを前提にしても、増税によって目減りした実質所得の影響が徐々に出てくる可能性は否めない。4～6 月期に想定されるマイナス成長の後、7～9 月期には一定のリバウンドが期待されるが、その後の回復テンポは緩慢なものにとどまると予想される。こうした動きを前提にすれば、現状 1% 台前半にまで高まった消費者物価の上昇圧力も先行き弱まるだろう。日銀による追加緩和観測は現時点では後退しているが、年内に再び追加緩和への思惑が強まる場面もあるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目	2014年			2015年	
	6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)	0.066	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2100	0.15～0.23	0.15～0.23	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 (%)	0.580	0.55～0.80	0.55～0.80	0.55～0.85
	5年債 (%)	0.175	0.15～0.30	0.15～0.35	0.20～0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	102.0	100～110	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	138.7	135～150	135～155	135～155
日経平均株価 (円)	15,376	15,250±1,000	15,000±1,000	15,250±1,000	15,500±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2014年6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

消費税増税からほぼ 3 ヶ月が経過した。主要経済指標を見ると、民間消費については、既に非耐久財やサービスは持ち直しが始まっているようであり、増税直後には大きく悪化した消費者マインドも、5 月には小幅ながらも改善方向に転じている。一方で、自動車や白物家電などの耐久消費財については、4 月分に増税前の駆け込み需要の受注残が含まれていたこともあり、大幅な落ち込みは回避されているが、これから反動減が明確化すると

の懸念もないわけではない。

こうした民間消費を中心とした需要の落ち込みに対して、企業設備投資は比較的底堅く推移している。4 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲9.1%の大幅減だったが、激増した3月分（同19.1%）からの反動減としては限定的だった。これまでの景気改善を受けて、先送りされてきた更新需要などの実施を目論む企業も増加しているようだ。

一方で、輸出が相変わらず鈍い点には注意が必要であろう。5 月の貿易統計が

ら作成された実質輸出指数は前月比▲2.2%と2ヶ月ぶりのマイナスとなった。海外経済の回復テンポは依然として緩慢とはいえ、世界全体で3%前後の経済成長が実現できているにもかかわらず、日本の輸出は増勢を強める様子がない。その原因として、これまでの超円高によって生産拠点の海外シフトが加速的に起きた可能性が指摘できる。実際、3月まで消費税増税前の駆け込み需要が強まる中で輸入も急拡大するなど、上記の可能性を裏付けるものであろう。

さて、今後のリバウンドやその持続性を左右するのは、輸出や企業設備投資もさることながら、家計所得の動向であることに異論はないだろう。今春の賃金交渉では、主要企業でのベア復活も含めて例年以上の結果が得られたほか、過去最高益を更新した13年度企業業績を受けて夏季賞与も堅調と想定されている。しかしながら、増税によって足元3%台まで物価が上昇していることを考慮すれば、所得の伸びはそれに追いついておらず、実質所得が目減りしているとみられる。残業減の可能性も出てくる秋以降の家計の消費行動にとって抑制的に働く可能性もある。

以上を踏まえれば、国内景気は14年度上期中に反動減とリバウンドが観測された後はしばらく緩慢な回復テンポにとどまり、下期中にアベノミクスが目標とする「実質2%、名目3%」の持続的成長経路へ戻ることは困難だろう（経済見通しは後掲レポートをご参照下さい）。

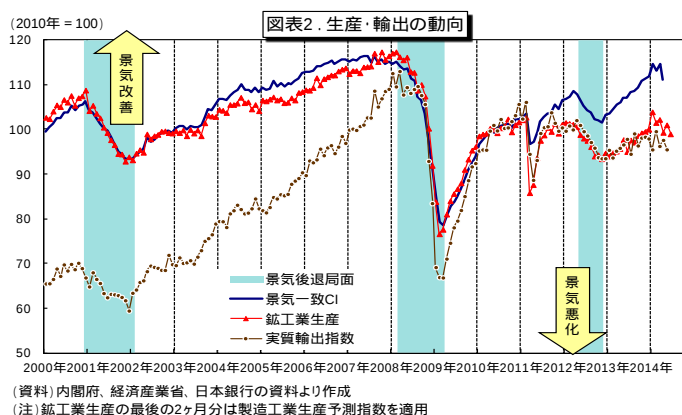
一方、物価については、消費税増税によって表面的な物

価上昇率は大幅に上昇、4月の全国消費者物価（生鮮食品を除く）は前年比3.2%と、約23年ぶりの上昇率まで高まった。このうち、増税による押し上げ分は1.7ポイント程度とされているが、それ以外では電気・ガス代の値上げ継続やガソリン環境税の導入などのエネルギー高騰、高校授業料や高速道路料金等の制度的要因も物価押し上げに寄与している。また、4月あたりまでは、13年度末にかけての駆け込み需要の余韻もあり、耐久消費財価格も予想外に底堅かった。

しかし、先行きについては、既に円安による物価押し上げ効果が一巡しているほか、駆け込み需要の反動減が発生すること、さらに5月中旬以降は耐久財の値下げ圧力が強まるなど、需給改善による物価押し上げ効果が剥落してくると思われる。国内企業物価統計によれば、消費者物価・財価格の上流に位置すると見られる消費財価格の上昇圧力がほぼ解消していることが見て取れる。現在「1%台前半」と評価されている物価上昇率（消費税要因を除く）は先行き上昇幅を縮小させる動きが出てくると予想する。

金融政策：現状と見通し

消費税増税後に開催された4回の金融政策決定会合では、一部の緩和期待をよ



そに、現行の量的・質的金融緩和（QQE）の維持が決定されている。これは、「消費税の影響は一時的であり、2%の物価安定目標に向けて順調にたどっている」と日銀がこれまで繰り返してきた認識と整合的といえる。黒田総裁は、必要であれば政策の調整は躊躇なく実施するとしたものの、基本的には現行の金融緩和策のままで「2年で2%の物価上昇」は達成できるという姿勢を崩していない。

現在の政策運営スタイルが「物価の安定を早期に達成する」ことを最優先するものである以上、今後の政策は物価動向が鍵を握ることは間違いない。ちなみに、黒田総裁は、暫くの間、物価上昇率は1%台前半で推移した後、14年度後半から再び上昇傾向をたどり、15年度中には2%程度に達する可能性が高いとの物価見通しを示している。前述の通り、これまでのところ物価情勢は日銀の予想に沿った動きとなっており、最近では追加緩和観測が後退している。

一方、当総研も含め、大部分の民間エコノミストは、徐々に物価上昇圧力が弱まり、14～15年度と1%程度にとどまると予想するなど、「2年で2%の物価上昇」には依然として懐疑的である。13年度の物価上昇を支えた円安効果が一巡した状況下で、物価上昇圧力が一段と高まるためには、雇用者全体の賃上げ圧力を高めるほどの需要拡大が必要条件であるが、それが年度後半に実現する見込みは薄いと思われる。

今後、実際の物価が日銀のシナリオを下振れて推移する可能性が浮上し、「2年で2%」の達成が困難との見方が強ま

れば、追加緩和に向けて動かざるをえないと予想する。年内にもそうした状況になる可能性があると思われる。

金融市場：現状・見通し・注目点

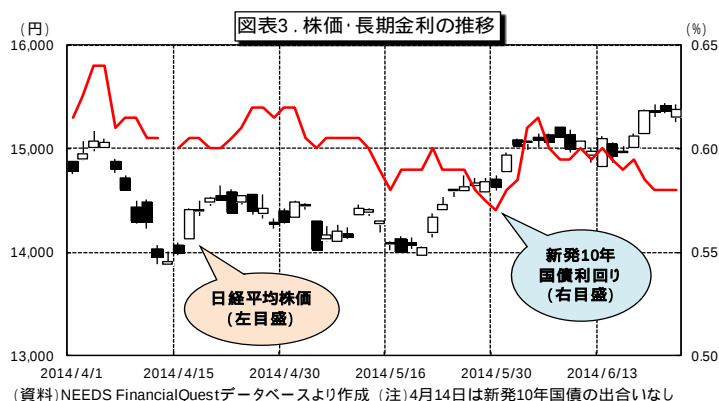
このところ米国・中国など世界経済の先行き悲観論を払拭させるような経済指標が散見されてきた一方、新興国リスクが依然燦々しているほか、ウクライナ・イラク情勢などを巡る不透明感も強い。国内投資家の多くは消費税増税後の景気・物価動向を見極めようとしており、全般的に膠着気味の相場展開となっている。

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。

債券市場

QQE 導入直後こそ乱高下を繰り返しながら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、国債買入れオペを巡る日銀の柔軟な対応や流動性リスクなどに対する民間金融機関のポジション調整終了などもあり、13年7月以降は落ち着きを取り戻し、現在に至るまで約1年近く低位安定状態が続いている。14年度入り後は概ね0.6%前後での小動きに終始している。

この背景には、日銀による大量の国債買入れが当面継続するとの予想が根強いことがあるわけだが、一方で流動性の低



下が意識される場面も散見されている。なお、6 月に入り、日銀は国債買入れオペにおける各年限別の買入れ額を 2 度にわたって修正した。具体的には、残存 10 年超の国債を減額し、逆に残存 1 年以下を増額したわけであるが、市場参加者からは早くも QQE からの出口に向けた動きとの憶測を呼んだようだ。もちろん、これまでの国債買入れによって日銀保有国債の平均残存期間が「6～8 年」との目安を超えたのを調整するのが最大の目的と思われるが、これを受けて超長期債の調整色が足元でやや強まった。

先行きについては、米長期金利の上昇などが国内の長期金利の上昇要因として意識される場面もあると思われるが、極めて強力な緩和策の効果の浸透に加え、前述の通り、「2 年で 2%」の達成に慎重な見方が多く、少なくとも現行の緩和策はしばらく継続されとの思惑などは金利上昇を抑制するものと思われる。しばらくは現状水準での展開が続くだろう。

株式市場

アベノミクスへの期待感から 13 年末にかけて 16,000 円台を回復した日経平均株価であったが、14 年入り後は調整色の強い展開となり、14,000 円台を中心レンジに推移した。アベノミクス効果や消費税増税を前にした駆け込み需要もあり、13 年度の企業業績は過去最高となったが、14 年度には減益が予想されること、さらに世界経済の先行き懸念も時折浮上するなど、不透明さが強まり、5 月中旬以降、幾度か 14,000 円を割りこむなど、軟調な展開となっていた。なお、足元では成長戦略に盛り込まれた年金積立金管理運

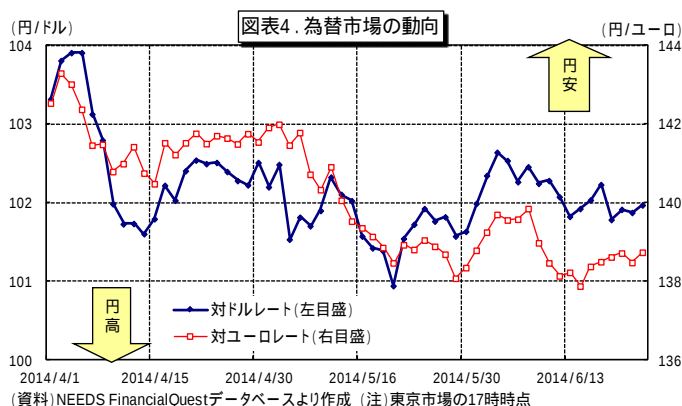
用独立行政法人（GPIF）の運用改革（国内株式運用比率の引上げ）などを材料に、株価が上昇傾向を強めている。なお、GPIF による株式買入れ増が購入対象となった企業の本源的価値に影響を与えなければ、中長期的に株価を下支えする効果は乏しいと言わざるを得ない。

先行きについては、増税後の企業業績の行方を見極める展開となるだろうが、14 年度は減収減益となる企業が増えると思われる。GPIF 効果は長続きせず、基本的に上値の重い展開と予想する。

外国為替市場

14 年度入り後の為替レートは明確な方向感に乏しく、概ね 1 ドル = 100 円台前半でのレンジ相場が続いている。日銀の追加緩和観測が後退した半面、量的緩和策の規模縮小を断続的に進めている米国の長期金利は上昇圧力がなかなか強まらず、円安方向への推移が阻まれている。また、時折浮上する新興国経済の先行きや最近のウクライナ・イラク情勢への警戒感はリスク回避姿勢を強め、円高圧力として働いている。

先行きも、方向感の乏しい展開がしばらく続くと見るが、米国の利上げ時期の前倒し、もしくは日本の追加緩和といった観測が再浮上すれば、円安気味に推移し始めるだろう。（2014.6.24 現在）



2014～15 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)

～2014 年度 1.1%(上方修正)、15 年度 1.4%(変更なし)～

調査第二部

6 月 9 日に発表された 2014 年 1～3 月期の GDP 第 2 次速報(2 次 QE)を踏まえ、当総研では 5 月 19 日に公表した「2014～15 年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

しかし、GDP デフレーターについては前年比▲0.1%と 1 次 QE(上掲：同横ばい)から下方修正され、小幅ではあるが、18 四半期連続の下落となった。

景気の現状

上述の通り、13 年度下期には消費税増税前の駆け込み需要が発生、特に 3 月には民間消費を中心に大きく加速が見られた。しかし、新年度に入ると、消費税率 8%への引上げの影響によって、企業・家計の景況感、さらには生産・消費などの

1～3 月期は上方修正

5 月 15 日に発表された 1～3 月期の 1 次 QE によれば、「15 ヶ月予算」の一巡による公共投資の減少や外需の鈍さにもかかわらず、消費税増税前の駆け込み需要が大いに盛り上がったことにより、経済成長率は前期比年率 5.9%と高い伸び率を達成した。GDP デフレーターも前年比 0.01%となるなど、景気改善によってデフレ的な様相が薄らぎつつあることも確認できた。

一方、今回の 2 次 QE では、民間在庫投資や公共投資では下方修正されたものの、民間企業設備投資が大きく上方修正された(前期比：4.9%→7.6%)こともあり、経済成長率は前期比年率 6.7%と、成長率が一段と高まった姿へ上方改訂された。し

2014～15年度 日本経済見通し

	単位	2012年度 (実績)	13年度 (実績)	14年度 (予測)	15年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 0.2	1.9	2.3	2.0
実質GDP	%	0.7	2.3	1.1	1.4
民間需要	%	1.4	2.2	1.5	1.8
民間最終消費支出	%	1.5	2.6	0.4	1.5
民間住宅	%	5.3	9.5	▲ 3.7	▲ 0.6
民間企業設備	%	0.8	2.6	4.4	3.6
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.4	0.2	▲ 0.0
公的需要	%	1.4	4.2	1.2	0.4
政府最終消費支出	%	1.5	1.8	1.0	1.1
公的固定資本形成	%	1.3	15.1	1.9	▲ 2.6
輸出	%	▲ 1.2	4.7	4.0	5.2
輸入	%	3.7	7.0	5.3	6.9
国内需要寄与度	%pt	1.4	2.8	1.4	1.5
民間需要寄与度	%pt	1.1	1.8	1.1	1.4
公的需要寄与度	%pt	0.4	1.1	0.3	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.4	1.1	0.6
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.0	1.8	3.7	1.9
全国消費者物価 (") (消費税増税率要因を除く)	%	▲ 0.2	0.8	2.9	1.8
完全失業率	%	4.3	3.9	3.8	3.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 2.7	3.2	▲ 0.0	1.4
経常収支	兆円	4.2	0.8	4.2	6.8
名目GDP比率	%	0.9	0.2	0.9	1.4
為替レート	円/ドル	83.1	100.2	103.6	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	0.65	0.74
通関輸入原油価格	ドル/バレル	113.4	109.6	112.5	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。

指標も大きく悪化、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ）も 3% 台にまで上昇率が高まった。

政府は、増税による悪影響を最小限に食い止めるべく、5.5 兆円規模の 13 年度補正予算を編成し、早期契約・執行に努めてきたほか、増益企業に対して賃上げを要請した。その甲斐あってか、14 年春季賃金交渉では、ベアが復活する企業が増加し、例年を上回る成果が得られた。

しかし、円安が進んだ半面、海外経済の回復テンポが緩慢なままであることから、輸出は鈍いままであり、国内需要の落ち込みを穴埋めするほどの勢いはまだ見られない。

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、2 次 QE そのものが大きく修正されたわけではないこと、消費税増税後の内外経済・金融市場の動きが想定範囲内であったこともあり、5 月 19 日に公表した「2014～15 年度改訂経済見通し」で示した景気・物価シナリオはあまり修正する必要はないと考える。

まず、14 年 4～6 月期については、民間最終需要関連の経済指標に反動減が発生していることもあり、マイナス成長に転じることは不可避であろう。3 月までに大きく盛り上がった白物家電や乗用車の販売は、物流面でボトルネックから 4 月分に実績が持ち越された面もあるほか、反動減に対応した値下げ販売を期待する動きも散見されるが、減少傾向にあることは確かである。なお、百貨店・スーパーや外食サービスでは、時間経過とともに、徐々に売上げが戻りつつあるとの評価もあるが、公表統計には増税によ

る値上げ分が含まれており、扱いには注意が必要であろう。また、輸出には鈍さが残るだろう。

続く 7～9 月期には、反動減からのリバウンドが期待されることから、再びプラス成長に戻ると思われる。とはいえ、14 年度下期以降もその勢いのまま推移する可能性は大きくないだろう。前述の通り、政府は公共事業を中心とした経済対策を策定したほか、企業はベースアップを含めた賃上げを実施したが、増税ショックを短期間で吸収できるほどの内容ではなかった。足元の公共投資には一服感があるとはいえ、水準そのものは高く、景気押し上げ効果はもはや出尽くしていると思われる。また、賃上げ率も消費税率の引上げ分には届かず、残業時間が先行き頭打ちとなれば、実質賃金の減少傾向は一段と強まるだろう。

それゆえ、年度下期は潜在成長力を大幅に上回るような経済成長は実現できず、足踏み感が出る可能性もある。こうした国内景気の動きを受けて、14 年度入り後の物価上昇圧力（消費税増税の影響を除く）はやや弱まる可能性が高い。

以上を踏まえ、14～15 年度の経済成長率について、14 年度は 1.1% と、5 月時点からは 0.1 ポイントの上方修正としたが、主に今回の 2 次 QE 公表に伴って「14 年度へのゲタ」が 0.1 ポイント引き上げられたことによるものである。消費者物価も表面上は前年比 3% 弱まで上昇するが、消費税要因を除けば同 1% 前後ととどまるだろう。

こうした景気・物価情勢を受けて、政府・日本銀行に対しては、何らかの対応策を講じることになると思われる。

持ち直しの動きが強まる米国経済

木村 俊文

要旨

米国経済は、雇用・所得環境の改善を背景に家計部門が底堅く推移しているほか、生産増などを反映して企業マインドも改善するなど企業部門にも好調さが波及しつつある。こうしたなか、米金融当局(FRB)は量的緩和策をさらに 100 億ドル減額することを決定した。

経済指標は改善の動き

最近発表された米経済指標は、総じて改善の動きを示している。まず、雇用関連では、5月の雇用統計で失業率(6.3%)や労働参加率(62.8%)は前月から横ばいだったものの、非農業部門雇用者数が前月差 21.7 万人増と 4 ヶ月連続で 20 万人超の伸びとなった。また、時間当たり平均賃金も前年比 2.4%と 3 ヶ月ぶりに小幅上昇するなど、緩やかながらも雇用・所得環境の改善が示された。

個人消費は、5月の小売売上高が前月比 0.3%と、自動車や建設資材などが売り上げを伸ばし、4 ヶ月連続で増加した。雇用・所得環境の改善の下で消費者マインドが高水準で推移しているほか、株高による資産効果が期待されることもあり、今後も増加傾向が続くと考えられる。ただし、ガソリン価格が約 1 年 4 ヶ月ぶりの高値となっており、消費を下押しする可能性には注意が必要だろう。

企業部門では、5月の鉱工業生産が前月比 0.6%と 2 ヶ月ぶりに上昇した。前月に落ち込んだ自動車やコンピューター関連など製造業が反動増となり、全体を押し上げた。

また、6月の連銀製造業景況指数は、ニューヨーク(19.0→19.3)、フィラデルフィア(15.4→17.8)ともに業況が改善

しており、製造業の活動が活発化する可能性を示している。

一方、住宅関連では、5月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が 100.1 万件と前月(107.1 万件)を下回り、先行指標となる着工許可件数も 99.1 万件と急増した前月(105.9 万件)から減少し、足踏み状態が続いている。とはいえ、住宅建設業者の景況感を示す 6月のNAHB住宅市場指数は 49 と前月(45)から上昇し、持ち直しの兆しがみられる。なお、詳しくは本号「足踏み状態が続く米国の住宅市場」を参照されたい。

物価面では、5月の消費者物価指数(CPI)が前年比 2.1%と、2 ヶ月連続で 2%台の上昇となった。要因としては原油価格や農産物価格の高騰のほか、燃料高の影響を受けた運輸サービスの上昇に加え、医療関連サービスの物価押し下げ効果が弱まったことなどが挙げられる。

FRB は量的緩和を 100 億ドル追加減額

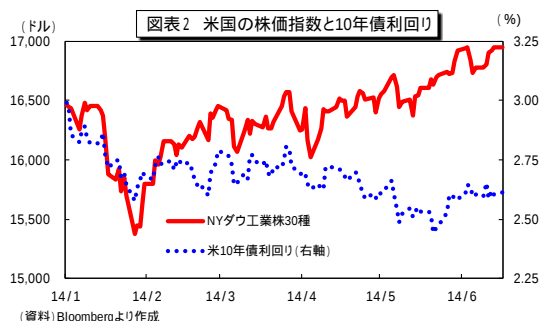
連邦準備制度理事会(FRB)は、6月 17～18 日に開催した連邦公開市場委員会(FOMC)で、量的緩和策第 3 弾(QE3)による債券買入規模(当初 850 億ドル)を過去 4 回の会合と同様さらに 100 億ドル縮小し、7 月から月額 350 億ドルとすることを決定した。

一方、事実上のゼロ金利政策については、インフレ率がFOMCの長期目標である2.0%を下回り続けると予想される場合には、QE3終了後も「相当な期間」据え置く方針をあらためて示した。

FOMC後の会見でイエレンFRB議長は、利上げ時期については「経済の回復動向次第」と明示しなかったものの、CPIは振れ幅が大きい点を指摘したほか、今後は景気回復に伴い職探しを再開する人が増えることから失業率の低下ペースが鈍化するとの見方を表明し、緩和政策を当面継続する意向を示唆した。

なお、今回公表された最新の経済見通しによれば、FRB理事と連銀総裁の16人による14年の成長率（予想中心帯）は2.1～2.3%と寒波の影響を反映して前回3月時点の予想（2.8～3.0%）から下方修正された（図表1）。ただし、15～16年については予想を据え置き、景気回復が継続するとの見方を示した。一方、失業率は、改善傾向が続いていることを踏まえて全期間にわたって引き下げられた。また、政策金利が16年末までに上昇すると予想するメンバーが前回予想に比べ若干増えたものの、長期の政策金利見通し（中央値）は3.75%と前回（4.0%）から低下し、米経済の潜在成長率に対する見方がやや後退している兆候が示された。

イエレン議長は、3月会合後の記者会見で「相当な期間」とは6ヶ月程度であ



図表1 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し（14年6月時点）

	2014年	2015年	2016年	長期
実質GDP	2.1～2.3 (2.8～3.0)	3.0～3.2 (3.0～3.2)	2.5～3.0 (2.5～3.0)	2.1～2.3 (2.2～2.3)
失業率	6.0～6.1 (6.1～6.3)	5.4～5.7 (5.6～5.9)	5.1～5.5 (5.2～5.6)	5.2～5.5 (5.2～5.6)
PCE デフレーター	1.5～1.7 (1.5～1.6)	1.5～2.0 (1.5～2.0)	1.6～2.0 (1.7～2.0)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.5～1.6 (1.4～1.6)	1.6～2.0 (1.7～2.0)	1.7～2.0 (1.8～2.0)	
FFレート 誘導水準	0.25 (0.25)	0.5～1.75 (0.5～1.5)	2.0～3.5 (1.75～3.0)	3.5～4.0 (3.5～4.0)

(資料) FRB資料より作成

(注) メンバーの予想範囲から上下3人ずつを除いた予想中心帯を示す。失業率は各年第4四半期の平均値。その他の数値は各年第4四半期の前年同期比。

ると示唆したことから利上げ前倒し観測が一気に高まったことを踏まえ、今回の記者会見では、今後の利上げは経済動向次第と再三にわたり注意深く強調した。

ただし、前述のとおり、賃金上昇加速の兆しも見られ、今後、物価上昇圧力が強まることも想定されることから、状況によっては利上げ前倒し観測が再浮上する可能性もあるだろう。

米株価は最高値更新

米国の長期金利（10年債利回り）は、5月下旬に一時2.41%と13年6月下旬以来約11ヶ月ぶりの低水準となったものの、その後は売りポジションの巻き戻しによる米国債買いの動きが一巡したほか、好調な経済指標の発表が続いたことから上昇に転じ、6月中旬以降は2.6%台で推移している（図表2）。先行きも長期金利は景気回復期待から上昇傾向で推移すると想定される。

一方、株式相場は緩和政策維持を好感するなど続伸し、ダウ工業株30種平均は過去最高値更新を続け、6月下旬には17,000ドルの大台も視野に入りつつある。先行きは高値警戒感からやや調整気味に推移するものの、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。（14.6.23現在）

ユーロ圏の危機は終わったのか？

～市場の沈静化の背後に残る様々な懸念～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏では各国で国債利回りの低下が進むなど、財政危機は既に過去のものとなったかの感がある。しかしながら、現在の環境下では当面市場波乱は見込みにくいものの、今後クレジットスプレッドが一転して拡大に向かう可能性は決して小さくはないものと考えられる。

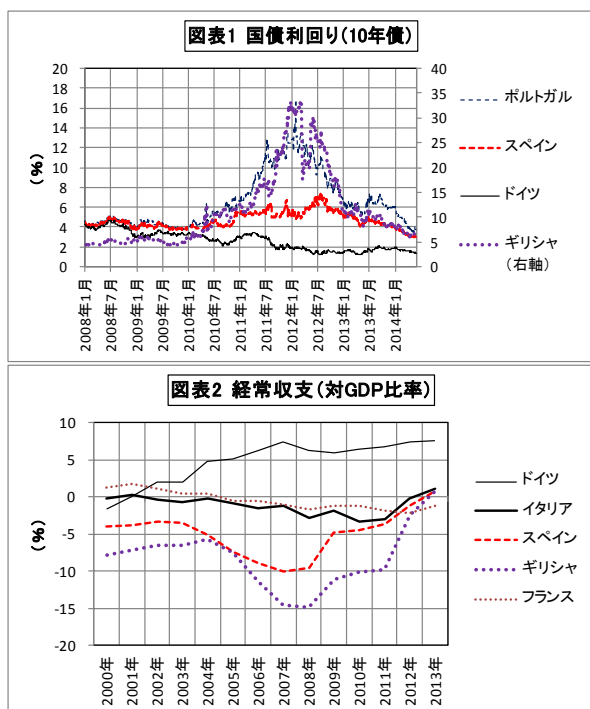
はじめに

ユーロ圏では各国で国債利回りの低下が進むなど、財政危機は既に過去のものとなったかの感がある（図表1）。

この危機は 2009 年秋にギリシャにおける財政粉飾の表面化により始まったが、アイルランドやポルトガル等を金融支援に巻き込み、その後 12 年初にかけて銀行の財務悪化を通じた広い範囲への波及懸念等で危機感がピークに達した。これに対し、欧州中央銀行（ECB）による 11 年 12 月と 12 年 2 月の長期リファイナンスオペ（LTRO）を通じた大規模な資金供給や、さらには 12 年 9 月の無制限の国債購入策（OMT）の導入等を通じたユーロを守るとの強いコミットメントを主要な契機として、危機は沈静化に転じた。また、この間に経済の構造改革とともに内需の停滞を背景にして財政悪化国の経常収支の改善が進んだことも、市場波乱の懸念の低下に寄与することとなった（図表2）。

以上の結果、アイルランドとスペインは昨年 12 月に金融支援からの離脱を果たし、またポルトガルも本年 5 月に同様の離脱の決定を行っている。加えてこの 4 月には、ギリシャさえも 4 年ぶりに国債の新規発行を実現させるに至った。

しかしながら、これらをもってユーロ



（資料）図表1はBloombergの、図表2はEurostatのデータから農中総研作成。

圏の危機は既に終了済みとすることはできそうにはない。現実には、国家財政は健全性を回復したとは言えず、また企業や家計でも債務の削減が課題として残されている。景気回復の緩慢さは国家・民間双方の財務改善の障害となるほか、継続するデフインフレが債務負担を高めるなどの懸念も生じている。

以下、本稿では、財政危機に関連してユーロ圏に残されたリスクの所在について検討するものである。

道半ばの国家・民間の財務改善

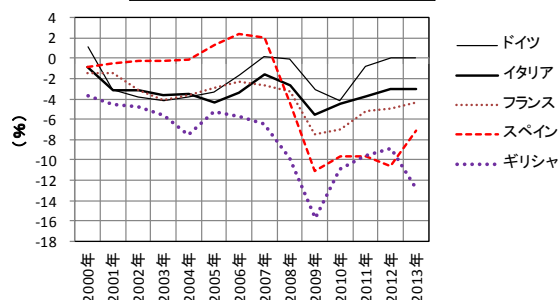
まず国家財政の状況を見ると、財政収支は対 GDP 比率で▲3%以内、債務残高は同60%以内とするとのユーロ圏の基準に対し、その達成に向けた足取りは極めて鈍い（図表 3, 4）。ユーロ圏の経済規模上位 4 ヶ国の中では、わずかにドイツにおいて財政改革の成果が認められるほかは、全般に財政赤字の改善は途上であり、債務残高はむしろ増加傾向にある。ドイツとともに主導的な取組みが期待されるフランスでは、イタリアと同様に諸改革の遅延が明らかとなっており今後も多難な推移が見込まれている。また、財政危機の発端となったギリシャでは、財政赤字は増加し、債務残高はその持続可能性が疑われる高い水準にとどまっている。

次に、民間においても財務改善は道半ばである（図表 5～7）。銀行については資産査定（AQR）等を控え最近時点ではやや改善の可能性はあるもののイタリアやスペインで負債比率が高く、その他の企業についても同様の状況にある。また、家計でも不動産価格の低迷が続くスペインで、特に負債比率が高止まっている。

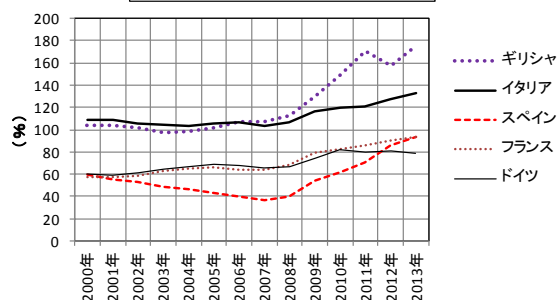
こうしたなか、ECB は 6 月には民間銀行が中央銀行に預け入れる余剰資金の金利をマイナスとし、また企業融資の増加を図る銀行に対し低利資金を供給する仕組み（TLTRO）を導入したが、内需の停滞で需資が限られるとともに不良資産の増加が懸念され、一方では企業や家計の財務改善が課題として残されている現在の状況の下では、銀行融資を促す効果には限界があるものと考えられる。

これらの結果、景気回復の緩慢さが国家財政の改革を遅延させ、今後も危機の根源が温存されることが考えられる。

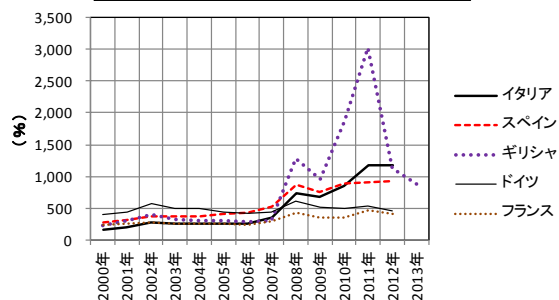
図表3 政府財政収支(対GDP比率)



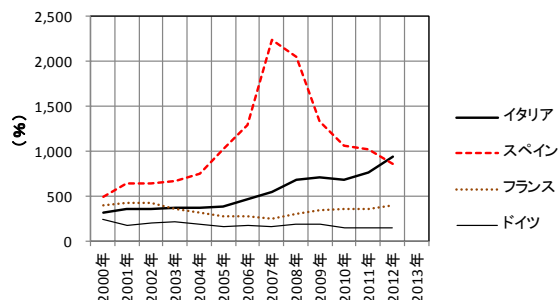
図表4 政府債務残高(対GDP比率)



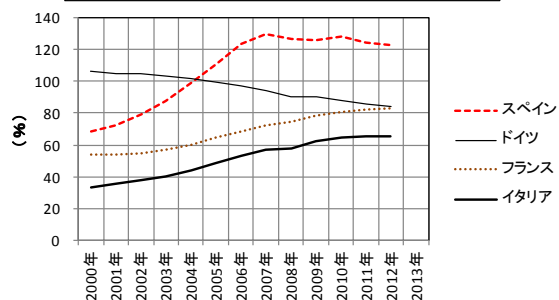
図表5 銀行の負債比率(負債残高/資本額)



図表6 企業(除く金融機関)の負債比率(借入残高/売上高)



図表7 家計の負債比率(借入残高/可処分所得額)



（資料）図表 3～7 は、Eurostat のデータから農中総研作成。
（注）図表 6, 7 については、ギリシャはデータを公表していない。

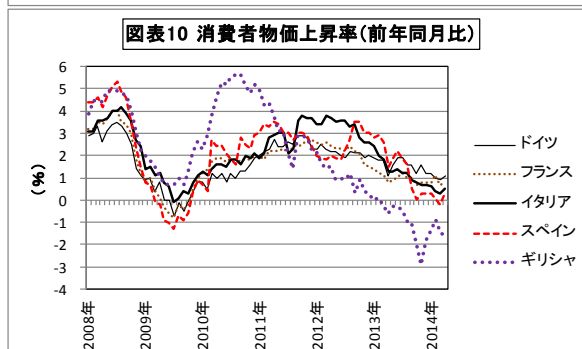
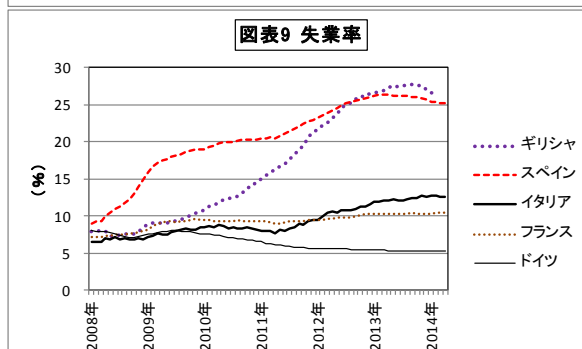
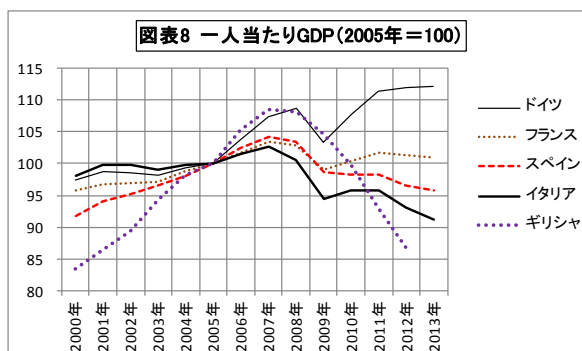
依然として厳しいギリシャの状況

さて、国家財政について引続き大変厳しい状況に置かれているギリシャであるが、その改革に向けた環境は非常に困難なものとなっている。

まず同国のマクロ経済情勢については、GDP の水準は危機後大きく落ち込み、今後の回復には多難な道のりが予想される（図表 8）。特に全体で約 27%である失業率は 25 歳未満の若年層では約 57%に達しており（14 年 2 月）、スペインを上回る高い水準にある（図表 9）。他のユーロ圏の国々では弱い内需に対して外需の取込みを図る動きも認められるが、ギリシャでは輸出額に伸びは見られず景気回復に向けた見通しは明るくはない^(注 1)。このようなもとで、消費者物価上昇率は既に 13 年 3 月以降 1 年以上にわたりマイナスに沈んでおり、実質金利の上昇に伴う投資の抑制、消費の先延ばし、債務負担の増大等が懸念される状況にある（図表 10）。

加えて政治情勢を見れば、現在の連立与党の国会における議席数は 300 議席中 152 議席にまで減少しており、綱渡りの政局運営が続いている。折から 5 月に実施された欧州議会選挙では、過去に金融支援の条件受入れを拒否した野党シリザ（SYRIZA）が第 1 党になるなどの動きもあり、政権の基盤は引続き脆弱である。

これらを背景にした諸改革の遅延等により、欧州委員会や国際通貨基金（IMF）ではそれぞれ 100 億ユーロを超える、現行の金融支援でカバーできない追加的な資金不足の発生を見込んでいる（図表 11）。この結果、10 年 5 月の第 1 次支援、12 年 3 月の第 2 次支援に続き、第 3 次支援の取りまとめが必要となるとみられているが、その具体的な検討は今年の夏以降に



(資料) 図表 8～10 は Eurostat のデータから農中総研作成。

図表 11 ギリシャの追加資金不足額見込み

(単位: 億ユーロ)

		2014年	2015年	合計
欧州委員会	資金不足額 A.	233	195	428
	金融支援実行額 B.	207	72	279
	追加資金不足額 B. - A.	-26	-123	-149
国際通貨基金 (IMF)	資金不足額 A.	208	197	405
	金融支援実行額 B.	208	71	279
	追加資金不足額 B. - A.	0	-126	-126

(資料) <参考文献>①p72、および同②p56から農中総研作成。

開始される見込みである^(注 2)。

市場の追い風のもとで今では自力調達
の道も開かれているギリシャではあるが、
他の国々においても欧州議会選挙で反欧
州連合 (EU)・反ユーロ勢力が躍進し追加
支援に対する抵抗感が高まるなか、以上
のようにギリシャの先行きは決して楽観
できない点には注意が必要とみられる。

おわりに

こうしたなか、ドイツ国民を対象とした世論調査の結果が報じられている。

- ・「ユーロ圏の危機は終了した」との回答が7%に対し、「終了していない」との回答が81%
- ・「ギリシャは改革の正しい道筋を辿っている」との回答が34%に対し、「改革は不十分である」との回答が39%との内容である^(注3)。

確かに、足元ではユーロ圏の解体等のテールリスクが大幅に低下していることは事実である。また一方で、リーマンショック後の世界的規模での金融緩和に伴う潤沢な流動性等を背景とした市場の反転上昇が、リスクの所在を極めて曖昧なものとしている。しかしながら、実際にはこれまでに見たように、①国家財政の改革遅延、②改革の障害となる景気回復の緩慢さ、③デフレーション進行に伴う債務負担の増加、④政治面での反EU・反ユーロ勢力の躍進、などの懸念点が存在しており、これらからすれば、「ユーロ圏の危機は未だ終了していない」とする見方がやはり妥当ではないかと考えられる。

また、加えて次の点にも留意が必要である。

- ⑤ 国債利回りの急低下などの良好な市場環境に安住し、改革を怠るリスク (complacency risk) があること
- ⑥ 今回のECBによるマイナス預金金利の導入は銀行の国債投資を促す結果となり、銀行リスクと国家リスクの連鎖を一層強化する可能性があること
- ⑦ 銀行同盟については、今年5月にEU理事会がこれに関連する指令や規則を最終採択したが、単一の監督の対象が大規模銀行に限られる点、破綻処理

基金の規模が約550億ユーロと必ずしも十分とは言えない点、統一された預金保険制度の構築が見送られた点、などで機能上の制約があること

- ⑧ 今後、景気が回復に向かう過程で輸入が増加すること等を通じ、財政悪化国の経常収支が再び赤字となる可能性があること
- ⑨ ECBの政策については、財政ファイナンスの禁止や金融市場の制約等で米国型の量的緩和政策の採用は困難であることなどにより、その手詰まり感が表面化する可能性があること
- ⑩ 各国での量的緩和政策が出口に近付き政策金利の引上げに移るタイミング等において、世界的に資金の流れが急変するリスクがあること

以上の諸点を考慮すれば、現在の環境下では当面のところ市場波乱は見込みにくいものの、今後、ユーロ圏でクレジットスプレッドが一転して拡大に向かう可能性は決して小さくはないものと考えられる。(2014年6月23日現在)

<参考文献>

- ① European Commission (April 2014) “The Second Economic Adjustment Programme for Greece, Forth Review – April 2014”
- ② IMF (June 2014) “Greece: Fifth Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility, and Request for Waiver of Nonobservance of Performance Criterion and Rephasing of Access; Staff Report; Press Release; and Statement by the Executive Director for Greece”

(注1) 山口勝義「ユーロ圏で見込まれる経済情勢の新たな分化～ドイツ・スペインの回復継続とフランス・イタリアの出遅れ～」(『金融市場』2014年5月号)を参照されたい。

(注2) 支援実行額の実績は、第1次支援で730億ユーロ、第2次支援(2013年12月までのデータ)で1,419億ユーロ、合計2,149億ユーロである(<参考文献>①p69による)。

(注3) Frankfurter Allgemeine Zeitung (23 April 2014) “Deutsche glauben nicht an das Ende der Eurokrise”による。

緩やかな景気回復に向かう中国経済

王 雷 軒

要旨

5月の消費はやや鈍化したものの、輸出が持ち直し、固定資産投資が下げ止まったことから、足元の景気は緩やかな回復に向かっていると判断される。先行きも財政支出の加速や金融政策の調整などによって14年通年で7.5%の成長を達成すると見込まれる。

足元の景気・物価動向

2014年4月から現在までの間に、経済運営政策などを決定する国務院常務会議（主催：李克強首相）が9回開催された。これらの会議の内容を見ると、いずれも経済の安定成長の維持に関連する内容が取り上げられた。例えば、最近の6月11日の会議で、揚子江経済圏の海運や鉄道などのインフラ整備の加速、物流発展の中期計画、小水利発電向け企業減税などを決定した。

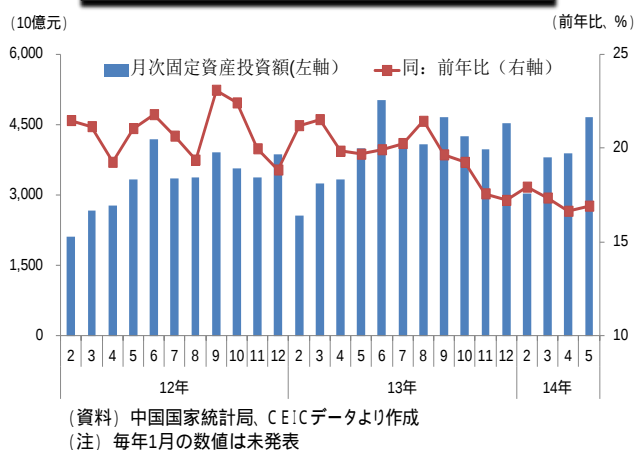
このような景気下支え策を連続的に打ち出したことを踏まえると、中国政府は目下の経済の下押し圧力を緩和させ、安定成長を維持することが最も重要だと認識していると思われる。こうした認識のなか、打ち出された景気下支え策の実施を加速させたことが徐々に経済指標にも現れ始めている。以下では、足元の景気・物価動向を見てみよう。

まず、消費については、5月の社会消費財小売上総額（物価変動を除く実質）が前年比10.7%と4月（同10.9%）から小幅ながら減速した。その背景として、反腐敗や汚職摘発などが引き続き行われているなか、高額な飲食や贅沢品の購入が控えられていることや、住宅販売の低迷などによって家具などの関連消費が減速したことなどが挙げられる。とはいえ、旺盛な大衆消費意欲で底堅く推

移したと評価できよう。先行きについては、所得環境の改善が続いていることから、底堅さを維持するだろう。

一方、投資については、景気下支え策の実施が加速されたことを受け、水利や環境などのインフラ投資が大きく伸びたため、5月の固定資産投資（農家を除く）は前年比16.9%と4月（同16.6%）から伸びがやや高まった（図表1）。先行きも、財政支出の加速を受けて農業関連投資の拡大、鉄道や水利施設などのインフラ投資の加速などによって緩やかな回復基調が継続されると見込まれる。

図表1 中国の固定資産投資（農村家計を除く）の動向



また、外需についても、5月の輸出は前年比7.0%と4月（同0.9%）から大幅に改善した。昨年の水増し輸出の影響が一巡したほか、人民元安が進行したこともあり、持ち直し基調にあると見られる。

先行きについても、先進国などの緩やかな景気拡大が見込まれることに加えて、中国政府が輸出手続きの簡素化を図るなど輸出促進策の実施から、緩やかな拡大が続くと思われる。

そのほか、5月の鉱工業生産は前年比8.8%と4月（同8.7%）から小幅ながら増加幅を高めた。また、中国国家统计局等が発表した5月の製造業PMIも50.8と4月（50.4）から改善したことなどから生産回復の動きが出始めていると見られる。

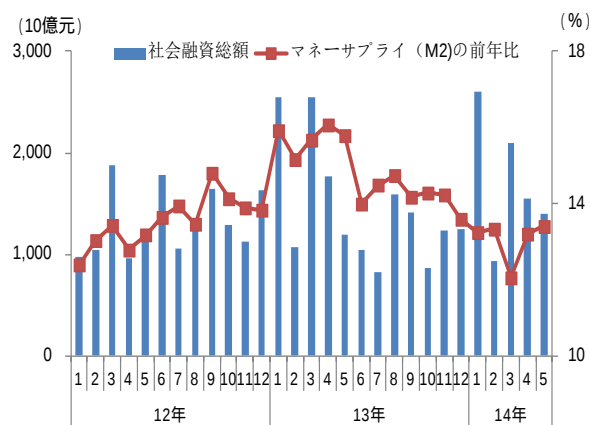
以上のように、消費が小幅鈍化したものの、輸出や固定資産投資などが改善したことから、足元では景気は緩やかな回復に向かっていると判断される。

一方、5月の消費者物価は食品価格上昇幅の拡大を受けて前年比2.5%と4月（同1.8%）から大きく上昇したものの、依然今年の政府の抑制目標である3.5%を大幅に下回る低い水準で推移している。また、生産者物価は鉱工業生産の改善などをを受けて同▲1.4%と4月（同▲2.0%）からマイナス幅が2ヶ月連続で縮小した。

金融情勢と今後の景気見通し

実体経済への総資金供給量を示す5月の社会融資総額は1.4兆人民元と4月（1.5兆元）から減少したものの、前年比では18.3%と3ヶ月ぶりの高い伸びとなった。うち、銀行新規融資額が4月より増加した一方で、信託融資などが減少したことから明らかなように、中国人民銀行（中央銀行）などは依然としてシャドーバンキングに対する規制を実施していると思われる。また、5月のマネーサプライ（M2）は前年比13.4%と4月（同13.2%）を上回っており、今年の政府目標である13%を上回った（図表2）。

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

金融政策については、4月に限定的な預金準備率の引下げが行われたが、6月も零細企業や農業分野向けの融資を行う商業銀行などを対象に預金準備率の引下げが実施された。今回の引下げ幅が0.5%で、中国工商銀行などの大手商業銀行を対象外としたため、これによる資金供給量は1,000億元程度にとどまると見られる。

今回の引下げも中国人民銀行の金融政策の微調整の一環として捉えることが出来よう。このような金融政策の微調整が連続的に行われたことから、1~3月期までのやや引き締めの金融政策から緩やかな金融緩和方向に変えつつあると思われる。先行きについて、当面はこのような微調整が継続されるが、利下げなどの大幅な金融緩和が行われる可能性は低いと見られる。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。足元の景気は緩やかな回復に向かっているものの、依然として回復の勢いを感じない。しかし、今後、財政支出の加速や金融政策の微調整に加えて、景気下支え策の効果も本格化することから、14年の中国経済は7.5%の成長を達成するだろう。（14年6月23日現在）

1～3 月期の新興・資源国は総じて成長加速せず

～4～6 月期も緩慢な成長となる可能性～

多田 忠義

要旨

14 年 1～3 月期の新興・資源国における経済成長率は、多くの国で横ばいないし減速した。インフレ率は上昇傾向にあり、金融政策では利上げの可能性に留意する必要がある。主な新興・資源国の経済・金融動向を見ると、足元では株価上昇、新興・資源国通貨高となっており、資金流入の兆しも見えるが、イラク情勢の緊迫化を受けて原油輸入国を中心に通貨が急速に売られており、今後の景気減速リスクとなる可能性がある。

成長鈍化も見られた新興・資源国の 1～3 月期成長率

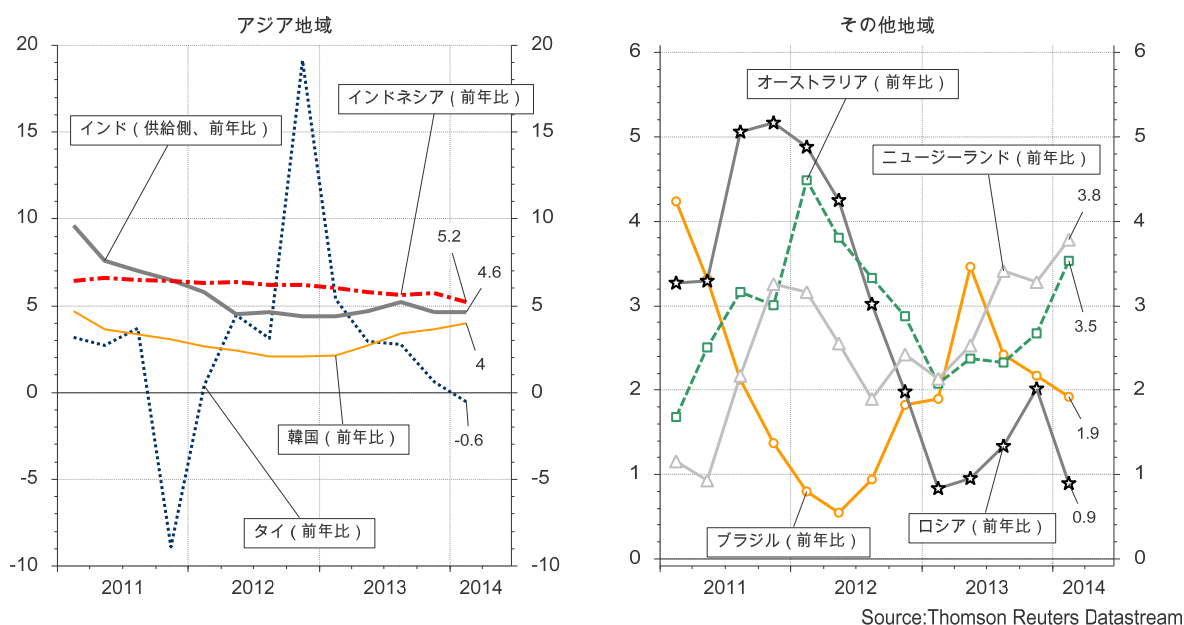
4 月中旬から 6 月にかけて、主要新興・資源国の 14 年 1～3 月期経済成長率が出そろった（図表 1）。一部を除いて、成長率は横ばい、または鈍化がみられた。14 年 1 月下旬にはアルゼンチン・ペソに端を発する通貨急落、同 2 月にはウクライナ、ロシア間の緊張で、新興国通貨は売られがちであったが、以下で主要新興・

資源国の成長率について見ていきたい。

まず、アジア地域に注目する。タイでは、反政府デモ等の政情不安によりマイナス成長となった。個人消費が落ち込んだほか、投資の減少も影響した。政治の先行き懸念も払しょくされておらず、国家経済社会開発委員会事務局（NESDB）は、14 年の成長率見通しを引き下げた。

インドネシアでは、09 年 7～9 月期以来の低水準となった。14 年 1 月以降実施と

図表 1 新興・資源国の実質成長率



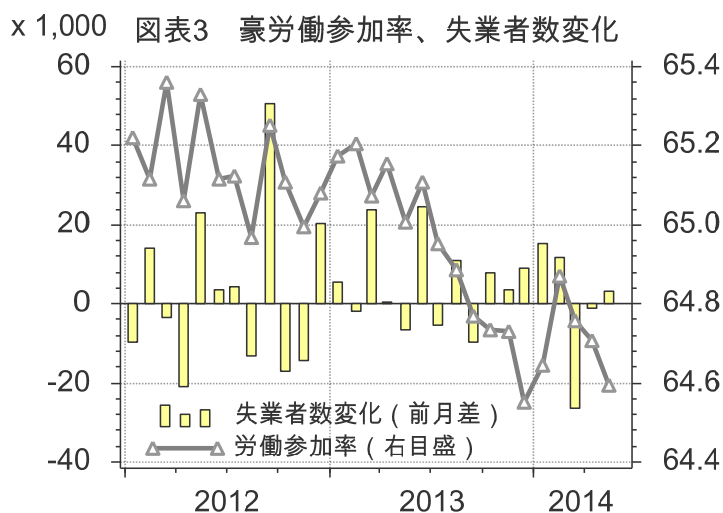
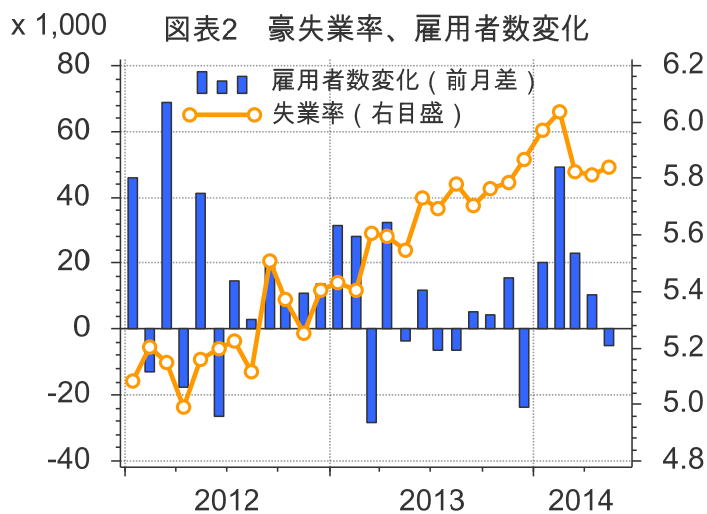
なった未加工鉱石の輸出制限が主因である。

インドでは、13 年 10～12 月期から成長率は横ばいとなった。第 2 次産業（製造業中心）が引き続き低調であったほか、第 3 次産業の上昇幅が縮小した一方、第 1 次産業で伸び率は拡大した。5 月末にモディ政権が誕生したが、政策効果が成長率に反映されるには時期尚早とみられる。一方で、積極的な投資が見込まれることから、4～6 月期の成長率は加速するかどうか注目が集まっている。

つぎに、図表 1 の右「その他地域」をみる。アジア地域は一部を除き前年比 4～5% の成長率であったが、アジアを除く新興・資源国では成長スピードはまちまちだった。ロシアでは、ウクライナ情勢が緊迫化していることや、それに伴う経済制裁などを受けて、成長率は鈍化した。後述するが、物価上昇率も高止まりしており、14 年の成長率は 1% の水準を維持できるかがポイントである。

ブラジルでも、高インフレなどを背景に成長率が減速している。サッカーのワールドカップ開催で湧くものの、成長率の押し上げ効果には乏しく、むしろ高止まりする政策金利と高インフレが成長の下押し圧力となっている。

ニュージーランドでは、07 年以来の水準まで加速した。中国への乳製品輸出が好調に推移しているほか、11 年の大地震



Source: Thomson Reuters Datastream

からの復興需要が重なり、成長スピードが加速している。

オーストラリアでは、2 年ぶりの水準まで加速した。輸出が好転したことが主因である。雇用環境に目を向けると、失業率は 2 月をピークに低下に転じ、雇用者数は増加基調をたどっており（図表 2）、失業者数の増勢はひと段落した（図表 3）。ただし、労働参加率は低下しているにも関わらず、5 月の失業率は予想外に上昇したほか、鉱業投資などが落ち込む可能性もあり、4～6 月期の成長率が加速する可能性は低い。

新興・資源国の経済指標・商品動向

① インフレ率(図表 4)

インド (WPI、5 月) では前年比 6.0%と、4 月 (同 5.2%) から加速し、5 ヶ月ぶりの高水準となった。食品や燃料価格の上昇が主因である。

インドネシア (5 月) では前年比 7.3%と、1 月から 4 ヶ月連続で縮小していた上昇幅は、小幅だが再び拡大に転じた。

ブラジル (IPCA、5 月) では前年比 6.4%と、食料品を中心に上昇圧力は高く、4 ヶ月連続で上昇幅は拡大している。

ロシア (5 月) では前年比 7.6%と、5 ヶ月連続で上昇率が拡大している。ルーブル安による輸入物価押し上げに加え、食料品の上昇も寄与した。

② コモディティ市場(図表 5)

ロンドン金属市場 (LME) における銅価格は、6 月に入り下落基調である。中国で同の在庫調整が進められていることで、最大消費国の需要が低下するとの思惑が広まった。また、銅の供給過剰を懸念する見方もあり、輸出国 (チリ、ペルー、オーストラリア、インドネシアなど) では、成長の下押し圧力になりかねず、警戒感が高まって

いる。

LME におけるニッケル価格は引き続き高値で推移している。主要輸出国の一つであるインドネシアが鉱業法を実効させ、輸出規制していることや、ロシアからの輸出がウクライナ情勢による制裁措置で停止していることなどで高値となっている。

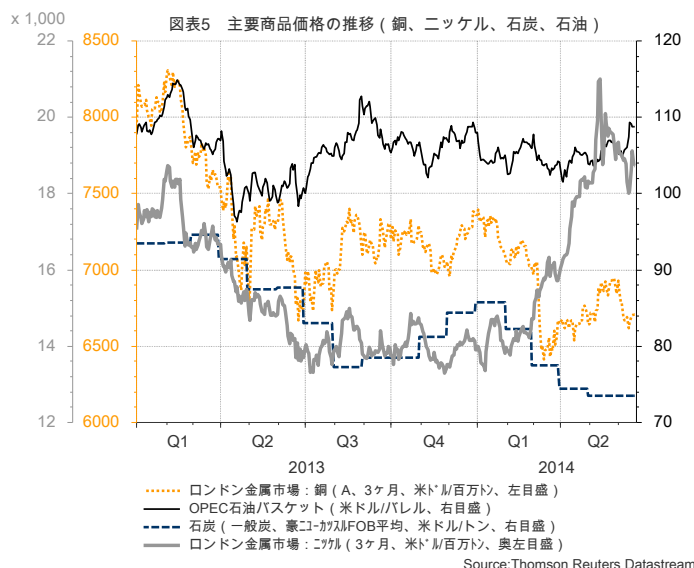
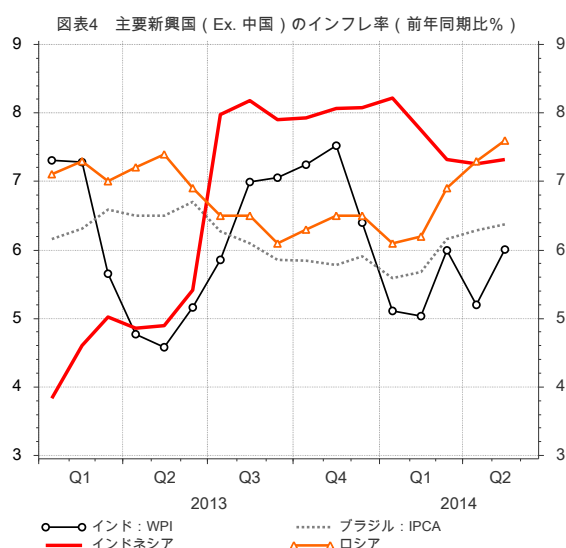
石炭価格 (豪ニューキャッスル FOB) は 5 月から横ばいで推移し、70 ドル/トン前半での取引となっている。主な輸入先である中国では、在庫が積みあがっているため輸入量の調整を実施するとの見方もあり、また、石炭供給が過剰との見方から、価格の下押し圧力が強い。

原油価格 (OPEC バスケット) は、105 ドル/バレル前後でもみ合ったのち、イラク情勢が緊迫化したことで 110 ドル目前まで上昇し、その後は横ばいで推移している。

③ 金融政策(図表 6)

最近 1 ヶ月に開催された図表 6 に挙げる国の中銀で利上げを決めたのはニュージーランドのみである。

オーストラリアでは政策金利が据え置かれた (6 月 3 日)。資源輸出の増加などを背景とした失業率の改善がみられたが、鉱業

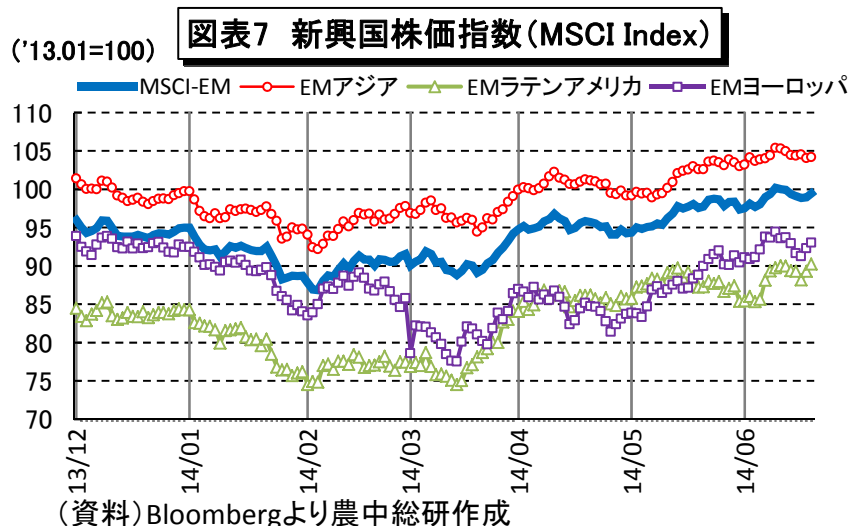
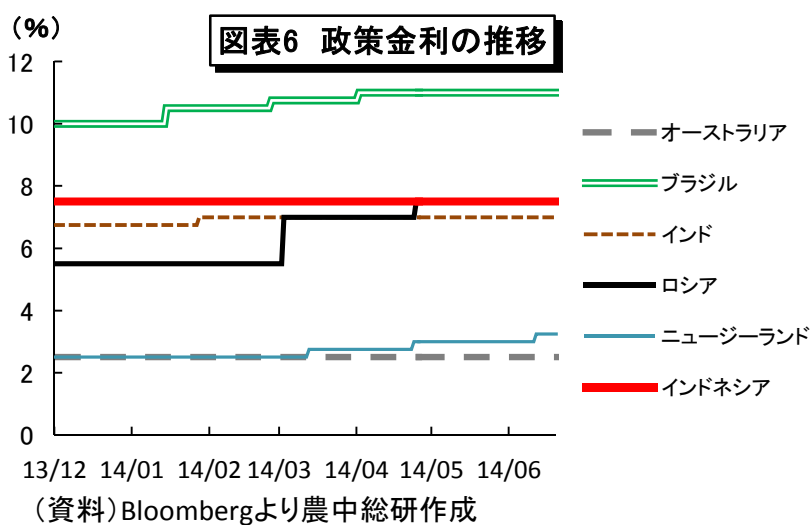


投資の落ち込みなどで、当分の間は現状維持が適切との認識を中銀は表明している。

ロシアでも政策金利が据え置かれた（6月16日）。3～4月には、ウクライナ情勢に係る経済制裁で大幅なルーブル安となったことから利上げに踏み切っていた。足元のインフレは加速しているが、利上げ効果が徐々に浸透するとの見通しから、今回は利上げを見送った。ただし、インフレリスクが顕在化し、中期のインフレ目標の達成が危ぶまれる場合、利上げを継続するとも表明しており、利上げの余地は十分にある。

ブラジルでは、9回連続で利上げを実施してきたが、今回、政策金利は11.0%に据え置かれた（5月28日）。利上げによる景気減速といった副作用も考慮したとみられる。インフレ上昇圧力は依然として高いものの、これまでの利上げの効果がいずれインフレの下押し圧力となると中銀は見ている。

インドでも政策金利は2会合連続で据え置かれた（6月3日）。中銀はインフレ動向を注視しており、予想以上にインフレ率が鈍化した場合や、スタグフレーションとなった場合に、政策金利を調整すると表明している。



インドネシアでも政策金利は7会合連続で据え置かれた（6月13日）。前回の据え置きから中銀のスタンスにほとんど変更はなく、14年のインフレ目標である4.5%±1%にまで低下させるうえで、現状の政策維持が適当との認識を示すと同時に、インフレ動向に注視するとも表明している。

ニュージーランドでは、政策金利を25bp引き上げ3.25%とした。乳製品や食用肉、木材等の輸出が好調に推移するなか、インフレ圧力を払拭する目的で実施された。同国経済は大地震からの復興も重なっていることで拡大を続けており、過度なインフレ期待を抑える必要があると中銀はみている。

金融資本市場

図表 7～9 に挙げる各国主要株式指数・対米ドル為替の騰落率を見ると、1 ヶ月前に比べてほぼ全ての国で株価上昇となった。一方、為替は、イラク情勢の緊迫化を背景として、原油輸入国を中心に自国通貨が売られたほかは、自国通貨高（米ドル安）となった。ECB がマイナス金利導入などの追加的な緩和政策を決定したこと、米雇用統計が堅調に推移していること、米政策金利が当面の間ゼロ金利で据え置かれることなどを背景に、新興・資源国へ資金が流れ始めていとみられる。

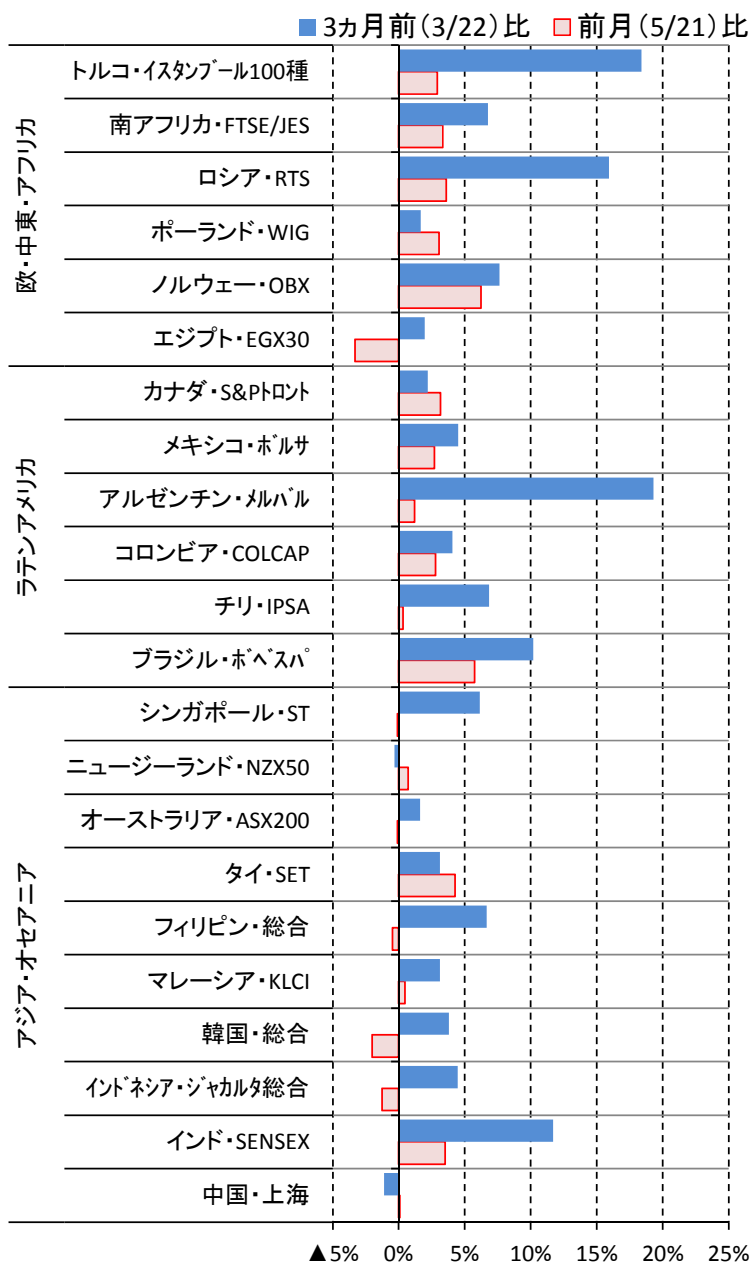
① MSCI 株価指数(図表 7)

MSCI 新興国市場は、6 月に入り、世界経済の回復に対する期待が高まったことなどで上昇したが、イラク情勢の緊迫化を受けて一時低下した（図表 7）。地域別に見ると、EM アジアでは緩やかな上昇、ヨーロッパやラテンアメリカでは、地政学リスクが意識され、上値の重い展開となった。

② 国別株価・為替騰落率(図表 8・9)

以下、地域別にみる。まず、欧州・中東・アフリカ地域では、ロシア株・ルーブルの買い戻しが一服している。トルコ・リラは原油輸入国のため、イラク情勢緊迫化を受けて通貨が売られた。

図表8 新興・資源国主要株価指数騰落率



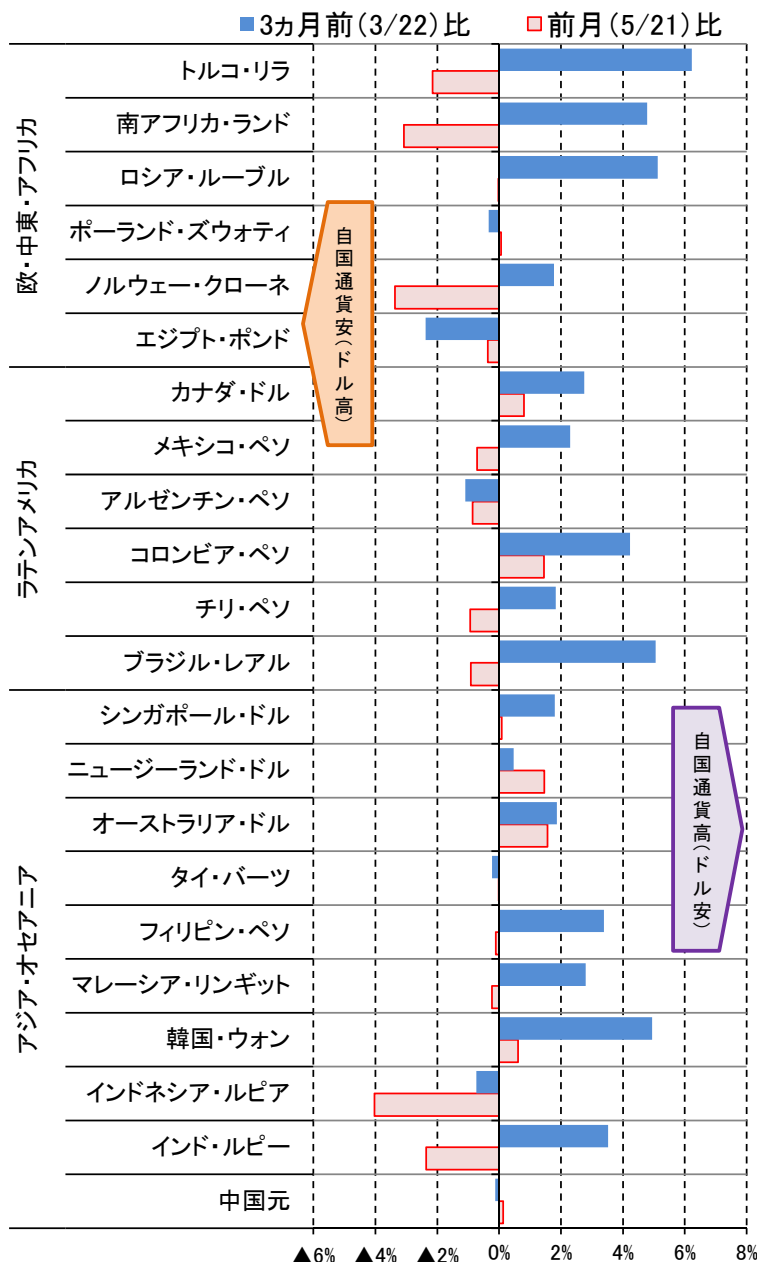
(資料) Bloombergより農中総研作成

(注) 一部株式は前営業日終値、それ以外は本グラフ作成時点との比較

ラテンアメリカでは、米 FOMC の結果を好感してブラジル株が特に上昇し、一時 8 ヶ月ぶりの高値水準を回復した。一方で、通貨の騰落率は小幅であった。

アジア・オセアニアでは、インドの株高、ルピー、ルピア安が特徴的な動きである。インドではモディ政権に対する期待感が高

図表9 新興・資源国通貨：対米ドル騰落率



(資料) Bloombergより農中総研作成

(注) 一部通貨は前営業日終値、それ以外は本グラフ作成時点との比較

まっており、株価は上値を追う展開が続いている。一方、為替では、イラク情勢の緊迫化を受け、原油輸入国のインフレ率上昇、貿易赤字の拡大が意識され、ルピー安が急速に進んだ。インド中銀は為替変動幅が大きいことを憂慮しており、1米ドル=60ル

てきており、どちらが大統領に当選するか、注目が集まっている。もっとも、同国は「決められない政治」といわれるだけに、両氏が掲げる政策が実行されるまでにはしばらく時間がかかりそうである。

(14年6月20日現在)

ピー前後で安定するよう、介入を複数回実施している模様である。インドネシアでは、ジョコ大統領候補の支持勢力が流動的であることや、インド同様に原油輸入国であることなどを受けて、ルピア安が進行している。タイでは、軍政の経済政策が好感されており、株価は上昇し始めている。

おわりに

新興・資源国市場は、前月に引き続き今月も米経済の回復を主な背景に資金流入の兆しも散見される。しかし、イラクやウクライナ情勢といった地政学リスクや、タイ、インドネシアなどの政治・政策リスク、中国経済の先行き不透明感など、新興・資源国の成長力を下押しする圧力も散見される。

当面注目すべき新興・資源国のイベントは、7月9日に予定されるインドネシア大統領選挙であろう。当初はジョコ氏が多くの支持を得て大統領になるとの見通しが多かったが、各種報道によれば、プラボウォ氏の人気も出

情勢判断

今月の情勢 ～経済・金融の動向～

米国金融・経済

6月17～18日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、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（750億ドル）14年1月（650億ドル）同年3月（550億ドル）同年4月（450億ドル）のFOMCに続いて減額し、350億ドルとすることが決まった。また、政策金利（0～0.25%）については、労働市場のほかにもインフレ関連指標や金融情勢指標などの様々な情報を幅広く考慮し、インフレ率が引き続きFOMCの中長期目標である2%を下回ると予測される場合には、QE3終了後も「相当な期間」据え置くという方針を改めて示した。

米国経済指標をみると、雇用統計（5月）の失業率は6.3%と前月から横ばいだったものの、非農業部門雇用者数は21.7万人増と、市場予測（21.5万人増）を上回った。このため、米国経済の緩やかな回復基調は続いていると見られる。

国内金融・経済

6月12～13日の日銀金融政策決定会合では、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が決まった。

国内経済指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）の4月分が前月比▲9.1%と2ヶ月ぶりに減少したほか、4月の鉱工業生産指数（確報値）も前月比▲2.8%と2ヶ月ぶりに低下するなど、生産・消費関連指標を中心に14年4月の消費税増税による反動減がみられる。ただし、減少幅は想定範囲内にとどまっているとの見方が強い。

金利・株価・為替・原油相場

長期金利（新発10年国債利回り）は、日銀による量的・質的金融緩和策による長期国債買入れオペが行われていることもあり、0.6%をはさんだ狭いレンジでのボックス圏推移となっている。

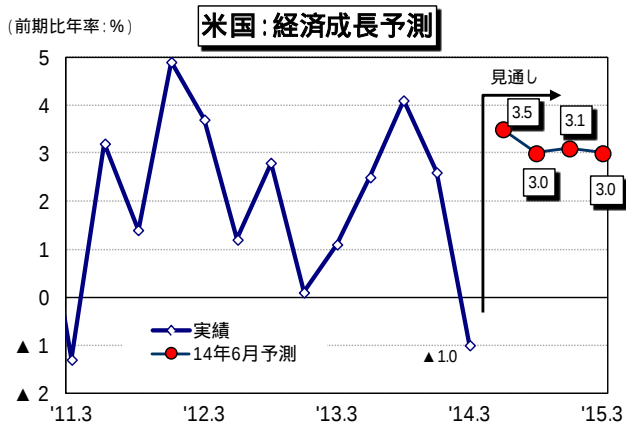
日経平均株価は、5月中旬には海外の政治・経済情勢への警戒感などから14,000円を割り込む場面もあったが、5月下旬に入り米国経済の回復期待の高まりなどを受けて上昇。その後はイラク情勢の悪化等から下落する場面もあったが、6月中旬には米FOMCで低金利政策維持が示唆されたことなどが好感され、約4ヶ月ぶりに15,300円台を回復した。

ドル円相場は、5月中旬にはユーロ円相場で円高が進行したことにつられて、1ドル＝101円台前半まで円高が進む場面もあったが、その後は1ドル＝102円前後での揉み合いが続いている。一方のユーロ円相場は、6月5日に欧州中央銀行（ECB）が追加金融緩和を実施したほか、ウクライナ・ロシア情勢への懸念もあってユーロ安・円高がジリジリと進行し、6月中旬には一時1ユーロ＝137円台後半と4ヶ月ぶりの円高水準となった。

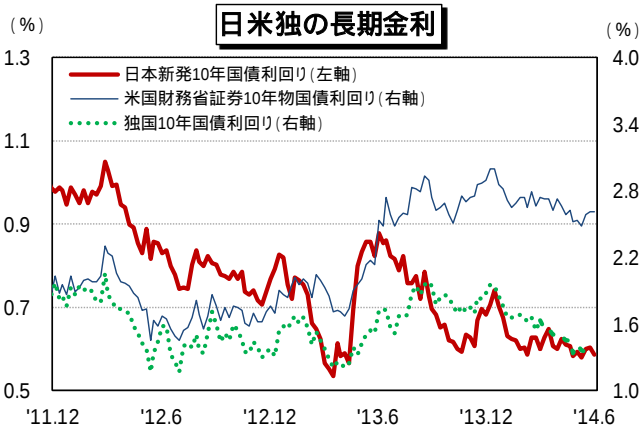
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、イラク情勢への懸念が高まったことなどから上昇し、6月中旬には1バレル＝106ドル台と、約9ヶ月ぶりの高値圏で推移している。

（2014.6.23現在）

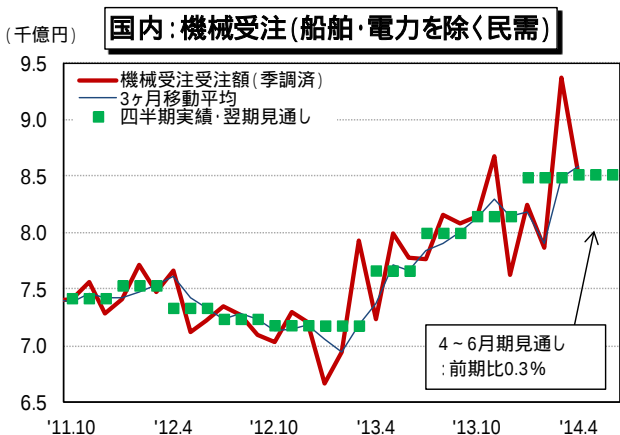
内外の経済・金融グラフ



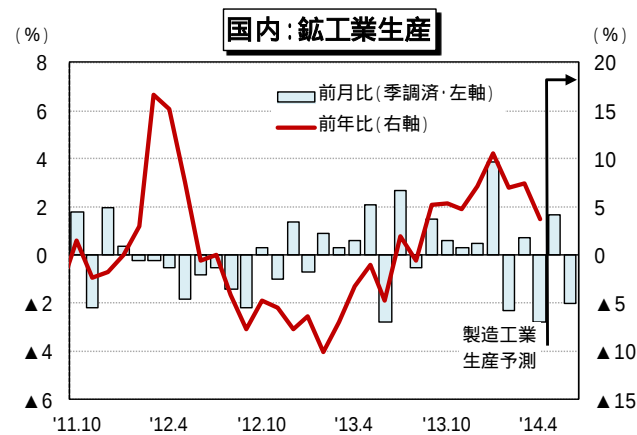
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



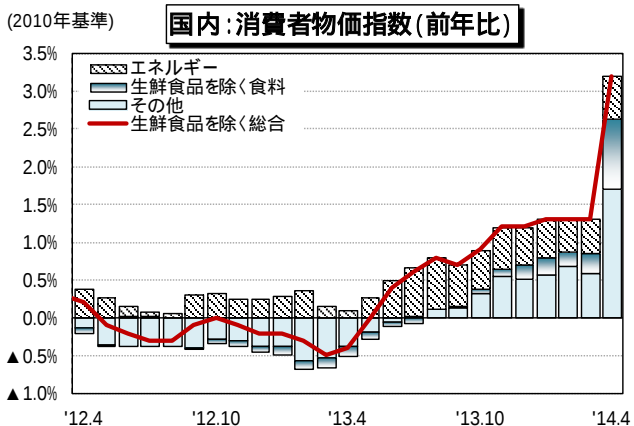
(資料) Bloombergより作成



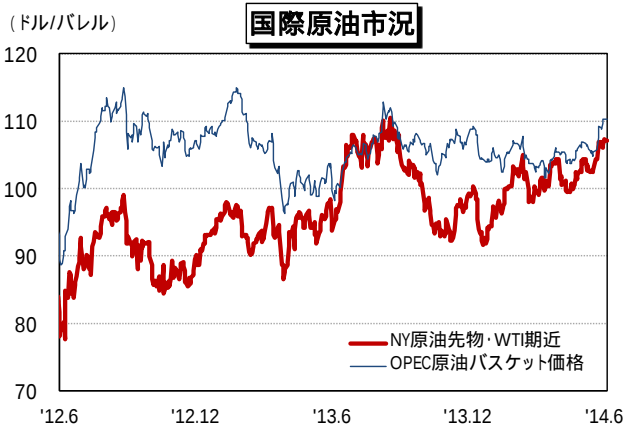
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」)より作成



(資料) Bloomberg (経済産業省「鋳工業生産」)より作成



(資料) 日経NEEDS-FO(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

足踏み状態が続く米国の住宅市場

～持ち直しの兆しがみられ、先行きはやや回復へ～

木村 俊文

軟調な住宅市場

米国の住宅市場は、13年半ば以降、回復の動きが弱まり、年明け以降、足踏み状態となった。以下では、住宅販売や着工の動向を概観した後、住宅市場が停滞した要因を整理するとともに、先行きを展望してみたい。

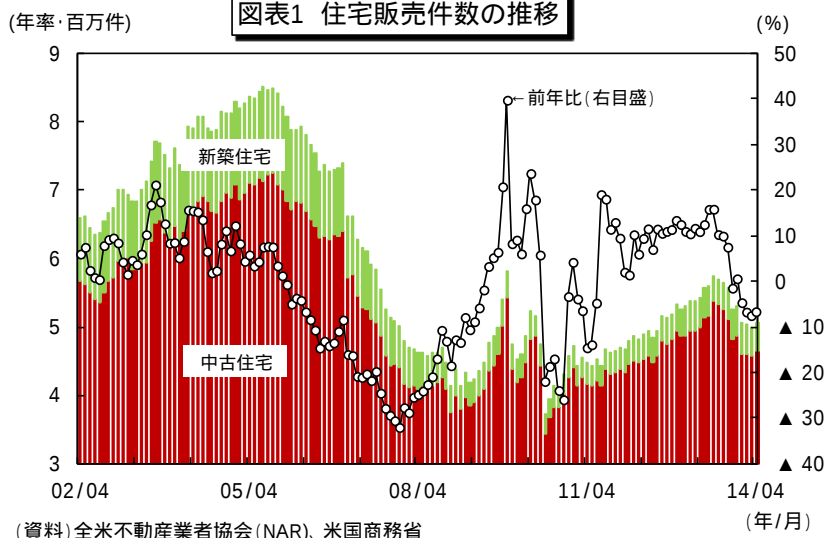
米国の住宅市場は、新築、中古を合わせた販売件数でみると、10年半ばに底入れして以降、回復基調をたどり、13年7月には前年比15.9%の年率575万件に達したものの、その後は減少傾向となり、このところは辛うじて年率500万件を上回る程度にまで水準が低

下している（図表1）。

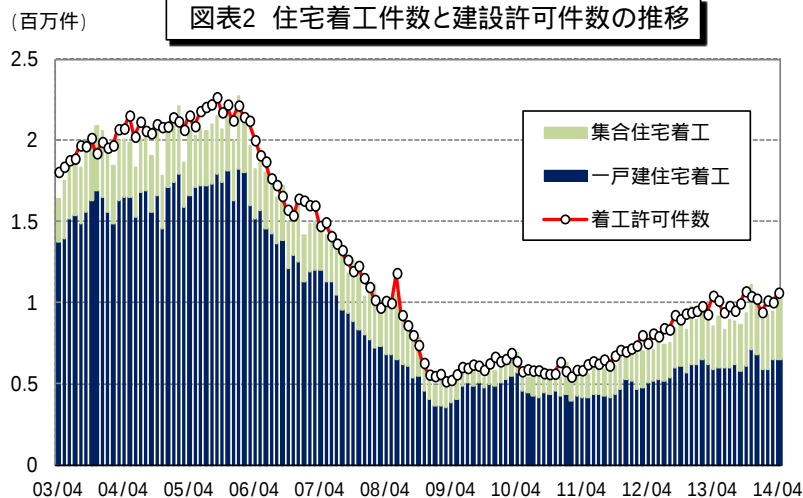
また、住宅着工件数も13年11月に年率110万件台と約6年ぶりの水準を回復したものの、その後は水準を切り下げ一進一退の動きが続いており、回復に弾みが見つからない状況にある（図表2）。

こうした住宅市場の弱い動きは、住宅投資への直接的な影響（1～3月期のGDP統計の住宅投資は2四半期連続の減少、図表3）に加え、住宅取得時の耐久財購入や関連消費につながらないなど、他の部門にもマイナスの影響を及ぼすことから景気全体を下押しする可能性がある。

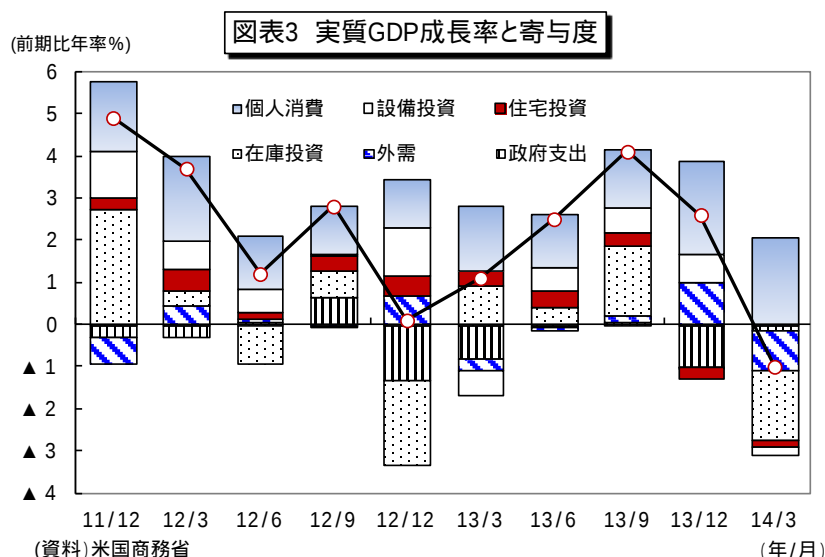
図表1 住宅販売件数の推移



図表2 住宅着工件数と建設許可件数の推移



こうしたなか、連邦準備制度理事会（FRB）のイエレン議長は、5月初旬の議会証言で「住宅部門の活動が13年前半までの回復ペースに戻らず、伸び悩みが長引く可能性がある」との見方を示し、警戒感を強めた。



住宅停滞の背景

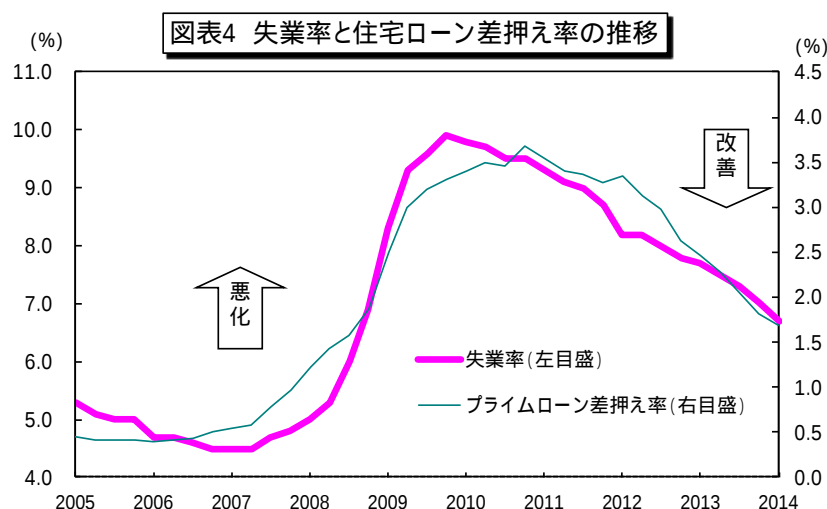
米国の住宅市場の停滞には、いくつかの要因が影響を及ぼしていると考えられる。

まず、リーマン・ショック後の09年後半に一時10.0%まで悪化した失業率が足元では6%台前半まで低下するなど、雇用・所得環境の改善に伴い住宅ローン延滞率や住宅差押え率が低下した(図表4)。こうした動きを受けて、住宅取引の8割強を占める中古住宅市場に流入していた差押え物件が減少したことにより在庫不

足となり、12年後半以降、住宅価格の上昇傾向が強まるとともに販売が伸び悩むこととなった。

また、米国では13年12月以降、強い寒波にたびたび見舞われ、各地で異例の低温や強風、積雪などを記録した。この影響で客足が鈍り一時的に販売不振に陥ったほか、建設労働者の足止めや建設資材の供給が滞ったことから、住宅建設が進まず販売が先送りされた。

さらに、13年末に米国の長期金利(10年債利回り)が一時3.0%台と約2年半ぶ

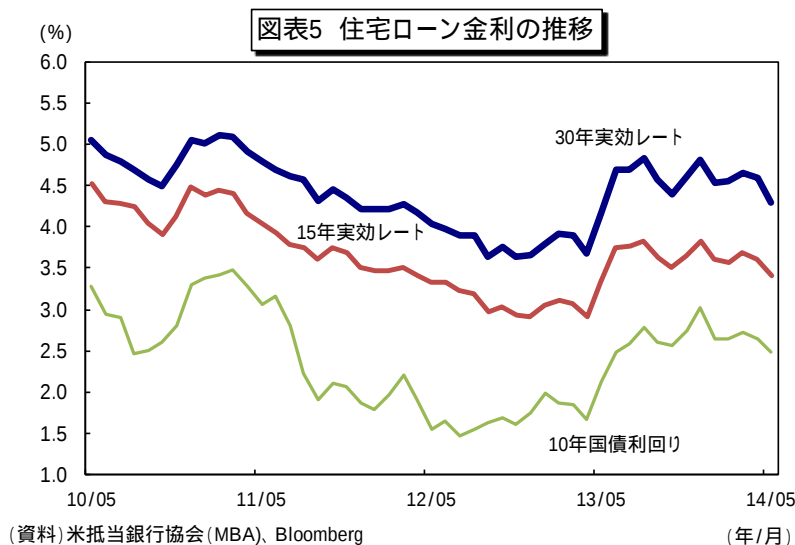


(資料)米国労働統計局、全米モーゲージ銀行協会

りの高水準をつけ、それが住宅ローン金利の上昇に波及した(図表5)ほか、14年からは住宅ローン業務規制が変更になったことに伴い、それまで緩和的だった住宅ローン貸出基準がやや厳格化したこともあり、住宅価格上昇と相まって需要

の減退が生じた。

なお、こうした景気循環的な要因や一時的な天候要因のほかに、持ち家志向が低下したことを受け、賃貸向け集合住宅の着工・建設が伸びる一方で一戸建て住宅は伸び悩むなど、構造的な要因も住宅市場の下押し圧力として作用していると思われる。



が出始めている。

また、住宅業者の景況感（全米住宅建設業者協会「NAHB 住宅市場指数」）では、一戸建て販売の6ヶ月見通しが4月以降上昇しており、先行き持ち直しの動きが続く可能性がある（図表6）。

さらに、住宅着工件数も1月に年率89.7万件に落ち込んだものの、その後は再び100万件の大台を回復し、先行指標となる着工許可件数もこのところは年率100万件前後とリーマン・ショック前の08年半

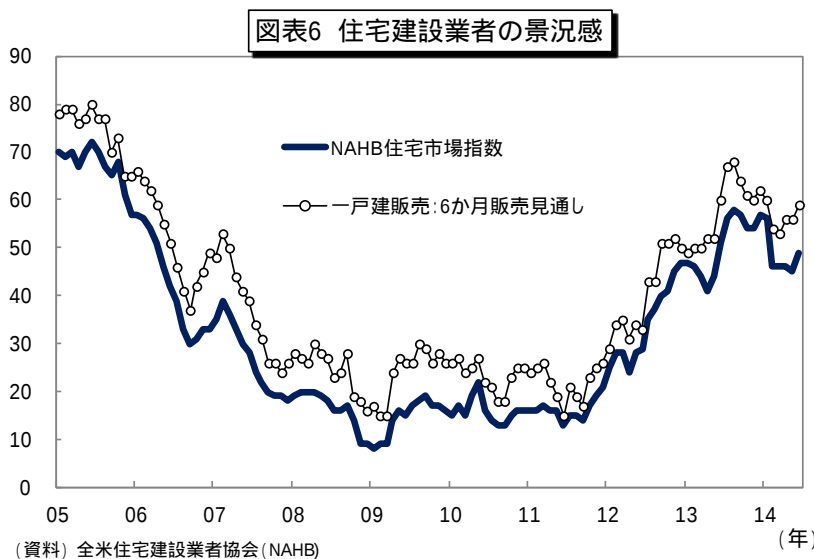
ばの水準を回復しており、増加傾向が続くことを示唆している。

加えて、住宅価格（ケース・シラー住宅価格指数、全米20都市）は、13年11月に前年比13.7%とリーマン・ショック以来の伸びとなったが、その後は鈍化傾向を示している。

持ち直しの兆し

足元の住宅市場は、寒波の影響がおおむね解消したことに加え、14年入り以降の住宅ローン金利が低下傾向で推移したことなどから持ち直しの兆しがみられる。

4月の住宅販売件数は新築、中古ともに増加したほか、販売件数に対する在庫比率も上昇傾向（中古住宅は5.9ヶ月と4ヶ月連続で上昇）にあり、住宅市場停滞の一因となった在庫不足にも改善の動き



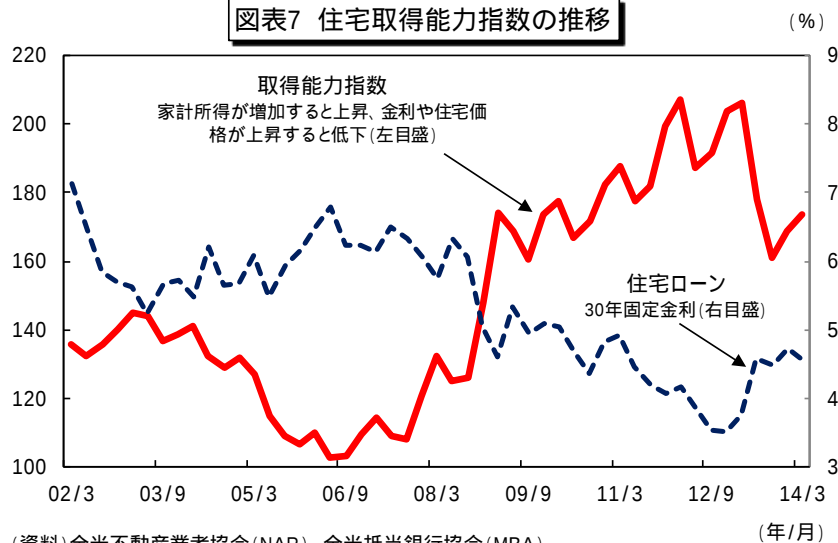
このほか、家計における住宅購買力を示す1～3月の住宅取得能力指数も、住宅ローン金利の低下を受け持ち直しつつある(図表7)。同指数は13年後半に急低下したとはいえ、歴史的に見れば依然として高水準にあるため、米国の住宅はまだ購入し易い状況にあると判断される。

FRBによる支援策

一方、先行きの長期金利は景気回復期待から上昇圧力が強まると想定され、住宅市場の持ち直しを阻害する可能性もある。ただし、FRBが住宅市場を注視していることでも明らかなように、緩和政策の長期化観測は根強く、金利上昇は緩やかなものにとどまると思われる。

ちなみに、FRBは緩和政策の一環として、

図表7 住宅取得能力指数の推移



量的緩和策第1弾(QE1、08年11月～10年6月)の間に住宅ローン担保証券(MBS)を1.25兆ドル購入し、QE2(10年11月～11年6月)ではMBSの追加購入はなかったものの、QE3(12年9月～)では現時点までに0.8兆ドル購入している(図表8)。こうしたMBSの購入を通じて、FRBは住宅ローン金利を低位に維持することに努め、住宅市場を下支えしてきた。

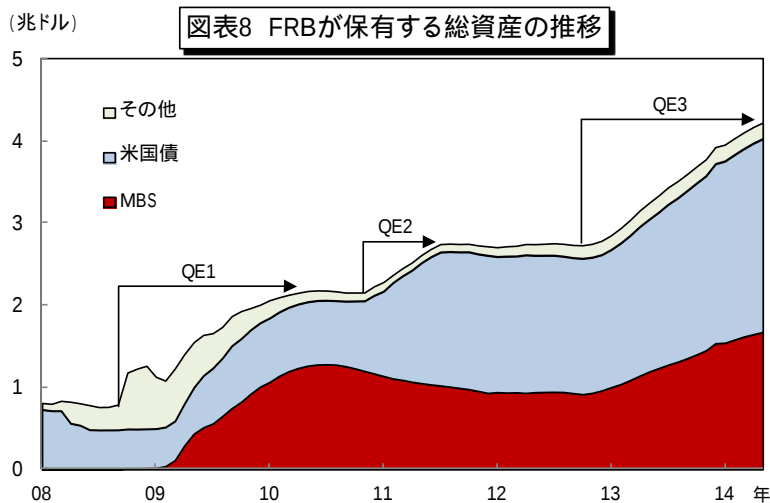
なお、MBSの購入については14年内に打ち切りとなる可能性が高いものの、その後もFRBはMBSの保有

残高を長期的に維持するほか、実質ゼロ金利政策も「相当な期間」継続するとみられる。

以上から、米国の住宅市場は4～6月期に持ち直し、その後も緩やかな回復傾向で推移すると予想される。

(14.6.20現在)

図表8 FRBが保有する総資産の推移



中国の不動産向け貸出の現状と特徴

王 雷 軒

はじめに

目下、中国の不動産市場は政府の不動産抑制政策などによって再び調整局面に入りつつある。国民の住宅に対する需要が底堅いと見られるため、不動産価格は大きく調整されていないものの、販売額の減少や不動産開発投資の減速が目立っている。

こうした最近の住宅価格の緩やかな下落や住宅開発投資の減速は持続可能な経済成長を実現する上で望ましい動きである。しかし、不動産価格の調整によって金融機関の不良債権問題や景気後退が懸念されている。

そこで、今回は中国の不動産向け貸出の現状とその特徴を分析しながら、不動産価格の調整による金融・財政への影響を考察してみたい。

不動産向け貸出の拡大

中国人民銀行によれば、不動産向け貸出残高は06年3月末の3.2兆元から14年3月末には15.4兆元に増加した(図表1)。うち、不動産デベロッパー向け貸出残高は4.9兆元、住宅ローン残高は10.5兆元であるため、住宅ローンの割合は約7割となっている。

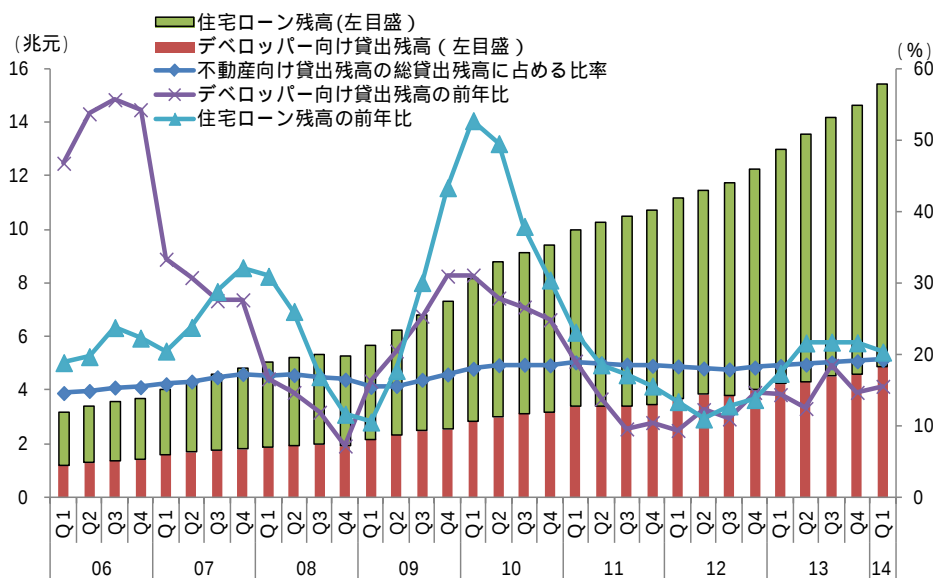
また、不動産デベロッパー向け貸出残高と住宅ローン残高の前年比(四半期ベース)を見ると、不動産抑制政策の実施に伴い、両者は10年3月末にピークアウトしてから12年前半にかけては軒並み大幅に減速した。しかし、その後は経済の減速を受けて不動産抑制政策が緩和に転じたため、13年前半までは再び緩やかな上昇傾向にあった。

ただ、13年半ば以降の住宅ローン残高

の前年比は安定的に推移したものの、足元ではやや低下している。これは住宅購入予定者が住宅価格の下落に期待し、様子見ムードが広がったことや金融機関の貸し渋りなどによる影響であろう。

なお、不動産向け貸出残高の総貸出残高

図表1 中国の不動産向け貸出残高の推移



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成 (注) 総貸出残高には外貨建ての貸出も含めている。

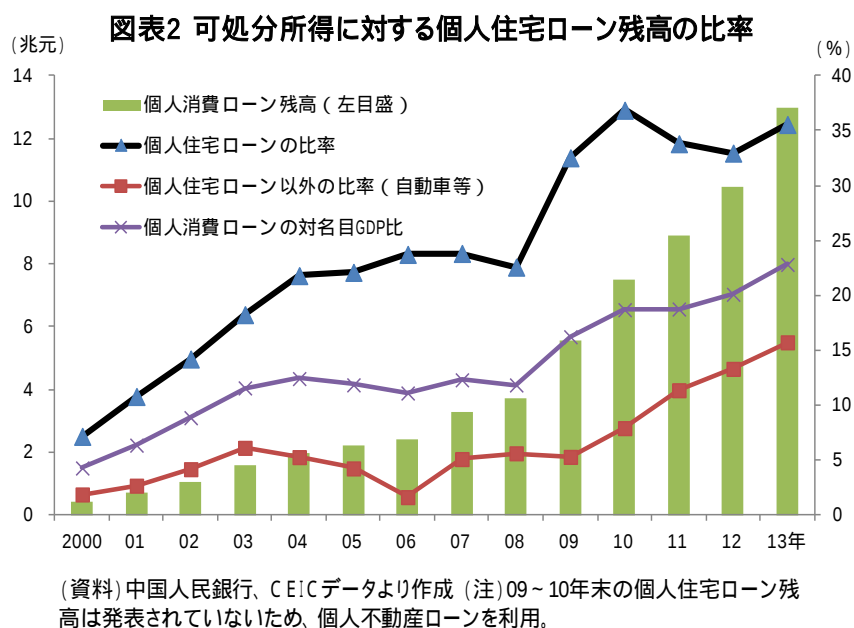
に占める割合は 06 年 3 月末の 15.9% から 14 年 3 月末には 19.3%へと緩やかな上昇傾向にある。

家計部門の住宅ローンの負担増

可処分所得に対する個人住宅ローン残高の比率を計算すると、2000 年の 7.2% から上昇

傾向を辿り、10 年には 36.9%まで上昇した。その後はやや調整したものの、13 年には 35.6%へと再び高まった（図表 2）。

また、住宅ローン以外（自動車ローンなど）の個人消費ローン残高の比率は 5% 台で推移していたものの、最近では年々増加しており、13 年には 15.7%へと上昇した。その結果、可処分所得に対する個人消費ローン残高全体の比率は 51.3%を超えている。これらの状況から、中国の

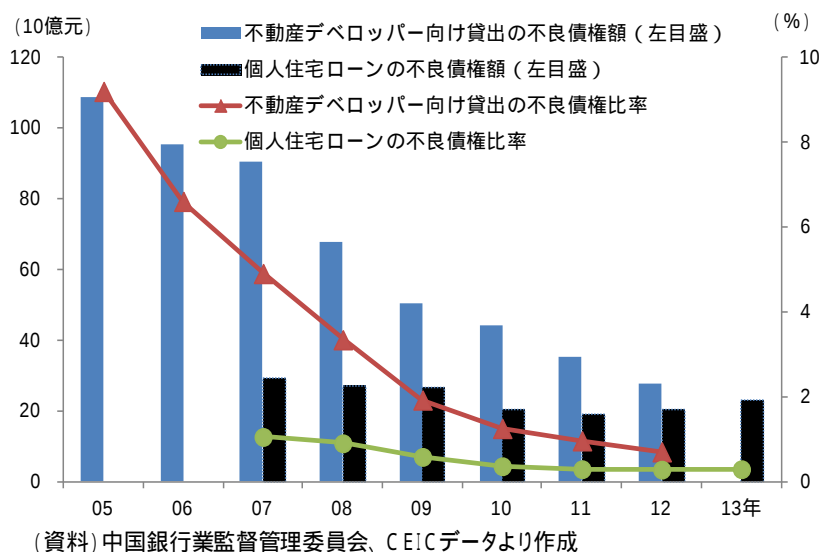


家計の債務負担はかなり重くなりつつあることが窺える。

一方、個人消費ローン残高を見ると、それが 13 年末に 12.9 兆元（うち個人住宅ローンが 9 兆元）で、対名目 GDP の比率は 22.8%と年々上昇している。しかし、中国では、住宅購入時に必要な頭金比率が最低 30%と高いことや、親族からの支援を受けながら現金購入するケースも多い

いことに加えて、住宅ローン金利水準を上回る所得の伸びが続いていることもあり、住宅ローンの不良債権が増加するリスクは相対的に小さいと思われる。実際、商業銀行の個人住宅ローンの不良債権比率は年々低下し、13 年末には 0.3%となっている（図表 3）。住宅ローン対 GDP の比率は米国などの先進国に比べても

図表3 商業銀行の不動産向け貸出の不良債権比率



相対的に低く、住宅ローンの不良債権が増加してもその影響が小さく、金融市場の混乱を招くリスクが低いであろう。

ただし、投資目的の物件については、賃貸料収入などを住宅ローンの返済に充てるケースが多く、賃貸収益率の低下に伴い、住宅ローン返済に支障を来す恐れがある。また、住宅市場の低迷が一層進むと、投資物件を容易に転売できないことから、住宅ローンが不良債権化する可能性は高いと思われる。

不動産デベロッパーのデフォルトリスク

不動産デベロッパーの開発資金は13年に12.2兆円で年々増加してきた(図表4)。この資金は総資本形成(固定資産投資)に対する比率が3割程度で推移していることから、投資牽引型の中国経済への影響が大きい。

不動産デベロッパーの開発資金は銀行からの借入金などの「国内借入」、自己資

金などの「自己調達資金」、海外からの「外資利用」、頭金などによる「その他資金」で構成されている。これらの構成比を見ると、その他資金の割合は4割強でもっとも高く、次は自己調達資金で13年には38.8%へと上昇傾向が続いている。一方、国内借入の割合は低下傾向にあり、13年には16.1%となっている。このような資金構成から、不動産デベロッパーは頭金や個人住宅ローンなどのその他資金には大きく依存していることが分かる。

しかし、建設した住宅が順調に売れば、デベロッパーの経営に問題とはならないが、過剰な住宅建設によって住宅在庫が大幅に増加し、販売条件が悪化するような状況では、その他資金の減少で、デベロッパーの資金繰りが困難となり、デフォルトリスクは懸念される。

現時点では、不動産市場が大きく調整されていないため、不動産デベロッパー向け貸出の不良債権化は顕在化していな

図表4 不動産デベロッパーの開発資金構成比の推移

(単位: 兆元、%)

年次	開発資金総額	国内借入 (1)	自己調達 資金(2)	(2)の うち自 己資金	外資利 用(3)	その他資 金(4)	(4)の うち頭 金等	(4)のう ち個人住 宅ローン
1998	0.44	23.9	26.4	11.8	8.2	41.0	29.4	
1999	0.48	23.2	28.0	12.5	5.4	43.0	31.0	
2000	0.60	23.1	26.9	13.2	2.8	47.0	35.9	
2001	0.77	22.0	28.4	14.7	1.8	47.7	37.0	
2002	0.97	22.8	28.1	15.4	1.6	47.4	37.8	
2003	1.32	23.8	28.6	15.4	1.3	46.3	38.5	
2004	1.72	18.4	30.3	16.7	1.3	49.9	43.1	
2005	2.14	18.3	32.7	18.5	1.2	47.8	36.2	
2006	2.71	19.7	31.7	18.5	1.5	47.1	30.0	
2007	3.75	18.7	31.4	18.7	1.7	48.2	28.4	
2008	3.96	19.2	38.6	21.9	1.8	40.3	23.4	9.8
2009	5.78	19.7	31.1	17.1	0.8	48.5	28.1	14.8
2010	7.25	17.3	36.8	19.6	1.1	44.8	26.2	12.7
2011	8.32	15.1	41.0	21.2	1.0	43.0	26.0	10.0
2012	9.65	15.3	40.5	18.5	0.4	43.8	27.5	10.9
2013	12.21	16.1	38.8	16.8	0.4	44.6	28.2	11.5

(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成 (注) 98年～05年には国家予算資金と債券発行で調達した資金が僅かあるため、構成比合計は100%にならない。

い。そのため、不動産デベロッパー向け貸出の不良債権比率は 05 年の 9.2%から、12 年の 0.7%まで低下した（図表 3）。ただし、今後、大幅な値下げ（30%以上）を実施しても売れなければ、国内ローンで調達した資金の返済は出来なくなる恐れがあるため、金融機関の不良債権比率が上昇する可能性は否定できない。この点は今後の懸念材料として注目する必要がある。

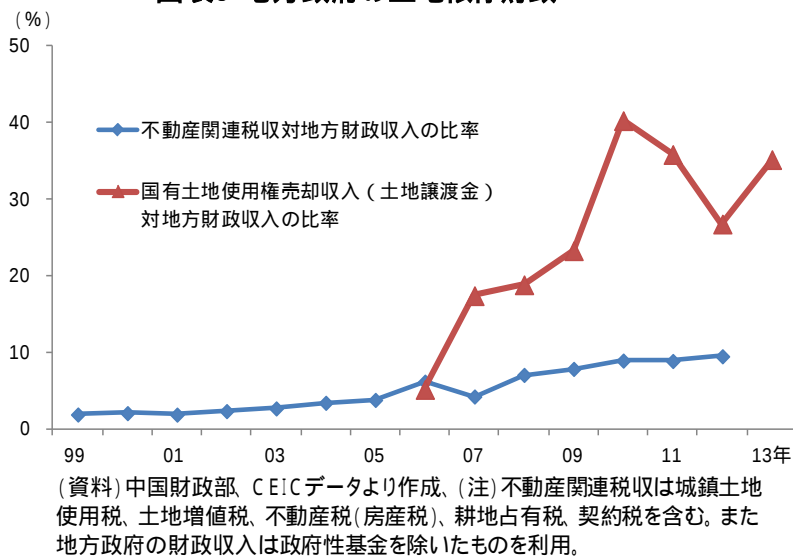
懸念される地方財政への影響

足元の住宅価格が緩やかな下落に転じつつあるため、地方財政への影響がもっとも懸念される。中国では、地方政府の財政は国有土地使用者売却収入（土地譲渡金）と不動産関連税収に大きく依存している。土地譲渡金対地方財政収入（政府性基金収入を除く）の比率を見ると、06 年の 5.2%から 10 年の 40.3%まで急上昇した。その後はやや低下したものの、13 年には 35.2%へと再び高まった（図表 5）。

また、土地使用税や土地増値税等からなる不動産関連税収の比率は 99 年の 2%台から 12 年の 9.5%へと緩やかに上昇してきた。土地譲渡金収入を合わせると、地方政府の財政収入の約半分にのぼることから、土地依存財政の規模の大きさが伺える。

今後、不動産市況の調整が大きくなれば、不動産デベロッパーが土地購入に慎重な姿勢にならざるをえないことや土地

図表5 地方政府の土地依存財政



売却価格の下落が想定されるため、地方政府の土地譲渡金収入が減少する可能性は高いと思われる。また、住宅販売の低迷が続けば、不動産関連税収も減少すると見られるため、地方政府債務の返済に影響を与えるのみならず、インフラ整備向けの投資を減少させ、地方経済の成長にも影を落とすことになると考えられる。この意味では、不動産市況の調整をもっとも回避したいのは地方政府にほかならない。

おわりに

不動産市況の調整によって中小規模の不動産デベロッパーが経営破綻に追い込まれ、金融機関の不良債権の増加をもたらす可能性がある。また、土地価格の下落や不動産販売の減少による地方政府への影響がもっとも懸念されるところであろう。

このような複数の経路を通じて中国経済への下押し圧力や金融システムの不安が生じる可能性がある。引き続き不動産の調整幅などに注視する必要がある。

家計調査

～ミクロの消費指標～

竹光 大士

家計調査とは

今回から新たに実体経済の流れを把握するため、経済指標を取り上げ、「指標観測」として連載したい。まず、消費税増税の影響をみるため、消費関連指標を取り上げることとし、第1回目は個人消費の代表的な統計の1つである「家計調査」の概要と動向を紹介する。

家計調査は収入・支出についてサンプリングした9,000世帯を調査し、その内訳を明らかにするものである。結果は単身世帯、全世帯(単身世帯を除く2人以上の世帯)、総世帯(単身世帯と2人以上の世帯を合わせた合計)ごとに公表される。

消費税増税の駆け込み需要と反動減

家計消費の消費税増税前の駆け込みと増税後の消費の反動減を確認したい。14年3月の全世帯の実質消費支出^{注1}は前年比7.2%と大幅増となったが、4月は同▲4.6%と反動減が出た。このうち、4月の実質消費支出では、「住居」と「教育」を除く大費目が前年比で減少した。ちなみに、前回増税時の1997年3月分は同5.8%、

4月は同▲1.1%だった。

このように今回は前回よりも増税前後の振れが大きい。内容的にも増税前の3月に増加率が大きかった項目は4月の減少率も大きいことが特徴として挙げられる。それに対し、前回増税前の3月に増加率が大きかった項目は今回ほど4月の減少率が大きくはない(図表1)。

13年度の消費の特徴として、室内装備・装飾品、家庭用耐久財、寝具類等の消費が増加したことが挙げられる。これらの項目は駆け込み需要、反動減が起きた項目ともほぼ一致しており、上述の耐久消費財の需要が増税によって前倒しされた可能性がある。他にも駆け込み需要、反動減が今回の方が前回より大きかった背景には株高等による資産効果の存在や、今回の増税幅が3%と前回の2%より大きかったことなども影響していると考えられる。

^{注1}97年分は農家世帯除く、14年分は農家世帯含む。

図表1 消費税増税のインパクトの比較 (単位: %)

2014年3月						2014年4月					
増加率が大きかった項目						減少率が大きかった項目					
対前年比増減率			ウェイト			対前年比増減率			ウェイト		
家庭用耐久財	-	162.2	-	2.1	-	1.3	和服	-	▲43.2	-	0.0
寝具類	-	134.9	-	0.4	-	0.3	室内装備・装飾品	-	▲33.5	-	▲0.1
教養娯楽耐久財	-	100.0	-	1.3	-	0.7	寝具類	-	▲28.1	-	▲0.1
室内装備・装飾品	-	80.9	-	0.3	-	0.2	他の光熱	-	▲27.1	-	▲0.2
1997年3月						1997年4月					
増加率が大きかった項目						減少率が大きかった項目					
対前年比増減率			ウェイト			対前年比増減率			ウェイト		
家庭用耐久財	-	86.7	-	1.8	-	0.9	他の光熱	-	▲23.8	-	▲0.1
教養娯楽耐久財	-	73.1	-	1.5	-	0.8	酒類	-	▲15.1	-	▲0.2
設備・修繕維持	-	24.0	-	2.6	-	0.5	補習教育	-	▲13.6	-	▲0.2
履物類	-	22.5	-	0.7	-	0.1	生地・糸類	-	▲11.6	-	▲0.0

(資料:総務省統計局 注:2人以上の世帯)

失業率(2)

趙 玉亮

要因別にみる失業率の種類

失業を要因別にみると、循環的失業、構造的失業と摩擦的失業に分けることができる。循環的失業とは、景気変動によって生じた失業である。一方、構造的失業とは、求人先が求める人材と求職者の特性(年齢・技能等)とのミスマッチによるもの、摩擦的失業とは、職探しや就職活動に伴う地域間の移動に時間がかかる等による失業である。構造的失業と摩擦的失業は就業・産業構造に規定され、景気の影響を受けないと考えられる。なお、構造的失業と摩擦的失業の区別が難しいため、二つを合わせて広義の構造的失業と呼ぶことが多い(図表1)。

図表1 要因別にみる失業の種類

失業の 要因	循環的失業		景気変動による失業
	広義の 構造的失業	構造的失業	求人先が求める人材と求職者の 特性(年齢・技能等)とのミスマッチ
		摩擦的失業	職探しや就職活動に伴う地域間の 移動に時間がかかる等

(資料) 総務省統計局『「需要不足失業」と「構造的失業」』より作成。

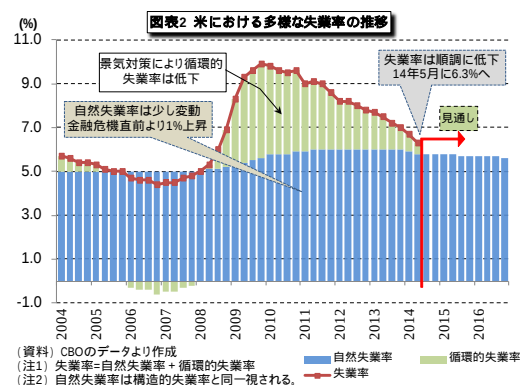
広義の構造的失業者が労働力人口に占める割合を構造的失業率と呼ぶが、フィリップスカーブが垂直に立ち始める自然失業率または NAIRU (インフレを加速させない最低失業率) とほぼ同等な概念である。

雇用最大化を目指す FRB の政策運営

FRB が掲げる金融政策目標の一つである雇用の最大化とは、循環的失業がなくなり、失業率が構造的失業率に一致している状態である。この状態の達成に向け、FRB は金融政策を通じて実体経済への調整を行っている。リーマン・ショック以

降、FRB は失業率の上昇に対応するため量的緩和策を実施し、景気悪化時に減少した雇用を創出しようとしている。狙い通り、循環的失業率が低下し、失業率も順調に低下してきた(図表2)。このように、失業率を構造的失業率に近づかせようとする FRB の政策運営は、雇用の改善に一定の役割を果たしていると評価できる。

ただし、構造的失業率はあくまでも推計によるものであり、それを適切に把握するには大きな不確実性を伴っている。金融危機以後、産業間労働需要バラツキの拡大、失業保険給付の拡充、失業期間の長期化に伴う労働者技能の劣化等の要因から、米国の構造的失業率は上昇したと見られる。これについて、米議会予算局(CBO)は自然失業率が金融危機直前(5%)から1%上昇し、6%になっていると推計している。一方、一部の専門家は同じく1.5~2.0%上昇し、6.5%~7.0%に達したとの見方を示している。仮に自然失業率が6.5~7.0%とすれば、現行の金融緩和策は経済を刺激し過ぎる危険性がある。いずれにせよ、失業率はFRBが目標とする構造的失業率に近づきつつある中、政策当局者は慎重な政策運営を求められている。



海外の話題

シンガポールの車事情

農林中央金庫 シンガポール支店長 和田 透

インドネシアのジャカルタやタイのバンコクなどの東南アジアの主要都市に出張すると、その交通渋滞のひどさに辟易とさせられることが多い。特に朝夕のラッシュ時や雨天の時などは、車で移動した場合、目的地までかかる時間を予測することは非常に難しい。それに比べるとシンガポールの交通事情は、非常に快適である。さすがに街の中心では多少の渋滞が起こることはあるものの、基本的に道路はスムーズな流れとなっている。

国土面積が東京 23 区ほどの広さしかないシンガポールでは、交通渋滞を避けるため、自動車所有者に COE (Certificate Of Entitlement、車両所有権証書) の取得を義務付け、その発行枚数をコントロールすることにより国内の車両台数を調整している。本制度は 1990 年から導入されているもので、当時のベルギーの制度を参考にしたものだそうである。COE は 10 年の有効期限つきのため、中長期的な発行枚数の計画や調整が容易となっている。2008 年に発表された陸上輸送マスタープラン (Land Transport Master Plan) に基づき、発行枚数の伸びは徐々に抑制され、足元では年 0.5% まで抑制されている。

車両の COE 価格は、排気量や用途等により 4 つのカテゴリーに分けられ、月 2 回の入札で決定されている。経済状況や自動車ローンの金利、発行枚数の増減等により、COE 価格は大きく変化する。例えば排気量 1600cc 以下の車両の COE は、2007 年に 1 万 4 千シンガポール・ドル (以下、Sドル)、現在の為替レートで 110 万円程度であったが、グローバル金融危機の影響で 2009 年初頭に 5 千 Sドル (40 万円程度) まで下落し、その後の危機からの回復の過程では、発行枚数の伸びが抑制されたこともあり急速な上昇に転じ、2013 年 1 月に史上最高値となる 9 万 1 千 Sドル (740 万円程度) まで上昇した。その後は、過熱感を懸念した政府による自動車ローンの頭金規制の強化等もあり下落し、現在は 6 万 3 千 Sドル (510 万円程度) となっている。

また、シンガポールで新車を購入する際には COE のほかにも輸入税や登録料等が車両価格の 100% 以上かかるため、例えば今現在、車両価格 100 万円の新車を購入しようすると COE 取得を含めて、なんと全部で 700 万円以上かかる計算となる。かくして、シンガポールでの車所有はコスト面で非常にハードルが高く、周りを見ても日本人駐在員で車を自己所有している人はあまり見かけない。確かにシンガポールは国土も狭く、安価な公共交通機関が発達しており、タクシー料金も低く抑えられているため、あまり車を所有する必要性を感じないことも理由ではあるが。

ちなみに 2013 年の新車登録メーカーの 1 位はメルセデス・ベンツであり、2 位は BMW である。また街中では、ポルシェやフェラーリなどの超高額車も多く見かける。車の所有が一部の高額所得者に限られているためであろうか、それとも車両価格以外のコストがそこまで高い以上、高額な車でないを持つ意味がないと考える人が多いせいであろうか、車の所有者に聞いてみたいところである。