

潮流

成長戦略と農業改革

常任顧問 岡山 信夫

6月24日、「日本再興戦略」の改訂が閣議決定された。

今回の改訂は、昨年の成長戦略で残された課題としていた、労働市場改革、農業の生産性拡大、医療・介護分野の成長産業化等の分野にフォーカスして解決の方向性を示した、と説明されている。さらに、アベノミクスの効果を全国に波及させ地域経済の好循環をもたらすこと（ローカル・アベノミクス）により「地方の元気を取り戻す」とも宣言した。

アベノミクスへの一定の支持は、第一の矢（金融緩和）、第二の矢（積極財政）によってもたらされた堅調な株価に支えられていると言える。したがって、第三の矢である成長戦略改訂も株価を意識したものになった。この改訂についての経済界からの評価は、「農業や医療において比較的思い切った改革メニューが示された」との見方で、概ね良好のようである。

しかし、この間の議論の経過を見ると、必ずしも透明性が確保された納得感の高いものとは言えないものがある。例えば、農業改革の議論の一部では以下のように、課題認識と結論に合理的なつながりが見えないものもあった。

規制改革会議農業ワーキンググループでは、農協改革の一つの課題として「准組合員の利益の適切な保護」が議論されている。4月24日、同ワーキンググループの金丸座長は、農業改革の検討過程について整理した資料を会議に提出した。その中で、農業協同組合ヒアリングにおける主な議論の一つとして「准組合員の方が多くなっている現状を踏まえ、准組合員の利益の適切な保護を図るべきではないか」という意見があったことが示されている。准組合員が過半を占めるにいたっているにもかかわらず、経営参画に制限がある点を課題として捉えたものと読める。ところが、その3週間後、5月14日に示された同グループとしてのとりまとめである「農業改革に関する意見」では、「准組合員の事業利用は、正組合員の事業利用の2分の1をこえてはならない」とされた。「准組合員の利益の適切な保護」という問題意識がどうして逆に権利を制限するような結論に至ったのか、理解に苦しむ。この「意見」も踏まえ最終的に6月9日に与党案としてまとまった「農協・農業委員会等に関する改革の推進について」では、この部分について「准組合員の事業利用について、正組合員の事業利用との関係で一定のルールを導入する方向で検討する」と記載され、規制改革に関する第二次答申（6月13日）に反映された。ちなみに現行の農協法においては組合員以外の者（員外者）の事業利用について員外利用制限があるが、准組合員の事業利用についての制限はない。

このように、規制改革会議農業ワーキンググループにおける検討経過を見ると、4月24日時点の座長整理と5月14日にとりまとめられた「意見」の間には、時間的な制約からか他にも質的な飛躍がみられる。今後、規制改革実施計画に基づく検討に際しては、あらためて現行制度の評価と地域経済活性化の観点からの入念な検証が必要になる。

ハンナ・アーレントが読み返されているという。彼女は、回答ありきの問題解決パターンや「イメージ」こそが、エリートから大衆にいたるまでの無思考性や判断の欠如を促している、と指摘した。リーマンショック、東日本大震災後の時代の変わり目に、今こそ自分の頭でしっかり考えることが求められている。

情勢判断

国内経済金融

持ち直しも散見されるが、消費動向は総じて鈍い

～ 政府・日本銀行は、夏以降回復傾向が強まるとの見方継続～

南 武志

要旨

非製造業を中心に雇用人員や資本設備の先行き不足感が強まるとの予想が根強い半面、实体经济面では消費税増税前の想定以上の強さを見せた駆け込み需要の反動減からの持ち直しに鈍さも見られる。特に、乗用車や家電などの耐久財消費については当面は販売不振が続く可能性があるほか、年度下期にかけて実質所得の目減りによる悪影響が出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。

一方、日本銀行は14年度下期に物価上昇率が再び高まっていくとの見方を改めて示したが、そうしたシナリオを現実の物価動向が下振れて推移することになれば、足元では後退している追加緩和観測が再度強まる可能性も否定できない。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	項目	2014年			2015年	
		7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
	無担保コールレート翌日物 (%)	0.067	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 (%)	0.520	0.45～0.70	0.45～0.75	0.50～0.80	0.50～0.80
	5年債 (%)	0.145	0.10～0.25	0.10～0.30	0.15～0.35	0.15～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	101.5	98～108	100～110	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	136.7	128～145	125～145	125～145	125～145
	日経平均株価 (円)	15,232	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7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

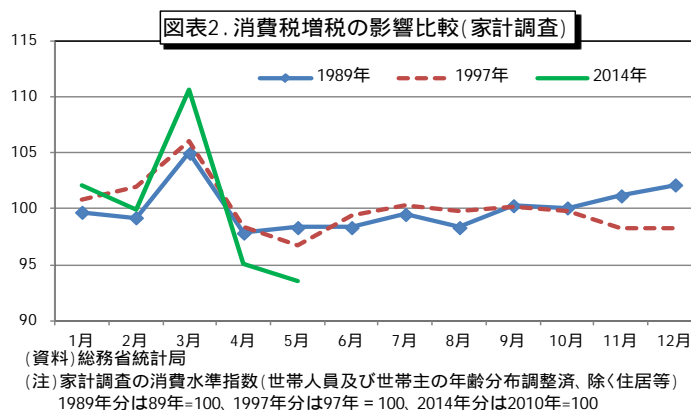
4月の消費税率引上げ直後、民間消費を中心に駆け込み需要からの反動減が強まった。その後、時間経過とともに非耐久財やサービスなどの消費支出については持ち直しが散見されたほか、消費者マインドも回復の動きが見られるが、耐久財については増税の悪影響が依然として残るなど、全般的にも弱い動きのままである。それ以外の指標をみると、失業率や有効求人倍率、さらに物価関連指標などでは4月以降も強めの統計が続いてお

り、想定を上回る成長となった1～3月期までの「余韻」が残っている。また、13年度末には一巡感が強まった公共事業関連も、5.5兆円規模の経済対策策定の効果もあり、増勢を再び強めている。一方、機械受注や鉱工業生産、輸出などについては総じて軟調である。

こうしたなか、7月1日には日銀短観(6月調査)が発表されたが、企業経営者の景況感(業況判断DI)もまた、消費税増税の影響を受けて6四半期ぶりに悪化(前回3月時点からの悪化幅: 5ポ

イント)したものの、DI の水準 (12) は比較的高めであるほか、先行きは改善するとの見通しであった。また、足元は一旦緩和したものの、非製造業を中心に雇用人員や資本設備の不足感が先行き一段と強まっていくと予想しており、これまでのところ多くの企業経営者は政府・日本銀行と同様、消費税増税の影響は想定内であり、いずれ持ち直し傾向が強まると見ていることが推察される。

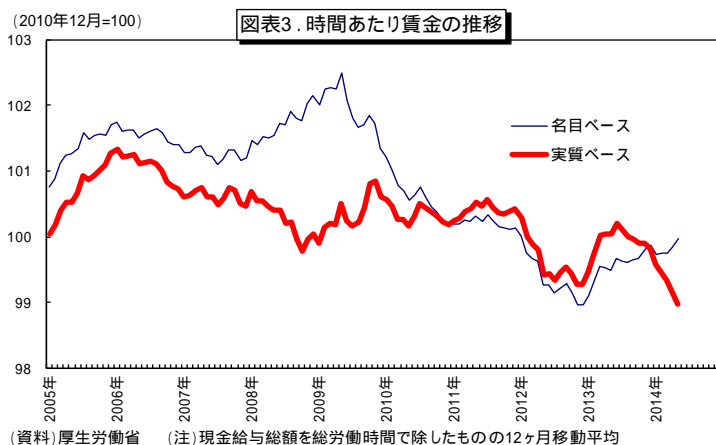
このように、増税後に一旦落ち込んだ需要は持ち直しの動きも散見されるものの、総じてその回復テンポは鈍い。実際、1~3月期には想定以上の駆け込み需要が発生したことを踏まえれば、当然であろう。問題は、持ち直しのペースは今後速まるのか否かという点である。それに大きく影響するのは、やはり家計所得の動向であろう。消費税増税をなんとかしてでも乗り切りたい政府は、政労使会議などを通じて企業に賃上げを求めた甲斐あって、今春の賃金交渉は例年を上回る成果が得られたほか、夏季賞与も底堅かったと想定される。しかし、後述の通り、足元 3% 台まで物価が上昇していると比較すれば、所得の伸びは見劣りしており、



実質所得は目減りしている(4~5月の実質賃金は前年比 3.5%)。年度下期には残業時間の前年比割れも想定されるが、こうした動きは家計の消費行動に抑制的に働くと思われる。

以上を踏まえれば、国内景気は14年度を通じても緩慢な回復テンポにとどまり、アベノミクスが目標とする「実質 2%、名目 3%」の持続的成長経路を捉える時期は後ズレすると予想する。

一方、物価面であるが、3%分の消費税率引上げも加わり、4月以降の全国消費者物価(生鮮食品を除く)は前年比 3% 台前半と、約 23 年ぶりの上昇率で推移している。ただし、増税による押し上げ分(4月:1.7ポイント、5月以降:2.0ポイント)を除外すると、5月の上昇率(同 1.4%)は4月(同 1.5%)から若干縮小した模様である。



先行きについては、足元でガソリンの高騰が続いているほか、一部家電製品の品目入れ替えに伴う押し上げ効果がある一方で、これまでの主要な物価押し上げ要因だった円安効果が一巡し、かつ需給改善効果も弱まっているものと見られる。それゆえ、消費税要因を除けば 1% 台前半と目され

る物価上昇率は徐々に上昇幅を縮小させ、年度下期には 1%割れを窺う動きになると予想する。

金融政策:現状と見通し

量的・質的金融緩和(QQE)の現状維持の決定と、「2年で2%の物価上昇」は達成可能とした14~16年度の経済・物価見通し(「展望レポート」中間評価)の取り纏めを行った7月14~15日の金融政策決定会合後の定例記者会見において、黒田総裁は「暫くの間、1%台前半で推移した後、14年度後半から再び上昇傾向を辿り、見通し期間(14~16年度)の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い」、「(今夏にかけて物価上昇率が下がったとしても)1%を割る可能性はない」との物価見通しを示した。もちろん、リスク要因を点検したうえで、必要とあらば調整を躊躇なく行うとの方針も併せて示したものの、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は堅持したままである。

一方で、当総研も含めた大部分の民間エコノミストや金融市場参加者の物価見通しは相変わらず慎重である。夏場にかけて物価上昇圧力が弱まった後、15年度にかけても1%程度にとどまるというのが市場のコンセンサスであり、「2年で2%の物価上昇」については懐疑的な状況に変わりはない。

今後の金融政策については、実際の物価が日銀のシナリオ通りに推移すれば、15年入り前後には出口戦略への思惑が浮上してくるだろう。しかし、下振れて推移する可能性が出てくれば、一段の追加緩和を含めたQQEの修正が必要になると思われる。当面の焦点は14年度下期に物

価上昇率が再加速していくかどうかであるが、状況次第では年内にも追加緩和に向けて動く可能性もあるだろう。

金融市場:現状・見通し・注目点

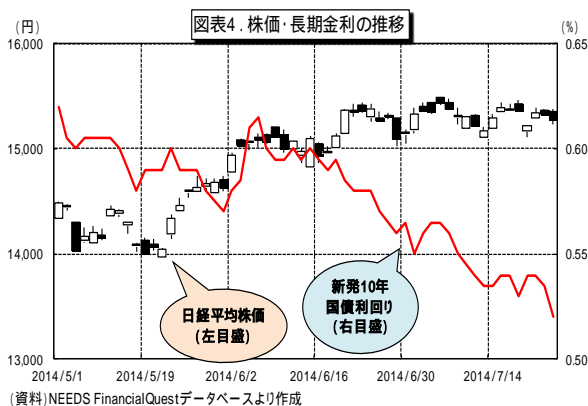
景気回復傾向を強めつつある米国や英国で金融政策の方向転換が図られようとしているとはいえ、先進国を中心に金余り状態が続いており、世界的に見れば14年上期は株高・金利低下といった展開であった。一方、新興国リスクは依然として燻っているほか、ウクライナ・中東情勢など地政学的リスクもまた根強い。

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

14年度入り後、長期金利(新発10年物国債利回り)は概ね0.6%前後での小動きが続いたが、この1ヶ月ほどは水準を一段と切り下げており、直近は0.5%台前半での推移となっている。

増税後も物価は前年比1%台前半での底堅い動きを続けており、企業・家計の予想インフレ率も徐々に高まってきたとされる一方、長期金利がここに来て低下圧力が強まっている原因として、日銀による年間50兆円という大量の国債買入れによってタームプレミアムが大きく低下し、かつ当面は継続されるとの見方が



強いことが挙げられるだろう。最近では短期国債市場ではマイナス金利での取引が成立したが、6月以降、日銀が国債買入れオペにおいて「残存1年以下」の買入れ額を増額したことなども影響した可能性があるだろう。

先行きについては、米景気の回復期待を背景とした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、15年以降も少なくとも現行レベルの緩和策が継続されると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

世界的な景気回復やアベノミクス効果への期待感から、日経平均株価は13年末にかけて16,000円台を回復したが、14年入り後は調整局面入りした。4月から5月にかけては、幾度か14,000円を割りこむなど軟調な場面もあった。その後、6月以降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、株価は上昇傾向を強めたが、15,500円近くでは跳ね返される展開となっている。

なお、株価にとって重要なのはその企業の本源的価値であり、それとかけ離れた水準を中長期にわたって維持することは不可能であろう。GPIFによる株式買入れの増加が、購入対象となった企業の本源的価値に影響を与えることがなければ、株価下支え効果はいずれ剥落するものと思われる。

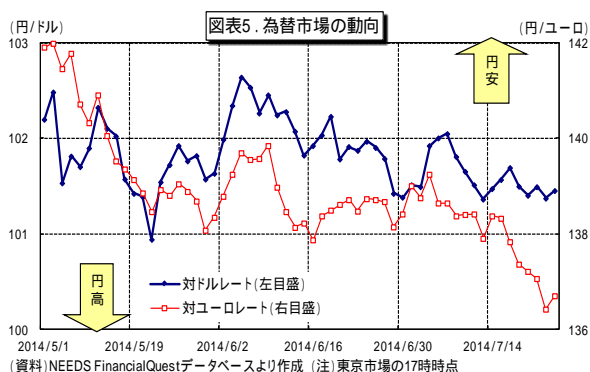
先行きについては、増税後の国内景気や企業業績の行方を見極める展開となる

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。今しばらくは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、米雇用統計の改善を背景に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には上昇圧力があまり強まっておらず、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が見るが、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。

こうした中、ユーロは下落傾向を強めつつある。6月上旬の欧州中銀（ECB）によるマイナス金利導入発表の直後に大きく下落したユーロは一旦持ち直す動きも見られたが、直近はポルトガルの金融不安やウクライナ情勢への懸念から、対円レートで8ヶ月ぶりの水準にまで弱含んだ。また、ECBの金融政策への思惑も当面続くと思われ、ユーロの軟調地合いはしばらく続くだろう。（2014.7.24現在）



回復基調が続く米国経済

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、生産の増加傾向や設備投資の持ち直し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、10月に量的緩和策第3弾(QE3)に伴う資産購入が終了するとの見通しが示された。

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、6月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差28.8万人増と5ヶ月連続で20万人超の伸びとなったほか、過去2ヶ月分についても計2.9万人上方修正された。また、失業率も6.1%と前月(6.3%)から低下し、08年9月以来の低水準となった。ただし、パートタイム就労者が多い非製造業主体の雇用増加となっていることもあり、このところの時間当たり賃金は前年比2%台前半とリーマン・ショック前の4%超と比べ低水準で推移しており、賃金面からインフレ圧力が高まる兆候は表れていない(図表1)。

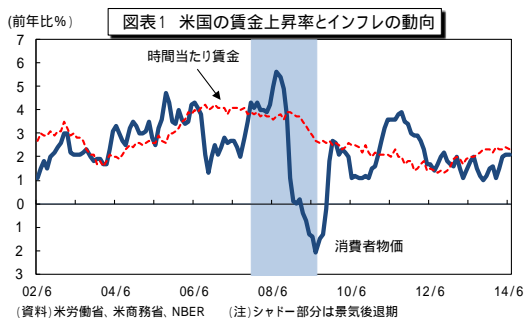
個人消費は、6月の小売売上高が前月比0.2%と、自動車も5ヶ月ぶりに減少し全体を押し下げたことから弱い伸びとなった。しかし、コア売上高(自動車、ガソリン、建材を除く)は0.5%と伸びが拡大しており、寒波後の消費は堅調な動きといえるだろう。

ただし、7月の消費者信頼感指数(ミシガン大学、速報値)は、先行きの景気や雇用に対する楽観的な見方がやや後退したことを受け81.3と前月(82.5)から低下した。依然として約7年ぶりの高水準にあるものの、先行きに対してはやや慎重な様子が見られる。

企業部門では、6月の鉱工業生産指数が前月比0.2%と5ヶ月連続の増加となった。自動車生産が5ヶ月ぶりに落ち込んだものの製造業の増加が継続した。また、民間設備投資の先行指標とされる5月の航空機を除く非国防資本財受注は、前月比0.7%と市場予想(0.5%)を上回り、2ヶ月ぶりに増加した。このほか、7月の連銀製造業景況指数(ニューヨーク、フィラデルフィア)はともに改善し、好調な内需を背景に米国企業の景況感は底堅さが続いていることが示された。

一方、住宅関連では、6月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が89.3万件と前月(98.5万件)を大きく下回り、予想外の減少となった。ただし、6月は最大地域である南部(前月差15.8万件、前月比29.6%)の急減が主因であるため、他地域が増加したことを踏まえれば、天候など一時的な要因の可能性が高い。

また、6月の中古住宅販売(季調済・年率換算)は、504万件と13年10月以



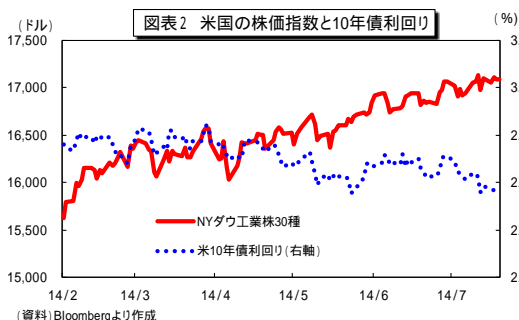
来 8 ヶ月ぶりの 500 万件超となった。住宅市場は、寒波の影響が解消したことに加え、住宅ローン金利が低下傾向で推移していることから、先行きも持ち直しの動きが続くとみられる。

物価関連では、6 月の消費者物価指数 (CPI) が前年比 2.1%と、3 ヶ月連続で 2%台の上昇となった。しかし、コア CPI (食品・エネルギーを除く) が前年比、前月比ともに鈍化したことから、一時的に高まったインフレ懸念は後退した。加えて、足元のガソリン価格は 6 月下旬以降 4 週連続で値下がりしており、先行き CPI 全体の伸びも鈍化する可能性がある。

FRB は 10 月に資産購入を終了へ

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) による資産購入規模 (当初 850 億ドル) を 5 会合連続で各 100 億ドル縮小することを決定し、7 月から月額 350 億ドルに減額した。こうしたなか、7 月 9 日に公表された同会合の議事要旨によれば、FRB の見通しどおり米経済が順調に回復すれば、10 月会合で資産購入の終了を決定することでほぼ一致したことが判明した。

一方、7 月 15 ~ 16 日に行われたイエレン FRB 議長による議会証言では、雇用市場の改善が不十分で所得の伸びも停滞しているなどの認識を示し、緩和政策を当



面維持する方針を表明した。ただし、FRB が議会証言に伴って提出した金融政策報告書では、最近の資産価格は「歴史的な水準から乖離していない」としながらも、バイオテクノロジーなど一部業種の小型株は割高との認識が示された。FRB は資産バブルの懸念を否定したものの、投機的な動きを警戒していると思われる。

とはいえ、イエレン議長は 6 月 FOMC 後の会見で 14 年終盤に出口戦略を見直したいと表明した。今後は、保有資産の再投資の扱いや利上げ方法など、FRB の「出口」をめぐる議論が熱を帯びることになり、ジャクソンホール会議 (8/21 ~ 23) での FRB 議長の演説が注目されるだろう。

米株価は最高値更新

米国の長期金利 (10 年債利回り) は、好調な経済指標の発表を受けて 6 月初旬に一時 2.68%と 4 月下旬以来約 2 ヶ月ぶりの高水準となった。しかし、その後は FOMC 議事要旨や FRB 議長の議会証言で利上げ時期を前倒しするようなことが示唆されなかったほか、中東・ウクライナ情勢の緊迫化などから低下圧力がかかり、7 月中旬以降は 2.5%を下回って推移している (図表 2)。先行き長期金利は緩やかに上昇すると想定されるが、リスク回避の動きから金利上昇は限定的なものにとどまると思われる。

一方、株価は企業決算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、7 月初旬に 17,000 ドルの大台に乗せ、その後も高値圏で推移している。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。(14.7.23 現在)

ユーロ圏の所得動向とそのマクロ経済・市場への影響

～ 金融政策や供給面偏重の政策は妥当なのか？ ～

山口 勝義

要旨

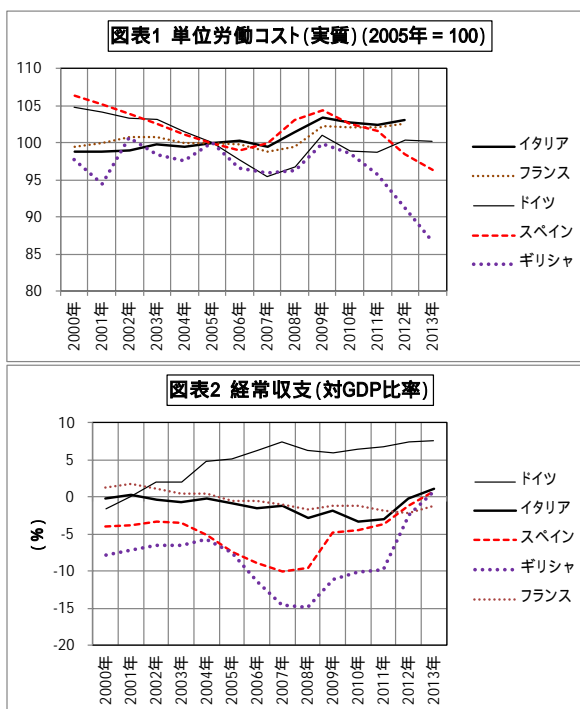
ユーロ圏では経済の供給面の改革のなかで所得が抑制されてきたが、その長期化はユーロ圏の問題解決を困難化させる可能性をはらんでいる。現在の環境下では、むしろ財政政策を適切に機能させながら、需要面の刺激を行う政策がより重要ではないかと考えられる。

はじめに

消費税増税後の日本では、今後の経済回復を左右する要因として実質所得の動向が注目されている。また、米国経済についても雇用者数の順調な増加に対し、所得の伸びの鈍さが課題として指摘されている。翻ってユーロ圏においては、所得などの労働コストの動向がこれまで経済や市場に対し大きな影響を与えてきた。

ユーロ圏では2009年に始まった財政危機への対策の過程で、従業員の解雇を容易にする法整備を含め労働コストの押し下げを進めてきた(図表1)。これを通じ、各国経済の実態に応じた通貨安が期待できない統一通貨ユーロのもとにおいても、経済の供給面である生産にかかる競争力を強化することができた。また、これは他方では需要面である個人消費を下押しすることで、需給両面から財政悪化国の経常収支を大幅に改善することとなり、この結果、市場波乱の懸念が低下することにつながった(図表2)。

その後もユーロ圏では、所得の引上げを通じた内需の拡大が期待されるドイツを例外として、引続き所得の抑制を含む経済構造改革を重視する姿勢に変化はなく、この点でユーロ圏の政策は特徴的な立場に位置していることになる。



(資料) 図表1、2はEurostatのデータから農中総研作成。

しかしながら、弱い内需がデフインフレの主要な要因となるなど、財政危機顕在化以降の長い期間にわたる所得の抑制は、様々な側面から影響を拡大させ、ユーロ圏の問題解決を困難化させる可能性をはらんでいる。本稿では、ユーロ圏のGDP規模上位4ヶ国を取り上げ、また財政悪化国の典型例としてギリシャを参照しつつ、所得動向を手掛かりとして、マクロ経済や市場を取り巻くリスクについて考察するものである。

所得の低下と金融緩和の継続

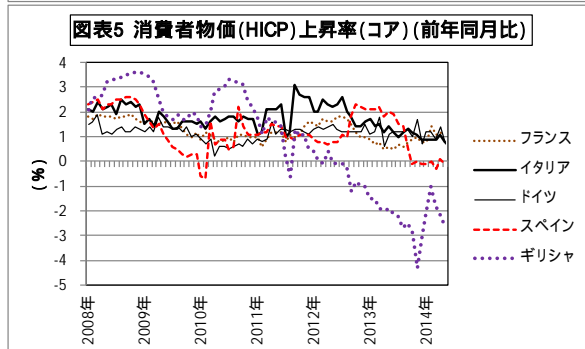
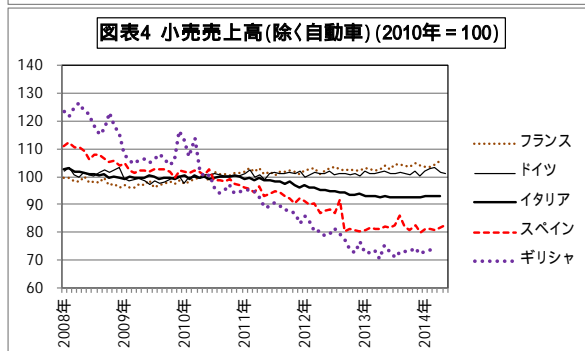
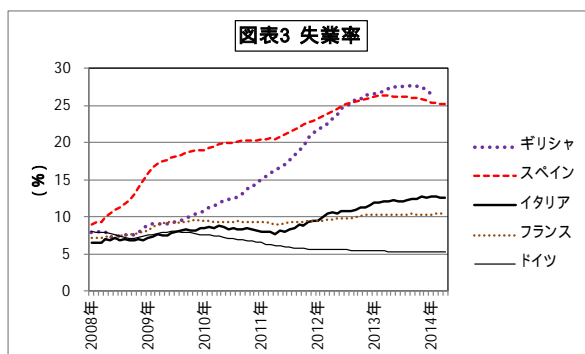
まず、所得の低下による実体経済に対する影響の側面を確認する。

ユーロ圏では、経済構造の改革を強く迫られた財政悪化国を中心に、所得を含む労働コストの低下とともに失業率が大幅に上昇した。失業率は13年中にはほぼ天井を打ったとはみられるものの、その後も改善の速度は緩やかなものにとどまっている(図表3)。これらに伴い落ち込んだ小売売上高については、同様に力強さに欠ける動きが継続している(図表4)。以上の動向は特にギリシャとスペインにおいて顕著であるが、イタリアにおいても状況は厳しく、またフランスでは失業率の高止まりが認められる。

こうしたなか、ユーロ圏における最近の最大の懸念点はデフレーションの進行である(図表5)。これは実質金利の上昇に伴う投資の抑制、消費の先延ばし、債務負担の増大等を通じ、従来から緩慢であったユーロ圏の景気回復に対しさらに大きな負荷として働くものと考えられる。

デフレーションの主要な要因としては、輸入物価とともに「コア」の上昇率の低下傾向が指摘できる。このうち後者には内需の弱さが反映しているとみられるが、上記の小売売上高の推移等からはその早急な回復は期待し難いため、仮にユーロ高傾向の修正により輸入物価が上向いたとしても、弱い内需が働き続けることで、今後も中期的にデフレーション傾向が継続する可能性が高い。

加えて、ユーロ圏ではより長い期間にわたって経済成長の障害となるとみられる社会・産業構造の変化にも注意が必要となっている。まず、所得の低下や失業率の上昇とともに拡大した貧富の格差は、



(資料) 図表3~5は、Eurostatのデータから農中総研作成。
(注) 「コア」は、全項目からエネルギー、食品、アルコール飲料、タバコを除いたもの。

消費の回復をより長期間にわたり抑制することが考えられる。あわせて、経済のグローバル化の中での生産拠点の海外移転や今後の生産年齢人口の減少等は、ユーロ圏の潜在的な経済成長力を低下させていくものとみられる(注1)。

以上のとおり、ユーロ圏では所得の低下とともにその他の要因も加わることで、景気回復は中期的に緩慢なものにとどまる可能性が高いが、この間を通じて欧州中央銀行(ECB)は金融緩和の継続を迫られるものと考えられる。

所得の低下と非生産資産への投資増

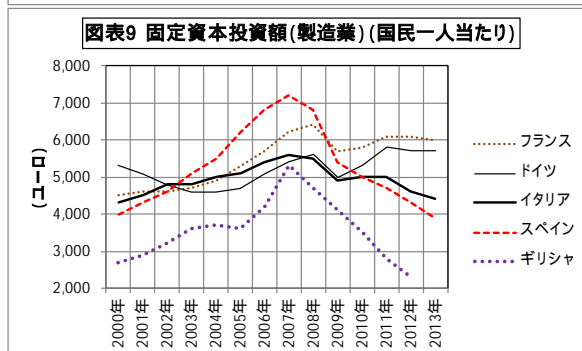
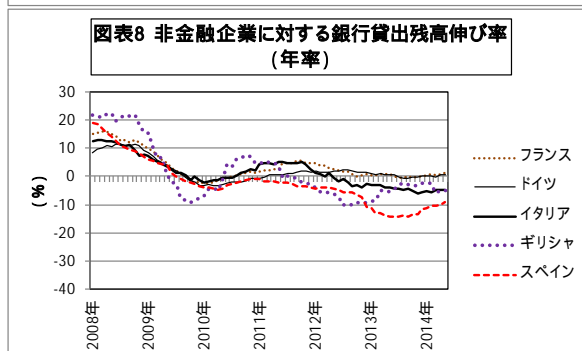
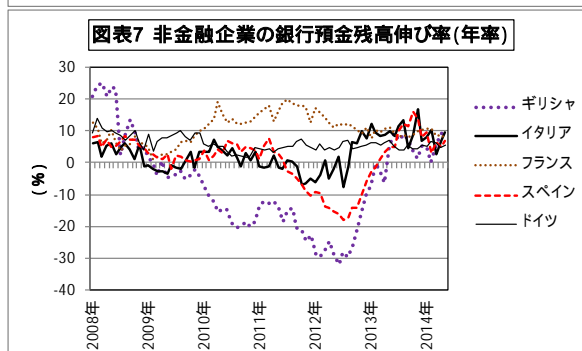
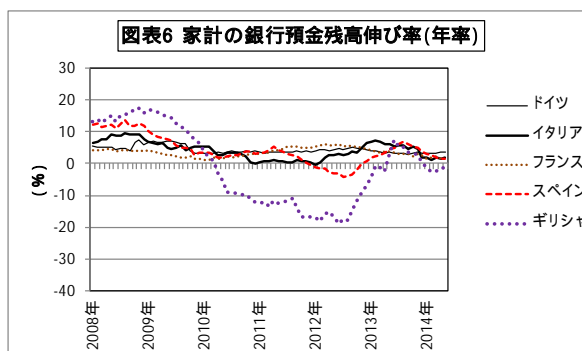
次に、所得の低下が資金フローに及ぼす影響の側面である。

所得の低下を受け家計は一旦は金融資産の取り崩しに動くが、先行きの不透明感は消費支出を抑制しつつ、再度、安全資産としての銀行預金を中心として金融資産残高を増加させる方向に働くことが考えられる。実際に家計の銀行預金残高伸び率は最近では概ねプラス圏に回復しており、また企業による預金については家計以上の高い伸び率を示すに至っている（図表6、7）。

一方、資金の需要面では、一般的な消費以外にも住宅購入・改築等の投資は低迷し、家計に対する銀行貸出の伸び率は低位で推移している。また、企業に対しては対家計以上に貸出の伸び率は低調であり、イタリア、スペイン、ギリシャでは長くマイナスとなっている（図表8）。この主要な背景としては、低迷が続く企業投資がある（図表9）。これには弱い個人消費に加え、企業側の事情として不透明な将来見通しに伴うリスクテイク意欲の減退、財務改善の必要性、収益面の弱さ等が働いていると考えられるが、個人消費や投資を抑制する所得の低下や貧富の格差拡大同様、これらの制約条件の緩和には時間を要するものとみられる。

こうした情勢に対し、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、また銀行に対し低利資金を供給する仕組み（TLTRO）を導入することとしたが、需資が低迷する上記の環境下では銀行貸出を促す効果には自ずと限界があるものと考えられる。

以上のとおり、ユーロ圏においては企業による投資の停滞、銀行預金増加と貸



(資料) 図表6～8はECBの、図表9はEurostatのデータから農中総研作成。

出低迷等の傾向は今後も継続する可能性が高いが、これらは金融商品のほか生産には直接かわらない不動産などの非生産資産へ向かう投資資金のフローが増加していく可能性を示唆している。

おわりに

ユーロ圏の所得抑制は、単に経済成長の下押しばかりではなく、こうした金融緩和の中期的な継続、非生産資産への投資資金の流入が相乗することを通じ、

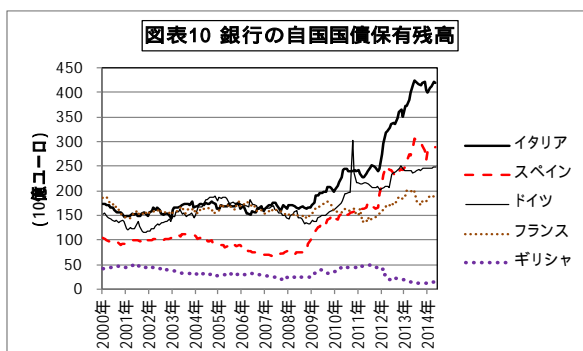
- Ⅰ 金融資産や不動産等の資産バブルの発生
- Ⅰ 銀行が抱える国債の価格変動リスクの増大

をもたらすことが考えられる。

既にユーロ圏では様々な課題を抱えながらも国債利回りは大幅に低下し、また株価の上昇も続いている。一方、銀行による自国国債の保有残高も、12年3月に大幅な国債の債務減免を実施し、その後も長く国債発行市場に復帰できずにいたギリシャを例外として増加傾向が現れている(図表10)。今後もこれらの動きが継続する一方で、一転して市場のボラティリティが上昇するリスクが高まることが考えられるが、こうした歪みはユーロ圏における従来からの金融政策や経済の供給面の改革を偏重する政策に伴う問題点ではないかと考えられる。

これまで欧州委員会は、市場の圧力のみならず過大な債務残高は経済成長を阻害するとの経験則にも基づき財政規律を重視するとともに、伝統的に経済の供給面の対策を重視してきた。確かに、経済の構造改革が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果たす役割は重要であるばかりか、こうした改革は長い期間にわたり経済の実力を高める点で評価に値する。

しかしながら、供給面の制約を原因とするインフレ時ならばともかく、ディスインフレの進行下では需要面に着目した



(資料) ECB のデータから農中総研作成。

政策がより強く求められるのではないかと考えられる。また、金融政策は流動性対策としては有効ではあるものの、現在のように信用の拡大に限界がある状況に対しては十分機能するとは言い難いことから、むしろ財政政策を適切に機能させながら、需要面の刺激を行う政策がより重要ではないかと考えられる(注2)。

折から、フランスやイタリアからは財政規律にかかる協定の解釈を柔軟化しつつ成長を重視した政策へ転換する提案も改められている。反欧州連合(EU)・反ユーロ勢力が躍進した5月の欧州議会選挙の影響もあるなかで今後議論がどういう方向に展開をみせるのか、注目されることである。(2014年7月23日現在)

(注1) 中長期的な経済成長にかかる論点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「社会構造の変化とユーロ圏のマクロ経済～力強さに乏しい中長期的な経済成長力～」(『金融市場』2014年2月号)

・ 山口勝義「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～」(『金融市場』2014年3月号)

(注2) 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

先行きも緩やかな景気回復が想定される中国経済

王 雷軒

要旨

景気刺激策や金融緩和の実施によって 2014 年 4～6 月期の中国の実質 GDP 成長率は前年比 7.5%と 1～3 月期(同 7.4%)から小幅持ち直した。先行きも、金融緩和に伴う資金供給量が大幅に増加したほか、公共投資の加速など景気刺激策の効果も本格化すると見られることから、緩やかな景気回復が予想される。

小幅持ち直した中国経済

国家統計局によると、2014 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.5% (1 次速報値)と、1～3 月期(同 7.4%)から小幅ながら持ち直した。前期比でも、2.0%と 1～3 月期(同 1.4%)から拡大した。景気が小幅改善した背景として、中国政府が 4 月以降次々と打ち出した景気下支え策のほか、連続的な金融緩和の実施や財政支出の加速などが挙げられる。

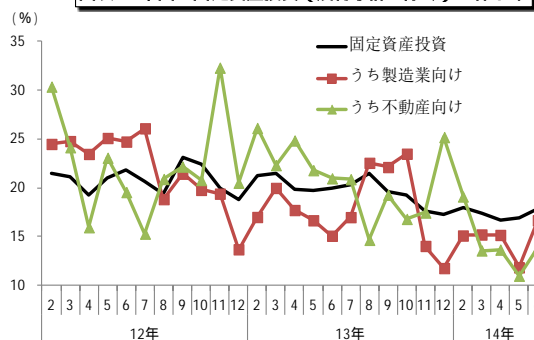
その結果、14 年上半期では、実質 GDP 成長率は同 7.4%となり、景気の更なる減速に歯止めをかけることが出来たと言えよう。なお、7.4%の成長率に対する需要項目別の寄与度をみると、純輸出は 0.2%、総資本形成は 3.6%、最終消費支出は 4.0%となっている。

このように中国の景気は小幅改善したが、6 月分の経済指標から、足元では景気回復の勢いがさらに強まっていると見られる。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、6 月の社会消費財小売売上総額(物価変動を除く実質)は前年比 10.7%で 5 月と変わらなかった。反腐敗や汚職摘発などが引続き行われているなか、高級な飲食や贅沢品の購入が控えられているものの、スマートフォンなどの通信機器やテレビなどの家電音響

機器が好調であったため、消費の下げ止まりにつながったと思われる。先行きについては、14 年上半期の国民一人当たり可処分所得(実質)が前年比 8.3%と同時期の実質 GDP 成長率を上回ったことから、底堅さを維持するだろう。

図表1 中国の固定資産投資(農林家計を除く)の伸び率



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成
(注) 伸び率は月次ベースの前年比。

一方、投資については、需要改善を受けて製造業の設備投資が大きく伸びたほか、低迷に陥った不動産投資もやや持ち直したことを受けて、6 月の固定資産投資(農家を除く)は前年比 17.9%と 5 月(同 16.9%)から伸びが高まった(図表 1)。先行きも、金融緩和の効果が見られるほか、財政支出の加速を受けて鉄道や水利施設などのインフラ投資の増加によって緩やかな回復基調が継続されると見込まれる。

また、外需についても、6 月の輸出(ドルベース)は前年比 7.2%と 5 月(同 7.0%)

から伸びがやや高まった。3ヶ月連続でプラスとなり、引き続き好調であることが明らかになった。輸出の持ち直しには外需の改善があったほか、政府による輸出手続きの簡素化など輸出促進策の実施や人民元安の進行が寄与したと見られる。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などから、底堅く推移すると思われる。

そのほか、6月の鉱工業生産は前年比9.2%と5月(同8.8%)から増加幅を高めた。また、国家統計局等が発表した6月の製造業PMIも51.0と5月(50.8)から改善したことなどから、生産回復の動きが鮮明になりつつあると見られる。

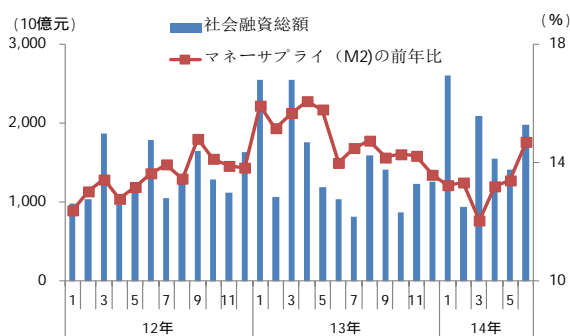
以上のように、消費が横ばいであったが、輸出や固定資産投資などが改善したことから、足元では景気回復の勢いが強まっていると判断される。

物価動向については、6月の消費者物価指数(CPI)は生鮮野菜や果実などの価格上昇率の低下を受けて前年比2.3%と5月(同2.5%)からやや鈍化した。政府の14年のCPI上昇率目標である3.5%を下回っているため、中国政府は今年の実現目標達成を後押しするための追加刺激策を発動する余地があると思われる。また、生産者物価は鉱工業生産の改善などを受けて同1.1%と5月(同1.4%)からマイナス幅が3ヶ月連続の縮小となり、緩やかな需給改善を示唆する内容だと思われる。

景気回復を下支えする金融面

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月中旬に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。さらに6月下旬

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

には中国銀行業監督管理委員会(CBRC)が、銀行の預貸比率規制(貸出金残高/預金残高=75%以下)の算出方法を改正した(銀监会2014年34号)。分子の貸出金の算定に農村・中小企業向けの貸出を含めないとし、分母の預金部分に大口の譲渡性預金証書(CD)などを含め、預金の定義も拡大した。これらの改定は銀行の融資を拡大させ、事実上の金融緩和の効果をもたらすと捉えてよい。先行きについても、景気動向を見極めながら、当面はこのような調整が継続される可能性がある。

こうしたなか、実体経済への総資金供給量を示す6月の社会融資総額は1.97兆元(約32兆円)と5月から大きく増加した(図表2)。うち、銀行の人民元建て新規融資額は1.08兆元(全体の54.8%)と増額したほか、委託融資や企業の社債発行なども増加した。また、6月のマネーサプライ(M2)は前年比14.7%と5月(同13.4%)から増勢が強まった。これらの動きから、これまでの金融緩和の効果が出始めていると見られる。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。前述のように、足元の景気は緩やかな回復に向かっているが、今後、景気下支え策の効果が本格化するほか、資金供給量の増加もあり、景気回復の継続が予想される。(14年7月23日現在)

緩和マネーの流入が依然続く新興・資源国

～地政学リスクの行方に注意～

多田 忠義

要旨

米中経済の回復期待などで、先進国の金融緩和マネーが新興・資源国に再び流入し始めたが、ウクライナや中東では、地政学リスクを意識させる事件が相次いでおり、リスクオフの市場センチメントから、一時的に緩和マネーの流入が鈍った。しかし、13年に見られた「新興国売り」には至っておらず、金利差を狙った緩和マネーの流入は続くとみられる。

新興・資源国の経済指標・商品動向

① インフレ率(図表1)

インド(WPI、6月)では前年比5.4%と、5月(同6.0%)から鈍化した。新政権が農産物輸出を抑制したことや、天候不順の影響がいったん解消したことなどによる鈍化である。

インドネシア(6月)では前年比6.7%と、5月(同7.3%)から減速、食料品・生鮮品が寄与した。7月は燃料補助金削減から1年経つため、さらに減速する可能性がある。

ブラジル(IPCA、6月)では前年比6.5%と、5月(同6.4%)からさらに加速した。飲料食品群ではインフレ圧力が緩和したものの、ワールドカップ開催の影響を受

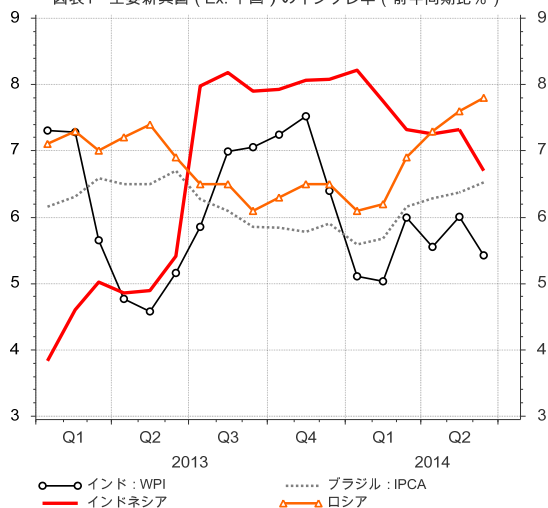
け、ホテル等の宿泊料金、航空運賃が上昇し、物価押し上げに寄与した。

ロシア(6月)でも前年比7.8%と、6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の影響が続いているとみられるが、ロシア中銀の見通しによれば、6月で消費者物価指数の上昇率はピークに達し、9月までに前年比6.8~7.0%程度に落ち着くとの見通しを発表している。

② コモディティ市場(図表2)

ロンドン金属市場(LME)における銅価格は、世界最大の銅消費国である中国で製造業PMIが改善したことを受けて、3月以来の高値を付けた。

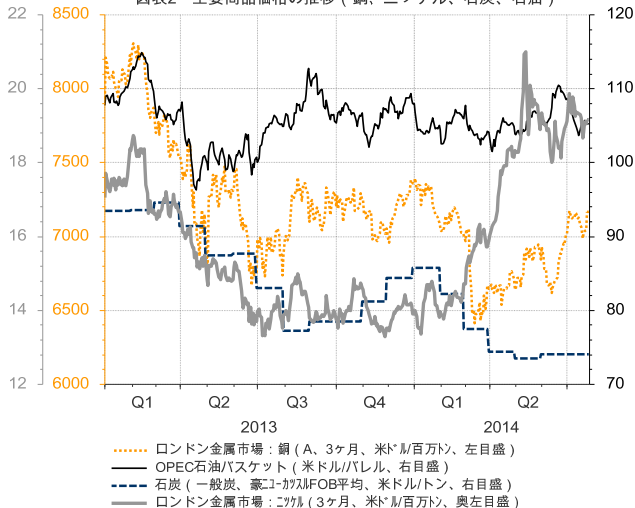
図表1 主要新興国(Ex. 中国)のインフレ率(前年同期比%)



Source: Thomson Reuters Datastream

×1,000

図表2 主要商品価格の推移(銅、ニッケル、石炭、石油)



Source: Thomson Reuters Datastream

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。米雇用が改善したことを受け、世界経済の回復に伴うニッケル需要増が連想され、5月以来の高値となった。ただ、インドネシア大統領選挙（9日）の民間調査会社による非公式集計で、ジョコ候補の優勢が伝わると、ニッケル鉱石の禁輸緩和が連想され、7月初めに付けた高値から下落した。

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、需給調整局面が続いており、石炭価格は当面横ばい圏内とみられる。

原油価格（OPEC バスケット）は、イラク情勢が緊迫化したことで、6月末にかけて110ドル/バレル目前まで上昇し、その後下落した。7月中旬には、マレーシア航空機がウクライナ領内に墜落したことや、イスラエル軍がガザ地区へ侵攻したことで、再び上昇に転じている。

③ 金融政策(図表3)

最近1ヶ月に開催されたオーストラリア、ブラジル、インドネシアでは、金融政策の変更はなかった。一方、ニュージーランドでは、4会合連続で利上げを決定した。

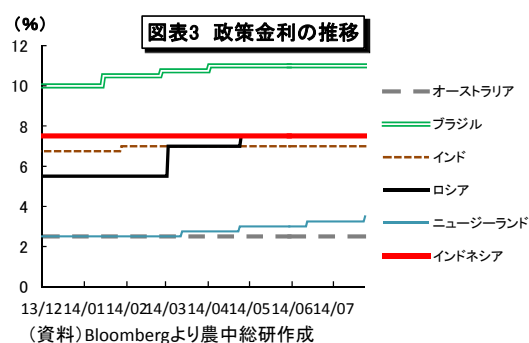
オーストラリアでは政策金利が据え置かれた（7月1日）。歳出削減と資源投資の落ち込みに加え、豪ドル相場の高止まりが成長の阻害要因になっているとしている。このため、当分の間は現状維持が適切との認識を中銀は表明している。

ブラジルでは、2会合連続で政策金利は据え置かれた（7月16日）。インフレ上昇圧力は依然として高く、中銀が目標とするレンジの上限付近で消費者物価指数の上昇率は推移するものの、利上げによる経済活

動への悪影響も考慮したとみられる。

インドネシアでも政策金利は8会合連続で据え置かれた（7月10日）。中銀のスタンスは前回からほとんど変更はない。

一方、ニュージーランドでは、4会合連続で利上げを決定し、政策金利は25bp引き上げ3.5%となった（7月24日）。声明文では、14年の成長見通しが前年比3.7%となり、輸出や復興需要等による建設部門などで好況なため、4会合連続の利上げとなったと説明した。一方、乳製品・木材輸出価格が下落したほか、現在のNZドルは持続不能なほど高水準であり、物価の押し下げ圧力が高まっていると指摘した。以上を踏まえ、今後の利上げは、これまでの利上げ効果や経済指標等を検討したうえで実施すると表明し、次回会合で利上げを中断することが示唆された。



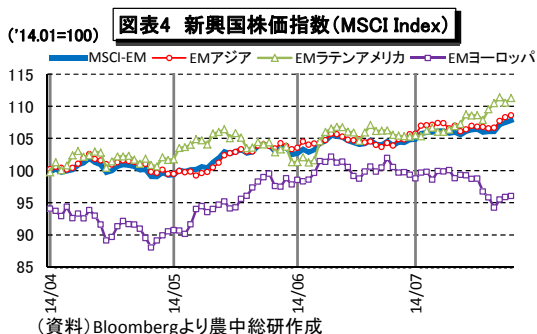
金融資本市場

図表4～6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、アジアでは通貨が買われた一方、ヨーロッパやその周辺地域では売られる傾向となった。一方、株価は、ウクライナ情勢を背景として、ロシアでは株安となったほかは、株高となった。米雇用統計が堅調に推移していることや中国製造業活動が拡大し始めたことで、リスクオンになりやすく、新興国へ緩和マネーが流入しやす状況となってきた。地政学リスクが急浮上す

る、あるいは政治・選挙問題などが発生すると、一時的に資金が巻き戻される状況ではあるが、今のところ13年夏のような資金の引き揚げは見られない。

① MSCI-EM 株価指数(図表 4)

MSCI 新興国株価指数は、米雇用環境の改善したことなどを受けて、7月上旬は緩やかな上昇であった(図表4)。地域別にみると、ウクライナ領内でマレーシア航空機が墜落した事件では、親ロシア派が撃墜したとの見方が浮上したほか、米国がロシアに対し、追加制裁を決定したことでEMヨーロッパは急落した。一方、ラテンアメリカでは、ブラジル次期大統領選に関する世論調査で、現大統領の支持率が低下したことで政権交代期待が台頭し、株価は上昇した。



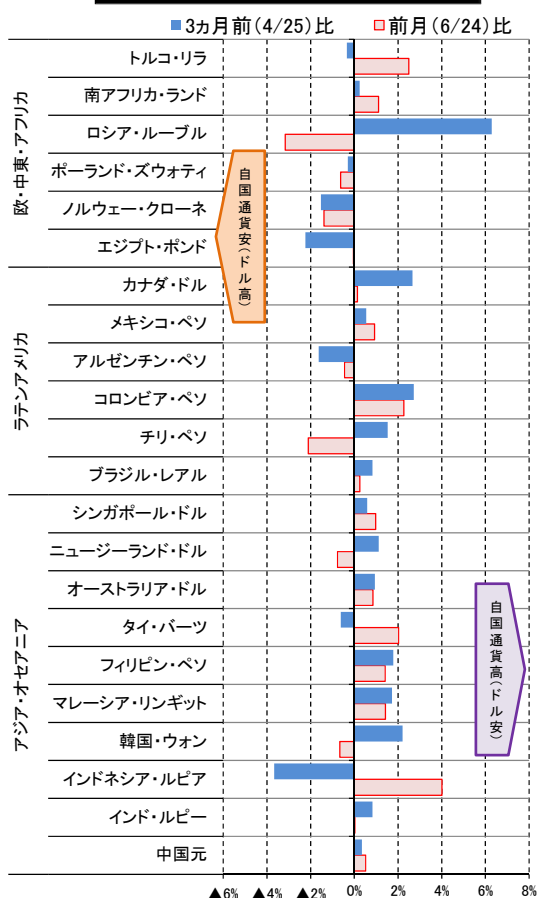
② 国別株価・為替騰落率(図表 5・6)

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・ルーブルが大幅安となった。前述の通り、ウクライナ情勢を巡る不透明感や、マレーシア航空機墜落事件が嫌気されている。

ラテンアメリカでは、前述の通り、ブラジル株が上昇した。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、株高、自国通貨高が目立った。インドネシアでは、大統領選挙が実施され、ジョコ候補が当選したことを受けて安心感が広がり、株高・ルピ

図表5 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

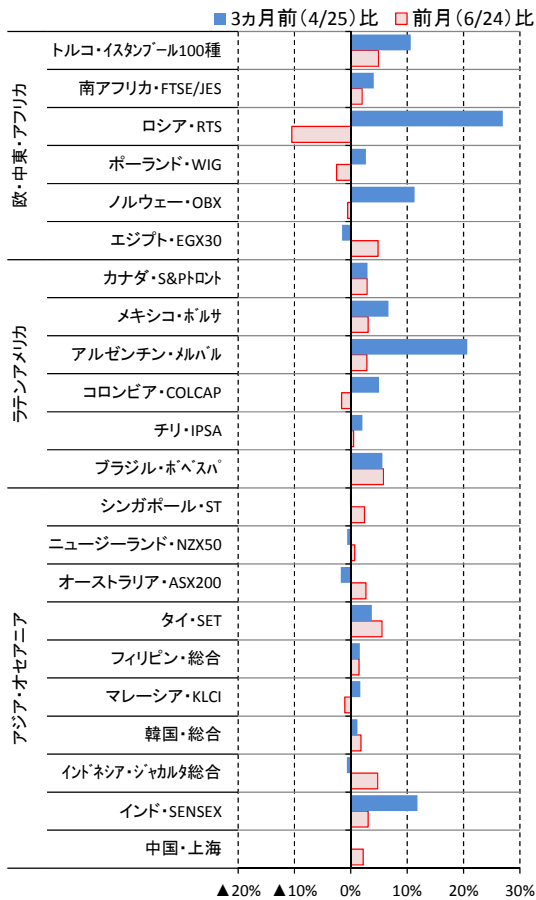
ア高となっている。そのほかの地域でも株高、通貨高となったが、中国の4~6月期経済成長率が前年比7.5%と、1~3月期から小幅ながらも上昇したことに加え、製造業PMIが51.0と6ヶ月ぶりの水準を取り戻し、製造業に対する期待が高まったことで、資源や製品などの輸出が回復することが連想された。

最近の動き

① インドネシア: 大統領選挙を実施

インドネシア大統領選挙は7月9日に実施され、22日に開票結果が選挙管理委員会から発表された。結果は、得票率53.15%となったジョコ・ウィドド候補が当選し、対抗馬のプラボウォ・スビアント候補は同46.85%で落選となった。

図表6 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

プラボウオ氏は、この公式結果発表の直前に、この大統領選は不透明で、非民主的、憲法に反するものだ、と支援者に伝え、選挙結果について争う可能性を排除しなかった。このため、22日の取引時間中、株安・ルピア安となる場面もあった。憲法裁判所への異議申し立ては7月25日までであるが、異議申し立てへの動きもみられ、選挙結果を巡ってもうしばらく不安はくすぶりそうだ。

なお、議会におけるジョコ氏支持の陣営は、国会での議席占有率が37%であり、今後の議会運営にとっても懸念材料は残っている。

② インド: 予算案を提示

インド政府は10日、予算案を発表した。ポイントは、補助金中心の予算編成から

決別する意志の表れであろう。第一に、財政赤字の対名目GDP比目標を4.1%としたことが挙げられる。市場予想(4.4%、ロイター調べ)に比べ小さく、16~17年度にかけて、同目標を3%台まで縮減させる方針も打ち出した。

このほか、インフラ整備強化や外資規制の緩和なども織り込んだ内容となっている。もっとも、予算を実行して初めて政権が狙った経済効果が得られることには留意したい。

③ BRICS 開発銀行の設立で合意

ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカの5ヶ国は15日、BRICS開発銀行を設立することで正式に合意した。各国が100億米ドル拠出して資本金を整えたほか、外貨準備基金は1,000億米ドルに達する。初代総裁はインドから選出、本部は中国・上海に設置予定である。

おわりに

新興・資源国市場は、米中経済の回復期待と緩和的金融政策による過剰流動性を主な背景に、資金流入が続いているとみられる。今後も、突発的な事件に対して一時的にリスクオフとなることもあるものの、ウクライナや中東情勢といった地政学リスクは徐々に織り込まれている。テールリスクは、資源や製品の輸出先である中国の経済腰折れであり、立ち直りつつある新興国の景気を冷やす可能性もある。

当面の注目ポイントは、ブラジル大統領選(10月)であろう。同国経済は高インフレ下の不況というスタグフレーションに陥っているが、選挙戦が終盤に向かう中、ルセフ現大統領がどのような政策を打ち出すか、一方、対抗馬がどう追い上げていくかなど、注目される。(14年7月24日現在)

情勢判断

今月の情勢 ~経済・金融の動向~

米国金融・経済

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、昨年12月以降FOMCごとに100億ドルずつ減額）を、7月から350億ドルに減額することを決めた。なお、順調に経済状況の改善が進めば、10月にもQE3が終了するとの見通しが示された。また、政策金利（0～0.25%）については、労働市場のほかに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。

経済指標をみると、雇用統計（6月）の失業率は6.1%と前月から0.2ポイント改善したほか、非農業部門雇用者数も28.8万人増と、市場予測（21.5万人増、ブルームバーグ社集計）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

7月14～15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。

経済指標をみると、日銀短観の大企業製造業の業況判断DIは12と前回（17）から5ポイント低下するなど、消費税増税の影響をそれなりに受けた結果となった。また、機械受注（船舶・電力を除く民需）の5月分は、前月比19.5%と2ヶ月連続で減少したほか、5月の鉱工業生産指数（確報値）は前月比0.7%と2ヶ月ぶりに増加したものの、製造工業生産予測調査をみると、6月は同0.7%と低下が見込まれる。日本経済は緩やかな回復を続けているとみられるものの、4月の消費税増税の影響も残っている。

金利・株価・為替・原油相場

長期金利（新発10年国債利回り）は、日銀による長期国債買い入れオペが継続しているほか、中東・東欧情勢懸念の中で「質への逃避」が進んだこともあり、7月中旬以降は継続的に0.5%台前半で推移するなど、約1年3ヶ月ぶりの低水準となっている。

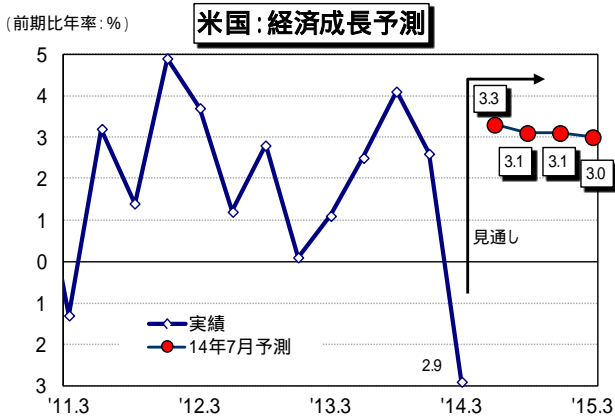
日経平均株価は、7月上旬には年金基金の株式投資比率引き上げ観測や米株価上昇に支えられて一時15,400円台を回復したが、その後は中東・東欧情勢懸念の高まりを受けて下落するなど、15,000円台前半での揉み合いとなっている。

ドル円相場は、概ね小動き。7月上旬には、米雇用統計（6月）の上振れなどを受けて1ドル＝102円台前半まで円安が進んだ。しかし、7月中旬以降はポルトガル銀行懸念でユーロ安・円高が進行したほか、地政学的リスクの高まりによる円への逃避もあり、直近は101円台前半まで円高が進行している。

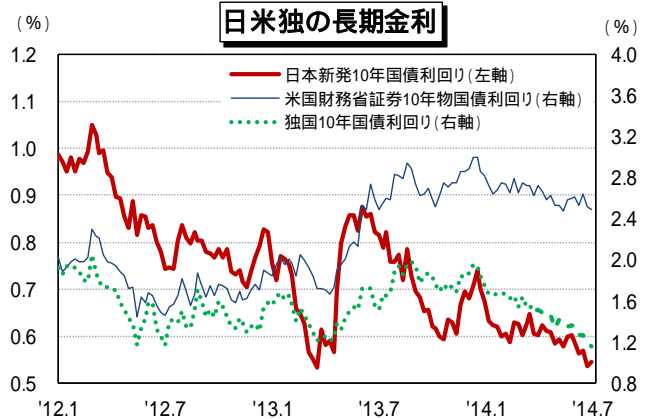
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、中東情勢への懸念が高まったことなどから上昇し、6月中旬には1バレル＝106～107ドル台まで上昇したが、その後リビアで石油生産が再開されたことなどから100ドルを割り込むまで低下した。しかし、7月中旬には中東情勢への懸念が再燃し、再び105ドル前後まで上昇している。

（2014.7.22現在）

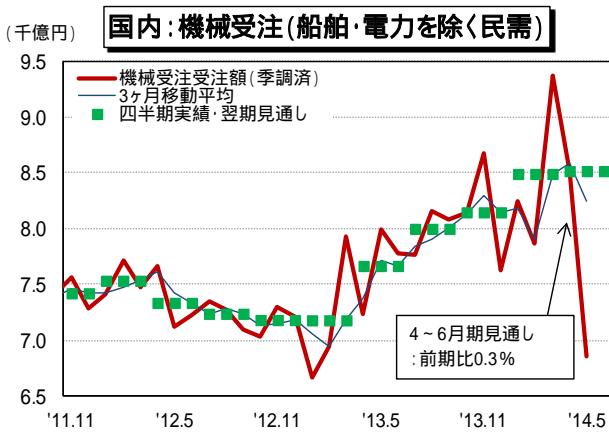
内外の経済・金融グラフ



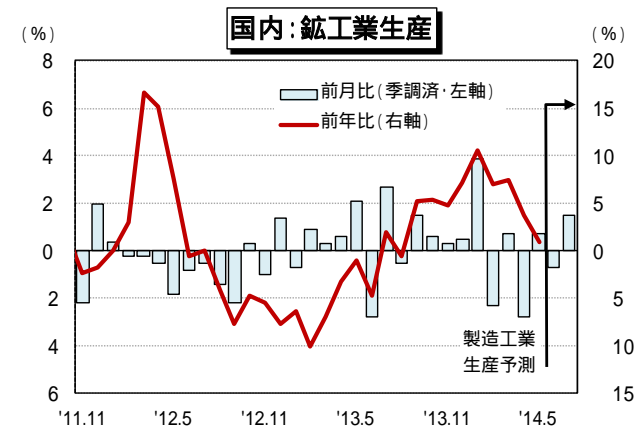
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



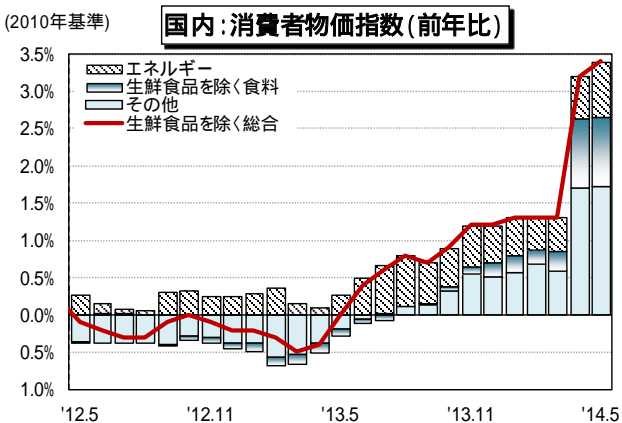
(資料) Bloombergより作成



(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(資料) Bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成



(資料) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成



(資料) Bloombergより作成

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

適格機関投資家等特例業務の見直しによる 再生可能エネルギー市民ファンドへの影響と今後の展望

寺林 暁良 【2014年9月17日に修正】

金融庁は、14年5月に金融商品取引法施行令及び金融商品取引業等に関する政令・内閣府令の一部を改正し、適格機関投資家等特例業務を見直しと発表した。この見直しは同年8月の実施が予定されていたが、9月現在も実施が見送られている。今後、見直しが行われれば市民ファンドの運用等に影響が及ぶと思われる。

そこで本稿では、適格機関投資家特例業務と今回示された見直し内容を概観し、この見直しによる市民ファンドへの影響を、特に再生可能エネルギー（以下、「再エネ」とする）市民ファンドを中心にまとめ、今後の方向性を展望してみたい。

適格機関投資家等特例業務とは

適格機関投資家等特例業務とは、運営者がファンド^(注1)を私募する際、

- ①適格機関投資家（特定の金融商品取引業者や金融機関等のプロ投資家）が1名以上参加している
- ②適格機関投資家以外（アマ投資家）の参加が49名以下である

といった要件を満たす場合に届出を行えば、金融商品取引法で課せられる「第二種金融商品取引業」及び「投資運用業」への登録が不要になる、という特例業務である（金融商品取引法第63条）。

同法に基づく登録を行うには、設立段階、運用段階ともに大きな手間とコストを要するため、それを省いてファンドを設立・運用できる点は事業者にとって大きなメリットとなる。

同特例業務の見直しの内容

同特例業務は、一般投資家への投資勧誘が可能であるため、届出業者の不適切な勧誘によって投資知識に乏しい一般投資家に被害が及ぶ事例が多々見られてきた。そのため、見直しでは、ファンドの募集先を適格機関投資家及び一定の投資判断能力を有すると見込まれる以下の者に限定されることとなっている。

- ①金融商品取引業者等（法人のみ）
 - ②ファンドの運用者
 - ③ファンドの運用者の役員、使用人及び親会社
 - ④上場会社
 - ⑤資本金が5,000万円を超える株式会社
 - ⑥外国法人
 - ⑦投資性金融資産を1億円以上保有かつ証券口座開設後1年経過した個人
- つまり、同特例業務における一般投資家の投資が制限されることになる。

市民ファンドへの影響

金融庁は、見直しが行われた場合の社会的影響について「一般投資家のうち、投資判断能力を有する者以外の者が、ファンドを購入できなくなるという社会的費用が発生するおそれがあるが、現状、適切な勧誘によりファンドを購入している投資家の大部分は投資判断能力を有する者であると考えられることから、その影響は限定的」だろうとしている^(注2)。

ただし、同特例業務を市民ファンドとして活用してきた事業者や、これから活

用しようとしている団体などからは、「意志ある投資」としての市民出資の途が1つ閉ざされてしまうのではないかと、という懸念の声も聞かれる。

その一つに再エネ市民ファンドがある。太陽光発電事業では、運営者が特例業務の届出を行い、匿名組合契約等によって地域金融機関等が適格機関投資家として出資するとともに、市民・地域住民が一般投資家として出資するというスキームが少数ながらみられてきた^(注3)。このスキームは一般投資家の出資が49名以下に制限されるため、基本的には小規模な事業でしか活用できないものの^(注4)、公共施設の屋根借りで小規模な太陽光発電事業に取り組むケース等を想定すれば、今後の活用余地は大きいとの向きもあった。

特例業務の見直しによって、上記のような小規模な市民ファンドの取組みが事実上規制されることになると思われる。

市民ファンドのあり方を考える端緒に

同特例業務はそもそもプロ投資家が投資の中心となることが想定されたものであるほか、問題ある投資勧誘の抜け道になっている現状は投資家保護の観点から好ましくないため、見直しは妥当な措置だといえる。

また、これは市民ファンドにとっても、今後のあり方を展望した場合、必ずしもマイナスであるとはいえない。なぜなら、市民ファンド方式による資金調達を日本に根付かせていくのであれば、むしろ必要な規制の下で適切にファンドを運営・管理する能力を持つ市民ファンド運営者が増加することが重要だからである。

再エネ市民ファンドについても同様である。金融庁の「金融商品取引業者登録

一覧」(14年5月末現在)によると、「第二種金融商品取引業者」等に登録して再エネ市民ファンドの運営・募集を行う事業社は、数社程度とまだまだ多くないようである。しかし、こうした市民ファンド運営者・募集者が各地に現れ、適切なファンド・マネージングによって地域の再エネ事業を支援する体制が整えば、市民・地域住民の出資による市民ファンドのスキームが根付いていく可能性が高まる。このスキーム自体の信用が高まれば、金融機関からの融資など、その他の資金調達も行いやすくなるだろう。

また、メガソーラーや風力、バイオマス等の再エネ事業費は多額になるため、いずれにしても同特例業務で対応できる規模以上の大規模なファンドが求められているという事情もある。

今後、日本において市民・地域住民による出資のスキームを資金調達方法として確立させるためにも、これを一つのきっかけとして、市民ファンドの運営には金融制度上どのような対応が必要で、そのためにどのようなスキームが想定できるか等の検討を進めることが重要だろう。

(注1)ここでいうファンドとは、任意組合契約や匿名組合契約、投資事業有限責任組合契約、有限責任事業組合契約など、複数の投資家から資金を集めて事業や投資を行い、その収益を出資者に分配するしくみ(集団投資スキーム)全般を指す。

(注2)金融庁「規制の事前評価書」(<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20140514-1/hyouka.pdf>)。

(注3)金融庁の「適格機関投資家等特例業務届出等の受理状況」(14年5月末現在)によると、再生可能エネルギー向けの同特例業務は全国で30件程度であり、このうち市民・地域住民向けに投資を募っているものは数件程度とみられる。

(注4)ただし、出資口数・金額に制限があるわけではないため、適格機関投資家が多額の出資を行えば、ある程度の規模の事業を行うこともできる。

日本の財政 : 公共事業関係費

南 武志

わが国が抱える巨額の財政赤字への懸念が燦る中、公共事業には無駄が多いとの風潮が広がり、2000年代に入ってから公共事業関係費は削減される傾向にあった。しかし、甚大な被害をもたらした東日本大震災の発生や老朽化対策などもあり、公共事業が再評価される面もある。ちなみに、14年度一般会計予算では6.0兆円と、歳出総額(95.9兆円)の6.2%、基礎的財政収支対象経費(72.6兆円)の8.2%を占める。

経済対策の柱の一つ

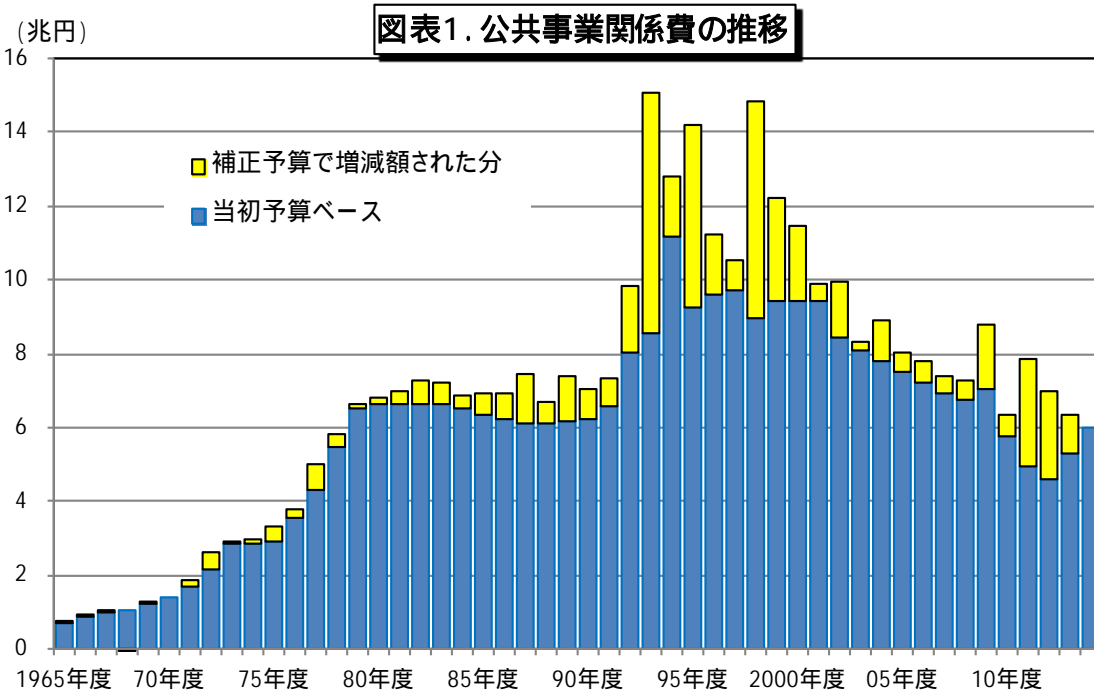
欧米では財政政策を景気対策として用いるべきではないとのコンセンサスが定着しており、近年のわが国でもそうした考えは広がってきている。しかし、わが国では伝統的に公共事業などの財政政策が総需要管理政策の柱に据えられてきた

のも事実だ。実際、想定外の災害に伴う復旧費確保のための予備費からの転用といったケースもあるが、バブル崩壊後の90年代を通じて補正予算編成によって公共事業関係費を増額し、景気下支えをすることが繰り返された。ちなみに、公共事業費は財政法第4条但書の規定によって国債発行による資金調達を許されている数少ない項目であり、赤字国債の発行抑制に寄与した側面もあるだろう。

なお、経済対策などでは事業規模として大きな金額が計上されることが多いが、そのうち経済成長率を押し上げる部分について「真水」と呼ばれる。公共事業に関しては土地代などが除外される。

国と地方の分担

公共事業は 国の直轄事業、 補助事業、 地方単独事業、に分かれるが、



で国は建設費の 2/3、維持管理費の 5.5/10 を拠出するのが通例である。また、

では地方公共団体に対して社会資本総合整備事業交付金（国土交通省の所管事業）などとして配分する。こうした財政資金のうち、治水、道路整備、港湾整備、空港整備については、一般会計からの繰入金や地公体の負担金、空港使用料などを歳入とし、各事業に係る経費やこれらに関する人件費や事務費などを歳出とする社会資本整備事業特別会計を設置し、一括管理している。

時代によって変わる評価

経済成長にとって社会資本の整備は必要不可欠といっても過言ではない。しかし、そこにある種の政治的要因が働いている可能性や費用対効果分析が適切に行われたのか怪しい事業などの存在が否定できない状況もあり、公共事業関係費に対する評価は大きく揺れ動いてきた。

1980 年代前半の「増税なき財政再建」路線では、各歳出項目にゼロ・シーリングもしくはマイナス・シーリングを課すなど、公共事業を含めた財政政策は景気抑制的な運営となっていた。しかし、85 年 9 月のプラザ合意以降の円高不況を受けて、政府はこれまでの緊縮財政を緩め、金融緩和とともに内需刺激を行った。これが後のバブル形成の下地を作ったとする見方もある。さらに、80 年代を通じて深刻化していった日米摩擦を巡る政府間交渉で、米国側からの要請に伴い、90 年に 10 年間で増額 430 兆円（94 年にはさらに 200 兆円上乘せ）という公共投資基本計画を作成するなど、経常収支黒字の縮小に公共事業を活用する動きもあった。一方、96 年に発足した橋本内閣は財政

構造改革路線を掲げ、98 年度予算では公共事業関係費は前年度比 7% と削減されたが、97 年秋に発生した金融危機やその後の景気悪化によってその路線は頓挫し、従来型の公共投資依存型の景気対策が復活した。しかし、同時に「ハコモノ」行政への批判を強め、「公共事業は悪」との極端な評価を受ける時期が続いた。

老朽化への対応が懸案事項に

内閣府によれば、わが国の社会資本は、09 年末で粗資本ストックで 786 兆円、純ストックで 376～471 兆円、生産的資本ストックで 462～631 兆円と試算されている（注¹）。粗資本ストックは一貫して増加傾向にあるが、90 年代の投資急増に伴う除却額・減価額が膨らみ、純資本ストックはこのところ減少傾向にある。

こうしたなか、わが国の社会資本が直面する最大の問題は老朽化対策とされている。高度経済成長期に構築された社会資本が耐用年数を迎つつあり、その更新等に要する膨大な費用や資金調達方法などが懸念されている。国土交通白書（09 年度）では、国交省所管の社会資本を対象にした今後の維持管理・更新費が推計されたが、10 年時点で総投資額の半分を占めた維持管理・更新費が 30 年代後半には等しくなる、つまりすべて更新に回される可能性が示された。

なお、政府は 13 年を「社会資本メンテナンス元年」と位置付け、その対応に本格的に取り組み始めている。

（注 1）内閣府「日本の社会資本 2012」より。いずれも 2005 年価格表示。粗資本ストックとは再調達価額で評価したもの、純資本ストックとは時価で評価したもの、生産的資本ストックとはそれが生み出す能力を評価したものである。

消費者態度指数

～消費者のマインド～

竹光 大士

消費者態度指数とは

今回は消費者マインドを示す消費者態度指数^(注1)を取り上げる。消費者態度指数は消費動向調査の代表的な指標であり、同調査では消費者の意識、物価の見通し、サービス支出の予定、耐久消費財保有・買い替え状況等を調査している。

消費者態度指数は消費者の先行き見通しを表したものである。この指数は「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」の4項目について「良くなる(1点)」、「やや良くなる(0.75点)」、「変わらない(0.5点)」、「やや悪くなる(0.25点)」、「悪くなる(0点)」の5段階で回答してもらい、各回答区分の構成比を乗じ、単純平均することで作成される。従って、50が判断の分かれ目と言われているが、実際には50以下で推移することがほとんどである。

消費税増税前後の動向比較

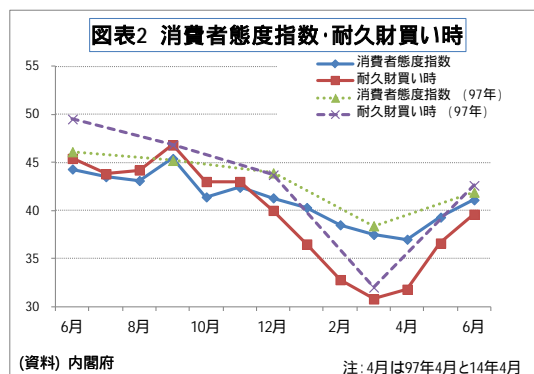
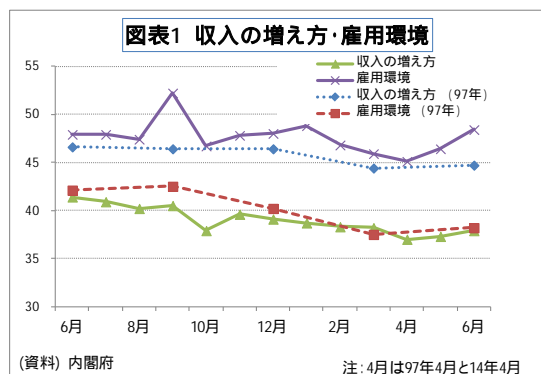
ここで、今回と前回(97年4月)の増税前後の消費者態度指数の動きを比べてみる。まず、「雇用環境」の水準が高いことが挙げられるが、これは現在、人手不足等の影響が出ているからとみられる(図

表1)。一方、増税で一番影響を受けたのは「耐久消費財の買い時判断」である。同指標は13年9月から下落が始まっており、46.8から14年3月には30.8へと下落した。その後は回復しており、6月は39.6と13年12月の水準まで戻っている(図表2)。

同指標は前回もほぼ同様の動きをしているが、「収入の増え方」については今回の方が戻りが鈍い。安倍内閣は増益企業に対して適正な賃上げを求めてきたが、消費者はそれに半信半疑な状態といえるだろう。ちなみに、毎月勤労統計によると14年5月の名目賃金は前年比0.8%と3ヶ月連続で上昇しているが、微増に留まっている。このトレンドが続く限り、「収入の増え方」が大きく改善することは難しいと考えられる。

さらに、「耐久消費財の買い時判断」の回復が持続的なものかも注目される。現状「雇用環境」が比較的良好ななかで、「耐久消費財の買い時判断」と「収入の増え方」の動向に注意することも必要であろう。

(注1)04年4月より四半期調査から月次調査に変更。
13年4月より訪問調査法から郵送調査法に変更。

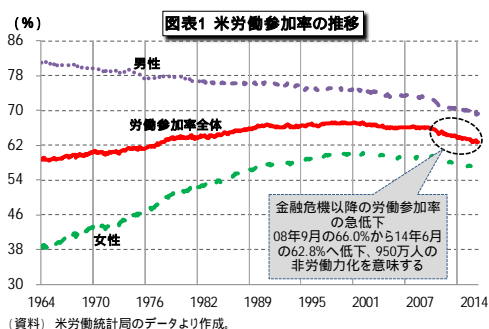


労働参加率

趙 玉亮

懸念される労働参加率の低下

労働参加率とは、生産年齢人口（16歳以上の人口から、高齢・疾病・犯罪などの理由で老人ホーム、病院、刑務所等の施設におり働けない人を除いた者）に占める労働力人口（生産年齢人口のうち、働く意志を表明している人）の割合を言う。米国の労働参加率は1960年代から緩やかに上昇し、2000年代から下がり始めたが、とくに市場で注目されているのは金融危機以降の急低下である（図表1）。



イエレン FRB 議長は、スラック（労働市場における需給の緩み）を裏付ける証拠の一つとして、景気回復局面における労働参加率の低下を挙げた。その理由は、リセッションの影響で失業していた一部の人達が、求職活動を止めて労働市場から退出し、それが失業率の低下に寄与している可能性があるためである。景気回復の状況下で、こういった退出した人達が再び労働市場に参入すれば、労働市場に余剰人員が存在することとなり、失業率も再上昇するのではないかと懸念されている。

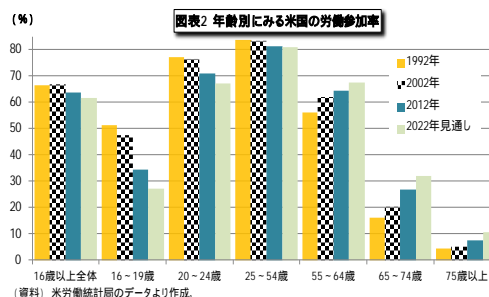
構造的な要因が大きい

実際、労働参加率の低下は人口動態という構造的な要因が大きく、リセッショ

ンによる影響は僅かにとどまっていると多くの研究者に指摘されている。

まず、労働参加率を男女別にみると、これまで低下し続けてきた男性に対し、女性は一貫して上昇し続け、90年代末にピークに達した後、低下に転じた。つまり、女性の社会進出の拡大により上昇してきた女性労働参加率は、かつて労働参加率全体の上昇要因だったが、ピーク状態を過ぎた現段階では、労働参加率を低下させる要因になっている（図表1）。また、年齢別に見ると（図表2）、1992年～2012年まで16～24歳層は顕著に低下しているが、これは主に高学歴化にあると考えられる。一方、55歳以上層の労働参加率は上昇傾向にあるものの、7,640万人に及ぶベビーブーマー世代（50～68歳）が退職時期を迎え非労働力化が進んでおり、労働参加率の低下圧力が強まっている。なお、米労働統計局が2年ごとに実施する労働力人口水準の見通しによれば、労働参加率は引き続き低下し、2022年に62%を割ると推測されている。

このように、労働参加率の低下は構造的な要因が大きく影響している可能性を十分考慮する必要がある。今後、労働参加率が下げ止まらず、失業率がさらに低下し続けば、金融政策の早期修正を迫られる場合もあるだろう。



海外の話題

「厚切トースト」

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 落合 顕久

今、香港市民の間で“厚切トースト”（広東語で“厚多士”）が、本土からのマナーの悪い中国人観光客を揶揄する言葉として秘かに流行している。今年5月、香港の地下鉄内で飲食していた本土中国人の子供を、隣席の香港人が注意したところ、その母親が逆上して「称、好多事！（余計なお世話よ！）」と怒鳴り返してきたのを、他の乗客がスマホで録画し、ユーチューブに投稿。大陸訛りの「好多事」が香港人には“厚多士”に聞こえ、おまえは“厚切トースト”だ！と叫ぶ母親として話題になっているのである。

香港には、年間4千万人もの本土中国人が入境している。その多くは日用品や高級ブランド品購入を目的とした短期滞在である。香港は経済的にかなりの恩恵を受けており、本来は歓迎すべき対象であるが、逆に数年前から「アンチ本土観光客」を叫ぶ街頭デモが実施される等、本土観光客と香港人の摩擦が表面化している。この背景には、本土観光客の公共の場でのマナー違反、高級店での傍若無人な振舞い、転売目的での生活日用品の買占め等がある。香港政府は事態を憂慮し、対策として「本土観光客数の2割削減」を軸に北京政府と調整しているようだ。一方で、人口7百万人の香港において、本土観光客4千万人の購買力が景気を支えているのは間違いなく、景気の状況次第で実施が先送りされるとの見方もある。

香港経済が本土観光客に依存するようになったのは、2003年、香港を襲ったSARS（重症急性呼吸器症候群）による経済停滞がきっかけである。同年7月北京政府は救済措置として本土から香港への個人旅行を解禁、香港のブランドショップの店員の挨拶が「イラッシャイマセ」から「ニイハオ」に変わるという現象を生んだ。これ以後、本土客の消費額は右肩上りで増加し、2004年から2013年の10年間で、270億香港ドル（約3,500億円）から1,700億香港ドル（約2兆2,100億円）まで拡大、香港の小売売上総額の3分の1を占めるに至った。

順調に拡大してきた本土観光客の消費も、昨年からの中国の経済成長鈍化と、習近平政権の反汚職キャンペーンの影響で減少しつつある。香港の2014年5月の小売売上高は前年比マイナス4.1%で、4ヶ月連続の前年割れ。特に宝飾品・時計など高級品が前年比マイナス24.5%と大きく落ち込んだ。経済界はこのような時期に本土観光客を制限することに反対しており、ある経済人は新聞インタビューで「香港人は自分達の生活が中国に依存していることを、もっと認識すべき」という趣旨の発言をしている。だが庶民の心情は“厚切トースト”に象徴される嫌悪感、さらには中国に対する政治的な反発も絡み合い、そう簡単に割り切れるものではなさそうだ。