

潮 流

震災からの復興と入札不調

常務取締役 斉藤 由理子

東日本大震災で多大な被害を受けた東北は、震災前から人口が減少しかつ高齢化が進んだ地域であり、就業機会の少なさが他地域への人口流出につながっていた。震災によって、特に沿岸部の津波被災地では、亡くなられた方や一時避難した方に加え、他地域に移り住んだ方もいて、人口が大幅に減少している市町村が多いが、今後についても就業機会を求めて、生産年齢人口とそれ以下の若い年齢層を中心に、他地域への流出が進んでいくことが懸念される。

震災からの地域の復興・再生のためには、人口流出に歯止めをかけ、さらに人口の回復をはかることが重要であり、そのためには生活インフラとともに、産業インフラを整備して就業基盤を確保することがベースとなる。そして、地域の基幹産業である農業が復興し、就業機会の創出につなげていくことが重要課題の一つと考えられる。農業を中心に、加工・流通・販売・飲食・観光など、すそ野の広い地域産業の回復につなげていくことができれば、一層の雇用の拡大を見込むことができる。

ところで、農業の復興には、圃場や農業用施設の整備が不可欠である。震災後3年半をすぎ、国の復興交付金などを使って、農地復旧や圃場整備工事が進み、ライスセンターなどの施設も整備され、また大規模な園芸施設ができていくところもある。

しかし、復旧・復興に係る工事全般において、入札時に応札者がいない、入札価格が予定価格を上回り入札が成立しない等の入札不調が高い割合で発生している。現地調査においては、公共工事のなかでも、特に小規模な農地の場合には、他の事業に比べ採算面から入札不調になりやすいとの声も聞かれた。

入札不調の要因は、技術者、技能者等の人材不足と生コンクリート等の建設資材の不足と、それに伴う人件費や資材価格の上昇であり、円安による輸入資材の高騰も資材価格上昇に拍車をかけている。

建設業の人材や資材の不足は、震災からの復旧・復興にかかる建設需要だけが要因ではない。最近では、国土強靱化計画があり、そして消費税率引上げによる景気の落ち込みを避ける狙いから公共事業の前倒しも行われているため、建設需要は一層増加している。さらに今後は東京オリンピック関係の需要が上積みされることになる。

クラウドニング・アウトは、景気対策のための公共事業などで財政支出が増大すると、国債発行の増大につながり利子率が上昇するために民間投資が縮小することであるが、現在、日本銀行による大量の長期国債買い入れが行われているため、国債発行量の増加は利子率の上昇には結びついていない。金融市場のシグナルによる財政規律は働いていない状況といえるだろう。その一方で、上述のとおり、建設部門における人件費や資材価格の上昇というヒトとモノの市場の動向が、公共投資の遅れや投資金額の増加、あるいは投資内容の見直しという方向で、影響を及ぼしている。

震災後5年間、来年15年度までが集中復興期間であり、期間の延長を求める声も出されている。加えて、被災地の人口の流出に歯止めをかけ、地域の再生をはかることを考えれば、一日も早い生活インフラと就業機会確保のための基盤整備が必要であり、そのためには公共投資全般の優先順位について深慮すべきであろう。

本格回復が遅れる消費税増税後の国内景気

～先行き景気懸念が残る中、円安・株高傾向が強まる～

南 武志

要旨

消費税増税前の駆け込み需要からの反動減が想定以上に大きかったが、実質所得の目減りなどもあり、持ち直しの動きは相変わらず鈍い。頼みの綱である設備投資についても、消費などの低調に加え、輸出の伸び悩みが継続すれば、景気の下支え役としての期待ができなくなる恐れもある。年度下期にかけて国内景気の足踏み感が意識される展開が続くと予想されるが、それは15年10月に予定される次回増税の最終判断にも影響を与えかねない。なお、政府は増税判断の行方にかかわらず、追加の経済対策を策定する可能性が高いと思われる。

一方、消費者物価は増税効果を除いて前年比1%台前半で推移している。年度下期には円安効果やエネルギー価格高騰の一巡や需給改善効果の剥落で同1%前後に鈍化するものと予想され、徐々に上昇率を高めていくという日本銀行の見通しを下振れるだろう。仮にそうなれば、「2年で2%」という目標を掲げる日本銀行は何らかの対応が求められる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2014年		2015年		
		9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.066	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 (%)	0.525	0.40～0.70	0.45～0.75	0.50～0.80	0.55～0.85
	5年債 (%)	0.165	0.10～0.25	0.15～0.30	0.15～0.30	0.15～0.35
為替レート	対ドル (円/ドル)	108.6	100～112	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	139.6	130～150	130～150	130～150	130～150
日経平均株価 (円)		16,167	16,000±1,000	15,750±1,000	15,750±1,000	16,000±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9月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

国内景気：現状と展望

消費税増税から半年が経過した。増税直後は、駆け込み需要が予想以上の盛り上がりを見せたことを「失われた20年」からの脱出と受け止める向きも多く、夏までには回復基調に戻るといった見方も散見された。しかし、4～6月期GDPの大幅マイナス（第2次速報では前期比年率▲7.1%へ下方修正）を受けて、増税後の反動減は想定を上回る規模となったこと

が認識されたほか、7、8月分の経済指標からも本格的な持ち直しがほとんど進んでいない様子が見て取れる。政府・日本銀行は、こうした状況であっても、「緩やかな回復基調が続いている」、「雇用・所得環境の改善が続くなかで、緩やかに回復していく」といった楽観的な景気判断を維持しているが、実際には先行きに対する不透明感は徐々に高まっているように感じられる。

このように持ち直し傾向が強まらない背景には、実質所得が目減りが深刻であることが挙げられる。今春の消費税増税を前に、政府は増益企業に対して適正な賃上げの実施を要請した結果、賃金水準のベースアップや一時金（賞与）の増額などが実現した。それを受けて、7月の現金給与総額は前年比2.4%と、1997年1月以来の高い伸びを記録している。しかし、後述の通り、消費者物価が同3%台で上昇しているため、実質賃金という観点から評価すれば、13年7月以来の同マイナス状態から抜け出せていない。年度下期にかけては、生産調整の長期化などに伴う残業減も想定されるため、実質賃金の減少が継続し、消費の回復を阻害することが懸念される。

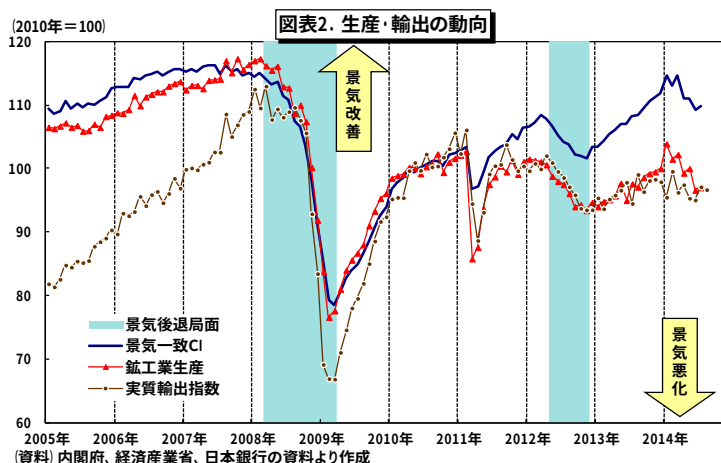
また、輸出も相変わらず鈍い。米国は例外としても、全般的に海外経済の成長力は強まりを見せておらず、輸出数量は頭打ち気味の推移が続いている。なお、景気が底堅いとされる米国でも、主力の輸出品目である自動車の現地生産などが進んだとされており、米国向けの輸出は必ずしも増勢が強まっていない。こうした状況が続けば、計画自体は依然堅調とされる設備投資も、今後、先送りなど慎重姿勢が強まる可能性がある。

以上を考慮すれば、7～9月期はプラス成長に復帰する可能性が高いものの、本格回復を予感させるものにはならず、年度下期にかけても持ち直しは限定的なものにとどまり、国内景気の足踏みが意識され続けると予想する（経済見通しは後掲レ

ポートをご参照下さい）。

さて、政府は12月8日以降に、15年10月に予定する消費税再増税に関する最終判断を行う方針を表明している。上述のような経済情勢を踏まえれば、最終材料と目される7～9月期GDP(第2次速報)がプラス成長となったとしても、再増税の最終判断は厳しい状況の中で下されることになると思われる。なお、増税判断の内容にかかわらず、14年末にかけては追加経済対策が取り沙汰される可能性があるだろう。

一方、物価については、消費税増税の影響もあり、全国消費者物価（生鮮食品を除く）は4月以降、前年比3%台前半まで高まった。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）を除外すれば、物価上昇率は同1%台前半で安定的に推移しているとみられる。先行きについては、足元では依然としてエネルギー価格の前年比上昇が続くほか、これまでの原材料費の上昇分を最終財・サービス価格に転嫁する動きも散見される。とはいえ、エネルギーの物価押し上げ効果は弱まっているほか、13年度末にかけて物価を押し上げた需給改善効果も増税後の需要減に伴い剥落している。それゆえ、消費税要因を除けば



1%台前半とされる物価上昇率は徐々に上昇幅が縮小し、年度下期には1%前後で推移すると予想する。

金融政策：現状と見通し

日銀は9月4～5日に開催した政策委員会・金融政策決定会合において、現行の量的・質的金融緩和（QQE）の維持を決定した。上述の通り、国内景気の回復ペースは日銀の想定に反して鈍いものの、消費者物価（除く消費税要因）は前年比1%台前半で安定的に推移しており、現行政策の下でも「15年度内の2%達成」は十分可能と判断した結果といえる。

しかし、14年度下期以降の物価について、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は、日銀の想定通りにはならないと予想するなど、見通しが乖離した状態が続いている。仮に、日銀の想定通り、14年度下期から物価上昇ペースが再拡大し、「15年度を中心とする期間」内に2%の安定的な物価上昇が実現できそうになれば、QQE解除といった出口論が年度内にも意識され始めることになり、金融資本市場に少なからぬ影響を与える可能性が出てくるだろう。

一方、民間の大方の予想通りに14年度下期に入っても物価上昇率が高まらず、15年度内の2%達成を見通すことはでき

ない、との予想が政策委員会内で増加すれば、一段の追加緩和策を含めたQQEの修正、もしくは「2年で2%」という目標自体の再検討が行われることになるだろう。当総研では14年内にも日銀は何らかの対応を余儀なくされる可能性があるかと予想している。

なお、中間期末を控えて、短期金融市場で国庫短期証券（TB）の需給が逼迫する中、6月以降、日銀が国債買入れオペで購入する国債の平均年限を短期化させた影響もあり、TBがマイナス金利で取引される事態も散見されるようになっている。ただし、あくまで一時的な現象と捉えられており、日銀はそれを容認する姿勢を続けている。

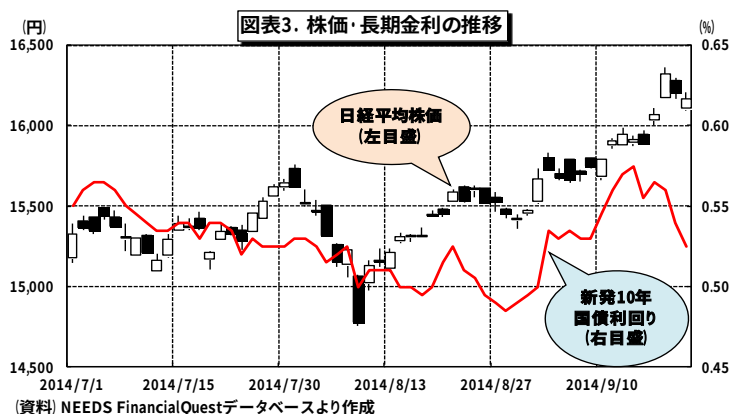
金融市場：現状・見通し・注目点

14年夏にかけて、株価・為替レートは狭いレンジ内でのみ動き、長期金利は緩やかに低下といった具合に推移したが、9月に入り、それらの動きに変化が見られた。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

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後、徐々に低下圧力を強め、8月中旬には1年4ヶ月ぶりに0.5%を割

り込むなど、全般的に金利低下圧力が強い展開が続いた。しかし、9月に入ると、主に米国経済の底堅さなどを背景に米国株が史上最高値を更新したこと等を受けて、リスクオンの流れが強まり、長期金利は一時0.5%台後半へ上昇した。



当面は米国の利上げ時期を巡る思惑が国内の長期金利の上昇要因として意識される場面があると見るが、極めて強力な緩和策の効果の浸透、さらには国内景気・物価の足踏みなどは引き続き低金利状態の継続に寄与するだろう。しばらくは現状水準でのみ合いが続くだろう。

② 株式市場

14年に入ってからの株価は調整色の強い展開となり、特に4、5月にかけては日経平均株価が14,000円を割りこむ場面もあった。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の運用改革（具体的には国内株式運用比率の引上げ）などを材料に株価は水準をやや戻したが、夏場にかけても15,000円台前半を中心としたボックス圏での相場が続いた。しかし、9月に入ると、米国の景気回復期待が強まる一方、実質ゼロ金利政策は当面継続されるといった観測などによって断続的に史上最高値を更新する米国株に牽引される格好で、上昇傾向を強めた。スコットランド独立が否決された19日には、昨年末につけた直近高値を更新するなど、6年10ヶ月ぶりの水準まで戻した。

とはいえ、増税後の国内景気の鈍さが意識される中、今後も上昇傾向をたどることは予想しづらい。特に、円安につい

ては輸出数量の増加がさほど期待できず、かつ投入コスト増の最終財・サービスの価格に転嫁が進みにくい状況であることから、当面は上値の重い展開と予想する。

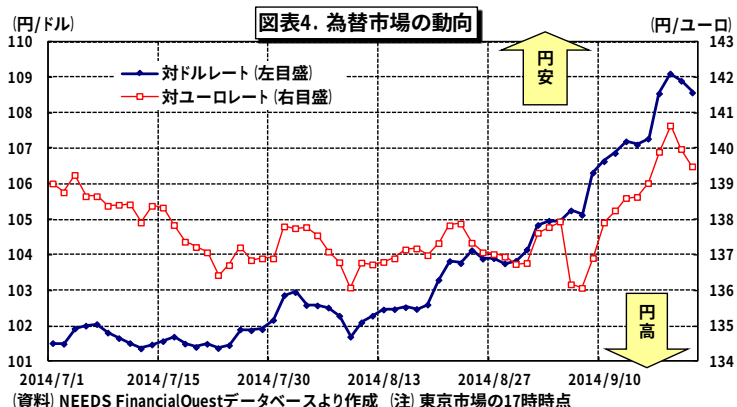
③ 外国為替市場

8月中旬まで為替レートには明確な方向感が乏しく、特に対ドルでは1ドル＝100円台前半での展開が続いた。しかし、8月下旬以降ドル高傾向が強まり、1ヶ月で8円ほど円安が進み、一時110円に迫った。しかし、最近はこの以上の円安は日本経済にとって必ずしもプラスではないとの意見も浮上しており、円安を牽制する発言も見られる。とはいえ、日銀の一段の緩和策導入などが現実味を帯びれば、一段と円安が進む場面もあるだろう。

また、ユーロは5月以降、緩やかな下落傾向が続いてきた。その背景として、ウクライナ情勢への懸念、さらには景気停滞の長期化、強まるディスインフレ傾向への対抗策としての追加緩和への思惑などが挙げられる。実際に欧州中央銀行（ECB）は、6月に続いて、9月にも利下げを含む追加緩和を決定、その直後にはユーロが下落した。しかし、物価環境が好転する見込みは乏しく、ECBは引き続き、量的緩和の実施を含めた非伝統的手法の可能性を模索し続けるとの見方が多い。そういう意味では、追加緩和観測が

熾る日銀と金融政策の方向性に大きな違いはないように思われる。足元はドル高につられてユーロ高が進んだが、ユーロが対円で増価傾向をたどる可能性は低く、再び円高方向に振れることもあるだろう。

（2014.9.24 現在）



2014～15 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)

～2014 年度 0.2%(下方修正)、15 年度 1.0%(変更なし)～

調査第二部

9 月 8 日に発表された 4～6 月期の GDP 第 2 次速報(2 次 QE)を踏まえ、当総研は 8 月 18 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。

4～6 月期はやや下方修正

8 月 13 日に発表された 4～6 月期の 1 次 QE によれば、消費税増税前に大きく盛り上がった駆け込み需要からの反動減によって、経済成長率は前期比年率▲6.8%と大幅なマイナス成長を記録した。増税直後は、その影響は想定内で、じきに国内景気は持ち直し傾向を強めていくといった楽観的な見方が根強かった。しかし、増税後の経済指標が出揃ってくるにつれて、反動減は予想以上に大きく、しかもそこからの持ち直しも鈍いといった評価が強まっていたが、1 次 QE 発表はそれに沿う内容であったといえる。

さて、今回発表された 2 次 QE では、民間在庫投資は上方修正されたものの、民間企業設備投資が大幅な下方修正(前期比:▲2.5%→▲5.1%)となったほか、いくつかの需要項目でも下方修正されたこともあり、経済成長率は前期比年率▲7.1%と、一段と落ち込んだ姿へと

改訂された。

景気の現状

消費税増税後に発表された経済指標によれば、物価や雇用関連などは比較的底堅く推移してきた半面、消費や生産、輸出などの実体経済を示す指標は低調となるなど、指標によって濃淡が見られる。

政府は、今回の消費税増税を無難に乗り越えるべく、5.5 兆円規模の経済対策を策定した。加えて、増益企業に対して適正な賃上げを行うよう要請し、その結果として例年を上回る水準の賃上げが実現できた。しかし、いずれも増税後の需

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	1.9	1.7
実質GDP	%	0.7	2.3	0.2	1.0
民間需要	%	1.4	2.2	▲ 0.9	1.2
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	▲ 2.3	1.1
民間住宅	%	5.4	9.5	▲ 8.0	▲ 0.1
民間企業設備	%	0.7	2.7	3.1	3.2
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.5	0.4	▲ 0.2
公的需要	%	1.4	4.2	1.3	1.4
政府最終消費支出	%	1.5	1.8	0.7	1.2
公的固定資本形成	%	1.3	15.1	4.0	2.1
輸出	%	▲ 1.3	4.8	5.8	4.2
輸入	%	3.6	7.0	2.6	6.1
国内需要寄与度	%pt	1.4	2.7	▲ 0.4	1.2
民間需要寄与度	%pt	1.1	1.7	▲ 0.7	0.9
公的需要寄与度	%pt	0.4	1.0	0.3	0.3
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.8	▲ 0.5	0.6	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.4	1.7	0.7
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.0	1.8	4.1	1.9
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.2	0.8	3.2	1.9
(消費税増税要因を除く)				(1.2)	(1.2)
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	2.3
経常収支	兆円	4.2	0.8	4.3	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	103.5	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.07	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.78	0.69	0.57	0.66
通関輸入原油価格	ドル/バレル	113.4	109.6	111.4	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。

要の落ち込みを補完することはできなかった。公共投資は2四半期連続の減少となったほか、消費税率の3%引上げを含めた足元の物価上昇は賃金所得の伸びを大きく上回り、実質所得が目減りが家計部門の需要回復にとって足枷となりつつある。

さらに、円安が定着したにもかかわらず、全般的に海外経済の回復力が鈍いこともあり、輸出の増勢はなかなか強まらない点も今後の懸念材料となっている。

当面の景気・物価動向

以下では、当面の国内景気について考えてみたい。8月18日に公表した「2014～15年度改訂経済見通し」では、①耐久消費財販売の低調さは長引き、かつ実質所得が目減りによって家計の消費行動は慎重化するため、14年度下期にかけて国内景気は足踏み感が強まる、②そのため、物価上昇率は徐々に鈍化する、③追加的な政策発動が検討される、などといった景気・物価シナリオを提示したが、それについては修正する必要はないと考える。しかし、2次QEにおいて、民間設備投資の実績値が大きく減少したほか、民間在庫の調整圧力が長引く可能性が強まったこともあり、予測値には修正の必要性が生じたのは否めない。

足元の7～9月期は、鈍いとはいえ、落ち込んだ国内需要の持ち直し自体は散見されていることもあり、プラス成長に戻る可能性は高いものと思われる。しかし、その勢いは一時的なもので終わってしまい、年度下期には足踏み感が意識されるような低成長にとどまる可能性が高い。

こうした需要の戻りが鈍いと考えるのは、増税による実質所得の目減りが少な

くとも14年度いっぱいには継続するからである。ベアの実施を見送った企業でも一時金の支給は増やしたものの、年度下期にかけて残業時間の減少による所得抑制が発生するリスクは高い。これによって、年度下期の民間消費は低調な状態が続くものと見られる。

なお、先行き5.5兆円の経済対策の効果が出てくると思われるが、その多くを占める公共投資については、すでに水準自体が高いため、景気を押し上げ効果はあまり期待できない。また、海外経済に目を転じて、比較的良好なのは米国くらいであり、中国や欧州には不透明さが残るなど、輸出環境の大幅改善は見込みがたい。

このように、年度下期は潜在成長力を大きく上回ることはできず、景気の足踏み感が強まる可能性があるだろう。こうした動きを受けて、下期以降の物価上昇圧力はやや弱まると思われる。

以上を踏まえ、14年度の経済成長率は0.2%と、8月時点から▲0.2ポイントの下方修正を行った。15年度については1.0%成長で、修正はない。消費者物価も14年度は前年比3.2%の上昇となるが、消費税要因を除けば同1.2%程度にとどまるだろう。15年度は同1.9%と予想するが、増税要因を除けば14年度と変わらずで、2%に向けた動きは見られない。

こうした景気・物価情勢を受けて、政府・日本銀行は、何らかの対応策を講じることになるだろう。特に、次回の消費税増税の最終判断を12月までに行う必要のある政府にとっては厳しい環境下での検討となる可能性がある（今回の見通しでは予定通りの増税実施を予測の前提としている）。

回復期待が強まる米国経済

木村 俊文

要旨

米国では、9月に発表された経済指標も好調なものが目立ち、緩やかな回復基調の継続が確認された。こうしたなか、米政策当局（FRB）は9月のFOMC声明で経済情勢が委員会の見通しどおりであれば量的緩和策（QE3）を10月の「次回会合で終了を決定する」との見通しを示した。また、金融政策の正常化に向けた「出口戦略」も公表した。

経済指標は改善の動き

最近発表された米経済指標は、強弱まちまちながらも底堅い動きを示している。まず、雇用関連では、8月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差14.2万人増と7月に続いて市場予想（23.0万人）を下回った。ただし、米労働省は一部小売業の経営トラブルによる影響を指摘しており、一時的な要因の可能性もある。

一方、失業率は6.1%と前月（6.2%）から0.1ポイント低下した。また、新規失業保険申請件数は、9月第2週に基調を示す4週移動平均が29.9万件（前週は30.4万件）と再び減少し、雇用回復の動きが続いているとみられる。

個人消費は、8月の小売売上高が前月比0.6%と7ヶ月連続で増加した。自動車や建材が好調となるなど、幅広い業種で増加した。なお、足元のガソリン価格は7ヶ月ぶりの低水準となっており、家計の燃料支出を軽減させることから消費の追い風になると考えられる。

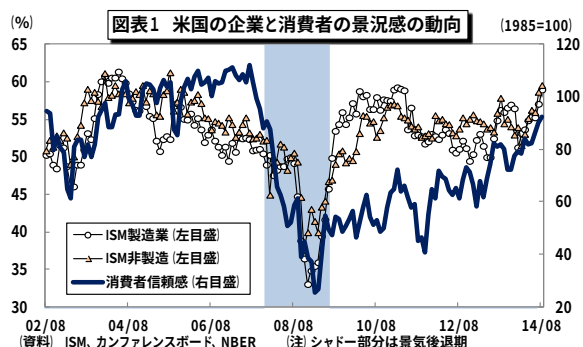
住宅関連では、8月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が95.6万件と前月（111.7万件）を下回り、先行指標となる着工許可件数も99.8万件と前月（105.7万件）から減少した。

しかし、建設業者の景況感を示す9

月のNAHB住宅市場指数は59と4ヶ月連続で上昇し、改善傾向が強まっている。今後も住宅市場は、雇用・所得環境の改善や住宅価格の上昇一服を背景に持ち直しの動きが続くとみられる。ただし、先行きは金融政策の正常化に向けた動きを受けて住宅ローン金利に上昇圧力がかかると考えられ、住宅市場の回復に水を差す恐れもあるだろう。

企業部門では、8月の鉱工業生産が前月比▲0.1%と7ヶ月ぶりに減少した。内訳では、公益事業（電気・ガス）や鉱業は増加したが、自動車が前月の反動で減少し、製造業全体を押し下げた。なお、8月の自動車販売（季調済・年率換算）は前月比6.4%の1,753万台と06年1月以来8年ぶりの高水準を回復し、堅調に推移している。

また、企業の景況感を示す8月のISM指数は製造業が59.0（前月差1.9）、非製造業も59.6（同0.9）といずれも2ヶ月



連続で上昇した（図表 1）。家計部門、企業部門ともにマインド面で改善傾向が継続しており、回復期待が強まっている。

出口戦略に向けた方針を公表

連邦準備制度理事会（FRB）は、9 月 16～17 日に開いた連邦公開市場委員会（FOMC）で、量的緩和第 3 弾（QE3）による資産購入額（当初月額 850 億ドル）を 10 月から 100 億ドル減額し、月 150 億ドルとすることを決定した。昨年 12 月以来、これで 7 会合連続での月額 100 億ドル（住宅ローン担保証券、米国債を各 50 億ドル）の減額決定となるが、FRB は声明で経済情勢が委員会の見通しどおりであれば 10 月の「次回会合で資産購入の終了を決定する」との見通しを示した。また、事実上のゼロ金利政策（FF レートの誘導目標：0～0.25%）については、QE3 終了後も「相当な期間」維持するとの方針を改めて示した。

一方、会合終了後に公表された最新の経済見通しでは、15 年末の政策金利予想（中央値）が 1.375%と前回 6 月時点から 25bp 上方修正された。

また、同時に公表された金融政策の正常化に向けた基本方針（11 年 6 月に示された出口戦略に関する基本的な考え方の修正版）では、まず、FF レートの誘導目標を引き上げ、必要に応じてリバースレ

ポ金利の調節など補完策を講じるとした。つぎに、保有する金融資産については、利上げ開始後に償還資金の再投資を終了し、経済状況を勘案しながら段階的に縮小するとしている。なお、現在のところ、正常化の過程で住宅ローン担保証券の売却は考えていないと明記した。

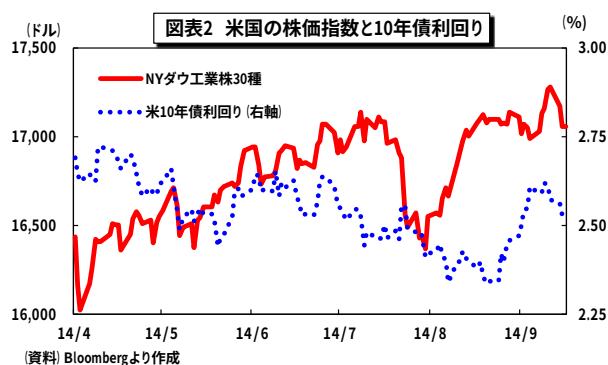
イエレン FRB 議長は会合後の記者会見で、利上げ時期は景気指標次第と強調したが、声明文の「相当な期間」の文言が維持されるなど、市場では早期利上げ観測が後退した。ただし、来年末の金利予想が上方修正されたことを受けて、利上げ開始後の引き上げペースは速いとの見方も浮上した。

以上のように、来月の QE3 終了がほぼ確実となり、出口戦略も公表されたことから、FRB は正常化に向けた工程を着実に進めるとみられる。

株価が再び過去最高値を更新

米国の長期金利（10 年債利回り）は、9 月に入り利上げ前倒し観測が強まり、7 月初旬以来 2 ヶ月ぶりに 2.6%台に乗せた。しかし、FOMC 通過後には、中東情勢に対する警戒感が再燃し、2.5%台に低下した（図表 2）。とはいえ、先行きの長期金利は景気回復期待や金融政策の正常化に向けた動きが進むと想定されることから上昇傾向で推移すると予想する。

一方、株式市場は堅調な展開となった。FOMC 後のダウ工業株 30 種平均は 1 万 7,279 ドルと 2 ヶ月ぶりに過去最高値を更新した後、やや調整気味に推移している。先行きは、QE3 終了に伴い上値の重い展開が想定されるものの、基調としては景気回復期待から上昇トレンドを維持すると予想される。（14.9.24 現在）



伸び悩む輸出とユーロ圏経済の今後

～景気回復は緩慢なものにとどまる可能性～

山口 勝義

要旨

内需の低迷が続くユーロ圏では、外需を取り込んだ輸出主導での景気回復にも黄信号がともっている。また金融政策の効果にも限界がある。このため、政策対応の見直しがない限りは、今後も景気回復は緩慢なものにとどまる可能性が一層高まっているものと考えられる。

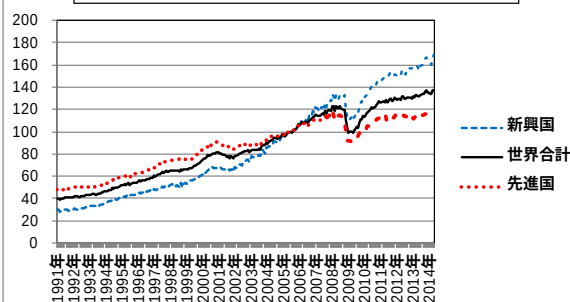
はじめに

日本では4月の消費税増税後の景気持ち直しの鍵として、実質所得や輸出の動向が注目されている。しかし、これらは日本に限らずユーロ圏の経済を考えるうえでも重要な視点である。

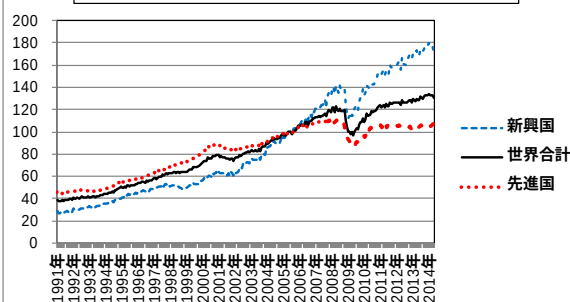
このうち所得については、ユーロ圏は2009年に始まった財政危機への対策として従業員の解雇を容易にする法整備を含め労働コストの押下げを進めてきた点で、他国とは異なる特徴的な立場に位置している。現在も所得の抑制を伴う経済構造の改革を重視する姿勢に変化はないが、この結果、ユーロ圏では内需は総じて低迷することとなり、景気回復は外需に大きく依存せざるを得ない状況にある^(注1)。

しかしながら、世界貿易の伸びは08年のリーマンショックから6年を経た現在においても鈍く、特に先進国において輸出入ともにその傾向が顕著に現れている(図表1、2)^(注2)。また、世界貿易機関(WTO)は本年4月には14年の年間の世界貿易(財貨のみ)の伸び率予測値を、欧州を含む先進国の景気回復を主要な要因として4.7%に上方改定したが、これは90～08年の平均値である6.0%を依然下回り、かつ新興国の成長減速や地政学リスクの高まりによるダウンサイドリス

図表1 輸出(財貨のみ、数量ベース)(2005年=100)



図表2 輸入(財貨のみ、数量ベース)(2005年=100)



(資料) 図表1、2は、オランダ経済政策分析局のデータから農中総研作成。

クを伴うものであるとしている^(注3)。

この4.7%という予測値自体は、WTOによる13年の実績値である2.1%を踏まえ、また現下の緩やかな世界経済の成長を考慮すれば楽観的な値と受け止められるが、逆にこれは近年の世界貿易の伸び悩みを改めて意識させる契機ともなっている。こうしたなか、本稿ではユーロ圏における最近の貿易動向の特徴を検証するとともに、それらを巡る論点について考察を行うものである。

ユーロ圏主要国の貿易の動向

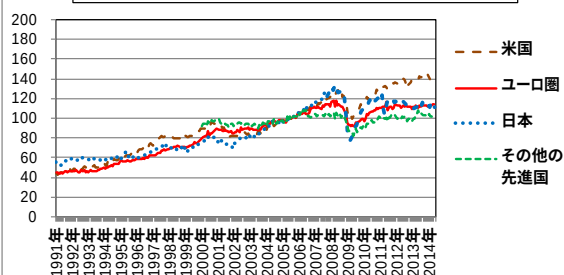
先に見たように、先進国では輸出入の水準はリーマンショックに伴う大幅な落ち込みの後に回復には向かったものの、11年を境にほぼ横ばいに転じており、同ショック前のピークを超える勢いには乏しい状態が続いている。

こうした先進国の動向について主要国・地域ごとの推移を確認すれば、次の点が指摘できる（図表 3、4）。まず輸出については、米国での伸長が明らかであるほかは、その他の国々等では伸び率は概して低い。また輸入については、最近では日本での伸びが認められるものの、米国を含めて総じて横ばい傾向が続いている。このうちユーロ圏に着目すれば、なかでも輸入の伸びが鈍く、12年にはむしろ水準を切り下げている。ユーロ圏の輸出については、輸入に比べればより強い回復が見られるとは言えるが、11年以降は横ばい推移が続いている。

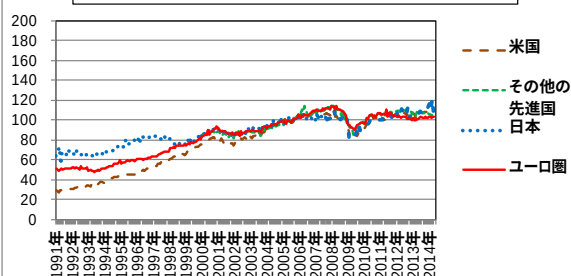
さらに、いずれも上記の先進国の範疇に含まれるユーロ圏の主要国についてGDP対比での輸出入の推移を確認すれば、以下のとおりである（図表 5、6）。まず輸出については、特にドイツにおいて高水準ではあるものの、現時点ではさらに上昇する勢いは認め難い。また、スペインとの対比で、フランスやイタリアでの停滞感が明らかとなっている。次に輸入については、ドイツの水準の高さのほかスペインでの上昇が見られるが、これらに対してイタリアでの低下やフランスでの横ばい傾向が現れている。

以上を踏まえつつユーロ圏における最近数年間の全般的な動向を総括すれば、内需の弱さを反映したと考えられる輸入の停滞が認められる一方で、経済の構造

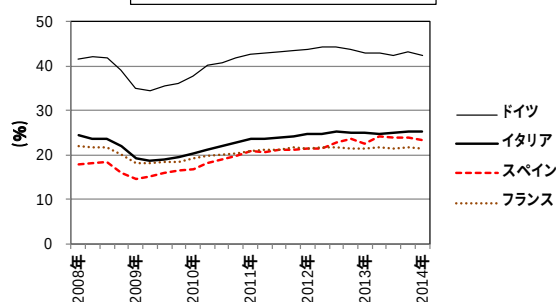
図表3 輸出（財貨のみ、数量ベース）（2005年=100）
（図表1の「先進国」の内訳）



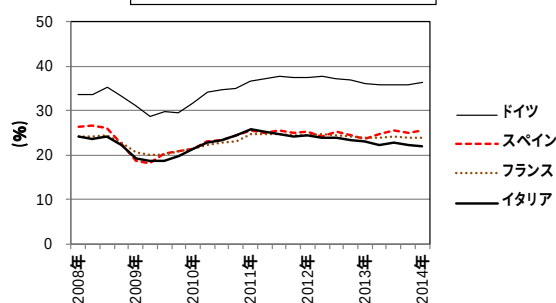
図表4 輸入（財貨のみ、数量ベース）（2005年=100）
（図表2の「先進国」の内訳）



図表5 輸出（財貨のみ）（対GDP比）



図表6 輸入（財貨のみ）（対GDP比）



（資料）図表 3、4 はオランダ経済政策分析局の、図表 5、6 は Eurostat の、各データから農中総研作成。

改革を通じた競争力強化への取組みにもかかわらず、輸出の水準にその目立った成果は現れてはいない。このため、外需を取り込んだ輸出主導での景気回復が期待されるユーロ圏では、現実には厳しい情勢が続いていると言われている。

国内製造業と対外直接投資の動向

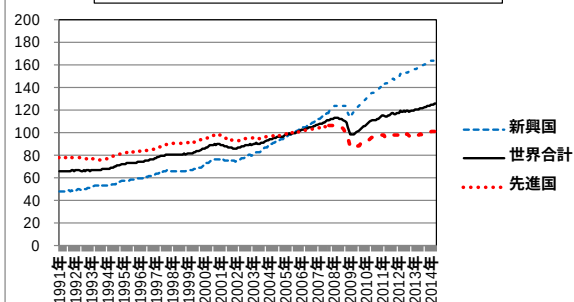
以上のうちユーロ圏の輸出の伸び悩みには、構造改革の要因のほかにどのような事情が存在しているのでしょうか（注4）。まず鉱工業生産（除く建設業）の動向を見れば、世界的な視点からは新興国における急速な伸長に対し先進国での回復は緩慢なものにとどまっている点が、さらに先進国の内訳では米国の相対的にしつかりした回復に対しユーロ圏におけるその弱さが確認できる（図表7、8）。

こうしたなか、ユーロ圏の主要国では全産業による国内総付加価値額に占める製造業の割合が傾向的に低下している事実が明らかとなっている（図表9）。この割合はドイツでは中期的には低下の程度は限定的であり、またスペインでは下げ止まりが認められるのに対し、特にフランスにおいてはほぼ一貫した低下傾向が示されている。この製造業の割合低下に対し、建設業や小売業・卸売業では、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、これらの割合は総じて増加傾向で推移している。また、同様の傾向が、各産業に従事する従業員数の推移においても確認できる。

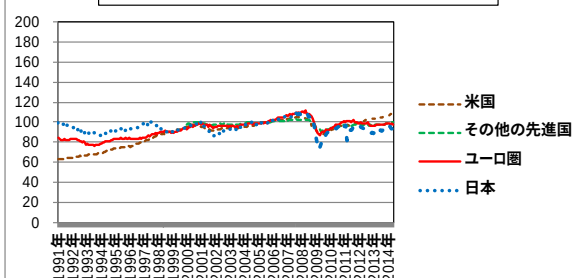
この製造業のウェート低下は経済のグローバル化を通じた生産拠点の海外移転の進展に伴う結果ではないかと推定されるが、実際にユーロ圏の主要各国からの対外直接投資残高の推移を見れば、上記の製造業の割合低下とは対照的な上昇傾向が、フランスを中心として各国において確認できる（図表10）。

つまり、グローバル化の進展の結果、ユーロ圏では輸出の水準を継続的に下押しする力を持つ構造的な変化が生じてい

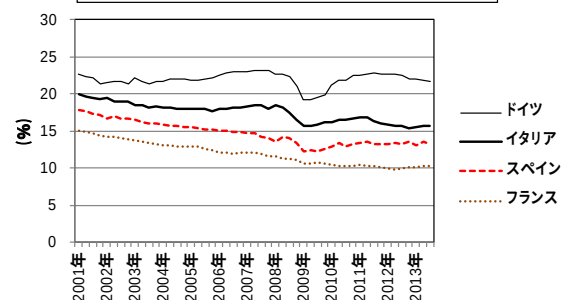
図表7 鉱工業生産（除く建設業）（2005年=100）



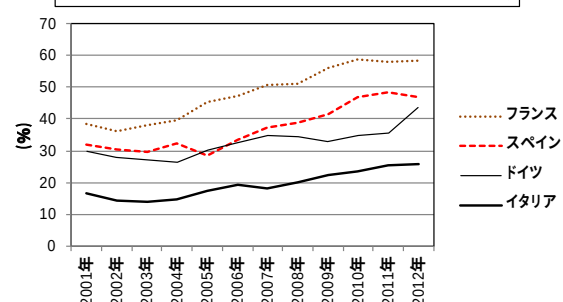
図表8 鉱工業生産（除く建設業）（2005年=100）
（図表7の「先進国」の内訳）



図表9 製造業の国内総付加価値額に占める割合



図表10 ユーロ圏からの対外直接投資残高（対GDP比）



（資料）図表7、8はオランダ経済政策分析局の、図表9、10はEurostatの、各データから農中総研作成。

るものと考えられる。また、この変化に伴い、企業収益は連結決算で好調ながらGDP（国内総生産）で測った経済成長は低調であり株式市場の動向と国内の景況感が乖離する、などの現象が恒常的に生じる可能性が強まっているものとみられる。

おわりに

一方、欧州連合（EU）によるウクライナ情勢を巡る本格的な対ロシア制裁やこれに対する報復制裁の発動は8月以降となるが、既にそれ以前から貿易に対する影響は顕在化しつつある（図表11、12）。今後はこうしたより直接的な影響に加え、先行きの不透明感による企業投資の手控えなどからも、ユーロ圏経済への負の影響が拡大する可能性が考えられる。

こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は9月には追加緩和を決定したが、市場ではさらに量的緩和政策（QE）の導入への期待感が強まっている。一般的には、QEは中長期金利の水準に影響を与え企業の資本コストを低下させるとともに、株価等の上昇を通じた資産効果により消費を刺激するほか、通貨ユーロの下落をもたらす可能性がある。これらにより経済主体のコンフィデンスは改善しリスクテイク意欲が積極化することで、インフレ期待の上昇につながる事が想定され得る。

しかしながら、EU条約の規定の制約等とともに、既に大幅に低下している長期金利や低迷する内需などを勘案すれば、ユーロ圏でのQE導入の効果は限定的ではないかと考えられる。そして何よりも、一段のユーロ安となった場合も生産拠点の海外移転で輸出は伸びず、むしろ輸入物価の上昇による内需の下押しや、中国などユーロ圏向け輸出国の輸出伸び悩みにつながるなどの負の側面が懸念される。

以上のように、ユーロ圏では外需を取り込んだ輸出主導での景気回復にも黄信号がともっており、また一方では金融政策の効果にも限界がある^{（注5）}。このため、政策対応の見直しが限られる限りは、今後も景気回復は緩慢なものにとどまる可能性

図表11 ユーロ圏の主な輸出先別輸出額（財貨のみ）

（単位：10億ユーロ）				
	2013年1月～6月	2014年1月～6月	変化率	シェア（2014年）
英国	117.0	126.0	7.7%	13.3%
米国	109.6	116.2	6.0%	12.3%
中国	58.9	63.5	7.8%	6.7%
スイス	55.4	54.1	-2.3%	5.7%
ポーランド	45.6	49.3	8.1%	5.2%
ロシア	44.5	38.2	-14.2%	4.0%
チェコ	31.7	34.3	8.2%	3.6%
スウェーデン	29.8	30.5	2.3%	3.2%
トルコ	31.2	28.8	-7.7%	3.0%
ハンガリー	20.1	21.7	8.0%	2.3%
その他	396.2	385.8	-2.6%	40.7%
合計	940.0	948.4	0.9%	100.0%

図表12 ユーロ圏の主な輸入先別輸入額（財貨のみ）

（単位：10億ユーロ）				
	2013年1月～6月	2014年1月～6月	変化率	シェア（2014年）
中国	98.0	101.8	3.9%	11.7%
英国	82.7	81.1	-1.9%	9.3%
米国	74.6	76.2	2.1%	8.8%
ロシア	74.0	69.9	-5.5%	8.0%
スイス	40.6	42.7	5.2%	4.9%
ポーランド	37.3	40.9	9.7%	4.7%
チェコ	36.7	39.8	8.4%	4.6%
スウェーデン	27.1	27.1	0.0%	3.1%
ハンガリー	20.5	22.3	8.8%	2.6%
トルコ	18.2	19.1	4.9%	2.2%
その他	359.1	348.5	-3.0%	40.1%
合計	868.8	869.4	0.1%	100.0%

（資料）図表11、12は、Eurostatのデータから農中総研作成。

が一層高まっているものと考えられる。

（2014年9月22日現在）

（注1）ユーロ圏における所得の抑制に伴う問題点等については、次を参照されたい。

・山口勝義「ユーロ圏の所得動向とマクロ経済・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？～」、『金融市場』2014年8月号

（注2）オランダ経済政策分析局（CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis）は、オランダ経済省に所属する研究機関であり、その貿易に関するデータには定評がある。なお同データでは、例えば「先進国」としては28ヶ国をその対象としているが、これらの定義等は次に示されている。

<http://www.cpb.nl/en/publication/cpb-world-trade-monitor-technical-description>

（注3）WTO（14 April 2014）“World Trade 2013, Prospect for 2014: Modest trade growth anticipated for 2014 and 2015 following two year slump”による。

（注4）輸出に影響を与えるとみられる労働コスト、固定資産投資、労働生産性等にかかる主要国の課題については、次を参照されたい。

・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・イタリア等の出遅れ～」、『金融市場』2014年5月号

（注5）QEの効果のほか、ユーロ圏では経済主体の負債の高止まり等で、金融緩和が銀行融資の拡大を通じた景気刺激に結び付きにくい点も指摘できる。

不動産市場の調整等で景気減速感が強まる中国経済

王 雷軒

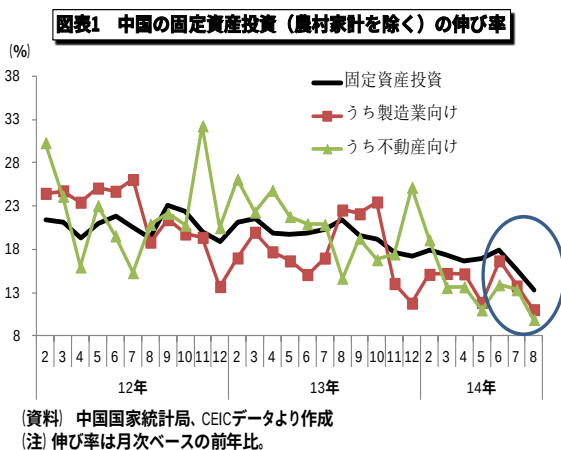
要旨

8月の消費・輸出は底堅く推移したものの、不動産市場の調整や鉱工業生産の大幅な減速などを受けて中国経済の減速感が強まった。しかし、今後、政府は景気を押し上げるための金融緩和や景気対策の拡充を実施すると見られ、通年で7.5%前後の成長目標の達成は依然可能であろう。

足元の景気動向

14年4～6月期の実質GDP成長率は1～3月期から小幅回復した。しかし、その後、不動産市場の調整が進行しているほか、8月の鉱工業生産などが大幅に減速したことなどをを受けて景気は再び減速する兆しが出ている。以下では、足元の景気・物価動向を見てみよう。

まず、投資については、電気・エネルギー・水道向けが拡大したものの、製造業や不動産開発向けなどが伸び悩んだため、8月の固定資産投資（農家を除く）は前年比13.3%と、7月（同15.6%）から伸びが大きく鈍化した（図表1）。先行きについては、太陽光パネルなど過剰生産分野への投資抑制が継続しているほか、不動産市場の調整が長引く可能性が高いと見られることから、減速基調が続くと考えられる。



また、外需についても、8月の輸出（ドルベース）は前年比9.4%と7月（同14.5%）から増勢が弱まっている。地域別にみると、米国向けの堅調さは継続したものの、欧州向けは経済の低調さを受けて大きく減速したほか、日本向けも前年比▲3.1%と再びマイナスとなった。先行きについては、欧州経済の改善が見られないほか、人民元高が進行していることなどから、大きく伸びることはないだろう。

一方、消費については、8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10.6%と、7月（同10.5%）からやや改善した。宝石などの贅沢品が低迷を続けたものの、通信機器の売行きが好調だったことから小幅改善につながったと考えられる。先行きについては、雇用環境が改善しているなか、国慶節（10月1～7日）を控え、大衆消費の好調さが続くと思われることなどから、安定的に伸びると考えられる。

そのほか、8月の鉱工業生産は前年比6.9%と7月（同9.0%）から大きく鈍化した。これは08年12月（同5.7%）以来の低水準となったが、その背景として、輸出の減速があるほか、不動産開発投資の低迷を受けて鉄鋼・セメント・板硝子などの生産が減少したことや、昨年より

8月の気温がやや低かったため、発電も減少したことなどが挙げられる。先行きについては、天候などの一時的要因による影響が剥落すると見られるため、多少回復してくると思われる。

以上のように、消費・輸出が堅調だったものの、投資が大きく鈍化したほか、鉱工業生産の大幅な減速などから、景気減速感が強まったと判断される。

一方、9月18日に発表された8月の70都市新築商品住宅の販売価格指数（保障性住宅を除く）で、前月を下回った都市数は68、上回った都市は1と、住宅価格の下落傾向が鮮明になっている。9月（中秋節）、10月（国慶節）は不動産販売の季節と言われているが、この時期には値下げ販売を行うデベロッパーが増えてくると予想されるため、下落傾向がしばらく続くと思われる。

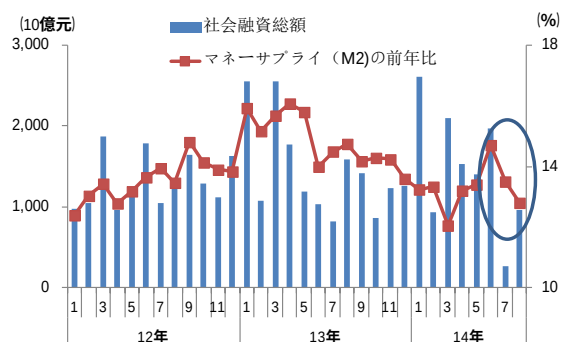
不動産市場の調整が長期化する可能性があるものの、今回の調整も中国政府のコントロール下にあると見られるため、これをもって中国経済の失速や不動産市場の崩壊を予想するのは早計であろう。ただし、不動産開発投資は関連する裾野産業が広く、この調整は景気の下押し圧力になりつつあるため、その影響を見極める必要がある。

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8月の社会融資総額は0.96兆元（約17兆円）と7月（0.27兆元）から増加した。一方、8月のマネーサプライ（M2）は前年比12.8%と鈍化傾向が続いている（図表2）。

前に述べたように、足元では景気減速感が強まっているなか、中国人民銀行（中央銀行）は8月末に農村部の一部の銀行向けに再貸付を行った。また、一部報道

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

によれば、9月中旬にも短期流動性ファシリティ（SLF）を通じて大手商業銀行（5行）に5,000億元（約9兆円）の流動性を供給するとされている。

なお、9月の資金供給については、中国人民銀行が即時に公表しないため、事実を確認するのは不可能である。国慶節を控えた資金需要の高まり、また8月には外貨を購入に使われる人民元の量が減少したことなどから、銀行に3ヵ月物の資金を供給するのは合理性を持っているのではないかと考えている。

しかし、多くのエコノミストが予想している利下げについては、李首相がダボス会議（9月10～12日）で「景気対策より構造改革を優先する」と強調したことなどから、その可能性は小さいと思われる。今後も、SLFや公開市場操作などを通じて小幅な金融緩和を実施していくと見られる。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。7、8月は景気が芳しくなかったため、7～9月期の成長率は再び減速する可能性が高いと見られる。しかし、政府は14年の7.5%前後の成長目標を達成するため、金融緩和の継続や公共投資を増やすなどの景気対策を拡充すれば、10～12月期の成長率はやや高まり、通年7%半ばの成長を実現すると見込まれる。

（2014年9月19日現在）

米金融政策への思惑で強弱まちまちの新興・資源国市場

多田 忠義

要旨

米早期利上げ観測が意識されたことで米ドル高が進行し、新興・資源国通貨は全面安となった。一方、株価は、世界的金融緩和が継続していることで過剰流動性の状態は変わらず、政治経済状況によって強弱まちまちであった。また、4～6月期の実質経済成長率は、地政学的リスクの高まり、欧州経済の低迷や中国経済の減速、商品価格の下落などを受けて、横ばいまたは減速が目立った。しばらくは、世界的な需要の弱さから脱却しにくく、新興・資源国の株価は当面冴えない動きが続くとみられる。

総論

7月から8月にかけて、金融資本市場は地政学的リスクへの懸念が支配的であったが、9月に入り、ウクライナ大統領とロシア大統領が一時停戦に関する声明を発表（4日）し、この地域における地政学的リスクは一旦終息に向かった。これと同時期に、8月の米雇用統計が予想ほどの改善が示されなかったことを受けて、米早期利上げ観測は一時後退したが、米連銀総裁の発言やFOMC開催を控えて、米早期利上げに対する思惑が再燃し、米ドル買いが進んだ。9月16～17日に開催されたFOMCの声明文では、利上げ時期に関する文言の修正には至らなかったものの、利上げ時期がこれまでの想定よりも遅くなるとの見方は強まらず、米ドルは引き続

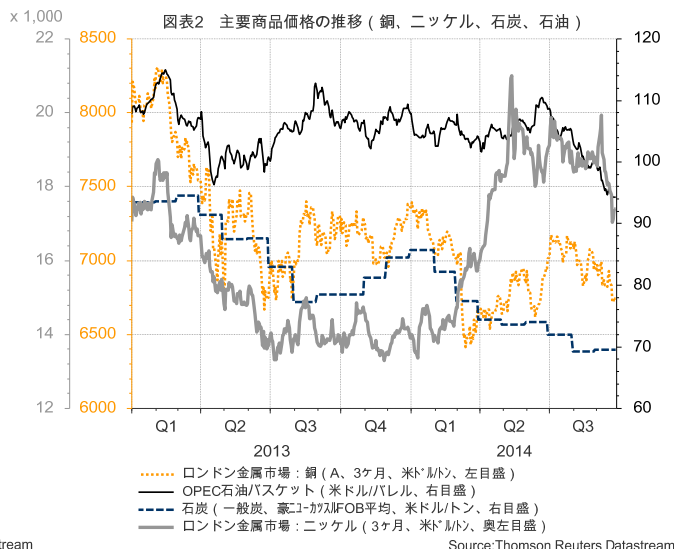
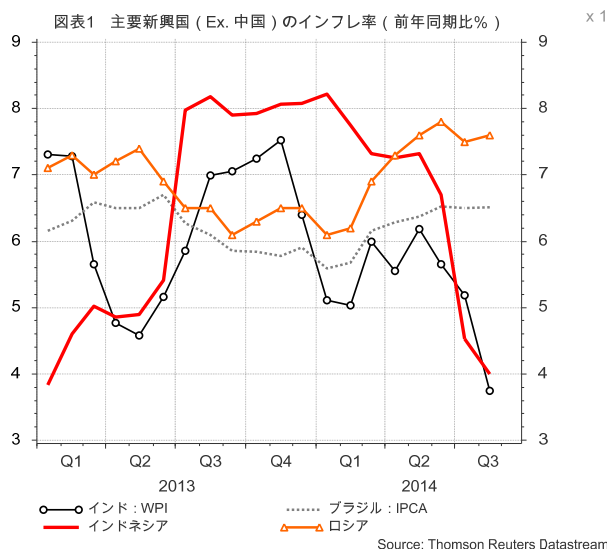
き買われ、新興・資源国通貨は全面安となった。一方で、新興・資源国の株価は、世界的金融緩和による過剰流動性で株価の下値が支えられている面もあり、強弱まちまちであった。

新興・資源国の経済指標は、欧州経済の低迷や輸出相手先である中国経済が減速傾向であることや、商品価格が下落傾向であることなどで停滞感がみられる。インフレ率は、食料品価格が落ち着いていること、また、利上げ等の金融政策等で上昇が抑制されている。以下、詳細を見ていきたい。

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、8月)では前年比 3.7%



と、7月（同5.2%）から大幅鈍化し、ほぼ5年ぶりの低水準となった。7月に引き続き、世界的な商品価格の下落で、物価上昇は抑制された。なお、平年に比べ降水量が少なく、生鮮野菜などで上昇圧力が今後高まる可能性がある。

インドネシア（8月）では前年比4.0%と、7月（同4.5%）から鈍化した。食料品の上昇圧力が緩和しているが、一段の低下余地は小さいとみられる。

ブラジル（IPCA、7月）では前年比6.50%と、6月（同6.51%）からわずかに鈍化した。依然、中銀が掲げるインフレ目標（ $4.5 \pm 2.0\%$ ）の上限近くで推移している。

ロシア（8月）では前年比7.7%と、再び上昇率は拡大に転じた。対ロ制裁に踏み切った国々からの食料品輸入をロシア政府が禁じたことで、食料品価格は上昇している。

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 などの主要指標が鈍化したことを受けて中国経済の先行き懸念はぬぐえず、下落傾向にある。

LME におけるニッケル価格は、フィリピンで未加工鉱石の輸出を禁じる法案が提出（9月3日）されたことで供給懸念が広まり、一時8月以来の高値を更新したが、禁

輸措置はすぐに発動されないと伝わったことで大幅安となっている。

石炭価格（豪ニューキャッスル FOB）は前月からほぼ横ばいの60ドル/トン後半での取引となっている。主な輸入先である中国では、輸入量が前年比で2ヶ月連続マイナスとなっており、石炭の需給は緩んでいる。

原油価格（OPEC バスケット）は、8月以降、中東・東欧情勢の悪化による石油供給への影響は限定的との認識が広まったほか、9月に入り夏場のガソリン需要が峠を越えたこと、また、米シェール層からの増産などにより、供給が需要を上回っていることから、価格は下落傾向である。

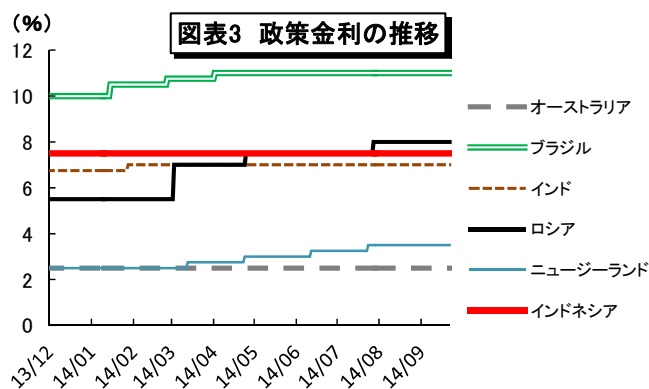
③ 金融政策(図表3)

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、ロシアでは、金融政策の変更はなかった。

オーストラリアでは、13会合連続で政策金利は据え置かれた（9月2日）。豪経済の状況は前月からあまり変化しておらず、工業ブームの減速や、資源輸出は中国の原料調達に調整局面であること、これを受けた商品価格の下落などで、経済成長は緩慢な状態である。

ブラジルでも、3会合連続で政策金利は据え置かれた（9月3日）。10月に大統領選を控え、ルセフ大統領からは利下げを求める圧力が高まっていたが、経済やインフレの見通しを踏まえて据え置いたと表明した。ただ、4～6月期 GDP は前年比▲0.9%とマイナス成長に陥っており、経済成長と過度のインフレ抑制をめぐり、金融政策は難しい選択を強いられている。

インドネシアでも、10会合連続で政



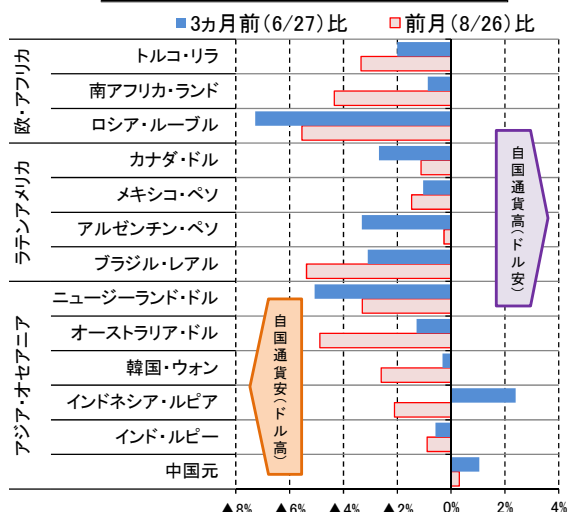
策金利は据え置かれた（9月11日）。インフレは鈍化し、経済成長は減速しているものの、経常赤字縮小に向けて、現行の金利水準は整合的との認識を示した。

ロシアでも、政策金利は据え置かれた（9月12日）。米欧による対ロシア制裁を背景とロシア側の報復措置である食料輸入禁止やルーブル安によって物価上昇圧力は高まっているが、前回利上げしたことを踏まえ、物価・通貨の動向を見極めたい考えである。

金融資本市場(図表4～6)

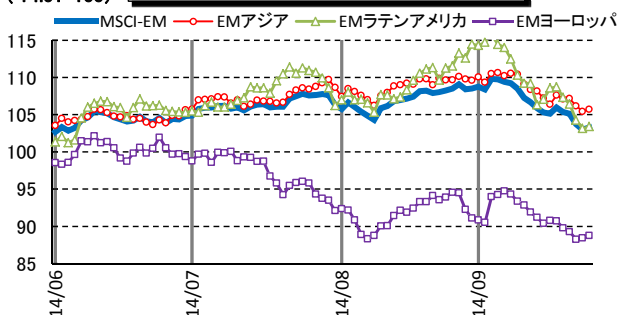
図表4～6に挙げる各国主要株式指数・対米ドル為替の騰落率を見ると、1ヶ月前に比べて、おおむね自国通貨安となった。米早期利上げ観測が強まったことを受けて、米ドル高が進行したことが自国通貨安の主因とみられる。また、世界的金融緩和が継続していることで過剰流動性の状態は変わらず、政治経済状況によって株価は強弱まちまちであった。なお、5日にウクライナ政府と親ロシア派武装集団の代表は、期限を定めない形で停戦に合意した。これを受けて、地政学的リスクは後退したが、対ロシア経済制裁による物価高騰などで景況感は悪化し、ルーブルは過去最安値を更新し

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

図表4 新興国株価指数(MSCI Index)



(資料) Bloombergより農中総研作成

ている（図表5）。

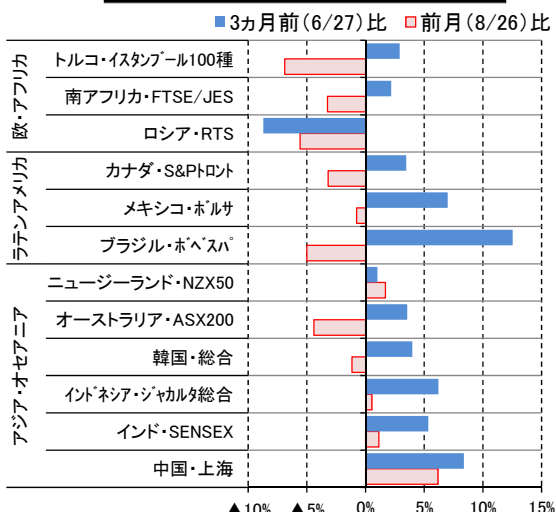
MSCI 新興国株価指数をみると、8月下旬から9月上旬にかけてのウクライナ情勢をめぐる地政学的リスクが高まったため、リスクオフによる株安がEMヨーロッパでみられた。一方、ブラジルでは10月の大統領選を控えて、現職のルセフ大統領の政策に批判的な対立候補のシルバ氏が世論調査で優勢が伝えられた8月下旬にかけて、大統領交代の期待が高まったことから、ラテンアメリカの指数は上昇した。9月中旬以降は、米早期利上げ観測による米ドル高進行で株が売られやすい地合いとなった。ほかの地域の株価は強弱まちまちであった。

最近の動き、今後の見通しなど

① 新興・資源国の GDP 出そろう

新興・資源国における4～6月期の実質

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

成長率（GDP）は、欧州経済の低迷や中国経済の減速、商品価格の下落などを受けて、横ばいまたは減速が目立った（図表7）。中でも、ブラジルは前年比▲0.9%とマイナス成長となり、季調済前期比でみると、▲0.6%と2期連続のマイナス成長となった。このため、景気後退に入っているとみられており、10月5日に開催される大統領選挙では、厳しい経済状況に対して打開が期待できる対抗馬のシルバ氏の支持拡大が注目されている。世論調査でシルバ氏が優勢と伝わると株価指数は上昇するなど、市場参加者の注目も高い。

② ブラジル大統領選挙戦は終盤へ

ブラジル大統領選挙は10月5日に第1回投票が行われる。現職のルセフ氏に加え、シルバ氏、ネベス氏らが争う選挙戦となっているが、多くの票は、ルセフ氏とシルバ氏に集まるとみられる。

1回の投票で候補者が過半数の票を獲得できない場合、決選投票が10月26日に開催されることになるが、最近の世論調査によれば、ルセフ氏とシルバ氏との

支持は拮抗しており、決選投票となる可能性が高い。

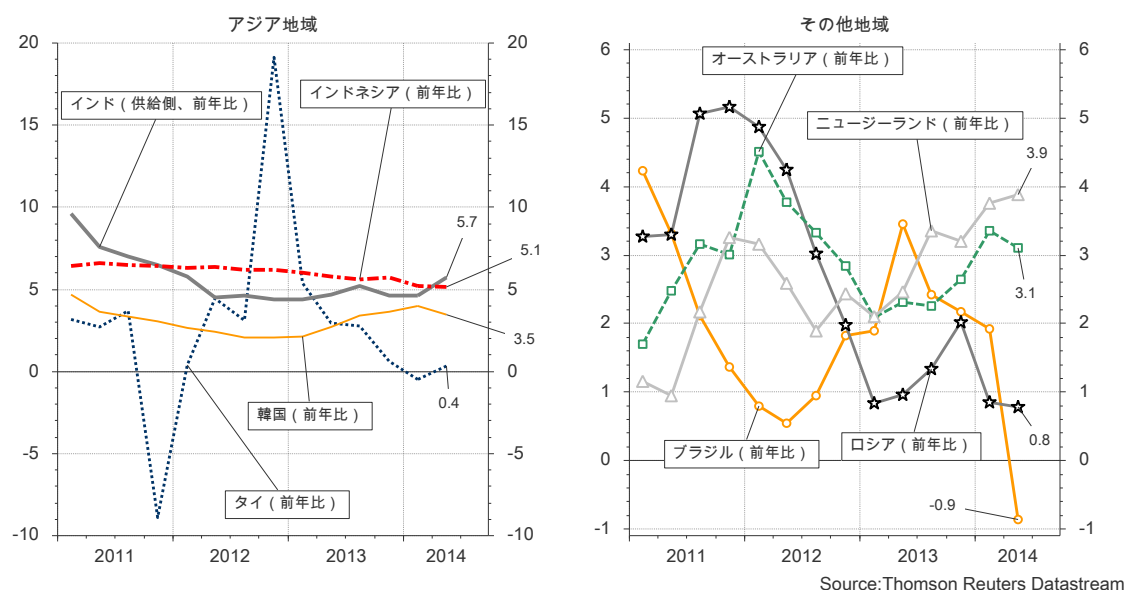
ルセフ現大統領の低所得層向け社会政策は北西部の住民を中心に高い評価を得ているものの、財政規律、インフレ問題などで金融市場からの評価は低い。一方のシルバ氏は、顧問に経済学者を起用したこともあり、現職が抱える課題を克服できるとの期待が高い。今後、選挙戦は終盤に差し掛かるが、引き続き目が離せない情勢である。

③ 今後のポイントなど

10月のFOMCでは量的緩和策第3弾（QE3）終了が決定される見込みであることから、引き続き米利上げ時期に注目が集まるとみられ、米ドルへ資金が還流しやすい状況である。今後も、世界的な需要の弱さから脱却しにくいこともあり、新興・資源国では米ドル高・自国通貨安が継続し、株価は当面冴えない動きが続くとみられる。

（14年9月25日現在）

図表7 新興・資源国の実質成長率



情勢判断

今月の情勢 ～経済・金融の動向～

米国金融・経済

9月16～17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、13年12月以降FOMC実施ごとに100億ドルずつ減額）を、9月から150億ドルに減額することを決めるとともに、同買入れ策を10月で終了するとの見通しを示した。また、政策金利（0～0.25%）についてはQE3終了後も「相当な期間」維持するとの方針を改めて示した一方、同時に公表された経済見通しでは15年末の金利予想（中央値）が1.375%と前回6月から25bp引き上げられたことから、利上げ開始後の引上げペースは速いとの思惑も広がった。

米国の経済指標をみると、雇用統計（8月）の失業率は6.1%と前月から0.1ポイント改善したものの、非農業部門雇用者数は13.4万人増と、市場予測（21.4万人増、ブルームバーグ社集計）を下回った。ただし、雇用の改善自体は進行中であるほか、その他の経済指標の好調さも目立つため、米国経済の緩やかな回復は継続していると思われる。

国内金融・経済

9月3～4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「物価安定の目標」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。

日本の経済指標をみると、7月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比3.5%と2ヶ月連続で増加した。また、7月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比0.4%と2ヶ月ぶりに増加したほか、製造工業生産予測調査も8月は同1.3%、9月は同3.5%とともに上昇が見込む。政府・日本銀行は、緩やかながらも日本経済の回復は継続しているとの認識を示している。

金利・株価・為替・原油相場

長期金利（新発10年国債利回り）は、日銀による量的・質的金融緩和が15年以降も継続されるとの見方が根強い中、8月中旬には一時0.5%を割り込むなど、低位での推移が続いた。しかし、9月に入ってから、米国の利上げ観測を背景とした米長期金利の上昇や株高・円安の進行などを受けて上昇に転じ、9月半ばには一時0.580%と約2ヶ月ぶりの水準まで戻した。

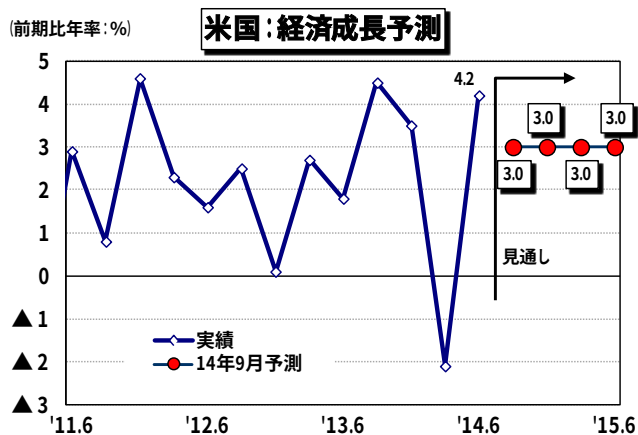
日経平均株価は、8月下旬以降は、米国の利上げ観測の高まりやそれに伴う円安進行などを受けて、概ね続伸。FOMCを通過した後の9月中旬には16,300円台を回復するなど、リーマン・ショック後の最高値を更新した。

ドル円相場は、8月以降、米国での利上げ観測の高まりなどを受けて、ドル高・円安が進行。9月中旬には1ドル＝109円台前半を付けるなど、約6年ぶりの円安水準となっている。

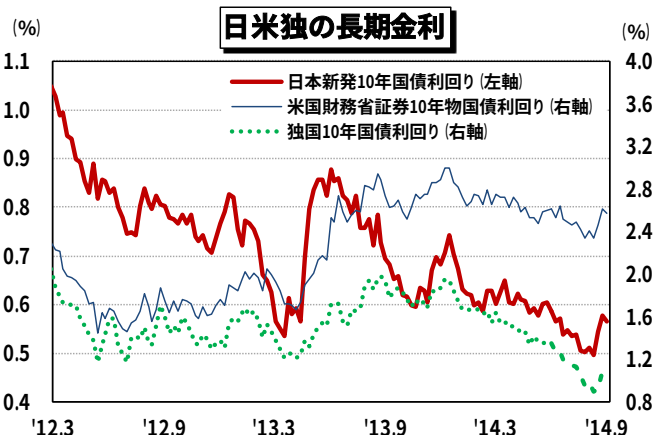
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、8月以降、中東・東欧情勢の悪化による石油供給への影響は限定的との認識が広まったほか、9月に入り夏場のガソリン需要が峠を越えたこともあり、下落傾向で推移。9月中旬以降は1バレル＝90ドル台前半での推移となっている。

（2014.9.22現在）

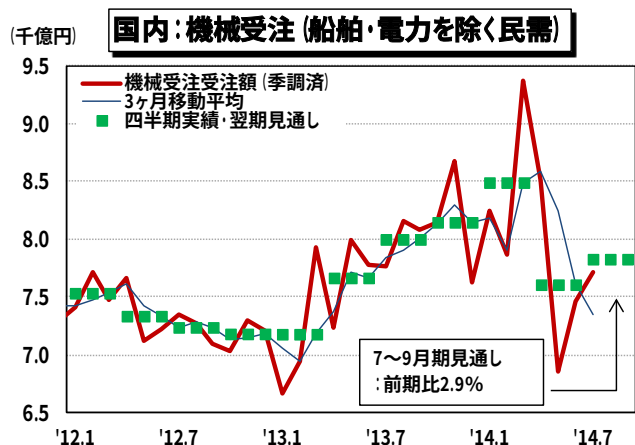
内外の経済・金融グラフ



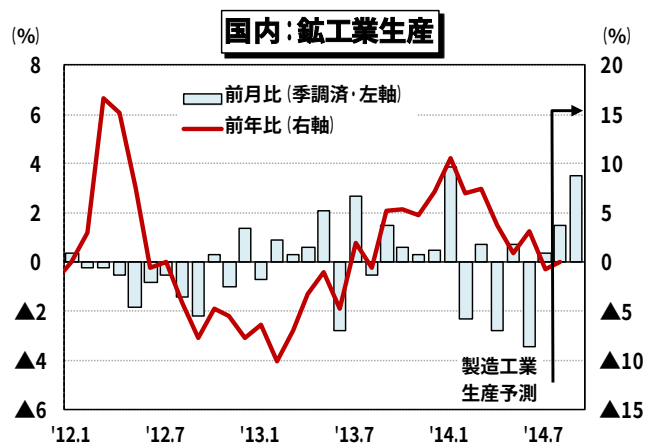
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



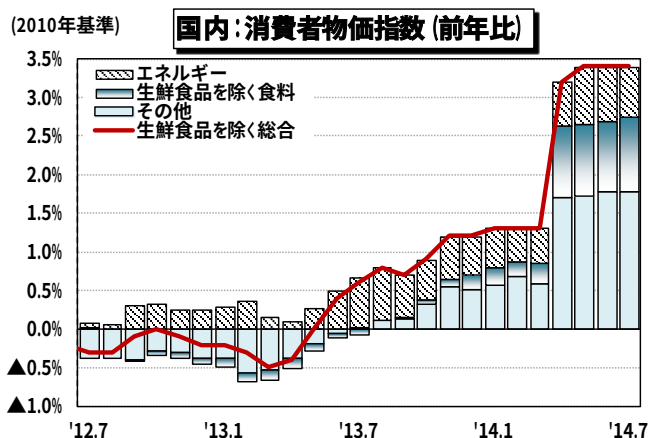
(資料) Bloombergより作成



(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

米国の長期財政見通し

～中間選挙後の米議会で財政問題が再浮上へ～

木村 俊文

要旨

米国の財政状況は、短期的には改善するものの、高齢化を背景とした「医療関連」や「社会保障」の支払額が増えるのに加え、債務残高の増加により「国債の利払い費」が増大することから、長期的には悪化すると予測されている。

13 年末の財政合意以降、超党派による財政をめぐる議論は中断しているが、今年 11 月の中間選挙が終了すれば、債務上限の不適用期限が 15 年 3 月に迫ることもあるため、米議会では財政問題が再浮上することになると思われる。

はじめに

米議会予算局 (CBO) は 7 月 15 日、2014 年度の「長期財政見通し」を公表した。毎年公表されるこの報告書には、向こう 75 年間（今回は 14 年度～89 年度）にわたる米国の歳入および歳出の見通しが示されている。

以下では、本報告書で示された財政見通しを概観するとともに、今後の課題や注目点を考えてみたい。

字（対 GDP 比、以下同じ）は 9.8%と、第二次世界大戦末期の 1945 年度 (20.8%) 以来の高水準に悪化した。

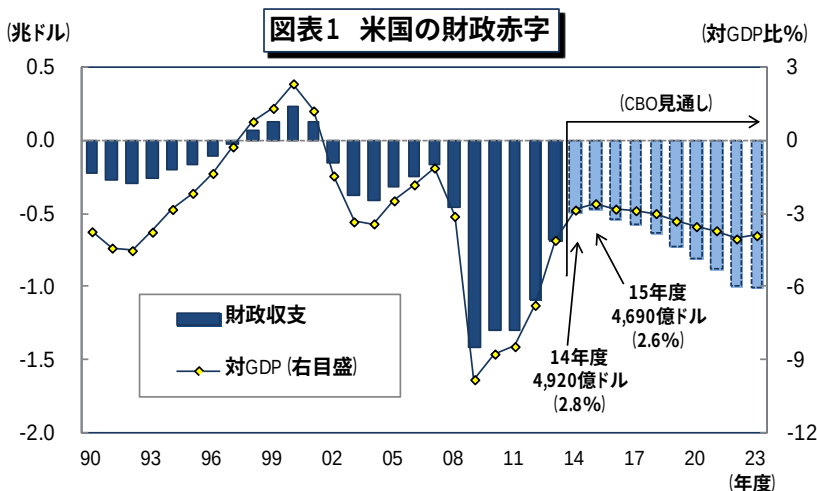
オバマ大統領は 09 年の就任直後に「13 年までに財政赤字を半減させる」との公約を掲げたが、実際に財政赤字は 13 年度に 4.1%に縮小し、目標どおり公約を達成した。

さて、今回の長期財政見通しによれば、短期的には 14 年度から 15 年度にかけて財政赤字は縮小する（図表 1）。14 年度は

短期改善・長期悪化の財政状況

米国の財政収支は、リーマン・ショック後の景気後退を受けて、09 年度から 4 年連続で 1 兆ドル超と未曾有の赤字規模であった。

米国の経済規模と比較すると、とくに 09 年度の財政赤



(資料) 米議会予算局 (CBO) 「2014長期財政見通し」 (14年7月)

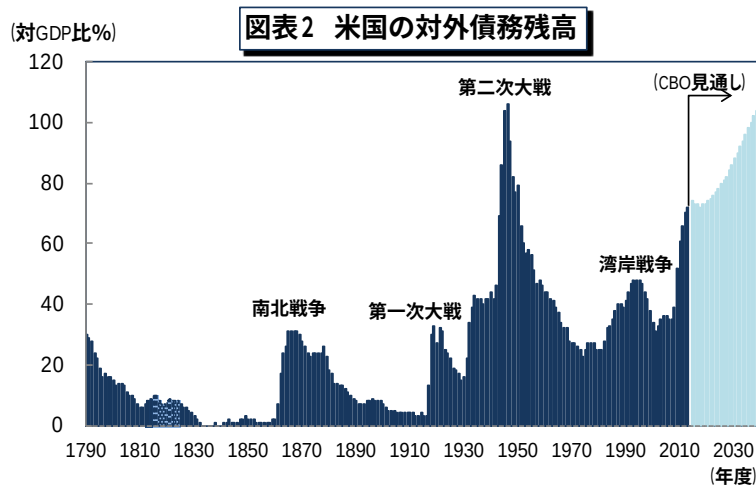
(注) 連邦政府予算は、オン・バジェット (一般会計に該当) とオフ・バジェット (社会保障信託基金や郵便事業など政府予算から除外される特別会計) に大別されるが、ここでは両方を合算した統合予算 (ユニファイド・バジェット) を示している。なお、CBO見通しはベースライン推計値。

歳入が 17.6%と前年度 (16.7%)から増加するのに対して、歳出は 20.4%と前年度(20.8%)から減少するため、財政赤字は 2.8%と前年度 (4.1%) に比べ 1.3 ポイント改善し、過去 40 年平均 (3.1%) を下回る見通しである。さらに 15 年度も同様の傾向が続くことから、財政赤字は 2.6%まで縮小する見通しとなっている。

こうした財政状況改善の要因には、①景気回復に伴う税収増（個人所得税および法人税）のほか、②企業向け投資減税や失業保険給付の拡充策など景気下支えのために継続実施してきた措置が 13 年末に終了したことによる歳入増と歳出減、③強制歳出削減（21 年度まで歳出を総額 1.2 兆ドル削減することを連邦政府に義務づける制度）が 13 年 3 月から開始されたことによる歳出抑制効果などが挙げられる。

しかし、財政赤字は、金利がそれまでの異例の低水準から上昇することを受けて国債の利払い費が増えるほか、医療関連費が増加するため、16 年度から再び拡大に転じる。その後も高齢化を背景に医療や社会保障関連の支払額が増えるのに加え、債務残高が増加する影響で国債の利払い費が増大することから、長期的には拡大 (29 年度:5.1%、39 年度:6.4%) する見通しである。

また、リーマン・ショック前に比べほぼ倍増した連邦政府の対外債務残高 (08 年度:39.3%→13 年度:72.1%) も、向



(資料) 図表1に同じ

こう 3 年程度は財政状況改善を受け一時的に縮小するものの 18 年度からは再び拡大し、39 年度には第二次世界大戦直後の 1946 年度と同じ 106%に達する見通しとなっている (図表 2)。

歳出を押し上げる 3 つの要因

このように米国の財政状況は、短期的には改善するものの、歳出が歳入を上回る不均衡な状態が年を追うごとに拡大するため、長期的には悪化すると予測されている。

ちなみに、歳出は 14 年度の 20.4%から 39 年度には 31.4%と 11.0 ポイント拡大するのに対し、この間の歳入は 17.4%から 18.0%とわずか 0.6 ポイントの伸びにとどまる。なお、歳入は個人所得税に依存した構造となっているのが特徴である (図表 3)。

一方、歳出の内訳に注目すると、前述した 3 つの要因、すなわち高齢化を背景とした「医療関連」や「社会保障」の支払額が増えるのに加え、債務残高の増加により「国債の利払い費」が増大する影響が大きい (図表 4)。

なかでも、先行き著しい支出増が見込

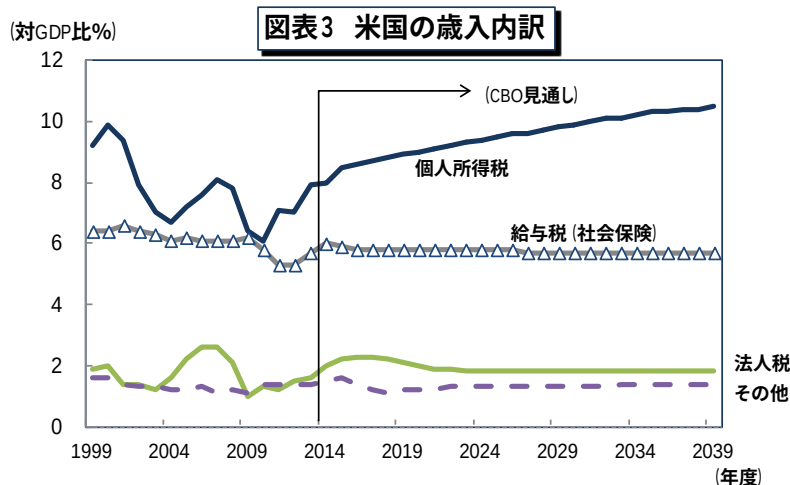
まれる医療関連については、高齢化の影響に加えて10年3月に成立した医療保険制度改革（オバマケア）を受けて国民一人当たりの費用が増大するため、14年度の4.5%から39年度には8.0%とほぼ倍増する。

これとは対照的に、医療、社会保障、国債利払い以外の歳出は、39年度に6.8%と景気対策で多額の財政出動となった09年度（13.7%）に比べ半減する。

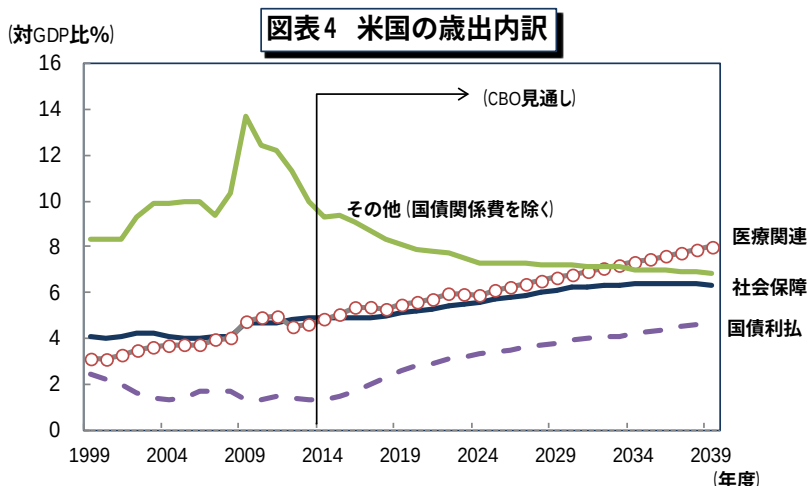
以上のとおり、医療や社会保障に関する現行の法律が変わらない限り、財政負担は将来にわたって着実に膨張する。

したがって、持続可能な財政運営にするために、①歳出を減らすか、②あるいは歳入を増やすか、③もしくはそれらを組み合わせるかして、財政健全化を図ることが求められる。

ただし、歳出削減や増税を急ぐと、ここ数年の景気回復を弱めることになる一方、議論が進まず財政状況が一段と悪化すれば将来どこかの時点において国債価格の下落を招く恐れもあるため、財政改革とその実施は慎重に進める必要があるだろう。



(資料) 図表1に同じ



(資料) 図表1に同じ

中間選挙後の財政協議に注目

米国では、今年11月4日に中間選挙が行われる。米議会は前回の中間選挙（10年11月）以降、オバマ大統領の出身母体である与党・民主党が上院では多数党を維持しつつも、下院は野党・共和党が過半を占めており、こうした議会の「ねじれ状態」を民主党が解消できるのかが焦点の一つとなっている。

しかし、オバマケアや外交・安全保障面への評価が低いことを背景にオバマ政権に対する支持率が低迷している（図表5）ほか、前回の中間選挙以降、下院の小選挙区の区割りが共和党に有利になるよ

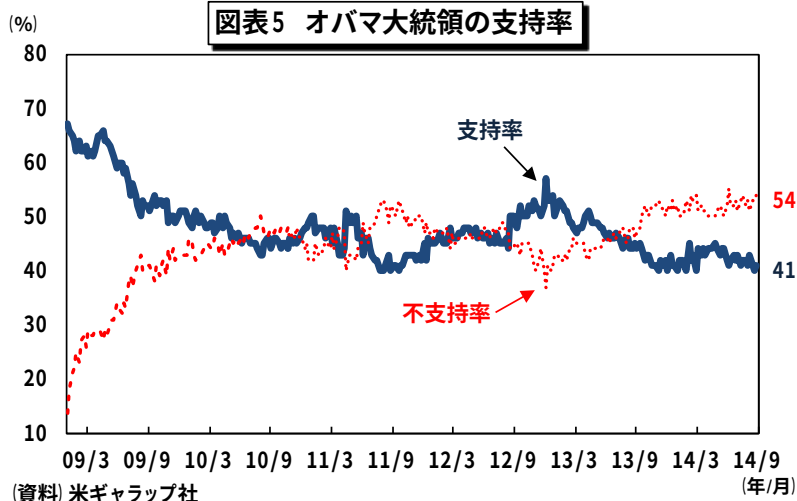
う調整されたことに加え、過去の例では中間選挙は野党に有利な結果となることが多いこともあり、上下両院で民主党が議席数を減らすとの見方が大勢となっている。

一方、共和党も保守派のティー・パーティー（茶会派）の台頭に引きずられ強硬姿勢をとった結果、政府機関が一時閉鎖する事態（13年10月）となったことを受け支持率が大きく低下した反省から、大企業・富裕層中心ではなく中間層・貧困層を重視した路線に修正して選挙戦を展開している。

たとえば、ライアン下院予算委員長は7月24日に、低所得者向けの食料購入補助制度（フードスタンプ）や住宅支援制度などを統合した貧困対策の改革案を発表した。また、子育て世代への支援強化や高失業率地域での減税措置などを主張する上院議員もあり、共和党は「弱者への配慮」を訴求した複数の政策を提案している。

ただし、富の再分配を好まず「小さな政府」を志向する共和党は、これまで財政健全化の考え方として、医療・社会保障等の歳出削減を図るべきと主張して、増税には断固反対する姿勢を取ってきた。同党は今回の選挙戦でイメージチェンジを図るため、民主党寄りとも言える弱者対策を打ち出したものの、対策実施に必要な財源をいかに確保するかなどは不明確であり、実現可能性はまだ低いと思われる。

図表5 オバマ大統領の支持率



おわりに

こうしたなか、中間選挙における両党の公認候補を決める予備選挙が9月9日に終了した。今後は11月の本選に向けて与野党の候補者による選挙戦が激化するとみられる。ただし、政治日程を考慮すると、財政健全化の議論が再び取りざたされるのは中間選挙以降になると見込まれる。

13年末の財政合意以降、超党派による財政をめぐる議論は中断しているが、中長期的な財政再建が重要課題であることには変わりなく、さらに債務上限の不適用期限が15年3月に迫ることもあるため、中間選挙後の米議会では財政問題が再浮上し、審議の行方に注目が集まることになるだろう。

(14.9.17 現在)

消費税増税前後の住宅着工と住宅ローンを取り巻く環境

多田 忠義

要旨

消費税増税前の駆け込み契約や低金利の住宅ローン、東日本大震災の住宅再建などにより、13年末にかけて新設住宅着工戸数は前年比で増加傾向が続いた。2013年8月から14年7月までの1年間の増減率を寄与度分解すると、貸家の伸びが新設住宅着工戸数全体の伸びに最も寄与し、一方で、持家や分譲住宅はマイナス寄与であった。都道府県別に見ると、東日本大震災の被災県や関東、東海、近畿などの地価の高い都市部で貸家の伸びが高い。

一方、足元の住宅ローン金利は、国債利回りが低下傾向であることを受けて、低水準で推移している。増税前の駆け込み需要を取り込むため、地銀・第二地銀の14年3月期決算説明会では、住宅ローンの新規融資に注力した銀行がみられたほか、与信対象の拡大や商品性の改善、アパートローン強化など、他行との差別化を図るところもみられた。

今後を見通すと、相続税増税対策、贈与税非課税枠の一時拡大や、住宅ローン減税、増税分を補てんする給付金などの政策効果に加え、住宅ローン金利は低位で推移するなど、住宅購入希望者にとって住宅を購入する環境は当面良好といえるが、増税前の需要先食いによる反動減が出ていることや人口減少社会といった面にも留意する必要がある。

はじめに

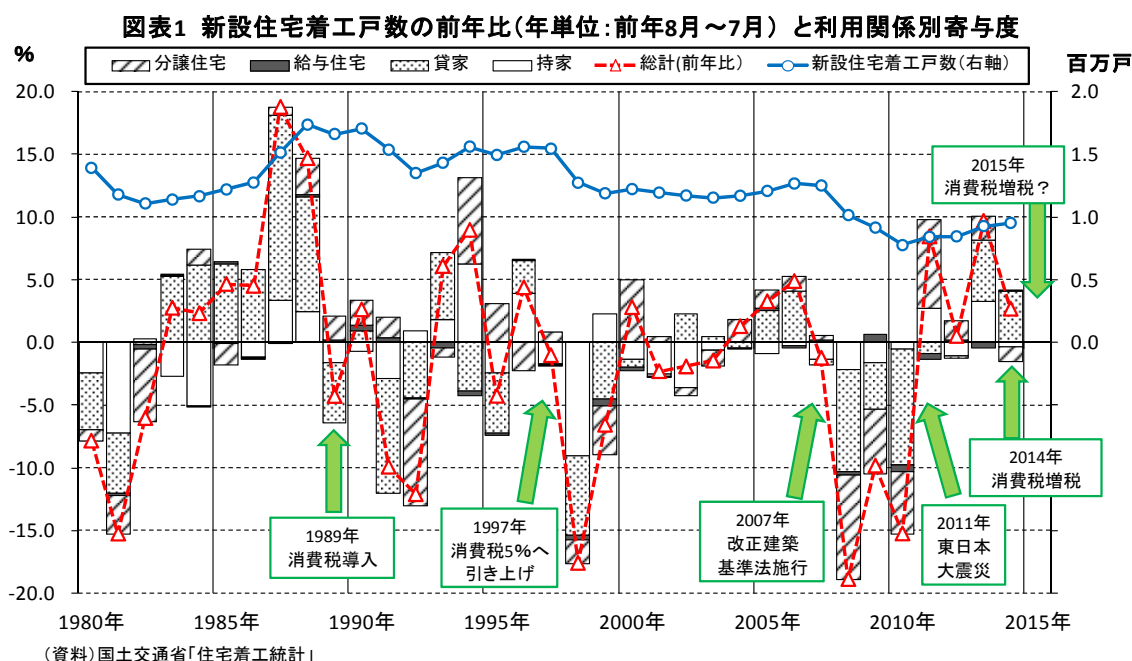
消費税増税前の駆け込み契約や低金利の住宅ローン、東日本大震災の住宅再建などにより、新設住宅着工戸数は13年末にかけて前年比増が続いたのち、減少に転じている。そこで、本レポートでは、最近の住宅着工の動向を踏まえつつ、2014年5～7月にかけて地銀・第二地銀の決算説明会で聴取した住宅ローンの動向や決算短信、各種統計等から最近の住宅ローン動向を紹介し、最近の特徴を捉えることを目的とする。その結果を受け、今後の住宅着工や住宅ローン、金融機関を取り巻く環境について考察する。

本レポートでは以下の手順で分析を行った。まず、全国の新設住宅着工戸数の動向、そして消費税増税前後の着工戸数変化を、過去の増税時期と比較する。こ

れを踏まえつつ、都道府県毎に新設住宅着工戸数の特徴を把握する。次に、住宅ローンの金利水準を時系列で確認したのち、14年3月期の地銀・第二地銀決算説明会で聴取した住宅ローンに関する発言等から焦点を整理する。なお、本レポートにおける年単位は、断りのない限り、8月から翌7月までを1年としているので注意されたい（以下、断りない場合、14年度は、13年8月から14年7月まで）。

新設住宅着工戸数の推移と見通し

はじめに、全国の新設住宅着工戸数の増減を利用関係別に示した（図表1）。13年8月から14年7月までの1年間に着工戸数を伸ばしたのは貸家で、この流れは昨年度から鮮明となった。一方、分譲住宅や持家は駆け込み需要の反動減とみら



れるマイナス寄与となった。

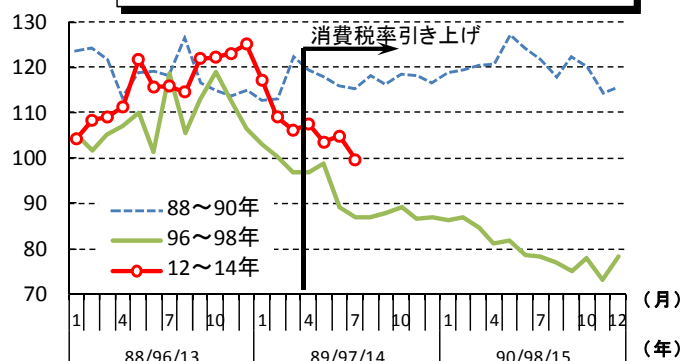
続いて、これまで2度経験した消費税導入・増税前後(1989、97年)と今回(14年)で住宅着工がどのように増減したか、確認したい。

まず、新設住宅着工戸数の総数を比較した(図表2-1)。今回の増税による着工戸数の水準変化は、97年に似ており、増税実施前年の秋から冬にかけてピークを迎え、それ以降は減少の一途をたどるといえる。14年の増税では、97年増税に比べ、やや高い水準で減少しており、15年に向けて動向が引き続き注目される。

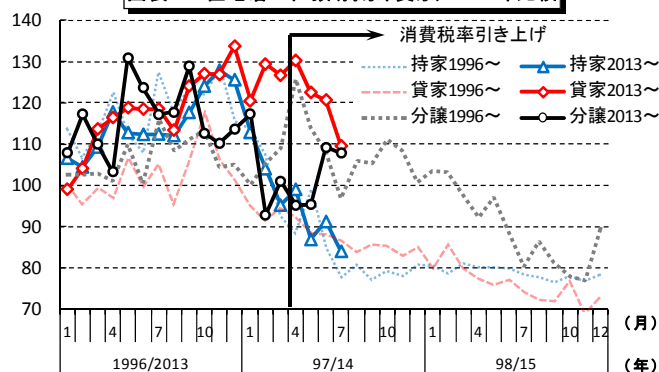
次に、97年に比べやや高めの着工水準

で推移している要因を分析するため、利用関係別のうち主たる3区分(持家、貸家、分譲)別に、97年と14年を比較した(図2-2)。その結果、持家は、97年と14年であまり変わらない傾向を持っている一方、貸家、分譲は異なることがわかった。貸家は、着工戸数のピークを過ぎたものの、7月時点でも10～12年の平均水準を上回って着工が進んでいる。この背景には、相続税増税の動きを受けた賃貸アパートを中心とする駆け込み建設や、今後も増加が予想される1人や2人世帯向け賃貸・分譲マンションの着工が進んだことなどが考えられる。一方、分譲は、14年2月を底に上昇へ転じており、他の

図表2-1 新設住宅着工戸数 89年・97年・14年比較



図表2-2 住宅着工戸数(持家、貸家)97・14年比較



区分と動きが異なる。この背景には、13年末にかけて高騰した資材価格や人件費による着工抑制、15年10月に実施予定の増税を前にした駆け込み需要を見込んでの14年夏における着工増、駆け込み需要で高騰したため取得を先送りしていた分譲用地の確保となった区画での着工が始まったもの、等が考えられる。

都道府県別新設住宅着工戸数の特徴

14年度における新設住宅着工戸数について、地域の特徴を明らかにするために、都道府県ごとの寄与度を地図化した。

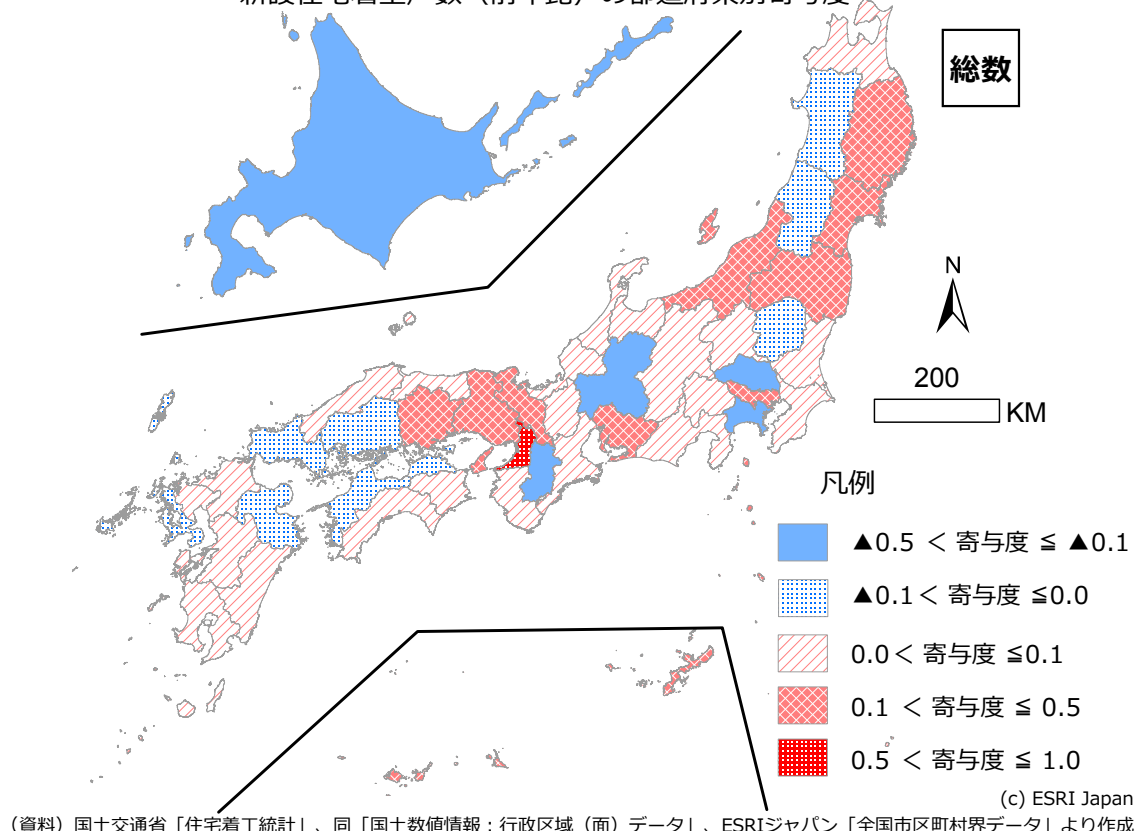
図表3は14年度着工総数の伸び率である2.7%を都道府県ごとの寄与度で示したものである。寄与度がとくに高いのは大阪府、東京都、沖縄県、宮城県、京都府、兵庫県であった。一方、前年割れとなった県は前年度から増加し、特に神奈

川県、埼玉県、北海道では大きくマイナス寄与となった。住宅着工に地域差があることは多田（2013）で確認したが、今回は、地域ごとの違いがより色濃く出ている。

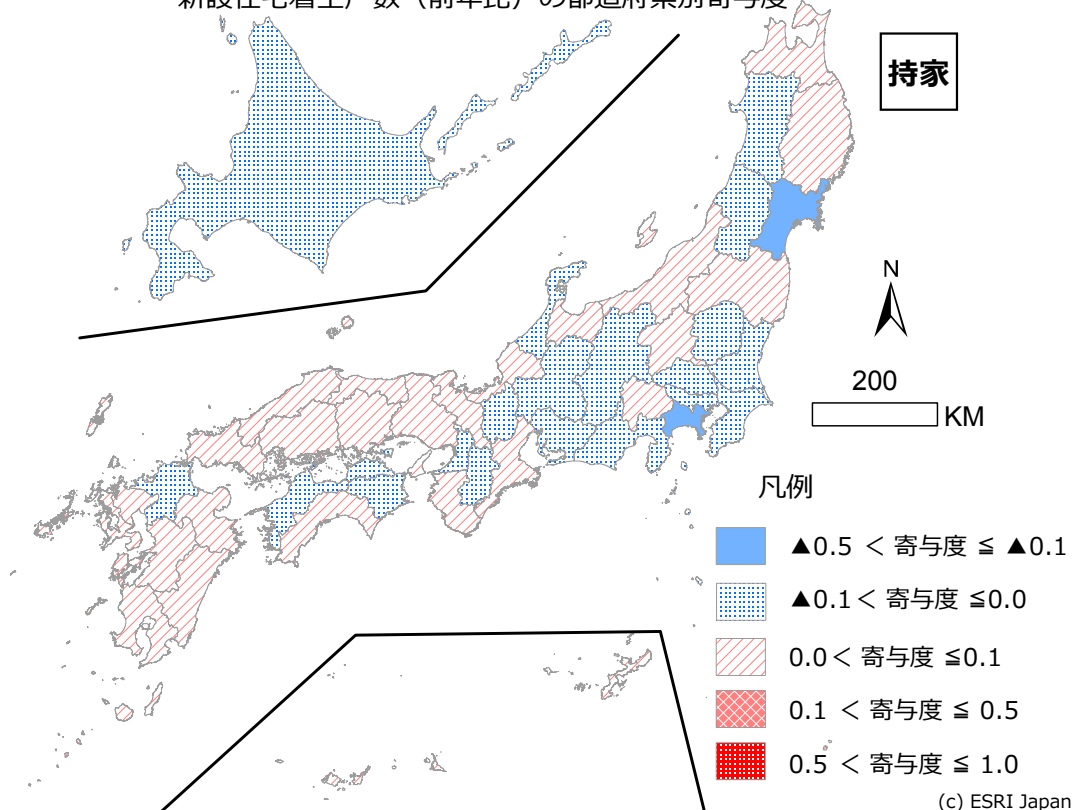
続く図表4は都道府県ごとの持家の前年比増減を、総数に対する寄与度（▲0.3%ポイント）で示した。持家は、約半数の都道府県でマイナス寄与となっており、特に神奈川県では▲0.2%ポイントと、もっとも大きいマイナス寄与であった。

同様に図表5は、都道府県ごとの貸家の前年比増減を、総数に対する寄与度（4.1%ポイント）で示した。前年に比べてマイナス寄与の県が増えたものの、全体的に見ると、地価の高い都市部を含む都道府県を中心にプラス寄与となったことが確認される。特に、東京都、大阪府、宮城県、沖縄県の寄与度は高い。

図表3 14年度（13年8月～14年7月）における
新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度

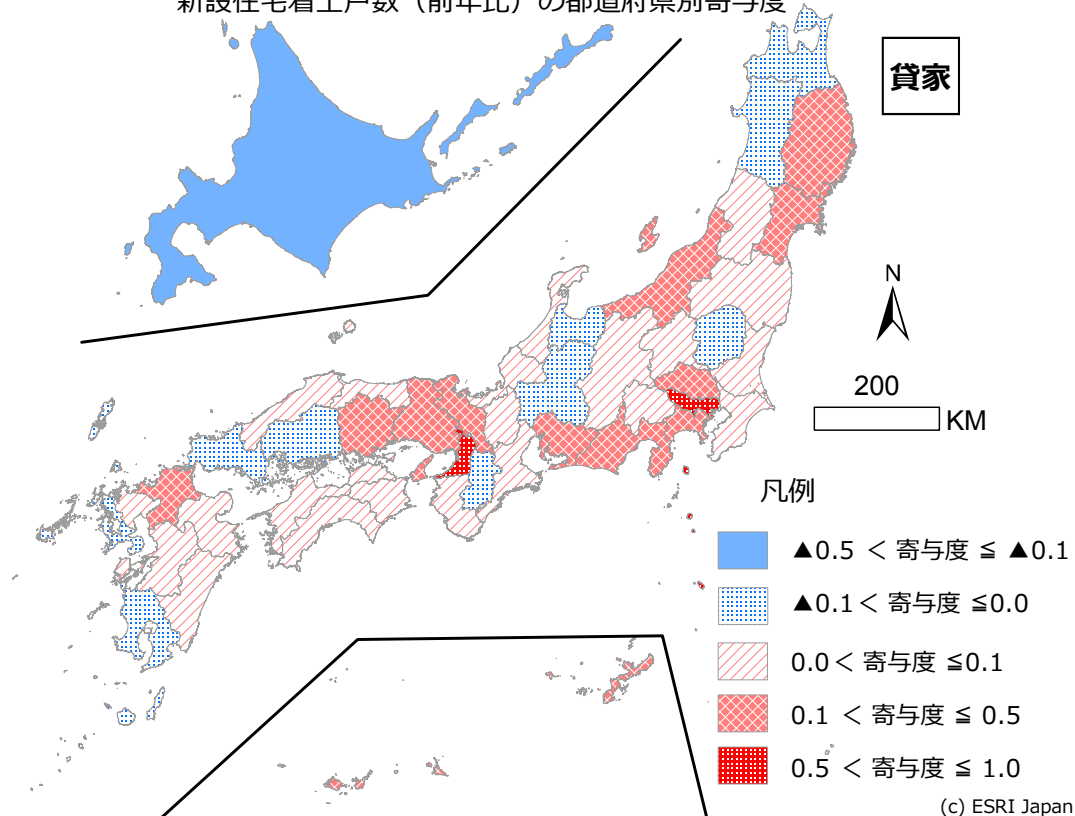


図表4 14年度（13年8月～14年7月）における
新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度



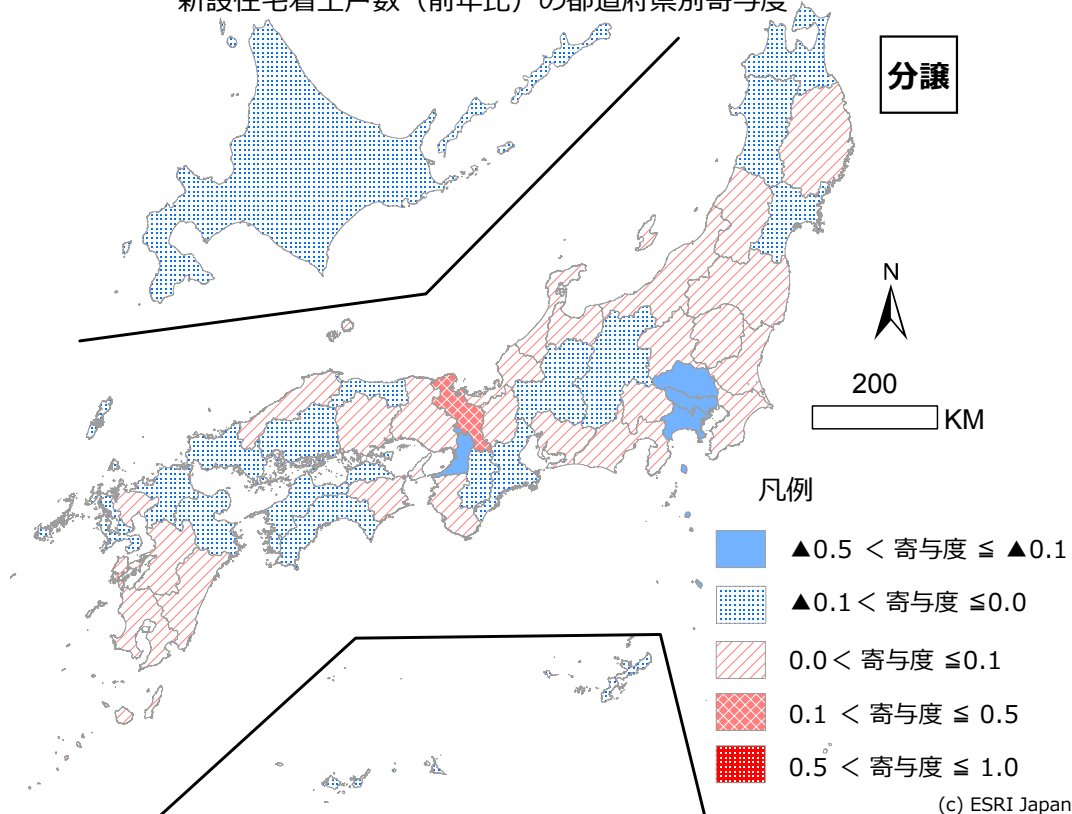
（資料）国土交通省「住宅着工統計」、同「国土数値情報：行政区域（面）データ」、ESRIジャパン「全国市区町村界データ」より作成

図表5 14年度（13年8月～14年7月）における
新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度



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

図表6 14年度（13年8月～14年7月）における
新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度



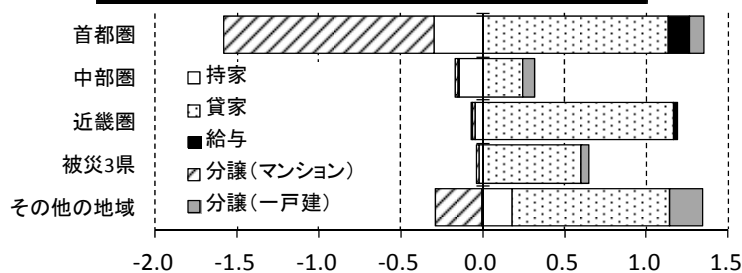
(資料) 国土交通省「住宅着工統計」、同「国土数値情報：行政区画（面）データ」、ESRIジャパン「全国市区町村界データ」より作成

図表6は、都道府県ごとの分譲の前年比増減を、総数に対する寄与度（▲1.2%ポイント）で示した。分譲は、マンションと一戸建てに分けられるが、14年度は分譲マンションの着工戸数がマイナス寄与（▲1.6%ポイント）となっており、一戸建てはわずかなプラス寄与（0.4%ポイント）であったことから、分譲マンションの着工戸数の落ち込みが大きかったといえる。特にマイナス寄与となったのは、マンション供給の比較的多い埼玉県、東京都、神奈川県、大阪府であった。ただし、図表2-2で確認したとおり、分譲の着工戸数は14年夏にかけて増加に転じていることから、図表6で示した実態と

直近の状況は異なる可能性があることに注意したい。

以上の内容を、地域別に再集計したものが図表7である。いずれの地域も貸家がプラス寄与となっている点、そして首都圏では分譲マンションの着工戸数がマイナス寄与の主因であることがわかる。また、持家は、首都圏、中部圏、近畿圏

図表7 新設住宅着工戸数前年比の地域別寄与度
14年度（13年8月～14年7月）対13年度



(資料) 国土交通省「住宅着工統計」

(注) 被災3県：岩手県、宮城県、福島県／首都圏：埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県／中部圏：岐阜県、静岡県、愛知県、三重県／近畿圏：滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県／その他の地域：他全ての道県

でマイナス寄与である一方、その他の地域ではプラス寄与で、被災3県における持家着工戸数は総数の伸びに寄与しなかったことがわかる。

なお、被災3県における住宅再建に目を向けると、宮城県では貸家以外の着工に一服感がみられるものの、岩手県、福島県では持家、貸家、分譲ともにプラス寄与となっており、住宅建設は底堅く推移しているものとみられる。防災集団移転による住宅再建は15年以降本格化してくる予定で、宅地造成が行われていることを考えると、被災3県では、引き続き住宅着工戸数は堅調に推移するとみられる。

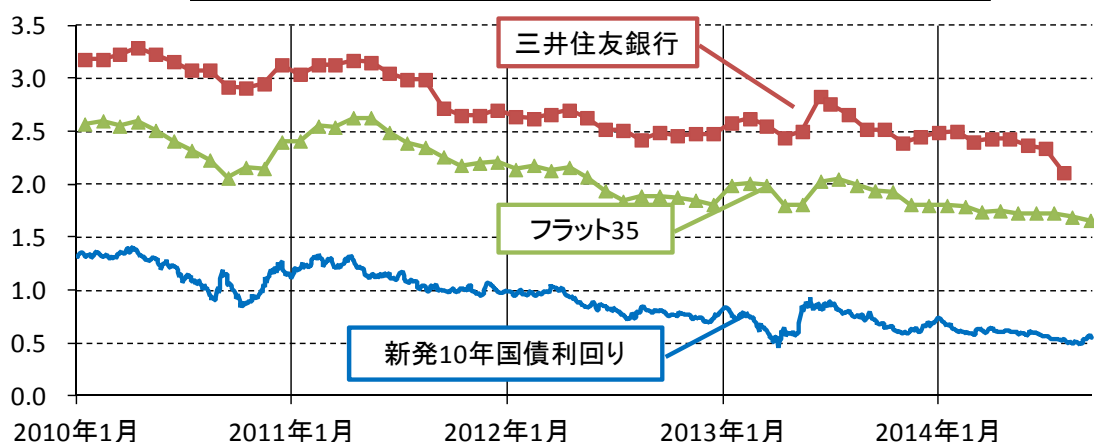
住宅ローン金利の推移と住宅着工

次に、住宅ローン金利水準の変動について見ていきたい（図表8）。一般に、新発10年国債利回りと住宅ローン金利は連動して動くため、図表8に示した期間では、国債利回りの低下基調に合わせて、住宅ローン金利も同様の動きをたどってきた。量的・質的緩和政策を受けて、日

本銀行が国債を買入始めたことから国債利回りは一時ボラティルな動きとなったが、13年7月以降、利回りは低下基調で推移している。

それを受けて、13年夏以降は、金融機関やノンバンクなどで相次いで住宅ローン金利を引き下げており、駆け込み需要のピークを迎えたとみられる13年9月末以降も、金利水準は低下している。一方で、最近の国内銀行における住宅ローンの貸付残高は、13年3月末をピークに増加の鈍化傾向が続いている（図表9）。このところの増税後の反動減を受けて、国内銀行での住宅ローン需要の取り込みは、厳しい状況は続くことが予想される。ただし、被災3県に本店を置く地銀・第二地銀に限って注目すると、住宅再建が3県の中では比較的進んでいる宮城県で高い伸びとなっている一方、岩手県、福島県では消費税増税前の駆け込み着工とみられる残高の伸びがみられるが、足元では再び鈍化している。

図表8 住宅ローンの金利水準と新発10年国債利回りの推移



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

地銀・第二地銀の動向

最後に、地銀・第二地銀が決算説明会で住宅ローンについてどう言及したかを整理した（図表 10）。

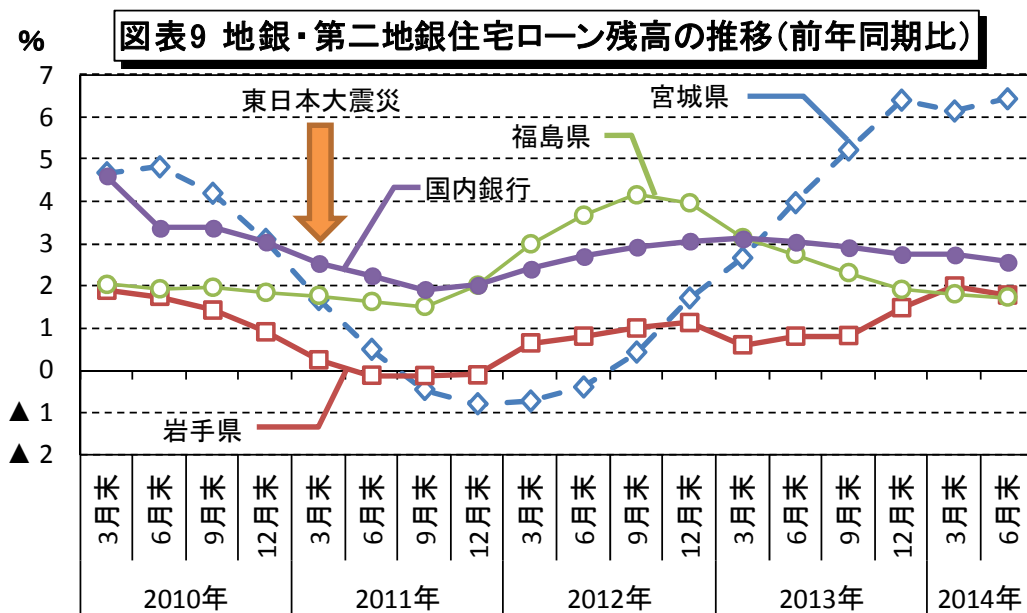
まず、融資実績では、どの銀行でも新規融資が堅調で借り換え融資が減少、また低金利競争は避けるようにしているとの報告が相次いだ。冒頭に述べたとおり、消費税増税に伴う駆け込み需要で住宅着工が堅調だったことから、新規融資を取り込む戦略へ切り替えた銀行が多かったとみられ、ローンプラザの新增設、ローンアドバイザーの増員、土日対応や、着工戸数の多い首都圏や中京圏等へ拡大したとの報告が目立った。

次に、13 年 3 月期決算説明会で注目を集めた、固定金利を選択する住宅ローン申込者に関する情報だが、低金利競争が進行したこともあり、14 年 3 月期の決算説明会では言及されなかった。むしろ、資金利益確保のため、低金利競争は極力避け、図表 10 に挙げたような住宅ローン

商品の差別化を図り、ローン金利以外での銀行間競争が多くみられた。具体的な差別化の事例で、多く聞かれたのは、与信対象者の拡大と商品性の改善、アパートローンの強化であった。

なお、住宅金融支援機構が 14 年 8 月に公表した「民間住宅ローン利用者の実態調査 金利タイプ別利用状況【速報】（14 年 5 月・6 月期）」によると、13 年 7・8 月期に変動型の選択率が過去 3 年で最も低下（34.3%）した後、30%半ば～40%台と、以前に比べて低い水準で推移している。一方で、金利が低位で推移したことから、全期間固定型を選択する割合は徐々に高まっており、14 年 1・2 月期には 32.3%と近年では最高水準に達したのち、14 年 5・6 月期も 31.4%とその水準を保ち続けている。12～13 年夏にかけては、概ね 20%台半ばだったことから、固定金利の選択率は上昇していることが明らかであろう。

被災 3 県の金融機関によれば、住宅ロ



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

ローン需要は消費税増税前の駆け込み需要で好調だったものの、東日本大震災で被災した方々の住宅再建ニーズに応じたのは宮城県が中心だったとわかった。岩手県では、住宅再建先である高台等の基盤整備に時間を要しているため、住宅ローンニーズは15年以降本格化すると見通している。また、公的金融機関の融資や、義捐金・保険金等で被災者の手元資金が手厚いことから住宅・リフォームローン残高の伸びは見込めないとの報告も昨年に引き続き聞かれた。

おわりに

相続税増税対策、贈与税非課税枠の一時拡大や、住宅ローン減税、増税分を補てんする給付金など、政策によって足元の住宅需要が支えられているほか、量的・質的緩和政策により、国債利回りの

低下圧力が根強い中、住宅ローン金利は低位で推移するなど、今後を見通すと、住宅購入希望者にとって住宅を購入する環境は当面良好といえる。また、13年は建設資材や人件費の高騰で住宅購入を控えた人もいとみられることから、今後の着工落ち込みはある程度緩和される可能性もないわけでもない。しかし、増税前の需要先食いによる反動減が出ていることや人口減少社会といった面にも留意する必要がある。

消費税が15年10月に再び10%へ引き上げられれば、再び駆け込み需要が発生する可能性もある。このため、14年末に予定される消費税率の再引き上げ判断、その後の住宅着工動向は注目される。

参考文献

多田忠義(2013)「最近の住宅着工と住宅ローンの動向」『金融市場』2013年10月号 p20-25.

図表10 地銀・第二地銀投資家説明会(14年3月期)における住宅ローン関連の情報(一部)

トピック		内容	事例・コメント等
14年3月期の実績		・消費税増税前の駆け込み契約で残高増加の銀行が多い ・借り換え融資は減少傾向	・借り換え需要は頭打ち。新築・中古マーケットを伸ばしたい(九州地銀A) ・住宅ローンの事前申し込み件数は金融危機以前より高い、おそらく2000年以後の最高水準。金利競争激化から、借り換え案件は前年より減少(関東地銀B)
ローンプラザ等		・土日相談を実施 ・ローン専用店舗(ローンプラザ、ローンセンターなど)を新増設、併せてローンアドバイザーを増員 ・首都圏、中京圏等消費地へ進出	・増設と増員、地域的には県内以外東京都にも拠点(関東地銀C) ・パーソナルプラザ(住宅ローン専門店)を愛知県へ積極展開(東海地銀D、E)
金利競争		・資金利益の悪化を回避するために、過当競争を避ける銀行が多い ・13年によく聞かれた固定金利を選択する申込者が増加したという話題は皆無	・他行からの借り換え攻勢が強いが、金利引き下げ競争は回避し、引き続き属性優良な顧客を対象にしたい(関東地銀F) ・収益性重視で過当競争にはのらない。他行に相当肩代わりされたが、しょうがない。個人向けフリーローンに注力する(東海地銀G)
差別化	与信対象者の拡大	・派遣、パート、独身女性等の取り込み	・従来顧客に取り込めなかった層も獲得する(九州地銀H、近畿地銀I) ・住宅ローンはまだリスクを取れる。今後はミドルリスク層を中心に取り込む(東北地銀J)
	商品性の改善	・8大疾病保障の導入 ・リバースモーゲージの導入	・団信支払い増加で収益悪化(関東地銀K) ・高齢者の資金ニーズ対応(関東地銀B、東北地銀L)
	アパートローン強化	・アパート需要の取り込みヘシフト	・住宅“系”ローンである個人貸家向けローンに注力(関東地銀M)

(資料)農中総研出席に基づき著作作成。投資家説明会は14年5～7月にかけて東京都内で開催されたもの。

米国における産業間の労働者移動と賃金動向

趙 玉亮

米国における賃金動向が注目されている。その理由は、景気・雇用回復局面においての賃金上昇が停滞しているためである。2008 年金融危機後の大不況の影響を受け、大きく悪化した雇用環境は、その後の景気回復とともに、持ち直しつつある。一方、時間あたり賃金の前年比上昇率をみると、09 年末から 11 年初までは平均 1.8%、その後は 2.0%を中心に推移している。これらの水準は、金融危機以前（前年比 3~4%）に比べると物足りない。

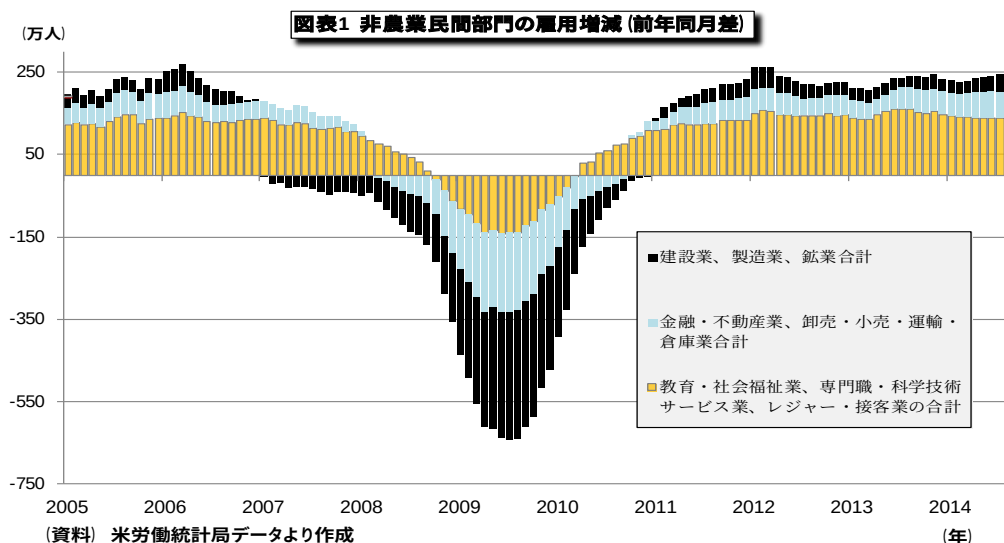
足元の低い賃金上昇は、労働市場における需給の緩みを裏付ける証拠の一つとして、イエレン FRB 議長が言及した。また、冴えない賃金上昇は、消費の拡大に影響を落とすのではないかと懸念されている。そこで、本稿は産業間の労働者移動から、米国の賃金動向を検討したい。

産業間における労働者の移動

06 年以降の産業別の労働者移動をみると、建設業と製造業の流出と、サービス

業（情報・通信業を除く）の流入が対照的である。製造業と建設業では金融危機の影響を受け、労働者が大きく減少し、その後緩やかに回復したとはいえ、リーマン・ショック以前の水準に回復できず、雇用者は 14 年 8 月までそれぞれ約 200 万人、170 万人と大きく減少した。それに対し、鉱業は、06 年に比べ約 25 万人増となった（図表 1）。

一方、サービス部門では労働者が大量に流入してきた。そのうち、最も労働者が多く流れ込んできたのは教育・社会福祉業であり、08 年金融危機の影響を受けているにもかかわらず、持続的な雇用増加が確認され、06 年より約 350 万人増となった。次に多いのは、08 年金融危機の影響で雇用が一時的に大きく減少した専門職・科学技術サービス業とレジャー・接客業である。危機後の雇用増のペースは早く、ともに 06 年より約 150 万人増となった。また、金融・不動産業と卸売・小売・運輸・倉庫業は、金融危機以前の水準までほぼ回復している。



以上のように、産業別の雇用構造は、建設業と製造業部門の縮小、サービス部門の拡大が確認された。

労働者流入産業の賃金特徴

産業別で見ると、労働者の流出と流入が多い産業のいずれも、賃金上昇のペースが低下している。11年半ばから14年8月まで、3%以上の賃金上昇率を達成したのは鉱業(3.1%)と金融・不動産業(3.3%)にとどまっており、他のすべての産業で賃金平均上昇率は2.5%以下であり、具体的には、建設業1.4%、製造業1.6%、貿易・運輸・倉庫業2.1%、情報通信業2.4%、専門職と科学技術サービス1.6%、教育と社会福祉業2.0%、レジャー・接客業1.4%、その他のサービス業2.2%となっている。

労働者が流出している産業は、雇用ニーズが労働供給より少ないため、賃金上昇の圧力が高まらないと考えられる。一方で、労働者の受け皿としての流入産業は、時間当たりの賃金が相対的に低く、労働時間も短く、またパートタイム就業者の割合の高い部門である。こうした産業部門における雇用者数が全産業に占めるウェイトは拡大しつつあるため、全体の賃金上昇の重しとなっていると考えられる(図表2)。

今後の見通し

産業間の労働者移動により、サービス産業が全産業に占める雇用のウェイトが拡大しており、また、長期失業者やパートタイム労働者の割合が依然として高いこともあり、賃金上昇が抑制される傾向は、今後も長期にわたって続くと思われる。そのため、米国の賃金上昇を見極めるうえで、サービス部門での賃金上昇の回復は鍵となろう。

一方で、08年金融危機以降、生産性向上分と雇用者に分配される報酬とのギャップがさらに拡大しており、労働者へ分配される割合は大きく低下したと指摘されている(Fleck, Glaser, and Sprague)。金融危機の影響で賃金を決めるメカニズムには何らかの変化が起きているのかもしれない。市場メカニズムだけに頼る自律回復で、賃金上昇が加速するには長時間が必要になると考えられる。

こうした雇用実態を踏まえ、オバマ米大統領は最低賃金を引き上げる政治的な試みを行っており、11月の中間選挙での法案成立を目指そうとしている。こうした動向も今後注視していきたい。

参考文献

Susan Fleck, John Glaser, and Shawn Sprague (2011), “The compensation-productivity gap: a visual essay,” Monthly Labor Review.

図表2 就業産業の週間労働時間・時間当たり賃金・パートタイム労働者比率

		2006年			2009年			2013年		
		週間労働時間数	時間あたり賃金(ドル)	パートタイム労働者の比率	週間労働時間数	時間あたり賃金(ドル)	パートタイム労働者の比率	週間労働時間数	時間あたり賃金(ドル)	パートタイム労働者の比率
	非農業民間部門	34.5	20.3	23.3%	33.9	22.2	27.9%	34.4	23.9	24.3%
雇用の流入部門	鉱工業	42.6	23.8	8.3%	42.2	27.3	10.5%	43.9	29.7	7.9%
	教育・社会福祉業	33.4	20.4	27.6%	32.9	22.3	30.0%	32.7	24.4	26.3%
	レジャー・接客業	26.2	11.8	40.3%	25.5	12.9	45.5%	26.0	13.5	43.8%
	専門職と科学技術サービス業	35.3	23.7	19.5%	35.1	27.0	22.2%	36.1	28.5	18.8%
08年金融危機以前に回復	貿易・運輸・倉庫業	34.3	18.3	23.4%	34.1	19.3	28.2%	34.5	20.9	26.1%
	金融・不動産業	36.7	24.7	17.4%	36.6	26.5	19.9%	37.1	30.2	14.9%
雇用の流出部門	情報・通信業	36.3	27.2	19.8%	36.4	29.4	21.6%	36.7	32.9	18.0%
	建設業	37.9	22.3	15.8%	37.1	24.8	24.3%	39.0	26.1	17.3%
	製造業	39.9	20.9	10.8%	39.0	23.0	16.1%	40.8	24.3	10.5%

(資料) 米労働統計局のデータより作成

新車販売台数

竹光 大士

だけ時間がかかるのか注目される。

新車販売台数

乗用車は代表的な耐久消費財であり、売れ行きは消費者マインドに左右されると考えられている。今回は生産動向にも直接影響を与える乗用車(小型・普通乗用車：日本自動車販売協会連合会、軽乗用車：全国軽自動車協会連合会より)の新車販売を取り上げる。

今回と前回の消費税増税時の比較

直近の動きをみてみると、乗用車(含む軽)販売は13年後半から増加傾向が強まり、14年1月(増税3ヶ月前)に駆け込み需要のピークを迎えた(図表1)。また、反動減は前回と比べると、直後は小さいが徐々に大きくなっている。

ここで、乗用車販売台数の長期トレンド(5年移動平均)と販売台数を比較した際の傾向をみてみる。トレンドとの乖離の状況から今回の乗用車(含む軽)の駆け込み需要の規模は前回よりも大きかったと考えられる。前回より駆け込みの規模が大きいという点では、他の耐久財と同じである。

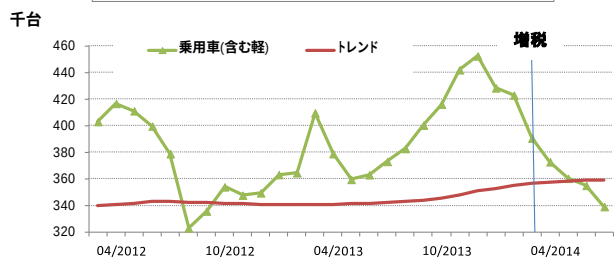
前回の消費税増税時には、今回よりも駆け込みの規模は小さかったのにもかかわらず長期トレンドを下振れた状態から本格的に脱却するのに約4年かかった(図表2)。今回は販売台数が前回とほぼ同時期の増税の約1年半前から長期トレンドを上回ったが、駆け込みの規模が大きいだけに増税後、その調整にどれ

政府の対策と今後の注目点

増税後の乗用車販売(含む軽)の低迷を防ぐために、政府は自動車取得税(軽自動車を除く自家用車)を5%から3%に軽減、エコカー減税を拡充し、エコカー減税基準達成車には自動車取得税、自動車重量税等を軽減または免除している。さらに、自動車取得税は消費税10%引き上げ時には廃止される予定である。一方、軽乗用車は来年4月に増税を控える。近年では、乗用車販売全体の約4割を軽乗用車が占めており、販売台数が大きくブレる可能性があることが懸念される。

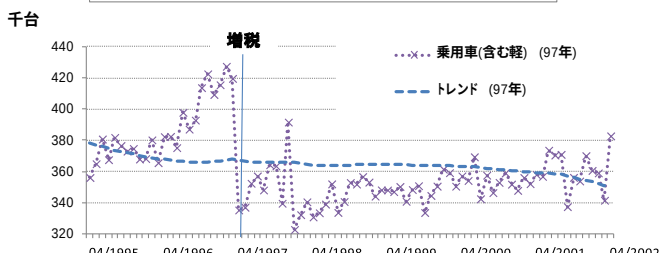
自動車製造業は生産波及力が大きい産業であり、今後の行方が注目される。

図表1 乗用車販売・軽乗用車販売台数 (今回)



(注)長期トレンドはHodrick-Prescottフィルターによって得られた系列を、さらに5年移動平均を取った
(資料)日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会より当総研作成

図表2 乗用車販売・軽乗用車販売台数 (前回)



(注)長期トレンドはHodrick-Prescottフィルターによって得られた系列を、さらに5年移動平均を取った
(資料)日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会より当総研作成

広義の失業率(U6)

趙 玉亮

広義の失業率の定義と意味

米国労働省は、一般的に用いる失業率だけでなく、より範囲が広い他の3種類の失業率も発表している(図表1)。そのなかで、「縁辺労働者」と「経済的理由によるパートタイム就業者」の数を含めた最も範囲が広い失業率は広義の失業率(U6)と呼ばれている。

労働市場の健全化と労働資源の利用度合いを測る上で、U6は重要な意味を持つと考えられる。特に、08年金融危機以降、労働市場の質的改善がなかなか進んでおらず、イエレンFRB議長が重視する労働指標の一つであることもあり、U6は市場から注目されている。

図表1 U3からU6までの定義

	分子	分母
U3	失業者	労働力人口
U4	失業者+求職意欲喪失者	労働力人口+求職意欲喪失者
U5	失業者+縁辺労働者	労働力人口+縁辺労働者
U6	失業者+縁辺労働者+経済的理由によるパートタイム就業者	労働力人口+縁辺労働者

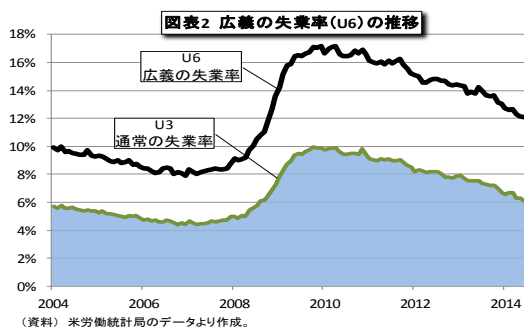
(資料) 米労働統計局より作成。

注 縁辺労働者とは、就業を希望する非労働力人口のうち、仕事があれば、すぐ就くことができ、過去1年間に求職活動を行ったことがあるが、過去4週間以内に仕事を探さなかったため、失業者とならない者である。求職意欲喪失者とは、就業を希望する非労働力人口のうち、適当な仕事がありそうにないため、現在仕事を探していない縁辺労働者である。

高い水準のU6

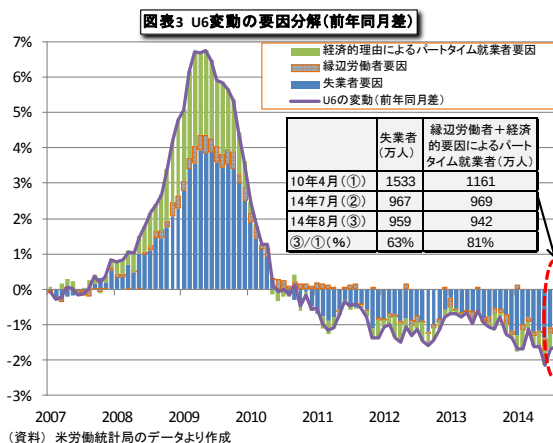
08年金融危機の影響を受け、U6は急上昇し、10年4月にピーク(17.2%)を迎えた後、低下に転じ、14年8月には12.0%と、リーマン・ショック以来の低水準となった(図表2)。しかし、06年から07年までの8%台の水準と比べれば、依然として高い。そのため、一部のエコノミ

ストはU6を労働市場の「大きな穴」と見なしている。



U6の改善要因

U6の変動は「失業者要因」「縁辺労働者要因」「経済的理由によるパートタイム就業者要因」の3つに分解することができる(図表3)。10年半ば以降のU6低下は、失業者数の減少が寄与しており、縁辺労働者と経済的理由によるパートタイム就業者の減少は、それに比べあまり寄与していない。つまり、縁辺労働者と経済的要因によるパートタイム就業者の減少は遅れており、このため、U6とU3のギャップはなかなか縮まらない。今後、米国の労働市場の回復が本物かどうかを占う上でも、「縁辺労働者+経済的要因によるパートタイム就業者」の減少が注目されるだろう。



海外の話題

グレートブリテンおよび北部アイルランド連合王国

農林中央金庫 ロンドン支店長 山宮 隆昭

9月18日に行われた国民投票において、スコットランドの独立は住民の賛成多数を得ることができなかった。スコットランドの人達の真意を推し量るとすれば、スコットランドに対する強い思いはあるものの、実際の投票に際しては日常生活を含めた経済的影響という要因が大きく作用したのではないだろうか。

307年前に連合王国の一部として組み込まれるまで、メル・ギブソン主演の映画「ブレイブ・ハート」で描かれているとおり、スコットランドは常に隣国のイングランドと争ってきた。国民投票が行われた2014年は、スコットランドがイングランドに対して歴史的な圧倒的勝利をおさめた「バノックバーンの戦い」からちょうど700年に当たる年である。

また日本ではあまり馴染みがないが、英連邦に加盟する国々にとっての一大イベント・コモンウェルス大会（Commonwealth Games）が、2014年は7月末から8月初めにかけて71の国と地域の参加によりスコットランドのグラスゴーで開催された。「スポーツを国威発揚の場に利用すべきではない」と言われるが、今回の大会がスコットランドの人々の独立心・自尊心をくすぐったのは事実だろう。特にメダル争いでイングランド・オーストラリアに次ぎ、カナダを上回って3位に位置していた前半は、テレビで現地の盛り上がりを見て、「ひょっとしたら、この勢いで独立も？」と感じた程だ。閉会式の翌々日に行われた第1回目のテレビ討論会で劣勢に終わって勢いを失ったかに見えた賛成派が、8月末に行われた2回目の討論会では盛り返し、直後の世論調査では反対派を猛追・一時は逆転した。

しかしながらご存知のとおり、最終的な住民投票の結果は独立反対である。反対派だけではなくイギリス政府も、「ポンドは使えない（使わせない）」とか、「独立による住民の家計への負担増加」といった身近なマイナス材料を示してきており、スコットランドの人々は大きな変化に対して不安を抱いていたということだろう。スコットランドに長く駐在していた取引先の方も、「スコットランドで働く職員には、そういった不安から現状維持を望んでいる者が多いと感じる。」とおっしゃっていた。独立賛成が多数となっていたら、この問題はイギリスにとどまらず、スペインをはじめとして同様の問題を抱えている各国へも波及したはずだ。

何はともあれ、スコットランドの住民は連合王国に留まることを選択し、当面はこれまでと同じ生活が続いていくことになる。またユニオン・ジャックの青い斜めクロスもそのままだ。昨年のウィンブルドンで70年ぶりにイギリス人として優勝したアンディー・マレーはスコットランドの出身で、トーナメントの初めは、青地に白い斜めクロスのスコットランド国旗が目立ったが、勝ち進むにつれてユニオン・ジャックを手にした応援が増えてきた。地元を大切にする意識も大事だが、スコットランドの人達がユニオン・ジャックを持ってマレー選手を応援する時こそが、本当の連合王国と呼べる時なのかもしれない。