

## 潮流

## ルビコンを渡った政府・日銀

専務取締役 柳田 茂

11月21日、安倍首相は衆議院の解散を断行した。

衆議院は475議席の68%を超える326議席を与党が占める安定多数の状況にあり、かつ任期まではまだ遠く、安倍内閣としては放っておいてもあと1年以上安定的な政権運営が可能な環境にあった。こうしたなかで、今あえて国民の審判を受ける決断をしたのはなぜか。政治評論家たちはいろいろ取り沙汰しているが、やはり最大の目的は、自身の看板政策であるアベノミクスを成し遂げるため、と見ていいだろう。

解散に先立つ11月17日に公表された7～9月期のGDPは年率換算▲1.6%と、2四半期連続のマイナス成長となった。4～6月期は消費税引上げ前の駆け込み需要の反動減でマイナスとなっても、7～9月期から再び成長軌道に戻るといふ政府・日銀の基本シナリオは崩れたと言わざるを得ず、野党が「アベノミクスは失敗した」と批判の声を挙げているのも否定しきれない状況に見える。

今回の安倍首相の解散の決断は、このような経済状況のなかでも揺るがない自らの経済政策への自信と、その政策が成功するためにはあと2～3年の時間が必要であり、その時間を確保したいという強い思いによるものと考えられる。事実として、速報値では消費関連の指標は一部回復の兆しを見せ始めており、低調を続けてきた企業の設備投資も計画ベースでは改善方向が示され始めた。加えて、急速に進んだ円安により輸出企業の今期業績は軒並み前期を上回る増益基調にあり、これが来春の賃上げにつながれば、景気の回復は十分可能と見込んでいるのであろう。

ただし、これまで繰り返してきたように、アベノミクス政策には弊害も大きい。とりわけ、第一の矢「異次元の金融緩和」は、デフレ脱却のためとはいえ、本来通貨の番人であるべき中央銀行が異常なまでの過剰流動性を生み出して通貨価値を下げ、株価を押し上げようとする「劇薬」ともいふべき政策であり、このような政策が長く続けられるものでないことは自明の理である。米国が量的緩和を終えるフェーズに入り、来年にも金融政策の正常化に向かおうとする時期に、あえて大規模な追加金融緩和に踏み切った日本銀行黒田総裁もまた、安倍首相と同様、政策効果が揺らぐなかで自らの政策にただ一人信念を持ってアクセルを踏み込んだ印象を受ける。

言うなれば、政府も日銀も、意を決してルビコン（帰らざる河）を渡ったのだ。

安倍首相は今回解散に際し2017年4月の消費税再引上げは必ず行くと明言した。すなわち、2～3年後には増税ができるだけの経済状態に必ず回復させると、自ら退路を断って宣言したのである。一見潔く見えるが、もし2～3年以内に成長戦略が軌道に乗らなければ、日銀の異次元緩和は遂に限界に達し、日本経済は通貨の信認喪失という破局を迎えかねないきわどい実情にあり、退路は既に断たれていると見るべきだろう。

今回衆院選の本質はアベノミクスへの信任を問う選挙であるが、国民もまた否応なくルビコンの巖頭に立たされていると認識すべきである。

## デフレ脱却を最優先した政策運営へ軌道修正

～ 追加緩和・消費税増税先送りは景気支援材料 ～

南 武志

### 要旨

7～9 月期の経済成長率が 2 四半期連続のマイナスとなり、改めて消費税増税の影響は大きかったことが確認された。政府は 15 年 10 月に予定していた増税を断念、景気対策の策定に入った。日本銀行もまた、足元の原油価格急落などが物価上昇モメンタムに悪影響を与えることを食い止めるという名目で、13 年 4 月に導入した量的・質的金融緩和をさらに強化することを決定した。これらを受けて、円安が大幅に進み、株価も年初来高値水準での推移となったほか、長期金利は多少の変動を伴いながらも、低水準のままで推移している。

なお、14 年度下期内の景気は低調さが残るほか、物価も 1% 台を割る状態が続くとみられる。ただし、早期のデフレ脱却に向けた経済政策への軌道修正、資源価格下落や円安定着などによって、15 年度入り後の国内景気は回復傾向が強まっていくだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	項目	2014年		2015年		
		11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
	無担保コールレート翌日物 (%)	0.065	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
	TIBORユーロ円(3M) (%)	0.1820	0.15～0.20	0.15～0.20	0.15～0.20	0.15～0.20
	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 (%)	0.450	0.40～0.60	0.40～0.65	0.40～0.65	0.40～0.65
	5年債 (%)	0.115	0.10～0.15	0.07～0.15	0.05～0.15	0.05～0.15
為替レート	対ドル (円/ドル)	117.9	114～120	115～125	115～125	115～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	146.5	130～150	130～150	130～150	130～150
	日経平均株価 (円)	17,407	17,250±1,000	17,500±1,000	18,000±1,000	18,250±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11月25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 月の消費税増税によって民間最終需要が大幅に落ち込んだ後、一部には持ち直しの動きも見られるものの、国内景気は総じて足踏み状態が続いている。本質的には、「企業から家計へ」の所得還流が不十分ななか、増税という短期的には景気下押し効果のある政策を行った結果といえるだろう。政府は 14 年度の賃上げに一役買ったが、ベースアップ率は 0.4% とあまりに低く、労働者は実質所得の目減りに直面、消費回復が遅れている。

増税後の景気動向について楽観的な見通しを立てていた政府は、夏場以降の経済指標も V 字型の回復が見えず、7～9 月期の GDP 成長率が前期比年率 1.6% と 2 四半期連続のマイナスとなったことを受けて、15 年 10 月に予定していた消費税率の 10% への引上げを 17 年 4 月まで先送りすることを決定し、景気対策の策定に乗り出すなど、軌道修正を迫られた。

こうした財政健全化に向けた動きを一時中断することに対する懸念もあるが、政府は「国・地方の基礎的財政収支につ

いて、15年度までに赤字の対GDP比を10年度から半減させる」という目標達成に最大限努力するという姿勢は継続しているほか、再増税時期を巡っての景気弾力条項を削減することを明言し、財政リスクプレミアムが上昇することを抑制する動きを見せたこともあり、足元までは長期金利の急騰は起きていない。

先行きの景気動向は、10～12月期にはプラス成長に戻るものと見られるが、家計の実質所得目減りの影響は大きく、年度下期いっぱい消費の本格回復は果たされないままの状況が続くだろう。ただし、消費税再増税の先送り、後述の日銀による追加緩和に加え、足元の資源価格下落や円安傾向により、15年度以降の国内景気は回復傾向を強めていくと予想する（経済見通しは後掲レポート『2014～16年度経済見通し』をご参照下さい）。

一方、物価については、景気足踏みの影響を受けて、足元では上昇圧力が沈静化してきた。9月の全国消費者物価（除く生鮮食品）は前年比3.0%、増税により押し上げ分（2.0ポイント）を除けば同1.0%へ鈍化した。エネルギー価格の物価押し上げ効果の低下や消費低迷などを考慮すれば、14年度下期にかけて物価上昇率が1%割れで推移する可能性が濃厚だ。

## 金融政策：現状と見通し

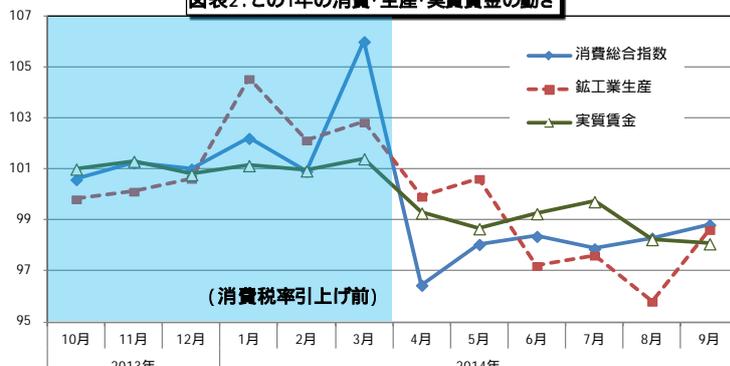
日本銀行は、10月31日に開催した政策委員会・金融政策決定会合で追加緩和（QQE2）を決定した。その内容は、金融資産買入れ額を増額し、マネタリーベースの増加ペース目標を上方修正したことである。具体的には、長期国債の残高増加ペースを年間約80兆円（従来は60～70兆円）へ引上げ、買入れの平均残存期間を7～10年程度（従来は6～8年程度）へ延長する、ETF、J-REITの保有残高が、それぞれ年間約3兆円（従来は約1兆円）同約900億円（従来は約300億円）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、新たにJPX日経400に連動するETFを買入れ対象に加える、といった内容である。CP等、社債等についてはそれぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を従来通り維持する、以上の資産買入れ増額などを通じて、マネタリーベースを年間80兆円増となるようにする、といったものである。

追加緩和の決定に至った日銀サイドの説明は、物価安定目標の達成が危うくなったからではなく、せっかく高まってきた予想物価上昇率のモメンタムを原油価格下落などから守るための予防的措置で、「念には念を入れた」といった位置付け

となっている。しかし、前術した通り、足元の物価上昇率（消費税要因を除く）は、黒田総裁が絶対割れることはないと言明した水準（前年比1%）まで鈍化しており、さらに10月分以降ではそれを割り込む可能性が高まっている。

一方、10月31日の決定会

図表2. この1年の消費・生産・実質賃金の動き



（資料）内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成。

（注）2013年10月～14年9月＝100

合で示された展望レポートによれば、多少の下方修正はあったにせよ、15年度の全国消費者物価の見通しを前年度比1.7%、16年度を同2.1%とするなど、15年度を中心とする期間に2%の物価上昇を達成するとの目標は概ね踏襲された。しかし、予定通りの消費税増税を前提とした上での楽観的な見通しは、多くの民間エコノミストや市場参加者のそれとは依然大きな乖離がある状態であった。「15年10月には予定通り消費税増税」という予測の前提が変わったとはいえ、日銀の想定通り、14年度末以降に物価上昇ペースが再び高まり、「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、QQE2からの出口議論が浮上することは間違いなく、金融資本市場には大きな影響を与えるだろう。しかし、QQE2の下でも15年度内に2%の物価上昇を達成する可能性は依然小さく、物価安定目標の達成時期などについての修正、もしくは何らかの追加緩和が迫られると予想する。

しかし、先行きを展望すれば、2%の安定物価目標が全く見通せないという状況ではなくなっていくと思われる。アベノミクス「成長戦略」の着実な実行、これまでの金融緩和措置や消費税増税の先

送りなどにより、この経済見通しで示すように日本経済が潜在成長力を上回る成長を続けることができれば、16年度下期には適度な賃上げと物価上昇が両立しうる経済が実現できるものと思われる。当然、その時点では、QQE2からの出口戦略への意識が強まっているものと思われる。

### 金融市場:現状・見通し・注目点

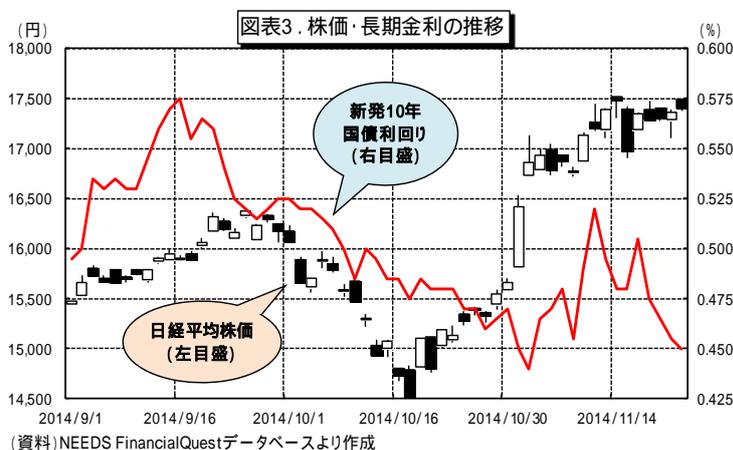
14年度に入ってから、マーケットは狭いレンジ内でのみみ合いが続いていたが、9月に入ってから株高・円安傾向が強まったほか、長期金利には一旦上昇圧力がかかるなど、変化が見られた。その後、10月前半には、世界経済の先行き懸念が浮上、株安・円高・金利低下の流れが強まったが、後半にかけては株高・円安の動きが再度強まった。そして10月31日の追加緩和(QQE2)発表後、株高・円安が一段と進んだほか、13年4~6月と同様に流動性リスクが再び意識された長期金利はボラティルな展開となった。

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。

### 債券市場

14年度入り後、緩やかに低下傾向を辿っていた長期金利(新発10年物国債利回り)であったが、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となったこともあり、中旬には一時0.58%まで上昇した。しかし、国庫短期証券の需給逼迫に伴って短期金利がマイナス状態となったことも手伝って上昇圧力は収まり、逆に10月以降に調整した株価



や為替レートに影響される形で金利低下が進行した。こうした中、国債買入れ額を毎月 8~12 兆円（弾力的に運用）と、市中発行額（14 年度：155.1 兆円）に匹敵する規模まで増額した QQE2 の発表は、国債市場にも衝撃を与え、価格変動幅を高める結果となった。ただし、買入れ国債の年限長期化を図ったことで、超長期ゾーンには金利低下余地が生まれたほか、短期ゾーンはゼロ%近くまで押し下げられている。

当面は、引き続き米国の利上げ時期を巡る思惑が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低金利状態の継続に寄与するだろう。

### 株式市場

14 年 9 月末にかけて、断続的に史上最高値を更新する米国株に牽引されて日経平均株価も上昇傾向を強め、13 年末につけた直近高値を更新、16,300 円台まで回復する場面もあった。しかし、10 月入り後は世界経済、さらには米国経済の先行き懸念などが意識され、一時 14,500 円台まで下落、株価水準は大幅に調整した。その後、10 月中旬以降は持ち直しに転じ、さらにはリスク資産の年間買入れ額を 3 倍に増額した QQE2 導入に加え、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の運用比率見直しの発表は株高を生み、7 年ぶりとなる 17,000 円台の回復につながった。

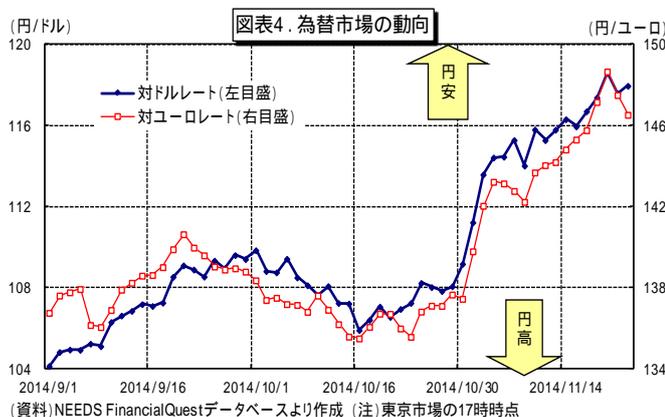
これまで米国が果たしてきた「流動性相場」を、日本が担うことになるとの期待が強いことが背景にあるが、増税後の国内景気の鈍さから内需型企業の業績不振が

意識されるものと見られ、当面は現状水準でのみ合いが続くと予想する。しかし、15 年入り後は株高基調が強まるものと予想する。

### 外国為替市場

14 年入り後は 1 ドル = 100 円前半でのみ合いが続いたドル円相場であったが、8 月下旬以降は円安基調が強まっている。特に、10 月下旬には米量的緩和の終了や QQE2 の発表、さらには GPIF 運用改革案で外国債券・株式の運用比率の引上げが盛り込まれたこと（現状 23% を 40% へ）などで、円安傾向が強まり、約 7 年ぶりとなる 118 円台まで円安が進行するなど、120 円台乗せを視野に入れる動きとなっている。先行きの基調としては、日米金融政策の方向性の違いが明確化するとみられ、米利上げが本格的に意識される状況になれば、さらに円安が進む場面もあるだろう。

また、対ユーロでも、QQE2 の発表以降は円安傾向が強まり、1 ユーロ = 140 円半ばまで円安ユーロ高が進んだ。しかし、ユーロ圏において景気停滞やデフレーションへの懸念が強まる中、欧州中央銀行（ECB）は量的緩和の実施を含めた非伝統的手法の一段の強化に迫られる可能性もあり、状況次第では円高方向に戻ることもあるだろう。（2014.11.25 現在）



## 海外減速懸念の一方、底堅く推移する米国経済

木村 俊文

### 要旨

米国では、雇用改善のほか、消費や住宅が底堅く推移するなど、緩やかな景気回復が続いている。こうしたなか、政策当局(FRB)は10月末で量的緩和第3弾(QE3)に伴う資産購入の終了を決めた。市場では「利上げ開始時期」や「利上げペース」が焦点となっている。

### 経済指標は底堅い動き

米国では、10月初旬に海外経済の減速懸念を背景に先行き不透明感が一時強まったが、その後に発表された経済指標は強弱まちまちながらも改善傾向を示すものが目立ち、景気に対する安心感が広がっている。

まず、10月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差21.4万人増と9ヶ月連続で20万人超となったほか、失業率が5.8%と前月(5.9%)から低下し、08年7月(5.8%)以来の低水準となるなど、改善の動きが続いている(図表1)。

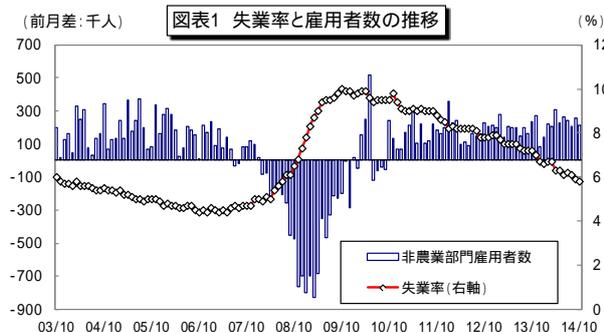
ただし、経済的理由によるパート労働者数は702.7万人と減少傾向にあるものの高水準のままであり、平均時給も前年比2.0%と依然伸び悩みが続き、さらに労働参加率も62.8%と前月から0.1%ポイント上昇したが、ここ数ヶ月は横ばいに近いなど、雇用・所得環境は改善ながらも、まだ十分とはいえない状況にある。

個人消費は、10月の小売売上高が前月比0.3%と、前月(0.3%)から持ち直し、2ヶ月ぶりの増加となった。変動の大きい自動車・ガソリン・建材を除くコア売上高も0.6%と前月(0.2%)から加速した。なお、夏場以降、ガソリン価格の低下傾向が続いているが、ガソリン下落(約4年ぶり安値)は消費下支えに寄与するとみられる。

また、11月の消費者信頼感指数(ミシガン大学、速報値)は株高やガソリン価格下落などを背景に89.4と前月(86.9)から上昇し、07年7月(90.4)以来の高水準となった。年末商戦に向けて消費が堅調に推移する可能性が高まっている。

一方、企業部門では、10月の鉱工業生産が前月比0.1%と2ヶ月ぶりに低下した。製造業は2ヶ月連続で増加したものの、公益事業(電気・ガス)や鉱業が3ヶ月ぶりにマイナスに転じ、全体を押し下げた。また、設備稼働率も78.9%と前月(79.2%)から低下した。

住宅関連では、10月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が100.9万件と前月(103.8万件)を下回ったものの、先行指標となる着工許可件数は108.0万件と3ヶ月連続で増加し、08年6月(118.0万件)以来の高水準を回復した。また、建設業者の景況感を示す10月のNAHB住



(資料)米労働省

宅市場指数も、前月を4ポイント上回る58と2ヶ月ぶりに上昇した。雇用改善が続くなかで、ローン金利が低下していることから、今後も住宅市場は回復の動きが続くとみられる。

### 今後はフォワード・ガイダンスに注目か

連邦準備制度理事会（FRB）は、10月28～29日に開いた連邦公開市場委員会（FOMC）で、量的緩和策第3弾（QE3）による資産購入の終了を決定した。また、事実上のゼロ金利政策の継続が決定されたが、政策金利の見通しに関するフォワード・ガイダンスについては、QE3終了後もゼロ金利政策を「相当な期間据え置く」との方針が維持された。

こうしたなか、11月19日に公表された同会合の議事要旨では、「緩やかなペースで景気拡大が続き、雇用者数の増加と失業率の低下を伴って労働市場も改善し、労働資源の未活用が徐々に解消しつつある」との認識が確認された。ただし、多くのメンバーはエネルギー価格の下落を背景に「インフレ期待が下降方向にシフトする可能性があり、この兆候に警戒すべき」と指摘した。また、欧州や中国など海外経済が一段と下振れした場合、「米経済も減速する可能性がある」との懸念が示されたが、貿易量の少なさやドル相場の変動が穏やかなことから「その影響

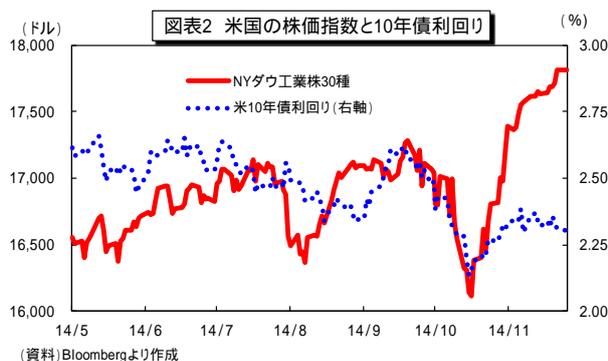
は限定的」との見方が示された。

一方、市場では、15年の「どの時点で利上げに踏み切るのか」、また、利上げ後は「どのようなペースで引き締めを進めるか」などが焦点となっている。この点に関して議事要旨では、「FOMCが想定するアプローチを明確にすることが近いうちに有益となる」との認識が示された。したがって、今後はFOMCで示されるフォワード・ガイダンスや経済見通し（年4回発表）が注目材料となるだろう。とはいえ、労働市場の回復が着実に進み、かつインフレ目標（2%）を持続的に達成するにはまだ時間がかかると想定されることから、FRBが早期に金融政策を引き締め方向に変更する可能性は低く、15年半ばまでは緩和姿勢を維持すると予想する。

### 米株価は史上最高値を更新

長期金利（10年債利回り）は、11月に入り、中間選挙で共和党が大勝したこと（詳細は本号「2014年米中間選挙後の政策運営」を参照されたい）や良好な経済指標が発表されたことなどをを受けて景気に対する安心感が広がったものの、相対的な割安感から米国債が買われ、上昇傾向ながらも2.3%程度と動意に乏しい動きが続いている（図表2）。当面の長期金利は、海外経済の減速懸念などが低下圧力として残存すると想定され、引き続き緩やかな上昇にとどまると予想する。

一方、株価は米国の企業決算を好感するなど続伸し、ダウ工業株30種平均は11月下旬に17,800ドル台と最高値を更新した。先行きは、高値警戒感から利益確定の売り圧力が強まる半面、年末商戦への期待もあり、高値圏でもみ合う展開が予想される。（14.11.25現在）



## ユーロ圏を巡るリスクシナリオ

### ～世界的な市場波乱のトリガーにも～

山口 勝義

#### 要旨

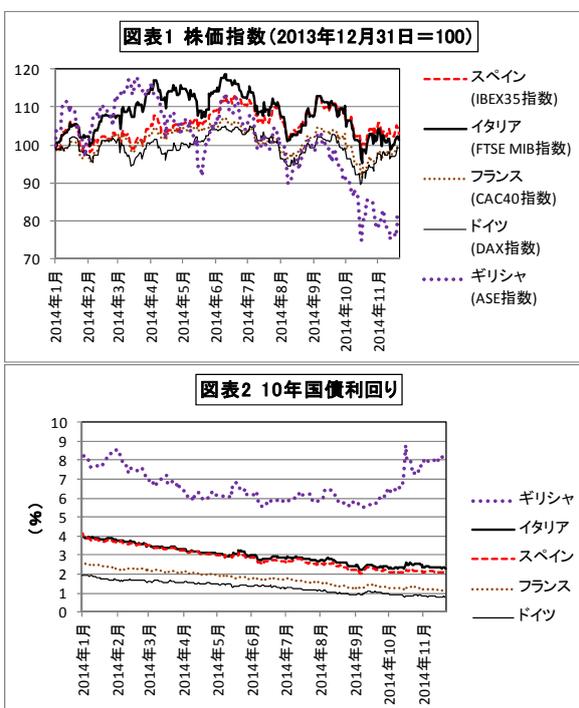
ユーロ圏では景気対策の機能不全やギリシャにおける政治情勢の不安定化に伴うリスクシナリオが想定されるが、これらは諸環境の一層の困難化とともにその影響の範囲をユーロ圏外にも広げ、世界的な市場波乱のトリガーとして働くことになる可能性が考えられる。

#### はじめに

10月に入り世界の市場は突然の波乱に翻弄された。ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）による金融緩和を契機として進んだドル高傾向は一服することとなり、ユーロは振れの大きい動きに転じた。株式や国債市場も日々値動きの荒い展開となったが、主要国の株価指数は年初来の上昇分を吐き出す一方でドイツ国債などの安全資産は堅調に推移した。また周辺国では、特にギリシャの株式や国債の調整が大幅なものとなった（図表1、2）。

こうした激しいリスクオフの背景には、10月末に米国の量的緩和政策（QE3）終了の判断が迫るなか、その後の政策金利の引上げに向けたシナリオが明確に描けないまま、ユーロ圏経済の低迷や世界経済の減速懸念、ウクライナや中東情勢の不透明感、エボラ出血熱の感染拡大への不安感等の材料が一時に重なったことがある。また、自己資本の増強を求め、トレーディング業務を制限するなどの最近の金融規制の強化が、市場の振幅を拡大する結果に繋がったとの見方も出ている。

その後、市場は一応の落ち着きを取り戻したものの、これで一件落着とは考えにくい。米国は出口に近付いているとはいえ、世界的な異例な金融緩和の下では



（資料）図表1、2は、Bloombergのデータから農中総研作成。

市場への資金流入は継続せざるを得ない。この結果、経済のファンダメンタルズ等に比べ金融資産の価格は割高に推移しがちとなるが、このような状況下では、様々な要因で市場のボラティリティが急上昇する局面が増加することが予想される。

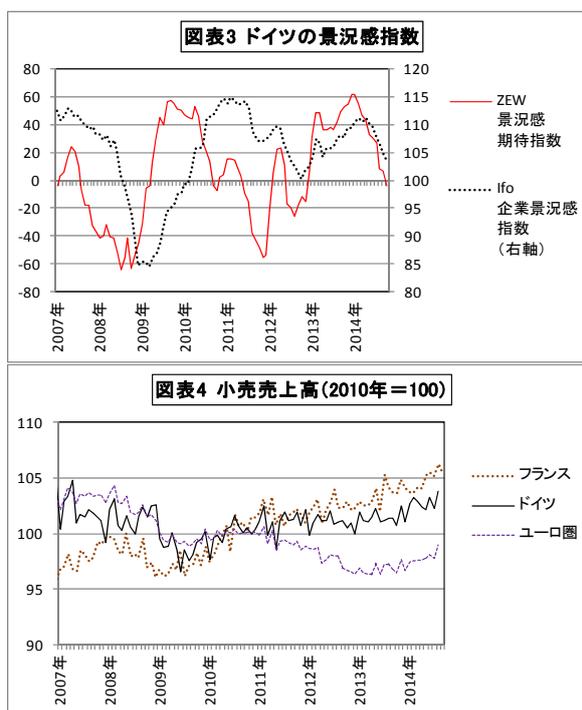
なかでもユーロ圏の情勢を巡っては、市場が未だ十分には織り込んではいないネガティブな材料が認められ、これらが今後の世界的な市場波乱のトリガーとして働くことになる可能性が考えられる。

## ユーロ圏の景気対策の機能不全

今回、ユーロ圏経済の低迷を強く意識させたものは、10月初旬に発表された8月のドイツの鉱工業生産等の相次ぐ悪化であった<sup>(注1)</sup>。これに先立ちドイツでは対ロシア制裁の影響拡大の可能性などを受け景況感の低下が続いていたことから、足元での経済指標の悪化は、ユーロ圏経済の牽引役として期待されるドイツの景気動向に対する懸念を一層強めることとなった(図表3)。加えて、国際通貨基金(IMF)が10月の「世界経済見通し」で、ユーロ圏について、2014年の実質GDP成長率を前回7月時点から0.3ポイント低い0.8%に引き下げたうえで、需要が減退した場合にはデフレに陥るリスクがあると指摘した点も注目された。

確かにドイツでは小売売上高が上向きつつあるなど、従来の主として外需に依存した回復から内需による景気下支えへの転換も期待できる動きが生じている(図表4)。これらからすれば、ドイツが即座に景気後退に陥るリスクは大きいとは言えないものの、同国を含めユーロ圏経済が相応のダウンサイドリスクを抱えている事実を否定することはできない。

こうしたなか、ユーロ圏では強力な景気対策が求められているわけであるが、これまでの対策の実効性は限られたものにとどまってきた。つまり、ユーロ圏では市場からの強い圧力の下で財政規律を重視するとともに、経済の供給面に着目しその構造改革に注力してきた。また、財政政策による需要刺激効果は一時的との判断も加わり、ECBによる金融政策に大きく依存してきた。ところが、供給面の制約を主因とするインフレ時ならばともかく、内需が低迷しデフレーション傾



(資料) 図表3、4はEurostatのデータから農中総研作成。

向が続く環境下では、需要の刺激を軽視したままでの供給面に偏した対応は有効な景気対策とはなり難い。また、景気回復が見通せず、しかも経済主体の負債が依然として高止まりするなかでは、需資は限られ、金融緩和の効果は制約されることとなる。ましてデフレーションにより債務の負担が軽減されず内需を抑制する力がより強く働く下では、需要面の刺激を行う柔軟な政策対応が一層必要となっている。さらに、ECBによる量的緩和政策(QE)への期待感も強まっているが、導入には困難が伴い、その効果にも限界が大きいものと考えられる<sup>(注2)</sup>。

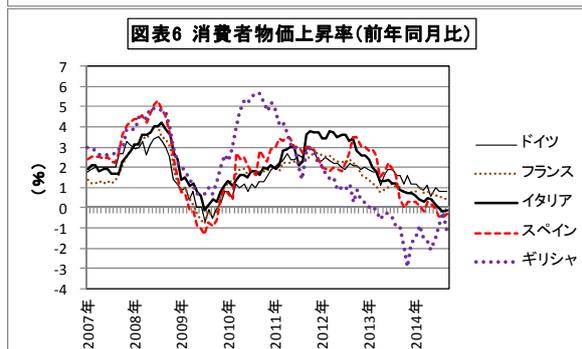
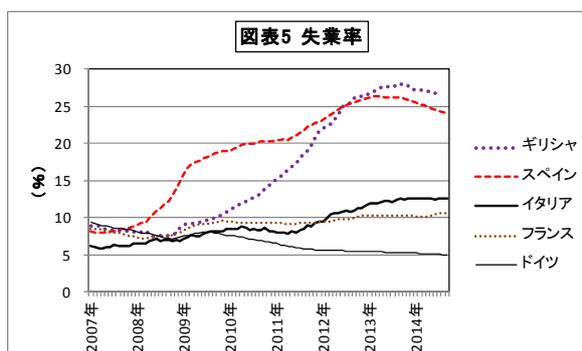
以上のように、これまでのユーロ圏の景気対策は適切なものであったとは言い難い。今後も各国間の合意形成の困難さなどからその方向転換が容易に行われなない場合には、このような景気対策の機能不全がユーロ圏の景気低迷を長期化させる可能性が強まるものと考えられる。

## ギリシャにおける政治情勢の不安定化

10月の市場波乱に際しては、ユーロ圏では特にギリシャの株式や国債の調整が大幅なものとなった。また、他の市場が落ち着きを取り戻した後にも、ギリシャでは神経質な動きが継続している。

この背景には、同国政府による国際的な金融支援からの早期脱却を図る動きが、ギリシャ固有の情勢として存在している。現行の欧州連合による支援は14年末まで、またIMFによる支援は16年まで継続するが、国民の改革疲れを受け、ギリシャ政府は支援団による厳しい進捗管理からの早期離脱を志向し、14年末での双方の支援からの脱却を望んでいる。また、国会での大統領の選出が15年2月に予定されているが、現下の与野党の勢力拮抗を踏まえ、この点での成果を通じて、新民主主義党（ND）が率いる現連立政権が推す候補者への無所属議員らによる支持拡大を図る思惑があるともみられている<sup>(注3)</sup>。

確かにギリシャは13年にはプライマリーバランスの黒字化を達成し、さらに14年4月には中期国債の発行をもって4年ぶりに国債市場に復帰を果たした。また、14年には年間のGDP成長率が07年以来となるプラスへの転換が見込まれている。上記のギリシャ政府の動きはこれらを受けた自信の現れとも考えられるが、現実には同国は引き続き大きな課題に直面している。例えば、失業率は全体で26%超、25歳未満の若年層に限れば51%近くに達しており（14年7月）、極めて高い水準にあるばかりか改善のスピードは遅い。また輸出額は伸長しておらず、外需の取込みを通じた景気回復の見通しも明るくはない。さらに、消費者物価上昇率は既に13年3月以降1年半以上にわたりマイ



(資料) 図表5、6はEurostatのデータから農中総研作成。

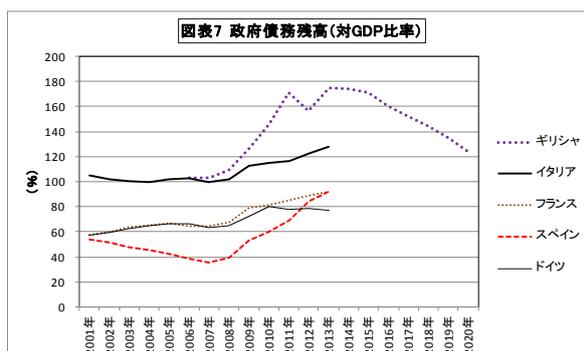
ナスに沈んでおり、実体経済へ及ぼす悪影響が懸念される状況にある(図表5、6)。このように、ギリシャでは安定的な景気回復は容易ではなく、景気低迷が財政改革の負担になる点にも大きな変化はない。一方、政治面では、大統領選出の結果によっては16年6月に予定される総選挙の前倒し実施に至ることも考えられるが、既に本年5月の欧州議会選挙で過去に金融支援の条件受入れを拒否した急進左派連合シリザ（SYRIZA）が第1党になるなどの動きもあり、現連立政権は厳しい立場に置かれている。

以上のように、今回のギリシャ政府の動きは専ら政治情勢の不安定化の中での政治面での狙いに基づくもの、とすることができるとは、今後、支援団による進捗管理が弱められ、かつ総選挙の結果等を受け改革に向けた指導力が弱体化する場合には、ギリシャの債務の持続可能性の見通しが極めて不透明になる恐れがある。

## おわりに

こうしたリスクシナリオはユーロ圏の市場では十分に織り込まれているとは考えられないが、さらに現実性が必ずしも小さくはない以下の環境の下では、地域間の資金シフトを含むリスクオフの動きを招くことなどにより、ユーロ圏を超えたより広い範囲で市場のボラティリティを急上昇させる可能性も存在している。

第一に、ユーロ圏の景気低迷の中長期間に及ぶ深刻化である。対ロシア制裁の影響拡大や、新興国、また資源価格の下落に伴う資源国の成長減速化などの足元での新たな懸念材料に加え、ユーロ圏では需要の低迷の下、投資は停滞し、労働生産性は改善せず、経済成長力は今後中長期間にわたり弱い水準にとどまる可能性が生じている<sup>(注4)</sup>。さらにこれにデフレが加われば景気低迷は一層深刻化することになるが、この場合、景気回復への反転は極めて困難となり、ユーロ圏経済が世界経済全体の大きな重荷となることで、影響が世界に波及することが考えられる。第二には、ギリシャにおける財政改革頓挫の現実化である。同国では14年第2四半期末に174%に達している政府債務残高比率を、20年までに124%に、また22年までに110%を下回る水準に引き下げることで、債務の持続可能性を維持する計画である(図表7)。しかし、それが前提とするのは年間3%強の経済成長などの順調な景気回復や着実な歳出入の改革の実行であり、現在の諸情勢の下では楽観的ともみられる想定である。ここでギリシャの財政危機が再燃した場合には、買われ過ぎ感の強い市場に対し、世界的な規模で影響を与えることが考えられる。加えて政治面では、ギリシャに限らず、



(資料) 13年までの実績値はEurostatの、また14年以降のギリシャの計画値はIMFの、各データから農中総研作成。

オランダ大統領の支持率が12%にまで沈み極右政党の国民戦線(NF)が台頭するフランスのほか、ドイツやイタリア、スペインをも含めた主要各国で、反体制派への国民の支持率上昇が現れている。こうした動きは、改革疲れ、支援疲れが強まり、また景気低迷が深刻化するとともに拡大し、ユーロ圏内の合意形成を困難化することで、市場の危機感を高めることに繋がるものとみられる。

以上のように、ユーロ圏の景気対策の機能不全やギリシャにおける政治情勢の不安定化は、諸環境の一層の困難化とともにその影響の範囲をユーロ圏外にも広げ、世界的な市場波乱のトリガーとして働くことになる可能性が考えられる。

(2014年11月21日現在)

(注1) ドイツでは10月発表値で、8月の製造業受注が前月比5.7%、鉱工業生産が同4.0%、さらに輸出額についても同5.8%の、それぞれ大幅な低下となった。なお、その後発表された9月分のデータでは、それぞれ前月比で改善が見られている。

(注2) これらにかかる論拠は、次を参照されたい。

・ 山口勝義「見直しが迫られるユーロ圏の景気対策～供給面や金融面に偏った政策の限界～」(『金融市場』2014年11月号)

(注3) 国会における現連立政権の議席数は、14年6月時点の情報では全300議席中、過半数をわずかに上回る152議席にとどまっている。

(注4) 経済の構造的な問題点については、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成長力～」(『金融市場』2014年2月号)

## 力強さに欠けるものの、回復の兆しが出ている中国経済

王 雷軒

### 要旨

10月の主要経済指標では、消費が底堅く推移したほか、減速が続いた投資も上向きの方向に転じるなど、足元の景気は力強さに欠けるものの、持ち直しの兆しが出ている。先行きについても、鉄道などのインフラ投資の加速によって10～12月期の成長率は7～9月期よりやや高まり、14年通年では7%台半ばの成長を実現すると見込まれる。

### 足元の景気・物価動向

14年7～9月期の実質GDP成長率は前年同期比7.3%と、4～6月期(同7.5%)から小幅ながら減速した。景気が再び減速した背景には、不動産市況の低迷が継続したことや、鉄鋼やセメント等の過剰生産分野への投資が抑制されたことなどが挙げられる。

こうしたなか、さらなる景気減速を回避するために、中国政府はこれまでの不動産抑制政策を緩和・撤廃し、不動産市場の底上げに注力している。また、10月中旬以降、鉄道や空港などのインフラ整備にかかわる事業を相次いで認可した。さらに、財政資金の投下速度が速まり、公共投資を加速させている。以下では、足元の景気動向を見てみよう。

まず、投資については、製造業や不動産向けが下げ止まったほか、交通運輸・

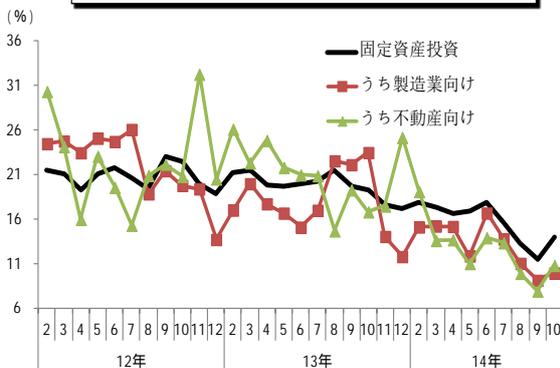
倉庫・水利施設・環境保護施設向けも大きく拡大したため、10月の固定資産投資(農家を除く)は前年比13.9%と9月(同11.5%)から小幅改善した(図表1)。先行きについても、前述のような整備事業の実施に伴い、回復の動きが強まる可能性が高いと見られる。

また、消費についても、10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10.8%で9月と変わらず、安定的に伸びた。宝石などの贅沢品が低迷を続けたものの、スマートフォンなどの通信機器が好調だったことが、消費を押し上げていると思われる。先行きについては、14年1～9月期の国民一人当たり可処分所得(実質)が前年比8.2%と底堅く推移したことから、安定的に伸びると考えられる。

一方、外需については、10月の輸出(ドルベース)は前年比11.6%と9月(同15.3%)から伸びが鈍化した。地域別の輸出を見ると、米国や東南アジア諸国向けは堅調に伸びたものの、欧州や日本向けは低調さが続いた。先行きについては、米国のクリスマス商戦向けの輸出増が予想されるものの、欧州経済の改善が見られないため、大きく伸びることはないだろう。

そのほか、10月の鉱工業生産は前年比

図表1 中国の固定資産投資(農村家計を除く)の伸び率



(資料) 中国国家统计局, CEICデータより作成  
(注) 伸び率は月次ベースの前年比。

7.7%と9月(同8%)からやや鈍化した。また、国家統計局等が発表した10月の製造業PMIも50.8と9月(51.1)から小幅低下したことから、生産の弱い動きが確認できる。

以上のように、消費が堅調に伸びたほか、減速基調にあった投資も改善の兆しが出ていることから、足元の景気は力強さに欠けるものの、持ち直しの兆しが出ていると判断される。

物価動向については、10月の消費者物価指数(CPI)は豚肉や生鮮野菜の価格上昇率の低下を受けて前年比1.6%と低水準で推移した。また、生産者物価指数(PPI)は原材料やエネルギー価格の低下を受けて前年比2.2%と32ヶ月連続のマイナスとなった。

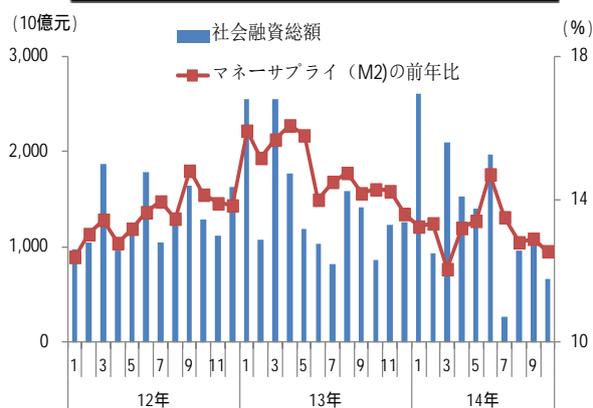
### 金融情勢と今後の景気見通し

実体経済への総資金供給量を示す10月の社会融資総額は6,627億元と前年比23.3%減少した。また、10月のマネーサプライ(M2)も前年比12.6%と9月(同12.9%)から小幅ながら低下した(図表2)。中国人民銀行(中央銀行)が9月に5,000億元、10月に2,695億元の資金供給を行ったが、金融機関の貸出増にはつながっていないことが見て取れる。

その要因として、企業が景気の先行き不透明感から、積極的な投資を控えているため、資金需要が低迷していると思われることや、金融機関が不良債権比率の上昇などによって貸出姿勢を厳格化していることが挙げられよう。また、シャドバンキングに対する規制が強化されているなか、委託融資や信託融資が4ヶ月連続で減少したことも大きな要因の一つであろう。

こうした事態を受け、11月19日に開

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

催された国務院常務会議では、銀行の預貸比率(貸出残高/預貯金残高)にかかわる算出方法を変更することなどが決定された。具体的な内容や時期が明示されていないものの、預貸比率の分母に預金として認定されていなかったものが追加されると報道されている。中国では75%以内の預貸比率規制を設けているが、預貸比率の算出ルールを見直し、銀行の貸出増を促す狙いがあると思われる。

一方、企業の資金調達費用の割高感を緩和するため、民営銀行などの中小金融機関の発展を図り、金融機関間での競争を通じて企業の借入金利を低下させるような内容も発表された。こうしたなか、中国人民銀行は11月21日に利下げを決定した(翌日実施)。具体的には、貸出基準金利、預金基準金利をそれぞれ0.4%、0.25%引下げた(1年貸出基準金利6.0% 5.6%、1年預金基準金利3.0% 2.75%)。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。消費が堅調に伸びるほか、公共投資の加速による景気の押し上げ効果が徐々に出ると見られるため、10~12月期の成長率は7~9月期よりやや高まり、14年通年では7%台半ばの成長を実現すると見込まれる。(14年11月25日現在)

## 商品安で二極化する新興・資源国経済

### ～ロシア、ブラジルの景気弱含みが際立つ～

多田 忠義

#### 要旨

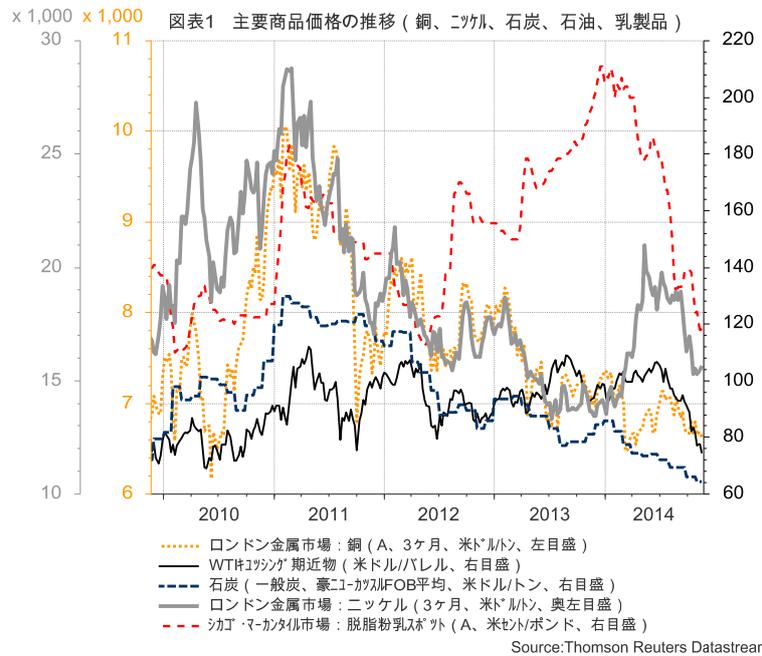
商品安により、資源輸出国は景気悪化の懸念が強まっている。特にロシアでは、ウクライナとの紛争や経済制裁、ブラジルでは原油安に加え株価に影響力を持つ国営石油公社の汚職疑惑などの要因も加わり、通貨安・株安に歯止めがかからない。一方、インドやトルコなど資源の多くを輸入に依存している新興国では、貿易赤字の縮小が期待されることから、ファンダメンタルズの改善に寄与している。

#### 資源輸出国は商品安で景気悪化も

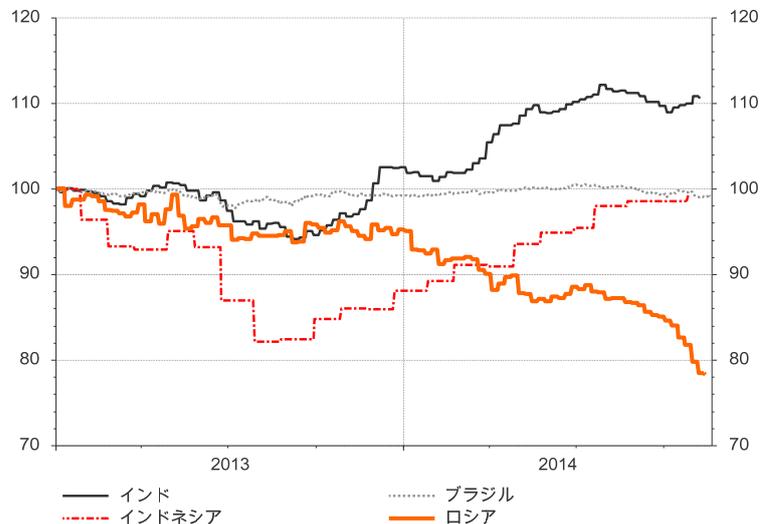
商品安が止まらない。図表1に示した主要商品の現物、先物取引価格は、総じて下落傾向に歯止めがかかっていない。特に、原油（WTI期近物）は、約4年ぶりの1バレル＝70ドル台へ突入し、原油輸出国の景気を悪化させている。

商品安は資源輸出国の通貨安を招き、外貨準備の減少をもたらすこともある。図表2をみると、外貨準備を減少させているのはロシアである。同国では、資源安、経済制裁、西欧諸国との対立などにより通貨安が続いており、為替介入の影響もあって急速に外貨準備を縮小させている。

以下、主要新興・資源国のインフレ率（図表3）、鉱工業生産指数（図表4）、貿易



図表2 外貨準備高の変化（13年1月＝100）

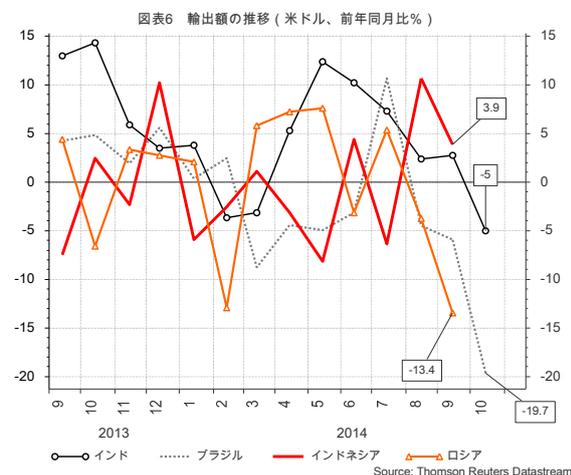
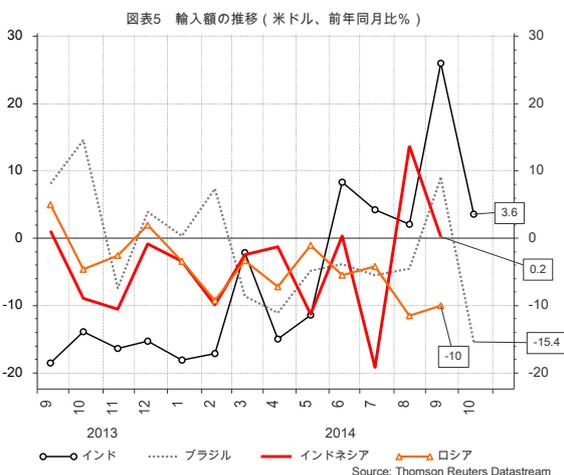
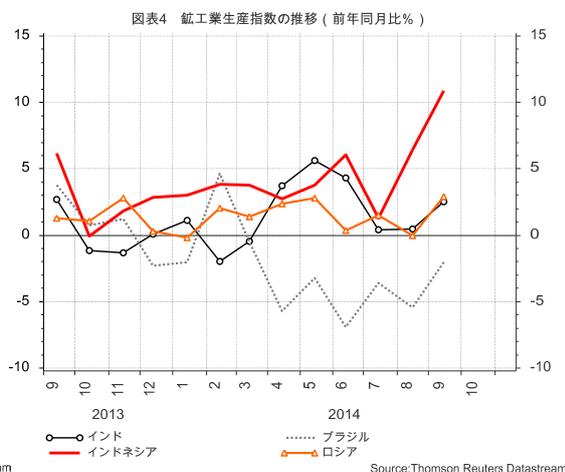
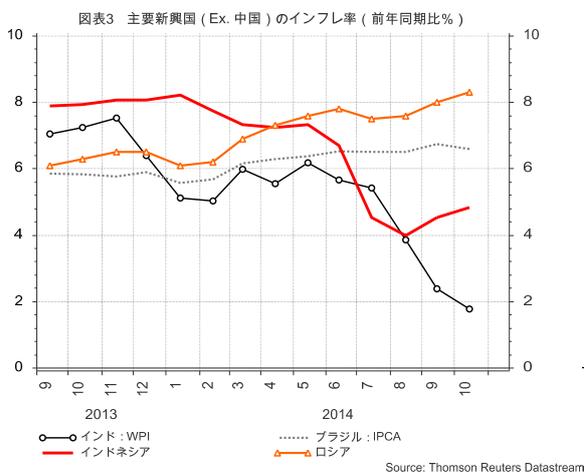


(図表 5~6)、政策金利 (図表 7) について振り返ってみたい。

**インド**では、9月に引き続き、原油価格の下落で物価上昇率はさらに鈍化し、卸売物価指数 (WPI) は前年比 1.8%と、09年 9月以来の低い伸びとなった。鉱工業生産は 6ヶ月連続の前年比プラスで、電力が 0.4%ポイントの寄与に対し、製造業は 3ヶ月ぶりにプラス寄与 (2.0%ポイント) となった。また、資本財は前年比 11.6%増で、設備関連の需要が高いことを裏付ける内容である。10月の輸入は増加したものの、原油価格の下落やルピー高により輸入額増加率は縮小した。なお、こうした原油安による貿易赤字の縮小期待は、トルコなどの原油輸入国でもみられる。

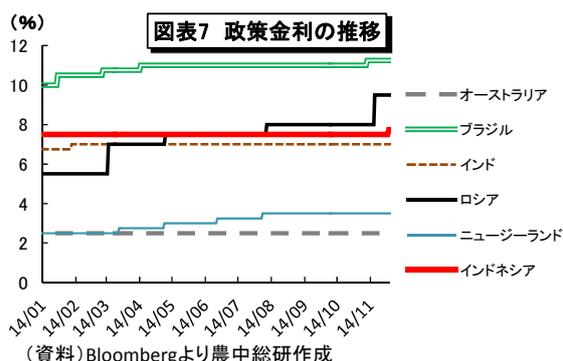
**ブラジル**では、中銀は 10月 29日、予想外の政策金利引き上げ (0.25%引き上げ、11.25%へ) を決定した。10月の消費者物価指数 (IPCA) は、レアル安の影響などで上昇幅を拡大させた。中国などの輸出先経済が弱いことで輸出は 3ヶ月連続で減少している。また、国内景気も弱含んでいることから、鉱工業生産は前年割れが 7ヶ月連続となった。なお、大統領選挙は 10月 26日に決選投票が実施され、ルセフ氏が大統領に再選された。

**インドネシア**では、電気代や生鮮食料品価格が上昇したことを受けて物価上昇圧力が強まった。ジョコ大統領は 17日、燃料補助金の削減を実施し、政策実行力をアピールした。中銀は、11月 13日に一旦政策金利の据え置きを決定した



ものの、18日に臨時会合を開催し、燃料価格上昇に伴うインフレ圧力の緩和、ルピア安を抑制するため、主要政策金利(BIレート)を25bp引き上げ7.75%とすることを決定した。3日に発表された7~9月期の経済成長率は前年比5.0%と、過去5年で最も低い水準となった。未精錬鉱石の輸出禁止が続くほか、輸出相手先である中国、日本や東南アジアの景気が弱含んでおり、同国の経済成長は内需拡大や外国からの投資が鍵となりそうである。

**ロシア**では、3ヶ月連続でインフレ上昇率は拡大した。ルーブルが過去最安値を更新し続けていることが主な要因で、中銀は10月29日、主要政策金利を150bp引き上げ、9.5%とした。欧米諸国の経済制裁で資本流出が加速し、夏以降の原油価格の下落がロシア経済の悪化に追い打ちをかけている。冷え込んでいる国内需要や海外からの資源需要に経済制裁が加



わり、輸出入額はともに前年割れが続いている。一方、鉱工業生産(9月)は前年比で拡大へ転じた。

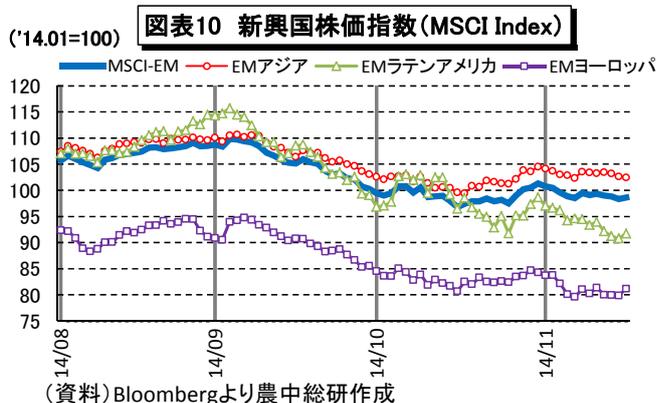
**オーストラリア**では、失業率(10月)は3ヶ月連続で悪化した。上昇幅は抑えられた。中身をみると、雇用者数が9月から増加に転じたほか、労働参加率が改善しており、雇用環境はさほど悪化していない(図表8、9)。中銀は、14回連続で政策金利の据え置きを決定した(11月4日)が、この会合の議事要旨では、政策金利が一定期間据え置かれるとの見通しや、豪ドルがなおも過大評価されているとの見方を改めて示した。



## 金融資本市場の動向と見通し

### ① 株価・為替

図表10~12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ヶ月前に比べて自国通貨安は進んだ一方で、株価は横ばい、ないし上昇している。ただ



し、ロシアとブラジルについては株安、通貨安が際立っている。

国別にみると、ロシアでは、原油などの商品安、ウクライナ情勢を巡って経済制裁が継続していること、さらに制裁強化に向けた動きが一部にあるとの報道によるロシア経済に対する心理の悪化などを背景に、ルーブルの先安観から米ドル等の外貨を早期に調達しようとする動きでルーブル安に歯止めがかからず、株安も進行した。こうした通貨安に対し中銀は為替介入を実施してきたが、外貨準備の減少に直面したことも踏まえ、11月1日にドル売り介入額の上限を3.5億ドルに設定した。しかし、ルーブル安への歯止め効果は限定的であったため、中銀は10日、管理相場制から変動相場制へ移行し、足元のルーブル相場はようやく下げ止まっている。

ブラジルでは、ルセフ現大統領が次期大統領に再選（10月26日）されたことを巡って、先行き不安が相場の下押し圧力になっている。これに加えて、株価指数に対する寄与度の高いブラジル石油公社（ペトロbras）で汚職疑惑が浮上したことも、株価の押し下げに拍車をかけている。

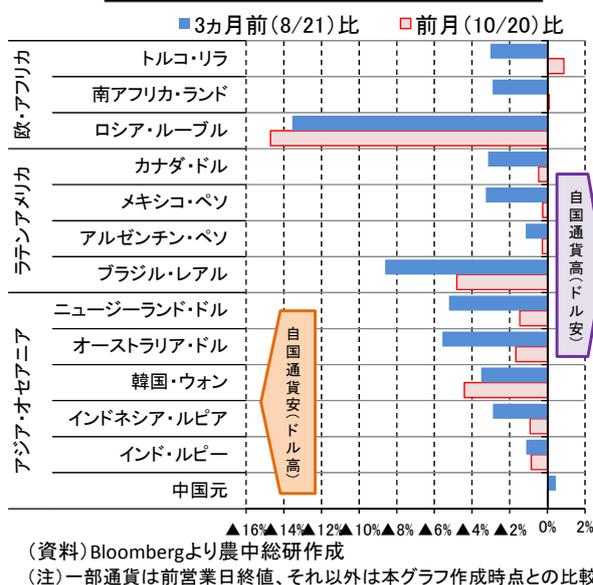
インドネシアでは、燃料補助金削減の決定（17日）が好感されており、株価、ルピアともに買われている。ジョコ大統領が政策実行力を示した形となったことも好材料で、インドと同様に、政策期待による資金流入がインドネシア経済を成長をサポートする可能性が出てきた。

韓国では、これまでのウォン高・円安により日本製品に対する価格競争力低下が進行しているとの見方もあり、緩和を含む政策期待からウォン安に拍車がかかった。

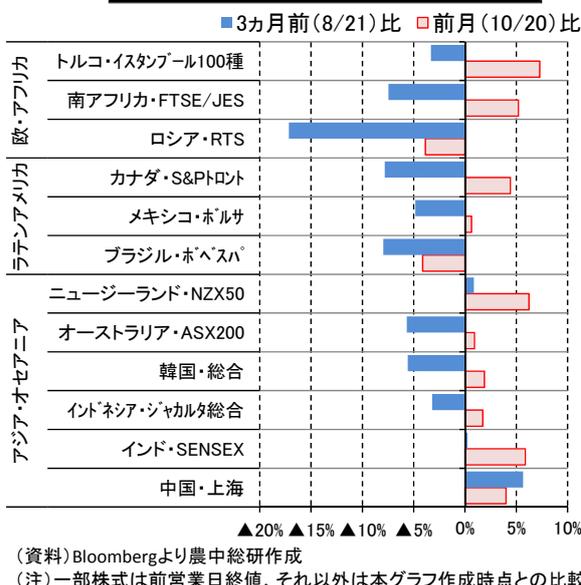
## ② 今後のポイントなど

10月時点から新興・資源国経済の成長見通しに大きな変更はない。原油価格の先行きに注目すると、世界経済の成長ペースは当面鈍化するとの見通しが織り込まれていることから、原油需要の高まりは期待できない。一方、OPECなどの産油国では、原油価格が下落しているにもかかわらず減産に動いていないことも、価格の下押し圧力となっている。これ以上の供給過剰は産油国にとってメリットは小さく、ある程度の生産調整局面を迎え、さらなる原油安は想定しづらい。（14年11月21日現在）

図表11 新興・資源国通貨：対米ドル騰落率



図表12 新興・資源国主要株価指数騰落率



## 情勢判断

### 今月の情勢 ~ 経済・金融の動向 ~

#### 米国金融・経済

10月28~29日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、債券買入額（当初850億ドル）を10月末をもってゼロとし、12年9月に開始した量的緩和策第3弾（QE3）を終了することが決まった。また、政策金利（0~0.25%）については今後も「相当な期間」維持するとの方針を改めて示したほか、今後発表される経済指標の動向次第によって利上げ時期の前倒し、あるいは先送りを決定するとの方針も示した。

米国の経済指標をみると、雇用統計（10月）の失業率は5.8%と前月から0.1ポイント改善したほか、非農業部門雇用者数も20.9万人増と9ヶ月連続での20万人超の増加となり、雇用回復の底堅さが示された。ただし、同雇用者数の増加幅は事前予測（21.4万人：ブルームバーグ集計）を下回ったため、早期利上げ観測は後退した。

#### 国内金融・経済

10月31日の日銀金融政策決定会合では、15年度を中心とする期間内に2%の「物価安定の目標」を実現することを目指す量的・質的金融緩和の拡大を発表。具体的な内容は、マネタリーベースが年間80兆円（従来は約60~70兆円）に相当するペースで増加するように、長期国債の保有残高が年間約80兆円（従来は約50兆円）に相当するペースで増加するよう買入れを行うほか、平均残存期間を7~10年程度（従来は7年程度）へ延長する、ETFの保有残高を年間約3兆円（従来は約1兆円）、J-REITのそれを約900億円（従来は約300億円）に引き上げ、新たにJPX日経400連動ETFを買入れ対象に加える、CP等（約2.2兆円）・社債等（約3.2兆円）の残高を維持する、といったものである。11月19~20日の会合でも同政策の継続が決定した。

日本の経済指標をみると、7~9月期の実質GDP成長率（一次速報値）は、前期比0.4%（年率1.6%）と大方の予想に反して2四半期連続のマイナスとなった。また、機械受注（船舶・電力を除く民需）の9月分は、前月比2.9%と4ヶ月連続の増加となったものの、10~12月期の見通しでは前期比0.3%と減少が見込まれている。さらに、9月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比2.9%と2ヶ月ぶりに上昇したものの、製造工業生産予測調査をみると、10月は同0.1%に低下すると見込まれている。以上のように、消費税増税後の日本経済の足取りは鈍く、政府は15年10月に予定していた消費税増税の先送りを決定した。

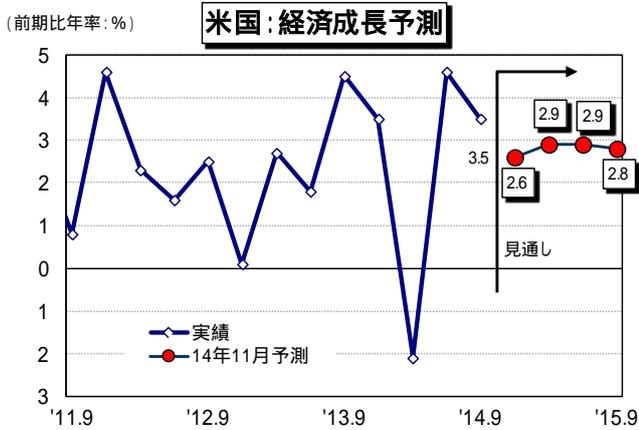
#### 金利・株価・為替・原油相場

長期金利（新発10年国債利回り）は、10月末に日銀が想定外の量的・質的金融緩和に踏み切ったことから、一時0.435%と同政策が導入された直後の水準まで低下した。その後は一旦水準を戻したが、流動性リスクが意識されるなかで値動きの荒い展開となっている。

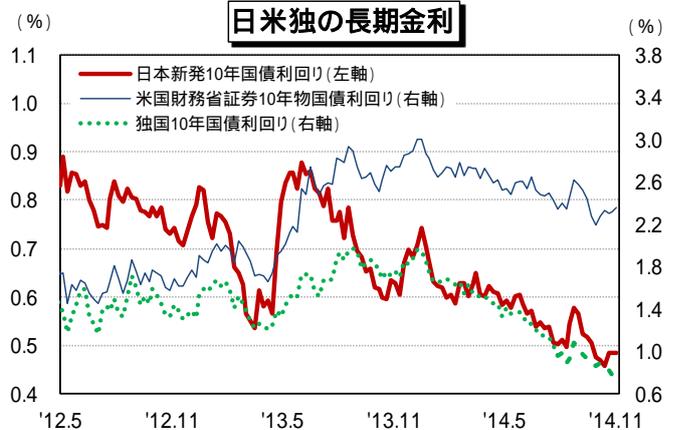
日経平均株価は、10月中旬には、世界経済の減速懸念を受けて14,500円台まで下落したが、日銀が量的・質的金融緩和でリスク性資産の買入れ額を増額したほか、GPIFの運用比率の見直しもあって上昇に転じ、11月中旬には約7年ぶりに17,000円台を回復している。

ドル円相場は、10月中旬には、米国経済の先行きに対する懸念が高まったことなどから、一時106円前後まで円高・ドル安となった。しかし、その後は米国がQE3を終了した一方で、日本では量的・質的金融緩和の導入を決めるなど、政策の方向性の違いが鮮明となったことで、円安・ドル高が進行。11月中旬には一時1ドル=118円台となった。（2014.11.21現在）

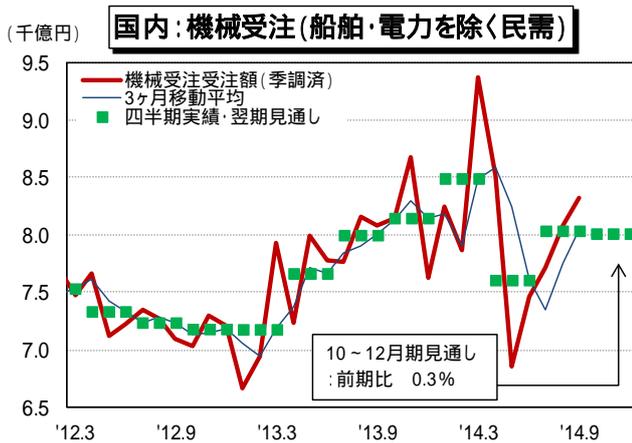
## 内外の経済・金融グラフ



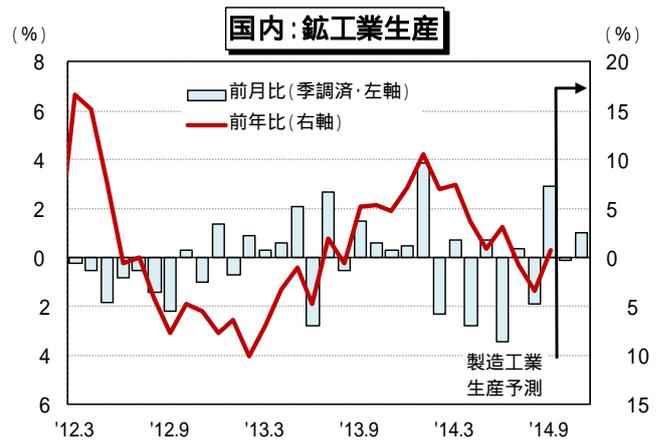
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



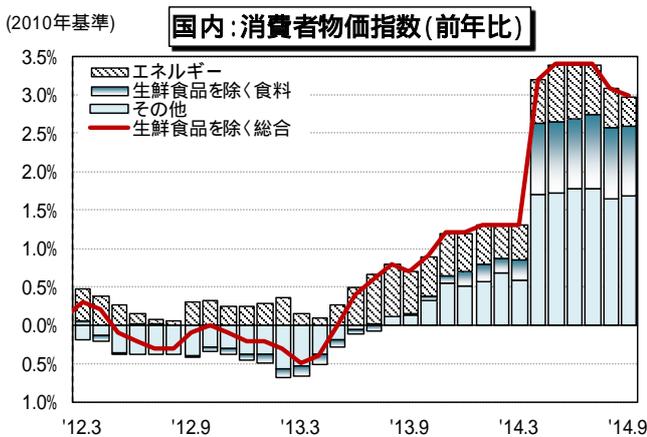
(資料) Bloombergより作成



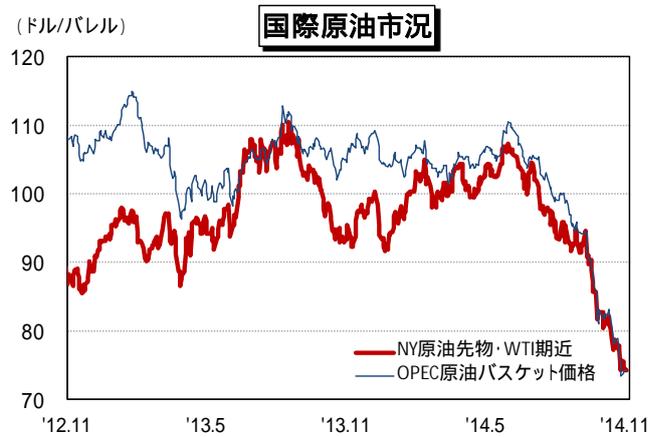
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(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



# 2014～16年度経済見通し

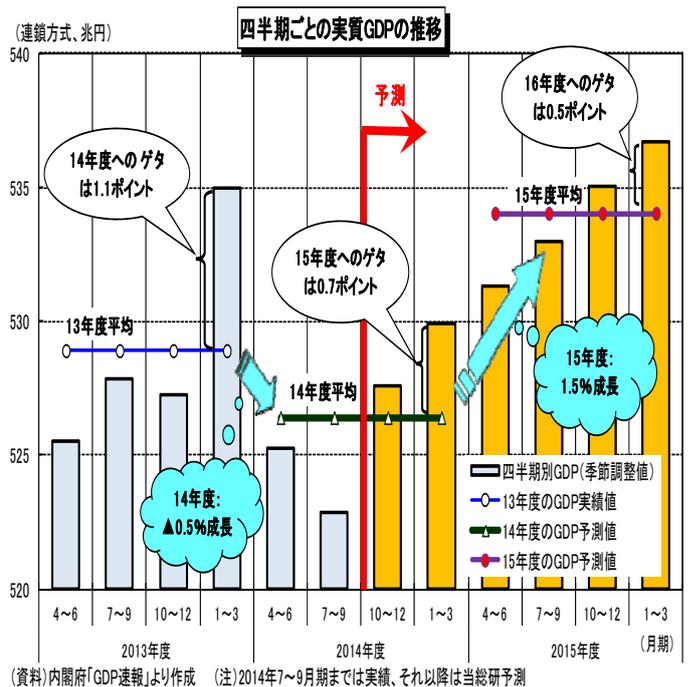
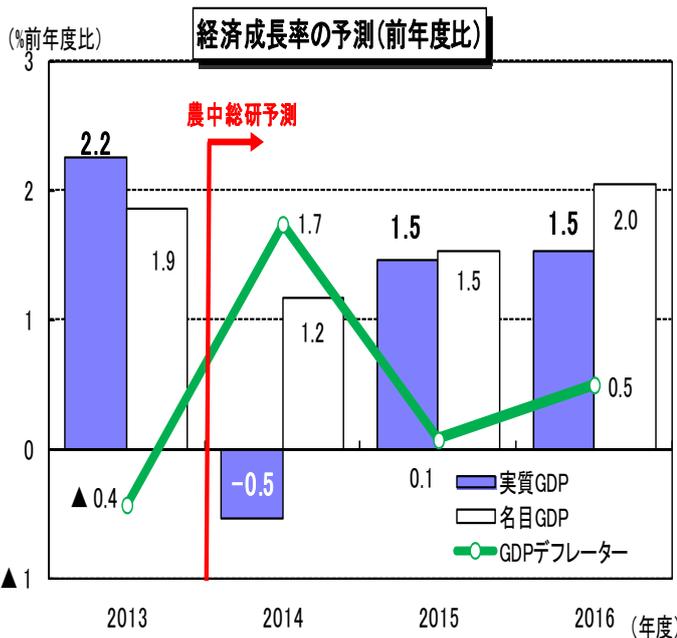
## 増税先送り判断が奏功し、2015～16年度は回復基調へ

～2014年度:▲0.5%、15年度:1.5%、16年度:1.5%～

2014年4月の消費税率8%への引上げ後、デフレ脱却や成長促進を目標とするアベノミクスにとって厳しい状況が続いている。7～9月期には反動減からの持ち直しも見られ、プラス成長が見込まれていたが、実際には2四半期連続のマイナス成長となるなど、国内景気の足踏みが改めて認識された。

こうした中、世界経済の先行き不透明感を受けて、原油など国際商品市況が下落基調を強めたこともあり、一時1%台前半まで回復した物価上昇率が先行き鈍化する可能性が高まった。日本銀行は「予防的措置」との位置付けながらも、追加緩和策に乗り出し、15年度内の物価安定目標の達成を目指している。また、安倍首相は15年10月に予定していた消費税率の再引上げを17年4月に先送りするとともに、景気対策の策定を指示するなど、10、11月と政策の軌道修正が相次いだ。

増税判断の先送りは、財政健全化にとって悪材料に見えるが、デフレ脱却前に短期的には需要削減効果のある増税措置が財政赤字削減に効果があるかは疑問であり、経済成長とのバランスをとった安全策に移行したものと評価できる。今回の追加緩和策、さらには足元の資源価格下落、円安定着等との相乗効果により、15年度以降、日本経済はデフレ脱却に向けて動き始めるものと予測する。

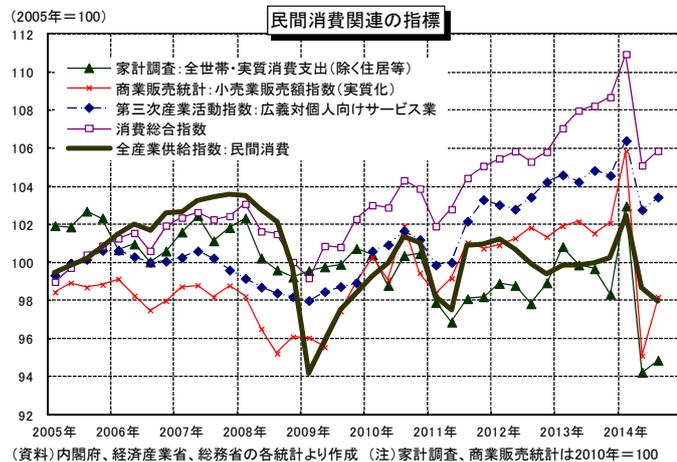


## 1. 景気の現状:

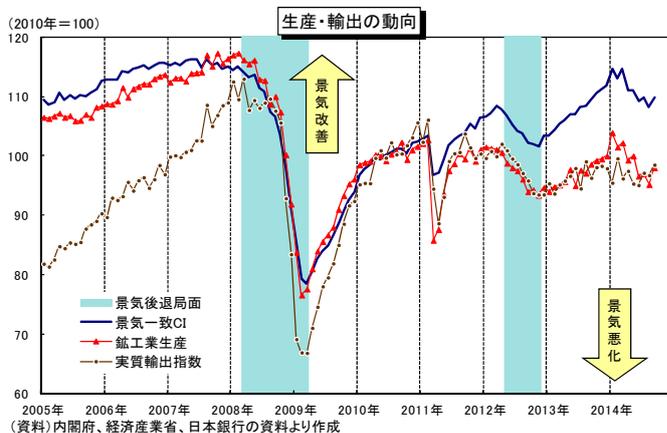
### (1) 日本経済の現状 ～ 一部で持ち直しもみられるが、総じて足踏み状態

デフレ脱却と成長促進のために、大胆な金融政策(第1の矢)、機動的な財政政策(第2の矢)、そして民間投資を喚起する成長戦略(第3の矢)といった3本の矢を放ったアベノミクスは、円高・デフレに喘いでいた日本経済の救世主として期待され、実際に消費税増税を直前に控えて駆け込み需要が本格化した2013年度末には物価が1%台前半まで高まったほか、一部の業種・職種での人手不足感が強まるなど、マクロ的な需給バランスが大きく改善した。しかし、17年ぶりとなった消費税率の引き上げ後、国内景気は一転、停滞感が強まっており、アベノミクスはまさに正念場を迎えている。政府・日本銀行とも、景気認識を「緩やかな回復」としているが、持ち直しの動きは散見されるとはいえ、あまり適格な表現とはいえない。

順風満帆に見えたアベノミクスが失速した原因は、消費税増税のタイミングを誤ったからに他ならない。円安や株高の進行で資産効果が発生し、13年度を通じて高級時計や宝飾品など高額品の売れ行きが底堅く推移したが、所得水準が高い、もしくは資産規模が大きい層のみで見られた現象で、国内全体の動きとは言い難い面があった。また、増税前の駆け込み需要は想定を上回る規模であったが、その背景には所得が増えていない、増える展望が描けないという実情があったことは否めない。足元では生活必需品を中心に値上げが始まった中、4月以降はさらに消費税増税分が加わることを警戒した多くの家計で前倒しの消費を行った結果であろう。事実、アベノミクスが始動する以前は、「貧困」、「格差」などへの注目度も高く、生活保護の受給世帯は今なお、過去最高を更新している(14年8月:約161万世帯)。アベノミクス始動から1年弱しか経過していない状況では所得のボトムアップは図られておらず、消費税増税を無難に乗り切ることが可能とした判断は明らかにミスだったと思われる。



さらに、増税直後には底堅さも見られた物価についても徐々に影響が出始めており、上昇率の鈍化が目立ってきた。足元では原油など国際商品市況の下落傾向が強まっているが、それに加えて需給改善効果も剥落しており、鈍化傾向に拍車をかけつつある。



こうした中で、企業部門は比較的底堅く推移してきた。日銀短観などの景況感決して悪くないほか、雇用人員・資本設備の不足感を背景に、設備投資意欲も堅調なままである。機械受注(船舶・電力を除く民需)、鉱工業出荷統計(資本財)なども、7~9月期にかけては持ち直しの動きを強めている。

(2) 予想外のマイナス成長となった7～9月期のGDP

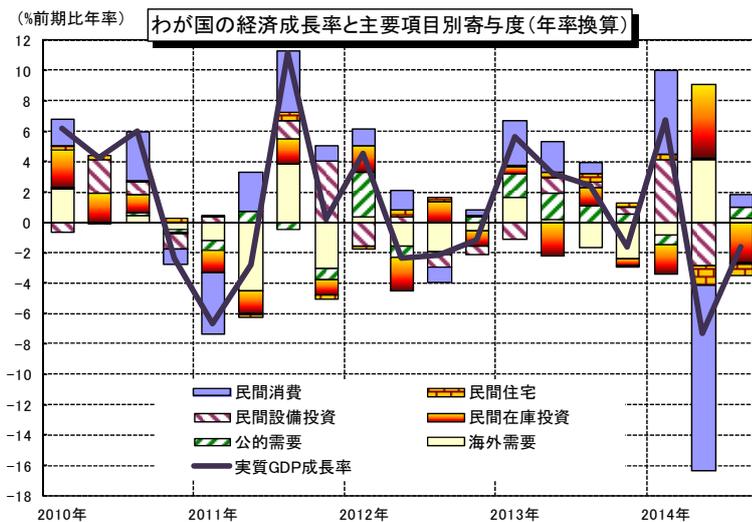
しかし、11月17日に公表された7～9月期のGDP第1次速報は、事前予想に反して2四半期連続のマイナス成長という衝撃的なものとなった。実質成長率は前期比▲0.4%、同年率換算▲1.6%と、期待されていた反動減からのリバウンドが全く感じられない数字である。実感に近いとされる名目GDPは前期比▲0.8%（同年率▲3.0%）と同じく2四半期連続のマイナスだが、実質成長率（前掲）以上の落ち込みを見せた。

内容的には、民間消費（前期比0.4%）は小幅ながらもプラスとなったものの、4～6月期の大幅マイナス（同▲5.0%）を考慮すると、「持ち直し」というより「底ばい」という表現が妥当であり、鈍さは否めない。ちなみに、耐久財消費（国内家計最終消費支出）は前期比▲4.5%と2四半期連続での減少で、反動減が長引いていることが見て取れる。なお、雇用者報酬については、13年度企業業績の堅調さや政府の賃上げ要請もあり、ベースアップや夏季賞与増の結果、名目ベースで前年比2.6%、前期比0.8%と増加傾向が定着しつつあるが、物価上昇分を除く実質ベースでは前年比▲0.6%と3四半期連続の減少であった。前期比では賞与効果で0.7%と2四半期ぶりの増加となったが、消費を下支えするにとどまった。

また、住宅投資（同▲6.7%）、民間企業設備投資（同▲0.2%）はいずれも2四半期連続の減少となったが、特に消費などと比べて底堅いとされてきた設備投資の鈍さが意識される内容であった。さらに、4～6月期に大きく積み上がった民間在庫（前期比成長率に対する寄与度：1.2ポイント）では調整が進んだため、成長率に対する寄与度は▲0.6ポイントとなった。以上を受けて、民間需要は前期比▲0.9%（寄与度：▲0.7ポイント）と2四半期連続の減少となっている。

一方、公的需要は「15ヶ月予算」の効果が浸み出しており、前期比0.7%（寄与度：0.2ポイント）と2四半期連続で増加した。とはいえ、景気下支え役としては力不足感が否めず、5.5兆円規模の消費税対策の効果には疑問符が残った。ちなみに、政府消費（同0.3%）は3四半期ぶり、公共投資（同2.2%）は2四半期連続でいずれも増加した。

また、海外需要（純輸出）については、成長率に対して2四半期連続のプラス寄与となった（0.1ポイント）。輸出、輸入とも2四半期ぶりに増加（前期比でそれぞれ1.3%、0.8%）したが、いずれも内外経済の回復テンポの鈍さを感じさせる数字であった。



（資料）内閣府経済社会総合研究所

一国のホームメイドインフレ（≡価格転嫁の度合い）を表すGDPデフレーターは、GDPギャップが再拡大しているものの、消費税率の3%引上げ効果によって、前年比2.1%と、2四半期連続のプラスとなった。ただし、前期比では▲0.3%と再び低下するなど、投入コストの価格転嫁が不完全な状況が依然として続いていることが窺える。

以上の結果、14年度上期は13年度下期比で▲1.3%（年率▲2.6%）となり、14年度のマイナス成長が視野に入ってきた。

## 2. 予測の前提条件:

### (1) 当面の経済・財政政策運営

11月18日、安倍首相は、15年10月に予定していた消費税率10%への引上げを17年4月まで1年半延期する考えを表明した。また、経済財政諮問会議に対して、景気対策を盛り込む14年度補正予算の編成を指示した。さらに、首相は21日には衆議院を解散し、総選挙で増税延期や「アベノミクス」などについて国民に信を問うことも表明している。現段階では選挙結果そのものは不明ではあるが、今回の経済見通しでは、デフレ脱却と成長促進を促すアベノミクス路線は継続され、消費税率は「17年4月に10%」へ引き上げることを前提とした。

さて、目下の注目はその景気対策といえるが、規模としては2~3兆円が想定されている。「15年度の基礎的財政収支(プライマリー・バランス)の対GDP比率の10年度比での半減目標」の達成のために財源は14年度の税収上振れ分などで賄い、国債追加発行は回避するものと推測される。また、内容としては、低所得者向けの所得支援に加え、地域振興や円安・燃料費高騰に対する補助・支援策などが盛り込まれると報じられている。政府は年内にも経済対策を取りまとめ、15年1月に召集される通常国会での早期成立を目指す考えである。

ちなみに、内閣府が7月に経済財政諮問会議に提出した「中長期の経済財政に関する試算」では、消費税を予定通り増税し、かつアベノミクスが奏功して実質2%・名目3%の経済成長率、2%の消費者物価上昇率が実現できたとしても、20年度の基礎的財政収支(PB)は▲11.0兆円(対GDP比で▲1.8%)と、黒字化目標が達成できないとする試算が提示されている。安倍首相は、17年4月の消費税率引上げは、よほどのことでもない限り、再延期することはないとし、その時点までに増税に十分耐えられる経済状況を作り出す決意を表明したが、仮にそれが実現したとすれば、20年度までにさらに税率は引上げられる可能性が浮上しているほか、歳出の抜本的見直しも求められることになる。

最後に、編成中の15年度一般会計予算であるが、14年度予算と同様、13年に策定した「中期財政計画」に則った予算編成を目指している。7月25日に閣議決定された概算要求基準によれば、義務的経費については聖域を設けることなく抜本的見直しを行う、可能な限り歳出抑制を図るほか、裁量的経費は1割削減、その3割の範囲内(4兆円弱)で骨太の方針・成長戦略等を踏まえた諸課題に対応するための特別枠「新しい日本のための優先課題推進枠」を設ける方針である。消費税増税による停滞から日本経済を持続的な成長経路に早期に回帰させるため、14年度補正予算と一体的に運営される可能性が高い。

### (2) 世界経済の見通し

一部を除き、14年に入ってから、世界経済は冴えない動きを続けている。米国では、回復傾向を強める雇用情勢を受けて、1月から買入れ規模の縮小を開始した量的緩和策第3弾(QE3)を10月で終了することを決定したが、それがもたらす国際資金フローの変化などへの思惑などから、内外の金融資本市場は不安定な動きをする場面もあった。一方、ユーロ圏経済では低成長やデシインフレへの懸念が強まり、断続的に金融緩和策を投入したが、国債買入れなどのさらなる非伝統的手法の採用を巡っては、ユーロ圏諸国内での議論がまとまっておらず、その動向が注目されている。また、中国についても、不動産市場の調整への懸念が強まるなど、目標とする7%台半ばの成長率確保を疑問視する向きもある。新興国・資源国もまた、輸出環境が厳しい中、低調な状況から抜け出せていない。

主要 20ヶ国・地域(G20)の首脳会合、財務大臣・中央銀行総裁会合では、成長が鈍く、十分な雇用機会を生み出せていない世界経済に対する懸念もあり、今後 5 年間で成長率を少なくとも追加的に 2%引き上げることが目標として掲げてきた。一方で、国際通貨基金(IMF)が 10 月に公表した世界経済見通しでは、今なお、08~09 年の世界同時不況の負の遺産(過剰債務や高失業率など)が成長阻害に働き、潜在成長率の低下がもたらされている、との認識を示している。

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

### ① 米国経済

14 年 7~9 月期の米国の実質 GDP(速報値)は前期比年率 3.5%と、寒波の影響で落ち込んだ年初からの持ち直し傾向が続き、2 四半期連続のプラス成長となった。内訳をみると、住宅投資が伸び悩んだものの、個人消費や設備投資が底堅く推移したほか、輸出が引き続き増加した一方で輸入が減少したことを受け純輸出がプラス寄与となったことや、国防費の増加により政府支出が拡大したことが成長率を押し上げた。足元の米国経済は、家計や企業のマインドが引き続き改善傾向で推移するなど、緩やかな回復基調が続いている。

こうしたなか、11 月 4 日に行われた中間選挙では、野党・共和党が多数を占める下院でさらに議席数を伸ばし、上院でも 8 年ぶりに過半数を奪還した。この結果、上下両院で多数派が異なる「ねじれ議会」は解消したものの、大統領と議会との「ねじれ状態」は残存することとなった。ただし、共和党は単独での法案成立に必要な議席数(両院で各 3 分の 2)を獲得するには至っておらず、大統領が拒否権を行使すれば再可決による法案成立は困難な状況といえる。

米国が抱える主要な政策課題のうち、共和党が進める通商政策や法人税減税などでは

**2014~16年 米国経済見通し (14年11月改定)**

	単位	2014年			2015年			2016年
		通期 予想	上半期 (1~6月) 実績	下半期 (7~12月) 予想	通期 予想	上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想	通期 予想
実質GDP	%	2.2	0.9	3.6	3.0	2.9	2.7	2.8
個人消費	%	2.2	2.2	2.2	2.5	2.6	2.6	2.6
設備投資	%	5.9	5.8	6.3	5.9	5.9	5.5	6.6
住宅投資	%	1.6	▲ 2.8	4.8	6.6	7.3	7.0	6.7
在庫投資	寄与度	▲ 0.0	▲ 0.4	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
純輸出	寄与度	▲ 0.1	▲ 0.6	0.6	0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0
輸出等	%	3.5	0.2	7.2	5.0	4.0	5.0	6.3
輸入等	%	3.4	4.2	2.3	3.4	3.7	3.9	5.6
政府支出	%	▲ 0.0	▲ 1.0	2.7	0.8	0.2	0.0	▲ 0.2
参考								
PCEデフレーター	%	1.4	1.4	1.5	1.9	1.8	2.0	2.1
GDPデフレーター	%	1.5	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7	1.8
FFレート誘導水準	%	0~0.25	0~0.25	0~0.25	1.00	0~0.25	1.00	3.00
10年国債利回り	%	2.6	2.7	2.5	3.1	2.8	3.4	4.5
完全失業率	%	6.2	6.5	6.0	5.7	5.8	5.6	5.4

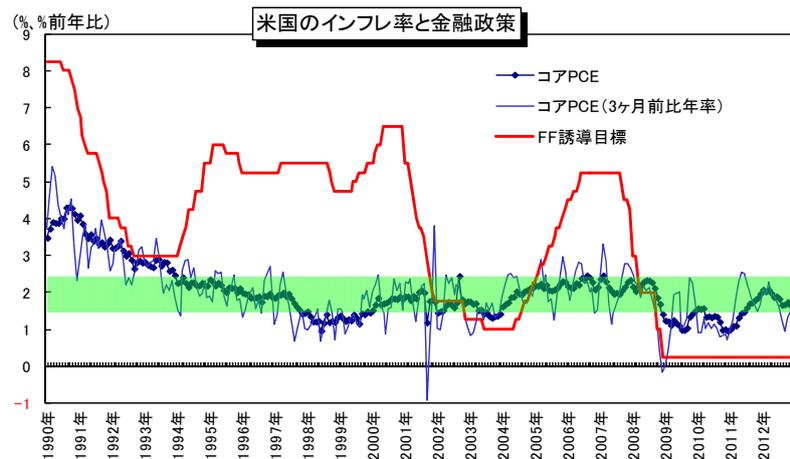
実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

- (注) 1. 予想策定時点は2014年11月20日(14年7~9月期の速報値ベース)  
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)  
 3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度  
 4. デフレーターは期中平均前年比  
 5. FFLレート誘導目標は期末値

妥協が進む可能性が高いが、金融規制やエネルギー政策、医療制度改革などでは民主・共和両党の意見対立から協調は難しいと思われる。とりわけ、注目されるのは財政問題であり、15年入り後は大統領の一般教書演説(1月下旬)を経て、予算教書(2月初旬)が議会に提出されると、連邦債務上限の不適用期限(3月15日)が迫るため、債務上限問題が再浮上する可能性が高い。ただし、期限到来となっても、ただちに政府機関閉鎖や債務不履行(デフォルト)が懸念されることはなく、米財務省が特別措置を講じれば数ヶ月間は資金繰りが可能であるため、仮に今回の局面で債務上限が引き上げられない場合、資金繰りが行き詰まるのは夏から秋ごろとみられる。次期大統領選が行われる2016年までは、大統領と議会との「ねじれ状態」が続くことから、財政健全化議論が進展することは期待しづらいだろう。

一方、金融政策については、連邦準備制度理事会(FRB)が正常化に向けた方針を示し、量的緩和政策を終了したことから、利上げ開始時期に焦点が移っている。以前からイエレンFRB議長は14年終盤に出口戦略を見直したいと表明していたが、FRBは9月に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)を公表した。同方針によれば、最初に政策金利(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ている。また、保有する金融資産(10月末時点で約4.4兆ドル)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縮小としている。ただし、現在のところ、正常化の過程で住宅ローン担保証券(MBS)の売却は考えていないとしている。

また、FRBは14年10月の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(当初月額850億ドル)の終了を決定した。ただし、政策金利(FFレート)の見通しに関するフォワード・ガイダンスについては、QE3終了後も事実上のゼロ金利政策を「相当な期間据え置く」との方針が維持された。なお、同会合の声明では、今後発表される経済指標がFOMCの見通しよりも早く改善が進む場合には利上げ時期を前倒し、その逆の場合には利上げ時期を先送りする可能性が高いことを明記している。



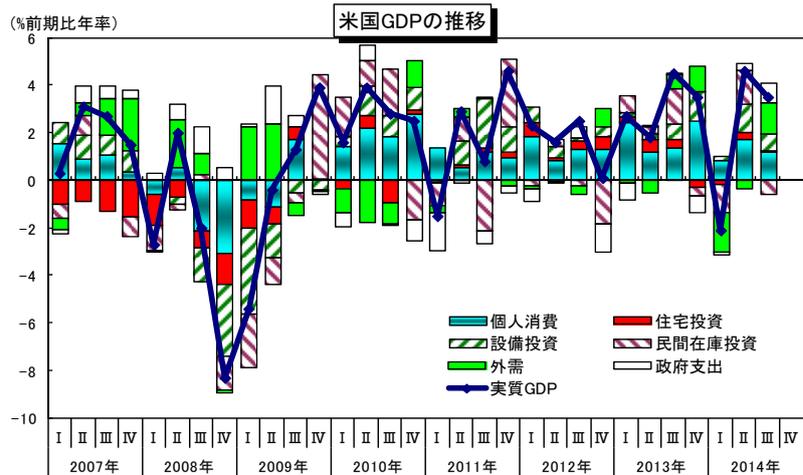
(資料)米商務省、FRB (注)シャド一部は米FRBがゴールとして掲げたインフレ率(2%±0.5%)

金融政策の先行きを展望すると、雇用・所得環境が緩やかに改善しているものの、15年上期中はインフレ率がFRBの目標である2%を下回って推移すると想定されることから、FRBは実質ゼロ金利政策を15年半ばまで維持すると予想する。ただし、その後、労働需給の改善を受けた賃上げ圧力の上昇などにより、インフレ率はFRBの目標(goal)である2%程度まで高まり、15年下期には利上げを開始するものと予想する。なお、利上げ判断時期に財政問題が重なる可能性があり、混乱を避けるため利上げ開始時期を先送りすることもあろう。

こうした財政・金融政策を前提に見通しの主要項目について個別に見ると、まず、個人消費は、依然として賃金上昇率が緩やかな伸びにとどまっているものの、雇用環境の改善の下で先行きに対する楽観的な見方が広がっており、加えて足元では株高による資産効果やガソリン価格下落の好影響もあり、堅調に推移すると予想する。一方、設備投資は先

行指標となる非国防資本財受注が冴えない動きを示していることから、15年にかけてやや弱まる可能性がある。しかし、設備稼働率がリーマン・ショック前の水準を回復していることから、先行きは設備過剰感の解消に伴い、回復ペースが強まると予想する。

住宅投資は、物件価格の上昇が一服していることや住宅ローン金利が低下傾向で推移していることなどから、持ち直しの動きが続くと予想する。



(資料)米商務省 (注)各需要項目は寄与度(前期比年率換算)

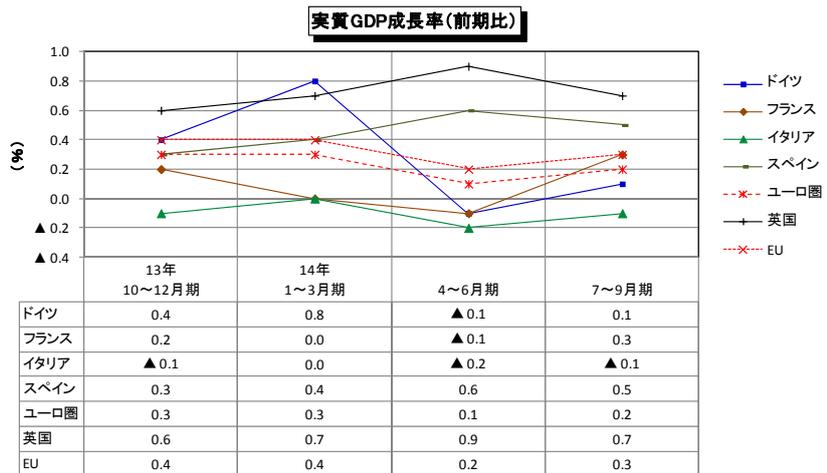
外需については、海外経済の成長が鈍化していることを受け、15年にかけて伸びがやや鈍化するとみられる。なお、シェールガス革命を受けエネルギー輸入が減少すると考えられることから、経済成長に対する純輸出の寄与度は先行きもプラス傾向で推移すると思われる。最後に、政府支出に対しては、引き続き強制歳出削減が実施されるものの、15年度(14年10月～15年9月)までは国防費や国内事業向け経費の削減規模が緩和されることから、財政面での下押し圧力は弱まる傾向が続くと予想される。

以上から、14年末にやや弱含むものの、15年は内需中心に堅調な動きとなり、成長率は3%前後で推移すると見込まれる。リスク要因としては、15年に財政問題に再浮上する可能性が挙げられる。債務上限引き上げ協議で再び混乱することになれば、企業や家計のマインドが悪化することから、景気が下振れすることもあるだろう。年間の成長率は、14年は前年比2.2%(前回見通しから0.2%ptの上方修正、14年7～9月期が予想を上回ったため)、また15年は同3.0%(前回と変わらず)、さらに16年は同2.8%と予想する。

## ② 欧州経済

ユーロ圏では14年7～9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比0.2%にとどまり、引き続き低成長が続いている。なかでも、経済規模の大きい4ヶ国のなかではイタリアが2四半期連続のマイナス成長となった。ユーロ圏では国家財政のほか企業や家計でも債務残高の削減が課題として残されており銀行借入を通じた投資等の

拡大は制約を受けること、域内の金融機能にも脆弱性が残されていることなどに加え、物価上昇率の低下(デシインフレ)の進行、ウクライナ情勢を巡る対ロシア制裁の影響拡大や、新興国経済の成長減速化などの先行きの不透明感を伴う材料が生じている。このため、当面のところユーロ圏では実体経済の本格的な成長は困難であるばかりか、成長には相応のダウンサイドリスクが伴っているものと考えられる。



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

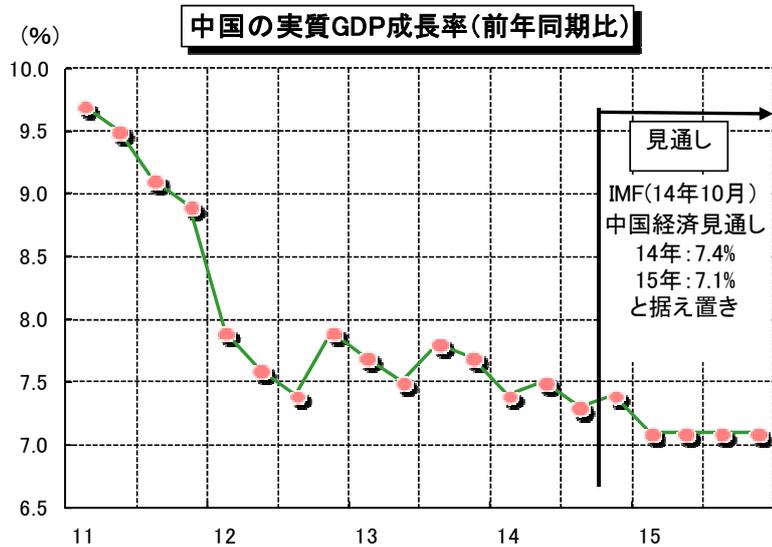
ユーロ圏の主要な経済指標を見れば、9月の小売売上高は前月比で1.3%の低下となった。これは前年同月比では0.6%の上昇であるが、同月の失業率が11.5%と、依然として高い水準にとどまっていることなどからすれば、個人消費の安定的な改善は期待し難いものとみられる。一方、9月の鉱工業生産は前月比で0.6%、また前年同月比でも0.6%の上昇となったが、これまでの推移に比べ頭打ち感が現れつつある。

一方、ユーロ圏の景気回復の牽引役として期待されるドイツであるが、8月の製造業受注、鉱工業生産および輸出額がそれぞれ前月比で大幅な低下となったことで、経済成長の減速化が表面化した。その後9月には、製造業受注指数は前月比0.8%、鉱工業生産指数は同1.4%といずれも上昇、また輸出額についても同5.5%の増加となったが、いずれも力強い勢いの回復には至っていない。一方で、失業率が5.0%と低い水準にあるなか、小売売上高の改善傾向が傾向的に現れつつあるが、足元では9月の値は前月比で3.2%の低下となり、まだ力強さを伴った動きとはなっていない。

一方、10月のユーロ圏の消費者物価指数(CPI)上昇率(前年同月比)は0.4%にとどまり、欧州中央銀行(ECB)の政策目標である2%を大幅に下回った状態が継続している。こうした情勢を受け、ECBは14年6月には政策金利の引下げのみならず、銀行が中央銀行に余剰資金を預け入れる際の金利を初めてマイナスとしたほか、銀行に対し低利で融資原資を供給する仕組み(TLTRO)を新設するなどの多面的な政策を打ち出したが、さらに9月にも主要な政策金利を0.05%に、また銀行による中央銀行への預け入れ金利を▲0.20%にまで引き下げるとともに、資産担保証券(ABS)などの買入れ開始を決定した。このため、こうした政策の効果がECBの狙いどおりに現れるのかどうかには注意が必要となっている。

### ③ 中国経済

中国の14年7~9月期の実質GDP成長率は前年比7.3%と、4~6月期(同7.5%)から小幅ながら減速した。その結果、14年1~9月期の実質成長率は前年比7.4%となった。景気が再び減速した背景には、個人消費および輸出が底堅く推移したものの、投資が大きく鈍化したことが挙げられる。不動産市場の低迷が強まったことや、鉄鋼やセメントなどの過剰生産分野への投資が抑制されたことが投資の大幅な鈍化につながっている。



さらなる景気減速を食い止めるため、中国政府は景気を下支えする対策を発表した。過剰生産分野への投資抑制を引続き実施しているものの、不動産市場の下振れリスクを緩和するため、大都市(上海や北京など)以外の地方政府は住宅購入規制を緩和・撤廃した。また中国人民銀行(中央銀行)も9月末に住宅価格の大幅な調整を回避するため、市中銀行に住宅購入の頭金比率を引下げるなど購入規制の緩和を要請した。

さらに、10月中旬以降、中央政府は16本の鉄道路線、5つの空港などのインフラの整備事業を相次いで認可した(11月18日まで)。これらの整備事業には約8,500億人民元

(約 16 兆円)の資金が投下される見込みで、中西部の脆弱なインフラ環境を改善するとともに、強まる景気下振れリスクを緩和する目的があると見られる。これらの事業を円滑に実施するため、財政資金の投下速度はすでに加速しており、景気押し上げに力を入れている動きも見て取れる。

一方、金融政策についてもやや緩和的な政策運営が行われてきた。中国人民銀行の政策実施報告書(14年7~9月期)によると、同行が中期貸出制度(MLF)を創設し、9月に5,000億元、10月に2,695億元の資金供給を実施した。これらの金融緩和によって、景気の押し上げ効果が期待されるものの、景気の先行きへの懸念や不良債権比率の上昇などから、銀行のリスクテイクの能力が弱まっていると見られるため、実際には貸出の増加にはつながっていない。今後も景気を押し上げるため、こうした小幅な金融緩和を実施し続けると見られるものの、利下げに踏み切る可能性は当面低いと思われる。

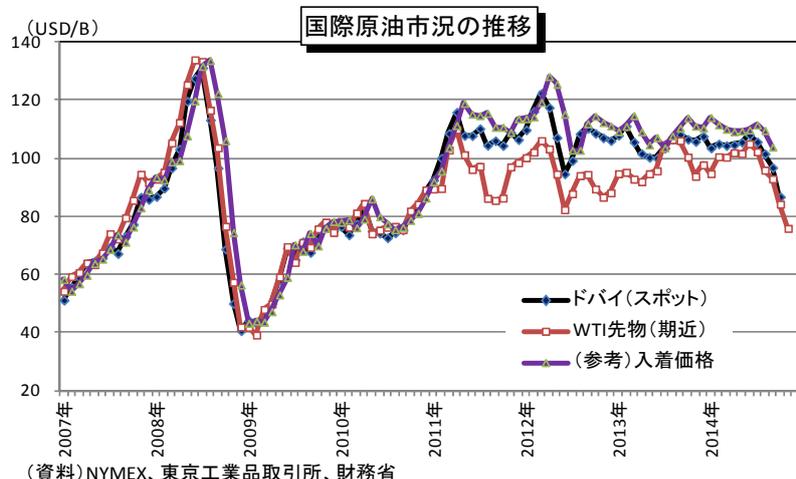
こうしたなか、足元の景気は弱い動きを続けるものの、個人消費や輸出が堅調に伸びたほか、これまでは減速傾向にある投資もようやく上向いており、10月には景気持ち直しの兆しも出始めている。製造業や不動産向けの投資が下げ止まったほか、交通運輸・倉庫・水利施設・環境保護施設向け投資も大きく伸びていることが確認できる。景気の先行きについては、消費が堅調に伸びるほか、インフラ投資の加速による景気の押し上げ効果が徐々に出ると思われるため、10~12月期は再び成長率が高まり、14年通年では政府目標である7.5%を達成するであろう。

ただし、15年については、14年より減速し、7%台前半の成長になると予測する。これまでの要人発言からは、中国政府は成長鈍化を容認しつつあると見られ、15年の成長目標は7%に引下げられる可能性もある。今後、12月に開催される15年の経済運営方針などを決定する「中央経済工作会議」の内容が注目されるだろう。

#### ④ 輸入原油価格の見通し

中東・イラク情勢やウクライナ問題など、地政学的リスクが意識される場面が多かったものの、原油価格は高値圏ながらも安定的に推移、この数年のWTI先物は1バレル=100ドル台を中心に推移してきた。しかし、14年夏場以降、世界経済の先行き懸念の強まりや米QE3の規模縮小や終了に伴うドル高傾向を受けて、原油を含む国際商品が全般的に下落し始めた。11月中旬にはWTI先物は70ドル台半ばまで値下がりしている。

需要サイドをみると、世界経済の先行き不安が燻る中、需要増は抑えられたものになっている一方、北米でのシェールガス・オイル増産、さらにナイジェリア、リビア、イラクの増産など、供給能力が高まっており、供給過剰気味となっている。こうした中で、サウジアラビアやイランでは値下げ競争を始めていると報じられており、当面、原油価格は弱含みでの推移となると見られるが、産油国間の対立は互いの利益にならないことも経験的に理解しているものと思われ、いずれOPEC内では生産枠を調整する動きが出るだろう。国内への原油入着価格(CIFベース)は14年度下期には80ドル前後まで下落した後、15、16年度にかけては緩やかに上昇する(それぞれ83.1ドル、87.5ドル)ものと予想している。



2014~16年度 日本経済見通し

	単位	13年度 (実績)	14年度 (予測)	15年度 (予測)	16年度 (予測)
名目GDP	%	1.9	1.2	1.5	2.0
実質GDP	%	2.2	▲ 0.5	1.5	1.5
民間需要	%	2.2	▲ 1.8	1.7	2.6
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 2.7	1.5	2.4
民間住宅	%	9.5	▲ 11.1	▲ 1.7	2.6
民間企業設備	%	2.6	1.5	3.9	3.9
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1
公的需要	%	4.2	0.9	0.5	0.5
政府最終消費支出	%	1.8	0.3	0.9	0.9
公的固定資本形成	%	15.0	3.3	▲ 1.1	▲ 1.5
輸出	%	4.8	6.0	3.9	3.5
輸入	%	7.0	2.5	4.5	7.4
国内需要寄与度	%pt	2.7	▲ 1.1	1.4	2.1
民間需要寄与度	%pt	1.7	▲ 1.3	1.3	1.9
公的需要寄与度	%pt	1.0	0.2	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.5	0.6	▲ 0.0	▲ 0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.4	1.7	0.1	0.5
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	3.6	0.7	1.2
全国消費者物価 ( " ) (消費税増税要因を除く)	%	0.8	3.1 (1.1)	1.1 (1.1)	1.6 (1.6)
完全失業率	%	3.9	3.7	3.7	3.4
鉱工業生産 (前年比)	%	3.2	▲ 1.3	2.1	4.7
経常収支	兆円	0.8	3.4	6.8	8.2
名目GDP比率	%	0.2	0.7	1.4	1.6
為替レート	円/ドル	100.2	108.3	117.5	118.1
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.06	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.69	0.53	0.58	0.78
通関輸入原油価格	ドル/バレル	109.6	98.2	83.1	87.5

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

(四半期)

(→予測)

	単位	2013年				2014年				2015年				2016年				2017年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	1.1	0.3	0.4	0.1	1.5	▲ 0.1	▲ 0.8	1.0	0.4	0.4	0.3	0.6	0.2	0.5	0.4	0.9	1.0
実質GDP	%	1.4	0.8	0.6	▲ 0.4	1.6	▲ 1.9	▲ 0.4	0.9	0.5	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.7	0.9
(年率換算)	%	5.6	3.2	2.4	▲ 1.6	6.7	▲ 7.3	▲ 1.6	3.7	1.8	1.1	1.3	1.5	1.3	1.1	1.0	2.7	3.5
民間需要	%	0.8	0.4	0.9	0.1	2.5	▲ 3.7	▲ 0.9	0.9	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.3	0.5	1.4	1.9
民間最終消費支出	%	1.2	0.8	0.3	▲ 0.0	2.2	▲ 5.0	0.4	0.7	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	1.5	2.0
民間住宅	%	1.0	2.4	4.3	2.2	2.3	▲ 10.0	▲ 6.7	0.3	0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	0.2	0.5	2.0	5.0
民間企業設備	%	▲ 2.0	1.8	0.7	0.8	7.5	▲ 4.8	▲ 0.2	1.5	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9	0.5	1.0	1.3	2.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.1	▲ 0.5	0.3	▲ 0.1	▲ 0.5	1.2	▲ 0.6	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.2
公的需要	%	1.5	1.8	1.1	0.5	▲ 0.6	0.1	0.7	0.7	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
政府最終消費支出	%	0.8	0.6	0.1	0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	0.3	0.3	0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	5.3	6.1	5.7	1.7	▲ 2.0	0.3	2.2	2.5	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.5	0.5
輸出	%	4.2	3.1	▲ 0.6	0.2	6.4	▲ 0.5	1.3	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2
輸入	%	1.1	2.4	1.8	3.7	6.2	▲ 5.4	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2	1.0	0.8	1.0	2.0	4.0	5.0
国内需要寄与度	%pt	1.0	0.7	1.0	0.2	1.8	▲ 2.9	▲ 0.5	0.8	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	1.1	1.5
民間需要寄与度	%pt	0.6	0.3	0.7	0.1	2.0	▲ 2.9	▲ 0.7	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	1.1	1.4
公的需要寄与度	%pt	0.4	0.5	0.3	0.1	▲ 0.1	0.0	0.2	0.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.4	0.1	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	1.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	2.0	2.1	1.5	1.5	▲ 0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5	0.7
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 0.3	0.7	2.2	2.5	2.0	4.3	4.0	2.8	3.3	0.5	0.6	0.8	1.0	1.0	1.0	1.3	1.6
全国消費者物価 ( " ) (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.3	0.0	0.7	1.1	1.3	3.4 (1.5)	3.2 (1.2)	2.9 (0.9)	2.8 (0.8)	1.0 (0.9)	1.0 (1.0)	1.1 (1.1)	1.2 (1.2)	1.3 (1.3)	1.5 (1.5)	1.7 (1.7)	1.9 (1.9)
完全失業率	%	4.2	4.0	4.0	3.9	3.6	3.6	3.6	3.8	3.9	3.8	3.7	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3	3.2
鉱工業生産 (前期比)	%	0.5	1.6	1.8	1.8	2.9	▲ 3.8	▲ 1.9	1.0	0.2	0.3	1.0	1.2	0.9	1.0	1.0	1.5	2.5
経常収支(季節調整値)	兆円	0.9	1.8	0.6	0.0	▲ 1.4	0.7	0.6	0.9	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.3	2.2	1.5
名目GDP比率	%	0.8	1.5	0.5	0.0	▲ 1.1	0.6	0.5	0.7	1.0	1.1	1.3	1.5	1.6	1.8	1.8	1.7	1.2
為替レート	円/ドル	92.4	98.7	98.9	100.5	102.8	102.1	103.9	112.0	115.0	115.0	115.0	120.0	120.0	120.0	120.0	117.5	115.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.08	0.09	0.10
新発10年物国債利回り	%	0.70	0.73	0.77	0.64	0.63	0.60	0.53	0.50	0.50	0.55	0.60	0.60	0.55	0.60	0.70	0.80	1.00
通関輸入原油価格	\$/バレル	111.8	107.1	107.3	111.8	112.0	109.6	108.4	95.0	80.0	80.0	82.5	85.0	85.0	85.0	87.5	87.5	90.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。



### 3. 2014～16年度の日本経済・物価見通し:

#### (1) 消費税増税の先送り判断は今後の日本経済にどう影響するか

増税先送りの決定そのものは景気対策ではないこと、さらに安倍首相が策定を指示した景気対策が実際に動き始めるのは14年度末もしくは15年度入り後であることを踏まえれば、少なくとも14年度内の国内景気に大きく影響を与えることはないと思われる。

一方、15年度については、耐久財消費や住宅投資などで、15年10月からの税率引上げを控えた駆け込み需要と、増税実施後の反動減が存在しなくなるために、15年10月の増税実施を前提としていたケースと比べて、GDPの経路はかなり平滑化されることになる。この効果はあまり目立たないが、早期のデフレ脱却を目指す上では非常に有益であろう。その理由の一つは、デフレ脱却にとって必要不可欠な期待インフレ率の上昇に影響を与えるのは、中央銀行の物価安定を目指す強い意志と行動力もさることながら、過去に物価がたどってきた動きにも左右されると思われるからである(いわゆる適応的期待)。それゆえ、今回のように増税前後で景気の振れが激しくなり、その結果として増税後の物価上昇率(増税要因を除く)が鈍化した場合、期待インフレ率の低下が発生することもありうる。それよりも、デフレ脱却に向けては、緩やかであっても着実に実際の物価が上昇し続けることが重要であろう。また、需給改善による適度な物価上昇を目指す際には、増税のようなショックは回避した方が望ましいことは言うまでもない。

一方で、消費税増税の先送り決定により、政府の財政健全化に対する取り組み姿勢が疑われ、内外投資家が国債保有を敬遠し、長期金利が上昇する可能性が高まると懸念する意見は根強い。しかし、消費税率を予定通り10%に上げた場合、国内需要の一段の落ち込みを招き、デフレ脱却時期が遠のく恐れがある。その場合には、追加の国債発行を含む景気対策が打たれる可能性があるほか、法人税・所得税などの減収も招く恐れがある。実際、増税が財政健全化の最善策とは限らないことは経験的に知られている。経済成長との整合的な財政健全化計画の練り直しを迫られる時期は遅かれ早かれ到来したはずである。足元の景気状況を踏まえれば、妥当な判断と思われる。持続可能な頑健性の高い財政健全化計画を提示できさえすれば、長期金利の跳ね上がりは回避できると思われる。

なお、今回の消費税増税時期の先送り判断は、日本銀行による追加緩和(QQE2)、それらを受けた円安傾向、さらには原油など資源価格の下落などの相乗効果を生むことが予想され、当面の日本経済にとって大きなプラス材料となるものと思われる。そうした判断の背景として、日本経済が直面している労働力人口の減少が指摘できる。

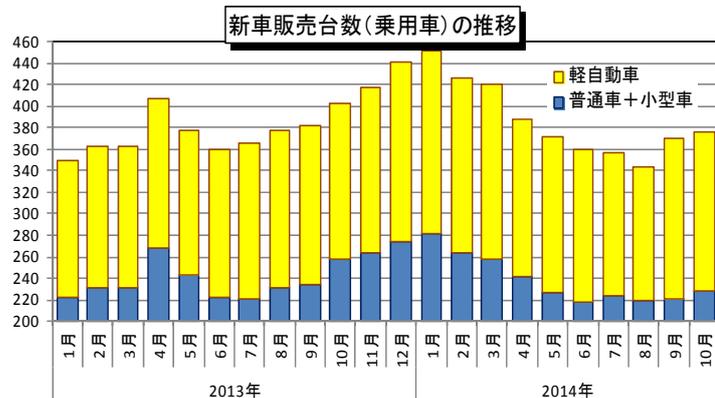
アベノミクスでは、女性・若者の活躍を支援することを通じて労働供給を増やし、潜在成長力を高めようとしている。それ自体は非常に重要なことであるが、あくまで中期的な課題である。しかし、短期的な課題であるデフレ脱却の早期達成を実現する上で、労働供給に制約があるということはある意味チャンスである。消費税増税を直前に控えた14年1～3月期、日本経済は前期比年率6.7%という高成長を実現した。同時に失業率も3%台半ばにまで低下、1%台前半まで上昇率が高まった物価についても、それまでの円安・エネルギーによる押し上げだけでなく、需給改善効果による押し上げが散見され始めた(もちろん、これは駆け込み需要という特殊な要因による面が大きい)。足元の景気低迷を受けて、経済成長の派生需要である労働需要は増加傾向が一服した感もあるが、労働供給に制約があれば、国内企業は人件費の抑制姿勢を修正せざるを得なくなるはずだ。それを促すためには、国内に一定程度の雇用機会を確保するための環境作りが必要となってくる。つまりは、成長戦略をうまく軌道に乗せ、国内産業の活性化を図っていくことが求められる。この先、1%弱とされる潜在成長力を上回る成長を継続的に実現していくことができれば、賃上げムードが定着し、物価上昇率は徐々に高まっていく可能性がある。

なかなか想像することが難しかった物価安定目標の達成、さらに日銀による大量の国債買入れなどといった異例な状況からの出口が微かにではあるが、見えてきた感もある。なお、「取らぬ狸の・・・」ではないが、17年度の日本経済には一抹の不安を覚えないわけではない。よほどのことでも起きない限り、17年4月の消費税率引上げは確定路線であろう。税率2%の引上げにも耐えられる状況となっている可能性は十分ある。一方で、2%の物価安定目標の達成が見えてきた場合、QQE2は出口が意識され、金融資本市場には少なからぬ影響が出ることが予想される。この場合、財政政策、金融政策がいずれも引締め方向となるため、金融政策に「譲歩」が求められる可能性もある。しかし、それらが思わぬ副作用を生んでしまうこともありうるだろう。

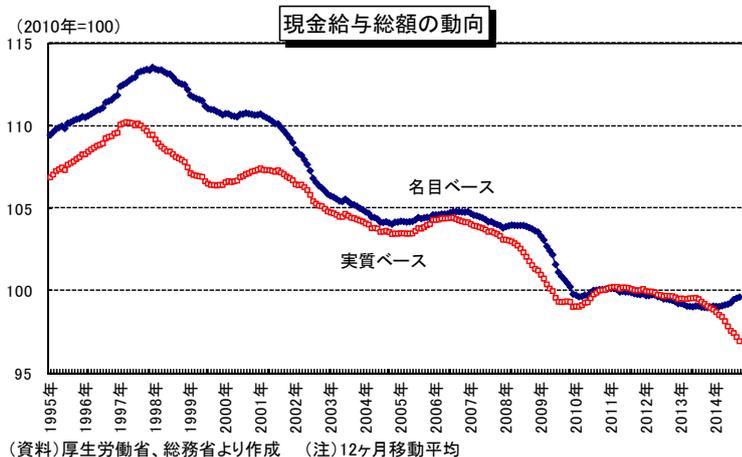
## (2) 経済見通し ～ 10～12月期以降はプラス成長へ

冒頭でも述べたが、消費税増税後の日本経済はマイナス成長に陥るなど、停滞感が強まったことは否めない。とはいえ、多くの経済指標からは夏場には底入れする動きを示すなど、持ち直し傾向が始まっているのもまた確かである。2四半期連続のマイナス成長は「リセッション」との判定もあるが、潜在成長率が1%弱という日本経済にその基準を当てはめるのが妥当かは議論の余地があるだろう。

景気動向が鈍い原因は、耐久消費財や住宅などの販売不振と実質可処分所得の目減りであり、それがいつ解消のめどが立つのかというのが大きな問題である。代表的な耐久消費財である乗用車の販売台数については、8月をボトムに持ち直しの動きが出ているのは明るいニュースといえる。しかし、これは15年度購入分から増税となる軽乗用車に駆け込み需要が発生していることによるもので、普通・小型乗用車には明確な改善に動きが見えない。また、15年4月以降、軽乗用車の販売が反動減で再び落ち込む可能性もあるなど、なかなか本格回復に至らない可能性がある。家電製品も含め、耐久消費財の反動減要因が消滅するには今しばらく時間がかかると思われる。また、住宅販売についても、15年10月の消費税増税が先送りされたことで、14年度末にかけて想定されていた駆け込み需要は発生せず、低調なまま推移する可能性があるだろう。



(資料)日本自動車販売協会連合会、軽自動車販売協会連合会の統計より作成  
(注)当総研により季節調整(X-12-ARIMA)をかけた系列



(資料)厚生労働省、総務省より作成 (注)12ヶ月移動平均

一方、実質所得の目減りの解消時期については、14年度下期中は困難と思われる。増税によって発生した約2%分の物価上昇に比べると、14年度のベースアップ率(0.4%程度)が低いほか、残業時間が前年比で減少し、残業手当がマイナス要因となる可能性が高いからである。しかし、15年4月には増税要因が剥落するため、賃上げムードさえ残っていれば、だいぶ解消する可能性がある。政府は、11月19日に

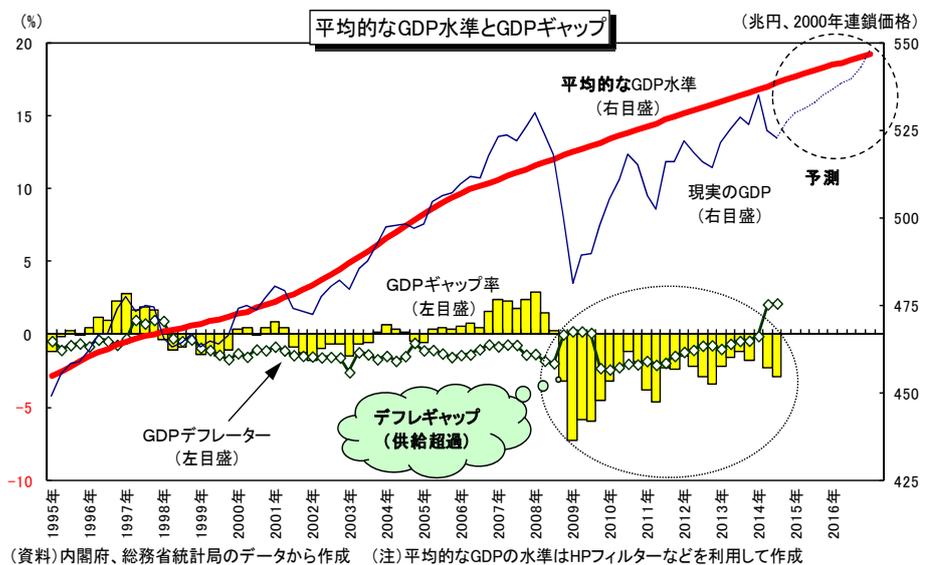
第3回の政労使会議を開催し、経済の好循環実現のために、14年度に続き、15年度春季賃金交渉での賃上げを要請した。経営側もそれに呼応し、業績好調な企業を中心に賃上げを行うことを前向きに検討すると表明、総選挙後には3者で合意文書を取りまとめる予定となっている。非製造業を中心とした内需型の企業では、景気足踏みに加えて、デフレ下での円安進行による収益圧迫要因もあり、14年度ほどのベア確保は厳しいとみられるが、「企業から家計へ」という所得還流が強まることでデフレ脱却や成長促進の起爆剤になることから、その行方は非常に注目される。

なお、7～9月期は、予想外の減少となった民間企業設備投資であるが、日銀短観をはじめとする14年度設備投資計画調査はいずれもしっかりした数字が発表されているほか、7～9月期には機械受注や鉱工業統計・資本財出荷などでは持ち直しの動きもみられる。家計部門に比べて、企業マインドなどの悪化が限定的であるのも好材料といえる。足元の景気停滞で、設備投資の投下時期を先延ばしする企業も増える可能性はあるが、キャッシュフローが底堅く推移していることもあり、10～12月期以降は回復に向かうと予想される。

また、輸出動向については、円安が大きく進行したにもかかわらず、世界経済の冴えない動きが続いていることもあり、増勢はなかなか強まってこないが、米国経済の順調な回復が世界経済の先行き懸念を徐々に解消させていくものと思われる。それに伴い、輸出も徐々に増加傾向を強めていこう。

以上の点を踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。民間消費には一部で持ち直しが見られているが、総じて底ばいとの表現の方が当てはまることも既に述べた。とはいえ、主要経済指標をみる限り、反動減からの持ち直しの動きは徐々に進んでいると判断するのは妥当であろう。消費者マインドの悪化や14年度下期に残業手当が減少する可能性を踏まえれば、なかなか回復傾向が強まることは見込みにくい。冬季賞与も底堅く推移する可能性があり、底割れするリスクはそれほど大きくないだろう。民間企業設備投資でも、これまで落ち込んだ分を取り戻すような動きが強まるとみる。公的需要も「15ヶ月予算」の執行に伴い、引き続き成長を下支え、輸出も増加傾向が続くだろう。その結果、10～12月期は前期比0.9%、同年率3.7%と、3四半期ぶりにプラス成長へ戻るだろう。

その後、15年1～3月期についても、民間消費、民間企業設備投資の持ち直し基調が継続、公的需要には息切れ感もあるが、輸出も緩やかに増加していくものと思われる。とはいえ、肝心の民間消費については実質所得の目減りによる慎重姿勢が続くと見られ、大きく増加する可能性は薄いだろう(前期比0.5%、同年率1.8%)。



以上を受けて、14年度の実質成長率は▲0.5%、名目成長率は1.2%(前回9月時点の予測はそれぞれ0.2%、1.9%で、ともに大幅に下方修正)と予測する。この下方修正は、今回発表された7～9月期の成長率が想定より大幅に下振れたことによるものであり、年度下期には持ち直しの動きが明確化すると基本シナリオには変更はない。名実逆転の解

消は17年ぶりであるが、消費税率の引上げによる面が大きく、需給改善によって国内付加価値生産セクターでの価格転嫁能力が高まったことを意味するわけではない。ちなみに、小幅とはいえ、マイナス成長となるのはリーマン・ショック後の世界同時不況(08~09年度)以来のこととなる。消費増税の影響でGDPデフレーターは前年度比1.7%の上昇である。

15年度については、増税効果の一巡に加え、14年度の成果ほどの期待はできないが、賃上げ傾向は継続することから、家計の所得環境は好転に向かうと思われる。年度半ばに向けては、残業時間の増加も期待される。また、世界経済の緩やかな成長が進む中、輸出の増加傾向も継続するほか、17年度までに増税に耐えられるだけの体力をつけるために、成長戦略の着実な実行や加速がなされるだろう。それを受けて、企業設備投資も増加傾向をたどるだろう。その結果、**15年度の実質成長率は1.5%、名目成長率は1.5%、GDPデフレーターは前年度比0.1%(前回はそれぞれ1.0%、1.2%、同0.7%)と予測した。**こうした成長率の上方修正とデフレーターの方下修正は、15年10月の消費増税が先送りされたことが主因であり、その結果、日本経済はデフレ脱却に向けた成長経路を辿ることとなる。

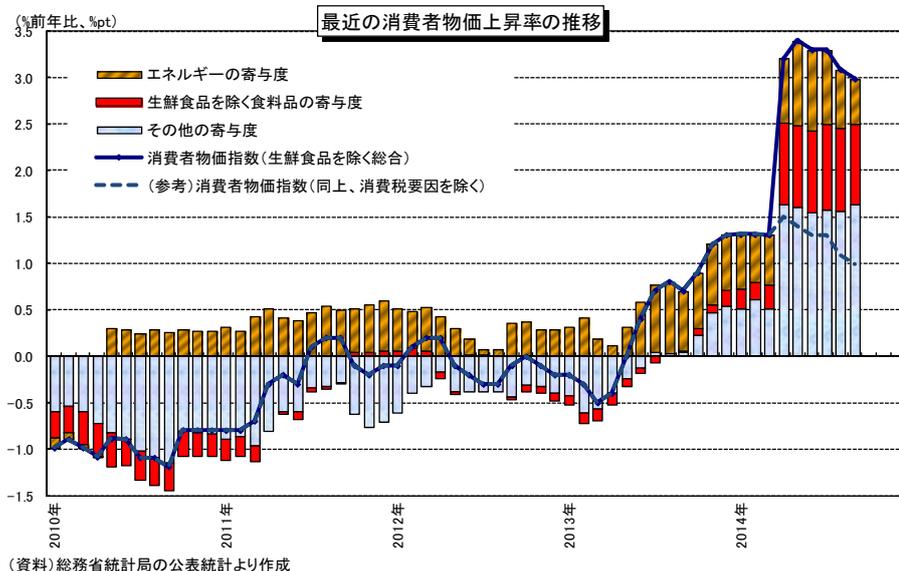
その後、16年度も同様に緩やかな成長経路を辿ると思われる。なお、消費税率が17年4月に10%に引き上げられることを前提とすれば、13年度と同様、年度末にかけて民間消費や住宅投資には一定程度の駆け込み需要が発生するものと思われる。その結果、**16年度の実質成長率は1.5%、名目成長率は2.0%、GDPデフレーターは前年度比0.5%と予測した。**これらにより、マクロ的な需給ギャップは大幅に縮小し、失業率が3%台前半に低下するなど労働需給が全般的に引き締まり、適度な賃上げ傾向が定着するだろう。

### (3)物価見通し ~ 上昇圧力は15年度入り後に再び高まる

13年度下期以降、前年比で1%台前半での推移が定着しつつあった全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、消費増税要因を除く、以下全国コアCPI)であったが、最近では上昇率の鈍化傾向が目立っており、14年度下期には1%を割れる可能性が高まっている。

電気・ガス、ガソリンなどエネルギーの高騰に加え、円安の進行、さらには駆け込み需要の本格化に伴う需給改善効果などによって上昇率を高めた消費者物価には、14年4月以降は増税分も加わった結果、表面上は前年比3%台前半まで押し上げられた。しかし、最近ではエネルギー・円安要因の一巡、さらには消費低迷による需給悪化による下押し圧力も加わり、同3.0%へ鈍化、消費増税要因を除けば同1.0%となっている。

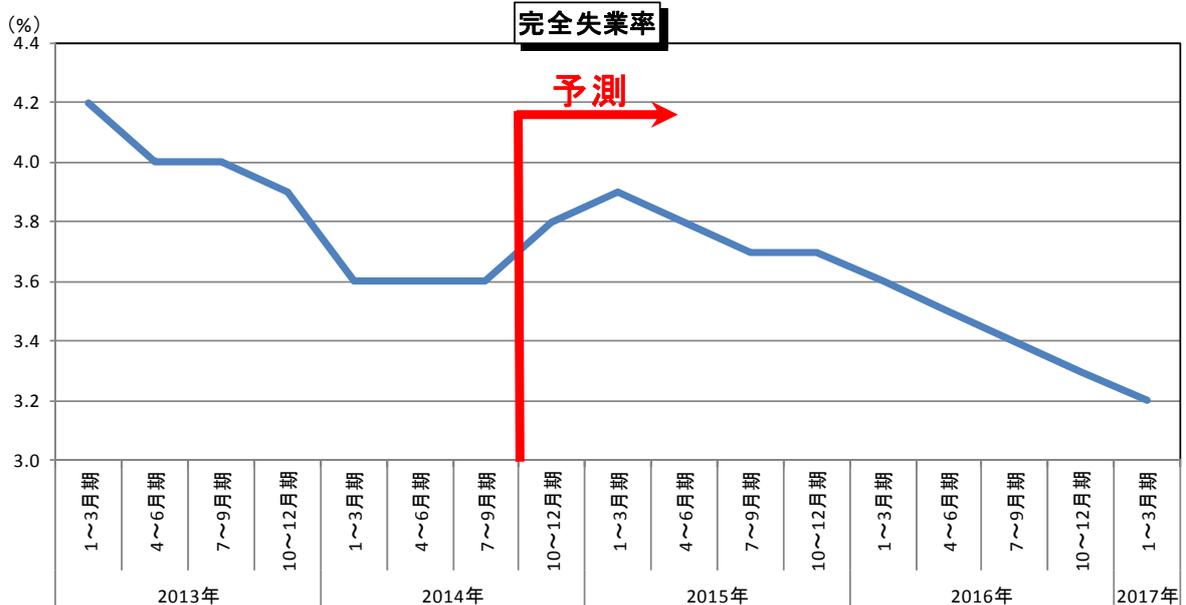
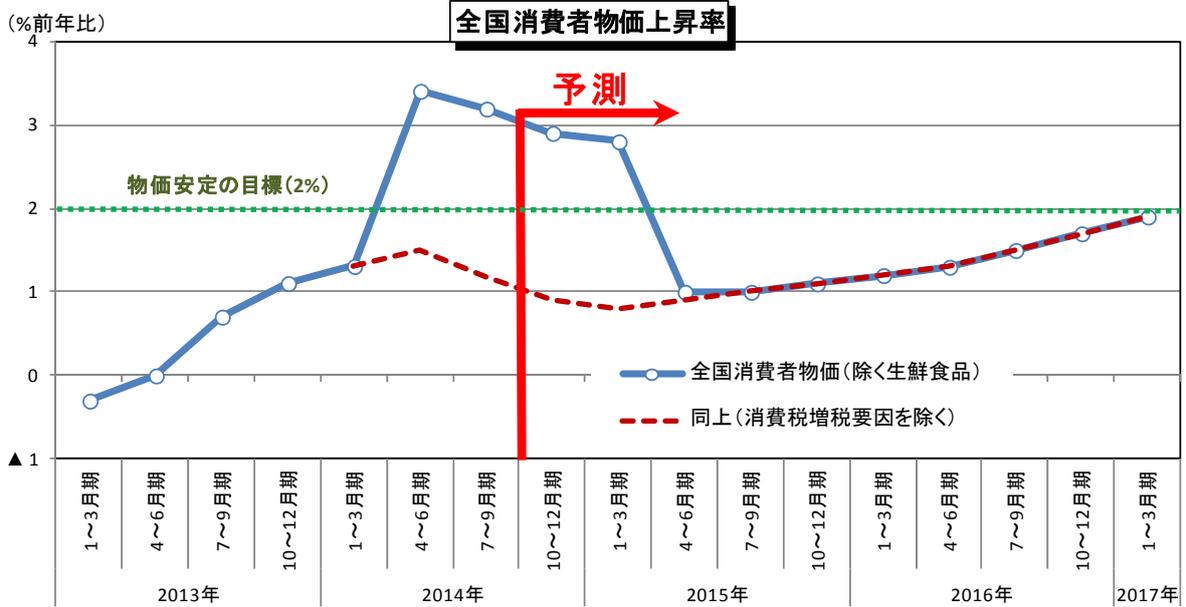
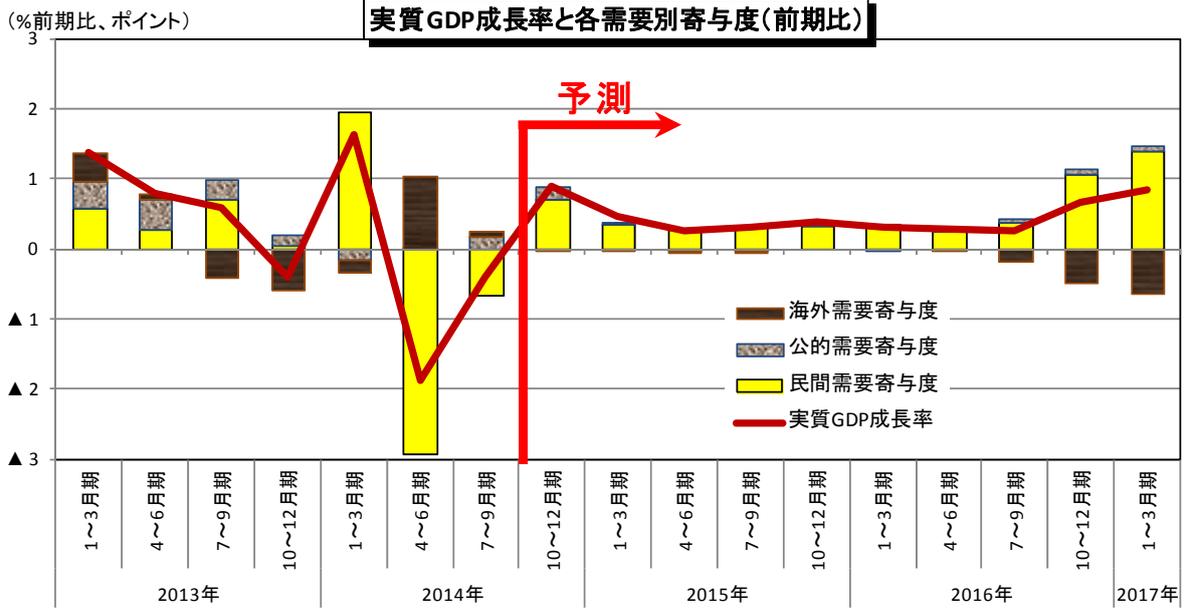
ちなみに、10月の国内企業物価は前年比2.9%と、6月(同4.5%)をピークに鈍化傾向を強めているが、消費増税要因を除くと同0.1%まで上昇幅を縮小させた。さらに、国内需要財のうち、消費財(国内品)価格は、7~9月期は前年比▲0.3%、10月は同▲0.7%と、下落傾向を強めている。最



近取り上げられる機会が多い『東大物価指数』からも、スーパーで販売される食料品や日用雑貨などの価格は、マイルドな下落状態が続いていることが見て取れる。

先行きについては、足元で円安が進行し、輸入品価格が上昇傾向を強める可能性もあるものの、ガソリンなど石油製品の価格下落により、エネルギーの物価押し上げ効果が全般的に弱まると考えられる。物価上昇率は徐々に上昇幅を縮小させ、14年度下期には1%割れ(消費税増税の影響を除く)となる場面もあるだろう。その後、15年度には反転して再び1%台に戻り、マクロ的な需給ギャップが解消し、労働需給の面からも賃上げ圧力が高まることが見込まれる16年度末に向けて2%弱まで徐々に上昇率を高めていくと予想される。

以上から、14年度の全国コアCPIは、表面的には同3.1%(13年度:同0.8%)へ上昇率が高まるが、消費税要因を除けば同1.1%にとどまるだろう。また、15年度は同1.1%と、年度を通じては上昇率の高まりはない。しかし、16年度は同1.6%へ上昇率を加速させるだろう。



## 2014年米中間選挙後の政策運営

### ～共和党の勝因・政策・16年大統領選に向けた課題～

趙 玉亮

長らく注目されてきた2014年米中間選挙の投開票が11月4日に行われた。中間選挙は、大統領の2年間の政権運営に対する信任投票であると同時に、2年後の大統領選挙の前哨戦にも位置づけられるため、議会勢力図の変化だけでなく、内政外交などあらゆる面において大きな影響を及ぼすことから、注目されている。

今回の中間選挙では、36の上院議席<sup>(注1)</sup>と下院の全議席(定数435)が改選された。事前の世論調査のとおり、共和党は下院での勢力をさらに伸ばし、選挙前の233議席より11議席を多く獲得した。また、上院でも、共和党は選挙前の45議席から53議席へと躍進し、過半数の議席を確保し、大きな勝利を収めた。このように、今回の中間選挙は共和党が上下院で優勢を確立したことから、10年以来継続したねじれ議会が解消された。

以下では、2014年中間選挙の上院選を中心に、選挙結果や共和党勝利の要因を整理し、今後の課題や注目点についてまとめてみたい。

(注1)：上院(定数100)の改選議席数は、3分の1にあたる33議席だが、離任などの特殊要因でハワイ州、オクラホマ州、サウスカロライナ州の3議席も改選されることとなり、2014年は36議席となった。

#### 共和党勝利の要因

今回の中間選挙において、共和党が上下院を制した勝因は様々考えられるが、主な要因として、次の3つを指摘したい。

第一に、オバマ大統領への支持率の低迷である(図表2)。オバマ政権の2期目がスタートした13年に比べ、支持率は低下してきた。特に、選挙戦の直前(9月14日週)には支持率が41%まで低下、54%の不支持率を大きく下回り、民主党候補者の重荷になっていたとみられる。それを裏付ける材料として、共和党へ投票した有権者の61%はオバマ大統領の政権運営に反対するためだったことが世論調査で明らかになった<sup>(注2)</sup>。

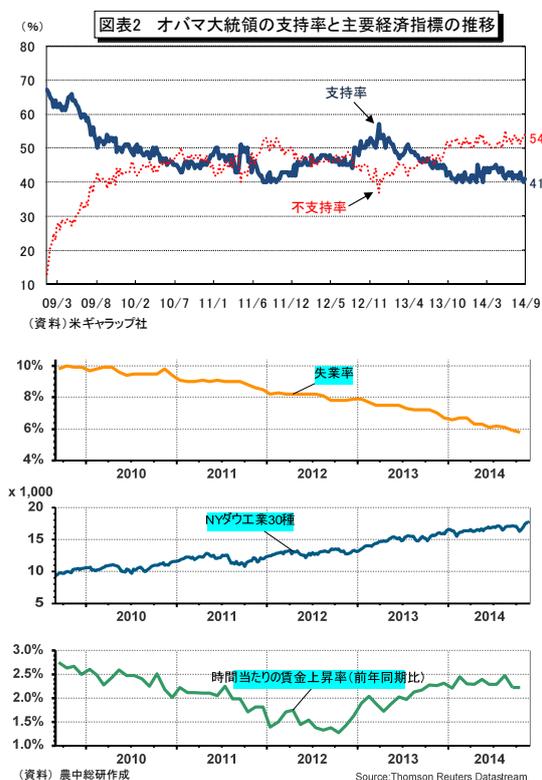
この低支持率の背景には、景気回復を実感できていない人が多いことがある。2000年代後半、金融危機の発生に伴う経済や雇用回復が米国の優先課題とされていたが、CNNの世論調査によれば<sup>(注3)</sup>、経済状況が良くないと答えている有権者は62%と、非常に高い。オバマ政権の下、失業率や株価など経済・金融指標は改善

図表1 2014年米中間選挙の結果

		100議席(各州2名)、任期6年、2年毎に3分の1改選、毎回の選挙で1つの州に1名だけが改選、過半数は51議席		
上院	選挙前	民主党 53	無所属 2	共和党 45
	選挙後	民主党 46	未定 1	共和党 53
		435議席、1選挙区1名の小選挙区から選出、任期2年で2年毎に全員改選、過半数218議席		
下院	選挙前	民主党 199	欠員等 3	共和党 233
	選挙後	民主党 186	未定 5	共和党 244

(資料) 米連邦議会より作成、2014年11月13日現在

しているのに対し、賃金上昇ペースは遅れている（図表2）。このため、多くの有権者には民主党の政権運営成果が評価されなかった。



第二に、「イスラム国」やエボラ出血熱の拡散など急浮上した外交や危機対応分野での政府の対応に、有権者は不安を募らせていることである。世論調査によれば、40%の有権者は、イスラム国との戦いは5年以上にかかると回答している。また、エボラ出血熱に対する政府の対応に関しても、約40%の有権者は信任していないと答えている（注4）。

第三に、共和党にとって、選挙のタイミングが有利に働いたことである。一般的に、中間選挙では政権運営についての批判を受ける与党が議席を減らすことが多い。また、上院で改選される36議席のうち、民主党の21議席に対し共和党は15議席であり、つまり民主党はより多く

の議席を守らなければならなかった。このほか、改選州の多くは共和党の支持基盤が強い中南部に位置しており、共和党にとって有利な選挙戦を展開できた。

図表3 上院選挙接戦州の得票率

州	共和党	民主党
ニューハンプシャー	48.4%	51.6%
ノースカロライナ	49.0%	47.3%
ジョージア	53.0%	45.1%
ケンタッキー	56.2%	40.7%
アーカンサー	56.5%	39.5%
ルイジアナ	41.0%	42.1%
アイオワ	52.2%	43.7%
カンザス	53.3%	42.5%
コロラド	48.8%	45.7%
アラスカ	49.0%	45.3%

(資料) AP 通信

また、上院選で与野党の支持が拮抗するとされた10の「接戦州」では、実際には接戦にならなかった（図表3）。ニューハンプシャー、ルイジアナ、アイオワなど接戦州では、事前の世論調査で支持率の差はあまり変わらないとされたにもかかわらず、結果からみれば民主党はニューハンプシャー州でしか勝利を収めることが出来なかった。なお、ルイジアナ州では民主党と共和党のいずれも投票の過半数を獲得していないため、12月6日に決選投票を行う予定である（注5）。一方、残る8つの州の全てで、共和党が議席を獲得した。接戦州で圧勝したことは共和党の上院過半数議席の獲得に大きく貢献したといえよう。

（注2）Dennis Lynch（2014）を参照されたい。

（注3）CNN ORC POLL。

（注4）Susan Page（2014）に参照。

（注5）一部の州では、立候補誰もその得票が有効投票の過半数を超えていない場合、上位候補に絞って決選投票を行うことが定められている。

## 共和党の政策路線と最近の動向

今後2年間は、民主党政権と共和党議会の政治構図になることから、重要な法案、予算や人事などは通りにくく、オバマ大統領の政権運営はいつそう厳しくなると見込まれている。オバマ大統領は大統領令<sup>(注6)</sup>や拒否権を発動する対抗手段を持っているが、その場合対立が深まり政治そのものが機能不全に陥る可能性がある。

しかし、14年中間選挙はあくまでも16年大統領選に向けての通過点に過ぎず、この先2年間に共和党がどのような政策路線を取るかが今後の焦点とも言える。そこで、共和党の主な政策を概観すると、オバマ政権に対し、協調路線と強硬路線を併行させて対応する可能性が高いと思われる。

まず、TPPをはじめとする通商政策、財政再建などの分野で、共和党はオバマ政権に協力姿勢を示す可能性が高い。エネルギー、農業などの産業を支持基盤としている共和党は、TPP交渉を積極的に押し進めていることから交渉の前進が予想される。ただし、日本に譲歩を迫る圧力が高まることには留意する必要がある。また、歳出削減については、「小さな政府」を主張する共和党は基本的にそれを支持しやすい立場である。

一方で、16年大統領選に向け、国民に統治能力をアピールしなければならない共和党は、民主党との差別化を図り、強硬路線を取ることも考えられる。ただし、13年10月に起きた連邦政府閉鎖のような事態では、共和党が批判の矢面に立たされたこともあり、強

行路線の採用は限定的と考えてよいだろう。具体的には、「イスラム国」問題への本格的介入や「医療保険制度改革法案」(オバマケア)の撤廃などこれまで共和党が強く批判してきた政策では、オバマ政権に対し、より一層攻勢を強めるだろう。また、エネルギー政策については、シェールガス・オイルの開発加速や輸出拡大を促すための石油・ガスパイプラインの迅速な承認や輸出関連法の改革が共和党に強く求められており、環境要因で消極的な姿勢を示してきたオバマ大統領に対し、強硬路線を取る可能性も高い。このほか、市場で関心が集まっている金融規制について、共和党は大銀行をはじめとする金融機関を制限するドッド・フランク法はやり過ぎだと主張しており、最低でも一部内容の変更や制限緩和を求めるはずであろう。

なお、税収改革など議論の余地のある政策課題をめぐっては、共和党(富裕層や法人税に対する減税)と民主党(中間層の税負担増の回避)の主張が大きく異なっており、国民の間でも隔たりが大きいため、抜本的に議論が進展することは期待できないだろう。

実際、中間選挙が終わって間もなく、今後の共和党の政治路線を示す手がかり

図表4 共和党の今後の政策路線

	政策課題	協調路線	強硬路線	不透明
経済分野	通商政策	○		
	エネルギー		● 開発加速と輸出拡大	
	金融規制		● 一部内容の変更や緩和	
財政・福祉・公共管理分野	歳出削減	○		
	税制改革			◎
	医療改革		● オバマケアの撤廃	
外交・安全分野	イスラム国		● 介入の本格化	

(資料) 農中総研作成  
○(協調路線)、●(強行路線)、◎(不透明、両方の可能性がある)

も確認された。11月5日、オバマ大統領は記者会見を開き、新議会に向け共和党の協調を呼びかけた一方、基本路線の変更はないと、自身が重視する政策に関して妥協しない姿勢を示した。これに対し、同日に共和党の上院院内総務マコネル氏は「税法改正や貿易協定を推進することについて、オバマ大統領と話し合った」「政府閉鎖や国家債務のデフォルトは起きない」と記者に明言した。こうした発言を受けて、市場では、共和党の強硬姿勢で政府閉鎖の再発という懸念を払しょくしたと同時に、オバマ政権にこうした政策課題に協調する姿勢を見せたと評価されている。また、ベイナー下院議長（共和党）は6日に記者会見し、オバマケアの撤廃を要求したうえで、カナダから米国に原油を運ぶ「キーストーン XL パイプライン」建設<sup>(注7)</sup>の早期承認を要請した。

このように、共和党はオバマ政権に対し、協調と強硬を織り込ませた路線を採り始めている。

(注6) 11月20日、オバマ大統領は移民制度改革に関しての大統領令を発令し、年齢・学歴・経歴などの条件を満たす不法移民に一時的に強制送還を免除し、労働許可を与えることとした。

(注7) キーストーン XL パイプライン (Keystone XL Pipeline) はカナダのHardistyから米国モンタナ州のAlbertaを經由し、サウスダコタ州を通りネブラスカ州のSteele Cityに至るパイプラインである。2012年オバマ大統領は環境要因でその建設を拒否した。引き続き、キーストーン XL パイプライン建設を承認する法案が14年11月14日に下院で可決されたが、18日に上院で否決された。

## 今後の課題と注目点

16年大統領選に向け、共和党、民主党

ともに、それぞれの課題が存在する。

共和党内部には「党内規律が存在しておらず、エスタブリッシュメントが多数を占める指導部と茶会系議員との間に特に深刻な意見の対立が存在する」(西川2014)との指摘があるように、共和党は党内結束や意見統一などの重要課題に直面している。また、16年の上院選は、共和党と民主党の立場が逆転し共和党が守勢になる。16年には34の上院議席が改選されるが、うち民主党は10議席しかなく、共和党は24議席を占め、16年には共和党の選挙プレッシャーが相当大きいと言えよう。

一方で、14年中間選挙で敗北したオバマ大統領・与党民主党は、議会で共和党の協力を模索しつつ、共和党の議会優勢に対抗しなければならない。しかし、与党民主党内ではオバマ大統領との距離を置く動きも見られ、今後2年間の政権運営の新たな不安要素になりかねない。

また、民主党、共和党ともに16年大統領選に向けて有力候補がまだ決まっておらず、誰が出馬するか、どのような政策を打ち出すか、にも注目が集まっている。

(14年11月25日現在)

## 参考文献

Dennis Lynch (2014) “Midterm 2014: Obama, The Economy, Women, Ebola, What Analysts Are Watching”, International Business Times, Nov. 3<sup>rd</sup>, 2014.

Susan Page (2014) “Land of the fearful: a nervous America prepares to vote”, USA TODAY, Oct. 30<sup>th</sup>, 2014.

西川賢 (2014) 「2014年アメリカ中間選挙 update 3: 2014年中間選挙後の共和党を展望する」、東京財団。

### 米国のマクロプルーデンス政策について

#### ～資産価格の上昇は金融政策で対応するものなのか？～

高島 浩

##### 要旨

今回の金融危機において、個別の金融機関の監督のみでは金融システム全体に与える脅威に対して必ずしも十分でないとの反省から、監督の追加的なアプローチとしてマクロプルーデンス政策が注目されている。

米国においても、金融緩和政策が、資産価格の上昇等バブルの発生を引き起こす可能性はあるが、金融システムの安定化の手法として、マクロプルーデンス政策に過度な期待を置くことは危険であり、金融政策による対応も引き続き否定できないのではないかと懸念も浮上しつつある。

##### はじめに

10月に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）においてQE3が終了し、2008年12月から適用されたゼロ金利政策が来年にも終了するのではないかとということが投資家の間で議論されている。

実体経済については、労働参加率等の低下があり、失業率は実際に計測される状況に対して悪い可能性がある。また、一方で、低金利政策の悪影響が、資産価格等が上昇し、バブルが発生するのではないかと懸念も浮上しつつある。

後者のアセットバブルの発生の可能性については、金融危機以降の連邦制度準備委員会（FRB）による量的緩和策の副作用として発生したものと想定されるが、金融政策を正常化する中で、実体経済への影響を抑えつつ、かつ、アセットバブルの芽を摘むことにより新たな金融危機の発生を抑えることが必要で、その手法としてマクロプルーデンス政策の利用が金融当局者の中で議論となっている。

##### マクロプルーデンス政策への背景

プルーデンスとは金融規制においては監督政策を意味するものであるが、個別の金融機関の自己資本や資産の安全性について監督を行う（ミクロプルーデンス）ものに対して、金融システム全体の安定を目的として監督を行うことについてマクロプルーデンスと呼んでいる。

マクロプルーデンスという言葉自体は、1970年代より議論されているもので目新しいものではないものの、今回の金融危機において、個別の金融機関の監督のみでは金融システム全体に与える脅威に対して必ずしも十分でないとの反省から、監督の追加的なアプローチとして注目されている。

実際に、米国においては、ドッド＝フランク法に基づきマクロプルーデンスに係る政策・提言を行う組織として、米財務局の中に金融安定監視協議会（FSOC）が設立され、財務長官を議長とし、FRB議長他連邦当局の長10名が議決権を持つメンバーとなった協議の枠組みが整った。FSOCは、金融調査室（OFR）を事務

局として、金融機関、金融市場の情報や実体経済の情報等を収集。各当局が監督を通じて収集した情報と併せて、監督当局間で情報交換を行い、金融システムの安定に脅威となりうる論点について、実務的な意見交換を行い、必要に応じて監督当局に対して提言を行うこととなっている。

### マクロプルーデンス政策とは

それでは、マクロプルーデンス政策とはどのようなものか？

マクロプルーデンス政策は、金融システム全体に脅威となる可能性のある事象に対して予防的に対策するもの総称であるが、その手法には2つの種類がある。

一つ目の手法としては、時間の経過とともに一部の金融マーケットにリスクが発生するものに対応するもので、その時々々の経済情勢を踏まえて、当局の裁量で金融機関の与信規制等を指導するものである。たとえば住宅金融においてバブルが懸念される場合に導入される借入金担保比率規制（いわゆる LTV 規制）などである。また、1990年に日本当局が導入した不動産融資の総量規制もマクロプルーデンス政策と言える政策である。

もうひとつの手法としては、金融機関に蓄積するリスクが他の市場等へ波及・増幅しないように事前に対策をとるものがある。具体的な手法としては、バーゼル委員会の国際同意に基づいて、金融機関がカウンターシクリカルバッファを導入し、景気変動に応じて自己資本比率を変更するように求めることや、規模の大きな金融機関に対して自己資本の積み増し等を求める追加的な規制などがある。また、米国においては、CCAR と言われる

統一のシナリオに基づく金融機関のストレステストもマクロプルーデンス政策とされている。

いずれの場合も、リスクが発生した場合に、個別金融機関の安全性に着目してボトムアップで監督を行うのみでは対処が難しい状況に対応しようとするもので、金融監督を通じて収集した情報や実体経済の情報等を勘案し、バブルの発生やそれが市場全体に波及しないように事前に対策を行うことに力点が置かれている。

### 金融政策との関係

マクロプルーデンス政策は、金融システムの安定化を目的としていることから、金融システムを通じて物価の安定への取り組みを行う金融政策と補完的な関係にある。

イエレン議長は、本年7月の IMF の講演において、「2000年代半ばの時期には住宅価格が急上昇していることについての認識はあったが、金融政策を用いたバブルの抑制は効果的であるかもしれないが、極めて blunt（遠慮のないもの）で雇用への影響が大きくなるため、金融機関の行動に直接的な影響を与えるマクロプルーデンス政策を用いることが有効であったのであろう」と述べている。そのうえで、グローバルな金融危機を踏まえて、マクロプルーデンス政策の実効性について大きな進展があったとし、今後こうしたバブル発生の懸念に対しては、マクロプルーデンス政策を用いることを暗に示唆した。

### 有効性はどうか

上記のとおり、金融システムの安定化に係る政策上の枠組みは整い、実際の政

策についても進展がみられるものの、その有効性について疑問を投げかける向きも多い。

バーゼル委員会の金融経済部長であるポリオ氏は、金融システムの安定という原則はわかりやすいものであるが、実行は極めて難しい政策であると述べている。平常時のストレステストにより金融機関の安全性を確保したことをもって、マーケット全体が安全であるとの誤解を与え、間違ったメッセージとなってしまうことや、金融、財政政策との連携がないと十分に機能しない点等を理由に挙げて、過度の期待を持つことについて警告している。

また、イスラエル中銀で金融危機後の住宅価格上昇に対して LTV 規制等のマクロプルーデンス政策を実施したフィッシャー現 FRB 副議長は、中銀がマクロプルーデンス政策を実施する際には金融政策以上に経済界等の抵抗が強いことを認めている。金融政策が金利政策によるシンプルなものであるのに対して、マクロプルーデンス政策は、複雑でその影響力も多様であるため、今後ともその潜在能力や限界について見極めていく注意が必要であるとしている。

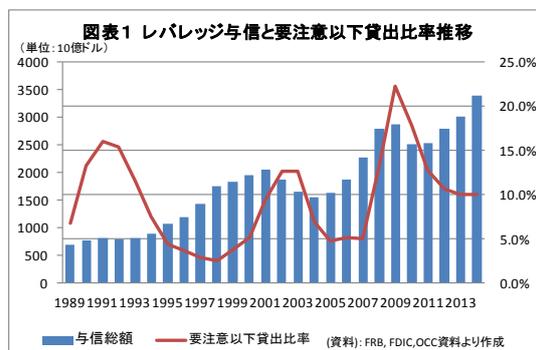
総じて、マクロプルーデンス政策は、金融危機後注目されているが、政策手段の選択やその有効性については発展段階にある。また、金融政策がインフレ率や失業率の将来の予想を行うものに対して、マクロプルーデンス政策は、その時々金融情勢に応じて、さまざまな分野について当局が裁量的に政策を打ち出すことが可能である。すなわち、マクロプルーデンス政策は、万が一に備えた取り組み、すなわち金融用語でいうところのテール

リスク対応であることから、リスクが実現した際の状況を事前に想像することが難しく、政策の影響を受ける業界、たとえば住宅業界等、からの抵抗にもさらされる政策であるといえる。

## 届かない当局の警告

主に銀行監督を行う連邦監督当局 3 局は、昨年 3 月に中小企業貸出であるレバレッジ貸出に係るガイダンスをリリースしている。これは、金融緩和の副作用として一部の投資家がイールドを求めて信用力の低い貸出を増加させることに対応するため行ったマクロプルーデンス側面からの警告である。

しかし、ガイダンスの有効性は低かったことが 11 月 7 日に公表された当局の 2014 年のレビューで明らかとなった。2014 年の当局のレビューは、こうしたレバレッジ貸出のうち 20 百万ドル以上のシンジケートローンを対象として、その 81% の貸出を当局が確認しその結果を公表したもので、図表 1 で見るようにレバレッジ貸出の残高は増加傾向をたどり、要注意債権の比率も危機前のほぼ 2 倍の状況が継続している。



また、要注意以下貸出がノンバンクセクターに集中していることも明らかになった。

この結果に銀行監督を行う 3 局はいら

だちを感じており、報道によるとガイドライに従わない場合には、業務停止等の強力な手段を用いることも示唆している。ただし、こうした貸出がノンバンクセクターにシフトした場合には効果がない。また、経済界からは米国の将来成長性を削ぐ裁量的な規制強化には反発も大きく、金融安定化の観点から FSOC が金融市場全体を網にかけた提言を行うことは想定し難いと言えるのではないか。

## おわりに

金融危機後の量的緩和の出口戦略の議論がある中、金融システムの安定化のためにマクロプルーデンス政策の役割が重要視されつつあるが、その取り組みの有効性は十分であるとは言えない。

英国においても低金利政策を継続する中、その副作用として住宅価格の上昇等の影響が出始めているため、2013年9月に住宅貸出に関する注意喚起の声明を発表し、一部政策変更を実施したが、ロンドンでの住宅価格の上昇には歯止めがかかっていない。IMF はマクロプルーデンス政策で有効な効果が上げられない場合には、利上げが必要でないかと注意喚起を行ったと報道されている。

米国の金融政策が、引き続き物価の安定や雇用の動向に着目している点には議論の余地はないが、低金利の副作用としての金融システムが脆弱となることについても十分に配慮が必要なものである。こうした意味から、金融安定化を目的とした様々な手法を研究し活用することは有意義であるといえるが、これまでの対応をみる限り、有効なマクロプルーデンス政策が実行可能と断言はできないのではないか。

FSOC の下で連邦監督当局は、マーケットの状況を引き続きモニタリングして、新たなマクロプルーデンス政策の活用を模索することとなる。イエレン議長も、金融安定性懸念に対処するために、金融政策の目的であるインフレや雇用を犠牲にすることはないと表明しているが、一方で、潜在的に想定以上の市場の変化が発生した場合には、金融政策のスタンス変更により対応することを排除していない。

来年以降のゼロ金利政策の終了がマーケットのテーマとなっているが、その間に予想外に資産価格の上昇等が発生し、それに対してマクロプルーデンス政策が有効に機能しなかった場合には、金融政策によるいわゆる Blunt な対応が必要となる可能性も排除できないことを留意すべきであろう。

## 【参考文献】

George Akerlof et al,(2014)“What Have We Learned? Macroeconomic Policy after the Crisis” (Cambridge, MA The MIT Press)

Janet L. Yellen,(2014)“Monetary Policy and Financial Stability” Remark on the 2014 Michel Candesus Central Banking Lecture, IMF

井上哲也 (2014)「マクロ・プルーデンス政策に係る最近の考え方や監督規制の動向」金融庁金融研究センター

井上哲也(2014)「FRB のイエレン議長による議会証言-take off from the table」<http://fis.nri.co.jp/ja-JP/knowledge/commentary/2014/20140716.html>

小立敬 (2011)「マクロプルーデンス政策の構築に向けた取り組み」金融庁金融研究センター

Bloomberg.co.jp 「英中銀は利上げ準備を、住宅値上がり抑制で必要なら - IMF」<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-ND2W386JTSEK01.html>

## 日本の財政 : 財政収支と公的債務残高

南 武志

2014年度の一般会計予算によると、公債金(新規国債発行額)は41.3兆円であるが、この金額を中央政府(国)の財政収支とするケースが多い。一方、14年9月末の国債および国の借入金の合計は1,038.9兆円(うち、国債:758.7兆円、政府短期証券:116.6兆円、借入金:54.5兆円)である。フロー、ストックの両面とも、日本の財政状況の悪さは世界有数である。

### 財政収支・公的債務の定義

財政収支や債務残高を計算する上でどこまでを範囲とするかによってその規模は自ずと変わる。例えば、冒頭で紹介した新規国債発行額のほか、借入金の変動、さらには地方政府、社会保障基金、公的企業などを考慮する場合もありうる<sup>(注1)</sup>。ちなみに、よく引用される「国と地方の長期債務残高」は、国債、一般会計借入金、地方債、交付税及び譲与税配布金特別会計(交付税特会)借入金の合計(14年度末見込み:971兆円)に、道路債務

承継国債、エネルギー特会借入金等(同:合わせて約17兆円)と公営企業債の普通会計負担分(同:約22兆円)を加えたものである(同:1,010兆円)。

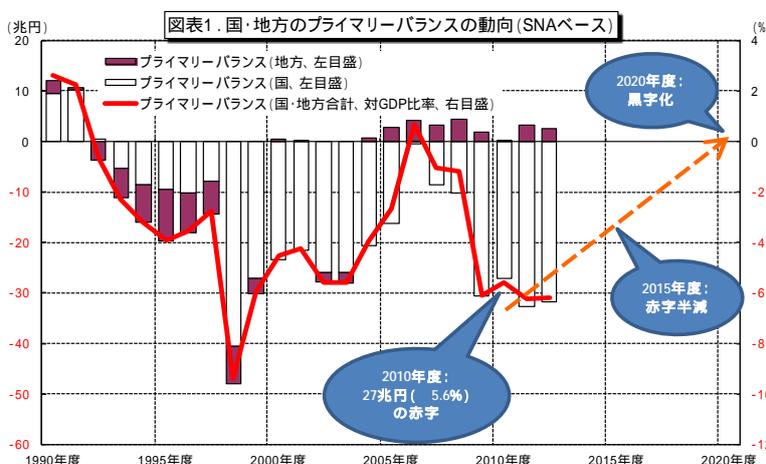
なお、負債サイドだけではなく、資産サイドも考慮し、負債から政府保有の資産を差し引いた純債務残高に注目することもある(一般政府(12年度末)では597兆円)。

一方、税収や財政支出は景気変動に伴って変動することから、循環的な部分と構造的な部分に分けて考えることもある。つまり、完全雇用に近い状態においても発生する部分が構造的財政赤字であり、財政構造改革をしない限り、半永久的に残ることになる。

また、財政健全化目標として、基礎的財政収支(PB)に着目し、その均衡化・黒字化を早期に達成させようという動きもある。PBとは、税収などの国債発行以外の歳入と元利払い以外の歳出との差額であり、その時点で必要な経費を税収などで賄えているかを示す指標となる。国

の一般会計予算で見ると、14年度は18.0兆円(公債金以外の歳入:54.6兆円、PB対象経費:72.6兆円)となる。また、SNAベースの国・地方政府を合わせた12年度のPBは29.3兆円(GDP比率:6.2%)である。

(注1)中央・地方政府に社会保障基金を加えたものを「一般政府」、それに公的企業などを加



(資料)内閣府「国民経済計算年報」より作成

(注)プライマリーバランス(基礎的財政収支) = 財政収支 + 利息受取額 - 利息支払額

なお、制度変更に伴う特殊要因により、特殊要因が発生している。10年度については特殊要因が震災復旧・復興関連等を除けば、対GDP比で6.6%の赤字。

えたものを「公的部門」と呼ぶ。

## 財政赤字増加の背景

財務省「日本の財政関係資料」では、1990年度末から2014年度末（見込額）にかけて増加した約603兆円の国債残高の要因分析が示されている。これによると、歳出増による影響が約335兆円で、このうち社会保障関係費が約210兆円、地方交付税交付金等が約78兆円、公共事業関係費が約59兆円となっている。

一方、税収減の影響は約197兆円で、税制改正に伴う分が約57兆円、利子・配当・土地および株式譲渡所得にかかる所得税収減の累計が約107兆円となっている。一方、その他収入は51兆円と、残高抑制に働いた。

このほか、90年度の収支差分による影響が約68兆円、国鉄等債務承継を含めたそれ以外の要因が約54兆円、としている。

以上の分析からは、国債発行の減少にとっては、社会保障関係費を抑制し、かつ税収増を図ることが重要との示唆が得られる。

## 財政の維持可能性の条件

PBと財政の維持可能性の関係については、ドーマー条件やボーン条件などが知られている（いずれも十分条件である）。いわゆるドーマー条件<sup>(注2)</sup>とは、名目成長率が利子率を上回る場合、PB赤字が対GDP比で一定であれば財政は破綻しない、というものである。06年の経済財政諮問会議では、これらの関係に関し、竹中総務相（当時）と吉川東大教授ら民間議員（当時）との間で論争が繰り広げられるなど、議論は多い。

一方、ボーン条件とは、前年度に財政

状況が悪化した場合、今年度はそれに応じてPBを改善させればよい、とかなり緩いものである。この場合、債務残高の対GDP比率は高まる可能性もあるが、動学的な政府の予算制約は満たされることになる（いわゆる横断条件の成立）。

なお、現政権では、15年度のPB赤字（対GDP比率）を10年度水準（6.6%）から半減させ、20年度にはPB黒字化を達成する、という目標を掲げている。

（注2）ドーマー自身が提唱した「ドーマー定理」である「財政赤字がGDPの一定比率であれば、国債発行残高のGDP比率は一定の値に収束する」とは異なる点に注意が必要である。

## 厳しいPB黒字化目標の達成

14年7月に示された内閣府「中長期の経済財政に関する試算」では、アベノミクスが奏功し、13～22年度の平均成長率は実質2%程度、名目3%程度となる、

消費者物価上昇率は中期的に2%近傍で安定推移する、15年10月に消費税率が10%に引き上げられる、等の想定を置いた場合の国・地方のPBの対GDP比率を試算している。これによると、15年度のPBは3.2%程度と半減目標は達成されるが、20年度は1.8%程度と黒字化目標は達成できない、としている。20年度以降も同程度の赤字比率が残る予想となっており、一段の収支改善努力、つまりは増税措置もしくは歳出削減を求める内容となっている。

一方、4月の消費税増税後の景気動向を振り返ると、適度な賃上げが定着していない中での増税が国内景気に与える影響は無視できないことが確認された。デフレ脱却・経済成長と財政健全化の同時進行は現実的でないように思われる。

## 製造工業生産予測指数の実現率

竹光 大士

## 実現率とは

製造業等の動向から景気を把握する統計として、鉱工業指数があるが、今回は製造工業生産予測指数の実現率について考えてみたい。この数値は「今回調査による前月実績指数/前回調査による当月見込み指数」をもとに算出され、前回の見込値がどれだけ実績となったかを表したものである。

一般的には、景気の山を通過しても、しばらくは企業が強気の生産見込みを維持するため、実際には低下を始める実需に追い付かず実現率がマイナスへと変化する。反対に、谷を通過すると実現率はプラスへと変化する。このように、実現率は景気のサイクルに沿ってプラス、マイナスを繰り返すとみられている。

## 実現率の特徴

ただ、実際には、実現率は下振れする傾向がある(図表1)。08年以降の製造工業の実現率はこの間、景気拡大期の方が長いにもかかわらず、平均で1.8%となっている。予測指数は基本的に楽観的なバイアスのある指標と言えるかもしれない。また、リーマンショックと東日本大震災が発生した局面では実現率が大きく低下したが、これは想定外の事態による特殊要因であろう。

ここでは、3業種をピックアップして実現率の特徴を考えてみた。はん用・生産用・業務用機械工業は、平均マイナス幅が大きい業種である(4.1%)。他業種に比べ09~11年(平均4.8%)の弱さが目立つことから、同時期に進行した円高により、設備投資の先送りが起こったことが生産下振れにつながった可能性がある。

次に、電子部品・デバイス工業の実現率は大きく上下に振れる傾向がある。これは、当業界特有のもので、生産が市況に左右されやすいことが挙げられる。特に、12年前後(12年の平均3.6%)は需要減退の中、国内大手半導体メーカーの破綻等が起こったことから、業界全体が混乱し、実現率も大きく振れたとみられる。

一方、輸送機械工業は、東日本大震災発生直後を除くと、実現率が平均するとゼロ近辺で振れも小さく安定的に推移している。これは、計画的生産やサプライ・チェーン・マネジメントが徹底されており、生産数量の修正が少ないからだと考えられる。

なお、想定外の需要減が起きたとみられ、消費税増税後(5月以降)から9月にかけて実現率は大きく下振れしている。

図表1 景気の山、谷及び増税後の3ヶ月間の平均実現率 (%)

業種/日付	谷	山	増税	7年間平均	除く震災
	09年3月	12年4月	14年4月	08年1月~14年10月	08年1月~14年10月
期間	09年4月~6月	12年5月~7月	14年5月~7月	08年1月~14年10月	11年4月~5月を除く
製造工業	0.2	1.7	2.3	1.8	1.6
はん用・生産用・業務用機械工業	3.0	3.5	4.7	4.1	3.9
電子部品・デバイス工業	7.1	3.1	1.6	1.2	1.1
輸送機械工業	1.7	0.3	0.8	1.1	0.1

(注)12年4月の山は暫定  
(資料)経済産業省、内閣府

## 労働市場情勢指数 (LMCI)

趙 玉亮

米国の失業率が低下を続ける一方、「雇用の質」を表す指標の回復はまちまちで、労働市場の改善についても評価が分かれている。こうした中、連邦準備理事会 (FRB) は、労働市場の動向を示す総合的な指標として、労働市場情勢指数 (Labor Market Conditions Index) を 14 年 10 月から毎月公表することとした。

注目度が一気に高まった。

### LMCI の課題と問題点

しかしながら、LMCI は開発されて間もないため、検討すべき課題も多い。

まず、LMCI のモデルやそれに組み込まれる指標の合理性には検討の余地がある。LMCI の開発者も、「LMCI は公式な統計」というより「スタッフの研究成果」と見なしている。実際、類似した総合指数は他にもあり、例えばカンザスシティ連銀は 14 年 8 月、24 指標を用いて労働市場情勢指数を開発し公表したが、合理性に対しての検討の余地があるとして、市場関係者にそれほど注目されなかった。

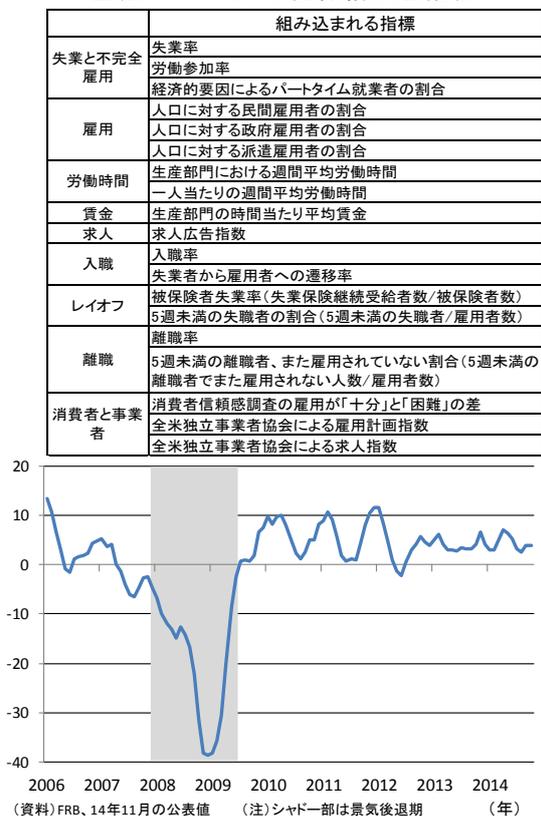
### LMCI はどのような指標

LMCI とは、失業や雇用など 19 の指標をもとに算出される、労働市場の全般的な状況を示す総合指数である。LMCI はゼロを上回ると雇用改善、下回ると雇用悪化を意味する (図表 1)。イエレン FRB 議長がジャクソンホールでの講演 (14 年 8 月) で LMCI に言及したことから、その

また、毎月、19 の指標が更新される度に、LMCI モデルは過去にさかのぼって全ての LMCI 結果を修正している点に注意する必要がある。例えば、10 月公表した 7、8、9 月の LMCI は (2.7、2.0、2.5) であるのに対し、11 月分でこの 3 ヶ月の数値は (3.2、2.7、4.0) であった。こうした修正の存在は市場関係者が利用する上での大きな留意点と言える。

なお、政策当局は、これまで失業率や非農業部門雇用者数などの個別指標の動向を追いながら、労働市場の好悪を判断してきた。一方、LMCI は実際の経済状況とどのように比較すればよいか、不明なところが多い。そのため、今のところ LMCI は失業率などの個別指標を補完するための指標だと捉えてよいだろう。今後、政策当局が政策判断を行う際に、この指標をどのように利用するかについてはさらなるデータの蓄積を待つ必要がある。

図表 1 LMCI の指標構成と推移



## 海外の話題

# バスに乗って

農林中央金庫 北京駐在員事務所長 森下 純也

北京赴任直後、頻繁にお世話になった移動手段はタクシーです。しかし、中国語で目的地を伝えるのに苦勞する場合がある事に加え、絶対数が不足しているためか、夜9時台や雨天時等、ここぞという時に空車が走っておらず、これからの季節であれば寒空の下、長時間待たされる可能性が高まります。また、供給不足という売り手市場を最大限生かし、人通りの多い場所に車を止め、価格交渉後に乗車させる運転手や、そもそもメーターを倒さない運転手も中にはいます。私は経験がありませんが、以前は、100人民元札を渡すと、受け取った真札をすり替えて偽札を返却する運転手がいたそうです。

街中を走っているタクシーを見ると、運転手の隣に座って楽しそうにしゃべりながら目的地に向かっていく方も大勢おられるので（中国では一人で乗車する場合も、なぜか運転手の隣に座る方が多いです）、殆どのタクシーは問題ないとは思いますが、私自身は苦手意識があります。

赴任後暫くすると、地下鉄にも乗るようになりました。路線拡張が進んでいるうえ、マイカー利用を抑制し、道路渋滞 / 大気汚染を軽減するという政策誘導や庶民の足の確保という観点から料金が低水準に設定されており、地下鉄であれば、どこまで乗っても、乗り換えても通常40円程度という安さです。市内中心部を走る地下鉄の名称は「1号線」等、番号のみの分かりやすいものとなっている事も使い勝手を良くしています。

自動車保有の増加に伴い深刻化している道路渋滞の影響を受けないのも良い点です。しかし、平日 / 週末を問わず常に混んでいる印象がある事、終電が一般的に早い事、拡張が進んでいるとはいえ、地下鉄駅のアクセスを持たない大きなショッピングモールや繁華街が存在する事、等が地下鉄利用のネックとなります。

便利だよと教えて下さる方がいて、恐る恐る挑戦したのがバスです。タクシーが捉まらないため、地下鉄駅まで30分近く歩かなければならなかった時、バスが何台も通り過ぎたのに乗車しなかったのは、①どのバスに乗ったら良いかわからない（→地図アプリに目的地 / 到着地を入力すると、乗車すべきバスの番号、乗車 / 降車のバス停を正確に教えてくれます）、②乗り方がわからない（→普通のバスは前乗り、後ろ降り。乗り口を知らせるシールも貼られています）、③日本と違って運転手に降車を伝えるブザーが無いため、降りられるか不安（→街中のバス停は全て停車する義務があるそうです）等の不安があったためです。

試しに乗ってみると地下鉄駅の無い目的地近くにもしっかり行ける事もありとても便利です。料金も全区间20円程度（一定距離以上の場合に料金が加算される長距離路線もあり）と非常に安く、地下鉄と共通のプリペイドカードを使うとさらに割引が適用されます。

道路渋滞の影響を受けたり、終バスが早い事に加え、バス停には路線図と始発 / 終発の時刻表示はあるものの、肝心の時刻表が無く、いつになったらやってくるのか分からない事、映りが悪いテレビやWIFIは付いているのに、エアコン装備率は半分程度に留まる事、等の問題はありますが、いつになったら来るのか分からないバスを皆で待つ行為に全くの他人とはいえ何だか一体感が感じられる事、車に乗って通る主要道路とは異なる全く知らない路地を走り、道路脇でトランプや麻雀を楽しむ様子等、普段着の北京を車窓から眺められる事等が気に入り、今ではすっかりバス・ファンになっています。

ブザーが無いという不安については、確かに全てのバス停で停車するため、これまで降りられなかった経験はありませんが、何となく不安なので、早めに降り口近くに立って、運転手に降車をアピールするよう

にしています。

北京市民の手軽な移動手段として定着しているバス / 地下鉄ではありますが、料金設定がコストを度外視したものとなっているため、財政負担は深刻化しています。運賃収入と運営コストの差額を補てんする政府補助金が年間 3,000 億円超の水準となっているため、間もなく値上げが実施される予定となっており、どの程度の値上げとなるのか注目されています。

つい最近の週末、バスに 1 時間以上揺られて帰宅しました。夏の間はエアコン無しのバスだどがっかりしつつも次のバスが何時来るか分からないので我慢して乗っていたものですが、開いた窓から入る空気がひどく冷たく、短いと聞いていた北京の秋が本当にもう終わろうとしていると実感しました。