

## 潮流

# イノベーション（革新）と金融機関

理事研究員 高島 浩

リーマン証券の破綻を発端とする国際金融危機の原因のひとつに、証券化商品の金融イノベーションがあるとされている。証券化とは、貸出資産を金融機関のバランスシートから切り離して新たな投資商品を作り出す手法である。金融機関にとっては、与信後にその資産を即座に売却することで資金効率を高め、収益力を引き上げることが可能となる手法であり、実体経済にとっても、金融市場を効率化する手段として有益なものである。ただし、キャッシュフローを高度に組み合わせた複合商品も開発され、実質リスクを正しく反映しないまま高い外部格付を取得した商品が生み出されていったことが、金融危機を作り出した一因といえる。リスク分析が難しい複雑な商品が開発されたことにより、結果として実体経済に悪影響を与えることとなってしまったことは、金融イノベーション活用の負の側面が明らかになった事例といえるのではないだろうか。

最近では、ITを活用したイノベーションを金融業務に取り入れようとする動きがある。これは、従来、金融機関が独占していた預金・貸出・決済の分野において、ITベンチャー企業が類似のサービスを革新的な手法で提供する動きが欧米で活発になったことを契機とする動きである。米国の大手金融機関であるJP MorganのCEOが株主宛の書簡で「競争相手はシリコンバレーからやってくる」と指摘しているように危機感を持った捉え方がされている。欧米の金融機関において、今後の銀行業務の将来像にも強い影響力を及ぼすとの見方が広まりつつある。

日本においても、ITイノベーションの取り込みによる利用者への利便性確保への取組みが、金融機関の将来像に大きなインパクトを持つとの認識が定着しつつある。金融審議会では、金融サービスに関するイノベーションを積極的に取り入れることが可能となるような銀行業規制等のあり方がテーマのひとつとして検討が進められている。今後、国内の金融機関の経営戦略において、ITイノベーションの取り込みによる利用者の利便性確保への取組みが重要なテーマとなっていくことが想定される。

一方、ITを活用した金融サービスの向上は、顧客との取引関係にも影響を与える。例えば、インターネットを活用した取引が増加することに伴い、顧客の店舗を利用する目的も変化し、店舗数の減少や店舗で提供するサービス内容が変化することも想定される。また、インターネットを利用しない高齢者等の利便性が損なわれることが懸念されるなどの影響もある。

IT関連企業と競合しつつ、革新的な金融サービスを提供するためには、新たな組織風土や発想が必要であり、従来以上のスピードが求められる。また、イノベーションが金融機関のビジネスモデルを大きく変化させる可能性もある。金融機関には、顧客に対して信頼性のあるサービスを提供することが最も重要な使命であることを踏まえた適切なイノベーションの活用が求められているのではないかと。

## 消費・輸出の低迷により、4～6月期はマイナス成長

～ 中国経済への懸念から金融資本市場は大きく動揺 ～

南 武志

### 要旨

賃金伸び悩みからくる民間消費の鈍さ、冴えない世界経済の影響を受けた輸出頭打ちなど、総じて国内景気は足踏み感が強まっている。実際、4～6月期の経済成長率は3四半期ぶりのマイナスに陥るなど、「経済の好循環」が続いているようには見えない。しかし、いつまでも消費や輸出の弱さが続くとは予想しているわけではなく、後ズレした可能性もある夏季賞与の支給や労働需給引き締めりによる賃上げ圧力、さらに秋以降に顕在化すると思われる中国の景気刺激効果などが、消費や輸出の持ち直しを後押ししてくるだろう。遅ればせながら、設備投資の回復などととも、15年度下期には経済の好循環が始まると予想する。

一方、原油安の影響で、物価は鈍化状態に陥っているが、日本銀行はマクロ的な需給ギャップや予想物価上昇率の改善を基に「物価の基調は改善している」との見解を崩していない。市場では今秋の追加緩和を見込む意見も少なくないが、日銀は秋以降は物価上昇率が元に戻り始めるとみており、追加緩和に慎重姿勢を続けるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2015年			2016年		
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	0.076	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.1690	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17	0.10～0.17	
国債利回り	10年債 (%)	0.350	0.25～0.60	0.25～0.60	0.30～0.65	0.35～0.70
	5年債 (%)	0.070	0.00～0.15	0.05～0.30	0.05～0.35	0.10～0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	120.4	115～128	120～130	118～128	118～128
	対ユーロ (円/ユーロ)	138.3	125～145	125～145	125～145	125～145
日経平均株価 (円)	18,540	18,500±1,000	20,000±1,500	20,250±1,500	20,500±1,500	

(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2015年8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

企業設備投資(機械受注など)や労働需給(失業率、有効求人倍率など)といった一部を除き、主要な経済指標は景気の足踏みを示唆するものが多い。

政府ならびに多くの人々が期待していたのは「アベノミクス 企業業績改善 賃上げによる家計所得増加 消費回復など国内需要の改善 雇用増、設備投資増によるサプライサイド強化&企業業績の更

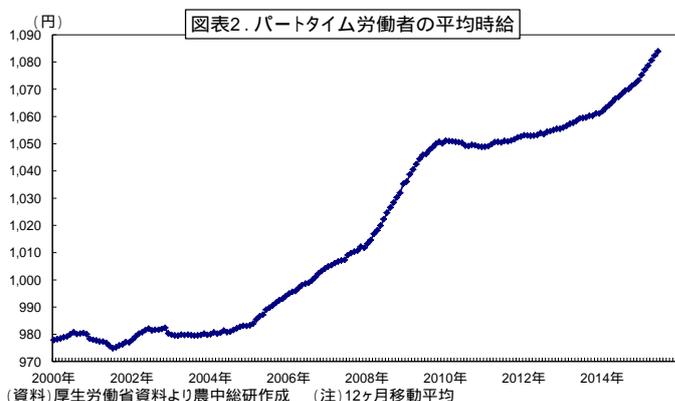
なる改善・・・」という好循環であり、経済財政白書などでは「好循環の動きが続いている」としているが、そうした動きは明確とはいえない。

実際、15年度の春季賃上げ率(前年度比2.38%)は企業業績の好調さに比べて物足りなさが残る結果となり、4月以降の日用品・食料品の相次ぐ値上げとともに、消費の順調な持ち直しを阻害した面は否めない。さらに、海外経済、特に中

国経済の減速の影響も手伝って、15年入り後は輸出数量が頭打ち気味に推移している。このような状況を受けて、4~6月期の実質成長率（第1次速報）は前期比年率 1.6%と3四半期ぶりのマイナスとなった。

とはいえ、国内景気が消費税増税後の落ち込みからの持ち直し局面にあり、先行きを展望すれば、現状の「足踏み」を脱し、徐々に改善していく、との見方を変える必要はないと判断している。

厚労省によれば、一部企業で夏季賞与の支給が7月以降にずれ込んだ可能性があるとのこととであり、6月の現金給与総額の大幅減（前年比 2.5%と7ヶ月ぶりの減少）は解消し、夏場の消費押上げに寄与し始める可能性がある。また、人手不足感は、パートタイム労働者の平均時給を引き上げるなど、確実に賃金上昇につながっている。減速懸念が強い中国についても、秋以降はこれまでの景気刺激策の効果が顕在化してくると予想する。加えて、設備不足感の強まりによって企業設備投資が回復傾向にあることなどを踏まえれば、後ズレしたとはいえ、15年度下期には経済の好循環が実現し、デフレ脱却に向けた動きが強まっていくと予想する（経済見通しは後掲レポート『2015~16年度改訂経済見通し』を参照のこと）。



こうした中、物価は鈍化状態が続いている。6月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下、全国コアCPI）は前年比0.1%、さらに7月の東京都区部（中旬速報値）では同0.1%（27ヶ月ぶりの下落）と、鈍化状態に陥っている。冒頭で紹介したとおり、円安などの影響で日用品・食料品の一部に値上げが見られるが、原油安に伴うエネルギー価格の大幅下落がそれを相殺している。少なくとも今後数ヶ月間はこうした状況が継続すると見られる。

一方、15年度下期に入れば、原油安による物価押下げ効果は徐々に弱まるとともに、景気持ち直しや労働需給の改善効果などが物価に波及していくと思われる、上昇率を回復させる動きが始まるだろう。

### 金融政策:現状と見通し

原油安、消費税増税後の低調な国内景気の影響による物価の鈍化状態が続いているが、日本銀行は「物価の基調は改善している」とのメッセージを繰り返しており、8月6~7日に開催された金融政策決定会合でも、14年10月に強化された量的・質的金融緩和（QQE2）を引き続き実施していくことが決定された。

前述の通り、足元の物価上昇率は前年比ゼロ%程度と、物価安定目標（全国消費者物価の前年比上昇率で2%前後）から大幅に乖離した状態がしばらく続くと予想されている。通常であれば、中央銀行は何らかのアクションを起こさざるを得ないが、労働需給などのマクロ的な需給バランスや予想物価上昇率を反映する「物価の基調」はむしろ改善していると

し、原油価格といった特定の財・サービスの価格変動が物価指数に与える影響とを区別する姿勢を崩していない。

なお、7月に公表された展望レポートの中間評価では、15年度の経済・物価見通しの数値は下方修正（前年度比でそれぞれ1.7%、0.7%）されたものの、16年度にかけて潜在成長力を上回る成長を続け、加えて原油価格下落の影響が剥落するとともに物価上昇率も高まり、16年度前半頃には物価安定目標を達成する、といった従来のシナリオには変更はなかった。黒田総裁は、秋口以降、物価上昇率はかなりのテンポで上昇していく可能性があるとの見通しを述べたほか、新たな物価指標としても「生鮮食品・エネルギーを除く総合」という系列を示し、前年比ゼロ%前後で低調な全国コアCPIとは異なり、潜在的に物価上昇圧力が徐々に高まっている可能性を指摘した。こうした日銀の姿勢は、10月末の展望レポート公表と合わせて追加金融緩和があるのではないかとする一部の市場予想とは依然として一線を画している。

とはいえ、足元の原油価格の一段安を考慮すれば、15年秋の原油安要因の剥落のペースが以前の想定よりも緩やかになるほか、2%の物価上昇率を許容できるようなペースで家計所得の改善が進むほど賃上げ圧力が高まっている状況にはない。それゆえ、「16年度前半頃」に安定的に2%前後の物価上昇が達成できると想定するのは依然として困難と言わざるを得ない。

そのため、いずれ日銀は物価2%の達成時期をさらに先送りすることは不可避と思われる。

一方、経済の好循環入りが実現すれば、すでに一部では逼迫している労働需給がさらに引き締まり、それが賃金・物価に波及していくことも想定され、そのペースは市場予想を上回ることも十分ありうる。その際にはQQE2からの出口が急速に意識され、長短金利などに少なからぬ影響が出るだろう。

### 金融市場：現状・見通し・注目点

早ければ9月にも決断されると見られる米国利上げに市場参加者は大きな関心を寄せており、その思惑が市場の値動きの材料となってきた。こうした中、中国人民元の基準値算出方法の変更に伴って中国人民銀行が基準値を大幅に引き下げたことを契機に、中国経済に対する懸念が高まり、8月下旬にかけてリスクオフの流れが加速、世界的に株安・金利低下、ドル安が進むなど大荒れの展開となった。

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

年初、原油急落に伴う世界的なディスインフレ懸念が強まる中で新発10年物国債利回りは一時0.2%割れと過去最低を更新したが、その後は高値警戒感、流動性リスクへの警戒などが意識されて反転上昇に転じた。こうしたなか、時折激



しく上下動する場面も散見される。6～7月にかけては欧米長期金利の上昇につられて0.5%台まで上昇したが、足元では世界経済の先行き懸念などから再び0.3%台まで低下するなど、低金利状態は維持されている。

先行きも、日銀による国債の大量購入によって金利急騰は避けられるとみられ、そのQQE2は当面は継続される見通しであることから、米利上げの影響を多少受けるとしても、長期金利は当面は低水準での展開が続くと思われる。しかし、先行き、経済の好循環が強まってくれば、緩やかに水準を切り上げるだろう。

### 株式市場

15年初は原油安を原因とした世界的なデフレーション懸念の強まりや新興・資源国リスクが意識され、日経平均株価は16,500円近くまで下落した。しかし、その後は持ち直しに転じ、3月中旬には19,000円、4月中旬には20,000円台を回復するなど上昇傾向が強まった。同時に利益確定の売り圧力も強まり、2万円台乗せ後は上昇テンポが和らいだものの、良好な企業決算の発表が相次いだこともあり、比較的底堅く推移した。なお、7月入り後は、ギリシャ問題や中国株下落、さらには中国人民元切り下げなど海外発のリスク要因への意識が高まり、8月下

旬にかけて大幅に株価が下落した。

当面は中国経済の減速懸念や米利上げに対する思惑が株価抑制に働く可能性があるものの、いずれも世界経済を悪化させる結果にはならないと思われる。それゆえ、先行きは、成長戦略の着実な実行や円安状態の定着などが株価下支えに貢献するとみられるほか、名実ともに経済の好循環入りが確認されれば、再び上昇基調に復すると予想する。

### 外国為替市場

対ドルレートは昨秋に1ドル=120円台まで円安が進んだ後、5月中旬までは同水準でのレンジ相場が続いた。その後、米国経済の改善によって利上げが意識されたことからドル高傾向が強まり、6月上旬には一時13年ぶりの125円台となった。しかし、黒田日銀総裁の「円安牽制」発言やギリシャ・中国など海外のリスク要因が意識されて円高方向に押し戻される場面もあり、概ね120円台前半というレンジ内での動きが続いた。しかし、8月下旬には世界的にリスクオフが強まり、一時116円台と約7ヶ月ぶりの水準までドル安が進んだ。とはいえ、年内には想定される米利上げによって日米金利差は拡大するとの見通しから、いずれ円安味の展開に戻るとみている。

一方、対ユーロレートについては、ユーロ圏のデフレーション懸念の後退に伴い、6月に1ユーロ=140円台を回復した後、ギリシャ支援交渉の難航で133円台まで円高が進んだが、それが収束に向かった後は130円後半で推移した。しばらくは同水準での展開が続くだろう。

(15.8.24 現在)



## 情勢判断

### 米国経済金融

## 利上げの環境は整ったが、9月実施に不透明感増す

～ 中国経済の先行き懸念拡大や FOMC 議事要旨を受けて～

趙 玉亮

#### 要旨

15年4～6月期のGDP(速報)に続き、7月の経済指標は総じて堅調な結果となった。これを受け、市場では利上げの環境が整ったと受けとめ、一時9月利上げへの意識が一段と強まった。しかし、原油安が進んだことでインフレ見通しが低下したことに加え、新興国とくに中国経済の先行き懸念も高まっている。こうしたなか、7月分の議事要旨が発表され、「利上げの条件はまだ満たしていないが、その時期が近づいている」と従来のスタンスが繰り返され、明確な9月利上げコンセンサスが確認されず、9月の利上げ観測は後退した。

#### 経済情勢の現状と先行き

2015年4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率で2.3%と、1～3月期の同0.6%増から上昇した。また、米議会予算局(CBO)が推計した15年の潜在成長率(1.7%)を上回っており、再加速が確認される堅調な内容であった。

直近の経済状況を詳しく確認してみたい(図表1)。雇用市場は引き続き堅調

に推移している。失業率は前月と同じ5.3%で、非農業雇用者数は堅調とされるラインである20万人を超えている。そのうち、非耐久財製造関連での雇用増(2.3万人)が顕著だったほか、小売、ビジネスサービスや医療・保健関連を中心に非製造業雇用も堅調な動きを続けている。一方、雇用はひっ迫しつつあるものの、賃金の動きは依然として低調である。時

図表1 米国の主要経済指標の動向

	経済指標	15年2月	15年3月	15年4月	15年5月	15年6月	15年7月	15年8月	直近の状況
雇用・賃金・物価 関連	失業率(%)	5.5	5.5	5.4	5.5	5.3	5.3		堅調な結果
	非農業部門雇用者数増加(万人)	26.6	11.9	18.7	26.0	23.1	21.5		
	時間当たり賃金(前月比、%)	0.1	0.3	0.2	0.2	▲0.0	0.2		伸び悩み
	(前年比、%)	2.0	2.1	2.3	2.3	2.0	2.1		
	PCEデフレーター(前月比、%)	0.2	0.2	0.0	0.3	0.2			伸び悩み
	(前年比、%)	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3			
	コアPCEデフレーター(前月比、%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1			
(前年比、%)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3				
消費関連	小売売上高(前月比、%)	▲0.5	1.5	0.0	1.2	0.0	0.6		前月から改善
	(前年比、%)	1.9	2.1	1.3	2.5	1.8	2.4		
	ミシガン大学消費者信頼感指数	95.4	93.0	95.9	90.7	96.1	93.1	92.9	やや低下
企業関連	鉱工業生産指数(前月比、%)	▲0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.3	0.1	0.6		改善が続き
	設備稼働率(%)	78.4	78.3	78.0	77.7	77.7	78.0		連続低下から上昇に転じ
	耐久財受注(前月比、%)	▲3.5	5.1	▲1.7	▲2.3	3.4			3ヶ月ぶり増加
	ISM製造業指数	52.9	51.5	51.5	52.8	53.5	52.7		非製造業が好調
ISM非製造業指数	56.9	56.5	57.8	55.7	56.0	60.3			
住宅関連	住宅着工件数(千戸、季調値)	900.0	954.0	1,190.0	1,072.0	1,204.0	1,206.0		市場予想とほぼ同じ 着工は07年10月以来の高水準
	建設許可件数(千戸、季調値)	1,098.0	1,038.0	1,140.0	1,250.0	1,337.0	1,119.0		
	新築住宅販売件数(千戸、季調値)	545.0	485.0	523.0	517.0	482.0			新築の販売減、中古販売は 引き続き好調
	中古住宅販売件数(千戸、季調値)	4,890.0	5,210.0	5,090.0	5,320.0	5,480.0	5,590.0		
輸出入	輸入(前年比、%)	▲5.0	▲1.0	▲5.1	▲5.5	▲3.5			輸入停滞の状況が続く
	輸出(前年比、%)	▲4.1	▲6.5	▲4.6	▲6.9	▲6.4			輸出の減少幅拡大

(資料) Datastreamより作成

間当たりの賃金は伸び悩んでいるほか、15年第2四半期の雇用コスト指数も33年ぶりの低い伸びとなり、物価上昇圧力が高まらないとの懸念が高まっている。

個人消費の3割強を占める小売売上高(7月)は、前月から幅広い項目で改善を示した。消費者マインドも引き続き高い水準を維持している。住宅関連については、販売と着工ともに好調さを示し続けている。中古住宅販売は7月に559万戸と、8年半ぶりの高水準となった。住宅着工件数(7月)は120.6万戸と、7年9ヶ月ぶりの高水準となった。

企業部門については、主に自動車販売の好調さに支えられる製造業が強かったため、鉱工業生産指数はマイナスからプラスに転じた。一方で、ISM非製造業指数は10年ぶりの高水準を記録し、米経済活動の3分の2を示す非製造業の好調さが示されている。

先行きについては、しっかりとした内需を背景に経済成長が続くとのこれまでの見方を踏襲する。雇用は非製造業を中心に好調さを保ちながら、実質賃金の増加が強まるなか、個人消費は堅調に推移する可能性が高い。また、住宅セクターについては、雇用や家計状況が改善しつつあるほか、住宅ローンなどの審査基準が緩和され始めたことも見て取れるなど、回復傾向を続ける可能性が高い。一方で、海外経済の減速のほか、ドル高や資源価格の低下などを考えると、製造業や鉱業の先行きについては、あまり楽観視することができない。

## 金融政策と注目点

当面の金融政策の焦点は9月に利上げが開始されるかどうかにある。前述した

主要経済指標から確認される景気状況は、堅調であるといえよう。年内の利上げ実施がほぼ確実視されているなか、こうした経済指標の発表を受け、市場では一時9月利上げの地合いが整ったとの声も多く見受けられた。

しかし、現時点では、9月利上げ開始に向け、いくつかの懸念要因が残されている。

まず、原油をはじめとする資源価格の低下やドル高を背景に、物価上昇率が低迷し、FRBの2%物価目標を達成するのが当面難しくなった点だ。また、新興国とくに中国経済の先行き不透明感が強まっている。株価の暴落や、中国人民銀行が人民元の対ドル基準値の計算方法を変更し、結果的に人民元安となったことから、市場に大きなショックをもたらした。米国の利上げによるドル高進行が米国経済に悪影響を及ぼすリスクが拡大するとの懸念も高まっている。

## 7月分のFOMC議事要旨

こうしたなか、7月開催の連邦公開市場委員会(FOMC)の議事要旨が発表された。それによれば、FOMCメンバーの間では、9月利上げ開始の明確なコンセンサスが得られていないことが確認された。「利上げの条件はまだ満たしていないが、その時期が近づいている」、「雇用のさらなる改善に伴い、物価の上昇率も2%の目標に近づく確信を得てから利上げをする」との見方が優勢であった。この点は、従来のスタンスが繰り返されただけで、大きな変化が見られていない。また、雇用、インフレ、GDPなど経済状況を巡る参加者間の認識も、見方が分かれていることが確認された(図表2)。このため、

9月に利上げが開始されるとの市場観測が後退した<sup>(注1)</sup>。

なったこともあり、非製造業セクターの雇用増を中心に8月分の雇用統計も堅調

に推移する可能性が高い。フィッシャー副議長は利上げの時期への言明を避けたものの、8月10日に「経済は完全雇用に近いとし、現在のインフレの大部分は一時的なもので、いずれ状況は安定するだろうから、今の低水準が

永遠に続くことはない」と発言し、7月分の議事要旨に照らすと、9月利上げを支持する可能性があるとし唆された。

以上から、海外経済やインフレ低迷が懸念されるなか、市場は大きく混乱しており不透明感が増しているのも確かだが、筆者は9月利上げの可能性が依然高いと見ている。

### 今後の注目点

これから9月FOMCの開催まで、8月分の雇用統計のほか、投票権を持つFOMCメンバーらの動向にも注目が集まる。とくに、利上げ時期に関する発言はなおさらである。市場とのコミュニケーションがスムーズに行われれば、利上げによる金融市場へのショックは抑えられるようになると考えられるが、市場への情報発信が足りなければ、大きなショックが発生するリスクもある。このため、27~29日に開催されるジャクソンホール・シンポジウムでの要人発言は、9月利上げの手がかりを確認するための重要なイベントになる<sup>(注2)</sup>。

また、海外要因とくに中国経済の動きは、9月利上げ決定に影響する可能性がある重要な要因の一つでもあるため、引

図表2 FOMC参加者の経済認識

	雇用	インフレ	GDP
経済認識積極派	雇用が堅調、失業率が低下	原油安やドル高の影響で、一時的な要因が剥落すれば2%目標に上昇	再加速、1~3月期は一時的な要因によって影響された
経済認識慎重派	労働市場の緩みが残存しており、さらに改善する余地がある	2%目標に上昇する確信が得られていない。下振れリスクや海外不安定要因がある	上昇したものの、以前予測した水準より低い

(資料) 7月分FOMC議事要旨に基づき作成

ただし、7月のFOMC会合は4~6月期GDPや雇用統計などが発表される前に行われた。堅調な経済指標の発表を受け、ロックハート・アトランタ連銀総裁が9月利上げに傾いていると発言したように、FOMCメンバーらは利上げ時期については9月も含めて、オープンとしている可能性が高いため、同議事要旨の内容をことさらハト派的と判断する必要はないと見ている。

### 9月利上げの可能性が依然高い

投票権を持つFOMCメンバーらの最近の発言を追ってみると、9月利上げを示唆するメンバーも少なくない。

現時点で、ロックハート・アトランタ連銀総裁の9月利上げ言明に加え、ラッカー・リッチモンド連銀総裁はタカ派で、早期の利上げに積極的だった。

また、パウエル理事は8月5日の発言のなかで明確な利上げ開始時期に関するメッセージを送らなかったものの、2回の雇用統計を重視すると発言した。7月分の雇用統計は堅調で、これまで8月の新規失業申請件数が低水準で推移しているほか、ISM非製造業景況感指数のうち雇用が59.6と05年5月以来の高水準と

き続きその動きに注意する必要がある。

## 金融市場

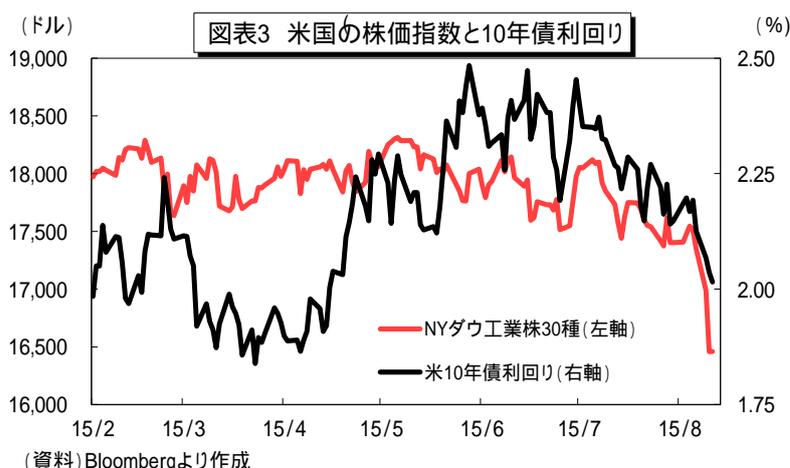
### 債券市場

堅調な経済指標を受け9月利上げへの意識が月初に一旦強まったものの、中国株式市場での乱高下や人民元安を受け中国経済の先行き懸念が拡大し、安全資産

とする資源価格の低下を受け、エネルギーセクターの株価下落が目立ったほか、アップル社などのハイテク株の下落も大きかった。21日のNYダウ工業株30種は16,459.75ドルと17,000ドル台割れ、約10ヶ月ぶりの安値となった。

先行きは、不安定な海外要因が落ち着き

を取り戻すにつれて、市場では再び米国内の経済状況や金融政策の動向に焦点を移すと考えられる。企業業績の伸び率鈍化のほか、9月利上げへの意識が再び高まるなか、株価は総じて上値の重い展開が続く可能性が高い。一方で、海外経済の懸念要因で



とされる米国債の買いが進んだ。また、原油価格の下落を受けインフレ見通しが低下したほか、7月分FOMCの議事要旨で9月利上げコンセンサスが得られていないことが確認されて9月利上げ観測が後退したこともあり、足元はリスク回避的な動きで長期金利が低下傾向をたどっており、21日は2.04%と5月以来の低水準となった。

先行きは、海外要因への懸念や原油価格の下落が一巡するにつれ、9月利上げ観測が再び強まる可能性もあり、これまで金利低下の反動で上昇圧力が高まると見ている。ただし、当面、2.0%前半での推移を予想する。

9月利上げへの期待が後退するとしても、米国経済にも悪影響がもたらされかねないため、株価の押し上げ要因にはなりにくい。当面、FOMCメンバーの発言などをにらみながら、株式相場は17,000ドルを意識した推移となると予想する。

<注>

(注1)：ブルームバーグのフェデラルファンド金利予想確率調査によれば、FOMC議事要旨が公表された後の8月20日の9月利上げ確率は前日比で、約10ポイント低下した。

(注2)：イエレン議長はこの年次経済シンポジウムに参加しないと報道されている。

(15.8.24 現在)

### 株式市場

米株式市場は、中国経済の先行き懸念や9月利上げが意識されるなか、足元下げ足を早めている。また、原油をはじめ

## 欧州はどこに向かうのか

### ～ 新たな統合理念の創造と共有の必要性 ～

山口 勝義

#### 要旨

欧州では、ユーロ圏で経済ショックに対する脆弱性が高まる可能性や、EUの組織への権限の集中や官僚化などへの批判の強まりがある。加えて、統合理念の陳腐化で求心力は低下し、統合の有り方自体が問われている。新たな統合理念の創造と共有が必要である。

#### はじめに

ギリシャが7月13日のユーロ圏首脳会議で求められた財政改革法案の議会可決を終えたことで、同月下旬には支援団との間で第3次支援に向けた具体的な協議が開始された。これにより、同国にかかる情勢は市場参加者の注目材料からは外れることになった。しかしながら、欧州委員会や欧州中央銀行（ECB）が債務の持続可能性の観点からギリシャ債務の大幅な再編を求める国際通貨基金（IMF）との間で協調した支援体制を確保できるのか、また、ギリシャが改革を実行する責任ある政府を維持することができるのかなど、同国を巡る情勢には依然として不透明な要素が残されている<sup>(注1)</sup>。

加えて、本年1月のSYRIZA政権の成立以降、支援各国の間では様々な摩擦が生じ禍根が残された点にも注意が必要である。ギリシャと支援国との間の相互の不信感ばかりか、今回は支援に当たる主要国の間にも大きな亀裂が生じている。なかでも、支援には改革の実行が前提であるとの立場を堅持するドイツでは、シュイブレ財務相がギリシャに対して強い姿勢で臨み、財務相会合で同国のユーロ圏からの一時離脱案を提示するに至った<sup>(注2)</sup>。ドイツから加盟国の離脱が提案された

事実はもはや後戻りができない大きな一歩であるが、この提案に対しては、域内の協調や統合の推進を重視するフランスやイタリアから、本来離脱を想定していないユーロ圏の基本思想に反するものとして強い反発が上がっている。ユーロ圏の主要国間で生じたこのような大きな見解の相違は、当面のギリシャ支援ばかりか、今後のEUやユーロ圏の有り方などに対しても重大な意味を持つものである。

一方、目を転じれば、英国では欧州連合（EU）残留の是非を問う国民投票の実施に向けての動きがある。これは2013年1月にキャメロン首相が17年末までの実施を公約したものであるが、保守党が大勝した一方で英国独立党は伸び悩んだ今年5月の総選挙結果などを受けて、現在のところ議論は盛り上がりを見せている。しかし、投票は16年に前倒し実施される公算が強いこともあり、今後は市場の注目も高まっていくものと考えられる。

このように欧州では、各所で従来の統合推進とは逆の動きが目立ってきている。このため、欧州情勢を見るに当たっては、単に足元での波乱要因ばかりではなく、統合にかかる経緯や内在するより根源的な問題点などをも踏まえた中長期的な視点が重要になっているように考えられる。

## 欧州統合の経緯と課題

欧州統合には第一次世界大戦終結以降の長い経緯がある(図表1)。もともと欧州各国は古代ギリシャの自由と民主主義、ローマ法による社会規範、キリスト教の文化などの伝統的基盤を共有しているほか、近代国家成立以前には君主の国境を越えた姻戚関係による統治の経験などもある。これらにより日常的な生活習慣を含め一体感が形成され、欧州がひとつの纏まりとして意識されるに至っている。こうした環境のもとで、欧州統合は第一次世界大戦終結以降、政治的な運動として具体的に進展していった。その背景には、大戦の主戦場となり疲弊した欧州の、台頭する米国に対する地盤低下の危機感やソ連の脅威への懸念のほか、フランスなどによるドイツの覇権回復への恐れや同国の牽制を通じた平和維持に対する強い願いが働いていたものとされている。

その後、統合は東欧やバルト諸国を含めて着実に拡大を続け、現在ではEUは28ヶ国、ユーロ圏は19ヶ国を擁する規模に達している。また、共通通貨ユーロは世界の外貨準備の22.2%(14年第4四半期)

外為取引の38.5%(14年)、外貨建債券発行額の29.2%(15年第1四半期)を占めるなど、その地位を向上させている(注3)。

しかし一方で、域内における労働力など生産要素の移動性が十分高くないユーロ圏は、共通通貨が経済効率を最大化するとする「最適通貨圏」の条件を満たしているとは言えない(注4)。このため、ユーロ圏加盟に伴い独自の金融政策や為替変動を失った加盟各国では、この生産要素の移動性の限界に財政分権による不十分な再配分機能も加わり、各国に異なる影響を及ぼす「非対称」な経済ショックに対しては、その影響を緩和する機能が大きく制約された状態に置かれている。

こうしたなか、経済ショックの域内における影響を極力均一なものとするため、ユーロ圏では例えば各国間の産業構造の均質化などを通じ、マクロ経済情勢の収斂を図ることが重要な課題となっている。しかしながら、最近では加盟各国間で経済情勢はむしろ拡散する傾向を強めているばかりか、統合の進展に伴う加盟国の増加と多様化が、今後もその傾向を一層強める可能性をはらんでいる。

図表1 欧州統合の主要な経緯

1918年	第一次世界大戦終結
1923年	カレルギー(オーストリア)が「パン・ヨーロッパ運動」を開始 ～ 欧州の地盤低下への危機感等から、ドイツ・フランスを中心とした統合の必要性を主張
1945年	第二次世界大戦終結
1950年	シューマン(仏外相)がシューマン・プランを発表 ～ 欧州諸国が参加する合同機関による西ドイツ・フランスの石炭・鉄鋼産業の共同管理を提唱、平和維持を指向
1951年	欧州石炭鉄鋼共同体(ECSC)設立条約に調印(1952年設立) ～ 西ドイツ、フランス、イタリア、ベルギー、オランダ、ルクセンブルクの6ヶ国が参加
1957年	欧州共同体(EEC)設立条約調印(ECSC加盟6ヶ国で構成、1958年設立)
1967年	ECSC、EEC、EAEC(欧州原子力共同体)を欧州共同体(EC)と総称
1968年	EC内で関税同盟完成
1973年	英国等3ヶ国がECに加盟し、9ヶ国に(第1次拡大)
1981年	ギリシャがEC加盟
1990年	欧州経済通貨同盟(EMU)第一段階開始 東西ドイツ統一
1991年	ソ連崩壊
1993年	域内市場統合完成、単一市場発足 マーストリヒト条約発効により、欧州連合(EU)創設
1999年	統一通貨「ユーロ」導入
2001年	ギリシャがユーロ導入
2002年	ユーロ流通開始

(資料) EUのホームページ等から農中総研作成

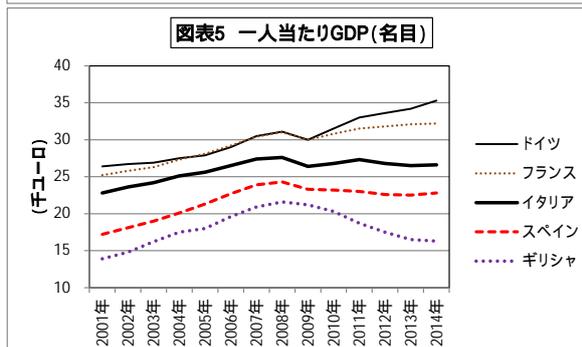
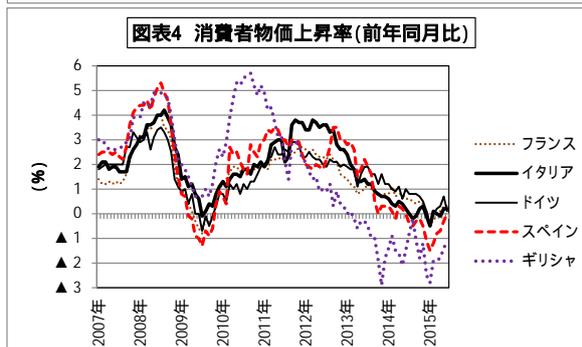
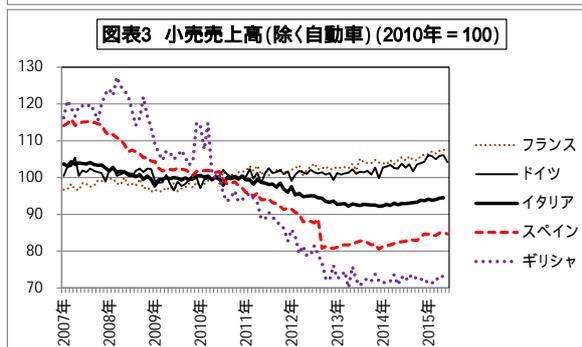
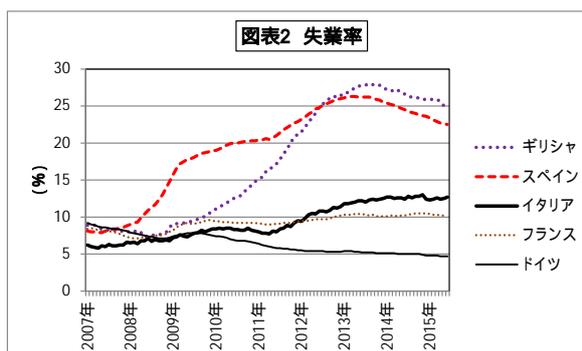
## 加盟国間の経済情勢の拡散傾向

このような経済情勢の拡散傾向は様々な面に現れている。例えば、対 GDP 比で見た固定資本投資額の水準は、安定的なドイツを除けば多くの国々では低下傾向にある。このため、労働生産性には大きな格差が生じているが、同時に、GDP に占める製造業の割合が安定的に推移するドイツに対し、他の国々ではこれが低下するとともにサービス業の割合が上昇するなどの傾向が見られている。

一方、失業率はスペインやギリシャでは改善傾向にあるとはいえ、その速度は緩慢で、低下傾向が続くドイツとの格差は大きく拡大したままであるほか、イタリアやフランスでは改善の動き自体が依然として明確にはなっていない(図表2)。こうしたなか、小売売上高は、原油安に伴う家計の購買力の拡大にもかかわらず、ギリシャなどでは引き続き低迷が続いており、各国間の格差は大きく拡大している(図表3)。また、消費者物価上昇率は全般に低率に留まるが、ギリシャでは長くマイナス圏に沈んでおり、特に深刻な状況にある(図表4)。以上の諸情勢は、拡大傾向が明確な一人当たり GDP の水準にも反映している(図表5)。

このような多様な経済情勢のなかで、これまでユーロ圏各国が注力してきた経済の構造改革は経済の足腰の強さを高める点では有効な取組みではあるものの、その効果発現までには中期にわたる時間が必要である。一方、財政統合の必要性は認識されているとはいえ、その具体化は大変困難な課題である。

こうして生産要素の移動性や財政の再配分機能に限界があるなかでは、統合された金融政策や単一の為替変動は景気変



(資料) 図表2～5はEurostatのデータから農中総研作成

動の様々な局面における各国区々の状態に対し均等に効果を発揮するものではなく、一部の国の景気回復を阻害し、あるいは一部で景気過熱を招くことなどで、逆に経済情勢の不均衡をさらに拡大するリスクさえも有していることになる。

## おわりに

以上のように、欧州には様々な問題点が存在している。第1には、上記のとおりユーロ圏加盟各国の経済情勢の拡散傾向が経済ショックに対する脆弱性をさらに高める可能性である。第2には、英国での国民投票に象徴されるように、EUの組織拡大に伴う権限の集中や官僚化、拠出金負担増などへの批判の強まりがある。しかし、さらに第3として、そもそもドイツの覇権回復への牽制を通じた平和維持などの欧州統合の当初の理念自体が陳腐化しつつある点を挙げる必要がある。これに伴う加盟国の求心力の低下は、足元でのギリシャや英国の、ユーロ圏やEUからの離脱の可能性にも結び付いている。

この第3点に関しては、欧州の将来に向けての次のような動向が注目される。

6月22日には、ユンケル欧州委員会委員長ほか5機関のトップが、財政面をも含め、今後、欧州統合を更に進めるための指針として「欧州経済通貨同盟の完成」と題する提言を公表した<sup>(注5)</sup>。

7月20日には、オランド仏大統領が仏紙への寄稿で、ユーロ圏政府の創設を提唱し、共通の予算と議会を備え各国間の協調を高める必要があると主張した<sup>(注6)</sup>。

7月29、30日、ショイブレ独財務相が独紙に対し、政治的な判断が入りやすい欧州委員会から統一市場の監督や競争ルールの適用等にかかる管理業務を分離し、独立した新たな機関に移管すべきなどとする考えを示した<sup>(注7)</sup>。

ギリシャ支援でのスタンスの相違と同様、ここにもドイツとフランスの視点の違いが浮き彫りになっている。かつて欧州統合の道筋をつけたシューマン外相やユーロ統合を推進したドロール欧州委員

会委員長などを通じ統合をリードし、今後の展開においても主導的な役割の発揮を指向するとともに、国家主権の一層の移譲をも容認する姿勢のフランスに対し、ドイツについては規律を重視し管理態勢構築を優先する姿勢が明らかである。

各国や組織の目指す方向感に統一性を欠き統合の有り方そのものが問われる欧州は、これからどこに向かうのだろうか。草創期に見られたような強力なリーダーが登場するのかどうか。そして、そのリーダーシップのもとに統合当初の理念を見直し、経済メリットの追求以外にも新たな共通の価値観を創造し共有することができるのかどうか。こうした動きがなければ、経済ショックに対する脆弱性などの問題点を抱えるなかでは、ギリシャ支援などの個々の困難な事象の積み重ねを経ながら、欧州は統合の縮小や解体に向かわざるを得ないのではないかと考えられる。(15.8.21 現在)

(注1) ドイツ等によるギリシャ債務の元本削減に対する強い反対は、国民の反発のほか、第2次支援以降は公的機関がギリシャ債務の70%超を保有するなかで、EU条約がEUや加盟国による国家等に対する救済禁止を定めていること(「EU機能条約」第125条)に基づいている。

(注2) 例えば、Financial Times (19 July 2015) “Fears over German power as Merkel and Schäuble end the good cop, bad cop routine”による。

(注3) データは、ECB (July 2015) “The international role of the euro”による。

(注4) 各国の雇用にかかる法制度の違い、言語の相違などが、労働力の移動に制約を生じる要因となっているものと考えられる。

(注5) European Commission (22 June 2015) “Completing Europe’s Economic and Monetary Union” (いわゆる Five Presidents’ Report)による。

(注6) Journal du Dimanche (20 Juillet 2015)

“François Hollande: “Ce qui nous menace, ce n’est pas l’excès d’Europe, mais son insuffisance””による。

(注7) Frankfurter Allgemeine Zeitung (29 Juli 2015) “Schäuble will EU-Kommission entmachten”、および Frankfurter Allgemeine Zeitung (30 Juli 2015) “Die EU schwächen?”による。

## 持ち直しテンポが鈍った中国経済

～ 秋頃には政策効果で持ち直し傾向が強まると予想 ～

王 雷軒

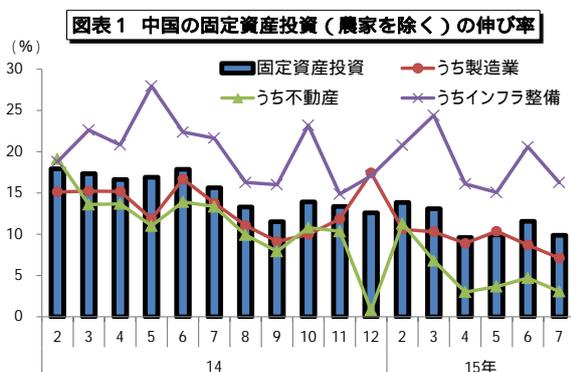
### 要旨

中国経済をけん引している消費が底堅く推移したものの、投資が小幅鈍化したほか、輸出も想定外のマイナスに転じており、景気の持ち直しテンポは再び鈍ってきた。先行きについては、懸念する声が強いのものの、実施された断続的な金融緩和や財政政策の拡張などの効果が顕在化すると見込まれるため、秋頃には持ち直し傾向が強まるだろう。

### 持ち直しテンポが鈍る中国経済

7月分の経済指標から、景気持ち直しテンポが総じて鈍い。中国株式市場の乱高下を受け、7月に入って国営の中国証券金融会社に巨額な融資を実施するなど、官民挙げでの株価対策が行われている。その影響でインフラ投資向けの融資が細ったため、固定資産投資は持ち直しテンポをなかなか高めることができずにいる。

そのため、7月の固定資産投資（農家を除く）は前年比9.9%と6月（同11.6%）から小幅鈍化した（図表1）。内訳をみると、インフラ整備は鈍化したほか、製造業・不動産も弱かった。前述の要因のほか、7月には過去100年で最も多い降雨量が観測され、多くの地域で洪水に見舞われていたことも投資鈍化に少なからず影響を与えたと考えられる。



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成  
(注) 伸び率は前年比。

また、地方政府には債務負担を減少させるための借換え債の発行を認めたものの、それでもなお債務の返済負担が重くのしかかっており、中央政府が認可した公共事業はなかなか動き出していないと見られる。

この実態を受けて中国政府は8月上旬にインフラ投資を促すために、国家開発銀行および中国農業発展銀行（いずれも政府系金融機関）に計3,000億元（約6兆円）の債券発行を特別に承認したと報道されている。政府系金融機関の体力増強を通じて財政難の地方政府が主導する都市交通網の整備や水利施設の建設などに資金を振り向け、景気回復の下支えを強化することが狙いだ。さらに、中国政府は保険会社の資金をインフラ投資に回す基金の設立も認めている。

このように政府主導で官民の資金をインフラ整備に振り向けると見られるほか、一時的な天候要因はいずれ消えるため、先行きの固定資産投資は増加に転じる可能性が高いと思われる。

さらに、6月にプラスに転じた輸出も想定外のマイナスとなった。これは過去1年で人民元高が進行した（実質実効レートで1割程度）ほか、昨年7月に政府

の輸出促進策を受けて輸出が大幅に増加したことの反動による影響が大きいと思われる。さらに、人件費の上昇などで中国製品の競争力が弱まっている面もある。

一方、所得環境の改善が続いていることを受けて消費は底堅く推移している。消費の代表的な指標である社会消費財小売売上総額（物価変動を除く実質）の7月分は前年比10.4%と底堅さを続けている（6月、同10.6%）。北京などの大都市では交通渋滞が深刻化しているため、乗用車の増加への規制が強まっており、自動車販売台数は低調だが、外食産業・通信機器・ネット販売は底堅く推移したほか、住宅販売の持ち直しによって、内装建材などの住宅関連消費財の販売も好調だった。

上記のように、輸出に対する懸念は残るものの、先行きについては、金融緩和のほか、財政政策の拡張などの景気対策が奏功すると見込まれるため、家計の所得増加を背景に、個人消費の底堅さが続くと考えられるほか、固定資産投資の伸びを高める可能性が高いことから、秋頃には持ち直し傾向が強まるだろう。

### 人民元切り下げの真意

こうしたなか、中国人民銀行は8月11日、人民元の対米ドルレートの基準値の算出方法の変更に伴い、前日基準値より2%近く切り下げた。官民挙げての株価対策を受けても株式市場の乱高下が続いているなか、人民元切り下げは内外の金融資本市場に波乱をもたらしたほか、中国経済の減速懸念を助長する結果となった。

一方、中国人民銀行が当日の基準値引き下げの理由について「最近、基準値と実勢レートの変動がかけ離れており、基

準値の信認に影響していた」と説明した。実際、このところの中国経済の弱さや、米国の利上げが年内にも見込まれることを受け、人民元の対米ドルの実勢レートは基準値より割安傾向が続いていた。

確かに、人民元高が中国の輸出に悪影響を与えた面は否定できないことから、当局は人民元安を容認し輸出を後押しする思惑があるかもしれない。しかし、人民元安幅は5%弱でそれほど大きなものではないことから、賃金の上昇等による輸出競争力の低下という現象を、この措置だけで反転させることは難しく、輸出を押し上げる効果は限定的であろう。

それより、人民元の国際化を推し進める一環として国際通貨基金（IMF）のSDR（特別引出権）入りに向けて、人民元の市場化をアピールする動きである可能性が高いと思われる。

また、人民元切り下げが突然でなりふり構わぬ政策と受け止めたようだが、実は、7月中旬の貿易促進策のなかでも、人民元レートの安定化を図ることが既に表明されていた。これまで人民元は切り上げ傾向にあったが、中国経済の減速、株価急落、ホットマネーの流出などを受けて、下落してもおかしくない状況にあった。ただ、当局の支えにより人民元は下落しなかった、それを改めただけであろう。この動きは人民元の市場化に向けた新たな一歩と評価すべきである。

なお、11日の人民元切り下げ以降、前日の終値を当日の基準値設定に参考するため、人民元の対米ドルレートの基準値は2日連続で下がった。その後は小幅ながら人民元高になっており、いわゆる人民元ショックが収束に向かっていると見られる。

（15.8.21現在）

## 世界経済先行き懸念と米利上げに不安高まる新興・資源国

～当面は低成長でさらなる資金流出が続く～

多田 忠義

### 要旨

基準値算出方法の変更に伴う人民元の切り下げで、中国や世界経済先行きに対する懸念が高まった。世界的な需要低迷や景気悪化が意識される中、資源価格は一段と低下しており、新興・資源国経済の成長率は減速している。当面は低位な成長が続くとみられ、15年内にも実施の可能性が高い米利上げと相まって、新興・資源国は引き続きさらなる資金流出に直面すると予想する。

### 一段と低下する資源価格

7月末から8月にかけての原油価格(WTI、期近物)は、一時1バレル=40ドルを割る水準まで下落し、6年半ぶりの最安値となった。基準値算出方法の変更に伴う中国人民元の切り下げによる中国経済の先行き懸念、原油供給過剰感などが要因と考えられる。

米エネルギー情報局(EIA)が発表した石油在庫統計によれば、4月をピークに減少し続けていた石油在庫は、8月中旬に予想外に増加し、一段の原油安のきっかけとなった。対イラン制裁解除による供給能力の拡大、世界経済の先行き懸念による需要減が意識されれば、もう一段の売りとなるため、注意が必要だ。

原油以外の商品も下落が続いている。ロンドン金属市場の主要鉱物価格指数(LMEX)、国際商品指数(CRB)は、中国需要が当面回復しないとの見方からともに低下し続けている。

IIF(国際金融協会)によれば、分析対象とした新興5ヶ国の日別非居住者資金フロー(債券)は、8月入り後、28日移動平均ベースで流入超から流出超へ転換した。米国債と新興国債券とのスプレッ

ドを示すEMBI+は、世界経済の減速懸念から米国債を買う動きが広まったため、8月中旬以降拡大している。

市場予想では、米利上げが9月に実施されるとの見方が強まっていたが、人民元の切り下げで世界経済の先行き懸念が高まり、9月利上げの見方は若干後退気味である。しかし、米経済指標に利上げの先延ばしを確信させるものは少なく、15年内に利上げするとみてよいだろう。

一方、出そろい始めた4～6月期GDP成長率は1～3月期から減速しており、7～9月期も成長を加速させる材料が乏しい。当面低成長が続くとみられ、米利上げ実施と相まって、当面資金流出の懸念は続く予想する。

以下、主な新興・資源国の経済・金融情勢について簡単に振り返ってみたい。

### インド:9月は利下げの可能性

インドでは、7月の卸売物価指数(WPI)は前年比▲4.1%と9ヶ月連続の下落で、1976年6月以来の下落率となった。消費者物価指数(CPI、7月)は同3.8%と、6月(同5.4%)から上昇率は低下した。原油価格や食料品価格の下落でインフレ圧

力の低下が続いている。

鉱工業生産指数（6月）は前年比3.8%と8ヶ月連続で上昇した。財別にみると、資本財のみ低下し、基本財、中間財、消費財は上昇した。業種別にみると、指数ウェイトの8割を占める製造業はプラスの伸びであった。

インド準備銀行（RBI）は8月4日、政策金利の据え置きを決定したが、インフレ率は低下しているほか、追加の景気刺激が必要な情勢も踏まえ、9月にも25bpの追加利下げを決定する可能性がある。

### **インドネシア：アジア通貨危機以来の通貨安と09年以来の低成長**

インドネシアでは、7月の消費者物価が前年比7.3%と、6月と同じ伸び率となった。ラマダン明け、交通費上昇の影響を受けた。為替レートはアジア通貨危機以来となる17年ぶりの安値となった。通貨安が輸入物価を押し上げており、資源安による物価押し下げを相殺している。

4～6月期の実質成長率は前年比4.7%と1～3月期から横ばいで、09年以来の低い伸びとなった。14年に導入された鉱石輸出規制に加え、資源安による輸出鈍化や物価高で景気回復の足取りが描けていない。また、予算執行も遅れており、成長率を押し上げていない。

インドネシア中銀は8月18日、6会合連続で政策金利の据え置きを決定した。ルピア安がもたらすインフレ圧力が依然として強く、また9月にも米FRBが利上げする可能性もあり、当面利下げできる環境にない。

### **ブラジル：インフレ圧力は継続**

7月の消費者物価指数（IPCA）は前年比

9.6%と、6月から0.7ポイント上昇、主に食料品、電気代などが物価上昇に寄与した。ブラジル中銀は7月29日、インフレ抑制策と通貨安に歯止めをかけるため、16会合連続で政策金利の引き上げ（13.75→14.25%）を決定したが、物価上昇率は政策目標（4.5±2%）から乖離している。

6月の鉱工業生産は17ヶ月連続の前年割れ、7月の貿易（輸出）は、金額でみると資源安で前年割れとなったが、数量ベースでみると前年比3.2%増である。

### **ロシア：一時6ヶ月ぶりのルーブル安**

7月の消費者物価指数は4ヶ月ぶりに上昇率が拡大に転じ、前年比15.6%となった。ただし、公共料金の引き上げによる一時的なものであり、鈍化傾向に変わりはない。そのため、ロシア中銀は7月31日、4会合連続で政策金利の引き下げ（11.5%→11.0%）を決定し、インフレリスクよりも国内の景気下支えを優先した。4～6月期の実質GDP成長率は前年比▲4.6%と、2四半期連続のマイナス成長となった。

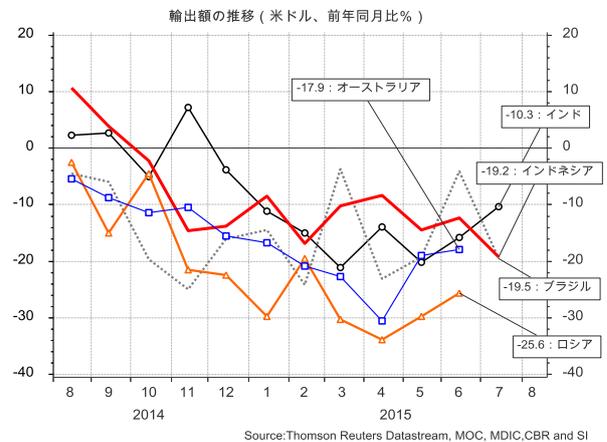
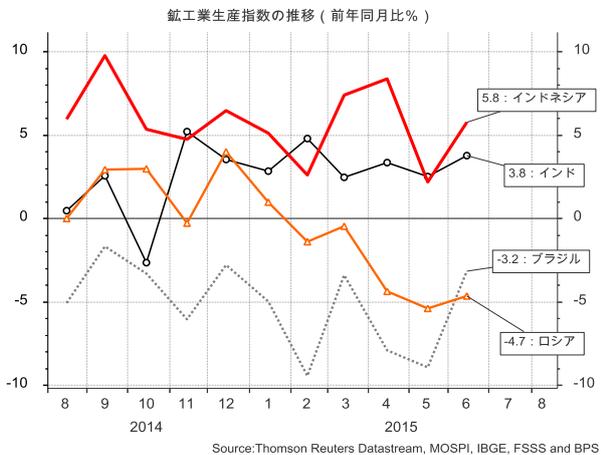
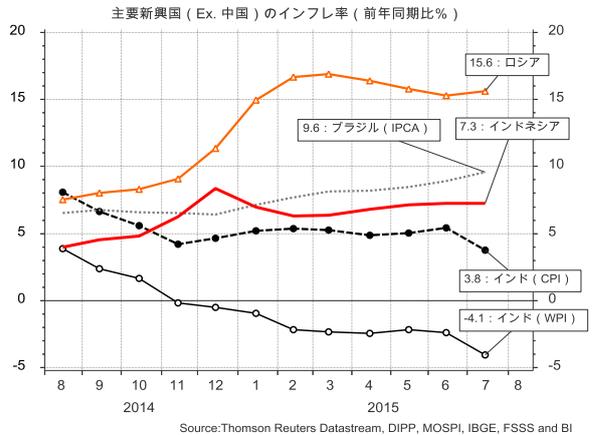
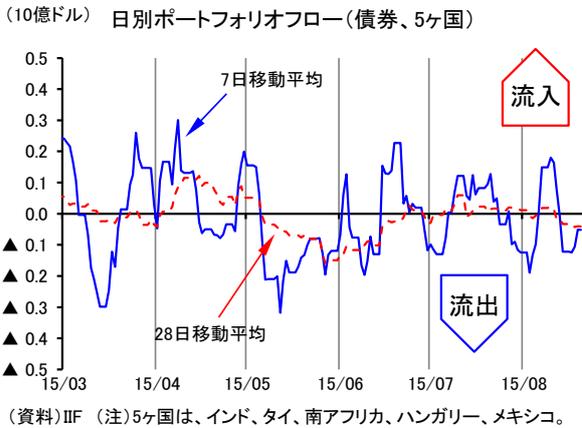
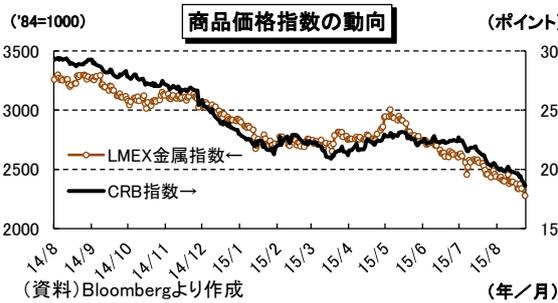
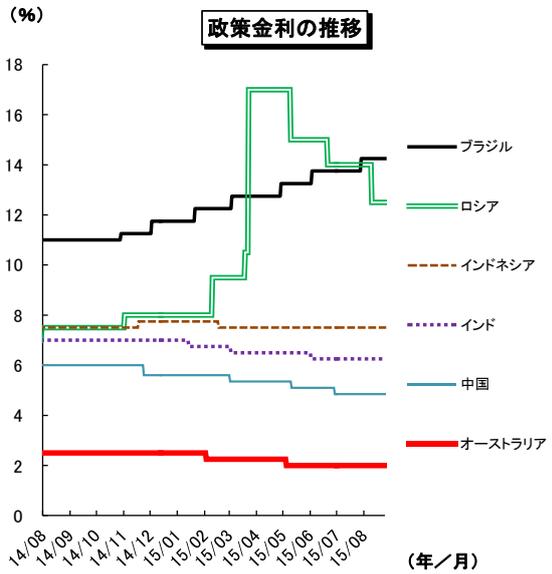
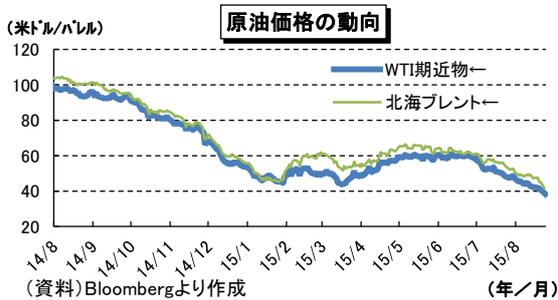
通貨は、原油安が進行していることから、一時6ヶ月ぶりに1ドル=68ルーブル台半ばまで売られる場面があった。

### **オーストラリア：ポジティブな失業率上昇**

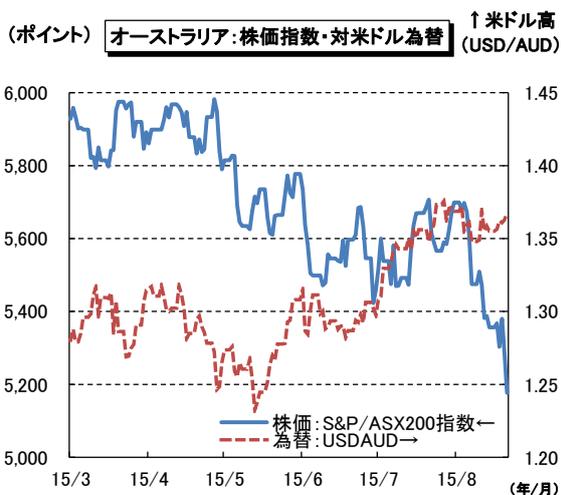
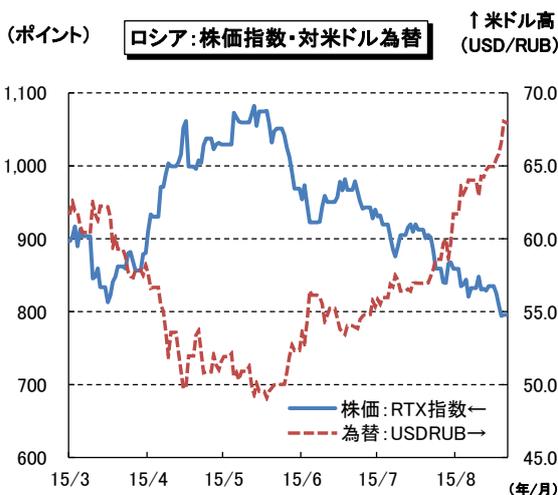
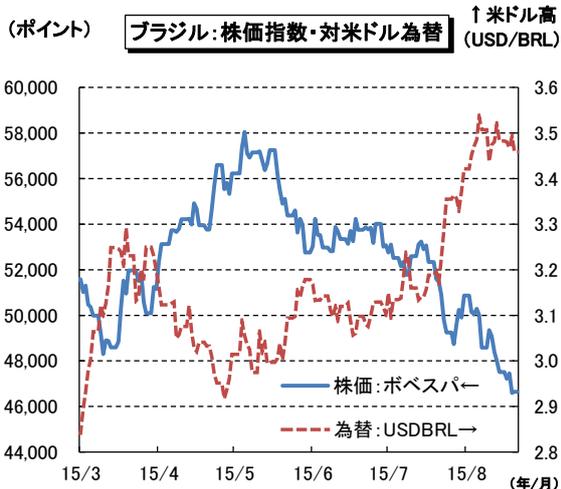
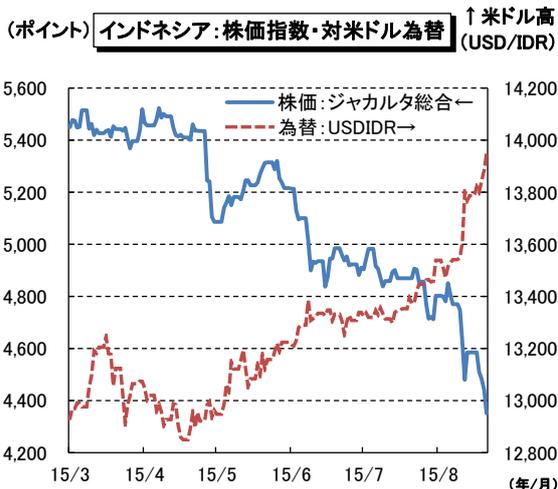
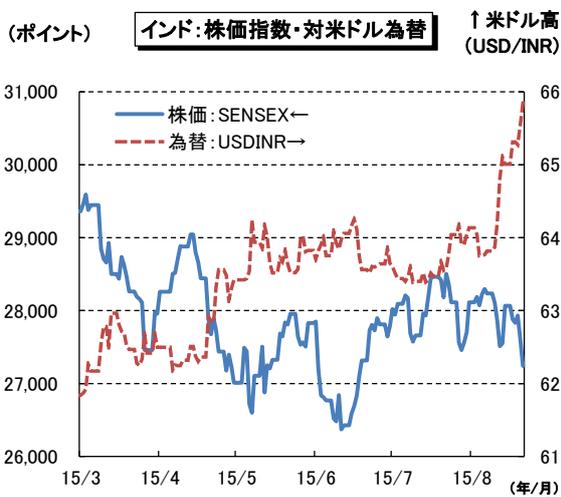
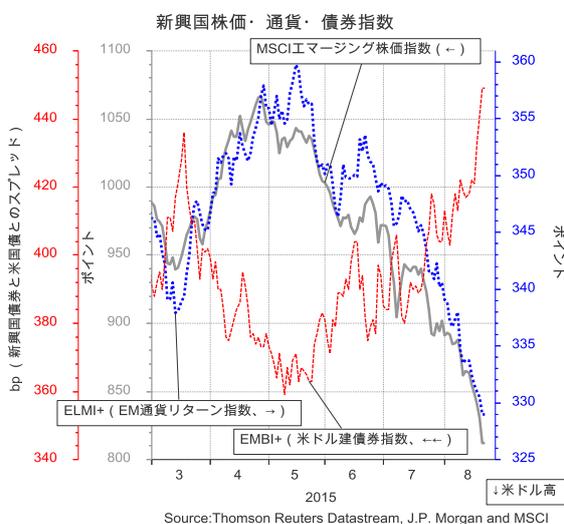
オーストラリア準備銀行（RBA）は8月4日、政策金利の据え置きを決定した。

7月の雇用指標は、失業率6.3%と6月（6.1%）から上昇、雇用者数は3.85万人増（正規雇用者数が1.24万人増、非常勤雇用者が2.61万人増）であった。失業率の上昇は、労働市場への参入者増によるものでポジティブに受け止められている。（15.8.24現在）

商品価格、主な新興・資源国の物価、政策金利、生産、貿易の動向(14年8月~15年8月)



## 主な新興・資源国の株価、為替動向(15年3月~15年8月)



(資料) 各国株価指数、為替は Bloomberg より作成

(注) 取引日以外は、前営業日の値を表示している。

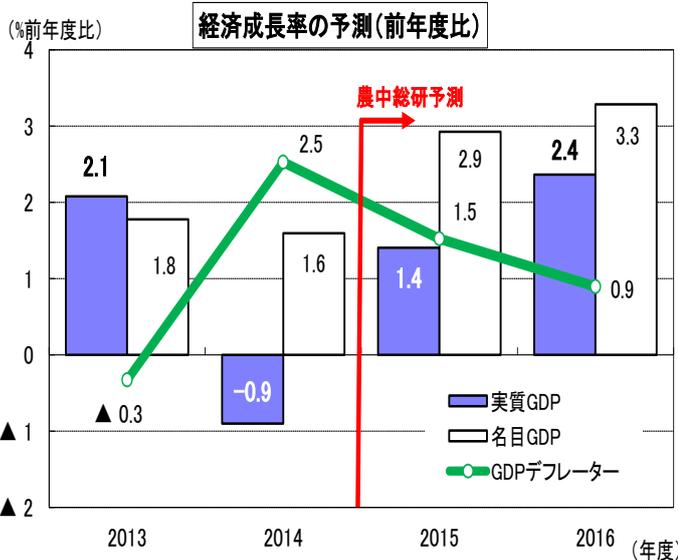


# 2015～16年度改訂経済見通し

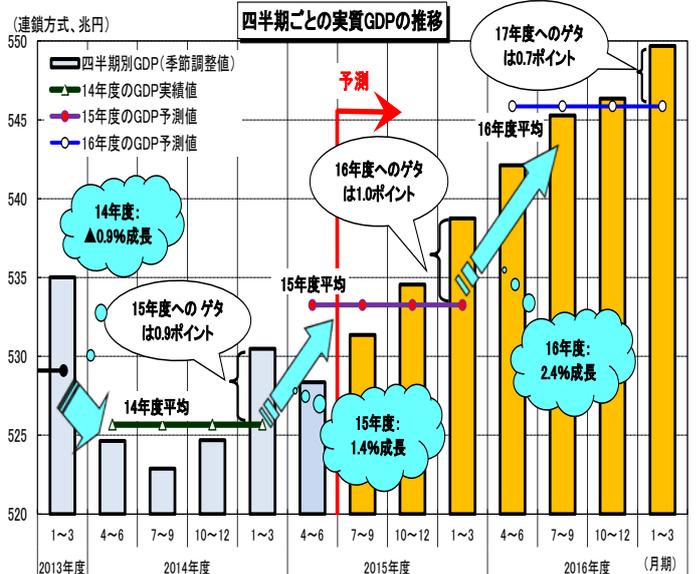
## 「経済の好循環」開始は2015年度下期にずれこむ ～経済成長率は15年度:1.4%、16年度:2.4%と予測～

このところ、国内景気は足踏み感が強まっている。期待されていた家計の実質所得の回復ペースが鈍いほか、米国・中国経済の減速などにより、輸出が伸び悩んでいることが原因である。しかし、景気回復プロセス自体が機能不全に陥っているわけではなく、7～9月期には4～6月期のマイナス成長の主因であった民間消費、輸出ともに増加に転じるものと思われる。その後、15年度下期には、遅ればせながらも「経済の好循環」入りが実現し、デフレ脱却に向けて本格的に動き始めるだろう。既に企業の資本設備や雇用人員の不足感が強まりつつあるが、それは設備投資を誘発するほか、賃上げの定着につながっていくだろう。こうした景気回復は16年度にかけても継続し、特に16年度末には消費税増税を前にした駆け込み需要が発生し、成長率・物価上昇率ともに押し上げることになる。

一方、原油安に伴う物価鈍化に直面する日本銀行であるが、「物価の基調」は改善しているとの認識を繰り返していることから、当面は現行の量的・質的金融緩和を継続するとみられるが、16年度前半に物価安定目標を達成する可能性は依然低いだろう。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測

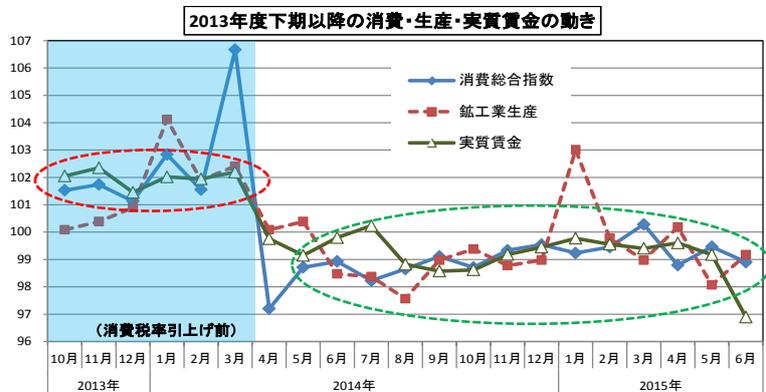


(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2015年4～6月期までは実績、それ以降は当総研予測

## 1. 景気の現状:

### (1) 日本経済の現状 ～ 持ち直しテンポは依然鈍いばかりか、足踏みも散見

2014年秋、サプライズとなった追加金融緩和策が講じられ、かつ15年10月に予定されていた消費税増税の先送りが決断された直後、15年度に入れば増税による悪影響が剥落することや企業の賃上げ努力が継続されるとの期待感、さらには資源価格の下落によって国内の購買力が大きく改善するとの見方から、景気回復テンポは徐々に高まっていき、経済の好循環入りが見通しが一気に強まった。しかし、15年夏を迎えても、企業設備投資や労働需給など一部を除き、発表される経済指標のほとんどは景気の低調さを印象付けるようなものである。景気動向指数の一致CIに基づく基調判断は5月以降、「足踏み」となっているほか、鉱工業生産の基調判断も「一進一退」である。



(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～直近=100。

こうした景気情勢の背景には、企業は過去最高益を計上しつつも、労働者に対する利益還元(賃上げ)に対してさほど前向きではなく、「企業から家計へ」の所得還流が思うように進んでいないこと、そうした状況の下で食料品・日用品など生活必需品の値上げが続いていることなどを背景に、家計の実質所得の改善が遅れていることが考えられる。14年度を通じて大幅減少となった実質賃金は、賃上げ継続と原油安や消費税要因の剥落などによる物価上昇率の大幅縮小によって、15年度入り後は前年比でほぼ横ばいまで持ち直したが、残業時間が前年比で減少しているため、給与総額には依然として下押し圧力が働いているほか、夏季賞与の支給月が7月以降に後ズレした可能性もあり、6月の実質賃金は前年比で再びマイナスとなっている。結局のところ、家計は所得増を実感できず、消費は持ち直しテンポをなかなか高めることができずにいる。

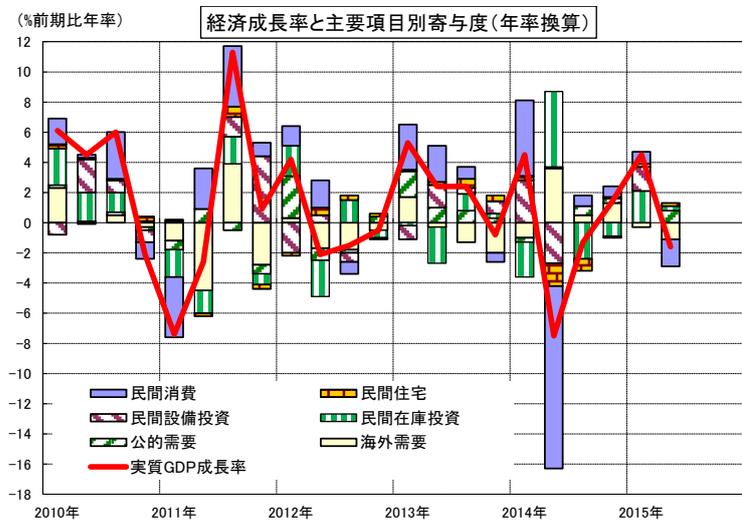
加えて、15年前半は米国・中国といった二大経済大国の成長率鈍化によって、世界経済全体が減速気味に推移する格好となり、14年後半にかけて回復傾向を強めた日本からの輸出数量は再び頭打ちの状況に陥った。とりわけ、経済構造改革などを通じて、成長の質的向上を意図するなど、「新常态」を目指す中国経済の動向は世界的に大きな関心事となっており、直近でも株価乱高下とその対応策(7月)、中国人民元の基準値算出方法の変更に伴う通貨切り下げ(8月)などを巡って、内外の金融資本市場が大きく動揺する場面も見られた。今後、地方財政を巡る問題、金融制度改革など、様々な問題を抱える中国経済がソフトランディングできなければ、世界経済への悪影響は免れない。

さて、14年夏場以降に急落した国際原油市況は、15年春には一旦は下げ止まる動きも見られたが、中東産油国などの供給増懸念もあり、再び下落傾向を強めている。日本のような石油消費国にはメリットが大きいとの期待もあるものの、上述のように所得還流が順調に進まなければ、それを享受するには時間がかかる可能性もある。一方で、21世紀に入ってからの資源高を受けて、世界経済のプレゼンスを急速に高めた資源国経済に対する懸念を高めているほか、日本を含め先進国では全般的にデフインフレ状態に陥るなど、物価安定目標の早期達成を目論む日本銀行にとっては悩ましい事態となっている。

### (2)3 四半期ぶりのマイナスとなった 15 年 4～6 月期の経済成長率

こうしたなか、8月17日に公表された4～6月期のGDP第1次速報によれば、経済成長率は前期比年率▲1.6%と3四半期ぶりのマイナスとなった。同4.5%の高成長となった1～3月期からの反動減として捉えられ、減少率は決して大きいわけではなく、「15年上期」としても年率2.2%の成長率となるなど、景気の腰折れを示唆するものではない。とはいえ、実感に近いとされる名目GDPは前期比年率0.1%と3四半期連続のプラスながらも、微増にとどまっており、「足踏み」状態となっているのは確かである。

内容をみると、民間住宅投資が2四半期連続の増加となったほか、公共投資が再び増加に転じるなど、公的需要も堅調に推移した。その半面、民間消費が前期比▲0.8%と4四半期ぶり、民間企業設備投資が同▲0.1%と3四半期ぶり、輸出等が同▲4.4%と5四半期ぶりに、いずれも減少に転じるなど、景気のエンジンがいずれも不調であった。なお、4～6月期の実質雇用者報酬も前期比▲0.2%と2四半期ぶりの減少で、消費悪化の一因であったといえる。



(資料)内閣府経済社会総合研究所

内容をみると、民間住宅投資が2四半期連続の増加となったほか、公共投資が再び増加に転じるなど、公的需要も堅調に推移した。その半面、民間消費が前期比▲0.8%と4四半期ぶり、民間企業設備投資が同▲0.1%と3四半期ぶり、輸出等が同▲4.4%と5四半期ぶりに、いずれも減少に転じるなど、景気のエンジンがいずれも不調であった。なお、4～6月期の実質雇用者報酬も前期比▲0.2%と2四半期ぶりの減少で、消費悪化の一因であったといえる。

一方、民間在庫投資は2四半期連続で成長率を押し上げたが、同時に在庫調整圧力をさらに高め、目先の成長率抑制につながるとみられる。また、輸入の減少も成長率にとってプラス寄与ではあるが、そもそも国内需要の悪化の影響を受けたものであり、好ましいわけではない。ちなみに、前期比成長率に対する内外需寄与度は、内需が▲0.1ポイント(うち、民需:▲0.3ポイント、公需:0.2ポイント)、外需が▲0.3ポイントであった。

また、一国のホームメイドインフレであるGDPデフレーターは前年比1.6%と、1～3月期(同3.5%)からは大きく上昇幅が縮小したものの、消費税要因の剥落や資源安などで上昇圧力が消えた消費者物価や国内企業物価などとは異なり、高めの上昇率を維持した。当然、需給バランスの改善によって価格転嫁が進んだことを示しているわけではなく、輸入価格の下落ほど国内の最終生産物の価格が下がっていないことを示している。

## 2. 予測の前提条件:

### (1) 当面の経済・財政政策運営

安倍内閣は、アベノミクス路線の継続を訴えて 14 年末の総選挙で勝利したこともあり、引き続き、デフレ脱却・経済再生を目指す政策運営を行う方針と見られる。6 月には「経済財政運営と改革の基本方針 2015」、「『日本再興戦略』改訂 2015」を取りまとめたが、前者では、デフレから脱却して中長期的に持続する経済成長を実現するためには①経済の好循環の拡大、②潜在的な成長力の強化、③まち・ひと・しごとの創生、④公的サービスの無駄排除・質向上などが必要とし、後者では「未来投資による生産性革命の実現」と「ローカル・アベノミクスの推進」の 2 つを車の両輪として推し進めることによって、日本を成長軌道に乗せていく考えを示した。双方に共通しているのは、経済の好循環は始まっているが、地域経済にはアベノミクスが十分波及しきれておらず、かつ人口減少によって多くの地方自治体が消滅の危機に瀕する可能性があるとの危機意識であり、「地方が成長する活力を取り戻し、人口減少を克服する」ことを基本目標とした地方創生政策の推進が掲げられている。政府は 14 年末に、人口減少の克服と経済成長の維持を目指し、約 50 年後の 2060 年を視野に入れた日本全体の長期展望である「長期ビジョン」と、それを踏まえた今後 5 年間の政策パッケージを示す「総合戦略」を決定した。そして、都道府県・市町村の各地方公共団体は、15 年度内に「地方人口ビジョン」と「地方版総合戦略」を策定することを求めている。

なお、消費税増税の先送りにより、新たな財政健全化計画が必要となったため、基本方針 2015 では「経済再生なくして財政健全化なし」という基本方針の下、今後 5 年間(16～20 年度)を対象期間とする「経済・財政再生計画」を策定した。同計画では 20 年度には PB 黒字化を実現するという当初の目標を堅持し、経済・財政一体改革を推進していくとしているが、とりわけ当初 3 年間(16～18 年度)を「集中改革期間」と位置づけ、18 年度の基礎的財政収支(PB)赤字が対 GDP 比で▲1%程度となるように努力することとなっている。この計画では「実質 2%、名目 3%」程度の経済成長を前提に、それに伴う税収増を中心に財政健全化を進めるというスタンスであるが、それを巡って懸念を唱える意見も少なくない。

ちなみに、概算要求の作業中である 16 年度一般会計予算は「経済・財政再生計画」に則った編成を目指している。7 月 24 日に閣議了解された概算要求基準では、年金・医療等は 0.67 兆円の自然増を容認しつつも合理化・効率化に最大限取り組む、義務的経費は 15 年度並み、裁量的経費は 1 割削減し、その 3 割を「新しい日本のための優先課題推進枠」として設定する、などとなっている。

### (2) 世界経済の見通し

08～09 年の世界金融危機からの回復初期段階では、先進国・地域はおおむね低調で、新興・資源国が世界経済を牽引する構図が見られたが、米国による大胆な金融緩和策からの転換が意識された 13 年春以降、それに変化が見られ始めた。最近では、利上げが意識されるまでに改善を示した米国、アベノミクスによってデフレ脱却・成長促進を目指す日本、量的緩和導入やそれによるユーロ安、さらには原油など資源安のメリットを受けるユーロ圏(除くギリシャ)など、先進国が緩やかではあるが、着実に改善しているのに対し、新興・資源国は正常化に向かう米金融政策への思惑や原油などの資源価格下落、さらには「新常态」への移行過程にある中国経済の減速の影響などを受けて、低調な状況が続いている。

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

### ① 米国経済

15年4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率2.3%と、急ブレーキがかかった1～3月期(同0.6%)から持ち直しが見られた。内訳をみると、個人消費は同2.9%(成長率への寄与度:2.0ポイント)と、1～3月期の同1.8%(寄与度:1.2ポイント)から高まった。また、販売の好調さを背景に、住宅投資は同6.6%(寄与度:0.2ポイント)とやや減速したものの、底堅く推移した。このほか、外需寄与度(0.1ポイント)も3四半期ぶりにプラスに転じた。一方、設備投資と民間在庫の寄与度はそれぞれ▲0.08ポイントと▲0.07ポイントとマイナスに転じ、成長率の押し下げ要因となった。とはいえ、4～6月期は個人消費と住宅投資の牽引によって、成長率が再加速したことが確認できた。

また、雇用は緩やかではあるが、着実な改善が続いており、年内の利上げ実施が確実視されている。ただし、利上げ時期を巡っては、見方が分かれているのが実際のところだ。直近7月に開催された連邦公開市場委員会(FOMC)後の声明では、利上げ時期を明確に言明することはなかったとはいえ、労働市場が幾分改善すれば、利上げが適切であると、これまでよりも一步踏み込んだ表現となった。8月分の雇用統計も堅調さを維持する内容となれば、9月利上げの可能性は一段と高まるだろう。一方、金融市場への利上げによる影響については、すでに利上げ開始は十分織り込まれているほか、その後の利上げペースも緩やかなものになると想定されており、限定的なものにとどまると見られる。

さて、先行きの米国経済については、内需主導で経済成長が続くとこのこれまでの見方を踏襲する。ただし、下振れリスクとして、ドル高の影響に留意する必要がある。また、国際商品価格の大きな下落を受け、一部の資源国では、経済失速や財政破たんリスクが高まっており、それが世界的な信用収縮を引き起こす可能性についても十分注意する必要がある。

**2015～16年 米国経済見通し (15年8月改定)**

	単位	2014年	2015年		2016年			
		通期 実績	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
実質GDP	%	2.4	2.2	1.4	2.1	2.6	2.7	2.9
個人消費	%	2.7	3.1	2.7	3.5	3.1	3.0	2.9
設備投資	%	6.2	2.2	0.8	1.6	5.4	6.5	7.2
住宅投資	%	1.8	8.7	9.2	9.8	6.4	5.5	5.0
在庫投資	寄与度	0.0	0.1	0.4	▲0.6	▲0.0	0.2	0.1
純輸出	寄与度	▲0.2	▲0.8	▲2.3	▲1.2	▲0.5	▲0.9	▲0.7
輸出等	%	3.4	1.7	▲0.5	3.1	5.6	5.7	8.0
輸入等	%	3.8	6.2	7.0	6.4	7.3	7.3	8.2
政府支出	%	▲0.6	0.3	▲0.2	0.9	0.0	▲0.4	▲0.1
参考								
PCEデフレーター	%	1.3	1.1	0.4	0.8	1.3	1.2	1.5
GDPデフレーター	%	1.6	1.4	1.2	1.6	1.9	1.8	2.0
FFレート誘導水準	%	0～0.25	0.50	0～0.25	0.50	1.25	0.75	1.25
10年国債利回り	%	2.5	2.4	2.1	2.8	3.5	3.5	3.5
完全失業率	%	6.2	5.5	5.6	5.4	5.3	5.3	5.2

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2015年8月14日(15年4～6月期の速報値ベース)  
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)  
 3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度  
 4. デフレーターは期中平均前年比  
 5. FFレート誘導目標は期末値

だろう。

以下、セクター別に見ていきたい。家計部門については、家計を取り巻く環境が改善しつつあるなか、賃金上昇の兆しが確認されているほか、エネルギー安による実質所得増や良好な消費マインドの支えもあり、個人消費は7～9月期にかけて堅調さを維持できると見られる。また、住宅市場も、家計部門の改善を受け、新築や中古住宅いずれも販売が好調さを維持すると予想され、住宅投資も増加する余地が大きいと思われる。

企業部門については、経営者マインドが総じて堅調であり、この数ヶ月低下してきた鉱工業生産指数や設備稼働率は持ち直しの動きが見られる。一方で、国際商品市況の下落やドル高の進行を背景に、設備投資は7～9月期も弱含む可能性が高い。また、4～6月期は在庫投資が成長率の押下げ要因となったが、在庫が積み上がっていることを踏まえると、しばらくは在庫調整局面が続く可能性が高い。外需については、新興国の成長鈍化やドル高の影響を踏まえると、輸出には減少圧力が、輸入には増加圧力がかかる可能性が高く、成長率にとってはマイナス寄与となると見る。最後に政府支出については、国防費や国内事業向け経費など連邦政府歳出の削減が弱まるほか、州・地方自治体の支出が増加する傾向にあるため、小幅ながらもプラス寄与となると予想する。

以上から、米国経済は、7～9月期以降も引き続き堅調に推移するとみられ、15年通年の経済成長率は前年比2.2%（前回見直しから変更なし）、16年は同2.6%（前回見直し2.7%から下方修正）と予想する。

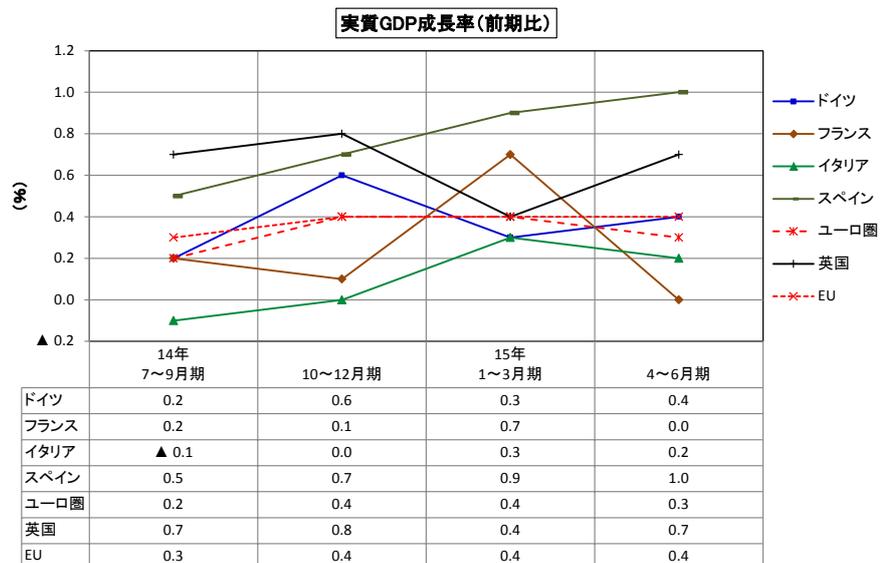
## ② 欧州経済

ユーロ圏では、15年4～6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比0.3%となり、1～3月期（同0.4%）から小幅減速ながらも緩やかな景気回復の継続が確認された。経済規模の大きい4ヶ国の中ではスペインの堅調さの継続に対し、フランス、イタリアの軟調さが目立った。

ユーロ圏では原油安、通貨安、金利水準の低下という追い風を受けての景気回復となっ

ているが、足元では息切れ感も生じている。主要な経済指標のうち、このところ特に堅調であった小売売上高については、直近の6月には前月比0.6%の低下となり、3ヶ月ぶりに低下に転じた。また、同月の鉱工業生産も同0.4%の低下と、2ヶ月連続の前月比低下になっている。一方、同月の失業率は11.1%であったが、緩やかな低下傾向も一服し、4月以降、3ヶ月連続での横ばい推移となった。また、7月の物価上昇率は前年同月比0.2%で、4月には4ヶ月続いた下落からは脱したものの、その後も低い上昇率が継続している。

一方、景気回復の牽引役として期待されるドイツであるが、6月には製造業受注指数は前月比で2.0%の上昇となり堅調であったものの、同月の鉱工業生産指数については同1.4%の低下であり月による変動が依然として大きい。また、同月の輸出額についても同



（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

1.0%の低下と、5ヶ月ぶりに低下となった。一方、同月の失業率は4.7%という低水準にあるが、小売売上高は3ヶ月ぶりに前月比で低下に転じ、2.3%の大幅な低下となった。

このようにユーロ圏では景気回復への追い風効果の一巡感も出ているが、最近では銀行貸出残高の伸び率(前年同月比)がプラスに転じてきており、欧州中央銀行(ECB)の多面的な政策により今後も景気回復は下支えされるものと考えられる。ただし、内需の低迷が続いてきたユーロ圏では、全般に製造業企業の収益性は改善せず、投資は盛り上がり、労働生産性は停滞しているほか、企業・家計ともに引き続き負債比率は高止まるなどの課題が残存していることから、ユーロ圏の景気回復が今後加速することは考えづらく、引き続き緩やかな回復にとどまるものと考えられる。また、年初からのギリシャ情勢の混迷化は景気回復に大きな重荷とはならなかったものの、他にもウクライナ情勢を巡る対ロシア制裁の影響の継続や、新興国経済の成長減速化などの懸念材料が存在しており、相応のダウンサイドリスクを伴っているものとみられる。なお、ECBは量的緩和政策(QE)などの効果を見極める必要があることから、現在の政策を当面維持するものと考えられる。

### ③ 中国経済

経済の減速に歯止めをかけるため、中国政府は昨年末から毎月のように金融緩和を実施したほか、地方政府の債務負担を減少させるための借換え債の発行を承認するなど財政政策の拡張も行ってきた。そのため、4~6月期の実質GDP成長率は前年比7.0%と1~3月期(同7.0%)から横ばいとなり、ようやく経済の減速に歯止めがかかった。

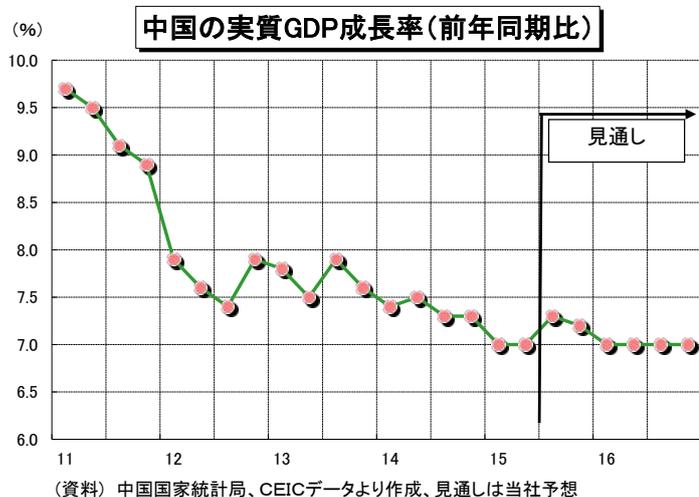
しかし、7月には中国の株式市場の乱高下に対応するための官民挙げての株価対策が行われ、インフラ投資に回す資金が減額を余儀なくされたことから、投資が小幅鈍化したほか、輸出も人民元の高止まりなどを受けて想定ほど回復しておらず、景気下押し圧力がやや増大したと見られる。

一方、住宅在庫の調整が進んだことや断続的な金融緩和措置などを受けて住宅市況が改善に向かっているため、内装建材などの住宅関連消費材の販売が好調さを続けているほか、外食産業やネット販売も底堅く推移したことから、消費は中国の経済成長を牽引しつつあると考えられる。

このように、足元の中国経済は一時的に下押し圧力が強まったものの、消費および投資などのファンダメンタルズ面には大きな変化が生じていないことから、緩やかな回復基調が続いていると思われる。先行きについても、これまでの金融緩和の効果がより鮮明に出るほか、財政政策の拡張などを受けて公共投資の増加が見られるため、7~9月期には7%台前半まで成長率を高められると思われる。

15年通年では政府目標である7%前後の成長は達成可能と予測する。実際、13次5ヶ年計画(16~20年)の初年度である16年に向けて、中国政府は良いスタートを切るためにも、7%前後の成長(保7)を維持する公算が高いと思われる。

なお、8月に入り、中国人民銀行(中央銀行)が実質上の人民元切り下げを行ったが、これは人民元の為替制度改革が市場化に向けて新たな一歩と評価すべきであろう。今回の人民元切り下げは、輸出拡大には多少つながると見られるもの

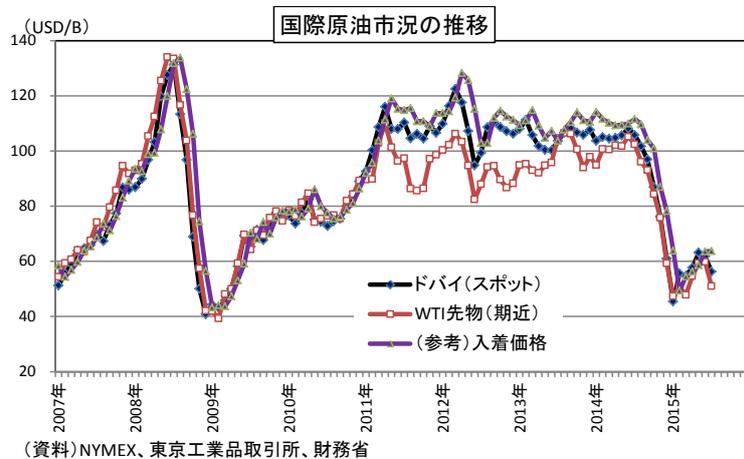


の、切下げ幅がそれほど大きなものではないことから、効果は限定的であろう。

#### ④ 輸入原油価格の見通し

14年夏場以降、世界的に供給過剰への懸念が強まった結果、原油価格は急落、15年3月中旬に1バレル=42ドル台(WTI先物(期近物)、以下同じ)まで値下がりました。その後、採算性が悪化した北米シェールオイル油井の生産がようやく減少に転じたことなどもあり、価格は持ち直し、5~6月にかけては60ドル前後での推移となった。しかし、ギリシャ支援交渉の決裂やイラン核開発協議での合意が意識され始めた6月末から再び下落傾向を強めており、8月中旬には41ドル台まで下落するなど、6年5ヶ月ぶりの安値水準となっている。

中国経済の動向など、世界経済の先行き不透明感が依然として払拭されず、原油需要の増加ペースが抑制されるとの見通しが根強い一方、供給能力は高水準であり、OPEC加盟の産油国ではシェア確保を最優先するため、むしろ増産する構えを見せている。イラン産原油の供給本格化といった要因も加わり、供給過剰感は払拭できない状況にある。そのため、当面は低価格のまま推移すると予想される。以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIFベース)は16年度にかけて50ドル前後で推移すると想定した。





2015~16年度 日本経済見通し

	単位	2013年度 (実績)	14年度 (実績)	15年度 (予測)	16年度 (予測)
名目GDP	%	1.8	1.6	2.9	3.3
実質GDP	%	2.1	▲ 0.9	1.4	2.4
民間需要	%	2.3	▲ 2.1	1.4	3.5
民間最終消費支出	%	2.5	▲ 3.1	0.5	2.7
民間住宅	%	9.3	▲ 11.7	2.7	5.3
民間企業設備	%	4.0	0.5	5.0	7.3
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	▲ 0.5	0.5	▲ 0.1	▲ 0.2
公的需要	%	3.2	0.8	1.2	0.5
政府最終消費支出	%	1.6	0.4	0.9	0.8
公的固定資本形成	%	10.3	2.0	2.8	▲ 0.7
輸出	%	4.4	7.9	1.2	5.4
輸入	%	6.7	3.6	2.0	9.1
国内需要寄与度	ポイント	2.6	▲ 1.5	1.3	2.8
民間需要寄与度	ポイント	1.8	▲ 1.7	1.1	2.6
公的需要寄与度	ポイント	0.8	0.2	0.3	0.2
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.5	0.6	▲ 0.2	▲ 0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.3	2.5	1.5	0.9
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	2.8	▲ 2.0	0.6
全国消費者物価 ( " ) (消費税増税要因を除く)	%	0.8	2.8 (0.9)	0.2 (0.1)	1.3
完全失業率	%	3.9	3.6	3.3	3.0
鉱工業生産 (前年比)	%	3.0	▲ 0.3	1.4	4.6
経常収支	兆円	1.5	7.9	14.2	12.1
名目GDP比率	%	0.3	1.6	2.8	2.3
為替レート	円/ドル	100.2	109.9	124.5	119.4
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.07	0.07	0.09
新発10年物国債利回り	%	0.69	0.48	0.41	0.69
通関輸入原油価格	ドル/バレル	109.6	90.6	53.6	50.0

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

(四半期)

(→予測)

	単位	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
名目GDP	%	1.2	0.2	▲ 0.7	0.8	2.2	0.0	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	0.4	1.2
実質GDP	%	1.1	▲ 1.9	▲ 0.3	0.3	1.1	▲ 0.4	0.6	0.6	0.8	0.6	0.6	0.2	0.6
(年率換算)	%	4.5	▲ 7.5	▲ 1.3	1.4	4.5	▲ 1.6	2.3	2.4	3.2	2.5	2.4	0.8	2.5
民間需要	%	1.9	▲ 3.6	▲ 0.8	▲ 0.0	1.5	▲ 0.4	0.5	0.6	1.1	0.7	0.8	0.9	1.8
民間最終消費支出	%	2.1	▲ 5.0	0.3	0.3	0.3	▲ 0.8	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.8	1.8
民間住宅	%	2.0	▲ 10.9	▲ 6.3	▲ 0.6	1.7	1.9	0.9	0.8	1.0	1.2	3.0	0.5	0.4
民間企業設備	%	5.0	▲ 4.6	▲ 0.0	0.2	2.8	▲ 0.1	2.2	1.5	2.0	1.7	1.5	1.6	2.2
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.6	1.2	▲ 0.6	▲ 0.2	0.5	0.1	▲ 0.4	▲ 0.1	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
公的需要	%	▲ 0.3	0.1	0.6	0.3	0.0	0.8	0.2	0.1	▲ 0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
政府最終消費支出	%	▲ 0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 0.7	0.2	1.7	0.3	▲ 1.2	2.6	1.0	0.3	▲ 1.0	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1
輸出	%	5.7	0.6	1.8	2.8	1.6	▲ 4.4	2.1	1.7	1.3	1.2	1.5	0.9	0.7
輸入	%	5.9	▲ 3.9	0.9	0.9	1.8	▲ 2.6	2.0	1.5	1.6	1.4	2.0	4.0	5.5
国内需要寄与度	%pt	1.4	▲ 2.8	▲ 0.4	0.0	1.2	▲ 0.1	0.5	0.5	0.8	0.6	0.6	0.7	1.4
民間需要寄与度	%pt	1.5	▲ 2.8	▲ 0.6	▲ 0.0	1.2	▲ 0.3	0.4	0.4	0.8	0.6	0.6	0.6	1.3
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.9	0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.8
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	2.2	2.1	2.4	3.5	1.6	2.0	1.7	0.7	0.5	0.8	0.9	1.4
国内企業物価 (前年比)	%	2.0	4.3	4.0	2.4	0.4	▲ 2.2	▲ 2.8	▲ 2.0	▲ 1.0	0.2	0.5	0.8	1.0
全国消費者物価 ( " ) (消費税増税要因を除く)	%	1.3	3.4	3.2	2.7	2.1	0.1	▲ 0.1	0.2	0.5	0.8	1.1	1.4	1.7
完全失業率	%	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.3	3.3	3.2	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8
鉱工業生産 (前期比)	%	2.3	▲ 3.0	▲ 1.4	0.8	1.5	▲ 1.4	0.8	1.5	0.9	0.8	1.0	1.6	2.2
経常収支(季節調整値)	兆円	▲ 1.3	0.8	0.5	2.7	3.9	4.2	3.5	3.2	3.3	3.2	3.2	3.0	2.7
名目GDP比率	%	▲ 1.1	0.7	0.4	2.2	3.1	3.4	2.8	2.5	2.6	2.5	2.5	2.3	2.0
為替レート	円/ドル	102.8	102.1	103.9	114.6	119.1	121.4	125.0	126.5	125.0	122.5	120.0	117.5	117.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.07	0.07	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09
新発10年物国債利回り	%	0.63	0.60	0.53	0.44	0.34	0.40	0.40	0.40	0.45	0.50	0.60	0.75	0.90
通関輸入原油価格	\$/バレル	112.0	109.6	108.4	88.3	55.9	59.6	55.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0

(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. 2015～16年度の日本経済・物価見通し:

#### (1) 経済見通し ～ 想定より遅れているが、年度下期には好循環入りへ

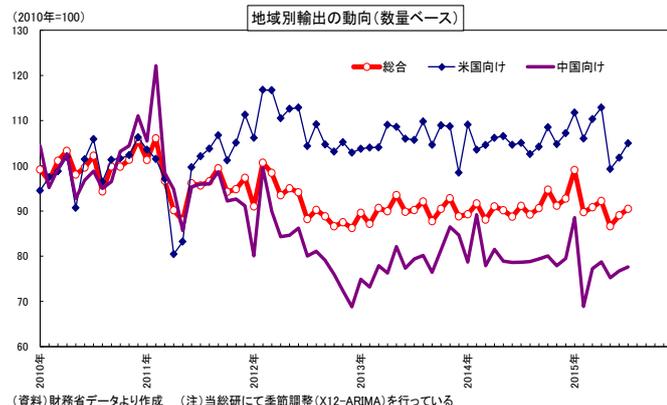
「基本方針 2015」や「経済財政白書」には、既に経済の好循環が始まっていることを前提に議論・分析が行われているが、デフレ脱却が実現できておらず、「企業から家計へ」の所得還流が不十分な状況で、消費税増税という 8 兆円規模の総需要抑制政策を断行したことが原因で 14 年度の経済成長率がマイナスに陥ったことを考慮すると、「経済の好循環」は始まった形跡すらない、というのが実際のところであろう。いまなお労働者への利益還元は不十分であり、それが原因の一つとなって消費の持ち直しが進まないことを踏まえれば、どういう好循環メカニズムが機能しているのか、疑わしい。

一方で、景気足踏みが長期化するとの懸念も浮上しているが、当総研は先行きについてさほど悲観的に見る必要はないと考える。とはいえ、先行き景気回復傾向が強まっていくとしても、そのテンポは加速的に高まることはないだろう。冒頭で触れたように、「企業から家計へ」の所得還流は、14 年度の好業績を考慮すれば物足りなさ是否めない。厚生労働省によれば、15 年度の春季賃上げ率は前年度比 2.38%と、14 年度(同 2.19%)から加速、17 年ぶりの高い伸びとなった(定期昇給分は 1.8 ポイントほどとすれば、ベースアップ分は 0.5～0.6 ポイントと想定される)。しかし、固定費増につながる「月給」のベースアップに慎重な企業も、「賞与」の増加で対応した可能性が高く、経団連によれば大手企業の夏季賞与・一時金は前年比 2.81%(最終集計)と底堅い伸びを確保、水準的にもリーマンショック以降の最高額となった。

ベースアップの反映、夏季賞与の支給、エネルギー価格の下落などに伴い、家計の実質所得の改善は徐々に進んでいくと見られる。また、足元で逼迫度を高める労働需給も、先々の賃上げにつながる可能性が高い。また、消費者マインドも概ね改善傾向にあり、冷え込んでいるわけではない。それゆえ、所得増を実感できれば、消費は持ち直しに向けて動き出すものと思われる。

他方、海外経済についても、懸念材料は決して少なくないが、少なくとも日本の輸出に対する悪影響は徐々に薄れていくものと思われる。米国経済の改善基調は維持されており、年内と想定される米国の利上げが間近に迫れば、内外の金融資本市場が多少混乱する可能性は否定できないが、金融政策の正常化推進は米国の実体経済が改善を続けていることの証拠と考えれば、深刻になるべきではない。むしろ、米 FRB は金融政策の正常化が経済悪化を招かないように、慎重に事を運ぶものと思われる。

また、様々な懸念材料が渦巻いて



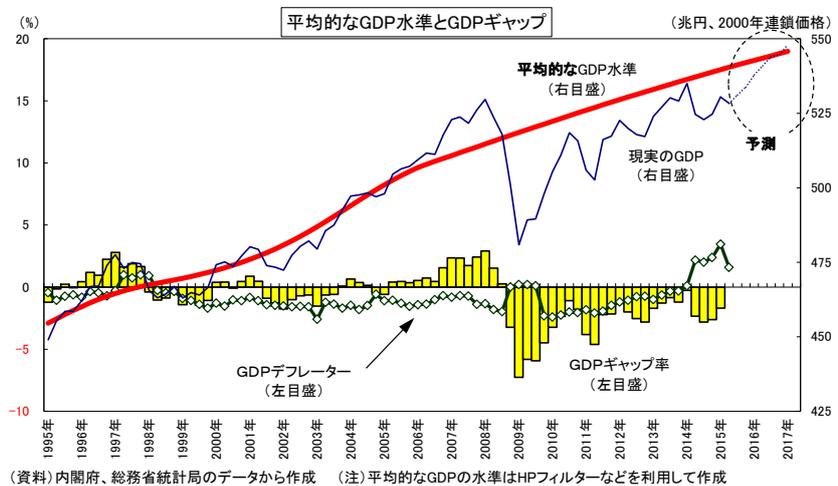
いる中国経済もすでに下げ止まりの様相が見られており、秋以降はこれまでの景気テコ入れ策の効果が浸み出してくるとみられる。天津の爆発事故に伴い、今後数四半期の輸出入に障害が出る可能性はあるものの、実体経済のハードランディングは回避される公算が強いことから、輸出の先行きにとって懸念すべき材料ではない。とはいえ、中国政府も7%を大きく上回る経済成長を求めているわけではないことから、中国経済の持ち直しに伴う影響はこれまでよりも弱いものになるのは否めない。

以上の消費・輸出動向の展望を踏まえると、更新需要を中心に足元で堅調に推移する設備投資も腰折れすることなく、緩やかな増加傾向をたどることが期待される。15年度下期には、日本経済はようやく好循環入りが実現し、長年の懸案であるデフレ脱却に向けた動きが再開すると予想される。

以下、15～16年度の日本経済を見通してみたい。まず、足元の7～9月期であるが、一部企業での夏季賞与支給が7月以降にずれ込んだこと、夏場以降は電気・ガス料金の値下げが本格化していることなどを考慮すると、家計の所得環境は好転に向かっているものと思われ、消費の持ち直しテンポはやや強まるものと考えられる。4～6月期には大幅減となった輸出も、米国向け・中国向けが数量ベースで回復傾向にあり、増加に転じる可能性がある。しかし、1～3月期に続き、4～6月期も積み上がった在庫水準を適正水準まで削減する動きが強まると想定されるほか、輸入も増加に転じるため、経済成長率はやや抑えられるだろう。7～9月期は前期比0.6%、同年率2.3%と、プラス成長に戻ると予想する。

その後も消費行動は緩やかに持ち直していくことが見込まれる。また、世界経済の不透明感も和らぎ、輸出の増加傾向が継続する。それらとともに企業設備投資なども活性化するなど、15年度下期は消費税増税で落ち込んだ需要の復元に向けた動きが進むなど、経済の好循環入りが実現する。その結果、**15年度の実質成長率は1.4%(前回6月時点の予測:1.8%から下方修正)**、下方修正の理由は4～6月期がマイナス成長となったことと、年度下期の景気回復テンポがより緩やかになるとしたため)とした。**名目成長率は2.9%、GDPデフレーターは前年度比1.5%(前回はそれぞれ3.0%(下方修正)、同1.3%(上方修正))と予測した。**

16年度にかけても、経済の好循環が緩やかに進行すると見られるが、15年度末までには消費税増税直前(14年1～3月期)のGDP水準を上回り、同時にマクロ的な需給ギャップも解消に向けて動いていくため、年度下期には「景気天井」への接近、さらには「景気拡大の持続性」への意識も徐々に高まっていくだろう。とはいえ、「幸いにも」14年度や15年4～6月期のマイナス成長によって、GDPギャップはある程度の乖離(需要不足)が発生しており、成長余力はまだ存在する状況であると考えられる。それゆえ、16年度も引き続き、雇用増を伴いながら経済成長を続けることが可能であろう。また、17年4月の消費税再増税を踏まえると、13年度と同様、16年度末にかけては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2.4%、名目成長率は3.3%、GDPデフレーターは前年度比0.9%(前回予測はそれぞれ2.1%、3.1%、同0.9%)と予測した。**これらにより、GDPギャップは趨勢的な水準を上回り、年度下期には失業率が3%割れまで低下するなど労働需給が引き締まっていく



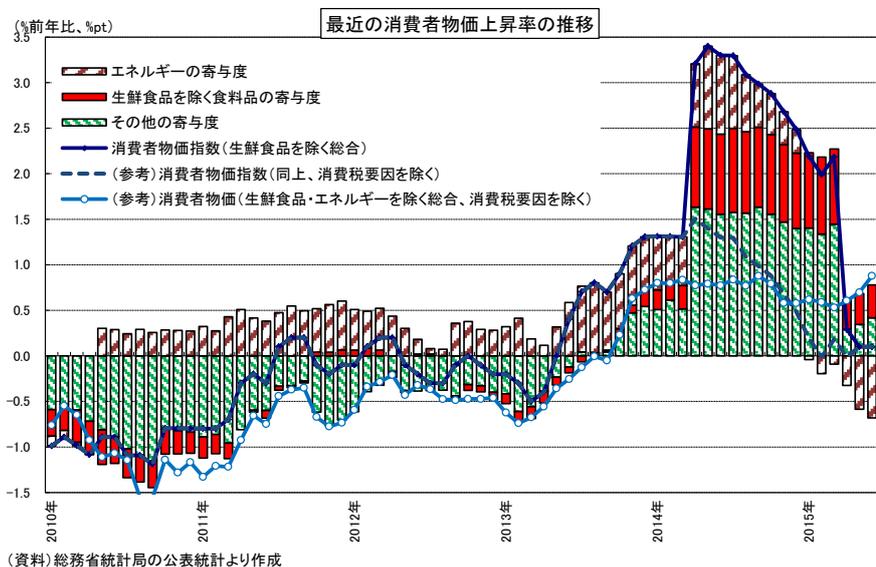
だろう。企業サイドも人員確保のためには賃上げの必要性に迫られるだろう。

## (2)物価見通し ～ しばらく前年比ゼロ前後で推移した後、再び上昇基調へ

最近の物価を取り巻く環境としては、①4月には消費税増税による押し上げ効果が剥落した、②消費・輸出の動きが鈍く、製造業の一部業種で在庫が積み上がっており、物価下落圧力が再燃している、③原油など資源価格の大幅下落によって、エネルギー価格が前年比で下落に転じている、④その一方で、為替レートの円安基調によって輸入品(最終財)の価格が上昇しており、食料品・日用品が値上げされている、といった特徴がある。

実際、6月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下、全国コアCPI)は前年比0.1%と、鈍化状態が続いている。夏場以降は電気・ガス料金の値下げが実施されるほか、ガソリン価格の一段の値下げなども加わり、一時的に下落に転じる可能性もある。また、消費低迷を受けて、春先にみられた食料品・日用品などへの価格転嫁が先行き困難になっている可能性も否定できない。

なお、年度下期に入れば、原油安によるエネルギーの下落効果が徐々に弱まるとともに、消費持ち直しが想定されること、さらに労働需給の逼迫などを背景とした賃上げ継続が物価にも徐々に波及し始めると予想され、物価上昇率は徐々に高まっていくだろう。



また、16年度にかけて、経済の好循環プロセスが強まり、マクロ的な需給ギャップが解消に向かえば、賃上げ圧力も高まっていくと見込まれる。次回の消費税増税を控えて駆け込み需要の再発生が想定される16年度末には物価上昇率は1%台後半の領域にまで到達すると予想する。

以上から、15年度の全国コアCPIは前年度比0.2%(14年度:同2.8%、消費税要因を除くベースでは同0.9%)と年度を通じて上昇率は鈍化する。しかし、16年度は同1.3%と上昇率を徐々に高めていくだろう。

### 中国労働金庫の進化する営業推進

古江 晋也

#### 要旨

「団体主義」を採用している労働金庫は、労働組合等に設置された「労金推進委員会」とともに営業推進活動を行っている。しかし、①勤労者の意識変化、②労働市場における構造的変化、③住宅ローンを含めた個人ローン市場の競争激化を受け、その営業推進チャネルも多様化するようになった。

中国労働金庫では、コンビニ ATM などとの提携、ダイレクトチャネルを強化することで相対的に少ない店舗網を補完している。一方、利用者との「フェイス・トゥ・フェイス」の観点からは、ライフプランセミナーの開催や「友の会」を組織することで「職場の金融機関」から「生涯利用できる金融機関」をめざしている。

#### はじめに

労働金庫は、労働組合、生活協同組合や互助会などの団体（以下、労働組合等）を会員とする協同組織金融機関である。このことは「団体主義」と呼ばれ、労働金庫の会員である労働組合等は、労働金庫への出資、経営への参画、「ろうきん運動」の推進を図ることで労働組合等の組合員（労働金庫側からは「間接構成員」と呼ばれる）の生活の質的向上を目指してきた。

周知のとおり、労働金庫は住宅ローンを含む個人ローン商品をメインに取扱っているが、1990～2000年代にかけて、①

勤労者の意識変化、②労働市場における構造的変化、③個人ローン市場の競争激化を受け、労働金庫における営業推進チャネルも多様化するようになった。

本稿では中国労働金庫（本部：広島市、写真1）を中心に社会環境の変化に応じて労働金庫の営業推進およびチャネル戦略がどのように進化してきたのか、を検討する。

#### 労金推進委員会の役割<sup>(注1)</sup>

労働金庫の設立は1950年に遡ることができる。当時は食糧難、住宅難などの真ただ中にあり、担保を持たない庶民の多くは高利貸しや質屋から資金を借りていた。このような社会情勢を背景に、岡山県と兵庫県で勤労者のための金融機関である労働金庫が誕生した（労働金庫の設立は後に全国に広がる）。

1950年代はまた、労働運動が活発な時代でもあり、労働金庫は山陽電鉄労組への賃金の肩代わり融資（1951年）、炭労・電産ストにおける生活資金の融資（1952年）など、労働運動を支援する重要な役

写真1 中国労働金庫本部



割を担ってきた。

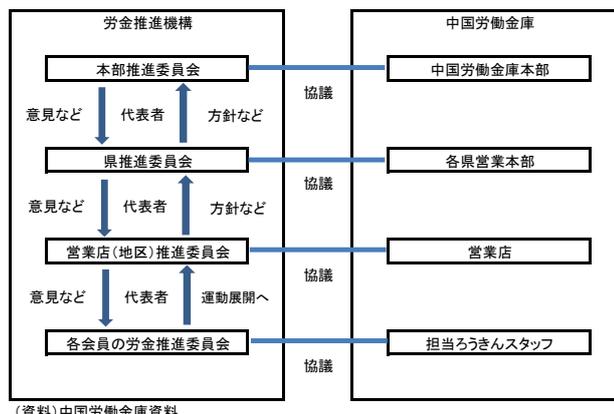
以下、労働運動と労働金庫のつながりを簡単に整理しておく。労働運動は大別して、賃金、労働条件の改善に取り組む「経済運動」、勤労者の暮らしを守るための要求や政治闘争である「政治運動」、勤労者自らの自助支援である「労働自主福祉運動」の3つに区分されるが、労働組合が取り組む「ろうきん運動」は、この労働自主福祉運動に含まれる。

労働組合は執行役員、職場委員など運営上の担当者を選任するが、そのなかには「労金推進委員」という役職もあり、労働金庫との窓口という役割を果たしている。

労働組合員が労働金庫から融資を受ける場合は、組合事務所を訪問し、労金推進委員に相談や労働金庫への取次ぎを依頼する。労金推進委員の主な役割は、①職場内部におけるニーズの察知、②組合員への教育・宣伝活動、③世話役活動がある。ここでいう教育・宣伝活動とは、ろうきん運動への積極的な参加を促すことであり、世話役活動とは、労働金庫の商品やサービスを組合員に紹介したり、アドバイスを行うことである。

図表1は、中国労働金庫の推進機構の概略図を表したものである。各労働組合内に組織された労金推進委員会（図における「各会員の労金推進委員会」）は、地区または県などに代表者を選出し、意見や要望などを提出する。この意見や要望は、労働金庫の運営に反映され、労働組合等の組合員のニーズなどを吸い上げることにもなる。このような労金推進委員会をもととした労働組合など会員側の体制を「労金推進機構」と呼ぶ。

図表1 中国労働金庫における推進機構の概略図



一方、労働金庫の渉外担当者は各営業店から労働組合の事務所等を訪問する。製造業など各地に工場がある場合、労働組合は都道府県レベルに支部、市町村レベルに分会を置くことがあり、労働金庫の渉外担当者は営業地区にある本部、支部、分会の事務所を訪問する。

財形など、金融商品のキャンペーン等を行う場合、渉外担当者は労金推進委員とともに各職場をまわって推進することもある。そのため労働金庫の営業店は職場近くに配置されていることが多い。例えば、中国労働金庫広島東支店はマツダ労働組合が入居している「ふれあい会館」（マツダ構内本社工場に隣接）内に店舗を構えている。ただし、相対的に小規模な労働組合の場合は、渉外担当者が利用者宅に訪問して取引等を行うケースもある（利用者が営業店に来店するケースもある）。

(注1) 全国労働金庫協会ウェブサイト、中国労働金庫資料「よくわかるろうきん運動」を参照・引用。

### 多様化する推進チャネル

以上、労金推進機構の体制等を簡単にまとめてみたが、近年では、労働組合を通じたローンの申込等は減少傾向にあるという。その理由としては少なくとも、

①勤労者の意識変化、②労働市場における構造的変化、③住宅ローンを含めた個人ローン市場の競争激化があげられる。

第1の勤労者の意識変化とは「プライバシーを守りたい」という意識が高まったことである。従来、労働組合員が融資を受けたい場合、労金推進委員に相談を行い、その後労金推進委員が労働金庫に案件をつないでいたが、90年代以降は、「職場の仲間に知られたくない」という意識が次第に高まるようになった。

第2の労働市場における構造的変化とは、非正規社員やパート職員が増加し、正社員として労働組合に参加する勤労者の割合が低下したためである。また80年代以降の国鉄、日本電信電話公社などの民営化や生産現場の海外移転も労働組合運動の転換を迫るようになった。

第3の個人ローン市場の競争激化とは90年代以降、法人融資が伸び悩む中、都銀（メガバンク）、地銀などが、個人ローン市場に本格参入を果すようになったことである。また、消費者金融会社が台頭してきたのもこの時期であり、その後、多重債務が社会問題化したことは記憶に新しい。90年代後半には、ダイレクトチャンネルが金融機関に相次いで導入されるようになったことも個人ローン市場における競争に拍車をかけた。

ただ労働組合等、団体経由によるローン申込件数が減少傾向にあると言っても、同チャンネルがろうきん運動のベースであることに変化はなく、団体や労働組合員との「フェイス・トゥ・フェイス」を実践する貴重なチャンネルである。ただし、上述のような環境の変化を受けて営業チャンネルの多様化に努めているのも事実である。

## チャンネルを多様化する中国労働金庫

労働金庫の営業店は、工場など職場近くに配置してきた。そのため「職場には近いが自宅からは遠い」という課題があった。しかし、2000年代前半から各金融機関はセブン銀行やコンビニATMなどとの提携を加速させ、ATM利用手数料のキャッシュバックを拡大させたことで「自宅からは遠い」という課題を克服した。

中国労働金庫では現在、セブン銀行やコンビニATMを利用した者には手数料のキャッシュバック・サービスを導入しており、相対的に少ないとされる店舗網を補完している。またネットバンキングやテレフォンバンキングなどの非対面型チャンネルの導入にも力点を置くことで顧客の利便性を高めている。これまでネットバンキングは高齢者には不向きなチャンネルであると言われてきた。しかし、定年を迎えた昨今の60歳代は、抵抗なくネットバンキングを使いこなしており、非対面型チャンネルはシニア向けチャンネルとしても重要性が高まっている。

## ライフプランセミナー活動の充実

中国労働金庫がライフプランセミナーを重視するようになったのは、2003年に発足した当初からである。

セミナーは、新入社員向け、退職を控えた社員向けは当然ながら、就職を控えた高校生に向けても実施している。内容は、新入社員の場合であれば、給与明細の見方や源泉徴収の意味といった給与所得者に不可欠なテーマを、退職を控えた社員には企業年金、公的年金などの仕組みといったテーマなどをわかりやすく説明している。また労働組合では入社3年目、5年目、7年目などの組合員を対象に

研修を実施しているが、同研修に労働金庫職員も講師として参加している。このようなライフプランセミナーの充実を図るようになった背景には、労働組合の組合員とのフェイス・トゥ・フェイスを重視するという理由に加え、社会情勢の変化も大きく影響している。例えば、高度成長期の勤労者は、毎年のように賃金の引上げが行われ、将来に対する楽観的な期待を持つことができた。しかし、バブル崩壊以降、毎年、賃金が上昇すると考えることは難しくなった。また、規制緩和によって金融商品、サービスが多様化するなか、金融リテラシーの高低が、家計の資産形成に影響を与えるようになったことも同金庫がセミナーに力点を置くようになった大きな要因である。中国労働金庫ではセミナー以外に個人面談も積極的に実施している。会社の食堂や休憩室、また個人宅でも積極的な面談を実施しており、より親しみが増す取組みを強化している。

### 「友の会」による退職者対策

中国労働金庫は年金受給者を対象に「友の会」を組織している。同会ではバスツアーやカラオケ大会、振り込め詐欺の注意喚起など、他の協同組織金融機関と同じような活動が行われているが、当該友の会は同金庫に出資していることが他の会と異なっている。そのため、同会は年金受給者等によって運営され、出資配当や事業利用料配当金が団体の収入となる。

このような取組みを始めたきっかけは団塊世代が大量に退職するとされた、いわゆる「2007年問題」であった。「職域」を取引ベースとしている協同組織金融機

関では利用者が退職すると、自宅に近い金融機関に預金などを移す傾向がある。この流れを変え、「退職しても継続して取引を行ってほしい」との思いから考え出されたのが友の会であった。しかし、各地域に友の会が組織されるようになると、営業店がより地域に根差した存在となったということ、そして、何よりも地域住民による「ろうきん運動」という新たな価値が生まれるようになったことは注目される。

### おわりに

以上、ダイレクトチャネルに力を入れる中国労働金庫の姿を記した。しかし、同金庫はダイレクトチャネルの導入に伴い減少すると考えられる「フェイス・トゥ・フェイス」の機会を「ライフプランセミナー」や「友の会」などを活発化させることで補完し、より高度なサービスを提供していることは注目される。加えて同金庫では、全労済や労働者福祉協議会を顧客に紹介することで金融以外の課題解決にも積極的に取り組んでおり、「職場の金融機関」から「一生涯利用できる金融機関」というイメージ転換を図っている。

近年、地域金融機関では「職域サポート制度」と呼ばれる営業推進に注目が集まっている。しかし、同制度の「元祖」である中国労働金庫の取組みを概観すると、金融サービスのみを提供しているだけでなく、ライフプランセミナーなどより包括的な情報提供を重視していることは興味深く、職域営業のあり方、金融機関が提供する企業への福利厚生のあり方にも大いに示唆を与えるといえよう。

## 鳥取市で増加する移住者と重層的な移住促進政策の展開

多田 忠義

### 要旨

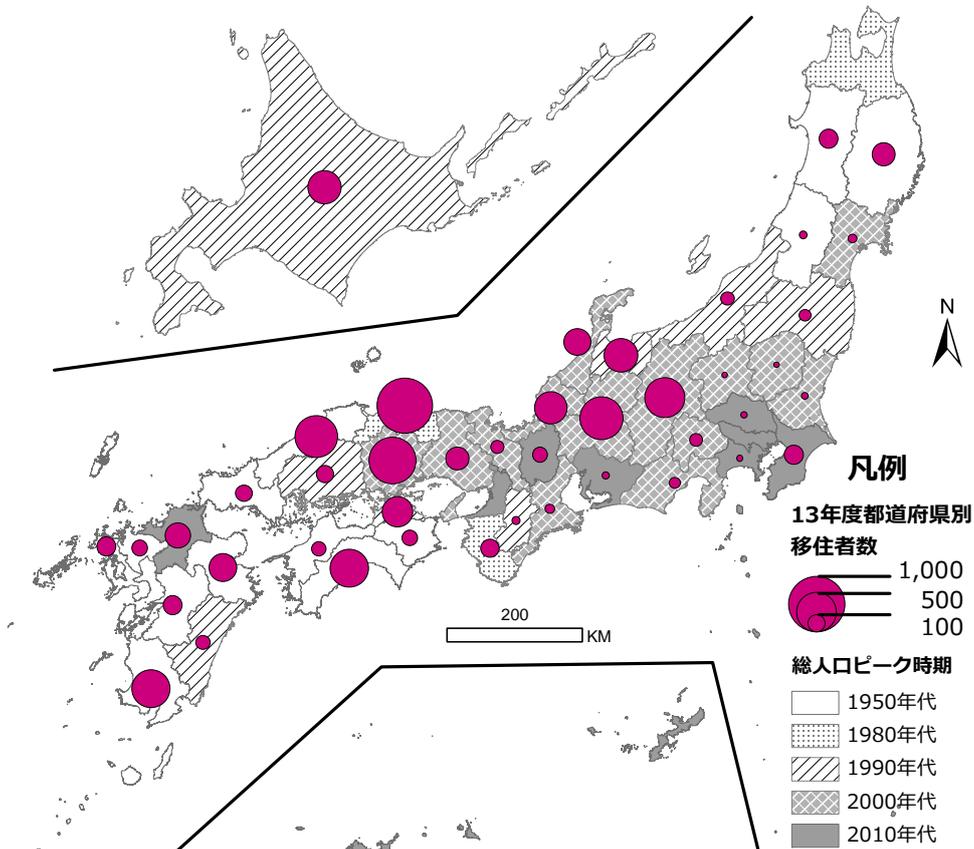
鳥取県鳥取市は、鳥取県をはじめとする他の関係者・団体と連携しつつ、役割分担を明確にしながらか重層的な移住定住促進政策を展開している。移住希望者に対し必要な支援が切れ目なく、継続して実施されていることが特徴である。こうした取り組みは、移住者数の増加に寄与していると判断される。政府は、地方創生で重要業績評価指標(KPI)を重視する姿勢だが、鳥取市における移住政策は、移住者数だけでなく、支援や政策の継続性、移住ニーズの掘り起こしから定住に至るまでのプロセス、重層的体制構築などの質的側面も考慮する必要性を示唆する。

### 東京一極集中是正で地方移住が脚光

地方創生の政策パッケージで示されているまち・ひと・しごと創生長期ビジョンでは、人口減少問題の克服と成長力の確保が明示され、同総合戦略では東京一極集中を是正するために、地方における

安定した雇用創出、若い世代の結婚・出産・子育て支援、まちづくり支援とともに、地方移住の推進が打ち出されている。そして、移住政策の重要業績評価指標(KPI)は移住者数となる可能性が高いものの、これを把握する全国的な公式統計

図表1 都道府県別総人口ピーク年代と13年度移住者数



資料 阿部・小田切(2015)、総務省「国勢調査」「人口推計」、ESRI Japan地図データより作成

は存在せず、少なくとも10年以上先行して取り組まれている地方移住の動きは不明な点も多かった。

そこで、阿部・小田切(2015)は、東京都と大阪府を除く道府県および市町村を対象にアンケート調査を行い、都道府県をまたいで転入した人、かつ、移住相談の窓口や中古住宅活用策などを利用した人または一部の県で行われている住民票異動時の意識調査で「移住目的とした人」の数を取りまとめ、09年以降の経年変化を追っている。この調査によれば、年々移住者数は増加していること、13年度は鳥取県が全国で一番移住者数が多いことなどが明らかとなった。

そこで、本レポートでは鳥取県に注目し(図表1)、その中でも、移住者数が多く、取組み期間も比較的長い鳥取市を取り上げ、移住政策の現状と課題を分析し、移住者数をKPIとする場合の検討課題を明らかにする。なお、本レポート執筆に当たり、鳥取県、鳥取市、ふるさと鳥取県定住機構へ聞き取り調査を行った。

### 移住政策の土壌:若者の域外流出対策

鳥取県の位置する中国地方は、地方都市や農村で構成され、大都市への労働力供給地としての性格をもつ。鳥取県では1988年に総人口のピークを迎え、人口減少局面へ突入している(図表1)。東北、中国、四国、九州の一部では1950年代に総人口のピークに比べて鳥取県の総人口ピークは遅かったものの、産業誘致や雇用対策などの人口流出対策を必要とする点で、鳥取県も労働力供給地といえる。実際、鳥取県では1995年、公益財団法人ふるさと鳥取県定住機構(以下、機構)を設立した。設立当初は、就職先の紹介

支援を通じて、若者の県内就職や職場定着を推進したが、里帰り就職の支援から移住定住支援まで事業内容を徐々に拡大してきた。2011年以降、県から移住定住サポートセンターの業務を受託たことで、住居、職業の紹介や相談先の一本化を図るワンストップ窓口の機能を持つようになった。

### 鳥取市:2006年から移住政策を展開

鳥取市の総人口のピークは2004年であった。04年11月に周辺8町村(国府町、福部村、河原町、用瀬町、佐治村、気高町、鹿野町、青谷町)と合併し、山陰地方で初めて20万人を超える都市となった。合併計画時に増加を見込んだ人口は合併直後に減少に転じ、06年9月から展開する移住政策の契機となった。

鳥取市は広域合併により、一つの市域で都市から農村まで、あるいは海岸付近から平野、そして山村までをカバーする恵まれた地理的条件を持っており、移住希望者に対して多様な移住定住ニーズを受け入れる素地が備わっている。また、移住希望者に人気の温泉施設が至近である他、豊富な食材、都市部に比べ安い物価、高速道路開通などに伴う関西圏などへのアクセス改善など、移住定住を決断するうえでの好材料が多くみられる。一方、買い物や通勤・通院などで自家用車に依存せざるを得ない地域が多いほか、積雪地域であることを考慮する必要もある点が特徴といえる。

### 移住政策の重層性と支援体制の構築

鳥取市では、移住希望者を掘り起し、定住にこぎつけるまでの切れ目のない支援を、06年以降継続している(図表2)。具体的にみると、移住に関する情報発信、検索ポ一

タルの開設、関東や関西での開催を含む定期的な相談会の実施、お試し移住機会の提供（付録の写真参照）、職業マッチング、起業・農林漁業への就業支援、不動産情報の提供、移住する上での金銭的支援、などである。

立ち上げた施策は3年を目途に継続性の

是非を検討し、交付金により取り組みが軌道に乗ったと判断されるものは、当該事業を解消したり、他の政策へ発展させたりするなどの工夫がみられた。例えば、鳥取市は企業や集落に対して、移住者の受入に対する謝礼金を支給していたが、実際の使途に応じた政策へと発展させた。集落に対す

図表2 鳥取市における主な移住定住促進政策

年月	番号	名称	内容等
06年9月～	1	定住促進・Uターン相談支援窓口	設置当初1名の専任相談員を配置 →現在4名体制+関西・関東圏に1名ずつ配置
07年1月～	2	UJターン希望者無料職業紹介	職業紹介所に雇用アドバイザー設置 →無料職業紹介求職者登録者数194人
07年4月～	3	UJターン者住宅利活用推進事業	
	07年4月～	3-1 住宅支援	建築、購入、改修費に対する助成、100万円を限度 →合計190件 1億5192万円 473人の交付実績
	14年4月～	3-2 家財道具処分支援	空き家の有効活用 NPOは100分の100(40万円上限) その他100分の50(20万円上限) →11件 350万円の交付実績
09年4月～	4	とっとりふるさと就農舎	2年間の実践的研修、7年間の生活費助成(年150万円、同伴家族ありの場合、1人1月3万円上乗せ)家賃月5万円上限助成(定員3名) →これまで22人が研修を経て定住(家族を含めると39人が定住)
07年6月～	5	お試し定住体験施設	現在8棟用意、温泉付き物件は稼働率がほぼ100% →施設利用世帯は231、うち47世帯が移住定住
11年4月～	6	鳥取暮らし体験ツアー事業	地元住民と交流を通じて縁を感じてもらい、移住定住の契機としてもらう →これまで39世帯中3世帯が移住
09年1月～	7	鳥取ふるさとUI(友愛)会	支援窓口を通じて定住した方々が中心となって設立、移住者同士の交流プラットフォーム →会員数 44世帯57人
13年4月～ 15年3月まで	8	UJターン若者就職奨励金	鳥取市に転入し、市内登録企業に就職した者に10万円交付、配偶者加算あり(5万円) →183世帯290人が移住定住
13年6月～	9	移住定住空き家運營業務委託事業	NPO法人等集落組織に対し、空き家提供の呼びかけ等を含め委託 →16世帯31人が移住定住
14年4月～	10	地域おこし協力隊(※総務省事業)	→9名が活動中
15年7月～	11	鳥取市の環境が移住定住者の健康に与える影響に関する調査	移住後、精神的、体力的に元気になったとの報告があるものの、医学的な裏付けがないことから、鳥取大学医学部に委託し、事実かどうか検証 →効果が認められれば、移住促進ツールとしたい

(資料)鳥取市提供資料、聞き取り調査を基に筆者作成 (注)実績は15年6月末時点の累計。

る謝礼金は、ニーズの高い家財道具の処分や空き家提供等の管理委託の支援に限って利用できるものとした(図表2番号3-2,9)。特に鳥取市では、移住希望者がコミュニティにいち早く溶け込める体制の強化を目指し、空き家管理を含む包括的な移住支援組織の活動支援を重視している(番号9)。企業に対しては、移住政策が浸透したとして、今度は移住し就職した世帯に対し、就職奨励金の支給を実施した(番号8)。

鳥取市の移住政策は、市単独の取り組みではなく、他の関係者・団体と連携しつつ、役割分担を明確にしながら、重層的な政策スケールの組み合わせによって展開している(図表3)。すなわち、立法や方針策定は国レベル、県外折衝や市町施策支援は鳥取県レベル、移住条件整備や移住者フォローは各市町村レベル、移住者の実際の受け入れは町内会やまちづくり協議会レベルで実施されていることである。重層的な支援体制を構築することで、移住希望者が抱える諸問題を一つずつ取り除き、移住を促進していると考えられる。こうした連携や重層性は、地域間の移動を伴う移住において必要不可欠な支援体制であると考えられる。

## 若者中心に増加し続ける移住者

こうした政策や体制の下、鳥取市における移住者は、06年以降増加し続けている(図表4)。その過半は10~30歳代で構成され、年々その割合が高まっている点の特徴である(図表5,6)。

移住世帯の前住地をみると、関西圏と関東圏で過半を占める一方、近隣県からも移住していることがわかる(図表7)。また、移住世帯の57.6%がUターンで、残りがJIターンで構成され(注1)、移住者が住み続けている割合を示す定着率は9割を超えている(注2)。

以上を踏まえると、鳥取市では、恵まれた自然環境などの地理的条件や移住者にとっての好材料が移住者数の増加・定着に寄与しているだけでなく、鳥取市が取り組む移住定住促進政策の展開も寄与していると考えられる。

(注1)鳥取市への聞き取り調査で把握。Uターンは864世帯中497世帯、JIターンは367世帯。

(注2)鳥取市が定期的に発送する移住者向け交流会の案内郵便が返送率1割未満(宛名不明によるも

図表3 鳥取市における重層的な移住政策

主体	主な役割	具体的な内容
国及び関連団体	立法(方針)、予算措置、広報(移住に対する意識の醸成)	・地方創生関連事業の推進 ・移住定住ポータルへの運用 ・広報活動
鳥取県	県事業の策定、予算措置、広報(鳥取県のPR)、市町村間の連絡調整	・政策立案 ・広報活動 ・市町村への助成金交付
ふるさと鳥取県定住機構	県事業の実施、広報(鳥取県のPR)	・県の事業実施主体 ・ワンストップ相談窓口の提供 ・広報活動 ・移住定住ポータルへの運用
市町村(鳥取市の場合)	市事業の策定、予算措置、広報(鳥取市のPR)、移住者・移住先集落や町内会との連絡調整	・町内会、集落等との橋渡し役 ・移住希望者の対応 ・広報活動 ・ワンストップ相談窓口の提供
NPO、まちづくり協議会、町内会等	移住者の受け入れ、まちづくり	・空き家の提供、仲介、管理 ・移住者に対する物心両面のサポート

(資料)聞き取り調査を基に筆者作成

の)である点に着目して定着率を推定。転送は考慮していない。

### 考慮すべき移住政策の質的側面

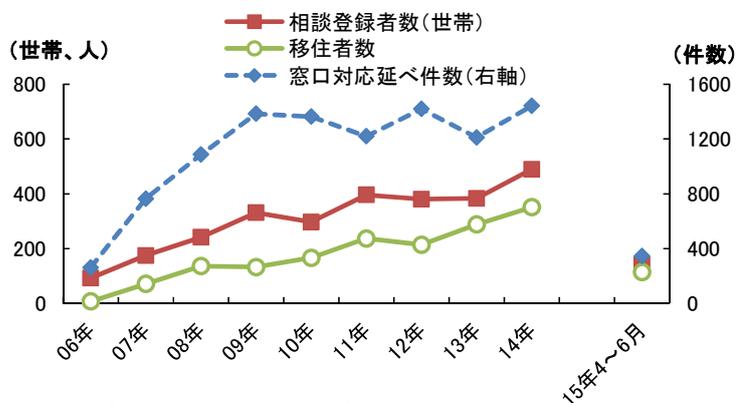
移住支援の競争激化は定着に失敗する可能性をはらむ。それゆえ、移住希望者と移住先の社会とが相容れ合えることが極めて重要である。鳥取県、鳥取市では、共に首長が移住者数の目標を掲げているが、現場では、数値目標を意識しつつも、移住者の奪い合いはせず、限られた自治体の資金や人員を割いて地域の担い手たり得る人材、定着できる移住希望者を得たいという強い意思のもと、政策を実施している。

この意思は、移住希望者からの問い合わせに対する対応から推し量ることができた。鳥取市や機構では、移住後直面する生活環

境の違いに関する移住希望者からの問い合わせに対し、日常生活において自家用車の所有と雪対策が不可欠であると説明している。数値目標に偏ると、移住先選びで不利となる情報は過小申告となる恐れがあるが、機構は移住希望者に乗り越えなければならない現実を提示している。移住者数の増加だけを目標とせず、移住希望者と移住を支援する多くの関係者・団体との間に確かな信頼関係を醸成できているからこそ、徐々に移住者数の増加という形で政策結果が表れていると考えるべきである。

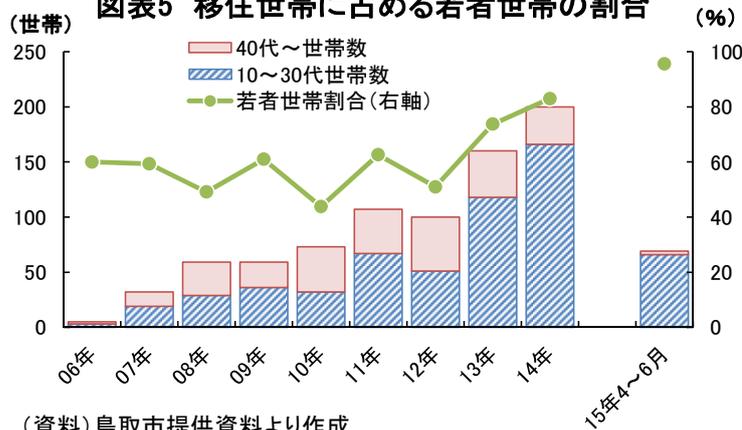
政府は、地方創生で重要業績評価指標(KPI)を重視する姿勢だが、鳥取市の事例は、移住者数だけでなく、移住政策の継続性、移住ニーズの掘り起こしから定住に至るまでのプロセス、重層的な支援体制の構

図表4 鳥取市における移住関連指標の推移



(資料)鳥取市提供資料より作成

図表5 移住世帯に占める若者世帯の割合



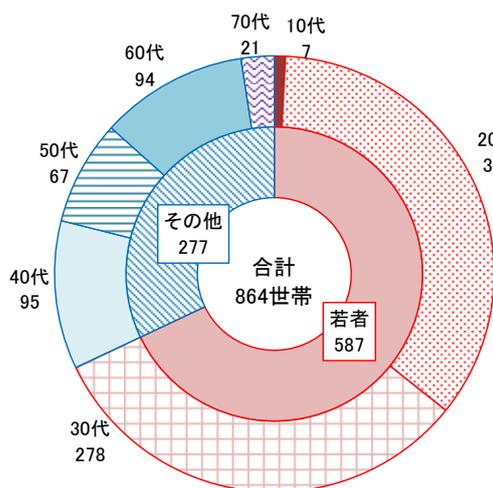
(資料)鳥取市提供資料より作成

築といった質的側面も考慮しなければ、移住はしても定着に失敗する事例を生み出しかねない、との示唆を与える。

## 参考文献

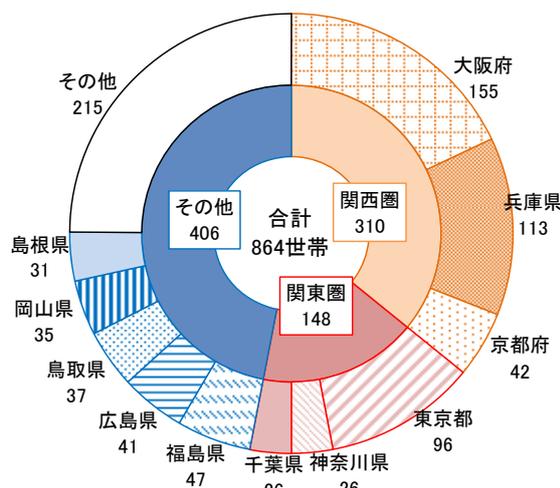
阿部亮介・小田切徳美 (2015)「地方移住の現状－毎日新聞・明治大学合同調査より」『ガバナンス』2015年4月号 103-105

図表6 移住世帯の年齢構成



(資料)鳥取市提供資料より作成 (注)15年6月末時点の累計

図表7 移住世帯の前住地



(資料)鳥取市提供資料より作成 (注)15年6月末時点の累計

## 付録(お試し住宅の外観)

写真1 市役所から徒歩10分圏のお試し住宅



写真3 温泉付きお試し住宅



写真2 旧城下の古民家を改修したお試し住宅



写真4 山間部の中心集落にあるお試し住宅



(資料)筆者撮影(鳥取市内、15年7月23日)