潮　流

世界貿易の減速が意味するもの

主席研究員　山口　勝義

2008 年のリーマン・ショックで急減した世界の貿易（財貨、数量ベース）は、その後、アジアや中東欧などの新興国が主な牽引役となり急速に回復に向かった。しかし、14 年末をピークに、既にこの回復は減速傾向に転じている。輸出および輸入の双方についてこれまで回復を主導してきた新興国の低迷が目立っているが、あわせて先進国についても、米国は頭打ち、日本は増加後の大幅減少、ユーロ圏については低位での緩慢な推移などとそれぞれ特徴的な動きはあるとはいえ、各国・地域で輸出・輸入ともに減速傾向にあることに大差はない。このように、先進国、新興国おしなべて貿易が減速しつつあるという点が、足元での特徴である。

こうした世界貿易の減速には様々な要因が絡み合っているものと考えられる。まずは中国を中心とした新興国経済の成長鈍化の影響があるとみられるが、同時に進行する先進国における製造業の国内回帰の影響も考えられる。新興国の生産コスト上昇や自国産原油の価格下落などを受け、先進国の製造業企業が生産拠点を国内に回帰させることで、新興国からの輸出と先進国の輸入をともに減少させている可能性である。また、先進国においては製造業の縮小とサービス業の拡大という産業構造の変化が生じており、この流れが財貨の輸出の減少要因として働いていることも考えられる。さらに、個別の動きとして米国での原油輸入の減少があり、また欧州では、貿易額で米国、中国、スイスに次ぐ第 4 位の地位を占めるロシアに対する経済制裁や、その後の同国経済の縮小の影響も無視はできない。

このように世界貿易の減速の背景には様々な循環的、構造的、また個別の要因が複合して働いており、この結果、貿易動向は必ずしも景気動向とパラレルに動くものでなくなってきていることは確かである。しかしこうしたもとでも、世界貿易の減速には上記以外にも、低迷する需要を主因として、原油価格の下落などにもかかわらず想定外に成長力を失いつつある先進国の経済情勢が反映している可能性もある。一方、貿易減速による今後の影響としては、日本やドイツなど、貿易への依存度の高い経済の成長が抑制されることが考えられるが、世界で通貨安競争を表面化させ、しかし弱い需要のもとでは通貨安に伴う輸出増以上に輸入が減少することでさらに貿易は縮小することとなり、世界経済の停滞感が強まる可能性も想定できる。

01 年の中国の WTO 加盟をひとつの契機として世界のバリューチェーンは変革を遂げ、先進国の脱工業化などとともに貿易構造には大きな変化が生じることとなった。今やこれには新たな動きが生じつつあるものとみられるが、こうしたなか、進行しつつある世界貿易の減速をもたらしている諸要因に対し広く目を向けるとともに、この減速が今後の世界経済に及ぼす影響に注意を払う必要性が高まっているのではないかと考えられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

消費・輸出の低迷で雲行きが怪しくなる「経済の好循環」

～追加緩和の有無を含め、日本銀行への注目が高まる～

南　武志

要旨

消費や輸出の軟調さを背景に、国内景気は停滞気味の推移を続けている。最近では、堅調とされた設備投資関連の指標も弱含むなど、足踏みが長期化するとの見方も浮上している。しかし、賃上げや夏季賞与の増加などにより、家計の所得環境は好転しているほか、消費者マインドも決して悪いわけではなく、いずれ消費の持ち直しに寄与し始めると思われるが、それまでには多少の時間がかかるとみられる。また、中国経済の再加速は見込めないこともあり、しばらくは国内景気の回復テンポは非常に緩やかな状態が続くだろう。

こうした景気の低調さに加え、原油安の影響がピークを迎えていることもあり、消費者物価は前年比ゼロ近辺での推移となっている。しかし、日本銀行は原油安の影響は一時的とみているほか、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。しかし、市場では今秋の追加緩和を見込む意見が増えつつあり、日銀の経済・物価シナリオの修正とともに注目を集めている。

図表1．金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2015年		2016年		
			9月（実績）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	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	(%)	0.335	0.25～0.60	0.30～0.65	0.35～0.70	0.40～0.75
	5年債	(%)	0.060	0.03～0.30	0.05～0.35	0.10～0.40	0.15～0.45
為替レート	対ドル	(円/ドル)	119.9	117～127	118～128	118～128	118～128
	対ユーロ	(円/ユーロ)	134.5	125～145	125～145	125～145	125～145
日経平均株価		(円)	17,571	18,750±1,000	19,750±1,000	20,000±1,000	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9月24日時点（10年債利回りは18日引け値）。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

国内景気は停滞感の強い状況が続いている。政府や日本銀行の景気判断は「緩やかな回復」といったものであるが、主要な経済指標の基調判断をみると、「足踏み（景気動向指数）」、「消費者マインドは足踏みがみられる（消費動向調査）」、「生産は一進一退（鉱工業生産）」、「持ち直しの動きに足踏みがみられる（機械受注）」といった具合に、いずれも回復傾向が弱まっている様子が示唆される。

このような状況が作り出されている背景には、14年4月の消費税増税後に目減りした所得の持ち直しが遅れており、消費押上げになかなかつながらないこと、また中国など新興国経済の減速に伴って輸出が頭打ちとなっていることが挙げられる。また、堅調とされてきた設備投資についても、最近の受注統計の鈍さから再び足踏みし始めるとの見方が強い。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

こうした中、4～6月期の経済成長率（第2次速報）は前期比年率▲1.2%（1次速報では同▲1.6%）へとマイナス幅が縮小方向に修正されたが、その要因が主として民間在庫投資の上方修正であり、肝心の民間最終需要はむしろ下方修正されたことから、7～9月期も低成長にとどまるとの予想が浮上してきた。

さて、国内経済の先行きについて考えてみたい。当総研では、家計の所得環境は着実に回復しつつあり、それがいずれ消費の持ち直しにつながる、との見方を維持しているが、それが実現するには多少の時間が必要なこと、輸出の停滞も今しばらく続くと見られること、それらを受けて企業設備投資も緩やかな回復ペースにとどまるとみられること等から、15年度を中心に経済見通しを下方修正した。15年度の経済成長率は1.0%とみるが、1～3月期の高成長で「14年度からのゲタ」が0.9ポイントあることを踏まえると、年度内の回復感は乏しいと思われる（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）。

このように、国内景気の低調さが続くなか、昨年秋以降の原油安効果がピークを迎えていることもあり、物価は鈍化状態が続いている。8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、13年4月以来の下落となったほか、9月の東京都区部（中旬速報値）では同▲0.2%と3ヶ月連続の下落であった。円安などの影響で日用品・食料品や被服などに値上げの動きも散見されるものの、ガソリンや電気・ガス料金の値下げがそれらを相殺している。少なくとも今後数ヶ月間は物価下落状況が続くものと予想される。

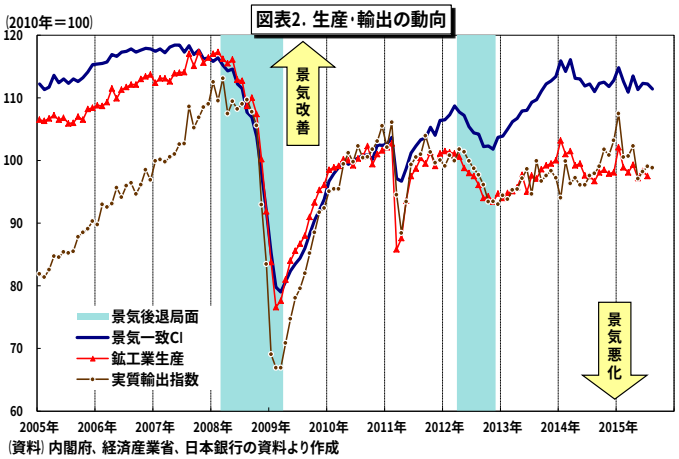
なお、原油価格や為替レートが現状水準で推移すれば、原油安による物価押下げ圧力は先行き徐々に和らいでいき、16年初頭には一旦解消する可能性がある。逆に、円安などによる物価押上げ圧力は弱まっていくことから、年度下期内に国内景気の持ち直し基調が明確とならなければ、16年度の物価も低調な推移を続ける可能性がある。

金融政策：現状と見通し

経済・物価が事前予想を下振れて推移するなど、日本銀行を取り巻く環境は厳しさを増しつつある。こうした中、9月14～15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。

終了後の声明文では、景気の基調判断を「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの」との文言を加えたものの「緩やかな回復を続けている」との基本認識に変更はなかった。なお、焦点の新興国経済の動向については、黒田総裁は記者会見で「先進国を中心とした成長が続き、その好影響が

図表2．生産・輸出の動向



(資料) 内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

波及することなどを背景として新興国経済は減速した状態から脱していく」との見通しを示すなど、楽観的な見方を提示している。その下で、「物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、物価安定目標である 2%に向けて上昇率を高めていく」と、これまでの物価見通しを繰り返した。また、日銀が重視する「全国消費者物価（生鮮食品・エネルギーを除く）」もこのところ前年比上昇率をじわじわと高めるなど、「物価の基調」が改善しているとの認識を保持している限り、現行政策を粘り強く続けるという姿勢は継続されるだろう。

しかし、7 月に示した展望レポートの中間評価に比べて、実際の経済・物価の経路が下振れて推移していることから、少なからぬ市場参加者はいずれ（早ければ 10 月末にでも）日銀は追加緩和に追い込まれると見ているのも確かである。その鍵を握るのは、「物価の基調」、具体的には家計・企業の予想物価上昇率や雇用・設備の過不足感の動きといえるだろう。現在、一部の統計からは予想物価上昇率がやや鈍化した可能性が示されるが、10 月 1 日に公表予定の日銀短観などから試算される「需給ギャップ（いわゆる加重平均 DI）」などが 2 期連続して需給緩和方向に向かうことになれば、追加緩和の思惑が高まる可能性もないわけではない。

当総研は、日銀が追加緩和を決断する可能性は現時点では依然低いとみているが、10 月末には経済・物価見通しをさらに下方修正することはほぼ確実視されるほか、「16 年度前半」頃とした物価安定目標の達成時期についてもいずれ変更を迫られるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

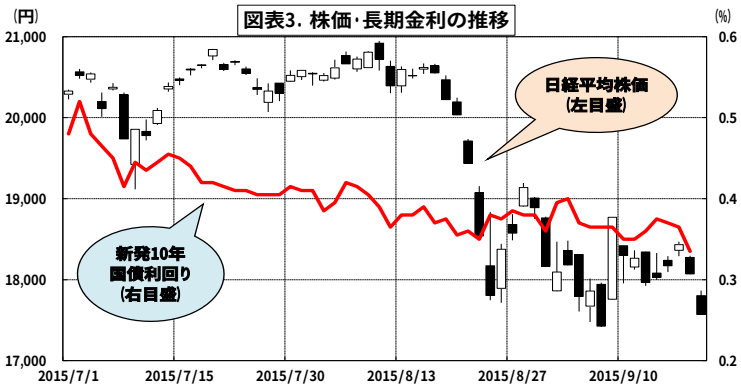
13 年 3 月の習李体制の発足以降、中国では経済の質的な向上を目指す「新常態」への移行を目指して経済構造改革を進めてきたが、その過程で経済成長率が緩やかながらも減速傾向が続いてきた。そのため、中国政府は 14 年秋以降、断続的な金融緩和を打ち出したほか、財政出動などで成長鈍化に歯止めをかけようとしてきたが、8 月に中国人民元の基準値算出方法の変更に伴って中国人民銀行が基準値を大幅に引き下げたことを契機に、中国経済に対する懸念が急速に高まり、世界的に株安・金利低下、ドル安が進むなどの事態を引き起こした。

こうした中、年内には決断されると見られていた米国の利上げ開始に対して市場参加者は長らく大きな関心を寄せてきたが、9 月 16～17 日に開催された米連邦公開委員会（FOMC）では現行の実質ゼロ金利政策の継続が決定された。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

① 債券市場

15 年初にかけて世界的なディスインフレ懸念が強まる中、新発 10 年物国債利回



図表3．株価・長期金利の推移

（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 （注）9月24日の新発10年国債は出合いなし

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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、かつ 6 月にかけては欧米長期金利の上昇につられて一時 0.5%台まで上昇した。しかし、7 月以降は世界経済の先行き懸念が意識されるなか、長期金利は再び低下傾向をたどっている。

当面は、国内景気の足踏みが長期化するリスクも意識されているほか、日銀による国債の大量購入も継続されるとの見方が根強いため、年末までに想定される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。仮に、日銀が追加緩和に踏み切ったとしても、長期金利への影響は限定的であろう。一方、経済の好循環入りが確認されれば、緩やかに水準を切り上げる動きも見られるだろう。

② 株式市場

14 年夏場以降、原油安による世界的なディスインフレ懸念や新興・資源国リスクの高まりなどによる調整を挟みつつも、大胆な金融緩和策や好業績を好感して概ね上昇傾向をたどり、5 月下旬以降、日経平均株価は概ね 20,000 円台での展開が続いた。しかし、夏場にかけて海外経済、特に中国経済への懸念が本格的に強まり、世界同時株安が発生、日経平均株価もまた大幅に下落、一時 17,000 円台前半と 7 ヶ月ぶりの水準まで下げた。

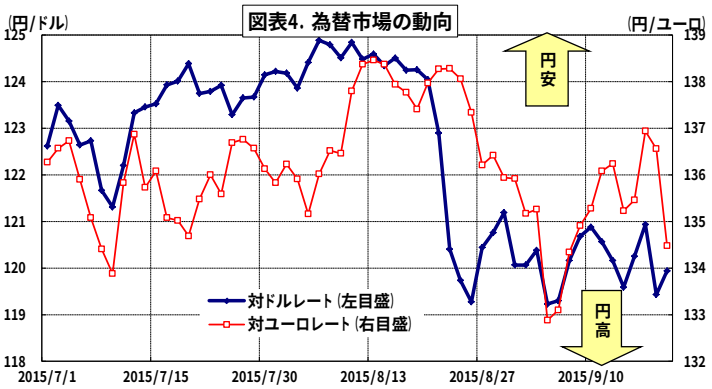
当面は中国経済の減速懸念や米利上げに対する思惑が株価抑制に働く可能性があり、上値の重い展開が続くとみられる。ただし、内外経済が景気後退に向かっているわけではなく、今後の下値も限定的と思われる。世界経済の不安が解消する方向に向かい、かつ消費持ち直しなどが確認されれば、株価は再び上昇基調に復すると予想する。

③ 外国為替市場

対ドルレートは、6 月下旬には米国の利上げが意識されたことから、一時 13 年ぶりの 125 円台となるなど、それまで半年間続いた「120 円前後」から円安方向にシフトが見られた。その後、「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る場面もあったが、8 月中旬までは概ね「120 円台前半」というレンジ内での動きが続いた。8 月下旬には世界同時株安など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が、その後は「120 円前後」で推移している。先行きは、年内には米利上げが実施される可能性が高く、それにより日米金利差は再拡大することから、円安傾向が再び強まるとみている。

方、対ユーロレートについては、ユーロ圏のデフレ懸念の後退に伴い、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もあり 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 円台での推移となっている。しばらくは同水準での展開が続くだろう。（15.9.25 現在）

図表4. 為替市場の動向



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注) 東京市場の17時時点。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

2015～16 年度改訂経済見通し（2 次 QE 後の改訂）

～15 年度：1.0%、16 年度：1.8%（ともに下方修正）～

調査第二部

2015 年 4～6 月期の GDP 第 2 次速報（2 次 QE）を受けて、当総研は 8 月 20 日に公表した「2015～16 年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

4～6 月期は上方修正されたが、3 四半期ぶりのマイナス成長は変わらず

4～6 月期の 1 次 QE によれば、経済成長率は前期比年率▲1.6%と 3 四半期ぶりにマイナスへ転じた。民間住宅投資や公的需要が堅調に推移したが、民間消費、民間企業設備投資、輸出といった主な需要項目が軒並み減少に転じるなど、景気の牽引役が不在となり、かつ在庫が一段と積み上がったことから、景気の足踏み状態がしばらく続く可能性を示唆する内容であった。

今回発表された 2 次 QE では、法人企業統計季報（4～6 月期）の設備投資額や仕掛品在庫、原材料在庫などが反映された結果、民間設備投資はさらに減少率が拡大した半面、民間在庫は一段と積み上がりを見せ、GDP 全体としては前期比年率▲1.2%と、3 四半期ぶりのマイナス成長であることには変わりはないが、マイナス幅は幾分縮小するなど、上方修正された。

ただし、民間最終需要は前期比▲0.6%（1 次 QE：同▲0.5%）へ下方修正されるなど、良い結果だったわけではない。むしろ、過剰在庫に対する調整圧力が高まるなど、景気足踏みが長期化するリスクが改めて意識される内容といえるだろう。

景気の現状

最近発表された経済指標をみても、4～6 月期のマイナス成長を演出した「所得伸び悩み→消費低迷」や「中国など世界経済の減速→輸出頭打ち」といった状況にはあまり変化はない。実際、7 月の景気動向指数・一致 CI も前月比マイナス

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	2.5	2.7
実質GDP	%	2.3	▲ 2.1	1.1	2.7
民間需要	%	2.5	▲ 3.1	0.2	2.4
民間最終消費支出	%	9.3	▲ 11.7	2.7	5.3
民間住宅	%	4.0	0.5	2.7	5.6
民間企業設備	ポイント	▲ 0.5	0.5	0.2	▲ 0.3
民間在庫品増加（寄与度）	%	3.2	0.8	1.2	0.5
公的需要	%	1.6	0.4	1.0	0.8
政府最終消費支出	%	10.3	2.0	2.3	▲ 0.5
公的固定資本形成	%	4.4	7.9	0.1	5.0
輸出	%	6.7	3.6	1.5	8.9
輸入	ポイント	2.6	▲ 1.5	1.0	2.3
国内需要寄与度	ポイント	1.8	▲ 1.7	0.8	2.1
民間需要寄与度	ポイント	0.8	0.2	0.3	0.2
公的需要寄与度	ポイント	▲ 0.5	0.6	▲ 0.3	▲ 0.5
海外需要寄与度	%	▲ 0.3	2.5	1.4	0.9
GDPデフレーター（前年比）	%	1.8	2.8	▲ 2.1	0.4
国内企業物価　（前年比）	%	0.8	2.8	0.2	1.3
全国消費者物価　（　〃　）			*(0.9)*	*(0.2)*	
（消費税増税要因を除く）	%	3.9	3.6	3.3	3.0
完全失業率	%	3.0	▲ 0.3	0.5	3.5
鉱工業生産　（前年比）	兆円	1.5	7.9	14.6	11.9
経常収支	%	0.3	1.6	2.9	2.3
名目GDP比率	円/ドル	100.2	109.9	122.7	123.8
為替レート	%	0.07	0.07	0.07	0.09
無担保コールレート（O/N）	%	0.69	0.48	0.41	0.59
新発10年物国債利回り	ドル/バレル	109.6	90.6	53.7	50.0
通関輸入原油価格					

（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。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

となり、それに基づく景気判断は「足踏み」で据え置かれた。

世界経済を見わたすと、先進国経済は概ね持ち直しを続けている半面、新興国経済は、中国経済の減速や年内にも想定される米国の利上げ決定などへの警戒から総じて冴えない。特に、人民元の基準値引き下げや株価暴落などがあった中国経済の動向が注目を集めている。日本の輸出も米国向けは改善してきたが、中国向けがネックとなり、伸び悩んでいる。

国内に目を転じると、失業率や有効求人倍率などは少子高齢化の影響もあり、良好な状態を保っているほか、企業側もベースアップや賞与増を通じて賃上げに前向きな姿勢を見せている。しかし、7月の実質賃金は2年3ヶ月ぶりにようやくプラスに転じたとはいえ、前年比0.3%と低調さは否めない。

景気・物価見通しと金融政策運営

以下では、当面の国内景気について考えてみたい。今回の2次QEは上方修正されたが、在庫調整がなかなか進んでいない姿が確認されたことを踏まえれば、目先の成長率には下押し要因になる。また、賃上げ率の上昇と物価沈静化による家計部門の実質所得の改善がだいぶ遅れており、消費の持ち直しも後ズレしている。一方、ドル高などの影響もあり、米国経済の回復テンポが加速していくことは見込めず、さらに中国経済の下げ止まりが確認できたとしても、中国向け輸出はすぐには強まる状況にない。

とはいえ、「景気の回復テンポは徐々に強まっていく」という基本シナリオを修正する必要はないだろう。家計調査によれば、1～7月分の勤労者世帯・実収入は名目ベースで前年比 2.7%、実質ベースで同 0.9%と、緩やかながらも着実に増加している様子が確認できる。自動車など耐久財消費に依然として駆け込み需要の反動減がまだ残っているが、所得環境は好転しており、消費者マインドが現状の高めの水準を維持できさえすれば、消費の持ち直し傾向はいずれ強まるだろう。

一方、賃上げ自体は想定よりもかなり弱く、当面は賃上げ率の加速が期待できないこと、エネルギー要因による物価押下げ効果は16年初には一気に剥落し、実質所得の抑制要因になりうることを踏まえれば、16年度にかけても景気回復の勢いは「緩やか」の域から脱することは難しい。なお、16年度下期には17年4月に予定されている消費税増税を前に駆け込み需要が本格化し、成長率が一時的に高まることもあるが、増税後は前回同様、失速するリスクもある。

以上から、15 年度の経済成長率は1.0%、16年度は1.8%と、8月時点の見通しからいずれも下方修正した。

最後に物価については、15年内は前年比ゼロ%近傍での推移となるが、16年に入れば上昇率を急速に回復させる動きが強まるだろう。労働需給の逼迫による賃上げ継続もその動きを後押しするだろう。しかし、16年度前半に目標とする2%の物価上昇率を達成することは厳しく、日本銀行に対して追加緩和や目標変更といった思惑が付きまとうことになるだろう。とはいえ、現時点で日銀は企業の人手不足感の強まりや家計の予想物価上昇率の高止まりなどを材料に、物価の基調は改善していると評価していることから、当面は追加緩和に対して慎重姿勢を続けると予想する。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

米国経済金融

9月利上げは見送り、12月利上げが有力

～海外経済や金融情勢に懸念を表明～

趙　玉亮

要旨

底堅く推移する経済指標を踏まえれば、米国経済は利上げに耐えうる体力を備えていると見られる。しかし、9 月 FOMC では、低インフレのほか、海外経済や金融市場の混乱を理由にして利上げを見送った。FOMC では年内利上げの方針が大勢であることは変わらなかったが、市場では利上げ時期を巡る見方は分かれている。

2015 年の金融市場での最大の注目点の一つである米国の利上げは、9 月 16～17 日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）では見送られた。以下では、最近の米国経済の動向のほか、今回 FOMC の主な内容や、今後の市場見通しなどを整理したい。

国内経済：堅調な動きを継続

15 年 4～6 月期の米国 GDP 改定値によれば、実質 GDP 成長率は前期比年率 3.7%と、速報値（同 2.3%）から上方修正された。内訳では、個人消費を中心とする民間需要が経済成長をけん引するなど、堅調な経済成長が示される内容であった。

また、直近 8 月の経済指標も底堅く推移したものが多い（図表 1）。雇用については、失業率は 5.1%と完全雇用とされる水準に達した。非農業部門雇用者数は前月から 17.3 万人増と、市場予想（同 22 万人増）には届かなかったものの、6 月と 7 月分の非農業部門雇用者数は合計

図表1　米国の主要経済指標の動向

	経済指標	15年3月	15年4月	15年5月	15年6月	15年7月	15年8月	15年9月	直近の状況
雇用・賃金・物価関連	失業率（%）	5.5	5.4	5.5	5.3	5.3	5.1		堅調
	非農業部門雇用者数増加（万人）	11.9	18.7	26.0	24.5	24.5	17.3		
	時間当たり賃金（前月比、%）	0.3	0.2	0.2	0.0	0.2	0.3		やや加速
	（前年比、%）	2.1	2.3	2.3	2.0	2.2	2.2		
	PCEデフレーター（前月比、%）	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1			伸び悩み
	（前年比、%）	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3			
	コアPCEデフレーター（前月比、%）	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1			
	（前年比、%）	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2			
消費関連	小売売上高（前月比、%）	1.5	0.0	1.2	▲ 0.0	0.7	0.2		前月から小幅に増加
	（前年比、%）	2.1	1.3	2.5	1.8	2.6	2.2		
	ミシガン大学消費者信頼感指数	93.0	95.9	90.7	96.1	93.1	91.9	85.7	3ヶ月連続低下
企業関連	鉱工業生産指数（前月比、%）	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.0	0.9	▲ 0.4		前月から低下
	設備稼働率（%）	78.2	77.9	77.5	77.4	78.0	77.6		
	耐久財受注（前月比、%）	5.1	▲ 1.7	▲ 2.3	4.1	2.2			増加し続ける
	ISM製造業指数	51.5	51.5	52.8	53.5	52.7	51.1		製造業景況感が低下
	ISM非製造業指数	56.5	57.8	55.7	56.0	60.3	59.0		非製造業景況感が好調
住宅関連	住宅着工件数(千戸、季調値)	954.0	1,190.0	1,072.0	1,211.0	1,161.0	1,126.0		着工件数は高水準
	建設許可件数(千戸、季調値)	1,038.0	1,140.0	1,250.0	1,337.0	1,130.0	1,170.0		
	新築住宅販売件数(千戸、季調値)	485.0	508.0	521.0	481.0	507.0			新築と中古の販売は好調さを保っている
	中古住宅販売件数(千戸、季調値)	5,210.0	5,090.0	5,320.0	5,480.0	5,590.0			
輸出入	輸入（前年比、%）	▲ 0.3	▲ 4.5	▲ 4.8	▲ 2.8	▲ 4.5			前月より輸出入共に減少幅の拡大
	輸出（前年比、%）	▲ 6.4	▲ 4.6	▲ 6.9	▲ 6.4	▲ 7.4			

（資料）　Datastreamより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

で約４万人程度上方修正されたほか、過去の傾向からみれば８月分は上方修正される可能性が高いことから、満足できる水準と言ってよい。

雇用状況の継続的な改善や低金利環境などを背景に、個人消費や住宅部門は堅調に推移している。一方で、企業部門については、「原油安」・「ドル高」の影響もあり、鉱工業生産や設備稼働率は振るわず、経営者マインドを示すISM景況感については製造業と非製造業とのかい離が目立ってきた。物価については、低迷を続けている。ただし、原油安や輸入物価の低下など一時的な要因による部分が大きく、いずれ2%物価目標に向けて上昇すると見ている。

このように、底堅く推移する経済指標を踏まえると、小幅な利上げに耐えうる体力を米国経済は備えていると見られる。

金融政策は現状維持：利上げ見送り

９月FOMCでは、利上げを見送り、FRB（連邦準備制度）が保有する金融資産の規模も維持するとの結果となった。

FOMC終了後に発表された声明文では、「経済は緩やかに拡大している」、「個人消費や民間投資は緩やかに増加」との認識を示しつつも、利上げを見送った理由としては、①現在のインフレは軟調であることに加え、②最近の海外経済の情勢や金融市場の混乱は経済や物価にとって下振れリスクになりうる、との２点が挙げられた。

今後FRBにおける利上げ判断も、主にこの２点の進展次第で行われるだろうと考えられる。ただし、利上げの条件について、労働市場や物価の一段の改善に加え、海外経済や金融市場の混乱が収束するなど外部リスクを見極めて考慮する必要があると、今回の声明文で明記されたことは、これまでと大きな違いであることを強調しなければならない。外部リスク要因はFOMCの判断にとってどれだけの重みを持つのかは、まだ不明であるものの、利上げ時期の不透明性が高まったことは間違いない。

一方で、利上げ見送りとなったとはいえ、FRB 理事・地区連銀総裁の政策金利見通しによれば、これまでの年内利上げ方針は、引き続き維持された。FRB理事・地区連銀総裁17人のうち、13人は年内に利上げすべきとの見解を示し続けた。前回公表時（6月会合）と比べ、2人少なくなったものの、依然としてFOMC参加者の多数を占めている。

経済見通しの修正

次に、同時に発表されたFRB理事・地区連銀総裁の経済見通しについて、15年

FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し（15年9月時点）

（%）

	2015年	2016年	2017年	長期(longer-run)
実質GDP	2.0～2.3 (1.8～2.0)	2.2～2.6 (2.4～2.7)	2.0～2.4 (2.1～2.5)	1.8～2.2 (2.0～2.3)
失 業 率	5.0～5.1 (5.2～5.3)	4.7～4.9 (4.9～5.1)	4.7～4.9 (4.9～5.1)	4.9～5.2 (5.0～5.2)
PCE デフレーター	0.3～0.5 (0.6～0.8)	1.5～1.8 (1.6～1.9)	1.8～2.0 (1.9～2.0)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.3～1.4 (1.3～1.4)	1.5～1.8 (1.6～1.9)	1.8～2.0 (1.9～2.0)	
FFレート 誘導水準	0.375 (0.625)	1.375 (1.625)	2.625 (2.875)	3.5 (3.75)

（資料）FRB資料より作成

（注）メンバーの予想範囲から上下3人ずつを除いた予想中心帯を示す。失業率は各年第4四半期の平均値。GDP、PCEは各年第4四半期の前年比。FFレートはメンバー全員の予想中央値。下段（）は前回見通し。
長期（longer-run）とは、適切な金融政策の下で、経済にさらなる大きなショックがない場合に、収斂すると予測した水準である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

末の予想状況を中心に見てみよう（図表2）。

まず、6 月以来失業率は順調に低下したため、15 年末の失業率の予想範囲は5.0～5.1%と前回から上下それぞれ 0.2 ポイント下方修正された。現時点で、8 月の失業率は 5.1%と、15 年末の予測範囲の上限値と一致しており、失業率からすれば利上げ条件はすでに達成していると考えられる。また、インフレ指標である PCE デフレーターの予想範囲は、15 年末に 0.3～0.5%と上下それぞれ 0.3 ポイント下方修正され、最近のインフレの低調さを反映した内容である。前述したとおり、インフレは低迷しているとはいえ、15 年末から 16 年初めにかけてドル高による輸入物価の低下や原油安効果が剥落するにつれ、物価が上昇していく可能性が高い。年内に残される少ない時間の間、物価関連の経済指標が利上げ判断の一つのポイントとなるだろう。

利上げを巡る今後の注目点

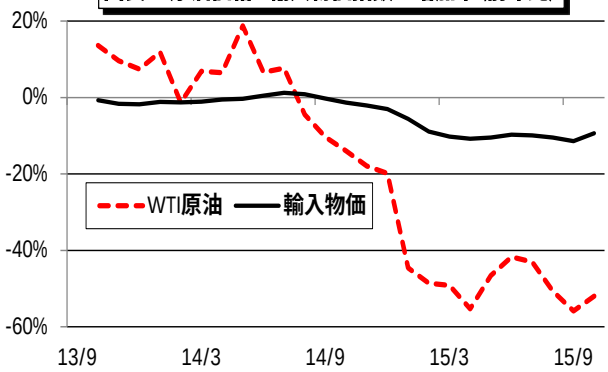
注目点①：12 月利上げが有力

9 月利上げが見送られた後も、市場では利上げの開始時期を巡る見方が分かれている。

FRB 理事・地区連銀総裁 17 人のうち、6 人は年内に 2 回の利上げを行うべきとの見解を持っている。年内に定例の FOMC は 2 回（10 月会合、12 月会合）しか予定されておらず、10 月利上げを相当な人数が支持しているということである。なお、イエレン FRB 議長は記者会見で 10 月利上げの可能性を排除しなかったこともあり、市場では 10 月の利上げ観測が一時高まった。

しかしながら、10 月の FOMC 開催までに発表される物価関連の統計指標は、8 月分の PCE デフレーター、9 月分の輸入物価と CPI（消費者物価指数）だけである。これらの指標が明確な改善を示すのは、当面難しいと見ている（図表 3）。また、海外経済や金融市場の混乱については、落ち着きを取り戻すまでには時間がかかりそうである。こうしたことから、筆者は 12 月の利上げを有力視している。

図表3 原油価格と輸入物価指数の増加率（前年比）



（資料）Datastreamより作成。

実際、米国の経済情勢は改善し続けており、年内いずれの時点で利上げが行われても、実体経済への影響に大差はないだろうと見ている。ただし、利上げ開始のタイミングが金融市場に大きな影響を及ぼすと考えられているほか、新興国にも悪影響があり、それは最終的に米国経済に跳ね返ってくることが懸念されていることから、慎重に判断されるものと見られる。

注目点②：「緩やか」を巡るギャップ

これまで、「あくまでも金融政策の正常化、緩やかな利上げ」と FRB は繰り返して強調してきた。市場も緩やかな利上げを想定しており、それが市場に安心感をもたらすことに大きな役割を果たした。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

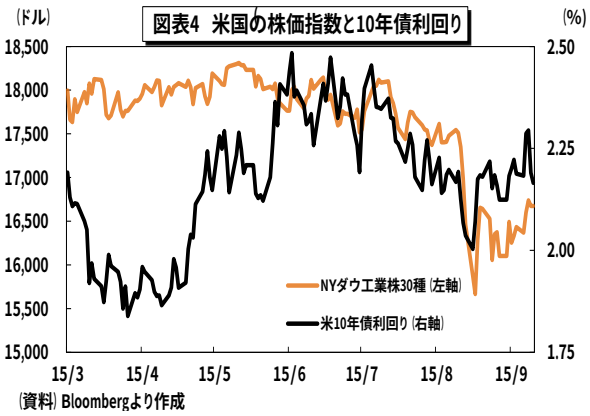
しかし、「緩やか」に関する明確な定義はなく、FRB 理事・地区連銀総裁による見通しと市場予想との間にはギャップがある。

図表 2 が示すように、6 月に比べ、9 月時点での FRB 理事・地区連銀総裁による FF 金利予想（中央値）は、いずれの時期も 0.25%下方修正された。つまり、9 月利上げは見送られたため、年内 1 回の利上げが中央値であることが反映された。その影響で、16 年から 17 年にかけての FF 金利見通しは、1.375%、2.625%とそれぞれ0.25%程度下方修正されたものの、利上げのペースは変更無しということである。

一方で、市場予想の多くは 16 年末に FF 金利が 1.0%近傍にとどまるなど、6 月時点の市場予想よりかなり低くなっている。このようなギャップは今後市場のボラティリティを誘発する要因になる可能性があるため、留意する必要がある。

長期金利と株式市場の動向

このところ、金融市場はボラティリティが高い状態が続いている。重要イベントを通過するとともに、市場は一時的に沈静化すると考えられるが、リスク要因は多数残存しており、慎重に見極める必要がある。



長期金利（10 年債利回り）は、8 月末に中国経済の先行き警戒感などから投資家心理が悪化し、リスク回避の動きで長期金利が大幅に低下した。その後、世界の主要株価の持ち直しのほか、9 月 FOMC を控えたポジション調整の動きもあり、長期金利は一時 2.3%台まで上昇した場面もあった。FOMC 終了後利上げの見送り結果を受け、長期金利は再び低下に転じた。先行きの長期金利は、年内利上げへの意識が強まり、それを織り込む動きで上昇する圧力が高まる一方、中国など新興国経済の先行き懸念が依然存在しており、リスク回避の動きにより金利低下の圧力もある。全体としては、ボラティリティの高い状態が続くなか、緩やかな上昇傾向を辿ると想定している。

一方、株式市場は、8 月末から 9 月半ばにかけて利上げ時期の不透明感が高まったことや、中国経済への警戒感などから大きく低下し、16,000 ドル割れとなった。その後は、利上げ時期の後ずれ期待が高まったことや、原油価格の持ち直しなどから戻している。先行きの株価は、海外株式市場の動向のほか、利上げ時期を巡る思惑が交錯することもあり、FOMC メンバーの発言や業績などをにらみながら、上値の重い相場が続くと予想する。

（15.9.21 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

欧州経済金融

ユーロ圏の銀行貸出の回復とTLTRO

～中国経済の減速などにより楽観できない景気動向～

山口　勝義

要旨

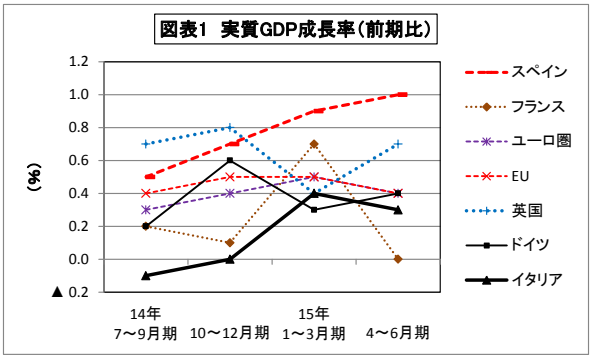
ユーロ圏では原油安などの景気回復に向けた追い風の効果には一巡感も現れている一方で、TLTROなどを背景にした銀行貸出の回復傾向が新たな追い風になってきている。しかし、中国経済の減速の影響などに注意が必要であり、景気動向を楽観できる状況にはない。

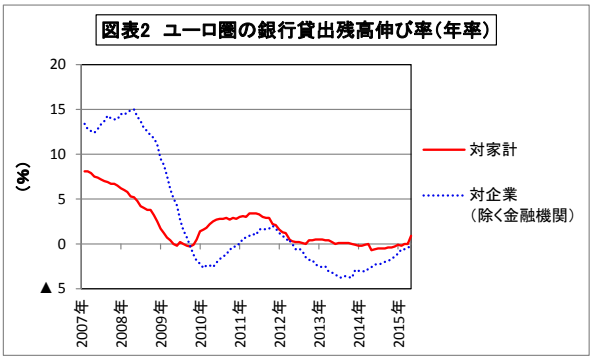
はじめに

ユーロ圏では緩やかな景気回復が続いている。個別に見れば堅調なスペインやドイツに対しフランスやイタリアの足取りの鈍さが現れているが、ユーロ圏全体では2015年4～6月期の実質GDP成長率は前期比 0.4%となり、前期の同0.5%からは小幅減速したものの安定した景気回復の継続が確認された（図表1）。また、成長への寄与度では輸出や民間消費支出の役割が大きく働いている点にも、これまでと大きな変化はない。

ここには原油安、通貨安、金利低下という景気回復に向けた追い風の効果が働いていると考えられるが、最近では小売売上高に頭打ちの気配が生じるなど、この効果には一部に一巡感も現れてきている。また、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、投資は盛り上がらず、労働生産性は停滞しているほか、企業・家計ともに負債比率が高止まるなどの諸課題も解消されたわけではない(注1)。

このためユーロ圏では、当面のところは景気回復の加速は考えづらいばかりか、新興国経済の成長鈍化や対ロシア制裁の影響などに伴うダウンサイドリスクにも注意が必要となっている(注2)。また、ギリシャ情勢についても、早晩、改革の行き詰まりにより改めて波乱要因として浮上する可能性が高いものと考えられる(注3)。





（資料）図表1はEurostatの、図表2はECBのデータから農中総研作成

こうしたなか、唯一の明るい材料は年間の伸び率がプラス圏に浮上しつつある銀行貸出残高である（図表2）。これは、抱える諸課題が時間の経過とともに徐々に軽減されることで企業や家計が前向きな経済行動に移りつつある現れとも考えられ、景気回復のアップサイドリスク要因として注目すべき動きとなっている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

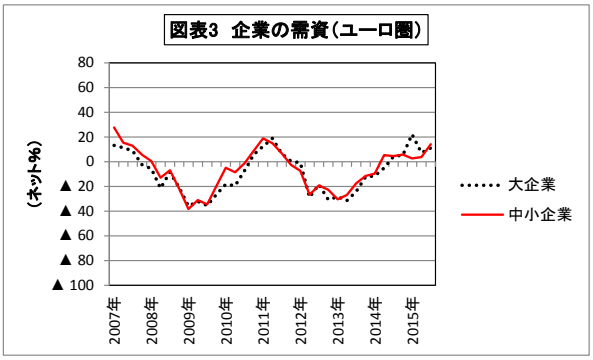
資金の需要側・供給側双方の変化

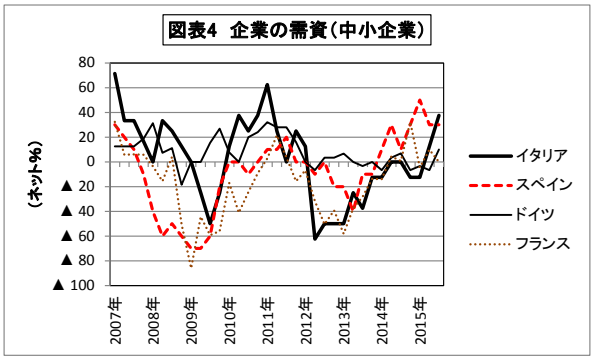
欧州中央銀行（ECB）は、ユーロ圏における銀行貸出の実態をより正確に把握することを目的として、四半期ごとに質問状に基づく「銀行貸出調査」を実施している(注4)。このうち、15年6月に直近の四半期である4～6月期の実績を対象として実施された調査では、企業や家計の需資の回復と、これに応じる銀行の与信基準の緩和傾向がともに明らかとなっている。

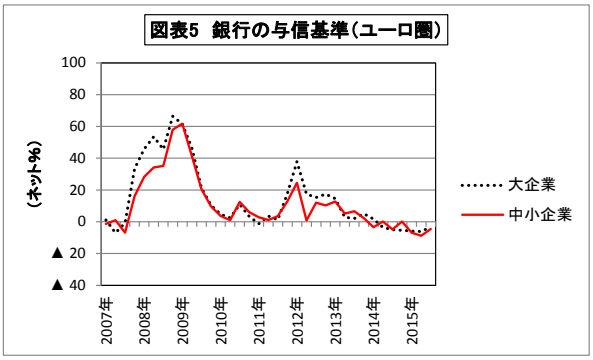
まず、資金の需要側である企業と家計の状況は次のとおりである。企業については14年半ば以降、直近の四半期における需資のネット増減の実績が減少から増加に転じており、特に最近では、幅広い景気回復の原動力として期待される中小企業で需資の強まりが認められる（図表3）。これを主要国別に見れば、中小企業の割合が大きいイタリアやスペインにおいてこうした傾向が特に顕著となっており、これらの経済がより堅調な回復に向かいつつある証左とも考えられる（図表4）。また、家計についても住宅購入資金や日常的な資金ニーズの双方で、同様に需資の高まりが確認され、なかでもイタリアやフランスでその傾向が強まっている。

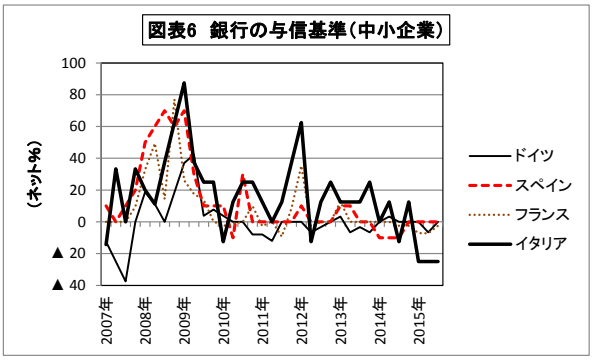
一方、資金の供給側である銀行の与信姿勢については、14年当初から企業に対する与信基準を緩める銀行の割合がこれを強める銀行の割合を上回っているが、その後も同様の状態が継続しており、特にイタリアの銀行の緩和姿勢が顕著である（図表5、6）。また、家計に対する貸出でも、同様の緩和傾向が認められる。

以上のようにECBの調査では企業・家計の資金需要の高まりと銀行の資金供給への柔軟な姿勢がともに明確になってきており、これが最近の銀行の貸出残高の回復に結び付いているものと考えられる。









（資料）図表3～6はECBのデータから農中総研作成
（注）「企業の需資」は、直近の四半期中に企業の需資が増加したと回答した銀行の割合（%）から減少したと回答した銀行の割合（%）を引いたもの。なお、「大企業」は、年間売上高が50百万ユーロを上回る企業であり、「中小企業」はこれ以下のもの。また、「企業」には金融機関は含まない。一方、「銀行の与信基準」は、直近の四半期中に与信基準を厳格化したと回答した銀行の割合（%）から緩和したと回答した銀行の割合（%）を引いたもの。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

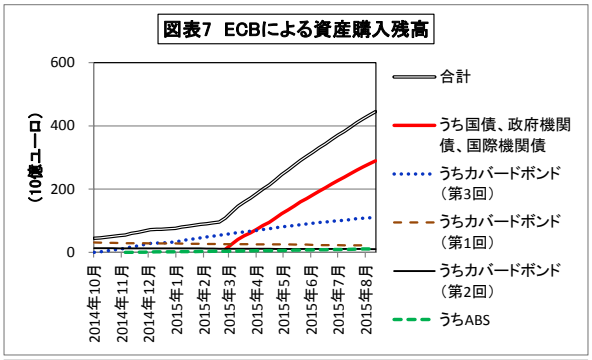
ECB による TLTRO が果たす役割

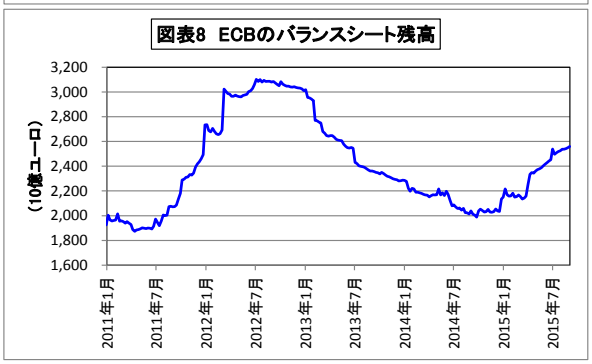
こうした銀行貸出の回復には、ECB の政策の効果が働いているものと考えられる。ECB は、直面する緩慢な経済成長とインフレ期待の後退に対し、14 年 9 月には資産担保証券（ABS）や、貸出債権を担保とするカバードボンドの新たな購入策の導入を決定し、順次購入を開始した。また、これに加えて 15 年 1 月には国債などを対象とする量的緩和策（QE）の開始を決定し、3 月には購入を開始している（図表 7）。毎月の資産購入規模は総額 600 億ユーロとしているが、縮小傾向にあった ECB のバランスシートはその狙いどおりに 14 年を底に拡大に転じている（図表 8）。

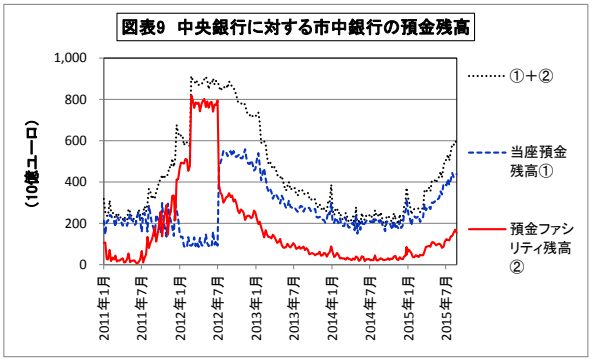
しかし一方では、銀行が中央銀行に預け入れる預金残高も同時に増加しており、金融政策により供給された資金が実体経済に十分浸透しているとは言い難い側面がある（図表 9）。また、QE は ECB への出資比率に応じて各国国債等を買い入れる仕組みであるため、これのみでは低下が望まれる国々の金利水準を重点的に押し下げ景気刺激を図る効果は限られている。

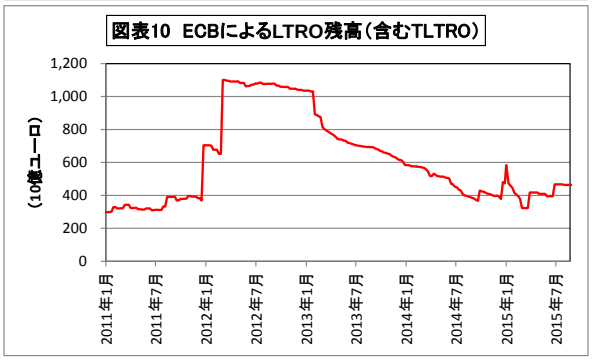
これに対し、ECB は公開市場操作の一環として、基幹である 1 週間もの（ユーロ建て、MRO）および 3 ヶ月もの（同、LTRO）のオペレーションに加え、14 年 6 月には貸出支援を目的に、銀行に対し低利でその原資を供給する仕組み（TLTRO）を新設した。この TLTRO はこれまでに四半期ごとに 4 回実施され、総計 3,840 億ユーロの資金が供給されている（図表 10）。

TLTRO は実際の資金ニーズに基づく低利資金供給の仕組みであるため、より的を絞った景気刺激策であると言うことができる。前記の ECB の「銀行貸出調査」においても約 80%の銀行が TLTRO は特に企業への貸出推進に有効であると回答しているが、QE 導入後の英国で導入された銀行への貸出原資供給スキーム（FLS）が効果を上げた実績と同様に、ユーロ圏においても QE の下での TLTRO が銀行貸出の回復を後押ししているものと考えられる。









（資料）図表 7～10 は ECB のデータから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

原油安、通貨安、金利低下という景気回復に向けた既往の追い風の効果には一巡感も現れているなかで、銀行貸出の回復は今後に向けて効果の発揮が期待できる新たな追い風である。しかし、これが単に景気循環的な一時的な現象にとどまることがないか推移を見守る必要があるとともに、最近高まりつつあるダウンサイドリスクとしての外部要因の動きには特に注意が必要になってきている。

このうち、イタリアと同程度の経済規模を有し欧州との経済関係が密接なロシアは欧州経済に軽視できない影響力を有している。また、最近の資源価格の下落で資源国の経済や財政が悪化することに加え、同時に進む米ドル高が同通貨建て債務額を膨張させることで、資源国のみならず新興国一般のリスクが増大しつつある点にも注意が必要になっている。

しかし、これらに増して注目されるのは経済規模がはるかに大きく、欧州との経済関係もロシア以上に緊密な中国の経済動向である。8 月以降、その減速懸念の高まりが世界市場を波乱に巻き込んでいるが、中国経済の減速は、貿易や投資を通じた直接的な経済関係ばかりか、資源価格の下落、新興国の通貨安によるその輸入力の低下、世界貿易全体の縮小、欧州の株価の下落に伴う個人消費の抑制や企業投資の手控え感の強まりなど、様々な経路を経て負の影響を増幅させる可能性がある。また、各国別には中国との経済関係はドイツが圧倒的に大きく、これらの影響がユーロ圏の景気回復の牽引役であるドイツ経済に対し特に強く現れる可能性が懸念点である（図表 11、12、13）。

以上のように、ユーロ圏では TLTRO などを背景にした銀行貸出の回復傾向が新たな追い風になってきている。しかし、中国経済の減速の影響などに一層の注意が必要であり、ユーロ圏の景気動向を楽観できる状況にはないものと考えられる。（15. 9. 18 現在）

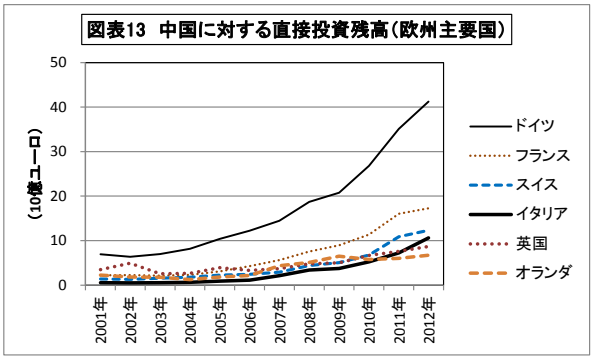
図表11　EUの主要相手国（EU外）との貿易額（財貨）

	EUからの輸出（10億ユーロ）			EUへの輸入（10億ユーロ）		
	2014年 1～7月	2015年 1～7月	伸び率（%）	2014年 1～7月	2015年 1～7月	伸び率（%）
米国	176.5	217.7	23.3	117.5	144.7	23.1
中国	94.4	100.2	6.1	166.9	197.9	18.6
スイス	82.1	86.9	5.8	57.2	60.2	5.2
ロシア	61.9	42.5	▲ 31.3	112.4	83.4	▲ 25.8
トルコ	42.8	48.2	12.6	32.0	35.6	11.3
ノルウェー	28.8	28.7	▲ 0.3	51.2	44.8	▲ 12.5
日本	30.9	32.1	3.9	32.0	34.8	8.7
韓国	24.3	28.6	17.7	23.0	24.3	5.7
インド	20.0	22.9	14.0	21.7	23.7	9.2
ブラジル	22.1	21.3	▲ 3.6	18.2	18.6	2.2

図表12　EU主要国の中国との貿易額（財貨）

	中国への輸出（10億ユーロ）			中国からの輸入（10億ユーロ）		
	2013年	2014年	伸び率（%）	2013年	2014年	伸び率（%）
ドイツ	67.2	75.0	11.7	57.6	60.9	5.8
英国	13.4	19.6	46.3	41.0	45.8	11.7
フランス	14.8	16.2	9.3	24.6	25.4	3.2
イタリア	9.8	10.5	6.6	23.1	25.1	8.6
オランダ	8.6	8.5	▲ 1.9	53.4	57.3	7.4
その他	34.3	35.0	1.9	80.5	88.0	9.4
EU合計	148.2	164.7	11.2	280.1	302.5	8.0

図表13　中国に対する直接投資残高（欧州主要国）



（資料）図表 11～13 は Eurostat のデータから農中総研作成

（注 1）この論点については、次を参照されたい。
・ 山口勝義「ユーロ圏の景気回復は本物か？～懸念される好環境の反転による影響の拡大～」（『金融市場』2015 年 5 月号）

（注 2）この論点については、次を参照されたい。
・ 山口勝義「原油価格の下落とユーロ圏経済～負の影響が拡大する可能性も～」（『金融市場』2015 年 2 月号）

（注 3）この論点については、次を参照されたい。
・ 山口勝義「第 3 次支援でも解決されないギリシャの問題～輸出力の弱さで続く内需への負担～」（『金融市場』2015 年 8 月号）

（注 4）2015 年 6 月に 142 行を対象に実施された直近の「銀行貸出調査」（Bank Lending Survey）の結果は、次の報告書にまとめられている。
ECB（July 2015）“The euro area bank lending survey – Second quarter of 2015”

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

中国経済金融

投資の低調さを受け、弱い動きが続く中国経済

～先行きは緩やかな回復に戻ると考えられる～

王　雷軒

要旨

7月に続いて8月の経済指標も総じて軟調だったことから、足元の景気は弱い動きが続いていると見られる。先行きについては、不透明性が残るものの、地方政府が公共投資に積極的に動き出す可能性があることなどから、緩やかな回復に戻ると考えられる。

消費は堅調に推移したものの、投資は低調で足元の景気は依然弱い

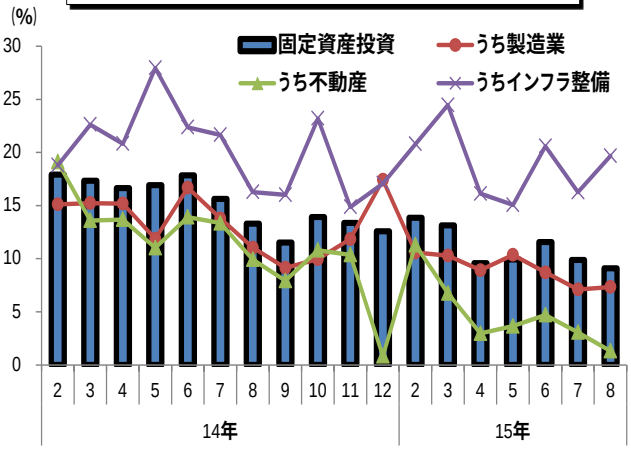
2015年4～6月期の実質GDP成長率は前年比7.0%と1～3月期（同7.0%）から横ばいとなり、ようやく経済の減速に歯止めがかかった。しかし、7月以降の中国株式市場の混乱に加え、天津港で発生した大爆発事故（8月12日）や、世界陸上競技選手権大会の開催（8月22～30日）、抗日戦争記念日（9月3日）のための周辺工場の一時的な操業停止などがあったため、景気の持ち直しテンポはなかなか高まっていない。

以下、8月分の経済指標から、足元の景気動向を見てみよう。まず、投資については、4～6月期に持ち直しの動きが見られたものの、7月には再び鈍化に転じた（図表1）。8月の固定資産投資（農家を除く）も前年比9.1%と7月（同9.6%）から小幅鈍化するなど、投資の軟調さが続いている。内容的には、財政支出の増加を受けてインフラ整備がやや加速したものの、不動産向けが低迷したままであるため、投資全体の鈍化には歯止めがかかっていない。

投資の先行きを占う上で不動産向けが重要なポイントとなるが、9月に入ってから地方政府は相次いで住宅販売を促進するための対策を打ち出したことから、今後の住宅関連投資はある程度の回復が見込まれる。ただし、不動産全体の在庫調整が進展しているなか、特に中小都市での在庫調整圧力は依然大きく、デベロッパーの投資意欲がなかなか高まらないことから、回復ベースは緩やかなものにとどまる可能性がある。

また、8月の輸出（米ドル・金額ベース）は前年比▲5.5%と2ヶ月連続の減少となったものの、7月からマイナス幅が縮小している（7月、同▲8.4%）。地域別では、米国向けは2ヶ月連続の減少となったほか、EU向けは6ヶ月連続の減少、日本向けは同▲5.9%と12ヶ月連続の減少となった。なお、鉄鉱

図表1　中国の固定資産投資（農家を除く）の伸び率



（資料）　中国国家統計局、CEICデータより作成、（注）伸び率は前年比。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

石や石油などの国際商品価格は下落基調を強めており、8 月の輸入（米ドル・金額ベース）も前年比▲13.8%と大きく減少したが、数量ベースでは減少しておらず、安くなった資源を大量に買い入れる動きも見られる。

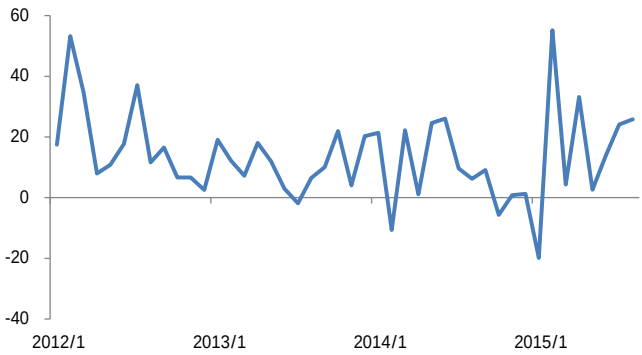
一方、所得環境の改善が続いていることを受けて消費は底堅く推移している。消費の代表的な指標である社会消費財小売売上総額（物価変動を除く実質）の 8 月分は前年比 10.4%と底堅さを保っている（7 月、同 10.4%）。北京などの大都市では交通渋滞が深刻化しているため、乗用車の増加への規制が強まっており、自動車販売台数は前年割れが続いているものの、それを補って外食産業・通信機器・宝飾品は底堅く推移したほか、大都市の住宅販売の持ち直しによって、内装建材などの住宅関連消費財の販売も好調だった。

以上のように、消費が底堅く推移したものの、投資と輸出の軟調さが続いたことなどから、足元の景気は依然弱いと判断される。

景気の先行きは不透明性が残るものの、政策総出動で緩やかな回復に戻ると考えられる

前述の通り、投資の鈍化には歯止めがかからない背景として、不動産投資が低迷したほか、汚職腐敗の摘発などを警戒して地方政府が政策を十分遂行していないことも大きな要因として挙げられる。

12 年末の倹約令から始まった汚職腐敗の摘発は大規模なイベントとなり、この間、共産党、政府、軍、国有企業などの多数の要人が失脚した。その結果、政策を実施する地方政府では責任不在の空白期が生じ、保身のため、サボタージュが蔓延したように見える。



図表2 財政支出（中央＋地方）の伸び率
(資料) 財政部、CEICデータより作成
(注) 直近は15年8月、財政支出は全国一般公共予算支出。

こうしたなか、9 月 16 日に開催された国務院常務会議で、李克強首相が資金に余裕のある地方政府が資金を積極的に利用しなければ、国から一度支出した資金を回収すると発言するなど、地方政府による投資の拡大を促そうとしている。

また、国家発展改革委員会（経済などのマクロコントロール部門）が投資を拡大させるための対策を打ち出した。具体的には、地方政府などの投資プロジェクトに必要な最低自己資金比率の引き下げや減税などである。

これらのほか、鉄道建設の進捗の加速も見込まれる。具体的には、財政部（日本の財務省に相当）は、鉄道会社に 15 年前半に予算額（約 20 兆円）の 3 割しか投下していなかったので、年後半には計画通り鉄道建設を進めるよう要請している。

実際、最近の財政支出の動向を確認すると、財政支出に持ち直しの兆しが見られる。8 月の財政支出は前年比 25.9%と 7 月以降伸び率が高まっている（図表 2）。このように地方政府が積極的に投資活動に動き出す可能性があるほか、鉄道投資などの加速も見込まれるため、金融市場の混乱など不透明性が残るものの、景気の先行きは緩やかな回復に戻ると考えられる。（15.9.18 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

新興･資源国経済金融

資源価格は一旦下げ止まるも低迷する新興･資源国経済

～年内と目される米利上げと中国経済の減速で資金流出が続く～

多田　忠義

要旨

原油価格が一旦下げ止まり、他の資源価格も同様の動きがみられる中、世界的な需要低迷が意識され、新興･資源国経済は低迷している。15 年内にも実施の可能性が高い米利上げに加え、中国経済の減速が意識され、ファンダメンタルズの弱い新興･資源国からの資金流出は当面継続すると予想する。

一旦下げ止まっている資源価格

8 月末に原油価格（WTI、期近物）は、一時 7 年ぶりに 1 バレル＝38 ドル割れの水準まで下落した。その後、46 ドル台まで反発し、14 年末から続く軟調な原油先物相場は、一旦下げ止まっている。この背景には、米国内の原油掘削装置（リグ）稼働数減少に伴う原油供給過剰感の緩和や米ドル高修正などが挙げられる。

ただし、米エネルギー情報局（EIA）の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 月中旬を底に増加し、9 月に入って減少に転じていない。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ており、原油価格は当面大幅に上昇する可能性は低い。

原油以外の商品価格も同様の傾向が見られた。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、世界第 2 の消費地である欧州の需要回復期待で、9 月上旬にかけて上昇した。

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、7 日・28 日移動平均ベースで流出超が続いており、新興・資源国からの資金流出とそれに伴う通貨安（米ドル高）が継続している。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こともあり、8 月中旬以降拡大したままである。

こうした中、アジア開発銀行（ADB）は 9 月 22 日、アジア新興国の成長率予想を下方修正したと発表した（15 年：5.8%、修正幅▲0.5%ポイント；16 年：6.0%、同▲0.3%ポイント）。中国経済の減速や、それに伴う世界経済の景気先行き懸念で新興・資源国経済に回復の兆しがみられないことが予想に反映されている。

米利上げは先送りされたものの、15 年内に実施する可能性は依然高い。利上げと中国経済の減速でファンダメンタルズが弱まっている新興・資源国は、当面、資金流出に直面すると予想される。ただし、各国の外貨準備高はアジア通貨危機の時に比べ 5～10 倍程度積み増しされており、危機的状況に陥る可能性は低い。

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 月末に利下げの可能性高まる

インドでは、8 月の卸売物価指数（WPI）は前年比▲5.0%と 10 ヶ月連続の下落、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

消費者物価指数（8 月）は同 3.7%と、7 月から横ばいであった。原油・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（7 月）は前年比 4.2%と 9 ヶ月連続で上昇したが、改訂された 6 月の伸び（同 4.4%）から鈍化した。財別にみると、資本財の寄与度 1.4 ポイントに達し、政府のインフラ投資が実行されていることをうかがわせる内容となった。一方、消費財の寄与度は 6 月から縮小し、消費の弱さが目立った。9 月末に予定されるインド準備銀行の金融政策決定会合では、インフレ圧力が弱まっている中、更なる景気テコ入れを目的として、利下げを決定する可能性が高まっている。

インドネシア：アジア通貨危機以来の通貨安記録を更新

インドネシアでは、8 月の消費者物価が前年比 7.2%と、7 月（同 7.3%）から鈍化した。通貨ルピアは、アジア通貨危機以来 17 年ぶりの安値を更新し続けている。

インドネシア中銀は 9 月 17 日、7 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強く、また年内にも米利上げが実施される可能性もあり、当面利下げできる環境にない。

ブラジル：レアル最安値を更新

ブラジル中銀は 9 月 2 日、政策金利の据え置き（14.25%）を決定し、これまで続いた利上げサイクルに終止符を打った。現状の政策金利がインフレ抑制に効果を発揮しているとみているためで、実際、8 月の消費者物価指数（IPCA）は前年比 9.5%と、上昇率は 7 月から 0.1 ポイント下落した。ただし、政策目標（4.5±2%）からは乖離している。また、鉱工業生産、輸出ともに振るわず、景気後退局面入りが確実となったためでもある。

財政悪化も深刻で、格付け会社の S&P は、ブラジルの債券格付けを 1 段階引き下げ（BB+、投資不適格級）、見通しもネガティブとした。これに加え、政治的混乱も長引いており、通貨レアルは、94 年の現行通貨導入以来の最安値を更新した。

ロシア：インフレリスク対応で政策金利は据え置き

8 月の消費者物価指数は 2 ヶ月連続で上昇率が拡大し、前年比 15.8%となった。そのため、ロシア中銀は 9 月 11 日、政策金利の据え置き（11.0%）を決定し、このところ優先した景気下支えからインフレリスク対応へと方針を転換させた。

通貨は、原油価格（北海ブレント）が 8 月末以降上昇に転じたこともあり、1 ドル＝66 ルーブル台まで買い戻された。

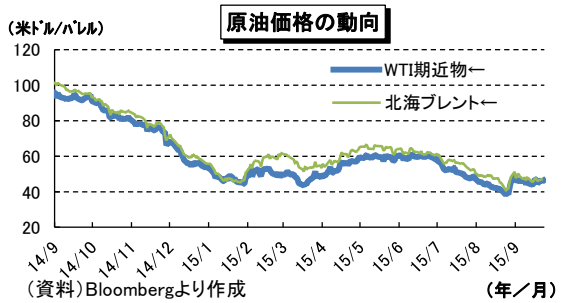
オーストラリア：4～6 月期の成長率は前期から減速

オーストラリア準備銀行（RBA）は 9 月 1 日、政策金利の据え置きを決定した。RBA 議事要旨では、世界経済の下振れリスクが高まっていると指摘した一方、これまでの金融緩和の効果を見極めたいと、追加利下げに対する見方をけん制した。なお、翌 2 日に発表された 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 2.0%と、1～3 月期（同 2.5%）から減速した。

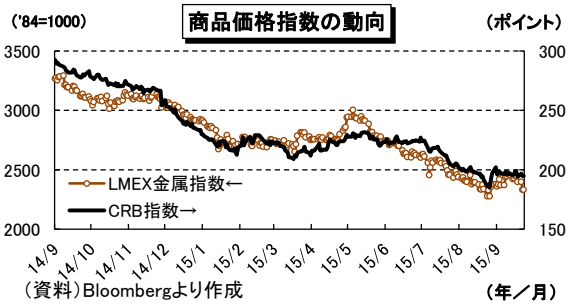
なお、8 月の雇用指標は、失業率 6.2%と 7 月（6.3%）から低下、雇用者数は 1.74 万人増（正規雇用者数が 1.15 万人増、非常勤雇用者が 0.59 万人増）で、2 ヶ月連続の改善となった。　　（15.9.24 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

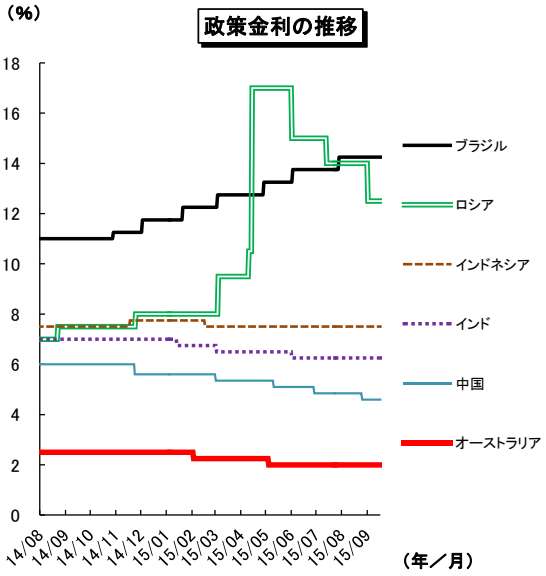
商品価格、主な新興･資源国の物価、政策金利、生産、貿易の動向(14年9月～15年9月)



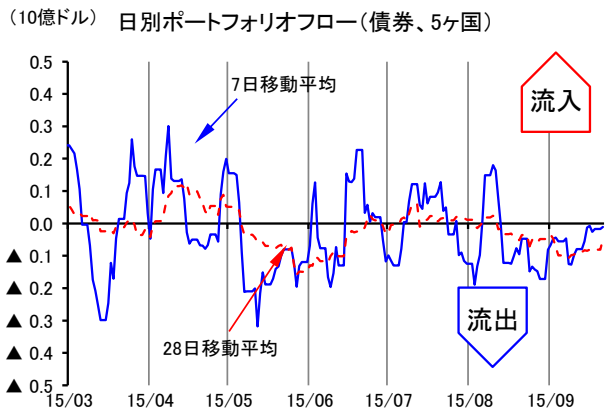
(資料)Bloombergより作成



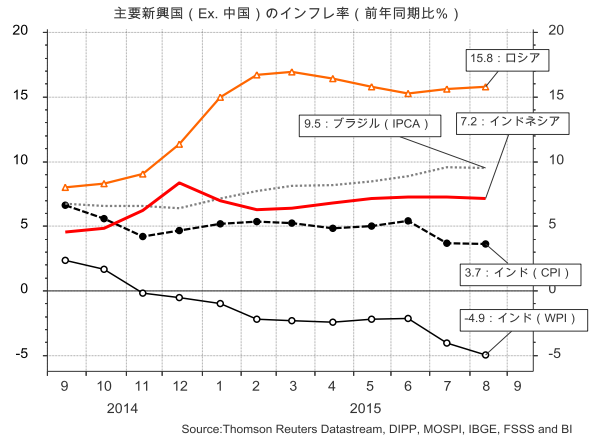
(資料)Bloombergより作成

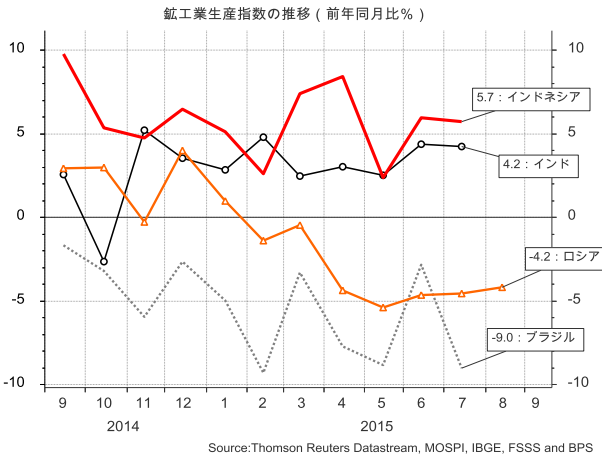


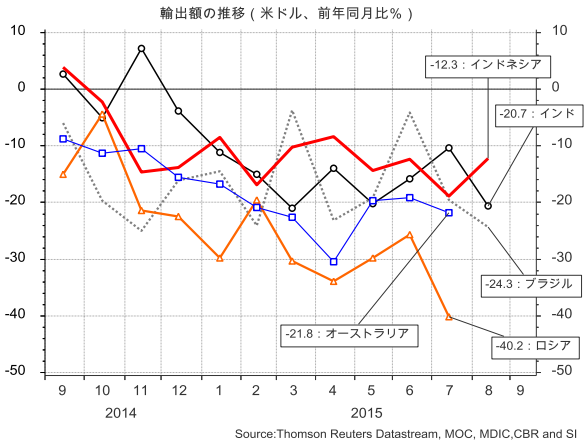
(資料)Bloombergより作成



(資料)IIF (注)5ヶ国は、インド、タイ、南アフリカ、ハンガリー、メキシコ。

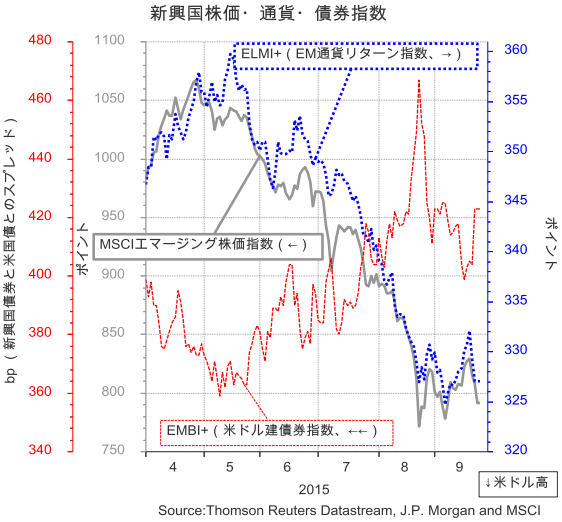


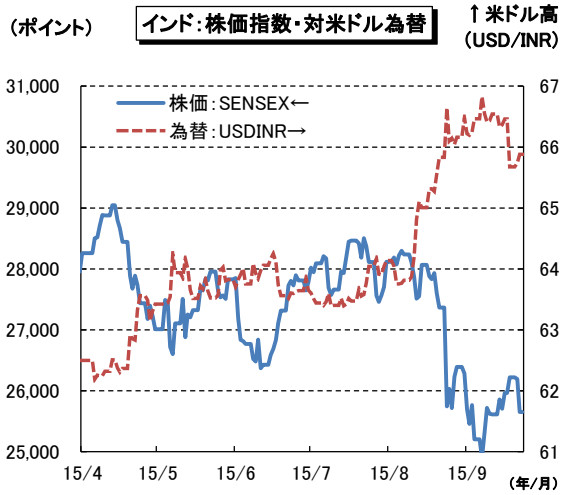


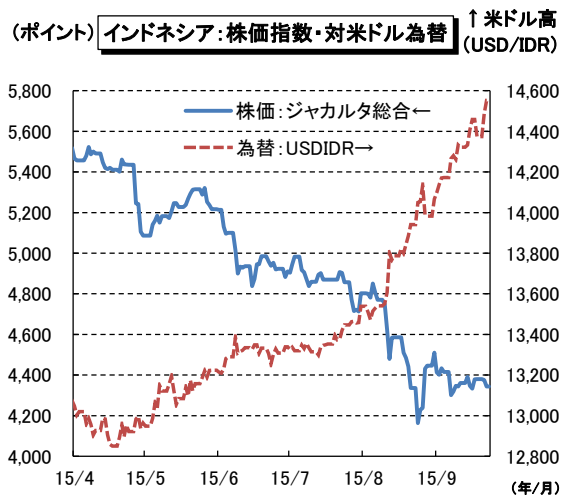


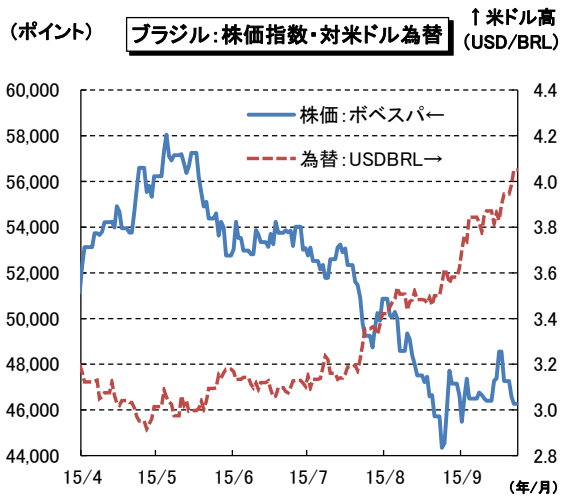
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

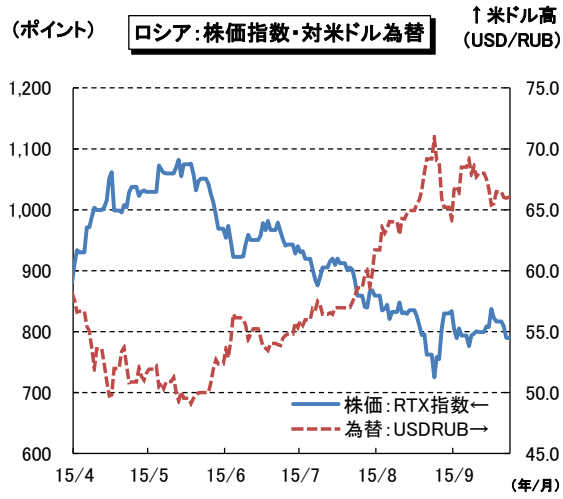
主な新興・資源国の株価、為替動向（15年4月～15年9月）

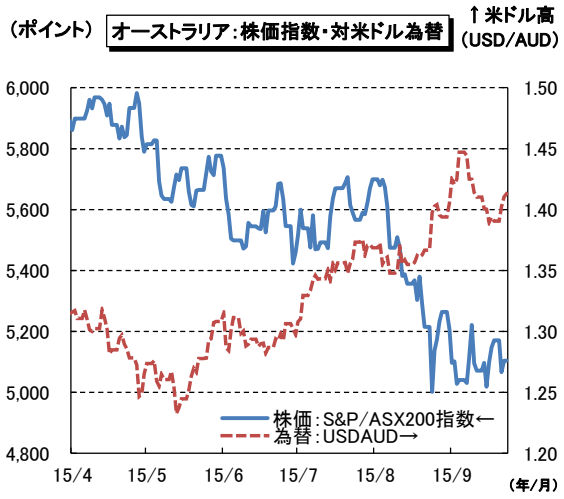












（資料）各国株価指数、為替はBloombergより作成

（注）取引日以外は、前営業日の値を表示している。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

分析レポート

国内経済金融

潜在的リスクの高まる地方財政

～臨時財政対策債（赤字地方債）の累増と償還･積立不足～

堀内　芳彦

要旨

近年の地方財政は巨額の財源不足が続いており、その財源不足は、国の一般会計加算等による地方交付税の増額と赤字地方債である臨時財政対策債の増発で補填されている。地方は、社会保障関係費が増加する一方で、行財政改革等により給与関係費や投資的経費を削減し歳出総額は抑制基調にある。しかし、財源不足の継続で臨時財政対策債残高は累増し 15 年度末に 50 兆円に達する見込みである。加えて、その将来の元金償還見合いで毎年度加算された地方交付税が半数の道府県で流用され、償還･積立不足が生じている。

はじめに

2015 年 7 月 22 日経済財政諮問会議に提出された「中長期の経済財政に関する試算」によれば、15 年度の国･地方合わせたプライマリー･バランス（基礎的財政収支）の対 GDP 比は▲3.0%程度となる見込みで、13 年 8 月策定の「中期財政計画」における財政健全化目標である 10 年度水準からの対 GDP 比赤字半減(対 GDP 比▲3.3%)は達成が見込まれるが、20 年度黒字化目標は経済再生ケース(中長期の GDP 成長率：実質 2%、名目 3%以上)でも達成できない(対 GDP 比▲1.0%)という厳しい財政状況にある。

こうした状況下で、地方のプライマリー･バランスは 05 年度以降黒字が維持されている。これは、わが国の地方財政制度が全ての地方公共団体に標準的な行政サービスが提供されるよう、国が財源保障する仕組みとなっており、地方の黒字は実質的に国が赤字国債を発行して手厚い財源保障を行うことで成立している。

以下では、バブル崩壊で 90 年代から悪化した地方財政について、財政健全化に向けたこれまでの取組みと財政状況の推移を概観したうえで、今後の地方財政運営の方向についてみていく。

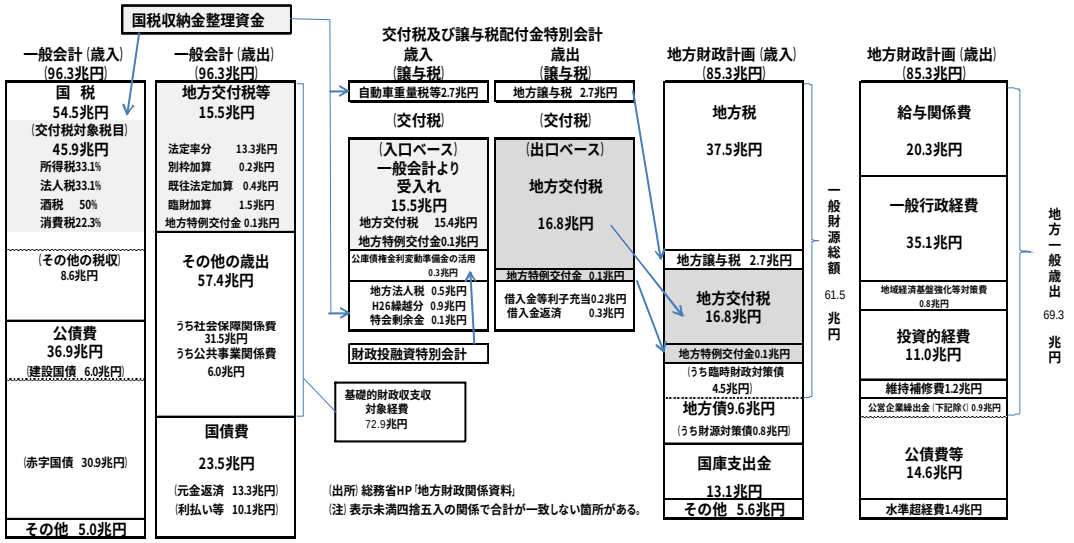
国と地方の財政関係

全ての地方公共団体が、法令によって義務付けられた事務事業を円滑に実施できるよう財源を保障するため、毎年度、翌年度の地方公共団体の歳入歳出総額の見込み額に関する書類（地方財政計画）が策定される。その過程で地方交付税法 6 条に規定された地方交付税総額（国税 5 税収の一定割合）で地方財政全体の収支が均衡するか検証され、財源不足がある場合には、一般会計加算等による地方交付税増額、地方債増発等の補填措置がとられる（財源不足の補填措置については後述）。

15 年度地方財政計画でみると、歳出 85.3 兆円と地方税･地方譲与税、特例交付金、地方債(除く財源対策債、臨時財政対策債)、国庫支出金(生活扶助費負担金等の国庫補助負担金)、その他を合計した歳入 64.2 兆円との収支差額 21.1 兆円に対する地方交付税の法定率分 13.3 兆円との差額が

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表1　国の予算と地方財政計画（通常収支分）との関係（平成27年度）

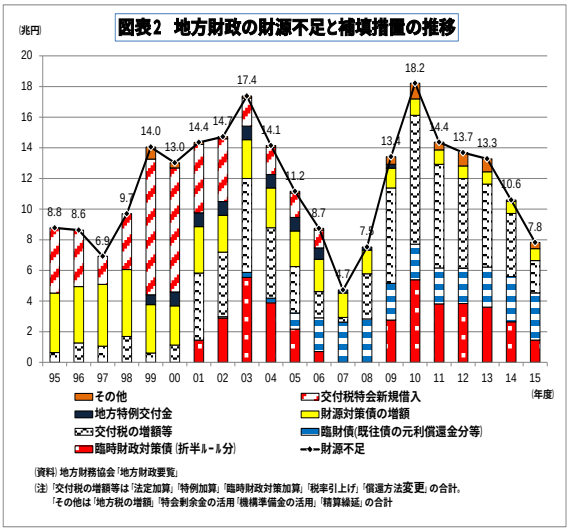


（出所）総務省HP「地方財政関係資料」
（注）表示未満四捨五入の関係で合計が一致しない箇所がある。

財源不足(7.8 兆円）となっており、これが地方交付税の増額 2.5 兆円と地方債の増発 5.3 兆円(臨時財政対策債 4.5 兆円、財源対策債0.8兆円)で補填されている(図表1)。

そして、地方財政計画で決定された地方交付税は、各地方公共団体に対し、基準財政需要額（国が定めた人口、面積や単位費用等に基づき算出される標準的な行政サービス費用）と基準財政収入額（標準的地方税収見込み額×75%）の差額という形で交付される仕組みとなっている。

図表2　地方財政の財源不足と補填措置の推移



（資料）地方財務協会「地方財政要覧」
（注）「交付税の増額等は「法定加算」「特例加算」「臨時財政対策加算」「税率引上げ」「償還方法変更」の合計。
「その他は「地方税の増額」「特会剰余金の活用「機構準備金の活用」「精算繰延」の合計

巨額の財源不足が継続する地方財政

地方財政は、90 年代前半以降、景気低迷による減収に加え、社会保障関係費の自然増、減税や公共投資拡大など国の施策に地方が協力してきたことによる公債費の増嵩等を主な要因として財源不足が急激に拡大し、03 年度には 17.4 兆円に拡大。景気回復で一旦は 07 年度 4.7 兆円に縮小したものの、リーマンショックで 10 年度には過去最大の 18.2 兆円にまで拡大。その後、景気回復で縮小傾向にあるものの、15 年度は 7.8 兆円と依然巨額の財源不足が継続している(図表 2)。

近年の主な地方行財政改革の動向

① 平成の合併

90 年代以降悪化した地方財政に関連した主な政策として、99 年に、人口減少・少子高齢化等の社会経済情勢の変化や地方分権の担い手となる基礎自治体にふさわしい行財政規範の確立を目的として、市町村の合併の特例に関する法律が改正され、いわゆる「平成の合併」がスタートした。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

この政策により、市町村数は 98 年度末の 3,232 から 05 年度末で 1,821、14 年 4 月には 1,718 に減少している。10 年 3 月に総務省が公表した「平成の合併について」によれば、合併の主な効果として「適正な職員の配置や公共施設の統廃合など行財政の効率化」が挙げられ、「概ね合併後 10 年経過以降においては、人件費等の削減により年間 1.8 兆円の効率化が図られる」という推計結果が報告されている。

② 三位一体改革

01 年 4 月に発足した小泉内閣は聖域なき構造改革を掲げ、国と地方の財政悪化、国と地方の財政関係の不均衡、地方分権の進展という状況のもと、「骨太の方針 2002」で国庫補助負担金改革、税源移譲、地方交付税改革のいわゆる「三位一体改革」を打ち出した。具体策として、04～06 年度の 3 年間で国庫補助負担金 4.7 兆円の削減、国から地方へ 3 兆円の税源移譲、地方交付税及び臨時財政対策債の 5.1 兆円の削減が実施された。

③ 地方公共団体財政健全化法

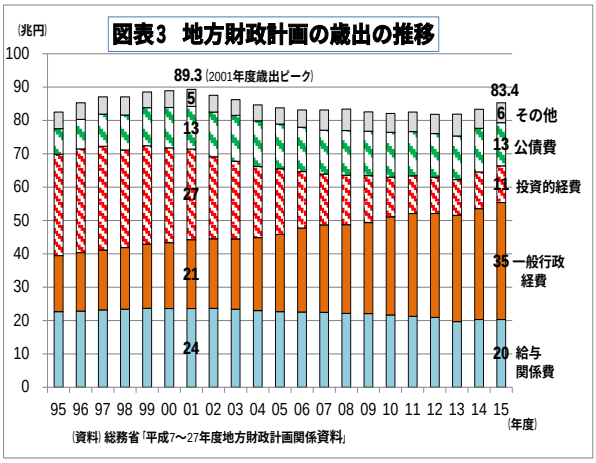
06 年 6 月の夕張市の財政破綻をきっかけに、地方公共団体の財政状況を統一的な指標で明らかにし、財政破綻を早い段階で防止することを目的に、07 年 6 月に地方公共団体財政健全化法が公布された。健全化法では、4 つの財政指標を健全化判断比率として設定のうえ早期健全化基準を設け、基準以上となった地方公共団体には財政健全化計画の策定を義務づけている。14 年度決算で早期健全化基準以上となっているのは夕張市のみで、実質赤字がある地方公共団体は 07 年度の 24 団体から 14 年度は 2 団体に減少している。

行財政改革により歳出は抑制基調

上記の行財政改革等により、地方財政の歳出総額は 01 年度の 89.3 兆円をピークに抑制基調で推移している。

経費別に 01 年度と 15 年度を比較してみると、一般行政経費は 01 年度 20.6 兆円から 15 年度 35.1 兆円と大きく増加(14.5 兆円)しているが、このうち国庫補助事業が 9.3 兆円から 18.5 兆円へと 9.5 兆円増加しており、これは社会保障関係費の増加によるものである。一方、投資的経費は、公共投資の縮小により 27.2 兆円から 11.0 兆円に 16.2 兆円減少。給与関係費は、職員数の削減(317 千人から 276 千人に 41 千人削減)等により 23.7 兆円から 20.3 兆円に 3.4 兆円減少している（図表 3)。

要するに、社会保障関係費が増加する中で、投資的経費や給与関係費を大幅に削減することにより総額を縮減してきたといえる。



臨時財政対策債の仕組み

次に、歳入面に関して財源不足の補填措置についてみていく。

地方財政の財源不足については、法定率の引上げ等による地方交付税の増額により補填することが本来は望ましいが、

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

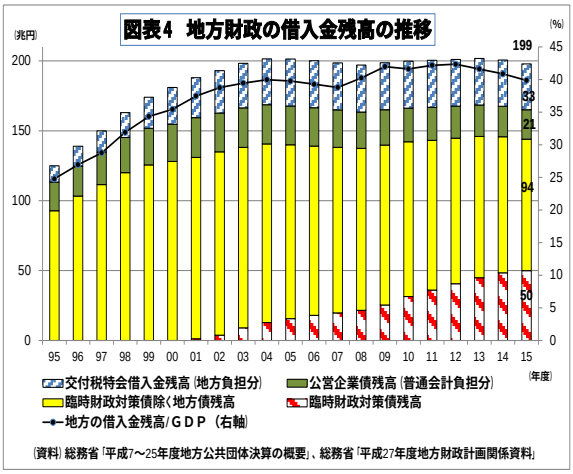
92年度以降、その原資である国税収入も不足する状況から地方交付税特別会計借入金による地方交付税増額を基本として対応し、その償還金を国と地方で折半して負担することとしてきた(地方負担分の償還は、実質的に地方交付税特別会計から交付される地方交付税の減額で措置)。

しかし、このいわゆる特会借入方式は、「隠れ借金」として問題視されたことより、国と地方の責任分担の明確化と、国と地方を通ずる財政の透明化を図るため、01年度に、財源不足のうち財源対策債(投資的経費を充当する地方債の割合を高めるために発行される建設地方債)等を除く残余について、国と地方が折半し、国負担分は一般会計繰入、地方負担分は臨時財政対策債(赤字地方債)(注)により補填する制度変更（いわゆる「折半ルール」）がなされた。この措置は当初3年間の臨時措置とされたが、財源不足の状況は変わらず、現時点で16年度まで継続されることになっている。

(注)　臨時財政対策債は、元利償還金の全額が後年度に地方交付税の基準財政需要に算入されることより、実質的に地方交付税の分割後払いとして機能する。なお、この元利償還金に相当する財源不足については、臨時財政対策債で対応するとされ、折半ルールの対象外とされている。

累増する臨時財政対策債

06年度以降、既往債の元利償還金分等の臨時財政対策債の発行額が2兆円を超える規模(15年度は3.1兆円)で継続する中で、折半ルールによる臨時財政対策債の発行額は07、08年度こそ景気回復でゼロになったが、09年度以降は発行が継続している(図表 2)。こうしたことより臨時財政対策債の残高は累増し、15年度末は50兆円に達する見込みである。



地方財政の借入金残高(＝地方債残高＋公営企業債残高(普通会計負担分)＋交付税特会借入金残高(地方負担分))をみると、04年度以降200 兆円規模でほぼ横這いで推移している(図表 4)。これは、臨時財政対策債残高が累増する一方で、公共投資の抑制により、臨時財政対策債を除く地方債の発行額が01年度10.5兆円から15年度5.3兆円にまで減少してきたためで、同残高は02年度末のピーク131兆円から15年度末94兆円まで減少する見込みである。

地方の借入金残高の総額は横這いとはいえ200兆円は巨額であり、臨時財政対策債は将来的に全額地方交付税で財源補填されるとしても、各公共団体が返済する赤字地方債であることには相違なく、財政構造としては悪化しているといえる。

また、財源補填措置として、交付税特会借入は、07年度以降、新規借入が行われていないが、地方負担分の借入金残高は06年度末33.6兆円で、07～10年度は償還が繰延となったあと、11～13年度各1,000億円、14年度2,000億円、15年度3,000億円償還となり、15年度末32.8兆円の見込みである。16年度以降、償還額が1,000億円ずつ増えていく計画が作成されているが、現在の国の財政状況から

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

償還見通しはかなり厳しいとみられる。

硬直性の高い財務構造が継続

地方公共団体の財政構造が、経済情勢や地域社会の状況に呼応して変化する行政需要に対応し得るような弾力性のある状態にあるかを判断する指標として、経常収支率が用いられている。経常収支率は、地方税、地方交付税等の経常一般財源に減収補填債特例分(地方税収が標準的な税収を下回る場合に発行される地方債)と臨時財政対策債を加えた合計額に対する、人件費、扶助費、公債費等の経常的経費に充当される一般財源の比率で、100%を超えると経常収支赤字ということになる。

地方公共団体全体での経常収支率は、04 年度以降、社会保障関係費の増加を主因に 90%を超える状態が継続し、地方税収入の増加があった 13 年度も 91.6%(都道府県 93.0%、市町村 90.2%)と引き続き硬直性の高い財政状態にある。

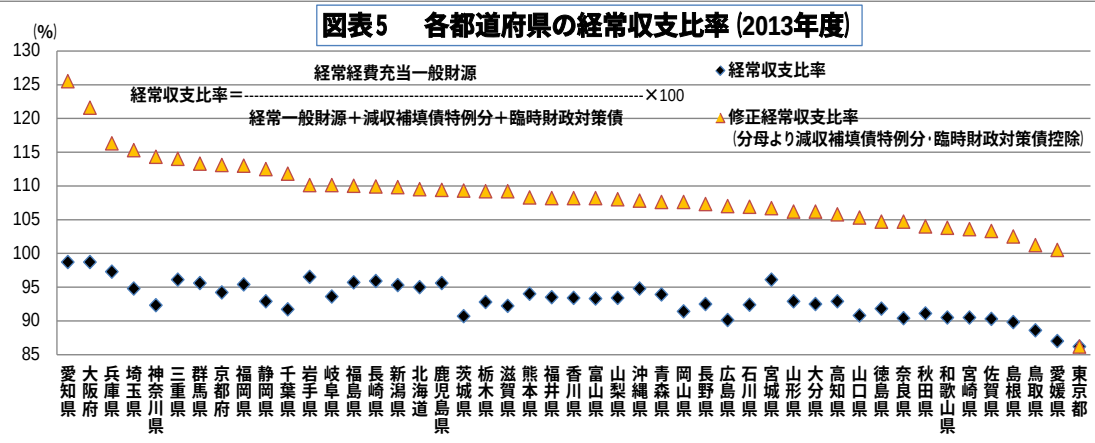
ここで、赤字地方債である減収補填債特例分と臨時財政対策債(将来的に地方交付税で補填されるとしても各団体の借金に変わりはない)を分母から控除した修正経常収支率(企業財務でいう通常の経常収支率)でみると、102.5%(都道府県 107.6%、市町村 97.7%)という状態にある。このうち都道府県を個別にみると、地方交付税不交付団体の東京都を除く全ての道府県が100%を超え(潜在的に経常収支赤字)バラツキも大きいことがわかる(図表 5)。

臨時財政対策債の償還・積立不足

臨時財政対策債の償還額は、標準的な償還条件に基づく全国一律の償還条件により各年度の元利償還金を理論的に算出し、その全額が地方交付税の基準財政需要額に算入される。臨時財政対策債を満期一括償還方式で発行した団体は、基準財政需要額に算入された当該臨時財政対策債の元金償還額相当額を減債基金に積み立てていれば、満期時において必要な財源が確保される仕組みとなっている。

しかし、この償還積立金について、都道府県と政令指定都市の積立不足が 13 年度までの累計で 4,367 億円あることが 15 年 2 月 3 日の衆議院の質問答弁書で公表された。内訳は、都道府県が、福岡県 395 億円、千葉県 386 億円、宮城県 365 億円、山形県 363 億円、北海道 314 億円、岩手県 302 億円など、23 道府県 4,010 億

図表5　各都道府県の経常収支比率(2013年度)



(資料)総務省「平成25年度都道府県決算カード」

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

円。政令指定都市が、京都市 214 億円など、6 市 357 億円である。

修正経常収支率でみて潜在的に経常収支赤字の 46 道府県のうち半数に積立不足があり、不足分は他に流用されていたということであり、それだけ財政状況が逼迫しているといえる。半数の道府県が、将来の満期時に減債基金以外の財源確保が必要となるなど、今後の財政運営に支障を来すリスクを抱えているといえよう。

財源保障機能維持も成果主義重視へ

上記の状況を踏まえた今後の地方行財政改革について、財政制度等審議会(15年6月1日開催)は「財政健全化に向けて、このような国・地方を通じた財政構造を理解した上で、地方の歳出抑制にしっかり取り組んでいかねばならない」と主張している。

一方、地方財政審議会（6 月 9 日開催）は、「地方は国と異なり歳出全体の伸びを抑制しており、国より財政収支等が良好なのは地方の努力によるもの」、「地方交付税法の定める本来の姿(財源保障機能と財源調整機能)に立ち戻り、地方交付税の法定税率に引上げにより地方の財源不足を解消すべき」と主張している。

こうした相対する主張に対し、6 月 30 日閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針 2015」では、政策の一つの柱として地方創生を掲げる中、税収増も見込んで、「地方の安定的な財政運営に必要となる一般財源の総額は 18 年度まで 15 年度地方財政計画の水準を確保する」ということで政治決着がなされた。

ただし、地方行財政改革については、経済財政諮問会議の民間議員の意見を反映し、「公的サービスの産業化」、「インセンティブ改革」、「公共サービスのイノベーション」の視点を盛り込むなど、市場化・民営化による効率化とそのためのインセンティブを付与するという成果主義重視の改革姿勢が強く打ち出されている。

具体的には、公的サービスの産業化・イノベーションの取組事項として、「行政サービスのオープン化・アウトソーシング等の推進、自治体情報システムのクラウド化の拡大、PPP/PFIの拡大、公営企業・第三セクター等の経営健全化などの業務改革の推進」、「公共施設等総合管理計画の策定、地方公会計の整備、公営企業会計の適用拡大などの地方公共団体の財政マネジメントの強化」などが挙げられている。これらの取組事項は、人口減少の中での歳出効率化のために必要な改革だと判断されるが、「インセンティブ改革」については留意が必要だ。

それは「例えば歳出効率化に向けた取組みで他団体のモデルとなるようなものにより、先進的な自治体が達成した経費水準の内容を、計画期間内(18年度まで)に地方交付税の単位費用の積算に反映し(トップランナー方式)、自治体全体の取組みを加速する。」という点で、トップランナーの低コスト団体に合わせるという仕組みにより、実質的に地方交付税の削減を図ろうとするものである。

平成の合併では行財政の効率化が図られた一方で、周辺部の旧市町村の活力が喪失したという問題点の指摘があったが、こうした指摘を踏まえ、トップランナーの地方公共団体に追いつけない地方公共団体への実質的な地方交付税削減が、行政サービスの削減などで弱者切捨てに繋がらないような地方交付税算定の改革と行財政運営が望まれよう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

分析レポート

国内経済金融

静岡県労働金庫の営業推進

古江　晋也

要旨

労働金庫は労働組合内に組織された「職場委員会」（または労金推進委員会）と呼ばれるチャネルを用いて営業推進を展開してきた。しかし、その一方で営業職やサービス業の労働組合員や退職者には利用しにくいという課題もあった。

静岡県労働金庫はこのような課題を克服するため、インターネットバンキングやテレフォンバンキング等のダイレクトチャネルの拡充、土日営業の導入、店舗機能の強化を図るとともに、より地域に根差した取組みを展開することで利便性を高めている。

はじめに

労働金庫は労働組合内に組織された「職場委員会」（または労金推進委員会）と呼ばれるチャネルを用いて営業推進を展開している。これらを称して「職場推進機構」と言われ、労働金庫の経営基盤を支えているといっても過言ではない。しかし近年では、同機構をベースにしながらも、利便性の更なる強化を図るため、新たな取組みも見受けられる。本稿では静岡県労働金庫（本部：静岡市、写真１）を事例に、変革する労働金庫の営業推進戦略を検討する。

労働金庫と職場推進機構

周知のとおり、労働金庫は労働組合、親睦会、互助会等の団体を会員とした団体主義を採用しており、労働組合役員等が労働金庫の担当者となって労働金庫に事務的なことを取り次いでいる。

写真１　静岡県労働金庫本部

例えば、労働組合員から「ローンを利用したい」「相談したい」という依頼を受けると、労働組合役員は、労働金庫職員とスケジュール調整などを行う。労働金庫職員は、昼休みや業務終了後など、労働組合員の都合の良い時間に職場等を訪問し、相談に乗る。規模の大きな労働組合事務所では、事務所にローン申請用紙等があり、申請用紙をファクスで労働金庫に送信することもできる。これら職域を通じた取次ぎや情報提供にあたって、職場推進機構や労働金庫の担当者等が職場の世話役担当者として、大きな役割を発揮しており、労働金庫が労働組合員の生活の質的向上を目指して設立以来、脈々と継続されており、労働金庫の経営基盤と言うべき営業推進チャネルである。

労働金庫職員はこれまで、労働組合事務所などを頻繁に訪問することで会員との絆を強化してきたが、ともすれば「労働組合員の申込を待つ」という姿勢が見られることもしばしばあった。そこで最

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

近では、昼休みなどに職場を訪問して一人ひとりに声掛けをすることでさらなる密着度を高めている。

利便性の向上を目指して

労働組合事務所は、工場などに隣接して設置されているケースが多く、工場勤務をしている労働組合員にとっては、労働組合事務所を訪問する労働金庫職員に相談しやすいという利点がある。しかし、サービス業を中心に、職場が工場外に複数点在している営業職やサービス業の労働組合員には利用しにくいという問題点があった。

また、昨今の労働金庫の利用者は勤労者だけではなく、退職者も増加している。そのため、駅前など交通の利便性が高く、存在感のある店舗配置が求められるようになった。このような環境の変化を受け、今日の労働金庫ではダイレクトチャネルの拡充、土日営業の強化、店舗再編などに取り組むことで利便性の向上を図っている。

例えば、静岡県労働金庫は 2001 年にインターネット、モバイルバンキングを、2002 年にテレフォンバンキングを導入することでダイレクトチャネルの強化を図った。また、セブン銀行やコンビニ ATM と提携することで、職域金融機関に共通する「職場に最も近いが自宅からは遠い金融機関」という課題を克服することに努めた（労働金庫業態ではセブン銀行等を利用した顧客には手数料をフルキャッシュバックするサービスを実施していている）。

一方、営業店の動きをみると、2010 年から静岡中央、浜松中央、富士の 3 ローンセンターで土日営業を開始し、現在では、その他の県内 7 ローンセンターにおいては日曜営業を行い、10 ローンセンターで休日営業を充実させている。休日営業を開始した理由は、平日に休暇を取ることが難しい労働組合員のニーズに応えるためである。ローンセンターの休日営業は完全予約制であり、「何でも相談に乗ってくれる」と評判は上々である。

写真2　浜松中央支店

浜松中央支店の取組み

従来の労働金庫の営業店は、ともすれば職域に対する事務部門という位置づけであり、労働金庫職員は労働組合事務所等に出向くことが主流であった。しかし近年では職場に出向くことに加え、店舗機能を拡充することで、来店をも促している。

静岡県労働金庫は 2010 年浜松支店と浜松北支店を統合し、新たに浜松中央支店を開設した。同支店で注目されるのは、全国労働者共済生活協同組合連合会（全労済）との共同店舗であり、ワンストップサービスを提供していることにある。浜松中央支店は現在、出張所や相談センターを含め、総勢 59 人の職員が在籍している。

一階には ATM コーナー、テラーカウンターが設置され、一日平均 100 人ほどが

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

写真３　浜松中央支店１階ロビー

写真４　２階ローンセンター

来店する（写真 3)。平日の昼間は高齢の顧客が多いこともあり、今年 4 月からロビー担当者を配置することとした。顧客は気軽に質問することができるようになり、顧客の笑顔が増えるようになったという。

同支店の渉外担当者は、一日に 4～5 件ほど労働組合や互助会、労働組合事務所のない職場には企業の総務部門等を訪問している。

また同支店では 2 人のマネーアドバイザーを配置しており、退職を見据えた顧客等を中心に資産活用などのライフプランニングを実施している。

二階にはローンセンター（写真 4）が設置されている。平均一日 10～15 組の顧客が来店し、住宅ローン相談を主に行う。家族で訪れる顧客が多いため、キッズスペースを確保している。

静岡県労働金庫は全労済の代理店であり、ローンセンターでは共済についての話を聞くこともできる。しかし、質問内容が多岐にわたり、時にはローンセンターの担当者も戸惑うことがあるという。その場合は隣の全労済に誘導することができるので、顧客を待たせることなく、あらゆる相談に乗ることができる。なお、全労済は１階に営業店がある（写真 5)。

４階(写真 6)は大会議室となっており、勤労者自主福祉運動の推進を目的とした会員団体の諸会議・集会や労働金庫や全労済の各種セミナーなどが開かれる。例えば、土日を使った投資信託、ライフプランニングセミナーなどに加え、「進学セミナー」などユニークなセミナーも開催されている。

浜松中央支店運営委員会

先に職場推進機構が職場の世話役担当者として、労働金庫の経営基盤を支えていると記したが、各営業店の運営決議機関として、運営委員会が構成され、重要な役割を担っている。メンバーは営業店会員の各労働組合から選出される運営委員の人々（労働組合役員）である。

浜松中央支店では、運営委員が月に一回同支店に集まり、セミナーやイベントの企画、金融商品の宣伝方法などについて話し合う。運営委員にとって労働金庫職員は「労働金庫運動の専従者」という位置づけであり、運営委員はあくまでも自らの職場の仲間や地域勤労者の生活向上を目的に「ろうきん運動」（労働金庫と連携しながら勤労者の生活改善を図る運動）を推進している。運営委員は経験や年齢にばらつきがあるが、ろうきん運動を通じて互いに交流を深めている（運営

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

委員の任期は 2～4 年)。運営委員会は月 1 回開催され、各運営委員の仕事が終了する平日 18 時から 1 時間半ほど議論する。

運営委員は地域勤労者に労働金庫に関心を持ってもらうため、運営委員自らが駅前でティッシュやカイロを配布したり、静岡県労働金庫が発行している労働組合員とのコミュニケーション誌「meets」(ミーツ) にローン商品のチラシや子供用の塗り絵などを挟み込む工夫を行うなど、その活動は多岐にわたる。

また初めて運営委員に就任した人はどのような活動を行うのか分からないこともある。その場合は、新任者向けの勉強会を開催し、先輩運営委員が活動内容をレクチャーする。

労働金庫は「職場の金融機関」というイメージが強いが、浜松中央支店では年に一度「はまちゅう祭り」を開催し、地域の人々と交流を図っている。今年の同祭りは、駐車場に露店を出店したり、餅まきなどのイベントを実施（浜松市では住宅を建設する際、餅まきを行う風習がある)。17 時半から 19 時までの一時間半で約 500 人が参加した。これらの活動も運営委員が企画運営に関わっている。このような取組みを続けることで「孫がお世話になりました」とお礼に来店してくれる高齢者もおり、地域の人々との絆を深めている。

写真5　全労済浜松西部支所 (1階)

写真6　会議室 (4階)

おわりに

今日の労働金庫は、労働組合運動に携わる専従者の減少、組合組織率の低下、生産現場の海外移転といった環境変化の中で、個人リテール市場の競争激化に対抗するため、ダイレクトチャネルの拡充、店舗機能の強化などに取り組み、利用者の利便性のさらなる向上を図っている。

なかでも、これまでサービスの提供の行き届かなかった営業職やサービス業に従事する労働組合員や退職者への対応は、より面的な広がりを持つ営業推進活動が求められることになる。また静岡県労働金庫では近年、生活協同組合ユーコープとタイアップし、提携融資の販売や宅配サービス「おうち CO-OP」でチラシを配布するなど、生協会員に様々な情報を伝え、より地域への浸透を図る展開を加速させている。

以上、現在の労働金庫は「職域の金融機関」のみならず「地域の人々に親しまれる金融機関」への営業推進戦略を考える転換期にあるとも言え、今後の展開にも注目が集まる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

分析レポート

国内経済金融

底堅い住宅着工と新規貸付額が増加に転じた住宅ローン

～14 年夏から 15 年夏にかけての動向～

多田　忠義

要旨

14 年夏から 15 年夏にかけて住宅着工戸数は底堅く推移した。内容的には、14 年春に分譲、14 年夏に持家、貸家がそれぞれ底打ち、一進一退しながらも総じて底堅い回復が確認された。都道府県別にみると、持家は全国的な着工減、貸家では神奈川県や愛知県などでの回復、首都圏での分譲マンション着工増、三大都市圏以外での分譲一戸建ての着工増が特徴的であった。

住宅ローンは、新規貸付額が前年比で増加に転じたほか、残高も依然として増加している。また、住宅ローン金利は低い状態が続いている。こうした中、地銀・第二地銀の 15 年 3 月期決算説明会では、マーケット規模の大きい首都圏や中京圏などへ進出する動きや、土日対応、アパートローン強化、与信対象者の拡大など、他行との差別化を図るところもみられた。

今後を見通すと、相続税増税対策、贈与税非課税枠の一時拡大や、住宅ローン減税、消費税増税分を補てんする給付金などの政策効果に加え、住宅ローン金利は低位で推移するなど、住宅購入を取り巻く環境は当面良好といえる。

はじめに

本レポートは、多田（2013、2014）で定点観測した住宅着工の動向を踏まえつつ、2015 年 5～6 月にかけて地銀・第二地銀の決算説明会で聴取した住宅ローンの動向や決算短信、各種統計等から最近の住宅ローン動向を紹介し、最近の特徴を捉えることを目的とする。その結果を受け、今後の住宅着工や住宅ローン、金融機関を取り巻く環境について考察する。

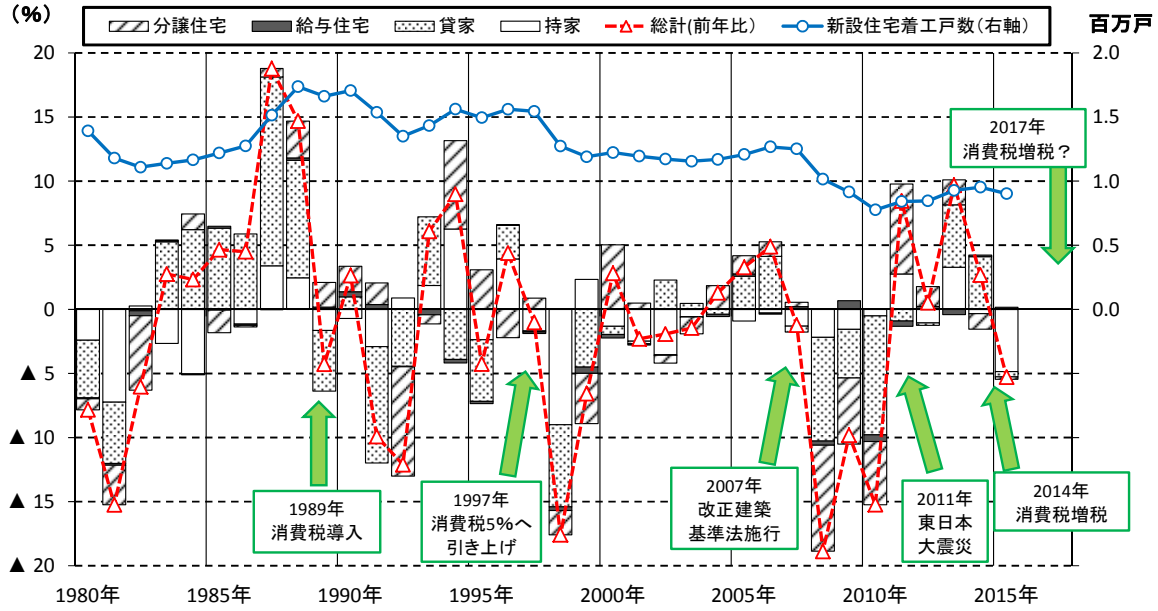
本レポートでは以下の手順で分析を行った。まず、全国の新設住宅着工戸数の動向、そして消費税増税前後の着工戸数変化を、過去の増税時期と比較する。これを踏まえつつ、都道府県毎に新設住宅着工戸数の特徴を把握する。次に、住宅ローンの金利水準を時系列で確認したのち、15 年 3 月期の地銀・第二地銀決算説明会で聴取した住宅ローンに関する発言等から焦点を整理する。なお、本レポートにおける年単位は、断りのない限り、8 月から翌 7 月までを 1 年としているので注意されたい（以下、断りのない場合、15 年度は、14 年 8 月から 15 年 7 月まで）。

新設住宅着工戸数の推移

はじめに、全国の新設住宅着工戸数の増減を利用関係別に示した（図表 1）。15 年度の着工戸数は前年度比▲5.3％で、5 年ぶりに減少に転じた。特に、持家のマイナス寄与度が高く（同▲4.9％ポイント）、14 年度までの牽引役であった貸家の着工の伸び（同▲0.4％ポイント）は一旦落ち着いた。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表1　新設住宅着工戸数の前年比（年単位：前年8月～7月）と利用関係別寄与度



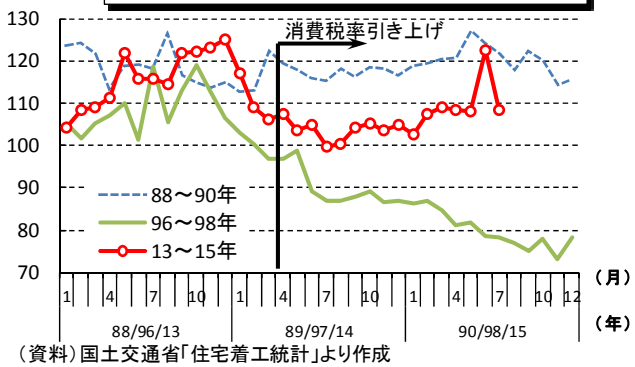
（資料）国土交通省「住宅着工統計」

続いて、これまで 2 度経験した消費税導入・増税前後（1989、97 年）と今回（14 年）で住宅着工がどのように増減したか、確認したい（図表 2-1）。14 年の増税による着工戸数の水準は、14 年中に落ち込んだものの、14 年夏に底打ちし、15 年には増税前の水準を回復するに至っている。多田（2014）では、97 年の動きに似ていると指摘したが、足元の動きを踏まえると、一旦着工戸数が減少するも、1 年以内に回復に転ずる U 字型の動きであることが明らかになりつつある。

次に、15 年にかけて着工戸数が持ち直している要因を分析するため、利用関係別のうち主たる 3 区分（持家、貸家、分譲）別に、97 年と 14 年を比較した（図 2-2）。その結果、持家は、増税直後の夏までは 97 年と 14 年とで似た傾向であったものの、14 年夏を境に異なる動きとなっている。また、貸家、分譲は異なることがわかった。この背景には、相続税対策や贈与税の非課税枠緩和を受けた賃貸住宅の建設や、木材利用ポイント等の行政による補助事業、賃貸・分譲マンションの着工が進んだことなどが考えられる。

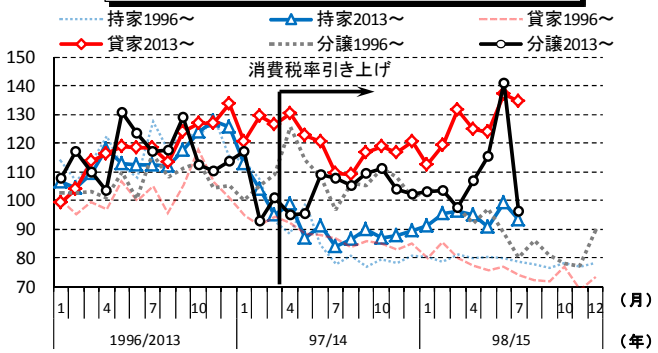
特に、足元の分譲の伸びを支えたのは、

図表2-1　新設住宅着工戸数 89年・97年・14年比較



（資料）国土交通省「住宅着工統計」より作成
（注） 85～87年、93～95年、10～12年の季調値の平均を100として指数化

図表2-2　住宅着工戸数（持家、貸家、分譲）97・14年比較



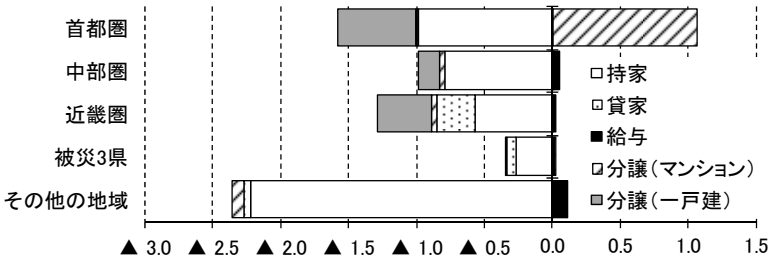
（資料）国土交通省「住宅着工統計」より作成
（注） 1993～95年、2010～12年の季調値の平均をそれぞれ100として指数化

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

首都圏での分譲マンションの着工である（図表 3）。資材価格・人件費上昇の落ち着き、17 年 4 月に実施予定の増税を前にした駆け込み需要を見込んだ動き、首都圏の地価動向を踏まえ、分譲用地が確保できた区画での着工が始まったこと、高騰した人件費や材料費が落ち着きを取り戻したことで、先送りしていた分譲マンションの着工が始まったこと、等が考えられる。

被災 3 県における住宅着工に目を向けると（図表 3）、他の地域に比べ前年度からの落ち込みが抑えられたことが明らかとなった。防災集団移転による住宅再建は 14 年以降徐々に完成している宅地造成への住宅着工が進んでいるものと考えられる。同 3 県では当面、住宅着工戸数の堅調さは継続するとみられる。

図表3 新設住宅着工戸数前年比の地域別寄与度
15年度（14年8月～15年7月）対14年度

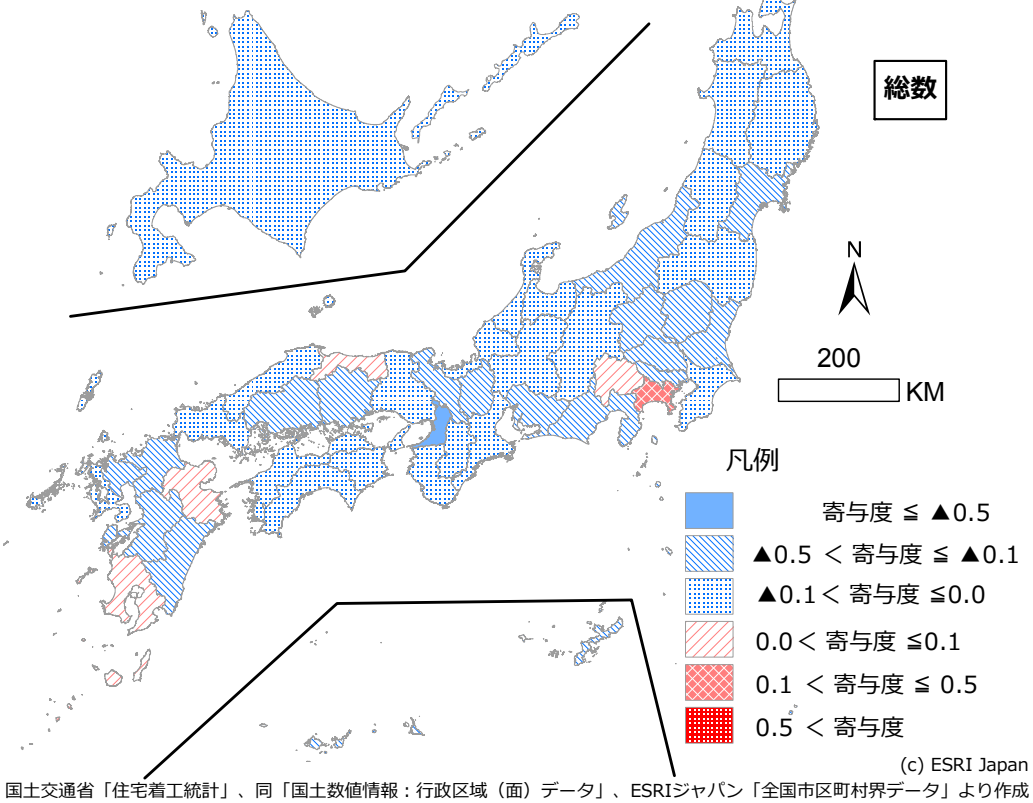


（資料）国土交通省「住宅着工統計」
（注）被災3県：岩手県、宮城県、福島県／首都圏：埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県／中部圏：岐阜県、静岡県、愛知県、三重県／近畿圏：滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県／その他の地域：他全ての道県

都道府県別新設住宅着工戸数の特徴

15 年度における新設住宅着工戸数について、都道府県ごとの寄与度を地図化し

図表 4　15年度（14年08月～15年7月）における新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

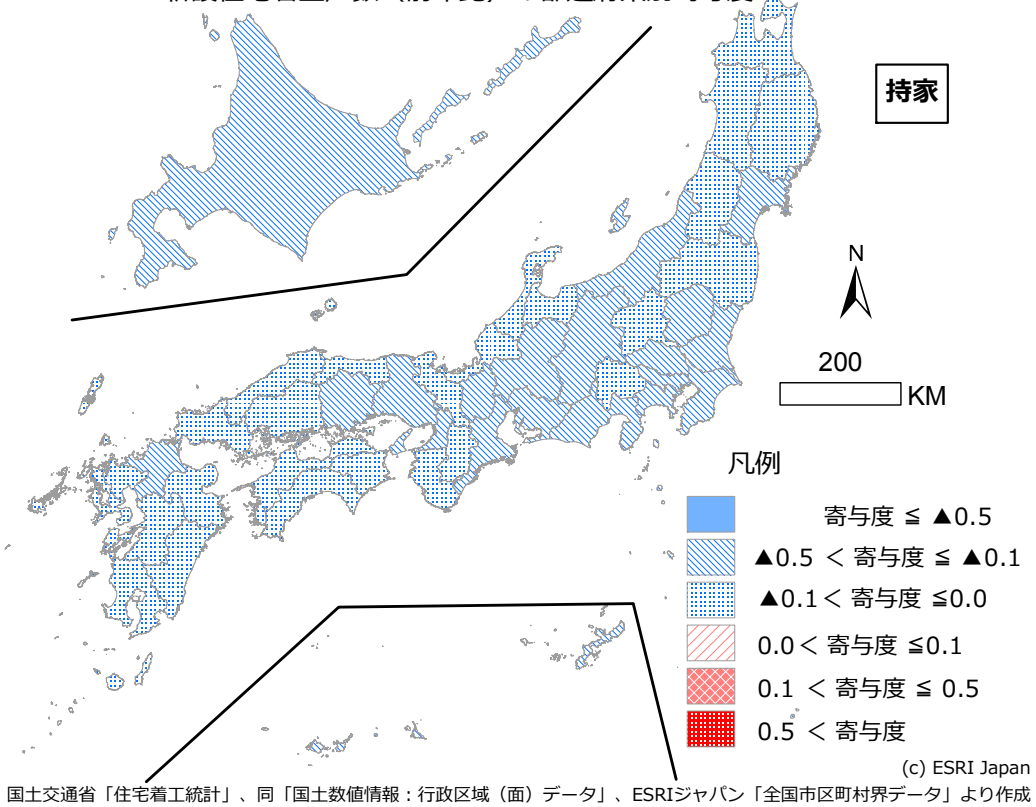
た（図表 4～7）。まず、総数をみると（図表 4）、神奈川県、山梨県、鳥取県、大分県、鹿児島県でプラスの寄与度となった。一方、前年割れとなった都道府県は多く、図表 2-1、2-2 でみたとおり、全国的には底堅い動きだが、地域間で回復に差がみられる。

続く図表 5 は都道府県ごとの持家の前年比増減を、総数に対する寄与度（▲4.9%ポイント）で示した。持家は、47都道府県すべてでマイナス寄与となっており、特に愛知県（▲0.4%ポイント）、東京都、埼玉県（ともに▲0.3%ポイント）では、増税に伴う着工戸数の減少が鮮明に表れた。人口の多い地域ほどマイナスに寄与しており、全国的に持家の着工が落ち込んだことを示唆する。

図表 6 は、都道府県ごとの貸家の前年比増減を、総数に対する寄与度（▲0.4%ポイント）で示した。前年に比べてマイナス寄与の県が増え、貸家着工にも増税の影響がみられた。しかし、神奈川県（+0.3%ポイント）や愛知県（+0.1%ポイント）など、増税による落ち込みから早期回復の都道府県も散見される。

図表 7-1 は、都道府県ごとの分譲マンションの前年比増減を、図表 7-2 は、分譲一戸建ての前年比増減を、それぞれ総数に対する寄与度（+0.9%ポイント、▲1.1%ポイント）で示した。分譲マンションは首都圏での増加が鮮明である一方、分譲一戸建は、三大都市圏の落ち込みが大きく、それ以外のほとんどの地域で前年からの増加がみられる。

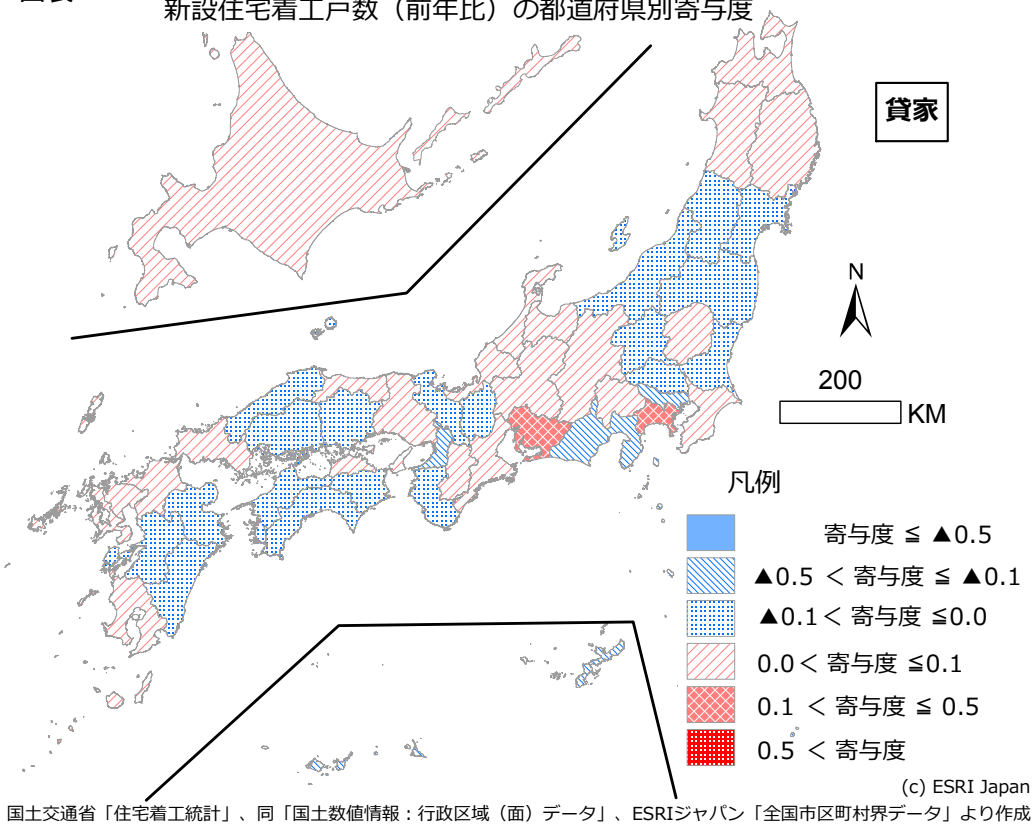
図表 5　15年度（14年08月～15年7月）における新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度



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

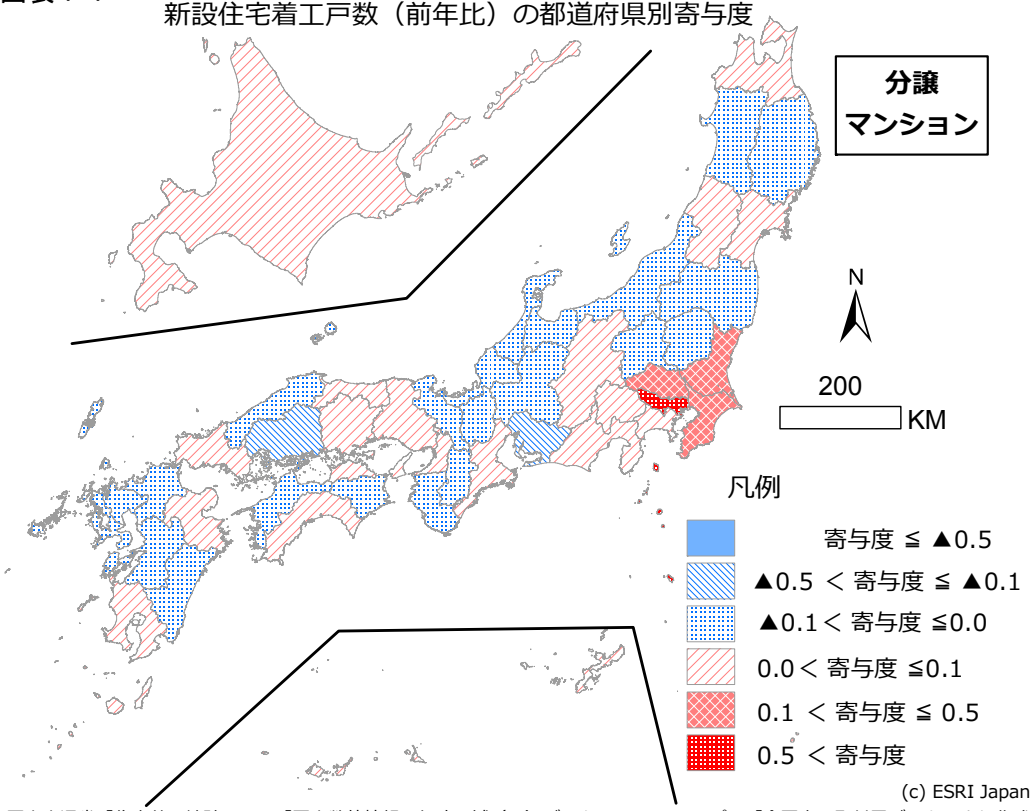
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表 6　15年度（14年08月～15年7月）における
新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度



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

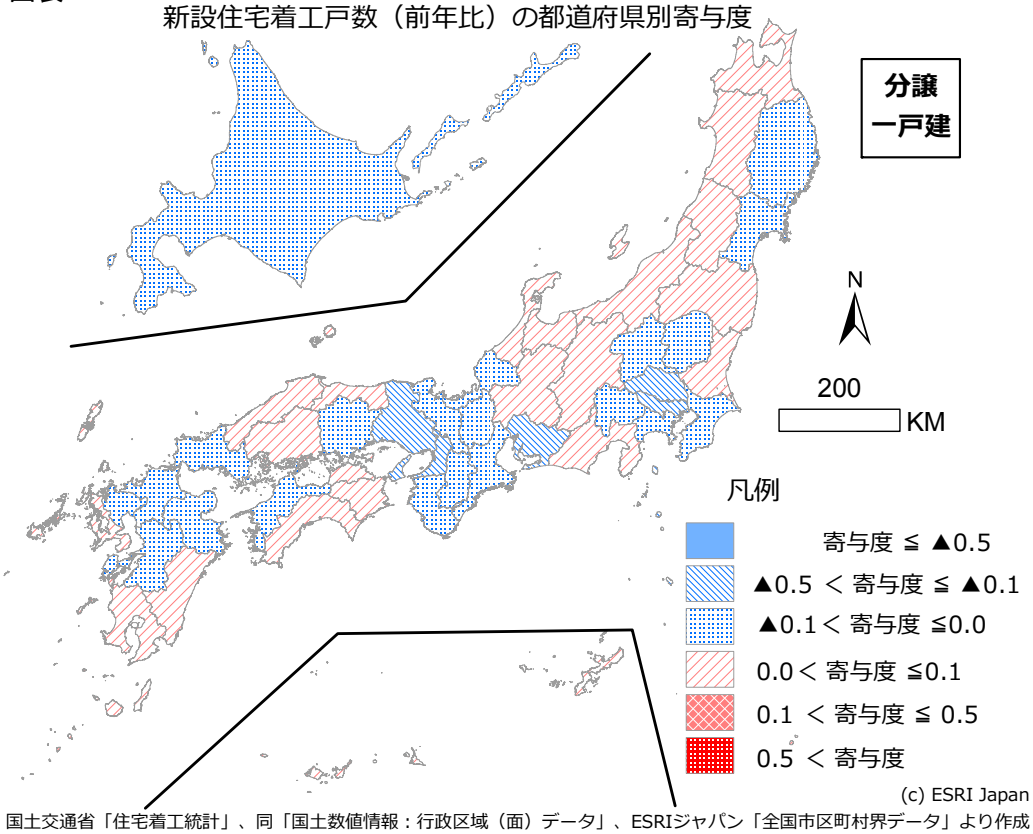
図表 7-1　15年度（14年08月～15年7月）における
新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表 7-2　15年度（14年08月～15年7月）における
新設住宅着工戸数（前年比）の都道府県別寄与度

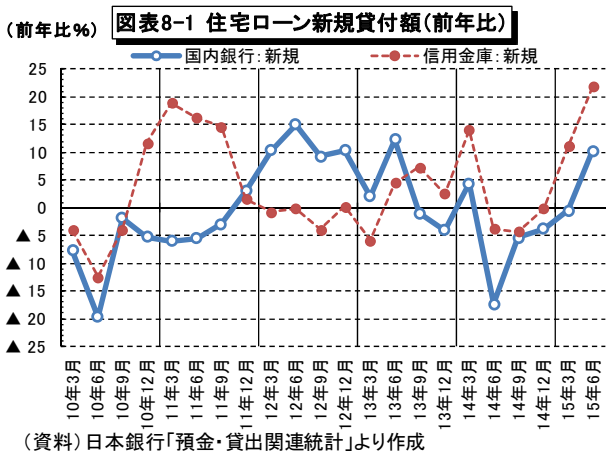


（資料）国土交通省「住宅着工統計」、同「国土数値情報：行政区域（面）データ」、ESRIジャパン「全国市区町村界データ」より作成

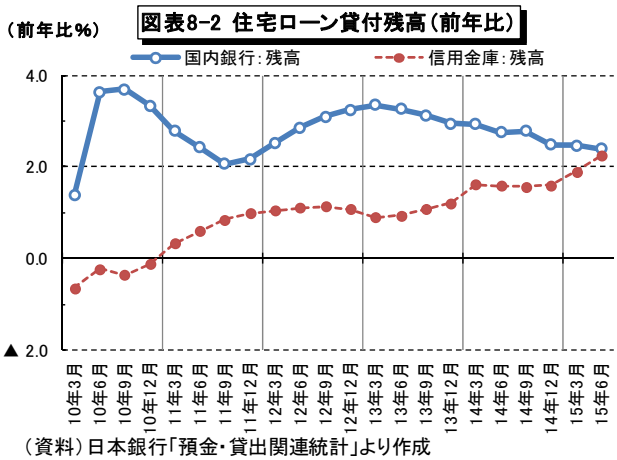
住宅ローンの新規貸付･残高の推移

住宅ローンの新規貸付額は、国内銀行、信用金庫共に 14 年 1～3 月期に前年比増（それぞれ 4.4%、14.1%）となったのち、14 年 4～6 月期以降減少に転じた（図表 8-1）。これは、住宅購入契約が 13 年 9 月末にかけて集中し、引き渡しまでに時間を要したため、住宅ローンの貸付が 14 年 3 月までずれ込むケースも多かったことに起因する。14 年 4～6 月期以降は、一旦前年割れとなったが、15 年入り後は住宅着工の持ち直しもあり、15 年 4～6 月期では国内銀行、信用金庫共に大幅な伸びとなった（それぞれ前年比 10.2%、同 21.8%）。

住宅ローン残高も増加しており、15 年 6 月末の住宅ローン残高も前年比増（国内銀行：2.4%、信用金庫：2.2%）で（図



（資料）日本銀行「預金・貸出関連統計」より作成



（資料）日本銀行「預金・貸出関連統計」より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

表 3)、残高は国内銀行で 116.2 兆円、信用金庫で 15.8 兆円に達している。

近年、信用金庫の住宅ローン残高の伸びは、国内銀行の増加ペースに近づきつつあり、新規貸付額の増加ペースは国内銀行を上回っている。これについて、信用金庫業界関係者からは、事業性貸出が伸び悩む中、預金や貸出残高の大きい一部の信用金庫で住宅ローン融資の推進強化の動きがあり、中京、近畿、九州北部地方を中心に融資を拡大している、との見方が示された。

住宅ローン金利の推移

住宅ローン金利は低水準で推移した（図表 9)。一般に、国債利回りと住宅ローン金利は連動して動く傾向があり、国債利回りの低下基調に合わせて、住宅ローン金利も同様の動きをたどっている。量的・質的金融緩和（QQE および QQE2）を受けて、日本銀行が国債を買い進めていることを背景に、国債利回りは、ボラタイルな動きが落ち着いた 13 年 7 月以降、低下基調で推移している。

QUICK 社の民間エコノミスト調査によれば、新発 10 年国債の金利水準は当面 0.4～0.5%との見方が大勢で、住宅ローン金利も現状の金利水準で推移するとみられる。

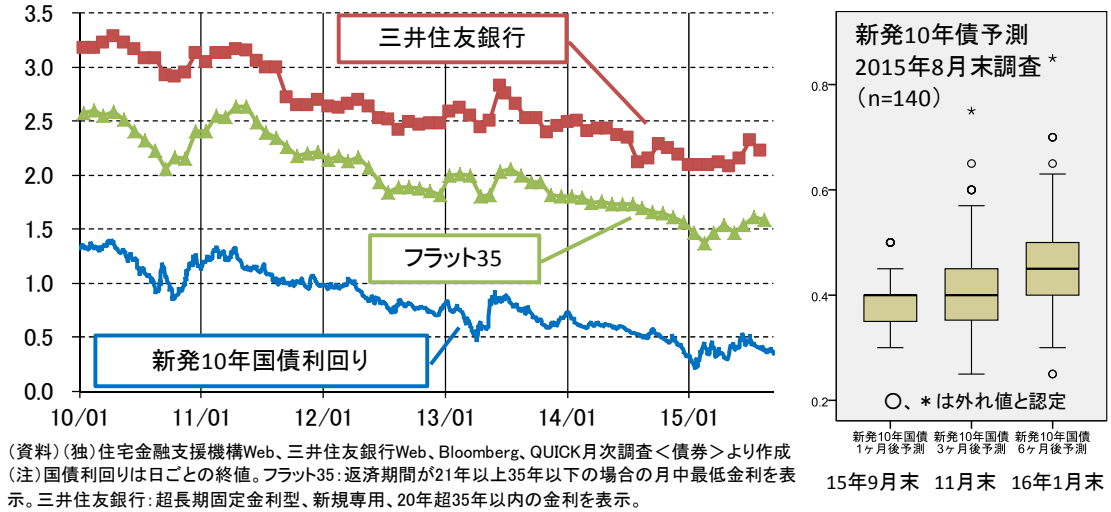
地銀・第二地銀の動向

最後に、地銀・第二地銀が決算説明会で住宅ローンについてどのような言及があったかを整理した（図表 10)。

15 年 3 月期は、ほとんどの銀行で残高は順調に増加し、過去最高残高となったところも見受けられた。多くの銀行では住宅ローンの取り込み戦略をさらに強化しており、間もなく減少に転ずるとみられる総世帯数をにらみながら、マーケット規模の大きい首都圏や中京圏などへ進出する動きを続けている。

低金利状態が続く中、住宅ローンの金利低下も避けられず、資金利鞘はどの銀行も悪化している。そのため、少しでも金利競争を避けようと、アパートローンなどの住宅「系」ローンへの取り組みを強化したり、従来与信が厳しかった層への貸し出しを増やしたりするなどの対応がみられた。一方で、人口減少や将来の

図表9 住宅ローンの金利水準と新発10年国債利回りの推移



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表10　地銀・第二地銀投資家説明会（15年3月期）における住宅ローン関連の情報（一部）

トピック	内容	事例・コメント等
15年3月期の実績	•順調に残高増加 •過去最高残高となった銀行も多い	•消費増税の影響があったものの、住宅ローン残高は増加基調を維持（A銀行、B銀行）
住宅ローンの取り込み戦略	•土日相談を実施 •ローン専用店舗を新増設 •融資実行までの期間短縮 •ハウスメーカーとの連携 •首都圏、中京圏等消費地へ進出を一段と強化する動き •団信拡充、専用フリーローン新設	•ローンプラザを消費地に開設、強化（福岡＝C銀行、首都圏＝D銀行、西東京地区＝E銀行） •ローンプラザで推進（F銀行、G銀行） •支店、専門店のブロック協働強化、ハウスメーカーとの連携見直し、土日営業強化（H銀行） •団信拡充による商品構成の見直し、住宅ローン利用者専用フリーローンの新設（I銀行） •ハウスメーカーへの営業強化（J銀行）
金利関係	•資金利益の悪化を回避するために、過当競争を避ける銀行が多い •足元の低金利と今後の利回り見通しを反映した金利選択	•金利競争は避け、優良案件を取り込む（K銀行） •顧客サービス対応でなるべく下げない（H銀行） •工務店持ち込み案件はほぼ100%変動だったが、金利底打ち感もあり、現在は固定・変動の併用を推奨（L銀行）
アパートローンの動向	•相続税対策や不動産投資先として、都市部を中心に需要増 •先行きに対する懸念	•アパートローンの伸びが大きい（K銀行、I銀行、L銀行） •人口減で先行き厳しくなると予想し消極的（A銀行）
住宅ローンを取り巻く環境対応	•低金利、世帯増（一人暮らし等）、世帯年収の減少等への対応 •無担保ローン増強で資金利益確保	•住宅ローンの顧客区分を見直し、引き当てを積み増し（持ち株会社M） •自営業者、零細企業従業員向けローンの取込（同上） •無担保ローン強化し、資金利益を確保（C銀行、N銀行）

（資料）筆者作成。投資家説明会は15年5～6月にかけて東京都内で開催されたもの。

延滞リスクを考慮し、アパートローンに消極的だったり、与信引き当てを厚くしたりと、低金利、過当競争下における銀行の住宅ローン戦略に多様さがみられた。

おわりに

今後を見通すと、相続税増税対策、贈与税非課税枠の一時拡大や、住宅ローン減税、消費税増税分を補てんする給付金、省エネ住宅ポイントなどの政策効果に加え、住宅ローン金利は低位で推移するなど（図表 11）、住宅を購入する環境は当面良好で、着工戸数の落ち込みはある程度抑えられるとみられる。また、16 年 9 月末に向けて、17 年 4 月の消費税増税を見据えた駆け込み契約も徐々に増加するとみられる。ただし、13 年度の駆け込みでは、リーマンショック等により先送りされた住宅着工も含まれた可能性が高く、16 年度の駆け込みは、13 年度に比べ、やや低調に推移する可能性が高い。

図表11　住宅着工を下支えする要素（一部）

項目	具体的内容
税制	• 相続税の基礎控除縮小→二世帯住宅や賃貸併用住宅による課税評価額の低下 • 贈与税の非課税枠利用（住宅取得等資金）→15年12月末までの契約が直近で限度額最大 • 住宅ローン減税（19年6月まで） • 消費税率10%への引き上げ予定→駆け込み需要発生？（13年9月ほどの規模にはならないと予想）
補助事業	• すまいの給付金（最大30万円） • 省エネ住宅ポイント（16年3月までの着工に対して、15年9月時点でポイント予算の6割超を消化）
金利環境	• 低金利

（資料）国税庁、国土交通省等のWebサイトより筆者作成

参考文献

多田忠義（2013）「最近の住宅着工と住宅ローンの動向」『金融市場』2013 年 10 月号 p20-25.
多田忠義（2014）「消費税増税前後の住宅着工と住宅ローンを取り巻く環境」『金融市場』2014 年 10 月号 p26-33.

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

海外の話題

建国 50 周年を迎えたシンガポール

農林中央金庫　シンガポール支店長　秋山　浩一

シンガポールは今年建国 50 周年を迎え、8 月 9 日の建国記念日には盛大なパレードが催された。筆者は 7 月にシンガポールに着任したが、街は祝賀ムードで一杯であった。日本のガイドブックにも取り上げられるマリーナベイが印象的な近代都市国家であるが、国の歩みを振り返ると、アジアのハブであろうとして、一歩先の未来を見据えて、周辺国との競争関係の中でシンガポールの特長を出すべく現在何をしなければいけないかを、常に考えてきたことがわかる。

マレーシア連邦から切り離された 1965 年当時は 190 万人ほどの小国で、独立への心の準備もなく、多民族国家で求心的な拠り所がない中で、建国の父リー・クアンユー初代首相の示した先見性・指導力・実行力は卓越したものであった。石油・ガス等の天然資源だけでなく、食料や水に至るまでの生活資源も持たないシンガポールのように、他国から収益を吸収する植民地政策モデルではなく、世界全体の GDP 向上を利用して物流・金融のハブとして先進国化を進めた国家は稀である。現在でも、情報のハブとして成長していくために、外資企業にとって良好なビジネス環境を整え、各国企業のアジア本部を集積させている。

その反面、民族や政治思想にとらわれず、実利に応じてあらゆる手段を取って政府主導で経済発展を進めてきた政策への反発も一部で見られる。豊かな生活を謳歌してきた国の人口は 2011 年に 500 万人を突破し、うち外国人が 3 割を占める。インターネットの普及や SNS 等で自由な言論に慣れて建国時の混乱を知らない世代が多数を占めるにつれ、外国人労働者による雇用機会の縮小や物価の高騰に対する不満が高まり、総選挙でも圧倒的多数を誇った与党・人口行動党（PAP）の得票率は前回 2011 年の総選挙では 60.1％と過去最低となった。もっとも、9 月 11 日に実施された総選挙では、与党は得票率を前々回の 66.6％をも上回る 69.9％まで回復させ、定数 89 議席中 83 議席（改選前 80 議席）を獲得して、漸減傾向に歯止めをかけた。これも反発勢力の意見に応える政策変更への評価に加え、3 月に亡くなったリー・クアンユーへの思慕、建国 50 周年事業によるシンガポール人としての連帯感、愛国心の発揚が与党に有利に働いたと推察され、一連のストーリーの帰結にも思えてしまう。

持続的な成長のために、シンガポールでは「コンセプトプラン」という都市計画が 1971 年から 2011 年まで 4 回策定されてきた。限られた国土の有効活用、長期的な視点に立った概念の提示を目的としており、アジアのハブ空港となったチャンギ、MRT や高速道路網の整備、石油化学産業育成のためのジュロン島の埋立て、国際金融ハブとなるための都市中心部の整備等が実現された。直近の計画では、2030 年に人口が 690 万人に達する可能性を踏まえつつ、現在のような高い生活水準を維持できるように、具体的な 5 目標として、①快適で手頃な価格の住宅、②緑豊かな生活環境、③交通機関の更なる整備、④より良い就業環境をもたらす活力ある経済の持続、⑤次世代のさらなる発展を目指した生活環境を実現するための成長、を掲げている。

現在でも街には建国 50 周年を意味する SG50 のサインに続けて、SG100 のメッセージも散見されるが、総じて安定的で清潔な国ゆえに、どこかの「テーマパーク」にいるような気分になってくる。将来にわたり、これまでのような発展への情熱とプラグマティズムが両立しうるのか、見ていきたい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます