

潮流

シルバー民主主義の克服

調査第二部副部長 南 武志

少子高齢化の進行は、経済や財政だけに留まらず、政治にも大きな影響を与える。そのうちの一つは、厚みを増した高齢世代がその高い投票率を武器に、時として強い政治力を行使してしまうという、いわゆる「シルバー民主主義」と呼ばれるものだ。実際、浮動票の行方に注意を払わなくてはならない多くの政党は、投票率が比較的高い高齢世代に「痛み」を求める政策を強くは主張しない傾向があるとされている。

こうしたなか、今年6月には公職選挙法等の改正案が衆参とも全会一致で可決された。これまで満20歳以上に与えられてきた選挙権が満18～19歳の若者にも付与されることになり、2016年夏に予定される参議院議員選挙から適用されることとなっている。これにより、有権者は従来よりも200万人以上増加するが、18～19歳人口は20歳以上人口の2.3%程度（14年10月1日時点）しかおらず、しかも投票率が低い場合にその存在感をアピールすることは容易ではない。とはいえ、日本では民法第4条の「年齢二十歳をもって、成年とする。」との条文を前提に、これまで様々な制度設計がなされてきたが、選挙権年齢の引き下げによって日本社会にも何らかの変化が起きることも予想される。

一方、次世代の意見を国などの意思決定に反映させるのに選挙権年齢の引下げだけで十分か、という意見もある。それに対する解決策の一つに、選挙権が付与されない子供たちの選挙権をその親権者に与えるという「ドメイン投票（Demeny Voting）」という発想もある。これは親権者ならば子供に不利になるような投票行動はとらない、との「善意」を前提にしているが、実際にドイツではその導入を巡って議論が幾度かされたようだ（導入には至っていない）。

さて、安倍首相は、自由民主党の総裁再選が決まった直後、第1の矢「希望を生み出す強い経済」、第2の矢「夢をつむぐ子育て支援」、第3の矢「安心につながる社会保障」という新しい3本の矢を打ち出した。第2の矢の目標は希望出生率1.8の実現だが、合計特殊出生率は05年に1.26まで低下した後、直近は1.4台前半まで持ち直してきた。ただし、これは出産年齢の上昇が出産適齢期の上限に近付いたことによる見かけ以上の現象とされており、出生数の減少傾向に歯止めがかかっていないために出生率は再低下する可能性もある。出生率回復には、子育てにかかる諸コストを軽減することが不可欠であり、保育園の整備なども求められる。

一方、都内での保育園の建設にあたり、子どもの騒音を警戒する高齢者を中心に反対運動が一部で起きており、開園が遅れているとのニュースも聞かれる。自分たちが幼かった頃の事をさっぱり忘れてはいないのか、との第一印象を抱く半面、当事者じゃないとわからない点もあるのも確かだ。話し合いですべてが解決するわけではないが、互いに思いやる姿勢（例えば、高齢世代は年金制度を支える次世代に対して、若年世代はこれまでの経済・社会の発展に貢献してきた高齢世代に対して、など）がなければ、出生率の回復や人口減少を食い止めることなどできない。実際、高齢世代は大災害の発生時には進んで寄付をする傾向が強いなど、決して利己的でないとの分析結果もある。そうした高齢世代の持つ利他性をうまく引き出していく努力も重要であろう。

軟調な輸出によって景気足踏みが続く日本経済

～一方、消費には持ち直しの兆しも～

南 武志

要旨

国内景気は足踏みを続けている。中国など新興国経済の減速を背景に、輸出の鈍さが長期化する様相となっており、堅調とされた設備投資関連の指標も弱含みつつある。そのため、しばらくは国内景気の停滞が続く可能性が高い。一方、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おり、今夏にかけては消費の持ち直しも散見されつつあることは明るい材料である。米国経済が底堅く推移する中、年末までに中国経済が下げ止まれば、年度末に向けて国内景気の回復テンポがやや高まるだろう。

一方、原油安の影響により、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を除けば、物価上昇傾向が強まっているとみているほか、資本設備・雇用の不足感の強さや予想物価上昇率の高止まりを基に「物価の基調は改善している」との見解を崩していない。市場では追加緩和観測が根強いが、日銀はしばらく現行の緩和策を粘り強く継続すると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2015年		2016年			
	10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	0.076	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 (%)	0.315	0.20～0.60	0.30～0.65	0.35～0.70	0.40～0.75
	5年債 (%)	0.050	0.02～0.30	0.05～0.35	0.10～0.40	0.15～0.45
為替レート	対ドル (円/ドル)	121.0	117～127	118～128	118～128	118～128
	対ユーロ (円/ユーロ)	133.6	120～140	120～140	125～145	125～145
日経平均株価 (円)	18,947	19,250±1,000	19,750±1,000	20,250±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10月26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

国内景気は足踏み状態が続いている。10月1日に公表された日銀短観(9月調査)によれば、代表的な大企業製造業の景況感は3期ぶりに悪化、先行きも悪化継続の見通しとなるなど、企業経営者の慎重姿勢が浮き彫りとなっている。

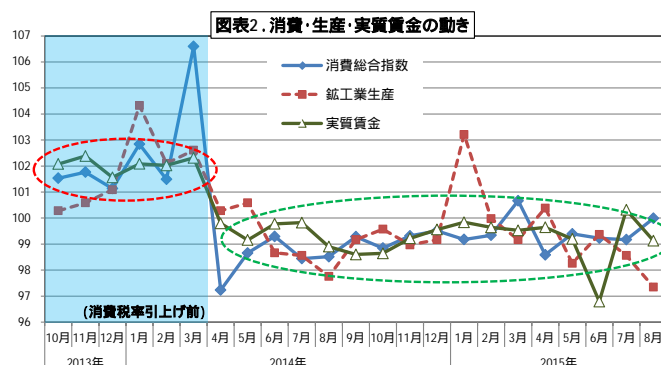
しかし最近では景気の足踏みを引き起こしている要因に変化も見られる。15年入り後は「消費増税後に悪化した消

費の持ち直しの鈍さ」に、「中国など新興国経済の減速による輸出が弱含みで推移」などが加わるなど、消費と輸出が低調な状態であったが、最近では消費には持ち直しの兆しが見え始めた一方で、輸出の軟調さが長引いており、それが年初の段階では堅調とされていた「設備投資の頭打ち」にもつながる、といった状況が見てとれる。

実際のデータで確認すると、消費に関

しては8月の消費総合j k 指数は前月比0.8%と2ヶ月ぶりに上昇、3月以来の水準まで回復した。その裏付けとなる賃金所得は、毎月勤労統計の実質賃金は前年比1.0%(6~8月分)と弱い数字であるが、家計調査の勤労者世帯・勤め先収入(消費者物価で実質化)は同3.0%(同)と堅調な伸びとなっており、賃上げや夏季賞与の堅調さを背景に増加傾向を高めた様子が確認できる。また、増税後の反動減で低調だった耐久財についても、白物家電の販売額が増加傾向となるなど、持ち直しの動きも見える。後述の通り、実質貿易収支の赤字幅が拡大しているが、その要因の一つには輸入が堅調に推移していることが指摘できる。それは取りも直さず、消費などの内需がしっかりしてきたことを反映したものと見えるだろう。

一方、輸出は総じて伸び悩んでいる。7~9月期の実質輸出指数は前期比0.2%と上昇に転じたが、伸び率は小幅にとどまっている。世界経済の成長加速が期待できないこともあり、14年末にみられたような輸出の急回復は見込めそうもない。さらに、4~6月期は事前見通しを大幅に上回る受注額を記録した機械受注であるが、足元では反動減も加わって急減して



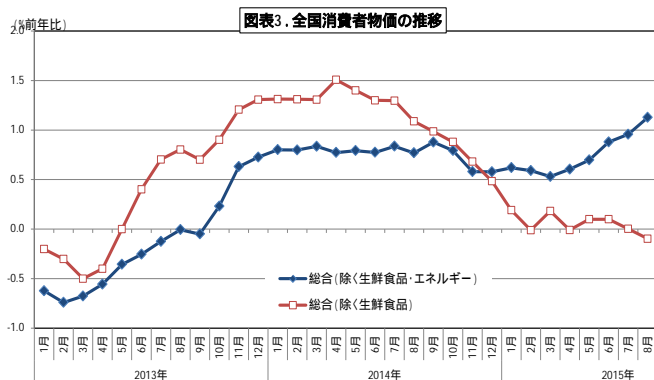
(資料)内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計より農林中金総合研究所作成
(注)2013年10月～直近=100。

おり、今後の設備投資動向への影響が懸念され始めている。

なお、当面は輸出や設備投資が軟調に推移する可能性が高いが、米国経済の堅調さが継続し、中国経済の下げ止まりが実現すれば、輸出にも薄日が差し始める可能性はある。こうした中で、実質所得の改善を受けた消費の持ち直し基調が継続すれば、15年度末に向けて国内景気は回復傾向を取り戻すものと予想する。

次に、物価面をみていくと、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。主因は原油安を背景としたエネルギー価格の大幅下落であり、それにこれまでの消費の軟調さも加わった結果と考えられる。一方で、日本銀行が注目する全国消費者物価(生鮮食品・エネルギーを除く総合)は同1.1%と、むしろ上昇率を高めている姿も見て取れる。エネルギー分野への支払い額が減ったことで実質購買力が高まり、それがエネルギー分野以外の消費を底堅くさせつつあり、これまでのコスト増を消費財・サービス価格に転嫁する動きが出ていると思われる。

先行きについては、原油価格や為替レートが現状水準で推移すれ



(資料)総務省統計局の公表統計より作成 (注)消費税率要因を除く(当総研推計)

ば、原油安による物価押下げ圧力は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。その半面、14年10月の追加緩和によって生じた円安効果もまた弱まっていくことになる。年度下期にかけて物価上昇率が徐々に高まっていくとしても、所得の伸びも同時に高まらなければ、再び実質所得が伸び悩み、適正な値上げを阻害する事態もあるだろう。

金融政策:現状と見通し

このように経済・物価は当初の予想を下振れて推移しており、物価安定目標の早期達成を掲げる日銀にとっては厳しい状況であるといえる。一部で根強い追加緩和期待が浮上する中、10月6~7日に開催された金融政策決定会合では、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。景気の基調判断についても「わが国の景気は、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、緩やかな回復を続けている」と、9月に下方修正した表現を踏襲した。30日には展望レポート(経済・物価情勢の展望)の公表を控えていることもあり、終了後の黒田総裁の記者会見などからも、新興国経済の動向(先進国を中心とした成長が続き、その好影響が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)や物価安定目標の達成時期(原油価格の動向によって多少前後する可能性はあるが、16年度前半頃)を含めて、これまでの説明や見方を繰り返した。

日銀は、基本的に日銀短観からも確認されたように、資本設

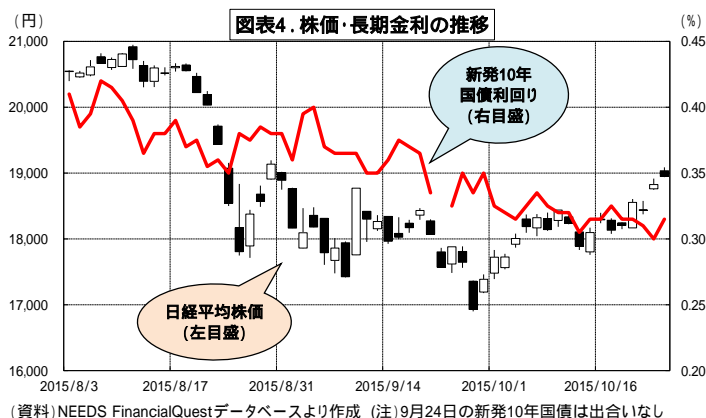
備や雇用の不足感が徐々に強まっているほか、企業・家計の予想物価上昇率も高めに推移しているなど、いわゆる「物価の基調」は改善していると認識しており、その限りにおいては現行政策を粘り強く続けるという姿勢に変わりはない、ということであろう。

一方で、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の見方を続けている。当総研は、日銀が早い段階で追加緩和を決断する可能性は現時点で低いとみているが、16年入り後の物価動向が日銀の想定通りにならなければ、何かしらの対応を迫られる可能性はあるだろう。

金融市場:現状・見通し・注目点

今夏にかけて内外の金融資本市場を揺るがしてきた中国経済への過度な悲観論が影をひそめたこと、さらにはその影響を受けて米国の年内利上げ観測も後退したこともあり、市場は徐々に落ち着きを取り戻しつつある。また、直近では欧州中央銀行(ECB)が12月の追加緩和を示唆したこと、さらに中国が追加金融緩和に踏み切ったこともあり、「株高・ドル高」の流れとなっている。

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

原油安や世界的なデフレーション懸念が強まる中、15年入り後の新発10年物国債利回りは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した。さらに6月には欧米長期金利の上昇につられて0.5%台まで上昇する場面もあった。しかし、7月以降は中国などを中心に世界経済の先行き懸念が意識され、10月中旬には長期金利は一時0.3%まで低下するなど、低下圧力は根強い。

当面は、国内景気の停滞がしばらく続くと思われるほか、日銀による追加緩和観測も根強いことから、年内に米利上げが実施されたとしても、長期金利は低水準での展開が続くだろう。

株式市場

15年入り後の株式市場は、原油安などに伴う新興・資源国リスクの高まりなどによる調整を挟みつつも、日欧での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、今夏にかけては海外経済、特に中国経済への懸念が強まり、世界同時株安が発生、9月下旬には株価は一時17,000円台割れとなるなど、調整色が強まった。その後は米利上げ時期の後ズレ

観測や中国経済への過度な悲観論後退などから持ち直しに向かい、またECBの追加緩和期待や中国の追加緩和を好感し、一時19,000円を回復した。

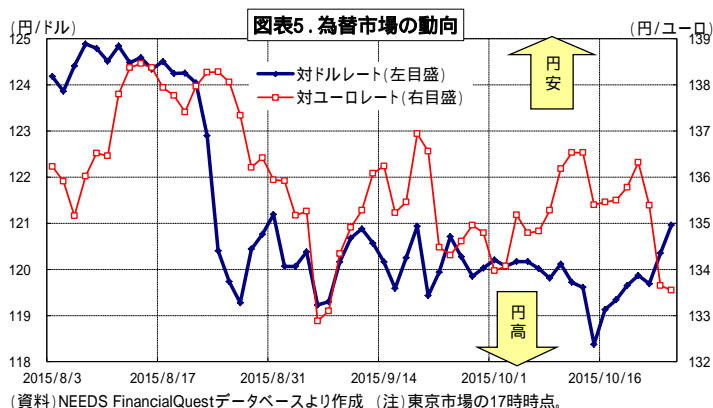
先行きも、これまで同様、中国経済や米利上げへの思惑などに振り回される場面を想定する必要があるが、米企業業績が底堅く推移し、かつ国内経済に明るさが見え始めれば、株価は再び上昇基調に復するものと予想する。

外国為替市場

夏場にかけて米国の早期利上げが意識されたことから、対ドルレートは13年ぶりに125円台となるなど、円安傾向が強まった。その後は「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、8月中旬まで概ね「120円台前半」のレンジ内での動きに終始した。しかし、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ほか、10月中旬には米経済指標の弱含みから円高に振れる場面もあったが、8月中旬以降は概ね120円前後で推移している。先行きは、米利上げが現実味を帯びてくれば一旦は円安圧力が高まるものの、それまでは現状水準での推移が続くだろう。

一方、対ユーロレートは、6月にかけてデフレーション懸念の解消から1ユーロ = 140円台を一旦回復した後、ギリシャ支援交渉の難航から133円台まで円高が進んだ。その後は直近まで概ね130円台でもみ合う展開となった。当面はECBの追加緩和観測が強まったこともあり、円高ユーロ安が進む可能性が高い。

(15.10.26 現在)



早期利上げ観測は後退したが、12月利上げを見込む

～雇用の伸び鈍化をネガティブに見る必要はない～

趙 玉亮

要旨

経済指標は総じて、引き続き底堅く推移している。予想を下回った雇用の鈍化も、雇用市場のひっ迫した需給関係を反映した結果である可能性があり、必ずしもネガティブに見る必要はない。一方で、市場では年内利上げ観測が後退したが、筆者は依然 12月利上げの可能性が高いと予想する。

国内経済：堅調な動きを継続

9月のFOMCでは利上げは見送られたものの、年内利上げのスタンスは維持された。こうした中、市場は発表される経済指標に一喜一憂する展開となった。

今月の経済指標は、全体として堅調な動きを継続している(図表1)。8月や9月分の小売売上高は伸びがやや鈍化したが、実質ベースでみると個人消費(小売売上高+サービス消費)は堅調さを保っている。住宅市場は引き続き底堅く推移している。

一方、企業部門については、鉱工業生産や設備稼働率は再び低下に転じた。物価についても、伸び悩んでいる状況は変わっていない。ただし、原油安や輸入物価の下落による物価抑制要因は、15年末から16年半ばにかけて剥落する可能性が高く、それに伴って物価は2%目標に向けて上昇率を高めていくとのこれまでの見方を踏襲する。

また、堅調な雇用などを背景に個人消費は引き続き拡大すると予想する一方、ドル高や海外経済減速を受けた需要減少

図表1 米国の主要経済指標の動向

	経済指標	15年4月	15年5月	15年6月	15年7月	15年8月	15年9月	15年10月	直近の状況
雇用・賃金・物価関連	失業率(%)	5.4	5.5	5.3	5.3	5.1	5.1		失業率は完全雇用水準に低下 非農業部門雇用者数の増勢は鈍化
	非農業部門雇用者数増加(万人)	18.7	26.0	24.5	22.3	13.6	14.2		
	時間当たり賃金(前月比、%)	0.2	0.2	0.0	0.2	0.4	▲0.0		鈍化
	(前年比、%)	2.3	2.3	2.0	2.2	2.2	2.2		
	PCEデフレーター(前月比、%)	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0			
	(前年比、%)	0.2	0.3	0.3	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			伸び悩み	
(前年比、%)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3				
消費関連	小売売上高(前月比、%)	0.0	1.2	▲0.0	0.8	0.0	0.1		前月から小幅に増加
	(前年比、%)	1.3	2.5	1.8	2.6	2.0	2.4		
	ミシガン大学消費者信頼感指数	95.9	90.7	96.1	93.1	91.9	87.2		3ヶ月連続低下
企業関連	鉱工業生産指数(前月比、%)	▲0.2	▲0.4	▲0.0	0.8	▲0.1	▲0.2		前月から低下
	設備稼働率(%)	78.0	77.6	77.5	78.0	77.8	77.5		
	耐久財受注(前月比、%)	▲1.7	▲2.3	4.1	1.9	▲2.3			増加し続ける
	ISM製造業指数	51.5	52.8	53.5	52.7	51.1	50.2		製造業景況感が低下 非製造業景況感が好調
ISM非製造業指数	57.8	55.7	56.0	60.3	59.0	56.9			
住宅関連	住宅着工件数(千戸、季調値)	1,190.0	1,072.0	1,211.0	1,152.0	1,132.0	1,206.0		着工件数は高水準
	建設許可件数(千戸、季調値)	1,140.0	1,250.0	1,337.0	1,130.0	1,161.0	1,103.0		
	新築住宅販売件数(千戸、季調値)	508.0	513.0	466.0	522.0	552.0			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)	5,090.0	5,320.0	5,480.0	5,580.0	5,300.0	5,550.0		
輸出入	輸出(前年比、%)	▲4.6	▲6.9	▲6.4	▲7.1	▲9.9			輸出の減少幅拡大
	輸入(前年比、%)	▲4.5	▲4.8	▲2.8	▲4.4	▲3.3			

(資料) Datastreamより作成

などから、先行きの企業活動は足踏み状態が続くと考えられる。

足元の雇用動向について

以下、市場予想を下回った9月の雇用統計についてやや詳細に見てみたい。失業率は5.1%と前月と変わらずの完全雇用に近い水準である。一方で、非農業部門雇用者数については、14.2万人増と市場予想(20万人増)を大きく下回り、8月分も3.7万人程度下方修正されるなど、雇用増の勢いが鈍化し始めた。また、賃金上昇の加速は見られなかったことから9月の雇用統計によって年内利上げが困難になった、と多くの市場参加者はネガティブに捉えた。

しかし、労働市場の弛みを測る指標のうち、長期失業者数は前月比8万人減となり、底辺労働者や経済的な理由によるパートタイム労働者も考慮に入れた広義失業率(U6)^(注1)は同0.3ポイント低下するなど、労働市場の質的改善が示される内容も散見されている。

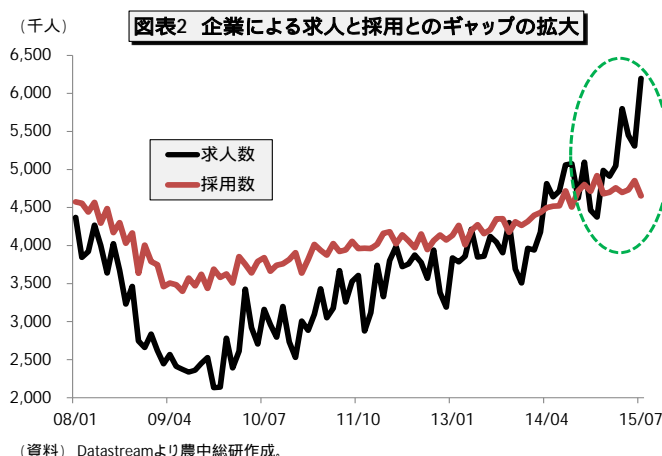
9月の雇用統計に関しては、市場を失望させたのが主に雇用の増加ペースの減速である。そもそも完全雇用に近い水準まで失業率が低下すると、労働需給がひっ迫して供給制約に直面する可能性があ

る。つまり、非農業部門雇用者数の増加ペースの鈍化はひっ迫した雇用市場の需給関係を反映した結果であり、景気の鈍化による雇用増のペースの減速ではないため、ネガティブに見る必要はないと筆者は考える。

ここで、他の雇用関連の指標をも確認してみよう。景気回復基調の下、米新規失業保険申請件数(10月10日までの週)は1973年以来の低水準を記録したほか、企業による求人数も最近、急拡大していることが鮮明であり、上記の可能性を裏付けている(図表2)。しかし、こうした求人数の急増は、主に専門職、教育・健康サービスなどスキルの高い業種によるものであり、特定の求人ニーズが急増することで労働供給とのミスマッチが拡大している。スキルの高い人材の供給は限られているため、このミスマッチを短期間で埋めるのは困難だと思われる。つまり、雇用ニーズはあるにもかかわらず、構造的な供給制約に直面し始めているため、必ずしも大規模な採用増加につながらない可能性がある。

以上から、現在の米雇用市場は、完全雇用下の一般的な労働供給制約、特定業種の求人急増による構造的ミスマッチの拡大、といった2つの特徴が併存し

ている状態である。それを踏まえると、雇用市場の先行きについては、これまでの非農業部門雇用者数20万人増/月のペースは、今後維持できなくなる可能性が高い。雇用増のペースは鈍化したとしても、14万人増のペースを維持できれば、失業率をさらに低下させることになるだろう。ひっ迫した需給関係の下、



長期失業者、経済的な理由によるパートタイム労働者の減少など労働市場の質的改善は引き続き進み、さらに高いスキルの業種から賃金上昇の加速も、始まる可能性が高いと考えられる。

金融政策と注目点

市場では利上げの観測が後退

9月の雇用統計のほか、米連邦公開市場委員会(FOMC)議事要旨(9月開催分)や地区連銀経済報告(10月14日公表)などを受けて、市場では年内の利上げの観測が後退した。

まず、9月FOMC議事要旨では、「経済活動は緩やかに拡大している」とこれまでの経済認識が繰り返され、「GDP成長や失業率の低下はFOMC参加者の7月時点予想より強い」と、ポジティブな内容が見られた。一方で、FOMC参加者の何人かは、海外景気や金融市場の変動に言及し、経済活動や物価をさらに下振れさせるとの懸念を示しながら、「米国経済がそれらのリスクによって軌道を外れないことを示す確信を待つのが賢明だ」との記述もあったため、ややハト派的なものであると捉えられた。

また、地区連銀経済報告では、8月中旬から10月上旬にかけての米国経済の判断を「緩慢な拡大」へと下方修正したほか、経済活動の拡大を報告した地区は前回の6から4へ減少した。これを受けて、市場では10月27~28日開催予定のFOMCでの利上げ観測が大きく後退しただけでなく、さらにその後の小売売上高な

ど冴えない経済指標の発表により年内は厳しいとの見方も浮上している。

直近のFOMCメンバーの発言

しかし、筆者は現時点で12月利上げの可能性が依然高いと見ている。前述した雇用統計や個人消費などの経済指標は底堅いほか、投票権を持つFOMCメンバーらの直近の発言を整理して見れば、年内利上げを支持する意見が依然優勢となっている(図表3)。

図表3 9月雇用統計発表(10月2日)以降投票権を持つFOMCメンバーの発言

FRB理事・連銀総裁		利上げ開始時期を巡って	日付
FRB副議長	フィッシャー	「米経済は年内の利上げ実施に値する十分な力強さを備えている可能性がある」と年内に示唆	10月9日
FRB理事	タルーロ	15年年内実施は不支持	10月13日
FRB理事	ブレイナード	見通しへのリスクが低下する様子見するスタンスが望ましい。	10月12日
ニューヨーク連銀	ダドリ 総裁	年内利上げを見込むと発言	10月9日
シカゴ連銀	エバンス総裁	16年半ば	10月9日
リッチモンド連銀	ラッカー総裁	明言せず、FRBの責務が達成していると年内実施を示唆	10月9日
アトランタ連銀	ロックハート総裁	15年10月か、12月かいずれも適切	10月9日
サンフランシスコ連銀	ウィリアムズ総裁	15年年内	10月6日

(資料) 報道をベースに筆者が作成。

9月の雇用統計が発表された後、投票権を持つFOMCメンバーら(注2)が積極的に発言し、「年内利上げ」と「年内見送り」の両方の意見が混在していたが、「年内利上げ」が5人だったのに対し、「見送り」は3人だった。

ただし、前述した下振れリスクはFOMC参加者の利上げ判断に、相当影響を与えたことが判明した。例えば、現時点で、ブレイナードFRB理事とエバンス・シカゴ連銀総裁の2人が世界経済情勢を理由に、当面利上げは見送るべきという意見を明言した。世界景気の減速などによる下振れリスクを意識する他の参加者も少なくなき、今後の中国経済などの動向により見方は変わりうるため、FOMC参加者

の発言などに留意する必要もある。

長期金利と株式市場の動向

このところ、金融市場では利上げ観測の後退やボラティリティの低下などから、金利は低下し、株価は持ち直した。

長期金利(10年債利回り)は、9月FOMCでの利上げ見送りを受け、それまでの2.3%近くから2.1%台に大きく低下したが、さらに9月の雇用統計の発表を受けた利上げ観測の後退から一時約半年ぶりに2.0%割れとなった。その後も金利を上昇させる材料に乏しく、2.0%台前半で推移した。先行きの長期金利は、10月の利上げ観測が大きく後退したものの、12月には利上げを開始することへの意識がまだ残されている中、金利上昇の圧力が高まる可能性もあり、全体としては緩やかな上昇傾向を辿ると想定している。ただし、市場での年内利上げ観測が後退していることを踏まえると、12月利上げの意識が高まった場合、急速な変動が生じやすいため、それに留意する必要がある。

一方、株式市場については、9月後半にダウ工業株30種平均は一時16,000ドル割れとなる場面が見られたが、その後は年内利上げ観測の後退や原油価格の持ち直しなどから、急ピッチな回復を見せ

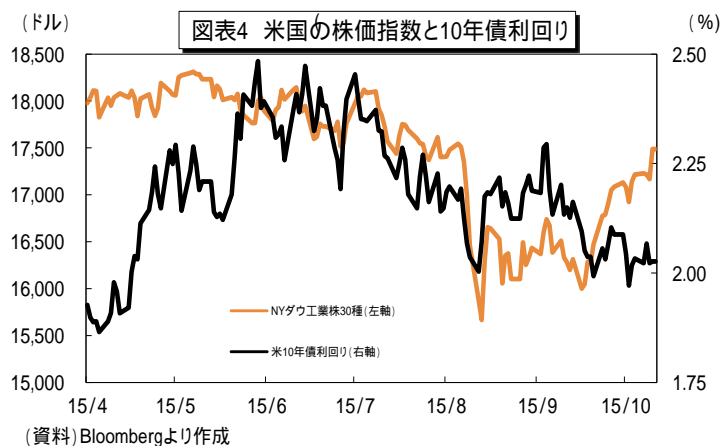
た。しかし、10月半ばには、発表された経済指標が冴えないものが少なくなく、企業決算が本格化する中でドル高の影響により一部の業種の業績引き下げが重しとなり、株価は一時もみ合う展開になった。先行きの株価については、このところの株価調整が一段落し、持ち直しの展開を想定している。ただし、企業決算が市場予想を大幅に上回るといふサプライズはあまり考えにくく、今後も12月利上げが意識されることもあり、過去最高値圏では株価は上値の重い展開となると予想する。なお、債務上限や暫定予算をめぐる議会の動向次第では、攪乱材料となりうるので注意が必要と思われる。

<注>

(注1)：一般に使われている失業率のほか、「縁辺労働者」「経済的理由によるパートタイム就業者」の数を含めた最も範囲が広い失業率は広義の失業率(U6)と呼ばれる。

(注2)：10月2日以降現時点まで、2015年に投票権を持つFOMCメンバーで公に発言していなかったのはイエレン・FRB議長とパウエル・FRB理事だけである。

(15.10.23 現在)



新興国の成長減速とユーロ圏経済

～ 負の影響がドイツに対し強く現れる可能性 ～

山口 勝義

要旨

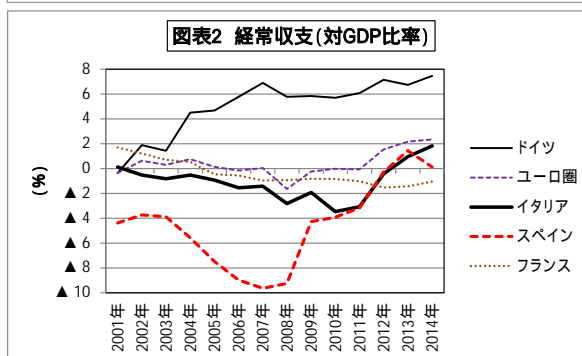
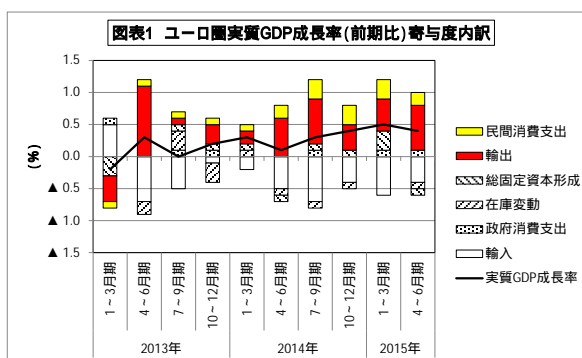
新興国の成長減速は資源価格の下落の面でユーロ圏に対し好影響を与えてきたが、今後はむしろ需要の減少により負の影響を拡大させる可能性がある。特に中国とロシアの経済情勢には注意が必要であり、また負の影響がドイツに対し強く現れる可能性が懸念される。

はじめに

8月には人民元の基準値算出方法の変更を機に中国経済の想定外の大幅減速に対する懸念が強まり、これが米国の利上げ見通しなどとも絡み合いながら、世界規模で激しい市場波乱を引き起こすことになった。その後も、市場は方向感に乏しい不安定な動きを続けている。

中国経済のハードランディングの可能性は現実には限定的であるとしても、過剰投資や過剰債務という重い問題に対処しつつ、消費主導の経済への移行を目指す構造改革が進められる過程では、その減速基調が継続することは十分に考えられる。また、この減速は資源価格の下落や通貨安などを通じ、その他の国々を含め広く新興国経済一般の疲弊にも繋がるものである^(注1)。

一方、ユーロ圏ではこのところ緩やかながらも安定的な景気回復が続いている。成長に対する寄与度では輸出や民間消費支出の役割が大きいだが、ここには通貨安、資源安、金利低下という景気回復に向けた追い風効果が働いているものと考えられる(図表1)。これからすれば、中国の成長減速はこれまで主に資源価格の下落の面でその輸入国であるユーロ圏の経済に好影響を与えてきたと捉



(資料) 図表1はEurostatの、図表2はIMFの、各データから農中総研作成

えられるが、今後はむしろ、新興国の輸入減少に伴う負の影響が拡大してくる可能性が考えられる。

特にユーロ圏では財政危機以降、様々な改革を通じ経常収支の改善が図られてきた(図表2)。しかし、これは取りも直さず、以前にも増して世界の需要動向に敏感になった経済の体質を示すものであり、新興国の成長減速がユーロ圏経済には大きな懸念材料となることを意味するものにほかならない。

影響が大きい中国とロシアの成長減速

このような視点からすれば、ユーロ圏にとり特に注意が必要な新興国は、まずは欧州との貿易関係が密接であり、その需要の低迷がユーロ圏からの輸出動向に大きな影響を与えるとみられる中国とロシアということになる。(図表3)

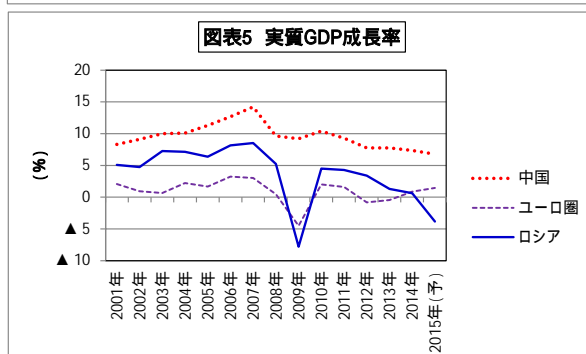
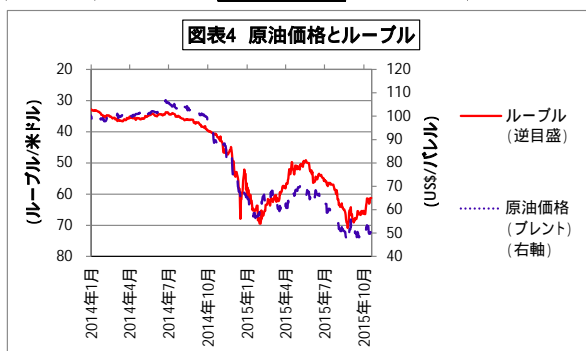
このうちロシアについては、同国はGDP規模ではイタリアにほぼ匹敵する世界10位(2014年)の位置にある。14年3月に欧州連合(EU)が発動したウクライナを巡る経済制裁の影響などでロシアとの貿易は既に大幅に縮小してはいるものの、同国は依然として欧州の主要な貿易相手国にとどまっている。しかし、原油価格とルーブルとの相関性の高さが明確に現れているように資源輸出国としての性格が強いロシアでは、当面需給の緩みから資源価格の大幅な反発は期待しづらいなか、また現状では経済制裁の早期解除の可能性の低さも加わり、経済の停滞が当面継続する可能性が高い。国際通貨基金(IMF)では同国の15年の実質GDP成長率を前年比3.8%と予測しているが、欧州からのロシア向け輸出は今後も縮小する可能性が否定できない(図表4、5)

一方、中国のGDPは米国に次ぐ世界2位(14年)であり、欧州との貿易もロシアを上回る規模にあることから、その需要低迷に伴う影響の程度ははるかに大きいものと考えられる(注2)。中国経済の成長減速の程度は見通し難いが、前述のとおり過剰投資や過剰債務という問題に対処しつつ消費主導の経済への構造改革が進められるなかでは、当面のところその減速基調が継続する可能性は小さくない。

以上のとおり両国の成長減速に伴う影響は無視できないものであるが、資源安、

	EUからの輸出			
	2014年 1~8月 (10億ユーロ)	2015年 1~8月 (10億ユーロ)	における 各国のシェア (%)	間の 伸び率(%)
米国	198.8	244.5	21	23
中国	106.4	112.6	10	6
スイス	91.4	98.4	8	8
トルコ	48.1	53.5	5	11
ロシア	69.9	48.5	4	31
日本	34.9	36.6	3	5
ノルウェー	32.5	32.2	3	1
韓国	27.3	31.7	3	16
インド	22.3	25.4	2	14
ブラジル	25.0	24.0	2	4
その他	446.9	475.1	40	6
合計	1,103.5	1,182.5	100	7

	EUへの輸入			
	2014年 1~8月 (10億ユーロ)	2015年 1~8月 (10億ユーロ)	における 各国のシェア (%)	間の 伸び率(%)
中国	191.8	226.4	20	18
米国	134.4	163.0	14	21
ロシア	127.5	94.3	8	26
スイス	64.6	67.4	6	4
ノルウェー	57.6	50.7	4	12
トルコ	35.7	40.0	3	12
日本	36.0	39.5	3	10
韓国	25.9	27.6	2	7
インド	24.6	26.9	2	9
ブラジル	20.8	21.1	2	1
その他	397.2	392.9	34	1
合計	1,116.1	1,149.8	100	3



(資料) 図表3はEurostatの、図表4はIMFの、図表5はBloombergの、各データから農中総研作成
(注) 図表4のうち(予)は、IMFによる予測値である。

通貨安の継続などで他の新興国を含めた成長減速が強まり、ユーロ圏に対する需要がさらに低迷する可能性が懸念される。

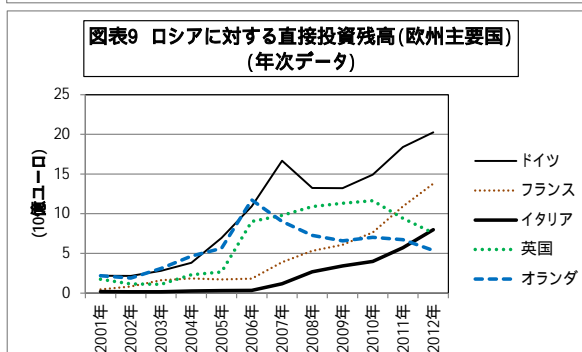
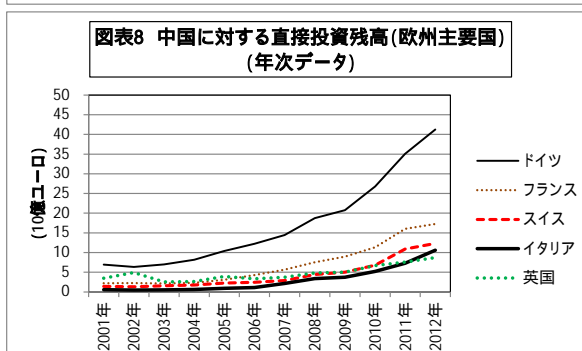
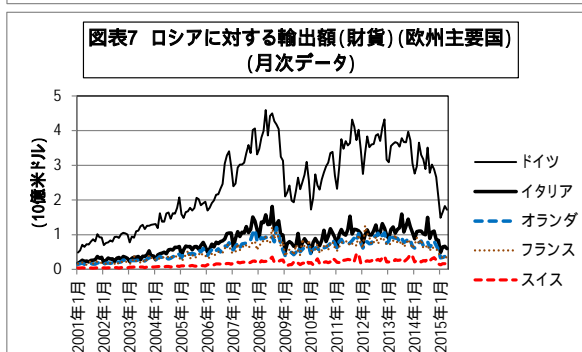
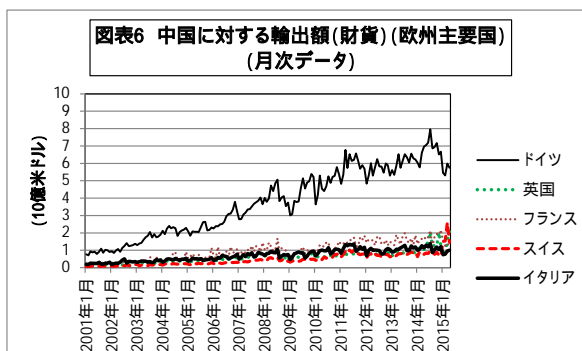
懸念されるドイツ経済への大きな影響

こうした外需の低迷に伴うユーロ圏経済への影響については、なかでも多額の経常収支黒字を有するドイツへの影響が大きいものと考えられる。実際に欧州の主要国について中国およびロシアとの経済関係を比較すれば、両国に対する輸出額ではドイツが突出した水準にあり、このほか直接投資残高についても同様の状況を確認することができる（図表6～9）。

このうちドイツの輸出額合計に占める中国およびロシアに対する輸出額の割合はそれぞれ5.8%、2.5%（14年）であり、この点ではドイツの側から見ればリスクはかなり分散されている。しかしながら、自動車はドイツの輸出額合計の17.9%（14年）を占める主力産品となっていることから、裾野が広いその産業特性により、輸出先の分散にかかわらず、関連する部品メーカーなどへの波及をも含めた全体的な影響拡大の可能性について注視が必要ではないかと考えられる（注3）。

これに対し、直接投資についてはドイツによる投資残高合計に占める対中国および対ロシアの割合がそれぞれ20.8%、10.2%（12年）と、より高い集中度となっている点が注目される（注4）。このため、ドイツは中国やロシアの成長減速に伴い、両国の内需低迷や通貨安によるユーロ建てでの売上高の減少、また現地企業との価格競争の激化に伴うマージンの縮小などの影響を被る可能性が大きい。

以上から、中国やロシアの成長減速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として指摘できる。また、両国に対する輸出の減少や投資の収益性の低下などの直接的な影響のほかにも、新



(資料) 図表 6、7 は Datastream(原データは IMF、Direction of Trade Statistics) の、図表 8、9 は Eurostat の、各データから農中総研作成

興国一般を巡る不透明感の高まりでキャリートレードが巻き戻されることに伴うユーロ高基調がドイツの輸出に負担となるなどの、付随的な影響拡大の可能性にも注意が必要であると考えられる。

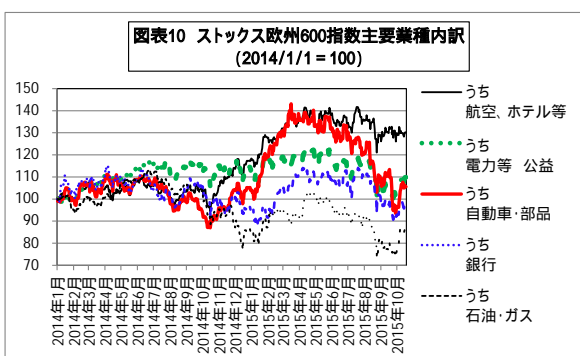
おわりに

中国で過剰投資などを巡り経済の構造改革が進められる過程では需要は抑制されることとなり、この間、資源国やその他の新興国に対してその影響が拡大する可能性が大きい。この結果、ユーロ圏が新興国に対する輸出や直接投資で受ける影響はより広い範囲に及び、より大きなものとなることが想定される。

なかでも影響が見込まれる自動車産業については、市場はこうした懸念を徐々に織り込みつつあるように考えられる。ストックス欧州 600 指数の「自動車・部品」セクターは原油価格の下落の下で15年初には堅調であったものの、その後、徐々にそのパフォーマンスを悪化させ、中国経済への懸念が高まった8月には特に大幅な下落となっている(図表10)。

こうしたなか、トヨタや米 GM とともに販売台数の首位争いを繰り広げるフォルクスワーゲン(VW)社の上半期実績には、世界最大の市場である中国における販売の減少は今のところ比較的軽微とはいえ、ロシアのみならずブラジルなどで既に大幅な業績の低迷が現れている(図表11)。今後は、9月の排ガス試験不正問題発覚の影響も顕在化してくるものとみられる。

折から10月に発表された8月のドイツの製造業受注、鉱工業生産、輸出の各指標は、相次いで市場予想を大幅に下回る前月比マイナスの値となった。この1カ月のデータのみをもって、これまでは新興国の成長減速の影響を資源安の面で享受してきたユーロ圏が、今後はむしろこれらの国々の需要減少という形で被ることになるひとつの兆候であると判断することは早計に過ぎるだろうが、注意深いフォローが必要となってきたことは



図表11 VW社の地域別販売台数(納車ベース)

		販売台数(千台)		変化率 (%)	
		2014年 1~6月	2015年 1~6月		
乗用車	西欧	小計	1,519.8	1,619.2	6.5
		うちドイツ	557.2	594.3	6.7
		うちフランス	132.3	136.1	2.9
		うちイタリア	104.0	114.6	10.1
		うちスペイン	115.4	136.0	17.8
	中東欧	うち英国	266.1	278.7	4.8
		小計	312.5	277.4	11.2
		うちロシア	130.6	79.5	39.1
	北米	うちチェコ	50.3	63.6	26.5
		うちポーランド	52.9	54.2	2.5
		小計	422.0	447.3	6.0
		うち米国	288.0	295.0	2.4
		うちカナダ	44.3	53.7	21.1
		うちメキシコ	89.7	98.6	9.9
	南米	小計	330.7	263.5	20.3
		うちブラジル	262.3	193.9	26.1
		うちアルゼンチン	49.5	51.9	4.9
	アジア・太平洋	小計	1,987.2	1,926.4	3.1
		うち中国	1,811.2	1,739.9	3.9
うち日本		54.0	48.7	9.7	
うちインド		32.7	36.6	12.0	
小計		179.7	195.7	8.9	
その他	うちトルコ	52.8	80.2	52.1	
	うち南アフリカ	49.6	43.5	12.3	
	合計	4,751.9	4,729.4	0.5	
商用車	西欧	175.2	191.7	9.4	
	中東欧	31.4	26.5	15.4	
	北米	3.9	4.0	2.7	
	南米	53.0	33.9	36.1	
	アジア・太平洋	17.0	17.1	0.3	
	その他	33.3	36.7	10.1	
合計	313.8	309.8	1.3		
合計 +	5,065.7	5,039.2	0.5		

(資料) 図表10はBloombergの、図表11はVolkswagen (29 July 2015) "Half-Yearly Financial Report, January-June 2015"所収の、各データから農中総研作成

確かである。(15.10.23 現在)

(注1) BIS (Sept. 2015) "BIS Statistical Bulletin"のデータによれば、米国外の非金融機関による米ドル建て借入残高は2015年3月末時点で9.6兆米ドル、年間の増加率は9.6%に達している。米ドル高に伴う現地通貨ベースでの借入残高の膨張リスクについては、IMFなどが繰り返し注意喚起を行っている。

(注2) ロシアおよび中国の世界におけるGDP順位は、IMFのWorld Economic Outlookのデータによる。

(注3) ドイツの品目別輸出額のデータは、Statistisches Bundesamt(ドイツ連邦統計局)による。

(注4) 輸出額と直接投資の分散に関するデータの出所は、それぞれ図表6・7、図表8・9に同じ。

政策総動員で経済への過度な悲観は後退

王 雷軒

要旨

習近平政権が推進する腐敗撲滅運動への警戒から、地方政府が積極的に仕事をしないサボタージュなどで投資が鈍化していることや、人民元高などを受けた輸出の低調さが続いたため、7～9月期の経済成長率は前年比7%割れとなった。しかし、先行きについては、経済構造の調整を進めながらも安定成長を目指す政府が打ち出した金融・財政政策の総動員の効果が見込まれることから、過度な悲観の見方は不要であろう。

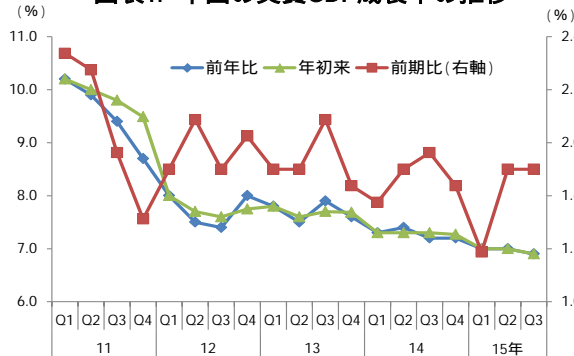
中国景気：現状と展望

中国政府は、2015年度の成長目標である「前年比7%前後」を達成するため、預金準備率や政策金利の引き下げといった金融緩和に加え、財政政策による下支えも行ってきた。これらの経済政策の総動員を受けて、成長率は目標範囲に留まることができている。

実際、7～9月期の実質GDP成長率は前年比6.9%と4～6月期（同7.0%）から小幅減速したものの、前期比では、1.8%と4～6月期（同1.8%）から横ばいだった（図表1）。

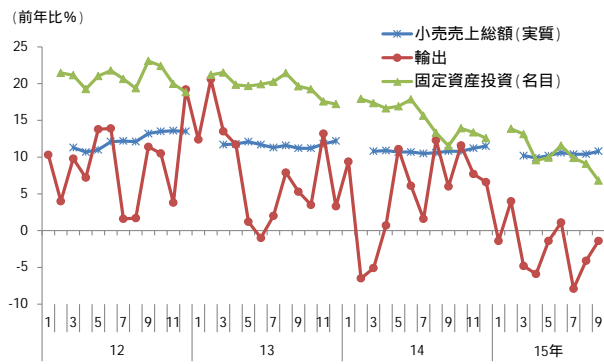
このように、景気が当総研の見通しよりやや弱かった背景には、習近平政権が推進する腐敗撲滅運動への警戒から、想定以上に積極的に仕事をしない地方政府のサボタージュや不動産開発投資の低迷を受けて投資全体の鈍化が続いたほか、

図表1. 中国の実質GDP成長率の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

図表2. 中国のGDP需要項目の伸び率の推移



(資料) 中国国家统计局、海関総署、CEICデータより作成 (注)1月の固定資産投資と1～2月小売売上総額の数値は発表されていない。

人民元高や人件費上昇などによる中国製品の国際競争力の低下を受けて輸出も弱かったことが挙げられる（図表2）。加えて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）や、世界陸上競技選手権大会の開催（8月22～30日）のための周辺工場の一時的な操業停止などの一時的な要因による影響も否めない。

一方、景気を下支えしたのは底堅く推移する消費である。生産年齢人口が減少するなか、最低賃金の引き上げや公務員の賃金アップなどを背景に7～9月期の国民可処分所得の伸びも経済成長率を超えたことは消費の底堅さにつながっている。

さて、中国経済の先行きについて考えてみたい。足元の景気は依然下振れリス

クがあるものの、以下の要因で10~12月期にかけて下げ止まるとの見方を変える必要はないと判断している。

12年末の儉約令から始まった汚職腐敗の摘発を受けて地方政府では保身のためのサボタージュが蔓延したように見える。このため、中央政府の政策が地方政府の政策運営に反映しておらず、経済対策による景気下支えの顕在化が遅れがちになっていた。

こうした実態を受けて中央政府は地方政府の未利用資金の回収や第三者によるチェックなどを行っている。そのため、サボタージュがある程度緩和されていると見られることから、これまでの財政政策による景気押し上げの効果が遅れがちになっていた分を少しずつ顕在化する動きが出ている。

そのため、7月以降の財政支出(中央政府+地方政府)の伸びも高まっている。これを受けて先行きの公共投資も緩やかに持ち直すと見られる。

一方、短期的な景気の安定を維持するため、過剰投資や過剰債務がさらに深刻化する恐れは残る。ただし、リーマンショック後の大胆な景気刺激策の規模や内容とは異なることから、それほど懸念すべきではない。また、中長期的には財政余力が徐々に低下すると見られるもの

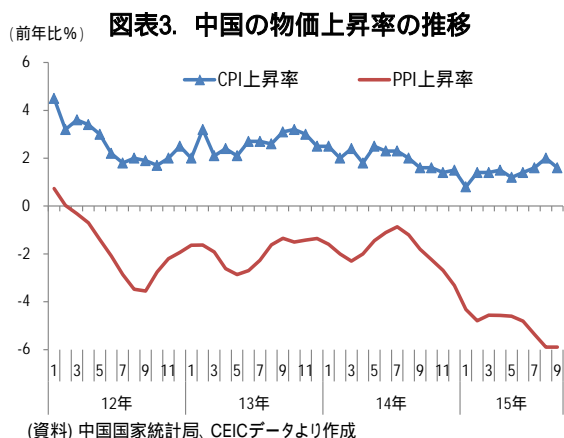
の、当面は景気対策を打てるだけの必要な財政余力がある。

加えて、国慶節連休(10月1~7日)中、個人消費は初めて1兆円(約20兆円)を超えるなど、好調さが続いている。衣料品・宝飾品・家電製品の売れ行きが良かったほか、通信機器も好調だった。また、排気量1,600cc以下の小型乗用車を対象に、自動車取得税の減税措置を実施したことを受けて国内乗用車販売台数(9月分)も半年ぶりのプラスに転じるなど、底打ち感も出ている。

なお、9月の輸入額は市場予想を下回ったものの、国内景気の影響というよりは資源価格の下落によるところが大きいと見られる。輸出がこのままのペースで改善すれば、輸入物価の下げ止まりとともに輸入もいずれ下げ止まる可能性もある。

これらを受けて、10~12月期の経済成長率は7%台に戻る可能性がある。1~9月期の成長がすでに6.9%に達していることから、15年通年で政府の成長目標である「7%前後」は達成される見込みである。ただし、景気が大きく好転する可能性は低く、また米国の利上げなどで中国からの資金流出の加速するリスク、さらには地方政府がどこまで安定成長の維持に専念できるかといった点においては不透明性も漂う。

一方、需要の弱さが続くなか、原油など資源価格の大幅な下落もあり、物価は鈍化状態が続いている。9月の消費者物価指数(CPI)は食品価格の下落を受けて上昇率が鈍化したほか、生産者物価指数(PPI)も前年比5.9%と43ヶ月連続の下落となっている(図表3)。少なくとも今後数ヶ月間は物価下落が続くものと予想される。



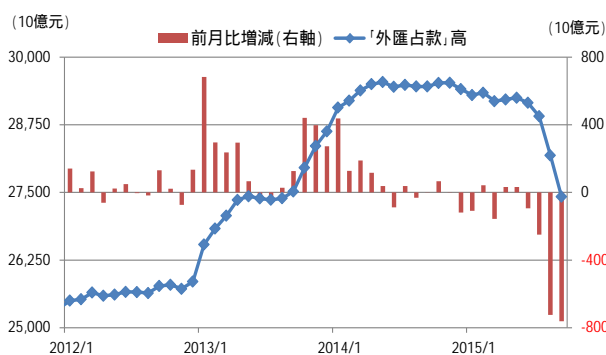
ひと頃比べ、中国経済の減速に対する過度な悲観的見方はやや一服してきている。目先は、10月26日から開催されている「五中全会」に注目が集まっている。ここで、国民経済・社会発展第13次五カ年計画（2016年～2020年）で打ち出される成長率の目標設定や政策対応などの内容が注目される。

金融政策：現状と見通し

前述したように、財政政策が景気下支えするほか、中国人民銀行（中国の中央銀行）は断続的な金融緩和を実施してきた。具体的には、14年11月、15年3月、5月、6月、8月に利下げ（1年物貸出基準金利は6%→4.6%）を実施したほか、15年2月、4月、9月には預金準備率の引き下げ（大手銀行の預金準備率は20%→18%）も行った。

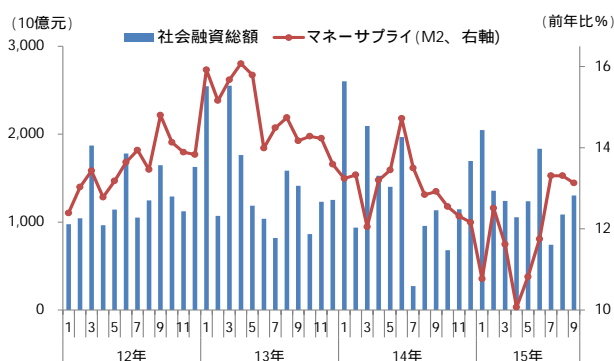
これらの断続的な追加金融緩和を考えると、景気を強力に刺激するというよりは、流動性を供給する目的があったと見られる。中国の金融機関（主に中国人民銀行）による外貨純買入れ額（外匯占款）は14年半ばから緩やかに減少し始め、15年7～9月に急激な減少を記録した（図表4）。外貨買入の減少は、国内流動性の減少をもたらし、預金準備率の引き下げにつながった。最近の外貨買入額

図表4. 中国の金融機関の「外匯占款」の推移



（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成。（注）直近は2015年9月、「外匯占款」とは、中国人民銀行を中心とする金融機関が外貨を買入れて対応の人民元を放出して積み上がった外国為替資金残高である。

図表5. 中国のマネーサプライ(M2)と社会融資総額



（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成

が大きく減少した背景には、米国の利上げ観測が高まったことを受けて人民元安圧力が増大したため、当局が人民元買い・ドル売りの介入を実施したことが挙げられる。

預金準備率の引き下げを受けて資金供給の拡大ペースは幾分加速した。M2の伸びは15年4月を底に上昇基調で推移しているほか、社会融資総額もやや持ち直しの動きも見られる（図表5）。このように、預金準備率の引き下げによる流動性の緩和、利下げによる不動産販売市場の持ち直しや企業の資金調達コストの軽減などを通じて、景気下振れリスクは軽減している。

ただし、これらはいずれも小刻みだったことに加え、鉄鋼などの過剰生産能力が存在し、伝統的産業の資金ニーズが弱く、投資への誘発効果は以前より弱まっていることは否めない。

足元では、10月1日に預貸比率75%の上限が撤廃されたほか、10月10日に中国人民銀行が山東省と広東省で試験的に行った「貸出担保再融資」を上海や北京など9省市に導入する内容も発表した。「貸出担保再融資」とは、商業銀行が自身の正常な貸出資産を担保に中央銀行から資金を借り入れることができるものである。これらについて事実上の金融緩和との受け止め方もある。

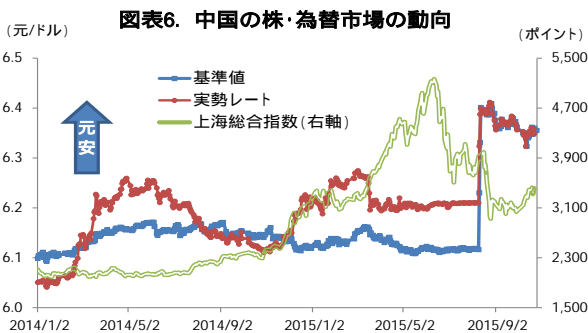
さらに、中国人民銀行は10月23日に追加緩和（政策金利と預金準備率の引き下げ）を発表した。その背景には、8～9月において中国から資本流出の動きが強まったことを受けて流動性を供給すること（預金準備率の引き下げ）、また、前述した物価下落を受けて銀行の実質貸出金利の上昇を抑えること（利下げ）が挙げられる。

なお、23日の追加緩和では、政策金利と預金準備率が引き下げられたほか、市中銀行の預金金利の上限規制が撤廃されることも発表された。貸出金利は既に自由化しており、今回の預金金利の上限撤廃を受けて、銀行の裁量で自由に金利水準を決めることができるようになる。

金融政策の先行きについては、当面は現状維持の可能性が高いと見られる。ただし、中国から資本流出の動きがさらに強まれば、流動性供給のためにも、預金準備率をさらに引き下げる必要が出てくる。また、中国政府は地方政府に3兆元の借換え債発行を承認したなか、銀行が最大の引き受け先として想定されることも、預金準備率を一層引き下げる要因となる。

金融市場：現状と見通し

中国の代表的な株価指標である上海総合指数は15年3月から急ピッチに上昇したが、6月12日の5,178ポイントをピークに急落に転じた。続く8月中旬には人民元の切り下げが行われるなど、金融市場の波乱が生じた。中国政府は株価の底割れを防ぐため、中国証券金融会社などを使った株価維持策（PKO）に加え、証券や保険会社などへの株式購入促進策や、大株主などへの売却禁止措置などのなりふり構わぬ対策を実施した。これらを受



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成、直近は2015年10月23日。

けて中国の代表的な株価指数である上海総合指数は3,000ポイント付近で持ちこたえており、やや落ち着きを取り戻している（図表6）。

当面は経済政策への期待があるほか、中国経済への懸念も幾分和らいだこともあり、株価は底打ち傾向が継続すると予想する。ただし、米国の利上げ観測を背景に中国からの資金流出に対する懸念が株価抑制に働く可能性があり、目先は上値の重い動きも見られるだろう。

為替については、14年後半から資本流出傾向が強まり、人民元安圧力が高まるようになった。その結果、人民元対ドルの実勢レートは変動幅の下限（対基準値+2%）に近い元安水準で推移するようになった。この状態を解消するため、中国人民銀行は8月11日に基準値を切り下げたため、実勢レートは13日にかけて10日比で約5%の下落となった。それに加えて株式市場の変動や景気減速懸念などを背景にさらなる元安期待が進んだ。そのため、同行は人民元買いドル売りの為替介入により人民元レートの安定を図っている。この介入を受けて人民元安圧力は軽減されている（図表6）。

先行きは、景気が下げ止まる可能性が高い上、そもそも中国政府には人民元の大幅な切り下げによる輸出下支えの思惑もなく、さらに株式市場が安定化などの下支えもあり、人民元高傾向が再び強まると見ている。（15.10.26 現在）

新興・資源国市場は持ち直すも、実体経済は依然弱い

～米利上げ観測の後退は一時的に資金還流に寄与～

多田 忠義

要旨

年内の米利上げ観測の後退で、新興・資源国への資金還流がみられる。一方、原油や他の資源価格は10月上旬をピークに下落に転じているほか、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。ゆえに、資金還流は一過性のものとみるべきである。

米利上げ観測後退で一時資金流入

米雇用統計(9月)は非農業部門雇用者数の増加数が鈍化し、14日に公表されたベージュブック(地区連銀経済報告)では、米国経済は「緩慢な拡大(modest expansion)」を続けた、と前回(9月公表)から景気の現状認識が下方修正された。これらを受け、利上げ観測は後退し、年内実施の見方がさらに弱まった。

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、10月入り後、7日・28日移動平均ベースで流入超が続いており、新興・資源国へ急速に資金が流入したことが確認できた。米国債と新興国債券とのスプレッドを示すEMBI+は、10月入り後縮小したほか、通貨指数(ELMI+)は、約2ヶ月ぶりの水準まで新興・資源国通貨高となった。

一方、10月上旬にかけて上昇した原油価格は下落に転じている。米エネルギー情報局(EIA)の石油在庫統計によれば、石油在庫は9月下旬に底打ちし、10月に入っても増加基調で推移している。また、OPEC(石油輸出国機構)加盟国と非加盟国8ヶ国による専門家会合(21日)で減産の協議はなかったと伝わり、一段の原油安につながった。

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、10月上旬をピークに下落している。

IMF(世界通貨基金)が10月6日に発表した世界経済見通しによれば、新興・途上国の成長率予想を15年7月見通しから下方修正した(15年:4.0%、修正幅▲0.2%ポイント;16年:4.5%、同▲0.2%ポイント)。アジア新興・途上国の修正幅は小幅にとどまったものの、南米やロシア、その周辺国は修正幅が比較的大きくなった。通貨安による輸入物価の上昇でインフレ圧力が弱まらず、かつ景気後退局面が同時に発生するスタグフレーションに陥っている国もあり、利下げによる景気下支えを実施できる国はインドなど一部に限られている。

15年内の米利上げの可能性は後退したが、新興・資源国の実体経済は弱含んだままで、打開の兆しは見えない。ゆえに、現在の資金還流は一過性のものとみるべきである。

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月利下げ幅はサプライズ

9月の卸売物価指数(WPI)は前年比▲

4.5%と11ヶ月連続の下落、消費者物価指数(9月)は同4.4%と、8月(同4.1%)から加速した。主に食料品価格の上昇が寄与した。

鉱工業生産指数(8月)は前年比6.4%と10ヶ月連続で上昇し、3年ぶりの高い伸びとなった。財別にみると、資本財の寄与度は2.6ポイントに達し、前月に続き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。消費財の寄与度も7月から拡大し、消費にも回復の兆しがみられた。

インド準備銀行は9月29日、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、市場の予想を上回る50bpの利下げを決定した。

インドネシア:景気刺激策を続けて発表

インドネシアでは、9月の消費者物価が前年比6.8%と、2ヶ月連続で鈍化した。一方、通貨ルピアは10月4日、アジア通貨危機以来17年ぶりの安値となったのち、米利上げ観測の後退、政府がルピア下支えなどを含む景気刺激策第3弾を発表したことなどで、急速にルピア高となった。ただし、インフレ圧力は依然として高く、インドネシア中銀は10月15日、8会合連続で政策金利の据え置きを決定した。

ブラジル:フィッチも1ノッチ格下げ

ブラジル中銀は10月21日、2会合連続で政策金利の据え置き(14.25%)を決定した。9月の消費者物価指数(IPCA)は前年比9.5%と、上昇率は8月から横ばいで、政策目標(4.5±2%)から乖離している一方、鉱工業生産や輸出は一向に改善の兆しが見えない。

9月のS&Pに引き続き、格付け会社のフ

イチは10月15日、ブラジルの債券格付けを1段階引き下げ(BBB-、投資適格級の最下位)、見通しはネガティブで据え置いた。これに加え、大統領に対する弾劾手続きを求める動きもあり、景気後退が深刻化するとの見方から、株・レアルともに売り優勢となっている。

ロシア:弱まらないインフレ圧力

9月の消費者物価指数は前年比15.7%と、3ヶ月ぶりに鈍化した。10月30日に金融政策決定会合が予定されているが、景気テコ入れのために利下げを再開するか、高止まりするインフレ圧力に対処するため、現在の金利を維持するかに注目が集まる。

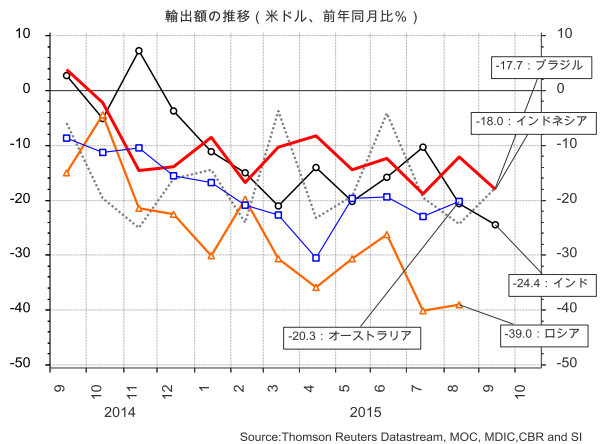
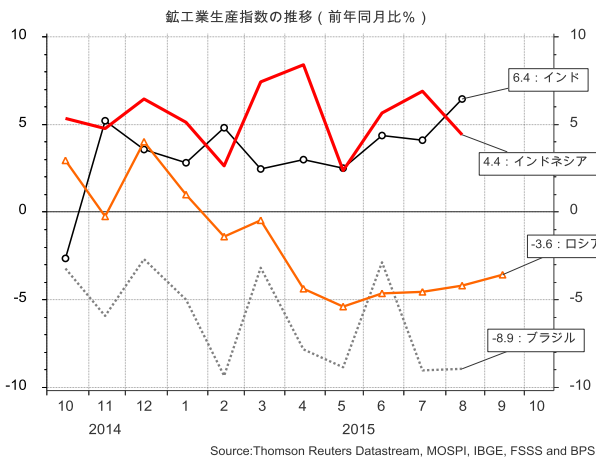
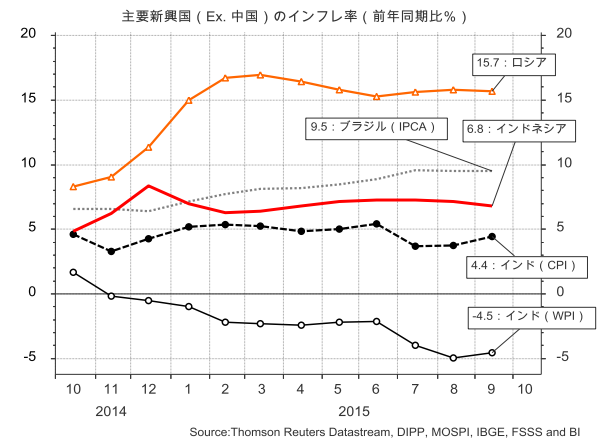
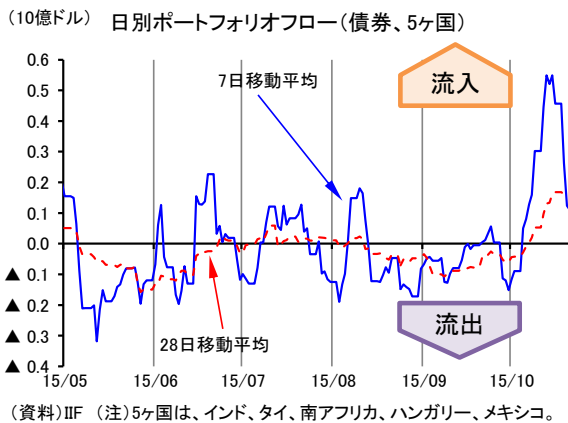
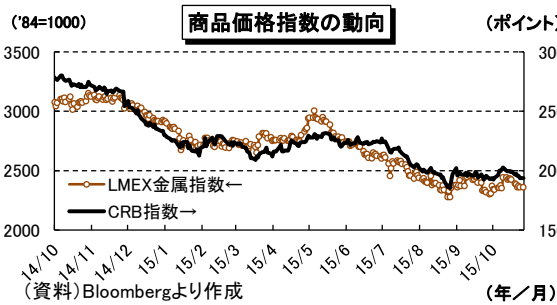
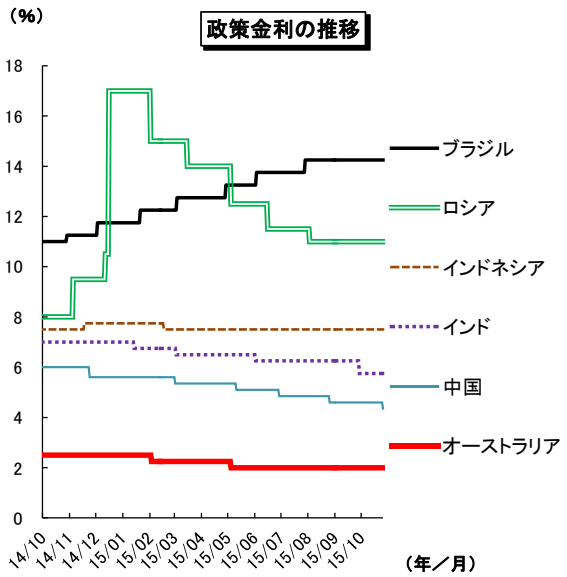
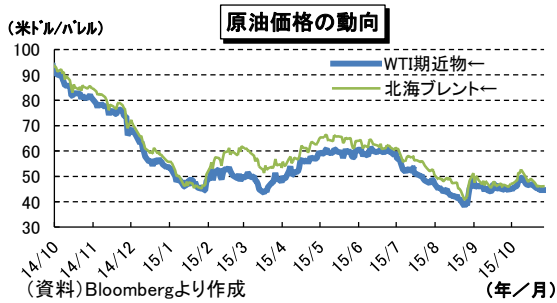
株・ルーブルは、10月上旬にかけて原油価格がいったん持ち直したことで、買い優勢となった。しかし、再び原油価格が下落に転じたことで株・ルーブルともにじりじりと売られている。

オーストラリア:当面利下げしない見通し

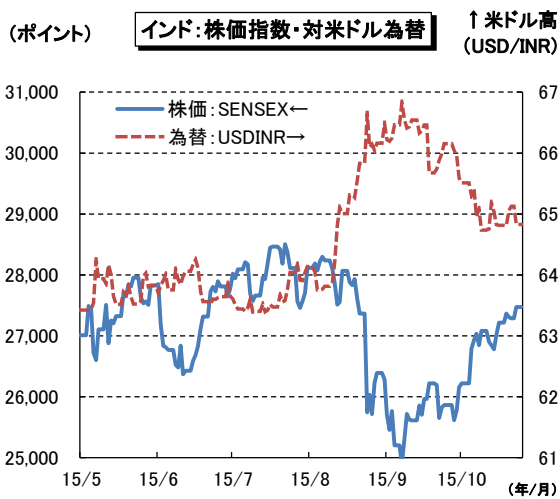
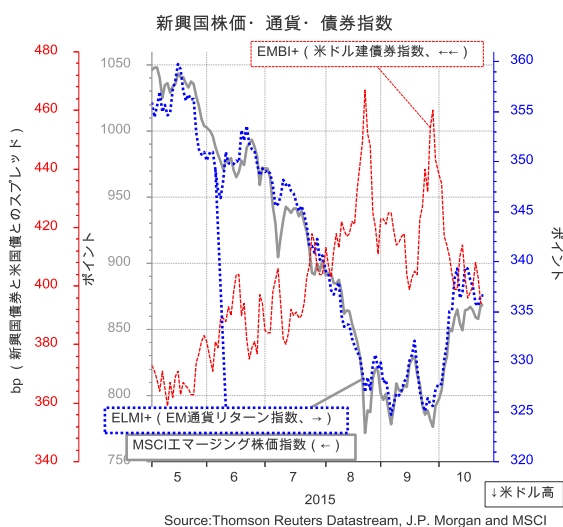
オーストラリア準備銀行(RBA)は10月6日、5会合連続で政策金利の据え置きを決定した。20日に公表された議事要旨によると、理事メンバーは7~9月期の経済成長率が前期比で加速、労働市場は予想以上に改善し、失業率は当面横ばいで推移すると予想した一方、中国や東アジア経済の先行きに懸念が生じたことを踏まえ、政策金利を据え置くことが適切と判断したことを明らかにした。

ただし、9月の雇用指標は、失業率6.2%と8月と同水準、雇用者数は0.51万人減(正規雇用者数が1.39万人減、非常勤雇用者が0.89万人増)で、3ヶ月ぶりの減少となった。(15.10.26現在)

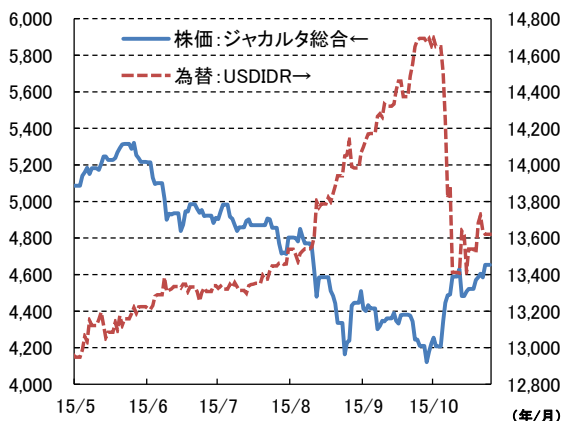
商品価格、主な新興・資源国の物価、政策金利、生産、貿易の動向(14年10月~15年10月)



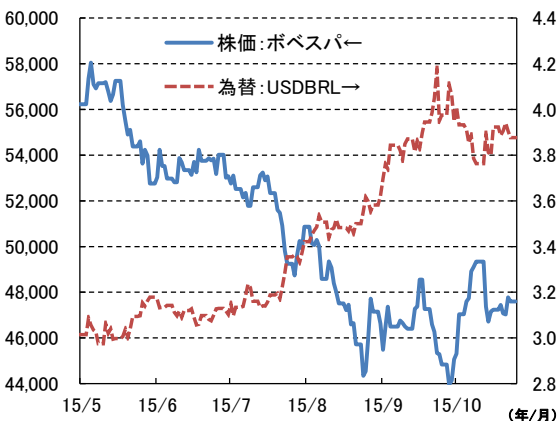
主な新興・資源国の株価、為替動向(15年5月~15年10月)



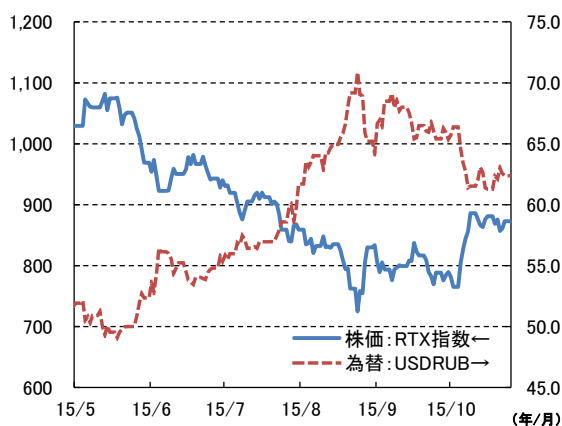
(ポイント) **インドネシア: 株価指数・対米ドル為替** ↑米ドル高 (USD/IDR)



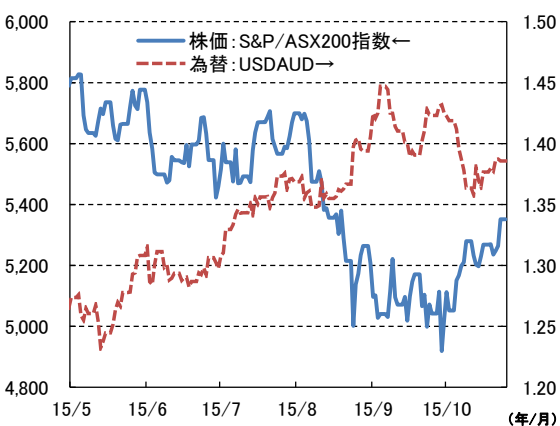
(ポイント) **ブラジル: 株価指数・対米ドル為替** ↑米ドル高 (USD/BRL)



(ポイント) **ロシア: 株価指数・対米ドル為替** ↑米ドル高 (USD/RUB)



(ポイント) **オーストラリア: 株価指数・対米ドル為替** ↑米ドル高 (USD/AUD)



(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。

「地方創生」における「分散型エネルギーの推進」 ～電力の小売全面自由化を控えて～

寺林 暁良

安倍政権が「地方創生」を掲げ、「総合戦略」を発表して1年が経とうとしている。この「総合戦略」には、「地域産業の競争力強化」の一つとして「分散型エネルギーの推進」が掲げられているが、現在策定中の都道府県や市町村の「地方版総合戦略」においても、エネルギー戦略は重要な焦点になるだろう。

そこで、「分散型エネルギーの推進」が「地方創生」の中でどのように扱われているかを整理し、地域経済・社会の活性化のために、これからどのような取組みが求められるのかを、電力の小売全面自由化の動向を踏まえて論じたい。

「総合戦略アクションプラン」にみる「分散型エネルギーの推進」

「総合戦略」の「アクションプラン(個別施策行程表)」をみると、「分散型エネルギーの推進」は、「地方創生」の実現に向けて「防災面、エネルギー・セキュリティ面のみならず、地域に根付いた雇用の供給」という役割を果たすとされる。

そして、それを推進するために、

関係府省庁の緊密な連携

関係府省庁地方支部局・都道府県へ

のワンストップ窓口設置

「自治体主導の地域エネルギーシステム整備研究会」等での検討

2016年の電力の小売自由化に向けた施策の整理

を進めるとしている。

エネルギー分散に向けた具体的政策として、自由民主党政務調査会資源・エネルギー戦略調査会は、14年度補正予算と15年度予算における5省52事業を『地方創生に資する分散型エネルギーおよび関連システム施策集』にとりまとめている。

それらの施策の内容をみると、新技術の研究開発・実証実験にとどまるものもあるが、一方で、図表1に上げたように分散型エネルギーの実現によってエネルギーの自立や地域活性化に資することを目指すモデル事業も見受けられる。こうした取組みは、「地方創生」の戦略として特に活用が期待されるだろう。

電力の小売全面自由化

また、「分散型エネルギーの推進」として今後拡大が期待されるのが、「総合戦略アクションプラン」でも として言及さ

図表1 地域主導の分散型エネルギーに対する支援策の例 (額:億円)

事業名	省庁	14年度補正	15年度
農山漁村活性化再生可能エネルギー総合推進事業	農林水産省		2.01
地域バイオマス産業化推進事業	農林水産省		7.51
自立分散型低炭素エネルギー社会構築推進事業	環境省		10.00
木質バイオマスエネルギーを活用したモデル地域づくり推進事業	環境省/農林水産省		18.00
地産地消型再生可能エネルギー面的利用等推進事業費補助金	経済産業省	78.00	
分散型エネルギーインフラプロジェクト	総務省	2.50	2.40

(資料)自由民主党政務調査会資源・エネルギー戦略調査会「地方創生に資する分散型エネルギーおよび関連システム施策集」より抜粋

れている電力の小売全面自由化を踏まえた施策である。

電力自由化は1999年の改正電気事業法より順次進められ、すでに一定規模の事業者等（契約電力50kW以上の受電者）は、「新電力」と呼ばれる電力小売事業者からの電力購入が可能になっている。16年4月の小売全面自由化では、一般家庭などの低圧受電者を含め、電力小売が全面的に自由化される。

現在、小売全面自由化を控えて「新電力」の新設が相次いでおり、15年9月18日現在で762社に上っている。大手通信会社なども参入を発表しており、一般の消費者からの関心も高まっている。

電力の「地産地消」と「産消連携」

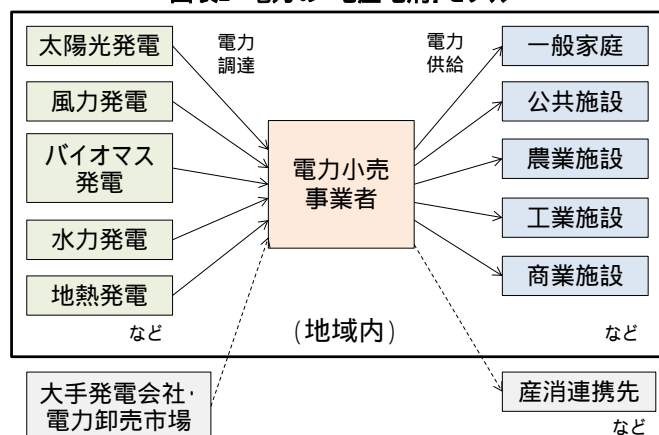
小売全面自由化は、電力の「地産地消」あるいは「産消連携」に取り組むための前提条件となるものである。

電力の「地産地消」（あるいは「産消連携」）とは、地域内に電力小売業者を設立するなどして地域内の発電設備から電力を調達し、それを地域内（あるいは提携を行う特定地域）の消費者に供給するというものである（図表2）。電力は大手電力会社が所有する既存の送配電網を利用する「託送」方式で供給される。

これにより、地域内には、新たな事業・雇用の発生や電力の移入代替（外部から電力を購入しなくなることによって資金の域外流出が止まる）など、様々な経済効果がもたらされる。また、消費者にとっても、地域貢献や環境貢献など「意志ある消費」を実現することにもなる。

実際、すでに群馬県中之条町や福岡県みやま市では、自治体が「新電力」を立

図表2 電力の「地産地消」モデル



（資料）筆者作成

ち上げ、公共施設等の電力を地域内で賄っている。また、生活協同組合の中にも「新電力」を設立してエネルギーの産消連携に取り組む動きがみられる。

もちろん「地産地消」や「産消連携」を実現することは容易ではない。電力小売事業者は、電力の需要と供給を常に一致させる「同時同量」の義務を負うが、地域内だけでこれを実現させることは難しく、域外からの電力調達等も含め、相応の経営体制を確保することが必須になる。そのための体制整備やノウハウ獲得は、地域で電力小売事業者に取り組む際の大きな課題になるだろう。

いずれにせよ「分散型エネルギーの推進」は、電力の小売全面自由化によって、単に地域で発電するにとどまらず、その電力の消費までをにらんだものへと展開するだろう。また、17年4月にはガスの小売自由化も予定されるが、それに合わせて熱や燃料の地域内供給に関する議論も活発化することが予想される。エネルギーに関する政策動向をフォローし、各地域において「地方創生」を実現するビジネスモデルの確立を目指すことがますます求められるのである。

海外の話題

国際都市香港の抱える悩み，英語会話力？

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 梶山 泰

実際にテレビ等でご覧になった方も多いと思われるが、夫である中国の習近平国家主席の訪米に同行した”ファースト・レディー”彭麗媛(ポン・リーユアン)夫人の9月28日国連本部での英語演説が、当地香港の政財界，教育関係者の間で話題となっている。原稿については、スピーチライターが書いたにしても、何度か練習しただけであれほど流暢な演説が出来るはずはなく、かなり長年に渡り、英語教育を受けているはずである、というのが香港人の見立てである。それ以上に、仮に英語が話せるからと言って滅多に公式の場で英語を使うことがない中国高官、それも国家主席夫人が敢えて英語のスピーチをニューヨークの国連本部(※)で行うことで、「中国本土の国際化，英語教育の高さ」を全面に出したことが、「欧米と中国本土の架橋」を自負する香港知識人にかなりのショックを与えたようだ。

このショックの背景には、香港人の英語会話力の低下が近年著しいとの議論がある。世界的に著名な語学学校 EF Education First(本部スウェーデン)が毎年実施する英語を母国語としない63カ国、18歳以上の成人75万人を対象とした英語力テストを基に算出されるEF英語指数において、2014年の香港のランキングは、全世界31位と中国の37位より良いものの、ライバル視されることが多いシンガポールの13位に大きく差を付けられているほか、韓国24位、日本26位の後塵を配している(同指数の詳細については、同校ホームページ <http://www.efjapan.co.jp/epi/about-epi/> を参照されたい)。

長年香港に居住する欧米人弁護士、金融関係者と話をすると欧米人向けスーパーマーケット、ホテル、タクシーにおいてでも、年々英語が通じなくなっていると嘆く人も少なくない。また、先日訪れた某日本料亭の香港店日本人マネージャーも「中国語と英語の両方を話す香港人の仲居さんを雇おうと思うと50代、60代の人が多くなる」と話していた。

香港人の英語力低下は、明らかに1998年の中国返還、教育制度の変更によるところが大きい。

英国自治領時には、9割を超える小中学校で全科目の授業が英語で行われていたのに対し、返還から現在に至って全体の8割強の小中学校では、英語以外の教科については標準語(マンダリン)もしくは広東語で授業が行われている。更に、2003年以降増え続け、大盤振舞いしてくれる中国本土旅行者を考えると全体の中で比率の小さくなっている欧米人相手に英語でサービス提供を行うインセンティブは薄れて行かざるを得ない。

これに対し、香港特別区政府は、小中高12年間のネイティブスピーカー教師による英語教育の無料・義務化を2003年より開始、年間約400百万香港ドル(約52億円)を財政より支出しているが、思うような効果は上がっていない。専門的なプロフェッショナルのみならず、幅広い住民、特に現在30歳未満の返還後世代が、英国自治領時代のように英語と中国語を使いこなせることが、上海、北京といった中国大都市との大きな差別化になることは明確である。香港特別区政府にとっても、香港人にとっても、「真の国際都市」として存在意義を世界に示し続けるために、早急な対応が必要ではなかろうか。

※国連においては、英語のほか、フランス語、ロシア語、中国語、スペイン語、アラビア語が公用語となっており、英語以外の国連の公用語を自国語とする国の人々が英語でわざわざ演説することは稀だそう。