

潮 流

戦後 70 年の終わりを迎えて

専務取締役 柳田 茂

様々なことがあった 2015 年も終わりの月を迎えた。

本年は、第二次世界大戦終結後 70 年となる節目の年であった。本来、世界がこれまで歩んできた道を振り返り、これからの未来を考えるべき年であったが、続発するテロや内戦の激化、大規模な難民問題の発生など、現在の世界秩序が大きな揺らぎに直面した一年となった。11 月 16 日に G20 サミットで「対テロ特別声明」が採択されたが、破壊と暴力の連鎖を断ち切るために何が必要なのか、学界・思想界等も交えたより根本的なところからの議論が必要のように思われる。

グローバル経済においては、米国を中心とするメガ広域経済連携「環太平洋パートナーシップ協定 (TPP)」と中国が提唱するアジア・欧州経済圏「一带一路」の二つの構想が大きく動き出した歴史的な年となった。

10 月 5 日の TPP 大筋合意後、オバマ大統領は「TPPとは米国こそが 21 世紀における貿易ルールを規定することを意味している。(中略)もし我々が動かなければ、例えば中国のような国がそれをやることになるだろう。」と述べ、TPP が中国を意識したものであることを隠そうとしなかった。一方で、習近平国家主席が直後の 10 月 19 日からの英国訪問をはじめとするトップ外交の頻度を上げ、欧州・アジア各国への接近を強めていることも決して偶然ではない。米国が太平洋・アジア重視の経済政策を推し進めるのであれば、中国は中央アジアから欧州との経済関係を拡大することで対抗しようとしていると見るべきであろう。世界経済は、今年まさに米国と中国の 2 大国が主導する新しい時代の幕が切って落とされたと言っても過言ではない。

このような世界情勢のなかで、日本は戦後 70 年の節目の年を越えようとしている。足元の経済状況は、7～9 月期の GDP が▲ 0.8% と二期連続のマイナス成長となった。10～12 月期については在庫調整が進んでいること等を根拠に持ち直しを見込むエコノミストも多いが予断を許さない。現在の日本経済は、「民間投資を喚起する成長戦略」の発現が遅れ、「アベノミクス」政策そのものが失速寸前の危機的状況にあると言えよう。

ただし、本年は来年以降につながる明るい材料もあった。一つは、11 月 1 日に 3 年半振りに開催された日中韓首脳会談であり、もう一つは「MRJ」の試験飛行成功である。歴史問題を乗り越えて隣国と良好な関係を構築することは日本の未来にとって極めて重要であり、また、1945 年の終戦時に GHQ により解体され一定期間再建を禁止された等によりこれまで育たなかった日本の航空機産業が再始動したことは、日本が「戦後の桎梏」を脱却し、新しい時代に飛翔していく象徴となり得るものとして期待したい。

新しい年 2016 年は、2017 年 4 月に予定されている消費税再引上げまでに日本経済を立て直す最後のチャンスの年となろう。残された少ない時間のなかで成長戦略を軌道に乗せられるか、官民を挙げた本気の取組みが求められている。

情勢判断

国内経済金融

2 期連続のマイナス成長だが、内容は決して悪くない

～在庫調整が進展したほか、消費・輸出には持ち直しも～

南 武志

要旨

7～9 月期の経済成長率は 2 四半期連続のマイナス成長となり、景気が足踏みしていることを裏付ける結果となった。ただし、見掛けの数字ほど内容が悪いわけではない。積み上がっていた民間在庫の圧縮が進んだほか、消費や輸出には持ち直しの動きも見られた。先行きは、冬季賞与の底堅さなど家計の所得環境の改善が消費を下支えするほか、輸出も緩やかな持ち直しが続くとみられ、足元は軟調な民間設備投資も回復に向かうとみられる。10～12 月期は小幅ながらもプラス成長に戻ると予想する。

一方、原油安の影響により、消費者物価(全国、生鮮食品を除く)は前年比割れが続いている。日本銀行は足元の予想物価上昇率がやや弱いことを認めつつも、「物価の基調は改善している」との見解を崩していない。物価安定目標の達成時期を「16 年後半頃」に先延ばししたこともあり、一部に追加緩和観測が残っているものの、日銀は当面、現行の緩和策を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 | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|
| | 11月 (実績) | 12月 (予想) | 3月 (予想) | 6月 (予想) | 9月 (予想) | |
| 無担保コールレート翌日物 (%) | 0.078 | 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 | 0.20～0.50 | 0.25～0.60 | 0.30～0.65 | 0.35～0.70 |
| | 5年債 (%) | 0.040 | 0.00～0.15 | 0.05～0.20 | 0.05～0.30 | 0.10～0.40 |
| 為替レート | 対ドル (円/ドル) | 122.7 | 117～127 | 118～128 | 118～128 | 118～128 |
| | 対ユーロ (円/ユーロ) | 130.5 | 120～140 | 120～140 | 120～140 | 120～140 |
| 日経平均株価 (円) | 19,925 | 20,000±1,000 | 20,250±1,000 | 20,500±1,000 | 20,750±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11月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

国内景気:現状と展望

7～9 月期の経済成長率は前期比年率▲0.8%と、4～6 月期(同▲0.7%)に続いて 2 四半期連続のマイナスとなり、一部で景気後退局面に入っているとの観測も浮上した。しかし、内容を精査すると、民間企業設備投資に不安が残るものの、改善を示すものも多く、見掛けの数字ほど悪い印象は受けない。実際、マイナス成長の主因は民間在庫投資の大幅減であ

り、それ自体は前向きな評価をすべきであること、雇用者報酬が増加し、民間消費の持ち直しを下支えしたこと、インバウンド需要に牽引されて輸出の回復が見られたこと、は好材料といえる。

さて、個別の経済指標をみていくと、14 年 4 月の消費税増税後に落ち込んだ状態からの回復はなかなか進んでいないが、消費などは 6～7 月あたりを底にこのところ持ち直しの動きも見られる。また、

10月の実質輸出指数は前月比1.1%と2ヶ月連続の上昇で、3月以降では最高値となった。貿易統計の地域別輸出数量からは米国・EUなど先進国向けに加え、中国などアジア向けも持ち直しが見られた。さらに、10月の工作機械受注・内需も前月比（当総研による季節調整後）が4ヶ月ぶりに増加に転じるなど、下げ止まりが見られた。

先行きについては、①賃金など所得増が消費を下支えする、②中国経済の減速の影響が徐々に弱まるにつれて輸出の持ち直しが明確化する、③それらを受けて設備投資も再び回復に向かう、と予想する。10～12月期は小幅ながらプラス成長に転じ、16年入り後は緩やかな回復軌道に沿った動きとなると予想する（詳細は後掲レポート『2015～17年度経済見通し』を参照のこと）。

次に、9月の全国消費者物価は、代表的な「生鮮食品を除く総合（以下、全国コアCPI）」では前年比▲0.1%と2ヶ月連続の下落となったが、より需給環境を反映すると考えられる「食料（酒類を除く）・エネルギーを除く総合（全国コアコア）」では同0.9%と上昇傾向が逆に強まるなど、捉え方によっては様々な解釈ができるような内容となった。全国コアの下落は、原油安を背景としたエネルギー

価格の大幅下落が主因であり、それにこれまでの消費低迷の影響も加わった結果と考えられる。一方で、全国コアコアの上昇傾向の強まりは、賃上げやエネルギー価格下落で当該分野への支払い額が減ったことで消費者の実質購買力が高まり、それがエネルギー分野以外への消費を活性化させ、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定着しつつあるものと受け取ることができる。

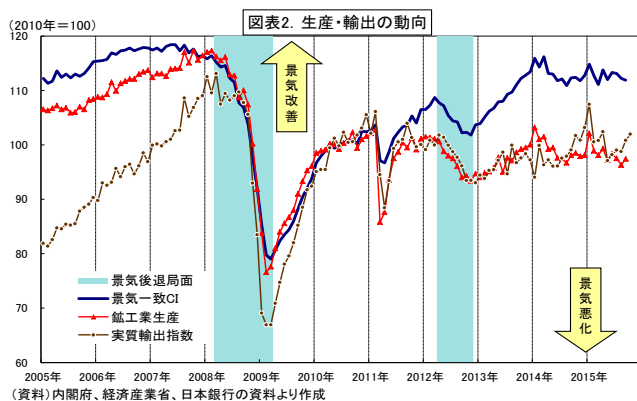
先行きについては、原油価格や為替レートが現状水準で推移すれば、原油安による物価押下げ圧力は徐々に和らいでいき、16年初頭には一旦解消する可能性がある。一方で、14年秋以降に再び強まった円安に伴う物価押上げ効果も弱まっていくことになる。日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同1.2%（9月）と、15年入り後は徐々に上昇傾向を強めてきたが、相反する両要因の影響により、15年度末までには全国コアは同0%台半ばまで上昇率を回復させると思われる。

金融政策：現状と見通し

当初の想定とは異なり、中国など新興国経済の減速が長引いているほか、原油価格も下振れて推移するなど、国内経済・物価情勢を取り巻く環境は依然厳しい。実際、

15年に入ってから物価（全国コア）はゼロ近傍での推移となるなど、物価安定目標の早期達成を掲げる日銀として、何らかの行動をとらざるを得ないのではないか、とみる市場参加者は今なお多い。

しかし、日銀は「物価の基調」は改善しているとの認識を繰り返し表明するなど、市場で根強い追加緩和



観測とは一線を画している。大企業・製造業の景況感の小幅悪化が確認された日銀短観（9月調査）からは、資本設備や雇用の不足感が徐々に強まっていることが見て取れるほか、企業・家計の予想物価上昇率も高い水準を維持しているほか、前述の通り、エネルギーの影響を除けばむしろ物価の趨勢は上昇気味であり、そうした「物価の基調は改善」との認識を正当化させている。

実際、11月18～19日の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。なお、10月末に公表された展望レポートでは、足元の状況こそ前回7月時点での見通しを下振れているものの、先行きについては「家計、企業の両部門において所得から支出への前向きな循環メカニズムが持続するもとで、国内需要が増加基調をたどるとともに、輸出も、新興国経済が減速した状態から脱していくことなどを背景に緩やかな増加に転じる」との従来の見方を踏襲した。また、物価についても「量的・質的金融緩和」を推進し、実際の物価上昇率が高まっていくもとで、中長期的な予想物価上昇率も上昇傾向をたどり、「物価安定の目標」である2%程度に向けて次第に収斂していく」との見方を示したが、その収斂時期は「16年度後半頃」と、それまでの「16年度前半頃」から先送りされた。

とはいえ、最近の原油価格動向を考慮すれば、16年度にかけて原油安の影響が残る可能性があるほか、2%の物価上昇率を許容できるほど賃上げ圧力が高まることは想定しがたいのが実情だ。それゆえ、「16年度後半頃」に安定的に2%前後の物価上昇を達成できると想

定するのは依然として困難と言わざるを得ない。それゆえ、いずれ日銀は物価2%の達成時期をさらに先送りすることは不可避と思われるほか、追加緩和と観測も残ることになるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

今秋には米国の年内利上げ観測が一旦後退したほか、中国経済に対する過度な悲観論もやや後退したこともあり、夏場に高まった金融資本市場の動揺は収束に向かった。また、10月下旬以降は欧州中央銀行（ECB）が12月の追加緩和を示唆し、さらに中国が追加金融緩和に踏み切ったが、ほぼ同時に米国の年内利上げ観測が再浮上し、金融市場に少なからぬ影響を与えている。

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。

① 債券市場

量的・質的金融緩和により、日銀は月10兆円規模での国債買入れを行っており、それが長期金利の低下圧力として働き続けている。原油安や世界的なディスインフレ懸念が強まる中、15年初頭の新発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月中旬以降、長期金利は概ね0.3%前後での推移となるなど、低下圧力は根強い状態が保たれている。

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く、12月の米FOMCで利上げが決定されたとしても、影響は限定的で、低金利での展開が続くだろう。

② 株式市場

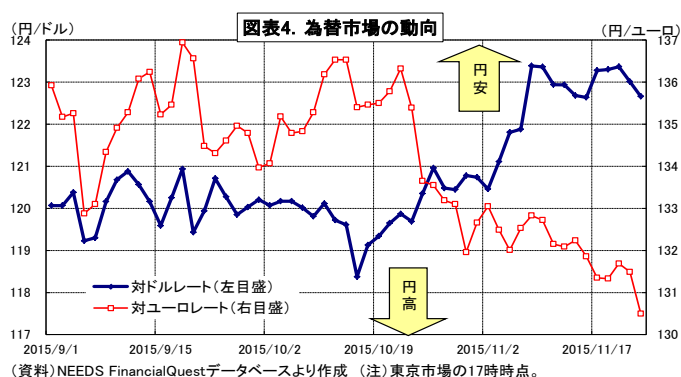
15年入り後の株式市場は、原油安などに伴う新興・資源国リスクの高まりなどによる調整を挟みつつも、日欧での大胆な金融緩和策や好業績を好感して概ね上昇傾向をたどり、5月下旬以降、日経平均株価は概ね20,000円台での展開が続いた。しかし、今夏にかけては海外経済、特に中国経済への懸念が強まり、世界同時株安が発生、9月下旬には株価は一時17,000円割れとなるなど、調整色が強まった。その後は米利上げ時期の後ズレ観測や中国経済への過度な悲観論後退などから持ち直しに向かい、またECBの追加緩和期待や中国の追加緩和を好感し、19,000円台を回復した。また、10月下旬以降は、米国の年内利上げ観測が再び台頭、雇用統計などの堅調さも加わり、円安傾向が強まり、株価上昇を後押しする格好となっている。

先行き、地政学的リスクや中国など新興国経済の景気低迷への警戒感が高まる場面も想定する必要があるものの、補正予算編成などの政策対応への期待感、さらには国内景気の持ち直し観測もあることから、株価は緩やかに上昇していくものと予想する。

③ 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、概ね120円前後での推移であった。しかし、10月下旬には米国の年内利上げ観測が再浮上して以降、円安圧力が高まっている。先行きは、米利上げが実際に決定されるまで円安・ドル高圧力が高い状態が続くが、利上げ決定後、円安圧力は一旦緩和するものと予想する。

一方、対ユーロレートは、6月にかけてデフインフレ懸念の解消から1ユーロ=140円台を一旦回復したが、その後はギリシャ支援交渉の難航から133円台まで円高が進んだ。直近までは概ね130円台でもみ合う展開となったが、10月下旬以降はECBの追加緩和観測が強まったほか、13日の仏パリでの同時テロ事件発生などもあり、当面は円高ユーロ安が進行する可能性が高い。(15.11.24現在)



堅調な雇用環境、12月利上げは確実視される状況に

～利上げの影響や地政学リスクには要注意～

趙 玉亮

要旨

鉱業や製造業を除く米経済部門の多くは底堅い推移を続けている。こうしたなか、イエレンFRB議長の議会証言や10月の雇用統計などを受け、12月FOMCでは利上げを決定することがほぼ確実視される状況になっている。最近の金融市場では、長期金利や株式市場に大きな変動が見られたが、今後は利上げの影響や地政学リスクの高まりに注意する必要がある。

米国経済：現状と見通し

2015年7～9月期の実質GDP成長率(改定値)は前期比年率で2.1%と、4～6月期の同3.9%増から減速した。しかし、経済成長を押し下げた在庫投資のマイナス寄与を除けば、2%台後半の堅調な経済成長が続いていると捉えることも可能である。今後、こうした内需が牽引する経済成長が続いていくと予想する。

一方で、最近の米経済情勢については、12月連邦公開市場委員会(FOMC)を控えて雇用の動向が非常に注目されているなか、10月の雇用統計は、市場予想を上振れて年内利上げ決定を後押しする良好な内容となった。具体的には、失業率は5.0%と前月よりさらに0.1ポイント低下した。非農業部門雇用者数は前月から27.1万人増と、8、9月に見られた雇用増加のペース鈍化から再び加速した。

雇用の動きを業種別にみると、主に建設業、卸売・小売業、医療・保健、専門職・ビジネスサービスなどで増加が目立っている。好調

な住宅市場の動向に牽引されたと見られる建設業での雇用増加は理解しやすい。これに対し、卸売・小売業での雇用急増は、主に衣服・アクセサリ(前月から2万人増)、商業ストア(同1.1万人増)、自動車販売(同0.6万人増)で起きており、堅調な個人消費を背景に好調を期待する年末商戦に備えるため例年以上の採用が行われたという一時的な要因である可能性が高い。また、医療・保健、専門

図表1 米国雇用関連指標

| | 15年8月 ① | 15年9月 ② | 15年10月 ③ | ③-② |
|--------------|------------|------------|-------------|-------|
| 失業率(%) | 5.1 | 5.1 | 5.0 | -0.1 |
| 非農業雇用者数増減 | 153.0 | 137.0 | 271.0 | 134.0 |
| 鉱業 | -10.0 | -11.1 | -4.5 | 6.6 |
| 建設 | 8.0 | 12.0 | 31.0 | 19.0 |
| 製造業 | -19.0 | -9.0 | 0.0 | 9.0 |
| 非製造業 | 174.0 | 147.0 | 244.0 | 97.0 |
| 運輸・倉庫 | 5.2 | 4.9 | -2.1 | -7.0 |
| 公益 | 1.2 | 0.3 | -0.3 | -0.6 |
| 卸売 | 5.4 | 0.3 | 9.7 | 9.4 |
| 小売 | 4.1 | 5.8 | 43.8 | 38.0 |
| 情報・通信 | -4.0 | 11.0 | -1.0 | -12.0 |
| 金融・保険 | 7.9 | 0.9 | 6.0 | 5.1 |
| 不動産 | 6.3 | -0.4 | -0.9 | -0.5 |
| 専門職・ビジネスサービス | 35.0 | 33.0 | 78.0 | 45.0 |
| 教育 | 2.8 | -0.6 | 0.2 | 0.8 |
| 医療・保健 | 53.1 | 47.1 | 56.7 | 9.6 |
| 芸術・娯楽 | 8.2 | 12.1 | -0.4 | -12.5 |
| その他サービス | -8.0 | 6.0 | 10.0 | 4.0 |
| 政府 | 28.0 | -12.0 | 3.0 | 15.0 |

資料：米労働省、単位(千人)。

職・ビジネスサービスについては、未充足求人数 (Job Openings) と採用数 (Hires) とのギャップがこの数ヶ月間急拡大しており、こうした強い雇用ニーズが雇用の増加につながったと考えられる。

これに加え、今回は賃金上昇の加速の兆候も見られた。10月の民間部門の賃金上昇率 (時間あたり賃金の前年比、以下同じ) は2.5% (09年7月以来の高水準) と、前月より0.2ポイント高まり、今年1月以来となる上昇幅となった。業種別にみると、前月より雇用が大きく増加した産業で、賃金上昇の加速が目立つ。具体的には、建設業は前月より0.6ポイント、卸売業は同0.7ポイントそれぞれ高まった。一方、小売業については、8月から賃金上昇率がすでに加速し始めていたが、10月は3.2%と前月から変わらなかった。しかし、民間部門全体の上昇率

(2.5%) より高い水準であり、これらの部門での賃金上昇が全体を牽引した。

また、懸案だった労働市場の質的改善も一部に進んだ様子が見て取れる。長期失業率は前月より0.2ポイント上昇と悪化したが、10月の労働参加率はやや上昇したほか、縁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) も同0.2ポイント低下した。

労働市場以外の経済指標に目を転じると、堅調な雇用や高水準の消費者マインドを背景に、個人消費は底堅く推移している (図表2)。企業部門について、ドル高や海外経済の減速を受けて製造業は振るわなかったほか、資源安が続くなかで鉱業・採掘業も低調であるのに対し、好調な個人消費に支えられている非製造業では、景況感が良好さを保っている。

図表2 米国の主要経済指標の動向

| | 経済指標 | 15年5月 | 15年6月 | 15年7月 | 15年8月 | 15年9月 | 15年10月 | 15年11月 | 直近の状況 |
|------------|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|----------------------------|
| 雇用・賃金・物価関連 | 失業率 (%) | 5.5 | 5.3 | 5.3 | 5.1 | 5.1 | 5.0 | | 非農業部門雇用者数の増勢は再び加速 |
| | 非農業部門雇用者数増加 (万人) | 26.0 | 24.5 | 22.3 | 15.3 | 13.7 | 27.1 | | |
| | 時間あたり賃金 (前月比、%) | 0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.4 | 0.0 | 0.4 | | 上昇率は加速 |
| | (前年比、%) | 2.3 | 2.0 | 2.2 | 2.2 | 2.3 | 2.5 | | |
| | PCEデフレーター (前月比、%) | 0.3 | 0.2 | 0.1 | ▲ 0.0 | ▲ 0.1 | | | 伸び悩み |
| | (前年比、%) | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | | | |
| | コアPCEデフレーター (前月比、%) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | | | |
| (前年比、%) | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | | | | |
| 消費関連 | 小売売上高 (前月比、%) | 1.2 | ▲ 0.0 | 0.8 | 0.0 | ▲ 0.0 | 0.1 | | 前月から小幅に増加 |
| | (前年比、%) | 2.5 | 1.8 | 2.6 | 2.0 | 2.2 | 1.7 | | |
| | ミシガン大学消費者信頼感指数 | 90.7 | 96.1 | 93.1 | 91.9 | 87.2 | 90.0 | 93.1 | 連続の上昇 |
| 企業関連 | 鉱工業生産指数 (前月比、%) | ▲ 0.4 | 0.0 | 0.8 | 0.1 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | | 振るわない |
| | 設備稼働率 (%) | 77.6 | 77.5 | 78.0 | 78.0 | 77.7 | 77.5 | | |
| | 耐久財受注 (前月比、%) | ▲ 2.3 | 4.1 | 1.9 | ▲ 2.9 | ▲ 1.2 | | | 冴えない |
| | ISM製造業指数 | 52.8 | 53.5 | 52.7 | 51.1 | 50.2 | 50.1 | | 製造業景況感が冴えないが非製造業景況感是好調 |
| | ISM非製造業指数 | 55.7 | 56.0 | 60.3 | 59.0 | 56.9 | 59.1 | | |
| 住宅関連 | 住宅着工件数 (千戸、季調値) | 1,072.0 | 1,211.0 | 1,152.0 | 1,116.0 | 1,191.0 | 1,060.0 | | 着工件数はやや減速 |
| | 建設許可件数 (千戸、季調値) | 1,250.0 | 1,337.0 | 1,130.0 | 1,161.0 | 1,105.0 | 1,150.0 | | |
| | 新築住宅販売件数 (千戸、季調値) | 513.0 | 469.0 | 503.0 | 529.0 | 468.0 | | | 新築の販売減速 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) | 5,320.0 | 5,480.0 | 5,580.0 | 5,300.0 | 5,550.0 | 5,360.0 | | |
| 輸出入 | 輸出 (前年比、%) | ▲ 6.9 | ▲ 6.4 | ▲ 7.1 | ▲ 9.9 | ▲ 6.6 | | | 輸出の減少幅の縮小 |
| | 輸入 (前年比、%) | ▲ 4.8 | ▲ 2.8 | ▲ 4.4 | ▲ 3.5 | ▲ 5.5 | | | |

(資料) Datastreamより作成

住宅関連の指標について、直近の新築販売や着工件数はやや減速を示したものの、全体としては良好な数字を示し続けている。

先行きについては、完全雇用の下で労働市場の質的改善が引き続き進むと考えられる。一方で、供給制約に直面し始めるなか、前述した小売業での一時的要因が剥落することもあり、雇用増加のペースは8月、9月に近い水準に戻るだろう。

先行きの民間消費については、好調な雇用や所得増加を踏まえ、年末商戦を迎えて引き続き好調さを維持することができよう。住宅セクターについては、家賃上昇が加速しているなかでマイホーム志向や投資需要が高まっているほか、外国人による購入も旺盛であるなど、住宅市場の回復を促すファクターが多く見られ、大方市場予想通り年内に利上げが開始されたとしても、その後の利上げペースは緩やかなものである

と想定されており、住宅部門に与える影響は限定的にとどまると考える。一方で、海外経済の減速のほか、ドル高や資源価格の低下傾向などを踏まえると、製造業や鉱業の先行きについては、引き続き低調さが続く可能性が高い。

金融政策：年内利上げ観測はほぼ確実視の状況

①10月 FOMC 声明文とイエレン議長の見解

10月 FOMC では利上げが見送られたが、

次回12月のFOMCで利上げを実施すべきか判断するとの文言が加えられた声明文が出されたことを受け、12月利上げ観測が再浮上した。11月に入り、4日にイエレンFRB（連邦準備制度理事会）議長が議会証言で「12月利上げの現実的な可能性がある」と述べ、さらにダドリー・ニューヨーク連銀総裁もそれに同調したことで、年内利上げ観測は一段と強まった。

②10月 FOMC 議事要旨

10月 FOMC は、前述した10月の雇用統計（11月6日に発表）の前に開催されたものだが、18日に公表された議事要旨の中身は FOMC メンバーにおける利上げを巡る意見を確認するうえで有益である。今回の議事要旨は、9月分の議事要旨より利上げのタイミングやペースについての議論に多くの紙面を割き、一步踏み込んだ内容となった（図表3）。

図表3 10月議事要旨における利上げ関連の内容

| | | |
|----------------|-------------------|--|
| 参加者全体 | | 大半の参加者は12月のFOMCまで利上げの条件は整う可能性が高い。利上げの開始タイミングより、その後のペースが重要だ |
| 早期利上げを巡る意見 | 積極派 | 政策決定の遅れを回避する理由 |
| | | 金融市場の不確実性を増す |
| | | 政策正常化の開始を市場により重要だと思わせる |
| | | 超低金利下、金融不均衡を生じさせる |
| | | 経済回復に対する自信のシグナル |
| | 連邦公開市場委員会の信頼性を損なう | |
| | 慎重派 | 危機管理のアプローチで早期利上げに対する慎重な意見 |
| | | 海外金融市場の変動への懸念は弱まるものの、経済減速したりや物価目標が達成できない潜在性がある |
| | | 経済は利上げが可能に耐える体を持つに不確実性 |
| | | 金融政策の正常化開始は引締めを意味するとの懸念 |
| 2%物価目標の信頼性を損なう | | |

（資料）FRBが公開する議事要旨に基づき作成

利上げのタイミングについて、参加者の間で完全なコンセンサスが得られているわけではないものの、「大半の参加者は12月のFOMCまで利上げの条件は整う可能性が高い」との記述があり、年内利上げを支持する材料となった。また、利

上げ開始のタイミングより、その後のペースが重要だとの認識が参加者の間ではほぼ共有されたが、これは市場の先行きの不透明感を払しょくし、安心感につながると捉えることも可能だ。

実際、次回 FOMC での利上げ観測が高まるとともに、FOMC メンバーは今後の利上げペースに関連する発言が相次いでおり、例えば、「初回利上げを実施する際、FOMC は同時に将来の利上げを漸進的なペースで進めていく方針を明確かつ効率的に伝達することが極めて重要」（エバンス・シカゴ連銀総裁、12 日）、「会合ごとに利上げすることを意味しない」（ロックハート・アトランタ連銀総裁、19 日）などの発言があった。

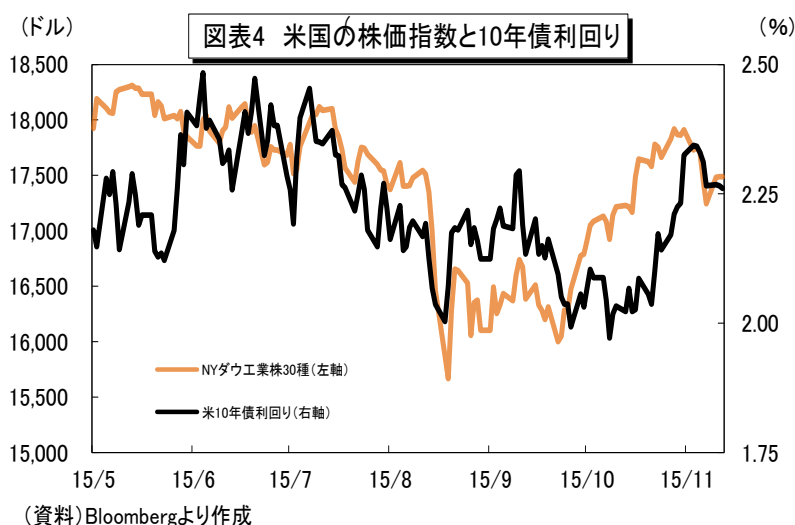
長期金利と株式市場の動向

中国経済への過度の懸念が後退したことでリスク回避ムードが後退した一方、米国の年内利上げ観測が一段と強まったことから、9 日の長期金利（10 年債利回り）は 2.34%（終値ベース）と約 4 ヶ月ぶりの高水準をつけた。その後は、急上昇した反動や、当面の利上げペースが緩やかなものになるとの想定もあり、金利

上昇は一旦収束した。ただし、目先の長期金利は、利上げの開始が迫れば、上昇圧力が再び高まる可能性が高い。

一方、株式市場については、上値が重かった。10 月末には再浮上した年内利上げの可能性を好感した金融セクターや、原油価格の上昇を背景にエネルギーセクターがリードして上昇し、7 月下旬以来の高水準に回復する場面があった。しかし、その後は利上げの影響への懸念や原油価格の下落に伴って反落した。直近は公表された FOMC 議事要旨から不透明感が払拭されたことなどから、ダウ工業株 30 種平均は 17,700 ドル台に戻っている。先行きの株価については、利上げの影響に加え、ドル高や原油安の影響から企業業績の伸びは鈍化するとみられ、株価は上値の重い展開が続くと予想する。また、足元では地政学リスクが高まったことに留意する必要がある。

(15. 11. 25 現在)



ユーロ圏経済を取り巻く五つの懸念材料

～緩慢な景気回復と大きな下振れリスク～

山口 勝義

要旨

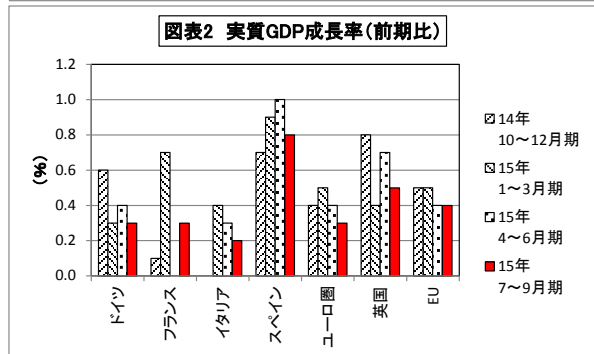
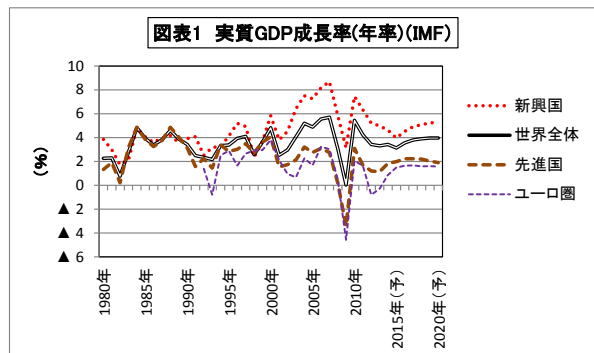
ユーロ圏経済は、①高止まる債務残高、②新興国の成長減速、③ギリシャ債務問題、④難民の集中的流入、⑤VW社不正問題、という五つの懸念材料を抱えている。このため、当面、景気回復は緩慢なものにとどまり、かつ、大きな下振れリスクを伴うものと考えられる。

はじめに

ユーロ圏では力強さに乏しい景気回復が続いている。国際通貨基金（IMF）も、10月発表の経済見通しで、ユーロ圏の2015年の経済成長率予測値を1.5%とした。原油安、通貨安、金利低下による追い風効果を受けて14年実績の0.9%に比べて成長の勢いが強まってはいるものの、この1.5%は前回7月時点での見通しの据え置きである。さらに、16年の成長率予測値は、今回、前回から0.1ポイント下方改定して1.6%としている。

加えて、IMFは世界経済全体の成長率についても、今後中期的な見通しとして低位横ばいの姿を見込んでいる。新興国経済はいったん減速した後に幾分持ち直すのに対し、先進国では低調な成長率が継続する見通しである（図表1）。

IMFはこうした世界経済の推移の根拠として、潜在成長性の弱い伸びが総需要を低迷させ、これがさらに投資を抑制するなどの負のサイクルの影響を指摘している。また、8月には中国経済の大幅な減速に対する懸念が強まり、市場では新興国経済全般の低迷による世界経済の成長鈍化が意識されることになったが、IMFは上記の予測値には織り込んではいない、これらの下振れリスクの大き



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

（注）図表1で、2015年以降はIMFによる予測値である（予）と表示。

さに対して注意を喚起している（注1）。

こうしたなか、ユーロ圏では15年7～9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比0.3%となった。これは前期の同0.4%に比べ0.1ポイントの減速であり、足元における景気回復の緩やかさが確認された（図表2）。ここで改めてユーロ圏経済の現状を点検すれば、やはり様々な懸念材料が目白押しであり、厳しい環境に直面するその実態が明らかである。

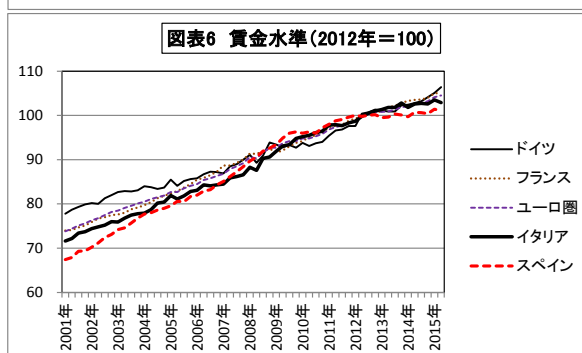
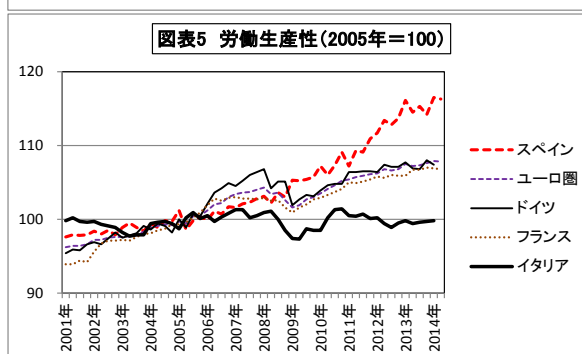
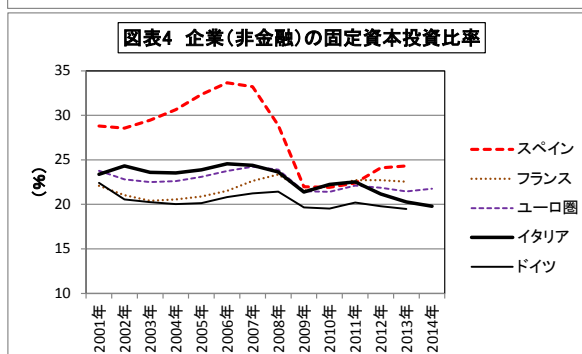
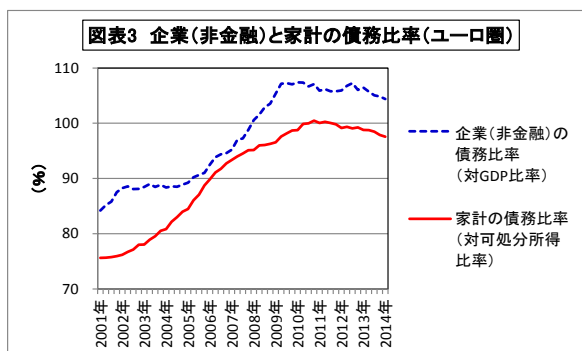
高止まる債務残高と新興国の成長減速

財政危機以前の過熱期に南欧諸国を中心に上昇した企業や家計の債務比率の改善はその途上にあるが、この債務の水準の高止まりがユーロ圏経済の第一点目の懸念材料となっている（図表3）。インフレによる実質的な債務負担の軽減効果が期待し難い現在の環境下では、バランスシートの改善は企業や家計にとり重要な優先課題となることで、これらの経済主体の投資は抑制されがちである（図表4）。銀行貸出は、ユーロ圏全体ではようやくその残高が前年比プラスの水準となるまで回復した段階であり、現在のところは企業や家計が借入を通じた投資拡大には慎重である状況を示している（注2）。

このように投資が低調なもとの、企業の労働生産性は一部を除いて伸び悩みの状態にある（図表5）。また、賃金水準は、内需振興が求められるドイツを例外として、全般に財政危機対応を経てその伸び率は鈍化している（図表6）。このため、原油価格の下落に伴う家計の購買力の拡大を通じて改善が顕著となった小売売上高についても、ドイツを除けばその持続性は確かなものとはなっていない。

次に第二点目の懸念材料としては、中国を始めとする新興国経済の成長減速がある。中国で過剰投資に伴う過剰な生産設備や債務という重い問題に対処しつつ消費主導の経済に向けた構造改革が進められる過程では、需要が抑制されることで、資源価格や素材価格の下落を通じ資源国やその他の新興国を含めて経済の疲弊が拡大する可能性が大きい。

これに伴いユーロ圏では、まずは中国などに対する輸出や投資の低迷を通じた直接的な負の影響が見込まれる（注3）。し



(資料) 図表3はECBの、図表4~6はEurostatの、各データから農中総研作成

かしそれに限らず、ユーロ圏での低投資や消費の頭打ちなどの需要面の要因に、資源価格や素材価格の下落という供給面の要因が加わりインフレ期待が一層後退することで、デフレリスクを高める可能性も懸念点として浮上してきている。

ギリシャ債務問題と難民の集中的流入

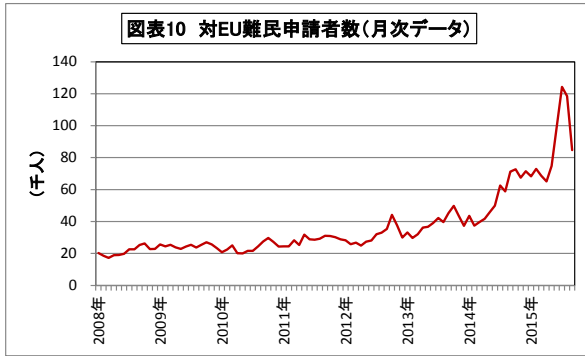
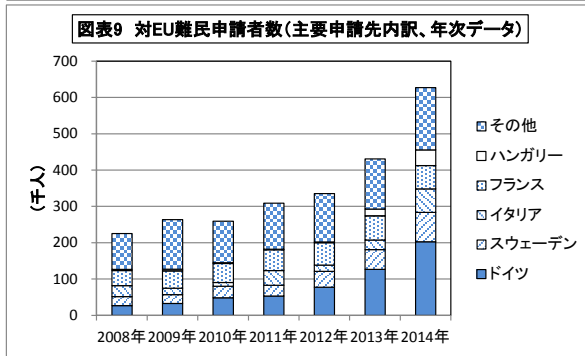
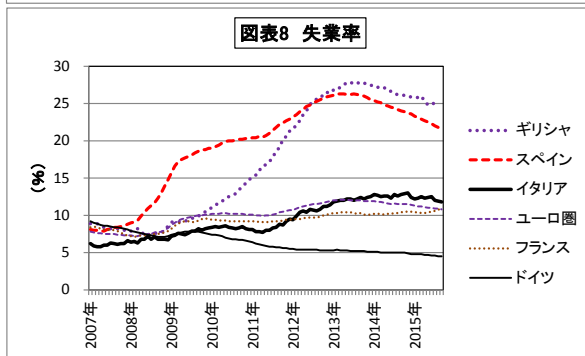
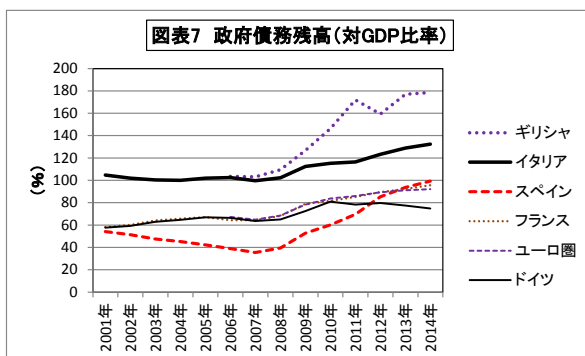
第三点目はギリシャ問題である。8月には総額860億ユーロ規模の第3次支援が開始されたが、輸出主導での経済回復が期待し難いギリシャでは、支援の前提となる諸改革は内需の抑制により経済を疲弊させる結果となることが考えられる(図表7、8)。

このため、今後も改革が遅延し支援実行の見合わせに至ることで、同国のユーロ圏離脱が現実味を帯びる局面が再来する可能性を否定できない(注4)。

しかし、ギリシャ問題で一層注目されるのは、7月のユーロ圏財務相会合で示された、改革を重視し同国の一時的なユーロ圏離脱をも辞さないドイツの強い姿勢や支援継続に対する小規模国からの批判であり、これらと統合の進捗を何より重視するフランス等との間で生じた亀裂である(注5)。このように、ギリシャ問題への対応が、欧州統合の求心力を揺さぶる可能性に注意が必要となっている(注6)。

この求心力の低下という点では、第四点目である難民問題が与える影響も大きい。受入れに寛容なドイツに対し15年には1年間だけで800千人を超える難民申請が見込まれるなどのその集中的流入は、少子高齢化が進むドイツ等には中期的には恩恵となる余地はあるものの、足元では財政負担増、低熟練労働者の雇用機会・賃金への圧力、文化摩擦などに繋がるものである(図表9、10)。こうしたなか、欧州では中東欧諸国による難民受入れへの強い反発のほか、ドイツの現連立政権であるCDU・SPDとCSUとの間の見解の対立の表面化、メルケル首相に対する国民の支持率の急低下などのドイツ社会の分断化現象が現れつつある(注7)。

このため、難民の流入管理が不能に陥



(資料) 図表7~10はEurostatのデータから農中総研作成

ることに伴う経済的混乱に加え、主要国間の対立やドイツの指導力の低下が、今後の危機対策などへの合意形成の困難化や統合深化に向けた不透明感の高まりを招くことを通じ、経済情勢に対し好ましくない影響を与える可能性が考えられる。

おわりに

以上の諸点のほか、ユーロ圏経済を取り巻く懸念材料の第五点目としては、9月に排ガス試験不正問題が明るみに出たフォルクスワーゲン（VW）社の問題がある。リコール費用など67億ユーロの計上により、同社の15年7～9月期の最終損益は、前年同期の29億ユーロの黒字に対し17億ユーロの赤字となった。

しかし、その後も同社の不正は窒素酸化物（NO_x）から二酸化炭素（CO₂）の排出量に拡大しつつあることや、制裁金や賠償金の規模は現時点では見積もり難いことから、ブランドイメージの毀損に伴う販売減速と合わせ、今後、その業績がさらに悪化することが予想される。さらに、ドイツ当局はVW社以外でも不正の可能性を指摘しており、本件は想定外の拡大をみせる可能性がある。

こうしたなか、自動車はドイツによる輸出額合計のうち17.9%（14年）を占める主力産品であることに加え、裾野が広いその産業特性からすれば関連する部品メーカーなどを含めた全体的な影響は相応の規模となる可能性がある^(注8)。また、ユーロ圏の景気回復の牽引役であるドイツ経済へのこうしたダメージは、ユーロ圏経済全体の動向に大きな影響を及ぼすことにもなりかねない。

以上のように、ユーロ圏では経済を取り巻く懸念材料が目白押しである。このうち第一点目の高止まる債務残高により、ユーロ圏の景気回復は当面のところ緩やかな基調が続く可能性が大きい。加えて、第二～第五の材料は大きな景気の下振れリスクを伴うことから、これらの動向に対して注視が必要となっている。

(15. 11. 20 現在)

(注1) 以上は、IMF (October 2015) “World Economic Outlook”による。

(注2) この点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「ユーロ圏の銀行貸出の回復とTLTRO」(『金融市場』15年10月号)

(注3) この点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「新興国の成長減速とユーロ圏経済」(『金融市場』15年11月号)

(注4) この点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「ともに追い詰められたギリシャと支援国」(『金融市場』15年6月号)

・ 山口勝義「第3次支援でも解決されないギリシャの問題」(『金融市場』15年8月号)

(注5) 7月には、ギリシャに対し強硬な姿勢をとるドイツの、支援国のなかでの孤立化が報道されたが、次の仏紙によるショイブレ独財務相のインタビュー記事には、ユーロ圏財務相会合で、ギリシャ以外のユーロ圏18ヶ国のうちフランス、イタリア、キプロスを除く15ヶ国がドイツによるギリシャのユーロ圏一時離脱案に賛同していたとの興味深い内容が掲載されている。

・ Liberation (19 Octobre 2015) “Wolfgang Schäuble: <Il n’y a pas de diktat allemand>”

http://www.liberation.fr/planete/2015/10/19/wolfgang-schaeuble-il-n-y-a-pas-de-diktat-allemand_1407375

(注6) 最近ではドイツの覇権回復への牽制を通じた平和維持などの欧州統合の当初の理念自体が陳腐化することなども通じて、加盟国の求心力の低下が進みつつあるように考えられる。この点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「欧州はどこに向かうのか」(『金融市場』15年9月号)

(注7) メルケル首相のキリスト教民主同盟(CDU)とともに連邦議会で統一会派を組むキリスト教社会同盟(CSU)は、オーストリア経由で難民が集中して流入しているバヴァリア州を地盤とする地域政党であることから難民受入れに対する反発を強めており、CDUとの長年の協力関係に不協和音が生じている。なお、連邦レベルではCDU/CSUはドイツ社会民主党(SPD)とともに連立政権を構成しているが、SPDは基本的にメルケル首相の難民受入れ政策を支持している。

各種報道によれば、最近の世論調査ではCDU/CSU、SPDの支持率はそれぞれ約35%、約25%であるが、特にCDU/CSUについて半年前の40%強からの低下が著しい。一方、ギリシャなどに対する支援に反対し、ドイツのユーロ圏からの離脱を主張するとともに難民受入れに対しても消極姿勢を示している右派色の強い政党である「ドイツのための選択肢(AfD)」の支持率が数ポイント上昇し10%程度に達している。また、ドイツでは、反イスラムを訴える右派ポピュリスト政治団体であるPegidaが反難民受入れのデモ活動を活発化させるなどの動きが目立っている。また、メルケル首相個人に対する支持率も、半年ほど前の70%台から50%近辺に急低下している。

(注8) 自動車の輸出額シェアのデータは、Statistisches Bundesamt(ドイツ連邦統計局)による。

政策効果で底入れの動きが見られる中国経済

～ただし、過剰な生産能力の調整等で依然弱い～

王 雷軒

要旨

政策効果の顕在化により、足元の中国経済は底入れの動きが見られた。先行きの消費は底堅く推移することや、投資もやや加速が予想されるため、当面中国は緩やかな回復が続く可能性が高い。一方、輸出の不振や過剰な生産能力の調整は景気下押し要因となるため、今後も安定成長に向けて積極財政と金融緩和の動きを強めるだろう。

中国景気：現状と展望

1～9 月期の中国の実質 GDP は前年比 6.9%と発表されたが、その後、各地方の GDP 数値も出揃ったため、まず省別の成長率を紹介したい。

全国の成長率を下回った地方は上海市 (6.8%)、北京市 (6.7%)、河北省 (6.5%)、吉林省 (6.3%)、黒竜江省 (5.5%)、遼寧省 (2.7%)、山西省 (2.8%) の 7 つであった。それ以外の地方は全国の成長率を超えており、8%の成長を達成した地方が多いなかで、重慶市・貴州省では二桁の成長を維持していることが目立つ。このように、中国国内では成長率が二極化する状態となっている。

さて、足元の景気の現状について述べてみよう。これまで政府が打ち出した金

融・財政政策の効果は出始めており、図表 1 に示す通り、消費は引続き堅調に推移したほか、投資も下げ止まりの兆しが見られ、足元の景気は底入れしつつある。

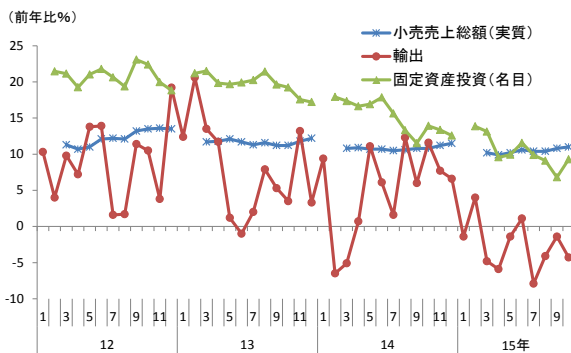
実際、個人消費の代表的な指標である社会消費財小売売上総額の伸び率(実質)は小幅ながら高まった。生産年齢人口が減少するなか、最低賃金の引上げや公務員の賃上げなどを背景に国民可処分所得の伸びが経済成長率を超えたことが消費の底堅さにつながっている。

年前半に不振だった国内乗用車販売台数は 10 月には二桁の伸びを記録するなど回復が進んだ。さらに、ネット販売も好調に推移した。ネット最大手のアリババによれば、独身の日 (11 月 11 日) に約 1.7 兆円 (前年比 54%) の売上を記録するなど、11 月に入っても個人消費の好調さが続いている。

先行きについても、雇用の改善傾向を受けて消費は底堅さを増していくと予想される。これは 10～12 月期の成長率の押し上げ要因となる。

また、これまで減速傾向にあった投資も下げ止まりの動きが見られた。10 月分の固定資産投資は前年比 9.3%と 9 月 (同 6.8%) から伸びを高め、ひとまず減速に

図表1. 消費・輸出・投資の伸び率の推移



(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。

歯止めがかかった。

その背景として以下のことが挙げられる。地方政府では、サボタージュが緩和されつつあるほか、借換え債の発行が進んだ結果、財投資金の余裕が出現している。実際、7月以降は財政支出（中央政府＋地方政府）の伸びが加速、10月には前年比36%となるなど、積極財政が功を奏した格好となっている。

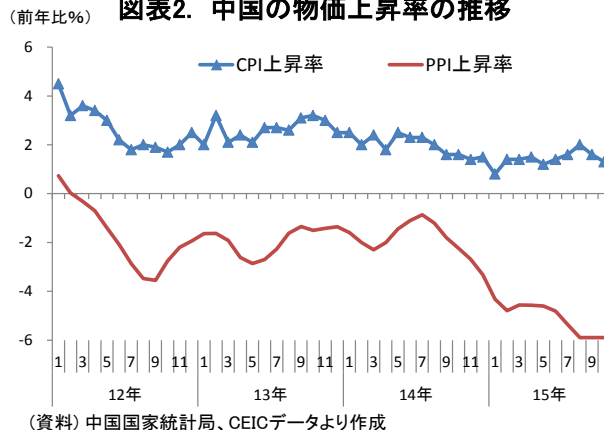
その結果、公共投資が持ち直したほか、製造業投資もハイテク関連や装備産業を中心に持ち直し、底入れの動きを見せた。また、卸売・小売業・倉庫や教育のサービス業の投資も好調に推移した。ただし、不動産向け投資は在庫調整のため、依然鈍化傾向が続いた。波及効果が大きな不動産向け投資が改善に向かえば、景気下振れリスクは大きく低下するだろう。

先行きは、ここ数か月にわたって政府が公共事業の投資計画を認可する動きが続いており、これらは投資に移されていると見られることから、年末にかけて投資は底堅いと期待される。ただし、過剰生産能力の調整を進めるなか、投資の増勢が大きく加速することは見込めない。

一方、人民元高に加え、賃金上昇により一部の労働集約型産業が東南アジアなどへ生産移転する動きもあり、輸出の低調さは続いている。輸出額は8月以降減少幅が縮小してきたが、10月は前年比▲6.9%と再び拡大した。これは景気下押し圧力となっている。なお、輸入額は同▲18.8%と9月から減少幅が縮小した。輸入量について、10月に石炭や鉄鉱石が大幅減少したものの、原油や銅類が二桁増となるなど、底堅さが続いている。

以上から、10～12月期は小幅ながら成

図表2. 中国の物価上昇率の推移



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

長率が高まり、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。16年についても、7%前後の成長を達成するために、政府は景気下支え策を打ち出すことになるだろう。

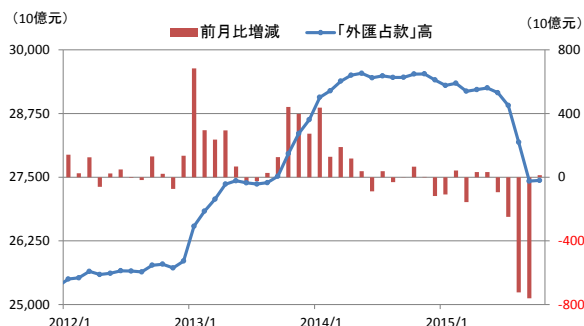
このように、景気底入れの動きが見られたものの、原油など資源価格の大幅な下落もあり、物価の鈍化状態が強まっている。10月の消費者物価指数（CPI）は前年比1.3%と、食品価格の大幅な下落を受けて上昇率が鈍化しており、政府が掲げる物価目標（3%）を大きく下回った。生産者物価指数（PPI）も過剰生産の調整の遅れもあり、前年比▲5.9%と44ヶ月連続の下落となっている（図表2）。

目先は、12月に開催される予定の「中央経済工作会議」に注目が集まるだろう。ここで、来年の金融・財政政策などが決定されるが、財政赤字額対GDPの比率が15年の2.3%から3%に引き上げられるかどうかなどの内容が注目される。

金融政策：現状と見通し

中国人民銀行（中央銀行）は10月23日に追加金融緩和（政策金利と預金準備率の引き下げ）を発表した。8～9月に中

図表3. 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10月、「外匯占款」とは、中国人民銀行を含む金融機関の外貨保有残高である。

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）がその動機として挙げられる。

これまでの断続的な金融緩和は、景気を強力に刺激するというよりは、流動性を供給することに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3)。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。

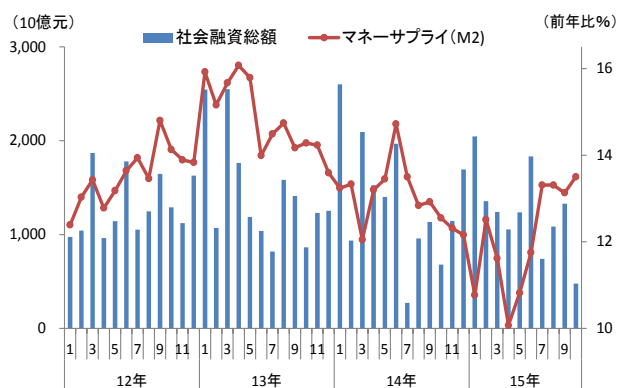
預金準備率の引き下げを受けて資金供給の拡大ペースは幾分加速した。M2の伸びは15年4月を底に上昇基調で推移している(図表4)。10月は前年比13.5%と加速し、政府目標13%を上回った。

一方、10月の社会融資総額は大きく減少したが、その背景について以下のことが挙げられる。まず、過剰な生産能力の調整が行われているほか、物価下落の強まりもあり、企業の資金需要が低調となった可能性がある。また、株価の乱高下があったため、新規株式公開（IPO）を暫

定的に停止したことも影響を及ぼした可能性もある。さらには、経済が減速するなか、銀行全体の不良債権比率が上昇傾向を辿っていることから、銀行の貸し渋りも考えられる。

金融緩和策が十分機能していない影響を打破するために、11月19日に中国人民銀行はSLF（臨時貸出ファシリティ）の金利の引き下げを発表した。前述した物価下落の強まりによる実質金利の上昇を受けて企業の資金調達コストを低下させるための決定だと思われる。中国経済への懸念がやや後退したことなどから、外貨純買入れ額は小幅ながらようやく純

図表4. 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

流入に転じた。

これらの動きから、金融政策は当面現状維持となる可能性が高いと見られる。ただし、短期的な経済下押し圧力が強いなか、物価下落圧力が強まったほか、米国が年内にも利上げを行うことが確実視されるため、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、追加金融緩和を継続する可能性もある。

一方、英国などの欧州勢に加え、米国も支持する姿勢を示したことや、IMFの実務担当者が人民元のSDR組み入れの2つの基準を満たした提案を発表するなど人民元のSDR組み入れはほぼ確実視され

ている。以下ではその影響について考えてみたい。

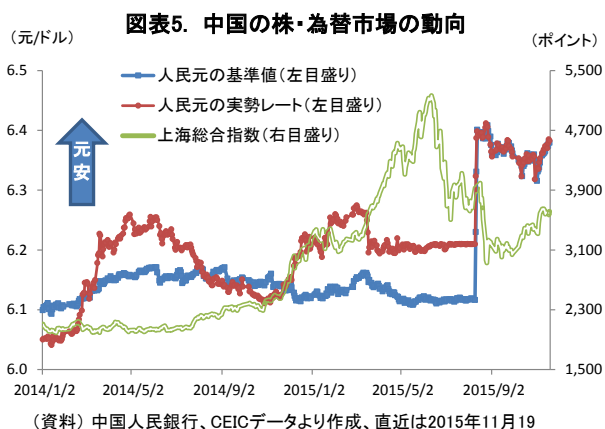
準備通貨として人民元保有ニーズの高まりが予想されるほか、人民元建ての決済や金融商品の拡大につながる利点がある。中国政府や企業にとって、人民元建ての取引が増えることが想定され、為替リスクのヘッジが可能となる。さらには、中国が進める新シルクロード「一带一路」やアジアインフラ投資銀行（AIIB）の追い風になることも見込まれ、経済が活性化することにつながると期待される。

ただし、11月30日のIMF理事会で正式に決定されても、SDR構成通貨として正式に運用が開始するのは、16年10月の構成比率の見直し以降となるため、目先の影響は限定的だと見ている。なお、SDR構成通貨の比率は現行のドル（41.9%）、ユーロ（37.4%）、英ポンド（11.3%）、円（9.4%）となっているが、人民元を15%前後にする公算が高いと思われる。

金融市場：現状と見通し

代表的な株価指標である上海総合指数は10月の追加金融緩和（23日）や五中全会で習主席が年平均6.5%以上の成長が必要だと明言したことのほか、香港証券取引所と深セン証券取引所との間で相互に売買注文を取り次ぐ「深港通」の年内導入の噂も浮上したことを受けて回復傾向が強まり、約2ヶ月半ぶりに節目の3,600ポイントを回復した（図表5）。

しかし、その後、新規株式公開（IPO）の再開による需給悪化懸念が浮上したほか、米国の年内利上げ観測の高まりや南沙諸島への米軍軍艦派遣など地政学的なリスクも浮上したことなどから、3,600ポイントのボックス圏から脱していない。



当面は経済政策への期待があるため、株価は回復傾向が継続すると予想する。ただし、米国の利上げを受けて中国からの資金流出に対する懸念の高まりが株価抑制に働く可能性があり、上値の重い動きが続くと見られる。

為替については、14年後半から資本流出傾向が強まったことや、株価の乱高下や景気減速懸念などを背景に元安が進んだ。そのため、中国人民銀行は元買いドル売りの為替介入を実施してきた。（図表5）。

この為替介入などを受けて10月中旬以降、元安には一旦歯止めがかかったが、11月に入ってから、米国の年内利上げ観測の強まりを受けて元安が再び進行した。ただし、人民元のSDR組み入れが確実視されていることを受けて、当局は為替介入に踏み切ったと見られ、人民元高に振れる場面もあった。

先行きは、米利上げが迫るなか、元安圧力は当面継続すると見られる。ただし、元安が大きく進行する場合には、当局によるドル売り介入もあるだろう。

(15. 11. 20 現在)

依然として資金流出超に直面する新興・資源国市場

～米雇用改善で高まる年内利上げ観測が重石に～

多田 忠義

要旨

10月の米雇用統計が市場予想を大幅に上回ったことで、米国の年内利上げが再び意識されている。こうした中、一旦資金が流入していた新興・資源国市場は、再び流出超に転じている。一方、新興・資源国の実体経済は資源価格の下落や中国経済の減速を受け、おおむね低迷している。

再び年内の米利上げ観測高まる

米雇用統計（10月）では非農業部門雇用者数の増加が市場予想を大幅に上回り、FOMC（米連邦公開市場委員会）メンバーが相次いで年内利上げに言及するなど、米国の年内利上げが再び意識されている。

IIF（国際金融協会）によれば、分析対象とした新興5ヶ国の日別非居住者資金フロー（債券）は、11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、10月に流入した資金は再び流出へ転じ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、11月入り後拡大に転じたほか、通貨指数（ELMI+）は、約1ヶ月半ぶりの水準まで下落（新興・資源国通貨安）となった。

原油価格をはじめとする国際商品価格の下落も続いている。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月下旬まで減少したが、10月は一転して増加基調で推移している。

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月上旬以降下落に転じており、例えばLME銅価格は、約6年ぶりの低水準に達している。中国の鉄鋼価格は17日の取引で

過去最低を更新しており、商品価格はしばらく低迷する可能性を示唆している。

新興・資源国の実体経済は資源価格の下落や中国経済の減速を受け、おおむね低迷している。

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：消費の落ち込みは一時的か

10月の卸売物価指数（WPI）は前年比▲3.8%と12ヶ月連続の下落、一方の消費者物価指数（10月）は同5.0%と、9月（同4.4%）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（9月）は前年比3.6%と11ヶ月連続で上昇した。財別にみると、資本財の寄与度は1.4ポイントと、8月の2.5ポイントには及ばないものの、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。一方、消費財の寄与度は0.2ポイントで、消費の回復ペースは弱まった。

なお、10月の自動車販売台数は前年比19.8%と、8、9月（同4～5%）の伸びから加速したこともあり、消費の落ち込みは一時的であろう。

インドネシア:3QGDP は横ばい

インドネシア中銀は11月17日、市場の予想通り、9会合連続で政策金利の据え置きを決定した。10月会合では金融緩和の余地が存在するとしていたものの、再浮上した年内の米利上げ観測による通貨ルピアの売り圧力に対応したものとみられる。このところ、食品価格の下落や、家庭用液化石油ガス(LPG)の値下げなどで、10月の消費者物価が前年比6.3%と、3ヶ月連続で鈍化し、経済調整相が利下げ余地に言及するなど、利下げに対する政府からの圧力が浮上していたが、当面利下げは困難であろう。なお、貸出を促し、景気拡大や経済再生を実現するために、預金準備率を12月1日から50bp引き下げ7.5%とすることも決定した。

5日に発表された7~9月期の実質経済成長率は、前年比4.7%と、4~6月期からほぼ横ばい(厳密には小幅加速)であった。政府がインフラ投資を進める中、総固定資本形成がプラスに寄与した。

ブラジル:インフレ率は高止まり

10月の消費者物価指数(IPCA)は前年比9.9%と、9月(同9.5%)から加速、政策目標(4.5±2%)からの乖離が継続している。

11月は、株価、通貨ともに激しい値動きはみられなかった。政府は財政再建と景気回復の両立を目指す方針を堅持するとの見方が相場を支えている。

ロシア:利下げ見送り

10月30日に開催された金融政策決定会合では、約半数のエコノミストが50bpの利下げを予想したが、インフレ期待の高まりを警戒し、政策金利(11.0%)の

据え置きが決定された。なお、この後に発表された10月の消費者物価指数は前年比15.6%と、2ヶ月連続で鈍化したものの、依然として高止まり状態にある。

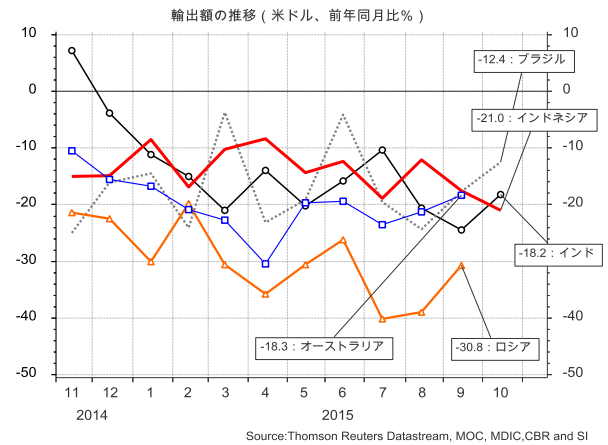
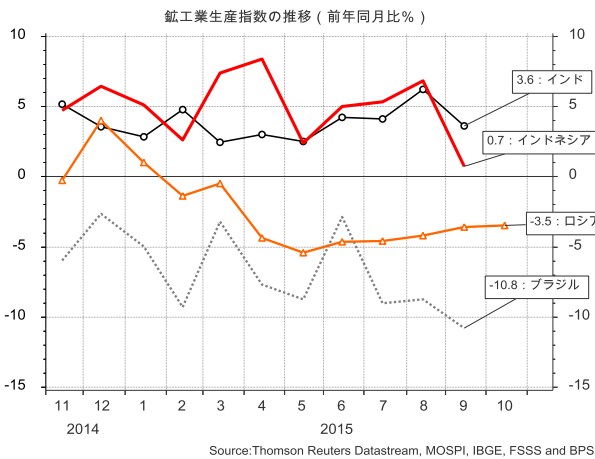
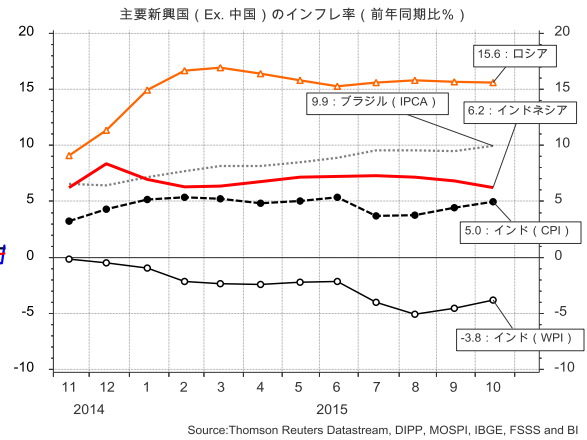
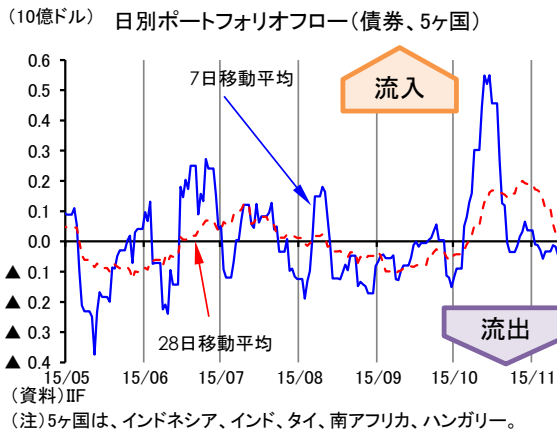
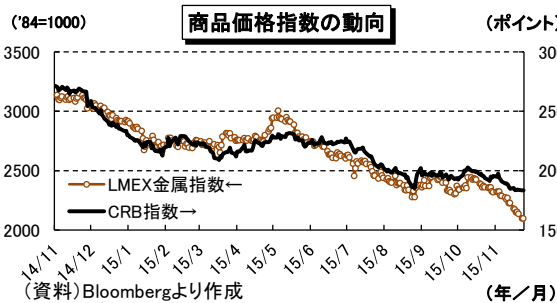
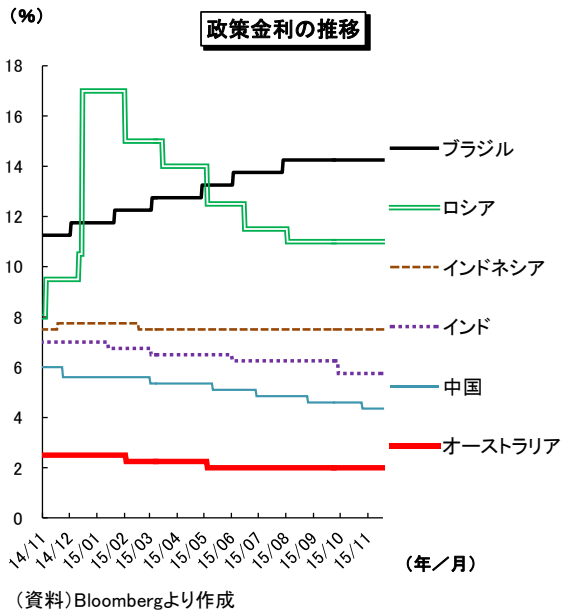
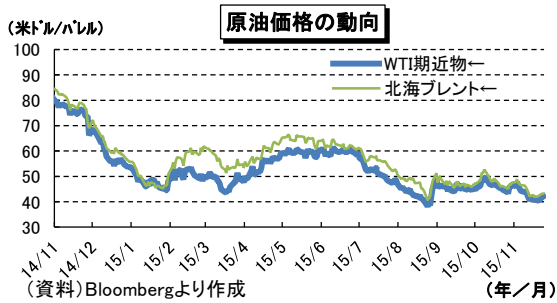
12日に発表された7~9月期の実質経済成長率は、前年比▲4.1%と、4~6月期(同▲4.6%)に続き2期連続のマイナス成長となった。これに加え、原油価格が2ヶ月ぶりの低水準となったこともあり、株価、通貨ともに売り優勢であった。

オーストラリア:雇用改善の兆しか

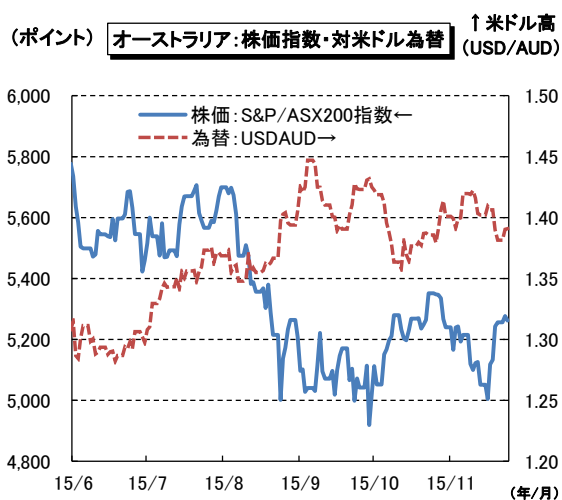
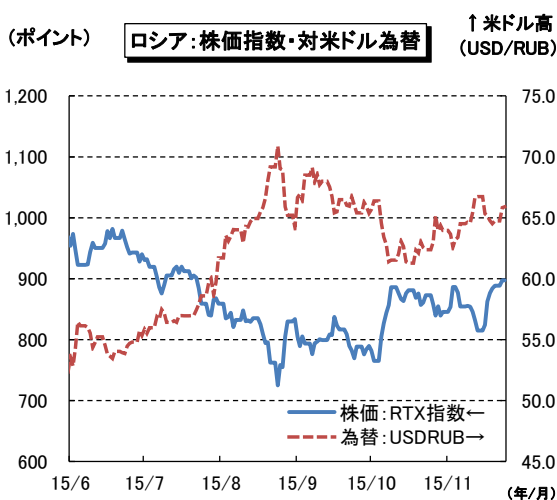
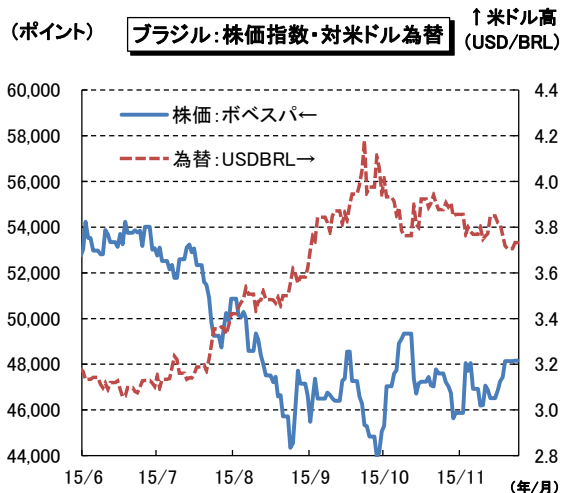
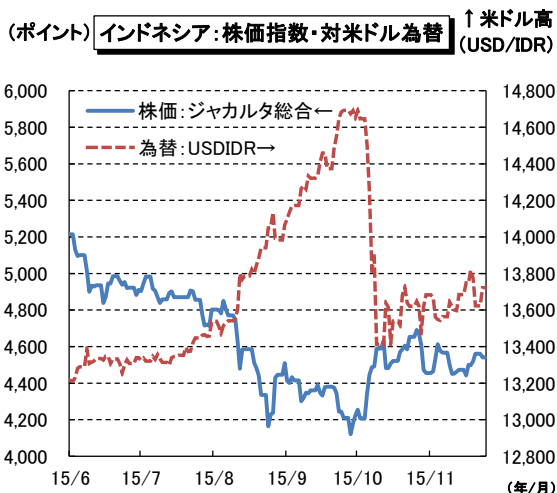
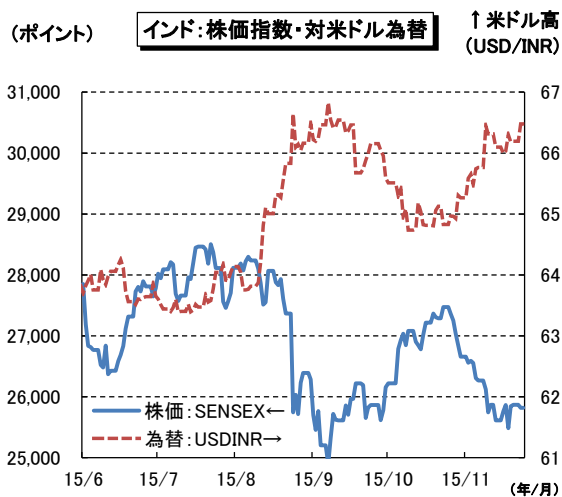
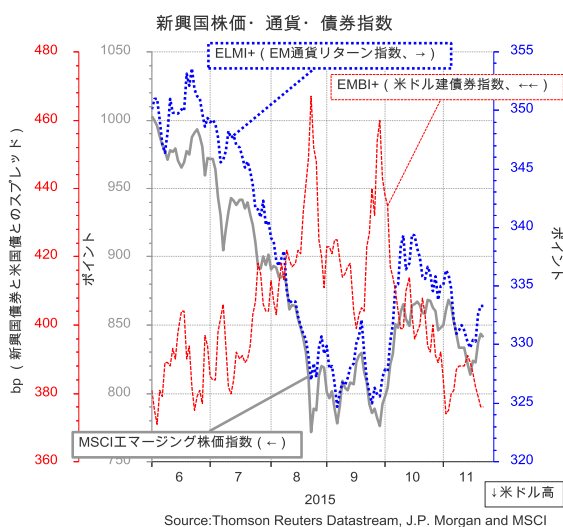
オーストラリア準備銀行(RBA)は11月3日、6会合連続で政策金利の据え置きを決定した。17日に公表された議事要旨によると、理事メンバーは経済環境の改善見通しが強まったとしながらも、鉱業部門の落ち込みは17年まで継続する見通しであること、中国をはじめとするアジア経済の先行きに懸念が生じたこと、中銀目標を下回る水準で低インフレが継続すること等を踏まえ、政策金利を据え置くことが適切と判断したことを明らかにした。

また、雇用環境が想定以上に力強く回復していることも指摘した。実際、会合後に発表された10月の雇用指標は、失業率5.9%と9月から大きく低下、雇用者数は5.86万人増(正規雇用者数が4.00万人増、非常勤雇用者が1.86万人増)で、市場予想を上回る増加となった。12ヶ月移動平均でみると、失業率は15年夏ごろに低下トレンドに転換し、労働参加率は14年末以降上昇トレンドとなっている。雇用情勢が年初に比べ改善しているとの見方が市場からも出始めており、利下げ観測は幾分後退した。(15.11.24現在)

商品価格、主な新興・資源国の物価、政策金利、生産、貿易の動向(14年11月~15年11月)



主な新興・資源国の株価、為替動向(15年6月~15年11月)



(資料) 各国株価指数、為替は Bloomberg より作成

(注) 取引日以外は、前営業日の値を表示している。

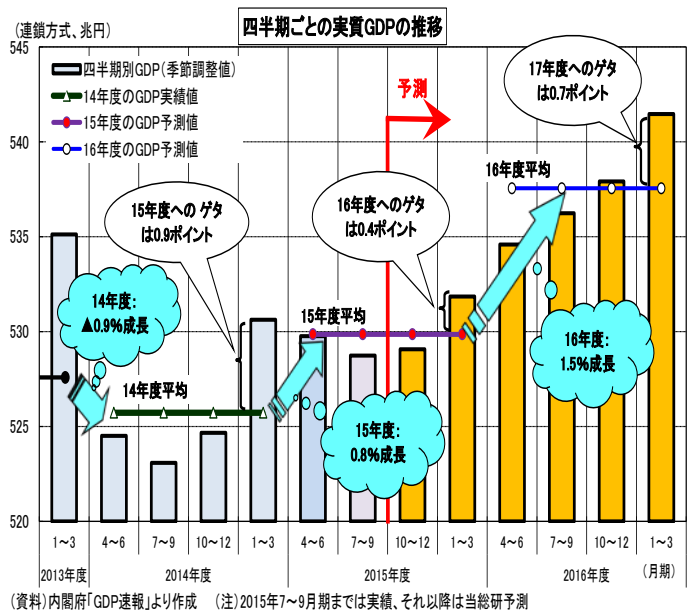
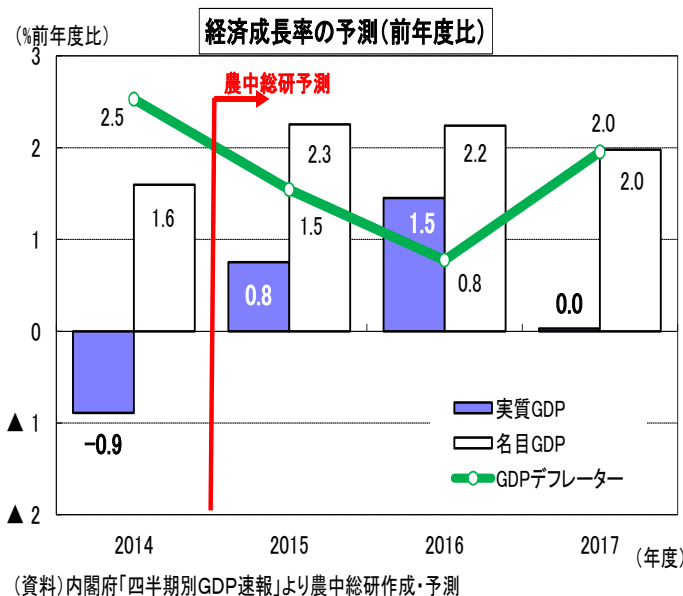


2015～17年度経済見通し

足元は弱い、16年入り後は緩やかな成長経路へ回帰 ～2015年度:0.8%、16年度:1.5%、17年度:0.0%～

国内景気は足踏み状態が続いている。7～9月期の経済成長率は2四半期連続のマイナスとなり、一部で景気後退観測も浮上している。実際、政府が重視する民間設備投資が、中国など新興国経済の予想以上の低調さを受けて減少が続いたことは懸念材料である。しかし、マイナス成長の主因は民間在庫投資の大幅減であり、それ自体は先々の景気展開にとって好材料であるほか、雇用者報酬が大幅に増加し、それが消費の持ち直しを牽引するなど、GDPの内容は見掛けほど悪いものではない。先行きについては中国経済が成長減速の過程にあるため、決して楽観視できないが、「企業から家計へ」の所得還流が徐々に進み、かつ労働需給逼迫に伴う賃上げ圧力が高まると想定されることから、緩やかながらも景気は持ち直し基調をたどると予想する。16年度後半にかけては消費税増税を前に景気・物価ともに改善が進むだろう。

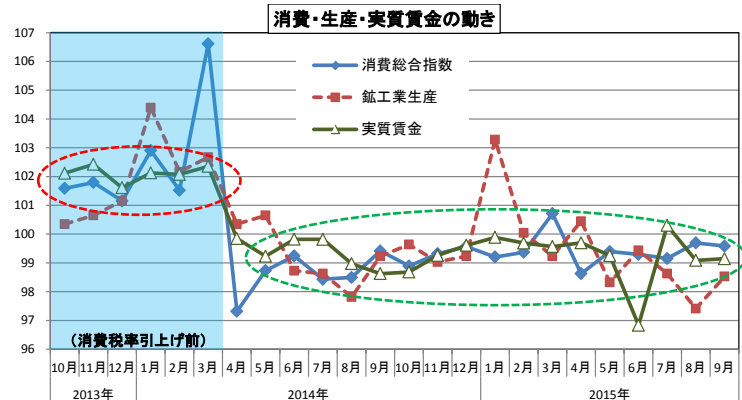
一方、原油安に起因する物価低迷に直面する日本銀行であるが、「物価の基調」は改善しているとの認識を繰り返していることから、当面は現行の量的・質的金融緩和を継続するとみられる。しかし、16年度後半に2%の物価安定目標を達成する可能性は依然低いだろう。



1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 足踏み状態だが、消費に持ち直しの兆しも

2014年4月の消費税増税後に大きく落ち込んだ日本経済は、その後、なかなか持ち直しに向けた動きが強まることなく停滞気味に推移、足踏み感の強い展開が続いている。政府や日本銀行による景気認識は、相変わらず「緩やかな回復」のままであるが、それでも最近では「一部に弱さもみられる(月例経済報告)」、「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられる(金融経済月報)」といった断り書きを付け加えるなど、実質的には判断の引下げを行っている。また、主要経済指標の基調判断をみても、「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)」、「一進一退(鉱工業生産)」、「足踏みがみられる(機械受注)」といった具合に、いずれも停滞感が強い様子が示されている。



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

こうした状況の背景には、①賃金・所得の伸び悩みに伴う消費の鈍さ、②日本にとって重要な貿易相手先となった中国など新興国経済の減速を受けた輸出の低迷、③さらには内外需の回復が予想外に進まないことに悪影響を受けた設備投資マインド、などが挙げられてきた。しかし、最近では多少の変化も見られている。

このうち、①に関しては、消費税増税から1年が経過し、税率引上げに伴う物価上昇が一巡したこと、賃上げや夏季賞与の増額を含めて「企業から家計へ」の所得還流は鈍いながらも進んだこと、さらには足元のエネルギー価格の大幅下落によって家計の実質購買力が回復したこと、などもあり、今夏にかけて消費には持ち直しの兆しも見え始め、マイナスの影響が消えつつある。増税に絡んで白物家電や軽自動車など耐久消費財の販売も不振が続いていたが、最近では回復の動きが見られている。

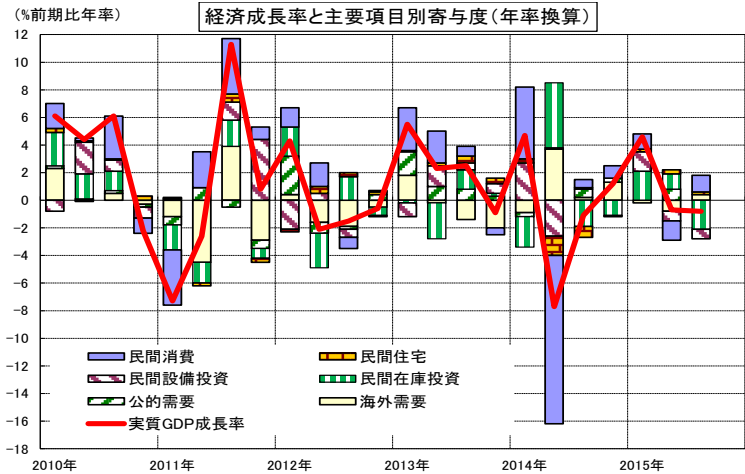
しかし、②、③による景気下押し圧力は依然として根強い。特に、「投資・輸出主導」から「消費主導」といった経済構造改革などを通じて、質の高い経済成長の実現を目指す中国経済はこのところ確かに成長減速が見られているが、日本を含めた周辺国からは失速しているのではないかと懸念を抱かれるなど、その動向は世界中から注目を集めている。こうした中国やその影響を受けた新興・資源国の景気鈍化により、輸出が全般的に頭打ちとなり、生産財・資本財分野で在庫が大きく積み上がり、国内の生産活動に悪影響を及ぼしていた。

(2) 7～9月期 GDP は2四半期連続のマイナス成長

こうしたなか、11月16日に公表された7～9月期のGDP第1次速報では、経済成長率が前期比年率▲0.8%と2四半期連続でのマイナス成長となった。また、実感に近いとされる名目GDPは前期比年率0.1%と4四半期連続のプラスながらも、微増にとどまった。

しかし、内容的には、前期比▲1.3%と2四半期連続の減少となった民間設備投資を除

き、さほど悪いものではない。列举すると、①4～6月期にかけて悪化した民間消費が雇用者報酬の増加(実質ベースで前期比0.8%)に伴い、前期比0.5%と2四半期ぶりに増加に転じた、②財貨部門は低調だったが、訪日外国人によるインバウンド需要の堅調さを背景としたサービス部門の好調さで、輸出が前期比2.6%と増加に転じ、その結果として外需寄与度(対前期比成長率)も0.1ポイントと3四半期ぶりのプラスとなった、③15年前半にかけて積み上がった民間在庫残高の調整が大幅に進展した(前期比成長率への寄与度:▲0.5ポイント)、などが特徴だ。



(資料)内閣府経済社会総合研究所

15年度入り後も軟調に推移していた消費・輸出が好転した一方で、民間在庫の取り崩しが主因となってマイナス成長となったといえるが、それらはいずれも前向きな評価が可能である。在庫投資を除く最終需要で見れば、国内、民間ともに前期比0.2%と増加に転じているのも事実だ。

また、一国のホームメイドインフレであるGDPデフレーターは前年比2.0%と、上述の通り、他の物価指標が軒並み下落状態となっているのとは裏腹にプラス状態を保っているほか、4～6月期(同1.5%)から上昇幅を拡大させた。当然、需給バランスの改善によって価格転嫁が進んだことを示しているわけではなく、輸入価格の下落ほどには国内製品の価格が下がっていないことを示している。最近では、加工食品や日用品などの値上げが定着しつつあるが、所得環境の改善を裏付けた動きといえる。

2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

安倍首相は、自由民主党の総裁再選が決まった後、未来を見据えた新たな国づくりを進める意欲を示す「ニッポン1億総活躍プラン」を提唱し、アベノミクス第2ステージに向けて「希望を生み出す強い経済(第1の矢)」、「夢をつむぐ子育て支援(第2の矢)」、「安心につながる社会保障(第3の矢)」という新しい「3本の矢」を打ち出した。それぞれ、「名目GDP600兆円の達成」、「希望出生率1.8の実現」、「介護離職ゼロの実現」を目標とし、それを通じて経済の好循環をさらに拡大させていく方針である。第1ステージの「3本の矢」が経済全体のパイの拡大を最優先していたのに対し、第2ステージの新「3本の矢」は再分配にも配慮していく決意が見て取れる。

こうしたなか、15年度の補正予算案の編成が取りざたされている。内容的には、環太平洋戦略的経済連携協定(TPP)発効に向けた農業対策や災害対策、低所得の年金受給者向け給付金の配布、「1億総活躍社会」の実現に向けた経費計上などとなる見込みである。一方、規模としては3兆円超と14年度(3.1兆円)を上回る見込みだが、財源は14年度剰余金(1.6兆円)や15年度の税収上振れ分などを充てる見込みとされ、これに伴う国債新規発行はないと思われる。16年1月初旬にも召集する方針とされる通常国会の冒頭での速やかな審議・可決を目指すものとみられる。

なお、16年度一般会計予算は現在財務省にて編成作業中であるが、7月24日に閣議了解された概算要求基準では、年金・医療等は0.67兆円の自然増を容認しつつも合理化・効率化に最大限取り組む、義務的経費は15年度並み、裁量的経費は1割削減し、その3割を「新しい日本のための優先課題推進枠」として設定する、などとなっており、景気動向に対しては中立的な内容となるものと見込まれる。

なお、17年4月には予定通り、消費税率を10%に引き上げることを前提条件としているが、現在与党内ではそれと同時に導入する軽減税率の適用範囲を巡り議論が行われている。年内には結論を出す予定ではあるが、今回の見通しは軽減税率について一切考慮せずに予測値を出している(詳細が決まれば、適用する方針)。

(2) 世界経済の見通し

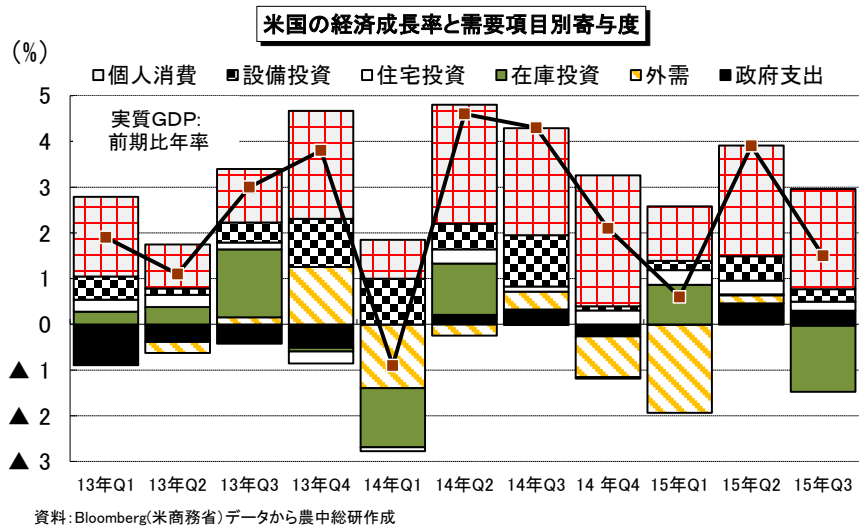
13年5月に行われたバーナンキ米FRB議長(当時)の議会証言(およびその後の質疑応答)により、米国の大規模な量的金融緩和策の転換が意識されて以降(いわゆるバーナンキ・ショック)、世界経済の動向は大きな変化が見られ始めた。先進国経済が世界金融危機・大不況後も不振が続いたのに対し、新興国経済は緩和マネーの流入などに支えられて高めの成長を続けてきたが、緩和政策の終了が意識させた新興国から米国へのマネー還流観測が強まり、これまで覆い隠されていた新興国特有の脆弱性への注目が一気に強まった。また、中国経済の減速、さらにはそれが一因として起きた原油など資源安など、新興・資源国経済を取り巻く環境は厳しい状況が続いている。

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

① 米国経済

15年7~9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率1.5%と、4~6月期の同3.9%から減速した。しかし、内訳をみると、個人消費による経済成長への寄与度は2.2ポイ

ントと、依然として堅調さを維持している。設備投資、住宅投資は前期より寄与度がやや低下したが、経済成長に対してプラスの寄与となっていることは変わらなかった。ただし、設備投資は前期と比べて経済成長への押し上げ効果が縮小した。なお、在庫投資の減少によるマイナス寄与(同▲1.4ポイント)を除けば、3%前後と堅調な経済成長が続いていると捉えることが可能だ。



一方で、金融政策の焦点となる利上げについては、年内に開始する公算が一段と高まった。国際金融市場が落ち着きを取り戻したほか、世界経済情勢への警戒感が後退したこともあり、利上げを阻む海外要因は剥落しつつある。また、米国国内の経済情勢について、前述した堅調な経済成長が続いているなか、10月の雇用統計は市場予想を大きく上振れ、12月利上げを後押しする良好な内容となった。このように、次回12月中旬に開催されるFOMCでは、FRBが利上げを決断するのはほぼ確実視されている。

さて、先行きの米国経済については、年内の利上げ開始を前提に、予想してみたい。15年末から16年半ばにかけて、内需が主導して経済活動は拡大し続けるこのこれまでの見方を踏襲する。もちろん、利上げによって個人消費や住宅投資は抑制される可能性があるものの、緩やかな利上げを想定すれば、こういったセクターではその影響が限定的にとどまると考えている。足元の主な経済下振れリスクとしては、以下の2点が挙げられる。まず、新興国の減速やドル高基調が長期化するなか、一部の輸出関連産業が受ける悪影響が顕在化する可能性がある。また、国際商品価格も低水準で推移する可能性が高いなか、米

2015~17年 米国経済見通し (15年11月改定)

| | 単位 | 2014年 | 2015年 | | 2016年 | | | 2017年 | | | |
|-----------|-----|----------|-----------|---------------------|----------------------|-----------|---------------------|----------------------|-----------|---------------------|----------------------|
| | | 通期 実績 | 通期 予想 | 上半期 (1~6月) 実績 | 下半期 (7~12月) 予想 | 通期 予想 | 上半期 (1~6月) 予想 | 下半期 (7~12月) 予想 | 通期 予想 | 上半期 (1~6月) 予想 | 下半期 (7~12月) 予想 |
| 実質GDP | % | 2.4 | 2.4 | 1.8 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.1 | 2.3 | 2.5 | 2.2 |
| 個人消費 | % | 2.7 | 3.2 | 2.8 | 3.2 | 2.7 | 2.5 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.5 |
| 設備投資 | % | 6.2 | 3.1 | 2.0 | 2.7 | 3.5 | 3.9 | 3.5 | 4.8 | 5.3 | 5.2 |
| 住宅投資 | % | 1.8 | 8.5 | 9.9 | 7.4 | 7.0 | 6.7 | 7.3 | 7.3 | 7.0 | 8.0 |
| 在庫投資 | 寄与度 | 0.0 | 0.1 | 0.8 | ▲1.2 | ▲0.1 | 0.3 | 0.1 | ▲0.0 | ▲0.1 | 0.0 |
| 純輸出 | 寄与度 | ▲0.2 | ▲0.6 | ▲2.3 | ▲0.4 | ▲0.2 | ▲0.6 | ▲0.5 | ▲0.2 | ▲0.1 | ▲0.9 |
| 輸出等 | % | 3.4 | 1.5 | ▲0.5 | 2.5 | 2.1 | 2.1 | 1.8 | 1.4 | 1.3 | 1.1 |
| 輸入等 | % | 3.8 | 5.3 | 6.8 | 3.1 | 3.2 | 3.4 | 2.9 | 2.3 | 1.2 | 3.7 |
| 政府支出 | % | ▲0.6 | 0.8 | 0.3 | 1.8 | 0.3 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.1 | ▲0.2 |
| PCEデフレーター | % | 1.4 | 1.1 | 0.4 | 0.4 | 1.3 | 1.0 | 1.5 | 2.2 | 2.1 | 2.2 |
| GDPデフレーター | % | 1.6 | 1.0 | 1.2 | 0.9 | 1.4 | 1.2 | 1.5 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| FFレート誘導水準 | % | 0~0.25 | 0.25~0.50 | 0~0.25 | 0.25~0.50 | 0.75~1.00 | 0.50~0.75 | 0.75~1.00 | 1.50~1.75 | 1.25~1.50 | 1.50~1.75 |
| 10年国債利回り | % | 2.5 | 2.2 | 2.1 | 2.4 | 2.7 | 2.6 | 2.8 | 3.1 | 3.0 | 3.2 |
| 完全失業率 | % | 6.2 | 5.3 | 5.6 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 | 5.1 |

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

- (注) 1. 予想策定時点は2015年11月14日(15年7~9月期の速報値ベース)
 2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
 3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度
 4. デフレーターは期中平均前年比
 5. FFレート誘導目標は期末値

国におけるシェールオイル関連企業には、原油安に加え、利上げに伴う資金調達コストの上昇もあり、デフォルトや経営破綻の増加リスクが高まると考えられる。

当面の米国経済の先行きを主要部門別にみると、家計部門については、堅調な雇用情勢や資産効果を背景に、家計を取り巻く環境は改善が進んでいる。また、一部で賃金上昇の加速が確認されたほか、エネルギー安による実質可処分所得の増加や良好な消費マインドの下支えもあり、個人消費はこれからも堅調さを維持できる見通しである。住宅部門については、今後とも良好な雇用環境や家計部門の所得増を受け、新築・中古とも住宅販売は高水準を維持するだろう。このほか、家賃上昇による持ち家志向の高まり、外国人の住宅購入意欲も旺盛であるなど、住宅市場の回復を後押しする要因も多く散見されることから、住宅部門については今後とも楽観的な見通しが可能だ。

企業部門については、経営者マインドは製造業と非製造業のギャップが拡大している。新興国の減速、国際商品価格の下落やドル高の進行などを背景に、製造業関連の設備投資は弱含みのままで推移する可能性が高い。一方、堅調な内需に支えられ、サービス業における設備投資は増加すると予想する。純輸出については、新興国の成長鈍化やドル高の影響を踏まえ、輸出は減少する見通しである一方、内需の堅調さから輸入は増加傾向となる可能性が高い。

以上から、15年は前年比 2.4% (前回見通し 2.1% から上方修正)、また 16年は同 2.4% (前回見通し 2.5% から下方修正)、17年は同 2.3% の成長と予想する。米国経済の潜在成長率が 2% 程度であることを踏まえれば、緩やかな回復が継続するとの予想である。

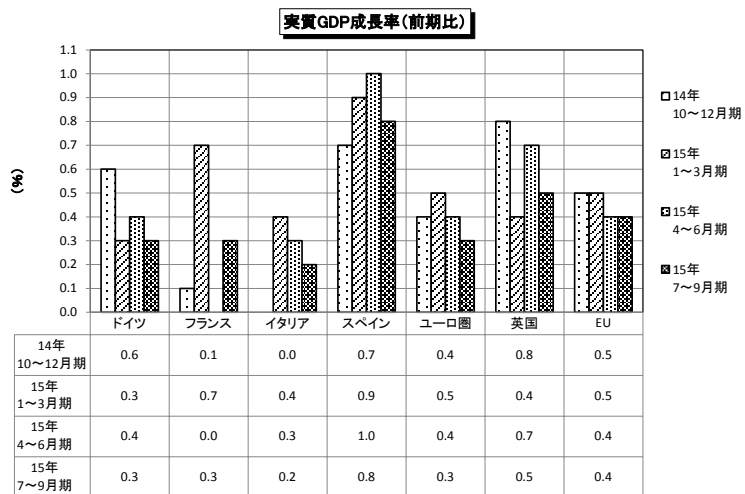
② 欧州経済

ユーロ圏では、15年 7～9月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比 0.3% となり、前期の同 0.4% から 0.1ポイント減速した。経済規模の大きい 4ヶ国の中では、前期に比べフランスが加速したのに対し、ドイツ、イタリア、スペインが減速となった。

ユーロ圏では、原油安、通貨安、金利水準の低下という追い風を受けて内需の回復が認められる。主要な経済指標のうち、9月の小売売上高

は前月比では 0.1% の減少となったものの、前年同月比では 2.9% の増加と、基本的に堅調な動きが継続している。また、同月の失業率は 10.8% であり、緩やかながらも低下傾向が続いている。一方、同月の鉱工業生産指数は前月比 0.3% の低下と、2ヶ月連続で前月比マイナスとなるなど頭打ちの兆候が生じるとともに、10月の消費者物価上昇率は前年同月比 0.1% の上昇であり、低い上昇率が継続している。

景気回復の牽引役として期待されるドイツについては、9月の失業率は 4.5% という低水準にあるなか、同月の小売売上高についても、前月と変わらずの水準ではあったものの前年同月比では 3.4% の増加と、しっかりした値となっている。これに対し、同月の製造業受注指数は前月比で 1.7% の低下となり 3ヶ月連続で前月比マイナスとなったほか、前年同月比でも 1.0% の低下と、力強さに欠ける動きが生じている。また、同月の鉱工業生産指数については前月比 1.2% の低下と、2ヶ月連続の前月比マイナスとなったほか、前年同月比で



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

も0.2%の上昇にとどまっている。さらに、同月の輸出額は前月比で2.6%の増加となり前月の同 5.2%の大幅減少からは回復したものの、不安定な動きが認められる。このように、ドイツではユーロ圏外からの製造業受注が減少するなど、内需の回復の一方で、新興国経済の成長減速に伴うとみられる影響が現れつつある。

こうしたなか、欧州中央銀行(ECB)は、消費者物価上昇率の低位推移を受け12月の政策理事会に向け追加緩和の姿勢を強めている。ECBによる多面的な政策や通貨安などの好環境を通じ今後もユーロ圏の景気回復は下支えされると考えられるが、ユーロ圏では、企業・家計ともに引き続き負債比率が高止まるほか、全般的に企業の投資は盛り上がりには欠け、労働生産性が停滞するなどの課題が残存していることから、景気回復が加速することは考えづらく、引き続き緩やかな回復にとどまるものと考えられる。また、新興国経済の成長減速など、景気回復に対する下振れリスクは以前に比べ増加しているものと考えられる。

③ 中国経済

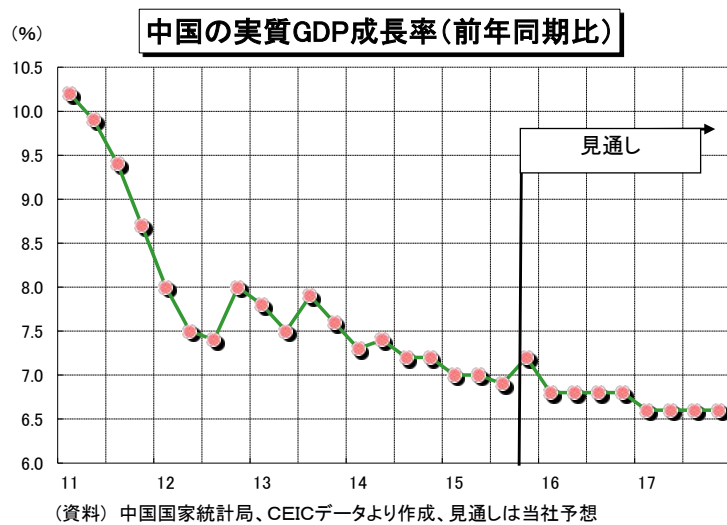
政府は15年の成長目標である「前年比7%前後」を達成するため、預金準備率や政策金利の引き下げといった金融緩和を断続的に実施してきたことに加え、財政支出を大幅に増加するなどの景気下支えも合わせて実施してきた。それにより、7～9月期の実質GDP成長率は前年比6.9%と、4～6月期(同7.0%)からやや減速したものの、目標範囲に留まった。

これまでの景気対策、とりわけ積極的な財政政策による景気押し上げ効果は徐々に散見さ

れつつあり、足元の景気は持ち直しの兆しが出始めている。10月分の経済指標を確認すると、輸出は不振が続いたものの、自動車販売台数の持ち直しやネット販売の好調さを受けて消費は底堅く推移したほか、財政支出の大幅な増加を受けて投資も下げ止まり感が出ている。そのため、10～12月期の経済成長率は7%台に戻ると予想する。1～9月期の成長が既に6.9%に達していることもあり、15年を通じては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、中国は過剰生産能力の解消など多くの構造問題を抱えているため、長らく調整局面を余儀なくされているため、景気が大きく好転する可能性は低いと思われる。また米国の利上げにより、中国からの資金流出が急増するリスク、さらには地方政府がどこまで安定成長の維持に協力するかといった点において不透明感も漂う。そのため、市場では引続き中国経済への不安が燃り続けるだろう。

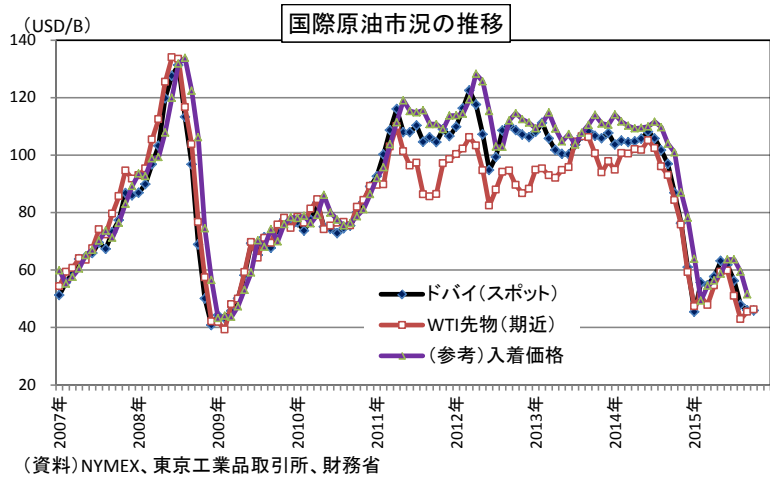
以下、16～17年の中国経済について見通してみたい。「第13次5ヶ年計画(16～20年)」の草案で今後5年間は中成長を保つという目標が示されたほか、習近平国家主席も20年に全面的な小康社会(ゆとりのある社会)を実現するため、今後年平均6.5%以上の経済成長が必要だと明言した。このように、向こう5年間の成長率の下限は6.5%であることが示唆されたが、生産年齢人口は12年から減少に転じているほか、住宅在庫の調整や過剰生産能力の解消にはしばらく時間を要することも予想されるため、中国経済は成長率の減速が当面続くことは避けられないだろう。しかし、それはあくまで「自然体」であり、景気の悪化を示すものではない点を留意すべきであろう。



④ 輸入原油価格の見通し

14年夏場以降、国際原油市況は急落、15年3月中旬に1バレル=42ドル台(WTI先物(期近物)、以下同じ)まで値下がりした後、5~6月にかけては60ドル前後での推移となるなど、一旦は持ち直しも見られた。しかし、ギリシャ支援交渉の決裂やイラン核開発協議での合意が意識され始めた6月末から再び下落に転じ、8月下旬には一時37ドル台と6年半ぶり水準まで下落した。直近は概ね40ドル台のボックス圏での展開が続いている。

世界経済全体が低成長リスクに直面しており、石油需要の急回復が見込めない中、産油国内での生産調整は進まず、むしろシェア確保のための増産を目論む動きも続いている。このように、供給過剰感が払拭できない状況がしばらく継続するものと思われ、国際原油市況は当面、40~50ドルを中心レンジとして推移すると予想される。以上を踏まえ、国内への原油入着価格(CIFベース)は16年度にかけて50ドル前後で推移すると想定した。





2015~17年度 日本経済見通し

Table with 6 columns: Unit, 2014 Actual, 2015 Forecast, 2016 Forecast, 2017 Forecast. Rows include GDP, Real GDP, Domestic Demand, Public Demand, Output, Input, Unemployment, etc.

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

(四半期)

(→予測)

Table with 15 columns: Unit, 2015 (4 quarters), 2016 (4 quarters), 2017 (4 quarters), 2018 (1 quarter). Rows include GDP, Real GDP, Domestic Demand, Public Demand, Output, Input, Unemployment, etc.

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

3. 2015～17年度の日本経済・物価見通し:

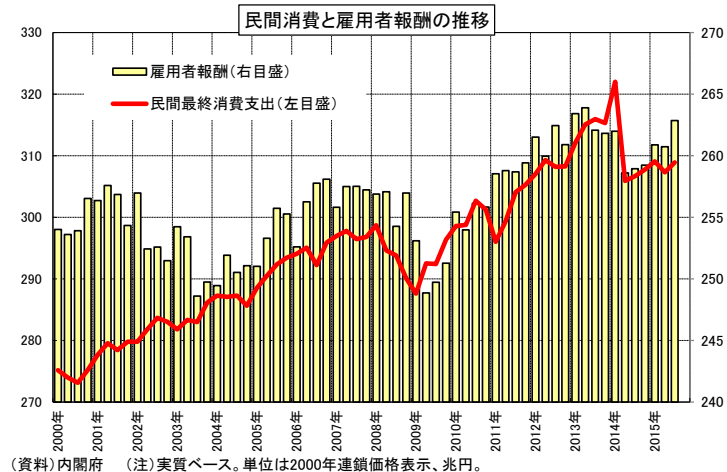
(1) 経済見通し ～ 16年度にかけて緩やかな景気回復が継続

7～9月期の経済成長率は2四半期連続のマイナスとなったものの、その内容を精査すると決して悪いものばかりではなく、そこかしこに持ち直しに向けた動きが散見された。また、唯一の悪材料であった民間設備投資についても、緩やかであっても国内需要の回復が続き、輸出も下げ止まりさえすれば、①高水準の企業業績や潤沢なキャッシュ・フローの存在、②円安進行に伴う国内生産コストの大幅減少、③老朽化の進行に伴う根強い更新需要、④大胆な金融緩和による低金利環境、など設備投資環境は良好さを保っていることもあり、底堅い設備投資計画が実行に移され、回復に向かうものと予想される。

とはいえ、世界経済全体の成長ペースが高まる気配を見せず、輸出を当面の景気牽引役として期待することが難しい以上、17年4月の消費税率再引上げに向けて「経済の好循環」を実現し、経済、財政状況、金融政策などの「正常化」を果たしていく上では、「企業から家計へ」の所得還流がどの程度進むか、ということが非常に重要である。そして、その行方は日銀が目指す物価安定目標の達成などにも影響を与えることは言うまでもない。

厚生労働省によれば、15年度の春季賃上げ率は前年度比2.38%と、14年度(同2.19%)から加速、17年ぶりの高い伸びとなった(定期昇給分は1.8ポイントほどとすれば、ベースアップ分は0.5～0.6ポイントと想定される)。また、固定費増につながる「月給」のベースアップに慎重な企業でも、「賞与」の増加には前向きな対応をしたとされており、経団連によれば大手企業の夏季賞与・一時金は前年比2.81%(最終集計)と底堅い伸びを確保、水準的にもリーマンショック以降の最高額となった模様だ(毎月勤労統計によれば15年の夏季賞与は前年比▲2.8%と2年ぶりの減額となったが、標本替えの影響で実態よりも下

振れしている可能性が指摘されている)。そうした賃上げや賞与積み増しの動きから、7～9月期の実質雇用者報酬は前年比1.6%、前期比0.8%と大幅な回復を示し、消費の持ち直し再開に大きく貢献した。また、消費者マインドも概ね高めの水準を保っており、実質所得の増加が継続するとの見通しが強まれば、消費は本格的な回復が始まるものと期待される。今後の注目は、16年入り後に原油安要因が大きく剥落するため、消費者物価の上昇率が高まることが想定される中で、それに影響をあまり受けないほどの所得増が実現するか、といったところだ。企業業績の伸び悩みなどは16年度の賃上げに抑制的に働く可能性はあるが、一方で人手不足感の高まりがあるほか、残業時間増による所得増も十分想定されることから、「所得増⇒消費増」は緩やかに進む可能性があるものと予想する。

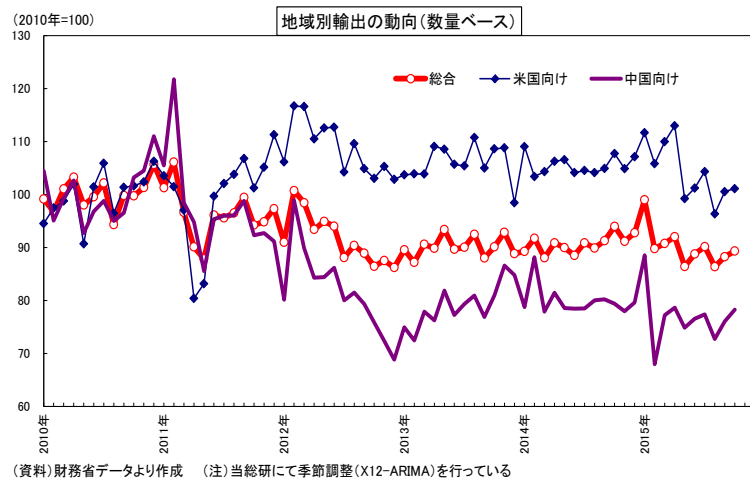


他方、海外経済、特に中国など新興国経済には、引き続き注意が必要となるだろう。15年夏場以降の注目材料は、①米国の利上げ開始時期とその後の利上げペース、②中国経済の減速の状況、の2つであったが、いずれも世界経済にとっては下振れリスクとして意識されてきた。このうち、①については、現時点では米FOMCは次回会合(12月15～16日)で利上げを決定し、その後の利上げペースは当初緩やか、ということはかなり織り込まれつ

つある。もちろん、利上げが間近に迫れば、内外の金融資本市場が多少混乱する可能性は否定できないが、金融政策の正常化を推進すること自体は米国経済そのものが利上げに耐えうる体力を備えたことと判断された結果でもあり、これが世界経済に少なからぬ打撃を与えると悲観視すべきではない。

一方、中国経済については、統計データの信頼性ということも含めて、不透明感が強い状況が続いているのは否めない。まず、中国経済を捉える上では、生産年齢人口が減少し、かつ農村部の余剰労働力が枯渇しつつある中で、成長率は趨勢的に鈍化していくのは自然であることは十分踏まえておく必要がある。社会安定のためには不可欠な雇用確保に必要な成長率は6%台との試算もあるため、7～9月期のGDP成長率のように、7%を割ったからといって景気が悪化していると判断するのは早計であろう。なお、足元については、政策効果などが浸み出すことで成長鈍化に一旦は歯止めがかかるとみられ、軟調に推移していた中国向け輸出数量に下げ止まりの動きが出る可能性もある。しかし、中国経済がまさに転換期を迎えていることもあり、16年は6%台後半の成長率へと小幅ながらも減速するのは不可避であろう。

世界経済全体が低成長リスクに見舞われる中、米国・中国といった日本にとっての二大輸出相手国の経済成長が加速することは想定できそうもない。もちろん、時間経過とともに日本の輸出に対する悪影響は徐々に薄れていくとみられるが、景気の牽引役としては期待薄だろう。

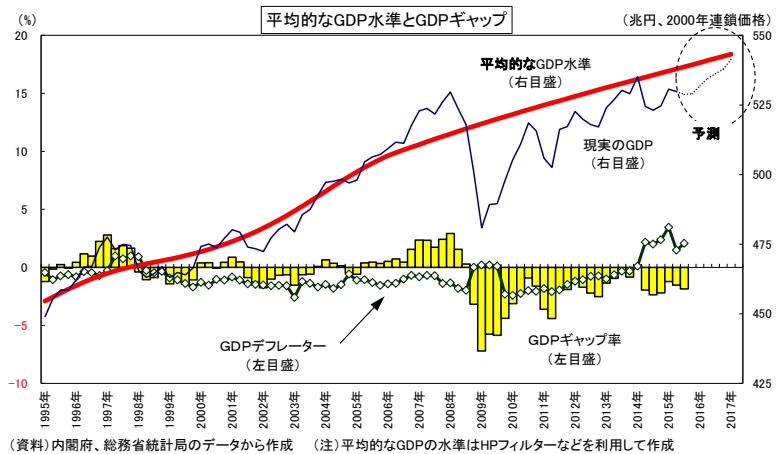


以上の消費・輸出動向を受け、足元では軟調な設備投資も早晚下げ止まり、投資環境の良好さを反映して16年入り後は緩やかな増加傾向をたどることが期待される。

以下、当面の日本経済についての見通しを述べていく。まず、足元の10～12月期については、経団連によれば、大手企業の冬季賞与・一時金は前年比3.13%(第1回集計)となり、夏季に続き底堅い伸びとなる可能性がある。ただし、前年の反動から残業減となる可能性もあり、賃金所得はやや控えめな伸び率となる可能性がある。一方、エネルギー価格は一段と値下げされていることもあり、家計の実質購買力は改善しており、消費の持ち直し傾向は継続するものと考えられる。なお、現在の日本は消費の回復に伴って、輸入も増加しやすい経済構造となっている点には留意が必要である。また、7～9月期には増加に転じた輸出も、財貨分野は頭打ちが継続するが、インバウンド需要が含まれるサービス分野では堅調さが予想され、小幅な増加となるだろう。なお、設備投資は財輸出の好転が期待できないため、小幅ながらも3四半期連続の減少となるだろう。この結果、10～12月期は前期比0.1%、同年率0.3%と、僅かではあるが、3四半期ぶりにプラス成長に戻ると予想する。

その後、16年入りも消費行動は緩やかに持ち直していくことが見込まれる。また、世界経済の不透明感も徐々に和らぎ、財貨分野の輸出もようやく持ち直しが始まり、それとともに企業設備投資も回復するだろう。15年度末にかけて、「経済の好循環」に向けた動きがようやく始まる。その結果、**15年度の実質成長率は0.8%(前回9月時点の予測:1.0%から下方修正)**、下方修正の理由は7～9月期が当初の予想を下振れるマイナス成長となったことと、年度下期以降の輸出の増加テンポを緩やかにしたためと予測した。**名目成長率は2.3%、GDPデフレーターは前年度比1.5%(前回はそれぞれ2.5%(下方修正)、同1.4%(上方修正))と予測した。**

16年度についても、弱いとはいえ、「経済の好循環」が徐々に進むと見られるが、円安効果の剥落や中国経済の成長率が軟着陸に向けて鈍化を続けることなどにより、輸出製造業を中心に春季賃金交渉でのベースアップ押し上げ圧力はやや和らぐものの、残業増や人手不足感の強まりに伴う賃上げ圧力は高まるものと思われる。その結果、実質所得が目減りする事態は回避され、消費の持ち直しが阻害されることはないだろう。また、年度半ばには消費税増税直前(14年1~3月期)のGDP水準をようやく上回り、と同時にマクロ的な需給ギャップも解消方向に動いていくこと、さらには労働面での供給制約が意識され始め、「景気拡大の持続性」への意識も徐々に高まっていくだろう。もちろん、GDPギャップは依然として乖離(=需要不足)が存在しており、成長余力は存在する状況である。それゆえ、16年度も引き続き、雇用増(あるいは失業率の低下)を伴いながら経済成長を続けていくだろう。また、17年4月に予定される消費税増税を控え、16年度後半にかけて民間消費や住宅投資には相応の駆け込み需要が発生するものと思われる。その結果、**16年度の実質成長率は1.5%、名目成長率は2.2%、GDPデフレーターは前年度比0.8%(前回予測はそれぞれ1.8%、2.7%、同0.9%でいずれも下方修正)と予測した。**16年度末までには失業率が3%を割れる水準まで低下するだろう。



一方、今回から見通しを提示する17年度については、年度前半にかけて消費税増税後の反動減が想定されることから、需要水準が一旦は落ち込むとみられる。ただし、増税前に大幅な駆け込み需要が発生し、増税後にはその反動減が発生し、持ち直しがなかなか進まなかった記憶がまだ残っていること、さらには税率引上げ幅が2%であること、増税時には一部に軽減税率の導入が予定されていること等もあり、前回増税時よりも消費行動は平滑化するものと考えられる。この結果、**17年度の実質成長率は0.0%、名目成長率は2.0%、GDPデフレーターは前年度比2.0%と予測する。**ちなみに、16年度からの「成長率のゲタ」は0.7ポイントであり、年度の実質成長率はそれを大きく割り込むことから、景況感は悪化する可能性が高い。また、GDPデフレーターの上昇率加速は消費税増税によるものである。「経済の好循環」は再び中断することになるだろう。

(2)物価見通し ~ 原油安効果の剥落で徐々に上昇基調を回復へ

9月の全国消費者物価は、代表的な「生鮮食品を除く総合(以下、全国コアCPI)」では前年比▲0.1%と2ヶ月連続の下落となったが、より需給環境を反映すると考えられる「食料(酒類を除く)・エネルギーを除く総合(全国コアコア)」では同0.9%と上昇傾向が逆に強まるなど、捉え方によっては様々な解釈ができるような内容となった。全国コアの下落は、原油安を背景としたエネルギー価格の大幅下落が主因であり、それにこれまでの消費低迷の影響も加わった結果と考えられる。一方で、全国コアコアの上昇傾向の強まりは、賃上げやエネルギー価格下落で当該分野への支払い額が減ったことで消費者の実質購買力が高まり、それがエネルギー分野以外への消費を活性化させ、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定着しつつあるものと受け取ることができる。

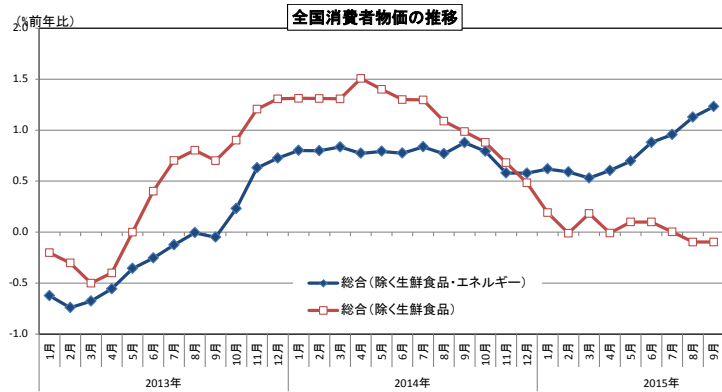
先行きについては、原油価格や為替レートが現状水準で推移すれば、原油安による物価押し下げ圧力は徐々に和らいでいき、16年初頭には一旦解消する可能性がある。一方で、

14 年秋以降に再び強まった円安に伴う物価押し上げ効果もまた弱まっていくことになる。日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同 1.2%へと、15 年入り後は徐々に上昇傾向を強めてきたが、相反する両要因の影響により、15 年度末までには全国コアは同 0%台後半まで上昇率を回復させられると思われる。

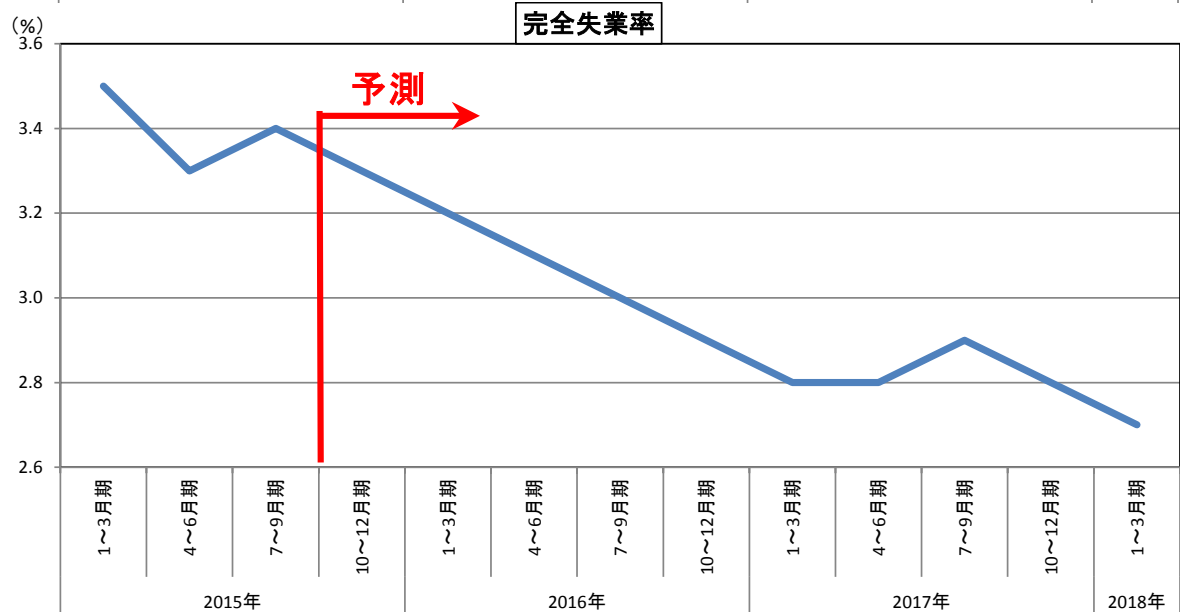
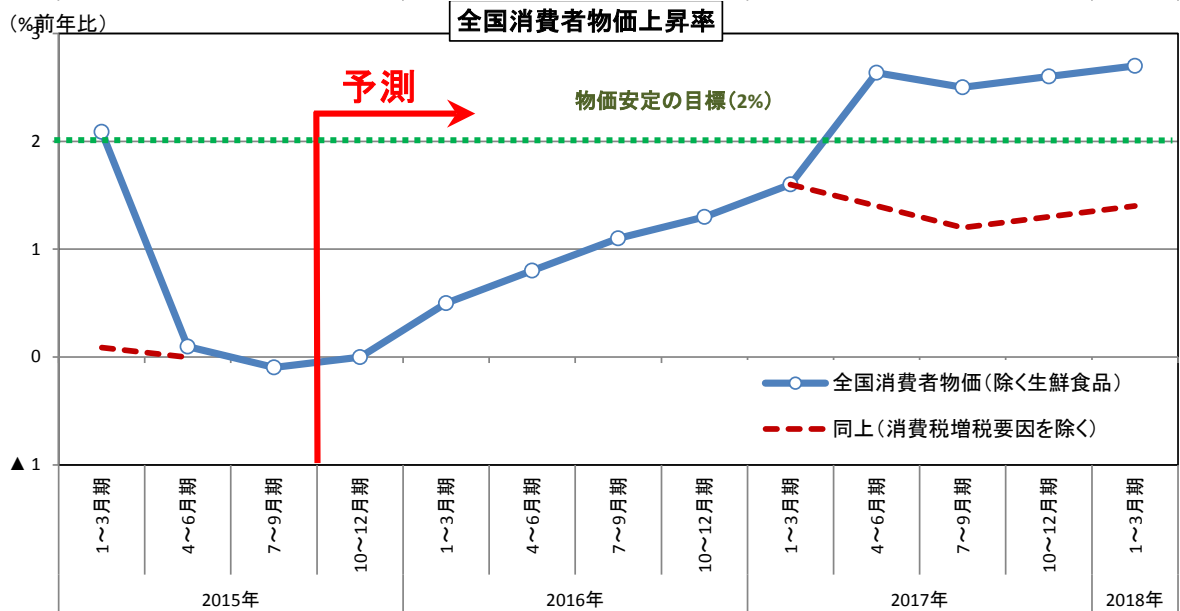
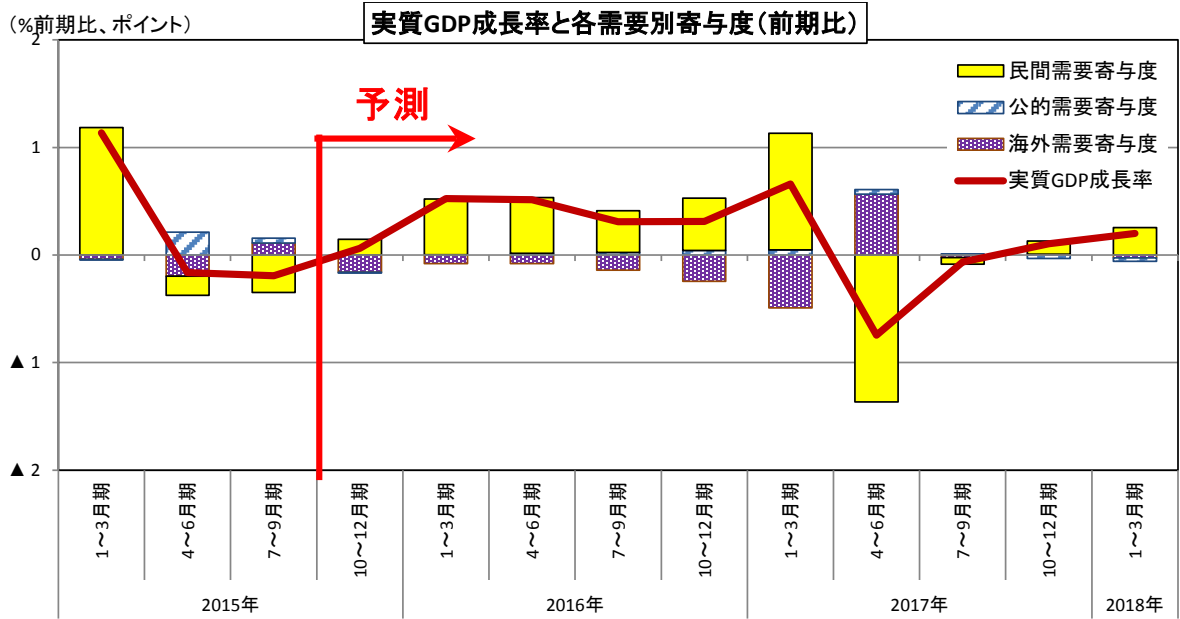
こうした中、同時に所得の伸びも高まっていかなければ、実質所得が再び伸び悩むことになりかねない。その場合、コスト上昇分のスムーズな価格転嫁を阻害することになりかねない。16 年度には労働需給の逼迫などを背景に賃上げ圧力も徐々に高まると予想するが、その伸びが加速的に高まることはなく、物価への波及度も穏やかなものにとどまるだろう。

年度末にかけては消費税増税を控えた駆け込み需要の発生も予想されるが、安定的な前年比 2%の物価上昇率が実現する可能性は薄いだろう。さらに、17 年度には消費税増税による需要減が想定されるため、物価上昇率 2%に向けた動きは一旦は途絶えるものと思われる。ただし、人手不足度は引き続き強まり、賃金上昇を通じた物価押し上げは継続すると思われる。

以上から、15 年度の全国コア CPI は前年度比 0.1% (14 年度:同 2.8%、消費税要因を除くベースでは同 0.9%)と上昇率は鈍化するが、16 年度は同 1.2%と上昇率を徐々に高めていくだろう。また、17 年度は同 2.6%と増税効果で上昇率が高まるが、それを除けば同 1.3%にとどまるだろう。



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



(資料) 内閣府、総務省統計局

(注) 予測は農林中金総合研究所による。

定期積金の集金業務と協同組織金融機関

古江 晋也

要旨

定期積金の集金業務は協同組織金融機関に欠かせない営業ツールの一つであるが、90年代後半以降、事業所の廃業率の増加、コスト削減を目指した業務の見直しなどによって集金業務を取りやめる金融機関が増加した。

しかし、昨今では、集金業務の重要性を唱える意見が増加している。地域金融機関経営の核心が顧客とのふれあいにあると認識するのであれば、集金業務を単なる「預金収集」とみなしたり、費用対効果の観点から活動を評価するのではなく、コミュニケーション・ツールとして再活性化する方策を絶えず検討していく必要がある。

はじめに

営業区域が限定されている協同組織金融機関は組合員や地域社会に密着した営業活動を展開することで競争優位を築いてきた。そして地域に密着した営業活動に欠かせないツールの一つが、定期積金の集金業務である。しかし、90年代後半以降、信用金庫、信用組合における定期積金額は減少しているのが現状である。

定期積金のあり方については、各金融機関で大きく意見が分かれるものの、本稿では筆者がこれまで実施してきた協同組織金融機関へのヒアリング調査をもとに、昨今の定期積金における集金業務の動向をまとめることにする。

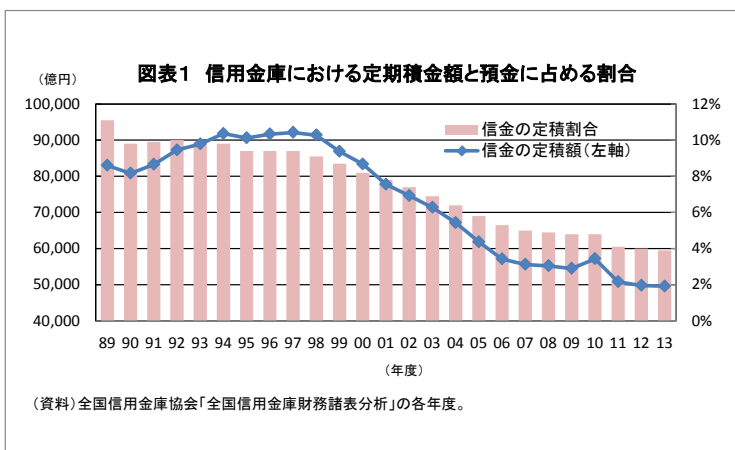
日掛、月掛積金

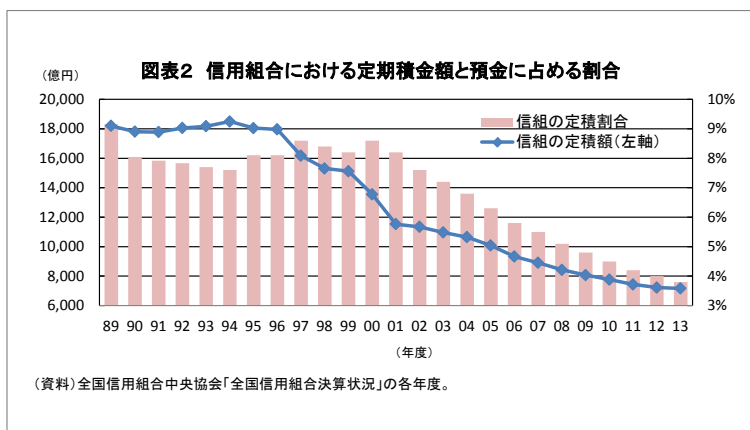
商店街が庶民の台所として賑わっていた時期、協同組織金融機関の職員は毎日、商業者のもとを訪れ、集金業務を行っていた。ある金融機関役員は、自転車で訪問していた当時を振り返り、「担当する顧客の顔を見ない日はなかった」と話すほど、金融機関と顧客は密着した関係にあった。

日掛積金は、事業者が日々の売上げの一部を金融機関に預け入れることで、事業者の資産形成を支援するとともに、仮に事故や疾病などで休業、または廃業を余儀なくされても、積金を取り崩すことで取引先の支払いや借入金の返済を賄う

「保険」としての役割もあった。ただ、その後、団体信用生命保険制度の普及などもあり、保険としての日掛積金の役割は低下していくことになった。

定期積金は、商店街の衰退などから、日掛けから月掛けへと商品が変化するようになったが、金融機関職員が事





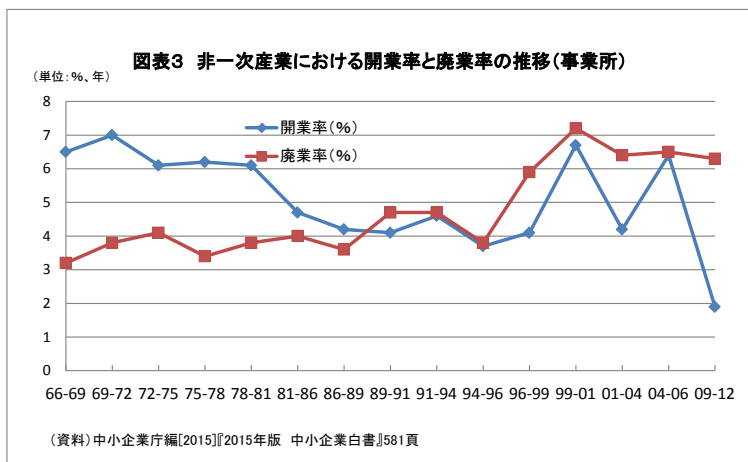
業者のもとを定期的に訪問できる定期積金は渉外活動のツールの一つであり、ローン案件を獲得することができる貴重な情報源と位置付けられていた。

しかし、90年代後半以降、定期積金額は大きく減少するようになった。

定期積金額が減少した背景

図表1は信用金庫、図表2は信用組合の定期積金額と定期積金の預金に占める割合の推移（1989～2013年度）を示したものである。

図表1によると信用金庫の定期積金額は90年度から上昇し、その後ほぼ横ばいで推移していたが、98年度以降は右肩下がりとなり低下し、2013年度は4兆9,628億円となった（ピーク時は97年度の9兆2,117億円）。この傾向は信用組合も同様



であり、90年代半ばまではほぼ横ばいであった定期積金額が97年度以降、急速に減少。2013年度は7,167億円となった（ピーク時は94年度の1兆8,497億円）。

定期積金額が90年代後半以降、急速に減少した理由は、少なくとも次の3点が考えられる。

第一は事業所の廃業率の増加である。図表3は非一次産業における事業所の廃業率と開業率の推移を表したものである。80年代後半以降、廃業率が開業率を上回るようになり、直近の2009～2012年では廃業率が6.3%であるのに対し、開業率は1.9%となっている。

第二は、金融機関でローコスト経営が求められるようになったためである。特に90年代後半は、バブル崩壊によって増大した不良債権の処理と自己資本比率の維持という二律背反の経営が求められるようになり、コスト削減はまさに焦眉の急であった。こうした中、「集金業務はコストがかかる」との声がコンサルタント会社等から唱えられるようになり、人件費を削減するための一環として集金業務の縮小や廃止が実施された。

折しも当時は投資信託の窓口販売が解禁されるなど預かり資產業務が注目されていた時期であり、大手金融機関は店舗戦略を見直すとともに、営業スタイルも、行員が顧客のもとを訪問するスタイルから、顧客に来店を促す店頭誘致スタイルへと変化していった。

第三は、消費者の貯蓄に対する価値観の変化である。定期積金を行う目的は、住宅、自動車、入学資金など将来の支出に備えるためである。しかし、90年代は消費者金融会社が瞬く間に事業を拡大し、消費者の価値観を「貯蓄してから消費する」から、「消費してから返済する」へと転換させた。加えて、金融機関が貯蓄よりカードローンの推進に力点を置いたことも定期積金が低迷する要因の一つになった。

集金業務の復活

90年代後半以降、「渉外活動の効率化」を打ち出し、集金業務を取りやめたり、自動振替にシフトすることを奨励する金融機関が増加した。

しかし、集金業務を取りやめたものの、数年後に再び「復活」する金融機関も少なくなかった。その理由の一つは顧客とのフェイス・トゥ・フェイスによる関係づくりがなくなり、融資が低迷するようになったためである。

例えば、ある金融機関では一定金額未満の集金を取りやめる方針を打ち出したが、融資残高が低迷するようになったため、その後は金額の如何にかかわらず、全軒先訪問する方針に転換したという。

融資残高の低迷以外にも、顧客対応の質の低下を理由に集金業務を復活した金融機関もある。同金融機関では、これまで人事異動があると、担当職員は新しい担当者を伴って顧客のもとへあいさつしていた。しかし集金業務を取りやめると、このようなあいさつが行われなくなったという。

なかには、「定期積金の集金業務は非効率である」との認識のもと、提案営業を

推進することで高い業績を計上している金融機関もある。同金融機関は既存顧客と長期的なリレーションを構築することで複合取引（クロスセリング）を目指すのではなく、新規顧客の開拓に力点を置いている。そのため定期積金を重視していない。

一方、長期的な関係づくりを重視した営業戦略を目指している金融機関にとっては、顧客のもとを継続的に訪問するためのツールがどうしても必要になる。顧客のもとを訪問する手段としては、通常の営業推進、商品案内、満期管理などがあるが、「集金業務の復活」は、他のツールよりもより効果的に顧客のもとを訪問できることが改めて認識されるようになったといえる（金融機関の都合で定期積金を取りやめた後に、定期積金を再開しても、残高はかつての水準を下回る傾向にある）。

また近年では、顧客との面談率の向上や融資残高の伸長を目指し、「職域サポート制度」が注目されているが、「最初の取引はやはり定期積金」という金融機関も少なくなく、金融機関と顧客が信頼関係を構築していく「きっかけ商品」であることがわかる。

定期積金を巡る課題

昨今、集金業務の重要性が唱えられるようになってきているが、その取組み内容は各金融機関ともさまざまである。例えば、①「定期積金は顧客ニーズを獲得する貴重なツール」とし、金額にかかわらず全戸訪問を行う、②一定期間内に複合取引が見込めなければ、当該顧客との定積を見直す、③高齢者など取引が広がりにくいと考えられる顧客には集金を行わな

い、などである。

ただ、各金融機関とも、「集金業務に注力し、顧客とのコミュニケーションを十分に図っていない職員が少なくない」という課題は共通していた。同課題については、担当者 1 人あたりの訪問先件数が多いため、顧客とコミュニケーションを交わすゆとりがない、という理由もある（かつて新入職員の採用を抑制、または人員削減したこととも関連している）。

またかつては、職員の業績評価に定期積金案件の獲得が含まれていたが、昨今では含まれていないため、このことが定期積金を低迷させている要因の一つであるという金融機関役員もいた。

増加に転じた定期積金

「定積は非効率である」と言われてから、約 15 年が経過した。この間、定期積金額は右肩下がり減少してきたが、昨今、改善の兆しもみられるようになった。例えば、全国信用組合中央協会が発表している「全国信用組合主要勘定」をみると 2014 年 4 月末の定期積金は 7,162 億円であったが、2015 年 4 月末は、7,226 億円と 64 億円増加した。まだまだ伸び率としては少ないものの、増加に転じたことは注目される。

こうした動きは、「これまで集金業務とコストをワンセットで議論してきたが、定期積金はサービス性に注目した評価を行わなければならない」といった意見や、「顧客との関係性を維持することに生き残り戦略がある。人と人とのつながりを重視するためには、人件費が高くなるのは当たり前」といった意見など、近年の集金業務の効果を積極的に評価しようという考えと連動している。

また、職域金融機関の中には、新入職員（組合員）が健全な社会生活を営むことができるように、母体となる企業や団体とともに定期積金を推進している金融機関もある。

これは、前述したように「貯蓄してから消費する」という価値観を身に付け、多重債務問題を未然に防ぐという、職域金融機関における社会的責任としても重要な取組みである。

おわりに

以上、ヒアリング調査をもとに定期積金を巡る協同組織金融機関の動きをまとめてみた。定期積金の位置づけは、各金融機関の競争環境、経営戦略に大きく依存するため、各金融機関によってその評価は大きく異なる。しかし、近年、その重要性を唱える役職員は増加しており、定積を契約するとカルチャー講座が受講できるなど、ユニークな商品を提供する金融機関や、定期積金を「ファンづくり」のツールと位置付け、渉外担当者とテラー業務担当者が二人一組で定期積金を積極的に推進する営業店もある。

中小企業の廃業率の高まりなどを受け、定期積金残高が大きく増加すると考えることは難しいものの、地域金融機関経営の核心が、顧客とのふれあいにあると考えるのであれば、職員一人ひとりが顧客のもとを訪問する集金業務は今後も重要である。そして各金融機関は、集金業務を単なる「預金収集活動」とみなしたり、費用対効果の観点のみで活動を評価するのではなく、コミュニケーション・ツールとして絶えず再活性化する方策を検討していく必要がある。

将来を見据えた経済・社会の基盤づくりが始まる中国

～「第13次5カ年計画」の草案と注目点～

王 雷軒

将来を見据えた新5カ年計画

中国では、1953年から5年ごとに経済・社会の発展プランや施策を5カ年計画として策定し、これに基づき国づくりが行われてきた。2015年は第12次5カ年計画の最終年となり、16年から第13次5カ年計画が始動する。

15年10月26～29日に開催された中国共産党第18期中央委員会第5回全体会議（5中全会）では、この次期5カ年計画の策定に向けて「国民経済および社会発展にかかわる第13次5カ年計画の策定に関する中国共産党中央委員会の建議」（以下、草案とする）が議論され、最終日に採択された。

同日には草案の概要（約0.6万字）が公表され、11月3日には草案の全文（約2.5万字）および習近平国家主席による草案策定に関する説明文（約0.9万字）が公表された。

この新5カ年計画は、向こう5年間の中国経済・社会の先行きを占うためのものだけでなく、中長期的に中国がどのように国づくりを行うかも明らかになっている。そのため、以下では、草案の概要をまとめたうえで、習主席の説明文に基づき、注目される経済・社会政策のポイントを紹介しておこう。

なお、中央省庁はこの草案が提示した内容をベースに、「国民経済および社会発展にかかわる第13次5カ年計画の要綱」の策定に着手し、16年3月の全国人民代表大会（全人代）に提出し採択される予定である。

新5カ年計画の概要と特徴

草案で示された第13次5カ年計画の主要内容は図表1の通りである。序文・結語を含めて10部分からなる草案の大半は、経済・社会発展のための5つの基本理念を提唱・論述する内容となり、従来の5カ年計画と異なった。

序文は、共産党が掲げている2つの100年目標を再確認する内容となっている。共産党は、結党100周年となる20年までに小康社会（ゆとりのある社会）の実現を果たし、建国100周年となる49年までに富強・民主・文明・調和的社会主义現代化国家を完成させるという2つの目標を掲げている。

そのうえで、第2部では、次期5カ年計画の目標として、以下のことが挙げられている。

① 経済の中成長の維持

具体的には、経済発展の均衡性・包容性・持続可能性の向上を通じて、20年までにGDPおよび1人当たり国民所得を10年対比で倍増させるとともに、投資効率と企業生産性の向上、産業の高度化、消費の経済成長率への寄与度のアップ、戸籍ベースでの都市化率の向上、農業近代化の推進などを図る。

② 国民生活の水準・質の普遍的向上

十分な雇用の実現、教育や医療などの公共サービスのさらなる整備・拡充、所得格差の縮小、中間層の増加、農村貧困の撲滅などに取り組む。

③ 国民素養・社会文明の顕著な向上

中国の夢と社会主義の核心的価値観の浸透、法治意識の増強、公共文化サービス体系の整備や文化産業の発展などを目指す。

④ 生態環境の質的改善

企業・家計部門の低炭素化の推進、土地・エネルギー資源の利用効率の大幅な向上および総量の規制強化、汚染物質の排出削減などに取り組む。

⑤ 各種制度一層の成熟化および定着化

国家のガバナンス体系・統治能力の現代化、民主の健全化、法治国家の構築、開放型経済体制の構築、党建設の制度化加速、などが挙げられている。

次いで、第3部～第7部では、基本理念として以下の通り提唱されている。

①創新（イノベーション）による発展の堅持、②協調（調和）的な発展の堅持、③緑色（グリーン・エコ）的発展の堅持、④開放を通じた発展の堅持、⑤発展のパイを全国民で共有できるような共享（共有、分かち合い）的発展の堅持と、5点が掲げられている（図表1）。

第8部および結語は、目新しいものがないため、ここでの紹介は省略する。以下では、習主席の説明文に基づき、経済・社会政策の重要な点について見てみよう。

注目される経済・社会政策のポイント

習主席は草案策定に関する説明文で経済・社会政策の注目点として9つの点を取り上げたが、それらは以下の通りである。

すなわち、①経済の中成長を保つこと、②戸籍ベースでの都市化率のアップ、③農村貧困の撲滅、④国家レベルの研究開発実験室を設立する、⑤金融規制行政の見直し、⑥エネルギー・水資源・建設用地に対する管理の強化、⑦耕地の輪作・休耕に関する

制度づくりの模索、⑧環境保全行政の見直し、⑨一人っ子政策の大幅な見直し、についての解釈がなされた。これらは中国の経済・社会を理解・展望するうえで重要な内容ではあるが、紙幅の関係もあり、以下ではそのなかの3点について詳しく紹介しておこう。

① 経済の中成長を保つこと

習主席はむこう5年間で中国経済が年平均6.5%以上の中成長を保つ方針を表明し、経済の急減速を回避する姿勢を明確に示した。その要因は以下の通りである。20年までにGDPと一人当たり国民所得を10年対比で倍増させる目標を実現するためには、必要とする成長率を維持しなければならない。GDP総額を倍増させるには、15年の7.0%の成長を前提に、16年から20年にかけて最低年平均成長率は6.5%以上が必要である。国民所得については、10年には都市住民の一人当たり可処分所得は1.9万元、農民の一人当たり純収入は0.6万元であったため、これらを倍増させるためにも、少なくとも年間6.5%以上の成長率を維持することが必要となる。

一方で、第13次5ヵ年計画期間、中国経済の潜在成長率は6～7%であると推計されており、7%前後の成長率を維持することは可能だが、多くのリスク要因に直面している。海外経済や貿易が依然として低迷しているほか、国内では投資や消費の伸びが低下し、新たな成長エンジンの育成には時間がかかる。これらに加え、経済構造の調整や技術革新が大きく進展していないなか、エネルギー資源の供給制約、環境保全、温室ガス排出削減などへの対策強化が経済成長を制約している。

このため、同期間に成長ペースだけでは

なく、成長の規模、さらに成長の質を重要視する。経済発展方式の転換、経済構造の最適化、生態環境の改善に注力し、成長の質や効率を高めるなか、持続可能な成長を維持することを目指す。

「新常态」下の中国経済において過剰生産能力の解消、産業の高度化、イノベーションによる経済成長への転換には時間を要するため、足元で中国景気の下振れ圧力が依然として大きく、これまでの高成長を維持することは困難となっている。そのため、5ヵ年計画の草案策定にあたり、経済の中成長を保つことを提言している。

② 一人っ子政策の大幅な見直し

中国政府は全ての夫婦に2人目の子供を産むことを認め、人口抑制の政策である「一人っ子政策」の大幅緩和を決定した。習主席はその背景について次のように述べた。

中国では少子高齢化が進んでおり、女性の出産意欲が低下し、出生率が人口置換水準を下回っている。現在、子どもを産む人口は殆ど80年代、90年代に生まれた女性が占めており、育児負担の増大、社会保障の充実などにより、少ない子を産み、優秀な子に育てるという考え方が多くなっている。

実は、中国共産党は13年の同中央委員会第3回総会（3中全会）で「夫婦のどちらか一方が一人っ子の場合、2人目を産むことができる」と認めている。対象となる夫婦は全国で1,100万であったにもかかわらず、15年8月末までに2人目の出産を申請した夫婦は169万と、全体の15.4%に留まった。

一方、14年末時点で、60歳以上が2.12億人、全人口13.67億人の15.5%を占める

ようになり、世界の平均水準を超えた。これに対して、14歳以下の人口が世界の平均水準を下回っているほか、生産労働人口が12年に減少に転じ、減少のトレンドはなお続いており、中国の人口の均衡的な発展に悪影響を及ぼしている。

このため、一人っ子政策の見直しは、出生率の向上、労働力供給の増加に貢献するなど、中国の長期的な発展に有利かつ重大な政策調整であると位置づける。

③ 金融規制行政の見直し

習主席は金融の管理監督体制を健全化する方針も示している。つまり、これまでの銀行・証券・保険の分業管理監督体制を見直し、総括的な管理監督機関が設立される見込みである。その背景について次のように述べた。

近年、中国の金融分野も著しく成長しており、金融システムの高度化、複雑な金融商品、情報化された取引システム、オープンな金融市場の形成、金融業の総合的な経営傾向が顕著になっている。この背景で、現行の分業管理監督体制には不備が現れており、特に最近の金融資本市場の急激な変動は現行の管理監督の枠組みが現代金融業の発展に対応できない体制上の問題があることを示した。

今後は、さらなる改革を進め、現代的金融業の特徴に適応した、協調性のある、効果的な金融管理監督体制を早急に構築し、システムティックリスクを回避する。リーマンショック以降、世界各国が相次いで金融管理監督体制の改革を行っており、各国のやり方を参考にすると説明がなされた。

今後重要なのは、着実な実施ができるか

この新5カ年計画は、リーマンショック後の大規模な景気対策の結果、過剰な生産能力や住宅在庫をもたらしたほか、開発による環境破壊で自然災害や健康被害が増加したとの認識から、前述した5つの基本理念を提唱し、所得の倍増、産業の高度化、格差縮小や農村貧困の解消を目指すもので、非常に意欲的な目標といえる。この計画の成否は、中国の中長期的発展の基盤を構築できるかどうかの鍵を握ることになるだろう。この草案に盛り込まれた方針が着実に実行に移されれば中国は中所得国の罫を克服し、先進国入りへの道筋が見えてくると思われる。

ただし、今後、取り組むべき課題は多く、いずれも先送りできない難題であるため、経済・社会の基盤整備を進めるのは容易ではない。手が付けやすく、容易に実施できる対症療法だけでは逆に中国社会・経済の持続可能性を低下させ、不安定化するリスクを高める可能性もある。その意味では、計画の着実な実施が求められる。

図表1「第13次5カ年計画」草案の概要

| | |
|------------|---|
| 序文 | 2つの百年目標の実現の再確認 |
| 1 | 小康社会の実現に向けた情勢認識および指導思想 |
| | 1) 12次5カ年計画期間の実績 |
| | 2) 13次5カ年計画期間における発展環境の基本的特徴 |
| 2 | 3) 13次5カ年計画期間における発展の指導思想 |
| | 13次5カ年計画期における経済・社会発展の主要目標および基本理念 |
| 3 | 1) 小康社会の実現に向けて新たな目標の設定 |
| | 2) 発展理念の樹立 |
| | 創新(イノベーション) による発展を堅持し、質および効率のアップを目指す |
| | 1) 新たな成長点を育成 |
| | 2) 新たな成長空間を拡充する |
| | 3) 創新が発展の牽引力にする |
| | 4) 農業の近代化を大いに推進する |
| | 5) 新たな産業体系の構築 |
| 4 | 6) 発展に必要な新体制の構築 |
| | 国有企業、財税制度、金融制度の改革(とくに監督管理体制の見直し) |
| | 7) マクロコントロールの改善 |
| | 規制緩和、電力・石油・天然ガス・交通運輸・電信価格の自由化へ |
| 5 | 協調的発展 を堅持し、バランスをとれた発展構造を築く |
| | 1) 地域間の協調的発展 |
| | 2) 都市・農村間の協調的発展 |
| | 3) 物質文明・精神文明の協調的発展 |
| 6 | 4) 経済建設・国防建設の協調的発展 |
| | 緑色(グリーン・エコ) 的発展を目指し、生態環境を改善する |
| | 1) 人・自然の共生 |
| | 2) 主体機能区の建設を加速 |
| | 3) 低炭素・循環的発展を推進 |
| | 4) 資源節約・利用効率の向上 |
| 7 | 5) 環境保全の強化・拡充 |
| | 6) 生態保全の強化 |
| | 開放的発展 を堅持し、互恵Win-Winを実現する |
| | 1) 対外開放戦略の改善 |
| | 2) 対外開放の新体制を構築 |
| | 3) 一帯一路の建設を推進 |
| 8 | 4) 大陸・香港・マカオ・台湾の関係深化 |
| | 5) 積極的に国際経済への貢献 |
| | 6) 積極的に国際的責任と義務を負う |
| | 共享(分かち合い) 的発展を堅持し、国民福利厚生の上を目指す |
| | 1) 公共サービスの供給増 |
| | 2) 貧困問題の撲滅 |
| | 3) 教育レベルの向上 |
| | 4) 雇用・創業の促進 |
| 5) 所得格差の縮小 | |
| 8 | 6) 公平かつ持続可能な社会保障制度を構築 |
| | 7) 健康中国づくりを推進 |
| | 8) バランスをとれた人口構造へ |
| | 中国共産党の統治を改善・強化する |
| | 1) 共産党の経済・社会を統治する体制の改善 |
| | 2) 国民全員の国建設への参加 |
| 8 | 3) 人材育成の強化 |
| | 4) 法に基づく統治の実施 |
| | 5) 社会統治方式の改善・強化 |
| | 6) 13次5カ年計画の目標や任務の着実な実施 |
| 結語 | 習主席のリーダーシップのもとで、全面的小康社会の実現へ |

(資料) 新華社(15年11月3日)より作成

(15年11月20日現在)

地方創生における「ローカル・マネジメント法人」とは

木村 俊文

安倍政権が推進する「地方創生」政策では、地域の中小企業の「稼ぐ力」の強化やサービス業の生産性向上のために様々な施策を掲げている。地方都市における「コンパクトシティ」の形成や過疎化地域で生活サービス施設を集約する「小さな拠点」の整備などと並んで、現在、政府において新たな法人制度として「ローカル・マネジメント(LM)法人」の検討が進められている。

以下では、LM 法人が必要とされる背景を確認し、地域生活を支えるサービス提供を行う事業体の現状を踏まえ、LM 法人の方向性を考えてみたい。

LM 法人が必要とされる背景

LM 法人は、2014年4月から15年5月まで全11回開催された経済産業省・経済産業政策局の有識者会議「日本の『稼ぐ力』創出研究会」が提言したものである。

同研究会の配布資料や議事要旨に基づき議論を振り返ると、LM 法人の対象となる業種は地域の鉄道や路線バス等の公共交通をはじめ、小売、ガソリンスタンド、宿泊、保育、介護といった生活密着型のサービス業である。すでに地方の路線バスでは不採算路線の撤退が相次ぐなど、地域を支える基本的なサービス提供が困難になりつつあることが背景にある。

また、6月18日に公表された同研究会のとりまとめ資料では、「既存の法人では、必ずしも地域の継続的なサービス提供に適さない面がある」として、「地域に必要なサービスを、十分なガバナンスの下で、

総合的・効率的に提供する LM 法人のあり方について、検討を深化させていく必要がある」と結論づけた。既存の法人では十分に機能せず、LM 法人の検討が必要とする理由として、次の点を指摘している。
①株式会社は、利益を優先することや株主が変わることもあり、社会性・公共性の高い事業を持続的に提供することを期待するのは困難である。
②NPO 法人などの非営利法人は、現行制度では出資の受入れが不可能であることから、事業を持続的に行うための資金調達が限定される。
③非営利法人よりも営利法人の組織形態の方がガバナンス上優れた面がある。

既存の法人制度が抱える問題点

人口減少などを背景にサービス提供が困難になりつつある状況のなか、様々な取り組みが見られる。

たとえば、経済産業省の資料^(注1)では、過疎と高齢化が進むある地域で、唯一あった小売店の撤退後に住民が自ら資金を出し合うなどして、生活に必要なサービスを維持することに取り組んでいる任意団体や認可地縁団体の例が報告されている。また、NPO 法人が、農産物の加工・販売事業で得た利益を高齢者向けのデイサービスや配食サービスに充てるなど地元還元する例もある。さらに、観光バス事業を運行する株式会社が赤字で撤退した隣町の路線バスを引き継ぎ、IT を活用して運行状況を詳細に把握するなどして経営改善に取り組む例もある。

こうしたサービスの提供主体に注目して法

図表1 地域を支える主なサービス提供組織の比較

| | 根拠法 | 事業内容 | 法人形態 | 設立人数 | 責任 | 課税 | 利益分配 | 議決権 | メリット/デメリット |
|----------------------|------------|---------------------|------|-------|------|---------------------|------|-----------------|---|
| (任意団体) 権利能力なき社団 | — | 制限なし | — | — | 無限責任 | — | 可 | 1人1票(規約等で定められる) | ・無限責任であり、かつ団体名義で財産を所有したり契約することができず、活動を発展させるためには法人格を取得する必要がある。 |
| 認可地縁団体 | 地方自治法 | 地域的な共同活動のための不動産等の保有 | 非営利 | 1人以上 | — | 法人課税(収益事業に係る所得に対して) | 不可 | 1人1票 | ・町内会向けの組織であり、活動地域が限定される。住所を有するすべての個人が構成員になることができるため、意思決定にも時間がかかる。 |
| (NPO法人) 特定非営利活動法人 | 特定非営利活動促進法 | 同法で規定された事業(20分野) | 非営利 | 10人以上 | 有限責任 | 法人課税(収益事業に係る所得に対して) | 不可 | 1社員1票 | ・収益性の低い事業が多い。 ・特定非営利活動に限定されるが、地域の実情に応じて汎用性がある。 |
| 株式会社 | 会社法 | 商行為(定款に掲げる事業) | 営利 | 1人以上 | 有限責任 | 法人課税 | 可 | 出資比率による | ・地域ファンドから投資を受けることもできるなど、資金調達手段が増える。 ・非営利事業も含め全所得が課税対象となる。 |

(資料) 寺林暁良「地域主導の再生可能エネルギー事業を担う組織づくり」(2014年)『農林金融』67巻10月号22-23頁の表などを参考に作成

人制度を比較すると、まず任意団体は、団体名義での財産保有や契約行為ができず、将来的に活動を発展させるためには法人格を取得する必要がある。また、認可地縁団体は、町内会が所有する自治会館などの不動産を代表者の個人名義ではなく団体で登記できるようにするために設けられた法人制度であり、共同活動の範囲が狭いエリアに限定される上に、住所を有するすべての個人が構成員になることができるため意思決定にも時間がかかる。

NPO法人は、事業内容が特定非営利活動(20分野)に限定されるため、収益性の低いものが多い。ただし、まちづくりや中山間地振興などのほか、「条例で定める活動」が含まれていることから地域の実情に応じて汎用性があり、稼いだ利益(資金)をこれら事業に再投資することができる。またNPO法人は助成金や補助金、公的融資も受けやすい。

一方、株式会社は医療・教育など一部事業には参入が規制されるものの活動には制限がなく、地域ファンドから投資を受けることもできるなど資金調達の手段も多い。しかし、公益性の高い事業を行っていても全所得が

課税対象となるほか、黒字の場合には補助金の受け皿にもなりにくい。

以上のような問題点を解決できる法人格の設立がねらいである。

(注 1) 経済産業省(2014)「日本の『稼ぐ力』創出研究会」第6回配布資料 78-81頁

政策的な誘導が必要ではないか

LM法人の検討を進める経済産業省は、「まち・ひと・しごと創生総合戦略アクションプラン」の工程表に示されているとおり、15年度末までに税制優遇を含め法人制度のあり方について結論を得るとしている。

LM法人の方向性を考えてみると、NPO法人の利点(公益事業は非課税)と、株式会社の利点(資金調達手段の優位性)を盛り込んだ事業体になることが想定される。

ただし、小規模事業者が多く、かつ地理的にも分散するサービス業において、法人格を創設しただけで収益性を高めることは困難と考えられる。したがって、地域に不可欠なサービスは存続できるようにするための措置を講じ、LM法人がその受け皿となるよう政策誘導することが望ましいと思われる。