

## 潮流

# バーゼルと TPP の妄想

代表取締役社長 古谷 周三

門外漢ながら、偶々この二つの国際交渉を比較的近くで見る立場にいて、双子のような類似性と同時に、奇妙なチグハグ感も感ずる。

類似点は二つある。一つは、表向きのきれいな言葉、例えば「21世紀型の新たなルールがバリューチェーンを作り、世界で最も豊かな地域にする」とか「より強靱な銀行及び金融システムの安定のための世界的な枠組みを構築する」といった建前とは裏腹に、実態は自国（あるいは中の特定セクター）にとって都合の良いルールの凄まじい押し付け合い、エゴのぶつかり合いであることだ。二つ目にその交渉は、複雑怪奇な仕組みの細部を変える駆け引きであり、およそその手の専門集団・当事者でなければ中身を窺い知ることができないことだ。なまじ素人が口を出せる世界ではないという雰囲気が濛々と漂っている。「そんな生易しい世界じゃないんだよ」というわけだ。

一方で、チグハグ感はその方向性である。同じルール作りでも両者は逆を向いているように見える。TPPは全体としてヒト・モノ・カネ・情報が域内を自由に往来できるように「自由にする」、参入障壁を下げる発想なのに対して、バーゼルは銀行の行動をどうやって「不自由にするか」に腐心する。規制の網を広く、かつ網の目は細かく、各所で銀行の行動を牽制する。巨大銀行を檻に入れる、放し飼いで勝手なことをすると首が閉まる仕掛けだ。

思えばバーゼルⅢはリーマンショックの大反省に由来する。金融危機の連鎖的副作用の大きさを目の当たりに、バーゼルⅢは市場の取締りルールのグローバル化に乗り出す。ただし、国境なく匿名化した金融の時計の針は戻せないし、市場優先自体を修正する発想があるわけではない。だから多分、バーゼルには夢・理念はない。20年近く前に日本が目指した「フリー、フェア、グローバル」（何となくTPPを想起させる響きだ）のような「なりたい姿」は。そこにあるのは、市場参加者性悪説を前提にした取締りの、もしくは予防の対処療法なのである。勢い、大洪水に備えた巨大防潮堤を築くような作業になる。

しかし、これも一筋縄ではいきそうにない。今や膨張した市場はエイリアンのように自在に姿を変え神出鬼没である。しかも決して満腹にならない。当局連合軍のバーゼル委員会・FSB（金融安定化理事会）は規制の網を幾重にも厳重にするが、枠組みの裏をかくのはお手の物だ。しかも敵には国債を叩き売るという最終兵器もある。決定的に怒らせるわけにはいかない。そこで断続的に「金融緩和」という餌を与える。市場はチョコの味を覚えたヒグマよろしく、常に空腹感にさいなまれ、執念深く、時に凶暴な素顔を見せて餌を催促する。餌を減らす時はかなり危険なゲームになる。この微妙な駆け引き、きれいに言えば「市場との対話」である。

思うに、バーゼルはTPPが終わったところから始まっているのかもしれない。もしTPPが一部の識者が指摘するように、「大魚（グローバル企業）が小魚を食う」性格を内蔵しているならば（私にはそう見えるが）、資本力、価格力、商品力に勝る大魚は、魚影の濃いエリアに素早く群がって、今まで以上に効率的に小魚を食っていくだろう。国境を隔てて棲み分けていた生態系の、再生産のメカニズムは狂い始める。それが小魚の世界にもプラスの循環をもたらせばいいが、大魚が「いいとこどり」をすれば全体資源量はマイナスになる。主伐後の再生産林が経済的価値を取り戻すには50年の時間が必要だ。プラグマティズムの国が果たしてそういう中長期的な視野で経済連携の発展形を作れるか。

もし拡大再生産に失敗すると大魚は再び飢え始めるだろう。かつての成長の宝庫は、今度はもう枯渇している。その時は、大魚の食欲を鎮めるための新たなルールが、バーゼルのような取締り型のルールが必要になるかもしれない。それは不信と警戒の閉塞感漂う世界かもしれない。

全てが素人の、的外れな妄想であればいいが。

## 蔓延する低成長リスクに見舞われた国内景気

### ～注目される春季賃金交渉の行方～

南 武志

#### 要旨

7～9月期の経済成長率が2四半期ぶりのプラスへ上方改訂され、消費、輸出に加えて設備投資も増加に転じた。さらに日銀短観(12月調査)では、設備投資計画が一段と上方修正され、9年ぶりの高い伸びとなっている。企業部門は資源安や円安の恩恵で高水準の収益を維持しており、それが徐々に浸み出しつつある。ただし、世界経済の回復テンポは鈍く、輸出増があまり期待できないほか、在庫調整圧力が依然として高いこともあり、10～12月期は小幅なプラス成長にとどまり、景気持ち直し感が出るのは16年入り後になるだろう。

一方、原油安により、消費者物価(全国、生鮮食品を除く)は前年割れが続いている。その影響からか家計・企業では予想物価上昇率がやや弱まっているが、日本銀行は「物価の基調は改善している」との見解を崩しておらず、当面は現行の緩和策を続けると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2015年	2016年				
	12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.089	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 (%)	0.295	0.20～0.50	0.25～0.55	0.30～0.60	0.35～0.70
	5年債 (%)	0.040	0.03～0.20	0.03～0.25	0.05～0.30	0.10～0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	122.4	118～125	118～125	118～125	118～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	132.9	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	19,353	20,250±1,000	20,500±1,000	20,750±1,000	21,000±1,000	

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2015年12月17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

国内景気は依然として足踏み感が強いものの、失速懸念が強まった夏場に比べれば、持ち直しに向けた動きも見て取れる。12月14日に公表された日銀短観(12月調査)によれば、新興国経済への懸念などから景況感の悪化を見込んでいた市場予想に対して、実際には景況感「9月時点と変わらず」であったことが明らかとなった。また、15年度入り後は設備投資に対して慎重な見方が多かったが、8日に公表された7～9月期のGDP第2次速

報では、法人企業統計での設備投資額の堅調さを受けて民間企業設備投資が上方修正され、前期比で増加に転じた(経済成長率も四半期ぶりのプラス成長へ上方修正された)。さらに、冒頭で紹介した日銀短観でも、15年度設備投資計画が12月時点としては9年ぶりの増加率に上方修正されるなど、好業績を続ける企業部門から徐々に設備投資などが浸み出しつつあることが見て取れる。

一方、伸び悩みが続く賃金についても、緩やかながらも賃上げ率が高まっている

可能性が指摘できる。下振れているとされる毎月勤労統計（10月の現金給与総額は同0.7%）でも、時間当たり賃金で計れば前年比3%台となるなど、人手不足感が全般的に強まる中、賃上げ傾向が強まっていることが見て取れる。

先行きについては、海外、特に中国など新興国経済の不安定さが残ることもあり、輸出増に多くを期待することはできないものの、徐々に強まる人手不足感や今後想定される労働時間の下げ止まりや増加を考慮すれば、16年度にかけて家計の所得環境は改善が進むものと思われ、消費の持ち直しを下支えするものと思われる。10～12月期は在庫調整圧力がまだ残っていることから、小幅なプラス成長にとどまるものの、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年度改訂経済見通し』を参照のこと）。

また、物価については、原油安によるエネルギー価格下落の影響が強く出ている。10月の全国消費者物価の代表的な「生鮮食品を除く総合（以下、全国コアCPI）」が前年比▲0.1%と3ヶ月連続で下落している。しかし、さらにエネルギーを除

くと前年比1%台前半と、このところ上昇率を高める傾向にあったことも見てとれる。弱いながらも賃上げの動きが見られること、またエネルギー価格下落によって消費者の実質購買力が高まったこともあり、これまでの円安進行などによるコスト増を日用品や加工食品などに転嫁する動きが出ていると考えられる。

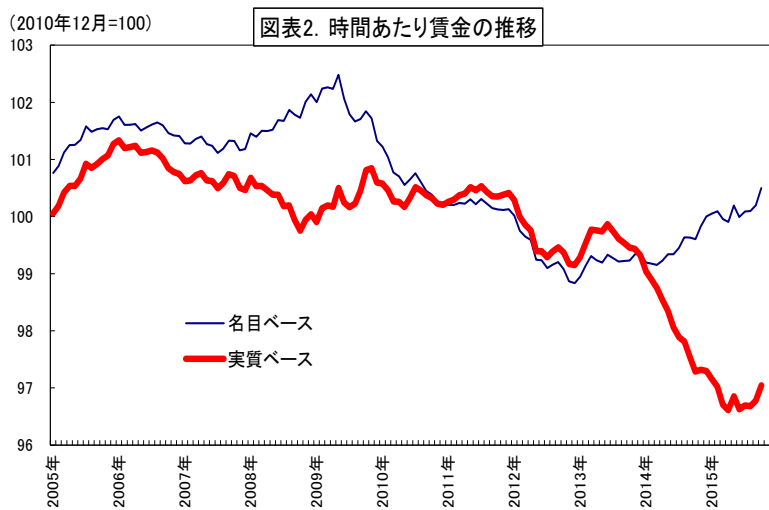
先行きについては、原油安による物価押下げ圧力は徐々に和らぐため、16年明けにはかなり解消する可能性がある。一方で、14年秋以降に再び強まった円安に伴う物価押し上げ効果も弱まっていくことになる。この両者を比べると、原油安効果の剥落の影響の方が大きいものの、足元で再び原油価格が一段安となっていることを踏まえると、15年度末時点でも全国コアは同0%台半ばまでしか上昇率を回復できないだろう。

### 金融政策：現状と見通し

日本銀行は、14年10月に強化した量的・質的金融緩和(QQE2)を1年以上にわたり、実施しているが、当面の間、それを継続していく方針とみられる。この間、当初の見立てとは大きく異なり、国内経済・物価は

下振れて推移してきたものの、日銀の「物価の基調は改善している」との認識には大きな変わりはなく（足元の予想物価上昇率に弱い動きがあることは認めている）、現行の緩和策のままでも、物価安定目標である2%の上昇率が「16年度後半頃」には達成できるとしている。

実際、10月末に公表され



(資料)厚生労働省 (注)現金給与総額を総労働時間で除したものの12ヶ月移動平均

た展望レポートでは、先行きについて「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」との見通しを維持している。さらに、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。なお、日銀短観(12月調査)からも、資本設備や雇用の不足感が徐々に強まっていることが確認されたほか、前述のようにエネルギーの影響を除けばむしろ物価上昇率は高まる傾向にあることも「物価の基調は改善」との認識を裏付けているものと思われる。

とはいえ、最近の原油価格の下落などを考慮すれば、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っていくことは想定しがたいのが実際にところであろう。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。日銀は物価2%の達成時期をさらに先送りせざるをえないとみられるほか、追加緩和観測も残った状態が続くだろう。

なお、16年から金融政策決定会合の運営が見直され、①金融政策決定会合の開催頻度を年8回(従来は年14回)に、②展望レポートの年4回化(1、4、7、10月)と金融経済月報の取り止め、③政策委員全員

の経済・物価見通しとリスク評価を公表、④決定会合での「主な意見」の公表(終了後、1週間を目途)、などが実施されることになる。今後とも政策運営の透明性の向上や説明責任などを十分果たしていくことを期待したい。

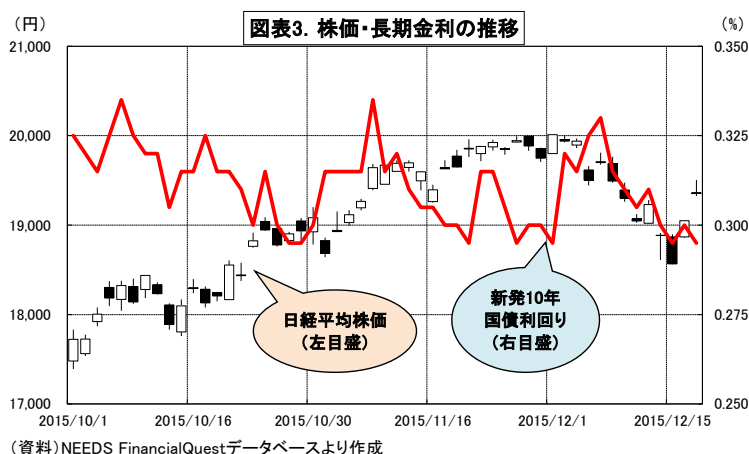
## 金融市場:現状・見通し・注目点

堅調な米雇用統計、世界経済を巡る懸念や国際金融市場の動揺が沈静化に向かったことなどを受けて、米国は利上げ開始を決定したが、一方で12月に入り、原油価格が再び下落傾向を強めるなど、別のリスクが内外の金融市場に影響を及ぼそうとしている。

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。15年半ばにかけて新発10年物国債利回りは海外金利が上昇した影響を受けて、一時0.5%台まで上昇する場面もあった。しかし、世界経済の先行き懸念が意識されたこともあり、その後は低下に転じ、10月中旬以降は概ね0.3%前後での推移となっている。



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残った状態であるため、米国の利上げ開始を受けても、その影響は限定的で、低金利での展開が続くだろう。

## ② 株式市場

5月下旬から8月中旬にかけて、日経平均株価は概ね20,000円台での展開となるなど、好業績を背景に堅調に推移した。しかし、8月には中国経済への懸念が強まり、それを契機に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、かつ欧州中央銀行（ECB）の追加緩和期待や中国の追加緩和が好感され、19,000円台を回復した。さらに、一部で需給悪化が懸念されていた郵政3社の上場をこなし、米国の年内利上げ観測が再び台頭したことでもたらされた円安が好感され、11月にかけて株価は上昇したが、12月に入ると原油の一段安への警戒から再び調整色が強まった。

先行き、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が、国内景気は徐々に持ち直していくとの期待感は根強い。そのため、

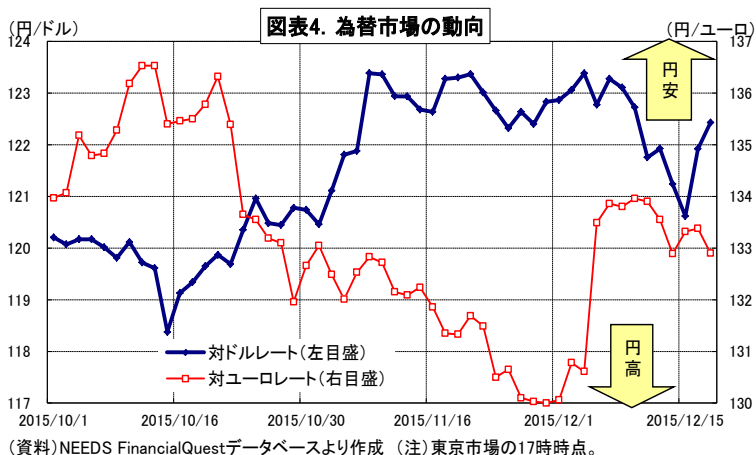
株価は戻り基調をたどるとみるが、日経平均株価が2万円を回復した後は上値が重い展開となるだろう

## ③ 外国為替市場

夏場にかけて米国の早期利上げ開始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、円安傾向が一段と強まる場面もあったが、8月下旬には世界同時株安を受けて一時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。10月下旬にかけては米国の年内利上げ観測が再浮上して以降、円安圧力が高まったが、足元では原油下落を受けてリスクオフが強まり、円高傾向となっている。

なお、米国の利上げ開始は日米金利差拡大を生み、一段の円安進行を生む要因と捉える向きもあるが、すでに「緩やかなペースでの利上げ」自体は織り込み済みとみられ、今後一段の円安が進行するわけではないと予想する。

一方、対ユーロレートは、10月下旬以降、ECBの追加緩和観測が意識されたことから1ユーロ=130円前後までユーロ安傾向が強まったものの、実際に決定されたECBの緩和策が市場の失望感を生ん



だことから、ユーロ高が進み、10月中旬あたりの水準である133円台まで一気に戻った。とはいえ、ECBは追加緩和観測を残した格好となったことや地政学リスクが根強いこともあり、再び円高ユーロ安が進行する可能性もあるだろう。

(15.12.17 現在)

## 2015～17年度改訂経済見通し(2次QE後の改訂)

～15年度:1.0%(上方修正)、16年度:1.5%(変更なし)～

2015年7～9月期のGDP第2次速報(2次QE)などを受けて、当総研は11月19日に公表した「2015～17年度経済見通し」の見直し作業を行った。

### 7～9月期はプラス成長へ上方改訂

1次QEでの7～9月期の経済成長率は前期比年率▲0.8%と2四半期連続のマイナスとなり、すでに景気後退局面に入っているとの見方も一部で浮上した。

さて、今回発表された2次QEには、年次改訂(確報など)に加え、法人企業統計季報(7～9月期)の設備投資額や仕掛品在庫、原材料在庫などが反映されたが、その結果、民間設備投資は2四半期ぶりの増加へと大幅に上方修正された。また、1次QEでは大幅減となった民間在庫も上方修正されたことから、GDP成長率は前期比年率1.0%と、2四半期ぶりのプラスへと大幅に上方修正された。

これにより、景気後退の疑いは解消したといえるだろう。もちろん、在庫調整の進展が後退したことで、10～12月期にも在庫調整圧力が残ることとなり、成長率を抑制する可能性もあるが、民間最終需要が持ち直しつつあることや雇用者報酬が底堅く推移し始めたことが確認できたことは明るい材料と言える。

### 景気の現状

最近発表された経済指標をみると、非常に緩やかなペースではあるが、今夏にかけて強まった足踏み状態から抜け出し

調査第二部つつある様子も見てとれる。この景気の足踏みは、消費の低調さと輸出・生産の伸び悩みがもたらしたものと考えられるが、いずれも持ち直しが再開しつつある様子が散見されている。実際、10月の景気動向指数・一致CIは前月比プラスとなり、それに基づく景気判断は「足踏み」ではあるが、近い将来「改善」へ上方修正される可能性も出てきた。

世界経済を見わたすと、依然として低成長リスクが漂っており、先進国経済は概ね持ち直し基調をたどっているものの、新興国経済は、中国経済の構造調整などに伴う成長鈍化や間近に迫った米国の利上げ開始などへの警戒から総じて冴えない動きを続けている。ただし、実質輸出指数は年央をボトムに底入れの様相を示しており、生産などにも好影響を与え始めている。一方で、設備投資関連の指標は総じて鈍いものの、夏場にかけて大きく落ち込んだ受注統計も底入れする動きも見られる。

一方、国内に目を転じると、失業率や有効求人倍率などは少子高齢化の影響もあり、良好な状態を保っているほか、企業側もベースアップや賞与増を通じて賃上げに前向きな姿勢を見せている。毎月勤労統計(厚労省)の現金給与総額(10月)は標本替えの影響もあって前年比0.7%と低調ではあるが、家計調査(勤労者世帯・勤め先収入)、法人企業統計季報(従業員一人当たり人件費)などは堅調な動きを示すなど、家計の所得環境は改

善が見られる。

## 景気・物価見通しと金融政策運営

以下では、当面の国内景気について考えてみたい。11月に公表した「2015～17年度経済見通し」では、15年内は小幅なプラス成長にとどまるが、16年入り後は徐々に回復傾向を強めていき、同年度末にかけては次回消費税増税を控えた駆け込み需要が強まることで、高めの成長率となる、との景気シナリオを提示した。基本的に、その見方は修正する必要はないだろう。前述の通り、家計の所得環境は改善が進んでおり、消費者マインドがさほど悪くない状況であることを踏まえれば、消費は先行き持ち直し傾向を強めていくとみられる。

一方、輸出も回復の動きが続くと見られるが、米国経済の回復テンポが加速していくことは見込めず、さらに構造調整圧力の強い中国経済はしばらく趨勢的に成長鈍化が続くとみられ、中国向け輸出は下げ止まったとしても増勢が強まることはないだろう。

以上から、15年度の経済成長率は1.0%へ上方修正(前回11月時点では0.8%)、16、17年度はそれぞれ1.5%、0.0%で据え置きとした。なお、15年度の上方向修正は遡及改訂による面が大きい。

最後に消費者物価については、足元は物価下落状態であるが、エネルギー安の効果が16年初頭にかけて大きく剥落することもあり、15年末までには水面上に再浮上、16年入

り後は上昇率を急速に回復させる動きが強まるだろう。足元3.1%まで低下した失業率など、労働需給は徐々に逼迫度を高めているが、それに伴う賃上げの動きも、物価回復を支援するだろう。

しかし、円安進行に伴う物価押し上げ効果も徐々に剥落していくこと、賃上げ率そのものは加速的に上昇する状況にはないことなどから、「16年度後半頃」に日銀が目標とする2%の物価上昇率を達成することは依然厳しい。そのため、金融市場からは、日銀に対して追加緩和や更なる目標達成時期の先送りといった思惑が付きまとうことになるだろう。一方、人手不足感の強まりや家計の予想物価上昇率が高めの水準を維持していることもあり、日銀は「物価の基調は改善している」と認識していることから、その状況が悪化しない限り、追加緩和に対して慎重姿勢を続けると予想する。

## 2015～17年度 日本経済見通し

	単位	2014年度 (実績)	15年度 (予測)	16年度 (予測)	17年度 (予測)
名目GDP	%	1.5	2.3	2.1	2.0
実質GDP	%	▲1.0	1.0	1.5	0.0
民間需要	%	▲1.9	1.0	2.3	▲0.2
民間最終消費支出	%	▲2.9	0.4	2.1	▲0.3
民間住宅	%	▲11.7	3.9	5.5	▲2.2
民間企業設備	%	0.1	1.4	4.3	0.4
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	0.6	0.2	▲0.2	0.1
公的需要	%	▲0.3	0.9	0.3	0.4
政府最終消費支出	%	0.1	1.0	0.6	0.6
公的固定資本形成	%	▲2.6	0.4	▲1.4	▲0.6
輸出	%	7.8	1.1	3.3	2.9
輸入	%	3.3	1.4	7.1	3.1
国内需要寄与度	ポイント	▲1.6	0.9	1.9	0.1
民間需要寄与度	ポイント	▲1.5	0.8	1.8	▲0.1
公的需要寄与度	ポイント	▲0.1	0.2	0.1	0.1
海外需要寄与度	ポイント	0.6	▲0.1	▲0.5	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	2.5	1.4	0.6	2.0
国内企業物価 (前年比)	%	2.8	▲2.9	0.2	2.7
全国消費者物価 ( " ) (消費税増税要因を除く)	%	2.8	0.1	1.2	2.6
完全失業率	%	3.6	3.3	3.0	2.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲0.3	▲0.4	3.5	0.2
経常収支	兆円	7.9	15.6	11.4	12.3
名目GDP比率	%	1.6	3.1	2.2	2.4
為替レート	円/ドル	109.9	122.8	123.8	119.4
無担保コールレート(0/N)	%	0.07	0.07	0.09	0.09
新発10年物国債利回り	%	0.48	0.37	0.46	0.48
週間輸入原油価格	ドル/バレル	90.6	54.5	50.0	50.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。  
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。

## 堅調な雇用と個人消費は今後も持続

### ～利上げ後も大きな落ち込みはない見込み～

趙 玉亮

#### 要旨

12月FOMCで約10年ぶりの利上げが決定された。その背景には、堅調な雇用と個人消費が経済成長を支えており、いずれ物価上昇率も回復するとFRBが見ていることがあるだろう。一方、資源安やドル高を背景に、鉱業や製造業の低調さも続いている。利上げ後も、こうした経済状況は継続するとみられる。

#### 堅調な雇用と個人消費

12月15～16日の連邦公開市場委員会(FOMC)では、約10年ぶりに0.25%の利上げ(フェデラルファンド誘導レートを0.25～0.5%へ引き上げ)が決定された。そこで、以下では米経済の基本的な状況を確認し、今後の見通しを考えたい。(12月FOMCでの利上げなどを巡る内容については、後掲レポート「12月FOMCでの利上げが決定」を参照)。

まず、雇用状況については、10月に続き、11月の雇用統計も総じてしっかりした内容であった。失業率は5.0%と前月と変わらなかったものの、非農業部門雇用者数は21.1万人増と、堅調な雇用増加のペースが維持された。なお、労働市場の質的改善については、長期失業率が前月比0.9ポイント低下したが、労働参加率と広義の失業率に改善が見られなかった。また、時間あたりの賃金の上昇も前月(前年比2.5%)から2.3%へ鈍化するなど、労働市場には依然「弛み」が存在していることをうかがわせるものでもあった。

個人消費については、その3割強を占める小売売上高は前月比0.2%増、自動

車を除く部分は同0.4%増と、いずれも市場予想を上回る堅調な数字であった。その背景にあるのは、前述した雇用拡大のほか、消費者マインドが高めに維持されていることが挙げられる。

企業部門については、資源安やドル高を背景に、鉱業と製造業は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つなど、明暗が分かれる。また、住宅関連の指標について、堅調な数字が続いている。

物価については、企業物価指数(除く食品・エネルギー)は前年比0.3%と2ヶ月ぶりにプラスに転じたほか、消費者物価指数(コア)は同2.0%と昨年5月以来の上昇率となり、インフレ率の回復を示す内容であった。

このように、雇用拡大の継続や堅調な個人消費を背景に、サービス関連の部門が好調である一方、資源安やドル高を背景に鉱業や製造業の動きが冴えなかった。

#### 当面大きな落ち込みはない見込み

初回の利上げが行われた後も、米国経済は当面上述したような状況が継続すると考える。つまり、個人消費や住宅部門



など家計部門の好調さに支えられ、経済全体としては大きな落ち込みはないだろう。また、利上げを受けて、海外からの資金流入が強まるため、市中金利の上昇が限定的にとどまると想定できよう。

労働市場は引き続き改善を示すだろう。雇用増加のペースは完全雇用の下で減速すると見られるものの、毎月10万人半ばの雇用増ペースが維持されれば、失業率は5%を割るなど、低下し続けると思われる。こうした堅調な雇用に支えられ、個人消費の堅調さも維持されるだろう。

住宅セクターについても、低金利環境の継続、家賃上昇の加速、世帯数の増加など、住宅市場を取り巻く好材料が多く見られる。緩やかなペースでの利上げを想定すれば、それによる下押しの影響は限定的にとどまるだろう。

一方で、海外経済の減速のほか、ドル高や資源価格の低下が長期化する中、鉱業や製造業の改善は考えづらい。鉱業・掘削業における新規投資の大幅減がすでに確認されているが、製造業の設備投資の悪化が今後強まるのか、注目点となる。また、利上げフェーズに入ったことでドル高がさらに進み、製造業への逆風が強まる可能性も残されている。

物価の先行きについては、基本的に上昇率を高めていくと見ているが、不確実性も高い。これまでFOMC参加者の大半は、

完全雇用を達成している中で一時的な要因が剥落すると同時に、インフレは2%の物価目標に向けて上昇するとの見方を持っているが、直近では原油価格が大幅安となったことを受け、見通し達成の不確実性が高まっている。

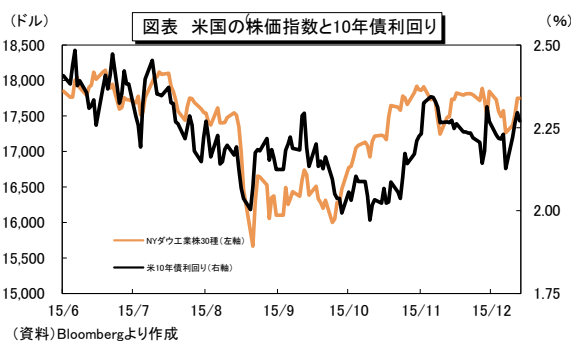
## 長期金利と株式市場の動向

長期金利（10年債利回り）は、利上げを間近に控え値動きの荒い展開だった。イエレンFRB議長が議会証言で年内利上げを示唆する発言をしたことや、ECBによる追加緩和が期待外れと捉えられたことから一旦は上昇する場面もあった。しかしその後は、大幅な原油安を背景にリスク回避的な債券買いが入ったこともあり、11日の長期金利は約10bp低下し、2.13%と約2ヶ月ぶりの低水準となった。その後、FOMCを控えて現実味を帯びてきた利上げの影響で長期金利は再び上昇した。

長期金利は、今回の利上げはすでに織り込み済みのため、目先の上昇圧力は乏しいと見られる。ただし、16年初頭に物価を抑制する要因が剥落するとともに、インフレが急上昇する可能性を排除できないため、原油価格やインフレ動向次第で上昇圧力が急速に高まる可能性がある。

一方、株式市場については、12月のFOMCでの利上げがほぼ確実視される中、原油価格の大幅続落やハイイールド債の下落などから下落し、11日は17,200ドル台となった。その後は原油価格の持ち直しから回復の動きを見せた。先行きの株価については、利上げ開始に伴い上値の重い展開が続くと予想する。

(15.12.16現在)



## ECB の追加緩和と金融政策の限界

### ～求められる市場との丁寧なコミュニケーション～

山口 勝義

#### 要旨

ECB は 12 月に追加緩和を決定したが、金融政策の機能を十分発揮し難い環境の下に置かれているため、その効果には限界があるものとみられる。また、現実には政策余地が狭まるなどのなか、ドラギ総裁には市場とのより丁寧なコミュニケーションが求められている。

#### はじめに

欧州中央銀行（ECB）は 12 月 3 日の政策理事会で追加緩和を決定した。その内容は、銀行が中央銀行へ余剰資金を預け入れる際の金利を 0.1 ポイント引き下げ ▲0.3% とすること、量的緩和策（QE）の期限を少なくとも 2017 年 3 月まで半年間延長すること、買入対象資産に地方債を追加することなどである。

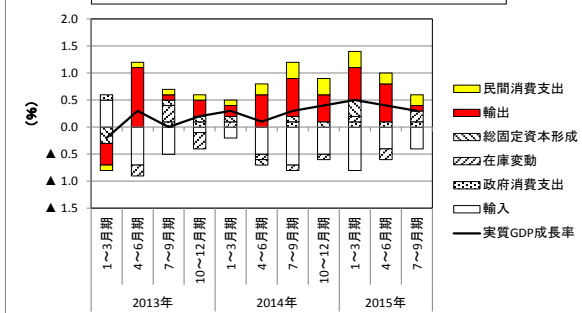
ユーロ圏では消費者物価上昇率の低迷が続いており、中期的に年間の上昇率を「2%を下回るがこれに近い水準に維持する」とする ECB の政策目標を大幅に下回って推移している（図表 1）。また、景気回復の足取りは依然として緩慢である（図表 2）。このような情勢を受け、ECB はこのところ積極的な政策対応を行ってきている。

14 年 6 月には、ECB は政策金利の引下げに加え銀行による中央銀行への預け入れ金利を初めてマイナスとしたほか、銀行に対し低利で融資原資を供給する仕組み（TLTRO）を新設するという多面的な政策を打ち出した。さらに同年 9 月には、中央銀行への預け入れ金利を含め政策金利を引き下げるとともに、貸出債権を担保とするカバードボンドなどの新たな買入策を決めた。加えて、15 年 1 月には

図表1 ユーロ圏の消費者物価(HICP)上昇率(前年同月比)

	(単位:%)					
	2015年 6月	7月	8月	9月	10月	11月
全項目①	0.2	0.2	0.1	▲0.1	0.1	0.2
うち 食品、酒、タバコのみ②	1.1	0.9	1.3	1.4	1.6	1.5
うち サービスのみ③	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2
うち 工業産品のみ④	0.3	0.4	0.4	0.3	0.6	0.5
うち エネルギーのみ⑤	▲5.1	▲5.6	▲7.2	▲8.9	▲8.5	▲7.3
①から⑤を除く	0.9	0.9	1.0	1.0	1.2	1.0
①から②、⑤を除く(「コア」)	0.8	1.0	0.9	0.9	1.1	0.9

図表2 ユーロ圏の実質GDP成長率(前期比)と寄与度内訳



(資料) 図表 1、2 は Eurostat のデータから農中総研作成

国債などを新たに対象に加えたQEの開始を決定し、3月には購入を始めている(注1)。

しかし、こうした一連の政策にもかかわらず、その後もユーロ圏の実体経済には大きな改善は生じていない。一方、12月3日の決定内容がドラギECB総裁の追加緩和に前向きな発言などを踏まえた市場の事前の期待を下回ったことで、ユーロの急騰など激しい混雑が生じることとなった(注2)。では、なぜこのようにECBによる金融政策の効果は限られているのだろうか。また、今回の市場の失望を機に、今後、市場波乱が増加することになるのではないだろうか。

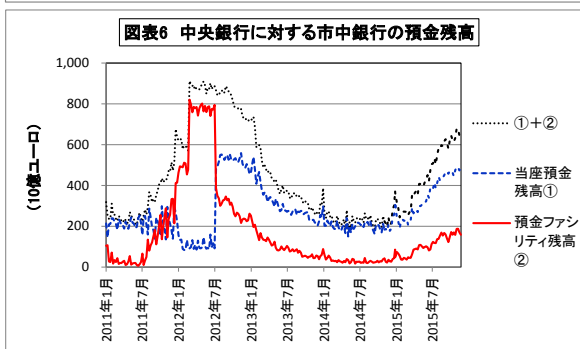
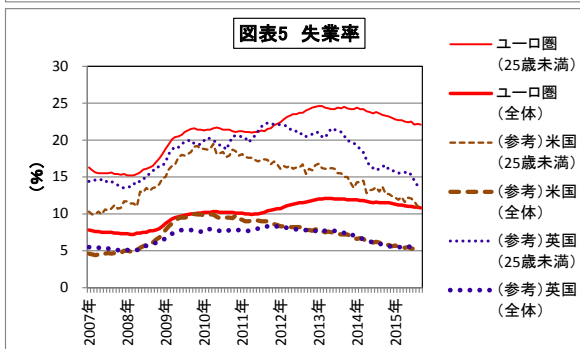
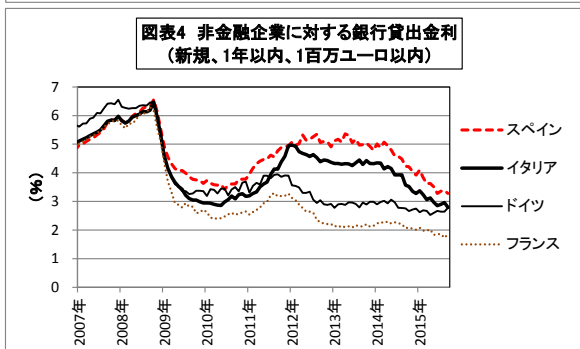
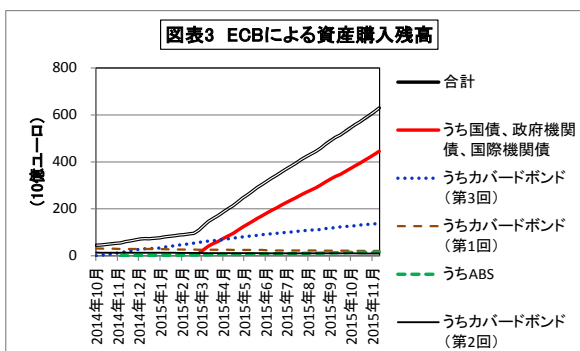
## ECBによるこれまでの政策の評価

ECBによるQEは順調に進捗しているが、この政策には様々な効果が期待されている(図表3)。まずは、中長期の金利水準への影響を通じて企業の資本コストを低下させるとともに、銀行が国債を売却し貸出等のリスク資産に振り替えることに伴う資産のリバランス効果により、経済を活性化させることが期待される。また、株価等の上昇を通じた資産効果が個人消費を刺激するほか、通貨の下落が生じ輸出を後押しする可能性がある。これらの結果、経済主体のコンフィデンスは改善し、そのリスクテイク意欲の積極化を通じインフレ期待の上昇につながるものが想定できる。また、企業等の実際の資金ニーズに基づく低利原資供給の仕組みであるTLTROがQEに加わることで、よりの絞った景気刺激効果が期待できる。

確かに、これらの政策の結果、貸出金利は低下するとともに各国間でその水準は収斂しつつある(図表4)。このように、課題であった金融政策の伝達経路の改善が進み、銀行貸出残高はようやく前年比プラス圏にまで回復してきている。また、株価等の上昇に伴う資産効果やユーロ安の進展に伴う輸出の後押し効果などにも、相応の実績があったものと見込まれる。

しかし、これらを通じ景気回復が本格化しつつあるかと言えば、そうとは言い難い状況にある。ユーロ圏では金利低下、通貨安に、さらに資源安が加わった最近の追い風の割には景気回復は依然として低調であり、なかでも非常に緩慢な失業率の低下は経済主体のコンフィデンスの改善への障害となっている(図表5)。

こうした金融政策の効果の限界は、銀行が中央銀行に預け入れる預金残高の増



(資料) 図表3、4、6はECBの、図表5はEurostatの、各データから農中総研作成

加にも現れている(図表6)。この中央銀行の中での資金の滞留は実体経済が金融政策による資金供給を消化できずにいる事実の反映であり、これは金融政策がその十全な効果発揮が困難な状況に陥っている姿を示しているものである。

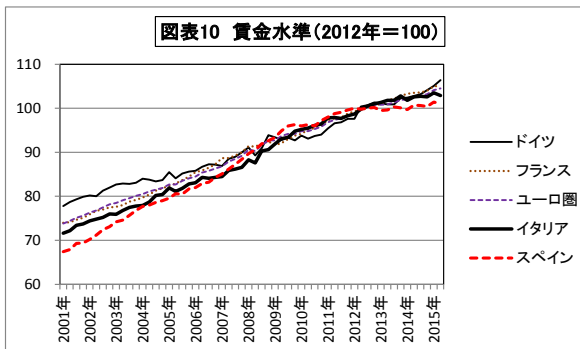
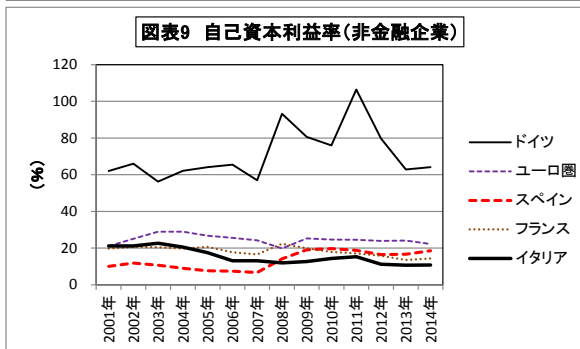
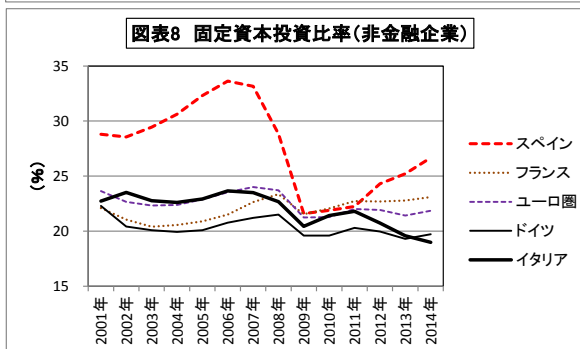
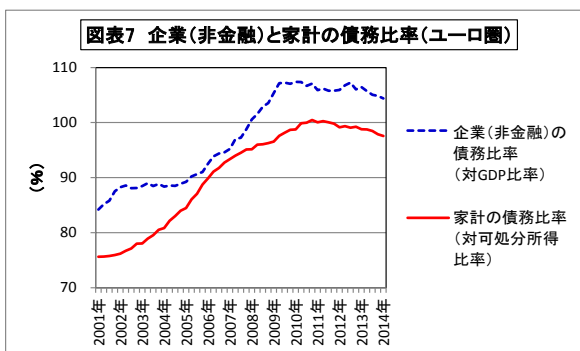
## 金融政策が効きにくいユーロ圏の環境

今回の預け入れ金利の一段の引き下げには、この滞留した資金の実体経済への浸透を促したい ECB の意図が強く反映しているものと考えられる。しかし、これによる大きな効果は見込みづらい。

まず、ユーロ圏では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はその改善の途上にある(図表7)。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となる(図表8)<sup>(注3)</sup>。こうしたなか、企業の労働生産性は全般に伸び悩みの状態にあり、収益性の改善は鈍い(図表9)。この結果、賃金水準には、内需振興が求められるドイツを例外として、その伸び率の鈍化が現れている(図表10)。また、この鈍い賃金上昇率には、失業率の高止まりや労働市場などの規制緩和に伴って生じた賃金引き上げにかかる労働者の交渉力の弱体化や、グローバル化のなかでの海外勢との競争激化を通じた企業のコスト抑制指向などが影響を与えている可能性も考えられる。

このような環境の下では経済主体の資金需要は弱く、滞留した資金の実体経済への浸透は簡単には進みそうにはない。また、需要面からのインフレ期待の回復は望みにくく、加えて中国において過剰投資に伴う困難な問題に対処しつつ経済の構造改革が進められる過程では、資源価格や素材価格の下落がユーロ圏にも波及し、供給面からもインフレ期待を後退させる可能性が大きい。

金融政策には、投資の刺激、失業率の



(資料) 図表7はECBの、図表8～10はEurostatの、各データから農中総研作成

低下や賃金の上昇などを通じ財貨やサービスへの需要を引き上げ、インフレ期待を回復する効果が見込まれている。しかし、ECBはこうした機能を十分発揮し難い環境の下に置かれており、金融政策の効果には限界があるということになる。

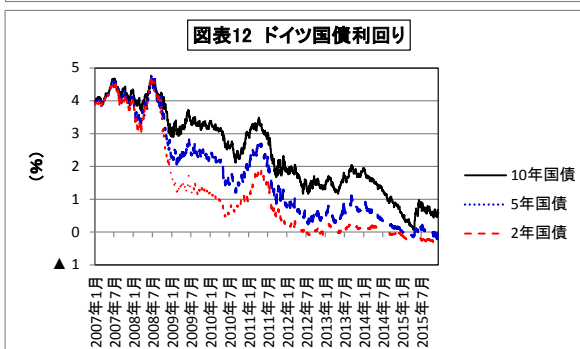
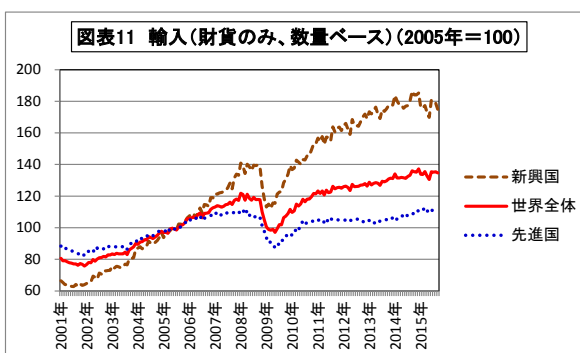
## おわりに

ユーロ圏では、財政危機以降、市場からの強い圧力の下で何よりも財政規律を重視するとともに、財政政策の効果は一時的なものに限られるとの判断も加わり、経済競争力を高めるための構造改革に注力しつつ、当面の景気刺激策は金融政策に大きく依存してきた。

この間、ドラギ総裁は市場が想定した以上の積極的な政策を打ち出してきた。これはいわゆるドラギ・マジックとしてECBへの市場の信任を高めることに役立ってきたが、逆にこの過程を通じ、ECBは信任維持のためには常に市場の期待以上の政策を実施し市場にサプライズを与え続けなければならないという、過大な負荷を負わされてきたとも捉えられる。

しかしながら、現実にはその政策余地は徐々に狭まってきている。例えばマイナスの預け入れ金利は銀行のコストを高めるほかQEには市場規模の制約があることなどから、それらの拡大には限度がある。また、最近のユーロ圏の景気回復が民間消費と輸出の2本柱に支えられてきた点ではユーロ安は重要な景気刺激策ではあるものの、新興国の成長減速化とともに先進国についても米国など一部を除けば経済情勢は力強さを欠く点や、最近の世界貿易の鈍い伸び率を考慮に入れば、取り込める外需には限りがあるものと考えられる(図表2、11)。また、通貨の競争的な切り下げは回避するとの国際的な合意の下では、ユーロ安への誘導自体には自ずと限度があるものである。

ドラギ総裁は、政策理事会の翌日の講演では金融政策にいかなる手段を使うにも特別な制約はないと述べ、さらなる追加緩和の可能性を示唆した。この発言に



(資料) 図表 11 はオランダ経済政策分析局(CPB)の、図表 12 は Bloomberg の、各データから農中総研作成

は足元の市場波乱の沈静化を図る意図があったものとみられるが、現実には ECB の政策余地が狭まってきている点是否定できず、また、ドイツなどからの根強い抵抗も追加緩和の制約条件となっている。その一方で、市場では金利水準が大幅に低下するなど、過剰流動性に伴う QE の副作用としての歪みが生じてきている(図表 12)。このように諸条件が厳しくなるなか、ドラギ総裁には、ECB への信任を維持し市場の不安定化を回避するため、市場とのより丁寧なコミュニケーションが求められている。(15. 12. 16 現在)

(注1) 国債、政府機関債、国際機関債を対象とする買い取りプログラムを、ECB は“The Public Sector Purchase Programme (PSPP)”と名付けている。  
 (注2) 前回 10 月の政策理事会後の記者会見で、ドラギ総裁が、ECB は必要に応じて行動を起こす用意がある、金融政策のいかなる手段も排除しない、と発言していたことから、市場では 12 月には踏み込んだ追加緩和が行われるとの期待感が強まっていたもの。  
 (注3) ここでの投資比率は総固定資本形成額を総付加価値額で除したもので、生産過程での付加価値額に対する固定資産への投資額の比率を示している。

## ひとまず安定化に向かう中国経済

### ～懸念される人民元安・資本流出の加速～

王 雷軒

#### 要旨

これまでの経済対策を受けて、中国経済は安定化に向かいつつあると見られる。しかし、輸出の不振や鉱工業生産の低迷が依然景気の足かせとなっているため、景気が大きく好転する可能性は低い。短期的なリスク要因として人民元安・資本流出に注意が必要だ。

#### 景気は安定化に向かいつつある

景気減速を食い止めるため、政府は断続的な金融緩和に加え、15年後半には財政支出を大幅に拡大させた。これらの経済対策を受けて、景気はようやく安定化に向かいつつある。図表1に示したように、消費の底堅さが続いているほか、財政支出の拡大などを受けて固定資産投資も上向いてきた。

とはいえ、輸出は依然鈍化が続いているほか、鉱工業生産も市場予想をやや上回ったものの、低迷の状況は変わらず、景気が好転したわけではない。

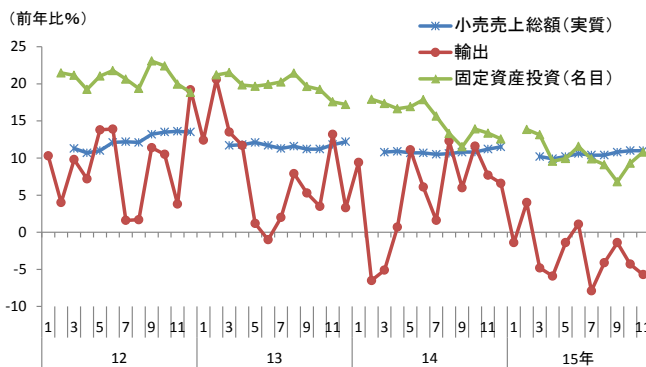
先行きについては、これまでの金融・財政政策による景気押し上げ効果が顕在化しつつあることから、10～12月期は小幅ながら成長率が高まり、7%台前半に戻る可能性がある。1～9月期の成長がすで

に6.9%に達しているため、15年通年で7%成長は達成できると予想する。16年については、今後も安定成長に向けた積極財政と金融緩和の動きを強めると見られるものの、輸出の不振や鉱工業生産の低迷といった下振れリスクが引続き存在すると思われるため、6%台後半の成長に減速するだろう。

このように、景気安定化の動きが見られるものの、原油など資源価格の大幅下落などを背景に、物価の鈍化状態が続いている。11月の消費者物価指数(CPI)は前年比1.5%と先月から上昇率がやや拡大したものの、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)もエネルギー価格の大幅下落に加え、過剰生産能力の調整の遅れもあり、前年比▲5.9%と45ヶ月連続の下落となっている。

目先は、12月中旬に開催される予定の「中央経済工作会議」に注目が集まっている。ここで、16年の財政・金融政策などが決定されるが、積極的財政および穏健(やや緩和気味)な金融政策は継続する可能性が高いと見られる。積極的財政については、法人税の実効税率の引下げや、財政赤字比率の拡大が決定されるかどうか

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。

かなどの内容が注目される。

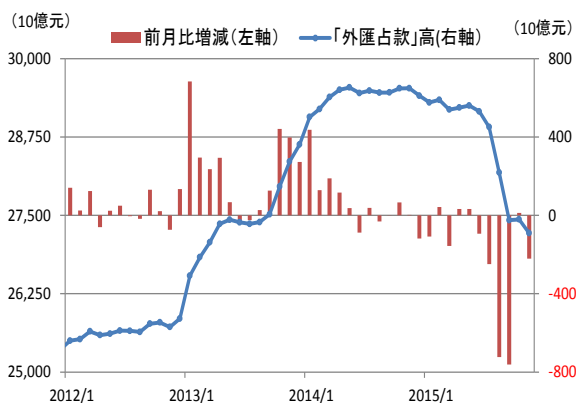
### 懸念される元安・資本流出の加速

前述のように、景気が安定化に向かいつつあると見られるが、様々な景気下押しリスク要因も抱えている。短期的に懸念されるのは、人民元安・資本流出の加速である。11月に入ってから、人民元の SDR バスケットへの採用を控え、中国人民銀行が大規模なドル売り介入を行ったにもかかわらず、米利上げ観測を背景に人民元安が進行した。さらに人民元の SDR 採用が決定された後、当局が介入を取りやめるとの観測から、急激な人民元安となっている（図表2）。

このような急落に対して、市場では、輸出不振が続いたことを受けて、当局がドル売り介入の規模を縮小し、人民元安を誘導する思惑があるとの見方が浮上した。特に、12月11日に中国外貨交易中心（CFETS）が新たな人民元指数を発表したことから、市場では当局は人民元安を容認したと受け止めた。

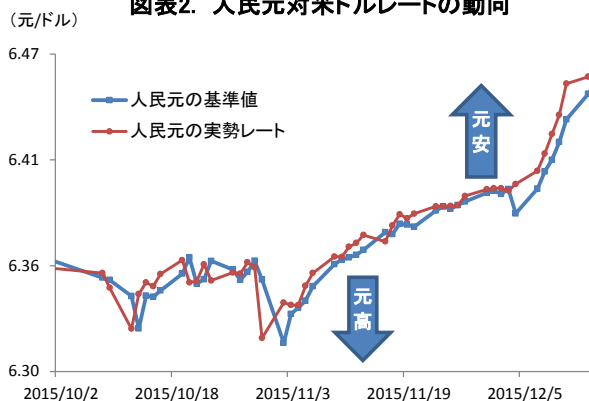
しかし、実際は当局が資本流出の加速を危惧しており、人民元の対ドルの大幅な下落圧力を弱めるため、新指数の発表を行ったと見られる。資本流出の要因は、

図表3. 金融機関の外貨保有残高の推移



（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成、（注）直近は2015年11月。

図表2. 人民元対米ドルレートの動向



（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成、直近は2015年12月15日。

米国の利上げ観測が主因であるが、中国国内の要因も挙げられる。中国経済への過度な懸念は一巡したものの、景気先行きの不透明感が依然残るため、人民元安圧力は強い。

これに加え、中国経済が高成長から中成長に向かうなか、人民元預金金利の引下げや国債利回りの低下などによる人民元建て資産の収益率も低下（内外金利差縮小）してきた。先行きも追加金融緩和期待もあることから、従来の人民元高期待は大きく変化した。資本の自由な移動が制限されているにもかかわらず、これまで偽装貿易などを利用して中国に流入してきたホットマネーは引き上げられつつある。

その結果、中国の金融機関（主に中国人民銀行）による外貨保有残高（外匯占款）は14年半ばから緩やかに減少し始め、15年7～9月期に急激な減少を記録した（図表3）。10月に少額ながら資本純流入となったが、11月には再び純流出に転じたことが見て取れる（図表3）。

人民元安は中国の輸出を押し上げるメリットがあるが、過度に進行すると、資本流出を加速させてしまうため、中国国内の投資活動に支障を来すデメリットも持つ。当局は難しい舵取りを迫られている。（15. 12. 16 現在）

## 一段の商品安と米利上げで低迷する新興・資源国市場

多田 忠義

### 要旨

11月の米雇用統計をはじめ、多くの堅調な米経済指標や、FOMCメンバーの利上げ開始を示唆する発言が相次いだこと、原油供給過剰が当面続く見通しとなったことで、新興・資源国市場は一部を除き低迷している。米利上げ開始に伴う影響は徐々に表れるとみられるが、新興・資源国のファンダメンタルズによって影響の度合いは異なる。

### OPEC 減産見送り、米利上げ決定

12月15～16日のFOMC（米連邦公開市場委員会）で利上げ開始が決定された。11月の米雇用統計をはじめ、多くの堅調な米経済指標に加え、FOMCメンバーの利上げ開始を示唆する発言が相次いだことで、金融資本市場ではドル高、新興・資源国からの資金引き揚げが12月も継続した。IIF（国際金融協会）によれば、分析対象とした新興5ヶ国の日別非居住者資金フロー（債券）は、12月入り後、7日移動平均ベースで流出超に転じている。米国債と新興国債券とのスプレッドを示すEMBI+は拡大したほか、通貨指数（ELMI+）は、15年9月以来3ヶ月ぶりの水準まで下落（新興・資源国通貨安）となった。

12月4日に開催されたOPEC（石油輸出国機構）総会では減産合意できず、またIEA（国際エネルギー機関）が16年末まで供給過剰続く見通しを発表したことなどで、原油先物相場（WTI）は、一時1バレル＝34ドル台まで下落した。原油安が進んだことで、ロンドン金属市場の主要鉱物価格指数（LMEX）、国際商品指数（トムソン・ロイター・コアCRB）もつられて低下した。

米利上げ開始に伴い、米ドル調達コストの増大、米ドル高（新興・資源国にとっては通貨安）進行によるインフレ圧力

の高まりなどの影響が徐々に表れるとみられるが、新興・資源国のファンダメンタルズによって影響の度合いは異なる。

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：底堅い消費

インド準備銀行（RBI）は12月1日、政策金利の据え置きを決定した。インフレは抑えられているとの見方がある一方、食料品価格の上昇が続いており、RBIはその動向を慎重に見極めている。実際、11月の卸売物価指数（WPI）は前年比▲2.0%と12ヶ月連続の下落、一方の消費者物価指数（11月）は同5.4%と、10月（同5.0%）から2ヶ月連続で加速した。

鉱工業生産指数（10月）は前年比9.8%と12ヶ月連続の上昇で、10年10月以来5年ぶりの高水準となった。財別にみると、資本財の寄与度は2.1ポイントと、9月の1.4ポイントから改善したほか、消費財は4.9ポイントと持ち直し、9月の落ち込みは一時的であったことを確認できた。

11月の自動車販売台数は前年比11%と、2ヶ月連続で二けたの伸びとなった。9月下旬の利下げを受け、市中銀行の貸出金利も徐々に低下していることを受け、消費者の購買意欲にプラスの影響を与えた。なお、12月上旬にチェンナイで洪水が発



生したことから、生産、消費に一時的な影響が出ることが懸念される。

### インドネシア:インフレ圧力弱まる

インドネシア中銀は12月17日、市場の予想通り、10回連続で政策金利の据え置きを決定した。市場予想通り米利上げが開始されたなか、通貨ルピアの売り圧力に対応したものとみられる。

11月の消費者物価は前年比4.9%と、5ヶ月連続で鈍化した。昨年11月にガソリン値上げにより物価が急上昇した反動のほか、食料品価格も下落したことなどが影響した。

物価鈍化は内需喚起に寄与している。11月の消費者信頼感指数は103.7で、3ヶ月連続の上昇となった。ちなみに9月は6年半ぶりの低水準(97.5)となったが、ようやく持ち直しの兆しがみられる。

### ブラジル:インフレ加速続く

12月1日に発表された7~9月期の実質GDP成長率は前年比▲4.5%で、3期連続のマイナス成長となった。また、4~6月期は同▲3.0%に下方修正され、景気回復の道筋は遠のいている。

一方、11月の消費者物価指数(IPCA)は前年比10.5%と、10月(同9.9%)から加速、政策目標(4.5±2%)からの乖離が継続している。高まるインフレ圧力により国内消費は最悪の水準に達しており、11月の消費者信頼感指数は過去10年間で最低水準(76.7)である。

ブラジル中銀は11月25日、3回連続で政策金利の維持を決定したが、声明文から、これまでの金利を当面据え置く必要性に言及した部分を削除した点が目新しい。2名の委員が50bpの利上げを主張

したことから、利上げが再開されるとの観測も出始めた。

### ロシア:政策金利は3回据え置き

11月の消費者物価指数は前年比15.0%と、3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。ただし、原油安、ルーブル安進行も踏まえ、12月11日に開催された金融政策決定会合では、3回連続で政策金利(11.0%)の据え置きが決定された。

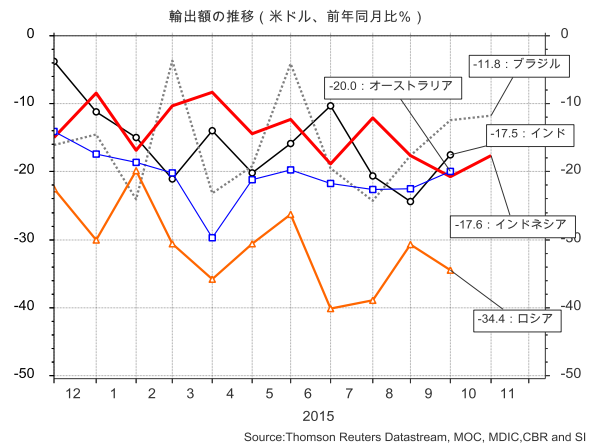
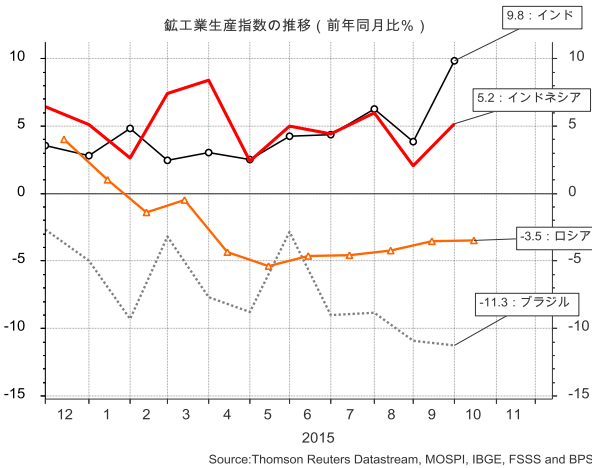
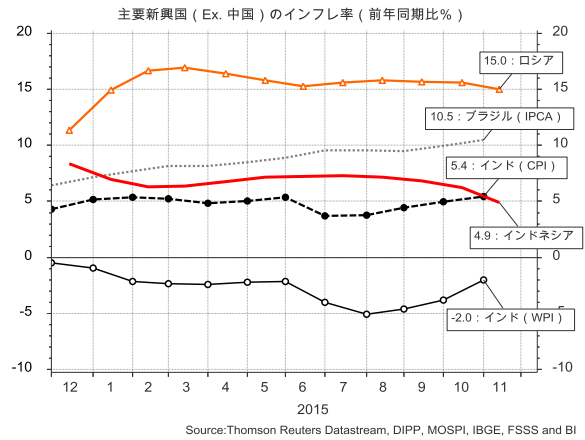
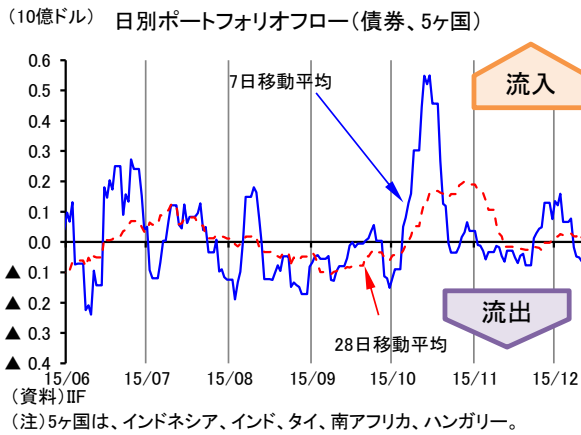
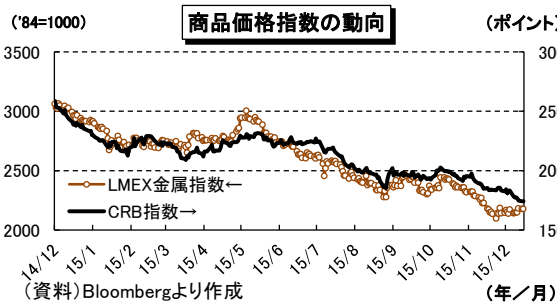
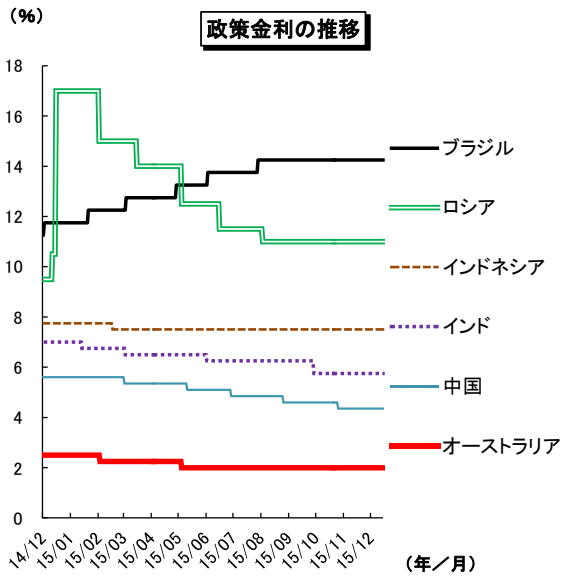
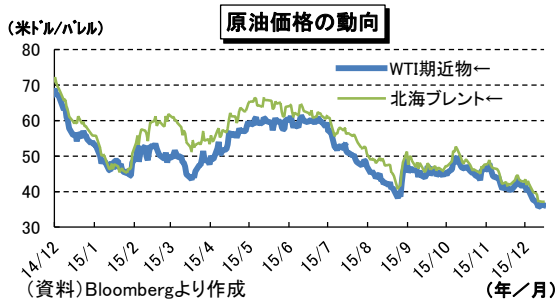
### オーストラリア:15年ぶりの雇用改善

オーストラリア準備銀行(RBA)は12月1日、7回連続で政策金利の据え置きを決定した。15日に公表された議事要旨によると、理事メンバーは、低金利政策が民間消費や住宅投資を後押しし、また、商品安による豪ドル調整で国内生産を底上げしているなどと判断し、最近の国内統計は総じて堅調と評価した。

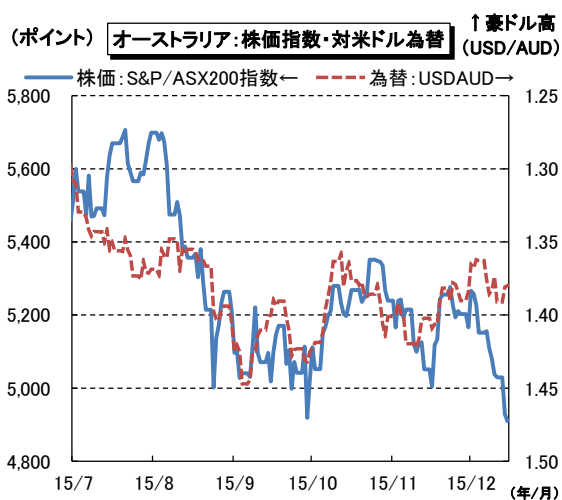
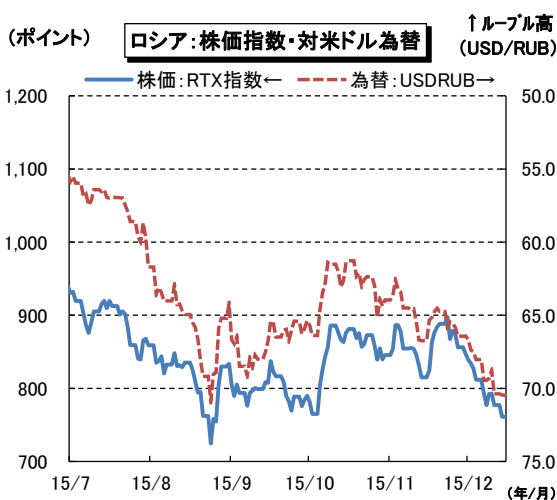
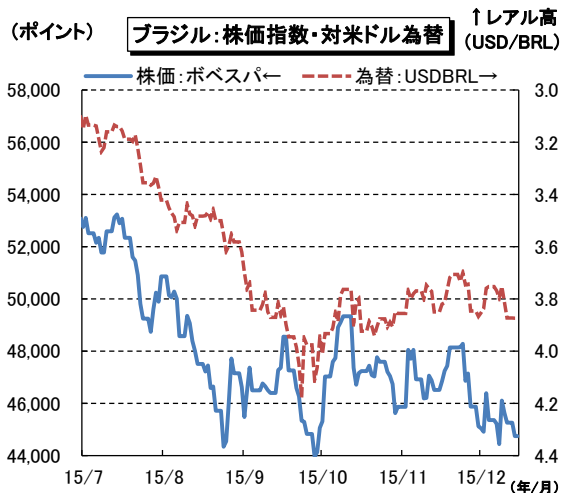
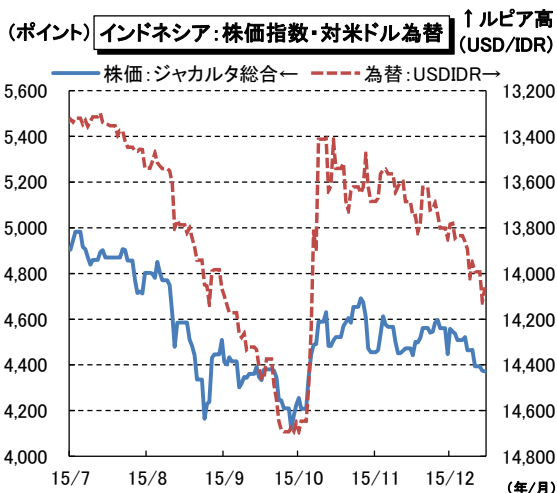
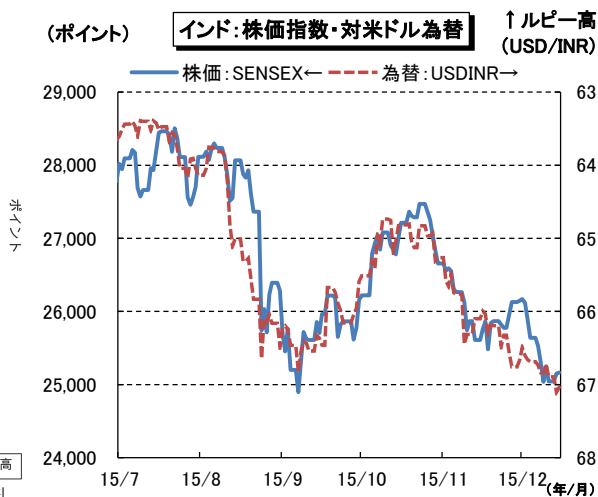
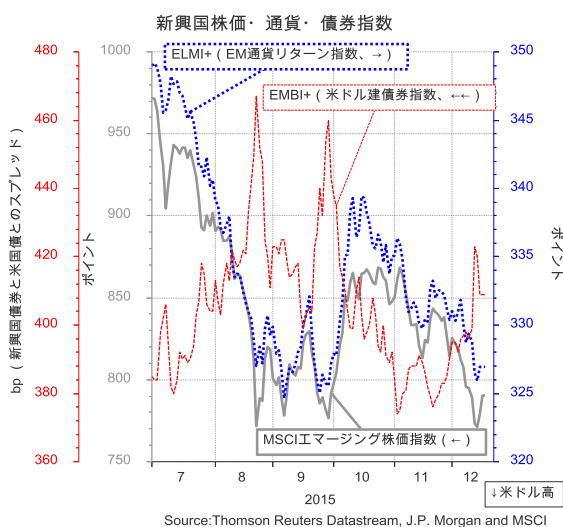
また、雇用環境が想定以上に力強く回復していることも指摘した。実際、会合後に発表された11月の雇用指標は、失業率5.8%と10月から一段の低下、雇用者数は7.14万人増(正規雇用者数が4.16万人増、非常勤雇用者が2.97万人増)で、市場予想(1.00万人減)を上回る増加となった。また、雇用者数の増加幅は00年7月以来15年ぶり、失業率は1年7ヶ月ぶりの水準であった。しかし、RBAは雇用のトレンドを重視する姿勢を打ち出しているなか、豪雇用関連データは下方修正の可能性をはらんでいる。ゆえに、この雇用情勢が改善しているかどうかを判断することは時期尚早といえる。

(15.12.17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12月~15年12月)



## 主な新興・資源国の株価、為替動向(15年7月~15年12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。

## 12月 FOMC での利上げが決定

### ～今後のインフレ動向と利上げペースに注目～

趙 玉亮

12月15～16日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利であるフェデラルファンドレート（FF金利）の誘導水準を「0～0.25%」から「0.25～0.5%」に引き上げ、2008年12月から始めた実質ゼロ金利政策を解除した。

金融危機やそれが引き起こした大不況に対処するため実施されてきた非伝統的金融政策は、経済の順調な回復を背景に正常化が求められている。このため、今回の利上げは、金融政策正常化に向けた第一歩と位置付けられ、経済回復に対して強い自信を示すシグナルとも捉えられる。一方で、7年に及んだゼロ金利・量的緩和の状態からの利上げへの政策転換は、これまで経験したことがなく、金融市場や実体経済にどのような影響を与えるかについては、不透明感が強いという側面もある。

以下、今回の利上げの背景、今後の注目点などを整理してみたい。

### 利上げの背景

利上げ開始の背景を見てみよう。まず、9月FOMCで懸念が示され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するなど、利上げを阻む海外要因は剥落しつつあったことが挙げられる。また、米国の経済成長は底堅く推移しており、10、11月の雇用統計も市場予想を上回って堅調な結果となるなど、利上げを支持する要因が多く見られた。

一方で、インフレ率は2%の物価目標を達成していないものの、その多くの部分はエネルギー安や輸入物価の低下など一時的な要因によるものであり、先行きこの要因が剥落すれば、インフレ率は2%の物価目標に向け回復すると連邦準備制度理事会（FRB）は見通している。

### 金融環境の緩和を維持

FF金利の誘導水準が0.25%の幅で引き上げられたのは、市場予想通りの結果である。多くの利上げ条件を達成しているとは言え、新興国の経済減速、資源安やドル高、インフレ目標の未達成などの懸念も抱えている。こうしたなか、FRBは利上げによる市場への影響を軽減させるため、「金融環境の緩和」「緩やかな利上げ」という、これまでの緩和スタンスを大きく変えたわけではないことを強調した。初回の利上げを小幅にとどめ、経済や金融市場への影響を見極めるという姿勢である。

また、金融環境の緩和を維持するため、FF金利の正常化が軌道に乗るまで、FRBのバランスシートで満期となった国債や不動産担保証券（MBS）の再投資を継続することとし、市場の懸念を払しょくした。

### はっきりした利上げの判断材料

今回の利上げは初回に過ぎず、データ次第で次の利上げの有無が判断されるという「FF金利の正常化」プロセスが始まったのは事実である。

その判断（利下げの可能性も含み）を行う際、FRB が考慮する要因とは何か、声明文の中でははっきりとした。それは①労働市場の状況、②インフレの上昇圧力と見通し、③金融市場と国際情勢、の3点である。

## FRB 見通しからみる利上げのペース

市場の関心は今後の利上げのペースにある。9月の経済見通しによると、16年内には100bpで4回の利上げが予想されていた。それに対し、市場ではより緩やかなペースを予想していた。

今回、発表された経済見通しでは、市場の多くが予測したFF金利見通しの下方修正は見られなかった（図表1）。16年末のFF金利は1.375%と、9月の見通しと変わらなかった。17年末で2.375%と、9月に比べ0.25ポイントの下方修正が行われただけである。つまり、16年内の利上げペースについては、市場とFRBとの予想は依然大きなギャップが存在し、今後市場のボラティリティを誘発する要因になる可能性があり、留意する必要がある。

図表1 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し(15年12月時点)

	2015年	2016年	2017年	長期(longer-run)
実質GDP	2.1 (2.0~2.3)	2.3~2.5 (2.2~2.6)	2.0~2.3 (2.0~2.4)	1.8~2.2 (1.8~2.2)
失業率	5.0 (5.0~5.1)	4.6~4.8 (4.7~4.9)	4.6~4.8 (4.7~4.9)	4.8~5.0 (4.9~5.2)
PCE デフレーター	0.4 (0.3~0.5)	1.2~1.7 (1.5~1.8)	1.8~2.0 (1.8~2.0)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.3 (1.3~1.4)	1.5~1.7 (1.5~1.8)	1.7~2.0 (1.8~2.0)	
FFレート 誘導水準	0.375 (0.375)	1.375 (1.375)	2.375 (2.625)	3.5 (3.5)

(資料) FRB資料より作成

(注) メンバーの予想範囲から上下3人ずつを除いた予想中心帯を示す。失業率は各年第4四半期の平均値。GDP、PCEは各年第4四半期の前年比。FFレートはメンバー全員の予想中央値。下段( )は前回見通し。

長期(longer-run)とは、適切な金融政策の下で、経済にさらなる大きなショックがない場合に、収斂すると予測した水準である。

FFレートの誘導水準を0.125%単位に予想の幅を細分化した。

## 今後の注目点: インフレ動向と利上げのペース

今後利上げのペースはインフレ関連の

指標に大きく左右される。そして、インフレ動向次第で、三つのシナリオが考えられる（図表2）。

図表2 インフレ動向次第の利上げペースのシナリオ

	インフレ動向	利上げのペース	利上げの幅と回数
シナリオ①	一時的な要因の剥落に伴い、2%の物価目標に向けて上昇していく	FRBの見通しに近い	0.25%ごとに、年間4回
シナリオ②	16年初頭にかけて、インフレ率はあまり上昇せず、低調なまま	FRBの見通しより緩やかになり、市場予想に近いペースの利上げ	0.25%で2~3回
シナリオ③	完全雇用を達成しているため、一時的な要因の剥落と同時にインフレ率が急上昇	利上げのペースは加速	年間3回以上、幅も大きく

(資料) 筆者が作成

シナリオ①：16年初頭にかけて、ドル高や原油安などインフレを抑制する一時的な要因が剥落すると同時に、インフレ率が少しずつ回復の兆しが見られ、FRBは予想通りのペースで利上げを続けていく。

シナリオ②：一時的な要因が剥落しても、インフレ率が2%の目標に向け上昇するような確信がなかなか得られず、より緩やかなペースで利上げする。筆者はこのシナリオの可能性が高いと見ている。

シナリオ③：完全雇用を達成するなかで、インフレ率が予想外に急上昇し、利上げのペースを速めせざるを得ない。

金融市場への影響を見極めるのは時期尚早だが、少なくとも今回の利上げについては、織り込み済みで目先の不透明感が払しょくされたため、米株式市場はプラスに受けとめる向きがあり、利上げ当日は一定の上昇を見せた。今後、年0.5~0.75%程度の緩やかなペースでの利上げであれば、市場に与える影響は基本的に限定的にとどまると予想する。ただし、金融環境のタイト化を意識させる急速な利上げは大きなボラティリティをもたらすため、原油価格やインフレ動向などに注意する必要がある。

(15.12.17 現在)

## ガソリン価格が下落する中、地域差は拡大

木村 俊文

### ガソリン価格は5年11ヶ月ぶり安値

国内ガソリン価格の下落が続いている。以下では、地域別の価格・消費動向を確認するとともに、先行きを考えてみたい。

資源エネルギー庁によれば、ガソリンの全国平均店頭価格（レギュラー、1リットル当たり、消費税込み、以下同じ）は、12月第2週（14日調査時点）に126.2円と2010年1月第2週以来5年11ヶ月ぶりの安値となった。

国内ガソリン価格は、14年後半に下落に転じ、15年春にかけて一旦は持ち直したものの、夏場以降は再び下落傾向が続いている。最近のガソリン安は、原油価格（WTI原油先物）が14年前半の1バレル＝100ドル超から15年初には50ドル割れと急落したことを受け、輸入価格が前年の半値近くまで下落した影響が大きい。

### 地域間での価格差が拡大

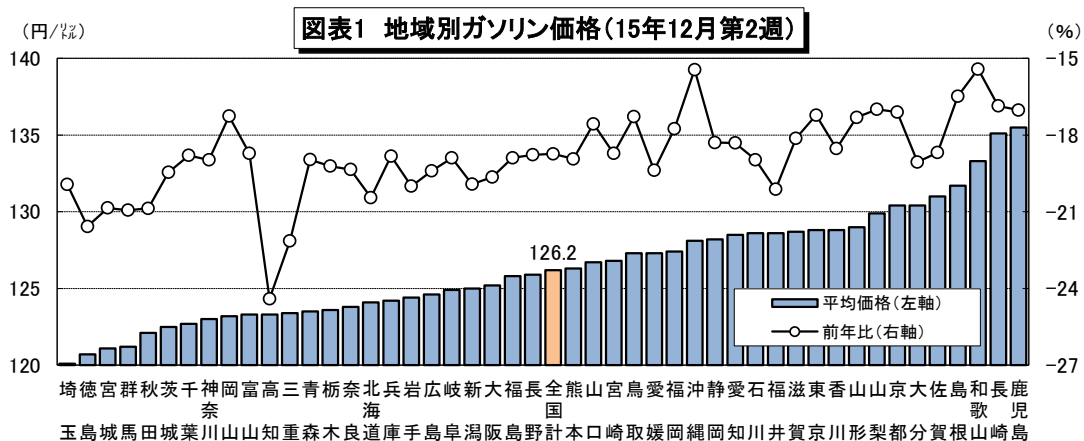
直近のガソリン価格を都道府県別にみると、最も高いのは鹿児島県（135.5円）であり、次いで長崎県（135.1円）、和歌山県（133.3

円）だった（図表1）。逆に価格が最も安いのは埼玉県（120.1円）であり、以下、徳島県（120.7円）、宮城県（121.1円）となっている。最大値と最小値との差は15.4円だった。

このようにガソリン価格は地域間で格差がみられるが、その要因には石油精製施設からの輸送コストや地域内での店舗間競争の度合いなどが挙げられる<sup>（注1）</sup>。離島が多く輸送コストがかかる鹿児島県や長崎県では価格が高く、価格競争が激しい埼玉県では下がりやすいという特徴がある。

一方、長期的にみてガソリン価格の地域間格差はどうなっているのだろうか。そこで、ガソリン価格の地域間（47都道府県）のバラツキを把握する指標として、標準偏差と全国平均値から算出した変動係数の動きをみると、足元では2.9%と過去5年平均（1.8%）を大きく上回り、上昇傾向が強まっている（図表2）。つまり、ガソリン価格の下落局面では地域間格差が拡大する傾向があり、最近はその動きが強まっていることが見て取れる。

こうした背景の一つには、業者間転売（ス



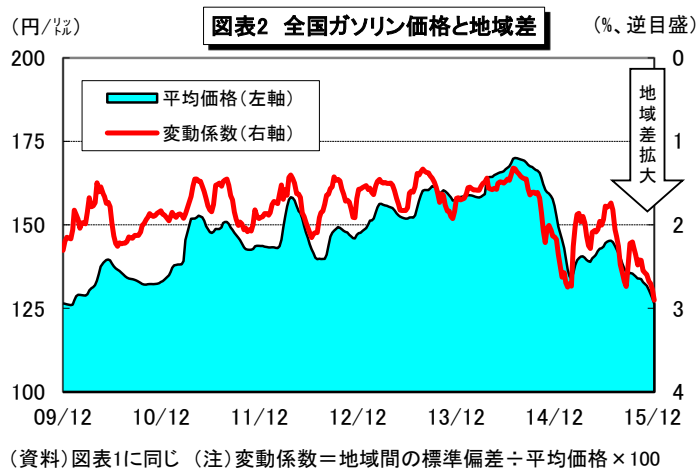
ポット)市場の存在がある。価格下落局面では、石油元売り会社の余剰ガソリン在庫が商社などを介してスポット市場に多く供給されるため、安く仕入れた元売り系列以外のプライベートブランド店(大手スーパーやホームセンターなど)のガソリンスタンド(SS)がすぐに価格を下げる。この動きにつられて、価格競争が激しい地域を中心に元売り系列も価格を下げざるを得ず、地域間での格差が広がるとみられる。一方、価格上昇局面では、こうした動きが反転することから、スポット市場からの影響は鈍く、地域間格差も付きづらくなる。

(注 1) 詳しくは木村俊文「原油高騰とガソリン価格の地域動向」(『金融市場』07年11月号)を参照。

### ガソリン安の恩恵は地方が大きい

ガソリン安は個人消費を下支えする所得効果をもたらすが、そこにも地域間で格差がある。

総務省「家計調査」によれば、14年の都道府県庁所在市別1世帯当たりの年間ガソリン支出額は、山口市が138千円(消費支出に占める割合:3.9%)と最も高く、次いで富山市112千円(同2.7%)、金沢市110千円(同2.7%)などとなっている。一方、最も低いのは大阪市25千円(0.8%)であり、次いで東京都区部26千円(0.7%)、京都市33千円(0.9%)、神戸市37千円(1.2%)となっている。つまり、ガソリン支出は大都市では低く、地方では高いという傾向がみられる。したがって、消費支出に占める割合は僅かではあるものの、ガソリン安に伴う直接的な所得効果も大都市よ



りも地方の方が大きいと考えられる。

### SS減少による問題も

石油輸出国機構(OPEC)は12月4日の総会で減産を見送り、過去最高水準の生産目標(日量3,000万バレル)の据え置きを決定した。供給過剰が続くとの見方から、その後の原油価格は下落傾向が強まっている。こうした動きを受けて国内ガソリン価格も、しばらくは安値が続くとみられる。

一方、資源エネルギー庁によれば、全国のSS数は15年3月末時点で33,510店と、ピークだった95年3月末(60,421店)に比べほぼ半減した。ガソリン需要の先細りを背景に石油元売り大手が経営統合して生産・流通施設などの見直しを進めることもあり、今後もSSはさらに減少する可能性が高い。

ガソリン安は個人消費の下支えに寄与すると想定されるものの、利用者にとってはSSの減少に伴い利便性が損なわれることが懸念される。とくに人口減少や高齢化が進む地方の条件不利地域(山村や離島、豪雪地など)では、自動車や農業機械への給油、冬場の高齢者世帯への灯油配送などに支障をきたす「SS過疎問題」が深刻化すると思われる。(15.12.17現在)

## 再生可能エネルギー固定価格買取制度の運用状況(2)

### ～14年末の運用見直し後の太陽光発電の認定状況～

寺林 暁良

2012年7月に「電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法」に基づいて固定価格買取制度(以下、FIT)が導入されたが、同制度は、再生可能エネルギー設備の導入状況等に合わせて順次運用の見直しが行われてきた。特に14年12月の運用見直し及び15年1月の同法施行規則改正は、新たな出力制御ルールが導入されるなど、影響力の大きい内容だった。

そこで本稿では、公表済みの15年7月までのデータを用いて、14年末以降の見直しを受けて太陽光発電のFIT設備認定状況にどのような変化が見られたのかを速報的に確認することにしたい。

#### 新たな出力制御ルール

本論に入る前に、まずは15年1月に導入された出力制御ルールについておさらいしたい。新たなルールの主な内容は、

- (1) 太陽光及び風力発電の出力制御対象を500kW未満に拡大する
- (2) 無補償出力制御の上限を時間ベース(太陽光は360時間まで、風力は720

時間まで)に変更する

(3) 「指定電気事業者」(北海道電力、東北電力、北陸電力、中国電力、四国電力、九州電力、沖縄電力)に、接続可能量を超過した時点から、太陽光発電及び風力発電の無制限・無補償出力制御を認める

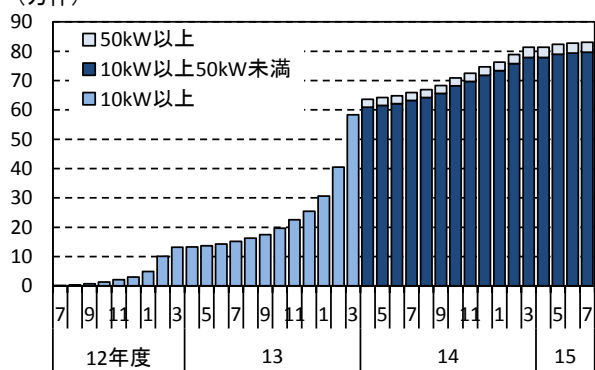
というものである<sup>(注1)</sup>。

特に(3)の影響は大きく、「指定電気事業者」の管内では、太陽光発電事業に対する事業者や金融機関の投融資意欲が大きく低下している。現状では実際に無制限・無補償出力制御が頻発する可能性は高くないが、事業の不確実性を意識させるには十分な内容となっている。

#### 太陽光(10kW以上)の認定状況

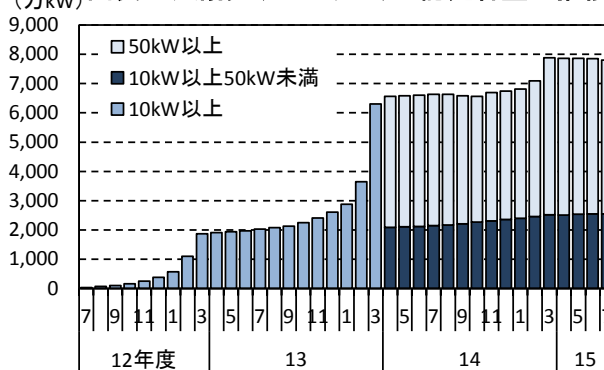
それでは、図表1と図表2で直近の太陽光(10kW以上)の認定状況を確認しよう。14年度末の認定件数・容量を見ると、13年度末ほどの拡大幅ではなかったものの、認定容量を中心に拡大がみられた。ただし、このように年度末の駆け込み申請で認定件数・容量が急拡大する現象は、

図表1 太陽光(10kW以上)の認定件数の推移



(資料) 経済産業省「固定価格買取制度 設備導入状況等の公表」。

図表2 太陽光(10kW以上)の認定容量の推移



(資料) 図表1に同じ。



図表3 太陽光(10kW)以上の認定件数・認定容量の増減数の推移

2015年	認定件数(件)					認定容量(kW)				
	4月	5月	6月	7月	合計	4月	5月	6月	7月	合計
北海道	▲ 38	▲ 27	▲ 17	▲ 37	▲ 119	▲ 58,358	▲ 6,062	▲ 31,601	▲ 65,780	▲ 161,801
東北	98	411	88	106	703	▲ 20,060	▲ 293,212	225,641	▲ 187,934	▲ 275,564
関東	549	4,263	2,345	1,323	8,480	17,769	107,996	▲ 87,933	▲ 34,402	3,430
北陸	7	82	18	36	143	1,210	2,613	5,827	▲ 1,319	8,331
中部	594	2,841	1,234	813	5,482	30,766	39,646	▲ 25,164	▲ 53,616	▲ 8,368
関西	457	1,035	446	435	2,373	▲ 25,445	54,158	24,722	6,585	60,020
中国	▲ 280	880	86	206	892	▲ 16,613	17,584	▲ 143,861	▲ 89,183	▲ 232,073
四国	136	332	204	250	922	4,107	25,392	▲ 24,096	▲ 24,740	▲ 19,338
九州	▲ 1,658	106	▲ 439	▲ 179	▲ 2,170	▲ 142,001	764	▲ 6,927	▲ 49,745	▲ 197,908
沖縄	5	20	18	▲ 255	▲ 212	▲ 631	▲ 1,607	536	▲ 14,138	▲ 15,840
合計	▲ 95	10,138	4,053	2,802	16,898	▲ 209,144	▲ 46,139	▲ 55,430	▲ 523,555	▲ 839,111

(資料)図表1に同じ。

15年4月に買取価格決定のプロセスが変更されたことなどから、同年度で最後になるとみられる。

一方、15年度入り後の動向をみると、認定件数は若干増加しているものの、認定容量は小幅ながら減少が続いている。これは、(1)運用見直しや買取価格改定などにより新規の認定件数・容量が減少していると同時に、(2)不適切な案件の認定失効が進行している<sup>(注2)</sup>ことによると考えられる。ただし、現時点で経済産業省は認定の失効件数を公表していないため、数値のうちのどれだけが増加分で、どれだけが失効分なのかは不明である。

### 地域別の同認定状況

次に、出力制御ルール適用の影響を詳しく確認するため、15年4月以降の地域別の認定状況を、増減数で確認しよう。

図表3の認定件数をみると、関東や中部、関西では他地域に比べて堅調に増加している。これらの地域は「指定電気事業者」ではない東京電力や中部電力、関西電力の管内にあたるため、新たな出力制御ルールの影響を受けにくい。一方、「指定電気事業者」管内では、これまで太陽光発電導入の牽引役となってきた北海道や九州で減少が続くなど、増加が限

られている様子が見て取れる。

また、認定容量をみると、全国的に減少が目立っており、増加が見られるのは概ね「指定電気事業者」の管内から外れている関東や関西などの地域に限られていることがわかる。

### まとめと展望

増加分と失効分の内訳が不明であることなどから明確な状況を示すことはできないものの、以上から新たな出力制御ルールが導入された15年度以降、「指定電気事業者」管内では太陽光(10kW以上)の新規認定が鈍化している様子の一端を窺うことはできるだろう。

こうした状況は、現行の出力制御ルールが維持される限り続くと思われる。徐々にでも持続的に再生可能エネルギーを導入する体制を築くためには、接続可能量の再検討などと並行して、現行ルールの再度見直しを行うことが必要だろう。

(注1) 出力制御ルール導入の経緯は、寺林暁良(2015)「再生可能エネルギー固定価格買取制度の運用状況——14年末以降の制度改正と今後の課題」『金融市場』26巻5号20-23頁を参照のこと。

(注2) 経済産業省は、接続枠を確保したまま事業を開始しない「空押し」の対策として、設備認定後一定期間(14年4月当初は180日、その後270日に変更)中に場所・設備が確保されていない場合には設備認定を失効するルールを適用している。

## 海外の話題

# ロンドン 10 年前比較

農林中央金庫 ロンドン支店 梅垣 健

約 10 年振りにロンドンに戻ってきた。2 回目の英国赴任だ。この間、ロンドン・オリンピックの開催等もあり、当時のロンドンと比べ、意外にも大きく変わった点が多いので、少し触れてみたい。

### 【人の混雑、バブル期のような市内】

繁華街やオフィス街を歩いていると、人の数が増えた気がする。少しではなく、2～3割増えた印象だ。統計を見ると、確かにロンドンの人口はここ10年で百万人ほど増加し、2015年時点で過去最多（860万人）に達している。移民も増えたようだ。

上を見上げると、これまで見たこともない斬新でモダンなビルがそびえ立つ。街のあちこちでビル建設用のクレーンが立ち並ぶ。その数の多さはバブル期を思わせる。なるほど市内の住宅価格も当時の2倍程に高騰している。

### 【和食の広がり】

日本食のお店が増えた（約200店→約500店）。当時は日本人相手の寿司屋、居酒屋等が中心だった。今はローカルの人をターゲットとするラーメン店、ファスト・フード店から超高級和食店まで、多種多様な日本食を楽しめる。味も良くなった（ただ、値段は今も昔も高い）。

ラーメン店はここ数年で急速に広がり、ガラス張りのファスト・フード店には気軽にテイクアウトできる寿司セット、カツカレー等が並ぶ。さらに、高級店も増えた。星付きの寿司屋をはじめ、JA全農が欧州で初めて出店した和食レストラン「TOKIMEITE」は上質な日本の和牛や食材を売りに人気を博している。和食の急速な広がりを実感する。

### 【法人税率の低下と企業誘致】

日本では法人税率の議論が盛んだが、当地の法人税率は既に20%。ここ10年で10%下がり、さらに一段引き下げの方向だ。当時はポンド高とともに製造業を諦め、サービス産業に軸足を移すような勢いだったが、今では首相自ら製造業の誘致に積極的で、鉄道や自動車分野をはじめとする日系企業の投資を大歓迎している。中国からの投資にも力が入る。大胆な経済政策の転換ができたものだ。英国経済は好調だ（2015年GDP成長率見込み2.5%）。

### 【EU、ユーロ圏の影響力の高まりと国民投票】

英国はEU加盟国（28カ国）だが、単一通貨のユーロ圏（19カ国）には参加していない。従って本国通貨は今もポンドだ。歴史的にも欧州大陸と一定の距離感を保ってきた。ところが最近では拡大するEUやユーロ圏の影響力が大きくなってきた。移民受入れと社会保障負担、EU条約等の共通ルールの縛り（立法にかかる主権のEU委譲）等。いよいよ英国は2017年末までにEU離脱の是非を問う国民投票を実施する。意外にも僅差の勝負だという。大きな時代の分かれ目に差し掛かった。

### 【金融規制の強化】

当時のソフトタッチな金融規制から一転、リーマン危機の反省を経て、世界に先駆けて様々な規制が導入された。自己資本規制強化、ストレステスト等のリスク管理の枠組み強化、金融機関経営者の個人責任の明確化（シニア・マネジャー制度等）等々。今も新たな規制対応に追われる。いったいどこまで行くのだろう、そろそろ転換点か。

こうした変化を感じる一方、さすが歴史と伝統のお国柄か、変わらぬ英国といったものも多い。しばし腰を据えてこの国の動きを見ていきたい。