

## 潮流

# 繰り返されるパターン

常任顧問 岡山 信夫

年明けから株価が下落した。年明けからの下げでいやでも思い出すのが1990年。

89年12月29日、日経平均株価は史上最高値の38,915円で年を越したが、翌年年初から下落に転じ、90年3月30日の終値は29,980円、さらに同年9月末には20,983円と半年で18,000円も値を下げた。バブル崩壊である。

2000年までの最安値は98年10月の12,879円。そこからITバブルに乗って2000年4月の高値20,833円をつけたが、これも崩れ、03年4月の7,607円までほぼ一直線で下落した。

その後、07年7月の18,261円まで株価は回復したが、同年8月のパリバショックを経て08年9月のリーマンショックにより市場崩壊、深刻な信用収縮に見舞われ、日経平均株価は08年10月には7,162円まで下げた。なお、その後の最安値は09年3月の7,054円である。

いずれも過剰流動性を背景にバブルが発生し、それがはじけるというパターンだ。日本の資産バブルはプラザ合意後の円高不況対策による金融緩和の長期化をベースにした不動産投機と未成熟なマーケットの暴走。2000年ITバブルはアジア通貨危機や一部大手ヘッジファンド破綻に伴い行き場を失った資金のIT分野への流入。08年リーマンショックはサブプライムローンとその証券化により生じた米国住宅バブルが原因だった。

リーマンショック後、民間金融機関の信用収縮の穴を巨額の財政資金投入と中央銀行のバランスシート拡大によって埋めるというスタイルで、長期にわたり金融緩和が続けられた。また、中国政府が4兆元の経済対策を実行したことも世界経済の回復の呼び水になった。さらに、リーマンショック後急落した原油価格も需要の創出と金融緩和継続により急回復（リーマンショック後の09年のWTI価格は年平均で61.19ドルまで下がったが、11年以降は年平均95ドル水準まで上昇）していた。

年初来の下げの形は3か月前の昨年8月から9月にかけての急落（8月高値20,808円、9月末安値16,930円）と相似形だ。昨年の下げも中国経済の減速、上海株式の急落がきっかけだったが、その後は買い戻され、12月1日には20,012円をつけた。今回はどうか？

米国の金融緩和は出口にたどり着き、利上げが実施された。また、中国は10月の5中全会で第13次5か年計画制定に関する建議を可決したが、1月11日にニューヨークで中央財經領導小組の韓俊副主任が「中国経済にはU字型やV字型ではなく、L字型の推移が見られることになる」「7%以下の成長が続く見通しではあるが、中国経済のモデル転換は、世界全体の利益につながる」と述べたように、中国が投資主体の経済運営からの転換を図る方針は明確になっている。さらに留意が必要なのが、これらの環境を背景とした原油価格の下落である。9月末にはWTIは45ドルだったが、1月15日には30ドルを割り込んだ。原油価格の下落はその他の資源価格の下落、新興国経済の不安定化、産油国資金の逼迫につながる。

過剰流動性による資産価格のゆがみはどこかの時点で是正される。それがこれまでの経験だ。日経平均株価2万円台がバブルの要素を含んだものかどうかは判然としないが、今回の市場の動きが米国の利上げ後の潮流の変化を映したものであることは、間違いなからう。

## なかなか払拭できない世界経済の低成長リスク

### ～円高進行で再び強まりつつある追加緩和観測～

南 武志

#### 要旨

中国経済に対する懸念、下げ止まりを見せない原油価格、そして米国の利上げフェーズ入りなどにより、世界経済の先行き不透明感が広がっており、2016年初から内外の金融資本市場ではリスク回避的な行動が強まった。国内に目を転じて、暖冬の影響で冬物衣料を中心に販売が不調となっており、15年10～12月期は再びマイナス成長となったとの見通しが浮上している。また、今後の国内景気や物価動向の鍵を握るとみられる16年の春季賃金交渉への注目が高まっているが、労働組合側の要求額は控えめであり、15年実績を下回る可能性も出てきた。景気はしばらく足踏み状態が続くとみられる。

一方、原油の一段安や円高進行など、物価を取り巻く環境は厳しくなりつつある。日本銀行は「物価の基調は改善」しており、現行の緩和策でも16年度後半頃には物価安定目標を達成するとの見方は崩していないが、市場では追加緩和観測が再び意識され始めた。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2016年					
	1月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	
無担保コール翌日物 (%)	0.075	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 (%)	0.225	0.15～0.40	0.20～0.45	0.25～0.50	0.30～0.55
	5年債 (%)	0.015	0.00～0.15	0.02～0.20	0.05～0.25	0.05～0.30
為替レート	対ドル (円/ドル)	118.6	114～122	114～122	114～122	115～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.2	115～135	115～135	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	17,110	18,000±1,000	19,000±1,000	19,500±1,000	19,000±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2016年1月25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

昨年末の米利上げの影響、原油の一段安、さらには中国など新興国経済の先行き懸念など世界経済の不透明感が強い中、国内に目を転じて暖冬の影響で季節商品の売れ行き不振となるなど、依然として景気は停滞感が強い展開となっている。実際、景気動向指数の一致CIは、15年度入り後の最低水準まで下がっており、景気の基調判断もしばらくは「足踏み」のまま推移する可能性が高い。

また、GDP統計の民間消費に近い消費総合指数の10～11月平均は7～9月平均を0.6%も下回っているほか、貿易収支などの動きからは外需(純輸出)の経済成長率への寄与度がマイナスとなる可能性も出てきた。そのため、10～12月期の経済成長率は2四半期ぶりにマイナスとなるとの観測が浮上している。

こうした中、16年の春季賃金交渉の行方が注目されている。この数年、政府は経済界に対して積極的な賃上げを要請し

てきたこともあり、ベースアップが復活するなど、一定の成果も得られてきたが、過去最高水準で推移する企業業績や労働需給が逼迫しつつある割に賃金上昇率は鈍いことも確かである。企業側は過去最高益とはいえ、円安や資源安で達成された面が大きく、操業率が高まって実現したわけではないことから、固定費膨張につながる賃上げには慎重姿勢を崩していない。一方の労働組合側も、要求額を抑え気味にするなど、煮え切れない態度をとっており、妥結額は15年実績を下回る可能性が高い。

先行きについては、冒頭で指摘した世界経済の不安感がすぐに解消方向に向かう可能性は小さいものと思われ、低成長リスクが蔓延した状況が続くものと思われる。輸出は伸び悩む状況から抜け出せないほか、暖冬の影響も消費行動を抑制した状態が続くだろう。以上から、15年度下期は停滞感が残るだろう。とはいえ、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、家計の所得環境は少しずつ改善が進むものと思われ、16年度入り後、消費は緩やかな持ち直しを再開するだろう。

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い状態が続いて

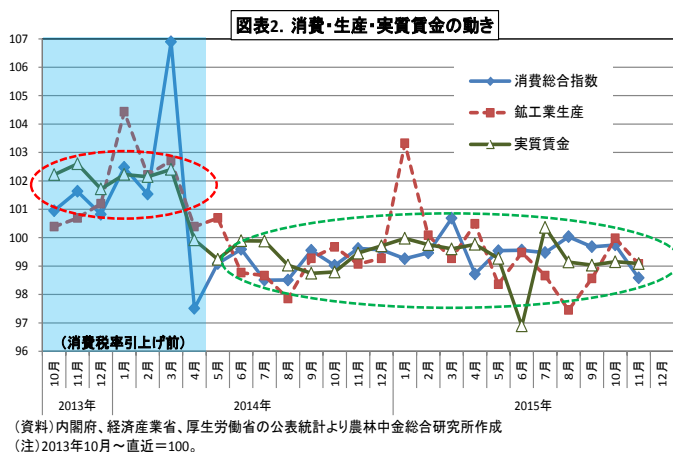
いる。ただし、エネルギーの前年比下落率は9月をボトムに縮小しつつあり、11月の全国消費者物価の代表的な「生鮮食品を除く総合（以下、全国コアCPI）」は前年比0.1%と3ヶ月続いた下落状態から脱した。一方、日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は、9月以降は前年比1.2%で推移するなど、全国コアCPIよりも高い上昇率を続けている。弱いながらも賃上げの動きが見られること、またエネルギー価格下落によって消費者の実質購買力が高まったこともあり、これまでの円安進行や原材料高などによるコスト増を日用品や加工食品などに転嫁する動きが出たと考えられる。

なお、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とはいえ、足元の一段安によってしばらくはその影響が残ること、さらに円安に伴う物価押上げ効果も一巡しつつあり、物価上昇圧力はあまり高まらないまま推移するものと思われる。

## 金融政策：現状と見通し

12月17～18日に開催された金融政策決定会合において、日銀は「量的・質的金融緩和（QQE2）」を補完するためにいくつかの措置を導入することを発表した。具体的には、①新たなETF買入れ枠の設定

（年間約3,000億円）、②成長基盤強化支援資金供給の拡充、③貸出支援基金等の延長（以上、①～③は設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポート）、④日本銀行適格担保の拡充、⑤長期国債買入れの平均残存期間の長期化（それまでの7～10年程度から7～12年程度へ）、⑥J-REIT



の買入限度額の引上げ（以上、④～⑥は「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行のための措置）、である。

ほとんどの市場参加者は「政策変更なし」を予想していたが、何らかの発表が突然されたことで、発表直後はサプライズが発生し、市場に一定のショックを与えた。ただし、発表された諸措置を精査すると、これまでと日銀バランスシートの構成は変化するものの、規模の膨張ペースが変わるわけではなく、文字通り、QQE2 を円滑に進めるための「補完措置」に過ぎないこと、また黒田総裁も「この措置は追加緩和ではない」と断言したこともあり、市場への影響は一時的かつ限定的なものとなった。

さて、昨今の経済・物価情勢については、日銀の想定を下振れて推移しているものの、景気の基調判断は「緩やかな回復が続いている」、物価についても「基調は改善している」と、これまでの認識から変更した形跡はまだ見られない。現行の緩和策（QQE2）のままでも、物価安定目標である 2% の物価上昇は「16 年度後半頃」には達成するとしているが、必要な場合には追加緩和も辞さない姿勢であることを表明している。

しかし、前述の通り、最近の原油価格の下落や円高進行の可能性などを考慮すれば、16 年度にかけても物価上昇率がなかなか高まらない可能性があるほか、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も考えにくい。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する可能性が高いとみられるほか、もう一段の円高進行などで物価上昇が抑制され

るとの見通しが強まった場合には、追加緩和を余儀なくされる可能性もある。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

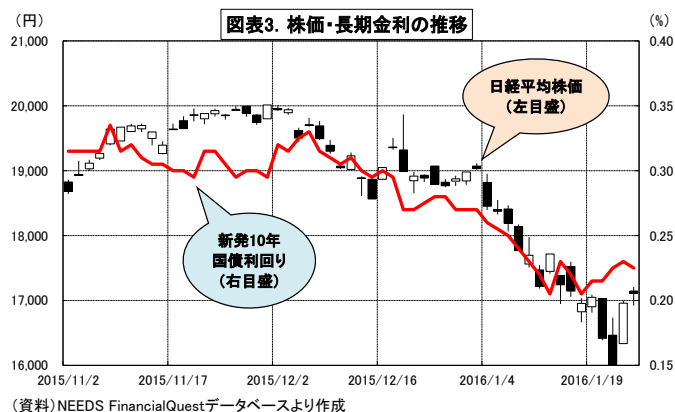
中東情勢の緊迫化、中国株の下落、さらには北朝鮮による核実験などを受けて、世界経済を取り巻く環境は不透明感が強まり、16 年の金融資本市場は世界的に大荒れのスタートとなった。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

### ① 債券市場

量的・質的金融緩和の継続により、月 10 兆円規模での国債買入れを行う日本銀行の国債市場でのプレゼンスは高まる一方である。15 年 9 月末時点で日銀の国債保有シェアは 29.9% まで上昇、預金取扱機関 (27.4%)、保険・年金基金 (25.7%) を上回った。こうした影響を受け、長期金利は 13 年夏以降、趨勢的に低下基調をたどっている。

さらに、15 年秋以降、国内投資家のドル調達コストが上昇した影響で、ドルを円に換金した海外投資家の資金が国内の短期債市場に流入し、短期ゾーンの国債利回りがマイナス状態となっている。これに加えて、日銀の QQE2 補完措置により、イールドカーブ全体が一段と押しつぶされている。また、世界経済の先行き懸念



からリスクオフが強まった1月中旬には史上最低水準となる0.190%まで低下する場面もあった。

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り、しばらく低金利状態が続くだろう。

## ② 株式市場

日経平均株価は5月下旬から8月中旬にかけて20,000円台で推移していたが、8月には「中国ショック」で世界同時株安が発生、9月下旬に株価は一時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った。また、欧州中央銀行(ECB)の追加緩和期待や中国の追加緩和策、一部で需給悪化が懸念されていた郵政3社の上場を乗り切ったほか、米国の年内利上げ観測の再台頭で強まった円安が好感され、12月上旬にかけて株価は一時20,000円台を回復した。しかし、その後は原油安や中国経済への懸念などから調整色が強まり、年初には戦後初となる6日続落となるなど、軟調な地合いが続いており、21日には16,000円割れ寸前まで下落した。

先行きも世界経済の低成長リスクへの警戒が強く、国内景気は徐々に持ち直すとしても持続性のある高成長が続く可能性は薄い。そのため、株価はしばらく上値の重い展開となると予想する。

## ③ 外国為替市場

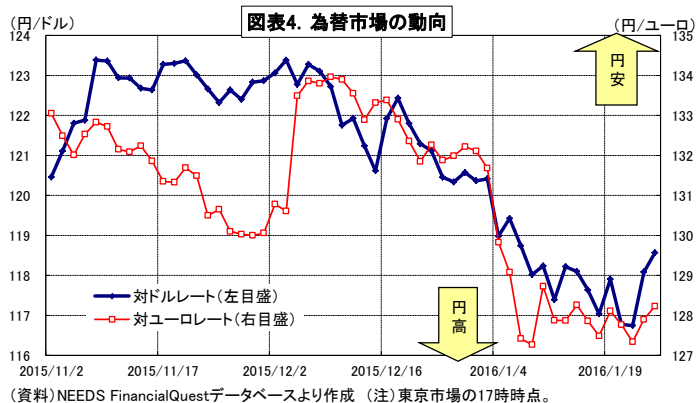
夏場にかけて米国の早期利上げ開始が意識されたことから、対ドルレートは13年ぶりに125円台となるなど、円安傾向が一

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。しかし、12月から1月にかけては原油下落や世界的な株価下落を受けてリスクオフが強まり、円高傾向が強まり、一時115円台と1年ぶりの水準となった。

先行き、世界的なリスクオフの流れが一旦収束し、その過程で円安方向に振れる場面もありうるが、しばらくは円高気味での展開が続く可能性が高いだろう。

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。しかし、15年末から16年初にかけてはリスク回避的な動きが強まり、再び128円前後までユーロ安が進んだ。

先行きについては、1月下旬にはドラギ ECB 総裁が次回会合での追加緩和の可能性を示唆したことや地政学リスクが根強いこともあり、ユーロ安気味に推移するだろう。(16.1.25 現在)





# 情勢判断

## 米国経済金融

### 海外情勢の不安要因が重なり、リスク回避姿勢が強まる

#### ～金利低下・株価下落の展開～

趙 玉亮

#### 要旨

年末から年始にかけて、米国内の経済情勢は総じて安定して推移している。しかし、原油価格の大幅下落、中国経済への先行き不安や地政学的リスクなど、海外情勢の不安要因が重なった。こうしたなか、投資家のリスク回避姿勢が強まり、大幅な金利低下・株価下落となった。

#### 安定的に推移した経済情勢

年末から年始にかけて、米国経済情勢には大きな変化が見られていない。まず、雇用状況について、失業率は5.0%と前月と変わらず、非農業部門雇用者数は前月より29.2万人増と市場予想を上回る堅調な内容であった。雇用の増加を産業別にみると、サービス業がその大半を占めており、住宅市場の一定の回復や暖冬の影響で建設業での雇用増加も多く、11月と合わせて9万人以上の雇用増となった。ただし、市場が期待する賃金上昇(時間あたり賃金)は確認されず、物足りなさは否めない。

個人消費については、その3割強を占

める小売売上高は物価低迷の影響もあり、前月比0.1%減と、冴えなかった。また、年末商戦期にあたる11、12月の小売売上高の前年比はそれぞれ1.6%、2.2%増と、全米小売協会が事前に予想した3.8%増には届かなかった。一方で、消費者マインドを示すミシガン大学消費者センチメント指数は4ヶ月連続で上昇し、93.3と15年7月以来の高水準をつけた。

企業部門については、一段と進行した原油安を背景に、鉱工業生産は前年比でマイナス幅が拡大した。また、低調な製造業と好調な非製造業といったような明暗が分かれる状況も変わっていない。住宅市場はそこそこ堅調に推移している。

図表1 米国の主要経済指標の動向

経済指標		15年7月	15年8月	15年9月	15年10月	15年11月	15年12月	16年1月	直近の状況
雇用・賃金・物価関連	失業率(%)	5.3	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0		非農業部門雇用者数の増勢は維持された
	非農業部門雇用者数増加(万人)	22.3	15.3	14.5	30.7	25.2	29.2		
	時間あたり賃金(前月比、%)	0.2	0.4	0.1	0.3	0.2	▲0.0		上昇率は鈍化
	(前年比、%)	2.2	2.2	2.3	2.5	2.3	2.5		
	PCEデフレーター(前月比、%)	0.1	▲0.0	▲0.1	0.1	0.0			
	(前年比、%)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4			
コアPCEデフレーター(前月比、%)	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1			伸び悩み	
(前年比、%)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3				
消費関連	小売売上高(前月比、%)	0.8	0.0	▲0.1	0.0	0.4	▲0.1		前月からマイナスに
	(前年比、%)	2.6	2.0	2.2	1.6	1.6	2.2		
	ミシガン大学消費者信頼感指数	93.1	91.9	87.2	90.0	91.3	92.6	93.3	連続の上昇
企業関連	鉱工業生産指数(前月比、%)	0.8	0.1	▲0.0	▲0.2	▲0.9	▲0.4		低調さが続く
	設備稼働率(%)	78.0	78.0	77.9	77.7	76.9	76.5		
	耐久財受注(前月比、%)	1.9	▲2.9	▲0.8	2.8	▲0.0			冴えない
	ISM製造業指数	52.7	51.1	50.2	50.1	48.6	48.2		製造業景況感は50を割りこんだが非製造業景況感の高水準を維持
ISM非製造業指数	60.3	59.0	56.9	59.1	55.9	55.3			
住宅関連	住宅着工件数(千戸、季調値)	1,152.0	1,116.0	1,207.0	1,071.0	1,179.0	1,149.0		そこそこ堅調に推移
	建設許可件数(千戸、季調値)	1,130.0	1,161.0	1,105.0	1,161.0	1,282.0	1,232.0		
	新築住宅販売件数(千戸、季調値)	500.0	507.0	442.0	470.0	490.0			新築販売は持ち直し中古の販売は減速
	中古住宅販売件数(千戸、季調値)	5,580.0	5,300.0	5,550.0	5,320.0	4,760.0			
輸出入	輸出(前年比、%)	▲7.0	▲10.0	▲7.0	▲10.5	▲10.5			輸出の減少幅の拡大
	輸入(前年比、%)	▲4.3	▲3.5	▲5.3	▲6.4	▲6.3			

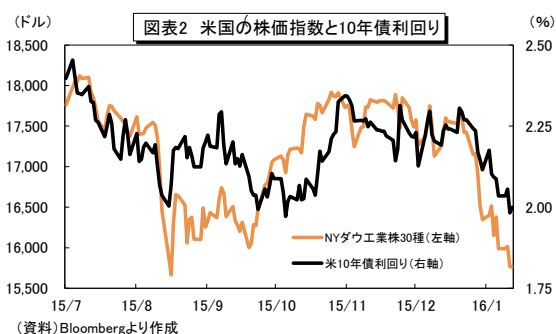
(資料) Datastreamより作成

このように、12月の初回利上げ後も、米国内における経済情勢は総じて言えば安定しており、市場の混乱を招くようなマイナスの材料は見受けられなかった。年末の個人消費はやや低調だったものの、雇用拡大やマクロベースでみる所得の増加などに支えられ、消費者マインドも高水準を保っているため、米経済は緩やかに拡大していくとのこれまでの見方を維持する。

一方で、最近、海外情勢が不安定さを増しており、それが米国内の経済情勢の変調（消費者マインドを冷やしたり企業に大きなインパクトを与えたりすることなど）を引き起こしかねない。このため、先行きについては、海外情勢によるリスクにも注意する必要がある。

### 海外情勢の緊張の高まり

年末から年始にかけて、短期間での原油価格の大幅な下落、中東情勢の緊張化や北朝鮮の核実験といった地政学的リスク、そして世界金融市場の動揺が広がりなど、悪材料が重なった。それを受け、投資家のセンチメントは悪化した。とくに、年末に30ドル/バレル台にあった原油価格は、一時26ドル台となるなど、1ヶ月で約24%の下落となった。大幅に原油安が進行するなか、鉱業・掘削業における破たん・債務再編を巡る懸念が高まったほか、インフレ見通しの悪化にもつ



ながった。

こうしたなか、金融政策の動向については、16年1月26～27日に開く予定である米連邦公開市場委員会(FOMC)で、利上げする可能性はほとんどないと見込まれている(12月FOMC後に発表された声明文で、「金融市場と国際情勢」は利上げの有無を判断する要因の一つとして挙げられた)。

### 大幅な金利低下と株価下落の展開

長期金利(10年債利回り)は、投資家のリスク回避姿勢が強まることで米債買いが進むなか、一段と進行した原油安によるインフレ見通しの悪化もあり、低下した。年末には一時2.3%まで上昇したものの、その後は低下傾向に転じ、終値で一時1.98%と2%台を割り込み、昨年10月以来の低水準となった。

先行きは、16年初頭には物価を抑制する要因が次第に剥落すると予想されていたが、再び原油安が急速に進んだため、インフレは暫く低調なままで推移する可能性が高い。また、リスク回避姿勢が継続する中で海外からの資金流入も見込まれることから、目先の上昇圧力は乏しいと考えられる。

株式市場については、海外情勢が緊張を増していることから下落傾向を強め、20日には15,700ドル台と12月21日比で約10%安となった。先行きの株価については、引き続き上値の重い展開が続くと予想する。ただし、原油価格の持ち直しや海外情勢の安定化で、回復する局面もあると考えられる。

(16. 1. 20 現在)

## 原油価格の動きに翻弄されるユーロ圏

～価格下落のみならず底打ち・反転でも波乱要因に～

山口 勝義

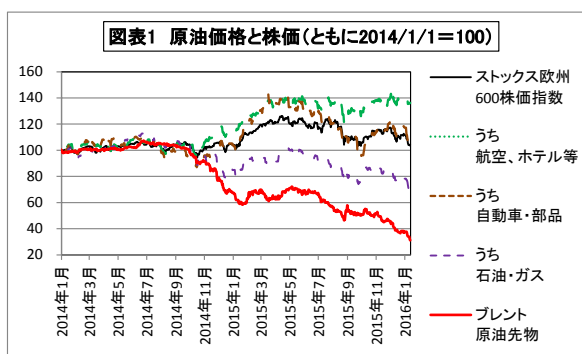
### 要旨

最近のユーロ圏では、原油価格の下落による実体経済や金融市場に対するマイナスの影響がより強く現れてきている。しかし、価格下落が継続する場合のみならず底打ちし反転する場合においても、その動きが市場の波乱要因となる可能性があり、注意が必要である。

### はじめに

2016年に入り、世界の金融市場は荒い展開となっている。その背景には年初からの中国不安の再燃や、これにより需給が一段と緩むとの見方で進んだ原油価格の下落などがある。原油需要は中国などの景気減速に伴い低迷が見込まれる一方で、供給面の圧力は強い。石油輸出国機構（OPEC）は調整能力を弱めているほか、米国ではシェールオイルの優良鉱区への選別的な投資が継続している。また、イランによる原油輸出の動きも具体化しつつある。サウジアラビア等とイランとを巡る地政学的リスクの高まりも、供給懸念ではなく、もっぱら価格安定化に向けた協調を阻害する原油安要因として受け止められている。加えて、米ドル高も原油の上値を抑える要因となる。

これと並行して、市場では特徴的な動きが現れている。想定された16年早々の米国の原油輸出再開に向け、米国内において原油の余剰感が軽減されるのに対し欧州やアジアでは供給増加になるとの思惑が各地域で指標となる原油の価格変動に影響を与えてきたが、最近ではアジアの指標であるドバイ原油の価格下落が特に目立っている。また、原油価格の下落を受け当初は航空会社や自動車メーカー



(資料) 図表1はBloombergのデータから農中総研作成

などが牽引した株価指数全体の上昇についても、既に15年半ばには潮目が変わり、石油・ガス関連企業の株価の下落が重荷として表面化してきている(図表1)。

一方、原油価格の下落でユーロ圏では消費者物価上昇率の低迷が長引いている。これに対し欧州中央銀行(ECB)は積極的な政策対応を行っているが、顕著な政策効果は認め難い状況にある(注1)。

こうして見ると、年初からのリスク回避による金融市場の波乱ともども、最近のユーロ圏では、プラスの効果以上に原油価格の下落による実体経済や金融市場に対するマイナスの影響がより強く現れてきている。しかし、今後、価格下落が継続する場合のみならず底打ちし幾分は反転する場合においても、その動きが市場の波乱要因となる可能性が考えられる。

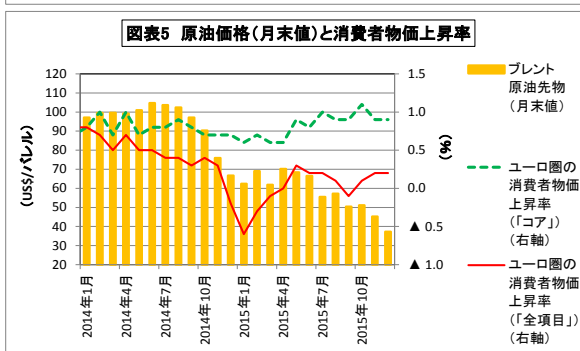
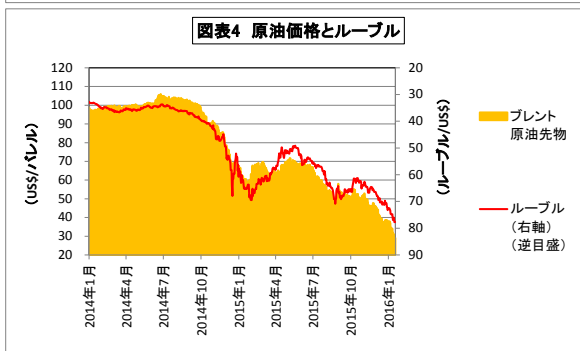
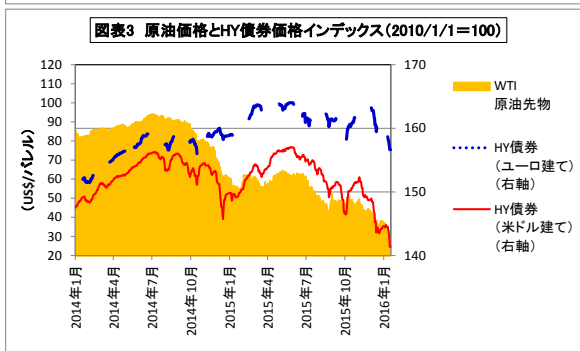
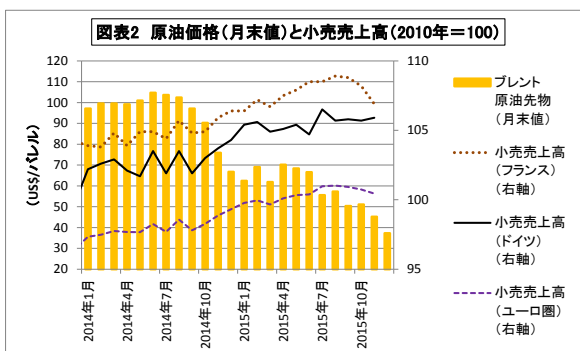


## 原油価格下落の限られたプラスの効果

原油価格の下落は企業の製造や物流のコストを低下させ、また、製品価格や燃料コストなどの低下を通じ家計にもメリットが及ぶことになる。しかも、ユーロ圏各国では原油の輸入依存度は高く、この好影響を享受し得る余地は大きい。

しかし、ユーロ圏では企業の債務比率は高止まっており、財務改善が迫られるなか、原油安などの追い風の下でも投資は抑制されがちであり、実体経済を活性化させる効果は限られてきた<sup>(注2)</sup>。また、原油価格の下落による購買力の拡大とともに当初は伸長した家計の消費についても、最近ではその効果が一巡し、頭打ち傾向が明らかになりつつある(図表2)。

一方、米国の利上げもあり、資金調達者にシェールオイル関連企業が多いハイイールド(HY)債券やローンの市場で調整が進んでおり、関連するファンドの清算や銀行財務へのストレスなど、影響の拡大が見られている(図表3)。加えて、産油国では財政事情が悪化し、補助金削減によるガソリンや電気料金等の値上げで内需の縮小が懸念されるほか、政府系ファンド(SWF)などの運用資産の取り崩しが金融市場のさらなる負担となる可能性がある。こうしたなか、例えば、原油輸出依存度が高いロシアでは原油価格の動きと歩調を合わせ通貨ルーブルの下落が進んでおり、国際通貨基金(IMF)が15年の経済成長率を▲3.8%、消費者物価上昇率を15.8%と見込むなど、ウクライナ情勢を巡る制裁の継続とともに原油価格の下落は経済の大きな圧迫要因となっている(図表4)。このような情勢の下で、前述のとおり、リスク回避による市場波乱が生じ、ユーロ圏では消費者物価上昇



(資料) 図表2、5はEurostat および Bloomberg の、また図表3、4はBloombergの、各データから農中総研作成率の低迷が長引いている(図表1、5)。

このように、ユーロ圏の景気回復にとっては原油価格の下落によるプラスの効果は限定的かつ一時的なものにとどまり、最近では、むしろ様々なマイナスの影響が前面に現れてきている。

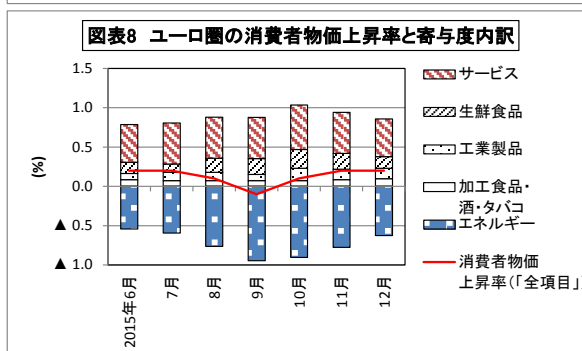
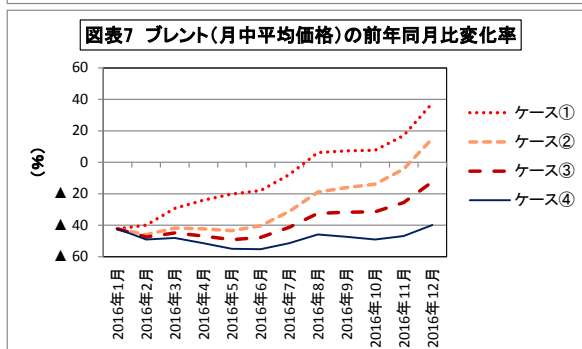
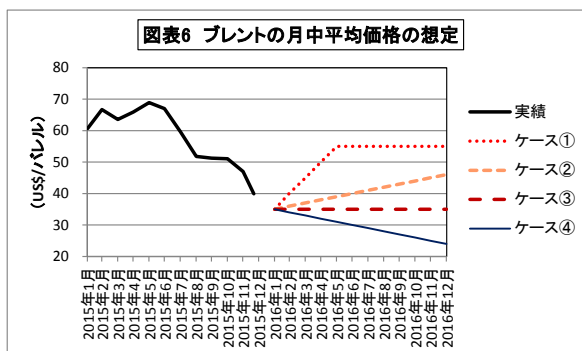
## 原油価格の底打ち・反転による影響

このまま原油価格の下落基調が継続する場合には、ユーロ圏においては家計の消費刺激効果などは限られる一方で、インフレ期待の後退や産油国などに対する輸出の伸び悩み、金融市場の不安定化などの影響がさらに強まってくるものと見込まれる。しかしながら、これとは逆に原油価格が底打ちし幾分は反転する場合においても、そのユーロ圏に対する全体的な影響は好ましいものとは考え難い。

なかでも影響が大きいとみられるのは、消費者物価上昇率の回復である。今後の原油価格の推移についていくつかのケースを想定し、これに対応する前年同月比の価格変化率の推移を見れば、今後も価格下落が継続しない限りは、年後半以降、その値がプラス圏に向けて上昇する姿が確認できる(図表6、7)。ユーロ圏の消費者物価上昇率低迷の主因は原油由来のエネルギー価格の下落であるが、この場合、原油価格の年間変化率の推移に対応してエネルギー価格のマイナス寄与度も徐々に縮小していくものとみられる(図表8)。このため、他の条件に著変がないとすれば、これに応じて消費者物価上昇率は回復方向をたどるものと考えられる。

ECBを始めとする主要な機関は、ユーロ圏の16年の消費者物価上昇率を1.0%程度と見込んでいる(図表9)。年間の平均値としてこの値を達成することは困難であるとはしても、以上の推論からは、16年の後半頃にはこの水準に近づく可能性を否定することはできない。

こうした動きは従来のデフレ懸念からインフレ期待への大幅な転換に繋がることとなり、これまで追加緩和の実施を前提としてきた金融市場では波乱材料とな



図表9 ユーロ圏の消費者物価上昇率(「全項目」)の予測値

予測主体	予測時点	消費者物価上昇率(%)		
		2015年	2016年	2017年
ECB	2015年12月	0.1	1.0	1.6
欧州委員会	2015年11月	0.1	1.0	1.6
OECD	2015年11月	0.1	0.9	1.3
ECBによる専門家調査	2015年11月	0.1	1.0	1.5
IMF	2015年10月	0.2	1.0	1.3

(資料) 図表6、7はBloombergの、図表8はEurostatの、また図表9はECB(December 2015)“Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area”の、各データから農中総研作成

ることが考えられる。特に、もともと反対論が根強いECBの量的緩和策(QE)の早期縮小などの思惑は生じやすいものとみられ、これによる金利水準の上昇はユーロ高や株価の下落などを呼ぶこととなり、いまだ脆弱なユーロ圏の景気回復を阻害することになりかねない。

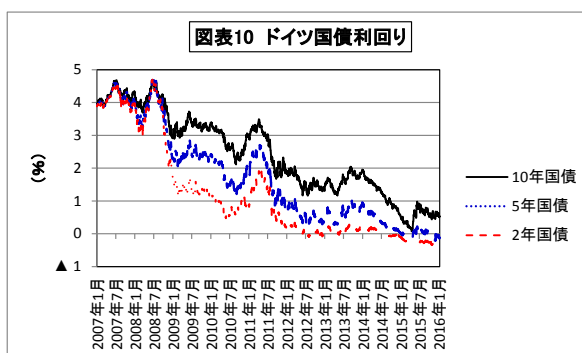
## おわりに

現実には、ユーロ圏では15年5月から6月にかけて大きな市場波乱に見舞われ、ドイツ10年国債の利回りは約100bpの急激な上昇となった。この動きは米国などの他の市場にも波及し影響を拡大したが、この波乱の要因は原油価格の下げ止まりと、それに伴うユーロ圏の消費者物価上昇率の若干の回復であった(図表3、10)。

その後は、原油価格が再度下落したことで市場は沈静化するとともに、ドイツ長期国債の利回りには波乱前の水準までの低下は生じていない。しかし、原油価格が下げ止まり金融緩和縮小などの思惑が払拭されない場合には、市場ではその消化に時間を要し、方向感を失った混乱が長引くことになるものと考えられる。

これとは逆に、原油価格の下落に伴う市場波乱の前例も記憶に新しい。ロシアでは急速に進行した通貨安に対し14年12月には緊急利上げで対応したものの、逆にルーブルは急落し、世界の金融市場では一挙に緊張感が強まった。その後は市場の動揺は一服し、通貨危機や他の資源国を巻き込んだ混乱へ拡大する懸念は終息したが、最近の動向からすれば、ユーロ圏との経済関係が密接なロシアのみならず、主要な産油国やその他の資源国を含め、各国の情勢に注意する必要性が再び高まってきている(図表11)。

以上のように、ユーロ圏では原油価格の下落による投資や消費刺激などの景気回復に向けたプラスの効果は限定的かつ一時的なものにとどまるばかりか、最近では、むしろ様々なマイナスの影響が前面に現れてきている。加えて、今後、価格下落が継続する場合のみならず底打ちし反転する場合においても、その動き



図表11 主要な原油生産国(2014年)

	生産量/日 (千バレル)	前年対比 増減	世界シェア
米国	11,644	15.9%	13.1%
カナダ	4,292	7.9%	4.8%
メキシコ	2,784	-3.1%	3.1%
北米合計	18,721	10.6%	21.1%
ベネズエラ	2,719	1.2%	3.1%
ブラジル	2,346	11.0%	2.6%
その他	2,547	0.5%	2.9%
中南米合計	7,613	3.8%	8.6%
ロシア	10,838	0.6%	12.2%
ノルウェー	1,895	3.1%	2.1%
カザフスタン	1,701	-1.1%	1.9%
その他	2,765	-2.0%	3.1%
欧州・ユーラシア合計	17,198	0.3%	19.4%
サウジアラビア	11,505	1.0%	13.0%
アラブ首長国連邦(UAE)	3,712	1.8%	4.2%
イラン	3,614	2.5%	4.1%
イラク	3,285	4.6%	3.7%
クウェート	3,123	-0.4%	3.5%
カタール	1,982	-0.8%	2.2%
その他	1,334	-1.8%	1.5%
中東合計	28,555	1.3%	32.2%
ナイジェリア	2,361	2.5%	2.7%
アンゴラ	1,712	-4.8%	1.9%
アルジェリア	1,525	2.7%	1.7%
その他	2,665	-14.0%	3.0%
アフリカ合計	8,263	-4.9%	9.3%
中国	4,246	0.7%	4.8%
その他	4,078	0.2%	4.6%
アジア・大洋州合計	8,324	0.5%	9.4%
<b>世界合計</b>	<b>88,673</b>	<b>2.4%</b>	<b>100.0%</b>
うち 非OPEC (除く旧ソ連)	38,278	5.9%	43.2%
うち OPEC	36,593	-0.1%	41.3%
うち 旧ソ連	13,802	0.1%	15.6%

(資料)図表10はBloombergの、図表11はBP“Statistical Review of World Energy, June 2015”の、各データから農中総研作成

が金融市場の波乱要因となる可能性があり、注意が必要である。

(16.1.22 現在)

(注1)(注2) この点については、次を参照されたい。

・山口勝義「ECBの追加緩和と金融政策の限界」(『金融市場』16年1月号)

## 2016年の中国経済とリスク要因

王 雷軒

### 要旨

2015年の中国の実質GDP成長率は前年比6.9%となり、辛うじて政府の成長目標である「7%前後」の範囲内に入った。しかし、構造調整を進めていることなどから、16年の経済は小幅とはいえ、さらに減速すると予測。当面は人民元安や失業者の増加に要注意だ。

### 2015年の中国経済を振り返って

年明け後、中国株式市場では株価の過度な変動を抑制するためのサーキットブレーカー制度が導入されたが、第1週に2回発動されるドタバタ劇となってしまった。これを発端に内外の市場関係者の中国経済減速に対する懸念が強まり、ドルに対する人民元安が急速に進行した（後掲図表2）。人民元安の進行や米利上げなどを受けて中国から資金流出が加速したことは株価のさらなる不安定につながっていると見られる。

このような事態を受け、政府はサーキットブレーカー制度の暫定的停止など株式市場の安定化に取り組んだほか、ドル売り・人民元買いの介入を行うなど人民元安の阻止を図ってきた。しかし、これらの対策は火を消すまで至っておらず、原油価格の大幅な下落などを背景に先進国の株価が軒並み下落したこともあり、中国の株価は未だに不安定な状況が続いている。

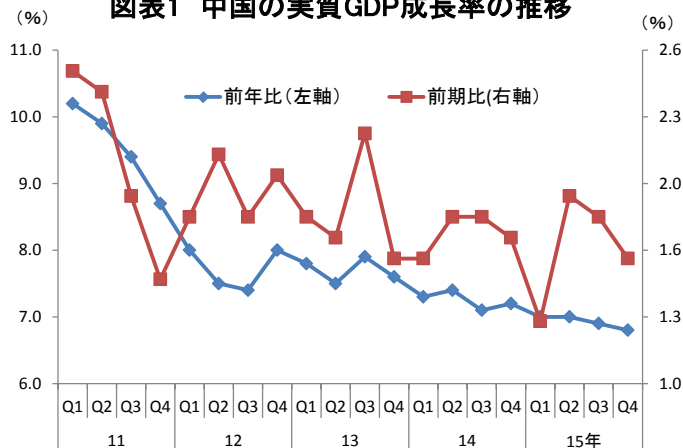
こうしたなか、中国国家統計が実質GDP成長率などの経済指標を発表したが、15年の実質GDP成長率は前年比6.9%と、一応政府の成長目標である「7%前後」の範囲内（6.5～7.5%）に入った。この数値に水増しがなかったとすれば、中国経済を取り巻く内外環境の厳しさを考えれば、悪くはないと

評価できる。

しかし、この成長は民間需要などによる自律的な成長ではなく、政府の経済対策による部分が大きかったと見られる。15年の経済政策を振り返ってみると、政府は経済の大幅な減速を食い止めるため、断続的な金融緩和に加え、財政支出を拡大させるなどの経済対策を取ってきた。これらの対策は、08年のリーマンショック後の大胆な刺激策に比べて、規模がかなり小さく、産業構造の高度化などを推進するために生じる副作用に対応したものであった。

その結果、経済の大幅な減速は回避できたものの、成長率を高めるには至っていない。実際、四半期の数値などからは、景気減速は依然続いていることが分かる（図表1）。当初の想定に反して、下げ止

図表1 中国の実質GDP成長率の推移



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成



まりの動きが見られていた固定資産投資が12月に予想外に大幅鈍化したことなど、足元の景気は下振れ圧力が依然強いものと見られる。

## 2016年は6%台後半と引続き減速

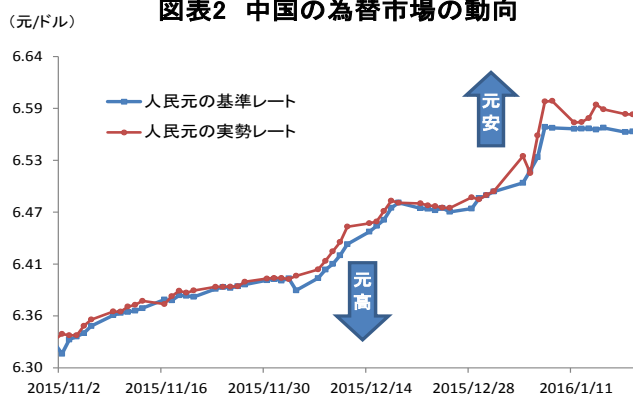
このように景気下振れリスクが高まるなか、政府は引続き財政政策を重視している模様だ。地方政府が返済責任を持つ債務に対しては、昨年と同じく、16年も地方借換債の発行を通じて地方政府の負担軽減を図ることが決まった。これにより、地方政府の公共投資に必要な財源がある程度確保されると思われる。

また、中国人民銀行（中央銀行）は1月中旬に、中期流動性ファシリティ（MLF）などを通じて、商業銀行に多額の資金供給を行った。これは、旧暦の正月である春節（2月8日）前後に増大する流動性に対応したものであることは否めないが、実質的な利下げや預金準備率の引下げといえる。人民元安が進んでいるなか、金融緩和を明言してしまうと、利下げが内外金利の差の縮小をもたらし、中国からの資金流出には拍車をかけ、人民元安がさらに進行する恐れがあるからであろう。

しかし、これらの対策は昨年とあまり変わらないことや、鉄鋼や石炭などの伝統産業に対する再編や統合を一層進めるなか、一部に明るい兆しが出来たものの、経済をけん引するまでの新興産業（素材や医療器械）の育成にはなっていないことから、16年の経済も6%台半ばから後半と緩やかな減速が続くだろう。

このように大幅な減速は想定していないが、中国経済の規模（10兆ドル以上）から考えると、多少の減速でも世界経済への影響は無視できない。しかし、多少

図表2 中国の為替市場の動向



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成、直近は2016年1月20日。

の減速（構造転換重視）は、中長期的に見れば、中国にとってこれまでの粗放的な成長方式を改め（構造調整）、資源を効率的に利用し、持続可能な成長を実現するためには必要なもので、過度な懸念は不要であろう。

## 人民元安や失業者の増加に要注意

前述のように、中国経済は緩やかな減速となっているが、ファンダメンタルズにおいて大きな変化がないと見ている。当面は、人民元安などによる資金流出の加速が引続きリスク要因として挙げられる（図表2）。ドル高・人民元安は、中国の輸出を押し上げる効果が多少期待できるものの、これまでドル売り介入をしてきたことを踏まえると、中国政府は意図的に人民元安を容認しているわけではない。しかし、これにより外貨準備の大幅な減少につながり、どこまで人民元安を食い止めるか不透明なところがあり、人民元安がさらに進行すれば再び金融市場の波乱要因となる。

また、構造調整が進められているなか、鉄鋼や石炭などの企業再編・統合によって300万人程度の失業者が出ると指摘されている。彼らの労働移動がうまく進まなければ消費を押し下げるほか、社会的な不安にもつながりかねない。この点についても要注意であろう。（16.1.21現在）



## 中国不安と原油安で一段と売られた新興・資源国市場

### ～グローバルなリスク回避の影響が比較的軽微な国も～

多田 忠義

#### 要旨

年明けの金融資本市場では、中国経済に対する不安、中東における緊張感の高まりで減産合意に向けた議論が進展しないとの見方が強まり、原油安が一段と進んだ。これを受け、新興・資源国は総じて株安、通貨安となっている。ただし個別国で見ると、原油安の影響を受け一段と悪化した国と、原油が純輸入で、内需が堅調なことからグローバルなリスク回避の影響が比較的軽微だった国があった。

#### 中国不安再燃、原油安一段と進む

年明けの金融資本市場は中国市場の混乱でスタートした。製造業の景況感が振るわなかったことで、改めて中国経済に対する不安が高まり、加えて徐々に人民元安が進んでいることも不安を増幅した。

また、原油埋蔵量世界 1 位のサウジアラビアと、経済制裁解除で原油輸出を再開するイランとの間で政治的緊張が高まったことで、OPEC（石油輸出国機構）での減産合意に向けた議論が進展しないとの見方が強まり、供給過剰感がさらに意識された。その結果、原油先物（WTI）は約 13 年ぶりに一時 1 バレル＝26 ドル台まで下落した。原油安が更なる景気減速を招くとの懸念から、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）も一段と低下した。

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のうち債券は、1 月入り後、7 日移動平均ベースで流入超が続いている一方、株式は流出超となっている。米国債と新興国債券とのスプレッドを示す EMBI+ は 3 ヶ月ぶりの水準まで拡大したほか、通貨

指数（ELMI+）は、09 年 4 月以来 6 年 9 ヶ月ぶりの水準まで下落（新興・資源国通貨安）となった。

IMF（国際通貨基金）が 1 月 19 日に発表した世界経済見通しでは、中国の経済成長率こそ下方修正されなかったものの、中国経済の減速、原油をはじめとする商品価格の下落や、これに伴う世界的な下振れリスクを反映し、2016 年の経済成長率を 15 年 10 月発表時点から 0.2 ポイント下方修正された。

主な新興・資源国では、原油安の影響を受け一段と株安・通貨安進行した国としてブラジル、ロシアが挙げられる一方、原油が純輸入で、内需が堅調なことからグローバルなリスク回避の影響が比較的軽微だった国としてインドネシアなどが挙げられる。

#### インド：徐々にインフレ圧力上昇

12 月の卸売物価指数（WPI）は前年比▲0.7%と 14 ヶ月連続の下落も下げ幅は縮小、一方の消費者物価指数（12 月）は同 5.6%と、11 月（同 5.4%）から 3 ヶ月連続で加速した。インド準備銀行は 2 月 2 日に政策決定会合を開催する予定だが、

インフレ圧力が再び高まっている最近の動向をどう見極めるかが注目されている。

鉱工業生産指数（11月）は前年比▲3.2%と13ヶ月ぶりの低下で、下げ幅は4年ぶりの大きさとなった。財別にみると、資本財の寄与度は▲3.2ポイントと、約2年半ぶりのマイナス幅であった。

12月の新車販売台数は前年比10.7%増と、3ヶ月連続で増加した。自動車メーカー各社が積極的に新車を投入したことによる効果との見方がある。

### インドネシア:約1年ぶりに利下げ

インドネシア中銀は1月14日、11会合ぶりに政策金利を25bp利下げし、7.25%とすることを決定した。インフレ圧力が収まり、為替相場が比較的安定に推移する中、同国の景気を下支えする効果を狙ったものである。

12月の消費者物価は前年比3.4%と、6ヶ月連続で鈍化した。燃料費、食料品価格の下落が主に寄与した。

この物価鈍化は内需喚起に寄与している。12月の消費者信頼感指数は107.5で、4ヶ月連続の上昇となった。

インドネシア投資調整庁（BKPM）によれば、15年の投資実行額が目標を上回り、15年10～12月期についても順調に実行された。中国が受注した高速鉄道の起工式が21日に開催され、インフラ整備が順調に進んでいるとの見方が広がり、株・通貨の下げは他国に比べ限定的であった。

### ブラジル:政策金利は4会合据え置き

12月の消費者物価指数（IPCA）は前年比10.7%と、11月（同10.5%）から加速、政策目標（4.5±2%）からの乖離が継続している。国内消費は景気悪化と高イン

フレで悪化しており、11月の小売売上高は前年比▲7.8%と、8ヶ月連続でマイナスの伸びとなっている。

ブラジル中銀は1月20日、4会合連続で政策金利の維持を決定した。市場で利上げを予想する声もあったが、19日発表のIMF世界経済見通しでは、16年実質経済成長率が大幅下方修正（▲1.0%→▲3.5%）されるなど、景気悪化継続が予想される中、利上げによる景気への悪影響に配慮した。なお、前回に続き、2名の委員が50bpの利上げを主張した。

### ロシア:ルーブルは過去最安値更新

12月の消費者物価指数は前年比12.9%と、4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。ロシア産原油の取引指標である北海ブレントは、一時1バレル=27ドル台と12年ぶりの安値となったこともあり、通貨ルーブルが大きく売られ、1ドル=85ルーブルと、過去最安値を更新した。また株価も大きく値を下げている。

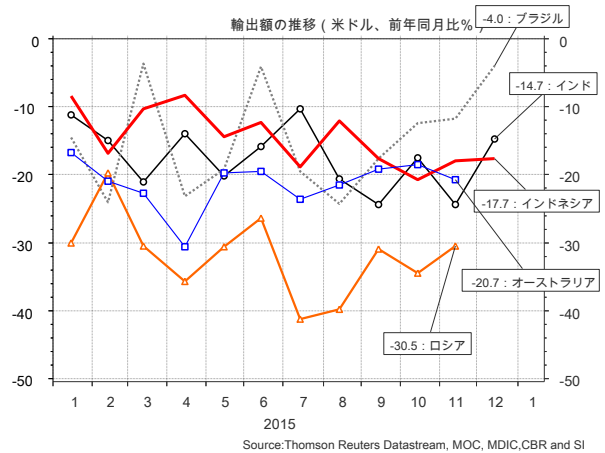
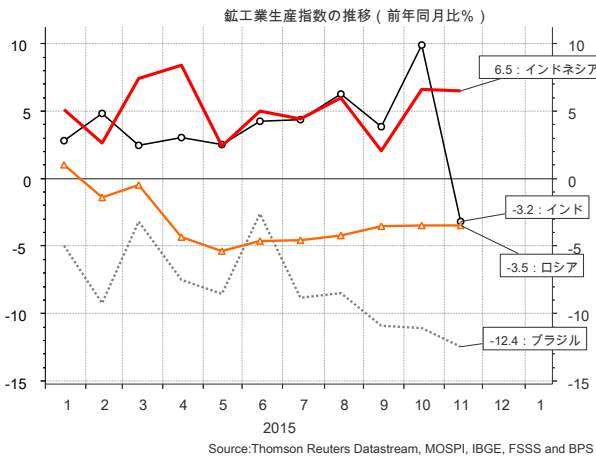
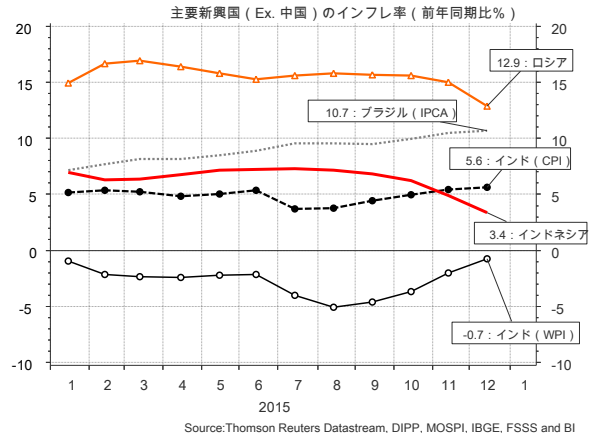
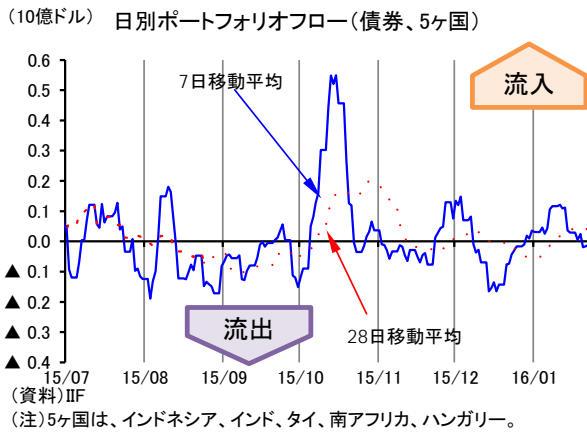
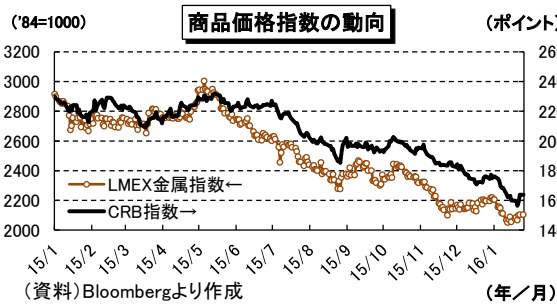
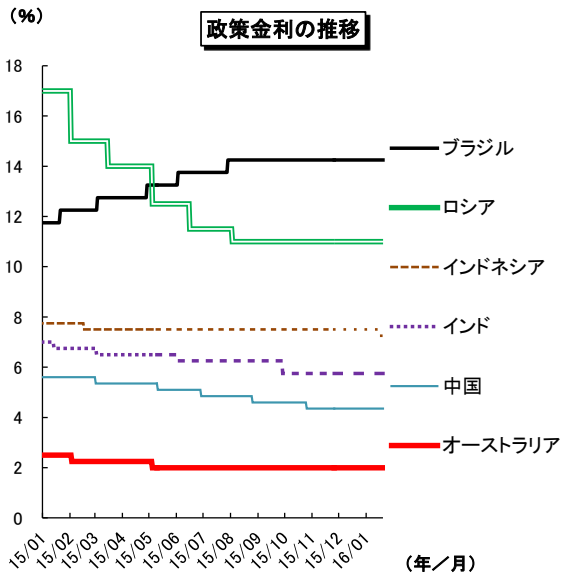
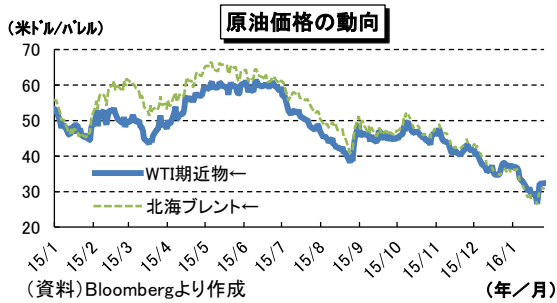
原油安により計画通りの歳入が見込めないことから、財務相は歳出の10%（約8,000億円相当）削減方針を明らかにした。

### オーストラリア:雇用は引き続き強含み

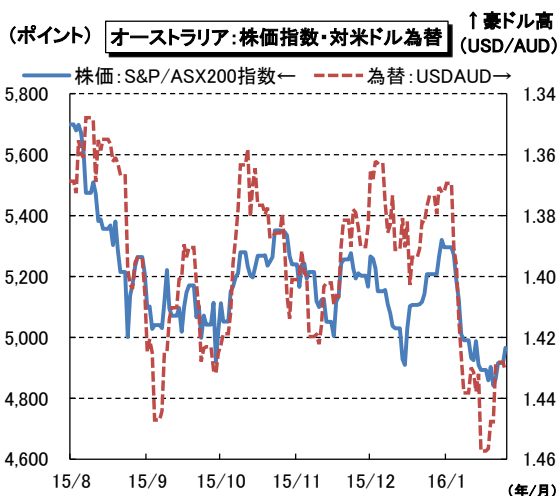
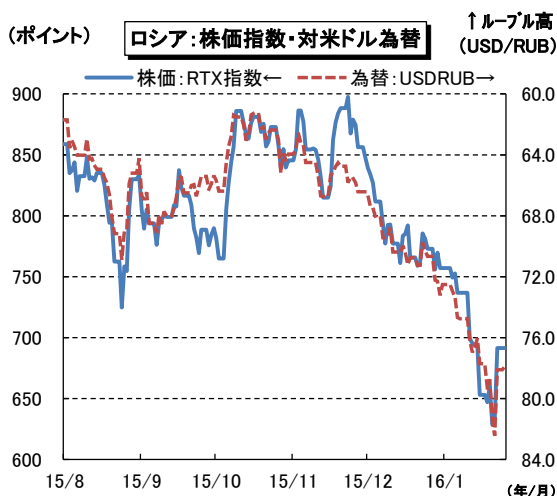
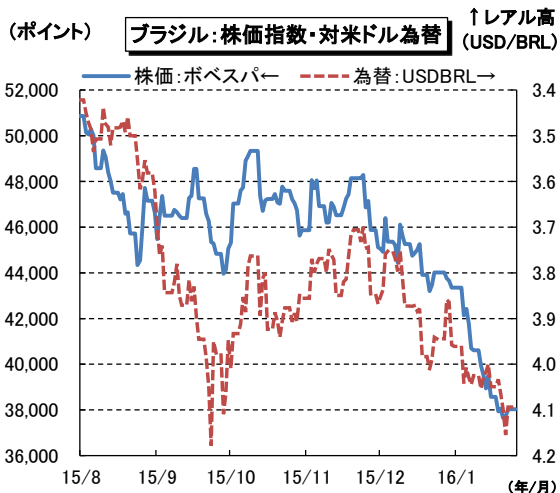
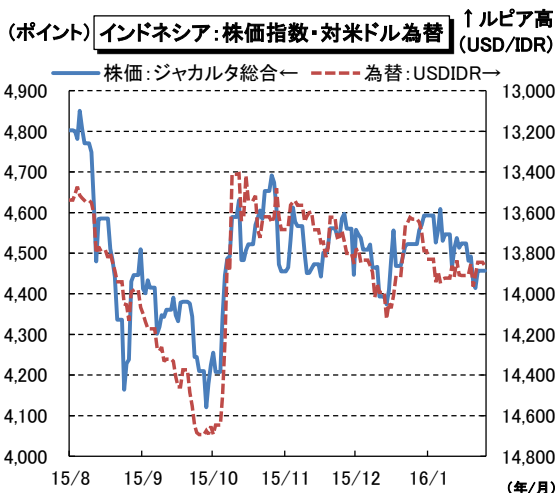
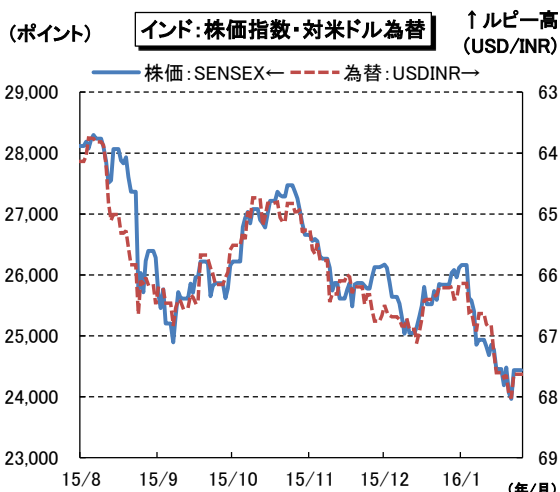
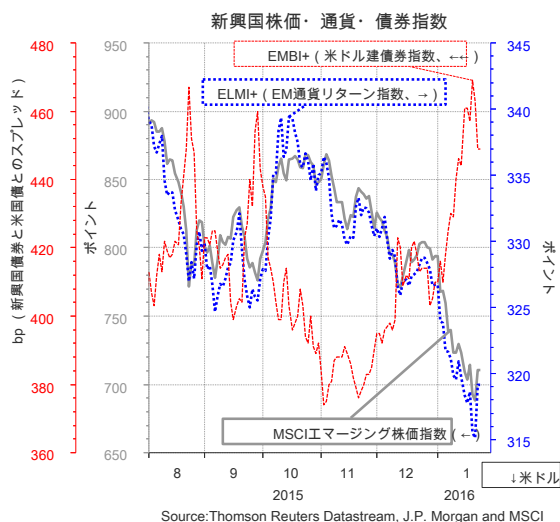
12月の雇用指標は、失業率5.8%と11月から横ばい、雇用者数は0.1万人減（正規雇用者数が1.76万人増、非常勤雇用者が1.85万人減）で、市場予想（1.00万人減）に比べ小幅な落ち込みとなった。予想よりも悪化しなかった豪雇用情勢ではあったが、中国経済に対する不安や世界的にリスク回避姿勢が強まったため、豪ドル売りが優勢であった。

（16.1.22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(15年1月~16年1月)



## 主な新興・資源国の株価、為替動向(15年8月~16年1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。

# 気候変動枠組条約第 21 回締約国会議の成果と課題

寺林 暁良

## はじめに

2015 年 11 月 30 日～12 月 12 日、フランスのパリ近郊で、気候変動に関する国際連合枠組条約 (UNFCCC) の第 21 回締約国会議 (COP21) が開催された。

92 年の地球サミットで採択された同条約では、人間活動に伴う気候変動問題に対処するために二酸化炭素 (CO<sub>2</sub>) 等の温室効果ガスの排出量を削減することが目標に掲げられ、95 年以降は年に 1 度のペースで締約国会議 (COP) が開かれてきた。

今回の COP21 は「パリ協定」と呼ばれる新たな枠組が採択されるなど、節目となる会合であった。本稿では、この「パリ条約」の内容を確認し、今後の日本の課題について述べる。

## COP21 に至る経緯

「パリ協定」の内容を説明する前に、COP21 で同協定が採択された経緯を振り返っておきたい。

UNFCCC において採択された最初の法的枠組は、97 年の COP3 で採択された「京都議定書」である。これは、08～12 年までの第一約束期間中に、先進国全体の温室効果ガスの排出量を 90 年比▲5%まで減らすことを目標としている。また、その後設定された 13～20 年の第二約束期間については、90 年比で少なくとも▲18%という目標が立てられている。

しかし、同議定書は、①最大の CO<sub>2</sub> 等排出国であるアメリカが義務規定を嫌って参加しなかったこと、②中国やインド

などの上位の温室効果ガス排出国を含め、途上国に参加義務がないこと、③第二約束期間については、日本を含めた主要国のいくつかに参加を見送ったことなど、様々な問題点があったことから、新たな枠組の必要性が認識されてきた。

これを受けて 10 年の COP16 では、「京都議定書」に不参加の先進国や途上国が 20 年までの温室効果ガス削減目標を自主的に設定するという「カンクン合意」が採択された。ただし、これは法的拘束力のある枠組とはならなかった。

以上の状況を見直し、すべての国が参加できる法的枠組の策定を求めたのが、11 年の COP17 で示された「ダーバン・プラットフォーム」である。この工程表では、15 年中に新たな法的枠組を採択し、その枠組を 20 年から実行することが定められた。

## 「パリ協定」の内容

「パリ協定」は、上記のような経緯を経て今回の COP21 において採択されたのである。同協定の内容として、次のような点が挙げられる<sup>(注1)</sup>。

第 1 に、「世界的な平均気温上昇を産業革命以前に比べて 2℃未満に保つとともに、1.5℃未満に収まるように努力する」という目標が掲げられたことである。このように枠組の中に温度目標が定められたことに対しては、大きな成果であると前向きに評価する見方が強い。ただし、2℃未満という高い目標は現実的ではな



いとの見方もあり、今後論点になりうるポイントの一つとなっている。

第2に、温室効果ガス削減目標について、各国が責任の差異や能力、置かれている状況に応じて目標を立てるという原則が明示されたことである。具体的には、歴史的に気候変動問題に大きな責任を持つ先進国には総量ベースの削減目標の設定が求められる一方、中国やインドなどの途上国にはGDPあたり排出量などに基づく目標設定が認められた<sup>(注2)</sup>。これは、経済成長の権利を主張する途上国の参加を促しやすくする内容として注目に値する。なお、各国の削減目標は5年ごとに見直され、その際にはより高い目標を設定することが推奨されている。

第3に、削減目標の達成に法的義務が設けられなかったことである。法的義務がないことで実効性を疑問視する声も根強いが、「京都議定書」のように義務規定を設けることによってアメリカなどの排出量上位国の参加が得られなければ、枠組自体の意義が失われてしまう。同協定は、目標達成に対する拘束力は「弱い」ながらも、多くの国が参加するという面では「強い」枠組が策定されたと評価できる。

その他、先進国や経済規模の大きな途上国による途上国支援に対する努力義務などについても、一定の内容が盛り込まれている。

「パリ協定」は、世界の温室効果ガス排出量の55%以上を占める55カ国以上が批准等を行った30日後に発効することになっている。今後は、どれだけの国がこの協定に参加することになるのかが大きな注目点となろう。

## 今後の日本の課題

日本も、COP21に臨むにあたり、20年以降の約束草案として、「30年度までに13年度比▲26%（05年度比▲25.4%）」という温室効果ガス削減目標を掲げている<sup>(注3)</sup>。日本では、既に対策が進んできた産業部門に比べて家庭部門での削減余地が大きいと言われるが、欧州に比べて遅れをとる住宅の断熱性能基準を見直すことなどによって省エネを推進することで、この部門の排出削減を進めていくことが求められるだろう。電力や熱の利用に関しては、再生可能エネルギーの導入等をさらに進めることも重要である。

また、世界的にみると、日本の温室効果ガスの排出シェアは、10年で3%にとどまる。日本が気候変動問題に貢献していくためには、同シェア22%を占め、大気汚染問題への対応も迫られている中国のように、排出規模の大きい途上国に対して積極的に環境技術の移転・普及支援を行っていくことも重要である。それは、日本企業にとってのビジネスチャンスにもなりうるほか、国際的な協力関係の強化によって、排出量取引などの市場メカニズムを活用する機会の拡大にもつながると思われる。

<sup>(注1)</sup> UNFCCC (12 December 2015) 'Adoption of the Paris Agreement: Proposal by the President' (<http://unfccc.int/resource/docs/2015/cop21/eng/l09.pdf>)を参照のこと。

<sup>(注2)</sup> 例えば、中国は、温室効果ガス排出量自体は30年頃にピークを迎える見通しであるが、30年までにGDPあたりの排出量を05年比で▲60～▲65%まで削減するとの目標草案を提出している。このように、経済成長を考慮した形で削減目標の設定がなされている。

<sup>(注3)</sup> 経済産業省(2015年4月30日)「日本の約束草案要綱(案)」([http://www.meti.go.jp/committee/sankoushin/sangyougjutsu/chikyu\\_kankyo/yakusoku\\_souan\\_wg/pdf/007\\_04\\_00.pdf](http://www.meti.go.jp/committee/sankoushin/sangyougjutsu/chikyu_kankyo/yakusoku_souan_wg/pdf/007_04_00.pdf))を参照のこと。

## 米国住宅市場の構造的な変化とその要因

### ～集合住宅へのシフトと住宅ローンの伸び悩みについて～

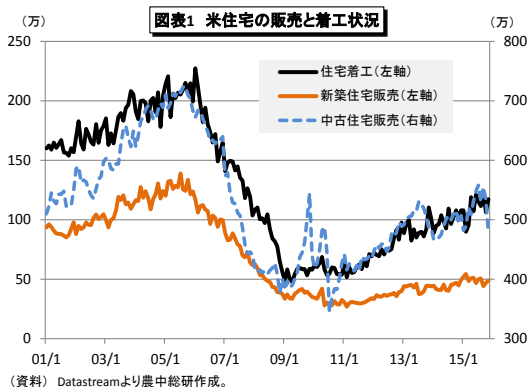
趙 玉亮

低金利環境の長期化、世帯数の増加、雇用の拡大や消費者マインドの堅調さ、そして外国人による購入ニーズが旺盛であるなど、米住宅市場を取り巻く環境は良好と考えられている。あわせて、住宅投資の活発化に伴い、家具や家電の購入も増加するなど経済全体への波及効果もある。これらを踏まえると、住宅市場はリーマンショック後のリセッションから本格的に回復し、再び経済を牽引していくエンジンになると期待されている。

しかし、近年、米国の住宅着工や販売データは一定の回復を見せているとはいえ、リーマンショック以前の水準と比較して、本格的に回復しているとは言い難い。以下、米国住宅市場における構造的な変化を確認したうえで、その要因を整理し、今後の見通しや注目点を指摘したい。

#### 回復しているが、物足りない

最近、米国における住宅着工や販売のデータは回復しつつあるが、物足りない状況が続いている。図表1が示す通り、直近の住宅着工件数（季節調整済、年率



換算、以下同じ)は100万件を上回っているが、01～07年の平均は170万件超だった。新築住宅販売件数は50万件前後で推移しているが、2001年から07年までの平均100万件の水準の半分までしか戻っていない。中古住宅の販売は500万件超の水準に達しているが、01～07年の平均の8割の水準である。

このように、住宅市場の回復はまだ道半ばにあり、他の経済セクターに比べ遅れた感は否めない。

#### 米住宅市場における2つの構造的変化

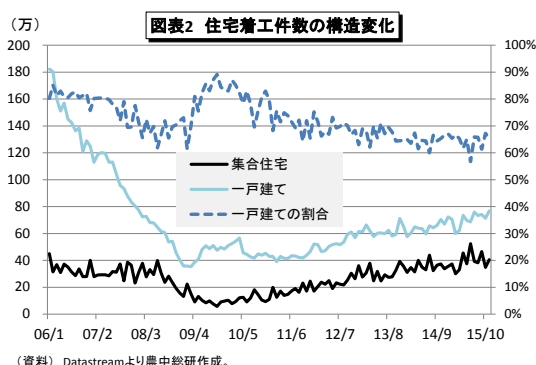
リーマンショック後のリセッションを経て、米住宅市場には多くの変化が現れた。そのうち、一戸建てから集合住宅への住宅需要のシフトと、住宅ローンの伸び悩みという2つの構造的な変化が目立つ。

##### ①一戸建てから集合住宅へのシフト

図表2が示すように、直近の集合住宅の着工件数はすでにリーマンショック直前の水準まで回復している。それに対し、一戸建ての着工件数は回復が遅れており、直近の水準はリーマンショック以前の半分にも達していない。このように、住宅着工件数に占める一戸建ての割合は06年の約80%から直近は60%台に低下するなど、住宅市場へのニーズは一戸建てから集合住宅へシフトした。

新築一戸建ての建設は集合住宅より景気への波及効果が大きいため(Emrath

(2014)、一戸建てが減少し集合住宅が増加したことによって、住宅市場はかつてほどの投資増加や経済波及効果がなくなっている。



## ②住宅ローンの伸び悩み

リーマンショック後のリセッション以降、家計部門ではバランスシート調整が進んで、家計債務の金額は減少する傾向を辿った。最近になって、家計債務は少しずつ増え始め、再び12兆ドル台に戻ったものの、その内訳は大きく変わった。

まず、歴史的な低金利が長期間に及んでいるにもかかわらず、住宅ローンの残高は停滞している(図表3)。2009年第3四半期の住宅ローンは9.78兆ドルで、家計債務に占める割合は78.6%であった。それに対し、15年第3四半期は8.75兆ドルで同割合は72.5%へ低下した。

一方で、家計債務のうち、自動車ローンと学生ローンは急増している。特に、学生ローンは09年第3四半期の0.7兆ドルから直近の1.2兆ドルに上り、家計債務に

図表3 米国の家計債務とその主要構成(兆ドル)

	家計の債務と割合	住宅ローンと家計債務に占める割合	自動車ローンと家計債務に占める割合	教育ローンと家計債務に占める割合
2009Q3	12.41(100%)	9.78(78.6%)	0.74(6.0%)	0.70(5.7%)
2014Q3	11.71(100%)	8.64(73.8%)	0.93(8.0%)	1.13(9.6%)
2015Q3	12.06(100%)	8.75(72.5%)	1.05(8.7%)	1.20(10.0%)

(資料) Datastreamより農中総研作成

注: 住宅ローンはモーゲージローンとホームリボルビングローンの合計。

占める割合も5.7%から10.0%へ上昇した。住宅ローンの伸び悩みとは対照的である。

これらの構造的変化は、人口動態要因や経済要因が原因として挙げられる。

## 人口動態の要因:

### ①高齢者のニーズの変化

世帯数の増加は、通常住宅市場を活性化させる要因だと捉えられるが、米国の現状は、そうとも言い切れない可能性がある。

10年以降、米国における世帯数増加のほとんどは65歳以上のシニア世帯と移民世帯によって占められている。65歳以上のシニア世帯はそもそも住宅の保有率が高く(約80%で安定的に推移)、老後生活のため、高齢施設に移ったり、郊外の一戸建てから便利な都市部のアパートへ住み替えたりする動きにより一戸建てから集合住宅へ需要をシフトさせている。そして、こういった動きは、50~64歳の世帯においても顕著になりつつある(Rappaport (2015))。

前述した通り、一戸建ての経済波及効果が集合住宅のそれより大きいと、プラスの影響は限定的になっている。

### ②回復する若年層の独立

リーマンショック以降、雇用環境の悪化を背景に、親と同居する若年層が増えており、13年に18~34歳の若年層は親との同居率が31%となり、09年より3ポイント上昇した。Fannie Maeが発表するNational House Surveyによると、親と同居する理由について、29%は学費のために住宅への支出を節約するためで、また、23%は一人で生活する収入がないためと

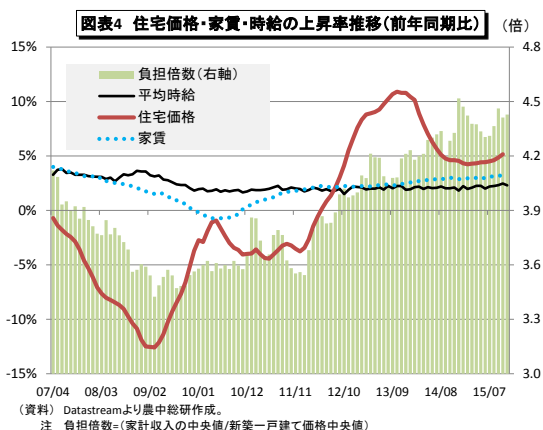
なっている (Fannie Mae (2014))。つまり、親と同居する若者の半分以上は経済的な理由で強いられていることが判明した。

一方で、近年堅調な雇用環境を背景に、こうした若年層の独立がようやく進んでいる。しかし、所得が限られていることや学生ローンの負担から、多くの若者は住宅の購入をせず、賃貸を選んでいる。これは、集合住宅への需要拡大の後押しとなっている。

### 所得の伸び悩みで購入の負担増大

独立する若年層や中低所得層にとって、住宅購入に伴う負担がリーマンショック以前より高まっているという経済的な理由も大きい。

経済状況が好転するなか、住宅価格は大幅に上昇している。しかし、賃金上昇は伸び悩んでおり、住宅価格の上昇に追いついていない (図表4)。リーマンショック以降、時間当たりの平均賃金は2~3%台の伸びで推移しているが、直近の住宅価格の上昇率は約5%である。住宅を購入する際の負担能力を測る負担倍数 (世帯収入の中央値/新築一戸建て価格の中央値) を見ると、直近は4.5倍と、リーマンショック直前の4.1倍を上回っ



ており、住宅購入に伴う負担は着実に増大している。このため、若年層や中低所得層は、一戸建てへの購入にはなかなか向かえない状況である。

もちろん、家賃の上昇率も高く、賃金上昇率を上回っているものの、住宅を購入するほどの負担ではないため、多くの若年層や中低所得層は賃貸に甘んじているのが現状である。

### その他の要因

また、若年層や中低所得層にとって、住宅ローンへのアクセスは依然として厳しい。景気が拡大する中での住宅ローンの伸び悩みは、住宅ローンの与信審査が厳格化されたという側面もある。最近の米連邦準備制度理事会 (FRB) 融資担当者調査と Fannie Mae の住宅ローン貸出センチメント調査はともに、住宅ローンの審査基準が緩和され、住宅ローンを借りやすくなったとの調査結果を出したが、全米不動産協会の調査によると、若年層の約65%は住宅ローンを獲得するのが難しいと回答している (NAR (2015))。つまり、住宅ローンの審査基準を巡っては、貸出側と若年層・中低所得層とにギャップが存在する。

なお、住宅ローンを借りず、すべて現金で住宅を購入する取引の割合は上昇しており、02年の10%以下から14年には33%となっている。その要因は、富裕層による購入のほか、シニア世帯がこれまでの貯蓄で住宅を購入するケース、また米国で信用記録がないため住宅ローンを組むことができない外国人による購入も多いという (注) (NAR (2014))。このように、現金取引の増加は住宅ローンへの依存を軽減させる側面を持っている。

(注)外国人による住宅購入金額は10年の660億ドルから15年に1040億ドルへ急増し、米国の住宅投資の18%を占めるようになっている。

## 今後の見通しと注目点

最後に、今後の住宅市場が回復傾向を強めていくかどうかについて考えてみたい。

まず、住宅市場は引き続き緩やかに回復すると予想する。Fannie Maeが毎月発表する住宅購入センチメント指数は高い水準を維持しており、住宅を購入する消費者マインドが良好であることを示している。一方で、前述した通り、最近住宅市場の回復は、住宅ローンが伸び悩むなかで、主に集合住宅に対する堅調なニーズが牽引している。一戸建ての回復の遅れや住宅ローンの伸び悩みという現状には大きな変化がない限り、住宅市場が大きくリバウンドすることは難しい。今後、住宅ローンを巡る動向、例えば若年層や中低所得層に対する与信審査がどの程度緩和されるかなどに注目する必要がある。

また、金融政策による影響も考慮すべきだ。FRBは16年に4回、約1%程度の利上げを想定している。段階的な利上げに伴い、住宅ローンの金利も一定程度で上昇すると見込まれている。この金利上昇は回復局面にある住宅市場を冷やすのではないかと懸念されている。

しかし、この点については、影響は限定的にとどまると考えられる。現状の住宅市場回復が住宅ローンの増加に過度に依存したものではないからだ。小幅な金利上昇であれば住宅市場は吸収できるだろう。

そして、賃金上昇の動向にも注意が必要だ。住宅市場のニーズは若年層や低所

得層の購入意欲にかかっている。若年層は実際、住宅を買う意欲が強い。全米不動産協会の調査によると、賃貸住宅に住む若年層のほぼすべてに住宅を購入する意欲がある。ただし、所得は伸び悩んでいるほか、住宅ローン審査の厳格化や経済情勢への懸念などから住宅ローンへのアクセスは抑えられている。

今後、賃金上昇の加速により住宅価格上昇率とのギャップが縮まるかどうか、住宅市場の本格的な回復のカギを握ることとなる。

## 参考文献

- Emrath, Paul (2014), "Impact of Home Building and Remodeling on the U.S. Economy", Economics and Housing Policy, National Association of Home Builders, May. 2014.
- Rappaport, Jordan (2015), "Millennials, Baby Boomers, and Rebounding Multifamily Home Construction", Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Fannie Mae (2014), "What Parents Tell Us About Their Adult Children Living At Home", National Housing Survey, Jul. 2014.
- National Association of Realtors (2015), "NAR HOME Survey: Desire to Buy Strong Despite Affordability, Economic Concerns", Dec. 2015.
- National Association of Realtors (2014), "All-Cash Purchases on the Rise", Jun. 2014.



## 海外の話題

# 北京の大気汚染

農林中央金庫 北京駐在員事務所長 森下 純也

昨年11月、12月の北京市の大気汚染は、近年で最も深刻な状況となった。北京市環境保護局の発表によれば、2015年通年の微小粒子状物質:PM2.5の平均濃度は80.6マイクログラム/立方メートルであり、前年比6.2%改善、目標の前年比5%改善を達成したとの事であるが、11月、12月の重度汚染日数合計は、2013年:9日間、2014年:7日間に対し、2015年は22日間に達する状況となった。

11月上旬、中国東北部で住宅やオフィス等に石炭を主要熱源として暖房を供給する集中暖房が始まり、遼寧省の省都:瀋陽でPM2.5が一時1,400マイクログラム/立方メートル(日本の環境省が外出自粛の目安とする指針値:1日平均濃度70マイクログラムの20倍)に達したのを始まりとし、北京、天津、河北、華南等の広範な地域において重度汚染が発生。

11月29日には、北京市でオレンジ色警報(4段階の警報のうち、重度汚染が3日間続くと予想される場合に出される2番目に深刻な警報)が発令されたのに続き、12月8日夜には北京市では初めて最も深刻な警報である赤色警報(重度汚染が3日間以上続くと予想される場合)が発令される事態となった。

赤色警報時には、市内を走行する自動車台数を半分に削減するため、ナンバープレートの偶数・奇数に基づく厳しい走行規制(日付の偶数・奇数に基づき、偶数日/奇数日は偶数/奇数ナンバープレートしか走行出来ない)が適用される他、企業の生産停止、公立の小・中・高校・幼稚園の授業が停止される。

中国では夫婦共働きが一般的であるにも関わらず、同警報が火曜日夜に出され、翌水曜日から適用されたため、幼い児童を持つ両親が対応に困り、やむを得ず子供を連れて出勤する状況も発生した。

北京市内で発生するPM2.5の汚染源は、市内由来:70%程度、市外由来:30%程度と考えられている。市内由来の構成は、自動車排ガス:31%、石炭燃焼:23%、工業生産:18%、揚塵(黄砂に代表される塵。揚塵は視程距離が1~10kmとなる状況):14%、その他(レストラン、自動車修理、畜産養殖、建設塗装等):14%、となっている(2015年2月13日付の在中国日本国大使館公開資料:「中国の大気汚染について」から引用)。

近年の大気汚染深刻化に対し、北京市政府は、通常時の走行自動車ナンバープレート規制(平日のうち1日は市内を走行出来ない)、暖房用熱源の石炭から天然ガスへの転換、工場の移転促進等の様々な対策を講じているが、昨年11月以降の状況を受けて、2016年の初めから新たな対策が矢継ぎ早に発表されている。

例えば、2016年のナンバープレート割り当て台数は、普通車枠が前年の12万台から9万台に削減された一方、エコカー枠は3万台から6万台に倍増された(中国の他の大都市同様、北京市も道路網のキャパシティを超える自動車が増えているため、大気汚染と共に慢性的な交通渋滞が発生している。そのため北京市は1年間に発給するナンバープレート数を制限している)。しかも普通車のナンバープレート発給は抽選制であるのに対し、エコカーは抽選を行わず、先着順で発給され、申請者が6万人を超えた場合は翌年に優先割り当てされる事となっている。

また、中央政府が提唱する京津冀一体化構想の対象である、北京市に隣接する天津、河北省を含む地域に関する取組みとして、中国国家発展改革委員会と環境保護省は、同地域のPM2.5の年間平均濃度を2020年までに2013年対比で約40%削減し、64マイクログラム/立方メートル前後とし、2013年の長江デルタ地域(上海を中心とする長江の河口地域)と同程度にするとの計画を発表した。

2020年は中国共産党結党100周年にあたるため、中国にとっては非常に重要な年となる。また2022年には北京にて冬期オリンピック開催が予定されている。今年から始まり、中国の大きな節目となる2020年を最終年とする第13次5カ年計画において、大気汚染問題にどのような取組みがなされるか注目したい。