

潮 流

生産性を巡って ～ジタバタすることの意義～

代表取締役社長 齋藤 真一

3年前、米国の運用会社幹部から、サマーズ元米財務長官がIMF会議（13年11月）において「長期停滞（セキュラー・スタグネーション）」という概念を提唱していたと教えられた。氏は停滞の原因となる需要不足の問題点を指摘しつつ金融政策の限界や拡張的な財政政策の必要性を説いていたと言う。当時日本は異次元緩和、アベノミクスが始動し70円台の円高水準から脱し100円前後の踊り場を行き来していた頃。ぼちぼち円安効果、トリクルダウン効果により景気回復に向かっていくか・・・などと淡い期待を持っていたが、停滞が長期に続くなどと言われ冷や水を浴びせられた感であった。

その後、雇用をはじめとして米国経済は回復を続け、金融危機後長く続けてきた金融緩和を徐々に解除してきたが、ドル金利上昇による中国や新興国経済への影響が見え隠れし、14年後半以降原油価格の下落も相俟って「長期停滞」、「潜在成長率低迷」について多くのエコノミストが議論した。

その内容は多様だが、フィッシャーFRB副議長は「停滞の原因を人口減少や少子高齢化、生産性の伸びの低下といった供給サイドに求める（ロバート・ゴードン米ノースウェスタン大学教授等）か、過剰貯蓄による投資不足といった需要サイドに求める（サマーズ等）かで大きく分かれている」と解説している（岩田一政「マイナス金利」）。

供給サイドのゴードン教授は、1870年以降に生まれた内燃機関、白熱電球、電話などの技術革新（第二次産業革命）が時間をおいて1920年～70年の非常に高い生産性に貢献していること、1990年代のIT、インターネットなどの第三次産業革命は、1994年～2004年の生産性向上に貢献はしたもののその効果は相対的に低く長続きしていないこと、直近では技術進歩が停滞しておりさらに低い生産性に留まっていることを論じている。

米国大統領選挙後、トランプ次期大統領の拡張的財政政策や金融機関の規制緩和などの政策を先読みしNY株価は最高値を更新、平行して金利上昇、ドル高と市場は大きく反応しており、「停滞・低迷」の議論が一旦沙汰止みしている。中国や原油情勢の変化が背景にあるとの見方もあるが、まずは米国が一抜けするのか、根本的なところに変化が生まれるのか等、注意深く見守らねばならないと考えている。

さて、上記議論の中で主要な論点となっている「生産性」であるが、文明論としては興味深い話ではあるものの現代において具体的に何が問題なのか判然としない。先日、「ものづくりの産業論」を専門とされている東京大学の藤本隆宏教授にお会いした際、その問題意識をお伝えしたところ、「私は技術管理や生産管理に関するミクロ（経済学）の学者」であるから金融・経済の議論とは異なるとの前置きの後、ものづくりの現場における生産性向上について教えていただいた。

「冷戦が終結し東西、南北の垣根が取れ低賃金国が競争に参入、加えて円高の進行という逆風下、多くの日本企業は、ジタバタと生き残りのための生産性向上を成し遂げ生き延びて来た。低成長経済で厳しい価格競争に直面している現在、自らが生産性向上と有効需要の創造を同時にジタバタと行うことによって、企業、産業、地域にとって三方よしの状態を生むことができる。肝心なことは、放っておいても危機感を持ってジタバタする自由を与えること、そして成果を出した現場は確実にその地域に残すという信頼感の醸成である」（文藝春秋16年秋季号への寄稿文などを元に要約）

「ミクロの学者」と控えめに言いつつ、産業の分析を重ねることによって生まれた歴史観とも言えるこの見識は、経営者のみならず為政者に対しても重要な主張である。

2017 年には景気持ち直しが本格化する日本経済

～金融市場ではトランプ政策への期待が継続～

南 武志

要旨

10 月の景気動向指数では一致 CI による景気の基調判断が「足踏み」から「改善」へ上方修正されるなど、一部に鈍さも残るものの、持ち直し・回復を示す指標が多く散見されつつある。先行きについては、労働需給の引き締めなどから家計所得は持続的に増加しているうえ、最近の消費者マインドの回復を考慮すると、消費の持ち直しテンポが速まる可能性が高い。海外経済の回復から輸出の増勢も継続しているほか、17 年入り後には大型経済対策の効果も出てくることから、国内景気の持ち直しは今後強まっていくと予想される。

さて、米大統領選後、米国では成長加速・物価上昇の観測が強まり、利上げペースが速まるとの意見が浮上したことに、財政状況が悪化するとの懸念も加わり、長期金利が大きく上昇している。国内にもその動きが波及しているが、「10 年ゼロ%」という長期金利操作目標を設定している日本銀行はそれにどう対応していくのか、注目が集まっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2016年	2017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 (%)	-0.032	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円 (3M) (%)	0.0560	0.04～0.06	0.04～0.06	0.04～0.06	0.04～0.06	0.04～0.06
国債利回り	10年債 (%)	0.065	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.10
	5年債 (%)	-0.080	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	117.9	110～123	110～123	110～125	110～125
	対ユーロ (円/ユーロ)	122.5	110～130	110～130	110～130	110～130
日経平均株価 (円)	19,494	20,000±1,500	20,250±1,500	20,500±1,500	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2016年12月20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。

世界経済の楽観論 が台頭

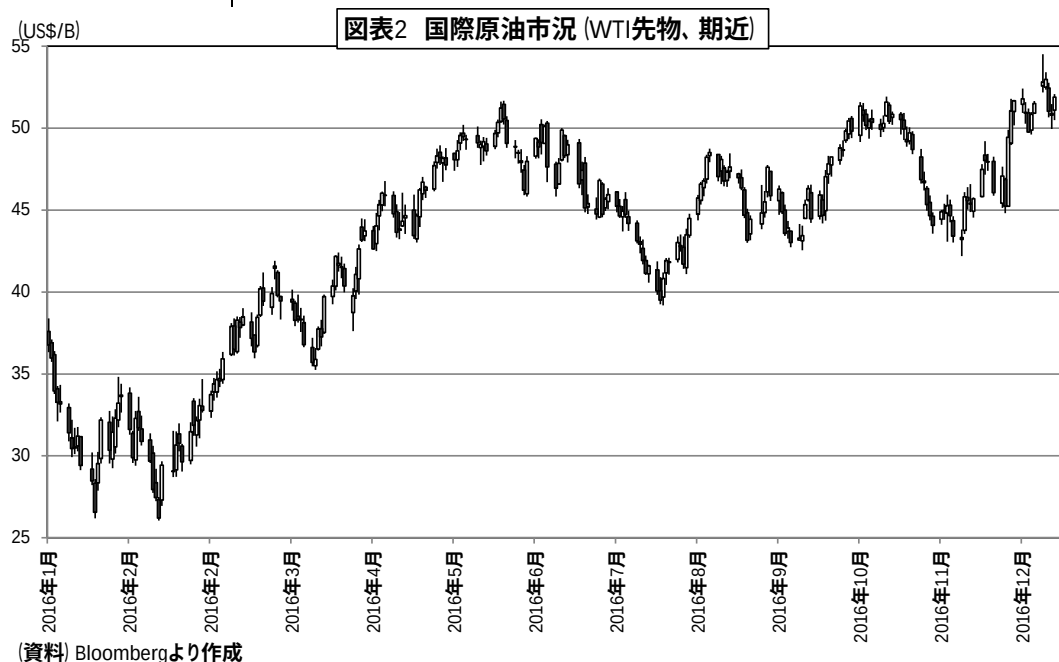
つい最近まで、世界経済は「低成長・低インフレ」状態に陥っており、そこから抜け出すきっかけがない、といった悲観論が蔓延していた。しかし、トランプ氏の勝利という思わぬ結末となった11月上旬の米大統領選を契機に、米国主導で世界経済は回復傾向を強めるとの楽観論が台頭し、先進国市場では「株高・ドル高・金利上昇」の傾向を強めている。もちろん、「ドル高」「金利上昇」はトランプ氏が重視する製造業の雇用拡大には逆効果となる可能性もあるほか、新興国の資金流出や債務負担の膨張などといった懸念を強めるなど、デメリットもある点には十分留意する必要がある。

世界的な財政政策

なお、トランプ政策の柱は財政政策だが、その有効性について

の転換

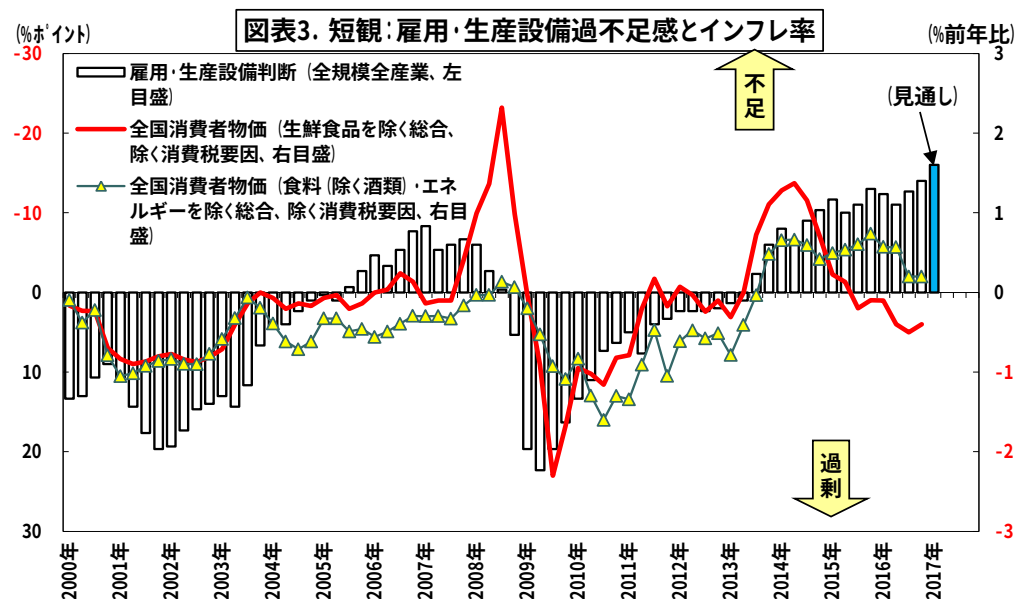
は 16 年入り後の G7 など国際会議の場で共有され続けてきたものの、ほとんどの先進国では景気対策は金融政策を用いるべきで、財政政策は健全化ルールに従って運用するという暗黙の了解があった。そのため、日本を除き、実際に財政出動に乗り出す国はなかった。しかし、トランプ政権発足後の米国で財政出動が現実味を帯びてきたうえ、世界第二位の経済大国である中国でも構造改革を進める上で想定される悪影響を吸収する目的からインフラ投資を積極化している。こうした動きが、世界経済の下振れリスクの払拭に貢献したことは確かであろう。



原油減産合意で世界経済の下振れリスク後退

加えて、11 月末に開催された OPEC 総会では、17 年 1～6 月にかけて、加盟国全体の生産量を日量 3,250 万バレル程度 (10 月実績：同 3,364 万バレル) と、同 120 万バレルの減産で最終合意した (ただし、ナイジェリア・リビアは適用除外で、インドネシアは加盟を一時停止)。これに合わせて、ロシアなどの OPEC 非加盟国も同期間中は計 55.8 万バレルの減産に応じることで合意した。全体で見ると供給量全体の 2%近くが削減される運びとなっている。

もちろん、OPEC の歴史を紐解けば、生産枠を設定しても抜け駆けが頻発するなど、長続きしないとされるほか、原油価格の上昇に伴い、協調減産に参加していない国の増産が強まる可能性もある。原油需要がまだ鈍いこともあり、原油価格の先行きについて安心できる状況とは言い難いが、こうした動きも世界経済の下振れリスクをある程度は後退させたと評価することは可能だ。



一致 CI による 景気の基調判断 は「改善」へ

消費も持ち直し

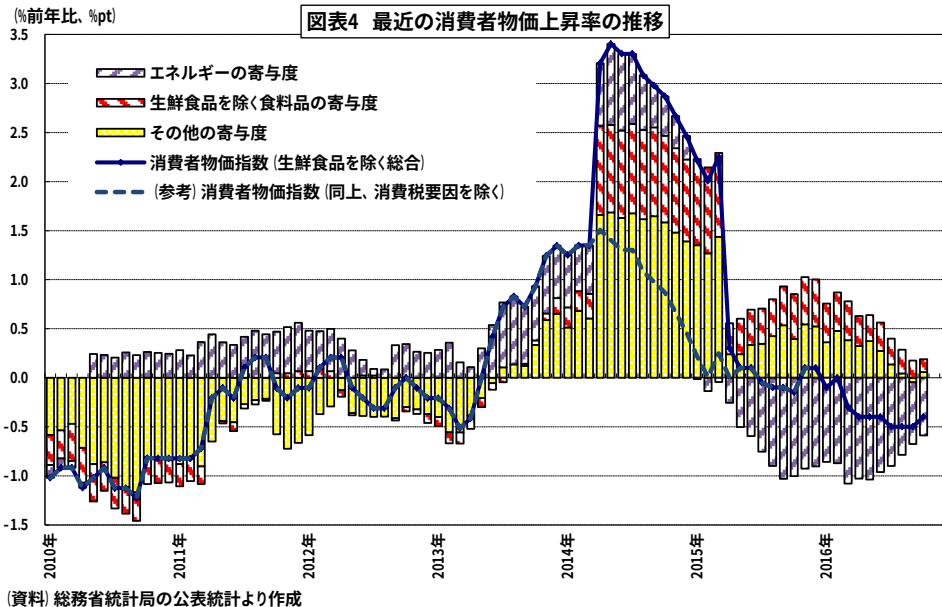
景気の先行き： 17 年入り後は回復 傾向が強まる

さて、国内経済に目を転じると、徐々にではあるが、持ち直しを示す経済指標が多く散見されるようになってきた。景気動向指数（10 月）からは、一致 CI を用いた景気の基調判断がそれまでの「足踏み」から「改善」へと上方修正されたことが見て取れる。また、日銀短観（12 月調査）からは、大企業・製造業の景況感が 6 期ぶりに改善し、雇用人員・資本設備の不足感が一段と強まったことが確認できた。11 月の実質輸出指数は前月比 3.4%と 4 ヶ月連続のプラスで、増勢はやや強まりを見せている。

さらに、10 月の消費総合指数は 2 ヶ月連続の改善で、消費税増税後の持ち直し局面での最高値を更新、13 年後半の水準まで戻っている。雇用増が続く中、雇用者報酬の堅調さが維持されていることに加え、足元で消費者マインドが回復していることから、出遅れ感もあった民間消費が持ち直し傾向を強める可能性が高まっているといえる。

以上から、先行きの景気動向については、世界経済の回復に伴う輸出増、労働需給の引き締めりによる家計所得の押上げ効果や消費者マインドの改善による消費持ち直しの本格化、さらには第 2 次補正予算に盛り込まれた経済対策の効果などによって、17 年入り後の国内景気は回復傾向を徐々に強めていくものと予想する。日銀短観などでは設備投資計画がやや見劣りしたが、民間設備投資も 20 年の東京五輪などの開催を控え、一定程度の需要が盛り上がってくると思われる。ただし、最近のドル高・米金利上昇

はトランプ氏が重視する米製造業の足枷となる可能性があるほか、新興国リスクが再び意識されている点には警戒が必要であろう（詳細は後掲レポート『2016～18 年度改訂経済見通し（2 次 QE 後の改訂）』を参照のこと）。



物価動向：縮小 に向かう下落率

また、15 年下期には再び下落に転じ、16 年度入り後には下落幅を拡大させた消費者物価であるが、ようやく下落に歯止めがかかってきた。10 月の全国消費者物価によれば、代表的な「生鮮食品を除く総合（全国コア）」は前年比▲0.4%と 8 ヶ月連続の下落ながらも、下落率は縮小に転じた。より需給関係を示すとされる「食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合」は同 0.2%、日銀が注目する「生鮮食品・エネルギーを除く総合」は同 0.3%と、いずれも上昇率が僅かながらも高まった。消費動向調査から試算される家計の予想物価上昇率も足元では持ち直しの動きが見られている。

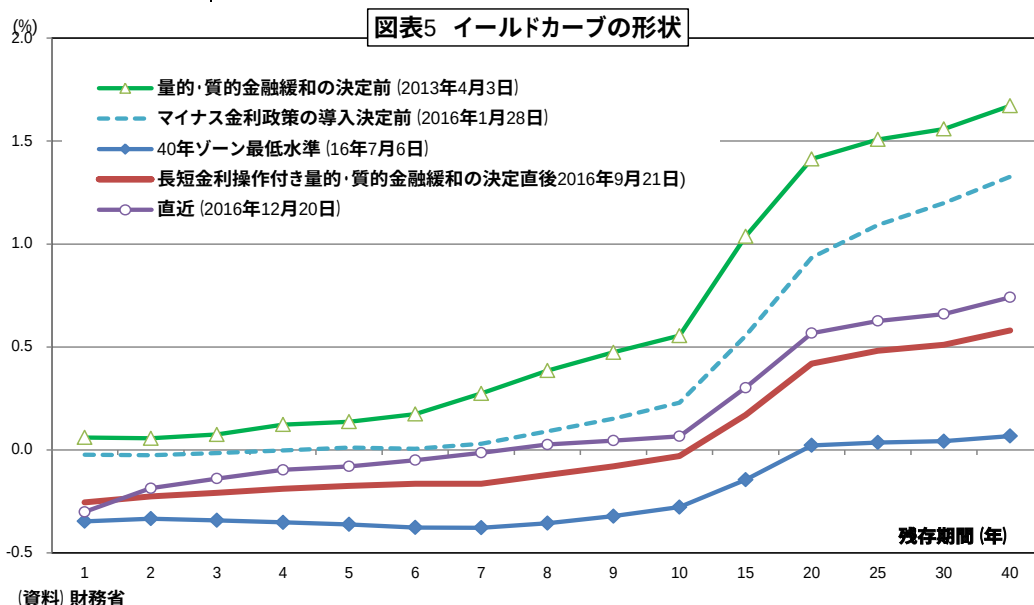
先行きは、原油安要因（物価押下げ）が徐々に弱まるほか、円安進行によって既に底打ちしている輸入消費財価格を一段と上昇させる可能性が高まってきた。17 年入り後には全国コアは前年比プラスに転じ、その後プラス幅を緩やかに拡大させていくと予想される。しかし、企業の人件費抑制姿勢はまだ残っており、物価安定目標である前年比 2%の上昇率は依然として見通せない。

金融政策：しば らくは現状維持

9 月に日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）」の導入を決定、操作目標を「量」から「金利」へ戻した。12 月の金融政策決定会合でも現状維持の判断であった。当

面は保有残高の増加ペースは年間 80 兆円をめどとして国債買入れを行うとされたが、「量」と「金利」を同時に誘導するのは困難であるため、いずれ「量」は修正が加えられるとみられた。

実際、QQE+YCC の導入後、しばらくは大きなイベントがなかったこともあり、「10 年ゼロ%」という長期金利の操作目標にも関わらず、金利水準は緩やかな低下傾向をたどった。その際には、「年間 80 兆円」の増加ペースでは金利低下圧力が発生するため、徐々に減額されとの見方が大勢であった。しかし、米大統領選後の米国の金利上昇が日本国内にも波及するなか、11 月中旬以降、10 年国債の利回りがプラスに転じ、その後も一時 0.1% まで金利上昇する場面も見られるなど、操作目標を上振れした状況が続いている。



金利上昇圧力への対応に注目

こうした動きに対し、これまで日銀は指値オペの実施や超長期国債の買い入れ額増額などで対応してきており、これまでのところは10 年国債利回りが0.1%超となるような金利上昇は阻止しているが、金利上昇圧力が続く場合にどのような対応をするのか、不透明な部分も多い。とはいえ、物価が先行き上昇に転じ、かつ徐々に上昇率を高めていく公算が高い中、名目金利を低位に誘導することでマイナスの実質金利を作り出せるという環境は、早期のデフレ脱却を最優先課題として掲げる日銀にとっては好都合であるように思われる。そのため、日銀は長期金利に上昇圧力が掛かるなかでも、現行の政策運営の枠組みを粘り強く継続する姿勢を維持すると予想する。

金 融 市 場：現 状・見通し・注 目点

米金利上昇が国 内に波及

10 年金利の上限 は 0.1% 前後と 想定

一方で、トランプ政策の具体的な中身が期待にそぐわない、議会の承認を得られない、もしくは世界的にリスクオフの流れが強まる中で円高圧力が再び高まるような場面で、物価上昇のモメンタムに悪影響が出そうな際には短期政策金利の引下げを柱とする緩和措置を検討するものと思われる。

11 月上旬の米大統領選挙を契機に、先進国の金融市場はドル高・株高・金利上昇の動きが一気に強まったが、足元でもその傾向が継続中である。一方、注目を集めてきた米国の 2 度目の利上げについても、12 月 13～14 日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）において決定された。なお、同時に発表された政策金利見通しでは、9 月時点の「17 年は年間 50bp」から「同じく 75bp」へ上方修正されるなど、利上げペース加速の可能性が示された。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

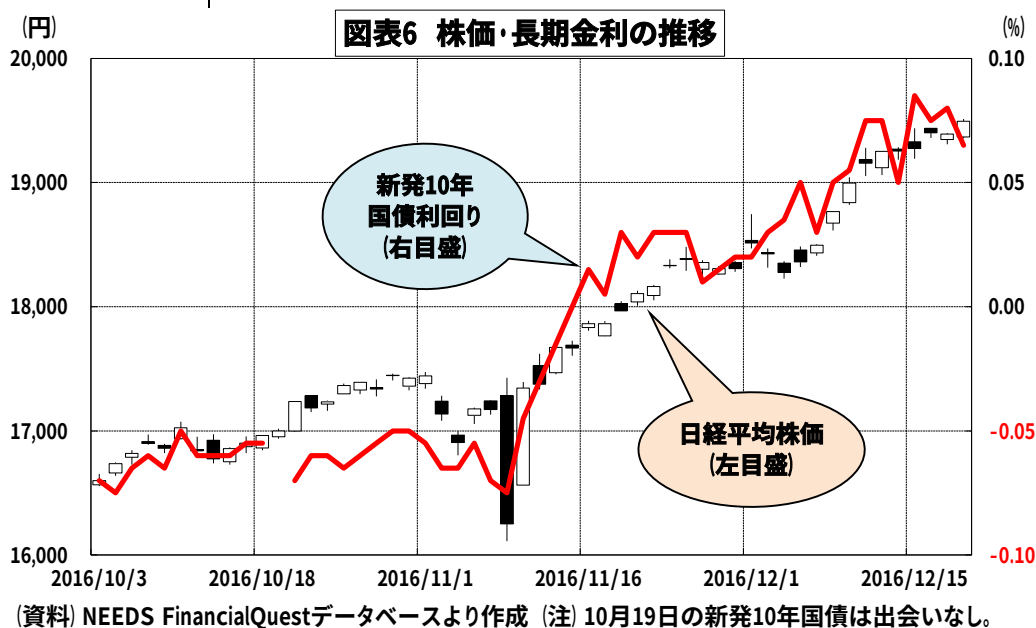
黒田総裁就任を機に、日本銀行は大量の国債買入れを継続してきた。量的・質的金融緩和の導入当初こそ、長期金利は乱高下を繰り返す展開となったが、政策浸透に向けた日銀の努力などが奏功し、13 年夏以降、市場の動揺は収まり、その後は徐々に金利低下が進んだ。特に、マイナス金利政策が導入されたことで、16 年 2 月以降は金利水準が一段と低下、長期金利の指標である新発 10 年物国債利回りは 2 月中旬にマイナス圏に突入し、7 月上旬には一時▲0.3%まで低下した。こうした低金利は超長期ゾーンにまで波及し、40 年金利も一時 0.0%台まで低下した。

しかし、7 月の金融政策決定会合にて次回実施を約束された「総括的な検証」を巡る思惑から、国債の大量買入れの限界論が浮上、8 月に入ると長期金利はマイナス幅を縮小させた。その後、10 年金利を 0%前後に誘導する「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入後は、しばらく小幅マイナス状態が続いた。しかし、トランプ氏の大統領選勝利を受けて米国長期金利が上昇すると、それにつられて国内の長期金利も上昇してプラス圏に浮上し、12 月中旬には 10 年債は一時 0.1%を付けたほか、40 年債も 1%近くまで上昇した。

先行きについては、期待先行で上昇する米長期金利は米次期政権の掲げる政策やその実現性などが明らかになる過程で、一旦調整される可能性があるほか、長期金利の操作目標も設定されてい

ることから、中期的に見れば「10 年 0%」近傍での推移が予想される。ただし、金利上昇圧力が高い場面では日銀は指値オペ、固定金利オペや買入れ増額などで対応していくと思われるため、0.1%を大きく上振れる可能性は大きくないだろう。

引き続き、毎月末に提示される「当面の長期国債等の買入れの運営について」での買入れペースの動向が注目されていくだろう。



株価は上昇基調へ

② 株式市場

6 月下旬の英国民投票の直後、日経平均株価は 4 ヶ月ぶりに 15,000 円割れの年初来安値（ザラ場ベース）を更新したが、その後は主要各国の手厚い対応もあり、持ち直しに転じた。しかし、内外景気の低調さや根強い円高圧力などもあり、しばらくは 17,000 円前後での上値の重い展開が続いた。10 月に入ると、原油価格が減産合意への期待で上昇し始めたこと、また米国で追加利上げが検討できる程度まで経済状況が改善したこと、それによって円安ドル高傾向となったことなどが好感され、株価は上昇傾向となった。さらに 11 月上旬の大統領選挙後のトランプ氏の勝利宣言以降はその政策期待から大きく上昇、年末にかけて年初来高値を更新し、19,000 円台を回復する勢いとなっている。

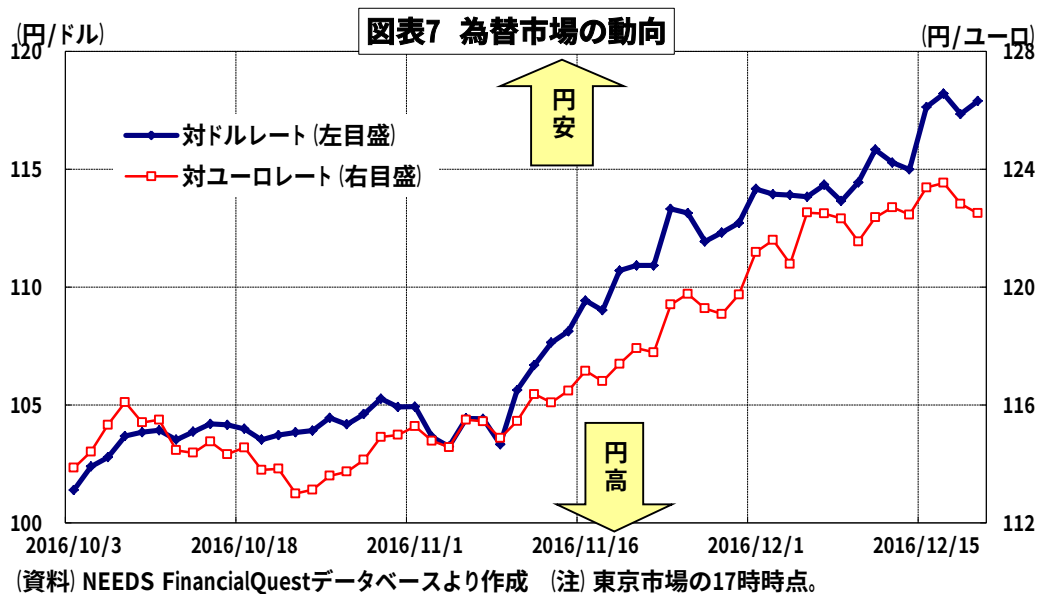
しばらくはトランプ相場が継続する可能性もあるが、トランプ政策の全容が見えてくる中で、期待先行で進んだ円安が剥落し、株価もスピード調整を余儀なくされる場面もあるものと思われる。ただし、全般的な流れとしては、世界経済の下振れリスクは後退しつつあるため、リスクオンの流れが継続すると予想する。

円安状態が定着

③ 外国為替市場

16年度入り後、ドル円レートは概ね1ドル=100円台で推移してきたが、秋以降は米国経済の底堅さが意識され、利上げの可能性が徐々に織り込まれるにつれては円安気味に推移し始めた。さらに、トランプ氏の米大統領選勝利後は、米国経済に対する先行き楽観論が高まり、かつ米長期金利が上昇したことを受けて、円安ドル高が一気に進み、足元110円台後半となっている。

目下進行中の円安ドル高は「期待先行」の側面が強く、いずれ調整される場面もあると思われる。しかし、国内では強力な金融緩和策が継続される半面、米国では金融政策の正常化に向かっており、日米の金融政策は方向性が真逆であり、それ自体は円安要因である。それゆえ、基本的には円安状態はしばらく定着すると予想するが、米次期政権の発足後、過度なドル高を警戒し、何らかの対応策を講じる可能性には留意したい。



対ユーロでの円安は限定的

また、対ユーロレートも、域内の銀行問題などへの警戒が続く中、年末にかけて対ドルレートにつられる格好で円安が進んだ。市場の予想通り、量的緩和の実施期限を延長したとはいえ、資産買入れ額を実際に減額する決定を下したことが影響している可能性がある。ただし、反移民・反グローバリズムなどのポピュリズムの台頭が目立つユーロ圏では先行きは国政選挙を迎える国も多いことから、政権交代のリスクも意識され、一方的に円安が進行する可能性は大きくないと予想する。

(16.12.20 現在)

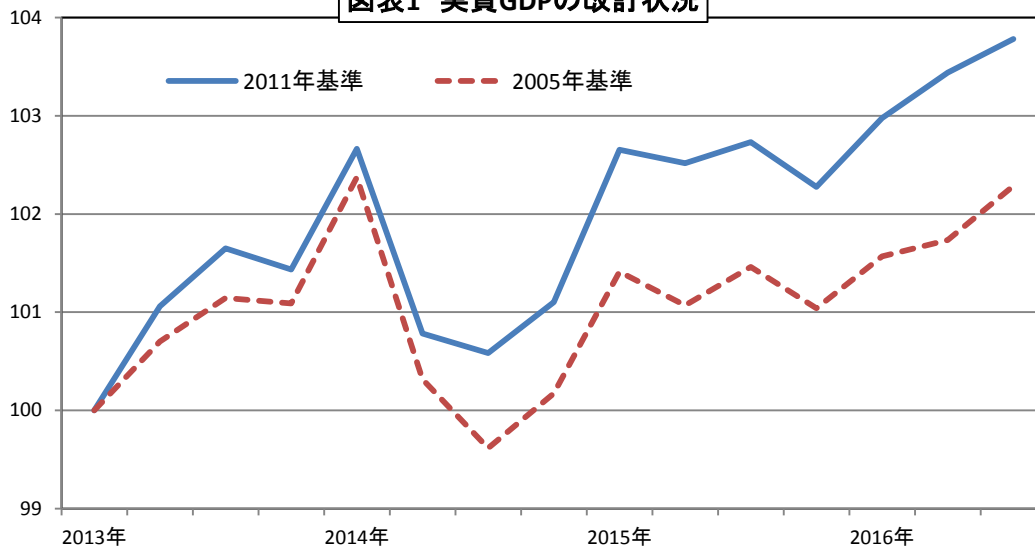
2016～18 年度改訂経済見通し(2 次 QE 公表後の改訂)

～16 年度:1.1%、17 年度:1.1%、18 年度:1.2%～

南 武志

2016 年 7～9 月期の GDP 第 2 次速報(2 次 QE)の公表などを受けて、当総研は 11 月 17 日に公表した「2016～18 年度経済見通し」の見直しを行った。なお、今回は 2 次 QE に合わせて、毎年恒例の年次改定のほか、基準年改定(2005 年基準から 11 年基準へ)、1993SNA から 2008SNA への移行も同時に実施されており、GDP 統計の計数が遡及改定されている。具体的には、15 年度の名目 GDP は 532 兆円(旧基準では 501 兆円)へ、足元 7～9 月期は 537 兆円(同 506 兆円)へ、いずれも 31 兆円程度嵩上げされた格好となった。

図表1 実質GDPの改訂状況



(資料)内閣府経済社会総合研究所 (注)2013年1～3月期=100

7～9 月期は下方修正だが、遡及改定で全体が嵩上げ

1 次 QE では、7～9 月期の経済成長率は前期比年率 2.2%と、ほぼ外需(寄与度(年率換算)は 1.8 ポイント)に牽引されたとはいえ、3 四半期連続かつ高い伸びを達成した。一方で、民間需要の寄与度(同)は 0.2 ポイントと鈍い状態であった。加えて、国内での価格転嫁状況を示す GDP デフレーターは前年比▲0.1%と 11 四半期ぶりの下落に転じた。

一方、今回発表された 2 次 QE は、民間消費が上方修正された

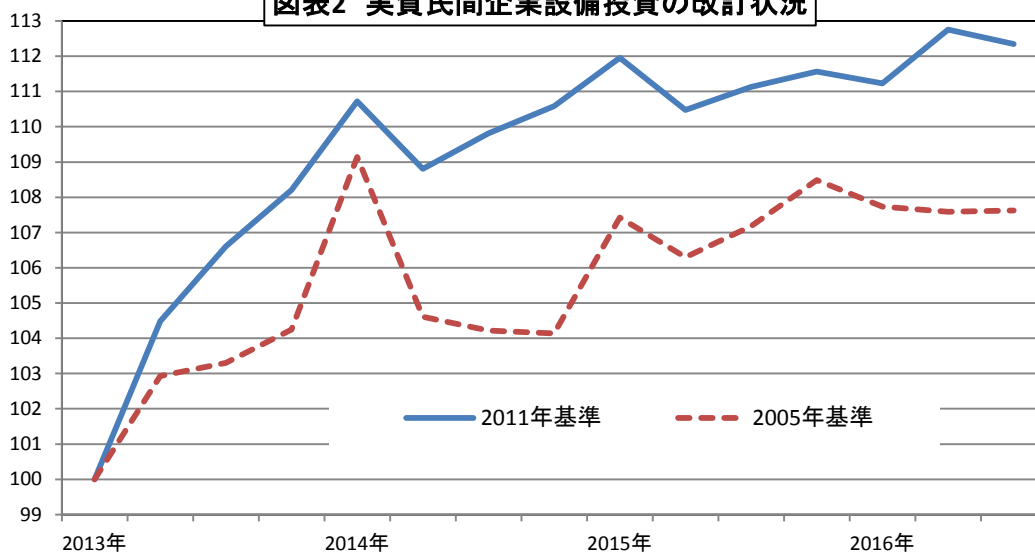
民間設備投資の 活性化

ものの、民間設備投資、民間在庫投資、外需などが下方修正された結果、経済成長率は同 1.3% へ下方修正された。また、GDP デフレーターも前年比▲0.2% へ下方修正された。

ただし、冒頭で紹介した GDP の遡及改訂によって、①14 年 4 月の消費税増税後の落ち込みが小さくなり、かつ立ち直りも早まったこと、②最近の GDP 経路の勾配がやや大きくなっていること、などが見て取れる。

それゆえ、今回の改訂によって、従来の認識を多少修正しなくてはならない面もあるのは否めない。例えば、既に賞味期限切れと評されていたアベノミクスについては、始動後の平均成長率は 1.3%（従来は 0.9%）へ、かつこの間の民間企業設備投資の年率増加率は 3.0%（従来は 1.4%）へ、ともに引き上げられた。「民間投資を喚起する成長戦略」は十分とは言えないが、進展は見られると言えなくもない。

図表2 実質民間企業設備投資の改訂状況



(資料)内閣府経済社会総合研究所 (注)2013年1～3月期=100

消費税増税の悪 影響もやや軽減

また、消費税増税の影響についての認識も修正する必要があるだろう。8 兆円規模の増税措置は、デフレ脱却に向けて邁進していた日本経済に冷や水を浴びせて御破算にしてしまった事実是不変変わらないが、持ち直しがなかなか進まないと言われていた民間消費も、過去 9 四半期の年率成長率は 0.8%（従来は 0.3%）へ上方修正されており、ある程度は持ち直している様子も見えて取れるようになった。

景気見通し：徐々に回復傾向が強まる

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「2016～18年度経済見通し」では、「米次期政権の保護主義的な動きには警戒が必要だが、一定程度の景気刺激策が講じられる可能性が高く、国内景気にもその波及効果が期待できる。また、雇用環境の良好さを背景に、家計所得の改善が継続するなど、消費持ち直しの環境が整いつつある。経済対策の効果が出てくる17年入り後には成長率が押し上げられ、「経済の好循環」入りが期待される」との景気シナリオを提示した。その後も金融市場ではトランプ相場が継続しており、為替レートは見通し公表時から5円程度円安が進み、長期金利は小幅プラスが定着、日経平均株価は800円近く上昇しているが、実際に政権運営が始まればある程度の調整がされる可能性もある。ドル高（円安）には輸出企業の業績を膨らませる効果もある半面、米国経済、さらには新興国経済にはマイナスの側面もあり、手放しで歓迎もできない。それゆえ、現時点で11月に公表した見通しを修正する必要はあまりないと考えている。

基本的に、家計所得やマインドの改善を受けて、民間消費の持ち直し基調は次第に強まる可能性が高いだろう。また、失業者が約22年ぶりに200万人を割るなど、労働需給は徐々に引き締まっているが、その傾向はしばらく続くだろう。こうした動きはいずれ賃上げに波及するものと期待され、それが所得環境の改善を後押しするだろう。

また、輸出もトランプ政権下で米国経済の景気拡大が継続すること、構造調整に直面する中国経済も秋頃の共産党大会を控えて景気刺激策を打ち出す可能性が高いことなどから、今後とも緩やかな増勢を維持するものと思われる。

こうした内外需の改善もあり、低金利環境の定着、根強い更新需要、さらには20年の東京五輪を見据えた需要などもあり、民間企業設備投資も増加傾向をたどるだろう。

以上から、16年度の経済成長率は1.1%（前回11月（0.9%）から上方修正）、17年度は1.1%（変更なし）、18年度は1.2%（同）とした。

物価見通し：17年は緩やかに上昇率を高める

また、足元では前年比下落状態となっている消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）であるが、17年初頭にはエネルギーの押下げ効果が弱まることから物価上昇率はプラスに転じ、その後は緩やかに上昇率を高めていくだろう。

図表3 2016～18年度 日本経済見通し

	単位	2015年度 (実績)	2016年度 (予測)	2017年度 (予測)	2018年度 (予測)
名目GDP	%	2.8	1.0	1.4	1.9
実質GDP	%	1.3	1.1	1.1	1.2
民間需要	%	1.1	0.7	0.9	1.8
民間最終消費支出	%	0.5	0.6	0.9	1.3
民間住宅	%	2.7	5.6	▲ 2.4	2.4
民間企業設備	%	0.6	1.5	1.6	3.8
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.0
公的需要	%	1.2	0.8	2.3	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	2.0	0.7	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 2.0	0.7	8.5	▲ 3.8
輸出	%	0.8	0.6	1.3	1.5
輸入	%	▲ 0.2	▲ 1.7	1.8	2.0
国内需要寄与度	ポイント	1.1	0.9	1.3	1.4
民間需要寄与度	ポイント	0.8	0.6	0.7	1.4
公的需要寄与度	ポイント	0.3	0.2	0.6	0.0
海外需要寄与度	ポイント	0.2	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	1.4	0.0	0.3	0.7
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 3.3	▲ 3.0	0.4	1.6
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.0 (▲ 0.1)	▲ 0.2	0.7	1.2
完全失業率	%	3.3	3.1	2.9	2.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 1.0	0.7	3.3	2.9
経常収支	兆円	17.7	19.6	21.1	22.3
名目GDP比率	%	3.3	3.7	3.9	4.0
為替レート	円/ドル	120.1	107.1	112.5	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.03	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.29	▲ 0.09	▲ 0.02	▲ 0.01
通関輸入原油価格	ドル/バレル	49.4	46.5	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。

今後の金融政策 運営：しばらくは 静観を継続か

こうした中、日本銀行の政策運営については「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入に伴い、物価上昇のモメンタムに悪影響を及ぼすような事態がない限り、粘り強く現状程度の金融緩和を継続するスタンスに変更したものと捉えられており、世界的にリスクオフが強まり、過度に円高が進むなどの事態でもない限り、静観姿勢を続けるものと思われる。

こうした中、足元では上昇圧力がかかっている長期金利（新発10年国債利回り）も0.1%近くまで上昇する際には指値オペや固定金利オペなどを駆使して、操作目標（ゼロ%）程度での推移が続くだろう。なお、国債買入れ（現状は保有残高の年間増加額80兆円ペースをめど）については、金利上昇圧力が残るなかでは減額は先送りされる可能性が高いだろう。

2017 年の利上げペースを加速させた FRB

～良好な経済情勢とトランプ政策を想定～

趙 玉亮

要旨

労働市場、個人消費等を示す経済指標の多くが良好な結果であり、足元の米国経済は底堅く推移している。また、11 月末の OPEC 総会で減産が合意されて原油価格が上昇したほか、トランプ次期大統領の政策への期待が継続している。

こうしたなか、12 月の FOMC は全会一致で追加利上げを決定した。同時に発表された FOMC メンバーによる経済見通しからは、17 年の利上げ予想幅は前回 (9 月) の 50bp から 75bp へ引き上げられた。現在、トランプ政策の具体的な内容と規模はまだ不明であり、経済への影響と先行きの見通しは大きな不確実性を伴っている。

当面は原油価格、物価の動向、トランプ政策 (大型減税、インフラ投資の拡大等)、金融政策運営の 4 つの側面、特に、トランプ政策と金融政策運営への注目が高い状態が続くだろう。

良好な経済基調 を保っている米 国経済

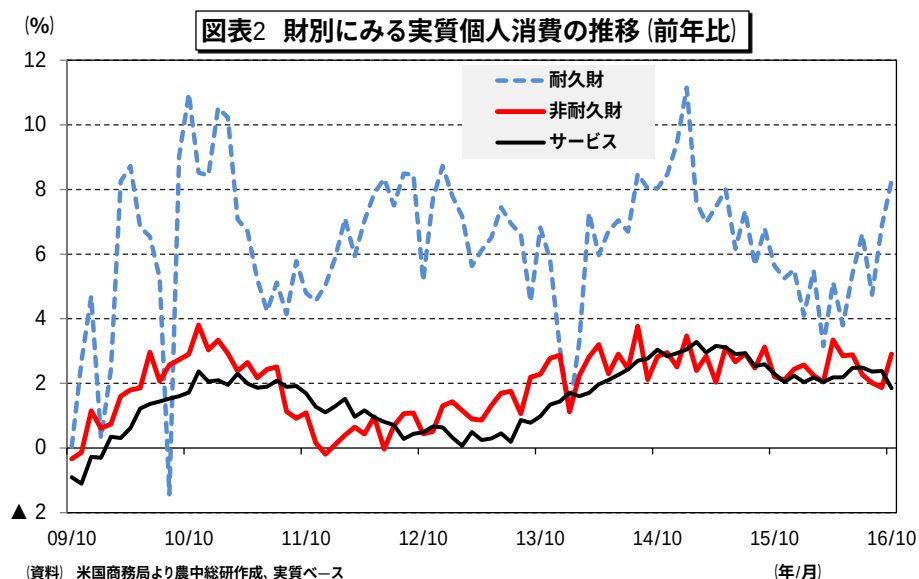
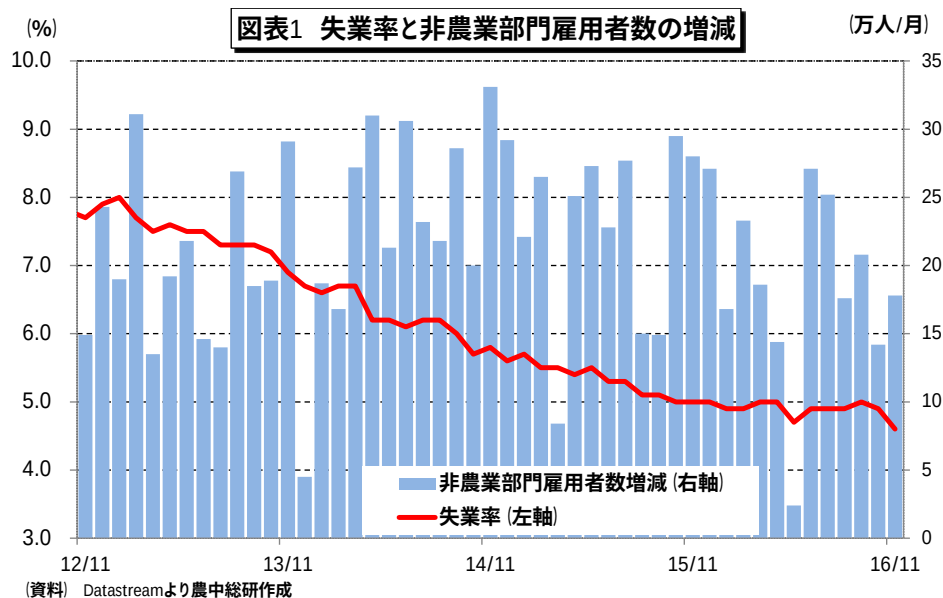
足元の米国経済は底堅く推移している。7～9 月期の実質 GDP 成長率 (改定値) は前期比年率 3.2% と速報値の 2.9% から上方修正された。個人消費が成長をけん引していたほか、農産物の輸出が好調で外需寄与度も大きかった。

労働市場では、11 月の非農業部門雇用者数は前月比 17.8 万人増と相変わらず堅調だった。失業率は 4.6% と、前月より▲0.3 ポイント、07 年 8 月以来の水準まで低下した。ただし、賃金上昇率は前年比 2.5% と鈍化するなど、冴えなかった。

物価上昇については、消費者物価指数 (11 月) は前年比 1.7% とここ 2 年で最大の伸びとなった。項目別にみると、引き続き家賃とガソリンの価格上昇による寄与が大きかった。

また、最近の個人消費の動向も堅調である。大統領選の影響で一時的に低下した消費者マインド (ミシガン大学消費者信頼感指数) は 12 月に大きく改善し、15 年 1 月以来の高い水準をつけた。こうしたなか、11 月の小売売上高は前月比 0.1% 増とやや弱かったものの、前年比でみると 3.8% 増と決して悪くはない。

なお、足元の実質個人消費の動向を見れば、個人所得の増加を背景に、主に耐久財消費がけん引して高い水準を保っていることが見て取れる。



FOMC は全会一致で追加利上げを決定

12月13～14日に開催された連邦公開市場委員会 (FOMC) は大統領選後初の会合であった。トランプ次期大統領の政策の具体的な内容と規模はまだ不明だが、FOMC メンバーがトランプ政策をどう想定しているか、今後の金融政策の運営にどう影響するか、ヒントを得ようとするマーケットの思惑は強かった。

結果として、今回の FOMC では全会一致で FF 金利を「0.25～0.50%」から「0.50～0.75%」に引き上げた。終了後に発表された声明文では、労働市場とインフレについての目標は達成しつつあり、短期的なリスクは概ねバランスがとれているとした。また、満期を迎える MBS や国債などの金融資産は再投資を継続すること

17 年利上げ予想を 50bp から 75bp へ

とした。

一方、FOMC メンバーによる経済見通しでは、成長率と物価上昇率はわずかな上方修正にとどまったものの、17 年の利上げ予想は 9 月会合の 50bp から 75bp へ引き上げられ、利上げペースが加速する可能性が示された。これは足元の良好な経済情勢に加え、トランプ政策の変化を幾分織り込んだ修正と考えられる。ちなみに、18 年以降の利上げ予想は 9 月時点と、変わらなかった（図表 3）。

トランプ政策を巡っては、具体的な内容に不確実性が強いが、当面は、①原油価格、②物価、③トランプ政策（大型減税、インフラ投資の拡大等）、④金融政策の 4 つの側面に注目すべきであろう。①、②については、原油価格の上昇でインフレ期待が高まったり、物価上昇が上振れたりする場合、連邦準備制度理事会（FRB）は利上げのペースを加速する可能性がある。

以下では、③トランプ政策と④金融政策の運営との関係性を簡単に整理してみたい。

図表3 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し (16年12月時点)

(%)

	2016年	2017年	2018年	2019年	長期(longer-run)
実質GDP	1.8~1.9 (1.7~1.9)	1.9~2.3 (1.9~2.2)	1.8~2.2 (1.8~2.1)	1.8~2.0 (1.7~2.0)	1.8~2.0 (1.7~2.0)
失業率	4.7~4.8 (4.7~4.9)	4.5~4.6 (4.5~4.7)	4.3~4.7 (4.4~4.7)	4.3~4.8 (4.4~4.8)	4.7~5.0 (4.7~5.0)
PCE デフレーター	1.5 (1.2~1.4)	1.7~2.0 (1.7~1.9)	1.9~2.0 (1.8~2.0)	2.0~2.1 (1.9~2.0)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.7~1.8 (1.6~1.8)	1.8~1.9 (1.7~1.9)	1.9~2.0 (1.9~2.0)	2.0 (2.0)	
FFレート 誘導水準	0.625	1.375 (1.125)	2.125 (1.875)	2.875 (2.625)	3.000 (3.000)

(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。

トランプ政策による 景気過熱のリスクと FRBの対応

トランプ次期大統領が主張している大型減税、インフラ投資の拡大といった財政出動は、製造業を中心に国内雇用を拡大させるためのものと捉えられる。

しかし、足元の労働市場は完全雇用に近い水準に達しているため、大規模な財政支出は景気を過熱させる可能性がある。FOMC 後の記者会見で、イエレン FRB 議長は大規模な財政支出による労働

利上げペースの 加速が財政に与 える影響

バランスシート 縮小に転じる時 期

市場への影響について、「完全雇用を取り戻すための刺激策は要らない」と否定的な見解を示した。その理由は、「労働市場にスラックは存在するものの、その度合いは減退した」ためとしている。

仮に大規模な財政支出が行われて景気が過熱する兆しが出た場合、利上げペースを加速したり、FRBのバランスシートの縮小開始を繰り上げたりするなど、景気の過熱を抑制する政策余地は大きいと考えられる。ただし、こうした施策は金利の上昇をもたらし、個人消費や企業投資を抑制する一面もあるため、FRBの慎重な対応が求められている。

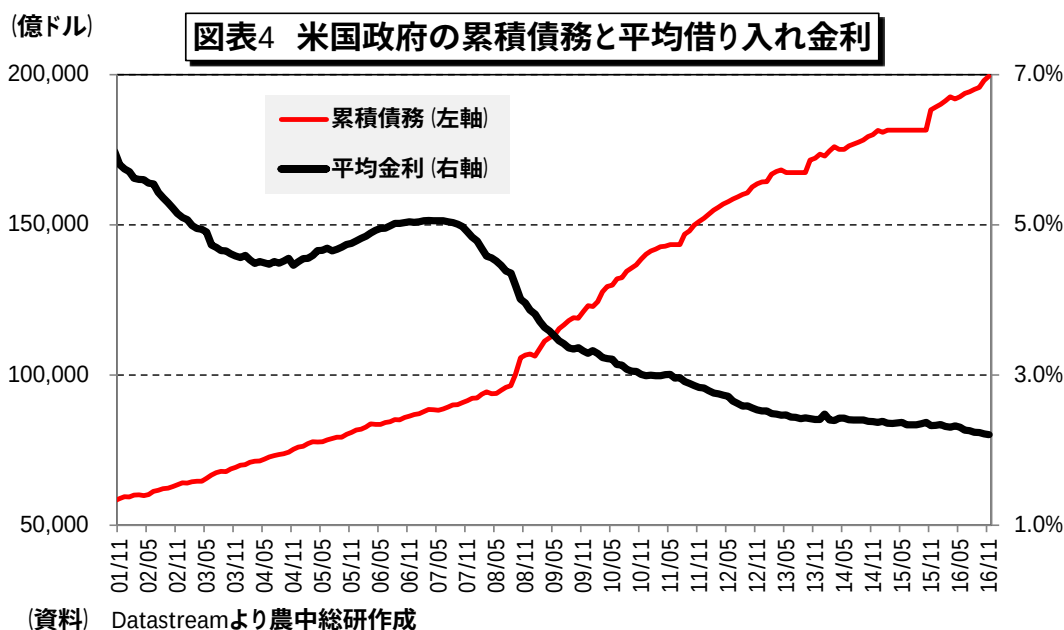
また、利上げペースが加速すれば、財政に与える影響も大きい。リーマンショック以降、景気対策、社会福祉関連の支出増加などから政府の累積債務が大きく増加してきたものの、FRBが金融緩和策を継続してきたことから、借り入れコストが大きく低下し、利払い費の財政支出に対する負担は抑えられていた。

しかし、今後トランプ政策の下で累積債務が増加し、かつ金利上昇も見込まれるなか、利払い費が大幅に増加する可能性は高い。16年11月時点、政府の累積債務は19.9兆ドルで、累積債務の平均金利は2.2%である。現行の債務水準を不変との前提の下、連邦債務の平均金利が0.25%程度上昇すれば、利払い費は約500億ドル/年の増加と試算できる（図表4）。

このように、利上げペースの加速は金利上昇をもたらし、政府の利払い費の増加を通じて、財政支出のスペースを圧縮させたり、財政支出拡大への議会の態度を否定的にさせたりする可能性があると考えられる。

なお、バランスシートの縮小時期については、一定の適切なFF金利水準に到達した段階で開始されると思われる。ただし、その水準は依然不明である。一つの判断材料として、FOMCメンバーが想定しているFF金利の長期水準（long-run）がある。この長期水準は足元3%と予想されており、それに接近してきた場合、バランスシートの縮小も真剣にFOMCメンバーに議論される可能性があるだろう。ちなみに、FRBでは19年末のFF金利の誘導水準は「2.75～3.00%」と想定しており、FRBのバランスシート縮小はその前後になると思われる。ただし、景気過熱の兆しが出れば、FOMCメンバーの中でバランスシートの早期縮小の見解も広がる可能性が存在するほか、それ以前に景気が後退し始めれば、後ずれすること

もありうる。



今後の重要な日程

今後の日程について、17年1月20日にトランプ氏は正式に米国第45代大統領に就任する。その後、2月6日までに18年度(17年10月～18年9月)の大統領予算案を議会に提出しなければならない。予算案の内容と規模からトランプの財政支出拡大の本気度が一定程度うかがえるだろう。

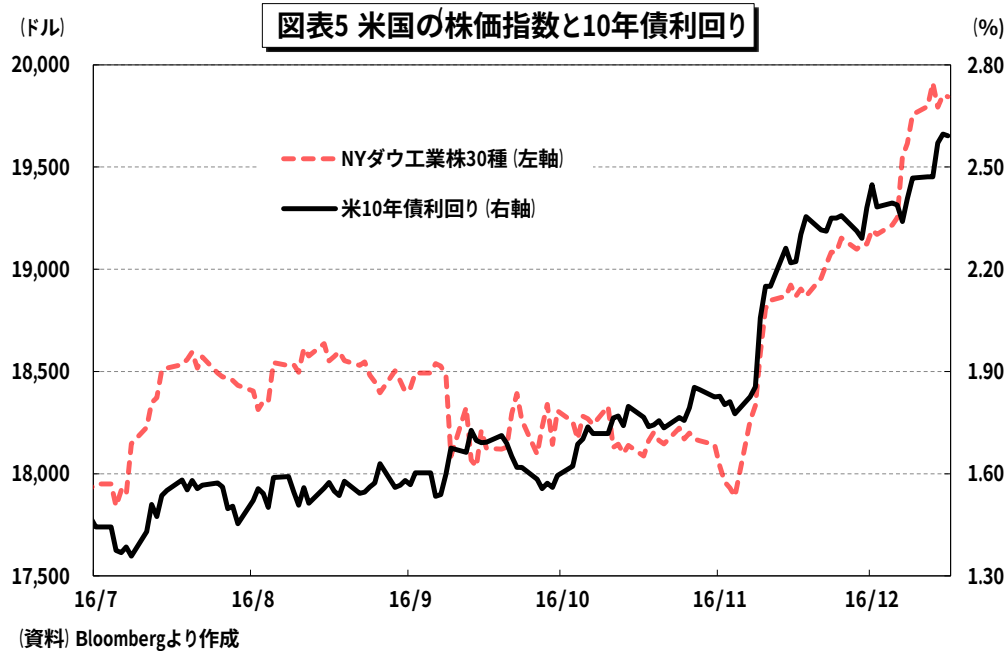
また、これまで凍結されていた債務上限は3月16日からその適用が再開される。そのため、トランプ財政の規模は債務上限の引き上げ幅によって制約されることになる。

金融市場の動向と見通し：トランプ政策の具体的な内容と金融政策の動向に留意

金融市場では、金利上昇、株価上昇の展開が続いている(図表5)。11月末のOPEC総会で減産が合意されたことを受け、原油価格が急上昇し、インフレ加速の見通しも高まった。その後、イタリア国民投票の結果を受けて一時的にリスクオフが強まったものの、良好な経済指標が多く発表されたほか、17年のFOMCメンバーによる利上げ予想幅が50bpから75bpに引き上げられた。こうしたことから、長期金利(10年債利回り)は上昇が続き、15日には2.6%と11月末より約25bpの上昇となった。

足元の長期金利の先高観は主に原油価格上昇、物価上昇、利上げペースの加速見通し、トランプ政策への期待との4つの要因によって支えられている。11月入り後、長期金利は急上昇してきた

ものの、トランプ政策の具体的な内容や規模が期待外れとなった場合、長期金利は一旦低下に転じる可能性もある。



株式市場については、良好な経済指標やトランプ政策への期待から連日史上最高値を更新するなど、活況であった。20日のダウ工業株30種平均は一時19,987.63ドルと20,000ドルの大台に迫った。

当面は、高値圏での推移を予想する。ただし、高値警戒感や金利上昇による景気悪化の懸念が強まれば、株価は調整する可能性もある。今後は、やはりトランプ次期大統領の政策の具体的な内容に注目が集まる。

(16.12.20 現在)

2017 年の中国の経済政策と主な取り組み課題

～安定的な経済成長を最優先する方針～

王 雷軒

要旨

2017 年の経済政策などを決める「中央経済工作会议」では、17 年も安定的な経済成長を最優先し、積極的な財政政策と穏健中立な金融政策を実施する方針が決定された。また、資産バブルや金融リスクを抑制する方針も打ち出されたが、17 年の主要な取り組み課題として、過剰な生産能力の削減への継続的な取り組みや農業分野の構造改革、実体経済の振興、不動産市場の健全な成長を促進することなどが挙げられた。

中国経済にとって 2017 年は特別な年 か

2017 年は第 13 次 5 カ年計画（16 年～20 年）を軌道に乗せるための重要な 1 年であり、サプライサイドの構造改革をさらに深めるための年でもある。また、17 年の秋ごろに最高指導部が大幅に交替すると見られる共産党 19 回全国代表大会（以下、19 回党大会）が開催される年でもある。

このような国内情勢に加えて、通商問題や為替レート政策などをめぐってトランプ次期米大統領が強硬な対中政策をとる可能性もあり、中国経済に逆風となりかねない。さらに、17 年に米国の利上げペースが速まるとの予想もあり、中国からの資本流出が加速するリスクも浮上するなど、海外情勢をめぐるとの不確実性も高まりつつある。

12 月 14 日～16 日 に「中央経済工作 会議」が開催

これらを背景に、17 年の経済政策や主要な取り組み課題を決定する重要な会議である「中央経済工作会议」は特に注目されていた。この会議は年に一度、最高指導部に加え、閣僚、地方政府や軍の幹部らが参加し、翌年の経済政策運営の方針などを決める経済関連での最高水準の会議である。

さて、16 年の「中央経済工作会议」は 12 月 14 日から 16 日まで開催された。17 年の中国経済を展望する上でも非常に重要な会議であるため、以下では足元の景気動向を簡単に紹介したうえで公表文のなかで重要だと思われるポイントをまとめてみた。

11 月分の経済指標 は概ね良好

足元の景気は、輸出の低調さが続いたものの、製造業 PMI や小売売上高などの良好な主要経済指標もあり、全体としては横ばい状態が続いていると見られる。公共投資の堅調な推移や住宅開発投資の持ち直しなどで国内需要に一定の改善が見られたため、11

16 年の経済情勢総括：肯定的な評価を示す一方で問題点も

月の製造業 PMI が 51.7 へと業況の持ち直しの動きが強まるなど、中国経済のファンダメンタルズは悪い方向に向かっているわけではない。

さて、同会議後の公表文では、16 年の経済情勢に対する基調判断として、①15 年（実質 GDP 成長率が前年比 6.9%）と比べて減速しているが、その減速幅が縮小しているほか、ファンダメンタルズも改善に向かっていることが挙げられている。②一方、過剰な生産能力の削減が依然必要であることや金融リスクの高まり、公共投資の依存で自律的経済成長にはなっていないこと、一部の地域（遼寧省や山西省）では経済成長率の大幅な低下などの問題点の解決も必要だと言及されている。

17 年も安定のなかで進歩を求める「稳中求進」という基調を貫く

同会議は、12 年 11 月の中国共産党第 18 回全国代表大会以降、経済発展の新常態（ニューノーマル）に適応するための経済政策の枠組みを基本的に構築したと指摘した。安定のなかで進歩を求める「稳中求進」という活動の基調は国家統治と政権運営の重要な原則であり、経済を着実に運営するための方法論でもあり、17 年もこの基調を貫くこととなった。

17 年の経済政策：積極的財政政策・穏健中立的金融政策

16 年の経済情勢に対する認識を踏まえたうえで、17 年の経済政策が示されている。具体的には、①安定成長を維持するためには、減税や公共投資などの積極的な財政政策および「穏健中立」（やや引き締め気味）な金融政策を実施すること、②人民元為替レートは合理的な水準にあり、安定的に推移すること、③金融リスクの高まりを軽減することなどが示されている。

構造改革を続けるが、経済全体の安定性を最優先する姿勢か

このような基調や経済政策から、最高指導部の大幅な入れ替えが予想される 19 回党大会をにらみ、構造改革を進めていくが、経済全体の安定性を最優先する姿勢は示されていると思われる。最高指導部が安定的な経済成長を最優先するという考え方の背景に、19 回党大会を前に景気が腰折れする事態を何としても回避することが重要であることは言うまでもない。

17 年 3 月の全人代で具体的な目標値が発表予定

そのため、17 年の成長率目標が 6.5%より低い水準に設定される可能性は低いと見られる。この会議では、17 年の成長率目標を 16 年の「6.5%～7%」から引き下げるかどうかには言及しなかったが、成長率目標を含め、財政赤字比率やマネーサプライ（M2）などの具体的な目標値は 17 年 3 月の全人代で公表される予定。

17 年の積極的な財政政策については、①さらに拡張的なものにして効果を高める、②サプライサイドの構造改革の進捗状況に合

15 年の中央経済工作会議と比べて今回の特徴は金融政策の転換か

わせて予算を計上すること、③企業の税負担などをさらに軽減することなどが挙げられている。

金融政策については、16 年は「穏健」だった（流動性が合理かつ潤沢）が、17 年は「穏健中立」に変更し、これまでの緩和気味の金融政策をやや引き締め気味に調整するスタンスを示したと推察される。これを受けて 17 年の M2 の増加率目標を 16 年の 13% から 12% に引き下げる公算が大きい。

なお、為替政策をめぐっては、15 年の「中央経済工作会議」では人民元レートの形成メカニズムを改善するという文言に留まっていたことに対して、今回の会議では、「人民元レートの変動幅を拡大するとともに、為替レートを合理的な均衡水準の範囲内で安定的に推移させる」とした。資本流出に伴う急激な人民元安を阻止する思惑も見られる。

さらに、特大都市の不動産バブル崩壊による金融不安を防ぐために、金融リスクを抑制する内容も強調されている。「金融リスクを果敢に処理し、資産バブル（資産泡沫）を抑え、監督能力を高め、金融システムの不安を決して起こさない」と最高指導部の金融リスクへの警戒姿勢を強く表現した。

17 年の主な取り組み課題

このような経済政策下で、17 年は次の 4 つの主要課題が取り組まれるとする。①「三去一降一補」をさらに進めていくこと、②農業分野のサプライサイドの構造改革を深めていくこと、③实体经济を振興させること、④不動産市場の安定かつ穏健な成長を促すことが挙げられている。

具体的には、①三去について鉄鋼および石炭の過剰な生産能力の削減（一去）を続けるとし、ゾンビ企業を完全に淘汰するとともに、市場と法律に基づきほかの業種にも存在する過剰な生産能力の削減も進めることが示されている。

住宅在庫の解消（一去）については、温州などの三・四線都市（中小都市）の住宅在庫を重点的に削減していくとし、中小都市と特大都市の間の交通網を整備することに加えて、中小都市の教育・医療水準の向上を通じた出稼ぎ労働者（農民工）の都市定住化を目指すことが強調されている。

企業や地方政府の債務削減（一去）について、地方政府の債券発行を規範化するほか、企業債務の削減に重点的に取り組む際に市場や法律に基づき、債務の株式化を拡大していくことが挙げられている。

国有企業の改革など様々な改革の推進も言及

企業経営コストの引き下げ（一降）では、減税・費用引き下げ、要素コストの低減への取り組みを強化する。具体的には、企業の物流コストや制度的取引コストを引き下げるほか、労働力市場の柔軟性を高め、企業が内部コスト削減や効率向上を行うことも重要だと指摘されている。

弱い分野の補強（一補）では、貧困撲滅の諸政策や措置を着実に推進されていくことなどが盛り込まれている。

②農業分野のサプライサイドの構造改革を深める点である。農村環境の改善、安全・安心な農産物の提供、食糧在庫の削減、新型農業経営主体の育成、農産物価格の形成メカニズム、農地の所有権・請負権、経営権の分離（三権分離）などが進められることが盛り込まれている。

③実体経済の振興に力を入れる点については、消費者に供給される製品の質を高め、ブランド形成に力を入れるなど企業の競争力の向上につなげていくほか、イノベーションを重視するうえで、新しい産業の育成とともに新技術を利用した伝統産業のグレードアップ、市場環境の改善を通じて引続き外資企業の誘致などが挙げられている。

④不動産市場の安定的かつ健全な成長を促進する点については、不動産バブルを抑制し、急激な変動を防止するためには、流動性を適切に管理するとの方針を明らかにした。また、住宅価格が高騰する特大都市の住宅建設用地を適切に増やすなどの内容も決まっている。最高指導部は「住宅は住むためにあり、投機のためにあるのではない」と明記するほど、投機的な不動産投資を厳しく批判した。

さらに、電力、石油、天然ガス、鉄道、航空、通信、軍需関連の産業分野における国有企業の改革・再編を加速させる方針も示した。国有企業に民間資本を導入する混合所有制改革を推進するほか、財政税制、金融行政や年金制度改革も進める。

このように、16年は健全な成長に必要とされる過剰設備や過剰債務削減を主眼とした方針であったが、17年は過剰設備の削減など構造改革を進めていくものの、安定的な経済成長をより優先する姿勢に変わったことがうかがえる。いずれにしても、19回党大会を優れた実績で迎える必要があり、示された経済政策のもとで主要な課題を着実に取り組んでいくものと思われる。

（16.12.20 現在）

ユーロ圏における政治リスクの高まり

～国民の疲弊に正面から向き合う社会政策の必要性～

山口 勝義

要旨

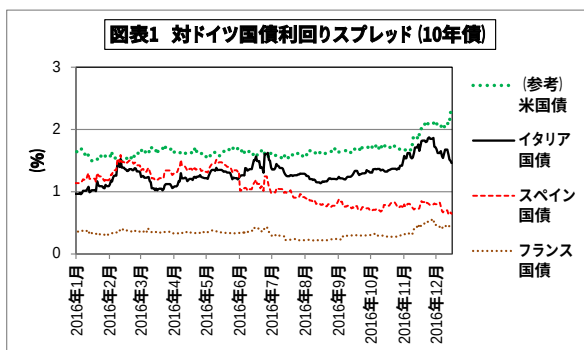
困難な問題を抱えるイタリアのほかオランダを含め、ユーロ圏では政治リスクが高まりつつある。グローバル化の副作用などで国民の疲弊が強まる下で、資本主義と民主主義との折り合いをどうつけていくかという新たな課題への着実な対応が必要になっている。

はじめに

ユーロ圏では、15年12月の総選挙以降、6月の再選挙を経ても正式な政権を樹立できずにいたスペインで、ようやく10月末にラホイ首相(国民党、中道右派)の続投が決定した。少数政権で安定性には不安が残るものの再々選挙は回避され、政治の不透明感は軽減されることになった。しかしそれもつかの間のことで、12月4日にはイタリアの国民投票とオーストリアのやり直しの大統領選挙が、重要な政治イベントとして控えていた^(注1)。

イタリアの国民投票で議会制度の改革案が否決され、またオーストリアで極右政党に属する大統領が誕生した場合には、多方面への影響が見込まれるばかりか、6月の英国の国民投票や11月の米国の大統領選挙に続く、国民の意思が既存の秩序に反旗を翻した新たな事例になるという象徴的な意味合いからも、これらは広く世界の注目を集めていた。この間、米国の動向を受けユーロ圏においても長期金利に上昇圧力がかかるなか、政治に加え経済情勢や銀行財務、政府債務残高に問題を抱えるイタリアの国債は、特に神経質な動きを示している(図表1)。

結局、オーストリアでは極右候補は敗退しリベラル系の大統領に決まったこと



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

で、右派ポピュリストの台頭という潮流に対するひとつの抵抗事例となった。その一方で、イタリアの国民投票では59%の反対のもと予想外の大差をもって改革案は否決され、レンツィ首相は事前の言明どおり首相を辞任した。その後の国債市場は概ね落ち着いてはいるものの、喫緊の課題である銀行の増資が難航する可能性や、政治面での混乱による諸改革の停滞で同国の経済問題がさらに長期化する可能性などの懸念が浮上している。

イタリアの国民投票はレンツィ首相に対する信任投票の色彩を強めていたことから、今回の否決は国民による社会の現状に対する不満の表明をも意味している。その不満の要因を探るとともに、政治情勢の不安定化とそれに伴う影響の拡大である政治リスクについて、主要国の状況を点検することが重要と考えられる。

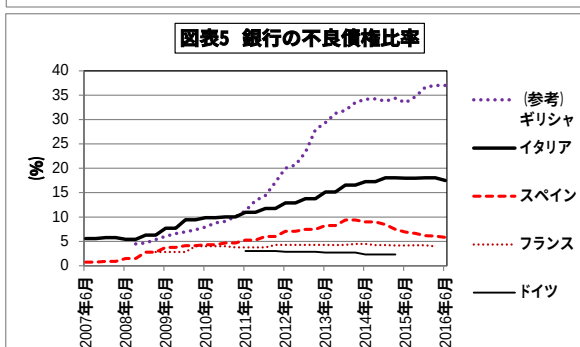
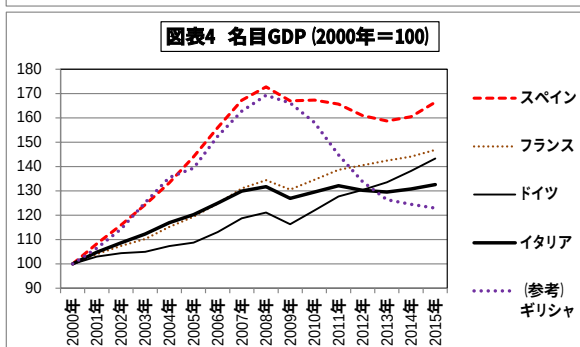
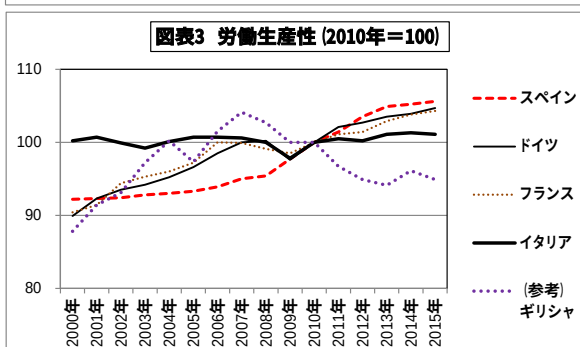
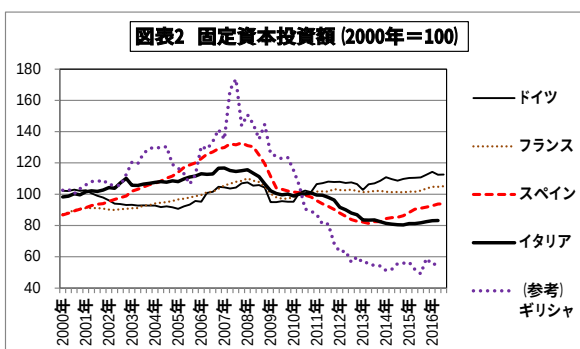
政治・経済・銀行問題で苦しむイタリア

ユーロ圏の主要4ヶ国のなかでも特にイタリアで経済の停滞が顕著であり、しかも政治、経済、銀行の問題が絡み合い、問題の解決を困難なものにしている。

イタリアは、フランスとともにしばしば政治面での指導力の弱さに伴う経済構造の改革の遅延が指摘される。現実には、例えば単位労働コストはスペインなどに比べ引き続き高い水準にある。企業の競争力は劣り、収益性の改善は鈍い。投資は低調で、労働生産性は長期間にわたり横ばいが続いている（図表2、3）。教育訓練投資額の対GDP比率も主要4ヶ国のなかでは最も低く、労働者のスキル向上の点でも期待し難い状況にある。失業率はスペインに比べ低いものの、長期失業者の割合は、むしろこれを上回っている^{〔注2〕}。貧困率の上昇や若年層の不就労・不就学者の増加などの国民の困窮の面からは、なかでもイタリアの情勢の厳しさが現れている^{〔注3〕}。こうした中で、イタリアではGDPの水準の横ばいが、金融危機以降、長く続いている（図表4）。

一方、イタリアの銀行の不良債権比率は高く資本増強が課題となるなか、積極的な金融緩和の下でも貸出金利は長期金利を中心に下げ渋り、貸出の伸び率も比較的低位にとどまっている（図表5）。同国では銀行の機能不全と経済情勢の低迷の間の悪循環に直面するとともに、これに政治の不安定性が加わり、改革の遅延と先行きの不透明感の強まりを通じて全体の状況は一層困難なものになっている。しかも、政府債務残高の対GDP比率は135.5%と、ユーロ圏ではギリシャに次ぐ2番目に高い水準にある^{〔注4〕}。

このように、イタリアが抱える問題は



〔資料〕 図表2～4はEurostatの、図表5はDatastream (元データはIMF)の、各データから農中総研作成

ユーロ圏のなかでも特に複雑である。こうして進行する国民の疲弊が、既存の中道政治への失望と「五つ星運動」などのポピュリスト政党への支持率上昇に繋がるとともに、今回の否決の主要な背景ともなったのではないかと考えられる。

焦点となるオランダとイタリアの情勢

しかし、このような国民の疲弊は多かれ少なかれ各国に共通したものであり、しかもグローバル化の進展の副作用として、近年、強まりを見せている^(注5)。こうしたなか、主要な選挙が目白押しであるユーロ圏では、政治リスクの高まりに注意が必要になっている（図表6、7）。

このうちまず注目されるのは、フランスの大統領選挙とドイツの総選挙である。ドイツでは難民問題への対応でメルケル首相の支持率は低下し、その「キリスト教民主同盟」（CDU、中道右派）と姉妹政党である「キリスト教社会同盟」（CSU、同）との間がぎくしゃくする一方で、右派ポピュリストの「ドイツのための選択肢」（AfD）の勢力が伸張している。またフランスでは、米国の大統領選挙を受け極右の「国民戦線」（FN）は一層勢い付き、ルペン党首が大統領選挙の第2回投票に進む可能性は高いものと見られている。しかし、ドイツではCDUとCSUによる「社会民主党」（SPD、中道左派）との連立政権は安定的であり、AfDによる政権奪取の余地は見込み難い。またフランスにおいても、第2回投票では中道政党が左右の境を越えて連携し、極右政党の大統領誕生を阻止する対応が予想される^(注6)。

これに対し、むしろ注意が必要なのはオランダやイタリアである。オランダでは極右「自由党」に対する支持率の上昇に加え、柔軟な国民投票制度の存在が注目される。15年7月に300千人の署名をもって法案の妥当性を問う国民投票の実施が可能となり、16年4月には欧州連合（EU）がウクライナと結ぶ貿易協定の批准について反対派が61%を占めた事例もある。この国民投票には法的拘束力

図表6 欧州の主要な政治日程

2017年	2月	ドイツ	大統領選挙
	3月15日	オランダ	総選挙
	3月26日	ドイツ	ザールラント州選挙
	～3月末	英国	EU離脱通告
	4月23日	フランス	大統領選挙（第1回投票）
	5月4日	英国	地方選挙
	5月7日	フランス	大統領選挙（第2回投票）
	5月7日	ドイツ	シュレスヴィヒ・ホルシュタイン州選挙
	5月14日	ドイツ	ノルトラインヴェストファーレン州選挙
	6月11日	フランス	総選挙（第1回投票）
2018年	6月18日	フランス	総選挙（第2回投票）
	9～10月	ドイツ	総選挙
		オランダ	地方選挙
		ハンガリー	総選挙
		イタリア	総選挙
2019年		オーストリア	総選挙
		スウェーデン	総選挙
		フィンランド	総選挙
		EU	議会選挙
		ベルギー	総選挙
		デンマーク	総選挙
		ギリシャ	総選挙
		ポルトガル	総選挙
		ポーランド	総選挙

図表7 主要なポピュリスト政党の支持率（最近の世論調査による）

ドイツ	「ドイツのための選択肢」	12～13%
フランス	「国民戦線」	23～29%
イタリア	「五つ星運動」	27～30%
スペイン	「ポデモス」	23%
オランダ	「自由党」	17～30%
オーストリア	「自由党」	35%
英国	「英国独立党」	11%

（資料）図表6、7は、各種報道等から農中総研作成

はないものの、強い世論喚起力を有する点で影響力は大きい。一方、イタリアでは、16年7月に議会改革の一環として先行改正された下院でのプレミアム議席制度がリスクの芽となり得る。これは40%以上の得票率を得た政党のうち最も得票率が高い1党がボーナス議席を得て、自動的に過半数を握る制度である。前倒し総選挙ともなれば「五つ星運動」が支持者を結集し第1党となり、ボーナス議席の恩恵で政権を奪うというシナリオも、現実性が乏しいとは言えない。

この両国は経済規模ではユーロ圏の第3位と第5位という高位に位置し、しかも当初からの欧州統合への参加国という点で象徴的な立場にもある。混乱が生じた場合の影響の波及は、ドイツ、フランスに劣らず大きいものとみられる。

おわりに

ユーロ圏ではグローバル化の副作用などによる国民の疲弊の強まりで右派ポピュリストへの支持が高まり、国民投票や選挙を通じて既存の秩序が揺さぶられつつある。こうした状況は直ちに EU からの離脱のドミノや市場の大きな波乱に至るものとは考えにくい、政治面の混乱に伴う成長の下押しに限らず、保護主義や排外主義により経済が縮小均衡の弊に陥るリスクが上昇することを意味している。

これはユーロ圏が資本主義と民主主義との折り合いをどうつけていくかという新たな課題に直面し、改めて資本主義のあり方自体が問われているということでもある。このため、この新たな課題に対しては、金融危機や財政危機時とは異なる対策が求められることになる。

特に経済の潜在成長力が低く成長の加速によるパイの拡大は期待し難い現在の環境下では、一層、国民の疲弊に正面から向き合う社会政策の必要性は大きい。国民の分断という現実を踏まえ、あるべき社会の公正性について改めてコンセンサスを形成し、所得の再分配や教育訓練などの仕組みの見直しなどの地道な取り組みが求められることになる。

ポピュリスト政党のなかにはギリシャの左派、「シリザ」のように政権に就いて以降、既に行き詰まりを見せている事例もある。責任ある政党による着実な対応がない限りユーロ圏の混迷は深まるばかりであり、この点で既存の中道政党の責務は重いと言える。(16.12.19 現在)

(注 1) イタリアでは上下両院が同等の権限を有するため、政府の信任や法案の可決で両者の見解が対立し、政府の安定性が阻害され、また構造改革が進捗しないなどの問題点がある。今回の国民投票は、

この問題点を解消するための上院の権限縮小などを盛り込んだ、憲法改正の是非を問うものであった。

本改正に対しては長期にわたる経済の停滞を脱するために必要な改正とする見解がある一方で、両院間の権限分散はファシズム独裁などを抑制するための歴史上の知恵であるとの考え方から改正に反対する声も強かった。また、レンツィ首相(民主党、中道左派)が、改正が否定された場合には首相を辞任すると明言していたため、今回の国民投票は実質的に同首相の信任投票の色彩を強めていた。

一方、5 月に行われたオーストリアの大統領選(第 2 回投票)は、リベラル系の緑の党の元党首であるファン・デア・ベレン候補(無所属で出馬)と極右の自由党のホーファー候補の間で争われた(2 大政党である社会民主党と国民党が支持した候補はいずれも第 1 回投票で敗北)。自由党は僅差で敗北したが、不在者投票の開票に不備があったとして選挙の無効を訴えた。これに対し、憲法裁判所は 7 月にこの訴えを認め、選挙のやり直しを命じた。

近年の難民の集中的な流入に対しオーストリア政府は 16 年年初に難民受入れの上限枠を設定したが、問題の根本的な解決には至らず、今回の大統領選挙でも難民問題が主要な争点となった。オーストリアでは大統領は象徴的な存在にすぎないが、議会の解散権を有するほか、ホーファー候補が勝利した場合には西欧では第二次世界大戦後初の極右の国家元首の誕生となるため、外交や難民政策などに、思わぬ影響を及ぼす可能性もあると指摘されていた。

(注 2) 失業率(全年齢層)はスペインの 19.2%に対しイタリアは 11.6%(Eurostat の 16 年 10 月のデータ)であるが、失業者全体に占める失業期間が 12 ヶ月以上の長期失業者の割合は、スペインの 51.6%に対しイタリアは 58.1%(Eurostat の 15 年のデータ)。

(注 3) 次を参照されたい。

・山口勝義「国民の困窮から見た欧州における政治リスクの強まり」(『金融市場』16 年 10 月号)

(注 4) 16 年第 2 四半期末データで、Eurostat による。

(注 5) 次を参照されたい。

・山口勝義「反グローバル化の強まりと欧州経済」(『金融市場』16 年 11 月号)

(注 6) 現時点では、フランス大統領選挙の第 2 回投票では、フィヨン候補(共和党、中道右派)とルペン候補(FN、極右)の争いになる可能性が高いと見られている。大統領選挙における左右の境を越えた保革連携については、02 年の第 2 回投票で、こうした連携の結果、シラク候補(共和国連合、中道右派)がルペン候補(父) (FN) に対し大勝した前例がある。

ただし今回は、移民やイスラム過激派への強硬姿勢をとるフィヨン候補がルペン候補の支持層を獲得しやすい反面、共和党のなかでも右派に属するフィヨン候補がルペン候補との間で効果的な差別化ができるかどうか、サッチャー英首相による改革を指向するフィヨン候補のリベラリズムが最近の潮流とは逆行しており労働者や公務員などの左派支持者を取り込めるかどうか、などの課題もあり、少なくともシラク候補の前例のような地滑り的な大勝(得票率 82%)は期待できないとの見方も出ている。

海外の話題

女性の社会進出，シンガポールは遅れている？

農林中央金庫 シンガポール支店長 秋山 浩一

今月就任するアメリカ新大統領を目指したヒラリー・クリントンは、上院議員、国務長官と女性の天井を破ってきたが、最後のガラスの天井は破れなかった。女性の社会進出が目覚ましい欧米に比して、当地シンガポールはどうだろうか。

シンガポールは女性が積極的に社会進出している国で、日本総研が発表した「2015 年アジア主要都市コンシューマーサイト比較調査」によれば、シンガポールの共働き率は 84% で、東京の 54% を大きく上回っている。この女性の社会進出を支えるのが、家庭におけるメイドで、シンガポール政府は 1978 年に女性の労働人口増加を目的に外国人メイド計画を立上げ、フィリピン、インドネシア、ミャンマー等の移民許可要件を緩和した。1978 年に約 5,000 人だったメイドの数は、2013 年末に約 21 万人まで達している。シンガポールでは外食が多いが、家庭で食事をするとき料理をするのはメイドで、お袋の味ならぬメイドの味となる。月 9 万円程度のメイド費用は所得税から全額控除でき、社会制度が整備されている。

シンガポール政府は現在の人口の 550 万人から 2030 年には 690 万人まで増加することを見込んでおり、この時点で 30 万人のメイドが必要になると予想している。これに加え、2030 年には 5 人に 1 人が 65 歳以上の高齢者になると予想されており、在宅高齢者ケアを行うメイドの需要、介護産業の向上が求められる。シンガポール国立大学研究グループは高齢者ケアも行う外国人メイドの就労ビザの新制度を提言しており、将来を睨んだ政策の議論が開始されている。

その一方で、昨年 10 月に、女性の管理職登用を推進する政府機関の「多様性行動委員会（DAC : Diversified Action Committee）」は、上場企業の取締役役に占める女性の割合は依然低いとの調査結果を公表した。シンガポールにおける女性取締役の割合は、2012 年の 8% に対して 2016 年 6 月時点では 9.7% に上昇したが、英国は 21.9%、オーストラリアは 18.1%、香港は 12.1%、マレーシアは 10.2% であり、他国比では依然遅れを取っている。業種別に登用割合を見ると、伝統的製造業の代表である自動車関連は 4% 弱と低く、メディア関連は 20% 超と最も高い。銀行業の登用割合は 10% 強と平均並みだが、女性を一人でも登用している社数割合が 80% 弱と最も高い。筆者が当地で接する中央官庁や金融業界では女性のシニアの方が多いが、シンガポールでは男性が 2 年間の兵役等の国民役務に従事するため、同年齢であれば女性が上席となることがある。

DAC は、女性の登用等の多様性に関する方針の開示、女性取締役増加を狙った育成計画の開発を求めるコーポレートガバナンスコードの改定を勧告しており、社会・家族開発相も女性の視点は活発な統治を企業にもたらすと歓迎の意を表している。シンガポール通貨監督庁（MAS）も、DAC の勧告を考慮する方針を打ち出している。

日本政府も 2020 年に指導的地位に占める女性の割合を 30% にする目標を掲げているが、明示性の高い数値を目標にせざるをえないものの、そこだけで議論するのは危うさを感じる。多様化・活性化という観点から、男性・女性という性差に関係なく（ここが難しいのだが）、社会制度を整備しながら人的資本を活かせるのはどの国か、国家として理念・実行力・成熟度が問われようとしている。