

潮流

ボリオ国際決済銀行金融経済局長の警告

理事研究員 高島 浩

各国の中央銀行相互の決済および金融システムの安定を目的として中央銀行の政策と国際協力を支援する国際決済銀行（「BIS」という）は、4半期ごとに「BIS 四半期報告」を発表している。3月6日の最新版公表に際し、BISの金融経済局のヘッドであるボリオ局長は、「政治が金融市場の行動への支配力を強めている」ことから、中央銀行の金融システムの安定化に果たす役割が増していると発言している。

この発信は昨年11月の米国大統領選挙以降、投資家が従来以上に政治動向に着目し資産選択を行う傾向が高まり、本来期待される資産間の相関関係が著しく低下する状況が、金融システムの安定化に負の影響を与えていることを示唆している。

米国では、トランプ政権の経済政策への期待および好調な経済指標により、株価が上昇、長期金利上昇、ドル高となったが、その後、トランプ政権の具体的な政策を、息を凝らして待ち望んでいる中、方向性の乏しい市場の動きとなっている。

欧州では、フランス、ドイツ他各国の選挙等による欧州全体の不確実性の高まりから、欧州各国間の国債スプレッドが拡大。英国のEU離脱交渉が始まる中、選挙の動向にも市場の関心が集まっている。加えて、トランプ政権のEUに対するネガティブな見方から、欧米間の経済活動に懸念が生ずる可能性もある。

こうした欧米の政治動向が、エマージング市場にも大きな影響を与えている。新興国の企業がドル調達への依存度が高まる中、トランプ政権発足当初は、米国の政策金利引き上げの見通しや保護主義の台頭懸念により、大きく影響を受けることが懸念されていた。ただ、実際には、トランプ政権の経済政策による米国の景気拡大と世界経済への波及期待から想定以上に順調に推移している。今後、トランプ政権の政策次第で、マイナス面に焦点が当たる可能性もある。

ボリオ局長の発言は、市場が、政治動向に着目し資産選択に歪みが生じていることへの注意喚起であり、市場の潮目が変わった際に、金融安定化に大きな影響を及ぼしかねず、中央銀行が提供するセーフティネット発揮能力が重要になっているとの見方を示したものである。

この発言は、各国の中央銀行に向けたのではあるものの、市場参加者にとっても重要な意味を持つ。例えば、トランプ大統領の発言、ツイッター如何で市場が変動し、個々のファンダメンタルを反映した動きになっていないといことに警鐘を鳴らしているともいえる。

金融危機からほぼ9年が経過し、金融政策も正常化への動きが見られている中、投資家には政治動向のみならず、実態経済の状況把握も重要である。金融市場の安定化を長年研究しているボリオ局長の警告は無視できないものであろう。

国内需要の持ち直しも始まった国内景気

～ 地政学的リスクの急浮上で円高圧力が高まる ～

南 武志

要旨

金融市場が期待してきたトランプ政権の経済政策は成立・実施までに時間がかかりそうな状況となるなど、ハネムーン期間終了が近づくとともにトランプ期待も剥落しつつある。しかし、米国経済は消費主導で底堅く推移しており、トランプ政策が不在でも底堅さを維持するとみられるほか、新興国経済も持ち直しを強めるなど、世界経済は総じて堅調である。

そうした状況を受けて、日本の輸出は増勢を強めており、生産・設備投資などに波及してきた。日銀短観からも企業経営者のマインドは着実に改善しており、設備投資意欲も根強い。消費も持ち直しつつあるほか、大型経済対策の効果も出始めている。こうした動きはしばらく継続するとみられ、国内景気は先行き回復傾向を強めていくと予想される。物価安定目標の早期達成を目指す日本銀行は、今後の物価上昇によって実質金利を再びマイナス状態に戻せるなど政策効果を高めることが可能となるため、当面、長期金利をゼロ%に誘導する等の現行政策を粘り強く継続すると思われる。

こうしたなか、シリア・北朝鮮など地政学的リスクが浮上、「株安・円高・金利低下」の圧力が強まっているが、これが長引けば輸出製造業への影響も懸念される。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項目	2017年				2018年	
	4月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.066	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00	-0.10 ~ 0.00	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0560	0.05 ~ 0.06	0.05 ~ 0.06	0.05 ~ 0.06	0.05 ~ 0.06	
国債利回り (%)	10年債 (%)	0.010	-0.05 ~ 0.15	-0.05 ~ 0.15	0.00 ~ 0.15	0.00 ~ 0.15
	5年債 (%)	-0.175	-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)	109.2	100 ~ 115	100 ~ 120	100 ~ 120	100 ~ 120
	対ユーロ (円/ユーロ)	117.1	105 ~ 125	105 ~ 125	105 ~ 125	105 ~ 125
日経平均株価 (円)	18,620	18,750 ± 1,500	19,000 ± 1,500	19,500 ± 1,500	20,000 ± 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2017年4月21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。

シリア・北朝鮮など地政学的リスクが浮上

4月に入り、地政学的リスクが急浮上し、金融市場では「株安・円高・金利低下」が進行している。トランプ米大統領は、大統領選挙期間中、米国はもはや数十億ドルの負担に耐えられない等の理由で、世界の警察官をやめるとの主張を繰り返してきた。しかし、実際にはトランプ政権はイエメン空爆(1月下旬～)に加え、化学兵器使用の疑いからシリアへのミサイル攻撃(その後、空爆開始)、アフガニスタンの過激派組織ISへの爆撃など、対テロを掲げた軍事作戦に乗り出している。こうした行動を西側諸国は概

ね支持しているが、一方でシリア・アサド政権を支援するロシアとの関係は一段と悪化している。

さらに、国際的に非難を浴びながらも核兵器や弾道ミサイルの開発を続ける北朝鮮への警戒から、2月中旬以降は南シナ海で活動していた空母カール・ビンソン（第3艦隊（東太平洋））を中心とする第1空母打撃群を急遽、朝鮮半島沖に向かわせるなど、緊張が高まっている（ちなみに、第7艦隊（西太平洋）所属で横須賀を母港とする空母ロナルド・レーガンは現在整備中）。15日に金日成元国家主席の生誕記念日を迎えた北朝鮮は、25日には朝鮮人民軍の創設85周年パレードを予定しており、再び核実験や弾道ミサイル発射を決行する可能性が指摘されている。しばらくは東アジア地域においても緊張が高い状態が続くとみられるが、それが長期化すれば企業マインドなどにも悪影響が及びかねない。



原油価格は再び 50 ドル/バレル台へ

こうした動きは原油など商品市況などにも波及する場面もあった。3月中旬に再び50ドル/バレルを割り込んだ原油価格（WTI先物、期近）は、上述の地政学リスクが意識されたこと、リビア最大のシャララ油田が武装勢力に封鎖されたこと、加えて主要国による減産合意が概ね順守されていることが確認されたこと等もあり、4月に入り、50ドル台前半に値を戻した。また、最近では金もリスク逃避先としての需要が高まっていた。

とはいえ、北米産のシェールオイル（米エネルギー情報局では5月の生産量は15年11月以来の高水準となるとの見通し）に加え、ブラジル・メキシコでの海底油田開発が生産コストの大幅低下に伴って活発化しつつあるなど、供給過剰状態はなかなか解消

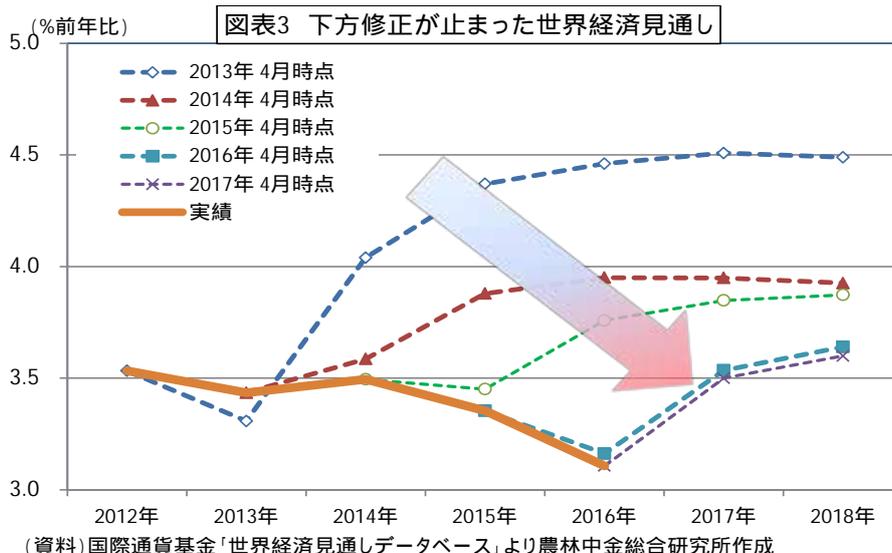
根強い保護主義への懸念

の見通しが立っていないのが実情である。5月25日にはOPEC総会が開催されるが、その場で7月以降も減産を継続するか議論する予定となっている。

また、内外では依然としてトランプ政権の保護主義的な姿勢への懸念が渦巻いている。トランプ政権は歴代政権の自由貿易・開放路線は米国民の雇用喪失につながったとし、米国の利益を主張しやすい二国間の通商交渉に切り替える戦略にシフトしつつある。また、18日には連邦政府機関に米国製品の優先購入に向けた大統領令に署名している。

さらに、対米貿易黒字国を名指しで非難し、為替操作国（currency manipulator）認定をちらつかせながら、黒字削減策を求めている。14日には米財務省は為替報告書（半期毎）を公表、為替操作国の認定国はなかったが、日本をはじめ、中国、ドイツ、台湾、韓国、スイスの6ヶ国を監視リスト（対米貿易黒字200億ドル以上、経常収支黒字のGDP比3%以上、為替介入の規模がGDP比2%以上、のうち2つに該当する国）に指定した。今回は、北朝鮮対策との「ディール」から中国の為替操作国認定は見送られた模様だが、火種はなお燻っている状況に変わりはない。

また、18日にはペンス米副大統領の訪日を機に日米経済対話の初会合が開催された。米国側の体制が整っていないこともあり、通貨問題や金融政策なども議題に上がらなかったが、米国はいずれ自由貿易協定（FTA）締結に向けた交渉に発展させたいとの思惑もあり、国内からは警戒する意見も少なくない。

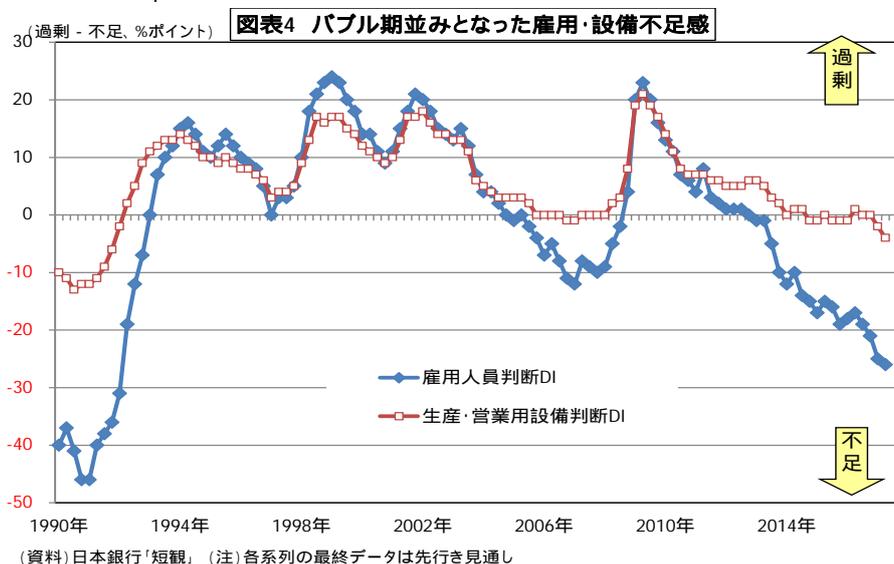


景気の現状：輪 | 欧米諸国が底堅い推移を続けているほか、新興国経済の持ち直

**出に加え、国内
需要にも底堅さ**

しが強まっていることもあり、世界経済は引き続き改善傾向にある。18日に公表された国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しでは、世界経済は勢いを増しつつあり、ようやく期待していた世界経済の回復が現実のものとなった、との現状認識を示した。なお、先行きは、いくつかの下振れリスクに対する脆弱性を抱えていることもあり、成長見通し自体は緩慢で勢いに欠けるものの、世界全体に回復が広がっていくとの見通しとなっている（世界全体の成長率：17年3.5%、18年3.6%）。

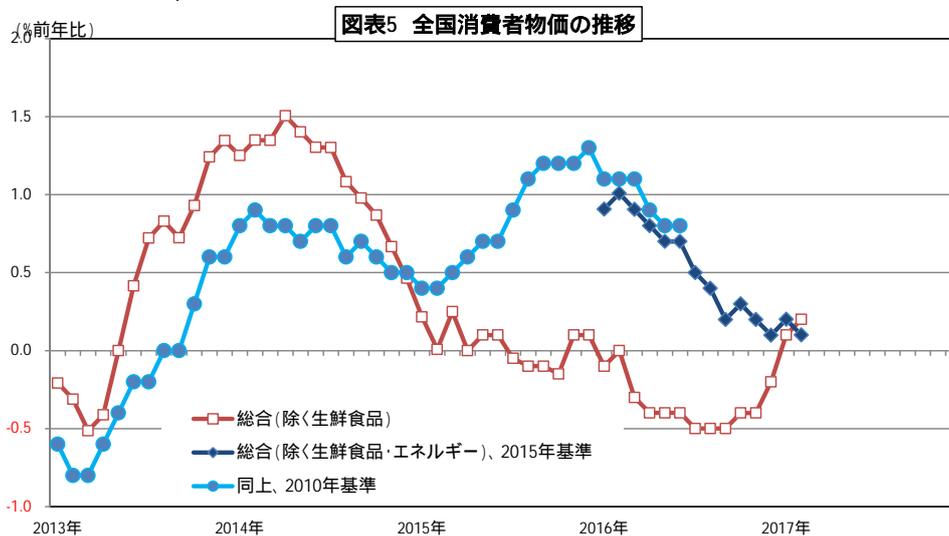
こうした動きを受けて、日本の輸出は増勢を強めつつあり（1～3月期の実質輸出指数は前期比3.0%へ加速）、それが生産活動や設備投資などに波及し始めている。民間消費も持ち直しが再開している（1～2月平均の消費総合指数は10～12月平均を1.0%上回っている）。16年9月に成立した第2次補正予算に盛り込まれた経済対策の効果が出始めるなど、全体として、緩やかながらも、景気回復の動きが続いているといえる。日銀短観（4月調査）からも、企業経営者のマインドが着実に改善していることが確認できた。雇用人員や資本設備の不足感も高まっており、バブル期の水準に近づいている。



**景気の先行き：
回復継続**

先行きも、当面は景気改善の流れが継続するとの見方に変更はない。前掲の日銀短観からは、17年度の設備投資計画（全産業＋金融機関）について年度入り前の調査ではあるが、前年度比1.9%（ソフトウェア・研究開発を含み、土地投資額を除くベース）と、年度入り前の初回調査にしては高い数字となるなど、先行き不透明感が高い割には企業の投資意欲は堅調といえるだろう。

17年度にかけて輸出に加え、消費・設備投資などの民間最終需要、さらには公共事業などが押し上げる格好で、景気回復が続くと予想する。



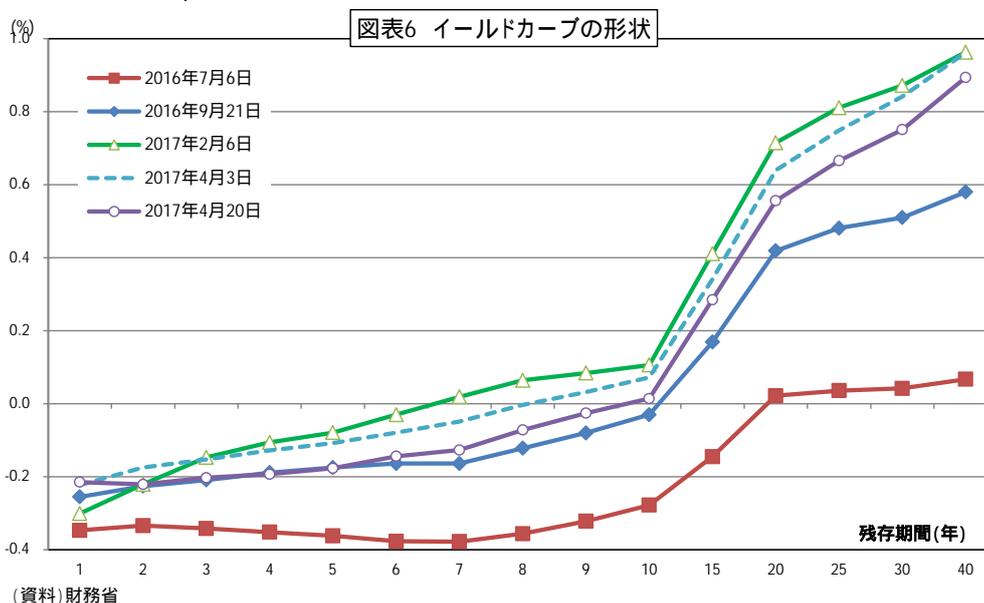
物価動向：鈍い 上昇

一方、物価情勢に関しては依然鈍いと言わざるをえない。2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(コア)」は前年比0.2%と2ヶ月連続のプラスとなったものの、日本銀行が物価の基調と見なしてきた「生鮮食品・エネルギーを除く総合(日銀コア)」は同0.1%へ鈍化、さらには「食料(除く酒類)及びエネルギーを除く総合」では同0.1%と42ヶ月ぶりの下落に転じるなど、上昇圧力が乏しい状況にある。3月(中旬速報)の東京都区部分に至ってはコアが同0.4%と13ヶ月連続の下落となり、かつ下落幅もやや拡大している(日銀コアも同0.2%と3ヶ月ぶりの下落)。原油価格の持ち直しや円高圧力の緩和に伴い、足元の物価には上昇圧力が加わりつつあるはずであるが、国内消費の回復力がまだ鈍いことが影響しているとみられる。

なお、先行きについては、輸入物価が上昇傾向を強めていること、石油製品や電気・ガス料金などエネルギーの上昇圧力が高まっていること、さらには家計所得・消費が持ち直しつつあることなどにより、17年度入り後には前年比上昇幅が明確に拡大していくと予想される。しかし、17年春闘が期待外れとなるなど、「企業から家計へ」の所得還流はまだ強まりを見せていないことから、エネルギーの押し上げ効果が一巡する年度下期には前年比1%前後で再び頭打ち状況に陥る可能性は否定できない。

金融政策：しばらくは現状維持

黒田日本銀行総裁の任期満了（18年4月8日）まで1年を切った。現行の金融政策（長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE+YCC）、16年9月～）は、できるだけ早期に前年比2%に設定した物価安定の目標を実現することを目的に導入されている。しかし、前述の通り、足元の物価上昇圧力は乏しい上に、安定的な2%の物価上昇と整合的な所得増ペースは得られていない。黒田日銀では、蔓延するデフレ予想を払拭し、予想物価上昇率を引き上げるべく、予想を上回る大胆な金融緩和策を打ち出したが、これまでのところ、所期の目的は達成されていない。もちろん、原油暴落、消費税増税後の国内経済の停滞など、日銀としては対処が困難な事態に見舞われた面もあるが、「資産購入の拡大が時間差を伴いながらも物価にどう波及していくのか」といったトランスミッション・メカニズムが曖昧だったことは否めない（なお、リフレ派の主張の1つである「中央銀行がデフレ容認からインフレ容認に態度を変え、それを裏付けるような大胆な緩和策を打てば、レジームシフトが起きてデフレ脱却が実現できる」を踏まえれば、彼らにとって現行政策はなお不十分ということだろう）。



さて、現行のQQE+YCCの枠組みでは、金融政策の操作目標を「量」から「金利」へ戻したが、日銀は国債保有残高の増加ペースについて当面は「年間80兆円」をめどとして買入れを行うという「量」の目標を残している。しかし、非負条件に制約されていた時期とは異なり、マイナス金利が常態化する中で、「量」と「金利」の2つの目標を同時に達成するのは困難である。3~4年にわたって、

現行政策の継続
で実質金利を再
びマイナスへ

次の審議委員は
銀行出身者とリ
フレ派

金融市場：現

年間の国債発行額に相当するペースでの買入れを続けてきたこと、17年度は国債の市中発行額が減額されていること（カレンダーベースで16年度比5.8兆円）などから、近い将来、札割れが頻発し、上掲「80兆円」の達成が困難になるとの見方が根強い。実際、営業毎旬報告（3月31日現在）によれば、3月末の国債保有額は年間68.5兆円の増加にとどまったことが見て取れる。

ただし、市場では日銀の国債買入れ継続が限界に近づけば金利が乱高下するとの見方もあるが、逆に日銀は（他の条件が不変であれば）少量の買入れでも金利コントロールがより容易になると捉えているようで、特に支障は出ないとの見解である。

また、「金利」目標についても、米国発の上昇圧力や国内物価の復元などと合わせて、近い将来引き上げられるとの見方もある。しかし、日銀としては、物価上昇が想定されるなかで、10年金利をゼロ%程度で誘導し続ければ、実質金利（名目金利 - 物価上昇率）をマイナス状態に陥っている可能性が指摘される自然利子率以下まで引き下げることが可能であるため、現行政策を粘り強く継続する可能性が高いと思われる。一方、極端な円高圧力が発生した際には緩和観測が強まるとみるが、トランプ政権からの批判もあり、追加緩和のハードルはやや高まったように思われる。

なお、政府は、7月23日に任期満了となる佐藤・木内の両審議委員の後任として、鈴木人司（三菱東京UFJ銀行取締役）、片岡剛士（三菱IFJリサーチ&コンサルティング上席主任研究員）の両名を起用する人事案を国会に提出した。退任する2名は16年1月に5対4の僅差で導入が決定されたマイナス金利政策にも反対票を投じたほか、現行政策の弊害や副作用を踏まえて政策決定会合では一貫して緩和縮小を訴えてきた。

鈴木氏はマイナス金利やその深掘りに慎重姿勢を示す銀行業界からの登用となるが、現行政策への評価は不明である（なお、政策委員は政治家と同様、出身母体の利益誘導ではなく、全体の利益を考えて行動することが求められることは言うまでもない）。それに対し、片岡氏は岩田副総裁や原田・桜井の両審議委員と同様「リフレ派」で、これまでの言動から現行政策だけでは物価安定目標の達成に不十分と評価していることが窺える。8月以降の政策論議に加え、18年春以降の総裁人事などが今後注目される。

16年11月中旬以降、トランプ期待を背景に「株高・円安」の

状・見通し・注
目点

流れが高まったほか、長期金利にも上昇圧力が波及していた金融市場であったが、最近ではトランプ期待の剥落、地政学リスクなどもあり、調整を余儀なくされており、「株安・円高・金利低下」が進んでいる。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。

金利低下圧力が
強まる

債券市場

13年4月の量的・質的金融緩和の導入以降、日銀による大量の国債買入れによって長期金利は徐々に低下傾向をたどってきた。さらに、16年1月にはマイナス金利政策の導入が決定され、金利水準は一段と低下、長期金利の指標である新発10年物国債利回りは2月中旬からトランプ旋風が吹き始める11月上旬にかけてマイナス状態が続いた（特に7月にかけてはイールドカーブのフラットニングが大幅に進行）。また、9月にはQQE+YCCが導入され、10年国債利回りはゼロ%前後に誘導されることになり、当初こそ長期金利はマイナス圏で推移した。しかし、トランプ相場が始まった11月中旬以降は米国長期金利の上昇につられてプラス圏に浮上、2月初旬には一時0.15%まで上昇する場面もあったが、指値オベや買入れオベの頻度を高めたこと、さらにはオベ実施日とオファー額が明示されたこともあり、年度末にかけては0.1%弱の水準でもみ合った。なお、直近はリスク回避の動きが強まっており、ゼロ%近辺まで低下している。



長期金利は当面
ゼロ%近傍で推
移

このように、足元では地政学リスクへの警戒が強く、それが解消するまで低下圧力が強い状態が続くだろう。しかし、経済的な側面から見れば、米国は今後も金融政策の正常化に向けて利上げ

株価は弱含んで
いるが、いずれ
再上昇へ

円高圧力が強ま
る

を継続するとみられるほか、年内には満期が到来した国債の再投資も一部停止する可能性が高い。再投資停止に伴って利上げペースは鈍る可能性はあるが、米国債需給は悪化が見込まれるため、米国長期金利には一定の上昇圧力が加わるだろう。また、国内でも物価は徐々に上昇圧力を高めるものとみられる。

とはいえ、「10年ゼロ%」との長期金利の操作目標の設定により、長期金利はその目標を大きく上回って上昇する事態は想定しない。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するだろう。引き続き、オペのオフアールや頻度、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に注目が集まるだろう。

株式市場

16年夏から秋にかけて、日経平均株価は世界経済の低成長・低インフレリスクが意識されたこともあり、17,000円前後での上値の重い展開が続いた。10月入り後原油価格が減産合意への期待で上昇し、かつ米国で追加利上げ観測が浮上し為替レートが円安気味となったことなどが好感され、ようやく株価は上昇し始め、さらに11月以降はトランプ政策への期待感から大きく上昇した。12月中旬以降はトランプ相場が一服したものの、年度末にかけて19,000円を中心レンジとするボックス圏でもみ合った。しかし、17年度入り前後から、トランプ期待の剥落、地政学リスクへの警戒などから内外株式市場は下落傾向を強めており、足元の日経平均株価も18,000円台と5ヶ月前の水準まで戻っている。

当面はリスクオフの流れから軟調に推移するとみられるものの、基本的に内外経済は緩やかとはいえ回復基調にあるほか、雇用拡大に向けたトランプ政策は実施される可能性が高いことから、株価はいずれ持ち直すものと予想する。

外国為替市場

16年11月の米大統領選でのトランプ氏勝利を機に、雇用拡大に向けた積極的な財政政策運営が実施されるとの見方から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、加えて国境調整税の導入が輸入インフレを想起させたこともあり、それまで1ドル=100円台前半で推移していた対ドルレートには一気に円安圧力が加わり、12月には120円を窺う動きも見せた。その後、3月中旬にかけては、米国の利上げ観測などを材料に概ね110円台前半で推移した。しかし、3月下旬以降は、ト

ランプ政権の政策遂行能力や地政学リスクへの懸念から円高圧力が高まり、直近は 100 円台後半での推移となっている。

先行きについては、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うなど、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ことに変わりはない。しかし、前述のように、足元では米利上げペースがかなり緩慢との予想が強まっているほか、本来ならばドル高を促すはずのランプ政策への期待もやや後退している。加えて、地政学リスクへの警戒も高い状況が続くとみられる。それゆえ、数ヶ月先には円安方向に戻るとみるが、しばらくは円高気味に推移する可能性が高いだろう。



対ユーロで一段の円高リスクも

また、対ユーロレートも、ランプ相場では対ドルレートにつられる格好で円安が進んだが、12 月半ば以降は一服、120 円台前半を中心レンジとする動きが続いた。しかし、3 月下旬以降は、リスクオフが強まっており、直近は 5 ヶ月ぶりの 115 円台まで円高が進行する場面もあった。

欧州中央銀行は 4 月以降資産買入れ額を減額しているほか、物価上昇を材料に利上げ観測も浮上したが、当面は現行緩和策を継続するとのドラギ総裁発言を受けて、利上げ観測は後退しており、ユーロ高にはつながっていない。なお、2 月下旬にはフランス大統領選（第 1 回投票：4 月 23 日、第 2 回投票：5 月 7 日）を巡る不透明感からユーロ安が進む場面も見られたが、5 月上旬にかけて政治リスクが意識されて円高に振れる場面も十分想定される。

(17.4.21 現在)

地均しが始まった本格的な金融政策正常化

～トランプ政策の効果出現は18年以降か～

南 武志

要旨

雇用最大化、物価安定を目指すFRBは、景気回復の度合いに合わせ、慎重な利上げを実施してきたが、4.5兆ドル弱まで膨らんだバランスシートの規模縮小の開始がいよいよ視野に入ってきた。縮小ペースやそれが利上げペースなどにどのように影響するのか、どの水準まで規模縮小を進めるのか、市場の注目度は高い。

一方、トランプ政権の公約がなかなか実施に移されないなど、政策遂行能力への疑念も浮上しているが、米国経済の足腰はしっかりしており、しばらくは政策不在でも景気拡大は継続するものと思われる。

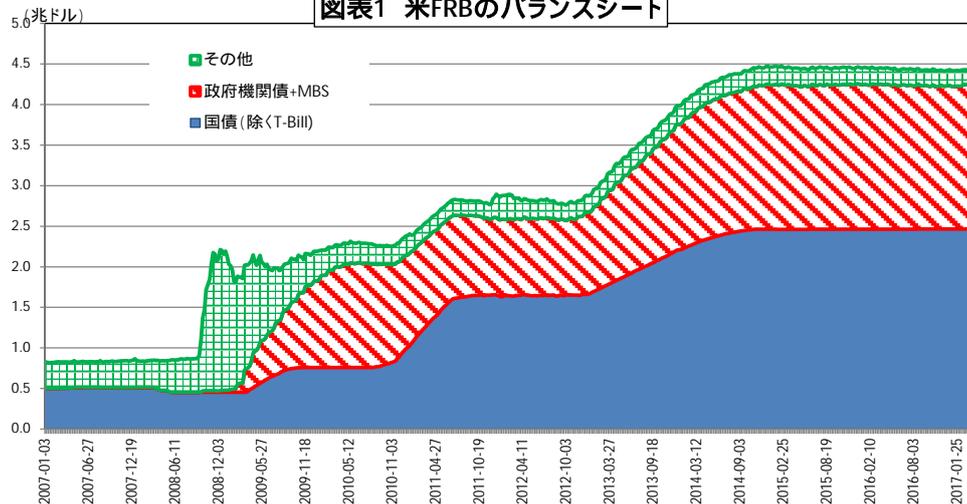
年内にFRBのバランスシート縮小開始の可能性

3回目の利上げを決定した3月開催の連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨の内容を巡って、内外金融市場が色めき立つ場面が見られた。3月FOMCを振り返ってみると、事前に十分な地均しが行われたこと、FOMCメンバーによる政策金利の大勢見通しが据え置かれたこと（17、18年の利上げ幅は75bp）等もあり、金融市場は利上げを無難に乗り越えたかに見えた。しかし、4月5日に公表された議事要旨からは、大部分のFOMCメンバーが年内にもFRBバランスシート（B/S、3月時点で4.5兆ドル）の縮小開始（＝償還を迎えた保有金融資産の再投資計画の変更）が適当と考えていることが明らかとなった。市場参加者の多くはB/S縮小開始は早くとも18年入り後とみていただけに、直後はタカ派的な内容と受け取った（後述の通り、時間経過とともに違う反応となった）。FRBは市場との対話を通じて慎重に進める考えを表明しているが、今後の焦点は、「段階的に終了」とする再投資の減額ペースや、それが利上げペースに与える影響、国債・MBS間での対応の違い、B/Sの縮小規模、低金利政策の継続を期待するトランプ政権との関係、などといったものになるだろう。

さて、2007年以降の金融危機以降、連邦準備理事会（FRB）による大量の資産買入れプログラム（いわゆる量的緩和）を主導したバーナンキ前FRB議長は、6年前の議会証言で「1,500～2,000億ドルの資産購入は25bpの利下げに相当する」と発言している。金融政策には効果の出方に非対称性がある（具体的には緩和の効

果は不透明だが、引締め効果はてきめんに出るとされることも多いが、仮に対称的だとすれば、1,500~2,000億ドルの資産規模縮小は25bpの利上げに相当することになる。ちなみに、ダドリーNY連銀総裁は、利上げと再投資停止は同時には行わない可能性を示しながらも、再投資停止によってその後の利上げが大幅に遅れることはないとの見方を示している。なお、バーナンキ前議長は17年1月にFRBのB/S最適規模は2.5兆ドル（現金需要が1.5兆ドル、銀行準備が1兆ドルというのが根拠）との見解を自身のブログ上で示したが、その水準まで縮小した際の効果は200~300bp程度の利上げに匹敵する。マーケットはこれらを総合的に勘案し、18年以降の利上げペースは緩慢化すると反応している。

図表1 米FRBのバランスシート



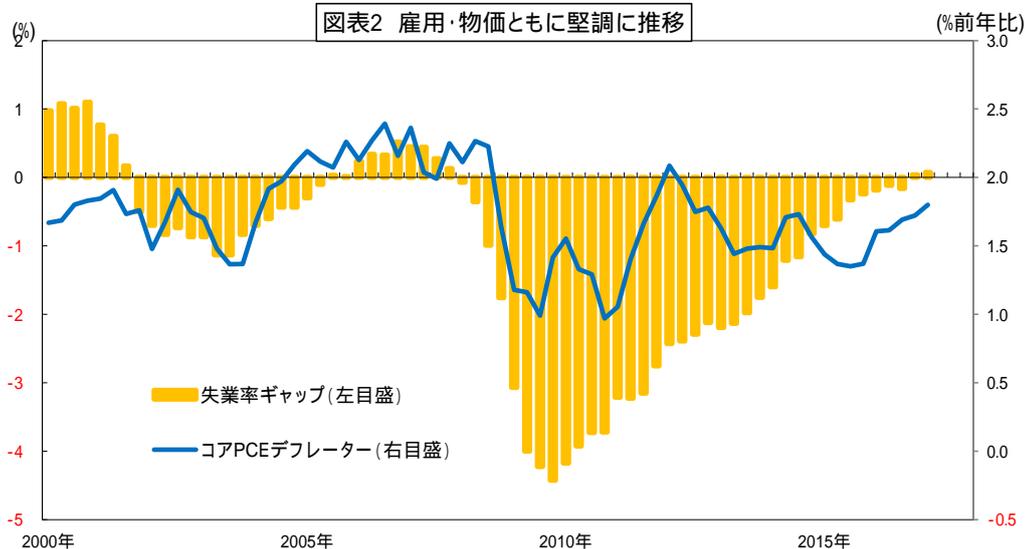
(資料)米連邦準備制度

完全雇用・物価目標に接近

さて、FRBは「雇用の最大化」と「物価の安定」というデュアル・マンデートを課せられているが、雇用・物価ともに底堅い動きを見せている。3月の雇用統計によれば、代表的な非農業部門雇用者数は前月から9.8万人増と、それまでの20万人増のペースから鈍化したが、寒波襲来など天候要因による面が大きいと受け止められている。ちなみに、失業率(U3)は4.5%と自然失業率(議会予算局試算で4.74%)を下回っているほか、広義失業率(U-6、不本意な非正規就業者や縁辺労働者(就業意欲喪失など何らかの理由で求職していない非労働力)を考慮)も8.9%と、07年以来の水準まで改善、労働参加率も僅かに改善が見られる。以上から、着実に完全雇用状態に近づいていると評価できる。

また、個人消費デフレーターは総合で前年比2.1%、食品・エネルギー除くコア部分で同1.8%(いずれも2月分)と2%前後ま

で上昇している。足元ではガソリンなどの押し上げ効果の一服も散見されるが、基調として物価はゴールの 2%に向けて上昇率を高めつつある。次回利上げは 6 月にも十分ありうる。



景気の先行き： 回復基調を継続

米国経済を俯瞰すると、政府が税還付を遅らせた影響から足元の個人消費がやや弱含む場面も見られた。3月の小売売上高(前月比 0.2%と2ヶ月連続の減少)を受けて GDPNow(アトランタ連銀)は1~3月期の経済成長率の見通しを前期比年率 0.5%へ下方修正している。ただし、トランプ政権発足以降、消費者心理は概ね改善方向にあり、ミシガン大学消費者信頼感指数(4月)は 98.0 と、2000年台前半のグレート・モデレーション(大いなる安定期)とほぼ同水準となっている。時間当たり賃金(3月)は加速感に乏しいとはいえ、2%台後半まで高まっており、消費の先行きにとって一定の下支え役を果たすと期待できる。

こうした家計部門の底堅さに比べて、企業部門(特に製造業)の活動には出遅れ感が否めないが、ISM景況指数などからは製造業・非製造業ともにマインド面の好転が見られる。トランプ政権は規制緩和策を打ち出しているが、今後それらが企業設備投資を促していくものと思われる。

後述の通り、トランプ政策は遅れが懸念されるが、政策不在でも米国景気自体はしばらく回復基調を維持するものと予想する。

経済政策の迷走も

さて、市場が期待する大型減税などの経済政策については、期待感が後退する場面が散見される。そもそもは、減税の財源として見込んでいたオバマケアの代替法案で躓いたことに始まる。直

後こそ税制改革に即座に着手するとし、民主党の協力も得ることを想定していたが、連邦最高裁判事に指名したゴースッチ氏の上院承認を巡って民主党との関係が悪化したことで、再びオバマケア見直しを優先する方針に戻るなど、迷走状態にある。さらに、28日には暫定予算の期限を迎えるが、新たな暫定予算が成立しなければ、3年半前（13年10月）に起きた連邦政府機関の一部閉鎖という事態もないわけではない。

なお、トランプ大統領は26日にも税制改革の具体案を発表すると述べたが、早期の議会通過はいまだ不透明な情勢であり、実際にその効果が出るのは18年以降となる可能性が濃厚だ。



金融市場：現状・見通し・注目点

最後に、米国の金融資本市場に目を向けると、直近はリスクオフの流れが強まっている。米長期金利（10年債利回り）は3月雇用統計の結果を受けて3月中旬には2.63%と2年半ぶりの水準まで上昇したが、3回目の利上げ決定後はその後の利上げペースは加速しないとの見方が広がったこと、トランプ政策期待が後退したこともあり、緩やかに金利が低下、足元では地政学リスクが意識され、一時、11月中旬以来の2.2%割れとなった。とはいえ、米経済は堅調で、金融政策の正常化は今後も続くことから、リスクが後退すれば、上昇に転じる可能性は高いと思われる。

株式市場もNYダウ（工業株30種）は3月初めに21,115ドルの史上最高値を付けて以降、じり安の展開が続いている。米企業の決算発表を控えているが、PERなどのバリュエーションはかなり高い水準にあるだけに、よほどのポジティブ・サプライズがなければ上値の重い展開が続きそうだ。

（17.4.21 現在）

6.9%成長で一旦景気底入れが確認できた中国経済

～ 高まる河北省「雄安新区」への期待～

王 雷 軒

要旨

輸出の底入れが進んだほか、固定資産投資も拡大したことを受けて、2017年1～3月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.9%と 10～12 月期(同 6.8%)から小幅ながら伸びが高まった。ただ先行きについては、成長率が 6.5%を割り込む可能性は低いが、不動産開発投資が伸び悩むと予想されることなどから、徐々にスローダウンする可能性が高い。

また、共産党指導部と国務院は4月1日に新華社を通じて「雄安新区」の設立決定を公表した。この雄安新区は、深セン経済特区(79年設立)、上海浦東新区(92年)に並ぶ国家級新区と位置づけられているため、大きな注目が集まった。

この新区は、地方政府が申請したものではなく、共産党指導部が主導したもので、北京から首都機能以外を引き受けるほか、ハイテク産業を中心にした産業誘致を行う予定である。中国経済に与える影響など、今後もこの新区の整備動向を注視する必要がある。

4月1日に「雄安新区」の設立決定を公表

4月1日、共産党指導部と国務院(内閣に相当)は、国営のメディアである新華社を通じて、新しい国家級新区である「雄安新区」(Xiong an xin qu)の設立決定を公表した。

国家級新区とは、都市の新市街で設けられた開発区のことである。創設には国務院の批准を必要とする。最初の国家級新区は92年に設立批准された上海浦東新区であった。何も無い地帯が、国際的な金融センターへの大変貌を成し遂げ、国家級新区が成功した象徴となった。

上海浦東新区以降、数多くの国家級新区が設立されてきたが、雄安新区の発表を受けて政策期待が高まり、中国の本土株式市場は大幅に上昇するなど、同区の設立に大きな注目が集まっている。

以下では、足元の景気動向や先行きを述べたうえで、この雄安新区の概要や注目を集めた背景などを紹介してみよう。

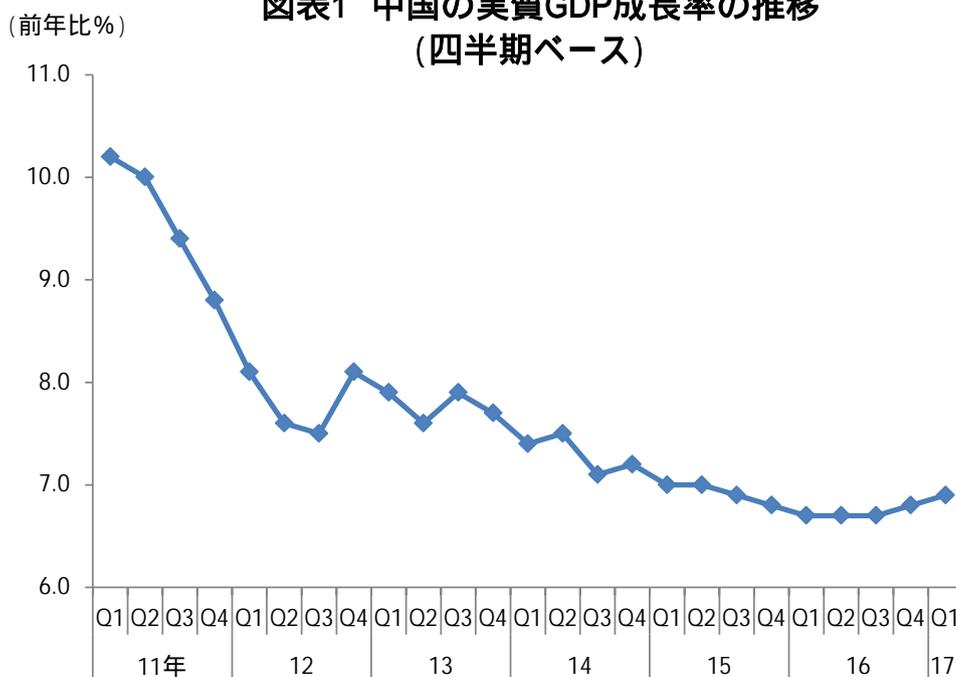
1～3月期の実質 GDP は前年比 6.9%

1～3月期の実質 GDP 成長率は前年比 6.9%と 10～12 月期(同 6.8%)から小幅ながら伸びが高まった(図表1)。世界経済の持ち直し基調が強まっており、輸出の底入れが進んだほか、固定資産投資の拡大も確認された。

17年の政府の成長目標は「6.5%前後」に設定されているものの、共産党指導部の大幅な刷新が見込まれる中国共産党第19回全国代

表大会（以下、19回党大会と略）の開催を今秋頃に控えるなか、「実際の経済活動への取組みによって良い結果を得よう努力する」ということもあり、1～3月期の実質GDP成長率は「6.5%前後」よりやや高めの成長率になったと考えられる。

**図表1 中国の実質GDP成長率の推移
(四半期ベース)**



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

先行きの成長率は小幅減速へ

足元の経済指標から、景気は持ち直しの状態にあるが、これは、あくまでも中期的な減速局面にある一時的な上昇であると思われる。当面、景気は底堅く推移すると思われるが、先行きの成長率については、住宅販売の鈍化に伴って不動産開発投資が伸び悩むほか、引き締め的な金融政策による影響、さらには個人消費を下支えしてきた自動車販売の反動減が残ると見られることから、徐々にスローダウンする可能性が高い。

さらに、朝鮮半島情勢の緊迫化するなか、地政学的リスクが高まっていることや米中間の貿易摩擦の激化も予想されるため、先行きは決して楽観視できず、むしろ下振れ圧力が意識されるものと思われる。

とはいえ、党大会を控えるなか、設立された雄安新区への公共投資を増やすなどといった景気下支え策が想定されるため、中国を取り巻く国際的な環境が大きく変化することがなければ、17年下期に成長率が6.5%を割り込む可能性は低いと見られる。

公表された雄安新区の概要

次に、大きな注目を集めた雄安新区についてみてみよう。この雄安新区は、河北省保定市にある雄県、容城県、安新県とその周辺地域で構成される。北京市から西南へ約 100 キロ、天津市から西へ約 100 キロに位置し、この北京市、天津市、新区を結ぶと正三角形になる（図表 2）。3 つの県にまたがっているが、ほとんどが小さな町や農地である。

新区の開発は段階的に進められ、まず初期段階として 100 平方キロメートルを整備し、その後の中期段階では 200 平方キロメートルへ拡大し、最終的には 2,000 平方キロメートルまで拡充する計画である。投資規模などの具体的な内容はまだ発表されていないが、新華社 4 月 1 日付の記事によれば、この国家級新区を「全国的な意義を持つ新区で、千年の大計、国家の大事」と位置づけており、内外に大きな注目が集まるようになった。

図表2 雄安新区の位置



中国には 19 の国家級新区

実は、中国では国家級新区が数多く存在する。92 年に設立された上海浦東新区を皮切りに、06 年に濱海新区（天津市）、10 年～12 年に両江新区（重慶市）、舟山群島新区（浙江省）、蘭州新区（甘肅省）、南沙新区（広州）という 6 つの国家級新区が批准さ

れ、14年には西咸新区（陝西省）、貴安新区（貴州省）、西海岸新区（山東省）、金普新区（遼寧省）、天府新区（四川省）の設立を受けて11の新区となった。

その後も、湘江新区（湖南省）、江北新区（江蘇省）、福州新区（福建省）、滇中新区（雲南省）、ハルビン新区（黒竜江省）、長春新区（吉林省）、贛江新区（江西省）が相次ぎ設立され、現時点では雄安新区（河北省）を加えると19新区にのぼる（図表3）。

図表3 中国の国家級新区の設立状況

名称	設立批准日	所在地	面積(平方キロメートル)
浦東新区	1992年10月11日	上海市	1,210
濱海新区	2006年5月26日	天津市	2,270
両江新区	2010年5月5日	重慶市	1,200
舟山群島新区	2011年6月30日	浙江省舟山	陸1,440、海20,800
蘭州新区	2012年8月20日	甘肅省蘭州	1,700
南沙新区	2012年9月6日	広州市	803
西咸新区	2014年1月6日	陝西省西安・咸陽	882
貴安新区	2014年1月6日	貴州省貴陽・安順	2,451
西海岸新区	2014年6月3日	山東省青島	陸2,096、海5,000
金普新区	2014年6月23日	遼寧省大連	2,299
天府新区	2014年10月2日	四川省成都・資陽・眉山	1,578
湘江新区	2015年4月8日	湖南省長沙	490
江北新区	2015年6月27日	江蘇省南京	2,451
福州新区	2015年8月30日	福建省福州	1,892
滇中新区	2015年9月7日	雲南省昆明	482
ハルビン新区	2015年12月16日	黒竜江省ハルビン	493
長春新区	2016年2月3日	吉林省長春	499
贛江新区	2016年6月14日	江西省南昌・九江	465
雄安新区	2017年4月1日	河北省保定(雄県・安新・容城)	2,000

(資料) 各種報道資料をもとに作成

雄安新区は、深せん経済特区、上海浦東新区に並ぶ国家級新区と位置づけられており、特別な存在

しかし、この雄安新区は、深せん経済特区（79年設立）、上海浦東新区（92年）と同等の国家級新区と位置づけられていることから、特別な国家級新区だと感じられる。

振り返ってみると、深せん経済特区は小さな漁村から「世界の工場」、国際大都市に成長、珠江デルタ経済圏（中国の南部）のエンジンになっており、中国が改革開放に転じたことの象徴となった。上海浦東新区も原野が広がる地から国際的な金融センター、「世界の市場」へ大変貌し、長江デルタ経済圏（中国の中部）のエンジンになっており、改革開放をさらに強める象徴となった。

北京市の大気汚染や発展の不均衡などの現実問題への解決を期待

雄安新区は共産党指導部が主導したもの

今後の整備計画

このように、珠江デルタ、長江デルタは経済成長のけん引役となっているが、北部にはこのような注目される国家級新区はこれまでなかった。中国は経済規模で世界第二位となったものの、経済の新常態に対応するためにも北部で新たなエンジンを作り出す必要があったのだと思われる。

また、北京市および天津市では経済成長とともに人口膨張、交通渋滞、水不足、大気汚染などの課題を抱えるようになった。加えて、周辺地域の経済成長が遅れており、北京市や天津市との格差も広がった。これらの問題を解消するため、新たに設立される国家級新区では、北京から首都機能以外を引き受けるほか、ハイテク産業を中心にした産業誘致を図ることが構想されている。実際、国家発展改革委員会によれば、この新区設立は人口が 2,100 万人を抱える巨大都市である北京市の過密化を緩和し、北京市、天津市、河北省を一体化させる発展計画（京津冀協同発展計画）の一環でもある。

雄安新区の公表までのアクションや協議の状況をみる（図表 4）と、雄安新区は、地方政府が申請したものではなく、共産党指導部が主導したものと言えよう。16 年 5 月 27 日に開催された中央政治局会議で、「北京都市副中心の建設計画および河北雄安新区の設立に関する研究状況の報告」が審議され、初めて「雄安新区」という名称が登場した。この名称が出る前の 14 年からその必要性は提起され、15 年 2 月から本格的に場所選択が行われ、党指導部による会議も多数開催されており、設立決定までに 2 年以上かかったと見られる。

さらに、新区建設の責任者には、天津市の新区開発のトップであった袁桐利が河北省の副省長として就いたほか、深セン市のトップの許勤を河北省党委副書記、省長代理に異動させる人事が決定されるなど、体制整備も図られた。今後のスケジュールについて、2020 年までの 3 年間で、主要な道路施設の建設を基本的に完成し、100 平方キロメートルの面積をもつ「スタート区」内のインフラ整備および産業構造の形成をほぼ完成し、一つの新たな都市としての機能をもつようにする、22 年までの 5 年間で「スタート区」のインフラ整備を全て完成し、新区の中心部（核心区）に関する建設を基本的に完了する、30 年までの 13 年間で緑色・低炭素都市、スマート化都市を目指し、居住地および産業立地としての適切な場所にする、というような計画が示されている。

図表4 「雄安新区」の設立決定までのアクションや協議の状況

2014年10月17日	習近平国家主席が「北京市・天津市・河北省の一体化発展構想に関する枠組み」への指示のなかで、北京市の外で新都市建設の必要性を提起。
2015年2月10日	習国家主席が中央財經領導小組の第9回会議で北京市の外で新たな都市をつくると言及。
2015年4月2日	習国家主席が共産党中央政治局常務委員会会議で河北省の適切な場所で現代的な都市を建設する必要があると強調。
2015年4月30日	習国家主席が共産党中央政治局会議で河北省の適切な場所で現代的な都市を建設する必要性を改めて強調。
2015年6月1日	「北京市・天津市・河北省の一体化発展計画綱要」が公表され、新区場所を選定する際には、習国家主席が深く研究し、科学的な論証することをしなければならないと述べる。
2016年2月28日	国務院が新区の場所選定に関する会議を開催。
2016年3月24日	習国家主席が主催した共産党中央政治局常務委員会会議で北京都市副中心および新区の場所選定の進捗状況を検討、新区の場所を確定し、「雄安新区」と命名。
2016年5月27日	共産党中央政治局会議で「北京都市副中心の建設計画および河北雄安新区の設立に関する研究状況の報告」が審議され、「雄安新区」という言葉が初めて登場。
2016年7月31日～8月6日	北京市・天津市・河北省の一体化発展の小組弁公室及び検討委員会が「雄安新区の創設に関する実施方案」を検討。
2017年2月23日	習国家主席が安新県を視察したうえで、現地で座談会を開催。
2017年4月1日	共産党指導部は「雄安新区」の設立決定を公表。

(資料)新華社4月1日、13日付記事等をもとに作成。

解決すべきな課題も多く、引き続き今後の動きを注視

この新区設立を受けて中国科学院、中国石油化工集团公司などの研究機関や国有企業がそれを支持、実際の行動に移すとの声明を発表した。一方、豊富な水資源に恵まれているとされているが、白洋淀という湖の水質は、Ⅲ類からⅣ類に改善したものの、生活飲用水レベルのⅤ類までの水質改善が必要である。大気汚染も深刻な場所であるため、保定市および河北省全体の協力も必要だ。さらに、北京の深刻な大気汚染の解決とともに、北部の開発促進を狙うものと理解できる一方、過剰投資により債務をさらにかさあげするリスクもある。果たして巨費を投じる雄安新区は何を生み出すのだろうか。今後もこの新区の動向を注視する必要がある。

(17.4.19 現在)

曲がり角に立つ欧州

～様々な要因により低下する求心力～

山口 勝義

要旨

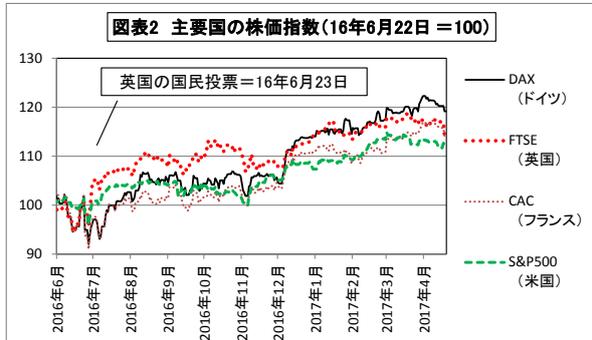
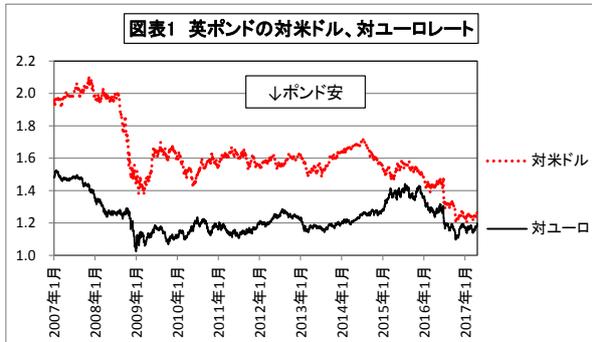
EU は求心力の低下で、曲がり角に立たされている。その要因にはユーロの構造的な問題や、加盟国の大幅拡大や相次ぐ危機による影響がある。他にも統合理念にかかる課題もあり、この面での進展がなければ求心力の一層の低下が避けられないものとみられる。

はじめに

英国は3月29日、欧州連合（EU）に対し正式な離脱通知を行った。これを受け、EUは英国を除く27ヶ国により開く4月29日の首脳会議で今後の交渉指針を決定し、その後、欧州委員会に付与する交渉権限の詳細を定めた交渉指令の策定を行う予定である。この準備作業の後、6月には具体的な離脱交渉が開始される見込みであるが、EU市民の権利保護や英国がEUに負う未払い分担金の清算などの離脱条件に関する協議を経て、将来の通商関係などに進むとみられる2年間の交渉は、多難なものになることが予想されている。

これまでポンド安に支えられ英国経済は堅調で、市場も概ね波乱なく推移してきた（図表1、2）。しかし、今後は一段のポンド安、輸入物価の上昇、消費の低迷、金利の上昇、住宅価格の下落などが懸念されている。また、EUも影響を免れるものではなく、対外的な発言力の低下や域内の勢力バランスの変化などによる影響も小さくはないものとみられている。

他方、EUは3月25日の首脳会議において従来の方針を転換し、今後必要な場合には、全ての国々が一律に参加する形ではないマルチスピードでの統合推進を行う可能性を打ち出した^(注1)。EUでは、



(資料)図表1、2はBloombergのデータから農中総研作成

以上の他にも、ポピュリスト勢力の伸張、ハンガリーやポーランドでの強権的な政治運営、ギリシャ問題の長期化、さらにはトランプ米大統領による欧州批判なども加わり、統合の推進力が弱まるという点で、求心力の低下が見られている^(注2)。

3月25日の首脳会議は、欧州統合の基礎を築いたローマ条約の調印から60周年を記念する特別の首脳会議であった。この象徴的な2017年に、EUは大きな曲がり角に立たされていることになる。

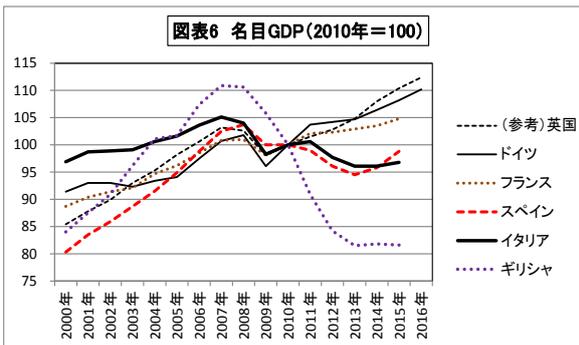
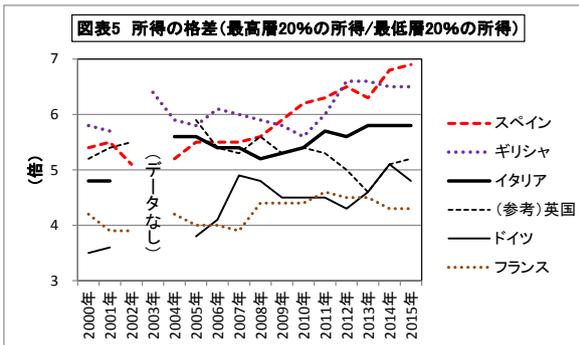
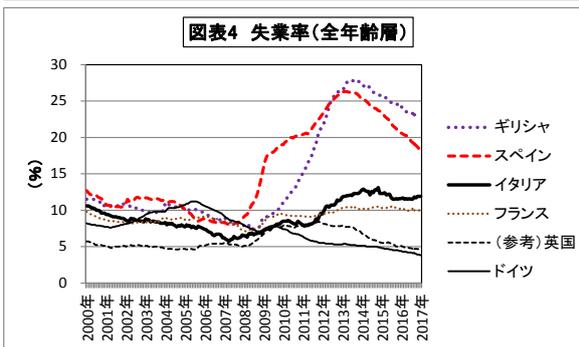
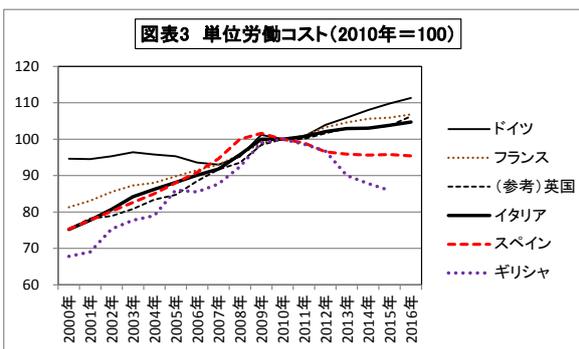
統一通貨ユーロが抱える問題点

求心力の低下の要因には、第一に統一通貨ユーロ自身の問題がある。南欧諸国では、ユーロ導入後にはドイツなどに鞍寄せし下方に収斂した金利水準のもとで自らの経済力以上の消費や投資が促され、経常収支の悪化が進んだ。こうしたなか、09年にギリシャで発覚した国家財政の粉飾は、経常赤字国からの海外資金の急速な流出という形で財政危機を拡大させた。

さらに、独自の金融政策や自国の経済情勢などに応じた為替変動を失ったユーロ圏加盟国では、危機の収束のため、財政改革のみならず経済の構造改革に注力し、労働コストなどのコスト削減を通じて経済の競争力を強化する取組みが強く求められた(図表3)。この結果、ギリシャ等の財政悪化国では失業率が上昇し高止まるとともに、所得格差の拡大などが明らかになっている(図表4、5)。特に内需に大きな負担が及んだギリシャでは、落ち込んだGDPの回復は大変鈍いほか、経済情勢が好転したスペインなどでも、その回復には長い時間を要している(図表6)。

上記の問題の緩和に有効とみられる財政統合による再配分機能の強化は、恒常的に支援負担が求められることになるドイツなどで有権者の反発が強く、また労働力などの生産要素の移動性の向上にも各国間の法制度の相違等が障害となり、問題の改善は期待し難い状況にある。このため、財政危機時の諸対策により危機再発や拡大の可能性は低下したとはいえ、ユーロは今も、加盟国の経済情勢を攪乱する潜在性を持ち続けていることになる。

こうした問題は、ユーロに対する懐疑論を通じ、EUの求心力の低下要因として働いてきた。折から、ギリシャでは改革



(資料) 図表3~6はEurostatのデータから農中総研作成

進捗審査に遅延が生じているほか、来年夏の第3次支援終了後の対応には大きな不透明感が残っている。このギリシャ問題の長期化や支援の迷走は、関係者間の対立を伴いつつEUの求心力の一段の低下をもたらす可能性がある。

加盟国の拡大と相次ぐ危機による影響

次に、EU では加盟国の大幅な増加が様々な支障を生じてきた事実も軽視できない。振り返れば、第一次世界大戦の主戦場となり疲弊した欧州では、古代ギリシャの自由や民主主義、ローマ法による社会規範、キリスト教の文化などを伝統的基盤として共有しつつ、台頭する米国に対する地盤低下の危機感やソ連の脅威、ドイツの覇権回復への懸念などを原動力に、統合が始動した。その後、EU は東欧やバルト諸国を含めて着実に拡大を続け、現在では 28 ヶ国、うちユーロ圏は 19 ヶ国を擁する規模に達している（図表 7）。

この大幅な規模拡大の影響として、まず、経済情勢や経済構造の多様化で前述のような経済面の問題が露呈しやすくなっている点がある。また、様々な価値観の下で、民主主義を軽視した政治運営などの事例が現れている。さらに、EU への権限集中や官僚化、拠出金の負担増加などに繋がることで、これらが統合推進への批判材料となる可能性が強まっている。

一方、EU を巡る相次ぐ危機も様々な軋

轍を伴ってきた。それは、財政危機でのギリシャ経済の疲弊などがユーロの問題を際立たせた点ばかりではない。15 年の第 3 次支援協議では、改革を重視しギリシャの一時的なユーロ圏離脱をも辞さないドイツの強い姿勢や小規模国からの支援継続への批判が表面化し、統合の進捗を重視しギリシャに配慮するフランス等との間での亀裂が明らかになった^(注 3)。また 15 年以降の難民危機では、難民の受入れに対し、中東欧諸国のほか、ドイツ内でもメルケル首相のキリスト教民主同盟（CDU）の姉妹政党であるキリスト教社会同盟（CSU）からの反発が強まり、受入れに寛容なメルケル独首相の、ドイツ内外での指導力低下の懸念が高まった^(注 4)。

このように EU では、困難な経験は結束力を強めるとの期待とは裏腹に、加盟国の拡大や相次ぐ危機の経験が求心力の低下要因として働いてきた側面を否定できない。また、近年のポピュリスト勢力の伸張は EU の求心力低下のひとつの反映であるとともに、今後、求心力の低下を一層促す力になる可能性をも有している。

図表 7 欧州統合の主要な経緯

1918年	第一次世界大戦終結
1923年	カレルギー（オーストリア）が「パン・ヨーロッパ運動」を開始 ～ 欧州の地盤低下への危機感等から、ドイツ・フランスを中心とした統合の必要性を主張
1945年	第二次世界大戦終結
1950年	シューマン（仏外相）がシューマン・プランを発表 ～ 欧州諸国が参加する合同機関による西ドイツ・フランスの石炭・鉄鋼産業の共同管理を提唱、平和維持を指向
1951年	欧州石炭鉄鋼共同体（ECSC）設立条約に調印（1952年設立） ～ 西ドイツ、フランス、イタリア、ベルギー、オランダ、ルクセンブルクの6ヶ国が参加
1957年	ローマ条約調印（欧州共同体（EEC）などを1958年に設立、ECSC加盟6ヶ国で構成）
1967年	ECSC、EEC、EAEC（欧州原子力共同体）を欧州共同体（EC）と総称
1968年	EC内で関税同盟完成
1973年	英国等3ヶ国がECに加盟し、9ヶ国に（第1次拡大）
1981年	ギリシャがECに加盟
1990年	欧州経済通貨同盟（EMU）第一段階開始 東西ドイツ統一
1991年	ソ連崩壊
1993年	域内市場統合完成、単一市場発足 マーストリヒト条約発効により、欧州連合（EU）創設
1999年	統一通貨「ユーロ」導入（11ヶ国）
2001年	ギリシャがユーロを導入
2002年	ユーロ流通開始

（資料）EUのホームページ等から農中総研作成

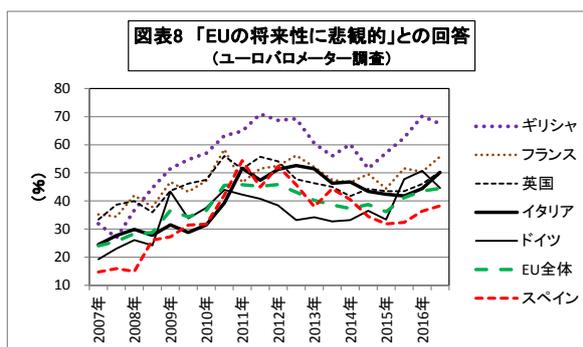
おわりに

このように、EUは求心力が揺さぶられ、今や曲がり角に立たされている。欧州委員会による世論調査である「ユーロバロメーター」調査でも、例えばEUの将来性について「悲観的」とする回答の割合が最近は増加傾向に転じるなど、注目される結果が示されている（図表8）。

その背景には、上述のとおり、ユーロ導入国は独自の金融政策や自国の経済情勢などに応じた為替変動を失う一方で、財政は各国分権であり、労働力などの生産要素の移動性にも限界があるというユーロの構造的な問題とともに、多様な加盟国を含んだ拡大に伴う様々な支障や、危機の過程での各国間での亀裂の拡大が働いているものと考えられる。このため、これ以上のEU拡大は困難であると同時に、EU首脳会議が打ち出したマルチスピードでの統合推進は現実性のある対応の追認であると捉えることができる^(注5)。

しかし、求心力の低下の要因としては、別の側面にも注意が必要である。それは、ドイツの覇権回復への牽制を通じた平和維持などの欧州統合着手当初の理念自体が、世界情勢の変化のなかで現実にもそぐわなくなっている点である。精神的な基軸の揺らぎが各国や組織の目指す方向感に統一性を失わせ、将来のあるべき姿を不明確にするという点で、統合の基盤を弱めているのではないかと考えられる。

表面的な経済メリットの追求ばかりではない、新たな理念の創出と共有ができるのかどうか。これなしには、EUでは今後も求心力の一層の低下が避けられなくなる可能性が大きい。その際に経済や金融にどのように影響が及ぶのか、注視が求められることになる。（17. 4. 19 現在）



（資料）欧州委員会のデータから農中総研作成

（注1）このEU首脳会議に先立ち、欧州委員会は3月1日に次の文書を公表し、この中にマルチスピードでの統合推進を選択肢のひとつに位置付けている。意欲のある国々が先行して統合を進める分野としては、防衛や治安、社会政策などを想定している。

・ European Commission(1 March 2017) “White Paper on the Future of Europe”

（注2）トランプ米大統領は、例えば大統領就任直前のインタビューで、メルケル首相の難民政策を悲惨な誤りとし、英国のEU離脱を称賛するとともに他の国も追従するだろうなどと発言した経緯などがある。また、同大統領は、IMFによるギリシャ支援に対しても批判を行っている。これらは、例えば次の報道による。

・ Financial Times(17 January 2017)

“President-elect leans on pillars of postwar order”

・ Financial Times(18 March 2017) “Trump urged to bar IMF from Greek bailout”

・ Financial Times(28 March 2017) “World Bank and IMF feel edgy over Lerrick”

（注3）かつて欧州統合の道筋をつけたシューマン外相やユーロ統合を推進したドロール欧州委員会委員長などを通じ統合をリードし、今後の展開においても主導的な役割の発揮を指向するフランスと、規律を重視し管理態勢構築を優先するドイツの間では、ギリシャ支援でスタンスの相違が明らかになった。なお、当時の報道では、15年の第3次支援の協議に当たり、ギリシャに対し強硬な姿勢をとるドイツの、支援国の中での孤立が強調されていたが、次の仏紙によるシヨイブレ独財務相のインタビュー記事には、ユーロ圏財務相会合で、ギリシャ以外のユーロ圏18ヶ国のうち、フランス、イタリア、キプロスを除く15ヶ国がドイツによるギリシャのユーロ圏一時離脱案に賛同していたとの興味深い内容が掲載された。

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

（注4）CSUはオーストリア経由で難民が集中して流入したバイエルン州を地盤とする地域政党であることから、難民受入れに対する反発を強め、メルケル首相のCDUとの長年の協力関係に不協和音が生じた。

（注5）EUの新規加盟候補国としては、アルバニア、マケドニア旧ユーゴスラビア共和国、モンテネグロ、セルビア、トルコの5ヶ国が想定されている。しかし、西バルカンのモンテネグロやセルビアでの民族紛争の強まり、トルコでの反民主主義的な政治運営などからも、今後のEU拡大は不透明なものになっている。

「目利き力」と地域金融機関

古江 晋也

要旨

近年、地域金融機関経営において「目利き力」の向上が喫緊の課題になっている。目利き力とは取引先企業や個人事業者の将来性を見抜く能力であり、その能力を向上させることで、これまでの財務数値を重視した融資判断や「担保主義」から脱却する一方、創業・起業をめざす人々への融資を促進することが期待されている。しかし、目利き力の重要性が議論されながらも、なかなか深化が図れていない現状もある。

本稿では、第一勧業信用組合と秋田県信用組合の取組みを事例に、目利き力と地域金融機関経営のあり方を検討する。

はじめに

近年、金融機関経営において「目利き力」を高めることが喫緊の経営課題の一つとなっている。目利き力の向上がクローズアップされた要因の一つには、金融庁が地域金融機関に対し、事業性評価への取組みを要請したことや、「金融仲介機能のベンチマーク」における計数報告を求めたことなどがある。

目利き力とは、一般に取引先企業や事業者の競争優位性を見抜く能力や、担保や保証に過度に依存しない融資を実施する上で必要な判断能力などの文脈で用いられるが、「事業者の将来性」を見抜く能力に他ならない。

本稿では、まず 1990 年代後半以降から今日までの目利き力と金融行政、地域金融機関の動きをまとめることにする。

目利き力と地域金融機関を取り巻く環境変化

不良債権問題が深刻化した 90 年代後半以降、金融機関の多くは不良債権処理と自己資本比率の維持の両立という難しい経営課題を抱えていた。また信用リスク

管理が高度化する中、「格付け」「債務者区分」「自己査定」というキーワードが重視されるようになり、「スコアリング審査」も注目されるようになった。

そして、このことが「画一的な経営行動」を展開することに拍車をかけ、「担保主義」と相まって「金融機関は晴れた日には傘を貸し、雨が降り出すと取り上げる」と揶揄されるようになった。

不良債権処理が喫緊の経営課題となる 2000 年代に入ると、金融庁は「金融再生プログラム」を発表。主要行には抜本的な不良債権処理を求める一方、中小・地域金融機関については「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」(第一次アクションプログラム)の取組みを要請した。

第一次アクションプログラムは不良債権処理に力点が行われたものの、「創業・新事業支援等の強化への取組み」「担保・保証に過度に依存しない融資等への取組み」など目利き力が重視される取組みの実施も求められた。

リレーションシップバンキング(地域密着型金融)の機能強化に関するアクシ

ョンプログラムは、第一次(03~04年度)、第二次(05~06年度)と4年間継続され、07年4月、金融庁はその結果ともいえる「地域密着型金融の取組みについての評価と今後の対応について 地域の情報集積を活用した持続可能なビジネスモデルの確立を」を公表した。同報告書では、地域密着型金融の取組みは、数字上は着実に実績が上がっていると評価したが、事業再生や、不動産担保、個人保証に過度に依存しない融資等の取組みは不十分と評価するなど、目利き力が必要とされる取組みの進展が図られていないことが浮き彫りとなった(地域密着型金融は「恒久的な枠組み」として取り組むことが同報告書で提言された)。

08年9月、政府は、米国で「リーマン・ショック」が発生したことへの対応策として、09年12月に「中小企業者等に対する金融円滑化を図るための臨時措置に関する法律」(中小企業金融円滑化法)を施行した。同法は一年間の時限措置であったが、政治判断から13年3月まで期間が延長されるとともに、金融庁は条件変更などを行った債務者に経営相談を含めたコンサルティングを行うことを地域金融機関に要請した。

またこの時期は、日銀の金融緩和政策などから、各金融機関とも利ざやの縮小を融資量でカバーする動きが活発化し、信用力のある企業を巡り、熾烈な金利競争が展開されていた時期でもあった(熾烈な競争はマイナス金利政策下の現在も続いている)。そのため、創業・起業をめざす人々や、創業後間もない事業者の資金ニーズを金融機関に汲み取ってもらえない状況が続いた。

事態を重く見た金融庁は事業性評価の

取組みや「金融仲介機能のベンチマーク」における計数報告を要請するとともに、16年10月公表の「平成28事務年度 金融行政方針」では、「十分な担保・保証のある先や高い信用力のある先以外に対する金融機関の取組みが十分でないため、企業価値向上等が実現できていない状況」を「日本型金融排除」とし、その実態把握を行うことが示された。

このように金融庁の検査・監督の考え方が「規制の形式的な遵守のチェック」から「実質的に良質な金融サービスの提供を重視」へ、「過去の一時点の健全性の確認」から「将来に向けたビジネスモデルの持続可能性」へと方針転換が図られる中、地域金融機関は目利き力の向上並びに創業・起業支援の取組みが喫緊の経営課題として浮上したのである。

目利き力とその課題

事業者の将来性を見抜く能力を目利き力とすれば、これまで重視されてきた「格付け」や「担保主義」は過去の事業実績への評価である。

近年、金融機関では、渉外担当者の目利き力を向上させるため、取引先企業への工場見学や、経営支援・改善提案を活発化させるようになっている。また目利き力の向上の一環として、中小企業診断士をはじめとした各種資格の取得や、様々な専門機関への派遣など、専門知識の高度化を図る取組みも増加している。

これらの取組みは、行員や職員一人ひとりの能力(目利き)の向上に貢献すると考えられるが、その一方で、これらの取組みが渉外活動、営業店マネジメント、融資体制、各業績評価、ビジネスマッチングといった取引先支援と、どのように

写真 1 第一勧業信用組合本店



写真 2 第一勧業信用組合の本店内



結び付いているかという組織レベルの段階になると、実は分断されている場合が少なくない。

また、目利き力の真価が最も問われる創業・起業支援の取組みは、高止まりする中小企業の廃業率や地域経済の停滞の打開策としても注目されているが、地域金融機関のなかには、なかなか取り組めないケースも多い。

そうした中、ここでは東京都新宿区に本店を置く第一勧業信用組合と、秋田県秋田市に本店を置く秋田県信用組合の取組みを事例に、創業・起業支援の取組みから目利き力のあり方を検討する。

第一勧業信用組合の取組み

(1) 人とコミュニティが欠かせない

第一勧業信用組合（以下、第一勧信、

写真 1、2）理事長の新田信行氏は「協同組織金融機関における目利き力には『人』と『コミュニティ』という要素が欠かせない」という^(注1)。ここでいう人とは、組合員とフェイス・トゥ・フェイスで向き合い、組合員の考え（将来性）を汲み取ることにあり、コミュニティとは融資を希望する組合員が所属しているコミュニティ（同業者組合など）からの評価を意味する。そしてこの2つの要素が、担保や保証に依存しない融資の基盤となり、組合員の創業・起業ニーズを支えている。

以下、職員一人ひとりの目利き力の向上に加え、協同組織金融機関における「目利き力」の意義とは何かということ概観する。

^(注1) 第一勧業信用組合の事例については、第一勧業信用組合へのヒアリング取材に加え、古江晋也 [2016a]「信用組合と地域密着型金融(第13回)『目利き力』を重視することで顧客支援を行う第一勧業信用組合」『しんくみ』全国信用組合中央協会を参照している。

(2) 人材育成と業績評価

まず、人材育成については、職員の専門性を高めるため、「相談員認定制度」を導入している。この制度は事業金融、不動産、創業支援、投信や保険などの分野で専門性を高めることをめざしており、なかでも事業金融は、支店長経験者などの事業戦略室の職員が、渉外担当者と同行訪問して指導を行う。期間は1年間であり、最終試験をパスすると相談員になる。ここでいう最終試験とは、取引先企業の改善提案を実際に行うことであり、その提案内容が評価される。また、ロールプレイングによる研修も職員の技能の底上げを図る上では重要であり、地道な

取組みによる経験の蓄積が目利き力の向上には欠かせないことが改めてわかる。

一方、第一勧信における支店の業績評価は、預金残高などの定量的な評価だけでなく、「工場見学の回数」「経営者の人柄」「社是」「経営者の悩み」を把握しているか、など定性的な評価をも重視している。このことは、営業店の職員に、取引先事業者と積極的にコミュニケーションを図ることを促す効果をもたらしており、数字ありきの営業に陥らない工夫ともいえる。

(3) 融資と出資、専門団体との連携

一方、創業・起業支援における融資について、第一勧信はプロパーローン「かんしん未来ローン」(無担保で融資上限額1,000万円)を提供しているが、融資だけでなく出資という観点からも、資金を供給する体制を構築している。具体例として、全国信用協同組合連合会などと2015年12月に設立した地域経済活性化ファンド「かんしん未来投資事業有限責任組合」(業務運営者:第一勧信100%出資子会社の恒信サービスとフューチャーベンチャーキャピタル、総額3億円、存続期間8年)が挙げられる。

また、創業・起業を成功させる(生存率を高める)ためには、「どのようなコンセプトで事業を展開していくか」「事業価値をいかに高めていくのか」といった事業の計画性、ネット販売をするのであれば、その情報関連技術、さらには行政機関等への様々な手続きなどをクリアする必要がある。

そこで、これらのアイデアや技術、手続きなどをスムーズに進めるため、第一勧信では、行政書士会、税理士会、東京

理科大学など様々な専門分野を持つ団体と提携することで創業・起業希望者をサポートしている。新田氏は「成熟社会の中で起業家を育てるためには、自前主義ではなく、連携が不可欠である」と話す。

加えて、創業・起業した事業者には、事業者ならではの苦労がある。そうした仲間が交流する「場」として「かんしん未来くらぶ」をも組織しており、まさに「創業・起業支援におけるワンストップサービス」を提供していることは注目される。

秋田県信用組合の取組み

(1) 田舎ベンチャービジネスクラブ

秋田県信用組合(写真3、4)が「田舎ベンチャービジネスクラブ」を設立したのは2010年2月^(注2)。人口減少が進む中、「組合を育ててくれた地域が衰退するのを見送るしてはいけない」という理事長の北林貞男氏の思いからスタートした。同クラブの特徴は、創業・起業に主眼を置いている点にあり、クラブ発足当初は、農業ビジネスなどの研究会などを開催し、冬の厳しい秋田県北部にふさわしい事業を探求し続けた。この研究会などが実を結び、現在ではにんにく栽培、どじょう養殖、ハラール認証米栽培、小水力発電などに取り組む事業者が会員として活動している。

以下、にんにく栽培とどじょう養殖における秋田県信用組合の支援を簡単に概観することにする。

^(注2)秋田県信用組合の事例については、秋田県信用組合へのヒアリング取材に加え、古江晋也[2016b]「信用組合と地域密着型金融(第10回) 地域産業の育成に注力する秋田県信用組合」『しんくみ』全国信用組合中央協会、1月を参照している。

写真3 秋田県信用組合本店



写真4 秋田県信用組合の本店内



(2) にんにく栽培とどじょう養殖支援

にんにく栽培事業支援のケースについては、秋田県信用組合は、建設会社3社が出資して設立した農業生産法人に融資することで、にんにくの生産を後押しする一方、同組合は生産したにんにくを発酵、熟成させることで付加価値を付けた「黒にんにく」の製造、販売についての支援も行っている。なかでも黒にんにくの支援については、信用組合業界のネットワークを活用することで、黒にんにく製造事業者の製造工程を見学できるように手配するなど、秋田県信用組合はまさに「労をいとわない」サポートを実施してきた。

通常、金融機関の創業・起業支援は、個々の事業者に対する一対一の支援が一般的であるが、田舎ベンチャービジネス

クラブでは、組合の営業店で栽培講習会を開催するなど、「産地化」を目指していることも他の金融機関のアプローチとは全く異なっている。

これは、どじょう養殖事業においても同じである。同組合では、どじょう養殖事業者への融資のみならず、「秋田どじょう生産者協議会」の設立を支援することで、養殖技術の研究や新たな養殖業者の育成、さらには販路の確保まで手配するなど、どじょう養殖が地域産業となるように推進している。

(3) 「経営者会議」の開始

秋田県信用組合は15年12月、小水力発電事業支援を行うため、地域活性化ファンド「秋田元気創生ファンド投資事業有限責任組合」(共同運営会社フューチャーベンチャーキャピタル、総額2億円、存続期間8年)を設立した。そして同ファンドでは、1ヶ月に一度、運営会議が開催され、その会議に支店長クラスの職員が参加している。運営会議は、小水力発電会社の経営課題などについての議論が行われるが、この議論は、まさに質の高い「経営改善提案」に他ならず、秋田県信用組合の職員にとっては貴重な経験となった。

そこで秋田県信用組合は、この運営会議をモデルに、いくつかの営業店で16年10月から「経営者会議」という取組みをスタートさせた。同会議は、ベテラン職員と若手職員がペアで取引先事業者の経営改善指導を行う取組みであり、若手職員に経営者の苦しみや悩みを理解させることも重視している。そして事業者の気持ちにふれることが、若手職員の目利き力の向上に影響を与えることにもつなが

っている。

加えて、同組合では、偶数月に田舎ベンチャービジネスクラブの会員が生産した商品の物産会を営業店で開催したり、本部では、東京都で開催されるビジネスマッチング等への出展を支援しているが、その際にも、若手職員を積極的に参加させることにしている。

近年、多くの金融機関が、取引先企業とともにビジネスマッチングなどに出展するようになってきているが、取引先企業が販売している商品を説明できない行員や職員は少なくない。しかし、秋田県信用組合の職員は日頃から取引先企業とのコミュニケーションを活発化しているため、「職員は取引先企業が販売している商品の特徴をバイヤーに説明できる」(営業推進部長・藤原保氏)という。つまり、創業・起業支援を行う根底には、「職員が事業者への関心、興味を持ち続けなければいけない」ことがよくわかる。

なお、創業・起業をめざす人々への融資については、通常の融資と同様、フェイス・トゥ・フェイスを何よりも重視するスタンスを貫いてきた。この組織のあり方が、田舎ベンチャービジネスクラブを設立する大きな土壌となっていることは特筆される。

目利き力の向上と創業・起業支援の活性化に向けて

以上、「目利き力」をテーマに2つの信用組合の創業・起業支援の取組みを概観した。目利き力を向上させる手法は、各金融機関のスタンスや規模、地域性などによって、そのアプローチは大きく異なる。

しかし、目利き力が創業・企業支援に

リンクするためには、少なくとも、従来のような担保の有無や定量分析だけで判断するのではなく、取引先に真摯に向き合って将来を語り合うこと、はもちろんのこと、目利き力を主体にした組織づくり 具体的には、渉外活動、営業店マネジメント、職員教育、融資体制、ビジネスマッチング等の取引先支援など、あらゆる部署との連携に取り組みなければならない、ということが第一勧信と秋田県信用組合の事例からわかる。

昨今、目利き力の向上を議論する場合、なかには「中小企業診断士などの資格保有者が多い」という点を強調することもある。行員や職員が専門的な知識を有することは重要である。しかし、中小企業の開業率を高め、地域経済活性化に貢献する実践的な目利き力の向上には、専門性の高い職員の育成だけでなく、その能力を十二分に生かすことができるような組織の構築が不可欠であることを忘れてはならない。

海外の話題

日本産農林水産物・食品の輸出イベントへの初めての参加について

農林中央金庫 北京駐在員事務所長 森下 純也

当地北京でも日本食人気が高まっている中、3月17日に北京所在の在中日本大使館（以下，“大使館”）にて初めての「日本食材・食品宣伝展」が開催され、農林中金北京事務所（以下，“北京事務所”）は唯一の協賛者としてイベント全体をサポートすると同時に米ブース出店を行った。

これまでの大使館イベントは商業色を排し、日本文化紹介を主目的としたものであったのに対し、今回は、各出店者による販促活動（金銭受渡しは禁止だが、販売店舗の明示やEコマース・サイトへの誘導可能等）を推奨し、来客者も購買力の高い富裕層やネット販売への影響力が強いパワーブロガーを主体とする等、販売増加効果が大きい期待出来るイベントとして企画された。北京事務所は実質的な輸出促進につながる事に着目し、今回イベントを企画した大使館の呼び掛けに応じて、オールジャパンとしての取組みをサポートするためのイベント全体サポートと日本産米輸出促進の取組みを行う事とした。

こうしたイベントに参加するのは、北京事務所としても、私自身も初めてであったため、何から準備してよいのかもよく分からない状態であったが、昨年開催された日本秋祭の対応等、経験豊富な農林中金香港事務所や関係各部のサポートを受けて、北京事務所総出の対応により何とかイベント当日に間に合わせる事が出来た。

北京事務所が運営する米ブースには全国農業協同組合連合会の北京事務所と他日系企業に参加して頂き、日本産の炊き立てご飯とご飯に合う惣菜の試食、日本産パック米の配布を行った。「日本のお米はすごく美味しい。どこで買えるのか」という意見が聞かれる等、来場者の意見は好意的なものが過半であったものの、

「他の試食を色々食べた後だと、ご飯の味がどうだったか忘れてしまう。」という声もあり、日本産米の美味しさをどのようにアピールし、実際の販売につなげるかという点では今後も改善の余地があると感じている。

日本同様、ご飯を食べるとは言っても食習慣の異なる中国市場での日本産米拡販がそれほど容易ではない事は事実であろう。ご飯は、水餃子、包子（まんじゅう）、麺等の他の主食と競合するものであり、仮に主食としてご飯が選ばれたとしても、値段の高さから日本産米

ではなく、中国産米や他国産米が選ばれる事も考えられる。

それでも今後に大きな可能性を感じるのは、日本への旅行経験者増加と日本食人気の高まり、食の安全を求めるミドルクラス成長、等のプラス要因が最近3年程度で見ても急速に強まっているのを実感しているためである。

北京の街中にも随分と日本食レストランが増え、中国国内でも人気の“深夜食堂”を模した店舗も展開されている。大抵の日本食は中国の食材で作れるし、現に作られているものの、本物志向の富裕層も多いため、「日本には年に何回も旅行に行く。旅行に行くたびに自宅用や友達にあげるためにお米を買って来る」という声も聞かれる。今後益々、中国における日本製品の人気が高まれば、現在も続いている10都県からの輸入禁止等、日本からの農林水産物・食品輸出の障害となっている各種規制緩和を求める声が中国国内からも強まるかもしれない。

イベント会場にて、普段からお世話になっている食品、流通、レストラン関係の方や大使館の皆さんと一緒に食輸出拡大に取り組むのは非常に楽しい経験であった。オールジャパンで頑張ろうという非常に良い雰囲気が当地にて強まっており、同じコンセプトのイベントは今後も企画される予定である。出店等ご興味がおありの方は、北京事務所までぜひご連絡下さい。