

2015年の内外経済金融の展望

—経済再生に向けて再始動する日本経済—

主席研究員 南 武志 主席研究員 山口勝義
主任研究員 木村俊文 研究員 王 雷軒
研究員 多田忠義

〔要 旨〕

世界経済は総じて低成長に甘んじた状況が続いている。L・サマーズ元米財務長官が提唱しているsecular stagnation（長期停滞）論では、自然利子率がマイナス状態に陥っているとし、投資不足を解消するためにはもはや金融政策には限度があり、財政政策の有効性が主張されている。しかし、現実の先進国・地域においては、積極的な財政運営には歯止めがかけておられ、金融政策に依存した景気・物価対策が続けられてきた。こうしたなか、2014年秋には金融政策に大きな節目を迎えた。米国は量的緩和を終了、逆に欧州は量的緩和への期待が高まり、日本は量的緩和を強化した。本稿では、これまで先進国・地域の中央銀行が採用した非伝統的な金融政策を振り返り、その評価や課題、今後の展望などを考察した。

さて、15年の内外経済金融を展望すると、米国経済は堅調に推移することが見込まれる一方、欧州経済は軟調さが残るだろう。また、中国経済は7%成長へ軟着陸、新興国は景気底固めの年になるだろう。こうしたなか、14年度は消費税増税の影響で失速した国内経済であったが、経済政策の軌道修正や円安・資源安などで15年度には再び回復傾向が強まると予想する。

目 次

はじめに

—低成長が続く世界経済—

1 先進国・地域における非伝統的な金融政策の 行方

- (1) 非伝統的な領域にまで踏み込んだ金融政策
- (2) 米連邦準備制度の金融政策
- (3) 欧州中央銀行の金融政策
- (4) 日本銀行の金融政策

2 海外経済金融の展望

- (1) 米国経済の展望

(2) 欧州経済の展望

(3) 中国経済の展望

(4) 新興国・資源国経済の展望

3 国内経済・金融の注目点と展望

- (1) 軌道修正された経済政策
- (2) 国内経済・物価の展望
- (3) 長期金利はさらなる低下余地を探る展開

おわりに

—残された財政健全化をどう進めるか—

はじめに

—低成長が続く世界経済—

2008年秋、世界経済は未曾有の経済・金融危機に見舞われた。主要国は国際協調体制の下、金融・財政政策や金融システム安定化策を駆使し、09年半ばまでには危機から脱することができた。その後も先進国経済には低調さが残ったため、緩和的な金融政策運営が続いたが、それによる資金流入が新興・資源国経済を活性化させ、世界経済の牽引役がそれまでの先進国から交代したかにみえた。しかし、13年5月に米国の金融緩和が終了する可能性が示唆されると、新興国経済では資本流出への警戒が高まり、金融資本市場は大きく動揺した。このような状況は14年の世界経済を振り返っても、特段変化がみられない。

こうしたなか、13年秋にL・サマーズ元米財務長官が唱えたsecular stagnation（長期停滞）論への注目が続いている。簡単に紹介すると、先進国・地域では貯蓄投資バランスが崩れ、自然利子率^(注1)がマイナス状態となっていること、さらに適正な経済成長と金融安定が両立しえなくなっている可能性について言及、こうした現象は実は08～09年の経済・金融危機以前から起きているとし、金融政策にはもはや限界があり、投資不足を補うための財政政策の有効性を主張している。しかし、現実を目を向けると、わが国も含めた先進各国では積極的な財政出動には歯止めがかけられた状況であり、

むしろ金融政策にかかる期待は非常に高まっているのが現状である。

こうした認識のもと、15年の内外経済金融情勢を展望するにあたって、まずは先進国・地域における金融政策の動向に着目してみたい。米国は14年10月には資産買入れプログラム（量的緩和第3弾、QE3）を終了し、利上げ時期や利上げテンポに関する思惑がテーマとなっている。一方、ユーロ圏では低調な域内景気や物価に直面するなかで、禁じ手とされてきた国債買入れといった量的緩和策を決断できるかどうか、といった点に注目が集まっている。日本ではそもそも物価安定目標は達成可能なのか、一段の緩和もありうるのか、といったところがテーマと言えるだろう。その後、15年の内外経済金融の展望を述べることにする。

(注1) 自然利子率 (natural rate of interest)

金融市場の需給関係によって決まる貨幣利子率に対し、実物面、すなわち投資と貯蓄を均衡させると考えられる利子率を自然利子率という。

1 先進国・地域における 非伝統的な金融政策の行方

(1) 非伝統的な領域にまで踏み込んだ 金融政策

これまで幾度となくインフレに悩まされてきた中央銀行は、「石橋を叩いても渡らない」ことを是とし、通貨価値の安定のために保守的な政策運営を続けてきた。しかし、21世紀に入ると、デフレに陥っていた日本を皮切りに、先進国・地域の中央銀行は、非伝統的とされる領域に踏み込んだ金融緩

和を行わざるをえない状況に追い込まれた(第1, 2図)。その背景には, 経済・金融危機に対処する過程で「伝統的」とされる従来の政策手段に限界がきたからにほかならない。

伝統的な金融政策とは, 基本的には公開市場操作によって政策金利(日本であれば無担保コールレート(翌日物))を目標水準に誘導し, それを起点に, より期間の長い, もしくは信用リスクを伴う金融商品の価格形成や金融機関の貸出行動を変化させることを通じて, 経済を物価安定の下での持続

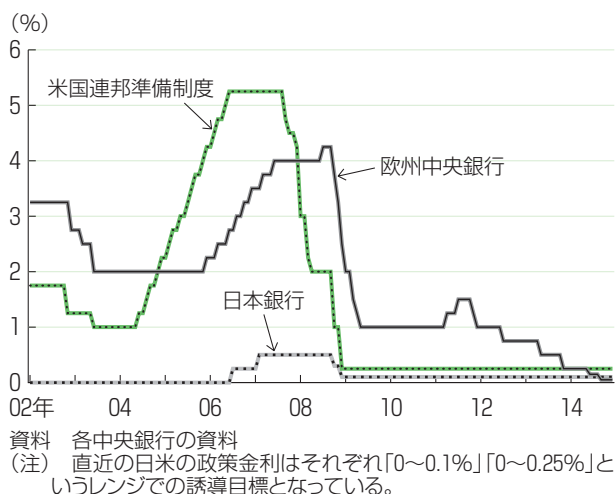
的成長経路をたどることを促すために用いられるものである。

しかし, 近年, 金利非負制約, 流動性枯渇による市場機能の低下, 不良債権発生やその処理に伴う金融仲介機能の低下などにより, いわゆる伝統的な金融政策の発動余地が乏しくなり, 政策運営が困難化する事態に陥っている。こうした状況のもと, 中央銀行は, 国債買入れなどを通じた「量的金融緩和」, 信用リスクのある金融資産を買い入れる「信用緩和」, さらには現行の緩和策を一定期間継続する言質を与える「フォワード・ガイダンス, 時間軸効果」, 金融機関の貸出行動にインセンティブを付与する貸出支援策などに着手した。

いわゆる非伝統的な金融政策は, 先行きの不透明性を排除してイールドカーブ全体を押し下げること, また実質金利やリスクプレミアムを下げることを通じて投資活性化を促す効果や, 金融機関の資産構成の変化(ポートフォリオ・リバランス)を通じて安全資産からリスク資産への資金シフトを促すことで, 経済・物価を正常化させようという試みといえる。一方, 同時に金融システム不安を抱えるなかで, 量的緩和がどの程度の効果があるのか疑問視する意見もある。また, これまで経験したことがないだけに, 目標達成後には出口政策をどう進めるかという難題も待ち構えている。

以下では, 具体的に, 米国, 欧州, 日本の中央銀行における非伝統的な金融政策の取組み, 評価, 課題, 今後の展望などについて考えてみたい。

第1図 日米欧の政策金利



第2図 日米欧中央銀行のバランスシート規模



(2) 米連邦準備制度の金融政策

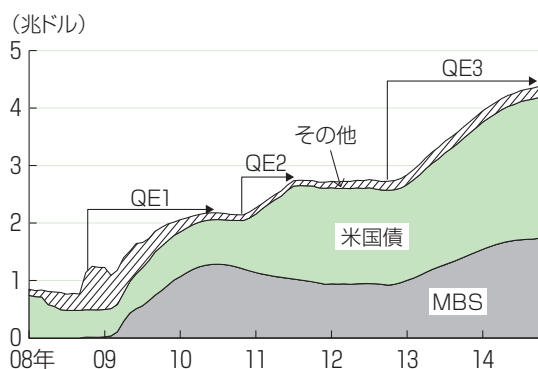
a 量的緩和策の推移

米連邦準備制度理事会（FRB）は、08年12月に政策金利であるフェデラル・ファンド（FF）金利の誘導目標を事実上のゼロ金利となる0～0.25%に引き下げた後、数次にわたるフォワード・ガイダンスの修正とともに量的緩和策（QE）を採用してきた。

QE1（08年11月～10年6月）では住宅ローン担保証券（MBS）や米国債など合計1兆7,250億ドルの資産を購入し、次いでQE2（10年11月～11年6月）では米国債を合計6,000億ドル買い入れた。さらにQE3（12年9月～14年10月）では、MBSと米国債を合計1兆8,100億ドル購入した。

FRBは14年10月末で新規の資産購入を停止したが、満期を迎えた債券の償還資金の再投資はその後も継続しているため、FRBの保有資産額は過去最大の4.4兆ドル超と、金融危機前（約8,000億ドル）の5倍の規模に拡大した（第3図）。

第3図 FRBが保有する総資産の推移



資料 FRB資料
(注) MBSは政府機関債を含む。

b 今後の方向性

FRBは14年9月に金融政策の正常化に向けた基本方針（11年6月に示された出口戦略に関する基本的な考え方の修正版）を公表した。同方針を踏まえると、FRBの出口戦略はおおよ次のとおりとなる。適切な時期にフォワード・ガイダンスを修正した上で、まずFF金利の誘導目標を引き上げ、必要に応じてリバースレポ金利の調節（大量保有する債券を一定期間貸し出すことにより資金吸収を図る措置）など補完策を講じるとともに、正常化過程のどこかの段階で超過準備預金金利を引き上げる。また、保有する金融資産については、利上げ開始後に償還資金の再投資を終了し、最終的には経済見通しや金融情勢を勘案しながら段階的かつ長期的に金融資産を縮小する。ただし、現在のところMBSの売却は考えていないとしている。

今後、FRBの見通しに沿った景気回復が現実のものとなれば、上記手順で出口戦略が進められ、15年後半には利上げが開始されることになる。

c これまでの金融政策の評価と今後の課題

08年以降にFRBが講じてきた金融緩和策は、緊急雇用対策などの財政政策と相まって需要不足に歯止めをかけ、デフレへの転落を回避したほか、株価や住宅価格の上昇、個人消費の拡大、労働（雇用）市場の改善などを促す効果をもたらした。とりわけ、FRBによるMBS購入は、機能不全に陥った住宅ローン市場を補完し、かつ住宅ローン

金利に対する低下圧力を増大させ、これにより住宅購入とローン借換えを促進させるなど、住宅市場の回復に大きな役割を果たした。

一方、資産効果で購買力が高まった高所得層とは対照的に、中・低所得層では資産効果の恩恵が行き渡らず、所得税増税が重なったこともあり、以前にも増して所得格差が拡大した可能性が高い。また、再び高い収益を上げ、従業員に対する高い給与支給を復活させた金融機関に対しては、金融危機を引き起こした反省もせず、いまだに自己利益を追求しているとの批判を招いている。

先行きを展望すると、利上げが始まれば、住宅ローン金利にも上昇圧力がかかるため、依然回復途上にある住宅市場に水を差すことが懸念される。また、実際に利上げが開始される際には、13年5月にQE3縮小開始が示唆された時や、直近ではQE3停止が目前に迫った14年10月にもみられたとおり、金融市場が不安定化する可能性が高い。したがって、FRBは金融市場に過度の動揺を与えないよう、細心の注意を払って出口戦略を進めることが課題となるだろう。

(3) 欧州中央銀行の金融政策

a これまでの金融緩和への取組み

これまでユーロ圏では、財政危機による市場からの強い圧力の下で財政規律の重視を迫られたことに加え、財政政策による需要刺激効果は一時的との判断もあり、景気対策としては欧州中央銀行（ECB）による

金融政策に大きく依存してきている。

またユーロ圏では、規制緩和などとともに、従業員の解雇を容易にする法整備を含め労働コストの押下げを図る経済の構造改革に注力してきた。この結果、特にスペインなどで成果が現れ経済の競争力強化が実現したが、しかしその一方で、失業率は大幅に上昇すると同時に貧富の格差が拡大し、この結果、個人消費の抑制などを通じ内需の低迷を招くことになった。

これらの結果、ユーロ圏では現在も低成長が継続しているほか、消費者物価指数上昇率の低下（デフレーション）が進行している。これに対し、ECBは14年6月には政策金利の引下げに加え、銀行が中央銀行に余剰資金を預け入れる際の金利を初めてマイナスとしたほか、銀行に対し低利で融資原資を供給する仕組み（TLTRO）を新設するなどの多面的な政策を打ち出した。また9月にも、政策金利をさらに引き下げるとともに、資産担保証券（ABS）などの買入れ開始を決定した。加えて、ドラギECB総裁は12月には、デフレーションが長引くリスクに対処する必要があるが生じれば責務の範囲内で追加的な非伝統的手法を活用することで理事会は一致していると発言したほか、ECBのバランスシートを約1兆ユーロ拡大し12年初頭の約3兆ユーロの規模回復を意図しているとしたことから、市場では国債を対象としたECBによる量的緩和政策（QE）導入への期待感が強まっている。

b 現行の金融政策の評価

しかしながら、ユーロ圏では金融緩和の効果の浸透には大きな制約が存在している。すなわち、概して改善の進捗が遅い国家財政以外に民間部門でも債務残高の水準は高く、その削減が引き続き課題となっている。このため、景気回復が見通せない環境下で、しかもバランスシートの改善が求められるこれらの経済主体は、銀行借入を通じた投資等の拡大には積極的にはなり難い。また、銀行自体についても、未だ万全とは言えない財務体力に近年では金融規制の強化も加わり、大きなリスクテイクは回避しがちとなる。

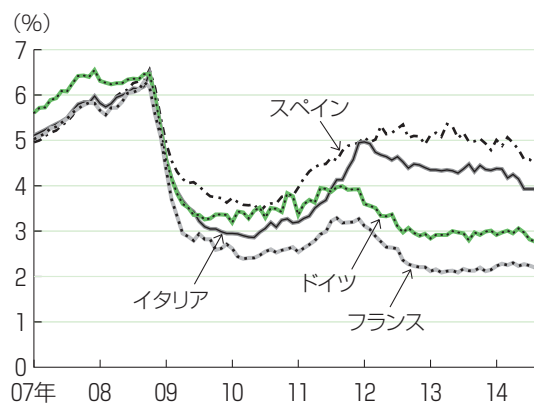
現実に銀行の貸出残高の伸び率をみればユーロ圏全体として依然としてマイナス圏に沈んでいるほか、貸出金利の水準にも各国間で大きな格差が残存していることが確認できる。ここにはユーロ圏における資金需要の弱さや金融機能の脆弱性が如実に反映しており、金融政策の効果の限界が現れているものと考えられる（第4、5図）。

第4図 ユーロ圏の銀行貸出残高伸び率(年率)



資料 ECBデータ

第5図 非金融企業に対する銀行貸出金利
(新規, 1年以内, 1百万ユーロ以内)



資料 第4図に同じ

c 今後の展望と課題

市場では、ECBによる国債を対象としたQE導入への期待感が強まっているが、財政ファイナンスを禁じた欧州連合 (EU) 条約の規定とともに、既に大幅に低下している中長期金利などを勘案すれば、ユーロ圏でのQE導入の効果には限界があるものと考えられる。すなわち、ここからさらに市場で金利水準が低下するとしても、銀行貸出が中心のユーロ圏では企業等の調達コストに与える影響は間接的なものでしかないばかりか、そもそも需資は低迷している。また、債務残高の高止まりで、資産効果による消費刺激にも大きくは期待できない。一方、ユーロ圏では輸出競争力には各国間でまだら模様が残るほか、生産拠点の海外移転の進捗等を勘案すれば、ユーロ安が進んだ場合においても輸出を増加させる力は限られたものにとどまる可能性がある。むしろ一層のユーロ安は、失業率が高止まりし、賃金が伸びないなかで、輸入物価の上昇による内需の下押しなどの負の影響を招

くことが懸念される。

金融政策は銀行の流動性対策としては有効ではあるとしても、上記のとおり信用の拡大に限界がある現在の状況の下では十分機能するとは言い難く、またQEについてもその効果には限界があるものと考えられる。むしろユーロ圏で求められているものは、着実な銀行改革とともに、インフラ整備や技術開発支援、教育拡充等にかかる公共的な支出や減税策などの財政政策を活用しつつ需要面の刺激を行う柔軟な政策対応ではないかと考えられる。特に、企業や家計のバランスシート改善の過程では、ましてデイスインフレにより債務の負担が軽減されずに内需を抑制する力がより強く働くなかでは、QEを含めた金融政策以上に、これらの政策の役割は一層大きいものとみられる。

(4) 日本銀行の金融政策

a 日銀が試みた非伝統的手法の経緯

90年代前半のバブル崩壊やそれが遠因となった金融危機、加えて90年代後半以降のデフレへの対応として、日銀は非伝統的な政策運営を世界に先駆けてやってきた。

具体的には、「量的・質的金融緩和」(QQE, 13年4月～)以前から、ゼロ金利政策(99年2月～00年8月)、量的緩和政策(01年3月～06年3月)、第2次ゼロ金利政策(06年3月～7月)、包括金融緩和(10年11月～13年4月)を実施してきた。

この間、銀行保有株式の買入れ(02年11月～04年9月, 09年2月～10年4月)、資産担保証券買入(03年7月～06年9月)、08～09

年の金融・経済危機時のコマーシャル・ペーパー(CP, 09年2月～12月)や社債の買入れ(09年3月～10年12月)、資産買入基金創設によるCP、社債、ETF、REITの買入れ(10年11月～13年3月)など、信用リスクを伴う金融資産の買入れを実施してきた。

さらに、企業金融支援特別オペレーション(09年1月～10年6月)、成長基盤強化支援(10年9月～)や貸出増加支援(13年6月～)のための資金供給など、金融仲介機能への働きかけも手厚く行ってきた。

とはいえ、これらの試みはデフレ脱却にはつながらなかったのが実情である。これをもって、非伝統的手法には効果がないとみるべきか、そもそも内容が不十分かつ結果が出るまで徹底的にやらなかったからそうだったか、は議論が分かれるところだ。

b 量的・質的金融緩和の導入とその評価

こうしたなか、アベノミクスの登場によって、日銀の政策運営の理念、手法が大きく軌道修正された。13年1月、物価安定を意味する状態を、先進国では標準的である前年比2%程度へ引き上げ、それを早期に達成することを目指す、といった物価目標政策に踏み切った。同年3月には黒田東彦新総裁が誕生したが、就任後初の開催となった政策決定会合(4月3～4日)ではマネタリーベースを2年で2倍の水準に膨らませ、かつ今後2年程度で2%の物価上昇も達成する、というQQE導入を決定した。これ以降、「金融政策には限度がある」といったこれまでの消極的な姿勢から、「物価安定

第1表 量的・質的金融緩和の内容

(単位 兆円)

		12年末 (実績)	13 (実績)	14 (見通し)	今後の年間 増加ベース
マネタリーベース		138	202	275	+約80兆円
バ ラ ン ス シ ー ト 項 目 の 内 訳	長期国債	89	142	200	+約80兆円
	CP等	2.1	2.2	2.2	残高維持
	社債等	2.9	3.2	3.2	残高維持
	ETF	1.5	2.5	3.8	+約3兆円
	JREIT	0.11	0.14	0.18	+約900億円
	貸出支援基金	3.3	9	30	-
	その他とも資産計	158	224	297	
	銀行券	87	90	93	
	当座預金	47	107	177	
	その他とも負債・ 純資産計	158	224	297	

資料 日本銀行

のためには何でもやる」と積極的な姿勢への転換を通じ、人々の物価期待に働きかけようという試みがなされている。また、14年10月にはQQEをさらに強化する(QQE2へ)など、早期の物価安定目標に向けた行動を続けている(第1表)。

現在進行形であるだけにQQE, QQE2について適切な評価をするのは時期尚早であるが、日本経済の重荷であった円高状態を解消し、物価を下落状態から引き上げた点は評価すべきであろう。また、半ば定着していたデフレ予想を打破し、適度な水準までインフレ予想を高めようという努力を続けている点も評価に値する。とはいえ、金融政策が促した円安には「時間稼ぎ」という側面もあるだけに、持続的な経済成長を生み出すための「仕掛け」である成長戦略の真価が問われているといえる。

c 今後の展望と課題

とはいえ、15年度を中心とする期間内に安定的に2%程度の物価上昇率を達成する、

という目標が実現するのは厳しいのが実際のところだ。目標と現実の乖離が残る限り、日銀には追加緩和もしくは「2年で2%」といった目標の変更といった観測が付きまとうことになるだろう。

また、マネタリーベースを政策目標として設定し続けるべきか、も今後の課題といえる。本来、日銀から供給された資金は、インターバンク内に滞留することなく、民間部門への貸出等を通じて、経済全体を循環するのが望ましい。

しかし、補完当座預金制度の存在も手伝って、11月の準備預金積み期間中の超過準備は約145兆円にまで膨らんでいる。日銀による資金供給量に比べて運用手段の選択肢が少ないという問題もあるにせよ、市中金融機関もまた日銀の政策運営に協力するという姿には違和感を覚えないでもない。

他方、2%の物価上昇達成が見通せる状況になった場合には、出口論が浮上し、日銀が実施している大量の国債買入れの減額が意識されることになる。短期オペによる資金供給を主力とした量的緩和政策時と異なり、現在は長期国債買入れを通じた資金供給が主力となっており、国債市場における日銀のプレゼンスが極めて大きいことから、その出口政策の動向次第では長期金利に過度な変動を及ぼしかねない。加えて17年度以降の増税再開と緩和解除や出口政策が重なる場合、過度の引締め効果が日本経済に及ぶ可能性もある。その場合には、金

融政策の自由度が損なわれる可能性もあるなど、デフレ脱却が実現できた後の出口政策にも難題が待ち受けていることは間違いない。

2 海外経済金融の展望

(1) 米国経済の展望

14年の米国経済は、異例の寒波に見舞われたことから1～3月期に一時マイナス成長となったが、その後は急速に持ち直し、年率4%前後の成長となった。足元でも、家計や企業のマインドが高水準で推移し、雇用回復の勢いが強まるなど、回復基調が続いている(第6図)。

15年は内需中心に堅調な動きとなり、同年の成長率も過去5年平均である2%台前半から3%程度まで加速すると見込まれる。まず、個人消費は、依然として賃金上昇率が緩やかな伸びにとどまっているものの、雇用環境の改善の下で先行きに対する楽観的な見方が広がっており、加えて株高によ

る資産効果やガソリン価格下落による好影響もあり、堅調に推移すると考えられる。

また、設備投資は、稼働率がリーマン・ショック前の水準を回復していることから、設備過剰感の解消に伴い、回復ペースが徐々に強まると予想する。ただし、原油価格の下落が続けば、シェールオイルの開発投資を抑制することから、設備投資が下押しされる可能性もある。

住宅投資は、物件価格の上昇が一服していることや住宅ローン金利が低下傾向で推移していることなどから、回復の動きが続くとみられる。ただし、利上げが開始されれば、住宅ローン金利にも上昇圧力がかかることから、下押しされることは不可避だろう。

外需については、海外経済の成長鈍化を受けて、輸出増加ペースが弱まると予想する。政府支出に対しては、引き続き強制歳出削減が実施されるものの、15年度(14年10月～15年9月)までは国防費や国内事業向け経費の削減規模が緩和されることから、財政面での下押し圧力が弱まる傾向が続くと予想する。

なお、リスク要因としては、15年3月には連邦債務上限の不適用措置が期限切れになるほか、16年度予算案の審議も難航が予想されるなど、財政問題が再浮上する可能性が挙げられる。債務上限引上げ協議や予算折衝で再び米議会が混乱することになれば、マインドが一気に悪化することから、景気が下振れする恐れもあるだろう。

第6図 米国の企業と消費者の景況感の動向



資料 ISM, ミシガン大学, NBER
(注) 緑色部分は景気後退期。

(2) 欧州経済の展望

ユーロ圏では、14年7～9月期の実質GDP成長率が前期比0.2%にとどまるなど、引き続き低成長が継続している。ユーロ圏では国家財政のほか企業や家計でも債務残高の削減が課題となっており銀行借入を通じた投資等の拡大にはつながりにくいことや、域内の金融機能も十全とは言えないことなど、景気回復上の障害が引き続き残されている。加えて、デスインフレの進行、対ロシア制裁の影響拡大や、新興国や資源国経済の成長鈍化などの懸念材料も生じている。このため、今後も当面のところ实体经济の本格的な成長は困難であるばかりか、成長には相応のダウンサイドリスクが伴っているものと考えられる。

また、ユーロ圏ではこれまで、需要面の刺激策を軽視したままで経済の供給面の改革に偏重し、また金融政策に多くを依存する政策を採用してきた。これらの政策の景気対策としての実効性は信用の拡大の限界などから大きく制約されていることから、今後もこれらが継続される場合には、景気低迷が一層長期化する可能性が高まるものと考えられる。

(3) 中国経済の展望

1978年～2011年の30年間余りを通じて前年比10%前後の経済成長を遂げた中国経済であるが、近年では同7%台に減速してきた。この主因は、12年から減少が始まった15～59歳生産年齢人口の影響によって労働供給余力が低下していることや、鉄鋼産業

などへの過剰な設備投資や無駄な投資によって投資効率も低下していることにある。こうした状況の下、物価加速や不動産バブルを生み出さずに、持続的な高成長を続けることは難しくなっている。

こうしたなか、習近平政権の下、経済成長の原動力を投資主導から消費主導へ切り替えるべく、これまで以上に経済構造の調整に乗り出している。とりわけ鉄鋼や太陽光パネルなどへの過大投資によって生み出された過剰生産能力を抑制し、製造業からサービス業への資源投入の切り替えも推進されてきた。

ただし、内陸地域と沿海地域の経済格差を解消するための内陸部向けのインフラ投資は増加が続くとみられる。また、13年の「三中全会」では政府の役割を改め、多くの領域における規制緩和が決定された。こういった規制緩和を通じ、民間の活力を一層発揮できるような環境を整備すれば、「改革のボーナス」を得られる可能性もあることから、先行きの中国経済は6～7%の成長を維持していく可能性が高いと思われる。

一方、リーマン・ショック後の超緩和的金融政策の実施によって不動産価格の高騰などの副作用をもたらした反省から、経済成長率が7%台まで減速しても中立的金融政策が継続されてきた。ただし、この間、中国人民銀行（中央銀行）は、農業や中小企業を対象に的を絞った限定的な金融緩和（預金準備率の引下げ）を実施し、またSLF（短期貸出ファシリティー）やMLF（中期貸出ファシリティー）などの新たな金融調整ツール

を創設し、一部の銀行に流動性を供給してきた。しかし、こうした金融政策の効果があまりみられなかったため、中国人民銀行が11月に利下げを決定したと思われる。

15年については、これまでの要人発言から、中国政府が成長鈍化を容認しつつあるとみられることから、経済成長率は14年より減速し、7%台前半の成長になると予想する。インフラ投資の勢いがやや加速するものの、鉄鋼などの過剰生産分野の供給過剰問題や不動産在庫の積み上がり問題の解消には時間を要し、投資全体の減速基調が継続するとみられる。

(4) 新興国・資源国経済の展望

14年の新興国（除く中国）・資源国経済は、低調な中国・欧州経済の影響や、米国金融緩和策終了への思惑に伴う資金流出などにより、13年春まで続いた高成長にブレーキがかかった状態が続いた。このため、こうした国・地域の経済を展望する場合、世界経済の動向に大きく影響を受けるという前提で考える必要がある。前述のとおり、欧州経済は低調なままである一方、米国経済は堅調に推移、中国経済は安定成長に向けて軟着陸していく、という想定の下で、15年の新興国・資源国経済は徐々に成長力を回復させる可能性もある。以下では、そうした見通しを考える上でのリスク要因をいくつか指摘してみたい。

まず、原油など資源価格が新興・資源国に与える影響についてであるが、世界の原油需要の3分の1はアジア太平洋地域に集

中しており、マレーシアを除くほとんどの国が純輸入国である。原油価格のさらなる下落は、原油輸入国の経常収支改善、実質購買力の増加、コスト圧縮、インフレ圧力の緩和などをもたらす。こうしたメリットを受けて需要が喚起されるほか、リスク対応能力を高める可能性もある。こうした背景もあり、金融政策については、上述のとおり、インフレ圧力の緩和により、これまでの引締め政策から緩和方向へ向かう可能性がある。物価下落の著しいインド等では15年にも利下げの可能性が高まっており、金融緩和による景気刺激が期待される国もある。一方、マレーシアやロシアといった資源国にとっては景気抑制効果が強まるなど、明暗が分かれる点に留意すべきだ。

次に、米ドル高が新興国・資源国に与える影響についてである。新興国・資源国経済は資金調達を外貨建て債務に頼らざるを得ず、米ドル高が進めば、自国通貨建ての債務が膨張するリスクがつきまとう。また、自国通貨安による輸入インフレにも留意したい。もっとも、米ドル高は輸出促進型の成長モデルを採用する新興国経済には恩恵となるなど、様々な方面にメリット・デメリットが現れることに留意したい。

最後に、15年下期にも想定される米国の利上げの影響が、国際的な資金フローに変調をもたらし、通貨安・株安など金融資本市場が混乱する可能性に引き続き注意すべきである。アジア通貨危機などを契機に、多くの新興国・資源国では必要と思われる水準を上回る外貨準備を保有しているとは

いえ、これまで外国資本の受入れが持続的な経済成長を支えてきたことは間違いない。インドやインドネシアなどで、直接投資等の外資規制を緩和する動きがあるかなどに注目する必要がある。

3 国内経済・金融の注目点と展望

(1) 軌道修正された経済政策

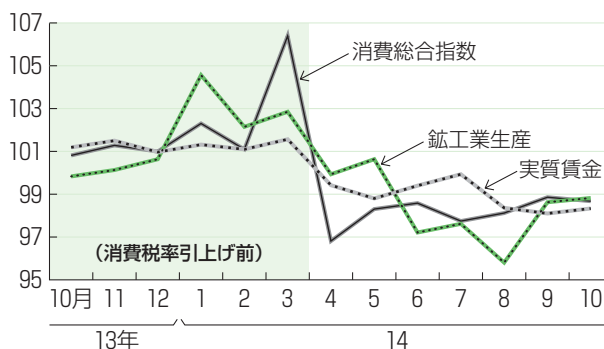
14年4月の消費税増税は実に17年ぶりであったが、少子高齢化が進行するなかで巨額の財政赤字を抱えるわが国にとって、税率10%への引上げに向けた一連の措置は失敗が許されない状況でもあった。そのため、政府は、復興法人税の1年前倒し廃止を決定、増益企業に対して賃上げを強く要請したほか、5.5兆円規模の経済対策を打った。

このうち、賃上げに関しては、14年度の春季賃金交渉では前年度比2.19%（民間企業）と、例年を上回る賃上げ率で合意した。ただし、労働者の高齢化、パートタイム労働者比率の上昇などもあり、労働者の平均賃金としてみた場合には前年比1%前後にとどまり、物価上昇分を考慮すると目減りしてしまうなど、消費持ち直しの抑制に働いた。また、経済対策の過半を占める公共事業についても、21世紀入り後の抑制方針でそれを担う産業が縮小するなか、東日本大震災関連の復興事業で既に高稼働で推移していたことから、景気落ち込みを穴埋めする役目を果たすことはできなかった。結局、わが国経済には税率3%分の引上げを

吸収しうるだけの体力が備わっていなかった、ということだ。この結果、増税後の国内景気は停滞感が強まり、15年10月に予定していた再増税は先送りされるなど、増税前までは順調にみえたアベノミクスに対して「行き詰まり」「失敗」などと厳しい評価も増えつつある（第7図）。

しかし、この再増税先送り判断は、日銀により量的緩和策が強化されたことと合わせ、起死回生の一手となる可能性を秘めている。加えて、このところの原油など資源価格の大幅下落も日本経済にとってはメリットが大きい。もちろん、資源安は世界経済の需要回復ペースの鈍さを示しているが、実質購買力の向上に加え、円安によるコスト高を緩和する効果もある。さらに、日本経済が直面する労働面での供給制約はデフレ脱却にはプラスに働きやすい。繰り返しになるが、消費税増税を上手く乗り切れなかったのは賃上げが不十分であったからであるが、現在の一部の業種・職種にとどまっている人員不足が一般的に広がれば、企業なども適度な賃上げをしないと雇用人員

第7図 この1年の消費・生産・実質賃金の動き



資料 内閣府、経済産業省、厚生労働省の公表統計
 (注) 2013年10月～14年10月=100として指数化。

の確保が困難となっていく。賃上げが定着しさえすれば、ある程度の物価上昇も受け入れられる、といった具合に経済・物価が好循環を実現し始めることが期待される。もはやデフレを前提としたビジネスモデルは破綻しており、企業経営者は人件費抑制で利益を捻出するという発想を切り替える必要性に迫られている。

国内景気は増税ショックを乗り越えていくだけの材料がそろっている。このように景気回復が再開すれば、労働需給が全体的に引き締まり、適度な賃金上昇が定着していくものと期待される。

以上を受けて、15年度の実質成長率は1.5%と2年ぶりのプラスと予測した(第2表)。潜在成長率を上回る1%台半ばでの成

(2) 国内経済・物価の展望

14年度入り後は2四半期連続でのマイナス成長となるなど、消費税増税による景気への悪影響は大方の予想を上回った。もはやアベノミクスは「賞味期限切れ」で、日本経済は再び失速してしまうのだろうか。

当総研は、14年秋に打ち出された一連の金融・財政政策の軌道修正は、労働供給制約に直面していることを考慮すればデフレ脱却や成長促進にとっては有効策であると考えている。増税効果が一巡する15年度入り後は、実質所得の目減りが大幅に緩和・解消し、消費持ち直しへ貢献し始めるだろう。また、円安反転から2年が経過し、日本製品の相対価格が下落するなどの効果浸透もあり、これまで低調だった輸出数量の動きにも増加基調が見え始めている。慎重だった民間企業の設備投資行動にも前向きな動きが始まっている。加えて、足元の原油など資源価格の大幅下落は、実質購買力の向上につながり、

第2表 2015年度 日本経済見通し

	単位	13年度 (実績)	14 (実績見込)	15 (予測)
名目GDP	%	1.8	1.1	1.5
実質GDP	%	2.1	△0.5	1.5
民間需要	%	2.3	△1.9	1.7
民間最終消費支出	%	2.5	△2.8	1.6
民間住宅	%	9.3	△11.0	△1.9
民間企業設備	%	4.0	0.9	4.5
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	△0.5	0.4	△0.3
公的需要	%	3.2	1.0	0.5
政府最終消費支出	%	1.6	0.6	0.8
公的固定資本形成	%	10.3	2.8	△1.2
輸出	%	4.7	6.2	4.3
輸入	%	6.7	2.4	4.3
国内需要寄与度	ポイント	2.6	△1.2	1.3
民間需要寄与度	ポイント	1.8	△1.4	1.2
公的需要寄与度	ポイント	0.8	0.2	0.1
海外需要寄与度	ポイント	△0.5	0.7	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	△0.3	1.6	0.0
国内企業物価(前年比)	%	1.8	3.4	△0.4
全国消費者物価(前年比) (消費税増税要因を除く)	%	0.8	3.1 (1.1)	0.9 (0.9)
完全失業率	%	3.9	3.6	3.6
鉱工業生産(前年比)	%	3.2	△1.3	2.1
経常収支	兆円	0.8	3.4	6.8
名目GDP比率	%	0.2	0.7	1.4
為替レート	円/ドル	100.2	111.0	124.4
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.69	0.51	0.46
通関輸入原油価格	ドル/バレル	109.6	97.7	83.1

資料 実績値は内閣府「国民所得速報」などから作成、予測値は農中総研
(注) 1 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。
2 無担保コールレートは年度末の水準。
3 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。

長率ということで、景況感の好転が見込まれる。また、物価については、15年度上期にかけてはエネルギー価格下落の影響で、やや弱含むとみるが、年度半ば以降は景気回復を受けて徐々に上昇率を回復させていくだろう。

(3) 長期金利はさらなる低下余地を探る展開

13年末にかけての株高・円安傾向を受けて、長期金利は14年初0.7%台でスタートしたが、その後はほぼ一貫して低下基調をたどった。その主因は日銀による大量の国債買入れであることは言うまでもない。6月には、二度にわたって国債買入れオペにおける各年限別の買入額の修正がなされ、短期債の利回りが低下し、超長期債の利回りが高止まりするという現象が発生した。その結果、年度上期末を控えた9月の短期金融市場ではマイナス金利が常態化するという影響が出た。

さらに、10月31日の追加緩和（QQE2）によって、日銀の国債買入額はさらに増額され、年間の新規発行額に近い金額まで膨んだ。その変更では、6月に短期化が図られた買入れ対象の平均年限を再び長期化し、「イールドカーブ全体を押し下げる」というQQE導入当初の方針に立ち返った。これにより、超長期債の利回りの低下圧力が強まったほか、短期ゾーンはほぼゼロ近辺まで押しつぶされ、12月上旬には残存2年の国債利回りがマイナス状態となったほか、同中旬には同10年の国債利回りも0.3%台に

低下した。このように、極めて強力な緩和策によって長期金利には低下圧力がかけられ続けている。

15年の長期金利動向を展望してみると、国内景気回復傾向の強まり、円安株高状態の継続、年金資金などの国債購入額減少等の要因もあるが、日銀による大量の国債買入れの効果は絶大であり、長期金利は引き続き1%割れという低水準での推移が見込まれる。リスク要因としては、原油など資源価格が急騰し、物価が早い段階で日銀が目標とする2%の物価上昇が達成できるとの見方が強まること、などが挙げられ、その場合には長期金利の上昇は避けられないだろう。また、15年度は難しくとも、16年度には物価安定目標の達成が見通せる状況に至る可能性もあり、物価動向への注目は当面続ける必要がある。

おわりに —残された財政健全化をどう 進めるか—

消費税増税という、デフレ脱却や成長促進とは相反する政策効果を持つ政策を先送りしたことで、ようやく日本経済はデフレ脱却が数年後には見通せる環境に至る、という可能性を論じることができるようになった。

一方、日本の財政赤字に対しては、世界中から厳しい視線が向けられているのは確かであり、12月初旬には格付会社ムーディーズが日本国債の格下げ（Aa3→A1）を発

表した。アウトルックは「安定的」とされるなど、一段の格下げには猶予期間が与えられたが、17年4月の次回増税時までにデフレ脱却、日本経済の再生などを達成しなければならない状況であるといわざるを得ない。事実、内閣府は、アベノミクスが奏功したとしても、消費税率10%の下では基礎的財政収支の黒字化は困難との試算を示している。日本経済の再生を果たした後は増税に加え、社会保障関係費を中心に大胆な歳出抑制も必要となってくるのは不可避といえる。14年12月に実施された総選挙では、こうした抜本的な社会保障改革や財政健全化といった「痛みを伴う」政策論議は封印されたが、いつまでも放置することは許されない。税制や社会保障制度については、政権交代で方向性が変わるのは好ましいことではなく、党派を超えた徹底的な

議論によって、持続可能かつ経済活力も伴うような制度設計が求められている。また、財政運営に関してもPAYG原則^(注2)のような「ルール化」も検討の余地があるだろう。

(注2) PAYG (ペイアズユーゴー) 原則

歳出増や歳入減を伴う政策変更をする場合、他の政策の施行を中止したり、増税措置などで財源を確保することを前提とする政策ルールのこと。民主党政権の財政運営戦略で採用されていた。

(内容は2014年12月17日現在)

<総括、日本経済・金融>

南 武志 (みなみ たけし)

<欧州経済・金融>

山口勝義 (やまぐち かつよし)

<米国経済・金融>

木村俊文 (きむら としゆみ)

<中国経済>

王 雷軒 (おう らいけん)

<新興国・資源国経済>

多田忠義 (ただ ただよし)

発刊のお知らせ

農林漁業金融統計2014

A4版 約193頁
 頒 価 2,000円(税込)

農林漁業系統金融に直接かかわる統計のほか、農林漁業に関する基礎統計も収録。全項目英訳付き。

編 集…株式会社農林中金総合研究所
 〒101-0047 東京都千代田区内神田1-1-12 TEL 03(3233)7744
 FAX 03(3233)7794

発 行…農林中央金庫
 〒100-8420 東京都千代田区有楽町1-13-2

<発行> 2014年12月