

# 潮流

## 日本の景気対策、ユーロ圏の景気対策

主席研究員 山口 勝義

日本では4月に17年ぶりとなる消費税率の引上げが実施されたが、景気が4～6月期に一旦落ち込んだ後に、短期間で回復に転じることができるかどうかが注目されている。

アベノミクスでは大胆な金融政策、機動的な財政政策、および民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」を柱としてデフレ経済の克服を目指しているが、消費税増税後の景気下支えのためにも、政府は国費負担が5兆円を超える景気対策を打ち出すなどの積極的な対応を行っている。また、日銀による追加緩和の可能性があるほか、第3の矢の充実が期待されてもいる。

一方、リーマンショックに引き続き財政危機に苦しんだユーロ圏に目を轉じれば、2013年10～12月期の実質GDP成長率は前期比プラス0.3%と3四半期連続でのプラス成長となるなど、ようやく経済の復調の兆しが現れてきている。

ところが、内需は弱いままで外需を取り込んだ輸出主導での復調であるためその足取りは緩慢であり、米国経済の強い回復や新興国経済の持続的な成長などの外部要因に大きく依存したものにとどまっている。また弱い内需やユーロ高を背景に物価上昇率の低下（ディスインフレ）が進行しており、成長が長期間にわたり停滞する経済の「日本化リスク」も浮上している。

これまでのユーロ圏での危機対策を振り返れば、市場の強い圧力を受け何よりも財政改革が最優先されてきた。また、個々の経済の実態に応じた減価が期待できない統一通貨ユーロのもとでは、各國では経済の供給面である生産にかかる競争力強化のために、労働コストの引下げを含む構造改革が求められてきた。このため、財政悪化国を中心に失業率は大幅に上昇するとともに貧富の格差が拡大することとなり、経済の需要面である個人消費の回復には大きな支障となっている。

こうした情勢に対して、ユーロ圏では供給面の対策を重んじる伝統的な姿勢に変わりはないことに加え、「機動的な財政政策」の余地は極めて限られているほか、様々な制約により「大胆な金融政策」にも容易には踏み出し難いことなどで、その政策当局は日本とは異なる特徴的な立場に置かれている。

これらの結果、日本とユーロ圏の間では、例えば、「柔軟な政策対応で経済の供給面・需要面双方に配慮する日本に対し、経済の構造改革を通じた供給面の改革に注力するユーロ圏」、「財政改革は後手に回りがちな日本に対し、市場の圧力のみならず過大な債務残高は経済成長を阻害するとの経験則にも基づき、財政改革を重視するユーロ圏」など、景気対策上の様々な相違点が生じている。

こうしたなか、単に短期間の景気回復だけではなく、その後の中長期間にわたる経済成長の持続力の観点をも含め、今後、いずれの対策がより効果を発揮することになるかについては大いに注目されるところである。

## 国内景気は消費税増税後の反動減で減速

～影響は一時的なのか、それとも長引くのか～

南 武志

### 要旨

14年4月に消費税が17年ぶりに増税された。それを控え、3月まで民間需要は大いに盛り上がったが、4月に入って反動減が出ている。政府・日本銀行ではそうした需要の落ち込みは想定の範囲内との認識を示しているが、春季賃上げ交渉が不十分な結果に終わったこと、経済対策に盛り込まれた公共事業の執行後ずれ、輸出の緩慢さなどもあり、需要が元の水準に回復するには相当の時間を要すると思われる。こうした動きを前提にすれば、現状1%台前半にまで高まった消費者物価の上昇圧力も弱まっていく可能性がある。

それを受け、政府・日本銀行は追加の経済対策を検討・実施すると思われる。こうした状況下、長期金利の1%割れ状態は当面継続することになるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2014年				2015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 (%)	0.065	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2120	0.18~0.23	0.15~0.23	0.15~0.23	0.15~0.23
短期プライムレート (%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475
国債利回り 10年債 (%)	0.605	0.55~0.85	0.55~0.85	0.55~0.85	0.55~0.85
	5年債 (%)	0.190	0.15~0.30	0.15~0.35	0.20~0.40
為替レート 対ドル (円/ドル)	102.5	100~110	100~112	100~115	100~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	141.5	130~150	135~155	135~155
日経平均株価 (円)	14,388	14,250±1,000	14,000±1,000	14,250±1,000	14,500±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2014年4月22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

4月に消費税率が8%へ引上げられた。この消費税増税は実に17年ぶりであるが、前回1997年度は増税後に景気後退入りし、最終的にデフレ状態に陥ったほか、15年10月には税率の再引上げが予定されているだけに、政府は景気動向に対してそれなりに注意を払ってきた。実際、春季賃上げ交渉に関しては、企業側にベースアップ復活を含めた賃金水準の上昇を求めたほか、5.5兆円規模の経済対策を策定している。

一方、企業・家計のマインドを見ると、

先行きに対する不安が高まっていることが見て取れる。日銀短観（3月調査）によれば、代表的な大企業製造業の業況判断DIは、足元は小幅改善ながらも、先行きは前回増税時を上回る悪化を見込んでいる。加えて、このところ強めてきた生産設備や雇用人員の不足感も一服する動きとなっている。また、景気ウォッチャー調査や消費動向調査などからも、14年に入つてから消費者マインドが悪化傾向をたどっていることも見て取れる。

一般的に、消費税の増税前には一定の駆け込み需要が発生し、増税後にはその

反動が出る、という事象が起きるとされる。実際、家電や乗用車などの耐久財や高額品を中心に百貨店売上などが大きく落ち込んでいるほか、13年度下期以降は住宅着工も減少傾向にある。ただし、政府では、これらの落ち込みは想定の範囲内であり、時間経過とともに徐々に戻っていくとの見方を崩していない。

こうしたなか、輸出の鈍さが気になるところである。3月の貿易統計から作成された実質輸出指数は前月比▲3.3%と2ヶ月ぶりの低下、1~3月期を通じても前期比▲1.0%と2四半期ぶりの低下となった。増税前の駆け込み需要への対応から、国内製造業は国内向けに生産シフトしているとの見方もあるが、海外経済の回復テンポの緩慢さも大きく影響しているとみられる。4月以降には一時的にせよ大きく悪化する国内需要を「穴埋め」するのは厳しいだろう。さらに、上述した賃上げ交渉についても、増税に伴ってさらに2%程度高まるとされる物価上昇分を相殺するほどの成果は得られなかつたほか、今後は残業時間の減少が起きる可能性がある。経済対策に関しても公共事業が中心で、所得増への即効性は乏しい。14年度入り後に一旦落ち込んだ国内景気は、夏場にかけて一定のリバウンドが見られるものの、全般的に需要回復のテンポは鈍く、14年度下期中に実質2%成長という安定成長経路に回帰する動きは期待できないだろう。

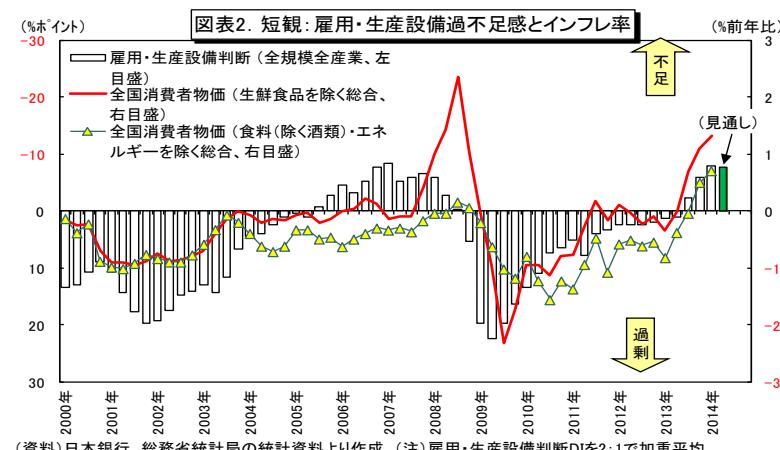
一方、物価については、円安進行による輸入品価格の上昇や電気・ガス代の値上げ継続などエネル

ギー高騰などを主因に全国消費者物価（生鮮食品を除く）は13年半ばに下落状態から抜け出しており、最近では需給改善による物価押上げ効果も徐々に強まるなど、同1%前半での推移となっている。また、食品（除く酒類）・エネルギーを除くベースでも同0.8%（2月分）であった。ただし、このなかには増税前の駆け込み需要という特殊要因も含まれており、増税後には剥落する可能性が高い点にも留意すべきであろう。

先行きについては、既にエネルギーの物価押上げ効果が一巡しているほか、国内需要が一旦は減退することで、需給バランス改善による物価押上げ効果が沈静化するものと思われる。増税要因によって表面的には3%前後まで物価上昇率は高まるが、増税要因を除けば徐々に上昇圧力が弱まっていくと予想する。

## 金融政策:現状と見通し

消費税増税直後の4月7~8日に開催された金融政策決定会合は、一部の緩和期待をよそに、現行の量的・質的金融緩和の維持を決定した。「消費税の影響は一時的であり、2%の物価安定目標に向けて順調にたどっている」と日銀がこれまで繰り返してきた認識と整合的な結論といえ



る。また、黒田総裁は必要であれば政策の調整は躊躇なく実施するとしたものの、現時点ではその必要はないとの追加緩和を牽制した。

量的・質的金融緩和の導入当初は下落状態であった消費者物価（全国）も足元では前年比1%台前半に上昇率を高めている。低位安定状態の金利動向を踏まえれば、実質マイナス金利状態を作り出すことで、民間部門の経済活動を十分サポートしていると評価できる。とはいっても、日銀が潤沢に供給してきたマネーが循環を強め、経済活動の活性化を促してきたとは言い難い面もある。マネタリーベースを操作目標としていることもあり、日銀当座預金には約130兆円（4月10日時点）に膨張しているが、銀行貸出の増加傾向は決して強まってはいない（3月の銀行・信金の貸出総額は前年比2.1%）。

今後の金融政策については、増税後の物価の動きが鍵を握ることは間違いないだろう。これまで日銀は展望レポートにおいて、15年度にかけて2%程度の安定的な物価上昇が達成できるとしてきたが、当総研も含め民間エコノミストのほとんどは、上述のとおり、消費税増税後には物価上昇圧力が一旦途絶えるとの予想であり、「2年で2%の物価上昇」の実現には懐疑的である。それゆえ、実際の物価動向が下振れを予感させるものとなり、現状の政策のままでは困難との見方が政策委員会内部で強まれば、追加緩和に向けて動き始めることになると予想する。政府の消費税率再引き上げの

判断を支援する上でも、早ければ7月にも追加緩和の検討・実施を行う可能性があるだろう（後掲レポート『1年が経過した量的・質的金融緩和（QQE）』も合わせてご覧ください）。

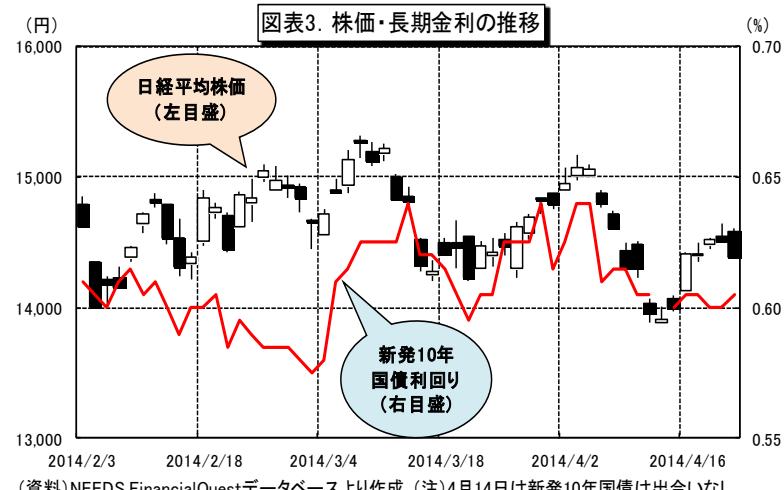
## 金融市場：現状・見通し・注目点

先行き、米国経済の回復力は強まっていくとの見通しは根強く、実際に米連邦準備制度（FRB）による資産買入れ額はFOMC開催の度に、100億ドルずつの減額が決定されている。さらに、15年上期にも利上げがありうるとの予想も一時浮上、内外の金融資本市場に少なからぬ影響を与えてきた。一方で、新興国経済の先行き警戒も燻っているほか、ウクライナ情勢の行方を巡る不透明感も強く、内外の金融資本市場もまた不安定な状況が続いている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

### ① 債券市場

13年4月に導入された量的・質的金融緩和の導入直後、乱高下を繰り返しながら上昇傾向を強めた長期金利（新発10年物国債利回り）であったが、日銀の柔軟な対応や民間金融機関のポジション調整



終了などもあり、7月以降は落ち着きを取り戻し、低位安定状態が再び強まった。年末にかけては、米長期金利の上昇につられて0.7%台に上昇する場面もあったが、14年入り以降は再度低下し、このところは0.6%前後でもみ合う展開が続いている。なお、最近では流動性の低下も意識される状況となっている。

先行きについては、米国経済の回復期待やそれに伴う米長期金利の上昇見通しなどが国内の長期金利の上昇要因として意識される場面もあるだろうが、極めて強力な緩和策の効果浸透、14年度の国内景気・物価の足踏み予想、さらにはそれを受けた追加緩和観測などは金利上昇を大きく抑制するものと思われる。しばらくは現状水準での展開が続くと予想する。

## ② 株式市場

アベノミクスへの期待感から13年5月下旬まで堅調に推移した国内株式市場であったが、その後、米量的緩和政策の出口論への意識とともに新興国リスクも高まったほか、6月に公表された「日本再興戦略」が期待外れの内容となつこともあり、秋まで株価は調整色が強い展開が続いた。しかし、米金融緩和の規模縮

小は米景気・雇用の堅調さの証拠であるとの受け止めが徐々に浸透したほか、規模縮小を開始したとしても緩和的な政策は長期化するとの見方が広まり、11月以降、内外株価は上昇、年末にかけて日経平均株価は16,000円台を回復、年初来高値を更新するなど、堅調に推移した。

しかし、14年入り後、国内株価は再び調整色の強い

展開となっており、4月中旬に日経平均株価は一時14,000円割れとなった。

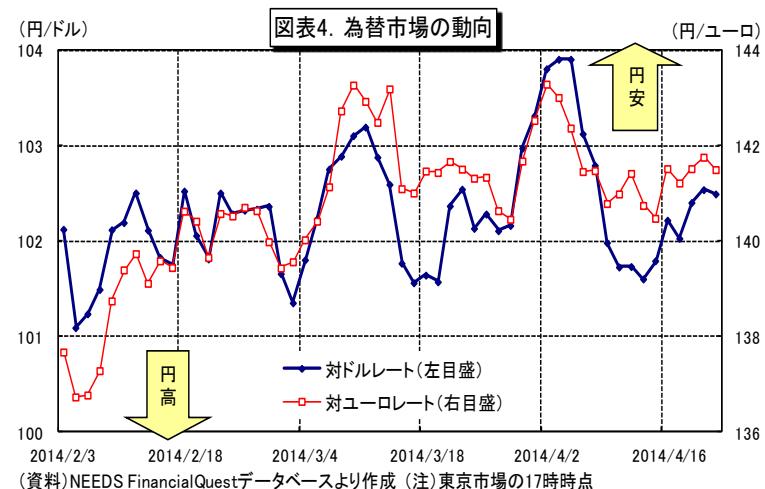
先行きは、増税後の企業業績の行方を見極める展開となるだろうが、14年度は減収減益となる企業が増えるものと思われ、基本的に上値の重い展開が継続するものと予想する。

## ③ 外国為替市場

14年に入ってからの為替レートは明確な方向感が乏しく、1ドル=100円台前半でのレンジ相場が続いている。日銀の追加緩和観測が燻る中での米FRBによる資産購入額の漸次減額や恒常化しつつある日本の貿易赤字の発生などは円安要因といえるが、時折強まる世界経済の先行き懸念やウクライナ情勢などはリスク回避姿勢を強め、円高圧力として働きやすい。当面は双方の要因が円相場の行方を左右する状況が続く可能性が高いだろう。

とはいっても、米国経済の回復力が先行き高まっていくのであれば、新興国リスクを一定程度吸収できるものと思われる。さらに、米国で金融政策の正常化が継続される方面、日本で追加緩和観測が強まれば、基調として円安気味に推移することが見込まれる。

(2014.4.22現在)



## 寒波の影響が和らぐ米国経済

木村 俊文

**要旨**

米国では、住宅関連など弱い指標も散見されるが、消費や生産関連の経済指標が復調するなど、寒波による悪影響が和らぎ、景気に対する楽観的な見方も出てきた。一方、金融市場では、FOMC 議事要旨や FRB 議長の発言を受けて早期利上げ観測が後退した。

### 経済指標は一部復調の動き

最近発表された米経済指標は、寒波の影響が和らぎ、回復の動きを示すものが目立っている。

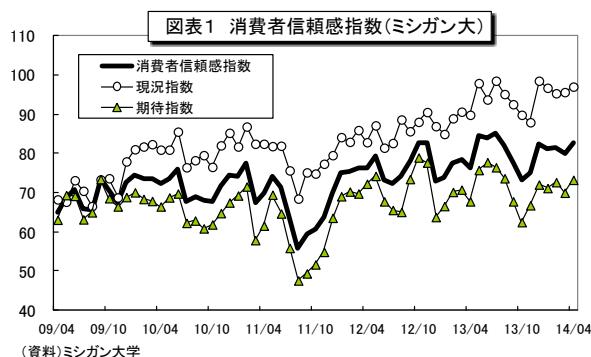
個人消費は、3月の小売売上高が前月比1.1%と12年9月以来1年半ぶりの大規模な伸びを記録し、2ヶ月連続で増加した。内訳では、寒波の影響で昨年末から年初にかけて落ち込んでいた自動車販売が同3.1%と加速して全体を押し上げたほか、幅広い業種で売上高が増加した。また、4月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は、景気回復や雇用改善への先行き期待が高まり、82.6と前月（80.0）から上昇した（図表1）。

企業部門では、3月の鉱工業生産が前月比0.7%と2ヶ月連続で上昇した。なかでも、寒波の影響で前々月に落ち込んだ製造業が回復傾向を示しており、生産活動に勢いが戻りつつあるとみられる。また、設備稼働率は79.2%と前月（78.8%）から上昇し、08年6月以来の高水準とな

った。天候要因による反動増の側面があるとはいっても、引き続き生産の増勢が続けば、設備稼働率がさらに上昇し、設備投資にも弾みがつく可能性がある。

一方、雇用関連では、3月の失業率が6.7%と前月と変わらず、非農業部門雇用者数も前月差19.2万人増と、前月（19.7万人）から伸びがわずかに縮小した。とはいえ、過去2ヶ月分が計3.7万人ほど上方修正されたことを考慮すれば、雇用者数の増加基調が再び強まり始めた可能性が高い。また、3月は悪天候の影響で就業不能となった労働者が14.8万人と、前月（60.1万人）から大きく減少しており、寒波の影響はかなり解消したとみられる。ただし、3月は製造業の雇用者数が8ヶ月ぶりに前月を下回ったほか、平均時給の伸び鈍化、パートタイム就業者を考慮した広義の失業率（U6）の再上昇など悪化したものもあり、雇用・所得環境の改善はまだ模様となっている。

住宅関連では、3月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が94.6万件と2ヶ月連続で前月を上回った一方、先行指標となる建設許可件数は99.0万件と前月（101.4万件）を下回った。また、建設業者の景況感を示す4月のNAHB住宅市場指数も47と小幅改善したものの、好不調の目安となる50を3ヶ月連続で下回って



いる。住宅市場は、寒波の影響が和らいだとはいっても、物件価格の値上がりやローン金利の上昇もあり、増勢が緩やかになっている。住宅需要期として盛り上がりが期待される春以降、持ち直しの動きが加速するかどうか注目される。

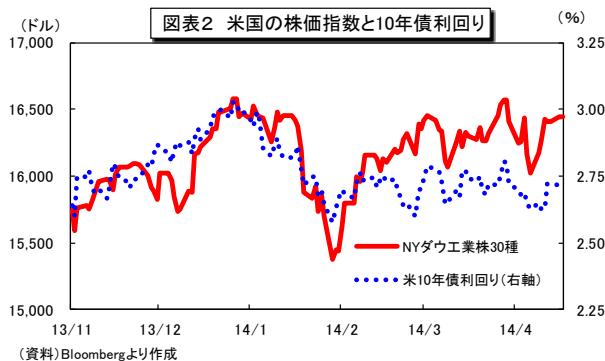
## 早期利上げ観測は後退

金融政策では、3月18~19日の連邦公開市場委員会(FOMC)で、量的緩和策第3弾(QE3)による債券購入規模(当初850億ドル)のさらなる縮小が決まり、4月からは月額550億ドルとなった。

一方、事実上のゼロ金利政策を維持する期間の指針である「フォワードガイダンス」については、従来の数値基準を撤廃し、「QE3終了後も『相当な期間』据え置く」との方針に修正した。

利上げ開始時期が注目されるなか、イエレン議長は同会合後の会見で、「相当な期間」とは6ヶ月程度であると示唆したことから、市場では利上げ時期が早まるとの見方が広まった。

しかし、4月9日に公表された同会合の議事要旨では、景気認識や金融政策についてメンバー間で合意が取れていないほか、一部メンバーは政策金利見通し(予想中央値)の上昇が利上げペースを過剰に示す恐れがあると懸念していたことが判明した。また、イエレン議長は4月16



日の講演で、政策当局が示している失業率の長期見通し(5.2~5.6%)やインフレ率の長期目標(2.0%)の到達にはほど遠いことを示し、雇用と物価の改善が遅ければゼロ金利を維持する期間が長期化するとの考えを表明した。これらを受けて市場では、早期利上げ観測が後退した。

## 米株価は調整後に再び上昇

米国の長期金利(10年債利回り)は、4月初旬にウクライナ情勢が再び緊迫化したことを受けリスク回避の動きが強まり、さらにFOMC議事要旨などで当局が利上げに積極的でないことが示されたこともあり、4月中旬には2.6%台前半と約1ヶ月ぶりの水準まで低下した(図表2)。

しかし、その後は、3月の小売売上高や鉱工業生産など好調な経済指標が発表されたほか、ウクライナ情勢をめぐる4者協議が事態の鎮静化に向けて合意したことなどを受けて2.7%台に上昇した。

今後の長期金利は、ウクライナ情勢の緊迫化によるリスク回避の動きが低下圧力となるものの、米経済の回復基調が続くと考えられることから、緩やかに上昇すると予想される。

一方、米株式市場は4月初旬以降リスク回避の動きから下落に転じ、軟調な展開となった。ダウ工業株30種平均は一時16,015ドルと約1ヶ月ぶりの安値となった。しかし、その後は一部企業の好決算が好感されたこともあり、このところは16,400ドル台に上昇して推移している。米株式市場は、海外情勢などに上値が抑えられるものの、米経済の回復基調を背景に上昇傾向が続くと予想される。

(14.4.22現在)

## ユーロ圏で見込まれる経済情勢の新たな分化

### ～ドイツ・スペインの回復継続とフランス・イタリア等の出遅れ～

山口 勝義

#### 要旨

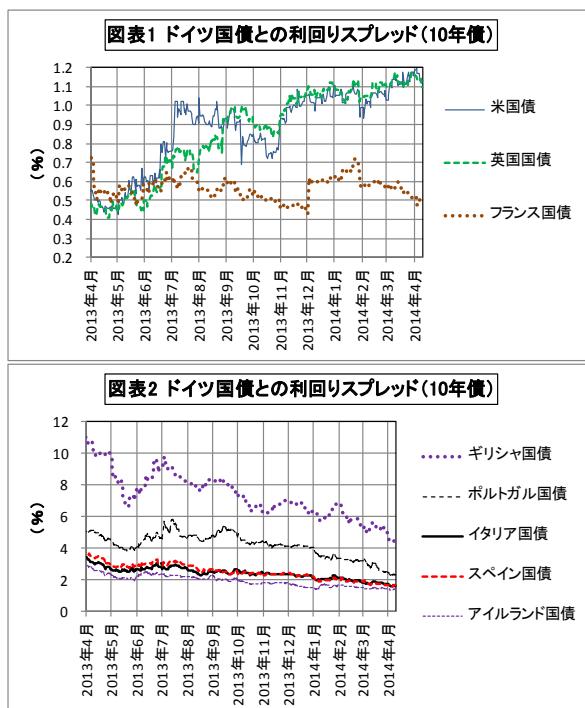
ユーロ圏では、ドイツに次いでスペインについては輸出伸長を通じた比較的順調な景気回復が期待できる一方で、フランスやイタリア等についてはこれらの国々に劣後することが考えられる。こうした結果、ユーロ圏では新たな経済情勢の分化が生じる可能性がある。

#### はじめに

米国や英国では景気回復期待が強まる一方、ユーロ圏ではその足取りは引き続き緩慢なものにとどまっている。このため、金融緩和の終了を織り込み引締め政策への転換を意識しつつある米国・英国国債と今後も当面のところは緩和継続が予想されるユーロ圏の国債の間では、その利回りの推移にデカップリングの動きが鮮明になりつつある（図表1）。

一方、ユーロ圏内で各国の国債の動きを見れば、財政悪化国の国債利回りは大幅に低下しドイツ国債とのスプレッドの縮小が進んでいる（図表2）。この背景には欧州中央銀行（ECB）による無制限の国債購入策（OMT）の導入を含む、特に2012年以降に実施された広範な危機対策があるが、この他にも財政悪化国の経常収支の改善に加えて、最近では世界的な金融緩和や新興国リスクの認識を通じたユーロ圏への資金流入が大きく働いているものと考えられる。

同時に、ユーロ圏では景気の底打ちから回復に向けて各国ではそれぞれ特徴的な動きが生じつつあり、もはやPIIGS<sup>(注1)</sup>と通称される財政悪化国とドイツ等の相対的に財政状況が良好な国々との従来の区分で、経済情勢を括ることは妥当では



（資料）図表1、2は、Bloombergのデータから農中総研作成。

なくなってきた。なかでも、全般に内需が停滞するユーロ圏では経済回復は主として外需に依存せざるを得ないため、その取込みの程度に応じて、今後、経済情勢の格差が拡大する可能性がある。

本稿ではこうした動向について、ドイツ、フランス、イタリア、スペインのユーロ圏での経済規模上位4ヶ国に加え、他のPIIGS諸国であるアイルランド、ギリシャ、ポルトガルの情勢を適宜参照しつつ、比較検証を行うものである。

## 景気回復を左右する輸出競争力

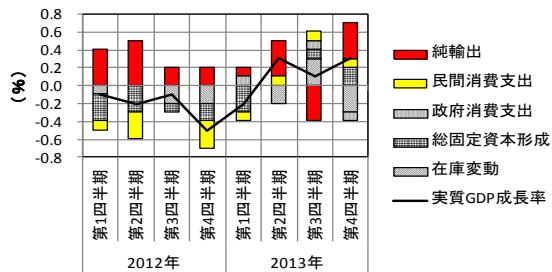
ユーロ圏では、依然として低い水準ではあるものの13年10～12月期の実質GDP成長率は前期比プラス0.3%と3四半期連続でのプラス成長となり、経済の復調の兆しが現れきっている。しかしながら、内需は依然として力強さに欠けるため、主として外需に依存した回復となっている（図表3）。

ここで輸出額の推移を見れば、ユーロ圏の経済規模上位4ヶ国の中ではドイツが堅調に推移しているほか、イタリア、スペインについても改善傾向が明らかくなっている（図表4）。また、アイルランドやポルトガルも、これら2国を上回る伸び率を示している<sup>(注2)</sup>。設備稼働率についてもこうした輸出動向と同様の動きとなっており、特にスペインで急速な上昇傾向が現れている（図表5）。

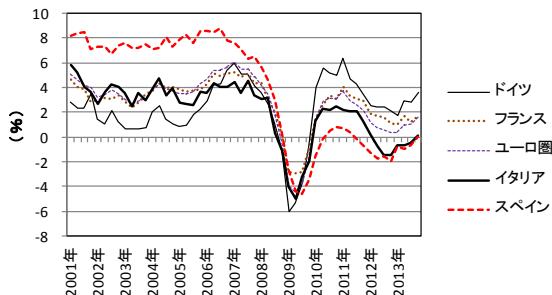
こうした情勢の背景には、各国の経済情勢に応じた為替の減価が期待できないユーロ圏で、財政危機対策としてこれまで求められてきた労働コスト等の生産コストの引下げ（internal devaluation）がある。その成果は例えば単位労働コストの推移に現れているが、その特徴的な動向はスペインにおける大幅な低下に対しフランス、イタリアでの高止まりであり、しばしば指摘される両国における構造改革の遅れを反映した結果となっている（図表6）。一方、同コストはポルトガルでは横ばい推移であるほか、アイルランドにおいても低下しつつあるものの依然として高い水準にある<sup>(注3)</sup>。

高付加価値製品を強みとするドイツを除けば、今後の景気回復を左右する主要な要因としての輸出競争力は、やはり基本的には労働コストを中心とする生産コ

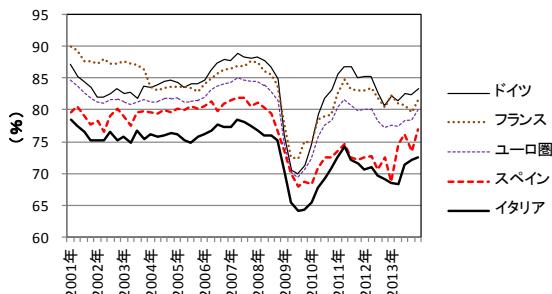
図表3 ユーロ圏実質GDP成長率(前期比)寄与度内訳



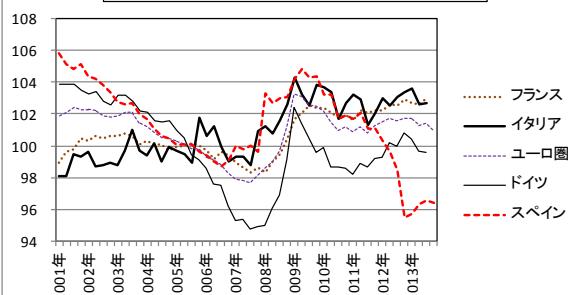
図表4 輸出額の伸び率(前年同期比)(四半期データ)



図表5 設備稼働率



図表6 単位労働コスト(実質)(2005年=100)



（資料）図表3～6は、Eurostatのデータから農中総研作成。

ストの差異に大きく依存するものと考えられる。こうした観点から今後の輸出の推移を展望した場合には、ドイツのほかスペインでの継続的な伸長が期待される一方、フランス、イタリア等での伸び悩みの可能性が考えられる。

## 輸出伸長を左右するその他の要因

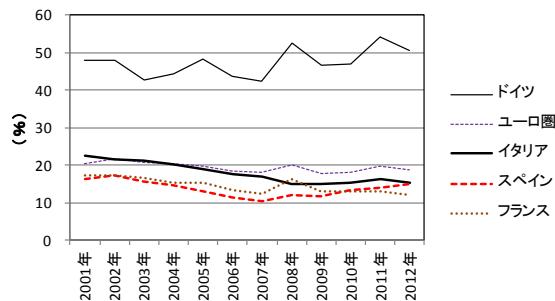
この他、スペインでは企業の収益率が上昇傾向にある（図表7）<sup>(注4)</sup>。これに伴い同国では新たな投資や財務改善に向けた余力が増加しつつあるものと考えられるが、固定資産投資の動向を見れば、他国がやや減少傾向にあるのに対しスペインではその水準を維持しており、資本財の蓄積が他国に比べ積極的に行われていることが窺われる（図表8）<sup>(注5)</sup>。また、これに対応する形で、労働生産性の改善を確認することができる（図表9）<sup>(注6)</sup>。

これらは生産を支援し輸出伸長に資する要因となるが、この点でフランスやイタリアの出遅れ感が強いほか、アイルランドやポルトガルについてもスペインには劣後した推移となっている。

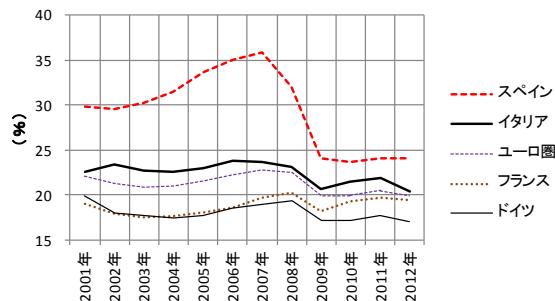
一方、ユーロ圏で懸案となっている金融機能の回復は、スペインも含め PIIGS 諸国では依然として課題として残されている。ECB による一連の金融緩和政策にもかかわらず高止まりする銀行貸出金利や、低位横ばいないしは低下傾向が続く貸出残高伸び率については、一部には最悪期を脱した兆候が現れてきてはいるものの、依然としてその改善の程度は十分ではない（図表10）。

これに対し、もともと銀行を通じた間接金融のウェイトの高い欧州ではあるが、より高い利回りを求める投資家ニーズを受け、最近ではスペインやイタリアを中心にして PIIGS 諸国においても事業債の発行が増加しているとも伝えられている<sup>(注7)</sup>。スペイン等では中小規模の企業のウェイトが大きいことから直接金融のメリットを享受できる企業は一部に限られるとしても、このような動きは企業の生産拡大への支援になるものと考えられる。

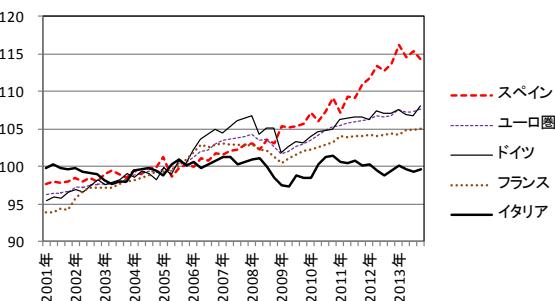
図表7 粗資本収益率(課税前)(非金融企業)



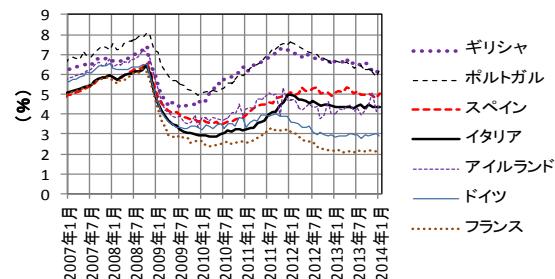
図表8 固定資産投資比率(非金融企業)



図表9 労働生産性(2005年=100)



図表10 貸出金利推移  
(対企業、新規、1年以内、1百万ユーロ以内)



(資料) 図表7～9はEurostat の、図表10はECB のデータから農中総研作成。

また、14年にはECB 等により銀行の資産査定やストレステストが実施されるが、それを受けた銀行の財務改善等を通じて金融政策の波及経路の機能改善につながるとの期待もある。

## おわりに

生産の回復を左右する材料としては、他にも次のような点が注目される。

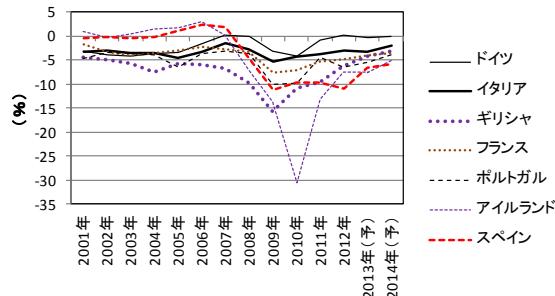
まず、国債利回りの大幅低下にもかかわらず財政改革はドイツを除けば依然として道半ばである（図表 11）。このため、これらの国々では今後も継続する財政改革が生産回復には負荷として働くことが考えられる。次に、ユーロ圏ではディスインフレが進行しているが、これは実質金利の上昇により投資を抑制するとともに債務負担を増大させ、さらには消費の先延ばしを受けて生産の低下につながることにもなる。特にギリシャやポルトガル等では既に消費者物価上昇率（前年比）はマイナスに沈んでおり注意が必要になっている。加えて、経常収支の改善や ECB の政策等を背景とした最近のユーロ高傾向は、ディスインフレの要因となるとともに輸出の伸長には障害となっている。

一方、ギリシャについてはデータの公表が限られており比較検証が困難であるが、輸出額に伸びは見られず外需の取込みを通じた景気回復に向けた見通しは明るくはない（図表 12）。金融支援の条件となる経済構造の改革には遅れが生じており、大幅に縮小した経済の回復には相当の時間を要するものと考えられる。

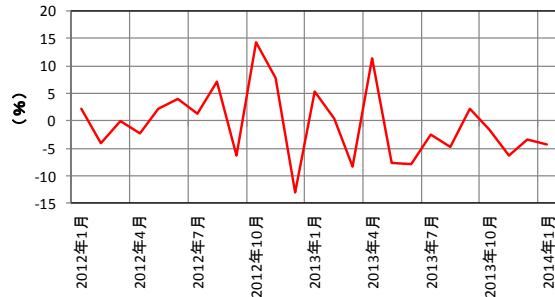
以上のようにユーロ圏を巡る環境には依然として厳しいものがあるが、これまで確認した点からすれば、ドイツに次いでスペインについては輸出伸長を通じた比較的順調な景気回復が期待できる一方で、フランスやイタリア等についてはこれらの国々に劣後することが考えられる。こうした結果、ユーロ圏では新たな経済情勢の分化が生じる可能性がある。

（2014 年 4 月 21 日現在）

図表11 政府財政赤字の対GDP比率



図表12 ギリシャの輸出額の伸び率(前年同月比)



（資料）図表 11 は IMF の、図表 12 は Hellenic Statistical Authority(ギリシャ統計局)のデータから農中総研作成。

（注）図表 11 中の（予）は、IMF による予測値。

（注<sup>1</sup>）ポルトガル(P)、アイルランド(I)、イタリア(I)、ギリシャ(G)、スペイン(S)を総称する呼称。

（注<sup>2</sup>）図表 4 に対応する 13 年第 3 四半期のデータは、アイルランドは 2.3%、ポルトガルは 1.1% である。なお、ギリシャは該当するデータを公表していない。

（注<sup>3</sup>）図表 6 に対応する 13 年第 3 四半期末のデータは、アイルランドは 102.5 でありピークの 08 年第 4 四半期の 119.0 から低下してはいるが高い水準にとどまっている。また、ポルトガルは 95.0 でありピークの 09 年第 1 四半期の 101.7 から低下しているが横ばいで推移している。なお、ギリシャは該当するデータを公表していない。

（注<sup>4</sup>）図表 7 に対応する 12 年のデータは、アイルランド、ポルトガルはそれぞれ 20.2%、11.6% である。前者はスペイン、イタリアを上回るもの低下傾向にあり、また後者は低位横ばいとなっている。なお、ギリシャは該当するデータを公表していない。

（注<sup>5</sup>）ここでの投資比率は総固定資本形成額を総付加価値額で除したもので、生産過程での付加価値額に対する固定資産への投資額の比率を示している。なお、図表 8 に対応する 12 年のデータは、アイルランドは 10.0%、ポルトガルは 19.3% であり、いずれもスペイン、イタリアを下回っている。なお、ギリシャは該当するデータを公表していない。

（注<sup>6</sup>）図表 9 に対応する 13 年第 3 四半期のデータは、アイルランド、ポルトガルはそれぞれ 111.1、110.4 でありますスペインを下回っている。なお、ギリシャは該当するデータを公表していない。

（注<sup>7</sup>）例えれば次を参照されたい。

- Financial Times (19 February 2014) “Spain leads corporate bond surge in Europe’s periphery”
- Financial Times (28 March 2014) “High-yield rush a boon to Europe’s periphery”

## 景気底入れの兆しが見られる中国経済

~景気下支え策等により14年の7.5%成長は確保へ~

王 雷軒

### 要旨

2014年1~3月期の実質GDP成長率は前年比7.4%と2四半期連続の減速となった。しかししながら、足元では景気持ち直しの兆しもあり、先行きも景気下支え策等により、一段の減速は回避され、緩やかな回復に向かうと見込まれる。

### 1~3月期の成長率は前年比7.4%

14年1~3月期の実質GDP成長率は、輸出が落ち込んだほか、個人消費が伸び悩み、固定資産投資が鈍化したことを受け前年同期比7.4%と、市場予想(同7.3%)をやや上回ったものの、13年7~9月期(同7.8%)10~12月期(同7.7%)からは2四半期連続で減速した。

また、前期比で見ても、1~3月期は1.4%と、7~9月期(同2.2%)10~12月期(同1.7%)からの減速が見られ、景気の勢いが弱まっていたことが確認された。

ただ、2四半期連続の成長率鈍化とはいえ、14年の政府の成長率目標である7.5%前後の成長は確保できており、市場に浮上した中国の景気失速といった事態は回避できていると評価すべきであろう。

一方、中国政府は4月初めに先行き景気のさらなる減速を阻止し、安定的成長を実現するために、鉄道建設の加速など景気下支え策を打ち出している。

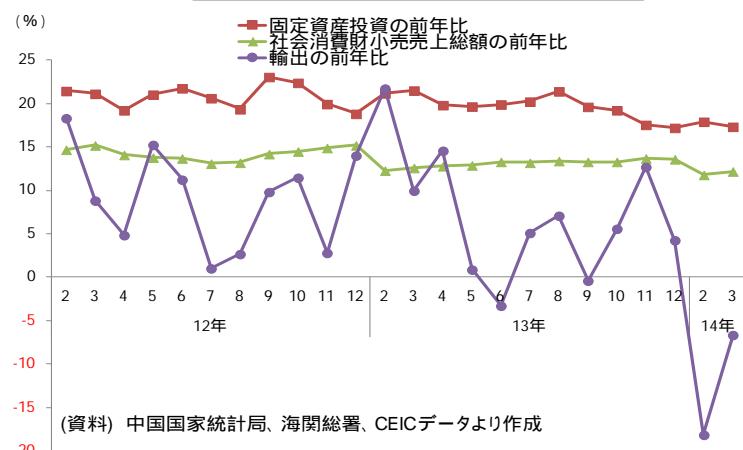
以下では、足元の景気動向を見てみよう。

### 足元では景気底入れの兆しも

まず、外需については、3月の輸出は前年比6.6%と2月(同18.1%)に続き大きく落ち込んだが、マイナス幅が縮小した(図表1)。先行きについては、人民元安の進行下、13年前半の水増し輸出による影響の剥落などから、徐々に持ち直すと想定される。

また、投資についても、13年末に地方政府関連債務の急増が明らかになったほか、14年に入り、理財商品や社債のデフォルトが相次いで発生したことなどを受けて、シャドーバンキングによる融資規模が縮小したため、3月の固定資産投資(農家を除く)は前年比17.3%と、1~2月期(17.9%)から小幅な鈍化に転じた

図表1 中国のGDP需要項目の伸び率



(図表1)。先行きについては、景気下支え策を実施するとともに、空港など交通インフラの整備の加速、保障性住宅の建設や環境保護投資の強化などが行われることから、14年の目標である17.5%前後の水準で推移すると見られる。

一方、消費については、3月の社会消費財小売売上総額が前年比12.2%と1~2月期(同11.8%)から伸びが小幅ながら高まっており、消費改善の兆しが出ている(図表1)。12年末から継続実施されている「せいたく禁止令」が政府消費を下押ししたもの、自動車や家電製品などの耐久消費財の販売が好調で、個人消費は消費全体の下支えとなった。先行きについては、14年1~3月期の国民一人当たり可処分所得(実質)が前年比8.6%と同期の実質GDP成長率を上回ったことから、13%前後の伸びを回復する可能性が高いと見られる。

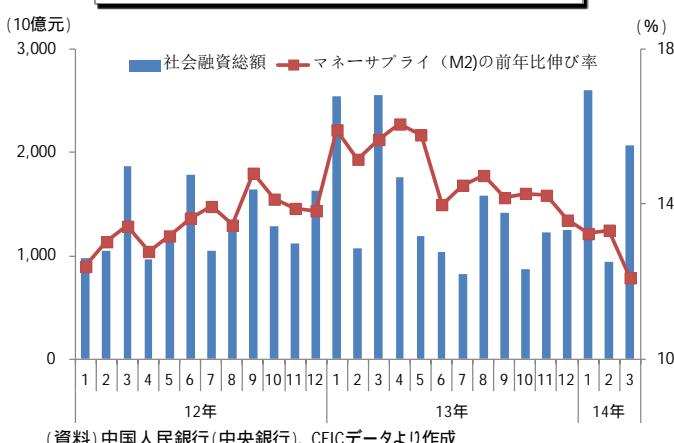
そのほか、3月の鉱工業生産も前年比8.8%と1~2月(同8.6%)から小幅ながら拡大したことや、中国国家統計局等が発表した3月の製造業PMIも50.3と2月(50.2)からやや上昇したことなどから生産回復の動きが出ていることがうかがえる。

以上から、輸出の落ち込みや固定資産投資の低調さが続いたものの、消費や鉱工業生産の動きから足元の景気が底入れした可能性がある。

### 金融情勢と今後の景気見通し

実体経済への総資金供給量を示す3月の社会融資総額は2.1兆人民元と2月からは大きく増加したものの、信託商品や

図表2 中国のマネーサプライ(M2)と社会融資総額の推移



社債のデフォルトが発生したことを受けたシャドーバンキングに対する規制の強化などにより、信託融資や委託融資などが大幅に減少したため、前年比は18.8%となった。また、3月のマネーサプライ(M2)も前年比12.1%と2月(同13.3%)から大きく鈍化した(図表2)。

こうしたなか、中小企業の融資環境がさらに厳しくなっていると見られたため、政府は4月中旬に多くの中小企業を融資対象とする県域の農村商業銀行などを対象に預金準備率の引き下げを決定した。ただし、李首相が「一時的な景気減速のために短期的な強い景気刺激策は採用せず、中長期的な健全な発展には一層注力する」との発言を繰り返したことから、これまでのやや引き締め気味の金融政策を微調整しただけで、今後、大幅な金融緩和の実施は想定しにくい。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。足元では景気持ち直しの兆しも出ており、鉄道建設の加速など景気下支え策の実施や金融政策の微調整などにより、中国経済は一段の減速が回避され、緩やかな回復に向かうと見込まれる。14年通年では政府の成長目標である7.5%前後の成長を達成するだろう。

(2014年4月21日現在)

# 情勢判断

## 今月の情勢 ~経済・金融の動向~

### 米国金融・経済

3月18～19日の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、量的緩和策第3弾(QE3)における債券買入額(当初850億ドル)を、13年12月(750億ドル)、14年2月(650億ドル)に続けて縮小し、4月から550億ドルとすることを決めた。一方、政策金利(0～0.25%)については、労働市場のほか、インフレ関連指標や金融情勢指標などの様々な情報を幅広く考慮し、インフレ率が引き続きFOMCの中長期目標である2%を下回ると予測される場合には、QE3終了後も「相当な期間」据え置くと表明した。

経済指標をみると、3月の雇用統計では、失業率は6.7%と前月から横ばいだった一方、非農業部門雇用者数は19.2万人増と、市場予測(20.0万人増、ブルームバーグ集計)を若干下回った。消費者マインドの改善や、企業決算への期待などから先行きを楽観する見方も出ている。

### 国内金融・経済

4月7～8日の日銀金融政策決定会合では、マネタリーベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節(長期国債、ETF・J-REIT、CP・社債等の買入れ)を行うことを軸とし、これにより2年程度で2%の「物価安定目標」を実現することを目指す量的・質的金融緩和の維持を決定した。また、黒田総裁は会合後の記者会見で、現時点で追加金融緩和は必要ないとの見方を示した。

経済指標をみると、日銀短観(3月調査)の大企業製造業は17と前回(16)から改善したものの、先行き6月は8への悪化が予想されている。また、機械受注(船舶・電力を除く民需)の2月分は、前月比8.8%と2ヶ月ぶりに減少。2月の鉱工業生産指数(確報値)も、前月比2.3%と3ヶ月ぶりに低下した。日本経済の景気回復基調は続いているとみられるものの、消費税増税の影響などから目先については悪化が見込まれている。

### 金利・株価・為替・原油相場

長期金利(新発10年国債利回り)は、新興国市場の先行き懸念やウクライナ情勢懸念を受けて「質への逃避」が進む一方、0.6%割れに対しては警戒感も根強いことから、1月下旬以降は概ね0.6%台前半のもみ合いが続いている。

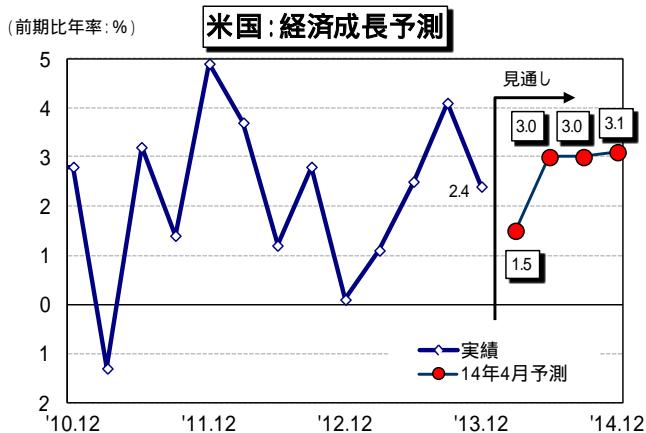
日経平均株価は、3月上旬には15,200円台を回復したものの、その後は新興国経済やウクライナ情勢への懸念、消費税増税後の企業業績への不安などから弱含み、4月上旬には半年ぶりに一時13,900円を割り込んだ。ただし、4月中旬には割安感や米国経済の回復期待の高まりから、14,500円台まで買い戻されている。

ドル円相場は、4月上旬には、日銀の追加金融緩和期待が後退したことなどから、一時1ドル=101円台前半まで円高・ドル安が進んだ。その後は米国の利上げ時期や日米企業業績発表の本格化を控えて、101円台後半から102円台半ばでの様子見となっている。

原油相場(ニューヨーク原油先物・WTI期近)は、3月中旬には1バレル=97ドル台まで低下したものの、それ以降はウクライナ情勢に対する懸念が高まったことなどから上昇傾向で推移し、4月中旬には一時104ドルを付けた。

(2014.4.21現在)

## 内外の経済・金融グラフ



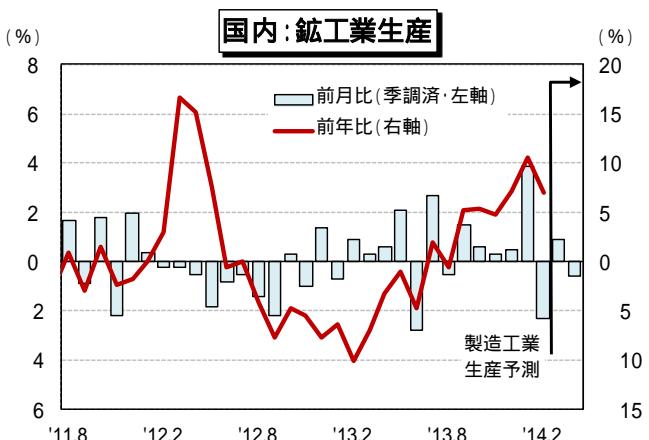
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



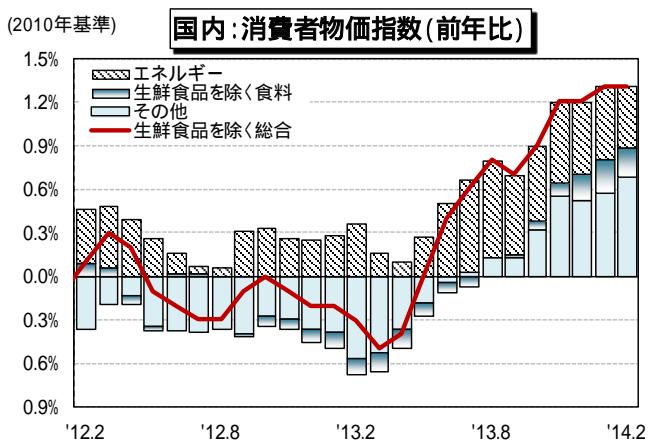
(資料) Bloombergより作成



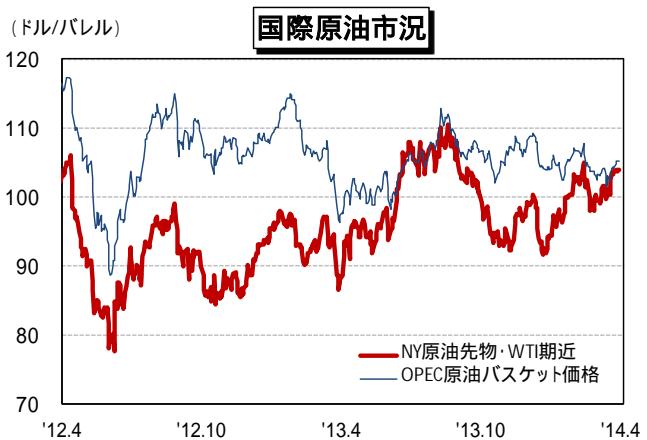
(資料) Bloomberg(内閣府「機械受注統計」)より作成



(資料) Bloomberg(経済産業省「鉱工業生産」)より作成



(資料) 日経NEEDS-FQ(総務省「消費者物価指数」)より作成



(資料) Bloombergより作成

詳しくは当社ホームページ(<http://www.nochuri.co.jp>)の「今月の経済・金融情勢」へ

## インドネシア・インドで総選挙結果発表

### ~野党勢力が政権与党へ~

14年4月は世界最大規模の民主主義国家といわれるインド、インドネシアで総選挙が実施された。両国とも投票結果は5月に明らかとなる見通しだが、報道等の調査によれば、いずれも最大野党勢力が第一党となり、他の野党勢力と連立する形で政権交代となる可能性が高まっている。そこで、出口調査や事前の世論調査等から見通す両国の動向について、状況を取りまとめたい。

#### インドネシア総選挙：闘争民主党が予想外に低い得票率で先行き懸念広がる

インドネシアでは14年4月9日に総選挙が実施された。国会に相当する国民代表議会560議席、地方代表議会132議席、州議会2,137議席、県・市議会17,560議席が改選となる。このうち、特に注目されているのが国民代表議会の改選である。7月に予定されている大統領選挙に候補者を擁立できる条件は、国民代表議会で議席数の20%、または得票率25%以上の政党に限られるため、総選挙の結果が大統領選の前哨戦として見られているためだ。

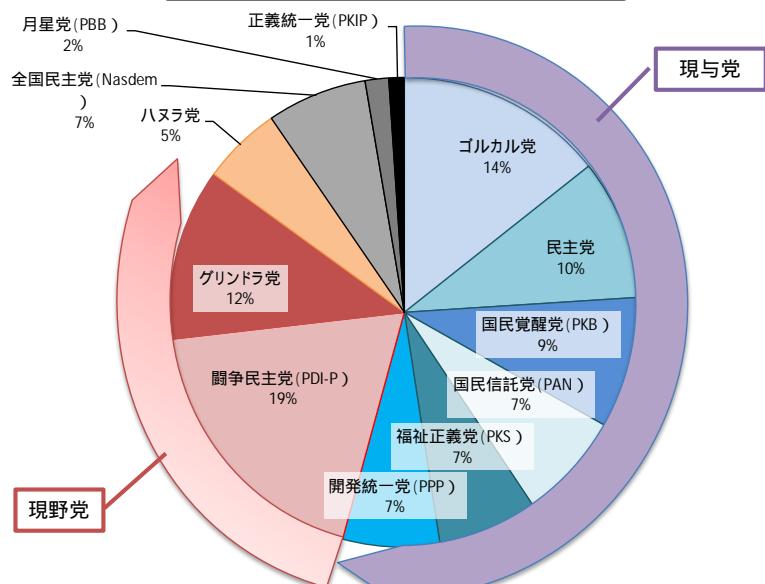
今回の総選挙で期待されていることは、ユドヨノ大統領率いる現与党の民主党などで汚職疑惑と内紛が表面化し、国民の不満が増し

多田 忠義

ていたことから、さらなる汚職の根絶や経済・財政政策などを実行する手腕である。多田（2014）で指摘したように、インドネシアではインフラ整備の遅れが経済成長を抑制しているといつても過言ではないことから、国民の人気が高まっているジョコ・ウィドド現ジャカルタ特別州知事が闘争民主党（PDI-P）単独で大統領候補者を擁立できるよう、25%以上の得票となるかに注目が集まった。選挙結果は5月7～9日に発表予定だが、ここでは、インドネシアの有力シンクタンクが取りまとめた出口調査の結果を用いて最新の動向を把握したい（図表1）。

事前調査<sup>(注1)</sup>では、PDI-Pが30%弱で次期政権与党となることやジョコ氏を単独擁立できる可能性が高まっていた。この状況を確実なものとするため、3月14

図表1 インドネシア総選挙出口調査結果



日、ジョコ知事はPDI-Pの大統領候補となることを宣言したとみられる。

しかし、出口調査の結果は、こうした予想を覆すものであった。PDI-P の得票率は大統領単独擁立のラインを割り込み、現与党が得票率で過半を占めたためである。こうしたこと、安定した政権が樹立できないのではないかという不安がインドネシアに広がり、一時的に株・通貨安となった。とはいえ、大統領はジョコ氏が就任するというメインシナリオに変更はない。ただし、連立政権となることで、政策の実行スピードは単独政権に比べ減速する可能性は高い。

(注1) Roy Morgan Research 資料

<http://www.roymorgan.com/~/media/Files/Findings%20PDF/2014/March/5485-Indonesian-Vote-March-21-2014.pdf> (14年4月16日確認)

### インド総選挙：5月上旬に投票終了

約8億人の有権者を抱える世界最大の民主主義国家であるインドでは、4月7日から5月12日まで9回に分けて下院総選挙（定数545）が実施される。5月16日に一斉開票され、同日に開票し大勢が判明する可能性が高い。

報道各社の世論調査によれば、最大野党であるインド人民党（BJP）を中心とする国民民主同盟（NDA）が、与党・国民會議派（INC）を中心とする統一進歩同盟（UPA）に対し優位な状況が続いている。NDAが180～220議席を獲得するとの見方が多い。なお、一部地域では第三勢力（庶民党：AAP）などが勢力を急速に伸ばしているものの、全国政党として認知されるには至っていないとみられ、今回の総選挙では、政権が現連立与党のUPAから現野党のNDAに移るとみられる。

インドの現野党勢力が勢力を伸ばしている背景は、インドネシアの状況に酷似している。すなわち、現与党の汚職や長引くスタグフレーションに対する批判、インフラ整備の遅れなどに対する不満である。また、財政出動（例えば燃料補助金の支給）による景気対策や通貨防衛、インフレ抑制で金利が高止まりしているほか、外資規制などで経済成長が抑制されている。こうした問題は政権交代＝政策実施とは言い難いが、体制刷新による内外の期待感は一定程度存在し、その期待に応えられるだけの初動を示せるかが当面の注目点となろう。

### 両国ともに政権与党が交代する見通し

インドネシア、インドはともに新興国経済の中でも人口が多く、生産年齢人口が増加する過程にあることから、資本の蓄積が始まるなど人口ボーナスを享受できる国である。そのため、経済成長が政治的混乱によって腰折れするリスクは、中所得国の罷に陥っている他の新興国に比べ低いと考えられる。一方で、政権交代によってこれらの国々の財政健全化や政策の早期実行が促される可能性は低く、期待剥落による一時的な景気の落ち込みも考えられる。

一方、海外から投資を呼び込む上で政治体制や国民生活を安定化させることは必要条件である。14～15年は他の新興国（ブラジル、トルコなど）でも総選挙や大統領選挙を控えているため、選挙動向から目が離せない。（14年4月17日現在）

#### 参考文献

多田忠義(2014)「インドネシア経済は底打ちしたか？」  
～注目される総選挙・大統領選挙～『金融市場』  
2014年4月号 P22-25.

## 1年が経過した量的・質的金融緩和(QQE)

南 武志

2013年4月に量的・質的金融緩和(以下、QQE<sup>(注1)</sup>とする)が導入されてから、1年が経過した。就任以前から大胆な金融緩和の導入を標榜するアベノミクスに理解を示していた黒田総裁の下、日本銀行はデフレ脱却に対して積極的に関与する姿勢を示すべく、マネタリーベースを2年で倍増させることなどを柱とする緩和措置を決定(図表1)。その緩和規模は市場参加者の事前想定を大きく上回った<sup>(注2)</sup>。加えて、物価安定目標として設定された2%の物価上昇率(全国消費者物価、前年比)を約2年で達成するとの強い決意を繰り返すことで、人々の「期待の変化」への働き掛けを行ってきた。

以下では、この1年間の金融の動きを振り返りつつ、今後の政策運営などについて考えたい。

(注1) Quantitative-Qualitative Easingより。

(注2) QQEの詳細は南(2013)などを参照のこと。

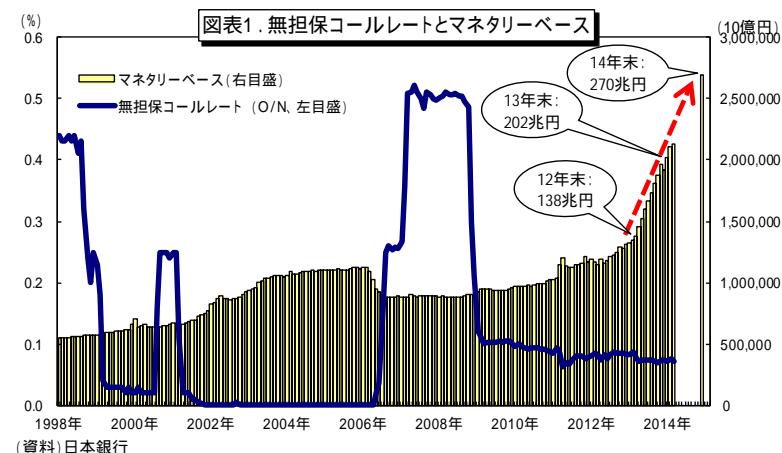
### QQEとその意義

現状の日銀による金融政策運営の枠組みは、全国消費者物価で前年比2%とした「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するという物価目標政策である。こうした政策が成立するためには、中央銀行は物価をコントロールできるだけの手段を有している。中央銀行は望ましいと考えるインフレ率を公表し、数年内にそれを実現することを目指す。

すと宣言する、中央銀行に対する信認は十分厚い、等といった要件が必要となる。

QQEは、物価安定目標の下で、マネタリーベースを操作目標と設定、2年で倍増するといった「量的緩和」と、残存期間が長めの国債やリスク性資産の買入れといった「質的緩和」のハイブリッドであり、イールドカーブ全体の低下、リスク・プレミアムの低下を通じた資産価格の上昇、ポートフォリオ・リバランスマ効果、インフレ期待への働きかけなどを通じて、物価全体を押し上げようという試みである。後述のとおり、物価上昇率は前年比1%台前半にまで高まり、デフレ的な状況から遠ざかりつつあるなど、これまでのところ概ね順調に見える。

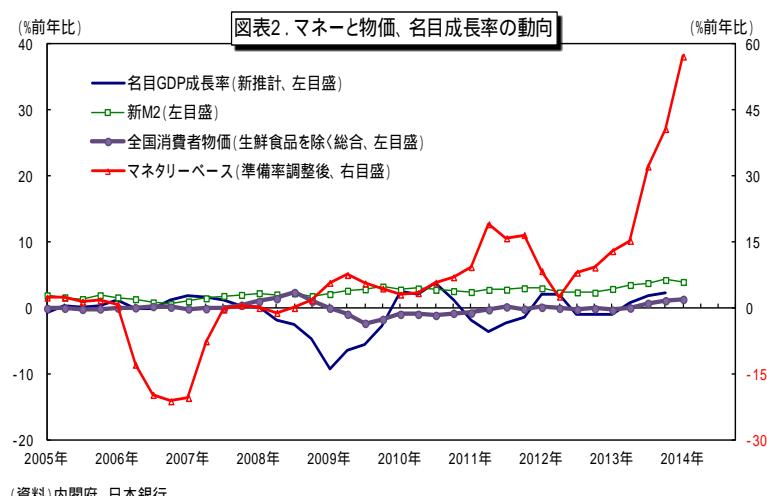
このような大胆な金融緩和策を巡っては「効果が乏しい」「副作用が大きい」等との批判が今なお根強いが、歴史的な円高状態からの修正の流れを定着させ、かつ株価にも好影響を与えたことで企業・家計のマインドが好転、13年度を通じて景気回復基調の維持や物価水準の押し上げに貢献してきたと評価できる。



## QQE 後のマネーの流れ

一般的に金融政策が実体経済に与える効果については時間差を伴うと考えられており、この1年間でQQEの効果がすべて出尽くしているわけではないと思われる。それゆえ、以下では景気実勢への影響を測るというより、金融セクターの行動などにどのような変化が起きているのか等について整理する。

まず、マネー量がどの程度拡大したのかを確認したい（図表2）。日銀にとっては負債にあたるマネタリーベース<sup>(注3)</sup>は、国債買入れなどを通じて順調な拡大をしており、足元では前年比54.1%（14年1～3月期）となっている。一方、マネーストックについては、マネタリーベースの伸びにはだいぶ見劣りするが、M1は前年比5.4%、M2は同4.0%、M3は同3.2%、広義流動性は同4.1%（いずれも14年1～3月期）と、徐々に増加率を高める傾向にある。ちなみに、代表的な物価指標である全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）は、導入前はマイナス圏だったが、



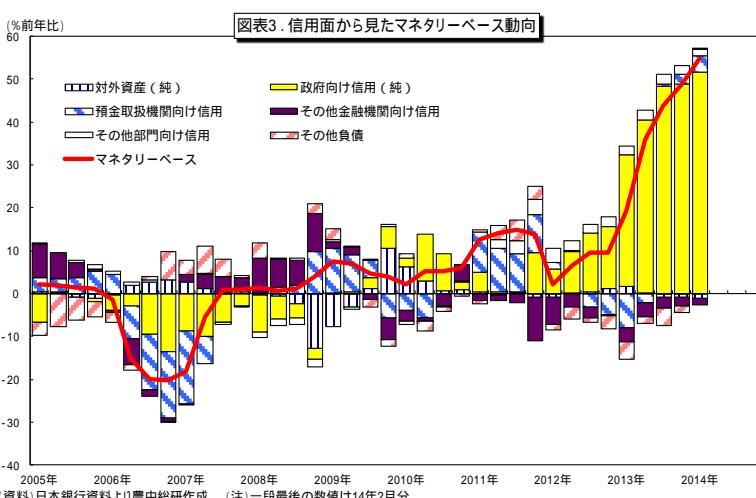
（資料）内閣府、日本銀行

足元は前年比1.3%（14年2月）まで高まった。名目成長率（前年比）も同じくマイナス圏だったものが2.2%（13年10～12月期）となっている。

さらにマネタリーサーベイ統計<sup>(注4)</sup>に基づき、マネタリーベース、銀行預金、マネーストックについて信用面から寄与度分解してみたい。まず、マネタリーベースについては、前述のとおり、QQE導入後に急拡大したが、そのほとんどは「政府向け信用（純）」の増加による寄与、つまり2年で倍増といった目標達成のための手段である長期国債買入れオペが月額7兆円前後まで増額された結果、日銀による国債保有が急増していることが背景にある（図表3）。資金循環統計によれば、

13年末時点での日銀の国債保有は143.6兆円と、全体の17.4%を保有していることになる。また、貸出支援基金等を通じて、足元では「預金取扱機関向け信用」も寄与度のプラス幅を拡大させている。

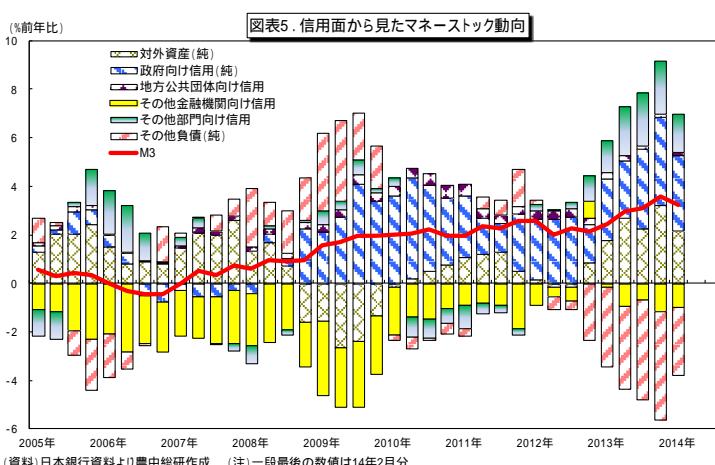
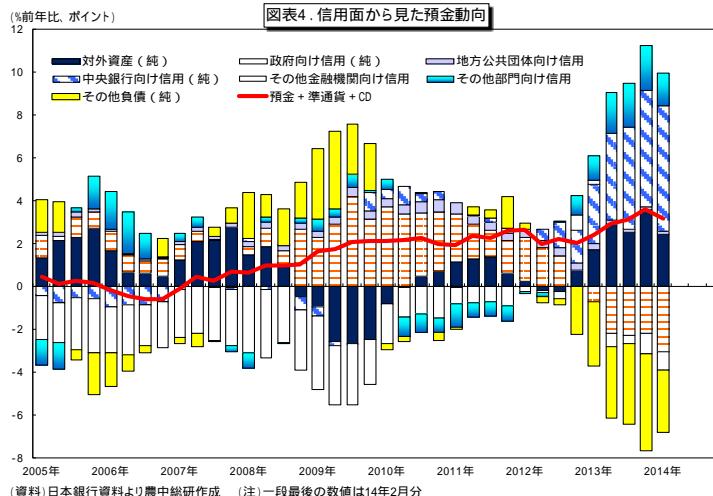
また、銀行預金についてであるが、徐々に増加傾向が強まっている（図



（資料）日本銀行資料より農中総研作成

表4)。信用面から預金増に貢献しているのは「対外資産(純)」、「中央銀行向け信用」、「その他部門向け信用」であり、逆に「政府向け信用(純)」、「その他負債(純)」はマイナスの寄与となっている。これらを整理すると、日銀による国債買入れオペによって、銀行は保有国債を減らし、その売却分を銀行セクターは日銀当座預金として蓄積したことが確認できる。同時に、円安によって対外資産は膨張したことや、貸出が増加傾向にあることも挙げられる(銀行・信用金庫の貸出総額は前年比2.1%(14年3月))。

最後に、マネーストックの信用面からの寄与度分解をしてみる。マネーストックも、QQE導入前に比べて伸び率が高まったことは指摘した通りだが、その要因としては「対外資産(純)」、「政府向け信用(純)」、「その他部門向け信用(純)」などの増加はプラスに寄与、「その他金融機関向け信用」の減少と「その他負債(純)」の増加はマイナス寄与である(図表5)。金融セクター全体(中央銀行+預金通貨銀行)として見ると、マネー拡大は円安



効果、日銀による国債買入れ増額、貸出増などが貢献したといえるだろう。

ちなみに、国内銀行(都銀・地銀・第2地銀)のバランスシートのこの1年の変化(13年2月と14年2月の比較)を見ると、バランスシート自体は27.3兆円の拡大となっており、うち資産では「現金預け金」が50.3兆円増、「コールローン」が12.1兆円減、「有価証券」が27.3兆円減(うち、「国債」は32.0兆円減、「外国証券」は3.8兆円増)、「貸出金」が12.9兆円増であった。また、負債では「預金」が23.4兆円増、「コールマネー」が9.5兆円減などであった。

(注3)正確には、マネタリーベースのうち、銀行券と日銀当座預金は日銀の負債だが、硬貨は負債ではない。

(注4)金融セクター(中央銀行、預金通貨銀行)にとっては負債であるマネーストック(現金+預金)は非金融セクター(個人、非金融法人、政府など)にとっては資産であることから、マネーストックの変動は必然的に、貸出や証券投資などの変動をもたらす。マネタリーサーベイとは、こうした関係に着目し、マネーストック(M3)

の変動を金融セクターの資産・負債の変化と関連付けるために作成された統計である。

## 今後の金融政策について：雑感

最後に、当面の金融政策運営についての展望を述べたい。QQE導入に際し、黒田総裁は「物価安定目標の達成に必要な対策はすべて打った」と発言しており、日銀がこれまで通り「2年で2%の物価上昇」は達成可能との見方を変えない限り、追加緩和はないと考えるのが自然である。

しかし、消費税増税となった14年度の国内経済には不安が残る。経済成長率の民間見通しは潜在成長率並み(ESPフォーキャスト調査(14年4月)では0.7%)であるが、その大部分は13年度からの「ゲタ」によるものであり、実態的にはマイナスもしくはゼロ成長となるはずである。そのため、物価は当面は前年比1%前後で推移するというのが民間エコノミストのコンセンサスとなっており、15年度には2%程度まで上昇すると日の銀見通しと大きく乖離するなど、見方が異なる<sup>(注5)</sup>(図表6)。仮に、景気足踏みにより物価上昇圧力が弱まれば、日銀は新たな緩和措置を講じざるを得ないだろう。

とはいえ、これまでの緩和策の延長で、長期国債やリスク性資産の買入れ額を増加し、マネタリーベースの膨張テンポを高めたとしても、それが「2年で2%の物価上昇」の達成に貢献するかは不透明といえる。今後1年で、金融セクターに蓄積された緩和マネーが民間非金融セクターに浸み出していく可能性は否定しないが、消費税増税後に耐久消費財

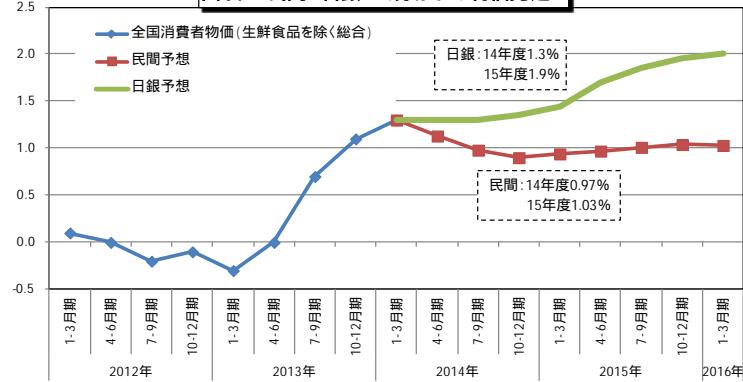
を中心に国内需要が軟調となる可能性を踏まえれば、楽観視はできない。次の追加緩和策を考える上で、緩和マネーをいかにすれば循環させられるか、という視点は重要と思われる。

それに関連して、日銀は2月の金融政策決定会合において、貸出増加や成長基盤強化を支援するための資金供給制度の拡充を決定した。背景には銀行貸出の増加を促したいとの思いがあると見られる。「4年固定0.1%」という条件は、一見すれば十分魅力的であるが、銀行は全体で100兆円近くの超過準備を保有しているほか、法人企業も貯蓄超過状態で銀行借入への需要は決して高いわけではない。なお、こうした制度が貸出金利の十分な低下につながらない場合、銀行業に対する一種の補助金で終わる可能性もある。それゆえ、民間の経済活動を刺激するような資金還流策は必要不可欠といえる。(注5)1年前の予想を振り返ると、13年度の物価見通しは民間平均で0.3%、日銀は0.7%で、結果は日銀の想定に近かったことは確かである。

## 【参考文献】

南武志(2013)「「異次元」の金融緩和策が円安・株高をさらに後押し」、金融市場2013年5月号

図表6. 民間と日銀とで分かれる物価見通し



(資料) 総務省統計局、日本銀行、日本経済研究センター

(注)消費税率の変化を含まず、民間予想はESPフォーキャスト調査(4月)を使用、

日銀予想は展望レポート中間評価(1月)より筆者作成

## 2014年度の再生可能エネルギー買取価格と 固定価格買取制度をめぐる論点

寺林 晓良

### はじめに

2012年7月に本格導入された再生可能エネルギー電力の固定価格買取制度は、今年4月に3年度目を迎えることになった。本稿では、14年度の再生可能エネルギー電力の買取価格及び買取区分を概観した後、固定価格買取制度の特徴と今後の改正に向けた論点を整理することとした。

### 2014年度の買取価格

図表1は、制度導入以降の再生可能エネルギーの買取価格を示したものである。

14年の買取価格をみると、太陽光発電の10kW未満（余剰買取）は前年度の1kWhあたり税込38円から37円へと、10kW以上は同じく税抜36円から32円へと引き下げられた。ただし、これは太陽光発電システムの導入費用の低下を反映したものである（図表2）。実際、内部収益率（IRR）は前者が3.2%、後者が6%に設定されているが、これは前年度から据え置かれている水準である。

また、その他の種類の

買取価格については、導入件数が少なく、状況見極めの必要性が高いことなどから据え置きとなった。

経済産業省は、同制度導入時に再生可能エネルギーの普及に向け、高めの買取価格を設定することを明言したが、太陽光のIRRやその他の種類の買取価格が据え置かれたことを踏まえると、14年度の買取価格も、引き続き高い水準にあるということができるだろう。

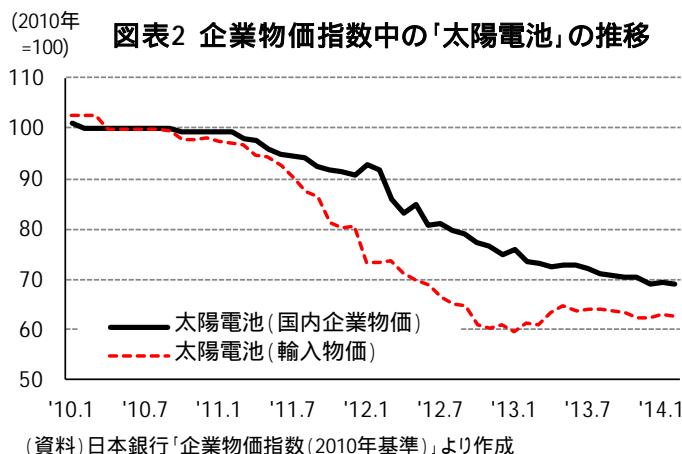
一方、14年度には、「洋上風力」「既

図表1 再生可能エネルギーの買取価格

種類		12年度	13年度	14年度		
		買取価格		IRR (税前)	調達 期間	
		円/kWh(税抜)	(%)	(年)		
太陽光	10kW未満	42 <sup>(注)</sup>	38 <sup>(注)</sup>	37 <sup>(注)</sup>	3.2	10
	10kW以上	40	36	32	6	20
風力	洋上			36	10	20
	陸上20kW未満	55	55	55	8	20
	陸上20kW以上	22	22	22	1.8	20
既設導水路活用中小水力	200kW未満			25	7	20
	200kW以上1MW未満			21	7	20
	1MW以上30MW未満			14	7	20
新設中小水力	200kW未満	34	34	34	7	20
	200kW以上1MW未満	29	29	29	7	20
	1MW以上30MW未満	24	24	24	7	20
地熱	15MW未満	40	40	40	13	15
	15MW以上	26	26	26	13	15
バイオマス	メタン発酵ガス化	39	39	39	1	20
	未利用木材燃焼	32	32	32	8	20
	一般木材等燃焼	24	24	24	4	20
	リサイクル木材燃焼	13	13	13	4	20
	廃棄物燃焼	17	17	17	4	20

(資料)経済産業省告示、調達価格等算定委員会「調達価格及び調達期間に関する意見」より作成

(注)太陽光10kW未満(住宅用・余剰分買取)の買取価格は税込である。



設導水路活用小水力」という区分が新設された。洋上風力は、大規模開発が可能な分野として、大企業等から注目が集まっていた。また、既設導水路活用小水力は、既存の中小水力発電で利用していた土木設備をそのまま利用し、発電設備の更新のみを行った場合に適用される価格区分である。

このように、今後も買取価格区分は、社会的ニーズや導入状況、システム導入コストなどに応じて、順次見直されていくことになるだろう。

### 順応的な見直し・改定が不可欠な制度

そもそも、固定価格買取制度を理解する上で最も重要なのは、様々な状況に合わせて、順応的に見直し・改定が行われることが前提となっている制度であるということである。ここでいう制度の見直し・改定とは、毎年度の買取価格・買取区分の見直しだけを指すわけではなく、制度自体の改定などを幅広く含むものである。こうした見直し・改定は、例えば次のような場合に求められることになる。

第一に、再生可能エネルギーの技術革新である。技術革新が進み、再生可能エネルギーによる発電コストが、低下すれば、それに合わせて買取価格は低下する

ことになるし、他の発電方法のコストと変わらなくなる状況、すなわちグリット・パリティが実現されれば、固定価格買取制度は不要になる。

第二に、特定の再生可能エネルギーの普及が重視される場合である。今年度に「洋上風力」や「既設導水路活用中小水力」の買取区分が新設されたことは、この典型例だといえる。

第三に、ポリシーミックスの中でのバランスである。再生可能エネルギーを普及するための政策手段には、固定価格買取制度だけではなく、導入補助金、減税・免税措置、電力システム改革など、多様なものが想定できる。そのため、これらの政策との兼ね合いでも、見直しや改正が行われうるといえるだろう。

固定価格買取制度が順応的に変化していくことは、「政策変更リスク」として再生可能エネルギー事業を行う上のリスクとして捉えられることがある。しかし、再生可能エネルギーに関する情勢を正しく把握しておけば、こうしたリスクは減らせるし、むしろチャンスを拡大させることにもなりうる。

そこで、以下では、固定価格買取制度をめぐって、今後どのような点が議論の対象となりうるのかを整理してみたい。

### 制度見直し・改正をめぐる論点

#### (1)認定件数と運転開始数の乖離

固定価格買取制度の見直しや改正を巡る論点として、まず、認定件数と運転開始数に乖離がみられる状況が続いていることが挙げられる。

図表3は、13年12月時点の再生可能

図表3 再生可能エネルギー設備の認定・運転開始状況(2013年12月末)

	件数(件)			出力(設備容量、kW)		
	認定 a	運転開始 b	b/a	認定 c	運転開始 d	d/c
太陽光	774,146	534,293	69.0%	28,381,343	6,845,314	24.1%
10kW未満	519,231	441,908	85.1%	2,257,099	2,016,319	89.3%
10kW以上1MW未満	251,404	91,572	36.4%	10,783,243	3,363,850	31.2%
1MW以上	3,511	813	23.2%	15,341,001	1,465,145	9.6%
風力	99	16	16.2%	956,328	74,048	7.7%
20kW未満	9	4	44.4%	6	2	33.3%
20kW以上	90	12	13.3%	956,322	74,046	7.7%
中小水力	102	33	32.4%	244,084	4,680	1.9%
200kW未満	53	26	49.1%	3,292	1,158	35.2%
200kW以上1MW未満	24	7	29.2%	14,086	3,522	25.0%
1MW以上30MW未満	25	0	0.0%	226,706	0	0.0%
地熱	12	1	8.3%	13,061	48	0.4%
15MW未満	12	1	8.3%	13,061	48	0.4%
15MW以上	0	0	0.0%	0	0	0.0%
バイオマス	92	34	37.0%	716,493	119,433	16.7%
メタン発酵ガス化	39	15	38.5%	7,578	1,818	24.0%
未利用木材燃焼	12	3	25.0%	150,380	12,900	8.6%
一般木材等燃焼	13	2	15.4%	349,615	29,765	8.5%
リサイクル木材燃焼	3	0	0.0%	43,870	0	0.0%
廃棄物燃焼	25	14	56.0%	165,050	74,950	45.4%
合計	774,451	534,377	69.0%	30,311,309	7,043,523	23.2%

資料:資源エネルギー庁「再エネ設備認定状況」(2013年12月末時点)

エネルギー設備の認定・運転開始状況である。これをみると、1MW(=1,000kW)以上の太陽光では、認定数のうち件数で23.2%、出力で9.6%しか運転を開始していないことがわかる。また、他の再生可能エネルギーに関しても、運転を開始した割合は低水準にとどまっている。

再生可能エネルギー事業は、日本の場合、まず計画を策定した段階で経済産業省に認定申請を行い、認定された後に電力会社との売電契約や資金調達、設備の建設等を行うため、設備認定と運転開始には、時間差が生じる。太陽光は需要増に伴い機材調達等が遅れているという事情があるほか、風力やバイオマスなどについては、地域での合意形成も含めて事業化までに一定の時間を要することから、

認定件数と運転開始数に乖離が生まれるのは当然であり、それ自体は問題ではない。

問題は、太陽光事業の設備認定案件の中に、事業化の実現性が低い案件や、設備認定時点の買取価格が適用されることを悪用してパネル価格の低下を待っているような案件があることである。これに対して資源エネルギー庁は、14年から認定運用の一部を変更し、50kW以上の太陽光設備に関しては、登記簿謄本や発注書等の提出が義務付けられ、これらが確認できない場合は認定が失効するようになった。今後も、こうした問題に対しては、逐次対応策がとられることになると思われる。

また、固定価格買取制度を日本に先駆

けて導入したドイツでは、買取価格が月ごとに決められ、運転開始月の価格が適用されるため、早期事業化を促進するしくみとなっている。日本でも、こうした事例を参考に制度改正が行われる可能性も考えられよう。

## (2)太陽光以外の再エネ普及

次に、太陽光が堅調に拡大しているのに対して、風力やバイオマス、小水力、地熱の件数はそれほど増えていない点である。

その原因は、送電線網の脆弱な地域に自然資源が偏在していること、自然条件の厳しさや採算性などの技術的な壁があること、環境影響評価（環境アセスメント）などの手続き・規制への対応に時間がかかること、立地地域住民との間で合意形成が必要になること等などが挙げられる。

ただし、風力の環境影響評価の対象事業規模は、第1種で10MW以上、第2種でも7.5MW以上と、大規模なものに限られている。小規模な風車1～2本を地域住民から出資し合って建設するような場合には、合意形成等の問題も起こりにくいと考えられるが、実際にはこうした中規模・小規模な風車の認定も進んでいない。

こうした状況を受けて、普及が進まない再生可能エネルギーについては、今後制度面で優遇策が検討される可能性はある。例えば、現在風力は20kW未満とそれ以上で買取区分が設けられているが、地域分散型での普及を促進するよう、より細かく買取区分を行うことも有効ではないかと思われる。また、バイオマスに関しては、設備規模に応じた買取区分のほか、熱利用を並行して行う設備に買取区

分を設定することも考えられるだろう。

## おわりに 地域分散という課題

今後の対応に向けて議論を重ねる必要があるのは、地域分散型での普及を政策的に支援すべきかどうかである。

再生可能エネルギーは、天候等に発電量が左右されるため、場所やエネルギー源などでポートフォリオを組むことが、安定供給のためにも望ましいとされている。また、地域分散型での普及によって、地域経済の活性化を目指す方向性も考えられる。

日本では、再生可能エネルギー事業の多くが都市部の大企業によるものであるといわれている。山下(2014)によると、日本のメガソーラー事業では、地域主導の事業は件数で8%、設備容量で3%に過ぎず、それ以外は地域外の企業が地域で集中的に行う事業であるという。

一方のドイツでは、固定価格買取制度自体は、地域分散型と大規模集中型のどちらに対しても中立的であるが、地域分散型での普及が進んできた実態がある。特に、一般市民や農家がその担い手として大きな役割を果たしている（寺西ほか編2013）。

地域分散型での普及は、電力システム改革による送電線網の整備や発電・小売の自由化など、他の政策の影響が大きいと考えられるが、固定価格買取制度の運用でも、課題として認識し、措置を講じていくべきだと思われる。

## 参考文献

- 寺西俊一・石田信隆・山下英俊編(2013)『ドイツに学ぶ地域からのエネルギー転換』家の光協会
- 山下英俊(2014)「再生可能エネルギーによる地域の自立を目指して」『環境と公害』43巻4号

## 新興国経済の分析視点(最終回)

多田 忠義

連載最終回にあたり、これまで紹介してきた為替制度、新興国が直面する経済発展上の課題や制約、発展段階で経験する現象などをまとめ、新興国経済をみる視点について簡単に取りまとめてみたい。

### 無視できない存在としての新興国経済

図表1は、世界全体に占める先進国GDPの割合が近年低下し、新興・途上国の割合が増していることを示している。ここ15年で中国をはじめとする新興・途上国経済が先進国経済に影響力を持つようになってきたことも明らかである。

一方、資金フローに目を転ずると、米国、欧州、日本などの先進国間で資本取引が活発で、特に米国に向かって資金が集まるという基本構造は今も変わっていない。これは、依然として米ドルが基軸通貨としての地位を占めていることからも明らかである。新興国の多くが米ドルを主な交換通貨としつつ、変動幅を調整するような制度を採用する背景には、グローバルな経済・金融変化による様々な影響から防御しようとする現れである。

### 経済発展の原動力と経常収支

新興国経済の多くは、天然資源や安価な労働力を供給することで資金を獲得し、自国の成長を促してきた。そのため、資

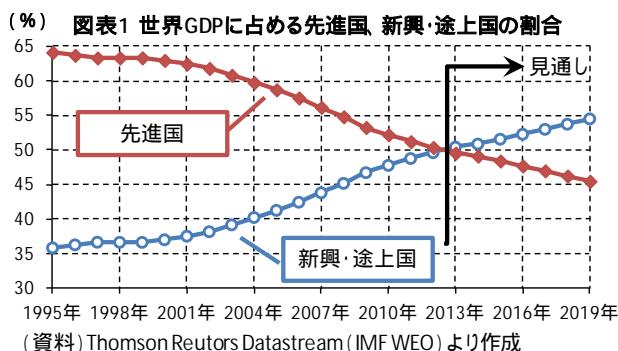
源価格が乱高下したり経済成長に伴い労働コストが上昇したりすると、新興国経済は低迷しがちである。

国際収支からみた発展段階説は、貿易収支、経常収支、対外純債務が発展段階に応じてどう変化していくかを説明した有力な仮説であるが、全ての新興国経済に必ずしも当てはまらないことが見えてきた。その理由をいくつかの国で例証してみると、グローバル経済の景気循環や金融危機、自国の資源有無や他国（特に貿易・貸借相手国）の景気、政策、生産・流通・通信などの技術発達が挙げられる。

### マクロ指標だけでなく、さまざまな理論を背景とした地域間相互作用の理解へ

新興・途上国経済はインフォーマル・セクターやモラル・エコノミーの存在を無視できないと多くの研究が指摘している。ゆえに、マクロ経済指標だけに注目するだけでなく、現場で見聞きしたり、質的な情報に着目したりする必要がある。

また、国や地域の差異を分析する上で有用な理論は地理学を中心に存在し、例えば産業集積論や立地論、産業クラスター論、グローバルな価値連鎖、国際分業論などである。これらを新興国経済の分析視点に即して捉え直すと、新興国経済とつながる多様な国・経済主体間のつながりに着目し、地域間の相互作用に着目する必要があるといえる。また、相互作用する大小様々なスケールの経済現象は地理的な広がりを持っており、それ故同じ経済現象でも多様な結果をもたらすことも押さえる必要がある。



## 海外の話題

### 再開発が続くNY

農林中央金庫 ニューヨーク支店長 萩原 忠行

ニューヨーク駐在となって2年が経過し、アパートの賃貸契約の更新時期となつたが、マネジメント会社から送られてきた新しい契約書を見て驚いた。家賃が1年契約で4%の値上がり、2年契約では7.75%の値上がりとなっていた。米国ではサブプライム危機後、住宅を買うよりも借りる傾向が強まっており、マンハッタンのアパートの空室率は大変低く、ニューヨークの家賃はリーマンショック直後の2009年には低下したものの、その後は再び上昇を続けている。

ニューヨークは世界の金融センターとして、米国はもとより世界中の金融機関が拠点を構えており、これに付随して弁護士事務所、会計事務所、コンサルティング会社が多く進出している他、製造業、不動産業、観光業、教育産業、メディア産業等が経済を牽引している。マンハッタンのミッドタウンやダウンタウンには超高層ビルが立ち並んでいるが、最近では、グーグルやマイクロソフト等のIT企業が、ミッドタウン南部やトライベッカ等に相次いでオフィスを構えており、古き良き時代のマンハッタンの趣を残す地区の開発が進められ、若者に人気のある地域へ変貌している。マンハッタン南部はサンフランシスコの「シリコンバレー」ならぬ「シリコンアレー」(アレー=alleyは路地の意)と呼ばれるIT産業の集積地となっており、ファッション、メディア、アート等の業界と交流しつつ、ネットを利用した新たな消費者向けサービスを生み出している。

大型再開発計画も目白押しである。「グラウンド・ゼロ」と呼ばれたダウンタウンの世界貿易センタービルの跡地には、高層ビル群が建設されているが、その中の「ワンワールドトレードセンター（通称フリーダムタワー）」は全米で1番高いビルとなり、本年中には開業する予定である。近くのハドソン川に面したバッテリーパーク周辺は高級コンドミニアムが立ち並ぶ居住街となり、景色が良くて生活環境も充実していることから人気が高い。

また、「ハドソンヤード」と呼ばれるマンハッタンの西の端に位置するニューヨーク州都市交通局の鉄道車両基地と、倉庫や工場が集まる工業地帯の地域も、オフィスビルやコンドミニアムに公園等の公共施設が併設された新都心として開発が行われている。有名ブランドの出店も噂されており、ファッション地区としての発展も期待されている。本年夏頃には地下鉄7番線がこの地域まで延長される予定で、交通の利便性が格段に高まることとなる。

さらに、マンハッタンの西側にある貨物鉄道の高架線の跡地を開発した「ハイライン」という名前の公園は観光スポットとして人気があるが、この秋には34丁目のハドソン川近くまで延長工事が完成し、上記の「ハドソンヤード」と結ばれて、マンハッタンの西側を切尔西地区から34丁目まで空中散歩を楽しむことができるようになる。

今年のニューヨークの冬は大変寒くて雪も多く、室内で過ごすことが多かつたが、ようやく春を迎えて外へ出かけるのに良い季節となった。再開発が進むマンハッタンには次々と新たなスポットがオープンしている。週末には変化する街中を歩き回りながら、新しいニューヨークを発見したいと考えている。

(2014年4月15日)