

## 中期経済予測2009—2013

——ポスト「ドル資本主義」を見据える世界 地方からの再生を目指す日本——

### 目 次

- |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>I. はじめに</p> <p>II. 世界景気転換のタイミングを占う</p> <p>1. 米国住宅価格の行方</p> <p>2. 過去の住宅バブルの経験</p> <p>III. 「ドル資本主義」からのパラダイムシフト</p> <p>1. 輸出不在での本格回復は見込めるか</p> <p>2. 1930年代の経験から学ぶ</p> <p>3. 金本位制離脱というパラダイム転換</p> <p>4. 「ドル資本主義」</p> <p>IV. 「ドル資本主義」からの離脱は可能か</p> <p>1. プラザ合意の経験</p> <p>2. 新興国の潜在性</p> <p>3. 中国経済の成長余力</p> <p>4. 輸出主導の意味</p> <p>5. 人民元の政治経済学</p> <p>V. ドル価値の分析</p> <p>1. 長期データを用いた購買力平価</p> <p>2. 経常収支赤字とドルの価値</p> <p>3. 双子の赤字とその持続可能性</p> <p>4. 財政赤字で米国金利は上がるか</p> <p>5. ドル価値は「ドル資本主義」の行方に依存</p> <p>VI. ケース別の中期経済予測</p> <p>1. 現状維持ケース</p> <p>2. 「ドル資本主義」離脱（中国内需成長）ケース</p> | <p>VII. 地方発日本再生「災い転じて福となす」</p> <p>1. 四重苦の日本経済</p> <p>2. 地域格差の二つの側面</p> <p>3. 地域・所得格差拡大を是正する2システム</p> <p>4. 日本独自のシステムの模索</p> <p>VIII. 人の移動を前向きに捉える：高密都市化</p> <p>1. 今までの日本の都市計画とは</p> <p>2. 人口減少が内包する「高密化」のベクトル</p> <p>3. 都市高密化の経済上のメリット</p> <p>IX. まちの高密化に向けた具体的取り組み</p> <p>1. 富山市の例</p> <p>2. 長野市の例</p> <p>3. 高松市の例</p> <p>4. 仙台市の例</p> <p>X. 「コンパクトシティ」の定量分析</p> <p>1. コンパクトシティに重要な「移動の選択肢」</p> <p>2. コンパクトシティの二つの類型</p> <p>3. 47都道府県庁所在地の変化を検証する</p> <p>4. まちの方向性を決めるまちの規模</p> <p>5. 高密・高効率・高アクセス達成に向けて</p> <p>XI. 人の移動を前向きに捉える：近郊農業の育成</p> <p>1. 低い食料自給率と近郊農業の復活</p> <p>2. 生産性拡大余地が大きい日本の農業</p> <p>3. 儲かる農業ビジネス</p> <p>XII. おわりに</p> |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

野村証券金融経済研究所経済調査部

西澤 隆, 和田 理都子, 桑原 真樹, 雨宮 愛知

### 要約と結論

1. 米国の金融危機に端を発した世界同時不況は深刻さを増している。世界同時不況の向こうに現れる新しい世界経済のパラダイムを「ドル資本主義からの離脱」という視点から分析し、その中で日本が活力を維持する施策を検討する。
2. 不況の震源地である米国住宅市況に底打ち感がでるのは2010年頃と考えられ、世界経済は当面厳しい状況が続く。1930年代の大恐慌時代には、ニューディール政策と言われる公共投資の拡大や企業や家計への資金供給などの施策が打たれたが、景気反転に最も大きな影響を与えたのは、「金本位制からの離脱」という新たなレジームへの大胆な転換であった。
3. 1990年代後半以降の世界は、新興国を中心とした世界の輸出が米国の過剰消費により吸収され、輸出国はその対価として得たドルを国内の経済成長に用いることな

く、外貨準備として貯め続けた。世界がドル獲得そのものを目標として行動するかのような状況を、本稿では「ドル資本主義」と名付けた。ドル資本主義を背景としたドルに対する過度な信用の付与が米国の住宅バブルを作りだし、その崩壊が現在の金融恐慌状況を招いたのである。

4. 従って、現在の世界同時不況を克服するには、ドル資本主義からの離脱が必要となる。これは、米国への輸出で恩恵を受けてきた国が内需主導型経済へ移行することで達成される。例えば1985年のプラザ合意では、ドルの大幅調整が対円と対マルクで行われ、日本とドイツの内需主導型経済への移行を通じて世界経済の人為的なソフトランディングが図られた。今回その役割を担うのは新興国、中でも中国となる。財政の健全性と高い貯蓄率、そして都市化余地が大きいことから、中国の内需拡大余力は依然として大きいと見込まれる。中国の為替政策と内需主導型経済への移行が米国経済、日本経済、ドル資本主義に与える影響をシミュレーションし、予測表にまとめる。
5. 日本もまた、環境問題や人口減少などの構造問題を乗り越え、新たな成長の地平を切り開く必要がある。例えば「コンパクトシティ」への取り組みは地方発の日本活性化策となると考える。まちづくりにおける高密・高効率・高アクセスの追求は、産業の効率化、財政の健全化に寄与し、経済成長率を押し上げると同時に、省エネにつながり、環境に優しいことが統計的にも確認された。
6. 人口減少や高齢化は、コンパクトなまちづくりを促進する人々のニーズを内包している。高齢化は車の運転を前提とする生活から歩いて暮らせるまちへとニーズを変容させ、まちのスプロール化に歯止めをかける。限られた財源でまちの活力を維持するため、青森市、富山市、長野市、高松市、仙台市などは明確なビジョンを持ち具体的まちづくりに着手し始めた。ニーズの変化と具体的な取り組みが、人口減少の中でも地方のまちに活力を与えている。
7. 「まちづくり三法」の改正は郊外の大型店舗の出店に歯止めをかけ、国の公共投資の削減は地方の道路建設のペースを鈍らせる。地方都市のまちづくりプランは転換を余儀なくされるが、無秩序・無計画なまち機能の郊外拡大に歯止めがかかることで、日本の農業は追い風を受ける。商業用地への転用を目的とした農地転売が減少することで、農地の拡大が促され、近郊農業の大規模化による生産性の向上が見込まれる。農業は初期投資が大きく、参入障壁が高いため、流通網を整備しブランド化を進めることで、収益率の高い産業になる可能性を秘めている。実際に、そうした戦略を実践する農事組合法人も出始めている。

## I. はじめに

現在世界では金融危機が進行し、米・欧・日の先進諸国・地域がそろって景気後退に突入しつつある。世界各国の政府は金融機関の救済策と景気下支え策を講じており、また今後も新たな対策が打ち出されると見られる。目先の世界経済を見通す上では、これら対策の規模やスキームの点検が重要となろう。ただし本稿では中期見通しを提示するという目的に鑑み、各国経済対策の細部に立ち入ることは敢えてせず、よりマクロの観点から金融危機後の世界経済の姿を描いていきたい。

最初の論点は、世界景気の転換点がいつか、である。米国住宅価格についてのシミュレーションや過去の住宅バブルの経験などから総合的に判断すると、世界景気のとりあえずの転換点として2010年というタイミングが浮かび上がってくる。

第二の論点として、パラダイムシフトの必要性を強調する。1990年代後半以降、世界経済の構造は、あたかもドルの獲得そのものが目的化した「ドル資本主義」の様相を呈していた。ドル資本主義からの離脱がない限り、仮に2010年に景気が上向いたとしても、その後の回復は緩慢なものに留まる可能性が高い。ドル資本主義からの離脱とは、言い換えればこれまで外需主導で成長してきた新興国が内需主導の成長を始めることである。

第三の論点は、新興国、特に中国が本当にドル資本主義を離脱し、内需主導の経済成長を達成することができるかである。都市化の度合い、インフラの整備度などから、中国には今後もある程度の高成長を続ける潜在力があることを確認する。もっとも、この第三の論点は中期的に世界経済を見通す上で最も不確実性の高い部分の一つであろう。そこで、中国が内需主導の成長軌道に乗ることができるケースとできないケースとに分け、日・米・中について経済モデルによる経済予測を行う。

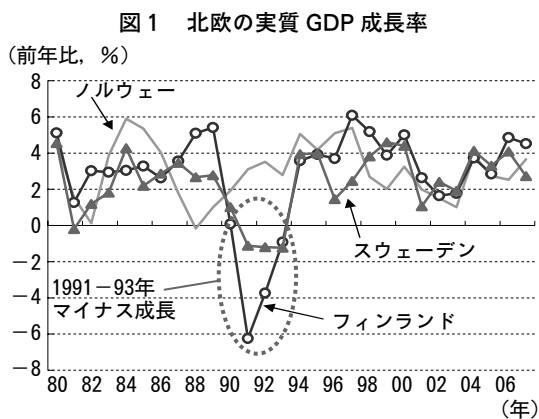
第四の論点は、通貨価値の行方だ。特に、米国が双子の赤字を抱える中、米ドルがこの先どうなるかに焦点を絞る。先代基軸通貨である英国ポンドの経験などを踏まえると、双子の赤字即ドル安と結論することは難しいが、ドル安のリスク自体は常に意識しておかねばならないであろう。ただしドル安の対象として順当なのは、先進国通貨というよりは新興国、特に中国人民元であることを論じる。

第五の論点は、日本が内需主導の経済成長を達成するにはどうしたらよいか、である。これまでも繰り返し強調されてきた内需主導は、結局実現してこなかったと言えよう。大きな経常黒字を抱える日本は、他の新興国と同様にドル資本主義の一角を担っている。日本経済を内需主導に転換させるためには、国土の使い方、特に都市計画から見直し、人口減少や環境問題といった構造問題を克服しつつ、地方発の経済成長を目指す。

## II. 世界景気転換のタイミングを占う

### 1. 米国住宅価格の行方

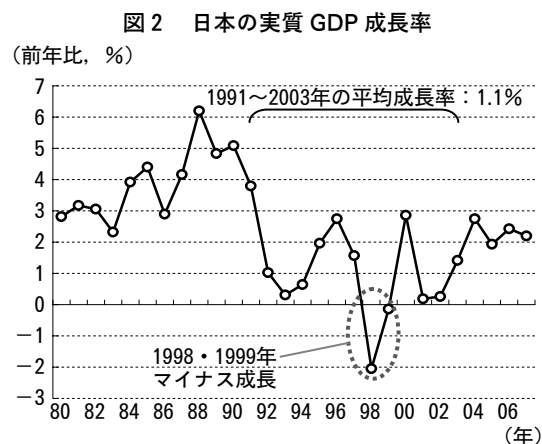
金融危機は、経済成長に対して中期的なインパクトを持ちうる。たとえば日本が経験した金融不況の例では、1990年の株式バブル崩壊後に低成長が続き、1997・1998年には2年連続で実質マイナス成長を記録した。不良債権問題に最終的に決着がついたのは2003年のりそな銀行国有化時であり、バブルの崩壊から実に10年以上が経過していた。同様に深刻な金融不況を経験した北欧のケースでも、フィンランドでは1989年、スウェーデンでは1991年に不動産価格が下落に転じ、両国は1991～93年の3年間にわたって実質マイナス成長を余儀なくされている（図1、2）。現在全面的な不況に陥りつつある世界経済が転換点を迎えるのは、いつなのだろうか。



(出所) 国際通貨基金 (IMF) より野村証券金融経済研究所作成

世界景気の転換点を占う上での一つの手がかりは、米国住宅価格の行方だ。今回の金融危機の震源地が、米国の住宅ローン債権を裏付けとした証券化商品市場であったということは、世界の金融システムが安定するための一つの条件が、米国住宅価格の下げ止まりであることを意味する。金融システムが安定すれば、信用の急速な収縮にも歯止めがかかり、実体経済に対する下押し圧力も和らぐであろう。

野村証券金融経済研究所では、簡単な構造計量モデルを用いて米国住宅価格の先行きを推計している。このモデルには、住宅価格の変動が需要と供給に影響を与え、在庫率が変動することを通じて再び住宅価格が変化するフィードバックメカニズムが組み込まれている。米国家計の所得の伸びが過去の景気後退期と同程度まで減速し、現在のハイペースの住宅の差し押えが来年末まで続くと仮定すると、米国住宅価格が前年比上昇に転じるのは、



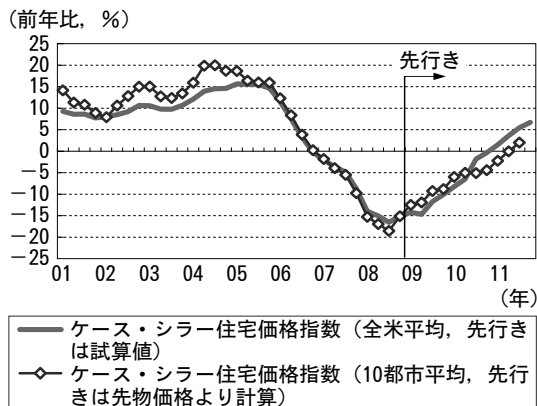
(出所) 内閣府より野村証券金融経済研究所作成

2011年初めまでずれ込むという結果となる(図3)。

また、住宅から生み出される所得は家賃であるとの考えに基づき、住宅価格を家賃で割った指数(住宅PER)から住宅価格の割高感を見ると、1999年以降、家賃に比べて住宅価格が急上昇していたことが分かる。その後この指数は下落に転じており、最近の下落率は年率19.6%である。1999年までの平均水準を「適正」な値であると考えると、現在のペースでの下落が続いた場合住宅PERから見た住宅価格の割高感が解消するのは2009年第3四半期ということになる(図4)。

長期的な住宅保有比率の動向も参考になるであろう。米国家計の住宅保有比率は、1965~94年の平均で見て64.3%であった。一方、1990年代後半に同比率は大きく上昇しており、

図3 米国住宅価格の先行き



(注) 1. 10大都市平均の住宅価格指数の先行きは先物価格より計算したが、先物の満期が無い月については線形補間している。  
2. 先物価格は2008年12月4日時点の数値。  
(出所) スタンダード・アンド・プアーズ社、シカゴ・マーカンタイル取引所(CME)等より野村証券金融経済研究所作成

現在はピークアウトして下落に転じているものの67.9%と、歴史的に見れば依然として高い水準にある。現在新規差し押さえ申請件数は月間約25万件だが、このペースが今後も続き、さらに差し押さえを受けた物件に住む全ての世帯が持ち家を手放さざるを得なくなると仮定すると、持ち家比率が1994年までの平均値にまで戻るのには2009年12月との結果が得られる。

つまり住宅PERや住宅保有比率から目処をつけるとすると、住宅市場の悪化が止まるのは早くても2009年後半ということになる。先の住宅価格の推計結果と考え合わせると、住宅市場が底入れし、住宅価格が本格的に回復に向かうのは2010年頃と見ておくのが妥当ではないだろうか。

図4 米国の住宅PER(=住宅価格÷家賃)



(注) 家賃は消費者物価指数の家賃指数を用い、住宅価格はケース・シラー住宅価格指数の全米平均値を用いた。  
(出所) 米国商務省及びスタンダード・アンド・プアーズ社資料より野村証券金融経済研究所作成

## 2. 過去の住宅バブルの経験

住宅価格とは別の視点からも景気反転のタイミングを占ってみよう。今回の米国金融不況の一つの特徴は住宅バブルがその元凶となった点だが、実は住宅バブル自体は珍しい現象ではない。実質住宅価格がピークから3年間で10%以上下落したケースを住宅バブル崩壊と定義すると、1970年から2006年の間に先進18ヶ国において実に21回も起きている（表1）。

1970年以降観察された21回の住宅バブルのうち、3年間で価格下落率が10%以上20%未満であった比較的程度の緩やかなケースを平均すると、住宅価格のピークから8四半期後にGDP成長率は明確に反転上昇している。今回の米国のケースでは、住宅価格のピーク

表1 先進諸国における住宅バブル崩壊事例

| ピークから3年間に於ける実質住宅価格の累積下落率 |          |          |          |
|--------------------------|----------|----------|----------|
| 10%以上20%未満               |          | 20%以上    |          |
| 国                        | 住宅価格のピーク | 国        | 住宅価格のピーク |
| 日本                       | 91年Q4    | 日本       | 73年Q4    |
| フランス                     | 79年Q4    | 英国       | 73年Q3    |
| イタリア                     | 92年Q4    | 英国       | 89年Q3    |
| カナダ                      | 81年Q1    | イタリア     | 81年Q4    |
| スペイン                     | 91年Q4    | スペイン     | 78年Q4    |
| スイス                      | 89年Q4    | オランダ     | 78年Q2    |
| デンマーク                    | 86年Q1    | ベルギー     | 79年Q4    |
| ノルウェー                    | 86年Q3    | スウェーデン   | 79年Q3    |
|                          |          | スウェーデン   | 90年Q1    |
|                          |          | スイス      | 73年Q3    |
|                          |          | デンマーク    | 79年Q2    |
|                          |          | フィンランド   | 89年Q2    |
|                          |          | ニュージーランド | 74年Q4    |

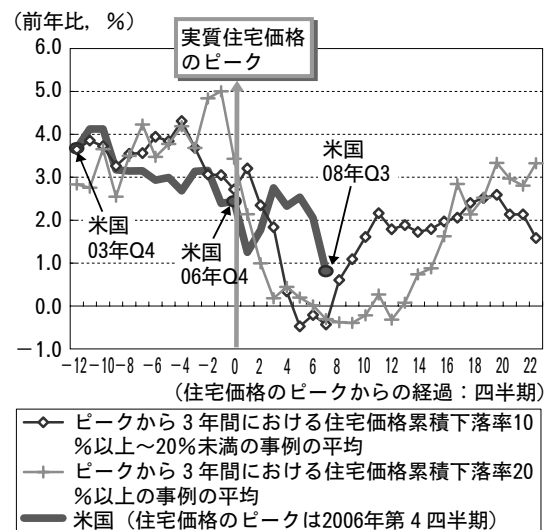
(注) 1. Qは四半期を表す。  
2. 米国のS&L（貯蓄貸付組合）危機における実質住宅価格の増減率を連邦住宅金融公社監督局（OFHEO）の住宅価格指数（HPI）から計算すると、第一次危機（80～83年）の期間で-8.2%、第二次危機（88～92年）の期間で-1.3%である。したがってS&L危機は「ピークから3年間に於ける実質住宅価格の累積下落率が10%以上」の条件に該当する事例ではない。

(出所) 国際決済銀行（BIS）より野村証券金融経済研究所作成

は2006年10-12月期であったから、実質住宅価格の下落が20%未満に留まる場合には2008年10-12月期以降景気が明確に回復してもよいことになる（図5）。

しかし、2008年4-6月期時点において、ケース・シラー住宅価格指数から計算した米国実質住宅価格はピーク比26.6%も下落しており、今回のケースは既に3年間で価格下落率が20%以上の大規模な住宅バブルのケースに該当している。これら比較的大規模な住宅バブルが観察されたケースを平均すると、GDP成長率が明確に持ち直すのは住宅価格のピークから14四半期後との結果が得られる。これをそのまま今回のケースに当てはめると、米国の景気が持ち直すのは2010年第2四半期だ。この点からも、景気の反転は2010年とおおよその見当が得られよう。

図5 住宅バブルの崩壊と実質GDPの推移



(出所) 国際決済銀行（BIS）、経済協力開発機構（OECD）より野村証券金融経済研究所作成

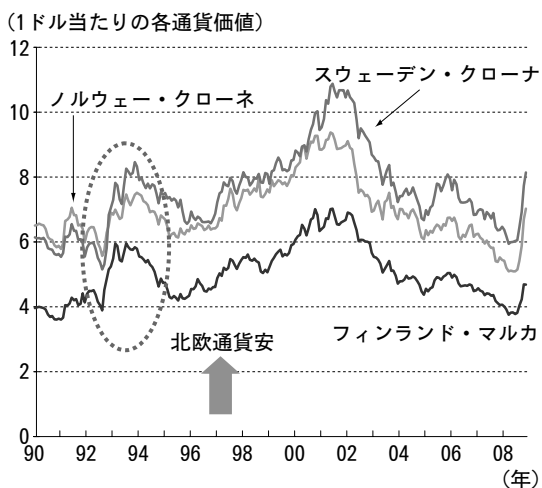
### Ⅲ. 「ドル資本主義」からのパラダイムシフト

#### 1. 輸出不在での本格回復は見込めるか

景気回復時期に続く問題は、景気回復の牽引役は何で、回復力がどの程度の強さになるか、であろう。この点を検証するため、再び北欧の例を振り返ってみよう。

1991年にマイナス成長入りしたスウェーデン、フィンランドでは、1992年の後半に自国通貨が対ドルで30%前後の急激な下落を見せた(図6)。それと同時に1992年以降、経済成長率に対する輸出の寄与がプラスに転じ、景気回復を牽引している。両国の実質GDPに占める輸出の割合が、1992年頃から急速に上昇して現在では50%にまで達していること

図6 北欧の為替レート

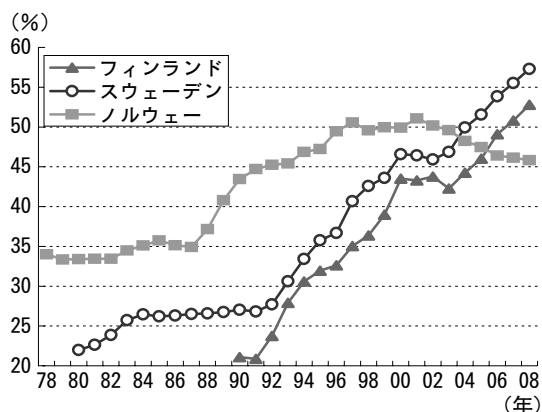


(出所) トムソン・ロイター・データストリームより野村証券金融経済研究所作成

も、金融不況を境に両国の成長メカニズムが輸出主導に転じたことを示唆していよう(図7)。こうした北欧の経験は、金融不況からの脱出に際して通貨切り下げに伴う輸出の増加が大きく貢献したことを示唆している。

バブル崩壊以降の日本の経験でも、このことが明確化する。北欧のケースと異なり日本では、1995年まで対ドルで急速な円高が進んだ(図8)。バブル崩壊後の日本経済は、通貨安という幸運には恵まれなかったことになる。その後1998年にかけては円安局面が到来したものの、同時に1997年のアジア危機、1998年のロシア危機で世界の市場は大きく混乱し、やはり輸出による景気の本格回復は実現しなかった。2001年のITバブル崩壊を経て、日本で実質GDPに占める輸出の割合が明確に上昇し出したのは2003年以降である(図9)。日本の金融不況が長引いた理由は、

図7 実質GDPに占める輸出の割合



(注) フィンランド・スウェーデンについては2000年価格、ノルウェーは2006年価格を基準とする実質GDP系列を用いて計算。

(出所) トムソン・ロイター・データストリームより野村証券金融経済研究所作成

一つには金融機関の健全化が遅れたせいもあるだろうが、もう一つには北欧のような輸出増加の恩恵を受けられなかったことにあるのかもしれない。

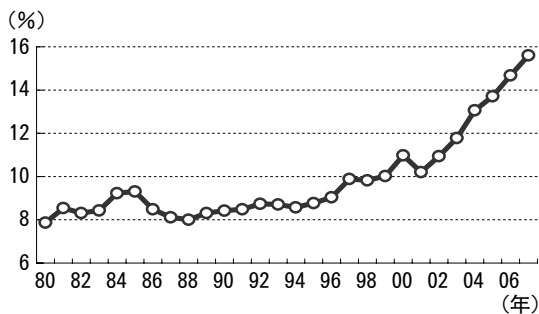
北欧と日本の経験から得られるのは、外需の助けがない場合、金融不況からの本格的な脱却には長い時間がかかり得る、という教訓である。この点は、特に今回の金融不況に対しては重要な論点であろう。なぜなら、米・欧・日という主要先進国が全て金融危機に端を発する景気後退に突入しており、これらの中に世界の需要を牽引する役割を担える国が

図8 円・ドルレート



(出所) NRI・AURORA より野村証券金融経済研究所作成

図9 実質 GDP に占める輸出の割合 (日本)



(注) 1993年までは1995年価格、1994年以降は2000年価格を基準とする実質 GDP 系列を用いて計算。

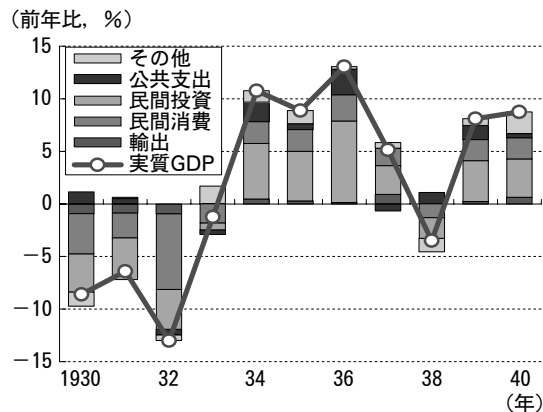
(出所) 内閣府より野村証券金融経済研究所作成

見当たらないからだ。為替レートの調整は、一方の景気を良くするかも知れないが他方の景気後退を深刻にするため、結局はゼロサムゲームで終わってしまう可能性が高い。輸出不在の中で、世界経済はどのようにして世界同時金融不況を乗り越えることができるのだろうか。

## 2. 1930年代の経験から学ぶ

これまでの世界史の中で、主要国が同時に深刻な不況に陥った例を探すと、1930年代の大恐慌にまで遡らなければならない。当時も、米国株式市場の崩壊をきっかけとして経済危機が世界的に拡がり、多くの国がマイナス成長に陥った。そんな中で米国は、1933年まで4年間連続のマイナス成長を記録した後、1934年以降プラス成長に転じた。しかも1934年の実質成長率は10.8%、1935年は8.9%、1936年は13.1%と、かなりの高成長を3年間にわたって続けている (図10)。

図10 米国実質 GDP 成長率



(出所) 米国商務省より野村証券金融経済研究所作成

プラス成長に転じた後に米国経済が高成長を続けたこと自体は、それまでの落ち込みの反動という側面が強いであろう。1934年の実質 GDP は、1929年のレベルと比較して実に2割近く低いレベルにあった。しかし、我々が解くべき問題は、プラス成長への反転のタイミングがなぜ1934年だったのか、その原動力は何だったのかである。

図10からは、米国経済がプラス成長に転じる過程においては、輸出が重要な役割を果たした訳ではなかった事が分かる。輸出の寄与度は1934年に+0.5%ポイント、1935年も+0.3%ポイントと、微々たるものだ。一方、個人消費の寄与度は1934年に+5.6%ポイント、1935年に+4.8%ポイント、民間投資の寄与度は同それぞれ+1.7%ポイント、+2.0%ポイントであり、1934年からのプラス成長転換は明確に内需主導であったように見える。

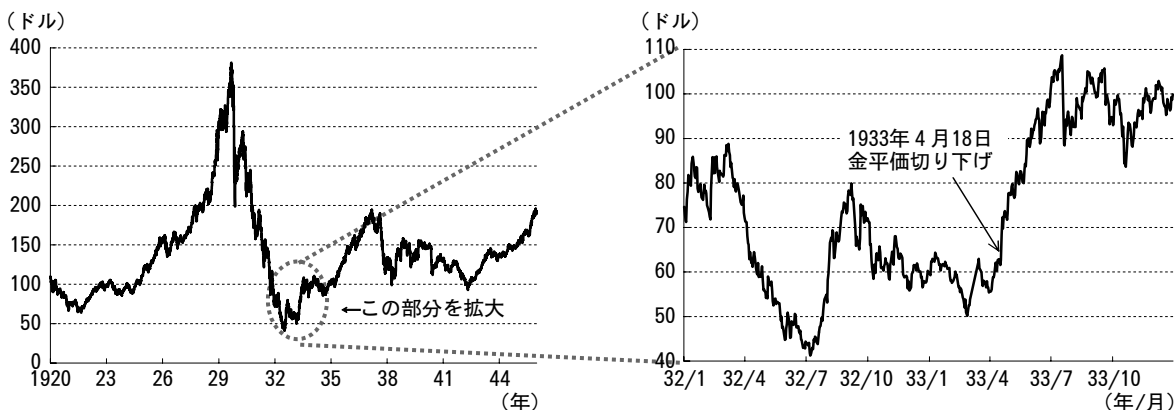
ここでは、1934年に米国経済がプラス成長に転換した理由を、1933年の金本位制離脱に

求めたい。このことが最も象徴的に表れているのは、株価の反応であろう。1933年3月に大統領に就任したフランクリン・ルーズベルトは同4月18日に金本位制を停止、この日を境に株価のトレンドは大きく変化し、その後3ヶ月の間に7割の上昇を見せた(図11)。金本位制離脱の心理的インパクトがいかに大きかったかを物語るものと考えられる。

他国の状況を見ても、金本位制から早く離脱した国ほど不況からの脱却のタイミングが早いか、また実質生産の落ち込みが緩やかだったことがわかる。1931年に金本位制を離脱した英国及びドイツは、1933年から明確なプラス成長に戻っており、生産の落ち込みも米国に比べて緩やかなものであった。逆に金本位制からの離脱が1936年までずれ込んだフランスでは、実質生産の落ち込みこそ緩やかであったものの、1938年まで明確な回復を見ずに終わっている(図12)。

金本位制からの離脱が景気回復を促す、あ

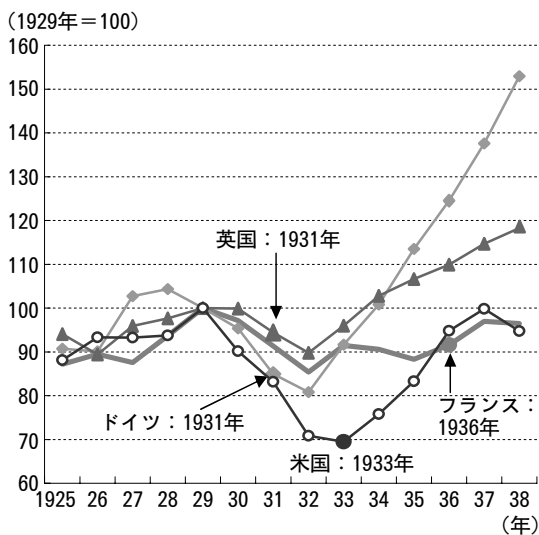
図11 ダウ平均株価の推移



(出所) MEASURINGWORTH.COM より野村証券金融経済研究所作成

るいはそれに対する期待を高めるメカニズムは明らかであろう。貨幣価値を金とリンクさせる必要性から、金本位制下ではマクロ経済政策にデフレイバースがかかりやすい。象徴的なのは、米国における1931年の利上げである。国内からの金の流出に直面した米連邦準備制度理事会（FRB）は、米国経済がデフレと不況のまっただ中であつた1931年10月、実に2%ポイントもの利上げを行った（図13）。その後景気が深刻さを増したことは言うまでもない。金本位制から離脱するという事は、このような不況下の利上げはもう行わないという宣言でもあり、だからこそ人々の心理を大きく好転させたのだと考えられる。

図12 主要国の実質生産量と金本位制からの離脱時期



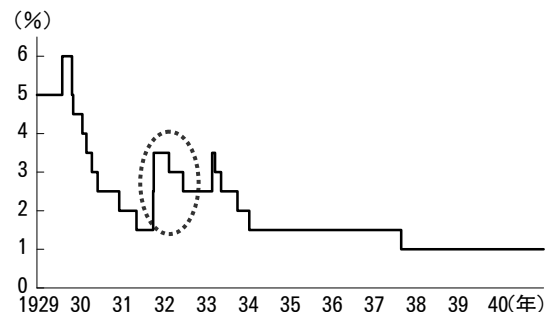
(注) 実質生産量は、米国・日本については実質 GNP (国民総生産)、英国・フランスは実質 GDP (国内総生産)、ドイツは実質 NNP (国民純生産)。  
(出所) パルグレイブ・マクミラン「国際歴史統計」、米  
国商務省より野村証券金融経済研究所作成

### 3. 金本位制離脱というパラダイム転換

ここで問題となるのは、米国政府が、景気が極度の深刻さを帯びる1933年まで金本位制からの離脱をなぜ決断できなかったか、である。当時の政策当局が、金利の引き上げが景気悪化につながることを認識していなかったわけではない。つまり金本位制は、25%もの失業率を受け入れてまで死守しなければならないような重要な何かであったということになる。

1930年代までの世界史の中では、ただの紙片に過ぎない貨幣が長い間流通を続けることはほとんどなかった、あるいはあってもほんの例外に過ぎなかったと考えられる。紙幣が金属との交換可能性を失う事例は、戦争などで政府の財政に過大な負担がかかる場合が典型である。高インフレが進行して紙幣が使い物にならなくなりやすいからだ。したがって金本位制を停止するという事は、貨幣を際限のないインフレのリスクにさらすことであり、それはとりもなおさず貨幣を存立基盤と

図13 米国公定歩合の推移



(出所) 日本銀行より野村証券金融経済研究所作成

する資本主義そのものをリスクにさらすことだったと考えれば、米国政府が金本位制に固執した理由も理解できる。

つまり1930年代の世界不況脱出には、金本位制からの離脱という、大きなリスクをとったパラダイム転換が必要であったということだ。今回の世界不況でも、1930年代当時の金本位制離脱に類似したパラダイム転換が行われれば、それが局面打開の一つの糸口になるのではないだろうか。

#### 4. 「ドル資本主義」

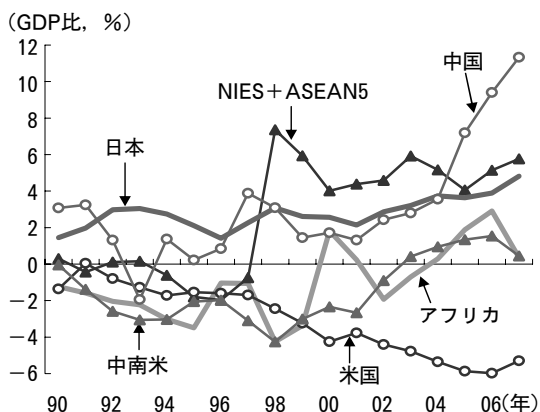
1990年代後半以降の世界経済は、どのようなパラダイムの下に成り立っていたのだろうか。現象面から見れば、米国のみが経常赤字を累増させ、アジア、中南米、アフリカ、ヨーロッパといった他の地域が概ね全て経常黒字を確保する、という特異なパターンが成立し

ていたことは周知の事実だ（図14）。しかも、経常収支黒字の結果として獲得したドルは、それぞれの国の経済成長のために用いられることはなく、外貨準備として積み上がっていった。

輸入決済に伴う外貨需要や短期的な資本逃避に対応するために外貨準備を保有しておくことが重要であるとしても、多ければ多いほど良いというものでもなからう。輸入決済に対応するためには輸入額の3ヶ月分、短期的な資本移動に対応するためには対外短期債務残高に相当する額を適正な外貨準備の額と考えると、多くの国、特に中国はこうした適正額を大きく超える外貨準備を保有してきた（図15）。ソブリン・ウェルス・ファンドの設定が相次いだことは記憶に新しいが、それも裏を返せば必要以上の外貨準備を各国がもて余した結果の苦肉の策と見ることが可能だ。

外貨準備が自国の経済成長に使われることなく、もて余すほどに積み上がっていたという事実から、我々は1990年代後半以降の世界経済が、ドルの獲得そのものが事実上の目的と化した「ドル資本主義」の様相を呈していたと解釈すべきなのではないだろうか。利益の獲得、つまり資本の増殖そのものが目的化した「資本主義」が、いずれ恐慌を迎えて崩壊することを予言したのはマルクスだった。ドルの獲得そのものが目的と化した1990年代後半以降の「ドル資本主義」下では、ドルに対して実力以上に信用が付与された結果、米

図14 世界の経常収支の動向



(注) NIES+ASEAN5は、韓国・台湾・香港・シンガポール・タイ・マレーシア・インドネシア・フィリピン・ベトナム。

(出所) 国際通貨基金 (IMF) より野村證券金融経済研究所作成

国で住宅バブルが発生し、その崩壊とともに金融危機が誘発されたと考えられる。ドルに対するこの実力以上の信用を、我々は昨年の中期経済予測で「過剰流動性」と呼んだ。

1990年代後半以降の世界経済が「ドル資本主義」というパラダイムの中にあっただと考え、低迷状態からの脱出にパラダイム転換が必要だと考えるならば、景気が本格回復を始めるタイミングとして「ドル資本主義」からの離脱を注視しなければならないことになる。このことは、平たく言えば米国以外の地域が獲得した外貨を自国の成長のために使用し始めること、つまり内需主導の経済成長を始めることを意味する。そしてそれが実現されれば、自然に米国と他地域との経常収支不均衡の是正が行われることになるだろう。

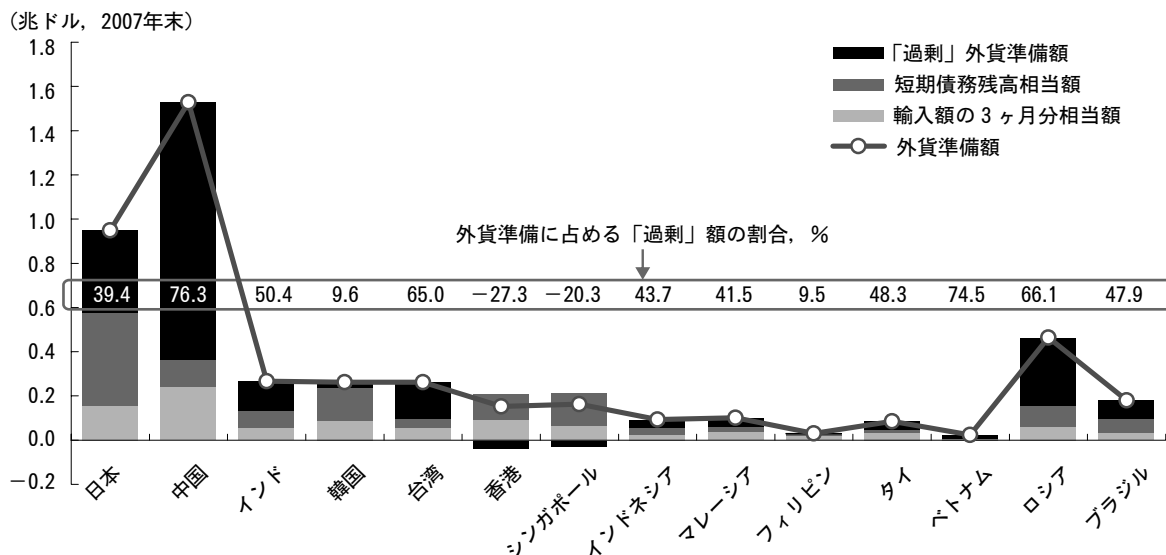
#### IV. 「ドル資本主義」からの離脱は可能か

##### 1. プラザ合意の経験

「ドル資本主義」からのパラダイムシフトは、米国の需要に頼った成長を続けてきた国々が本当に内需主導の経済成長を始めることができるかに依存し、それこそが、中期的な世界経済の先行きを占う上で重要なポイントでもある。どのような国が経済成長を実現でき、どのような国にはできないのかについては、学術的な研究が活発にされているにもかかわらず、明確な回答は出ていないようだが、敢えてここでは、「ドル資本主義」からの離脱の可能性を探ってみたい。

国際的な不均衡を是正するため意図的に内

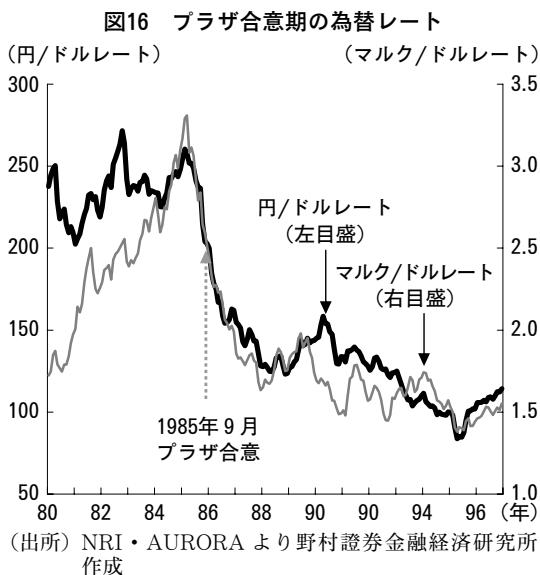
図15 「過剰」外貨準備額の推定



(出所) 国際決済銀行 (BIS), 国際通貨基金 (IMF), 経済協力開発機構 (OECD), 世界銀行より野村証券金融経済研究所作成

需主導成長が志向された事例は、過去にない訳ではない。1985年のプラザ合意である。米国の経常赤字が問題視された当時、9月22日のG5声明では、米ドルが過大評価されているとの認識が示されると同時に、経常黒字国であった日本・ドイツの内需拡大が打ち出された。その後日本では実際に内需（＝GDP－輸出＋輸入）成長率が、1985年までの5年間の平均である＋2.7%から、その後の5年間平均では5.4%と実に3%ポイント近く加速し、一時GDP比4%程度あった経常収支黒字は同1%にまで縮小した。逆にGDP比－3%以上に達していた米国の経常収支赤字は、1991年に一時的に解消されるまでに至っている（図16、17）。プラザ合意は、その目標をある程度達成したことになる。

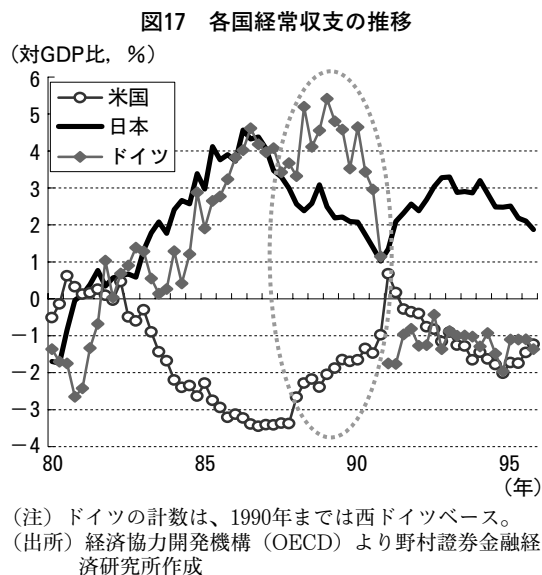
この経験を今回の世界不況に活かすとするならば、プラザ合意時のドイツと日本の役割



を演じる国を探し、当該国に通貨の切り上げと内需拡大を求めるといった処方箋が浮かび上がる。ただしプラザ合意は、国際的な政策協調を実現したという点で画期的ではあったが、それはあくまで利害を共有しやすい先進国間での合意であった。今回は、そうでなくても困難な政策協調を先進国と新興国の間で行わなければならないという点で、プラザ合意よりも高度な対話が必要となる。「ドル資本主義」からの離脱というパラダイムシフトは、国際政治上の枠組みの転換をも要求することになる。

## 2. 新興国の潜在性

国際政治上の問題がクリアされたとしても、実際に新興国が内需主導の成長を達成できるかどうかは別問題である。しかし潜在的な経済成長力という観点からは、1985年当時の日

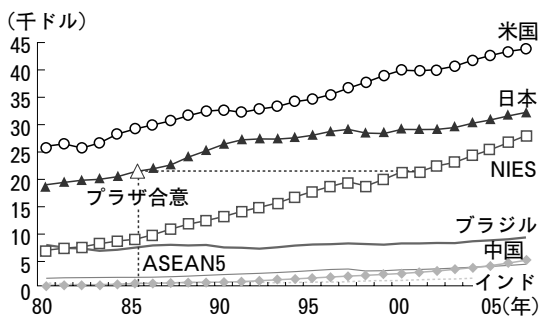


本よりも現在の新興国の方が世界経済を牽引する役割を担いやすい側面もある。1985年当時の日本経済は、一人当たり実質 GDP (2005年価格) は20,000ドルに達していた。現在、NIES 諸国こそ既にこの水準を超えているものの、ブラジルの実質一人当たり GDP はまだ10,000ドル弱、中国は5,000ドル、インドはそれよりもさらに低い (図18)。新興国の所得水準がいまだに低いということは、これらの国でさらなる成長を促す投資余地が残されていることを示唆している。

問題は投資資金のファイナンスであろう。特に国際金融環境が不安定な中で、これまで対内直接投資に大きく依存してきた新興国の高成長はストップせざるを得ないとの見方には説得力がある。

しかし一方で、先進国の側で有望な投資チャンスが減少してきていることも事実だ。日本・米国・ドイツでは、2000年代に入って以降企

図18 実質一人当たり GDP の推移



(注) 2005年の購買力平価ベース名目 GDP を起点に、実質 GDP 成長率で前後に延長し、人口で除した値。NIES は韓国・台湾・香港・シンガポール、ASEAN5はインドネシア・マレーシア・タイ・フィリピン・ベトナム。

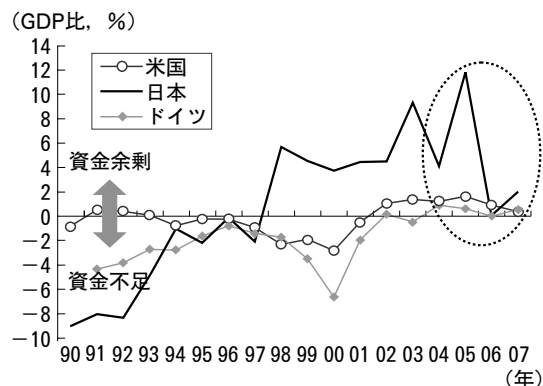
(出所) 国際通貨基金 (IMF) より野村証券金融経済研究所作成

業部門が資金余剰主体となっている (図19)。先進国の企業は、マクロの観点から見て既にキャッシュフローの範囲内でしか設備投資を行っていないことになる。この背景に、国内の有望な投資機会が減少していることがあるのだとすれば、先進国から新興国への直接投資需要も潜在的には強いと考えられる。投資機会不足に新興国通貨の切り上げ期待が重なれば、新興国への直接投資が比較的早いタイミングで持ち直す展開も想定できる。

仮に直接投資の早期持ち直しが期待できないとしても、経済成長が維持できないとは限らない。年率10%の成長を遂げていた1960年代の日本では、毎年の対内直接投資額はGDP比0.1%に満たず、GDP 3%前後に上る直接投資の恩恵を受けていた最近の新興国と比較すれば極端に少なかったことが分かる (図20)。

ただし、直接投資が減少すれば国内投資は

図19 企業部門の資金過不足

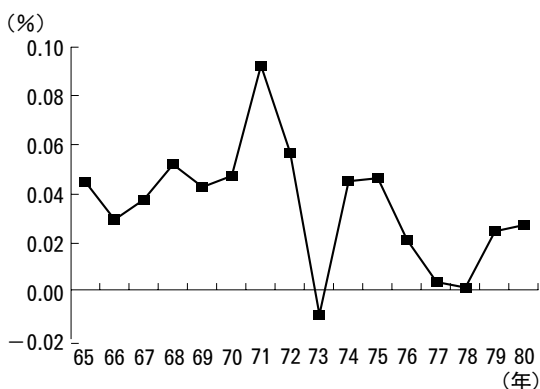


(注) 日本のデータは年度ベース。日本・ドイツは非金融企業、米国は民間企業ベース。

(出所) 米国商務省、ドイツ銀行、日本銀行、日本内閣府より野村証券金融経済研究所作成

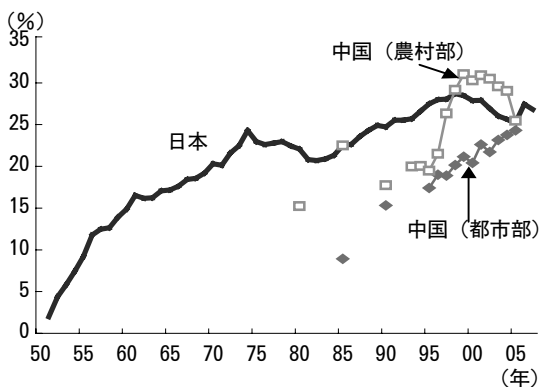
国内でファイナンスされなければならない。1960年代の日本が毎年多額の設備投資を続けることができた背景には、家計の貯蓄率が高いという背景があった。新興国の家計貯蓄率データを入手することは非常に難しいものの、少なくとも中国の家計貯蓄率は高度成長期の日本よりもさらに高い（図21）。資金面から見れば、同国は海外からの投資がなくても経済成長の余力があることになる。

図20 日本の対内直接投資対 GDP 比



(出所) 日本銀行、内閣府より野村証券金融経済研究所作成

図21 家計貯蓄率の推移



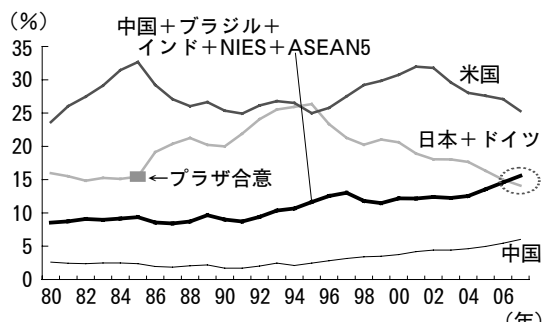
(出所) 中国国家统计局、日本総務省より野村証券金融経済研究所作成

### 3. 中国経済の成長余力

もちろん、新興国の中でも中国の存在感は他を圧倒する、ここでは、中国の潜在的な成長力についてより詳しく検討してみよう。2007年時点で、中国経済が世界 GDP に占める割合は7%程度であり、プラザ合意当時の日本とドイツを合わせた割合の半分程度に匹敵する（図22）。中国経済が高成長を続けることができるか否かは、今後の世界景気を大きく左右することになる。

中国経済の先行きを予想する場合、戦後の日本の経験との比較がよく用いられる。この観点から一つ気がかりなのは、日本経済が1970年代に経験したような成長率の急速な下方屈折が起こる可能性だ。1960年代の日本の実質成長率は平均10%であったが、1970年代には5%へと一気に半減してしまった。仮に中国の成長率が今後、日本と同様に大幅に下方屈折した場合、世界経済に対するインパクト

図22 世界の GDP に占める割合



(注) NIES は韓国・台湾・香港・シンガポール。ASEAN5はインドネシア・マレーシア・タイ・フィリピン・ベトナム。

(出所) 国際通貨基金 (IMF) より野村証券金融経済研究所作成

トは甚大となりうる（表2）。

なぜ、日本の経済成長率は1970年代に突然下方屈折してしまったのか。一つにはもちろん、日本国内で独自に高成長を生み出すメカニズムが限界に来ていた可能性がある。経済発展論の観点からみれば、新興国のキャッチアップ過程では農村から都市への安価な労働力供給が高成長の鍵となるが、人々が農村から都市へ移住したいと思う原動力は、農村部に比した都市部の所得の高さにある。実際、1960年時点でサラリーマンの所得は農家所得より1.5倍高かった。しかしその後所得格差

は縮小し、1970年代前半に両者はほぼ等しくなっており、もはや都市へと移住する経済的インセンティブは乏しくなっていたと考えられる（図23、24）。

もう一つの可能性は、生産設備の長期的な採算性に影響を与えうる外生的なショック、つまりオイルショックの影響である。日本ほどではないものの、米国・ドイツ・フランス・イタリアといった先進諸国においても、1970年代には1～2%の成長率の下方屈折が見られる。このことは、先進国の潜在成長率に同時に影響を与える何らかのショックが外部か

表2 実質成長率の国際比較

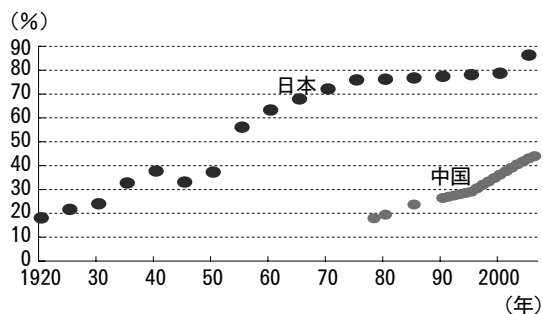
(平均年率, %)

|        | 1950年代 | 1960年代 | 1970年代 | 1980年代 | 1990年代 | 2000年代 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 米国     | 3.6    | 4.4    | 3.2    | 3.0    | 3.1    | 2.5    |
| ドイツ    | 7.7    | 4.5    | 3.1    | 1.8    | 1.4    | 1.5    |
| フランス   | 4.3    | 5.7    | 3.7    | 2.3    | 1.8    | 2.1    |
| イタリア   | 6.1    | 6.1    | 3.5    | 2.5    | 1.4    | 1.4    |
| 日本     | 8.5    | 10.4   | 5.2    | 3.8    | 1.5    | 1.7    |
| 韓国     | 5.9    | 8.0    | 8.3    | 7.6    | 6.1    | 5.2    |
| 台湾     | 8.9    | 9.1    | 10.2   | 8.1    | 6.5    | 4.1    |
| 香港     | 6.8    | 8.7    | 8.9    | 7.4    | 3.5    | 5.2    |
| シンガポール | 4.8    | 8.8    | 9.4    | 7.5    | 7.5    | 5.9    |

(注) 2000年代は、2007年までの平均成長率。

(出所) アンガス・マディソン「世界経済2000年史」、トムソン・ロイター・データストリーム、NRI・AURORA、内閣府より野村証券金融経済研究所作成

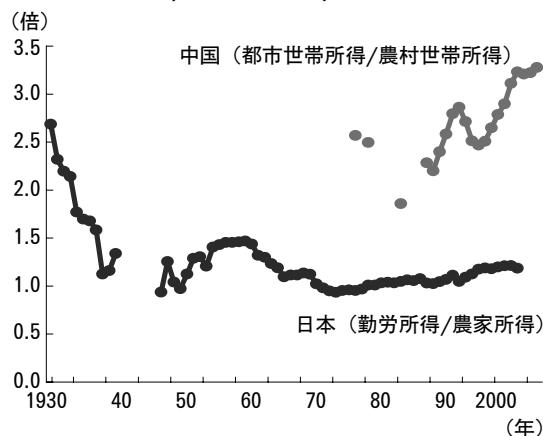
図23 都市人口比率の推移



(注) 日本については、市部に住む人口の比率。中国については、「城市 (City)」（中央政府直轄市及び地級市）と「鎮 (Town)」（農村地域の人口集中地域で、県の役所所在地や、非農業人口が10%以上の郷）に住む人口の比率。

(出所) 中国国家統計局、日本総務省より野村証券金融経済研究所作成

図24 都市/農村（勤労者/農家）所得格差



(出所) 中国国家統計局、日本統計協会より野村証券金融経済研究所作成

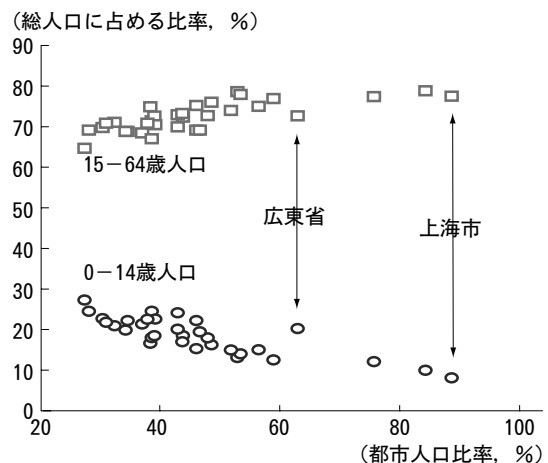
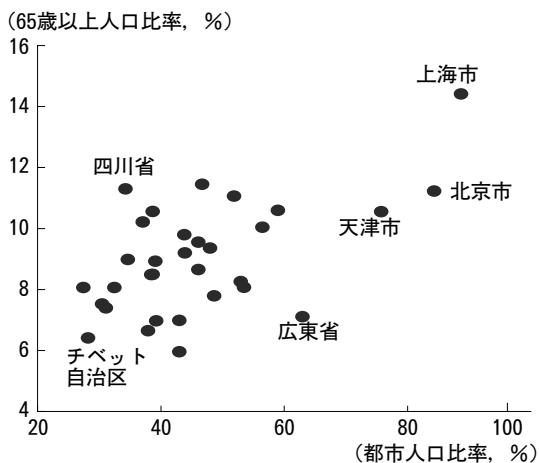
ら与えられたことを示唆しており、その第一候補としてはオイルショックを考えるのが自然であろう。原油価格の先高感が定着したことにより設備投資からの予想収益率が世界的に低下し、成長に必要な資本の蓄積がスローダウンしたと考えられる。

つまり、日本で1970年代に見られた5%ポイントにも及ぶ成長率の下方屈折は、国内において高成長を生み出す源泉であった農村と都市の所得格差が解消されたところに、オイルショックというグローバルな事件が重なって引き起こされたと見るべきではないか。中国においては、都市人口比率がまだ低いばかりか、農村と地方の所得格差はむしろ拡大しており、都市へと移動する国民のインセンティブは失われていないと見られる。原油価格については現在むしろ低下傾向にあることに加え、2008年夏場までの価格上昇も、中国にとって外生的というよりはむしろ自らの需要が引

き起こした面が強い。これらの材料から判断する限り、中国の成長率が日本のように急激な下方屈折を見せる可能性は低いことになろう。

もちろん、都市と農村の所得格差が存在しても、農村には高齢者しか残っていないために農村からのさらなる労働供給は見込みにくいという有力な見解も存在する。しかし、行政区ごとに都市人口比率と65歳以上の高齢者が人口に占める割合を比較すると、両者の間に明確な関係が確認できないばかりか、むしろ都市化が進んでいる地域ほど高齢人口の割合が高いようにすら見える（図25）。15-64歳の生産年齢人口比率は都市化が進んでいるほど高い傾向があるものの、逆に0-14歳の若年人口比率は都市化が遅れている地域の方が高。高齢化により農村からの労働供給余力がなくなっているという傾向は、明確には確認できない。

図25 中国の都市化と高齢化（2006年）

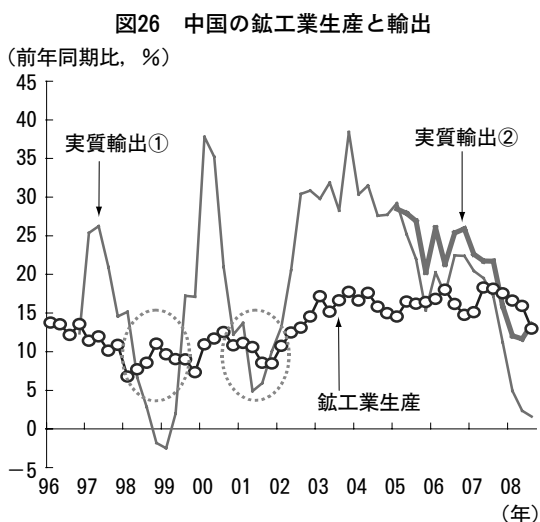


(出所) 中国国家统计局より野村証券金融経済研究所作成

#### 4. 輸出主導の意味

農村人口の問題は別としても、中国の経済成長過程において輸出が果たしてきた役割は大きい。先進国の景気停滞により輸出が伸びなくなった場合に中国が本当に成長を持続できるのか、あるいはより一般的に、新興国が輸出の助けなくして高成長を続けるなどということがそもそもあり得るのかという疑問ももっともなものだ。

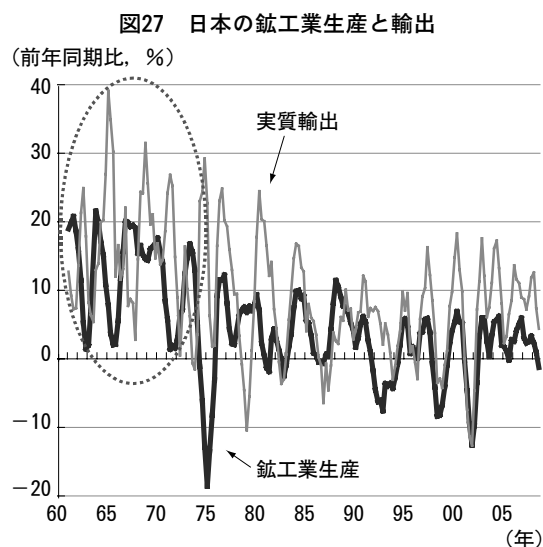
この問いに対する明確な答えを提示することは困難であるが、輸出の助けを借りない成長が不可能ではないことを示唆する材料も存在する。たとえば、中国の鉱工業生産と実質輸出の推移を比較すると、鉱工業生産の循環的な動きは確かにその時々輸出動向に左右されている様子が窺われる。しかし、実質輸



(注) 実質輸出①は、名目輸出÷生産者物価指数。  
実質輸出②は、名目輸出÷輸出物価指数。  
(出所) トムソン・ロイター・データストリームより野村証券金融経済研究所作成

出が前年比マイナスにまで落ち込んだ1998～99年にかけての期間には、鉱工業生産は減速気味であったとはいえ10%に近い成長を続けたし、2001年の輸出急減速局面でも鉱工業生産は減速しながらもやはり10%近くの伸びを維持している(図26)。つまり中国では、仮に輸出が減速してもトレンドとしての高成長は維持されてきており、輸出減速の影響をあまり受けない旺盛な国内需要が存在していることが読み取れる。

ちなみに現在でこそ輸出動向に敏感な日本の国内景気循環も、高度成長期に当たる1960年代までは輸出動向とは独立の動きを見せていた(図27)。先進国へのキャッチアップ軌道に乗り、耐久消費財、インフラ投資、設備投資に対する潜在的な需要が強い国の経済成長は、輸出とはある程度独立して進行し得る



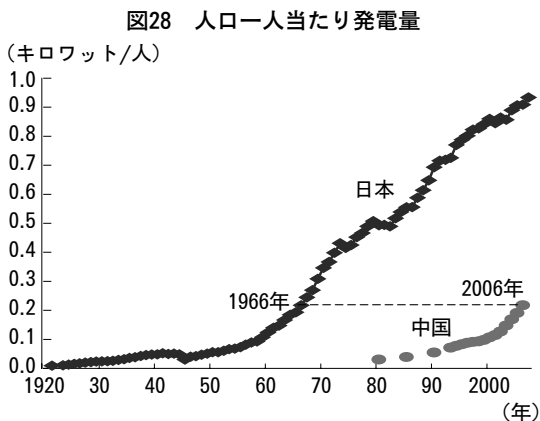
(注) 実質輸出は、名目輸出÷輸出物価指数。  
(出所) 財務省、経済産業省、日本銀行より野村証券金融経済研究所作成

ということの一つの証左と言えよう。

輸出と独立して伸び得る内需として筆頭に上がるのは、インフラ投資であろう。2006年現在、中国の一人当たり発電量は年間0.22キロワットであり、日本の1966年時点の水準でしかない（図28）。交通インフラの整備度を比較するのは難しいものの、鉄道・自動車・航空・船舶について、輸送人員×輸送距離をそれらの交通インフラが提供する交通サービスの量と考え、この値を人口で除して国民一人当たりが享受した交通サービスの量を試算すると、日本の1950年代の水準にも届いていない計算である（図29）。中国においては、基本的なインフラに対する潜在需要はまだ高いと考えられる。

## 5. 人民元の政治経済学

以上の分析は、仮に人民元レートが切り上がったとしても、中国はある程度の高成長を続ける潜在力をもっていることを示唆してい

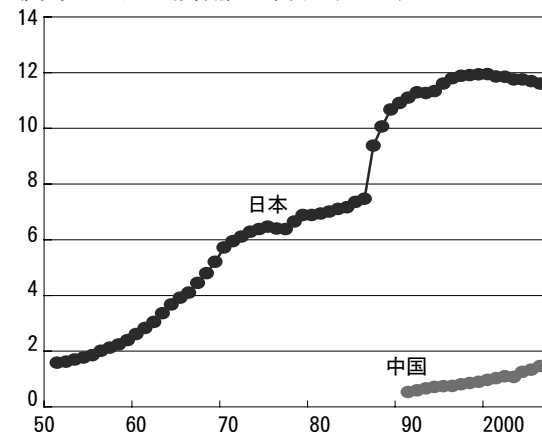


る。しかし、問題は、中国政府が実際に人民元を切り上げる判断をするかどうかである。人民元レートの先行きを考えるためには、そもそもどのような為替レートが中国の国家利益にかなうのかを考える必要がある。

既に見たように、中国の一人当たり実質GDPは現在約5,000ドルであり、30,000ドル以上に達する先進国に遠く及ばない。鄧小平の改革開放以来の路線は基本的に現政権にも受け継がれており、また今後は米国留学などで欧米思想の影響を受けた世代が指導層に入ってくる。そんな中では、国民所得水準の向上が中国政府の長期的政策目標から外される可能性は低そうだ。とすれば、中国政府が人民元の切り上げを行うか否かを考える際の一つ

図29 運輸システムの旅客輸送能力の比較

(国民一人当たり旅客輸送人員キロ、1000)



(注) 計数は、輸送旅客数×輸送キロ数÷人口。鉄道・自動車・航空・船舶が対象。輸送旅客数×輸送キロ数を国の交通システムが総体として提供できる輸送サービスと考え、その輸送サービスを国民一人当たりどの程度享受しているかを示すため人口で除した。1987年度に日本の計数が大きくジャンプするのは、軽自動車が統計に含まれたため。

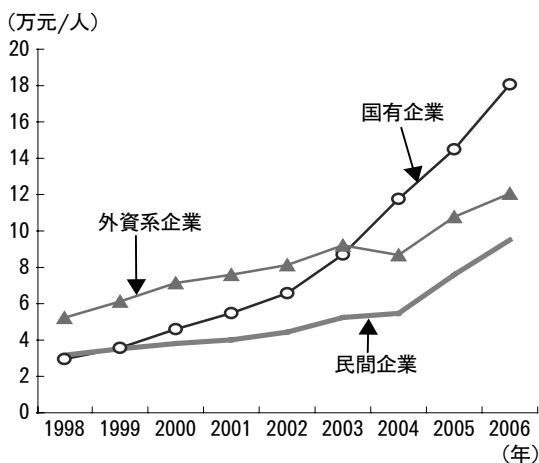
(出所) 日本総務省、国土交通省、中国国家统计局より  
野村証券金融経済研究所作成

の判断基準は、人民元の切り上げが長期的な国民所得水準向上という目標の達成にとってプラスかマイナスか、ではないだろうか。

所得水準の向上を内需の成長によって達成するという目標を掲げた場合、通貨は強い方が都合良いことは自明の理である。成長に必要な資源や技術を、外国から安く購入することができるからだ。特に中国は、自らの経済成長により原油を始めとする資源の価格が軒並み高騰したのを目の当たりにしている。長期的な資源制約が意識されやすい局面にあるからこそ、これまでも増して通貨が強いことによる利益は大きくなっていると考えられる。

であるとすれば、長期的な所得水準の向上という目的を掲げた場合、やはり人民元は切り上げて行かざるを得ないであろう。その場合に問題となるのは、通貨の切り上げに産業

図30 中国の企業別労働生産性



(注) 付加価値額を雇用者数で除して計算。

(出所) 中国国家統計局より野村證券金融経済研究所作成

構造の転換がついていけるか否かである。中国の経済発展の中で外資系企業の果たした役割は大きい。仮に中国で競争力をもつ企業が外資系輸出産業のみに偏っており、地元資本のみで競争力のある企業を育てる力が中国にまだないとしたら、人民元の切り上げとともに製造業部門の対内直接投資が停滞すると、国内産業の成長にストップがかかりかねない。

この点で良い材料と言えるのは、長年の課題であった中国国有企業の低生産性に改善の動きが見られることだ。国有企業の労働生産性は1999年から民間企業を、2004年からは外資系企業を上回っていることが分かる(図30)。中国国有企業には重厚長大産業が多く、名目ベースの労働生産性は資源価格の高騰を反映している部分もあると見られるものの、産業全体を重工業と軽工業に分類して比較しても、国有企業の労働生産性は外資系企業に遅れをとっていない(表3)。少なくともマクロの観点からは、中国企業は国際競争に耐え得るだけの体力をつけているように見える。

更に今回は、中国にとって、内需を拡大し

表3 中国企業の労働生産性(2006年)

(万元/人)

|       | 重工業  | 軽工業   |     |
|-------|------|-------|-----|
|       |      | たばこ除く |     |
| 国有企業  | 17.9 | 19.4  | 8.0 |
| 民間企業  | 10.6 | 7.8   | 7.8 |
| 外資系企業 | 15.1 | 7.2   | 7.2 |

(注) 重工業は、鉱業、石油化学、機械、電気、ガス、水道など。軽工業は、食品、繊維、衣服、家具、紙製品など。労働生産性は、付加価値額÷雇用者数。

(出所) 中国国家統計局より野村證券金融経済研究所作成

先進国をサポートすることにより得られる利益が大きいと考えられる側面もある。そもそも戦後一貫して中国が西側に強い姿勢を示し得たのは、ロシア（ソ連）がイデオロギーという点で常に中国側についてきたからという側面は見逃せない。しかし、近年のロシアは軍事的な力を背景とした社会主義的国家から独占資本主義、資源大国へと変容している（2008年6月20日付「マクロ経済レポート No.08-083」「資源は世界地図を塗り替えるか」参照）。こうしたロシアの政治的な変化を前提とすれば、過去ほどロシアが資源消費国としての中国と近い関係を保とうとすることはしないのではないか。こうした中、ロシアが将来的に中国を政治的に支援しないリスクと、まだ中国が発展途上段階にあることを考慮し、今回の先進国発の経済危機を、中国が西側にその存在意義を示す絶好のチャンスと考えても何ら不思議はない。

残る問題は、一体どの程度まで人民元を切り上げるべきかであろう。外資系企業に頼らずとも中国企業に国際競争力がある、という認識が正しいとしても、あまりに大幅な通貨の切り上げは、不必要に大きな打撃を輸出産業に与えかねない。次章では、ドルの価値を分析する過程で人民元レートのおおよその適正值も試算する。

## V. ドル価値の分析

### 1. 長期データを用いた購買力平価

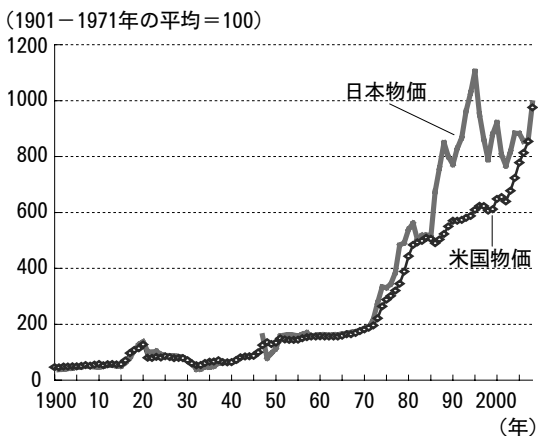
世界経済の勢力図が大きく塗り変わる中で不確実性が増しているのは、通貨価値、特にドルの行方である。1970年代の金・ドル交換停止に加えて、1980年代の双子の赤字、1990年代のユーロの誕生、2000年代の中国など新興国経済の躍進が、常にドルの基軸通貨としての地位に疑問符を突きつけてきた。現在も、經常収支と財政収支の「双子の赤字」が再現されていることに加え、米国は今回、金融危機の震源地となってしまった。これらの材料は、全てがドル安方向を指し示しているかのようだ。しかし一方で、欧州等他の先進諸国経済も今回の金融危機で大きな痛手を被った。為替レートは、一種の相対感である。ドルは、高いのか安いのか。

ドル価値を考える際の出発点としてとりあえずの参考となるのは、購買力平価であろう。購買力平価の計算においては、基準年をどこにとるかで結論が大きく変わってしまうという問題がある。ここでは、戦前を含むできるだけ長い物価指数データを用い、長期間を平均すれば国境を越えて物価水準が等しくなっていると仮定することで、購買力平価の計算に伴う不確実性が軽減されたと考えた。計算の結果、2008年1-9月平均の購買力平価は、

96.6円/ドル, 1.33ドル/ユーロ, 0.78ドル/オーストラリアドル, などとなった(図31, 32, 表4)。

先進国通貨について, 対米ドルでの購買力平価からの乖離率と米国との政策金利差を比

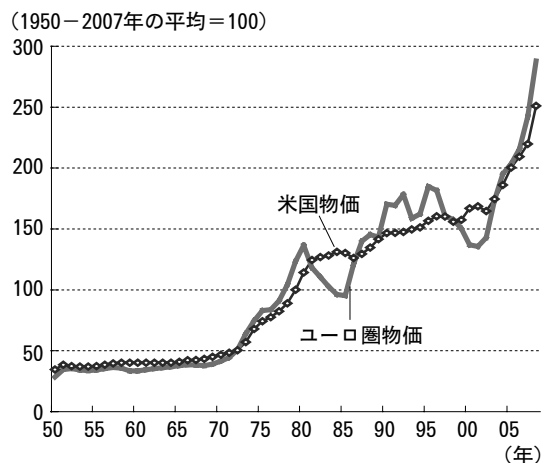
図31 日・米物価の比較



(注) 米国は1946年までは卸売物価, それ以降は生産者物価。日本は, 1969年までは卸売物価, それ以降は生産者物価。日本の物価は為替レートをを用いてドル換算した。2008年は9月までのデータより試算。  
(出所) 日本銀行, 日本統計研究所, バルグレイブ・マクミラン「国際歴史統計」, 米労働省, 米商務省より野村証券金融経済研究所作成

較すると, 少なくとも2008年1-9月期平均

図32 米・ユーロ圏物価の比較



(注) 米国は生産者物価。ユーロ圏は, 1981年以降は生産者物価, それ以前については, ドイツ・フランス・イタリア・スペイン・オランダの卸売物価を名目GDPで加重平均して作成。ユーロ圏の物価は為替レートをを用いてドル換算した。1998年以前のユーロレートは, ドイツマルク・フランスフラン・イタリアリラ・スペインペセタ・オランダギルダーの対ドルレート実績とユーロ発足時の対ユーロ交換比率を元にそれぞれユーロ・ドルレートを計算し, それらを名目GDPで加重平均して作成した。2008年は9月までのデータより試算。  
(出所) 米労働省, ユーロスタット, NRI・AURORA, Penn World Table, バルグレイブ・マクミラン「国際歴史統計」より野村証券金融経済研究所作成

表4 各通貨の対米ドルレート (2008年1-9月平均)

各通貨の対米ドルレート (2008年1-9月平均)

|        | 円/ドル  | ドル/ユーロ | ドル/ポンド | ドル/豪ドル | ドル/NZドル | カナダドル/ドル | 人民元/ドル | ウォン/ドル | 台湾ドル/ドル | シンガポールドル/ドル |
|--------|-------|--------|--------|--------|---------|----------|--------|--------|---------|-------------|
| 適正レート  | 96.6  | 1.33   | 1.83   | 0.78   | 0.63    | 1.04     | 4.64   | 736    | 24.3    | 1.41        |
| 実績     | 105.8 | 1.52   | 1.95   | 0.91   | 0.76    | 1.02     | 6.98   | 1013   | 31.1    | 1.39        |
| 乖離率(%) | -8.7  | 14.6   | 6.3    | 17.6   | 21.0    | 2.5      | -33.6  | -27.3  | -21.9   | 1.5         |

※ここでの乖離率は, 各通貨の米ドルに対する適正値比乖離率。プラスの場合は対米ドル過大評価。

各通貨の対円レート (2008年1-9月平均)

|        | 円/ドル  | 円/ユーロ | 円/ポンド | 円/豪ドル | 円/NZドル | 円/カナダドル | 円/人民元 | 円/韓国ウォン | 円/台湾ドル | 円/シンガポールドル |
|--------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|-------|---------|--------|------------|
| 適正レート  | 96.6  | 128.3 | 176.9 | 74.9  | 60.6   | 92.6    | 20.8  | 0.13    | 4.0    | 68.7       |
| 実績     | 105.8 | 161.0 | 206.0 | 96.5  | 80.4   | 103.9   | 15.1  | 0.10    | 3.4    | 76.4       |
| 乖離率(%) | -8.7  | -20.3 | -14.1 | -22.4 | -24.6  | -10.9   | 37.5  | 25.6    | 16.9   | -10.0      |

※ここでの乖離率は, 日本円の各通貨に対する適正値比乖離率。プラスの場合は円の当該通貨に対する過大評価。

(注) 購買力平価を用いた適正値の試算に当たり, ドル・ユーロレートは1950-2007年, ドル・ポンドレートは1851-2007年, ドル・豪ドルレートとドル・NZドルレートは1928-2007年, カナダドル・ドルレートは1956-2007年, ウォン・ドルレートと台湾ドル・ドルレートは1951-2007年, シンガポールドル・ドルレートは1974-2007年の平均値を基準とした。円・ドルレートの適正値は1901-2007年及び1901-1971年を基準とした試算値の平均, 人民元・ドルレートの適正値は1980-2007年及び1992-2007年を基準とした試算値の平均とした。

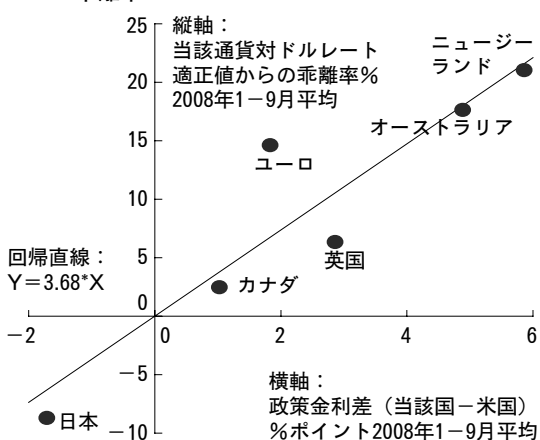
(出所) 野村証券金融経済研究所

では、米国より金利の高い国の通貨ほど購買力平価に比べて高く評価されていたことが分かる（図33）。本年9月のリーマン・ショック以前の為替市場は、金利の高い通貨ほど価値が高い金利差相場であったと言えよう。資金がなるべく高いリターンを求めて動く「過剰流動性」の世界においては、ごく自然な成り行きと言える。逆に、世界的な不況により各国政策金利差が縮小するとの期待がある場合、為替相場は購買力平価に収敛してくるものと考えられる。最近見られた為替相場における調整の少なくとも一部は、購買力平価への収斂と解釈することも可能だろう。

## 2. 経常収支赤字とドルの価値

計算した購買力平価を用い、経常収支赤字と通貨価値の関係を考えたい。確かに、経常収支赤字国が通貨価値の調整のみで赤字を解消しようとした場合、通貨価値は下落しな

図33 政策金利差と為替レートの適正レートからの乖離率

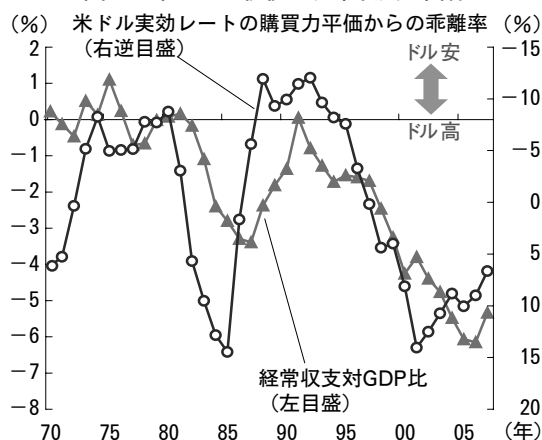


(出所) 野村証券金融経済研究所

ればならないだろう。しかし実際に過去のデータを見る限り、経常収支赤字が常に通貨安を引き起こすという明確な関係は見られない。米ドルの、各通貨に対する購買力平価からの乖離率を貿易金額で加重平均して「米ドル実効レートの購買力平価からの乖離率」を計算し、経常収支赤字と重ね合わせてみよう。すると、米ドル実効レートが購買力平価と比較して過大評価されると数年遅れて経常収支赤字が拡大するというパターンを観察することができる一方、経常収支が先行してドルの価値に影響を与えているようには見えにくい（図34）。

実は、この関係は先代基軸通貨であるポンドの価値と英国の経常収支の関係にも当てはまりそうだ。19世紀以降1940年代までの期間について、ドル／ポンドレートの購買力平価からの乖離率と英国の経常収支を比較すると、ポンドレートが強くなると経常収支黒字が減

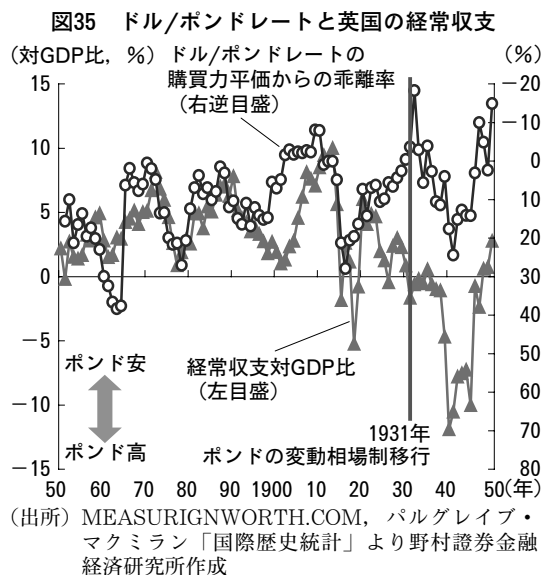
図34 米ドルの価値と経常収支の関係



(出所) 経済協力開発機構 (OECD) などより野村証券金融経済研究所作成

少するという関係が見える（図35）。いずれにせよ、経常収支赤字だから必ず通貨価値が切り下がらなければならないという関係は必ずしも成立しておらず、むしろ単純な時系列比較で見る限り、因果の方向は通貨価値→経常収支である。

英国の経験で興味深いのは、1920年代から1931年にかけての過程で、通貨価値→経常収支というパターンが崩れた点である。1920～30年の英国経常収支は、漸減傾向をたどっていたとはいえ国内でストライキのあった1926年以外は黒字を保っていた。しかし英ポンドは1927年と1929年に厳しい切り下げ圧力にさらされており、経常収支が赤字に転落した1931年、同国は変動相場制の導入に追い込まれている。経常収支黒字が減少している段階で既に切り下げ圧力がかかり、赤字転落の最初の年に切り下げに追い込まれたという意味



で、因果関係は経常収支→通貨価値、であったように見える。

### 3. 双子の赤字とその持続可能性

なぜ1920年代から1931年にかけての英国においてのみ、通貨価値→経常収支という因果関係が逆転し、経常収支→通貨価値となったのであろうか。ここで思い出したいのは、経常収支赤字の持続可能条件だ。ノーベル経済学賞を受賞したクルーグマンによる簡単な経済モデルによれば、経常収支赤字が続いたとしてもそれ自体は問題ではないし、またその場合に為替レートが下落するとも限らない。ただし為替レートが下落しないためには、経済成長率が金利を上回る必要がある。

1920年代の英国は、確かに経常収支黒字を保持していたものの、国内金利は高止まりを続けていた。1910年前後に3%程度であった長期金利は、1920年代には4%を上回る水準で推移している。一方で1920年代の英国名目成長率は、平均で実に-2.6%であった（図36）。経常収支赤字が長期的に持続可能であるためには成長率が金利を上回らなければならないにもかかわらず、逆に金利が成長率を7%ポイントも上回っていたのが1920年代であったことになる。そんな中で経常収支黒字が漸減傾向をたどり、1931年にはついに赤字に転じたことで、ポンドの価値に疑問符が付き、最終的に切り下げに追い込まれたとの解釈が可能であろう。

深刻なデフレ傾向にも関わらず、1920年代に金利が高止まりを続けたのは、1910年代に引き起こされた第一次世界大戦の戦費調達のために国債が大量発行されていたからと考えるのが最も素直であろう。つまり、財政赤字が金利上昇を通じて英国経済を經常赤字の持続可能条件から遠ざけ、通貨価値を切り下げさせたとの解釈が可能だ。ここに、双子の赤字と通貨価値の下落が同時に一つのロジックの上でつながることになる。

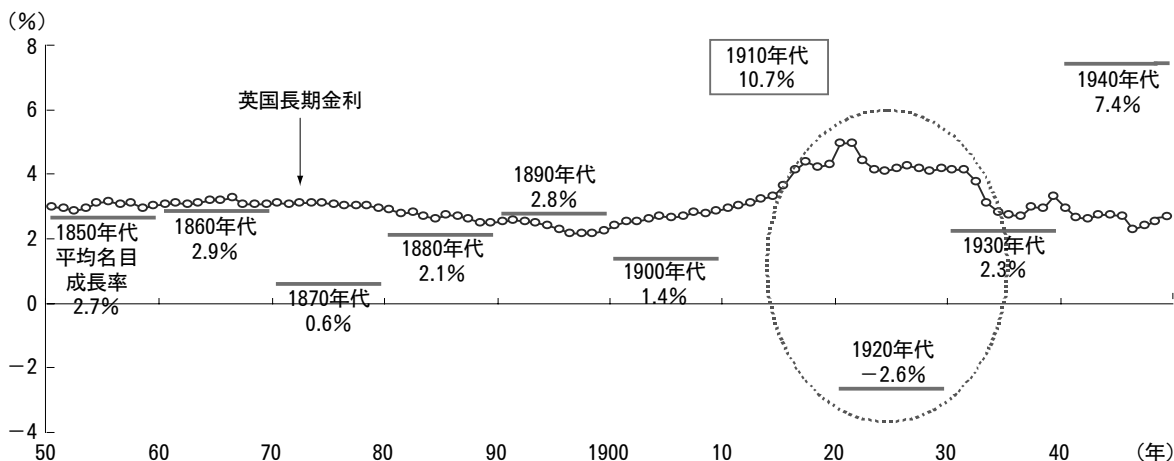
ひるがえって現在、經常収支赤字の持続可能条件から判断すれば、ドル価値の大幅な下落を避けるためには今後長期的に米国の成長率が長期金利を上回り続けることが必要、ということになる。このことはすなわち、財政赤字の拡大が確実視される中、米国の金利が上がるのか否かという問いに答えることが、ドル安が進むか否かに対する答えともなる、ということであろう。

#### 4. 財政赤字で米国金利は上がるか

過去の例を見る限り、財政赤字が必ず金利を上昇させるという関係は見いだせない。国債マーケットの需給という観点から考えれば、政府債務残高の増加とともに金利が上昇してもよさそうなものであるが、米国において連邦債務残高/GDP比と長期金利の間に正の相関が確認されるのは1920年代までである。1930年代以降の長い期間をとると、両者の関係はむしろ負の相関に近い(図37)。

債務残高と金利の不可解な負の相関は、インフレを介在させることで理解することが可能であろう。インフレが高い時期には金利が上昇する一方、名目ベースのGDPが増加するために債務残高/GDP比は低下する。逆にデスインフレ期には、金利が低下する一方で名目GDPの伸びも鈍るから債務残高/GDP比は上昇する。両者の負の相関はいわ

図36 英国の長期金利と名目成長率

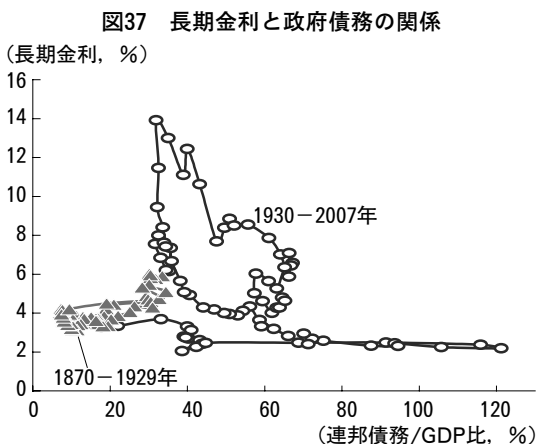


(出所) MEASURINGWORTH.COM, バルグレイブ・マクミラン「国際歴史統計」より野村証券金融経済研究所作成

ば見せかけの相関であるが、重要なのは、デフレーション期には政府債務残高/GDP比が上昇しても金利は低位に抑えられてきたという事実である。このことは、1990年代以降の日本の経験とも整合的であろう。

確かにマーケットでは、財政赤字拡大→金利上昇という関係を当然として議論する向きが多いことも事実だ。実際、単純に財政赤字/GDP比と金利の関係を長期的に観察すると、財政赤字が大きな時期の方が金利が高いという緩やかな関係も見られる(図38)。戦争で財政赤字が突出して大きくなった1918, 1919, 1942-45年を除くデータを用いた単純な線形回帰によれば、GDP比1%の財政赤字拡大は長期金利を0.7%ポイント上昇させるとの関係が得られる。

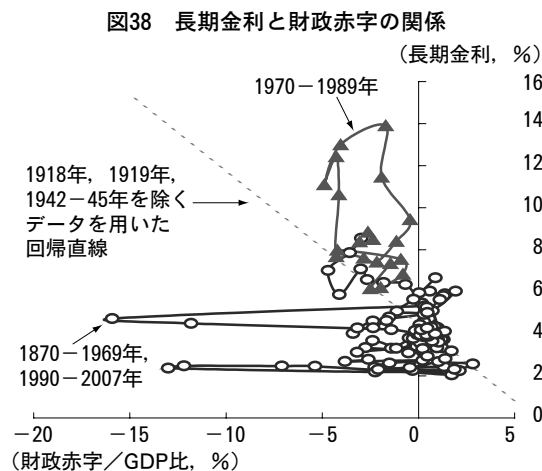
オバマ次期政権は5,000~7,000億ドル規模の経済対策を計画しているとされる。2009, 2010会計年度中に、それぞれ2,000億ドルと



(出所) 米国商務省, 米国財務省, MEASURINGWORTH.COM より野村証券金融経済研究所作成

5,000億ドル、財政赤字が米国議会予算局の見通しと比較して拡大すると仮定した場合、2010年度の財政赤字/GDP比は約6%と、戦時中を除けば過去最大規模に膨れ上がる計算だ。先ほどの回帰直線に単純に当てはめれば、米国長期金利は9%まで上昇しても不思議ではないことになる。

しかし、1970-1989年の期間を除くと、財政赤字と金利の間の統計的な関係は弱くなってしまふ。1970年代から1980年代は、米国の中でインフレが大きな経済・社会問題であった時代である。結局、財政赤字は常に金利を上昇させるわけではなく、インフレを生み出すような財政赤字のみが金利を上昇させるのではないだろうか。現在世界で高まっているのは、インフレ懸念というよりはむしろデフレ懸念である。オバマ次期政権の財政赤字も、それがデフレ阻止の範囲に留まる限りは金利を上昇させる可能性は低いと考えら



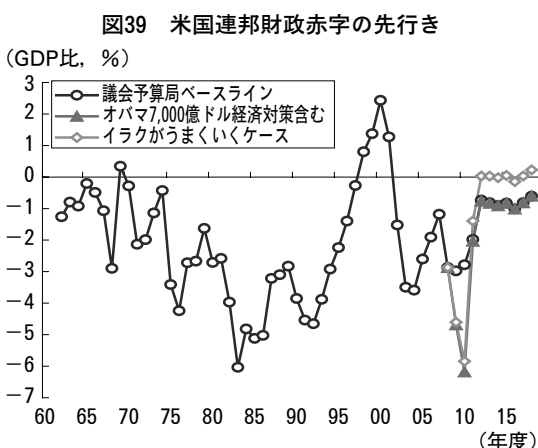
(出所) 米国商務省, MEASURINGWORTH.COM より野村証券金融経済研究所作成

れる。

もちろん、財政赤字は拡大しないに越したことはない。米国議会予算局の試算に基づけば、2011年度までに対テロ戦争に投入されている兵力をうまく削減できた場合、2012年度以降連邦財政赤字はほぼゼロとなる計算だ(図39)。戦争による総需要拡大効果が過去に比べて限られる中、イラクからの撤退で公共投資分の資金を出すという選択肢がベストなのかもしれない。

### 5. ドル価値は「ドル資本主義」の行方に依存

これまでの分析は、1990年代後半以降に成立していた「ドル資本主義」の影響を考慮し

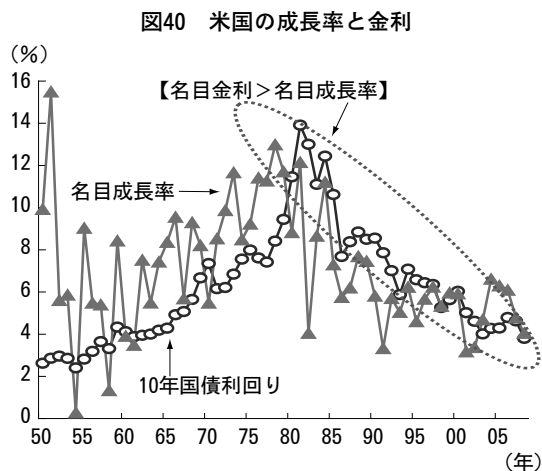


(注)「オバマ7000億ドル経済対策含む」ケースは、2009年度に2,000億ドル、2010年度に5,000億ドル、議会予算局(CBO)による2008年9月時点の財政収支見通しと比較して赤字が拡大すると仮定。「イラクがうまくいくケース」は、「オバマ7000億ドル経済対策含む」ケースに、イラク・アフガニスタン・その他対テロ戦争のために配置されている兵力を2011年度までに30,000人に減らす影響(CBOによる試算)を加味した。

(出所) 米国議会予算局(CBO)より野村証券金融経済研究所作成

ていない。「ドル資本主義」と表裏一体の関係にあった「過剰流動性」を分析した昨年の中期経済予測において、我々は「過剰流動性」が米国債金利を実勢よりも1%程度低くしているとの見方を示した。一方、1995年以降2007年の平均で見ると米国の名目成長率と長期金利はほぼ拮抗していたから(図40)、仮に「過剰流動性」の助けがない場合には金利が成長率を上回るのが米国経済の常態なのかも知れない。

ということは、名目成長率が金利よりも高いという条件が満たされるか否かは、「ドル資本主義」の行方と深く関わっていることになる。仮に新興国が「ドル資本主義」から離脱し、内需主導型の成長を開始することができた場合には、ドルに対する過剰な信用が消え、つまり「過剰流動性」が退潮し、米国の金利は上昇しよう。逆に、新興国が「ドル資本主義」から離脱することができず、先進国



(出所) 米国商務省、米国連邦準備制度理事会(FRB)より野村証券金融経済研究所作成

もろとも不況の渦に巻き込まれるのであれば、彼らも結局はドルにしがみつかざるを得ず、金利の上昇は起こらないものと見られる。言い換えれば、新興国が「ドル資本主義」からの離脱に成功すればドル安、成功しなければドル安の根拠は乏しい、ということになる。

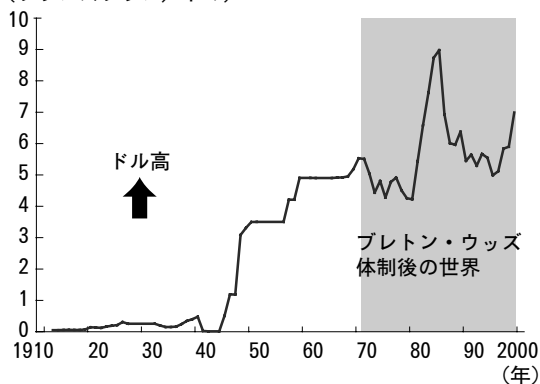
「ドル資本主義」から脱却し、世界経済が新たな時代を迎えることになれば、米ドルの価値は現在の水準よりも低下する。そこで焦点となるのは「どの通貨に対してドル安が起

こるのか」という点である。答えはこれまでの議論からほぼ明らかであろう。ドルに過剰な信用を供与していたのが新興国であるとするれば、ドルは対新興国通貨において過大に評価されていたはずだ。このことは、すでに紹介した購買力平価の試算値からも容易に読み取れ、特に中国人民元が大幅に対ドル過小評価となっている可能性が高い。ドル安の対象は、対新興国通貨、特に人民元が順当である。

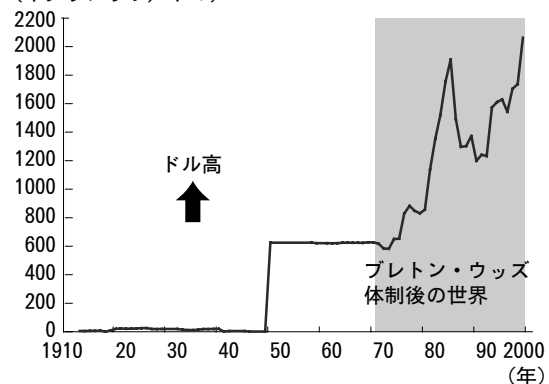
議論を補強するため、過去、基軸通貨の信

図41 ドルの対フラン・リラレート

(フランスフラン/ドル)



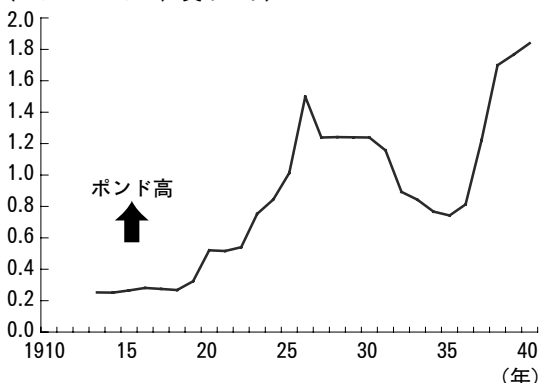
(イタリアリラ/ドル)



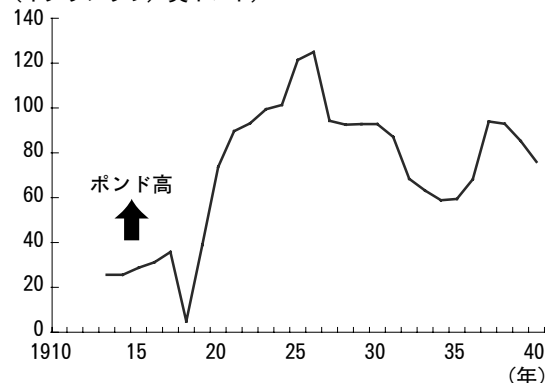
(出所) MEASURINGWORTH.COM より野村証券金融経済研究所作成

図42 ポンドの対フラン・リラレート

(フランスフラン/英ポンド)



(イタリアリラ/英ポンド)



(出所) MEASURINGWORTH.COM より野村証券金融経済研究所作成

認が揺らいだときの為替レートの動きを考察してみよう。たとえば、1971年に金・ドルの交換停止が発表されブレトン・ウッズ体制が崩壊した後、米ドルは日本円やドイツマルクに対しては下落傾向をたどった一方で、フランスフランやイタリアリラに対しては、最終的には上昇傾向をたどった（図41）。また、英国ポンドが基軸通貨の座から転落したのは1910年代から1940年代にかけてと見られるが、この間英国ポンドの価値はフランスフランやイタリアリラに対して必ずしも下落していないようだ（図42）。基軸通貨に対する信認の揺らぎは、必ずしも他の通貨に対する全面安を意味するわけではないと言えよう。

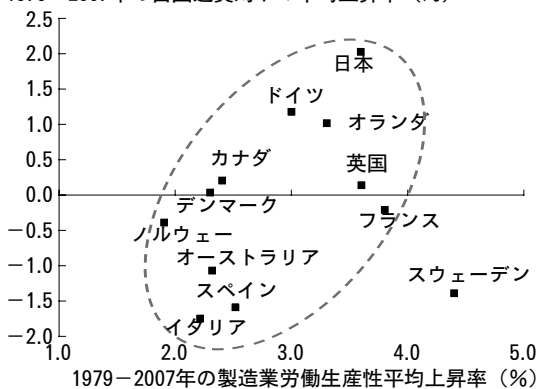
別の見方をすれば、フランスフランやイタリアリラは、結局どの通貨から見てもほぼ一貫して弱い通貨であったということが可能かも知れない。基軸通貨かどうかという議論に関係なく、弱い通貨は弱く、強い通貨は強いということなのではないだろうか。

では、長期的にはどのような通貨が強くだのような通貨が弱いのか。やはり、実体経済のパフォーマンスとの結びつきを無視することはできない。主要国について、1979年以降の平均労働生産性上昇率と対ドルでの為替レート変化率を比較すると、スウェーデンを除けば、労働生産性が高いほど通貨価値の上昇率も高い、という緩やかな関係が見受けられる（図43）。①高い労働生産性がインフレを抑えることを通じて相対的に為替レートを高くし

たのか、②安定したインフレに象徴される良好な経済環境が高い労働生産性と相対的な為替レートの上昇を生み出したのか、③強い為替レートがインフレ及び国内経済の安定をもたらした労働生産性の上昇を促したのか、因果の流れを解きほぐすのは容易ではない。しかし少なくとも長期的に見れば強い通貨とは、労働生産性が高く、インフレも低位に抑えられている国の通貨であり、つまりはいろいろなことがうまくいっている国の通貨であるということになるのではないかと。

長期的な通貨価値がファンダメンタルズで決まるとするならば、今後対ドルで上昇する通貨は、「ドル資本主義」を離脱し内需主導の成長軌道に乗ることができる通貨である。そしてその候補は、いまだ国内に有望な投資余地の残っている可能性が高い新興国の通貨、特に人民元であるという結論に、我々はまた戻ってきたことになる。

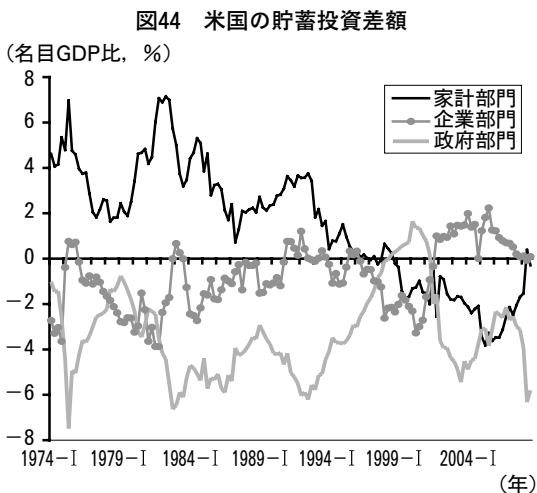
図43 製造業の労働生産性と通貨価値長期的な関係  
1979-2007年の自国通貨対ドル平均上昇率（%）



(出所) 米国労働省、経済協力開発機構 (OECD)、トムソン・ロイター・データストリーム、NRI・AURORA より野村証券金融経済研究所作成

## VI. ケース別の中期経済予測

世界景気が持ち直す時期として、2010年がとりあえずの目安となることは既に論じた。それまでの間、オバマ政権による大規模な景気対策により米国の財政赤字は拡大するであろう。一方で、米国家計は借入に依存した過剰消費体質の修正を迫られ、貯蓄率を上昇させると見込まれる。実際米国では、政府部門のISバランスが資金不足方向に拡大する一



(出所) 米国労働省、経済協力開発機構 (OECD)、トムソン・ロイター・データストリーム、NRI・AURORA より野村証券金融経済研究所作成

方で家計は資金不足幅を縮小させている。両者が相殺し合う結果、経常収支赤字の大幅拡大は免れよう (図44)。

2011年以降の世界経済の姿は、新興国、特に中国が「ドル資本主義」を離脱し、内需主導の経済成長を達成することがどうかにより大きく変わり得る。そこで前半議論の締めくくりとして、計量モデルを用いた中期的な経済予測を行う。検討するのは、中国が「ドル資本主義」から離脱できず、人民元レートを割安な水準に保ち続けざるを得ない「現状維持」ケースと、同国が「ドル資本主義」からの離脱に成功し、内需主導の成長と人民元レートの適正值までの切り上げが行われる「『ドル資本主義』離脱 (中国内需成長) ケース」である (表5)。

それぞれのケースについて、日・米・中の経済の先行きを見通す。なお、他のマクロ経済前提として、石油価格については、WTI (米国軽質原油) でみて、60ドル/バレル、ドル・円レートについては、97.5円で横ばいと仮定した。

表5 中国経済の前提表 (暦年)

|                     |                     | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2009-13<br>年平均 | 2014-18<br>年平均 |
|---------------------|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|----------------|----------------|
| 現状維持ケース             | 実質 GDP 成長率 (%)      | 11.6 | 11.9 | 9.5  | 8.0  | 8.1  | 8.3  | 8.0  | 8.4            | 7.6            |
|                     | 経常収支 (対名目 GDP 比, %) | 9.4  | 11.3 | 9.3  | 7.8  | 6.2  | 8.6  | 7.7  | 7.9            | 6.1            |
|                     | 人民元レート (対米ドル)       | 7.6  | 7.0  | 6.6  | 6.4  | 6.1  | 6.0  | 6.0  | 6.2            | 6.0            |
| ドル資本主義離脱 (内需成長) ケース | 実質 GDP 成長率 (%)      | 11.6 | 11.9 | 9.5  | 7.9  | 7.8  | 7.8  | 7.8  | 8.2            | 8.2            |
|                     | 経常収支 (対名目 GDP 比, %) | 9.4  | 11.3 | 9.3  | 7.8  | 6.1  | 8.3  | 5.9  | 7.5            | -1.4           |
|                     | 人民元レート (対米ドル)       | 7.6  | 7.0  | 6.6  | 6.1  | 5.7  | 5.2  | 4.8  | 5.7            | 4.6            |

【前提】2007年は実績値。現状維持ケースの2010年までは野村国際 (香港) による2008年11月21日時点の予測数値。ドル資本主義離脱ケースでは、人民元レートが2009年から2013年末まで5年間の間に1米ドル=4.6円まで調整されると仮定。また同ケースでは、為替切り上げと同時に内需喚起策も採られるため中国経済は8%程度の成長を維持すると仮定。

(出所) 野村証券金融経済研究所作成

## 1. 現状維持ケース

現状維持ケースでは、中国経済が明確な内需主導成長にシフトできないと仮定する。人民元レートは徐々に切り上がるものの、同国政府が目標とする実質8%前後の経済成長率を達成するため、2011年に1ドル=6元と適正レートと比較すればまだ割安な水準で切り上げが停止される。このため、中国の経常収支対GDP比は2009-13年平均で7.9%、2014-18年平均でも6.1%と、大幅な黒字が残ることとなる。

米国、日本については基本的に当面の間停滞感の強い動きが続く(表6, 7)。モデル計算上、2014-18年には潜在成長率に復する一方、人民元レートが割高であるため米国の経常収支GDP比は平均-6.2%にまで再び拡大する。「ドル資本主義」からの離脱がないことから、ドルに対する信用の供与が続き米国では4%前後の長期金利が維持される。日本についても、経常収支黒字は2014-18年にGDP比1.2%にまで縮小する一方、金利は2%強の水準に上昇するに留まる。

表6 米国経済の予測表(暦年)

現状維持ケース

|              |       | 2007     | 2008     | 2009     | 2010     | 2011     | 2012     | 2013     | 2009-2013<br>年平均 | 2014-2018<br>年平均 |
|--------------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|------------------|
| 実質 GDP       | 10億ドル | 11,523.9 | 11,666.0 | 11,597.8 | 11,690.6 | 11,895.7 | 12,164.9 | 12,466.0 | 11,963.0         | 13,597.4         |
| 同変化率         | %     | 2.0      | 1.2      | -0.6     | 0.8      | 1.8      | 2.3      | 2.5      | 1.3              | 2.9              |
| 実質民間最終消費支出   | %     | 2.8      | 0.3      | -1.0     | 0.3      | 1.9      | 2.7      | 3.1      | 1.4              | 3.9              |
| 実質民間住宅投資     | %     | -17.9    | -21.0    | -15.0    | -3.4     | 3.3      | 2.6      | 2.1      | -2.1             | 2.5              |
| 実質民間設備投資     | %     | 4.9      | 2.5      | -6.4     | 0.6      | 5.1      | 5.4      | 5.4      | 2.0              | 6.6              |
| 財・サービスの輸出    | %     | 8.4      | 7.5      | 0.9      | 2.0      | 4.7      | 5.2      | 5.4      | 3.6              | 5.9              |
| 財・サービスの輸入    | %     | 2.2      | -2.8     | -2.8     | 1.7      | 4.0      | 6.0      | 7.2      | 3.2              | 9.7              |
| 名目 GDP       | 10億ドル | 13,807.5 | 14,290.5 | 14,451.9 | 14,871.0 | 15,559.5 | 16,343.6 | 17,266.6 | 15,698.5         | 20,445.6         |
| 同変化率         | %     | 4.8      | 3.5      | 1.1      | 2.9      | 4.6      | 5.0      | 5.6      | 3.9              | 5.7              |
| 経常収支(名目GDP比) | %     | -5.3     | -5.0     | -4.8     | -5.0     | -4.4     | -4.5     | -4.8     | -4.7             | -6.2             |
| 消費者物価変化率     | %     | 2.9      | 4.1      | 1.5      | 2.3      | 2.6      | 2.8      | 3.1      | 2.5              | 3.0              |
| 完全失業率        | %     | 4.6      | 5.8      | 7.8      | 7.8      | 7.5      | 7.2      | 7.1      | 7.5              | 6.6              |
| 10年国債流通利回り   | %     | 4.6      | 3.8      | 3.8      | 3.9      | 4.0      | 4.1      | 4.2      | 4.0              | 3.9              |

(注) 2007年は実績値。2008年、2009年は米国野村証券による2008年11月28日時点の予測値。

(出所) 野村証券金融経済研究所作成

表7 日本経済の予測表(暦年)

現状維持ケース

|                                 |    | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2009-2013<br>年平均 | 2014-2018<br>年平均 |
|---------------------------------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|------------------|
| 実質 GDP                          | 兆円 | 563.8 | 559.8 | 557.6 | 562.6 | 563.3 | 574.0 | 584.7 | 568.4            | 615.0            |
| 同変化率                            | %  | 1.7   | -0.7  | -0.4  | 0.9   | 0.1   | 1.9   | 1.9   | 0.9              | 1.7              |
| 実質民間最終消費支出                      | %  | 1.7   | 0.2   | 0.5   | 0.4   | -1.3  | 2.4   | 2.0   | 0.8              | 1.6              |
| 実質民間住宅投資                        | %  | -13.3 | -4.0  | 3.0   | 0.4   | 4.1   | 3.0   | 3.0   | 2.7              | 2.9              |
| 実質民間設備投資                        | %  | -0.1  | -3.5  | -4.8  | 0.3   | 3.9   | 3.3   | 5.2   | 1.6              | 3.8              |
| 財・サービスの輸出                       | %  | 9.5   | 0.1   | -3.9  | 3.3   | 4.4   | 3.8   | 3.6   | 2.2              | 2.8              |
| 財・サービスの輸入                       | %  | 2.0   | -1.0  | -3.4  | 0.8   | 1.6   | 4.5   | 5.5   | 1.8              | 3.9              |
| 名目 GDP                          | 兆円 | 516.0 | 505.7 | 499.6 | 501.1 | 517.4 | 524.1 | 532.5 | 514.9            | 553.3            |
| 同変化率                            | %  | 0.7   | -2.0  | -1.2  | 0.3   | 3.3   | 1.3   | 1.6   | 1.0              | 1.2              |
| 経常収支(名目GDP比)                    | %  | 4.8   | 3.0   | 2.8   | 2.6   | 3.6   | 3.3   | 3.2   | 3.1              | 1.2              |
| 消費者物価変化率                        | %  | 0.3   | 1.3   | -0.6  | -0.1  | 3.3   | -0.2  | -0.1  | 0.5              | 0.1              |
| 完全失業率                           | %  | 3.8   | 4.2   | 5.1   | 4.9   | 5.0   | 4.7   | 4.3   | 4.8              | 3.3              |
| プライマリ・バランス(名目GDP比)<br>(中央・地方政府) | %  | -1.8  | -3.4  | -3.7  | -3.8  | -1.8  | -2.1  | -2.3  | -2.7             | -2.9             |
| 10年国債流通利回り                      | %  | 1.6   | 1.4   | 1.0   | 1.5   | 1.9   | 1.6   | 1.7   | 1.5              | 2.2              |

【前提】2011年度より消費税率(現行5%)を10%に引き上げ。2007年は実績値。

(出所) 野村証券金融経済研究所作成

## 2. 「ドル資本主義」離脱（中国内需成長） ケース

「ドル資本主義」離脱（中国内需成長）ケースでは、中国経済が内需主導の経済成長に移行し、人民元が適正レートと見られる1ドル＝4.6元まで上昇しても高成長が途切れないと想定した。具体的には、2013年までの間に4.6元までの調整が行われるとし、そうした前提の下でも8%前後の成長が維持できるよう公共投資を拡大させた。モデル計算上、外生変数である公共投資を大幅に増加させるこ

とで内需成長を表現したが、これは実際には民間設備投資や家計消費でも構わない。

これを前提にすると、日・米ともに実質成長率のパターンは大きく変わらないものの、経常収支対GDP比が、米国について2014-18年平均で0.7%ポイント、日本については同1.3%ポイント、「現状維持ケース」と比較して改善する結果となる（表8、9）。ドルに対する過剰な信用が解消される結果、両国ともに長期金利が上昇する。日本の経常収支改善幅が米国と比較して大きくなる理由は、米国での金利上昇幅が日本を上回るためであろう。

表8 米国経済の予測表（暦年）

「ドル資本主義」離脱（中国内需成長）ケース

|                |       | 2007     | 2008     | 2009     | 2010     | 2011     | 2012     | 2013     | 2009-2013<br>年平均 | 2014-2018<br>年平均 |
|----------------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|------------------|
| 実質 GDP         | 10億ドル | 11,523.9 | 11,666.0 | 11,565.2 | 11,635.6 | 11,819.3 | 12,082.7 | 12,412.0 | 11,903.0         | 13,521.4         |
| 同変化率           | %     | 2.0      | 1.2      | -0.9     | 0.6      | 1.6      | 2.2      | 2.7      | 1.3              | 3.0              |
| 実質民間最終消費支出     | %     | 2.8      | 0.3      | -1.5     | -0.1     | 1.6      | 2.4      | 2.9      | 1.0              | 3.8              |
| 実質民間住宅投資       | %     | -17.9    | -21.0    | -15.7    | -4.1     | 2.6      | 1.8      | 1.6      | -2.8             | 2.0              |
| 実質民間設備投資       | %     | 4.9      | 2.5      | -6.7     | 0.3      | 4.7      | 5.1      | 5.3      | 1.8              | 6.3              |
| 財・サービスの輸出      | %     | 8.4      | 7.5      | 0.9      | 2.3      | 5.0      | 6.6      | 8.5      | 4.6              | 6.4              |
| 財・サービスの輸入      | %     | 2.2      | -2.8     | -3.5     | 1.0      | 3.4      | 5.8      | 7.5      | 2.8              | 9.6              |
| 名目 GDP         | 10億ドル | 13,807.5 | 14,290.5 | 14,427.8 | 14,828.2 | 15,488.0 | 16,263.8 | 17,248.0 | 15,651.2         | 20,627.8         |
| 同変化率           | %     | 4.8      | 3.5      | 1.0      | 2.8      | 4.4      | 5.0      | 6.1      | 3.8              | 6.1              |
| 経常収支（名目 GDP 比） | %     | -5.3     | -5.0     | -4.8     | -5.0     | -4.3     | -4.4     | -4.6     | -4.6             | -5.5             |
| 消費者物価変化率       | %     | 2.9      | 4.1      | 1.5      | 2.3      | 2.6      | 2.8      | 3.1      | 2.5              | 3.0              |
| 完全失業率          | %     | 4.6      | 5.8      | 7.9      | 8.1      | 7.9      | 7.6      | 7.5      | 7.8              | 6.7              |
| 10年国債流通利回り     | %     | 4.6      | 3.8      | 4.0      | 4.3      | 4.5      | 4.8      | 5.2      | 4.6              | 5.5              |

（注）2007年は実績値。

（出所）野村証券金融経済研究所作成

表9 日本経済の予測表（暦年）

「ドル資本主義」離脱（中国内需成長）ケース

|                                  |    | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2009-2013<br>年平均 | 2014-2018<br>年平均 |
|----------------------------------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|------------------|
| 実質 GDP                           | 兆円 | 563.8 | 559.8 | 556.5 | 560.8 | 561.1 | 572.8 | 588.0 | 567.9            | 620.9            |
| 同変化率                             | %  | 1.7   | -0.7  | -0.6  | 0.8   | 0.1   | 2.1   | 2.6   | 1.0              | 1.9              |
| 実質民間最終消費支出                       | %  | 1.7   | 0.2   | 0.1   | 0.0   | -1.7  | 2.1   | 2.0   | 0.5              | 1.7              |
| 実質民間住宅投資                         | %  | -13.3 | -4.0  | 3.2   | 0.2   | 3.7   | 2.6   | 3.0   | 2.5              | 2.2              |
| 実質民間設備投資                         | %  | -0.1  | -3.5  | -4.7  | 0.2   | 4.2   | 3.5   | 5.6   | 1.8              | 3.7              |
| 財・サービスの輸出                        | %  | 9.5   | 0.1   | -4.0  | 3.6   | 4.6   | 5.5   | 7.9   | 3.5              | 3.5              |
| 財・サービスの輸入                        | %  | 2.0   | -1.0  | -3.8  | 0.4   | 1.2   | 4.6   | 6.6   | 1.8              | 4.0              |
| 名目 GDP                           | 兆円 | 516.0 | 505.7 | 498.2 | 499.0 | 514.7 | 521.7 | 533.5 | 513.4            | 558.1            |
| 同変化率                             | %  | 0.7   | -2.0  | -1.5  | 0.2   | 3.1   | 1.4   | 2.3   | 1.1              | 1.5              |
| 経常収支（名目 GDP 比）                   | %  | 4.8   | 3.0   | 2.8   | 2.6   | 3.6   | 3.5   | 3.7   | 3.2              | 2.7              |
| 消費者物価変化率                         | %  | 0.3   | 1.3   | -0.6  | -0.1  | 3.3   | 0.1   | 0.1   | 0.6              | 0.2              |
| 完全失業率                            | %  | 3.8   | 4.2   | 5.1   | 5.0   | 5.1   | 4.8   | 4.5   | 4.9              | 3.2              |
| プライマリー・バランス（名目GDP比）<br>（中央・地方政府） | %  | -1.8  | -3.4  | -3.7  | -3.9  | -1.9  | -2.3  | -2.5  | -2.8             | -3.1             |
| 10年国債流通利回り                       | %  | 1.6   | 1.4   | 0.8   | 1.5   | 2.0   | 2.0   | 2.3   | 1.7              | 3.3              |

【前提】2011年度より消費税率（現行5%）を10%に引き上げ。2007年は実績値。

（出所）野村証券金融経済研究所作成

## VII. 地方発日本再生「災い転じて福となす」

### 1. 四重苦の日本経済

現在の日本経済はまさに四重苦の様相を呈している。米国のサブプライムローン問題に端を発する金融不況が世界的な広がりを見せる中、日本経済への悪影響が明確化しつつある。ここ数年間の日本経済については、国内消費に火がつきにくい中でも、輸出主導による国内設備投資の増加により息の長い景気拡大が続いてきたが、その下支えがはずれ景気後退局面に突入した可能性が高い。

世界景気の低迷に加えて、日本は多くの構造問題を抱えている。まず、日本は基本的に少資源国である。過剰流動性を背景とした資源価格の高騰には歯止めがかかるとされるものの、人口規模の大きい新興国の台頭に伴う将来的な資源需要の高まりを考えれば、代表的な石油価格である WTI でみて 1 バレル 20 米ドル台といった 1980 年代の水準に回帰するとは考えにくい。今や資源や穀物は戦略物資としての特性を強めつつある。その有限性を見越して資源を政治的な取引に使う国が多くなれば、買おうにも買えないというリスクも生じよう。

省エネ技術の向上で日本の化石燃料依存体質からの脱却が進んでおり、一次エネルギーに占める石油依存度は 50% を下回っている。

しかしながら、昨今の石油価格の高騰が、ガソリン価格を始め数多くの生活必需品の価格を高騰させ、消費者の生活を直撃したことは記憶に新しい。また、資源問題の背後にある地球温暖化などの世界的な環境問題の深刻化も看過してはならない。

拡大し続ける人間活動により二酸化炭素などの排出量が増加、これが地球規模の温暖化を招いていると議論されている。現在観察される温暖化と人間活動との因果関係が科学的に完全に立証されるのはまだ先になるかもしれないが、日本は、京都の名前を冠した温暖化ガス削減合意の当事者として、また 2008 年夏に行われた洞爺湖サミットの議長国としても、温暖化ガス削減に真摯に取り組まねばなるまい。

世界不況、資源問題、環境問題、加えて人口減少という、いわば「四重苦に直面する日本」とも言える状況で日本の将来に活路はあるのか。活路を開くためには何が必要なのか。本章以降では「災い転じて福となす」戦略について、議論していきたい。

### 2. 地域格差の二つの側面

日本の 20 世紀を人口という観点からみると、「人口急増の 100 年」と呼ぶことができる。19 世紀最後の年、明治 32 年の日本の人口は、わずか 4300 万人に過ぎず、長期統計によればそれ以前の人口増加のペースは極めて緩やかであった。しかし、20 世紀に入ると人口増加ペー

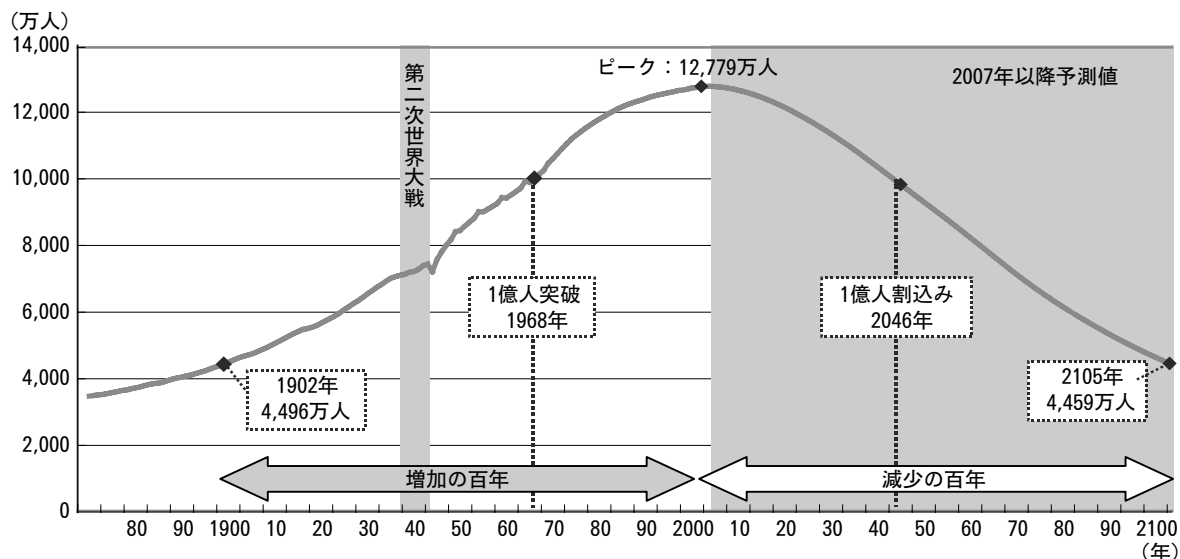
スは急加速し、105年後の2004年12月にはほぼ3倍の1億2783万8千人に達し、これが現在のところ日本の総人口のピークとなっている。日本人人口も、同じ2004年12月に1億2629万9千人でピークを打ち、その後減少に転じている。

国立社会保障・人口問題研究所の将来推計人口の中位推計によれば、2050年には日本の総人口は1億人を下回り9515万人に、2100年には4771万人にまで減少すると見込まれている。つまり21世紀とは日本にとって人口規模が三分の一に急減する「人口急減の100年」となるのである(図45)。さらに注意を要する点がある。仮に人口規模が1億人や4千万人で同じだとしても、人口増加時と人口減少時とは年齢別にみた人口構成のあり方が全く異なるという点である。人口増加時には14

歳までの若年人口と15歳以上65歳未満の生産年齢人口の比率が高いが、人口減少時には一転して65歳以上人口の比率が高い、すなわち人口全体が高齢化しているのである。

「災い転じて福となす」戦略の出発点は、人口減少を背景とした社会構造の変化である。マイナスイメージが強い人口減少や高齢化をして「福」を考えるのである。人口減少は世帯数の減少と世帯規模の縮小(単身世帯と夫婦のみ世帯の増加)をもたらす。これは住宅、中でも広い郊外の家が余る時代の到来を意味する。こうした時代においては、一般的に借家の床面積が狭いという住宅事情を背景とした日本人の強い新築持家志向に変化が生じ、生涯を通じて借家を選択する世帯や、中古住宅市場の拡大により住む場所に囚われない世帯が増加していくと見込まれる。

図45 日本の人口：増加の20世紀と減少の21世紀



(出所) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成18年12月推計)」より野村証券金融経済研究所作成

また、国際競争の激化を背景とした非正規雇用の拡大は、年功序列・終身雇用制の崩壊を意味し、職能の二分化を促す。これは「会社」に捉われない労働者の増加を意味する。スペシャリストであれば、どのような「会社」でもその技術に相応の賃金が得られるであろうし、派遣労働といった非正規雇用については、原義的にも「会社」に捉われない労働形態である。

高齢化の進行は年金財政をはじめとする社会保障費を増加させ、国家財政を圧迫し続ける。中央政府の債務残高（国債及び借入金並びに政府保証債務現在高）は850兆円に迫り、対名目 GDP 比で166%に達している。もはや、中央政府が一律に日本全国をサポートする、すなわち「国土の均衡ある発展」を目指す余力はない。地方のことは地方でお願いしたいという意味で地方分権は避けられず、「地域の特色ある発展」を目指さざるを得ない状況となっているのではないか。

2008年9月に第92代内閣総理大臣の座についた麻生氏は、道州制の導入を政策の柱の一つに挙げている。地方分権を推進し道州制を導入すれば、結果として税金や政府サービス等に地域間で差異が生じることは避けられまい。地域によって住みやすさが異なるということもあり得よう。人口減少、家（土地）や会社に囚われない世帯の増加、そして地方分権は、相俟って人の移動を活発化する方向に機能すると考えられるのである。

### 3. 地域・所得格差拡大を是正する2システム

人口減少が人の移動を促進する以上、地域格差・所得格差が拡大していくこともまた避けられない。これら格差の拡大は社会的な不安定性を招き消費者マインドの低下などを通じて経済成長に悪影響を及ぼすとの意見が根強くある。平成19年版の『年次経済財政報告（内閣府）』では、経済発展段階説からのアプローチや、グローバル化やIT化の影響など、いろいろな角度からの検討を加えた上で、格差が消費者の幸福度の低下をもたらし経済成長に悪影響を与えるため、失業保険や公的扶助などの拡充と教育や訓練の促進が喫緊の課題であると述べている。

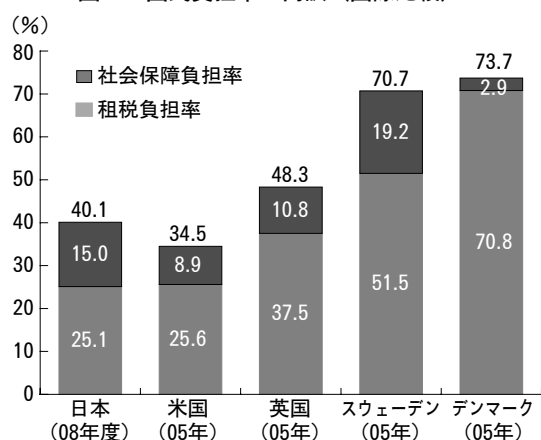
格差拡大に対する国内の否定的な感情が小さくない以上、一層の格差拡大の是正は重要な政策方針となる。もちろん、所得再分配機能の強化や教育・訓練制度の充実は当然なすべき政策であろう。しかし、こうした対症療法以上に求められているのが、より大きな社会的システムの構築なのではなからうか。

「格差」の存在を前提とし、その中で「平等」を維持する経済社会体制は、世界的にみて大きく二つに集約される。「結果平等」を目指すデンマーク・スウェーデンなどの北欧型（高福祉国家型）と、「機会平等」を謳う米英型である。前者のシステムは、介護や年金制度など社会生活上での結果平等がほとん

どの分野で保証されるシステムである。しかし、それを実現するために国民は70%という国民負担率(図46)を受け入れる必要がある。一方後者は、個々人の努力によって成功を勝ち取る権利を市民全体に保証するシステムである。従って、努力の結果としての格差についてはある程度認めざるを得ないが、このシステムを実施するための国民負担率はさほど高くない。ちなみに米国の国民負担率は2005年で34.5%である。

もちろん、結果として生じた格差を事後的に是正するメカニズムが米英型にないわけではない。格差社会とはヒト・モノ・カネが偏在する社会である。北欧型は政府を通じてこの格差を是正するが、米英型はマーケットを通じて是正を図る。単純に言えば、「ヒトの

図46 国民負担率の内訳(国際比較)



(注) 1. 日本は平成20年度(2008年度)予算ベース、諸外国は、OECD“Revenue Statistics 1965-2006”及び同“National Accounts 1992-2005”等による。

2. 租税負担率は国税及び地方税合計の数値である。また所得課税には資産性所得に対する課税を含む。

(出所) 財務省より野村證券金融経済研究所作成

偏在」に対しては人材派遣業、職業紹介業、「モノの偏在」に対しては物流、交通、情報産業、「カネの偏在」については金融業を通じて対処する。

#### 4. 日本独自のシステムの模索

今後も所得格差や地域間の差はある程度拡大すると考えられる以上、日本でも、北欧型・米英型、双方の長所をうまく取り入れた独自のものを作り上げることが必要となる。ただ、どのような方針を打ち出すにしても現状の日本には障害が多すぎる。

仮に高福祉国家を目指すのであれば、基本的に国民負担率70%の効用を国民に十分納得してもらわねばならない。そのために政府は、まずは政府支出を大幅に拡大し、システムのメリットを国民に実感してもらおうとともに、効率的にその資金を分配していくシステムを構築せねばならない。しかし、すでに債務残高が対GDP比で166%という現状では、その資金に余裕がない。

また、国家の規模という観点からは、北欧諸国の人口がスウェーデンで約900万人、デンマークで約550万人とかなり小規模な一方、減少局面に入ったとは言え1億人超の人口を抱える日本では、国民全体のコンセンサスを得ることは難しいかもしれない。規模の問題を考えるのであれば、むしろ道州制を通じて地方分権を促進し、各地域がそれぞれ進むべき方向を考えればよいのではないだろうか。

ちなみに、平成17年の九州地区の人口は1335万人（国勢調査ベース）であり、スウェーデンとデンマークを合わせた人口に相当する。

また、米英型のシステムを追求する場合には、格差をマーケットメカニズムで是正する方向に社会を転換させる必要がある。その場合、民間の自由な活動を官が阻害することは極力避けなければならない。振り返れば米国ではレーガン大統領が、英国ではサッチャー首相が1980年代に積極的な規制緩和・民営化を推し進め、失業の増加や所得格差の拡大といった副作用を乗り越えながら、1990年代のクリントン大統領、ブレア首相時の繁栄の礎を築いた。

日本では小泉政権下で構造改革という名の規制緩和・民営化路線が推し進められることとなったが、世界景気低迷の中で方向転換をうかがう兆しも見える。日本の進むべき道を厳しく見据えて議論を尽くすべき時期にきているのではあるまいか。その道の一つが「地方発の日本再生」という方向性であり、礎となるのが「まち・暮らし方を変える」という「コンパクトシティ」への取り組みと考える。従来の経済成長の考え方からは一見遠回りで胡乱に思えても、日本という国土の隅々が活力を取り戻し、活力を維持するために非常に重要なコンセプトとなると考えている。

## Ⅷ. 人の移動を前向きに捉える：高密都市化

人口の規模そして年齢別構成比率の急速な変化は、私たちの暮らしの基本単位である町や市の変化を余儀なくさせる（以下、区、市、市町村などさまざまな行政区分を、一般的に「人の住む地域的まとまり」という意味で「まち」と表現したい）。これまで人口の増加に対応してきたまちは、一転して人口減少と人口が減る中で増加する高齢人口への対応を迫られることとなり、田畑や山林を住宅地に変えて拡大してきた宅地政策も転換を迫られている。コンパクトシティへの取り組みとは、まさに従来型のまちづくりからの転換と、新たな取り組みを指す。

では、目指すべきコンパクトシティとは、具体的にどのようなまちなのであろうか。調べてみると多くのまちが近年、まちの運営指針として「コンパクトなまちづくり」や「コンパクトシティを目指す」と掲げている事に気付く。ここでは、先進的ないくつかの市の具体的取り組みについてのインタビュー調査に基づいて、目指すべきコンパクトなまちのあり方について考えてみたい。

### 1. 今までの日本の都市計画とは

そもそも、これまでの日本のまちづくりはどのようなコンセプトで進められてきたのであ

ろうか。東京大学工学部都市工学科大方潤一郎教授は、日本の都市計画について、「都市成長を通じた都市の近代化を導くことを主眼においた制度」だと簡潔にまとめている。具体的には、「欧米では、街の姿を変えないため、街の現状にピタッと合った規制をかぶせることが一般的であるのに対し、日本では街の姿が変わって行くことを期待して、変化を妨げない緩い規制をかけておくのが伝統である。（中略）しかも、都市が成長してどのような街に変わっていくべきかについて、明確なイメージが定まっていない」と主張している。そして、「一方、郊外に新しい街を造ろうとする場合には、あらかじめ土地区画整理事業を行ったり、まとまった開発によって、住宅地として最低限の道路や公園の整備水準を確保しようとしているが、日本の開発規制制度は緩やかなので、住宅数軒だけを開発する「ミニ開発」や1棟だけの開発が偶々存在する農道などに沿って行われることを許している。農地や宅地が入り交じり、つながりの悪い狭い道路しかなく、公園なども乏しい、住環境としてはきわめて貧しい「スプロール市街地」が広がって行くことを止められない」と明確に結論付けている。

すなわち、日本の都市計画・まちづくりは人口が増加することを前提とし、郊外へ郊外へと広がることが暗黙理に認められたシステムであったということであろう。その結果、日本中で人口の増加とともに、まちのスプロール

ル現象が起こり、中心街の効率的な発展が阻害され、郊外では農地と宅地が入り混じるなど、極めて非効率な土地利用が繰り返されてきたのである。こうした問題点が人口減少下で浮き彫りになってきたのである。

## 2. 人口減少が内包する「高密化」のベクトル

スプロールと対になる現象は都市部への人口集中である。これまで日本では、都市部への人口集中について、過密や渋滞といった弊害が指摘されることが多く、しばしば否定的なイメージで捉えられてきた。しかし、本格的な人口減少社会が到来する中で、中心市街地の密度を上げることは、地域経済の活性化のために必要不可欠なものとなりつつある。人口が増加していた時代に郊外へと無秩序な開発が広がったため、住民の居住域は大きく広がってしまった。これからは「減っていく人口で如何に地域経済を維持・発展させていくか」が重要なテーマであり、まちの中心市街地の密度を向上させ、都市機能を再生させなければならない。ここが日本の四重苦を乗り越える鍵である。

中心市街地の高密化を議論する上でのポイントは、高齢化社会は中心市街地への人口流入を促す要因になりうるという点である。今後、高齢者の単身世帯及び夫婦のみ世帯の増加が予想されているが、こうした世帯の外出手段はもっぱら徒歩である。したがって、社

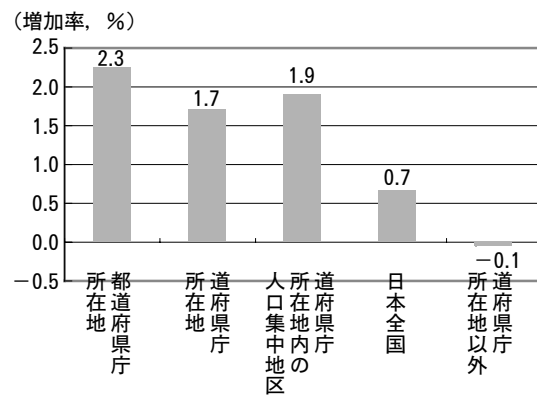
会の高齢化が進むにつれて、生活に必要な施設が徒歩圏内にすべて存在している「まちなか」に居を求めようという高齢者のニーズが高まっていくと考えられるのである。

事実、内閣府の「高齢者の住宅と生活環境に関する意識調査」(図47)によると、高齢者が住む地域を選ぶ理由として、「知り合いがいるから」などの理由は意外に少ない。むしろバリアフリーであること、買い物が便利であること、介護や医療を受ける施設が身近にあることなどが住居を選ぶ場合の重要な要件となっている。

バブル崩壊後の地価の下落により、各地域の中核都市、具体的には都道府県所在地などへと壮年、若年世代を中心に人口が戻ってきているが(図48)、高齢者が「まちなか」生活を志向し始めることを考えれば、都市部への人口の流れに高齢者も今後加わる可能性はある。ただし、その動きが現実のものとなる

ためには、高齢者のまちなか生活に対するニーズを掘り起こし、それを可能にする環境整備を各地域の自治体が行うこと、つまり、中心市街地が生活に必要な機能をすべて担えるようなまちづくり＝高効率化、が必要不可欠である。自治体による中心市街地再生の取り組

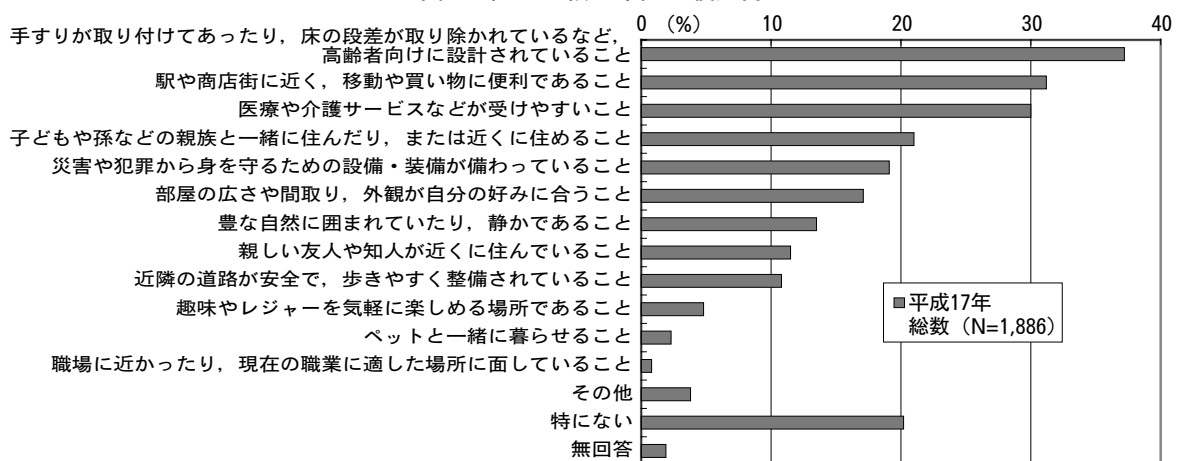
図48 人口増減率(2000年→2005年)



(注) 人口集中地区とは「原則として人口密度が1平方キロメートル当たり4,000人以上の基本単位区等が市区町村の境界内で互いに隣接して、かつ、それらの隣接した地域の人口が国勢調査時に5,000人以上を有する」地域のこと。

(出所) 総務省「国勢調査」より野村証券金融経済研究所作成

図47 住宅や環境に関する優先度



(出所) 内閣府「平成17年高齢者の住宅と生活環境に関する意識調査」より野村証券金融経済研究所作成

みが進むことにより、都市部への人口移動は高齢者も含めた大きなうねりとなる可能性を秘めていると言えよう。

まちなか生活のメリットだけでなく、郊外での生活スタイルにも、都市部に回帰しようという高齢者世帯の潜在的なニーズが高まっていると我々が考える理由がある。郊外での生活では買い物を始め基本的に自動車の利用が前提とされていることが多い。内閣府「小売店舗等に関する世論調査」をみても（表10）、郊外部では買い物に車を使う傾向が都市部に比べて強いことがわかる。後に詳しく分析するが、人口密度と自家用車の保有台数にはきれいな逆相関の関係が見られ、人口密度が高い地域ほど自動車を必要としないことが窺える。現在郊外に住んでいる高齢者世帯は、徒歩圏で買い物ができるという都市部のメリットをより強く感じると想像できる。

また、郊外にある住宅の老朽化が進んでいることも都市の高密化を促す可能性がある。平成15年版の住宅統計調査によれば、日本では都市から離れ郊外にいけばいくほど住宅の老朽化が進んでいる。住宅総数のうち60%の

表10 買い物での自家用車利用状況

（単位：％）

|       | 平成9年 | 平成17年 |
|-------|------|-------|
| 東京23区 | 28.1 | 32.6  |
| 政令指定市 | 52.4 | 56.6  |
| 中都市   | 67.2 | 71.7  |
| 小都市   | 69.5 | 85.7  |
| 町村    | 77.9 | 81.7  |

（注）中都市とは人口10万人以上の市，小都市とは人口10万人未満の市を指す。

（出所）内閣府「小売店舗等に関する世論調査（平成17年）」より野村証券金融経済研究所作成

家屋が駅からの距離が1 km 以上離れている上に、そのうち38%が家の耐用年数に当たる26-30年前の1980年以前に建てられた住宅である。郊外に住んでいるこうした高齢者が、現在の住宅を改築して住み続けることをあきらめ、中心市街地や住宅街に移り住む選択をすることも考えられる。都市部と郊外における生活スタイル及び住宅事情の違いから判断すると、高齢世帯の潜在的な「まちなか生活」ニーズは高いと考えられる。

### 3. 都市高密化の経済上のメリット

では都市部の高密化が起きた場合、日本経済にどのようなメリットが生まれるのだろうか。サービス業の効率化などを通じた経済成長促進効果だけでなく、地方財政を健全化させる効果、さらには環境負荷の軽減など、幅広い面でのプラス効果が考えられる。

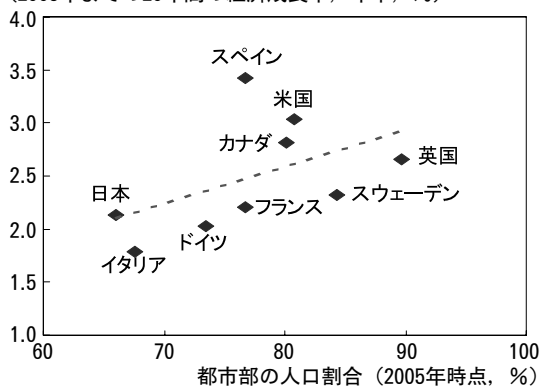
都市化が進んだ国ほど経済成長が高いという傾向があることは、経済発展論でしばしば指摘される事実である。国際連合がまとめているデータを用いて都市部に住んでいる人口の割合と過去20年間の経済成長率の関係について国際比較を行うと、都市部人口の割合が高い国ほど経済成長率は高い、という正の相関が見られる（図49）。日本の都市人口比率は2005年時点で66%と、先進国の中ではかなり低い水準にあり、広い範囲に分散して人々が居住している。

さらに、人口の密集度と経済成長との間に

は、時系列で見ても正の関係が見られる。成長著しいアジア諸国では、人口が密集して暮らし始めるとともに国民の所得水準も向上し始めている。ただし、日本については、同程度の所得水準である韓国に比べても人口の密集度が低く、経済の発展段階の割には人口の集積が進んでいない国だと言える。

人口密度が高い国の経済成長率が高い傾向にあるのは何故だろうか。よく指摘される要因の一つは、人口密度の上昇によるサービス業の生産性向上効果である。市場で取引されているサービスの多くは、需要者と供給者の双方が物理的に同じ場所に居なければ取引が成立しないため、需要者がどれだけの密度で存在しているか（密度の経済性）がその生産性を強く左右する。サービス業がこうした特性を持つからこそ、まちへの人口集中により生産性が上昇すると期待されるのである。実

図49 都市部の人口割合と経済成長率（先進国）  
（2005年までの20年間の経済成長率、年率、%）



(注) 都市部の人口割合=都市人口÷総人口×100  
(出所) 国際連合「World Urbanization Prospects: The 2007 Revision Population Database」及びIMF「World Economic Outlook」より野村證券金融経済研究所作成

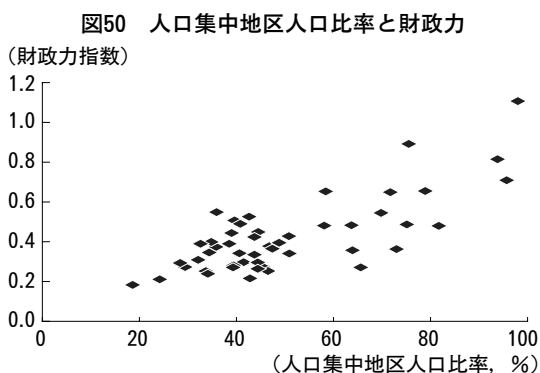
際に、卸売・小売業及びサービス業の労働生産性と人口集中地区に住んでいる人口の割合の関係を都道府県ごとに見ると、人々が集積して暮らしている都道府県ほど労働生産性が高いという傾向がある。なお、人口集中地区とは総務省の国勢調査で定義されている用語であり、人口の密度がある一定以上の地域を指している。

もちろん、こうした単純な分析ではなく、各企業の生産設備の規模やIT化の度合いなどを考慮しても同様の結果が得られる。独立行政法人経済産業研究所（RIETI）コンサルティングフェローの森川正之氏の分析によれば、他の条件を一定としたうえで、人口密度が2倍になると、サービス業の生産性は平均して10～20%上昇する。

都市の高密化による地方財政の健全化効果も見逃せない。人口が一定で住民の居住域が拡大すれば、その分だけ道路整備やその補修コストがかかり、自治体財政は圧迫される。「雪対策が行政コストの大きな比重を占めている。スプロール化により、平成14年度で道路が1350kmあるが、それでも道路整備率は5割もいっておらず計画途中のものが多く残されている。したがって、まだまだ道路の管理面積は増える可能性がある。管理下にある道路に雪が5～10cmでも積もれば除雪機械が出勤する。この除雪の経費が財政をかなり圧迫している」と、我々が訪問した青森市役所の担当者も述べていた。簡単な散布図を使っ

て人口集中地区人口比率と財政力指数の関係を都道府県間で比較すると、きれいな正の相関関係が確認できる（図50）。また、人口の多い上位5都道府県と下位5県を除いてもその傾向に大きな変化はない。人口集中地区に居住している人口の比率と住民一人当たり歳出額の比較でも、住民がより集中して居住している地域ほど自治体の住民一人当たり歳出額が少ないという関係が見られる。

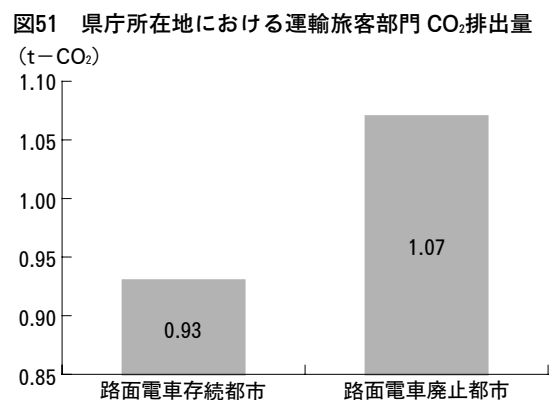
都市の高密化は、省エネ・環境にやさしいまちづくりにもつながる。すでに述べたように、都市部において生活に必要な施設が全て徒歩圏内に揃っている、あるいはバスや電車などの公共交通機関が住宅地とそうした施設をしっかりと結んでいるような地域では、自動車を利用する頻度も少ない。つまり、高密化、高効率化された都市や公共交通機関が発達している地域では、温暖化ガスである自動



- (注) 1. 各マーカーは都道府県を示す。データは2005年。  
2. 人口集中地区人口比率=人口集中地区人口÷各都道府県の総人口×100  
3. 財政力指数とは地方公共団体の財政力を示し、基準財政収入額を基準財政需要額で除したもので、数字が大きいほど財政の健全性が高いことを示す。

(出所) 総務省資料より野村證券金融経済研究所作成

車からの排気が少ないと予想される。実際に、国土交通省の資料を見ると、同一の輸送量及び距離で比較した場合、鉄道に比べて、営業用自動車は約21.5倍、自家用車は約9.6倍の二酸化炭素を排出すると試算されている。具体的な公共交通機関整備による二酸化炭素排出削減効果を見てみよう。『環境白書（環境省）』によると、路面電車を廃止した都市と存続している都市を比較した場合、廃止した都市では自動車利用が増え、運輸旅客部門の1人当たり二酸化炭素排出量が平均して約15%も多くなってしまっている（図51）。さらに同白書は、路面電車を存続させた都市は、廃止した都市に比べ人口密度が約20%高い点も指摘しており、公共交通機関の整備は環境負荷の軽減だけでなく、人口密度の希薄化をくい止めるという二重のプラス効果を持っていることが分かる。



- (注) 1. 県庁所在地のうち、東京都都区部、大阪市など地下鉄に移行した都市は除く。  
2. t-CO<sub>2</sub>=二酸化炭素トン：二酸化炭素その他の温室効果ガスの排出、吸収、貯蔵等の量を、相当する温室効果を有する二酸化炭素の重量に換算した単位。

(出所) 「環境白書（平成18年）」より抜粋

## IX. まちの高密化に向けた具体的取り組み

まちの高密化はサービス業の効率化、地方財政の健全化、環境維持・省エネに寄与するという観点に立脚し、まちのスプロール現象を抑止しコンパクトなまちづくりへ、という指針を日本政府も打ち出し始めた。地方都市の再生に対して、中心市街地活性化本部の設置などを通じて側面からサポートしていく方針である。その方針に従って、2006年にいわゆる「まちづくり三法」を構成する「中心市街地における市街地の整備改善及び商業等の活性化の一体的推進に関する法律」（以下、「中心市街地活性化法」という）、「大規模小

売店舗立地法」（以下、「大店立地法」）、および「改正都市計画法」のうち、中心市街地活性化法と都市計画法について全面的な改正が行われた。

改正が目指す方向とは、まちづくりに「選択と集中」の概念を導入し、延べ床面積が1万平方メートルを超す大規模集客施設の郊外への出店の原則禁止などを通じて、中心市街地の再活性化を促すものである（表11）。一方、一定の条件をクリアすれば郊外への大規模集客施設の出店も可能になる法改正の抜け道の存在や、郊外への大規模店の出店を抑制しさえすれば中心街が蘇ると言うほど単純な構図ではない、という指摘もある。しかし、今まで都市計画には無関心とも言えた中央政

表11 「まちづくり三法」の2006年法改正のポイント

| 法律名        | 改正のポイント                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 都市計画法      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・ゾーニングの規制強化<br/>床面積10,000㎡超の店舗、映画館などが出店できる地域を近隣商業・商業地域・準工業地域に限定し、市街化調整区域や非線引き白地地域での大規模集客施設の立地は原則禁止</li> <li>・都市計画手続きの円滑化、広域調整の強化<br/>市町等が用途地域変更等の決定の際に必要な知事の協議同意について、知事は関係市町から意見を求めることができる。</li> <li>・準都市計画区域制度の見直し<br/>土地利用の整序が必要な区域等に広く指定できることとし、指定権者を市町から都道府県とする。区域内の用途地域及びそれ以外の白地地域における大規模集客施設の立地制限は、非線引き都市計画区分と同様とする。</li> </ul>    |
| 中心市街地活性化法  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・基本理念、責務規定の創設</li> <li>・国による「選択と集中」の仕組みの導入<br/>各市町が作成した基本計画を内閣総理大臣が認定<br/>内閣総理大臣を本部長とする中心市街地活性化本部を新設し、施策の総合調整、事業の実施状況のチェック</li> <li>・多様な民間主体の参画を得た取り組みの推進</li> <li>・支援措置の大幅な拡充</li> <li>・大規模小売店舗の出店手続に係る特例区域の創設<br/>第一種特例区域の創設<br/>国が中心市街地活性化基本計画を認定した市町において、大店立地法規制を実質的に撤廃第二種特例区域の創設<br/>その他の中心市街地において、出店手続を大幅に簡素化できる特例措置を導入</li> </ul> |
| 大規模小売店舗立地法 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・法律は改正せず、配慮指針を変更</li> <li>・変更された配慮指針のポイント<br/>地方公共団体の弾力的な運用が可能に<br/>(地方公共団体の独自基準の活用等)<br/>深夜営業の拡大に伴う対応策の強化<br/>(地域防犯への協力等)<br/>運用実績や技術的・専門的進展に応じた記述の見直し<br/>(駐車場必要台数、廃棄物保管容量等)</li> </ul>                                                                                                                                                |

(出所) 香川県商工労働部「まちづくり三法の改正と全国の動きについて（平成18年7月19日）」より野村證券金融経済研究所作成



出資額の約半分が民間企業，33%が富山市，残りが富山県という第三セクターで運営されるライトレールであろう。JR 富山港線を路面電車化して2006年に開業したライトレールは，運行本数を実験的に3.5倍に増やしたところ予想以上の利用客の増加につながり，一年目に早くも黒字を計上，開業ブームも薄れる2007年も黒字を維持している。富山市の調査によれば，なかでも高齢者の利用が多いという。お団子と串のまちづくりを進めれば，高齢者が交通弱者となって自宅に引きこもることなく，通院や買い物のために安心して外出できるようになり，中心市街地の活性化にもつながると期待している。

確かに，郊外と中心部の地価の違いにより都市部への居住推進が十分進んでいるとはいえない面や，依然として富山市の自動車保有台数が全国平均から見て突出しているなど，まだ多くの課題が残ることを認めながらも，コンパクトシティの推進が中心市街地の活性

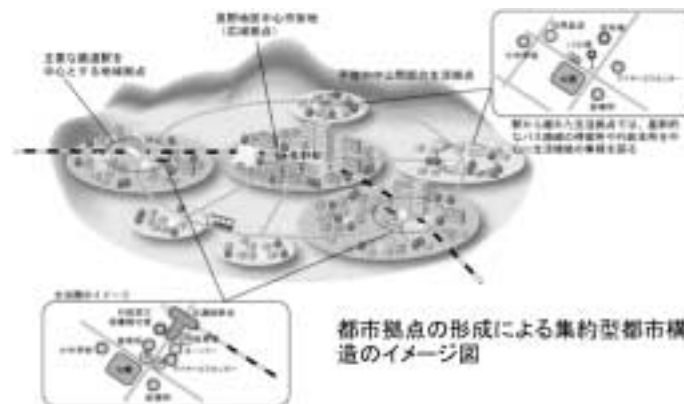
化を通じた高齢者も安心して暮らせるまちの構築と，必要な場所に効率よく行政コストを使えることで，中山間地が今後も現状を維持し，安心して農業・林業・漁業が営める環境を維持できるのではないかと，との抱負を聞くことができた。

## 2. 長野市の例

人口38万人，世帯数約14万の長野市もコンパクトシティに積極的に取り組む代表的な市である。他の多くの市と同様，長野市も近い将来の人口減少は避けられず，限られた財源の中で地方の中核的都市の活力を維持していくためにどのような都市経営を行うべきかという危機感を持つ。

鷲澤市長によれば，コンパクトシティとはもはや時代の流れであり，これ以上のまちのスプロール化は限界，と言う。コンパクト化には，①既存市街地を徹底開発する（これ以上の郊外開発を避け，既にある市街地の効率

図53 長野市のコンパクトシティ概念図



(出所) 長野市役所資料より引用 ([http://www.city.nagano.nagano.jp/upload/1/toshikei\\_mplan\\_kaitei2.pdf](http://www.city.nagano.nagano.jp/upload/1/toshikei_mplan_kaitei2.pdf))

的な利用を目指す), ②中山間地・農業用地の魅力を増す(中山間地の居住, 農業従事者で食べていけるようにする。でなければ土地は荒れ農業は廃れるという危機意識), ③市街地と中山間地を結ぶ(スプロールを避けつつ, 現状維持を目指す), という三つの要件が重要であると指摘する。

長野市もやはり, 単純に中心市街地に一極化すればいい, というのではなく, 人の住む地域と地域を公共交通機関で結び, 各地域(まち)の中では必要な機能(郵便局やスーパーなど)が集積し, 歩いて暮らせるまちづくりを目指す(図53)。「そのイメージは西部劇に出てくる街と酒場だ」という市長の言葉は分かりやすい。荒野の中にコンパクトな街があり, その中心に人の集まる場所として酒場がある。これが無秩序・無計画なスプロール化でなく, コンパクトに生活機能がまとまった行政地域を象徴する。

関連する取り組みとして市街地の循環バス, 中山間地やバス空白地域での乗合タクシー, 廃止代替バスの運行など既存バス路線網とのアクセス向上を目指し, 中心市街地の活性化と同時に, 周辺の複数の拠点がそれぞれ補完しながら, 市街地や居住地をコンパクトに維持する方向を目指すという。市長の明確なまちビジョンの下で, 市役所が一丸となり熱心に街の運営に取り組み, アイディアを練る姿が強く印象に残った。

### 3. 高松市の例

高齢者を中心とした都市部回帰を前提に中心街の活性化に成功しつつある都市があることも忘れてはならない。高松市の丸亀町商店街である。この地域は人の活発な移動を視野に入れた商店街の活性化策をかなり早い段階から検討してきた歴史がある。同商店街の理事長古川氏は, そのきっかけを「瀬戸大橋の開通だ」と断言している。「多くの人本土(中国地方)とつながったことで, 経済が豊かになると考えていたが, 私は違った。交通インフラが整備されたことで, 人が流出してしまうと思った。そもそも四国は孤立していた故に今までラッキーただだけで, 橋をきっかけに大企業が流入してくれば, 地元の商店街は廃れると思った。案の定, 大規模店が郊外に出店し, 商店街は廃れ始めていた」と述懐している。

そこで, 同氏, 同組合はそこから商店街を立ち直らせるために, いろいろな施策を打ち出して中心街の活性化に取り組んできた。最も重要な点が, 郊外店に負けない魅力ある商店街の育成である。組合長は「商店街が廃れるのは郊外店の進出のせいではない。努力が足りないだけだ」と言い切る。その施策の一つが商店街における土地所有と施設運営の分離である。

具体的には, 土地に係る権利を従前のままに維持し, そこに施設建設のための定期借地

権を設定したことが大きな特徴である。その管理を組合が行うことにより、その時代に合致した大きなコンセプトに従った商店街づくりが可能となる。そのうえで、まちなか居住を推進していることも特筆に値する。開発が完了しつつある A 街区では平成18年12月に再開発ビル（高松丸亀町壺番街）がオープンしたが、1－3階が商業フロア、4階がレストランやコミュニティ施設、5－9階を住宅とし、職住一致の戦略を取っている。商業フロアには、隣接する三越も入店する。

古川氏が「消費の活性化はそこに住んでいる人の要求を基本に考えるべきだ。住みやすい場所を作れば、そこに住んで、そこでショッピングをしてくれる。いままでの商売は外貨（外のカネを呼び込む）を稼ぐことに終始していた。実際に、ある時期にアンケートをしたら、この商店街に住んでいる人は75人しかいなかった。テナントの管理は組合でやる。その選択は、自分・生活者目線が一番だと思っている」との発言が丸亀町商店街の基本コンセプトを明確に物語っている。

#### 4. 仙台市の例

「学都」としての強みを生かしたまちづくりを企画しているのが仙台市である。仙台市には既に地下鉄南北線があり、南部と北部の住宅地を都心へつなぐ通勤の足としての役割を果たしていた。しかし現状では、東西方面の公共交通機関が不足している。そこで地下

鉄東西線を敷設し、仙台駅を中心に十字型の公共交通構造を形作る計画だ。

東西線建設の一つのポイントは、それが西の東北大学キャンパスと東の工業団地をつなぐことにある。新設される青葉山駅は、東北大学が保有しているゴルフ場の真下に建設される。東北大学はそのゴルフ場の半分を「サイエンスパーク」とし、仙台市と協定を結んで共同で企業誘致を進める計画だ。世界的にもレベルの高い大学が、地元のまちづくりに積極的に関わることの意義は大きいだろう。

また仙台市では、公共交通沿線の魅力を高めるために、それぞれの駅の事情にあった形で土地の用途指定変更などを行うなど、沿線まちづくり推進事業を進めている。それと同時に、無秩序なスプロールを防ぐためかなり踏み込んだ形で郊外への大型店出店規制を行っており、代わりに公共交通沿線への出店を促す方針だ。

100万人の人口を抱え東北大学が立地する仙台市のケースは、商店街のシャッターが軒並み閉まっているような比較的小規模な都市のケースとはやや趣が異なる。重要なのは、そうした都市ですら人口の減少を差し迫った問題として捉え、コンパクトなまちづくりを目指している点だ。コンパクトシティという考え方が、今後の都市計画を考える上でかなり普遍性をもったものであることが示唆されるのではないか。

## X. 「コンパクトシティ」の定量分析

### 1. コンパクトシティに重要な「移動の選択肢」

個々の市や町の具体的な取り組みは様々であるが、「コンパクトシティのコンパクトさ」を定量的に分析することは可能なのだろうか。「コンパクト」の英語の意味は「小型の、ぎっしり詰まった」などとなっている。まちのコンパクトさをいかに測るかは難しいが、一つとして「重要な施設やサービス拠点などへのアクセス容易さ」という概念が考えられる。アクセスの方法として、①自家用車を用いれば便利にアクセスできる、②バスや電車といった公共交通機関を用いてアクセスできる、③歩いて行ける、という三つのレベルが想定される。

東京や大阪・名古屋といった大都会と、その他のまちや地域とを分けて考える必要はあるだろうが、大都会以外の大多数のまちではこれまで、住民規模の拡大に伴い郊外化・大型化が進み、①自動車でのアクセスの良さを中心に据えてまちが形成される傾向が強かった。例えば、かつては主要駅の駅前にあった市民病院が、住民数すなわち患者数の拡大に伴い郊外に移転され、広い駐車スペースをもつ大病院となり、駅前からは病院行きのバスが出るといった動きが典型例で、図書館や市民ホー

ルといった公共施設でも同じような郊外移転が見受けられる。民間の施設やサービスではこの動きは公共よりも一段と早い。

居住地の郊外への拡大に伴い、大型スーパーや商業・娯楽施設は郊外の幹線道路沿いに立ち並び、車での利用が便利のようにまちが再編され、人（＝消費者）の流れが大きく変化する。それまでまちの中心を成していたJR駅、駅前商店街、駅周辺市街地から次第に人の流れが遠ざかり、結果として中心市街地の空洞化につながったと言われている。まちの規模の拡大は、多くの場合、自動車での移動を前提としていたと言える。

しかし、①車で便利というアクセスの容易さは、日本社会の高齢化の度合いがまだ低かった頃の、従来型のまちづくりのコンセプトとなる。富山市が明確に問題提起しているように、車の運転が移動の前提とされるまちでは、高齢化の進行とともに「車の運転ができない人＝交通弱者」となる高齢者が増加し、外出が困難となる住民が増えると考えられ、結果的にまちの活力が失われると懸念されている。

その意味で、目指すべきコンパクトシティとは、高齢化が進み高齢人口の増加が予測される中で、外出や移動が困難な交通弱者の増加を極力回避し、誰もが少ないコストで外出できるまち、となる。②公共交通機関の利用と③徒歩圏内がコンパクトシティのアクセスの容易さの軸となる。高齢化を見据えたま

ちづくりの要として、自動車以外の選択肢の存在が重要となる。

## 2. コンパクトシティの二つの類型

では「住まい方」からみる場合のコンパクトシティとは、どのようなものとなるか。それぞれのまちは、その成り立ちや歴史また地理的条件などが異なるが、これらを勘案すると、コンパクトシティは大きく二つの考え方に収斂しよう。

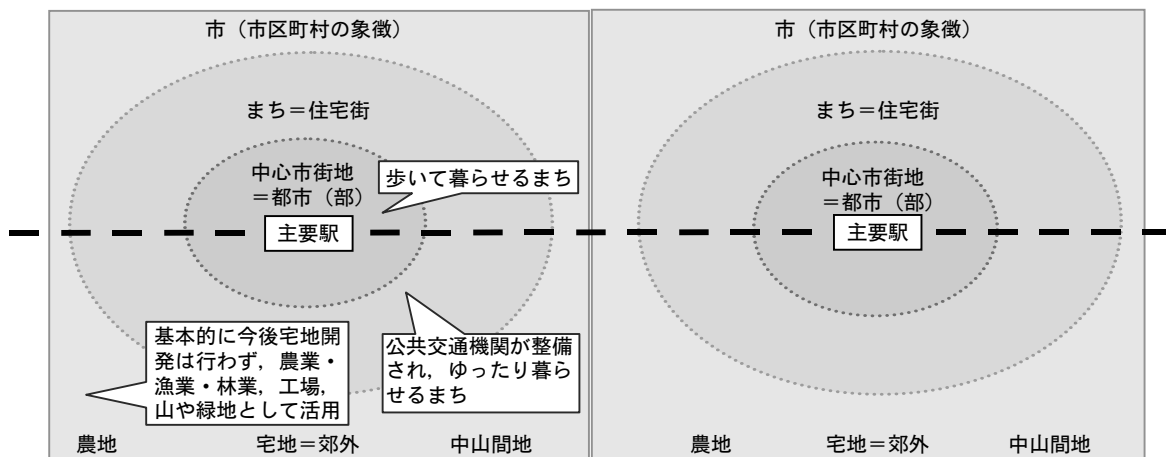
第一が、いわゆる駅前中心市街地への回帰である。百貨店の撤退や居住者の転居・死去などに伴う空き屋と青空駐車場の増加が、中心市街地の魅力の減退・空洞化を招く。相対的に地価が高いことにより再開発が進まないうちに郊外に「新」市街地が次々と造成され、人の流れ＝動線が郊外へ移ることで一層の空洞化を招く傾向が強かった。しかし、JRといった主要鉄道駅を中心とすることの多い

「旧」中心市街地は、市電や地下鉄といった鉄道網やバスネットワークの中心であることが多い。

居住者が公共交通機関や徒歩により目的地に到達できるまちづくりを進める上で、「旧」中心市街地が有するこの利点を利用しない手はないであろう。インタビューに訪れた長野市は、中心市街地の虫食い状態を改善し、人の流れの再構築を通じた中心市街地の再活性化・高密化を市政の目標の一つとして掲げている。仮に、駅前中心市街地の人口密度が高まり、他の地域の密度が低くなるとすれば、これはその町や市が、「郊外拡散型」から「一極集中型」へと変化したと表現できる（一極集中型のコンパクトシティの模式図を図54に示した）。

第二は、「多極化＋動線確保型」という表現となるか（模式図は図55）。これは一つの市に主要駅を中心とする市街地と複数の人

図54 「一極集中型」コンパクトシティの概念図



(出所) 野村證券金融経済研究所作成

人口集中地区が存在する場合に、コンパクトなまちづくりに有効と考えられるまちのあり方である。市町村合併が進み市の面積が拡大した結果、都市的性格の地域と農漁村的性格の強い地域が同一市内に混在するようになった。国勢調査は「人口集中地区（DID）」を設定し、「1）原則として人口密度が1平方キロメートル当たり4,000人以上の基本単位区等が市区町村の境界内で互いに隣接して、2）それらの隣接した地域の人口が国勢調査時に5,000人以上を有するこの地域」を指すと定義、都市的地域と農漁村的地域の区別を試みた。一つの市のうち、どの地域が人口集中地区か、人口集中地区がいくつあるか、それぞれの地区の人口規模のデータが提供されている。

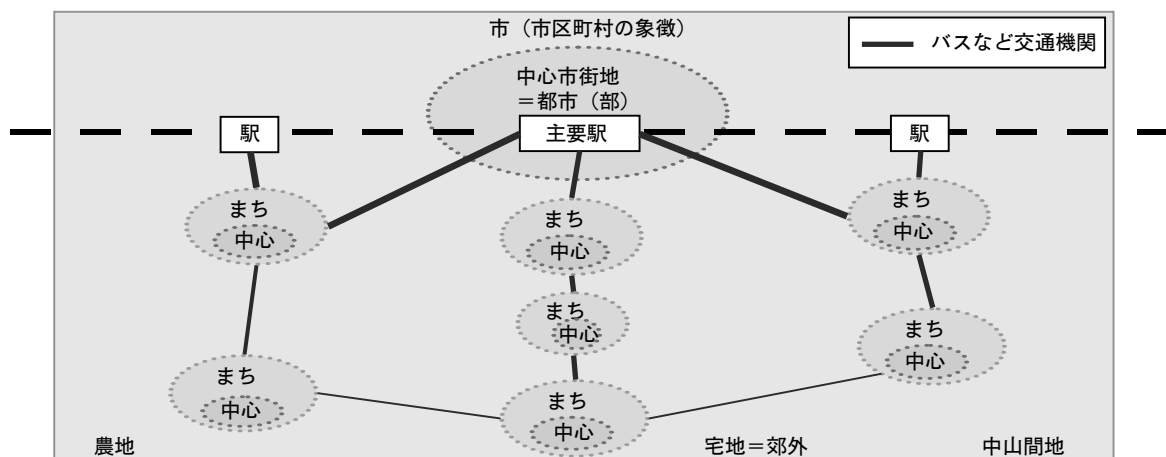
このデータを用い、一つの市に、含まれる人口集中地区が一つで、市の総人口のほとんどがその地区に居住しているとすれば、それ

は先に挙げた「一極集中型」と定義することができ、また人口集中地区は一つでも、市の総人口のうちその地区への居住率が十分に高くない場合には「郊外分散型」と考えることができる。また、複数の人口集中地区が一つの市内に点在し、各地区の広さや住民数が同程度の場合は「多極型」と捉えられる。この複数の極と、主要駅前中心市街地という主要極とを公共交通機関で結んだまちづくり＝動線の確保、これを第二のコンパクトシティのあり方と考えている。富山市の「お団子と串」や長野市の取り組みが代表例となろう。

### 3. 47都道府県庁所在地の変化を検証する

実際の町や市はどのように動いているのだろうか。その方向性を抽出するために、47の都道府県庁所在地（以下、県庁所在地と表記）について、1995年と2005年の二時点データの比較分析を行った。未だ緒に付いたばかりの

図55 「多極型+動線確保型」コンパクトシティの概念図



(出所) 野村證券金融経済研究所作成

コンパクトシティへの取り組みやその成果を明確に数値化することは困難であるが、対象とする市の総人口、人口集中地区人口、人口集中地区の数といったデータを用いることで動きの方向性は抽出することができる。

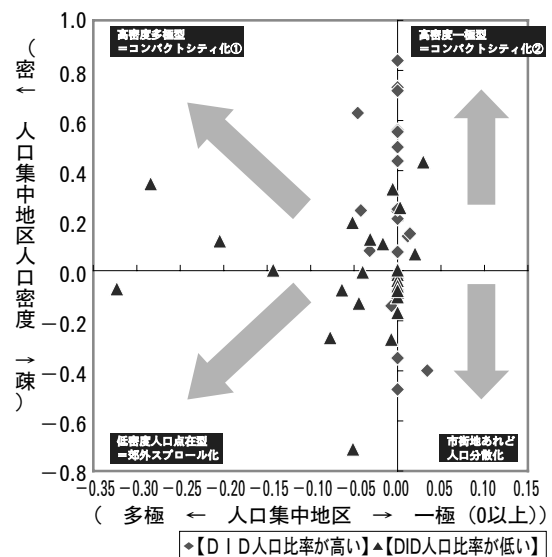
まず、一極集中型と多極型のどちらに動いているかを抽出する。県庁所在地毎に人口集中地区の数とそれぞれの人口規模のデータを国勢調査から取り出す。ハーフィンダール指数の手法を用いて、人口集中地区の人口の密集分散度を県庁所在地ごとに算出する。算出された値が1であれば、その県庁所在地は一極型で、人口集中地区に住む全人口がその一極に居住している状態を指し、値が0に近づくにつれ、その県庁所在地には人口集中地区が複数あり、それぞれの地区の人口数が近接していること、すなわち多極化していることを示す。次に、各県庁所在地の人口集中地区の人口密度（人口集中地区人口密度）を算出する。この値がマイナスであればその県庁所在地では、人口集中地1平方キロメートル当たりで見た人口密度が10年間に低下したことを示す。

この二種類のデータを1995年と10年後の2005年について算出し、変化を示したものが図56である。2005年の値から1995年の値を差し引いて、一極か多極かの変化を横軸に、人口集中地区の人口密度の変化を縦軸にとり変化の方向を示した。各県庁所在地を示すマーカーが四象限のどこにあるかで、まちの変化

を見ることができる。例えば全く変化が無い場合には、縦軸・横軸ともに値は0となる。若干注意を要するのは、一極集中のまま10年間変化が無い場合も横軸は0となる点で、図上に横軸の値0の県庁所在地が多いのはこの理由による。変化の特徴を捉えやすくするため、95年時点で人口集中地区人口比率が高い県庁所在地を図上では◆のマーカー、低い県庁所在地を▲のマーカーで示し区別した。

図からは、95年時点で総人口のうち人口集中地区人口比率が低かった県庁所在地（▲）ほど、ここ10年間の変化が大きいという特徴が浮かび上がる。中でも、「多極化+人口集中地区人口比率の低下」のパターン（第三象

図56 47都道府県庁所在地別にみた10年間のまちの変化



(注) 1. 図中の各マーカーは各都道府県庁所在地を指す。  
◆は人口集中地区人口比率が高く(0.8以上)、▲は人口集中地区人口比率が低い都道府県庁所在地を示す。DIDは人口集中地区のこと。

(出所) 総務省「国勢調査」より野村証券金融経済研究所作成

限)は、いわゆるまちの郊外への拡散＝スプロール現象が起きていることを示している。逆に、同じ多極化でも「多極化+人口集中地区人口比率の上昇」パターン(第二象限)は、ここで焦点を当てている多極型のコンパクトシティ化が進んでいることを示していよう。

また、一極集中型の県庁所在地(◆)の多くは10年後も一極集中型に留まっているが、人口集中地区の人口密度が上昇している県庁所在地が多い。これも、一極集中型特有のコンパクトシティ化の進展と考えられる(主にy軸上)。第四象限に現れた県庁所在地は、人口集中地区は一つ、しかし集中地区といえども総人口に占める人口集中地区への居住密度は10年間で低下し、中心のぼやけたまち構成となっていると推察される。

総じて見ると、人口集中地区への居住率が高い地域は垂直方向への変化が、低い地域で

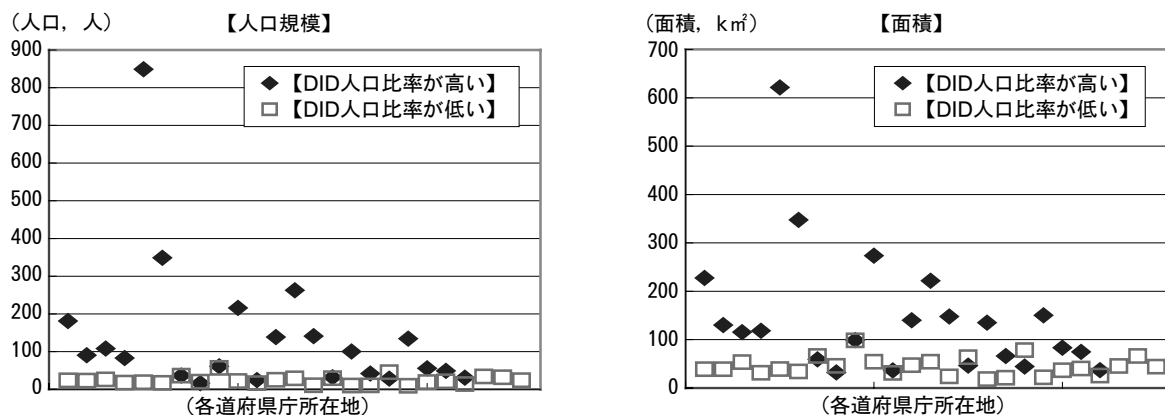
は水平方向への変化が現れており、対照的な動きを示していることが分かる。

#### 4. まちの方向性を決めるまちの規模

そもそも、人口集中地区への居住率の高低を分ける要因があるのであろうか。各県庁所在地の総人口の規模と面積を調べると、人口集中地区人口比率が高いグループ(◆)は、おしなべて人口規模が大きく、また市の面積も広いことが分かる。事実、人口集中地区人口比率の高低で分類した結果、政令指定都市に指定されている県庁所在地全14市のうち、新潟市を除く13市(東京23区を含む)が高比率グループに含まれる結果となっている。

一方、人口比率の低いグループ(▲)は相対的に人口規模が小さく、市の面積も狭い。高比率グループ(◆)に属する22の県庁所在地の平均人口は138万人、面積が146km<sup>2</sup>だっ

図57 人口集中地区人口比率の高低でみた都道府県庁所在地の特徴



- (注) 1. マーカーは道府県庁所在地を示す。ただし東京23区はデータが突出しているため図から除いてある(人口約650万人、面積621km<sup>2</sup>)。  
2. 人口集中地区人口比率とは、各都道府県庁所在地の総人口のうち、国勢調査が人口集中地区とする地区に住む人口の比率を指す。図中の DID とは人口集中地区を指す。  
(出所) 総務省「国勢調査」より野村證券金融経済研究所作成

たのに対し、低比率グループ（25県庁所在地、▲）の平均人口は42万人、面積は45km<sup>2</sup>となった（図57）。先に見たように、高比率グループと低比率グループとの間に、ここ10年間のまちづくりにおける大きな方向性の違いが観察されたことを考えると、まちづくりにおいて、「人口規模や面積に適した方向性」というものの存在が強く示唆されるのではなかろうか。

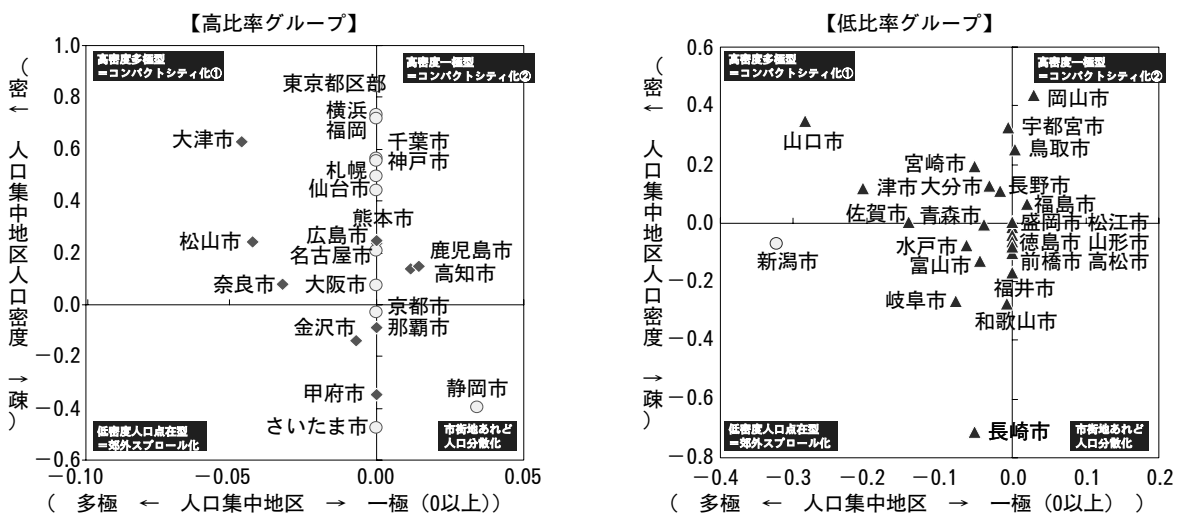
そこで、人口集中地区人口比率の高低別に、具体的にどの県庁所在地がどのようなまちの変化の方向性を示しているかを見てみたい。図58の左図は高比率グループ（◆）を、右図は低比率グループ（▲）を示しており、図56を分解したものである（右図と左図で目盛幅が異なるため、図56とは変化の方向の印象が

異なって見える点には注意を要する）。

高比率グループの特徴は、一極集中型が多く、主たる変化の方向は人口集中地区の人口密度の密疎の動き（図上では垂直の動き）である。分かりやすくするために、政令指定都市は図中のマーカーを○としたが、異なる動きを示したのはさいたま市と静岡市のみであり、これは95年以降に行われた市町村合併の影響とみられる。両市とも面積と人口規模が拡大したが、人口集中地区人口比率は低下している。

また、高比率グループの中では人口規模が小さい大津市、松山市、奈良市は、わずかながら高密度多極型（第二象限）に移行しており、小規模都市としてのコンパクト化が進んでいる。高比率グループでは、いわゆる低密

図58 人口集中地区人口比率の高低でみた10年間のまちの変化



(注) 1. マーカーは道府県庁所在地を示す。両図に含まれる○マーカーは都道府県庁所在地のうち政令指定都市を指す。  
 2. 人口集中地区人口密度（縦軸）とは、各都道府県庁所在地のうち国勢調査が人口集中地区とした地区の人口密度を指し、横軸にはハーフィンゲル指数の手法を用いて算出した人口集中地区の集中分散度を指す。各マーカーの値は2005年と1995年の値の差を示している。  
 (出所) 総務省「国勢調査」より野村證券金融経済研究所作成

度人口点在型（第三象限）へ移行する市がほとんど観察されないのが特徴で、高密度一極化と高密度多極型への移行が中心である。全体的に見て、第一象限と第二象限いずれかへのコンパクト化，すなわち高密化・高アクセス化が進んでいると評価できる。

より総人口規模が小さく市の面積が狭い県庁所在地が多い低比率グループ（▲）では、高比率グループとは対照的に図上でいえば水平方向への動きが目立つ。その意味するところは、人口集中地区の地区数の多い多極型へと移行しつつ、高密度多極型というコンパクトシティへの方向のみならず、少なからぬ県庁所在地が郊外スプロール型へと移行していることを示している。また、一極型（横軸の値が0）でも、人口集中地区への居住密度が低下している地区が多い。都道府県を代表する県庁所在地であっても、人口減少といった時代の趨勢の影響を免れないことを示していると考えられる。

## 5. 高密・高効率・高アクセス達成に向けて

人口減少は図45で見たように、今後50年そして100年と続く日本の構造問題である。人口減少という趨勢を所与の前提としつつ、いかにして高齢化社会においても人々が交通弱者（＝外出できない）に陥らず、安心して自立して生活していけるか、また人口減少による労働力の減少を通じて将来的な税収減が予測される中で、いかにして限られた資源（モノ・ヒト・カネ）から生活や移動の基盤を住民に提供していくかを考えなければならない。これが、目指すべきコンパクトシティ，すなわち高密・高アクセスなまちづくりであり、年々人口が減少し、人口に占める高齢者比率が高まるこれからの日本社会が、活力を失わずに歩んでいく一つの方向だと思われる。

そのためには、自動車に対する依存度を低下させることが一つの鍵となる。これまで便

表12 47都道府県庁所在地における自動車保有台数の推計結果

| 1995年   | 定数項   | 人口集中地区人口比率 | バス利用回数  | 2007年   | 定数項   | 人口集中地区人口比率 | バス利用回数  |
|---------|-------|------------|---------|---------|-------|------------|---------|
| 係数      | 0.523 | -0.136     | -0.0017 | 係数      | 0.799 | -0.328     | -0.0032 |
| t-値     | 11.2  | -2.0       | -3.9    | t-値     | 11.2  | -3.2       | -3.6    |
| 修正済決定係数 | 0.50  |            |         | 修正済決定係数 | 0.55  |            |         |
| サンプル数   | 47    |            |         | サンプル数   | 47    |            |         |

(注) 1. 1995年と2007年のクロスセクションデータに基づき推計。人口集中地区人口比率は2005年のデータ。

2. 人口集中地区人口比率＝人口集中地区人口÷総人口×100（都道府県庁所在地別）

3. 人口1人当たりバス利用回数＝バス年間総乗客数÷人口（都道府県庁所在地別）

(出所) 総務省「国勢調査」、社団法人全国軽自動車協会連合会「市区町村別軽自動車車両数」、国土交通省「市区町村別自動車保有車両数」、「自動車輸送統計年報」より野村證券金融経済研究所作成

利だった自動車アクセスを中心にした社会基盤は、社会全体の高齢化の影響で交通弱者を生み出し中長期的には自立的な生活を阻害すると考えられるからだ。

ところで、自動車に対する依存度を低下させるには、都市の高密化と公共交通機関の整備が有効であるとの発想は自然であろう。そこでこの仮説を、47都道府県を対象とした1995年と2007年の二時点のデータを用いて検証した。まず、県庁所在地毎にいわゆる自家用車の保有台数を調べ（普通乗用車と軽四輪を含み、二輪は含まない）、各県庁所在地の人口で除して「人口当たり自動車保有台数」を算出する。これを被説明変数、人口集中地区人口比率と人口1人当たりの年間バス利用回数を説明変数とする回帰分析を行った。

結果は表12に示したとおりとなった。人口集中地区に住む人口比率が1%上昇すると、人口1人当たりでみた自動車保有台数は、1995年時点では0.136%の減少となり、2007年には0.328%押し下げられた。また人口1人当たりで見た年間バス利用回数が1%上昇すると、95年には1人当たり自動車保有台数を0.0017押し下げたが、2007年には0.0032押し下げる。

それぞれの効果が強まっていることから、10年の間に、住民の居住範囲の集中が進み、バスに象徴される公共交通機関の利用回数が増加することが、有意にその地区の自動車保有台数を引き下げ、その分、自動車を持たな

いことや運転ができないことが外出の妨げになりにくくなってきていることを示している。すなわち、高アクセスなまちづくりを進めるためには、公共交通機関の拡充が欠かせない要因であると言えるのである。

一方、自動車保有台数の県庁所在地別の実績値は増加傾向を強めており、コンパクトシティ化とは逆の方向性を示している。図59には、縦軸に人口1人当たり自動車保有台数をとり、横軸にそれぞれ人口集中地区人口比率と人口1人当たり年間のバス利用回数をとった2種類のプロット図を示した。両図ともに、二時点それぞれの散布（ちらばり）を示し、変化が見られるようにした。まず左図の自動車保有台数と人口集中地区人口比率の関係を見ると、47県庁所在地の全体的な散らばりを示す傾向線が、1995年に比べて2007年が上方に移動、角度も急になっており、むしろ人口集中地区人口比率の低下が95年に比べてより明確に自動車保有につながっている様子が見て取れる。

自動車保有とバス利用回数を示した右図も、バス利用回数の低下と自動車保有の増加が同時に起きていることを明白に示している。つまり、人口集中地区の人口比率上昇もバス利用回数の増加も、自動車保有台数を引き下げる効果が強まっているにもかかわらず、実際には、バス利用回数は低迷し、人の居住の集中が進まなかったために、結果として保有される自動車数は増え、生活の自動車依存度が

高まっていることを示している。

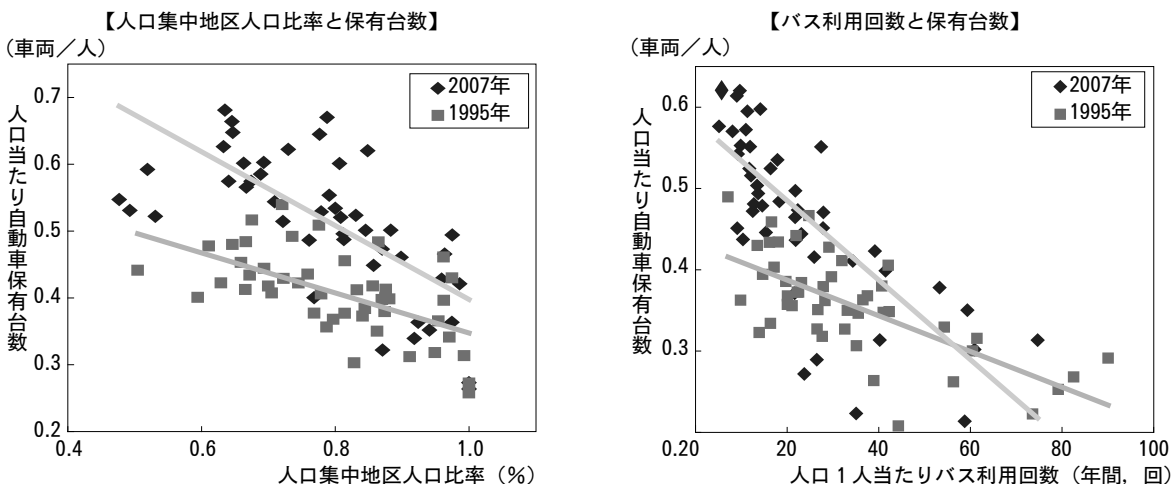
人口減少を見据え、多くの市町村がまちづくりのコンパクト化を自治体運営の旗頭として掲げる今、求められることは、第一に、居住地の選択と集中を進め、多極化でも一極化にしても、その地域への集中度を高めることである。次に、その各地域居住を結ぶ移動手段としての公共交通機関を充実させる。これらの政策がまちのコンパクト化を進める上で確かに有効であることが、今回の分析からも確かめられたのではないだろうか。

国土交通省の『パーソントリップ調査』を見ても、住民規模が小さくなり、公共交通機関の運行本数が限られている地域で自動車の利用がより多く、首都圏や大都市など鉄道網が発達し、1時間に何台もバスが来る地域で

は車で外出が少ない事が分かる。人口規模の小さなまちほど、採算性が低いから運行本数を減少、運行本数が少なく運行時間が短縮され不便なため利用者が一層減少する、という「負のスパイラル」的な関係が見受けられる。家計調査で県庁所在地別に公共交通機関への支出額と自動車関連の支出額との関係を見ても、公共交通機関の利用と車の利用とは明確な代替関係にある。

こうした中、まちづくりの指針として例えば「多極化が進むわがまちでは、徒歩圏内として、人口集中地区から300メートル以内にバス停があり一日に少なくとも60本は運行、鉄道駅の場合は居住地から500メートル以内に整備する」といった具体的な数値を置いて、住民の移動のしやすさの指標とするなどの工

図59 人口集中地区人口比率とバス利用回数の自動車保有台数との関係



- (注) 1. 人口当たり自動車保有台数は、都道府県庁所在地別に自家用車（普通乗用車＋軽四輪）の保有台数を人口で除した値。1995年と2007年のクロスセクションデータに基づき推計。人口集中地区人口比率は2005年のデータ。  
 2. 人口集中地区人口比率＝人口集中地区人口÷総人口×100（都道府県庁所在地別）  
 3. 人口1人当たりバス利用回数＝バスの年間総乗客数÷人口（都道府県庁所在地別）  
 (出所) 総務省「国勢調査」、社団法人全国軽自動車協会連合会「市区町村別軽自動車車両数」、国土交通省「市区町村別自動車保有車両数」、「自動車輸送統計年報」より野村證券金融経済研究所作成

夫が求められよう。上記の数値は富山市が示す実際の数値である。利用者数の減少で廃止が取りざたされた富山市の市電を、運行本数を増やし、営業時間を延ばし、段差を解消して高齢者が利用しやすく改良して市電を走らせた結果、高齢者の利用増加を中心に黒字経営となったという例は、負のスパイラルからの一つの脱却方法を示している。高齢化は日本の全ての市区町村で今後深刻化する構造問題である。東京都などの都心、都会も例外ではない。本格的な高齢社会が到来する中で、産業基盤や人が集中する都心だけではなく、各都市、各まち、すなわち地方が活力を維持し続けるための処方箋の一つが、「高密、高効率、高アクセスなまちづくり」、すなわちコンパクトシティなのではないだろうか。

## XI. 人の移動を前向きに捉える：近郊農業の育成

### 1. 低い食料自給率と近郊農業の復活

日本の食糧自給率はカロリーベースで約40%と先進国間でも最低レベルにある。世界的な人口の増加に加え、新興国の台頭もあり、穀物の枯渇に対する懸念から穀物価格が急騰したことも記憶に新しい。もちろん、本当に世界的な食糧不足が起こるか否かは不透明であるが、重要なのは、価格の急騰により穀物が石油と同じような政治的戦略物資としての比重を大きくしている可能性ではないだろうか。つまり日本の食糧自給率の低さは、国家としての大きなリスクでもある。

こうした政治環境の変化は、都市化による逆スプロール現象と相まって、効率的な経営ができにくいと言われてきた近郊農業復活の契機にもなり得る。更に、昨今、食のグローバル化が進む中で、食の安全に対する意識も極めて強くなっている。食に関する質及び量の安全確保は日本にとって喫緊の課題であり、地産地消を目指す近郊農家にとって最大のビジネスチャンスでもある。

### 2. 生産性拡大余地が大きい日本の農業

今まで、他国に比べ日本の農業の生産性が低い理由として、特に都市近郊で大規模な土

地の所有が難しく、規模の経済が働きにくいことが挙げられてきた。耕作放棄された農地の拡大が問題視される中、そもそも農家はなぜ農地を手放したいと思わないのか。法律が複雑に入り組んでおり、単純に述べることは難しいが、敢えて単純化するというとすれば、相続税や譲渡益課税で農地の保有が制度的に有利になっているため実質的な保有コストが小さいうえに、転売による収益が大きいという期待が強かったからである。

「日本の農業再生の第一歩は、農地の有効活用にある」と主張するのは、明治学院大学の神門善久教授である。同教授は、2005年時点で営農している農家は2857万戸あるが、そのうち農業を主たる所得源とし、65歳未満の専従者がいる農家は37万戸に過ぎない点を指摘した上で、現在の農家の多くは農業以外に主な収入源を持ち、零細な農地で片手間に農業をやる「土地持ちサラリーマン」と化しており、農地の農外転用をひそかに期待している、と主張している。

行政側でも同じ問題を指摘する向きは多い。「全部まとめて農地として買ってくれと言われたら、市で全部買って良いとまで思っている。」と農業振興への強い思いを語ってくれたのは、ある首長である。首長も、「（農地法など）様々なしがらみで、今、農地を農地として売りたい人はいない。（商業施設への）転用目的の売買であれば、ケタが一つ違うのが実状で、皆そっちを期待している」と

転売期待による農地のロックイン（所有の固定化）効果の存在を強く感じているようだ。その上で、「農地・農業に関してはむしろ国が“農地は守る、この面積は死守する”といったガイドラインを示してくれた方が良い。今は、農地は保護すると言っているが、絶対保護かということそうでもなく、一ケタ上乘せして商業転用され、それが日本の農業を虫食い状態にしている。守るならしっかり基準を示して農地を保護して欲しい。そうすれば市も、農地として農地を買い取るなり、農事法人に斡旋するなりして農業を守ることができる」と主張している。

学術的にも、転売期待による農地のロックイン効果は確認される。RIETIの斎藤経史・大橋弘両氏の最近の論文では、転用目的での農地の売却が耕作目的で取引される農地価格に比べて高い値段で取引される傾向があることに着目し、農家は転用目的で売却できる機会を期待して農地を手放さず、結果として農業における耕作規模の拡大を阻害していることを実証的に分析している。彼らの分析によれば、転用目的での売却価格が耕作目的での売却価格まで低下してくれば、稲作の平均作付面積が30%上昇し、その分、労働生産性が23%程度向上する、と結論付けている。

ここ数年間、政府は、農業生産法人設立要件の緩和などを通じて、異業種の農業への参入を促進し、一定の成果を収めてきている（表13）。ただ、農地に関しては、複雑な税体

系の存在など、一度に大きく変更することが難しいという側面もあり、広い十分な土地が郊外で取得しにくいという問題が常に残っていた。しかし、①都心部に人が回帰する傾向が強まること、②まちづくり三法の改正、③地方分権の推進・財政再建により地方が公共投資の増加に頼りにくい状況、を背景として、農地の転売価値の上昇期待が低下し、耕地面積を拡大しにくいという問題が徐々に解決できる素地ができ始めるのではないだろうか。

### 3. 儲かる農業ビジネス

農地問題に解決の目途がつけば、農業も特別な業種ではなく、製造業など他産業と同じように考えることができる。農業であれ、製造業であれ、生産性を高め、流通経路を効率化し、収益を最大化する、という経営の基本

は変わらない、とお教えいただいたのも神門教授である。実際に、こうしたことを踏まえ、農業をビジネス化し、収益を上げている会社が農事組合法人「和郷園」である。代表理事の木内氏も和郷園の強みの一つは流通経路の効率化だと認める。これまでの農業の場合、生産者→農協→仲卸→卸→センターという経路をたどり、その移動の分だけ運賃とその利用場所への手数料がかかる形となっていた。

これに対し、和郷園は直接生産者から農産物を仕入れ大型小売店などに売り、流通コストを減少させる独自のロジスティクスを完成させている。こうした流通経路を確立することにより、農産物のトレーサビリティ（生産・流通履歴の把握）も可能となる。食の安全が重視される中で、このトレーサビリティは製品の付加価値を高めることにもなる。

表13 大手企業が関連する主なアグリビジネス

| 企業名     | 本業        | 事業内容                                                                                                                   |
|---------|-----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| トヨタ自動車  | 自動車       | バイオ・緑化事業室を設立。99年から、農林水産省九州農業試験場と共同で、新品種の飼料用サツマイモの開発に着手。飼料の国産化が狙い。                                                      |
| セコム     | 警備        | 子会社が89年、宮城県内に植物工場を建設。警備機器のセンサー技術を生かして、15種類のハーブを水耕栽培し、仙台市や東京などの市場に出荷している。                                               |
| プロミス    | 金融        | 農業後継者の育成などを目的に、神内良一・名誉会長が97年8月、北海道浦臼町に農業生産法人を私財で設立した。80ヘクタールの農地に大豆、小麦などを栽培。                                            |
| 三井物産    | 総合商社      | 東海地方の自治体と契約して、農業再生プランを作成、98年から農作物の栽培指導、インフラ整備計画、販路開拓まで一括して請け負う農村活性化事業に着手。                                              |
| 伊藤忠商事   | 総合商社      | 98年春から農業生産法人などと提携し、野菜類を大手スーパー、コンビニに納品。貯蔵、郵送拠点として5年間で全国20ヶ所にサービスセンターを建設する予定。                                            |
| 大幸薬品    | 製薬        | 子会社が、整腸剤「正露丸」の製造過程で抽出される「木酢液」を稲作に活用。97年度から秋田県大潟村などで木酢液の土壌改良作用などを生かした低農薬米を栽培。                                           |
| カゴメ     | トマト加工メーカー | 新品種トマトの栽培に向け98年12月、茨城県美野里町で1.3ヘクタールのガラス温室の建設に着手。将来は全国10ヶ所に産地展開を計画。                                                     |
| ドール     | 青果        | 現在、ロジスティクス整備を進めており、全国7箇所に輸入青果物用のプロセスセンターを完成させている。また今後全国15ヶ所にカット青果物工場を建設予定である。ロジスティクス整備により小売価格の25～30%ダウンを見込む。           |
| オムロン    | 制御機器      | 子会社とN農法研究会の共同出資で新会社を設立し98年末には北海道南部に東京ドームの1.5倍の広大な温室を建設し、年間1400トンのトマトを首都圏に販売する。                                         |
| 日商岩井    | 総合商社      | 農業生産法人を中心に、当面約800農家を組織化し、旗揚げした。米国の有機農産物認証機関・OCIA (Organic Corp Improvement Association) の有機農産物認定ノウハウを導入し、生産した作物の販売を行う。 |
| 日本たばこ産業 | たばこ       | 98年6月からスーパーなどを対象に野菜販売事業を本格的に展開。全国の農家を組織化し、自社開発した種苗、肥料を供給する。                                                            |

(出所)「GREEN JAPAN」ホームページより野村證券金融経済研究所作成

トレーサビリティには、流通経路だけではなく、生産者の生産管理も含まれており、種子の選定や栽培方法までも含まれる。こうした管理体制の構築は農業ビジネスの新たな可能性を秘めている。もちろん、いくら生産管理を徹底するにしても、相手が自然である上に、全ての製品をチェックする訳にはいかない。そこで、仮に保健所の検査などで和郷園の商品に問題が起きたら、和郷園では、小売店から売値ですべて買い戻し、新聞に謝罪広告を出すことにしている。和郷園では、こうしたリスクに対応するためにPL保険（生産物賠償責任保険）に似た保険をかけている。つまり、農産物特有のリスクでも保険で賄える可能性があることを示している訳だ。

木内代表は、「農業は自然相手にリスクが高いビジネスだとよく言われるが、それほど高いとは思わない。農業は初期投資（土地の開墾など）が莫大な産業であって、参入が意外に厳しい業種であり、農家はすでにノウハウを持っているのだから十分儲かるはずだ」と主張する。

もちろん、他業種にはない農業独自の生産管理、流通上の課題もある。いわゆる豊作貧乏に対する対処である。つまり、ある農業組合法人が、大型小売店から大根500本の注文を受けたとしよう。それを5軒の農家で分担してつくるとして、各農家の割り当ては100本になるが、正確に100本だけつくることができない。通常はうまく収穫できないリスク

も考えて120本程度を作ることにする。100本収穫できなかった場合には売値が上がることで調整できるが、実際に120本できてしまったらどうなるか。各農家で20本、合計で100本の売れ残りが出てしまう。これを農家独自で消費することもあるだろうが、一般的には少しでも利益を得ようと地元の青果市場で投げ売りすることになる。これは、大根の値段を大幅に下落させる。

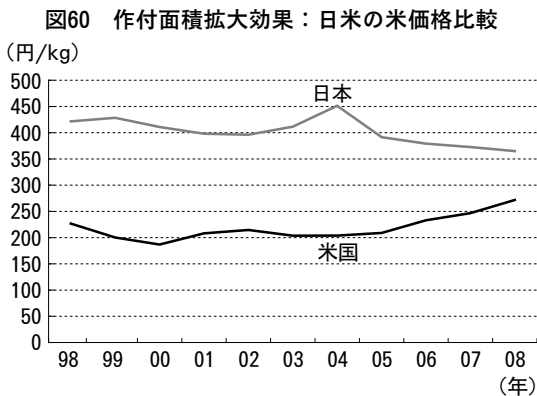
投売りにより、同じ大根が大手小売店で売られる値段より大幅に低い値段で消費市場に出回ることになる。これは、大手小売店の売値に対して値下げ圧力として機能し、大手小売店は次から、生産者（農家）に値下げを求めるようになる。こういったシステムのままでは、生産者が安定した収益を得ることは難しくなる。

そこで和郷園では、出来たものはすべて買い取ることにしている。そのうち、注文を受けた分だけ大型小売店に納入し（この例では500本）、残りは自前で持っている加工工場と冷凍設備とで加工し、季節を問わないカット野菜などとして、外食などの他産業に売るシステムを作り上げている。こうした農産物の需給調整メカニズムが確立すれば、生産者は安心して農産物を生産でき、また大手小売店も安心して購入できる。発注者の注文に見合う品質に加えて、農産物のトレーサビリティが確立しており、同じ商品がディスカウントストアなどで安価に売られる心配がないとい

う点が、「和郷園ブランド」としてブランド化して大手小売店で売り出すこともできる。

収益率を上げるために、流通を効率化し、在庫管理など需給調整を円滑化することなど、製造業では当たり前のことである。一方、農業に関して、こうした当たり前のことが意外に蔑ろにされてきたのかもしれない。農業は非効率な部分が多く残された、換言すれば、効率化すればかなりの収益性の改善余地があるビジネスなのかもしれない。

実際に、農地を大規模化するだけでも、日米の米価の内外価格差をかなり縮小させることができる（図60、表14）。計算の仕方にもよるが、現在東京の小売り米価は1kg当たり365円程度である一方、ニューヨークでは272円程度と見られ、東京の方が3割以上割高だ。しかし農林水産省の米生産費統計によれば、日本の全ての米生産農家の作付面積が



(注) 内閣府による2001年の内外価格差調査をベースとし、東京・ニューヨークの米価格をそれぞれ消費者物価指数ベースの米価格で延長した。米国米価格は平均為替レートで円換算した。2008年については、1-9月期データからの試算値。

(出所) 内閣府、トムソン・ロイター・データストリームより野村證券金融経済研究所作成

5-10ヘクタールに拡大した場合、現在よりも生産費は平均33%低下する計算となる。農家の利益や輸送費等を一定としても、小売り段階の米価は約18%下落、1kg当たり300円と、米国の小売価格にかなり近くなる。

消費地を国内の地方中心都市に限る必要はまったくない。消費需要を海外に求めることも十分考えられる。和郷園のように、農産物のトレーサビリティが確立すれば、安全な食品を安定的に作り出すことが可能となる。また、冷凍食品や加工食品であれば、その販路はさらに広がる。世界的に食の安全が懸念される中で、そもそも狭い土地で品質の高い農産物を作り出す日本の農業のビジネスチャンスは世界にも広がりうる。実際に、2004-07年の間、農産物の輸出は年平均11%で伸び続けている。アジア、特に中国において近代化、消費需要拡大の潜在力があるとするならば、アジアに距離的に近い日本にとって大きなビジネスチャンスとなろう。

表14 作付面積拡大効果：米価格の低下余地の試算

|                  | 実績     | 作付け面積を5-10haへ拡大 | 変化率(%)    |
|------------------|--------|-----------------|-----------|
| (円) 米60kg 当たり生産費 | 18,640 | 12,416          | (a) -33.4 |
| (百万円) 作物収入       | 6.70   | 4.78            | (b) -28.6 |
| 農業経営費            | 5.73   | 3.81            | (a) -33.4 |
| 粗利益              | 0.97   | 0.97            | 0.0       |
| (円/kg) 小売価格      | 365    | 300             | -17.9     |
| 輸送費等             | 136    | 136             | 0.0       |
| 出荷価格             | 229    | 164             | (b) -28.6 |

(注) 米の生産費及び農家の収支は、農業経営統計調査（農林水産省）19年調査より。小売価格は、2001年内外価格差調査（内閣府）ベースの小売価格を消費者物価指数による米価格指数で延長した2008年1-9月期平均の値。輸送費は、平成18年農業経営調査から計算した出荷価格と平成18年家計調査（総務省）から計算した小売価格との差。

(出所) 農林水産省、総務省、内閣府より野村證券金融経済研究所作成

## XII. おわりに

本稿では、世界経済の本格回復には「ドル資本主義」からの離脱＝新興国の内需主導成長への転換が必要であることを論じた。少なくとも中国には自力で成長を遂げる潜在力が備わっていることを確認したものの、全ての新興国が一斉に内需主導成長に転換できるとするのも楽観的に過ぎよう。しかし、安定的な経済成長を志向する以上、それが可能か否かにかかわらず、「ドル資本主義」からの離脱を目指す以外に多くの選択肢は残されていないのではないのか。世界は今後、ポスト「ドル資本主義」を見据えて動いていくことになるだろう。

ポスト「ドル資本主義」における世界秩序がどうなるのかは、現時点では甚だ不透明だ。米国経済と米ドルのプレゼンスが低下していくであろうことに異論は少ないと思われるものの、それでもなお米国中心の秩序が辛うじて保たれるのか、あるいは米国に代わるスーパーパワーが現れるのか、はたまた多極的と形容すべき世界構造が出現するのか、仮に多極としてもそれら「極」がどのようにして選ばれるのか、今後の検討課題は多い。

日本は、こうしたいまだ形の定まらないポスト「ドル資本主義」の世界において、自らがどこに位置するのかを考えなければならない。確かに、世界不況、資源問題、環境問題、

人口減少という四重苦に直面する日本には、一見その余裕はなさそうだ。しかしそこがまさに「災い転じて福となす」戦略のポイントである。地方都市レベルでの問題解決に向けた取り組みが、最終的には日本経済全体を活性化させ、世界の中で日本のプレゼンスを向上させることにもつながり得る。

地方発の日本再生を成し遂げるに当たり、我々が提示したのは高密・高効率・高アクセスな都市、「コンパクトシティ」構想である。人々の住まい方を変えることが経済全体の活力の向上につながり得るという発想は、それほど一般的なものではないだろう。しかし考えてみれば、希少資源である国土の有効利用が経済成長にとって大事な理屈はあるまい。住まい方の重要性は、経済成長＝工場での大量生産という高度成長期の強烈なイメージの中で忘れられてしまっていたのかも知れない。再生のヒントは、意外にも我々の身近にありそうだ。

## ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナル plc(「Nlplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、インスティテット LLC(「ILLC」)、香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリティタス・インドネシア(「PTNSI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd.(「NSM」)、台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザー・インド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、スペインの Nlplc マドリード支店(「Nlplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行わないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報の正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村証券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないと考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。調査部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があり、将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定を簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。

金融市場関連のリサーチについて: アナリストによるトレード推奨については、以下の 2 通りに分類されます; 戦術的(tactical)トレード推奨は、向こう 3 ヶ月程度の見通しに基づいています; 戦略的(strategic)トレード推奨は、向こう 6 ヶ月から 12 ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、

経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーグ、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。本資料に記載された証券は米国の 1933 年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933 年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipic により英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipic は、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipic はロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティ」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にある NIHK によって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアで ASIC の監督下にある NAL によってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料は NSM によってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料は NSL により配布されました。NSL は、証券先物法(第 289 条)で定義されることのある認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましては NSL にお問い合わせください。本資料は米国においては 1933 年証券法のレギュレーション S の条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーである NSI により配布されます。NSI は 1934 年証券取引所法規則 15a-6 に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAE の「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」であることを意味し、UAE においては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることの表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

カナダ投資家へのお知らせ:本資料は個人的な推奨ではありません。また投資目的、財務状況、あるいは特定の個人または口座の特定のニーズを考慮したものではありません。本資料はオンタリオ証券委員会の NI 31-103 のセクション 8.25 に基づいてお客様へ提供されています。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所屬アナリスト作成のレポートについて:本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK 台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

## 日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付けに関する説明書」<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html> をご参照ください。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合には、2,808 円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内 REIT、国内 ETF、国内 ETN を含む)の売買取引には、約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合には 2,808 円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 REIT は運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 ETF は連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対し最大 1.026%(税込み)(売買代金が 75 万円以下の場合には最大 7,668 円(税込み))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合には 2,808 円(税込み))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の 30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の 33%以上)で、かつ 30 万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約 3.3 倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約 3 倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大1.08%(税込み)(4,320円に満たない場合は4,320円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。(変動10年:直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685、固定5年、固定3年:2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)

物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、平成35年度以降に償還するもの(第17回償以降)については、額面金額を下回しません。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大5.4%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大5.4%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引(以下、金利スワップ取引等)にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れていただく場合があります。取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていただいた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れていただく必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」(又は「受取金利」)以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」(又は「受取金利」)と、当該反対取引の「受取金利」(又は「支払金利」)とは差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差入れ又は預託していただく場合があります。取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに10,800円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。

## 野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

Copyright © 2018 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.