

2014. 2 No.22

三井住友信託銀行

調査月報



時論

サマーズ氏の「長期停滞論」.....1

経済の動き

重要性高まる地域別の物価動向

(月例グローバル経済金融レビュー).....3

社会資本整備におけるPPP／PFIの可能性.....10

時論

サマーズ氏の「長期停滞論」

米国のサマーズ元財務長官が昨年 11 月の IMF の会議で行った発言、並びに今年 1 月に執筆したコラムが、「先進国の長期停滞（Secular Stagnation）論」として議論と波紋を呼んでいる。

リーマン・ショックから 4 年超経過した今も、米国では GDP の水準が潜在 GDP を下回っていること、勤労者所得の回復がはかばかしくないこと、この間、実質金利はマイナス領域で推移したにも関わらず、こうした事態が続いていることなどを指摘し、「先進国経済がリーマン・ショック前の状態に戻ることは容易ではない」という主旨を述べている。

サマーズ氏の認識には、先進国経済は過剰な設備・貯蓄・労働力を抱えており、これらを十分活用するような投資機会が不足している一との判断が根底にあると読める。

サマーズ氏の論は、過去の高名な学者によっても唱えられてきた「資本主義の長期停滞論」を想起させる。ケインズは「資本主義が発展するにつれて欲望が飽和し、良質の投資機会が枯渇して収益率が低下し、長期停滞に至る」と見た（ゆえに有効需要創出を主張した）。シュンペーターは、資本主義を資本主義たらしめるのはイノベーションを主導し、投資機会を掘り起こす企業家であるとした上で、資本主義が発展するとともに合理主義・官僚主義がはびこり、企業家精神の衰退、企業家の没落を招き、「資本主義はその成功ゆえに生き延びることができない」と喝破した。

サマーズ氏は現状に対する処方箋として、①職業教育拡充、企業の技術革新力底上げ等サプライサイドの強化、②低金利の維持と金融安定化のための規制強化、③インフラ更新、エネルギー源多様化などの公共投資の拡大一を示し、「長期的停滞は不可避ではない」と我々を勇気づけているが、これらのメニューは既に概ね実施・検討中のものとも言え、「長期停滞」回避の切り札足りうるのか、今一つ確信が持てない。

過去の諸事象を思い返すと、石炭から石油へのエネルギー革命があり、IT 革命があり、インターネット、スマホ、フェイスブック、ツイッターと新製品・サービスが次々と生まれ、将来に向けてもシェール革命、iPS 細胞、先進ロボットなどイノベーションや成長分野の芽は尽きることが無いように見える。しかし新産業の寿命は徐々に短期化し、「革命」は小粒化しているようでもあり、1960 年代以降、先進国の成長率は趨勢的に低下しており、今日では日米欧ともデフレとの戦いに明け暮れている状況を見ると、「長期停滞論」を真っ向から否定するわけにもいかない。

今後、先進国では、景気循環に沿った企業収益・家計所得・成長率・失業率・物価の増減ないし騰落は引き続き観察され、国民生活の水準が目に見えて低下することもなかろうが、投資需要不足、低い成長率と投資収益率、所得の伸び悩み、デysinフレないしデフレ、低金利が慢性的なものとなる蓋然性については、中長期的なマクロ経済・金融市場・業界環境認識として頭の片隅に置いておく必要があるのではないか。

同時に「長期停滞論」には日本経済にとっては次のような含意があるとも解したい。

第一は、投資機会がまだ豊富に存在する新興国への進出、その成長の果実を取り込むための取組を、官民挙げて格段に加速させるべしということ。業界・個社レベルでは、10 年後の姿は 3 年後の姿の延長線上では全く描けないくらい、海外事業活動の領域は広がっており、それを実現する経営資源と人材と入れ替えが行われており、足らざるところは業種を問わずダイナミックなアライアンスが行なわれているだろうし、そうならないといけないだろう。

第二は、国内の岩盤規制分野や成長分野に存在するであろう良質な投資機会を掘り起こし、イノベーションを喚起するためにも、成長戦略や規制改革が何より重要だということ。今年の賃上げは確かに国内の好循環を起動させ、「デフレ脱却」には重要なファクターではあるが、「長期停滞脱却」までつながるものではない。

第三は、国内外いずれにおいてもバブルへの警戒を怠らないこと。低成長と低物価は金融緩和策の長期化圧力を高める方向に作用しよう。政策金利の低位維持だけでなく、市中からの資産買収の規模・範囲拡大という非伝統的金融政策は日常化し、その結果として信用緩和色が強まろう。

バブルは金融緩和の長期化だけで起こるものではなく、税制改正等政策的な後押し、景気拡大、時の空気の陶醉と強気化、金融機関や企業の過度なリスクテイクなど様々な要因が組み合わさって引き起こされるが、金融緩和の長期化はバブル生成の有力な素地となることは間違いない。サマーズ氏も「長期にわたる低金利政策に頼った成長戦略は、大規模なバブルの発生と危険なレバレッジの累積を招く」と警告している。

サマーズ氏が 1 月のコラムを「We can do better.」と締めくくったように、「長期停滞」は運命づけされた不可避のものではなく、本当にそうなるかどうかは我々の対応と努力次第であろう。国家も企業も個人も長い目で見た、息の長い取り組みが求められる。

(調査部長 金木利公 Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

重要性高まる地域別の物価動向

(月例グローバル経済金融レビュー)

<要旨>

米国経済の堅調な成長に牽引され世界景気の回復が見込まれる中、中国の成長ペースが緩やかであるために、世界全体の物価は総じて安定した推移が見込める。

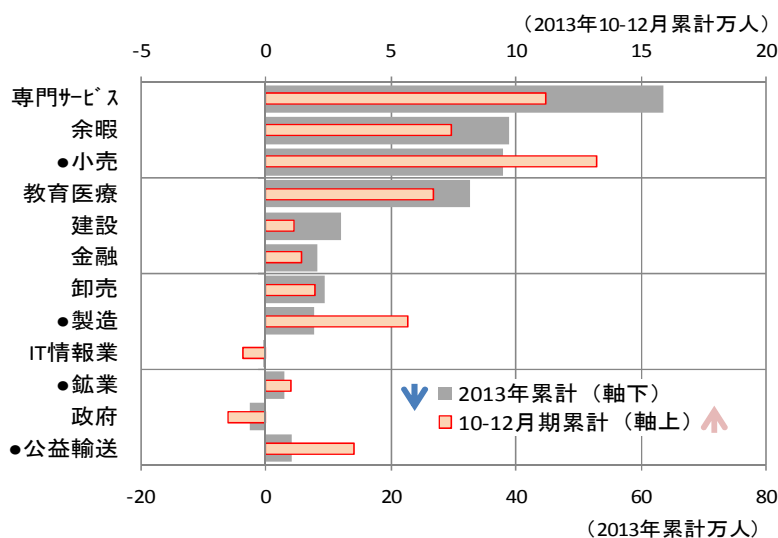
ただし地域別に見ると、米国では失業率が6.5%に接近して利上げ前倒し期待が高まりやすくなる中で、インフレ率が2%に向かうかどうかは、長短金利と米国景気を左右する要因となる。対してデフレに陥る可能性が懸念されるユーロ圏では、今後の物価動向は2014年内の追加緩和の有無や債務不安再燃リスクにも影響を及ぼそう。日本では、日銀と金融市場の間で先行き物価見通しに乖離が生じているようであり、政策期待が振れやすい。アジア新興国では、通貨下落に起因したインフレ上昇が局所的に実体経済の足を引っ張る可能性もある。このように、世界全体でみた物価は安定していても、各地域における物価見通しの僅かな変化や地域間の差異が、金融政策への期待の振れと相俟って、2014年前半の金融市場と実体経済の攪乱要因になる可能性が高まっている。

1. 世界経済の現状

(1) 米国 ～ 成長の持続性高く金利上昇の可能性

2013年12月の米国非農雇用者数前月差は+7.4万人と、従来の月あたり15～20万人の増加ペースから急激に縮小したが、この結果は寒波の影響もあって一時的に下振れたものである。というのも、昨年10～12月期の雇用者数の動きを業種別にみると、小売やサービスセクターで安定して増加している上に、製造業でも増加ペースが速まるなど、雇用増加の業種は広範にわたっている(図表1)。

図表1 業種別の米国雇用者数増減



(資料) 米国労働省「Monthly Labor Review」

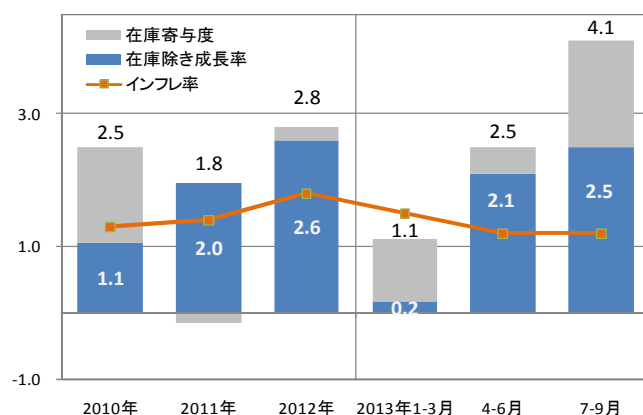
変動が少ないサービスセクターの雇用は変動幅が小さいのに対して、財生産セクターの雇用者は企業景況感や生産変動に影響を受けやすいが、米国の製造業景況感が 50 を明確に上回っているため、2014 年前半の生産ピッチが今よりも高まることを示唆している(図表2)。

経済成長率も、在庫除きの成長率はトレンド成長に近い 2% 半ばの成長ピッチで走っており、昨年の成長率を 1.5% ポイントほど押し下げた緊縮財政の緩和もあって、2014 年を通じた景気拡大の持続性は高いと見られる(図表3)。かかる環境の下では、雇用者数の増加基調は続き、現行 6.7% にある失業率は早ければ 2014 年央にも 6.5% を下回る可能性が高いといえるだろう。

図表2 米欧中の製造業 PMI 指数

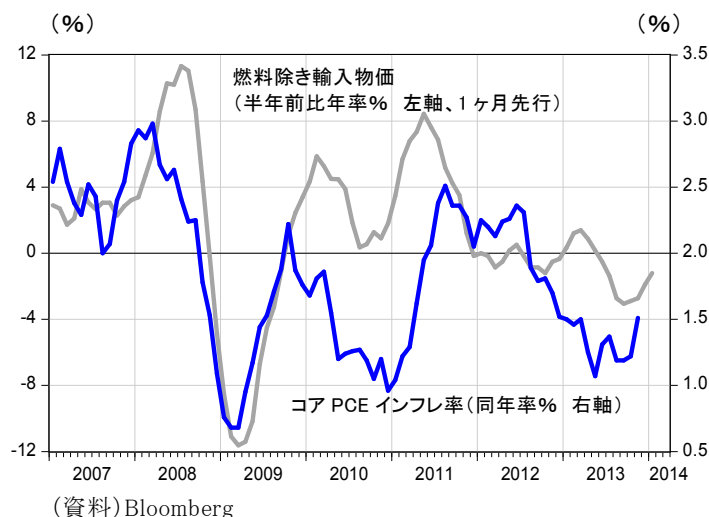


図表3 米 GDP 成長率と在庫除きの成長寄与度



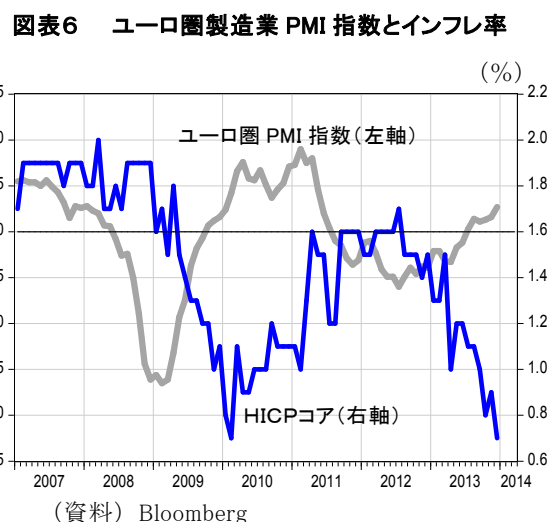
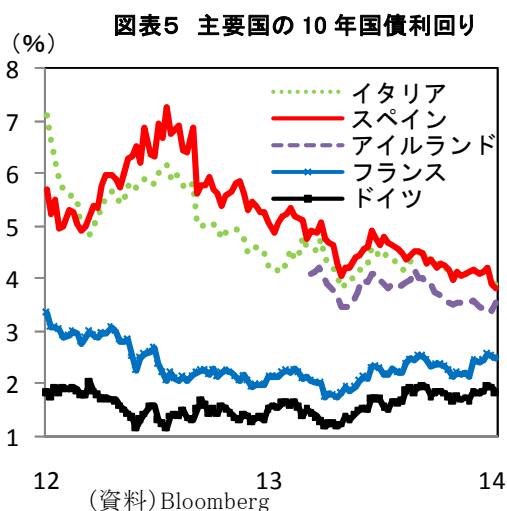
このとき利上げ時期を左右するのが、連邦準備理事会 (FRB) の中期的な目標 2% と比較したインフレ率水準となる。コア PCE デフレーターで見たインフレ率は、直近で半年前比年率 1.5% の位置にある(図表4)。今のところ賃金上昇率は落ち着いているが、図からもわかるように輸入インフレ率がプラスに転じると米国内でも価格転嫁により物価上昇圧力が高まりやすい。FRB による債券購入措置 (QE) の規模縮小が今年 1 月より開始された現在、長期金利の上昇は投資環境や米国景気に影響を及ぼしかねないリスク要因である。こうした観点から、米国内のみならず輸入物価水準など海外要因にも目配りする必要が出てくるだろう。

図表4 燃料除き輸入物価とコア PCE インフレ率

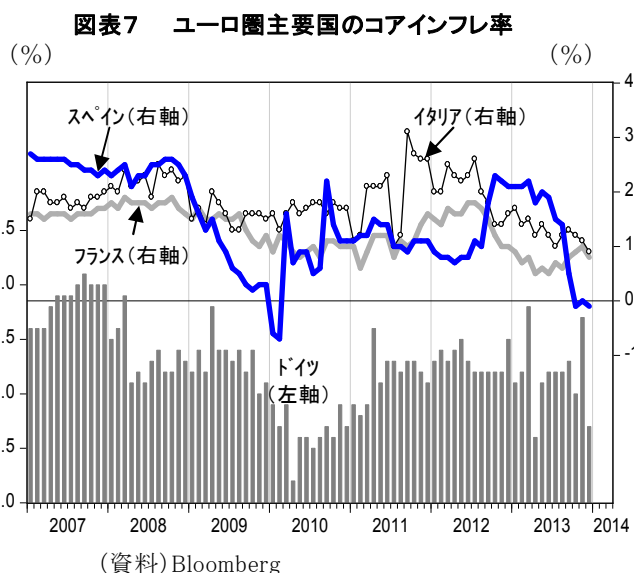


(2)ユーロ圏 ～ 景気は底入れするもデysinフレ懸念は残存

昨年のユーロ圏金融市場は、昨年2～3月にキプロス救済問題を巡って一時的に緊張が高まったものの、2012年9月に欧州中央銀行(ECB)が導入した国債買入策(OMT)という枠組みが奏功したこともあって、概ね安定を維持した。2014年に入ってからスペイン・イタリアなど周縁国の国債利回りが低下している他、1年半ばにアイルランドが金融支援終了後初めて行った10年国債入札の利回りが3%台前半と低水準になるなど、金融市場は落ち着いた状態を維持している(図表5)。実体経済に関しても、製造業 PMI 指数が拡大・悪化の境目である50を複数月で上回っており、景気後退局面から一旦脱した模様である(図表6)。この先の急激な景気悪化や、金融市場の混乱が直ちに目に見られるような状況ではない。



但し実体経済面では、今後の物価の動きが重要になる。ユーロ圏の12月 HICP コア上昇率が前年比+0.7%と、ECB が利下げを行った際の水準(10月の同+0.8%)を下回り、デysinフレ傾向が続いている。先行きについては、景況感の改善悪化が物価に反映されるまで1年ほどのラグが見られること(図表6)、輸出競争力向上のための労働コスト削減が顕著なドイツ・スペインをはじめとして主要国でもインフレ率が鈍化していること(図表7)、ユーロ圏失業率は過去最悪水準となる12.1%と高止まったままで雇用悪化に歯止めがかかっていないことから、景気が改善に向かっても、暫くはデysinフレ懸念、国によってはデフレ懸念が残る可能性が高い。



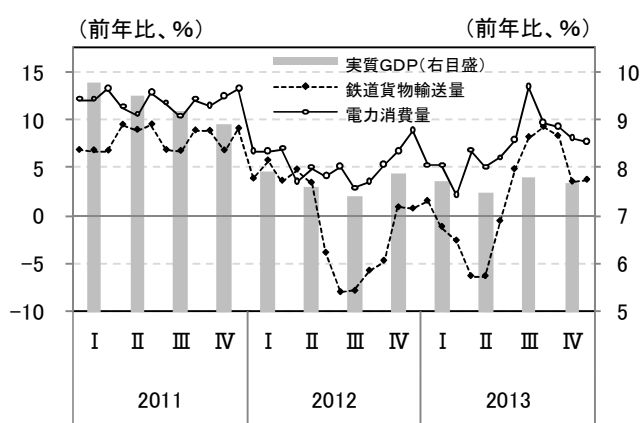
かかる中、ECBは1月の理事会で政策金利を維持したが、緩和的な金融政策スタンスを必要な限り維持することを「強く強調する」として、フォワードガイダンス文言を強化した上に、ドラギ総裁会見では追加緩和の要件として①短期金融市場の悪化、に加えて②中期のECB物価見通しの下振れを挙げ、デysinフレリスクを注視する姿勢を示した。しかし利下げ余地が殆どないなかでは金融政策はデフレ回避には力不足である。デysinフレ長期化は、実質金利押し上げを通じて景気の足を引っ張るうえ、実質債務負担の拡大にもつながる。今後の欧州物価動向は2014年内の追加緩和の有無や債務不安再燃リスクにも影響を及ぼそう。

(3) アジア ～ 局所的な輸入インフレ圧力と政治がリスク要因

中国の10-12月期GDP成長率は前年同期比+7.7%と7-9月期の+7.8%から僅かながら低下した他、製造業PMIや電力消費量、工業生産伸び率といった経済指標も足元鈍化が続いており、中国景気回復ペースは依然としてごく緩やかなものに留まっている(図表8,9)。

2013年11月の中国共産党中央委員会第三回全体会議(三中全会)や、12月に開催された中央経済工作会議などで発信された政府方針を見る限り、現政権が目指すのは目先の成長加速より経済の体質改善であり、2014年の経済成長率目標が2013年の7.5%から引き上げられるとは考えにくい。政府はこの先の成長ペースを現状同様ごく緩やかなものに留めると見られる。従って、中国を起点として新興国成長ペースが加速して資源価格を押し上げ、先進国含めた世界全体にインフレ圧力をもたらす可能性はいまのところ低いだろう。

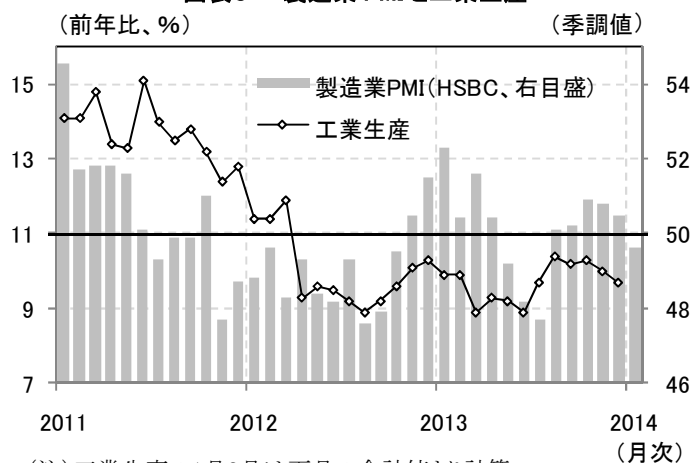
図表8 経済成長率・貨物輸送量・電力消費量



(注)電力消費量の1月と2月は両月の合計値より計算。

(資料)CEIC

図表9 製造業PMIと工業生産

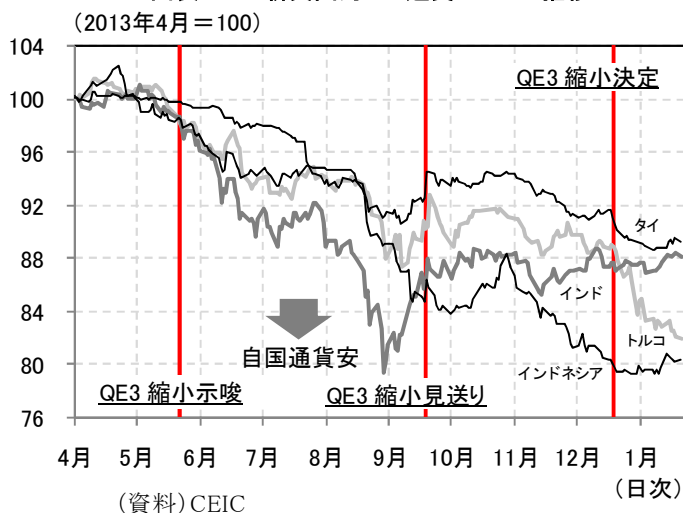


(注)工業生産の1月2月は両月の合計値より計算

(資料)CEIC

なお、中国以外の新興国では、昨年末の米国による債券購入(QE)規模縮小決定以降、タイやトルコで通貨安が進んでいる(図表10)。タイでの反政府デモ拡大や、トルコにおける閣僚汚職事件といった政情不安定化が主因とみられ、2014年は多くの新興国で選挙が予定されていることから、それらの結果や新政権の対応によって市場の選別が強まり、通貨安による輸入インフレ圧力が国内物価を押し上げる可能性がある(図表11)。また、フィリピンでは台風のために食料価格が上昇、マレーシアでは政府の補助金削減でガソリン価格が上がるなど、各国固有のインフレ要因も、市場の選別に拍車をかけるとともに、国家間の経済格差を拡大させる要因となり得る。

図表 10 新興国対ドル通貨レートの推移



図表 11 2014年主要新興国での選挙日程

2月	タイ総選挙	7月	インドネシア大統領選挙 (第1回投票)
3月	全国人民代表大会 (中国)	8月	トルコ大統領選挙
	トルコ地方選挙	9月	インドネシア大統領選挙 (第2回投票)
4月	インドネシア議会選挙	10月	ブラジル大統領選挙
	南アフリカ下院選 (大統領選出)	12月	中央経済工作会议 (中国)
	インド総選挙 (5月まで数回実施)		

(資料)各種報道より三井住友信託銀行調査部作成

2. 日本経済の現状 ～ 消費者物価上昇率が5年ぶりの水準に

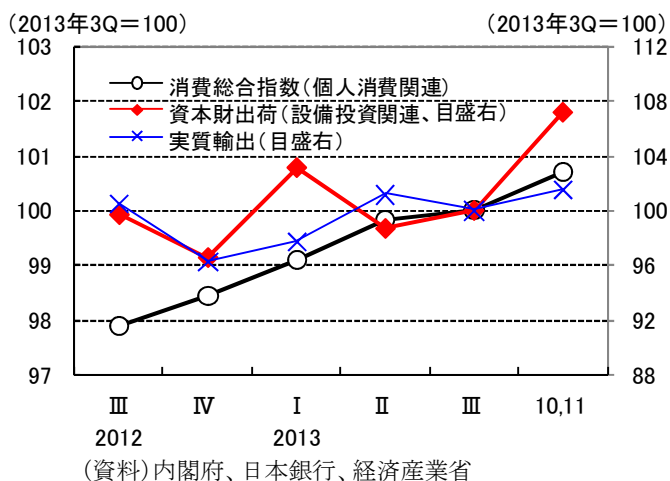
(1) 実体経済は順調に回復

米国と並んで、先進国のなかでは日本の景気回復が著しい。2013年11月の鉱工業生産指数は前期比▲0.1%と減少したがその幅は小さく、12月・1月の予想は同+2.8%、+4.6%と明らかな増産予想である。実際にはこれ程高い伸び率にはならないと見られるが、一昨年秋以降の生産回復基調はなお続いていると見てよいだろう。また、有効求人倍率が6年ぶりに1倍に達するなど、雇用環境も回復に向かっている。GDPの主な需要項目関連の月次指標を見ても、駆け込み需要の影響が出始めた消費のみならず設備投資・輸出も10,11月平均が7-9月期を上回っていることから、10-12月期のGDPは国内需要主導で年率3%前後の高い成長率が見込めよう(図表12,13)。

図表 12 鉱工業生産指数の推移



図表 13 GDP 需要項目関連指標の動き

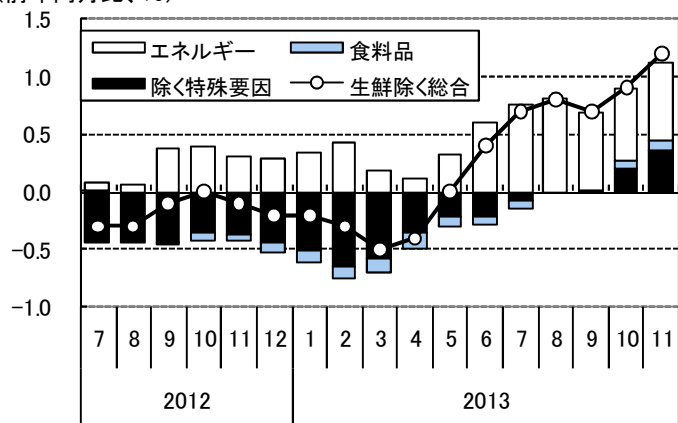


(2) 消費者物価上昇率は+1%超だが持続性には乏しい

かかる景気回復が続く中、11月のCPIコア上昇率は前年比+1.2%と5年ぶりに1%を超え、エネルギーと食糧除くベースでも2カ月連続のプラスとなった。「2年程度で+2%」という日銀目標に向けて進んでいるように見えるが、上昇幅が大きい品目はパソコン(前年比+23.7%)、外国パック旅行(同+14.6%)、衣料品(同+0.6%)など円安に伴う輸入物価上昇分の転嫁によるものとみられ(次頁図表14,15)。更に円安が進まない限り、この効果は2014年度半ば頃から剥落する。

図表 14 消費者物価指数上昇率の寄与度分解

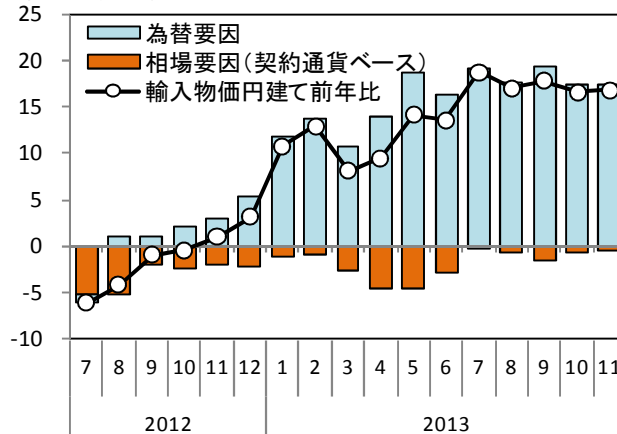
(前年同月比、%)



(資料) 総務省「消費者物価指数」

図表 15 輸入物価変動の内訳

(前年同月比、%)

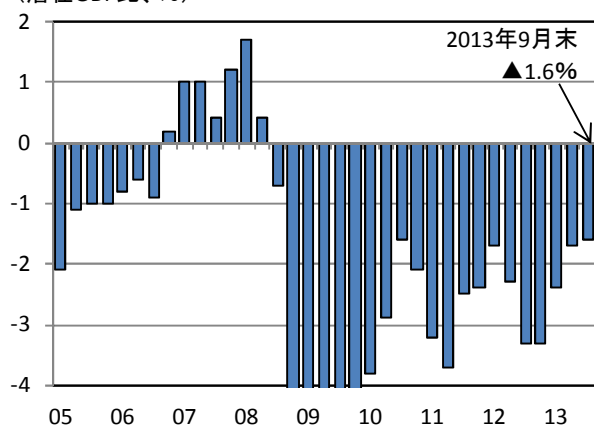


(資料) 日本銀行「企業物価指数」

日銀は、この先物価上昇率が高まっていくメカニズムとして、「マクロで見た需給バランスの改善」と「期待インフレ率の上昇」の二つを挙げている。それぞれについて見ていくと、直近のマクロ需給バランスは潜在 GDP 比▲1.6%となお需要不足であり、2014 年度の経済成長率が+1.0%前後という標準的なシナリオでは、2014 年度内に需要不足は解消しない(図表 16)。日銀は需給バランス改善の他に、消費者の期待インフレ率上昇が実際の物価を押し上げ要因となることを見込んでいるが、足許の賃金は、その中核であり恒常所得にあたる基本給が一人当たり平均で弱い動きを続けていることを踏まえると、期待インフレ率の顕著な上昇が起こることも考えにくく、足許のインフレ率上昇に持続性はないと判断される(図表 17)。CPI コア上昇率(消費税率引き上げの影響除く)は 2014 年度初めまで+1%を上回ったまま推移するものの、年度後半から円安効果の剥落で前年比 0.5~1.0%まで鈍化していくだろう。

図表 16 日本のマクロ需給バランス
(内閣府算出)

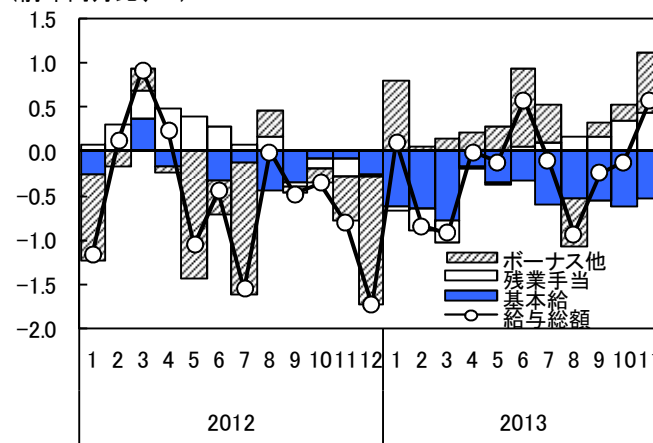
(潜在GDP比、%)



(資料) INDB

図表 17 一人当たり賃金の動き

(前年同月比、%)



(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計」

これに対して、日銀が1月に公表した展望レポート中間評価では、CPI コアインフレ率の見通し中央値は 2014 年度が+1.3%、2015 年度が+1.9%と前回の数値から変化はなかった。そして黒田総裁は CPI+2%という目標に向けて順調に、想定通り推移しているとの認識を示した。この結果、CPI コアインフレ率の鈍化を見込み、消費税率引き上げ後の景気下振れを避けるための追加緩和を期待している金融市場と乖離が生じている。追加緩和期待が熾り続ける金融市場と日銀と

の見通しのギャップにより、2014 年度前半において為替レートが振れやすくなる局面が生じ易い。仮に、期待に反して追加金融緩和が発動されない場合には、為替レートが円高に振れ株安をもたらす可能性が高い。2014 年 4 月に消費税率引き上げによる実質所得の目減りと、株価下落による逆資産効果が同時に重なると、その後の消費低迷の引き金となる可能性もあろう。

このように、2014 年の世界経済は米国に牽引され回復が続く一方で、中国の成長が緩やかなペースに留まるなかでは、総じて世界全体の物価動向は安定した推移が見込める。但し地域別に見ると、米国では 2%に向けた物価上昇ピッチが金融政策を大きく左右し、ユーロ圏では回復が緩やかなためにデフレ懸念が続き、日本では日銀と市場の物価見通しに乖離が生じている。また、新興国では世界全体の物価安定とは対照的に通貨安により局所的にインフレ率が高まっている国もある。このように、世界全体でみた物価は安定していても、各地域における物価見通しの僅かな変化や地域間の差異が、金融政策への期待の振れと相俟って、2014 年前半の金融市場と実体経済の攪乱要因になる可能性が高まっている点に留意したい。

図表 18 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013	2014		見通し総括
			10-12	1-3	4-6	
実質経済 成長率	日本	前期比年率 %	+ 2.6	+ 3.1	▲ 1.7	目先駆け込み需要で高成長、2014年度入り直後に反動減が出るが、景気回復基調は維持
	米国		+ 2.6	+ 2.6	+ 3.4	高水準の企業収益と財政巡る不確実性低下を背景に、2014年半ばにかけて成長率3%に回帰
	欧州		+ 0.9	+ 1.0	+ 1.0	景気は底入れしつつあるが、牽引役が外需以外に見当たらないため成長率のプラス幅は小さいものに留まる
	中国	前年同期比 %	(実績) +7.7	+ 7.8	+ 7.8	経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率は7%台のままで推移
金融市場	日本 10年債利回り	%	(実績) 0.59~0.74	0.60~0.80	0.70~0.90	米国とともにごく緩やかな上昇トレンドを辿る
	米国 10年債利回り		(実績) 2.50~3.03	2.95~3.45	3.10~3.60	QE減額開始も、利上げには慎重なスタンス維持するため、長期金利は緩やかな上昇
	円ドル レート	円/ドル	(実績) 96.7~ 105.3	102.0~ 107.0	103.0~ 108.0	日米ファンダメンタルズと金融政策の方向性相違を背景に円安トレンド
	ユーロドル レート	ユーロ/ドル	(実績) 1.34~1.38	1.32~1.38	1.30~1.37	欧米ファンダメンタルズと金融政策の方向性相違を背景にドル高ユーロ安トレンド

(資料) 三井住友信託銀行調査部マクロ経済調査グループ作成

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp
 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
 黨 貞明 : To_Sadaaki@smtb.jp
 鹿庭 雄介 : Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

社会資本整備における PPP/PFIの可能性

<要旨>

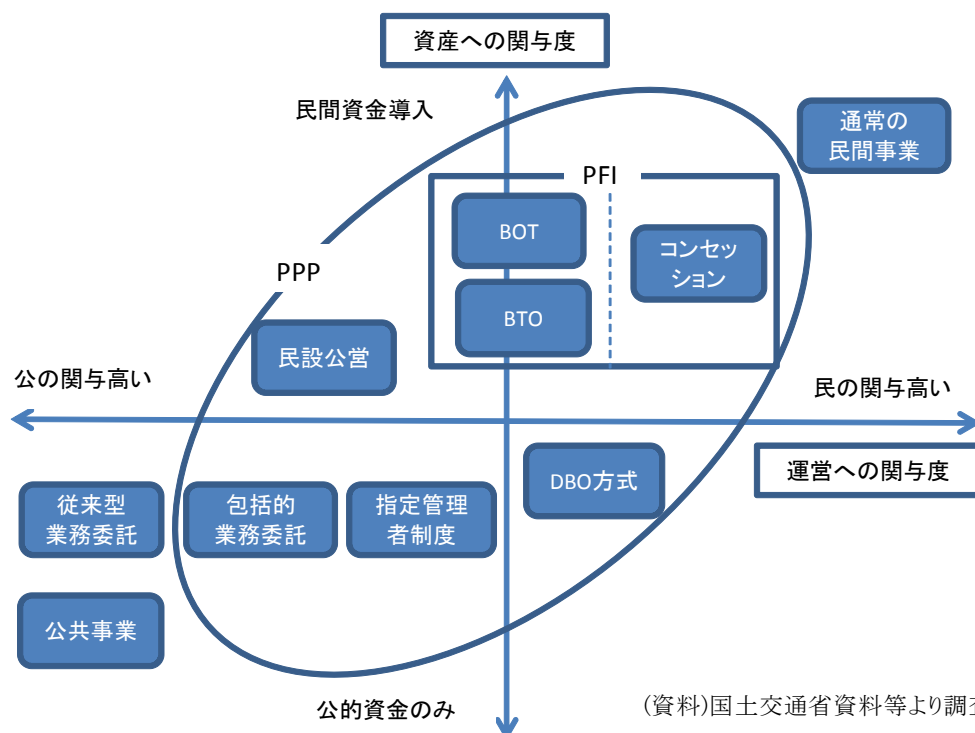
成長戦略の大きな柱の一つでもあり、今後の社会資本整備の手法として PPP/PFI(公民連携事業)の活用が注目されている。特に、土地や建物を保有したままで、施設の運営権のみを外部に移転するコンセッション方式は、自治体の財政負担の軽減と民間企業の新たな事業領域拡大の両面から注目が集まっている。しかし、過去の民間資金活用の歴史を紐解くと、結果として制度本来の目的と実態がかい離してしまったものが多く、コンセッションの導入を機に本来の PFI 機能発揮につながるかは未知数である。

今後自治体の財政難が強力な誘因となって PPP/PFI を模索する動きが活発化することが見込まれるが、重要なのは社会資本整備の費用対効果であり PPP/PFI はその手段にすぎない。今後の人口減少を見据え、施設やインフラの廃止も含め検討していくことも必要であろう。

1. PPP/PFIとは

成長戦略の大きな柱の一つでもあり、今後の社会資本整備の手法として PPP/PFI の活用が注目されている。PPP とは、Public Private Partnership の頭文字をとったもので、公民連携事業などと訳されるものである。従来公共サービスや公共施設は「公」が資金調達から、建設・維持管理・運営全てを担うものとされてきたが、財政難や地域格差是正などを背景に民間で担えるものは民間にという流れのなかで生まれたものである。公民連携の手法には民間の関与度によって様々な手法があり、それを図式化したのが図表1である。左下へいくほど「公」の関与が高く、右上にいけばいくほど「民」の関与が高い。

図表1 公民連携の手法



図表に見る通りPPPは非常に幅広い概念のものであることが分かる。このうち右上に位置するPFIは、Private Finance Initiativeの頭文字をとったもので、ファイナンスという言葉が入っているように、資金調達も民が行うなどPPPの中でも民間の関与度の高い手法と言える。

また、PFIと一口にいてもその所有や運営の所在に応じて、様々な方式に分けられる。このうち代表的なものを3つ挙げれば、建設・資金調達を民間が担って完成後は所有権を公共セクターに移転し一定期間運営を同一民間業者に委ねる「BTO(Built Transfer Operate)方式」、建設・資金調達を民間が担い完成した施設も民間が所有して運営する「BOT(Built Operate Transfer)方式」、施設の所有権は公共セクターに残したまま公共施設運営権を長期にわたって民間事業者に付与する「コンセッション方式」がある。公共事業や公設民営方式の一つであるDBO(Design Build Operate)方式との違いも踏まえて整理すると図表2ようになる。

図表2 施設の所有・運営の所在別整理

		資金調達・建設	運営・維持管理	契約期間後
公共事業	所有権	公	公	
	運営	-	公	
	投資・費用回収	公	公(利用料金及び税金)	
DBO	所有権	公	公	公
	運営	-	民	公
	投資・費用回収	公(資金調達のみ)・民	民(独立採算・委託費支払い)	公
PFI				
BTO	所有権	民	公(確定債権として公に譲渡)	公
	運営	-	民	公
	投資・費用回収	民	民(独立採算・サービス購入)	公
BOT	所有	民	民	公
	運営	-	民	公
	投資・費用回収	民	民(独立採算・サービス購入)	公
BOO	所有	民	民	民(or撤去)
	運営	-	民	民(or終了)
	投資・費用回収	民	民(独立採算・サービス購入)	民(or終了)
コンセッション	所有権	公	公	公
	運営	-	民(運営権をみなし物権とし民に譲渡)	公
	投資・費用回収	公	民(独立採算のみ)	公

(注)いずれも日本の定義であり、諸外国とは同じ名称でも違いがあることに留意

(資料)国土交通省資料等より調査部作成

なお、投資・費用回収の方法には独立採算とサービス購入がある。「独立採算」は文字通りPFIの事業者がサービス対価を消費者から利用料として直接受け取るもので、事業者である民がサービスに対する需要変動リスクを負う。「サービス購入」はサービス対価を消費者に代わり公が設備費と運営維持費として支払うもので、サービスの需要変動リスクは公が負うという違いがある。

2. コンセッション導入の意義と現状

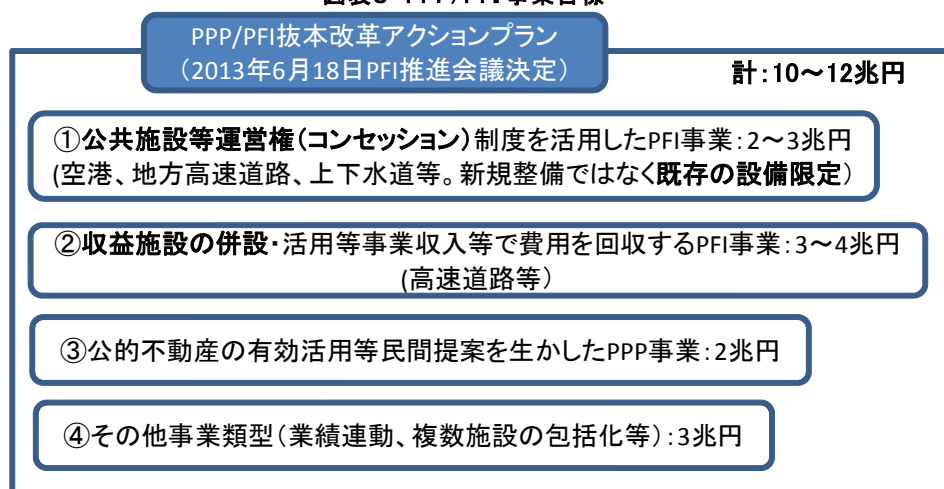
種々あるPFIの方式のうち、コンセッション方式は2011年のPFI法改正で導入されたものである。大きな特徴としては、①施設を公が所有し続けること、②独立採算型事業であること、かつ③既存施設に限定されている点にある。

コンセッション方式を採用することによって、地方公共団体は、①独立採算事業のため運営にかかる財政資金がかからない、②運営権をみなし物件として民間に売却するため既存債務の削減

が可能、③施設を所有し続けることで公の関与を確保できる。また、民間事業者は、①新たな事業領域の拡大、②運営の裁量(自由度)が大きいなど公民それぞれメリットがあるため注目を集めている。

特に、コンセッション導入により、従来の PFI 事業では公物管理法¹に阻まれ適用事例が見られなかった鉄道や空港、上下水道など経済的インフラへの適用が可能になるため、民間事業者にとっては新たな事業領域が拡大する意義は大きい。コンセッションが適用できる事業は採算が見込めることが前提であるため分野は限定されるものの、法律上、道路を除いて²すべての公共事業で適用可能となっている。政府は、PPP/PFI の今後の市場規模を 10 年で 10～12 兆円、このうちコンセッションの活用は 2～3 兆円を見込んでいる(図表3)。

図表3 PPP/PFI 事業目標



(資料)内閣府 PFI 推進室会議資料より調査部作成

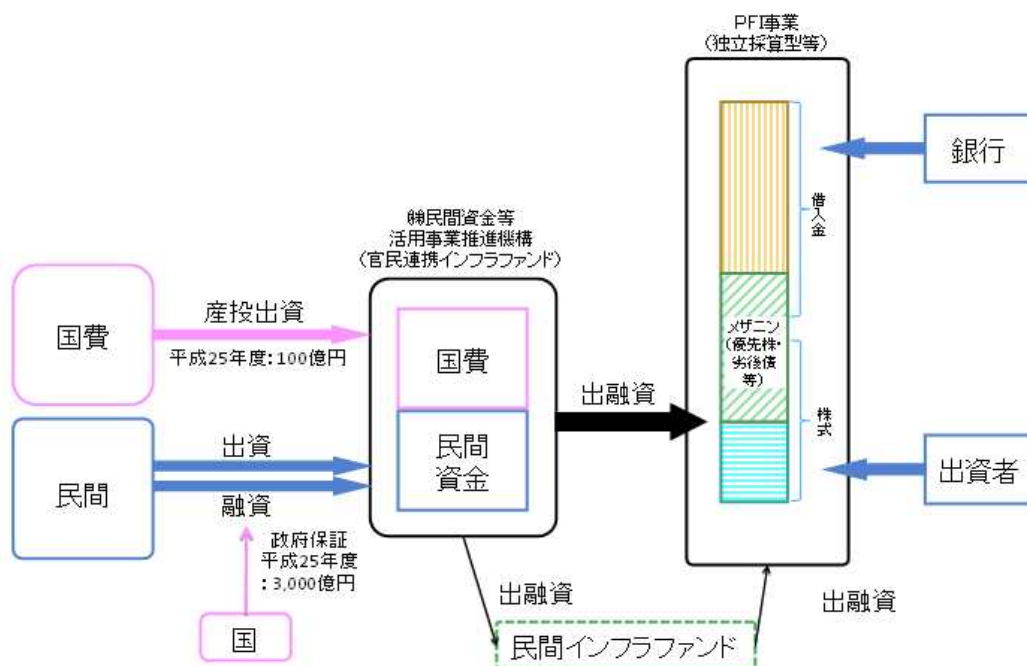
とりわけコンセッション適用に向けて先行的に取り組みが進められているのが空港である。2011年5月には「関西空港及び大阪空港の一体的かつ効率的な設置及び管理に関する法律」が、また2013年6月には「民間の能力を活用した国管理空港等の運営等に関する法律」が成立し、空港に公共施設等運営権を設定できることが明示された。これにより2014年度中にも、関西国際空港・大阪(伊丹)空港及び国管理空港の仙台空港で入札が実施される運びとなっている。

また、コンセッション方式PFI事業に参画する民間事業者は、事業開始において多額の資金を要することもあり、金融面からの支援措置として、投資の呼び水効果を狙い、2013年10月11日に官民ファンドの一つである「民間資金等活用事業推進機構(官民連携インフラファンド)」も発足した(次頁図表4)。

¹ 公の施設の管理は行政が行うとするもので、具体的には道路法・高速自動車国道法・都市公園法・港湾法・空港整備法・下水道法・公営住宅法・水道法・廃棄物の処理及び清掃に関する法律・駐車場法など個別の公物ごとに法で定められている。

² 道路整備特別措置法に基づく有料道路を運営できる者は、都道府県等の道路管理者や地方道路公社に限られる。特例として愛知県道路公社が管理する有料道路について、コンセッション方式の導入を目指す国際戦略特区法案が第185回臨時国会で成立。戦略特区諮問会議が特区の選定作業に入り、2014年3月にも第一弾の特区指定が行われる予定。

図表4 官民連携インフラファンドのスキーム



(資料)民間資金等活用事業推進機構資料より抜粋

3. 民間資金活用の歴史から見たコンセッションの可能性

このようにコンセッション方式の実現に向けての環境は整いつつあるが、過去に行われてきた民間資金の活用の歴史を紐解くと、必ずしも期待通りのものとならない可能性もある。

例えば、民間資金活用の先駆けとしては1980年代に盛んに行われた第3セクター方式事業がある。結果的には、公と民の間での責任の所在(事業リスク分担)の不明確さ故に事業の多くが破たんし、今なお「負の遺産」として受け継がれている。

次いで、第3セクター方式事業の反省を踏まえ1999年に導入されたPFIは、①競争的かつ公正に民間事業者を選定し、②公と民との間で事業リスク分担を契約により明確に定め、③市場規律のあるファイナンスにより事業の経済性を厳密にチェックする、という建付けで始められた。ところが、実際には最終的な事業リスクを公がとる形がほとんどであった。その典型例がいわゆる「建設費繰り延べ型PFI」と呼ばれるもので、民間が資金調達・建設を行った後、公が施設(確定債権)を割賦購入(サービス購入)するものである。

本来サービス購入とは、施設の購入ではなく、施設が提供するサービスを購入するものであり、サービス水準が高ければ対価である価格が上昇し、低ければ下落するという市場原理によってサービス水準の維持・向上を図るべきものである。こうした仕組みが備わっていなかったため³、実態としては単なる施設整備費の繰り延べ、つまり財政制約を逃れる手段と化してしまった。

³ 確定債権となるBTO方式であっても、損害賠償や瑕疵担保責任の規定等を活用することで、選定事業者に必要な業務履行に対する強い動機づけを働かせることは可能。また維持管理費には減額によるインセンティブの仕組みがある。

このように日本版 PFI の特徴(問題)として、①事業案件の大半がハコモノで VFM(Value For Money)⁴が小さい、②独立採算型が少なくサービス購入型が主流、③BTO 方式が主流であることが挙げられる。これらは、「事業リスクを民間側に移転してVFMを高める(その結果、公金支出を抑える)」という PFI 本来の機能を果たすような仕組みを構築できていないことを示している。

2011 年のPFI法改正は、こうした過去 2 度の反省も踏まえ、コンセッションの導入もさることながら、「PFI事業が官民対等の契約の中で実施されることを明記」することや、「条例で事業開始前に事業条件を決定する」ことなど、本来のPFIの機能を発揮するための文言が盛り込まれており、3 度目の正直となるか注目される(図表5)。

図表5 PFI 法改正の主な改正点

1	PFI事業の適用範囲の拡大	PFI事業の対象として「賃貸事業」や「船舶、航空機等の輸送施設及び人工衛星」が追加
2	公物管理権の民間への部分開放	「公共施設等運営権(＝コンセッション)」という権利を付与された民間が、公共施設等を運営し、自らの収入として料金徴収可能に
3	公共施設等運営権を設定を通じたインフラへの投融資の呼び込み	・「公共施設等運営権(＝コンセッション)」を物件とみなし、運営権に対し抵当権の設定等や保全が可能に ・「公共施設等運営権」を償却対象資産として、契約期間での減価償却が可能に
4	PFI事業契約の法律での位置づけ明確化	全て「事業契約」という言葉で統一し、PFI事業が行政処分ではなく、官民対等の契約の中で実施されることを明確化
5	地方議会によるチェックに基づく事業実施プロセスの整備	条例で事業開始前に基本的な事業条件を決定する
6	運営ノウハウを有する公務員の民間派遣	民間に職員を派遣することがありうることを明記
7	民間による事業実施提案制度の創出	民間側から事業実施の提案ができることを明確に位置づけ、提案に対する回答義務を管理者等に負わせる仕組みを導入

(資料)内閣府 PFI 推進室会議資料より調査部作成

ただし、先行的にコンセッションの取り組みが進められている空港についてみると、実現に向けては課題も山積している。例えば、公募の前提となる国管理空港における旅客ターミナル、駐車場、宿泊施設、商業施設などの空港関連付帯事業施設の一体化に伴う利害調整をいかに公正・透明性をもって行うのかという問題や、民間事業者の選定基準などについても明確になっていない。

2013 年 10 月 11 日には国が管理する空港の運営権を民間企業に売却する際の「基本方針」がまとめられたが、この中には、料金設定に対して「利用者の負担が大幅に増大することがないように留意」といった文言や随所に「必要に応じて」などの曖昧な表現が盛り込まれている。過去の例にもれず、本当に透明性があり、民間の経営の自由度が確保されるのか、今のところその成否については未知数である。

⁴ 支払 (Money) に対して最も価値の高いサービス (Value) を供給するという考え方。従来方式と比較した総事業費削減部分、あるいは同一コストによるサービス水準向上 (利便の向上などの定性的側面からの評価も含む) 見込み部分のこと。VFM 達成が PFI 方式導入の根拠となる。

4. PPP/PFIはあくまで手段、目的こそが重要

最後に、コンセッションを含む PFI 事業全般において、コストの高い民間資金を活用するという意味を改めて考えておきたい。本来民間にリスクを移転する狙いは、民間の高コストのリスクマネーを用いた方が、サービスの向上やコストの削減等が進み、結果的に公共サービス全体に係る費用対効果が改善されることにある。ところが、民間資金であるか公的資金であるかによる手法(スキーム)自体の差異は大きくない。

例えば、従来 PFI あるいはコンセッションとほぼ似た効果を得る手法として DBO 方式あるいは包括的業務委託といった手法がある。図表 6 にあるように、DBO 方式と PFI(従来方式)の違いは、資金調達がかか民かの違いにあり、手法(スキーム)や民間の運営力を活用するという点における違いはみられない。これはコンセッションにおいても同様なことが言える。

図表6 PPP/PFI 手法の比較

主な業務範囲	DBO方式	PFI(従来方式)
スキーム図		
業務内容	性能発注による建設(改築含む)+維持管理	同左
委託期間	設計・建設期間+20年程度が一般的	同左

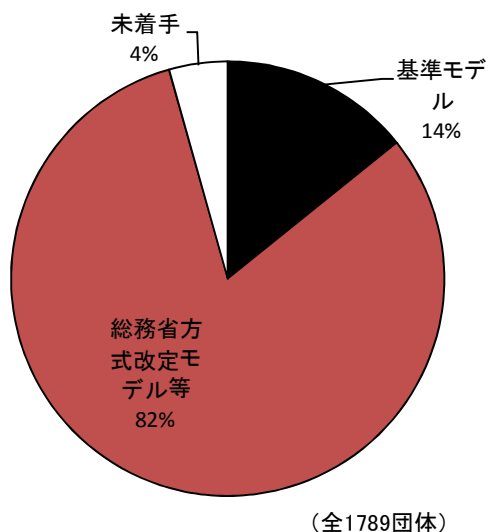
(資料)国土交通省資料より抜粋

重要なのは PFI 事業採用の根拠となる高い費用対効果 (VFM) が見込めるかどうかにある。従来 PFI が財政制約を逃れる手段として使用されたのと同様に、コンセッションが自治体の既存債務削減という目的のための手段として使用されるものであってはならない。その意味では、前述の官民連携インフラファンドは、ミドルリスク・ミドルリターン資金の出し手が少ない日本において相應の意味はあると思われるが、「市場規律のあるファイナンスにより事業の経済性を厳密にチェックする」という機能が損なわれないか懸念も残る。

今後財政制約が一層強まる中、いかにインフラを維持し、高齢社会に適応した社会を築いていくかは我が国最大の問題である。地方自治体の財政難が強力なインセンティブとなって、PPP/PFI といった公民連携を模索する動きが活発化することが見込まれるが、その際忘れてはならないのは、PPP/PFI はあくまで手段であり、その目的こそが重要であるということである。

人口減少が見込まれる中、全てのインフラを維持・更新するのは現実的ではなく、何を残し何を残さないかという選択は避けて通れない。にもかかわらず、インフラの維持・更新にかかるコスト情報など判断材料として必須となる固定資産台帳の整備状況をみると、固定資産台帳を整備して財務諸表を作成している自治体は、1789 団体のうち 14%に過ぎない(図表7の基準モデルに相当)。

図表7 平成 23 年度決算に係る財務書類作成団体数の割合



(注) 基準モデル＝発生主義・複式仕訳を行うとともに、固定資産台帳を整備して財務書類を作成
総務省方式＝既存の決算統計情報を活用して作成

(資料) 総務省資料より調査部作成

こうしてみると、PPP/PFI といった手法の選択肢を増やし、民間資金活用の実効性を高めることはもちろん重要であるが、まずは、費用対効果という観点からも施設やインフラの廃止も含め検討していくことがより重要といえるのではないかな。

(業務調査チーム 貞清 栄子:Sadakiyo_Eiko@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。