

# 金融市場

2001. 8

## 潮流

森林・林業基本法の成立と今後の政策展開 … 1

## 情勢判断

### 国内金融

分水嶺に立つ債券相場と好転模索続く株式相場 … 2

### 国内経済

繊維、電気機械などで急上昇している輸入浸透度 … 4

猛暑と個人消費 …………… 5

### 海外経済金融

上昇力が弱まる米国物価 …………… 6

## 今月の焦点

金融機関の株式保有制限と株式買取り機構設立 … 7

内需拡大が求められる中国経済 …………… 12

## 海外の話題

教育考 …………… 17

## 潮流

# 森林・林業基本法の成立と今後の政策展開

先般の第151通常国会最終日（6月29日）に「森林・林業基本法」（以下基本法という）が可決・成立した。

基本法は、これまでの林業基本法をほぼ40年振りに見直し、国民の森林に対する要請や林業を巡る厳しい情勢等に対応して今後の森林・林業の位置付けを明確化し、講ずべき施策の基本的方向を示したものである。

また1992年の地球サミットにおける「森林に関する声明」やフィンランド等森林諸国が精力的に取り組む「森林の保全と持続可能な森林経営」の流れにも即したものであり、広く国民全体が注目すべき法律である。

旧林業基本法が主として林業生産の増大と林業従事者の所得の増大を目指したのに対し、基本法は理念として森林の有する多面的機能すなわち国土保全、水源かん養、自然環境保全、保健、温暖化防止、林産物供給等機能の発揮と林業の健全な発展を掲げており、国はこの理念にのっとった施策を策定し、実施する「責務を有する」ものとされた。今後は森林・林業基本計画を定めた上で具体的施策を展開することとなる。その場合先ず現在の厳しい森林、林業、山村の情勢を十分認識しておく必要がある。輸入木材の増加により国産材利用率は平成11年には19.2%に低下し、木材価格も大幅に下落する中で林業経営の採算性は著しく悪化している。また林業就業者も昭和50年の22万人から平成11年には7万人に減少した。必然的に民有林の間伐実施は5割程度にとどまり、不在村者所有林も年々増加して25%に達する中で、森林管理水準は低下し施業放棄の増大を招いている。

また山村（指定振興山村）の人口も昭和40年の674万人から平成7年には473万人に減少し、高齢化率（65歳以上）も全国平均14%に対し24%と高い。従って山村自治体の財政も脆弱化が進み、財政力指数は全国平均の0.42に対し0.19に過ぎない。

今後の政策はこのような厳しい情勢を踏まえる必要があり、具体的展開は極めて多岐に亘るものと思われるが、森林の持続的整備、保全のためには何よりも「担い手」の確保が必要であり、そのための山村振興と定住の促進に努めることが肝要である。また年間75兆円ともいわれる森林の公益的機能維持のための社会的コストをどう負担するのか国民的議論と理解を深める必要がある。

小泉内閣の構造改革に関するいわゆる「骨太の方針」の中でも、国民生活や経済活動に不可欠な社会資本として水、大気、緑、土壌等が掲げられている。

おいしい水、きれいな空気、美しい緑の源である森林はこのような社会資本そのものであり、今後の森林整備に対する予算面での配慮と適切な山村自治体への対応を望むとともに地方自治体、森林、林業関係者自らの一段と積極的な取組みを期待したい。

（株）農林中金総合研究所 代表取締役社長 栗林 直幸）

# 情勢判断

## 国内金融

### 分水嶺に立つ債券相場と好転模索続く株式相場

#### 要約

参院選後、補正予算や2002年度概算要求をめぐって小泉内閣の財政再建路線が試される。予算編成論議の中で債券相場は神経質な動きを見せようが、財政悪化に一定の歯止めがかけられた形での予算編成が進むとの想定を継続し、運用難のもと債券利回りは低下、安定化に向かうと考える。なお、金融緩和がドル買いの非不胎化の形でおこなわれた場合、債券相場にはマイナス材料となる可能性。

また、株式相場は、業績下方修正報道が出る時期となり、下値不安は継続しよう。早急に持ち合い株の受け皿となる個人の株式保有優遇税制等証券市場活性化対策の具体化が必要であり、米国景気の底打ち観測が今後の好材料となろうが、景気低迷のもと上値は限定的と考える。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位: %, 円/ドル)

| 年度/月       | 2001(実績) |         | 2001   |         | 2002   |        |
|------------|----------|---------|--------|---------|--------|--------|
|            | 3月(実績)   | 6月(実績)  | 9月(予想) | 12月(予想) | 3月(予想) | 6月(予想) |
| CDレート(3M)  | 0.12     | 0.050   | 0.05   | 0.05    | 0.05   | 0.05   |
| 短期プライムレート  | 1.375    | 1.375   | 1.375  | 1.375   | 1.375  | 1.375  |
| 10年最長期国債   | 1.27     | 1.210   | 1.20   | 1.20    | 1.20   | 1.30   |
| 長期プライムレート  | 1.9      | 1.600   | 1.55   | 1.55    | 1.50   | 1.60   |
| 為替(円/ドル)相場 | 124.6    | 124.265 | 130    | 125     | 125    | 120    |
| 日経平均株価     | 13,000   | 12,969  | 13,000 | 14,000  | 14,000 | 16,000 |

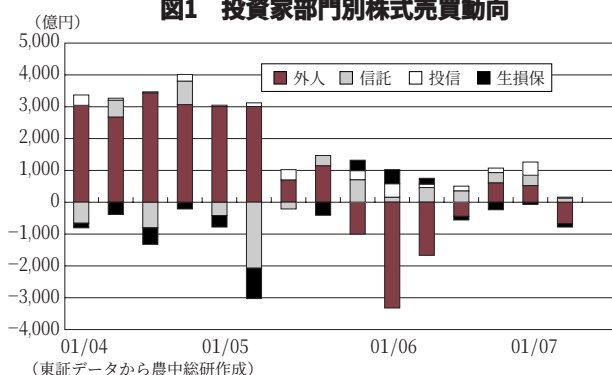
(月末値。実績は日経新聞社調べ)

#### ここ1ヶ月の金融情勢

日経平均株価は7月18日(水)に12,000円割れ。前日(17日)の米国NY株式市場引け後に発表された半導体最大手:インテルの売上総利益率低下見通しなことから、ハイテク関連の先行き懸念が高まったことが要因。

さらに、3連休明けの23日には3月13日につけたバブル崩壊後:11,819円70銭を割り込み、11,609円63銭で引け。ハイテク株の下落に加え、株価下落に伴う保有株損失増大を売り材料に銀

図1 投資家部門別株式売買動向



行株が下げ、内需株にも売りが広がった。内外の景気悪化に伴い業績回復が後ズレする様相となってきたことに加え、薄商いの中、外人投

資家の売り転化や年金等信託部門の買いが引っ込むなど買い手不在の状態となっている(図1)。

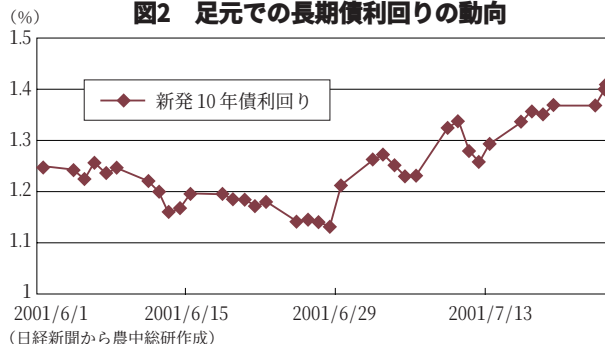
債券相場は、6月後半の景気悪化を示す指標続出や構造改革に関しての小泉内閣首脳の前向きな主張を背景に利回り低下。6月28日に新発10年国債利回りが1.13%をつけた。

しかし、通常国会終了後は参院選に向け、景気重視からの補正予算策定観測が浮上するとともに、財政改革後退の発言も出て財政悪化懸念が浮上。マスコミからも構造改革実行を疑問視する報道が出始めた。

証券各社の債券ストラテジーも強弱感交錯。1.13%が今年の最低長期金利とする潮目転換派が増加。減産等業況悪化を示す報道も多いが、景気悪化は織り込み済みとの見方とともに機械受注などエコノミスト予想を上回る経済指標もあり、債券市場の景気悪化に関しての感度も鈍くなってきた。

これらの状況変化を受け、7月第3週には1.3%台後半まで利回り上昇、10年国債入札日の24日にはヘッジ売りも出て1.4%台乗せとなった。

図2 足元での長期債利回りの動向



なお、ムーディーズ社の日本国債格付け定期レポート(7月12日)はネガティブ・ウォッチ継続という内容。不安定な経済と財政状況について引き続き懸念を表明。

為替相場は、景気悪化の中、円売りから7月5日に125円を突破し126円に迫る円安方向の動

きも見せたものの、ドル円は上値を破れず。南米情勢悪化や全米製造業協会からのドル高修正要求などドル高政策変更懸念に加え、FRB議長の議会証言での米景気先行き慎重発言から、ドルはNY市場で122円台後半まで下落。ジェノバサミットでは為替の言及なく、とりあえず米国はドル高政策維持という市場の受け止め方となっている。

この結果、サミット明けには、124円台に押し戻される展開になっている。

### 向こう3ヶ月程度の市場の注目点 債券：予算論議経て債券相場安定へ

参院選を経て、補正予算編成と2002年度当初予算の論議が本格化する。小泉内閣発足以来の構造改革に関する主張の具体化が試される。

8月10日頃に2002年度予算の概算要求基準が決定される見通しであるが、8月末の要求取りまとめ、9月中旬に予定される秋の臨時国会に向け、与党内のせめぎ合いが、金融市場での材料となろう。また、補正予算編成の必要性も一段と叫ばれるようになろう。

小泉首相は、2002年度予算編成を経済財政諮問会議を通じ内閣主導でおこなう意向を示しており、①2002年度新規国債発行の30兆円以内抑制が第一の注目点となろう。それに加え、②廃止される特殊法人債務の承継国債等での処理や③不良債権処理の徹底に伴う銀行への公的資金再投入に関しての懸念なども債券の売り材料となっており、債券市場が財政再建を評価するハードルは高くなっている。

また、9月中旬決算に向けて、これまで積み上がってきた債券ポートを金融機関が圧縮へ動く懸念が高まった。6月、すでに都銀・長信銀が公社債の売り越しに転じており、7月も同様の動きが生じていることが推測されるが、株安が債券投資のリスク許容度の低下に波及している。このように債券相場をめぐり売り材料が増えていることは間違いなく、予算編成論議の中で、債券相場は神経質な動きを見せよう。

補正予算編成がおこなわれる可能性も高く、セーフティネット形成等の痛み緩和の措置も必要であるが、財政悪化に一定の歯止めがかけられた形で2002年度予算編成が進むとの想定を継続。「経済財政運営の基本方針」に示された重点的推進分野への予算傾斜配分を含め、市場の財政再建路線の評価は確保できると考える。

また、日銀による金融緩和が遠のいたとの観測も悪材料となっているが、金融緩和の可能性は継続すると想定。

表2 日銀政策委員会の経済見通し（大勢見通し）（％）

|        | 実質GDP     | 国内卸売物価指数  | 消費者物価指数<br>(除く生鮮食品) |
|--------|-----------|-----------|---------------------|
| 2001年度 | +0.3～+0.8 | -0.9～-0.6 | -0.8～-0.4           |

4月26日に日銀政策委員会は政策委員の想定した経済見通し（表2）を公表しているが、景気後退過程に入り、上表見通しから、下ブレす

る可能性が高まっている。引き続き、長期債買切りオペ増額等を通じた金融緩和期待が金利低下材料となろう。ただし、デフレ対応としての金融緩和実施が、ドル買いの非不胎化の形でおこなわれた場合、必ずしも金利低下をもたらす保証はない（一方で円安進行）。債券相場にとってはマイナス材料となるリスクもある。

以上から、運用難のもと債券利回りは再び低下、安定化に向かうと考える

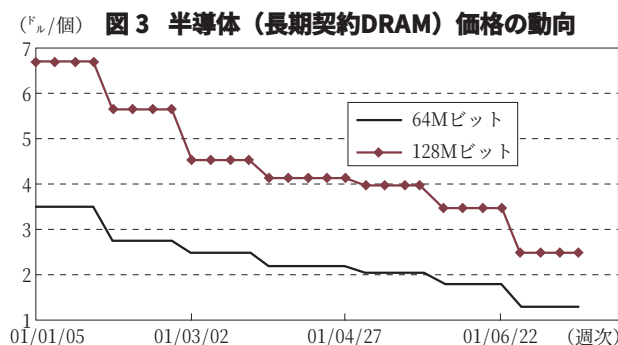
### 株：業績悪化ニュース反応の軟弱相場継続

自動車産業等の円建て輸出割合が高い業種を除き、9月中間決算について業績はハイテクを中心に厳しいものとなろう。

業績下方修正のニュースが具体的に報道される時期となっており、下方修正は相場に織り込まれてきているといっても、実際に悪いニュースが出た時点では、再度、売り材料となるリスクが高い。

電機などハイテク関連銘柄は、生産水準の予想以上の低下に加え、製品市況でも悪化に苦しんでいる。たとえば、国内の半導体集積回路生産は、6月までに前年同月比▲27%低下したが、一方、製品価格は128MビットDRAMで年度当初（4月）4ドルだったが2.5ドルに下がっている。生産性上昇を差し引いても、赤字採算の状態に陥っている（図3）。

また、消費・サービス関連銘柄は、現在のところ景気悪化の直撃は受けていないが、このまま悪化が進行すれば、業績の下方修正懸念が波及することも想定される。



当面は、先行き、業績の底打ちを推測するための材料は乏しい。景気の一段の悪化を想定するリスクの方が多い。

しかし、今後、中間決算発表頃までに生産の下ブレが縮まる方向に動きが出て、米国景気の見通しに目途が立てば、株価の底打ち観からの期待買い出動も出てくると考える。

政府・与党の株式市場活性化対策の遅れも失望されてきたが、ようやく証券税制改正作業も進捗する状況になってきた。さらに構造改革具体化の中で成長分野重視の予算配分も期待要因である。以上のような材料が出てくれば、外人等の買い出動によって、年末前後から株価の回復を見込むことができるだろう。（2001.7.25 渡部 喜智）

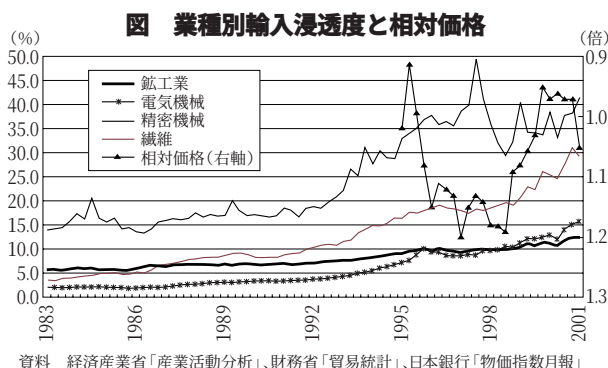


## 国内経済

## 繊維、電気機械などで急上昇している輸入浸透度

7月2日に発表された日銀の短観は、大企業製造業の▲16を中心に景況感が大幅に悪化し、実態経済の悪化を確認する結果となった。一方、先行きに対しては、円安が続いていることから、大企業・電気機械が11ポイントの好転を見込むなど、全体的に楽観的となっている。

しかし円安傾向にもかかわらず、輸出の減少と輸入の増加で貿易黒字は大幅に減少している。2001年上半期は、前年同期比10.8%の円安となったが、貿易黒字は同▲44.0%と5期連続の減少となった。輸入品の低価格競争力を背景として、輸入品の浸透度は繊維、電気機械などで急速に高まってきており、円安傾向が継続しても輸入浸透度の上昇は続きそうである。



輸入浸透度は、企業の販売する製品における輸入品の割合を表す。基本的には、円高になると輸入品の円建て価格が安くなるので輸入浸透度が上がり、円安になると輸入浸透度が下がる。83年以降の推移をみると（図）、鋳工業全体の輸入浸透度は83年の6%程度から2001年は2倍以上の13%程度に高まっている。

業種別では、精密機械が時計、カメラなどのアジアを中心とした海外生産が進んだため、41.6%にまで達している。これに繊維29.4%、非鉄金属20.6%、電気機械15.9%が続いている。

長期的な趨勢では、円高を契機に生産移転が進行した結果、輸入浸透度が各業種で高まった

とみられる。しかし99年以降、円ドルレートは円安傾向にあるにもかかわらず、鋳工業の輸入浸透度は着実に高まっている。特に繊維、電気機械の上昇が顕著である。

鋳工業品全体の円建て輸入品価格は、99年から2001年までの2年間で約8%値下がりした。これは、国内企業の生産拠点の海外移転による逆輸入の増加に加えて、欧米企業のアジア等での現地生産、さらにアジア企業の生産拡大などにより、より安い輸入品が国内に輸入されるようになり、契約通貨建て（約7割がドル建て）の輸入工業品の価格が下がったことが原因である。このため、相対価格（輸入品価格を国内卸売物価で割ったもの。1を超えると国内品の方が価格的に優位になり、1を下回ると輸入品の方が価格的に優位になる）は、97-98年は1.1-1.2倍前後で国内品の方が価格的に優位であったが、99年10-12月期から2000年10-12月期まで1を下回って推移し、輸入品の価格優位性を高めて、輸入浸透度を一層促進した。相対価格はアジアで特に低く、アジアからの輸入品を増やす一因になった。

2001年1-3月期になって、相対価格は上昇して1を上回っているが、これはデフレによる国内物価の下落幅が、輸入品価格の下落幅よりも大きくなったことが原因となっている。しかし輸入品の価格自体はかなり低水準で推移しているため、相対価格が上昇し、円安傾向にあるにもかかわらず、輸入浸透度の上昇は継続している。

今後は、デフレの進行による国内物価の下落が続き、相対価格の上昇が続く可能性も考えられる。しかし、国際的な分業体制が確立していく中で、輸入品の価格が低水準で推移すれば、円安が進行したとしても、電気機械等を中心に輸入浸透度の上昇は続く可能性が高いといえるであろう。

（名倉 賢一）

## 猛暑と個人消費

今年の夏も、昨年に続いて猛暑が続いている。エアコンなどが飛ぶように売れ、夏の個人消費は猛暑に後押しされて予想よりも健闘しているように見える。しかし賃金が増えていない現状では、猛暑による消費の増加は一時的に限られ、結局消費者はほかの支出を切り詰めることになり、消費を底上げすることにはならないと思われる。

1993年から1996年までは、6－9月の真夏日の日数と、小売業販売額の増減率は連動し、真夏日1日が小売業販売額を0.2%ポイント押し上げる効果がみられた。これは、93年度(▲0.2%)を除いて実質給与総額が前年比でプラスだったため、真夏日が増えるとそれに合わせて消費者がエアコンや衣料品、飲料水などの消費を増やしたためと思われる。

猛暑だった94年は、経済対策による戻し減税(6月)が実施されたことが加わって消費者の所得が増加し、猛暑による高水準の消費押し上げ効果が7、8月と継続した。9月になって小売販売額の伸び率は鈍化したものの、6月の水準をまだ上回るなどの押し上げ効果が認められる。(図1)

しかし97年以降は、実質給与総額が前年比マイナスとなり、消費者は真夏日が続いても消費を増やすことが難しくなり、真夏日の日数と小売販売額増減率の連動性は失われた。

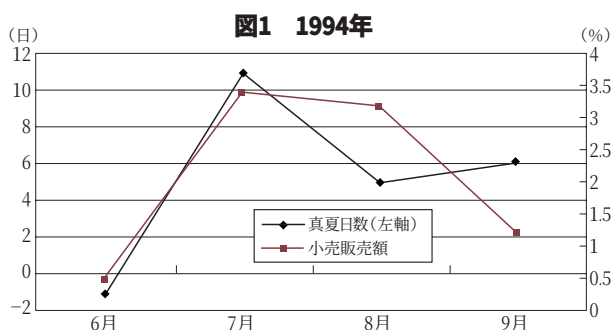
猛暑となった2000年度は、4年ぶりに実質給与総額が前年比プラスとなったことも影響してエアコン等の売れ行きがよく、7月の小売販売額は94年のように押し上げられた。

しかし実質給与総額のプラス幅は微増にとどまり、エアコンなどに回った支出のためにパソコンなど他の消費が抑えられた上、夏後半から景気鈍化の兆しが現れたことが消費に影響した。7月に小売販売額増減率が押し上げられた反動で、8、9月の販売額増減率は6月を下回るほどに低下し、結果的に個人消費は不振に終わった。(図2)

2001年度は真夏日の日数が過去最高だった昨年を上回る勢いであり、6月の全国百貨店売上高は夏物衣料品等が好調で前年同月比+2.4%となるなど、猛暑が個人消費を下支えしている。しかし実質給与総額の伸び率が鈍化しており、消費者は景気の先行きに不安を抱いている。

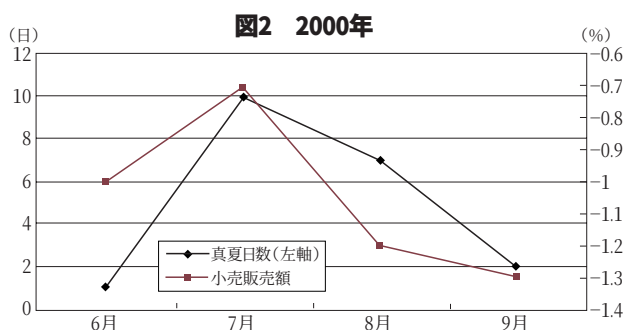
このため、真夏日が例年以上に増えてエアコンなどの購入が増えたとしても、結局はほかの消費を抑制していかざるをえなくなるとみられる。2001年の個人消費は、猛暑で7、8月の消費が好調となった1994年のようにではなく、2000年のように夏の後半になって失速する可能性が高いであろう。

(名倉 賢一)



資料 気象庁・日本気象協会「気象年鑑」、経済産業省「商業販売統計」

(注) 真夏日数は、各月の真夏日(最高気温30度以上の日)数と、平年の真夏日の日数の差。小売販売額は前年同月比増減率。



海外経済金融・米国

## 上昇力が弱まる米国物価

### 減速が進行する米国景気

米国景気の減速が進行しており、それが生産面に顕著に現れている。6月の鉱工業生産指数は前年同月比で▲3.6%となり、4ヶ月連続でマイナス幅が拡大した。生産指数の減少はほぼ全業種に及んでいるが、特に一次金属・金属加工・繊維等素材産業での落ち込みが大きい。また年初には前年同月比で30%以上上昇していた電気機械の生産も急速に落ち込み、6月には前年比マイナスに転じた。年初からのFRBの金融緩和効果（FFレートを6.50%から3.75%へと累計2.75%利下げ）や、7月からの減税実施による政府から国民への小切手交付が当面の景気下支え要因にもなりうるが、景気の底を模索する局面が暫く続きそうである。

### 基調変化がみられる物価動向

一方最近の物価動向をみると、6月の生産者物価（最終財）は前年同月比で2.5%の上昇となり、前月5月の3.8%や、直近ピークである2001年1月の4.8%と比較すると、かなり上昇力が弱まった。これにはエネルギー価格の上昇が落ち着いたこと（5月：14.5%→6月：5.2%）が大きく寄与している。一方6月の消費者物価は前年同月比で3.2%となったが、2000年年初以降、上昇率はほぼこの水準で横ばいを続けている。この消費者物価を食料・エネルギーを除いたベースでみると、6月は2.7%上昇と、これまでのところ鈍化の兆しをみせておらず、物価が下がりにくい側面も依然残っている。

しかし以下三つの事実により、今後物価上昇力の弱まりがより明らかになると考えられる。

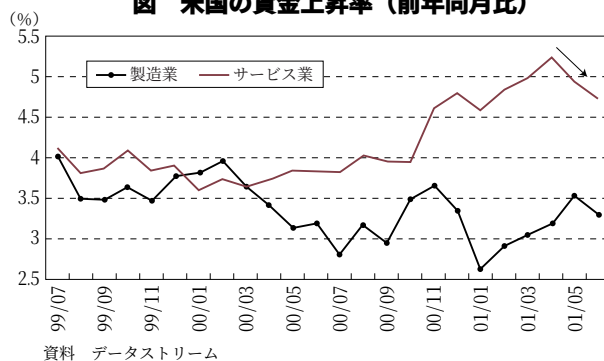
第一に、生産者物価における原材料・中間財・最終財の加工段階別上昇率である。6月の前年比上昇率をみると、原材料が▲2.2%、中間財が1.2%、最終財が2.5%と、加工度が前段階であるほど上昇率が低くなって（或いは下落して）いる。これは先行き物価上昇率が全体とし

て低くなるシグナルである。

第二にエネルギー価格の落ち着きである。原油価格（WTI）はここ半年ほどの間1バーレル当たり20ドル台後半でほぼ横ばい推移しているが、30ドル台半ばに高騰した昨年8月から1年近く経過し、今後エネルギー価格は物価上昇率を鈍化させる要因として寄与する。

第三に賃金上昇率の鈍化である。図のとおり、これまでかなり根強かったサービス産業の賃金上昇率（前年同月比）が、4月の5.2%をピークに、5月：4.9%、6月：4.7%と2ヶ月連続して鈍化した。6月の雇用統計で雇用者数の減少が製造業から非製造業に及ぶなど労働需給が緩和したことが、その背景にあるとみられる。

図 米国の賃金上昇率（前年同月比）



今後賃金上昇率の鈍化が続けば、消費者物価も含め、物価全体としての上昇力の弱まりがもう少し明確になろう。そうすると実質金利が上昇するため、今後のFRBの金融緩和余地が拡がることになる。次回FOMC（連邦公開市場委員会：8/21の予定）において一層の利下げが決定されるかが焦点となる。7月18日のグリーンズパン議長の証言では、追加金融緩和には含みを持たせつつも非常に慎重な言い回しであった。物価安定が前提であるが、景気下振れの際には追加利下げも考えられる。

（永井 敏彦）

## 今月の焦点

# 金融機関の株式保有制限と株式買取り機構設立

### 要 約

銀行保有株式の制限を求める金融審の報告書を受けて、金融庁は同制限措置とこれに伴う株式市場への影響緩和のための「株式取得機構」設立の方針を公表。銀行の株式保有制限は、株価下落による自己資本減少から財務の健全性が損なわれ、銀行への信認や金融システムの安定性に悪影響が及ぶことに対処したもので、国際的な潮流に沿った措置。ただ取得機構設立には、市場機能を損なうとの批判のほか、二次ロス負担の仕組みを巡る関係者間の意見の相違も指摘され、実施までには曲折が予想される。

6月下旬の金融審議会で銀行の株式保有制限を求める報告書が提出され、これを受けて金融庁は同措置の実施とこれに伴う銀行の株式放出の株式市場への影響緩和のための「銀行保有株式取得機構」（仮称）設立の方針を公表した。これらの関連法案は秋の臨時国会で審議され、3月期決算前の実施が予定されている。この問題は、金融システム安定化のみならず金融機関経営や株式市場の行方にも大きな影響を及ぼすとみられるので、以下これら措置の背景や問題点などを整理することとした。

### 自己資本の範囲内への株式保有制限

株式の持合い解消に伴う株価下落の金融システムの不安定化に対しては、4月の政府緊急経済対策で「銀行の株式保有規制」と株式売却による市場の混乱回避のための「株式取得機構」設立方針が打出された。

新内閣の経済財政諮問会議でも、「経済運営の基本方針」のなかで金融システムの構造改革の観点からこの方向を踏襲し、金融審などの場で具体策が検討されてきた。

株式保有制限について答申では、「株価下落により自己資本が減少し、銀行の財務面の健全性が損なわれることが、銀行への信認や金融シ

ステムの安定性に悪影響を与える」点を指摘して、保有株式の価格変動に対する銀行のリスク管理を適切に行うことを求めている。具体的には、①株式保有額が多い銀行に関して、その株式保有総額を自己資本（Tier1か資本勘定）までとし、これを超える株式保有を禁止する上限規制を是認。②この上限規制適用の時期は、市場へのインパクトを考慮し2004年から導入（場合によっては更に1～2年の特別猶予期間を設ける）。③規制対象の金融機関の範囲は、銀行（信託を含む）・長信銀及び農林中金、信金中金とし、銀行本体だけでなく子会社等も含めて検討。④規制の対象となる株式の範囲は、「基本的に広く考える」が、子会社・関連会社やデット・エクイティ・スワップ（債務の証券化）によって取得した株式、ベンチャー企業の株式については、個別の事情や政策目的を考慮して決めることとしている。

そこで国内銀行の株式保有（簿価ベース残高）の推移をみると、バブル期前は20兆円以下で自己資本並の水準にとどまっていたが、80年代後半のバブル期のエクイティ・ファイナンスにより自己資本を上回る増加が続き、98年3月期には46.4兆円とピークに達した。その後は減少に転じ、2001年（同）には44.4兆円まで減少



したが、依然自己資本（35.0兆円）を10兆円近く上回っている（表1）。特に都銀については、含み益吐出しによる簿価の上昇もあり95年度以降は自己資本を10兆円以上上回る高水準を続けている。

**表 1 国内銀行の株式保有状況推移**

（単位：兆円 [ ] 内は資本勘定）

|          | 全国銀行        | うち都銀        | 地 銀        |
|----------|-------------|-------------|------------|
| 1985/3月末 | 10.9 [ 9.9] | 6.1 [ 4.5]  | 1.5 [ 3.6] |
| 1990/3   | 31.1 [28.2] | 16.9 [13.4] | 3.7 [ 6.8] |
| 1995/3   | 42.6 [32.3] | 23.9 [14.8] | 4.7 [ 8.3] |
| 2000/3   | 45.8 [32.9] | 28.2 [17.4] | 4.9 [ 8.6] |
| 2001/3   | 44.4 [35.0] | 27.5 [16.8] | 6.2 [10.2] |

資料 日本銀行「金融経済統計月報」などから作成

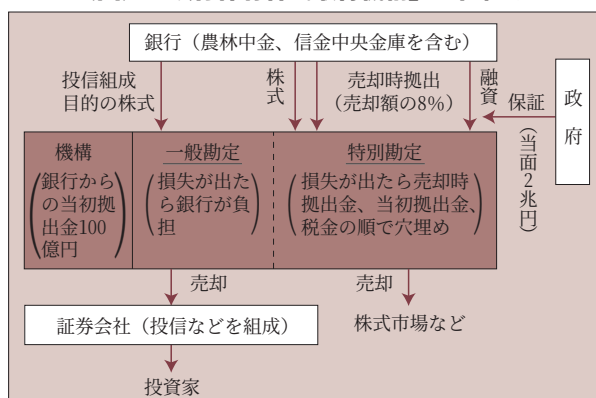
## 「株式取得機構」の設立

金融庁は上記措置と併せ、これに伴う株式市場への影響を軽減する狙いで、公的な枠組みを用いた株式買取りのスキーム「銀行保有株式取得機構」のたたき台を公表して、今後関係先と最終案を詰めていく段取り。この案の概要は次のとおり（図参照）。

①同機構は、全国銀行と農林中金、信金中金を出資会員として設立（政府は出資せず）、当初拠出金（優先拠出金）は100億円を目途に広く会員から出資を求めるほか、株式の売却を行う銀行は、売却額の8%を劣後出資金として負担する。②機構による株式買取期間は5年間を目途とし、機構の存続期間は買取期間を含め最長で10年とするが、買取株式を全額売却した場合は速やかに解散する。③機構には「一般勘定」と「特別勘定」を設け、機構の買取価格は時価とするが、機構への株式の売却数量や銘柄は各行の判断に委ねる。④「一般勘定」は上場

投資信託（ETF）、投資信託の組成や発行会社の自社株取得を念頭においた買取りを行い、機構の保有期間を短縮化することで二次ロス発生のリスクを極力回避する。買取り資金は売却銀行等が負担、この資金には政府保証は付けず、二次ロス・ゲインはすべて売却銀行等に帰属する。⑤機構のセーフティネットとしての機能を果たす「特別勘定」では、上場株式など一定の要件を満たす株式を定期的（例えば月1回）に買取る（株式の管理は信託銀行に委託）。この場合の買取り資金は、民間金融機関からの借入で賄うが、これには政府保証を付す。政府保証枠は当面二兆円とし、必要に応じて見直しを行う。この勘定での買取り株式が値下がりした場合の「二次ロス」（解散時に確定）は、まず民間の劣後出資金、優先拠出金の順に充当し、それでもカバーできない場合は二兆円の政府保証枠を使って穴埋めする。逆に利益が生じた場合は、銀行に当初・劣後の拠出金を返還したうえ、さらに剰余がある場合には、最大8%の配当を行う（更に剰余があれば国庫納付）。

**（図）「銀行保有株式取得機構」の仕組み**



資料 朝日新聞（2001.6.27）を参考に作成

## 金融機関の株式売却は促進される方向

株式保有制限措置について銀行界では、新た

なBIS規制にみられる国際的な流れも、株式保有については厳しいリスク管理を求めている状況下、「規制がなくとも各行とも保有は抑制していく」姿勢を示しており、「その点について方向感の違いはない」（全銀協会長）との態度。ただ株式のみを取り出して法規制することについては「銀行は、株式のほか国債、貸出などの債権を保有しそれぞれのリスクをみながらバランスをとっているの、必ずしも適当だとは思わない」とやや抵抗感を示しているが、「日本的な株式持合いを早期に解消するための緊急的措置」としてやむを得ないとの受止め方。

現に主要行は、2000年3月期2.5兆円、2001年同3.1兆円と毎期株式売却を実施、本年度も前年度を上回る3.7兆円の売却を計画している（表2）。この結果、保有株式の自己資本に対する比率は徐々に低下しているが、本措置により今後さらに売却に拍車がかかる可能性が大きい。金融庁では2004年までの3年間に銀行等から放出される株式は、13～14兆円に達するとの見方。

**表2 大手銀行の保有株式売却計画**

（単位：億円、連結ベース、残高は3月末簿価）

|        | 本年度売却<br>予定額(前年度) | 株式<br>保有残高(自己資本比率) |
|--------|-------------------|--------------------|
| 三井住友*  | 6,700 (4,000)     | 65,204 (1.62)      |
| UFJ*   | 6,700 (6,424)     | 61,122 (1.54)      |
| みずほ    | 5,700 (9,300)     | 79,177 (1.27)      |
| 三菱東京*  | 5,550 (2,334)     | 60,625 (1.56)      |
| あさひ    | 5,000 (3,500)     | 17,598 (1.29)      |
| 中央三井信託 | 3,000 (1,500)     | 18,642 (2.39)      |
| 住友信託   | 2,000 (1,400)     | 12,510 (1.64)      |
| 大和     | 1,500 (1,015)     | 12,659 (1.56)      |
| 安田信託   | 1,000 (1,700)     | 6,958 (1.91)       |
| 合 計    | 37,150 (31,173)   | 334,495 (1.51)     |

(注) 1. UFJ—三和、東海、東洋信託の計、みずほ—第一勧銀、富士、日本興業の計、三菱東京—東京三菱、三菱信託の計。  
2. \*は中期売却計画額を年数で割って算出。

資料 各行公表資料、日本経済新聞などから作成

また「株式取得機構」について全銀協では、株式の持合い構造の円滑な転換を通じて株式市場の活性化、株式保有構造の改革を進めるという狙いは理解できるとして、一応受け入れの姿勢。ただ具体的な「機構の株式取得・保有・最終売却の全ての局面について十分議論を行う必要がある、市場と調和した実効性の高いものであるべき」として注文をつけていく考え。併せて機構が株式を売却したときに生じる譲渡益につき課税を翌年以降に繰り延べできるよう、また個人投資家の育成を図るための投資促進税制など幅広い制度改正を要望している。

## 銀行の株式保有リスク評価厳格化の背景

銀行の株式保有抑制を議論した金融審議会では、銀行の大量の株式保有に関して次の三つの視点から問題が指摘された。

まず、株価変動に伴う自己資本減少を通じて「銀行財務の健全性と金融システムの安定性を損なう懸念」があるという点である。これについては、次のようなリスクの大きさから考えて、銀行の株式保有リスクに自己資本比率を反映させて管理していくのが適当との考え方で一致したと伝えられる。①時価評価の導入により株価変動が直接バランスシートに与える影響が大きくなっていること、②銀行の株式保有は、好況時に株式上昇から銀行の信用供与能力を高める一方、不況時には株価下落から信用供与能力を低下させるというプロシクリカリティ（景気増幅効果）の問題があること、③銀行が自己資本に比して過大な株式保有を行っていることに加え、保有株式の時価と取得価格が近づいているため、株式変動リスクの吸収が困難となっていくこと。

こうした株式保有リスクを、市場リスクの評価手法（都銀9行の過去10年間の株価動向をもとに）で算定すると、「1%の確率で1年以内に自己資本の5～8割を超える損失が発生する可能性がある」（注）という試算がある。

第2には、持合いによる株式市場の価格形成の歪みと株式市場の健全な発展の面からの問題指摘である。銀行が保有する株式の多くは事業法人との持合いに代表される政策投資であり、収益性を考慮した企業評価に基づかない株式保有が株価形成を歪め、株式市場の発展を妨げてきたという指摘である。こうした観点から、株式持合いの中心的役割を果たしてきた銀行の株式保有を制限することは、株式市場の健全な発展にとって望ましい方向としている。同時に、直接金融中心の金融システムに移行するうえで、銀行に代わる株式の新たな保有者として機関投資家を含む個人投資家の育成が必要との認識に立ち、個人が株式市場に参入しやすい環境整備の必要性も指摘されている。

第3は、銀行と事業法人の株式持合いに伴うコーポレート・ガバナンス（企業の経営監視）の機能不全の視点である。株式持合いは、過去には安定的取引関係の維持や長期的視点からの経営といったメリットもあったが、近年そのメリットが薄れる一方、銀行による株式保有が議決権行使による経営監視を怠り、産業の構造改革の遅れに繋がったとの指摘もあり、持合い解消へのインセンティブを与えることは妥当としている。

（注）金融審議会における川北英隆日本生命財務企画部長の報告（金融財政事情2001年6、4号）。この点に関し、内閣府の試算として、「2001年3月期のTOPIX 1277.27で、主要14行の連結ベースの含み損は2,700億円。保有株式の

構成が変わらない前提で、TOPIX10%下落で含み損は1.99兆円に拡大する」との試算もある。

## 新 BIS 規制案でも欧米は厳しいリスク評価を要求

この問題を巡る国際的な流れをみると、BISの新たな自己資本基準（いわゆる新BIS規制——当初予定よりずれ込み2005年実施予定）に関し、本年初公表の第二次協議案では銀行の株式保有について複数の選択肢が提案されている。一つは、標準的手法として信用リスクの枠組のなかで保有リスクを評価する場合のリスクウェイトを、現行100%に対して保有目的に応じて分け、長期保有の場合は一般債権と同様、信用リスク格付けに応じて20～150%を適用、短期保有の場合は価格変動リスクを考慮して最も高い150%とする案。もう一つは、より先進的な銀行が採用する内部モデルによる場合、保有目的に応じて長期保有分については信用リスクの手法（デフォルト率／損失率推計法）によるが、短期保有分については価格変動リスク計測の手法であるバリュー・アット・リスク（注）の手法を併用する方が適当であるという案である（本誌2001年3月号参照）。

こうした議論の背景には、株式については各国の歴史・制度や金融仲介構造の違いなどに照らして一律のルールで規制していくことが難しいという事情があるなかで、株式保有については一般の債権以上に厳格なリスク評価を求めていくという米・欧主要国の考え方がある。2002年初に公表される最終案に向け、これとどう平仄を合せていくかも課題となる。

因みに米国では、1930年代の恐慌時の経験を基に策定されたグラス・スティーガル法によ

り、銀行（本体）の株式保有は原則として禁止されていたが、昨年施行された金融近代化法（グラム・リーチ・ブライリー法）により、金融持株会社の子会社は、マーチャント・バンキング業務に従事することが認められ、その子会社は事業会社の株式を保有できることとなった（同法第103条）。但し、その場合①マーチャント・バンキングによる投資額は、金融持株会社の資本金（Tier1）の30％とする、②株式への投資額の8～25％を金融持株会社の自己資本（Tier1）から控除する、等制限を設けている。

またドイツ（フランスもほぼ同様）では、ユニバーサル・バンキングであるため銀行による事業会社株式保有は認められているが、その場合、①一社に対する出資（株式保有）額は、当該金融機関の自己資本（Tier1＋Tier2）の額の15％を超えてはならない、②①の出資額総額については、銀行は自己資本の60％を超えて保有してはならないとされている。

（注）バリュー・アット・リスク（VaR）とは、①ポートフォリオをある一定期間保有した際、②ある一定の確率以下で起きるような不利な変動があった場合の、「最大損失」のこと。市場リスク量の計測には通常VaRが用いられるが、VaRの計測にあたって画一的な手法があるわけではなく、ポートフォリオ保有期間や信頼水準等、前提となる考え方に応じて結果が異なることもありうる（日銀の説明）。

## 株式保有制限と保有機構の問題点

銀行の株式保有抑制の方向に対する認識は一致しているが、規制の仕方については「株式だけを取り出して法的規制を課すのではなく、銀行資産全体のリスク量に自己資本が見合っているかどうか重要」との意見が銀行だけでなく、学者のなかにも根強い。そのほか市場関係者のなかに、実施が先送りされると株式市場に長期

に亘り売り圧力が残るとして、「早期実施」を求める意見があり、適用対象についても株式保有の狙いが銀行とは異なる協同組織の農林中金・信金中金を含めることに異論がある。

ただ、新BIS規制など国際的に厳しいリスク管理が求められていることを考慮すると、運用の細目での調整はあろう（保有株式算定を簿価とするか時価とするかなど）が、大枠は答申案に近い形で実施に移される可能性が大きい。

他方株式保有機構については、機構設立自体を含めなお批判が多い。その一つは、同機構が株式市場の価格形成機能を歪め市場の透明性が損なわれるとする主張であり、他にコーポレート・ガバナンスの弱体化をもたらすとの意見や銀行保有株のみを買入れ対象としているのは事業会社との公平性を失する等の意見がある。

また設立を是認する側からも、運用面につき幾つかの点で意見の対立がみられる。

最大の対立点は、機構の特別勘定での買取り株式を市場に売却した際に、二次ロスが発生した場合の損失負担である。政財界には、特別勘定の買取り資金への政府保証は二次ロスへの政府負担に繋がり、納税者に負担を強いる点で問題であるとの指摘が多い。これに対し市場関係者には、政府保証は銀行の売却見込額に比べ少な過ぎるとの見方もあり、銀行側は、拠出金部分を含め銀行に下落リスクが残り、株価変動リスクが遮断されない点を問題にしている。また機構に売却する株式の銘柄基準や株式の売却益に対する税制上の扱いについても、関係者間に意見の違いがみられる。これらを含め成案を得るまでには、今後なお曲折も予想される。

（荒巻 浩明）



# 内需拡大が求められる中国経済

## 要 約

中国では、1990年代前半に設備投資ブームが発生し製造業の生産能力が大幅に拡大した結果、90年代後半には外需主導型で経済が拡大し、輸出増加により貿易黒字が定着化した。一方内需については、農村部での個人消費の伸びが冴えないことから、全体としての盛り上がりを欠いた状態が続いた。この背景の一つとして、農村部から都市部への人口移動が限定的で都市部での賃金上昇が農村部にあまり波及しなかったことがあげられる。

今後さらに外需依存型経済拡大が続くと、貿易摩擦や人民元切り上げ圧力が顕在化する可能性があり、経済を内需型に軌道修正していく必要がある。そのためには農村部を中心に内需が自律的に拡大するような仕組みづくりが求められる。

## 外需主導で拡大した90年代後半の中国経済

中国の実質GDPは1990年代に年平均10%程度と目覚しく拡大したが、90年代前半は設備投資主体の内需主導型であったのに対し、後半は典型的な外需主導型であった。表1のとおり、95～99年のGDPに占める外需の平均比率は2.9%となり、90～94年平均水準の1.2%から上昇した。中国のGDPを需要項目別に分解し、日本の高度成長時代と比較すると、外需依存度が高く、反面特に個人消費のシェアが小さい。

表1 GDP需要項目別シェア

(単位: %)

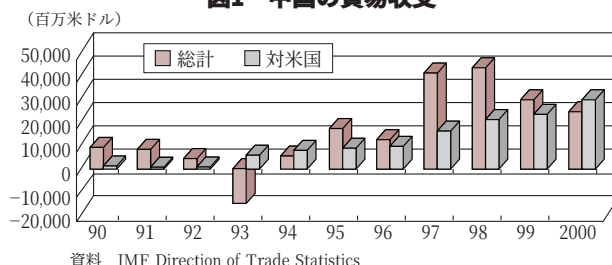
|           | 中 国     |       | 日 本     |       |
|-----------|---------|-------|---------|-------|
| (5年平均)    | 1990-94 | 95-99 | 1960-64 | 65-69 |
| 名 目 G D P | 100.0   | 100.0 | 100.0   | 100.0 |
| うち個人消費    | 47.3    | 46.6  | 55.4    | 54.6  |
| うち政府支出    | 13.0    | 11.8  | 8.8     | 8.7   |
| うち総資本形成   | 38.5    | 38.7  | 36.4    | 36.0  |
| 内 需 計     | 98.8    | 97.1  | 100.6   | 99.3  |
| うち純輸出(外需) | 1.2     | 2.9   | -0.6    | 0.7   |

資料 中国統計年鑑、国民経済計算年報

中国の外需を貿易収支の時系列データからみると、図1のとおり94年以降黒字が続いている。99年以降黒字幅が縮小したが(注1)、対米貿易黒字が逆に拡大している。

(注1) 98年7月より密輸取り締まりが強化され、それ以降輸入統計の対象となる金額が増加したため、99年以降の貿易黒字は実態により近い形になっている。従って実際の97・98年の貿易黒字の山はもっと低く、99年以降の減少はこのグラフのイメージよりも緩やかであった可能性もある。

図1 中国の貿易収支



## 過剰となった生産能力

中国では90年代前半に、設備投資ブームが発生し、特に92～94年の間では、固定資産投資が毎年前年比30%を超える増加を記録した。これにより製造業の生産能力が強化され、表2のとおり主要製造業の生産量が90年代を通して大幅に増加した。特に表2の中の太字で記した業種では、製品を国内だけでなく外国にも販売しているが、これら業種の生産量増加が際立っていることがわかる。

しかし、いくつかの業種で生産能力が過剰となった。鉄鋼では、自動車薄板等を輸入に依存

表2 中国主要製造業の生産量

|        | 90    | 94    | 95    | 96    | 97    | 98    | 99    |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 化学繊維   | 100.0 | 169.4 | 213.3 | 226.9 | 285.1 | 308.3 | 362.7 |
| カラーテレビ | 100.0 | 163.5 | 199.2 | 245.6 | 262.5 | 338.5 | 412.4 |
| 鋼材     | 100.0 | 163.6 | 174.3 | 181.2 | 193.7 | 208.4 | 234.0 |
| プラスチック | 100.0 | 176.8 | 228.9 | 254.1 | 302.1 | 305.1 | 351.2 |
| 移動体通信  |       |       | 100.0 | 94.2  | 118.8 | 182.6 | 264.0 |
| パソコン   |       |       | 100.0 | 166.1 | 247.2 | 348.7 | 484.6 |
| 自動車    | 100.0 | 266.0 | 282.7 | 287.0 | 307.9 | 317.1 | 359.9 |
| 発電     | 100.0 | 149.3 | 162.2 | 174.0 | 182.8 | 187.8 | 199.5 |
| 天然ガス   | 100.0 | 114.7 | 117.4 | 131.5 | 148.4 | 152.1 | 164.7 |

(注1) 移動体通信とパソコンは95年の生産量を100、それ以外の産業は90年の生産量を100とした指数

(注2) 太字の産業は、輸出産業  
資料 中国統計年鑑

しているものの、建築材の生産力は国内需要を上回っている。家電メーカーは、生産量の拡大により激しい国内販売競争を繰り広げている。また農業では96～99年の4年間食料の豊作が続いたため農産物が余剰となり、生産調整が行われている。

## 内需不足の背景

表1から個人消費のGDPに対するシェアが低下していることが読み取れるように、消費の伸びはあまり力強くなかった。前述の製造業の過剰生産能力（99年時点での設備稼働率は60％程度）も相俟って、多くの産品で生産過剰による物価下落がみられた。中国の消費者物価上昇率は98年に▲0.8％、99年に▲1.4％と2年連続して対前年で下落した。中国のような高い経済成長を続けている国での物価下落は、極めて珍しいことである。

個人消費低迷の要因としては、将来の生活不安に備えた消費の手控え、住宅・医療・教育・養老などの制度改正により従来国家が負担していた支出が個人の負担になったことが指摘されているが、ここでは世帯数の増加・耐久財消費・賃金上昇率の三点に焦点を置き、日本の高度経済成長の特徴との比較を行うことで、その

特徴を明らかにしたい。

1955年～75年の20年間に、日本の人口は約9,000万人から1億2,000万人へと約33％増加したに過ぎないのに対し、世帯数はこの間80％程度の伸びを記録した。世帯数の増大は都市部における核家族世帯（同期間に約2倍）、単身世帯（同期間に約7倍）によるものである。農村で同居していれば一つで足りた洗濯機も冷蔵庫も、都市に新しい世帯が生まれればもう一つ必要になる。このようにして農村部から都市部への人口移動、それに伴う世帯数の増大が広範な内需を生み出した。このメカニズムは、高度成長の過程で鍵をにぎる財が耐久消費財であったという事情に強く依存している。70年頃を境に世帯数の増加率は急速に鈍化した。背景としては農村の過剰人口の枯渇があげられる。このころ耐久消費財の普及率もほぼ100％近くとなったが（表3）、この後間もなく日本の高度成長は終焉した。表3によると、日本の高度成長時代は、まず都市部に耐久消費財が普及し、農村部が後からキャッチアップした過程であったことがわかる（注2：末尾）。

表3 耐久消費財の保有数・普及率

|    |         | 冷蔵庫   |       | 洗濯機   |       | カラーテレビ |       |
|----|---------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
|    |         | 都市部   | 農村部   | 都市部   | 農村部   | 都市部    | 農村部   |
| 中国 | 1985    | 6.58  | 0.06  | 48.29 | 1.90  | 17.21  | 0.80  |
|    | 90      | 42.33 | 1.22  | 78.41 | 9.12  | 59.04  | 4.72  |
|    | 95      | 66.22 | 5.15  | 88.97 | 16.81 | 89.79  | 16.92 |
|    | (注1) 99 | 77.74 | 10.64 | 91.44 | 24.32 | 111.57 | 38.24 |
| 日本 | 1959    | 11.1  | 3.4   | 44.2  | 24.4  | —      | —     |
|    | 64      | 77.6  | 57.7  | 85.9  | 76.5  | —      | —     |
|    | 69      | 97.5  | 91.2  | 99.9  | 97.0  | 27.0   | 22.7  |
|    | (注2) 74 | 107.2 | 108.2 | 101.8 | 102.9 | 107.2  | 106.0 |

(注1) 家庭百戸当り保有数。 (注2) 普及率(%)。  
資料 中国統計年鑑、総務庁「全国消費実態調査」

同じ視点から中国経済をみると、1978年～98年の20年間に、中国の人口は約9億6,000万人から12億2,000万人へと約27％増加したのに対し、この間の世帯数の伸びは約60％の伸び

となった。背景としては、厳格な戸籍制度により農村出身者の都市への移住が制限されていたこと、郷鎮企業が農村の余剰労働力のある程度吸収したことがあげられる。

なお農村部から都市部への移住者数について正確な統計を得ることは困難であるが、正規の労働者に加えて、「盲流」「民工」という不正規労働者が出稼労働者として多数都市部に流入したと言われている。これらの不正規労働者は都市における生産には寄与したが、消費にはあまり寄与しなかった。いずれにせよ、これら移住者の数は限定的であったとみられている。

表3で中国の耐久消費財保有数を見ると、都市部での普及が先導している点では60年代の日本と同じであるが、農村部での普及の歩みが非常に遅い。

参考までに、表4のとおり1950-60年代の主要国における成長率と一次産業労働人口の流出度の間には明確な正の相関関係がある。

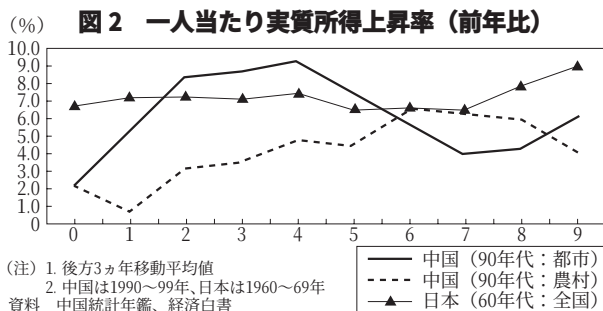
**表4 主要国における成長率と一次産業労働人口の流出度**  
(1953～1967年の14年間) (単位：%)

| 区 分 | 経済成長率（実質） | 一次産業労働人口流出度(注) |
|-----|-----------|----------------|
| 日 本 | 9.8       | 12.4           |
| 旧西独 | 6.0       | 6.6            |
| 米 国 | 3.6       | 4.4            |
| 英 国 | 2.9       | 2.8            |

(注) (1953年の一次産業労働人口-1967年の一次産業労働人口)  
／1963年の総労働人口。  
資料 日本銀行 国際統計比較

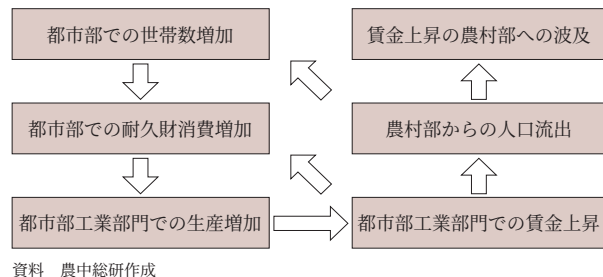
人口移動が活発か否かは賃金水準にも影響する。図2の通り、中国の一人当たり実質所得（物価上昇率調整後）の増加率は、60年代の日本のケースと比較して概して低く、特に農村の賃金が伸び悩んだ。また農村から都市への移住者数は限定的であったため、都市部の賃金上昇を農村に波及させるような役割は果たせなかった。

日本の高度成長時代のような内需主導型経済では実質賃金の上昇が決定的な役割を果たした。耐久財消費増加を受けた都市部での工業生

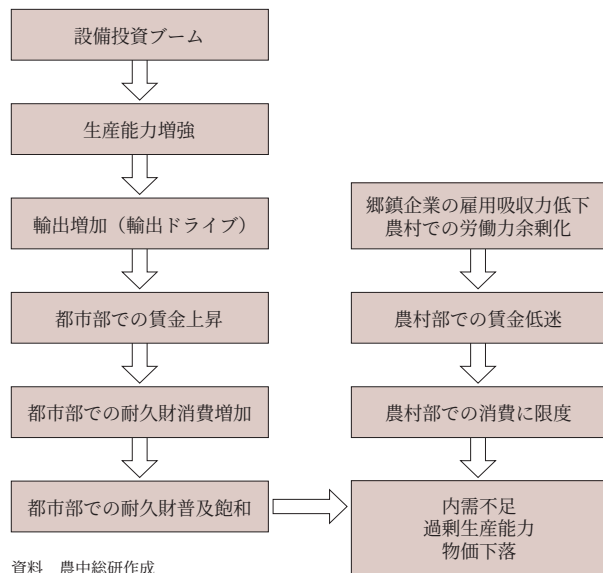


産増加により賃金水準が上昇した一方で、農村部から都市部への人口移動が活発であったため、農村部で余剰労働力が枯渇し賃金水準が底上げされた。一方90年代後半の中国のような外需主導型経済では、特に農村部での実質賃金の伸び悩みにより内需が勢いを欠いたものとなった。

**図3 日本経済の高度成長時の循環**



**図4 中国経済の90年代の循環**



以上をまとめると、高度成長時代の日本経済では図3のとおり、90年代の中国経済では図4のとおり循環が機能していたと考えられる。

こうした都市・農村の二重構造が最近の中国経済の特徴である。都市では耐久財消費が飽和点に近づいた一方、農村では消費性向が高くて所得の制約から消費が伸びない、というのが個人消費伸び悩みの構図である。

50年代の日本にも似たような問題があった。諸外国と比べても劣らない最新鋭の設備を揃え、強力な労働組合との交渉により高い水準の賃金を決定した大企業と、前近代的な中小・零細企業や小規模農家という二重構造の存在である。しかし60年代に大幅な雇用増加が続いた結果、企業間の労働力移動が活発となり、中小企業から給与・労働条件の良い大企業への転職が増えた。このため、中小企業では労働力を確保するために、給与や労働条件を大企業並に改善せざるを得なくなり、企業規模間の待遇格差は次第に縮小していった。

中国の場合、図2のとおり96～98年の間農村部の賃金上昇率が都市部を上回ったが、99年には再び逆転しており、農村部の賃金水準が都市部にキャッチアップしつつあるか否かは、必ずしも明らかではない。

## これまでの内需不足への対応策

中国当局は内需不足への対応策として、西部開発（内陸部の省での道路・鉄道・空港等のインフラ整備）への財政資金投入を開始している。また消費拡大策としては、公務員給与の引き上げ、連続休暇の日数延長、農村部における電気使用料引き下げによる家電製品普及促進を手掛けてきた。また消費者ローンも推進している。しかし個人消費の拡大の決め手はやはり農村部の購買力増大である。

政府の手によらず自律的に内需を拡大させるためには、農村部の過剰労働力を円滑に都市に移すための仕組みづくりが有効と考えられる。中国当局は社会秩序維持のために、都市戸籍保有者と農村戸籍保有者の区別を堅持してきた。ただ地方によって事情は異なり、これまでも外資の進出が盛んな広東省では、農村出身者が絶えず工業地帯に流入した。このため広東省では、工場労働者が一貫して買い手市場で安価な労働者がいくらかでも雇える状況にあったため、賃金が殆んど上昇しなかった。中国当局は最近、大都市周辺に中小都市を育成し、そこで郷鎮企業を活性化させることを目的として、戸籍制度を見直すこととした。2001年10月からこの中小都市に限り、農村出身者の移住が認められることとなった。この中小都市では、農産品加工業や、倉庫・運送・流通等の面で農産品と関係がある工業・サービス業が育成される予定であり（いわゆる農業の産業化）、大都市と農村の間の物流面での橋渡しとしての役割が期待されている。

しかし戸籍制度の緩和と都市への移住自由化の歩みは限定的かつ徐々にしか進まないであろう。今後国有企業改革の進展により都市部での失業者増加が予想されるためである。実際、前述の戸籍制度緩和では、省都等の大都市は対象外になっている。新規に育成する中小都市でも、農村の余剰労働力の移住は計画的に行われる。即ち、無軌道な労働力の流入によるスラム街をつくらないということが大前提である。

## 今後の展開と派生する可能性がある問題点

中国の内需は強いという見方は意外と多い。確かに12億人以上の人口が持つ内需の潜在的な力は大きい。しかし実際、この潜在的なものがなかなか顕在化しにくく外需依存型になりがちなのが、中国経済の悩みである。



今後農村部の所得がある程度のところまで上昇すれば、家電製品・自動車等耐久消費財が一気に普及する可能性はある。耐久消費財売上の伸びは、産業連関上の波及効果により電気機械、鉄鋼、化学、電力等広範囲の業種での売上増加につながる。こうなると自律的な内需拡大が実現するわけだが、どの程度まで所得が上昇すれば引き金になるのか、それがいつ発生するのか、の予測は困難である。

当面外需依存による貿易黒字は持続しそうである。その理由の一つとして、中国の貿易においては、加工貿易のシェアが高いため輸出が減少しても平行的に輸入が減少する、という側面があるためである。また米国の輸入の伸びは2000年後半より景気減速により鈍化しているが、中国からの輸入があまり減少していない。中国人民銀行の戴総裁が米国景気減速の中国経済への影響について、「中国の米国向け輸出には衣料や玩具が多く、落ち込みが激しいIT関連輸出が主力の国とは事情が異なる」と指摘している。これを米国側からみると、景気循環に関わりなく良質で安価な中国の衣料品等の人気は高い。このように、中国の貿易黒字体質は貿易相手国の景気循環によっても是正が難しいところまで来ている。

冒頭の中国のGDPに占める外需の平均比率に戻るが、他のアジア諸国では外需依存度が遥かに大きい国もあり、それとの比較ではこの3%程度という水準は決して高くない（注3：末尾）。しかし中国のGDP規模は2000年に1兆米ドル（世界第7位、米国、日本、ドイツ、フランス、英国、イタリアに次ぐ）に達しており、名目ベースで年7%成長すれば（為替レート不変を前提として）、この規模も10年で倍になる。これだけの規模の国が大きく外需に依存することは、将来貿易摩擦や外国からの通貨切り上げ圧力等のリスクを抱えることとなる。日本は70年頃に、日米繊維交渉

やカラーテレビ輸出ダンピング問題に直面したうえ、71年には円の切り上げが行われた。

WTO加盟が今後の中国の貿易収支に及ぼす影響については、繊維産業での輸出増加が見込まれる一方で、家電・自動車等いくつかの産業での輸入増加も予想されるため、どの程度のものになるかは定かではない。

人民元相場の対米ドル変動幅は現在非常に狭い範囲内に収められており、実質的には対米ドル固定相場制が適用されているが、変動幅の拡大が検討されているようである。今後も外需主導型の経済拡大が続くようであれば、人民元相場を実力相応の水準まで切り上げるべきとの国際的な圧力が強まることとなろう。しかし人民元の切り上げは、輸出産業に不利になる、外国からの直接投資が流入しにくくなる、また輸入農産物が安価となり中国の基幹産業の一つである農業に甚大な影響を及ぼす等、問題が多い。

従って経済をより内需型に軌道修正していくために、今後、財政支出増加による需要創出だけでなく、内需が自律的に拡大していくような仕組み作りが求められる。そのためには農村部住民の都市部への移住に関する規制を漸進的に緩和するとともに、農村部での所得拡大策、また農村周辺に育成する中小都市での産業の振興を一層推進していく必要があろう。

（注2）本段落の考え方は、日本の高度経済成長のメカニズムを、農村部から都市部への人口移動と耐久財消費増加の観点から解明した吉川洋著「日本経済とマクロ経済学」に基づいている。

（注3）各国の純輸出（＝外需）対名目GDP比（95～99年平均）

米国：▲2.0%、日本：1.4%、香港：▲1.5%  
韓国：6.0%、台湾：2.2%、シンガポール：13.0%  
タイ：4.5%、マレーシア：3.5%

（永井 敏彦）