

潮 流

治外法権的存在

理事長 堤 英隆

最近、たて続けに、イギリスを訪問する機会があった。昨年 11 月に訪問した時は、 $£ = 245$ 円で、行く前から、ロンドンの地下鉄（チューブ）の初乗りが 1000 円、不動産価格は高騰、レストランの食事、衣服類も値が張り、手が出しにくいとおどされた。実際、相当に割高に思えた。それから、僅か 4 ヶ月、今回、3 月中旬に訪問した際には、ポンドは何と 200 円を切って 197 円（ドルは 95 円）まで下がり、日英両国の経済実態のファンタメンタルズに大きな変化はないにも拘わらず、ポンドは、ごく短期間に 20% もその価値を減じたことになる。

最近の商品市況に目を転じれば、ドル安、株安が、商品市場への投機資金の流入を呼び、原油は、バレル=110\$ を上回る事態となっている。また、穀物相場についても、職業柄、ブッシュル当たり、コーン=2\$、小麦=3~4\$、大豆=5~6\$ を目安として穀物価格の動きをみていたが、最近では、コーン=6\$、小麦=13\$、大豆=15\$ 台にまで、跳ね上がる事態となっている。

こうした価格急騰の背景として、例えば、穀物価格のように、エタノール需要の増大に伴うコーン需要の拡大といった実態経済を反映した事情もあるが、巨額の投資資金が、ひたすら利益を求めて各市場へ急激に流入していることが、価格の急激な高騰を招いている要因となっている。

こうした資金の一つはヘッジファンドである。1997 年、大量のパーツを売り浴びせて巨額の利益を得、その後のアジア危機を招いたと云われるヘッジファンドは、現在、9000 程度、総資産額は、1.6 兆ドルと巨額である。しかし、富裕層等から私募形式で資金を集め、空売りその他金融派生商品を活用して、絶対的収益を追及するヘッジファンドの実態は、何ら明らかにされていない。

更に、今日では、ヘッジファンドよりはるかに大きな影響力を有しているのが、政府系ファンド（SWF）である。この SWF には、中東の産油国のように高騰するオイルマネーを原資とする SWF と、中国のように潤沢な外貨準備を原資とする SWF がある。現在、SWF は 40 程度、総資産額は 3 兆ドルと云われている。IMF の見通しによると、2013 年までに、総資産額は 6 兆~10 兆ドルへ急増すると云われているが、この SWF も、国を背景としているため、その実態は明らかにされておらず、資産規模、運用方針、実績等も公表されることがなく、ムシロ閉鎖的である。

翻って、私達の周りで活動する企業は、金融であれ、証券であれ、不動産であれ、それぞれの業法を始め、様々な法規制により、その経理内容、活動状況の公表が義務付けられ、社会の監視の目も行き届いている。

しかるに、今日、世界経済に多大の影響を及ぼしているこれらファンドが、他と比較して、いわば治外法権的存在となって自在に行動し、有効な手立てが打たれることなく放置されているのは、異常なことと云わざるを得ない。最近になって、IMF を中心に、ファンドの投資活動を透明化する作業が始まっているが、その甚大な影響力を考慮すると早急な対応が必要である。

情勢判断

国内経済金融

牽引役不在で厳しい状況が予想される 2008 年度の日本経済

～ 08 年度内の利上げ見送りへ～

南 武志

要旨

米国を筆頭に、世界経済の減速感が強まっているほか、米サブプライム問題の広がりに伴う世界的な金融資本市場の混乱、更には円高ドル安、資源高などが進行、企業環境を取り巻く環境が急速に悪化したこともあり、これまで景気の主導役を果たしてきた企業活動に黄信号が点っている。また、賃金の伸び悩みに直面する家計部門では、食料・エネルギー・日用品などが本格的に値上げされていることもあり、消費者マインドは低調なままである。以上から、08 年度前半にかけての日本経済は厳しい状況が続くと予想される。

内外の金融市場では過度の悲観論が後退し、株安・金利低下・ドル安の流れは一服したが、米サブプライム問題など火種は消えておらず、引き続き不安定な状況が続くだろう。白川新総裁の下、日銀は 08 年度いっぱい利上げ判断を行うことは困難と見られる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	項目	2008年				2009年
		4月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
	無担保コールレート翌日物 (%)	0.505	0.50	0.50	0.50	0.50
	TIBORユーロ円(3M) (%)	0.837	0.80 ~ 0.95	0.85 ~ 1.00	0.85 ~ 1.00	0.85 ~ 1.00
	短期プライムレート (%)	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875
	新発10年国債利回り (%)	1.455	1.25 ~ 1.55	1.30 ~ 1.60	1.35 ~ 1.65	1.40 ~ 1.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	103.3	90 ~ 105	95 ~ 110	95 ~ 110	95 ~ 110
	対ユーロ (円/ユーロ)	164.1	153 ~ 168	150 ~ 165	150 ~ 165	150 ~ 165
	日経平均株価 (円)	13,696	13,250 ± 1,000	13,500 ± 1,000	13,750 ± 1,000	14,250 ± 1,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注)無担保コールレート翌日物は誘導水準。実績は2008年4月21日時点。予想値は各月末時点。

国内景気:現状・展望

4月1日に発表された日銀短観(3月調査)によれば、米国を始めとする世界経済の減速懸念、米サブプライム問題の広がりに伴う世界的な金融資本市場の長期に渡る混乱、そして原油高など資源高騰、円高ドル安の進行などが、企業経営者のマインドを急速に悪化させたことが明らかとなった。代表的な大企業製造業の業況判断 DI は前回 12 月調査時から 8 ポイント低下の 11 となったほか、バブル崩壊以降、一貫して業況が「悪い」と回答した企業数が「良い」と回答し

た企業を上回った(=DI の値がマイナス)状態が続いている中小企業非製造業のマイナス幅が拡大したことに加えて、中堅企業非製造業・中小企業製造業も DI がマイナスに陥った。収益計画についても、08 年度上期は減益に転じるとの予想となっているが、そもそもこの計画は 1 ドル = 109 円前後という想定為替レートで策定されていることもあり、輸出製造業を中心に下方修正される可能性も指摘されている。また、設備投資計画(土地投資額を含む、ソフトウェア投資額を含まず)も前年度比 5.3%と、5

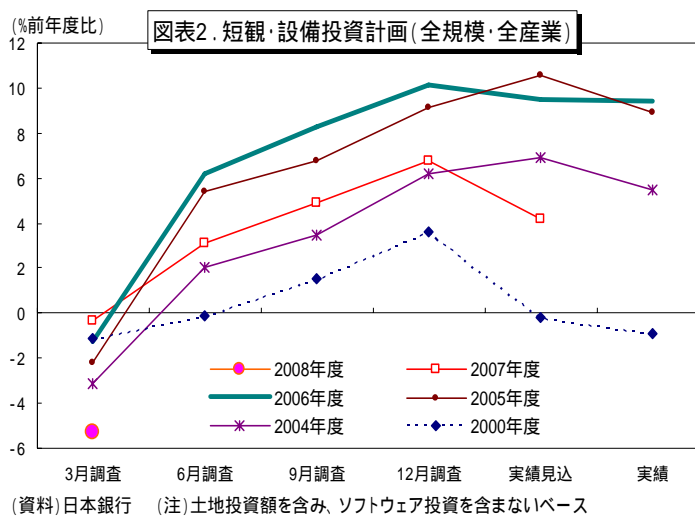
年ぶりにマイナス幅が大きい状態からのスタートとなるなど、「生産・所得・支出の循環メカニズム」が機能しなくなり始めている(図表2)。

なお、鉱工業生産の基準改訂(注)に伴い、従来までは08年入り以降は調整色の強い動きだったものが、直近2月分が過去最高値を記録し、趨勢的な動きも概ね横ばい程度まで押し上げられる

ようなものに修正されたが、景気の現状判断としては「足踏み状態」との認識を修正する必要はないものと思われる。

期待された春闘賃上げ率もほぼ07年並みの妥結となった模様であり、後述する最近の生活必需品の値上げの動きや租税・社会保障負担の高まりなどを考慮すれば、民間消費を中心とする国内需要が本格的に回復することは予想しづらい。世界経済の減速によって、これまで6年以上に渡って景気を牽引してきた輸出に期待できなくなりつつある以上、日本経済は08年度前半にかけて厳しい展開が続くものと思われる。

また、物価面に目を転じると、食料・エネルギーや、日用品の値上げが本格化していることもあり、2月の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)の前年比上昇率が+1.0%まで高まった。一方で、食料・エネルギー以外の消費財・サービスについては小幅ながらも前年比下落状態が続いており、民間消費はそもそも盛り上がりにかけており、足許の物価上昇は需給改善を反映したものではないことを物語っている。とはいえ、4月にガソリン税の暫定税率廃止に伴い、一時的に下落したガソリ



ン価格も、暫定税率復活や最近の原油高の影響を考えれば、5月以降は再び物価を大きく押し上げる可能性が高い。更に、食用油・小麦製品などの食料、電気・ガス料金などエネルギー価格の値上げ継続などが加わり、今しばらくは前年比+1%台の物価上昇が続くことが予想される。

(注)基準年次が2005年へ変更されたほか、業種ウェイト、採用品目なども変更になっている。

金融政策の動向・見通し

4月11日の先進7カ国財務大臣・中央銀行総裁会合(G7)を前に、副総裁に就任したばかりの白川方明氏の総裁昇格が決まり、ようやく3月20日以降約3週間続いた日銀総裁が不在という異常事態に終止符が打たれた。徐々に利下げ予想を強めつつあった市場参加者は、前述した鉱工業生産の上方改訂や総裁就任後の発言内容などを受けて、利下げの可能性が後退したとの印象を強めている。実際に、白川新総裁の金融政策運営に対する基本的な考えは、「金利の正常化」を志向してきた従来の路線に概ね沿ったものと考えられるが、世界経済の減速や金融資本市場の混乱を前に、今しばらくは

それらが及ぼす可能性がある悪影響を慎重に見極めることに時間が費やされることになるだろう。

今後の焦点は、4月30日開催予定の金融政策決定会合後に公表される「展望レポート」の内容である。米サブプライム問題が表面化する中で公表された前回07年10月の展望レポートは、市場からあまりに楽観的過ぎるとの評価を受けたが、4月の金融経済月報において、日銀は「景気は減速している」と下方修正、それまでの「拡大」という表現を削除するなど、市場の景気認識に近づいてきている。とはいえ、国内景気が大幅に悪化しない限り、日銀が自ら率先して、フォワードルッキング的な観点から利下げを行うことはないだろう。少なくとも09年前半までは日銀は現行の金融政策を据え置くものと思われる。

市場動向:現状・見通し・注目点

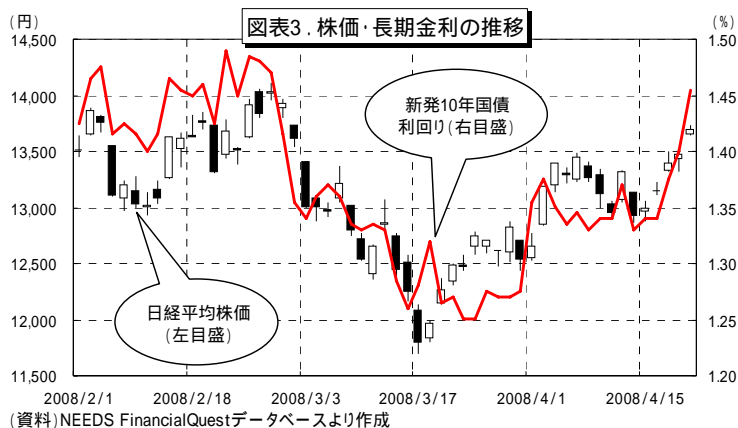
引き続き、米サブプライム問題の行方に金融市場の参加者の注目が集まっている。これまで米国を中心とした政府・中央銀行は同問題に伴う信用不安の鎮静化や景気悪化を食い止めるべく、様々な対策(具体的には、減税(戻し税)、サブプライム住宅ローンの借り手救済策、金融機関の流動性逼迫懸念に対応した潤沢な資金供給、そして政策金利の大幅引下げ)が講じられてきた。こうした度重なる政策発表の直後には、市場も一時的には落ち着きを取り戻す場面もあったが、全般的な流れとしては米サブプライム問題に伴う信用不安は収束に向かうどころか、徐々

に強まっているように思われた。

一方、4月中旬にかけて発表された米金融機関の四半期決算では、一部で減益に転じたほか、サブプライム関連の損失見込み額の更なる拡大も散見されたが、それらが事前予想の範囲にとどまったことや経営者の強気の発言などが好感され、徐々に落ち着きを取り戻しつつあるように見える。ただし、金融市場ではサブプライム問題の解決には、米政府が公的資金投入など抜本的な対策が必要との見方を崩していないほか、同問題が広がりを見せた際には再び株安・金利低下・ドル安が強まることも想定しておくべきであろう。以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べたい。

債券市場

米国を始め、世界経済の減速感は徐々に強まっているが、その「悪さ」は「想定以上」のものではなく、むしろ「想定内の悪さ」と受け止められつつあるなど、過度の悲観論が払拭され始めている。3月下旬にかけて1.2%台前半まで低下した日本の長期金利(新発10年国債利回り)も緩やかに上昇し始めている。しかしながら、1.4%前後の長期金利というのは、依然として06年3月に断行された量的緩和政策解除



前の水準以下であり、「質への逃避」的状況はまだ続いていると思われる。

景気の足踏みを受けて日銀の利上げ観測が大きく後退していること、米サブプライム問題の収束までにはまだ相当程度の時間がかかる可能性が高いことなどを考慮すれば、今しばらくは変動を伴いながらも総じて低金利状態が継続すると予想する。

株式市場

3月17、18日には05年8月以来の12,000円台割れとなった日経平均株価であるが、その後は徐々に持ち直す動きが続いており、最近では14,000円近くまで回復してきている。冒頭で述べたように、国内企業の景況感は大幅に悪化しており、企業活動を取り巻く環境も決して良い状況ではないが、行き過ぎた悲観論が後退したことの反動と捉えるべきであろう。

基本的に、国内景気は今しばらく停滞した状態が続く可能性が高いほか、日銀総裁人事やガソリン税などの取扱いなどを巡る政治混迷、福田政権の構造改革継続に対する期待感の剥落などが、市場の主役である外国人投資家の日本株に対する投資意欲を低下させており、積極的な買い手・買い材料が不在なままである。

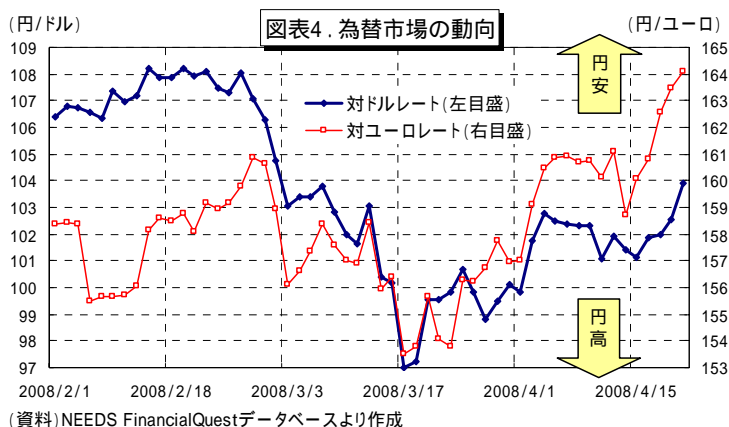
当面は米サブプライム関連の悪いニュースには反応しやすい地合いが残るものと思われ、株価が再び下落するリスクにも十分留意すべきであろう。

外国為替市場

3月17日には1995年8月以来となる一時1ドル=95円台まで円高が進行した円の対ドル・レートも、4月入り後は100円台前半での落ち着いた動きとなっている。なお、基本的には、ドルの対ユーロ・レートが史上最安値を記録するなど、ドルの独歩安という構造であり、そのあおりを受ける格好で円の対ユーロ・レートも弱含む等、「円高」と表現するのは適当ではない。

先行きについて、「金利格差」要因を基に考えていくと、まず、米国ではFRBは金融危機勃発や景気悪化阻止を優先する構えを示しているが、インフレ懸念が相変わらず残っているほか、過剰な悲観論も後退したこともあり、市場の利下げへの思惑もやや弱まった。それでも08年半ばにかけて更に利下げされる可能性は高い。日本でも、利下げ予想が後退したが、さりとて利上げも当面難しく、少なくとも08年度は現状水準のまま推移すると思われる。ECBもインフレ警戒姿勢を続けているが、域内の信用収縮や景気減速への懸念も根強いこともあり、利上げは困難だろう。

以上を考慮すれば、対米ドル・レートは再び円高圧力が強まる可能性があるものと予想する。また、対ユーロでは概ね現状レベルでのみ合いが続くだろう。(2008.4.22現在)



米国経済と株価の本格的底打ちの見極めにはまだ時間必要

渡部 喜智

要旨

大手金融機関の資本増強の実施や赤字決算が残るものの四半期決算が予想範囲内のものであったことから信用不安は後退し、株価は戻りを見せている。大手金融機関の首脳からは最悪期は脱したという見方も示され、株価の底固め期待も強まっている。しかし、景気悪化の懸念は依然残る。経済ファンダメンタルズが本格的に底打ちしていくかの見極めにはもう少し時間が必要だろう。

資本増強や予想範囲内の決算で安心感

3月16日のJPモルガン・チェースによる証券大手ベア・スターンズの救済合併が明らかになり、その直後の証券大手の07年11月～08年2月期の決算が予想を上回る黒字決算だったことから、過度の信用不安は後退した。さらに、3月末から4月初めにかけて、証券大手リーマン・ブラザーズの資本増強（転換優先株：30億ドル+追加4.5億ドルの可能性）計画やメリルリンチCEOの「必要な自己資本を確保済み」との新聞インタビュー、およびポールソン財務長官からの連邦準備制度の権限強化などを盛り込んだ金融行政改革案などの公表も信用不安の後退に寄与した。これらより、ダウ平均株価は12,600ドルレベルまで反発したが、1～3月期の決算発表について、金融セクターのみならず市場全体の業績不安が意識されるようになり、株価の戻りは止ま

ることとなった。

銀行等の決算発表では貸倒引当金の繰入れが増加するとともに高水準の証券評価損の計上もあり、一部銘柄では赤字となるところもあったが、最悪予想は上回る内容となった(第1表)。

第1表 米国の銀行の四半期決算の動向 (百万ドル)

業態等	貸倒引当金繰入額		トレーディング損益		営業損益		不良債権額	
	07/4Q	08/1Q	07/4Q	08/1Q	07/4Q	08/1Q	07/4Q	08/1Q
全国銀行(4行)	4,442	5,503	722	328	21,598	22,966	10,427	14,274
地方銀行(9行)	2,882	2,616	131	667	657	2,082	7,708	8,377
総合金融サービス	13,274	16,185	22,016	8,054	13,626	5,781	20,589	25,350
シティグループ	7,422	5,751	17,319	6,780	16,995	9,008	10,404	12,080
バンク・オブ・アメリカ	3,310	6,010	5,010	504	775	1,192	5,948	7,827
JPモルガン・チェース	2,542	4,424	313	770	4,144	2,035	4,237	5,443

Bloomberg(各決算資料)データより作成 (地方銀行は4/21まで発表分の比較)

また、非金融セクターでは時価総額2位の複合企業大手ゼネラル・エレクトリックが二桁(16%)の営業減益となったものの、半導体最大手インテルや建機最大手キャタピラー、検索最大手Googleがアナリスト予想を上回る好決算となり、米国の景気悪化を他のアジア・欧州などの業績伸長がカバーする期待をもたらした。

これらを受け、4月18日にはダウ平均株価は12,800ドル台を回復した。

金融機関首脳からは最悪期は脱したという見方も示されている。

欧米の大手金融機関だけでも25兆円程度のサブプライム関連商品の評価損計上が行われ、その追加損失の発生リスクが小さくなってきたことは確かだ。下がり続けていたサブプライム関連の信用リスク指標であるABX.HE指数につ



いても、BBB などの低格付けのものは不安定な動きのままだが、商品設計的に実際の損失発生の確率は低いと言われる最高格付け AAA の指数は反転している。過度の信用不安からの連れ安が止まり、市場を冷静に見る目が戻りつつあるとも言えよう。また、住宅関連でも、NHB（全米住宅建設業協会）「住宅市場指数」が下げ止まるとともに、カンファレンス・ボード（CB）消費者信頼感調査の住宅購入意向調査にも反転の兆しがうかがわれる。

このようなことから、株価の潮目は変わり、底固めの段階に入ったという期待も出てきた。

消費者心理が示す景気後退の懸念

とはいえ、実体経済の先行き懸念は残る。

4月4日発表の3月非農業部門雇用者数（速報）は前月比8.0万人の減少となった。失業保険申請件数（週次）の増加傾向などから事前にも減少が予想されていたが、それを上回った。08年1月から3ヵ月連続の減少で累計減少者数は23.2万人となった。また、失業率も2月の4.8%から5.1%へ跳ね上がった。

これに続き11日発表のミシガン大学・消費者センチメント指数は69.5から63.2へ急低下し、景気不安を強めた。この60台前半のレベルは、過去10年のなかで最低水準であったITバブル崩壊後を下回り、湾岸危機とS&L（貯蓄金融機関）危機が重なり景気後退期だった90年10月以来の低水準である。同様に、有力な消費者

心理の指標である、前述のCB消費者信頼感指数も大幅な低下となっており、直近の消費者心理の悪化は明白である（第2図）。

実質個人消費は12月に前月比減少した後、08年1~2月も前四半期に比べ0.2%の増加にとどまっているが、前述のような消費者心理の悪化を見れば、早急な消費の持ち直しを期待するのは難しい。5月には戻し減税の小切手が配布されるが、物価高も加わり消費者心理が圧迫されている現状では、消費にどの程度使われるかは不透明であり、GDPの7割超を占める個人消費の停滞が景気の足を引っ張る懸念は依然残る。

また、住宅関連の低迷も続いている。3月の新築住宅着工（以下：年率）は94.7万戸となり1~3月期平均では前四半期に比べ11.6万戸減少の103.5万戸となった。先行指標の建築許可件数は2月に100万戸割れ（98.4万戸）となったのに続き、3月も92.7万戸へ減少しており、4~6月期も住宅着工が低迷するのは確実だ。

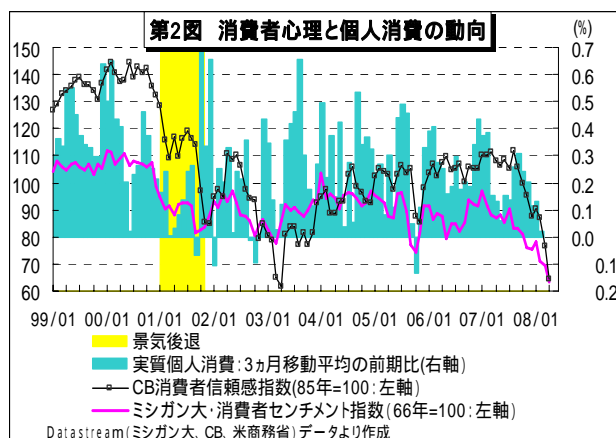
景気の本格的底打ちの見極めには時間必要

変動金利型サブプライム・ローンで2割に達するなど、上昇してきた住宅ローンの延滞率は一段の上昇が見込まれる。また、前述のように消費センチメントの急低下に代表されるように、米国経済の先行きにはまだ不安要因も多い。過度な楽観論への傾斜には注意が必要だ。

4月30日の連邦公開市場委員会では利下げが実施されると予想（利下げ幅は0.25%と予想）

しているが、それ以降も利下げが継続されるとともに、住宅ローンや同ローン担保証券の買入れなど公的資金の投入により、強力な政策姿勢が示されることの検討の必要性は引き続き残っていると思われる。

経験則的に株価など市場の動きは経済的なファンダメンタルズよりも先行して底打ちすることが多いが、景気が本格的に底打ちしていくにはもう少し時間が必要だろう。（08.04.21現在）



原油市況

原油価格（WTI 期近・終値）は、08年初に一時100ドル/バレルとなった後、1月下旬にはサブプライム問題の波及による米国経済の悪化懸念が強まったことから90ドル割れまで低下した。しかし、その後はドル安が進んだほか、世界のエネルギー需要が先行き高まるとの見通しが強まったこと等から原油相場は上昇し、4月18日には116ドルを突破、史上最高値を更新した。

米国経済

米国では、住宅市場の調整の長期化に加え、信用不安や雇用減少などを受けて、景気の減速傾向が強まっている。米FRBは07年9月以降、政策金利（FF金利）を計6回で3%引き下げ、08年3月には2.25%とした。また戻し税での減税など総額1500億ドル強（GDPの1%に相当）の景気対策法案が2月に成立しており、利下げ政策の継続とともにその効果が注目される。ただし、サブプライム問題については、米主要金融機関の四半期決算でサブプライム関連の損失見込み額が市場予想の範囲内に収まったことなどから過度の悲観論は払拭される方向にある。こうしたなか米国の長期金利は3.7%台に小幅上昇して推移している。

国内経済

わが国では、雇用情勢や個人消費などで弱い動きが見られるなど、先行き不透明感が強まっている。2月の鉱工業生産指数（確報）は05年基準へ改定された結果、前月比+1.6%と旧基準速報値の1.2%から大幅に上方修正された。先行き3月も前月比+0.2%と上昇する見通し。また設備投資の先行指標となる機械受注（船舶・電力を除く民需）の月次発表は上下のぶれが見られるものの、直近までは意外にも底堅い。しかし、3月「日銀短観」の設備投資調査は5年ぶりに前年度比マイナスのスタートとなり、その動向には注意が必要。一方、賃金が伸び悩むなか、生活必需品の値上がりにより消費者心理が悪化しており、先行き消費の鈍化が懸念される。

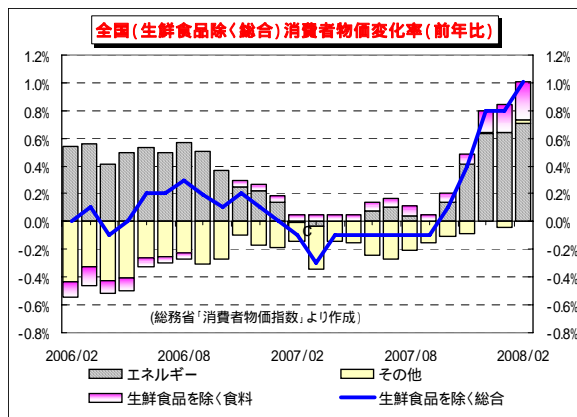
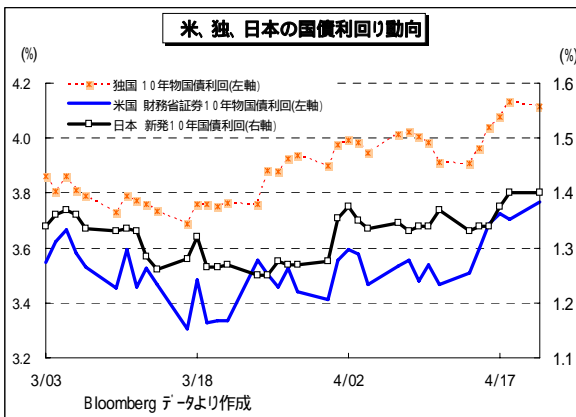
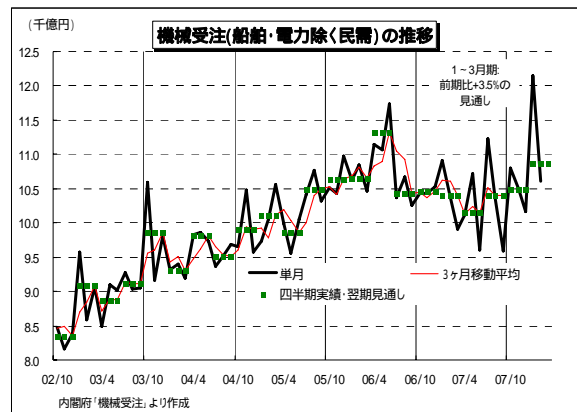
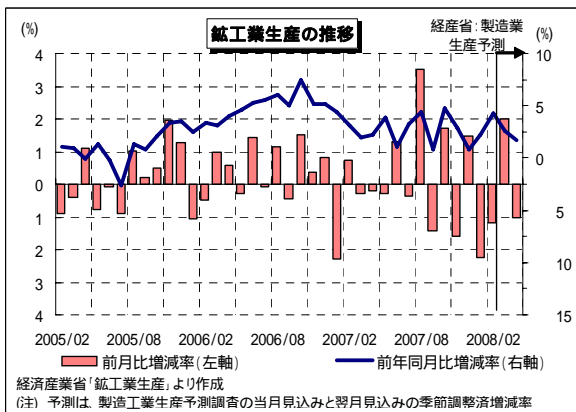
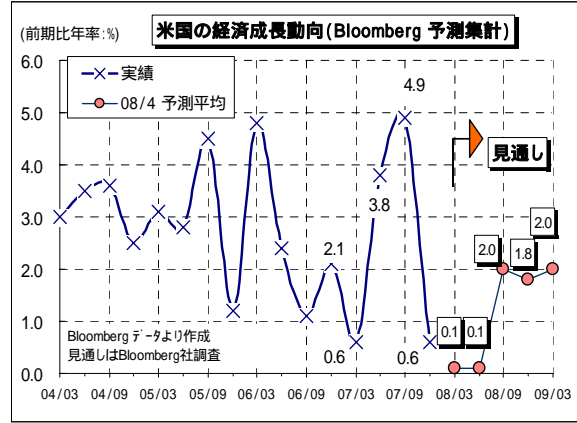
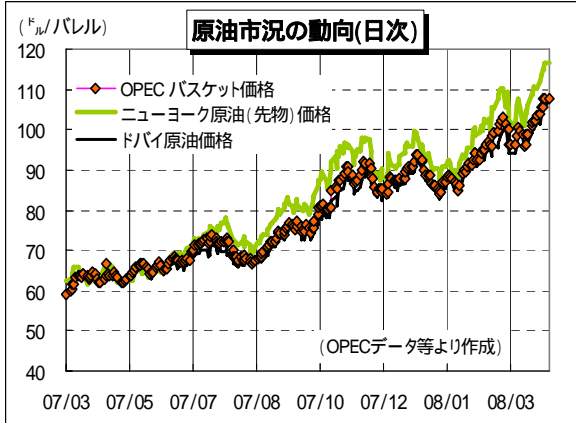
金利・株価・為替

外為市場では、米国の利下げ継続見通しやサブプライム問題に伴う信用不安などから、08年入り後ドル安が進行。ドル円相場は3月中旬に95年8月下旬以来の円高水準となる97円台となったが、このところは1ドル=101円~103円台で推移している。一方、ドル・ユーロ相場は米利下げ継続観測から2月下旬に1ユーロ=1.5ドル台のユーロ導入後初となるユーロ高水準に到達し、4月中旬には1.59ドル台まで上昇。日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは、米国の長期金利上昇等から4月中旬に1.4%台に小幅上昇した。日経平均株価は、世界経済の先行き不透明感や円高進行などから3月中旬には1万1,700円台まで下落したが、このところは米国株価の動向等を背景に1万3,000円台半ばに持ち直して推移している。

政府・日銀の景況判断

政府は4月の「月例経済報告」で景気判断を「回復は足踏み状態」と据え置き。先行きについても「景気は緩やかに回復していくと期待される」と維持。一方、日銀は4月の景況判断を「エネルギー・原材料価格高の影響などから、減速している」と、21ヶ月ぶりに下方修正した。混迷を極めた日銀総裁人事は4月9日、第30代総裁に白川副総裁の昇格で決着。景気減速懸念が強まり、わが国でも利下げ予想が一時強まったが、新総裁の就任会見や信用不安の後退を受けて利下げ予想は弱まっている。（08.4.21現在）

内外の経済金融データ



(詳しくは、ホームページ-トピックス-(今月の経済・金融情勢) <http://www.nochuri.co.jp>へ)

日本銀行の新体制発足と今後の金融政策運営

南 武志

07年夏の参院選で与党が惨敗し、参議院の過半数を野党勢力が占めた結果、「国会のねじれ現象」が生じており、政府・与党によるスムーズな国会運営が困難となる場面が頻発している。最近では、道路特定財源の暫定税率問題に加えて、日本銀行の次期総裁人事を巡って大きく混乱し、日銀総裁が約3週間に渡って不在となるといった異常事態に陥っている。

しかし、4月11日の主要7カ国財務大臣・中央銀行総裁会合（G7、於ワシントン）を直前に控え、副総裁に就任したばかりの白川方明氏が衆参両院の同意の下、総裁に任命された。定員2名の副総裁のうち1名の欠員が生じるなど、まだ万全とはいえないが、日銀もようやく体制を整えつつある。当面は、米サブプライム問題に伴う世界的な金融資本市場の混乱や景気後退入りとの見方も強まりつつある米国経済動向などが日本経済・金融情勢へ与える影響を慎重に見極め、場合によっては何らかの手立てを打っていくものと思われるが、中長期的な課題としては何に注意していくべきであろうか。

積み残されたままの「デフレ脱却」

2月の全国消費者物価の前年比上昇率は総合・コア（生鮮食品を除く総合）とも+1.0%まで高まり、「中長期的な物価安定の理解」の中心値近辺に到達するなど、表面的には長引くデフレ状態から脱したかに見える。しかし、政府（内閣府）などでは、

現時点でデフレ状態から完全に脱却したとの判断を下してはいない。かねてより内閣府では、消費者物価、GDPギャップ、GDPデフレーター、単位労働コスト、の4指標の動向をデフレ脱却の判断材料として重視するとしてきたが、このうちデフレ脱却をサポートするのは、に留まっており、は依然として弱い動きが続いている。

なお、についても、上昇が著しい食料（除く酒類）・エネルギーを除くベースでは、依然として前年比マイナス状態であるほか、についても基準となる潜在GDPの推計方法によっては、過去の趨勢的・平均的なGDP水準を下回っている（つまり、デフレギャップは発生している）との結果が得られる可能性もある。現在の物価上昇が、国内における消費財・サービスの需給改善を伴ったものではなく、単に国際商品市況の高騰からの波及に留まっているに過ぎないということは、仮に国内消費動向に影響が出ないとしても国際商品市況が反落する事態になれば、消費者物価が再び前年比マイナスに陥るリスクもないわけではないだろう。07年3月の量的緩和政策解除は、デフレ状態から抜け出したとの判断に基づいたものと思われるが、実際には日本経済にはいまだにデフレ的状况は残存している。「物価の番人」である日銀は、日本経済をデフレ的状况がもたらす可能性のある弊害から一刻も早く隔離すべきである。

ゼロインフレ予想がもたらす悪循環

「企業から家計への波及」に大きな進展が見られず、所得が伸び悩む家計部門では相次ぐ生活必需品の値上げでマインドが大幅に悪化している。一方、企業部門では値上げによる需要減退を恐れ、投入コストの上昇を完全には価格転嫁することができず、収益圧迫要因となっている。その結果、雇用コストを抑制しようという意識は企業には根強い。つまりは、消費が弱いのは賃金が伸びないためであり、賃金が伸びないのは消費が弱いから、というトートロジー(同語反復)に陥っている。

こうした悪循環発生の一因に、日銀の金融政策スタンスが介在している可能性もある。量的緩和と政策解除後の2度にわたる利上げについて、日銀は経済・物価情勢の進展に合わせて判断したとしているが、一方で金融政策を一刻も早く正常化したいとの思惑も見取れる。実際に、07年2月の第2次利上げ後に消費者物価が再び前年比マイナス状態に陥り、それがしばらく続くことが十分想定されていた中でさえも日銀は利上げ意欲を前面に出し続けたため、マーケットが8月利上げを前提に動いていたこ

とは記憶に新しい。こうした状況を冷静に捉えれば、消費者物価上昇率がゼロ%を上回ると、必ずしもデフレ脱却が完全に果たされていないとも、マーケット、更には一般国民に対して利上げが行われることを意識させるような予想形成メカニズムを作り上げた可能性がある。こうして形成されたゼロインフレ予想が悪循環を発生させている一因ではないだろうか。

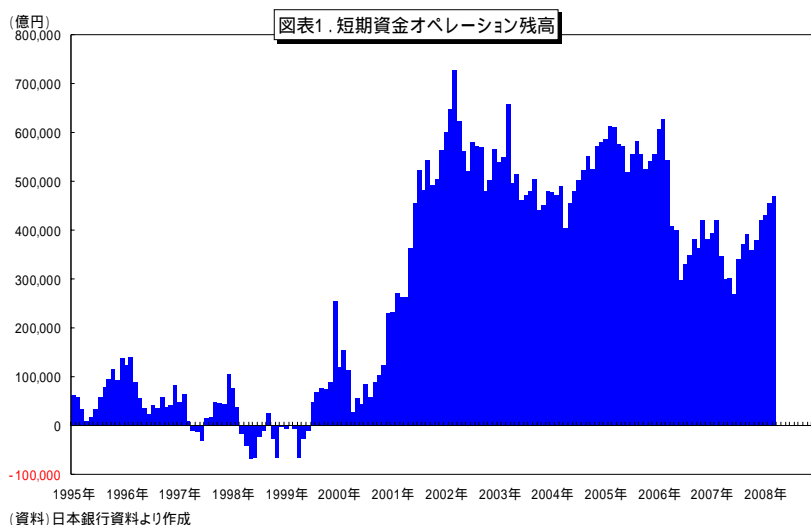
その意味では、民主党に副総裁として不同意とされた伊藤隆敏氏(東大大学院教授)が提起した物価安定に関する問題提起は非常に重要な意味があったと考える。

国債との付き合い方

今回の日銀総裁・副総裁人事において、民主党は財務省関係者をすべて不適任と判断したが、その理由として、日銀総裁・副総裁は財務官僚の天下り先であってはならないということと、財務省出身者が日銀幹部になると、金融政策が財政政策の一部となる懸念があるとす、いわゆる「財金分離論」などを指摘した。この財金分離論はあいまいな概念であるが、マネタイゼーション(日銀による直接的な国債引き受けと

いった国債の貨幣化現象)を懸念したものと捉えることが可能であろう。

現在、日銀は資金供給手段の一つとして、マーケットから毎月約1兆2千億円の中長期国債買入れを実施している。08年度の国債の市中発行額が約105兆円



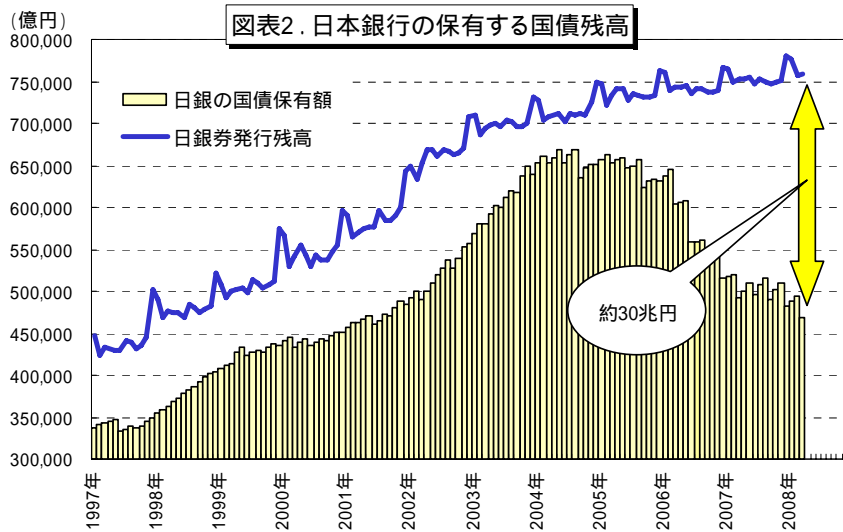
(カレンダーベース)であることを考慮すれば、日銀が市場から定期的に年間14兆円強の国債を買い入れていることは、ある種の安心感を与えている可能性は高い。

ただし、この毎月1兆2千億円という金額は、そもそも量的

緩和政策を強めていくなかで増額されてきた経緯がある。つまり、量的緩和政策を行うための手段であったわけである。既に量的緩和政策を解除してから2年余りが経過していることもあり、これがいつ減額されるのかという「不安」もないわけではない。

しかし、一方で、日銀による国債買入額は増額するのが望ましいという意見もある。というのは、短期金融市場の取引のなかでは、ターム物取引のボリュームが小さいことが指摘されることが多いが、これは日銀が資金供給手段としてターム物オペを多く打っていることの裏返しであるからである。日銀は、財政要因による資金不足期(揚げ超)にターム物オペによって不足を埋める傾向があるなど、短期オペに対して非常に負担のかかる資金調整を行っている(図表1)。こうしたターム物オペの多用によって、短期金融市場の健全な発展が阻害されている可能性が指摘されている。これを修正する手段として、より長期オペの活用、つまりは中長期国債買入れオペを増額すべきという意見につながってくる。日銀は保有国債の上限額を日銀券発行残高としている

図表2. 日本銀行の保有する国債残高



(資料)日本銀行資料より作成

(08年度末の日銀券発行残高76.4兆円に対し、日銀の国債保有額46.9兆円、図表2)が、政府(国債整理基金)による国債市中発行額の平準化に伴う買入消却に応じたことで、日銀の国債保有残高は大きく減少した。さらに、99年度以降は満期を迎えた保有国債はTBによる借換え引受けを行った後(08年度は9.6兆円の予定)原則的に翌年度には現金で償還を受けることになっているが、これにより日銀の国債保有額は今後も減少傾向を辿る可能性がある。

日銀は、日銀券発行残高という負債に見合った資産を保有する必要があるが、国債保有額との乖離が徐々に目立っており、それが短期オペで埋められているというのが現状である。このあたりは技術的な話であり、いわゆる財金分離論だけでその是非を問うべきものではないだろう。

ちなみに、日銀法第4条では、「日本銀行は、その行う通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない

い。」としているほか、日銀総裁は経済政策の司令塔である経済財政諮問会議のメンバーであるなど、金融政策が政府の経済政策と独自に展開されることはありえない点に留意しておく必要があるだろう。

『現代の金融政策 理論と実際』

ちょうど白川氏の副総裁就任と時を同じくして、著書「現代の金融政策 理論と実際」が出版された。著書の前半は、金融政策の教科書的な内容であるが、最後の第部では「近年の金融政策運営を巡る論点」として、量的金融緩和政策、デフレの危険とゼロ金利政策の評価、資産価格上昇と金融政策、の3点に対する独自の考えを表明している。07年に表面化した米サブプライム問題は、米FRBがデフレへの警戒感から大幅な金融緩和措置を採用したことで住宅バブルが発生したことが主因であるという意見が根強いが、実際に上記の～はそうした問題にも密接な関係がある。

資産価格と金融政策との関わり方を巡っては、「バブル現象は金融市場においては不可避であり、かつ資産価格上昇がバブルであるかは事前に分からないとの認識から、まずは物価安定と最大雇用の確保に注力し、バブルが崩壊した際には被害が最小限に食い止めるような政策対応をすべき」とする考え方（FRBビュー）と「バブル崩壊に伴う悪影響を考慮すれば、バブル発生は未然に防ぐべきである」とする考え方（BISビュー）の2つが注目されている。単純に言えば、FRBビューでは金融政策は資産価格にコミットすべきではないとするのに対し、BISビューでは逆に積極的に関わるべきとしている。日銀は『展望レポート（07年10

月）』におけるリスク評価において、「緩和的な金融環境が続くもとで、金融・経済活動の振幅が拡大する可能性」を指摘し、「短期的には景気や資産価格を押し上げることがあっても、その後の調整を余儀なくされ、息の長い成長を阻害する」ことへの警戒を表記するなど、BIS Viewに近いスタンスであると考えられる。

白川総裁自身も、近年、世界的に見ると物価上昇率は安定する傾向にあるが、逆にバブルの発生・崩壊は頻度が増しているとの評価を下しており、金融政策を運営するにあたっては「物価安定だけで果たして十分なのか」という意識があることも著作から窺える。このことは、今後の5年間も「金融政策の正常化」が引き続き政策運営の最大のテーマであることを示唆しているものと思われる。

【参考文献】

- 白川方明（2007）「高まるバブル発生頻度、問われる物価安定の意味」、『金融財政』、共同通信
- 白川方明（2008）『現代の金融政策 理論と実際』、日本経済新聞社
- 南武志（2008）「2008年の金融政策を考える視点」、『農中総研情報 2008年1月号』

今月の焦点

国内経済金融

地域別にみた企業倒産の現状と今後の動向

～ 7年ぶりに倒産件数・負債総額がともに増加、先行きにも増加の兆し～

木村 俊文

07年度の全国の倒産状況

民間信用調査機関である東京商工リサーチによれば、07年度の全国企業倒産件数(負債1000万円以上)は、前年度比+7.7%の1万4366件と2年連続で増加した。また負債総額も同+6.4%の5兆7955億円と7年ぶりに増加。この結果、年度としては2000年度以来7年ぶりに倒産件数・負債総額がともに前年度を上回った(図表1)。

07年度は景気拡大ペースが鈍化するなか、原油や原材料価格が高騰したほか、改正建築基準法の施行に伴う混乱の影響も重なり、地方の中小企業を中心に業績不振が広がったとみられる。

07年度の企業倒産の特徴を挙げると、原因別では販売不振によるものが9289件と最も多く、4年ぶりに9000件を上回った。産業別では販売不振や原材料高などから製

造業の倒産件数が前年度比+11.8%と6年ぶりに増加に転じたほか、燃料費の大幅上昇を受けて運輸業も同+13.5%と2年ぶりに増加。また、継続する公共工事削減に建築基準法改正の影響が加わったことを背景に、建設業の倒産が同+5.5%と2年連続で増加し、件数でも4090件と4年ぶりに4000件超となった。

一方、負債総額を金額別にみると、負債総額1億円未満の倒産が9045件と4年ぶりに9000件を上回るなど引き続き小規模倒産が目立つものの、負債総額40億円以上が4年ぶりに800件を上回り、大型倒産にも増加傾向が見られる。

地域別の倒産状況

07年度の企業倒産件数を地域別にみると、九州(前年度比+14.4%)、北海道(同+

図表1 倒産件数と負債額

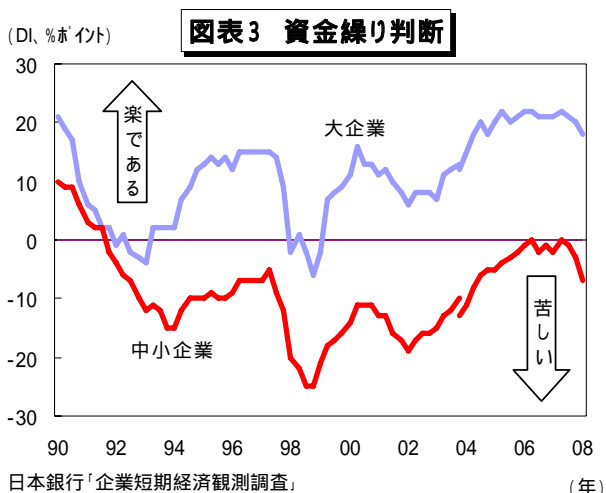
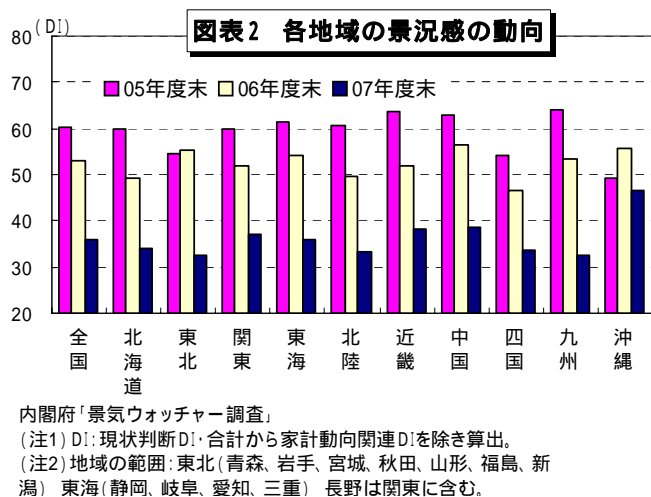
	倒産件数				負債総額			
	07年度件数 (件)	前年度比(%)			07年度金額 (10億円)	前年度比(%)		
		05年度	06年度	07年度		05年度	06年度	07年度
全 国 計	14,366	0.1	1.3	7.7	5,795.5	15.7	11.0	6.4
北 海 道	610	3.8	1.6	11.7	241.1	21.7	109.5	24.9
東 北	803	1.0	0.6	0.1	279.5	14.7	4.2	9.3
関 東	4,850	7.0	2.1	8.9	2,915.6	17.0	8.4	17.3
中 部	1,544	2.9	3.9	11.0	543.8	24.5	22.9	15.5
北 陸	367	9.5	18.8	11.6	145.3	52.0	45.3	54.3
近 畿	3,844	13.6	1.4	6.2	863.9	23.5	34.3	9.0
中 国	605	2.4	5.0	4.6	249.9	47.7	23.3	7.8
四 国	384	18.4	25.3	3.2	120.7	3.9	173.4	47.2
九 州	1,359	5.7	2.7	14.4	435.7	36.3	34.6	18.2

東京商工リサーチ「全国企業倒産状況」

(注)地域の範囲:関東(茨城、栃木、群馬、埼玉、千葉、東京、神奈川、新潟、山梨) 中部(長野、岐阜、静岡、愛知、三重) 北陸(富山、石川、福井) 近畿(滋賀、京都、大阪、兵庫、奈良、和歌山) 沖縄は九州を含む。

11.7%)、北陸(同+11.6%)、中部(同+11.0%)で2ケタ増となるなど、全国9地域のうち8地域で増加した。このうち最も伸びが高かった九州では、建設業(同+6.1%、488件 518件)、製造業(同+39.4%、99 138件)などが増加した。また北陸は、製造業(同+22.0%、59 72件)、小売業(同+89.7%、29 55件)などが増加した。これに対して減少した地域は、中国(同4.6%、634 605件)のみであり、広島、山口がともに2割減となった影響が大きい。

一方、街角の景況感を示す内閣府の景気ウォッチャー調査を見ても、地域区分が前述の企業倒産状況調査と一部異なるものの、相対的にみれば、九州の景況感悪化が顕著となっている。景気の現状判断DI(除く家計動向関連=企業動向+雇用等)は08年3月現在、全国が35.9であるのに対し、九州は東北と並び32.5と最も低く、この2地域は直近1年間で20ポイント超悪化した。一方、中国は38.5と沖縄に次いで高く、同地域の企業倒産件数が唯一減少したことと平仄が合うように思われる(図表2)。



今後の動向

日銀短観3月調査によれば、中小企業・製造業の業況判断DIは6(前回調査比8ポイント低下)、先行き予想は9。また中小企業・非製造業の業況判断DIは15(同3ポイント低下)、先行き予想は21となった。内需依存度が高く、産業構造の調整圧力が強い中小企業では、景況感の悪化が強まっている。

また、企業からみた金融機関の貸出態度は、中小企業を中心に緩和的との見方がやや後退し、企業の資金繰り判断も中小企業では一段と悪化している(図表3)。

こうしたなか、先行きの企業倒産について展望すると、建築基準法改正の影響が薄れるにつれて、建設業では持ち直しの動きが表れると予想される。しかし、原材料・エネルギー高が継続しているため、製造業や運輸業などでは厳しい状況が続くと考えられる。

以上から、地方の中小企業を中心に企業倒産が緩やかに増加する可能性があるだろう。

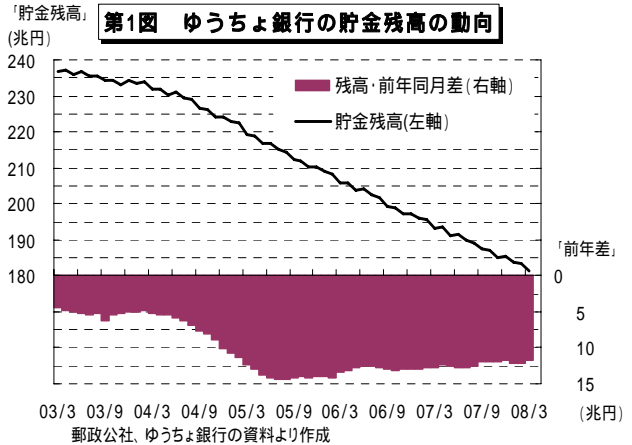
民営化半年を経た「ゆうちょ銀行」の現状

渡部 喜智

民営化直後から積極的な動き

07年10月1日の「郵政民営化」から半年が経過し、初の年度末を迎えた。ゆうちょ銀行は、この半年の間矢継ぎ早に新規業務参入の認可申請を行うとともに、キャンペーンや提携など積極的な営業姿勢を打ち出して来た(第1表)。

07年10月4日のマーケット関連の運用対象の拡大の認可申請(12月19日認可)に始まり、11月26日の住宅ローン代理販売や独自クレジット・カード業務などの認可申請(4月18日認可)さらに08年4月1日には通常貯金(流動性貯金)の預入限度撤廃の認可申請を行った。また、貯金推進キャンペーンとして、宝くじプレゼントに始まり、昨年末のボーナスシーズンには新規定期預入者への初の金利上乘せキャンペーンを打ったのに続き、今年2月から5月までの予定で退職者への金利上乘せキャンペーンが進められている。また、関連する主要な提携としては、02年12月に始まったコンビニエンス・ストア業界2位の(株)ローソンとの提携関係を強化し、共同での店舗出店、店舗併



設、商品開発や郵便局への商品・サービス提供などを進めることで合意したことがあげられる。

依然高い郵便貯金の減少ペース

ただし、民営化後もゆうちょ銀行の貯金流出ペースは高い。

08年3月末のゆうちょ銀行の貯金残高(注)は181.4兆円となり、前年度末から11.7兆円、民営化後の半年でも6.1兆円減った(第1図)。うち、定期性貯金は前年度末から13.0兆円、07年9月末に比べても7.8兆円減少しており、他民

間金融機関への定期性貯金の預け換え等が継続していると考えられる。

(注1) 民営化前は郵便貯金に振替貯金を加えたベースで比較。また、民営化後は未払利子を含まないが、これにより前年差で25~30百億円の残高の下ブレ

第1表 民営化後のゆうちょ銀行の規制緩和とキャンペーンに関する主な動き

年月日	規制緩和の要求と審議・認可	年月日	キャンペーン・サービス
07/10/4	金利スワップ、シンジケート・ローン、株式売買など運用対象の拡大を認可申請	07/10/10 ~11/9	民営化記念宝くじキャンペーン(定期預金100万円につき預入期間3年未満:2000円相当、同3年以上:4000円相当の宝くじプレゼント)
07/11/26	住宅ローン代理販売、独自クレジット・カード業務、変額年金保険の販売を認可申請	07/12/3 ~12/28	金利優遇キャンペーン(新規定期預入者に+0.2%金利上乘せ)
07/12/19	主務省から金利スワップ、シンジケート・ローン、株式売買など運用対象の拡大の認可	08/2/4 ~5/30	退職金キャンペーン(19年1月以降の退職者の取組定期に+0.3%金利上乘せ)
08/4/1	通常貯金(流動性貯金)の預入限度撤廃の申請	08/3/3~ 3/31	『春のありがとうフェア』(郵便、貯金、保険の購入・サービス利用者に抽選でギフト等贈呈)
08/4/18	主務省から住宅ローン代理販売、独自クレジット・カード業務、変額年金保険の販売の認可		

日本郵政、民営化委員会、新聞など資料より作成

要因になっている。

ちなみに、民間銀行の個人預金の吸収は好調であり、シティバンク銀行の邦銀化（07年7月）に伴うデータ集計上の影響を除いても前年比5%程度の増加となっていると試算される。

前述のようなキャンペーンも行っているにもかかわらず、高水準の貯金、特に定期性貯金の流出が続く理由として、主要貯金商品である定額貯金が預入から6カ月以降解約可能という有利なオプション性を持つにもかかわらず、現状の金利情勢ではそれが認識されにくい一方、他民間金融機関のスーパー定期や大口預貯金に金利条件が劣位していることがあげられよう。加えて「民営化」に伴う組織変更で職員の人事異動等もあり、渉外担当等の顧客対応力が弱くなっているという指摘もある。

とはいえ、資金運用モデルの構築がされていない状態で通常貯金の預入限度額の撤廃が行われれば、国の間接出資という関与が残るなかで官業時代に形成された24000局というネットワークの優位性を行使した、過剰な貯金吸収と国民経済的に非効率な資金運用を継続することにつながりかねない。

内部統制を含めたリスク管理の充実と他民間金融機関とのイコール・フットディングの確保が必須であり、金融庁の検査結果を踏まえた上で、民営化委員会には慎重な審議を求めたい。

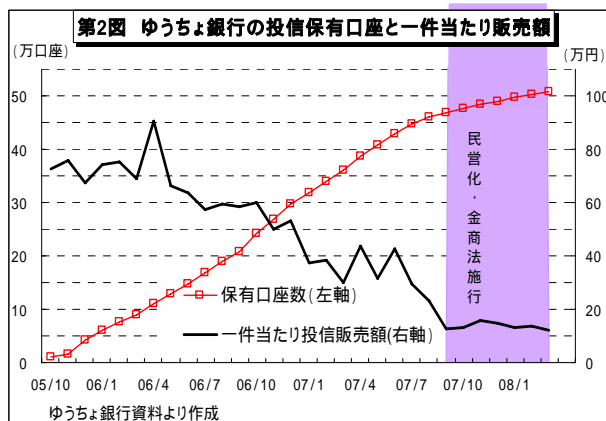
投信販売も減速だが、営業基盤は拡大

05年10月に始まった郵便局の投信販売累計額は、開始から2年足らずの昨年7月に1兆円を突破した。また、ゆうちょ銀行は、07年10月に投信販売の取扱店

舗をゆうちょ銀行の直営店舗と郵便局(株)の店舗で合計397店舗増やし、1552店舗とした。

しかし、昨年10月の金融商品取引法の完全施行に伴う窓口での確認事務の増大や株安・円高など相場環境の悪化は、ゆうちょ銀行の投信販売にも無縁ではなかったようだ。07年度上半期に3569億円だった投信販売額は民営化後の下半期は1475億円にとどまり、1件当たりの投信販売額は12万円台まで落ち込んだ。保有口座数は50万口座の大台に到達したが、07年度下半期の口座の増加は4.0万口座にとどまり、新規顧客の拡大ペースも鈍化した(第2図)。ただし、投信の自動積立申込みは、07年度中に7.2万件増え22.8万件となった。投信の営業基盤の拡大は着々と進んでおり、その営業力には引き続き注目すべきだろう。

以上、民営化後半年の間、相次いでキャンペーンを行うなど積極的な営業姿勢が見られた。しかし、ゆうちょ銀行において当面重視されるべきは、当局の検査結果を踏まえた、郵便局(株)の代理店を含め顧客保護のための一層のコンプライアンス態勢の強化だろう。加えて、認可を受けたマーケット運用での運用モデルとリスク管理体制をどのように構築していくかも大いに注目されるところである。



海外の話題

「ニューヨーク雑感（その2）」

農林中央金庫 ニューヨーク支店長 佐藤 典嗣

昨夏のサブプライム以降、米国市場が新たな局面に入ったことは既に前回 10 月号で述べたところだが、その後も市場の予想をはるかに上回る広範なリスク伝播は、この危機が未曾有の一大事であることを改めて裏付けている。

一方で、これだけ大きなスケールの問題になってくると、当地に住んでいる者の目には、もはや単なる「金融問題」としてより、むしろ「アメリカ社会」というレベルの問題として映ってくる。すなわち、今回の危機を契機に米国の政治・規制プロセスについても改めてさまざまな議論が出始めており、アメリカの人々が自分と社会との関わり方について改めて問い直し始めたように思われるからだ。ポイントは大きく 2 つに集約されよう。

まずひとつは、「アメリカン・ドリームと自分との関係」である。自分の家を持つということはアメリカン・ドリームの重要な一角を占めるものであり、本来政府にとってもより多くのアメリカ国民が家を持てるようになるのは政策的にも重要だったはずだ。メディアでは金融機関が自己の利益のために競って融資基準を引き下げた結果が住宅バブルとサブプライムの不良債権を招いたとして責めを負っているが、よく考えてみると、実は、低所得者でも容易に借入れができ家が持てるよう政策を推進しかつロビーして来たのは金融機関ではなくむしろ政治家のほうであり、その意味で、これまで住宅市場のバブルの後押しをしてきたのは政府であるというふうにも映る。事実、大統領候補を含め多くの政治家が様々な救済案を出してはいるが、こうしてみると、彼らの歯切れが共和党・民主党ともに一様に極めて悪いということにも自ずと納得が行く。とりわけ選挙の年ということもあり政治家からは「税金は投入しないけれども善良な借入人は救済する」といった、国民受けはするが内容は矛盾したままのコメントも多く、4月上旬時点では実効性のある解決策は打ち出されていない。国民の目にも、どうも物事はアメリカン・ドリームの約束とは違う方向に進んでいるということは明らかであり、選挙を控えて今後の世論の動向が興味深い。

二つ目は「自由市場と政府との関係」である。犯人探しのプロセスの中でにわかに規制強化論が台頭してきているが、ポールソン提案のように規制主体を組み替えて規制強化をすれば問題は解決するかと言えば、むしろ規制当局側の調整コスト倒れになりそうだし、また一方で、規制をいたず

らに複雑にすれば良いかという今回のようなケースではいくら高度な規制があってももともと全く役に立たない。むしろ重要なのは、規制強化を通じて政府が市場により強く介入することにより、そもそも米国が依って立つところの市場の自由を謀らずも制限することにつながりかねないという側面であり、その意味で、これは「政府」が「自由」にどこまで介入するべきかという米国資本主義にとってかなり本質的な問いが潜んでいることだ。議会の公聴会で「ベアー・スターンズの買収価格を当初 2 ドルと決めたのは一体誰か」と問われ、関係者の誰もが即答に苦慮した様子はまさに象徴的であるが、アメリカが、今後、市場の自由と政府の役割との折り合いをどのようにつけて行くかひとつの節目に差し掛かっていると言える。

4 月上旬現在ではオバマ候補優勢の選挙戦であるが、米国世論はいろいろな意味で振れを大きくしている。最近では、住宅価格がなおも下落を続けていることを嫌気して、いっそのこと「差押え住宅が供給過剰の原因になっているのなら、税金を使って古いほうから壊してしまえばよいのではないか」といったことも真顔で言われたりしている。心は、「後始末に税金を使うことにはなるが、無責任な借入人とけしからん金融機関のいずれをも助けることにはならない」から、だそうだ。アメリカ国民が今回の危機を消化してゆくにはまだ時間がかかりそうだ。