

潮流

パラグアイの金融と協同組合

常任顧問 田中 久義

今年の 2 月から 2 か月間、南米のパラグアイに出かける機会があった。

パラグアイは、ブラジル、アルゼンチン、そしてボリビアに囲まれた面積約 37 万平方キロ、人口約 6 百万人の国で、スペイン語と先住民の言語であるガラニー語を公用語とする農業国である。2 月中旬は夏真っ盛りで、最高気温は摂氏 44 度の日もあったが、湿度が低い木陰に入ればしのぎやすい亜熱帯気候に属している。

このようなパラグアイと日本との交流は戦後の移民により強まり、現在日系人は約 7 千人で、パラグアイの経済・社会で重要な役割を果たしている。また、日本はパラグアイにとって最大の支援国であり、対日感情も良好である。

パラグアイは、スペインの統治を受けた経緯もあって、憲法に協同組合の振興をうたう国のひとつである。協同組合の設立も盛んであり、農業国であることを反映して生産者農協の経済的な地位もなかなか高い。

パラグアイでは、すべての協同組合は単一の協同組合法に基づいて設立される。また、営む事業も多様であり、わが国の総合農協のような形態の協同組合もつくりことができる。現に、現地で行なわれた 6 農協のうち 5 農協は、信用事業と経済事業を兼営しているという意味で総合農協であった。

このような生産者農協とは別に、信用組合の設立も盛んである。日本と異なるのは、その設立に認可などの特別な手続きを要しないことである。発起人 6 名がそろえば、信用組合を簡単にすることができるのである。そうはいつでも、設立後は協同組合院の監督に服さなければならず、すべて自由というわけではもちろんない。

ところで、パラグアイの金融政策の担い手はパラグアイ中央銀行である。パラグアイの金融界は、過去 20 年間に政治情勢の変化などによる混乱を経験し、銀行倒産も発生した。その結果金融機関数が減少し、短期金融市場もなく、市場の役割を中央銀行が果たしている。

このようななかで、今回の世界的な経済危機の波にパラグアイの経済もさらされることになった。幸いにも、農業国という性格もあってその影響は軽かったが、今回の危機はパラグアイの金融政策上の問題を再確認させることとなった。

問題とは、協同組合の独立性が強いこともあって、国内貯蓄の 3 割を占める協同組合の資金が中央銀行のコントロール下でないことである。その結果、協同組合の動き次第では、中央銀行が行なう金融政策は有効性が制約されかねないという問題を抱えているのである。

このような問題を解決する努力のひとつとして、協同組合銀行をつくることによって、協同組合としての独立性を保ちつつ、金融政策の中央銀行一元化に協力する動きが出ている。いわば、パラグアイ版農林中金の設立構想であるが、協同組合の種類も多岐にわたるだけに、ことはそう単純ではなさそうである。

金融政策の一元化という国家的課題に協同組合金融がどのように関わるかへの答えの一つとして、その先行きが注目される。

情勢判断

国内経済金融

裾野が徐々に広がりを見せ始めた国内景気

～デフレ脱却が見通せるまで追加金融緩和観測が続く～

南 武志

要旨

内外の政策効果によってわが国経済は持ち直し基調を続けている。最近では、出遅れ感のあった雇用や設備投資関連の指標にも底入れの動きが明確化するなど、徐々に景気の裾野が広がりを見せてきた。一方、新興国経済の堅調さから原材料など川上分野で価格上昇が見られるが、国内では大きな需要不足が発生した状態が続いており、消費財など川下分野での価格下落状態が続いており、消費者物価など代表的な物価統計は当面は水面下で推移する可能性が高い。

こうした状況を受けて、3月に日本銀行は2009年12月に導入した固定金利オペを拡充する格好で追加緩和策を決定したが、デフレ脱却を早期に実現するにはまだ不十分であり、引き続き一段の緩和措置が求められると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2010年				2011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 (%)	0.091	0.10	0.10	0.10	0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.400	0.35～0.45	0.35～0.45	0.35～0.45	0.35～0.45	
短期プライムレート (%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	
国債利回り	10年債 (%)	1.315	1.25～1.65	1.25～1.65	1.30～1.70	1.30～1.70
	5年債 (%)	0.480	0.45～0.70	0.45～0.70	0.45～0.75	0.45～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	93.0	87～97	88～100	90～102	90～102
	対ユーロ (円/ユーロ)	124.8	120～133	120～137	125～140	125～140
日経平均株価 (円)	11,134	11,250±1,000	11,500±1,000	11,750±1,000	12,000±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の予想値は誘導水準。実績は2010年4月22日時点。予想値は各月末時点。
国債利回りはいずれも新発債。

国内景気:現状・展望

引き続き、わが国経済は、内外の政策効果に支えられて、輸出・生産が主導する格好で景気の持ち直しが続いている。2月の鉱工業生産は前月比 0.6%と、12ヵ月ぶりの低下となったが、高い伸びとなった1月(同 4.3%)の反動という側面もあり、回復基調に変化が生じたわけではない。また、根強い過剰感から出遅れ気味だった雇用や設備投資関連の指標にも底入れの動きが明確化するなど、

徐々にではあるが、輸出製造業からの波及効果も散見され始めている。

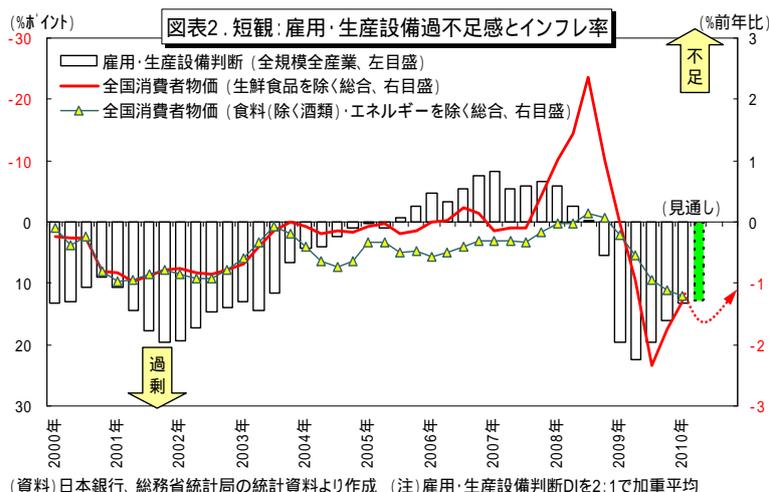
こうしたなか、4月1日には日銀短観3月調査が公表されたが、上述したような国内景気の持ち直しを裏付ける内容が改めて確認できる内容であった。代表的な大企業・製造業の業況判断DIは14と、前回12月調査時点から11ポイント改善、グローバル金融危機やそれが引き起こした世界同時不況が起きる前の水準に準じる水準まで戻った。また、大幅に悪化したままだっ

た設備投資関連業種の景況感が改善し、かつ10年度の設備投資計画（土地投資額を除き、ソフトウェア投資や金融機関を含むベース）が前年度比4.1%と、3月時点の調査としては例年並みの数字となり、先行きは期を追って増加へと転じるとの期待も浮上している。

しかしながら、デフレ継続の中、新興国経済の底堅さもあり原材料価格などが上昇気味となっていることが、企業業績を圧迫し、景気の波及効果を限定的なものにとどめるとの危惧も同時に強まっている。これらのしわ寄せが家計や中小・中堅企業などに及ぶ可能性もあり、民間最終需要の自律的回復はなかなか展望できる状況ではないと思われる。

なお、当面の経済見通しとしては、これまでに打たれた内外の経済政策効果が一巡することもあり、成長率がやや鈍化する可能性があるものの、中国などアジア新興国向け輸出の堅調さに牽引される格好で、持ち直し基調は続けるものと予測している。

一方、物価動向については、新興国経済の底堅さもあり、資源・エネルギー関連といった川上分野では価格上昇が見られるが、国内の最終需要財を取り巻く環境は依然として需要不足状態に陥っていることもあり、川下分野では下落傾向が続いている。国内企業物価（3月、前年比1.3%）、消費者物価（全国2月、生鮮食品を除く総合、同1.2%）と、主要な物価指数には無視しえないほどのマイナスが残っており、いずれも当面は水面



下での推移が予想される。

なお、消費者物価については、4月以降は高校授業料の実質無償化によって前年比下落率がさらに0.6%ほど押下げられる可能性もある。この要因は需給バランスの変化とは直接関係なく、単なる制度変更の結果であるが、人々のデフレ認識を一段と強めるリスクもあるだけに注意が必要だ。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は、4月の金融経済月報において、景気の現状認識を「持ち直しを続けている」へ、一步前進させた。さらに白川日銀総裁は、7日に行われた定例会見にて「自律的な回復の萌芽がいくつかみられる」、「二番底の懸念はかなり薄れた」と述べるなど、景気の先行きに対して楽観的な見方を披露した。このように、景気認識だけから見れば、現行の緩和策は近い将来解除されるとの思惑を呼びおこしても不思議ではない。

一方、物価動向に関しては、「先行き物価下落幅の縮小傾向が続いていく」としつつも、下落状態そのものは当面残る可能性があることを日銀自身も認めている。09年11月末には、こうした物価の現状

を日銀もデフレであると認識し、政府と一体となってデフレ克服に向けて最大限の貢献を続けていくことを宣言している。

実際の行動として、日銀は12月に固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション（以下、固定金利オペ、資金供給額は約10兆円）を導入したが、10年3月にはその固定金利オペの資金供給額を約20兆円へ倍増することを決定している。このように、日銀としても後追いになっているとはいえ、緩和策を漸次採用しているが、デフレ脱却の前倒しを可能にするほどの金融緩和措置に対しては消極的であり、「デフレを容認しない」との意思表示との整合性が問われている。日銀に対しては、引き続き政府や金融市場などから、一段の緩和措置が要請され続ける可能性が高い。

なお、「次の一手」としては、固定金利オペの拡充（供給量拡大や期間延長）が柱になると思われるが、国債買入れ額（現行1.8兆円/月）に関しても検討の余地はあると思われる。この件についてネックとなっているのが、財政規律との兼ね合いや日銀券ルールであるが、政府が6月までに策定する「中期財政フレーム」・「財政運営戦略」の内容や財政健全化法案の行方次第では、日銀が国債買入れの増額

に踏み切ることもありうるだろう。

市場動向：現状・見通し・注目点

国内を見わたすと、中小企業や低格付け企業の資金繰りは依然厳しい状況であるが、金融システムそのものは概ね安定している。一方、海外に目を転じると、米国の商業用不動産市場は引き続き厳しい環境下にあるほか、欧州ではユーロ圏諸国の財政問題が燻るなど、世界的に見て金融システム不安は完全に払拭されたわけではなく、依然として不安定さを伴っている。

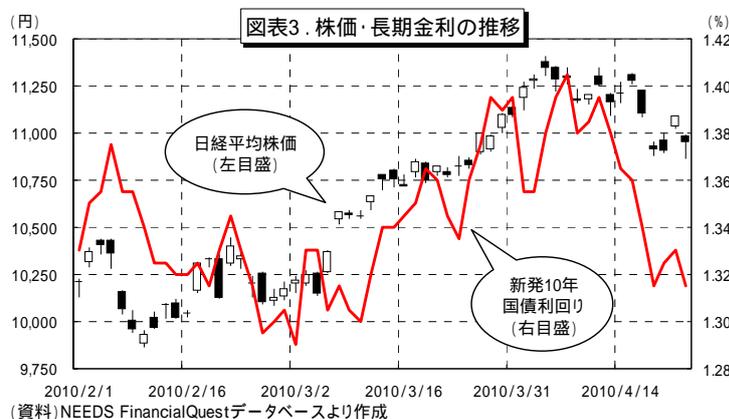
以下、債券・株式・為替レート of 各市場について述べていきたい。

債券市場

10年に入って以降、長期金利（新発10年物国債利回り）は、根強い国債発行圧力とデフレに伴う追加的な金融緩和観測などがバランスする格好で、概ね1.3%台でのみみ合いが続いた。3月下旬から4月上旬にかけて円安・株高を嫌気し、長期金利が1.4%台に上昇する場面もあったが、4月後半には再び1.3%台に低下するなど、低位安定状態が続いている。

基本的に国内最終需要の回復に向けた動きが鈍く、物価も11年度までは下落が

続くとの予想が定着していること、追加の金融緩和策が講じられる可能性が残っていること、さらには国内機関投資家の消去法的な国債購入圧力の強さなどもあり、長期金利に対する低下圧力は根強いものがある。ただし、日本国債の格下げの可能性も含めて世界的に



財政悪化に対する警戒感が根強いことから、折にふれて神経質に金利が変動する場面も想定していく必要があるだろう。

株式市場

10年に入り、日経平均株価は1月中旬にかけて米国景気の回復期待から上昇した米株価に牽引される格好で昨年来高値を更新、一時1万1,000円に迫る水準まで上昇した。2月上旬にはトヨタのリコール問題などが水を差す格好で再び1万円割れとなったが、それらの悪材料をこなした後は再び米株価の堅調さにつられて上昇、3月下旬には1万1,000円台を17ヵ月ぶりに回復した。新年度入り後も、米経済指標の回復などを背景に上昇が続いたものの、相場の過熱感が意識されたこともあり、徐々に上値が重くなり、4月後半にかけて一旦調整する場面も見られた。

当面は、デフレ継続や円高リスクによる企業業績への下押し圧力が意識され続けることから、順調に株価が上昇し続けることを想定するのは困難であるが、緩やかながらも国内景気は持ち直し基調が続くことが見込まれるなか、10年下期以降は米国など世界経済全体が回復基調を

強めていくことへの期待感もあり、株価は一進一退を繰り返しつつも、徐々に水準を切り上げていくと予想する。

外国為替市場

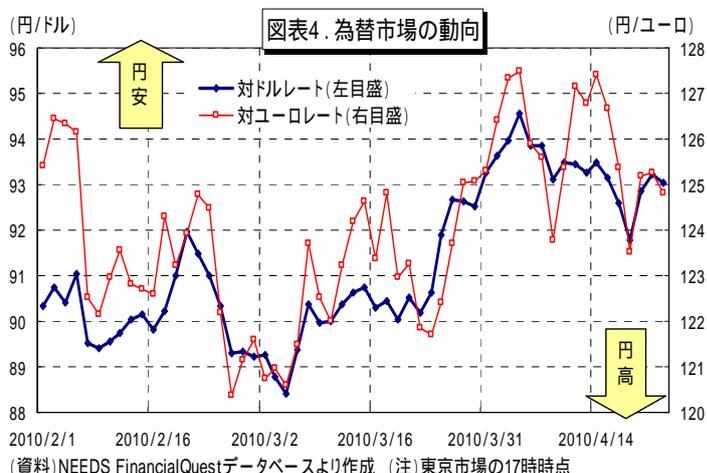
10年入り後の為替レートは、対ドルレートに関しては景気の先行きに対する思惑や燻り続ける金融システム不安などにより、3月中旬までは1ドル=90円を挟んでもみあった。その後、米国経済に対する先行き期待や米FRBの早期利上げ観測を受けて、円安ドル高傾向が強まり、一時95円近くまで進行。ただし、直近では再び円高方向に動くなど、方向感の定まらない展開が続いている。

一方、対ユーロでは、ギリシャなどの財政悪化によって統一通貨ユーロの信認が揺らいだこともあり、10年入り後はユーロ安気味の推移となっている。このギリシャ問題はまだ尾を引く可能性があり、ユーロ安が意識される場面が続くだろう。

当面は、どの先進国経済でも本格的な回復が始まっているわけではなく、物価動向も落ち着いていることから、現行の低金利政策は当面は続くと思われる。また、欧米の金融システムに対する不安も燻っていることから、円高圧力は残った

ままでの展開が続くと見られる。ただし、少し長い視点で見れば、日本経済の本格回復は海外経済の動向次第である上、異例ともいえる金融緩和策からの出口戦略はデフレ下の日本だけが遅れる可能性が高く、他主要国が政策の転換に動き出した後は、逆に円安への動きが始まるだろう。

(2010.4.22 現在)



情勢判断

海外経済金融

F R B は低金利政策維持を改めて表明

田口 さつき

要 旨

米国では、消費の増加などを受け、1~3月期の GDP は、高い伸びとなることが見込まれている。また、雇用の改善もあり、4月上旬にかけて一時市場に早期利上げ観測が強まった。しかし、利上げをサポートするほどには、経済指標の改善の勢いが強くない。連邦公開市場委員会関係者の利上げリスクへの考えや出口戦略の現段階を踏まえると、年末まで利上げに向けた議論は本格化しないだろう。

消費にも明るさが出ているが

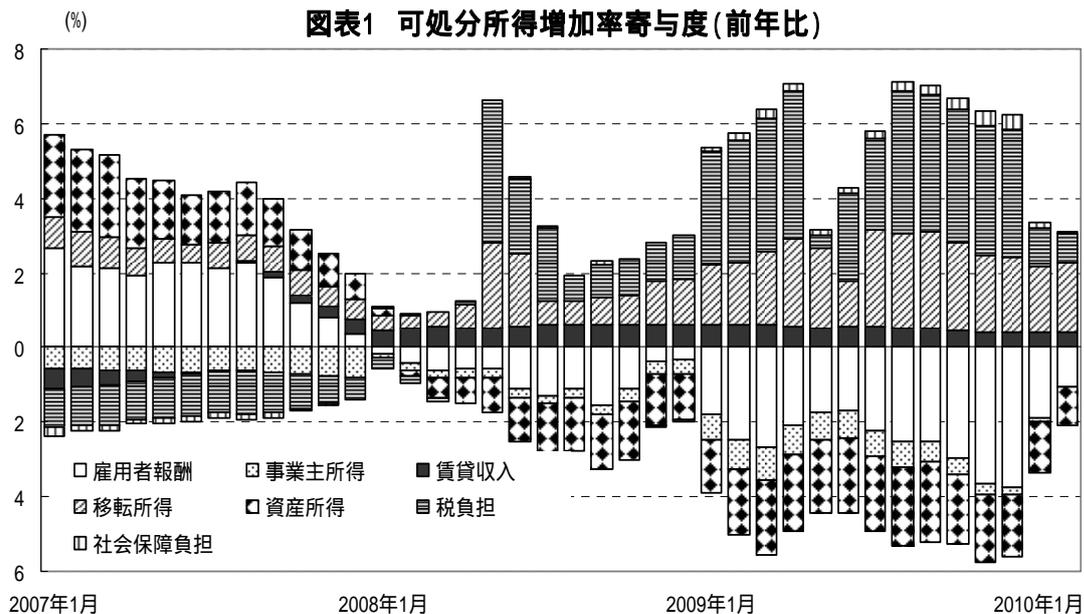
このところ、改善を示す経済指標が相次いでおり、米国経済が着実に回復しているという認識が一段と強まっている。4月の米地区連銀経済報告（ページブック）によると、ほとんど全ての地域の経済活動は、前月よりも拡大しており、景気回復の足取りの確かさが引き続き、確認された。生産面は引続き好調であるほか、雇用にも臨時雇用に引き合いがでている一方で、賃金上昇圧力が抑えられていると報告された。

米国経済をセクター別にみると、まず雇用環境は、3月の非農業部門雇用者数

は、16.2万人増と、07年11月以来の10万人台の増加となった。国勢調査のため、政府が一時的に調査員を雇用したことを考慮し、政府部門を除いた非農業部門雇用者数を見ると、こちらは12.3万人増であり、全体の増加を牽引していたことが明らかとなった。このように雇用環境に明るさが出てきたことは、消費者の心理を上向かせた可能性がある。

実際に消費は、小売売上が3ヵ月連続して増加し、特に直近の3月は前月比+1.6%と事前予想を上回る内容だった。

ただし、消費の裏づけとなる雇用者の所得の動きは鈍い。個人所得の中でも約



米国商務省「PERSONAL INCOME AND OUTLAYS」より作成

6割を占める雇用者報酬（同上、実質ベース）は、前月比ベースでは足元で改善の動きが続いているがそのペースは非常に緩やかであり、前年比ベースでは未だマイナス圏内にある。個人所得全体を見渡しても、資産所得なども低調な中、政府からの移転所得の比重が高い他、減税の効果も見られる（図表1）。このように政策効果により、かろうじて個人所得は下支えされているが、雇用者報酬の伸びが弱いのは、今後の消費にとっては、懸念材料である。

次に、生産関連の経済指標をみると、鉱工業生産指数は09年7月から9カ月連続で上昇している。特にコンピュータ・電子機器を中心に耐久財の伸びが続いている。また、企業の景況感を示すISM製造業指数は、生産、新規受注で改善を続け、3月には59.6と04年7月（59.9）以来の高い水準となった。

以上のように消費の増加などを受け、1～3月期のGDPは、前期比年率3.5%と、10～12月期（同5.6%）に続き、比較的高い伸びになることが見込まれている。これを受け、2010年分についてもエコノミストの予測の上方修正が行われるとみられる。

低金利政策を継続するFRB

3月の雇用統計など経済指標の改善を受け、4月上旬に市場に早期利上げ観測が強まったが、それも長くは続かなかった。これは、利上げをサポートするほどには、雇用や住宅に関連する経済指標の改善の勢いが強くないことが再認識されたことが挙げられる。また、物価も上昇圧力がほとんどない。コア消費者物価は、ここ3ヵ月ほど前月比0%前後で推移し

ており、前年比でもプラス幅の縮小が続き、直近3月は1.1%にとどまっている。

3月の連邦公開市場委員会では、声明文で「低位の政策金利を継続」という文言が維持されたが、その後のFRB関係者の発言などでも、そのスタンスに変更がないことが示された。4月6日に公表された議事録によると、「金融引き締めを早めに開始するリスクは、遅れて開始するリスクを上回る」と考える委員が複数いたことが明らかとなった。この委員達は、早期利上げにより景気回復の芽を摘むことを恐れていると思われる。

また、4月14日のバーナンキFRB議長の下両院合同経済委員会での議会証言では、米国経済の回復は緩やかであり、インフレ期待も強まっていないことから、政策金利を長期間にわたり低水準に維持することの正当性が改めて言及された。

なお、今後の焦点は、利上げがいつかということになってくるが、2月にバーナンキFRB議長が出口戦略について米議会下院金融委員会で証言する予定だった原稿によると、準備預金の吸収や非伝統的手段の修正を行った上で、伝統的手段である利上げによる金融引き締めを検討するということが示唆されていた。現在はまだ、利上げ前の下地を作っている段階であり、年末まで利上げに向けた議論は本格化しないだろう。

また、米国証券取引委員会（SEC）のゴールドマン・サックスの訴追については、今後の金融規制強化に向けた布石の一つという観測もある。これが過度な規制につながり、経済を萎縮させるという見方もあり、その動向には気をつけたい。

（10.04.22 現在）

米国経済

米国では、景気対策法（総額 7,870 億ドル）に基づく財政支出や住宅減税の継続、雇用保険の支給期間の延長など景気に配慮した政策が続けられている。米連邦準備制度理事会（FRB）は、2月18日にFRBは金融市場の機能回復が進んだことを背景に公定歩合（プライマリーレート）を約3年半ぶりに引き上げたが、3月の連邦公開市場委員会（FOMC）では、史上最低の0~0.25%に誘導している政策金利（FFレート）については、当面維持することを示唆。また、3月31日には医療改革法が成立したが、今後10年で9,380億ドルの政府支出増となる予定である。

国内経済

日本経済は輸出や生産面で改善の動きが続く。3月の鉱工業生産指数（確報値）は前月比0.6%と、12ヵ月ぶりに低下したが、3月、4月はともに上昇が見込まれている。一方、設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）の2月分は、前月比5.4%と前月からの減少幅が拡大したが、これには12月（同20.1%）の反動もあると見られ、総じてみると底入れの動きとなっている。雇用悪化にも歯止めがかかりつつあるが、本格的な回復には時間を要するものと思われる。

株価・為替・金利

日経平均株価は、円高進行、世界的な株価下落などから、2月上旬に一時1万円台割れとなった。しかし、3月は米株価の上昇などから上昇傾向で推移し、4月2日には企業業績の改善期待などから一時11,300円台まで上昇。ただし直近は、人民元の切上げ観測や米大手金融機関が提訴されたことなどが嫌気され、再び11,000円を割っている。外国為替市場では、4月に入り好調な米国経済指標・企業業績の発表が相次いだことから円安・ドル高が進行し、一時1ドル=94円台半ばとなった。その後は米国株の下落に合わせて円高・ドル安で推移し、直近は1ドル=91円台となっている。ユーロ・ドル相場は、ギリシャのデフォルト懸念がひとまず後退し、1ユーロ=1.36ドル台までユーロが対ドルで反発した。日本の長期金利の目安である新発10年国債利回りは、国債発行圧力が高いなか、デフレ長期化予想の定着や国内機関投資家の購入意欲も根強く、10年に入ってから1.3%台でのみみ合いが続いた。4月に入り、株価の上昇や米長期金利の上昇などから一時1.4%台に上昇したが、直近は再び1.3%台で推移。

原油市況

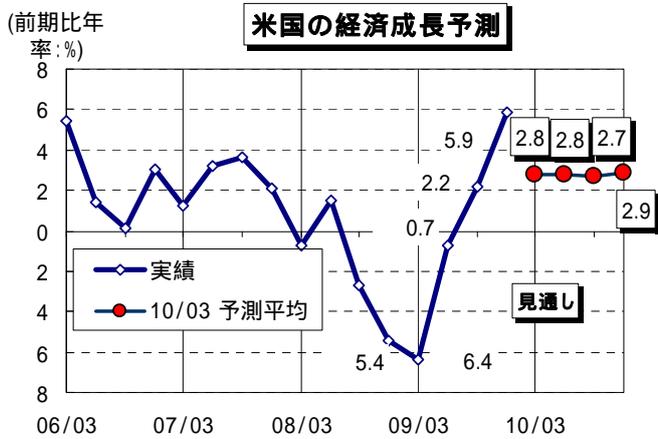
ユーロ安の進行に伴ってドル安ヘッジ目的での買いニーズが後退したことなどもあり、2月上旬に一時70ドル台割れとなった。しかしその後は反発し、3月は80ドルを挟んでもみ合った。4月に入り、米国経済指標の好調から原油需要の増加期待が高まり、一時87ドル台まで上昇した。直近は、株価下落に合わせて80円ドル前半に下落している。

政府・日銀の景況判断と金融政策

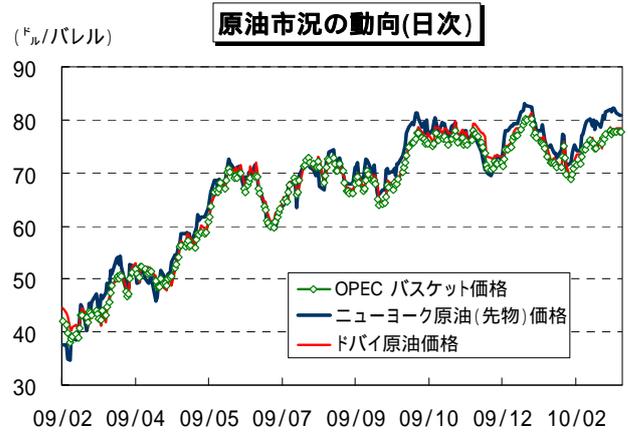
政府は、11月の月例経済報告でデフレを宣言した。これに続き、日銀は、12月の臨時金融政策決定会合で、国債、社債、CPを担保に10兆円程度資金供給する新しい資金供給手段の導入を決定した。なお、3月の金融政策決定会合では、資金供給額の増額（10兆円 20兆円）を決定。

（10.4.20現在）

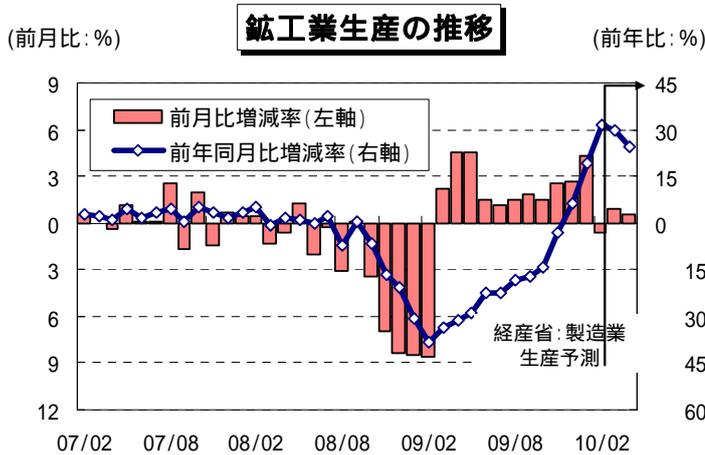
内外の経済金融データ



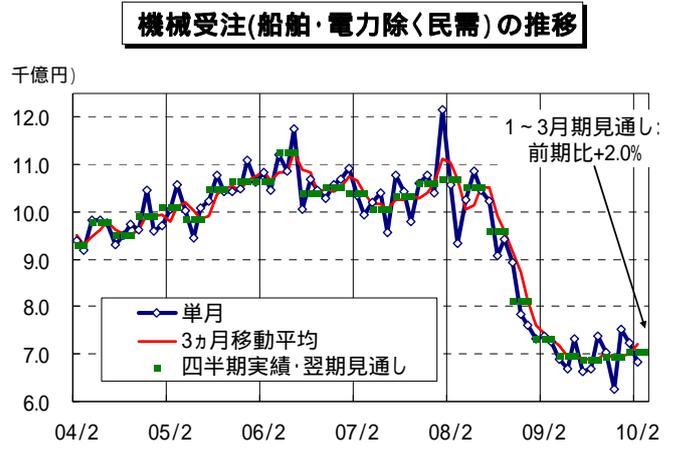
(資料) Bloomberg (米商務省) データより作成 見通しはBloomberg社



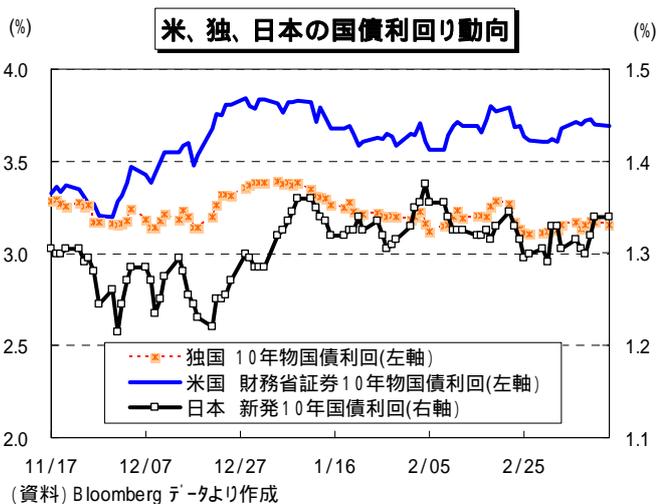
(資料) Bloomberg (OPECデータ等) より作成



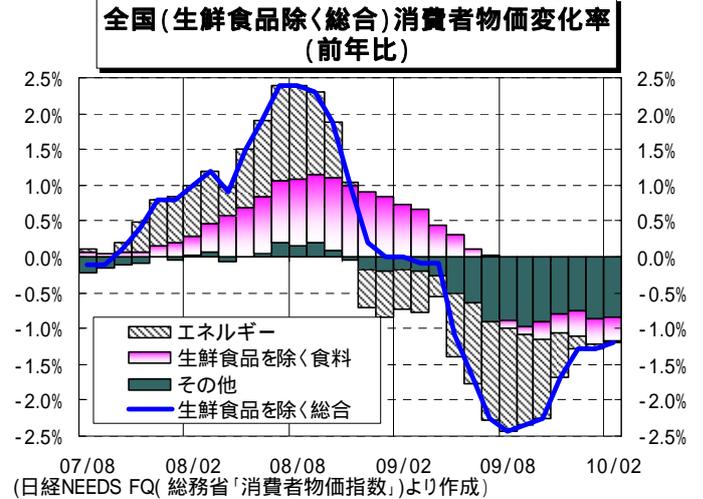
(資料) 経済産業省「鉱工業生産」より作成
(注) 予測は、製造工業生産予測調査の当月見込みと翌月見込みの季節調整済



(資料) 内閣府「機械受注」より作成



(資料) Bloomberg データより作成



(日経NEEDS FQ(総務省「消費者物価指数」)より作成)

(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)

住宅ローン返済と金融資産形成

田口 さつき

住宅ローン後のお付き合い

金融機関にとって個人顧客との取引が住宅ローンで始まることも少なくない。今後の人口減少による個人リテール市場の競争激化を考慮すれば、その顧客との関係維持が課題となる。その切り口の一つとして、資産形成についてアドバイザーなど情報提供が挙げられる。それは、顧客は住宅ローンの返済が進むに従って、金融資産に対する意識が変化すると考えられるからである。問題は、それが有効となる時期はいつ到来するかということである。

以下では、家計の住宅ローン返済と金融資産の推移から、顧客へのアプローチの強化時期についてのヒントを考えてみたい。

家計の住宅ローン返済と資産形成の関係

まず、2008年の総務省「家計調査」(貯蓄・負債編)の『[持家世帯]住宅の建築時期別貯蓄及び負債の1世帯当たり現在高(二人以上の世帯)』から住宅ローン返

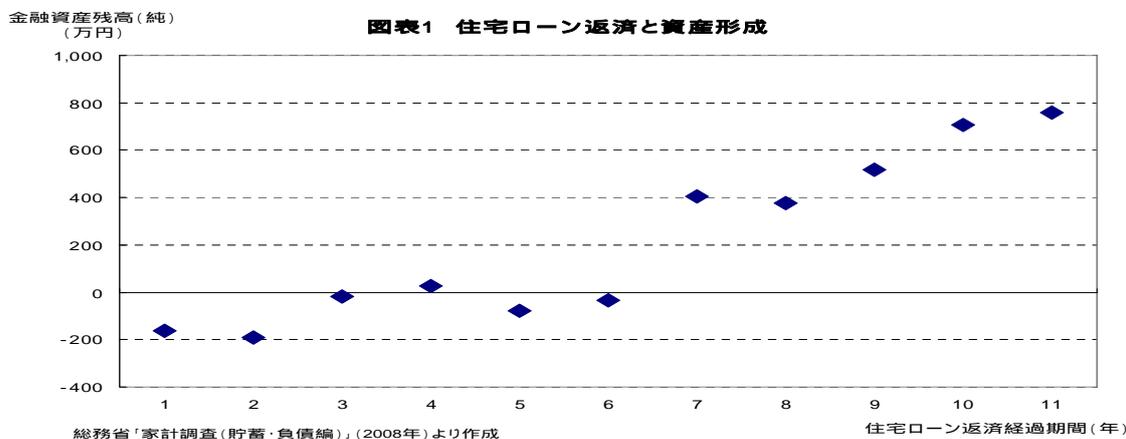
済経過期間と金融資産との関係を考える(注1)。

持家世帯について住宅ローン返済期間を横軸、金融資産残高(純:金融資産-金融負債)を縦軸にして、プロットしたのが図表1である。

なお、金融資産は、預貯金のほか、生命保険や有価証券などが含まれる。一方、金融負債は、個人営業世帯などの負債には事業用の負債も含まれるものの、その9割超が住宅・土地のための負債である。

持家を取得して間もない時期の金融資産は1,477万円、金融負債は1,640万円である結果、金融資産残高(純)は約160万円である。そして、6年目までは、概ね金融負債残高が金融資産残高を上回る状況が続く。しかし、7年目以降からは、金融資産残高(純)がプラスとなり、10年目で1,000万円近くとなる。

図表1から以上のような関係がわかったが、住宅購入年によって住宅や土地の価格、金融機関の貸し出し条件、住宅金利の違いなどが出ると思われる。そのため、同じ年(1997年、1999年、2001年)



に住宅を購入した世帯のその後の金融資産残高（純）の軌跡を図表2で示した。

全体からは、調査対象世帯の入れ替わりなどで多少の振れはあるが、図表1と同様に、おおよそ7年目前後から金融資産が積み増され、10年目で1,000万円に近づいていく様子が示されている。

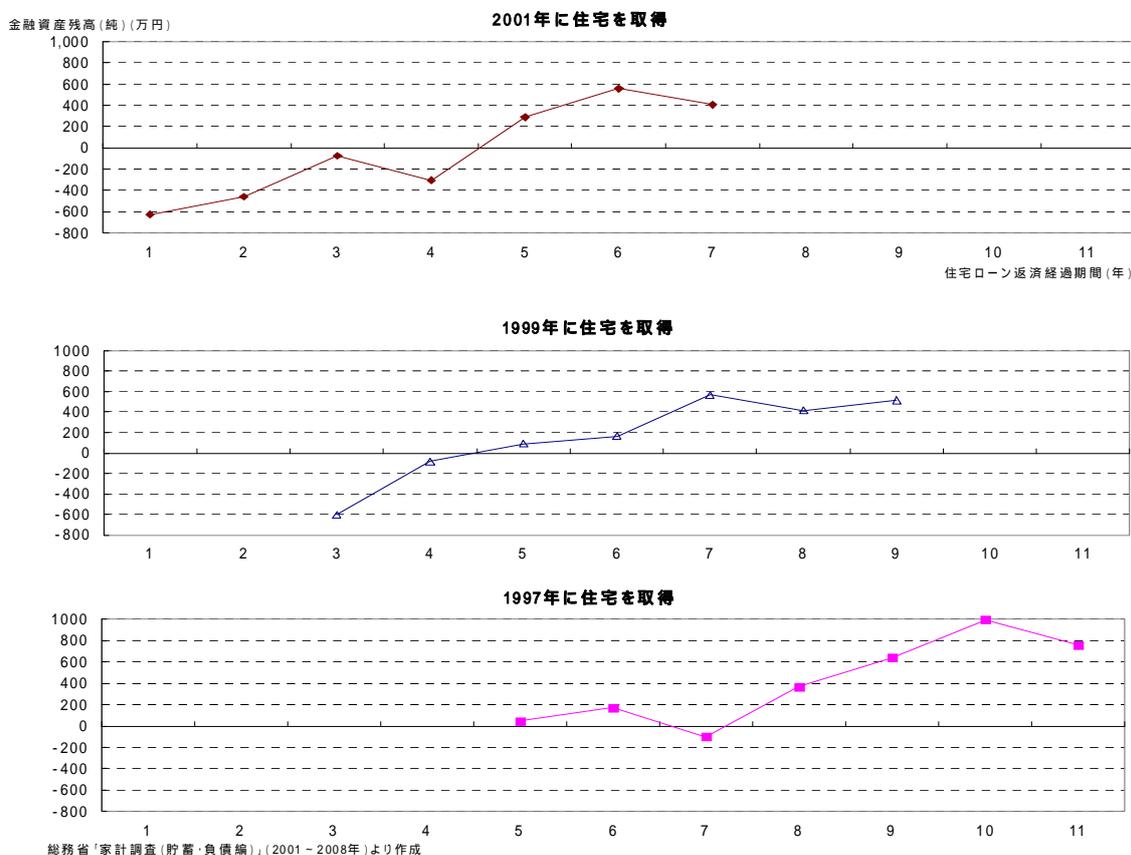
(注1)「家計調査」(貯蓄・負債編(2人以上の世帯))の調査対象のうち、2人以上の世帯は6406世帯、このうち持家世帯は4993世帯である。なお、金融資産残高は平均1,680万円(営借家世帯648万円、公的借家世帯552万円、給与住宅世帯1,383万円)に対し、持家世帯は1,900万円と多くなっている。世帯の年間収入も、平均では637万円(営借家世帯532万円、公的借家世帯430万円、給与住宅世帯768万円)だが、これに対し持家世帯は659万円と多い。なお、家計調査は、その記入の煩雑さなどが

ら調査対象世帯が偏っており、実態とはかけ離れているという指摘もある。

おわりに

以上、住宅ローン返済開始から約7年後に金融資産が金融負債を上回る傾向があることがわかった。この時期以降、顧客が返済に目処がつき始め、資産形成について考える余裕ができる可能性が高いと思われる。しかし、変動型の住宅ローンを利用している場合など、金利の状況次第では、その時期が前後することもあるだろう。また、実際には多くの家計で住宅ローンの返済に目処が立つ時期に教育費などが増えるなど個々の家計特有の事情もあるため、注意が必要である。

図表2 住宅返済期間と資産形成2



米国連邦預金保険公社の預金保険基金の動向

矢島 格

セーフティネットとしての預金保険

金融システムのセーフティネットとして、金融機関に預け入れた預金を一定の範囲で保護する預金保険制度が代表的である。

この預金保険制度は、預金者（特に小口金額の預金者）を保護するという機能、および金融システムの安定性を維持するという機能を有しており、今次の金融危機では、多くの欧米諸国で、預金保険によって保護される預金上限額（付保上限額）の上げが実施された。

米国においても、金融危機による金融機関破綻などが相次ぐ事態に備えて、2009年5月に、13年末までの時限的措置として、付保上限額を10万ドル（約9百万円相当）から25万ドル（約23百万円相当）に上げた。

この措置を実施した米国預金保険制度の状況の一端を、預金保険制度の運営機関である連邦預金保険公社（FDIC）の預金保険基金の動向を通じて、見てみたい。

（リザーブ比率）は、09年末には、-0.39%にまで落ち込んでいる。（図表1参照）

これに対して、FDICは、政府からの借入れによって対処している。このほか、09年9月には、リザーブ比率を向こう8年以内に1.15%に戻すようにするため、保険料率の引上げなどを実施する計画が策定された。また、政府からの借入れ枠を300億ドル（約2.8兆円相当）から1000億ドル（約9.2兆円相当）に上げるとともに、緊急事態への迅速な対応に資するために、臨時的な借入れ可能額5000億ドル（約46兆円相当）の設定も行なった。

このような預金保険基金の悪化は、金融危機による金融機関破綻の急増が原因であるのは明らかである。なお、破綻にはまだ至っていないが、事業継続が危ぶまれると検査によって評定された問題金融機関が、09年末で8,022機関のうち702機関となっており、預金保険基金の黒字転換への見通しは、未だ確実には描けない状況と言える。（図表2参照）

預金保険基金の悪化

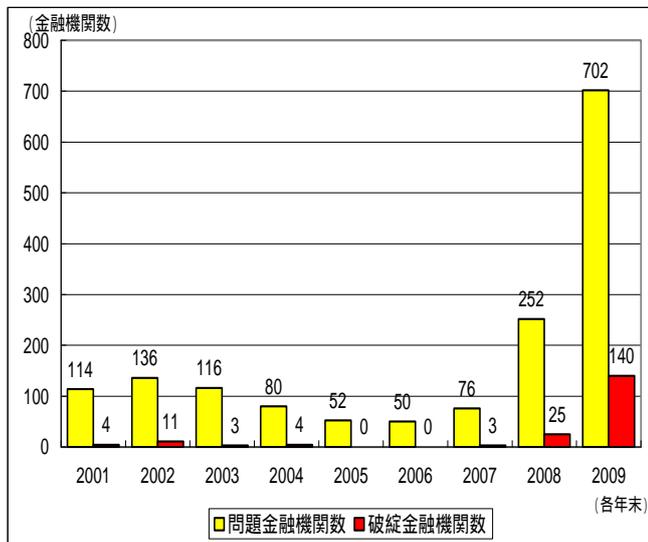
FDIC（2010）によると、金融機関から徴収する保険料によって集められ、預金保護に使用されることになっている預金保険基金は、07年末をピークにして急減し、09年末では、208.5億ドル（約1.9兆円相当）の赤字の状態になっている。その一方で、預金保険の対象になる付保預金額は、一貫して増加している。その結果、預金保険基金の付保預金額に対する比率（リザ

図表1 預金保険基金・リザーブ比率の推移 <単位:百万ドル、%>

各年末	預金保険基金 (A)	付保預金額 (B)	リザーブ比率 (A÷B)
1999	39,695	2,869,045	1.38%
2000	41,734	3,055,088	1.37%
2001	41,374	3,210,737	1.29%
2002	43,797	3,383,679	1.29%
2003	46,022	3,452,411	1.33%
2004	47,507	3,622,054	1.31%
2005	48,596	3,892,643	1.25%
2006	50,165	4,153,786	1.21%
2007	52,413	4,292,221	1.22%
2008	17,276	4,750,608	0.36%
2009	-20,850	5,391,876	-0.39%

（出所）FDIC Quarterly Banking ProfileのFourth Quarter2005版およびFourth Quarter2009版

図表2 破綻金融機関数・問題金融機関数の推移



(出所) FDIC Quarterly Banking ProfileのFourth Quarter2006版およびFourth Quarter2009版

保険料徴収・積立方式の問題点

ところで、FDICの預金保険基金については、保険料徴収・積立に関する不備・欠陥を指摘する意見も多い。(注1)

保険料徴収・積立の主な特徴として、金融機関のリスク特性に応じた可変料率と預金保険基金の余剰積立金の返戻方式の2点が挙げられる。

まず、金融機関のリスク特性に応じた可変料率は、自己資本比率と検査評定によって分類されたリスク特性に応じて、金融機関ごとに保険料率が異なるようにしている仕組みであり、最もリスク特性が低い(=自己資本比率が高く、検査評定が高い)金融機関ほど低い保険料率が課せられるようになっている。つまり、自己資本比率を高くし、検査評定が高くなれば、保険料率が低下するという金融機関サイドの自助努力を促す仕組みになっている。

しかし、この特徴は、実際には当初の目論見どおりには機能しなかった。96年～06年の間、90%超の金融機関が最

もリスクが低い分類にされたため、ほとんどの金融機関に対して自助努力を促す効果を与えられなかった。

次に、預金保険基金の余剰積立金の返戻方式は、前述した預金保険基金のリザーブ比率が1.50%を超えた場合には、その超えた分を金融機関に返戻する仕組みである。(注2)つまり、この返戻方式は、一般的な保険契約の仕組みに倣ったもので、一定の間、金融機関の破綻がなければ相応の保険料を返戻するという考えが背景になっている。

しかし、この特徴は、景気変動増幅効果をもたらすことが、今次金融危機において認識された。なぜなら、金融機関サイドの保険料支払い能力が高い好景気時に保険料を返戻され、金融機関の行動がよりリスク選好的になる一方、金融機関サイドの保険料支払い能力が低い景気後退時には、保険料は返戻されず、金融機関の行動はよりリスク回避的になってしまうからである。

いずれにせよ、現状のFDICの保険料徴収・積立の仕組みは、金融機関の行動などに対して適切な影響を与える内容とは言えず、改善に向けた検討、議論が、今後ますます活発になるであろう。そして、それらの検討、議論からは、日本の預金保険制度を考えるうえでも重要な示唆が得られることであろう。

(注1) Acharya (2009) および Pennacchi (2009) を参照。
(注2) 1.30%を超えた場合は超えた分の半分を返戻する。

【参考文献】

- ・ Acharya, Viral (2009) "Systemic risk and deposit insurance premiums," VoxEU.org, 4 September.
- ・ FDIC(2010) *FDIC Quarterly Banking Profile (Fourth Quarter 2009)*.
- ・ Pennacchi, George (2009) "Deposit Insurance," Paper prepared for AEI Conference on Private Markets and Public Insurance Programs.

欧州のソブリンCDSと金融規制をめぐる動向

荒木 謙一

ギリシャ問題と金融規制

ギリシャの財政問題が、引き続き金融市場の関心事となっている。3月25日の欧州連合（EU）首脳会議での合意を受け、4月11日にユーロ圏の財務相が電話会議をおこない、緊急時にはギリシャに対し300億ユーロ（約3.7兆円）の支援融資（期間は3年、金利は約5%）を行なう旨合意。また、IMFもユーロ圏諸国と協調して支援融資を行なうことが合意された。

ところで、実際にギリシャ政府が支援を要請する危機的な事態とは、今後予定されているギリシャ国債の入札発行が不調となり、国債利回りが急上昇するような状況を指す。ギリシャ10年国債利回りは直近では7.5%を超えている。かかる利回りの急上昇が、ギリシャという国自体の財政赤字を背景とした信用リスクの高まりを反映したものであることはもちろんのことだ。しかし、ギリシャ政府は、同国が金融市場における投機的行動の標的とされたために国債利回りが上昇したと主張している。

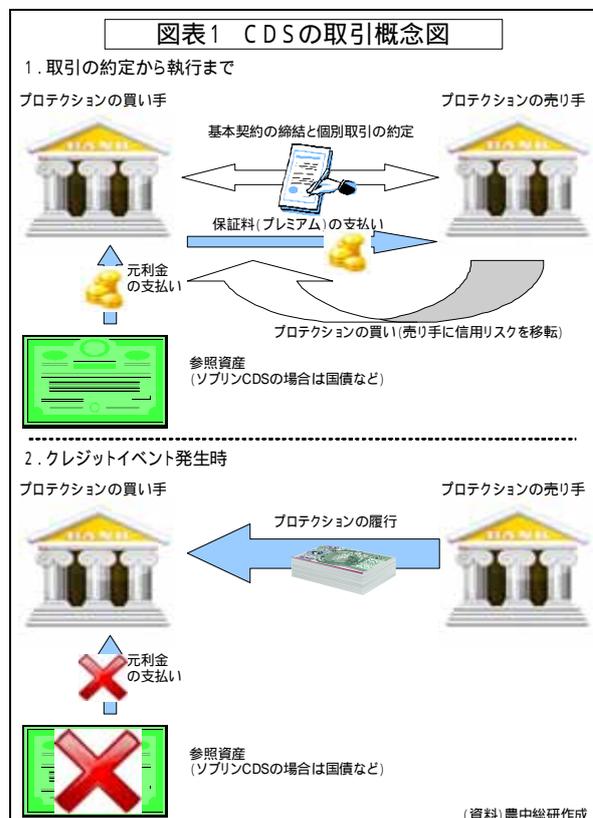
こうしたギリシャ政府のスタンスは、自国に原因がある問題の一部を金融市場の脅威の問題にすり替えて、各国共通の問題とすることにより支援を得られやすくする思惑が働いているという穿った見方もできなくはない。しかし、ギリシャ政府の主張は欧州では一定の理解を得ているようであり、金融市場の行き過ぎた投機的行動をコントロールするための規制強化を求める動きが出始めている。特に、EUによるCDSの規制強化を求める動きが注目される。

ソブリンCDSと国債の関係

CDSとはクレジット・デフォルト・スワップのことであり、デリバティブ（金融派生商品）の一種である。CDS取引では、プロテクションが売買される。プロテクションとは、クレジットイベント（債務不履行などの信用事由）が生じた場合に、あらかじめ定めてある条件に基づいて支払いを受ける権利のことであり、信用保証に類似している。

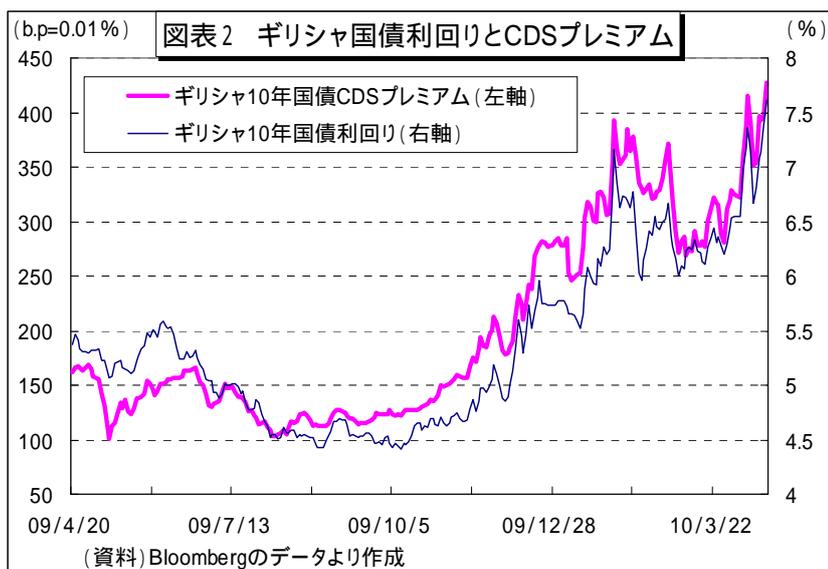
プロテクションの買い手は、売り手に対して保証料（プレミアム）を支払うが、クレジットイベントの発生時には、プロテクションの履行により、保有資産から生じる損失をカバーすることができる（図表1）。

国債など国の債務にかかる信用リスクをカバーするCDSは、特にソブリンCDSと呼ばれており、主に新興国債務を対象とし



て発達してきたが、先進国を対象とする取引も最近急増している。

ギリシャなどの国債利回りが急上昇し国債の発行環境が悪化している背景には、投機によるソブリン CDS の保証料吊り上げがあるとの考えが、規制を求める主張の背景にある。実際、この1年間のギリシャ 10 年国債 CDS



の保証料と 10 年国債利回りの相関性は高い(図表2)。保証料の急騰が国債利回りの急上昇を先導したと見られる局面がいくつもあったため、国債利回りを安定化させるためにはソブリン CDS 保証料急騰の元凶である投機的取引の規制が必要との主張が強まっているものと思われる。

報道によれば、3月10日にフランス、ルクセンブルグ、ドイツ、ギリシャの4カ国は、大統領・首相の署名を付した共同書簡をバロゾ欧州委員長とスペインのサパテロ首相に宛てて送り、「欧州各国政府債のCDS取引に絡む投機的慣行の影響および役割について、欧州委員会は欧州レベルで可及的速やかに調査を開始するよう」提言した。CDS規制の具体策としては、CDSの最低保有期間の設定、CDSの投機的取引の禁止、ヘッジ目的以外のCDS購入の禁止、などが検討されるべきとされた。

ドイツ・フランスが主導する規制強化の主張に対しては、金融業界から異論も聞かれる。国際スワップ・デリバティブ協会(ISDA)は3月15日にコメントを発表し、ギリシャ国債CDSは同国債保有者のみならず、同国企業に融資債権を有する金融機

関や同国株式・不動産を保有する投資家に対してリスクヘッジのための有益な手段を提供していること、また、かかるリスクヘッジのための取引が、投機のみを目的とした取引として誤って当局者に解釈されている可能性があることを指摘している。

また、欧州主要国の中でもイギリスは規制強化に慎重な態度だ。英国金融サービス機構(UK-FSA)のターナー理事長は、CDS取引を規制するだけではギリシャ国債の問題は解決しないとの見解を示している。

課題も多いCDS規制

市場が開設されてからの歴史が浅いCDSは、相対取引が中心で取引データの蓄積が少ないこともあり、価格形成メカニズムや市場構造などについて未解明の部分が少なくない。欧州のCDS規制の動きは、実証的な市場分析を欠いたまま、金融規制のイニシアティブを巡る米国との競合上、政治主導で論じられている面が否めない。4カ国が共同書簡で要請した市場調査の実施などを通じて、市場メカニズムの解明が進むことを期待したい。

(2010.4.21 現在)

景気過熱気味の中国経済

王 雷軒

景気対策の奏功で09年GDPは8.7%

08年秋のリーマン・ショック以降、世界経済の急激な悪化を背景に、中国経済は顕著な減速傾向にあった。このため、中国政府は、08年4兆元（約56兆円）規模の巨額の財政出動、預金準備率の引下げや銀行融資に対する融資枠の撤廃などの思い切った金融緩和策を実施し、内需拡大に努めてきた。

こうした積極的な景気対策により、09年の実質GDP成長率は8.7%と持ち直し、政府の8%前後の成長目標を達成できた。政府による投資、消費関連の刺激策による押し上げ効果や輸出の緩やかな回復で、10年第1四半期（1～3月期）の実質GDP成長率は11.9%まで回復した。

高まった景気過熱懸念

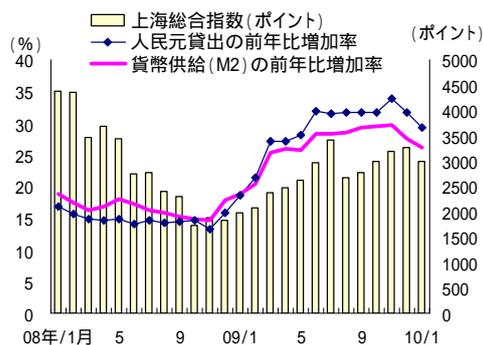
中国の景気の回復傾向が強まるにつれて、景気過熱に対する懸念が高まっている。金融指標をみると、08年10月までは、マネーサプライ及び銀行融資残高の前年比増加率は緩やかに低下したが、同年11月から09年11月までは大幅に上昇してきた（図表1）。

株式市場では、08年1月から同年10月まで上海総合指数は下落傾向にあったが、08年11月以降上昇傾向となり、09年7月には3,400ポイントまで上昇した。その後いったん下落したが、再び上昇に転じた（図表1）。また全国70都市の住宅販売価格も上昇傾向に転じている。

今回の金融緩和策の規模は大きく、銀行融資の一部が株式市場や不動産市場

に流入し、インフレや資産バブルを引き起こし、将来の不良債権増加をもたらすのではないかと懸念が強まっている。

図表1 中国のマネーサプライ、銀行融資残高と上海総合指数の推移



注 月次データ。
資料 中国人民銀行、Bloombergより農中総研作成

こうしたなか、中国人民銀行（中央銀行）は10年にはいって預金準備率を2度にわたって引上げ、それまでの大幅な緩和姿勢を変化させている。今後は海外の景気や金利動向を慎重に見極めながら、出口戦略を本格化させていくものと見られる。

2010年の中国経済

中国の政府活動報告では、10年のGDP成長率の目標は、例年同様「8%前後」と控えめな数値が設定された。

10年は、今回の景気対策がもたらした副作用の解消、都市と農村の格差縮小、環境汚染問題などの課題が山積みであり、「最も複雑な1年になる」（温家宝首相）。特に、人民元切り上げへのプレッシャーが強まっており、中国が対米ドル人民元の為替レート維持政策をどこまで貫けるのかが大いに注目されている。

標本調査について

岡山 正雄

全数調査と標本調査

調査には対象者全員を調査する全数調査と、対象者の中から無作為に選んだ一部を調査する標本調査がある。望ましいのは全数調査だが、国が公表する統計などの場合は、対象者が膨大になり、全数調査をすれば多額の調査費用に加えて、集計に時間がかかりデータの速報性が損なわれる^(注)。そこで多くの調査では標本調査が行われている。

(注)全数調査である国勢調査の場合、前回調査(2005年)の予算は約 650 億円、最終結果報告書発表に調査開始から約 4 年を要した。

標本調査は必ず誤差が生じる

標本調査では一部を調査するため、正しい結果(真の値)との『ずれ』が生じる。このうち、標本調査で導いた値(推定値)と真の値との差を標本誤差という。ここでは完全失業率を例にする。

完全失業率は総務省が行う労働力調査で調べられる。この調査は約 4 万世帯 10 万人を対象としていて 2010 年 2 月の完全失業率(季節調整済)は 4.86% である。

このとき、真の値は 4.73% ~ 4.99% の間に 95% の確率で存在することが示される(図表 1 参照)。なお、4.73% ~ 4.99% は、

推定値と調査対象者数から求められる。

調査方法の不備でも「ずれ」が生じる

標本誤差は、無作為に抽出したとしても生じる誤差である。これに加えて、調査方法に不備があるために生じるずれもある。

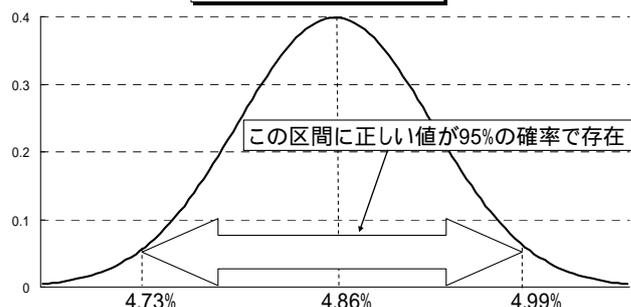
労働力調査の場合は、層化二段抽出法で対象者を抽出している。この方法はまず全国を 11 地方に分け、地方ごとに全調査区を製造業の多い調査区や学生寮の多い調査区といった特性によって、42 グループに分ける。そして各グループから無作為に 2,912 の調査区を抽出し、さらにその中から調査する約 4 万世帯を抽出する方法である。

このような方法を取る理由は、調査対象全体から無作為に選ぶより、真の値に近い値を求められるからとされる。しかしながら、特性で分けたグループが、正しく調査対象全体の特性を反映せずに、誤った推計値を求める可能性がある。

また、標本調査、全数調査のどちらでも起こることとして、回答者が質問の意味をうまく理解できないために、正確に答えられなかったり、回答を拒否したりする問題がある。その結果、不十分な調査結果から推計しなければならぬことも起こる。

以上のことは調査では避けられない問題であり、調査結果を利用する側はどのようなずれがあるのか把握したうえでデータを見る必要がある。

図表1: 失業率の標本誤差



海外の話題

ウィーケストリンク (EU の試練)

農林中央金庫 ロンドン支店長 高島 浩

英国の人気クイズ番組のひとつに『ザ・ウィーケストリンク』という番組がある。日本では、みのもんたの「ファイナルアンサー」でおなじみの『クイズ\$ミリオネア』が英国を発祥地とする番組として有名であるが、このウィーケストリンクも世界各国で好評を呼んでいる番組のひとつである。

ゲームの内容は、9人の回答者が半円形に並べ、全員が1チームとして、一定時間内に一人ずつ一般常識問題に解答し賞金をチームで積み立ててゆくものであるが、次のラウンドに進むにあたり、それぞれの回答者が排除したい人、すなわちウィーケストリンクを投票し、蹴落としていくところがゲームのみ所だ。最終的には2名の一騎打ちで勝敗を決めることとなるが、ゲームの勝者は各ラウンドの全獲得賞金を手にする。日本でも『ウィーケストリンク☆一人勝ちの法則』というタイトルで過去に放送されたことがあるが、解答者同士が足を引っ張り合うルールが日本になじまなかったようである。

ウィーケストリンクとは「鎖の一番弱いところ、命とりになりかねないこと」という意味であるが、昨今のギリシャの財政危機をめぐるEU各国の反応を見ていると、ユーロ圏という鎖が一番弱いところから壊れていくのではないかと不安を感じさせる。金融政策ではユーロという共通通貨をベースに歩調を合わせているが、財政・経済政策は各国別々に運営されているため、今回のギリシャの財政危機に際してEU各国の協調支援の足並みがなかなか揃わず、ユーロへの信頼が揺らぎかねない状況となっている。さらには、ポルトガル他南欧の国も財政問題を抱えており、EU全体の不安材料となっている。

こうした状況を生じさせている原因のひとつにドイツのギリシャ支援に対する姿勢がある。前述のクイズ番組のようにドイツは一人勝ちを望んでいるわけではないが、ギリシャの支援のためドイツ国民の負担につながる恐れのある解決案にメルケル首相が二の足を踏んでいたということのようである。幸い、3月26日のEU首脳会議で結束を優先し、ドイツの意向を踏まえてEU単独ではなくIMFを巻き込んだ支援策が発表されたのは新聞報道のとおりである。

ユーロは、それぞれの国が財政規律を守ることをよりどころに成り立っている通貨である。当然、財政削減の努力を怠り、財政赤字をごまかす粉飾を行っていたギリシャの非はぬぐえないものの、ドイツはユーロの発足によりEU域内への輸出が増加し、相応のメリットを享受したのも事実である。フランスの財務相が主張するように、EU域内の不均衡を是正するため、ドイツもEU各国の商品を積極的に輸入するよう内需拡大にも努力すべきだということも一理あると思われる。

今回の支援策合意で多少マーケットは落ち着き始めているが、弱くなった鎖を強固にするための政策等の議論はまだ進められていない。各国とも失業率対策など多くの国内問題を抱えているため、EU全体で財政・経済政策の足並みをそろえることが困難で、今回のEU内での意思決定の混乱は将来への不安材料となっているような気がする。

ウィーケストリンクは鎖の一番弱いところなので補強すればすむということなのかもしれないが、東洋的に考えれば数珠が切れた場合は元には戻らない、「命とりとなりかねないこと」と考える必要があるのではないかと。

テレビ番組のウィーケストリンクは、全員が協力して賞金を積み立てし、最後まで勝ち抜いた勝者が賞金を独り占めするゲームだが、EU各国の課題は通貨ユーロという共通の鎖を強固にしていくものではないか。一昨年以降の金融危機の影響等で各国とも抱える国内事情が異なっており、EU共通の課題に取り組む際の足並みはなかなか揃わない。EUの試練は当面続きそうである。