潮　流

注目される格付会社への規制強化

調査第二部長　矢島　格

米格付会社ムーディーズの創始者ジョン・ムーディが、1909 年、鉄道会社の社債に格付を付けはじめてから 100 年を超える長い年月が経った。現在では、格付会社が付与する格付は各方面で利用されており、その影響力はきわめて大きくなっている。

こうした格付利用の拡大には、格付が市場取引における「情報の非対称」低減の有効なツールであることが背景にある。市場取引を適正かつ円滑に行なうためには、それぞれの市場参加者が持つ情報のレベルが同等である状態（＝市場参加者の間で、「情報の非対称」が存在しない状態）が望ましいが、実際にそうなる場合はほとんどない。その際、情報が劣位に置かれている市場参加者に対して、可能な限り情報を提供して「情報の非対称」を低減させる機能が求められる。この機能を担うツールとして、格付が期待されている。

しかし、2007 年のサブプライム危機に端を発した今次金融危機において、格付をめぐる多くの問題点が明らかになった。大別すると、①格付の質および透明性の問題、および②格付会社のビジネスモデルから起きる利益相反の問題の2点が、広く指摘されている。まず、①は、格付付与に至るプロセスや使用データ・評価手法などの適切性についての確認が難しいことに起因する問題と言える。次に、②は発行会社（格付付与の依頼者）から収益を得るビジネスモデルによって引き起こされるもので、格付会社が収益を得ようとするあまり実態以上に甘めの格付（発行会社に有利な格付）を付与してしまう問題である。

これらの問題を踏まえて、日米欧の規制当局は格付会社への規制（格付会社の登録制など）の導入を実施した。さらに，本年 7 月に成立した米国の金融規制改革法では、格付会社への規制が一段と強化されている。具体的な規則等は今後策定されていくが、画期的な内容としては、格付会社が一定の条件のもとで損害賠償請求の対象になり得ることや、目論見書等に格付が掲載されると格付会社に法律上の専門家責任が生じることが挙げられる。これまでは、格付は格付会社の単なる「意見」として扱われてきたが、法的な責任を伴うことによって単なる「意見」とはみなされなくなり、格付の利用方法も含めて市場全体に対して多大なインパクトを与える可能性がある。また、一定の猶予付きながら、証券化商品の新規格付時に格付付与を依頼する格付会社の選択を、中立的な第3者機関に委ねる案も提示されている。この案が実施されれば、格付会社のビジネスモデルの変化などが起きるだろう。

市場取引や金融取引に対する過剰な規制強化は、現実への柔軟な対応力を衰えさせるだけでなく、しばしば規制逃れの誘因を高めることになり、規制の抜け穴を悪用する、いわゆる「規制の裁定」を横行させてしまう。格付会社への規制強化の場合も例外ではないと考える。

加えて、格付会社への規制強化の場合には、規制強化が行き過ぎると、市場参加者に比べて市場取引については情報が劣位している規制当局の方針・見方が格付結果に影響を及ぼすような事態に陥ってしまう。その場合、格付に期待される「情報の非対称」低減の機能は弱まるだろう。適正かつ円滑な市場取引を実現させるためには、このような状況は回避しなくてはならない。

いずれにしても、市場機能を支えるインフラとしての格付会社の重要性を十分理解したうえで、規制当局のみならず投資家や発行会社の市場参加者などの多くの人々によって、格付会社への規制に関する議論が様々な角度から活発に行われていくことが望まれる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

非不胎化介入後も残留する円高圧力

～高まる年度下期の景気足踏み懸念～

南　武志

要旨

ここにきて、海外経済の先行き不透明感が強まっていることや、エコカー・エコ家電への購入支援策の効果が一巡したことなどによって、回復テンポが鈍化し始めている。家計の所得環境に薄日が差し始めてきたこともあり、景気が再び悪化するとは見ていないが、年度下期にかけて景気が足踏みする可能性は高いだろう。また、物価に関しては、依然として需給ギャップが大きく乖離していることから、引き続き下落が続いており、デフレ脱却時期は見通せる状況にはない。

また、欧米での経済・金融面の不安定さにより、円高が進行しており、株安・金利低下傾向を強めたことを受けて、政府・日本銀行は非不胎化介入に踏み切った。しかし、依然として円高圧力は残っており、今後も円高阻止に向けた行動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

項目＼年／月		2010年 9月(実績)	2010年 12月(予想)	2011年 3月(予想)	2011年 6月(予想)	2011年 9月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.089	0.10	0.10	0.10	0.10
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.355	0.30～0.36	0.30～0.36	0.30～0.36	0.30～0.38
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 (%)	0.995	0.85～1.30	0.90～1.35	0.95～1.45	0.95～1.45
	5年債 (%)	0.280	0.22～0.35	0.25～0.40	0.30～0.45	0.35～0.50
為替レート	対ﾄﾞﾙ (円/ﾄﾞﾙ)	84.8	80～90	80～92	82～95	85～97
	対ﾕｰﾛ (円/ﾕｰﾛ)	112.8	100～120	100～125	105～130	110～135
日経平均株価	(円)	9,415	9,750±1,000	10,000±1,000	10,500±1,000	10,750±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9月24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

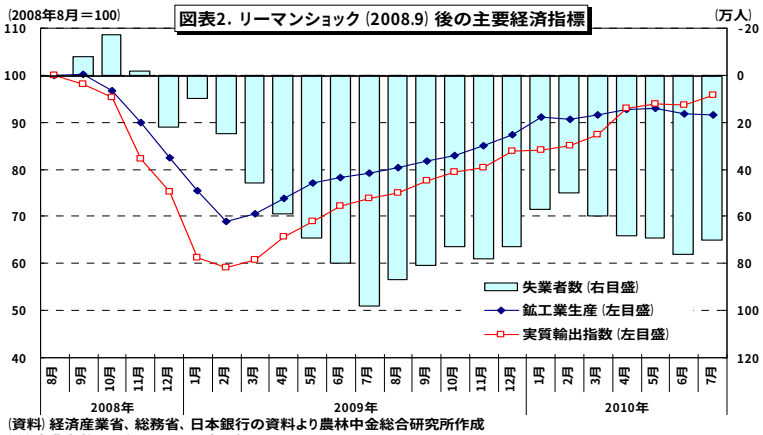
2009年春以降、輸出・生産が牽引する格好で持ち直しを続けてきたわが国経済であるが、10年夏場にかけて回復テンポがやや鈍ってきたことを示す経済指標の発表が散見された。代表的な景気指標である鉱工業生産は6、7月と2ヶ月連続での低下となったほか、設備投資関連や雇用関連の各指標もこのところ改善の鈍さが目に付く。

一方で、4～6月期には一旦は失速したかに見えた民間消費については、今夏の猛暑による季節商品への押し上げ効果に加え、エコカー購入補助金制度の期限切れを前にした駆け込み需要による自動車販売の好調さも手伝って、再び底堅い推移となっている。とはいえ、今後はそれらの反動減が出る可能性も高いことから、民間消費が景気全般を牽引する姿は想定しづらい。

こうした中、9月10日に公表された4～6月期のGDP第二次速報（2次QE）に

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

よれば、民間企業設備投資の上方修正を主因に、第一次速報段階では前期比年率 0.4%だった経済成長率が同 1.5%へと改訂された。ただし、09 年度内の 4 四半期の平均成長率が年率 4%超だったことを踏まえれば、景気が減速してきた可能性は否めない。



（資料）経済産業省、総務省、日本銀行の資料より農林中金総合研究所作成
（注）失業者数は08年8月からの変化幅

当総研ではこの2次QEの公表を受けて、経済見通しの改訂を行ったが、上述のような民間消費の反動減の可能性やこれまでの円高の進行、海外経済の不透明感の強まりなどから年度下期にかけて景気回復テンポが鈍化するのは避けられない、とのこれまでの見方に変更ない。ただ、世界経済が再び悪化に向かっているわけではないこと、国内では子ども手当支給開始や賃金・賞与の回復といった家計の所得環境の底入れも見られていることなどから、景気が二番底入りするリスクは低いだろう。（詳細は後掲レポート「2010～11 年度改訂経済見通し（2 次 QE 後の改訂）」を参照のこと）。

一方、物価については、資源・エネルギー関連といった川上分野での価格上昇圧力がだいぶ緩和してきたほか、国内の需給環境としても需要不足状態が残っていることから、代表的な物価指標である消費者物価（生鮮食品を除く総合）では前年比▲1%前後での下落が続いている。足許 4%半ば（内閣府推計）とされる GDP ギャップが解消するには最低でも 3 年程度はかかると思われ、デフレからの完全脱却にはまだ相当程度の時間がかかると思われる。

金融政策の動向・見通し

これまで追加の金融緩和措置に対して頑なに否定する姿勢を見せていた日本銀行であるが、8 月後半に政府が追加経済対策を取りまとめるのにあわせて、緩和策に踏み切った。その内容とは、昨年 12 月に導入した固定金利オペの拡充であり、これまでのもの（期間 3 ヶ月物を約 20 兆円）に加えて、新たに期間 6 ヶ月物を約 10 兆円導入することを決定した。

また、9 月 15 日には政府が約 6 年半ぶりに為替介入（円売りドル買い）を実施したが、それに伴う介入資金を吸収せず、とりあえず市場に放置する（＝非不胎化）方針を示した。22 日付け読売新聞に掲載された白川総裁のインタビュー記事によれば、日銀が潤沢に資金供給を行うとともに、必要であれば適時適切に対応する、との姿勢を強調している。

このように日銀の態度が変化した背景には、米国経済の減速懸念やデフレ突入に対する警戒感の高まりが、これまで想定していたよりも日本経済に対する下振れリスクを高めているとの判断によるものと考えられる。

なお、前述の通り、年度後半にかけて景気の足踏み状況が強まる可能性を考慮すれば、今後とも日銀は追加緩和策を検

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

討・実施していくものと予想する。「次の一手」としては、引き続き固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションの拡充（供給量拡大や期間延長）が柱になる可能性が高いが、より長期の資金供給につながる国債買入れ額（現行 1.8 兆円/月）の増額も十分検討の余地があると思われる。また、ゼロ金利政策（補完当座預金制度による超過準備への付利の廃止も含む）の採用もありうるだろう。こうした追加緩和策に関して障害となっているのが、財政規律との兼ね合いや日銀内の内規である銀行券ルールであるが、政府が 6 月に策定した「中期財政フレーム」・「財政運営戦略」を信頼するに値すると日銀が判断するのであれば、国債買入れの増額に踏み切るべきである。

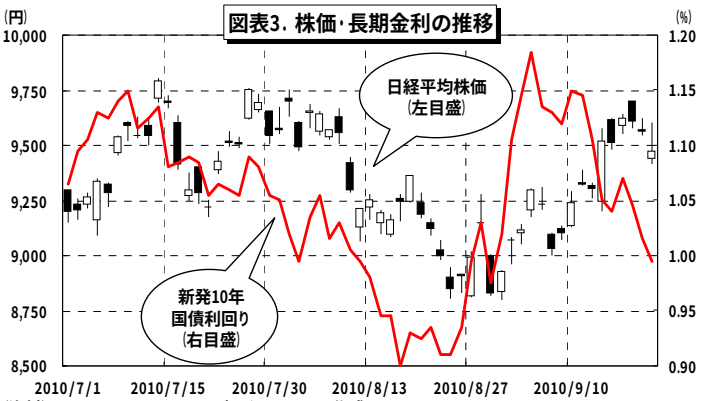
市場動向：現状・見通し・注目点

国内の金融システムはおおむね安定しているが、海外に目を転じると、米国では高水準での銀行倒産が続いているほか、欧州ではギリシャを筆頭にユーロ圏諸国の財政破綻リスクや銀行の貸し渋り懸念などが広まるなど、依然として金融システムには不安定さが残ったままである。こうした状況により、世界的に「質への逃避」的な行動が強まり、円や日本市場が資金の一時的な逃避先となる状況の下、金融市場では「円高・株安・金利低下」という様相が強まった。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

①債券市場

新年度入り後、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は緩やかな低下傾向を辿ってきた。わが国の財政状況は見方によってはギリシャなどよりも厳しいといえるが、世界的に経済・金融情勢の不透明感が高まったことにより、投資家の「質への逃避」的な行動が強まっていることに加え、貸出が伸び悩むなど運用難に苦しむ国内投資家の消去法的な国債購入スタンスも金利低下を後押ししてきた。この結果、8 月 25 日には約 7 年ぶりに一時 0.9%を割り込むなど、金利低下圧力が強い状態が続いた。その後は、事実上、民主党代表選に 09 年総選挙で掲げたマニフェストの完全履行を主張する小沢前幹事長が出馬する方向となったことで、長期金利は1.2%弱まで上昇したが、結局、財政健全化を志向する菅首相の圧勝に終わったことや、米 FOMC 後に円高圧力が再び高まったこともあり、長期金利も再度低下傾向を辿り始めている。



図表3. 株価・長期金利の推移
(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

基本的に国内最終需要の本格回復に向けた動きは鈍いままで、物価も当面は下落が続くとの予想が定着していること、今後とも一段の金融緩和策が講じられる可能性があることなどから、長期金利は低水準で推移する可能性は強い。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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

悪化に対する警戒感は依然として根強く、神経質に金利が変動する場面は十分想定しておくべきだろう。

②株式市場

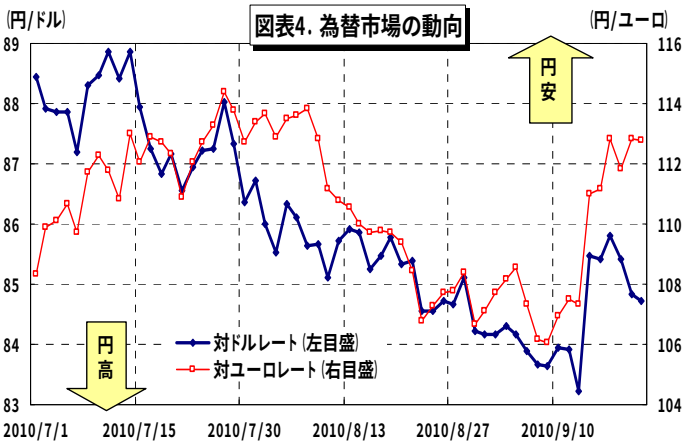
米経済指標の堅調さなどを背景に日経平均株価は、4 月後半にかけて堅調に推移したが、その後は調整局面が続いている。夏場にかけては、世界的な景気減速懸念の強まりやそれに伴う円高進行により、一時 9,000 円を割り込むなど、軟調な展開が続いた。その後は、日銀による追加金融緩和の発表や小沢前幹事長の民主党代表選出馬などを材料に、持ち直す場面も見られ、さらに 15 日の円売り介入による円高圧力の緩和によって 9,000 円台後半まで回復した。

今しばらくは、海外情勢に対する思惑が相場動向を左右すると見られるほか、国内の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も意識され、株価が一本調子に上昇を続けることを想定するのは困難な状況と思われる。しかし、内外景気が二番底に陥ることなく、緩やかながらも持ち直しが続くとの想定の下、11 年度以降は米国など世界経済全体が回復基調を強める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ると予想する。

③外国為替市場

為替レートは、夏場にかけて、欧州債務危機に対する警戒感や米国経済に対する過剰な期待感の剥落などから、世界的に投資家のリスク回避的な行動が強まった結果、消去法的な円買い圧力が高まった。特に対ドルでは、米国経済指標の軟調さから米 FRB が追加緩和措置を講じるとの思惑が高まり、一時 1 ドル＝82 円台と約 15 年ぶりの水準まで円高が進行した。これに対し、政府・日銀は非不胎化介入に踏み切ったものの、円高進行を一時的に阻止する程度の効果しか得られず、為替動向を円安方向に反転させるほどではなかった。野田財務相は今後とも必要であれば為替介入する方針を表明した一方で、仙石官房長官が 1 ドル＝82 円が政府の防衛ラインと述べるなど、80 円台半ば程度であれば容認するかのような姿勢を示唆した（その後、野田財務相は防衛ラインの存在を否定）。

先行きについては、欧米の金融システムに対する不安も依然として燻っているほか、年内にも米 FRB が追加緩和するとの予想が強まっていることから、日銀が一段の緩和措置を講じない限り、円高圧力は残ったままでの展開が続くだろう。なお、少し長い視点で見れば、異例ともいえる金融緩和策からの出口戦略の採用時期は日本だけが乗り遅れる可能性も高く、11 年後半以降にも他主要国が金融政策の転換に動き出せば、円安方向への動きが強まると予想する。(2010.9.24 現在)



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成　(注) 東京市場の17時時点

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

国内経済金融

2010～11 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)

～実質成長率：10 年度 2.1%、11 年度 2.2%と予測～

調 査 第 二 部

9 月 10 日に発表された 2010 年 4～6 月期の GDP 第二次速報(2 次 QE)を踏まえ、当総研では 8 月 19 日に公表した「2010～11 年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

10年夏場にかけての経済金融情勢を振り返ってみると、内外景気の先行き不透明感が高まり、金融市場では投資家のリスク回避的な行動が強まった結果、円高・株安・金利低下といった傾向が続いた。このうち海外経済については、米国経済の回復テンポがなかなか加速せず、逆にデフレ観測が浮上したため、米 FRB は一段と金融緩和を強化するとの見方も根強い。また、景気過熱や一部地域の不動産バブルが懸念されてきた中国経済についても、すでに望ましい成長速度に向けた調整局面入りしており、輸出に対する先行き減速懸念が高まってきた。国内景気についても、エコカーやエコ家電に対する消費刺激策による効果が一巡するなど、わが国経済の牽引役が不在となるリスクも意識されつつあった。

こうした情勢のなか、8 月 16 日に発表された 4～6 月期の GDP 第一次速報（1 次 QE）では、経済成長率は前期比 0.1%（同年率 4.9%）と、景気回復テンポが大きく減速した様子が確認された。輸出は減速しつつも、経済成長にとって引き続きプラスの寄与となったが、前述の耐久消費財に対する購入支援策の効果が剥落したのが成長鈍化の主因といえる。なお、政府・日本銀行は、持続的な円高圧力に対してなかなか有効策を講じることができなかったが、この 1 次 QE 発表を契機に、政府は10年度予算の予備費を活用した追加経済対策の策定を決定した。日銀もまた、追加緩和策（固定金利オペの拡充）に踏み切った。

一方、今回発表された 2 次 QE では、7～9 月期の法人企業統計季報の結果を受けて、民間企業設備投資が上方修正されたほか、民間在庫品増加や公共投資の上方修正、輸入の下方修正がいずれも GDP の

2010～11年度　日本経済見通し

	単位	2009年度(実績)	2010年度(予測)	2011年度(予測)
名目GDP	%	▲ 3.6	0.6	1.6
実質GDP	%	▲ 1.9	2.1	2.2
民間需要	%	▲ 3.9	1.5	2.1
民間最終消費支出	%	0.7	1.4	0.5
民間住宅	%	▲ 18.5	▲ 5.0	3.0
民間企業設備	%	▲ 15.3	3.8	6.3
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2
公的需要	%	3.0	▲ 0.0	0.2
政府最終消費支出	%	1.7	1.3	1.1
公的固定資本形成	%	9.3	▲ 6.5	▲ 4.8
輸出	%	▲ 9.5	20.0	11.2
輸入	%	▲ 11.8	12.2	9.5
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.3	1.1	1.5
民間需要寄与度	%pt	▲ 3.0	1.0	1.5
公的需要寄与度	%pt	0.7	▲ 0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.4	1.2	0.8
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.7	▲ 1.5	▲ 0.6
国内企業物価　(前年比)	%	▲ 5.2	0.3	0.4
全国消費者物価　(　〃　)	%	▲ 1.6	▲ 1.0	▲ 0.5
完全失業率	%	5.2	5.2	5.0
鉱工業生産　(前年比)	%	▲ 9.2	11.9	5.2
経常収支(季節調整値)	兆円	15.8	14.7	15.7
名目GDP比率	%	3.3	3.1	3.2
為替レート	円/ドル	92.8	86.6	91.3
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	%	1.36	1.16	1.25
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	69.1	76.7	80.0

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

押上げ要因となり、実質成長率は前期比0.4%（同年率1.5%）と、潜在成長率（巡航速度）前後まで上方修正された。とはいえ、平均で年率4%超となった09年度内の4四半期の成長率と比較すると、急ブレーキがかかったこと自体には変わりがない。また、大幅な需給ギャップが発生している状況の下では、潜在成長率程度の成長では、失業率の改善は見込めず、需給バランスの回復進展もない。

以下では、当面の経済見通しについて述べていきたい。まず、民間消費については、すでに耐久消費財に対する購入支援策の効果は息切れしたのは前述した通りだが、7～9月期にはエコカー購入補助金の期限切れを前にした駆け込み需要が強まったほか、猛暑による季節商品などの販売も好調に推移した。さらに、賃金・夏季賞与も持ち直しの動きが始まるなど、家計の所得環境にも薄日が差し始めており、消費は再び活性化したと見られる。ただし、この消費好調さは一時的なもので、10～12月期以降にはその反動減が出ることも十分予想され、消費が成長の牽引役として期待できる状態にはない。

一方、企業設備投資に関しては、足元の水準は依然として下振れしていると思われ、企業経営者の設備過剰感は根強いものの、景気の持ち直しが継続する限り、本来あるべき水準まで戻る過程で、増加傾向が続くと思われる。ただし、最近の円高圧力や海外景気の不透明感もあり、当面は加速感のないまま推移していくだろう。このように、先行き民間需要の自律的な回復力が強まっていく姿を見通すことは難しい。

結局のところ、わが国経済の先行きは、輸出動向を左右する海外経済動向が大きな鍵を握っている状況には変わりはない。前述の通り、欧米経済には不安定さが残っているほか、堅調だった中国経済も調整が続いており、わが国からの輸出が再加速する状況にはない。アジア新興国経済は底堅く推移しているが、米国や中国といった経済大国における成長減速の影響が及ぶ可能性は否定できない。ただし、欧州や一部資源国以外では、これまでの景気持ち直しを主導してきた各種の手厚い対策からの出口戦略に転換していないため、世界経済全体が再び悪化するリスクは大きくはないが、わが国の輸出にとっては明らかにマイナス材料が多く、先行き輸出の伸びが鈍化する可能性は高いだろう。

以上の点などを総合的に判断した結果、10～11年度の経済成長率は、前年度比でそれぞれ2.1%、2.2%と予測する。基本的に、前回の経済見通し（10年度:2.0%、11 年度：2.2%）とシナリオ自体には変更はないが、10年度分については、4～6月期のGDP改訂分を踏まえて上方修正を行った（11 年度については修正なし）。10年度下期にかけては、これまでの政策効果の息切れや世界経済の減速、さらには円高進行などの影響により、成長率は一時的にせよ鈍化することは否めず、景気停滞感が強まる可能性が高い。

一方、大幅に乖離した需給ギャップを解消させるほどの高成長が想定できる状況にはないことから、デフレ環境は少なくとも 11 年度いっぱいは残ると思われる。景気回復段階での過度の円高進行やデフレ長期化は多くの弊害をもたらし、日本経済を疲弊させることを考慮すると、日本銀行はさらなる緩和策を講じることが必要といえるだろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

追加金融緩和を示唆した米 FRB

田口　さつき

要　旨

8 月の連邦公開市場委員会（FOMC）後に発表された経済指標は、予想よりも幾分良い内容のものが多かった。このような状況から 9 月 21 日の FOMC では、FRB は追加金融緩和には踏み切らなかったと見られる。ただし、声明文では「追加金融緩和を行う用意がある」と表明しており、金融市場では次回 FOMC が開催される 11 月にも国債購入額の増加が決定されることを織り込みつつある。

9 月の FOMC 前の動き

8 月の連邦公開市場委員会（FOMC）では、満期を迎える政府機関債とその発行するモーゲージ担保証券（MBS）の償還元本を長期国債に再投資することで FRB のバランスシートを約 2 兆ドルに保つことが決定された。

この決定は、景気や物価の下振れリスクが強まる中で、バランスシートの縮小が、金融引き締め効果をもたらすことへの懸念が背景にあったものといえる。

8 月 31 日に公表された FOMC の議事録によると、バランスシートの縮小をもたらすものとして、春からの住宅ローン金利の低下によって、借換が促進され、MBS の期限前償還が急速に進むことが問題視されていたことが明らかとなった。

なお、8 月 27 日の講演で、バーナンキ FRB 議長は、住宅ローン金利が現状の水準近くで推移すれば、政府機関債とその発行する MBS は 2011 年の終わりまでに追加で 4,000 億ドルの期限前償還があると見込んでいることを明らかにした。

ここで、FRB の保有する有価証券について前回 FOMC とその約 1 ヶ月後の状況とを比較してみると、MBS が約 272 億ドル、政府機関債が約 49 億ドル減少した一方、国債が約 176 億ドル増加したことが見て取れる（図表 1）。この MBS の減少分がすべて期限前償還によるものであれば、前述のバーナンキ議長が言及した MBS などの償還規模も現実味が増す。

ところで、国債の増加は、主に満期が 1 年超から 5 年未満の国債（約 135 億ドル）、5 年超から 10 年未満の国債（約 97 億ドル）から成っていた。その一方、10 年超の国債は約 32 億ドル減少しており、米国債の再投資は、中長期ゾーンを中心に行われたと見られる。

なお、市場では償還規模よりも政策金利の引上げ時期を占う上で、バーナンキ議長の 8 月 27 日講演での「2011 年の終わりまで」という文言に注目する向きもあった。

図表1　ＦＲＢの保有する主な有価証券の推移

単位：億ドル

	2010年8月11日　①	2010年9月15日　②	②－①
政府機関債	1593.81	1545.19	-48.62
モーゲージ担保証券（ＭＢＳ）	11194.59	10922.35	-272.24
短期証券及び国債	7770.09	7946.47	176.38

Board of Governors of the Federal Reserve System; Federal Reserve Statical Releaseより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

経済指標は予想より幾分良好

8月のFOMC後に発表された経済指標は、予想よりも幾分良い内容のものが多く、米国経済は2番底リスクへの懸念を強めるまでは悪化していないことを示した。

まず、8月の民間非農業部門雇用者数は6.7万人増であった。なお、6、7月ともに上方修正された結果、6月以降は6万人超と緩やかな改善が続いている状況が示された。また、雇用者所得は、4～6月期に前年同期比0.7%と7期ぶりの増加となった。このように労働市場は、緩慢ではあるが、改善が続いている。

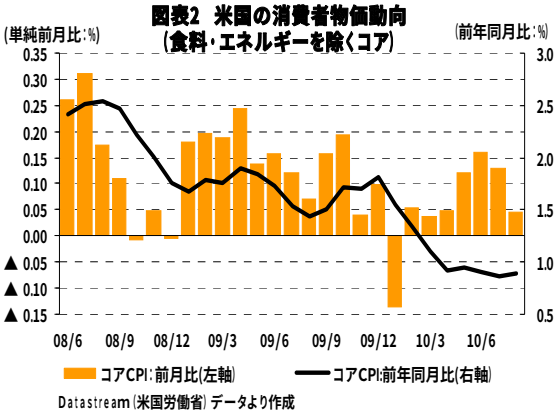
8月の小売売上高は、変動の大きい自動車・同部品、ガソリンを除いたベースで前月比0.5%の増加となった。5月に減少して以降、ほぼ横ばいで推移しており、底堅さも感じられる。

次に8月の鉱工業生産は、前月比0.2%と、09年7月以来の増加基調を保った。個人消費の弱さから衣料品など非耐久財は厳しい状況が続いていたが、8月は3ヶ月ぶりに増加した。また、耐久財は7月の大幅増（前月比1.5%）からの反動で微減となったが、それでも堅調さを保ったといえる。

企業の景況感を示す代表的な指標であるISM製造業指数の8月分は4ヶ月ぶりに上昇した。ただ、受注関連指標の弱さは依然続いており、先行きの不透明感は払拭できない。一方、ISM非製造業指数は3ヶ月連続して低下している。

ディスインフレが懸念されている物価は、消費者物価、PCEデフレーターとも低い上昇率のまま横ばいで推移している。

図表2 米国の消費者物価動向（食料・エネルギーを除くコア）



Datastream（米国労働省）データより作成

金融市場の反応

このような状況から9月21日のFOMCでは、FRBは追加金融緩和には踏み切らなかったと見られる。ただし、当面の景気については、回復のペースが緩やかになるという見方を前回よりも強めた。また、インフレ水準は完全雇用と物価安定を推進するために適切とされる水準からいくらか低いとの判断を示し、これまでに比べてディスインフレへの警戒感が強調された。そして、声明文では景気回復とインフレ水準を望ましい水準に戻すために必要であれば「追加金融緩和を行う用意がある」と表明した。

これを受け、金融市場では、追加金融緩和は、次回FOMCが開催される11月3日にも行われるという見方が強まり、このところ緩やかな上昇傾向を辿っていた長期金利が低下に転じた。

すでに、金融市場の関心は追加金融緩和の内容に移っている。具体的には、長期国債購入額の増額が有力視されているが、その規模や頻度については1回限りの大規模なものか、あるいは、数回にわって小規模なものを実施するかについて、議論が分かれている。このように追加金融緩和への思惑は錯綜しており、当面は9月のFOMCの議事録やFOMCメンバーの発言、物価などの経済指標が金融市場で材料視されるだろう。（10.09.24現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

今月の情勢　～経済･金融の動向～

米国経済

米国では、8 月の雇用統計の非農業部門雇用者数が前年比▲5.4 万人と 3 ヵ月連続で減少（悪化）したものの、事前予測（同▲10.5 万人）ほどの悪化とはならなかったこともあり、過度な景気悲観論は後退した。一方、8 月 10 日の米連公開市場委員会（FOMC）では、2008 年 12 月から据え置かれている政策金利（史上最低の 0～0.25%）を当面維持する方針が示されるとともに、政府支援機関債や MBS の償還金を米国債に再投資するという実質的な金融緩和策が打ち出された。また、9 月 21 日の FOMC では、声明文で「追加金融緩和を行う用意がある」と表明し、金融市場では次回 FOMC が開催される 11 月にも国債購入額の増加が決定されることを織り込みつつある。9 月 6 日には、オバマ大統領より輸送インフラ整備 6 ヵ年計画や企業向け減税を柱とした約 30 兆円規模の追加景気対策が発表された。

国内経済

日本では、10 年 4～6 月期の国内総生産（GDP）の 2 次速報値が、民間企業設備の上方修正を主因として前期比 0.4%（同年率 1.5%）と上方修正されたほか、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 7 月分も、前月比 8.8%と 2 ヵ月連続の上昇となった。しかし、①エコカー補助金が 9 月 7 日申請分までで終了、②円高の進行、③海外経済の回復テンポの鈍化など、設備投資の先行きには懸念材料も多い。また、7 月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比▲0.2%と 2 ヵ月連続で低下したが、製造工業生産予測調査によれば、8 月は前月比 2.0%、9 月は同 0.2%とともに上昇する見通し。

株価･金利･為替

日経平均株価は、円高進行や世界的な景気減速懸念を背景として、8 月下旬に 9,000 円台割れが常態化した。9 月に入っても円高進行への警戒感が強く弱含みが続いたが、円高への政府介入が行われた後は 9,500 円台を回復。長期金利（新発 10 年国債利回り）は、債券に対する投資家の「質への逃避」から低水準で推移していたが、財政拡大懸念の広まりなどから反転し、9 月 6 日に一時 1.195%まで上昇した。9 月中旬以降は円高・株安の進行や民主党代表選の結果を受けて 1.0%台で推移していたが、21 日の FOMC で追加金融緩和観測が高まり、24 日は 1%割れとなった。外国為替市場は、中旬以降 1 ドル＝84 円割れが常態化するなど、円高傾向で推移。15 日に 1 ドル＝82 円台まで円高が進んだことを受けて、政府は同日に円売り・ドル買いの為替介入を実施。24 日にも同様の介入が行われたとの観測が強まり、直近は 1 ドル＝84 円台で推移。

原油市況

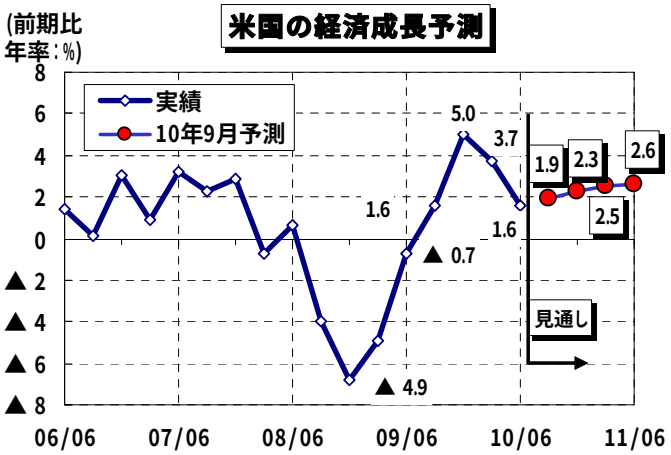
原油価格（WTI 期近）は、8 月下旬から 9 月上旬にかけて 1 バレル＝70～75 ドルでのもみ合いとなったが、世界経済に対する過度な先行き不安が緩和したことにより上昇傾向となり、9 月中旬以降は 1 バレル＝75 ドル前後で推移している。

日銀の金融政策

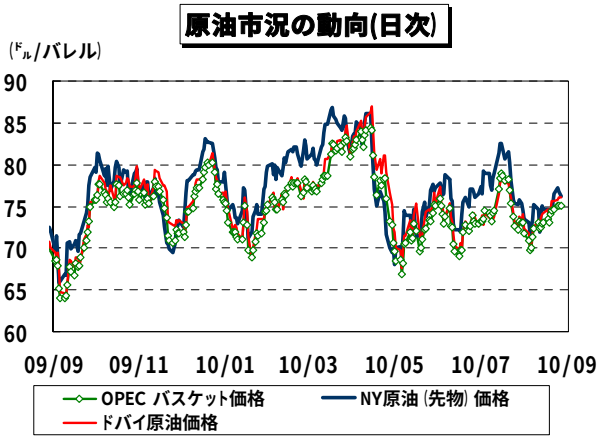
日銀は 8 月 30 日に臨時金融政策決定会合を開き、①「新型オペ」供給額の 20 兆円から 30 兆円への増額、②貸出期間 6 ヶ月の新設を決定。また、10 年 9 月 6～7 日の金融政策決定会合では、08 年 12 月 19 日の会合以降据え置かれている政策金利（0.1%）の維持を決定。（10.9.24 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

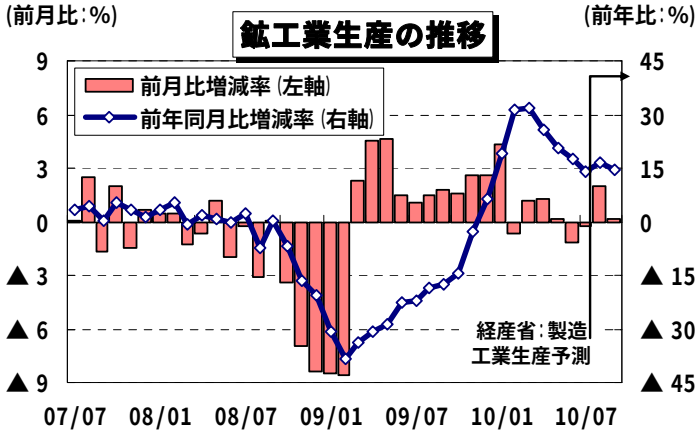
内外の経済金融データ



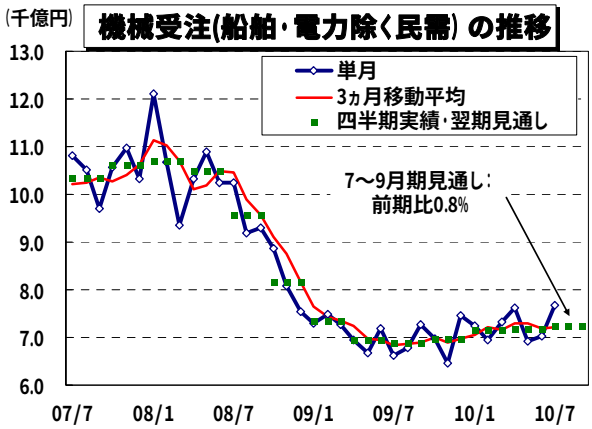
(資料) Bloomberg (米商務省) ﾃﾞｰﾀより作成　見通しはBloomberg社



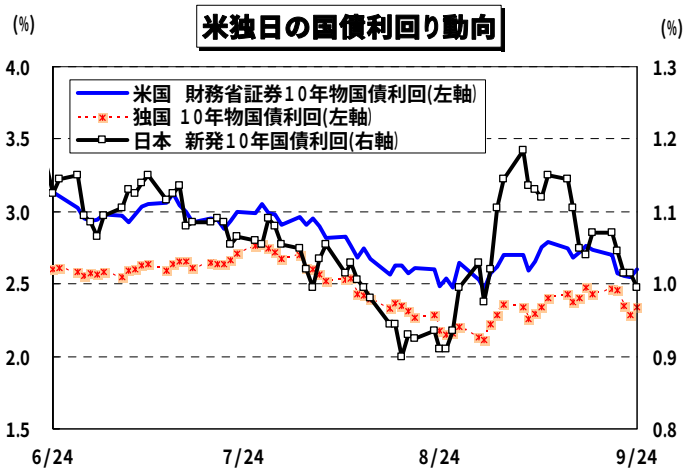
(資料) Bloomberg (OPECデータ等) より作成



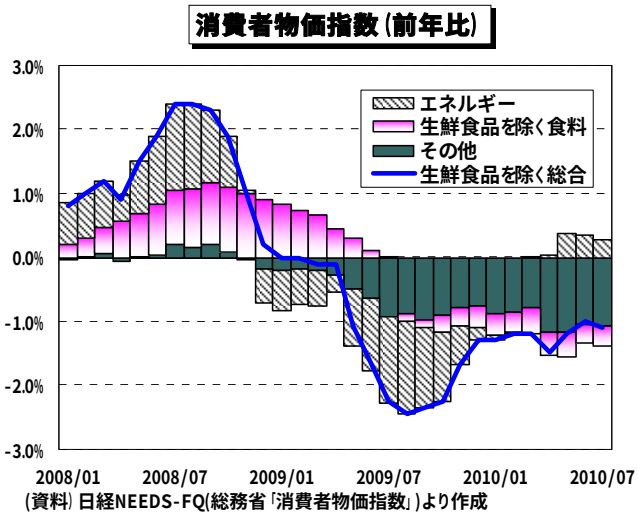
(資料) 経済産業省「鉱工業生産」より作成
(注) 予測は、製造工業生産予測調査の当月見込みと翌月見込みの季節調整済



(資料) 内閣府「機械受注」より作成



(資料) Bloomberg ﾃﾞｰﾀより作成



(資料) 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）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

今月の焦点

国内経済金融

中古（既存）住宅市場の現状と課題

渡部　喜智

中古住宅市場の倍増が新成長戦略・国家プロジェクトの一つとなる

菅内閣は、「新成長戦略」を6月18日に閣議決定した。その後半部分において、経済成長に特に貢献度が高いと考えられる21の施策を国家戦略プロジェクトとして定め、同プロジェクトの一つとして「中古（既存）住宅・リフォーム市場の倍増」を盛り込んだ。

計画（工程表）によると、中古住宅市場の規模を2020年までに4兆円から8兆円へ、リフォーム市場も6兆円から12兆円へ倍増させるという意欲的な方針だ。国民資産の有効活用、環境負荷低減などの面からも重要であるが、中古住宅市場はどのような状況なのか、その現状を見るとともに課題を考えたい。

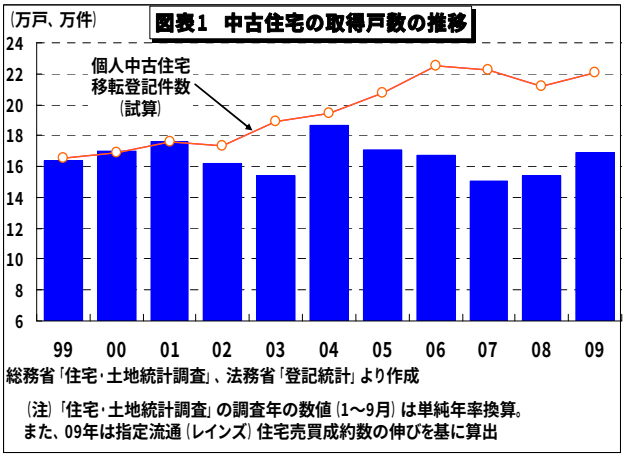
見えにくい中古住宅市場の姿

日本には、中古住宅市場の動向把握を目的にする統計がない。前述の新成長戦略のなかの中古住宅市場の規模4兆円もつかみの数字であり、推計の一つである。このため、中古住宅市場の姿が見えにくいのが実情だ。

そこで、総務省『住宅・土地統計調査（5年ごと実施）』の中古住宅入居世帯数のデータを参照する。それを踏まえれば、過去10年の中古住宅取得は15～18万戸程度の間で推移してきたとみなされる（図表1）。これは、同時期の持家＋分譲の住宅着工合計の四分の一にとどまる水準だ(注1)。また、国交省『住宅市場動向調査』や4地域・不動産流通機構の売買実績を基にすれば、中古住宅の平均取引価格は20数百万円と考えられる。

取得戸数×取引価格から、中古住宅市場の規模が4兆円程度という数字になる。中古住宅市場の倍増イメージが少し明確になろう。

なお、法務省『登記統計』の売買による建物の移転登記件数も参照されるデータの一つである。近年は27～28万件で推移しているが、これには個人の中古住宅取得に該当する登記以外に、①非住宅不動産の登記、②業者・法人間の売買と個人から業者等へ売却が含まれる。一定の前提に基づき①、②を除く(注2)と、近年の個人による中古住宅取得に該当する登記は22万件程度と試算される。



中古住宅ストックの蓄積と空き家の増加

日本の中古住宅市場は、新築住宅市場に比べ格段に小さい。木質系一戸建住宅が個人住宅の中心で、かつ住宅性能・機能の向上に伴い速いペースのスクラップ・アンド・ビルドが行われてきたことが、その要因であったと思われる。しかし、マンション等の増加を含め住宅寿命（耐用年数）が延び、中古住宅ス

(注1) 逆に欧米では中古住宅が住宅市場の中心である。例えば、米国の90～09年間の住宅販売の戸数比は、中古：新築＝5：1であった。

(注2) 非住宅不動産取引を6.5%相当、業者間等の中古住宅売買を10%相当として、控除した。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

トックの質も向上してきた。

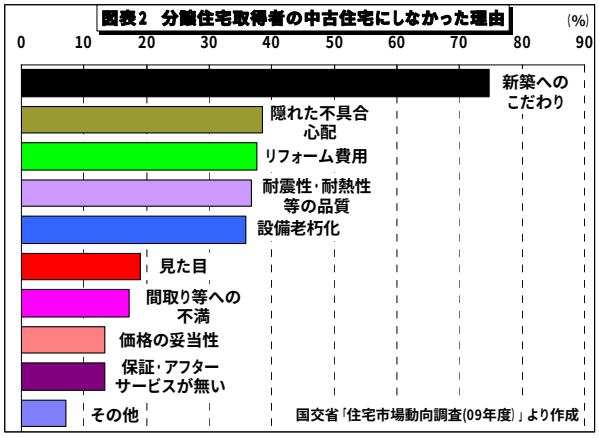
一方、住宅戸数が世帯数を大きく上回る住宅ストック充足の時代に入った。『住宅・土地統計調査（08 年）』によれば、全国の居住世帯数 49.6 百万戸に対し、総住宅戸数は 57.6 百万戸。持ち家系住宅に限っても、空き家（含む売却目的）は 300 万戸超に達する。そのうち、三大都市圏で約 130 万戸、それ以外の地方に 170 万戸が存在する。例えば、東北 6 県で 20.4 万戸、関西でも滋賀・奈良・和歌山の 3 県だけで 12.5 万戸の空き家があるという。

中古住宅市場の拡大への課題

中古住宅の性能・品質への不安の声は強い。中古住宅の性能・品質が正しく表示され、価格に反映されて買い手に伝えられているか、という疑問である。中古住宅取引を阻害している主因であり、アンケートの回答結果にも示されている（図表２）。売り手と買い手の間の情報格差―「情報の非対称性」―を軽減することが課題となる。

このため、新成長戦略では、中古住宅について①検査・保証や住宅履歴情報、②中古住宅価格査定・情報提供の仕組みなどの環境整備・規制改革を行うことなどを、「中古・リフォーム市場整備の総合的プラン」としてまとめ実施することとしている。

これまでも 02 年度ごろから、住宅性能表示制度や既存住宅保証制度など中古住宅流通の制度的な改善が行われてきた。しかし、利用は限定的なものにとどまった。既存住宅の性能表示制度を取って見ても、02 年以降、



09 年度までの実績は累計 2,260 戸に過ぎない。中古住宅保証制度も公的、民間に分かれ存在したが、こちらの利用も極めて少なかった。

「住宅瑕疵担保履行法」施行(09 年 10 月)に伴い新築住宅では瑕疵担保責任保険の利用等による保証が義務付けられるようになった。中古住宅でも瑕疵担保責任保険法人が瑕疵保険への加入のほか、検査、履歴情報の登録等を行う事業を補助事業として行っているが、さらなる保証等の強化が求められる。

中古住宅売買への安心感が高まる方向へ進むことが期待されるが、制度利用のメリットが具体的なものになる必要がある。例えば、検査・性能評価を受けた中古住宅の貸出額上乗せやローン金利優遇、築後経過期間の延長などである。また、住宅性能評価や瑕疵保険の費用負担への公的支援拡大、耐震性・安全性等性能向上のリフォーム費用の税制優遇拡充も考慮されるべきだ。

地方定住や生活コスト軽減でも意義大

前述のように全国で空き家が増えている。空き家となっている中古住宅の活用は、定住・住替え促進などによる地方・地域の活性化の観点からも、政策の実行が考えられよう。すでに地方の空き家情報を個々に発信する仕組みは官・民にあるが、それを全国的なネットワークとして統合し「公的」機関も絡んで整備することも求められる。

割安な中古住宅の利用により、住居費も軽減され「ゆとり」ある生活が可能となる。そのようなメリットが理解され、地方への定住・住替えが促されることを期待したい。

家電量販最大手ヤマダ電機は、中古住宅をオール電化等にリフォームし販売する形での事業参入を表明した。これは、中古住宅ストック増大をビジネスチャンスととらえる異業種からの動きとして注目される。

市場規模倍増への政策課題は多いが、官民の様々な動きが、今後中古住宅市場を活性化させることは間違いないと思われる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

今月の焦点

海外経済金融

米国の金融規制改革法の概要とその影響

鈴木　博

要旨

米国金融規制改革法が成立した。システミックリスクに対処するため金融安定監督会議（FSOC）が創設され、システム上重要な金融会社は、FRBによる厳格なプルーデンス規制を受けることとなり、これらの金融会社が破綻した場合の秩序立った清算手続き（破綻処理の枠組み）も整備された。また、連邦保護下の銀行は、自己トレーディングやヘッジファンド等への投資が制限された。このほか、店頭デリバティブや証券化市場に関する規制が整備され、消費者保護規制も強化された。現状は規制の骨格が定まった段階であり、規則の細目は今後決められる。

1930年代以来の大規模な金融改革

2007年頃に米国で顕在化したサブプライムローン問題は、08年9月のリーマンショックを経て世界経済に大きな影響を与えたが、震源地である米国では、これらの事態を教訓として、金融規制改革への取組みが進められてきた。その改革法案が、本年6月から7月にかけて上下両院で可決され、7月21日に大統領の署名を経て成立した。

今回成立した米国の金融規制改革法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、ドッド＝フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法、以下「ドッド＝フランク法」という）は、銀行、証券、保険、商品先物などの幅広い分野を網羅するもので、大恐慌の後の“1930年代の改革以来の大改革”ともいわれている。

米国の金融規制改革は、70年代以降規制緩和を中心に展開されてきたが（図表1）、今回の改革は逆に規制色を強めるものとなった。銀行、証券、保険、商品先物といった業態ごとの規制体系に基本的な変化はないが、システミックリスクへの対処など業態横断的な問題への対応とともに、ヘッジファンドや格付会社に対する規制、店頭デリバティブや証券化市場に対する規制など、幅広い分野で規制強化が行われている。

図表1　米国の主要な金融規制改革の歴史

時期（年）	法律名	内容
1933	銀行法（グラス＝スティーガル法）	銀行と証券業務の分離、連邦預金保険制度の導入,銀行持株会社の規制等
1933	証券法	州レベルの証券規制を連邦レベルへ
1934	証券取引所法	SECの設置等
1940	投資会社法 投資顧問業法	投資信託などの投資会社に関する規制 投資顧問業者に関する規制
1956	銀行持株会社法	銀行持株会社に対する規制
1974	商品先物取引委員会法	商品先物取引委員会（CFTC）の設置等
1980	預金金融機関規制緩和・通貨量管理法	預金金利自由化、NOW勘定やMMC創設等業務自由化
1989	預金金融機関改革・再建・規制実施法	S＆L危機等を受けた貯蓄金融機関関連の制度整備
1991	連邦預金保険公社改善法	銀行の経営悪化などを背景とした預金保険制度の強化
1994	州際支店銀行業務効率化法（リーグル=ニール法）	銀行の州際業務制限の撤廃等
1999	グラム=リーチ=ブライリー法	金融サービスの範囲拡大を認め、金融持株会社ないしは銀行持株会社のもとで幅広い業務の遂行を認可（事実上のグラス＝スティーガル法の撤廃）
2010	ドッド=フランク法	システミックリスクへの対処、too big to failの終り、デリバティブ取引の規制強化等

資料　筆者作成

システミックリスクへの対処

今回の金融危機では、個別金融機関の問題が金融市場全般に増幅された形で波及し、市場全体の機能低下を招くといったシステミックリスクが顕在化した。ドッド＝フランク法では、これに対処するため金融安定監督会議（Financial Stability Oversight Council、以下FSOCという）を創設した。

FSOCは、財務長官を議長として、FRB(連邦準備制度理事会)、OCC（通貨監督庁）、FDIC（連邦預金保険公社）、SEC(証

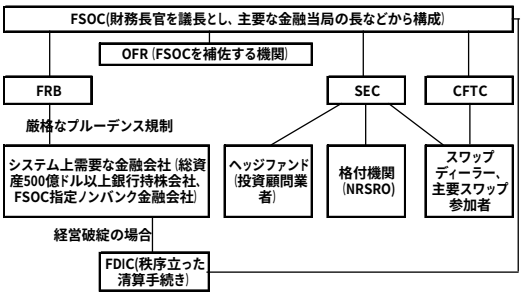
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

券取引委員会)、CFTC(商品先物取引委員会)の長などから構成され、議決権を持ったメンバーは10名である。FSOCは、米国におけるシステミックリスクを把握し、これに対処することを目的とし、FSOCを補佐する機関として、財務省内に金融調査庁（Office of Financial Research、以下OFRという）が設置される。OFRは、システミックリスクに関する情報を収集し分析する機関である。

また、金融システムにとって重要な金融会社として、総資産500億ドル以上の銀行持株会社のほかに、FSOCは、ノンバンク金融会社(注1)を指定する権限を持つが、これらの金融会社は、FRBの監督下に置かれ、通常の金融機関に比べてより厳格なプルーデンス規制（自己資本規制、レバレッジ規制等）が課せられる。FRBの規制内容に対し、FSOCは勧告する権限を持っている（以上図表２）。FRBが行うプルーデンス規制の具体的内容については、今後定められるものが多い。

（注１）ノンバンク金融会社は、本質的な金融業務（証券業務・保険業務・マーチャントバンク業務）が総収入又は総資産の85%以上を占める会社をいう。

図表2　システミックリスクへの対処（概念図）



資料　ドッド＝フランク法などを参考に筆者作成

too big to failの終結

これまで、大規模な金融会社は金融システムに与える影響が大きいことから、too big to fail（大きすぎて潰せない）を前提に対処されることが多かった。ドッド＝フランク法は、これを終結させる立場から、システム上重要な金融会社（総資産500億ドル以上の銀行持株会社とFSOCによって指定されたノンバンク金融会社）に対して、FRBによる厳格なプルーデンス規制を実施するとともに、これらの金融機関が破綻に至った場合でも、システミックリスクの回避を図りつつ秩序立った清算手続き（orderly liquidation）を行う手法を導入した。秩序立った清算手続きでは、FDICが清算管財人となり、預金取扱機関の破綻処理の枠組みが多く用いられている。

なお、ドッド＝フランク法では、預金保険制度の改定が行われ、保証限度額の10万ドルから25万ドルへの引き上げが恒久化され、保険料の算定も、従来の預金ベースから資産ベースに変更になった。

ボルカー・ルールの導入

ボルカー・ルール（元FRB議長ポール・ボルカー氏が提案したもの）は、預金保険制度等連邦の保護下にある銀行の高リスク業務を制限しようとするもので、銀行と銀行持株会社及びその子会社が対象となる。

第一は、自己トレーディング（proprietary trading）の禁止であり、自己勘定での証券や証券関連のデリバティブ、商品先物などの短期的な売買が禁止される。ただし、米国債や政府機関債、地方債などの取引、引受やマーケットメイクにかかる取引、対顧客取引、ヘッジのための取引などは禁止対象から除かれている。

第二は、ヘッジファンドやプライベート・エクイティへの投資やそのスポンサー業務（ファンドのパートナーやマネジャーなどの役割を果たすこと）の禁止である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

これについても、Tier 1 の 3%の範囲であれば可能であるなどの例外措置が存在する。

なお、自己トレーディングの禁止やヘッジファンド、プライベート・エクイティへの投資等の禁止は、直ちに適用されるわけではなく、早くて4年後となる(注2)。

このほかに、銀行やノンバンクを含む大手金融会社に対して、負債シェアが業界全体の 10%を超えることとなる合併や資産の取得等を禁止している。

(注2)法成立日から6ヶ月以内にFSOCが適用のための調査を行い、その終了後9ヶ月以内にFRBなどの監督当局が規則を策定する。規則公表後 12 ヶ月後、あるいは法成立後2年後のいずれか早い時期に適用となるが、さらに2年間の猶予期間がある(早くて 4 年後)。なお、猶予期間は1年延長が可能である。

銀行･保険システムの改革

米国の金融規制は、連邦・州による規制のほか、OCC と OTS(貯蓄金融機関監督庁)、FRB、FDIC の規制など多岐にわたり、また、保険業については、州当局による規制のみで連邦レベルの規制がないなどの問題があった。

ドッド＝フランク法では、貯蓄金融機関を統括する OTS が国法銀行の監督当局である OCC に統合されるとともに、連邦レベルで保険業を監督する連邦保険局(Federal Insurance Office、FIO)が財務省内に設置された。

ヘッジファンドと格付機関に対する規制

ヘッジファンドは、富裕層や機関投資家などから私的に資金を集めて、デリバティブ等の金融商品を中心に運用するファンドであるが、金融規制が及びにくい存在であった。しかし、金融市場への影響力が大きいことから、ドッド＝フランク法では、ファンドの運用資産が1億ドル以上の場合、その投資顧問業者は SEC への登録を義務付けられることとなった(1 億ドル未満の場合は州当局へ登録)。SEC に登録された投資顧問業者は、ファンドに関する情報を SEC に報告することが求められ、さらに SEC から FSOC へ報告される。

今回の金融危機では、サブプライムローンを含むRMBS(住宅ローン債権担保証券)や CDO(債務担保証券)などの証券化商品において、高格付商品の大幅な格付引下げなどがみられたことから、格付機関による格付の信頼性が問題となった。ドッド＝フランク法では、格付機関に対する規制強化として、SEC 内に格付機関を監督する信用格付局(Office of Credit Ratings)を設置するとともに、公認された格付機関(Nationally Recognized Statistical Rating Organization、NRSRO)に対し、コーポレートガバナンスの強化や利益相反の管理、格付プロセスの透明性向上やディスクロージャーの強化などを求めている。

店頭デリバティブと証券化市場に関する規制

今回の金融危機では、CDS(Credit Default Swap)などの店頭デリバティブがカウンターパーティ・リスク(注3)の連鎖などを通じて危機を増幅する要因となった。米国では、CDS がこれまで規制の対象から漏れていたこともあり、ドッド＝フランク法では、CDS を含む店頭デリバティブ市場の規制改革が行われた。

まず、CDS や金利スワップなどの店頭デリバティブを商品取引所法および証券取引所法においてスワップとして定義し、CFTC や SEC の規制が及ぶようにした。スワップ市場でマーケットメイクを行うスワップディーラーやスワップを保有する主要

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

スワップ参加者は、CFTC や SEC への登録が義務づけられた。

前述のスワップ取引は、原則として、デリバティブ清算機関で集中清算を行うこととされ、取引執行については、取引所ないしは電子取引システムにおいて行うこととされた。これによりカウンターパーティ・リスクが削減され、取引の透明性も高まることとなった。

また、連邦の保護下にある銀行について、スワップ業務の分離を求めるスワップ・プッシュアウト条項も加えられた（ただし、リスクヘッジに利用する業務等は除く）。

証券化商品の市場に関する規制としては、証券化業者（securitizer）に対して、証券化の対象となる資産の信用リスクの最低5%の保有が義務付けられた。また、証券化の関係者に対して、商品の売却後 1 年間は重大な利益相反をもたらす行為が禁止された。このほか、投資家がデュー・デリジェンスを行うのに必要な原資産データ等の開示を行うこととされた。

（注３）カウンターパーティ・リスクとは、取引の相手方のデフォルトなどにより、取引が当初約定どおり実行されなくなるリスクをいう。

消費者保護に関する規制、その他

サブプライムローン問題では、資金の借り手である消費者も大きな被害を受けたが、ドッド＝フランク法では、金融の分野における消費者保護にも大きなウェイトが置かれている。

まず、消費者保護を行う主体として、FRB 内に消費者金融保護局（Bureau of Consumer Financial Protector、以下 BCFP という）を設置した。BCFP は、金融教育プログラムの運営、消費者の苦情への対処、金融商品・サービスにかかるリスク情報の収集とその公表、消費者金融業者に対する監督などを主な業務としている。

このほか、クレジットカードの仲介手数料等を合理的で均衡のとれた水準に規制することも加えられている（ダーバン修正）。

その他のものとして、金融機関の役員報酬についての情報開示強化や、これにかかるコーポレートガバナンス強化策（報酬委員会の独立性強化）などが規定されている。

米国の金融規制改革の影響

ドッド＝フランク法に集約される米国の金融規制改革は、金融業全般にわたり幅広い改革を行ったものであるが、その影響は、金融業者やその顧客である企業や個人にとって異なったものとなろう。

規制を受ける金融機関の経営について考えると、第一に、収益に与える影響がある。特に、自己トレーディングやヘッジファンド、プライベート・エクイティへの投資が制限されることで、収益的には打撃となるが、一方で、リスクが少なくなるため、長期的視野でみれば利益が平準化される（過大な利益計上もなくなるが、リスク顕在化による大幅な損失計上もなくなる）ことが考えられる。

第二に、大手金融会社は、プルーデンス規制の強化により、自己資本増強等の経営努力を一層求められることとなろう。

第三として、too big to fail の終結は、米国に限らず他の国でも納税者の共感を呼ぶものであり、米国の制度が定着化すれば他の国にも影響を与えることが考えられよう。

米国の金融規制改革は、ドッド＝フランク法の成立によって骨格が定まった段階であり、規制の細目は今後決められていくことになる。今後の動向を注視していく必要がある。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

分析レポート

国内経済金融

新潟信用金庫のきめ細やかな個人向けアプローチ

岡山　正雄

新潟信用金庫の概要

新潟信用金庫(以下、「新潟信金」という)は 1928 年創業の新潟市に本店を置く信用金庫である。営業エリアは新潟市を中心とした地域で、23 の店舗のほか、店舗外キャッシュコーナーを 8 ヶ所に設置している。なお、店舗、店舗外キャッシュコーナーいずれも全てが新潟市内にあるが、新潟市は 05 年に広域合併を実施しているために、面積で見ると東京特別区と同程度の地域が営業エリアである。

図表 1 から新潟信金は、預金、貸出金共に残高を着実に伸ばしていることが分かる。

なお県内には、24 の地域金融機関(地方銀行･第二地方銀行･信用金庫･信用組合)がある。このなかで新潟信金の預金残高、貸出金残高(10 年 3 月末時点)は、ともに 6 位であり、県内信用金庫では 2 番目の規模である。なお、新潟市内には、新潟信金以外にメガバンクの支店や、1 地方銀行、4 信用組合、1 労働金庫などが本店を構えており、競争の激しい地域と言える。

このなかで、特に勤労者世代や年金受給世代に対して、特色ある取組みを行っている新潟信金について、顧客の世代別のアプローチを見ていき、それを支える渉外活動と担当者の育成について概観する。

写真 1:新潟信金本店

勤労者世代向けの戦略

協同組織金融機関全般の特徴でもあるが、新潟信金は従来から年金受給者に対しては、他金融機関よりも強みがあったものの、勤労者世代を中心とした若年層の取り込みが課題であった。そこで、導入されたのが、「新型仕送りローン」と「にいがたっ子すこやかパスポート」への協賛である。

図表1：新潟信金の主な指標

		06/03	07/03	08/03	09/03	10/03	10年/06年
預金積金	百万円	225,861	229,757	239,126	247,115	249,211	10.3%
⑴当座預金⑵	百万円	6,666	7,972	6,936	5,318	5,279	-20.8%
⑴普通預金⑵	百万円	56,490	59,467	58,193	59,525	60,160	6.5%
⑴定期預金⑵	百万円	136,717	137,396	147,837	157,069	157,812	15.4%
貸出金	百万円	139,881	140,406	136,799	142,548	141,217	1.0%
常勤役職員数	人	287	292	301	302	309	7.7%
営業店舗数	店舗	23	23	23	23	23	0.0%

⑴資料⑵ 新潟信用金庫ディスクロージャー誌

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

①「新型仕送りローン」

働き盛り世代へのアプローチのひとつとして鍵になるのが、個人ローンである。そこで新潟信金では、子育て世代が個人の中でも、資金需要が高いことに着目した。特に、大学入学を控える子育て世代の資金需要は

写真 2：新型仕送りローンのパンフレット

高く、それらの世代向けの商品として「新型仕送りローン」を取り扱っている。この商品は、01 年に固定金利の「仕送りローン」として取り扱いを開始した後、06 年に変動金利型の「新型仕送りローン」に改められて現在に至っている。

「新型仕送りローン」の特徴は、一般のローン商品のような証書貸付ではなく、子供の就学期間中は、一定の借入枠内であれば、何度でも借入可能なカードローン型商品であることだ。そのため、貸出残高は入学金や授業料の支払シーズンに高くなる傾向がある。

また、この仕送りローン口座に自動振込契約をセットすることで、貸出金の振込が毎月一定額の送金として子供の口座に行うことができるのも特徴である。

なお、「新型仕送りローン」の販売推進は、渉外担当者が担っている。渉外担当者は担当地域の顧客の家族構成や子供の年齢を把握しており、それを基にしてタイミング良くアプローチを行っている。ただ、現在のところ、通常の証書貸付である教育ローンの方が金利は低く(注)、資金ニーズが高い。そのため、教育ローンとあわせて、いつでも借入可能な商品として新型仕送りローンを推進するという戦略をとっている。

また、この商品は、子供の大学進学を機に、子供に新潟信金の口座を作成してもらい、預金取引を開始できるという側面もあるが、新潟信金では子供の利便性も考慮して、特に振込先を指定していない。

(注)最大引下げ後の金利水準で比較すると、「新型仕送りローン」年 2.62%に対して、教育ローンが年 1.6%となっている。(10 年 7 月 1 日現在)

②「にいがたっ子すこやかパスポート」への協賛

仕送りローンは大学生を持つ子育て世代へのアプローチだが、小学生以下の子供を持つ子育て世代へのアプローチとして、「にいがたっ子すこやかパスポート」への協賛を行っている。

「にいがたっ子すこやかパスポート」とは、新潟市が小学生以下の子供を持つ世帯に無料で発行しているカードである。新潟市内の種々の企業が協賛していて、協賛企業で提示すると、各種割引などのサービスを受けられる。

この市の事業は、かねてより子育て支援につながる商品開発と子育て世代へのアプローチができないものかという新潟信金の狙いと一致し、08 年の事業開始当初から協賛している。新潟信金では、提示すると金利が上乗せされたにいがたっ子すこやかパスポート積金が組める。このほか、子育て世代のマイカー買い替え需要が高いことに着目し、マイカーローンの金利優遇も受けられる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

写真3：にいがたっ子すこやかパスポート積金のパンフレット

なお、「にいがたっ子すこやかパスポート」関連の推進については、パスポート所持者が、新潟市のホームページで各種優遇を受けられる企業を検索できるため、渉外担当者による特別な推進活動は行っておらず、自然体の推進で着実に成果を上げている。

上記2種類の商品のほか、子育て世代向けのアプローチとして、10年6月からアフラックと提携して学資保険の取り扱いも開始した。これは子ども手当を見込んだ商品で、渉外担当者が新規先訪問をする際の、きっかけ商品としての位置づけとのことである。

年金受給者向けの戦略

従来から強みのある年金受給者や年金受給予備世代への推進活動としては次のようなものがある。

1つ目が年金定期預金である。県内の信用金庫、信用組合が、年金受給者に対して、優遇金利を付する定期預金を廃止するなか、新潟信金では07年に110万円から950万円に優遇定期預金の限度額引き上げを実施している。これは競合する地方銀行が引き上げたことや、新潟信金には退職金専用定期がないために、代わりとなる定期預金が必要だったことが理由である。

2つ目が年金の宅配である。これは来店が困難な年金受給者に対して、顧客からの依頼に基づいて現金を引き出して、自宅まで届けるものである。なお、新潟信金では他金融機関のように愛称をつけておらず、渉外担当者が提供するサービスの一環として実施している。また、現金の授受については、顧客とのトラブルを防いだり、事務ミスを防止したりするために、受領時に顧客に金額を数えてもらったり、受領印をもらったりするなどして厳格に運用している。

3つ目がしんきん年金友の会である。これは、新潟県内信用金庫が共同で行っているもので、年金受取口座を県内の信用金庫にすると入会金、年会費なしで自動的に加入することができ、宿泊や旅行の割引特典が受けられる。

この他、新潟信金独自に寄席などの各種イベントや親睦旅行の企画を行っており、年金受給者をフォローする様々な特典を用意して、年金受給世代の獲得と継続利用を促している。

地域密着のアルビレックス新潟定期預金

地域密着という強みを生かした商品として、アルビレックス新潟応援定期預金がある。アルビレックス新潟はJリーグJ1のサッカーチームだが、応援団が新潟信金で口座を作ったことが契機となり、J1昇格前の02年から当チームの公式スポンサーとなり、応援定期を販売している。

アルビレックス新潟応援定期預金は、優遇金利を付す定期の一種である。販売当初はアルビレックス新潟がJ1に昇格すれば、金利をさらに上乗せするという商品だった。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

さらにJ1昇格後は、勝ち点や順位に連動して金利の上乗せ幅が変わる仕組みにしていた。しかし、サッカーファン以外の顧客からは、あらかじめ金利が決まっていないため、預入れ時に他行の定期預金金利水準と比較検討ができないという声もあり、10 年度は、最初から金利を上乗せした商品（プラス年0.2%）とした。なお特典としてアルビレックス新潟のキャラクターが描かれた専用預金証書で作成を行っている。

また、毎年アルビレックス新潟に対して預金総額に応じた支援金を贈呈している。

きめ細やかな推進体制

これまで、顧客を獲得するための様々な商品の概要を述べたが、これらを活用したきめ細やかな推進活動を支えるのが、渉外担当者である。

新潟信金では、営業区域ごとに渉外担当者を置き、その担当者が預金と融資ともに推進している。担当区域内の世帯数は大小あるが、渉外担当者 1 人あたり 500～1,000世帯を担当している。

従来、渉外担当者は比較的ベテラン職員も多かったそうだが、近年は団塊世代が退職したことや、それに伴い継続して毎年新卒採用を実施してきたことから、若手の渉外担当者が増えている。若手担当者の場合、一般的にはバイタリティの面では問題ないが、業務知識では習得すべき事項は少なくない。これに対応するため、消費者ローンや事業者開拓といったテーマで研修を行い、スキルアップに力を入れている。

また、中堅職員に対しては、中小企業診断士など外部資格の取得奨励を行っており、様々な顧客のニーズに対応できるようレベルアップを図っている。

ところで、金融商品取引法施行やコンプライアンス強化をふまえて、販売商品などについて、よりきめ細やかな顧客への説明が必要となったことや、取扱商品が多種多様になったことから、渉外担当者の負担が増え、推進活動の核となるべき顧客への訪問回数が減る現象が生じるに至った。具体的には、顧客への説明を充分に行うことにより、渉外担当者が訪問 1 件にかける時間が長くなる傾向となり、その結果訪問件数がここ数年と比較して 10%程度減少したことが明らかになった。

この状況を受けて、渉外担当者の訪問件数減少をカバーすべく、窓口で販売推進をできるよう、窓口担当者を対象にして、戦力化を目指した商品知識や、顧客説明時の注意点などの研修を積極的に実施している。この取組みによって、窓口担当者の意識向上も図られているようだ。

たとえば、窓口担当者が顧客応対したときに気づいたことは、メモで回付され渉外担当者に伝えられ、よりきめ細やかな渉外活動をサポートする仕組みがとられるようになった。これによって、渉外担当者から窓口担当者に情報が伝えられたり、窓口担当者が伝えた情報がどのように役立ったのかを渉外担当者からフィードバックしたりという、自発的な情報の共有化がされるようになった。

このように、新潟信金では様々な商品に加えて、渉外担当者と窓口担当者が一体となって、推進を行っていく仕組みづくりが着実に行われている。

まとめ

今後、国内の人口減少が進んでいくなかで、金融機関同士の個人向けの預金･貸出推進活動はますます競争が激しくなっていくだろう。そのなかで、新潟信金が着実に進めている幅広い世代の多様なニーズに応えようとする商品ラインナップや、きめ細やかな担当者の取組みは、今後も注目される。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

分析レポート

国内経済金融

浜松信用金庫の住宅ローン戦略に学ぶ 地域金融機関のあり方

安藤　範親

はじめに

わが国の住宅ローン残高は、01 年度末の 184 兆円をピークに減少が続いている。特に、07 年の改正建築基準法施行による建築規制強化により、新設住宅着工戸数は大幅に減少した。その後やや持ち直したが、08 年にはリーマン・ショック（金融危機）が訪れ、世界規模で景気が大きく後退、消費者心理が一段と悪化したことで住宅着工件数が低下した。当面は住宅需要の停滞が続くと見込まれている。

こうした外部環境の変化に対して、住宅ローン業務に注力してきた民間金融機関はどのように適応しているのだろうか。本レポートでは、安定した住宅ローン供給を果たしてきた浜松信用金庫の取り組みを紹介したい。

浜松信用金庫の概要

ホンダやスズキ、ヤマハなどグローバル企業を生み出した静岡県西部に位置する遠州地方は、繊維・楽器・輸送機械などの産業が発達してきた。また、浜名湖や天竜美林などの自然環境に恵まれ、農林水産物も豊かな地域である。

なかでも浜松市は 07 年 4 月に政令指定都市となり、人口約 82 万人を抱える大都市である。この浜松市経済を支えてきた金融機関が、10 年 4 月に設立 60 周年を迎えた浜松信用金庫だ（以下、同金庫）。同金庫は、10 年 3 月末において、会員数が約 6.8 万人、役職員数は 1,031 人である。預金積金残高は、12,663 億円と 1 兆円を超している。また、景気後退の影響で厳しい状況が続くなかでも、同金庫は地域経済活性化のため、地域金融のさらなる円滑化に向けた体制の充実を進めており、事業者や住宅関連の資金需要に積極的に応え、10 年 3 月末の貸出金残高は前期比 2.02%増の 7,662 億円と増加を続けている（図表１）。

写真１　浜松信用金庫本店

住宅ローンの取り組み実績

浜松市の新設住宅着工戸数は、90 年代には毎年 8,000 戸以上を維持していたが、02 年度以降は、着工件数が落ち込んでいる。02 年度はバブル崩壊後の不良債権最

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表1　浜松信用金庫の概要　　（億円、%、店、人）

項目＼期末	02/3	03/3	04/3	05/3	06/3	07/3	08/3	09/3	10/3
預金積金	10,454	10,727	11,094	11,292	11,351	11,522	11,860	12,294	12,664
貸出金合計	6,363	6,416	6,510	6,644	6,833	7,014	7,115	7,510	7,662
経常利益（百万円）	5,375	5,184	4,792	6,146	6,566	6,744	5,140	2,366	4,887
住宅ローン残高	1,351	1,395	1,476	1,507	1,582	1,663	1,764	1,848	1,920
自己資本比率（国内基準）	12.91	13.20	13.66	13.61	13.44	14.64	14.59	14.43	15.15
営業店舗数	56	56	56	65	56	56	56	56	56
期末職員数	1,017	1,016	1,019	1,011	957	908	943	995	1,019
（参考）市内住宅着工戸数	8,489	7,079	7,237	7,781	7,879	8,403	8,787	8,587	6,245

資料　日経Needs-Financial Quest、静岡県住宅着工統計（合併修正）より農中総研作成

終処理などで内需が低迷、それ以降、着工件数は 8,000 戸を割り込みつづけ低調が続いたが、景気回復と共に、06 年度には 8,000 戸台を回復した。07 年度の改正建築基準法の影響は浜松市においてはそれほど見られなかったが、09 年度はリーマン・ショック以降の景気低迷により前年比 27%減の 6,245 戸と急減した。

こうした状況下にも関わらず、同金庫の 10 年 3 月末住宅ローン残高は、前期比同 3.9%増の 1,920 億円となり、ここ数年は 5%前後の増加を続けている（図表 1）。営業店舗数全 56 店のうち 49 店が浜松市に置かれていることで、市内を中心に集中展開し、他業態とのシェア争いにおいて追随を許さない営業努力を続け、また、新規貸出市場の縮小を補うために他の金融機関からの借り換えを推進してきた成果であろう。

「はましん相談プラザ」の開設

同金庫は、92 年 4 月、金融などに関する相談窓口としての専用ビル「はましん相談プラザ」を開設。当時、土、日曜日を含めたサービス体制は全国初の取り組みだった。同プラザは地上四階、地下一階建て。一階には五つの相談窓口と税務相談室、応接室などを完備。また四階にはコミュニティーホールを設置し、地域の文化活動に開放している。住宅・教育ローンなどの融資から資産運用、贈与・相続まで、地域の方々の暮らしの様々な相談を無料で受け付けている。支店窓口などで行っていた相談業務を一元化することで効率を高め、誰にでも利用しやすく、地域に根ざした情報サービスを充実させている。

写真 2　はましん相談プラザ

（浜松信用金庫 web サイトより引用）

「住宅ローン推進室」の設置

01 年 4 月には、同プラザ内に「住宅ローン推進室」を設置。それまでは、各営業店での地区内セールス・ローラー活動による住宅ローン案件の発掘・成約に頼っていたが、同推進室に住宅ローン専任

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

スタッフを配置することで、融資拡大を図る狙いだ。現在は、6人のスタッフを配置、ローンアドバイザーとしての相談や住宅関連業者に対する営業を担当している。

また、業者専任の渉外係も配置し、近隣の住宅展示場をすべて回るなど、業者の拡大とコミュニケーションの深化に力を入れている。業者に直接張り付くことで各業者の営業マンと太いパイプを築き、入り口の段階で顧客を取り込む営業を展開している。また、子会社の「はましん信用保証（株)」を使ったスピード審査で融資が決まるまでの時間を短縮、結論を早く出すことで業者の利用を促し、多くの案件の紹介につながっている。

「はましん住宅友の会」を発足

住宅ローン推進室を事務局として01年11月には、「はましん住宅友の会」が発足した。住宅の購入や建築を考えている人に会報やセミナーなどを通じて住宅購入に関する知識を提供、個別の相談にも対応するなど、家づくりのトータルサポートサービスを提案している。

同金庫との取引の有無は問わず、マイホーム購入に必要な知識を解説した「マイホーム購入ガイド」のプレゼントや、住宅情報を載せた「住宅友の会通信」の無料送付、家づくりの基礎知識が学べる「家づくりセミナー」、住宅展示場の「スタンプラリー」などを開催してきた。入会金、年会費とも無料で、渉外担当が得た情報から入会を勧め、現在約 2 千人の会員がいる。会員のほとんどが住宅購入時に、同金庫を利用しており、新規開拓と囲い込みにつながっている。

写真 3　相談プラザの情報コーナー

（ハウスメーカーや工務店のパンフレット、不動産情報提供の場を業者に開放している。）

住宅ローン窓口のワンストップ化に向けて

10年4月には、同プラザ内にバックオフィスの役割を担う「アドバイザーチーム」を立ち上げた。それまで同プラザには勘定系端末が無く、案件を営業店に引き継いでいたが、窓口が変わることによる説明の二度手間が顧客にも営業店にも負担となっていた。まだ、試行期間中ではあるが、アドバイザーチームと住宅ローン推進室がコラボレーションすることで、住宅ローン受付から実行・保管業務までをワンストップ化にて対応すること

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

が可能となった。また、営業店案件についても実行・保管業務を同プラザで集中して処理している。昨今は、説明責任を含めコンプライアンス等の事務処理が増加、一つの案件に対する処理時間が非常に多くなっており、業務を集約化させることで、営業店の事務負担軽減を実現させている。結果、効率化と集約化により、営業店がより多くの時間を創出することを可能にし、お客様へのきめ細かなおもてなし態勢の向上につながっている。

終わりに

以上のように、同金庫は顧客との日頃の関係を強化する取り組みを充実させることで地域の支持を得ている。住宅金融支援機構の「民間住宅ローン利用者の実態調査（10年度第１回）」によると、住宅ローンを選んだ決め手は金利の低さが圧倒的ではあるものの、日頃からの付き合いや馴染み、相談サポート体制、丁寧な応対なども決め手として挙げられており、金利の引き下げ努力だけでなく、地域社会とのコミュニケーションが欠かせないことがわかる。

同金庫は、09 年度より 3 カ年計画「DELIGHT ONE（ディライト・ワン）～地域・お客様・職員との感動共有をめざして～」を掲げており、お客様に「満足」を超えて"DELIGHT"（感動・歓喜）まで感じていただける、新しい商品・サービスの提供に努めている。基本戦略を見ても、顧客との関係強化において、非常に高い意識を持ち、前向きな姿勢で望んでいることがわかる。

その取り組みを見ると、例えば顧客の生活応援団として、「ライフサポーター制度」を導入している。女性職員で構成されており、預かり資産専担者が、店頭で資産運用の相談に親身になって答えている。また、顧客の声をサービスに反映し、経営改善に取り組むために、「お客様サービス課」を設置している。各種セミナーでのアンケートやフリーダイヤル、およびホームページなどから、顧客の声を集め誠実に応えている。また、同金庫の取り組みを知ってもらうために「はましんふれあいフォーラム」を開催。会員・非会員にかかわらず同金庫を理解してもらうために、理事長自らが最近の業績を報告している。他にも、次世代を担う企業経営者を育成する「はましん経営塾」などの地域貢献活動や質の高い金融サービスを提供するための人材育成の取り組みなど、地域の要望に応えるための活動を数多く行っている。

このように同金庫の取り組みは、狭域高密度戦略と上記の感動経営によって顧客との関係強化を実現しており、非金利競争力を発揮することが、住宅ローン貸出の減少を補うものになる可能性を示唆してくれている。

【参考資料・web サイト】

・浜松信用金庫 web サイト
・静岡県西部地域しんきん経済研究所 web サイト
・静岡新聞朝刊　1992 年 4 月 8 日付
　　2001 年 6 月 16 日付
　　2001 年 11 月 3 日付
　　2007 年 7 月 12 日付
・ニッキン　　2007 年 7 月 20 日付

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

分析レポート

海外経済金融

通貨ユーロを巡る構造的な問題点

～財政分権主義と単一通貨・金融政策について～

山口　勝義

はじめに

単一通貨・単一金融政策を採用しているユーロ通貨圏では、一方で財政政策については各国の主権を維持している。今般の欧州におけるソブリン・リスクの発現に際しては、加盟各国の財政規律の遵守状況をモニタリングする監視メカニズムの実効性に課題があった点が指摘されたが、単一通貨・単一金融政策自体にも域内の経済を不安定化させる恐れのある根源的な問題点が内在している。

本稿では、これらのユーロ通貨圏の仕組み自体の中に織り込まれている問題点を通貨ユーロを巡る構造的な問題点として捉え、その考察を行うこととする。

各国による財政分権主義の問題点

EUでは、加盟国が通貨ユーロ導入の承認を受けるに先立って満たすべき経済状況にかかる収斂基準を有している(注1)。また導入後においても、特に財政赤字については上記収斂基準と同様の次の水準をそのモニタリング基準として置き、加盟国に対し遵守を求めている(注2)。

① 対GDP比3%以内の財政赤字

② 対GDP比60%以内の政府債務残高

しかしながら、本基準①、②については、仮に抵触する事実が認められたとしても一時的な抵触と判断されたり、あるいは明らかな改善傾向が認められたりする場合には抵触が容認されることや、抵触時の警告、制裁等の運用について厳格性を欠いていることなど、加盟各国の財政規律の遵守状況をモニタリングする相互監視の仕組みが実効的に機能していなかった点が問題点として指摘された。

これに対してはタスクフォースによる改革案の検討(注3)が進捗し、現時点でEU加盟国の中期財政計画にかかる評価制度（いわゆる“European Semester”）の2011年からの導入が決定されているほか、今後警告、制裁制度のあり方等についても協議が行なわれる予定であるが、次の点に留意が必要であると考えられる。

まず、EUの歴史においては、ハイパーインフレの経験からインフレのコントロールを最重視するドイツと、むしろ雇用や経済成長政策を重視するフランスとの意見の対立がしばしば見られてきたが、本財政規律の基準もドイツ・フランス間の妥協の産物と言われている。また、前記の中期財政計画にかかる評価制度の導入においては、英国の「予算編成は各国の権限」との意見を踏まえ、評価の対象を予算案そのものではなく中期財政計画

(注1) “The Treaty on the Functioning of the European Union” Article 140 (1)、およびこれに付属するProtocol No.13において、消費者物価上昇率、財政赤字、為替変動、長期金利変動について、それぞれ収斂基準を設定している。

(注2) “The Treaty on the Functioning of the European Union” Article 126 (1)・(2)、およびこれに付属するProtocol No.12において規定している。また“The Stability and Growth Pact”により、対GDP比3%以内の財政赤字基準への抵触をトリガーとする警告、制裁等の措置について規定している。

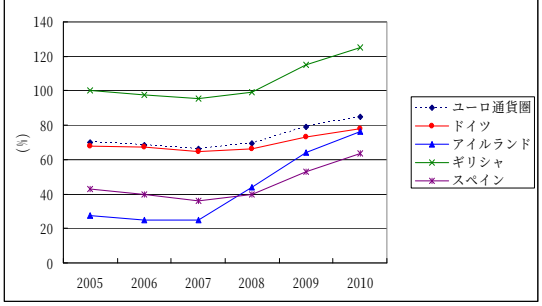
(注3) European Commission (2010/6), “Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs – Tools for stronger EU economic governance”を参照。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

とした経緯がある。このように調整過程では各国の様々な思惑が絡むため、制度の実効性確保については引続き EU 内での調整推移を見守る必要がある。

一方、米国サブプライムローン問題以降の市場混乱や欧州ソブリン・リスク問題が継続する中で各国の財政負担が増加している現下の環境を考慮すれば（図表1.参照)、新たな制度の導入後も、本来求められる基準の遵守自体は諸環境の落ち着きを待った後の中期的な課題とならざるを得ないと見られる。むしろ、ギリシャに対する支援の見返りとしての財政再建計画が、対 GDP 比財政赤字比率を 2014 年には 3%以内に回復することを求めるなどかなり厳格な内容となっていることから、計画期間中に進捗が頓挫しかねない点に留意が必要であろう。

図表1. 対GDP比政府債務残高



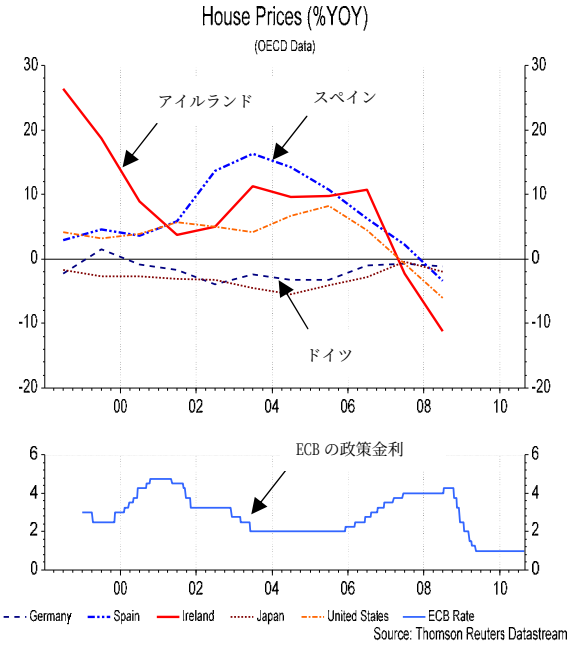
（出所）Datastream のデータから農中総研作成

単一通貨・単一金融政策の問題点

一般に国際金融の理論では、①通貨統合域内で起こる経済的ショックが「対称」（域内で均質的）であれば単一通貨導入のメリットが大きい、②現実には域内で経済構造が違う以上ショックは「非対称」なものとなり得るが、その際には、非対称なショックの影響を緩和する調整機能として、域内での労働力の高移動性や賃金の弾力性等の確保が重要である、としている。

このため、通貨変動による調整機能を放棄し、かつ単一金融政策を採るユーロ通貨圏においては、域内の経済的なショックを極力「対称」なものとするために、各国間のマクロ経済の収斂（コンバージェンス）を図ることがまず重要な前提条件となる。これが不十分な場合には、単一金融政策のもと、域内で様々な経済的な不均衡が生じる恐れがあるわけで、実際に 2000 年代に認められたスペインやアイルランドでの不動産バブルの発生の一方でのドイツにおける経済の低成長は、そのひとつの実例と言うことができる。

図表 2. ECB の政策金利（下図）と住宅価格（前年比上昇率）（上図）

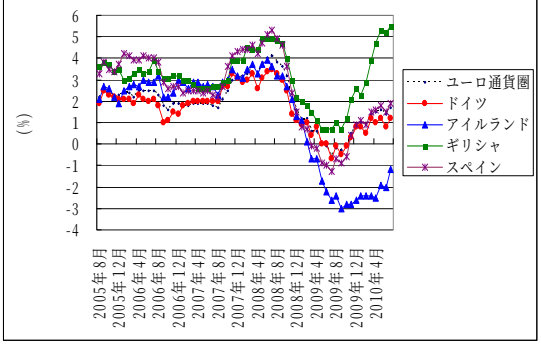


これは、図表 2.で見られるとおり、米国 IT バブル崩壊の影響が欧州経済に波及し、欧州中央銀行（ECB）が政策金利を引き下げた 2000 年代前半には、スペインやアイルランドにおいて住宅価格の上昇が顕著になっている一方で、ドイツにおいては前年比マイナスで推移しているこ

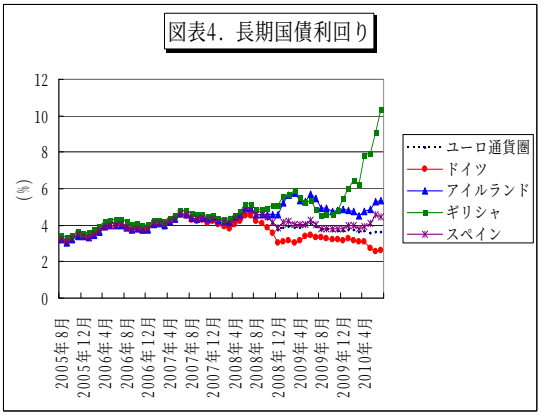
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

とに現れている。スペインやアイルランドでは、その後2000年代後半に住宅バブルが崩壊し、現在に至るまで両国経済を圧迫する大きな影響を及ぼしている。これは、単一金融政策のもとで、物価上昇率の差により域内で実質金利に格差が生じ、資金需要や投資機会の大きな地域に一方的に資金が流れやすいなどの問題点のひとつの顕在化であると考えられる。

図表3. 消費者物価上昇率（年率）



図表4. 長期国債利回り



（出所）Datastreamのデータから農中総研作成

こうした不均衡の発生を防止するために、ユーロ通貨圏においては上記のとおり消費者物価上昇率、財政赤字、長期金利変動等について収斂基準を有するものの、最近の状況を見ると、例えば図表3.および4.のとおり、特に2009年以降、逆に各国間でこれらが拡散する傾向（ダイバージェンス）が顕著になっている。こうした状況は、単一金融政策に伴う経済不均衡発生の潜在的なリスクが以前にも増して高まっている現われとも考えられ、今後の推移に注意が必要である。

また以上に加え、ユーロ通貨圏は1999年1月に11カ国で始動して以降、2001年にギリシャ、2007年にスロベニア、2008年にマルタ、キプロス、2009年にスロバキアがそれぞれ通貨ユーロを導入し現在では16カ国に拡大しており、さらに9カ国が今後の導入候補国として位置付けられている[注4]。これらの結果、ユーロ導入国の多様性がいっそう高まる中で、導入国間のマクロ経済にかかる収斂の確保・維持の困難性がますます高まっていくことが考えられる。

まとめ

本稿で取り上げた通貨ユーロの構造的な問題点を含め欧州経済・市場を取り巻くリスクを改めて整理すると、図表5.のように大変複合的なものとなっている。

こうしたリスクに対処するため、ユーロ通貨圏としては、域内での財政支援の仕組みの整備や労働力の移動性向上等の幅広い対応が必要となろうが、これらはいずれも短期間での調整は困難な課題である。また、想定されるリスクは相互に連関し合い、いっそうその困難性を高めている。このため、今後、ギリシャの財政再建計画の頓挫・国債の償還条件変更、他の周辺国への問題の感染等が現実化し、改めて市場が波乱含みの展開になる可能性がある点を踏まえておく必要があるものと考えられる。(2010年9月22日現在)

[注4] 通貨ユーロ導入候補国はECB“Convergence Report, May 2010”による。なお、EU加盟国については、現時点で27カ国であり、4カ国が今後の加盟候補に上がっている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表5. 欧州経済・市場を取り巻くリスク

リスクの所在		説明
ギリシャ等周辺国の財政問題	• EU・IMF ギリシャ支援策（総額 1,100 億ユーロ）の機能不全	ギリシャは 3 年間（2010～2013 年）市場調達の必要なし。EU・IMF 協調下で、この間の機能不全のリスクは限定的と見られる。
	• EU・IMF「欧州金融安定メカニズム」（7,500 億ユーロ）の機能不全	3 年間（2010～2013 年）の制度存続を想定している。EU・IMF 協調下で、この間の機能不全のリスクは限定的と見られる。
	• 財政再建計画の厳格性	ギリシャの財政再建計画は、2014 年には対 GDP 比財政赤字を 3%以内とするなどの厳しい内容。途中で頓挫するリスクがある。
	• 経済成長の鈍化	緊縮財政が経済成長を鈍化させ、それがまた財政再建計画進捗を阻害するスパイラル的なリスクがある。
	• ギリシャから他国への「感染（コンテイジョン）」	他周辺国の国債消化難や、これら国債を大量に保有するフランス、ドイツ等の金融機関の経営体力圧迫等のリスクがある。
金融機関の自己資本・流動性等	• 周辺国国債の減価	金融機関の経営体力を弱め景気回復を阻害、また金融機関への公的支援で財政負担が増加し財政再建を困難とするリスクがある。
	• ストレステスト後の市場での増資不能	公的資金による支援制度に依存した場合、財政負担増へ波及し財政再建を困難とするリスクがある。
	• 資金繰りの困難化	ECB による流動性供与策は有効に機能。総体としてインフレ懸念は顕在化しておらず政策継続余地あり。足元リスクは限定的。
	• リスクアセット削減インセンティブの高まり	金融機関の仲介機能が低減することで景気回復を阻害し、財政再建を困難にするリスクがある。
	• 不動産バブル崩壊に伴う金融機関経営難（アイルランド、スペイン等）	中期的に金融機関の経営を圧迫し、景気回復を阻害。また、財政負担増へ波及し財政再建を困難とするリスクがある。
本稿 ➡ 通貨ユーロの構造的問題 財政分権主義	• 財政規律遵守状況の新たなモニタリングの仕組みの実効性の欠如	新たな仕組みを検討・構築中。その実効性は要注視。ただし基準の遵守自体は中期的な課題に。
通貨ユーロの構造的問題 単一通貨・金融政策	• 経済格差拡大（ダイバージェンス）に伴う金融政策効果の不整合性	最近格差拡大傾向が顕著。しかも、ユーロ通貨圏の加盟国拡大に伴い、収斂の確保・維持がいっそう困難になるリスクがある。
コア国の経済情勢	• ドイツ等コア国の緊縮財政による景気下押し	周辺国のみならずコア国も財政改革を進めざるを得ない状況にあり、EU 域内の経済を下押しするリスクがある。
外部環境	• 米中をはじめとした世界経済減速	EU 域内の経済情勢に悪影響を与え、結果的に財政再建を困難にするリスクがある。
	• BIS 等の金融規制強化	Basel III は 2013 年から段階適用後 2019 年に全面移行で相応の準備期間があるものの、金融機関のリスクテークは保守的に。

（出所）農中総研作成

想定されるリスクの波及経路

ギリシャ等の財政再建計画の破綻 → ギリシャ国債等の償還条件の変更・デフォルト → ギリシャ等のユーロ圏離脱 → 通貨ユーロの解体

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

連載

中国経済･金融を読む＜第 6 回＞

中国の灰色収入をめぐる議論

王　雷軒

灰色収入とは

中国の著名エコノミストの王小魯氏が発表したレポート、「灰色収入与国民収入配分（邦訳：灰色収入と所得分配）」を契機に、中国で高所得層の「灰色収入」をめぐる議論が沸騰している。

「灰色収入」という概念を説明する前に、中国社会の「隠れた収入」を知っておく必要があろう。それは公的統計で把握されない収入である。

「隠れた収入」の大半を占めている「灰色収入」の定義について必ずしも明確なものはあるわけではないが、合法と非合法の間に位置するグレーゾーンの収入（仲介料や手数料など）を「灰色収入」と呼ばれている。つまり、「灰色収入」は違法性のない知人間の金銭のやり取りなど、取得の経緯を特定しにくい収入を指すと理解しても良い。

灰色収入は 66 兆円へ増大

王氏の推計によれば、統計から抜け落ちた 08 年の「隠れた収入」の総額は 9.3 兆元（約 116 兆円）と GDP の 30%に相当する。しかも、05 年の「隠れた収入」（4.8 兆元）に比べると、近年はかなり増大しており、「隠れた収入」の GDP に占める割合も上昇した。「隠れた収入」のうち「灰色収入」は 5.3 兆元（約 66 兆円）あると推計されている。

前述の通り、05 年に比較すると 08 年の推計された「隠れた収入」は急拡大を遂げていた。それでは、「隠れた収入」は誰が得ているのだろうか。王氏の推計によれば、「隠れた収入」の 8 割以上は都市世帯収入上位 20%の高所得層が得ているとされている。そして、高所得層には公務員や国有企業の管理層らが多いと言われている。

その背景には、中国では資本、土地や天然資源などに関する権限を政府各部門が握っており、また関連制度に未整備なものが多いため、こうした隙を利用して関連部門の官僚らが「灰色収入」を得ていることが挙げられる。また、石油、電力、電信、金融、保険などの独占企業の従業員の平均収入はその他の業界の 2～3 倍にも達し、加えて不透明な賃金外収入（その中で「灰色収入」が多いと見られる）を加味すると、実質的な差は 5～10 倍にもなろう。王氏も「賄賂や国有資産の流失、市場独占を背景にした不公正な収入などが高所得層の「灰色収入」の源泉となっている」と指摘している。

いかに灰色収入を減らすか

このように、高所得層の「灰色収入」の増大は、所得格差を拡大させ、庶民の不満を募らせるなど、深刻な社会問題となっている。この問題を是正するために、王氏は、「市場経済の改革に伴い、政治体制と政府管理体制の改革を推進していかなければいけない」と主張している。共産党幹部や公務員の財産隠しに対して法整備を行い、「権力に対する監督強化」、具体的には、不透明な税制や土地取引、許認可権などの制度を透明化する政府の改革が不可欠であろう。さらに政府と国有企業の関係を整理する必要もある。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

連　載

経済･統計の基礎知識　＜第 18 回＞

景気の先行指標②　機械受注

岡山　正雄

景気循環と設備投資

設備投資とは、企業が生産活動に必要な生産設備やソフトウェア等への支出のことである。景気循環との関連で見ると、景気の拡大局面では、需要が拡大し、現在の供給能力以上に製品が売れることが見込まれるような場合、企業は生産能力拡大のために設備投資を活発に行う。逆に後退局面では、需要が縮小するために、投資意欲は減退する。

また、設備投資の影響は単に投資を行った企業のみならず、設備を作ったメーカーの売上増や、そのメーカーが設備を拡大することで他の企業の売上増につながるというように波及する。そのため設備投資が経済に与える影響は大きい。

先行指標に採用されている機械受注

設備投資関連の指標のなかでも、特に先行性があるとされるのが、機械受注である。これは、機械メーカーの受注額を示した指標である。一般的に企業が機械を購入する際は、機械メーカーに発注し、それを受けてメーカーが機械を生産し納品、設置した後に稼動するという順番をたどるということを考えれば、機械受注は設備投資の最も「川上」を捉えた指標と言える。そのため、景気動向指数でも、資本財の価格変動の影響を除いた実質機械受注額(船舶･電力除く民需)が先行指標として採用されている。なお、一般的に船舶と電力を除いて見るのは、これら 2 つの規模が大きいことに加えて、景気実勢と関係なく不規則な動きをするためである。

また、実質機械受注の公表は他の指標に比べてやや遅い(翌々月の 10 日前後)ため、景気動向指数の速報値には、直近の動向が反映されていない。

機械受注の先行性は認められる

図表1には 90 年第 1 四半期以降の設備投資(ソフトウェア除く、季節調整値)と機械受注(船舶･電力除く民需、季節調整値)の推移を示した。これを見ると、機械受注が設備投資よりも数四半期程度先に推移している場合が多い。

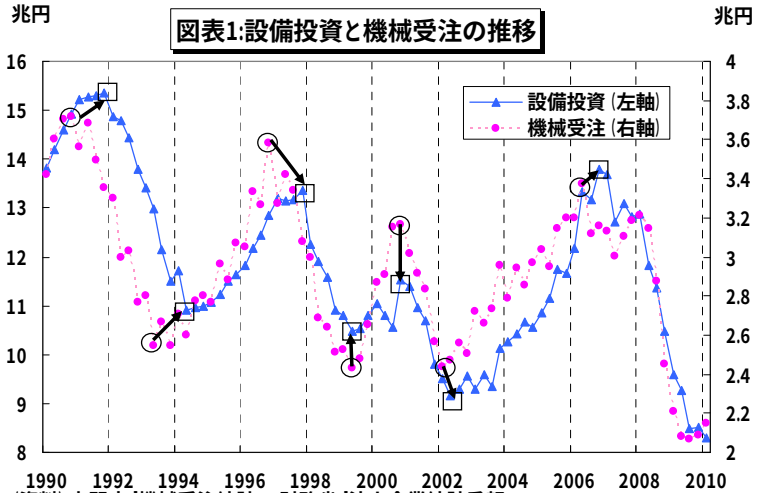
図表2:設備投資と機械受注の時差相関

時差	相関係数
直近	0.797
1四半期	0.846
2四半期	0.854
3四半期	0.817

(資料) 内閣府「機械受注統計」、財務省「法人企業統計季報」
期間は90年第1四半期～直近

また図表 2 では設備投資と機械受注の時差との相関を示した。これを見ると、直近との相関よりも、1～3 四半期前と相関の方が高いことが分かる。このことからも、機械受注は設備投資に対して先行性を持つ指標ということが確認できる。

図表1:設備投資と機械受注の推移



(資料) 内閣府「機械受注統計」、財務省「法人企業統計季報」
矢印は機械受注の山 (谷) から設備投資の山 (谷) に引いてある。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

海外の話題

加速する「アジア・シフト」

農林中央金庫　シンガポール支店長　有我　渉

巨人軍の王選手が全盛時代のころ、彼がバッター・ボックスに入ると相手側の野手がいっせいに一塁・ライト側へ極端なまでに移動し、三塁・レフト方向がガラ空きとなる守備陣形が取られていたことをご記憶のオールド・ファンも多いはず。当時、これは「王シフト」と呼ばれていたものだが、昨今のグローバル経済の動きは、まさに「アジア・シフト」と呼ばれるにふさわしいものがある。ここシンガポールで日々実感することは、世界中の企業、金融機関が人・モノ・金のリソースを猛烈な勢いでアジアへアジアへと、シフト・集中しつつある大きなトレンドである。日系大手の総合商社や海運会社の CEO に、当地の支店長経験者が相次いで就任しているという身近な話題も、時代を象徴する出来事のように感じられる。

このトレンドは、リーマン・ショックが決定打となり大勢を決めた、と言っていいだろう。リーマン・ショック後、日米欧の先進国が深刻な景気後退に見舞われるなかで、中国・インド・アセアン・オーストラリアを含めた域内経済の恐ろしいばかりの堅調さ、自律回復ぶりに世界中の人々が驚かされたはずだ。90 年代後半のアジア通貨危機が域内経済基盤の脆弱さを露呈させるものだったとすれば、ほぼ 10 年後に起きた今回の危機は、逆にアジアの持つ経済パワーと潜在的な成長力の高さを世界中の人々に鮮やかに印象付ける結果となった。

では、10 年前と何が違うのか？最大の変化はやはり多くのアジア諸国が単なるマネー・ゲームではない内需をドライバーとする急速な経済成長ステージに確実に入ってきたということだろう。白物家電を買い、オートバイから乗用車に買い換えられる所得者層が毎年、欧州の数ヵ国単位で増えているという事実。そしてさらに重要な点は、リーマン･ショック後に域内各国の当局が迅速かつ果断に実施した金融緩和、財政出動といった適切なマクロ経済運営がある。この一年、各国の中央銀行等を回って痛感したことは、彼らがいかに過去の事例（日本のバブル崩壊を含む）を研究し、危機の再発防止に向けて腐心し努力していたかということである。外貨準備、資本規制による投機マネーの流入阻止、健全な国家財政に裏打ちされた財政政策、機動的な金融政策等々。いま多くの企業人、金融マンは、アジア諸国は今後も自らのポテンシャリティをうまく生かす形で経済運営をしていくはず、いや、していけるだろうというある種の安心感を持ち始めている。実はこうした信認の持つ意味と効果こそ絶大なのである。

5 年後 10 年後と、グローバル経済におけるアジア域内のプレゼンスが確実に上がってくるとすれば、投資の世界においても日米欧とともにアジアを含めた最適ポートフォリオの構築が早晩課題となる。アジアの成長を阻害する不確定要因が取り除かれていく一方で、先進国においてはソブリン･リスクが相変わらずくすぶり続けるとすると、同じリスク・リターン、レラティブ・バリューであれば、日米欧からアジアへアセットをシフトしていくことが現時点でも合理的な判断となる。「アジア・シフト」の大きな動きは始まったばかり、これからが本番だろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます