潮　流

新春によせて

代表取締役社長　佐藤　純二

新年あけましておめでとうございます。本年もどうぞよろしくお願い申し上げます。

2008 年秋のリーマン・ショックをきっかけに発生した金融危機によって、「百年に一度」とたとえられるような未曾有のダメージを被った世界景気は、主要各国による大規模な財政・金融政策の出動が奏功し、09 年春には底入れし、その後持直し基調を続けた。しかし、昨年 10 年にはいっても、世界的なマクロ的不均衡（グローバル・インバランス）は解消されない不安定な状況が続き、欧州債務危機の顕在化や米国におけるデフレ懸念の台頭などがあった一方、中国をはじめとする新興国経済のバブル化への警戒感も強まった。

10 年のわが国の経済金融情勢は、約 15 年ぶりの円高水準を更新するような円高圧力が強まったほか、欧米経済の回復の鈍さや中国における金融引き締め政策への転換、さらには耐久財消費刺激効果の一巡などから、夏場以降、景気回復テンポが鈍化し始めた。政府・日銀も、9 月に巨額の為替介入を 6 年半ぶりに実施し、10 月にはゼロ金利政策の復活と 5 兆円規模の資産買入基金創設などを盛り込んだ金融緩和策（包括緩和策）を決定するなどの対策を行ったが、景気の現状は停滞感の強い展開が続いた。そして、足元のわが国の景気は一時的な足踏みで済むのか、軽度とはいえ後退局面入りしてしまうのか、微妙な状況となっている。

本年 11 年の経済見通しについては、為替相場の円高水準の継続や海外景気の不透明感などを考えると、当面は加速感のないまま推移していくものと考える。その後、海外経済の景気回復力が強まることが想定される年半ば以降、わが国経済も再び持ち直していくのではないかと思う。

しかし、わが国経済が本格的に浮上し、将来の見通しに対しても明るい展望が描けるようになるためには、デフレからの脱却や膨大な政府債務の圧縮などの中長期的な課題を着実に克服していかなくてはならないのは言うまでもない。そのためには、政府・日銀による適切な政策運営がより一層期待されるとともに、我々一人一人にもこれまで以上の創意工夫や自助努力が求められる。

このようななか、農協系統にとっては、①人口動態・組合員の構造変化の進行を踏まえた事業戦略の構築、および②農業政策および農協改革に関する議論が活発化するなかで新しい地域農業の構築に対応した事業の改革と推進、の 2 点が重要であろう。いずれの点も基本的な課題であり、今後の農協系統が進むべき方向性を十分に踏まえた対応が必要であると思われる。

本年も、内外の課題が山積するなか、本誌『金融市場』などを通じて、経済金融情勢の適時適切な情報発信に努めるとともに、貿易・農業政策に対して、農業のみならず地域経済・関連産業への影響やあるべき姿等幅広い視点から引き続き的確な調査研究を進め、これにもとづく見解・提言を明確に主張していきたいと考えている。

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

情勢判断

国内経済金融

景気足踏みで厳しくなる 2011 年度内のデフレ脱却

～年度末に向けて長期金利が再低下する可能性も～

南　武志

要旨

世界経済の回復テンポの鈍化や、耐久消費財の刺激策購入支援策の効果一巡や反動減、さらには 15 年ぶりの水準まで進行した円高などにより、10 年夏以降、国内景気は足踏みし始めた。大幅な金融緩和措置や新興国経済の底堅さなどもあり、景気の水準自体は大きく落ち込むことはないだろうが、11 年半ばまで景気は停滞気味の推移となるだろう。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、下落状態が続いており、11 年度内にデフレ脱却が実現することは困難とみられる。

内外の金融市場では、米国の大幅な金融緩和策（QE2）発表後、それまでとは一転し、「円安・株高・長期金利上昇」といった傾向が強まった。しかし、内外経済の本格回復までの道のりは遠く、年度末にかけて長期金利は再度低下する可能性があるだろう。

図表1．金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2010年	2011年			
			12月（実績）	3月（予想）	6月（予想）	9月（予想）	12月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.089	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.335	0.30～0.35	0.30～0.35	0.30～0.35	0.30～0.35
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	(%)	1.180	0.85～1.30	0.90～1.35	0.90～1.35	1.00～1.40
	5年債	(%)	0.470	0.25～0.60	0.30～0.65	0.30～0.65	0.35～0.70
為替レート	対ドル	(円/ドル)	83.9	80～88	80～90	82～95	85～100
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	110.4	100～125	100～125	105～130	110～135
日経平均株価		(円)	10,216	10,250±1,000	10,500±1,000	11,000±1,000	11,250±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の予想値は誘導水準。実績は2010年12月20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。

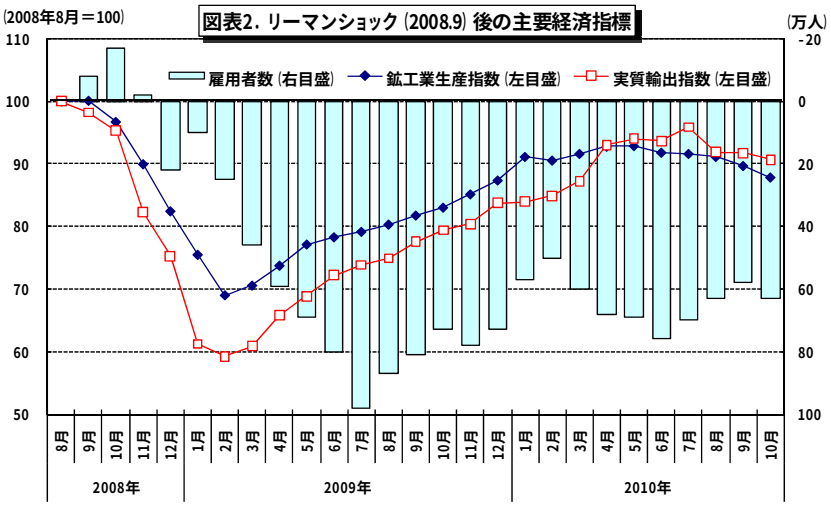
国内景気：現状・展望

2009 年春以降、中国を筆頭とするアジア新興国向けの輸出やエコカーやエコ家電を対象とした耐久財への購入支援策を背景とした民間消費に牽引される格好で、国内景気は持ち直し基調を続けてきた。しかし、10 年夏場にかけて、海外経済の成長減速懸念や急激な円高進行、さらにはエコカー購入補助金制度終了を見据えた自動車メーカーの減産強化などを背景に、景気回復にはブレーキがかかった。

鉱工業生産は 5 月を直近ピークに 5 ヶ月連続で低下、すでに 5%超の調整を余儀なくされている。また、実質輸出も 7 月をピークに頭打ち状態にある。なお、7～9 月期の実質 GDP は前期比年率 4.5%となるなど先進国内で最も高い経済成長を達成したことになったとはいえ、同じく 7～9 月期の法人企業統計季報によれば、全規模・全産業ベース（除く金融業・保険業）の売上高は 5 四半期ぶりの前期比マイナス、経常利益は同横ばいと、企業

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

収益の改善に歯止めがかかった状況となっている。さらに、日銀短観 12 月調査で　は、代表的な大企業・製造業の業況判断 DI が 7 期ぶりに悪化するなど、景気足踏みを改めて確認させられる内容であった。



図表2．リーマンショック (2008.9) 後の主要経済指標
(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

2011 年の日本経済を展望してみると、目先は自動車や家電などの販売不振が続くものと思われるほか、海外経済も全般的に緩やかな回復ペースで展開すると思われ、輸出も低調さが残ると思われる。持ち直しが始まっている民間企業設備投資も当面は景気足踏みによる影響を受けるものと思われ、回復ペースの加速時期は後ズレするだろう。以上を踏まえれば、11 年半ばまでは景気は停滞気味に推移する可能性が高いと思われる。なお、購入支援策によって自動車販売が大きく盛り上がったわけではなく、調整は長引かないと見られること、年半ば以降には海外経済での回復テンポが強まってくると想定されることなどから、11 年後半以降は国内経済の再持ち直しが始まると予想する（なお、7～9 月期の 2 次 QE などの発表を踏まえた 2010～12 年度の経済見通しについては、本誌の該当レポートを参照のこと）。

一方、物価については、10 月のたばこ税増税や損害保険料引き上げなど主に制度変更の影響を受けて、代表的な全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）の前年比下落率は▲0%台まで縮小したが、消費関連の需給バランスが依然として崩れていることを考慮すれば、まだまだ恒常的に前年比プラスで推移する展望は描けないままである。政府・日本銀行は、11 年度内にも消費者物価上昇率がプラスに転じるとの見通しを提示しているが、景気足踏みによって需給ギャップの解消時期が後ズレしたことから、その実現はかなり厳しいと思われる。

金融政策の動向・見通し

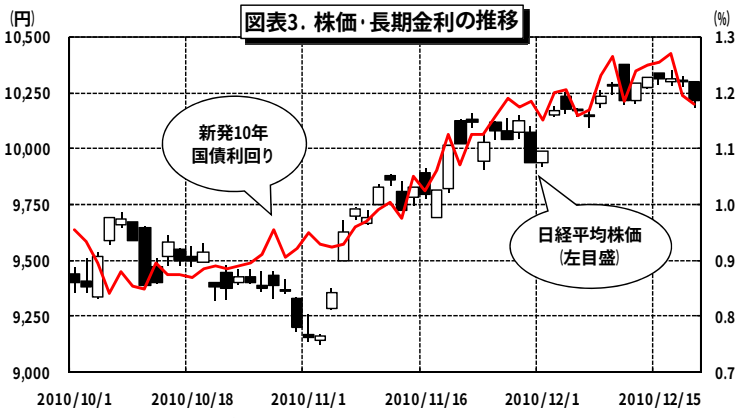
15 年近くにわたってデフレが続いているにもかかわらず、日本銀行は「物価の安定」を強く志向する政策スタンスからは一歩引いた消極的な運営を続けてきた。しかし、デフレ克服を最重要課題と位置付ける政府が 09 年 11 月に事実上のデフレ宣言をし、11 年度内のデフレ脱却を目標として設定したのと前後して、日銀も追加の金融緩和措置を断続的に行うこととなった。

09 年 12 月以降、日銀は固定金利オペの導入や拡充、成長基盤強化を支援するための資金供給の開始、さらには①政策金利（無担保コールレート翌日物）の誘導目標の変更（0～0.1%）、②時間軸の設定（「中長期的な物価安定の理解」に基づ

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

き、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで今回の政策を原則継続)、③5兆円規模の資産買入基金の創設、の 3 つからなる包括緩和策の導入に踏み切った。なお、この包括緩和策について日銀では「実質的なゼロ金利政策」と称したが、実際には補完当座預金制度の適用利率と固定金利方式・共通担保資金供給オペの貸付利率を 0.1%に据え置いたため、無担保コールレート（翌日物）は 0.09%前後で推移するなど、低下幅はわずかであった。一方、消費者物価上昇率が前年比 1%近くまで上昇する確度が高まるまでにはかなりの時間が必要であることから、非常に強力な時間軸が設定された可能性がある。今後の景気・物価情勢の展開によっては、ターム物金利や短期ゾーンの国債利回りの一段の低下を通じて、イールドカーブ全体が一段と低下する可能性があるだろう。

なお、前述の通り、11 年半ばまでは景気は停滞気味に推移するとの見通しを前提にすれば、今後とも日銀は追加緩和策を検討・実施していかざるをえないだろう。実際、包括緩和策導入後、白川総裁は追加緩和措置を否定せず、かつ「次の一手」として資産買入基金の拡充を指摘しているため、これが柱になる可能性が高いだろう。



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

市場動向：現状･見通し･注目点

11 月上旬にかけて、米国では景気減速やデフレに対する警戒感が強まり、米 FOMC において大規模な金融緩和措置が採用されるとの期待が高まった。内外の金融市場はその思惑につられる格好で「円高・株安・金利低下」という流れが強まったが、実際に金融緩和措置（QE2）が発表されて以降は、それに伴う過剰流動性発生への思惑などを材料に、逆に「円安・株高・金利上昇」の様相を強めた。

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

世界的には財政悪化に対する警戒感が根強かったが、10 年度入り直後からわが国の長期金利（新発 10 年物国債利回り）は低下傾向を辿ってきた。投資家の「質への逃避」的な行動が強まったことに加え、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。

しかし、10 年度下期に入ると、米金融政策に対する思惑を前に、上期にかけて大きく残高を積み上げた国内投資家の慎重姿勢が強まった。11 月上旬の QE2 決定後は、長期金利の上昇傾向が明確となり、12 月には一時 1.3%に迫った。ちょうど QE2 決定直後から、米景気の先行き回復期待が浮上し、かつ QE2 による過剰流動性発生に伴う株高・資源高なども長期金利上昇に寄与したものと思

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

われる。

とはいえ、基本的に国内最終需要の本格回復に向けた動きは鈍く、物価も当面は下落が続くとの予想が定着していること、さらに日銀がもう一段の金融緩和措置を講じる可能性があることなどを踏まえれば、長期金利は再低下する可能性は強いだろう。もちろん、日本国債（JGB）格下げの可能性も含めて、世界的に財政危機に対する警戒感は依然として根強いことから、折に触れて神経質に金利が変動する場面は十分想定する必要がある。

②株式市場

日経平均株価は、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って一時 9,000 円を割り込むなど、軟調な展開となった。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あったが、基本的には 9,000 円台でのもみ合いが続いた。しかし、11 月の QE2 決定や同じく米国の経済指標の好転などから持ち直しの動きが強まり、12 月に入ってからは 1 万円台前半での推移が続いている。

当面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が、国内で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ることから、しばらくは株価の上値が重い展開が続くと思われる。

③外国為替市場

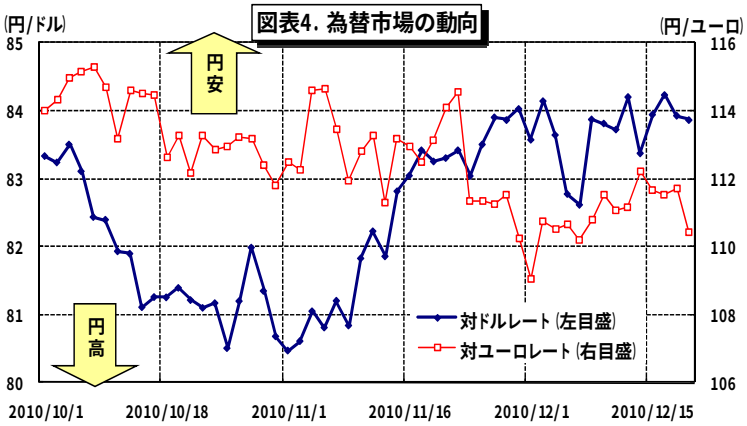
11 月上旬にかけて、一部欧州諸国の財政危機への警戒感、米国経済の減速懸念やそれに伴う追加金融観測などから、世界的に投資家のリスク回避的な行動が強まった結果、消去法的な円買い圧力が高まった。対ドルレートについては、9 月 15 日の約 5 年半ぶりとなる円売り介入後も継続的に円高が進行したものの、11 月 2～3 日の米 FOMC での QE2 決定後は円高圧力が緩和、11 月中旬以降は 1 ドル＝83～85 円のレンジ内でのもみ合いが続いている。

一方、対ユーロレートについては、10 月以降、1 ユーロ＝110 円台前半での展開となっているが、ギリシャに続き、アイルランドでも財政破綻リスクが顕在化したほか、スペイン・ポルトガルなど周辺国への波及も懸念されているため、徐々に円が強含む展開となりつつある。

先行きは、欧米の金融システムに対する不安がまだ燻っているほか、時間経過とともに米 FRB による大幅な追加緩和措置（QE2）の効果が今後浸透する可能性を踏まえれば、当面は円高圧力が根強く残ったままでの展開が続くだろう。一方、年半ば以降、海外経済の持ち直し傾向が再び強まれば、逆に円安気味に推移し始めるものと予想する。

（2010.12.20 現在）

図表4. 為替市場の動向



(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

国内経済金融

2010～12 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)

～実質成長率：10 年度 2.8%、11 年度 1.1%、12 年度 2.4%～

調 査 第 二 部

12 月 9 日に発表された 2010 年 7～9 月期の GDP 第二次速報（2 次 QE）および年次改訂（09 年度確報、08 年度確々報）を踏まえ、当総研では 11 月 18 日に公表した「2010～12 年度経済見通し」の見直しを行った。

国内経済は、09 年春以降続いてきた景気の持ち直し局面が夏場にかけて足踏み状態へと移行したとの見方が濃厚となっている。その背景としては、エコカー購入補助金制度の期限切れを見越した自動車メーカーの減産体制強化、世界的な半導体需給の悪化に伴う電子部品・デバイス工業での在庫調整圧力の高まり、また先進国・地域では回復加速が見られず、一方で中国など新興国では適正な成長率への減速を模索するなど、世界経済全体としての成長テンポの鈍化、さらには持続的な円高圧力による輸出産業への悪影響などが指摘できるだろう。

こうしたなか、11 月 15 日に発表された 7～9 月期の GDP 第一次速報（1 次 QE）では、経済成長率は前期比 0.9%（同年率 3.9%）と、表面的には一旦は回復テンポの減速が見られた 4～6 月期からの再加速が確認された。ただし、中身をみると、輸出鈍化が明確となり、前期比成長率に対する外需寄与度はゼロとなったほか、民間消費の堅調さを支えたエコカー購入補助金終了やたばこ税増税を控えた駆け込み需要はそもそも一時的な要因であり、当面は反動減が懸念される状況であるなど、景気の先行きに対する警戒感を伴う内容であったといえるだろう。

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、民間企業設備投資や民間在庫品増加が上方修正されたことが経済成長率の押上げ要因となり、実質成長率は前期比 1.1%（同年率

2010～12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)	2012年度(予測)
名目GDP	%	▲ 3.6	0.2	0.2	2.0
実質GDP	%	▲ 2.4	2.8	1.1	2.4
民間需要	%	▲ 5.0	2.6	1.2	2.1
民間最終消費支出	%	0.0	1.4	▲ 0.1	0.8
民間住宅	%	▲ 18.2	▲ 1.7	2.7	1.3
民間企業設備	%	▲ 13.6	4.8	4.0	6.7
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 1.1	0.4	0.2	0.1
公的需要	%	5.2	0.4	0.4	0.7
政府最終消費支出	%	3.4	1.8	1.2	1.4
公的固定資本形成	%	14.2	▲ 5.9	▲ 3.6	▲ 3.2
輸出	%	▲ 9.6	18.0	5.8	11.2
輸入	%	▲ 11.0	12.4	5.8	9.4
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.6	2.0	0.9	1.6
民間需要寄与度	%pt	▲ 3.9	1.8	0.8	1.5
公的需要寄与度	%pt	1.2	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.3	0.9	0.3	0.8
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.3	▲ 2.1	▲ 0.9	▲ 0.4
国内企業物価　(前年比)	%	▲ 5.2	0.3	0.4	0.5
全国消費者物価　(　〃　)	%	▲ 1.6	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.3
完全失業率	%	5.2	5.1	5.1	4.8
鉱工業生産　(前年比)	%	▲ 9.2	8.1	0.6	5.7
経常収支(季節調整値)	兆円	15.8	15.7	15.5	17.4
名目GDP比率	%	3.3	3.3	3.2	3.6
為替レート	円/ドル	92.8	85.8	85.4	90.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.09	0.09	0.09
新発10年物国債利回り	%	1.36	1.09	1.06	1.20
通関輸入原油価格	ドル/バレル	69.1	78.6	81.3	86.3

(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

4.5%）へ上方修正された。平均で年率5.5%へと上方改訂された 09 年度内の 4 四半期の成長率と比較するとやや下回っているものの、先進国の中は最も高い経済成長を達成したことには変わりがない。

以下では、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、自動車の反動減の強さに加え、年度末には終了を迎える家電エコポイント制度がもたらす影響が当面の焦点といえるだろう。9 月以降、自動車販売は不振に陥ったままだが、実際のところ、エコカー購入支援策による自動車販売は、リーマン・ショック後の落ち込みを元の水準まで戻したに過ぎず、急激な消費盛り上がりが見られたわけではない。また、薄型 TV などについては 11 年 7 月の地デジ完全移行まで一定の需要が見込まれること、なども踏まえれば、耐久消費財の調整は11年半ばまでには終了のメドがつくと思われる。さらに、賃金・夏季賞与も基本的には持ち直しの動きが続くなど、家計の所得環境にも薄日が差し始めており、消費の底割れを防ぐだろう。

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。とはいえ、世界経済全体が再び悪化するリスクは大きくはないと見られるが、わが国の輸出にとって好材料は少なく、当面は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、2010～12 年度の経済成長率は、前年度比でそれぞれ 2.8%、1.1%、2.4%とした。基本的な景気・物価シナリオについては、前回 11 月時点で公表した経済見通し（10 年度：2.0%、11 年度：1.0%、12 年度：2.4%）を踏襲しており、予測値の修正は GDP 統計の遡及改訂の結果を反映したものである。たとえば、10 年度分の大幅上方修正（0.8%pt）については、09 年度からのゲタや 10 年度上期分の上方改訂（それぞれ 0.3%pt、0.5%pt）による。

なお、10 年度下期については、消費刺激策の反動減や世界経済の減速、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マイナスへ転じることは否めず、景気停滞感が一層強まるものと予想する。ただし、11 年半ばには、世界経済の持ち直しが再開し、かつ耐久財消費の調整が一段落することを見込み、再び国内景気の回復力が強まっていくものと予測した。

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 12 年度にかけても残ると思われる。10 年度末にかけての景気停滞感の強まりへの対応やデフレからの完全脱却を目指す上で、日本銀行はさらなる緩和策を講じる必要に迫られるものと思われる。

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

海外経済金融

2011年の米国の金融政策と物価関連指標

田口　さつき

要　旨

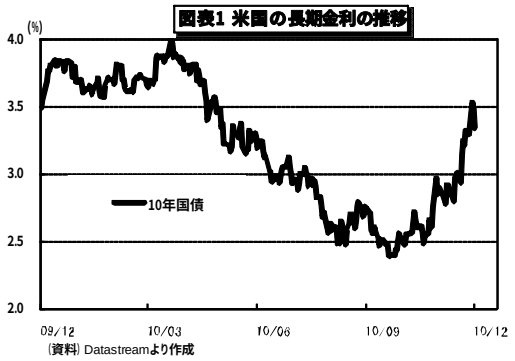
2011年の米国経済を占うときも、金融政策は引き続き、重要なテーマと思われる。特に、11、12月の連邦公開市場委員会（FOMC）声明文の中で「FOMCはこれから入ってくる情報に照らして証券購入のペースや資産購入プログラムの規模を見直し、（中略）調整する」という文言が入っていることから、国債購入プログラムの見直しへの思惑は、折に触れ生じるだろう。経済指標の中では物価関連指標はその手掛かりになりやすいと思われ、PCE デフレーターや単位労働コストの動向には気をつけたい。

12月は株高・債券安に

12月に入ってからの金融市場は、追加金融緩和(量的緩和第2弾:以下､QE2)の効果の波及期待、12月のブッシュ減税の延長の確度が高まったこと（オバマ米大統領は17日、ブッシュ減税延長法案に署名)、欧州財務危機のとりあえずの落ち着きなどから、11月からの株高、債券安（長期金利上昇）傾向が続いた。特に長期金利（10年物国債利回り）は、12月中旬には3%台半ばと5月上旬以来の水準まで上昇した（図表1)。

以上のように金融市場の動きからは米国経済の潮目の変化が感じられるが、民間需要の自律的な回復力が未だ十分ではないため、2011年を占うときも、金融政策は引き続き､重要なテーマと思われる。

図表1 米国の長期金利の推移



〔資料〕Datastreamより作成

量的緩和をめぐる思惑

12月14日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）の声明文の内容は、11月の QE2 導入以来の長期金利の急上昇など現状の金融市場には特に触れず、11月の内容をほぼ踏襲するものであった。

その声明文の中で市場関係者が注目したことは、連邦準備理事会（FRB） が改めてQE2を当初の決定通り行う意向を示したことである。

11月中旬には、共和党有力議員を中心にして、QE2 がドル安や制御できないインフレを引き起こすのではないかという懸念が数多く表明された。その一方で、主なFOMCメンバーからは11月の決定を擁護する発言が相次ぎ、バーナンキ FRB 議長に至っては、景気回復が思わしくなく、失業率が高水準のままであれば、国債の購入規模をさらに増額することも辞さないとの考えを示唆している。

11､12月のいずれのFOMC声明文にも、FRBは「FOMCはこれから入ってくる情報に照らして証券購入のペースや資産購入プログラムの規模を見直し、（中略）調整する」という文言が入っていることから、折に触れて、なんらかの材料を手掛かりに国債購入プログラムの見直しへの思惑が生じるだろう。そして、その際に、注目されるのは、物価関連指標の動きと思われる。例えば、インフレの可能性が高

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

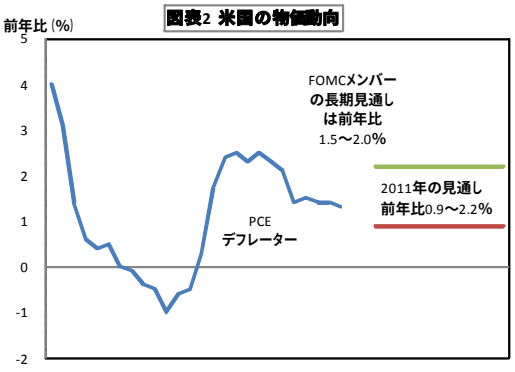
まれば、国債購入プログラムの見直しの圧力は高まるだろう。

物価関連指標の動き

11 月の FOMC 議事録では、半年に 1 度の FOMC メンバーの主な経済指標の見通し（Summary of Economic Projections：SEP）が公表されている。その中で物価指標として採用されているのは、PCE デフレーターである。

なお、10 月 15 日の講演で、バーナンキ議長は、SEP における長期的なインフレ見通しは、FOMC メンバーが FRB の責務（雇用の最大化と物価の安定）を達成するために必要と判断した水準と説明している。11 月の SEP における PCE デフレーターの長期的な見通しは前年比 1.5～2.0%であった（図表 2）。これに対し、実際の PCE デフレーターは、6 月以降、同 1.5%以下で推移しており、FRB の決定の正しさを裏付けるものとされている。

図表2 米国の物価動向



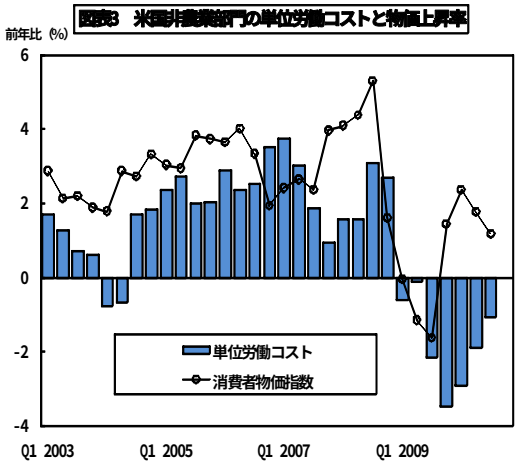
（資料）米国商務省"Personal Income and Outlays"データ、連邦準備理事会「連邦公開市場委員会議事録」より作成

なお、SEP の当面の見通しによると、11 年は前年比 0.9～2.2%、12 年は同 0.6～2.2%と、かなりばらつきがある。また、ディスインフレ傾向が続くことを見込んでいるメンバーもいることがわかる。PCE デフレーターの動向とともに SEP の見通しが今後どのように変化していくのかは、FOMC のスタンスの方向性を知る上で重要である。

そのほか、代表的な物価指標である消費者物価指数の先行指標と言われる単位労働コストも先行きのインフレ動向を占う上で例年以上に 11 年は注目されると思われる。

ちなみに、単位労働コストとは、財やサービスを 1 単位生み出すのに必要な労働費用のことで、人件費を生産量で割って算出される。賃金の上昇分が販売価格に転嫁できる環境である場合（具体的には家計の所得環境が好転しているなど）、単位労働コストの上昇が続くと消費者物価指数に波及していくと理論上は考えられる。

図表3 米国非農業部門の単位労働コストと物価上昇率



（資料）米国労働省"Productivity and Costs"、"Consumer Price Index"より作成

同指標は、09 年 1～3 月期から 11 年 7～9 月期まで前年比マイナスで推移しており（図表 3）、これがいつ上昇するのかまず焦点となるだろう。トレンド的には、11 年中にはプラスに転じそうである。

そして、同指標がプラスに転じ、その状況が持続していくとすれば、金融市場において先行きのインフレ予想が強まり、金融政策を左右することになろう。（10.12.20 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

海外経済金融

2011年の中国経済・金融をみるポイント

～「穏健な金融政策」への転換～

王　雷軒

要旨

中国の景気急回復には一服感がみられ、公共投資の一巡や不動産価格抑制の影響などにより、2010年後半にかけて徐々に減速してきている。世界的金融・経済危機対応のための金融緩和や、人民元高抑制の為替介入の結果などによる過剰流動性は、消費者物価の上昇圧力、住宅バブルの懸念、過剰生産能力などの諸問題をもたらした。このため、10年に入り中国金融当局は6回の預金準備率の引き上げを実施し、かつ10月に3年ぶりの政策金利引き上げに踏み切るなど、金融引き締めへの転換を図っている。さらに12月10日からの中央経済工作会議では「穏健な金融政策」を採択したことで、今後金融引き締め方向が一層顕著になってこよう。

なお、中国政府は金融引き締めによる景気への悪影響を懸念し、「積極的な財政政策」は継続しており、景気が失速する可能性は低い。11年半ば以降、経済成長率は緩やかながらも持ち直し、年間を通じても9%台後半の経済成長になると予測する。

10年7～9月期は前年比9.6%成長

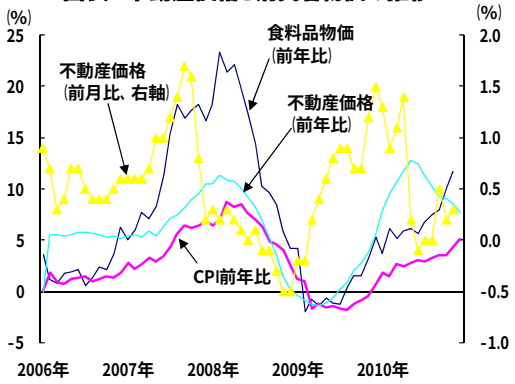
中国経済は、これまでの金融緩和政策と積極的な財政政策の効果によって高い経済成長を維持してきた半面、景気過熱によるインフレ懸念や大都市圏での不動産バブルが見られるなど、難しい局面が続いた。これに対し、中国政府はインフレ懸念を抑制し、成長率を適正水準に減速させるべく、政策転換を図っている。その結果、10年7～9月期の実質経済成長率は前年比9.6%へ減速したが、依然として底堅い成長と評価できるだろう。

以下では、2011年の中国経済・金融を見る上でのポイントを考えてみたい。

ポイント1：消費者物価の上昇

まず、消費者物価の動向が挙げられる。天候要因や国際商品市況の上昇、所得水準の向上に伴う需要増、投機マネーの流入などを背景に消費者物価上昇率は加速傾向にあり、11月には前年同月比5.1%まで上昇した。5%突破は08年7月（同6.3%）以来、2年4ヶ月ぶりで、インフレ懸念が一段と高まっている（図表1）。

図表1 不動産価格と消費者物価の推移



（資料）国家統計局、CEICデータにより農中総研作成

今後、米国の金融緩和によって国際金融市場が過剰流動性相場の様相を呈する中、国際商品市況の高騰でエネルギーや食料品価格は上昇が予想されることや、人民元高抑制のための為替介入もあって

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

通貨供給量が拡大し、物価上昇圧力は一段と高まると予想される。11 年の中国政府の物価抑制目標は 4%に修正されることになるだろう（10 年：3%）。

ポイント2：不動産バブル

2 つ目のポイントは、不動産価格の動向である。バブルの様相を呈していた不動産市場に対し、中国政府は 10 年 4 月から住宅ローン規制の強化を中心とする不動産価格の抑制政策を打ち出してきたが、その影響を受けて、主要 70 大都市の不動産価格は上昇率の鈍化が続いている。しかし、不動産に対する潜在的な実需は大きく、不動産神話は根強いため、これまでの抑制政策の効果は小さいとの見方が広がっている。

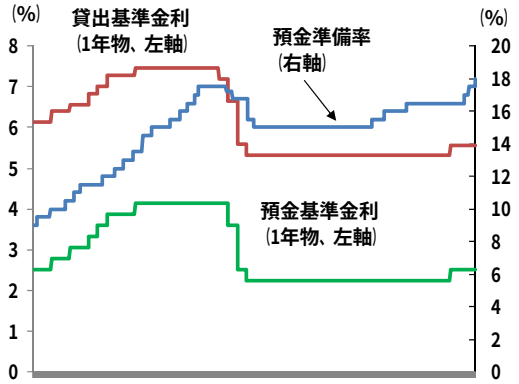
図表 1 から、11 月の不動産価格は前年比 7.7%と鈍化しながらも、前月比では 0.3%と上昇し、不動産市場の活況が続いていることが見て取れる。北京や上海などの大都市では、依然高い伸びが続いており、一部で不動産バブルは深刻化しつつある。

ポイント3：金融政策の転換

景気が過熱気味に推移し、インフレ懸念と不動産バブルのリスクが高まったため、中国人民銀行は預金・貸出基準金利の引き上げや 6 回の預金準備率引上げを実施し、金融引き締め傾向を強めている。その結果、預金準備率は 18.0%と過去最高水準になっている（図表 2）。

また、10 年 12 月に開催された中央経済工作会議では、金融政策スタンスが「適度な緩和」から「穏健」へと変更されたことから、今後さらに金融引き締め方向がより明確化されてこよう。特に足元の金利水準は実質金利のマイナスとなっており、物価上昇抑制のために利上げの実施は避けられないと見ている。しかし、すでに景気の急激な回復過程は一服しており、あまり大幅な引き締め策（貸出規模の抑制など）が採用されることはないだろう。

図表 2 政策金利と預金準備率の推移



（資料）中国人民銀行、CEICデータにより農中総研作成

なお、金融引き締めへの転換は中国の景気に悪影響を与える可能性があるが、中国政府は 12 月の中央経済工作会議で「積極的な財政政策」の継続も採択しており、積極的な財政による景気を下支えするとしており、景気の失速は想定しにくいと考えられる。

2011 年の経済見通し

全般的に見ると、中国のマクロ・コントロールは 11 年に向けて強化されると見られる。しかし、11 年から第 12 次 5 ヶ年計画が実施され、12 年には政治指導者交代を視野にいれた地方政府の投資拡大が予想されることなどから、11 年半ば以降、経済成長率は緩やかながらも持ち直し、年間を通じても 9%台後半の経済成長になると予測する。

（2010 年 12 月 20 日現在）

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

11 月の雇用統計の非農業部門雇用者数は、前年比 3.9 万人の増加と事前予測（同 15.0 万人：ブルームバーグ社）を大幅に下回ったが、各種経済指標の堅調さを受けて景気回復期待も高まっている。一方、12 月 14 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、2011 年 6 月末までに 6,000 億ドルの国債買い入れを実施する追加金融緩和策の維持を表明した。また、12 月 17 日にはブッシュ政権時代に実施された減税措置を 2 年間延長する法案が下院で可決、成立した。

国内経済

日銀短観の 12 月調査における大企業製造業の業況判断 DI は、5 と前回の 9 月調査より 3 ポイント悪化し、先行き 3 月も▲2 へと悪化する見通し。また、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 10 月分は、前月比▲1.3%と、2 ヵ月連続の低下となった。さらに、10 月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比▲2.0%と 5 ヵ月連続で低下した。以上のように、日本経済は足踏み状態に陥っている。

日銀の金融政策

日銀は 10 月 4～5 日の金融政策決定会合で、政策金利の誘導目標を 0～0.1%へと実質的に引き下げ､時間軸を設定するとともに､5 兆円規模の資産買入基金を設置するという｢包括緩和策｣を発表した。また、12 月 20～21 日の同会合では、政策金利の据置きとともに、資産買入等基金規模（合計 35 兆円程度）の据置きを決定した。

株価･金利･為替

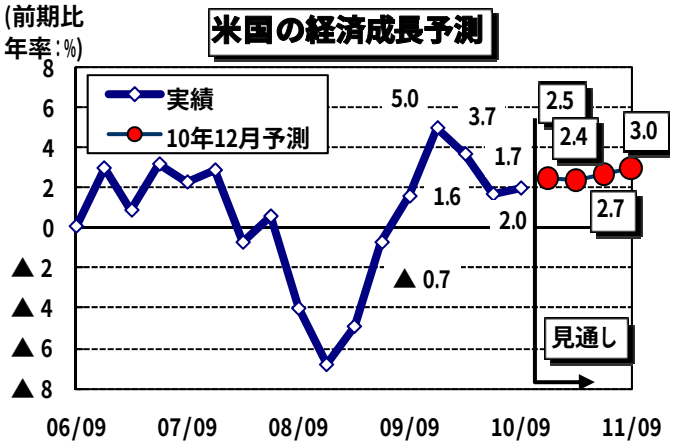
日経平均株価は、日米の大幅金融緩和策発表や円高基調が一服したことが好感され、11 月中旬に 1 万円台を回復した。その後、1 万円を挟んでのもみ合いとなったが、経済指標の好調による景気回復期待の高まりから米国株式市場が続伸したことなどを受け、12 月中旬に 10,300 円台まで上昇した。長期金利（新発 10 年国債利回り）は、米国財務省証券 10 年物国債利回りが 3.5%台まで上昇したことや、日米などの株式市場の続伸を受け、12 月中旬に 1.2%台後半まで上昇した。ただし、1.3%付近では押し目買いの圧力も強く、直近は 1.1%台半ばまで低下している。外国為替市場（ドル円相場）は、米国経済の先行き不安や追加金融緩和観測の高まりから、10 月中旬には 1 ドル＝80 円台まで円高が進んだ。しかし、米国経済の先行き不安が後退したこともあって円高は一服し、12 月には 1 ドル＝84 円台まで値を戻した。一方のユーロは、アイルランドの信用不安問題が浮上したことで弱含み､11月下旬に一時1ユーロ＝1.3ドルを割り込んだ。EU と IMF による同国支援が明らかになると信用不安はひとまず後退したものの、12 月下旬にかけてギリシャの格下げ問題が浮上したことから、再びユーロ安傾向となっている。

原油価格

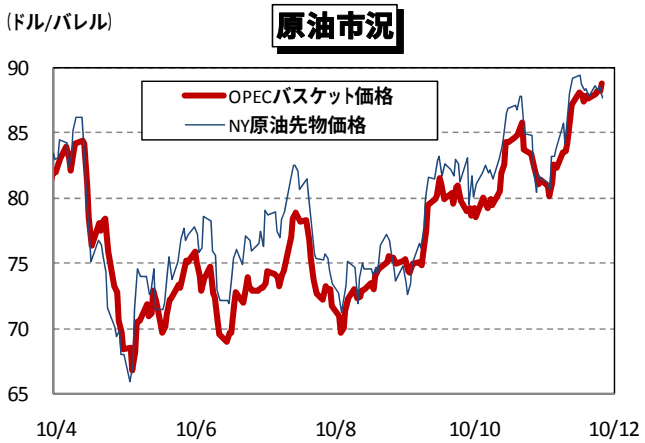
ニューヨーク原油先物（WTI 期近）は、米国の景気回復期待から来る実需の底堅さや過剰流動性による投機資金が原油市場に流入するとの思惑から、12 月に入り 1 バレル＝90 ドル直前まで上昇して推移している。（10.12.22 現在）

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

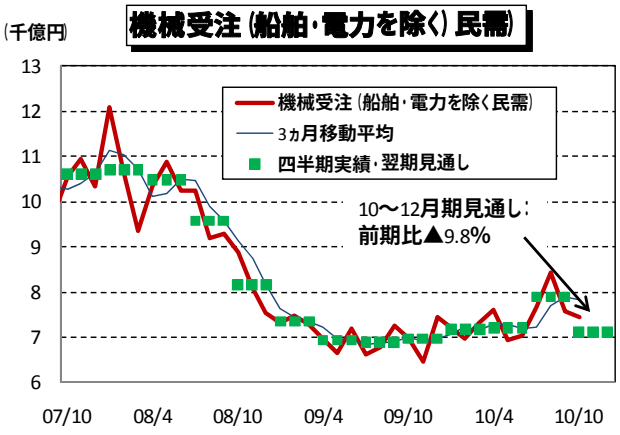
内外の経済金融データ



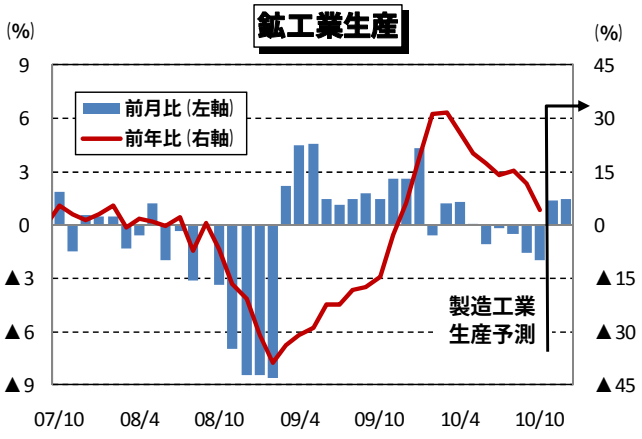
(資料) Bloomberg (米商務省) ﾃﾞｰﾀより作成
(注) 見通しはBloomberg社調査



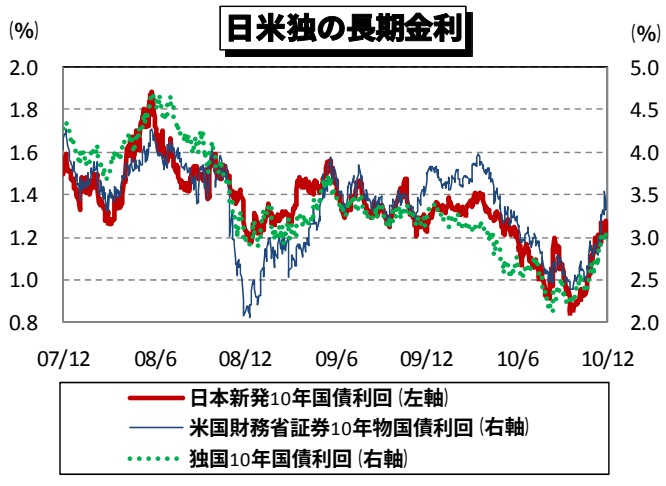
(資料) Bloombergより作成



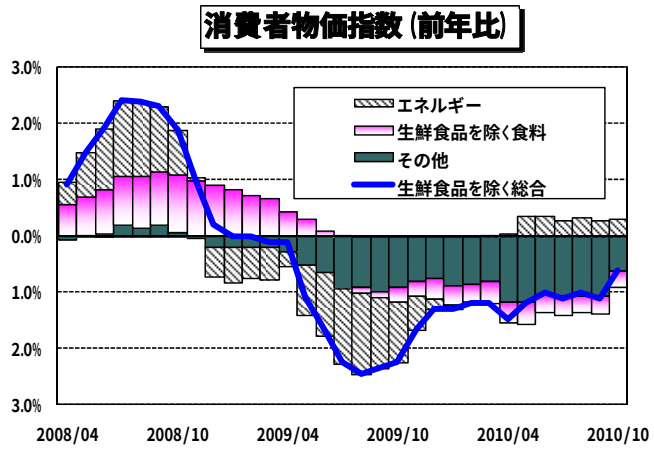
(資料) bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(資料) bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成



(資料) Bloomberg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

海外経済金融

米国のクリスマス商戦

田口　さつき

クリスマス商戦とは

米国にとってクリスマスは、宗教的意味合いがあるだけでなく、重要な季節の催しとして、自分や家族、友人等へのプレゼントを購入したり、クリスマス休暇に旅行にでかけたりと、支出が増える時期である。

米国のクリスマス商戦は、感謝祭（11月の第4木曜日）の翌日のブラックフライデーから始まり、クリスマス・イブに終わるというのが、これまでの流れである。しかし、この数年は消費が低迷していることから、小売業界は開始時期を前倒し、かつ、1月にも売れ残りセールスを行うなど、商戦の期間が延びる傾向にある。とはいえ、12月だけで見ても年間の小売売上高（商務省ベース、季節調整なし）の1割強を占める。

ちなみに、消費者のインターネット利用の普及に伴い、感謝祭明けの月曜日はサイバーマンデーと命名され、オンラインストアのクリスマス商戦の開始日として定着するようになっている。

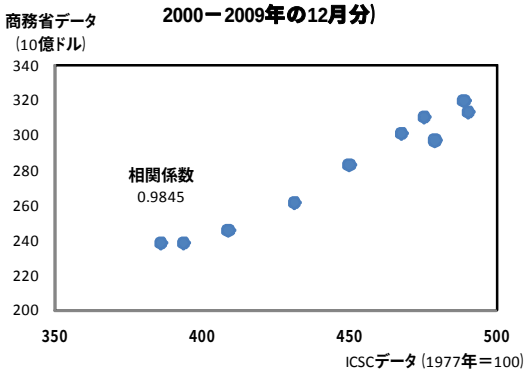
小売関連指標について

具体的な分析に入る前に、米国の小売関連指標について整理したい。まず、商務省の小売売上高は、GDPの個人消費を推計する際の基礎データでもあるが、公表は翌月の中旬とやや速報性に欠ける。

次に国際ショッピングセンター（ICSC）のデータは、主な小売チェーンストア（レストランと自動車を除く）の週次の売上高をもとにしたもので、速報性が高く、先行指標としてよく用いられている。なお、2009年以降、調査対象から最大手ウォルマート（Wal Mart)が外れているが、同指標は、単なる売上高の集計値ではなく、既存店の売上高をもとに、連続性が保たれるよう調整された推計値である（単位は1977年を100としている）。

図表1は、12月分の小売売上高について商務省ベース（食料品と自動車を除く）とICSCベースを比較したものである。これによると、かなり相関が強いことがわかる。そのため、ICSCの小売売上高はクリスマス商戦の先行指標として十分参考に足るデータであると判断できる。

図表1 米国の小売関連指標の相関性
（ICSCデータと商務省データ
2000－2009年の12月分）



（資料）国際ショッピングセンター（ICSC）、"ICSC-Goldman Sachs Weekly Sales Index"、米国商務省、"ADVANCE MONTHLY SALES FOR RETAIL AND FOOD SERVICES"より作成

これまでの状況

図表2は、過去のクリスマス商戦中の小売売上高の推移を、国際ショッピングセンターの週次のデータからブラックマンデーを含む週を第1週として第5週（12月最終週）まで見たものである。

これによると、第1週の小売売上高の前年比プラス幅はクリスマス商戦中で最

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

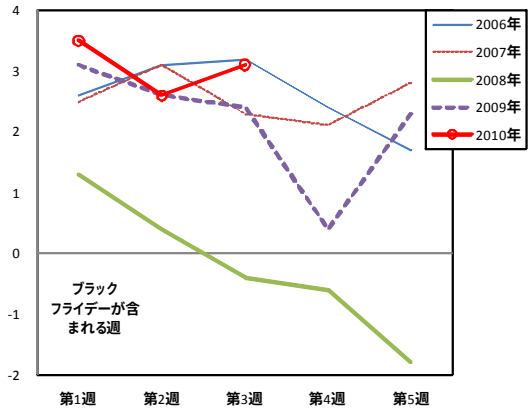
も高いかそれに次ぐ水準である。しかし、その後は低下する傾向がある。終盤（12月下旬）にかけては、07、09年のように再び盛り上がっていくパターンと、06、08年のように低迷し続けるパターンに分けられる。

10年のクリスマス商戦の滑り出しは、前年比3.5%、第2週は同2.6%となったものの、まずまずの状況であった。また、中盤も堅調である。

また、この他の調査としては、全米小売業協会（NRF）によると、ブラックフライデーの買い物客1人当たりの支出は前年比6.4%であったことがわかっている。

一方、サイバーマンデーについては、米調査会社コムスコアは前年比16%増の10億2800万ドル、米Web分析企業のコアメトリックスは同19.4%と発表している。ただし、一部の家電については、今春の景気刺激策で需要が先食いされたこともあり、軟調との声も聞かれる。

（前年比%）**図表2 クリスマス商戦中の小売売上高の推移**



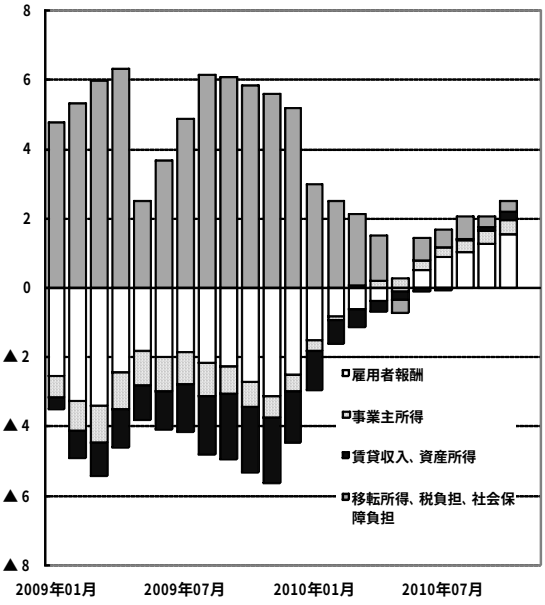
（資料）国際ショッピングセンター（ICSC）、"ICSC-Goldman Sachs Weekly Sales Index"より作成
（注）09年からWal Martが調査対象から外されている

堅調な消費の背景

これまでのところ、クリスマス商戦で消費が堅調さを保っているのは、以下の点が考えられる。

まず、雇用者所得の増加である。雇用は失業率低下になかなか結び付かないものの、緩やかに改善していることにより、商務省の"PERSONAL INCOME AND OUTLAYS"における雇用者所得は6月以降前年比プラスに転じ、拡大を続けている。なお、事業者所得も同様の動きをしている（図表3）。

（前年比 %）**図表3 可処分所得増加率寄与度**



（資料）米国商務省"PERSONAL INCOME AND OUTLAYS"より作成

次にクリスマス商戦入り後、株価が上昇傾向にあることもプラス要因として挙げられる。

また、富裕層に対する減税（いわゆるブッシュ減税、17日に継続確定）が継続される確度が高まっていたこともプラスに影響している可能性がある。

現時点でクリスマス商戦が堅調であるというニュースは、米国経済の先行きへの見方に安心感を与えており、これを手掛かりの一つにして各調査機関が11年の経済成長率の上方修正を行う動きも出ている。（10.12.20現在）

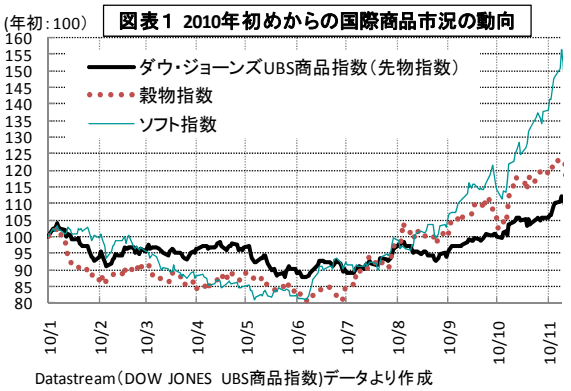
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

国際商品市況の反転・上昇と今後の影響

渡部　喜智

農産物関連が商品市況をけん引

国際商品市況が、過去半年で大きく反発してきた。ただし、今回の主役は穀物や綿花・砂糖・コーヒーなどの農産物関連だ(注1)。国際商品市況の動きをダウ・ジョーンズUBS指数（19品目の合成指数）により見ると、10年7月以降の年後半に同商品指数の上昇は約25%。一方、年後半から一転、急反発した「穀物指数」は約48%、綿花・砂糖・コーヒーからなる「ソフト指数」は約75%の上昇である（図表1）。



Datastream（DOW JONES UBS商品指数)データより作成

金融緩和への思惑と資金フロー

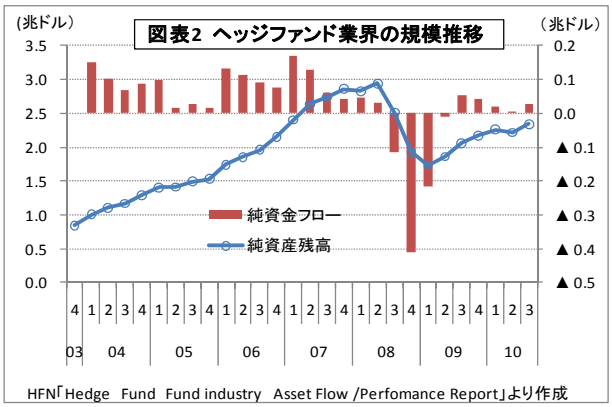
この上昇相場の背景には、米国の金融緩和に関連した思惑がある。米国の2段にわたる量的金融緩和で、米ドルの流動性供給－国際的なカネ余りが増し、商品市場へ投資資金が流入するという観測である。

まず、米国金融当局が市場への資金の流れを縮小から転換したことが確認される。米国の「マネタリーベース」（＝現金通貨＋中央銀行への民間金融機関の預け金）と海外政府等の預け金を合わせたものは「ワールド・ドル」と称されるが、年央に下げ止まり、10年10, 11月は前月比・年率で2割を超す増加となった。このような動きは当面継続し、資金が商品市場へ少なからず回ることになるだろう。

次にヘッジファンドの動向だが、ＨＦＮの推計（対象ファンド数はファンド・オブ・ファンズなどでの重複を除く3,100弱）によれば、その運用資金はリーマン・ショック後の大幅流出から、緩やかな流入が続く状況となっている（図表2）。その中の商品への投資動向は把握できないが、ヘッジファンドの運用成績の持ち直しはリスク耐性を増し、商品への投資を強める要素となると思われる。

これに対し、ヘッジファンド規制については、欧州連合（ＥＵ）のヘッジファンド等の登録制が11年1月に発効。ＥＵ域内のヘッジファンドは13年から、域外ファンドは15年から登録が始まる。登録ファンドは資産、活動内容の報告義務を負い、最低自己資本（125万ユーロ）の規制や借入による過度なリスクを抑制するレバレッジ規制も導入される。

また、米国のドッド・フランク法では、商品関連の業者の定義が拡大され登録義務が取られるとともに、CFTC（米国商品先物取引委員会）に商品デリバティブの持ち高規制を導入



HFN「Hedge Fund Fund industry Asset Flow /Perfomance Report」より作成

(注1) エネルギーはWTIが90ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙまで一時上昇したが、天然ガスはシェールガス生産の本格化等を材料に10月下旬に一時年初比▲55%へ下落。

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

させることとなった[注2]。取引内容のモニタリングも強化される予定である。

農産物は不作等により需給引締まり

穀物を代表に需給の引締まり感が買い材料となったことも見逃せない。新興国の所得向上に伴い穀物など世界の農産物消費は着実に増加している。このような中で、生産予想が下振れすると買いが入る。ロシアの小麦禁輸を引き金に、トウモロコシや大豆、コメも相場上昇カーブを描いた。

米農務省の2010-11年度穀物生産予想は、10年5月以降下方修正が続いた。これを受け、CFTC 発表のファンド筋のネット買いポジションにおいても10年後半に急増が見られた。12月の生産予想は下げ止まったが、5月の当初予想に比べ12月時点予想は3.3%の下方修正。在庫率予想も18%から16%へ低下した。

30年来の高値となった砂糖（粗糖）も、最大消費国のインドの不作に中国やロシア、オーストラリアなどの不作も重なり、世界全体で二桁の大幅な生産減少の見通しとなった。

中国をはじめ新興国の農産物需要増大は継続的との見方が、強気な相場観を支えている。

また、玉突き的に肥料の国際価格も上昇。半年間で3割に迫る上昇で気になる動きだ。国際肥料産業協会によれば、肥料（窒素・燐酸・カリウムの合計）需要は 14 年にかけ 2 割増加するという。この見通しに沿えば肥料需給は引き締り、さらなる市況押し上げ要因となる可能性がある。国内春肥期（10 年 11 月～11 年 5 月）の肥料価格引上げは円高等により小幅にとどまったが、国際肥料市況の上昇は需給引締まり観測がベースにあることから、長期化するとの観測も出ている。

リン鉱石など肥料原料も上昇気配だ。リン鉱石は資源の偏在のもとで需要が肥料などに加えてリチウムイオン電池・電極材料向けに拡大していることもあり、注目度が高い[注3]。

以上のように、11年にかけ農業や畜産の生産コスト増加が警戒される状況となっている。

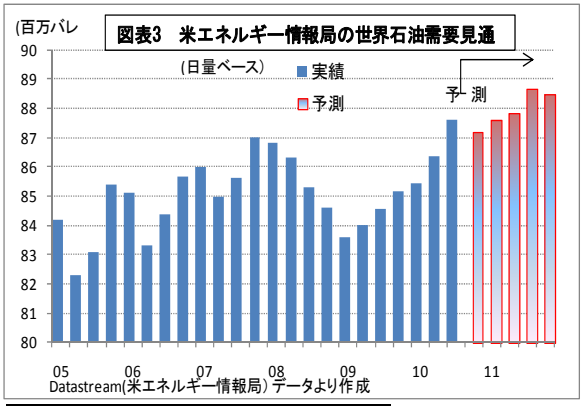
世界経済の堅調見通しは商品相場を下支え

商品需給を考える場合に、穀物のように気候変動による供給変化の影響もあるが、多くは世界景気に伴う需要変化がベースとなる。

10年の日・米・欧の成長の鈍化観測は強いが、新興国の成長見通しは高い。国際通貨基金の見通しでは、先進国：2.2%に対し、新興国・発展途上国は 6.4%。この結果世界経済の成長率も 4.2%と堅調な動きを予想される。

世界経済の成長持続のもとで商品への需要は増える。原油や非鉄はその典型だ。例えば、最近の石油需要は直近で前年比 2%台後半の増加になっており、11年にかけても増加見通しだ（図表3）。ニューヨーク原油先物価格も、10年12月に入り同90ドル台に乗せる場面も見られるようになった。原油の需要動向に注意が必要な局面となっている。

以上、先進国の金融緩和が当面継続するとともに、新興国が引っ張る形で世界経済が堅調推移すれば、資金流入の相まって商品市況の押し上げ要因となる。これに対し、商品市況の乱高下が世界経済の不安定要因にならぬよう、前述のようなファンド等への規制強化が実効性を持って機動的に働くか、大いに注目されるところである。（2010.12.20 現在）



[注2] 12月16日発表案では該当28商品。1社の持ち高は当月限は25%、それ以降は当初2.5万枚は10%、それを超える場合は2.5%に制限。

[注3] 国際肥料開発センターの推計では、米国や中国の埋蔵量が減少する中、モロッコの埋蔵量が急増し世界の85%を占める。リン鉱石をめぐる囲い込み的な動きが見られ、豪英資源大手ＢＨＰビリトンがカナダの肥料大手ポタシュへの買収を提案した（しかし、当局の承認得られず断念）。

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

地域銀行がクレジットカード本体発行をする要因について

岡山　正雄

はじめに

前月号の岡山(2010)では、クレジットカード(以下、「カード」という)業務の基本を押さえ、地域銀行のカード戦略の歴史と近年の動向について述べた。その中で、1980 年代に一度高まりを見せた一体型カードとその本体発行が、1990 年代に下火になった後、2000 年代になって再び脚光を浴び、本体発行に再参入する地域銀行が増加していることを示した。そして、この背景には、預貸率の低下や総資金利鞘の縮小といった本来業務の収益性低下があると指摘した。

この指摘内容を地域銀行ごとの財務データに関するパネルデータを用いて、実証的に分析してみる。

手数料ビジネスに関する先行研究

日本の銀行業務における、手数料ビジネスを分析したものとしては、稲葉・服部(2006)が代表的である。この研究では、銀行手数料ビジネスの動向について概観したのち、都市銀行と地方銀行の財務データを用いて実証分析を行っている。ただし、この研究の目的は、手数料ビジネスが、銀行収益に対して、どのような影響を与えるか分析することである。

また、手数料ビジネスの 1 つである、投資信託の窓口販売を分析対象とした代表的な研究に、森(2008)がある。この研究では、2001 年～06 年度における地域銀行の財務データ等を用いて、①投資信託の預かり資産残高を高める要因は何か　②投資信託販売推進は地域銀行の収益性を高めるかという 2 点について、パネル分析を行っている。分析結果として、①財務基盤が安定し、域内預金シェアが高く、域内の競争が激しい地域銀行ほど投資信託の販売実績が高いことが示され、②投資信託の販売が地域銀行の収益性を高めることが示されている。

以上のように、銀行の手数料ビジネスを対象とした先行研究はいくつかあるが、カードの銀行本体発行に関する手数料ビジネスを分析対象とした先行研究は、筆者の知る限りない。

カード本体発行の実証分析

①カード本体発行の定義

以下の分析ではカード本体発行を「バンクカード(注 1)を除くカードの本体発行」とする。バンクカードを含めない理由は、第一に本稿の主題が地域銀行のカード本体発行再参入であるため、第二に、各行のバンクカード募集停止時期が明らかでないためである。

②本体発行に至る背景

地域銀行がカード本体発行に至る背景を、一般的に言われている財務や経営状況の変化という観点で整理すると、以下のようになる。

地域銀行がカード本体発行をする理由は、貸出業務などの銀行本来業務の収益性低下である。財務指標で見れば、総資金利鞘の縮小や預貸率の低下といった変化が起こる。

銀行の本来業務と言える貸出業務との関係については、貸出金増加が堅調な地域銀行ほど、新たな収益源となる手数料ビジネスとして、カード本体発行に取り組むことが考えられる。そのため、カード本体発行を

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

する地域銀行は、貸出金増加率が高いと考えられる。

また本体発行を行うにあたっては、システムの更新といった設備投資や、カード事務業務人員の増員による人件費増加といったコスト増が発生する。そのため、銀行本来業務の収益性が低下しても、財務基盤が健全で安定していなければ、カード本体発行は難しいだろう。具体的には不良債権比率すなわち、リスク管理債権比率が低いか、自己資本比率が高い地域銀行ほど、カード本体発行を行うと考えられる。

この他、バンクカードの発行を継続しているかどうかも、要因として考えられる。バンクカードは現在、株式会社バンクカードサービスが、重点的に推進する地域銀行を決めたうえで、発行業務を行っている。これらの地域銀行ではバンクカードに加えて、独自の本体発行カードを発行する誘因は低いと思われる。

図表1:本体発行と各指標との関係（予想）

		予想
利益	総資金利鞘	-
貸出	預貸率	-
	貸出金増加率	+
財務基盤	リスク管理債権比率	-
	自己資本比率	+
バンクカードの発行		-

注:＋は正の関係、-は負の関係を表す。

以上をまとめると、図表１のようになる。総資金利鞘、預貸率、リスク管理債権比率、バンクカードの発行は本体発行と負の関係、貸出金増加率、自己資本比率は本体発行と正の関係にあると考えられる。

図表2：記述統計量

		平均	標準偏差	最小値	最大値
本体発行ダミー（本体発行実施＝1、未実施＝0）		0.19	0.39	0	1
利益	総資金利鞘	0.0044	0.0019	-0.00030	0.0119
貸出	預貸率	0.75	0.072	0.51	1.68
	貸出金増加率	0.0081	0.049	-1.00	0.34
財務基盤	リスク管理債権比率	0.042	0.24	0.0071	0.45
	自己資本比率	0.098	0.018	-0.052	0.15
バンクカードダミー（バンクカード推進行＝1、非推進行＝0）		0.085	0.27	0	1

データ数：1,057

（資料）日経テレコン、日経NEEDS、横浜銀行プレスリリース

③データと分析モデル

分析にあたって使用したのは、地域銀行各行の 2000 年度から 09 年度までのデータある。各データの記述統計量は図表 2 の通りである。

データの出所は次の通りである。

本体発行ダミーは、日経テレコンで記事検索を行い、本体発行開始時期を特定した。

総資金利鞘、預貸率、貸出金増加率、リスク管理債権比率、自己資本比率は日経 NEEDS の企業情報による。なお、財務データはいずれも単体データを用いた。

また自己資本比率はバーゼル基準に基づく単体のデータを使用した。

バンクカード推進行かどうかは株式会社横浜銀行プレスリリースによる。

なお、期間内に合併があった地域銀行については合併前に遡って、データを合算して使用している。例えばＡ銀行とＢ銀行が 05 年度に合併し、現在Ｃ銀行になっている場合、合併前の 2000 年度から 04 年度のデータについては、A 銀行と B 銀行の合算値をＣ銀行のデータとして使用している。また、期間中に預金保険法の適用を受け、国有化された場合や、都市銀行と合併し、現在は地域銀行でない場合は、データから除外

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3：パネルデータロジットモデルでの分析結果

被説明変数：本体発行ダミー（本体発行実施行＝1、未実施行＝0）		(1)	(2)	(3)	(4)
利益	総資金利鞘	-815.41*** (-3.88)	-810.31*** (-3.92)	-1079.61*** (-4.77)	-1150.33*** (-5.71)
貸出	預貸率		1.87 (0.40)		-3.20** (-1.99)
	貸出金増加率	18.12*** (3.06)		26.37*** (4.35)	
財務基盤	リスク管理債権比率	-127.59*** (-6.28)	-139.39*** (-6.88)		
	自己資本比率			156.04*** (6.40)	120.47*** (5.69)
バンクカードダミー （バンクカード推進行＝1、非推進行＝0）		0.46 (0.21)	0.35 (0.16)	0.86 (0.34)	0.49 (0.16)
定数項		0.87 (0.74)	0.40 (0.11)	-19.98*** (-7.36)	-10.73*** (-4.97)
決定係数		0.34	0.32	0.32	0.26
採用モデル		変量効果モデル	変量効果モデル	変量効果モデル	変量効果モデル

*:10%有意　**:5%有意　***:1%有意。（ ）内の数字はz値を表す。

した。

分析に使用したモデルは、本体発行ダミーを被説明変数とした、ロジットモデル(注2)である。また利用する説明変数によって４つのケースに分けて分析した。

④分析結果

分析から次の結果が得られた（図表 3）。

第一に利益関連指標である総資金利鞘は、いずれのケースでも 1%水準で有意であり、符号も予想に沿ったものになっている。

第二に貸出関連指標については、貸出金増加率がケース（1）、（3）で 1%水準で有意になっていることである。符号は正であり、予想と同じである。

一方、預貸率はケース(4)のみ 5%水準で有意であるが、符号は負であり、仮説通りとなっている。

第三に、財務基盤指標については、リスク管理債権比率はケース(1)、(2)、自己資本比率は(3)、(4)で 1%水準で有意となっており、符号も予想に合致している。

最後にバンクカードダミーだが、いずれのモデルでも有意ではなかった。

⑤結果

仮説と分析結果で明らかになったことをまとめると図表 4 の通りになる。

図表4：分析予想と結果の比較

		予想される符号	結果
利益	総資金利鞘	-	-
貸出	預貸率	-	-（注）
	貸出金増加率	+	+
財務基盤	リスク管理債権比率	-	-
	自己資本比率	+	+
バンクカードダミー		-	

（注）ケース4のみ

バンクカードダミーは有意とならず、預貸率はケース 4 のみで有意だったが、総資金利鞘、貸出金増加率、自己資本比率、リスク管理債権比率、総資金利鞘については、仮説で予想した関係が支持される。

以上から総資金利鞘が低く、貸出金増加率が高く、リスク管理債権比率が低く、自己資本比率が高くなるほど、カード本体発行に取り組んでいる。この結果から次の事が考えられる。

第一に、カード本体発行と総資金利鞘の関係が負である一方で、貸出金増加率が正であることは、本来業務は堅調に推移しているにもかかわらず、収益性が低下している状態と言える。これは、貸出金が増加してい

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

るものの、高い預金金利で預金を集めて、低い貸出金利でしか貸出ができていないなどで、収益性が低下している地域銀行ほど、カード本体発行に取り組んでいることが示唆される。

第二にリスク管理債権比率、自己資本比率との関係から、財務基盤が健全である地域銀行ほどカード本体発行に取り組んでいることが示唆される。

まとめ

カード本体発行は、手数料ビジネスの拡大を通して、地域銀行の収益を増加させ、収益の多様性を高めることが期待されている。ただ、10 年 3 月現在、地域銀行のうちカード本体発行を行っているのは 106 行のうち 41 行であり、カード本体発行をするかどうかは、地域銀行ごとに判断が分かれている。

そこで本稿では地域銀行ごとのどのような特性が、カード本体発行と関係があるのか分析した。その結果、カード本体発行と、財務基盤の健全性や収益性の低下には関係があることが明らかになった。今後、銀行の収益性低下が進む一方で、不良債権の処理等によって財務基盤の充実が進む中、地域銀行のカード本体発行が進むのかどうか、動向を注視していきたい。

ところで今後の課題としては、①今回のモデルの拡張 ②別の被説明変数でのモデル作成の 2 つである。

まず①については、変数の追加が考えられる。今回の分析では、店舗数や貸出金残高といった、規模に関する指標が含まれなかった。カード本体発行に必要なシステム投資を行い、投資に見合った収益を上げるためには、規模の大きな地域銀行ほど有利であるため、カード本体発行と規模の間には正の関係がある可能性が考えられる。

②については、被説明変数として経常利益や役務取引等利益を用い、本体発行が銀行収益拡大に貢献しているのか分析することが考えられる。また、カード業務だけでなく、他の手数料ビジネスも含めた包括的なモデルを構築することも考えられる。

これら 2 点いずれも今後、分析を深めることで明らかにしていきたい。

(注 1)1983 年に地方銀行協会が主導し、全地方銀行が参加して出来た、日本初の本体発行カードのこと。キャッシュカードとクレジットカードの機能が 1 つになったカードだったが、分割払いができなかったり、地方銀行同士の足並みがそろわなかったりしたため、既存の都銀系カード関連会社に対抗できなかった。現在は株式会社バンクカードサービスが、重点推進行を決めて、本体発行の一翼を担っている。詳細は岡山(2010)参照。

(注 2)今回使用したモデルは、プーリングロジットモデル、固定効果ロジットモデル、変量効果ロジットモデルの 3 つである。どのモデルが当てはまりがよいかについては、対数尤度比検定などを用いて判断してある。なお、推計の頑健性を確かめるため、プロビットモデルでも推計を行ったが、結果にほとんど変わりはなかった。

<参考文献>

稲葉圭一郎・服部正純(2006)「銀行手数料ビジネスの動向と経営安定性」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

森祐司(2008)「地域銀行の投信窓販」早稲田経済学研究 67 号

株式会社横浜銀行 2008 年 10 月 15 日プレスリリース「バンクカードサービスの連結子会社化と今後のカード戦略の展開について」

岡山正雄(2010)「地域銀行におけるクレジットカードビジネスの変遷」金融市場 2010 年 12 月号

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

環境格付けに関する一考察

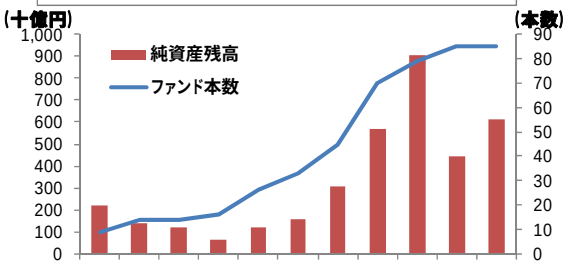
安藤　範親

拡大する社会的責任投資

人権や環境問題などから、「企業の社会的責任（CSR）」に対する社会の関心が高まり、CSR も考慮して投資しようという考え方（社会的責任投資：SRI)が広がり始めた。

こうした社会の動きを捉え、環境問題への対応が優れている企業などに投融資を行う「SRI ファンド」（投資信託の総称）や「環境格付け融資」などの金融商品が、99 年の日興エコファンドを皮切りに次々生まれている。SRI ファンドは、リーマンショックの影響で純資産残高の減少が見られるものの、ファンド登場から 10 年で 80－90 本とその数を拡大させてきた（図表 1)。投資銘柄の組み入れには、企業の環境等 CSR 活動を客観的に評価するため、「環境格付け」と呼ばれる仕組みを取り入れる動きが進んでいる。

図表1) SRIファンドの純資産残高とファンド本数推移



資料）NPO法人社会的責任投資フォーラムより作成

また、この環境格付けを融資判断に利用できるようにした環境格付け融資も取扱金融機関が拡大している。環境格付け融資は、融資時に行う通常の企業審査に加え、企業の環境保全に対する取り組みを客観的に評価・格付けし、その結果に応じて優遇金利を適用する仕組みとなっている。具体的には、優遇金利という動機づけを持たせることで、企業の環境保全に対する取組みを後押ししつつ、資金需要の掘り起こしを狙う金融商品である。

この環境格付け融資は、04 年に日本政策投資銀行が世界で初めて導入し、05 年に滋賀銀行、08 年に三井住友銀行が続いた。09 年には、環境省が、京都議定書目標達成に向け企業の CO2 削減を促すために、温暖化対策に係る設備投資への融資利率 3%分の利子補給を行う（融資比率 3%未満の場合に無利子となる）特別支援無利子融資制度（京都議定書目標達成特別支援無利子融資利子補給金交付事業）を新設した。融資条件に企業の CO2 削減を盛り込んだため、そのモニタリングに環境格付けが導入された。その結果、10 年 11 月 26 日現在、環境格付けを実施する金融機関数は 51 行に広がっている。

環境格付けの効果

従来、格付けと言えば、投資を行う際の信用リスク評価のことを言い、S&P やムーディーズ社などの格付け機関が提供し、投資判断や資金調達コストに影響を及ぼすものであった。環境格付けも、通常の格付けと同じように、高い評価を付与されれば、消費者や取引先、投資家に好意的に受け止められ、売り上げ増や取引の円滑化、収益の増加につながる効果だけでなく、株価の上昇や資金調達コストの

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

低下、社会的信用の強化につながると考えられていた。

日本政策投資銀行設備投資研究所によると(注1)、環境格付け融資を受けた企業から次のような効果があったと報告されている。①格付け評価水準の改善により金利コストが削減できた、②コストがかかるだけと思われていた環境部門の位置づけが見直された、また、一般社員に対して環境保全の意義を周知させる契機となった、③新聞報道や環境報告書への記載など対外的アピールによるIR効果があった、④株主や顧客などステークホルダーに対する説明が容易になった、⑤環境保全活動に関する客観的評価の獲得により、活動の増進に活用できた、などである。

環境格付けの限界

しかし、企業全般の反応を見る限り、IR等の効果はあったものの環境格付けの取得による収益の獲得は期待されたほどではないようだ。ではなぜ環境格付けが企業の信用や収益につながらないのだろうか。

その理由の一つに、環境格付けを取得した企業の格付けを見た消費者や取引先、金融市場関係者が、その格付けの善し悪しを判断でないため、格付けの信頼を確保できていないことが挙げられるだろう。

環境格付けは当初、環境のために企業が何をしているかに焦点を当てたものであったが、大半の市場関係者にとって、企業の収益性に関係のない情報は意味を持たなかった。

そこで、環境格付けは将来の企業の収益性に影響を与える情報を取り入れようと変化してきた。例えば、企業が環境マネジメントシステムを導入することで「環境問題（河川汚染や廃棄物汚染など）から生じる経済的リスク」（環境リスク）が低減すれば、環境対策費や環境関連訴訟費用など将来発生する可能性のあるさまざまなコスト負担を軽減可能と見込まれ、企業の将来の収益性が向上すると評価される。

しかし、この試みも理解を得るには至っていないようだ。なぜなら、環境リスクと聞けば、原油流出や水質汚染など、企業の存続を揺るがす大規模な事件が想像され、現実的なリスクではないからだ。また日常的にも、規制がある中で企業の環境リスクを計算することは難しい。次に、環境リスク評価が発展途上にあることも理由にある。環境がもたらす外部効果は市場に内部化されていないため、環境リスクが企業収益に与える影響を数量化できず、リスク評価することが難しいからだ。

以上のような困難さがあるため、現状は、信頼を勝ち得るまでに至っておらず、このままでは環境格付けに期待される効果を上げる見込みが薄い。今後は、環境格付けの信頼確保と発展のためにも、評価手法の高度化や企業情報開示の進展、また、社会の理解度を向上させていく努力が必要と思われる。

（注1）内山勝久（2010）『環境配慮活動の決定要因と企業価値』経済経営研究 vol.31 No.1

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

ユーロ通貨圏のジレンマと問題解決のための選択肢

山口　勝義

要　旨

ユーロ通貨圏では、個別の財政悪化国への支援とともに問題再発防止のための管理態勢の強化を進めているが、一方で様々な矛盾が現実化しつつあり本質的な危機が深まりをみせているように考えられる。こうした矛盾によりECBやドイツが抱えていると考えられるジレンマを手掛かりに、問題解決のためユーロ通貨圏が取り得る選択肢について考察する。

はじめに

12 月 2 日の欧州中央銀行（ECB）理事会は、金融機関に対する上限を定めない 3 ヶ月間の資金供給を少なくとも 2011 年 3 月まで継続することを決定するとともに、国債の買取りプログラム（Securities Market Program、以下 SMP）についてはこれを継続するのみならず、国債市場の安定に必要な対応を行うこととし、むしろそれを拡大する可能性を示唆した。

トリシェECB総裁は、11月理事会では、次回 12 月理事会で危機対応時の金融政策からの正常化に向けた議論を行うこととし、緩和を継続する米FRB等とは一線を画した動きを改めて明らかにしていた。しかしながら、その後、恒久的な支援制度の創設検討を機に財政悪化国の国債利回りが上昇に転じ、11 月末にはアイルランドに対する国際的な支援が決定されるなど問題は深刻化した。これを受け、ECBが意図した危機下での異例な金融政策からの「出口」戦略は、先送りせざるを得ない結果となったものである[注1]。

ユーロ通貨圏においては、経済回復が明らかになりつつあるドイツ等のコア国と財政健全化への厳しい取組みが続く周辺国との間で経済情勢の二極分化の動きが明確化し、単一金融政策のかじ取りが以前にも増して困難なものになっている。また、ユーロ通貨圏の政策運営をリードするコア国の筆頭でもあるドイツでは、恒久的支援制度創設に当たり国債の秩序ある債務リストラ手順の導入を強く主張し、これがアイルランド支援発動のトリガーとなるなど、国際的な協調に配慮を欠くとも見られるメルケル首相の言動が目立つようになっている。

このような最近の動向を見ると、財政問題の再発防止策の具体化等の管理態勢強化にもかかわらず、ユーロ通貨圏では様々な矛盾が現実化しつつあり、個別の財政悪化国への対症療法に翻弄される裏側で本質的な危機が深まりをみせているようにも考えられる。

本稿では、こうした矛盾の現れとしてECB やドイツが抱えていると考えられる主なジレンマを手掛かりに、ユーロ通貨圏の取り得る選択肢について考察したい。

ECB のジレンマ、ドイツのジレンマ

経済情勢が二極分化する中で危機時の政策を維持せざるを得ない ECB のジレンマ

2010 年には外需主導で経済回復に転じたドイツでは、既に失業率も歴史的水準まで低下するなど雇用情勢の改善が明らかとなっており、今後は内需にも力強さが及ぶ可能性がある。また、ドイツとの垂直的な分業関係が強い東欧諸国を中心に、ドイツの好調な経済が早期にユーロ通貨圏内に波及することも想定される。

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

一方、消費者物価上昇率については、ユーロ通貨圏全体としては年率2%を若干下回る水準にあり適正水準ではあるものの、各国別には格差が拡大しつつある。

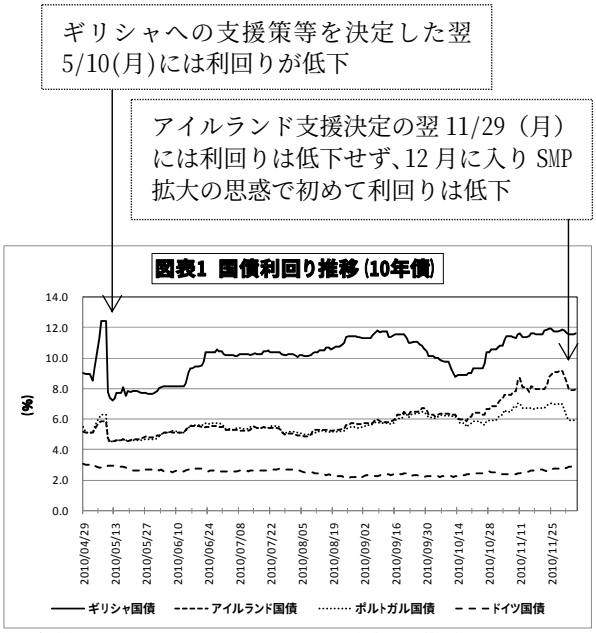
こうした状況を踏まえれば、ECBとしては1.0%まで引き下げた政策金利の引上げも早晩視野に入れざるを得ないと考えられるが、その前提として、リーマンショック後の異例な金融政策の正常化を着実に進める必要があると見られる。

しかしながら、財政悪化国では緊縮財政や長期金利上昇による経済下押し効果や、金融機関の機能低下等により厳しい経済情勢が続いていることに加え、①金融機関の流動性確保、②国債市場安定化の双方でECBの政策に大きく依存する状況に改善が見られないばかりか、その解消の目途は立っておらず、ECBは動くに動けない立場に立たされている。

ECB内部で議論のある国債買取りプログラムを縮小できないECBのジレンマ

ギリシャ問題で混乱した国債市場への対応策の一環としてECBが2010年5月に導入したSMP[注2]については、政策継続自体にECB内で厳しい意見の対立がある。特に、ドイツ中央銀行ブンデスバンク総裁でもあるウエーバーECB理事は、金融政策と財政政策は厳格に区分されるべきでありECBが財政政策的な機能を果たすべきではないことや買取り対象の国家の責任があいまいになる懸念があること等を理由に、導入当初からSMPに対し強い反対を表明している[注3]。

しかしながら、11月のアイルランド支援決定後も不安定な動きを続けた市場が、12月に入りECBがSMPを拡大するとの思惑によりようやく一応の落着きを取り戻したことからも明らかなように（図表1参照）、現状、SMPは他の財政悪化国への問題の“感染”を遮断するために不可欠の政策として市場の期待感は大きく、ECBはこれを縮小することができない。



(資料)Bloombergデータから農中総研作成

憲法裁判所による違法判決の可能性に対し対応が進まないドイツのジレンマ

EU機能条約第125条は、一定の例外を除き国、地方政府等に対するEUおよび加盟国による支援を禁じているため、ドイツ連邦憲法裁判所がギリシャ等に対する支援実施を違法と判断する可能性がある[注4]。また、ギリシャ等への支援は、現行の支援制度の下では民間債権者（国債の投資家）は保護される一方納税者に負担を負わせるものであり、これに対してドイツでは議会の強い反発がある。

このためドイツの立場からすれば、EUの条約改正によりこうした支援の実施を明確に位置付けるとともに、国債の秩序ある債務リストラの手順導入により債権者の負担について明確化することが不可

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

欠である。

しかしながら、フランス等は労力を要するEUの条約改正には消極的であり、また債権者負担については判断の余地を残した柔軟な運用を主張するなど、ドイツは交渉の過程で様々な妥協を余儀なくされている[注5]。

財政分権に伴う課題に対し統合的な財政運営には同意できないドイツのジレンマ

ユーロ通貨圏では、単一通貨・単一金融政策を採用している一方で、財政政策については各国が主権を維持している。しかしながら、特にマクロ経済情勢の収斂が想定どおり進まず、かつ財政問題のもと経済の二極分化が顕著となっている現在の状況下では、例えばユーロ通貨圏共同国債導入による安定した資金調達や経済の好調な国から低調な国への財政支援も含め、統合的な財政運営の実施が重要であるとの主張がなされている[注6]。

また、ドイツの輸出伸長による2010年の強い経済回復は統一通貨ユーロのメリットをユーロ安という形で享受した結果であると理解すれば、ドイツがユーロ通貨圏で財政的な負担を負うことには一定の合理性があるとする見解もある[注7]。

しかしながらドイツでは、マーストリヒト条約やリスボン条約の批准に先立ち連邦憲法裁判所がその事前審査を行うに当たり、財政政策は国家主権に属しEUに移管できるものではないとの判断で、統一通貨の導入が財政統合には至らないことを批准の条件とした経緯があるため[注8]、統合的財政運営に対しては法的な疑義が示される可能性がある。また、ギリシャ等に対する支援参画に伴う負担や共同国債を導入した場合の調達コスト上昇の可能性に対してはドイツ納税者の政治的反発は大変大きい。このため、ドイツは統合的な財政運営には同意し難い。

リスクシナリオとユーロ通貨圏の選択肢

ユーロ通貨圏では、これまでギリシャ等に対する個別の支援実施とともに、再発防止策等の管理態勢強化を図ってきた。しかしながら、それにもかかわらず財政悪化国の国債利回りは高止まりを続けており、他の財政悪化国への問題の“感染”も懸念される状態が続いている（図表1参照）。はたしていつになれば、欧州の財政問題は終息するのであろうか。

問題終息に必要な条件としては、①各国の財政改善が実現し、②その結果、経済が競争力を回復し、③加えてユーロ通貨圏内での管理態勢の実効性が確認されることと考えられるが、例えば米国が力強い経済成長に転じるなど環境の大幅な好転がない限り、不透明感が引続き大きいユーロ通貨圏で足元3～4年の間にこれらについて顕著な改善を果たすには大きな困難が伴うものと考えられる[注9]。

・リスクシナリオ

その間、問題終息に見通しが立たない中で、改善に取組む負担の増大に耐えかねた加盟国の間に、ユーロ通貨圏を離脱する動きが生じる可能性が否定できない。その場合に、終わりの見えない負担に反対する世論の高まりや上記のジレンマから、離脱の主体が財政悪化国ではなくドイツというシナリオもあり得る。

欧州統合へ向けた主要な政治的意図がドイツの覇権回復への牽制であったことを考慮すれば各国からの抵抗は大きいとしても、自国通貨の暴落、金融システムの機能停止、資金調達手段の枯渇、経済

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

の疲弊等、離脱に伴うコストが巨大になる可能性がある財政悪化国に対し、マルクの高騰、経済成長の鈍化等はあるものの相対的にコストが限定的と見られるドイツにとって、離脱のハードルはむしろ低いとも考えられる。

・ユーロ通貨圏の選択肢

ユーロ通貨圏の根本的な問題点としては、単一通貨・単一金融政策を採る一方で財政分権を維持した結果、統合の前提としたマクロ経済情勢の収斂を進めることができず、加えて加盟国の拡大やサブプライム問題以降の経済の混乱が一層それを困難性にしたということではないかと考えられる。

こうした問題解決のためには、加盟国のマクロ経済情勢の収斂を促進する手立てを打ちつつ、ECB をジレンマから解放し金融政策の有効性を回復することが必要であるが、このためには、ユーロ通貨圏共同国債の導入や経済の好調な国から低調な国への財政支援を具体化することから始め、財政面でも統合の方向に進むことが不可欠ではないかと考えられる。

しかしながら、先般のアイルランド支援策検討過程での12.5%の法人税率の引上げ圧力に対するアイルランドの反発や、アイルランドに対してこうした圧力をかけたことについての他国からの批判にも明らかなように、財政統合は、仮に初期段階のものにしてもドイツのみならず各国の合意を得るのは大変困難であり、また技術的にも EU の条約改正が必要となるため、前途は多難であると見られる。

その場合、次善の策としては、コア国・周辺国等で通貨圏を分割し、それぞれの範囲でマクロ経済情勢の収斂を図りつつ、それぞれの単一通貨を維持するということではないかと考えられる。

いずれにせよ、最近のユーロ通貨圏でのジレンマや依然不透明な経済環境を踏まえれば、こうした根本的な対応を欠いた場合には、①ドイツの離脱、②財政悪化国の離脱、あるいは③経済規模のより大きい財政悪化国への危機の連鎖に伴う支援策の破綻とユーロ通貨圏の解体といったシナリオも現実性を持ってくるのではないかと考えられる。

（2010 年 12 月 20 日現在）

(注 1) ECB は、リーマンショック後導入した危機対応時の異例な金融政策のうち、上限を定めない 12 カ月および 6 カ月の資金供給やカバードボンドの買取りプログラムを終了するなど、一部については既に「出口」への動きを具体化させている。

(注 2) 2010 年 11 月末時点での SMP による買取り実績は約 670 億ユーロ。なお ECB は、対応する資金を市場から吸収しインフレリスクは回避している。

(注 3) トリシェ ECB 総裁は 2011 年 10 月末に再選のない 8 年任期の期限を迎えるが、ウエーバー理事はその有力後任候補のひとりと目されており、市場では今後具体化する後任人事の成行きに注目している。

(注 4) この可能性については、例えば次による。
・“Greece’s crisis begets a German backlash”, Financial Times, 2010/04/28
・“An Old Battlefront Returns in War on Euro”, Spiegel International, 2010/06/30

(注 5) 2010 年 10 月の EU サミットで債務リストラの手順を含んだ財政悪化国に対する恒久的支援制度創設が合意されたが、交渉の結果、これに伴う EU の条約改正は必要最小限に止められ、債務リストラについては恣意性を排除した手順の導入を求めたドイツの意向とは異なり、より柔軟性を維持した内容となる方向で調整が進められている。

(注 6) 例えば、共同国債にかかる Juncker ルクセンブルグ首相および Tremonti イタリア経済財政相による Financial Times への次の寄稿を参照。
・ “Euro-wide bonds would help to end the crisis”, 2010/12/06

(注 7) このような見解については、例えば次を参照。
・“Germans are wrong: the eurozone is good for them”, Financial Times, 2010/09/08

(注 8) こうした経緯については、例えば次による。
・“A grim tale of judges and politicians”,The Economist, 2010/11/04

(注 9) 山口「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～」(『金融市場』2010 年 10 月号)、および「欧州の緊縮財政に景気刺激効果はあるのか？～「財政政策の非ケインズ効果」と財政健全化～」(『金融市場』2010 年 11 月号) 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

経済･統計の基礎知識　＜第 21 回＞

景気の先行指標⑤　新規求人数

岡山　正雄

労働市場を見る指標

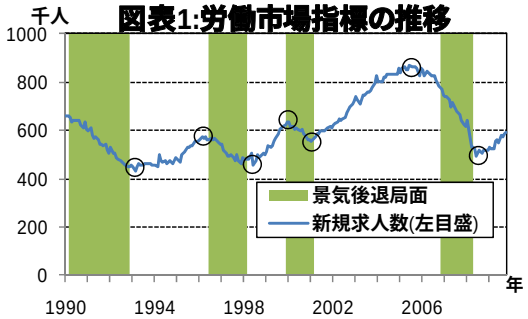
労働市場を見る指標として、以前（第 14 回）では総務省「労働力調査」と、その代表的な指標である完全失業率を採りあげた。この他、重要な統計として、厚生労働省「一般職業紹介状況」がある。

先行指標の新規求人数

一般職業紹介状況は、公共職業安定所(ハローワーク)に届けられる求人･求職件数を基にして作られる月次統計である。この中でも、学卒者向けの新規求人を除く一方で、正規雇用の新規求人だけでなく、非正規雇用の新規求人も含めた新規求人数は、景気に対して先行性を持つとされ、景気動向指数の先行指標の 1 つになっている。

新規求人数が景気に対して先行性を持つのは、次のような背景がある。企業が生産拡大をする場合、それに先立って必要な労働力を確保するため、求人を増やさなければならない。逆に生産縮小する場合は、先立って労働力を減らすために、求人を控えるだろう。

加えて指標に含まれる非正規雇用の求人数は、景気に敏感に反応すると考えられる。



〔資料〕厚生労働省「一般職業紹介状況」、内閣府「景気動向指数」
丸印は新規求人数の山と谷。

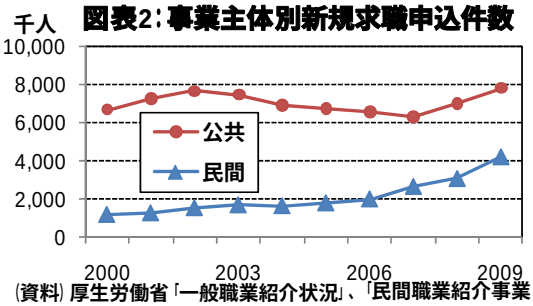
このため、景気の動きを捉えるうえでも望ましい指標である。

図表 1 には景気の波と新規求人数の推移を示した。これを見ると景気回復局面では、景気循環にほぼ一致して推移しているように見えるが、後退局面では多少景気循環に先行して推移していることが分かる。

今後有用性が低下する可能性

ただし、新規求人数(除学卒)は今後、有用性が低下する可能性がある。なぜなら一般職業紹介状況には、民間の職業紹介事業者の求人･求職情報が含まれていないからである。

図表 2 には、民間職業紹介事業と公共職業安定所の新規求職申込件数の推移を示した。1999 年の職業紹介事業における規制緩和以降、民間が取扱う新規求職申込件数



〔資料〕厚生労働省「一般職業紹介状況」、「民間職業紹介事業報告の集計結果」

が増加しており、09 年度には新規求職申込件数約 12 百万人に対して、民間への新規求職申込件数が約 4 百万人と、全体の 3 分の 1 を占めている。この傾向が続けば、景気が変動しても新規求人数が従来よりも動かなくなる。結果、景気の動きを弱めに見てしまう可能性が生じ、今後の解釈には注意が必要である。

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

2010年の主な出来事（概観）

調査第二部

【マクロ経済概観】

■日本経済：持ち直しを続けたものの、秋以降には足踏み懸念も浮上

2010年前半までの日本経済は、エコ関連の耐久財消費政策（エコカー購入補助制度や家電エコポイント制度）や海外経済の回復による輸出の好調などにけん引され、09年春以降の持ち直しの動きを継続した。しかし秋以降は、エコカー補助金の終了などによる耐久財消策の一巡や、円高の進行・海外経済の停滞を背景とした輸出の回復ペースの鈍化が鮮明となり、景気の足踏み懸念が強まっている。

設備投資は、夏にかけて改善の動きを継続してきたものの、年末にかけてはその動きに一服感がみられている。また、10月の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比▲0.6%と下落率の縮小は見られたが、需給バランスが崩れていることなどを背景として、20ヵ月連続で下落するなど、物価下落も長期化している。一方、雇用に関しては改善の動きを継続したものの、ペースは非常に緩やかなままである。

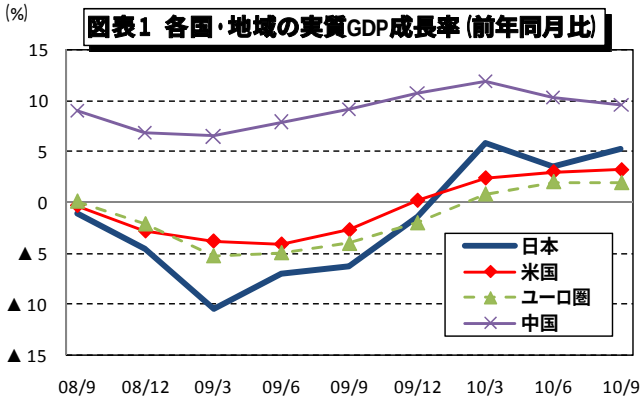
■海外経済：改善が続くが、先行きへの警戒感も

米国経済は、持ち直しの動きを続けたものの、7月にはバーナンキFRB議長が雇用関連指標の悪化などを受けて「（米国経済の先行きは）異例に不透明（unusual uncertain）」と発言するなど、先行きに対する不安は払しょくされずにいる。過度な先行き不安は一旦解消されたものの、12月にも同議長が景気減速懸念を表明するなど、楽観視できない状態が続いている。

欧州では、09年末にギリシャの信用不安問題が顕在化し、10年3月にはEUとIMFによる300億ユーロ規模の財政支援策が決まったが、この信用不安はポルトガルやスペイン、イタリアなどのユーロ圏の南欧・東欧諸国に飛び火した。年末の11月にもアイルランドに対する財政支援が決定するなど、ユーロ圏の信用不安はくすぶったままとなっている。

中国は09年7～9月期以降、前年同期比10%前後という高成長を維持している。一方で、11月の消費者物価指数が前年比5.1%となるなど物価上昇圧力も強まり、景気の過熱への警戒感が高まった。そのため、中国政府は金融政策のスタンスを引締め方向に変更している。

図表1 各国・地域の実質GDP成長率（前年同月比）



（資料）bloomberg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

【金融政策概観】

■米国金融政策：景気持ち直しの動きから一転、夏以降は金融緩和へ

10年の米金融政策は、09年9月に米連邦公開市場委員会（FOMC）が景気底入れ判断を表明して以降、緩やかな景気回復が続くなかでのスタートとなった。1月のFOMC声明では「経済活動は引き続き強まり、労働市場の悪化も和らいでいる」と明記、景気回復ペースが高まっているとの判断が示された。連邦準備制度理事会（FRB）は、金融市場の状況変化に合わせ、2月に通貨スワップ協定を終了、3月には住宅ローン担保証券（MBS）の買い入れを終了するなど、金融危機時に導入した流動性供給策の大半を3月末までに打ち切った。

3-5月は、景気回復が力強さを増しつつあるなか、出口戦略として、FRB所有のMBS売却や利上げへの転換時期など量的金融緩和からの脱却議論が高まった。

しかし、6月になると、これまでの景気回復基調に逆風が吹き始める。6月のFOMCは、欧州の債務危機に伴う金融情勢の動揺から景気見通しを引き下げ、米景気回復へのリスクが高まったことを指摘、8月のFOMC声明では「成長と雇用の回復ペースは減速した」と米経済が減速しているとの見方を示した。ここで出口戦略を目指した政策方針が転換され、成長下支えのためにMBS償還資金を米国債に再投資することを決めるとともに、量的金融緩和の現状維持を明確化した。

9月のFOMCでは、近い将来金融緩和を実施する用意があるとの認識を示し、11月に量的金融緩和第2弾を発表、6,000億ドルの国債を来年6月にかけて追加購入する方針を示した。12月は、事実上のゼロ金利政策の導入以来2年が経過、景気刺激策を過去最高規模に拡大するなど、金融政策に対する批判が強いなか、高水準で高止まりする失業率の低下に向け非伝統的な手段を維持している。

■国内金融政策：円高進行で迫られた金融緩和

09年11月に、政府がデフレを宣言。また、それとほぼ同時期にドバイショックで円高が進み株式市場が急落。こうした情勢から、日銀は12月に臨時会合を開催し、追加金融緩和を決定、長めの短期金利の低下を促すため、金利0.1%で期間3ヵ月の資金を10兆円供給する新しい資金供給手段（新型オペ）を導入した。10年1月以降、追加金融緩和策の効果や新興国経済の強まりから景気は上振れ気味で推移したが、日銀は、弱い消費者物価を大きな懸念材料とし、3月に新型オペを10兆円から20兆円に拡充した。

4月の展望リポートでは、デフレ脱却や経済成長率予想を上方修正するも、5月には欧州債務危機の高まりを受け、急激な円高や株価下落に見舞われ、2兆円規模の即日オペを実施、6月に環境・エネルギー分野など成長基盤強化のための新貸出制度を発表した。欧米の経済減速に伴い円高が進行、8月の臨時会合で新型オペに新たに6ヵ月物10兆円を拡充する追加緩和を行うも、円高は止まらず、9月に大規模な単独為替介入（非不胎化措置）を行い、強固な円高対応姿勢を示した。10月には政策金利の誘導目標をさらに引下げ（0～0.1%）、また、5兆円規模の資産購入基金を創設するなど包括的な金融緩和政策（包括緩和策）を打ち出し、柔軟姿勢を維持している。

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

【金融市場概観】

■株式市場：世界経済の先行き不安から弱含み、年末にかけては上昇

株式市場（日経平均株価）は、3 月に企業業績の回復期待の高まりから今年最高値となる 11,339.3 円（終値）まで上昇した。しかし、欧州信用不安や米国経済の先行き不安、円高進行などを背景として下落に転じ、8 月下旬には 9 千円割れとなるなど弱含みが続いた。その後は円高の一服や 11 月の FOMC による追加金融緩和を受けて再び上昇し、11 月に 1 万円台を回復した。

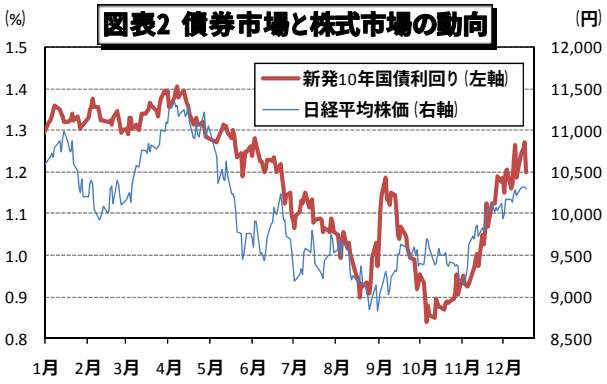
■債券市場：「質への逃避」から金利低下圧力の強い展開に

長期金利（新発 10 年国債利回り）は、年初しばらく 1.3%台を中心としたもみ合いが続いたが、株価の下落にあわせて債券が買われ、8 月に 0.9%台まで低下した。9 月に民主党代表選挙を控えての財政拡大懸念から 1.2%直前まで上昇したものの、円高の進行や海外経済の減速懸念、株価の弱含みのなかで投資家の「質への逃避」が続き、10 月には 0.8%台へ低下した。しかし、円高の一服や米国での株高・債券安の流れを受けて 12 月に 1.3%手前まで上昇した。

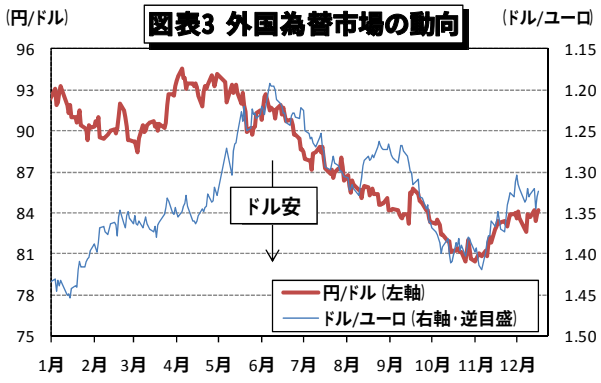
■外国為替市場：米国先行き不安から円高が進行、ユーロは信用不安で弱含み

外国為替市場（円/ドル相場）は、米国経済先行き不安や追加金融緩和観測の高まりによって消去法的に円が買われ、春以降円高方向での推移が続いた。政府は円高対策として 9 月中旬に円売り・ドル買いの為替介入（2.1 兆円規模）を実施したが、効果は限定的なものにとどまり、10 月下旬には 1 ドル＝80 円台となった。その後は米国債金利が上昇したことなどから 12 月上旬にかけて同 84 円台まで円安が進んだ。

ユーロ（ドル/ユーロ相場）は、ギリシャやスペイン、ポルトガルなどのユーロ圏諸国で相次いで信用不安が広がったことから、6 月初めに 1 ユーロ＝1.18 ドル直前まで減価した。10 月には米国の追加金融緩和などを受けて同 1.43 ドル台まで水準を戻したものの、11 月にはアイルランドが EU や IMF に財政支援を求めたことなどでユーロ圏の信用不安が再燃し、年末には同 1.3 ドル台でのもみ合いとなっている。



（資料）日経NEEDS-Financial Quest より作成
（注）新発10年国債利回りは17：00時点、日経平均株価は終値



（資料）日経NEEDS-Financial Quest より作成
（注）17：00時点

（2010.12.22 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

2010年上半期の主な出来事

月	国内政治・社会	国内金融・経済
1月	15日　民主党小沢幹事長の資金管理団体「陸山会」の土地購入問題で石川衆院議員らが逮捕 19日　日米安全保障条約改定の署名から50年、共同文書や声明を発表 24日　名護市長選、米軍普天間基地移設反対派の稲嶺氏（民主など推薦）が初当選	19日　日本航空、日航インターナショナル、ジャルキャピタルが会社更生法を申請、負債総額約2.3兆円 19日　亀井郵政相が郵便貯金の預入限度額（1,000万円）を見直す方針を表明 29日　子ども手当法案、雇用保険法改正案、介護保険法施行法改正案が閣議決定
2月	5日　政治主導体制の強化を目的とする政治主導確立法案が閣議決定 5日　地震被災のハイチへPKOとして陸上自衛隊派遣へ 17日　国民新党、政務調査会にて普天間基地移設案を了承	8日　キリン・サントリーが経営統合断念、統合比率で一致せず 13日　新生銀行・あおぞら銀行が合併断念 18日　ウィルコム、会社更生法を申請 28日　さくらや、64年の歴史に幕
3月	12日　農林漁業の6次産業化促進法案が閣議決定 27日　中国製毒入ギョーザ事件で中国公安当局が容疑者を拘束 29日　水俣病訴訟で原告と政府が和解合意 31日　高校無償化法が成立	3日　ソフトバンク、ウィルコム支援を決定 11日　茨城空港開港 17日　日銀金融政策決定会合で新型オペ供給枠を20兆円に増額 24日　郵政改革法案骨子が発表、ゆうちょ銀行の預入限度額を2,000万へ引き上げなど
4月	3日　与謝野氏が自民離党、10日に「たちあがれ日本」旗揚げ 20日　宮崎県で口蹄疫感染疑いが発生 22日　舛添前厚生労働相が自民離党､23日に｢新党改革」旗揚げ 23日　事業仕分け第2弾開始 27日　改正刑事訴訟法成立、殺人の時効廃止	1日　第一生命、東証一部に上場 1日　米農家を対象とした戸別所得補償制度の申請受付開始 21日　英会話大手ジオスが破産、負債75億円
5月	18日　東国原知事、口蹄疫で非常事態宣言 21日　民主党小沢幹事長、政治資金規正法違反事件で2度目の不起訴判断 28日　普天間飛行場辺野古移設で日米共同声明発表、鳩山首相は反発した福島消費者･少子化担当相を罷免 30日　社民党、連立政権離脱 31日　辻元国土交通副大臣、社民離党へ	13日　福岡4信金が業務提携発表、総預金量5,000億円超と県内最大級 19日　丸紅が台湾北部｢新桃電力｣の発電権益買収 20日　全国銀行協会など金融機関8団体、｢郵政改革を考える民間金融機関の会｣を結成し、郵政改革法案抜本修正を求める共同声明発表 23日　レナウン、中国繊維メーカー｢山東如意集団｣の傘下に
6月	4日　鳩山内閣総辞職、首相指名選挙で菅副総理兼財務相が第94代首相に 10日　亀井郵政相、郵政改革法案先送りで辞任へ 13日　菅首相、子ども手当満額支給断念を表明 13日　小惑星探査機はやぶさ帰還、オーストラリア砂漠地帯に着地	1日　子ども手当支給開始 15日　日銀、成長基盤強化のための新貸出制度を発表、総額3兆円 18日　改正貸金業法完全施行 18日　トヨタ自動車系列部品メーカーの中国工場でストライキ 28日　高速道路無料化社会実験スタート

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

2010年下半期の主な出来事

月	国内政治・社会	国内金融・経済
7月	6日　賭博問題でNHKが大相撲名古屋場所中継中止 12日　参院選で与党過半数割れ、落選した千葉法相続投へ 28日　千葉法相、民主党政権交代後初の死刑執行	1日　ゆうパック（郵便事業会社）とペリカン便が統合、3日に統合による混乱で集配遅れ
8月	15日　菅首相と全閣僚が靖国参拝見送り 26日　民主党代表選に小沢氏出馬へ、鳩山前首相が支持表明 27日　宮崎県、口蹄疫終息宣言 27日　菅首相、為替対策で緊急声明を発表、必要なときは断固たる措置をとると為替介入示唆	18日　国土交通省、住宅ローン「フラット35S」の金利優遇措置を1年間延長へ 24日　中央三井トラスト・ホールディングスと住友信託銀行が経営統合計画について最終合意 30日　日銀が追加金融緩和策を発表、新型オペの拡大など
9月	7日　中国漁船、尖閣諸島で海上保安庁巡視船に衝突 13日　中国漁船衝突事件、船長以外の乗組員14人帰国、24日に船長釈放 14日　菅首相、民主党代表選で再選 17日　菅改造内閣発足、「有言実行内閣」と命名 30日　民主党小沢元幹事長、政治資金規正法違反事件で再び不起訴	1日　株価、年初来安値8,796円を記録 8日　エコカー補助金申請打ち切り発表 10日　日本振興銀行が債務超過で経営破綻、初のペイオフ発動 15日　日銀が約6年半ぶりの円売り単独介入実施 24日　大畠経産相、中国が日本向けレアアースの輸出枠発給を停止したことを明らかに 28日　武富士、会社更生法申請
10月	4日　民主党小沢元幹事長、政治資金をめぐる事件で強制起訴へ 6日　ノーベル化学賞に北海道大学鈴木名誉教授と米パデュー大学根岸教授 27日　事業仕分け第3弾開始 30日　菅首相、ニュージーランドとシンガポール首相との会談でTPP参加検討表明	1日　たばこ値上げ 5日　日銀が追加金融緩和を発表、包括緩和と命名 18日～30日　名古屋で生物多様性条約第10回締約国会議（COP10）が開催、生物遺伝資源の利益配分ルールを示した名古屋議定書を採択
11月	1日　メドベージェフ露大統領が北方領土訪問 4日　尖閣諸島沖漁船衝突事件のビデオが流出、9日に海保職員が名乗り出 6日　馬淵国交相、八ツ場ダム建設中止方針を事実上撤回 22日　柳田法相・拉致問題担当相、国会軽視発言で辞任表明、後任で仙石官房長官が兼務 26日～27日　参院本会議で仙谷官房長官と馬淵国交相に対する問責決議案可決	1日　丸紅がチリ第3位の水事業会社を買収、総額約400億円 10日　日本郵政グループ、非正規社員8,438人を正社員登用と発表 24日　双日が豪ライナスとレアアース供給で合意、国内需要の3割
12月	2日　子供手当、3歳未満の支給額を7,000円上積みし2万円に 15日　菅首相が諫早判決で上告を断念、常時開門へ 16日　2011年度税制改正大綱を閣議決定、法人税5%削減など	1日　家電エコポイント制度のポイント半減へ、国交省は住宅エコポイント制度の拡充発表 7日　国際協力銀行、日本政策金融公庫から分離・独立へ 15日　大塚HD、東証1部に上場

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

2010年上半期の主な出来事

月	米国	海外（世界・米国以外）
1月	26日　トヨタ、米国で230万台のリコール発生、一時販売停止へ 30日　台湾への武器売却で中国と新たな緊張関係勃発	12日　ハイチでM7.0の地震が発生、被災者数約370万人 19日　米食品大手クラフトが英製菓大手キャドバリー119億ポンド（約1兆7,700億円）で買収
2月	17日　オバマ大統領、原発建設拡大方針表明、政府保証枠拡充へ 24日　トヨタ車リコール問題で下院監視・政府改革委員会に豊田社長出席 25日　米証券取引委員会が株式の空売りに対する新規制導入を発表 、株価急落を防ぐため	6日　ロシア、新軍事ドクトリンを発表、核抑止力維持へ 11日　EU首脳会合、ギリシャ政府の財政再建支援で合意
3月	23日　米グーグル、中国本土の検索サイトを停止し撤退 28日　オバマ大統領が就任後初めてアフガニスタンを訪問、カルザイ大統領と会談	4日　ポルトガルで公務員昇給凍結などに対し公務員がストライキを実施 26日　韓国の黄海上で哨戒艇が沈没 30日　アイルランド、銀行の不良債権処理の追加対策として公的資金の追加注入を発表
4月	3日　アップル「ipad」発売、ニューヨークなど各地で長蛇の列 8日　米ロ、新核軍縮条約に調印 18日　トヨタ、リコール対応遅れ問題で約15億円の制裁金 20日　メキシコ湾原油流出事故、英BPの石油掘削施設が爆発	7日　タイ政府、反政府デモで首都バンコクと周辺5県に非常事態宣言 11日　ユーロ圏16カ国、ギリシャ財政支援に最大3.8兆円で合意 15日　アイスランド火山噴火の影響で欧州各国の空港が閉鎖 22日　ギリシャで公務員24時間スト、緊縮財政に抗議 30日　上海万博開幕（10月末まで）
5月	26日　アップル社のナスダック市場株式時価総額がマイクロソフトを抜きIT業界世界一に	9日　IMF、ギリシャに3年間で約300億ユーロ（約3兆5,000億円）の緊急融資を決定 10日　EU、ギリシャ危機波及回避に約7,500億ユーロ（約90兆円）の緊急支援を発表 11日　英保守党キャメロンが新首相に、自由民主党と連立内閣発足
6月	24日　オバマ大統領、ロシアの世界貿易機関（WTO）加盟支持表明 29日　米民主党、金融規制改革法案の銀行課税取り下げ	19日　中国人民銀行、人民元を週明けから段階的に切り上げ再開 26日　G8、韓国哨戒艦沈没事件で北朝鮮を非難 27日　G20、先進国は日本を除き2013年までに財政赤字を半減にする共同宣言を採択

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

2010年下半期の主な出来事

月	米国	海外（世界・米国以外）
7月	8日　米財務省、中国に対する為替操作国認定を見送り 15日　英BP、メキシコ湾の原油流出食い止め成功を発表 21日　金融規制改革法案成立	8日　ギリシャ、財政再建に向けた年金改革法案を可決 11日　ワールドカップ南アフリカ大会でスペイン初優勝 23日　欧州銀行監督者委員会がストレステスト結果発表、資本不足7行、不足額約35億ユーロ（約3,900億円）との想定結果示す
8月	6日　広島平和記念式典にルース駐日大使参列 10日　連邦公開市場委員会（FOMC）、満期を迎えるモーゲージ担保証券の元本を長期国債に再投資する方針決定 31日　オバマ大統領、イラクでの戦闘任務終了を宣言	15日　ロシア、穀物輸出禁止措置をスタート 30日　北朝鮮金正日総書記が中国胡錦濤国家主席と会談
9月	8日　オバマ大統領、追加景気対策表明、雇用促進やインフラ投資など総額3,500億ドル（約29.4兆円） 26日　ルース駐日大使、被爆地の長崎を初訪問 27日　減税措置などの中小企業支援法案成立	2日　ロシア、初の対日戦勝記念日式典を開催 12日　バーゼル銀行監督委員会が自己資本規制バーゼルIIIで合意、狭義の中核的自己資本7%に 28日　北朝鮮の朝鮮労働党代表者会で、三男ジョンウン氏が朝鮮労働党中央委員会のメンバーに選出される
10月	1日　米ユナイテッド航空とコンチネンタル航空合併、世界最大級の航空会社誕生 15日　バーナンキFRB議長、高水準の失業率と低水準のインフレ率が米金融政策の一段の緩和の必要性を示しているとの認識示す	6日　中国温家宝首相、レアアース輸出規制は持続可能な開発目指した措置と表明 8日　中国の民主活動家、劉暁波氏がノーベル平和賞受賞 14日　チリの鉱山落盤事故で、地下に閉じ込められた作業員全員救出
11月	3日　米中間選挙でオバマ政権完敗、共和党大勝 3日　米連邦公開市場委員会（FOMC）で追加金融緩和決定、米国債6,000億ドル（約49兆円）購入へ 28日　内部告発サイト、ウィキリークスが米外交文書25万点公開へ	12日　G20、通貨安競争回避や大きすぎてつぶせない銀行の規制強化を促す声明などを発表 13日　ミャンマー、アウン・サン・スー・チーさん7年半ぶり解放 21日　EUとIMF、アイルランドの金融支援要請に合意 23日　北朝鮮、韓国領延坪島を砲撃
12月	2日　米飲料大手ペプシコがロシア食品最大手WBDを58億ドル（約4,900億円）で買収 3日　米韓自由貿易協定（FTA）合意を発表 7日　オバマ大統領、ブッシュ減税2年間延長で共和党と合意	11日　国連気候変動枠組み条約第16回締約国会議（COP16）が京都議定書延長を先送りしたカンクン合意を採択し閉幕

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

「不満の冬」の再来か

農林中央金庫　ロンドン支店長　高島　浩

英国では、1978 年末から 1979 年初までの社会情勢を「不満の冬」と呼ぶらしい。ものの本によると、経済が英国病といわれている時期のことで、公共サービス部門がストライキを行い、病院、学校の機能停止等が発生し、結果としてこれらの現象は社会に多くの不満を生み出すこととなったことからそう呼ばれるようになったとのことである。

現在の英国は、英国病といわれるような状況は既になくなっているが、リーマンショック以降の鬱積した国民の不満や、政府による大幅歳出削減等に対する不満が膨れ上がっているため、「不満の冬」の再来かといわれるのもおかしな表現ではないように思われる。

その不満のいくつかをご紹介したい。

○不満　その１　　学生による授業料引き上げ反対のデモ

英国（正確にはイングランド地区）の大学授業料の上限は現在年間 3,290 ポンド（約 44 万円）と定められているが、政府は最高 9,000 ポンドまで大幅に引き上げる改革案を提出している。大幅な値上げとなるため相当の反響を呼び、反対デモが行われている。11 月には一部参加者が暴徒化し、35 名が逮捕される事態にまで発展した。その後の各地でデモが行われており、沈静化に兆しはない。

○不満　その２　　地下鉄の度重なるストライキの実施

地下鉄職員が人員削減に反対し、9 月以降断続的に 24 時間ストを 4 回実施。ロンドンの地下鉄利用者 350 万人がバスなどの代替交通手段による移動を強いられることなった。この地下鉄のストは、今年度も継続する雲行きである。ロンドンに駐在する筆者を含めて大きな被害を被っている。

○不満　その３　　消費税の引き上げ他実質的な物価上昇

不況と呼ばれている中ではあるが、食料品価格は 4.4%上昇している。その他ガソリン、光熱費、衣料も値上がりをしている。これに加えて、年初より消費税が 2.5%引き上げとなり 20%となった。鉄道料金も値上げが見込まれており、消費者にとっては多大な痛手となっている。

また、こうした不満に加えて、欧州のいくつかの国が抱えるソブリンリスクが英国に与える影響を不安に思っている状況でもある。まさしく、内憂外患が絶えない状況である。本当に「不満の冬」になってしまうのではと、英国に駐在する者として不安になってくる。

一方で、明るい話題もある。今般のウイリアム王子の婚約発表は英国民にとっては久々の明るい話題となっている。相応の経済効果も期待されるし、なんと言っても結婚式当日は休日となり、イースター休暇と併せると、4 月から 5 月にかけ 4 連休が 2 週連続で取ることができる。ただし、これも中小企業者にとっては打撃となり、休日の増加は 60 億ポンドの損失となるとの報道もある。どうやら不満の種は絶えないようである。

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