

潮 流

米国経済の「日本化(japanization)」

調査第二部長 矢島 格

ギリシャ危機が金融市場を揺るがしていた昨年春頃から、欧米先進国の市場参加者の間で、「自国の経済は、90 年代から低迷が続いている日本経済のようにはないだろう」という従来の見方を撤回する必要があるのではないかという不安の声がにわかに出始めた。

そして、暫くすると、日本経済のように長期にわたって低金利政策を続けても景気低迷とデフレから脱却できない状態に米国経済も陥ってしまうのではないかという懸念が、各種メディアでもしばしば取り上げられるようになった。この懸念は、米国経済の「日本化(japanization)」と呼ばれている。

こうしたなか、セントルイス連銀のブラード総裁が注目すべき論文を発表した。この論文では、「日本経済は低金利下のデフレの状態に均衡しており、現在の米国経済は日本経済のような状況に陥る危険性が高い」という内容を理論と実証の両面から説明したうえで、米国経済が日本経済のような状況に近づかないようにするためには、国債買入れによる追加的金融緩和を実施すべきであるという主張がなされた。

この論文の発表の翌月、連邦準備委員会(FRB)のバーナンキ議長が講演で追加金融緩和の可能性を示唆し、さらに、11 月の連邦公開市場委員会(FOMC)では、本年 6 月までに 6,000 億ドル(約 50 兆円)の長期国債を購入するという追加的金融緩和(QE2)が発表された。

この大規模な追加的金融緩和は FRB のデフレ阻止に向けた強い姿勢を鮮明にさせたが、その効果については懐疑論も含めて数多くの議論を巻き起こしている。供給された流動性は米国で活用されず新興国に流れてバブルをまき散らすという批判もなされている。いずれにせよ、未だ評価が定まっておらず、その政策効果はマイナスの副作用も含めて未知数である。従って、「実験的」な政策と呼んでも良いだろう。

ここで、忘れてはならないのは、この「実験的」な政策を FRB が果敢に実施した背景に、米国経済の「日本化(japanization)」の回避が含まれていることである。現時点では米国経済はデフレにはなっていないにもかかわらず、あえて「実験的」な政策に取り組んでいる FRB の姿勢からは、低金利下のデフレ状態から抜け出せない日本経済のようになることへの警戒感の強さが読み取れよう。

翻って、日銀もようやく昨年後半からデフレ脱却に向けた対策を本格化させてきているが、昨年 11 月に公表された経済協力開発機構(OECD)の経済見通し(Economic Outlook)でも金融緩和の一段の拡大が求められているように、依然としてその取組姿勢には迫力が足りないという意見が少なくない。

日本のデフレの原因を日銀の政策対応のみに押しつけるのは適切ではないが、FRB の姿勢に学ぶべき点は多いのではないかと思う。「日本化(japanization)」という悪評を払拭するためにも、デフレファイターとしての存在感は、FRB ではなく日銀こそが示すべきではなかろうか。

情勢判断

国内経済金融

前途多難な社会保障と税の一体改革

～2011年度内のデフレ脱却目標の実現は依然厳しい～

南 武志

要旨

10年夏以降、国内景気は輸出の鈍化、円高進行、耐久財消費刺激策の効果一巡などから足踏み状態に入った。新興国経済の底堅さなどもあり、先行きの景気が大きく落ち込むことは回避できると思われるが、11年半ばまで低調に推移する可能性が高いだろう。一方、物価に関しては、最近の国際商品市況高騰に伴い、資源・エネルギーや食料などが値上がりしていくことが想定されるが、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、11年度内に消費者物価全体が前年比プラスに転じるのは困難とみられる。

内外の金融市場では、米国での大幅な金融緩和策（QE2）発表後、「円安・株高・長期金利上昇」といった傾向が強まった。しかし、国内最終需要の弱さや国内投資家の運用難などを踏まえれば、長期金利の本格上昇の可能性は低いだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2011年				
		1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	(%)	0.082	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 (%)	1.245	0.90～1.30	0.90～1.35	0.90～1.35	1.00～1.40
	5年債 (%)	0.515	0.30～0.60	0.30～0.65	0.30～0.65	0.35～0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	82.4	80～88	80～90	82～95	85～100
	対ユーロ (円/ユーロ)	112.6	100～125	100～125	105～130	110～135
日経平均株価	(円)	10,464	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2011年1月25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

1月24日に召集される通常国会を控えて、菅首相は14日に内閣改造を実施した。このうち、経済閣僚については、TPP推進に積極的とされる海江田氏（経済財政担当相）を経済産業相に任命するとともに、後任の経済財政担当相として元財務相の与謝野氏を任命し、かつ懸案の社会保障と税の一体改革についても託すこととなった。

とはいえ、かねてから与謝野氏は「子

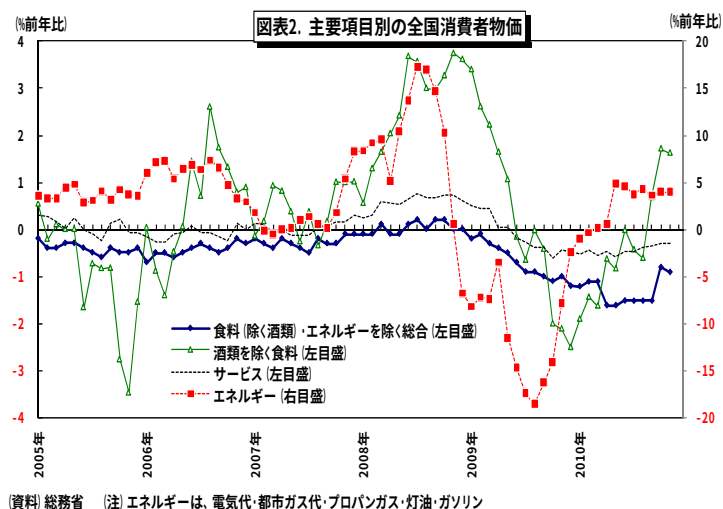
ども手当」を代表とする民主党の経済政策に対して批判的な態度を示してきた。また、経済再生のための新成長戦略にとって前提条件となるデフレ脱却についても、自公政権下の閣僚当時においては消極的な態度を取り続けてきたこともあり、デフレ克服を最優先課題としている菅内閣の経済政策の整合性が問われる場面もあるものと思われる。

一方で、菅首相としては財政健全化が国際公約となっていることもあり、社会

保障制度の再構築や税制改革に関して与野党の枠組みを超えた国民的な議論を持ちかけている。しかし、野党サイドではバラマキと批判してきた09年総選挙における民主党マニフェストを大幅に修正することをその前提として求めており、議論が進まない可能性も高い。

さて、09年春以降、持ち直し基調をたどってきた国内景気であるが、10年夏場にかけて海外経済の成長減速懸念が高まったこと、急激に円高が進行したこと、さらにはエコカー購入補助金制度終了を見据えて自動車メーカーが減産を強化したことなどを背景に、回復テンポが鈍化し、足踏みし始めた。実際、代表的な景気指標である鉱工業生産は10年11月分ではようやく6ヶ月ぶりの前月比プラスとなったものの、直近ピーク（10年5月）の水準を5%弱ほど下回っているほか、実質輸出は10年7月をピークに軟調に推移している。さらに、エコカー購入補助金や家電エコポイント制など耐久財消費刺激策の終了・規模縮小などにより、民間消費は弱含みの推移となっている。

少なくとも11年前半までは、自動車・薄型TVなどの耐久財を中心に民間消費の軟調さが残る可能性が高いほか、海外経済の回復テンポも緩やかなままで推移すると思われ、輸出も低調さが残るものと思われる。そのため、11年半ばまでは景気は低調に推移すると予想される。ただし、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だろう。

一方、物価については、10年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%台半ばまで縮小してきた。最近では、新興国の底堅い経済成長や米国経済の回復加速期待、米国における大幅な金融緩和策（QE2）導入に伴う過剰流動性発生への思惑、さらには豪・ブラジルなどでの水害発生なども加わり、国際商品市況が上昇基調を強めていることから、先行き資源・エネルギーや穀物価格が値上がりする可能性が高い。一方、労働市場の改善は遅々として進んでおらず、かつ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、最終財への価格転嫁は不十分な状況となる可能性が高く、恒常的に前年比プラスで推移する展望を描くのは依然として難しい。政府・日本銀行とも11年度内に消費者物価上昇率がプラスに転じるとの見通しを堅持しているが、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

日本銀行は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を断続的に決定したほか、10年10月には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。日銀はこの包括緩和策を「実質的なゼロ金利政策」とも称しているが、実際のところ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%に据え置いていることもあり、無担保コールレート（翌日物）の低下幅は限定的なものにとどまっている。一方で、物価の安定が展望できる状況（消費者物価上昇率が前年比1%近くまで上昇することが見通せる状況）に至る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と捉えるべきであろう。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。

一方、政府・日銀とも11年度内のデフレ脱却目標を堅持しているが、前述の通り、大きく乖離した需給ギャップを短期間で解消することは困難と思われる。また、8月に予定されている消費者物価の基準改訂では、物価下落率がさらに拡大するものと見られ、物

価が水準上に浮上する時期は現時点の想定よりも後ズレする可能性が高い。11年度内のデフレ脱却のために日銀が一層の努力を求められることになれば、追加的な緩和策を検討・実施していかざるをえないと思われる。実際、包括緩和策の決定後、白川総裁は追加緩和措置の可能性を否定せず、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ことから、これが柱になると見られる。

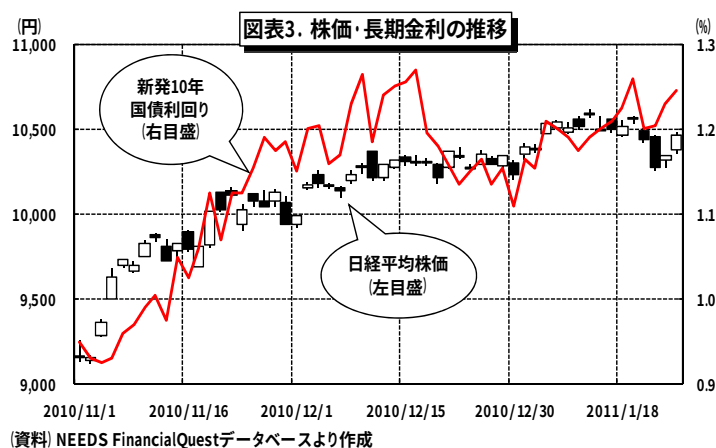
市場動向：現状・見通し・注目点

米国では景気減速やディスインフレ傾向の強まりに対する警戒感が強まった結果、11月上旬のFOMCでは大規模な国債購入を柱とするQE2が採用された。その直前には、大幅緩和策への期待感から内外の金融市場では「円高・株安・金利低下」という流れが強まっていたが、逆にQE2決定後はそれに伴う過剰流動性発生への思惑などを材料に、「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みたい。

① 債券市場

10年度上期にかけて長期金利の低下とともに、債券保有残高を大きく積み上げ



た大手金融機関であるが、下期に入ると一旦は利益を確定する動きも散見され、さらなる購入に対する慎重姿勢が強まった。また、11月上旬のQE2決定後は、米景気の先行き回復期待が浮上したこともあり、長期金利の上昇傾向が明確化し、12月には一時1.3%に迫る場面もあった。その後は、貸出が伸び悩むなど運用難に苦しむ国内投資家の国債購入意欲が根強いことから押し目買いニーズが高まり、長期金利は1.2%前後まで押し下げられている。

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、さらに包括緩和策の効果浸透やもう一段の金融緩和措置の可能性などを踏まえれば、長期金利は一旦は再低下する場面もありうるだろう。もちろん、日本の厳しい財政状況に対する潜在的な警戒感も根強いこと、さらには先行きの世界経済の回復期待を背景として金利上昇圧力が一時的に強まるなど、折に触れて神経質に金利が変動する可能性には留意する必要がある。

② 株式市場

11月のQE2決定後、米国経済指標の好転なども手伝って、日経平均株価は持ち直しの動きが強まり、11月中旬には1万

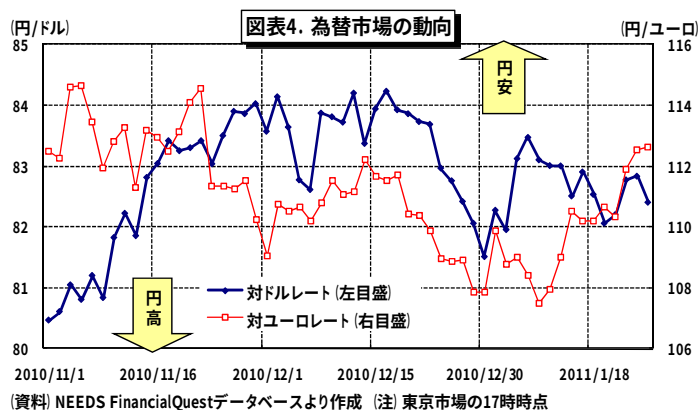
円台を回復、11年年明け後は一段と上昇傾向を強め、1万円台半ばでの展開となった。直近は景気過熱感の強い中国での再利上げへの警戒感などからやや調整しているが、基本的に底堅く推移しているといえるだろう。

先行きについては、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。目先は国内のデフレ継続や円高や交易条件悪化による企業業績への下押し圧力も意識されることから一進一退の展開が続くものの、11年度入り後は徐々に下値を切り上げていく動きが明確化するだろう。

③ 外国為替市場

リーマンショック後、日本円に対してはほぼ一貫して円高圧力がかかり続けたが、QE2が決定された10年11月以降はそうした圧力は多少緩和し、12月中旬にかけて1ドル＝83～85円のレンジ内でのみ合いが続いた。その後、欧州財政危機に対する思惑を背景に、リスク回避先としての円買いニーズが強まる場面もあったが、10年年明け後は対ドルで80円台前半、対ユーロで110円前後での展開となっている。

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、当面は円高圧力が残ったままでの展開が続くだろう。一方、年半ば以降に海外経済の持ち直し傾向が再び強まってくれば、逆に円安気味の推移が始まるものと予想する。(2011.1.25現在)



情勢判断

海外経済金融

米国の経済政策の変化の兆し

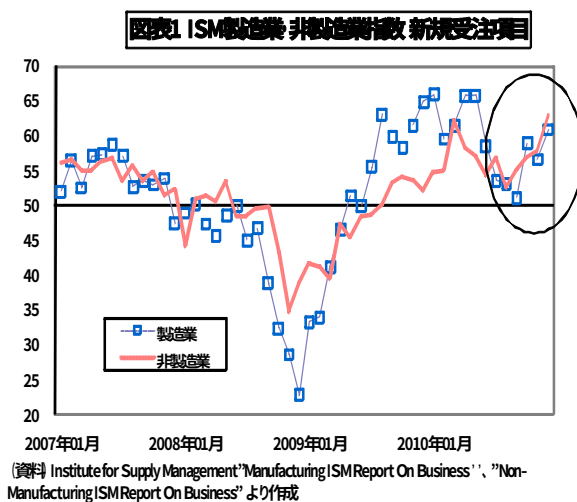
田口 さつき

要 旨

米国では株高が進む一方、長期金利の上昇が抑えられている。FOMC 議事録などから FRB が今後も国債購入プログラムを当初の予定通り行うという観測の強まりが一因となっている。とはいえ、2011 年から新たに議決権を持つ FOMC メンバーの中には QE2 に慎重なタカ派も含まれている。一方、米国の経済政策においては、昨年 11 月の中間選挙の民主党大敗から、オバマ大統領が共和党や産業界と関係改善に乗り出している。

景気楽観論と経済指標

米国では、このところ、2011 年の経済成長に強気な見方が強まっている。これは、ブッシュ減税延長の決定や追加金融緩和(QE2)による効果の浸透期待が大きい、これに加えて、経済指標にも動きが出ていることが挙げられる。例えば、企業の景況感を示す ISM 製造業・非製造業指数は、新規受注項目が改善しており、先行きの生産活動の拡大を予想させる(図表 1)。



その一方で、住宅関連指標といった回復の足取りの重い指標もある。また、12 月の失業率は 9.4%と前月から 0.4%pt と大きく低下したものの、失業者が職探しをあきらめた影響が大きく、就業者の

増加を主因とした改善ではない。さらに、商品市況や輸入品の価格上昇が続いているものの、消費者物価指数、PCE デフレーターは、ともに前年比1%を割るなど、適正なインフレ率を下回る状態が続いている。

株高の一方、長期金利安定

米国の金融市場は、前述の財政及び金融政策による景気楽観論の強まりや企業収益の改善のニュースなどから、12 月から株価が上昇傾向にあったが、2011 年入りしてから一段と勢いが増している。

その一方、長期金利(10 年物利回り)は一時的に 3%台半ばまで上昇する場面もあるが、基本的には 3%台前半で推移している。

その背景の一つが QE2 で導入された連邦準備理事会(FRB)の積極的な国債購入である。そして、米連邦公開市場委員会(FOMC)のメンバーの発言などから 11 月に決定した国債購入プログラムが少なくとも当初の予定通り行われるという観測が強まっていることも長期金利を抑える要因として働いている。

12 月の議事録から

1 月 4 日に公表された 12 月の FOMC の

議事録では、多くのメンバーの景気の先行きへの見方が相変わらず慎重であることが示された。ただ、物価関連指標について、現状の水準を底に、景気回復とともにプラス幅が次第に拡大していくとの見解を示し、QE2 の効果に自信を持っていることがうかがわれる。

その一方で、FRB のバランスシートの拡大と低金利政策が望ましくないインフレ期待を引き起こし、実際のインフレを招くというリスクを指摘したのは数人にとどまった。また、経済見通しは改善しているようにみられるが、その変化は資産購入プログラムの規模を調整するには不十分とメンバーは感じていることが明らかとなった。

なお、2011 年に新たに議決権を持った 4 総裁のうち、フィラデルフィア地区連銀のプロクサー総裁は QE2 に対して慎重な見方をしている。また、米ダラス地区連銀のフィッシャー総裁は、QE2 を当初予定通り行うことは支持しているものの、FRB のバランスシートのさらなる拡大には慎重である。

オバマ大統領の経済運営

ところで、オバマ政権発足から 3 年目に当たる 2011 年は、経済政策について軌道修正が行われる年になるかもしれない。それは、昨年 11 月の中間選挙でオバマ大統領率いる民主党が歴史的な大敗をしたことが背景にある。12 月中旬にオバマ大統領が、2 年前の大統領就任時には批判的に捉えてきたブッシュ減税延長法案に署名したことからも、政策運営の変化がうかがえる。

当面の経済政策の焦点は、2012 会計年度（2011 年 10 月～2012 年 9 月）予算案

の行方だろう。連邦議会は 5 日から始まり、予算案の審議が行われているが、財政赤字拡大に対する共和党からの反発は強く、時間のかかる作業となりそうだ。また、棚上げされている追加景気対策や昨年成立した医療保険改革法についても共和党からの不満は強く、先行き是不透明である。

このような中、1 月 1 日のニューヨークタイムズ紙には、ブッシュ前大統領の相談役（CEA 委員長）であったハーバード大学のマンキュー教授による“*How to Break Bread With the Republicans*”（共和党とどうつきあうか）という論文が掲載されたが、その中で、同教授は財政問題へ取り組むことや国民に対し富の再分配をやめる代わりに機会を拡大することなどを勧めている。

すでに 4 日にオバマ大統領は、「国民の雇用の確保と競争力のある経済の構築こそがわれわれの仕事だ」と述べ、共和党の協力を求めている。また、18 日には、雇用創出するために、政府全体で規制見直しに着手するよう省庁に命ずるなど、産業界との関係改善に乗り出している。

来年には、次期大統領選に向けた動きが本格化するが、オバマ再選を期すためには、雇用を伴った景気回復という実績作りを行う必要がある。その一方で、共和党との連携は、オバマ大統領の福祉政策に期待していた層を失望させるだけでなく、経済政策においても政府支出に厳しい歯止めがかかると予想され、企業への負担を軽減するという方向を除き、即効性のある雇用対策は打ち出し難いのではないかと考える。

（11.1.24 現在）

今月の情勢 ～経済・金融の動向～

米国経済・金融

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6,000億ドルの国債を買い入れるという金融緩和策の維持が表明された。

一方、12月の失業率は9.4%と先月（9.8%）から大きく低下（改善）したものの、非農業部門雇用者数は、前年比10.3万人の増加と事前予測（同17.8万人：ブルームバーグ社）を下回ったため、景気回復が予想よりも緩やかなものになるとの観測が広まった。ただし、設備投資や個人消費などの経済指標には、景気の持ち直しを意識させるものも少なくない。

国内経済・金融

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日の同会合でもこれらの政策の維持が決められた。

国内経済指標をみると、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11月分は、前月比▲3.0%と3ヵ月連続の低下となり、設備投資への姿勢が、非製造業を中心に依然として慎重であることが示された。一方、11月の鉱工業生産指数（速報値）は、前月比1.0%と6ヵ月ぶりに上昇し、先行きについても、製造工業生産予測調査によれば12月に同3.4%、1月に同3.7%と上昇を続ける見通しとなっている。

株価・金利・為替

日経平均株価は、10年末にかけて1ドル＝81円台まで円高が進んだこともあり10,200円前後でもみ合ったが、年明け後は、企業業績の回復や経済指標の好調から米NYダウ平均が11,800ドル台に達したことなどを受けて回復基調を強め、10,500円台まで上昇した。ただし直近は中国の金融引締め観測の強まり等を受けて、10,300円台まで下落している。

長期金利（新発10年国債利回り）は、米国での株高・債券安の流れを受けての上昇圧力と絶対水準下での押し目買い意欲による低下圧力とが相殺し合い、12月下旬から1月中旬にかけて1.1%台でもみ合いとなった。1月下旬には株高の影響を受けて一時1.2%台半ばまで上昇する場面もあったが、20年国債入札の好調から再び低下しており、直近は1.2%前半で推移。

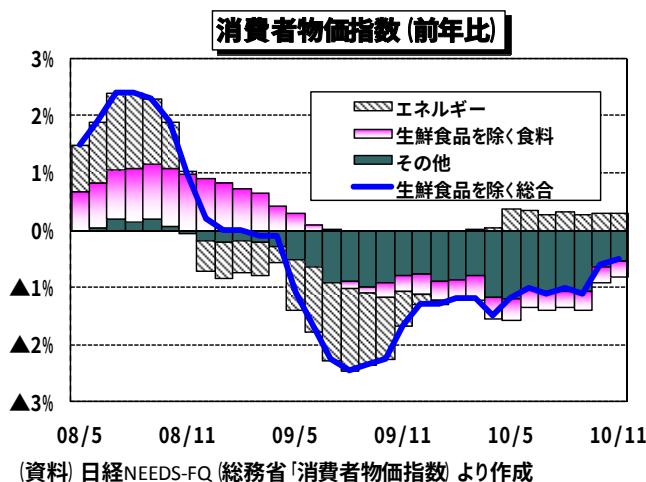
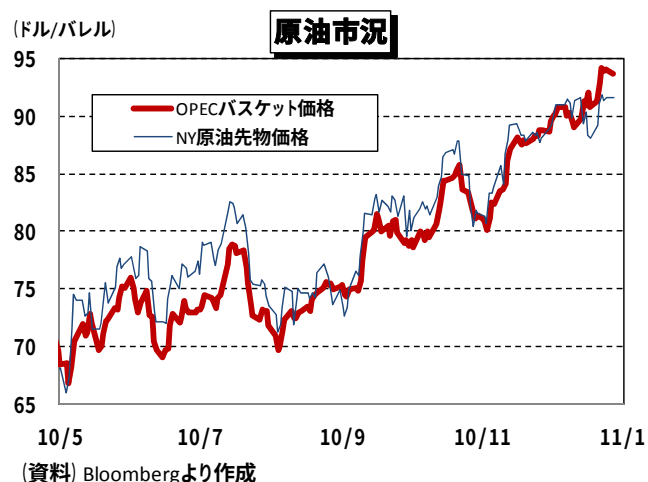
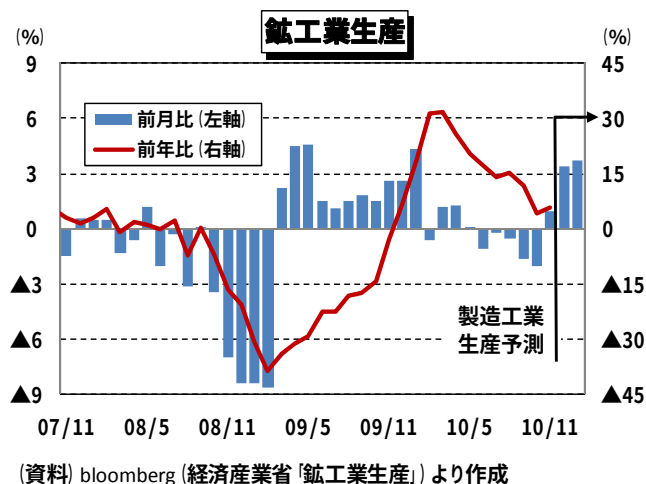
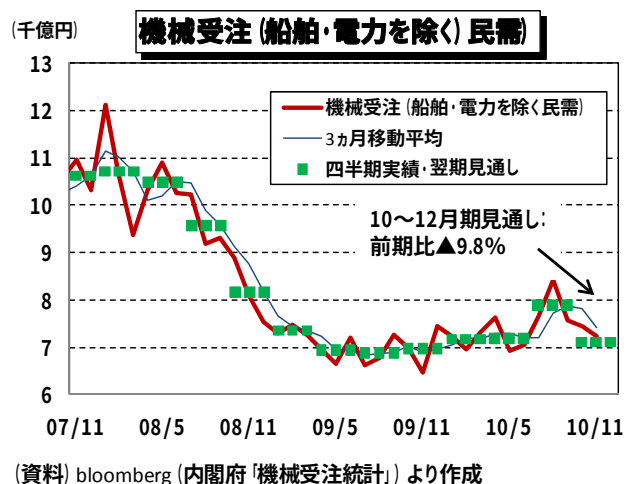
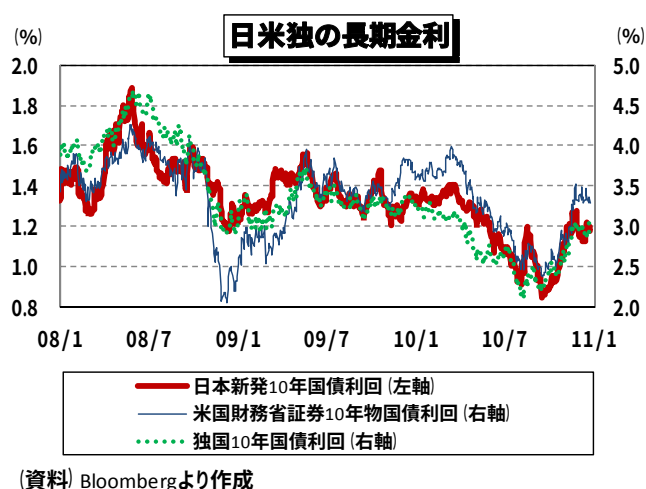
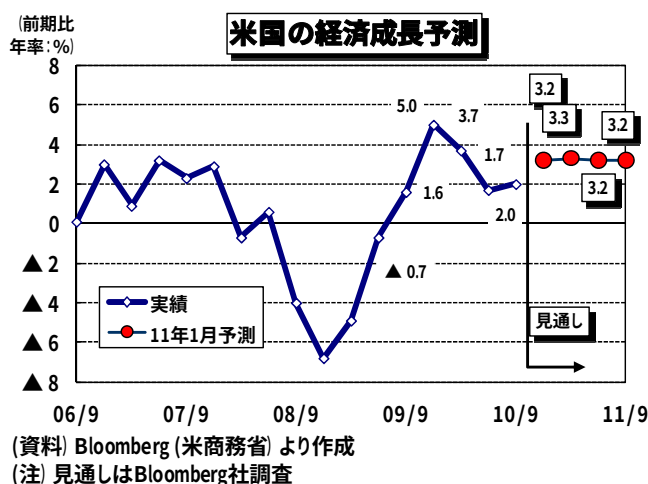
外国為替市場（ドル円相場）は、ユーロ安に対する逃避的な円買いなどから、12月末に1ドル＝81円台まで円高が進んだ。しかしその後は、米国経済の先行き不安が後退したことや中国の金融引締め観測の高まりなどから円安となり、直近は1ドル＝82円前後まで値を戻している。一方、ユーロはポルトガルの財政不安問題が再燃した1月上旬に、一時1ユーロ＝1.28ドル台まで減価した。しかし、12日のポルトガル国債、13日のスペイン国債の入札がいずれも堅調な結果となったことが好感されて持ち直し、直近は1ユーロ＝1.34ドル台での推移となっている。

原油価格

ニューヨーク原油先物価格（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に加え、米東北部を大寒波が襲っていることなどから、1月中旬には1バレル＝91ドル台まで上昇した。

（11.1.24 現在）

内外の経済金融データ



※ 詳しくは、当社ホームページ (<http://www.nochuri.co.jp>) の「今月の経済・金融情勢」へ

今月の焦点

海外経済金融

アイルランドに続く財政危機波及の可能性

山口 勝義

要 旨

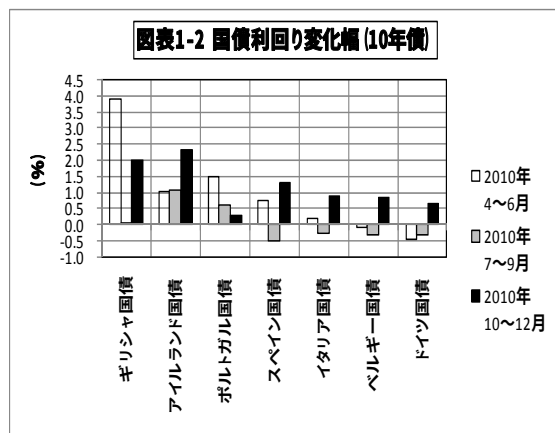
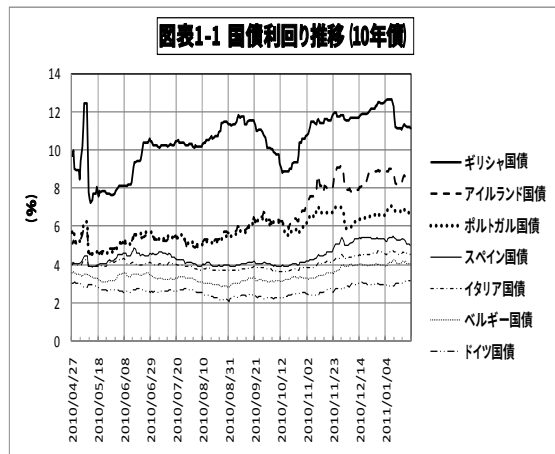
ユーロ通貨圏では、財政悪化国の国債利回りは高止まりを続けており、アイルランドに続く他国への危機波及の可能性は依然解消されていない。加えて、12月 EU 首脳会議では踏み込んだ危機対応策の協議に至らず、また年前半には多額の国債償還を控えていることから、足元、市場の不安定化を通じた危機波及の可能性が高まっていると考えられる。

はじめに

ユーロ通貨圏では、2010年5月以降、ギリシャやアイルランドに対する個別支援を具体化するとともに危機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引続き高止まりを続けており、市場の信認回復には至っていない。また、最近の特徴として、ベルギーの国債利回りの上昇が強まる傾向にあり、従来のいわゆる PIIGS 5カ国に加えた6カ国で、新たに財政悪化国グループを形成しつつある（図表1参照）。

ベルギーは政府負債の対GDP比が100%に近いなど財政状態が悪い国の一国であるが、いわゆる南欧・東欧の「周辺国」の範疇の外側にあるため、万一国際的な支援が懸念される等の事態が生じた場合には、いわゆるコア国を含めより広範な国々で長期金利が上昇するなど、欧州のソブリン・リスク問題は新たな段階に入る可能性がある。

こうした中、12月16～17日のEU首脳会議（EUサミット）では、2013年6月に期限を迎える現行の支援制度を引き継ぐ恒久的な支援制度（European Stability Mechanism、ESM）の創設、およびこれに応じたEU機能条約の限定的な改正の実施を決定した一方で、会議前に提案のあった、例えば



（資料）Bloomberg データから農中総研作成。

- ① ユーロ通貨圏共同国債の導入（注1）
- ② 現行の支援制度の増額（注2）
- ③ 現行の支援制度による国債買取り（注3）

については協議を行わず、より踏み込んだ対応策の検討は先延ばしした形となった。同EUサミットに先立つ12月7日には、ストロス・カーン IMF 専務理事が、記者会見で「EUの財政危機対応はその場しの

ぎの対応に止まっており対応速度も遅い、総合的な解決策が必要である」との指摘を行っていたが、同 EU サミットはこれに十分答えることができない結果となった。また最近の動向を見ると、独メルケル首相が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、EU 内の協調体制に揺らぎが生じているようにも考えられる。メルケル首相はまた、ユンカー ルクセンブルグ首相およびトレモンティ イタリア経済財政相によるユーロ通貨圏共同国債の導入にかかる提案に対しても即座に反対を表明し、これがまた提案者の強い反発を招くなど、ユーロ通貨圏の中でのぎくしゃくした関係が拡大している。

以上のように、ギリシャ、アイルランドから、今後さらにポルトガルを含めた他の財政悪化国に国際的な支援が不可避となるなどの問題の波及 (contagion) が懸念される状態が続いているが、本稿では波及の経路を踏まえつつ、その可能性について考察することとしたい。

問題波及の経路と当面の波及リスク

(1) インターバンク市場の縮小

問題波及の経路としては、まず、ギリシャ、アイルランドのみならず同種のリスクが見込まれる国々の金融機関を相手方とするインターバンクの短期金融市場取引が縮小し、これらの金融機関の資金繰りが困難となる事態が想定される。

この点については、ギリシャ問題が顕在化した時点から、既に財政悪化国の金融機関に対する市場は相当程度縮小していると言われている。こうした中、欧州中央銀行 (ECB) を中心とする欧州中央銀行制度が、上限を定めない資金供給により、かかる金融機関に対する流動性支援の役割を果たさざるを得ない状況が継続している。

(2) 金融機関の資産の劣化

次に、ある国の資産の価値下落がそれを保有する外国金融機関の資産の劣化を通じて中期的に他国に波及する経路が想定されるが、国際的な大手銀行を有するコア国を中心に財政悪化国に対する債権

図表 2 主要国銀行の国別与信残高 (2010 年 6 月末)

(単位: 10 億米ドル)

↓ 相手先	ドイツ の銀行	フランス の銀行	英国 の銀行	ギリシャの 銀行	アイルランドの 銀行	ポルトガルの 銀行	スペインの 銀行	イタリアの 銀行	ベルギーの 銀行	欧州の その他の銀行	世界の その他の銀行	合計
ドイツ	-	255.0	172.2	5.7	32.1	3.9	39.1	254.4	20.9	413.3	770.4	1,967.0
フランス	196.8	-	257.1	1.9	18.1	8.2	26.3	31.6	29.7	198.5	886.3	1,654.5
英国	462.1	327.7	-	19.7	209.0	7.7	386.4	44.0	43.1	469.6	1,558.1	3,527.4
ギリシャ (G)	36.8	53.5	12.0	-	7.8	10.0	0.9	5.3	2.0	13.3	33.8	175.4
アイルランド (I)	138.6	50.1	148.5	0.5	-	19.4	14.0	15.3	54.0	68.2	222.6	731.2
ポルトガル (P)	37.2	41.9	22.4	0.1	5.1	-	78.3	4.7	2.6	13.3	29.2	234.8
スペイン (S)	181.6	162.4	110.8	0.7	25.3	23.1	-	25.6	18.8	108.3	219.9	876.5
イタリア (I)	153.7	418.9	66.8	0.5	40.9	3.4	32.6	-	24.6	89.8	296.2	1,127.4
ベルギー (B)	35.1	253.1	29.2	0.2	5.3	0.4	5.7	3.7	-	139.9	104.6	577.2
合計 ①	1,241.9	1,562.6	819.0	29.3	343.6	76.1	583.3	384.6	195.7	1,514.2	6,750.3	13,500.6
うち PIIGS + B ②	583.0	979.9	389.7	2.0	84.4	56.3	131.5	54.6	102.0	432.8	906.3	3,722.5
②/① (%)	46.9	62.7	47.6	6.8	24.6	74.0	22.5	14.2	52.1	28.6	13.4	27.6

(資料) BIS “Detailed tables on provisional, locational and consolidated banking statics at end-June 2010”, October 2010 から農中総研作成。

の保有額は多額に上っている（図表2参照）。また財政悪化国の中では、特にスペインやベルギー等の銀行について、こうした与信額が大きいことが見て取れる。

2010年に実施された欧州金融機関のストレステストにおいては資産評価にかかる前提の甘さが指摘されたが、2011年に実施される同テストにおいて、これがどのように改善され、どのようなテスト結果が示されるかが注目されるところである。

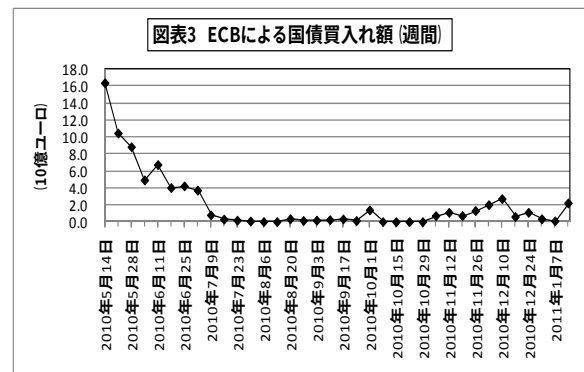
(3) 国債市場の不安定化

上記(2)の影響はより中期的に他国に及ぶと考えられるのに対し、短期間で波及経路として注目されるのは、類似リスクを有する国の国債市場の不安定化を通じた問題の波及である。投資家が類似リスクを回避することに加え、類似リスク国に対してはヘッジファンド等の仕掛けも入りやすい。なお、その際一方で、発生した損失を埋め合わせるための健全な資産の売却により、コア国の国債利回りに上昇圧力がかかることも想定される。

① ECBによる国債買取りの限界

11月のアイルランド支援決定後も財政悪化国の国債利回りは不安定な動きを続けたが、12月に入り、ECBが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2010年5月に導入した国債の買取りプログラム（Securities Markets Program、以下SMP）の運用を拡大させるとの市場の思惑により、ようやく一応の落ち着きを取り戻した。

しかしながら、SMPによる買取り実績を見ると、12月当初には買入れ額の増加傾向が見られたものの、その後は顕著な増加とはなっておらず、必ずしも市場の



（資料）週次の ECB “Consolidated financial statement of the Eurosystem” から農中総研作成。なお、横軸上の日付を終期とする 1 週間にセトルされた買入れ額を示す。

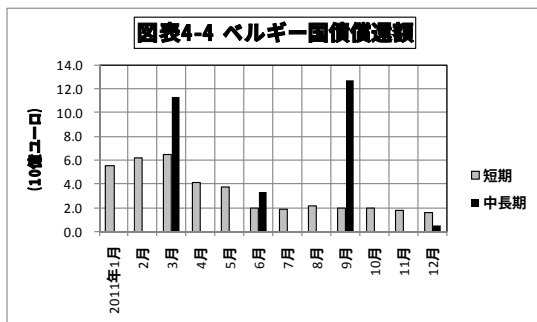
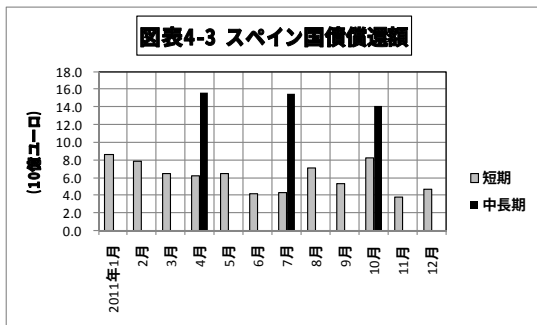
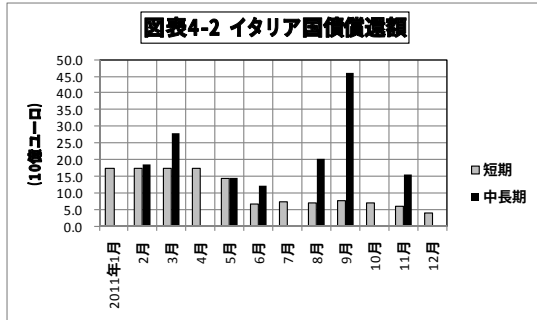
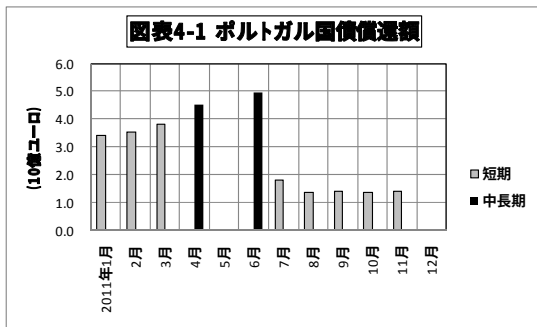
思惑どおりの動きとはなっていない（図表3参照）。

その想定される背景としては、SMP 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点を上げることができる。特に、ドイツ中央銀行ブンデスバンク総裁でもあるウーバー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 がこうした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。

また、もともとギリシャ、アイルランド、ポルトガルなどの小規模の国債市場では買取りによる市場安定化効果も期待できるが、スペインやイタリアなどのより規模の大きい国債市場に対する効果は疑問視されており、今後問題が他国に波及した場合には、SMP は国債市場の安定化には必ずしも十分な効果を発揮し得ない可能性がある。

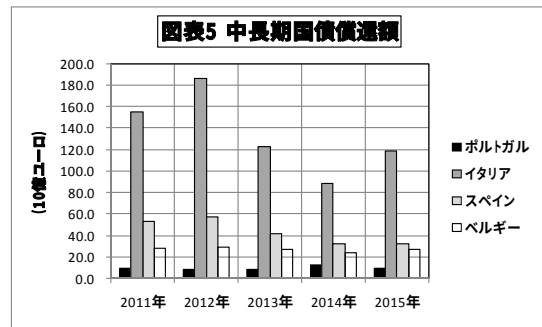
② 年前半に膨らむ国債償還額

一方、財政悪化国の国債の償還を見ると、年後半に多額の中長期債の償還事例



はあるものの、概して年前半に償還額が集中する傾向が明らかとなっている（図表4参照）。緊縮財政の中、調達額が削減される可能性はあるものの、2011年についても同様に年前半に前倒しで調達を行う傾向に著変はないものと見られる。

これからすれば、調達額がかさむ年前半には、入札の不調を契機として波乱含みの展開に陥る可能性がより大きいもの



（資料）（図表4、5共通）Bloomberg データから農中総研作成。ただし、国内債のみでありユーロ債等は含んでいない。

と考えられる。また、2011年は2012年とともに、中長期債の償還額も多額に上っている点にも注意が必要と考えられる（図表5参照）。

おわりに

2011年に入り、昨年末協議を先延ばしした現行の支援制度の増額とこれによる国債買取り（「はじめに」参照）が、EU内で検討の俎上に上りつつある。これらを背景に市場はとりあえず小康状態を保っているが、これらの対応も対症療法に過ぎず、ポルトガル等を含め波乱の再来の可能性は依然高い。

こうした中、欧州では長引く問題を終息させるための根本的な対策への取組みが一層求められている、と言えることができる（注4）。

（2011年1月21日現在）

（注1）直近ではユンカー ルクセンブルグ首相およびトレモンティ イタリア経済財政相が Financial Times への次の寄稿により提案したもの。

・ “Euro-wide bonds would help to end the crisis”, 2010/12/06

（注2）レンデルス ベルギー財務相による提案であり、ECB もこれへの支持を表明した。

（注3）トリシェ ECB 総裁による提案。

（注4）山口「ユーロ通貨圏のジレンマと問題解決のための選択肢」（『金融市場』2011年1月号）を参照。

分析レポート

国内・海外経済金融

職員一体の前向きの推進進める桐生信用金庫

渡部 喜智

本来業務の位置づけを再強化

桐生信用金庫（以下、同信金）は、群馬県・東南部の東毛（とうもう）と称される地域を主力の営業エリアとする。同地域は古くから織物が盛んな地域として有名だが、現在は自動車関連や電機なども大きな地位を占めるようになっている。

そのようななかで、同信金は現理事長就任後の04年度から、融資伸長と預金・積金の吸収という本来業務の位置づけを再強化し、全職員協力の営業態勢づくりや積極的な新商品・サービスの開発・提供、店舗展開を行ってきた。その結果、業容は拡大基調をたどり、特に融資増加により同信金の預貸率は全国信金でも有数の高さとなった（図表1）。以下、その取組みについてふれていきたい。

信金で有数の預貸率への取組み

同信金の預貸率は、貸出伸長に伴い、02年度の60%から08年度には75%超まで上昇した。この間、融資残高は50%の増加を見せた。リーマン・ショック後は、企業の慎重な投資姿勢や金融円滑化対応での経営支援強化の取組みなどから結果的に融資は伸び悩み気味だが、それでも09年度の預貸率は74%で全国信金中、第2位の水準にある。

融資伸長には景気回復という追い風もあったが、三つの要因があげられよう。

まず、ローン新商品の投入である。過度に担保・保証に依存せず、定性要因を含めたスコアリング評価を重視する融資推進という金融行政に則し、未取引優良企業の新規開拓を狙いとした優遇金利ローン、資金繰り支援の長期ローンや借

換えローン、保証会社提携ローンなどを順次投入していった。最近では県の環境対応認定制度（GS）にタイアップした金利優遇ローンもいち早く発売した。

また、融資担当（専担）者を03～04年度には29名配置し、新規開拓を中心にあたらせた。これにより、目的遂行が明確な態勢となった。05年度以降は一旦融資専担制を解消し渉外担当制のなかに取り込んだが、10年度は再び取引先の支援・状況把握も合わせて行う「融資営業担当」を20名ほど配置した。状況に応じた機動的な体制変更も重要なポイントだ。

さらに、顧客の経済活動に一層密着した金融機能を提供すべく、支店（すべてフルバンキング機能を有する）の出店・移転・統廃合を進めた。05～10年度（11月現在）の出店は7店、移転は3店を数えた。なお、この間、業務効率化等により職員数の増加は出店に比べ抑えられた。

取引先企業の事業支援も積極的に行っている。その一つがビジネス・マッチングだ。日常的に取引先・提携する大学などの情報連携や信金業界の情報ネットワークである「しんきんビジネスマッチングサービス」の活用を行うとともに、同信金独自のビジネスマッチング・フェ

図表1 桐生信金の概要

（単位：億円）

項目 \ 期末	06/3	07/3	08/3	09/3	10/3
店舗数(店)	30	32	32	32	34
期末従業員数(人)	415	405	417	435	452
預金・定期積金残高	3,602	3,641	3,786	3,907	3,909
貸出金合計	2,469	2,662	2,812	2,937	2,891
うち個人向けローン残高	987	964	963	967	946
預貸率残高	344	530	603	613	685
預貸率(%)	68.5	73.1	74.2	75.1	73.9

資料：日経NEEDS-Financial Questデータより作成

アを開催。同フェアでは他県の参加者も増え、実際にマッチングの成果もあがっている。また、中小企業のオーナーが多い地域性から相続、事業承継にも金庫内部と外部専門家との連携のうえに対応しており、関係強化と信頼が得られている。

全職員一体となった渉外推進活動

前述の出店・移転の際には、全店の渉外担当者 100 名以上が開店半年前から応援を行う。担当者は割当てられた 200 軒ほどの個別訪問を行い、取引開拓を応援する態勢を取ってきた。これにより、出店エリアでのシェア向上をはかり業務展開のベースが構築されるとともに、「出店のご挨拶」の広報効果ももたらされる。

また、業務研修にも渉外活動の実践が組み込まれている。たとえば、新任職員は半年ほどの研修を受けるが、その仕上げとしてポスティング、個別訪問などの渉外活動をペアで実践する。若手の内勤職員が中心の預り資産運用研修でも、実際に渉外活動に回り、研修成果を活かすような研修メニューとなっている。

個人預金取引先は 05 年度以降 7%程度伸びたが、このような全員参加型の渉外活動が大きく貢献している。また、営業マインドと目標達成意識の向上の面の人材育成への効果も大きいという。

個人取引の基盤拡充とニーズ対応

個人取引の基盤拡充では、年金と給与の受取口座の指定にポイントを置く。

年金口座指定の推進では、金庫全体で年 120 回以上行う相談会が重要な推進ツールだ。また、3 支店では日曜日に休日相談会を実施している。これにより、桐生市内では年金受給口座のシェアが 5 割を超えているという。また、給与振込

口座の獲得もあり、20～40 歳の若年層の顧客が全体の 4 分の 1 を占める。

さらに、渉外担当者は、平均 250 軒ほどの重要な個人取引先を 1 カ月に 1 度は訪問する行動目標を置いている。また、顧客管理システム(CRM)の情報から、訪問先の家族構成員の未取引状況を把握して、重点的なクロスセル推進を行うようにしている。

また、インターネットの日常的利用が増加している中、顧客アンケートも踏まえ、インターネットによるサービスを 10 年 10 月から強化した。e メールでの情報配信サービスを行う「ロダン倶楽部」では、会員へ新商品やイベント開催などの情報提供を開始した。まずは 3 カ月で 1 万人の会員募集を目標にしている。ホームページのWEBで、住宅ローン以外の個人ローンに仮申込受付と住宅ローンの相談受付も始めた。

預り資産業務では 3 支店で毎月資産セミナーを開催しているほか、インターネット投信も好評だ。預り資産残高は長足な伸びを見せ、700 億円レベルに達した。

預金商品では、群馬県による子育て支援施策である「ぐんまちょい得キッズパスポート」にいち早く協賛し、高校生以下の子供等のいる家庭を対象に金利を優遇(0.5%)する「ぐーちょき積金」を 10 年 4 月から発売している。

地域のニーズを掘り起こし、積極的な営業推進と新商品・サービスの提供により、業容を拡大してきた桐生信金には、地域金融機関として参考になることが多いと思われる。

分析レポート

国内・海外経済金融

環境金融を巡るこれまでの経緯

安藤 範親

環境金融とは

環境金融とは、金融市場を通じて環境への配慮に適切な誘因を与えることで、企業や個人の行動を環境配慮型に変えていく手法と定義されている。

金融サービスとしては、環境配慮型企業向けの私募債や特別金利融資、個人に対するエコ住宅ローンの金利優遇、環境配慮行動をサポートする保険などがある。

近年、社会的影響力の大きい金融機関の業務を通じて課題解決を図るという手法が用いられているが、環境対策などに金融機能を使うという考え方が生まれたのは、いつ頃からだろうか。

60年代:米アスベスト被害

それは、60年代のアメリカに始まる。当時、アスベストによる健康被害が相次いで発覚、被害者から損害賠償訴訟を受けた企業は、さらに賠償責任保険を引き受けていた保険会社に支払いを求め訴訟を起こした。

その結果、米調査機関ランド研究所によると02年までに訴訟の被告となった企業や保険会社は8,400社以上、支払った賠償金や訴訟関連費用は総額700億ドル（約5.8兆円）、これらの費用負担が原因で73社が破たんし、米経済に深刻な影響を及ぼすこととなった。

こうした事件を通じて、環境問題を発端とする保険の賠償請求や貸出先の破たんなどの新たなリスクが顕在化したのである。

70～80年代:スーパーファンド法成立

78年には米ナイアガラ滝近くのラブキヤナル運河における廃棄物埋め立て跡地において健康被害問題が表面化し、80年にアメリカ環境保護庁（EPA）は有害廃棄物の汚染浄化を目的に「包括的環境対策・補償・責任法（スーパーファンド法）」を制定した。

汚染には速やかな対応が必要なことから、汚染調査や浄化はEPAが行い、石油税などで創設したスーパーファンドと呼ばれる16億ドルの信託基金（86年に85億ドルに増額）が汚染責任者を特定するまでの間、浄化費用を賄うこととされた。

同法は、汚染原因を追究し汚染者負担の責任を問うのではなく、浄化費用負担者を決める点に特徴があり、負担金不足が生じないように、有害物質に関与した全ての潜在的責任当事者に負担を求めた。そのため、潜在的責任当事者は、汚染された当時や現在の所有者・管理者、有害物質の発生者、輸送業者や融資金融機関など広範囲に及んだ。その結果、金融機関は、土壌汚染の浄化費用について多額の保険金支払いや融資先施設の浄化責任を求められた。

以降、金融機関は取引を行う際に企業の所有する施設や不動産などの環境リスクを洗い出す調査（環境デューデリジェンスと呼ぶ）を行うようになり、環境金融が始まった。

90年代:国際社会への広がり

一方、酸性雨やオゾンホール、地球温暖化など全地球規模の環境問題が顕著に

なり、国際社会全体で対応する必要から、92年には国連環境計画（UNEP）と金融機関の自主的な協定に基づく「国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）」が創設された。UNEP FIは、金融機関のさまざまな業務において、環境および持続可能性に配慮した最も望ましい事業のあり方を追求し、これを普及、促進するために調査・情報交換などを行う機関である。現在、約200の金融機関（国内：19社）が参加している。

こうした世界の動きの中で、国内では環境問題への対応が優れた企業などに投資を行う「SRI（社会的責任投資）ファンド」（投資信託の総称）が、99年の日興エコファンドを皮切りに次々生まれた。

00年代：自主行動の進展

03年には東京でアジア地域初のUNEP FI国際会議が開催され、環境に資する金融商品の開発などを掲げた「東京原則」が採択された。これを受けて04年には世界初の環境格付け融資が国内でスタートしている。

また、自然環境や地域社会に大きな影響を与える大規模開発プロジェクトに対し、環境NGO等から民間金融機関に環境リスク評価を求める声が高まったことで、03年にシティグループ等4社を中心とした民間金融機関が、国際金融公社（IFC）と連携して「赤道原則」を策定した。同原則は、1,000万米ドル以上のプロジェクトファイナンス（プロジェクトの事業性を評価する資金提供）を行う際に、自然環境や社会に与える影響を十分に考慮して実施するとともに、プロジェクト終了時まで定期的なモニタリングや是正措置

を行うことなどを定めている。現在、約70（国内：3社）の民間金融機関が同原則に従うことを採択している。

04年には国連のアナン第7代事務総長が「国連グローバル・コンパクト（GC）」を提唱、人権・労働・環境・腐敗防止に関する10の原則を企業が自発的に遵守し実践するよう要請した。またGCは、レポートを発行し、その中でESG（環境、社会、企業統治）の課題を踏まえた投融資の重要性を示した。06年にはこれを基にした「責任投資原則（PRI）」が発表され、投資会社が資産運用においてESGの課題を反映させるためのガイドラインとなった。現在870以上（国内：15社）の企業が同原則を採択している。

以降、08年2月には米大手金融機関が石炭火力発電所への投融資基準を厳しくする「炭素原則」が、同年12月には、金融機関のCO2排出量抑制や環境対策への積極的な融資などを義務付けた「気候原則」が発表されている。また、国内では環境省が環境金融の促進に向けた「日本版環境金融行動原則」を策定中であり、11年度にも本格的に動き出す予定だ。

以上のように環境金融の取組みは着実に進んでおり、今後の広がりも期待されている。しかし、上記行動原則などに参加した金融機関が、あらゆる金融サービスに対してその原則を反映させることは難しく課題として残る。環境金融を進める中で、金融機関は参加行動原則外取引から発生するレピュテーションリスクに備えることも必要となるだろう。金融機関の社会的責任が試されている。

分析レポート

海外経済金融

名古屋議定書と環境対応

寺林 暁良

環境法整備と名古屋議定書

環境問題が企業などの事業者の経営に大きな影響力を持ち始めて久しい。しかも、近年は「エコブーム」のような一過性の動きではなく、国際的枠組みや国内法の整備によって、法的な拘束力のもとで取組みの継続が求められるものとなりつつある。

こうしたなかで、2010年10月に開かれた生物多様性条約（CBD）第10回締約国会議（COP10）では、「ABS（アクセスと利益の配分）に関する名古屋議定書（以下、名古屋議定書）」が採択された。

CBDの目的は①生物多様性の保全、②生物資源の持続可能な利用、③遺伝資源の利用から生じる利益の公正かつ衡平な利用、の3つであるが、そのなかの③の目的が法的実行力を持つことになったのである。

名古屋議定書の概観

CBD-COP10で採択された名古屋議定書は、11年2月に署名開放となり、50ヵ国が署名した90日後に発効することになっている。

名古屋議定書の目的は、遺伝資源（生き物）を利用する国とそれを提供する国の間の不公平をなくすことである。

先進国等の企業は、医薬品や健康食品、化粧品等の材料として遺伝資源を利用しており、バイオテクノロジーが進展するなかでそれらの研究開発や特許取得がますます盛んになっている。しかしこれまで遺伝資源や利用に関する伝統的知識を

提供する途上国側には経済的な利益が分配されなかったため、「バイオパイレーシー（遺伝資源に対する海賊行為）」として非難されてきた。

そこで、アクセスや利益分配に関する規制や監視体制など、遺伝資源利用に関する締約国間のルールを定めたのがこの議定書である。

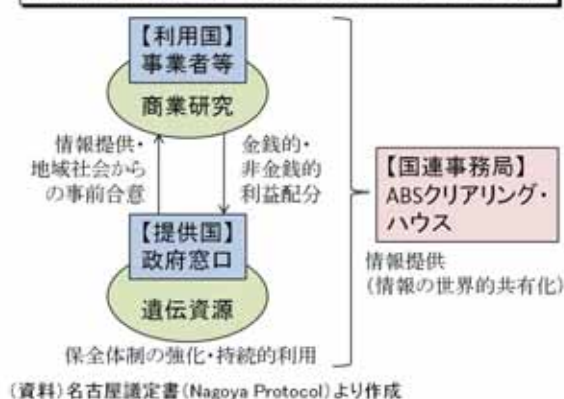
名古屋議定書のしくみ

ABSのルールに関しては、既に02年のCOP6で「ボン・ガイドライン」が制定されているが、名古屋議定書も概ねこの内容に沿った形となっている。

名古屋議定書は、遺伝資源を用いて研究・開発を行おうとする利用国と、遺伝資源を保有する提供国が、利益配分のためにどのように行動すべきかを規定している（図1）。

利用国で実際にステークホルダーとなるのは、研究・開発を行う事業者や研究者などである。利用国の事業者等は、遺伝資源を利用する際に提供国に対して利益配分を行うが、名古屋議定書ではこの利益配分として、研究を始める際に支払う「アクセス料金」、商品化後の商取引に

図1. 名古屋議定書による遺伝資源利用をめぐる関係



よって発生する利益に応じて支払う「ロイヤリティー料金」などの金銭的なものに加えて、「研究成果の共有」や「教育訓練」、「技術移転」などの非金銭的なものも挙げている。

一方の提供国は、遺伝資源に関する情報の管理や地域社会との仲介、金銭的配分に関する条件提示などを行う「政府窓口」を設けて利用国に対応する。

さらに、利用国と提供国の間で行われたやりとりは、国連事務局の「ABS クリアリングハウス」という機関に通報することが規定されており、両者の合意内容は世界的に共有され、他地域での遺伝資源利用に関する合意に役立てられる。

両者のメリットと遺伝資源保全の効果

名古屋議定書は、利用国と提供国の双方にとってメリットが見込める経済的枠組みである。

まず、利用国側の事業者等にとっては、法令順守（コンプライアンス）違反、提供国側からの遺伝資源提供の拒否など、経営上のリスクとなる恐れがあるため取り組まざるを得ないという側面も強いが、遺伝資源の提供が明確化・安定化する点は、メリットである。

一方の提供国側にとっては、もちろん金銭的・非金銭的両面の利益配分が大きなメリットである。この利益配分の内容・規模などは、双方の協議によって決められるため現時点では不明確である。ただし、ABS をいち早く国内法で規定している国を例に挙げると、コスタリカでは、事業 1 件につき利用国の調査・研究予算の少なくとも 10% の「アクセス料金」を支払うこととしている。また、フィリピンでは、利用国が遺伝資源を用いた商

品を開発した際、売上の 2% を「ロイヤリティー料金」として支払うこととしている（UNEP 2007）。これらの事例が一応の基準として考えられているようである。

そして、提供国が利益配分を受けるためには、遺伝資源に関する情報管理や資源管理が適切に行われることが必要とされる。そのため提供国は、利用国の協力も得ながら、遺伝資源の持続的利用や生物多様性保全の体制を整えることになる。

このように、名古屋議定書は、生物多様性保全が経済活動のなかに組み込まれるためのスキームなのである。

枠組みへの注目

名古屋議定書は、薬品、化粧品、健康食品、生化学など遺伝資源の利用に関係の深い分野には大きな影響があるだろうが、それ以外の分野への影響は限定的であろう。

しかし、ここで注目したいのは、経済活動のなかに環境問題が組み込まれるという名古屋議定書の枠組みである。生物多様性条約や気候変動枠組み条約では、あらゆる分野で環境保全を市場経済に組み込んでいくための枠組みづくりが協議されており、新たな枠組みの実現に向けた動きが着々と進んでいる。

そういった意味で、名古屋議定書は環境問題を市場に内部化していくという動向の一つのマイルストーンとして捉えられるべきである。事業者にとって、刻々と進展する環境制度に関する情報収集などの対応がますます重要となる。

(参考文献)

・UNEP (2007) *Overview of Recent Developments at National and Regional Levels Relating to Access and Benefit-Sharing*

分析レポート

海外経済金融

統一通貨ユーロの功罪についての一考察 ～アイスランドとアイルランドを巡って～

山口 勝義

要 旨

アイスランドとアイルランドは経済面等で様々な共通性を有するが、リーマンショック後の経済危機の経緯については大きな格差が生じている。その主要な背景は、統一通貨ユーロの導入の有無にあると考えられる。本稿では、両国を比較することを通じ、統一通貨導入の功罪についての考察を行う。

はじめに

2008年9月のリーマンショックを受け、まず最初に大きな経済危機に見舞われたのはアイスランドであった。同国では全銀行資産の約85%を占める3大銀行

(Glitnir、Landsbanki、Kaupthing)が9～10月に相次いで破綻し、通貨クローナは一時約70%、株式市場は約80%下落した。この結果、同国は11月には国際通貨基金(IMF)からの21億ドル、北欧4カ国からの25億ドル等の国際的な金融支援を受けるに至った。

危機発生前に同国では、金利差から海外から資金が流入し不動産を含む投資ブームが発生していた。企業・家計部門のバランスシートは拡大し、インフレ圧力は増大、経常収支赤字はGDPの20%程度にまで拡大していた。銀行部門も、その流動性確保(資金繰り)に海外での資金調達に依存する割合が増大していたほか、その資産総額はGDPの9倍に達するなど自国経済に相応しい範囲を超える規模にまで業務が拡大していた。こうした結果、アイスランドの銀行はリーマンショック発生後早期に流動性確保に支障をきたし破綻に追い込まれ、これがまた実体経済の厳しい疲弊を引き起こした^(注1)。

このようにアイスランドの経済危機は銀行主導での問題深化という特徴を有していたが、この点は2010年11月に総額850億ユーロの国際的な支援スキームを受け入れるに至ったアイルランドと類似している。アイルランドでは、同様に銀行の資産総額がGDPの約8倍に達するなど^(注2)経済に占める銀行部門のウエートが非常に大きい中、2006年以降の不動産バブルの崩壊により銀行経営が大きな痛手を受けていた。これに対し、リーマンショック後も政府は銀行の破綻は回避しつつ不良債権をその管理機関(National Asset Management Agency、NAMA)に移管し、また問題銀行に資本注入を行ったが、その過程で財政悪化が進み、一連の欧州におけるソブリン・リスク問題の中で国際的な支援を受けるに至った。

一方、両国の大きな相違点としては、アイルランドが統一通貨ユーロを導入しているのに対し、アイスランドは自国通貨アイスランド・クローナを維持している点があげられる。

以下、本稿においては両国について経済危機にかかる経緯を比較しつつ、統一通貨ユーロ導入にかかるインプリケーションを確認することとしたい。

両国の類似点・相違点

まず、両国について、その特徴を概観すれば次のとおりである。

<類似点>

- ・ 地理的特性・歴史的背景
ともに北海道と同程度の面積の小国であり、島国という点でも共通している（図表1参照）。なお、アイスランドのデンマークから、アイルランドの英国からの独立は、いずれも20世紀に入ってから実現した。
- ・ 経済の特徴
2009年GDPは、アイスランド121億米ドル、アイルランド2,224億米ドルと、ドイツ33,387億米ドル等に比べ小規模ながら、一人当たりGDPはともに高い（図表2参照）。両国とも、法人税率を10%台に抑えることなどにより、外資誘致を柱とした経済発展を図る政策を有してきている。

また、前記のとおり経済に占める銀行業務の規模が大きい点、不動産バブルが発生していた点、GDPに占める輸出の割合が大きい点、危機発生前には国家財政は概して健全であった点等が共通している（図表3参照）。

<相違点>

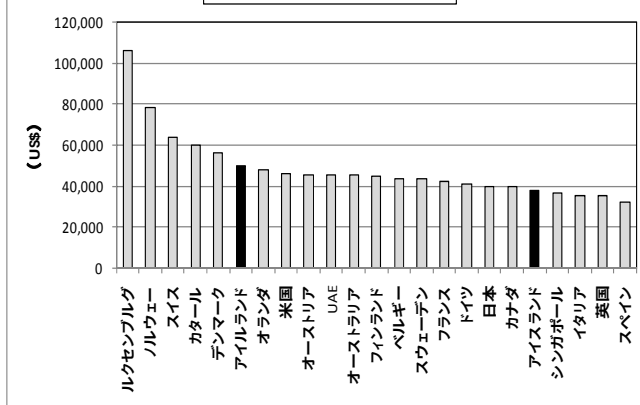
- ・ 経済の特徴
アイスランドの主要産業は水産業、水産加工業、金属（アルミ精錬等）に対し、アイルランドの主要産業は製造業（電子・電気、化学）、酪農畜産業。
- ・ EU加盟・統一通貨ユーロ導入
アイスランドは欧州自由貿易連合（EFTA）に加盟しEUには非加盟^{（注3）}である一方、アイルランドはEUに加盟し統一通貨をユーロ導入している。

図表1 アイスランドとアイルランドの面積と人口

	アイスランド	アイルランド
面積（平方km）	103,000	70,300
人口（千人）	318	4,470
（参考）	オーストリア	北海道
面積（平方km）	84,000	83,456
人口（千人）	8,300	5,570

（資料）外務省および北海道庁ホームページから農中総研作成

図表2 一人当たりGDP (2009年)



（資料）IMF, “World Economic Outlook Database, October 2010”から農中総研作成

危機の経緯の比較と論点

アイスランドの危機の特徴としては、2008年9月のリーマンショック後、早くも9～10月には3大銀行が相次いで破綻するなど、非常に速やかに銀行危機が進行した点が上げられる。この過程では、アイスランド政府が、自国の銀行が英国やオランダで展開するインターネット銀行等の預金口座を凍結し、国家間で大きな摩擦を生じるような経緯も伴ったため、いっそう問題の深刻さが注目された。これに対し、アイルランドの場合は銀行の破綻を回避しつつ、ようやく2010年11月に至って国際的な金融支援を受けるなど、リーマンショックの影響がより緩慢な形で現実化している。

このように問題深化の過程に大きな違いが生じた主因としては、両国ともに銀

図表3 アイスランドとアイルランドの経済情勢等

	アイスランド					アイルランド				
	GDP構成比 2009年	成長率(年率)				GDP構成比 2009年	成長率(年率)			
		2007年	2008年	2009年	2010年(予)		2007年	2008年	2009年	2010年(予)
GDP	100.0	6.0	1.0	-6.8	-3.5	100.0	5.6	-3.5	-7.6	-0.2
個人消費	51.0	5.6	-7.9	-16.0	-0.5	50.7	6.3	-1.8	-7.2	-1.4
政府支出	26.4	4.1	4.6	-1.7	-3.0	19.7	7.3	2.8	-4.1	-2.2
資本形成	13.9	-11.1	-20.9	-50.9	-5.0	15.5	2.8	-14.3	-31.1	-21.1
うち設備	6.8	-28.3	-34.4	-62.9	-49.9	4.3	17.2	-17.4	-22.5	-7.0
輸出	53.0	17.7	7.1	7.4	2.0	90.7	8.2	-0.8	-4.1	5.7
輸入	44.2	-0.7	-18.2	-24.1	1.6	75.4	7.8	-2.9	-9.7	2.3
GDP成長率寄与度	国内需要	0.5	-9.6	-21.1	-	国内需要	4.9	-3.9	-11.3	-4.4
	在庫投資	-	-	-	-	在庫投資	0.0	-0.7	-1.4	0.7
	輸出入ネット	6.1	10.7	14.7	0.4	輸出入ネット	1.1	1.5	3.8	3.4

	アイスランド				アイルランド			
	2007年	2008年	2009年	2010年(予)	2007年	2008年	2009年	2010年(予)
政府負債(対GDP比)	28.5	70.5	87.8	91.5	25.0	44.3	65.5	97.4

(資料) European Commission (2010年11月), “European Economic Forecast, Autumn 2010”により農中総研作成。
 なお、「-」はデータなしを、また「(予)」は European Commission による予測値であることを示す。

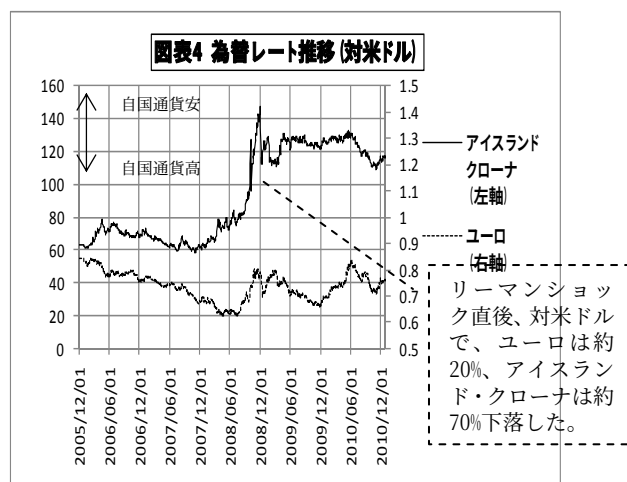
行部門の規模が極端に拡大していた一方で、危機時における中央銀行の対応能力の違いがあったものと考えられる。すなわち、アイスランド中央銀行の銀行に対する流動性支援能力に対し、アイルランドの銀行が受けた欧州中央銀行(ECB)による金融危機下での緊急的な政策の効力は格段に大きかったものと考えられる。

しかしながらその後の推移をみると、アイスランドではクローナの大幅下落等を背景に(図表4参照)、輸入の大幅減少、輸出の安定的成長が経済を下支えし(図表3参照)、足元では2010年第3四半期の対前期比GDP成長率が+1.2%と、2008年第3四半期以降初めてプラスに転じるなど、既に経済回復の兆しが現れつつある。

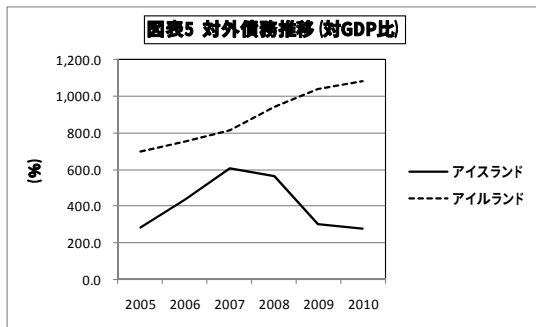
また、アイスランドでは、政府債務は依然高止まりを続けるものの、対外債務の改善が急速に進んでいる(図表5参照)。長期金利についても、支援決定後も高止まりを続けるアイルランドとは異なり、小規模な市場であるが足元波乱なく推移

している(図表6参照)。

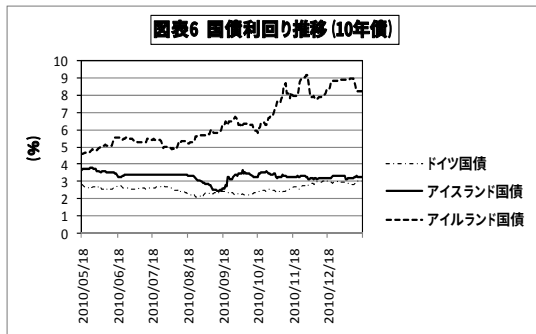
これに対し、特に輸出伸長により経済回復を図ることを政策の主眼とするアイルランドにとっては、危機直後にはECBの支援により危機の深化が緩和された面がある半面、今後危機からの回復局面においては、相対的に安定的な統一通貨ユーロが向かい風になり、経済回復が想定通り進まない可能性がある。



(資料) Bloomberg データから農中総研作成。



(資料) アイスランドについては IMF (2010 年 9 月 13 日)、“Staff Report for the 2010 Article IV Consultation and Third Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification of Performance Criteria”、アイルランドについては IMF (2010 年 12 月 4 日)、“Request for an Extended Arrangement” から農中総研作成。アイスランドの 2009 年、2010 年およびアイルランドの 2010 年は推定値。



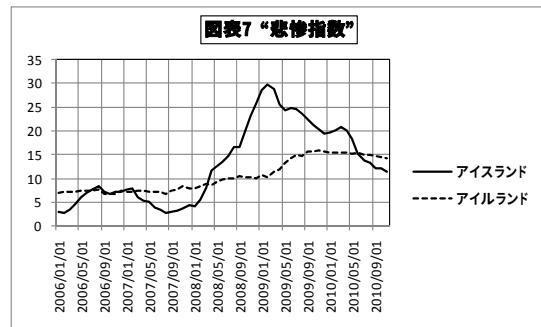
(資料) Bloomberg データから農中総研作成。

おわりに

以上の事例から示唆される統一通貨の功罪を踏まえれば、特に輸出競争力の発揮が期待できる国にとっては、経済統合からさらに進めて通貨統合に至ることの是非について、十分検討する必要がある点を指摘することができる。

一方、アイスランドでは、従来、主要産業である水産業の権益維持等の観点から EU 非加盟の姿勢を維持してきたものの、今回の危機深化の直後に従来方針を見直し、2009 年 7 月には同国国会は EU 加盟申請を決議し、翌年 6 月に EU 首脳会議による加盟交渉開始の承認を受けた。

しかしながら、政策への国民の不満足の程度を反映すると言われる“悲惨指数



(資料) Bloomberg データから農中総研作成。

(Misery Index)”^(注4)については、直近ではアイスランドの数値が大幅に低下し、既に両国の位置関係は逆転するなど環境が変わりつつある中(図表7参照)、今後も同国が EU 加盟方針を維持するのかどうか、さらに統一通貨ユーロの導入を目指すのかどうかは注目されるところである。(2011 年 1 月 21 日現在)

(注1) 以上の記述に当たっては次を参考にした。

・IMF (2008/11/19)，“IMF Executive Board Approves US\$2.1 Billion Stand-By Arrangement for Iceland” (Press Release No. 08/296)

・IMF (2008/11)，“Iceland: Request for Stand-By Arrangement – Staff Report; Staff Supplement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Iceland” (IMF Country Report No. 08/362)

・IMF (2008/12)，“Iceland: Financial System Stability Assessment - Update” (IMF Country Report No. 08/368)

(注2) OECD (2009/10/9)，“Iceland: The Financial and Economic Crisis, Economic Department Working Paper No.725”による値(2008 年)。この他、同時点でスイス、英国が約 6 倍等となっている。

(注3) ただし、EFTA は 1994 年 1 月に EFTA 加盟国が EU の単一市場に参加できる「欧州経済領域」(European Economic Area, EEA)を設立し、EEA では、EU における商品、人、サービス、資本の移動の自由が適用されている。現在、EFTA 加盟 4 カ国中アイルランド、リヒテンシュタイン、ノルウェーが EEA に参加し、スイスはこれとは別に EU との間で個別に同種の協定を締結している。

(注4) 失業率と消費者物価上昇率の絶対値を合計したもの。米大統領選挙等においては、これが 10 を超えると、現政権の政策には誤りがあるとの国民の批判の現れと捉えられている。

連載

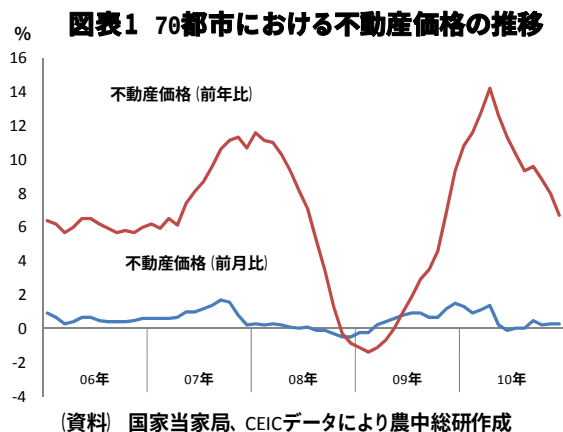
中国経済・金融を読む＜第9回＞

供給拡大した中国の保障性住宅

王 雷軒

住宅価格の上昇と価格抑制策の実施

中国の住宅価格は都市化に伴う人口の流入による住宅実需の大きさ、過剰流動性やホットマネー（投機的資金）の流入といった要因によって上昇してきており、上海、北京などの一部の大都市では、住宅バブルの懸念が生じていた。



これに対して、中国政府は住宅購入の際に組むローンの厳しい規制を行うとともに、金利の引上げや金融機関の預金準備率の引上げといった金融引き締め政策を強化している。この結果、70都市における不動産価格の上昇幅が低下している。ただし、直近の住宅価格の前月比をみると、横ばい状況にある（図表1）。

2011年初頭に一部の地域では、住宅保有コストを上げることで投機の動きを抑制するため、不動産税の導入を実施している。しかし、住宅供給不足と過剰流動性のため、不動産税の導入による住宅価格への影響は大きくないだろう。

さらに、保障性住宅の供給拡大とい

う手段も併用して住宅価格の上昇を鎮静化しようとしている。中国では、「保障性住宅」とは、中低位所得層に対する福利政策的な住宅のことをいう。

保障性住宅の建設拡大で住宅価格の上昇を抑制できるか

現在、保障性住宅は、所得水準に応じて最低所得者向けの廉租房（低額賃貸住宅）、低所得者向け分譲住宅の経済适用房（経済適用住宅）、中間所得者向け分譲住宅の限価房（低価格分譲住宅）に分けられている。中国の住房和城乡建设部（都市農村住宅建設部）は、11年に新規保障性住宅の建設戸数を10年の580万戸から1,000万戸（投資額が18兆円超）に引上げた。

保障性住宅の建設が本格化し、一般分譲住宅と保障性住宅二本立ての住宅体制の構築が加速されつつある。ただし、土地供給量のコントロールのもと、保障性住宅の建設用地がいかに確保されるのかという懸念がある。また、地方政府の財政歳入は土地からの収入に依存しているため、地方政府には住宅価格の上昇を望むメカニズムがあり、保障性住宅を建設するインセンティブが欠けているのではないかといった指摘もある。

総じて言えば、11年に建設予定の保障性住宅は12年以後に供給されることや依然として大きい住宅実需などを考えると、保障性住宅の建設拡大による11年の住宅価格への影響は限定的なものになるだろう。

（2011年1月18日現在）

連 載

経済・統計の基礎知識 <第 22 回>

景気の先行指標⑥ 消費者態度指数

岡山 正雄

消費動向を見る指標

個人消費は、GDP (国内総生産) の 6 割弱を占めており、景気動向を見るうえで、消費の動向は重要である。日本では、産業関連の統計に比べると、月次公表の消費関連統計は少ないが、その中でも、内閣府「消費動向調査」は重要な統計である。

先行指標の消費者態度指数

消費動向調査は全国の世帯を対象に、消費者の意識(消費者マインド)を掴むことを目的とした月次調査である。海外でも同様の調査が行われており、例えば米国のコンファレンス・ボードが毎月公表する消費者信頼感指数は、米国の消費動向を見るうえで、注目の集まる指標の 1 つである。

消費動向調査はもともと、四半期調査だったが、01 年 12 月に東京都のみを調査対象とした月次調査が始まった後、04 年 4 月以降は全国対象の月次調査となり、現在に至っている。

この調査の中心となるものが、消費者態度指数である。調査では「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」、「耐久消費財の

買い時判断」の 4 項目について、今後半年間の見通しを「良くなる」、「やや良くなる」、「変わらない」、「やや悪くなる」、「悪くなる」で 5 段階評価する設問がある。この結果を基に評価を点数化し、平均をとったものが、消費者態度指数である。指数は全員が全項目「良くなる」と回答すれば 100、「悪くなる」と回答すれば 0 となる。

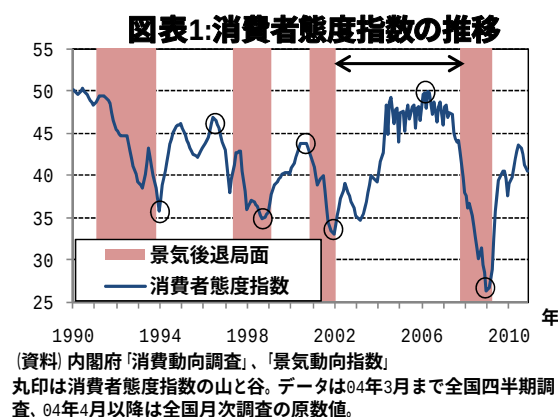
なお消費者態度指数は、今後の消費見通しに対する質問を基にしていることから、実際の消費に対して先行して推移するとされる。そのため景気動向指数の先行指標に採用されている。

消費者態度指数の特徴

図表 1 には、消費者態度指数と景気循環を示した。全員が全項目「変わらない」と答えれば、消費者態度指数は 50 となるため、50 を消費動向の判断基準とすることが有用と、一見すると考えるかもしれない。しかしながら、図表 1 を見ると、景気拡張期でも、現在まで 50 を超えたことはほとんどなく、全体的に「悪い」方向へ偏った指標であることが分かる。

また景気循環との関係を見ると、景気回復、後退局面いずれにおいても、比較的景気循環に先行して推移していることが読み取れる。

ただし、指数が消費実態の伸びを、正確には反映していないという指摘がされている。02 年から 07 年の景気拡張期(図表 1 矢印の期間)を例にすると、消費者態度指数の堅調な伸びに対して、GDP の項目である家計最終消費支出の伸びは、平均年率 1.8% 成長に留まっており、消費動向の把握に利用するためには、注意が必要である。



海外の話題

15 年ぶりの中国駐在

農林中央金庫 北京駐在員事務所長 平山 勝英

本年 7 月に当地に着任し半年ほどが経過した。中国農業銀行との第 4 期目の交換留学生として当地で語学・実務研修をさせて頂いたのが 1995 年から 96 年にかけてであったため、約 15 年ぶりの赴任である。研修当時も 1 人民元あたり 15 円前後であったと記憶している対円での為替レートが 15 年を経過した現在でも 12～13 円程度となっている点を除けば、月並みながらその後の変化には目を見張るものがある。「(2008 年の) 北京オリンピック前後の変化が非常に大きかった」と当時から駐在されている先人たちが異口同音に述べているが、オフィス街に林立する高層ビル群、(例外もないではないものの) 小奇麗な服装をした地元買い物客で賑わう大規模ショッピング・モールの数々、あまり見かけなくなった自転車通勤姿と反比例するように増えた車の数およびその結果もたらされる朝夕毎日繰り返される大渋滞、等々、まさに枚挙に暇がないほどである。

先般某県の系統団体の方々に当事務所にお越し頂き甚だ僭越ながら中国マクロ経済状況について簡単にご説明させて頂く機会を得た。その際に以前に筆者が北京に暮らした 95 年当時と 09 年の各種経済統計の日中比較についても触れたが、躍進する中国と、今ひとつ成長軌道に回復できないわが国の違いが歴然として現れている。名目 GDP に関して言えば、95 年では中国が 7,010 億ドルであったのに対し、日本は 5.3 兆ドルであり 7 倍以上の規模であった。一方、09 年は中国が 4.9 兆ドルで 95 年の約 7 倍、日本も 1 割程度拡大はしているものの 5.7 兆ドルにとどまっている。(なお、1 月 20 日に公表された中国の 2010 年の名目 GDP は 5.9 兆ドルで、2 月に公表される予定の日本を追い抜くことが確実視されている。) 毎年のように 2 桁またはそれに近い数字の経済成長率を達成してきた中国と「失われた 20 年」状態から今ひとつ脱しきれないわが国の状況を勘案すれば当然ではあるが、やはり愕然とさせられる変化である。無論、総人口が約 10 倍、国土面積が約 25 倍の隣国と国全体の経済規模で比較をすること自体にはそれほど意味があるとも思えず、95 年から 09 年までにやはり約 7 倍に増えた一人当たり GDP はそれでも 3,700 ドル程度であり、一部の富裕層を除けば国民一人一人の生活の豊かさと言う意味でわが国が圧倒的に優位な立場にあることは言うまでもない。「和諧社会」の実現という国家的スローガンの裏側にある(許容範囲を超えたともみられる水準まで拡大した) 貧富の格差をはじめとして中国には克服すべき課題も多く、リーマンショック後も含めて高度経済成長を続けていることのみをもって「中国は素晴らしい。それに比べて日本は…」などと語るべきではないことは言うまでもない。

筆者自身、これまでアジアに関する業務を比較的多く経験させて頂いてきたものの、「中国」についてはまだまだ学ぶべきことが多いことを日々痛感させられている。9 月の尖閣諸島問題発生以降数ヶ月を経たものの、両国関係については未だに微妙な緊張感が漂う状況にあるが、農林中央金庫並びに系統の数少ない中国拠点のひとつとして、過度に中国ポジティブでもなく、と言って批判的なスタンスに偏向することなく、極力中立的な立場での情報発信を、在任期間中継続していきたいと気持ちを新たにしている。