

潮流

TPP 推進論の不思議

専務取締役 岡山 信夫

TPP（環太平洋連携協定）推進論は不思議なものである。

まず、「アジアの成長を取り込む」という点。TPP 交渉参加 9 か国のうちアジアの国はシンガポール、マレーシア、ベトナム、ブルネイの 4 か国であり、この 4 か国とはすでにわが国は FTA を締結している。そもそも「アジアの成長」という場合に想定されている最大の市場は中国であるが、中国が TPP へ参加する可能性はない。韓国の参加も同様に見込めないことから、TPP が進展して APEC 全体の自由貿易圏構想である FTAAP につながっていくとも考えられない。これで、どうして「アジアの成長」という議論になるのだろうか。

次に、「TPP 交渉に乗り遅れるリスクは大きい」という点。現状の 9 か国の GDP 合計は 16 兆ドルであるが、そのうちの 14 兆ドル、つまり 88% が米国であり、1 兆ドル（6%）が豪州である。また、わが国は TPP 交渉参加 9 か国のうち米国・豪州・NZ を除いた 6 か国とはすでに FTA を締結している。したがって TPP へのわが国の参加は実質的には日米・日豪 FTA の実現と同義である。「いずれ TPP が核になってアジア太平洋圏の貿易ルールに発展していく」ということであれば話は別だが、その可能性はない。あたかも TPP がより広範な地域の経済連携規律を決定する（したがって早期の交渉参加が必要）かのような主張はどこから出てくるのだろうか。なにが「世界の孤児」なのか？

第三に、経済産業省の試算、すなわち①日本が TPP に参加せず、かつ EU・中国との FTA も締結しない、②韓国は米国・EU・中国のすべてと FTA を締結する、の 2 つを仮定した場合、10 年後の 2020 年には自動車・電気電子・機械産業の 3 分野で輸出シェアを韓国に奪われる結果、日本の輸出額が 8.6 兆円減少し GDP は 10.5 兆円減少するとした試算、を本当に推進論の根拠にしているのか、という点。そもそも、この試算では EU・中国との FTA の影響が大きく、輸出額減少の 6 割は対中国貿易の減少であり、TPP には直接関係がない部分である。また、対米輸出についても、例えば自動車（乗用車）にかかる関税 2.5% が決定的な要因となると考えているのだろうか。それとも、「方便」か。

第四に、「社会的排除」の増大が予想される政策に、なぜ、十分な議論もなく賛成できるのか、という点。世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）での菅総理の講演では、「開国」に伴う格差や孤立の解消には「新しい絆の創造」が必要で「社会的包摂」の取組みが重要、と述べられた。「社会的包摂（Social Inclusion）」が、重要となるのは「社会的排除（Social Exclusion：貧困、生涯教育の機会等の欠如、差別のために社会参加ができず、社会の隅に追いやられ、社会や地域の活動だけでなく、雇用・収入・教育機会が得られなくなっていく状況）」が生じるためである。TPP の交渉対象 24 分野には農業アクセスのほかにも社会的排除あるいは社会的共通資本の崩壊につながるリスクのある項目が含まれている（医師会も医療分野において懸念を表明している）。これらの内容が明らかにできない中でなぜ賛成なのか。冷静かつ誠実に自分の頭で考えれば、内容が不明のまま賛成できるような代物ではない、ということは明らかである。

情勢判断

国内経済金融

2011 年半ばにかけて徐々に強まる景気回復力

～ 国際商品市況高騰と国内デフレの共存 ～

南 武志

要旨

2010 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り、10～12 月期はマイナス成長に陥った。なお、消費低調さが残る中、年末以降は輸出・生産の持ち直しが始まっており、11 年半ばにかけて景気回復力が徐々に強まっていくものと予想する。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の見方に変更はない。内外の金融市場では、海外の景気回復期待から「株高・長期金利上昇」といった傾向が強まってきたが、包括緩和策の効果やデフレ脱却の困難さもあり、長期金利が本格的な上昇トレンド入りする可能性はまだ低い。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月 項 目		2011年				
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		0.087	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 (%)	1.305	1.15～1.45	1.15～1.45	1.15～1.45	1.20～1.50
	5年債 (%)	0.595	0.40～0.70	0.40～0.70	0.40～0.70	0.45～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	83.1	80～85	80～90	82～95	85～100
	対ユーロ (円/ユーロ)	13.7	110～120	105～125	105～130	110～135
日経平均株価 (円)		10,857	10,750±500	10,750±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) 無担保コール翌日物の予想値は誘導水準。実績は2011年2月21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

2010 年夏場以降、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。民間需要の低調さが続くなか、10～11 月あたりまで輸出・生産などの主要経済指標の調整が続いたほか、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

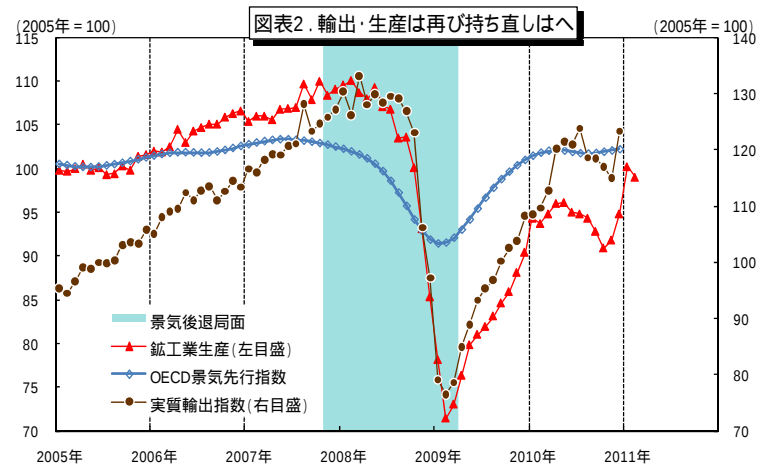
策の終了や規模縮小などにより、年末にかけて消費関連指標は弱含みでの推移となっている。実際、10～12 月期の実質経済成長率は、これまでの牽引役であった消費と輸出の落ち込みを主因に、前期比▲0.3% (同年率▲1.1%) と 5 四半期ぶりにマイナスに転じてしまった。

一方、近い将来、景気踊り場からの脱却を予感させるような動きも散見され始めている。前述の輸出・生産といった指標は 12 月までに再び持ち直しの動きが

強まっており、この動きが続けば、再び景気回復の波及効果が強まるものと思われる（図表 2）。とはいえ、11 年前半まで自動車・薄型 TV などの耐久財を中心に民間消費の反動減が残ると見られることから、景気が力強い回復が足元から再開することは想定しづらく、海外経済での回復テンポが強まってくる 11 年後半以降まで持ち越されることになるだろう。

なお、当総研では GDP 速報の発表を受けて、「2010～12 年度経済見通し」の改訂を行ったが、11 年度、12 年度の成長率をそれぞれ 1.7%、2.5%といずれも上方修正した（詳細は後掲レポートを参照のこと）。

また、物価については、10 年 10 月のたばこ税増税など制度変更の影響に加え、国際商品市況の高騰による食料品・エネルギー価格の上昇などにより、物価下落圧力が緩和し始めている。代表的な全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）の前年比下落率は、直近では▲0%台半ばまで縮小している。今しばらくは資源・エネルギーや穀物価格の高騰が続く可能性が高いため、物価下落圧力は一段と弱まるものと思われる。一方、マクロ的な需給ギャップは依然として大きく乖離している（内閣府は 20 兆円程度（名目・年率ベース）のデフレギャップが発生していると試算）。その結果、雇用改善は遅れ、消費関連の需給も崩れており、最終財への価格転嫁もまた不十分なまま、物価全体が前年比プラスで推移する



（資料）OECD、内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成（注）OECD景気先行指数はOECD+5新興国

ことを展望するのが難しい。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の見方に変更はない。

金融政策の動向・見通し

2009 年 12 月以降、日本銀行は固定金利オペの導入・拡充、成長基盤強化を支援するための資金供給の開始を決定してきたほか、10 年 10 月には 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%）、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）、5 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

昇ることが見通せる状況)に至るにはかなりの時間が必要と見られることから、非常に強力な時間軸が設定されていると捉えるべきであろう。実際、日銀では、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、長期金利の上昇を抑制する効果があると説明している。

さて、日銀は景気の先行きについて、「景気改善テンポの鈍化した状況から脱し、緩やかな回復経路に復していく」としているほか、物価見通しについても「引き続き、消費者物価の前年比下落幅は縮小していく」との見方を示している。さらに、1月に公表された展望レポートの中間評価では、11年度の全国消費者物価(除く生鮮食品)を前年比0.3%とする予測を提示しており、11年度内にはデフレからの脱却が実現するとの目標を堅持している。とはいえ、1~2%の経済成長率では大きく乖離している需給ギャップを解消できないのは明白である。さらに、8月に予定されている消費者物価の基準改訂では、物価変動率が0.5%pt前後押下げられるものと見られている。それゆえ、新基準での消費者物価が安定的に前年比プラス状態となる時期は、やや後ズレする可能性が高いだろう。仮に、11年度についても物価下落が止まらない可能性が強いということになれば、たとえ景気が緩やかながらも回復基調にあるとしても、追加的な緩和策を検討・実施すべきであろう。その際の「次の一手」としては、資産買入基金(現状5兆円程度)の拡充になるだろう。

なお、3月末には須田審議委員が、6月中旬には野田審議委

員が、いずれも任期切れを迎えることから、政策委員の後任人事にも注目が集まりつつある。なお、須田氏についてはタカ派(金融緩和効果に疑念を表明)的だっただけに、交代後の政策委員会の勢力図に多少の変化もありうるだろう。

市場動向:現状・見通し・注目点

上述の通り、日本銀行は10年10月に包括緩和策に踏み切ったほか、米国では景気減速やデスインフレ傾向の強まりに対する警戒感を背景に11月上旬のFOMCにおいて大規模な国債買入れを柱とする量的緩和政策(QE2)が決定された。その直前までは、緩和策への期待感から内外の金融市場において「円高・株安・金利低下」という流れが強まっていたが、QE2決定後はそれに伴う景気回復期待や世界的な過剰流動性への思惑などを材料に、流れが一転し、「円安・株高・金利上昇」の様相を強めている。

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。

債券市場

10年度上期にかけて長期金利はほぼ一貫して低下基調をたどったが、下期に入り、日米の中央銀行が一段の金融緩和策

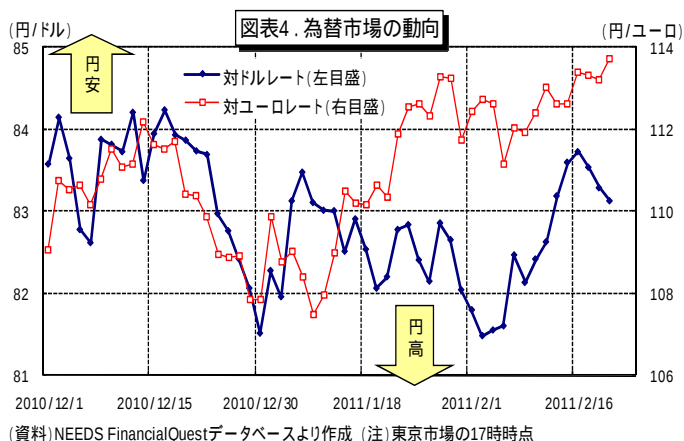


を決定した前後から金利は下げ止まり、むしろ上昇に転じてきた。特に、11月上旬のQE2決定後は、米景気の先行き回復期待を示唆する経済指標の発表が続いたこともあり、長期金利の上昇傾向が強まった。その後、運用難に苦しむ国内投資家の消去法的な国債購入意欲の強さによる押し目買いをこなしながら、2月中旬には一時1.3%台半ばまで上昇している。

基本的に日本を含めた先進国・地域における国内最終需要の自律的回復力は鈍いままで、物価も当面は下落が続くとの予想が定着していること、さらに包括緩和策による長期金利の上昇抑制効果などを踏めれば、長期金利が先行き上昇傾向を強めていくことは考えづらく、一旦低下する場面も十分ありうる。しかし、日本の厳しい財政状況に対する潜在的な警戒感根強いこと、さらには世界経済の回復期待や資源インフレを背景に先進国・地域の金融政策が想定以上に前倒しで出口戦略を模索し始める動きから一時的にせよ金利上昇圧力が強まることも想定していくべきである。

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。2月上旬にかけては中国の再利上げなどが世界経済の回復テンポを鈍化させるとの思惑からやや調整したが、基本的に好調な企業業績を材料に底堅く推移している。

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ものの、徐々にレンジを切り上げていく動きが明確化していくだろう。

外国為替市場

08年9月のリーマン・ショック以降は、日本円に対して円高圧力がかかり、実質実効レートでみた場合、それ以前と比べて約2~3割増価した状況が続いている。10年11月に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たものの、基本的には1ドル=80円台前半、1ユーロ=110円前後でのみ合いが続いている。

先行きについては、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QE2の効果が浸透していく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と予想する。しかし、海外経済の持ち直し傾向やインフレ傾向が再び強まり、金融緩和策からの出口戦略を前倒し的に模索する動きが出てくれば、円安気味に推移し始めるだろう。(2011.2.22現在)

情勢判断

海外経済金融

強まるインフレ観測とFRB

田口 さつき

要 旨

米国では株高が進み、長期金利にもじわじわと上昇圧力が働いている。2月上旬には、3.7%台まで上昇し、その後も、3%台半ばで高止まり気味に推移している。また、商品価格の上昇などを受けて、一部で利上げも意識する向きも出始めている。しかし、連邦準備理事会（FRB）では、このような動きは、国債購入プログラムなどこれまでの金融政策が効いてきた結果と捉えていることから、追加金融緩和（QE2）は予定通り行われ、金融政策の見直しは当面ないと考える。

株価は上昇基調継続

米国の株式市場は、中東での政情不安にもかかわらず、株価の上昇基調が継続し、リーマン・ショック前の水準を上回ってきている。10～12月期の決算発表で金融市場の事前予想を上回る企業が多かったことや、ここ1カ月の間に発表された経済指標に景気が力強さを取り戻していることを示すものが多かったことなどが株価の上昇を支えているものと考えられる。

一方、債券市場では、このような株価の上昇や米国債の格下げへの思惑、さらには商品価格の上昇を背景とするインフレ懸念の強まりから長期金利（10年物利回り）にじわじわと上昇圧力が働いている。2月上旬に3.7%台まで上昇した後も、3%台半ばで高止まり気味に推移している。

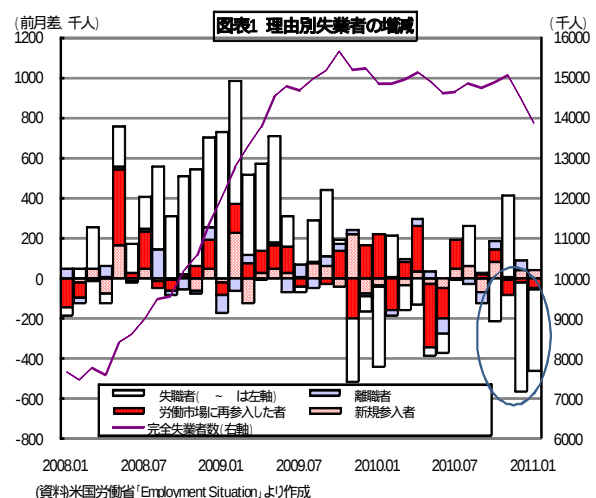
最近の経済指標

最近発表された経済指標を振り返ると、まず、10～12月期の米国の実質国内総生産（GDP）の成長率は、前期比年率3.2%で、6四半期連続のプラスとなった。内訳は、個人消費が同4%台と大きく増加したほか、輸出の伸びに加え輸入の減少から純輸出が全体を牽引した。このよう

に10～12月期のGDPの水準が大きく引き上げられたことで、2011年の米国の経済成長率は2%台後半から3%台となる確度が高まった。

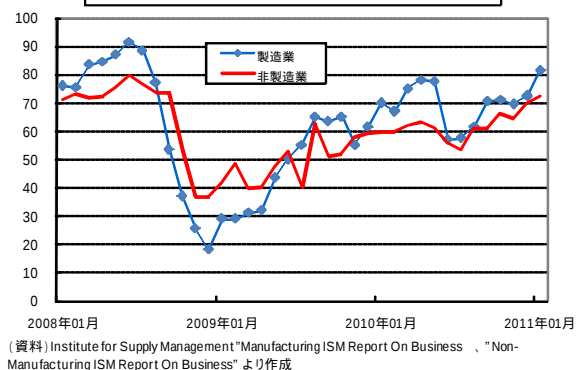
次に企業の景況感を示すISM製造業・非製造業指数は、引き続き、新規受注項目を中心に改善している。

失業率は、12月、1月と2カ月連続で0.4%ptずつ低下し、9.0%となった。とはいえ、依然として、職探しなどをあきらめ労働市場から離れた非労働力人口の増加が就業者の増加を上回っており、本格的な雇用の改善を示しているわけではない。ただし、失業者の内訳をみると、失職者が2カ月連続で減少しており、企業が雇用削減を控えてきていることも見て取れる内容である（図表1）。



物価については、PCE デフレーターが、FRB が適正なインフレ率と考える「前年比 2.0% 付近」という水準を下回る状況である。しかし、関連指標である消費者物価指数の 1 月分は同 1.6% と 3 カ月連続でプラス幅を拡大させてきている。また、前述の ISM 製造業・非製造業指数で支払い価格項目が上昇し、08 年のリーマン・ショック直前の水準に近づいてきている（図表 2）。各業界からも、エネルギー、鉱物、化学関連の仕入れ価格が上昇していると指摘する声が浮上するなど、コスト上昇への警戒感も出ている。こうした動きを背景に金融市場では、一部で利上げも意識する意見も散見され始めた。

図表 2 ISM 製造業・非製造業指数 支払い価格項目



1 月の議事録から

これに対し、連邦準備理事会（FRB）は、国債購入プログラムなどこれまでの金融政策が効いてきた結果と捉えている。

1 月の連邦公開市場委員会（FOMC）の議事録では、ほとんどのメンバーが景気の緩やかな回復に自信を深めており、経済成長や物価上昇について下振れリスクが低下しているという認識を共有していることが明らかとなった。その一方、最新のデータがこれらの指標に関するメンバーの予測を著しく変えるほどのもので

はないという点でもほぼ一致していた。

1 月の議事録に記された FOMC メンバーの主な経済指標の見通し（Summary of Economic Projections: SEP）では、物価指標として採用されている PCE デフレーターの長期的な見通しは、前年比 1.5～2.0% と前回見通し（2010 年 11 月）から変化がない。また 2011 年の同指標の見通しは、同 1.0～2.0% と前回（同 0.9～2.2%）に比べ、幅が縮まったものの、大きな変更はない。

議事録によると、エネルギーや商品価格などの上昇による物価上昇の上振れリスクについても話し合われた。この中で、価格転嫁についての懸念が挙げられていたものの、米国のこれまでの経験では、商品価格の上昇がより幅広い消費者物価指数へ波及するのは極めて限られてきたことが指摘された。また、労働力や資本ストックの稼働状況が低水準であることから物価上昇は抑えられるという見方が示されていた。

このように物価上昇への懸念はあるものの、現時点では問題視するほどのものではないという認識がメンバー間に共有されており、むしろ、デスインフレから脱却することが当面の最優先の課題という姿勢が堅持されている。このような FRB の考え方を踏まえると、国債購入プログラムは十分効果を発揮しており、むしろ金融市場で規模縮小や利上げなどの思惑が強まることによって、効果が薄まることは避けたいという認識があると思われる。現状、冒頭で振れたように、長期金利の上昇が進んだが、これが高止まりした場合、FRB がどのような対応をとるのが注目される。

（11.2.23 現在）

情勢判断

海外経済金融

欧州の財政問題を巡る最近の動向とその評価

～ 国債利回り上昇の拡大傾向と包括的な安定対策 ～

山口 勝義

要旨

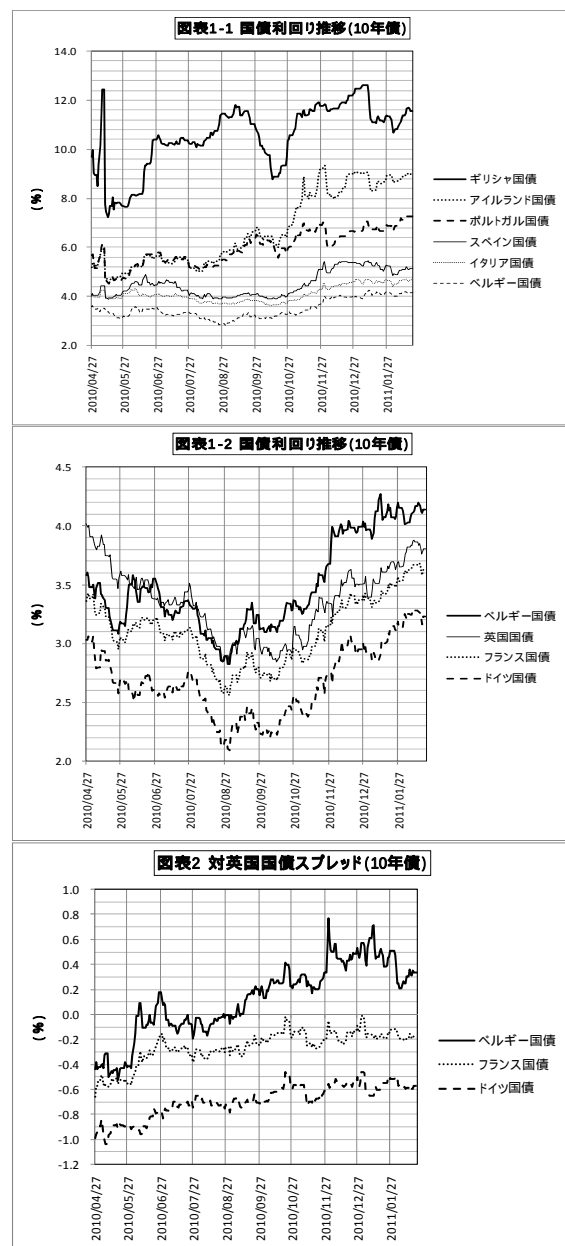
最近、欧州ではコア国の長期国債利回りの上昇傾向が明らかになりつつあるとともに、一方では3月のEU首脳会議に向け包括的な安定対策を策定すべく調整が進められている。その内容によっては、今後、欧州財政問題が新たな局面に入る可能性がある。

はじめに

欧州では、11月にアイルランドが国際的な支援の対象となるに至った後も、財政悪化国の長期国債利回りは高止まりを続け、支援ニーズのポルトガル等への波及が懸念される状況が続いている。加えて、最近では、ベルギーの国債利回りが上昇する他、ユーロ通貨圏の外側に位置する英国の国債に比較してドイツ国債やフランス国債等の利回りが上昇傾向を示すなど、新たな問題の兆しとも考えられる動きが現れている（図表1、2参照）。

一方ではこうした状況下、EUでは3月24・25日のEU首脳会議（合わせて、3月11日に非公式のユーロ通貨圏首脳会議を実施の予定）に向け、ユーロ通貨圏の包括的な安定対策を策定すべく調整が進められている。これへの期待感から、市場は足元ではやや小康状態にある。

以上からは、欧州の財政問題の顕在化以降既に1年以上を経過する中、今や、問題の一層の深刻化、またはその軽減化の双方の可能性をはらみながら、ユーロ通貨圏はひとつの重要な潮目の変化に差しかかりつつあるとも考えられる。本稿では、こうした視点から、最近の欧州財政問題を取り巻く主要な動向について検証を行うこととする。



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成。

より広範な国債利回りの上昇傾向

(1) ベルギー長期国債の利回り上昇

前述のとおり、最近ベルギーの国債利回りが上昇する傾向にあり、従来のいわゆる PIIGS 5 力国に加えた 6 力国で、新たな財政悪化国グループを形成しつつある。同国はいわゆる南欧等の「周辺国」の範疇には属さないためその利回り上昇は注目されるが、一方で高い貯蓄率、均衡した経常収支、ユーロ通貨圏平均を上回る経済成長率等の強みがあり、現状では国際的な支援ニーズが同国に及ぶなどの事態は想定しにくい。ただし、以下の課題を有している点は事実であり、今後の推移には注意を要する。

悪化した国家財政

債務残高および財政赤字の対 GDP 比率は、PIIGS 諸国と同様、悪化した状況にある（図表 3、4 参照）。

不安定な政治情勢

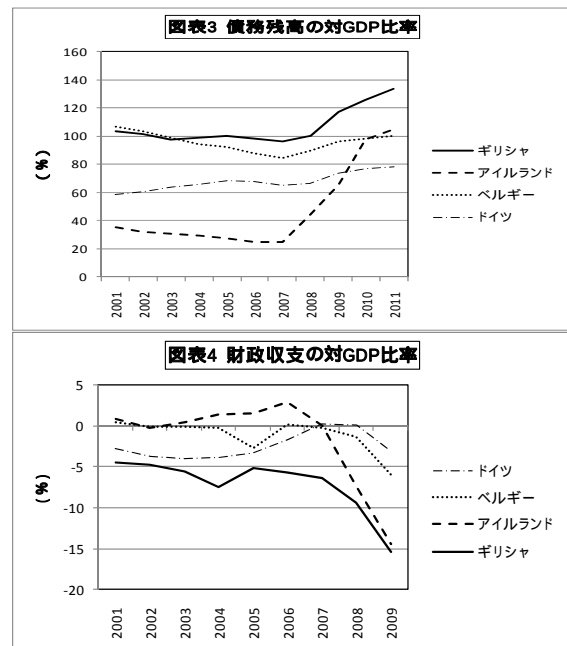
2010 年 6 月の総選挙後、蘭・仏語圏の主要な政党間で組閣に向けた交渉が行われているものの、小党が並立する中で依然その成立には至っていない。この間、選挙前のレテルメ内閣が事務処理内閣として存続しているが、不安定な政治情勢の結果、財政改善への実効的な取り組みが期待し難い点が懸念材料となっている。

不安感のある銀行の体力

ベルギーの銀行の財政悪化国に対する与信残高が多額に上っており^(注 1)、将来的な債権毀損や、経営リストラの過程で金融仲介機能に制約が生じる可能性がある。

(2) 独・仏長期国債の利回り上昇

ドイツ等と財政悪化国の間で経済回復が二極分化する中、前者については景気



（資料）Datastream のデータから農中総研作成。
原データは、図表 3 は OECD、図表 4 は ECB。
図表 3 の 2010 年以降は予測値。

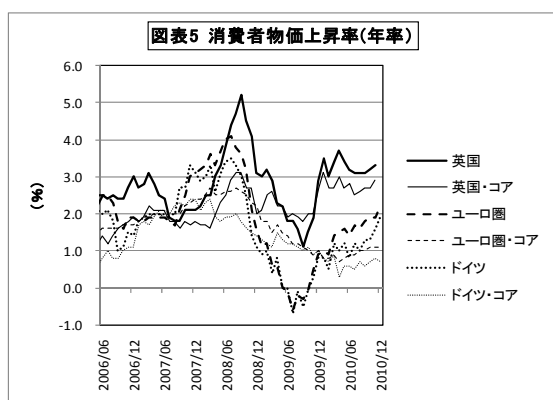
回復期待が強まり、消費者物価上昇傾向も明らかになりつつある（図表 5 参照）。こうしたマクロ経済情勢が長期利回りの上昇に反映している側面はあるが、一方で欧州の財政問題に関連した以下の問題点にも注目する必要がある。

不安感のある銀行の体力

ベルギー同様、ドイツ、フランスの銀行の財政悪化国に対する多額の与信残高が市場の懸念材料となっている。加えて、ドイツの州立銀行の経営問題も不透明感を伴っている。

財政悪化国支援負担の漸増懸念

特徴的な動向として、英国の消費者物価上昇率はドイツ以上の上昇を示している一方で、ドイツ国債の利回りが英国国債以上に上昇している点がある（図表 5、2 参照）。その背景の一部には、ユーロ通貨圏の構造的な問題点^(注 2)にかかるリスクプレミアムやドイツの財政悪化国支援負担がさらに増加する可能性への



(資料) Datastream のデータから農中総研作成。
原データは Eurostat。「コア」はエネルギー価格、
食料品価格を除く値。

包括的な安定対策策定に向けた動き

2011 年に入り、バローゾ欧州委員会委員長（元ポルトガル首相）は、財政悪化国に対する支援制度である欧州金融安定ファシリティ（European Financial Stability Facility、EFSF）の機能拡充の必要性を強調し、2 月の EU 首脳会議を意思決定のターゲットとする方針を表明した。その背景には、国際的な支援ニーズがポルトガルに止まらずにスペインに及んだ場合には、EFSF の支援可能額を超過することが見込まれることがあった。

これに対しドイツは、拙速な検討では市場の信認を得られないことから、こうした対応はより包括的なユーロ通貨圏の安定対策の 1 メニューとして検討すべきとし、新設される恒久的な支援制度（European Stability Mechanism、ESM）の具体的な内容を決定する予定の 3 月の EU 首脳会議での議論を主張した。

結局のところ、ドイツの主張に沿い、2 月の EU 首脳会議では 3 月の同会議で包括的な安定対策を策定する方針が確認されるに止まり、現在はこれに向けて、以下の内容を含めて各国間の事前調整が実施されている過程にある。

(1) EFSF の機能拡充

- ① 総額 4,400 億ユーロの支援枠の増額
- ② 財政悪化国の国債買取り機能の付与
- ③ 財政悪化国に融資を行う機能の付与

このうち①についてはドイツ等の EFSF に対する保証額の増額が必要となるが、ドイツ国民の理解が得られるかどうかは未知数である。ドイツでは、2011 年は全 16 中の 7 州・特別市において地方選挙が行われる政治的に重要な年に当たるが（図表 6 参照）、3 月 24 日・25 日の EU 首脳会議直後の 27 日には特に影響力が大きいと言われるバーデン・ビュルテンブルク州の選挙が予定されているほか、メルケル首相のキリスト教民主同盟（CDU）が連立を組む自由民主党（FDP）が、EFSF の規模・機能等のいかなる変更にも強く反対する旨表明している点が注目される。

図表 6 ドイツの地方選挙日程(2011 年)

2月20日	ハンブルク特別市
3月20日	ザクセン・アンハルト州
3月27日	バーデン・ビュルテンブルク州
	ラインラント・プファルツ州
5月22日	ブレーメン特別市
9月4日	メクレンブルク・ウエストポメラニア州
9月18日	ベルリン特別市

次に②については、批判のある欧州中央銀行（ECB）による国債買取りプログラムに置き換わる点で利点はあるが、加盟国に対する支援を禁じた EU 機能条約第 125 条への抵触の可能性も指摘されており、実現可能性は不透明である。

また③については、財政悪化国がこの融資を原資として自国の国債を買い戻すスキームが想定されているが、EFSF の相当程度の規模拡大が必要になることや大部分を満期保有扱いで簿価評価を行っていると見られる銀行等が損出しを伴う国債売却に応じる可能性は小さいこと等、付随する課題は大きいものと考えられる。

(2) 新たな経済等協調の仕組みの構築

一方、ドイツは、3月EU首脳会議での合意に向けて、フランスと共同でユーロ通貨圏における経済・財政協調の新たな仕組み(“Pact for Competitiveness”)を提案する考えを明らかにした。

これについては、現在のところ、課題である各国間のマクロ経済情勢の収斂を図り競争力を改善するため、年金、賃金、税制の仕組みや、財政規律の国内法への明定化等について各国間で調和を図るとする内容が想定されているが、こうした取組みはユーロ通貨圏で構造的な問題点として指摘されている財政分権問題^(注3)への対策を進めるものであり、本質的な問題に一步踏み込んだ対応として注目される。

しかしながら、これは当初反対を表明していたEFSF増枠の見返りとして、ドイツがその価値観・社会制度を財政悪化国等に強制する動きとも受け止められ、これらの各国からの強い反発も予想される。

まとめ

欧州の財政問題が終息に向かうために必要な条件としては、

- A. 各国で取り組み中の財政改善が進捗し、その結果、
- B. 競争力を回復することを通じて経済成長が実現し、加えて、
- C. 財政問題の再発防止策等の管理態勢の実効性が確認されること

と考えられる。

こうした視点から上記の包括的な安定対策を評価すれば、「(1) EFSFの機能拡充」のうち、については財政悪化国支援の対症療法的な対応の範疇に止まっており、(1) や「(2) 新たな経済協調

の仕組みの構築」が実効性を伴って具体化されない限り、問題の本質的な解決には寄与しないのではないかと考えられる。さらに、EU首脳会議の結果に失望感が大きい場合には、コア国を含めより広範な国々で長期利回りの上昇が加速し、欧州財政問題が、欧州経済全般の回復阻害、ソブリンリスクの深刻化等を含んだより困難な段階に至るリスクが否定できない。

逆に、これらについて顕著な前進が認められる場合には、財政悪化国の国債利回りの高止まりに象徴される、終息が見えない欧州財政問題に転機をもたらす可能性がある。ただし、こうした取組みはユーロ通貨圏の構造的な問題点に対する対策の単なる一步でしかないこと、また、引続き現実的な問題として次のような懸念が残ることを考慮すれば、決してこれらのみをもって欧州財政問題が根本的な解決に向かうことにはならない点には注意が必要と考えられる。

銀行の資本不足懸念(アイルランド、スペインの銀行対策の十分性に対する懸念、銀行を通じた危機の他国への波及の懸念)

ギリシャの債務再編懸念(長期債の償還・借換えが始まる2012年に向けギリシャの債務再編の思惑が市場を混乱させる懸念)

しかしながら、いずれにせよ、3月の首脳会議は、従来にも増してその結果が注目されるものとなりそうである。

(2011年2月21日現在)

(注1) 山口「アイルランドに続く財政安定波及の可能性」(『金融市場』2011年2月号)の図表2を参照。

(注2) 山口「通貨ユーロを巡る構造的な問題点」(『金融市場』2010年10月号)を参照。

(注3) 同上。

今月の情勢 ～経済・金融の動向～

米国経済・金融

1月25～26日の米連公開市場委員会（FOMC）では、08年12月から据え置く政策金利（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、11年6月末までに6,000億ドルの国債買い入れる金融緩和策（QE2）の維持が表明された。

一方、1月の雇用統計の非農業部門雇用者数は、天候要因（豪雪）の影響により前年比3.6万人の増加にとどまったが、失業率は9.0%と先月（9.4%）から低下した。そのため、労働市場は依然として水準は弱いながらも改善基調を維持しているとの見方が根強い。さらに、個人消費や設備投資などの経済指標においても緩やかな回復基調を示すものが目立っている。

国内経済・金融

2月14～15日の日銀金融政策決定会合では、10年8月に30兆円規模に拡充した新型オペの維持とともに、同年10月に導入した「包括緩和策」（政策金利の誘導目標を0～0.1%とする、時間軸を設定する、5兆円規模の資産買入基金を設置する）の維持が決められた。

経済指標をみると、10年10～12月期の国内総生産（GDP、一次速報）は、経済政策の反動などが影響し、前期比▲0.3%（同年率▲1.1%）と5四半期ぶりのマイナスとなった。ただし、機械受注（船舶・電力を除く民需）の12月分は、前月比1.7%と4ヵ月ぶりに上昇し、1～3月期も前期比2.7%と上昇での推移が見込まれている。また、12月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比3.3%と2ヵ月連続で上昇している。製造工業生産予測調査によると、先行き1月に同5.7%の上昇と直近ピーク（10年5月）を上回った後、2月に同▲1.2%と小幅低下するとされるが、総じて改善する動きとなることが見込まれている。

株価・金利・為替

日経平均株価は、景気回復期待の高まりから上昇を続ける米国株にけん引されるとともに、国内経済についても一部で持ち直しの動きがみられることから堅調に推移しており、2月中旬には10年4月以来の10,800円台まで上昇している。

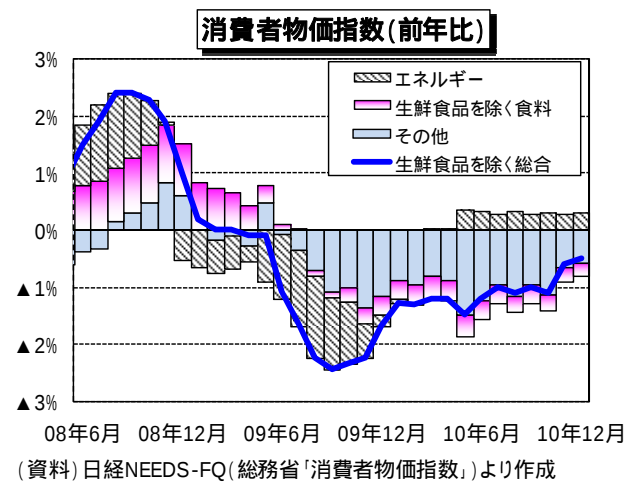
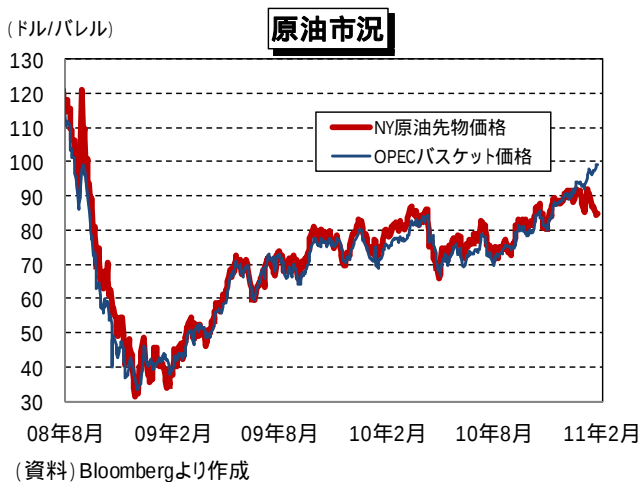
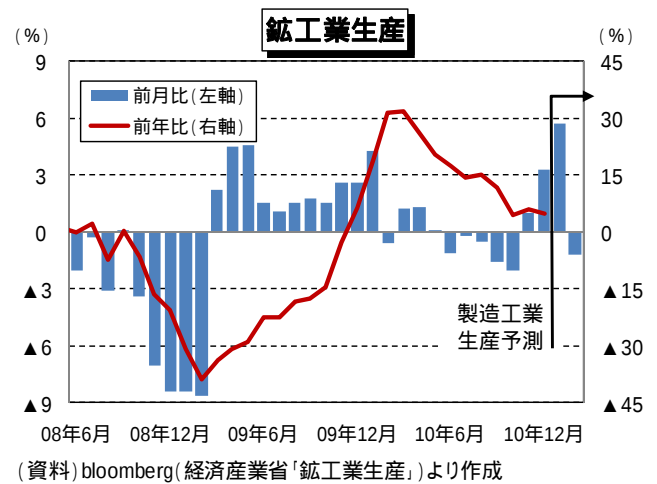
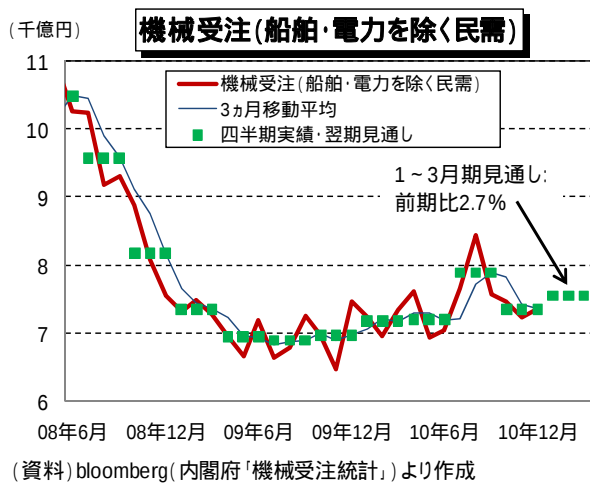
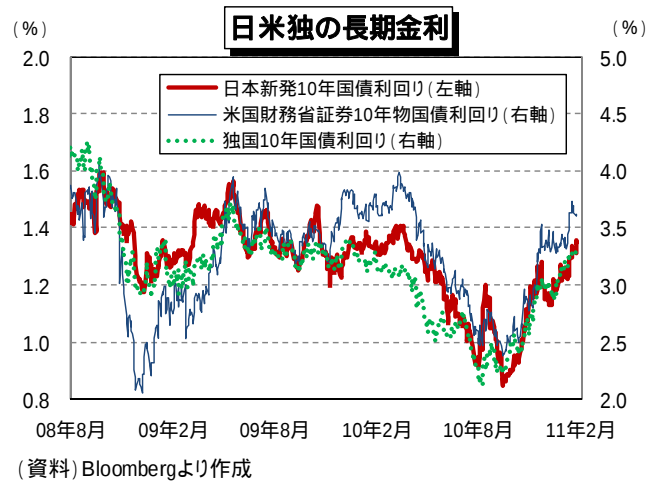
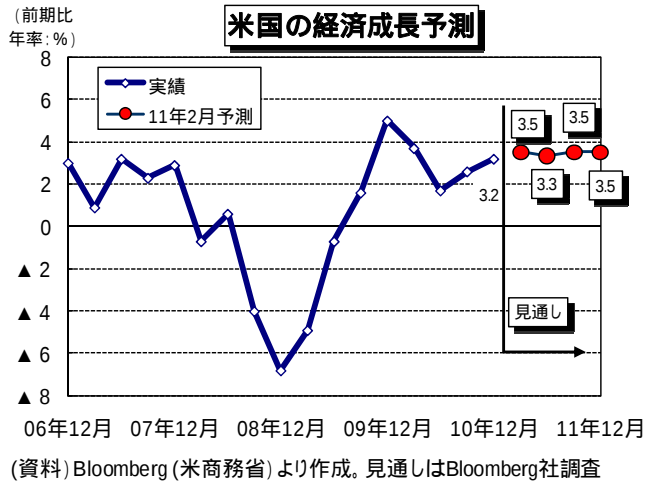
長期金利（新発10年国債利回り）は、国債入札の低調や米国での株高・債券安の進行などを受け、2月中旬には約10ヵ月ぶりに1.35%まで上昇した。ただし、金利上昇局面では投資家の押し目買い圧力も根強く、上昇ペースは緩やかなものとどまっている。

外国為替市場（ドル円相場）は、2月上旬には世界情勢不安の高まりを受けてドルが主要通貨に対して下落したことから、1ドル＝81円台まで円高が進行する場面もあった。しかし、その後は米国経済の回復期待の高まりなどからジリジリとドルが買われる展開が続き、2月中旬には同83円台まで円安・ドル高が進んでいる。一方のユーロ円相場は、各国の国債入札が堅調だったことなどから欧州財政不安が後退し、2月中旬は1ユーロ＝112～113円台での取引が続いている。

原油価格

ニューヨーク原油先物価格（WTI 期近）は、実需の底堅さや欧米の大寒波の影響から、1月中旬に1バレル＝91ドル台まで上昇したが、2月中旬には主要国の原油在庫量が十分であるとの見方が広がり、同85ドル台前後まで下落。しかし直近は、中東情勢の緊迫から再び同93円台まで上昇している。一方、OPECバスケット価格は2月中旬に同100ドルをうかがう展開となったほか、ドバイ原油現物価格は2月下旬に同100ドルを突破した。（11.2.22 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



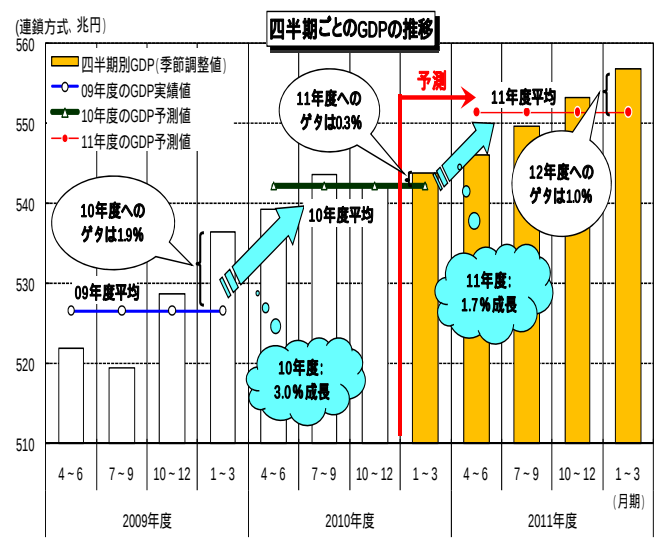
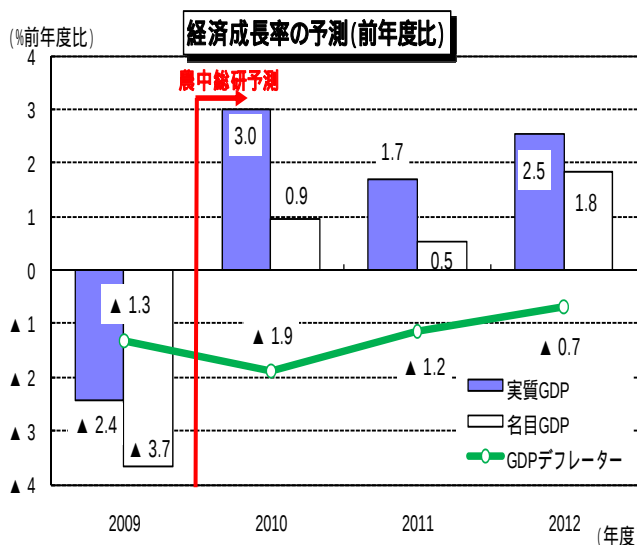
2010～12年度改訂経済見通し

2011年4～6月期にも景気は踊り場を脱却

～10年度:3.0%、11年度:1.7%、12年度:2.5%と予測～

2010年夏場にかけて、これまでの政策効果の一巡や反動減、世界経済の回復テンポの鈍化や急激に進行した円高による輸出の減速などを受けて、足踏み状態に陥り、10～12月期の経済成長率は5四半期ぶりのマイナス成長に陥った。当面は、自動車、家電製品など耐久消費財の低調さが残る可能性があるが、10年末にかけて輸出・生産が持ち直す動きも散見されているため、11年1～3月期には再びプラス成長に戻るだろう。11年度入り後は、世界経済の回復基調の強まりを受けて、国内景気は輸出増を起点とする回復過程が徐々に強まっていくなと予想する。

一方、日本銀行は10月に「包括緩和策」を導入し、11年度内のデフレ脱却に向けた努力をしてきた。しかし、大きく乖離したマクロ的な需給ギャップを解消するほどの力強い成長は期待できないため、12年度前半までは物価下落状態は残るものと予想される。先行き、日銀は追加の緩和措置が求められる場面もあるだろう。





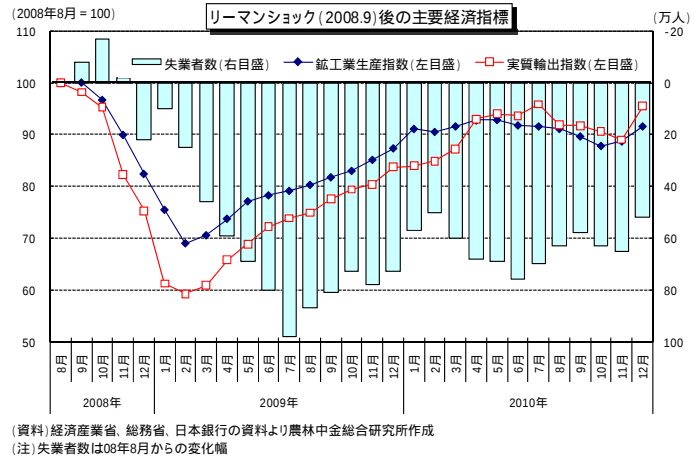
1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 一部に足踏み脱却へ向けた動きも

2009 年春以降、持ち直し局面をたどってきた国内景気であるが、10 年夏場にかけて耐久消費財への刺激策の効果一巡、海外経済の減速に伴う輸出鈍化、さらには急激な円高進行などにより、国内景気の回復テンポが鈍化、足踏みし始めた。特に消費関連については、エコカー購入補助金制度が 9 月上旬に終了したことに伴い、その後の新車販売は大きく落ち込んだほか、賃金や冬季賞与の伸び悩んだことも民間消費の軟調さをもたらしたと思われる。さらに、

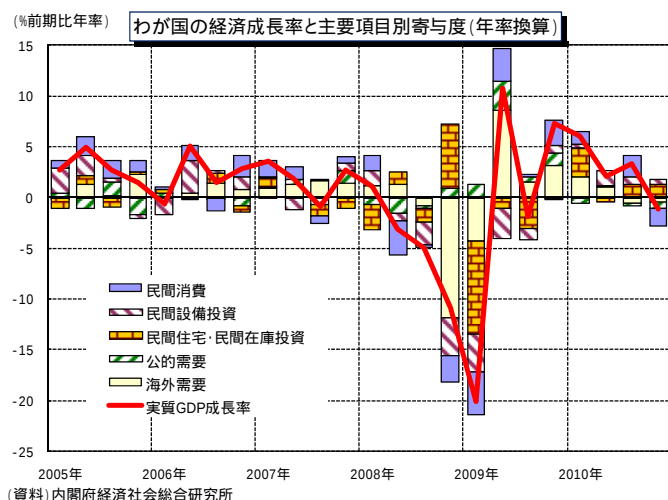
民間企業設備投資についても、機械受注や鉱工業統計・資本財出荷などの関連指標の回復テンポが鈍る動きを見せており、景気の先行き不安を高めた。こうした指標の動きを背景に、10 年度下期に入ってから政府・日本銀行は、ともに景気の基調判断を相次いで下方修正した。

一方で、10 年末にかけて、輸出・生産といった主要経済指標に再び持ち直す動きが見られるなど、踊り場から脱却する兆しも散見され始めた。もちろん、その動き自体は非常に緩慢であり、リーマン・ショック後のグローバル金融危機によって発生した大幅な需給ギャップが急速に解消することはないだろう。とはいえ、年明け以降は、政府・日銀とも景気の基調判断を上方修正する動きを見せ始めている。



(2) 10～12 月期は 5 四半期ぶりのマイナス成長

こうしたなか、2 月 14 日に発表された 10～12 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質 GDP 成長率は前期比 ▲0.3%、同年率換算 ▲1.1%と、自動車販売の活況さなどを背景に大幅増となった 7～9 月期(同 0.8%、同年率 3.3%)からの反動もあり、5 四半期ぶりのマイナス成長に転じた。このようにマイナス成長となった原因としては、09 年春以降の景気持ち直し局面における牽引役であった民間消費と輸出がともに減少に転じたこと(いずれも前期比 ▲0.7%)、さらに公共投資が大幅な減少(同 ▲5.8%)となったことが挙げられる。一方、民間住宅投資(同 3.0%)、民間企業設備投資(同 0.9%)は引き続き増加したものの、GDP 全体を押し上げるには力不足であった。なお、前期比成長率(前掲の ▲0.3%)に対する内需寄与度は ▲0.2%pt(うち、民需が 0.0%pt、公需が ▲0.2%pt)、外需寄与度は ▲

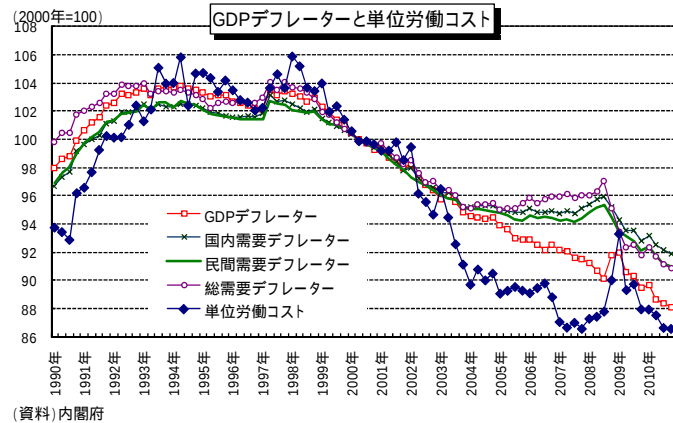




(株)農林中金総合研究所

0.1%pt となっている。

また、一国のホームメイドインフレを表す GDP デフレーターは、マクロ的な需給バランスが大幅に崩れたままであることを反映して前年比 ▲1.6%と 5 四半期連続の下落となった。前期比を見ても ▲0.4%と 3 四半期連続で下落するなど、下落そのものが止まる気配は一向に見えない。新興国経済が底堅く推移していることや国際的な過剰流動性発生に対する思惑などから、このところ国際商品市況が高騰しているが、国内需要の低調さに直面する企業・生産者サイドでは投入コスト上昇分の価格転嫁は不十分なままで、再び交易条件の悪化が企業業績に悪影響を及ぼしつつある。実際、これに伴う交易損失(わが国の実質購買力の海外への漏出)は約 22 兆円(年率換算、GDP の約 4%)にもなっている。注目の単位労働コストは前年比 ▲1.5%と 5 四半期連続のマイナスとなるなど、雇用者報酬を圧迫している可能性も否定できない。



以上、今回の GDP 速報からは、自律的回復に向けた動きはまだ弱いことが改めて確認できた。また、マイナス成長となったことで、GDP ギャップは再拡大したことは明白である。この先、景気が順調な回復を続けたとしても、11 年度末時点でも依然として大きなデフレギャップが残ることから、政府や日本銀行が期待するように 11 年度内に消費者物価の前年比がプラスに転換し、その状態が定常化することは非常に厳しいと思われる。

なお、2010 年の経済成長率としては、3.9%と 3 年ぶりのプラス成長となった(名目成長率も 1.8%と 3 年ぶりのプラス)。一方、GDP デフレーターは前年比 ▲2.1%と 12 年連続のマイナスと、下落率は 09 年(▲0.4%)よりも拡大した。この結果、2010 年の名目 GDP は約 479 兆円(約 5.5 兆ドル)と、中国の名目 GDP は約 39.8 兆元(約 5.9 兆ドル)を下回り、日本は 1968 年に西ドイツを抜いて以来 43 年間続けてきた世界第 2 位の座を明け渡した。いずれは、米国の経済規模をも上回るとの見通しも散見されており、日本にとっても世界にとっても、中国経済の重要性はますます大きくなっていくものとみられる。

2. 予測の前提条件:

(1) 経済・財政政策

菅内閣の経済政策運営

2011年度予算案を審議する通常国会を前に、菅首相は内閣改造・党人事の刷新を行った。就任直後の参院選を前に、菅首相は消費税増税を念頭に入れた税制改革の必要性を強調したが、与党が惨敗したため、一時は凍結されたとの見方が強まった。しかし、菅首相は11年の年頭所感においても改めて消費税増税などを柱とする財政再建や社会保障改革について強い意欲をにじませた。今回の内閣改造に当たっては、懸案の「社会保障・税の一体改革」の担当大臣として、野党側から与謝野元財務相を入閣させたほか、『社会保障改革に関する集中検討会議』の幹事委員(民間)として柳沢元厚労相を起用するなど、自らの主張である「強い財政、強い社会保障」の構築に向けて、与野党の枠を超えた国民的な議論を開始することを促している。しかし、野党サイドでは、税制や社会保障制度の抜本改革をするためには、バラマキ批判の強い民主党マニフェストの大幅修正が前提条件であるとしており、現段階での協議は拒絶する姿勢を見せており、膠着状態となる可能性はあるだろう。

一方、経済財政担当相でもある与謝野氏は、かねてからデフレ脱却に対して消極的な姿勢を示してきた。しかし、10年6月に閣議決定した「新成長戦略」においては、2010年代前半を「デフレ清算期間」と位置付け、11年度中には消費者物価上昇率をプラスにするとともに、速やかに安定的な物価上昇を実現し、デフレを終結させることを目指す、としている。このデフレ終結をマクロ経済運営上の最重要課題と位置付け、デフレによって抑えられている需要の回復を中心に、日銀と一体となって政策努力を行う方針が明確化されているのである。しかし、与謝野大臣は自公政権当時から名目成長率を押し上げる政策についても慎重な態度を取り続けてきた。当面は、11年度内の消費者物価のプラス転換が実現するかどうかのポイントとなるが、この実現が厳しくなった際に政府がどのような対応を取るのか(あるいは何もしないのか)が注目される。

この名目成長率の引上げ(新成長戦略では20年度までの年平均で3%成長を目標としている)は、財政健全化の面からも重要である。実際に、デフレ脱却によって、歳出項目も膨らむ可能性は否定できないが、税の自然増収やデフレ脱却による景気押し上げ効果などがそのデメリットを上回ることが期待される。

11年度の財政運営 ～ 国債への強い依存度は継続

11年度一般会計予算案(および同関連法案)については現在通常国会で審議中である。この予算案については、一般会計歳出の大枠(基礎的財政収支対象経費＝国債費を除く歳出)を約71兆円、国債発行額を約44兆円と、中期財政フレームで設定した10年度当初予算での水準を僅かながらも下回るように設定するなど、財政規律の堅持を意識したものとなっている。その中身については、歳出面では、社会保障関連費の自然増(約1.3兆円)の容認、2.1兆円の「元気な日本復活特別枠」の創設、子ども手当・求職者支援制度の強化(0.2兆円強)、などが目玉となっている。一方、歳入面では、約7.2兆円の税外収入の確保、法人税の実効税率5%引下げ(約1.5兆円の減税効果)が主な内容である。

政権交代当初と比べて、意識の変化も見られるが、09年総選挙で掲げた民主党マニフェストでの「コンクリートから人へ」というキャッチフレーズは健在であり、公共事業関係費を前年度比▲13.8%(一括交付金化の影響を考慮すると同▲5.1%)と引き続き削減しており、11年度以降も公的固定資本形成(GDPベース)には減少基調をたどることになるだろう。



(株)農林中金総合研究所

今後とも「事業仕分け」など、行政のムダを削る努力は続けられると思われるが、デフレ継続の下、税収が抜本的に改善する見通しは描けず、国債の大量発行に依存する財政運営はしばらく続くことになるだろう。なお、12年度以降の予算編成についても、基本的には「中期財政フレーム」・「財政運営戦略」に基づいた予算編成がされるものと想定した。

最後に、ねじれ国会の下、11年度予算案および関連法案の年度内成立が危ぶまれている。仮に予算関連法案が10年度末までに不成立だった場合には予算の4割が執行不可能になるとの見通しもあり、国内景気や国民生活に少なからぬ影響を与えることから、その動向には十分留意したい。

(2) 世界経済の見通し

2009年半ば以降の世界経済は、“the two-speed global economic recovery”と表現されることが多い。すなわち、世界経済全体としては回復基調にあるが、先進国ではそのテンポは緩慢なままで、グローバル金融危機によって発生した需給ギャップは依然として大きいままである。一方、新興国は底堅く推移しており、一部に過熱感が発生している。また、先進国は財政赤字の膨張傾向への警戒が強まる反面、金融政策は歴史的な緩和策を継続中である。これに対して、新興国ではすでに金融政策は引締め気味に動いている。すぐには顕在化することはないと思われるが、こうした二極化は将来にわたってリスクを蓄積していく可能性もあり、その動向には十分注意を払う必要がある。

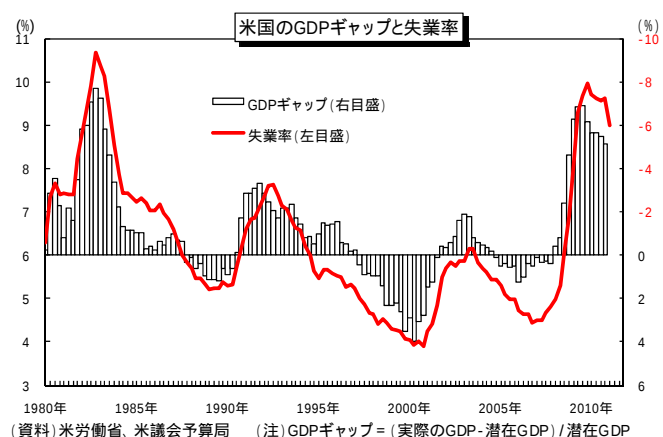
以下では、米国、欧州、中国の景気の現状分析と当面の見通し、国際商品市況の予測を行う。

米国経済

2010年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率3.2%と、6四半期連続のプラスとなった。内容的には、個人消費が雇用者数や賃金の緩やかな改善による雇用者所得の増加や株価の持ち直しを背景に大きく増加したほか、ドル安の恩恵から純輸出（外需）が全体を牽引した。一方、国内需要の回復から在庫投資は大きく減少した。民間企業設備投資は、企業の収益改善や低位で安定した長期金利を受けて、4四半期連続でのプラスとなった。

とはいえ、失業率は依然として9%台で高止まるなど、雇用の改善が明確になっていないほか、インフレ率も望ましい水準を下回った水準で推移するなど、需給バランスの崩れた状態はしつこく残っている。

この間、FRBは意図せざる金融引締めを未然に防ぐべく、10年8月に満期を迎える政府機関債とそのモーゲージ担保証券(MBS)の元本を長期国債に再投資する方針を決定したほか、同年11月には11年6月までに残存期間が長めの国債を6,000億ドル(毎月750億ドル程度)買い入れる追加金融緩和(QE2)に踏み切った。この国債購入プログラムが当初の予定通り行われるとの観測が強いことから、長期金利(10年物財務省証券利回り)は概ね3%台前半で推移している。一方、政策金利であるフェデラル・ファンド・レート(FFレート)の誘導目標は08年12月16日に0～0.25%へ引き下げられて以降、据え置かれている。直近1月の連邦公開市場委





(株)農林中金総合研究所

員会(FOMC)でも、労働力や資本設備などといった生産要素の低い稼働状況、低インフレ傾向の継続、中期的なインフレ期待の落ち着きなどを理由に現状維持が決定されている。

一方、オバマ大統領は1月の一般教書演説において、財政赤字削減を政策運営上の重要課題として挙げるなど、下院で多数を占める共和党に対して一応の配慮を示している。また、地方政府においても財政問題が関心を集めており、政府支出に対しては厳しい歯止めがかかると予想される。

さて、今回の経済見通しにあたって、FRBの金融政策は以下のように想定した。まず、QE2はこれまでのところ、長期金利の上昇抑制に効果を発揮しているとみられるが、この影響は少なくとも11年半ばまでは続くと予想する。QE2に対して規模を縮小するとの観測が一部で浮上しているものの、導入までの議論を踏まえると当初の予定通り継続する可能性が高いだろう。FRBに課せられている「雇用の最大化」と「物価の安定」という2つの責務を達成する水準以上に景気が上振れる可能性(例えば、失業率が労働市場の逼迫状態を示すと考えられている6%近くまで低下する、もしくはコアPCEデフレーターが前年比3%を上回って加速していくような状態)が出てこない限り、FRBは景気テコ入れのために、長期金利を低位に抑える政策をとり続けると考える。また、QE2の規模拡大については、失業率の上昇もしくはコアPCEデフレーターの上昇率鈍化などが見られない限り、可能性は薄いだろう。なお、QE2が当初予定通り行われた場合、ドル安基調も継続することが見込まれる。政策金利については、量的緩和政策の効果を持続させるために当面は据え置かれ、利上げが実施されるのは早くとも12年下期以降と予想する。

こうした金融政策を前提にすれば、設備投資の堅調さは12年にかけても続くことが見込まれる。また、世界経済全体が持ち直し基調にあることから、輸出の増勢も継続するだろう。一方、個人消費の回復継続や在庫の積み増しに伴い、輸入も増加するため、経済成長率に対する外需寄与度はマイナス傾向で推移することになる。以上を総合すると、厳しい雇用環境が残ることもあり、11年下期までは前期比年率で2%台半ばの経済成長が続くものの、その後12年にかけては、雇用の拡大とともに同3~4%台へと加速すると予想する。年間の

2011~12年 米国経済見通し (11年2月改訂)

	単位	2010年			2011年			2012年 通期	
		通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期		
		実績	(1～6月) 実績	(7～12月) 実績	予想	(1～6月) 予想	(7～12月) 予想	予想	
実質GDP	%	2.9	3.5	2.5	2.9	3.2	2.8	2.7	
個人消費	%	1.8	1.7	2.8	2.9	3.0	2.8	3.3	
設備投資	%	5.5	7.7	10.3	7.8	7.2	6.9	6.3	
住宅投資	%	▲ 3.0	▲ 1.0	▲ 9.0	▲ 1.7	1.1	0.5	0.8	
在庫投資	寄与度	1.3	2.2	0.1	0.1	▲ 0.2	0.6	0.2	
純輸出	寄与度	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.8	0.1	0.7	▲ 0.3	▲ 0.4	
輸出等	%	11.7	13.8	7.8	6.7	5.9	7.2	7.7	
輸入等	%	12.6	14.9	11.9	4.9	0.2	8.0	8.9	
政府支出	%	1.1	▲ 0.2	2.8	0.2	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.6	
参考	コアPCEデフレーター	%	1.3	1.6	1.0	1.3	1.1	1.6	2.2
	GDPデフレーター	%	0.9	0.6	1.3	1.7	1.5	1.8	2.2
	FFレート誘導水準	%	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0.50
	10年国債利回り	%	3.20	3.59	2.81	3.43	3.35	3.50	4.06
	完全失業率	%	9.6	9.7	9.6	9.0	9.3	8.6	8.0

実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

(注) 1. 予測策定時点は2011年2月14日

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)

3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度、デフレーターは前年同期比

4. コアPCEデフレーターは期中平均前年比

5. FFレート誘導目標は期末値



(株)農林中金総合研究所

成長率としては、11 年は前年比 2.9% (前回見通しから 1.0%pt の上方修正)、12 年は同 2.7%と予想する。

欧州経済

ユーロ圏の 2011 年 1 月の経済信頼感指数 (欧州委員会発表) は 106.5 と、前月の 106.6 に続き 07 年 10 月以来の高水準を維持した。また、製造業景況感指数がサービス業景況感指数に比較して引続き長期的な平均値を上回るより強い回復を示しており、この背景としてはドイツ製造業の堅調な輸出による欧州経済の牽引という基本的な構図が継続しているものと考えられる。

ユーロ圏の直近のマクロ経済情勢について見ると、生産面では 12 月の鉱工業生産指数は前月比 ▲0.1%となったが、前年同月比では 8.0%であり、09 年前半を底としてその後の回復基調に変化はない。一方、雇用情勢については、失業率は依然高止まりが継続しており、12 月は 10.0%と 1998 年 10 月以来の高水準となっているが、なかでもスペインの 20.2%、アイルランドの 13.8%等、財政改善が重要な課題となっている国々での高止まりが目立っている。消費面でも、同月の小売売上高は前月比 ▲0.6%となり、10 年 8 月以降は前月比減少が継続しているなど、力強さに欠ける展開となっている。

ユーロ圏の経済成長の牽引役として期待されるドイツについては、12 月の輸出額は 11 月と同じ前月比 0.5%と、足元では落ち着いた伸びとなっているが、09 年半ば以降着実に回復を示し、既に 10 年後半にはリーマン・ショック以前のレベルにまで戻している。また、12 月の製造業受注は前月比 ▲3.4%、鉱工業生産指数は同 ▲1.5%となるなど足元では上下の振れはあるものの、09 年前半を底としてその後回復基調を維持している。一方、内需の動向については、輸出の好調を背景に雇用市場の需給はタイトとなり、1 月失業率は 7.4%と、引続き 1992 年 3 月以来の低水準となつてはいるが、12 月の小売売上高は前月比 ▲0.3%と 11 月 (同 ▲2.4%) に続き 2 ヶ月連続の低下となった。小売売上高は、10 年 7 月のピーク以後は前月比伸び率が下落基調に転じており、安定的な回復には至っていない。

ユーロ圏の 1 月の消費者物価指数は前年同月比 2.4%上昇と、12 月 (2.2%) に続いて 2 ヶ月連続で欧州中央銀行 (ECB) が中期的な上限とする 2.0%を上回った。これに対し、ECB では中期的に見ればインフレ率はなお安定しているとし、低金利政策を直ちに見直す考えはないことを明らかにしているが、ECB は消費者物価上昇率の動向を見極めつつ、11 年後半には利上げに動く可能性があるものと考えられる。欧州の財政問題が依然として終息の目途が立たない中、危機対応時の金融政策からの正常化に向けた「出口」への取組みとともに、ECB の政策の舵取りの困難性はますます高まってきた。

こうした中、ユーロ圏 (16 ヶ国) の 10 年 10~12 月期の実質 GDP 成長率 (速報値) は 7~9 月期と同率の前期比 0.3% (年率換算 1.2%) となったが、リーマン・ショック後のピークをつけた 4~6 月期の同 1.0% (同 4.1%) からは減速している。主要国の内訳では、ドイツが前期比 0.4% (7~9 月期: 同 0.7%)、フランスが同 0.3% (同 0.3%) である一方、ギリシャが同 ▲1.4% (同 ▲1.7%)、ポルトガルが ▲0.3% (同 0.2%)、イタリアが同 0.1% (同 0.3%) 等となった。また、ユーロ圏以外では、英国が同 ▲0.5% (同 0.7%) となった (付表参照)。このように、いわゆるコア国と財政健全化への厳しい取り組みが続く周辺国との間で、引続き二極分化の動きが継続している。

一方、欧州の財政問題は依然不透明感を有しており、金融市場の波乱を通じ経済成長に大きな影響を与え得るリスク要因となっている。直近では、3 月の EU 首脳会議に向け、ユーロ圏の包括的な安定対策を策定すべく調整が進められており、市場はこれへの期待感から足元ではやや小康状態にある。しかしながら、こうした対応は財政分権にかかるユーロ圏の構造的な問題への取組みとして注目されるものの、具体的な対策レベルで各国の合意を得ることは容易ではなく、実効性を伴う内容となるかどうかについては予断を許さない。



(株)農林中金総合研究所

また、引続き現実的な問題として、ポルトガル等への国際的な支援ニーズ波及の可能性の他、銀行の資本不足懸念（アイルランド、スペインの銀行対策の十分性に対する懸念、銀行を通じた危機の他国への波及の懸念）やギリシャの債務再編懸念（長期債の償還・借換えが始まる12年に向けてギリシャの債務再編の思惑が市場を混乱させる懸念）等が、今後市場の波乱要因となる可能性が残っている。

以上の環境下、欧州中央銀行（ECB）による11年2月発表の四半期ごとの専門家調査では、11年の実質GDP成長率を1.6%と予測している（付表参照）。

以上から、当社は、ユーロ圏ではドイツ主導の経済回復は継続するものの、緊縮財政を主因に内需の拡大が抑制されることから、通年での実質GDP成長率が1.7%となった10年に引続き、11年も1%台半ばの緩やかな経済成長にとどまる可能性が高いと考える。

中国経済

中国の10年10～12月期の実質GDP成長率は前年比9.8%と、7～9月期（同9.6%）から再び加速が見られた。この結果、10年を通じての経済成長率は前年比10.3%と、3年ぶり（08年9.6%、09年9.1%）に二桁台を回復した。

なお、10～12月期の成長加速の要因の一つは、全社会固定資産投資（総資本形成）の増加率の高まりである。総資本形成の8割以上を占める都市部固定資産投資は、08年に打ち出された4兆元の景気刺激策による押し上げ効果が一巡し、10年初から鈍化傾向にあったが、10月以降は再加速する傾向にある。中央政府による不動産投資抑制強化の影響は見られているが、一方で内陸部におけるインフラ投資などが堅調に推移しているため、高い伸び率が続いたものと考えられる。なお、11年以降についても、大規模の保障性住宅（中低所得者向け公営住宅）や水利施設の建設などにより、前年比20%程度の高い伸びが続くと見ている。

また、個人消費も総じて底堅く推移している。12月の社会消費財小売総額（最終消費支出）は前年比19.1%と、11月（同18.7%）から伸びが高まっている。雇用の改善、所得収入の増加、最低賃金の引上げなどが背景にあると思われる。ただし、消費者物価上昇の影響や小型車減税の打ち切りなどにより、今後は増加テンポが鈍化していく可能性があるだろう。外需も拡大基調を維持している。中国海関総署が公表した貿易統計によると、1月の輸出が前年比37.7%（12月：同17.9%）、輸入が同51.0%（12月：同25.6%）、貿易収支が前年比▲53.5%の64.5億米ドルであった。春節休みの影響もあり、輸出入は1月に集中していた模様である。1月の輸出の前年比は輸入を大幅に下回るテンポで弱まっており、経済成長率に対する寄与度は低下したが、今後は欧州の景気不透明による影響が懸念されるものの、米国などの景気回復に伴い、輸出は緩やかな拡大が続くと予想される。

一方、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、過剰流動性の増大などを背景に、消費者物価指数（CPI）の上昇率は加速傾向にあったが、物価統制強化などによる影響で食料品価格が低下したことを受けて、12月のCPI上昇率は前年比4.6%と11月（同5.1%）からやや低下した。なお、11年初頭には過剰流動性の増大や干ばつなどの自然災害発生からの影響から、食料品価格は再び上昇傾向を強めたため、1月分は同4.9%となったが、今後インフレ圧力は一層強まるだろう。

このように景気が再加速を始めるなか、物価上昇や不動産価格の上昇を抑制するため、2月9日に中国人民銀行（中央銀行）は10年10月以降3度目となる利上げ（1年物預金基準金利と同貸出基準金利を25bp引上げ）を実施した。しかし、実質預金金利は依然マイナス水準にあるほか、海外からの直接投資増や投機マネーの流入などによって金余り現象が強まっていること、それに伴うインフレ圧力も根強いことから、今後は利上げのペースを速める可能性が高い。



(株)農林中金総合研究所

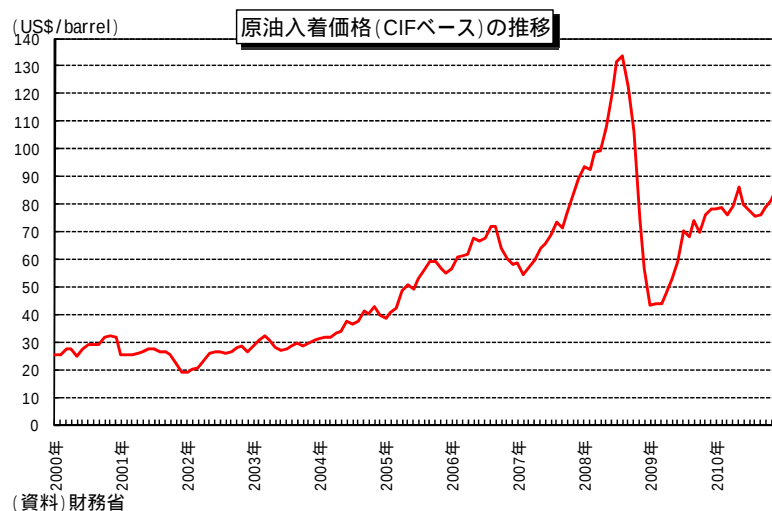
全般的に見れば、金融引締め強化によって景気過熱を抑制しようという意向も見て取れるものの、一方で中央政府は保障性住宅や水利施設の建設などを中心に「積極的」な財政政策も続けていく方針である。さらに、11年は第12次5ヶ年計画(11～15年)が始まり、省エネ・環境、新IT技術、バイオ、先端的設備製造、新エネルギー、新素材、新エネルギー車(電気自動車など)、といった7つの振興産業が推進される予定であり、当面は景気の勢いが弱まる可能性は低いだろう。

国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

新興国経済の底堅さや先進国・地域における大胆な金融緩和策の長期化、さらには安定供給に対する不安などが重なり、10年後半以降、国際商品市況の上昇傾向が強まっている。一部の商品相場は08年のピーク時の水準を上回っており、世界銀行は特に食料品価格について「危険水準まで上昇している」とするなど、強い懸念を表明している。なお、世銀は、食料品価格が高騰している要因として、生産国の天候不順(昨年来のロシアの旱魃、オーストラリアの洪水に加え、世界最大の小麦生産国である中国も深刻な旱魃に見舞われている)やそれに伴った生産国の輸出制限の動き、さらには景気回復に伴った需要増の動きなどを指摘している。また、原油価格も民主化デモなどエジプト情勢の緊迫化を受けて、一時1バレル＝90ドル台へ上昇するなど、上昇傾向を強めてきた。

国際エネルギー機関(IEA)では、世界経済の回復傾向が強まりつつあることから、11年の世界の原油需要見通しを上方修正し、過去最高水準に達するとの見方を示した。米エネルギー省エネルギー情報局(EIA)でも同様に需要見通しを上方修正している。一方、石油輸出国機構(OPEC)加盟国・非加盟産油国とも増産余力があるほか、先進国内の十分な在庫により、需給逼迫による原油価格の急騰の可能性は限定的としている。なお、国内への原油入着価格については、11年度は80ドル台半ばから後半、12年度は90ドル台前半での推移を見込んでいる。

こうした国際商品市況の動向により、国内でも食料品・エネルギーなどの価格上昇が強まっていく半面、それによる実質購買力の低下が需要減退を引き起こすことについても留意する必要があるだろう。



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	%	▲ 3.7	0.9	0.5	1.8
実質GDP	%	▲ 2.4	3.0	1.7	2.5
民間需要	%	▲ 5.0	2.8	1.4	2.2
民間最終消費支出	%	▲ 0.0	1.4	▲ 0.1	0.8
民間住宅	%	▲ 18.2	0.1	6.1	2.8
民間企業設備	%	▲ 13.6	5.4	4.6	7.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 1.1	0.5	0.1	0.1
公的需要	%	5.2	0.1	0.3	0.7
政府最終消費支出	%	3.4	2.0	1.2	1.4
公的固定資本形成	%	14.2	▲ 8.7	▲ 5.0	▲ 3.2
輸出	%	▲ 9.6	17.7	8.1	10.9
輸入	%	▲ 11.0	10.9	5.3	9.4
国内需要寄与度	%pt	▲ 2.7	2.2	1.1	1.7
民間需要寄与度	%pt	▲ 3.9	2.0	1.0	1.6
公的需要寄与度	%pt	1.2	0.0	0.1	0.2
海外需要寄与度	%pt	0.3	1.0	0.7	0.8
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.3	▲ 1.9	▲ 1.2	▲ 0.7
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 5.2	0.6	1.1	0.9
全国消費者物価 (")	%	▲ 1.6	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 0.1
完全失業率	%	5.2	5.1	5.1	4.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 9.2	10.0	5.3	5.8
経常収支(季節調整値)	兆円	15.8	16.2	15.8	17.3
名目GDP比率	%	3.3	3.4	3.3	3.5
為替レート	円/ドル	92.8	85.7	85.1	90.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.09	0.09	0.10
新発10年物国債利回り	%	1.36	1.13	1.30	1.49
通関輸入原油価格	\$/バレル	69.1	81.3	86.5	91.3

(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。

(四半期)

		単位	2010年				2011年				2012年				2013年
			1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP		%	1.7	▲ 0.6	0.6	▲ 0.6	▲ 0.1	0.1	0.4	0.5	0.4	0.4	0.6	0.5	0.3
実質GDP		%	1.5	0.5	0.8	▲ 0.3	0.3	0.4	0.7	0.6	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5
(年率換算)		%	6.0	2.1	3.3	▲ 1.1	1.1	1.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.6	2.4	1.8
民間需要		%	1.5	0.4	1.4	0.0	0.4	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6
民間最終消費支出		%	0.5	▲ 0.0	0.9	▲ 0.7	0.1	▲ 0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
民間住宅		%	1.6	▲ 0.3	1.8	3.0	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
民間企業設備		%	0.7	2.9	1.5	0.9	0.6	1.0	1.5	1.5	1.5	2.0	1.8	1.6	1.7
民間在庫品増加(寄与度)		%pt	0.6	▲ 0.1	0.3	0.2	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要		%	▲ 0.5	0.1	▲ 0.2	▲ 0.7	0.5	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出		%	▲ 0.3	1.1	0.3	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成		%	▲ 1.4	▲ 4.1	▲ 2.1	▲ 5.8	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出		%	6.6	5.3	1.5	▲ 0.7	2.3	2.0	2.6	2.8	3.0	2.8	2.5	2.0	2.0
輸入		%	3.0	4.0	2.9	▲ 0.1	1.5	1.0	1.0	2.0	2.5	3.0	2.0	1.5	3.0
国内需要寄与度		%pt	1.0	0.3	1.0	▲ 0.2	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
民間需要寄与度		%pt	1.1	0.3	1.0	0.0	0.2	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
公的需要寄与度		%pt	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度		%pt	0.5	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.0
GDPデフレーター(前年比)		%	▲ 2.8	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 2.1	▲ 1.3	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.5
国内企業物価 (前年比)		%	▲ 1.7	0.2	▲ 0.1	1.0	1.5	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
全国消費者物価 (")		%	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.1
完全失業率		%	4.9	5.2	5.1	5.0	5.0	5.2	5.1	5.0	4.9	4.9	4.8	4.7	4.6
鉱工業生産 (前期比)		%	7.0	1.5	▲ 1.8	▲ 1.7	5.0	1.0	1.2	1.2	1.5	1.2	1.5	1.7	2.0
経常収支(季節調整値)		兆円	4.7	3.8	4.4	4.2	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.4
名目GDP比率		%	3.9	3.2	3.7	3.5	3.2	3.2	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5	3.6
為替レート		円/ドル	90.7	92.0	85.9	82.6	82.5	83.0	84.0	86.0	87.5	87.5	90.0	90.0	92.5
無担保コールレート(O/N)		%	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10
新発10年物国債利回り		%	1.33	1.27	1.05	1.04	1.15	1.25	1.25	1.30	1.40	1.40	1.45	1.50	1.60
通関輸入原油価格		\$/バレル	77.7	81.8	76.5	82.0	85.0	84.0	85.0	88.0	89.0	90.0	90.0	92.5	92.5

(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、前期比。

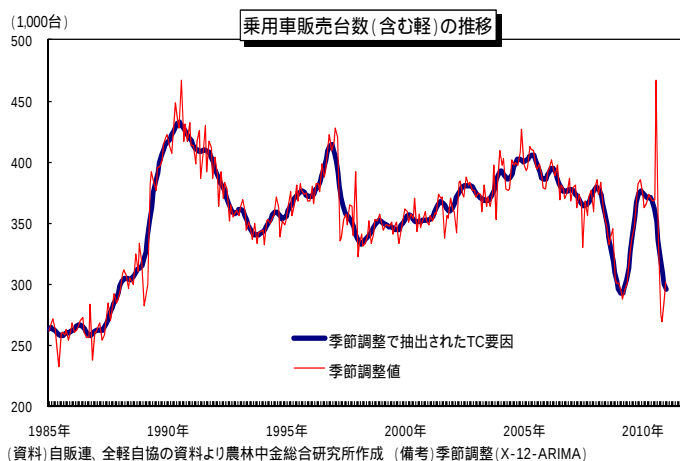
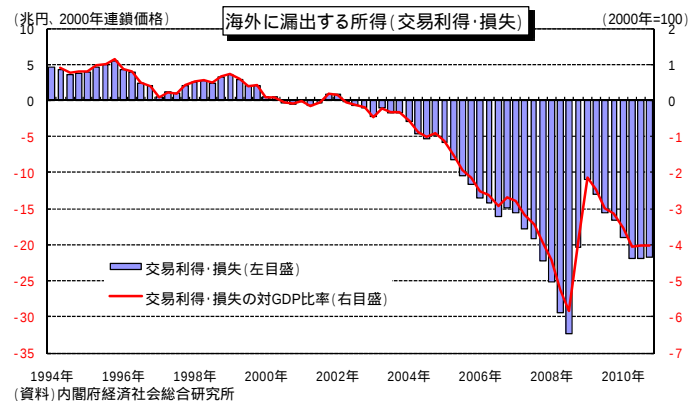


3. 2010～12年度の日本経済・物価見通し:

(1) 経済見通し

冒頭でも触れたように、10年夏以降、足踏み状態に入った国内経済であるが、12月以降は、再び浮上するような兆しも散見され始めた。景気の先行きに関する基本的認識としては、民間最終需要の自律的回復がなかなか本格化しないなかで、輸出の動きがわが国経済の趨勢を決定づけるという構図は変わらないだろう。まずは、当面のわが国経済が直面するいくつかの課題について見ていきたい。

第一に、国際商品市況の高騰に伴う交易条件の悪化の影響である。GDP統計における「交易損失」は10年度に入ってからGDP比で約4%前後での推移となっているが、つまりはわが国内の経済活動の結果得られた生産額の4%分が海外に漏出している、ということを示している。バブル崩壊後、深刻なバランスシート調整圧力のなかで停滞が続いたわが国経済は、外需（もしくは輸出）への依存度を高め、輸出増が輸出製造業の業績押上げにつながり、そこからその他セクターに波及していく、という様相を強めていった。しかし、企業部門でのリストラ圧力が高いなか、家計への波及力は弱いままで、民間消費などは抑制され続けた。上述のような強制的な所得移転は、こうした景気の回復プロセスにとっては阻害要因となりうる。今後とも国際商品市況の上昇が続き、加えて円安傾向が強まれば、わが国の景気への影響も無視できなくなるだろう。



る。台数ベースでは11月をボトムに持ち直す動きもみられるが、その水準はかなり低い。家電エコポイント制度についても、10年12月以降はポイントがほぼ半減し、11年1月からは省エネ性能が最も高い「五つ星」かつ買い替え目的のものに限定するものとなっている(期限は3月まで)。制度終了前の駆け込み需要はあるだろうが、11年前半にかけて反動減が残る可能性が高い。

一方、耐久財以外の消費動向をみても、国内家計最終消費の約半分を占めるサービス消費は10～12月期まで4半期連続で前期比減少となるなど、堅調な耐久財消費のしわ寄せを受けた格好となっている。ちなみに、家計の所得環境は依然として厳しく、10～12月

次に、民間消費について考えたい。エコカー減税・購入補助金制度、家電エコポイント制度といった耐久消費財刺激策は、グローバル金融危機に直面したわが国経済の下支え・牽引役ではあったが、基本的には今後数年分の耐久財消費を前倒しさせた格好となっており、終了後の反動減は避けられない性質のものである。すでにエコカー購入補助金制度については、9月上旬に終了を迎え、それ以降の自動車販売は不振を極めてい

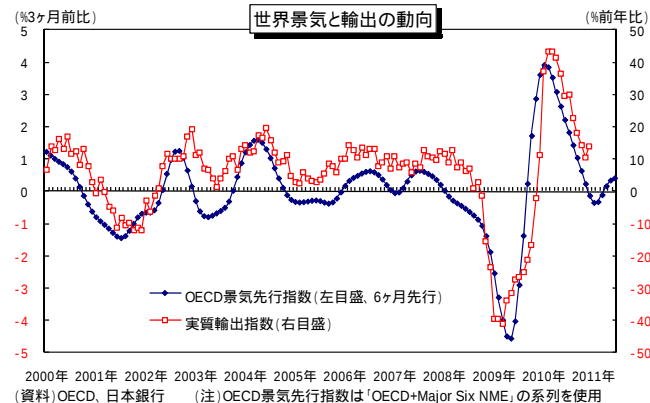


(株)農林中金総合研究所

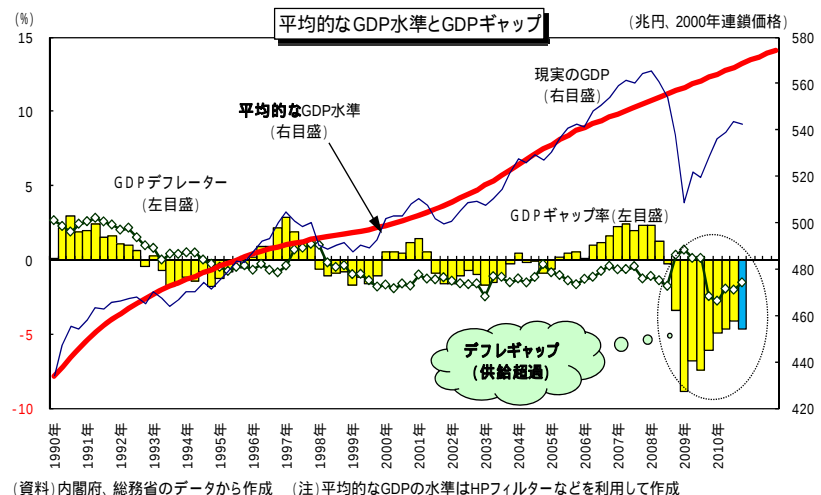
期にかけては雇用者報酬が再び悪化している。本格化してきた11年の賃金交渉(春闘)についても、10年に続き、概ね定期昇給分のみの妥結になりそうであり、所得環境が大きく改善する見込みは乏しい。

以上の点などを踏まえつつ、10～12年度の日本経済見通しについて述べていきたい。日本を取り巻く世界経済動向については、先進国と新興国・資源国の二極化という現象が強まっており、お互いに問題点を抱えたままでは

あるが、それが景気下押しリスクとして顕在化することはなく、総じて回復基調をたどる姿が想定できるだろう。もちろん、中国など新興国については断続的に金融引締め策を打ち出しており、それがわが国の輸出を一時的に抑制する可能性については注意しておく必要がある。



う。一方、民間消費については10～12月期分ではまだ耐久消費財の反動減は観察されなかったものの、家電エコポイント制度の規模縮小もあり、一時的にせよ耐久財消費が減少する可能性はあるだろう。また、足元では国際商品市況の高騰が続いているが、賃金が飲み込む中で生活物資(食料品・エネルギー)などが値上がりし始めた際には、民間消費にマイナスの影響が出る懸念もある。民間住宅については、住宅ローン金利優遇策や住宅エコポイント制度によるリフォーム需要などが引き続き期待され、緩やかな回復が続くと思われる。以上を踏まえると、1～3月期の実質経済成長率は、前期比0.3%(同年率1.1%)と再びプラスに転じるものの、踊り場からの脱却を明確に示すほどの力強さは感じ取れない数字となるだろう。この結果、10年度については、**実質GDP成長率は同3.0%**(前回12月時点での予測では2.8%)と、3年ぶりのプラス成長となると予測する。この3.0%成長という数字は高いが、前年度から





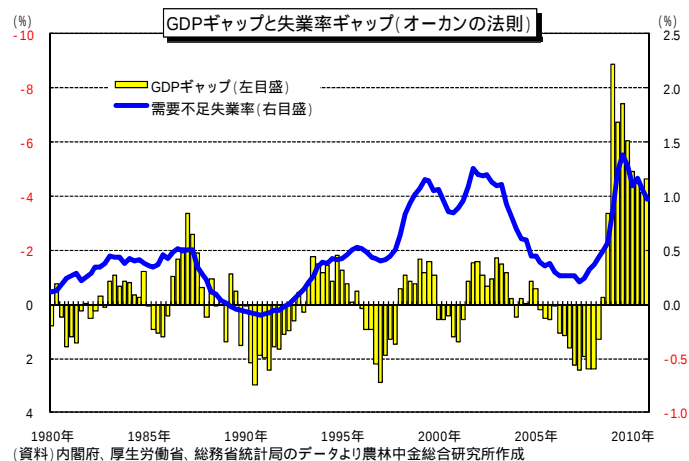
(株)農林中金総合研究所

の「ゲタ」が1.9%ptあることが大きい。なお、前回予測時からの修正の理由は10年度下期の景気停滞が軽微なもので済む蓋然性が強まったからである。また、**名目 GDP 成長率は0.9%**(前回予測は0.2%)と、同じく3年ぶりのプラスと予測、経済規模の縮小には一定の歯止めがかかると見られる。一方、**GDP デフレーターは前年度比▲1.9%**(前回予測では▲2.1%)と下落状態が続くことになる。

11年度については、4～6月期までは消費の低調さが残るものの、その後は緩やかに持ち直していくほか、中国など新興国経済が牽引する格好で世界経済の回復傾向が強まていくと思われる。依然として大幅な需給ギャップを抱える米国経済についても、家計のバランスシート調整などをこなしながら徐々に回復力を強めていくだろう。その結果、輸出を起点とする景気回復プロセスが再び強まていくことになるだろう。とはいえ、上述の通り、国内のデフレ継続や交易条件の悪化などにより、「企業から家計への波及」は進展があまり期待できないだろう。この結果、**実質 GDP 成長率で同1.7%**(前回予測は1.1%)と、2年連続のプラス成長ながら、10年度よりも「ゲタ」が小さい分、数字上の減速は避けられない。なお、今回の上方修正の主因は前述したように10年度下期の景気調整が想定よりも軽微で済む見込みであることが影響している(11年度に向けたゲタは前回予測では▲0.5%ptとしていたが、今回予測では0.3%ptである)。また、**名目 GDP 成長率は0.5%**(前回予測は0.2%)と同じく2年連続のプラスと予測するが、依然として名実逆転状態は継続する。その結果、マクロ的な需給バランスが崩れた状態はなかなか解消できないこと、さらには資源高騰に伴う交易条件の悪化も響き、**GDP デフレーターは前年度比▲1.2%**(前回予測は▲0.9%)とマイナスが続くだろう。

また、12年度についても、引き続き回復基調を続けるものと想定する。実質 GDP 成長率は2.5%へ加速(前回予測は2.4%)、潜在成長率を上回る成長を予想した。なお、名目 GDP 成長率も1.8%と高まるが、依然として名実逆転状態は維持され、その再逆転は13年度以降に持ち越されることになるだろう。

一方、雇用環境については、10年度に入ってから失業率は足踏み状態が続いているが、年度下期に入ってから持ち直し傾向が強まってきた。しかしながら、新卒予定者の就職難や失業者の求職期間の長期化など、依然として状況は厳しい。11年度入り直後には、10年度にも見られたように一旦は雇用環境が悪化する可能性があるだろう。基本的には、国内景気は徐々に回復力を高めていく動きとなることが予想されるが、雇用吸収力はなかなか伴わず、今しばらくは雇用調整圧力が高い状態が続くだろう。**10年度末の失業率は5.0%、11年度末は4.9%、12年度末は4.6%**と、劇的な改善は想定できず、緩やかなペースでの低下にとどまると予想する。



(2) 物価見通し

新興国経済の需要回復をきっかけに国際商品市況の持ち直しが進んだこともあり、主要な物価指標は09年夏場をボトムに下落率の縮小傾向をたどっている。特に、資源価格の影響を受けやすい国内企業物価は、10年度下期以降、前年比プラス状態が定常化しつ



(株)農林中金総合研究所

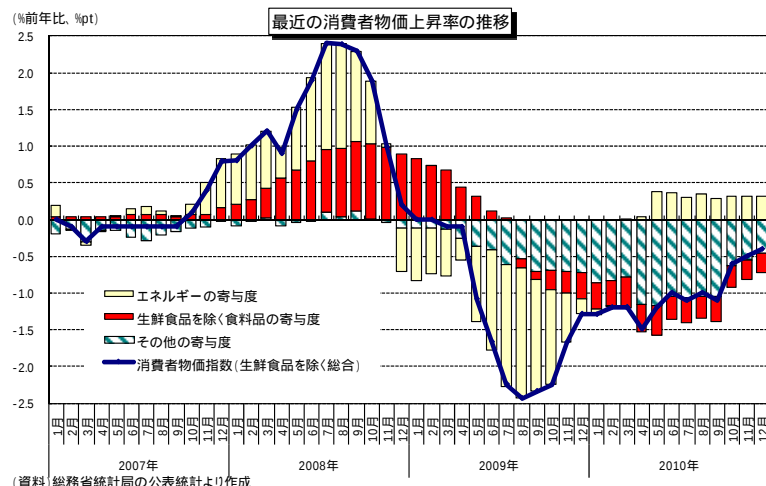
つあり、上昇率も加速しつつある。一方、全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）、企業向けサービス価格については、以前より前年比下落率がだいぶ縮小したとはいえ、依然としてマイナス状態である。

このうち、全国消費者物価については、4月から始まった高校授業料の実質無償化によって前年比に対して▲0.54%ptの押下げ効果が発生した（この効果は11年3月まで持続する）ために、物価下落の縮小傾向が一旦途絶えたが、最近ではエネルギー（電気・ガス料金、石油製品）価格の上昇、さらに10月以降はたばこ増税や損害保険料引き上げなどにより、消費者物価の下落幅が一段と縮小した。今しばらくは、これまでの国際商品市況高騰に伴い、食料品・エネルギーやその周辺の財・サービスの価格上昇が強まると思われるが、一方で食料品やエネルギー以外の多くの財・サービスでは下落圧力が根強く残っていることから、物価が水面上に浮上し、それが定着するまでにはまだ時間がかかると思われる。

以上から、**10年度の消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）は前年度比▲0.8%と2年連続の下落、11年度も同▲0.3%と下落状態が続くものと予想**。後述の通り、日銀は11年度内の物価上昇への転換を見込んでいるが、その実現は難しいと思われる。**12年度については、年度下期によりやく前年比プラスに転じる（現行基準ベース）ことが見込まれるが、年度を通じては同▲0.1%とマイナスが残るだろう。**

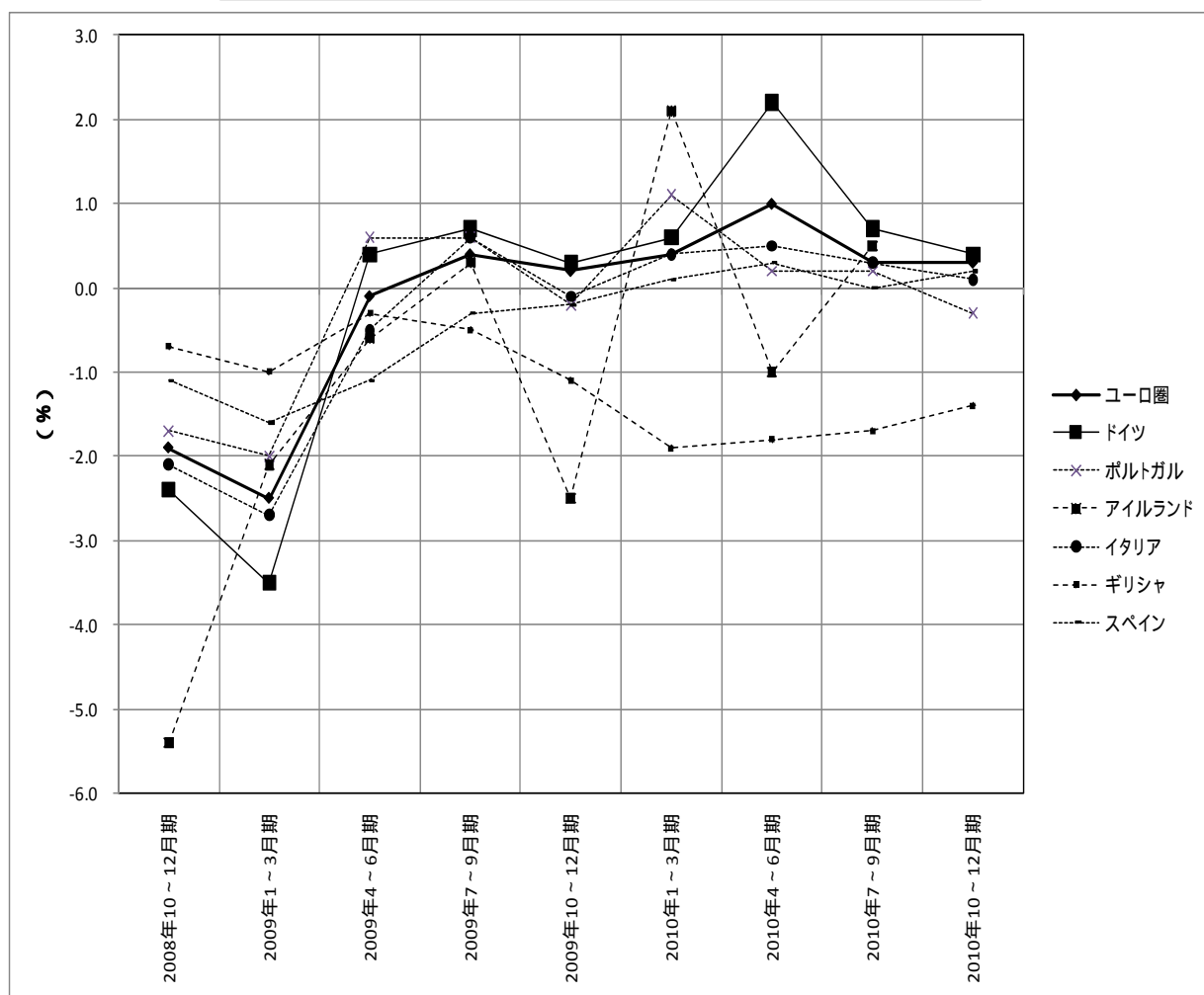
なお、11年8月には、CPIの2010年基準への改定が予定されているが、現行基準の連鎖指数をみる限り、現在発表されているCPIには0.4～0.5%ptほどの上方バイアスが発生している可能性が見て取れる。こうした点も踏まえれば、デフレからの完全脱却までには相当程度の時間がかかるものと思われる。

一方、資源価格の影響をより受けやすい国内企業物価については、10年度には同0.6%と2年ぶりの上昇が見込まれるほか、11年度も同1.1%、12年度も同0.9%と上昇が続くことが予想される。



付 表 1: 欧州経済

実質 GDP 成長率(前期比)



(出所) Eurostat のデータから農中総研作成

なお、アイルランドは 2010 年第 4 四半期の数値は未公表

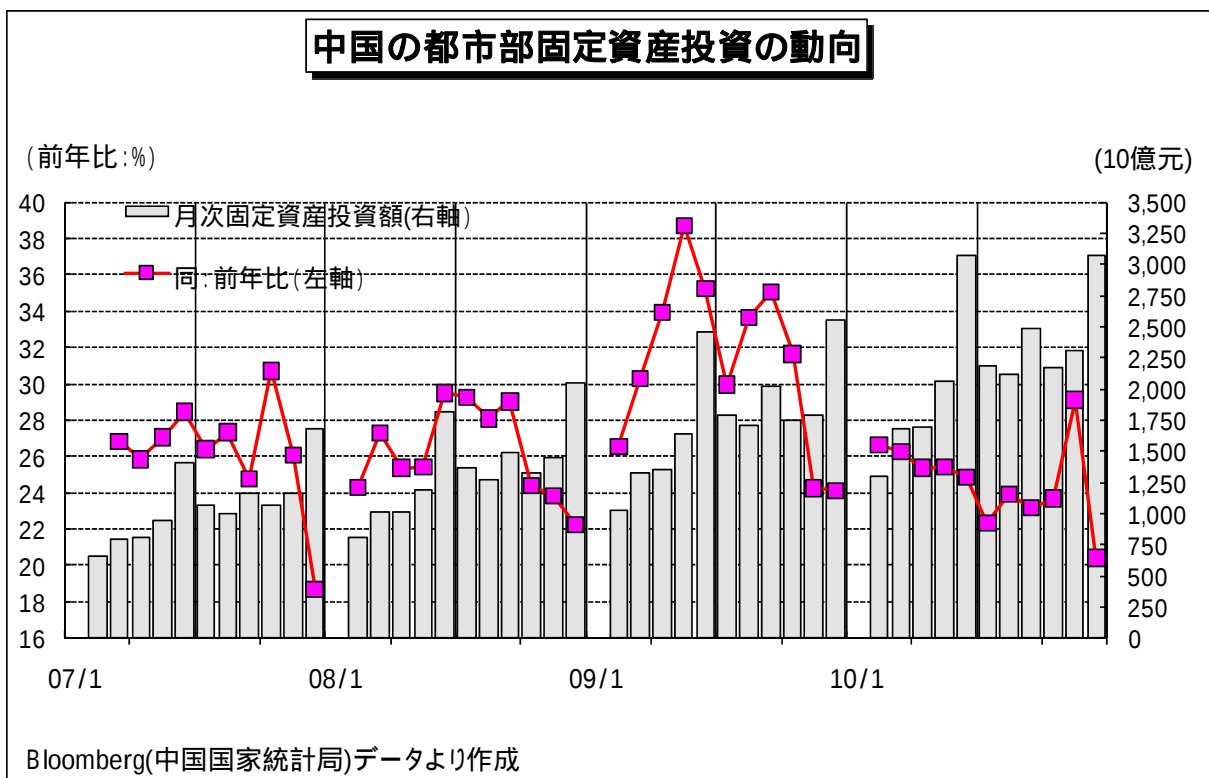
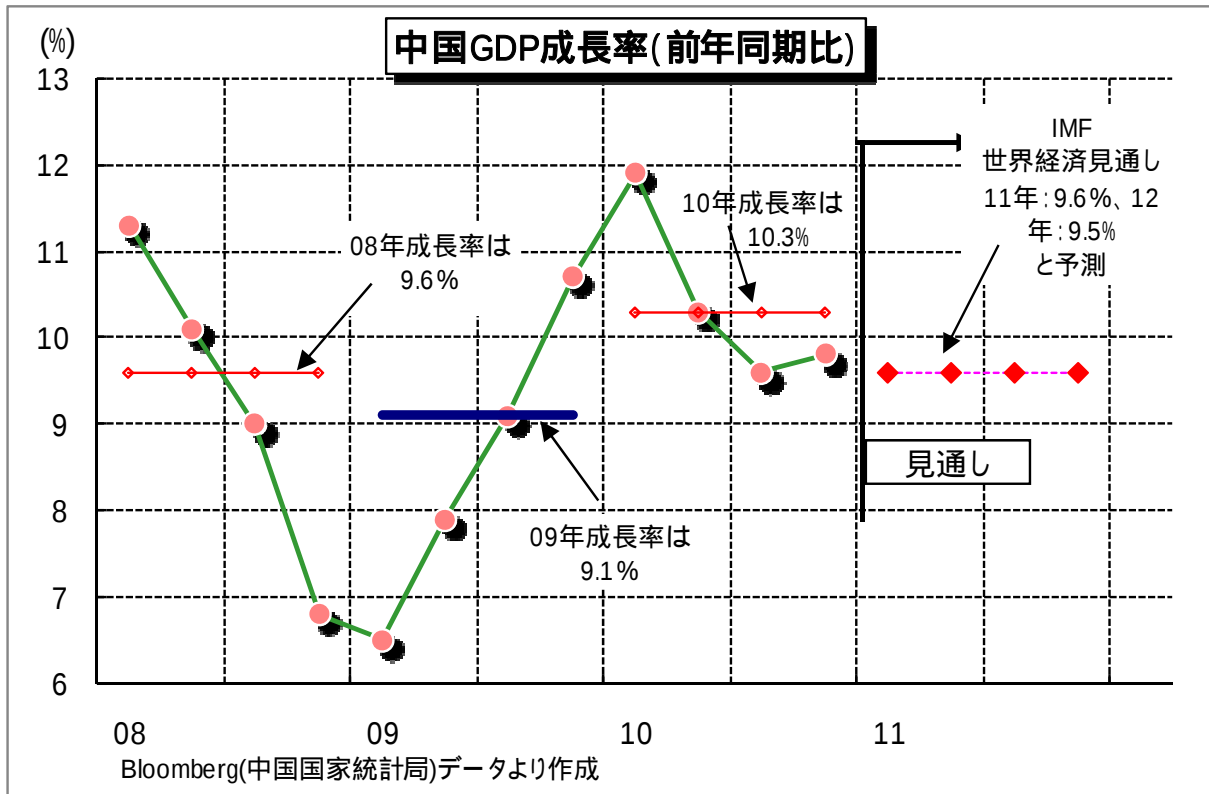
欧州中央銀行(ECB)の専門家調査結果(2011 年 2 月公表)

(単位: %)

	2011 年	2012 年	(中期)2015 年
ユーロ圏インフレ率(HICP)	1.9	1.8	2.0
前回調査からの変更幅	+0.4	+0.2	+0.1
ユーロ圏実質 GDP 成長率	1.6	1.7	1.9
前回調査からの変更幅	+0.1	0.0	+0.1
ユーロ圏失業率	9.9	9.6	8.3
前回調査からの変更幅	0.1	0.0	0.0

(出所) ECB Survey of Professional Forecasts, 前回調査は 2010 年 11 月公表

付 表 2 : 中国経済



分析レポート

国内経済金融

環境金融をリードする住友信託銀行の取組み

～お客様へのソリューションの提供が新たな市場を開拓する～

安藤 範親・寺林 暁良

に CSR の推進体制を置くことで、CSR はビジネスであるとの明確な位置付けを行っている。

はじめに

人権や環境問題などから、世界中で「企業の社会的責任（CSR）」に対する社会の関心が高まっている。

今までに、日本の金融業界では、CSR として財団・基金の設立、寄付や奉仕など多様な活動が行われてきたが、近年は、金融機関自体の活動にとどまらず、金融市場を通じて個人の環境活動や取引先の CSR 活動を促す、「環境金融」と呼ばれる金融サービスが広がりを見せている。例えば、環境保全活動に取り組む企業への融資金利の優遇や、社会的責任投資（SRI）ファンドといった金融商品の出現である。

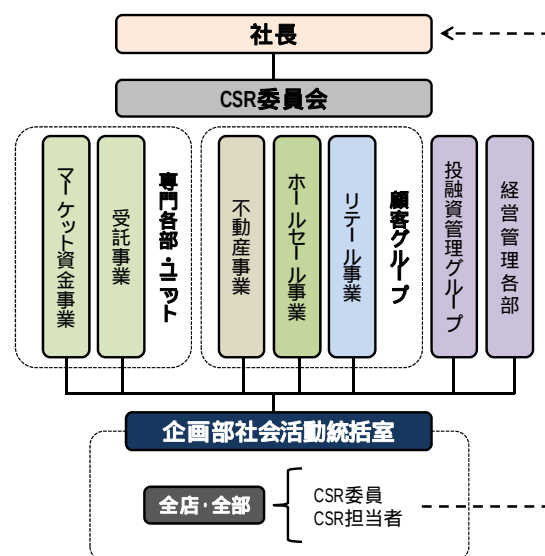
本レポートでは、金融機関の CSR 活動の進展において、リーディングカンパニーとして活躍してきた住友信託銀行（以下、「同行」とする）の活動を紹介したい。

トップコミットメントから始まる CSR

同行は、CSR 活動として、環境配慮型開発・建築コンサルティングや環境格付融資など先進的な取組みを行っているが、これらの取組みを進展させた背景には、企業トップ自らが率先して CSR に取り組む姿勢を内外に表明し、同行の経営戦略の中核に位置づけてきた経緯がある。

具体的には、03 年 6 月に社長を委員長とした執行役員以下経営会議メンバーで構成する「CSR 委員会」を新設、また、実務専任担当部署として「企画部社会活動統括室」を設置した（図表 1）。企画部

図表1 住友信託銀行のCSR推進体制



CSR 委員会は、全体戦略や関連商品の開発、販売戦略や人材育成、予算に至るまで CSR 活動のすべてをカバーし、決議された CSR 関連商品については、各事業の事業計画において目標を設置している。一方、全店・全部に配置された CSR 委員、CSR 担当者は部署単位に個別の取組みを実施している。

これらを半年度ごとに PDCA サイクルで回し、全社的な CSR の取組みを統括している。

明文化された推進姿勢

同行は CSR を推進するにあたり、図表

2に示すように「パス1:事業革新の実現」、「パス2:信頼の醸成」、「パス3:人材マネジメントの強化」、「パス4:コスト管理・削減」、「パス5:リスク管理の強化」の5つを同行自身の企業価値の向上へのパス(経路)と位置づけ、それぞれの取組みを日々強化している。

以下では、お客様や取引先企業などのステークホルダーとの関係構築において特に重要な「パス1:事業革新の実現」と「パス2:信頼の醸成」について、その活動の一部を紹介する。

図表2 住友信託銀行のCSRの5つのパス

パス1: 事業革新の実現

地球温暖化問題や生物多様性問題などのさまざまな社会的課題の解決に資する新しい金融事業の創造に取り組みます。

パス2: 信頼の醸成

お客様、市民・地域社会などステークホルダーからの信頼を醸成することで、ブランド力を向上させ企業価値を高めます。

パス3: 人材マネジメントの強化

従業員が安心して働ける職場環境をつくり、一人ひとりの可能性を最大限に引き出すことで競争力を高めます。

パス4: コスト管理・削減

業務上生じる環境負荷の低減に取り組みながら、その過程でのコスト管理、その成果としてのコスト削減を重視しています。

パス5: リスク管理の強化

リスク管理を徹底して、本業を健全に営むことが、金融機関の最大の社会的責任と考えています。

1 事業革新の実現

a) エコ・トラステーション

「パス1:事業革新の実現」では、環境金融事業をさらに発展させるため、環境(エコ)の問題に対し、信託(トラスト)機能を活用して解決(ソリューション)に貢献していくという趣旨から、当該業務を「エコ・トラステーション(Eco Trustution)」と名付けて問題解決型の商品・サービスを開発・提供している。

このような問題解決型の商品・サービスの提供は、目先の利益ではなく、顧客

との関係をつくるという立場を取るために、どうしても中長期的な活動にならざるを得ない。

何らかの環境・社会の問題に貢献していくためには、直接金融、間接金融というインフラを縦横に使って、イノベティブな商品開発が必要であり、おのずと商品が拡大していく。そのため同行は、商品開発を目的とせず、商品を用いて何を行うのかを非常に大きなテーマとしている。

特に、環境問題で重視しているのが、気候変動問題と生物多様性問題という2大テーマである。同行は、温室効果ガス排出削減や生物多様性保全活動への参加、金融機能を活用した商品・サービスの提供、取り組みの情報公開などについて、08年7月に「地球温暖化問題対応基本ポリシー」と「生物多様性問題対応基本ポリシー」の2つの指針を制定し、その取り組みに注力している。

b) 国際的な活動への参加

世界的な流れとして、環境金融はマーケットになり得ると見られている。なぜなら、排出量取引で二酸化炭素に価値が生まれたように、金融業界には新たな価値基準を作る力があるからだ。

このように市場価値を生み出すためには、マーケットを作る必要があるが、そのマーケットを作るためには、産業が団結して新たな価値を創っていかなくてはならない。

そこで、同行は、金融機関の環境および持続可能性に配慮した事業のあり方を追求し、その普及を目指す「国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)」に加入し、国際的金融組織との連携を深め、

市場創生にチャレンジしている。

例えば、環境配慮された不動産は付加価値を持つという考え方を広めるために、建築環境性能の評価システムを不動産評価に結び付ける独自の理論を打ち出し、建設業界を含め広く発信している。

2 信頼の醸成

「パス 2：信頼の醸成」では、お客様からの信頼を得ることが企業活動の基本であるとの考え方にに基づき、全社的な「CS（お客様満足）推進活動」に取り組んでおり、消費者教育や生物多様性への取組みなど、地域に根差した社会貢献活動を行っている。

また、CS 評価 No1 ブランドの構築を目指したその活動は、絶えずお客様の声に耳を傾け、お客様の満足度を向上させるよう努めている。例えば、お客様の声は、全国の営業店または営業担当窓口のほか、「お客様サービス推進室」「お客様の声はがき」「CS モニター調査」「お客様アンケート」「コールセンター」などを通じて本部に届けられ、各事業で調査・原因分析・

問題点の明確化、改善プランの策定が行われている。09 年度のお客様の声の総数は 21 万件にも及ぶ。

多彩な環境金融商品

環境問題と一口に言っても、具体的には地球温暖化、生物多様性、廃棄物、土壌汚染など、様々な問題であるし、それらを解決するための方法も一様ではない。

こうしたことから、「パス 1：事業革新の実現」で示したように、同行は多種多様な環境金融商品を扱うことでソリューション手段の選択肢を増やし、顧客のニーズを広く汲み取ることを可能にしている。

以下では同行の環境金融に関する商品群（図表 3）の一部を紹介する。

1 地球温暖化問題に対応する商品

地球温暖化問題は、環境問題に対する取組みとしては最も注目度が高く、多様な取組みが求められる分野である。同行は、04 年に CO₂（二酸化炭素）排出量削減を支援するための「太陽光発電搭載住

図表3 住友信託銀行の環境金融商品

	個人向け金融商品	法人向け金融商品
地球温暖化への対応	環境配慮型住宅ローン 太陽光ローン	プロジェクトファイナンス（再生可能エネルギー） 環境配慮型建築コンサルティング（省エネ規制対応、CASBEE対応） （中国国内）省エネコンサルティング 排出権信託（排出権小口化商品） 排出権決済資金保管信託 省エネ関連機器リース カーボン・オフセット・リース 国内クレジット
廃棄物問題への対応		プロジェクトファイナンス（産業処理・リサイクル施設）
生物多様性の保全	生物多様性SRIファンド	環境配慮型建築コンサルティング（JHEP対応）
土壌汚染への対応		汚染土地買収・再生ファンド組成
その他	中国株SRIファンド 環境バランスファンド	日本株SRIファンド 環境格付融資 CSR配慮型売掛債権一括信託

宅向け金利優遇ローン」を販売、08年には、排出権を小口化した商品である「排出権信託」を開始するなど、さまざまな商品を取りそろえ始めている。

2 生物多様性保全に貢献する商品

同行は、他の金融機関に先駆けて生物多様性問題に取り組んできた。生物多様性に対応する商品として、公益信託「日本経団連自然保護基金」を00年4月に受託し、10年8月より生物多様性に取り組む企業を投資対象としたSRIファンド「生きものがたり」を扱っている。

特に、生物多様性に対応するファンドはこれまで世界的に例がなく、新たな市場を開拓する役割を果たしている点でも大きな注目を集めている。

3 環境不動産の推進

不動産業務は同行の主要業務の一つであるが、10年4月に、不動産営業開発部内に環境不動産推進課を新設し、環境不動産への取組みを進めている。

環境不動産コンサルティング業務は、省エネの促進による地球温暖化問題対策や、緑化や地域生態系の配慮による生物多様性問題への対策など、2大環境問題への対応につながる取組みである。またそれだけではなく、顧客にとってもエネルギーコストの削減や生産性の向上、ブランド価値向上など、さまざまな付加価値を生むというメリットがある。

同行は、こうしたコンサルティング業務と銀行・信託、リースなどの金融機能を融合させながら、環境不動産市場の形成をリードしている。

4 環境格付融資

同行は、10年2月に環境格付融資の取り扱いを開始した。環境格付融資は、融資を通じて事業者に関環境問題に関する「気づき」を提供する商品として多くの金融機関が導入を始めているため、特に注目されている。

同行の環境格付融資では、評価項目のなかでも「生物多様性」と「環境配慮型不動産」の評価に力点が置かれており、同項目に対して関心の高い企業を訴求する特徴を持っている。

また、同行は環境格付融資もさまざまな商品のなかの一つとしてとらえており、実際に環境問題をソリューションするためには、トータルソリューションの提案が必要であり、他の商品の活用が不可欠だと捉えている。

おわりに

同行は銀行業務だけでなく、信託・不動産も取り扱っているため、どの事業も推進していかなければならず、お客様に対して、トータルでのご提案を日頃からのベースにしている。

その中、「環境をビジネスの柱にする」と決めたことで、全社員がCSRは経営方針であるということを認識し、お客様へのご提案には環境金融を含んだ幅広いソリューションの提供をすることとなった。

以上のように、同行はCSRを一貫して金融の中のビジネスと捉えた結果、お客様の課題解決のための一手段として、環境金融商品を生み出すこととなり、新たな市場を開拓するリーディングカンパニーとして、その地位を確立している。

分析レポート

国内経済金融

顧客とのつながり深める名古屋銀行のリテール戦略

～住宅ローン推進と預かり資産業務を中心に～

寺林暁良・岡山正雄

要旨

名古屋銀行は、法人向け資金需要が弱含むなかで、個人リテールの推進に注力しており、特に住宅ローン推進ではローンアドバイザー、預かり資産業務ではファイナンシャルアドバイザーを活用した営業活動を行うことによって実績をあげている。また、各職員のスキル・ノウハウが継承・共有化される体制を強化することにより、持続的な成果につなげている。

はじめに

2008 年秋のリーマン・ショック以降、資金需要は全国的に大きく低迷している。特に、設備投資関連指標の弱含みが続くなか、法人向け融資を増加させることは難しい。このため、多くの金融機関が比較的安定した需要を見込め、さまざまな関連取引も期待できる個人リテールの推進に注力している。

名古屋銀行(以下、「当行」とする)は、自動車産業など製造業の優良企業が多い愛知県に本拠地を置き、法人向け貸出に大きな優位性を持ってきた。しかし、当県でも法人向けの資金需要の弱含みが続いていることから、当行では個人リテールの積極的な推進に向けた改革を進めており、「法人取引と個人取引は車の両輪」との意識が全行に根付いている。

当行の個人リテールの取組みのなかでも、目覚ましい成果をあげているのが住

宅ローン推進と預かり資産業務である。当行では、10 年 3 月末の住宅ローン残高が前年比 2.6%と増加した。また、投資信託残高についても、相場変動要因もあるものの、同 15.0%の増加に成功している。本稿では、これらを中心に当行の個人リテールの取組みを紹介する。

住宅ローン推進の概要

愛知県では、借り換えを含め、住宅ローンの獲得をめぐる各金融機関の熾烈な金利競争が行われている。周辺県と比較すると市場規模の大きい当県では、近隣県の金融機関が積極展開を行っている。そのようななか、当県の 09 年度の着工新設住宅数が前年度比 ▲29.2%の 54,453 戸となるなど、住宅市場は大きく弱含んでおり、近年競争はさらに激化している。

こうした競争のなか、住宅ローン自体の利鞘はそれほど大きくない。しかし、

当行は住宅ローンの推進に次のような重要性を見出している。

第 1 に、住宅ローンはデフォルトのリスクが相対的に低い。特に愛知県は優良企業やその関連・協力企業に勤務する顧客が多く、数年でデフォルトすると

図表1. 名古屋銀行の概要

(単位: 億円)

期 末	06年3月	07年3月	08年3月	09年3月	10年3月
項 目					
預金合計	26,364	26,583	26,790	27,551	27,579
個人預金	17,138	17,370	17,865	18,383	18,831
貸出金合計	19,408	19,761	19,783	20,562	20,342
住宅ローン	4,920	4,792	4,789	5,234	5,372
投資信託残高	944	1,215	1,052	794	913
営業店舗数	111	111	110	110	110
期末職員数(人)	1,755	1,759	1,837	1,926	2,023

(資料) 日経NEEDs-Financial Quest等から農中総研作成

いうことはほとんどない。また、与信管理コストも法人に比べると小さい。

第2に、住宅ローンは個人取引のメイン化を図る柱となる。住宅ローンは、給与振込口座の開設やクレジットカードの発行、預かり資産販売など、長期に渡ってさまざまな波及効果を生むことが多い。

当行では、住宅ローンの獲得のため、給与振込口座指定、自己資金割合20%以上、エコ住宅の適用といった条件での金利優遇や、行内審査で保証料不要のプロパーローンの推進なども行っているが、特にLP（ローンプラザ）の配置、LA（ローンアドバイザー）の活用、LAの指導・推進体制の強化、に大きな特徴がある。

LPの配置戦略と利便性向上

当行は、住宅ローンなどの推進拠点として県内に8つのLPを設置している。

当行がLPを配置する場所は、ハウスメーカーなどの住宅展示場が近いことも条件となるが、需要の深掘りが望める場所であることが重視される。住宅ローンはアフターフォローこそが重要なので、新興住宅街ではなく、すでに当行が一定の基盤を持ち、かつこれから成長が見込める地域であることが重要なのである。

また、当行ではLPの利便性向上にも努めてきた。2008年以降、LP豊田（豊田市）LP平針（名古屋市天白区）では土日営業、LP大高（名古屋市緑区）では日曜営業を行っているほか、LP以外の支店でも年に4回「全店休日相談会」を開催し、平日の来店が難しい顧客のニーズに対応している。LP豊田には決済機能も付与しており、迅速な案件処理体制をとっている。

渉外LAの活躍

そして、当行の住宅ローン獲得で極めて大きな役割を果たしているのがLAである。特に渉外LAは8LP+5支店の13拠点に総勢30名配置されており、毎月の住宅ローン実行額の6~7割（約40億円）は、渉外LA経由となっている。

渉外LAの主な業務は、ハウスメーカーや工務店などの業者への営業活動や住宅ローンの事前案件の審査などである。渉外LAには30代の若手を中心に配属されているが、行動的で小回りの効いた対応を行うことにより、業者から厚い信任を得ている。

LAの指導体制と推進体制

当行は、LAの持つ住宅ローン推進のノウハウを継承するため、若手LAの指導を推進体制のなかに組み込んでいる。

若手の渉外LAは、「先輩LA」の指導を受けながら、渉外活動などに関するノウハウを学ぶ。そして、1~2年でそのLAが「先輩LA」となり、後任者の指導を行う。これを続けることにより、ノウハウが次のLAへと受け継がれている。

また、渉外LA経験者のなかから、各営業ブロック（名古屋銀行全体で4ブロック）に1人ずつ、全部で4人の「グループリーダー」が選出される。グループリーダーは、各ブロックのLA指導の総括や大手業者に関する情報収集を行う取りまとめ役を果たす。そして、本店には全LP、全LAの統括役として「プロジェクトマネージャー」が配置されている。

異例案件やトラブル案件の解決はこのラインを通して行われ、迅速な対処や情報共有につながっている。

また、全 LA が集まる「LA 会議」が月に 1 度開催され、成功推進事例報告やトラブル報告が行われている。以上のように、情報が共有されるしくみがあることが、LA の活躍を支えている。

住宅ローンの展望

当行は、地域シェアなどから換算し、住宅ローン残高を年間 200 億円程度積み上げていくことを目標としている。これまで住宅ローンは、月ごと・年ごとに獲得額に変動があったが、平均的・安定的に需要を探っていくことも重視している。

このために当行では LA のさらなる増強などを検討している。また、住宅ローンは、クロスセルの柱としてとらえられているため、顧客に対するきめ細かい対応も一層推進する方針である。

預かり資産業務の概要

当行では貸出と預金獲得といった従来の業務のほか、手数料ビジネスである預かり資産業務にも注力している。

預かり資産のうち、投資信託は銀行窓販が解禁された 1998 年から販売を開始し、現在では顧客のニーズに合わせて、投資対象やリスクの多様な商品を取り扱っている。また、保険は 08 年の年金保険取り扱いを皮切りに、現在では、終身保険や第三分野の保険なども取りそろえている。

このようななか、当行の特徴的な取り組みとして、エリア FA(ファイナンシャルアドバイザー)と渉外担当者を活用した販売体制 アフターフォロー体制 インターネット投信と積立投信の活用を紹介したい。

エリア FA と渉外担当者を活用した販売体制

当行の預かり資産販売は、何度かの変遷を経て、現在ではエリア FA と渉外担当者が主に担っている。

当初、預かり資産販売は渉外担当者が行っていた。しかし、07 年の金融商品取引法施行により、当行では同法へのより適切な対応を行うことになった。そこで、十分な法律や金融の知識を持った者を行内や中途採用募集で集め、エリア FA とした。そして、店舗外ではエリア FA のみが預かり資産販売を行い、渉外担当者は、アフターフォローと解約受付などのみをする体制とした。

この体制により、預かり資産残高は月 20 億円のペースで堅調に伸びていった。このため、さらなる業務拡大に向けてエリア FA を増員することも一時検討された。しかし、販売からアフターフォローまで同じ職員が行うほうが顧客との接点を重視できるという判断から、渉外担当者に対して、エリア FA が十分な研修を行い、10 年 4 月から渉外担当者による預かり資産販売を再開している。

現在では、渉外担当者が販売の核を担う一方、30 名弱のエリア FA は、営業地域 10 エリアを 1 エリア 2~3 名で担当し、自ら販売をするとともに、渉外担当者と取引先へ同行し、商品説明のフォローを行ったり、渉外担当者に対して、販売に必要な知識を研修したりしている。

アフターフォロー体制

投資信託は、預金性商品と異なり価格変動により元本割れのリスクがあることから、販売後いかにアフターフォローするかが各金融機関にとっての喫緊の課題

である。

当行では、10年4月から、顧客へのアフターフォローを渉外担当者に義務付けている。これ以前にも、顧客が保有する投資信託の残高や騰落率に応じて、アフターフォローすべき訪問先リストを作成し、本部から営業店へ情報提供を行っていた。しかしながら、充分に対応できていたとはいえなかったため、特に訪問すべき顧客を本部から指示し、対応結果をシステムに入力する仕組みに変えた。結果、アフターフォローすべき顧客については、ほぼ全て対応できるようになった。

このようなアフターフォローでは、顧客から、基準価額の下落に対する指摘がされることもあるが、新たな情報の提供や、現状を踏まえた提案を行うことで、新規の投資信託の取引につながることもあるそうだ。

インターネット投信と積立投信

この他、新たな顧客層の獲得のために、インターネット投信と積立投信を活用している。

現在、投資信託の購買層は60歳代以上が中心だが、インターネット投信は若年層と壮年層を主なターゲットにしたもので、10年11月から開始した。開始して間もないが、1月中旬時点で、40歳～50歳代を中心に400件ほどに申込があった。取扱商品は従来のものに加えて、投資信託に熟知した者が自身の判断で購入できるよう、ハイイールド債券投信やインド株投信など、相対的にリスク・リターンの高い商品も用意している。

一方、積立投信は、窓販開始直後から行っており、毎月少額から購入ができることから、投信購入のきっかけとして位

置付けている。

預かり資産業務の展望

現在、当行の投資信託残高は1,000億円前後だが、今後も年に150億円程度伸ばしていくことを目標としている。

ただし、預金から預かり資産への乗り換えを一律に進めるわけではなく、魅力的な商品への潜在的なニーズを汲み取ったうえで、預かり資産販売を推進することを模索している。

このような状況のもと、今後の課題となるのが、渉外担当者への支援充実と窓口FAの養成である。現在渉外担当者からは、よりきめ細やかに顧客対応をしたいという意見が挙がっている。そのため、エリアFAの増員も含めたバックアップ体制の充実を検討している。

また、窓口での預かり資産販売を担う窓口FAについては、これまで商品知識に担当者間で差があった。現在、エリアFAが窓口FA向け勉強会を開くなどし、知識やスキルの向上と平準化を図っている。このように当行では、より充実した販売体制に向けての取り組みが行われている。

まとめ

本稿では、住宅ローン推進と預かり資産業務を中心に、当行の個人リテール累進について概観した。当行の取組みで注目されるのは、LAやFA、渉外担当者などがスキル・ノウハウを継承・共有化する体制が整えられていることである。

個人リテールに関する激しい競争は、今後も続いていくと思われるが、個々の担当者の能力向上に努め、顧客とのつながりを深める当行は、今後も持続的に成果をあげていくものと思われる。

分析レポート

国内経済金融

地域経済格差の広がりと地銀の経営

鈴木 博

要旨

低成長が続くなかで地域間経済格差が広がっているが、こうした経済格差は地域に主たる営業基盤を置く地銀の経営にも影響を与えている。東海や関東など経済が比較的好調な地域の地銀は、貸出の伸びが比較的高いが、北海道・東北や甲信越・山陰、四国・南九州等の地銀では低調なところが多い。貸出の低迷は、資金利益の伸び悩みを通じて経費率の上昇を招き、利益圧迫要因となる。利益の低迷が続くと、自己資本の充実も遅々としたものとなる。地域金融機関にとっては、経営合理化による経費節減も有効だが、金融業務を通じその地域の産業を振興させ、地域活性化を図っていくという息の長い地道な努力が求められる。

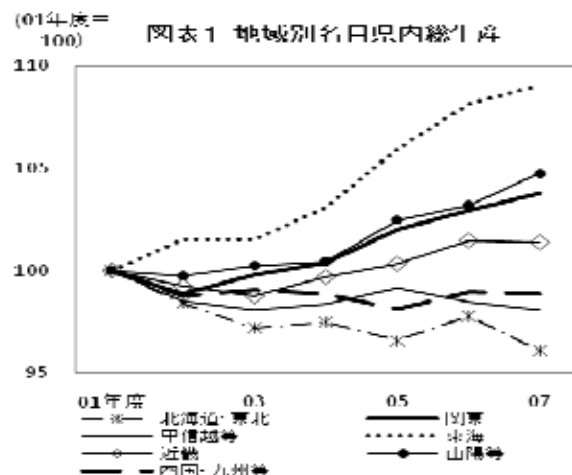
地域間経済格差の拡大

地方銀行協会加盟銀行(63行、以下「地銀」という)は、その地域の中核的銀行である場合が多く、経営内容も比較的堅実な先が多い。これは、90年代半ば以降、不良債権問題を背景に銀行の経営破綻が増加し、金融機関の大規模な再編が進んだなかでも、地銀の数は64行と変わらず(注1)、経営破綻も1行だけにとどまったことからもうかがえる。

日本経済は、90年代後半以降長期の低迷が続き、グローバル化や資産デフレが進行するなかで、地域間経済格差が広がった。前回の景気拡大が始まった02年度以降の名目県内総生産を地域別に集計すると(注2)、東海地域、山陽地域及び福岡県(以下「山陽等」という)、関東地域、近畿地域では増加しているが、北海道・東北地域、甲信越・北陸・山陰地域(以下「甲信越等」という)、四国・福岡県を除く九州・沖縄地域(以下「四国・九州等」という)では減少している(図表1)。

以下では、こうした地域の経済格差の広がりが地銀経営にどのような影響を与えているかについて考察する。なお、地

銀はその本店の所在地によって上記地域に分類しており、図表2～8の各地域の計数はその地域に属する地銀の集計値(単体ベース)である。ただし、関東は経営破綻した銀行を除いて集計している。



資料 内閣府「県民経済計算」

(注1) 10年5月の池田泉州銀行発足で63行となった。

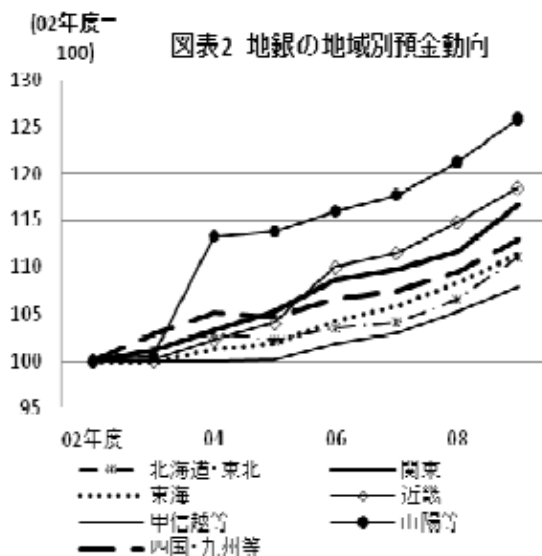
(注2) 地域格差の現状、地域の銀行数等を一定規模以上にすること等を勘案し、通常地域区分と異なり、甲信越と北陸、山陰を同一区分とし、九州のうち福岡県を山陽地域に含め、福岡県を除く九州と四国、沖縄を同一区分とした。

預金、貸出、預証率の地域別動向

実体経済と金融は表裏の関係にあり、

実体経済が好調で所得や投資が伸びれば金融機関の預金や貸出は増加し、逆に経済が不調の場合は預金や貸出も低迷する。

図表 2 は、地銀の地域別の預金の動向をみたものである。預金の増加が最も大

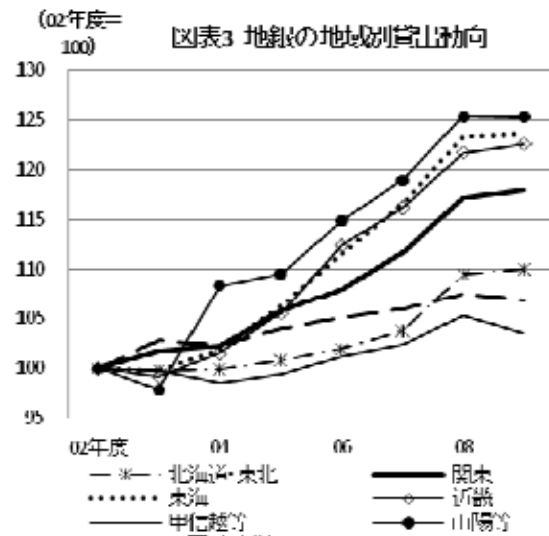


資料 全銀協「全国銀行財務諸表分析」

(注) 中国等の 04 年の増加は、西日本銀行と福岡シティ銀行の合併によるもの(西日本シティ銀行)。

きいのは山陽等であり、次いで、近畿、関東の地銀である。これに対し、甲信越等や北海道・東北などの預金増加は小さく、図表 1 の実体経済の動きにほぼ見合ったものである。一方、東海は、実体経済の伸びが大きいのに反して、預金の増加が比較的小さい。

次に、図表 3 は、地銀の地域別貸出動向であるが、貸出金の伸びが高いのは山陽等や東海、近畿、関東であり、伸びが低いのは甲信越等や四国・九州等、北海道・東北である。東海以外の地域は預金とほぼ同様の動きであるが、東海は、預金の増加が比較的小さかったのに対し、貸出の伸びは大きい。貸出の動きが実体経済の動向をより反映しているとみられる。

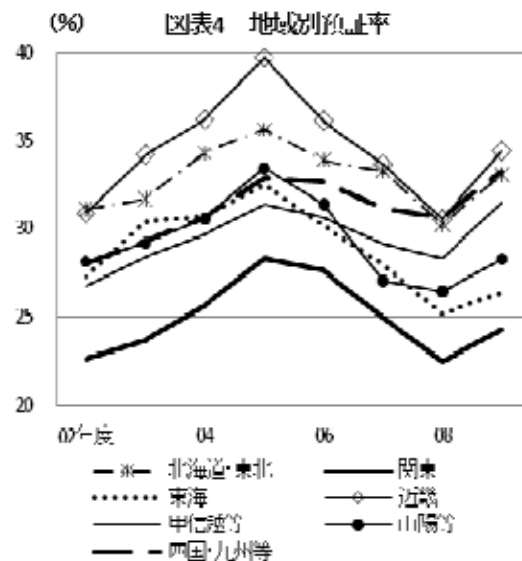


資料 全銀協「全国銀行財務諸表分析」

(注) 山陽等の 04 年度の増加は図表 2 注に同じ。

預金として調達された資金のうち、貸出以外のものは有価証券で運用される場合が多いが、図表 4 によって預証率の地域別動向をみると、最も高いのが近畿であり、次いで北海道・東北、四国・九州等となっている。逆に、預証率が低いのが関東、東海、山陽等である。

近畿の場合は貸出も増加しているが



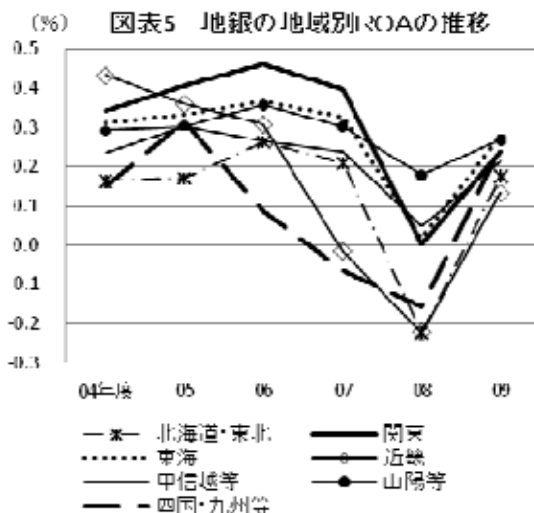
資料 全銀協「全国銀行財務諸表分析」

(注) 預証率 = 有価証券残高 / 預金残高

図表3) それ以上に預金も増加しており、東海とは対照的な動きである。北海道・東北や四国・九州等の預証率が高いのは、貸出が伸びないことに原因があるものとみられる。

収益性からみた地銀の経営動向

次に、地銀の地域別の収益動向を考察する。図表5は04年度以降の地域別のROAの動きである。04年度以降は不良債権処理がほぼ終了し、決算数値には通常の収益力が反映されていると考えられる。

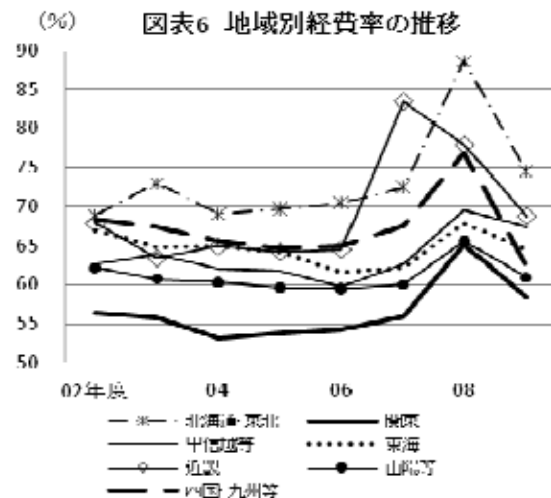


資料 全銀協『全国銀行財務諸表分析』

(注) ROA = 当期純利益 / 前期末と当期末総資産平均

収益性が高い地域は、関東や東海、山陽等であり、低い地域は四国・九州等や北海道・東北などである。近畿は、04～06年度には高かったが、07年度以降は急低下した。これには、有価証券運用に関連した損失拡大が影響している。

収益性格差の要因を探るために、図表6によって経費率の動きをみると、経費率が低いのは、関東や山陽等、東海などであり、甲信越等も比較的低い。一方、経費率が高いのは、北海道・東北や四国・



資料 全銀協『全国銀行財務諸表分析』

(注) 経費率 = 営業経費 / 業務粗利益

九州等(09年度は低下)であり、近畿は07、08年度に急上昇している。

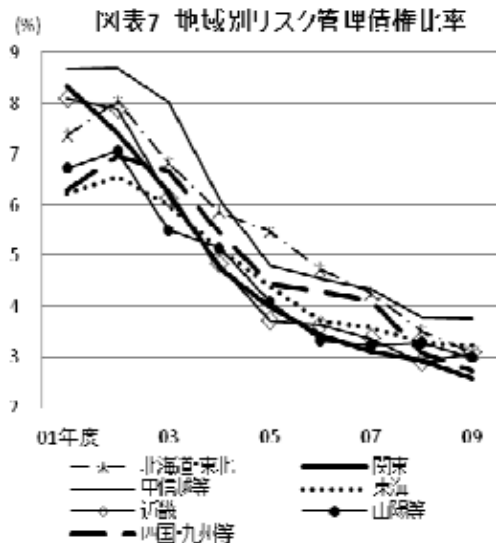
07～08年度の近畿の経費率の上昇は、有価証券売却損の増加でその他業務利益が大幅な赤字となり、経費率を算出する際に分母となる業務粗利益が大きく減少したためである。その他業務利益が黒字に転化した09年度には近畿の経費率も低下している。

縮小傾向にある不良債権比率の地域差

地銀の不良債権処理は03年度でほぼ峠を越し、その後も不良債権比率は概ね低下傾向にある。

図表7は、地域別のリスク管理債権比率^(注3)をみたものであるが、09年度では、最も低い関東で2.6%、次いで四国・九州等が2.8%であり、逆に、高い地域が甲信越等の3.8%となっている。地域におけるリスク管理債権比率の差は縮小傾向にあり、不良債権比率は全般的に抑えられてきているといえよう。

(注3) リスク管理債権は、貸出金のうち、破綻先・延滞・3か月以上延滞・貸出条件緩和債権の合計。

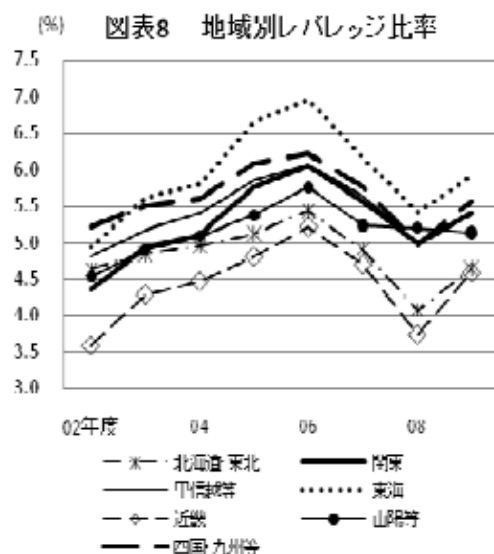


資料 全銀協「全国銀行財務諸表分析」

(注) リスク管理債権比率 = リスク管理債権 / 貸出金

レバレッジ比率の動向

最後に、レバレッジ比率（純資産 / 総資産、リスクベースではない）について考察する。図表8は地域別のレバレッジ比率についてみたものであるが、最も高いのは東海であり、東海に次ぐのが四国・九州等である。また、関東や山陽等



資料 全銀協「全国銀行財務諸表分析」

(注) レバレッジ比率 = 純資産 / 総資産

も比較的高い。図表5でみたように、これらには収益性が高い地域が多い。

一方、レバレッジ比率が低いのが、近畿と北海道・東北である。近畿の場合は、収益拡大をめざした資産の積上げや07年度以降の収益性低下が影響したものと考えられる。また、北海道・東北のレバレッジ比率が低いのは、低収益性に起因するものと思われる。

地域経済格差への対応

地域金融機関にとって、地域経済の動向に最も敏感に反映するのは貸出需要であろう。もちろん、預金の動きにも影響するが、貸出需要ほど敏感ではない。

地域経済が低迷すると貸出金が伸び悩み、貸出金に代わる資金運用として有価証券運用が増加し、金利リスクが内在化される。一方、収益面では資金利益の伸び悩みを通じて経費率上昇の要因となり、利益が圧迫される。地域経済の低迷が長期化すると、こうした影響が次第に顕在化してくることになるだろう。

都銀のように全国展開していれば、一部地域が低迷しても、好調な地域に経営資源をシフトさせることにより全体の収益をカバーすることができるが、地域金融機関の場合はこうした対応は難しい。

地域経済格差に対する対応としては、経営合理化による経費率の引き下げのほか、証券運用を通じて新興国等高成長地域の資金需要を取り込んでいくことなども考えられるが、本筋は、金融機関としての営業活動を通じて、地域の産業振興、地域活性化などに地道に取り組んでいくことであろうと思われる。

連載

中国経済・金融を読む＜第10回＞

中国の2011年「一号文件」について ～ 水利建設投資の現在と将来 ～

王 雷軒

「一号文件」は「意見」から「決定」へ

胡錦濤政権は、2004年から7つの「一号文件」と呼ばれる中央政府の最も重要な政策指導綱要を打ち出してきたが、これらの「一号文件」のテーマを振り返ってみると、すべて「三農問題」（農業・農民・農村問題）にかかわるものであり、いずれも「意見」（指導的な政策であり、必ずしも実行されるものではないと思われる）という形式をとってきた。

しかし、11年の「一号文件」である「中国共産党中央委員会・国務院による水利改革・発展を加速する決定」（新華社は11年1月29日に全文を報道した）は、「意見」ではなく、「実施しなくてはならない」という強い実行力をもつ「決定」に変更された。この変更からは、中国共産党と政府が水利の発展を強力的に推進しようとする決意を見て取れる。

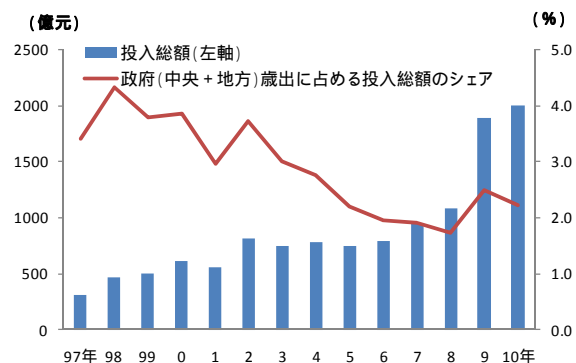
低下傾向にある中国の水利建設投資

11年の「一号文件」のなかに、11年から水利建設投資（農地水利整備、川や貯水池整備など）を拡大するという内容が盛り込まれているが、ここで水利建設投資強化の背景とされる近年の中国の水利建設投資の状況を簡単に見てみよう。

図表1からは、1997年から2010年までの期間において水利建設投資の絶対額は増加傾向にあり、10年の投資実績が2,000億元（約2.5兆円）にも達するとされている。しかし、中央政府＋地方政府の財政支出合計に占める水利建設投資額のシェアをみると、全体的に低下傾向にあると言える。こうした水利建設投資

のシェア低下が、中国政府が「一号文件」のテーマを「意見」から「決定」に変更し、水利建設投資の拡大を決定した背景とみられる。

図表1 中国における水利建設投資の状況



（資料）『中国水利年鑑』、中国水利部の『全国水利発展統計公報』各年版、CEICデータより作成。

（注）10年は、投資総額が発表されていないため、予測値である。

11年からの10年間で4兆円以上の資金を水利建設へ投資

11年「一号文件」では、11年～20年の10年間で年平均水利建設投資額を4,000億元以上（約5兆円）にすること、

11年からは政府の毎年の土地譲渡収益の10%（0.8兆円前後）を農地水利建設へ利用すること、が決定されている。むろん、11年「一号文件」のなかでこうした水利建設投資額の増大という内容だけではなく、水利施設の管理体制や水利用料金などに関する制度整備についても述べられている。

このような制度整備を伴い、上記の投資額を水利建設に投入するならば、農業生産基盤の改善につながるばかりでなく、ひいては中国経済の安定かつ持続可能な発展に貢献するものになるだろう。

連 載

経済・統計の基礎知識 < 第 23 回 >

景気の先行指標 長短金利差

岡山 正雄

景気と金利の関係

景気と金利は密接な関係にある。景気が回復してくると、企業の設備投資が旺盛になる。また個人の住宅や耐久消費財の購買意欲が高まる。結果、資金需要が増して金利に上昇圧力がかかる。逆に景気後退局面では、資金需要の減少から金利には低下圧力がかかる。このように景気が回復(後退)すれば、金利は上昇(低下)するという関係があり、金利動向を見ることは景況感を知る上で重要である。

景気の先行感をつえた長短金利差

金利のうち、短期金利は足元の景況感や金融政策等の影響を受ける。一方、長期金利の決定要因は様々だが、純粹期待仮説に基づけば、長期金利は現在の短期金利(スポットレート)と、将来の短期金利(フォワードレート)に対する予想によって、決まるとされる。このため長期金利から短期金利を引いた長短金利差は、将来の短期金利変化の予想を表し、今後景気拡大が続き、将来の短期金利が上昇すると市場が予想していれば拡大し、景気が後退し短期金利が低下していくと予想していれば、縮小する。

このように、長短金利差は将来の景気予想

を示した指標であり、特に米国では景気動向に先行して推移する傾向が強い。日本でも新規発行 10 年もの国債利回りから 3 ヶ月 TIBOR 金利を引いたものを長短金利差とし、01 年 3 月から景気動向指数の先行指標の 1 つとして採用している。

昨今の金融政策で変動幅が縮小

図表 1 には、長短金利差と景気循環を示した。これを見ると、不規則な動きが見られる期間もあるものの、概して長短金利差の山(谷)が景気後退(回復)局面よりも先行して推移しているように見える。

ただしグラフの推移を見ると、長短金利差の振れ幅が小さくなっているように見える。そこで長短金利差と先行 CI の標準偏差を第 11 循環以降、景気循環ごとに取って見ると、先行 CI の標準偏差が横ばいの一方で、長短金利差のそれは低下傾向であることが分かる(図表 2)。

図表2: 標準偏差の比較

	長短金利差	先行CI
第11循環	0.92	4.10
第12循環	0.66	5.39
第13循環	0.22	4.60
第14循環	0.35	6.61

これは (資料)内閣府「景気動向指数」

99 年以降、日銀がきわめて緩和的な金融政策を実施したことが原因である。この政策で短期金利は 0% 近辺で推移し、長期金利も日銀が「デフレ懸念が払拭されるまで金融緩和策を続ける」と明示したことから、将来の短期金利はさほど上昇しないと市場が予想し、低位で安定するようになった。

このため今後も金融緩和策が続くのであれば、長短金利差を用いて景気の勢いを判断することは難しいと思われる。

