http://www.nochuri.co.jp/

謹んで震災のお見舞いを申し上げます

このたびの東北地方太平洋沖地震により被災された皆様に対しまして、心よりお見舞い申し上げます。

今回の震災による甚大な被害に加え，原発事故の動向とその影響については依然として不安視されている状況にあります。

こうしたなか、私ども一同、微力ではございますが被災地の迅速な復興に少しでも寄与できるよう調査・研究に取り組んでまいります。

被災地が一日も早く復興されますよう心よりお祈り申し上げます。

株式会社 農林中金総合研究所
代表取締役社長　佐藤　純二

http://www.nochuri.co.jp/

潮　流

風評被害の拡大防止を急げ

顧問　野村　一正

東北、関東を襲った未曾有の巨大地震は、地域の人々の生活基盤を根本から破壊した。本稿を執筆する３月 22 日の時点では、まだ生活必需品も十分に届かず、行方不明者の捜索もなかなか進んでいない。被災者の生活を立て直し、地域経済の再建のための取り組みが急務となっている。

そうした最中、政府は地震と津波によって破壊された福島第一原子力発電所からの放射性物質により農産物が汚染されたと発表した。食品衛生法に基づく暫定規制値を超えたというものだが、これが被災地の農業にさらなる打撃を与えようとしている。風評被害の発生だ。被害の拡大を防ぐには、科学的な知見に基づく規制値の設定と国民への分かり易く、正確な情報の提供を急ぐ必要がある。

政府の３月 19 日の発表によれば、牛乳の場合1㌔㌘中にヨウ素 131（放射性ヨウ素）が 1510 ベクレルで暫定規制値（300 ベクレル）の約５倍、ホウレンソウの場合は同1万 5020 ベクレルで規制値（2000 ベクレル）の 7.5 倍検出されたという。規制値の何倍という数値だけを見ると国民の多くが驚いたに違いない。

だがこれらの数字は放射能の量を示すものであり、重要なのはそれだけの放射能の量が実際に人体にどのくらいの影響を及ぼすかだ。一般に人への影響度は、放射線の強さを表すシーベルトという単位で示され、ベクレルは放射線障害防止法などで規定された実効線量係数という換算式によって、シーベルトに換算できる。

この係数によって換算すると、例えばホウレンソウの1万 5020 ベクレルは、0.33 ミリシーベルトとなる。これが実際に人に影響を与える放射線の強さだ。ではこの放射線の強さはどのくらいかというと、胃のエックス線検診（0.6 ミリシーベルト）1回分の約半分の影響なのである。それも1度に1㌔㌘という大量のホウレンソウを食べた場合だ。100 グラムなら 0.03 ミリシーベルトで、東京とニューヨーク間片道の航空機旅行で浴びる放射線（0.1 ミリシーベルト）の３分の１に過ぎない。

政府が直ちに健康に影響はないとし、新聞等マスコミでエックス線撮影の際に浴びる放射線の強さと比較し、すぐには健康被害が出ないとするのも、こうした計算式による数値が根拠となっている。しかしそうした裏付けとなる事柄に関する十分な説明がないまま、何倍という数字の大きさだけが認識された。これが誤解につながり、「ただちに影響はない」という言葉が人々に訴える力は弱かった。

人の健康の確保が重要課題であることは、いまさら言うまでもない。従って汚染されていない方がいいが、意味のない過剰な恐怖心を持たせることは、さらに被災地域の厳しい状況に追い打ちをかけることにもなる。国民は何に不安を抱き、どういう説明が必要か、より慎重な対応が必要である。

次にその暫定規制値そのものの問題である。暫定規制値は、原子力安全委員会の「飲食物摂取制限に関する指標」に準じたものである。ただしこの指標に関する同委員会の説明は、「災害対策本部等が飲食物の摂取制限措置を講ずることが適切であるか否かの検討を開始する目安を示すもの」としている。つまり「指標」は、示された以上の放射能の量が検出された際に、飲食制限措置を講ずるべきかどうかの検討を開始する目安の数値である。

急きょ暫定規制値を設定したことは、内容を検討する時間がなく、より安全を担保するという意味ではやむを得ない措置であったかもしれない。しかし、暫定とはいうものの規制値の根拠が今一つ明確ではない。このことはまた、できるだけ早急に科学的視点での規制値の検討が必要であることを意味している。すでに食品安全委員会でそのリスク評価を開始しているが、審議を急ぐ必要があろう。

風評被害という２次災害をこれ以上大きくしないためにも、明確な規制値の設定と国民が冷静に対応するためのリスクコミュニケーションの充実が求められる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

特別レポート

国内経済金融

東北地方太平洋沖地震の日本経済への影響

南　武志

マグニチュード 9.0 という未曽有の巨大地震およびその直後に発生した大津波によって、東日本は太平洋沿岸を中心に大打撃を受けた。わが国の景気は 2010 年夏場以降、減速傾向が強まっていたが、同年末にかけて米国や中国など主要貿易相手国の持ち直しもあり、足踏み状態からの脱却に向けた動きが進行中であった。しかし、今回の地震によって、国内経済には再び下押し圧力が加わるなど、しばらくは停滞感の強い展開が余儀なくされるのは必至である。

政府･日本銀行の対応

今回の地震を受けて、政府は人命救助・被災者救援などのほか、深刻な事態が続いている福島第一原子力発電所事故の収拾に注力している。その財源はとりあえず 2010 年度予算の予備費の残額から充てていると見られるが、被害の全容が把握できた段階では、災害復旧費を盛り込んだ補正予算の編成が必要となってくる。1995 年 1 月の兵庫県南部地震（阪神・淡路大震災）では、94～95 年度にかけて 3 度にわたり補正予算が編成され、総額 3.4 兆円程度の災害復旧費が計上された。

一方、日本銀行は、週明け 14 日以降、市場の動揺鎮静化や資金決済の円滑化、流動性の確保に向けて潤沢な資金供給を続けているほか、14 日に開催した金融政策決定会合では、10 年 10 月に導入した資産買入基金（現行 5 兆円規模）をさらに 5 兆円増額し、社債や CP などリスク性資産に厚く振り向けることを決定した。

経済への影響を考える上での留意点

まず、巨大地震や大津波などの発生に伴う直接的な被害（ストックなどの毀損）である。電気・ガス・水道などのライフライン、道路・鉄道・通信などのインフラ、企業・生産者の営業用・生産用資本設備、さらには住居などが損失することで発生する悪影響である。なお、阪神・淡路大震災では被害総額は約 10 兆円（全国ストックの約 1 割強）に上ったが、政府は今回の地震での直接的被害は16～25 兆円と、それを大幅に上回るとの試算を公表している。

次に、地震発生に伴う二次的な波及効果である。福島第一・第二原子力発電所や広野・常陸那珂など火力発電所の停止や事故発生によって起きた電力不足問題はすでに企業活動や国民生活にとって大きな支障となっているが、先行きもそれが長期化する可能性が濃厚であり、期待される生産回復や復旧・復興にとっても大きな制約として意識せざるを得ない状況となりつつある。特に、計画停電が実施されている東京電力のエリア内では、まだ地震発生から間もないことから消費マインドが悪化しているせいもあるが、人々は通勤や帰宅を最優先する傾向が強まっている。しかし、それにより個人向けサービス業の業況が大きく悪化している面は否めない。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

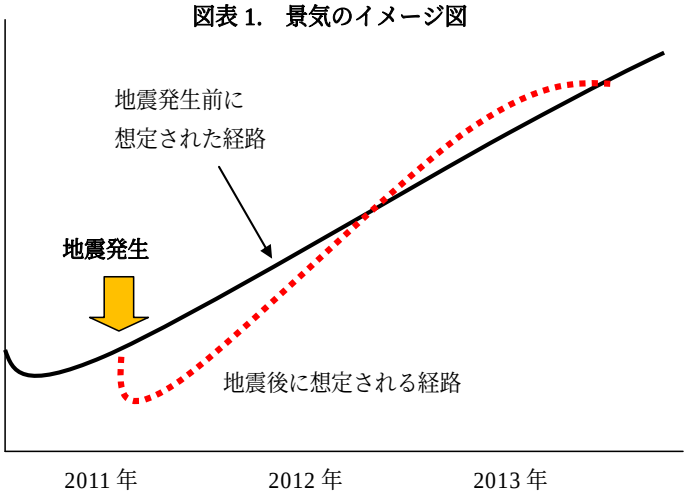
また、地震発生後に急激な円高が進行したことも留意すべきであろう。国内企業の円資金確保の思惑、さらには海外勢の円資金確保難も加わり、戦後最高値となる 1 ドル＝76 円台まで円高が進み、輸出企業にとって更なる収益圧迫要因として懸念されていたが、18 日には先進 7 ヵ国（G7）の財務相・中央銀行総裁らが緊急電話会議を開催し、円売り協調介入を実施することで合意が得られた。ただし、介入実施後も円高への警戒感は相変わらず根強い。

最後に、毀損した資本ストックの除去と復元に伴う災害復旧・復興需要の発生である。被害が大きければ大きいほど、大規模な公共事業が必要となってくるのは言うまでもないが、それは景気にとってはプラス要因となる面には注意したい。

阪神･淡路大震災後の経済状況

参考までに兵庫県南部地震後を振り返ってみると、地震発生の 1 月だけ見れば鉱工業生産は大きく低下したが、2 月以降は非被災地での代替生産が進んだことや、早い段階で復旧が進んだこともあり、生産は回復の動きが始まった。その当時は震災の景気への影響は事前に想像したほど大きくなかったように見える。これは、被災地域が比較的限定的であったことと、今回のような電力不足問題が発生しなかったことが影響しているものとみられる。

図表 1.　景気のイメージ図



（資料）農林中金総合研究所作成

当面の景気展開について

当総研では 3 月 10 日に発表された GDP 第 2 次速報（10～12 月期）を受けて、経済見通しを微修正していた（当総研ホームページに掲載済み）が、今回の地震発生を受けて、暫定的ではあるが、再見直し作業を行った。なお、あらかじめ断わっておくが、景気動向を把握する上で重視される指標は多くは需要サイドの統計であり、それには上述したような資本設備など供給能力が毀損したことによる生産停止によるマイナス面と、それを復元するというプラス面とを考慮する必要がある。こうした枠組みの中では、当初はマイナス面が強いものの、次第にプラス面が強まってくるということになる。

2011 年度については、当然ながら当初は停滞状態であるが、後半にかけては生産回復と復興需要が見込まれる。しかし、電力不足による生産抑制効果がそれらの順調な持ち直しを抑制し、年度全体としては▲0.4%pt ほどの下押し効果が発生するものと予測した。その後、復興が進めば、12 年度については成長率への押上げ効果が出てくることになるが、電力供給制約に阻まれて「順調な復興」が期待できない可能性もあるだろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

情勢判断

国内経済金融

電力不足問題に直面する日本経済

～復興需要による景気持ち直しは 7～9 月期以降と想定～

南　武志

要旨

2011 年に入り、日本経済は景気足踏みからの脱却を模索していたが、巨大地震と大津波、さらには原発事故によって東北･北関東エリアを中心に大打撃を受けたため、しばらくは景気が再び停滞する可能性が高い。先行き、生産機能の回復や復旧･復興需要が出ることを期待したいが、東日本における電力不足問題が国内景気の順調な持ち直しを阻害するリスクが懸念される。一方、物価に関しては、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つつあり、11 年度入り後は消費者物価全体が前年比プラスに転じる可能性が出てきた。なお、日本銀行は震災の経済･金融への悪影響を未然に防ぐべく、追加緩和策と潤沢な資金供給を行ったほか、先進各国とも急激な円高進行の阻止に向けて協調介入に踏み切っており、金融市場の動揺は比較的抑制されている。

図表1．金利･為替･株価の予想水準

年／月 ＼ 項　目			2011年				2012年
			3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.074	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円 (3M)		(%)	0.336	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	(%)	1.205	1.10～1.45	1.15～1.45	1.20～1.50	1.20～1.50
	5年債	(%)	0.475	0.40～0.70	0.40～0.70	0.45～0.75	0.45～0.75
為替レート	対ドル	(円/ドル)	80.9	78～88	80～95	85～100	85～100
	対ユーロ	(円/ユーロ)	113.8	105～125	105～130	110～135	110～135
日経平均株価		(円)	9,435	9,750±500	10,000±1,000	10,250±1,000	10,250±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3月24日時点。予想値は各月末時点。
国債利回りはいずれも新発債。

国内景気：現状･展望

2010 年夏場以降、日本経済は足踏み状態が強まり、10～12 月期の経済成長率は前期比年率▲1.3%と 5 四半期ぶりのマイナス成長に陥った。しかし、同年末にかけて、景気足踏みの主因の一つだった海外経済の回復傾向が再び強まりを見せ、それに伴って、輸出・生産も持ち直す動きが散見され始めたことから、近い将来、踊り場状態からの脱却が実現するのでは、との期待も浮上していた。一方、こうした世界経済の成長加速への期待に加え、中東・北アフリカ諸国で一気に強まった民主化デモにより当該諸国の政情が不安定化し、原油の安定供給への懸念が広がったことから、国際商品市況が高騰、世界的なインフレ懸念も強めつつあった。

こうした中、3 月 11 日に発生した東北地方太平洋沖地震と直後の大津波、さらには東京電力・福島第一原子力発電所の事故および電力不足問題の急浮上は、踊り場脱却を模索しつつあった日本経済を

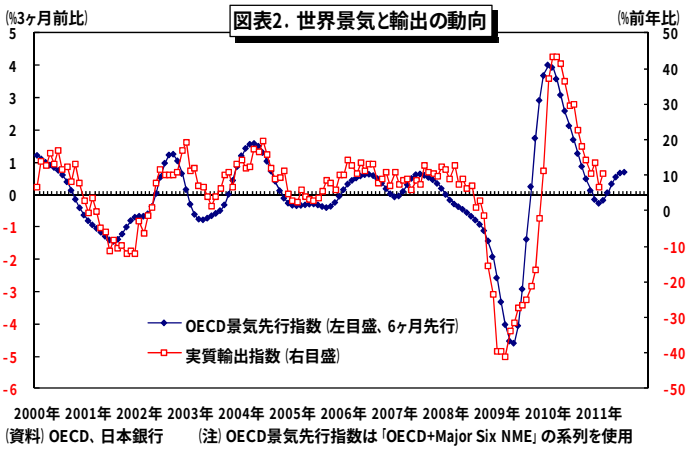
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

再び厳しい状況に追いやった（震災の日本経済への影響などについては、前掲レポートと合わせてご参照ください）。

今回の震災で大打撃を受けた被災地の生産拠点は時間の経過とともに機能回復が図られ、かつ復旧・復興のための大規模な財政支援が始まれば、景気も再度持ち直しの動きが強まるということは、過去の同様の災害からの経験から言えるが、以下に述べるような問題もあり、回復がなかなか進まないリスクもある。被災地の東北・北関東エリアは、首都圏への生鮮食料品の供給基地であるだけでなく、自動車部品や電子部品・デバイスのメーカーも数多く集積しており、国内のみならず世界的に部品調達が困難化している側面もある。その生産代替が国内（特に西日本）で対応可能なのか、それとも生産コストの低い近隣アジアに生産拠点ごと移転してしまうのか、中長期的な日本経済の成長性にも大きな影響を与える可能性がある。

さらに、今回の福島第一原発の事故による放射能漏れや電力供給停止も国内景気に対して多大な悪影響を及ぼすものと思われる。このうち後者については、東京電力は今夏の電力需要のピーク（7 月末）を 5,500 万 kW と見込んでいるのに対し、休眠中の発電所を再稼働させる等といった対応をしてもせいぜい 4,650 万 kW 程度までしか供給できないとしている。大規模停電を回避するためには、現在実施中の計画停電以上の措置が必要であることは言うまでもないが、それが関東地方の経済活動にとって大きな制約となってくると思われる。



なお、当総研では 3 月 10 日に発表された GDP 第 2 次速報を受けて、「2010～12 年度改訂経済見通し」を微修正していたが、今回の震災を受けて 11 年度の経済成長率に対しては▲0.4%pt ほどの下押し効果が発生するものと考えている。

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きた。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▲0.2%まで縮小した。当面は、資源・エネルギーや穀物価格の高騰が続く可能性が高いほか、4 月には高校授業料無償化に伴う押下げ効果（▲0.5%）が剥落するため、消費者物価は前年比プラスに転じる可能性が濃厚となっていた。

一方で、震災の物価への影響としては、財・サービスの供給に障害が出ているが、供給サイドは値上げの動きは極力控える傾向にあるほか、全般的に消費マインドの大幅悪化などにより、需要水準も大きく低下していることから、インフレ圧力が強まる状況にはないと考えられる。とはいえ、国際的な資源高の影響は徐々に国内の食料品・エネルギー価格にも波及

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

してくることは不可避であろう。

金融政策の動向・見通し

先行きの景気回復期待に加え、資源価格高騰に伴って近い将来、物価下落状態が止まるとの見方が強まったこともあり、日本銀行が「次の一手」として追加緩和をするとの見方は徐々に弱まっていた。ただし、10 年 10 月に導入した包括緩和策は、「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原則継続するとの時間軸を導入していた経緯もあり、包括緩和策そのものは今後 2 年先くらいまでは継続されると見る向きが多かった。

しかし、3 月 11 日に発生した巨大地震を受けて、日銀は金融政策決定会合の開催日（14～15 日）を 14 日のみに短縮し、資産買入基金について社債・CP 等を中心に 5 兆円ほど増額するといった内容の追加緩和策を決定した。さらに、市場の安定化や企業・金融機関などの流動性確保ニーズへの対応、資金決済の円滑化などを図るため、潤沢な資金供給を行い、その結果、それまで 17 兆円台だった日銀当座預金残高は、22 日には 40 兆円台にまで膨らんだ。市場の動揺が鎮静化し、金融機関の流動性確保の動きが解消するまでは、現状程度の当座預金残高が維持される可能性が高いだろう。

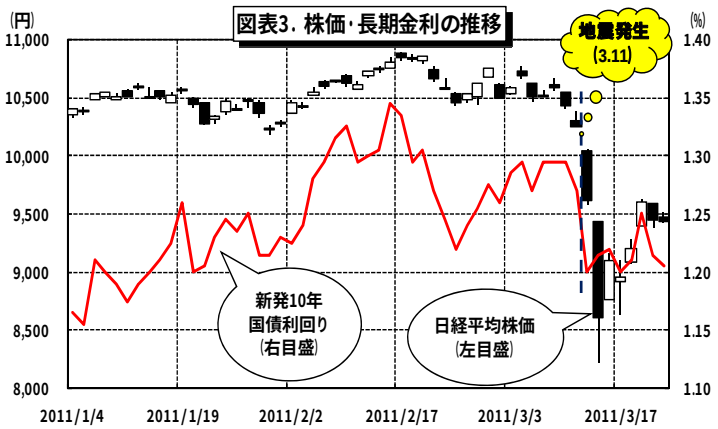
市場動向：現状・見通し・注目点

日米両国の中央銀行による追加的な緩和措置やそれに伴う景気回復期待、さらには世界的な過剰流動性への思惑などを材料に、「円高一服・株高・金利上昇」の傾向が強まっていた。また、穀物や原油など資源価格の高騰が続いており、欧州では 4 月にも利上げを実施するとの思惑も浮上するなど、新興国だけではなく、先進国の中央銀行の動きにも注目が集まりつつあった。しかし、3 月 11 日の巨大地震発生は金融市場にも大きな影響を与えている。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。

① 債券市場

10 年度入り後、低下傾向が続いてきた長期金利（新発 10 年国債利回り）も、下期に入って日米の中央銀行が一段の金融緩和策を決定した前後には下げ止まりが見られた。特に、11 月上旬の QE2 決定後は、先行きの景気回復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てきた。2 月中旬には一時 1.3%台半ばまで上昇したが、国内投資家の消去法的な国債購入意欲の強さもあり、3 月上旬までは 1.2%台後半を中心にもみあった。震災後は、日銀による潤沢な資金供給や株価急落に伴い、一時 1.2%割れとなる場面もあったが、円売り介入などによって急落した株価の反発もあり、1.2%台前半でのもみ合いとなっている。

図表3．株価・長期金利の推移



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

基本的には、景気停滞や中～短期ゾーンの低位安定は長期金利の上昇を抑制する要因となるが、震災の被害が甚大なだけにそれに伴う財政負担も懸念されており、長期～超長期ゾーンに対しては上昇圧力もかかるなど、イールドカーブはスティープ（急勾配）化した状態が続くと見られる。さらに、復興需要や資源高によって物価上昇率が高まれば、長期金利に対して一定の上昇圧力がかかり続ける可能性があるだろう。

② 株式市場

10 年 11 月の米 FRB による量的緩和策（QE2）導入以来、日経平均株価は持ち直しの動きが強まり、2 月から 3 月上旬にかけては基本的に好調な企業業績を材料に、中国などでの断続的な金融引締め策をこなししつつ徐々に下値を固め、10,500～11,000円のボックス圏内での展開が続いていた。地震発生後、急激な円高進行や福島第一原発の事故もあり、一時 8,200 円台まで急落する場面もあったが、協調介入や復興需要期待などから 9,500 円前後まで値を戻している。

とはいえ、今しばらくは深刻な事態が続いている福島第一原発事故の状況が相場動向を左右すると見られるほか、電力不足問題による日本経済の停滞観測もあるため、上値が重い展開が続くだろう。

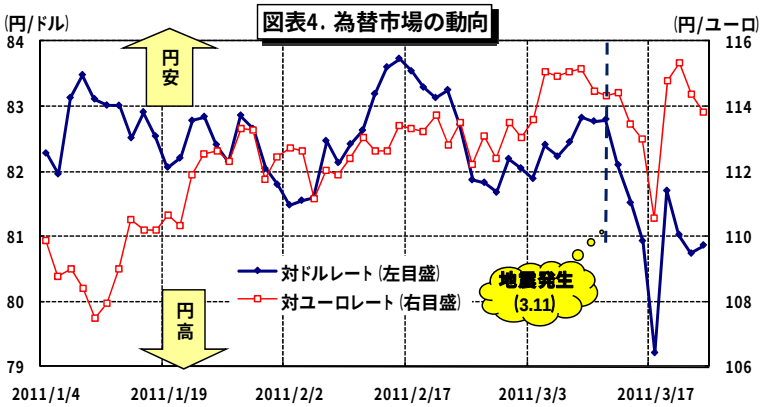
③ 外国為替市場

10 年に入って以降の為替レートは、対ドルレートでは 80 円台前半のボックス圏内での展開が続いた一方で、インフレ懸念が浮上してきたユーロ圏経済の影響から 4 月にも利上げに踏み切るとの見方が強まった対ユーロでは緩やかな円安が進行しつつあった。しかし、巨大地震の発生により、国内企業・金融機関の円資金ニーズが高まる、もしくは海外勢の円資金調達難に陥っているとの観測が強まり、急激な円高が進行した。特に対ドルレートは 17 日の海外市場で戦後最高値を更新、一時 1 ドル＝76 円 25 銭まで円高が進んだ。その後は、震災や原発事故などが景気に与える悪影響や先進 7 ヶ国（G7）の財務大臣・中央銀行総裁による電話会談が急きょ開催され、各国が協調して円売り介入を行うことで合意されたことから、円レートは対ドル・対ユーロとも震災前の水準まで戻したものの、依然として対ドルレートでは円高圧力が強い状況が続いている。

先行きについては、国内機関投資家などによるリパトリエーション（資金還流）への観測が根強いほか、欧米の金融システムに対する不安がまだ燻っているため、しばらく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同じく海外でインフレ傾向が強まり、金融緩和策からの出口戦略を模索する動きが出てくれば、円安の動きも出るだろう。

（2011.3.24 現在）

図表4．為替市場の動向



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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

海外経済金融

金融市場は QE2 後に注目

田口　さつき

要　旨

米国では、エネルギーやその他の商品価格の上昇が実体経済に影響を及ぼし始めている。3 月に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）の声明文では、これまでに比べ、インフレ懸念に配慮したものとなっていることを受け、年後半の FRB の金融政策は引き締め方向に転じるのではという観測が金融市場で強まっている。

最近の経済指標

直近 2 月の米国経済の状況を示す経済指標は、おおむね改善傾向を示している。

まず、2 月の製造業は前年比 0.5%となり、8 カ月連続で増加するなど着実な回復が続いている。

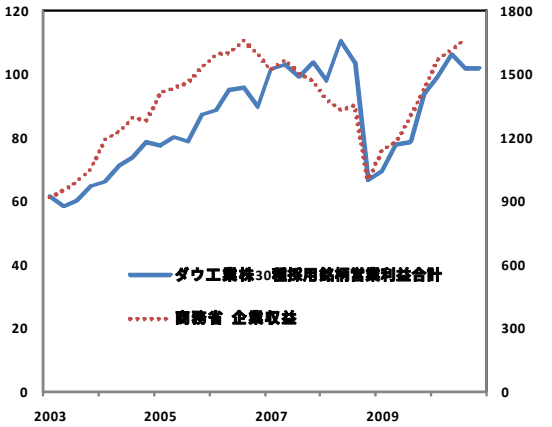
失業率は、12 月以降、3 カ月連続で低下し、2 月は 8.9%と、2009 年 4 月以来の 8%台となった。企業の雇用削減の動きは弱まりつつあり、企業のセンチメントを示す ISM 製造業・非製造業指数の雇用項目によれば、雇用は現状維持が最も多いものの、増加との回答も増え始めてきた。

ただし、企業収益は今後伸び悩む可能性がある。ダウ工業株 30 種に採用された企業の営業利益の合計は、すでに 2010 年の後半から頭打ち気味となっている（図表 1）。これまでの力強い回復が一服したこともあるが、製造業で減少が目立つことから原材料価格の上昇も影響しているとみられる。そのため、雇用が先行き一段と拡大するかは未だ不確実な状況といえる。

その一方、物価については、原油価格等の上昇からインフレ期待は徐々に高まってきている。ISM 製造業・非製造業指数の支払い価格項目が高い水準にある他、消費者の物価についての見方を示すロイター／ミシガン大学の 1 年後のインフレ予想（中央値）の 3 月分は、前年比 4.6%へ急上昇している（図表 2）。

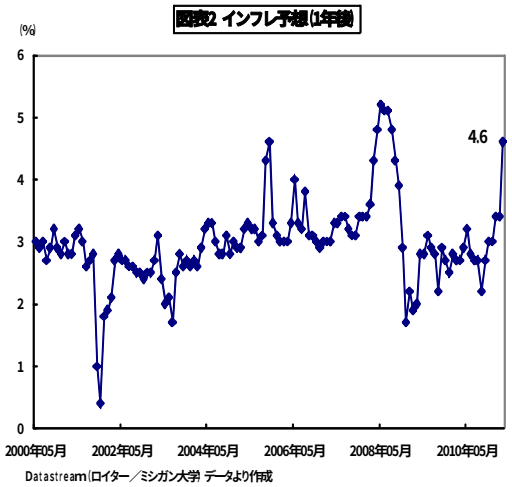
しかし、連邦準備理事会（FRB）が注目する PCE デフレーターそのものについては、適正なインフレ率とされる「前年比 2.0%付近」という水準を未だ下回る状況

図表1 米国の企業収益



(資料) 米国商務省"National Income and Product Accounts",Bloombergより作成

図表2 インフレ予想(1年後)



Datastream(ロイター／ミシガン大学 データより作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

で推移している。

3月のFOMC声明文

3月15日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）の声明文での景気判断は、「しっかりした足取りで回復している」だった。ただし、失業率は依然高く、物価は適切な水準を下回っているという従来の判断は変えていない。直近では、エネルギーや他の商品価格の上昇が物価に上昇圧力をもたらしているが、この影響は一時的としている。そのため、モーゲージ担保証券（MBS）等の期限前償還分の長期国債への再投資と6月末まで長期国債を買い増すことを継続すると改めて発表した。

ただし、これまでに比べ、声明文の内容はインフレ懸念に配慮したものとなっていることを受け、年後半のFRBの金融政策は引き締め方向に転じるのではという観測が金融市場で強まっている。

現状の物価や雇用の改善の動きをみると、6月以降、追加金融緩和（QE2）の延長はないとみられる。ただし、以下のような状況から思惑が生じやすくなっている。

まず、国債購入の延長を支持しないとするフィッシャー総裁、現行のQE2自体にも反対票を投じる可能性を示すプロッサー総裁を除いたFOMCメンバーは、QE2後について明確な発言をしていない（なお、ウォーシュ理事が任期途中の3月末で辞任するとみられるが、後任人事はこれまでのところ発表されていない。）

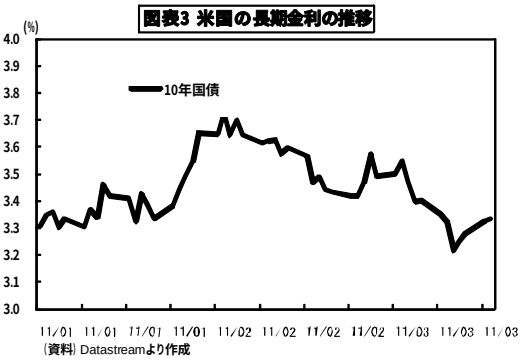
また、2010年8月に決定されたモーゲージ担保証券（MBS）等の期限前償還分の長期国債への再投資についても、6月以降も継続するのかどうか、不透明である。このため、当面は債券市場でFOMCメンバーの発言や物価・雇用関連指標の推移を金融市場は見守ることとなろう。

金融市場の動向

米国の株式市場は、2月中旬に年初来高値水準となって以降、中東情勢の悪化や原油価格高騰などを受け緩やかな低下傾向を辿っていた。3月11日の東北地方太平洋沖地震発生以降は、福島第一原発事故の状況悪化や日本経済への懸念に加え、米国の住宅関連指標の悪化から急激に株価が低下し、年初来安値水準に接近した。

一方、債券市場では、このような株価の低下やリスク回避的な動きから債券買いが進み、長期金利（10年物利回り）は3%台前半まで低下した（図表3）。

図表3 米国の長期金利の推移



（資料）Datastreamより作成

また、原油価格も東北地方太平洋沖地震発生以降、低下傾向となった。その後、リビア情勢を受け、供給懸念から再び上昇したものの、不安定な動きとなっている。

以上のように米国の金融市場は、3月中旬以降はインフレ懸念や景気動向などから離れて、日本の原発事故の行方や中東情勢などに振り回される展開となっている。

（11.03.22現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

今月の情勢 ～経済･金融の動向～

米国経済･金融

3月15日の米国連邦公開市場委員会（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6,000億ドルの国債を買い入れるという金融緩和策（QE2）の維持が表明された。

経済指標をみると、2月の雇用統計の非農業部門雇用者数は、前年比19.2万人の増加と先月（同6.3万人）を上回る増加となり、失業率も8.9%と先月（9.0%）から低下した。以上のことから、労働市場は弱いながらも改善基調を続けているとの見方が根強い。ただし、住宅関連・製造業関連の経済指標の中には、事前予想を下回るものも少なくないことから、景気の先行きについては慎重に見極める動きも出始めている。

国内経済･金融

日本では、3月11日14時46分ごろ、東北地方の太平洋沖を震源とするM9.0の地震とそれに伴う大津波が発生し、実体経済や金融市場に大きな影響を及ぼしている。

これを受け、3月14日の日銀金融政策決定会合では、10年10月に導入した「包括緩和策」について、①政策金利の誘導目標0～0.1%、②時間軸の設定、③5兆円規模の資産買入基金の設置、のうち、③の買入規模を5兆円程度増額するといった内容で、金融緩和を強化した。また、14～18日には、震災への対応のため合計37兆円の緊急資金供給オペを行った。

経済指標をみると、1月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比4.2%と2ヵ月連続で上昇し、1月の鉱工業生産指数（確報値）は前月比1.3%と3ヵ月連続で上昇するなど、回復基調の維持を示す内容となった。しかし、3月以降は、震災の影響による生産活動の大幅減速が懸念されている。

株価･金利･為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、中東・北アフリカでの政治不安から「質への逃避」が進み、3月上旬には1.2%台半ばまで低下。震災発生後は、株式市場や為替市場の騰落に大きな影響を受け、1.2%をはさんで激しい変動を繰り返すボラタイルな展開が続いている。

日経平均株価は、東北地方太平洋沖地震の発生により大幅に下落し、15日終値は8,605円15銭と前日から約10.6%の下落となった（歴代3位の下落率）。直近は9,000円台を回復しているが、電力供給回復などの見通しが立たず、当面企業活動が大きく制約されることが予想されるため、上値は重い。

外国為替相場（ドル円相場）は、地震発生によりリパトリエーション（本国への資金還流）が起こるとの思惑から、17日には一時1ドル＝76.36円と戦後最高値を記録した。これを受けて行われた18日のG7財務省・中銀総裁電話会談では、協調為替介入が合意され、即日実施された。これにより、直近は1ドル＝81円台まで円安が進んでいる。

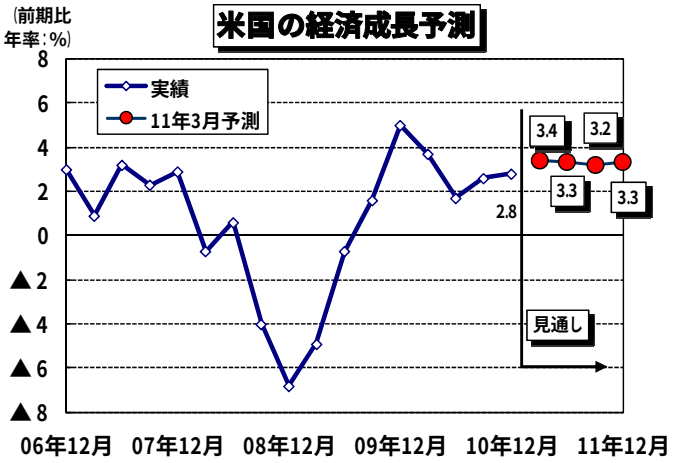
原油相場

原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、中東・北アフリカの政治情勢の緊迫化から、3月上旬に08年9月以来となる1バレル＝100ドル台に到達した。震災後は投資家のリスク回避的な売りから一時1バレル＝100ドルを割る場面もあったが、中東での政治不安は継続しており、直近は再び1バレル＝100ドル台となっている。（11.3.22現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

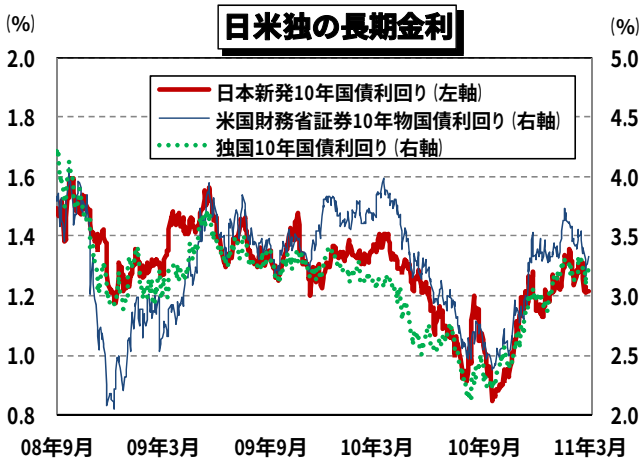
内外の経済金融データ

米国の経済成長予測



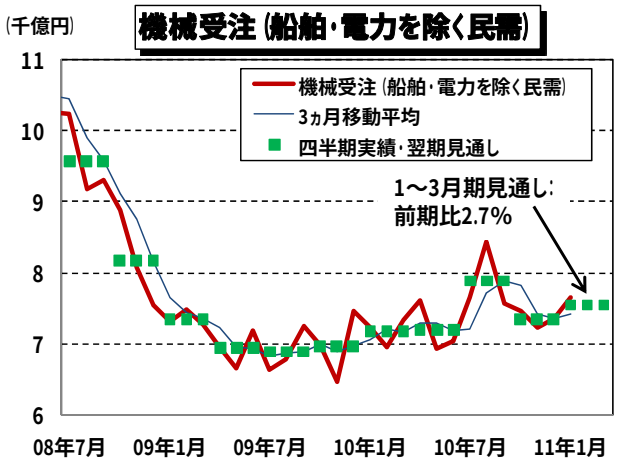
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査

日米独の長期金利



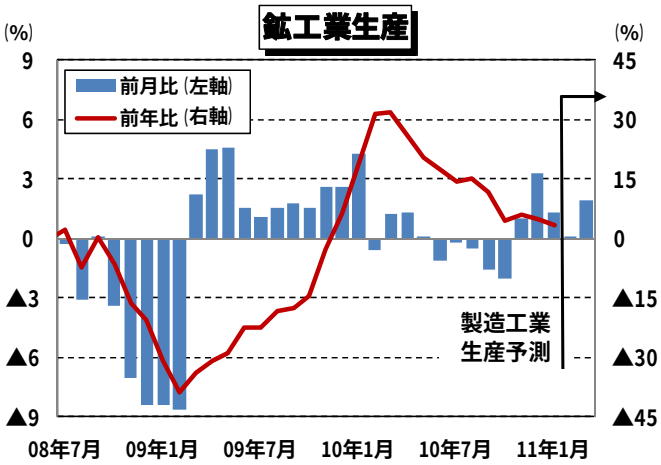
(資料) Bloombergより作成

機械受注 (船舶・電力を除く民需)



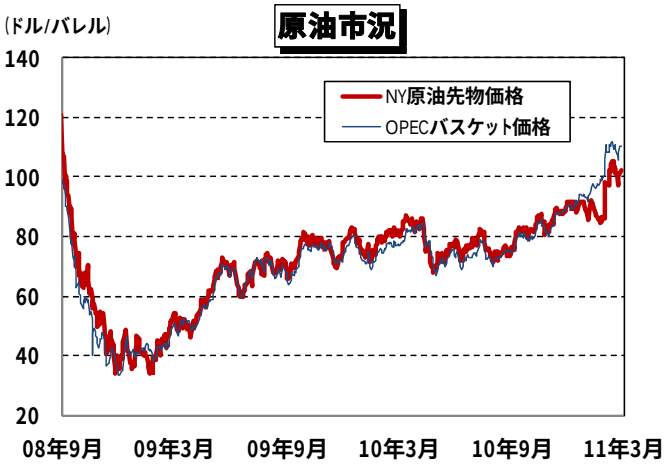
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成

鉱工業生産



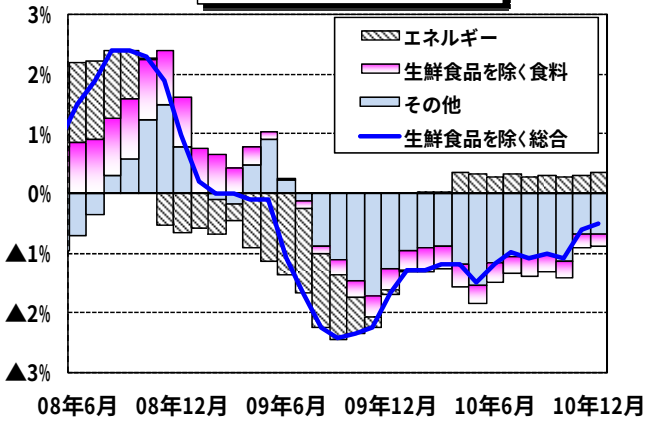
(資料) Bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成

原油市況



(資料) Bloombergより作成

消費者物価指数 (前年比)



(資料) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成

※ 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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

今月の焦点

海外経済金融

ドイツ、アイルランドの選挙結果とその注目点

山口　勝義

要旨

ドイツで2月20日に実施されたハンブルク特別市選挙では、メルケル首相率いるキリスト教民主同盟(CDU)が歴史的な大敗を喫した。また、2月25日のアイルランド下院総選挙の結果、昨年 11 月に国際的支援の受入れを決定した共和党政権が崩壊した。本稿では、これらの選挙結果が持つ意味や今後への影響を含め、その注目点について整理を行う。

はじめに

ドイツで2月20日に実施されたハンブルク特別市(州と同格)の地方選挙では、メルケル首相率いる中道右派のキリスト教民主同盟（CDU）は、得票率 22%と、同市の選挙では第二次世界大戦後最悪と言われる敗北を喫し、2001年以降の政権を中道左派の社会民主党（SPD）に譲り渡す結果となった。同選挙は、ドイツで2011年中に16州・特別市のうち7州・特別市において実施される地方選挙の最初の選挙であったが、その影響が注目される。

また、2月25日にはアイルランドで下院総選挙が実施され、その結果、2010年11 月に国際的な支援受け入れを決定し、財政再建に取り組み中であった中道右派の共和党政権（緑の党等との連立）が崩壊し、新たに第一党となった中道右派の統一アイルランド党が中道左派の労働党とともに連立政権を樹立した。これは、2009年末にギリシャで財政問題が顕在化して以降、初の財政悪化国の国政レベルでの政権交代という点で注目を集めた。

上記の他、欧州においては政治情勢にかかわる様々な動きがあり（「おわりに」参照)、市場の波乱要因として、今後も特に 2012 年のフランス大統領選挙や 2013 年のドイツ総選挙等に向けて、こうした動向には注意が必要と考えられる。

2月20日ハンブルク特別市選挙の結果

（ドイツの議会制度の特徴）

連邦レベルでのドイツの議会は、

① 連邦議会 Bundestag(下院､598 議席、現在は超過議席を含め 622 議席)

② 連邦参議院 Bundesrat(上院､69 議席)

による二院制をとっているが、このうち②連邦参議院は、地方選挙の結果選出された州首相等各州政府の代表（人口比に基づき各州3～6名）により構成される仕組みとなっている。このため、ドイツの議会制度は、地方選挙の結果が連邦レベルの政治情勢にも直接影響を及ぼすという特徴を有している。

直近の選挙結果を見ると、前回の①連邦議会議員選挙は2009年9月に実施され、CDU およびキリスト教社会同盟（CSU、ババリア州における CDU の姉妹政党）が第一党の座を確保し、連立を組む自由民主党（FDP）とともに過半数を制した（図表1参照)。一方､②連邦参議院については、2010年5月に実施されたノルトライン・ヴェストファーレン州地方選挙で、CDU と FDP の連立政権が敗北し、社会民主党（SPD)と緑の党からなる連立政権が成立したが、この時点で連邦での CDU/CSU と FDP の連立政権は議席数 34 と、連邦参議院で過半数割れとなった。

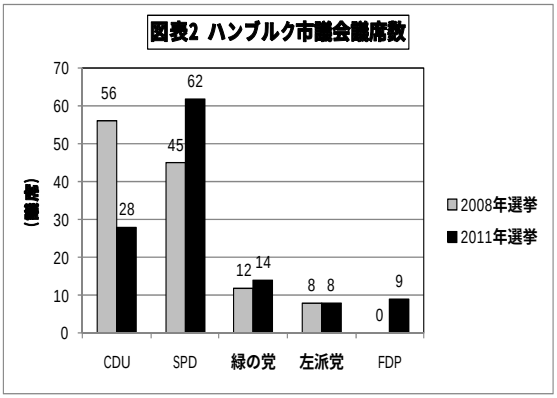
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

図表 1 ドイツ連邦議会の議席数内訳
(2009 年 9 月の総選挙後)

与党	CDU/CSU	239
	FDP	93
	小計	332
野党	SPD	146
	左派党	76
	同盟90/緑の党	68
	小計	290
合計		622

（資料）ドイツ連邦議会のホームページによる。



（資料）各種報道による。（注）総議席数は 121。CDU は 2010 年 12 月まで緑の党と連立政権を組み、過半数を維持していた。

（2 月 20 日の選挙結果）

2001 年以来ハンブルク特別市で政権を担っていた CDU は、前回選挙での 56 議席を今回の選挙で 28 議席に半減させ、大敗となった。一方 SPD が 62 議席を獲得し、単独政権を樹立した（図表 2 参照）。また、この結果、CDU/CSU と FDP の連邦での連立政権は②連邦参議院における議席数を 31 議席に減少させることになった。

今回の CDU 大敗の要因と注目点

このCDUの大敗は、メルケル首相によるユーロ通貨圏の財政悪化国支援・通貨ユーロ支持に対するドイツ納税者の強い反対の現れなのだろうか。仮にそうであるならば、ユーロ通貨圏の包括的な安定対策[注 1)]の最終協議を行う 3 月の欧州連合（EU）首脳会議に向け自国の利益を最大限確保しつつあるドイツであるが、今後は、一層自国の納税者の利益を重視した姿勢に傾斜することが考えられる。

また、選挙に先立つ 2 月 9 日には、ドイツの中央銀行であるブンデスバンクのウエーバー総裁がメルケル首相に突然の辞意を表明し、その後 4 月末での同総裁辞任が発表された。それまで、同総裁は10月末で任期を迎える欧州中央銀行(ECB)トリシェ総裁の最有力後任候補とされていた。メルケル首相としては、インフレ対策を一層重視したドイツ人の新 ECB 総裁起用を、ドイツによる財政悪化国支援・通貨ユーロ支持について納税者の理解を得るための重要な前提条件と位置付けていたものと考えられる。このため、このウエーバー総裁の辞任とともに、ハンブルク特別市での選挙大敗はメルケル首相にとっては二重の政治的な重荷となる可能性がある。

しかしながら、今回議席数を大幅に伸ばしたSPDはCDU以上に親ユーロ通貨圏のスタンスを有しており、共同国債の導入や財政悪化国支援に一層前向きとも伝えられている[注 2)]。こうした点からは、メルケル政権の財政悪化国支援政策が主要なCDU大敗の要因とは考えにくく、実際には、むしろ、選挙の争点とされていた市の教育制度の改革やエルベ川の港湾整備計画等、真に地方的な要因が選挙結果により強く反映したものと考えられる。

こうした見方が正しいかどうかについては、今後の地方選挙結果を合わせて検証する必要があるが、特に 3 月 27 日のバーデン・ビュルテンブルク州選挙（図表 3 参照）は、前記の 3 月 24・25 日の EU 首脳会議の直後に実施される点で、また同州が 1953 年以来長期にわたり CDU が政

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表 3 ドイツの地方選挙日程（2011 年）

日程	州・特別市	選挙前支配政党
2月20日	ハンブルク特別市	CDU
3月20日	ザクセン・アンハルト州	CDU・SPD
3月27日	バーデン・ビュルテンブルク州	CDU・FDP
	ラインラント・プファルツ州	SPD
5月22日	ブレーメン特別市	SPD・緑の党
9月4日	メクレルンブルク・ウエストポメラニア州	SPD・CDU
9月18日	ベルリン特別市	SPD・左派党

（資料）各種報道による。

権を維持し、同党にとり堅固な砦とも言うべき象徴的な州である点の双方で、特にその結果が注目されている。

納税者利益重視へ傾斜の可能性

しかしいずれにせよ、以下の点から、メルケル首相にとっては、ユーロ通貨圏の経済大国としての役割発揮に対する期待と財政悪化国支援に対する納税者の反発との間での政策のバランス確保が今後ますます困難となり、より自国の納税者の利益を重視した姿勢へ傾斜する可能性が考えられる。

- 今回の選挙結果により、連邦レベルでの CDU/CSU と FDP の連立政権は、前記のとおり既に過半数割れとなっている連邦参議院の議席数を、34 議席からさらに 31 議席に減少させることになる点
- CDU/CSU が連邦レベルで連立を組む FDP は今回の選挙で議席を回復したものの、最近は国民による支持率の低下が顕著で議席確保の基準となる得票率 5%を下回る懸念が生じているため、納税者の利益に配慮した姿勢を強く打ち出し、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の規模拡大や機能拡充への反対や財政悪化国への厳格な罰則の適用等を強く主張している点

以上に加えて、3 月 1 日にはグッテンベルク国防相（CSU）が博士論文盗用疑惑により辞任表明に追い込まれた。疑惑が明らかになった当初、メルケル首相は同国防相を登用したのは大臣としてであり研究助手としてではない等の発言とともにその続投を擁護したが、これに対して、支持基盤である教育程度の高い保守層を含め、首相としての基本的なモラルや価値判断について広く批判が起こっている。

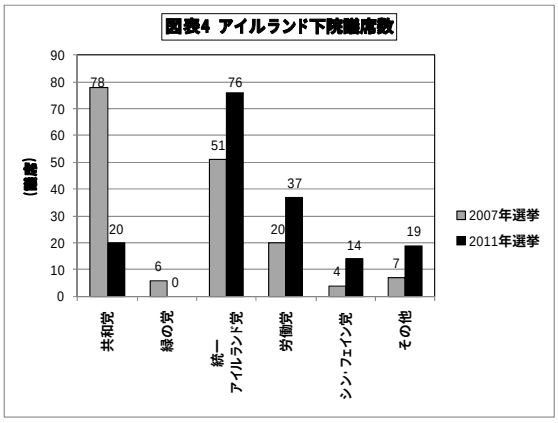
またメルケル政権は、日本の震災に伴う事故後、17 基中 7 基の原発を急遽一時停止する措置を取ったが、これまで原発を推進してきた CDU に対しては、反原発の世論の高まりが逆風となっている。

アイルランド総選挙の結果と注目点

一方、アイルランドについては、2 月 25 日に実施された下院（166 議席）総選挙の結果、与党共和党はわずか 20 議席にとどまり、連立先であった緑の党は今回議席を全て喪失した。一方、統一アイルランド党が大幅に議席を伸ばし第一党となり、同党のケニー新首相は労働党とともに連立政権を樹立した（図表 4 参照）。独立以降の歴史を通じ優勢な地位を占めていた共和党の今回の大敗は、同国における銀行危機、財政危機対応に対する国民の批判の大きさを示している。

なお、選挙運動中には、統一アイルランド党および労働党は①EFSF に基づく国際的な支援条件の見直し（約 6%の借入金利引下げ）交渉、②アイルランドの経営不振銀行の劣後債のみならず普通債保有者の損失負担の導入を、また労働党はこれに加えて③財政改善計画の緩和（2015 年までに対 GDP 比財政赤字を 3%以内とする計画を 2016 年に先送り）交渉を、政権

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます



（資料）各種報道による。（注）下院の総議席数は166。一方、上院の議席数は60。

獲得後の重点事項として掲げてきた。

このうち①については、支援に依存するモラルハザード防止の観点等からドイツなどの高格付国やECBの反対があったが、3月11日のユーロ通貨圏首脳会議において公式に否定された。また③についても、所定の計画の進捗が国際的支援の前提条件となっていることから、新政権はその遂行を再確認することとなった。

一方、ECBやEUが強く反対を表明している②は、より重要な意味を持っている。欧州では依然として銀行の体力に対する不安感が強い中、こうした措置はアイルランドの銀行に止まらず広く欧州の銀行の資金調達に大きな支障を誘発する恐れがある他、債券保有者の資産劣化を通じアイルランドの銀行の危機がドイツ、フランスの銀行等を含め、広く大きな影響を及ぼす懸念もある。こうした観点からの反対を受け、新政権はこの点については譲歩の姿勢を示している。

なお、今回連立を組む中道右派の統一アイルランド党と中道左派の労働党の間での、税制や公共投資等にかかる考え方の不統一も指摘されている(注3)。財政再建計画の着実な推進には安定的な政権や強い政治力が不可欠であるが、この点で齟齬をきたさないかどうかも、注意を要する点である。

おわりに

その後、ドイツで3月20日に実施されたザクセン・アンハルト州の地方選挙では、CDUは得票率を前回2006年選挙時の36%から33%に減じたものの、第一党の地位を維持し、1議席増の41議席を確保した。一方、連邦で連立を組むFDPは議席確保の基準となる得票率 5%を下回り、7議席全てを喪失した(以上、速報ベース)。

一方、上記の他、欧州においては、3月 23 日に首相の辞任表明に至ったポルトガルと同様に少数与党のスペイン、昨年6月の総選挙後も組閣に至らず事務処理内閣が存続しているベルギー、首相のスキャンダルに揺れるイタリア等、政治情勢が注目材料のひとつとなっている。さらに、フランスでは欧州統合反対の立場を取る極右政党である国民戦線の人気が台頭しつつある他、オランダやフィンランドにおいても同様の右派勢力の伸長があり、ユーロ懐疑論(Euroscepticism)の土壌が形成されつつあるとも見られる注目すべき動きが生じている。

以上のとおり、欧州では、市場に大きな影響を与え得る要因として、今後も引続き政治情勢に注意が必要と考えられる。

（2011年3月23日現在）

(注1) 山口「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～」(『金融市場』2011年3月号)を参照。
(注2) 例えば次による。
・ Spiegel International (2010/12/27) “Opposition to the Euro Grows in Germany”
・ Financial Times (2011/2/22) “City-state poll holds lessons for German parties”
(注3) 例えば次による。
・ Irish Times (2011/2/19) “Fine Gael/Labour hostilities”

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

分析レポート

国内経済金融

経営改革成果を顧客サービス向上に向ける第四銀行

渡部　喜智

歴史の上に経営改革を進める

新潟県を主力の営業地盤とする第四銀行（以下、同行）は、「国立銀行条例」に基づき設立された三番目（認可三番目は設立遅れ四番目から繰上り）の銀行であり、継続する現存最古の銀行という歴史を有する。また、新潟県はコメの生産量全国一位・高品質銘柄米の産出県として有名であり、そのような背景から食品企業が集積する。加えて、首都圏と近接し新幹線・高速道路の整備という利便性の高さもあり、機械・金属・化学・エレクトロニクスなどの大小の企業も立地する。

同行は上記の歴史と県の経済力に裏打ちされた営業基盤を有し、総預り資産は4.5兆円超を誇る（図表1）。その基盤の上に、09年度からの中期経営計画（以下、中計）では営業店改革と新システム導入の新機軸などをベースに顧客サービス向上と効率化の面で着実な成果を上げている。その積極的な取組みを紹介したい。

経営改革成果を顧客サービス向上へ

ＢＰＲ（ビジネス・プロセス・リエンジニアリング）－情報システムと職務・業務フロー、機構・組織を一体的に見直し、生み出された経営資源を顧客のサービス向上と効率化につなげていくことは、金融機関においても重要かつ確かな経営改革の手法となっている。

同行は今次中計においてＢＰＲに基づく経営改革を進めており、100人規模の省力化を基に、「人財」育成プランとリンクさせ120名規模の人員再配置の方針を掲げた。営業店システム、顧客情報管理システム（ＣＲＭ）、コールセンター・システムなどの新システム導入など、700ほどの検討項目を洗い出して取り組んでいる。例えば相続業務では、受付けた相続を支店でチェックし、集中化対応可能な相続案件については、受付後の事務処理を相続センターへ移行した。相続集中化処理率は90%を超える。

すでに53人の省力化が実現しており、中計では個人部門：7、法人部門：3の割合での配置構想に沿い営業部門の増員を進めている。

個人顧客の生涯取引戦略の強化

同行は富裕層、準富裕層（資産形成層）、マス層という個人顧客セグメントにおいて、店頭や渉外活動などの対面チャネルとインターネットなどの非対面チャネルを活用し、効果的な顧客アプローチを強化している。

10年6月から新ＣＲＭを導入。これにより、一層的確な提案情報の提供を行うためのデータ・ベースが構築された。顧客の取引状況変化＝「イベント」情報を流すＥＢＭでは、預金残高などの9項目の注意項目（フラグ）の情報が営業店に配信され、これに基づく営業推進も動き出した。11年2月から

図表1　第四銀行の概要　（億円）

項目＼期末	06/3	07/3	08/3	09/3	10/3
店舗数(店)	125	124	124	124	123
期末従業員数(人)	2,510	2,651	2,638	2,662	2,682
総預り資産残高	40,613	42,240	43,089	43,866	45,092
うち預金残高	36,784	36,928	37,451	38,580	39,640
うち預り資産残高	3,830	5,313	5,638	5,286	5,452
貸出金合計	21,962	22,857	23,353	24,785	24,985
うち住宅ローン残高	4,017	4,107	4,327	4,427	4,401

日経Needs FQ(決算関係資料)より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

は、ＡＴＭ画面で顧客に合わせたメッセージ発信の商品提案も始まった。

同行が生涯取引戦略の中心に位置づけるのは、給与振込口座と401Ｋ（確定拠出年金制度）の推進である。給与振込口座は43万を数え推定県内シェアは35％だ。401Ｋも本部専担者と支店の業務担当者の両面の配置により、契約企業と加入者が増加、11年3月末には16千人を超す加入者が見込まれる。これらの取引開始層へは本体発行のキャッシュ＆クレジット一体型カードとインターネット・バンキングの推進を積極的に進め、それをベースに長期にわたるクロス・セルの実効性を高めることを目指す。カード契約者には利用状況に応じて休日・時間外を含め自行・提携コンビニＡＴＭの利用手数料を無料にしている。

インターネット・バンキングの契約者数は、09年3月の約38千先から11年3月末には10万先へ大幅増の見込みだ。時間節約や手数料低減のメリットの認識が深まりシニア層にも利用層は拡大。インターネットを通じた投信購入などで成果があがっている。

シニア層対応では、全行で年間100回を超す年金相談会を開催し、55歳以上の顧客から年金受給手続の情報サポートを行っている。予約者を含め年金口座指定者は「好日倶楽部」に入会し、優待割引や誕生日プレゼント、催事招待などの特典を受けることができる。

営業店体制等のチャネル改革

同行は密度の高い県内店舗展開（出張所を含む県内店舗数は11年1月末:111）とATM網体制（店舗外：107カ所、県内提携コンビニATM:463カ所）により、ネットワークの利便性を提供してきた。

その上に顧客との接点拡充やニーズ対応の向上のため、長岡、高田、県央（三条・燕）地区に法人取引専担者を配置したブロック営業本部や、本部内にダイレクト・マーケティングにより小規模企業取引を推進する「ビジネス・ローンセンター」を順次設置してきた。これらのチャネル拡充により、企業取引先が3年ほどで1割超増えるなどの成果が出ている。

個人顧客向けでは、預り資産販売など店頭営業力強化に向けて 34 カ店に常設ローカウンターテラーを配置。22年度上期においては個人部門を中心に 39 人を再配置した。グループ会社の新潟証券との共同店舗化など連携強化も進められている。

また、住宅など個人ローン専担のローンセンター4 カ所（行員は 6～10 人を配置）や、各種ローンや資産運用の相談を行うコンサルティングプラザ 2 カ所も増設してきた。現在は土・日も営業し、休日でも相談できる態勢を取っている。また、コールセンターでは09年11月に新システム稼働と増員を行い、テレマーケティングのさらなる活用にも力が入る。

なお、住宅建築業者への対応では上記ローンセンターが都市部を中心に中心的な役割を果たしているが、各支店でも営業担当者が地場工務店等へ定例訪問し、情報収集を行なっている。住宅着工の急減で同行の住宅ローン残高も伸び悩みを余儀なくされているが、県内シェアは上昇しているようである。

以上のように、ＢＰＲを通じた経営改革を機軸に、顧客サービス向上へつなげる展開を進める第四銀行の動きは参考となるところが多いと思われる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

分析レポート

国内経済金融

時代の変化に柔軟なリテール戦略で臨む北國銀行

岡山　正雄

はじめに

石川県は北端の能登地方から南端の加賀地方まで 200km に及ぶ南北に長い県である。県内には兼六園や輪島に代表される観光地があるため観光業が盛んであるほか、ニッチ市場でトップシェアを誇る製造業が多数立地する。

この石川県の金沢市に本店を構えるのが北國銀行(以下、「同行」という)である。県内には 5 つの信用金庫が本店を置くほか、隣県の地方銀行も店舗を設置し、石川県への進出が行われてきているが、同行の県内における預金シェアは 31.2%、貸出金シェアは 41.0%(いずれも 10 年 3 月末時点)と、県内トップであり、足元の預金、貸出金も堅調に推移している(図表 1)。

このような中、ポイント制度を中核に据えて顧客が自然と同行を利用したくなるような仕組みづくりを行って、積極的な顧客囲い込みを図る同行のリテール戦略と、同行を担う行員の士気向上を目指す取組みを本稿では紹介する。

個人リテール戦略の基本的な方針

近年、顧客の動向や特性は変化してきている。働き盛りの世代には共働きの人が増えてきているため、日中に戸別訪問を行っても接触できることが少なく、同行から働きかける形で預金を始めとする個人取引の新規アプローチは難しくなってきている。

写真 1:北國銀行本店

また、銀行の営業時間に来店することが難しい人が多く、来店しても ATM を利用するだけで、窓口を利用することは少なくなってきている。そこで、同行は従来の対面チャネルを重視しつつも、主として働き盛り世代に対するアプローチとしてインターネットや電話などの非対面チャネルを強化したり、効果的な広告戦略を行うことで、同行に来店しない顧客でも、自然と同行の様々なサービスを利用するような仕組み作りにも力を入れている。

図表1:北國銀行の概要

	単位	06/03	07/03	08/03	09/03	10/03
預金	億円	25,886	27,004	27,303	27,941	28,298
(普通預金)	億円	10,631	10,843	10,780	10,841	10,871
(定期預金)	億円	12,286	13,068	13,731	14,434	14,934
貸出金	億円	20,680	20,909	21,461	21,623	21,256
(住宅ローン)	億円	4,013	4,438	4,636	4,728	4,927
(その他消費者ローン)	億円	184	162	146	130	138
経常収益	億円	600	631	679	644	627
経常利益	億円	127	36	118	▲ 111	54
営業店舗数	店舗	120	118	115	114	116
従業員数	人	1,924	1,939	1,950	2,019	2,059

(資料) 北國銀行ディスクロージャー誌

リテール戦略の核となるポイント制度「ハッピース」

個人リテール推進の中核的な位置づけを占めているものが、07 年 9 月から開始した、ポイント制度「ハッピース」である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ハッピースは取引に応じてハッピーポイントが付与される。このハッピーポイントは2つの役割を持っている。

1つ目が顧客のステージ判定である。図表2には主な取引とハッピーポイントに応じたステージを示した。例えば、給与振込を同行に指定し、北國Multi ONEカードに加入していれば、50ポイントとなり、ゴールドステージになる。ステージが上がるほど、各種ローン金利が優遇されるなどの特典があるため、顧客に同行への取引を集中させる誘因を起こさせる仕組みとなっている。

2つ目が交換ポイントとしての役割である。ステージ判定とは別に、ハッピーポイントは取引内容に応じて毎月貯まっていく。先ほどの例のように給与振込指定と北國Multi ONEカードに加入していれば、毎月50ポイントが付与されていく。

そして、貯まったハッピーポイントは提携先である地元資本の小売店のポイントと交換したり、基金や財団に寄付したりすることができる。

このように貯めたポイントを使えるという点が、他行のポイント制度と異なる特徴であり、北陸3県の金融機関では、同行が唯一実施している。

以上のような特色あるポイント制を導入した背景には個人のマス層に対して、預金に加えてローンや預かり資産取引も行うような複合取引推進の困難さが挙げられる。法人部門の場合、アプローチ先が個人と比べて相対的に少ないために、特定の部署に人員を集中させて、成果を挙げることは不可能ではない。しかしながら個人のマス層は、アプローチ対象があまりにも多く、相当数の人員を集中させなければ効果を出すことは難しい。

このため、同行の職員が顧客にアプローチを行って推進を行うのではなく、顧客が自然と同行を利用したくなるような方法はないかと模索していた。その折に、航空業や家電量販店といった他業態でポイントを活用して成功した事例があり、同行でもポイント制度を活用できないかと考え、導入に至った。

なお導入に当たっては、マスコットキャラクター「ハッピーくん」を起用するなど、効果的な広告宣伝を行った。結果、新規取引の顧客獲得に役だっていることのほか、従来預金のみの取引だった顧客が、投資信託の購入やローンの申し込みを行うなど、複合取引に結び付くことが多くなったとのことである。

取引のきっかけとして活用する北國Multi ONEカード

ハッピースとともに、主として若年層の顧客との複合取引のきっかけとして活用されているものが、北國Multi ONEカードである。このカードは、キャッシュカードとクレジットカード、ローンカードが1枚となった一体型カードであり、両方の機能を銀行本体から提供する本体発行で、06年12月から取り扱っている(注1)。

同行グループにはもともと、クレジットカード関連会社があり、取次にて同行がクレジットカードを推進していた。しかし、関連会社の見直しを行う流れの中で、クレジットカード関連会社は保証業務や審査などの事務処理に注力し、クレ

図表2：ハッピースの概要

主な獲得ポイント

取引内容	ポイント数
給与振込	30
年金振込	30
預かり資産	10～100(注)
住宅ローン	40
北國Multi ONEカード	20

ステージと必要ポイント

ステージ	ｺﾞｰﾙﾄﾞｽﾃｰｼﾞ	ﾌﾟﾗﾁﾅｽﾃｰｼﾞ	ﾀﾞｲﾔﾓﾝﾄﾞｽﾃｰｼﾞ
必要ポイント	50	100	150

(資料) 北國銀行ホームページ
(注)預かり資産残高によって異なる。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

ジットカードは銀行本体で発行にすることとなり、それに合わせて一体型カードへの切り替えを行った。

こうして、本体発行にした結果、一番のメリットとなったことが、クレジットカードの推進が以前よりも行いやすくなったことである。他業態を見ると、2000年代にはすでにガソリンスタンドや自動車ディーラーなどでは、年会費無料に加えて自社で各種割引などの特典を受けられるクレジットカードが発行されていた。しかしながら年会費はクレジット関連会社の収益の柱の1つだったため、無料にすることは難しく、顧客にとっても銀行のクレジットカードを持つメリットは低かった。

これを本体発行に変えた結果、一般的なクラシックカードについては、年会費を無料にすることができた。また、一体型としたことで、新規口座開設を行った顧客に対して、キャッシュカード作成の際に、合わせてクレジットカードも勧めることができ、推進が以前と比べて容易になったとのことである。

また、北國 Multi ONE カードの推進にあたってもハッピースが活用されている。クレジットカード加入によってハッピーポイントが付加されるほか、ハッピースのステージに応じてクレジットカードのボーナスポイントが付与されるようになっている。

新たな顧客層を見据えたカードローン「DAY SMART」

現在、個人向けローンの中心である住宅ローンでは、新規着工分については住宅金融支援機構のフラット 35S の利用が増加しているため、借換需要の発掘が重要となっている。

このため住宅ローンの収益性低下を補うような個人向ローンとして、同行が注力しようとしているものが、10 年 6 月から取り扱いを始めたカードローン「DAY SMART」である。

DAY SMART は、申込の手続きを FAX やインターネットとなどの非対面チャネルで完結させられることが特徴である。

この商品は、住宅ローンをローリスクローリターン、従来のノンバンクをハイリスクハイリターンとすれば、ミドルリスクミドルリターンを念頭に置いたものである。このため、ターゲットとなる顧客には貸金業法の改正により、受け皿のなくなった人も含まれてくる。ただし、そのような人の中にも、充分な金融知識を持たないために、銀行で借りられるにもかかわらず、ノンバンクから借り入れていた人もおり、このような顧客に対しても、推進を行いたいとのことであった。

なお、DAY SMART の導入にあたって、同行では「銀行は敷居が高い」というイメージを払拭することに注力した。宣伝の際には、従来のものと異なり柔らかいイメージを抱くようなものとし、これまで同行と取引のなかった人にも訴えかけるようなものとした。結果、これまで同行と取引のなかった人からの反響も上々とのことであり、足元の住宅ローンを除いた個人ローン残高は増加に転じているそうだ。

インターネット取引の活用

以上のように、同行では自然と顧客が集まる仕組み作りに力を入れる一方で、来店機会の少ない顧客にも、同行を利用してもらえるようインターネットチャネルを通じた取引にも力を入れている。同行のインターネットバンキングでは、残高照会や振込指示のほか、定期預金の預入や投資信託の売買も可能であり、機能を充実させている。

また、既存の顧客にインターネットバンキングを積極的に利用してもらう取組みも行っている。インターネット取引申込によって、ハッピーポイントが付与されるほか、10 年冬の定期預金キャンペーンでは、インターネット

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

での申込に限り優遇金利を付した。

この他、投資信託購入者に対しては 10 年下半期に全先訪問を実施し、投資信託の相談を受けることと併せて、非対面チャネルのハッピーラインへの誘導を行った。結果、投資信託保有者でインターネットバンキングも利用している人の割合は 20%から 30%に上昇したそうだ。

特色ある人材育成

①研修について

同行では、非対面チャネルを充実させているが、主軸は対面チャネルである。それを支えるのが、1 人 1 人の行員である。

同行の人材育成は OJT を中心とするものの、様々な研修会を積極的に行っている。新入行員に対しては、インターバル形式で年間 20～30 営業日程度の集合研修を行っているほか、その他の行員に対しても預金や預かり資産などの獲得実績に応じて、それぞれのレベルに応じた研修会を実施している。

また、実践的な研修として、ロールプレイングを活用することが、同行の特徴である。10 年下半期には預かり資産のアフターフォロー対応などをテーマにすでに 3 回実施した。

この他、支店やエリア単位でも独自の研修会を実施しており、各行員のレベル向上に努めている。

②女性も働きやすい職場環境づくり

近年、資産活用の相談などを始めとして、顧客のニーズをきめ細やかに汲み取ったうえで、本当に顧客に合った商品を提案することが求められている。このような適性を持った行員は男女問わずいるが、これまで出産や親の介護と言った家庭の事情により、勤務を続けることが難しい人が多かった。

また、かりに復帰してもパート採用を希望する人が多くかったが、扶養控除との関係から勤務時間や給与の上限に制約があるため、充分な仕事を行うことができず、士気を保つことが難しかった。

そこで、再雇用制度の導入や育児休暇を取得しやすい環境づくりに努めるなど、女性行員が長く働けるような環境づくり整え、女性行員が辞めざるを得ない事情を取り除いていくことに努めている。また 06 年に立ち上げられた Women's Style では、女性行員が中心となり、様々な活動を行っている。これまでには、仕事と家庭の両立をテーマにした研修会や、子育てを行う行員同士の交流会、業務面でのスキルアップ研修などを実施してきた。

その結果、結婚や出産を理由とする女性の退職者は減少し、女性の支店長代理や主任といった役席者も増加してきているとのことである。

まとめ

個人顧客のライフスタイルや志向の変化によって、顧客への対面でのアプローチが難しくなるなか、それに対応し、効果的な宣伝や、非対面チャネルの拡充を行うことで顧客ニーズをつかみ、着実に実績を伸ばしている同行の取組みは、注目すべきである。

また人材育成にあたっては、いかに育てるかと共に、いかに育った人材が辞めざるを得ないような状況をなくすかという観点でも取組みを積極的に行っており、金融機関のみならず、他業態に対しても、大いに参考となろう。

(注 1)岡山(2010)「地域銀行におけるクレジットカードビジネスの変遷」(『金融市場』10 年 12 月号)参照。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

分析レポート

国内経済金融

個人向け国債の商品性見直しをめぐる動向

～銀行定期預金との比較～

岡山　正雄

はじめに

個人向け国債は、購入者を個人のみに限定した国債である。04～05年にかけては毎回(1、4、7、10月)の販売額が1兆円を超えていた。しかしながら、11年1月の販売額は、1,865億円となりピークを迎えた05年1月の2.3兆円と比べて10分の1以下にまで販売が低迷している(注1)。

このため、10年12月に財務省は11年7月発行分から個人向け国債の商品性を見直す予定である。本稿では、その変更点を踏まえたうえで、銀行の定期預金との比較を行いたい。

見直しの概要

今回の見直し内容は図表1のようにまとめられる。

1つ目が個人向け国債(固定5年)(以下、「固定5年」という。)に関するものである。これまで、固定5年は発行後2年間、中途換金が不可能であった。また中途換金の際には、元本は保証されるものの、直前4回分の利子にあたる金額に0.8をかけたものが、手数料として指し引かれた。これが11年7月から、中途換金禁止期間が発行後1年間に短縮され、手数料も直前2回分の利子にあたる金額に0.8をかけたものに下げられる。このように中途換金の条件が大幅に緩和された。

2つ目が個人向け国債(変動10年)(以下、「変動10年」という。)の利率計算方法である。現在は変動10年の利率は半年に一度見直し、その利率は利率計算期間の前月に行われた10年固定利付国債の利率をもとにした基準金利から0.80%引いたものである。新方式ではこれを基準金利の0.66倍に変更する。これは、近年、基準金利が極めて低位で推移するなか、利率が高くなるようにとの措置であり、新方式は基準金利が2.35%以下ならば、現方式よりも高い利率となる。なお、11年1月発行の変動10年の初回基準金利は1.31%であり、この金利水準が11年7月以降も続くのであれば、新方式の方が有利である。

図表1：11年7月発行分以降の変更点

変更点	現在	11年7月以降
固定5年の中途換金禁止期間	発行後2年	発行後***1年***
固定5年の中途換金手数料	直近4回の受取利息×0.8	***直近2回***の受取利息×0.8
変動10年の利率	基準金利-0.80%	基準金利***×0.66***

(資料)財務省ホームページ

固定5年との比較

このような変更を受けて、個人向け国債と同じく中途解約が可能な5年物定期預金と利回りを比較する(図表2)。

まず都市銀行A行と比較する。固定5年の利回りは11年1月発行分で、0.37%であった。一方、A行の5年物定期預金金利(取組額300万円以上。以下同じ。)は0.22%であり、固定5年の利回りを下回っている。

次に、筆者の調べる限り5年物定期金利預金金利が最も高かったのはネット銀行B行の0.60%であ

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

図表2：各金融商品の所有期間利回り

所有期間（年）	金融商品			
	都市銀行A行	ネット銀行B行	固定5年（現方式）	固定5年（新方式）
0.5	0.02%	**0.03%**	-	-
1	0.02%	0.06%	-	**0.07%**
1.5	0.02%	0.06%	-	**0.17%**
2	0.04%	0.15%	0.07%	**0.22%**
2.5	0.04%	0.15%	0.13%	**0.25%**
3	0.08%	0.24%	0.17%	**0.27%**
3.5	0.08%	0.24%	0.20%	**0.28%**
4	0.15%	**0.30%**	0.22%	0.29%
4.5	0.15%	**0.30%**	0.23%	0.30%
5(満期)	0.22%	**0.60%**	0.37%	0.37%

（資料）財務省、各金融機関ホームページ
網掛け太字は各所有期間で最も所有期間利回りの高いものである。
定期預金金利は11年1月時点。

った。B行の場合、定期預金金利は固定5年の利回りを上回っている。

ところが中途償還、中途解約した場合の所有期間利回りは、新方式になると発行後1年～3.5年は固定5年の方が高い。

つまり、満期保有を考えた場合には、固定5年よりも有利な定期預金があるが、中途換金、解約を考えた場合には固定5年の方が有利なケースもあると言えるだろう。

変動10年との比較

変動10年については、11年7月時点でも11年1月の基準金利(1.19%)と同じであり、そこから10年間、現在の金利水準を維持する(シナリオ①)、半年ごとの見直しのたびに基準金利が0.10%ずつ上昇し、満期償還時には3.09%になる(シナリオ②)という2つの仮定で、満期保有利回りを求め、定期預金金利と比較した(図表3)。それぞれのシナリオで、変動10年の満期保有利回りを現方式と新方式で算出すると①が0.39%から0.78%、②が1.34%から1.41%へとそれぞれ上昇する。

一方、10年物定期預金金利は、都市銀行A行の場合、0.35%であり、いずれのシナリオでも変動10年より低い金利となる。

次に筆者の調べる限り最も金利の高かったネット銀行C行と比較した。C行の10年物定期預金金利は0.95%であり、シナリオ①の場合は、定期預金金利が変動10年の利率を上回るものの、シナリオ②の場合は下回る。このように今後、基準金利が漸次上昇すると仮定した場合、定期預金金利よりも変動10年の方が有利となる。

図表3：変動10年利率と定期預金利回りの比較

金融商品		利率/金利	
		現方式	新方式
変動10年	シナリオ①	0.39%	0.78%
	シナリオ②	1.34%	1.41%
定期預金	都市銀行A行	0.35%	
	ネット銀行C行	0.95%	

（資料）財務省、各金融機関ホームページ
定期預金金利は11年1月時点。

まとめ

11年1月から06年1月に発行された固定5年の大量償還が始まっているが、加えて11年7月から個人向け国債の商品性見直しが実施される。このような状況下、リテール市場においてにわかに個人向け国債をめぐる動向が活発化することが見込まれる。金融機関が定期預金の他、どのような商品を使った営業戦略を行っていくのかが注目される。

(注1)岡山(2011)「個人向け国債(固定5年)の償還をめぐる動向」、農中総研　調査と情報2011年3月号参照

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

分析レポート

海外経済金融

過剰流動性の発生と中国人民銀行の対応

王　雷軒

要旨

2010年以降、中国人民銀行（以下「人民銀行」）が9回の法定預金準備率の引き上げと3回の利上げを実施したにもかかわらず、インフレの高まりや不動産バブルへの懸念は未だに解消しなかった。むろん、人民元切り上げへの期待によるホットマネーの流入や国際商品価格の上昇などの海外要因もあるが、人民銀行の為替介入による米ドル買い・人民元売りを受けて過剰流動性の発生がその大きな要因となっている。

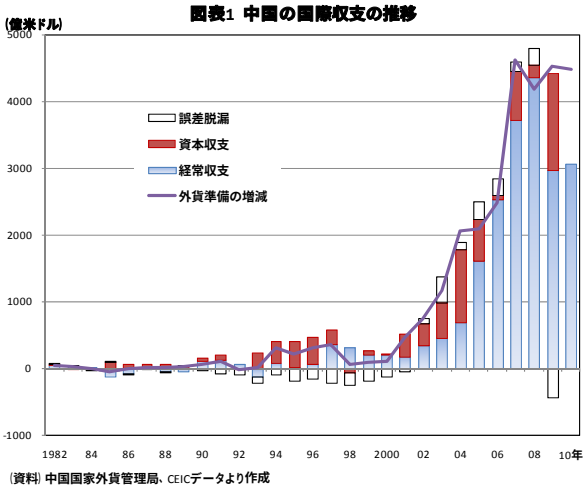
対外収支不均衡の拡大と外貨準備増加

図表1によれば、1994年から2010年までの国際収支は一貫して黒字状態にあり、特に2000年以降は貿易黒字を中心に経常収支の黒字幅が拡大傾向にあるのに加え、直接投資の流入増加による資本収支黒字も増大しており、その結果、外貨準備の増加額が顕著となっていることが分かる。

これにより中国の外貨準備残高は、06年10月末に1兆米ドルを突破し、10年末には2.85兆米ドルまで膨れ上がった。これはGDP比で5割近い金額である。

このように外貨流入が大幅に増大するなか、人民元の為替相場水準をコントロールするために、人民銀行は米ドル買い・人民元売り介入を行っている。

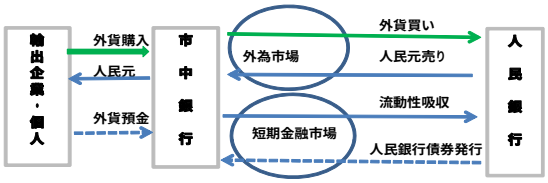
図表1 中国の国際収支の推移



（資料）中国国家外貨管理局、CEICデータより作成
（注）2010年は資本収支と誤差脱漏が発表されていない

人民銀行の為替介入の仕組みを図表2に示しているが、市中銀行に集まった外貨の多くは人民銀行によって買い取られ、その分だけ金融市場に対して人民元の流動性が供給されている。

図表2 人民銀行の為替介入の仕組み



（資料）農林中金総合研究所作成

このような大規模な外貨流入を背景に金融市場に大量の流動性が供給されている下で、企業や個人投資家は高い収益を求めて不動産市場や商品市場に投資・投機しており、それが資産価格の高騰やインフレの高まりにつながっている。

流動性増加への人民銀行の政策対応

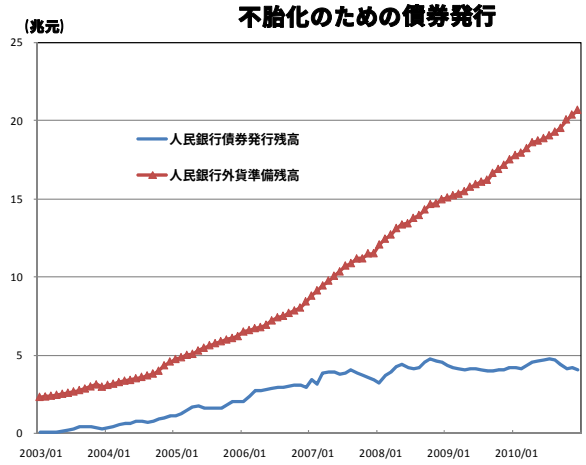
こうした為替介入による金融市場への流動性増加に対して、人民銀行は中央銀行手形の発行などを実施し、外貨の購入代金を吸収するといったマネタリーベースの増加を抑制するような対応（＝不胎化介入）を行っている。

まず、人民銀行は債券オペに使われる国債の不足を補うために、03年4月から

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3ヶ月物、6ヶ月物、1年物、3年物の中央銀行手形の発行を開始し、不胎化を行っている。図表3からは、06年後半まで人民銀行が保有する外貨準備高の増加に伴い、手形の発行額が増加していたことがわかる。

図表3 人民銀行の保有する外貨準備高と不胎化のための債券発行



(資料) 中国人民銀行、CEICデータより作成 (注) 直近は2010年12月

なお、人民銀行手形の発行により、人民銀行は公開市場プライマリー・ディーラー（金融機関）に対して国内の市場金利並みの利子を支払っている。一方、介入によって取得したドル等は米国短期債券などで運用していると見られるが、それらからの収益より人民銀行手形の支払利息総額が上回れば不胎化コストが生じることになる。そのため、人民銀行には大きな介入コストが発生している。更に、最近の国内金利水準の上昇や銀行新規融資の急増などで、人民銀行手形の市中消化量にも制約も生じている。

このため、06年後半以降、人民銀行はもう一つの不胎化介入手段である預金準備率の引上げを頻繁に利用するようになっており、積み上がる流動性を凍結している。

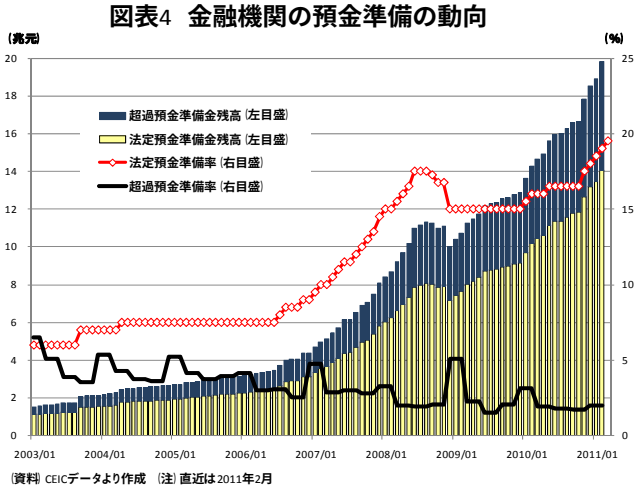
図表4によれば、06年後半に入り、人民銀行は法定預金準備率を頻繁に引き上げるようになったが、08年後半に発生した世界的金融・経済危機の影響を受けて一旦引き下げたことが分かる。しかしながら、10年からは再び引上げに転じ、現在まで計9回の引上げを実施したことが見て取れる。こうした頻繁な引上げの実施により、大手金融機関の法定預金準備率はすでに20%にまで達している。

中国では、預金準備は法定預金準備と超過預金準備に分けられているが、市中金融機関の預金準備に対して人民銀行は金利を支払っている。11年2月の法定預金準備に対する年利率が1.6%（1年物の貸出基準金利は3%）と、超過預金準備の利率が0.6%となっている。従って、法定預金準備率の引上げは、流動性を吸収する効果が高まる反面、人民銀行にとっては負担増となっている。

しかし、中国国内の経済情勢を見れば、為替介入による人民元売りの一部は不胎化できていないようである。今後はマクロ経済の安定性を確保するために、為替介入をより緩めつつ、一方で対外投資促進のための資本規制の自由化を図っていく必要があろう。

（2011.3.22現在）

図表4 金融機関の預金準備の動向



(資料) CEICデータより作成 (注) 直近は2011年2月

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

連　載

経済指標の窓　＜第１回＞

海外経済指標①　非農業者部門雇用者数(Nonfarm Payrolls)

岡山　正雄

本連載では、経済指標について、見方や特徴を解説する。今回から数回にわたっては海外の経済指標のうち金融市場への影響度が高いものを選んで紹介していく。

米経済指標で別格の雇用統計

米国経済指標のなかで、最も注目度が高いものが、労働省(Department of Labor)から発表される雇用統計(Employment Situation)である。この統計は、農業を除く事業所の給与支払帳簿などをもとに作成される非農業者部門雇用者数、週平均労働時間(Average Weekly Hours)や、家計へのヒアリング調査から作成される失業率(Unemployment Rates)などからなる。

雇用は所得に影響を及ぼし消費に波及していくこともあるが、その他にも次の理由により、注目される。

第一に物価の安定とともに雇用の最大化が、FRB(連邦準備制度理事会)の重要な政策目標であり、FRB の今後の金融政策に大きな影響を及ぼすためである。

第二に速報性である。発表時期が翌月の第 1 金曜日と、米国政府が発表する前月の状態を表す指標のなかで最も速い。

第三に、調査対象が幅広く、項目が細分化されているおり、他の指標の予測や景気の先行きを見ることに利用できるからである。

重視される非農業者部門就業者数

雇用統計の中でも、最も注目される指標が、非農業者部門雇用者数である。これは 12 日を含む調査週に正規雇用、非正規雇用問わずに給与を受け取る仕事に就いていた人の数を示す指標であり、前月からの増減と、市場の事前予想からの乖離に注目する。

特に昨今は、10 年下半期以降、米景気回復が不透明になっていたことがあり、回復の足取りを見るうえでも、雇用統計発表後に為替相場や株式市場が大きく動くことがあった。

図表 1 には、非農業者部門雇用者数の前月比増減の事前予想と結果、円ドル相場の雇用統計発表日前日からの変化率を示した。10 年 11 月から 11 年 2 月までの前日比変化率の平均は 0.02%だったが、事前予想を大きく下回った 10 年 12 月の公表(11 月分)時は、米景気減速懸念から雇用統計発表後、1.55%も円高ドル安となった。また、事前予想を大きく上回った 10 年 11 月の公表(10 月分)時も 0.61%円安ドル高となるなど、平均以上に円ドル相場が動いていることが分かる。

このように、雇用統計は、米国のみならず日本などの他国へも大きな影響を及ぼす。このため、日本の景気先行きを見るうえでも米国の雇用統計を見ることは重要である。

図表1:非農業者部門雇用者数増減と円ドル相場

月	事前予想(千人)	結果(千人)	結果-事前予想(千人)	発表日の前日比変化率
2010/11	60	171	111	0.61%
2010/12	150	93	▲ 57	▲1.55%
2011/1	150	152	2	▲0.23%
2011/2	146	63	▲ 83	0.67%

(資料)Bloomberg
円ドル相場はニューヨーク市場終値。
プラスの値は前日比円安、マイナスは前日比円高を示す。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

連　載

経済金融用語の基礎知識　＜第１回＞

原油先物価格　WTI

安藤　範親

WTIとは

世界の原油取引は、消費地ごとに、アジア（中東産原油）、欧州（北海ブレント原油）、北米（WTI原油）の３つの市場が形成されており、世界の原油相場は、これらの価格を互いに参照しながら決まっている。なかでもWTI原油は、日本のニュースなどで「原油価格＝WTI 先物価格」として取り扱われており注目が高い。

WTIとは、ウエスト・テキサス・インターミディエイト（West Texas Intermediate）の略で、米テキサス州を中心に産出される軽質スイート原油（比重が軽く硫黄分が少ない高品質原油）のことである。ニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）で取引されており、北米市場では、域内で流通しているほとんどの原油はWTI価格に連動して決定されている。

しかし、その産出量は一日当たり50万バレル前後と、アメリカ国内で産出される原油の約5%、世界で産出される原油の約0.6%を占めるにすぎない。では、なぜ産出量が少ないにも関わらず世界の価格指標となっているのだろうか。

その理由は、WTI を取り扱う NYMEX が、裁定取引が容易などの理由から流動性や透明性が高いために市場参加者が多く、WTIの産出量に対して、WTI 先物の一日当たり取引量は 6 億バレルにのぼり、世界最大規模の取引量となっているためである。また、一日当たりの世界の消費量約 8,500 万バレルに対し、米国は約 1,900 万バレルと世界最大のエネルギー消費地であるということも理由の一つである。WTI の価格動向は、他のエネルギー価格や世界の物流、商品価格に影響し、米国内の消費動向に反映されるため、NYダウや日経平均株価などの世界の株価指数に影響を与え、世界経済の先行きを占う重要な経済指標となっている。

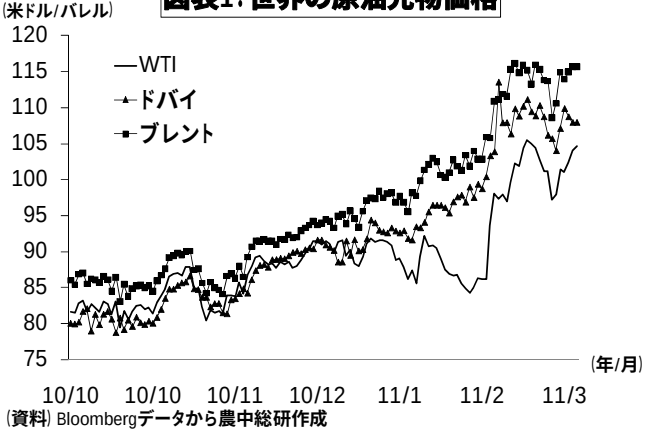
中東情勢が引き起した価格逆転

質の高いWTI原油は、従来は他の原油よりも高値で取引される傾向にあったが、現在、逆転現象を引き起こしている（図表 1）。価格は、3月22日終値（期近物）で、WTI原油が104.00 米ドル/バレル、中東産のドバイ原油が 108.00 米ドル/バレル、北海ブレント原油が115.70米ドル/バレルと、WTI原油が北海ブレント原油よりも 1 バレル当たり 10 ドル以上安くなっている。

その原因は、アジア・欧州では、中東情勢不安による供給懸念と景気好調な中国、ドイツなどの需要増により高値が続いているが、北米は、中東情勢不安により高まりを見せるものの、中東産原油の輸入割合が低いことや、新しいパイプラインの竣工などで原油在庫量が増加傾向にあり、価格上昇圧力が抑制されているためである。

今後は、中東情勢不安が収まるか、原油高騰が需要減を引き起こすまでは、当面の間、原油相場の高止まりが続くだろう。

図表1：世界の原油先物価格



（資料）Bloombergデータから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

http://www.nochuri.co.jp/

海外の話題

アメリカの金融緩和策の副作用

農林中央金庫　ニューヨーク支店長　中村　和人

この冬、NYは大雪と寒波に何度も見舞われた。特に、1月はセントラルパークで48インチ（約120cm）という記録的な積雪量（累積）を記録した。市内でも、マンハッタン区を除く外周部の4区では除雪が追いつかず、タクシーや路線バスまでが雪で動けなくなり、そのまま路上に乗り捨てられるという始末だった。NYは、東京やロンドン等と比べると比較的雪に強い街で、一昨年の大雪時にはスムーズな業務が出来たのだが、この冬は、郊外に住む職員が殆ど出社できないという日が何日かあった。私自身も乗っていたタクシーが路肩の雪に嵌まってしまい、自宅を目前にして降りしきる雪の中で40分も雪と格闘するという経験もした。

こうしたことから、十分な除雪対策を講じなかったとして、ブルンバーグ市長には住民からの強い不満がぶつけられた。積雪量が記録的だったと言うこともあるが、原因の一旦は前回のこのコーナー（2010年8月号）でも触れたNY市の財政赤字である。NY市では、除雪は清掃局が担当しており、ごみ収集車に雪かき用の排雪板が装着され、夜なか中ガリガリと道路の雪掻きを行う。しかし、赤字対策から清掃局の人員削減が行われていたことや、人員削減に反発した幹部が適切な指示を出さなかったということが、この冬除雪が追いつかなかった背景の様だ。結局、幹部の更迭にまで発展したが、清掃局職員の残業代と凍結防止材（塩）の購入代金に除雪予算はあっという間に底を付き、その後の降雪時には妙に静かな夜だなあと思ったりもした。そして、2月中旬に雪が溶けた後、その中からクリスマスツリーを初めとした大量のゴミが出てきた時には、今度はゴミ収集予算が残業代に消えてしまうのではないかと心配になったものだ。

カリフォルニア州の非常事態宣言、ウィスコンシン州やオンタリオ州の州職員の団体交渉権制限法案を巡るデモ、フロリダ州の高速鉄道建設の撤回、NY市での教職員の大量解雇案、地方債関連ファンドからの資金流出等々、地方財政の悪化を巡る話題には事欠かないアメリカだが、足元の景気は「自律的な回復の兆し」と言った見出しが出るほどに堅調である。これは昨年後半に実施された追加的な財政刺激策とFRBの量的緩和（QE2）による政策効果が大きかったのは間違いないだろう。雇用に代表される需給ギャップの解消には程遠いため、大型減税や失業保険給付の延長、株価の上昇を通じた資産効果といった「カンフル剤効果」によるといった論調に目が行き易いが、足元での賃金の上昇と雇用の増加を合わせた可処分所得増による個人消費の堅調や、小売売上高を支えるアメリカの人口動態の強さといったベースラインの強さには注目して置く必要があるだろう。また、グローバル化された経済では、先進国の金融緩和が新興国のバブルやインフレを誘発し、北アフリカや中東情勢の混乱を招いているという議論も盛んである。FRBは、商品相場の上昇は新興国の需要増大が原因であり、アメリカの金融緩和を通じたとものいった見方を否定している。実際の資金フローという意味では不案内だが、商品相場がドルと連動し、新興国が自国通貨安政策を維持している以上、今後の金融政策の舵取りの中で、今回の地政学リスクの高まりを全く無視することは困難になってくるのではないだろうか。

私ごとだが、盛岡支店に同期で入庫した友人がカイロで暮らしている。2月にエジプトのムバラク大統領を退陣に追い込んだ民衆革命の際は、連絡が取れなくなってしまい、家内とともに随分と心配をした。結果は、自宅軟禁状態となり1週間全く外出できない状況を強いられた様だが、無事を確認できたときは本当にホッとした。海外で暮らしていると、日常生活の有難さを痛感する場面に出くわすことも多いが、仕事上、最も関心を持って見ている金融政策を遠因として、こんなに心配をさせられる羽目になろうとは思いもよらない出来事であった。（2011.3.10）

「この記事を書いた翌日、日本が大きな災害に見舞われました。お亡くなりになった方々のご冥福をお祈りすると同時に、被災された方々に心よりお見舞いを申し上げます。そして、一日も早い復興を強く願っております。ここNYでも、現地の人々から沢山の励ましの言葉をいただいており、各方面で支援の輪が急速に広がっています。海外にいて出来ることは限られているかもしれませんが、私自身も東北に縁がある身ですので、こうした支援の輪を少しでも広げる努力をしていきたいと思っています。（2011.3.17）」

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます