

潮流

震災復興と地域金融機関の取組み

常務取締役 鈴木 利徳

「今日、花見山公園に行ってきました。花見山の花は放射能とは無関係に咲き競っていました。福島にも必ず春は訪れます。絶対に復興します」。福島県下の信用金庫の役員として、対策本部の事務局として、地震発生以来不眠不休で復旧・復興に奮闘している友人からのメールが届いた。本来ならば、私が彼を励ますところなのだが、逆に私の方が彼から勇気をもらったような気がする。

JAや地域金融機関は地域経済・地域社会と一蓮托生であり、運命共同体である。地域が窮地に陥っている今こそ、JAや地域金融機関の真価が問われているように思う。

福島県下のA信金は地震が発生してから1週間後の3月18日にはいち早く復興資金を創設し、取り扱いを開始した。運転資金：金額1,000万円以内、期間5年以内、設備資金：金額2,000万円以内、期間10年以内、個人向け復旧ローン：金額500万円以内、期間10年以内。また、B信組では3月22日から復興資金の取り扱いを開始。運転資金：3,000万円以内、7年以内、設備資金：5,000万円以内、10年以内、個人向け生活資金：30万円以内、期間は原則1年間据置後30回払い。地方銀行や労働金庫もそれぞれ当座の生活資金、事業向けつなぎ資金などのメニューをそろえて提示した。

JAバンクとJFマリンバンクも農業、漁業経営の継続のための金融支援策として、借入金の期限延長などの対策に加えて、借入者が無利子となるような利子補給等の実施を公表した。

こういう非常事態においては被災者の便宜を優先したスピードが求められる。その点、各金融機関が地震発生後短期間のうちに緊急的な金融支援メニューを提示したことは評価されるべきだ。しかし、避難状態に置かれている被災者にこのような金融支援の情報は届いているのだろうか。そのことが気にかかる。

ところで、地震発生後被災者にまず必要だったものは情報、そして住居（避難所）、食糧、医療、生活物資であった。食糧等が行き渡るようになると、精神面のケアも配慮されるようになり、臨床心理士などの専門家の派遣に加えて、芸能人、スポーツ選手などの訪問・支援も大きな力となっている。

さらに、被災後1か月を経過し、被災者はこれからの生活と仕事について思いを巡らしている。いま必要なことは先行きの方向性を示すことであり、将来の復興ビジョンを早期に策定することである。見通しを持つことは前に向かって歩み出す力となるに違いない。

しかし、そのようなマスタープランだけではまだ不足しているように思われる。被災者と一括りに言うが被災の状況も、家族構成も、資産の状況も、職業も異なる。できればそれぞれの被災者に合った今後の生活設計プランの相談に応じられる体制が必要である。JAや地域金融機関の職員にはそういうアドバイスのできる人材がいるはずである。緊急的な金融支援メニューを提供するとともに、そういうキメの細かい支援も考慮すべきではなかろうか。

情勢判断

国内経済金融

年度上期中の国内景気は停滞気味に推移

～ 原発事故・電力不足問題の影響大 ～

南 武志

要旨

東日本大震災前までの日本経済は景気足踏みからの脱却を模索していたが、震災後は 20 兆円前後にも及ぶ直接的被害の発生とともに、総需要水準も大きく落ち込んでしまった。時間経過とともに、生産機能の回復や復旧・復興需要が出てくると思われるが、広域にわたる被災地、夏場にかけての関東エリアでの電力不足問題は国内景気の順調な持ち直しにとっては大きな障害となるだろう。また、物価に関しては、震災による影響は現時点では軽微だが、国際商品市況の高騰によりエネルギー価格の上昇が目立ってきており、4 月以降は消費者物価全体が前年比プラスに転じる可能性が高い。とはいえ、物価上昇が加速する状況にはないことから、日本銀行は緩和政策を長期間続けることで、国内景気の再浮揚を支援することが求められている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年 / 月	2011年				2012年	
	4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 (%)	0.064	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.333	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 (%)	1.210	1.10～1.45	1.15～1.50	1.20～1.55	1.20～1.55
	5年債 (%)	0.485	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)	82.0	78～88	80～95	85～100	85～100
	対ユーロ (円/ユーロ)	119.4	110～130	115～135	115～135	120～140
日経平均株価 (円)	9,682	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4月22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

東日本大震災の発生から 1 ヶ月半が経過したが、被害があまりにも大きく、また大きい余震が続いていることもあり、なかなか復旧作業が進まないようである。さらに、福島第一原発の放射能漏れ事故の収束までに相当程度の時間がかかることもあり、それに伴う風評被害は今後も続出する可能性がある。政府・与党では 5 月連休中にも約 4 兆円規模の災害復旧費を盛り込んだ 11 年度補正予算を成立

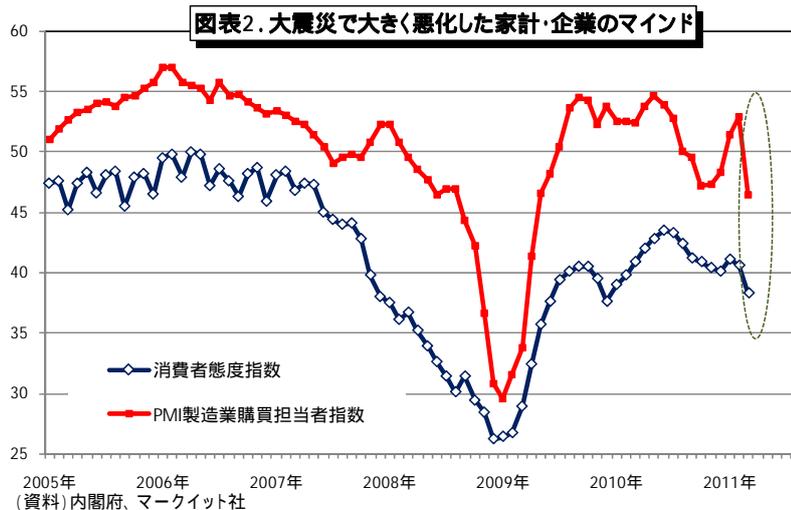
させる見込みであるほか、6 月には第 2 次補正予算案の編成作業に乗り出す意向を示しているが、復興需要が本格化するのは秋以降にずれ込む可能性が高い。

これまでに発表された 3 月分の経済指標については、踊り場脱却を模索していた上旬分と、大幅に冷え込んだ中下旬分とが混ざり合っており、悪化の度合いが限定的である。貿易統計によれば、3 月を通じての輸出額は、上旬(前年比 14.8%)の堅調さもあって前年比 2.2%と小幅

減にとどまったが、中旬は同 5.9%、下旬は同 13.1%と、下落率が加速的に大きくなっていることが見てとれる。また、震災後に調査を行ったビジネスサーベイ (PMI 製造業購買担当者指数) や消費者マインド (消費者態度指数など)

などは、大幅な落ち込みとなっている (図表 2)。被災した企業では操業の再開などが徐々に始まりつつあるものの、部品調達難は依然として深刻であり、4 月分以降の経済指標には大幅に悪化した姿が映り出されることになるだろう。

当面の世界経済動向については、大震災に伴うサプライチェーン障害の発生、さらに資源価格上昇に伴うインフレ懸念の高まりや新興国・資源国における金融引締め策の強化、といった景気抑制的な側面がある一方で、先進国経済の持ち直し傾向が若干強まることから、総じて堅調な展開となることを想定している。それゆえ、原発事故発生によって日本製品などへの信頼感が幾分損なわれた面は否めないが、日本の輸出は生産再開とともに持ち直しに転じるだろう。ただし、東京電力が電力供給能力の上積みを図っていることから真夏ピーク時の電力不足状況は緩和方向にあるとはいえ、企業・家計には一定の節電努力が求められることは必至である。それが日本全体の約 4 割の付加価値生産をしている関東地方の経済活動にとって制約となることから、7~9 月期までは停滞感が残ると思われる。当総研では、今回の大震災を考慮した



上での経済見通しを策定したが、震災前の予測に比べて 11 年度の経済成長率は 1.0%pt ほど押下げられるものと見込んでいる (詳細は後掲レポートを参照のこと)。

一方、物価面については、大震災発生によって供給能力が大幅に毀損したものの、それに起因して総需要水準もまた大幅に低下したことから、マクロ的な需給バランスは依然として崩れたままという認識は変える必要はないだろう。一方、国際商品市況の高騰によって食料品・エネルギー価格が上昇傾向を強めており、全般的に見て物価指数全体に対する下落圧力は緩和してきている。11 年度に入れば、高校授業料無償化に伴う押下げ効果 (0.5%程度) が剥落するため、代表的な全国消費者物価 (生鮮食品を除く総合、以下同じ) の前年比下落率はプラスに転じると予想される。ただし、景気停滞が当面続くことから、先行きプラス幅が加速的に高まっていくことはないだろう。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は東日本大震災の発生を受けて、翌週明け 3 月 14 日の金融政策決定会合では、10 年 10 月に導入した包括緩和

策の一環としての資産買入基金（導入時は約5兆円規模）について、社債・CP等のリスク性資産を中心に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、4月6～7日の決定会合では、被災地の金融機関に対して今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するため、長めの資金供給オペレーション（貸付期間1年、貸付利率0.1%、貸付総額1兆円）を実施することを決定した。加えて、今後の被災地の金融機関の資金調達余力確保の観点から担保適格要件を緩和することも決定した。

金融調節の面からは、震災直後から、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っている。その結果、震災前までは17兆円台で推移してい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。4月16日から始まった積み期間では30兆円後半での推移となっているが、市場が完全に落ち着きを取り戻し、金融機関の流動性不安が解消するまで、潤沢な資金供給を続行するものと思われる。

なお、今後、日銀に求められるのは、復興に対してどのような関与をするのかという点であろう。具体的には、大量の

国債追加発行に対して買入れ額増額（現行は毎月1.8兆円）をすべきかどうかが問われていくだろう。

市場動向:現状・見通し・注目点

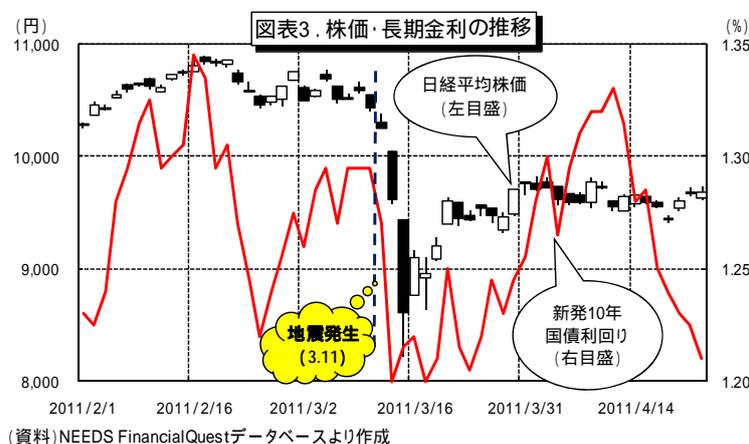
10年度下期の日米中央銀行による追加的な緩和措置などにより、世界的な景気回復期待が醸成されるとともに、過剰流動性への思惑などを材料に「円高一服・株高・金利上昇」の傾向が強まっていた。一方、東日本大震災の発生後、政府・日銀は予想される金融市場の不規則変動に対し、万全の策を講じた結果、市場の動揺は未然に防がれている。

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11月上旬のQE2決定後、世界的に景気回復期待が高まったことから、長期金利（新発10年物国債利回り）の上昇傾向が強まり、11年2月中旬には一時1.3%台半ばまで上昇した。その後は、国内投資家の消去法的な国債購入意欲の強さもあり、震災前までは1.2%台後半でのみ合いが続いていた。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る株価の反発や今後の復興に向けた大量の国債増発への懸念などから長期金利は反転、4月中旬には1.3%台前半まで上昇した。しかし、4月下旬にかけては再び1.2%台前半まで低下するなど、ボラティリティの高い展開が



続いている。

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がかかりやすいと思われる。さらに、復興需要や資源高によって物価上昇率が事前の想定以上に高まることになれば、長期金利は上昇傾向が続くだろう。

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10,500～11,000円のボックス圏内での展開が続いていた。しかし、地震後は、被災による企業活動の一時停止に加え、急激な円高進行や深刻さを増し続ける原発事故が重なり、一時8,200円台まで急落した。その後は、先進7ヶ国(G7)による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、今しばらくは福島第一原発事故などの状況が相場動向を左右すると見られるほか、電力不足問題やサプライチェーン障害の復旧までにはある程度の時間が必要との見方も根強いことから、上値が重い展開が続くだろう。

外国為替市場

地震発生前までの為替レートは、対ドルでは80円前半のボックス圏内での展開、対ユーロではやや弱含む状況で

あったが、地震後は国内企業・金融機関の円資金ニーズが高まる、もしくは海外勢が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。特に対ドルレートについては戦後最高値を更新、1ドル=76円25銭まで円高が進んだ。しかし、震災や原発事故などが景気に与える悪影響への懸念の高まりや、G7の財務大臣・中央銀行総裁による緊急電話会談で円売り協調介入が合意されたことで、18日以降、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。

一方で、3月下旬以降は、世界的なインフレ懸念の高まりから、異例ともいえる金融緩和政策を継続してきた先進国の中央銀行が政策転換を図るとの思惑が強まり、対ドル・対ユーロとも円安方向に向かった。しかし、欧州中央銀行の利上げ決定(4月7日)後は、材料出尽くし感などから再び円高気味に推移するなど、円高圧力は根強いものがある。

当面は、欧米諸国の信用不安リスクが煽っていることもあり、現状水準でのみみ合いが続くと思われるが、資源高や需給逼迫などにより、海外でインフレ懸念が強まり、一段の金融引締め策が打ち出される動きが出てくれば、再び円安方向に動くものと思われる。(2011.4.22現在)



情勢判断

国内経済金融

2011～12年度経済見通し(地震後の改訂)

～実質成長率:11年度0.7%、12年度2.5%～

調査第二部

3月11日に発生した東北地方太平洋沖地震(東日本大震災)と直後の巨大津波、さらに東京電力・福島第一原子力発電所で起きた深刻な事故によって、日本経済は再び厳しい試練に直面している。

大震災発生前までの国内景気は、海外経済の持ち直し傾向の強まりに輸出・生産が牽引される格好で、2010年夏から続いてきた足踏み状態からの脱却を模索している最中であった。しかし、大震災発生により、被災地に立地する多くの部品メーカーなどが操業停止し、国内ばかりか海外の完成品メーカーでも生産活動が滞るなど、国内外を跨ぐ広範囲でのサプライチェーン障害が発生している。また、福島第一原発の事故は依然として収拾のメドが立っておらず、今後、様々な面で「日本離れ」、「日本外し」の動きが進むリスクもある。さらに、3月下旬以降はだいぶ状況が改善したとはいえ、今夏における電力の大幅不足問題をどう乗り切るかなど、数多くの課題が残されている。これらをうまく切り抜けない限り、国内経済は再建が進まず、停滞が長期化する陥る恐

れもある。

以下、主な部門別に日本経済の先行きについて考えていきたい。まず、家計部門であるが、エコカー購入補助金や家電エコポイント制が10年度内に終了したことに伴い、耐久財については11年度前半を通じて低調に推移することは予め見込まれていた。一方、震災後は東日本を中心に一部の食料品・水・防災用品などで買い溜め的な行動が起きたため、一部の非耐久財についても4～6月期にかけて小幅ながらも反動減が出る可能性もある。そのほか、夏場に向けての計画停電

2011～12年度 日本経済見通し

	単位	2009年度 (実績)	2010年度 (実績見込)	2011年度 (予測)	2012年度 (予測)
名目GDP	%	3.7	0.9	0.7	1.8
実質GDP	%	2.4	3.0	0.7	2.5
民間需要	%	5.0	2.7	0.5	2.2
民間最終消費支出	%	0.0	1.3	0.5	0.9
民間住宅	%	18.2	0.0	6.2	11.8
民間企業設備	%	13.6	5.1	1.3	6.1
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	1.1	0.5	0.1	0.0
公的需要	%	5.2	0.3	4.6	2.4
政府最終消費支出	%	3.4	2.1	3.5	1.0
公的固定資本形成	%	14.2	8.2	9.9	9.1
輸出	%	9.6	17.4	0.8	8.7
輸入	%	11.0	10.9	4.5	9.0
国内需要寄与度	%pt	2.7	2.1	1.4	2.2
民間需要寄与度	%pt	3.9	1.9	0.4	1.6
公的需要寄与度	%pt	1.2	0.1	1.0	0.6
海外需要寄与度	%pt	0.3	1.0	0.6	0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	1.3	1.8	1.4	0.7
国内企業物価(前年比)	%	5.2	0.7	1.2	1.0
全国消費者物価(＃)	%	1.6	0.7	0.1	0.4
完全失業率	%	5.2	5.0	5.2	5.1
鉱工業生産(前年比)	%	9.2	8.9	5.0	8.7
經常収支(季節調整値)	兆円	15.7	16.3	15.2	17.0
名目GDP比率	%	3.3	3.4	3.2	3.5
為替レート	円/ドル	92.8	85.7	85.6	90.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.10	0.09	0.08	0.10
新発10年物国債利回り	%	1.36	1.15	1.33	1.54
通関輸入原油価格	\$/バレル	69.1	82.6	106.3	118.8

(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。

や節電努力、さらに自粛ムードの長期化などにより、娯楽関連を中心とした消費が落ち込んだまま推移する可能性もあるだろう。一方で、震災からの復興が先行き順調に進めば、住宅再建とともに、耐久消費財についてもある程度の需要が見込まれる。ただし、沿岸部の復興計画については慎重に議論する必要があることから、住宅などの回復時期が後ズレする可能性もあるだろう。

次に、企業部門であるが、東北・北関東エリアに集積していた部品メーカーが直接的な被害を受けたほか、被災地以外の製造業でも部品調達が遮断されるなどの二次的な悪影響も出ている。それらは復旧に向けて努力しているほか、被災地域以外での生産代替も進行していると考えられるが、夏場にかけての電力不足問題が順調な持ち直しにとっては大きな障害となるのは必至である。産業界ではピークタイムの電力需要をその前後にずらす動きを強めるだろうが、それに対応可能な状況ではないのは言うまでもない。それゆえ、年度上期中は生産活動や設備投資行動の停滞が余儀なくされるだろう。

一方で、大震災からの復旧・復興に向けた公的支援も検討され始めている。政府は震災による直接的被害について16～25兆円との試算を明らかにしているが、それらの対策を盛り込む補正予算を複数回に分けて編成する構えを見せている。兵庫県南部地震（阪神・淡路大震災）では、復興資金の官民比率は3：7であったことを踏まえれば、当面の国庫負担は10兆円前後となる可能性があるだろう。こうした復旧・復興のための公的支出はある程度は景気を下支えすることが期待される。

最後に、輸出入であるが、被災による生産停止に加え、原発事故などによる風評被害も考えられることから、輸出は当面低調に推移する可能性が高い。一方、輸入に関しては、本来は国内需要の悪化に伴う減少圧力がかかる半面、海外製品などでの代替に伴う需要が一時的に高まることが考えられる。それゆえ、輸入は輸出と比べて減少幅は小さく、11年度前半にかけては貿易収支の黒字幅が縮小するだろう。一方で、海外経済の堅調さや金融緩和政策からの転換、さらには円安気味の為替レートは、投資収益の受取額を膨らます効果がある。さらに、震災に伴って海外からの所得移転も一時的に拡大するだろう。それゆえ、経常収支黒字の減少幅は限定的と思われる。

以上を踏まえながら、当面の日本経済の見通しを述べる。まだ実績値がない11年1～3月期については、3月中下旬は大幅に悪化したものの、震災前までは景気持ち直し傾向が徐々に強まっていたことから、前期比年率0.7%と2四半期ぶりのプラス成長は確保したと予想する。その結果、10年度の経済成長率としては3.0%が見込まれる。一方、4～6月期にかけては徐々に回復が進み始めるものの、同3.0%と大幅なマイナスとなるのは避けられない。なお、7～9月期にはプラス成長に転じるが、電力不足問題もあり、力強さは伴わない（同1.9%）。その後は12年度にかけて復興需要や生産機能の回復傾向が着実に強まっていくが、11年度を通じての経済成長率は0.7%（震災前の予測と比較して1.0%ptの下方修正）と低い伸びとなる。なお、12年度は国内経済の再建が進み、2.5%成長（同変わらず）への加速を見込む。（4月7日時点）

情勢判断

海外経済金融

米国の早期金融引き締め観測はやや後退

木村 俊文

要 旨

エネルギー価格や商品価格の上昇が世界経済に影響を及ぼし始め、金融引き締め
に転じる国が増えている。こうしたなか米国でも、景気回復期待が高まり、年後半
には引き締め方向に転じるのではという観測が一時的に強まった。しかし、雇用情
勢が力強く改善するには至っておらず、早期の金融引き締め観測はやや後退した。

回復しつつも、一部弱い動き

米国の景気は回復していると見られるが、失業率が高い水準にあり、民間設備投資など一部で弱い動きが続いている。

最近発表された月次の経済指標で足元の動きを見ると、3月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比21.6万人増と先月(同19.2万人増)を上回り、増加幅が拡大傾向にあることから雇用環境は緩やかながらも回復基調をたどっている。ただし、失業率が先月(8.9%)から低下したものの8.8%と、自然失業率(5~6%との見方多い)と比べて依然として高い水準にある。

個人消費は、3月の小売売上高が前月比0.4%と増加ペースを維持している。ただし、燃料・食品高などを受けて先月(同1.0%)から伸びは鈍化した。生産活動は、3月のISM製造業景況指数が61.2と先月(61.4)とほぼ変わらず、境目となる50を超えて推移していることから、引き続き拡大している。

一方、設備投資の先行指標となる2月の耐久財受注(航空機を除く非国防資本財)は前月比1.3%(前月は同6%)と、設備投資には慎重な動きが見られる。

3月の住宅着工件数(季調済・年率)は54.9万戸と前月(51.2万戸)を上回ったものの、月間50万戸台で低位安定的に推移しており、力強い動きにはなっ

ていない。

先行きについては、欧州諸国の信用不安や中東・北アフリカ情勢の混乱が継続すること等により、景気が下振れするリスクがある。また、4月18日に格付け大手S&Pが米国債の格付け見通しを下方修正したことを受け、米国の財政赤字問題も改めて認識されている。

なお、米連邦準備制度理事会(FRB)が4月13日に発表した地区連銀経済報告(ページブック)では、12地区すべてで景気が改善傾向にあることが示されたが、ボストンやフィラデルフィアのほか、リッチモンド、アトランタ、シカゴ、ミネアポリス、ダラスの7地区の連銀が、東日本大震災により「販売や生産に障害が起きた、あるいは起きる恐れがあった」と言及しており、わが国の震災に伴う部品供給への影響が米国にも広がったことが確認された。

インフレ警戒と新興国の利上げ

ニューヨーク(NY)市場の原油先物価格(WTI期近)は、新興国の高い経済成長によりエネルギー需要が拡大する一方で、リビア情勢の緊迫化を受け供給不安が強まったことなどから、4月8日に1バレル=112ドル台と2年半ぶりの高値となった。また穀物の代表的な商品であるトウモロコシは、シカゴ市場の先物価

格(期近)が4月11日に一時1ブッシュ
ル=7.8ドル台と過去最高値を
更新した。さらにNY市場の金先
物価格(期近)も4月以降はリ
スク回避的な動きから過去最高
値を更新する日が多くなり、19
日には一時1トロイオンス=
1,500ドル台の大台を突破した。

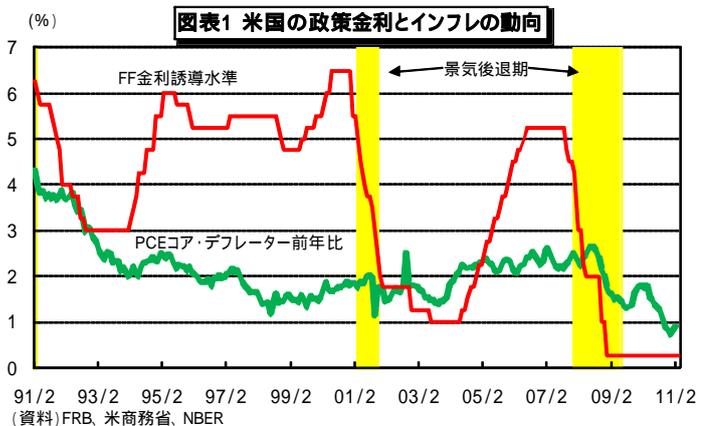
こうした商品市況の高騰を受
けて、物価上昇に警戒する動き
が世界的に広がっている。今年3
月以降に限ってみても、ブラジル、イン
ド、韓国、タイ、中国などの新興国が金
融引き締めに向けており、「利上げラッ
シュ」の様相を呈している。また、先進国
では欧州中央銀行が4月に08年7月以来
約3年ぶりに政策金利を1%から1.25%
へ引き上げることを選定した。

このように世界的な利上げの動きがあ
る中で米国の物価動向を見ると、食品と
エネルギー価格は上昇しているものの、
それらを除いたコア物価上昇率(前年比)
は、PCEコア(2月0.9%)、PPIコア(3
月1.9%)、CPIコア(3月1.2%)のい
ずれも前月から各々0.1ポイント高ま
ったに過ぎず、今後一段とインフレ圧力が高
まるような兆候は見られない(図表1)。

金融政策の行方

3月15日の米連公開市場委員会(FOMC)
では、08年12月から据え置いている政
策金利(史上最低の0~0.25%)を当面
維持する方針が示されるとともに、6,000
億ドルの国債買い入れ(QE2)を11年6
月末まで続ける意向が表明された。しか
し、異例の金融緩和策を継続すること
に対して、FOMCボードメンバーの一部から
批判的な発言も出始めている。

ブロッサー・フィラデルフィア連銀総



裁は4月1日、「インフレや他の指標が上
向けば、年内の利上げを検討すべき」と
述べたほか、QE2の見直しについても言
及した。また、フィッシャー・ダラス連
銀総裁は4月8日、「FRBの金融緩和策は
転換点に近く、政策を正常化する必要が
ある」と発言。こうしたタカ派発言が出
たことから、4月26~27日に開催される
次回FOMCで金融緩和策からの出口戦略
に向けた何らかの進展があるのではない
かとの観測が広がった。

しかし、その後、イエレン副議長が「食
品と燃料の価格上昇がインフレや個人消
費に与える影響は一時的であり、金融緩
和策の変更を正当化するものではない」
との見解を示した。さらにダドリーNY連
銀総裁(FOMC副議長)が「少なくとも12
年の終わりまでは、米労働市場で雇用の
過剰感が見られる可能性が高いため、早
過ぎる政策引き締めは過度に熱心になる
べきではない」と述べるなど、早期の出
口戦略の実行に対して慎重な考えを示し
ており、QE2以降の金融政策の行方に不
透明感が強まっている。

QE2の終了を控え、当面はFRBの政策
スタンスに関するFOMC委員の発言など
に注目したい。(11.04.20現在)

情勢判断

海外経済金融

2011年1～3月期の中国経済情勢

～高い経済成長と強まるインフレ圧力～

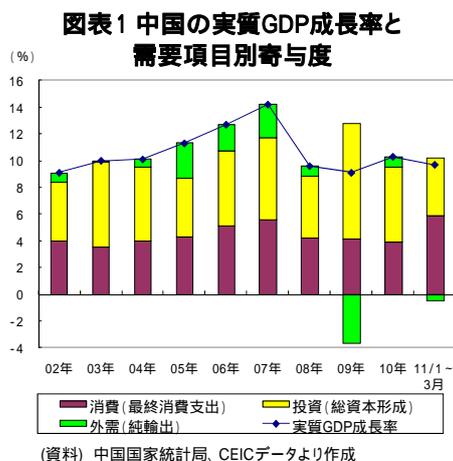
王 雷 軒

要旨

11年1～3月期の中国経済は依然として高い経済成長を維持した。しかしながら、為替介入に伴う過剰流動性の発生や原油価格の高騰などを受けて3月の消費者物価指数は5.4%と、インフレ圧力が強まっている。そのため、中国人民銀行は今後も引き続き預金準備率の引き上げや利上げの継続によりインフレ抑制を強化すると見ている。

11年1～3月期は前年比9.7%成長

中国国家统计局が4月15日に発表した2011年1～3月期の実質GDP成長率は、前年比9.7%と、10年10～12月期の同9.8%からわずかに鈍化したものの、依然として10%近い高い成長率を維持している。



GDP成長率の需要項目別寄与度を見ると、外需が3期ぶりにマイナス寄与となったに対して、消費は5.9%と最も高い寄与となり、投資の4.3%とあわせた内需の寄与度は10.2%となっている(図表1)。

以下、主要な需要項目について述べていきたい。まず、消費の代表的な指標である社会商品小売総額の1～3月期分は前年比16.3%と、10～12月期の18.8%

から伸び率が鈍化した。乗用車利用制限や小型車購入減税措置の打ち切りなどによる影響が出たものと見られている。しかしながら、3月分を見ると前年比17.4%と1～2月平均の同15.8%を上回っており、持ち直す兆しを見せている。

今後の消費は、所得環境の持続的な改善が期待できることから比較的堅調な拡大が続くと見込まれる。

また、1～3月期の固定資産投資(都市部)は前年比25%と堅調な伸びを示した。固定資産投資の約7割を占める不動産開発、高速鉄道、水利施設などの公共事業関連投資が同27%と高い伸び率を記録したほか、製造業も同53%と急増したことが目立った。格差是正のため内陸部や農村地域を中心に中国政府がインフラ整備を積極的に行っていることに加え、賃金上昇を受けて高付加価値産業への構造転換に向けて製造業などの投資活動も活発している模様である。

第12次五カ年計画(11～15年)(注1)では、固定資産投資の伸びを大幅な抑制することが盛り込まれているが、11年は高い伸びが続くだろう。その理由として10年7月に決定された西部大開発へのインフラ投資(6,822億元)の実行が本

格化されること、 保障性住宅の建設拡大（11年で1,000万戸） 水利事業への投資拡大（年平均4,000億円） 7大戦略新興産業への投資（年平均2兆元）等が挙げられる。

最後に外需の動きを確認してみよう。1～3月期の輸出は前年比26.5%と10～12月期（同24.9%）から小幅ながら拡大した。2月の旧正月連休の影響により輸出は一時鈍化したが、連休明け後、経済活動が通常に戻り、米国経済の回復などを背景に3月は同35.8%まで伸びが高まった。また、輸入も同32.6%と10～12月期から伸びが拡大した。

今後、米国の財政悪化懸念や欧州の信用不安などで世界経済の先行きに対する不透明感が高まり、中国国内でも人件費の上昇や人民元高による輸出品価格の上昇などが続けば、輸出を押し下げのおそれがある。

なお、東日本大震災の中国経済への影響は、マイナスとプラスの両面あり、これまでのところは軽微なものに留まっていると見られる。日本からの輸入は電気機械や自動車関連の部品など中間財中心であるが、今回の震災によって日本からの部品などの供給が滞り、中国の生産稼働率低下・輸出減につながる可能性がある。ただし、部品や資材の一部は中国国内でも代替生産が可能のため、当面は大きな押し下げリスク要因とならないだろう。

一方で、日本では震災による供給量が減少した分野においては、代替需要による中国からの輸出増が見込まれ、中国の輸出を押し上げる要因となる。今後の影響の度合いについては4～6月期の輸出入の動向に注目しておきたい。

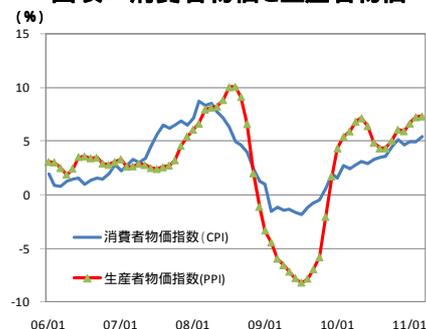
（注1）地方政府や企業に対し目標達成の義

務を課す要素が強い「計画」に比べ、「規画」は強制力の弱いガイドラインという意味合いを持つ。第11次五カ年規画から、「計画」が「規画」という言葉に置き換えられた。

3月のCPIは前年比5.4%とインフレ圧力が高まっている

10年の消費者物価指数（CPI）は3.3%と政府の年間目標3%前後に収まったものの、11年1月、2月のCPIはともに4.9%であったが、3月は5.4%と加速しており、11年の年間目標である4%を上回る状態が続いている。その内訳をみると、CPI構成比3割を占める食品価格が前年比11.7%と、同じく2割程度の居住類価格が前年比6.6%と、CPI全体の上昇に大きく寄与した。また衣類や交通通信などの項目も上昇した。

図表2 消費者物価と生産者物価



注：月次データ、前年比、直近は11年3月
（資料）CEICデータより作成

一方、生産者価格指数（PPI）もエネルギーや原材料価格の上昇を受けて前年比7.3%まで加速した。物価上昇の要因として為替介入などによる過剰流動性の発生が主な理由であるが、食料や原油などの輸入品価格高騰による影響も大きい。

高まるインフレ圧力を抑制するために、中国人民銀行は、大手金融機関の預金準備率を20.5%まで引き上げたが、今後もこうした預金準備率の引き上げや利上げの金融引き締め策を継続すると見ている。

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6,000億ドルの国債買い入れる金融緩和策(QE2)の維持が表明された。

一方、4月13日の地区連銀経済報告(ベージュブック)では、ほぼ全地区で製造業や雇用が改善傾向にあることが示された。また、3月の雇用統計の非農業部門雇用者数は、前月比21.6万人の増加と事前予測を上回り、失業率も8.8%と前月から改善するなど、労働市場は弱いながらも改善基調を続けている。米国経済の回復期待が高まる中、金融緩和策からの出口戦略も視野に入りつつあり、6月末のQE2終了を控えて今後の金融政策に注目が集まっている。

国内経済・金融

日本では、3月11日に発生した東日本大震災が経済・社会に大きな影響を及ぼしている。

これを受け、4月6~7日の日銀金融政策決定会合では、10年10月に導入し、前回の会合で拡大した「包括緩和策」(政策金利の誘導目標0~0.1%、時間軸の設定、10兆円規模の資産買入)の維持を決定したほか、東日本大震災の被災地域金融機関を支援する目的で、貸付期間1年、金利0.1%、貸付総額1兆円、という資金供給オペの創設を発表した。

経済指標をみると、機械受注(船舶・電力を除く民需)の2月分は、前月比2.3%と、3ヵ月ぶりに低下した。1~3月期は前期比2.7%と上昇が見込まれているが、震災の影響により予想を下振れる可能性が高まっている。また、2月の鉱工業生産指数(確報値)は、前月比1.8%と上昇。製造工業生産予測調査の3月分は同1.4%と上昇が見込まれているが、震災の影響でこれを大きく下振れるとの見方が濃厚であり、生産面の先行きに対する懸念が強まっている。

株価・金利・為替

長期金利(新発10年国債利回り)は、震災発生後に株式市場や為替市場の騰落に大きく影響され、1.2%をはさんだボラタイルな動きとなった。しかし、4月以降は、欧州中央銀行(ECB)などの利上げや震災復興財源の確保に係る国債増発懸念などの上昇圧力と、米国債金利の低下による低下圧力が相殺し合い、1.3%前後のもみ合いが続いたが、直近は1.2%台前半に低下。

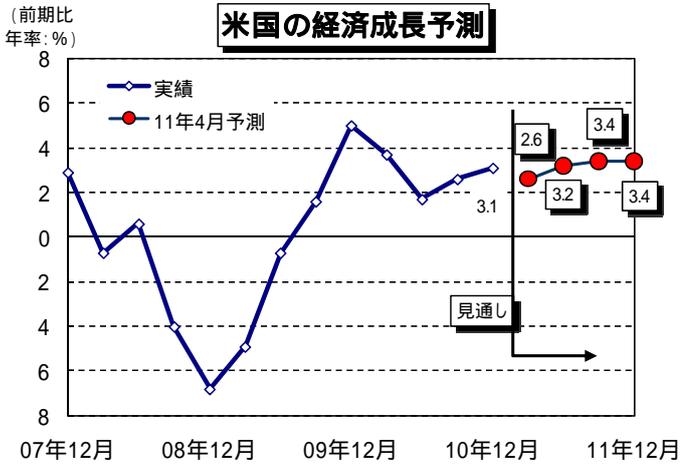
日経平均株価は、東北地方太平洋沖地震の発生により大幅に下落し、15日終値は8,605円15銭と前日から約10.6%の下落となった。その後持ち直したものの、福島第一原発問題に対する思惑などから株価は弱含み、9,000円台半ばのボックス圏での推移が続いている。

外国為替相場(ドル円相場)は、震災後に一時1ドル=76円台まで円が急伸したことに對して3月18日に協調介入が行われた結果、3月末にかけては1ドル=80~81円台でのみみ合いとなった。その後、米国の金融緩和策への思惑から4月上旬に1ドル=85円台まで円安が進む場面もあったが、直近は米国経済の見通しの修正から1ドル=82円台となっている。また、欧州中央銀行(ECB)が利上げ(1.00%~1.25%)を行ったことから、ユーロは対円、対ドルで上昇。

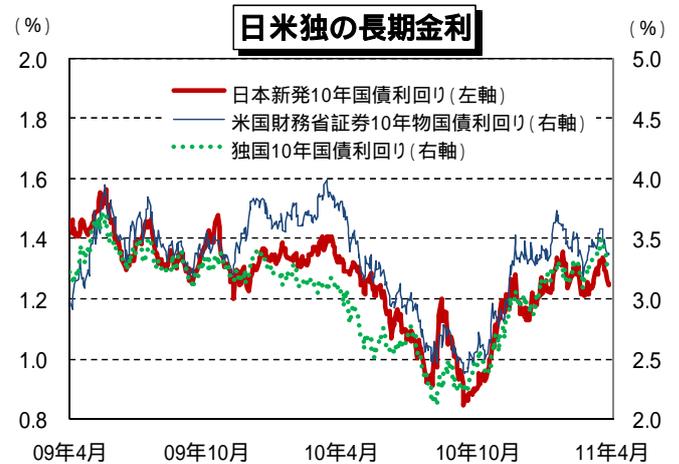
原油相場

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、4月上旬には1バレル=112ドル台まで上昇。直近は世界経済先行きの修正から1バレル=108ドル前後まで反落している。(11.4.20現在)

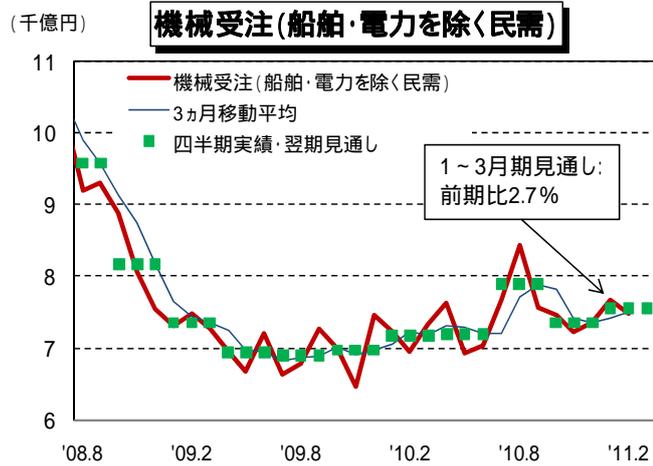
内外の経済金融データ



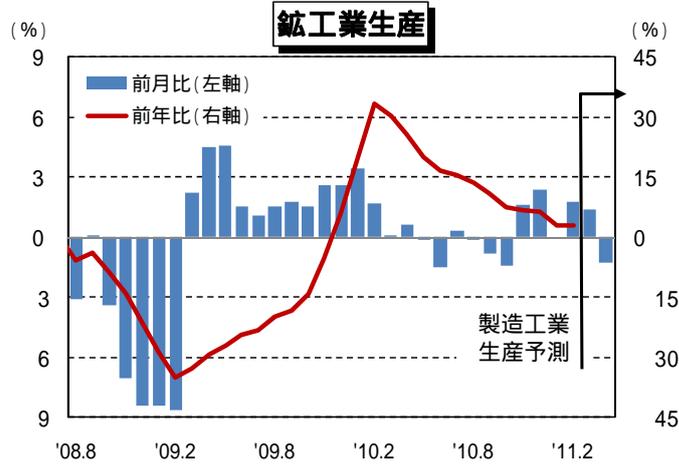
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



(資料) Bloombergより作成



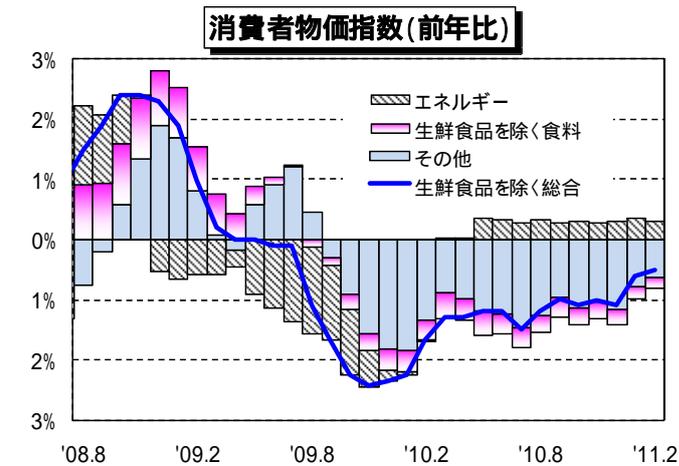
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(資料) Bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成



(資料) Bloombergより作成



(資料) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成

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

今月の焦点

国内経済金融

復興税問題を考える

南 武志

3月11日に発生した東日本大震災は、戦後日本が直面してきたなかでも最大級の国難といえる。内閣府では震災発生後に、直接的被害は最大25兆円に上るとの試算をまとめたが、それに伴うサプライチェーン障害や娯楽・観光業などへの打撃などといった二次的な被害、さらに東京電力・福島第一原子力発電所の深刻な放射能漏れ事故などに伴う様々な問題（周辺地域の放射能汚染、農畜水産物の汚染による出荷停止、さらにそれに関する風評被害）も相当な金額になることは十分予想される。

政府は、被災地の復旧・復興を全面的に支援することを表明した。そうした活動には当然資金の裏付けが必要だが、わが国の財政事情もかなり厳しい状況にあることは周知の事実である。2011年度の一般会計予算（当初ベース）では、92兆円余の歳出規模に対し、デフレ継続とそれに起因する景気の長期低迷により租税収入は40兆円弱しか見込めず、両者の差額のほとんどは国債発行で賄われている。しかし、11年度の日本経済は予算編成時の想定よりも大幅に落ち込むのは必至であり、このままでは歳入欠陥の恐れもある。ちなみに、11年度当初予算に基づけば、12年3月末時点で国債発行残高は668兆円（対名目GDP比率で138.0%）に達する見込みである。

補正予算編成の枠組み

今回の大震災の被害額は巨額で、かつ

被災地が広範囲に渡っていることもあり、「復旧」から「復興」に至るまでにある程度の時間が必要と考えられている。そのため、政府・与党は、兵庫県南部地震（阪神・淡路大震災）の際と同様、複数回に分けた補正予算編成を行う方針を示しており、野党も概ねそれに同意している。なお、阪神・淡路大震災時には、約5千億円の災害復旧費などを盛り込んだ94年度第2次補正予算案（総額1兆円余り）は38日後に国会提出され、42日後には成立している。

政府・与党では第1次補正予算案については11年度予算を大幅に組み替えることで約4兆円を確保し、国債の追加発行を伴わない格好での編成方針であり、4月中には国会に提出し、GW連休明けには成立を目指すとしている。しかし、バラマキ批判の強いマニフェスト予算（子ども手当、高速道路原則無料化、高校授業料の実質無償化、農家戸別所得補償制度）の約3.3兆円への切り込みが甘い一方、基礎年金の国庫負担率引下げ（1/2 1/3、約2.5兆円）分を充当するなど、野党と意見が対立しており、早期成立には予断を許さぬ状況である。

増税案の問題点

なお、6月にも追加の復旧・復興対策費を盛り込んだ第2次補正予算案の編成が見込まれているが、規模が10兆円前後まで膨らむ可能性もあり、時限的な増税措置としての復興税の創設案も取りざた

されている。内容的には、消費税率の一時的な乗せ、所得税・法人税の各種特例措置の廃止などが浮上しているようだ。以下では、復興税の持つ問題を取り上げてみたい。

こうした増税案については、最近の世論調査などによれば、復興のための負担は惜しまないとの意向も多く聞かれるようだが、一般論として需要水準が大きく落ち込んだ状況下で増税を実施するのは極めてリスクであり、国内景気が一段と冷え込み、予期せぬ副次的被害が発生する可能性には十分留意しておきたい。それゆえ、仮に増税が導入されたとしても、結果的に期待通りの税の増収が実現できるかどうかはその時の経済状況に強く依存すると考えられる。

増税議論では必ずといっていいほど俎上に上る消費税については、頻繁に税率変更することは、そのためのコストが発生することから、本来は望ましいことではない。それゆえ、時限的とはいえ一度上げてしまえば、期限切れ後も元の税率に戻ることなく、なし崩し的な恒久増税となる可能性も否定できない。所得はいずれ消費につながり、かつ消費は所得に比べて平滑化されていること、さらに広く薄く徴税できるという点が一般的に消費税のメリットとされるが、一方、単体で見れば逆進的との批判は根強い。そのため、次回の消費税増税の際には現行消費税の持つ欠点（帳簿方式や簡易課税制度の採用など）を是正し、生活必需品や医療・福祉関連支出への税率軽減などが可能となるような方向に持っていくことが望ましいと思われるが、税率引上げだけが先行してしまう可能性もある。

また、消費税の暫定税率引上げが実施

された場合、事前にある程度の駆け込み需要が発生すると見られるが、サプライチェーン障害が残る中では予期せぬ格好で買い占め・買い溜め行動が起き、被災地復興の支障となることもありうる。

さらに、紆余曲折の上、ようやく決まった法人税実効税率の5%引下げについては先送りされる公算が強いが、震災によって「日本リスク」が強まったこととの相乗効果で生産拠点の海外移転を一段と加速させるリスクがあるだろう。

今後の焦点

増税論議が盛り上がっている背景には、今回の震災で、わが国の財政状況をさらに悪化させたくはない、との意向が強く働いていると考えられる。しかし、復興に際して再興される東日本太平洋沿岸部は防災や環境などに十分配慮した都市整備が進む可能性が高く、そうしたメリットは将来世代も享受できることを踏まえれば、そのための資金を現役世代だけで負担することもないだろう。それゆえ、敢えて既存の財政赤字と今回の財政負担を分割管理する必要性は薄いと思われる。

また、2009年の政権交代以降、事業仕分けなどで「行政のムダ」の排除に努力してきたが、依然として大きなムダがあるとの見方は有力で、そうしたもので充当することも考えるべきであろう。

なお、結果的に増税が実施されたとしても、増収確保までには時間がかかることから、11年度内の国債増発はすでに既定路線といえる。債券市場では、それを織り込みつつあるが、今後の国債管理政策には十分な配慮が必要であり、日本銀行による国債買入れ増額も検討されるべきであろう。（2011年4月22日脱稿）

分析レポート

国内経済金融

東日本大震災の被災地における地域金融機関の対応

～震災後1ヵ月を振り返って～

寺林 暁良

はじめに

3月11日に発生した東日本大震災は、東北地方・関東地方に甚大な被害をもたらした。特に、震災と津波による被害の中心地となった岩手県、宮城県、福島県（以下、「3県」という）は、全県域が災害救助法の対象となった。

震災から1ヵ月が経過し、震災地は、「震災発生直後」から「復旧期」そして「復興期」^(注1)へと、順次ステップが移行していくものと思われる(図表1)。復旧・復興を金融面から支えるのが地域金融機関であるが、地域金融機関に対するニーズも、各ステップに応じて変化していくものと思われる。

本稿は、3県内に本店を置く地域金融機関(8地域銀行、19信用金庫、8信用組合)を対象に地震発生直後からの対応を振り返り、今後の対応の展望について述べる。なお、本稿で用いたデータは、各金融機関のホームページ、新聞、雑誌などによって得られた二次的情報に限られていることに留意されたい。

^(注1)内閣府「復興対策マニュアル」では、被災施設等

図表1 金融庁から金融機関への特例措置の要請

1	預金証書・通帳の遺失者に対する預金の払戻し
2	届出印のない場合の拇印による対応
3	定期預金・定期積金の期限前払戻し及びそれらを担保とした貸付
4	期日経過後の手形の取立て
5	手形の不渡処分への配慮
6	汚れた紙幣の引換え
7	国債紛失への相談対応
8	融資相談所の開設や審査手続きの簡素化
9	休日営業又は平常時間外営業への配慮
10	上記事項の店頭掲示
11	営業店・ATMの稼働・休止状況等の店舗掲示や新聞・インターネットホームページへの掲載

(資料)金融庁「平成23年(2011年)東北地方太平洋沖地震に係る災害に対する金融上の措置について」より作成

を被災前と同じ機能に戻す(場合によっては施設改良を含む)ことを「復旧対策」、被災前からの質的向上を目指すことを「復興対策」と呼んでいる。

震災発生直後の対応

(1)金融庁からの特例措置の要請

金融庁は、震災当日に特例措置を発表し、金融機関や証券会社、生損保等に対し、これに沿って行動するよう要請している。

この特例措置は、阪神・淡路大震災発生時など、他の自然災害時も同様に発表されるもので、その要請内容は、図表1のとおりである。

震災発生の日翌週までには、ほとんどの地域金融機関が同内容をインターネットのホームページに掲示し、これに沿った対応を行っている。

(2)店舗被害と営業状況

東日本大震災は、各金融機関の店舗・ATMなどに大きな被害をもたらした。特に、大津波の被害を受けた海岸沿いでは、本支店含めて相当数の店舗が営業休止に追い込まれ、震災1ヵ月後も半数以上の店舗が営業再開に至らない地域金融機関もある(図表2)。また、大きな被害を免れた金融機関でも、停電や通信インフラの分断により、取引内容が大きく制限された。

こうした状況で、再開が困難な店舗では、順次店舗外での仮営業が行われた。仮営業の方法としては、他の店舗(本支店)内への臨時窓口の開設、役所・

役場、小中学校、商用施設内への臨時窓口の開設、プレハブ製の仮設店舗を設置しての営業、自動車による移動型店舗での営業^(注2)などが挙げられる。

また、G 信用組合のように、取引先の住民が集団避難した地区に臨時相談所を開設し、地域社会に寄り添いながらサービスの提供を続ける金融機関もあった。

^(注2)移動店舗での営業は、K銀行が3月19日から行っているほか、L地域銀行も3月24日から行っている。

(3) 事務・窓口対応

震災の本震が発生したのは、金曜日の14時46分頃であり、翌日・翌々日(12日・13日)は土曜日・日曜日であった。しかし、ほとんどの金融機関は、両日に可能な限り臨時窓口営業を行った。

各金融機関は、金融庁からの要請に基づいた事務対応を取ったが、払戻しに関しては、1人1日10万円までとの制限を設ける場合がほとんどだった。また、震災で紛失した預金通帳やキャッシュカードの無料再発行等の業務も各金融機関で共通して見られた。

さらに、各金融機関は、顧客からの相談業務に対応するため、既存窓口に加えて特別電話窓口・臨時窓口等を設置した。

それでは、震災発生後は、顧客からどのような相談が寄せられることが多かったのだろうか。これを知るには、震災発生の日から3月末にかけて7

図表2 金融機関の休止状況(例)

金融機関名	全店舗数	震災後の休止店舗数	
		3月第3週	4月第3週
A地域銀行	142	32	23
B地域銀行	113	19	8
C地域銀行	71	21	10
D信用金庫	19	12	7
E信用金庫	12	9	9
F信用金庫	12	N.A.	8
G信用組合	8	8	4

(資料)各金融機関ホームページ(4月11~14日)より作成

つの地域銀行がホームページに掲載した窓口・電話での「よくある問い合わせ」(Q&A形式)が参考になるとと思われる(図表3)^(注3)。

これによると、すべての地域銀行が質問事項に掲げたのが、「営業店舗・ATMの確認」、「通帳・印鑑等紛失による現金の払戻し」だった。また、「ネットバンキングが利用できるか」といった質問事項を挙げる金融機関も多かった。一方、個人・法人ローンに対する相談などを設定する地域銀行は少なかった。

以上のことから、震災発生直後は、新規ローンの申込みに関する相談よりは、当面の生活費を確保するための預金払戻しに関する相談が比較的多く寄せられていたものと思われる。

^(注3)3県に本店を置く地域銀行は8行であるが、そのうち1行はホームページに「よくある問い合わせ」を掲載していないため、7行となった。

(4) 震災発生直後に対応する金融商品

「よくある問い合わせ」からも推測されるように、震災発生直後に最も重要とされたのは、当面の生活費の確保だと思われる。各金融機関は、震災後にこのような資金需要に応えるための与信商品を用意している。

例えば、H信用金庫、I信用組合、G信

図表3 各地域銀行の「よくある問い合わせ」質問事項

質問事項	金融機関数
営業店舗・稼働ATMの確認	7
通帳・印鑑等の紛失による現金払戻し	7
営業休止店に対する振込は可能か	6
ネットバンキングが利用できるか	5
営業休止店舗の再開見通し	4
営業休止店が給与振込先の場合どうなるか	3
紛失した通帳・印鑑等の利用停止	3
法人カード利用は利用できるか	2
個人・法人ローンの相談	2
公共料金・家賃等の口座振替・自動送金の停止	2
指定日に入金されるか	1
外国送金・外貨両替はできるか	1
ローンの返済猶予	1

(資料)地域銀行7行のホームページ(4月18日)より作成

用組合は、当面の生活費用の小額低金利の融資商品を用意している（図表4）。また、上限300万円程度の被災者向けフリーローンを用意した地域銀行も数多く見られた。一方、各信用金庫は個人向けに後述の「災害復旧ローン」を扱っており、これによって生活費用のローン需要に応えたと思われる。

これらについて、実際どれだけの貸出件数があったか等は不明であるが、地域社会の生活に密着する地域金融機関がこうした商品を用意することは、顧客にとって心強いものであったと思われる。

（5）業界としての対応

震災への対応は、金融業界全体の連携によっても行われた。

3月25日には、被災地の信用金庫に口座を持つ顧客が全国の信用金庫で預金払戻が始まったほか、3月17日には全国信用協同組合連合会が全国の信用組合に対して同様の対応を要請している。

地域銀行については、3月23日にB地域銀行が独自に県外地域銀行8行（その後行数は拡大）での預金代理払いを発表した。さらに、4月1日には全銀協が被災者の「取引銀行以外での預金払戻し」の取扱い方法を発表し、被災地の地域銀行に口座持つ顧客は、全国100行以上で払戻しを受けることが可能となった。

そして、4月22日からは、被災地の信用金庫や信用組合が全国の銀行において代理払いを受けられるとの措置も取られ

ている。

復旧の進展への対応

震災後1ヵ月を経過して支店やATMの復旧にも一定の進展がみられ、営業時間も休日の電話相談窓口など一部を除いて通常に戻ってきている。

こうしたなか、顧客からの相談内容や資金ニーズも、震災直後から変化し始めていることと思われる。被災者向けの与信商品などに関しては、実際には震災直後から用意する金融機関がほとんどであったが、これらへの資金需要が本格化するの、これからであろう。

（1）復旧に対応する金融商品

a. 個人ローン（図表5）

各地域銀行は、被災者向け特別金利での住宅リフォームローン、自動車ローンの取り扱いを行っている。また、それ以外にも生活費、医療費、教育費など、それぞれの目的に応じたローンを扱ったり、自動車を含めた多目的ローンの形で販売したりする地域銀行もある。

各信用金庫も「災害復旧ローン」との名称で、住宅リフォーム、自動車、医療費など、多目的に利用できる個人ローンを用意している。また、「災害復旧ローン」以外にも独自に用途別の被災者向けローンを販売している信用金庫もある。

一方、復旧の進展を見越した場合、リフォームだけではなく、新規の住宅ローンの需要も高まることと思われるが、現時点で被災者向け新規住宅

ローンを用意しているのは2つの金融機関にとどまっている。新規住宅建築に対する資金需要へ

図表4 生活費用の個人融資商品の例

金融機関名	開始日	金額	金利	融資期間
H信用金庫	3月14日	10万円以内	0.5%	3ヵ月（返済猶予有）
I信用組合	3月14日	30万円以内（基本10万円）	1.0%	1年据置後30ヵ月
G信用組合	3月28日	30万円以内	1.0%	3年（1年据置可）

（資料）各金融機関ホームページ（4月11～14日）より作成

の対応は今後の課題となるだろう。

b. 法人ローン（図表6）

復旧が進むにつれて景気回復も進み、法人ローンの需要も本格化し始められる。法人ローンでは、金利優遇に加えて、6ヵ月～2年程度の据置期間（返済猶予期間）が設定される場合が多く、被災者の事情に考慮している。

一方、今回の震災では、工場設備の全壊など多大な被害を受けた事業者も多いと思われ、復旧のために巨額の設備資金が必要になるケースも想定される。今後の復旧対応では、融資期間の延長も含め、個別案件への柔軟な対応が重要だろう。

c. 預金

預金商品から復旧・復興を支えようという動きもある。例えばJ地域銀行は、

預かり額の0.1%相当を県に寄付するという「復興応援定期預金」の取扱いを4月1日に開始した。金融機関ならではの震災対応の一つとして注目されよう。

（2）日銀や行政など他機関との連携

復旧を進展させるためには、他の機関との連携もますます必要になると思われる。

日銀は、4月6～7日の政策決定会合で、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」を発表した。これは、貸付期限1年、貸出金利0.1%、総額1兆円という内容である。

また、須賀川市（20万まで保証料補助、5年間の1%利子補給）やいわき市（保証料全額負担）などのように独自に法人向け震災対策特別資金融資制度を扱う自治体もある。

これらのスキームを活用して資金需要に応じていくことも、これから地域金融機関に求められる重要な役割の一つであろう。

おわりに

本稿では、東日本大震災から1ヵ月以上が経過した現在、地域金融機関には震災直後にどのような役割が期待され、それが今後の復旧に向け、現在どのように変化しつつあるかを述べた。

未筆ながら被災地金融機関関係者のご努力・ご尽力に対し、心から敬意を表したい。

（2011年4月22日現在）

図表5 地域銀行・信用金庫の被災者向け個人ローン商品

	中央値	最小値	最大値	金融機関数	
地域銀行の住宅リフォームローン					
設定日	3月16日	3月14日	3月29日	8	
貸出限度額(万円)	1,000	500	1,000	8	
融資期間(年)	15	10	15	8	
貸出金利(%)	変動	2.325	1.975	3.000	7
	固定	1.975	1.530	3.000	3
地域銀行の自動車ローン(生活費、医療などのローンを兼ねる場合あり)					
設定日	3月16日	3月14日	3月29日	8	
貸出限度額(万円)	500	200	700	8	
融資期間(年)	7	5	10	8	
貸出金利(%)	変動	2.375	1.975	2.600	7
	固定	3.300	1.975	4.500	3
信用金庫「災害復旧ローン」					
設定日	3月17日	3月14日	4月6日	16	
貸出限度額(万円)	500	500	1,000	16	
融資期間(年)	10	10	15	16	
貸出金利(%)	変動	2.500	1.500	3.175	7
	固定	2.050	1.500	3.950	10

(資料) 各金融機関ホームページ(4月11～14日)より作成

(注) 貸出金利は、変動・固定の両方を用意している金融機関がある

図表6 地域金融機関の被災事業者向けローン商品

	中央値	最小値	最大値	金融機関数	
設定日	3月16日	3月14日	3月26日	20	
貸出限度額(万円)	運転資金	2,000	500	28,000	20
	設備資金	2,000	500	28,000	20
融資期間(年)	運転資金	5	5	10	20
	設備資金	10	5	10	20
金利引下げ幅(%pt)	0.250	0.200	2.450	6	

(資料) 各金融機関ホームページ(4月11～14日)より作成

分析レポート

国内経済金融

地域ニーズに応え様々な活動を展開する山陰合同銀行

渡部 喜智

高い地域におけるシェアと存在感

鳥取と島根の山陰2県の東西の距離は300 km。直線だと東京と仙台の距離に相当する。一方、中国山地の山あいには積雪の多い町や村が連なる。以上の地理的条件に加え、両県合計の65歳以上人口比率は28%程度という高齢化先進県だ。

この山陰2県を主力営業基盤とする山陰合同銀行（以下、同行）の地域におけるシェアは全国的に見ても高い。全業態の中で預金では35%程度、貸出では45%弱という高シェアをほこる（図表1）。

以上のような地域の情勢のもと、同行の存在感は大きく、地域からの期待も強い。地域金融機関としての役割発揮を模索する同行の最近の動きをお伝えしたい。

カード会員事業の本体吸収を地域活性化にも活かす

同行は10年4月に、子会社で行っていたクレジット・カード「Duoカード」の会員事業を事業分割し本体に吸収し、キャッシュカード一体型の本体発行を開始した。これにより、既存会員の取引情報の利用も同時に可能となった。

同行はかねてより山陰2県で最大の発行枚数を持つDuoカードを「地域カード」として、Duoカード会員と地元加盟店とのマッチングのプラットフォームとして活用する計画を検討してきたが、本体発行を機に具体化した。

事例として、同カード会員を対象としたゴルフ・レッスンやメイクアップ・レッスンのイベントを組み合わせた展示即売会の開催、地元スーパー等でのカード利

用者へのプレゼント・キャンペーン、地元SSとタイアップしたカード利用の給油での割引サービスや提携店でのポイントアップの取組みなどを行っている。これらの情報は会員誌「Duoマガジン」等を通じて流され販促効果をもたらしており、カード会員、加盟店と同行の三者Winの関係作りをはかっていく意向だ。このような取組みもあり、Duoカード利用率が5%程度上がる効果も出ている。このほかでも、JA雲南、雲南市と産地ブランド化・農産物販路拡大等の協力協定を結んでいることに例示されるように、地域活性化に貢献するという観点から意欲的なビジネス・マッチングの試みが数多く行われている。

住宅ローン商品戦略でも積極策

景気は立ち直り基調にあるものの、地域の新設住宅向けローン需要は厳しい状況が続いている。また、長期固定型住宅ローンへの指向が強い地域性のもとで、フラット35Sの金利引き下げ幅拡大はさらなる逆風となった。こうした中、10年10月に同行は中国地方で初めて「預金連動型住宅ローン」を発売した。同ローンは借換えやリフォームにも使える。

同行の預金連動型住宅ローンは、毎月のキャッシュバック計算で連動する普通

図表1 山陰合同銀行の概要 (億円)

項目	06/3	07/3	08/3	09/3	10/3
店舗数(店)	153	147	147	147	145
期末従業員数(人)	2,090	2,057	2,035	2,050	2,082
預金残高	31,431	32,093	32,482	33,319	34,434
貸出金合計	21,342	21,022	21,422	21,503	21,536
うち住宅ローン残高	4,333	4,516	4,413	4,306	4,129
資産合計	36,009	36,042	36,315	37,399	38,651

山陰合同銀行決算関係資料より作成

預金（連帯債務者分を含め3口座まで：平残）の上限をローンの50%にしている。これは主な利用想定層である「資産形成層」の生活設計において、ライフイベントで生じる資金支出に備え預金があるという安心感をもたらしながら、住宅ローンの支払利息の実質的な軽減にも資するものにするという考え方である。これにより、借換え抑制の効果も期待される。

また、住宅ローン推進では4カ所の個人ローンセンターでの情報収集とローン受付が中心となる。新設住宅向けローンの8割はローンセンター経由だ。ただし、シェア・アップの態勢作りは取られており、支店においては借換えに関する項目を業績目標の一つにあげ、分譲団地・マンションなどへの地道な借換え提案の訪問活動の成果もあがっている。また、支店に担当者を定め地元工務店への住宅ローン情報の提供も強化している。

生涯取引戦略の構築

総預り資産に応じた顧客階層のなかで、1,000万円以上の顧客に対しては担当者を決め、2,000万円以上の顧客には一定の頻度での対面等での接触を実施する。資産運用ニーズへの対応では、四階層の行内資格認定で運用担当者の能力アップを進めるとともに、支店長等の役席者のトップセールスも効果的に行っている。

一方、いわゆるマス層対応では店舗とATMのネットワークの充実と、インターネット・バンキングの活用がポイントになると考えている。同行は主力営業基盤における顧客サービス・ネットワークの充実に意を用いてきた。店舗数は経営改革の観点から統合も行っているが、約560台の自行ATMを中心にコンビニとの提携を含むATM網を充実させて

きた。また、インターネット・バンキング契約者も利便性への理解の高まりから順調に増加をたどっている。直近では稼働口座の5%程度がインターネット契約者となっており、ネット専用の投信購入や定期取組みも増えている。

生涯取引戦略では給振指定を年金受給口座指定につなげることを重視する。

同行の給振口座は31.8万（10年9月末現在）で、この数字は山陰2県の就業者数の5割に迫るもの（48%）だ。また、前述のDuoカードの様々な利用シーンでの「持ってて良かった、使ってた良かった」という経験価値を積み上げるとともに、同カードの利用をポイント・サービスに反映させることが、長期取引継続の誘因効果を高めるものと期待される。

年金受給口座の指定では55歳から予約を受け付けており、54歳到達者へ案内のダイレクト・メールを送付する。ブロックごとの年金セミナーや支店での年金相談会（毎月5店舗程度で開催）職域訪問を通じ情報提供を行うとともに、年金推進担当がフォローアップしている。予約を含め年金受給口座指定者は、ホテル・レジャー施設の優待や無料電話健康相談を受けられるほか、定期金利も優遇される。こうした推進の取組みもあり、55～59歳の予約対象人口（9.7万人）での同行のシェアは上昇し4割超となる模様だ。

以上のように地域における存在感の大きさを踏まえ、ネットワークを充実させながら様々な活動を展開し、地域の活性化と顧客満足度の向上につなげていく山陰合同銀行のあり方は、地域金融機関の方向性の一つを指し示すものと思われる。

分析レポート

国内経済金融

地域銀行のカードローンの特徴と課題

岡山 正雄

はじめに

近年、個人向けローン商品のなかで、住宅ローンに次ぐものとして、カードローンが重要視されてきている。特に10年6月に改正貸金業法が完全施行されてからは、ノンバンクからの借入が難しくなった人への受け皿として、既存のカードローンの商品性見直しや、新商品を投入する地域銀行も見られた。本稿では、銀行カードローンの特徴や歴史を振り返ったうえで、近年の地域銀行のカードローン戦略や商品性の特徴を整理する。

カードローンの特徴

図表1には、カードローンと他の代表的な個人向けローン商品の特徴を示した。

まず銀行の代表的な個人向けローン商品である住宅ローンは、資金使途が住宅取得にかかるものに限られる。また配偶者などが保証人になる必要があるほか、保証会社も保証する場合が多い。担保については、購入した住宅や土地に抵当権が設定されることが多い。なお住宅ローンは追加借入のできない限度貸出で行われ、返済は原則的に定期返済のみであるが、手数料を支払えば随時返済も可能な場合が多い^(注1)。

次に、資金使途を問わないローン商品として、フリーローンがある。これは住

宅ローンと異なって、資金使途を問わず、担保提供も求められないローン商品である。ただ住宅ローンと同じく限度貸付けであるため、追加で借入を行う際には、別途貸出審査を受けなくてはならない。また保証は保証会社が行う。返済は原則定期返済のみだが、手数料を支払えば随時返済が可能な場合が多い。

これに対して、カードローンは無担保、無目的という点ではフリーローンと同じだが、一度貸出審査に通ると、有効期限内であれば設定された与信枠の範囲内で、いつでも何度でも借入ができる極度貸出である点が、他のローン商品と大きく異なる。また都度の借入は銀行の窓口で申し込む必要はなく、手続きが完了すると発行されるローンカードと呼ばれる貸出専用カードなどを用いて、ATMから借入できる^(注2)。

また返済は、毎月決められた日に借入残高に応じて決められた金額を、ローン専用口座や指定口座に入金して返済する定期償還のほか、余裕資金があるときに適宜返済する随時返済も可能な場合が多い^(注3)。

このようにカードローンは銀行の他のローン商品に比べて、借入や返済の自由度が比較的高い商品と言える。

(注1)近年貸出の多い住宅金融支援機構のフラット35は手数料が不要である。

(注2)専用カードの他、キャッシュカードにカードローン機能が付加されるものや、後述のように本体発行の一体型クレジットカードにカードローン機能が付加されるものもある。

(注3)銀行のカードローンは、当座貸越専用口

図表1:カードローンと他のローン商品の比較

ローン商品	住宅ローン	フリーローン	カードローン
資金使途	住宅購入	原則自由	原則自由
担保	必要	不要	不要
保証	保証人 保証会社	保証会社	保証会社
貸付方法	限度	限度	極度
随時返済	手数料必要	手数料必要	原則無料

(資料)農中総研作成

(注)フリーローン、カードローンでも保証人が必要な場合もある。

座を別途作成するものと、借入人が保有する預金口座に当座貸越機能を付加するものの2種類がある。

ノンバンクのカードローンとの違い

このようなカードローンは、ノンバンクからも提供されている。こちらも無担保、無目的の極度貸付で、随時返済も可能という点では銀行のものと同じである。

しかしながら、ノンバンクは貸金業者であるため、ノンバンクのカードローンには貸金業法が適用される一方、銀行のカードローンは同法の適用外である。これによって、ノンバンクのカードローンは総量規制の対象となり、合計で年収の3分の1を超えての貸出は原則的にできないが、銀行のカードローンは可能となる^(注4)。

また両社の貸出原資の調達方法も違う。ノンバンクは社債や金融機関からの借入によって、貸出資金を調達しているが、銀行は主に預金である。このため、相対的に高い金利で資金調達しているノンバンクは、カードローンの貸出金利が銀行に比べて高くなっている。

加えて延滞リスク負担の方法も異なっている。ノンバンクは貸出にあたって保証会社をつけず、ノンバンク自体が延滞のリスクを100%負担している。対して

銀行は必ず保証会社を付け、延滞の際には保証会社から代位弁済を受けることでリスクを軽減している。

このように、ノンバンクと銀行では同じカードローンでも、適用法令やビジネスモデルが異なっている。

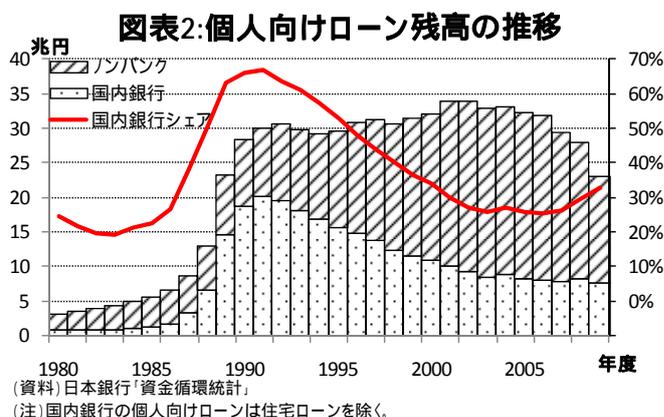
(注4)銀行に対しても06年6月に「主要行等向けの総合的な監督指針」が改正され、個人への過剰な貸付をしないよう求められている。

銀行カードローンの推移

図表2には銀行とノンバンクの個人向けローン残高の推移を示した。それぞれの貸出残高の推移に着目すると、3つの年代に分けられる。

最初はバブル期である。この時期、銀行は大企業を中心に資金調達方法が多様化し、企業向けの貸出が頭打ちとなるなか、個人向けの貸出に注力し、その推進の一環として、極度額50万円程度のカードローンを積極的に販売していた。このため、80年代初めには残高1兆円弱しかなかった銀行の個人向けローンは、91年には20兆円に達した。

しかし、バブルの崩壊によって不良債権問題が発生すると、カードローンは新規の取り扱いを止め回収に専念するようになる。この時に銀行に代わって個人向けローンで大きくシェアを伸ばしたのが、ノンバンクである。この時期ノンバンクは積極的に駅前などの立地条件の良い場所に出店を行ったり、無人店舗を設置し非対面で借入手続きが完了できるようにしたり、さらに効果的に広告を行いイメージの刷新を図った。これが功を奏した結果、90年代初めに10兆円弱だった残高は、2000年代初めには20兆円を超えるようになった。



その後、2000年代半ばまで、ノンバンクは頭打ちになりつつもローン残高を維持していたが、06年にみなし弁済規定にかかる法的解釈が変わり、07年から過払い金請求の訴訟が相次いで発生した(注5)。また改正貸金業法の完全施行により、10年6月には上限金利が引き下げられることを見据えて、ノンバンクでは顧客の絞り込みを行うようになり、ローン残高を減らしていった。

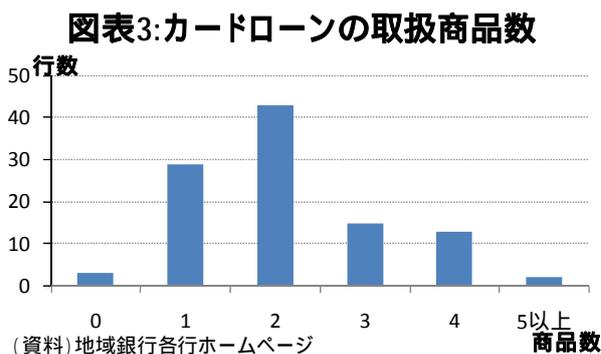
この一方で銀行のカードローンが元々みなし弁済規定が適用されず、金利も利息制限法の上限以下だったため、過払い金返還請求の影響を受けなかったこともあり、残高は減少しているものの、シェアで見れば近年、増加に転じている。

(注5)貸金業法では貸出契約と返済時に所定の事項を記載した書面を交付すれば、利息制限法を上回る金利(いわゆるグレーゾーン金利)を徴収しても有効とされた。これをみなし弁済規定という。

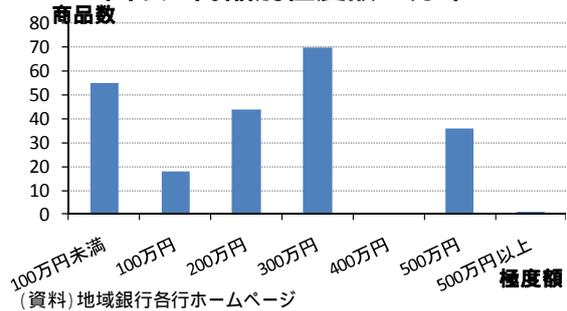
地域銀行のカードローンの特徴

現在、ほとんどの地域銀行でカードローンを提供している。これらの商品性について、同様にカードローンを提供している都市銀行やノンバンクと比較しながら見ていく。

第一に地域銀行はカードローンの商品ラインナップが多様である。図表3には地域銀行各行の取扱カードローン商品数の分布を示した。地域銀行では2種類以



図表4:商品別極度額の分布

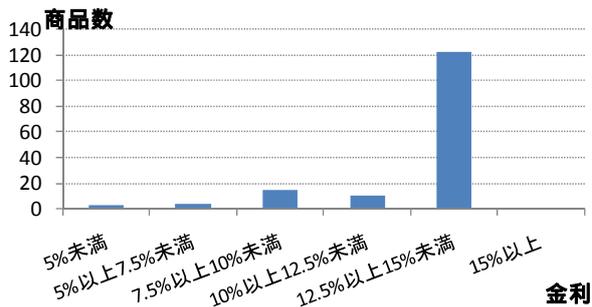


上取り揃えている所が多く、都市銀行が各行1種類しかカードローンがないこととは異なっている。これは都市銀行が系列のノンバンクとターゲット層の棲み分けを行っている一方で、地域銀行は自行で極度額や貸出利率の異なった商品を提供し、幅広い顧客層をカバーする必要があるためと考えられる。

また、都市銀行やノンバンクと違いを出したカードローン商品を提供する地域銀行もある。その1つが本体発行の一体型クレジットカードへのカードローン機能付加である。従来、クレジットカードにはキャッシングという現金の借入機能が付与されていた。しかしこの機能は、非加盟店での商品購入や、ショッピング限度額を超えた場合の一時的な借入を想定したものであり、借入限度額は最大で100万円程度、翌月一括返済が原則であった。

しかしながらクレジットカードの収益源がキャッシング利息に移ってきていることもあって、他業種では次第にキャッシングの与信枠を拡大し、返済も数回に分けてできるようにして、カードローン機能を付加したクレジットカードが出てきた。地域銀行でも、一体型クレジットカードを本体発行する際に、カードローン機能を付加した地域銀行が見られ、現在地域銀行のうち5行で、本体発行の一体型クレジットカードに

図表5:商品別上限金利の分布



(資料) 地域銀行各行ホームページ
(注) 金利には保証料含む。

カードローン機能が付加されたものが発行されている。

次に貸出極度額を見ると、幅広く分布していることが分かる(図表4)。また100万円未満の少額のものも一定程度あるものの、300万円以上のもも多く、ノンバンクや都市銀行などのカードローンと遜色ない商品が多い。

一方で貸出金利(保証料含む)の上限は多くが12.5%以上15%未満と、ノンバンクよりも低いものの、地域銀行のローン商品の中では最も高い金利水準となっている(図表5)。

しかし、借入の利便性については、改善の余地がある。仮審査や仮申込が非対面のできるカードローンは全商品の85.1%を占めるものの、正式な申込は窓口である必要があるものが多く、全ての手続きが非対面で可能なものは、全体の35.1%である。加えて非対面で手続きが完了するものでも、審査に日数を要したり、届出印が必要な借入申込書類は、郵送でやり取りしなければいけないものがほとんどである。

また外部の保証会社を活用しているため^(注6)、収益性が金利水準に比べて高くないことも課題である。地域銀行の取り扱うカードローンのうち、64.7%が外部の保証会社を活用している。保証会社を活用するメリットは、保証会社を経由すれ

ば、保証会社が加盟する個人信用情報機関の信用情報にアクセスし、審査ができることである。加えて外部の保証会社を利用した場合は、延滞リスクを軽減できる。

ただ、外部の保証会社を利用した場合は、保証料を保証会社に支払う必要があり^(注7)、これによってネットの利鞘はさほど小さくなる。このため他のローン商品に比べれば高い金利水準ではあるが、収益性は必ずしも十分とは言えない。

(注6) 外部の保証会社は大手ノンバンクや信販会社、関連の保証会社は自行のクレジットカード関連会社を利用する場合が多い。

(注7) ただし、関連の保証会社を利用した場合も保証料の支払いは必要だが、連結ベースでは内部取引として相殺される。

まとめ

10年6月の改正貸金業法の完全施行は、地域銀行のカードローン推進にとって有利に働いたと言われている。しかしながら、地域銀行のカードローンはノンバンクと比べて極度額等では遜色ないものの、利便性については改善の余地がある。また保証料がネックとなって、思うように収益を向上させられていない可能性がある。

しかしながら、カードローンは住宅ローンに次ぐ個人向けローン戦略の柱になる可能性が高く、今後の戦略を見極めるうえでも、地域銀行各行の今後の取り組み内容に注目していきたい。

<参考文献>

金融庁(2009)「改正貸金業法の概要」

藤田哲雄(2010)「改正貸金業法の施行と銀行・信金マーケットへの影響」ファイナンシャルコンプライアンス11月号

分析レポート

海外経済金融

否定できないギリシャ国債の債務再編の可能性

～中長期国債発行再開を控えて高まる思惑～

山口 勝義

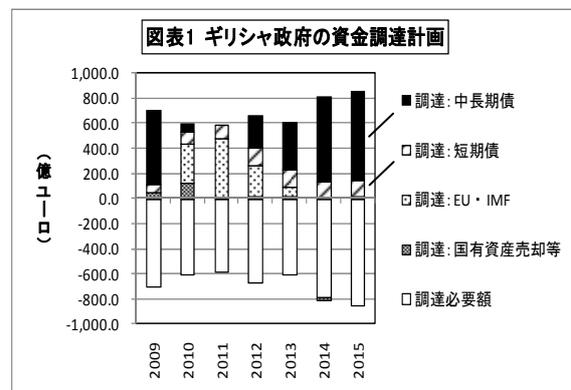
要旨

4月中旬に至り、市場ではギリシャ国債の債務再編の思惑が急速に高まっている。本稿では、IMF等による検証内容を踏まえ、現実にはギリシャが債務再編に至る可能性を検証した。その結果からは、ギリシャ国債の債務再編の可能性は否定できないものと考えられる。

はじめに

ギリシャでは、通常の歳入・歳出のギャップを埋める資金調達計画で、2012年第1四半期から中長期国債の発行再開を予定している(図表1参照。2012年は総額267億ユーロ)。これに対し、現下の市場環境では消化難は不可避であることから、早晚、元利金減免、償還期限延長等のギリシャ国債の債務再編の思惑が浮上することが予想されていた。こうした中、4月中旬に至り債務再編の可能性を示唆する報道が相次いだことで、市場では急速にその思惑が高まっている。

一方、国際通貨基金(IMF)および欧州連合(EU)(以下、IMF等とする)は、2010年5月に総額1,100億ユーロの支援実施決定後、ギリシャに対し支援計画に従い融資実行を行っているが、実行の都度、財政改善計画の進捗状況等を事前検証する仕組みとしている(図表2参照)。直近実施された第3回検証では、IMF等は、概ね計画どおり改善が進捗しているものの、徴税面等で一部遅延が認められるため、一層の取組み強化が必要と指摘している(参考文献⑦、⑪による)。これに対し、ギリシャでは、2010年の実質GDP成長率実績は▲4.5%と、支援計画での予測値▲4.2%に対して下振れとなり、また同



(資料) 参考文献⑩から農中総研作成。なお、参考文献⑦に、中長期債の発行は2012年第1四半期に再開されることが示されている。

図表2 ギリシャに対する融資実行スケジュール

融資実行に当たっての事前検証			融資実行				
回	検証の基準日	検証の実施期限	回	融資実行年月	金額(億ユーロ)		
					EU	IMF	合計
1	2010年6月末	2010年8月末	1	2010年5月	145	55	200
2	9月末	11月末	2	9月	65	25	90
3	12月末	2011年2月末	3	2011年1月	65	25	90
4	2011年3月末	5月末	4	3月	109	41	150
5	6月末	8月末	5	6月	87	33	120
6	9月末	11月末	6	9月	58	22	80
7	12月末	2012年2月末	7	12月	36	14	50
8	2012年3月末	5月末	8	2012年3月	73	27	100
9	6月末	8月末	9	6月	44	16	60
10	9月末	11月末	10	9月	44	16	60
11	12月末	2013年2月末	11	12月	15	5	20
12	3月末	4月末	12	2013年3月	44	16	60
			13	6月	15	5	20
				合計	800	300	1,100

(資料) 参考文献⑦、⑪から農中総研作成(網掛け部分は実施済み)。

年第4四半期の同成長率は前期比で▲1.4%(年率換算▲5.5%)となるなど、緊縮財政の負担が顕在化しつつある。また、失業率も上昇傾向をたどっている。

本稿では、こうした事実を踏まえつつ、債務再編に至る可能性について考察する。

IMF 等が示唆する債務再編の可能性

まず、IMF 等による事前検証結果を取り上げ、そのリスク認識、および債務の持続可能性分析結果について、注目すべき点を確認することとする。

(IMF 等のリスク認識)

IMF は、直近の第 3 回検証では、以下の内容を最も注意が必要なリスクとして挙げている（参考文献⑩による）。

- ・ 政治面や管理面での制約により組織改革や構造改革で財政改革が遅延した結果、財政赤字が持続可能な水準を超えて継続し、また経済回復が阻害されるリスク
- ・ 計画どおりに財政改善が進捗中でも、ある程度改善実績が積み上がるまでは、調達市場へ復帰できないリスク
- ・ 銀行の債務削減が想定以上の速度で進み、経済回復等を阻害するリスク

前回の第 2 回検証でのリスク認識が、より激しい経済の落込み、組織改革遅延に伴う財政改善の遅延、市場復帰の遅延についての簡単な記述にとどまっていたこと（参考文献⑩による）に比較し、持続可能な水準を超える財政赤字の継続や調達市場への復帰の困難性をより強く認識した記述となっている点が注目される。

一方 EU による第 3 回検証では、これまでなかった事項として次の点を明記している（参考文献⑦による）。

- ・ 債務の持続可能性上の効果は限られるが、ギリシャで、国家債務の買戻し、借換えや自発的な期限延長等の債務管理策について検討が行われている点

具体的な内容は示されていないものの、これは国債管理に直接関連する記述として注目される。

(債務の持続可能性分析結果)

IMF による直近の第 3 回検証での債務の持続可能性分析（Debt Sustainability Analysis）による主要な結論は、以下の内容となっている（参考文献⑩による）。

- ・ ベースケースでは、対 GDP 比債務残高は 2012 年にピークの 159%に達した後、減少に転じる（2020 年には約 130%へ）。
- ・ 一方、経済成長鈍化、財政改善遅延、調達コスト上昇等、より厳しい前提下でのストレスケースでは、対 GDP 比債務残高はより高い水準で推移する。
- ・ これらのストレスの中では特に経済成長の影響が大きく、実質経済成長率が想定よりも毎年 1%下回る場合には、対 GDP 比債務残高は 170%程度に留まったまま減少しない結果となる。
- ・ また、経済成長以外のストレスについても、これらが複合的に生じた場合には、対 GDP 比債務残高は 230%を超えて拡散していく。

ここでは、ベースケースにおいてさえも、9 年後の 2020 年に至るまで債務残高は 159%~130%程度の非常に高い水準で推移するという極めて厳しい状況が浮き彫りにされている。しかも、IMF が債務削減を進める上で最も重要な条件とする経済成長については、実質 GDP 成長率が 2011 年には▲3.0%に改善し、2012 年にプラスに転じ、2015 年以降は 3.0%程度で安定的に推移することをベースケースの前提としているが（図表 3 参照）、これに対しては、前述のとおり 2010 年実績は既に成長率の下振れが顕在化しつつある。さらに、今後も緊縮財政による経済下押し効果のもと、十分な成長が達成されず、債務残高が高止まる可能性は小さくないものと考えられる。

IMF が置く前提の妥当性

次に、IMF による債務の持続可能性分析の前提条件の妥当性についてさらに検討することを通じ、ギリシャの債務再編の可能性について検証することとする。

財政悪化国が市場の信認を回復するために必要な条件としては、

- A. 取り組み中の財政改革が進捗し、
- B. それらの結果、競争力を回復することを通じて経済成長が実現し、
- C. 加えて、財政問題の再発防止策等、ユーロ通貨圏における管理態勢の実効性が確認されること

と考えられるが、このうち A. において、財政赤字を縮小し債務残高を削減するためには、一般に次のいずれか（またはその組合せ）を達成する必要があるとされている^(注1)。

- A-1. プライマリーバランス > 0
- A-2. 名目借入金利 $<$ 名目 GDP 成長率
- A-3. 債務の減免

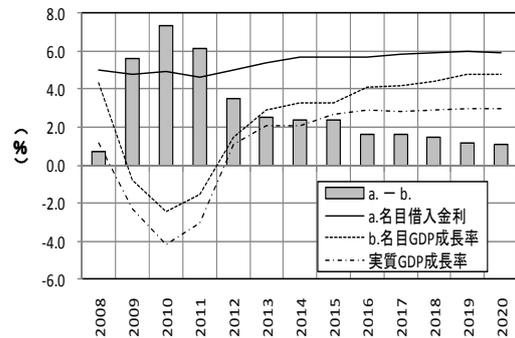
これに対し、次のとおり A-1. および A-2. の安定的な実現は困難であり、A-3. に至る可能性は否定できないと見られる。

(プライマリーバランスのプラス化)

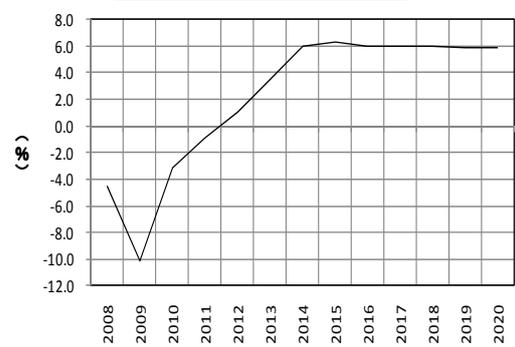
国債発行以外の税収等の歳入が国債の元利払いを除く歳出を上回れば（すなわちプライマリーバランス > 0 であれば）、債務残高を削減する余地が生じる。

この点については、IMF は図表 4 のとおりプライマリーバランスの急速かつ大幅な改善をベースケースの前提としている。しかしながら、ギリシャでは税収の遺漏防止のための制度改革等、歳入改善には積年の大きな課題が残されているなどの現状からすれば、この前提達成にはかなりの困難が伴うものと考えられる。

図表3 経済成長率・借入金利



図表4 プライマリーバランス(GDP比)



(資料) 図表 3、4 とも、参考文献⑩から農中総研作成。なお、2010 年以降は予測値であり、これが IMF による債務の持続可能性分析のベースケースの前提条件とされている。

(借入金利を上回る GDP 成長率)

名目借入金利 (a.) を上回る名目 GDP 成長率 (b.) は債務残高の負担を減殺する効果を持つが、両者の差異は債務残高全体に影響を及ぼすことから、その重要性は非常に大きい。

しかしながら、IMF が債務の持続可能性分析のベースケースの前提とする図表 3 では、両者の差異 a. - b. は傾向的に縮小傾向を示しているものの a. $>$ b. の状況が継続している。しかも、財政改善計画策定後も、ギリシャ国債の利回りは実際に市場調達のある短期ゾーンも含め上昇・高止まりが続いており、実際の a. は図表 3 の前提を上回る水準となっている可能性が高い。一方、b. については、前提に対する下振れ傾向が現れつつある。

まとめ

以上は IMF 等による事前検証の内容を踏まえた限られた考察ではあるが、債務残高削減に必要な前提条件達成には大きな困難が伴うことが窺われ、ギリシャが債務再編に至る可能性を否定できない。

特に、債務残高削減の軌道への復帰のためには、競争力の回復を通じ安定的な経済成長を実現することが重要であるが、現実には高止まりした労働コスト、弱い輸出力、経常収支の赤字継続等の困難な問題があり、ギリシャが官民双方のバランスシート強化とともに、こうした脆弱性からの脱却を果たすことは容易ではないと考えられる。そして、それがもたらす結果と言え、債務残高の高止まり、更には増加方向への拡散であるが、これが意味するものは、ギリシャが資金繰りの問題のみならず、債務再編の可能性に直面している事実には他ならない。

なお、本稿で扱ったデータには 2011 年 3 月のユーロ通貨圏首脳会議で合意された EU による融資金利の引下げや融資期間の延長は織り込んではいない。しかし、これらの措置によりギリシャの資金繰りの困難性が一時的に軽減されることは事実ではあるものの、同国が抱えるより本質的な債務返済能力に与える効果は限られたものではないかと考えられる。

一方、現実にギリシャが債務再編を迫られた場合には、銀行の債権毀損を通じた問題の波及が想定され、その影響はこれまでの財政悪化国の枠を超えた広範なものになると見られる。これは債務再編策の策定という新たな課題とともに、これまでのユーロ通貨圏を中心とした取組みに止まらず、EU 横断的な一層の政治的協調が求められる点で、言わば欧州財政

問題の第 2 ステージへの展開となる。これに対し、銀行の体力には依然課題が残る中、欧州の対応としては債務再編回避を何より優先せざるを得ず、追加支援によりギリシャに対しさらに時間の猶予を与える対応も考えられるが、この場合においても政治的協調が前提となる。折から主要国の政治情勢が国内事情重視に傾きつつある中^(注2)、かかる協調が問題なく図られるかどうかには注意が必要である。

(2011 年 4 月 21 日現在)

<参考文献>

(ギリシャ財務省によるもの)

- ① (2010/07) “The economic adjustment programme for Greece”
- ② (2010/11) “The economic adjustment programme for Greece”
- ③ (2011/02) “The economic adjustment programme for Greece”

(European Commissionによるもの)

- ④ (2010/05) “The Economic Adjustment Programme for Greece”
- ⑤ (2010/08) “The Economic Adjustment Programme for Greece, First review-summer 2010”
- ⑥ (2010/12) “The Economic Adjustment Programme for Greece, Second review-autumn 2010”
- ⑦ (2011/02) “The Economic Adjustment Programme for Greece, Third Review-Winter 2011”

(IMFによるもの)

- ⑧ (2010/05) “Greece: Staff Report on Request for Stand-By Arrangement”
- ⑨ (2010/09) “Greece: First Review Under the Stand-By Arrangement”
- ⑩ (2010/12) “Greece: Second Review Under the Stand-By Arrangement”
- ⑪ (2011/03) “Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement”

(注1) 例えば次を参照されたい。

・ European Commission(2011/2) “The Economic Adjustment Programme for Ireland” (Occasional Papers 76, pp: 30-31)

(注2) 山口「ドイツ、アイルランドの選挙結果とその注目点」(『金融市場』2011年4月号)を参照。

連 載

経済指標の窓 < 第 2 回 >

海外経済指標 ユーロ圏消費者物価指数

岡山 正雄

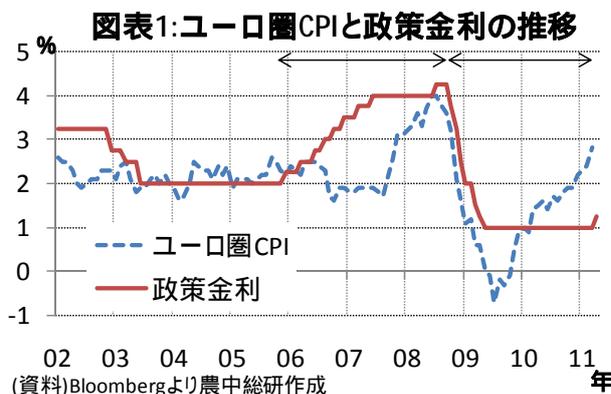
ユーロ圏の金融政策を左右する CPI

ユーロ圏では各国が独自の基準と集計方法で経済指標を作成している。そのため単純に各国統計を集計しただけでは、ユーロ圏全体の正確な統計値を算出したり、各国間の比較は行えない。そこで、欧州委員会統計局(Eurostat)が統一的な方法で統計を作り直して、各国指標およびユーロ圏全体の指標を公表している。

ユーロ圏消費者物価指数(“Euro-zone Harmonised Index of Consumer Prices” 以下「ユーロ圏 CPI」という。)もそのような指標の1つであり、ユーロ圏の今後の金融政策を見るうえで、最も重要と考えられている。ユーロ圏では欧州中央銀行(ECB)が、金融政策を通して物価安定を図ることを担っている。そのうえで「物価の安定」とは、ユーロ圏 CPI が前年比で 2%を下回りながらも、これに近い水準で維持される状態と定義している。つまり金融政策を決めるうえで ECB が最も重視している指標であり、市場の注目度も高い。

ユーロ圏 CPI と政策金利の推移

ECB ではユーロ圏 CPI が安定の範囲内に収まるよう、政策金利を調整している。そこで



近年のユーロ圏 CPI と政策金利の推移を見ると(図表 1)、05～08 年までの利上げ期、11年までの利下げ期、足元の利上げ、の 3 つに分けられる。

ユーロ圏の経済は 02 年から 07 年にかけて、世界的な好景気の恩恵を受けて好調だった。この好景気と原油価格の上昇を受けて、ユーロ圏 CPI は 2%を上回る基調が続いた。このため、ECB は 05 年 9 月以降利上げを随時行って、景気過熱を抑制しようとした。

その後、07 年には米国のサブプライム問題が波及し、景気に陰りが見え始めたが、ユーロ圏 CPI は原油価格の高騰を背景になお高止まりし続けたため、ECB は政策金利の水準を維持した。しかし 08 年秋にリーマンショックが発生すると、原油価格の下落も加わってインフレ圧力が低下。それに応じて ECB は利下げに転じ、09 年 5 月には 1%の低水準となった。

その後ギリシャ問題などから景気回復の足取りは見えづらかったが、昨今はドイツを中心に景気が持ち直してきており、10 年 12 月にユーロ圏 CPI は節目の 2%を超えた。以後 11 年 3 月まで 2%を超える水準が続いたため、ECB は 11 年 4 月に利上げに踏み切った。

なお今後については、3 月のユーロ圏 CPI が 2.8%と 08 年 10 月以来の高水準で、目安とされる 2%以下を上振れていることから ECB 理事会のメンバーも追加利上げを示唆しているため、年内のさらなる利上げを市場では織り込んでいる。

連 載

経済金融用語の基礎知識 < 第2回 >

天然ガス市場の価格メカニズム

安藤 範親

地域性が強い商品

天然ガスは、石炭、石油に並ぶ三大化石燃料のひとつであるが、気体という性質をもつために他の化石燃料と比べ、輸送コストが高い。しかし、その価格は、天然ガスが燃料油や石炭、電気等によって代替可能であることから、価格競争力を高めるために、原油価格よりも低く抑えられる傾向にある。

また、輸送の物理的連続の必要性から、流通経路が限定されてきたため、天然ガスの国際市場は存在せず、消費地ごとに、大きく分けて北米、アジア、欧州(大陸ヨーロッパ)の3地域に市場が形成されている。

地域市場ごとに異なる価格体系

天然ガスは輸送方法の制約から、地域市場ごとに異なる価格体系が適用されている。

北米市場は、天然ガスの地産地消により、託送ネットワークが高度に発達、そのハブとなる地点では、さまざまなガス田から送られてくるガスの価格・量・期日・託送場所に関する裁定取引が行われ、市場流動性が確保されている。なかでも、レイジアナ州にあるヘンリー・ハブは、ニューヨーク商品取引所(NYMEX)で取り引きされる天然ガス先物価格指標となっている。

アジア市場は、日本と韓国が主要取引先で、両国ともガス産出量が乏しいことから、東南アジアや中東からの海上輸送を行っている。そのため、高額な輸送設備を必要とし、その投資債務返済に必要なキャッシュフローを確保するため、長期相対契約が主流となっている。それ故、北米のように流動的なガス取引市場は存在せず、天然ガス価格は、長期契約交渉のもと、基本的には原油価格

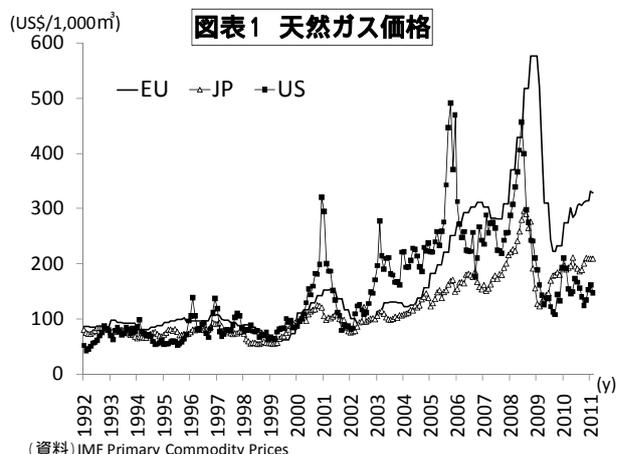
にリンクしている。原油価格が比較的安定していた80年代後期から04年までは、天然ガス価格も安定していたが、近年は新興国需要増などを背景とした原油価格上昇の影響で高騰している。

欧州市場は、域内生産や、ロシア、アルジェリア、ノルウェーとつながる大型パイプラインによる配給、中東からの海上輸送といった多様な供給源により市場が形成されている。ただし、パイプラインネットワーク整備の遅れにより、未だ競争的な統一市場は発展段階で、長期契約に基づく原油価格連動方式(北海ブレント原油価格等にリンク)とスポット契約に基づく価格が両立する様相を呈している。

天然ガス価格

図表1から、各地の市場で天災や経済危機、中東情勢不安、需給変化等の影響を受けた価格の動きが見られる。

また最近では、ガス供給量が過去最高水準のため価格が軟化傾向にある北米と、中東情勢不安を受け高騰傾向にある欧州で差が開き、米国へ輸入された液化天然ガスが再び欧州へと輸出される状況も生じている。



海外の話題

賭けるに足る「未来」

農林中央金庫 シンガポール支店長 有我 渉

「うつくしま福島」、父祖の地であり私自身も少年期を過ごしたこの土地が、いま世界中の人々の注目を浴び、語られている……。チェルノブイリやスリーマイル島とともに、原発事故による深刻な放射能汚染を受けた場所「Fukushima」として。

3月11日以降、我々が見たものは、一企業による発電所事故により、基本的な人権とされる健康、生命、財産が、周辺住民においては一瞬にして根こそぎ蹂躪され、農林漁業者においては環境汚染により生活の基盤そのものが失われる、という事態であった。

客観的、冷静に見れば、原発とはもともとそういうリスクを内包しているもの、ということになるのかもしれない。だとするとこの問題は、こうした事態の後でも我々は原発を今後も本当に許容できるレベルのリスクとして考えられるのかどうか、ということになる。

強制的に故郷を追われ避難民となった人々とともに、いま多くの人たちは、原発の安全性を謳いながら管理・監督責任を果たせなかった電力会社と国に対して深い憤りを感じている。と同時に、自ら臍を噛む思いに苛まれているのではないか。仮に「リスクはない、絶対に安全だ」と言われたとしても、我々は「絶対なんてものは有り得ない、世の中何が起こるか分からない」ということを常識的に知っている。だが電力の安定供給＝公益性の高い事業というロジックのもと、万が一への不安を口にできず、不安を先送りしたことで、結果的には専門家や行政官のほぼ言いなりになってしまったことへの後悔、そのあまりにも大きな代償……。

いま我々がなすべきことは、心の底から大切に思うもの、かけがえのないものとは何かを改めて各人が問い、それらが守られ育まれる世の中となるよう各人が声を出し、賭けるに足る未来の実現に向けて一歩踏み出すことではないか。活動期に入ったと思われる地震大国日本で、これからも子々孫々にわたり放射線障害に怯えながら暮らし続けていく道を選ぶのか、それとも歯を喰い縛ってでも原子力以外の代替エネルギーの開発と利用に国民の英知を結集させていく道を選ぶのか……。すべては我々の選択と今後の行動にかかっている。

「ガーデン・シティー・シンガポール」、この緑豊かな島国も1965年の独立後、英国軍の撤退によりGDPの約20%が失われることでその将来が非常に危ぶまれた時期があったことを、建国の父であるリー・クアンユー元首相がその自伝で述懐している。当時の政府は軍の関連施設等の民間転用を積極的に図り、大胆に工業化と産業構造の転換を進めることでこの危機を乗り越えた。彼らの判断がこの国の繁栄の礎になっていることにいま異議を唱える者はいないだろう。だが、世界中で最も劇的かつ急速に産業構造の転換と成長を成し遂げた国といえば、それは他ならぬ日本であった。戦後の平和憲法のもと、広大なすそ野があった軍需産業を棄て、民需に特化した歴史を我々は持っている。人間、腹を決めれば知恵もアイデアも湧いてくる。もし変えるという勇気がなければ、我々は未来の子供たちに夢も希望もつなげず、ただ膨大な負の遺産のみを残した世代として、記憶されることになるだろう。