

## 潮流

# GSE問題とアメリカの農業金融

常任顧問 田中 久義

サブプライム問題を契機とする今回の金融危機が提起した問題は多岐にわたるが、そのひとつにアメリカのGSE問題がある。

GSEはGovernment - Sponsored Enterpriseの略であり、「政府支援企業」と訳されている。このGSEは、政府出資はないものの、連邦政府の政策を具体化する役割を課される一方、免税などの保護を受ける法人である。

住宅金融の例では、公庫という訳語が付されているファニー・メイやフレディ・マックと呼ばれる住宅金融専門機関がそれにあたる。これらは、住宅建設資金の安定供給という政策目的のもと、最近では住宅ローン債権の証券化に大きな役割を果たしてきた。産み出された商品はアメリカ国内の不動産を最終的な裏付けとしていると考えられ、それがためにこの証券化商品への信頼性は高かった。このような事情を一変させ、GSEのあり方に一石を投じたのが今回の金融危機であった。

住宅金融におけるGSEの苦境は、アメリカの農業金融にも影響を及ぼすという指摘が早くからあった。というのは、アメリカの農業金融の主要な担い手のひとつであるFCS（Federal Farm Credit System：連邦農業信用制度）が、アメリカで最も古いGSEであったからである。

FCSは、借入者である農業者などが組合員となっている協同組合組織の金融機関群である。これらの金融機関の事業構造は住宅分野におけるGSEと同様であるため、危機によって調達コストが上昇するだけでなく、調達それ自体が困難になることが懸念された。もし危機が農業金融にも及べば、金融危機への対応は一層困難になることは明らかであった。

しかし、結果的にFCSの貸出残高は08年以降も着実に増加し、その原資調達のための債券発行も、長期債の発行が難しくなった時期があったとはいえ、短期債を中心に需要が衰えることはなく、心配はまったくの杞憂に終わった。これらにより農業金融におけるFCSのシェアは危機以降においても上昇しており、FCSは金融市場だけではなく利用者の支持も獲得している。

その要因としてFCS自身は、金融危機以前の農産物価格の急上昇や農地価格の安定などの農業要因のほか、GSEという特殊な地位への市場の支持を指摘している。しかし、これでは、住宅金融でのGSEの失敗が農業金融におけるGSEへの市場の支持を再確認させたと同様に主張しているのに等しく、説明力にはやや欠けている。

農業専門ともいべきFCSの成功については、市場の支持でだけ説明するのではなく、協同組合という他のGSEとは異なるFCSの組織性、住宅と農業という金融分野の違いなど、GSEの基礎にある論点についてさらに分析を深める必要がある。

# 情勢判断

## 国内経済金融

### 持ち直しの動きが強まりつつある国内景気

～ただし、本格的な復興需要は年度下期以降～

南 武志

#### 要旨

東日本大震災からの時間経過とともに、被災企業の復旧が進展していること、大きく冷え込んだ家計・企業のマインドが回復してきたこともあり、主要経済指標に持ち直しの動きが強まってきた。ただし、落ち込み幅に比べ、戻りのテンポが相対的に鈍いこともあり、4～6月期のマイナス成長(3四半期連続)は避けられないだろう。また、サプライチェーン障害の完全回復までにもう少し時間がかかること、夏場の電力不足問題に対する節電努力、大型補正予算編成が秋以降にずれ込む可能性などから、復興需要による国内景気の本格回復は10～12月期以降にずれ込むと思われる。

一方、日本銀行は、デフレ対策や震災対応として様々な政策を打ち出してきたが、先行き、長期金利安定に向けて国債の市中消化額を増額するかどうか注目されるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2011年			2012年		
	6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.070	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.332	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 (%)	1.105	1.05～1.50	1.10～1.55	1.20～1.55	1.20～1.55
	5年債 (%)	0.395	0.35～0.70	0.40～0.75	0.45～0.75	0.45～0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	80.6	78～86	80～90	85～95	85～100
	対ユーロ (円/ユーロ)	114.5	110～130	115～135	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	9,678	10,000±1,000	10,250±1,000	10,500±1,000	10,750±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6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

東日本大震災の発生から約100日が経過した。震災直後には大幅に悪化が見られた国内景気・産業動向や家計・企業などのマインドなども、時間経過とともに持ち直しが始めていることを示す主要経済指標が増えてきている。鉱工業生産はすでに4月分から前月比上昇となり、先行きを示す生産予測指数も大幅プラスが見込まれている。また、実質輸出(輸出数量)は5月分から同プラスに転じてい

る。機械受注(代表的な船舶・電力を除く民需)については、4月分は弱い内容(前月比3.3%)であったが、震災対応や新興国向け・スマートフォン向けの設備投資需要が堅調なことから、4～6月期見通し(内閣府集計)は大幅増加となっている。そのほか、家計・企業のマインドを示す月次指標も改善の動きが散見されている。

今回の景気悪化は需要不足で発生しているわけではなく、あくまで部品・電力

などの供給制約に直面しているために発生しているということを踏まえれば、そうした制約が緩和しさえすれば、自ずと景気の再浮揚が図られると見るのは妥当であろう。とはいえ、足元では、海外経済の先行き慎重論が浮上していることもあり、震災前の水準を回復するのに多少の時間がかかる可能性は否定できない。

当面の景気展望であるが、足元の4～6月期については、上述の通り、持ち直しに向けた動きはすでに始まっているとはいえ、全体的には停滞感は否めず、3四半期連続のマイナス成長は不可避であろう。その後、7～9月期にはプラス成長に戻るが、一部でサプライチェーン障害が残るほか、夏の全国的な電力不足や大型補正予算編成の先送りなどが、景気持ち直しのテンポを緩やかなものにとどめると見られる。本格的な回復は年度下期以降にズレ込むことになるだろう。

なお、当総研では6月9日に発表されたGDP第2次速報(2次QE)を受けて、「2011～12年度改訂経済見通し」の見直しを行ったが、2次QE自体の改定が僅かだったこともあり、予測の修正は極めて限定的なものにとどめた。ちなみに11年度はゼロ成長に陥るものと予測した。

一方、物価面では、相変わらず大きなデフレギャップが残っているものの、これまでの国際商品市況の高騰により、主要な物価指数が前年比プラスに転じてきた。素原材料価格の影響を受けやすい国内企業物価はすでに10年10月に前年比



プラスに転じ、徐々に上昇率を加速させていたが、全国消費者物価(除く生鮮食品)もようやく4月分が同0.6%と28ヶ月ぶりに水面上に浮上、統計上では物価下落に歯止めがかかった。

ただし、より需給関係を反映するとされる「食料(除く酒類)・エネルギーを除く総合」では同0.1%と、依然としてベース部分の物価下落が残っていると判断できる。これまでのところ、賃金は底堅く推移してきているものの、広範囲にわたる価格転嫁を可能にさせるほどの強さはない。

さらに、前年ウエイトで評価する連鎖指数によれば、実勢よりも1%ポイントほど上昇率が高めに出ている(=上方バイアスが発生している)可能性もある。8月(7月分)には2010年基準への改定が予定されているが、そこでは再び水面下に戻ることも十分ありうるだろう。

## 金融政策の動向・見通し

日本銀行は震災発生を受けて、翌週明けの3月14日に開催した金融政策決定会合で、22年10月に導入した資産買入基金(当初5兆円規模)について、社債・CP等のリスク性資産を中心にさらに5兆

円増額するといった内容の追加緩和策を決定したほか、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た結果、日銀当座預金残高は一時 40 兆円台にまで膨んだ(直近は 30 兆円前後で推移)。

また、4月6~7日の決定会合では、被災地の金融機関に対して復旧・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)を実施することや、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。さらに6月13~14日の決定会合では、10年夏に導入した成長基盤強化支援のための資金供給オペレーションについて、金融機関の自主的な取り組みを進めるうえで「呼び水」としての役割を果たしていると自己評価したうえで、そうした動きをさらに後押しする観点から、出資や動産・債権担保融資(いわゆる ABL)などを対象とした新たな貸付枠(期間:原則2年、利率0.1%、総額5千億円)を導入することを決定した。

以上のように、日銀は様々な面から景気押し上げを支援する姿勢を見せているが、今後とも震災からの復興に対してどのようなサポートを行っていくべきかが問われていくものと思われる。また、前述の通り、消費者物価が安定的に前年比1%程度で推移することは依然見通せる状況にはなく、現行の包括緩和策は長期化する可能性が高いだろう。一

方、秋に想定されている第3次の補正予算編成に際しては、大規模な復興関連支出が計上される可能性が高いが、その財源としては復興債(国債)の大量発行が見込まれている。こうした国債増発が長期金利の乱高下をもたらせば、復興支出の呼び水効果に水を差しかねない。つまりは長期金利の低位安定のために、日銀が市中からの国債買入に踏み切るのかがどうかが注目されていくものと思われる。

## 市場動向:現状・見通し・注目点

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た。その後、多少の変動はあったが、6月に入ってから株価、長期金利、株価、為替レートとも膠着気味の推移となっている。以下、各市場の当面の見通しについて考えて見たい。

### 債券市場

震災前までは内外の景気回復期待が高かったことから、長期金利(新発10年物国債利回り)は1.3%前後での推移を続けてきた。震災発生後は、景気悪化に対する懸念やリスク回避的な行動が強まったことなどで一時1.2%割れとなったが、



その後は復興に向けて国債の大量増発が不可避との需給悪化懸念などから再び1.3%台前半まで上昇した。しかしながら、5月中旬以降は再び1.1%台まで低下し、直近に至るまでその水準でのみみ合いが継続している。先行きについては、復興需要が強まってくるにつれて景気浮揚期待や金融機関貸出の拡大などにより、長期金利に対して上昇圧力が徐々に強まっていくものと思われるため、政府・日銀にはそれが復興の障害にならないような対応が求められるだろう。

### 株式市場

震災発生前までは景気回復期待から日経平均株価は持ち直しの動きが強まり、3月上旬にかけて10,500～11,000円のボックス圏内での展開が続いたが、震災後は一時8,200円台まで急落した。その後は、先進7ヶ国(G7)による協調為替介入や復興需要期待などから上昇に転じ、5月上旬には一時1万円台を回復する場面もあったが、直近は内外景気の先行き不透明感が浮上し、9,500円前後でのみみ合い相場が続いている。当面は福島第一原発事故などの状況も相場動向を左右すると見られるほか、電力不足問題やサブ

ライチェーン障害の復旧までには時間がかかるとの見方も根強いことから、しばらくは一進一退での展開が続くだろう。

### 外国為替市場

震災後も、基本的には円高圧力が根強い展開が続いている。とはいえ、決して日本円に対する積極的な評価が高まっているわけではなく、欧米経済において金融システムや財政悪化など、グローバル金融危機の後遺症から完全に立ち直れていないことが、円高の背景となっていると考えられる。震災発生直後、対ドルレートは一時76円25銭の史上最高値まで円高が進行した。しかし、震災や原発事故などが国内景気に与える悪影響への懸念の高まりや、G7による円売り協調介入、さらには世界的なインフレ懸念の高まりによる他先進国・地域の中央銀行による金融緩和政策の転換が意識されたことなどから、一旦は円安方向かう動きも見られた。しかし、直近は再び円高圧力が強まっている。

今しばらくは欧米諸国で信用不安リスクが燻り続けていることもあり、現状水準でのみみ合いが続くと予想する。しかし、日本の貿易収支の赤字状態がやや長期化するとの思惑が

強まる、もしくは資源高騰などによって海外でインフレ加速懸念が強まり、一段の金融引締め策が打ち出されるような傾向が強まれば、円安方向に動く可能性もあるだろう。

(2011.6.24 現在)



# 情勢判断

## 国内経済金融

### 2011～12年度改訂経済見通し(2次QE後の改訂)

～実質成長率:11年度0.0%、12年度2.6%～

#### 調査第二部

6月9日に発表された2011年1～3月期のGDP第二次速報(2次QE)を踏まえ、当総研では5月23日に公表した「2011～12年度改訂経済見通し」の見直しを行った。

09年春以降、国内景気は世界同時不況からの持ち直し局面をたどってきたが、10年夏から秋にかけて回復テンポが一旦鈍化、停滞気味の展開となった。しかし、同年末あたりから欧米など海外経済の改善傾向が再び強まり、11年に入ってから輸出・生産に牽引される格好で足踏み状態からの脱却を模索し始めた。しかし、3月11日の東日本大震災の発生により、日本経済は大打撃を受けた。直接的な被害額も20兆円前後が見込まれるなど甚大であるほか、自動車部品や半導体関連を中心とするサプライチェーン障害の発生、東北・関東地方を中心とした電力不足問題、さらには原発事故に伴う風評被害など、様々な困難が発生している。

こうしたなか、5月19日に発表された1～3月期のGDP第一次速報(1次QE)では、経済成長率は前期比0.9%(同年率3.7%)と、2四半期連続のマイナスとなったことが

明らかとなった。このマイナス成長の最大の原因は、民間在庫投資の大幅減であったが、民間消費、民間企業設備投資なども減少し、成長率の押下げに寄与した。

一方、今回発表された2次QEによれば、民間企業設備投資や公的支出が下方修正されたものの、民間在庫投資の上方修正や輸入の下方修正などによって相殺されたことで、1次QEからの修正は極めて限定的だったが、大震災後に国内景気が大幅に悪化したことが改めて認識させられ

#### 2011～12年度 日本経済見通し

	単位	2010年度 (実績)	2011年度 (予測)	2012年度 (予測)
名目GDP	%	0.4	1.3	1.8
実質GDP	%	2.3	0.0	2.6
民間需要	%	1.9	0.5	1.9
民間最終消費支出	%	0.8	0.5	0.7
民間住宅	%	0.2	4.5	14.1
民間企業設備	%	4.3	0.2	4.6
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.5	0.3	0.0
公的需要	%	0.0	3.3	2.9
政府最終消費支出	%	2.3	3.0	0.5
公的固定資本形成	%	10.0	3.9	21.4
輸出	%	17.0	3.3	8.1
輸入	%	11.0	3.0	7.1
国内需要寄与度	%pt	1.4	1.1	2.1
民間需要寄与度	%pt	1.4	0.4	1.4
公的需要寄与度	%pt	0.0	0.8	0.7
海外需要寄与度	%pt	0.9	0.8	0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	1.9	1.3	0.8
国内企業物価(前年比)	%	0.7	2.2	1.7
全国消費者物価(＃)	%	0.7	0.5	0.6
完全失業率	%	5.0	4.8	4.7
鉱工業生産(前年比)	%	9.0	2.5	9.2
經常収支(季節調整値)	兆円	15.9	8.0	14.4
名目GDP比率	%	3.3	1.7	3.0
為替レート	円/ドル	85.7	84.3	90.1
無担保コールレート(O/N)	%	0.09	0.08	0.10
新発10年物国債利回り	%	1.15	1.30	1.58
運輸入原油価格	\$/バレル	84.4	101.3	107.5

(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。

た。

以下、当面の経済見通しについて述べていきたい。今回の景気悪化は、サプライチェーンの大掛かりな障害発生など供給ショックによる面が強く、震災後も海外からの需要は比較的根強いものの、生産・輸出ができない、もしくは大震災や原発事故によってマインドが委縮したために起きているといえる。それゆえ、時間経過とともに、復旧作業が進み、生産活動が再開され、かつ復興需要が強まっていく過程で、海外経済もまた底堅く推移を続けているのであれば、国内景気もまた堅調な展開となることが予想される。とはいえ、一部の基幹部品の生産本格化には多少時間がかかる見込みであるほか、夏場の15%の節電目標などがどの程度全体の生産活動に対して抑制的に働くかなど不透明要因も少なくない。

一方、日本を取り巻く世界経済動向については、欧米など先進国・地域では総じて低調さが残っている。米国はサブプライム問題の後遺症が住宅市場に重くのしかかっているほか、失業率は高止まり、インフレ率も低位にとどまっている。欧州についても、ドイツなどコア国は底堅いが、財政危機に直面している周縁国の景気は芳しくない。反面、新興国・資源国経済は総じて底堅いものの、資源高や景気過熱などからインフレ圧力が強まっており、金融引締め策が断続的に打たれている。とはいえ、新興国経済が世界経済全体を牽引する、といった構図は当面続くものと想定した。そのため、日本の輸出環境は比較的良好といえ、供給制約さえ克服できれば、再び景気押上げに貢献すると考える。

次に、大震災からの復旧・復興需要に

ついてであるが、少なくとも公共事業や住宅再建などについては当初の想定よりも後ズレするリスクがある。復興に際してのグランドデザインは目下、策定作業中であるが、それが実現に向けて動き出すには時間がかかる可能性が高い。また、住宅再建についても、二重ローンの問題が障害となることも十分予想される。さらに、政局混迷により、大型補正予算の編成も遅れる可能性が高い。被災地域の再生計画の大枠が固まらなると、民間投資も出難いと思われる。

以上の点などを総合的に判断した結果、2011～12年度の経済成長率は前年度比でそれぞれ0.0%、2.6%と、前回見通し(5月23日発表)から据え置いた。足元の4～6月期の実質経済成長率は、前期比0.6%(同年率2.5%)と3四半期連続のマイナス成長を見込んでいるが、7～9月期には再びプラスに転じるものと予想する(前期比0.7%、同年率2.8%)。ただし、復興需要が本格化するのには11年度下期以降になるだろう。物価面に関しては、これまでの国際商品市況の高騰の影響が当面は上昇率押上げに働くものの、基本的にはマクロ的な需給バランスが逼迫しているような状況ではないため、加速的にインフレ率が高まることはない予想する。

最後に、日本銀行の金融政策については、賃金・物価が適度に上昇するという状況に至るまでにはかなりの時間を要すると思われ、包括緩和策の枠組みは長期にわたり継続されるだろう。一方、大型補正予算の編成に伴って国債の大量増発が見込まれるが、復興の阻害要因になりうる長期金利上昇の抑制に向けた対応が求められる場面があると思われる。

# 情勢判断

## 海外経済金融

### 回復の勢いが一時停滞する米国経済

木村 俊文

#### 要 旨

最近発表された米国の経済指標を見ると、雇用や消費、生産関連などで改善ペースが鈍化し、景気減速懸念が強まった。米政策当局（FRB）は総額6,000億ドル規模の長期債を購入する追加的緩和策（QE2）を予定通り6月末で終了するが、景気判断を今回さらに下方修正したことから、当面は緩和的な金融政策を維持するだろう。

#### 回復しつつも、改善ペースが鈍化

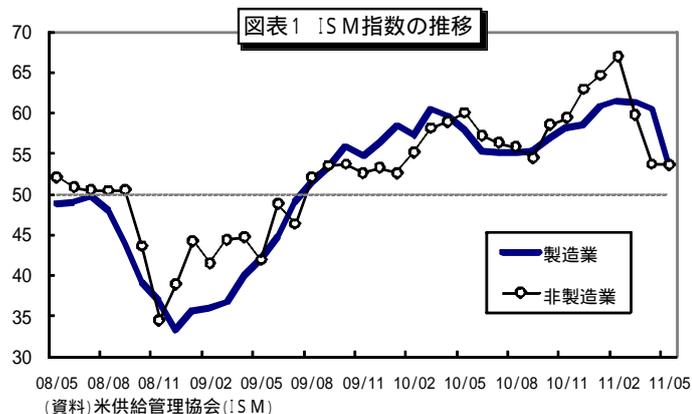
米国の景気は緩やかに回復していると思われるものの、失業率が高い水準にあり、生産や住宅など一部で改善ペースが鈍化している。

最近発表された主要な経済指標で足元の動きを見ると、5月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比5.4万人増と、増加幅は先月（同23.2万人増）から大きく鈍化した。ただし、失業率が9.1%と先月（9.0%）から上昇しており、依然として高い水準で推移している。また、6月18日までの週の新規失業保険週間申請件数は42.9万件（4週移動平均では42.6万件）と、4月中旬以降の大幅悪化からは幾分改善したものの、節目となる40万件を超えて推移しており、失業率が高止まりする可能性がある。

個人消費は、5月の小売売上高が前月比0.2%と11ヶ月ぶりの減少となった。ただし、変動の大きい自動車売上高を除くベースでは同0.3%と小幅ながらも増加基調が続いており、個人消費は底堅い動きを示している。5月は東日本大震災に伴うサプライチェーン（供給網）の混乱で部品供給が滞ったことから自動車売上高が2.9%と大幅低下し、指数全体を押し下げた。一方、

電化製品や娯楽、食料品の売上高が減少しており、ガソリン高の影響で消費者が支出を抑制している可能性もある。ただし、一時1ガロン=4ドルに接近したガソリン小売価格は、5月中旬以降は下落傾向が続いており、足元ではガソリン高による支出抑制が薄れつつあると見られる。

企業部門では、5月のISM指数が製造業で53.5（前月比6.9pt）と大幅低下し、非製造業も引き続き小幅低下した。景況感の分かれ目となる50は上回っているものの、このところは低下傾向にあるため生産活動が鈍化する可能性が高い（図表1）。また、設備投資の先行指標となる4月の耐久財受注（非国防資本財、除く航空機）が前月比2.3%と再び減少したほか、これまで上昇傾向をたどってきた鉱工業生産の設備稼働率も4～5月は76%台と伸びが鈍化しており、設備投資には慎重な動きが見られる。



一方、5月の住宅着工件数（季調済・年率換算）は56.0万戸と前月（54.1万戸）を上回ったものの、月間50万戸台で低水準のまま推移しており、力強い動きにはなっていない。また、先行指標となる住宅着工許可件数も5月は61.2万戸と5ヶ月ぶりの60万戸台に改善したものの、低水準を脱するには今しばらく時間を要すると見られる。

景気の先行きについては、緩やかな回復が続くと見込まれる。ただし、失業率の高止まりや生産の停滞等により下振れするリスクがある。また、米政府の債務上限引き上げ問題で与野党が対立しており、財政状況の先行きに対する懸念も広がっている。

## QE2は6月末で打ち切り

米連邦準備理事会（FRB）は、6月21～22日に開いた連邦公開市場委員会（FOMC）で、総額6,000億ドル規模の米国長期債を購入する追加的緩和策（QE2）を予定どおり6月末に終了することを決定した。ただし、その後も保有する有価証券の償還資金の再投資を継続して行い、既存の保有残高水準を維持する方針であることが確認された。一部では追加緩和策第3弾（QE3）への期待も出ていたが、その可能性は何ら示唆されなかった。

図表2 FRB理事・地区連銀総裁による改定経済見通し(11年6月時点)  
(各項目のカッコ内は11年4月時点) (%)

年次 項目	2010年	2011 (見通し)		2012 (見通し)	
	実績	範囲	中心帯	範囲	中心帯
実質GDP	2.9	2.5~3.0 (2.9~3.7)	2.7~2.9 (3.1~3.3)	2.2~4.0 (2.9~4.4)	3.3~3.7 (3.5~4.2)
コアPCE デフレーター	1.3	1.5~2.3 (1.1~2.0)	1.5~1.8 (1.3~1.6)	1.2~2.5 (1.1~2.0)	1.4~2.0 (1.3~1.8)
失業率	9.6	8.4~9.1 (8.1~8.9)	8.6~8.9 (8.4~8.7)	7.5~8.7 (7.1~8.4)	7.8~8.2 (7.6~7.9)

(資料) FRB「11年6月FOMCの経済見通し概要」より作成

(注) 失業率は各年第4四半期の平均値。その他の数値は各年第4四半期の前年同期比

一方、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は、08年12月に事実上のゼロ金利となる0.0～0.25%に引き下げられて以降、据え置かれているが、今回のFOMCでも現状維持が決定された。

今回のFOMCの声明文では、景気判断を「緩やかな回復が続いているが、想定よりも幾分遅い」と下方修正した。また「最近の労働市場関連の指標は委員会の想定より弱い」と評価した上で、景気回復ペースが遅くなっているのは「食料・エネルギー価格の上昇や東日本大震災に伴うサプライチェーンの混乱など一時的な要因による影響」と説明している。一方、インフレについては、「ここ最近では押し上げられたものの、エネルギーやその他商品価格の上昇による影響が弱まるにつれて適切な水準、もしくはそれを下回る水準に低下する」と予想している。

## 成長率見通しを下方修正

FRBは今回のFOMC後に最新の経済見通しを発表した（図表2）。それによると、11年の実質GDP成長率（予想中心帯）は2.7～2.9%と、前回4月時点の予想（3.1～3.3%）から下方修正した。

一方、11年のコアPCEデフレーターは商品価格の上昇が反映され前年比1.5～1.8%（前回予想は同1.3～1.6%）、失業率は8.6～8.9%（同8.4～8.7%）といずれも引き上げた。

景気回復が弱いことから当面は現状の緩和政策が継続されるだろう。

（11.06.23現在）

## 情勢判断

### 海外経済金融

## ギリシャ支援策の失敗

### ～ 楽観的な前提と中長期的視点が弱い対応 ～

山口 勝義

#### 要旨

ユーロ圏では、ギリシャの 2012 年の国債市場復帰が困難なことから、同国への追加支援の取りまとめを余儀なくされている。当初の金融支援は楽観的な前提で見通しを誤り、その後も協調体制に課題があるなか、中長期的視点が弱い対応に止まっている。

#### はじめに

2010 年 5 月に合意された国際通貨基金（IMF）および欧州連合（EU）による金融支援プログラムでは、ギリシャは 2012 年に中長期国債発行再開を予定している。投資家の買い手控え感が強いなか、償還期限延長、元利金減免等、既発国債の債務再編の思惑がいずれ表面化するものと見られていたが、足元、次のとおり相次ぐ材料により、矢継ぎ早の展開となった。

- 4 月 14 日、ショイブレ独財務相が会見で、ギリシャに対する追加支援の必要性を示唆。これを契機に、市場ではギリシャの債務再編の思惑がにわかに高まった。
- 5 月 6 日、独誌が、ギリシャがユーロ圏離脱を検討していると報道。離脱は現実的ではないものの、同国の債務再編についてはその可能性は否定できず、市場は神経質な動きを続けた。
- 5 月 26 日、ユーロ圏財務相会合のユンケル議長が、IMF が金融支援の次回分割融資の実行を見合わせる可能性があると指摘。今後 12 ヶ月間の資金繰り確保が IMF の融資実行の前提条件であると述べ、ギリシャの 2012 年の中長期国債発行再開の困難性が IMF により問題視されていることが明らかになった。

IMF による次回分割融資の実行は、7 月初めまでに予定されている。万一 IMF がその実行を見合わせた場合は、ギリシャは 7 月中にも債務再編に追い込まれる可能性が高い。

これに対し、ドイツ等は既発ギリシャ国債の、投資家の合意のもとでの償還期限延長を主張したものの、欧州中央銀行（ECB）がこれに強く反対し、結局のところ、ユーロ圏では、ギリシャの国営企業民営化への取組み強化やその第三者による監視の仕組みの導入、加えて何らかの既往投資家による国債保有継続策を抱き合わせにした上で、追加支援を取りまとめる方向にある。

以上の動きを含め、ユーロ圏におけるこの約 1 年間のギリシャ支援の経緯を振り返れば、以下の問題点を指摘することができる。本稿ではこれらについて考察することとする。

そもそも 2010 年 5 月以降の当初のギリシャ支援プログラムで、同国の 2012 年の市場復帰のシナリオに無理があったこと

その後も、ユーロ圏では協調体制が不十分で中長期的視点での取組みが弱いまま、各種対応に対し市場の信認が得られていないこと

## 財政政策の非ケインズ効果？

緊縮財政を採用した場合に、経済主体の将来への期待感等を通じ、それが景気刺激的な効果を有するとする、いわゆる「財政政策の非ケインズ効果」に基づく論調がECBの文書で目立つことから、筆者は昨年、ユーロ圏では緊縮財政が景気に及ぼす負の影響が過小評価されている可能性が否定できず、今後ギリシャの財政再建計画の頓挫、長期金利の更なる上昇等を通じ、財政問題悪化と景気後退の負のスパイラルに陥るリスクが存在する点を指摘した<sup>(注1)</sup>。また、その際、財政再建は、歳出削減を淡々と進める初期段階から今後歳入面に一層焦点が当たる段階に入っていくにつれ、税収下振れ等により計画頓挫に至る可能性がより増大するため、それまでの順調な進捗をもって楽観視することはできない点を指摘した。

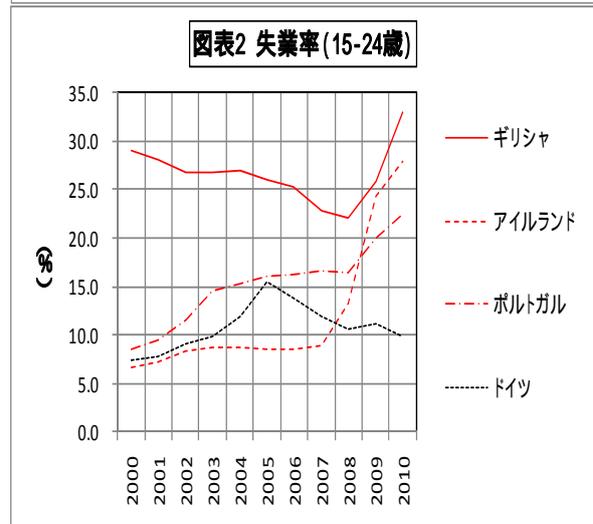
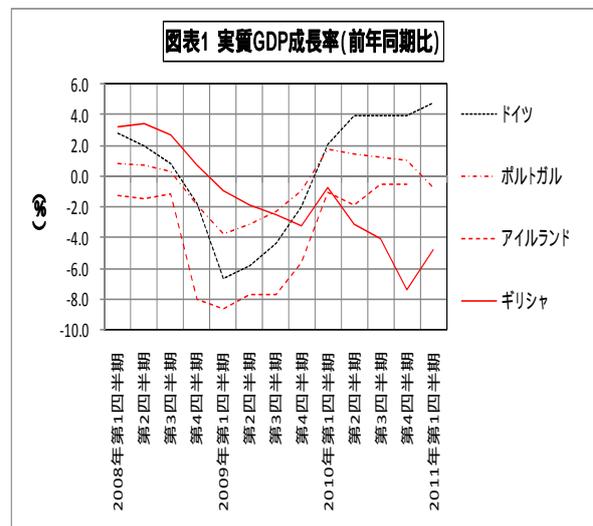
実際のところ、2010年5月に金融支援が開始された後、ギリシャの経済成長率は大きくマイナスに沈み(図表1)、計画を下振れ、経常収支赤字にも改善の兆しは見られていない。失業率は2010年12月末に約14%に達しているが、特に15~24歳層の失業率は約33%にまで上昇しており(図表2)国民に強いられた緊縮財政の負担の大きさを示している。また、徴税面等での財政改善計画の遅延も、現実に顕在化している。

上記の別稿では、競争力のある輸出産業を持たないギリシャの産業構造、既に政策金利は低く金融緩和のポリシーミックスを採用し得ないECB、リーマンショックの影響が未だ払拭できない世界経済情勢等のギリシャを取り巻く諸環境を踏まえ、これらが非ケインズ効果発現にはけっして適格的ではないことを示したが、

実際にこうした懸念が具体化したものと考えられる。

別途検証したIMFによるギリシャ債務の持続可能性分析においても、その前提条件に甘さが認められたが<sup>(注2)</sup>、経済の成長性に劣るギリシャに対して、IMFおよびEUによる金融支援プログラムは十分保守的な前提に立っているとは言い難い。

こうしたなかで、2012年の同国の中期国債市場への復帰というシナリオには根本的な判断の誤りがあったと言わざるを得ない。



(資料) 図表1、2、3ともEurostatのデータから農中総研作成。なお、アイルランドの2011年第1四半期のGDPデータは未公表。

## 不十分な協調体制と中長期的視点

5月6日に実施されたギリシャ対策会議では、報道によれば、ギリシャ国債の償還期限延長を行う案に対してトリシェ ECB 総裁は強く反発し、席を蹴り途中退席したとのことである。

確かに、こうした償還期限延長は債務不履行につながる可能性が高く、この案が採用された場合には、他の被支援国へのその波及が懸念されるほか、ギリシャ国債の減価や担保不適格化等を通じて、負の影響の拡大と深刻化が予想される。つまり、市中銀行のみならず、ユーロシステム（ECB および各国中央銀行）のバランスシートの毀損に加え、流動性供与にかかる金融当局の政策にも制約が生じることになる。

ユーロ圏では、サブプライム問題以降、周辺国の財政問題の表面化を経て、バランスシートの悪化が民間部門から政府部門に、そして更にユーロシステムに及びつつある。ユーロシステムでは、ECBによる周辺国の国債の買取りや流動性供与オペレーションにおけるギリシャ国債の継続的担保受入れ等により、2010年5月以降、大量の財政悪化国の国債等を保有するに至っている<sup>(注3)</sup>。このため、同総裁としては、償還期限延長案に対し強く反対する正当な理由があったわけである。

一方、ドイツは、納税者のみならず投資家も負担を負うべきとの政治上の観点から、上記の会議後も、引続きギリシャ国債の償還期限延長を強く主張し、両者の意見対立が、今回のギリシャ対応での市場混乱の主要な要因のひとつとなった。

以上の経緯においては、関係当局者間での事前の情報共有が十分ではない点を含め、会議での実質的な協議の前提とな

る相互の協調体制が認め難い。そうした実態は以下の事例にも現れており、ユーロ圏では、立場の対立が、健全な牽制関係の維持以上に、中長期的視点での検討を阻害し、意思決定の遅延や市場の混乱をもたらしているように考えられる。

- 2009年10月にギリシャで財政問題が表面化した後、主としてドイツとフランス間の対立が表面化し、支援にかかる交渉は紛糾。翌年5月、ギリシャの債務不履行を目前にするまで、支援策の合意は得られなかった。
- ドイツは、財政悪化国に対する恒久的な支援制度（ESM）の創設に当たり、国債の秩序ある債務再編手順の導入を強く主張し、これに伴う市場混乱が2010年11月にアイルランドを国際的支援要請に追い込むきっかけとなった。

ユーロ圏では中長期的視点での対応として、経済・財政にかかる各国の協調や相互監視の仕組み、ESMの具体化などにも取り組んできた。しかし、これらは全体の中での限られた対応でしかなく、また、交渉の過程で、政治的な裁量余地を残す方向で調整され、その実効性が弱められるような事例も認められる<sup>(注4)</sup>。

このように、ユーロ圏での財政問題への対応が、中長期的視点が弱く主として目先の危機回避策に止まっている背景として<sup>(注5)</sup>、ユーロ圏における財政分権のもと各国を統括する司令塔が不在で、協調体制が不十分である点を否定できない。

その結果、これらの対応を市場は周辺国債の利回り上昇の形で評価し、主要国の政治情勢の国内事情重視への傾斜も加わり、ユーロ圏は徐々に袋小路に追い詰められつつあるように考えられる。

## おわりに

2011年2月、独中央銀行のウエーバー総裁（当時）は突然の辞任を表明した。トリシェ ECB 総裁の最有力後継候補と目されていた同総裁の辞任はメルケル独首相の信認を裏切るものであり、関係者からは大きな驚きをもって受け止められた。しかし、中央銀行の独立性の観点から ECB による財政悪化国の国債買取りに一貫して強く反対した同総裁にとっては、現在の ECB が追い込まれた状況は当然の帰結であり、その総裁就任という選択はあり得なかったのであろう。

一方、トリシェ ECB 総裁は、6月2日、欧州の連携に貢献した人物に贈られるカール大帝賞の受賞式の講演で、「ユーロ圏財務省」創設の検討を提案した。常々“quantum leap”（一大飛躍）の必要性を強調してきた同総裁であるが、10月末の任期終了を控え、この場を最適の機会と捉え、本心を伝えたものと見られる。

こうした財政の一体化へ向けた取組みは、主要な国家主権の移譲を意味するものであり、EUの条約改正を必要とする根本的な改革となる。このため、同総裁が自ら指摘するように、これは長期的な検討課題とせざるを得ないものである。

しかしながら、ユーロ圏は単一通貨・単一金融政策の一方で財政分権を維持した結果、通貨統合の前提としたマクロ経済情勢の収斂を進めることができないばかりか、いわゆるコア国と周辺国の間で経済情勢の二極分化が助長され、財政問題の解決を一層困難なものとしている。このため、こうした「ユーロ圏の構造的な問題」に取り組むことこそ、財政問題解決に向けた真に必要な対応と考えられ、計画的な取組みが求められるものである。

トリシェ総裁は、上記の講演を締めくくるに当たって、欧州首脳会議議長、欧州委員会委員長、財務相会合議長およびドイツ財務相がそれぞれこの課題に対し問題意識を持っている旨付言し、自らの退任後の取組みにも含みを持たせた。欧州の財政問題は、ギリシャが単に資金繰りが問題である段階から、今ではその債務返済能力自体が危惧される段階に至るなど<sup>(注6)</sup>、同国への支援の失敗の中で、問題終息に向けた困難性が高まっている。トリシェ総裁の問題提起に対し、今後これらの関係当局がどのような判断を示すのか、注目されることである。

（2011年6月23日現在）

(注1) 山口「欧州の緊縮財政に景気刺激効果はあるのか？」（『金融市場』2010年11月号）を参照されたい。

(注2) 山口「否定できないギリシャ国債の債務再編の可能性」（『金融市場』2011年5月号）を参照されたい。

(注3) ユーロシステムによる財政悪化国の国債保有高は、ECBの国債買取りプログラムでの749億ユーロに加え、流動性供与政策での担保玉としての受入れがある。ユーロシステムはこれらについての詳細は開示していないが、ロンドンのシンクタンク Open Europe は、ユーロシステムの財政悪化5ヶ国（いわゆる PIIGS）に対する現時点でのエクスポージャー合計を約4,440億ユーロ、うち対ギリシャを約1,900億ユーロと推定している。これらのデータは以下による（なお、ECBおよびユーロシステムの資本金は、各53億ユーロ、794億ユーロ（2010年末））。

・Financial Times (2011/6/7) “ECB’s firefight leaves it exposed to Greek shock”

・Open Europe (2011/6) “A House Built on Sand? The ECB and the hidden cost of saving the euro”

(注4) 例えば、2011年3月のEU首脳会議で、ユーロ圏の包括的な安定対策の一環として、税制、賃金、雇用、年金など、ユーロ圏加盟国が権限を持つ分野で各国が政策協調する「ユーロ圏プラス協定」等のガバナンス強化が合意されたが、当初構想された自動的な罰則適用は見送られ、政治的裁量の余地が確保される方向にある。

(注5) 山口「欧州の財政問題を巡る最近の動向とその評価」（『金融市場』2011年3月号）を参照されたい。

(注6) (注2)に同じ。

## 情勢判断

### 海外経済金融

## 中国の経済・金融情勢

### ～ 景気減速が懸念され、金融引き締めへ慎重 ～

王 雷 軒

#### 要旨

5月の消費者物価指数は前年比5.5%と約3年ぶりの高水準で、物価上昇が加速した。金融引き締め政策の継続や物価の持続的な上昇などにより、4～6月期の中国経済は1～3月期の9.7%成長から減速する可能性が高い。今後、中国人民銀行は預金準備率の引き上げを継続するだろうが、景気減速の懸念が高まってくれば、利上げを実施しない可能性が高いと見ている。

#### 中国経済の現状～景気減速

堅調な成長を続ける中国経済であるが、5月の経済指標からは減速の兆しも散見される。個人消費は、4月の前年比17.1%から5月は16.9%とやや勢いを弱めながらも安定的に拡大している。最低賃金の大幅な引き上げなどを背景に雇用・所得環境が改善され、安定的に推移している。

ただし、昨年末に自動車購入補助金策の一部が打ち切られたことや今年から大都市でのナンバー交付規制が強化されることに加え、東日本大震災の影響によって日系自動車生産メーカーで部品が供給不足となっていることから、5月の自動車生産台数と販売台数がいずれも2ヶ月連続で前年割れとなるなど、個人消費に悪影響を与え始めている可能性が高い。

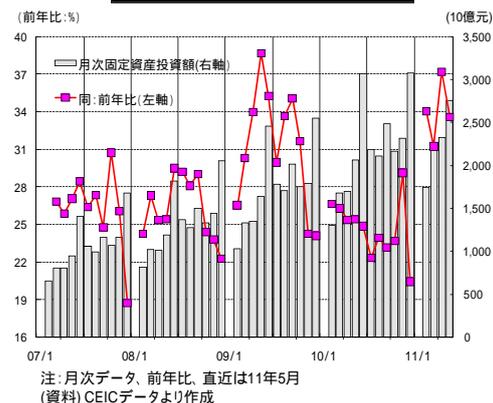
また、中国経済の高成長をけん引する固定資産投資（都市部）の伸びも単月ベースで4月の前年比37.2%から5月は33.6%へ伸びがやや鈍化した（図表1）。建設資金の不足で保障性住宅（中低所得層向けの住宅）が3割しか着工していないことなどが伸び率の低下に影響を及ぼしていると思われる。

一方、5月の輸出額は、前年比19.3%と4月（同29.8%）から鈍化した。5月

の輸出を地域別に見ると、景気が拡大している東南アジア諸国向けは増勢しているものの、米国・欧州の景気減速を受け、輸出の伸び率が大きく鈍化した。

5月の輸入額は前年比28.4%と4月（同22.0%）から高い伸びを示した。東日本大震災によるサプライチェーンの寸断で日本の輸出供給力が低下したことが響いたと見られ、日本からの輸入額は全体の伸び率28.4%を大きく下回って同7.8%の伸びに留まった。

図表1 都市部固定資産投資の動向



#### 物価動向～5月のCPIは前年比5.5%と物価上昇が加速

一方、これまでの景気過熱抑制策にもかかわらず、物価上昇圧力は高いままである。5月の消費者物価指数（CPI）は前

年比5.5%と4月の同5.3%から加速した（図表2）。その内訳を見ると、CPIの構成比3割強の食品価格は前月比0.3%と先月から引き続き低下する一方、非食品価格は前月比0.2%と連続上昇した。

図表2 中国の物価上昇率の推移



注: 月次データ、前年比、直近は5月  
 (資料) CEICデータより作成

5月は一部の地域では干ばつが続き、6月は洪水などの自然災害による農産物価格を押し上げる影響はあったものの、7年連続の豊作で穀物備蓄も十分にあることに加え、政府の物価統制により、食料品価格は3ヶ月連続で下落している。しかし、不動産価格の高止まりが続いているため、居住価格が上昇し、CPIの全体の上昇を牽引した。

今後、10年前半に物価水準が低かったというベース効果の剥落から7月にピークアウトし、年後半にかけてインフレ圧力が緩和されると見込まれる。

### 金融政策・金融市場の動向～金融引き締め継続でM2の伸び率が減速

インフレ警戒姿勢を続けてきた金融政策当局にとって、マネーサプライの高い伸びは容認できなかったが、最近はその動きに変化も見られる。5月のマネーサプライ(M2)は前年比15.1%と4月の同15.3%から2ヶ月連続で鈍化してきた。また、銀行の新規貸出増加額も5,516億元(約7.2兆円)と4月の7,396億元か

ら減少した。11年に入り、6ヶ月連続の預金準備率の引き上げ、2回の利上げなどの一連の金融引締め政策の効果が出ている。

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21.5%まで引き上げた。しかし、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カネ余り現象が強まっており、今後も預金準備率の引き上げが継続されると見ている。ただし、景気減速の懸念が高まってくれば、中国人民銀行は利上げまで踏み切れない可能性が高い。

為替レートについて、5月9～10日に開かれた米中戦略・経済対話に向けて人民元対ドルレートは上昇基調を強めており、1ドル=6.47元前後の水準まで人民元高が進んでいる。ただし、足元では、中小輸出企業にダメージが広がっているとの国内批判を受け、元高上昇のペースは鈍化させている。

### 先行きの景気～景気がやや減速と予想されるが、大きく鈍化しない

鉱工業生産(5月)と製造業購買者担当指数(5月)はともに低下したこと、沿海部や中部では最大3,000万kWの電力不足は発生しており、生産の下押し要因となることが懸念されることなどから、4～6月期の成長率が1～3月期の9.7%から減速すると見ている。

今後、消費者物価水準の低下が顕在化すれば、金融引き締め策も緩和されると見られ、さらに、第12次5カ年計画の内容に沿ってインフラ投資などが本格化に実施されることなどから、年末にかけて中国経済は再び拡大基調に戻ると予想する。

(2011年6月23日現在)

## 今月の情勢 ~ 経済・金融の動向 ~

### 米国経済・金融

6月21・22日の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、6,000億ドルの国債を買い入れる金融緩和策(QE2)を予定通り6月末で終了するとしながらも、08年12月から据え置く政策金利(史上最低の0~0.25%)を長期にわたり維持するなどの大規模な金融緩和策を維持する方針も示された。

経済指標をみると、5月の雇用統計は、失業率が9.1%と先月(9.0%)から悪化し、非農業部門雇用者数も前月比5.4万人の増加にとどまるなど、労働市場環境の厳しさを示す内容となった。また、住宅関連指標、製造業関連指標の結果も事前予測を下振れるものが目立つことから、景気減速懸念が一層強まっている。

### 国内経済・金融

6月13・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」(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)の維持を決定するとともに、出資等や動産・債権担保融資を対象とする新たな成長基盤強化支援のため、5,000億円の貸付枠を新設した。

経済指標をみると、設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)の4月分は、前月比3.3%と事前予想に反して2ヵ月ぶりに下落した。一方、4月の鉱工業生産指数(確報値)は、前月比1.6%と東日本震災の影響が大きかった前月から反転上昇。また、製造工業生産予測調査によれば、5月分は同8.0%、6月は7.7%と、震災からの復旧・復興にかかる上昇も見込まれる。

### 金利・株価・為替

長期金利(新発10年国債利回り)は、米国長期金利(財務省証券10年物国債利回り)が低下したことや、菅政権が少なくとも2次補正予算の成立まで維持される見通しとなったこと、世界的な株価の弱含みなどを受け、低下圧力の強い展開となった。直近にかけては、1.1%台前半でのみ合いが続いている。

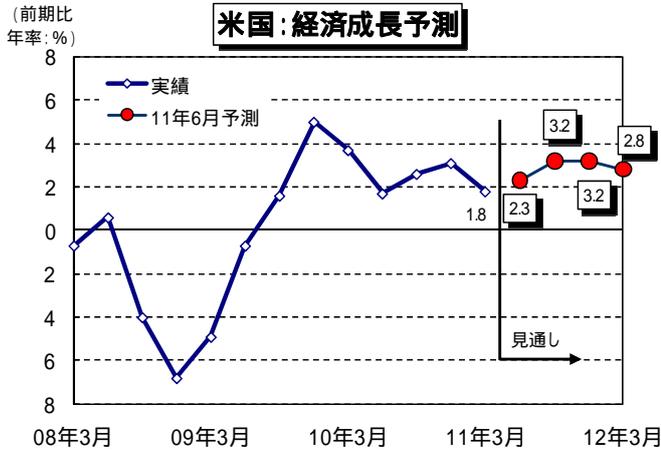
日経平均株価は、6月初頭に一時9,700円台まで上昇した場面もあったが、米国の景気先行きやギリシャ財政問題への懸念が高まったことから、6月中旬に一時9,300円前後まで下落した。直近は、22日のギリシャ内閣の信任決議を受け、9,600円台まで回復。

外国為替相場(ドル円相場)は、5月末にムーディーズが日本のソブリン格付けを引き下げ方向で見直す作業に入ると表明したことで、一時1ドル=81円台後半まで円安が進んだ。しかし、米国経済の先行き懸念が拡大したことに伴い、6月上旬以降は同80円前後で推移。一方のユーロは、ギリシャの財政懸念の高まりから下落傾向での推移が続いており、財政健全化法案を巡ってギリシャ政局の混乱が強まった6月中旬には、一時1ユーロ=113円台までユーロ安が進行。直近は、ギリシャ内閣の信任決議を受け、同115円台まで値を戻している。

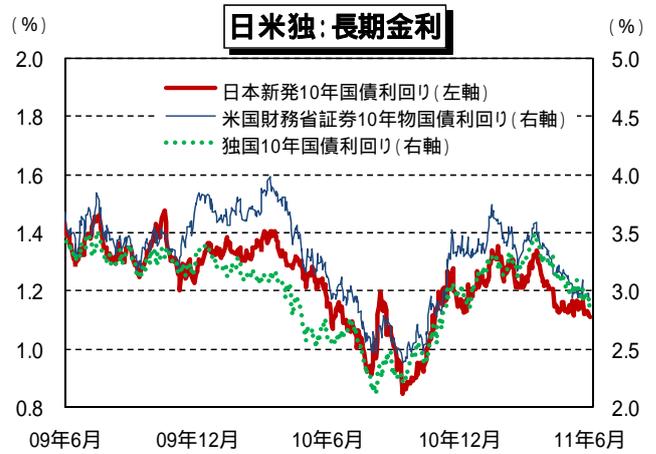
### 原油相場

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が一時期に比べて落ち着いてきたことや、欧米で景気先行き懸念が高まったことなどを受けて下落し、6月中旬以降は1バレル=90ドル台前半~半ばで推移している。(2011.6.23現在)

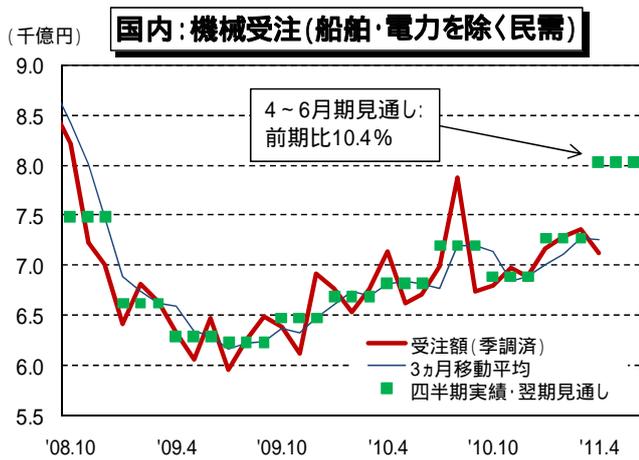
## 内外の経済・金融グラフ



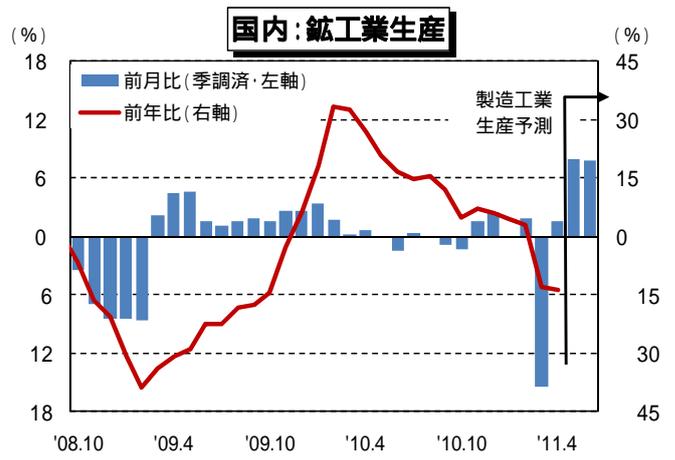
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



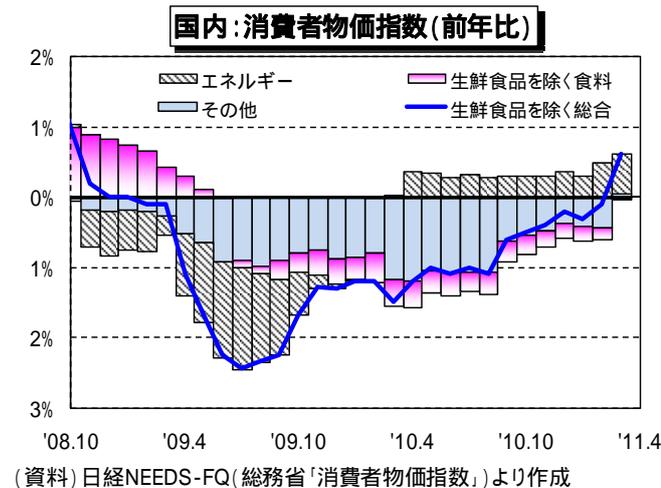
(資料) Bloomberg より作成



(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) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成



(資料) Bloomberg 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

## 耐久消費財の販売・出荷動向と当面の注目点

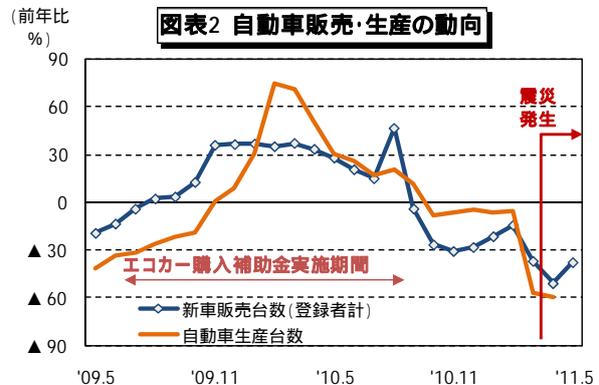
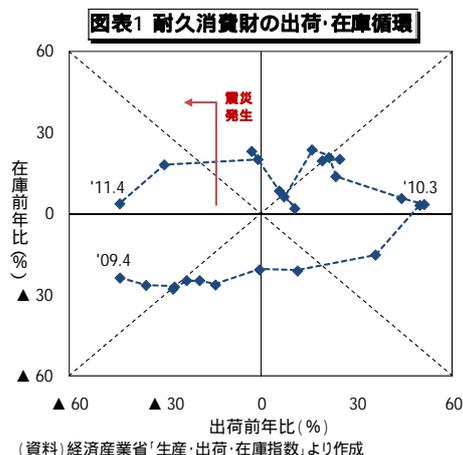
寺林 暁良

耐久消費財の出荷は、エコカー購入補助金制度（09年4月～10年9月）や、家電エコポイント制度（09年5月～10年3月）などの政策効果に牽引され、好調さを維持してきた。しかし、直近では耐久消費財の出荷量が減少に転じており、在庫率の急上昇が見られる（図表1）。

こうした動向の背景には、エコ関連消費刺激策の順次終了、3月11日に発生した東日本大震災による影響、という2つの大きな要因がある。本稿は、耐久消費財の出荷・生産動向を振り返った上で、当面の注目点について若干述べたい。

### 自動車の販売動向

まず、自動車販売台数は、エコカー購入補助制度の実施期間中に13ヶ月連続で前年実績を上回るなど、好調を維持してきた（図表2）。特に09年11月～10年4月は、前年比で30%を上回る増加となった。ただしこれは、比較対象となる前年があまりにも低水準であったためであり、リーマンショック前の水準を回復できたわけではないが<sup>(注1)</sup>、個人消費の牽引役として一定の効果はあったと評価できよう。



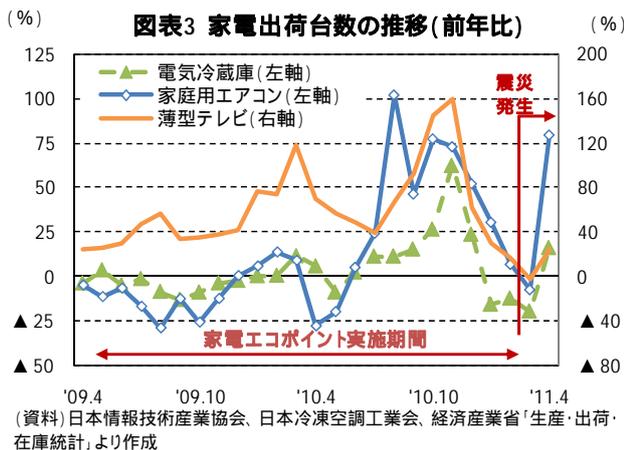
しかし、補助金制度の終了した10年9月以降は、その反動もあり、9ヶ月連続で前年実績を割り込んでいる。それに加えて起こった東日本大震災は、こうした自動車販売の落ち込みに追い打ちをかける形となり、4月は同 51.0%、5月は同 37.8%と大きく下落した。これは、リーマンショック後の最悪期（09年2月、同 32.4%）を大きく下振れており、震災による影響の大きさを示している。

また、これに伴いカーナビゲーションシステム（4月、同 51.3%、電気情報技術産業協会）など、自動車関連の耐久消費財の出荷量も落ち込んでいる。

<sup>(注1)</sup> 寺林暁良(2010)「エコ関連消費刺激策はいつまで有効か？」『金融市場』6月号

### 家庭用電化製品の出荷動向

次に、家庭用電化製品は、家電エコポイント制度対象のテレビ、エアコン、電気冷蔵庫の3品目を中心に好調な出荷台数の増加が続いてきた（図表3）。特に、テレビは今年7月25日に地上デジタル放送への完全移行を控えていること、エアコンは10年の夏が猛暑であったことも



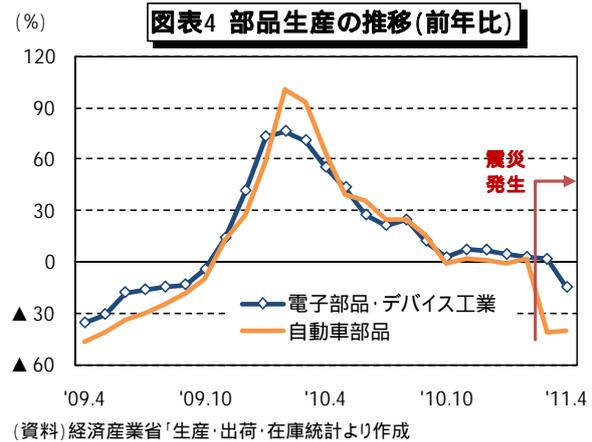
プラスに寄与し、10年6～12月は、3品目ともに前年実績を上回った。

しかし、昨年末にエコポイント対象基準が引き上げられて以降は、対象3品目の出荷台数の伸びは失速しており、東日本大震災の発生した3月には、3品目そろって前年実績割れとなった。

ただし、震災後の4月の家庭用電化製品の出荷動向は、自動車販売動向とは異なる経過をたどっている。対象であった3品目の出荷台数は、軒並み増加に転じており、特に家庭用エアコンは同79.6%（日本冷凍空調工業会）と、猛暑となった昨年ピークに迫る水準となった。

エアコンの好調の理由は、福島第一原発事故による影響により節電ムードが高まる中で、より電力消費の小さなエアコンへの買替えの動きが強まっていることとみられており、同様に扇風機も同145.0%（日本電機工業会）と高い伸びとなっている。

一方、7月の地上デジタル放送への完全移行を控え、買替え需要の一巡が懸念される薄型テレビも、4月は同24.4%（日本情報技術産業協会）と、好調だった前年の実績をさらに上回った。また、電気冷蔵庫、電子レンジ、洗濯機、電気掃除機などの民生用電気機器の出荷台数も軒並み上昇している。



こうした家電の好調の理由としては、エアコン同様に省エネ製品への買い替えが進んでいることが考えられるが、早くも震災被災地における復興需要が表れ始めているのではないかと指摘もある。

### 耐久消費財の当面の注目点

以上のように、自動車と家電では震災後に明暗を分ける結果となったが、今後共通の課題となるとみられているのが、自動車でもこれから予想される復興需要に対して、必要な供給量を確保できるかということである。

震災によるサプライチェーンの分断は、統計に顕著に表れており、図表4のとおり、自動車部品は3、4月に前年比40%台まで下落し、家電等の部品となる「電子部品・デバイス工業」も4月は同14.9%に下落している。被災地の部品工場等の復旧スピードは想定以上に早いとの報道等もあるが、それが統計に表れ始めるのがいつになるかが注目される。また、夏季の電力不足が工場稼働率の低下につながる懸念も大きく、供給逼迫による出荷下振れのリスクも拭いきれない。

耐久消費財の動向については、これからはしばらくの間、復興需要の動向に加え、部品段階の生産、あるいは製品段階の在庫などの供給面にも注目することが重要であろう。

# 分析レポート

## 国内経済金融

### 注目される ESG 投資

安藤 範親

#### はじめに

ESG 投資とは、投資家の投資決定プロセスに「E（環境）、S（社会）、G（コーポレート・ガバナンス）」の要因を組み込むことで、長期的な観点から企業価値を評価し、長期のパフォーマンス向上を念頭に投資を行うという考え方である。

具体的には、E：環境問題への取組み（生態系保全や温室効果ガス排出量の公表など）、S：社会的取組み（労働条件、人材育成、地域貢献活動など）、G：企業経営を監視する取組み（行動規範、汚職防止、説明責任など）を考慮した投資である。企業に影響を与える諸問題を 3 種類に大別し、財務諸表に現れない隠れたリスクを顕在化させようとするアプローチである。

近年、地球温暖化問題などで企業の環境ビジネスに対する関心や、エンロン問題などでコーポレート・ガバナンスの重要性が高まり、さらに、06 年 4 月に当時の国連アナン事務総長が金融業界に対して「責任投資原則（PRI）」を提唱したことで、ESG 要因を考慮しようという動きが世界的に広まっている。

機関投資家をはじめとする世界の投資家はその投資判断に ESG という切り口を反映することで、世界の社会資本形成や資源配分に影響を与えることは間違いなく、ESG 投資により、企業行動に変革を促すことが期待されている。

#### ESG 投資の種類

もともと ESG 投資は、たばこやギャンブルなど政治・社会的課題を抱える企業を投資対象から除外する方法（ネガティブ・スクリーニング）から始まった。その後、環境問題や CSR が一般的になるにつれて、それら諸課題に積極的に取り組む企業に投資する方法（ポジティブ・スクリーニング）や、株主の立場から提案や対話をすることで、企業に直接働きかける方法（エンゲージメント）、温暖化や水資源、持続可能な農業などテーマに関連した銘柄に投資する方法（テーマ・インベストメント）が広まり、近年では、既存の財務分析や投資意思決定プロセスに ESG 要因を組み込む方法（インテグレーション）が注目を集めている。

#### ESG 情報開示の現状と課題

実際に、投資プロセスに ESG 要因を組み込むには、どのような情報が必要なのだろうか。企業の ESG 情報のうち、コーポレート・ガバナンスに関しては、有価証券報告書のような法定文書に記載される情報もあるが、環境や社会については、環境報告書・持続可能性報告書・CSR 報告書といった企業の自主的な公開文書に限られる。そのため、情報を利用する立場から見ると、他社比較できない、経年比較できない、業種や国により差異がある、算定方法が統一されていないなどの問題がある。

これらの課題解決に向けて、環境報告書等を作成するときに参照されるガイド

ラインの標準化が進められてはいるが、未だ発展途上の段階にある。

とはいえ、現段階でも利用可能な情報は整えられてきている。世界の金融データを提供する Bloomberg では、ESG についてのデータ項目を投資情報データベースに組み込み、検索で簡単に企業をリストアップできるようになっている。

Bloomberg は、ESG 要因を企業の開示情報を基にスコア算定し、開示データポイントに応じて満点の 100 から最低 0.1 の範囲で評価している。ただし、情報開示項目があるかないかというデータによりスコアを算出するため、情報開示に対する積極性を評価することはできても、項目内容の評価はできないという点に注意したい。図表 1 に日本企業の ESG スコアランキングを示した。Bloomberg では、世界約 20,000 社の企業情報のうち、約 4,600 社の ESG スコアを公表しており、平均値は 24.6、上位には 70 前後の企業が並んでいる。

図表 1：日本企業の ESG スコアランキング上位 10 社

ランク	企業名	ESG 開示スコア	時価総額 (米億ドル)
1	SONY	62.0	254
2	NEC	57.9	55
3	旭硝子	57.0	133
4	日立製作所	57.0	259
5	アステラス製薬	56.6	180
6	住友化学	56.2	80
7	LION	56.2	17
8	資生堂	56.2	72
9	マツダ	55.4	45
10	三菱重工	55.4	157

(資料) Bloomberg, 2011年6月23日現在値、開示企業数611社

## おわりに

(社)日本証券アナリスト協会の分析によると、ESG に積極的な企業は、そうでない企業に比べて収益率や生産性が低いと推察されている。その理由は、ESG に積

極的な企業は、人的資源の投入など様々な経営資源を ESG に対して支出すると考えられるためだ。ただし、多様なステークホルダーに対する社会還元は、短期的には利益を圧迫するが、長期的には企業自身のリスクを軽減し、収益改善効果を得る傾向にあると考えられている。

また、企業の ESG への取り組みは、株価に織り込まれていない非財務情報として注目されている。非財務情報の中でも、経営戦略や技術戦略などの変数は時系列的な変動がそれなりにあるのに対し、ESG に関する情報は一度取り組みを行うと、総じて時系列的な変動が少ない。このため、ESG に関する情報を投資家が織り込んでしまうようになると、新たなリターンの源泉とはなり難いと言われている。

他方、企業の ESG への取り組みは将来の経営リスクを低減させることから、長期保有の投資家が要求するリスクプレミアムを低減させる効果が考えられる。また、ESG に積極的に取り組む企業は、3.11 大震災のような、突如顕在化するリスクに対するマネジメント能力が高いとも考えられる。企業の総合的な ESG 対応能力を見極めるうえでも、ESG に取り組む企業が危機時にどのようなパフォーマンスを示すのか注目される。ESG 投資に関する実証的分析はまだ少ないが、中長期での投資リターンの最大化を目的とした ESG 投資のパフォーマンスに注目したい。

## [参考資料]

- ・証券アナリストジャーナル 2011.5 月号『ESG 投資特集』
- ・(社)日本証券アナリスト協会『企業価値分析における ESG 要因報告書』

# 分析レポート

## 海外経済金融

### 米国の財政問題

#### ～ 債務上限引き上げで対立続く ～

木村 俊文

#### 要 旨

米国政府の債務残高が法定上限に達したが、債務上限の引き上げを巡る議論で与野党が対立しており、財政状況の先行きに対する懸念が広がっている。赤字削減と長期的な財政再建を目指す共和党が上限引き上げに反対しているのに対して、財務長官やFRB議長も上限引き上げを求めた。期限とされる8月2日までに合意に達するか注目されている。

#### 法定上限に達した債務残高

米連邦政府の債務残高が5月16日に法定上限の14兆2,940億ドル(約1,157兆円)に達した(図表1)。ガイトナー財務長官は同日議会幹部に書簡を送り、可能な限り早く債務上限の引き上げを認めるよう要請した。同長官は上限引き上げ要請に関する書簡を年明け以降すでに3回送っている。その一方で、連邦職員の退職年金基金等から事実上、資金を流用することで当座の資金繰りを行い、8月2日まではデフォルト(債務不履行)を回避できるよう特別措置を講じることとした。

オバマ大統領率いる民主党政権は、上限額を2兆4,000億ドル引き上げる法案

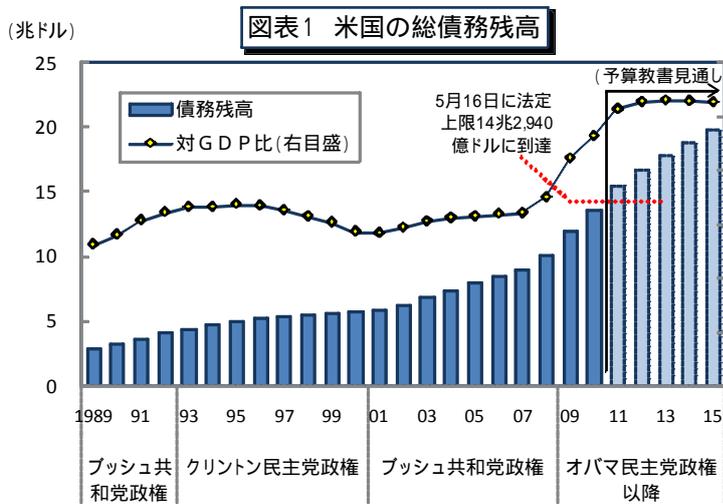
の早期成立を目指し、下院で過半数を占める共和党と議論を重ねている。しかし、共和党は、財政赤字削減策を伴わない債務上限引き上げには反対の立場を崩しておらず、5月31日の下院本会議でも同法案を否決した。このように民主、共和両党の交渉は平行線のまま対立しており、この状態で上限引き上げが合意できない場合には最悪デフォルトに陥る恐れがあり、米国債が下落して金利上昇を招くなど内外の金融市場へ深刻な影響を及ぼすことになる。

#### 01年以降は債務増加が拡大

米連邦政府の債務残高は、レーガン政権初期の1981年に初めて1兆ドルに達し、

ブッシュ政権末期の2008年に10兆ドルを突破した。とりわけ、01年9月の同時テロ以降はイラクやアフガニスタンでの戦費負担が増大したことに加え、ブッシュ政権による大型減税が実施されたことから債務増加ペースが拡大した。

また、債務残高の対名目GDP比は、1989年のブ



(資料)米財務省「財務省年鑑」、行政管理予算局「2012財政年度予算教書」

図表2 歴代政権別にみた総債務残高

政権・政党	発足		在任期間 (年)	終了		債務増加額 (兆ドル)	年平均増加額 (兆ドル)
	発足	終了		発足	終了		
ブッシュ共和党	1989/1	1993/1	4	2.70	4.17	1.47	0.37
クリントン民主党	1993/1	2001/1	8	4.20	5.72	1.52	0.19
ブッシュ共和党	2001/1	2009/1	8	5.74	10.63	4.90	0.61
オバマ民主党	2009/1	2011/9	3	10.88	15.48	4.60	1.71

(資料)米財務省「月次財政収支」(注)オバマ民主党は予算教書による11年9月末見通し。

ブッシュ(父)政権以降おおむね50~60%台で推移してきたが、ブッシュ政権末期の08年以降はリーマンショックの影響で成長減速となった一方、税収の落ち込みや追加景気刺激策に伴う債務増加などから急上昇し、09年のオバマ政権で80%超となり、今年中に100%を超え、その後も100%を上回って推移すると見込まれている。

大統領在任期間別に債務残高の増加額を見てみると、ブッシュ(父)政権では4年間で約1.5兆ドル(年平均増加額3,680億ドル)、クリントン政権では8年間で1.5兆ドル(同1,900億ドル)、ブッシュ政権では8年間で4.9兆ドル(同6,130億ドル)増加したのに対して、オバマ政権は就任後3年間で4.6兆ドル(同1兆7,120億ドル)増加する見込みであり、これら政権の中では最も早いペースで債務を拡大させている(図表2)。

なお、過去にはクリントン政権下の1995年および96年に債務上限に到達したことがあるが、この時も今回と同じように立法化されるまで特別措置を講じてデフォルトを回避した。このように米国では債務残高の増加に応じて法定上限の引き上げが行われており、01年のブッシュ政権以降だけでも10回(うちオバマ政権で3回)実施されている。

### 期限ギリギリまで交渉か

共和党は債務上限引き上げを巡る交渉を通じて、長期的な財政再建を目指している。赤字削減の具体的な方法としては、GDP対比25%となっている現在の歳出を過去の平均水準である20%に削減するように求めており、その水準を突破すれば自動的に歳出削減か増税を発動できるようにしたい考えである。

しかし、民主党は、政府の裁量を制限すれば緊急時に対応できないとし、今後数年間での赤字総枠や債務水準目標を設定し、この水準を突破した時に増税か歳出削減を行うのが好ましいとしている。

一方、FRBのバーナンキ議長は6月14日、長期的な財政再建の重要性を認めながらも、債務上限問題を利用して財政再建を進めるのは誤った手法であり、政治的な駆け引きを材料にすべきではないとして、共和党を牽制するとともに議会に債務上限の引き上げを求めた。

現在実施中の特別措置が期限切れとなる8月2日に向けて、政府与野党協議は7月1日を赤字削減策での合意期限と設定して議論を進めている。期限までに合意に達することができるか、この協議の行方が注目される。

(11.06.20 現在)

# 分析レポート

## 海外経済金融

### 四川汶川大震災後の復興を振り返って

王 雷軒

2008年5月12日、中国の四川省で死者・行方不明者約9万人に上る汶川大地震が発生した。広域にわたって町が破壊され、甚大な人的、経済的な被害を受けた。震災から3年が経過したが、東日本大震災後の復興の動きを念頭に置きながら、四川汶川大震災後の復興手法や復興再建の状況などを振り返ってみたい。

ただ、日中両国の経済・社会的な仕組みが異なるため、中国の復興手法が日本にとってどの程度参考になるかについては慎重な検討や判断が必要である。

#### 今までない迅速さで立法

地震発生後、国务院（日本の内閣府に相当する）は08年6月8日に「汶川地震災害復興再建条例」を公布した。仮設住宅の建設、復興資金の調達と政策的支援などについての規定が盛り込まれている。

この法律は中国で震災復興について初めての行政法規である。汶川大地震発生から2週間後の5月26日に制定が指示され、その2週間後に公布されるという、これまでない迅速な対応であった。同法は素早く制定されたため、震災後の復興原則や復興体制、資金調達方法などが明確され、復興再建に大いに貢献したと考えられる。

#### 様々なルートで復興資金を確保

約1兆元（約13兆円）の復興再建資金が必要とされるなか、中央政府は震災後復興再建基金を創設し、08年に740億元、09年に1,304億元、10年に974億元の資

金を被災地域に提供した。中央政府が復興再建資金推計額の約30%を被災地に提供するという当初の目標を達成したということになる。

この中央政府による基金の他、地方財政の投入、「対口支援」（約744億元）、社会寄付、国内銀行の貸出（約5,000億元）、世界銀行やアジア開発銀行などの国際金融機関の緊急融資など、様々なルートから必要とされた復興再建資金を調達した。

さらに、リーマンショック後の国際金融危機への対応をはかり、経済の高成長を維持するために、中央政府は08年秋以後、4兆元規模の経済刺激策を打ち出した。そのなかで、四川震災復興再建を重点分野に掲げ、約1兆元の資金を被災地域の住宅建設や公共施設・広域交通網などのインフラ復旧再建、産業振興を中心に投入した。

#### 「対口支援」を通じて、競争精神を発揮

08年6月11日に国务院は「汶川地震災害復興再建対口（たいこう）支援方案」（以下は支援方案と略）を国务院の各部や地方政府に通達した。「対口支援」とは、各省が被害を受けた県を一つずつ支援するという仕組みである。たとえば、山東省の場合は、青島や済南という大都市が、四川省北川県の郷単位を個別に支援する。

中国の行政区分は、はじめに省・直轄市があって、その次に市、県、鎮、郷、村からなる。行政単位として2つ下のランクを支援するため、経済的にも規模的にも比較的可能な範囲内で実施すること

ができると考えられる。

実は、この「対口支援」は中国で既に70年代末から行われており、沿海地域の富裕な省・市から、内陸地域のチベットや新疆などに教育や行政面で様々な支援が行われている。「対口」とは中国語で、ペアを組むという意味で、日本では「対口支援」をペアリング支援と呼んでいる。

具体的な支援関係について、経済的に発展している東部と中部の19省・市(山東省や江蘇省など)を支援側として四川省、甘肅省、陝西省の重度被災地の市・県とペアを組み、毎年、当省・市前年の財政一般予算の1%以上で、3年を期限として支援を行った。大きな被害を受けた都江堰と北川、汶川などには、最も豊かな上海、山東省、広東省などが支援する形になった。

まず、支援側の省共産党委員会、省政府は、「対口支援」弁公室や事務局などを設けて支援体制を整備した。支援側から3万人余りの幹部や専門技術者を相次いで被災地に派遣して支援業務に当たさせた。また、「対口支援」を行う19省・市の共産党委員会と政府のトップは、幾度も四川省を訪問し、被災地へ立ち入って調査や指導にあたり、被災地と意思疎通を行いながら、被災地の人々と一体になって復興再建に取り込んだ。

支援方案によれば、具体的な支援内容としては、復興計画の作成、建築設計、専門家によるコンサルタント、工事建設と監理などのサービスの提供、都市住民住宅の建設や修復、学校、病院、ラジオ・テレビ、文化・スポーツ、社会福祉などの公共施設の整備や修復、都市部の道路、給(排)水、ガスや電気、汚水とごみ処理などのインフラ施設の建設

や修復、農業、農村のインフラ施設の建設や修復、機械設備、器具、建築材料などの提供サポート、エンジニアや医療人員の派遣、人材の研修、転校生の受け入れ、労働力の供給・就業機会の提供、農業科学技術などのサービス提供、企業投資・工場建設の奨励、商業流通などの市場サービス施設の建設、などが挙げられる。

支援側は、それぞれの被災地の実情、要望などを踏まえて、金銭的な支援のみではなく、人的支援、物資支援、避難所供給、復興まちづくり支援など、様々な支援を実施した。こうした顔の見える「対口支援」により、きめの細かい支援が行われ、各省が争ってメンツをかけたため、復興のスピードも非常に早く、かつ財源も明確にされており、腐敗が起きにくいと言われている。「対口支援」は震災復興の過程において、大きな役割を果たしてきたと見られる。

## 大震災から3年が立ったが、復興再建の課題も多く

この3年間で復興事業の9割以上が終了したことから、震災から3周年にあわせて現地入りした温家宝総理は「決定的勝利を獲得した」と復興再建の成果を強調した。

ただし、「対口支援」の復興計画期間が当初の3年を2年に短縮されたことや復興支援地域を割り当てられた沿海部の省や市が成果を競いあったことで、住宅の手抜き工事などの弊害を指摘する声もある。また、農村部では就労機会不足のなか、新居のローン返済に苦しむ被災者も多く、高齢者対応を含めた課題も残している。

## 連 載

## 経済指標の窓 &lt; 第 4 回 &gt;

## 海外経済指標 米住宅着工件数(Housing Starts)

岡山 正雄

## 住宅関連指標で重要な住宅着工件数

米国の住宅関連統計の 1 つに、商務省から公表される新設住宅建設統計 (New Residential Construction Statistics) がある。この統計では、着工許可件数や未着工件数などが公表されるが、現状の住宅投資動向を見るうえで重要な指標の 1 つが住宅着工件数である。

住宅着工件数は、当該月に建設が開始された民間住宅の戸数(housing units)を集計したものであるが、通常公表されているものは、季節調整をしたうえで年率換算したものである。件数の集計は着工許可申請の届出や実際に現地調査を行った結果を基に行っている。

なお、この統計には manufactured home(工場で組み立てが完了する簡易住宅)が含まれていないので注意が必要である。

## 消費への波及効果が大きい

住宅投資は住宅のみならず、家具や家電製品などへの消費に波及することは日本と同様である。加えて米国の場合は、ホームエクイティローンのような住宅を担保として借入をし、各種消費に使える

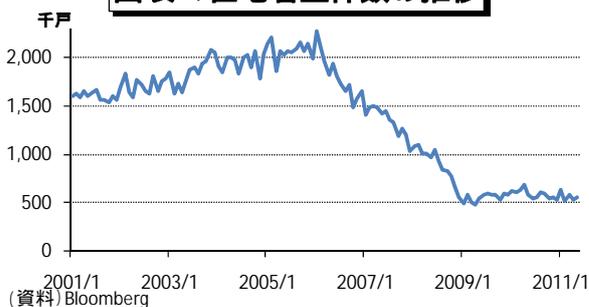
ローン商品が充実していることから、住宅の価格や販売動向が、日本以上に消費全般へ幅広く影響を及ぼす。

## 住宅市場は回復の道のり遠い

図表 1 には昨今の住宅着工戸数の推移を示した。米国の住宅着工件数は 04 ~ 05 年の間、年率 200 万戸前後の高水準が続いた。この背景には好景気に加えて、FRB のたび重なる政策金利引き上げにもかかわらず、海外からの資金流入により、低金利が続いたことと、サブプライムローンのような相対的に信用力の低い人を対象とした住宅ローンが普及したことがある。これにより旺盛な住宅需要が生み出されたうえ、住宅価格の上昇が消費を推進したため、米国では好景気が続いた。

しかし 06 年に入り、住宅需要の減少から住宅価格が下落し始めると、住宅価格の値上がりを期待し、将来金利負担の少ない住宅ローンへの借換を考えていたサブプライムローンの利用者が思うように借換できず、延滞が多発して多くの住宅が差押になった。これら差押の住宅に加えて、景気悪化により積みあがった住宅在庫が住宅市場に滞留し、現在でも住宅の供給過剰が続いている。このため直近 11 年 5 月の住宅着工件数は年率 56 万戸と、1959 年の統計開始以来最低の水準が続いている。これに対してガイトナー財務長官も、住宅市場の完全回復には少なくとも数年かかるとの見方を示しており、当面は低調な状況が続きそうである。

図表1: 住宅着工件数の推移



## 連 載

## 経済金融用語の基礎知識 &lt; 第 4 回 &gt;

## IMF の役割

安藤 範親

た欧州財政不安の收拾を試みている。

## IMF 設立の経緯と目的

IMF (International Monetary Fund: 国際通貨基金) は、1944 年 7 月、米国ニューハンプシャー州ブレトン・ウッズで開催された国際会議 (通称: ブレトン・ウッズ会議) でその設立が提案され、47 年 3 月から金融業務を開始した国際連合の専門機関である。

設立に至る背景は、29 年に始まった大恐慌に対する経済政策の失敗がある。30 年代に、大恐慌から抜け出そうと各国が為替管理や通貨切り下げ、外貨保有制限などを行った結果、世界貿易が著しく縮小し、第 2 次世界大戦の原因の一つとなったとされる。そのため、第二次世界大戦後の国際通貨システムを構築する際、こうした失敗を繰り返さず世界貿易を拡大するためには、為替の安定が必要という認識が広く共有された。

この為替の安定 (固定相場制の維持) に向けて、国際通貨システムを監視し、また、貿易の障害となる為替規制を撤廃するよう加盟国に促す役割を担う機関として IMF が設立された。

しかし、70 年代に固定相場制 (金ドル本位制) が変動相場制へ移行したことで、IMF はその役割を変えることとなった。国際金融市場の発達により、先進国の資金調達手段が拡大した結果、先進国の IMF に対する資金需要は激減した。一方で、多くの途上国は、資金調達手段が限られ、かつ外国資本誘致に向けて為替リスク軽減をするために、主に対ドルレートをペッグする固定相場制を維持したため、IMF 支援の対象は、途上国へシフトすることになった。

なお、昨今は、財政危機に陥っているギリシャに対して救済融資を行うなど、深刻化し

## IMF の活動と課題

2011 年現在の加盟国は、187 ヶ国で総割当額 (出資) は 3,760 億米ドル、本部はワシントン DC となっている。IMF の具体的活動としては、1) 国際収支危機を未然に防ぐための加盟国のマクロ・為替政策に関するサーベイランス (監視)、2) 国際収支に関する問題を抱える加盟国に信用や融資を提供し、構造調整改革を支援 (コンディショナリティ)、3) 財政金融制度の整備や統計作成のための技術支援等、が挙げられる。

最高決定機関は年 1 回の総会で、加盟国財務大臣と中央銀行総裁が出席する。議決権は 1 国 1 票ではなく、加盟国の経済規模 (GDP や貿易規模など) で決められる割当額に比例して投票権が決定される (図表 1)。米国は 17% 弱と圧倒的な投票権を持つものの、EU 加盟国合計をみると 30% を超えている。その結果、IMF のトップである専務理事は、歴代 10 人全員が欧州出身者となっている。また、先進国全体の議決権比率は 53% 弱であり、これまで重要事項は先進諸国主導で決定されてきた。しかし、最近では新興市場国が世界経済を牽引しており、今年 4 月には中国の議決権比率を第 3 位とすることが決定された。依然として、欧米諸国が中核を担っているものの、新興国の影響力は着実に強まりつつある。

図表 1: IMF の投票権比率 (11 年 6 月 21 日現在)

順位	国名	投票権比率
1	米国	16.78
2	日本	6.24
3	ドイツ	5.82
4	フランス	4.30
4	英国	4.30

(資料) IMF

## 海外の話題

# 食の街香港に吹く風評

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 田辺 徹也

今回の東日本大震災により被害を受けられた被災者の方々に対し、心よりお見舞い申し上げます。また、日本のために、多額の義援金を始めとする多くのご支援をいただいた香港の皆様にも深く感謝いたします。

地理的にも我が国に近く、文化や経済面で緊密な関係にある香港は、この震災で最も影響を受けている国・地域のひとつであり、とりわけ世界でも有数の食の街として日本食のプレゼンスも非常に高く、また我が国農水産物の最大の輸出先ということもあり、日本食関連の業界で特に大きなダメージが生じている。

言うまでもなく、震災発生数日後から急速に広がった原発にかかる風評によるものであり、突然香港人客が姿を消した日本食レストランでは、閑古鳥が鳴き、既に廃業に追い込まれた店もある。特に日本産食材を売り物にしてきた高級レストランでは最悪期で来店者数が7～8割減と想像を絶する打撃を被ったところもあったようだ。高級日本料理店を傘下に抱えていた香港資本のある外食グループでは、さっさと西洋料理店に衣替えしたという。

ところで、当地には香港人オーナーやシェフにより運営される所謂「日式」という「日本料理」レストランがあり、多くは比較的安価であることから日本食の裾野をより多くの香港人に広げる側面を有している。その一方で、肝心の料理は日本料理と銘打っているものの、フュージョンというかハイブリッドというか、日本人の感覚からすると本来の日本料理とは相当かけ離れたものが供されることもある。こうしたレストランでさえ、震災直後は客足が大いに減少したと言われており、科学的根拠や理性とは無縁である風評被害の恐ろしさを改めて認識させられた。

無論、業界としても手を拱いている訳ではなく、現在関係者が日本人・香港人の垣根を越えて、日本食レストランの人気を回復させるべく様々なキャンペーンを展開しており、最近では日式に代表される廉価な店から徐々に客足が戻りつつあるそうだが、高級店ではまだまだ苦境が続いており、体力の限界が懸念される。さらに心配なのが、レストランの売上回復が、必ずしも日本産食材の売上やレピュテーションの回復に繋がっていないことである。震災以降、中国などからの農水産物の輸入が急増しており、日本産に代わってシェアを伸ばしているようだ。我が家のバイヤーである筆者自身も、スーパーの生鮮食品売場に並ぶ日本産野菜や果物の一部がいつの間にか台湾産や韓国産のものに代わっているのを実感している。そして、いつまでも原発問題が収束しないこともあり、震災後3カ月を経過しても日本産へ戻る気配があまり見られない。

ところで、香港は食の街であると同時に世界有数の風水の街でもある。ちなみに風水とは、風力・水力発電のことではなく、気の流れを制御して、そのエネルギーを活用する中国古来の思想だそうだ（当地では活用の方向が専ら金儲けとなっているようだが…）。例えば、香港では壁面のど真ん中に巨大な空洞を開けるよう設計されたビルをよく見かけるが、その空洞の中に気を通して、滞らせないための風水上の措置だという。数千年？を誇る風水の歴史だが、風評を滞らせず街の外に通す穴は未だ無いらしい。