潮　流

日本の財政問題

調査第二部長　矢島　格

昨年春に顕在化したギリシャをはじめとする欧州の財政危機は、抜本的な解決がなされないまま推移しており、他国への財政危機の伝播さらには共通通貨ユーロ存続の危機に拡がるリスクもはらむ予断を許さない状況が続いている。また、米国では、政府債務の上限引き上げが最終期限直前で何とか合意に至り、米国債の債務不履行（デフォルト）という最悪の事態は回避されたが、格付会社による史上初の米国債格下げを受けて、金融市場は世界的に不安定な状態に陥っている。

欧米で財政問題がクローズアップされるなか、以前から深刻さが指摘されている日本の財政問題は相変わらず表面化せず、日本国債の格付けが引下げられても、その利回りは低水準が維持されている。

しかし、日本の政府債務残高が昨年末で名目 GDP 対比 220％に達しており、ギリシャの同比率が142％であることから考えても日本の財政状態が悪いことは、疑いのない現実である。にもかかわらず、日本国債の利回りが低水準のまま維持されているのはなぜだろうか？そして、日本の財政の持続可能性への懸念がそれほど高まらず、財政健全化に向けた動きが本格化しないのはなぜなのだろうか？

これらの問いに対してはいくつかの説明が可能であるが、最も根本的な理由としては、日本が 30 年以上にわたって経常収支の黒字基調を継続してきていることが指摘できよう。

経常黒字の継続は、日本が資金余剰の経済構造になっていることを示し、それに伴い、日本国債の大半が日本国内の投資家によって保有されている状態になっている。日本全体でみれば政府債務は民間資金でファイナンスされており、日本全体では資金不足には陥っていないのである。別言すれば、日本国債は、貯蓄超過となっている日本国内の民間経済主体にとって安全で良質な資産運用手段として扱われているのである。従って、日本国債の消化に苦労することはなく、むしろ日本国債が資産運用手段として好まれる状況になっていることが、財政問題への真剣な取組みがなされない大きな理由だと考えられる。

しかし、日本の経常収支が赤字に転じて日本全体が資金不足の状態になれば、日本国債は、海外の投資家に頼らないと消化できなくなってしまう。経常赤字国に転落したら、ただちに財政危機が発生するということではもちろんないが、少なくとも現在の財政状態を維持し続けるのは容易ではなくなり、何らかの一時的なショックによって日本国債の暴落をはじめとする財政危機が発現してしまう可能性も否定できなくなる。

経常収支の黒字基調は、暫くは継続していくと一般には予想されている。だが、カーメン・ラインハートとケネス・ロゴフが著した『国家は破綻する』（日経 BP 社）によれば、1800 年～ 2009 年にかけて国家の債務不履行（デフォルト）は対外債務で 250 回、国内債務で 68 回も発生したという。このような歴史的事実に鑑みても、現在の日本だけが例外だと思い込むのは避けた方が良いだろう。

けれども、現在の経済学の知見では、財政危機発現の時期を残念ながら特定化できない。いたずらに危機を煽るような言動は厳に慎まなくてはならないが、危機というものは予期せず突然起こるものと考えれば、経常収支の黒字基調が続き日本国債の利回りが低水準に維持されている今こそ、債務不履行（デフォルト）をはじめとする危機の発生を回避する取組みが求められるのではなかろうか。

いずれにしても、危機が現実に起きていないことを理由にして、日本の財政問題を、「重要であるにもかかわらず、見て見ぬふりをしてしまうこと（ignoring the elephant in the room）」にすべきではない。

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

情勢判断

国内経済金融

世界経済減速がリスク要因として急浮上

～ 10～12 月期にかけて国内景気は一時足踏みも ～

南　武志

要旨

東日本大震災の発生によって大打撃を受けた国内景気であるが、その後の復旧の進展とともに、当初の想定以上のペースで持ち直しの動きが進んできた。復興需要増による国内景気の押上げが年末以降には始まる可能性が高いが、足元の世界経済の減速傾向により、輸出の牽引力に期待できないことから、10～12 月期に景気が足踏みする可能性もあるだろう。さらに、今後、原発が漸次停止していくことから、慢性的な電力供給制約に直面するリスクも高まっており、日本再興の足枷にならないか警戒が必要である。

一方、消費者物価の基準改訂により、全国消費者物価が依然として前年比マイナス状態にあることが確認された。日本銀行は円高･デフレ対策や復興財源への対応などを巡って、一段の緩和策を求められる可能性が高いだろう。

図表1. 金利･為替･株価の予想水準

項目 ＼ 年／月		2011年 8月(実績)	2011年 9月(予想)	2011年 12月(予想)	2012年 3月(予想)	2012年 6月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.078	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円(3M)	(%)	0.329	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 (%)	1.040	0.90～1.15	1.00～1.40	1.10～1.50	1.15～1.55
	5年債 (%)	0.325	0.25～0.45	0.30～0.65	0.40～0.75	0.45～0.80
為替レート	対ドル (円/ドル)	77.0	75～80	75～85	76～88	78～90
	対ﾕｰﾛ (円/ﾕｰﾛ)	111.3	105～118	105～125	105～125	110～130
日経平均株価	(円)	8,772	9,000±1,000	9,500±1,000	9,750±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8月25日時点。予想値は各月末時点。
国債利回りはいずれも新発債。

国内景気：現状･展望

東日本大震災によって大打撃を受けた国内景気であるが、その後時間の経過とともに被災企業の復旧や家計・企業などのマインド回復などが進んだことから、持ち直しの動きが強まってきた。

4～6 月期の実質経済成長率（第 1 次速報ベース）は前期比▲0.3%（同年率▲1.3%）と 3 四半期連続のマイナス成長となったものの、復旧ニーズによる企業設備投資や震災後の大きく減少した民間在庫の復元の動き、さらには公的支出などが景気を下支えする姿が見て取れる。さらに、薄型 TV や節電関連商品の販売好調により、震災直後に大きく落ち込んだ民間消費が盛り返し、最終的に微減にとどまるなど、持ち直し色も散見される。主要経済指標の持ち直しが続いていることもあり、7～9 月期には 4 四半期ぶりにプラス成長に転じるものと思われる。当初の想定からだいぶ後ズレしたとはいえ、本格的な復興需要が年末あたりから出て

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

くる可能性を見込めば、12 年度にかけて国内景気は押し上げられていく可能性が高いだろう。

一方、景気の先行きに対する下振れリスクにも目を配る必要が高まっている。このところ、世界経済の減速傾向が強まっており、特に欧米諸国では実際に成長率の鈍化が目立つ。また、新興国においてもインフレ抑制に向けた引締め策が強化されており、景気動向にどのような影響が出るのか気掛かりである。実際、7 月の実質輸出指数（輸出数量）は前月比 0.3%の微増にとどまるなど、急ブレーキがかかっている。加えて、このところの歴史的な水準での円高定着や株安などが企業活動などに悪影響を及ぼす可能性にも留意する必要がある。

さらに、来春にも全国 54 基のすべての原発が停止する可能性が濃厚となっている。慢性的な電力不足懸念が国内経済・産業の順調な復旧・復興にとって足枷となるリスクにも注意しなくてはならない。

当総研では、今回の GDP 速報発表を受けて経済見通しの改訂を行ったが、前述の通り、11 年末あたりから復興需要増が景気を押し上げる姿を見込んでいるものの、輸出環境の悪化などから、11 年度の経済成長率はゼロ%との見方に変更はない（詳細は後掲レポートを参照のこと）。

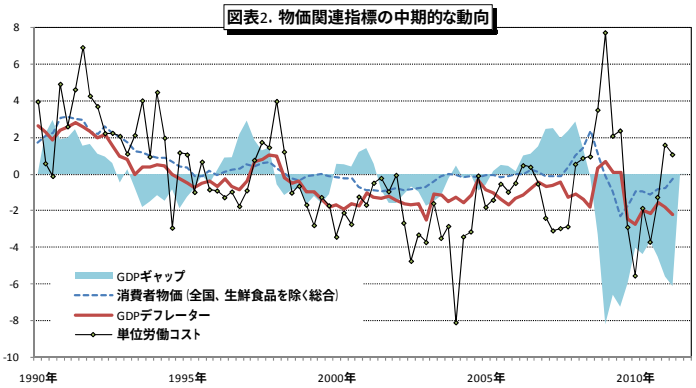
一方、物価面については、消費者物価指数の基準改訂(2010 年基準)に伴って、代表的な全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コア CPI）の 6 月分の変動率は▲0.6%ポイント下方修正され、前年比マイナスへ下方修正された。これまでの国際商品市況の高騰により、エネルギーや食料品の一部で価格上昇が散見されているが、全体的に見れば相変わらず大きなデフレギャップが残っており、企業・生産者にとって投入コスト増の価格転嫁が困難な状況が続いている。

なお、7 月のコア CPI は前年比プラスに転じたが、先行き 10 月にはたばこ税率引上げの効果が一巡するほか、しばらくはデフレギャップを解消するほどの力強い成長が想定できないことを踏まえれば、安定的な物価上昇の確保は見込みづらい。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は東日本大震災発生を受けて、様々な面から景気下支えを支援する姿勢を続けてきた。震災直後には、資産買入基金を 5 兆円ほど増額し、社債・CP 等のリスク性資産を中心に購入するといった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。その後も、被災地金融機関を支援するための資金供給オペの創設、被災地金融機関の資金調達余力確保の観点からの担保適格要件緩和、成長基盤強化支援資金供給における出資や動産・債権担保融資（いわゆる ABL)などを対象とした新

図表2. 物価関連指標の中期的な動向



(資料) 内閣府、総務省統計局などの資料より農林中金総合研究所作成
(注) GDPギャップ率は過去の趨勢的なGDP水準と実際のGDPとの乖離率とした

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

たな貸付枠の設定などを決定してきた。

一方、7 月中旬以降、米国・中国などの景気減速懸念が強まり、さらに欧州の債務危機が広がりを見せたことなどから、世界的に金融資本市場が大荒れとなり、かつ円高圧力が一段と高まった。日銀は、こうした為替レートや金融資本市場の不規則な変動が企業マインドや経済活動などに悪影響が及ぶのを防ぐため、8 月 4 日の金融政策決定会合において、資産等買入基金を 10 兆円増額（内訳は、資産買入を 5 兆円増額、固定金利オペ（期間 6 ヶ月）を 5 兆円増額）することを決定した。ちょうど、財務省による為替介入と歩調を合わせた追加緩和となり、相乗効果による円高抑制が期待されたが、緩和策の内容が市場参加者の想定の範囲内だったこともあり、効果は限定的だったことは否めない。

日銀は、今後とも、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援、という 3 つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくとしているが、円高とデフレがあたかも悪循環の様相を示していることや世界経済の悪化懸念の強まりなどを背景に、更なる緩和圧力が高まる場面も十分ありうるだろう。さらに、第 3 次補正予算編成に絡み復興財源に対する協力が求められることも考えられる。日銀の「次の一手」としては、①資産等買入基金の一段の増額、②補完当座預金制度（超過準備に対する付利（現行 0.1%））の撤廃、③固定金利オペの適用利率（現行 0.1%）の引下げ、などが検討されると考えられる。

なお、消費者物価の基準改訂に伴って前年比変動率が再びマイナスとなっており、包括緩和策の解除の条件（「物価の安定」とされる 1%前後での推移が展望できる状況）を満たすまでには相当程度の時間がかかる可能性が高まった。現行の包括緩和策の枠組みは 10 年代半ばまで続けられる可能性もあるだろう。

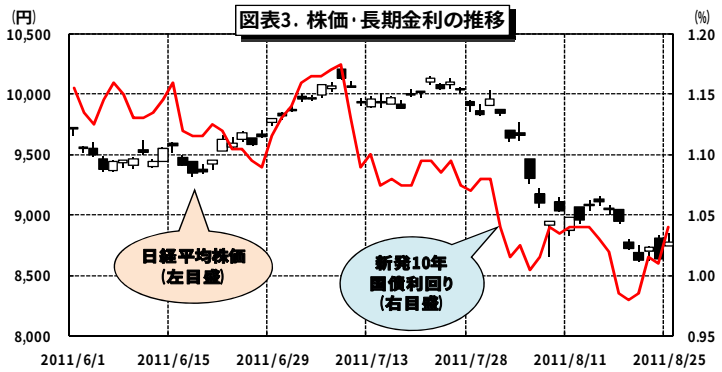
市場動向：現状・見通し・注目点

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。しかし、7 月中旬以降、米国・中国などの景気減速懸念が強まり、さらに欧米での債務危機の広がりなどから、為替レートや金融資本市場は一時大荒れの展開となった。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

① 債券市場

大震災後の景気悪化懸念や日銀による潤沢な資金供給を背景に、一時 1.2%割れとなった長期金利（新発 10 年物国債利回り）は、その後復興に向けて国債の大量増発が不可避といった需給悪化懸念などが強まり、4 月中旬には 1.3%台前半まで上昇した。しかし、5 月中旬以降は

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

1.1%台を中心としたレンジ相場入りするなど上昇傾向は長続きせず、足元に至っては海外景気の先行き不透明感の高まりなどを背景に低下、8 月中下旬にかけては一時 1%割れとなった。

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が、一方で景気の牽引役である輸出の伸び悩みへの懸念や追加緩和策への思惑などもあり、さらに一段と低下余地を探る可能性も否定できない。当面は、時として大きな変動を伴いつつも、総じて低水準での展開が続くものと予想する。

② 株式市場

震災発生後、日経平均株価は一時 8,200 円台まで急落したが、円高急伸に対する先進 7 ヶ国（G7）による協調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。5 月中旬から 6 月中旬にかけて 9,500 円前後でもみ合った後、7 月上旬には底堅い米国経済指標を材料にじり高となり、米雇用統計（6 月分）への期待感から 7 月 8 日には震災発生当日に迫る水準まで株価が上昇した。しかし、その後は世界経済の先行き不透明感の強まりなどから、株価の勢いは止まり、さらに 8 月に入ってからは世界的な株安の中で下落し、直近は 9,000 円割れでの推移となっている。

政治混迷などによる復興の遅れや原発事故の被害拡大への警戒感が残るほか、円高や交易条件の悪化、慢性的な電力不足問題が企業業績の足枷になるとの懸念も徐々に強まっている。概して海外経済の先行きに対する思惑などに株式相場が一喜一憂する展開が続くだろう。

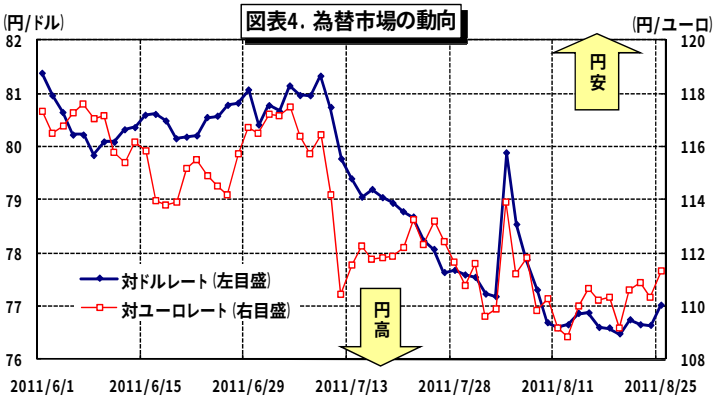
③ 外国為替市場

相変わらず円高圧力は根強いものの、日本経済に対する積極的な評価の結果というわけではない。円高の原因は、欧米における金融システム不安や債務危機の拡大など、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等が考えられる。特に最近では、対ドルでは米国の景気回復テンポの鈍さや追加緩和観測の浮上、さらには米国債格下げなどが、対ユーロでは財政危機のユーロ域内での波及などが、いずれも円高圧力を高めている。

当面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、円高圧力が高い状態が続くことが見込まれる。しかし、仮に現状水準以上に円高が進行することになれば、為替介入への警戒感が強まることから、過度な円高進行は想定しない。ちなみに円安方向へ動き始めるためには、世界経済の先行き懸念が解消し、主要国での金融政策正常化に向けた動きが本格化することが必要であろう。

（2011.8.25 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

情勢判断

海外経済金融

回復の勢いが弱まる米国経済

木村　俊文

要　旨

米国では、雇用改善の動きが弱いなかで、債務引き上げ問題をめぐる政治の混乱や米国債の格下げなどから金融市場が混乱した一方で、消費者や企業の景況感が悪化し、先行き不透明感が強まっている。景気後退入りを防ぐために、連邦準備制度理事会（FRB）による一段の緩和策への期待が高まっている。

消費者や企業の景況感が悪化

米国の景気は緩やかに回復していると見られるものの、失業率が高水準で高止まるなど雇用改善の動きが弱いほか、景況悪化で先行き不透明感が強まっている。

2011 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.3%と 8 四半期連続のプラスとなったが、同 0.4%に下方改定された 1～3 月期とともに、今年に入ってからの成長減速が鮮明になった。4～6 月期は、南部・中西部での竜巻被害や商品市況上昇による食品・エネルギー価格の高騰などを受けて個人消費の伸びが停滞したことに加え、政府支出の減少が続いたことから低成長となった。

月次の主な統計で足元の動きを見ると、7 月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比 11.7 万人増と先月（同 4.6 万人増）を上回り、3 ヶ月ぶりに増加幅が拡大した。内訳をみると、政府部門の雇用者数は減少傾向が続いているものの、労働人口の約 7 割を占める民間部門が 7 月は 15.4 万人増と、ほぼすべての業種で増加した。

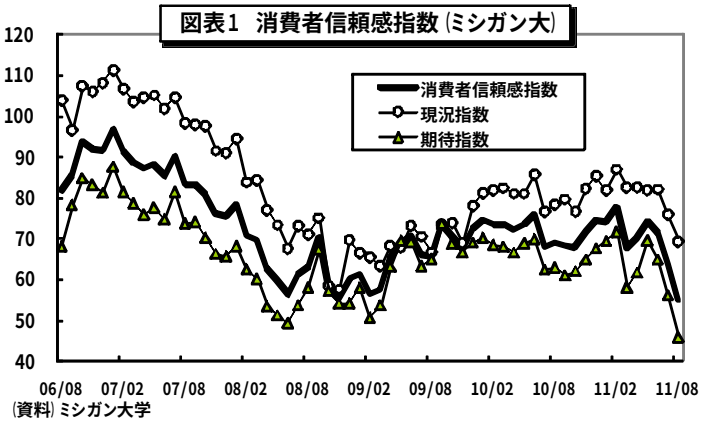
一方、失業率は 9.1%と先月（9.2%）から小幅改善したものの、依然として高い水準で推移している。また、8 月 13 日までの週の新規失業保険週間申請件数は 40.8 万件（4 週移動平均では 40.3 万件）と、節目となる 40 万件を超えて推移しており、失業率が高止まりする可能性がある。

個人消費は、7 月の小売売上高が前月比 0.5%と 2 ヶ月連続で増加した。業種別では、自動車関連の売上高が 2 ヶ月連続で伸びており、東日本大震災に伴う供給網寸断の影響が薄れつつある。

一方、インフレ警戒感はやや後退したものの、労働市場の見通し悪化などを背景に 8 月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）が 54.9 と急低下し、個人消費への影響が懸念される（図表１）。

企業部門では、7 月の鉱工業生産指数が前月比 0.9%と、エネルギー生産の増加や自動車生産の反発から伸びが拡大した。しかし、8 月の連銀製造業景況指数は、ニューヨーク（3 ヶ月連続で業況悪化を示すマイナス）、フィラデルフィア（前月の 3.2 から▲30.7 へ急落）、リッ

図表1　消費者信頼感指数（ミシガン大）



（資料）ミシガン大学

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

チモンド（2 ヶ月連続のマイナス）ともに著しく悪化しているため、生産活動が縮小する可能性が高い。

債務問題決着と米国債格下げ

こうした消費者や企業の景況悪化の一因には、8 月上旬に見られた米債務問題をめぐる政治の混乱が挙げられる。

連邦政府の債務残高はすでに5月16日に法定上限の14.3兆ドル(約1,150兆円)に達したが、米財務省は上限引き上げ法案が成立するまでの間、外為市場介入資金や公務員退職年金基金を流用するなどして当座の資金を確保してきた。

しかし、この問題をめぐっては、下院で過半数を占める野党共和党が、①財政健全化のために中長期的な財政赤字削減策を合意の条件としたことや、②来年秋の大統領選に向けて増税の是非を含め財政問題を争点にすべく上限引き上げを小幅にとどめようとしたほか、③赤字削減策で増税に強く反対する党内保守派の「ティーパーティー（茶会派）」との調整に手間取ったことなどもあり、交渉が長期化かつ複雑化した。

結局、法案は期限とされた 8 月 2 日に成立したものの、その内容は債務上限を最低 2.1 兆ドル（約 163 兆円）引き上げる一方、今後 10 年間で財政赤字を最大 2.5 兆ドル（約 195 兆円）削減するという、共和党案を受け入れたものであった。しかも、赤字削減の具体的な内容については、超党派による特別委員会で審議して年末までに法案化するとされており、再び交渉が難航する可能性がある。

こうした政治的な状況を見据えて、4 兆ドルの赤字削減が必要と事前警告していた格付会社スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は、法案成立後の 8 月 5 日に米国債を初めて格下げした。これを受けて米国の債務問題が世界的な金融・経済危機に波及するのではないかとの懸念が強まり、金融市場に混乱が広がるに連れて景況悪化につながったと考えられる。

FRB は景気認識を下方修正

連邦準備制度理事会（FRB）は、8 月 9 日に開いた連邦公開市場委員会（FOMC）で、景気認識を「今年に入ってから経済成長が著しく緩慢」とさらに下方修正するとともに、現状ゼロ金利となる 0.0～0.25%に据え置いている政策金利（FF 金利）の誘導目標を少なくとも 13 年半ばまで維持する方針を決定した。いわゆる「時間軸効果」をねらったものであるが、FRB は景気回復ペースが予想外に緩慢であることから、かなり長期にわたって緩和的な金融政策を継続するものと見られる。

一方、FOMC 声明では、追加緩和策第 3 弾（QE3）については何ら触れられていないものの、「さまざまな政策手段について協議し、適切にこれらの手段を実施する用意がある」と言明したことから、今後の景気次第では追加緩和策に踏み切る可能性がある。

市場では、景気後退懸念が強まるなか、一段の緩和策への期待が高まっているが、先行きの物価上昇を警戒した反対論も根強い。FOMC の中にもインフレ発生につながることから、金融緩和に懐疑的なメンバーもいる。しかし、財政面から景気刺激策に制約がかけられた下で、景気後退懸念がさらに強まれば、追加緩和策実施への圧力が強まることは必至である。FRB による政策運営は、より困難になるのは間違いないだろう。（11.08.24 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

情勢判断

海外経済金融

注目されるギリシャの国有資産売却への取組み

～難度高く市場の波乱要因となる可能性～

山口　勝義

要旨

欧州財政問題にかかる市場の注目点はいったんギリシャ単独の課題からは離れた感があるが、同国の国有資産売却の頓挫が、今後ギリシャ支援策の破綻に及び、市場の波乱要因となる可能性が高い。本稿では、同売却計画の主要な内容とポイントを整理する。

はじめに

ギリシャでは、6月29・30日、中期財政計画とその関連法案が、激しいデモやストが続くなか国会で承認された。この承認は国際通貨基金（IMF）および欧州連合（EU）により金融支援継続の前提条件とされていたものであり、これにより同国の7月中の債務不履行はかろうじて回避されることとなった。また、同国に対する追加支援策についても、紆余曲折はあったものの、7月21日のユーロ圏首脳会議においてその大枠が合意された。

しかしながら、その後も、イタリアやスペインへの危機波及の懸念ばかりか、米国に続くフランスの格下げの可能性が市場で材料とされ、政治上の指導力や政策の信頼性(注1)を含めた欧州の財政問題に対する懸念が、8月の世界的な市場混乱の一要因となった。

このように、足元では市場の注目点はいったんギリシャ単独の課題からは離れた感があるが、2011～14年を対象とする上記のギリシャの中期財政計画は、その中核である国有資産売却の頓挫を通じて、今後改めて市場の波乱要因となる可能性が高い。このため、本稿では、IMF等の資料により、その主要な内容および注意を要するポイントを整理するものである。

国有資産売却計画の概要

1.国有資産売却の位置付け

上記の中期財政計画は、2014年末までに対GDP比政府財政赤字を3%以内に抑えるとする意欲的な内容となっている。そして、同計画の最大の特徴は、既往の

- 公務員の賃金引下げ
- 重要性の劣る政府機関の閉鎖
- 年金や社会保障制度の簡素化
- 税の捕捉率向上や課税対象の拡大

等の取組みに加え、今回の財政問題の顕在化以降、課題として認識されながらも実績の乏しい国有資産の売却を財政改善の主要な手段としていることである。売却額としては、対象期間の翌2015年までを含めた累計額として、500億ユーロという大きな金額を見込んでいる。

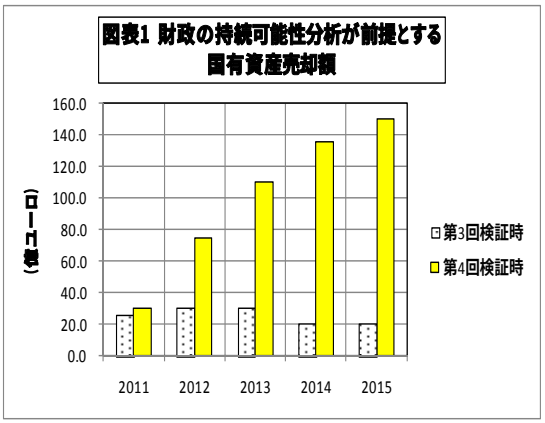
この売却額は、政府債務残高（IMFによる2011年予測値）の13%、またGDP（同前）の22%に相当する額であり、既に流動性の問題のみならず債務返済能力が問われる段階に至っているギリシャ(注2)が、大きな決意をもって計画に織り込んだ財政改善のための最後の手段であると捉えることができる。このように、今後の売却実績が財政改善や債務返済能力の動向を大きく左右することから、その進捗状況が大いに注目される。

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

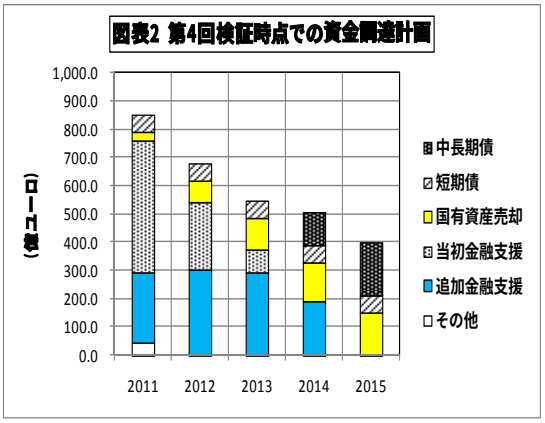
2.売却計画の主要内容

売却計画が対象とする具体的な国有資産は、その売却スケジュールとともに開示されている。これによれば、まず売却が比較的容易な上場企業や非上場企業の売却（売却見込額各約 50 億ユーロ、約 20 億ユーロ）から開始し、その後、より大きな困難を伴う諸権利（同約 90 億ユーロ）や不動産（同約 350 億ユーロ）に重点を移すこととしている。

対象資産は、ナショナルバンク・オブ・ギリシャ、アテネ国際空港、ピレウス港管理会社、ギリシャ・ポストバンク、ギリシャ・テレコム、アテネ水道公社など、金融、運輸（港湾、空港、鉄道、道路）、郵便・通信、電力・ガス・水資源、鉱物等のほかカジノ、宝くじ、競馬場等に至る、幅広い業種に及んでいる。また、売却に当たっては専門的な能力を有するアドバイザーを採用するとともに、売却ファンドを設立することで売却候補資産や売却実務の一元的な管理を行うこととしている。



（資料） 参考文献③、④から農中総研作成。
上記期間中の国有資産売却額（累計）は、第 3 回検証時の 125 億ユーロに対し、第 4 回検証時には 500 億ユーロ。



（資料） 参考文献④から農中総研作成。
「追加金融支援」には、投資家によるギリシャ国債に対する再投資を含む。

3.売却計画未達に伴うリスク

この国有資産売却を柱とした中期財政計画は、7 月中旬に公表されたIMFによるギリシャ経済や財政改善の進捗等にかかる直近の検証（第 4 回検証）の中の財政の持続可能性分析[注3]や、7 月 21 日のユーロ圏首脳会合で大枠が合意されたギリシャ対する追加支援等においても、これらの前提として織り込まれている。

このうち、IMF による財政の持続可能性分析で前提とされている国有資産売却額を中期財政計画策定前後で比較すれば、図表 1 のとおりとなる。その累計額が 125 億ユーロであった同計画策定前（第 3 回検証時）に比べ、策定後（第 4 回検証時）は、より後年に重点を置く慎重な期間配分ではあるものの、極めて積極的な計画となっていることがわかる。

一方、ギリシャの通常の歳入・歳出のギャップを埋める資金調達計画を見ると、同計画策定後（第 4 回検証時）には図表 2 のとおりとなっている。これからは国有資産売却が追加金融支援とともに重要な資金調達源とされていることが見て取れるが、これは、売却計画に未達が生じた場合には、EU や IMF による支援内容の再度の見直しを迫られるリスクに直結していることを意味している。

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

国有資産売却計画の難度の高さ

1.IMF による評価

IMF は、第 4 回検証結果の報告書(注 4)において、次の 2 つの観点からギリシャによる今回の国有資産売却への取組みを高く評価している。

- 政府債務を軽減する効果が大きい点。
- 国有企業は、投資額ではギリシャ全体の約 15%を占めるのに対し、付加価値の点では 2～3%にとどまっている。このため、民営化による経営の効率化を通じ、ギリシャ経済の活性化に果たす効果が大きい点。

しかしながら、IMF は、同報告書で今回の計画を「前例がなくはないものの、他国の売却事例に照らし、かなり野心的な計画」であることを認めており、その難度の高さは図表 3 から明らかである。

図表 3 国有資産売却の事例

国名	期間	年数(年)	平均年間売却額(対GDP比、%)	左の期間中合計額(%)
アルゼンチン	1990-95	6	2.0	12.0
ハンガリー	1991-98	8	4.0	32.0
エストニア	1992-98	7	2.9	20.3
ペルー	1994-97	4	3.2	12.8
ギリシャ	1998-2003	6	1.8	11.1
今回(ギリシャ)	2011-15	5	4.4	22.2

(資料) 参考文献③、④から農中総研作成。
なお、「今回(ギリシャ)」の「平均年間売却額」は、「(売却累計額÷年数)÷IMF による 2011 年 GDP 予測値」として計算した。

図表 4 資産価値と国有資産売却計画額(累計ベース、億ユーロ)

	2011	2012	2013	2014	2015
資産価値①	83	194	244	390	536
IMFによる分析等への織込み②	30	105	215	350	500
中期財政計画への織込み③	50	150	220	350	500
①-②	53	89	29	40	36
①-③	33	44	24	40	36
(①-②)/②	177.2%	84.4%	13.6%	11.4%	7.1%
(①-③)/③	66.3%	29.1%	11.0%	11.4%	7.1%

(資料) 参考文献④から農中総研作成。

2.現実的な困難性

2009 年 10 月の今回の財政問題の顕在化以降、ギリシャにおいて実現した国有資産の売却は、ギリシャ・テレコムの持分 10%を、従来からのパートナーであるドイツ・テレコム(本売却以前に既に 30%保有)に対し売却した 1 件(約 4 億ユーロ)のみにとどまっている。

このように、課題として認識されながらも売却実績がほとんどあがっていない事実の背景には、次のようなギリシャ特有の困難な事情があり(注 5)、関連する規制緩和等が平行して進められたとしても、今後もその実績は限られたものにとどまる可能性が否定できない。

- 多くの国有企業で認められる困難性
  - ➢ 既得権益を守る労組の根強い抵抗
  - ➢ 未解決の法的係争の存在
  - ➢ 頻発している土地登記の不備
- 土地開発の困難性
  - ➢ 開発許可手続の複雑性・官僚主義
  - ➢ 環境保持重視の住民の強い反対
- ギリシャの足元を見た買いたたき

3.限られたバッファー

上記のとおり、今回の国有資産売却計画には様々な困難を伴うが、IMF による分析や計画(図表 1 および 2 に該当)および中期財政計画へ織り込まれた売却額を、売却対象資産の資産価値(IMF 試算値)と比較すれば図表 4 のとおりとなる。

これからは、上記の分析や計画に織り込まれた売却額の資産価値に対するバッファーは、当初は余裕があるものの後年には限られたものとなっており、世界経済の減速の可能性もあるなか、わずかな売却の齟齬がこれらの計画の未達に結び付くことが見て取れる。

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

おわりに：足元の動向を含めて

ギリシャに関してより足元の動向を見れば、追加支援の大枠は7月21日のユーロ圏首脳会議で合意されたものの、その内容の具体化とユーロ圏各国における承認は今後行われることになる。しかしながら、主要国の政治情勢が国内事情重視に傾斜するなか、AAA国であるフィンランドやオランダ等の国内ではこれに抵抗する動きも伝えられており、ユーロ圏で実効性ある追加支援の実施態勢が整うかどうかについては予断を許さない状況となっている。

こうしたなか、引続きイタリアやスペインへの危機波及も懸念される情勢のもと、8月16日にはメルケル独首相とサルコジ仏大統領による首脳会談が実施され、2012年夏までの財政赤字上限の法的明文化など、ユーロ圏での財政規律強化に向けた両国による提案が示された。しかし、ユーロ圏共同債の導入や欧州金融安定ファシリティの増額は提案の対象とはされなかったため、即効性に乏しい内容として市場には失望感が浮上することとなった。

しかしながら、ここで注目されるのは、ユーロ圏首脳会議を定例化し経済問題協議の場とすることや欧州統一の金融取引税を導入するとの提案、また2013年から税率・課税ベースの面で独仏企業に対する法人税の共通化を目指すとした構想である。また、8月前半に大きな市場混乱があったとはいえ、ユーロ圏の両大国が夏休み期間中のこの時期に急ぎ首脳会談を実施した事実である。

この会談では、ユーロ圏共同債の導入については、欧州統合プロセスの最終段階で行われるべきものであること等の理由で見送りとされたが、両国によるこうした提案や構想からは、欧州財政問題の長期化や深刻化に対する差し迫った危機感(注6)のもと、ユーロ圏の財政問題終息に向け重要な課題と考えられる、各国の財政面での協調（ユーロ圏共同債導入を含む）へ向けた着実な地ならしが意図されていることを読み取ることができる。

主要国から根強い反対のある財政の協調は、段階的なものであっても大きな危機時においてしか実現され得ない。しかし、国有資産売却計画頓挫によるギリシャ支援策の破綻のほか、足元の動向も含めて、ギリシャがこうした次回危機の引金となる可能性が今も継続している。

（2011年8月24日現在）

＜参考文献＞

（European Commissionによるもの）

① (2011/02) “The Economic Adjustment Programme for Greece, Third Review-Winter 2011”

② (2011/07) “The Economic Adjustment for Greece, Fourth Review-Spring 2011”

（IMFによるもの）

③ (2011/03) “Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement

④ (2011/07) “Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement

---

(注1) 山口「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～」（『金融市場』2011年7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）の内容を参照されたい。

(注3)・(注4) 参考文献④による。

(注5) 次を含む各種報道による。

- Spiegel Online (2011/6/7) “Greek Privatization Plan Faces Massive Domestic Resistance”
- Wall Street Journal (2011/6/29) “Greece Tries Asset Sales To Pay Bills”
- Financial Times (2011/7/1) “Many hurdles lie on Greece's path to privatisation”

(注6) 8月16日に発表された2011年第2四半期実質GDP成長率のデータで、ドイツ、フランスをも含めた欧州経済の減速が示されたことも、この危機感の背景にあると考えられる。

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

情勢判断

海外経済金融

中国の経済･金融情勢

～内外要因で金融引締め策の更なる強化が困難に～

王　雷軒

要旨

7 月の消費者物価指数は前年比 6.5%と高止まりの状態が続いた。物価上昇の影響もあって足元の消費はやや鈍化したが、投資は経済成長のけん引役となった。これまでの金融引締め策の影響や欧米経済の減速などによって製造業を中心に足元の景況感が悪化していることなどから、2011 年 7～9 月期の中国経済は 4～6 月期の前年比 9.5%よりやや減速すると予想される。また、国内中小企業の経営環境の悪化や欧米経済の減速懸念及び国際金融市場の混迷などを受けて、金融引締め策の更なる強化は難しい局面に入るだろう。

足元の景気動向～消費がやや鈍化、投資が堅調に推移

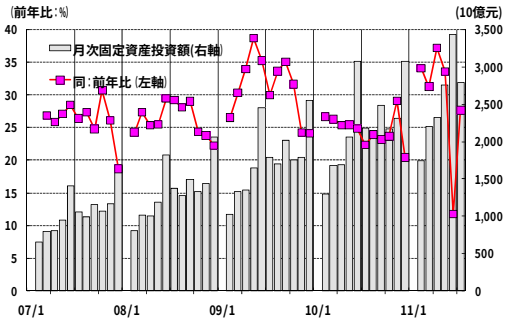
7 月のマクロ経済情勢については、消費がやや鈍化したが、投資の伸び率が高く引続き景気をけん引しているため、高水準の成長が継続していると見られる。以下、GDP の需要項目別の動向を見てみよう。

消費の動向については、インフレの高止まりや利上げの実施による消費者マインドの低下、特に自動車販売補助金策の終了や上海・北京などの大都市では自動車のナンバー交付が制限されていることによって自動車販売の低迷が続いていることなどを受け、7 月は前年比 17.2%と、6 月（同 17.7%）からやや鈍化した。所得環境の改善が続いていることなどを背景に、年末にかけて消費は底堅く推移するだろう。

また、7 月の固定資産投資（農村家計を除く）は前年比 27.7%と、6 月（同 11.8%）から伸びが大幅に拡大した。そのなかで政府が保障性住宅（中低所得層向けの低価格住宅と賃貸住宅）を強力に推進するため、7 月の不動産投資は加速している。今後、保障性住宅投資の増大や水利事業建設などの新規大型プロジェクトも開始されることなどを背景に、固定資産投資の底堅さが引き続き維持されるだろう。

外需の動向については、中国海関総署の発表によると、7 月の輸出は 1,751 億ドルで前年比 20.4%、輸入は 1,436 億ドルで同 22.9%と、いずれも堅調な推移となった。東日本大震災によって甚大な被害を受けた日本経済の回復もあり、日本向けの中国輸出が持ち直したほか、ロシアやブラジルなどの新興国向けも堅調に推移してきた。今後の外需については、欧米経済の減速によって中国の輸出伸び率は若干低下すると想定される。

図表1　固定資産投資(農村家計を除く)の動向



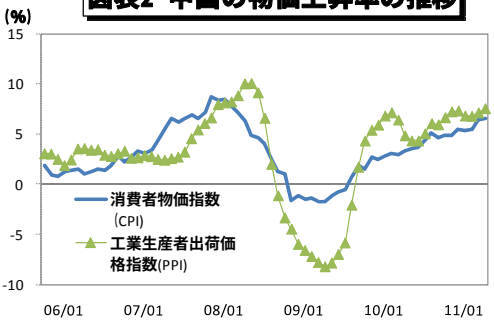
注:1月の固定資産投資数値が集計されていない
(資料) 中国国家統計局、Bloombergデータより作成

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

物価の高止まりと不動産価格の上昇幅の鈍化が期待ほどではない

7月の消費者物価指数（CPI）は前年比6.5%と高止まりの状況が続いた(図表2)。7月のCPI上昇要因は、前年同月の水準が低かったことに伴うベース効果（寄与度が3.3%）や、食料品価格の上昇、特に豚肉価格が高騰したことなどが挙げられる。

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7月
(資料) CEICデータより作成

しかし、政府は豚肉生産促進の対策を取り始めているため、今後は豚肉の価格が落ち着いてくると見られる。また、原油などの国際商品市況の高騰一服、さらにベース効果の剥落などによって年後半にかけてインフレ圧力は緩和される可能性が高いと見ている。

また、7月の工業生産者出荷物価（PPI）も前年比7.5%と前月（同7.1%）を上回った。原材料価格の高止まりは最終製品の価格を徐々に押上げ、消費者物価の上昇要因になるが、今後、食料品を除き、原油など国際商品市況の高騰一服などからPPIも低下すると見られる。

一方、足元の不動産価格は上海や北京といった大都市では沈静化の兆しも見えてきた。しかし、一部の中小都市の不動産価格は依然上昇し続けている。そのため、中央政府は北京や上海などの大都市だけではなく、中小都市でも住宅購入制限を実施しようとしている。ただし、地方政府の強い反発を受けており、容易にできるものではないと思われる。

内外要因で、金融引締め政策の更なる強化は困難か

中国人民銀行は、物価と資産価格の上昇を抑制するため、金融引締め策を強化してきた。同行は11年1月から6月まで預金準備率を毎月引上げてきたことに加え、7月に利上げも実施し、1年貸出基準金利と1年定期預金金利はそれぞれ6.56%、3.50%となった。

しかし、これまでの金融引締め策の影響を受けて、中小企業の倒産も散見され、保障性住宅建設資金の調達難などのような深刻な問題も生じている。そのため、中国政府と金融当局は、中小企業、保障性住宅建設、農業向けの金融支援や財政支援を実施することになった。

一方、海外では、欧州の財政問題や米国債の格下げなどで世界経済先行きの不透明感が高まる中、中国政府は利上げを含めた金融引締め策の判断が一層慎重にならざるをえず、見送られる可能性も否定できない。

今後の経済の見通しについては、これまでの金融引締め策の影響や欧米経済の減速などによって製造業を中心に足元の景況感が若干悪化している面もあり、足元7～9月期の中国経済は前期（前年比9.5%）よりやや減速すると予想される。ただし、第12次五ヵ年規画の内容に沿って保障性住宅や水利施設などの投資が本格的に実施されれば、10～12月期には景気は再び拡大基調に戻ることを見込んでいる。（2011年8月24日現在）

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

8 月 9 日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、景気減速懸念や米国債の格下げにかかる金融市場の混乱を受け、08 年 12 月から据え置く政策金利（史上最低の 0～0.25%）を少なくとも 13 年半ばまで維持する可能性が高いとの声明が発表された。

経済指標をみると、7 月の雇用統計は、失業率が 9.1%と先月（9.2%）から改善し、非農業部門雇用者数も前月比 11.7 万人増と事前予測を上回った。しかし、職探しをあきらめる失業者の増加も示唆されたことから､労働市場の先行き懸念を払しょくする結果とはならなかった｡また、各経済指標の予想下振れが目立つことから、米国の景気減速懸念が一段と高まっている。

国内経済･金融

8 月 4 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」(①政策金利の誘導目標 0～0.1%、②時間軸の設定、③金融資産買入）について、金融資産（国債や社債、ETF、J-REIT 等）の買入額を 10 兆円から 15 兆円に拡大したほか、固定金利方式の共通担保オペも 30 兆円から 35 兆円に拡大することを決定した。

経済指標をみると､4～6 月期の実質 GDP 成長率の一次速報値は､前期比▲0.3%(同年率▲1.3%）と 3 四半期連続の下落となったが、減少幅は前期から縮小した。また、機械受注（船舶・電力を除く民需） の 6 月分は、前月比 7.7%と 2 ヶ月連続で上昇し、7～9 月期も前期比 0.9%と上昇が見込まれている。さらに、6 月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比 3.8%と 3 ヶ月連続で上昇し、製造工業生産予測調査によれば、7 月は同 2.2%、8 月は同 2.0%と上昇が続くと見込まれている。このように、東日本大震災後の経済の持ち直しは着実に進んでいるとみられる。

金利･株価･為替

長期金利（新発 10 年国債利回り）は、景気回復期待の高まりから 7 月上旬に 1.1%台後半まで上昇したが､8 月以降は欧米財政問題の拡大に対する「質への逃避」が進み、8 月下旬には 1%割れが定着するなど、年初来最低水準での推移となっている。

日経平均株価は、震災復旧の進展を受けて 7 月上旬に 1 万円台を回復したが、その後は米国の景気先行き懸念や欧米財政問題の拡大、円高の進行を受けて大幅に下落し、8 月下旬には 8,000 円台半ばとなるなど、弱含みが続いている。

ドル円相場は、欧米財政問題の拡大により 1 ドル＝76.30 円台半ばまで円高が進行した。これを受けて日本政府は 4 日に単独で為替介入を実施し、一時は同 80 円台まで円安方向に押し戻した。しかし、米国の景気減速懸念が根強い中で効果は限定的となり、8 月下旬には一時同 75.95 円と戦後最高値を更新するなど、歴史的な円高水準が続いている。また、イタリアやスペインに加え、フランスなどユーロ圏内各国に財政問題が飛び火する中で、ユーロの下落も続いている。

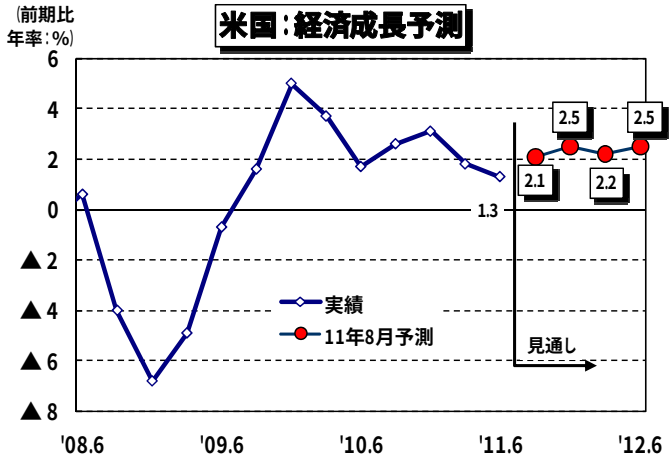
原油相場・商品市況

原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI 期近）は、6 月上旬までは 1 バレル＝100 ドルを上回る水準で推移していたが、欧米での景気先行き懸念の高まりに合わせて下落し、8 月上旬には同 80 ドルを割り込む場面もあった。直近は同 80 ドル台前半で推移している。

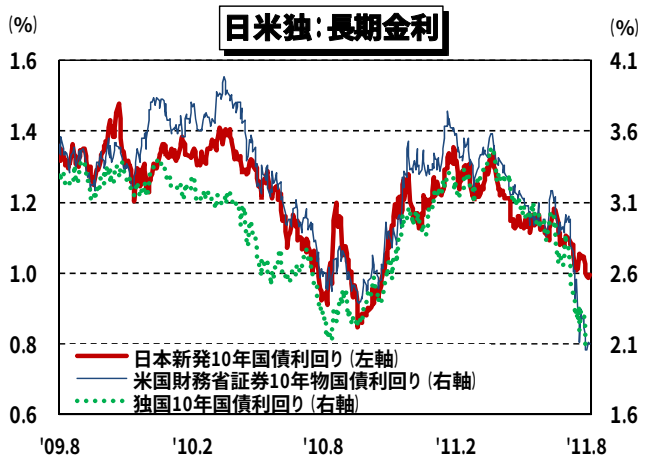
また、現物に対する「質への逃避」が進んでいることから、ニューヨーク金先物は 8 月下旬に史上初めて 1 トロイオンス＝1,900 ドルを突破した。　　（2011.8.23 現在）

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

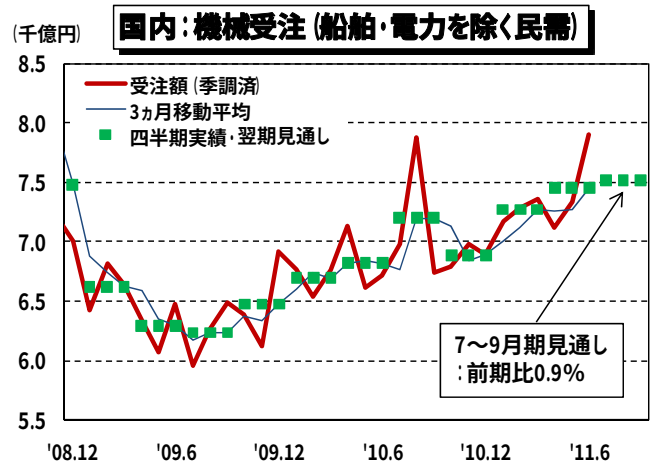
内外の経済・金融グラフ



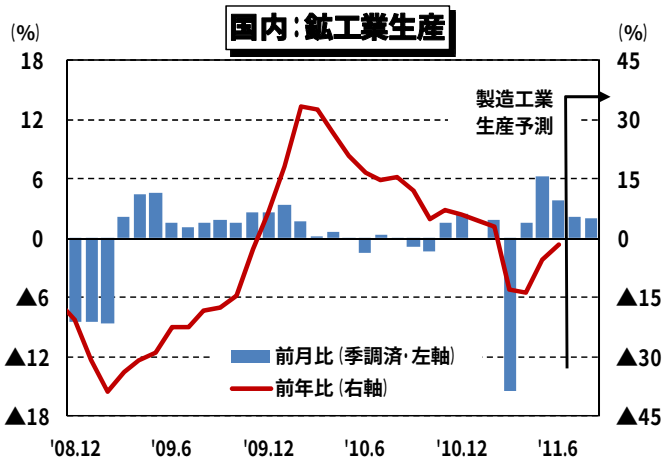
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



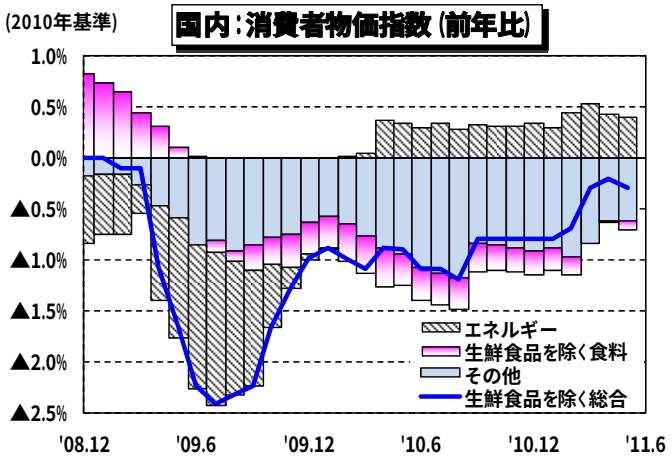
(資料) Bloombergより作成



(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

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

(株)農林中金総合研究所

2011 年 8 月 18 日

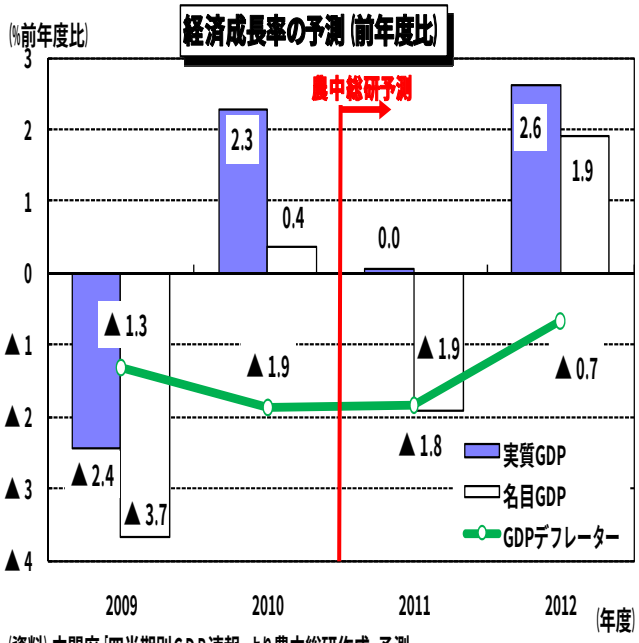
2011～12 年度改訂経済見通し

本格的な復興需要増による景気押上げは 12 年入り以降

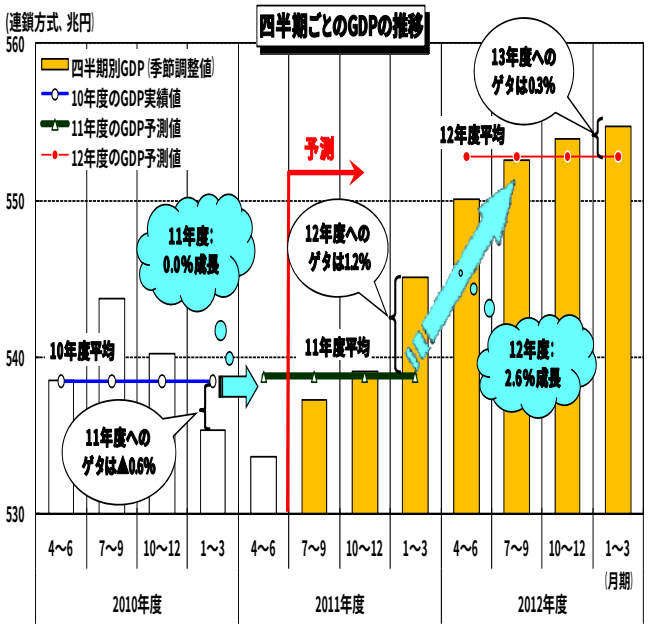
～11 年度：0.0%、12 年度：2.6%と予測～

東日本大震災によって甚大な被害を受けた日本経済は、その後の時間経過とともに、被災企業の復旧や家計・企業等のマインド回復が進み、景気の持ち直し基調が強まってきた。7～9 月期にはプラス成長に転じてくるだろう。しかし、10～12 月期にかけては本格的な復興費を盛り込む第 3 次補正予算編成の後ズレや世界的な景気減速傾向やそれに伴う円高・株安などにより、一時的に足踏みすると予想する。12 年入り以降は本格的な復興需要の増加によって景気が押し上げられるが、海外経済、特に先進国の低調さは継続することから、輸出の景気牽引力はさほど期待できないだろう。

7 月中旬以降の円高進行や内外金融資本市場の混乱に対し、政府・日本銀行は協調して対応策を実施したが、やや力不足であった面は否めない。円高・デフレの悪循環を断ち切るためにも、日銀には一段の緩和策が求められている。また、日銀が大量の復興債発行が見込まれる第 3 次補正予算への財源問題にどのような協力をするかも注目される。



(資料) 内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」より農中総研作成・予測



(資料) 内閣府「GDP速報」より作成　(注) 2011年4～6月期までは実績、それ以降は当総研予測

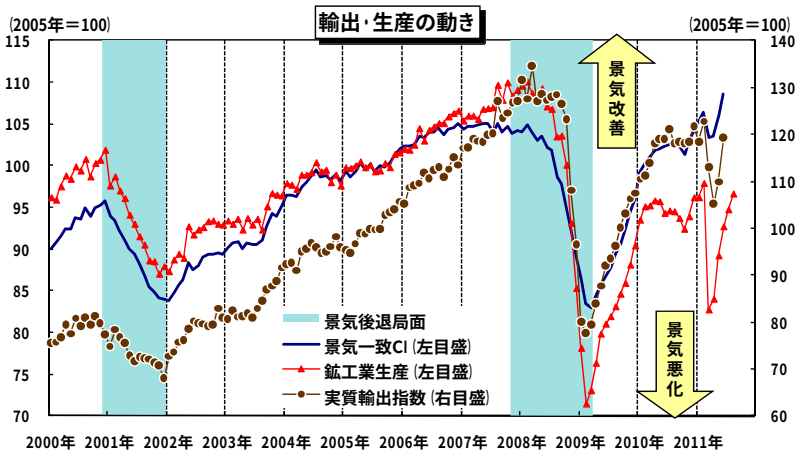
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1．景気の現状：

(1) 日本経済の現状 ～ 大震災後の景気悪化からの持ち直し基調が強まる

3月11日に発生した東日本大震災、さらに東京電力・福島第1原子力発電所における重大事故の発生によって、国内経済・産業は大打撃を受けた。東北・北関東エリアに集積していた自動車・同部品や半導体関連などの生産拠点の多くが被災し、大掛かりなサプライチェーンの寸断が発生、国内ばかりか海外の製造業に大きな支障が出た。さらに、家計・企業のマインドも大きく悪化、それに伴って需要水準も大幅に低下した。そのほか、原発事故に関する風評被害も無視できない。この原発事故については収束までにはかなりの時間がかかると考えられる上、日本のエネルギー政策の根幹そのものを揺るがしている。原発に対する信頼確保のために実施するストレステストにより、12年春にも全原発が停止することが濃厚となっており、日本経済は慢性的な電力不足に直面する事態となりつつある。

一方、時間の経過とともに、被災企業の復旧が進み、生産ラインの再開が進捗していること、さらに大きく冷え込んだマインドが回復したこともあり、主要な経済指標では持ち直しの動きが強まってきた。3月に前月比▲15.5%と現行統計開始以来最大の下落となった鉱工業生産は4月以降、改善に転じており、6月時点で大震災による落ち込み幅の約3分の2を回復した。輸出数量（実質輸出指数）についても、5月以降は改善しており、6月までに同じく落ち込み幅の約8割を回復した。さらに民間消費関連でも、小売業販売額（商業販売統計）はすでに大震災発生前の水準を上回っている。以上のように、これまでのところ、当初の想定を上回るペースで持ち直しの動きが進んでいると評価できる。

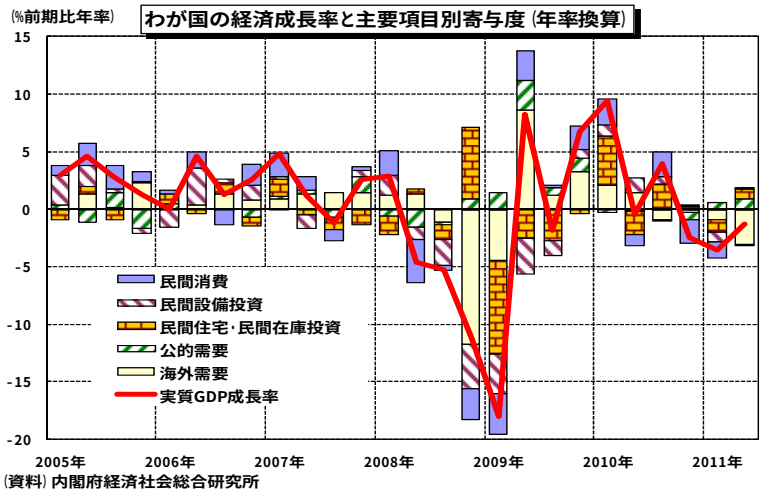


（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成
（注）鉱工業生産の最後の2ヶ月分は製造工業生産予測指数を適用した

(2) 3四半期連続のマイナス成長となった2011年4～6月期

こうしたなか、8月15日に発表された4～6月期のGDP第1次速報によれば、実質GDP成長率は前期比▲0.3%（同年率換算▲1.3%）と、3四半期連続のマイナスとなった。前述の通り、月次の主要経済指標は持ち直しの動きが本格化しているものの、大震災直後の落ち込み方が激しかったことが影響した。

今回、成長率の押下げに最も寄与したのは輸出等の



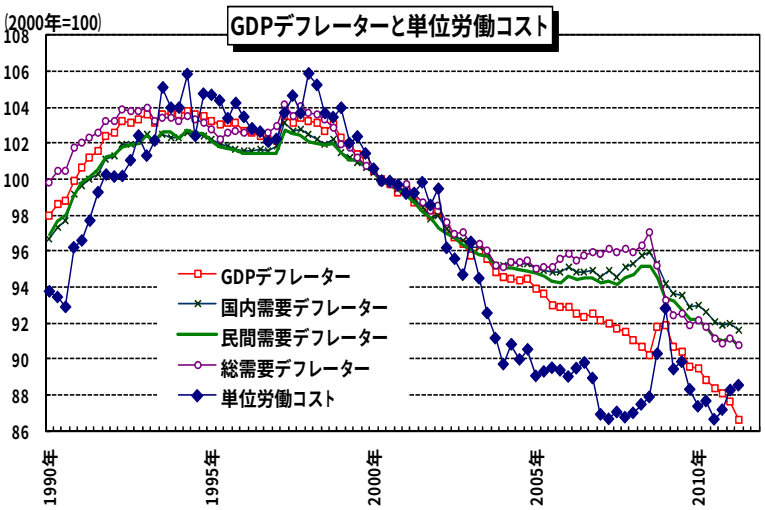
（資料）内閣府経済社会総合研究所

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

大幅減であった。一方で、1～3 月期のマイナス成長の主因となった民間在庫投資は復元の動きが強まり、プラス寄与となったほか、震災対応のための公的支出（政府消費・公共投資とも）も下支え役となった。また、民間消費は小幅マイナスだったが、節電目的やクールビス関連、さらには地デジ完全移行に向けた薄型 TV の販売が堅調に推移したことも見て取れる。

ちなみに、前期比成長率（前掲の▲0.3%）に対する内需寄与度は 0.4%pt と 3 四半期ぶりのプラス（うち、民需が 0.2%pt と 3 四半期ぶりのプラス、公需が 0.2%pt と 2 四半期連続のプラス）だったが、外需寄与度は▲0.8%pt と 4 四半期連続かつ大幅なマイナスであった。

また、名目 GDP も前期比▲1.4%（同年率▲5.7%）と 3 四半期連続のマイナスであった。一国のホームメードインフレを表す GDP デフレーターは、需給バランスが大きく崩れたままであることを反映して前年比▲2.3%と 7 四半期連続の下落で、しかも 2 四半期連続で前期からの下落幅が拡大。国際商品市況の高止まりを受けて輸入デフレーターが同 6.1%と上昇傾向を強める一方、民間住宅、公共投資以外の国内最終需要の各デフレーターはマイナス状態が続いている。国内需要の低調さなどにより、国内の付加価値生産部門は投入コスト増をなかなか価格転嫁できない状況となっている。なお、交易条件悪化に伴う交易損失は約 28 兆円（実質 GDP の 5.2%）にまで膨らんだ。さらに、注目の単位労働コストは前年比 1.1%と 2 四半期連続のプラスとなったが、現時点での単位労働コスト上昇は企業業績にとっては大きな重荷になるだろう。



（資料）内閣府

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

2．予測の前提条件：

(1) 当面の経済・財政運営

東日本大震災への対応策として、政府はこれまで、2 度にわたって補正予算編成を行ってきた。当面の災害復旧費などを盛り込んだ第 1 次補正予算（5 月 2 日成立）については、基本的に 11 年度当初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形での編成となった。第 2 次補正予算（7 月 25 日成立）では、前年度剰余金を財源に、原発事故の損害賠償費や二重債務問題の対策費、被災者生活再建支援金補助金などを計上した（規模約 2 兆円）。

一方、復興に向けた本格的な財政措置（第 3 次補正予算案）については、菅首相の退陣問題を巡る混迷などにより、編成作業などが大きく遅れている。復興費だけではなく、円高への対応としての産業空洞化対策・中小企業対策も盛り込むべきとの意見も聞かれるが、まだ全体像が固まっていない。すべては近々発足する予定の新内閣が決定することになるが、誰が後継首相であるのか、自公など野党との連携がどうなるのか、予断を許さぬ状況にある。なお、今回の予測においては、真水で 7 兆円程度の追加財政支出を想定した。

また、8 月 12 日に閣議決定された「中期財政フレーム（12～14 年度）」によれば、復旧・復興関連の支出や債務（復興債）を別枠として取り扱うこととした上で、12 年度予算の大枠を「一般歳出（国債費を除く）は 71 兆円以下」、「新規国債発行額は 44 兆円以下」と、いずれも 11 年度並みに抑える方針となっている。一方で、社会保障費の自然増分（約 1.2 兆円）はこれまで同様に全額計上を容認する。概算要求の提出期限は 9 月末までと、例年より 1 ヶ月後ズレしているが、社会保障費と地方交付税交付金を除く政策経費については、各省が11年度比で一律 1 割減額した額を概算要求として提出するように求める構えである。一方で、税収については、大震災の影響で大きく落ち込む見通しである。

なお、「中期財政フレーム」では復旧・復興のため今後発生する支出を一時的に復興債で賄うものの、将来の臨時増税や税外収入で償還財源を全額確保する方針を明記されたが、その取扱いはいまだ不透明であることから、今回の予測では一切考慮しなかった。仮に、12 年度から増税が実施されるとすれば、景気押し下げ要因になる可能性が高い。

(2) 世界経済の見通し

2009 年半ば以降、世界経済全体としては回復基調にあるが、先進国・地域ではそのテンポは緩慢なまま、一方の新興国・資源国経済は底堅く推移し、一部に景気過熱感やそれに伴うインフレ懸念が発生する、といった具合に「二極化現象」が発生していた。この間、先進国・地域では政策金利を低めに誘導し、かつ国債などの金融資産を大量に購入するといった金融緩和策を続けてきた反面、新興国ではインフレ昂進や不動産バブルへの警戒から引締め気味の金融政策への転換を図ってきた。

こうした中、11 年半ばあたりから世界経済の先行き減速懸念が強まってきた。欧米で債務危機が再び浮上したほか、新興国でも金融引締めが景気減速を招くとの見方が強まっている。以下、米国、欧州、中国の景気の現状分析と当面の見通し、国際商品市況の予測を行う。

① 米国経済

11 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 1.3%と 8 四半期連続のプラスとなったものの、下方改訂された 1～3 月期（同 1.9%→同 0.4%）とともに、11 年に入ってからの

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

成長減速が鮮明になった。4～6 月期の低成長の要因には、GDP の約 7 割を占める個人消費が同 0.1%とほぼ伸びが停滞したことが挙げられる。個人消費は雇用者数の増加ペースが鈍化傾向を示すなか、東日本大震災に伴う部品供給不足等の影響もあり、自動車などの耐久財消費が減少したほか、南部･中西部での竜巻被害や商品市況上昇による食品･エネルギー価格の高騰などが個人消費を押し下げたと見られる。また、国防費は増加したものの、政府支出の減少が続いたことも成長率へのマイナス寄与となった。一方、プラス寄与した項目は、好調な企業業績を背景に 6 四半期連続でプラスとなった設備投資のほか、純輸出（＝輸出-輸入）、在庫投資、住宅投資であった。

直近の市場コンセンサス（ブルームバーグ調べ、8 月）によれば、11～12 年の GDP 成長率予想は、3 月以降、下方修正する動きが続いており、足元では 4～6 月期の成長減速や景況感の悪化を受けてさらに 0.6～0.8%ほど下方修正されている。米国経済は緩やかながらも回復が続いていると見られるものの、失業率が 9%前後で高止まるなど雇用改善の動きが弱まっているほか、個人消費や生産などでも改善ペースの鈍化傾向が続いている。コア部分の物価上昇率は緩やかに上昇しているものの、依然として 08 年の金融危機により発生したマクロ的な需給バランスの崩れた状態が続いている。

こうしたなか、連邦政府の債務残高が 5 月 16 日に法律で定める上限の 14.3 兆ドル（約 1,150 兆円）に達した。米政府はこの枠を超えて借り入れすることができないため、債務上限の引き上げ法案が成立するまでの間、外為市場介入資金や公務員退職年金基金を流用するなど特別措置を講じることにより影響を回避させてきた。しかし、債務上限引き上げ問題をめぐっては、下院で過半数を占める野党共和党が財政健全化のために中長期的な財政赤字削減策を合意の条件としたことや、同党が来年秋の大統領選に向けて増税の是非を含め財政問題を争点にすべく上限引き上げを小幅にとどめようとしたほか、赤字削減策としての増税案に強く反対する同党内保守派「ティーパーティー」との調整に手間取ったことなどもあり、交渉が長期化した。最終的には法案は期限とされた 8 月 2 日に成立したが、

2011～12年 米国経済見通し （11年8月改定）

項目＼時期		単位	2010年 通期 実績	2011年 通期 予想	2011年 上半期（1～6月） 実績	2011年 下半期（7～12月） 予想	2012年 通期 予想	2012年 上半期（1～6月） 予想	2012年 下半期（7～12月） 予想
実質GDP		%	3.0	1.9	1.1	2.5	2.5	2.4	2.6
	個人消費	%	2.0	2.2	1.9	1.8	2.5	2.7	2.9
	設備投資	%	4.4	8.0	4.7	10.3	6.6	4.8	6.5
	住宅投資	%	▲ 4.3	▲ 1.9	0.3	2.4	4.7	4.7	6.8
	在庫投資	寄与度	1.6	0.0	▲ 0.5	0.9	0.2	0.4	0.3
	純輸出	寄与度	▲ 0.5	0.0	0.7	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 0.9
	輸出等	%	11.3	7.4	7.4	5.4	6.0	6.2	6.4
	輸入等	%	12.5	5.9	3.8	5.6	6.8	6.9	7.9
	政府支出	%	0.7	▲ 2.0	▲ 3.9	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.8
参考	コアPCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.3	1.3	1.0	1.5	2.1	1.9	2.3
	GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.1	2.0	1.9	2.1	2.4	2.3	2.5
	FFレート誘導水準	%	0.25	0～0.25	0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25
	10年国債利回り	%	3.20	3.11	3.31	2.90	3.43	3.30	3.55
	完全失業率	%	9.6	9.0	9.0	9.0	8.7	8.8	8.6

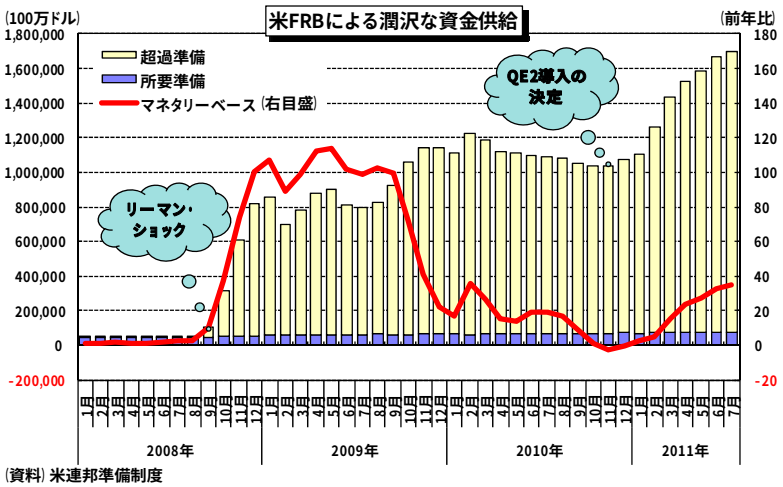
実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

（注） 1. 予想策定時点は2011年8月18日（11年4～6月期の速報値ベース）
2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率（半期の増減率を年率換算したもの）
3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度、デフレーターは前年同期比
4. ｺｱPCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰは期中平均前年比
5. FFﾚｰﾄ誘導目標は期末値

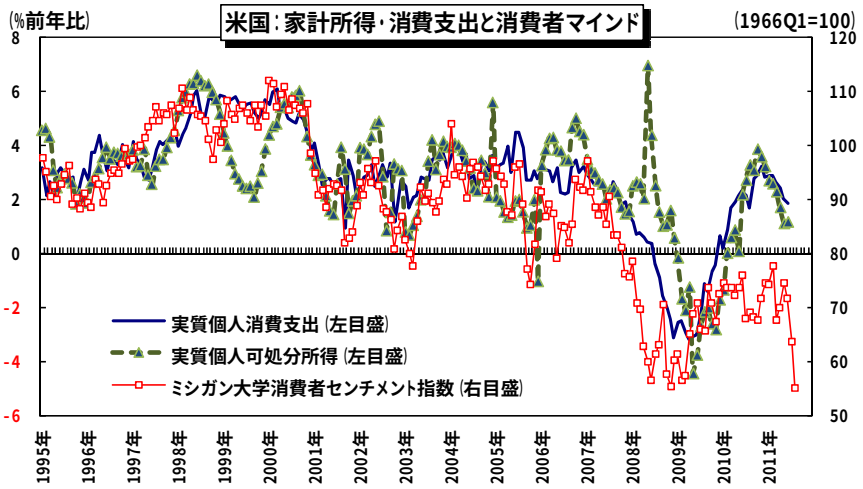
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

その内容は債務上限を最低 2.1 兆ドル(約 163 兆円)引き上げる一方、今後 10 年間で財政赤字を最大 2.5 兆ドル(約 195 兆円)削減するというものであった。ただし、赤字削減の具体的な内容については、超党派による特別委員会で審議して年末までに法案化するとされていることから、再び交渉が難航する可能性がある。こうした政治的な状況を見据えて、4 兆ドルの赤字削減が必要と事前警告していた米格付会社スタンダード・アンド・プアーズ(S&P)は、法案成立後の8月5日に米国債を初めて格下げした。これを受けて米国の債務問題が世界的な金融・経済危機に波及するのではないかとの懸念が強まり、金融市場に混乱が広がった。

一方、米連邦準備制度理事会(FRB)は、昨年 11 月から 8 ヶ月にわたって実施した総額 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している。FRB のバランスシートは 2.9 兆ドル(約 222 兆円)まで規模が拡大している。直近の 8 月 9 日に開かれた連邦公開市場委員会(FOMC)の声明では、景気認識を「今年に入ってから経済成長が著しく緩慢」と下方修正した上で、「景気回復ペースは今後数四半期にわたり、これまでの予想を幾分下回る」と見込み、「景気見通しに対する下振れリスクは拡大した」との見解を示した。また、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 0～0.25%に引き下げられて以降、据え置かれているが、直近の FOMC では回復ペースが緩やかであることなどからいわゆる「時間軸効果」をねらって、少なくとも 13 年半ばまで現状維持する方針が決定された。一方、追加緩和策第 3 弾(QE3)については何ら触れていないものの、FOMC 声明では「さまざまな政策手段について協議し、適切にこれらの手段を実施する用意がある」と言明しており、今後の景気次第では一段の緩和策を打ち出す可能性がある。したがって FRB は、自らに課せられている「雇用の最大化」と「物価の安定」という 2 つの責務を達成するために、かなり長期にわたって緩和的な金融政策を継続するものと見られる。ただし、物価が急上昇するような場合(たとえばコア PCE デフレーターが前年比 3%を上回って加速していくような状態)には、13 年半ばよりも前倒しで金融緩和から引き締めに向かう出口戦略に政策転換する可能性もある。



(資料)米連邦準備制度



(資料)米国商務省、ミシガン大学

こうした金融政策を前提に見通しの主要項目について個別に見ると、まず、成長減速の主因となっている個人消費は、雇用・

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

所得環境が減速傾向を示すなか、インフレ警戒感はやや薄らいだものの、労働市場に対する先行き不安を背景に消費者マインドが低下していることなどから3%程度の巡航速度を下回って推移すると予想する。一方、設備投資は、先行指標となる非国防資本財受注や鉱工業生産の設備稼働率の動きに鈍化傾向が見られるものの、11 年末で設備投資減税が期限切れとなることから、11 年後半には駆け込み需要が期待される。加えて、好業績を発表する企業が多く、内部留保を含めた資金調達が良好な環境にあることにも支えられ、設備投資はその後も緩やかな増加ペースが続くと予想する。

住宅投資については、住宅着工件数が6、7月と60万戸台(年率換算)を回復したものの、依然として住宅ブーム時の水準の3分の1を割り込んで推移しており、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 7 月には再び 60 万戸台を割り込むなど、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。家計においては住宅ローン負担を圧縮するというバランスシート調整が進行中であることから、住宅投資は先行きも厳しい情勢が続くと考えられる。ただし、長期金利の低位安定下で、雇用環境の改善から所得増加の動きが出てくれば、住宅市況が底打ちする可能性もある。

外需については、足元で欧州財政問題の深刻化や引き締め策による中国等新興国の景気減速など世界経済の減速が懸念されており、11 年後半は緩やかに鈍化すると考えられる。しかし、12 年にかけては緩やかな回復基調に戻ると想定されることから、米国からの輸出も復調すると予想する。なお、緩やかな個人消費の回復継続や在庫の積み増しに伴い、輸入も増加するため、経済成長率に対する純輸出の寄与度はマイナス傾向で推移することになる。また、政府支出に対しては、財政赤字削減計画の実行に伴い、厳しい歯止めがかかると予想される。

以上から、11年後半から12年にかけての成長率は潜在成長率(2%台半ばといわれる)程度で推移すると見込まれる。年間の成長率は、11 年は前年比 1.9%(前回見通しから0.8%pt の下方修正)、12 年は同 2.5%(同 0.4%pt の下方修正)と予想する。

② 欧州経済

ユーロ圏(17ヶ国)の2011年4～6月期の実質 GDP 成長率(速報値)は、前期比 0.2%(年率換算 0.8%)となり、1～3 月期の同 0.8%(同 3.2%)から減速した。主要国の内訳では、ドイツが前期比 0.1%(1～3 月期:同 1.3%)、フランスが同 0.0%(同 0.9%)となり、いわゆるコア国についても、今回、周辺国同様の水準にまで成長率が低下した点が注目される。周辺国としては、ポルトガルが同 0.0%(同▲0.6%)、イタリアが同 0.3%(同 0.1%)、スペインが同 0.2%(同 0.3%)等となっている。なお、ユーロ圏以外では、英国が同 0.2%(同0.5%)となった(付表参照)。

直近のユーロ圏のマクロ経済情勢について見ると、生産面では 6 月の鉱工業生産指数は前月比▲0.7%と、3ヶ月ぶりにマイナスに転じた。これは前年同月比では 2.9%の伸びであるものの、5 月の前月比 4.4%の伸び等に比べ明らかに頭打ちを示す値となっている。また、雇用情勢については、6 月の失業率は 9.9%と依然高止まりが継続しており、特にスペインの 21.0%、アイルランドの 14.2%、ポルトガルの 12.2%等、周辺国での高止まりが目立っている。消費面でも、同月の小売売上高は前月比 0.9%の増加となったが、これは前年同月比で▲0.4%であり、引続き力強さに欠ける展開となっている。なお、欧州委員会による7 月の景況感指数は 5 ヶ月連続の前月比マイナスとなり、10 年 8 月以来の低水準である103.2 にまで低下した。

一方、ユーロ圏の経済成長の牽引役と期待されるドイツについては、6 月の製造業受注が前月比 1.8%の増加(前年同月比では 9.5%の増加。5 月の前月比は 1.5%の増加)となったが、一方で鉱工業生産指数が 5 月の前月比 0.9%上昇に対し 6 月には同▲1.1%(前年同月比では 6.7%の上昇)となるなど、足元では生産面で頭打ちと考えられる動きが

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

現れている。輸出額についても、5 月の前月比 4.4%増加に対し 6 月には同▲1.2%（前年同月比では 3.1%増加）と、減少に転じている。一方、これまでの生産の好調を背景に雇用市場の需給はタイトとなっているが、6 月の欧州連合統計局発表の失業率は前月に引続き既に6.1%まで低下している。小売売上高は6月には前月比6.3%の増加となったが、前年同月比では▲1.0%であり、09 年央以降は回復傾向にあるものの引続き月々の変動幅の大きい動きが続いている。

欧州中央銀行（ECB）は、4 月に続き 7 月に政策金利を 0.25%引上げ 1.50%とした。7 月のユーロ圏の消費者物価指数（CPI）は前年同月比 2.5%上昇と、前月の 2.7%からは低下したものの、ECBが上限とする2%を8ヶ月連続で上回っている。足元では原油価格の落着きもあるため、今後の政策決定にあたっては、ECB はこれまでの政策効果の浸透に加え、CPI の動向を慎重に見極めることになるものと考えられる。

一方、欧州の財政問題については、7 月にギリシャに対する追加支援が合意されたが、ユーロ圏各国によるその承認手続等が残されているほか、イタリアやスペイン等に対する問題の波及が懸念される状況が続いており、今後も問題が長期化するとともに、経済情勢の波乱要因となる可能性がある。また、米国や中国を含む世界経済の成長鈍化の可能性も、リスク要因である。

以上を踏まえ、ユーロ圏では、コア国も含めた緊縮財政を主因とする内需の拡大抑制や ECB の利上げの影響等により、11 年の実質 GDP 成長率は、10 年実績の 1.7%から減速し、1%台前半にとどまる可能性が高いと考えられる。また、12 年についても、欧州財政問題の影響が継続するなか、同程度の水準で横ばいとなる可能性が高い。

③ 中国経済

中国の 11 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 9.5%と、1～3 月期（同 9.7%）から小幅減速したが、依然として高い成長率が続いている。また、足元のマクロ経済情勢についても消費がやや鈍化したが、投資の伸び率が高く引続き景気の下支えとなっているため、高水準の成長が継続していると見られる。以下、GDP の需要項目別の動向を見てみよう。

消費の動向については、インフレの高止まりや利上げの実施による消費者マインドの低下、また不動産購入規制の強化が続いていることなどを受け、7 月は前年比 17.2%と、6 月（同 17.7%）からやや鈍化した。しかし、消費者物価が先行きピークアウトすると見られることや、所得環境の改善が続いていることなどを背景に、年末にかけて消費は底堅く推移すると見られる。

また、7 月の固定資産投資は前年比 27.7%と、6 月（同 11.8%）から伸びが大幅に拡大した。今後、保障性住宅（中低所得層向けの分譲住宅、賃貸住宅）の建設が加速され、水利施設建設などの新規大型プロジェクトも開始されることなどにより、固定資産投資の底堅さが引き続き維持されるだろう。

外需の動向については、中国海関総署の発表によると、7 月の輸出は前年比 20.4%増の 1,751 億ドル、輸入は同 22.9%増の 1,436 億ドルと、いずれも堅調な推移となった。今後の輸出動向については、債務問題懸念から欧米経済の回復が軟調と見込まれていることから、伸び率は若干低下すると相定される。

一方、7 月の消費者物価指数（CPI）は前年比 6.5%と高止まりの状況が続いた。7 月の CPI 上昇率の要因を分析すると、前年同月の水準が低かったことに伴うベース効果（寄与度が 3.3%）や、食品価格、特に豚肉価格が高騰したことなどが挙げられる。しかし、政府は豚肉生産促進の対策を取り始めているため、今後は豚肉の価格が落ち着いてくると見られる。また原油などの国際商品市況の高騰一服、さらにベース効果の剥落などによって年後半にかけてインフレ圧力は緩和される可能性が高い。

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

なお、こうしたインフレ圧力を抑制するために、これまで中国人民銀行は金融引締め策を強化してきた。同行は11年6月まで預金準備率を毎月引上げてきたことに加え、7月には利上げも実施、1年貸出基準金利と1年定期預金金利はそれぞれ6.56%、3.50%となった。

こうした金融引締め策の強化によって中小企業の倒産も散見されており、保障性住宅建設資金の調達難などの深刻な問題も生じている。そのため、中小企業、保障性住宅建設、農業に対しては金融支援や財政支援が確認された。しかし、不動産価格やインフレが高止まっているなかで、実質金利のマイナス状態が続いていることもあり、年後半にかけて1回の利上げが実施されるだろう。ただし、世界経済の先行き不透明感が一段と高まることになれば、利上げを含めた金融引締め策の判断は一層慎重になり、見送られる可能性も否定できない。

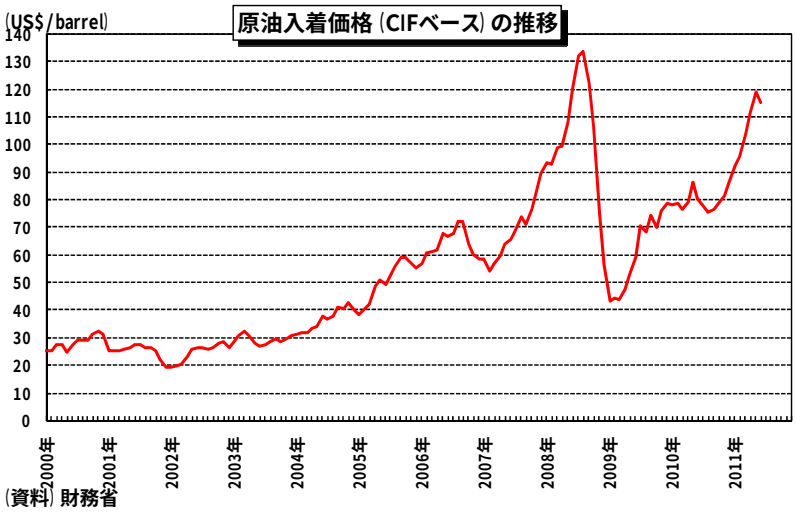
全般に見れば、中国政府は特定分野においては金融支援を実施しながらも全体としては引続き金融引締め策の継続によって資産価格の上昇やインフレを抑制しようという意向も見て取れる。また、多くの死者が出た中国高速鉄道の事故を受けて既存および新規の高速鉄道プロジェクトの工事の見直しや中止が実施されることになり、経済成長はこれまでの予想より鈍化するかもしれない。しかし、保障性住宅や水利施設の建設などを中心に「積極的」な財政政策も続けていくなか、年後半にかけて投資・消費を牽引役に中国経済が再び加速する可能性が高いと考えられる。

④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

新興国経済の底堅さや先進国での大胆な金融緩和策の継続、さらには資源などの安定供給に対する不安などが重なり、11年初頭にかけて、国際商品市況の上昇傾向が強まった。その後、世界経済の先行き不透明感の強まりから更なる上昇は抑制されたが、水準そのものは高止まりが続いている。

このうち、原油については、中東・北アフリカ情勢の緊迫化から、5月上旬には1バレル＝110ドル台前半（WTI先物）まで上昇する動きを見せた。その後、国際エネルギー機関（IEA）による戦略備蓄の放出決定、サウジアラビアなどの増産、さらには世界経済の先行き不透明感などから反落し、8月上旬には一時80ドル前後まで下落した。

最近の世界経済の成長鈍化を受けて、石油輸出国機構（OPEC）が11年の石油需要の見通しを若干下方修正したことに加え、IEA、米エネルギー省エネルギー情報局（EIA）も同様の下方修正をしている。とはいえ、新興国経済は引き続き底堅く推移するほか、日本の火力発電シフトに伴う石油需要も見込まれることから、原油価格は大きく調整することはないだろう。国内への原油入着価格については、11年度下期は100～105ドル、12年度は105～110ドルを中心に推移することを見込んでいる。



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

(株)農林中金総合研究所

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	▲ 1.9	1.9
実質GDP	%	2.3	0.0	2.6
民間需要	%	2.0	0.6	1.9
民間最終消費支出	%	0.8	▲ 0.4	0.6
民間住宅	%	▲ 0.3	1.4	11.8
民間企業設備	%	4.2	1.1	4.5
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	0.5	0.2	0.1
公的需要	%	▲ 0.0	2.8	5.8
政府最終消費支出	%	2.2	1.8	0.0
公的固定資本形成	%	▲ 10.0	7.5	35.2
輸出	%	17.0	▲ 2.9	3.1
輸入	%	11.0	3.3	5.8
国内需要寄与度	%pt	1.4	1.0	2.7
民間需要寄与度	%pt	1.4	0.4	1.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.0	0.6	1.3
海外需要寄与度	%pt	0.9	▲ 0.8	▲ 0.2
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 1.9	▲ 1.8	▲ 0.7
国内企業物価　（前年比）	%	0.7	2.3	1.9
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.9	▲ 0.3	▲ 0.2
完全失業率	%	5.0	4.7	4.6
鉱工業生産　（前年比）	%	9.0	1.9	11.2
経常収支（季節調整値）	兆円	15.9	8.2	10.7
名目GDP比率	%	3.3	1.7	2.2
為替レート	円/ドル	85.7	79.2	81.5
無担保コールレート（O/N）	%	0.09	0.07	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.15	1.16	1.33
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	84.4	108.8	110.0

（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。
完全失業率は被災3県を除くベース。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

（四半期）

（→予測）

	単位	2010年				2011年				2012年				2013年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	2.1	▲ 0.9	0.6	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.4	0.9	0.1	0.9	0.7	0.4	0.1	▲ 0.1
実質GDP	%	2.3	▲ 0.1	1.0	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.3	0.7	0.3	1.1	0.9	0.5	0.2	0.1
（年率換算）	%	9.4	▲ 0.5	3.9	▲ 2.5	▲ 3.6	▲ 1.3	2.8	1.3	4.5	3.7	1.8	1.0	0.6
民間需要	%	2.5	▲ 0.5	1.7	▲ 0.6	▲ 1.1	0.3	0.6	0.3	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
民間最終消費支出	%	1.0	▲ 0.4	0.9	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
民間住宅	%	1.0	▲ 0.1	2.1	2.8	0.2	▲ 1.9	0.5	0.7	2.5	5.0	3.0	2.5	2.0
民間企業設備	%	1.6	2.4	1.1	0.1	▲ 1.4	0.2	0.7	1.5	1.6	1.2	1.0	0.7	0.5
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	1.0	▲ 0.5	0.5	0.0	▲ 0.3	0.3	0.0	▲ 0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.6	0.6	0.9	0.8	0.7	2.7	2.7	0.9	▲ 0.1	▲ 0.5
政府最終消費支出	%	▲ 0.3	0.9	0.5	0.4	0.9	0.5	0.4	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	%	▲ 0.4	▲ 5.3	▲ 2.2	▲ 5.8	▲ 1.0	3.0	2.0	4.0	18.0	15.0	4.0	▲ 1.0	▲ 3.0
輸出	%	6.1	6.7	0.7	▲ 1.0	0.0	▲ 4.9	2.7	0.3	0.9	0.3	0.8	0.8	1.0
輸入	%	2.7	4.9	2.6	▲ 0.6	1.5	0.1	1.1	1.4	1.0	1.8	1.6	1.2	1.3
国内需要寄与度	%pt	1.8	▲ 0.5	1.2	▲ 0.6	▲ 0.7	0.4	0.4	0.4	1.0	1.0	0.5	0.3	0.1
民間需要寄与度	%pt	1.8	▲ 0.4	1.2	▲ 0.4	▲ 0.8	0.2	0.5	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.6	0.6	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1
海外需要寄与度	%pt	0.5	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.8	0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 2.8	▲ 2.0	▲ 2.1	▲ 1.6	▲ 1.9	▲ 2.2	▲ 1.8	▲ 1.7	▲ 1.4	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.7
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 1.6	0.2	▲ 0.2	1.0	1.7	2.4	2.6	2.2	2.0	1.8	1.8	1.9	2.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.9	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0
完全失業率	%	5.0	5.1	5.0	5.0	4.7	4.6	4.7	4.7	4.6	4.7	4.7	4.6	4.5
鉱工業生産　（前期比）	%	7.4	0.7	▲ 1.0	▲ 0.1	▲ 2.0	▲ 4.0	8.0	1.5	5.0	2.0	1.5	1.7	2.0
経常収支（季節調整値）	兆円	4.5	3.9	4.4	4.3	3.3	1.9	2.2	2.0	2.1	2.3	2.5	2.8	3.1
名目GDP比率	%	3.8	3.3	3.7	3.6	2.8	1.6	1.9	1.7	1.8	1.9	2.1	2.4	2.6
為替レート	円/ドル	90.7	92.0	85.9	82.6	82.3	81.7	78.0	78.0	79.0	80.0	81.0	82.0	83.0
無担保コールレート（O/N）	%	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09	0.07	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.33	1.27	1.05	1.04	1.25	1.18	1.05	1.15	1.25	1.30	1.30	1.35	1.35
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	77.7	81.8	76.5	82.1	97.2	115.2	110.0	105.0	105.0	105.0	110.0	110.0	115.0

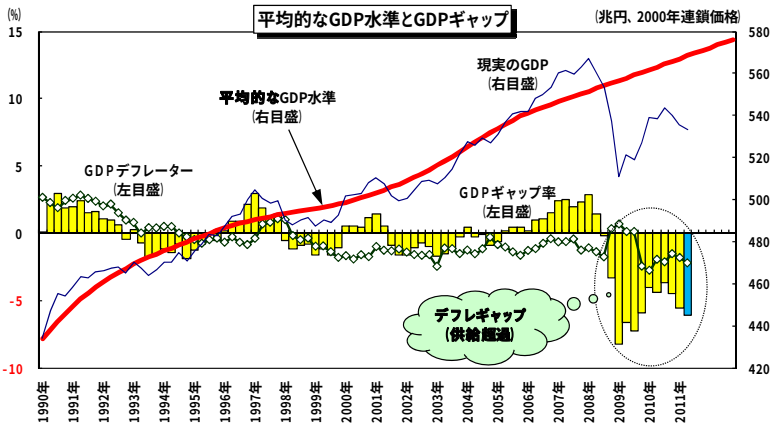
（注）全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

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. 2011～12 年度の日本経済･物価見通し

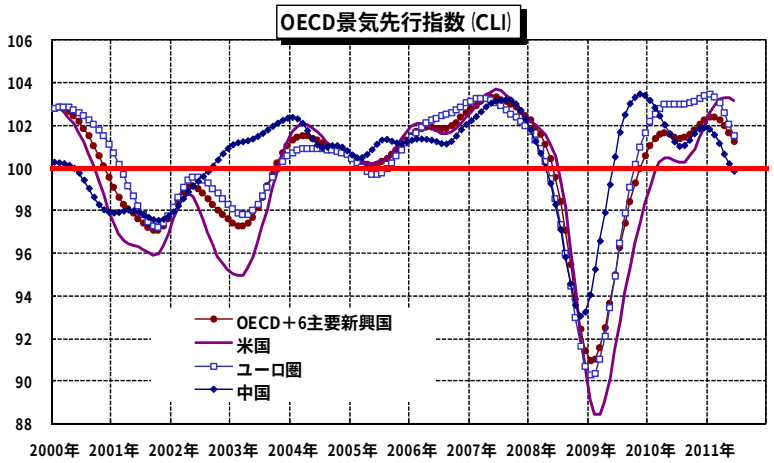
(1) 経済見通し

巨大津波を受けた東日本太平洋沿岸部や福島第 1 原発周辺には、被害の傷跡が依然生々しく残っている。しかしながら、大震災発生からの時間経過とともに、被災した企業の操業再開や家計のマインド回復が図られ、景気の持ち直し傾向が強まっていることも確かである。今回の大震災による景気の落ち込みがサプライチェーンの大掛かりな障害発生によって生じた性格のものであることを踏まえれば、復旧･復興が順調に進みさえすれば、景気は本来の成長経路に向けたキャッチアップが見られるはずである。なお、被災企業等の説明を総合すると、概ね 9 月末までには生産ラインの復旧作業が完了することが見込まれている。今後の国内景気の動向は、海外経済の動向を背景にした輸出と、財政支出とそれを呼び水として創出される民間投資などの復興需要の動きに大きく左右されていくものと思われる。



(資料) 内閣府、総務省のデータから作成　(注) 平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成

さて、輸出動向に関しては、最近の不透明感を増す世界経済情勢を踏まえれば、過大な期待が困難な状況であると言わざるを得ない。米国では、1990 年代初頭のバブル崩壊後のバランスシート調整に長い年月を要した日本の状況に酷似しているのではないか、といった「日本化」への警戒が強まっている。欧州では債務問題が収束の兆しを見せず、通貨統合への失望感も一部で浮上している。



(資料) OECD　(注) 6主要新興国：ブラジル･ロシア･中国･インド･インドネシア･南アフリカ

また、リーマン･ショックによる世界経済金融危機後は国内需要への刺激策が奏功し、堅調な成長を続けてきた新興国･資源国では、インフレ･バブル懸念と安定成長とのバランスを巡って、微妙な状況にさしかかっている。新興国がインフレなき安定成長をたどることは中長期的に見て日本経済にとって望ましいが、それに至る過程では景気スローダウンを伴うことから、短期的には日本からの輸出減速につながる可能性が高いだろう。基本的には、世界経済全体の失速は想定しないが、12 年度にかけて世界景気の低調さが残る可能性がある。

また、政治混迷による 3 次補正予算の編成やそれに関連する復興関連支出の遅れも気がかりである。補正予算案は新政権の下で編成され、今秋召集される臨時国会に提出さ

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

れて審議入りすることとなるが、速やかに成立したとしても実際の予算執行は年末あたりまでずれ込むリスクが高い。なお、ねじれ国会という状況下、野党の協力がなければ物事が進まないのは、これまでの経緯を見れば明らかである。どういう枠組みでの政権が誕生するかはさておき、少なくとも復旧・復興関連の案件については与野党の立場を超えて議論できる場を確保する必要があるのは言うまでもない。

さらに、夏場を迎えて、電力供給不足が懸念されている。政府は、7 月に東京電力・東北電力管内について一律 15%の節電目標を掲げる電力使用制限令を発動した。また、関西電力・北陸電力でも法的根拠はないものの、15%の節電要請を行っている。猛暑が続く中、これまでのところ、家計・企業などの努力の結果、大規模停電に陥ることなく推移してきたが、まだまだ予断を許さぬ状況である。さらに、全原発に対してストレステストの実施を義務づけたことで、日本経済が慢性的な電力不足問題に直面することがほぼ確実な状況となってきた。12 年 5 月には全 54 原発が停止する事態が想定されている。なお、日本では電力供給の 3 割弱（10 年度）を原発が担っていたが、その代替供給が可能なのか、非常に気がかりである。

また、中期的な視点からは、日本経済はそもそも元の成長経路に戻ることができるのか、という問題を意識せざるを得ないだろう。今回のサプライチェーンの寸断や度重なる大地震発生、さらには原発事故による長期的な後遺症などにより、改めてリスク分散の必要性が真剣に検討される可能性がある。加えて、復興に向けた時限増税措置に伴い、仮に法人税増税が導入されれば、生産拠点の海外移転を加速させる可能性もある。高付加価値の日本製品に依存してきた生産体制を見直す動きも出ることも予想される。様々な面で、今回の大震災は日本経済・産業の将来に大きな課題を投げかけたと思われる。

以下、部門別に日本経済の先行きを考える上でのポイントを述べてみたい。まず、家計部門については、基本的に大震災発生直後の自粛ムードはほぼ解消したが、今後は地デジ完全移行を前に 4～6 月期の消費を押し上げた薄型 TV や夏場に向けての節電関連商品（省エネ家電やスーパークールビル関連の衣料品など）の反動減、さらには企業業績悪化に伴う賃金下落圧力などに警戒する必要がある。一方で、復興需要が本格化してくれば、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、いわゆる「二重ローン問題」もあり、住宅などの回復時期はだいぶ遅れることもありうる。

次に、企業部門であるが、被災した生産・営業用設備の復旧に合わせ、企業活動も大震災前の水準に向けて持ち直しの動きが強まっている。また、これまでのところ復旧・復興に絡む設備投資需要が底堅く推移してきたほか、新興国向け・スマートフォン向けを中心に企業の設備投資意欲は高まってきた。しかし、このところの世界経済の減速懸念や円高圧力などを受けて、設備投資計画が先送りされるリスクが浮上してきた。また、12 年入り後は慢性的な電力不足問題が順調な復興を阻害するリスクもあるだろう。

一方、公的需要については、復旧・復興に向けた公的支出が拡大するのは確実であり、一定程度、国内景気を下支えすることとなるだろう。ただし、前述の通り、大規模な復興支出が実際に執行されるのは 11 年末ごろまで後ズレする可能性があるため、公共事業などが本格化し、景気を押上げ始める時期は 12 年以降となるだろう。

最後に、対外バランスについてである。製造業の生産ライン復旧に伴って、大幅に落ち込んだ輸出も急回復してきたが、このところの世界経済の減速傾向を受けて今後は伸び率が減速し、しばらくは低調に推移する可能性が高い。特に、年末にかけて中国などで成長率の一段の減速が見られた場合には、輸出を一時的に減少させる可能性がある点には注意が必要だ。一方、輸入に関しては、火力発電シフトに伴って原油・LNG の輸入増が見込まれることから、全般的に底堅く推移すると思われる。貿易収支の赤字状態は 11 年内には解消すると思われるが、外需が成長率を押し上げる力は限定的であろう。

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

以上の点などを踏まえつつ、11～12年度の日本経済見通しについて述べていきたい。まず、足元 7～9 月期については、電力不足への警戒が続く中、復旧･復興に向けた動きが強まるなど、景気持ち直し基調は維持されていると思われる。月次経済指標が尻上がりに改善していることもあり、ゲタをはいた格好となっているため、7～9 月期には 4 四半期ぶりのプラス成長となる可能性は高いと思われる（前期比 0.7%、同年率 2.8%）。

なお、9 月末時点で被災製造業の生産ライン復旧がひとまず終了し、年度下期以降については、大震災前と同様、海外経済の影響を受ける輸出動向と、復興に向けた支出の動きに左右されるようになるだろう。しかし、年末にかけては多少の不安要素があるのは否めない。それは、前述の通り、世界経済が一時的に減速する可能性や、本格的な復興費を盛り込む第 3 次補正予算の成立･執行時期が後ズレするリスクが高まっているからである。復興計画やそれを実施するための歳出が決まらなければ、それらに付随して出てくるはずの民間投資も出難いものと思われ、10～12 月期はやや足踏みするリスクがある（前期比 0.3%、同年率 1.3%）。本格的な復興需要増に伴う景気押上げは 12 年 1～3 月期以降になるだろう。

とはいえ、12 年年明け後も必ずしも順調な面ばかりではない。全原発を対象とするストレステストの実施に伴い、徐々に電力供給能力が低下していくことから、慢性的な電力不足問題に陥っていく可能性がある。また、年度上期の企業業績の悪化により、今冬賞与が悪化する可能性や、食料品･エネルギーなど生活必需品の価格上昇による実質購買力の低下は、民間消費には抑制的に働くだろう。この結果、**実質 GDP 成長率で前年度比 0.0%**（前回 6 月時点の予測も 0.0%で変更なし）と予測する。また、**名目 GDP 成長率は▲1.9%**（前回予測は▲1.3%）と 2 年ぶりのマイナスと予測、依然として名実逆転状態は継続する。マクロ的な需給バランスが崩れた状態はなかなか解消できないこと、さらには資源高騰に伴う交易条件の悪化も響き、**GDP デフレーターは前年度比▲1.8%（前回予測は▲1.3%）**とマイナスが続くだろう。

続く 12 年度についても、上期中は復興需要が継続することもあり、引き続き回復基調を続けるものと想定する。ただし、12 年度下期にはそうした復興需要が一服し、成長率は減速するだろう。年度を通じての**実質 GDP 成長率は 2.6%**へ加速（前回予測も 2.6%で変更なし）、潜在成長率を上回る成長を予想した。なお、名目 GDP 成長率も 1.9%（前回予測は 1.8%）とプラスに転じるが、依然として名実逆転状態は維持され、その再逆転は 13 年度以降に持ち越されることになるだろう。

雇用環境については、5 月には失業率（被災 3 県を除くベース）が 4.5%と、2 年 3 ヶ月ぶりの水準まで低下するなど、震災発生にもかかわらず、概ね改善傾向が維持されている（その後、小幅悪化）。4～6 月期の労働力調査（詳細集計）からも、失業期間 3 ヶ月以上の失業者が前年同期に比べて 26 万人減の 182 万人となり、特に失業期間 1 年以上の失業者が同 9 万人減と 3 年半ぶりにマイナスに転じた（被災 3 県を含めた全国ベースとの通算）。また、有効求人倍率も非常に緩やかではあるが、改善傾向にある。今後想定される復興需要の本格化は雇用環境の一層の改善に貢献するであろうが、一方で大震災発生や歴史的な円高水準の定着などに伴う悪影響が雇用面に徐々に出てくる可能性も否定できない。**11 年度最終四半期（12 年 1～3 月期）は 4.6%、12 年度最終四半期（13 年 1～3 月期）は 4.5%**と、緩やかなペースでの改善にとどまると予想する。

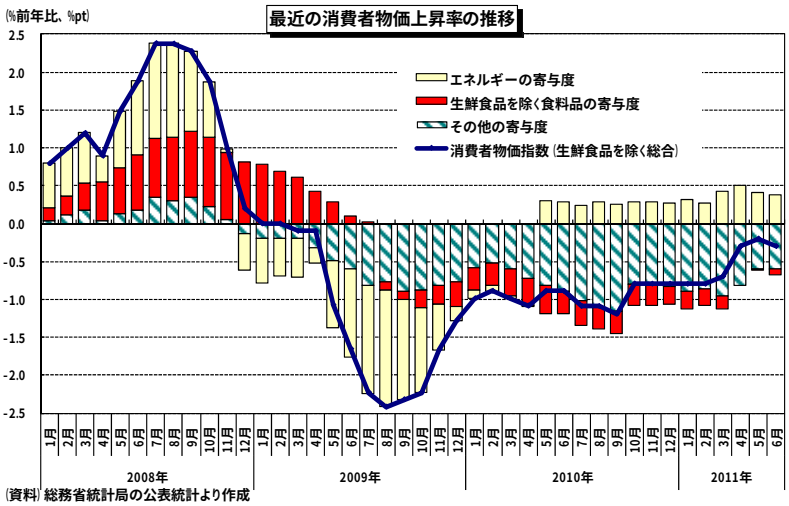
（2）物価見通し

8 月 12 日に公表された消費者物価の 2010 年基準への遡及改訂結果によれば、6 月の全国消費者物価は総合が前年比▲0.4%（05 年基準：0.2%）、生鮮食品を除く総合（コア）が同▲0.3%（同：0.4%）と、それぞれ▲0.6%pt、▲0.7%pt の下方改訂となった。このように、05 年基準では 4 月以降は前年比プラスに転じていたはずの消費者物価が、実際はまだマ

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

イナスで推移していたことが判明するなど、日本経済を覆っているデフレ圧力の根強さが改めて確認される結果となった。

一方、最近の国際商品市況の高騰によって一部の食料品やエネルギー関連の価格が上昇傾向を強めているのは確かであるが、国内の需給バランスは依然として崩れたままであり、物価のベース部分に対する下落圧力は強い。先行き復興需要が期待されるとはいえ、需給ギャップを埋まるほどまでには至らず、企業が投入コスト増を最終財・サービス価格に十分転嫁することができない状況は続くだろう。当面は、歴史的な円高水準の定着や世界景気の減速傾向などを受けて、物価下落が継続するものと予想する。さらに、10 月には前年に実施されたたばこ税率引上げの影響が一巡することから、物価下落率がさらに▲0.2%ポイントほど押下げられることになるだろう。それでも 12 年に入り、復興需要が国内景気の底上げに貢献してくれば、物価押下げ効果が薄まることも十分想定される。

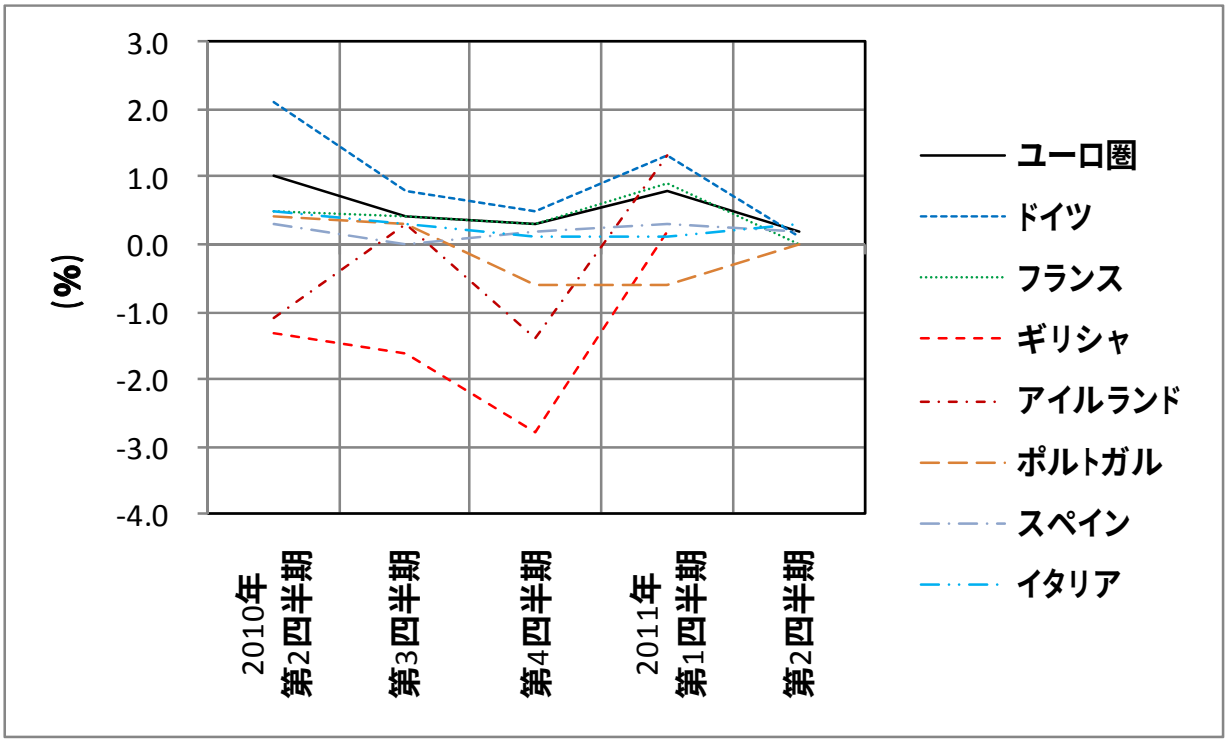


以上から、11 年度の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比▲0.3%と、3 年連続の下落になると予想する。12 年度については、復興需要の本格化などによって、物価はじわじわと下落幅を縮小していくと思われ、年度末あたりでは前年比下落状態から抜け出すものの、年度を通じては同▲0.2%と予測する。

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

付　表　1：欧州経済

実質 GDP 成長率（前期比）



（出所）　Eurostat のデータから農中総研作成。
なお、ギリシャおよびアイルランドは 2011 年第 2 四半期の数値は未公表。

ECB による専門家調査等での予測値

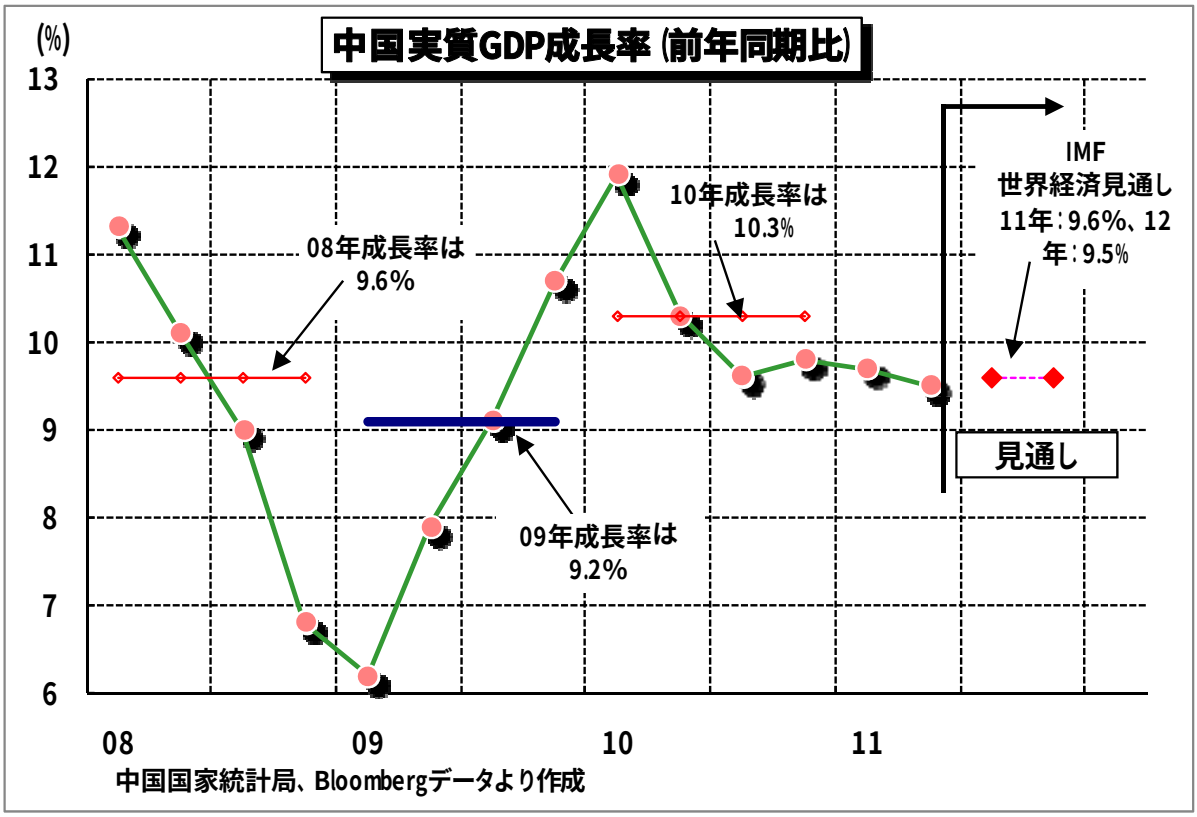
（単位：%）

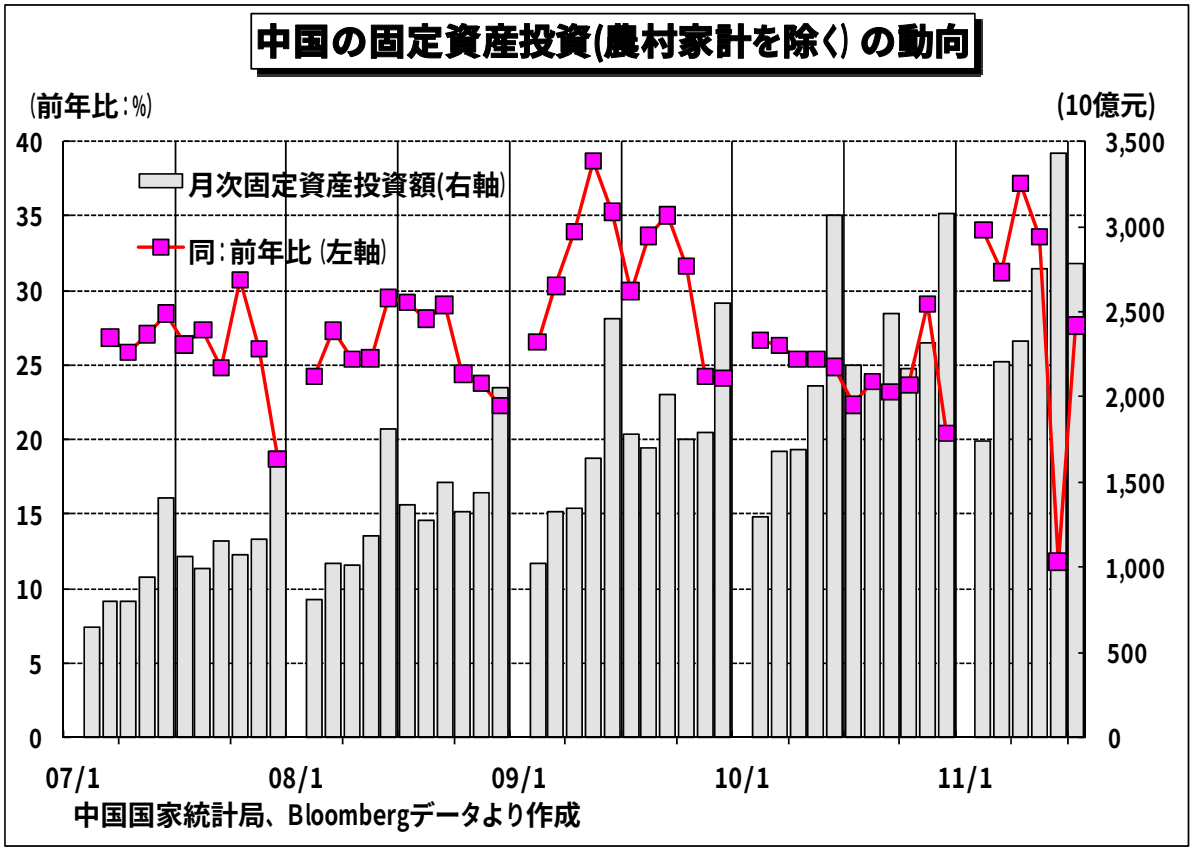
		2011 年	2012 年
ユーロ圏 実質 GDP 成長率	ECB による専門家調査	1.9	1.6
	（参考）前回の予測値	1.7	1.7
ユーロ圏 CPI	ECB による専門家調査	2.6	2.0
	（参考）前回の予測値	2.5	1.9
ユーロ圏 失業率	ECB による専門家調査	9.8	9.5
	（参考）前回の予測値	9.8	9.5

（出所）　ECB（2011/8）“Results of the ECB Survey of Professional Forecasters for the Third Quarter of 20121”による。なお、前回の予測値は、2011 年 5 月に公表された値。

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

付 表 2： 中国経済





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

今月の焦点

国内経済金融

被災地における金融機関店舗の復旧状況

岡山　正雄

はじめに

災害発生時に金融機関が果たす役割は大きい。災害発生直後においては緊急の預金払戻しに応じることによって、顧客の手元資金確保ニーズに応えるほか、災害からの復興過程においては、各種相談に応じ、設備資金の提供を行うことで、被災地の復興に貢献している。本稿では被災地で各金融機関店舗が実際にどのように現在機能し、役割を果たしているのか、実地調査の結果を基に述べたうえで、災害発生時にどのような対応が求められるのかについて考察する(注1)。

(注1)東日本大震災後における被災地金融機関の取組については、寺林(2011a)、寺林(2011b)を参照されたい。また、今後復興に向けて行政や金融機関に求められるであろう金融面での支援については、岡山(2011)を参照されたい。

調査方法

今回、調査の対象とした地域は、宮城県の石巻市と気仙沼市である。両市は津波の被害を受けた沿岸部の自治体の中で比較的経済規模が大きく、金融機関が多数立地している。

対象とした金融機関は地域銀行、信用金庫、信用組合、その他、労働金庫やゆうちょ銀行など(以下、「その他金融機関」)であり、石巻市に71店舗、気仙沼市に37店舗の108店舗が震災直前時点で立地していた。

調査にあたってはまず震災直後の各店舗の営業状況について各金融機関のホームページ等で確認した。

そのうえで、11年7月12日から14日にわたり全店舗を実際に訪問のうえ、①通常通り営業　②移転　③預金払出等の一部業務のみ営業　④休止の4種類に分類した。

調査結果

①震災発生直後の状況について(図表1)

震災発生直後、通常通りの営業が確認された店舗は地域銀行の5店舗に限られる一方、62 店舗で営業を休止していた。休止の店舗はいずれも海岸近くに立地する店舗であり、津波が広範囲に浸入した結果、営業に支障を来たしたと思われる。

また、残りの41店舗は営業状況が不明であった。これはウェブ上に営業状況が掲載されなかったためである。このうち信用金庫・信用組合は、本店が津波の被害を受けており、更新が困難だったためと考えられる。

ただし、営業状況不明のいずれの金融機関も4月中旬には店舗の営業状況を掲載しており、現在では全金融機関について、把握できるようなっている。

図表1　震災発生直後の営業状況(店舗数)

業態	震災発生直後の営業状況			
	通常営業	休止	不明	計
地域銀行	5	18	0	23
信用金庫･信用組合	0	13	10	23
その他金融機関	0	31	31	62
合計	5	62	41	108

(資料) 各金融機関ホームページ

②調査時点の営業状況について(図表2)

調査時点での営業実施率を見ると、108店舗中 79 店舗と全体の 73.1%が営業を実施していた。しかしながら業態間で比

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 調査時点での営業状況（店舗数）

業態	調査時点の営業状況					
	通常営業 (a)	移転 (b)	一部業務のみ営業	休止	計 (c)	営業実施率 ((a+b)/c)
地域銀行	14	8	0	1	23	95.7%
信用金庫･信用組合	15	0	1	7	23	65.2%
その他金融機関	42	0	0	20	62	67.7%
合計	71	8	1	28	108	73.1%

（資料）筆者ら調査による

較すると、地域銀行よりも信用金庫・信用組合等の営業実施率が低いことが分かった。

この要因は地域銀行の店舗が比較的津波被害の少なかった海岸から離れた地域にあるのに対して、信用金庫・信用組合等の店舗は海岸部に多かったためである。つまり両者の差異は立地要因が原因であると考えられる。

店舗網を生かした顧客対応の重要性

以上のように東日本大震災で休止を余儀なくされた各金融機関店舗も現在は堅調に復旧している。また寺林(2011a)、寺林(2011b)で示されているように、各種金融商品を揃え、復興を金融面から支援する動きが見られる。

ただ、各金融機関が種々の取組みを行ったとしても、被災地においては顧客が店舗や情報へアクセスすることが難しく、いかにサービスの提供や情報発信をしていくかということを考える必要がある。

例えば、各店舗の窓口営業状況や ATM 稼働時間は、ほとんどの金融機関で掲示していたが、A 銀行では旧店舗に移転先の新店舗の場所が地図付きで掲示されていたほか、通常営業の店舗にも近隣店舗の営業状況を地図付きで掲示していた。このようにすることで、仮設住宅等への転居によって、近隣の地理に詳しくない顧客にも配慮していると思われる。

また、B 銀行、C 銀行、D 信用金庫では、移動店舗車を活用することで、店舗が休止した地域において預金の払出や相談業務を行っている。この他、B 銀行では津波によって流出した店舗の近隣に仮設の相談窓口を設けて、顧客への対応を行っていた。

以上のように、被災地に多くの店舗を持つ金融機関では、大半の店舗が被災したにもかかわらず、店舗網や平時からの地域密着の取組みを生かして、顧客に対してきめ細やかな情報発信や顧客対応を行っており、地域金融機関の持つ店舗網の重要性が改めて確認できる。

まとめ

被災地では各金融機関が積極的に店舗の復旧を進めている。加えて地域に欠かせないインフラの１つとして金融機関店舗を位置付けて、復興に貢献したいという姿勢が、各金融機関に見られる。今後、復旧から復興に向かうにつれて、金融機関の役割はさらに高まると考えられ、各金融機関の取組みが注目される。

<参考文献>

岡山正雄(2011)「阪神・淡路大震災に見る住宅再建に向けた金融支援」金融市場 6 月号

寺林暁良(2011a)「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～」金融市場 5 月号

寺林暁良(2011b)「東日本大震災の被災地における地域金融機関の対応②～被災地復興に向けた取組みの拡大～」金融市場 8 月号

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

滋賀銀行に学ぶ「先義後利」の環境金融

安藤範親・寺林暁良

はじめに

近年、地球温暖化や生物多様性の衰退など環境問題に対する国民の関心が高まる状況のもと、琵琶湖畔に本拠を置く滋賀銀行（以下、「同行」とする）は、経営に環境を取り込んだ「環境経営」と、金融に環境を取り込んだ「環境金融」を実践している。

その取り組みは、役職員による琵琶湖岸のヨシ刈りや外来魚駆除釣りなどの環境保全活動、カーボンオフセット定期預金や生物多様性格付などの環境対応型金融商品・サービスの提供など多面的である。

これらの取り組みに対する外部評価は高く、02 年に「モーニングスター社会的責任投資（SRI）株価指数」に、04 年に「FTSE4Good Global Index」に選定されるなど、収益性と CSR（企業の社会的責任）の取り組みの両面において優れている企業として SRI インデックスに組み入れられ、世界から社会的に信頼性の高い企業であると認められている。

また、08 年には環境省より「エコ・ファースト企業」に選ばれるなど、業界内でも特に先進的な環境保全活動に取り組む企業として認定されている。

本レポートでは、多様かつ先進的な取り組みで地域社会に貢献してきた結果、外部からの高い評価につながっている同行の活動を紹介する。

環境先進県という地域性

まず、同行の位置する滋賀県に目を向けると、同県は、琵琶湖に赤潮が大発生した 1977 年以降、湖の水質保全だけでなく、水とそれを取り巻く環境の保全を進める様々な条例を制定してきた。

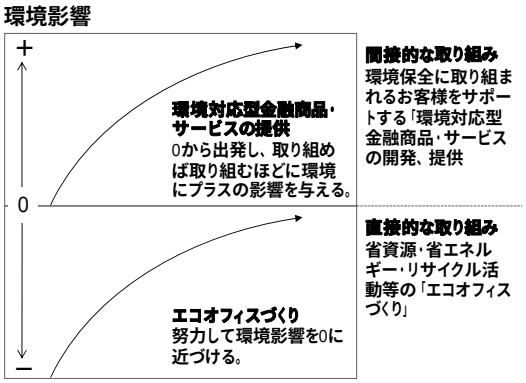
また、琵琶湖が真っ赤な状況を目にしてきた県民の問題意識は高く、住民参加型の調査活動など県民運動が盛んである。さらに、ISO14001 の登録率が全国トップと事業者も環境意識が高い「環境先進県」と言われている。

環境方針と取り組み

同行は、CSR を「社会の持続可能な発展のために、社会の一員である同行が果たすべき責任」と位置づけ、99 年より「クリーンバンクしがぎん」を合言葉に、本格的な活動を実践している。

00 年には ISO14001 を認証取得し、独自の環境マネジメントシステムを構築、エコオフィスづくりなどで同行の環境影響をゼロに近づける「直接的な取り組み」や、環境対応型金融商品・サービスを提供することでお客様の環境保全活動をサポートする「間接的な取り組み」を行っている（図表 1）。

図表1：環境マネジメントシステムの考え方



（資料）滋賀銀行CSRリポート2010

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

⑴　直接的な取り組み

直接的な取り組みとしては、07 年～09 年の 3 ヶ年において、同行の温室効果ガス（CO_2）排出量を省エネ努力と排出権の購入により 06 年比約 33%削減、また、行内にリサイクルシステムを設置し、紙ごみのリサイクル率約 99%を達成している。その他にも、簡易包装による「エコメール」の実施や、環境負荷ができるだけ少ない商品を優先的に購入する「グリーン購入」、環境対応車による営業活動、職員向けの CSR 研修などに取り組んでいる。

⑵　間接的な取り組み

間接的な取り組みとしては、個人向けとして、顧客がダイレクトチャネル（ATM、電話、インターネット）を利用して定期預金を利用した場合、1 回の預け入れごとに 7 円（定期預金申込用紙代相当額）を同行が負担して積立て、滋賀県内の小学校の「学校ビオトープ」づくりの資金として寄付する「エコプラス定期」や、顧客の定期預金の金額に応じ、同行が預け入れ残高の 0.1%分を費用負担し、温室効果ガス排出権を購入する「カーボンオフセット定期預金『未来の種』」などを取り扱っている。

環境対応型金融商品・サービス

同行は、間接的な取り組みの中でも、事業者向け商品として、「琵琶湖原則支援資金（PLB 資金）」や「生物多様性格付（PLB 格付 BD）」などを提供しており、その考え方、心のかなめとして「しがぎん琵琶湖原則」を策定している。

⑴ しがぎん琵琶湖原則

同行は 05 年に、取引先と共に手を携え、地域全体で環境保全に向けた取り組みを促進させるために、3 項目からなる「しがぎん琵琶湖原則（PLB：Principles for Lake Biwa）」を策定した（図表 2）。

図表2：PLB3原則

1. 環境保全に役立つ生産・販売・サービス基準を策定します。
2. 環境配慮行動とビジネスチャンスの両立をめざします。
3. 環境リスクを軽減し、持続可能な地域社会を実現します。

（資料）滋賀銀行CSRリポート2010

これは、国連環境計画と金融機関が共同してとりまとめた「環境と持続可能な発展に関する金融機関声明」や、民間金融機関がプロジェクトファイナンスを行う際に、自然環境や社会に与える影響を考慮する「赤道原則」などの考え方を参考に作られている。

同行が、地域の取引先の環境保全の取り組みに、「約束、宣言していただけるものを作りたい」との想いから実現させたもので、琵琶湖をはじめとする地球環境保全への願いを込めて、取引先にこの原則への賛同を広く呼び掛けている。

同原則に賛同する取引先に対しては、同行独自の「PLB 格付（環境格付）」を希望制で実施している。これは 04 年に日本政策投資銀行が世界で初めて導入した環境格付を参考に、同行が地元中堅・中小企業に適した形に開発したものである。

この同行の PLB 格付を参考にした環境格付を、企業の CO_2 削減のモニタリングなどに活用したのが、環境省の「特別支援無利子融資制度」である。これは、09 年に京都議定書目標達成に向け企業の CO_2 削減を促すために導入された制度で、これを機に環境格付は、11 年 7 月 21 日現

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

在、63 行・社が実施するほどに拡大した。

⑵ PLB 資金

PLB 格付は、格付評価項目を 3 段階で評価し、その評価基準に応じて 5 ランクに区分している。同行は、その格付結果を反映させ、最大で年 0.5%の金利優遇を実施する「琵琶湖原則支援資金（PLB 資金）」を取り扱っている（図表 3）。

図表 3 のように格付評価項目をオープンにすることで、地域の取引先が、格付評価の内容を取り組めば環境保全につながっていく、と理解しやすく、また、項目をひとつひとつ塗りつぶせるようにすることで、取り組めば取り組むほど取引先に金利優遇というインセンティブが与えられる仕組みになっている。

一般的な環境格付では、スクリーニングをオープンにしている金融機関はあまり見られないが、同行は、取引先の環境保全の気づきのツールにしてほしい、取り組みのステップアップを試みるときの指針として使ってほしいという思いから、オープンにしている。また、スクリーニングをオープンにしたことで、例えば、L3 と評価された資金需要がない取引先とも、グリーン購入やリサイクルなどを実施することで L2 に上がるなどといった会話が日常的になるなど渉外ツールとしても活用されている。

図表3：格付評価項目

ISO14001等の認証取得	グリーン調達・グリーン購入の取組
環境会計導入	コンプライアンスの推進部署の設置状況
土壌汚染、騒音、振動等への取組	
環境に配慮した製品・商品の取扱	環境報告書の発行
法令遵守方針の策定	投資案件決定時の環境考慮対応
環境方針の策定	地球温暖化ガス（CO2）排出量削減への取組
環境保全のボランティア活動	
省エネ・省資源への取組	リサイクルへの取組

PLB格付	格付評価	金利引き下げ幅
L1	取り組みが先進的	0.5%
L2	取り組みが十分	0.4%
L3	取り組みが普通	0.3%
L4	今後の取り組みに期待	0.2%

（注）L5に格付された場合はPLB資金を利用できない。
（資料）滋賀銀行CSRリポート2010

同行の PLB3 原則に賛同している取引先は、11 年 6 月末現在約 7,800 先にのぼり、その中で PLB 格付を希望し付与された取引先は約 7,400 先、さらに PLB 格付を取得し、実際に環境の設備を導入した融資案件は累計約 960 先となっている。PLB 格付の取得先数と借入先数に差がある理由は、PLB 格付を自己診断だけに使う取引先が多いためである。

金利優遇というインセンティブがあるとはいえ、渉外が取引先へ伺い、「PLB3 原則に賛同してください」と言うだけでは賛同する先数は増えない。約 7,800 先もの取引先が賛同してきた理由は、渉外が取引先で環境保全の取り組みについて熱く語ってきた努力の結果である。今でこそ環境対応型金融商品の実行件数は増えているが、98 年に環境対策に関わる設備資金などに対して金利を優遇する「エコ・クリーン資金」を始めた当時は、1 年目が 19 件、2 年目が 12 件であった。200 件近くを超えるようになったのは、8 年目あたりと、環境意識の醸成と経済の両立には、それだけの時間が必要とされている。

⑶ PLB 格付 BD

この PLB 格付のノウハウを土台にして作られたのが 09 年の「生物多様性格付（PLB 格付 BD:Biodiversity）」である。しかしながら、同行自身、PLB 格付 BD の開発には困難を極めた。

開発のきっかけは、10 年に名古屋で開催された「生物多様性条約第 10 回締約国会議（COP10）」にあるが、生物多様性の保全活動を評価する基準は確立されてお

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

らず、その開発は簡単なものではなかった。生物多様性というテーマは、あまりにも複雑で多様なものであるため、活動をどう評価すればいいのか、どこまで保全したらいいのかわからず、非常に困難なものとなった。

しかし、同行には、森づくりサポート活動や、琵琶湖岸清掃、ヨシ刈りボランティアなど役職員一人ひとりが自主的に行内外で多面的な活動を実践してきた実績があった。森林や里山、河川を守り、琵琶湖の保全を続けてきたことで、「水を保全することが生物多様性の保全につながる」という考え方に至り、どういうことを生物多様性に考慮していかなければならないのか、どういうことが生物多様性に負担をかけているのか、それはどうすれば軽減できるのかを把握することができ、格付評価が可能となった。

とはいえ、多くの取引先は生物多様性の保全が重要であることを理解できたとしても、実際に生物多様性の保全について何に取り組めばいいのかわからない。そこで、「生物多様性の重要性についての気づきのツールとして、また具体的な行動を促す道しるべとして使っていただきたい」という思いで作られたのが、PLB格付BDである。

これは、格付の趣旨である「豊かな生物多様性の継承と自然共生社会の構築」に賛同し、格付取得を希望する取引先を対象に、「生物多様性配慮」について測定・評価（図表4）するもので、一定以上の評価取得で年 0.1%の金利引き下げが可能となり、PLB資金と合わせることで、最大年 0.6%の引き下げが可能となっている。

図表4：生物多様性格付評価指標

分　野	評価指標(概要)
経営方針	1.「生物多様性保全」方針の策定状況
推進・管理体制	2.推進・管理体制の構築状況
活動の実施	3.影響の考慮と低減・回避のための行動の有無
	4.ビジネスの中への組み込み状況
	5.自然再生や伝統文化保全の活動への貢献度合
	6.専門的な知識を有する研究機関などの連携状況
普及啓発・活動の公表	7.社員や取引先に理解を深める機会の設定状況
	8.活動や成果の公表状況

（資料）滋賀銀行CSRリポート2010

おわりに

同行は環境保全活動の報告の一環として、06年度より「環境会計」を導入し公表している。環境会計を見ると、06年当時の環境対応型融資商品による資金利益は▲3,800万円、07年は▲1億円とマイナスだったが、09年は3億1,400万円のプラスとなっている。これは、環境対応型金融商品の提供は、短期的にはコストになるものの、長期的な目線で顧客と継続的なリレーションを構築し、地域との共存共栄の中で発展させていくことで成果が表れることを示している。3～5年のスパンを通して、地域も同行も発展していく、Win-Winの関係が築かれており、まさしく近江商人の「先義後利」、世の中に役立つことを先にして、利益を後にした結果であろう。

また、同行の環境活動や生物多様性問題に取り組む姿は、環境意識の高い滋賀県において、地域社会との共存共栄を目指す地方銀行として、地域の声に応えてきた結果である。地球規模で環境問題が深刻化する今では、同行の「環境経営」、「環境金融」の取り組みが全国の地域金融機関の模範となっている。

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

地域銀行による年金受取口座獲得に向けた取組み

寺林　暁良

はじめに

少子高齢化が進行する中、金融機関にとって年金世代のシェア拡大がますます重要となっている。本稿は、地域銀行105行（地方銀行63行、第二地方銀行42行）の年金受取口座獲得に向けた取組みの状況を、地域や財務の特性の観点から分析したものである。なお、調査は本年6月にインターネットのホームページ検索等によって行った。

年金関連の戦略・商品と実施状況

図表1の①は、各地域銀行の年金関連サービスの実施率を概略的に示したものである。これによると、ほとんどの地域銀行で金利優遇型の年金関連商品が販売されていることが分かる。まず、「退職金向け定期預金」は85行（81.0%）が取扱っている。これは退職金の金利を優遇する定期預金で、定年退職から年金受給開始までの「プレ年金世代」の囲い込みに大きな効果が期待できる。同様に、年金受取口座指定者の金利を優遇する定期預金も8割近く（81行、77.1%）の地域銀行が実施している。

また、金融商品以外の各種サービスの実施も広がっている。例えば、年金受取口座指定者に対する金利優遇以外の各種優遇は62行（59.0%）の地域銀行が実施している。その大半は、「ポイント制」[注1]の実施によるものであるが、それを実施しない地域銀行でも、年金受取口座指定者に対してATM利用料や振込手数料を優遇する場合がある。

さらに、年金に関する個別相談や講義を行う「年金無料相談会」は63行（60.0%）、年金受取手続き時期到来の通知や年金請求関連書類の書き方指導等を行う「年金受取手続き支援」は42行（40.0%）、旅行やイベント等を開催するいわゆる「年金友の会」は39行（37.1%）が実施している。これらの取組みは、いずれもプレ年金世代・年金世代との接点強化に大きな効果があると思われる。

また、調査方法上の制約から詳細な調査は行えなかったが、杖置きや補聴器の設置等を行う高齢者対応型バリアフリー店舗への改修も拡大しているようである。

地域特性との関係

次に、地域特性と各項目実施率との関係を明らかにするため、三大都市圏に本店を置く地域銀行とそれ以外の地域銀行に分けてそれぞれの実施率に違いがみられるかを分析した（図表1の②）。

この結果、「年金受取口座指定者向け定期預金」や「年金受取口座指定者への優遇」、「年金無料相談会」など、多くの項目で三大都市圏のほうがそれ以外よりも実施率が高くなる傾向があった。

この理由は、三大都市圏の高齢者市場としての特徴にあると思われる。三大都市圏はそれ以外の地域に比べて高齢化率は低い。しかし、高齢化進行速度がはやく、1金融機関事業所あたりの高齢者人数も多い（図表2）。そのため、年金受取口座獲得に関する取組みを活発に行うメリットは大きいと考えられる。

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

図表1　年金関連戦略・商品と実施行数

		①概略		②地域		③個人預金規模		
		行数	実施率	三大都市圏	それ以外	上位	中位	下位
行数		105行		29行	76行	35行	35行	35行
退職金向け商品	定期預金	85	81.0%	82.8%	80.3%	91.4%	77.1%	74.3%
	預かり資産セット	15	14.3%	17.2%	13.2%	17.1%	8.6%	17.1%
年金受取口座指定者向け商品	プレ定期預金	34	32.4%	48.3%	26.3%	34.3%	31.4%	31.4%
	定期預金	81	77.1%	82.8%	75.0%	77.1%	71.4%	82.9%
	積立定期預金	14	13.3%	13.8%	13.2%	17.1%	14.3%	8.6%
	専用ローン	11	10.5%	13.8%	9.2%	17.1%	5.7%	8.6%
年金受取口座指定者への優遇		62	59.0%	65.5%	56.6%	77.1%	62.9%	37.1%
	ポイント制	55	52.4%	51.7%	52.6%	71.4%	57.1%	28.6%
	手数料等の優遇	12	11.4%	20.7%	7.9%	14.3%	8.6%	11.4%
年金受取手続き支援		42	40.0%	44.8%	38.2%	48.6%	42.9%	28.6%
年金無料相談会		63	60.0%	89.7%	48.7%	80.0%	60.0%	40.0%
年金友の会		39	37.1%	51.7%	31.6%	37.1%	31.4%	42.9%
店舗戦略	バリアフリー店舗	46	43.8%	44.8%	43.4%	42.9%	48.6%	40.0%
	専担窓口・専担者	12	11.4%	20.7%	10.5%	17.1%	11.4%	11.4%

（資料）各行HP等から農中総研作成。地域銀行の個人預金規模は11年3月末
（注）②の各項目への網かけは、他方に対して5%ポイント以上高いことを示す

図表2　三大都市圏とそれ以外の高齢者に関する特徴の違い

項目	単位	三大都市圏	それ以外
高齢化率（11年3月）	(%)	21.1	24.4
高齢化速度（11年3月-06年3月）	(%ポイント)	3.3	2.7
1金融機関あたりの高齢者人数	(人/事業所数)	1,840	1,159

（資料）総務省「住民基本台帳」、総務省「事業所・企業統計調査（06年、金融・保険業事務所数）」より作成

また、都区部・政令指定都市に本店を置く地域銀行とそれ以外の地域銀行に分けて同様の分析を行った場合でも、②と同様の結果となった（図表省略）。

銀行規模との関係

さらに、銀行規模と各項目の実施率との関係を明らかにするため、地域銀行を個人預金規模によって「上位」、「中位」、「下位」（それぞれ 35 行）に分類し、実施率の違いをみた（図表１の③）。

この結果、「年金受取手続き支援」や「年金相談会」等のように、個人預金規模が「下位」のグループで最も実施率が低かったのは、12 項目中９項目[注2]であった。つまり、大規模行ほど年金関連の取組みのラインナップをとりそろえていることが示唆された。

一方、「年金友の会」のように、「下位」で最も実施率が高まる項目もあった。これは、高齢者との交流をねらいとする「年金友の会」の取組みが、より小規模行の年金受取口座獲得戦略に適合したものであるためであるとも考えられる。

まとめ

以上をまとめると、次のことがいえるだろう。

第一に、「退職者向け定期預金」や「年金受取口座指定者向け定期預金」の実施率は約８割にのぼるほか、「年金相談会」の実施率も６割となるなど、地域銀行が年金受取口座獲得のための取組みを広く進めている様子が明らかになった。

第二に、三大都市圏等の都市的地域では、それ以外の地域よりも年金関連商品・戦略の実施率が高い傾向がある。これには、都市的地域の高齢者市場としての価値の高さが関連していると思われる。

第三に、大規模行ほど年金関連のラインナップ数が多い傾向がある。ただし「年金友の会」のように小規模行が実施しやすい取組みもあり、銀行規模によって戦略に差異があることも示唆される。

一方、「年金相談会」や「年金友の会」、「年金受取手続き支援」等については、各地域銀行によって頻度や規模、内容等にかなり差があると思われる。これらの質的差異については、今後の調査で明らかにしたい。

（注1）ポイント制とは、給振・年金受取口座指定やローンの利用、公共料金の引落とし口座指定など、個人取引の内容に応じてポイントを付与し、そのポイント数に応じて各種優遇措置を行うという制度である。

（注2）「ポイント制」と「手数料等の優遇」は「年金受取口座指定者への優遇」と内容が重複する下位項目のため、除外して数えた。

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

分析レポート

海外経済金融

中国の水資源問題をめぐる動向

～「中央水利工作会議」開催の背景について～

王　雷軒

11 年の「一号文件」と「中央水利工作会議」の開催

2011 年の初め、中国共産党と政府は水利の発展を促進するための「一号文件」（中央政府の最も重要な政策指導綱要）である「中国共産党中央・国務院の水利改革・発展を加速する決定」を打ち出した（注 1）。

「一号文件」で公表された政策枠組みを確実に実施させるために、11 年 7 月 8 日～9 日に中国共産党のトップたちが参加した「中央水利工作会議」は北京で開催された。新中国が建国 62 年以来初めての政権トップたちが揃っての会議では、水資源の重要性が再確認され、水利施設の建設や修繕などの基本原則や目標などが明確に示された。

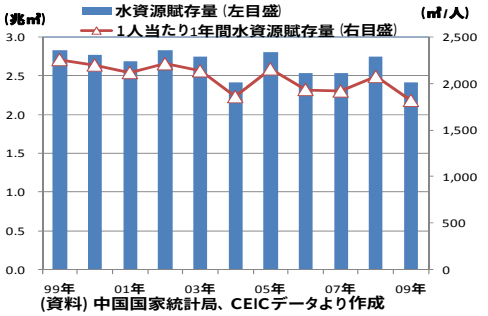
このような政策の公表や異例とも言える会議の開催が行われた背景の一つとして、中国の水不足の深刻化と水質汚染の進行が挙げられる。以下では、中国における水不足問題や水汚染の実態を焦点に当てて分析してみよう。

(注 1) 王「中国の 2011 年『一号文件』について～水利建設投資の現在と将来～」農中総研『金融市場』2011 年 3 月号を参照。

1 人当たりの水資源量は世界平均より少なく、水資源の分布も非常に不均衡

中国の水資源の特徴を述べる前に、水不足を判断する指標を紹介しておく。ある国・地域で一人当たり 1 年間に利用可能な水の量によって水の欠乏の程度をあらわすファルケンマーク指標によると、1 人当たり 1 年間の水量が 1,700 立方メートルを必要な最低ラインとして設定し、これを下回った場合には水ストレス状態にあるとされる。さらに 1,000 立方メートルを下回った場合には水不足、500 立方メートル以下が絶対的水不足と呼ばれている。

図表 1 中国の水資源賦存量と1人当たり1年間水資源賦存量の推移



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

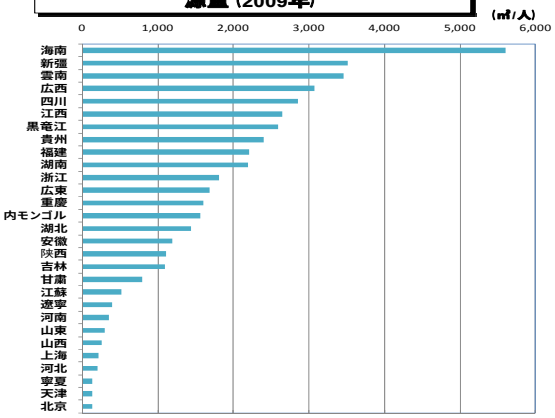
図表 1 から、中国の水資源の状況を見ると、総量は必ずしも少なくない。中国の水資源総量は、世界的に見ても比較的豊富で年平均 2.7 兆立方メートルで推移している。河川や湖沼などの地表水は 2.3 兆立方メートル、地下水は 0.7 兆立方メートルで、両者の重複分を除くと、09 年の水資源総量は 2.4 兆立方メートルであった。

しかし、中国の 1 人当たり水資源量を見ると、09 年は前年より 12.3%減少し、1,816 立方メートルで、世界平均の 25%程度にとどまる。また、図表 1 から、99 年～09 年までの 1 人当たり水資源量は変動しながらも減少傾向にあると見て取れる。これは中国

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

の１人当たり水資源の乏しさを示しており、前述の水ストレスに迫っていると言えよう。

図表2　中国の地域別にみた1人当たりの水資源量（2009年）



注：チベット自治区、青海省の1人当たり水資源量はそれぞれ139,659、16,114 立方メートルと非常に多いため、本図表からは除いた。
(資料) 中国国家統計局編 『中国統計年鑑』2010年版より作成

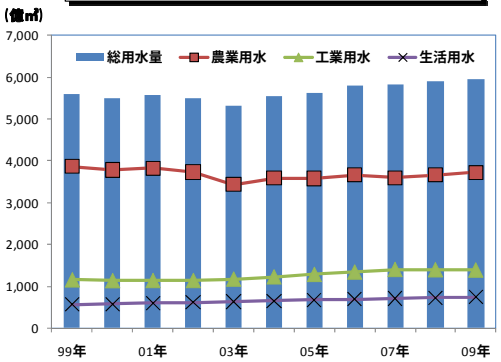
また、水資源の地域的な分布は不均衡が著しい。図表２から、北京市、天津市、上海市、山東省などでは絶対的な水不足に直面していることが分かる。一方、降雨量の多い海南省や雲南省などの華南地域では比較的水資源に恵まれている。北京市の一人当たり水資源量は 126 立方メートル/年と全国で最も少なく、非常に深刻な状況にある。最も多いチベット自治区では 139,659 立方メートル/年にも達する。

水需要の増大と深刻な水質汚染の進行

膨大な人口を抱える中国では、工業化と都市化の進展に伴い、水需要は緩やかな増大傾向にあると見て取れる（図表 3）。09 年は 5,965 億立方メートルで、このうち農業用水が 62.4%を占めており、減少傾向にある一方、工業用水と生活用水がそれぞれ 23.3%、12.5%と増加している。また、近年生態保全などによる水需要量も増えている。こうした水需要の増大にもかかわらず、先進国と比べて、中国の単位 GDP 当たりの水使用量は多く、効率的ではないと言われている。

また、水需要の増大に伴って廃水総量は

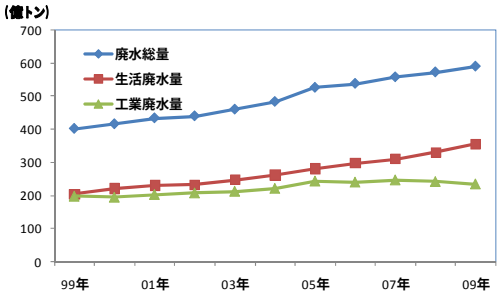
図表3　中国の水需要量とその内訳の推移



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

年々増加している（図表 4）。特に生活廃水の排出量は工業排水を上回っており、汚水処理施設の不足に伴う未処理の生活廃水が河川や湖沼などに流出している。その結果、中国の河川の水質は工場廃水による重金属や有害物質の増加、生活廃水による富栄養化によって悪化している。

図表4　中国の廃水排出量とその内訳の推移



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

水問題に対する政府の対応

以上から、水資源問題は、中国では最も緊急を要する問題の１つであることがわかる。急速な経済発展が水不足と水質汚染を深刻化させると同時に、今後の持続可能な成長を引っ張りかねない状況も生まれつつあると言えよう。

そのため、中国共産党と政府は、水資源問題を優先して解決すべき最重要課題に位置づけており、水不足については、長江の水を北京など北部地域に引水する「南水北調」プロジェクト、水汚染については、汚染物質の排出削減の強化などを取り組んでいる。

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

連　載

経済指標の窓　＜第 6 回＞

海外経済指標⑥　Ifo 景況感指数と ZEW 景況感指数

岡山　正雄

ユーロ圏で存在感大きいドイツ

ユーロ圏の経済動向を見るにあたっては、ユーロ圏各国の経済動向を把握することが重要である。特にドイツはユーロ圏の中で GDP の 20%程度を占めており、ドイツの経済動向がユーロ圏全体に影響を及ぼすことが少なくない。

ドイツの景気先行きを占う 2 つの指標

このようなドイツの景気先行きを占うえで重要な指標が Ifo 景況感指数(Ifo Business Climate Index)と ZEW 景況感指数(ZEW Indicator of Economic Sentiment)である。

このうち Ifo 景況感指数は公的研究機関である Ifo 経済研究所が公表している月次指標であり、製造業、建設業、卸売業、小売業に属する 7,000 社を調査対象としている。調査では対象の企業に業況の現況について、「良い」、「満足」、「悪い」、今後 6 ヶ月の先行きについて「今より良くなる」、「変わらない」、「今より悪くなる」の 3 択でそれぞれ回答してもらい、この結果を基にして、Ifo 景況感指数が作成されている。なお指数は 2000 年の平均を 100 とした季節調整値が公表されている。

一方 ZEW 景況感指数は、民間の欧州経済研究センターが公表する月次指標であり、アナリストや機関投資家など 350 人の金融経済の専門家が調査対象である。調査では 6 ヶ月後の経済状態について、「良くなる」、「変わらない」、「悪くなる」の 3 択で回答してもらう。そのうえで「良くなる」の割合から「悪くなる」の割合を引いたものが ZEW 景況感指数として公表されている。

なお、2 つの指標を比較した場合、Ifo 景況感指数は調査対象が多い分、正確性に優れているが、ZEW 景況感指数の方が公表時期は通常 1 週間程度早く、速報性の面では優位性がある。

鉱工業生産に対して先行性

図表 1 には直近のドイツの鉱工業生産と両景況感指数の山と谷を示した。これを見ると、Ifo 景況感指数、ZEW 景況感指数共に鉱工業生産よりも先行して推移していることが分かる。

また、両指数を比較すると ZEW 景況感指数の方が Ifo 景況感指数よりも先行している。このため ZEW 景況感指数は、その後に発表される Ifo 景況感指数や鉱工業生産の推移を予想するうえで重要な指標と位置付けられており、昨今注目度が高まってきている。

なお、足元の両景況感指数の推移はいずれも低下基調が続いている。このことから判断する限り、ドイツ経済の減速感は今後も続くと予想される。

図表1 鉱工業生産と景況感指数の山と谷

	↘	谷	↗	山	↘
鉱工業生産（前年比）		2009年2月		2011年2月	
Ifo景況感指数		2008年12月		2011年2月	
ZEW景況感指数		2008年10月		2010年4月	

（資料）Bloomberg

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

連　載

経済金融用語の基礎知識　＜第 6 回＞

豊富な商品数で魅力を増す ETF

安藤　範親

ETF とは

ETF とは、Exchange Traded Fund（証券取引所に上場し取引されている投資信託）の略で上場投資信託とも呼ばれ、TOPIX や日経平均などの株価指数やコモディティ価格に連動することを目的に作られた投資信託である。

従来のオープン型投資信託であるインデックスファンドと基本的に同じであるが、オープン型投資信託が、当日の基準価格（ファンドに組み入れられている資産の時価総額を合計した純資産総額を総口数で割った時価）での売買となるのに対し、ETF は、証券取引所に上場される株券と同じように常時売買可能な点で違いを持つ。

この ETF は、10 年 10 月に、日銀が包括的な金融緩和政策の一環として ETF 購入を決定し、11 年 8 月には、購入枠を従来比 5,000 億円増の 1.4 兆円に拡大したことで注目を集めている。

一般ファンドと比べた特徴

一般ファンドと比べた ETF のメリットは次の 3 点である。

①販売会社報酬がないことなどから、信託報酬が低くコストが割安であること。

②一般ファンドの場合、投資家は、基準価額が分らない状況（ブラインド方式）で取引が行われるが、ETF では、通常の株式と同様に、自由に時価売買でき、価格変動を利用した取引や指値注文、信用取引も可能であること。

③商品先物市場などさまざまな市場に直接参画せずに同様の投資機会を得ることができる点などが挙げられる。

ETF の歴史

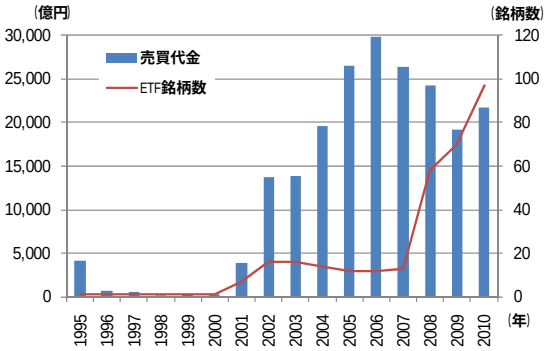
90 年にカナダのトロント証券取引所で最初の ETF が上場され、日本では 95 年に初めて「日経 300 株価指数連動型上場投資信託」が上場された。

00 年になると、欧米では 100 銘柄近くの ETF が上場し、その商品性が高く評価されていた。こうした状況から、日本では 01 年以降、商品数を拡大、ETF 市場は 06 年まで順調に拡大してきた（図表 1）。

さらに、欧米では ETF 市場が発展し、06 年には約 250 銘柄となった。これを受け、日本では、07 年に海外で発売されている ETF を日本の証券取引所に上場することを可能にするなど、商品数の拡大へ進み始めた。今まで株式に限られてきた ETF の投資対象は、現在ではあらゆる種類の金融資産に拡大され、新興国株式市場や債券、コモディティなどに対象範囲が広がり、11 年 8 月 23 日時点では、103 銘柄（東証）に増加している。

07 年の世界金融危機で、金融市場全体が不安定になり、銘柄数の増加に反し、その売買代金は減少したものの、その多様な品ぞろえは、幅広く分散投資が可能な点で魅力的であり、さらなる商品の充実が望まれている。

図表1：東証ETFの売買代金および銘柄数の推移



（資料）東京証券取引所

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