潮　流

今後の復興に向けての地域金融機関の課題

常務取締役　鈴木　利徳

被災地の地域金融機関は被災企業向けに各種の支援ローンを用意したが、これまでのところ全体としては融資要請件数はわずかである。政治の混乱による震災復興の取り組みの遅れや建築制限などもあって、多くの企業や自営業者、農漁業者は再開に踏み切れていないのが実態である。

このような状況のなかで、今後の復旧・復興に向けて、地域金融機関として何をなすべきか。そのような課題について考えてみたい。

まず第一に、被災した企業、農漁業者等にとって二重債務問題が再建に向けての大きな壁となっており、この克服が大きな課題である。一方、地域金融機関にとっても二重債務問題について政府による対策が打たれなければ、積極的に復興へ向けた支援を行うことは難しい。

二重債務問題への対応策として、現在、被災者企業向け債権を金融機関から買い取る「産業復興機構」（仮称）の創設が、岩手県と宮城県で進められている。このような債権買取機構が十全に機能すれば、旧債務の返済凍結と新規融資の借入によって再出発を図ろうとする地場企業や自営業者が増えるものと思われる。地域金融機関としてはこの機構の運営に全面的に協力することが肝要であろう。

第二に考慮すべきことは、公的金融機関と民間金融機関の連携である。被災企業、自営業者の多くは担保となるべき資産を流失・損壊しており、民間金融機関が積極的に手を出しにくい財務状況である。国の各種助成制度の活用と合わせて、当面は、公的金融機関と連携し、貸出リスクを官と民で分担するような取り組みが必要であろう。

その点、日本政策投資銀行と共同で岩手銀行、七十七銀行がそれぞれ岩手と宮城で創設した復興支援ファンドは注目すべきスキームである。ファンドの規模はどちらも 50 億円で、再建を目指す被災企業に対し劣後ローンや優先株出資などの形で投資を行うものであり、独自の技術や製品をもつ企業の再生にはとくに有効であると思われる。

第三に、個別対応の重要性である。被災者や被災企業はそれぞれ被災の状況も、資産の状況も異なる。地域金融機関としては被災者や被災企業の個別の事情に即した形で将来の生活設計相談、経営相談に応じられる体制をとることが望ましい。そうすることで、事業者が再挑戦しやすい環境をつくることが肝要である。

金融は経済の血流といわれるが、地域金融機関は地域経済の毛細血管であるともいえる。

被災者や被災企業の状況を正確に把握し、望ましい金融支援を行うことで、被災者・被災企業へも円滑に資金が入り、地域における資金の流れが回復する。地域において資金の流れが回復することで、雇用が創出され、自律的に経済が回っていく。復興が軌道に乗るためには、このような資金の流れを回復することが必須であり、地域金融機関の果たすべき役割は大きい。

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

円高・デフレ環境の下、現実味を帯びる増税路線

～ 年末にかけて景気停滞感が強まる可能性 ～

南　武志

要旨

東日本大震災の発生によって国内景気は大打撃を受けた後、時間経過とともに持ち直しの動きが強まっていたが、最近では大企業などでの復旧一巡や海外経済の減速傾向等を受けて、景気の足踏み感が強まってきた。復興需要増による国内景気の押上げは年明け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や歴史的な水準での円高定着などにより、輸出の牽引力に期待できないことから、年末にかけて景気が足踏みする可能性があるだろう。

一方、財政再建に意欲を見せる野田新内閣が発足し、復興のための臨時増税実施が現実味を帯びてきた。また、野田首相は円高・デフレ対策への意欲も見せており、日本銀行はさらにもう一段の緩和策を求められる場面もあるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2011年 9月(実績)	2011年 12月(予想)	2012年 3月(予想)	2012年 6月(予想)	2012年 9月(予想)
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	0.079	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	(%)	0.975	0.95～1.40	1.05～1.45	1.10～1.50	1.15～1.55
	5年債	(%)	0.345	0.30～0.65	0.35～0.70	0.40～0.75	0.45～0.80
為替レート	対ドル	(円/ドル)	76.4	75～85	75～85	75～85	78～90
	対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	103.4	95～115	95～115	100～125	105～130
日経平均株価		(円)	8,374	9,000±1,000	9,500±1,000	10,000±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9月26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

9月2日、野田内閣が発足した。新内閣には、震災復興や原発事故対応などといった喫緊の課題が待ち構えており、政治混迷で遅れた分を取り戻す必要があるのに加え、野田首相は円高デフレ対策や財政再建などにも注力する意向を示している。特に、財政再建については、東日本大震災の復興経費 16.2 兆円を賄うために、時限的な増税を断行する意欲を示している。実際、政府税調では所得・法人税などに、地方税を組み合わせる枠組みでの検討が進められている。さらに、社会保障と税の一体改革に向けて、10年代半ばまでに消費税率を段階的に10%まで引き上げる考えも堅持している模様だ。

しかし、政府・与党内では、景気に対する悪影響への懸念から、増税に慎重な意見は根強い。一方、財源問題での意見集約がなされなければ、第3次補正予算案の編成作業はさらに後ずれするリスクもある。野田内閣は、発足直後から難題

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

に直面しているといえる。

さて、大震災直後に大幅に悪化した国内景気は、時間経過とともに持ち直し基調を強めたが、ここにきて今後の趨勢を占う上で重要な輸出環境に変化が見られる。7、8 月の実質輸出指数は前月比でそれぞれ 0.3%、0.1%となるなど、輸出の勢いは大きく鈍化している。こうした輸出減速や大企業での復旧一巡から、生産活動の回復ペースも鈍り、大震災前（2 月）の生産水準まで戻る時期が後ズレする公算が高まっている（前月比 0.4%だった 7 月の鉱工業生産指数に 8、9 月分の製造工業生産予測指数をそのまま当てはめると 9 月時点で大震災前の生産水準に届かない）。これらの背景には、世界経済全体に変調が見られること、さらに歴史的水準での円高定着などが挙げられるだろう。

また、夏場までは底堅く推移した民間消費についても、その反動が出る可能性もある。さらに復興関連の公的支出は 12 年以降にならないと出てこない可能性を踏まえると、年末にかけて景気の停滞感が強まる可能性もあるだろう。

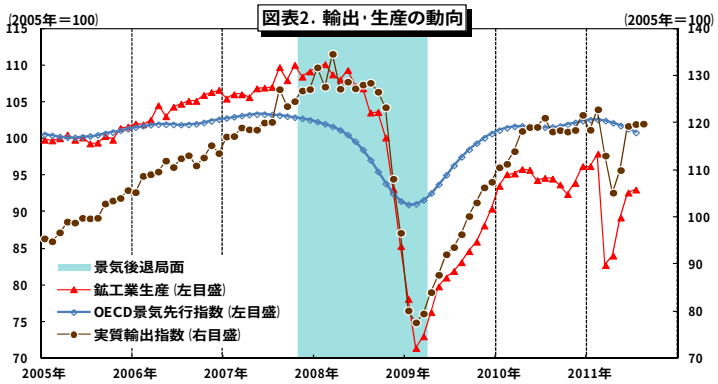
当総研では、4～6 月期 GDP 第 2 次速報の発表（前期比成長率は▲0.5%へ下方改訂）を受けて、8 月に公表した経済見通しの見直しを行った。7～9 月期には 4 四半期ぶりにプラス成長に転じることは濃厚であるが、輸出環境の悪化や復興支出の遅れなどから、年度下期の成長率はそれほど高まらず、11 年度の経済成長率はゼロ%との見方に変更はない（詳細は後掲レポートを参照のこと）。

一方、物価については、これまでの国際商品市況の高騰によってエネルギーや食料品の一部で価格上昇が続いているものの、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いるため、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。代表的な全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コア CPI）の 7 月分は 08 年 12 月以来の前年比プラスとなったが、この上昇は一時的で、再び水面下に沈む可能性が高い。先行き 10 月にはたばこ税率や損害保険料の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当面見込みづらい。

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

図表2. 輸出・生産の動向



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

こ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

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たな貸付枠の設定などを決定してきた。

しかし、7 月中旬以降、世界的に景気減速懸念が高まり、金融資本市場でリスク回避的な行動が強まるなど、株安や円高が進行した。これを受けて、日銀は資産等買入基金をさらに 10 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。

その後も世界経済の不透明感が一段と高まり、金融資本市場の不安定さが続いたものの、9 月の金融政策決定会合では更なる緩和策は見送られた。会合後の会見で、白川日銀総裁は「今回何かを「決定しなかった」という意識は無く、強力な金融緩和をまさに推進している」との意識を述べたほか、資金供給といった「量」も先進国では最大規模で、十分に対応している、と述べている。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ものの、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考慮すれば、更なる緩和策を検討・実施する場面は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、などが検討される可能性があるだろう。

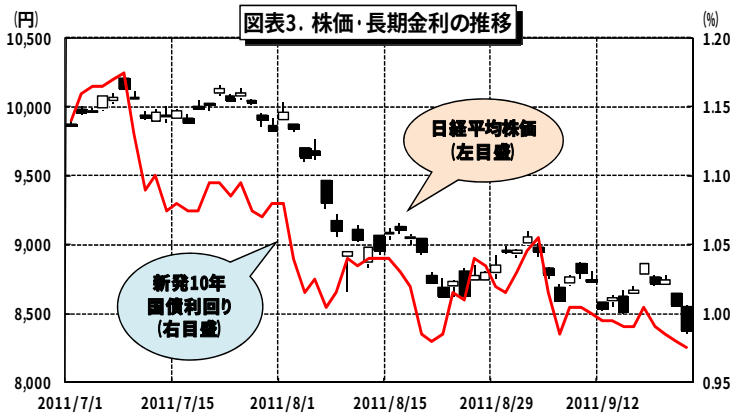
市場動向：現状・見通し・注目点

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。その後、しばらく 1.1%台を中心としたレンジ相場となったが、7 月中旬以降は海外景気の先行き不透明感の高まりなどを背景に一段と低下、8 月下旬以降は 1%

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

前後での展開となっている。

先行きについては、国債増発や復興需要の強まり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。とはいえ、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上昇傾向が強まったかに見えたが、同中旬以降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大きく下落、直近は8,000円台後半でのもみ合いが続いている。

復興関連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やそのコスト負担など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。総じ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

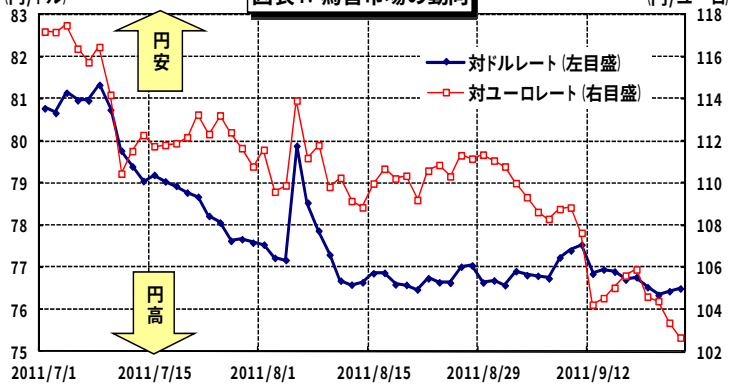
欧米先進国・地域が経済・金融・財政面で不透明要因を抱えていることに加え、日銀の金融政策が相対的に慎重であることが歴史的な水準での円高状態を定着させつつある。政策当局はこれまで、4.5兆円規模の市場介入と追加緩和策とのポリシーミックス実施（8月4日）や、①1千億ドルの円高対応緊急ファシリティの創設、②主要金融機関に対する外国為替の持高報告、からなる円高対応緊急パッケージ（8月24日）の発表などを行ってきたが、円高圧力を緩和することはできずにいる。

安住財務相はG7・G20等の国際会議の場で円高阻止に各国の理解を求めたが、現時点ではメリットも期待される自国通貨安を黙認する各国からの反応は鈍い。

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、円高圧力の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くためには、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。

（2011.9.26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

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 2.3%～

調 査 第 二 部

9 月 9 日に発表された 2011 年 4～6 月期の GDP 第二次速報(2 次 QE)を踏まえ、当総研では 8 月 18 日に公表した「2011～12 年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

10年後半にかけて国内景気は足踏み状態に陥っていたが、11 年に入ると輸出・生産に牽引され、回復傾向を再び強めていた。しかし、3 月 11 日の東日本大震災の発生は日本経済に大打撃を与えた。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絡んだ風評被害など、様々な困難が発生し、国内景気は大きく落ち込んだ。

その後、時間経過とともに、被災企業の復旧などが進み、生産・輸出の持ち直しが始まったほか、家計・企業などのマインドも急回復するなど、大震災前の水準に向けて戻る動きが強まっていた。

こうしたなか、8 月 15 日に発表された 4～6 月期の GDP 第一次速報（1 次 QE）では、経済成長率は前期比▲0.3%（同年率▲1.3%）と、3 四半期連続のマイナスとなったことが明らかとなった。前述のように、4～6 月にかけてほとんどの経済指標は持ち直しの動きとなっていたが、震災直後の落ち込み幅があまりに大きかったために、マイナス成長は不可避だったと言える。今回発表された 2 次 QE でも、このような動き自体の変更はなかった。ちなみに、2 次 QE は、法人企業統計季報の影響から民間企業設備投資や民間在庫投資が押下げ要因となって、GDP 全体としても成長率が下方修正されている（前期比▲0.5%、同年率▲2.1%）。

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	▲ 2.0	1.6
実質GDP	%	2.3	0.0	2.3
民間需要	%	2.0	0.6	2.1
民間最終消費支出	%	0.8	▲ 0.0	0.8
民間住宅	%	▲ 0.3	3.5	12.1
民間企業設備	%	4.2	▲ 0.2	4.4
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	0.5	0.1	0.1
公的需要	%	▲ 0.0	2.8	3.8
政府最終消費支出	%	2.2	1.8	0.0
公的固定資本形成	%	▲ 10.0	7.2	22.9
輸出	%	17.0	▲ 3.4	3.0
輸入	%	10.9	3.1	5.7
国内需要寄与度	%pt	1.4	1.0	2.4
民間需要寄与度	%pt	1.4	0.4	1.5
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.0	0.6	0.9
海外需要寄与度	%pt	0.9	▲ 0.9	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 2.0	▲ 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	2.3
為替レート	円/ドル	85.7	79.1	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	ドル/バレル	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。

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

以下、当面の経済見通しについて述べていきたい。全般的に、大震災後の持ち直し局面が続いていると判断されるものの、大企業を中心に被災企業の復旧需要の一巡感、電力不足懸念による節電努力、世界経済の減速傾向、さらに歴史的な円高水準で推移する為替レートなど、景気の先行きに対する懸念材料が浮上してきており、景気動向が若干ながら変調しているような動きも散見され始めている。加えて、なかなか復興計画やそのための財源問題に進展が見られず、復興費を織り込むはずの大型補正予算の編成作業が遅れており、それらが景気全体の押上げ効果が出る時期も後ズレしそうな状況となっている。

以下、今後の国内景気のカギを握る日本を取り巻く世界経済動向と復興需要の動向について簡単に触れたい。グローバル金融危機発生以来、欧米など先進国・地域では総じて低調さが残っている。米国ではサブプライム問題の後遺症が重くのしかかっているほか、失業率は高止まっている。欧州についても、債務危機の解決に向けた対応がなかなか進まず、ユーロ圏全体の景気にも悪影響が及び始めている。また、底堅い推移を続けてきた新興国・資源国経済も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。そのため、12年にかけて世界経済は全般的に景気減速のリスクが高っていると言えるだろう。それゆえ、日本の輸出環境も決して良好とはいえない。

次に、復興需要についてであるが、政治混迷や復興財源を巡る意見の相違もあり、第3次補正予算案の編成作業が遅れている。仮に、年内に成立したとしても、それらが支出に結び付くのは年明け以降になるだろう。自ずと、そうした公共投資などが呼び水となって創出される民間投資も後ズレすることとなる。

以上に述べた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%（前回見通しと変わらず）、2.3%（前回見通しから 0.3ポイントの下方修正）とした。足元の 7～9月期は4四半期ぶりにプラス成長（前期比1.0%、同年率4.1%）に転じるもの、海外景気の減速や復興需要の遅れなどにより、牽引役が不在となる10～12月期には一時的ながら減速すると予想する（同0.3%、同年率 1.1%）。復興需要が本格化し、景気押上げ効果が出てくるのは12年入り後にずれ込むだろう。

また、物価面に関しては、年前半の国際商品市況の高騰の影響がエネルギー・食料品価格の上昇をもたらす側面もあるが、基本的にはマクロ的な需給バランスは依然として崩れた状況が解消されないことから、少なくとも12年いっぱいは消費者物価（全国、生鮮食品を除く）の下落状態が続くものと予想する。

最後に、日本銀行の金融政策についてであるが、野田新政権が円高・デフレ対策に前向きな姿勢を示していることもあり、引き続き追加の緩和策を模索する動きが続くものと思われる。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想定されることから、包括緩和策の枠組みは10年代半ばまで継続されるだろう。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もあるだろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

回復の勢いが一段と弱まる米国経済

木村　俊文

要　旨

米国では、雇用改善の動きが極めて弱いほか、個人消費や生産などでも弱い動きが続いており、先行き不透明感が強まっている。こうしたなか、オバマ大統領は大規模な景気対策として「米雇用創出法案」を打ち出した。一方、連邦準備制度理事会（FRB）は、一段の緩和策として、資産規模を変えずに長期債の保有比率を高めることで長期金利の低下を促す「ツイストオペ」の導入を発表した。

経済指標は弱い動き

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極めて弱いほか、個人消費や生産などでも弱い動きが続いており、先行き不透明感が強まっている。

最近発表された主要な経済指標で足元の動きを見ると、8 月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月から変わらず（前月差±ゼロ）となり、6 月と 7 月の増加分も計 5.8 万人下方修正された。失業率は 9.1%と前月から変わらず、依然として高い水準で推移している。8 月は労働時間や時間当たり賃金も減少するなど、雇用情勢が厳しい状況にあることを改めて示す結果となった。

また、9 月 10 日までの週の新規失業保険週間申請件数は 42.8 万件（4 週移動平均では 42.0 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。

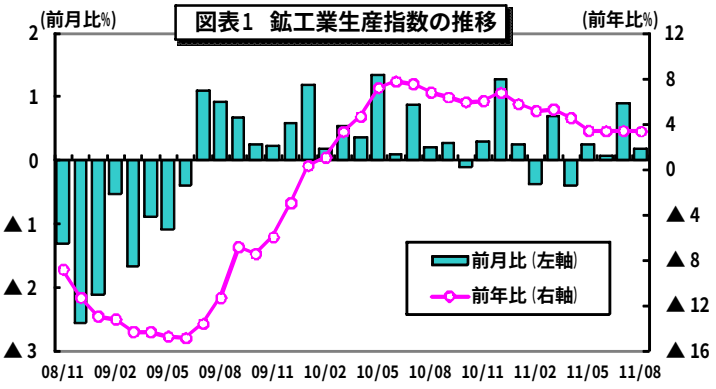
個人消費は、8 月の小売売上高が前月比横ばいとなり、7 月分も下方修正された。業種別では、自動車関連の売上高が 3 ヶ月ぶりに減少したほか、家具や電化製品など幅広い業種で弱い動きを示した。

一方、9 月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は 57.8 と、前月（55.7）から小幅改善したものの、先行きの見通しを示す期待指数は 47.0 と前月（47.4）から悪化した。雇用の先行き不安などを背景に消費者マインドが冷え込んでおり、個人消費への影響が懸念される。

企業部門では、8 月の鉱工業生産指数が前月比 0.2%と、自動車生産を中心に引き続き増加したものの、伸びは鈍化した（図表１）。加えて、9 月の連銀製造業景況指数は、ニューヨーク（4 ヶ月連続のマイナス）、フィラデルフィア（2 ヶ月連続のマイナス）ともに業況悪化を示すマイナス圏で推移しているため、生産活動が縮小する可能性がある。

住宅関連では、8 月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が前月比▲5.0%の 57.1 万件と 2 ヶ月連続で減少した。住宅価格の下落や低金利が続いているものの、住

図表１　鉱工業生産指数の推移



（資料）FRB

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

宅市場は依然として低迷している。ただし、8月は北東部の着工件数が同▲29.1%と大幅減少しており、ハリケーン「アイリーン」の襲来が影響した可能性が高い。

米大統領の雇用創出法案

こうしたなか、オバマ大統領は9月8日に景気対策として総額4,470億ドル（約35兆円）を投入し、雇用創出を目指す「米雇用創出法案」を発表した(図表２)。来年秋の大統領選挙で再選を目指すオバマ大統領としては、財政面からの制約があるものの、雇用重視の姿勢を強調することで支持率向上を狙ったと見られる。

同法案では、個人・中小企業向け給与減税や設備投資減税のほか、学校近代化や道路・鉄道・空港等のインフラ投資、州・地方政府への教員・警察等の再雇用支援などが柱となっており、これらを通じて景気浮揚と雇用創出を図る考えである。大統領は議会審議を経てこの法案の早期成立を目指しており、財源確保のための歳出削減策や増税についても19日に提出した財政再建案の中に盛り込んだ。

図表2　米雇用創出法案の内訳

(10億ドル)

個人・中小企業向け給与税減税や設備投資減税	70
雇用者向け給与税減税・新規雇用減税	65
設備投資の100%償却(2012年まで延長)	5
米国の再建・近代化を通じた雇用支援	140
教員、警察、消防・救急隊員の再雇用	35
学校の近代化	30
道路・鉄道・空港等交通基盤の整備	50
インフラ整備のための銀行設立	10
遊休資産の活用や再開発	15
雇用促進・失業者対策	62
失業保険給付の見直しと延長	49
長期失業者の税控除	8
職業訓練など	5
個人向け給与税減税の延長(2012年まで)	175
合　計	447

(資料) 米ホワイトハウス「The American Jobs Act」

しかし、下院で過半数を占める野党共和党は、減税措置に対しては支持すると見られるが、歳出拡大や増税には反対の立場であるため、与野党の協議は難航すると予想される。

FRBはツイストオペ実施へ

連邦準備制度理事会（FRB）は、9月21日に発表した連邦公開市場委員会（FOMC）声明で、最近の景気認識を「脆弱な労働市場や高い失業率、家計支出の鈍化、住宅市場の低迷など経済成長が依然として緩慢である」と下方修正するとともに、景気見通しについては「世界的な金融市場の緊張を含め著しい下振れリスクが存在する」と厳しい見方を示した。

その上で、景気支援と物価水準維持の一助として、FOMCは保有証券の平均残存期間を延長することを決定した。2012年6月末までに総額4,000億ドル（約30兆円）の残存期間6～30年の米国債を購入し、同時に3年以下の国債を同額売却する「ツイストオペ」を実施する。このプログラムにより長期金利に低下圧力がかかることで一段と金融緩和を強化し、住宅市場の支援や設備投資の促進などを目指すものである。

また、FOMCは住宅ローン市場を支援するために政府機関債および政府機関発行の住宅ローン担保証券（MBS）の償還資金を再投資するほか、米国債の償還資金についても再投資を続ける方針を表明した。

ただし、市場ではツイストオペにより長期金利が低下しても、将来見通しに自信が持てない状況下では投資意欲は高まらないと、効果に懐疑的な見方があるほか、さらなる追加措置への期待も出ている。(11.09.22現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

足元のギリシャ情勢と今後の政策に関する注目点

～ユーロ圏の新たな段階に向けて～

山口　勝義

要旨

ユーロ圏では、足元、ギリシャの債務不履行の懸念が高まり、市場は神経質な動きを続けている。一方、最近の動向の中には、今後、ユーロ圏の中期的な情勢に影響するとみられる注目すべき動きも認められる。ユーロ圏は、新たな段階に向けて動きつつある。

はじめに

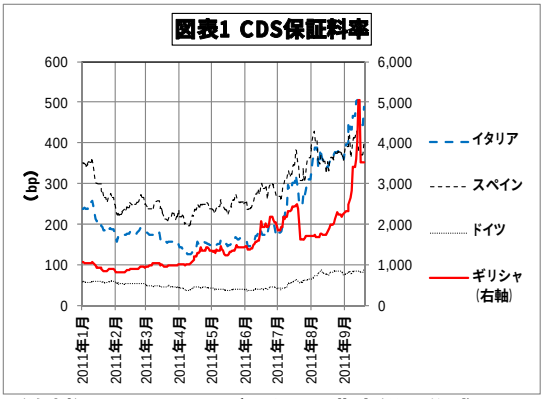
ユーロ圏の金融市場は、ギリシャの債務不履行の可能性が再度材料となり、波乱の展開となった（図表 1）。

9 月 2 日、ギリシャ政府は、2011 年に対 GDP 比財政赤字を前年の 10%台から 7.5%まで減少させる計画が達成困難であると発表した。これに対し、同日、国際通貨基金（IMF）および欧州連合（EU）による当初金融支援にかかる検証団が一旦ギリシャから帰国する事態に至ったことで、9 月中に予定された次回の融資実行が暗礁に乗り上げる懸念が高まった。

一方、7 月に合意された追加金融支援についても、フィンランドによる担保提供の要求について支援国間での調整が難航したほか、スロバキアで議会の承認手続を 12 月まで先送りする動きが表面化し、また、民間投資家によるギリシャ国債への再投資スキームへの参加率が当初想定した 90%に達しない見込みとなるなど、不透明感が高まった。

この間、銀行の経営不安や金融システム問題への拡大懸念で、広く銀行株が売り込まれることになった[注 1]。

合わせて、イタリアの新たな財政改善案で、一時、富裕層への増税案を撤回するなどの迷走が生じたことにより政治への不信感が高まったことや、欧州中央銀行（ECB）による国債買取りの継続性への市場の疑いが根強いことで、同国国債の利回りがスペイン国債を上回る水準が継続した。政府債務残高の格段に大きいイタリア（図表 2）が金融支援の対象になった場合の影響は甚だしく、市場は同国の動向に注意を向けている。



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。

一方、2011 年第 2 四半期実質 GDP 成長率で、いわゆるコア国をも含めた経済成長の鈍化が明らかとなり、今後の財政改善の進捗にも懸念が生じた。特にギリシャでは、同成長率は前年同期比で▲7.3%と落ち込み、通年では、2010 年の前年比▲4.5%に対し、IMF では 2011 年には同▲5.5%に悪化すると予測している。

このため、市場では政策の手詰まり感が漂うこととともなり、市場の悲観的な見方を助長する結果ともなっている。

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

図表2　政府債務残高

(単位:10億ユーロ)

	政府債務残高	対GDP比(%)
ユーロ圏	7,861	86
イタリア	1,843	119
スペイン	639	60
ギリシャ	329	143
ポルトガル	160	93
アイルランド	148	95

(資料) IMF "World Economic Outlook 2011/9"から農中総研作成。

足元のギリシャ懸念の高まり

ギリシャに対する懸念は、9月10日、ドイツ財務省がギリシャの債務不履行のシナリオを具体的に想定し準備に着手していると独誌が報道したことで(注2)で、一層現実味を帯びるものとなった。また、これに先立つ8日には、オランダ首相および財務相が連名で英紙に寄稿し(注3)、ユーロ圏からの離脱の手続を整備すべきことを主張したことも注目を集めた。

一方、ギリシャは11日、不動産税の増税等の追加的な財政改善策を発表し、財政赤字の20億ユーロ（約2,100億円）の削減で当初の赤字削減目標の達成を目指すこととした。しかしながら、その後再開された当初金融支援の検証では、容易に次回の融資実行について結論が出ない状況が継続している(注4)。今回分の融資実行は確保されたとしても、3ヶ月後に巡ってくる次回検証ではギリシャの立場は一層厳しくなると予想され、市場の懸念が払拭されることにはなりそうもない。

ギリシャ情勢については、これまでも本誌で継続的にレポートしてきたが(注5)、上記の一連の動きのなか、今ではギリシャの債務不履行（債務再編を含む）は、いつ起きてもおかしくない問題として、市場で認識されるに至っている。

中期的に注目される3つの動き

一方、足元のギリシャ情勢から目を転じれば、ユーロ圏では、中期的に、今後の政策に影響するとみられる注目すべき動きが認められる。

1．中期の財政改善と短期の景気刺激

8月16日、IMFのラガルド専務理事は、政策の手詰まり感の打開を意図し、英紙への寄稿で次の提言を行った(注6)。

> まず財政の持続可能性を維持することが最優先課題であるが、財政改革に余裕がある国では、緊縮財政を急速に進め過ぎ経済成長を阻害してはならない。つまり、財政改善は中期的に実現を図り、短期的には景気刺激に配慮すべきである。

しかしながら、従来、ユーロ圏の財政改革においては、家計や企業の消費や投資にかかる意思決定は将来の期待に影響されるため、緊縮財政にも景気刺激効果があるとする「財政政策の非ケインズ効果」を前提としてきたとみられる(注7)。これは、例えば「現時点で財政支出が削減されても、財政状況が改善する将来においては支出の回復が行なわれる」、「現時点で増税がなされても、将来は減税に転じる」などの期待感で、緊縮財政の負の効果は相殺されるとするものである。

これからすれば、本提言は一層経済成長を重視するスタンスへの転換であり、IMFで経済成長への懸念が高まっていることの反映とみられる。債務残高の削減のためには調達金利を上回る経済成長率を維持することが有効であるため、今回の転換は重要な動きと考えられる。

しかし、ここで求められている「短期：景気刺激、中期：財政改善」を満たす政策は、現実に実行可能なのであろうか。

具体的な政策例として、IMFではその後

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

9 月に公表した「Fiscal Monitor」(注 8)で、課税の重点を給与税から消費税へとシフトすること（フィスカル・デバリュエーション）や民営化を推進することを挙げている。ただし、こうした政策が実現可能かどうか、また現実に意図された効果を有するかどうかについては、各国ごとにその事情を踏まえた検証が必要と考えられる。

一方、本ラガルド提言に関する別の注目点はドイツのスタンスである。9 月 6 日、ショイブレ独財務相が、同じ英紙への寄稿で、改めて次の主張を行った(注 9)。

- 現在は債務の増加が長期的な経済成長を脅かしつつあり、財政支出は景気刺激効果を持たない。
- 財政改善のみが持続可能な経済成長をもたらすものであり、これが短期的に需要を縮小させる恐れがあるとする見方は必ずしも正しくはない。

これは、財政悪化国への支援に慎重なドイツの従来からの考え方を示すものであり、ラガルド提言とは異なった内容となっている。

2．「経済政府」の役割

財政政策に関しては、8 月 16 日の独仏首脳会談での「経済政府」設立の提案が注目される。これ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を意図したものであるが、その具体的な役割等については言及されていない(注 10)。

ユーロ圏の構造的な課題を振り返ると、各国の経済情勢に応じた政策金利の変更や通貨価値の変動を通じて行われる調整機能が存在しないために、経済成長の潜在性が高いいわゆる周辺国では、相対的に低い政策金利のもと強い内需でインフレ気味となり、相対的に高いユーロにより経常赤字の改善が困難となっている。一方コア国では、これと逆の現象が現れている。こうしたことからも、通貨統合が前提とした各国間の経済状況の収斂は進んでいない。

このため、「経済政府」には、単に財政規律強化のみならず経済面での不均衡是正を図る狙いがあるものと考えられる。つまり、経常収支赤字国ではより緊縮的な財政政策を行う一方で、黒字国では減税等を通じ内需の喚起に努める、などの各国間調整の役割が期待され、より質的に高度な財政協調が意図されているのではないかと考えられる。またこれは、折から G20 主導で検討されている、経常収支を通じた各国間の不均衡評価の仕組みとも関連付けがなされる可能性もある。

加えて、「経済政府」の議論を通じて、ドイツの多額の経常黒字の背景には相対的なユーロ安があるとの認識が深まれば、財政協調を通じた財政悪化国支援に対するドイツ国民の合意形成に繋がる効果も期待される。

3．ドイツ憲法裁判所が示した道筋

一方、ユーロ圏での財政協調については、9 月 7 日のドイツ連邦憲法裁判所（最高裁）による判決がひとつの道筋を示すことになった。

本判決については、一般的には、

- 欧州金融安定ファシリティ（EFSF）や決定済みの金融支援をドイツ基本法（憲法）や EU 条約違反とする訴えを退け、これまでの財政悪化国支援が根底から覆される懸念が払拭された点
- 今後は 1 件ごとにドイツ連邦議会（下院）予算委員会の事前承認を得る必要があるとされ、機動的な支援実施への制約となる懸念があるものの、議会本

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

体による承認の場合に比べ手続上は簡素であり、議会の関与をより尊重すべきとするメルケル首相の意向とも整合性がある点

が指摘されているが、こうした点以上に注目されるのは、ドイツ議会は「他国による任意の決定に伴う法的義務をドイツが継承すること（an assumption of liability for other states' voluntary decisions）となる恒久的な仕組みを作ることはできない」とした点である(注11)。

これは、ユーロ圏共同債の導入を含め、今後のより緊密な財政協調の仕組みの構築に当たって、制約条件となるものである。しかし逆の視点からは、ある範囲を越えた財政協調には、国民投票の実施、ドイツ基本法の改正、EU条約改正という一連の手順が必要となるということが明らかとなり、法的手続の不透明感が払拭された点は評価されるべきと考えられる。

おわりに

ユーロ圏では、新たな段階に向けた準備が進んでいる。その進捗は遅々としたものであるとして、政治的なリーダーシップの弱さに対する批判もあるが、目指す政治面・財政面での協調強化の前段階では、国内や各国間の調整に時間を要することにはやむを得ない側面もある。

10月末に任期終了を迎えるECBのトリシェ総裁は、しばしば、「欧州ではこれまでの統合に向けた90年近くに及ぶ歴史のなかで、様々な危機に直面し、むしろそれを契機として進歩を遂げてきた。今後もそれは変わらない」という趣旨の発言を行っている。確かに、"Quantum Leap"（一大飛躍）を遂げるチャンスは危機時にしか巡ってこない。

足元では、ギリシャの債務不履行懸念等がユーロ圏ばかりか世界的な市場波乱の要因となっている。この波乱がユーロ圏の将来への飛躍に結び付くことになるのかどうか、今後の推移を注視していきたい。（2011年9月22日現在）

(注1) 山口「改めて問われる欧州の銀行の経営体力」（『金融市場』2011年10月号）を参照されたい。

(注2) 独Spiegel誌の次の記事による。
- "German Finance Minister Prepares for Possible Greek Bankruptcy"（2011/9/10）

(注3) 英Financial Times紙への次の寄稿による。
- Mark Rutte（オランダ首相）およびJan Kees de Jager（同財務相）（2011/9/8）"Expulsion from the eurozone has to be the final penalty"

(注4) 検証団の厳格なスタンスについては、例えば英Financial Times紙の次の記事を参照されたい。
- "Lagarde warns IMF will hold back loan if Athens fails to act"（2011/9/16）

(注5) 本誌による最近の分析レポートとしては、例えば次を参照されたい。
- 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）
- 山口「ギリシャ支援策の失敗」（『金融市場』2011年7月号）
- 山口「実質的に始まったユーロ圏の財政統合への動き」（『金融市場』2011年8月号）
- 山口「注目されるギリシャの国有資産売却への取組み」（『金融市場』2011年9月号）

(注6) 英Financial Times紙への次の寄稿による。
- Christine Lagarde（2011/8/16）"Don't let fiscal brakes stall the global recovery"

(注7) 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8) IMF（2011/9）"Fiscal Monitor: Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks"

(注9) 英Financial Times紙への次の寄稿による。
- Wolfgang Schäuble（2011/9/6）"Austerity is the only cure for the eurozone"

(注10) 従来、「経済政府」はフランスが主唱してきた経緯があるが、歴史的にはフランスにとっては主要国有企業等を通じた政府の経済への介入を意味し、一方、ドイツの立場からはユーロ圏諸国が安定成長協定（Stability and Growth Pact）の遵守を確保する仕組みと理解されてきた。

(注11) ドイツ連邦憲法裁判所（Bundesverfassungsgericht）による次のプレスリリース資料による。
- Press release no. 55/2011（2011/9/7）

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

緩やかな減速傾向にある中国経済

～政策の基本的なスタンスは当面変更せず～

王　雷軒

要旨

消費、投資の小幅な鈍化により、足元の景気は緩やかな減速傾向にある。一方、8 月の消費者物価指数は前年比 6.2%と上昇率が鈍化したが、インフレ圧力は依然根強いことや、不動産価格は値下がり傾向にあるとはいえ、価格上昇抑制措置はこれからも堅持していく必要があることなどから、当面は政策の基本的なスタンスは変わらないと思われる。

足元の景気動向～緩やかな景気減速

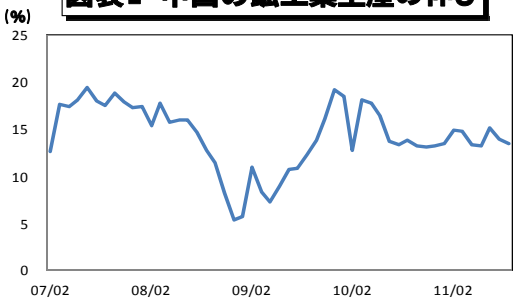
足元の中国経済について、金融引締めなどにより緩やかな減速に向かっていると見られる。以下、GDP の需要項目別の動向を確認してみよう。

個人消費の代表的な指標である消費財小売総額は、食料品やガソリンなどの生活必需品の価格上昇などにもかかわらず、8 月に前年比 17.0%へと 7 月(同 17.2%)から頭打ちとなった。しかし、個人所得税の基礎控除額の引上げを含め所得環境の持続的な改善などを背景に、年末にかけて消費は底堅く推移するだろう。

また、固定資産投資（農村家計を除く）は 1～8 月累計で前年比 25.0%とこのところ鈍化基調にある。しかしながら、9 月 19 に開催された国務院常務会議で、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）を引続き推進してくことが確認されたほか、水利施設建設などの実施を背景に、固定資産投資の底堅さも維持されるだろう。

外需の動向については、中国海関総署の発表によると、8 月の輸出は 1,733 億ドルで前年比 24.5%、輸入は 1,556 億ドルで同 30.2%と、いずれも堅調な推移となった。とはいえ、金融引締めの影響などによって資金繰りに苦しんでいる中小企業が増えたほか、欧米経済の先行き減速懸念が広がっており、中国の輸出の先行きについては楽観視することが出来ない。

図表１　中国の鉱工業生産の伸び



注：付加価値ベース、前年比、直近は8月
(資料) CEICデータより作成

さらに景気を生産面から見ても、8 月の鉱工業生産（付加価値ベース、年間売上高が 2,000 万元以上の企業を対象に集計）は、前年比 13.5%と 7 月（同 14.0%）から 2 ヶ月連続の鈍化となり、緩やかな景気減速に向かっていることを示したと考えられる（図表１）。

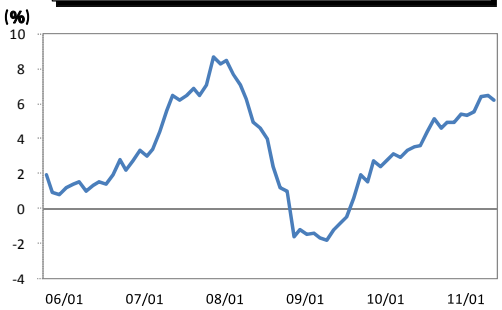
物価上昇率は縮小したが、インフレ圧力は依然として根強い

8 月の消費者物価指数（CPI）は前年比 6.2%と 7 月（同 6.5%）から小幅ながら 4 ヶ月ぶりに鈍化に転じた（図表 2）。し

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

かし、高騰が続いた豚肉を中心に食料品価格は同 13.4%と上昇し、8 月の物価上昇への寄与度は4.02ポイントとCPIを押上げ続けていることや賃金水準の上昇などから、インフレ圧力は依然として根強いと見られる。ただし、ベース効果の一巡や豚肉生産を促進する需給改善策の実施などに伴い、インフレ圧力は全体的に徐々に収まってくると想定している。

図表2 中国の消費者物価上昇率の推移



注：月次データ、前年比、直近は8月
(資料) CEICデータより作成

一方、国家統計局が発表された 8 月の 70 都市の新築住宅価格統計によると、住宅価格の上昇率の縮小や横ばいの都市が増えていることから、住宅価格上昇の頭打ち感が見て取れる。ただし、地方の中小都市では、住宅価格が依然として高騰しているため、引続き価格抑制策が必要になると思われる。

金融政策と今後の見通し

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 月に利上げを実施し、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%となっている。

また、8 月末に多くの中国紙の報道（中国人民銀行による正式な発表がない）によると、中国人民銀行は、預金準備率の対象範囲を、通常の預金だけではなく、一般銀行が為替手形引受業務や信用状発行業務などを行う際に取引先から預かった保証金預金も預金準備率の対象範囲に含めることを通達したようだ。

これは一般銀行のオフバランス取引の急拡大などを背景に、中国人民銀行の金融調節機能強化の一環として導入されるものと見られる。これは上納期限が段階的に設けられ、来年 2 月まで一般銀行から 9,000 億元程度の資金が吸収され、預金準備率の 1.5%程度の引上げに相当し、金融引締め策の強化とも捉えられる。

こうした金融引締め策の影響を受けて、中小企業の倒産も増えている一方、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減速懸念が高まってきた。そのため、中国人民銀行は 9 月初めに手形の発行による資金供給や一部の銀行に対する預金準備率の引下げなどにより逼迫した資金需要への配慮も行っている模様である。

しかしながら、前述したようにインフレ圧力は依然根強いこと、また、不動産価格は値下がり傾向にあるが、価格上昇抑制措置はこれからも堅持していく必要があることなどから、当面は政策の基本的なスタンスは変わらないと思われる。

以上を踏まえ、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海外経済の減速などによって 11 年 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。しかし、景気が急速に減速してくるようであれば、これまでの金融引締めからの転換もあるだろう。

（2011 年 9 月 21 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

9 月 21～22 日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、08 年 12 月から据え置く政策金利（史上最低の 0～0.25%）を少なくとも 13 年半ばまで維持する可能性が高いとの見方が維持されるとともに、12 年 6 月末までに残存 6～30 年の長期国債を 4,000 億ドル買入れる一方で、同 3 年以下の国債を同額売却するというオペレーション・ツイストの実施が決定された。

経済指標をみると、8 月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月から横ばいと事前予測を大きく下回り、失業率も先月並みの 9.1%となるなど、労働市場の冷え込みを改めて示す結果となった。9 月 8 日にはオバマ大統領が雇用創出を柱とした 4,470 億ドル規模の追加景気対策案を発表したが、与野党の対立も予想される中で法案の行方は不透明である。その他の経済指標の弱含みも続いており、米国経済の先行き懸念はむしろ高まっている。

国内経済･金融

9 月 6～7 日の日銀金融政策決定会合では、10 年 10 月に導入した「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金融資産等買入）の維持を決定した。また、8 月の会合で増額された金融資産買入れ額（15 兆円）と固定金利方式共通担保オペの実施額（35 兆円）も据え置かれた。

経済指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需） の 7 月分は、前月比▲8.2%と 3 ヶ月ぶりに下落した。7～9 月期では前期比 0.9%と上昇が見込まれているが、その達成を危ぶむ声も浮上している。また、7 月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比 0.4%と 4 ヶ月連続で上昇した。製造工業生産予測調査によれば、8 月は同 2.8%と上昇が続くが、9 月には同▲2.4%と下落に転じるとみられている。このように、経済の持ち直しの動きが続いているものの、復旧の一巡感も一部で出始めている。

金利･株価･為替

米英独等の長期金利は、世界的な景気先行き懸念の高まりによる「質への逃避」から 8 月上旬以降過去最低水準で推移しているが、直近は FOMC でのオペレーション・ツイストの決定によりさらに低下圧力が強まっている。こうした流れを受けて日本の長期金利(新発 10 年国債利回り）も、1.0%前後という低位でのもみ合いが続いている。

日経平均株価は、米国の景気先行き懸念や欧米財政問題の拡大、円の高止まり等を受けて下落しており、9 月中旬には一時 8,500 円を割り込むなど、年初来最低の水準となっている。

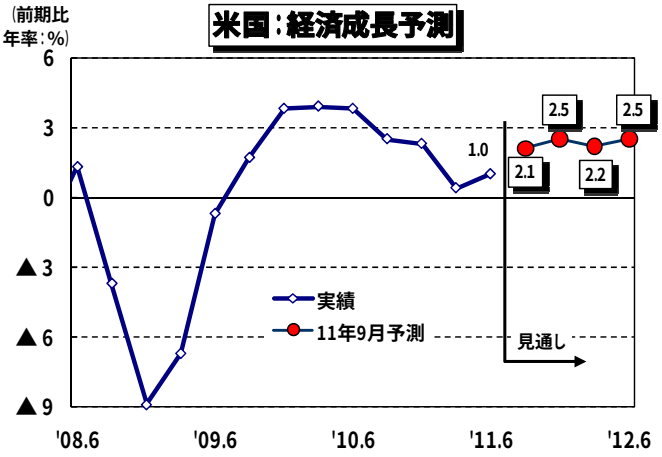
外国為替相場（ドル円相場）は、8 月 4 日の単独為替介入の実施、8 月 24 日の円高対策パッケージの発表など、政府による円高対策の実施・発表後も、1 ドル＝76 円台半ば～後半という歴史的な円高水準が続いている。9 月 6 日にスイス国立銀行がスイスフランに上限を設定した際には、一時 1 ドル＝77 円台後半まで円安となる場面もあったが、直近は再び 1 ドル＝76 円台半ばまで水準を戻している。一方のユーロも、各国の財政危機問題がくすぶる中で下落を続けており、9 月中以降には 1 ユーロ＝104 円台を付ける場面も散見される。

原油相場

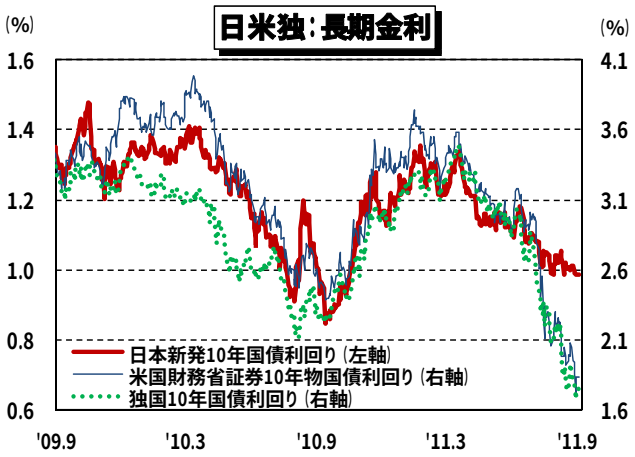
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI 期近）は、世界の政治・経済情勢に一喜一憂する展開となり、1 バレル＝80 ドル台後半を中心としたレンジでもみ合っている。　（2011.9.26 現在）

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

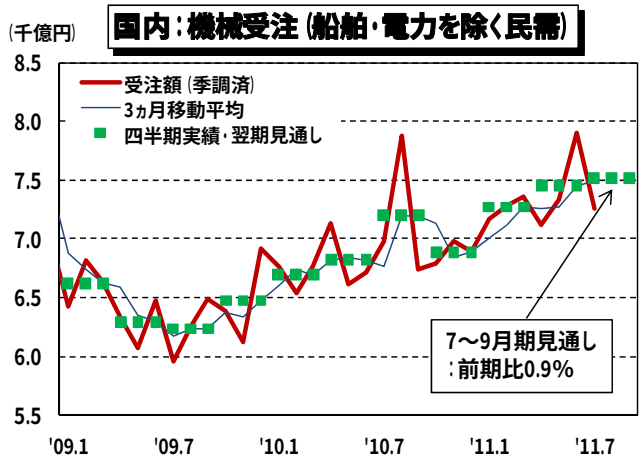
内外の経済・金融グラフ



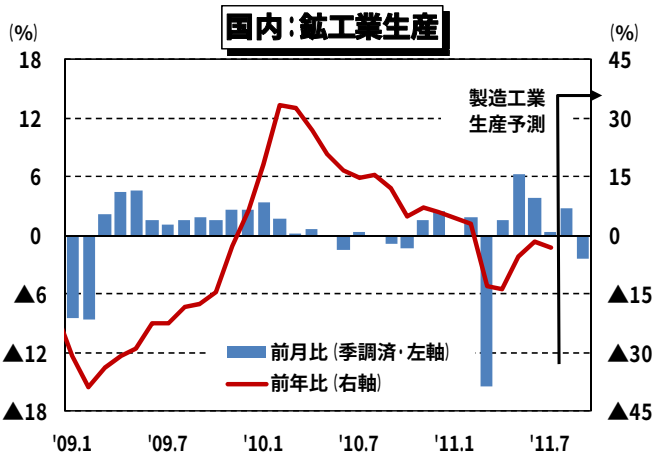
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



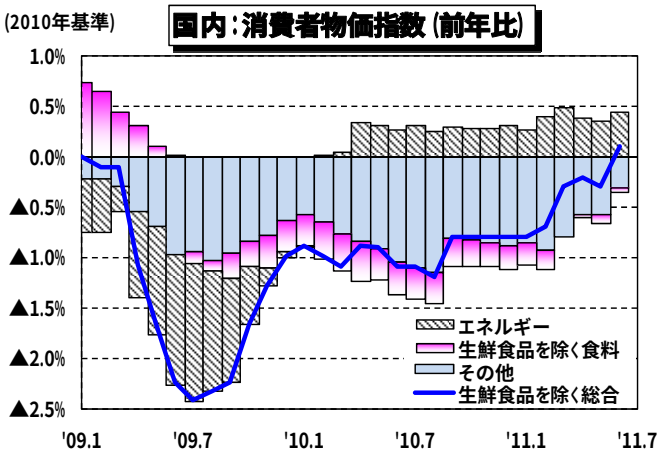
(資料) Bloombergより作成



(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

今月の焦点

海外経済金融

改めて問われる欧州の銀行の経営体力

～貸出削減が経済成長鈍化を助長する可能性も～

山口　勝義

要旨

欧州では、銀行の経営体力に対する懸念が改めて浮上し、ユーロ圏が抱える問題をより困難化させる可能性が市場の波乱要因となっている。さらに、予想される貸出の削減が、ユーロ圏で既に現れ始めている経済成長の鈍化を助長することにもなりかねない。

はじめに

8 月、ユーロ圏の金融市場は想定外の波乱に見舞われた。

想定外というのは、米国の債務上限をめぐる交渉等の外部要因を除けば、次のとおり、当面、ユーロ圏では差し迫った材料は見当たらなかったためである。

- 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国会で承認された。これにより国際通貨基金（IMF）および欧州連合（EU）による当初金融支援が継続されることとなり、同国の 7 月中の債務不履行は回避された。
- また、同国に対する追加支援についても、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。
- 一方、欧州横断的な銀行のストレステストの結果が 7 月 15 日に公表されたが、シナリオの保守性等について批判的な見方はあったが、市場は総じて公表結果を冷静に受け止めた[注1]。
- 今後、ギリシャに対する追加支援のユーロ圏各国による承認手続や当初金融支援での次回融資実行が控えているが、夏休み期間中にはこれらに具体的な進展は見込めず、当面市場を動かす材料にはならないと考えられた。

しかし現実には、一層高まった不安感で市場は乱高下を繰り返しつつ、世界的に安全資産へのシフトが進行することとなった。

8 月の市場波乱の主要要因

欧州での波乱の大きさは、例えば、1 ヶ月間の下落幅がリーマンショック時並みの約 20%となった株価指数の値動きや、スペインに続きイタリア 10 年国債利回りの 6%台乗せ、ドイツやフランスを含むクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の保証料率の急上昇に現れている。この結果、8 月には、フランス等での株式の空売り規制の導入、欧州中央銀行（ECB）による新たにスペイン、イタリア両国債を対象に加えたうえでの国債買取りの再開、独仏首脳会談の実施等の対応が迫られることとなった。

この市場波乱の要因については、以下の諸点が考えられる。

これらの要因が複合することで、ユーロ圏が抱える問題の不透明感が増幅するとともに、米国の政府債務上限の引上げ交渉の迷走や、それを背景にした 8 月 5 日の S&P による米国格付けの引下げ等も加わり、市場のボラティリティが拡大することとなったものと考えられる。

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

1. 複数要因の複合による市場波乱

① 政治的な調整能力への疑念、政策の手詰まり感

対ギリシャ追加支援策は、ユーロ圏財務省会合（7/11）では合意できず、同首脳会議(7/21)に先延ばしされた。また、8 月半ばにはフィンランドがギリシャに対し担保提供を求めるなど支援国の足並みの乱れが表面化し、追加支援の破綻も懸念された。

加えて、問題解決の有効策と期待されるユーロ圏共同債にはドイツ等の反対が強く、具体化の可能性は乏しい。また、財政危機拡大の懸念を受け、8 月に約 5 ヶ月ぶりに再開された ECB による国債買取りについても、これに反対する見解や国債の市場規模を考慮すれば、その効力の限界を意識せざるを得ないものとなっている。

② 財政危機のスペイン、イタリアへの波及懸念と AAA 国の財政悪化懸念

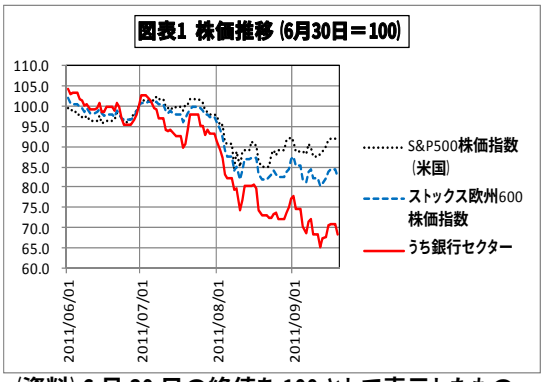
両国に対する金融支援のためには欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の増額が不可避となるが、これに伴う AAA 国の債務増大の可能性が米国に続くフランス格下げの思惑を呼ぶ一方、増額への反対意見も強く、EFSF が機能不全に陥る懸念も生じた。

③ 財政悪化国向け債権を多量に保有する銀行の経営体力への懸念

改めて財政悪化国向け債権を多く有する銀行の経営体力が注目され、資金繰り難を通じて、広く金融システム問題への拡大の可能性も懸念された。

④ 経済成長鈍化と財政改善頓挫の懸念

8 月 16 日発表の 2011 年第 2 四半期実質 GDP 成長率では、いわゆるコア国をも含めた経済成長の鈍化が明らかとなり、今後の財政改善の進捗に懸念が生じた。



（資料）6 月 30 日の終値を 100 として表示したもの。Bloomberg のデータから農中総研作成。

2. 株価下落を主導した銀行株

上記のうち③の銀行の経営体力に対する懸念は、決して目新しい材料ではない。しかし、既に 7 月から銀行セクターの株価下落が鮮明になっており、下げ幅も大きい点が注目される（図表 1）。

これは、ギリシャ財政の持続可能性に対する疑念が高まるなか、7 月に合意されたギリシャへの追加支援でのヘアカット（債権額削減）の導入等によって、改めて銀行を取り巻く問題の根深さが認識され、政府の財政問題と銀行の経営問題が相互に作用しつつユーロ圏の問題をさらに困難化させる可能性が懸念された結果と考えられる。このように、株価指数の中で構成比が 10%強と最大の同セクターが、今回の株価下落を主導した点は否定できない。

また、この銀行を巡る問題については、ラガルド IMF 専務理事が、8 月 27 日、米カンザスシティ連銀主催の年次経済会議の講演で、欧州の銀行は早急な資本注入が必要であるとし、ユーロ圏で銀行に直接資本注入できる新たな仕組みの整備が重要とする発言を行ったことで、一層問題の深刻さを意識させる結果となった。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

銀行の課題の二面性：資本と資金繰り

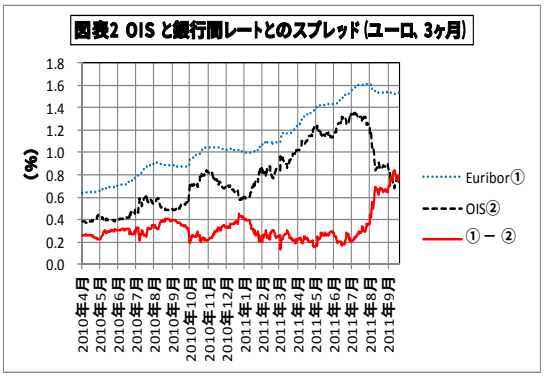
1. 資本の十分性

しかし、このラガルド発言に対しては、欧州の当局者からは現実を踏まえない過度な内容として反発があるとされている[注2]。さらにその後、CDSの保証料率に基づく財政悪化国の国債価格を根拠として欧州の銀行の多額の資本不足を指摘したIMFの「国際金融安定性報告（Global Financial Stability Report、GFSR)」（ドラフト）を巡って、IMFとこれを非現実的な分析とするECBや各国政府の当局者等との間で激しい論争が生じていると報道された。また同報道は、この分析を、最近の銀行株急落の背景とする見解があるとも伝えている[注3]。

確かに、銀行の資本については、昨年のストレステストで資本不足とされた合計35億ユーロ（約3,600億円）に対し、その後、2011年前期のみでも欧州の銀行全体で合計600億ユーロ（約6兆3千億円）に達する増資が実施されている[注4]。また、今回の市場波乱の中で株式売却の標的とされたフランスのソシエテ・ジェネラルやイタリアのウニ・クレディトについても、狭義の中核的自己資本比率は2010年末時点の実績値で各8.1%、7.8%にまで改善しており、2011年ストレステストでも2012年末時点で各6.6%、6.7%を維持すると見込まれている[注5]。

しかしながら、銀行資本はそもそもどれだけ増強すれば十分という基準を置き難いものであるが、現在、特に銀行勘定における財政悪化国向け債権の評価に甘さが残る可能性を否定できないなか、市場の納得感を得ることは容易ではない。

なお、上記の論争の末、IMFは、その後公表したGFSRの最終版では、銀行の資本不足額ではなく損失額の観点から、銀行の課題を指摘するに止めている。



（資料）Bloombergのデータから農中総研作成。

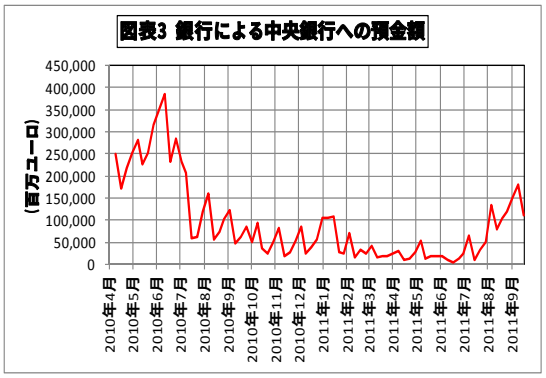
2. 資金繰り（流動性）の確保

一方、こうした銀行の資本の十分性を巡る不透明感の高まりを受け、銀行間の資金市場での貸渋りや、MMFの運用先として銀行ネームの回避等を通じ、銀行の資金繰り懸念が表面化してきている。

こうした状況は、銀行間の貸渋りの程度を示す、OIS（Overnight Indexed Swap）と銀行間レート（Euribor）とのスプレッドの拡大（図表2）から窺うことができる[注6]。またユーロ圏では、米ドル調達の困難性を示す、調達の際の上乗せ金利であるEuro Basis Swapも、最近急速に拡大している。一方、銀行による中央銀行への短期預金の積上がり傾向も現れており、これは銀行間取引回避の動きが反映した結果と考えられる（図表3）。

2008年のリーマンショックの際には、銀行の資金繰り難（流動性の枯渇）が表面化し、銀行業界が抱える重大なリスクの源泉として注目されることとなった。現在のところはECBの資金供給オペレーションには著変は認められないものの、資金繰り難は個別行から容易に金融システム問題に拡大するため、特に注意が必要となっている。

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



(資料) 規制上の最低準備金や、ターム物預金を除く。ECB による週次の"Consolidated financial statement of the Eurosystem"から農中総研作成。

おわりに：経済成長に及ぼす影響

ユーロ圏では預貸率(貸出金／預金(含む銀行間預金)) は平均 107%程度と、100%超で推移している(注7)。このため、銀行の資金繰り難は、優良資産を含めた貸出の削減に結び付き、経済成長の鈍化を助長することにもなりかねない。

一方、8 月に発表されたユーロ圏の 2011 年第 2 四半期実質 GDP 成長率では、コア国をも含めた経済成長の鈍化が明らかとなっている。さらにその後も、9 月には、2011 年、2012 年の実質 GDP 成長率予測を、ECB が各 1.9%から 1.6%、1.7%から 1.3%に、また、IMF が各 2.0%から 1.6%、1.7%から 1.1%に、それぞれ大幅に下方修正した。

今後も欧州の銀行の資金繰り懸念が継続し、貸出削減により経済成長が更に鈍化した場合には、政府債務残高削減のために調達コストを上回る経済成長率の維持が期待されるなか、財政改善を一層困難なものにすることとなる。

足元のギリシャ等の情勢に加え、このような銀行を取り巻く問題がユーロ圏の混迷を深める可能性は高く、市場は神経質な展開を続けるものとみられる。

(2011 年 9 月 22 日現在)

(注1) 欧州横断的な銀行のストレステストの概要は下表のとおり。2011 年のテストでは、他行比較の拡充を通じたより厳密なテスト結果の妥当性検証や情報開示の充実など、昨年のテストに比べ改善点はあるものの、引続きヘアカットはトレーディング勘定に限定されるなど課題が残った。また、事前には最大で 15 行程度が資本不足と判定される可能性があると見込まれていた。なお、「狭義の中核的自己資本比率」は、優先株や優先出資証券で調達した資金は含まず、普通株や内部留保により構成されている。

	2011 年	2010 年
結果公表日	7 月 15 日	7 月 23 日
判断基準	狭義の中核的自己資本比率が 5%以上	中核的自己資本比率が 6%以上
対象行数	欧州の全 90 行 (結果発表を拒否したドイツの 1 行を除く)	欧州の全 91 行
資本不足行数	8 行 (スペイン 5 行、ギリシャ 2 行、オーストリア 1 行)	7 行 (スペイン 5 行、ギリシャ 1 行、ドイツ 1 行)
資本不足額	合計 25 億ユーロ	合計 35 億ユーロ

(資料) それぞれ、European Banking Authority および Committee of European Banking Supervisors によるプレスリリース資料 (各 2011/7/15、2010/7/23) から、農中総研作成。

(注2) 例えば、Financial Times (2011/8/29) "European officials round on Lagarde"、"Lagarde opts for straight talking"による。

(注3) Financial Times (2011/9/1) "IMF staff clash with eurozone authorities"による。CDS の保証料率に基づく財政悪化国の国債価格を根拠とした IMF の分析結果では、①欧州の銀行の有形株主資本が総額で約 2,000 億ユーロ、率にして 10～12%減少する、②また、銀行の資産持ち合いによる波及効果を考慮すると、影響はその 2 倍に達する可能性もあるとしていると報道されている。

(注4) Financial Times (2011/8/29) "Recapitalisation call catches bankers off guard"による。

(注5) European Banking Authority (2011/7/15) "Results of the 2011 EU-wide stress test"の銀行別個表による。

(注6) 3 ヶ月 OIS は、オーバーナイト金利を 3 ヶ月変動金利に変換した金利。これと銀行間の金利である 3 ヶ月 Euribor とのスプレッドは、銀行間の資金調達の困難の程度を示している。

(注7) ECB (2011/8) "Monthly Bulletin"のデータによる。

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

日本における SRI ファンドの現状

安藤　範親

はじめに

人権や環境問題などから、「企業の社会的責任（CSR）」に対する社会の関心が高まり、CSR も考慮して投資しようという考え方（社会的責任投資：SRI）が広がり始めた。

こうした社会の動きを捉え、従来の財務分析などによる投資基準に加えて、環境問題や地域貢献などへの対応が優れている企業に投資を行う投資信託が 99 年に登場し、「SRI ファンド」と呼ばれている。

企業の CSR 活動は、省エネ機器の導入や社会貢献活動の取り組みなど、企業財務に対してコスト要因であることが多く、短期的に見ると当該企業のパフォーマンスに対してネガティブに働くと考えられている。一方で、CSR の取り組みは、環境汚染防止や情報セキュリティなどリスクマネジメントの面で重要な戦略であることが示唆されており、CSR の取り組みを評価することは長期的な企業価値向上につながると認識されていることから、当該企業の株式パフォーマンスにはプラスに働くと考えられる。

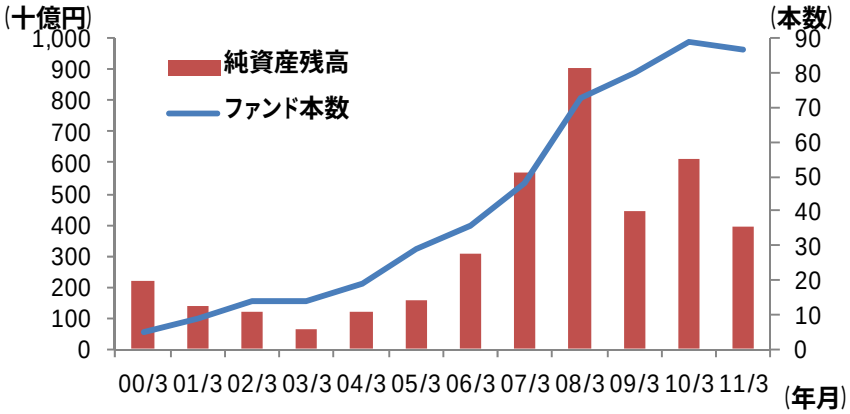
SRI ファンドの特色

日本の SRI ファンドは、国内外の社会的責任を果たしている企業に投資しており、主な投資対象による分類に従うと、国内株式型、国内ハイブリッド型、国際株式型、国際ハイブリッド型、国際債券型の 5 種類がある。

また、従来の財務分析以外の評価項目としては、SRI ファンドが登場した当初の 99～00 年は、環境問題への対応に優れた企業や環境ビジネスに積極的な企業を選別したものが主流であった。00 年後半からは、CSR を積極的に果たす企業に投資するタイプが登場し、①法的責任として、情報開示や法律を守る体制が整っていること、②社会的責任として、地域社会、顧客、従業員への配慮を取り組んでいること、③環境的責任として、環境配慮製品の提供や環境活動など行っていることなどが包括的に評価されている。

04 年以降は、上記以外にも、水質改善や汚染水処理など水ビジネス関連企業や、風力などのクリーンエネルギー関連企業、高齢化や社会福祉などの健康関連企業、女性活躍支援への取り組みなどに積極的な企業などを評価する特色をもったタイ

(図表1) 全SRIファンドの純資産残高とファンド本数推移



資料) NPO法人社会的責任投資フォーラムより作成

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

プが生まれている。

SRI ファンドの運用状況

日本の SRI ファンドの動向を見ると、99 年以降、ファンド本数、純資産残高ともに順調に増加し、07 年 12 月には、ファンド本数は 70 本、純資産残高は約 1 兆 1,574 億円となりピークに達した。それ以降のファンド本数は増減を繰り返しながらも増加傾向にあるが、世界金融危機の影響で純資産残高は減少し、11 年 6 月末では、ファンド本数 87 本、純資産残高約 3,485 億円となっている（図表 1 参照）。

このような中で、SRI ファンドは、どの程度の運用成果をあげているのであろうか。

SRI ファンドの性質上、運用実績を見る上ではできる限り、長期の運用実績を見る方が望ましい。そこで、本稿では SRI ファンドのタイプ別に、ファンドの設定後 3 年以上経過し、かつ一定の運用資産残高（10 億円）を達成している SRI ファンドを選び出し、価格の 3 年間の騰落率を算出した。その結果、87 本中 35 本が抽出された（図表 2 参照）。

SRI ファンドの過去3年の騰落率を見ると、国内株式型が▲38.37、国際株式型が▲33.35、国際ハイブリッド型が▲19.40 と、どのタイプもマイナスを記録している状況である。しかし、この期間はリーマンショック後の株価下落局面等が含まれていることを考慮する必要がある。

ちなみに、この期間の「東証株価指数（TOPIX)」の騰落率は▲40.45 であることを考えると、運用成績が劣っているという判断は、保留しなくてはいけないだろう。なかには、TOPIX の騰落率を大きく上回る SRI ファンドも散見された。

しかし、いずれにせよ、より長期の運用実績を見る必要があり、慎重な評価が重要であろう。

おわりに

SRI ファンドの純資産残高は低迷している。しかし、企業の CSR 活動によって、地球温暖化や生物物多様性など地球規模の課題などに対処していくことは、意義のあることであり、SRI ファンドへの投資は、そのような企業行動を期待できる。

今後、SRI ファンドのより一層の伸長が求められる。

(図表2) SRIファンドのタイプ別騰落率

	ファンド本数	1ファンド当たりの純資産残高（百万円）	発売期間3年以上、資産残高10億円以上のファンド本数	騰落率（注2）		
				平均	最高	最低
国内株式型	35	2,596	15	▲38.37	▲17.95	▲47.03
国内ハイブリッド型	2	765	0			
国際株式型	35	5,731	16	▲33.35	▲0.29	▲52.00
国際ハイブリッド型	14	3,932	4	▲19.40	▲14.63	▲24.08
国際債券型	1	500	0			
合計	87	4,006	35			

(注1) 本集計は、特定非営利活動法人社会的責任投資フォーラムによる公募SRI投信一覧（11年6月末）に基づいた。
(注2) 08年5月末～11年5月末の3年間の基準価額の騰落率を示した。なお、支払い済み分配金は基準価額に加味した。
(注3) 基準価額は、Bloombergデータから取得した。

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

分析レポート

国内経済金融

地域銀行の若年層獲得戦略と各行特性との関連性

岡山　正雄

はじめに

近年、金融機関において若年層との取引はより重要になっている。従来金融機関では住宅ローン取引を契機とし、顧客の定量・定性情報を把握したうえで、各種ローンや預り資産販売などへ取引を広げていくのが、一般的な戦略であった。しかしながら、企業向け貸出が伸び悩み、それを補う収益源として個人市場を各金融機関がターゲットにした昨今、住宅ローン取引の前段階である若年層との取引獲得と深化を目指す試みが行われている。このようななか、地域銀行 105 行がどのような戦略や商品を取り揃え、若年層との接点を確保し、取引の深耕を図っているのかについて調査した。調査は 11 年 6 月に行い、ウェブ等各種媒体を利用して情報を収集したうえで、各種特性と戦略・商品の関連性を分析した。

共通事例

地域銀行の若年層向け戦略・商品は多岐にわたる。そこでまずはほとんどの地域銀行で行われている共通事例を紹介する。これまで若年層向けの戦略と言えば、給与振込口座を獲得し、預金取引をすることに主眼が置かれていた。これは現在でも一定の位置づけを持っているが、この他インターネットバンキング(105 行中全行、以下括弧内の行数は各戦略の実施行数を示す)やクレジットカード(104 行)を提供し、多様な決済機能を提供している。

また資産運用では、投資信託や個人向け国債など預り資産販売を軸にしている(全行)。この他ローン商品では、ほとんどの地域銀行が借入と返済の利便性を高めたカードローンを提供しており(103 行)、非対面で申込が可能である場合が多い(90 行)。

特徴的な商品と戦略

以下では共通事例ではないものの、一定程度の地域銀行で提供されている商品や営業戦略について①クレジットカード関連、②預り資産販売関連、③ローン商品関連、④ネット戦略関連、⑤その他戦略の 5 つに分類して紹介する(図表 1)。

①クレジットカード関連

クレジットカードとキャッシュカードの機能が 1 枚にまとめられた一体型カードが提供されている(70 行)。またこれらの機能をまとめて銀行本体から提供する本体発行も行われている(39 行)。

この他、他業態の電子マネー(流通系の WAON や交通系の Suica など)と提携し、オートチャージできるようにしている場合もある(14 行)。

図表1　特徴的な戦略・商品と実施行数

戦略・商品		実施行数	実施率
①クレジットカード関連	一体型カードの発行	70	66.0%
	一体型カードの本体発行	39	36.8%
	電子マネー機能付加	14	13.2%
②預り資産販売関連	ネットでの預り資産販売	42	39.6%
	預り資産のセット販売	39	36.8%
	資産運用シミュレーション	14	13.2%
③ローン商品関連	カードローン非対面契約	48	45.3%
	カードローン即日融資	21	19.8%
	給振指定者専用ローン	11	10.4%
	住宅ローン利用者専用ローン	24	22.6%
④ネット戦略関連	ネット専用支店	30	28.3%
⑤その他戦略	学生向けキャンペーン	22	20.8%
	新社会人向けキャンペーン	49	46.2%

〔資料〕地域銀行各行ホームページ

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預り資産販売関連

ネットバンキングにおいて投資信託の売買機能を付加し、ウェブ上で売買ができる地域銀行がある(42 行)。また顧客が預り資産購入を始める契機となるものとして、預り資産を一定比率ないしは一定残高組み入れることで、定期預金金利を優遇するセット販売を行う地域銀行が見られた(39 行)。この他、自行ホームページ内に簡便な資産運用シミュレーションを設け、顧客に定期預金以外での運用を促すところもある(14 行)。

③ローン商品関連

ローン商品のなかでは、カードローンで特徴的なものがある。非対面での申込に加えて、非対面で契約が完了する商品を取り扱うところや(48 行)、即日融資可能な商品を取り扱う地域銀行もある(21 行)。

この他、給振込指定者専用ローン(11 行)や、住宅ローン利用者専用ローン(24 行)など、一定の顧客に限って優遇金利で提供する商品もある。

④ネット戦略関連

一般的に銀行で預金取引を開始する場合には、窓口に来店する必要がある。しかし、ネット専用支店を開設している地域銀行では(30 行)、ウェブ上で口座開設手続きが可能なほか、優遇金利の定期預金などの専用商品を取り揃えているところもある。

⑤その他戦略

この他、春の進学シーズンに合わせて、学生向けキャンペーンやイベントをする地域銀行があるほか(22 行)、新社会人を対象とした各種キャンペーンをする地域銀行も見られた(49 行)。

地域、財務特性と若年層向け戦略・商品の関連性

以下では一定程度見られた特徴的な戦略について、地域銀行各行の立地特性や財務特性との関連性を分析する。そのために本店所在地による実施率の違い(分析 1)、加盟協会による実施率の違い(分析 2)を比較したほか、財務や立地特性を表す計数に着目(分析 3)して分析した。

まず分析 1 では、本店が 3 大都市圏にある地域銀行とそれ以外の地域銀行で、各戦略や商品の実施率が違うか見た(図表 2)。このうちおおむね 10%pt 以上差があった項目に着目すると、「電子マネー機能付加」、「ネットでの預り資産販売」、「預り資産のセット販売」、「学生向けキャンペーン」は 3 大都市圏の方が実施率が高い一方、「一体型カードの発行」と「一体型カードの本体発行」は 3 大都市圏以

図表2　3大都市圏本店所在行とそれ以外の地域銀行での実施率比較

		本店が3大都市圏にある地域銀行(29行)		本店が3大都市圏外にある地域銀行(76行)	
戦略・商品		実施行数	実施率	実施行数	実施率
①クレジットカード関連	一体型カードの発行	17	58.6%	53	**69.7%**
	一体型カードの本体発行	7	24.1%	32	**42.1%**
	電子マネー機能付加	7	**24.1%**	7	9.2%
②預り資産販売関連	ネットでの預り資産販売	14	**48.3%**	28	36.8%
	預り資産のセット販売	13	**44.8%**	26	34.2%
	資産運用シミュレーション	4	13.8%	10	13.2%
③ローン商品関連	カードローン非対面契約	15	51.7%	33	43.4%
	カードローン即日融資	7	24.1%	14	18.4%
	給振指定者専用ローン	3	10.3%	8	10.5%
	住宅ローン利用者専用ローン	7	24.1%	17	22.4%
④ネット戦略関連	ネット専用支店	10	34.5%	20	26.3%
⑤その他戦略	学生向けキャンペーン	11	**37.9%**	11	14.5%
	新社会人向けキャンペーン	15	51.7%	34	44.7%

(資料) 地域銀行各行ホームページ

(注) 網掛け太字は実施率が一方より10%pt前後以上高いものを示す。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

図表3　地銀協加盟行と第二地銀協加盟行での実施率比較

戦略・商品		地銀協加盟行(63行) 実施行数	地銀協加盟行(63行) 実施率	第二地銀協加盟行(42行) 実施行数	第二地銀協加盟行(42行) 実施率
①クレジットカード関連	一体型カードの発行	50	**79.4%**	20	47.6%
	一体型カードの本体発行	34	**54.0%**	5	11.9%
	電子マネー機能付加	13	**20.6%**	1	2.4%
②預り資産販売関連	ネットでの預り資産販売	35	**55.6%**	7	16.7%
	預り資産のセット販売	29	**46.0%**	10	23.8%
	資産運用シミュレーション	12	**19.0%**	2	4.8%
③ローン商品関連	カードローン非対面契約	32	**50.8%**	16	38.1%
	カードローン即日融資	14	22.2%	7	16.7%
	給振指定者専用ローン	5	7.9%	6	14.3%
	住宅ローン利用者専用ローン	11	17.5%	13	**31.0%**
④ネット戦略関連	ネット専用支店	18	28.6%	12	28.6%
⑤その他戦略	学生向けキャンペーン	17	27.0%	5	11.9%
	新社会人向けキャンペーン	36	**57.1%**	13	31.0%

(資料) 地域銀行各行ホームページ
(注) 網掛け太字は実施率が一方より10%pt前後以上高いものを示す。

外の地域銀行の方が実施率は高かった。

3 大都市圏では若年層の人口や割合が相対的に高く、市場規模が大きい。このため、3 大都市圏に所在する地域銀行の方が、実施率は高くなるというのは、整合的な結果である。しかし、「一体型カード」と「一体型カードの本体発行」はそうではない。これは、都市部においては流通業者や交通事業者などの他業態のクレジットカードが普及しており、厳しい競争環境にある一方、3 大都市圏以外ではそれらの進出があまり進んでおらず、地域銀行に参入の余地があるためと考えられる。

次に分析 2 では全国地方銀行協会(以下「地銀協」)加盟行と、第二地方銀行協会(以下「第二地銀協」)加盟行で実施率に違いがあるか見た(図表 3)。多くの戦略・商品で地銀協加盟行の方が実施率は高い。これは地銀協加盟行の方が第二地銀協加盟行に比べて、相対的に規模が大きい傾向にあるため、全方位的な戦略を行いやすいことが理由だろう。

その一方で、第二地銀協加盟行の方が実施率の高い項目が、住宅ローン利用者専用ローンである。住宅ローン利用者は、すでに住宅ローン借入時点で審査を行っていることに加え、返済を滞りなく行っている。つまり、優良顧客向けローンの一種であり、様々な商品を取り揃えることが難しいなか、低リスクで特色を出すための商品として、実施率が高いと推測される。

分析 3 では各戦略・商品について実施行と未実施行の a 総資産　b 個人ローン残高伸び率　c 立地都道府県の生産年齢人口数　d 立地都道府県の生産年齢人口伸び率のそれぞれ平均を取り、有意に差があるか両側 t 検定を行った(図表 4)。このうち有意水準10%以上で差が見られた項目に着目する。

まず銀行の財務特性を表す a、b を見ると、総資産残高は 13 項目中 10 項目で有意な結果が得られ、実施行の方が総資産残高は大きかった。つまり規模の大きい地域銀行ほど、様々な若年層向け戦略を取っていることが分かる(注 1)。

また個人ローン残高伸び率は、5 項目で実施している地域銀行の平均が有意に高かった。有意となった 5 項目のうち、「一体型カードの発行」、「カードローン即日融資」、「給振指定者専用ローン」の 3 項目は個人ローンに関連する項目であり、多様なローン商品を取り揃えている地域銀行ほど、個人ローン残高を伸長していると言えそうだ。

次に地域特性との関連を見る。まず生産年齢人口は「ネットでの預り資産販売」

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4　財務・地域特性を示す計数の平均値の差の検定

戦略・商品		a.総資産残高		b.個人ローン残高伸び率		c.生産年齢人口数		d.生産年齢人口伸び率	
		差	t検定	差	t検定	差	t検定	差	t検定
①クレジットカード関連	一体型カードの発行	+	***	+	*	…	…	…	…
	一体型カードの本体発行	+	***	…	…	…	…	…	…
	電子マネー機能付加	+	**	…	…	…	…	…	…
②預り資産販売関連	ネットでの預り資産販売	+	***	+	*	+	**	+	***
	預り資産のセット販売	+	***	…	…	…	…	…	…
	資産運用シミュレーション	…	…	…	…	…	…	…	…
③ローン商品関連	カードローン非対面契約	+	**	…	…	…	…	…	…
	カードローン即日融資	+	**	+	*	…	…	+	***
	給振指定者専用ローン	…	…	+	***	…	…	…	…
	住宅ローン利用者専用ローン	…	…	…	…	…	…	…	…
④ネット戦略関連	ネット専用支店	+	*	…	…	…	…	…	…
⑤その他戦略	学生向けキャンペーン	+	***	…	…	+	*	…	…
	新社会人向けキャンペーン	+	***	+	***	…	…	…	…

(資料) 地域銀行各行ホームページ、日経NEEDS。a、bは11年3月時点、c、dは05年調査。bは06年3月末対比、dは2000年調査対比
(注1) …:棄却されず　*:有意水準10%　**:有意水準5%　***:有意水準1%
(注2)「差」欄の＋は実施行ほど平均が高いことが有意に示されたことを表す。

と「学生向けキャンペーン」の実施行では有意に多かった。また生産年齢人口伸び率は「ネットでの預り資産販売」、「カードローン即日融資」の２項目で実施行の方が高かった。規模が大きく成長している市場に立地する地域銀行ほど、積極的に商品を投入していると予想されたが、この分析では、有意に差が出た項目が少なく、地域特性と若年層向け戦略の関連性は低いと考えられる。

ただ、今回の分析では、立地特性に都道府県の計数を用いており、店舗の立地状況を正確には反映していない。また、同じ都道府県にある地域銀行でも、地域内での位置付けによって、戦略が異なるため、地域特性だけではうまく有意な差が出ないとも考えられる。

(注 1)クレジットカードの本体発行と財務特性の関係は岡山(2011)で時系列を加味して分析しており、規模が大きく財務状態の良い地域銀行ほど本体発行を行うことが明らかになっている。

まとめ

以上の分析の結果、原則的には若年層向け戦略や商品は、都市部や規模の大きい地域銀行で提供されていることが分かった。これはある程度、大規模な地域銀行ほど規模の経済を生かして、収益が見込める市場に商品を投入しているということであり、他の様々なマーケットでも見られる現象である。一方、相対的に規模の小さい地域銀行では、このような戦略は取りづらく、顧客との取引深化のためには、他行と同様の戦略ではなく、地域特性や自行の顧客特性を生かした商品戦略が重要になろう。

またクレジットカード関連戦略が、例外的に地方の方が都市部よりも実施率は高かった。これはすでに述べたとおり、他業態との競争環境が影響しており、都市部より都市部以外の地域銀行の方が、若年層との取引ツールとしてクレジットカードを活用できる可能性があることを示している。

なお今回は比較的共通した若年層向け戦略や商品を中心に行ったが、個別行の取組みや戦略については、今後の調査・研究で明らかにしたい。

<参考文献>

岡山正雄(2011)「地域銀行がクレジットカード本体発行をする要因について」金融市場１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

連　載

経済指標の窓　<第７回>

消費者物価指数①　コアＣＰＩとコアコアＣＰＩ

岡山　正雄

今回と次回は消費者物価指数について留意点を中心に解説する。

物価指数の重要性

物価とは商品やサービスの価格を一定の方法で集計したものである。物価は通貨の価値との関係上、重要である。通貨の価値は商品やサービスをどれだけ買えるかによって決まるが、物価が上昇すれば、同一量の通貨でも以前よりも少ない数量しか購入できなくなる。このように物価は通貨の購買力を表している。

また物価の過度な変動は経済に悪影響を及ぼすことから、各国の中央銀行は物価の安定を目標にしている場合が多い。例えばユーロ圏では ECB が物価の推移を見つつ政策金利を変更しているほか、デフレ基調の日本でも、日銀は物価が安定的に上昇するまで量的緩和を続けると、表明している。

3 つの消費者物価指数

いくつかある物価関連指標のうち消費者物価指数(以下「CPI」)は、最終消費時点での物価を捉えたものである。

CPI には「総合指数」、「コア CPI」、「コアコア CPI」の 3 つがある。

このうち総合指数とは調査対象の全品目を含んだ指数であり、単に CPI という場合はこの指数を指す。家計が消費するうえで直面している物価という点では、最も実感に即した指標と言えよう。

ただ、総合指数には、天候によって価格が変動する生鮮食品が含まれるため、経済要因による物価変動と乖離し、物価の趨勢を見誤る場合がある。そこで利用されるものが、生鮮食品を除いたコア CPI である。

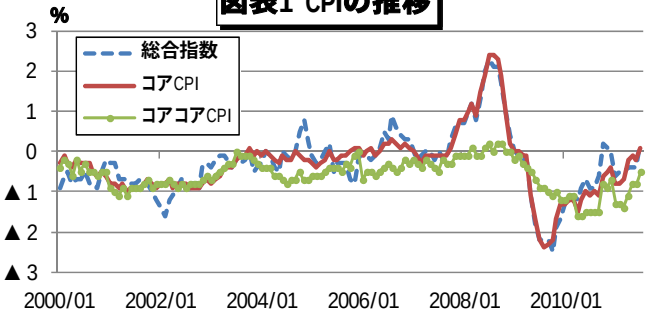
またコアコア CPI は、コア CPI からさらに資源高の影響を受けて上昇基調にある原油などのエネルギー価格を除いたものである。

デフレ基調が定着

図表 1 には昨今の各 CPI の推移を示した。これを見ると、CPI、コア CPI は 07 年後半から 08 年前半にかけて大幅に上昇している。これは原油高が急速に進んだためである。しかし、その後リーマンショックによる景気悪化と、原油高の反動から急落し、現在も前年比でマイナスが続いている。

一方、コアコア CPI はこの間もわずかに 0%を上回るに留まっており、10 年以上にわたって前年比マイナス基調が続いている。このように日本では長期にわたってデフレ基調が続いている。日銀は様々な金融政策を行って物価上昇を目指しているが、功を奏していないのが現状である。

図表1 CPIの推移



(資料) 総務省「消費者物価指数」

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７回>

10 周年を迎えた J-REIT

安藤　範親

J-REIT の特徴

REIT（Real Estate Investment Trust）とは、投資家から集めた資金を主に不動産に投資する投資信託であり、日本版を J-REIT と呼ぶ。その証券を株式と同様に市場で売買する仕組みを持ち、賃料や売却益など不動産収入による収益分配金（インカム・ゲイン）と価格上昇による利益（キャピタル・ゲイン）の双方を投資家に分配する。

その価格形成は、景気や金利などの他、オフィスビル需要動向、組み込まれている不動産の価値、テナントから受ける賃貸料、オフィスビルの稼働率などに影響を受ける。

従来の不動産投資は、売買や維持・管理には多額の資金と煩雑な手続を要するため、個人には難しい投資であったが、J-REIT は、個人では不可能だった大規模な不動産投資に小口投資家が集団的に参加することを可能にしたことで、少額投資、高い換金性、複数不動産への分散投資によるリスク低減などのメリットを持つ。

これまでの経緯

REIT は、1880 年代に米マサチューセッツ州で開発されたと言われる。その後、1930 年代、信託財産への課税を巡る裁判により一時消滅したが、1960 年の税法改正により復活、現在では世界 10 カ国にその市場が広がっている。

日本では、2000 年 11 月の投資信託法の改正により組成が可能となり、東京証券取引所で 01 年 9 月に 2 銘柄の取り引きが開始された。図表 1 は、東証に上場する J-REIT 全銘柄を対象とした「時価総額加重型」の株価指数（東証 REIT 指数）である。基準日である 03 年 3 月 31 日の時価総額を 1,000 とし、現在の時価総額がどの程度かを表すもので、同年 4 月 1 日に算出を開始した。

同指数の推移を見ると、07 年半ばまでは順調に成長を続け、5 月に 2,612.98 ポイントの最高値を記録し、時価総額約 6.8 兆円、42 銘柄に達した。しかし、世界金融危機の影響で急落し、08 年 10 月には、704.46 ポイント、時価総額は約 2 兆円までに低下した。その後、不動産投資法人への資金繰り支援を目的とした不動産市場安定化ファンドの設立や J-REIT の合併といった市場再編により信頼性が向上した。10 年 10 月には、日銀は景気減速感の強まりに対し、J-REIT などを対象にした資産買い入れ基金を創設したが、足もとは東日本大震災などの外部環境悪化の影響で価格押し上げ効果は乏しくなっている。

今後の J-REIT

以上のような経緯をたどってきた J-REIT であるが、11 年 8 月末現在は、985.07 ポイント、時価総額は約 3.4 兆円の 35 銘柄となり、本年 9 月には 10 周年を迎えた。不動産市場活性化などにとっても重要と思われる J-REIT 市場発展のためには、今後、優良物件の保有増や不動産の流通増、投資家層の拡大などが不可欠であろう。

（図表1）東証REIT指数の推移

（資料）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

海外の話題

広西チワン族自治区での植林事業

農林中央金庫　北京駐在員事務所長　平山　勝英

この夏、王子製紙株式会社のご厚意により、広西チワン族自治区に所在する同社の植林地を視察する機会を頂いた。

同自治区は広東省の西隣、南はベトナムと国境を接する亜熱帯気候の地域で、水墨画の風景で名高い桂林市がよく知られているが、自治区としての中心都市はベトナム国境に程近い南寧市という都市である。この南寧市からベトナム国境方面に小一時間ほど車で移動した地点に今回訪問した植林地はあり、周辺には水田やサトウキビ畑、農村集落が見受けられたが、植林地域に入ると早成多収穫樹種とされるユーカリを主とした植林地が広がっていた。

同社は 2002 年からこの自治区で植林事業を開始しているが、これは「林紙一体化」という国策に従ったものである。つまり、パルプ原料としての森林の伐採だけを進めて土地の荒廃を招くことなく、木材の自給自足を進め国内の土地の荒廃を予防することを目的としており(注1)、この自治区も含む年間雨量が多く温暖な気候の中国東南沿海地域が同政策の最重点地域とされていて、同社のほかインドネシア系大手製紙会社等の外資系企業も幾つかの植林地を有している(注2)。

同社の植林地では 02 年からの植林事業開始後 07 年までの間に 6,970 ヘクタールの植林を実施、現時点では 1 年間の伐採面積と再植林面積がそれぞれ 1,000 ヘクタール程度で均衡するローテーションが完成されている。植林されているユーカリは近隣の国営林業試験場で 1982 年から栽培されているオーストラリア原種のものであるが、数次の交配を経たものが使用され既に相応の期間を経過していることもあって、生育状況も安定している。その結果、同試験場には約2年間の寿命である母苗が 300 万株あり、年間 3,000 ～ 4,000 万株の子苗を生み出している。

しかし、軌道に乗っているように見える同植林事業ではあるものの、実は想定外の問題がいくつか生じている状況だと言う。

まず、当初は紙パルプ原料とするはずであったユーカリを、紙パルプ原料ではなく木材として販売しているようだ。なぜなら、当初想定していたよりも、施肥、除草、労務費、等のコストが嵩んでしまい、「林紙一体化」の本来の趣旨に合う形で紙パルプ原料として出荷するよりも、同地の好調な木材市況等を勘案した地場木材加工工場への木材販売を中心に操業している。足元では十分な採算性が確保されているこれら事業ではあるものの、比較的低コストで植林できた 05 年頃までの木材の出荷が終わり相対的にコストの高い木材の出荷が始まる頃に木材市況が追いついていないとすると、その時点での事業採算性はやや厳しいものとなる可能性もある。

また、中央政府の政策としては「林紙一体化」の掛け声のもと植林面積を増やす方向である一方で、外資による工場誘致等の商業的によりうまみのある用途での土地利用を推進したい地方政府の利害と相反する場合もあり、思うように植林面積を拡大できないと言う問題も発生している。

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

更には、商品価格が全般に強含みで推移する状況下、サトウキビの価格が上昇し生産者の利潤が大きくなっているため、植林地近隣の農民によって植林地が侵食されいつの間にかサトウキビ畑になっているという、にわかには信じられないような被害も頻発していると言う(注3)。

視察させて頂いた同社としても、多くの選択肢の中から様々な検討を行った結果、「林紙一体化」の需要先となるはずであった大型製紙工場については、中国国内のより需要地に近い地域で建設し既に稼動を始めている。従って、この自治区での植林事業については採算性は確保しつつも、ある程度は社会貢献事業的な意味合いも意識しながら行っている模様である。まさに、南国の太陽の下での長閑な事業のようでありながら、様々な経済的・社会的な矛盾・問題と対峙しながらこの事業は継続されていると言えよう。また、自治区中心都市でもある南寧市でさえも在留邦人は数十名（日系企業数は 20 社程度）という日本人にはなかなか馴染みの薄い土地で、10 年近くも前から行っている息の長い同社による地道な取組みは、称賛されるべきであろう。

ところで、「林紙一体化」とは全く別の政策分野の話であるが、低所得者向け住宅（＝「保障性住宅」）の整備(注4)は、本年から始まった第 12 次 5 カ年計画で最重要課題とされているにもかかわらず、思うように進んでいない。地方政府の税収の大半が中央政府によって吸い上げられてしまう財政構造のもと、土地使用権売却が公共投資等の主要財源となっている地方政府にとって、低所得者向け住宅に土地を提供するより商品性住宅を大規模に開発するデベロッパーに販売した方がはるかに有利なことが主因として指摘されている。また、2015 年までに総延長 1 万 6 千キロの高速鉄道を開通させるインフラ整備計画の一環として、本年には北京上海線をはじめとして約 5 千キロの高速鉄道路線の開通が計画されていたが、北京上海線で頻発したトラブルや 7 月に浙江省温州市で発生し 200 人以上の死傷者を出した鉄道事故を契機に、開通スケジュールの延期や運転速度の見直しが行われている。

北京で生活する中で見聞きする様々な事象から、中国の国家としての大きな目標とそれを達成するための最適解の求め方の難しさを実感させられることは多々あるが、今般の視察によってもそれを再認識することとなった。

(注1) 中国では紙類の生産に関して，供給サイクルが不安定で汚水等の環境汚染問題も深刻な藁やアシなどの非木材繊維のシェアが相対的に高く，これを漸減させかつ輸入木材パルプへの依存度も過度に上げないという趣旨で「林紙一体化」政策が採用されたという経緯がある。

(注2) 国土の砂漠化を抑制するための環境保全のための植林事業という意味では寧ろ黄河以北の地域がメインとなっている。

(注3) 葉の成分に青酸を含むユーカリの木だが，幹にナイフで傷を入れるだけで簡単に枯れてしまう性質がある。

(注4) 12 次 5 カ年計画期間中に全国で 3,600 万戸の保障性住宅を供給する計画で、2011 年中の目標は 1,000 万戸。6 月末時点での全国平均の「着工率」は 56.6% とされているが、進捗状況に関して地域ごとのばらつきも大きい。

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