潮　流

協同組合憲章の役割への期待

常任顧問　田中　久義

国連は 2012 年を「国際協同組合年」とした。「国際年」は 1957 年にはじまり、国際社会が共通した課題に取り組むべく毎年決定されている。各国政府は、その決議の趣旨に沿った官民合同の国内委員会などを設けて具体策に取り組むのが通例である。

わが国では「2012 国際協同組合年全国実行委員会」を設置し、東日本大震災の発生を受けて「協同組合による被災者支援や復興に向けた取り組みを進める」とともに、「その活動を内外に発信していく」ことを主眼に取り組みをすすめている。その一環として「協同組合憲章」の制定がかかげられ、第一次草案が既に公表されている。

それによれば、「社会を安定化させるためには、自己責任（自助）と政府の援助（公序）だけでは不十分であり、人びとの助け合い（共助）が必要だという社会認識が広まっている」。この「助け合いの絆を強化し、無縁社会を友愛社会に変え、疲弊する地域経済を活気づけ、日本の新しい未来を切り拓くためには、社会経済政策等の整備とともに、協同組合の発展が不可欠」であるという。

これをめぐって出されている意見は、本来自主自立であるべき協同組合が憲章という形で政府の関与を求めるのはおかしいとするそもそも論から、憲章を是としたうえでその内容にコメントする論まで、実に幅が広い。児童憲章の例をみても憲章は閣議決定事項とされ、政府の宣言という性格をもっている。したがって、憲法に協同組合の育成を規定する国とは異なるとしても、政府がそれを決定する意味は重い。

そのように考えた場合、第一次案にはさらに期待したい点がある。

ひとつは、新世代の協同組合についてである。新世代協同組合とされるアメリカ型の協同組合理念は既にヨーロッパでも受け入れられ、一部が制度化されている。このようなあり方を受け入れるかどうかは別としても、わが国なりの姿勢を示す必要があろう。

いまひとつは、法人を組合員とする協同組合についてである。これは2つの面での検討を要する。ひとつは、わが国の農政の法人化策もあって農協はガバナンス面から法人組合員への対応を迫られていることであり、もうひとつは、中小企業の協同組合など経済界に属するとされる経営体が組織している協同組合も含めた憲章とする必要があることである。

一人一票という基本原則の変更をも迫る動きが強まっているなか、一般企業と協同組合を対置するだけの今の枠組みを放置することはできない。自助を基本とする株式会社や共助のための協同組合という枠組みを提起するのであれば、両者の間に共通の言葉を置く必要があり、それは経済学という言葉以外にはないと思われる。このような協同組合サイドからの働きかけを可能にする役割を、協同組合憲章をめぐる論議に期待したい。

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

年末にかけて強まる景気足踏みリスク

～ 円高定着、電力不足問題が当面の懸念材料 ～

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が、その後は時間経過とともに持ち直しの動きが強まっていた。しかし、最近は震災復旧の一巡、海外経済の減速傾向、さらに円高進行などを受けて、景気減速感が強まってきた。輸出環境の悪化や復興需要の後ズレを踏まえれば、年末にかけて国内景気が一時的に足踏みする可能性が高いだろう。なお、復興需要の本格化による国内景気の押上げは年明け以降に始まると見られるが、世界経済の悪化懸念や慢性的な電力不足、歴史的な水準での円高定着などにより、12 年度の景気には不透明さが払拭できない。

一方、夏場には前年比プラスとなった消費者物価であるが、10 月以降は再び下落に転じる可能性が高い。日本銀行はさらにもう一段の緩和策を求められると思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2011年 10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		(%)	0.085	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	(%)	1.015	0.95～1.30	1.05～1.40	1.10～1.50	1.15～1.55
	5年債	(%)	0.370	0.30～0.55	0.35～0.65	0.40～0.75	0.45～0.80
為替レート	対ドル	(円/ドル)	76.1	75～85	75～85	75～85	78～90
	対ユーロ	(円/ユーロ)	106.0	95～115	95～115	100～125	105～130
日経平均株価		(円)	8,762	9,250±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10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

10 月 3 日に発表された日銀短観 9 月調査によれば、東日本大震災からの復旧が進み、かつ夏場にかけて節電目的の家電（エアコンなど）や地デジ完全移行に伴う薄型 TV の販売好調などもあり、全般的に企業経営者の景況感が大幅に改善したことが明らかとなった。一方、月次の景況感調査ではこのところ弱い動きも散見されている。9 月の PMI 製造業購買担当者指数は判断基準となる 50 を割ったほか、日商 LOBO 調査でも景況感が 5 ヶ月ぶりに悪化している。

この背景には、世界経済の減速傾向が顕在化していることに加え、歴史的水準での円高定着、震災復興の遅れなどがあるものと思われる。鉱工業生産は、7、8 月と回復ペースにブレーキがかかっており、復旧プロセスが一巡しつつあることを示している。実質輸出指数は、ほぼ横ばいであった 7、8 月分から、9 月分では前月比 3.5%と持ち直しも見られたが、

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

世界経済の先行き減速を見込めば、今後は再び弱含む可能性が高い。

一方、政府は約 9.2 兆円の復興費を柱とする第 3 次補正予算案をようやく閣議決定した。復興財源を賄うための増税案なども取り纏めたが、内容や復興債の償還期間などを巡って野党との溝も目立っており、予算執行に不可欠な復興財源確保法案の成立が危ぶまれている。仮に与野党が合意できたとしても、実際に復興予算が執行・支出されるのは年明け以降になると思われる。そのため、一時的に国内景気の牽引役が不在となるリスクがあるだろう。なお、最近では日本企業が多く進出しているタイでの大洪水被害の影響も懸念されており、景気回復の足枷となることもあるだろう。

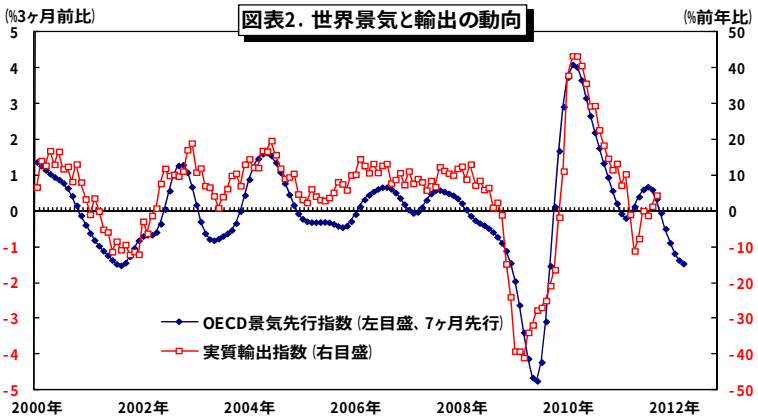
当総研の経済見通しとしては、7～9 月期には 4 四半期ぶりにプラス成長に転じたと想定しているが、輸出環境の悪化や復興支出の遅れなどから、年度下期の成長率はそれほど高まらず、11 年度の経済成長率はゼロ％との見方に変更はない。12 年度にかけては復興需要の本格化により、国内景気はある程度押し上げられるが、根強い円高圧力、来春 5 月には全停止する原発の再稼働問題、さらには世界経済・金融情勢の不安定さなどにより、景気の先行きは不透明感が強い。

また、物価動向については、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の上昇がみられる。代表的な全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コア CPI）の 8 月分は前年比 0.2%と 2 ヶ月連続のプラスとなったが、この上昇は一時的で、再び水面下に沈む可能性が高い。基本的に、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。さらに、前年 10 月に引き下げられたたばこ税率や損害保険料の物価押上げ効果（合わせて 0.3%ポイント）が一巡しているほか、8 月中旬以降は石油製品価格が調整局面入りしていること、さらに当面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

これまで日本銀行は円高・デフレ対策、さらには東日本大震災への対応ということで、様々な面から景気下支えを支援する姿勢を続けてきた。10 年 10 月には包括緩和策を導入、政策金利の低下容認や時間軸の再設定を行った。また、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

図表2．世界景気と輸出の動向



（資料）OECD、日本銀行　（注）OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

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

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 8 月に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ているが、日銀はこれまでの緩和の効果を見極めたいとの慎重姿勢を続けている。とはいえ、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・金融情勢の悪化懸念の強まりなどを考慮すれば、更なる緩和策を求められる場面はあるものと思われる。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、が最有力であるが、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、なども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。その後、過度な悲観論の解消や欧州債務問題の進展も見られたことで金融市場も安定化が図られたが、株安・金利安・円高といった状態は保たれている。

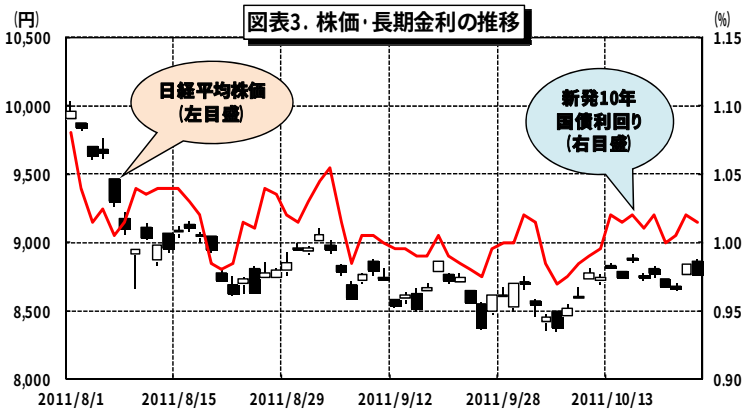
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

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%前後での展開が続いている。

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

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

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、金利水準の上昇抑制に働く可能性も否定できない。当面は、一時的に大きな変動がみられる場面もあると思われるが、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円台後半まで持ち直したものの、上値は重い状態が続いている。

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当面の企業業績にとって足枷になるとの懸念も強まっている。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

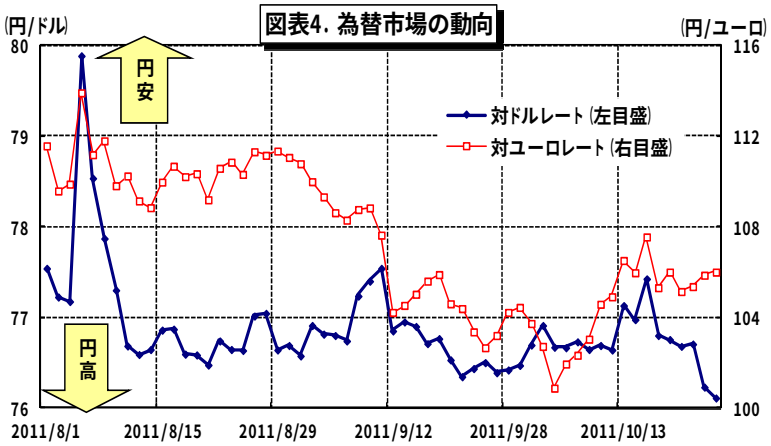
欧米先進国・地域が経済・金融・財政面で不透明要因を抱えていることに加え、これまでの欧米中央銀行に比べて日銀の金融政策が小幅なものにとどまっていることから、歴史的な水準での円高状態が定着しつつある。

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。また、10月21日には、製造業の国内立地補助金や中小企業向け資金繰り支援の拡充などを柱とする円高総合対策が決定され、第3次補正予算案にも盛り込まれたが、市場参加者からの評価は得られず、円高圧力を緩和することはできずにいる。

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、円高圧力の高い状態が続くことが見込まれる。しかし、為替介入への警戒感が強まることから、過度に円高が進行する可能性は低いだろう。なお、円安局面に転換するためには、世界経済の先行き懸念が解消し、主要国中央銀行における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。

（2011.10.25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

回復の勢いが弱いままの米国経済

木村　俊文

要　旨

米国では雇用改善の動きが弱いほか、企業や消費者センチメント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。10 月に公表された前回 FOMC の議事録によると、追加の資産購入は景気浮揚の選択肢として温存すべきとの一部意見があったことが判明した。金融政策は次の一手を温存したまま、当面は現状維持となるだろう。

経済指標は強弱まちまちな動き

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弱いほか、企業や消費センチメント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、9 月の雇用統計では、非農業部門雇用者数（前月差）が 10.3 万人増となり、7 月と 8 月の増加分も計 9.9 万人上方修正された。しかし、失業率は前月から変わらずの 9.1%と依然として高い水準で推移しており、厳しい雇用情勢が続いていることを改めて示す結果となった。

また、10 月 15 日までの週の新規失業保険週間申請件数は 40.3 万件（4 週移動平均でも 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。

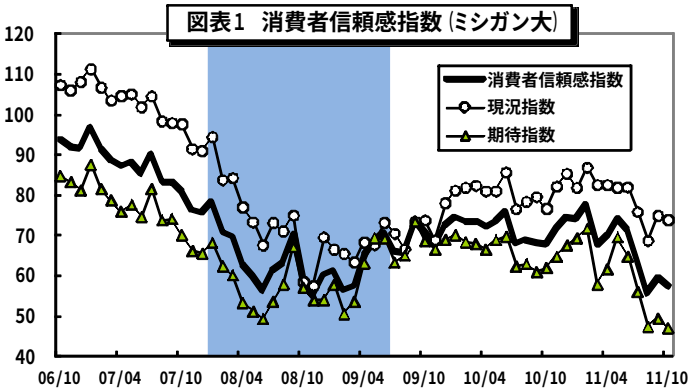
個人消費は、9 月の小売売上高が前月比 1.1%と、7 ヶ月ぶりの大幅な伸びとなり、7 月、8 月分も上方修正された。業種別では、自動車関連の売上高が大幅増加したほか、家具や衣料品など幅広い業種で伸びが目立った。

一方、10 月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は 57.5 と、前月（59.4）から低下し、さらに先行きの見通しを示す期待指数も 47.0 と前月（49.4）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景気後退期並みに冷え込んでおり、個人消費への影響が懸念される（図表１）。

企業部門では、9 月の鉱工業生産指数が前月比 0.2%と、情報通信関連や自動車生産を中心に引き続き増加した。世界景気が減速傾向を示すなかで、米製造業の生産は底堅さを維持している。しかし、10 月の連銀製造業景況指数は、フィラデルフィアがプラス 8.7 と 3 ヶ月ぶりに改善した一方、ニューヨークは 5 ヶ月連続のマイナスとなり、さらに先行き期待指数が 6.7 と景気後退期にあった 09 年 2 月（5.8）以来の低水準に落ち込んだことから生産活動を下押しする可能性が高い。

住宅関連では、9 月の住宅着工件数（季

図表1　消費者信頼感指数（ミシガン大）



（資料）ミシガン大学、全米経済研究所（NBER）　（注）シャドー部分は景気後退期

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

調済・年率換算）が 65.8 万戸と前月（57.2 万戸）から増加した。ただし、9 月はハリケーン「アイリーン」の襲来の影響で前月に大幅減少した北東部の着工件数が前月比 12.7%と反動増となったほか、5 戸以上の集合住宅が同53.4%と急増した影響が大きい。住宅価格の下落や低金利が続いているものの、住宅市場は依然として低調な状態が続いており、低水準を脱するには今しばらく時間がかかると予想される（詳しくは本号「調整が続く米国の住宅市場」参照）。

一方、貿易面では、ドル安が進行しているとはいえ、世界的な景気減速（世界需要の鈍化）を背景に、このところ財輸出が弱い動きを示している。

雇用創出法案は分割協議へ

こうしたなか、オバマ大統領は 10 月 17 日、9 月に発表した総額 4,470 億ドル（約 35 兆円）の雇用創出法案について、野党共和党の反対が強いことから一括採決を断念し、法案の内容を分けて採決する方針を表明した。

同法案では、個人・中小企業向け減税措置（給与減税や設備投資減税等）のほか、学校近代化や交通インフラ投資（道路・鉄道・空港等）、減少傾向にある州・地方政府職員（教員・警察・救急隊員等）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ものである。

オバマ大統領は 9 月 8 日に同法案を提案して一括採決を求めてきたが、野党の反対が強く、与野党協議が難航する恐れがあることから段階的に審議・可決するという手順に変えたと見られる。

ただし、野党共和党は減税措置に対しては支持する一方で、歳出拡大や増税には反対の立場であるため、同党が容認しやすい内容だけが成立するという可能性がある。

なお、財源の問題（富裕層への増税）を巡っては与野党の対立が予想されるが、米議会は 8 月の債務引き上げ問題で政治混乱を招いたような事態は回避しなければならない。再び政治混乱となれば、政治不信から、9 月 17 日以来広がりを見せている「ウォール街占拠運動」に拍車がかかることになるだろう。

FRB は次の一手を温存

連邦準備制度理事会（FRB）が 10 月 12 日に公表した連邦公開市場委員会（FOMC、9 月 20～21 日開催）の議事録によれば、一部の参加者が「大規模な資産購入が一段と効果的な手段になり得るが、景気下支えの上で追加政策が正当化されるような事態になった場合の選択肢として温存すべきだ」と主張したことが判明した。

また、9 月の FOMC 会合では、保有する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方針を決定した。議事録によれば、これは米国債市場の機能悪化を回避することが理由の一つだとしている。つまり、住宅ローン市場を支援するだけでなく、流動性が低下して予期せぬ金利上昇を招かないようにするための予防措置でもあると解釈することができる。

足元では経済指標が強弱まちまちの動きを示しているが、不安定ながらも失速する可能性は低いと考えられる。当局による金融政策は次の一手を温存したまま、当面は現状維持となるだろう。

（11.10.24 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

ギリシャの債務再編と残存するユーロ圏の問題

～まだ先は長い財政問題終息への道のり～

山口　勝義

要旨

欧州では、ギリシャ国債の大幅な債務再編に向けた調整が進められている。しかし、これらはあくまで足元の問題の拡大回避をはかる対策が主であり、ユーロ圏の財政問題の根本的な解決には課題が残る。問題終息までには、まだ長い道のりが想定される。

はじめに

ユーロ圏では、10 月 23・26 日の欧州連合（EU）およびユーロ圏首脳会議に向け、以下を主要な柱とするギリシャの債務再編（国債の元本の削減等の条件緩和）へ向けた対策が準備されつつある。

① ギリシャ向け支援策の見直し
② 欧州の銀行の資本増強対策
③ 欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の再拡充策

一方、10 月 13 日、スロバキア議会での 2 回目の採決での可決により、ようやくユーロ圏全 17 ヶ国による EFSF の機能拡充の承認手続が終了した。これにより、EFSF は融資可能額が 2,550 億ユーロ（約 27 兆円）から 4,400 億ユーロ（約 46 兆円）に拡大されるとともに、新たに次の機能を付与されることとなった。

① 財政悪化国への予防的融資
② 銀行への資本注入
③ セカンダリー市場での国債購入

今後、ユーロ圏ではこれらの新たな機能を活用することになるが、当面のギリシャ対策は、あくまで足元の同国の突然の債務不履行とそれらに伴う問題の拡大を回避するための対策が主であり、財政問題終息に向けた本質的な課題対応にはまだ道のりは遠いものとみられる。

大幅な債務再編に向かうギリシャ

まず、最近のギリシャにかかる主要な動向を振り返れば次のとおりである。

1．当初支援の行詰り

9 月 2 日、ギリシャ財務省は、今年の対 GDP 比財政赤字が、目標とした 7.5%に対し、約 8.5%と大幅な上振れとなるとの見通しを発表した。これに対し、同日、国際通貨基金（IMF）および欧州連合（EU）等による検証団がギリシャから帰国し、検証は中断する事態に至った。

同検証団は、ギリシャに対する当初金融支援での第 6 回の融資実行（図表 1）に先立ち、ギリシャの財政改善の進捗状

図表 1. 対ギリシャ　当初金融支援スケジュール

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

（資料）次の資料から農中総研作成（灰色の網掛け部分は実施済み）。
・European Commission (2011/02) “The Economic Adjustment Programme for Greece, Third Review-Winter 2011”
・IMF (2011/03) “Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement

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

況等の検証を行っていたもので、9 月中に予定されていたその融資実行が暗礁に乗り上げる懸念が高まった。

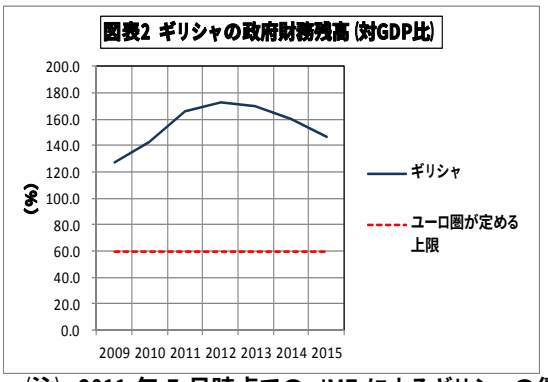
その後、ギリシャ政府が追加の不動産税の導入により税収の 20 億ユーロ（約 2 千億円）の上乗せを図るなどの案を取りまとめ、9 月 21 日には議会がこれを承認したこと等で、検証は再開され、10 月 11 日には、検証団の結論として、所定の承認手続を経たうえで、11 月初旬には予定された 80 億ユーロ（約 8 千億円）の融資実行を行う方針が示された。

これにより足元でのギリシャの債務不履行は回避される見通しとなったが、公表された声明文では、ギリシャでは、経済の想定以上の落込みや一部計画の不履行により財政改革には遅延が生じていること、民営化や規制緩和を含む構造改革にも目立った遅れが生じていること等が指摘されている。

このように、2010 年 5 月に開始された当初金融支援では、ギリシャに対し流動性支援を行い、時間の猶予を与えつつ財務内容の改善を促してきたものの、今ではギリシャの問題は債務返済能力自体が問われる段階に至り、債務再編が不可避となる状況に追いつめられている実態が明らかとなっている。

2. 追加支援の中での債務再編

他方、7 月 21 日のユーロ圏首脳会議では、ギリシャに対する追加支援として、銀行を中心とする民間投資家による平均 21%のギリシャ国債の元本削減がいったん合意された。しかし、その後、想定した数の投資家の自発的な同意に至らず、また上記の更なる財務の悪化により、より大幅な債務元本削減による民間投資家負担の増額が検討されることとなった。



（注） 2011 年 7 月時点での、IMF によるギリシャの債務の持続可能性分析による。
（資料） 次の資料から農中総研作成。
・IMF (2011/07) “Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement

現在、ギリシャ政府の対 GDP 比債務残高は 160%を超える水準に達しつつあり（図表 2）、ユーロ圏が上限とする 60%をひとつの目安とすれば、6 割程度の国債元本の削減が必要となる。

秩序ある債務不履行の必要性

こうしたなか、仮にギリシャが突然の債務不履行に陥り、さらに、ユーロ圏からの離脱に至った場合には、大規模な経済の混乱が予想される。

まず、ギリシャにおいては、銀行の連鎖的な倒産が生じる。さらに、ユーロ圏から離脱する場合には、ユーロ建等の債務額が復帰後の自国通貨ベースで暴騰し、実体経済は多大な打撃を受けることになる。また、他の財政悪化国への債務不履行の波及懸念で、これらの国々の国債利回りも急騰することになる。ドイツ等のコア国についても、ユーロ圏解体の思惑で長期金利の乱高下が生じ、通貨ユーロの波乱や銀行の経営不安等で、その影響はユーロ圏を越えて世界に拡大する可能性が高い。このため、関係当事者間で事前に十分調整したうえでの債務再編（秩序ある債務不履行）が求められている。

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

急がれる危機封じ込め策の構築

しかし、秩序ある債務不履行を図った場合にも、ギリシャの大幅な債務再編を機に、欧州の銀行の倒産やイタリア等への危機の波及、さらには銀行の流動性枯渇を通じた問題の世界的な拡大、リスク資産である融資削減を通じた世界経済の低迷等、危機が制御不能なレベルに拡大する懸念がある。現在、これを防止するため、次の 2 面から危機の封じ込め対策の整備が急がれている。

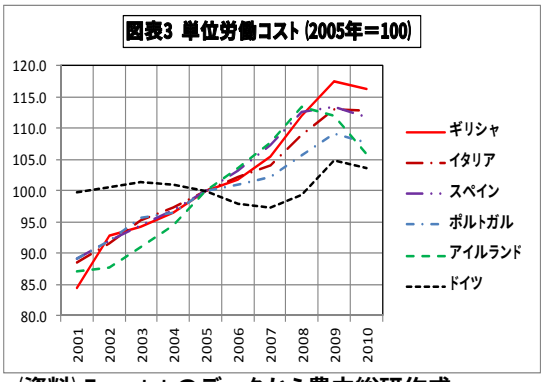
① 欧州の銀行の資本増強対策

② EFSF の規模再拡大等

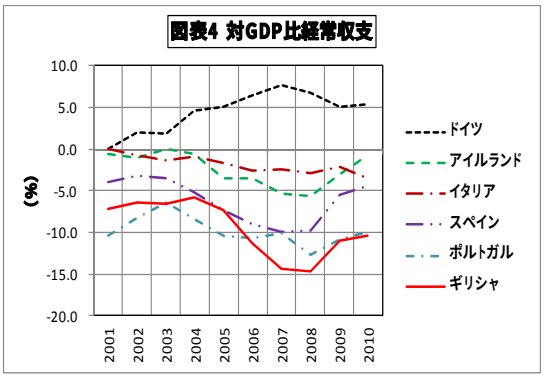
ギリシャに対する支援継続等で時間の猶予を確保しながら、その具体化を図ることとなる。しかしながら、これらには次のとおり課題も多く、市場から対応の迅速性と実効性に対し十分な評価を得られるかどうかが当面の焦点となる。

まず①については、株価低迷による自助努力での増資の困難化や、公的資金注入に伴う財政悪化によるソブリン（国家）格付けの引下げ懸念、他の支援との兼ね合いでの EFSF による銀行資本注入額の限界等が考えられる。

また②については、中央銀行が国家財政に資金供給を行う政策運営（マネタリー・ファイナンシング）に対するドイツや ECB 等からの根強い反対、また EFSF の規模拡大に伴う政府保証の増額によるソブリン格下げのリスクがある。2013 年に資本金を有する形態で設立される欧州安定メカニズム（EMS）の設立前倒しも考えられるが、ドイツでは今回の EFSF 拡大の議会承認で、今後これ以上の負担は負わないとの姿勢であることなどからも、支援制度の更なる規模拡大には制約が課せられている。



（資料）Eurostat のデータから農中総研作成。



（資料） IMF、World Economic Outlook Database のデータから農中総研作成。

残存するユーロ圏の問題

一方、ギリシャでは、今回大幅な債務削減を実施しても、閉鎖的な経済構造、高止まりする単位労働コスト、乏しい輸出産品等による経済競争力の弱さ（図表 3、4）は残り、その経済成長の回復はおぼつかない。また、欧州の銀行財務への影響等を勘案し債務元本の削減額が小幅に調整された場合には、今後とも財政改革への厳しい取組みが不可欠となる。ギリシャは市場からの資金調達への復帰までにはほど遠く、引続き国際的な支援が必要になるが、経済成長の停滞により、再度財政再建の頓挫に至る可能性も高い。

また、他の財政悪化国の高止まりした債務問題も残存する。ユーロ圏の財政分権や南北格差という構造的問題も引続き課題である。新たに、支援国側の財政悪化が生じる可能性も高い。

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

まとめ

ギリシャでは、最近ではパパンドレウ首相が側近に対し何度か辞任の意向を漏らしているとも伝えられている。また、財政改革に対する大規模なストやデモが続いており、世論調査でも与野党は拮抗している。現在のところ、ポピュリスト政権の躍進で突然の財政改革放棄やユーロ圏離脱に至るシナリオは考えにくいものの、ユーロ圏に止まることの是非を問う国民投票を求める声も出ているという。

今後のシナリオとしては、今のところその可能性は極めて低いものの、ギリシャが経済成長の停滞長期化で最終的に通貨の切り下げ以外に生きる道がなくなり、自ら選択してユーロ圏を離脱する可能性や、経済力が弱い南部と強い北部で、ユーロ圏を分離せざるを得なくなる可能性も、皆無ではないと考えられる。

一方、支援国のソブリン格付けの引下げ懸念等でユーロ圏内での支援策拡充が行き詰まり、IMF に一層の関与強化を求めざるを得なく可能性は相当高いものと考えられる。これらを含め、想定されるシナリオは図表 5 のとおりである。

10 月の EU およびユーロ圏首脳会議で包括的で実効性のある対策が示され、その後の迅速な対応によりユーロ圏の財政問題は終息に向かうなどとする楽観的な見通しに対し、現実にはここで示した「メインシナリオ」をたどる可能性が高いのではないかと考えられる。また、可能性は低いながら「リスクシナリオ」を想定する必要があり、「ワーストシナリオ」も可能性が皆無とは言い切れない。

ユーロ圏では、財政面での政策協調強化や、財政規律の管理態勢の厳格な運用、さらには経済成長の回復等、財政問題終息に向けた本質的な課題対応にはまだ道のりは遠く、その間、市場には様々な波乱が生じるものと考えられる。

（2011 年 10 月 21 日現在）

図表 5. 想定されるシナリオ

		I. メインシナリオ （可能性が高いシナリオ）	II. リスクシナリオ （可能性が低いシナリオ）	III. ワーストシナリオ （可能性が皆無ではないシナリオ）
概要	問題の拡大・経済への影響	・当面の危機の封じ込め策構築にかかる調整には手間取るものの、世界的な危機に拡大するには至らず。 ・ユーロ圏の財政問題は残存。 ・ユーロ圏の経済停滞が続く。	・ソブリン格下げ懸念等で、危機の封じ込め策の実効性に限界。 ・市場はこれを見越し、銀行株や周辺国国債をさらに売り込み。 ・銀行の破綻が複数発生。資金繰り難を通じて影響が世界に拡大。 ・ユーロ圏の経済停滞がより長期化。	・リスクシナリオで政策対応が不適切であった結果、銀行が連鎖的に破綻し、危機が世界に波及。 ・世界的に市場の混乱は拡大し、世界経済は長期停滞に。
	金融支援	・経済成長の停滞で財政改善が進まず、金融支援はイタリア、スペインに及ぶ。	・金融支援はイタリア、スペインのみならず、ベルギー等に及ぶ。	・ギリシャのユーロ圏離脱、またはユーロ圏の分裂に至る。
	債務再編	・債務再編は、ギリシャの後、ポルトガルに及ぶ。	・債務再編は、ギリシャ、ポルトガル、アイルランド等に及ぶ。	
	その他	・時間をかけて、財政政策の協調へ。	・フランスや他のAAA国の格下げ。	
各国の政治情勢・支援体制		・財政悪化国支援に反対する勢力が強い国々はあるものの、国際的危機回避のためユーロ圏で協調して対応。	・主要国で、財政悪化国支援に反対する政党が台頭し、ユーロ圏の協調に支障をきたす。	
		・反対論根強く、今後のEFSFの規模再拡大には限界がある。 ・IMFを通じた新たな支援体制の構築が必要に。	・EFSFは、問題の拡大に対し対処不能に。 ・米国や新興国によるIMFを通じた新たな支援体制に大幅に依存。	

（資料）農中総研作成。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

情勢判断

海外経済金融

内外の情勢を受けて景気減速が強まる中国経済

王　雷軒

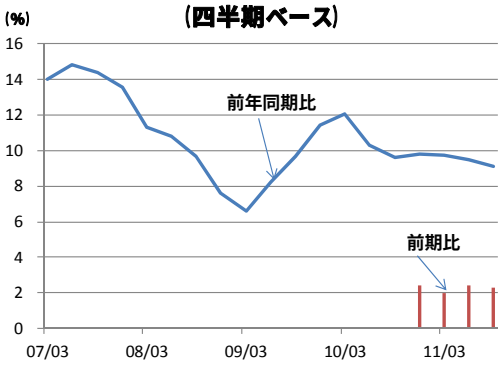
要旨

金融引締めの強化や海外経済の減速などによって中国の 2011 年 7～9 月期の実質 GDP は前年比 9.1%と 3 四半期連続で減速した。一方、9 月の消費者物価指数は前年比 6.1%と上昇率が 2 か月連続で鈍化したが、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。

2011 年 7～9 月期実質ＧＤＰ：前年比 9.1%、減速が強まった中国経済

10 月 18 日に国家統計局が発表した 2011 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 9.1%と、1～3 月期の 9.7%、4～6 月期の 9.5%から伸び率が 3 四半期連続で鈍化した。また、前期比も 2.3%へと 4～6 月期の 2.4%から小幅ながら減速に転じた（図表 1）。

図表1. 中国の実質GDP成長率の推移（四半期ベース）



注：前期比は2010年10～12月期に発表されるようになった。
（資料）中国国家統計局、CEICデータより作成

一方、国家統計局によると、11 年 1～9 月通期の実質 GDP 成長率は前年比 9.4%（1～3 月 9.7%、1～6 月 9.6%）と、この成長率に対する消費と投資の寄与度がそれぞれ4.5%、5.0%と小幅低下したが、依然として経済成長のけん引役となっている。外需の寄与度は▲0.1%と依然として横ばい状況が続いている。

これまでの金融引締め政策の強化や海外経済の減速からの影響を受けて、中国経済は一段と減速したとはいえよう。ただし、足元では固定資産投資のほか、鉱工業生産や個人消費も堅調に推移しており、依然として 9%台の高水準の経済成長が持続している。

しかし、例年、建国日である国慶節（10 月 1～7 日）は不動産販売が活発化する時期にもかかわらず、販売業績の低迷状況が続いたことから、不動産投資への影響もじわじわ出始めている。また、欧州の信用不安を契機に海外経済の減速も顕在化しており、外需にも一層期待できないことなどから、11 年 10～12 月期の中国経済は前年比 8%台まで鈍化する可能性が高いと考えられる。

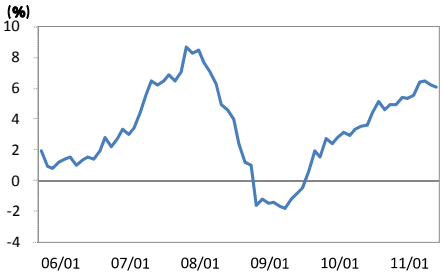
高止まり状況が続いている消費者物価水準

9 月の消費者物価上昇率は前年比 6.1%と 7 月（同 6.5%）をピークに、上昇率が小幅縮小したが、依然として高止まり状況が続いている（図表 2）。高騰していた豚肉価格に一服感が出た一方、トマトなどの生鮮野菜が大きく上昇したため、食料品価格の上昇（前年比 13.4%）が続いていることは物価上昇の主因となっている。

今後については、海外経済の減速に伴

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. 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9月
(資料) CEICデータより作成

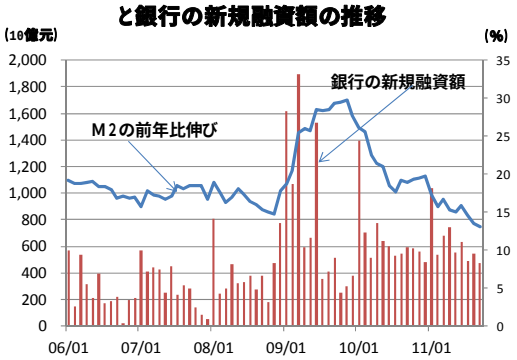
って国際商品市況が調整していることや、中国国内では、金融引締め政策のスタンスを変更する可能性が低いことのほか、ベース効果の剥落や消費者物価の先行指標とされる生産者物価指数の伸びも低下し始めていることなどから、年末にかけてインフレ圧力は徐々に収まってくると想定される。

当面金融政策の基本スタンスは変更される可能性が低い

中国人民銀行（中央銀行）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ており、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。なお、8 月以降、中国人民銀行は海外金融市場も不安定化したことから、預金準備率や政策金利を据え置いている。

ただし、9 月に入り、中国人民銀行は金融機関に対して預金準備率の対象範囲を拡大させ、実質的な金融引締め策の強化を実施してきたと考えられる。その結果、9 月分の銀行の新規融資額は 4,700 億元（約 6 兆円）まで減少し、また、マネーサプライ(M2)の伸びも前年比13.0%と年間抑制目標の16%前後を大きく下回り、伸び率が鈍化している（図表 3)。

図表3. 中国のマネーサプライ(M2)の伸び
と銀行の新規融資額の推移



注：月次データ、直近は11年9月、
(資料) CEICデータより作成

こうした金融引締め策の影響を受けて、資金繰りが悪化した中小企業は高利の民間金融（当局の規制・監督を受けない非正規金融）に依存せざるを得なくなった。最近、金融引締めによって民間金融の利用は急拡大しており、推測される民間金融の総資金量は 4～5 兆元（60 兆円前後）で正規金融機関の貸出総額の 1 割弱を占めるようになった。

しかし、民間金融が盛んに利用される中国南部の温州市では、概ね年利 20%を超えているが、一方で中小企業の粗利は 10%前後に留まっており、倒産や経営者の夜逃げなどが頻発していると報道されている。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中小企業の資金需要への配慮も行っている。また、10 月 12 日の国務院常務会議では、正規金融機関による中小企業への貸出の増加などを決定した。

とはいえ、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。

（2011 年 10 月 25 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、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た。また、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・ツイスト政策」の導入が決定し、10 月 3 日より実施されている。

経済指標をみると、9 月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比 10.3 万人と事前予測（同 6.0 万人）を上回る増加となり、8 月分も同 5.7 万人（修正前は同横ばい）に上方修正されたが、失業率は 9.1%と 6 ヶ月連続で 9%を上回るなど依然として高水準であり、景気減速懸念を払しょくするには至っていない。

国内経済･金融

日本では、10 月 6～7 日の日銀金融政策決定会合で、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、金融資産（国債や社債、ETF、J-REIT 等）買入れ（15 兆円）、固定金利方式共通担保オペ（35 兆円）の実行額も据え置かれた。

経済指標をみると、機械受注（船舶・電力を除く民需）の 8 月分は、前月比 11.0%と 2 ヶ月ぶりに上昇しており、7～9 月期の事前見通し（前期比 0.9%）の達成可能性が高まった。また、8 月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比 0.6%と 5 ヶ月連続で上昇した。製造工業生産予測調査によれば、9 月は同▲2.5%と下落するものの、10 月は同 3.8%と上昇するとみられている。以上のように、一服感もあるものの、景気の持ち直しは継続しているとみられる。

金利･株価･為替

長期金利（新発 10 年国債利回り）は、欧州財政懸念や世界経済の先行き懸念が払しょくされない中で「質への逃避」が続き、8 月上旬以降は概ね 1.0%前後の低水準でもみ合っている。

日経平均株価は、ギリシャ追加支援決定の先延ばし等により欧州財政懸念が高まった 10 月上旬に、年初来最安値に迫る 8,300 円台まで下落した。10 月中下旬にはユーロ圏の各国・各機関が財政問題等への対策案を提示したことが好感されて一時 8,900 円台まで上昇したが、水準としては依然として低いままである。

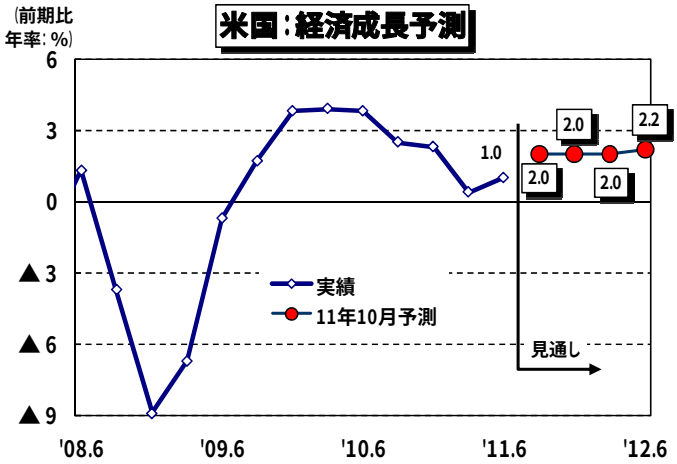
外国為替相場について、ドル円相場は、ドル円相場:欧州財政懸念や株価の弱含みが続く中で、リスク回避的な円買いの動きが継続しており、9 月中旬以降は 1 ドル＝76 円台半ばから後半を中心としたボックス圏での推移となっている。一方のユーロ円相場は、欧州財政懸念の高まりから 10 月上旬に 1 ユーロ＝100 円台と 10 年ぶりのユーロ安水準となった。しかし、10 月中旬以降は、ユーロ圏による欧州金融安定ファシリティー（EFSF）の拡充案の採択や EU 首脳会議における銀行資本増強策など、各種支援策が示されたため、1 ユーロ＝100 円台後半まで値を戻している。

原油相場

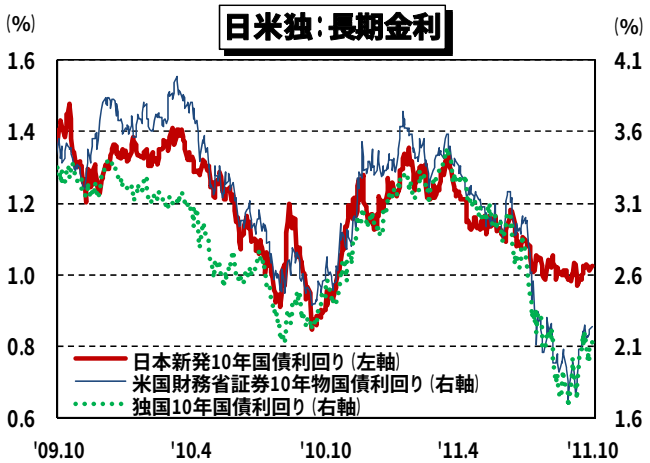
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI 期近）は、欧州財政懸念が高まった 10 月上旬に 1 バレル＝75 ドル台まで下落する場面もあった。欧州財政懸念が後退した 10 月下旬には、1 バレル＝90 ドル台まで戻している。　（2011.10.24 現在）

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

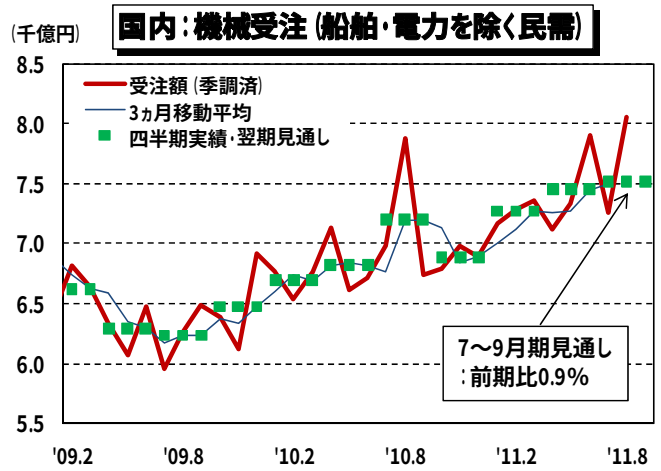
内外の経済・金融グラフ



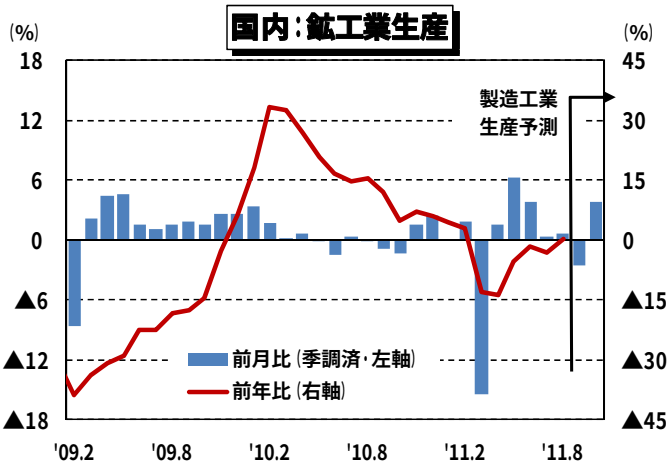
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



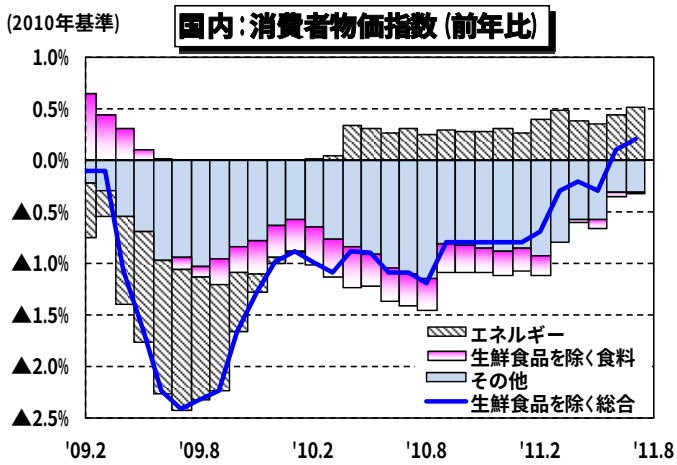
(資料) Bloombergより作成



(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

調整が続く米国の住宅市場

～失業率が高い地域ほど差し押さえ率が高い～

木村　俊文

はじめに

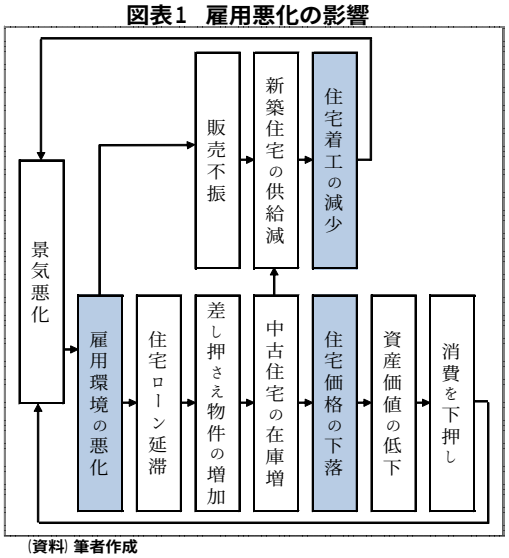
米国の住宅市場では、住宅着工の落ち込みや住宅価格の下落など、依然として低調な状態が続いている。米連邦政府は初回住宅購入者向け税額控除制度など住宅支援政策を継続しており、米連邦準備理事会（FRB）もゼロ金利政策のほか、政府機関債および政府機関発行の住宅ローン担保証券（MBS）の償還金再投資などを通じて住宅ローン市場を下支えしている。

米国ではすでに住宅ローン金利が歴史的な最低水準にあるにもかかわらず、住宅バブル崩壊後の状態からなかなか抜け出せずにいるように思われる。住宅販売が不振となっている要因には、住宅購入意欲が高まらないことや金融規制改革に伴う住宅ローン貸出の厳格化などが挙げられるが、以下では雇用環境の悪化に注目して住宅市場との関係を考えてみたい。

雇用回復せず、住宅不振続く

米国の非農業部門雇用者数は08年1月に過去最大の1.38億人に増加したが、リーマンショック後の10年2月にはピーク時と比べ875万人少ない1.29億人となった。オバマ大統領は09年1月の就任演説のなかで、自然エネルギー等に10年間で1,500億ドル（約14兆円）を投資し、500万人の新規雇用を創出すると表明した。直近の雇用者数は 1.31 億人台に回復して推移しているものの、そのテンポは緩やかであり、今年9月にはオバマ大統領

図表1　雇用悪化の影響



（資料）筆者作成

が新たに4,470億ドル（約35兆円）を投入して雇用創出を目指す「米雇用創出法案」を発表したところである。この間、失業率は08年初の4%台から09年後半には一時10%超まで悪化し、その後はやや低下したものの足元では 9.1%と高水準のまま推移している。

こうした雇用環境の悪化を背景に住宅販売が低迷し、住宅ローンの延滞や物件の差し押さえが増加した。延滞率や差し押さえ率自体は 10 年をピークに低下に転じたものの、いまだに差し押さえ物件の発生は続いており、米住宅市場の9割を占める中古市場に流入している。中古住宅の在庫が増加したことを受け、新築住宅の供給が抑制されて住宅着工がピーク時の3分の1以下に落ち込んでいるほか、在庫調整が進捗する間は差し押さえ物件の流入が住宅価格の下落圧力として作用し、中古価格だけでなく新築価格に

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

も影響を及ぼしている（図表1）。

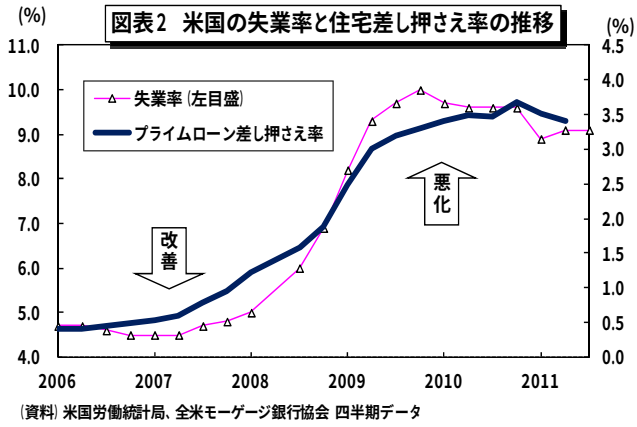
また、連邦預金保険公社（FDIC）によれば、破綻金融機関数は10年の157をピークに減少に転じたと見られるが、事業継続が危ぶまれる問題金融機関数は11年6月末で865（前年比4.3%）と引き続き増えており、増加する差し押さえ物件の不良債権化がこの一因になっていると考えられる。

雇用と住宅の地域（州）別動向

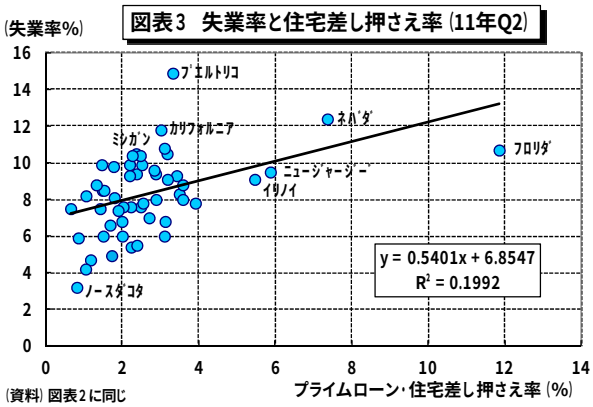
延滞率や差し押さえ率は、雇用環境の良し悪しによって変化すると考えられる。たとえば、差し押さえ率と失業率の推移をみると、失業率の方が悪化のピークを迎えた時期が1年早いものの、両者は同じような動きをたどっている（図表2）。そこで、差し押さえ率と失業率を州別に布置してその関係をみると、失業率が高いほど差し押さえ率が高い傾向が見られる（図表3）。

直近で差し押さえ率が最も高いフロリダ州について見てみると、同州は失業率と差し押さえ率が徐々に悪化し、図表3の左下から右上方向にシフトしてきた。同州を管轄するアトランタ連銀の地区連銀経済報告（ベージュブック）によれば、失業率2%台、差し押さえ率0.4%台だった07年初は「中古住宅販売の弱い動きは数ヶ月続く」とさほど深刻さは感じられなかったが、失業率 6%台、差し押さえ率3%台となった08年半ばには「ほとんどの営業用不動産が軟化しており、弱い動きは09年まで続く」と悪化期間が長引く見通しとなった。

11年に入ってからも失業率11%台、差し押さえ率11%台が続いているが、直近9 月の報告では「昨年来の非常に弱いレベルから比べれば幾分か和らいだ」「南東地区の物件を中心に投資家やセカンドハウス購入者、海外の購入者、退職者などからの接触が増えている」と新たな動きも出始めているようである。



（資料）米国労働統計局、全米モーゲージ銀行協会 四半期データ



（資料）図表2に同じ

おわりに

失業率は、人口や産業構成など地域の経済状況を反映して、地域間でバラツキが生じると考えられる。前述のフロリダ州に見られるように、今後も失業率が悪化して差し押さえ物件が増加する地域が出てくる可能性がある。

とりわけ住宅価格については、資産効果を通じて個人消費を増減させるなど実体経済への影響が大きい。在庫調整が一巡し、住宅価格がいつ上昇に転じるのかを占う上からも、地域別の差し押さえ率や失業率の動向に注目していきたい。

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

今月の焦点

海外経済金融

欧州の経済成長重視に転換したIMF

～処方箋は民営化とフィスカル･デバリュエーション～

山口　勝義

要旨

IMF は、最近の報告書の中で、欧州等の経済や金融機関に対する危機感を強め、同時に、経済成長を一層重視するスタンスに転換した。また、成長を損なわない財政改革のための政策を具体的に提案している。

IMF による報告書の内容

国際通貨基金（IMF）は、9 月の年次総会に向け、主要な 3 件の報告書の最新版を公表した[注 1]。その要点は次のとおりであるが、今回、欧州を含め、世界経済の先行きや金融機関の財務内容への危機感を大幅に強めた内容となっている。

＜世界経済について＞

・2010 年には回復基調にあった世界経済が、2011 年には相当程度減速し、大きなダウンサイドリスクを伴う危険な局面に入った。

・その主要な要因は、各国による緊縮財政に加え、次の 2 つのリバランシングが進捗していない点にある。

- ➢ Internal Rebalancing（バランスシートの改善を通じた内需の回復）
- ➢ External Rebalancing（経常収支の不均衡の是正）

・これに加え､8 月以降の金融市場の混乱が問題を困難化した。

・当面､次の 2 つの悪循環が懸念される。

- ➢ 低成長と財政改善遅延の間の悪循環
- ➢ 低成長と金融機能不全の間の悪循環

・経済見通しを図表 1 のとおり下方修正する。ただしこれは、政策対応が適切に実施されることを前提とするもの。

・特に重要な政策対応は次の 3 点である。

- ➢ 短期的には経済成長、中期的には財政改革を図る取組み
- ➢ 金融機能の確保
- ➢ 対外不均衡の是正

＜金融機関について＞

・近時、金融機関の安定性にかかるリスクは大幅に増加し、再度危険な領域に入りつつある。

・その背景には次の点がある。

- ➢ 世界経済の減速化
- ➢ 改善が進まないバランスシート
  - ✓ 米国・欧州・日本の政府
  - ✓ 欧州の銀行
  - ✓ 米国の家計
- ➢ 弱い政治力・政策の限界

・2010 年当初以来、欧州の銀行の国債保有に伴う信用リスクは約 2,000 億ユーロ（約 21 兆円）増加した。

・リストラ、解体が必要な銀行に対しては、政策方針を明確にした上で、適切に対処する必要がある。

＜財政の持続可能性について＞

・財政の持続可能性に対する市場の信認回復への取組み強化が重要であるが、経済成長を損なわない政策としては次が有効である。

- ➢ 国有資産の売却・民営化
- ➢ フィスカル・デバリュエーション

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　IMF による実質 GDP 成長率見通し

(単位:%)	実績値	今回予測値		前回(2011/6)との差異	
	2010年	2011年	2012年	2011年	2012年
世界	5.1	4.0	4.0	-0.3	-0.5
先進国	3.1	1.6	1.9	-0.6	-0.7
ユーロ圏	1.8	1.6	1.1	-0.4	-0.6
ドイツ	3.6	2.7	1.3	-0.5	-0.7
フランス	1.4	1.7	1.4	-0.4	-0.5
イタリア	1.3	0.6	0.3	-0.4	-1.0
スペイン	-0.1	0.8	1.1	0.0	-0.5
英国	1.4	1.1	1.6	-0.4	-0.7
米国	3.0	1.5	1.8	-1.0	-0.9
日本	4.0	-0.5	2.3	0.2	-0.6
新興国	7.3	6.4	6.1	-0.2	-0.3
中国	10.3	9.5	9.0	-0.1	-0.5

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

期待に過度に頼った財政政策の失敗

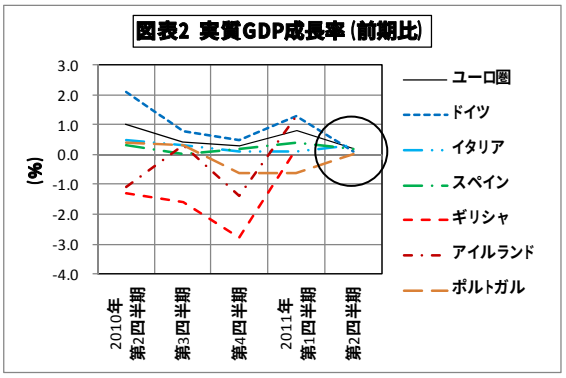
上記の IMF による報告書のうち、ユーロ圏の財政問題の観点からは、特に次の点が注目される。

A. 欧州の経済成長率見通しを大幅に下方修正した点
B. 短期的には経済成長、中期的には財政改革を図るという視点を明確にした点
C. B.の条件の下での、財政の持続可能性に対する市場の信認回復のための具体的な政策例を挙げた点

このうちB.については、既に8月16日、IMFのラガルド専務理事が英紙への寄稿で次の提言を行っており(注2)、今回の報告書の内容はこの考え方を敷衍したものである。

・ 先進国では、財政の持続可能性を維持することが最優先課題となっている。しかし、市場の圧迫を受けている国では、財政改革を進めることが最優先の課題であるが、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。財政改革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。

これは、経済成長を一層重視するスタンスへの転換であり、IMF が経済成長への危機感を強めていることの反映である。



(注) ギリシャ、アイルランドは、2011 年第 2 四半期のデータは未公表。
(資料) Eurostat のデータから農中総研作成。

現実にユーロ圏では、2011 年第 2 四半期（4～6 月期）の実質 GDP 成長率で、厳しい財政改善に取り組む財政悪化国の停滞とドイツを中心とするいわゆるコア国の堅調という従来の二極分化傾向が様相を変え、コア国をも含めた経済全体の成長鈍化傾向が明らかとなった（図表 2）。

その主要な要因としては、コア国も含めた緊縮財政による内需の拡大抑制や欧州中央銀行（ECB）の利上げの影響が考えられるが、今回の IMF の提言は、この財政改革の進め方について問題を提起したものである。

また、一般に、債務残高の削減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、今回の経済成長重視へのスタンス転換は、財政改革を進捗させる観点からも重要な判断として注目される。

一方、これまで、IMF が欧州連合（EU）とともに取り組んできたユーロ圏の財政改革支援においては、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。これは、例えば「現時点で財政支出が削

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

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」などの期待により、緊縮財政の負の効果は相殺されるとするものである。

しかし現実には、ユーロ圏では、国民が改革に疲弊し大規模なデモやストが相次ぐギリシャの社会情勢に象徴的に示されているように、必ずしもこうした期待は有効には機能しなかった。この結果、財政改革で財政の持続可能性を高めつつ、将来への期待で経済成長の底打ちを図り、財政悪化国の問題を吸収しようとした従来のIMFやEUのアプローチは失敗に帰したということになる。

ECBはギリシャへの金融支援が開始された直後の 2010 年 6 月のレポート(注3)において、「財政政策の非ケインズ効果」が発現しやすい諸条件をあげている。しかし、このうち次の点については、ユーロ圏の実情には適合し難いと考えられた。

① 緊縮財政の将来的効果を読み取る消費者の割合が高いこと
② 為替安が伴うことや経済刺激的な金融政策を実施すること
③ 経済の開放度合いが高いこと

また、同時に、過去に同効果が発現した事例に対し、今回は特に次の点が支障になるものと認められた（これらの評価は、(注4)で示した別稿を参照されたい）。

① 景気減速局面での財政健全化
② 世界的な規模での財政健全化

このように、実現可能性や実効性の点で疑問があった経済主体の期待を重視する従来の考え方であったが、今回のスタンス転換は、これが現実には適合しないとの、IMF の判断の現れと見ることができる。

民営化とフィスカル･デバリュエーション

次に、C.についてであるが、IMF は、「短期的には経済成長、中期的には財政改革」という条件を満たしたうえでの財政改革のための政策例として、①国有資産の売却や国営企業の民営化、および②フィスカル･デバリュエーションを挙げている。

このうち①の民営化等については、民間活力の活用で経済の競争力を高めながら財政改革のための原資を調達する、というその狙いと効果は理解しやすい。また、ギリシャを始めとして財政悪化国は、これを財政改革のひとつの柱として位置付け、それぞれ取組みを行っているところである。

一方、②のフィスカル・デバリュエーションについては検討が必要である。

1.フィスカル・デバリュエーションとは

IMFは、この政策について、給与税減税および付加価値税（消費税に相当）増税を組み合わせる財政政策によって、為替レートの引下げと同じ効果の確保を図るものと説明している(注5)。つまり、為替レート引下げ（「デバリュエーション」）と同じ効果を、財政政策（「フィスカル」）で実現しようとすることである。

特に財政改革が課題であるユーロ圏については、IMF は、歳入を減少させないように調整したうえで、こうした税制改正を行うことにより、財政を悪化させずに、次のプロセスを通じて、経済の競争力を向上し経常収支の改善を実現することができるとしている。

・輸出産品は、付加価値税の課税非対象であるが、給与税減税を通じた単位労働コスト引下げにより、その価格を低下させることができる。
・一方、輸入産品は、付加価値税の課税

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

対象であり、その引上げにより消費者が支払う対価は上昇する。

・上記により、為替レートは不変であっても、その引下げと同様に、輸出増加・輸入減少を実現することができる。

2.効果が発現しやすい条件と限界

IMF は、通常の条件下ではこの効果は大きくはないとは認めているものの、統一通貨のもとで、特に非自発的失業者が多数に上る場合（ユーロ圏の財政悪化国がこれに該当する）には、被雇用者が付加価値税増税で実質賃金が目減りしたことを認識しても名目賃金引上げを求める動きにはつながりにくく、理論どおりの効果が上がりやすいと判断している。

一方、IMF は、この政策の問題点として、給与所得に依存しない消費者には負担増となること、既に付加価値税が高く引き上げられた国（23%のギリシャはこれに該当する）においては政策の余地は限定されること等をあげている。

以上からすれば、現在のユーロ圏の環境のもと、本政策の有効性については必ずしも明らかであるとは言い難い。

おわりに

現在、ユーロ圏では、これまでユーロ圏の中でもいわゆる周辺国の、しかも経済小国の問題であった財政問題が変質し、銀行問題を通じて世界中の経済に影響を及ぼす複合的な問題に発展する可能性が懸念されている。

これに対し、銀行の資本増強や、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の機能等拡充対策が検討・実施されているが、これらは足元のギリシャの債務再編に伴い問題が拡大することを回避するための対策であり、決してユーロ圏の財政問題への包括的な対応策ではない。ユーロ圏の財政問題の終息には、財政面での協調強化や、財政規律の管理態勢の厳格な運用等、まだまだ政策面での長い道のりが控えている。

一方、経済的な観点からすれば、財政問題の終息には、財政改革と経済成長が相互に寄与し合う好循環に入ることが重要な前提となる。一連の財政改革の取組みの中で、民間活力の活用等を通じ経済が競争力を回復することにより、その成長を実現することが期待されるとともに、一方では、調達金利を上回る経済成長率を維持することが債務残高の削減に大きな効果を持つことから、逆に、経済成長が財政再建を促進することが期待される。

こうした点で、今回 IMF が推奨した政策については、その政策の有効性は必ずしも明らかではないものの、IMF が経済成長を一層重視するスタンスに転換したこと自体には大きな意義があるものと評価される。（2011 年 10 月 21 日現在）

(注1) 次の 3 件の報告書である。
・ IMF (2011/9) “World Economic Outlook”
・ IMF (2011/9) “Global Financial Stability Report”
・ IMF (2011/9) “Fiscal Monitor”

(注2) 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”

なお、IMF は、ラガルド専務理事による 8 月 27 日の米カンザスシティ連銀主催のジャクソンホール年次経済会議での講演以降、欧州の銀行の財務内容に対し強い警戒感を示してきているが、その経緯については次を参照されたい。
・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）

(注3) ECB (2010/6), “Fiscal Consolidations: Past Experience, Costs and Benefits”(“ECB Monthly Bulletin, 2010/6”：pp. 83-85)

(注4) 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5) IMF (2011/9) “Fiscal Monitor”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

東京湾岸の液状化被害が住宅地価格に及ぼす影響

～ヘドニック推定法による分析～

岡山　正雄

はじめに

11 年 3 月に発生した東日本大震災は、広範な地域に被害をもたらした。特に関東地方で顕著だった自然災害が液状化現象である。液状化現象自体は、95 年の阪神淡路大震災でも神戸市の湾岸地域で発生しているが、今回は震央から数百 ㎞ 以上離れた地域で発生しており、異例な事態と言えるだろう。

このような液状化現象の発生によって、被害を受けた地域において、住宅地価格はどのような影響を受けただろうか。この点を検証するために、住宅地の基準地価を用いて都市経済学のアプローチから計量分析する。

先行研究

液状化現象が地価に与える影響を計量分析した論文は見られないものの、種々の要因が地価形成にどのような影響を与えたか分析した研究は複数ある。このような分析においては、後述のヘドニック推定法を用いるのが一般的である。

例えば安藤ほか(1992)では人口密度や都心までの通勤時間と言った居住性の要因が地価形成にどのような影響を与えるか、東京及び大阪の単年の公示地価を用いて分析している。

また岡崎・松浦(2000)では騒音や大気汚染と言った環境要因が地価に及ぼす影響を横浜市の時系列の公示地価データを用いて分析している。

この他、齋藤(2005)では過去の洪水履歴やハザードマップの浸水想定区域公表が地価に与える影響について東京の単年の新築マンション分譲価格を用いて分析している。

関東地方における液状化被害の概要

分析に進む前に関東地方の液状化被害の概要を見る。これについては国土交通省・地盤工学会(2011)にまとめられており、液状化現象は関東地方の全都県、96 自治体で発生している。その面積は関東地方の 0.67%にあたる 208 ㎢に及び、世界最大規模の被害と言える。

発生した地域の微地形区分(注 1)を見ると(図表 1)、埋立地や三角州と言った湾岸の地形のほか、後背湿地や旧河道・旧池沼といった内陸の地形でも液状化現象が見られたことが分かる。

この中で、特に被害が集中した地域が東京都大田区から千葉県千葉市に至る東京湾岸地域である。ここでは、被害箇所が点在している他の地域と異なり、被害が帯状になっているという特徴がある。本稿では、この東京湾岸地域を分析対象とする。

図表1　液状化現象発生地形と割合

微地形区分	割合(%)
埋立地	35.14
三角州･海岸低地	16.15
後背湿地	8.46
干拓地	7.71
砂州･砂礫州	7.62
旧河道･旧池沼	7.32
自然堤防	6.66
その他	10.94

(資料) 国土交通省･地盤工学会 (2011)

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

(注 1)地形分類図と表層地質図を用いて、内閣府中央防災会議「地震防災マップ作製技術資料」の設定手順に基づき地形を区分したもの。

分析方法

計量分析をするにあたってはDID(Difference in Difference)分析を組み入れたヘドニック推定法を用いた。

まずヘドニック推定法とは、不動産市場分析で一般的な計量分析の手法である。不動産は他の財・サービスと異なり同質ではなく、不動産によって面積やライフライン設備、学校や病院など各種公共施設までの距離等が異なる。つまり異質な財が同一の不動産市場で取引されている。このような市場では Rosen(1974)によれば、価格は特性の違いによって決定されると論じられている。この着想に基づいているのがヘドニック推定法であり、被説明変数に地価、説明変数に面積や最寄駅までの距離など不動産の特性を表すデータを用いる。

一方、DID 分析とは政策や事象の効果をより正確に推定するために考案された分析手法である。この手法では、現象発生による変化の要因を①地域差によるもの、②時間経過によるもの、③政策・事象固有の要因によるものの 3 つに分けて推定する。本分析に沿って説明すると、①は液状化現象発生地域と発生しなかった地域との間で元々あった基準地価の差、②は液状化現象前後でどの地域にも等しく起こった基準地価の差、③は液状化現象固有の影響による基準地価の差となる。

このため推計にあたっては①地域差ダミー(液状化現象発生地域＝1、それ以外＝0)、②時間差ダミー(液状化現象発生時点後＝1、発生時点前＝0)、③液状化ダミー(液状化現象発生時点後の液状化現象発生地域＝1、それ以外＝0)という 3 つのダミー変数を用いる。

推計に用いるデータ

本稿で用いる住宅地価格のデータは、10 年 7 月 1 日時点と 11 年 7 月 1 日時点の都道府県地価調査(基準地価)における、

図表2　データの記述統計

No.	変数	単位	平均	標準偏差	最小値	最大値
1	基準地価	円/㎡	239,957	233,594	1,600,000	47,700
2	通勤時間	分	34.52	13.81	1.00	60.00
3	最寄駅までの距離	m	1318.61	1243.48	100.00	7500.00
4	地積	㎡	182.53	118.61	47.00	1444.00
5	接道距離	m	5.47	1.49	3.00	14.00
6	建蔽率	%	56.57	5.73	40.00	80.00
7	容積率	%	175.05	65.82	80.00	400.00
					説明	
8	ライフラインダミー		0.93	0.26	電気・ガス・水道完備=1、それ以外=0	
9	東京ダミー		0.29	0.46	東京都=1、それ以外=0	
10	地域差ダミー		0.05	0.22	液状化現象発生地域=1、それ以外=0	
11	時間差ダミー		0.50	0.50	11年7月1日時点のデータ=1、それ以外=0	
12	液状化ダミー		0.03	0.16	11年7月1日時点の液状化現象発生地域=1、それ以外=0	

(資料) 国土交通省「都道府県地価調査」、㈱ぐるなび「えきから時刻表」、国土交通省・地盤工学会(2011)

(注1)標本数は432

(注2)1、3～9は地価調査、10～12は国土交通省・地盤工学会(2011) による

(注3)2は「えきから時刻表」を用い、最寄駅から山手線各駅または大手町駅までの所要時間を算出した。

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

液状化被害の発生した東京湾岸自治体(東京都(大田区、品川区、港区、中央区、江東区、江戸川区)、千葉県(浦安市、市川市、船橋市、習志野市、千葉市))の住宅地価データである。

各変数の記述統計は図表 2 の通りである。標本数は 432(216 地点×2 年分)であるが、全体の 5.1%にあたる 11 地点で液状化現象が確認された(注 2)。

なお、変数のうち 10～12 には DID 分析に関連するものであるが、残りの 1～9 は地価を推計する際、一般的に用いられる変数である。

(注 2)選定替えがされた千葉市の 1 地点及び調査が休止された浦安市の 6 地点は、あらかじめ除いてある。

推計式

図表 3 には量的変数の相関係数表を示した。これを見ると建蔽率と容積率に高い相関がある。このため多重共線性を防ぐために、図表 2 の記述統計量のうち容積率を省いた 10 の説明変数で推計した。

また推計式は被説明変数の基準地価のみを対数化したものを用いた(注 3)。

(注 3)得田(2009)にならい対数化する変数を変えて 4 種類の関数形で推計したが、このうち最も自由度修正済み決定係数が高くあてはまりが良いものを用いた。

推計結果

結果は図表 4 の通りである。自由度修正済み決定係数は相応に高く、推計式のあてはまりは良いと言える。分析結果を見ていくと、まず DID 分析に関係する 10～12 では、地域差ダミーが 10%水準で有意となっており、係数は正である。つまり、液状化が発生した地域は、そうでない地域に比べて元々基準地価が高かったと言える。

次に時間差ダミーは有意となっておらず、経年による基準地価の変化はないと推計されている。

図表4 基準地価の推計結果

被説明変数:基準地価

No.	説明変数	係数	t値	判定
定数項		12.318	82.3	***
2	通勤時間	-0.0302	-20.95	***
3	最寄駅までの距離	-0.000167	-15.59	***
4	地積	0.000748	6.92	***
5	接道距離	0.0293	3.29	***
6	建蔽率	0.00926	3.84	***
8	ライフラインダミー	0.0127	2.46	**
9	東京ダミー	0.353	7.75	***
10	地域差ダミー	0.160	1.92	*
11	時間差ダミー	-0.0205	-0.79	
12	液状化ダミー	-0.0259	-0.23	
自由度修正済み決定係数		0.852		

(注1)「判定」欄の***は1%、**は5%、*は10%水準で有意であることを表す。

図表3 各変数の相関係数

	No.	2	3	4	5	6	7
No.	変数	通勤時間	最寄駅までの距離	地積	接道距離	建蔽率	容積率
2	通勤時間	1.00					
3	最寄駅までの距離	0.24	1.00				
4	地積	-0.14	-0.07	1.00			
5	接道距離	-0.14	-0.02	0.02	1.00		
6	建蔽率	-0.19	-0.09	-0.02	0.19	1.00	
7	容積率	-0.40	-0.21	0.04	0.16	0.79	1.00

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

最後に液状化ダミーだが、これも有意な結果は得られなかった。本分析の結果からは液状化現象は基準地価に影響を及ぼしていないと言える。

一方、その他の変数も見ておくと、少なくとも 5%水準で有意である。有意となっている係数については、通説に沿ったものであり、整合的な結果である。つまり、通勤時間が短く、最寄駅までの距離が短く、地積が大きく、接道距離が長く、建蔽率が高く、ライフラインが整備されており、千葉より東京ほど基準地価が高い。

分析の考察

本分析において液状化ダミーが有意にはならなかった原因としては、次の 3 点が考えられる。

第一に液状化現象の影響は軽微だったという可能性である。住宅地の基準地価形成において、液状化現象はそれほど大きな要因ではないかもしれない。また、今回液状化被害を受けた地域のなかには、87 年に発生した千葉県東方沖地震で被害のあった地域もあり、すでに液状化現象の影響を基準地価に織り込み済みだった可能性もある。

第二に欠損データの問題である。今回用いた基準地価では、液状化被害の最も深刻だった浦安市の 6 地点で、調査が休止されたため推計に含まれていない。これらの地域が省かれたため、液状化現象の影響が過小評価され、有意な結果が得られなかった可能性がある。

第三に基準地価と実勢地価の乖離の問題である。土地の特性変化が、すぐに地価へ影響を与えるのではなく、徐々に反映されていくという問題である。これについては清水(2002)などで基準地価が実勢価格よりも遅れて推移することが指摘されている。このため現在は液状化被害の影響は見られないものの、今後一定期間が経てば、影響が表れる可能性がある。

まとめ

本分析では液状化現象は住宅地の基準地価に影響を及ぼしたという結果は得られなかった。ただ考察で指摘した通り分析においてはデータ欠損と価格形成ラグの問題があり、影響がなかったと結論付けるには尚早である。今後は、さらなるデータの蓄積を待って、分析の精緻化を試みたい。

<参考文献>

安藤朝夫・内田隆一・吉田克明(1992)「2 大都市圏における地価関数の推計結果を用いた地価変動の時空間分析」土木学会論文集 449 号

岡崎ゆう子・松浦克己(2000)「社会資本投資、環境要因と地価関数のヘドニックアプローチ：横浜市におけるパネル分析」会計検査研究 22 号

国土交通省・公益社団法人地盤工学会(2011)「東北地方太平洋沖地震による関東地方の地盤液状化現象の実態解明」

齋藤良太(2005)「首都圏における浸水危険性の地価等への影響」住宅土地経済 58 号

得田雅章(2009)「ヘドニック・アプローチによる滋賀県住宅地の地価形成要因分析」彦根論叢 381 号

西村清彦・清水千弘(2002)「地価情報の歪み：取引事例と鑑定価格の誤差」、西村清彦編『不動産市場の経済分析』、日本経済新聞社

Rosen.S(1974) “Hedonic Price and Implicit Markets; Product Differentiation in Pure Competition” *Journal of Political Economy*, Vol. 82.

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

住宅エコポイント復活は住宅業界の追い風となるか

安藤　範親

住宅エコポイント復活へ

9月16日の閣議後会見で、前田国土交通相が、「被災地域の復興とその地帯の住宅・建築物のゼロ・エネルギー化を進めたい」と述べ、被災地復興支援と省エネの観点から、今年7月末の着工分で終了した「住宅エコポイント」を復活させる方針を表明した。11月21日の閣議において、住宅エコポイント制度が11年度第3次補正予算案に盛り込まれ、提出される見通しとなった。

住宅エコポイントとは、省エネ住宅の新築や省エネリフォームをした人が、様々な商品・サービスと交換可能なポイント（1ポイント1円相当）をもらえる制度である。省エネルギー性能が高い住宅の普及による地球温暖化対策と同時に住宅市場を活気付け、経済の活性化を図ることを目的として昨年3月に始まった。

しかし、当初の想定以上の申請によって、用意していた約2,400億円の予算を上回る見通しとなり、12月末の期限を5ヶ月前倒しして打ち切られた。

制度の概要

従来の制度におけるポイント付与対象は、新築の場合、木造なら99年に改正された次世代省エネルギー基準（注1）を満たす住宅、非木造ならトップランナー基準相当（注2）の住宅となっている。リフォームの場合、（1）窓の断熱改修、（2）外壁、屋根、天井、床の断熱改修、（3）手すりの設置、段差解消、廊下幅等の拡張などのバリアフリー改修、（4）太陽熱利用システムの設置、（5）節水型トイレの設置、（6）高断熱浴槽の設置となっている。

それぞれ一定の基準を満たしたものに対し、規定のポイントが還元される。例えば、内窓設置の場合、面積2.8㎡以上のもので1.8万ポイントとなっている。ただし、1戸あたり最大30万ポイントまで、新築は一律30万ポイント（太陽熱利用システムを設置した場合32万ポイントまで）である。

今回、第3次補正予算案に盛り込まれた金額は1,446億円と国の財政事情の厳しさから従来に比べ低くなっている。そのため、東日本大震災の被害が大きい岩手、宮城、福島県などでは従来の制度と同様に最大30万ポイントをつけるが、それ以外の地域の新築時には15万ポイントに半減される。

また、新たにリフォームでは、耐震改修工事を行う場合に15万ポイントが、リフォーム瑕疵保険に加入する場合に1万ポイントが付与されることとなった。このうち耐震改修工事については、省エネリフォームの上限30万ポイントと別途加算され、最大で45万ポイントが付与される。

ただし、ポイント交換については、被災地支援が重視され、全国型の商品券やプリペイドカードがなくなり、ポイント利用の半分は被災地の産品、製品、商品券に限定された。

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

住宅エコポイントの発行工事対象期間は、新築は、補正予算案を閣議決定した10月21日の着工から、リフォームは11月21日の工事着手からとなり、期限はいずれも12年10月31日までとなった。

住宅エコポイントの効果

「建築着工統計調査報告」によると、全国の新設住宅着工戸数は住宅エコポイントが始まった昨年3月以降、7万戸前後となっている。対して、住宅エコポイント新築分申請戸数は、着実に増加し、本年4月には5万戸を超える水準に達している。省エネルギー性能が高い住宅の普及を目的とする同政策の効果が表れていると言えよう（図表1）。

また、ポイントが付与される最終月となった7月の新設住宅着工戸数は8万3,398戸の前年同月比21.2%増と二桁の大幅増加となった。国土交通省では、着工戸数の大幅な増加について、「住宅エコポイントの駆け込み需要による一時的な影響が大きい」とみている。

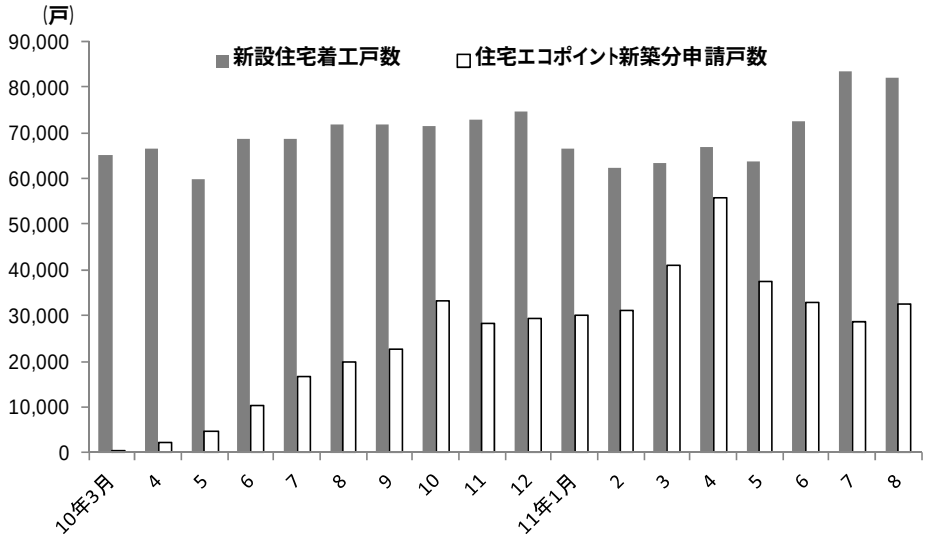
当初は、新築住宅建設費に対して30万ポイントでは、住宅購入の動機付けには弱いと見られていたが、一定程度の押し上げ効果があったと言える。

第3次補正予算案では、9月末に終了した住宅金融支援機構の住宅ローン「フラット35S」の金利優遇が復活、さらに、災害復興住宅融資の金利引き下げやサービス付き高齢者向け住宅の供給促進、木造長期優良住宅の供給推進、住宅・建築物のゼロ・エネルギー化推進などの予算が計上された。今回の住宅エコポイント制度ではポイントが半分となったものの、住宅ローン減税やこれらのさまざまな住宅関連支援制度との併用により、住宅需要の喚起が期待されよう。

（注1）省エネ法（エネルギーの使用の合理化に関する法律）に基づく断熱や気密、冷暖房に関する住宅の省エネルギー性能の基準。

（注2）省エネ法に基づき、注1の次世代省エネルギー基準を満たす外壁、窓等を有する住宅に、08年時点での一般的な設備（冷暖房や給湯設備等）を備えた場合のエネルギー消費量と比べ、概ね10%の削減に相当する設備等を備えた住宅が該当。

（図表1）新設住宅着工戸数と住宅エコポイント新築分申請戸数の推移



（資料）国土交通省統計資料をもとに筆者作成

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

連　載

経済指標の窓　<第 8 回>

消費者物価指数②　基準改定とその影響

岡山　正雄

5 年に 1 度の基準改定

消費者物価指数(以下「CPI」)を利用するうえで注意したいことが、5 年に 1 度実施される基準改定である。直近では東京都区部 11 年 8 月分、全国同年 7 月分から新しい 10 年基準での CPI が公表され、あわせて 11 年 1 月以降の CPI が修正された。

基準改定では前回の基準改定以降、広く普及、嗜好の変化等により家計の消費支出における重要度が高まった品目が追加される一方、重要度が低下した品目が除外される。例えば、今回の基準改定では ETC 車載器や音楽ダウンロード料等が追加される一方で、ステレオセットやアルバム等が除外された。

また品目別の消費比率(ウェイト)も家計の消費構成の変化に応じて見直される。

基準改定の影響

基準改定は一旦行うと 2 年半後の中間見直しの際に若干修正することを除いては、原則的に構成品目やウェイトが固定される。これは、家計が次回基準改定まで、構成品目を同じ量だけ消費し続けると仮定したうえで CPI を算出していることを意味する。

だが、実際には価格が上昇した品目は消費が手控え、安価な代替品を購入するほか、CPI に含まれない新たな品目が登場し、従来の品目の消費が減少することが起こる。これらの影響が CPI には加味されず、価格の上昇した品目や従来の品目を、同じ構成・ウェイトで買い続けると仮定しているため、CPI は基準改定の年次から離れるに従って、実際の物価よりも上振れしていく傾向がある。

10 年基準改定による CPI の下振れ

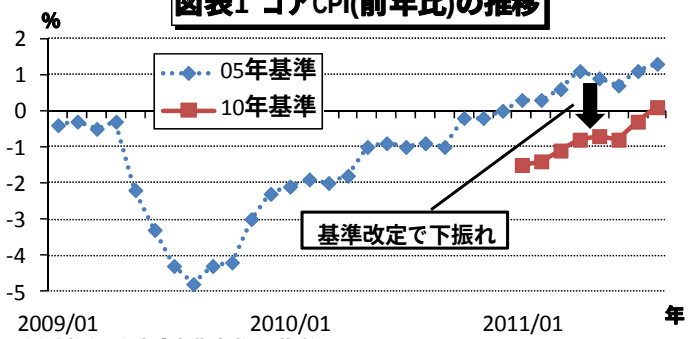
図表 1 には 05 年基準と 10 年基準のコア CPI(前年比)の推移を示した。

まず 05 年基準の CPI を見ると 10 年まで前年同月比マイナス続きデフレ基調が続いていたが、11 年 1 月以降はプラス基調が継続し、一見するとデフレを脱却したような印象を受ける。

しかしながら、10 年基準の CPI で見ると、05 年基準に比べて 1%pt 超下振れている。これは 05 年基準改定以降、家電エコポイント制度導入や地上波デジタル放送への移行によって、急速に普及した薄型テレビの価格急落を、今回の基準改定で反映したことが主因である。この結果、11 年 8 月はかろうじて前年同月比プラスであるものの、11 年 1～7 月にかけては依然マイナスが続いており、デフレ基調のままだったことが分かる。

このように基準改定の影響によって、物価の判断を見誤る場合もあり、特に直近の基準改定から年月が経っている場合には、注意が必要である。

図表1 コアCPI(前年比)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 8 回＞

震災復興への活用が期待される PFI

安藤　範親

PFI とは

国および地方公共団体等の公共部門は、公共性、公益性、公平性の観点から、教育や福祉、道路などの社会資本を整備･管理し、国民に公共サービスを提供してきた。しかし、公共部門が独占的にサービスを提供した結果、例えば、道路や空港などの過剰供給や財政悪化による公共サービスの減少などの「政府の失敗」が生じている。

これらの問題の解決を図るために生まれた手法の一つが PFI（Private Finace Initiative）である。PFI とは、国民に良質な公共サービスをより安く提供するために、民間のもつノウハウや資金を活用する手法である。

例えば、駐車場の整備で、初期投資の財源確保が困難な場合や行政が実施するより民間のノウハウを活用した方が割安な場合がある。このとき、PFI により、駐車場管理業者、清掃会社などで構成する民間事業体が、施設の整備や更新、運営管理等を提供し、その費用は全て、駐車場の利用料金収入で賄うことで公共サービスの提供を可能にする事業などである。

日本では橋本内閣から始まる行政改革の財政再建策の一環として、PFI 導入の検討が行われ、99 年 7 月に PFI 法（民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律）が成立した。00 年 3 月の PFI 基本方針の公表から取り組みが進み、09 年度末時点における PFI 事業の件数は、366 事業に上っている（図表 1）。

PFI の事業形態

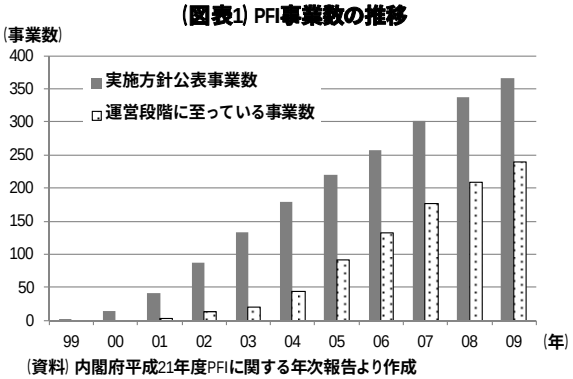
PFI は、民間事業者の資金の回収方法によって、次の 3 つの事業形態に分けられる。①サービス購入型：民間事業者が施設の建設･運営を行い、民間が提供するサービスに対し、公共部門が対価を支払う方式、②独立採算型：民間事業者が施設の建設･運営を行い、料金徴収等の収入によって直接投資回収する方式、③ジョイントベンチャー型：料金収入によって投資回収するが、公共部門による財政等支援がある方式で、独立採算型にしても需要が見込めない事業などで活用される。

これら事業形態別にみると、サービス購入型の取組みが約 6 割と最も多い。事業者の収入リスクが相対的に低い形態が中心となっており、収支改善のインセンティブが働きにくい問題も出ている。

期待される震災復興への活用

今、東日本大震災の復興に向けて、「民間資金を積極的に活用すべき」と PFI の活用が期待されている。それは、日本の厳しい財政状況において、復興財政支出の負担を軽減し、かつ民間資金を国内投資に振り向かせることができるからだ。しかし、民間企業が各地域の復興ニーズに応えた提案や事業性評価を行うためには、積極的な情報共有による官民連携が必要だ。PFI をより活用しやすい仕組みの構築が重要であろう。

（図表1）PFI事業数の推移



（資料）内閣府平成21年度PFIに関する年次報告より作成

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

この 10 年、これからの 10 年

農林中央金庫　ニューヨーク支店長　中村　和人

この秋、アメリカは 2001 年の 9.11 同時多発テロから 10 年の節目を迎えた。9 月 11 日当日は、全米各地で様々な追悼イベントが開催されたが、再開発が続いている NY のテロ現場「グランド・ゼロ」でも、現職の大統領としては初めてとなるオバマ大統領夫妻や、ブッシュ前大統領夫妻も参加して追悼式典が行われた。またこの日は、恒久的な追悼施設である公園部分が遺族に限って初めて公開された。そこには、テロで崩壊したワールド・トレード・センターの 2 棟の高層ビルがあった場所に四方から滝が流れ込む巨大な人工池が 2 つ設けられ、その周りを、同時テロと 1993 年の同ビル爆破事件で犠牲になられた方々 2,983 名の名前が刻まれた石碑が囲んでいる。

この 10 年間、NY 市では遺族の心情に配慮して追悼式典での政治的なスピーチを一切排除し、要人ゲストも詩の朗読のみだったそうだが、今回はオバマ大統領が旧約聖書の一節を、そしてブッシュ前大統領は、リンカーン大統領が南北戦争で 5 人の息子を亡くした夫人に宛てた手紙を朗読した。同時テロ直後のアメリカは、国民がまさに一つになり「テロに対する世界的な戦争」を標榜するブッシュ前大統領を支持して、アフガン戦争とサダム・フセイン政権の打倒を目指したイラク戦争に矢継ぎ早に踏み切っていった。この 2 つの戦争の膨大な戦費が、現在に繋がる米国の財政赤字拡大を招いた大きな要因のひとつであることは言うまでもないだろう。

当日の New York Times 紙の特集記事の欄外に何のコメントも付されず、この 10 年間の数字だけが掲げられていたので幾つか紹介したい。「6,204」イラク・アフガニスタンでの米兵の死者。「2,300」アメリカ人建設作業員の死者。「18,678」現地治安部隊兵士の死者。「13,065」9.11 に関係して喘息や呼吸器疾患を患った人（最低でも）。「10,320」9.11 に関連して PTSD（心的外傷後ストレス障害）やその他の精神的な障害を起こした人（最低でも）。そして何ともショックだったのは、「102,339」イラク民間人の死者（最低でも）である。

今年 5 月初め、ウサマ・ビンラディン容疑者が米軍特殊部隊によって殺害され日、NY でも多くの若者が夜遅くまで気勢をあげていて、改めてこの国が戦争を遂行している国なのだと考えさせられたが、一方で「アラブの春」の大きなうねりや、8 月のリビアでのカダフィ政権の崩壊過程を見ていると、この「テロとの戦争」が必要とは言い切れない大きな犠牲まで強いて来たと思えて仕方がない。その経済的負担は、同じ特集記事からの引用で恐縮だが、直接の戦費だけで 1 兆 2,050 億ドル（約 96 兆円）、兵士への補償や恩給、治安部隊経費等々の関連費用を加えると 1 兆 6,490 億ドル（約 132 兆円）。また、アメリカに訪問された方なら誰もが経験する空港警備などの国内での対テロ安全対策関連費用で 5,890 億ドル（約 47 兆円）等々と試算されている。

専門家では無いので「この 10 年」を検証しようという大それた考えは無いが、オバマ大統領はワシントンでの追悼式典では、「この 10 年で、戦争や不況、政治的対立など国民にとって大きな変化があったが、平等と自由というアメリカの信念は不変であり、その信念は試練を経て強まった。」と語った。その上で、イラクとアフガニスタンに延べ 200 万人が出兵し対テロ戦争の最前線で犠牲を払った米軍兵士やその家族に敬意を評しつつも、「兵士やその家族は栄光に満ちているが、戦争そのものはそうではない。アメリカの強さは、戦争の 10 年から平和の未来へと進むことで生まれる。」と語り掛けた。軍の最高司令官である大統領の発言としては異例だと思うが、そこには長い消耗戦で疲れ切った大国の姿が垣間見える。今、アメリカ国内では、中国が衰退するアメリカを凌ぐ日が来るのかといった議論が盛んである。その答えは、「これからの 10 年」の先にあるかもしれない。

（2011 年 10 月 6 日）

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