

潮 流

格付会社のガバナンス問題

調査第二部長 矢島 格

深刻化する欧州危機においても、格付会社が及ぼす影響力の大きさは目立っている。本年7月、ポルトガルの格付が突如、投資適格から非投資適格に引下げられたり、ギリシャへの追加支援策の公表直後、ギリシャの格付が大幅に引下げられたりしたことなどによって、欧州危機は一層増幅されて現在に至るまで拡大している。

欧州当局は、十分な合理性に欠ける格付会社の行動が金融市場を混乱させ危機をより拡大させたとは非難して、格付会社の規制強化に取組中である。10月末、大手格付会社を欧州証券市場機構(ESMA)の実質的な監督下に置き、さらに、11月、欧州連合(EU)の欧州委員会から、格付付与を依頼する格付会社は原則として3年ごとに変更しなければならないという内容などを盛り込んだ規制強化案が発表された。

格付会社は、金融取引には必ず存在する情報の非対称(取引の当事者間で情報に質量ともに格差がある状態)を緩和させる機能や格付付与先の経営状態を監視するという機能を有している。格付会社は、現代の経済社会で必要不可欠なインフラと言えるだろう。そして、現代の経済社会で重要な役割を担う格付会社が健全経営を行うためには、ガバナンスが適切に行われるような監視・規律づけの仕組みが確立されなくてはならない。

ところで、2007年～09年の金融危機の反省から、様々な金融規制の見直しが精力的に行われ、格付会社への規制も多く見直しがなされた。本年に入ってから上述のような規制強化の取組みが続いている。けれども、行き過ぎた規制強化は弊害が大きく避けなくてはならない。規制を強化すればするほど、格付に関するイノベーション向上への努力の低下など格付会社本来の活力や能力が発揮されない危険性が高まる。ましてや、政府が格付を付与される先でもあることを考えれば、政府による格付判断への介入の可能性も否定できず、そのような事態が現実化すれば、格付そのものが社会にとって無用の長物になってしまうだろう。

つまり、規制当局による監視・規律づけだけに頼っても、格付会社の適切なガバナンスは実現しないのである。銀行などの他の金融機関への規制の場合と同様、市場機能を使った監視・規律づけも活用して、規制当局による監視・規律づけと補完し合うバランスのとれた仕組みが求められる。

しかし、市場機能を使った監視・規律づけについても、従来から主張されてきた「不適切な格付付与を行った格付会社は、市場の信頼を失い市場機能によって淘汰される」という市場メカニズムは、実際には働かないことが先の金融危機で証明されてしまった。また、格付会社の数が少ない現在の寡占状態を打破するため、新規参入を増やして格付会社間の競争を促進させようという考えもあるが、いくつかの実証研究では、むしろ格付の質が低下するなどのマイナス面の方が大きいという結果が示されている。市場機能の中心的存在である格付会社のガバナンスに、市場機能による監視・規律づけを有効に活用させるためには、更なる検討が必要である。

「格付会社を、だれが、どのようにして、格付けすべきか」という格付会社のガバナンス問題の解明は容易ではないが、経済・金融システムの今後の望ましい発展のためには避けて通れない。

情勢判断

国内経済金融

復興需要の本格化は新年度入り後にズレ込む公算

～欧州危機、円高、電力不足懸念が当面の懸念材料～

南 武志

要旨

東日本大震災の発生で大打撃を受けた国内景気は、4、5月には底入れし、その後も持ち直しの動きが続けた。その結果、7～9月期の経済成長率は4四半期ぶりにプラスとなった。しかし、最近では海外経済の減速傾向、さらに円高進行などを受けて、景気回復に減速感が漂い始めている。当面は輸出環境の悪化が進むことや、大型補正予算の成立が遅れたことを踏まえれば、年度下期は景気の牽引役が一時的に不在となる可能性が高い。12年度に入れば、復興需要が本格化し始めると見るが、相変わらず輸出増が期待できないこともあり、復興期としては力不足感のある成長にとどまるだろう。

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だろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2011年		2012年		
		11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	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 (%)	0.965	0.90～1.25	1.00～1.35	1.00～1.40	1.00～1.40
	5年債 (%)	0.310	0.25～0.55	0.35～0.65	0.35～0.70	0.35～0.70
為替レート	対ドル (円/ドル)	77.0	75～80	75～82	75～82	75～85
	対ユーロ (円/ユーロ)	104.1	95～110	95～115	95～115	95～115
日経平均株価	(円)	8,314	8,500±750	9,000±1,000	9,500±1,000	9,500±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11月22日時点。予想値は各月末時点。

国債利回りはいずれも新発債。

国内景気：現状・展望

東日本大震災によって寸断されたサプライチェーンが回復し、大きく悪化した家計・企業のマインドなども持ち直す動きを見せたこともあり、2011年7～9月期の実質GDP成長率は前期比1.5%と、4四半期ぶりにプラスに転じた。生産ライン復旧に伴う輸出の回復(同6.2%、前期比成長率に対する寄与度:3.7%ポイント)に加え、薄型TVや省エネ家電などの販売好調を背景とした民間消費の底堅さ

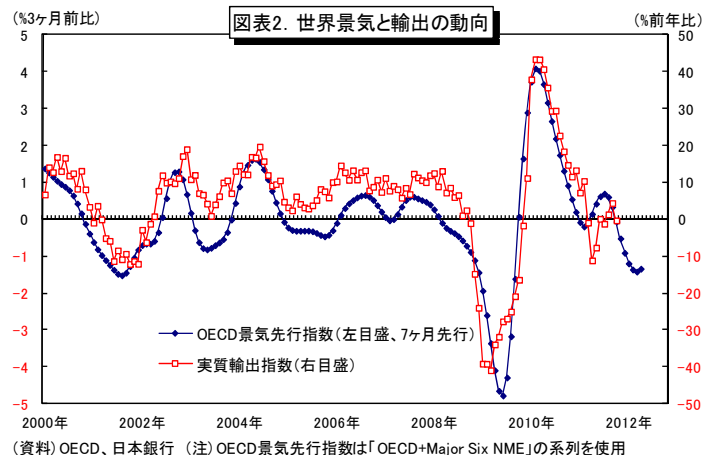
(同1.0%、寄与度:2.3%ポイント)などが成長率を牽引した。一方で、大震災発生からまだ間もないにもかかわらず、公的需要が同▲0.1%と減少するなど、政府の復興への対応が遅れていることも見て取れる内容であった。約9.2兆円の復興費を盛り込んだ11年度第3次補正予算は11月によりやく成立したが、これらの効果が本格化し、景気を下支えしてくるにはもう少し時間がかかると思われる。

一方、海外に目を転じると、この2年

ほど燃り続けている欧州債務問題が深刻さを増しつつあり、当面の世界経済にとって最大の下振れリスクとして意識され始めている。失業率の高止まり状態が続く米国経済や、インフレ抑制のための引締め政策の効果が出てきた中国など新興国経済の減速などを踏まえば、世界経済は当面、低調さが続く可能性が高いだろう。実際、復旧進展とともに回復しつつあった輸出（実質輸出指数、10月分）が前月比▲4.8%と、6ヶ月ぶりのマイナスとなるなど、円高進行とともに、世界経済の減速による悪影響が顕在化し始めている。

景気の先行きに関しては、年度下期にかけては牽引役不在の状況となり、低調に推移する可能性が高く、11年度の経済成長率はゼロ%台と予測する。12年度入り後も、輸出環境の好転はあまり期待できないが、復興需要が本格化することにより、国内景気はある程度押し上げられるだろう。しかし、根強い円高圧力、原発の再稼働問題、さらには欧州債務問題等の行方など、下振れリスクも多く、先行き不透明感はかなり強い（経済見通しは後掲レポートを参照下さい）。

さて、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が上昇し、7～9月にかけて代表的な全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は前年比プラスで推移した。ただし、大きなデフレギャップが残っており、エネルギーや食料品を除くベース部分では依然として物価下落傾向が続いているのが実情だ。先行きについては、前年10月のたばこ税増



税や損害保険料の押上げ効果（合わせて0.3%ポイント）が剥落するほか、エネルギー価格の押上げ効果縮小などを踏まえば、弱含み気味に推移する可能性が高く、デフレ脱却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、世界経済全体

の減速が再び意識され、それと同時に金融資本市場でリスク回避的な行動が強まった結果、株安や円高が進行した。日銀は8月に資産買入等基金を約10兆円増額したが、欧州債務問題の深刻化が問題となった10月にも約5兆円増額することを決定した。タイミング的に、財務省による為替介入と歩調を合わせた格好となり、相乗効果による円高抑制が期待されたが、緩和策の内容は市場参加者の想定範囲内であり、その効果は限定的だった。

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、今後とも更なる緩和策を求められるものと思われる。日銀としては、これまでと同様、資産買入等基金を漸次増額していくものと思われるが、足元（翌日物）の金利水準を一段と低下させるためにも、補完当座預金制度（超過準備に対する付利（現行0.1%））の撤廃や固定金利オペの適用利率（現行0.1%）の引下げなども検討する余地はあるだろう。

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、

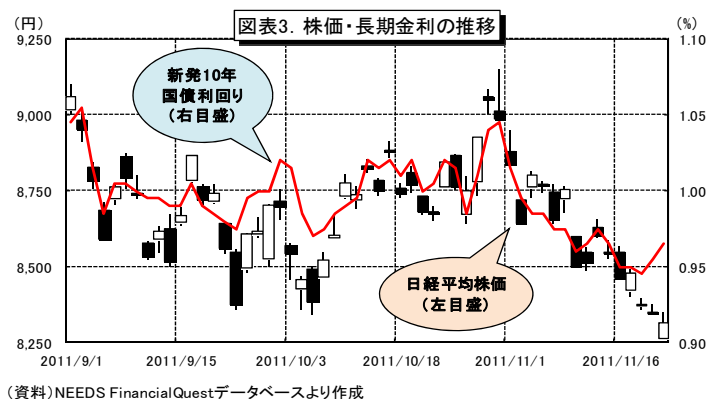
株安・金利低下・円高といった状態は保たれている。

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

2011年度入り当初は、大震災の復旧・復興に向けて国債の大量増発は不可避といった需給悪化懸念などが強まり、長期金利（新発10年物国債利回り）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1.0%絡みでの展開が続いていたが、世界的にリスク回避的な行動が強まり、直近は年初来低水準で推移している。

先行きについては、第3次補正予算に伴って復興債が10兆円規模で増発されるほか、復興事業の開始などによる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懸念や追加金融緩和策への思惑などが、金利水準の上昇抑制に働く可能性も否定できない。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、当面は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月に入ってから世界的な株安の中で大きく下落した。それでも、10月下旬にかけて、欧州債務問題に一定の進展が見られたことや政府・日銀による為替介入や追加緩和策決定などで、2ヶ月ぶりに一時9,000円台を回復する動きを見せたが、直近は再び8,000円台半ばでもみ合うなど、上値の重い状態が続いている。

先行きについては、復興需要への期待感が徐々に高まるとはいえ、内外景気の低調さや某光学機器メーカーの損失隠し問題、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不安要素は少なくない。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

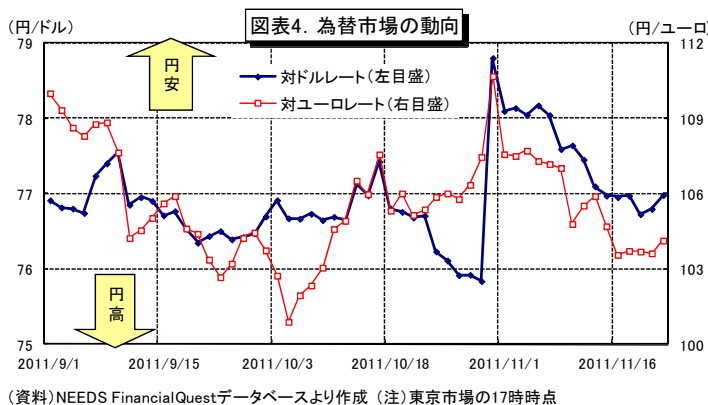
欧米先進国・地域が経済・金融・財政面で不透明要因を抱えていることに加え、これまでの欧米中央銀行に比べて日銀の金融政策が小幅なものにとどまっていることから、歴史的な水準での円高状態が定着しつつある。

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、1千億ドルの円高対応緊急ファシリティの創設、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を決定したが、市場からはほとんど評価されず、10月下旬にかけては対ドルレートがほぼ連日のように戦後最高値を更新し続けた。そうした事態に対し、政府は10月31日になってようやく再度の市場介入に踏み切り、その後数日間は1ドル＝78円前後での推移が続いた。が、直近はすでにその介入効果が薄れ、円高が徐々に進んでいる。

当面は欧米諸国で信用不安リスクが熾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、円安転換のためには、世界経済の悪化懸念が払拭され、主要国で金融政策正常化に向けた動きが本格化することが必要だが、そういう状況に至るには数年以上かかるだろう。

（2011.11.23 現在）



情勢判断

海外経済金融

回復の勢いがやや持ち直す米国経済

木村 俊文

要 旨

米国では雇用改善の動きが弱いほか、景況感の低迷が続いているものの、生産や消費が底堅く推移し、一部には持ち直しを示す指標もある。先行きも緩やかな回復が続くと見込まれるが、欧州債務危機による影響等により下振れするリスクがある。また、連邦政府の財政赤字削減審議が難航しているほか、地方自治体が破産する事態も起きており、こうした財政問題に関連した懸念も広がっている。一方、米政策当局（FRB）は、経済見通しを今回さらに下方修正し、下振れリスクを警戒する姿勢を強めたことから、今後の景気次第では追加緩和策を打ち出す可能性があるだろう。

景況感低迷のなか、底堅さ維持

米国の景気は緩やかに回復していると思われるものの、失業率が高水準で高止まるなど雇用改善の動きが弱いほか、欧州債務危機を受けた金融市場の混乱などを背景に企業や消費者の景況感の低迷が続く、先行き不透明感が強まっている。ただし、自動車中心に生産が持ち直し、消費も底堅く推移している。

2011年7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率2.5%と、4～6月期（同1.3%）から伸びが加速した。在庫投資（同▲1.1%）が減少したものの、個人消費（同2.4%）や設備投資（同16.3%）などが伸び、成長率を押し上げた（図表1）。

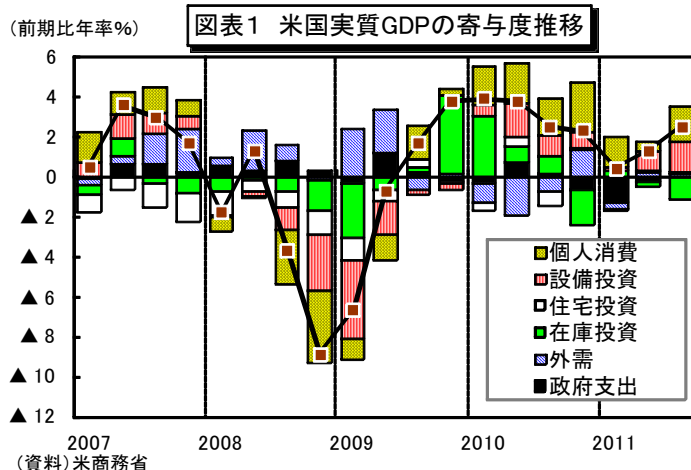
月次の主な統計で足元の動きを見ると、10月の雇用統計では、非農業部門雇用者

数が前月比8.0万人増と、増加幅が先月（同11.3万人増）から鈍化した。ただし、雇用者数の増加内容がパートタイマーではなく、常用雇用者の増加によるものであることは良好な兆候だろう。一方、失業率は9.0%と先月（9.1%）から小幅低下したものの、依然として高い水準で推移している。

また、11月12日までの週の新規失業保険週間申請件数は38.8万件と、節目となる40万件を2週連続で下回り（4週移動平均では39.7万件と7ヶ月ぶりの40万件割れ）やや改善傾向を示している。

個人消費は、10月の小売売上高が前月比0.5%と、前月（同1.1%）から伸びが鈍化した。ただし、変動の大きい自動車売上高を除くベースでは同0.6%と過去

7ヶ月で最大の伸びとなったほか、食料品や電化製品など幅広い分野で増加し、個人消費は底堅い動きを示している。また、5月中旬に一時1ガロン＝4ドルに接近したガソリン小売価格は、足元では3.3ドル台まで下落しており、ガソリン高による支出抑制はだいぶ薄れつつあると見られる。

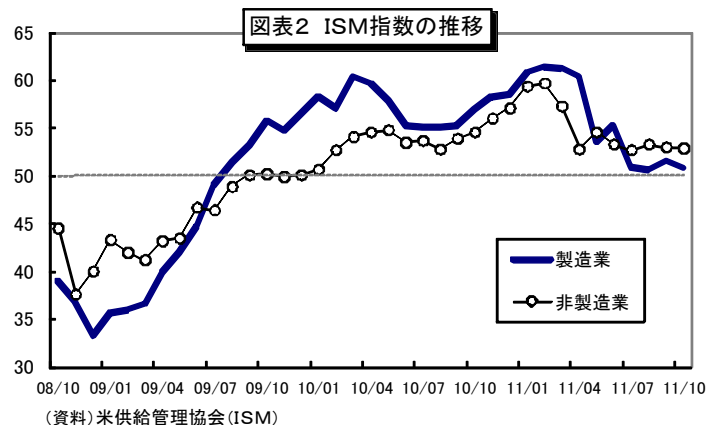


企業部門では、10月の鉱工業生産が前月比0.7%となり、底堅い動きを示した。自動車・同部品が同3.1%と引き続き増加し、全体を押し上げた。また、設備投資の先行指標となる9月の耐久財受注（非国防資本財、除く航空機）が前月比2.4%と伸びが加速していることから、設備投資は引き続き増加ペースが続くと思われる。

ただし、10月のISM指数では、製造業が50.8と前月（51.6）から低下し、非製造業も52.9と引き続き小幅低下した。景況感の分かれ目となる50は上回っているものの、このところは欧州債務危機に起因する景気の先行き懸念などから低下傾向が続いており、生産活動が鈍化する可能性もある（図表2）。

10月の住宅着工件数（季調済・年率換算）は62.8万件と前月（63.0万件）を下回り、月間60万件台の落ち込んだ状態が続いている。また、先行指標となる住宅着工許可件数も10月は65.3万件に改善したものの、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、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。

こうしたなか、米連邦住宅金融庁（FHFA）は、10月下旬に住宅ローン借り換え促進プログラム（HARP）の利用条件緩和に関する新しい指針を発表した。HARPは09年3月に発表され、最大500万人の利用を見込んでいるものの、11年8月までの利用者数は90万人に達していない。今回の措置による適用対象は、政府機関による保証付きローンで、これまで住宅価値に対する住宅ローンの割合が



125%までに制限されていたが、この制限を撤廃する。また、ローン返済の加速化に向け、期間が短いローンへの借り換えを対象に一定の手数料を免除するほか、プログラム期間を13年末まで延長する方針である。HARPは住宅需要そのものを刺激するものではないが、家計では住宅ローン残高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を考えると、一定の効果が期待できるだろう。

景気の先行きについては、緩やかな回復が続くと見込まれる。ただし、欧州債務危機による影響等により下振れするリスクがある。また、以下で見るように、連邦政府や地方自治体の財政状況に関連した懸念も広がっている。

財政赤字削減審議は難航

米議会では、8月上旬に債務上限引き上げ法案を決定した際、先送りした今後10年間で財政赤字を最大2.5兆ドル（約195兆円）削減するという財政赤字削減問題の協議が最終合意に向けた詰め段階を迎えている。

審議日程は、この問題を協議する超党派委員会が11月23日までに赤字削減策案をまとめ、12月23日までに法案化を目指すというものである。

しかし、協議は難航し、11月21日、超党派委員会が赤字削減策案について合意できなかったとする声明を発表した。これを受けてオバマ大統領は、今後10年間で少なくとも2.2兆ドルの赤字削減を目指すとして改めて表明するとともに、議会に対してこの問題の合意に向けて一層の努力をするよう求めた。

ただし、8月上旬の時は債務上限が引き上げられなければデフォルト（債務不履行）に陥る危険があったが、債務上限は条件付きながらもすでに8月上旬に2.1兆ドル（約163兆円）引き上げ済みであり、今回、法案化日程がさらに先送りされることになって、今後10年間で赤字削減額2.5兆ドルのうち1.2兆ドル（約92兆円）については13年から強制的に歳出を削減する条項が発動されることになっている。こうしたことから格付け会社S&Pも超党派の合意不成立後に米国債の格付け維持を発表した。

欧州の財政危機が深刻化するなかで影を潜めていた面もあるが、米債務問題に関する議会審議の行方には注視する必要があるだろう。

地方自治体が破産

米アラバマ州ジェファーソン郡が11月9日、連邦破産裁判所へ破産法第9章（自治体の債務整理）を申請した。負債総額は40億ドル（約3,100億円）を超える見通しで、1994年のカリフォルニア州オレンジ郡の破産（負債額20億ドル弱）を上回る過去最大規模の地方自治体の破綻となる。

図表3 FRB理事・地区連銀総裁による改定経済見通し(11年11月時点)

(各項目のカッコ内は11年6月時点)

(%)

年次 項目	2010年	2011（見通し）		2012（見通し）	
	実績	範囲	中心帯	範囲	中心帯
実質GDP	3.0	1.6～1.8 (2.5～3.0)	1.6～1.7 (2.7～2.9)	2.3～3.5 (2.2～4.0)	2.5～2.9 (3.3～3.7)
コアPCE デフレーター	1.4	1.7～2.0 (1.5～2.3)	1.8～1.9 (1.5～1.8)	1.3～2.1 (1.2～2.5)	1.5～2.0 (1.4～2.0)
失業率	9.6	8.9～9.1 (8.4～9.1)	9.0～9.1 (8.6～8.9)	8.1～8.9 (7.5～8.7)	8.5～8.7 (7.8～8.2)

(資料)FRB「11年11月FOMCの経済見通し概要」より作成

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

ジェファーソン郡は、08年に下水道改良工事のため郡債を発行した後、財政状況が悪化していた。郡債に対する信認低下で借換債発行のたびに利回りが上昇し、金利負担でさらに財政状況を悪化させた。同郡は9月に下水道料金の値上げや増税などを条件に債権者と暫定合意していたが、同合意実施のための州法改正について州議会から支持を取り付けられなかったことから今回の事態となった。

原因は、米国の景気悪化により税収が減少していることに加え、米国の財政赤字削減の問題もあり、連邦政府や州政府からの助成金が削減されるなど、地方自治体が歳入不足で財政危機に陥ったことにあると見られる。したがって、ジェファーソン郡に限らず、米国の他の地域でも同様の事態が起きる可能性がある。

また、一部の投資家が地方債市場から資金を引き揚げる動きも見られ、米国債利回りとの比較ですでに高水準にある地方債利回りがさらに上昇する恐れもあるだろう。

FRBは成長率見通しを下方修正

米連邦準備理事会（FRB）は11月に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）後に最新の経済見通しを発表した（図表3）。それによると、11年の実質GDP成長率（予

想中心帯)は1.6~1.7%と、前回6月時点の予想(2.7~2.9%)から下方修正された。12年も2.5~2.9%と、前回予想(3.3~3.7%)から下方修正された。

インフレ見通しを見ると、11年のコアPCEデフレーターは、年前半の商品価格上昇を受けて前年比1.8~1.9%(前回予想は同1.5~1.8%)と引き上げられたものの、12年については1.5~2.0%(同1.4~2.0%)とほぼ据え置かれており、FOMC声明での「長期的なインフレ期待は引き続き安定している」との判断を反映している。一方、失業率は11年が9.0~9.1%(同8.6~8.9%)、12年が8.5~8.7%(同7.8~8.2%)と大幅に引き上げられた。

景気回復は緩慢との見通しの下、失業率の改善予想も先送りされ、さらに欧州債務危機を含め下振れリスクを警戒する姿勢を強めている。FRBは今後の景気次第では追加緩和策を打ち出す可能性があるだろう。

米国市場は株安、金利低下

最後に金融市場の動向を振り返ってみたい。米国債市場では、欧州債務危機が深刻化したほか、10月3日から始まった、米金融当局が短期債を売って期間が長めの国債を同額購入するいわゆる「ツイストオペ」が継続していることもあり、長期金利(30年物国債利回り)は11月21日に2.98%と、ツイストオペ期待で買い優勢となった9月下旬以来の水準に低下した。前述した10月の小売売上高や鉱工業生産など事前予想を上回る経済指標の



発表があったものの、欧州債務危機に対する不安が継続していることから、質への逃避から米国債への需要が高まったと見られる。

一方、米国の株式市場は、ギリシャの債務危機懸念が強まり年初来安値となった10月初旬以降は上昇基調で推移したものの、このところは根強い欧州債務危機に対する懸念米財政赤字削減問題などから上値の重い展開となっている。主要な株価指数 S&P500 の動きを見ると、10月3日の直近安値1,099pt.から10月下旬には1,285pt.まで戻したものの、足元では1,193pt.に下落し、やや軟調に推移している(図表4)。

とくに、同銀行株指数に注目すると、米金融大手 MF グローバルがニューヨークで連邦破産法11章に基づく会社更生手続きの適用を申請した直後の11月1日には銀行株が急落し、指数全体を押し下げた。その後も、格付け会社フィッチ・レーティングスが11月16日に、欧州債務問題が悪化すれば米国の銀行セクターは信用力に対する深刻なリスクに直面すると指摘したことから警戒感が強まり、上値を抑制している。

(11.11.22 現在)

情勢判断

海外経済金融

拡大が続く“ユーロ・プレミアム”と欧州の今後

～ユーロ圏の協調推進の裏で進む EU の求心力低下～

山口 勝義

要旨

10 月の首脳会議では「包括策」の合意に至ったものの、市場はユーロ圏の問題解決の困難さに対し警戒感を強めている。一方、問題対応でユーロ圏の協調が進むにつれ、EU 内では求心力の低下が現れるなど、欧州で大きな構造変化につながる動きが生じつつある。

首脳会議での「包括策」の合意

前日の夜から合計約 10 時間に及んだ欧州連合（EU）およびユーロ圏の首脳会議は、10 月 27 日の早朝になりようやく合意に達した。事前には、ユーロ圏の信任を回復し現下の金融市場の緊張を緩和するための「包括策」（a comprehensive set of measures）の合意は困難との観測が流れたこともあり、会議の結果は市場で大きな注目を集めていた。

主な合意内容は、次のとおりである。

- ・ **ギリシャ国債の債務再編について**
ギリシャ国債に対する民間投資家の損失負担を、7 月合意の元本の 21% から 50% に増加させることとし、新たな支援策を 2011 年末までに策定する。
- ・ **欧州の銀行の資本増強対策について**
中核的な自己資本であるコア Tier 1 比率を 9% 以上に引き上げることとし、2012 年 6 月末までに増資を完了させる。
- ・ **欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の拡充策について**
支援各国による負担を増加させずに、保証機能の導入等で、EFSF の実質的な規模を約 1 兆ユーロに拡大する。その具体的なスキームを 11 月中に策定する。
- ・ **財政規律の監視態勢強化と経済・財政**

面での協調推進について

ヨーロッパ・セメスターやユーロ・プラス協定^(注 1)を適切に運用するとともに、さらに税制面等での協調強化の検討を進める。

・ 経済統合をより深化させるための具体的な手順の策定について

部分的な条約改正を含め、2011 年 12 月中の中間報告を経て、2012 年 3 月までに具体的な手順を策定する。

これに対し、合意に至った事実を一旦は好感した市場であったが、足元のギリシャ対策について具体化の過程で懸念材料が多いこと、中長期的な対策についても単に方向性が示されるにとどまったことで、翌 28 日には早くも合意内容の実効性に対し懐疑的な見方が台頭し、市場は反転に向かった。さらに、31 日にギリシャのパパンドレウ首相（当時）が、EU の支援受入れの是非等を国民投票に問う考えを示したことにより、同国の財政破綻懸念が再燃し、市場は急落した。

なかでも、今回の「包括策」のうち EFSF の拡充策については不透明感が強く、より経済規模の大きいイタリア等への財政危機波及が懸念されているなか、その対応能力への市場の疑念が強まっている。

不透明な EFSF 拡充策のゆくえ

現在、EFSF 拡充策としては、新発国債の元本に対する保証機能の導入と、投資事業体（SPV）設立、の2つの手段が検討の対象とされているが、については一部分の保証で市場の鎮静化効果が十分確保できるかどうかが不明であり、またについては具体的なストラクチャーの他、IMF や新興国の出資が得られるのかが未確定のまま残されている。

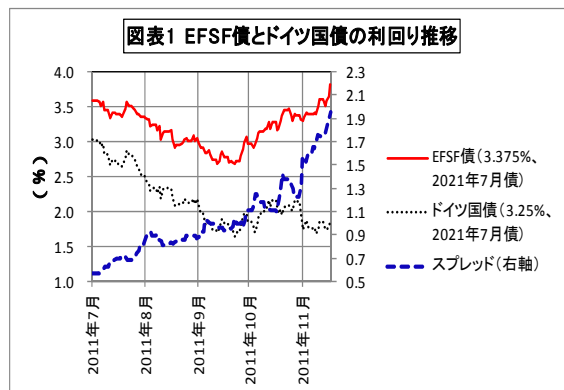
これにフランスの AAA 格からの格下げ懸念も加わり、ともに AAA 格を有する EFSF 債とドイツ国債との利回りスプレッドは拡大を続けている（図表 1）。また 11 月初めに発行が予定されていたアイルランド支援原資調達のための EFSF10 年債は、国民投票に関連したギリシャ情勢の混乱もあり十分な投資需要が見込めず、50 億ユーロを 30 億ユーロに減額したうえ、結局、発行は一旦延期となった。

EFSF がその実効性を確保できない場合には支援の枠組みが大きく揺らぐことになるため、このように、市場は EFSF にかかる動向を慎重に見極めようとしている。

ユーロ圏の不均衡拡大

以上の一連の動きは、依然として終息への道のりが遠いユーロ圏の問題の困難さを改めて印象付けるものであるが、その背景には、17 ヶ国にまで増加したユーロ圏加盟国の多様化（図表 2）がある。

ユーロ圏では、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た調整機能が存在しないため、域内の経済情勢を極力均一なものに維持することが重要な前提になる。このため、ユーロ圏は、加盟国が通貨ユーロ導入に先立って満たすべきマクロ経済情勢にかかる収斂基準を有しているが、最近ではこれ



図表 2 ユーロ圏拡大の経緯

年月	事項	導入国数
1999年1月	統一通貨ユーロ導入 (オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル、スペイン)	11
2001年1月	ギリシャがユーロ導入	12
2002年1月	ユーロ流通開始	
2007年1月	スロベニアがユーロ導入	13
2008年1月	マルタ、キプロスがユーロ導入	15
2009年1月	スロバキアがユーロ導入	16
2011年1月	エストニアがユーロ導入	① 17
区分	国名	国数
導入候補国	ブルガリア、チェコ、ラトビア、リトアニア、ハンガリー、ポーランド、ルーマニア、スウェーデン	② 8
非導入国	英国、デンマーク	③ 2
EU加盟国数合計(①+②+③)		27

（資料）EU のホームページ等から農中総研作成。

らが基準を外れて拡散する傾向が顕著になっている^(注 2)。その背景には、経済成長の潜在性が高いいわゆる周辺国では、強い内需に対し相対的に低い欧州中央銀行(ECB)の政策金利のもと資金が流入し、インフレ気味となり、実質的な為替レートが上昇し、これにより経常赤字が拡大しがちとなるという傾向が働いている。一方コア国では、逆の現象が現れやすい。

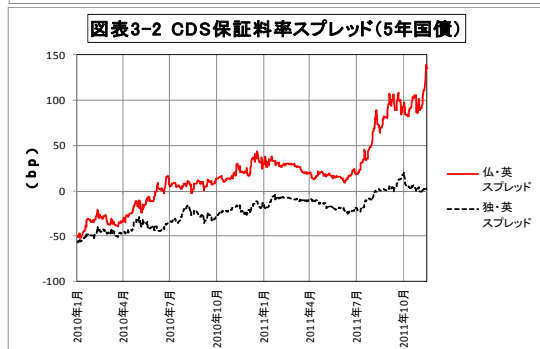
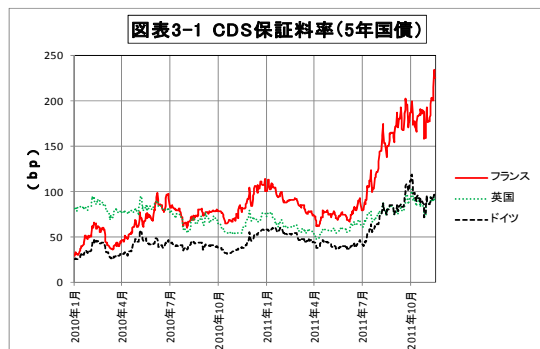
最近の加盟国の多様化で、こうした不均衡拡大の可能性は一層高まっている。そして、これに対し、財政緊縮政策や経済の構造改革を進めたとしても、産業構造等に大きな相違があるなかで経常収支等の不均衡解消には自ずと限界がある。

拡大続く“ユーロ・プレミアム”

このため、域内で統一された財政の仕組みを持ち、財政支援を含めて必要な調整を行うことが重要となるが、通貨・金融政策は統合の一方で財政は各国分権とするいわゆる「ユーロ圏の構造的問題」がその障害となっている。ユーロ圏では、徐々には財政協調へ向けて動きつつあるものの、徴税権を含む財政主権の放棄や財政悪化国への継続的な支援負担に対して国民の反発が強いこと、また EU の条約改正がハードルとなること等で、こうした動きは遅々としたものに止まっている。

このように、ユーロ圏の財政問題終息のためには、実効性ある個別の財政悪化国対策のみならず、実効性ある構造問題対策が求められるわけであるが、この双方に明らかな改善や、迅速に実行可能な具体的な行程を示すことは容易ではなく、問題の長期化が予想されている。

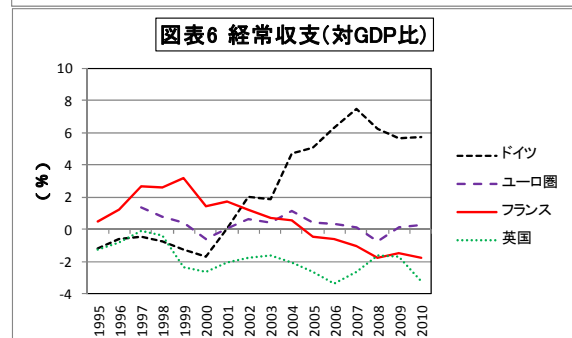
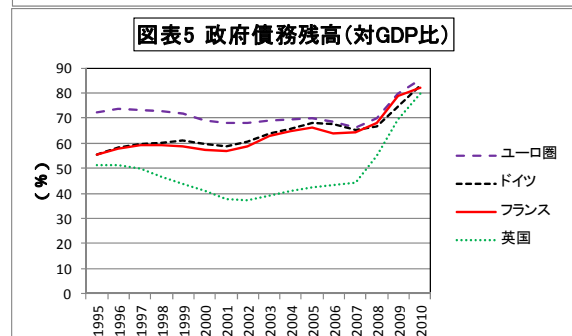
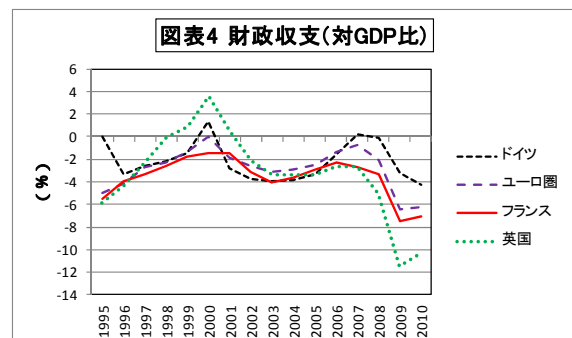
こうした状況を受け、ユーロ圏の財政



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。
なお、原データは CMA NY。

問題に対する市場のリスク評価を如実に示しているのが、いずれも AAA 国である、ドイツやフランス(ユーロ圏)と英国(非ユーロ圏)の間のスプレッドである。

図表 3 はクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の保証料率とそのスプレッドの推移であるが、図表 4～6 で示されるように財政や経済競争力で特段強みを持たない英国が図表 3 では優位な立場にあることは、当該スプレッドがユーロ圏のリスクを体現した一種の“ユーロ・プレミアム”を示しているものと解釈できる。同スプレッドは、特に市場が混乱した 7 月以降、拡大傾向を強めている。



(資料) 図表 4、5 は Eurostat の、図表 6 は IMF(World Economic Outlook) のデータから農中総研作成。

EU内の求心力の低下と欧州の今後

上記の市場の警戒感の高まりに対し、前述のとおり、ユーロ圏では、構造的問題対策として条約改正も含めた財政協調へ向けた取組みが始動しつつある。しかし、このようにユーロ圏が協調に向かうにつれ、一方でEU全体としては求心力低下を示す動きが現れつつある。

9月28日、バローゾ欧州委員長は、投機的な取引を抑制する等の目的で、金融取引税をEU内で2014年にも導入する方針を示した。これには、独仏等の賛成に対し、英国やデンマーク等は強く反対しており、その後ユーロ圏のみでの導入に検討が移っている。

また、10月24日、英国下院では、英国がEUに残留すべきかどうかを問う国民投票実施を求める動議が審議された。これは反対多数で否決されたものの、伝統的にEU懐疑論が強い与党保守党内では、幹部議員は連立先の自民党にも配慮しつつEU加盟によるメリットを尊重する現実主義的な立場を取る一方で、一般議員の間には反EUの動きが表面化しつつある。なお、英国の有力なシンクタンクであるOpen Europeは、統合市場は英国にとって重要ではあるものの、EUの全ての加盟国に遍く適用される政策(one-size-fits-allの政策)は英国に不要な多額の費用を強いているとするレポートを近く公表するとしている^(注3)。

さらに、非ユーロ圏の国々は非公式会合を持ち、自らの利益のEU内での確保策を協議しているとの報道もある^(注4)。

確かに、例えば労働政策や財政政策の統合、監督強化など、ユーロ圏で必要な政策は、必ずしもEU全体として重要な政策と一致するとは限らず、ユーロ圏内の

協調推進が非ユーロ圏との分裂を促すことになる可能性が否定できない。また、非ユーロ圏内にもユーロ導入を目指す国々とそれを想定しない国々が併存するため、各グループのニーズで個別の動きが生じる可能性がある。さらに、経済成長鈍化でパイの拡大が見込めないなか、自国の事情を優先する動きも生じやすい。

一方ユーロ圏でも、危機対応や不均衡対応に窮した結果、分裂に追い込まれる可能性は、イタリア問題で以前に比べ高まっている。当事者は否定したが、最近ロイターは、独仏がEUをより少数の国々からなるユーロ圏と、これを取り巻くゆるやかに統合された国々とに再構築する案を検討していると報じている^(注5)。

このように、欧州全体として従来の多国間協調の枠組みに変化を生じる動きが現れつつあり、その動向には注意が必要となっている。(2011年11月21日現在)

(注1) ヨーロピアン・セメスターは、EU加盟国の経済・予算政策を毎年、半年単位で相互に監視監督する仕組みで、2011年1月に導入された。一方、ユーロ・プラス協定は、ユーロ圏各国の退職年齢や年金制度の統合等、幅広い分野の経済政策の協調を目指すもので、2011年3月のEU首脳会議で採択され、12月中に適用開始の見込みである。ユーロ圏以外からも、デンマーク等6ヶ国が参加している。

(注2) 山口「通貨ユーロを巡る構造的な問題点」(『金融市場』2010年10月号)を参照されたい。なお、ユーロ圏では、“The Treaty on the Functioning of the European Union” Article 140(1)、およびこれに付属するProtocol No.13で、消費者物価上昇率、財政収支・債務残高、為替変動、長期金利変動にかかる収斂基準を設定している。

(注3) Open Europe (2011/11/7) “Open Europe press summary”による。これによれば、近く公表のレポートでは、労働政策等のEUの共通社会政策に従った場合に生じる英国の追加的な負担は年間86億ポンド(約1兆円)に上り、これを独自の政策に振り向けた場合、6万～14万人の雇用創出効果を持つ政策の導入が可能との結論を示すとしている。

(注4) 例えば、Financial Times (2011/10/27) “British premier makes effort to court fellow ‘outs’ ”による。

(注5) Reuters (2011/11/10) “Analysis – Euro zone failure could be vast geopolitical shock”による。

情勢判断

海外経済金融

注目される12月上旬開催の中央経済工作会议

～金融引締めスタンスを修正する可能性もある～

王 雷 軒

要旨

内需の底堅さが経済を下支えしたものの、海外経済の減速により輸出が大幅に鈍化したこと等を受けて、足元の中国経済は減速傾向が続いていると見られる。一方、10月の消費者物価の上昇率は前年比5.5%と低下し、インフレ圧力が後退し始めた。そして、不動産価格の下落傾向が強まっていることなどから、金融引締めを緩和へ転換する可能性が高まっていると言えよう。12月上旬に開催予定の中央経済工作会议の決定内容が大いに注目されよう。

輸出の大幅減などで、足元の中国経済は緩やかな減速傾向が継続

金融引締めの強化や海外経済の減速を受けて、足元の中国経済は減速傾向が続いていると見られる。以下、GDPの需要項目別の動向を見てみよう。

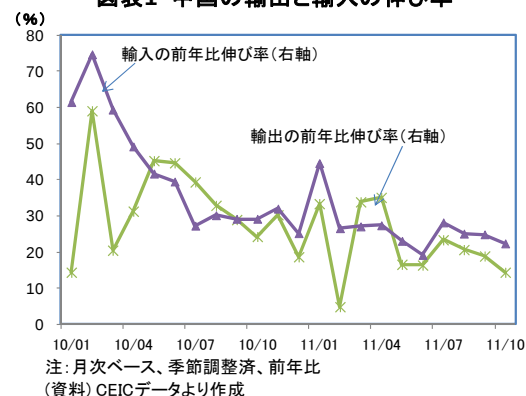
まず、個人消費の動向については、10月は前年比17.2%と、9月（同17.7%）から伸び率が小幅減速した。ただ、10月の消費者物価上昇圧力の後退で実質個人消費の伸びは僅かながら加速した。今後、高止まり状況が続いた消費者物価の上昇率は低下に向かっていくことや、所得環境の改善が続いていることなどを背景に、年末にかけて消費は底堅く推移すると見られる。

また、鉄道などインフラ整備や不動産開発向けの投資が減速したものの、製造業向けの投資が加速したことを受けて、10月の固定資産投資は前年比34.1%と、9月（同27.3%）から伸びが拡大した。国策である保障性住宅（中低所得層向けの住宅）への投資は、しばらく固定資産投資を下支えすると見るが、住宅購入制限など不動産抑制策が継続されているため、年末にかけて固定資産投資の伸びは

鈍化する可能性があると思われる。

外需の動向については、海外経済の減速のほか、中国国内の人件費の上昇や中小企業の資金繰りの困難などを受けて、10月の輸出は1,575億ドルで前年比14.4%と、9月（同18.9%）から減速した（図表1）。一方、中国内需の底堅さを反映し、輸入は1,405億ドルで同24.9%と9月（同22.4%）から加速した。今後も欧米先進国の景気減速により、中国の輸出を取り巻く環境は悪化が続くと思われる。

図表1 中国の輸出と輸入の伸び率

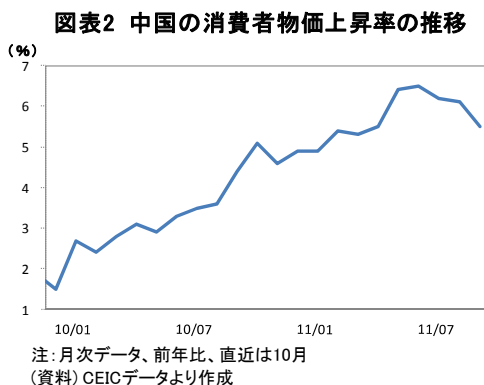


以上のように、10月の経済指標からは、個人消費と固定資産投資といった内需が景気を下支えしたことが確認される。一方で、輸出の伸びが大幅に鈍化しており、

足元の中国経済は緩やかな減速傾向が継続していると見られる。

インフレ圧力は一段と後退、不動産価格も下落傾向が強まる

一方、食料品価格が落ち着きつつあることなどを受けて、10月の消費者物価上昇率は前年比5.5%と、7月（同6.5%）をピークに、上昇幅の縮小が続いている（図表2）。今後については、海外経済の減速に伴って国際商品市況が調整していることや、年内は金融引締めスタンスを変更する可能性が低いほか、消費者物価の先行指標とされる生産者物価の上昇率も大きく縮小したことなどから、年末にかけてインフレ圧力の沈静化が続くだろう。



一方、11月18日に国家統計局が発表した不動産価格の前年比を見ると、これまでの住宅購入制限や住宅ローン融資の厳格化により、不動産価格の下落傾向は強まっていることが分かる。様々なメディアの報道内容を見ても、資金繰りの困難などから、一部の地域の不動産販売業者は10月に比べて20～30%も住宅価格を値下げしているようだ。

今後の金融政策と景気の展望

これまでの金融引締めによる資金繰り

が悪化した中小企業や農業分野などに対して貸出の増加などによって支援するような微調整がとられている。

こうした特定分野における微調整の影響もあり、10月の銀行新規貸出増加額は5,868億元と急増し、9月を上回ることになった。また、人民銀行が11月16日に公表した7～9月期の『貨幣政策執行報告』によれば、今後も内外の経済情勢の変化を見極めながら適時・適度な予見性ある金融政策の微調整を実施することになっている。こうした動きを受けて年内でも金融引締めスタンスを修正するのではないかという見方も出始めている。

金融政策の基本スタンスを含め12年度の経済政策を決定する中央経済工作会议が12月上旬に開催されるが、その内容に注目したい。ただし、現段階では、景気がさらに減速する見込みで、物価上昇率の低下と住宅価格の下落が続くと見られ、12年前半に金融引締めから預金準備率の引下げなど金融緩和に転換する可能性があると思われる。

今後の経済見通しについては、10～12月期の経済成長率は前年比9%割れとなると見ている。しかし、ハードランディングとなるリスクは小さく、11年は同9%超の経済成長を維持すると思われる。

こうした緩やかな減速は12年前半までは続く可能性が高い。ただし、12年秋に開催予定の共産党大会という大きな政治イベントを控え、12年前半には金融政策は緩和へ転換する可能性も高く、实体经济は12年後半から再度拡大基調に転じる可能性がある。総じてみると、12年を通じての経済成長率は同8%後半になると予想される。

（2011年11月21日現在）

今月の情勢 ～経済・金融の動向～

米国経済・金融

11月2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。

経済指標をみると、7～9月期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比年率2.5％と前期（同1.3％）より加速した。また、10月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月比8.0万人の増加となるとともに、前月分、前々月分の増加幅も上方修正され、失業率も9.0％と前月（9.1％）から小幅ながら改善した。以上のことから、先行き不安は依然として残るものの、米国経済の過度な悲観論は後退している。

国内経済・金融

11月15～16日の日銀金融政策決定会合では、10年10月に導入した「包括緩和策」（政策金利の誘導目標0～0.1％、時間軸の設定、金融資産等買入）の維持が決定した。また、前回の会合で増額した金融資産（国債や社債、ETF、J-REIT等）買入れ額（20兆円）と固定金利方式共通担保オペ（35兆円）を合わせての55兆円も維持された。

経済指標をみると、7～9月期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比1.5％（同年率6.0％）と4四半期ぶりに上昇した。また、機械受注（船舶・電力を除く民需）の9月分は、前月比▲8.2％と2ヶ月ぶりに低下し、10～12月期も前期比▲3.8％と低下に転じるとみられている。一方の9月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比▲3.3％と6ヶ月ぶりに低下したが、製造工業生産予測調査によれば、10月は同2.3％、11月は同1.8％とともに上昇が見込まれている。以上のように、景気の持ち直しは続くが、先行き予想はまだら模様で、足踏み感も出始めている。

金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、世界経済の先行き不透明感が高まる中で「質への逃避」が続き、8月上旬以降1.0％前後での展開が続いている。11月以降は、欧州債務危機の深刻さが一層高まり、約1年ぶりに0.9％台半ばまで低下している。

日経平均株価は、10月下旬には欧州債務危機への対策の進展が好感されて一時9,000円台を回復した。しかし、その後はギリシャやイタリアの政治的混乱やタイの洪水、企業の粉飾決済問題などがリスク要因となり、11月中旬には8,400円台まで反落している。

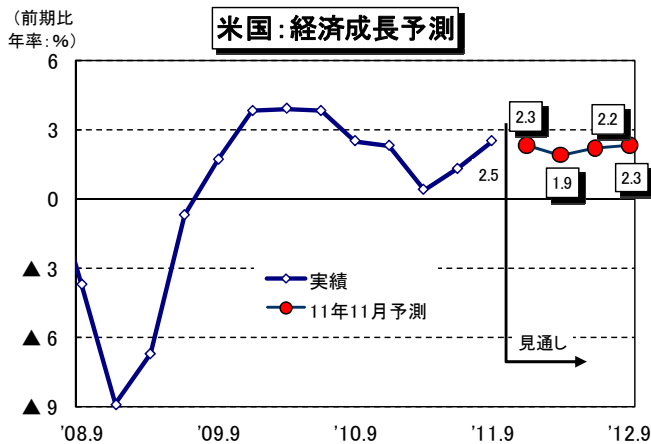
外国為替相場について、ドル円相場は、10月31日に1ドル＝75.31円と戦後最高値を更新したことを受け、同日に政府・日銀は推定約8兆円規模の円売り・ドル買いの為替介入を実施し、一時1ドル＝79円台まで円安方向に押し戻した。その後は追加介入の警戒感が残る中でギリジリと円高方向に押し戻され、11月中旬には1ドル＝77円前後でのレンジ相場となっている。ユーロ円相場は、為替介入直後には一時1ユーロ＝111円台半ばまで円安となったが、欧州債務危機の高まりを受けて、1ユーロ＝103円台までユーロ安が進行している。

原油相場

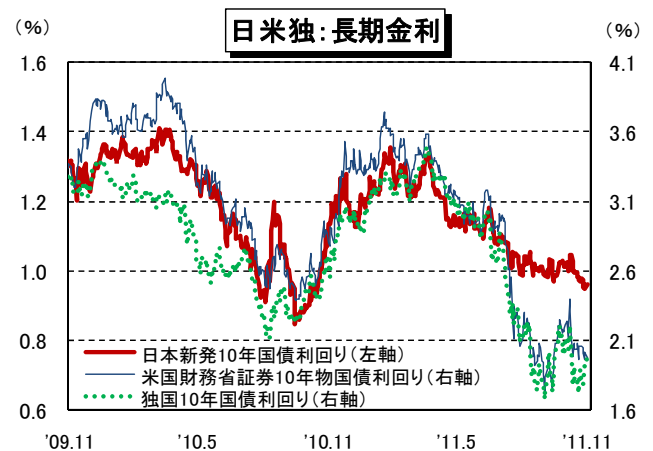
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、米国経済の過度な悲観論が後退し、10月下旬に上昇に転じた。11月中旬にはWTI原油の送油網整備により過剰在庫が解消されるとの観測が広がったこともあり、約4ヶ月ぶりに1バレル＝100ドル台を突破する場面もあった。

（2011.11.21現在）

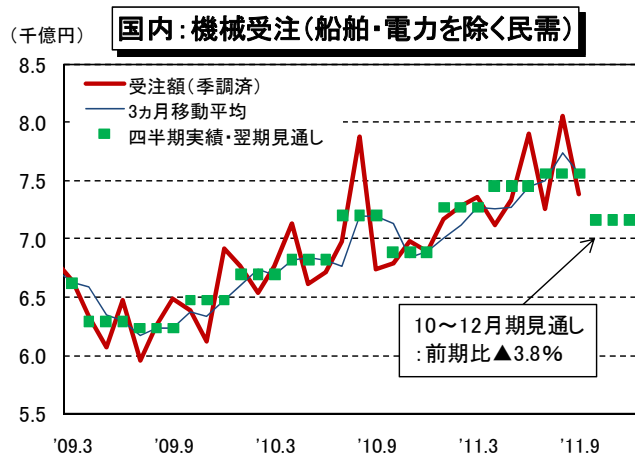
内外の経済・金融グラフ



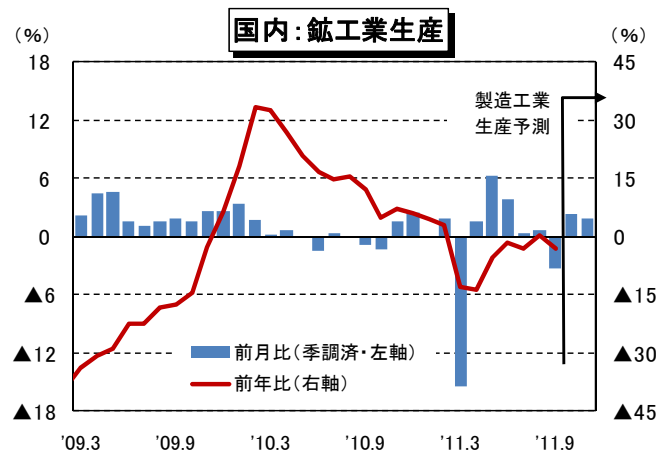
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



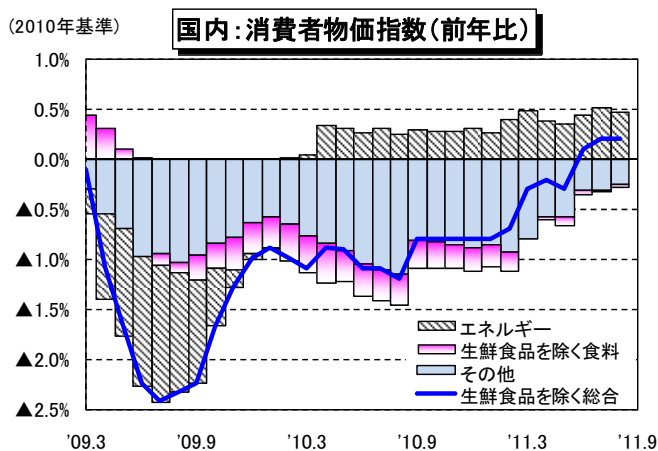
(資料) Bloomberg より作成



(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(資料) Bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成



(資料) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成



(資料) Bloomberg より作成

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



(株)農林中金総合研究所

2011年11月17日

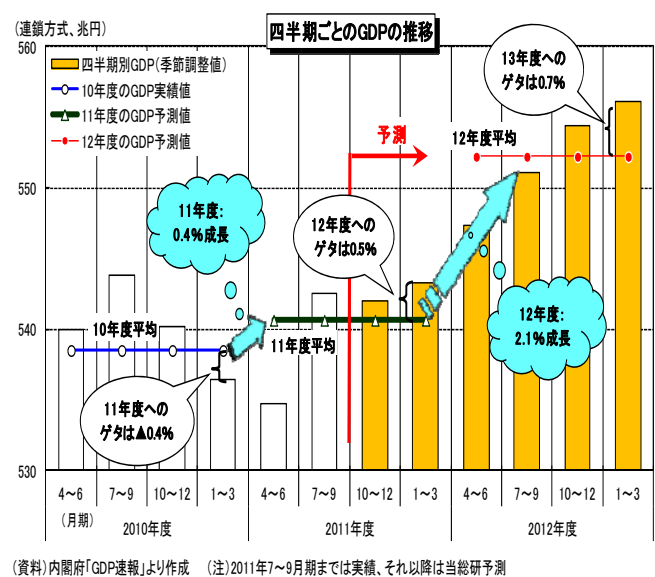
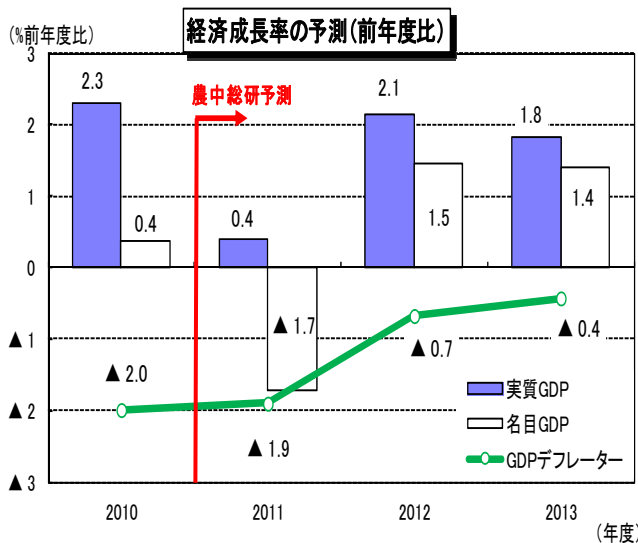
2011～13年度経済見通し

輸出は伸び悩む一方、復興需要が国内景気を下支え

～11年度:0.4%、12年度:2.1%、13年度:1.8%～

東日本大震災からの復旧進展やマインド回復などにより、国内景気は持ち直し傾向を続けている。しかし、夏場以降、復旧の一巡や世界経済の減速顕在化、さらには歴史的な円高水準での定着などから、輸出・生産に足踏み感が出始めている。年末にかけて公的支出の息切れ、輸出環境の悪化などにより、景気の牽引役が不在となるため、10～12月期には再びマイナス成長となる可能性がある。一方、12年入り後は、輸出増が見込めないなか、第3次補正予算に基づく復興に向けた公的支出が徐々に出てくるために景気が下支えされるため、潜在成長率を上回る成長がしばらく続くだろう。

政府・日本銀行は、円高急伸や内外金融資本市場の混乱に対し、これまで協調して対応策を実施してきたが、力不足だった面は否めない。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。

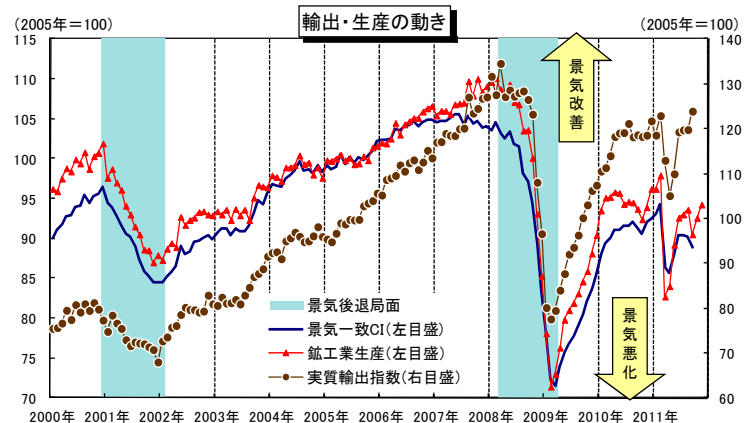




1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 持ち直し基調に一服感

3月11日に発生した東日本大震災によって、日本経済・産業は大打撃を受けた。特に、被災地に集積していた自動車産業や半導体関連業種などを中心とする製造業で大規模なサプライチェーン障害が発生したほか、東日本では電力不足問題が急浮上するとともに家計・企業ともにマインドが大きく悪化、自粛ムードが強まった。その後、被災地・被災企業での懸命な復旧に向けた努力の甲斐あって、4月には鉱工業生産が、5月には輸出数量(実質輸出指数)がそれぞれ持ち直しに転じたほか、マインドも回復に向かい、当初の想定を上回るペースでの景気回復が実現したかに見えた。ちなみに、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、8月までに大震災による落ち込み幅の約7割を回復した。実質輸出指数については、9月時点で大震災前(2月)の水準を上回っている。さらに消費関連指標でも、消費水準指数は8月までに大震災による落ち込み幅の約8割を回復した。



(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

しかしながら、夏場にかけては米国経済の低調さへの認識が強まったほか、これまで2年近くにわたって燃り続けてきた

欧州債務危機が一段と深刻さを増し、世界経済全体の下振れリスクが強く意識されるようになってきた。そのあおりを受けて、欧州の財政悪化国を上回る国家債務(対GDP比)を抱える日本の通貨が安全資産と見なされ、為替レート(対ドルレート)が戦後最高値を断続的に更新する事態となった。また、外需に期待できない中、内需で高成長を続けてきた中国など新興国においては、インフレ・バブル懸念から引締め策が打たれてきたが、その効果が徐々に現れ始めるなど、世界経済が全体的に減速に向かう可能性が高まっている。

また、被害が甚大かつ広範囲に及んでいたとはいえ、折からの政治混迷も重なり、震災の本格復興に向けた動きが遅々として進まず、復興費を盛り込む補正予算編成作業が当初の想定時期から大きく後ズレするなど、復興需要が全く期待できない状況が続いている。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。

(2) 4四半期ぶりのプラス成長となった2011年7～9月期

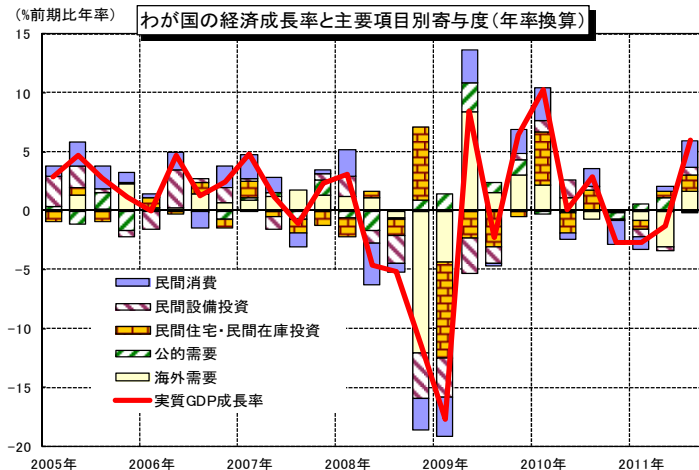
こうした中、4四半期ぶりのプラス成長への転換が期待された7～9月期のGDP第1次速報であったが、実質GDP成長率は前期比1.5%、同年率換算6.0%の大幅増となり、概ね市場予想通りの結果となった。

今回のプラス成長の要因としては、前述の通り、大震災によってダメージを受けたサプライチェーンの復旧による輸出の持ち直しと、家計のマインド回復、さらには節電家電や薄型TVなど耐久消費財の販売好調などによる消費の堅調さが挙げられる。前期比成長率に対する寄与度はそれぞれ0.9%pt、0.6%ptであった。また、民間住宅、民間設備投資とも増加に転じた。



(株)農林中金総合研究所

一方で、公共投資が減少、公的需要全体としてもマイナス寄与となるなど、政府の大震災への対応が後手に回っている様子も見て取れる。また、一見したところ、民間在庫投資は成長率にはプラスの寄与となっているが、夏場以降の景気持ち直しの一巡によって「意図せざる積み上がり」が生じている可能性もあり、先行きの生産・在庫調整への警戒が必要であろう。なお、前年比は▲0.03%と微減ではあるが、3四半期連続のマイナスであった。



(資料)内閣府経済社会総合研究所

また、一国のホームメイドインフレを表すGDPデフレーターは、需給バランスが依然として大きく崩れていることを反映して前年比▲1.9%と8四半期連続の下落となった(4~6月期の同▲2.2%からは下落幅縮小)。輸入デフレーターが上昇傾向を強める半面、民間住宅、公共投資を除き、国内最終需要の各デフレーターは依然としてマイナス状態が続いている。一方で、前期比は▲0.1%と10四半期連続の下落ながら、微減にとどまった。なお、注目の単位労働コストは前年比▲0.2%と3四半期ぶりのマイナスとなった。



2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政運営

東日本大震災や原発事故への対応の不手際もあり、菅内閣は政権運営が行き詰まっていたが、菅首相が退陣の条件として挙げていた特例公債法案、11年度第2次補正予算案、再生エネルギー特別措置法案の3法案が成立したことで、9月初頭によりやうく退陣し、替わって野田新内閣が発足した。菅内閣の財務相であった野田首相は、世界的に財政悪化に対する懸念が強まる中、世界有数の累積財政赤字を抱える日本でも財政再建が急務と主張、財政健全化に向けた意欲を前面に打ち出している。3月に発生した東日本大震災の復興費は原則として現役世代が負担することとしたほか、「社会保障と税の一体改革」の一環として、10年代半ばまでに消費税率を10%まで引き上げることを国際公約化している。

なお、喫緊の課題は遅れている大震災・原発事故への対応である。政府は震災後の10年間を復興期間と設定し、期間中に23兆円程度の対策費を想定している。このうち、当初5年間を集中復興期間と位置づけ、国・地方合わせて19兆円の公的支出を行う予定である。こうした前提の下、政府としてはこれまで3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)。また、第3次補正予算案(11月中に成立見込み)では、約9.2兆円の復興費などを盛り込んでいる。その財源は、とりあえずは復興債の発行(約11.6兆円)で賄うこととしたが、その償還については期間を25年とし、財源は所得税、法人税、住民税の時限的な増税で回収する予定となっている。

一方、12年度一般会計予算については、9月末で締め切った各省庁からの概算要求額は約96.5兆円に膨らんだものの、閣議決定された「中期財政フレーム(12~14年度)」などからは、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、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方針である。

今回の予測においては、第3次補正予算では真水で7兆円程度の追加財政支出となるとしたが、大部分は12年度以降に持ち越されるとした。また、12年度以降の予算編成でも復興事業が盛り込まれるものの、復興費は徐々に減少すると想定した。

(2) 世界経済の見通し

2008年秋のリーマン・ショックを契機に引き起こされた世界的な金融危機に対し、主要国では非伝統的な領域にまで踏み込んだ大胆な金融緩和策、金融システム安定化のための信用秩序維持政策に加え、大規模な財政出動を行った。その甲斐あって、09年半ばまでには、世界経済は全般的に底入れし、持ち直しに転じたが、先進国・地域ではそのテンポは緩慢で停滞気味に推移を続けた。一方、新興国・資源国経済では景気は底堅く推移し、一部に景気過熱感やそれに伴うインフレ・バブル懸念が発生する、といった具合に「二極化現象」が強まっていた。この間、日本や米国・英国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たが、新興国では逆に引締め気味の金融政策への転換を図ってきた。

(株)農林中金総合研究所

この間、先進国・地域、特にユーロ圏では、09 年末にかけて露見したギリシャの財政粉飾問題をきっかけに、財政収支の悪化に直面してきた。ユーロ加盟国は、財政悪化国に厳格な財政再建を求めるとともに、デフォルト回避のための協調融資を実施してきたが、財政再建への努力はなかなか成果を得られないばかりか、債務危機がユーロ圏内で伝播していく、といった具合に、深刻さは徐々に増していった。国際通貨基金 (IMF) が 11 年 9 月に改定した世界経済見通しでは「世界経済は新たな危険な局面に直面している」と、欧州債務危機に伴う下振れリスクに対する懸念を表明している。実際、11 年夏場あたりから世界経済の減速が顕在化しつつある。

以下では、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。

米国経済

2011 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率 2.5%と 9 四半期連続のプラス成長となり、減速傾向が強まった 11 年上期 (1～3 月期:同 0.4%、4～6 月期:同 1.3%) から加速した。この背景には、GDP の約 7 割を占める個人消費が同 2.4%と、4～6 月期 (同 0.7%) から伸び率が回復したことや、設備投資が同 16.3%と 5 四半期ぶりの好調な伸びとなったこと等が挙げられる。個人消費は、雇用者数の増加ペースが高まらなかったものの、医療費などのサービス消費が好調だったほか、東日本大震災に伴う部品供給不足が解消された影響を受けて、自動車等の耐久消費財が増加に転じたことなどから伸びが加速した。また、個人消費に次いで成長率を押し上げた設備投資は、企業の新規雇用が抑制されるなかで省力化投資が促進されたこともあり、機械設備・ソフトウェア (同 17.4%) が大幅増加したことから引き続き拡大した。このほか、住宅投資 (同 2.4%) が伸びを維持したことや純輸出 (= 輸出 - 輸入) の赤字額が前期から縮小したことも成長率へのプラス寄与となった。一方、マイナス寄与した項目は在庫投資 (同 ▲1.1%) であり、景気の先行き不透明感から企業が在庫投資を抑制した可能性が高い。

2011-13年 米国経済見通し (11年11月改定)

	単位	2010年	2011年			2012年			2013年	
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	通期	
		実績	予想	(1～6月) 実績	(7～12月) 予想	予想	(1～6月) 予想	(7～12月) 予想	予想	
実質GDP	%	3.0	1.8	1.1	2.2	2.4	2.4	2.8	2.8	
個人消費	%	2.0	2.2	2.1	1.8	2.1	2.1	2.3	2.6	
設備投資	%	4.4	9.1	5.7	12.9	6.7	4.2	5.7	7.4	
住宅投資	%	▲ 4.3	▲ 1.8	0.4	2.5	3.1	2.5	4.8	5.3	
在庫投資	寄与度	1.6	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.5	0.2	0.4	0.5	0.2	
純輸出	寄与度	▲ 0.5	0.1	0.2	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	
輸出等	%	11.3	6.6	6.8	3.7	4.3	4.2	5.0	9.2	
輸入等	%	12.5	4.9	3.8	1.8	3.7	3.8	5.4	9.6	
政府支出	%	0.7	▲ 1.9	▲ 3.9	▲ 0.4	0.1	0.2	0.3	▲ 0.1	
参考	コアPCEデフレーター	%	1.4	1.5	1.2	1.7	2.0	2.0	2.1	2.3
	GDPデフレーター	%	1.1	2.2	2.0	2.4	2.6	2.6	2.7	2.9
	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	0.50
	10年国債利回り	%	3.2	2.8	3.3	2.3	2.3	2.2	2.5	3.0
	完全失業率	%	9.6	9.0	9.0	9.0	8.7	8.8	8.6	8.3

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11月17日 (11年7～9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

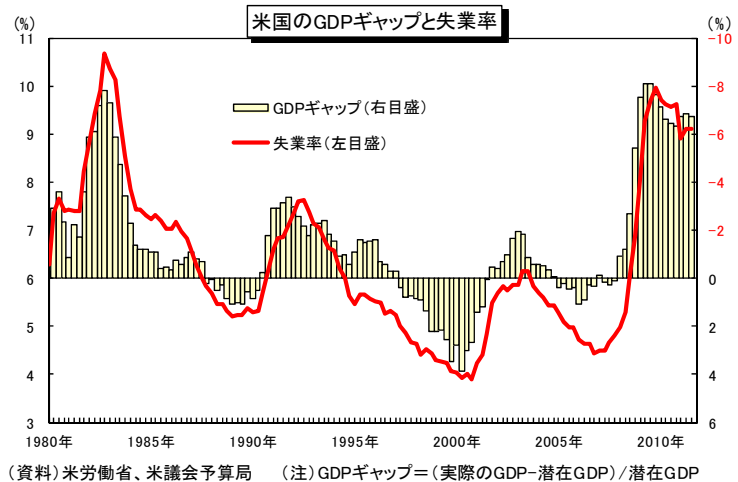
4. コアPCEデフレーターは期中平均前年比

5. FFレート誘導目標は期末値



(株)農林中金総合研究所

このように米国経済は緩やかな回復が続いているものの、足元では失業率が 9.0%と高止まり状態が続いているように雇用改善の動きが鈍いほか、住宅市場では在庫調整の動きが継続していることに加え、貿易面では世界的な景気減速を背景に財の輸出が鈍化傾向を示している。さらに欧州債務危機による金融市場の混乱や米労働市場の見通し悪化などを背景に、消費者マインドは景気後退期並みの低水準で推移している。



こうしたなか、オバマ大統領は 9 月 8 日に総額 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。この法案では、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)、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。しかし、歳出拡大や増税に反対する野党共和党の抵抗等も強く、議会審議は進展しておらず、法案の内容を分けて部分的な成立に向けて調整が続いている。

また、8 月に債務上限引き上げ法案を決定した際に先送りした、今後 10 年間で財政赤字を最大 2.5 兆ドル(約 195 兆円)削減するという財政赤字削減問題の協議(12 月 23 日までに議決)が今後本格化すると見られる。すでにオバマ大統領はこの問題を協議する超党派委員会に対して、雇用創出法案の財源とともに今後 10 年間で 3 兆ドル超の赤字削減を行う「経済成長と債務削減のための計画案」を提出している。ただし、財政赤字削減問題の協議において優遇税制の廃止や増税を巡って与野党が対決姿勢を強めるなど、今後の議会審議の進展次第では再び米国債が格下げされる可能性があり、審議の行方を注視する必要がある。

金融政策に目を転じると、米連邦準備制度理事会(FRB)は、08 年 12 月に政策金利であるフェデラルファンド(FF)金利の誘導目標を事実上のゼロ金利となる 0~0.25%に引き下げて以降、据え置いているが、11 年 8 月の連邦公開市場委員会(FOMC)では「少なくとも 13 年半ばまでゼロ金利政策を維持する」という時間軸効果をねらった新たな方針を決定した。さらに翌 9 月の FOMC では、12 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分売却するという「ツイストオペ」の導入を決定した。こうした措置が金利水準の低下を促し、イールドカーブはブルフラット化した。同時に、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も決定している。

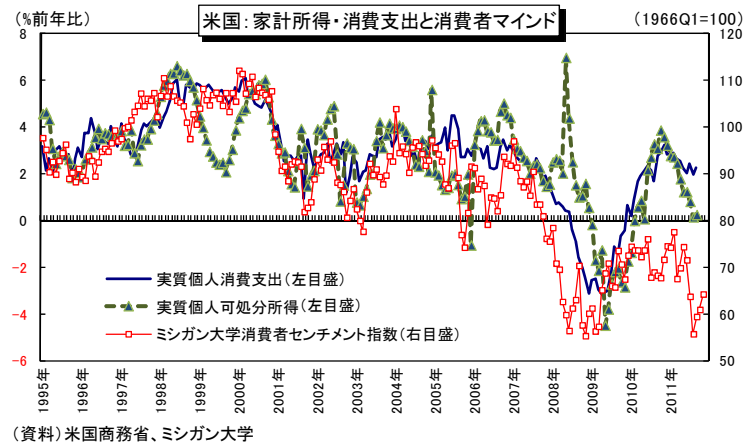
その後、10 月下旬にかけて、イエレン FRB 副議長やダドリー・ニューヨーク連銀総裁など主要な FOMC メンバーが相次いで MBS 購入再開などといった追加の量的緩和策第 3 弾(QE3)を示唆する発言をし、一気に QE3 に対する期待が高まった。しかし、直近 11 月の FOMC では、「7~9 月期に経済成長が幾分強まった」と上方修正した景気認識から追加緩和策の導入は見送られた。しかし、FRB は 11~12 年の成長率予想を下方修正し、欧州債務危機が世界景気に与える影響など下振れリスクを警戒する姿勢を強めており、バーナンキ FRB 議長は FOMC 後の会見で「追加緩和の準備は出来ており、その手段も持っている」と述べ、MBS 購入再開が有力な選択肢であることを示唆していることから、FRB は今後の景気次第では QE3 を打ち出す可能性が高いと思われる。ただし、議会や FOMC メンバ



(株)農林中金総合研究所

ーの一部には、QE3等の追加緩和措置は、商品価格上昇など将来的なインフレ加速の原因になりかねないといった意見が根強いいため、その導入にあたって反対意見が出るだろう。

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、個人消費は、雇用・所得環境が減速傾向を示すなか、インフレ警戒感はいまだ薄らいだものの、労働市場の先行き見通しが悪化し、消費者マインドが低迷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が底堅く推移していることに加え、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などから、引き続き機械設備・ソフトウェア中心に増加ペースが続くと予想する。ただし、世界景気の先行き不透明感から企業の設備投資計画が慎重になる可能性がある。



住宅投資は、住宅着工件数が9月に月間65万戸台(年率換算)に増加したものの、依然として住宅ブーム時の3分の1の水準を割り込んで推移しており、落ち込んだ状態が続いている。先行指標となる住宅着工許可件数も60万戸前後と低水準にあることから、住宅着工が回復するにはかなりの時間を要すると見られる。一方、家計においては住宅ローン残高を圧縮するというバランスシート調整が進行中であるほか、中古住宅市場への差し押さえ物件の流入により在庫調整が長期化するとともに住宅価格が下落し、さらに住宅価格の下落は資産効果を通じて個人消費の下押し要因にもなっている。こうした状況下で連邦政府は、初回住宅購入者向け税額控除制度や住宅ローン借り換え促進プログラムなどの支援策を続けているものの、住宅需要を積極的に刺激するものではないため効果は限定的となっている。こうしたことから、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、住宅投資が持ち直す可能性もある。

外需については、足元での欧州債務危機や新興国の景気減速などを受けて世界経済の先行き懸念が強まっており、12年を通じて緩やかに鈍化すると考えられる。しかし、13年以降は徐々に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。

以上から、11年後半の改善傾向が12年に入ってから続き、成長率は2%台半ば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1.8%(前回見通しから0.1%ptの下方修正)、12年は同2.4%(同0.1%ptの下方修正)と予想する。その後、13年には米国経済に徐々に力強さが戻り始め、同2.8%に高まると予想する。なお、連邦政府による雇用創出法案については、規模が縮小される可能性があるものの、12年に実施されると想定する。ただし、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ことから、ネットでの景気押し上げ効果は限定的となるだろう。また、FRBによるQE3は12年前半に実施されると想定するほか、現状のゼロ金利政策は13年半ばまで維持されると予想する。

欧州経済

欧州では、いわゆるコア国をも含めた厳しい財政改革への取組みによる内需の抑制や、欧州中央銀行(ECB)による4月、7月の政策金利の引上げの影響のもと、自己資本比率改善が要求される銀行の与信姿勢の保守化も加わり、経済成長の減速傾向が強まっている。

主要なマクロ経済情勢を見ると、次のとおりとなっている。ユーロ圏(17ヶ国)の11年7～9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比0.2%となり、4～6月期(同0.2%)と同じ低い伸び率にとどまった。主要国の内訳では、ドイツが前期比0.5%(4～6月期:同0.3%)、フランスが同0.4%(同▲0.1%)となり、やや改善がみられたものの、周辺国では、ポルトガルが同▲0.4%(同▲0.1%)、スペインが同0.0%(同0.2%)等と、低迷が続いている。なお、ギリシャ、アイルランド、イタリア等については、現時点ではデータは未公表である。一方、ユーロ圏以外では英国が同0.5%(同0.1%)となり、欧州連合(EU)(27ヶ国)全体では同0.2%(同0.2%)となった(付表1を参照)。

ユーロ圏では、欧州委員会による10月の業況判断指数が▲0.18と3月以来8ヶ月連続での低下となったほか、9月の鉱工業生産指数が前月比2.0%の低下となり過去約2年半で最大の落ち込みとなるなど、生産面での減速傾向が明らかとなっている。雇用情勢については、9月の失業率は10.2%と8月の10.1%を上回り、11ヶ月ぶりの高水準に達した。特にスペインの22.6%、アイルランドの14.2%、ポルトガルの12.5%等、周辺国での高止まりが目立っている。消費面でも、9月の小売売上高は前月比0.7%の低下と5月以降で最大の落ち込みとなり、減速傾向が明らかとなっている。

また、ユーロ圏の経済成長の牽引役として期待されるドイツについても、次のとおり減速傾向が強まっている。9月の製造業受注が前月比4.3%の大幅な低下となり3ヶ月連続のマイナスとなったほか、鉱工業生産指数についても、9月には同2.7%の減少と09年1月以降で最大の落ち込みとなった。また、9月の輸出額は同0.9%の増加となったが、伸び率は低位にとどまった。一方、これまでは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たが、10月の失業率は7.0%と9月の6.9%から約2年ぶりに上昇に転じた。小売売上高についても、9月には前月比0.4%の小幅の増加にとどまっている。

こうしたなか、欧州中央銀行(ECB)は、11月に政策金利を0.25%引下げ、1.25%とした。10月のユーロ圏の消費者物価指数(CPI)は前年比3.0%の上昇と高水準が続いているが、ECBは、12年中にはCPI上昇率は2%未満に低下するとの見通しであること、足元で景気の下降リスクが増加していることを根拠に、今回引下げに転じたものである。減速傾向が明らかとなりつつある経済情勢のもとで、さらに政策金利が引き下げられる可能性が高い。

一方、10月のEUおよびユーロ圏首脳会議では、ユーロ圏の信認を回復し、金融市場の緊張を緩和するための「包括策」の合意に至った。しかしながら、足元のギリシャ対策について具体的な対応策構築へ向けて懸念材料が多いこと、また、中長期的な対策についても単に方向性が示されるにとどまったことで、政策の実効性に対し市場の疑念は払拭されていないばかりか、イタリア等への財政危機の波及が懸念される事態ともなっている。ユーロ圏では財政問題にかかる不透明感は強く、銀行のリスクテークの保守化も加わり、今後も中期的に企業や消費者の経済行動に対する重荷となるものと考えられる。

以上の動向を踏まえ、ユーロ圏の実質GDP成長率は、11年には10年実績の1.8%から減速し、1.5%程度となる可能性が高いと考えられる。また、12年については、経済情勢をめぐる諸環境の改善が当面見込み難いことから、更なる減速となる可能性が高いものとみられる。



(株)農林中金総合研究所

中国経済

金融引締め政策の強化や海外経済の減速を受けて、中国経済の減速傾向は一段鮮明化となった。国家統計局によると、11年7～9月期の実質GDP成長率は前年比9.1%と、1～3月期(9.7%)、4～6月期(9.5%)から伸び率が3四半期連続で鈍化し、景気減速感は一層強まっている(付表2 中国経済)。以下、GDPの需要項目別の動向を見てみよう。

個人消費の動向については、10月は前年比17.2%と、9月(同17.7%)から伸び率が小幅減速した。ただ、10月の消費者物価上昇圧力の後退で実質個人消費の伸びは僅かながら加速した。今後、高止まり状況が続いた消費者物価の上昇率は低下に向かっていくことや、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、鉄道などインフラ整備や不動産開発向けの投資が減速したものの、製造業向けの投資が加速したことを受けて、10月の固定資産投資は前年比34.1%と、9月(同27.3%)から伸びが拡大した(付表2を参照)。しかし、今後、住宅購入制限などの不動産抑制策が継続される見込みであるほか、9割以上の保障性住宅(中低所得層向けの住宅)が着工済みであることを考えると、固定資産投資の伸び率は鈍化する可能性があると思われる。

外需の動向については、海外経済の減速のほか、中国国内の人件費の上昇や中小企業の資金繰りの困難などを受けて、10月の輸出は1,575億ドルで前年比15.9%と、9月(同17.1%)から減速した。一方、中国内需の底堅さを反映し、輸入は1,405億ドルで同28.7%と9月(同20.9%)から加速した。今後も欧米先進国の景気減速により、中国の輸出を取り巻く環境は悪化し続けられると思われる。

一方、食料品価格が落ち着きつつあることなどを受けて、10月の消費者物価上昇率は前年比5.5%と、7月(同6.5%)をピークに、上昇幅の縮小傾向が続いている。今後については、海外経済の減速に伴って国際商品市況が調整していることや、中国国内では、年内は金融引締めスタンスを変更する可能性が低いほか、消費者物価の先行指標とされる生産者物価の上昇率も大きく縮小したことなどから、年末にかけてインフレ圧力は鎮静化するだろう。

金融政策について、金融引締め策による資金繰りが悪化した中小企業や農業分野などに対して貸出の増加などが決定されたといった政府の微調整は行われている。こうした特定分野における微調整の影響もあり、10月の銀行新規貸出増加額は5,868億元と、9月上回るようになった。今後、中国景気がさらに減速する見込みで、物価上昇率の低下と住宅価格の下落が続くと見られ、人民銀行は12年前半に金融引締め策から預金準備率の引下げなど金融緩和に転換する可能性がある。

全般的に見れば、10～12月期の経済成長率は前年比9%割れとなると見ている。しかし、ハードランディングとなるリスクは小さく、11年の経済成長は同9%超を維持すると思われる。こうした緩やかな減速は12年前半までは続く可能性が高い。ただし、12年秋に開催予定の共産党大会という大きな政治イベントを控え、12年前半には金融政策は緩和へ転換する可能性も高く、実体経済は12年後半から再度拡大基調に転じる可能性がある。総じて考えてみると、12年を通じての経済成長率は同8%後半になると予想される。

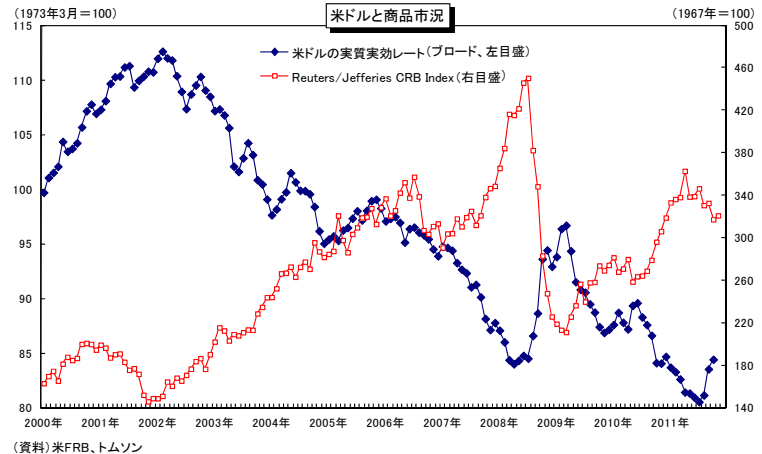
国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

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。しかし、その後は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、実際に減速傾向が顕在化した夏場以降は調整局面に入っている。



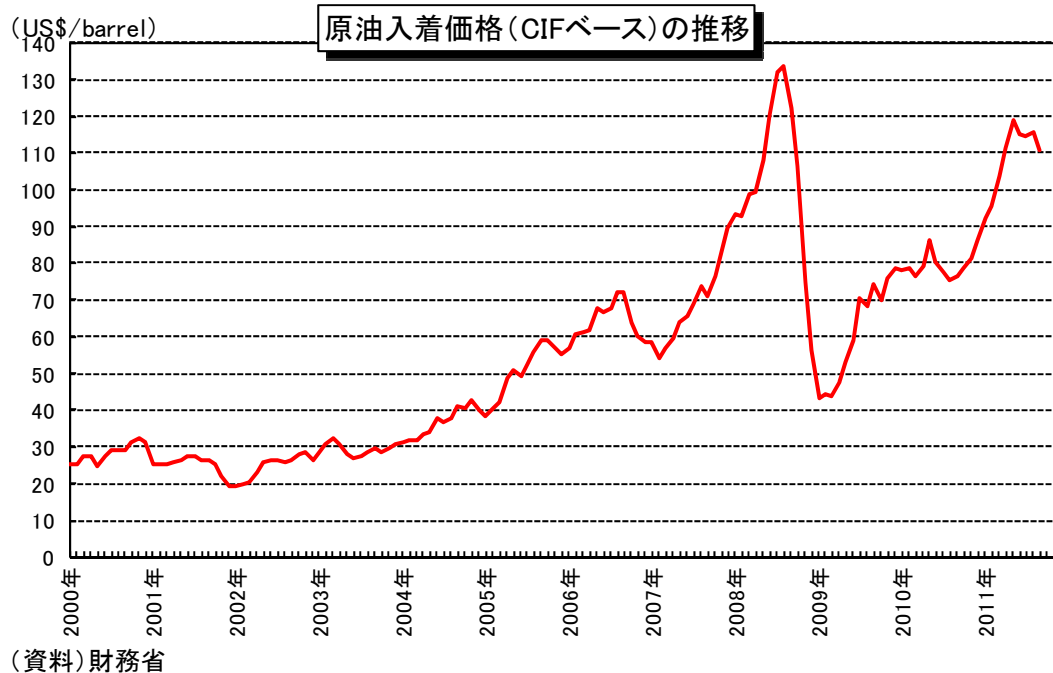
(株)農林中金総合研究所

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、10月初旬にかけて一時70ドル台半ばまで下落した。ただし、その後は米国経済に対する過度の悲観論の後退やドル安に対するヘッジ買いニーズなどから反転し、直近は再度100ドルを目指す動きとなっている。



なお、最近の世界経済の成長鈍化を受けて、米エネルギー省エネルギー情報局(EIA)や国際エネルギー機関(IEA)では、11、12年の世界の原油需要予想を下方修正した。一方で、石油輸出国機構(OPEC)は15年までの中期的な原油需要見通しを上方修正したが、リビアでの原油生産回復や他加盟国の供給能力拡大もあり、原油価格の見通しの上方修正幅は限定的であった。

全般的に、世界経済が減速すれども、後退局面入りするわけではなく、新興国では比較的堅調な成長が続くとの前提や日本での火力発電シフトに伴う原油需要は当面は底堅く推移することが見込まれることから、原油価格が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100～110ドル、12～13年度は105～115ドルあたりで推移することを見込んでいる。



2011～13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)	2013年度 (予測)
名目GDP	%	0.4	▲ 1.7	1.5	1.4
実質GDP	%	2.3	0.4	2.1	1.8
民間需要	%	2.0	1.1	2.0	1.9
民間最終消費支出	%	0.8	0.5	0.9	1.1
民間住宅	%	▲ 0.3	4.4	10.2	5.3
民間企業設備	%	4.2	0.2	4.1	4.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.5	0.2	0.1	0.0
公的需要	%	▲ 0.0	1.8	3.5	0.5
政府最終消費支出	%	2.2	2.0	0.3	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 10.0	▲ 0.5	20.8	▲ 0.4
輸出	%	17.0	0.2	4.7	5.4
輸入	%	10.9	6.1	7.7	4.8
国内需要寄与度	%pt	1.5	1.2	2.3	1.5
民間需要寄与度	%pt	1.4	0.8	1.5	1.4
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.0	0.4	0.8	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.9	▲ 0.6	▲ 0.1	0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 2.0	▲ 1.9	▲ 0.7	▲ 0.4
国内企業物価 (前年比)	%	0.7	1.9	1.0	1.4
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.2	0.2
完全失業率	%	5.0	4.4	4.3	4.1
鉱工業生産 (前年比)	%	9.0	▲ 1.3	8.8	7.4
経常収支(季節調整値)	兆円	15.9	9.2	12.0	14.2
名目GDP比率	%	3.3	2.0	2.5	3.0
為替レート	円/ドル	85.7	78.8	78.4	80.9
無担保コールレート(O/N)	%	0.09	0.07	0.08	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.15	1.09	1.24	1.39
通関輸入原油価格	\$/バレル	84.4	110.4	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	2011年				2012年				2013年				2014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	%	▲ 1.1	▲ 1.5	1.4	▲ 0.2	0.1	0.6	0.3	0.5	0.2	0.3	0.5	0.3	0.4
実質GDP	%	▲ 0.7	▲ 0.3	1.5	▲ 0.1	0.2	0.7	0.7	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
(年率換算)	%	▲ 2.7	▲ 1.3	6.0	▲ 0.3	0.9	3.0	2.8	2.4	1.3	1.8	1.8	1.8	1.7
民間需要	%	▲ 0.8	0.2	1.4	0.2	0.3	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
民間最終消費支出	%	▲ 0.5	0.2	1.0	▲ 0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
民間住宅	%	1.4	▲ 1.1	5.0	▲ 2.0	1.5	3.5	4.0	3.0	2.0	1.0	0.5	0.0	▲ 0.5
民間企業設備	%	▲ 1.1	▲ 0.5	1.1	0.8	1.0	1.0	1.2	1.0	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.2	0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公的需要	%	0.6	1.2	▲ 0.1	▲ 0.1	1.4	1.3	1.3	0.6	▲ 0.5	▲ 0.0	0.1	0.2	0.3
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	0.4	▲ 0.2	0.3	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	%	▲ 1.1	3.7	▲ 2.8	▲ 1.2	8.0	9.0	7.0	3.0	▲ 3.0	▲ 1.0	▲ 0.5	0.0	0.5
輸出	%	0.2	▲ 5.0	6.2	1.8	▲ 0.9	1.2	1.0	1.3	1.5	1.2	1.5	1.5	1.0
輸入	%	1.7	0.1	3.4	2.5	2.0	1.8	1.6	1.2	1.3	1.0	1.2	1.3	0.8
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.5	0.5	1.0	▲ 0.2	0.5	0.7	0.7	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.6	0.2	1.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.3	▲ 0.0	▲ 0.0	0.3	0.3	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.2	▲ 0.8	0.4	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.9	▲ 2.2	▲ 1.9	▲ 1.8	▲ 1.5	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.3
国内企業物価 (前年比)	%	1.8	2.5	2.6	1.6	0.9	0.8	1.1	1.0	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.8	▲ 0.2	0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3
完全失業率	%	4.7	4.6	4.4	4.2	4.3	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1	4.0
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 2.0	▲ 4.0	4.3	1.5	3.0	2.0	1.5	1.7	2.0	2.0	1.5	1.7	2.0
経常収支(季節調整値)	兆円	3.3	1.9	2.6	2.3	2.4	2.7	2.9	3.1	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7
名目GDP比率	%	2.8	1.6	2.2	2.0	2.0	2.3	2.5	2.6	2.8	2.8	2.9	3.0	3.1
為替レート	円/ドル	82.3	81.7	77.8	77.5	78.0	78.0	78.0	78.5	79.0	80.0	80.5	81.0	82.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.09	0.07	0.08	0.08	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
新発10年物国債利回り	%	1.25	1.18	1.05	1.00	1.15	1.20	1.20	1.25	1.30	1.35	1.35	1.40	1.45
通関輸入原油価格	\$/バレル	97.2	115.2	113.8	107.5	105.0	105.0	110.0	110.0	115.0	115.0	115.0	115.0	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。



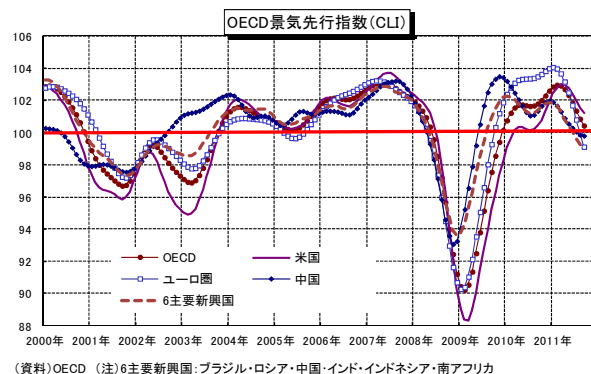
3. 2011～13年度の日本経済・物価見通し:

(1) 当面のリスク要因について

2013年度にかけての日本経済を展望するにあたり、最初に先行きに対する当面のリスク要因を指摘しておきたい。

まずは、欧州債務危機など先進国における財政悪化についてである。2009年後半のギリシャでの政権交代をきっかけに露見した財政悪化問題は、その後も他のユーロ圏諸国、さらには先進国全体へ波及するなど、財政破綻リスクへの警戒が高まっている。また、この問題は為替レートにも大きく影響を及ぼしており、日本円は断続的に増価圧力にさらされており、10月下旬にかけてはほぼ連日のように戦後最高値を更新する状況となった。これほどまでに先進各国の財政事情が悪化した背景には、歳出入の両面で構造的な問題を抱えていることは否定できないが、08年秋のリーマン・ショック後に発生したグローバル金融危機や世界同時不況を食い止めるべく実施した大規模な財政出動や、景気底入れ後も低迷し続ける景気動向による面も大きい。また、厳格な財政再建路線が景気に対して抑制的に働き、財政赤字をむしろ悪化させた面もある。先進国地域、特に欧州における財政悪化問題はしばらくの間続くこととなり、世界経済にとっては火種を抱えたままで推移すると思われる。それらは内外経済や金融資本市場にとって大きな不安定要因として意識され続けるだろう。今回の経験は今後の日本の財政健全化の進め方にとっても大きな教訓になると思われる。

次に、新興国経済の行方である。21世紀に入ってから、BRICS(ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ)を筆頭に、ベトナム、インドネシア、トルコなどといった新興国の重要性が年々大きくなっている。これらの国々では、かつては低い生産コストを背景に、先進国側からみた「生産拠点」としての役割が意識されてきたが、近年の目覚ましい経済発展によって、国民の所得水準が上昇し、「市場の有望性」にも目が向き始めている。とはいえ、新興国経済の多くは、わが国と同様、輸出促進型の経済発展を遂げてきたため、輸出増なしで高成長を維持するのは困難である。そのため、多くの新興国では、リーマン・ショック後の世界金融危機の中で、公的需要のテコ入れによって国内需要を刺激し、それが折しも中間層の急拡大に伴う耐久消費財の購買意欲の強まりとの相乗効果が得られたほか、自国通貨を割安水準となるように誘導することで輸出を下支えた。中期的に見れば、現時点では「成長センター」である多くのアジア諸国でそう遠くない将来に人口ボーナスが終焉すること、労働コストが徐々に高まっていくこと、さらに先進国経済や自分たちを追いかけてくる新たな新興国経済との競争が激化する可能性などがあり、「中所得国の罠」に陥ってしまうリスクがないわけではない。ただし、今後数年先見通した場合、先進国経済の低調さが続く中、新興国経済は適度な経済成長を続ける可能性が高いだろう。なお、目先に関しては、上述の通り、国内需要を無理やり押し上げた経緯や、為替レートの割安誘導の弊害としての国内の過剰流動性発生もあり、インフレや不動産バブルなど様々な歪みは無視できず、それと世界経済の下振れリスクとどのようにバランスをとっていくかが注目されるだろう。



最後に、電力供給制約の問題である。原発事故に伴って、政府は国内の全54基の原発に対するストレステストを義務化した。来夏にかけてそれらが再稼働できるかどうか注目される。10年度に関しては、電力供給の3割弱を原発が担っていたが、その代替が可能

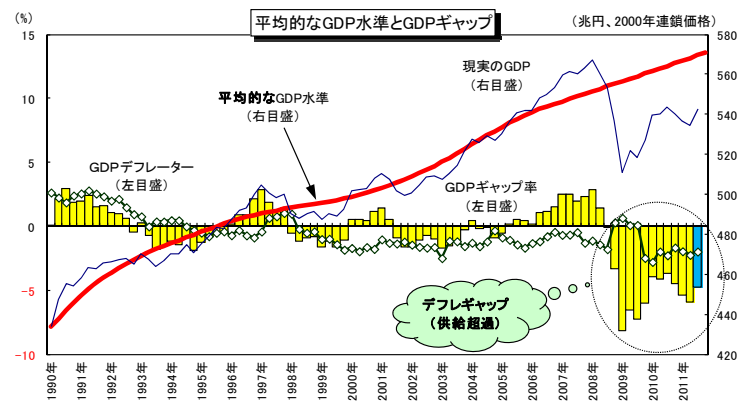


(株)農林中金総合研究所

なのか、非常に気がかりである。今回の原発事故を受けて、原発による発電コストは決して低いものではなかったことが改めて認識できたが、短期的に見れば即座に脱「原発」を実現することは困難と言わざるを得ない。来夏に向けては、今夏以上の節電努力に加え、家計・事業所等の余剰電力の買い取り強化、ガスタービンなどによる火力発電能力の増強などで、電力供給能力を十分確保をしなくては、復興需要の本格化やそれらに伴って生じる需要増などに対応することは困難であろう。このように、来夏の電力供給体制は非常に不透明であり、当然、景気シナリオに大きく影響するはずだが、以下に述べる「メインシナリオ」においては、電力制約問題が顕在化し、復興需要の本格化によって阻害要因になることは想定していない。

(2) 経済見通し

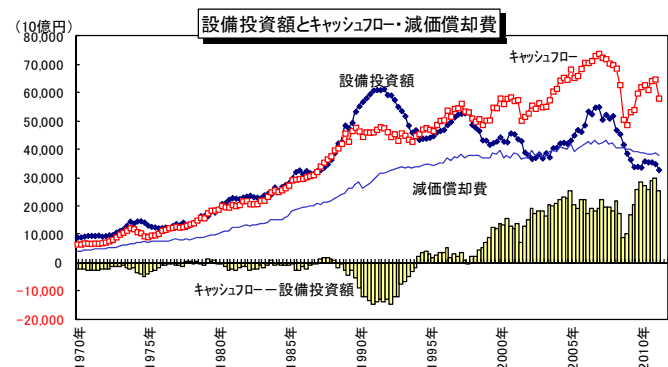
以上のリスク要因を踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。大震災で被災した大企業製造業の復旧はほぼ終了し、復旧に伴う景気持ち直し過程も一巡したとみてもよいだろう。最近のタイ大洪水により、自動車・同部品、デジタルカメラ、HDD ドライブなど電子部品等の供給体制に少なからず支障が出ている模様であり、今後の動向に注意が必要であるが、今後の景気動向の大筋を考える上では、輸出の裏付けとなる海外経済の動向と、復興需要の本格化とそれらと呼ばれ水として創出される民間需要などの動きなどが重要であろう。



(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

以下、部門別に今後の展望を見ていきたい。まず、家計部門(需要項目としては民間消費・住宅投資)に関しては、夏場の電力不足懸念を材料に盛り上がった省エネ型エアコン、スーパークールビスなどの節電ブーム、さらには地デジ完全移行に向けた薄型TV販売好調の反動減がしばらく続く可能性があるだろう。また、最近の世界経済減速などを受けて、生産活動も足踏みしつつあるが、それに伴って所定外給与も頭打ち気味となってきた。大震災などによる業績悪化から冬季賞与は伸び悩む可能性があり、民間消費を取り巻く環境は決して良くない。一方で、復興需要が本格化してくれば、民間住宅などの再建が始まり、自動車や家具・家電など、付随する財・サービスの消費も刺激される可能性が高い。ただし、二重ローン問題などが今後の足枷となる可能性が指摘されるなど、復興需要にとっては克服すべき課題は多く、本格的に国内景気全体を押し上げるほどの力強さは期待できないだろう。

次に企業部門(民間企業設備投資・民間在庫投資)であるが、民間企業設備投資については、大震災発生後も復旧・復興需要やスマートフォン対応の需要などもあり、底堅く推移してきたと評価できる。ただし、大震災・原発事故といった「日本リスク」や歴史的水準での円高定着などもあり、生産拠点としての日本の位置づけについても改めて検討されつつあると思われる。もちろん、リーマン・ショック後



(資料)財務省データより作成 (注)全産業・全規模ベース



(株)農林中金総合研究所

の世界金融危機の発生以降、日本国内では更新需要水準を下回っているという意味において設備投資不足状態が続いており、潜在成長力に影響を与える資本ストックが減少するリスクを抱えている。それゆえ、海外経済等に不安がなければ、設備投資の増加が期待できる状況であったと言える。それでも、新興国向け輸出への対応としての設備投資需要はある程度は期待できるだろう。一方で、このところ積み上がり気味の民間在庫であるが、当面は耐久消費財や電子部品・デバイスなどの在庫調整が強まる可能性が高いだろう。

最後に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、あまり期待できる状況にはないと言わざるを得ない。前述の通り、先進国経済は様々な問題、例えば米国はバランスシート調整、欧州は債務問題などを抱えているが、それらが収束する兆しはない。新興国もまた、インフレ・バブル懸念と表裏一体である。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ことであるが、成長率が減速する過程で、日本の輸出増減率は増幅されて、輸出減となる可能性を考慮しなくてはならない。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。

以上の点などを踏まえつつ、11～13年度の日本経済見通しについて述べていく。まず、足元10～12月期については、大規模な復興費を盛り込んだ第3次補正予算案の編成・成立の遅れ、さらに先進国・新興国ともに景気減速が進行していること、などを踏まえると、年末にかけて日本経済の牽引役が不在となるリスクが高まっているといえる。それゆえ、10～12月期には小幅ながらも成長率が再びマイナスとなるものと予想する(前期比▲0.1%、同年率▲0.3%)。

その後、12年1～3月期には復興のための公共事業がはいよいよ始まると思われるが、本格的な復興需要増に伴う景気押上げが顕在化するのには12年度入り後にズレ込むことになるだろう。また、輸出は引き続き弱い動きが予想され、設備投資なども低調に推移するだろう。この結果、11年度の実質GDP成長率は前年度比0.4%(前回9月時点の予測(同0.0%)から上方修正)と、10年度(同2.3%)からは大きく減速するものの2年連続のプラス成長と予測する。一方で名目GDP成長率は同▲1.7%(前回予測は同▲2.0%)と2年ぶりのマイナスと予測。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▲1.9%(前回予測は同▲1.8%)とマイナスが続くだろう。

続く12年度についても、上期については輸出環境の好転はあまり望めないが、それを補う形で復興需要が本格化し、それに伴って民間需要も刺激されることもあり、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、成長率はやや減速すると思われる。年度を通じての実質GDP成長率は同2.1%へ加速(前回予測(2.3%)から下方修正)、潜在成長率を上回る成長を予想した。名目GDP成長率も1.5%(前回予測は1.6%)と2年ぶりにプラスに転じる。

今回から新たに公表する13年度については、復興需要の主役が「公的部門」から「民間部門」へとシフトするなかで、海外景気の緩やかな持ち直しもあり、実質ベースで1.8%成長と、2%近い成長となる可能性が高いだろう。名目成長率もプラス(1.4%)を予想する。ただし、依然として名実逆転状態は解消されず、再逆転は14年度以降に持ち越されることになるだろう。

雇用情勢については、有効求人倍率も非常に緩やかではあるが、改善傾向にあるほか、9月には失業率が4.1%と、約3年ぶりの水準まで低下するなど、表面的な数字は改善がみられるが、比較可能な大震災前(2月)と比べると、確かに失業者数は38万人減少しているが、同時に雇用者も64万人減少している。つまり、雇用増を伴った失業率低下ではなく、雇用環境が好転しているとは言い難い。また、7～9月期の労働力調査(詳細集計、被災3県を除くベース)によれば、非労働力人口のうち、就業希望者数は469万人(前年か



(株)農林中金総合研究所

ら 19 万人増加)、うち「適当な仕事がありそうもない」から求職活動をしていない、いわゆる「潜在的失業者」は 157 万人となっている。仮に潜在的失業者を含めてみると、「真の失業率」は 6% 台半ばまで高まることとなる。

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と思われるが、一方で長引く景気の低迷や大震災発生などで一旦は労働市場から退出(非労働力化)した人々が、再度参入し、失業率を逆に高止まりさせる可能性がある。また、歴史的な円高水準の定着などに伴う悪影響も雇用に影響を与えることもありうるだろう。11 年度最終四半期(12 年 1~3 月期)は 4.3%、12 年度最終四半期(13 年 1~3 月期)は 4.2%、13 年度最終四半期(14 年 1~3 月期)は 4.0%と、緩やかなペースでの改善にとどまると予想する。

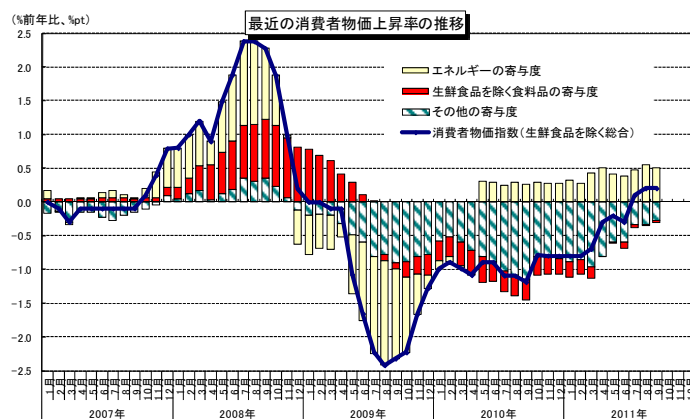
(3)物価見通し

5 年に一度の年基準改定によって、10 年以降の消費者物価(全国、生鮮食品を除く総合、以下同じ)は下方に遡及改定された結果、11 年 6 月まで前年比下落状態が続いていたことが判明した。しかしながら、7 月に消費者物価は水面上に浮上し、その後 9 月までは小幅ながらも前年比プラスが続いた。この背景としては、今春まで高騰が続いた国際商品市況の影響が、時間差を伴って電気料金や石油製品などのエネルギー関連の価格を上昇させたことが挙げられる。また、穀物高が一部の食料品価格の上昇につながっていた。

とはいえ、消費財・サービスに関する需給環境は依然として崩れたままであり、物価のベース部分に対しての下落圧力は根強い。先行き復興需要が期待されるとはいえ、需給ギャップを埋めるほど景気が強まることには至らず、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。

なお、目先については、10 月には前年のたばこ税増税や損害保険料率引上げの影響が一巡することから、物価に対して▲0.3%ポイントほどの押下げ効果となり、消費者物価が再び下落に転じる可能性が高いだろう。また、エネルギー関連の価格も落ち着いており、

徐々に押上げ効果が小さくなることも想定される。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▲0.1%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。13 年度については、消費者物価は小幅上昇していくが、相変わらずエネルギー・食料品の値上がりに伴うもので、ベース部分では弱い動きが残るだろう。13 年度を通じては同 0.2%と予測する。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

2011～13年度 日本経済見通し (前期比)

	単位	2010年度 通期	2011年度			2012年度			2013年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
実質GDP	%	2.3	0.4	0.1	1.5	2.1	1.2	1.4	1.8
民間需要	%	2.0	1.1	0.5	1.8	2.0	1.0	1.3	1.9
民間最終消費支出	%	0.8	0.5	0.4	0.9	0.9	0.4	0.6	1.1
民間住宅	%	▲ 0.3	4.4	2.1	3.7	10.2	6.4	8.2	5.3
民間企業設備	%	4.2	0.2	▲ 0.5	2.3	4.1	2.1	2.6	4.0
公的需要	%	▲ 0.0	1.8	1.4	0.5	3.5	2.7	1.7	0.5
政府最終消費支出	%	2.2	2.0	1.3	0.3	0.3	0.1	0.3	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 10.0	▲ 0.5	1.7	▲ 0.1	20.8	17.2	8.6	▲ 0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	26.8	23.4	23.1	23.6	22.7	22.4	22.9	24.3
輸出	%	17.0	0.2	▲ 1.9	7.7	4.7	1.2	3.0	5.4
輸入	%	10.9	6.1	2.7	7.1	7.7	3.6	3.5	4.8
内需寄与度 (前期比)	%	1.5	1.2	0.7	0.9	2.3	1.4	1.0	1.5
民間需要 (")	%	1.4	0.8	0.4	0.8	1.5	0.7	0.7	1.4
公的需要 (")	%	▲ 0.0	0.4	0.3	0.1	0.8	0.6	0.2	0.1
外需寄与度 (")	%	0.9	▲ 0.6	▲ 0.6	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.3
デフレーター (前年比)	%	▲ 2.0	▲ 1.9	▲ 2.1	▲ 1.7	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.4

(前年同期比)

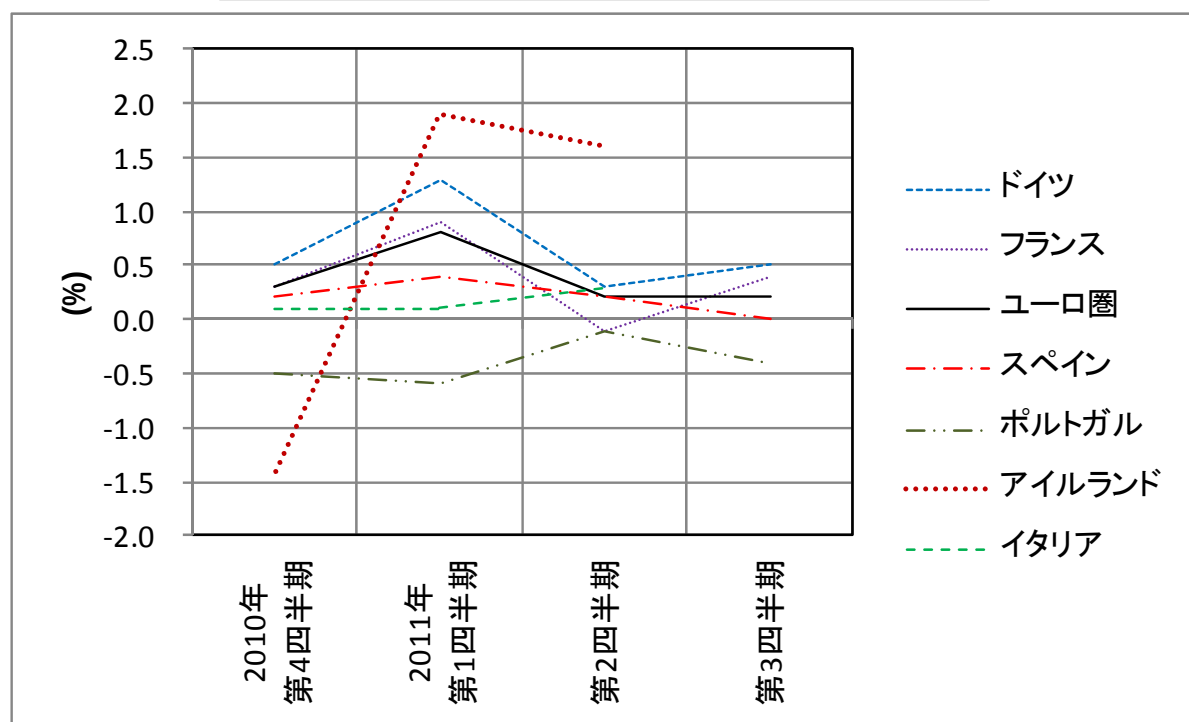
	単位	2010年度 通期	2011年度			2012年度			2013年度 通期
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期	
名目GDP	%	0.4	▲ 1.7	▲ 2.7	▲ 0.9	1.5	1.3	1.6	1.4
実質GDP	%	2.3	0.4	▲ 0.6	0.8	2.1	2.0	2.3	1.8
民間需要	%	2.0	1.1	0.1	1.6	2.0	2.1	2.0	1.9
民間最終消費支出	%	0.8	0.5	▲ 0.3	0.8	0.9	0.8	0.9	1.1
民間住宅	%	▲ 0.3	4.4	5.5	3.3	10.2	7.6	12.8	5.3
民間企業設備	%	4.2	0.2	▲ 0.9	1.3	4.1	3.9	4.2	4.0
公的需要	%	▲ 0.0	1.8	1.1	1.9	3.5	3.3	3.7	0.5
政府最終消費支出	%	2.2	2.0	2.4	1.5	0.3	0.2	0.3	0.7
公的固定資本形成	%	▲ 10.0	▲ 0.5	▲ 5.5	3.0	20.8	18.7	22.9	▲ 0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	26.8	23.4	23.1	23.6	22.7	22.4	22.9	24.3
輸出	%	17.0	0.2	▲ 2.1	2.5	4.7	5.7	3.8	5.4
輸入	%	10.9	6.1	4.1	8.1	7.7	9.1	6.4	4.8

国内企業物価 (前年比)	%	0.7	1.9	2.6	1.2	1.0	0.9	1.1	1.4
全国消費者物価 (")	%	▲ 0.9	▲ 0.1	0.0	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2
完全失業率	%	5.0	4.4	4.5	4.3	4.3	4.4	4.3	4.1
鉱工業生産(前年比)	%	9.0	▲ 1.3	▲ 4.5	2.1	8.8	9.7	7.9	7.4
住宅着工戸数	千戸	819	830	422	408	925	438	488	1,013
経常収支	兆円	15.9	9.2	4.5	4.7	12.0	5.6	6.4	14.2
貿易収支	兆円	6.5	▲ 0.6	▲ 1.4	0.8	5.6	2.1	3.5	8.6
為替レート(前提)	ドル/円	85.7	78.8	79.8	77.8	78.4	78.0	78.8	80.9
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	84.4	110.4	114.5	106.3	110.0	107.5	112.5	115.0

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

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、アイルランド、イタリアは 2011 年第 3 四半期のデータは未公表。

ギリシャは上記の全期間にわたってデータは未公表。

ECB 等による予測値

(単位: %)

		2011 年	2012 年	2013 年
ユーロ圏 実質 GDP 成長率	ECB(2011/11)	1.6	0.8	1.6
	(参考)前回(2011/8)の予測値	1.9	1.6	1.8
	European Commission(2011/11)	1.5	0.5	1.3
	(参考)前回(2011/5)の予測値	1.6	1.8	-
	IMF(2011/9)	1.6	1.1	-
	(参考)前回(2011/6)の予測値	2.0	1.7	-
ユーロ圏 CPI 上昇率	ECB(2011/11)	2.6	1.8	1.8
	(参考)前回(2011/8)の予測値	2.6	2.0	1.9
	European Commission(2011/11)	2.6	1.7	1.6
	(参考)前回(2011/5)の予測値	2.6	1.8	-

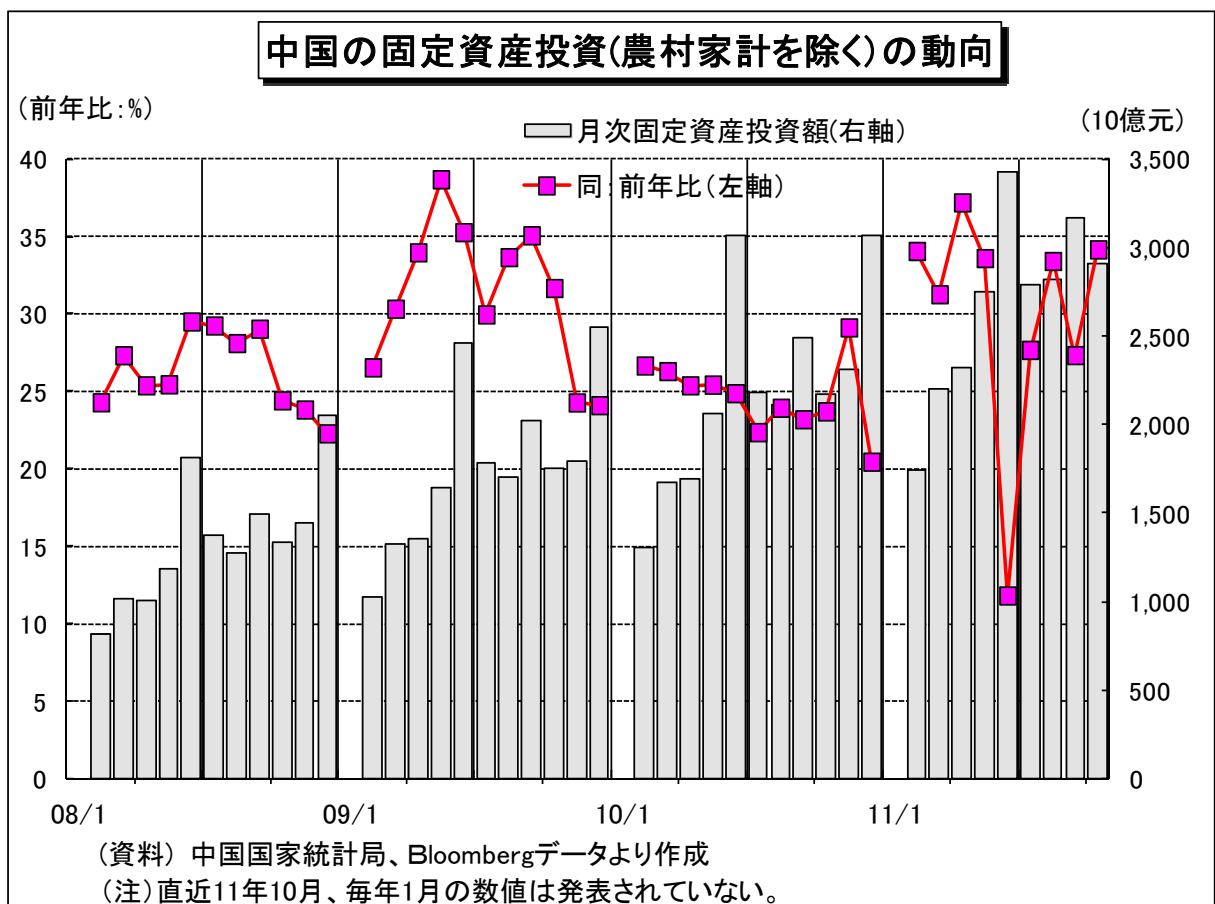
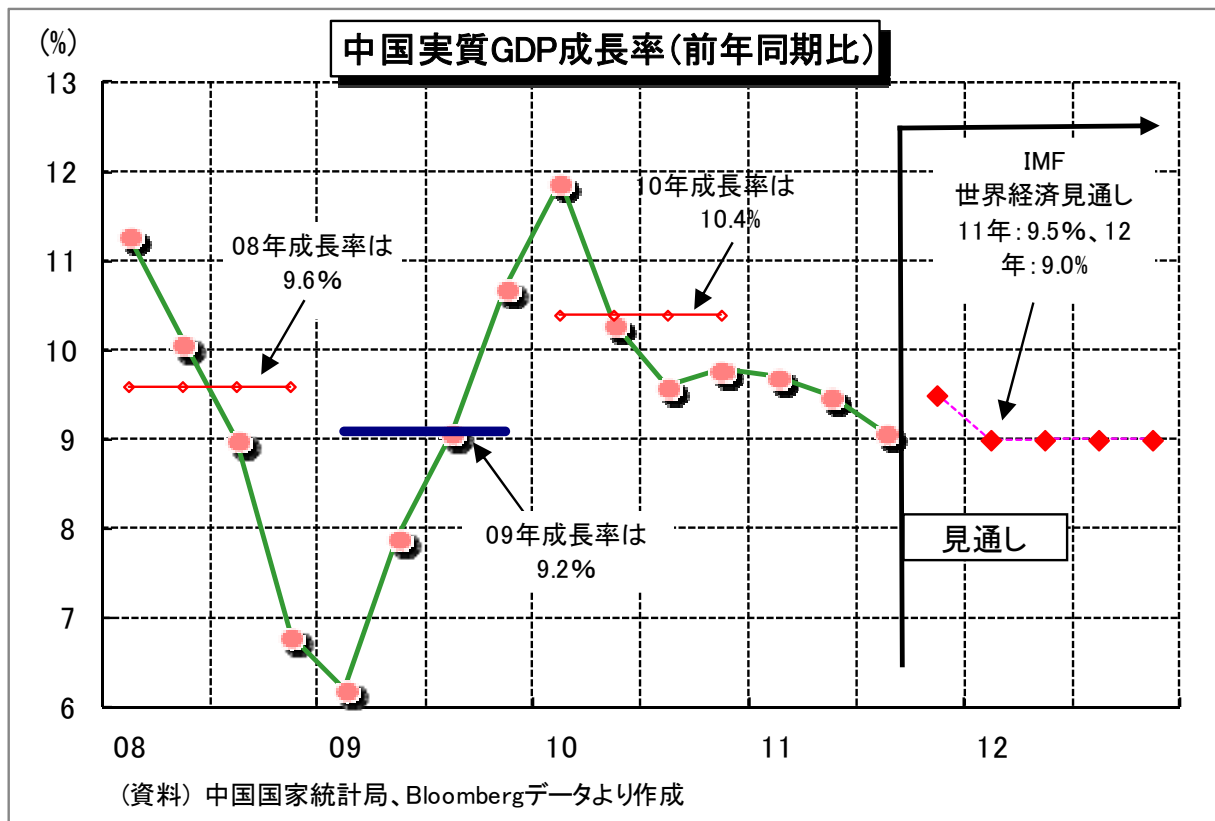
(出所) 次のデータから農中総研作成。なお、「-」は予測の対象外であることを示す。

・ European Commission (2011/11) “Economic Forecast”

・ ECB (2011/11) “Monthly Bulletin”

・ IMF (2011/9) “World Economic Outlook”

付 表 2: 中国経済



今月の焦点

海外経済金融

現状維持となった米国の金融政策

～景気次第では追加緩和策を打ち出す可能性が高い～

木村 俊文

はじめに

米連邦準備理事会（FRB）は、11月1～2日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で新たな追加緩和策の導入を見送り、金融政策の現状維持を決定した。

具体的には、08年12月に事実上のゼロ金利となる0.0～0.25%に引き下げて以降、据え置いている政策金利（FF金利）を「少なくとも13年半ばまで維持する」という今年8月のFOMCで導入した時間軸効果をねらった方針の維持を決定した。

また、9月のFOMCで導入した、総額4,000億ドル（約30兆円）規模で残存期間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措置、いわゆる「ツイストオペ」の継続も決定した。同時に、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、米国債の償還資金を再投資するという既存の政策を続ける方針についても確認した。

以下では、今回のFOMCで金融政策が現状維持となった背景や現行の緩和政策の効果のほか、今後予想される追加緩和策の内容について考えてみたい。

一旦は期待が高まった追加緩和導入

10月中旬以降、FOMCで投票権を有する複数の当局者が相次いで追加緩和策第3弾（QE3）を示唆する発言を行った。

たとえば、エバンズ・シカゴ地区連銀総裁は、ツイストオペが十分でなければ一段の措置が必要とした上で「失業率が7%を下回るか、もしくは中期的なインフレ見通しが3%を上回るまで短期金利をゼロ近傍に維持すべき」と、数値目標導入の具体策に言及した。さらにタルーロFRB理事が「経済成長を押し上げ、雇用危機への対応を支援するため、MBS購入の再開を検討すべき」と発言したほか、イエレン副議長が「失業と金融混乱の悪影響など経済状況によってはQE3が正当化されるかも知れない」と述べ、ダドリーNY連銀総裁も「住宅市場支援に向け追加策を講じることは可能であり、QE3はあり得る」と積極的な発言を行った。

こうした一連の発言を受けて、市場では追加緩和策導入への期待が一気に高まった。しかし、欧州債務危機が深刻化するなか、11月FOMCの直前に発表された米国の7～9月期の実質GDP成長率が前期比年率2.5%（速報値）と加速したことを受け、FRBはFOMC声明で「第3四半期の経済成長が幾分強まった」と景気認識を上方修正し、追加緩和策の導入を見送った。

金利押し下げに効果

ところで、FRBによる8～9月の連続した措置を受けて、金利への影響はどうなっているのだろうか。米国債のイールドカーブを見ると、利回りは8月のFOMCで

打ち出した時間軸効果を受けて、短期から中期ゾーンが低下した。さらにツイストオペ導入を決定した9月FOMC直後には、長期から超長期ゾーンが低下した(図表1)。ただし、長期金利の低下は、欧州債務危機が深刻化したことで質への逃避から米国債への需要が高まった影響もある。

米30年債利回りは、半年前の5月中旬に4.31%だったが、8月中旬には3.73%(5月中旬比▲0.58%)となり、9月下旬には2.90%(同▲1.41%)まで低下した。足元ではツイストオペ期待で買い優勢となった反動のほか、第3四半期の景気持ち直しや11月FOMCでの追加緩和策見送りなどの影響もあり、やや上昇して推移している。

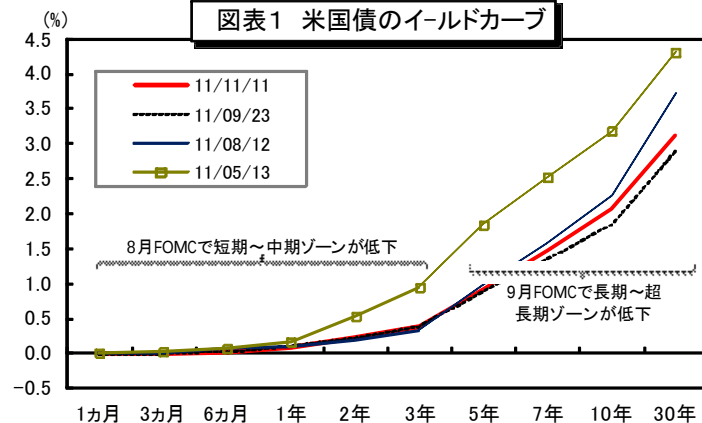
追加緩和策の次なる一手とは

9月のFOMC議事録や当局者の発言などによれば、今後の追加緩和策として検討されている手段には次のようなものがある。

MBSの購入再開などFRBのバランスシートを用いた大規模な資産購入すなわち「QE3」、エバンズ・シカゴ地区連銀総裁が提言しているような失業率やインフレ率等に数値目標を設定する「時間軸の強化」、保有する短期債券の量に制約があるものの「ツイストオペの増額」、貸出金利の低下をねらう「準備預金の金利引き下げ」などである。

このうち、ゼロ金利制約下で一段の金融緩和に有効であり、かつ労働市場や住

図表1 米国債のイールドカーブ



Bloombergデータより作成

宅市場を下支えする効果が期待されることを考慮すると、QE3が有望視されているように思われる。

おわりに

FRBは、11月FOMC後に発表した改訂経済見通しで11～12年の成長率予想を下方修正しており、さらに欧州債務危機が世界景気に与える影響など下振れリスクを警戒する姿勢を強めている。バーナンキFRB議長もFOMC後の会見で「追加緩和の準備は出来ており、その手段も持っている」と述べ、MBS購入再開が有力な選択肢であることを示唆している。

議会やFOMCメンバーの中には、今年6月末まで8ヶ月にわたって総額6,000億ドル規模の米国長期債を購入したQE2の反省として、商品価格上昇などインフレを促進させたとの意見が根強いものの、FRBは今後の景気次第ではQE3を打ち出す可能性が高いと思われる。

10月中旬以降の主要な当局者の発言が実施に向けた地ならしだったと捉えれば、今後はQE3の導入時期や規模が焦点となるだろう。

(11.11.17 現在)

分析レポート

国内経済金融

地域銀行の年金受給者向け会員制の現状

寺林 暁良

地域銀行 106 行（地方銀行 64 行、第二地方銀行 42 行）のうち、年金受取口座指定者向けの会員制（いわゆる「年金友の会」、以下「年金会員制」とする）を持つ地域銀行は、40 行である^{（注 1）}。年金会員制は、一部で「預かり資産の取引合計額が一定以上」等の入会基準が設けられる場合もあるが、年金受取口座指定時あるいは予約時に自動加入となる場合がほとんどである。

本稿では、地域銀行における年金会員制のサービスの特徴と導入の狙いについて考察する。

金融面のサービス

年金会員制のサービスは、金融面のサービス（定期預金の金利優遇や ATM・振込の手数料優遇など）と、非金融面のサービス（親睦旅行の実施やプレゼント贈呈、特約店割引など）に分けられる。

まず、年金会員制を実施する地域銀行で、その中に金融面のサービスを組み込んでいるのは、約 5 割である。

しかし、年金会員制で金融面のサービスを実施していない地域銀行であっても、年金口座指定者用の優遇金利定期預金やポイント制^{（注 2）}等のような年金口座指定者へのサービスを実施しているのが一般的である。

つまり、年金口座指定者に対して金融面のサービスを提供する方法は他にも多数あるため、金融面のサービスのみを実施するのであれば、わざわざ年金会員制という形式を取る必要はあまりないと言

える。

したがって、年金会員制のサービスの内容では、他の商品・サービスで代替できる金融面のサービスよりも、各行の独自性が強い非金融面のサービスに着目するべきである。

非金融面のサービス

非金融面のサービスは年金会員制を実施する全ての地域銀行がその中に組み込んでいる。その内容として挙げられるのは、誕生日等のプレゼント（25 行）や特約店割引（17 行）、親睦旅行（15 行）などである（図表 1）。

これらのサービスは、どれも年金口座の獲得や維持を目的としたものであることは間違いない。しかし、年金戦略の違いによって各行が年金会員制に求める機能は異なり、それに応じて各行が年金会員制に組み込む非金融面のサービスの種類や内容も大きく異なるようである。

コミュニケーション・チャネルとして

まず、年金会員制に求める機能として一般的なのは、年金会員制を行員と会員、あるいは会員同士の親密な交流を促すチャネルとしての機能である。

例えば、イベント開催の内容として、年金給付日などに「年金感謝デー」を実施する地域銀行が 6 行確認できる。これは、各支店で来店者へのプレゼントの贈呈や音楽会等の開催を行うもので、会員に定期的な来店を促すためのしくみとして機能している。

図表1 地域銀行における年金会員制の非金融面のサービスとその実施率

サービスの種類	実施率(%)			概要
		地銀	第二地銀	
プレゼント	23.6	20.3	28.6	入会時に、あるいは毎年(誕生日等)プレゼントを贈呈
特約店割引	16.0	18.8	11.9	会員証の提示で地元商店街や百貨店、旅行会社、宿泊施設、医療施設等の料金を割引
親睦旅行	14.2	9.4	21.4	会員相互の親睦等を目的とした旅行を企画・実施
イベント開催	12.3	10.9	14.3	落語会や音楽会、健康セミナー、文化セミナーなどのイベントを開催
会誌送付	12.3	7.8	19.0	旅行や地元の話題などを盛り込んだ情報冊子を年に数回発行し、送付
電話相談	9.4	7.8	11.9	金融あるいは健康・医療に関する相談を専門家が受け付けるダイヤルが利用可能に
年金会員制	37.7	35.9	40.5	
銀行数(行)	106	64	42	

(資料) 各地域銀行ホームページにより農中総研作成

(注) 各サービスについて、実施していてもHPに掲載しない地域銀行があるため、実際の実施率とは合致しない可能性が高い

また、親睦旅行もほとんどが行員と会員の接点強化、あるいは会員同士の交流機会の増大などを目的とした企画である。親睦旅行は、資産規模の小さな銀行ほど取り組みやすいようにも思えるが、資産規模上位の地域銀行であっても、エリアごとに何班かに分けて実施するなど、コミュニケーション・チャンネルとしてうまく機能するように工夫している例もある。

年金サービスのラインナップの強化として

一方、シェアに重点を置いたマーケティングを行う地域銀行の年金会員制は、年金サービスのラインナップの強化を重視した内容になっているようである。

端的な例として、フルラインナップ戦略を取る大規模行を中心に、年金会員制のサービス(宿泊・レジャー施設や育児・介護サービスの価格優待、格安旅行ツアーの案内など)を、外部の福利厚生専門会社に代行させる地域銀行が増えている(注³)。これは、行員と会員の接点づくりにはつながりにくい、一律的に質の高いサービスを提供するという点では優れた方法となる。

つまりこの場合、年金会員制は、サービスのラインナップを増やすことで比較

優位性を保ち、年金層・プレ年金層全体に対して一律的にプレゼンスを高める機能を果たす。

もちろん、各行が年金会員制を導入する狙いは、かかのように明確に分けられるわけではない(注⁴)。むしろ、その両方のメリットをうまく取り込めるような内容の年金会員制を持つ地域銀行も少なくない。

まとめ

以上のように、ひとくちに年金会員制といっても、その内容は地域銀行によって様々である。単に年金会員制を導入しているかどうかではなく、各行がいかなる年金口座獲得・維持戦略を立て、それに沿ってどのような内容の年金会員制を実施しているかに注目すべきであろう。

(注¹) 寺林暁良(2011)「地域銀行による年金受取口座獲得に向けた取り組み」『金融市場』9月号

(注²) 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³) こうした取り組みを行う地域銀行は、5行確認できた。うち4行は、資産規模で20位以内の比較的規模の大きな地域銀行である。

(注⁴) 例えば、誕生日等のプレゼントは、会員一律に実施する点ではラインナップの一つであるが、会員が来店によってこれを受け取る場合はコミュニケーション・チャンネルにもなる。

分析レポート

国内経済金融

21 世紀金融行動原則の採択について

～持続可能な社会を目指す金融行動への期待～

安藤 範親

金融界が持続可能な社会を目指した自主行動原則を設定

多数の金融機関で構成された「日本版環境金融行動原則起草委員会」が、11 年 10 月の会合で、「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則（21 世紀金融行動原則）」を採択した。

これは、10 年 6 月に環境省の中央環境審議会「環境と金融に関する専門委員会」でとりまとめられた報告書「環境と金融のあり方について～低炭素社会に向けた金融の新たな役割～」において、同委員会が環境金融の取り組み拡大のための仕組みとして、「日本版環境金融行動原則の策定」を提言したことに始まる。

これを受けて、10 年 9 月に環境省が事務局を務める起草委員会が立ち上がり、30 前後の幅広い業態の金融機関が起草委員会に自主参加、計 7 回、その具体化に向けた課題が検討された。

同原則は、持続可能な社会の形成のために必要な責任と役割を果たしたいと考える金融機関の行動指針として、また、同じ志をもつ金融機関が協働するための出発点として策定され、図表 1 に示す 7 原則からなる。

なお、後述するが、同原則は、署名金融機関の具体的な行動がともなって初めてその目的が実現されることから、業務別の行動指針となる 3 つの「ガイドライン」が合わせて策定されている。

同原則への署名は 11 年 11 月 15 日から開始され、今後 12 年 2～3 月には署名金融機関による第 1 回総会が開催される。総会では同原則の運営委員の任命・解任や、原則の改定、運営規定の改定などの決議が行われる。また、第 1 回総会では原則の普及促進やガイドライン改定の決議を行う運営委員会が設立され、その作業の担い手として運営委員を座長とする業務別ワーキンググループが設置される予定となっている。

（図表1）持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則
（21 世紀金融行動原則）

①自らが果たすべき責任と役割を認識し、予防的アプローチの視点も踏まえ、それぞれの事業を通じ持続可能な社会の形成に向けた最善の取り組みを推進する
②環境産業に代表される「持続可能な社会の形成に寄与する産業」の発展と競争力の向上に資する金融商品・サービスの開発・提供を通じ、持続可能なグローバル社会の形成に貢献する
③地域の振興と持続可能性の向上の視点に立ち、中小企業などの環境配慮や市民の環境意識の向上、災害への備えやコミュニティ活動をサポートする
④持続可能な社会の形成には、多様なステークホルダーが連携することが重要と認識し、かかる取組みに自ら参画するだけでなく主体的な役割を担うよう努める
⑤環境関連法規の遵守にとどまらず、省資源・省エネルギー等の環境負荷の軽減に積極的に取り組み、サプライヤーにも働き掛けるように努める
⑥社会の持続可能性を高める活動が経営的な課題であると認識するとともに、取組みの情報開示に努める
⑦上記の取組みを日常業務において積極的に実践するために、環境や社会の問題に対する自社の役職員の意識向上を図る

（出所）環境省「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則」より

先例は PRI

世界の先例としては、「責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）」がある。これは、06 年に、当時の国連アナン事務総長が、機関投資

家の意思決定プロセスに ESG「E (Environment): 環境問題への取り組み (生態系保全や温室効果ガス排出量の公表など) S (Society): 社会的取り組み (労働条件の改善、人材育成、地域貢献活動など) G (Governance): 企業経営を監視する取り組み (行動規範、汚職防止、説明責任など) を考慮した投資」を受託者責任の範囲内で反映させるべきと提唱したことに始まる。この PRI は 6 つの原則からなり (図表 2)、機関投資家をはじめとする世界の投資家は、その投資判断に ESG を組み込んだ。署名機関数は、11 年 10 月末時点で 927 となり、欧米を中心に ESG に配慮した投資市場がここ数年で拡大している。

具体的な活動としては、署名金融機関が共同して ESG 問題について企業と直接話し合い、働きかけ (エンゲージメント) を行うことで、「温室効果ガス排出関連の情報開示」や「コーポレートガバナンスの改善」などの促進が見られる。

(図表 2) PRI の 6 原則

①投資分析と意志決定のプロセスに ESG の課題を組み込む
②活動的な(株式)所有者になり、(株式の)所有方針と(株式の)所有慣習に ESG 問題を組み入れる
③投資対象の主体に対して ESG の課題について適切な開示を求める
④資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行う
⑤本原則を実行する際の効果を高めるために協働する
⑥本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告する

(出所) Website for the United Nations-backed 'Principles for Responsible Investment' Initiative より

持続可能な社会に向けた金融行動

こうした世界の動きに対し、日本の金

融業界がどのように応えていくべきか、その具体的な行動の一つとして現れたのが、21 世紀金融行動原則である。

同原則では、先述のとおり、3 つの業務別ガイドライン、「預金・貸出・リース業務ガイドライン」、「運用・証券・投資銀行業務ガイドライン」、「保険業務ガイドライン」により、同原則をどのように実践するのかを示している。

これら業務別ガイドラインに共通する内容は、「本業の商品・サービスの開発において持続可能性への配慮を組み込む、

業務プロセスに持続可能性への配慮を組み込む、社会へ情報を発信し、さまざまなステークホルダーに働きかける」などで、それぞれについて具体的な取り組み内容が記述されている。これを、今までの持続可能な社会の形成に向けた金融行動の取り組みから見ると、の本業の商品・サービスの開発については、SRI ファンドの取り扱いの増加、環境配慮型企業向けの私募債や特別金利融資、個人に対するエコ住宅ローンの金利優遇、環境配慮行動をサポートする保険などがある。一方で、やなどは、例えば、環境マネジメントシステムである ISO14001 の取得や、環境報告書の作成などを行う金融機関の数が限られてきた。

なお、同原則は発表後間もないため、具体的な対応を表明する金融機関はまだ現れていないが、今後は、同原則への署名推進をきっかけに、国内金融機関の持続可能な社会の形成に向けた取り組みへのより一層の前進が期待される。

分析レポート

国内経済金融

景気動向指数改定の概要とその影響

岡山 正雄

はじめに

景気動向指数は内閣府が作成している指標であり、毎月上旬に前々月分が公表される。指標作成にあたっては景気循環に先行、一致、遅行して推移する指標を種々の経済統計から抽出し、一定の方法で合成して、先行、一致、遅行の CI と DI を作成している。四半期データである GDP に比べて月次データであり速報性に優れていること、各 CI が景気の転換点の予測や確認に利用できるため、経済統計の中でも重要な物の 1 つである。また計量分析においては、一致 CI の変化自体を景気循環とみなして、他の指標の景気に対する先行性や一致性を検定する際に用いる場合もある^(注1)。

このような景気動向指数であるが、景気循環日付の確定と合わせて第 10 次改定が行われ、11 年 11 月公表の 11 年 9 月分から新基準での算出に代わり、あわせて過去の景気動向指数も遡及して修正された。そこで本稿では今回の改定の概要を解説したうえで、指数の推移がどのように変化したのか見たい。

(注 1)ただし、採用されている指標や詳細な算出方法が公表されており、事前予想と公表結果に大きな違いがないことから、市場の注目度は高くない。

変更点の概要

採用指標の加除修正

変更点の 1 つが採用指標の加除修正である。これは改定ごとに行われており、

かつての改定では大幅な変更がされたこともあったが、第 10 次改定では図表 1 のように小幅な変更にとまっている。順に見ると変更点は次の通りである。

第一に採用指標の見直しである。景気に対する先行性が近年失われてきた耐久消費財出荷指数が先行系列から一致系列に変更された^(注2)。なお、これによって一致系列の製造業関連指標が多くなることを避けるため、公表時期の遅い稼働率指数が除外された。

第二に名目値から実質値への変更であり、中小企業売上高を中小企業出荷指数に変更している。

第三に指標の範囲拡大である。所定外労働時間指数と常用雇用指数はこれまで製造業のものを採用していたが、これを全産業とした。

第四に水準値への変更である。日経商

図表1: 採用指標の加除修正点

変更点	内容
採用指標の見直し	耐久消費財出荷指数(先行系列→一致系列) 稼働率指数(一致指標→除外)
実質値への変更	中小企業売上高→中小企業出荷指数
指標の範囲拡大	所定外労働時間指数(製造業→全産業) 常用雇用指数(製造業→全産業)
水準値への変更	日経商品指数(42種)(前年同月比→月内平均) 東証株価指数(前年同月比→月内平均) 耐久消費財出荷指数(前年同月比→月次値)

(資料)内閣府「景気動向指数」

品指数(42 種)と東証株価指数、耐久消費財出荷指数は前年同月比の値が採用されていたものが、月内平均などの水準値に変更された。

(注 2) 耐久消費財出荷指数について、1976 年以降 5 年ごとに区切って Granger 因果性検定を行い、生産指数に対する先行性を見た。すると 01 年以降は Granger 因果性が有意水準 10% でも認められず先行性が失われていることが確認できた。

「外れ値」刈り込み方法の変更

第10次改定の大きな変更点は、CI算出時に行っていた外れ値の刈り込み方法である。景気動向指数の採用指標はどれも景気循環をよく反映したものだが、景気循環とは関係のない特殊要因でも変動する。この特殊要因による指標の変動をCIに反映させないために、ある一定の閾値を設定し、変動率が閾値を超えた場合には、特殊要因によるものとして変動を除去していた。

ただ、この方法では景気循環要因と特殊要因が区別されておらず、実際には景気循環要因で大きく指標が変動した場合でも、特殊要因として除去されていた。

そこで今回の改定では、採用指標の変動率を各指標に共通する部分と、その他の部分に分離し、その他の部分に閾値を設けるようにした。そしてその他の部分の変動率が閾値を超えた場合には特殊要因によるものとして変動を除去するようにした。

このプロセスを経ることで、景気の勢いをより正確に反映できるようになった。ただ、その一方でCIの算出プロセスが1段階増えた結果、CIの開始時期がこれまでの1980年1月から、1985年1月に後ろ倒しされている。

改定による影響

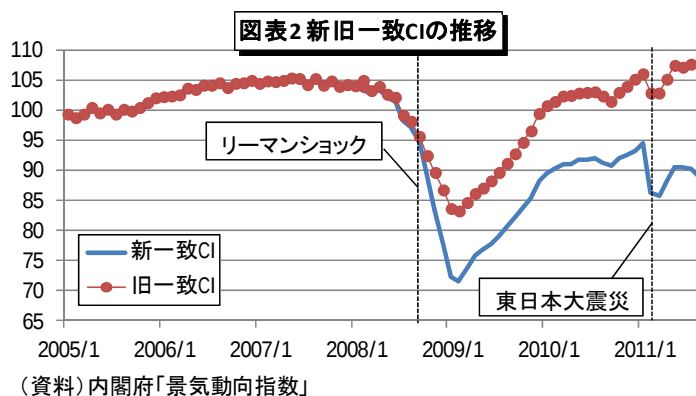
以下では一致CIに注目して、第10次

改定前後のCIがどのように変化したか見たい。図表2には第10次改定に基づく一致CI(以下、新一致CI)と従来の第9次改定に基づく一致CI(以下、旧一致CI)の推移を示した。両者を比較すると、新一致CIがリーマンショックや東日本大震災時に大きく落ち込んでいるのに対して、旧一致CIの落ち込みは緩やかである。これは前述の外れ値処理の違いによるものである。いずれの時も各採用指標が大きくマイナスに変動したが、旧一致CIではこれを特殊要因とみなしてしまっている。その一方で回復局面では採用指標が緩やかに持ち直したために、刈り込みがあまり行われなかった。このため旧一致CIではリーマンショックや東日本大震災以降、いずれも元の水準までCIの値が回復している。一方で新一致CIでは急激な落ち込みを景気循環要因として捉えている結果、リーマンショック、東日本大震災共に以前まで景気が回復していないことが分かる。新旧一致CIの値を比べると、新一致CIの方が実感に即した結果となると思われ、今回の改定は適切だったと評価できる。

まとめ

今回の改定で導入された新しい外れ値の刈り込み方法は、景気動向をより正確に反映するうえで望ましいものだと考えられる。しかし、採用指標のウェイトが

全て同じであることや、循環変動する指標とトレンドを持つ指標が混在していて、景気循環をそもそも正確に反映していない可能性があるとの指摘がされている。これらの問題点については今後の精緻化の過程で改定が行われることを期待したい。



連 載

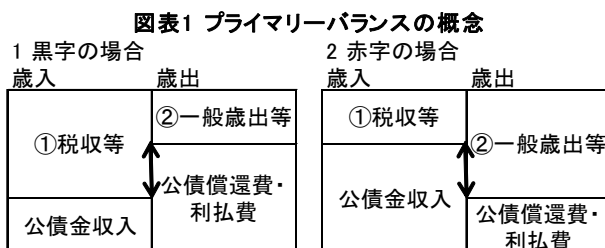
経済指標の窓 <第9回>

財政関連指標① プライマリーバランス

岡山 正雄

プライマリーバランス

プライマリーバランスとは、公債金収入(新規公債発行額)を除いた歳入()と、公債償還と利払いに充てられた支出を除いた歳出()の差である(図表1、 -)。これが黒字になっている場合(> 、図表1中の1)は、税金などの本来の収入の範囲内で、公共サービスなどに必要な費用が賄えていると同時に、公債金収入が公債償還と利払いよりも少なくなっている



ることを意味する。一方、赤字になっている場合(< 、図表1中の2)は、公共サービスに必要な費用の一部を国債発行で賄っていると同時に、公債金収入が、債務償還と利払いに充てられていることを意味する。このような状態が続けば、財政の持続可能性維持が難しくなるほか、将来世代の負担増につながる。

日本の事例

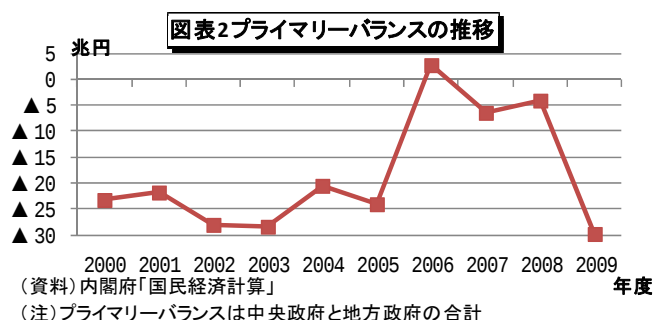
厳密には債務削減には公債の新規発行額が償還額を下回り続ける必要がある。しかし、プライマリーバランスが少なくとも均衡し、債務の利率が名目 GDP 成長率を下回り続けられれば、債務残高と税金の基となる経済活動を表す GDP の比率(債務残高/名目 GDP)は低下していく。このため、財政健

全化を進める第一歩としてはプライマリーバランスの黒字化は重要である。

日本でも、小泉政権下の01年に「今後の財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本指針」で、02年予算での国債発行を30兆円以下に抑え、その後、プライマリーバランスを黒字にすることが決定された。さらに06年の「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2006」では、国と地方のプライマリーバランスを11年度に確実に黒字化することを目指し、取り組みが行われた結果、06年度には国と地方のプライマリーバランスは2.8兆円と黒字化した(図表2)。

しかし、08年にリーマンショックが発生し、景気下支えのために大規模な財政出動を余儀なくされると、09年度のプライマリーバランスは▲29.8兆円まで悪化した。このため、10年の「財政運営戦略」では15年度までにプライマリーバランスの赤字を10年度の半分以上にし、20年度までに黒字化するという方針に変更した。

ただ今後は、11年の東日本大震災からの復興に向けて、復興債の発行が予定されており、復興債の償還に見合った増税がスムーズに実施されない場合には、プライマリーバランスの早期黒字化達成は極めて困難な状況である。



連 載

経済金融用語の基礎知識 <第9回>

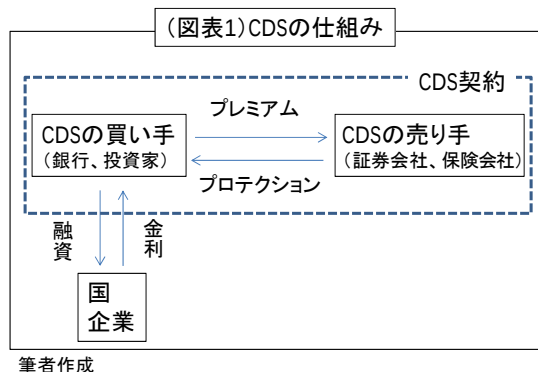
問われる CDS 市場の存在意義

安藤 範親

CDS とは

CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)は、参照組織(国や地方公共団体、企業といった債券等の発行体)のクレジット・リスク(貸したお金が回収できなくなる危険性)の回避を目的にした金融商品である。

CDS の買い手は、お金(プレミアム)を払って、万が一、債券を保有する企業の倒産といった事象(クレジット・イベント)が発生した場合に、その損失分の補償を受け取る権利(プロテクション)を得る。一方で、CDS の売り手は、プレミアムを受け取る代わりに、クレジット・イベントが発生した場合、買い手に対して損失分を支払う仕組みである(図表1)。

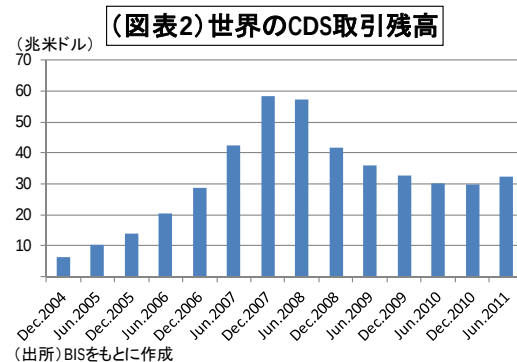


CDS の歴史

その歴史はまだ浅く、94 年に J.P.モルガンが開発、ロンドンの店頭市場を中心とした取引に始まった。その後、米国から世界に広がり、クレジットリスク回避の目的のみならず、証券化商品の組成に積極的に活用されるようになり、CDS 取引は急拡大した。

しかし、07 年のサブプライム問題や 08 年のリーマンショックの発生によって、損害を補償するはずのプロテクションの売り手が支払い不能になるカウンターパーティー・リスクなどが顕在化した。その結果、世界の CDS 市

場の取引残高を見ると、08 年以降市場が縮小している(図表2)。



ギリシャ問題に揺れる CDS

現在、ギリシャではデフォルト懸念が高まっており、期間5年のCDSのプレミアムは、11年11月17日時点で7,892bp(78.9%)と高水準になっている(ちなみに日本は同116bp(1.16%))。

10月末のユーロ圏首脳会議では、ギリシャ問題を解決するために、欧州首脳と民間金融機関は、民間が保有するギリシャ国債の50%の債務元本減免(ヘアカット)で合意した。このヘアカットは、クレジット・イベントにあたり、CDSの支払いが発生するという考えも当初はあったが、CDSのクレジット・イベントの認定を行っている国際スワップ・デリバティブ協会(ISDA)は、民間の自発的な参加で、ギリシャ国債の債権者すべてが削減対象になるわけではないことから、CDSの行使条件に当たらない可能性が高いとの見解を示した。

これに対して、国債が額面の価値を失うにもかかわらず、CDSのリスク回避機能が働かないことになり、CDSを利用する意味がなくなってしまうという批判も出ている。CDS市場の存在意義が問われているという見方もある。