

潮 流

誰のための復興か

代表取締役専務 岡山 信夫

2012 年、わが国の最大の課題は、東日本大震災からの復興を軌道に乗せることである。避難、仮設居住の段階を経て、今年は本格復興へ具体的に動き出す年になる。すでに多くの被災市町村において、各市町村の復興計画ができ、3 次補正予算による事業にも着手し始めている。あらためて、誰のため、何を目的とした復興かという視座を明確にしておかねばならない。

復興にあたっての最も重要な視点・復興の目的は、被災者の生活の再建と、被災地が再び元気を取り戻すことである。このことが実現できなければ、いかに整然とした市街地や農地そして漁港が整備されても意味がない。いろいろなことをやっても、肝心の被災者が救われなければ、復興とは言えない。

政府は、東日本大震災復興構想会議を設置するにあたって「復旧の段階から、単なる復旧ではなく、未来に向けた創造的復興を目指していくことが重要である」（2011 年 4 月 11 日閣議決定）とし、構想会議の「復興への提言」（2011 年 6 月 25 日）では「復興に際しては、地域のニーズを優先すべきである」としながら「同時に、長期的な展望と洞察を伴ったものでなくてはならない。一方で高齢化や人口減少等、わが国の経済社会の構造変化を見据え、他方で、この東北の地に、来るべき時代をリードする経済社会の可能性を追求するものでなければならない」とした。

しかし、「単なる復旧ではなく」という言葉には、これまで営々と築いてきたそれぞれの地域の固有の価値を否定的に見ているような印象があり、「創造的復興」という言葉にも、被災者から離れたある種上からの価値の強制が感じられ、違和感がある。

被災者は、一刻も早く震災前の安定した生活を取り戻したいと願っているのであって、必ずしも「時代をリードする」ものを求めているわけではない。また現実の問題としても、500 km にわたる広範な海岸線で数多くの町・集落が壊滅的な状況にある中でそれぞれに「時代をリードする」ものを求めることは不可能であり、現時点では復旧すらままならない状況なのである。

例えば、現場で「冠水し、地盤沈下した広大な水田をそもそも復旧すべきかどうか」、「高台移転実現にむけていかに住民合意を得るか」、などの極めて重要かつ困難が予想される事項が議論されている最中に、「時代をリードする植物工場を作る」、と言われても違和感しかない。

阪神淡路大震災では「創造的復興」をスローガンにして、神戸空港の開港や神戸市西部の再開発事業が進められたが、真に被災者ニーズによるものではなかった、という。現地からは、被災者ニーズを踏まえない復興方法によりかえって被災者が二次災害を被ったとの指摘もあり、これからの復興においても、この点に十分な注意が必要である。

「これを機会に」という、「惨事便乗型資本主義」（ナオミ・クライン「ショック・ドクトリン」）に復興のイニシアティブをとらせてはいけないのである。

情勢判断

国内経済金融

2011 年度末にかけて国内景気は足踏みする可能性も

～欧州危機の深刻化懸念高まる～

南 武志

要旨

国内景気は東日本大震災で大打撃を受けた後、4、5 月には底入れし、その後も持ち直しの動きが続けた結果、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、国内景気は頭打ち感が漂っている。当面は輸出環境の悪化が進むことや、復興重要の本格化時期が後ズレしていることを踏まえれば、11 年度末にかけて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、復興需要が景気を下支えし始めるが、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は 10 月分で再び下落に転じた。海外経済の不透明感も強いので、今後とも日本銀行は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				
	12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.082	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 (%)	1.00～1.35	1.00～1.40	1.00～1.40	1.00～1.40	
	5年債 (%)	0.35～0.65	0.35～0.70	0.35～0.70	0.35～0.70	
為替レート	対ドル (円/ドル)	75～82	75～82	75～85	75～85	
	対ユーロ (円/ユーロ)	90～110	90～110	90～115	90～115	
日経平均株価 (円)	8,460	8,750±1,000	9,250±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12月21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

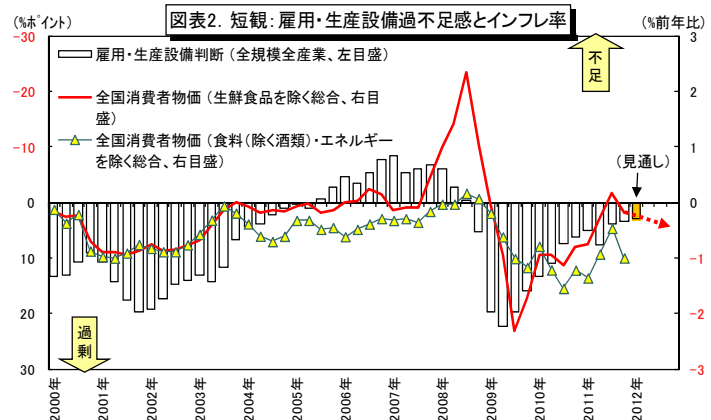
東日本大震災後の復旧により、夏場にかけて景気持ち直しが進展した国内景気であるが、直近では欧州債務問題の深刻化などによる世界経済減速の影響が散見されつつある。11 月の通関貿易統計によれば、アジア向けを中心に実質輸出指数は前月比▲2.7%と 2 ヶ月連続の減少となった。また、日銀短観 12 月調査によれば、代表的な大企業製造業の業況判断 DI は▲4 と、前回(9 月調査)から▲6 ポイ

ントとなり、水準も 2 期ぶりに「悪い」超となった。業種別には、電気機械が前回から▲16 ポイントとなったことを筆頭に、主力の機械工業の悪化が目立った。一方、非製造業では消費関連の底堅さを背景に小幅ながらも改善がみられるなど、業種による景況感の温度差も目立った。概して、11 年度設備投資計画が下方修正されたことや、先行きについては製造業・非製造業を問わず概ね悪化予想となったことなども踏まえれば、企業経営者

の慎重姿勢が確実に強まっていることが確認できる内容であった。また、雇用判断・設備判断の各DIから作成する「加重平均DI」からも、総じて供給過剰状態であることが見て取れる（図表2）。さらに、こうしたビジネスサーベイに加え、持ち直しが進んでいた消費者マインドも最近では頭打ちの状況となるなど、震災復旧に伴うセンチメントの改善に歯止めがかかりつつある。

前述の通り、輸出が期待できない上に、復興需要も本格化時期が遅れているため、11年度末にかけて牽引役不在の状況が続き、足踏みする可能性が高いとみられる。その結果、11年度の経済成長率は、GDP基準改定の影響で「ゲタ」が下方修正されたことも手伝って、2年ぶりのマイナスと予測する。一方、12年度についても、年度上期は輸出環境の好転はあまり期待できないものの、公的・民間それぞれの復興需要が本格化することにより、国内景気は相当程度下支えされるだろう。ただし、震災からの復興期にしては力強さがあまり感じられないほか、根強い円高圧力、原発再稼働の是非に伴う電力不足問題、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、先行きの不透明感はかなり強いと言わざるを得ない（最近の経済見通しについては後掲レポートを参照下さい）。

さて、物価動向については、11年春先までの国際商品市況の高騰に伴うエネルギー・食料品の価格上昇はすでに一服しており、7～9月にかけて小幅ながらも前年比プラスで推移した全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は、10



月分では再び水面下に沈んだ。基本的には国内には大きなデフレギャップが存在しており、エネルギーや食料品を除くベース部分では物価下落が続いている。先行きについても、エネルギー価格の押上げ効果が縮小する可能性などを踏まえれば、弱含み気味に推移する可能性が高く、12年度中のデフレ脱却も展望し難い。

金融政策の動向・見通し

10年10月以降、日本銀行は「包括緩和策」の枠組みでの金融政策運営が続けている。そもそもはデフレ脱却に向けたものであったが、11年については東日本大震災に加え、欧州債務危機など世界経済の下振れリスク、根強い円高圧力もあり、金融政策は資産等買入基金の増額を柱に徐々に強化されてきた。ちなみに、包括緩和策を導入以降4回の金融緩和策（10年10月のほか、大震災直後の11年3月、同8月、同10月）が決定されているが、そのタイミングはすべて政府による為替介入とほぼ同時であり、円高対応という面も強いことが窺える。

実際、11年夏以降、欧州債務危機の深刻さが増し、世界経済の減速懸念が高まる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・円高が進

行した。その結果、日銀は8月に資産買入等基金を約10兆円増額するとともに、10月にも約5兆円の追加増額を決定した。この結果、資産買入等基金は総額55兆円程度の規模が設定され、うち資産買入れは20兆円、固定金利オペは35兆円（期間3ヶ月:20兆円、期間6ヶ月:15兆円）となった。これらは12年末までに枠いっぱいまで膨らませることとしている。

このように、日銀が緩和策を続けているのは確かではあるが、その効果がほとんど検出されていない上、一段の緩和策に対して慎重な姿勢をにじませるなど、他の中央銀行に比べて消極的であるのは否めない。とはいえ、世界経済の先行き不透明感が払拭できず、円高・デフレ、さらには国内景気が停滞する可能性がある以上、今後も更なる緩和策を検討していかざるを得ないものと思われる。

その際には、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

11年下期以降、欧州債務問題の深刻化に加え、新興国危機欧米での債務危機の広がりなどから、世界的にリスク回避的な行動が強まり、株安・金利低下・円高が進行した。その後、米国経済の過度な悲観論の解消やユーロ圏諸国の欧州債務問題への取り組みも見られたが、金融市場は依然として不安定さが残っている。

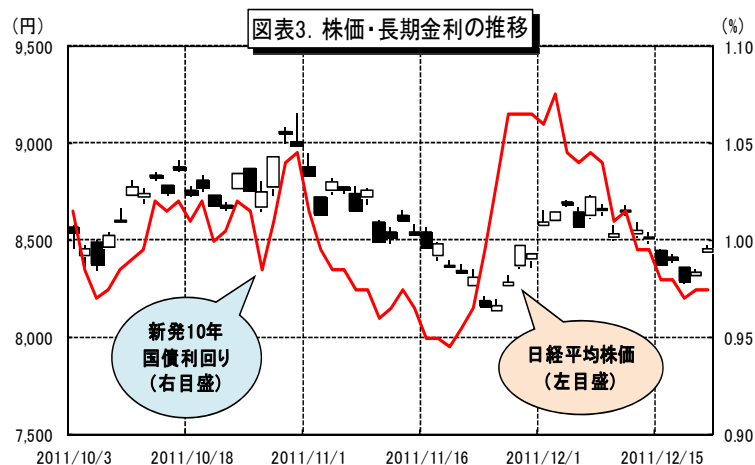
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

① 債券市場

11年度入り当初は1.3%台前半であった長期金利（新発10年物国債利回り）であるが、その後は緩やかな低下傾向をたどった。東日本大震災に伴う復旧・復興のための一時的財源としての国債増発への警戒感があったが、欧州債務危機により投資家のリスク回避的な行動が強まった結果、JGBに対する需要は底堅く推移した。長期金利は11月中旬にかけて0.9%前半まで低下したが、ドイツ国債の入札不調をきっかけに、それまで見て見ぬ振りをしていた日本財政への懸念が浮

上、一旦1.1%手前まで上昇した。しかし、景気足踏み、デフレ環境、国内投資家の運用難などといった環境は当面変わることはないとの認識から、再度、長期金利は低下し、直近は再び1%割れでの推移となっている。

先行きについては、第3次補正予算の成立に伴って国債増発がすでに始まっているほか、復興事業の開始



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

などによる景気浮揚や金融機関貸出の拡大への期待などにより、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、金利上昇に対して抑制的に働く可能性も否定できない。一時的に大きな上下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

大震災発生によって大幅下落した日経平均株価は、その後持ち直し、5月上旬には1万円台を回復する場面もあった。しかし、その後は、欧州債務危機や新興国の減速など世界経済の先行き不透明感の強まりや急激な円高進行などもあり、概ね下落傾向をたどった。それでも、10月下旬には、ユーロ圏諸国の欧州債務問題への対応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導入などもあり、一時9,000円台を回復する動きも見せたが、直近は再び8,000円台前半で推移するなど、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、内外景気の不透明感が強いほか、円高や交易条件の

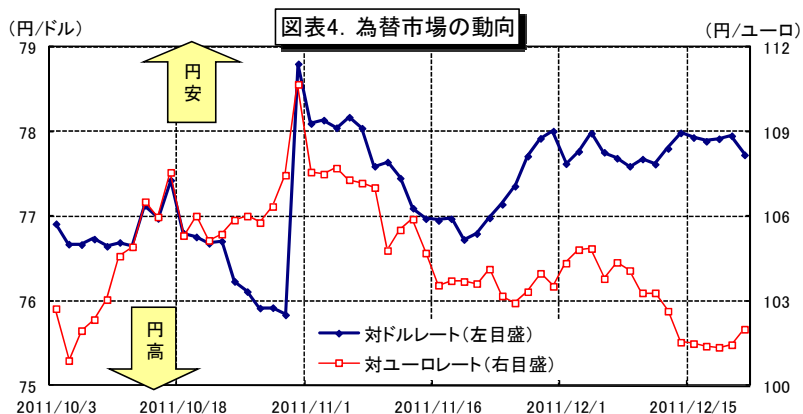
悪化、慢性的な電力不足問題やそのコスト負担など、不安な要素は少なくない。総じて海外経済の先行きに対する思惑などに株式相場が一喜一憂する展開が続くだろう。

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。政策当局としては、為替市場への円売り介入を始め、いくつかの対応策を発表してきたが、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る事態となった。10月31日には11年になって3度目の介入に踏み切ったことで、直近に至るまで円高進行自体は止まっているが、1ドル＝70円台後半という歴史的な水準が続くなど、円高圧力が緩和したとは言い難い。また、対ユーロでは、欧州危機への警戒感が残っていることもあり、徐々にユーロ安が進行しており、直近は1ユーロ＝100円に迫る展開となっている。

当面は欧米諸国で信用不安リスクが燃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。ただし、こうした円高状態はしばらく継続する可能性が高いだろう。

(2011.12.21 現在)



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点

情勢判断

国内経済金融

2011～13 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)

～実質成長率:11 年度▲0.6%、12 年度 1.7%へ下方修正～

調査第二部

12 月 9 日に発表された 2011 年 7～9 月期の GDP 第 2 次速報(2 次 QE)および 10 年度国民経済計算確報(含む 2005 年基準への改定)を踏まえ、当総研では 11 月 17 日に公表した「2011～13 年度経済見通し」の見直し作業を行った。

まず、2 次 QE によれば、7～9 月期の経済成長率は前期比年率 5.6%と、1 次 QE(同 6.0%)から若干の下方修正となったが、3 四半期ぶりのプラス成長であったことは再確認できた。内容的には、民間消費、民間企業設備投資が下方修正されたが、民間在庫投資、輸出は上方修正されたため、全体の修正は限定的だった。

また、10 年度確報によって、10 年度を通じての経済成長率は 3.1%へ上方修正された(速報では 2.4%)が、東日本大震災が発生した 11 年 1～3 月期については前期比年率▲6.6%と、1 次 QE 発表時(同▲2.7%)から大きく下方修正されたこともあり、11 年度へのゲタが▲0.4 ポイントから▲1.1 ポイントへと、マイナス幅を拡大させた。その結果、1 次 QE では足元 7～9 月期 GDP の年率換算値は、10 年度平均をすでに上回っていたが、今回 2 次 QE では届いておらず、11 年度のプラス成長確保は非常に困難な状況となってきた。

さて、最近の景気情勢であるが、東日本大震災の発生で大打撃を受けた日本経済は、その後の時間経過とともに、被災

企業の復旧などが進み生産・輸出の持ち直しが始まったほか、落ち込んだ家計・企業などのマインドも回復するなど、夏場にかけて回復傾向を強めていった。しかし、2 年間近く燻っていた欧州債務問題が一段と深刻さを増し、ユーロ圏内のみならず、世界経済全体に悪影響を及ぼし始めたこと、その過程で急激な円高が進行し、戦後最高値近辺で定着するなど、日本経済の牽引役である輸出環境が悪化し始めている。さらに、政治混迷もあり、なかなか復興対策やそれに向けた財源確保問題が進展せず、約 9 兆円に上る復興費を盛り込んだ 11 年度第 3 次補正予算およびその関連法案が成立したのは 11 月下旬であった。なお、これらの効果が出てくるのは 11 年度末まで待たなくてはならないだろう。

以下、当面の経済見通しについて述べていきたい。すでに大震災からの復旧といったフェーズはほぼ終了しており、今後は、牽引役として期待されている輸出の裏付けとなる世界経済情勢、さらには震災復興に向けた動きが、国内経済の趨勢を決めると考えるのは極めて妥当であろう。まず、世界経済動向について考えてみると、グローバル金融危機発生以来、低調な状態が続いてきた先進国・地域であるが、当面はサブプライム問題の後遺症や財政悪化問題が景気の順調な回復にとっての阻害要因であり続けるだろう。

また、これまで底堅い推移を続けてきた新興国・資源国経済でも、インフレや不動産バブルへの警戒感から断続的に打たれてきた引締め策の効果が出ており、目下景気減速が明確となっている。世界的に見ても、すでに景気に配慮した経済政策への転換が図られつつあるが、少なくとも12年前半までは低調さが残るのは避けられないだろう。それゆえ、日本の輸出環境の好転はなかなか見込めないとされる。また、復興需要についてであるが、前述の通り、復興事業自体は12年1～3月期から徐々に始まると思われるが、それが景気刺激効果として出てくるのは12年度入り後であろう。そうなれば、それらが呼び水となって創出される民間需要（住宅再建やそれに付随する耐久財消費、企業設備投資など）もいずれ出てくるだろうが、その時期はさらに遅れることになるだろう。

以上に述べた点などを総合的に判断した結果、2011～13年度の経済成長率は前年度比でそれぞれ▲0.6%（前回見通しから▲1.0ポイントの下方修正）、1.7%（前同▲0.4ポイントの下方修正）、1.9%（同0.1ポイントの上方修正）とした。足元の10～12月期は海外経済の減速に伴う輸出環境悪化に伴い、2四半期ぶりのマイナス成長となる（前期比年率▲0.4%）ほか、12年1～3月期も復興需要は本格化には至らず、小幅プラス成長にとどまるだろう。その復興需要が本格化し、景気押し上げ効果が出てくるのは12年度に入ってからと予想する

が、輸出が伸び悩むことから、高成長は見込めないだろう。

また、物価面に関しては、11年春先までの国際商品市況の高騰の影響は一巡しつつあり、今後ともエネルギー・食料品価格の上昇余地はあるものの、円高定着や世界的な需要水準の低迷などが物価下落圧力として作用し続ける可能性は高いだろう。12年いっぱい消費者物価（全国、生鮮食品を除く）の下落状態が続くことになるだろう。

日本銀行の金融政策については、根強い円高・デフレへの対応もさることながら、世界経済減速による国内景気の失速を未然に防ぐべく、今後とも追加の緩和措置の検討を迫られることになるだろう。なお、長期金利の動向については、復興国債の発行（約11兆円）や復興需要への期待もあり、水準を切り上げる可能性は高いと思われるが、投資家の運用難という状況に変化は見られそうもなく、上昇幅は限定的であろう。

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	%	1.1	▲2.5	0.8	1.3
実質GDP	%	3.1	▲0.6	1.7	1.9
民間需要	%	3.0	▲0.2	2.0	2.1
民間最終消費支出	%	1.6	0.2	1.0	1.2
民間住宅	%	2.3	4.6	11.3	5.7
民間企業設備	%	3.5	▲1.6	2.6	4.6
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.8	▲0.2	0.2	0.1
公的需要	%	0.5	2.5	4.4	0.4
政府最終消費支出	%	2.3	1.6	0.3	0.5
公的固定資本形成	%	▲6.8	5.4	23.1	▲0.2
輸出	%	17.2	▲1.2	1.1	6.2
輸入	%	12.0	5.6	6.4	5.1
国内需要寄与度	%pt	2.4	0.4	2.5	1.6
民間需要寄与度	%pt	2.3	▲0.1	1.4	1.5
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.6	1.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.6	▲0.9	▲0.7	0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	▲2.0	▲1.9	▲0.9	▲0.6
国内企業物価(前年比)	%	0.7	1.8	0.7	1.4
全国消費者物価(前年比)	%	▲0.9	▲0.1	▲0.3	0.0
完全失業率	%	5.0	4.5	4.3	4.1
鉱工業生産(前年比)	%	9.0	▲2.5	4.9	6.2
経常収支(季節調整値)	兆円	15.9	8.7	11.0	14.2
名目GDP比率	%	3.3	1.9	2.3	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	ドル/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。

情勢判断

海外経済金融

雇用改善の兆しが見られる米国経済

木村 俊文

要 旨

米国では雇用環境が改善傾向を示し、個人消費も底堅く推移するなど、緩やかに回復している。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。こうしたなか、米議会では給与減税法案の延期をめぐる審議が大詰めを迎えているが、協議が難航しており、年内に可決成立しない場合には景気に悪影響を及ぼす。一方、米政策当局（FRB）は、12月の会合でも金融政策の現状維持を決定したが、欧州情勢を受けた金融市場の緊張が米経済の下振れリスクになっているとの見方を示し、追加緩和策導入に含みを残した。

景況感停滞のなか、底堅さ維持

米国の景気は、雇用環境が改善傾向を示し、個人消費が底堅く推移するほか、住宅部門にも底入れの兆しが出るなど、緩やかに回復している。ただし、失業率はやや低下したとはいえ依然として高い水準にあるほか、生産や設備投資の増加ペースが減速している。また、欧州債務危機を受けた金融市場の混乱などを背景に、急悪化した企業や消費者の景況感の戻りが弱く、先行き不透明感が根強く残っている状況にある。

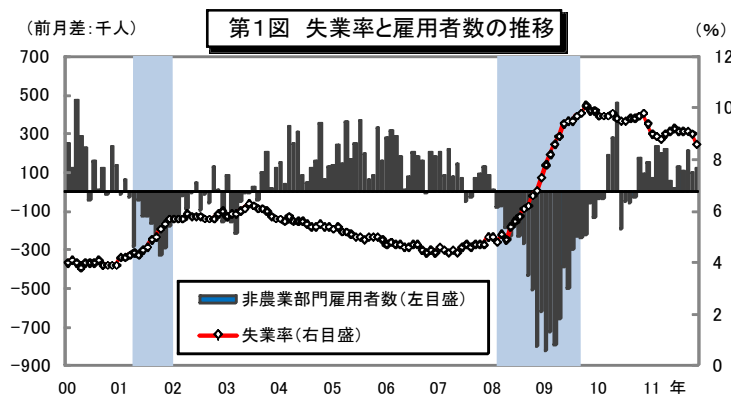
月次の主な統計で足元の動きを見ると、11月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比12.0万人増となり、上方修正された10月（8.0万人→10.0万人）から増加幅が拡大した（第1図）。また、失業率は8.6%と前月（9.0%）から低下し、2年半ぶりの低水準となった。ただし、失業率の低下は、失業中の人々が職探しをあきらめたことに伴う労働力人口の減少が一因であるため、状況を楽観することはできず注意が必要である。

一方、12月10日までの週

の新規失業保険週間申請件数は36.6万件と、節目となる40万件を2週連続で下回った。4週移動平均では38.8万件（5週連続の40万件割れ）と減少傾向で推移しており、雇用改善の動きを示している。

個人消費は、感謝祭（11月の第4木曜日）明けのクリスマス商戦が好調なスタートを切ったと伝えられたことから期待が高まったが、11月の小売売上高は前月比0.2%と、6月以来の低い伸びとなった。ただし、自動車や電化製品を中心に引き続き増加基調で推移しており、個人消費は底堅い動きを示している。

12月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は67.7と、4ヶ月連続で上昇した（第2図）。夏場には景気後退期並みの水準まで低下していたが、このとこ



（資料）米労働省、NBER （注）シャドー部分は景気後退期

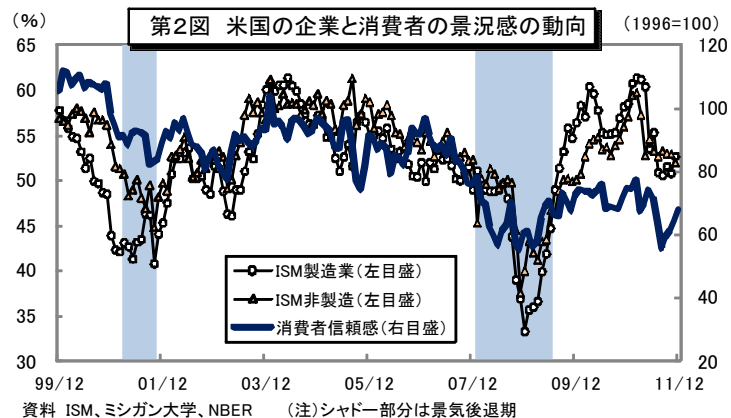
ろは失業率が低下するなど雇用の先行き不安がやや後退したことから、依然として低水準ではあるが、緩やかに持ち直している。

企業部門では、11月の鉱工業生産が前月比▲0.2%と、7ヶ月ぶりのマイナスとなった。内訳をみると、自動車・同部品が同▲3.4%と半年ぶりに減少したほか、コンピュータ関連や電気機械が減少に転じており、背景にはタイの洪水による供給障害が一つの要因として考えられる。

また、設備投資の先行指標となる10月の耐久財受注（非国防資本財、除く航空機）は、前月比▲1.8%と3ヶ月ぶりに落ち込んだ。これまでは11年末に期限切れを迎える設備投資減税による駆け込み需要があったが、10月はこの反動減となった可能性が高い。設備投資はこれまでの増加ペースが一服し、やや調整気味に推移すると思われる。

企業の景況感を示す11月のISM指数は、製造業が52.7と前月（50.8）から上昇した一方、非製造業は52.0と引き続き小幅低下した（第2図）。いずれも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足踏み状態が続いている。

ただし、12月の連銀製造業景況指数は、ニューヨーク（2ヶ月連続のプラス）、フィラデルフィア（3ヶ月連続のプラス）ともに業況改善を示すプラス圏で推移しているため、生産活動が回復する可能性がある。



11月の住宅着工件数（季調済・年率換算）は68.5万件と前月（62.7万件）を大きく上回った。また、先行指標となる住宅着工許可件数も11月は68.1万件に改善しており、住宅市場が一部底入れしつつあることを示している。

ただし、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、失業率の高さや貸出基準の厳格化などを考慮すると、住宅市場が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。

以上を踏まえると、先行きも緩やかな景気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は否定できない。

給与減税法案は大詰め協議

こうしたなか米国では、景気下支えのために1年間延長して実施している「10年雇用創出法」に基づく給与税減税や失業保険給付拡充の政策が11年末で終了を迎える。

来年の大統領選を控え与野党による厳しい政治対立が依然として続いているが、野党共和党が過半を占める米議会下院は12月13日、給与税減税の1年間再延長などを盛り込んだ法案を可決した。

ただし、同法案は減税延長や失業保険給付拡充策だけでなく、1年間再延長に伴うコストを賄うため連邦職員賃金の凍結なども抱き合わせにしていた。

同法案はその後、与党民主党が過半を占める上院に送付されたものの、上院では民主党が抱き合わせ部分は認められないとして否決した。このため与野党が協議して妥協点を探り、修正案として、11年末で期限切れとなる給与減税および失業保険給付拡充策を1年ではなく「2ヶ月延長する」こととして17日に法案を可決した。

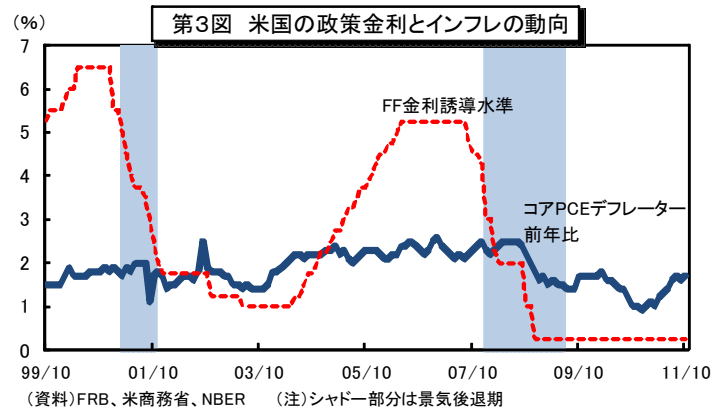
ところが、下院は20日に2ヶ月間延長法案を否決し、1年間延長に向け、緊急協議に応じるよう上院に求めてきた。

オバマ政権は「下院共和党は政治的駆け引きをやめ、2ヶ月延長法案を速やかに通過させるべきだ」と呼びかけている。

仮に法案が年末の12月31日までに可決・成立しない場合には、給与税の被雇用者負担税率が現状の4.2%から元の水準の6.2%に引き上げられ、失業保険給付期間が現状の最長99週間から通常の26週間に短縮化されることになる。これに伴い個人消費が1%程度押し下げられるとの試算もあり、回復基調にある米国景気にかかなりの打撃を与えると懸念される。

FRB 現状維持、追加緩和に含み

米連邦準備理事会（FRB）は、12月13日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で前回の11月に続き今回も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年半ばまでは異例の低水準を維持する可能性が高い」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（第3図）。

また、9月のFOMCで導入した保有する米国債の平均残存期間を長期化する措置（ツイストオペ）の継続も決定した。同時に、米国債や住宅ローン担保証券（MBS）など保有する有価証券の償還資金の再投資を継続する方針についても確認した。

FRBは声明で、全般的な労働市場の状況が幾分か改善していることや家計支出の増加が継続していることなどから、最近の景気認識を「世界経済の成長に一部減速が見られるものの、米経済は緩やかに拡大している」と上方修正した。一方、景気見通しについては、「世界的な金融市場の緊張が引き続き著しい下振れリスクをもたらしている」と見方をやや厳しくし、欧州情勢の先行きに対してあらためて警戒感を示した。

なお、声明では量的緩和策第3弾（QE3）や欧州中央銀行（ECB）との一段の協調行動については触れられていない。ただし、「今後も物価安定のもと、より力強い景

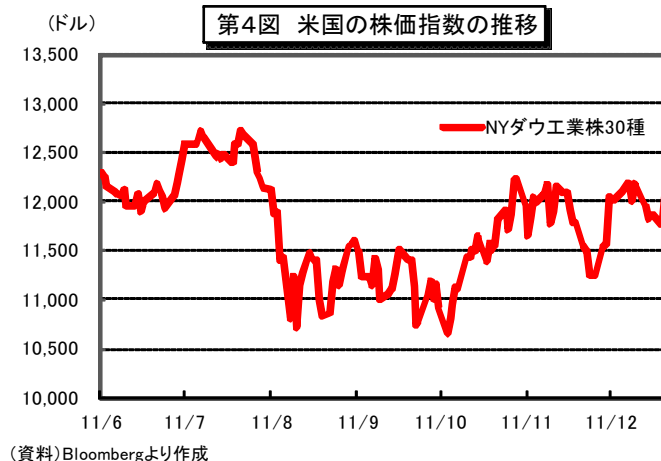
気回復を促進するための政策手段を導入する用意がある」としており、FRB は今後の景気次第では追加緩和策を打ち出す可能性があることを示唆している。

ところで、年明け後の 1 月 24～25 日に予定されている今回の FOMC から投票権を持つメンバーのうち地区連銀総裁 4 名が入れ替わる。9 月の緩和強化策をはじめ、FRB の超緩和政策に反対してきたプロッサー・フィラデルフィア連銀総裁、フィッシャー・ダラス連銀総裁、コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁のタカ派 3 名が外れる。

来年の FOMC は、明らかなタカ派として知られているのはラッカー・リッチモンド連銀総裁のみであり、今年に比べハト派的なメンバーが増えることから緩和政策の長期化期待をさらに強める可能性がある。

米国市場は期待と懸念で乱高下

米国債市場では、11 月下旬以降、売り優勢の展開となった。この背景には、クリスマス商戦が好調なスタートを切ったこと、住宅関連や消費者信頼感など事前予想を上回る経済指標の発表が続いたこと、日米欧 6 ヶ国地域中央銀行によるドル資金供給拡充策（11 月 30 日）が講じられたこと、EU 首脳会議（12 月 8～9 日）で欧州債務問題の対応が進展するとの期待が高まったことなどが挙げられる。こうしたことから米国債への過度な質への逃避が和らぎ、長期金利（30 年物国債利回り）は、12 月 9 日に一時 3.11% と約 1 ヶ月ぶりの水準に上昇した。しか



し、その後は欧州情勢の先行き不透明感から再び米国債への逃避需要が高まったほか、FRB による金融緩和政策が長期化するとの観測が強いこともあり、30 年債利回りは再び 3% 割れに低下した。長期債利回りは、今後も欧州情勢に左右される神経質な展開が続くと予想される。

一方、米国株式相場は、11 月中旬以降は上昇基調で推移した。なかでも各国中央銀行による協調行動が発表された 11 月 30 日にはダウ工業株 30 種平均株価が一日で 490 ドル（過去 7 番目の上げ幅）と大幅上昇した。その後も持ち直しを示す経済指標の発表があったことなどから景気減速懸念がやや後退し、ダウ平均株価は 12 月上旬に一時 1 万 2,200 ドル付近まで上昇した。しかし、その後は、世界景気の減速懸念に加え、欧州加盟国の格下げや格付け見直しが続く、欧州情勢の先行き不透明感が強まったことなどから一旦 1 万 2,000 ドル割れに下落したが、12 月 20 日には 11 月の住宅着工件数が予想外に改善したことから反発するなど、乱高下している。今後も株価は、欧州債務問題の行方をにらみながら上値の重い展開が続くと予想される。

（11.12.21 現在）

情勢判断

海外経済金融

2012 年も積極的財政政策と中立的金融政策の継続

～ただし、緩やかな金融緩和を今後も実施～

王 雷 軒

要旨

これまでの金融引締め策や海外経済の減速により、足元の景気は減速感が強まっている。11月の消費者物価指数は前年比 4.2%と大きく低下したことなどから、預金準備率の引下げを含め金融緩和への転換が実施された。なお、中央経済工作会议で2012年の経済政策として現行の積極的財政政策と中立的金融政策の継続が決定されたが、今後、海外経済の状況や、春節前後の景気や物価を見極めつつ、次の金融緩和を探る展開となるだろう。

足元の景気は減速感が高まる

これまでの金融引締めの実施や欧州債務問題の深刻化による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。

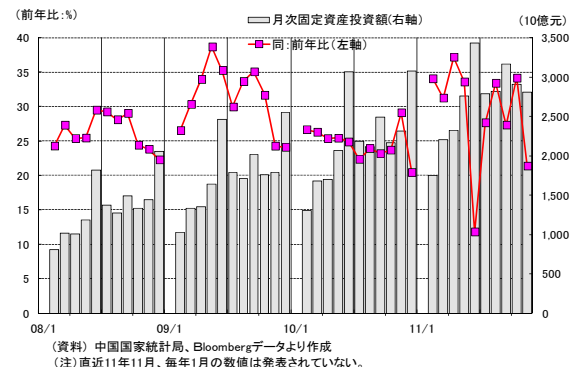
まず、個人消費の動向については、11月は前年比 17.3%と、10月（同 17.2%）から伸び率が僅か拡大した。後述するように、消費者物価の上昇率は低下に向かっていくことや、所得環境の改善が続いていることなどを背景に、今後の消費も底堅く推移すると見られる。

一方、11月の固定資産投資は前年比 21.4%と、10月（同 34.1%）から大幅に鈍化した（図表1）。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、今後も固定資産投資の伸びは鈍化する可能性がある。

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、11月の輸出は前年比 13.8%と、10月（同 15.9%）から減速した。当面は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だろう。

図表1. 中国の固定資産投資（農村家計を除く）の動向



こうした景気減速の高まりを背景に、11月の鉱工業生産は前年比 12.4%と低い伸びに留まった。また、11月の中国製造業購買担当者指数（PMI）は 49.0 とリーマンショック以来、初めて景気拡大・後退の分岐点である 50 割れとなった。さらに、非製造業 PMI も 49.7 と 10月（57.7）から大きく低下した。

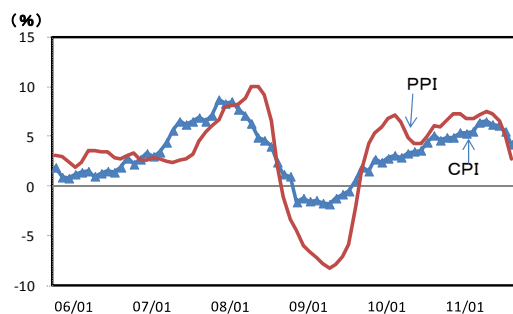
以上のように、11月の経済指標からは、個人消費が拡大したものの、固定資産投資と輸出の伸びは鈍化しており、中国経済の減速感が強まっていると見られる。

CPI 上昇率の鈍化などで、金融緩和の余地は拡大

一方、食料品価格が落ち着きつつあることなどをを受けて、11月の消費者物価上

昇率（CPI）は前年比 4.2%と、7 月（同 6.5%）をピークに、上昇幅が大きく縮小している。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、消費者物価の先行指標とされる生産者物価（PPI）の上昇率も大幅に縮小した（10月の前年比 5.0%から 11 月は同 2.7%へと大きく鈍化した）ことなどから、今後のインフレ上昇率は更に低下すると思われる。ただし、春節（1 月中旬）向けの一部の食品では価格上昇の可能性もあり、今後の動向に注目したい。なお、12 年を通じては前年比 4%程度を予想している。

図表2. 中国の物価上昇率の推移



注: 月次データ、前年比、直近は11月
(資料) CEICデータより作成

また、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。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 20～40%も住宅価格を値下げしている。そして、12 月 18 日に発表された中国都市部の住宅価格指標からも住宅価格の下落が一段強まるものとなった。

前述した景気の減速感の強まりやインフレの沈静化などを踏まえ、今後の経済政策の軸足はインフレ沈静から経済の安定成長へシフトする可能性が高まっている。実際に秋以降、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のような微調整もとられている。

さらに、11 月末に中国人民銀行は 08 年 12 月以来 3 年ぶりに預金準備率 0.5% の引下げを発表し、事実上の金融緩和に踏み切った。これにより、大手銀行は 21.5%から 21.0%、中小銀行は 18.0%から 17.5%に引下げられ、約 4,000 億元(約 5 兆円)の資金が市中に供給されると見られる。

中央経済工作会议で 12 年も積極的財政政策と中立的金融政策が決定

12 年の経済政策を決定する中央経済工作会议が 12 月 12～14 日に開催されたが、11 年と同様に、「積極的財政政策、穏健な金融政策(中立的金融政策)」が打ち出された。

なお、中立的金融政策とされてはいるが、景気・物価動向を見極めつつ、今後も更なる預金準備率の引下げなどを含め金融緩和策が実施されるだろう。ただし、産業構造の高度化や内需の拡大を目指し、構造的な調整が行われているなか、以前のような超金融緩和政策が打ち出しにくいと考えられる。また、実質金利(預金金利は依然マイナス水準であることを考えてみれば、当分利下げを行う可能性が低いと思われる。今後、海外経済の状況や、春節前後の景気や物価を見極めつつ、次の金融緩和を巡る展開となるだろう。

一方、政府は拡張的財政政策により景気の下振れリスクを防ぐと見られる。ただし、08 年リーマンショック対策のような大規模な財政出動の可能性よりも、企業減税などが行われる可能性が高い。

(2011 年 12 月 20 日現在)

情勢判断

今月の情勢 ～経済・金融の動向～

米国経済・金融

12月13日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、08年12月から据え置く政策金利（史上最低の0～0.25%）を少なくとも13年半ばまで維持するとの方針とともに、10月3日から実施されている長期国債を4,000億ドル買入れる一方で同3年以下の国債を同額売却するという「オペレーション・ツイスト」の継続も示された。

経済指標をみると、11月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月比12.0万人とほぼ予想どおりの増加となるとともに、失業率は8.6%と前月（9.0%）から大幅に改善した。先行き不安は依然として残るものの、米国経済の緩やかな回復基調は続いているとみられる。

国内経済・金融

12月20～21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。3月以降順次拡充された金融資産（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）も維持された。

経済指標をみると、日銀短観（12月調査）の大企業製造業業況判断は、▲4と前回9月から6ポイント下落したほか、次回3月の見通しも▲5と悪化が続くとみられている。また機械受注（船舶・電力を除く民需）の10月分は、前月比▲6.9%と2ヶ月連続で減少した。一方、10月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比2.2%と2ヶ月ぶりに上昇。製造工業生産予測調査によれば、11月に同▲0.1%と低下した後、12月に同2.7%と上昇が見込まれているが、海外経済の減速もあり、達成は不透明とみられる。景気の持ち直しは続いているが、足踏み感も強まっている。

金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、ドイツ国債入札の不調等から日本財政への懸念が広がり、11月末に一時1.09%まで上昇。しかし、金利上昇に対する押し目買いや、欧州債務問題への懸念の高まりもあり、12月中旬には再び1%を割り込んだ。

日経平均株価は、欧州債務問題が高まる中、11月下旬に年初来最安値水準となる8,100円台となった。12月上旬は米国株の上昇等により8,700円台を回復したが、12月中旬以降は欧州債務問題の再燃や北朝鮮情勢への懸念などから再び下落し、8,500円前後で推移している。

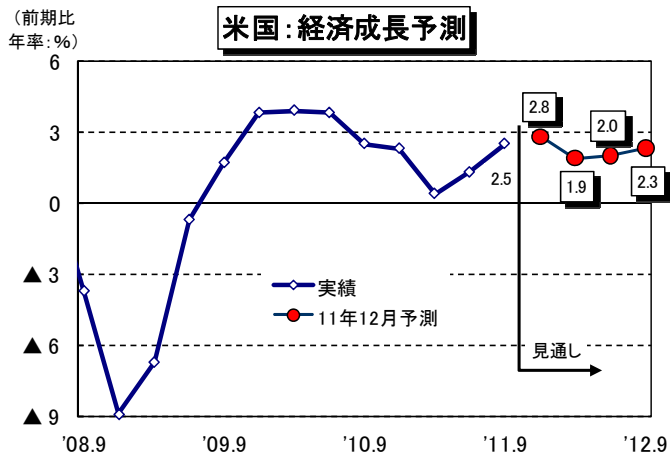
外国為替相場のドル円相場は、10月31日に日銀・政府が実施した為替介入により、一時1ドル＝79円台まで円安となったが、その後は円高に押し戻され、11月下旬以降は1ドル＝77円台後半を中心としたレンジ相場が続いている。ユーロ円相場は、11月30日に日米欧の6中央銀行が協調してドル資金供給拡大に取り組むことが決まったものの、欧州各国の政局不安やEU首脳会議の内容の不十分さなどを受け、12月中旬に1ユーロ＝101円台までユーロ安が進んでいる。

原油相場

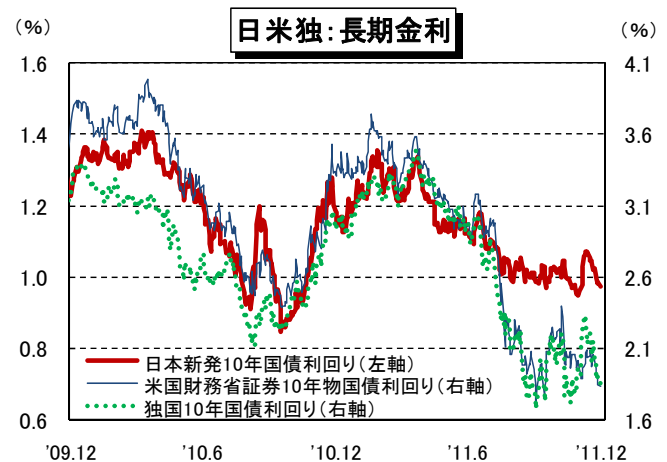
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、米国経済に対する過度な悲観論が後退したことから、12月上旬までは1バレル＝100ドル前後での取引となったが、12月14日にOPECが生産目標を日量3,000万バレルとこれまでの目標（2,484.5万バレル）から大幅に引き上げたことなどから、直近にかけては1バレル＝90ドル台前半まで下落している。

（2011.12.21現在）

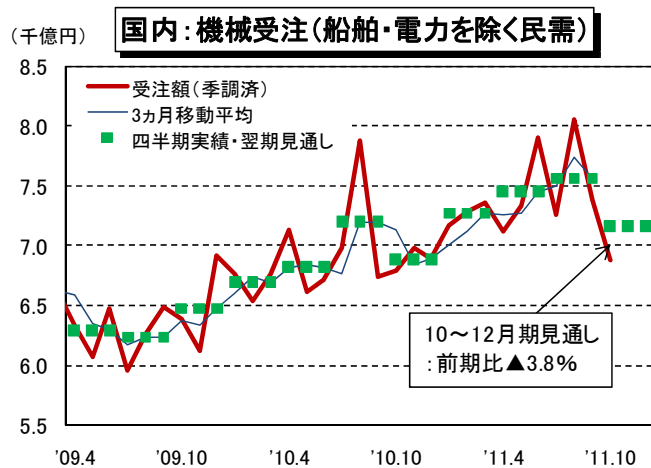
内外の経済・金融グラフ



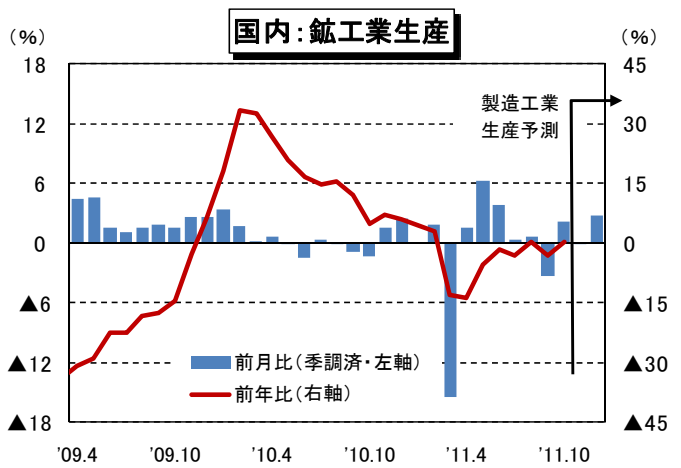
（資料）Bloomberg（米商務省）より作成。見通しはBloomberg社調査



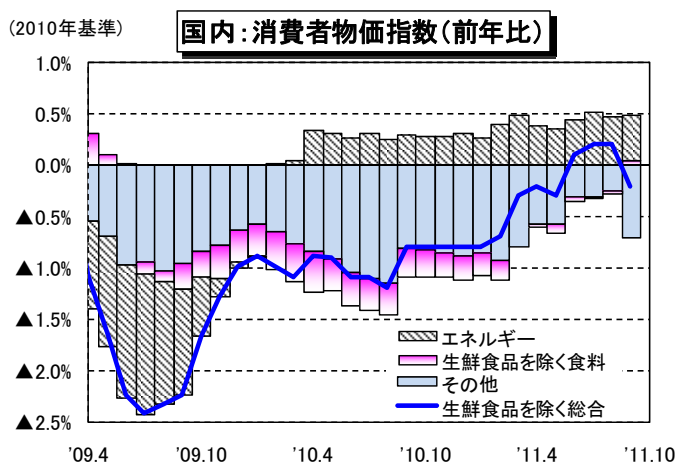
（資料）Bloombergより作成



（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

今月の焦点

海外経済金融

中国人民銀行のバランスシートの変化

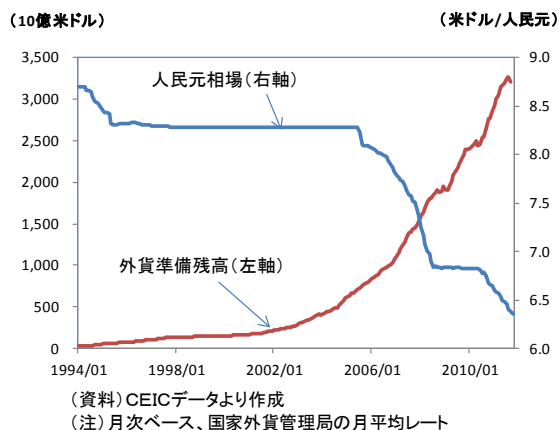
～外貨建て資産が8年ぶりの減少へ～

王 雷 軒

人民銀行に膨大な外貨準備が蓄積

中国は1994年から人民元相場を1米ドル＝8.28元前後に固定する政策をとってきたが、近年の急速な経済成長と対米を中心とした貿易黒字の急増から、05年7月には米ドルに対して2%切り上げると共に、毎日の変動幅（1日の変動幅について基準値をもとに上下0.5%）を制限した管理変動為替相場に移行した。

図表1. 人民元相場と外貨準備残高の推移



05年の人民元の切上げ以来は、人民元相場が概ね年5%前後のペースで上昇してきたが、08年秋のリーマンショックから10年6月にかけて人民元相場はあまり動かなかった（09年には人民元レートの上昇率が0.01%であった）。その後は、再び緩やかな人民元高基調に戻った。ただ、11月に入り、輸出の大幅な減少や不動産抑制策の継続などによる景気減速の高まりを受けて人民元相場が下落した。

為替相場の安定的な推移を図るために、人民銀行は継続的に為替市場に介入してい

る。その結果、人民銀行の外貨準備高は増加を続け、11年9月には3.2兆ドルに達し、世界最高の水準となった（図表1）。また、人民銀行のバランスシートの異常な膨張ももたらしてきた。

拡大する人民銀行のバランスシート

人民銀行のバランスシートは図表2のように表わされる。問題の一つとして同行のバランスシートの規模が異常に大きくなってきた点がある。総資産は04年10月の7.3兆元から、11年10月末には28.6兆元へと拡大している（図表2）。

図表2. 人民銀行のバランスシート(億元)

	2004年10月	2011年10月	構成比(%)
対外資産	41,240	240,107	84.0
外貨	40,011	232,960	81.5
貨幣用金	337	670	0.2
その他対外資産	892	6,477	2.3
対政府債権	2,976	15,400	5.4
対中央政府	2,976	15,400	5.4
対金融機関等債権	19,935	23,525	8.2
その他資産	9,268	6,698	2.3
資産総計	73,419	285,730	100.0
通貨	52,667	212,820	74.5
発行銀行券	21,842	51,058	17.9
金融機関預金	30,693	161,761	56.6
人民銀行債券	9,010	21,465	7.5
対外債務	526	3,996	1.4
政府預金	9,903	38,790	13.6
その他負債	1,093	8,439	3.0
資本金	220	220	0.1
負債・資本総計	73,419	285,730	100.0

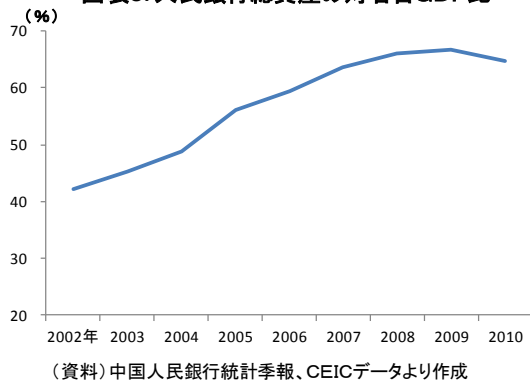
(資料) 中国人民銀行より作成(注) 構成比は11年10月。

また、人民銀行の総資産が名目GDPに占める比率を表わす図表3からも、同行の総資産規模の大きさを見てとれる。04年には比率が49%であり、10年末の総資産が25.9兆元にまでなり、名目GDPに対する比率が65%近くにも達する。

バランスシートの拡大要因としては、前述のような為替介入により、人民銀行が保

有する外貨建て資産は増加し続けてきたことが挙げられる。11年10月末には、外貨建て資産が総資産の82%にも達している。

図表3. 人民銀行総資産の対名目GDP比



8年ぶりに外貨建て資産の減少

しかし、10月末のバランスシート上の外貨建て資産は23兆2,960億元(前月比▲893億元)と、03年12月以来8年ぶりの減少となった。

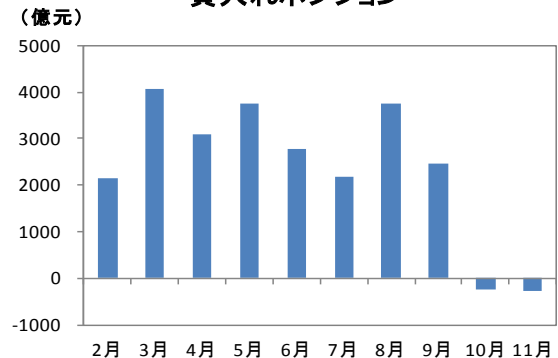
外貨建て資産が減少に転じた背景として欧州債務問題の影響でリスク許容度が低下した欧州の金融機関による元建て資産の売却、中国企業による海外投資の拡大などが指摘されている。つまり、中国から外貨が流出したため、市場で外貨不足が発生し、人民銀行が外貨の売却を行ったものと思われる。

中国では、資本取引規制が実施されているにもかかわらず、人民元の切上げや内外預金金利の差を狙って、巨額の投機目的のホットマネーが流れ込んできた。しかし、現在はこうした短期的な投機資金が国外へ流出し始めたようだ。

人民銀行が12月20日に公表した11年11月末の金融機関(人民銀行、預金銀行、信託投資会社などを指す)の人民元建て資金運用調達表を見ると、外貨買入れポジション残高は25兆4,590億元(約318兆円)

と10月から279億元と減少した。07年10月以来4年ぶりに減少した10月(249億元)に2ヶ月連続での減少となった(図4)。

図表4. 2ヶ月連続減少となった外貨買入れポジション



(資料) 中国人民銀行より作成
(注) 11年、前月比増減。

なお、上記の資本流出額(合計約80億ドル)は人民銀行が把握している流出分であり、それ以外に10月、11月と共に1,800億元(約300億ドル)のホットマネーが流出していると言われている。中国の景気減速感が高まるなか、こうした動きから、大規模な資本流出の兆しではないかと懸念される声さえもある。

実際、欧州危機の深刻化・長期化が懸念されるなか、中国の輸出の伸びは大幅に鈍化した。同時に、これまでの金融引締め策による不動産価格の下落傾向も強まり、また株式市場も大きく下落したなどから中国経済のハードランディングを心配する投資家が増えている。さらに、前述した11月に元高一服感もあり、投資家はそれらを嫌気し、国外へ資金を流出し始めたと見られる。

しかし、前述の通り、3兆ドルを超える外貨準備高もあるほか、中国経済のファンダメンタルズ(9%前後の経済成長率)などから大規模な資本流出が発生することを想定するのは適当ではないと考える。

(2011年12月21日現在)

分析レポート

海外経済金融

ユーロ圏財政危機の原因・経過・今後

～主要な問題点は財政分権と経済成長軽視～

山口 勝義

内容

- | | |
|----------------------|---------------------|
| 1. はじめに | (3) 経済成長の軽視 |
| 2. 財政問題の表面化とその深刻化 | (4) 遅い意思決定と弱い中長期的視点 |
| (1) ギリシャの粉飾発覚と問題の波及 | 4. 財政危機への変質と危機対応 |
| (2) 財政規律強化への取組み | (1) 問題深化への危機感の高まり |
| (3) ギリシャ問題の深刻化 | (2) 12月EU首脳会議の評価 |
| (4) 債務返済能力の問題に至った経緯 | 5. おわりに：終わらない欧州の問題 |
| 3. 財政問題の発生・困難化の原因 | (1) 恒常的な支援ニーズの発生 |
| (1) 甘い財政規律と単一通貨・金融政策 | (2) ナショナリズムへの揺り戻し |
| (2) 財政分権の問題点 | |

1. はじめに

2009年10月にギリシャで表面化した財政問題は、アイルランドやポルトガルを巻き込み、ユーロ圏の財政問題として拡大した。折から、2000年代後半におけるスペインやアイルランドにおける不動産バブルの崩壊に伴う銀行支援や、08年9月のリーマンショック以降の経済対策等で、各国では政府債務が増大しており、問題の広範な波及が懸念された。

その後、ユーロ圏での対策が後手に回る間に、当初はいわゆる周辺国の、しかも経済小国の問題であった財政問題が変質し、特に11年の夏場以降は、広くユーロ圏の国々に影響が波及する可能性が高まるなど、財政危機の様相を呈した。この結果、ユーロ圏解体もひとつの現実的なリスクシナリオとして意識せざるを得なくなったばかりか、銀行危機を通じた世界経済への甚大な影響も懸念されるに至った。

これに対し、直近では、11年10月の欧州連合（EU）およびユーロ圏の首脳会議で、ユーロ圏の信任を回復し金融市場

の緊張を緩和するための「包括策」を取りまとめたほか、12月のEU首脳会議では、国際通貨基金（IMF）を活用した新安全網の整備、恒常的支援の仕組みである欧州安定メカニズム（ESM）の設立前倒し等に加え、財政規律強化のために政府間条約を締結することで合意した。特に、財政にかかる条約見直しに着手することは、将来の財政統合に向け、ユーロ圏にとり大きな一歩とすることができる。

しかしながら、財政規律強化はユーロ圏の重要な課題である財政支援を含む財政協調とは直接には結びつかず、また求められる厳しい財政改革は経済成長の重荷となることが考えられる。一方、足元の危機対策としての新安全網の整備等も、支援ニーズが経済規模の大きい国に及んだ場合には力不足は否めない。

本稿は、こうしたなか、表面化から既に2年を経たユーロ圏の財政問題について、問題拡大の経緯や発生の原因等を振り返るとともに、今後の方向性について考察するものである。

2. 財政問題の表面化とその深刻化

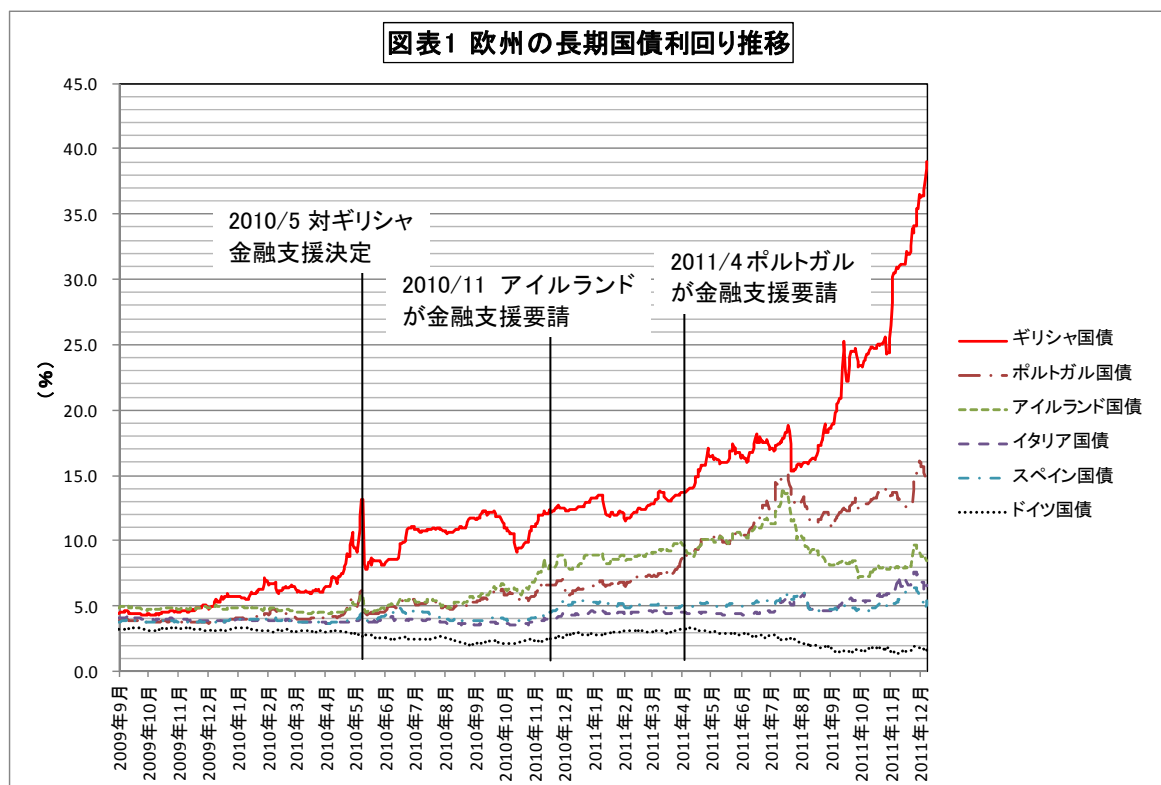
(1) ギリシャの粉飾発覚と問題の波及

ユーロ圏の財政問題の発端となったのは、09年10月、ギリシャで政権交代を機に発覚した政府財政の粉飾であった。新政権が例えば09年の財政収支見通しを旧政権による▲3.7%から▲12.7%に大幅に修正し、さらにその後も▲15.4%に再修正するなど粉飾の程度は甚だしく、12月には、S&P、ムーディーズ、フィッチが、当時それぞれA-/A1/A-であったギリシャ国債の格付けの引下げを開始した。

これを受け、ギリシャの資金調達は急速に困難化することとなり、金融支援の必要性が認識された。しかしながら、主として独仏間の意見対立が表面化し、ギリシャのデフォルトがいよいよ現実味を帯びた10年5月に至るまでその合意は得られず、この間、市場の混乱は一層高まることとなった。

ここでの独仏の主な対立は、限定的な例外を除き国家への支援を禁ずるEUの条約^(注1)を尊重するドイツに対しフランスは緊急時における柔軟な支援対応の必要性を主張する点にあったが、その後も続いた各国の足並みの乱れ、意思決定の遅さを、問題表面化の当初から市場参加者に強く印象付ける結果となった。

結局、10年5月、EUおよびIMFにより、ギリシャに対して総額1,100億ユーロに上る金融支援策が取りまとめられたほか、ユーロ圏では財政悪化国への支援の仕組みとして欧州金融安定ファシリティー(EFSF)4,400億ユーロが構築された。しかしながらその後も、財政悪化国の国債利回りは上昇を続け、10年11月にはアイルランドが、また11年4月にはポルトガルが、ギリシャと同様に金融支援を要請することとなった(図表1)^(注2)。



(資料)Bloomberg のデータから農中総研作成

(2) 財政規律強化への取組み

ユーロ圏では、財政問題を拡大させた主要な要因はこれまでの財政規律の甘さとそれに伴う放漫財政であったとの認識のもと、こうした個別国への支援と共に、一方では財政規律にかかる管理態勢の強化にも取り組んできた。

ユーロ圏では、通貨ユーロ導入に先立って加盟国が満たすべき消費者物価上昇率、長期金利、財政収支・債務残高等のマクロ経済情勢にかかる収斂基準を有している^(注 3)。また導入後においても、特に財政の健全性については上記収斂基準と同様の次の水準をそのモニタリング基準として置き、加盟国に対し遵守を求めている^(注 4)。

対 GDP 比 3% 以内の財政赤字

対 GDP 比 60% 以内の政府債務残高

しかしながら、これまで、これらの基準に抵触する事実が認められたとしても一時的な抵触と整理されたり、あるいは明らかな改善傾向が認められる場合には抵触が容認されたりするなどの運用がなされていたことで、抵触時の警告、制裁等を含め、各国による基準の遵守状況をモニタリングする相互監視の仕組みの実効性に課題があったものと認識された。

これに対し、その後、各国で財政改革計画を具体化するとともに、11 年 1 月には EU 加盟国の経済・予算政策や財政規律の遵守状況を毎年、半年単位で相互に監視する仕組みとして「ヨーロッパ・セメスター」を導入した。

このように、欧州では個別国での財政改革とともに、ユーロ圏として問題の再発防止のために管理態勢強化が図られてきたわけであるが、こうした仕組みの実効性を市場は慎重に見極めようとした。

(3) ギリシャ問題の深刻化

上記の両面での取組みにもかかわらず、市場はその実効性に対し十分な信認を与えず、その後も支援を受けた国々も含めて財政悪化国の国債利回りは上昇を続けた（図表 1）。

こうした中において、11 年 4 月に至り、ギリシャ国債の債務再編（元利金減免、償還期限延長等）の思惑が急速に高まることとなった。10 年 5 月に開始された対ギリシャ金融支援では、12 年から中長期国債の発行再開を組み込んでいたが、上記の市場環境下、投資家の買い手控え感強く、極度の消化難となることは必至であるとの見通しがその根拠であった。

これに先立ち、EU および IMF が 11 年 1～2 月に実施した四半期毎の財政改革計画の進捗状況等に関する検証で、ギリシャの持続可能な水準を超える債務残高継続の可能性や調達市場への復帰の困難性が明白に示されていた^(注 5)。

このうち IMF による財政の持続可能性分析では、ベースケースにおいてさえも、GDP 比債務残高は当時の約 140% から、12 年にピークの約 160% に達した後、ようやく 20 年に至って 130% 程度まで減少するという極めて厳しい状況を浮き彫りにしていた。また、経済成長鈍化、金利上昇等のより厳しい前提下でのストレスケースでは、GDP 比債務残高が 170% 程度に留まったまま減少しない可能性や、さらには債務残高が増加し続けていく可能性が示された。実際に、ギリシャでは、経済成長率は既に計画値を下回り、国債利回りも大幅に上昇を続けるなど、大変厳しいストレス下にあった。

この財政の持続可能性分析が示唆するものは、債務残高の高止まり、更には増

加方向への拡散の可能性の高まりであり、ギリシャが資金繰りの問題のみならず、国債の元利金減免、償還期限延長等の債務再編の必要性に直面しつつあるという事実には他ならなかった。

つまり、ギリシャの財政問題は、表面化当初は、市場での資金調達に支障があるため、資金繰り破綻を回避するために国際的な金融支援を行った、「流動性」が主な焦点の段階であった。しかし、支援によって時間の猶予を与え財政改革を促したものの、その後も改革は順調には進まず、「債務返済能力」自体がクローズアップされる段階に移行したわけである。

こうした状況を受けたギリシャに対する追加支援策については、ドイツの主張に基づき銀行を中心とした民間投資家に負担を求めることを決定したが、具体的な負担策については考え方が一転・二転し、ようやく 11 年 7 月のユーロ圏首脳会議で大枠の合意に達した。さらに、その後の市場情勢の悪化で民間投資家の負担割合等の見直しが迫られることとなったが、調整は難航しており、取りまとめは 10 月首脳会議で合意した 11 年末の期限から更に遅延する見通しとなっている。

(4) 債務返済能力の問題に至った経緯

では、そもそも「流動性」が焦点の初期段階において、ギリシャの財政問題を鎮静化させるために必要な条件とはどういったものであったのだろうか。それは、

ギリシャで財政改革や経済の構造改革が進捗し、その結果、同国の競争力が回復することで経済成長が実現し、加えて、ユーロ圏全体として財政問題の再発防止策等の管理態勢の実効性が確認されること、と考えられる。

ここで、⁵⁾については前述の財政規律強化への取組みが図られたが、⁶⁾については、一連の改革への取組みの中で、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ている。また、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、経済成長が財政改革を促進することとなる^(注 6)。つまり、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考えられるわけである。

しかしながら、財政悪化国を取り巻くマクロ経済環境は、緊縮財政のもと、11 年 4 月、7 月の欧州中央銀行（ECB）による政策金利の引上げ、それに伴うユーロ高等、経済成長実現にとっては大変厳しいものがあつた。また、経済を支える銀行の体力にも不安感が強く残っていた。さらに、特にギリシャでは、高止まりした労働コスト、限られた輸出品等の困難な制約があり、こうした競争力の脆弱性からの脱却を果たすことは困難であつた。

また、財政改革自体にしても、3 年程度程度の比較的短期間での厳しい改革は、急速・大幅な税率引上げ、年金支給条件の悪化、失業率上昇等を通じ国民に大きな負担を強いることとなり、これに対する不満はデモ等に継続的に現れ、社会の不安定化を招いた。

こうしてギリシャでは、「高債務 + 高国債利回り + 低成長 債務不履行リスク増大 国債利回り上昇 さらに債務不履行リスク増大・・・」という悪循環で、景気後退と財政問題悪化の負のスパイラルに直面したと捉えることができる。

3. 財政問題の発生・困難化の原因

(1) 甘い財政規律と単一通貨・金融政策

以上のとおり、ユーロ圏の財政問題発生原因には、財政規律の甘さとそれに伴う放漫財政や財政粉飾があった。

これに加え、リーマンショック後の経済対策に伴う各国での政府債務残高の増大が、財政問題の拡大を助長することとなった。また、スペインやアイルランドでは、不動産バブル崩壊に伴う銀行支援で、政府債務残高が急増していた。ECBが政策金利を引き下げた2000年代前半には、これらの国々で不動産価格の上昇が顕著となったが、その後2000年代後半のバブル崩壊が銀行危機をもたらし、公的支援が不可避となった。

ユーロ圏では、単一金融政策のもと、経済情勢の如何に関わらず共通の政策金利が適用されることになる（“one size fits all”の金融政策）。このため、経済成長の潜在性が高い南欧等のいわゆる周辺国では、強い内需に対し、政策金利がインフレ基調のもと実質的に低くなることで投機的な資金が流入しやすくなり、これがバブル発生の主要な要因となった。また、これらの国々においては、インフレで実質的な為替レートが上昇し、経常収支の赤字が拡大しがちとなるが、単一通貨のユーロ圏では通貨価値の変動を通じた調整機能は存在しないという制約がある。

この一方で、ドイツ等のコア国では逆の現象が現れやすく、ユーロ圏での各国の経済格差は拡大する可能性を常にはらんでいる。

このように、単一通貨・金融政策が財政問題のひとつの背景になったと言える。

(2) 財政分権の問題点

これに対し、前述のとおり、ユーロ圏では通貨ユーロ導入に先立って加盟国が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。しかしながら、最近では、ユーロ導入後に各国でこれらが基準を外れて拡散する傾向が強まっている。

今ではユーロ圏は加盟国が17ヶ国にまで増加しており（図表2）、その産業構造の多様化等で、こうした収斂基準や経常収支に不均衡が拡大する可能性は一層高まっている。これに対し、各国で財政改革や経済の構造改革を進めたとしても、労働コストの引下げや輸出製品の拡大等で経済競争力を改善し、財政赤字を削減することで不均衡を是正するには自ずと限界がある（図表3、4）。

このため、ユーロ圏では、域内で統一された財政の仕組みを持ち、各国の財政の運用を適切にコントロールするとともに、経済が停滞する国への財政支援を含めて各国間で必要な調整を行うことが重要となる。しかしながら、ユーロ圏では、通貨・金融政策は統合した一方で、徴税権等の各国の財政主権を尊重し、財政は各国分権とする建付けを維持しており、これが「ユーロ圏の構造的問題」として、財政問題を深化させ、その解決を困難にする要因となっている（注7）。

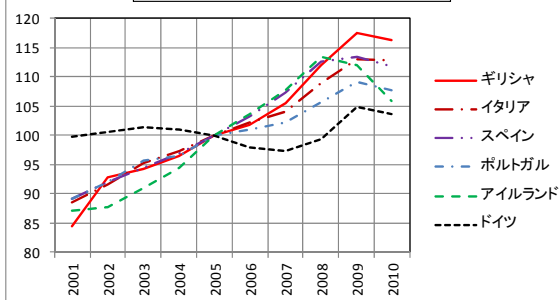
この問題に対しては、11年3月のEU首脳会議でユーロ圏各国の退職年齢や年金制度の統合等、幅広い分野の経済・財政政策の協調を目指す「ユーロ・プラス協定」が採択され具体的な一歩を踏み出すこととなった。その後も、6月のトリシェECB総裁（当時）による「ユーロ圏財務省」の検討提案や、8月の独仏首脳会談での「経済政府」設立提案等がなさ

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

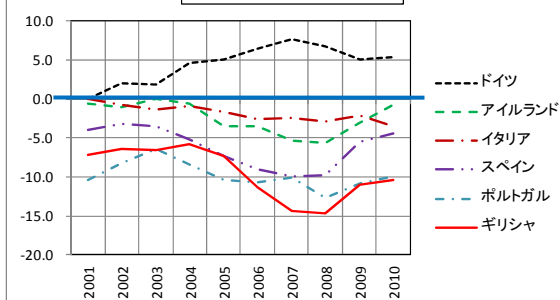
(資料)EUのホームページ等から農中総研作成

図表3 単位労働コスト(2005年=100)



(資料)Eurostatのデータから農中総研作成

図表4 対GDP比経常収支



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

れてきた。

しかしながら、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支援側に立つ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、これまでその動きは遅々としたものに止まっている。

(3) 経済成長の軽視

前述のとおり、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考えられるが、ユーロ圏では財政改革を急ぐ一方で経済成長を軽視した点を、財政問題を困難化したもうひとつの主要な要因として指摘することができる。

ユーロ圏では、ギリシャ支援をはじめとして、これまで短期間での厳しい財政改革策で財政の持続可能性を高めつつ、企業や家計の将来への期待で経済成長の底打ちを図るというアプローチを採ってきた。これは、例えば「現時点で財政支出が削減されても、財政状況が改善する数年後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、いずれ減税に転じる」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いわゆる「財政政策の非ケインズ効果」を踏まえた政策であったと考えられる。

しかしながら、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、こうした期待は有効には機能しなかった。

競争力のある輸出産業を持たないギリシャ等財政悪化国の産業構造、既に政策金利は低く金融緩和のポリシーミックスを採用し難いECBなど、諸環境は「財政政策の非ケインズ効果」発現のためには適合的ではなかった。また、世界経済がまだサブプライム問題以降の景気回復過程にあったことや、世界的な規模での財政健全化への取組みであったことにより、経済成長を力強く牽引できる国が限られていた点も同効果を期待するには困難な環境のひとつであったと考えられる。

つまり、ユーロ圏では緊縮財政が景気に及ぼす負の影響が過小評価されていたわけであり、現実にギリシャでは、財政再建計画の頓挫、長期金利の更なる上昇等を通じ、景気後退と財政問題悪化の悪循環に陥ってしまった^(注 8)。また、ユーロ圏全体としても 11 年夏ごろから、急速に経済の減速感が強まってきており、ドイツも含め、生産や輸出は減速し、消費も力強さに欠ける展開となっている。

これに対し、IMF は 11 年 9 月改訂の世界経済見通し等で「11 年には、世界経済は大きなダウンサイドリスクを伴う危険な局面に入った」と指摘するとともに、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一方で、財政改革に余裕がある国では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との考え方を示した^(注 9)。しかしながら、今では AAA 格付けを有する国も含め格下げリスクに晒されており、仮にユーロ圏が財政規律厳格化の方針を一時的に緩和したとしても、各国とも現時点では動きが取れない状況に追い込まれている。

この結果生じる財政問題長期化の見通しが企業や消費者の行動を保守化させ、各国での緊縮財政や、自己資本比率改善が求められている銀行の与信圧縮の動きとともにユーロ圏の経済成長を鈍化させる要因となっている。また、逆に経済成長の鈍化が、債務残高の削減のために期待される経済成長率の確保を困難とし、財政問題終息までの過程を一層長期化させることになる。経済成長を軽視し、財政改革を急ぎ過ぎたユーロ圏や IMF の政策対応が、こうした悪循環を誘引したものであると言える。

(4) 遅い意思決定と弱い中長期的視点

以上に加え、ユーロ圏での遅い意思決定と弱い中長期的視点での対応が、問題困難化の一要因となった。

09 年 10 月のギリシャでの財政問題表面化後、支援にかかる交渉は紛糾し、翌年 5 月、ギリシャの債務不履行を目前にするまで、支援策の合意は得られなかったことは前述のとおりである。

その後も、重要な意思決定を迫られる局面で、関係国等の間で考え方の対立が事あるごとに際立ち、市場にユーロ圏における意思決定の遅さを印象付けることとなった。また、財政健全化等では、財政悪化国に対する終わりの見えない支援継続への有権者の反発もあり、国内事情を重視する政治的な動きが生じ、ユーロ圏の足並みの乱れを助長した（図表 5）。

また、ユーロ圏では中長期的視点での対応として、経済・財政政策にかかる各国の協調や相互監視の仕組みの構築、財政悪化国に対する恒久的な支援制度である欧州安定メカニズム(ESM)の提案、EFSF の規模・機能の拡充等にも取り組んできた。しかしこれらへの注力は個別国対応に比べれば後追いであり、また、交渉の過程で、当初構想された財政悪化国に対する自動的な罰則適用は見送られ、政治的な裁量余地を残す方向で調整されるなど、その実効性が弱められる事例も生じた^(注 10)。

このように、ユーロ圏では財政規律の甘さや財政分権という問題点対応は図られたものの、合意に時間を要し、中長期的視点が弱く、その時々々の市場動向に応じた小出し対応に止まり、市場はこれを改めて国債の利回り上昇の形で評価することとなった。

図表 5 関係国間での考え方の対立等(事例)

2010年10月	メルケル独首相は、財政悪化国に対する恒久的な支援制度である欧州安定メカニズム(ESM)の創設検討に当たり、フランス等の反対に対し、国債の秩序ある債務再編手順の導入を強く主張した。これに伴う市場混乱が、2010年11月にアイルランドを国際的支援要請に追い込むきっかけとなった。
2010年12月	メルケル独首相は、ルクセンブルグ首相およびイタリア経済財政相によるユーロ共同債の導入にかかる提案に対して即座に反対を表明し、これがまた提案者の強い反発を招くなど、ユーロ圏の中でぎくしゃくした関係が強まった。
2011年5月	ギリシャ対策にかかる会議で、メルケル独首相は納税者のみならず投資家も負担を負うべきとの政治上の観点からギリシャ国債の償還期限延長を主張したのに対し、トリシェECB総裁(当時)は強く反発し、報道では会議を途中退席した。メルケル首相は、上記の会議後も、引き続きギリシャ国債の償還期限延長を強く主張し、ギリシャ対応を材料とした市場混乱の主要な要因のひとつとなった。
2011年10月	財政危機の拡大予防のためのEFSFの規模および機能の拡充について、ユーロ圏全17ヶ国における承認過程で、スロバキア議会で承認が得られず、首相辞任を経て、2回目の採決でようやく承認を得た。
2011年～	フランスでは欧州統合反対の立場を取る極右政党である国民戦線への支持率が上昇しつつある他、オランダやフィンランドにおいても同様の右派勢力の伸長があり、ユーロ懐疑論の土壌形成の気配が見られている。

(資料)各種報道から農中総研作成

4. 財政危機への変質と危機対応

(1) 問題深化への危機感の高まり

こうして、個別の財政悪化国対策や、財政規律にかかる管理態勢強化、財政協調を通じた構造問題対策等に対する市場の信任は得られないまま、ユーロ圏は前記の経済停滞と財政問題長期化の悪循環に直面しつつある。そして、これまでは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、今では、より広範な国々への波及や銀行危機を通じた世界経済への甚大な影響が懸念される財政危機へと変質しつつある。

その第1点としては、イタリア等、より経済規模の大きい財政悪化国に支援ニーズが波及する可能性が高まっていることである。第2点としては、問題の拡大が、ユーロ圏で財政状況が比較的良好な国々の経済成長に対しても悪影響を与え、またその財政を悪化させる可能性が生じていることである。さらに第3点としては、上記を通じユーロ圏の財政問題が深刻化するに伴い、世界経済に大きな影響が波及する可能性が無視できなくなっている点である。

第1点については、11年11月に、政

治混乱等でイタリア10年国債の利回りが7%台を付けたことで、市場関係者は警戒感を強めることとなった。この利回り水準が継続する場合には、利払い負担の増加が同国の財政を圧迫するのみならず、投資家のポジション調整の動きが加速するとともに、利回り上昇と決済機関の証拠金率引上げとの悪循環にも陥りやすく、過去の経験からすれば、数ヶ月以内には金融支援が必要となることがその警戒感の背景にある。

その際、懸念される点はイタリアの債務残高の大きさである。国内総生産(GDP)はユーロ圏でドイツ、フランスに次ぐ第3位と、ギリシャ等に比べ格段に大きく、また、その債務残高はギリシャの約6倍、ギリシャ・アイルランド・ポルトガル合計額の約3倍に当たる約1兆8千億ユーロに達している(図表6)。このため、仮にイタリアに債務危機が及んだ場合には、EUやIMFによる既往の支援の枠組みでは対処が困難になるという、大きな問題をはらんでいる。

次に第2点として、こうした危機拡大の影響が、銀行の財務悪化を通じて財政状況が比較的良好な国々に波及する可能

性が生じている。

まず、国債等、財政悪化国に対する債権を保有する銀行の資産の悪化がある。ユーロ圏では、ギリシャ等に対する債権については売却や引当によるリスク削減は進んでいるが、イタリア等に対してはまだこれからであり、今後、銀行の財務に及ぼす影響が大きくなる可能性がある。

この結果、銀行の自己資本比率の低下がリスク資産である融資の圧縮として現れ、回復の足取りが鈍い経済に打撃を与えることが考えられる。特にユーロ圏では、日・米等とは異なり、預貸率（貸出金／預金）は平均 107%程度と、100%超で推移しているため、銀行の優良資産を含めた融資の抑制や削減が生じやすい構造となっている。

さらに、財務悪化で増資が必要となった銀行の中には、自力での対応が困難な銀行も発生すると考えられる。金融システムの安定性維持の観点から公的資金の注入が必要ともなるが、これは当該国の財政を悪化させることにつながる。

こうした思惑のもと、市場ではイタリア国債ばかりか、既にフランス等の AAA 格付け国の国債も投資家のポジション調整の対象とされ、利回りが上昇する局面も現れている。

第 3 点については、まず、国際的に業務を行うユーロ圏の銀行によるリスク資産の圧縮により、銀行の拠点所在国の実体経済を冷やすことが考えられる。特に金融面で結びつきの強い中東欧の新興国に、その影響がまず大きく現れるものと考えられる。

さらに、銀行財務の大幅な劣化が予想される場合には、リーマンショック時の経験からも、資金繰りの困難化を通じた

図表 6 財政悪化国の政府債務残高
(IMF による 2011 年末予測値)

	政府債務残高 (10億ユーロ)	GDPに対する 比率(%)
ギリシャ	329	152
アイルランド	148	114
ポルトガル	161	91
スペイン	639	64
イタリア	1,843	120
ユーロ圏合計	9,204	87

(資料)IMF(World Economic Outlook データベース)
から農中総研作成

ユーロ圏の枠を越えた銀行経営悪化の連鎖が考えられる。場合によっては銀行の破綻も起こり得る。こうしたシステムティックな銀行危機は、広範な国々の経済に大きなダメージを与えることになる。

この他、ユーロ圏経済の低迷が貿易等を通じて、経済関係の密接な国々の経済に負の影響を及ぼすことが考えられる。非ユーロ圏の国々を含めた EU の GDP は世界合計の約 4 分の 1 のシェアを占めており、その経済成長鈍化に伴う影響は無視できないものになると考えられる。EU からみた貿易相手国の上位 2 国は米国と中国であり、これら 2 大経済大国の経済に及んだ影響は、さらに世界各国に波及していくことになる。また、混乱を通じ減価した通貨ユーロは、通貨高となった国々の輸出を抑制することで影響が及ぶことも考えられる。

しかし、何よりも懸念されるのは、債務危機がイタリア等の大規模国や、さらにはフランス等のコア国に波及する可能性が高まった場合に、既往の支援の枠組みでは債務危機が制御不能に陥ることを見越し、世界の金融市場が暴落することである。この場合、一挙に世界経済に多大の影響が及ぶことになるものと考えられる。

(2) 12 月 EU 首脳会議の評価

こうした危機感の高まりのなか、また 12 月の EU 首脳会議に先立ち、S&P がギリシャとキプロスを除くユーロ圏 15 ヶ国や EFSF、EU の格付けを格下げ方向で見直すと発表したことで、この 11 年 12 月 8、9 両日の EU 首脳会議は正念場の対応を迫られることとなった。同会議における主要な合意事項は、次のとおりである。

< 足元の危機封じ込め策 >

- ・ EFSF の規模拡大を、10 月首脳会議で合意した保証機能の導入や投資事業体の設立により早急に実現する。
- ・ ESM を 12 年 7 月に前倒しして設立する。
- ・ IMF は 2,000 億ユーロを上限とする新制度を導入する。
- ・ ESM を規定する条約には、民間投資家の負担は織り込まない。

< 財政規律の強化策 >

- ・ 各国政府は財政均衡（構造的な財政赤字が対 GDP 比 0.5% 以下）を図ることとし、これを憲法等に明示する。
- ・ EU は監視態勢を強化し、自動的な罰則制度を導入する。
- ・ 財政規律強化について、（EU の条約の改正ではなく）政府間条約を締結する。

このうち については、インパクトの乏しいものであった。仮に支援ニーズがイタリア等の経済規模の大きい国に及んだ場合には力不足は否めず、市場の懸念を鎮静化させるには十分とは言えない。

なお、市場では、むしろ ECB が銀行のみならず国に対しても「最後の貸し手」として機能し、現行の国債買取りプログラムを強化し、より大規模な国債買取り実施を求める声が高まっている。これに対して、ドイツ等は、中央銀行が国家財政に資金供給を行うことになるこうした政

策運営（マネタリー・ファイナンス）に対しては、インフレの可能性や財政規律を曖昧化させるモラルハザードの懸念、また、加盟国への与信行為を禁じた EU の条約^{（注 11）}への抵触の可能性等を根拠に強く反対している。ECB 自体も、EU の条約で定められた範囲内で機能発揮すべきとして否定的な姿勢を堅持しており、当面具体化の可能性は低い。

一方 については、今回、財政規律強化について条約の見直しにまで踏み込んだ点は評価できる。しかしながら、例えばユーロ共同債には全く触れないなど、ユーロ圏の課題である財政支援を含む財政協調は今後の検討課題として残されたままとなり、逆にその実現の多難性を意識させる結果となった。

また、政府間条約締結完了の目標を 12 年 3 月としたが、改めて各国各様の事情が表面化し、想定どおりのスケジュールでは批准は進まない可能性が高い。さらに、新たな政府間条約の締結となったことで、財政規律強化の手段として、EU の条約に基づき設立されている EU の機関（欧州委員会等）を活用するには、法的な制約が生じる可能性が指摘されている。

しかし、何より問題である点は、今回の首脳会議の合意事項が成長戦略に弱い点である。引続き財政改革に注力し、経済の構造改善でコストを引下げ、競争力を強化するということで、経済成長にも一応の配慮は行っているが、問題表面化以降のこれまでの経験は、ユーロ圏は、より厳しい財政規律のもと、経済停滞と財政悪化の悪循環から脱する力に乏しい展開を引続き強いられる可能性が高いことを示唆している。このように、債務危機は今後も長期化する可能性が高い。

5. おわりに:終わらない欧州の問題

(1) 恒常的な支援ニーズの発生

12月のEU首脳会議は、事前の危機感の高まりにも関わらず、実質的な内容は十分なものではなかった。しかし、今後、一層踏み込んだ対策が具体化され、

- ・ 財政規律のための管理態勢の厳格化
- ・ 財政面での協調推進
- ・ 支援態勢・危機封じ込め策の強化
- ・ 銀行の資本増強
- ・ 国債の秩序ある債務再編

等が着実に進められれば、これでユーロ圏の財政危機は終息に向かうと考えてよいのだろうか。

例えばギリシャを取り上げた場合、財政改革とともに経済の構造改革に取り組んでいるとはいえ、経済競争力を回復・強化することは容易ではない。例えば、単位労働コストが高止まりしていることは図表3で見たとおりである。また、果実や大理石等が主要な輸出産品であるギリシャが、自動車を輸出するドイツと同等の経済競争力を持つことを期待することは現実的ではない。このため、図表4で示された経常収支の格差は、今後も拡大したまま推移する可能性が高い。

この間、ギリシャが市場から資金調達するには困難な状況が続く。また国債利回りの上昇は、追加的な債務再編の必要性を高める。支援ニーズは継続するが、経常収支黒字国から赤字国への不断の支援継続はドイツが最も嫌悪する「トランスファー・ユニオン」に繋がる。

このように、経済格差が大きい国々を抱え込んだ現在のユーロ圏自体が持続可能性の高い仕組みとは考え難く、経済成長の大幅な回復がない限り、分裂の可能性を常にはらんだものとなっている。

(2) ナショナリズムへの揺り戻し

こうしたもとで、経済力が相対的に強い国と弱い国の間でユーロ圏を分割する、あるいは弱い国を排除しようとする力は常に働くものと考えられる。

11月には、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の報道や、ドイツ政府がAAA国のみで発行する「エリート・ボンド」を検討中との報道もある。また、メルケル独首相率いるキリスト教民主同盟(CDU)が、11月15日の党大会で、ユーロの採用国がEUに残りながら自発的にユーロ圏を離脱できるよう、制度の改正を促す決議を採択した点も注目される。

一方、11月にギリシャのパパンドレウ首相(当時)が国際的な金融支援の受入れを国民投票に付すとの考えを示し市場が混乱した際には、ユーロ圏財務相会合のユンケル議長は「われわれはギリシャがユーロ圏にとどまることが望ましいと考えるが、是が非でもとどまらなければならないと言っているわけではない」とし、また、サルコジ仏大統領とメルケル独首相も、「ギリシャがユーロ圏に残るかどうかの問題となっている。我々はそれを期待するが、その問いへの答はギリシャ国民の判断次第である」と突き放した発言を行った。このように、これまでは、ユーロ圏からの離脱シナリオはタブーであったが、今ではひとつの可能性として、公然と語られるまでになっている。

一方、ユーロ圏が構造的問題対策として財政協調へ向けた取組みを具体化するなど協調強化に向かうにつれ、EU全体として求心力低下を示す動きが現れつつある。例えば、12月EU首脳会議では、主

権の制限や過度な規制を嫌う英国が、全 27 加盟国による財政規律強化のための EU の条約改正に反対した。また、英国下院では、10 月 24 日、反対多数で否決されたものの、与党保守党議員により英国が 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提出されている。

また、12 月 EU 首脳会議では政府間条約締結完了の目標を 12 年 3 月としたが、批准の過程では改めて各国各様の事情が表面化する可能性が高い。野党の協力が必要なスウェーデンやオランダのほか、フィンランド、チェコ、ハンガリー、ポーランド等での推移には不透明感が高い。また、アイルランドやデンマークでは国民投票が必要となる可能性がある。こうしたなか、各国の利害により EU の求心力に揺らぎが生じる事態が想定される。

EU やユーロ圏内では、従来、政治的調整を尊重する solidarity (結束) 重視派 (フランス、南欧等) と規定の厳格な適用を尊重する discipline (規律) 重視派 (ドイツ、北欧等) の意見対立が目立ち、最近では後者の影響力が強まっているが、これに加え、federalists (EU の機能重視派) (ドイツ等) に対し nationalists (各国の主権重視派) (フランス、英国等) の主張も表面化することが多くなっている。また、右派の伸長でユーロ・EU 懐疑論 (Euroscepticism) の土壌が形成されつつあるとみられる国もある。今後、財政危機の深化や経済成長の停滞を受けて、一層、欧州全体として、ナショナリズムの高まりで従来の多国間協調の枠組みを弱体化する動きが高まる可能性がある。

このような点も財政危機の今後の推移に大きな転機をもたらす可能性があり、その動向には注意が必要となっている。

(2011 年 12 月 20 日現在)

(注 1) “The Treaty on the Functioning of the European Union” Article 122 および 125 に規定されている。

(注 2) アイルランドに対しては 2010 年 12 月、ポルトガルに対しては 2011 年 5 月に、それぞれ総額 850 億ユーロ、780 億ユーロの金融支援策が取りまとめられた。

(注 3) “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 に規定されている。

(注 4) “The Treaty on the Functioning of the European Union” Article 126(1)・(2)、およびこれに付属する Protocol No.12 に規定されている。また “The Stability and Growth Pact”(「安定成長協定」)により、対 GDP 比 3%以内の財政赤字基準への抵触をトリガーとする警告、制裁等の措置について規定されている。

(注 5) IMF(2011/03)“Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement”による。

なお、EU、IMF による検証の内容やその前提の妥当性についての考察は、山口「否定できないギリシャ国債の債務再編の可能性～中長期国債発行再開を控えて高まる思惑～」(『金融市場』2011 年 5 月号)を参照されたい。

(注 6) European Commission (2011/2) “The Economic Adjustment Programme for Ireland”によれば、債務の増減は次の式で示される。

$$\Delta d_t = pd_t + d_{t-1} * \{(i_t - y_t) / (1 + y_t)\} + sf_t$$

d 、 pd 、 i 、 y 、 sf は、それぞれ、債務残高、プライマリーデフィシット、借入金利、GDP 成長率、ストックフローアジャストメント(会計手続の違いによる調整項目等)を示す。また t は当期、 $t-1$ は 1 期前の期を示す。債務残高の削減のためには、借入金利を上回る GDP 成長率の確保のほか、プライマリーバランスのプラス化や、直接的な債務再編(債務元本減免)が必要となる。

(注 7) 山口「通貨ユーロを巡る構造的な問題点～財政分権主義と単一通貨・金融政策について～」(『金融市場』2010 年 10 月号)を参照されたい。

(注 8) 山口「欧州の緊縮財政に景気刺激効果はあるのか?～「財政政策の非ケインズ効果」と財政健全化～」(『金融市場』2010 年 11 月号)を参照されたい。

(注 9) 山口「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～」(『金融市場』2011 年 11 月号)を参照されたい。

(注 10) 山口「ギリシャ支援策の失敗～楽観的な前提と中長期的視点が弱い対応～」(『金融市場』2011 年 7 月号)を参照されたい。

(注 11) “The Treaty on the Functioning of the European Union” Article 123 に規定されている。

分析レポート

国内経済金融

「地元と共にあり、共に栄える」東濃信用金庫

～さまざまなアイデアで地域活性化を支援～

安藤 範親

はじめに

東濃信用金庫(以下、同金庫)は、岐阜県多治見市に本店を置く信用金庫で、創業は1922年1月、産業組合法による多治見信用組合にさかのぼり、2012年で90周年を迎える。概要(11年3月末現在)を図表1に示した。

営業エリアは、岐阜県美濃地方である東濃地区、中濃地区を中心とした地域、および愛知県のJR中央本線沿線から名古屋市東北部にかけて展開している。店舗数は59ヵ店(11年6月末現在、内出張所2)、そのうち愛知県地区が18ヵ店となっている。

本店のある東濃地区は、日本のほぼ真ん中に位置し、東西交通の中継点として、中央自動車道や東海環状自動車道などの道路網が整備されている。2027年開業予定のリニア中央新幹線停車駅でもある。また、名古屋市中心部まで鉄道で約30分と近距離にあり、古くから名古屋圏との結びつきが強く、近年はベッドタウンとして開発が進んだ。

さらに、東濃地区は、陶磁器の産地として「美濃焼」が広く知られており、国内シェア6割前後を占める。特に、明治時代以降の輸出陶磁器業の発展で、名古屋の東北部に陶磁器業が集まったことから、同金庫は、生産・輸出に関わる金融機関として同エリアに進出、営業エリアが2県にまたがる所以でもある。

しかし近年は、輸入品の台頭や原材料価格の高騰などによる経済不振、人口減少・高齢化の問題など、地方経済を取り巻く問題が同地域においても起きている。

このような現状のなか、お客様・地域・金庫役職員との「つながり」をより一層強化することで、地域の持続的発展を可能にする基盤づくりを目指す同金庫の取り組みについて紹介する。

写真1 東濃信用金庫本店



CCM 運動の推進

2009年6月に就任した市原理事長は、コミュニケーション、コンサルテーション、マッチングの3要素からなる「CCM 運動(図表2)」を提唱している。

これは、金融庁が中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針の中で述べる「地域密着型金融」を、職員向けにわかりやすく再提起したものである。

図表1 東濃信用金庫の概要

(百万円、%、店、人)

項目	期末	06/3	07/3	08/3	09/3	10/3	11/3
預金積金		847,053	855,579	856,309	869,170	911,070	929,402
貸出金合計		449,121	451,895	452,410	464,122	469,711	475,911
出資金		1,839	1,854	1,877	1,894	1,906	1,919
自己資本比率(国内基準)		14.09	16.15	15.49	16.43	17.06	17.41
営業店舗数		59	59	59	59	59	59
会員数		100,749	101,717	103,532	105,450	106,767	108,058
期末職員数		823	858	864	873	902	909

資料 日経Needs-Financial Questより農中総研作成

CCM を基本に、一度原点回帰し、仕組み作りをもう一度考え直すことで、地域活性化に向けて発揮すべき機能の実践に取り組んでいる。

具体的には、「C:コミュニケーション」として、定期積金推進による顧客との対話の増加、「C:コンサルテーション」として、職員の知識レベルの向上を目的に支店内勉強会の充実や資格取得の推進、「M:マッチング」として、ビジネスフェア出展による販路拡大支援などを行っている。このような従来の取組みの機能強化はもちろん、さらに、今までにない様々なアイデアを取り入れた仕組みを生み出している。

地域の魅力あふれる金融商品の提案

まず、その一つに金融商品を通じて生産者と消費者をつなぐ「ご当地発見シリーズ」を、2010年にスタートさせている。

これは、地元名産品の販促支援を兼ねた預金運動で、第一弾は、新規定期・定積預金者に営業エリア内の地元名産品8種類か

ら一つを選んでプレゼントする仕組みである。

実施にあたって、プレゼントと一緒に名産品の歴史やエピソードを紹介、さらに地域の観光ガイドを添付するなどして顧客に地域観光をPRした。このため、各商工会議所や観光協会、取引先が全面協力し、名産品PRのための観光パンフレットなどの提供を行っている。

また、推進に合わせて商品アンケートを実施、その結果、契約者から約1万6,500件のアンケートを収集、消費動向を分析し、各名産品製造会社に結果を還付することで販促活動を支援した。渉外系の訪問先における話題提供のコミュニケーションツールの一つとしても機能を発揮した。

第二弾では、定期預金者に対し、お出掛けランチボックスのプレゼントと、さらに、抽選でペア350組に、(1)地元美術館・資料館入場券、(2)陶芸道場・作陶館等での作陶券、(3)老舗料理店等での食事券をセットにした「たじみお出掛けクーポン」を贈呈した。

この第二弾は、同地域の焼き物の伝統と文化を紹介するパンフレットや、基幹産業である陶磁器の産業観光と名物うなぎ料理の体験などを金融商品の提供と共に顧客にアピールすることで、

図表2 CCM運動

C:コミュニケーション(お客さま、行政、地域団体との丁寧できめ細かな対話)
C:コンサルテーション(実情をしっかりと把握し、金融のプロとしての確かな相談・助言・情報提供に努める)
M:マッチング(「つなぐ力」を発揮し、地域内または地域を越えた多方面でのビジネスマッチング)

観光客誘致による地域振興を支援する企画である。

写真2「ご当地発見シリーズ」のパンフレット



地域経済の活性化につながるこれらの取り組みは、まさに、地域コミュニティ全体のWin-Win の関係を構築する取り組みであろう。

2009 年には、東濃・可茂地域の観光名所 120 ヶ所を特集した観光ガイドブック「いいところ見つけた～おでかけガイド東濃&周辺」を発行した。地域のアマチュアカメラマングループ(南姫フォトクラブ)の協力で作られたこの冊子は、アマチュア目線で地域の隠れたスポットを紹介、観光 PR だけでなく、地元の方々も地域の魅力を再発見するツールとして関心を集めている。

2011 年には、「いいところ見つけた定期積金」を発売。定期積金とガイドブックの紹介による観光を組み合わせることで、地域観光 PR に結び付けている。

以上のような地域の魅力の積極的な情報発信とそれを組み合わせた金融商品・サービスの提案は、顧客への訪問と取引の糸口にもつながっている。金利の上乗せに頼った集客ではなく、地域とのコミュニケーションに積極的に取り組む営業展開は、「つながり」の強化と共に、同金庫と地域の持続的発展に向かっている。

写真 3 「いいところ見つけた」ガイドブックと「いいところ見つけた定期積金」のチラシ



地域活性化に向けた活動

次に、地域活性化に向けたさまざまな活動を紹介する。2002 年には、「TOS プラザ (Toshin Living & Business Support Plaza)」をオープン。住宅、年金、税務、法律から結婚まで、顧客のくらしに関する無料相談のほか、企業の創業支援、財務診断、M&A 仲介、新人教育など幅広く顧客をサポートする体制を築いている。

また、異業種交流、情報交換、親睦を図る場として、経済・文化講演会や産業視察等を行う「東信経済倶楽部」、「とうしん青年経営者クラブ」を組織している。

2010 年には、取引先企業を紹介する冊子「我が社の優れ物×勝れ技」を発刊。今までまとまっていなかった、とうしん青年経営者クラブ会員の380社の事業内容や商品、技術などを掲載することで、会員相互の販路拡大とビジネスマッチング機能を支援した。インターネットにも掲載されている。同年には冊子掲載企業を紹介したパネル展示によるビジネスフェアを開催、冊子をもとに新たな取引が生まれている。

さらに、中小企業診断士などの資格を持つ職員らで構成した「とうしん地域活力研究所」が 2010 年に立ち上がった。TOS プラザ

から経営支援部門を独立する形で発足したもので、これまでも、全国の焼き物産地の実踏調査を行い、地場産業である美濃焼の課題と、集客交流を切り口とした地域活性化策を報告書に取りまとめ、その成果を地域に還元してきた。

さらなる地域活性化に向けた取組みを進めるために立ち上がった同研究所は、地域経済のシンクタンクとして、地域経済の市場・動向調査による景況レポートの発刊や、商店街の活性化、街づくり支援、創業支援や新事業展開支援などの相談を受け付け、顧客サービスの強化を図っている。

これらの他にも、独立・開業に関心のあるサラリーマン、OL、主婦、学生などを対象にした「とうしん創業塾」や、企業経営の在り方をあらためて考える「経営革新セミナー」などを開催している。

写真 4「我が社の優れ物×勝れ技」ガイドブック



アイデアが生み出される背景

以上のような地域に密着した仕組みを生み出す背景はどこにあるのだろうか。

それは同金庫の経営プロセスに見られる。毎年 5 月に、可児市文化創造センター「ala (アーラ)」の施設を貸し切って、全職員が集まる職員決起大会を開催している。同大会では理事長自らが、事業計画とトップの意向を説明し、職員への周知徹底を行っている。さらに、同大会は、それを実践していく

現場と本部が、職位、職務などコミュニケーションの壁を越えて対話を行い、ビジョンの具体化に向けた仕組みを生み出す取組みを行っている。

これが職員の情報や関与を引き出し、地域の価値の認識や、新しい可能性の探求と発見といった変革をもたらすエネルギーとなっている。また、社内に向けた CCM 運動も取り組んでおり、職員の知識とスキルを 100%引き出すために、子育てをしながら就業可能な職場環境の形成や、職員満足度意識調査の継続実施、公的資格の取得奨励、休暇取得の推進なども取り組んでいる。2008 年には名古屋市の子育て支援企業に認定されている。

女性職員のキャリアパスにも力を入れており、女性職員を営業に取り入れ、管理職として登用していく道筋を作っている。今までに女性年金専任者や、女性預かり資産専任者を配置、2011 年 9 月末現在では、女性職員 295 名のうち 75 名が預かり資産推進の担当を担っている。同年 6 月には東濃信金始まって以来の女性支店長が誕生するなど、女性職員活躍の場づくりができています。

店舗評価においても成果主義ではなく、例えば、CCM 運動の「C:コミュニケーション」の場合、顧客とのコミュニケーションを増やす方策などの仕組みを高く評価する取組みを行っている。

おわりに

以上のような職員の能力を引き出す仕組みづくりが、職員の結束力、誇り、やる気、満足度を高めてきたと言えるだろう。「地元と共にあり、共に栄える」、これが同金庫の不変の経営理念だ。組織内のビジョンの明確化と共有する体制を構築することで、堅実・健全経営を重ねながら地域の繁栄に尽力する活動が実を結んでいる。

分析レポート

国内経済金融

さらなる預り資産販売強化を目指す中国銀行

岡山 正雄

はじめに

岡山県は南部が瀬戸内海に面する一方、北部は中国山地がそびえる特色豊かな県である。県内には 09 年 4 月に政令指定都市となった岡山市のほか、瀬戸内有数の工業地帯を有する倉敷市などがあり、日本を代表するような有力企業が多数立地している。

この岡山県の岡山市に本店を構えるのが、中国銀行(以下、「同行」という)である。県内には第二地方銀行と 8 つの信用金庫、3 つの信用組合が本店を置くなか、同行の県内貸出金シェアは 38.5%とトップであり、同時に広島県東部(備後地域)で 23.3%、香川県で 9.7%と影響力のあるシェアを持っている(11 年 3 月末時点)。また個人向け預金、貸出金残高も図表1のように堅調に推移している。

このような中、同行の特色ある個人向けリテール戦略のうち、本稿では預り資産販売への取組みに焦点を当てて紹介する。

預り資産販売の基本的な方針

同行では、投資信託・保険商品・外貨預金・公共債・仕組債、事業債等を預り資産として定義している。そして、各営業店の販売計数目標は金融商品ごとではなく、預り資産全体で一括の目標額を設定している。これにより、行員は個別の販売目標に捉われ



写真 1: 中国銀行本店

ることなく、顧客のニーズに応じた商品提案や販売が可能となっている。

なお、現在は市況の悪化により投資信託の販売は伸び悩んでいるが、代わりに保険商品が預り資産の販売を支えている。このような中、預り資産購入と同時に定期預金金利を優遇するほか、外貨預金の外為手数料を割引くキャンペーンを実施するなど、顧客の預り資産購入意欲を高めるような施策を実施している。加えて、顧客の定年退職の時期に預り資産の新規獲得を行うほか、11 年 1 月から始まった固定金利 5 年満期個人向け国債の償還や、08 年に同行が販売した岡山市の政令指定都市記念定期預金の満期にあわせて、既存顧客へのアプローチも実施している。

図表1 中国銀行の主要計数

(単位: 億円)

項目	単位	07年度	08年度	09年度	10年度
経常利益(連結)	億円	341	140	183	81
個人預金残高		36,457	37,485	38,100	38,836
個人ローン残高		7,337	7,803	8,065	8,253
預り資産販売額		-	1,840	2,110	2,262
預り資産関連利益		69	45	45	47
従業員数	人	3,016	3,100	3,114	3,149

(資料) 中国銀行決算説明会資料、日経NEEDS

関連会社を活用しシナジー効果を見込む

同行の大きな特徴の 1 つが証券会社をグルー

プ内に保有することである。同行では 09 年に地場の証券会社である津山証券株式会社を関連会社化し、その後 10 年に中銀証券株式会社に改称している。

一般的に証券会社を保有する地域銀行では、銀行本体が投資信託や公共債、証券会社が仕組債等の複雑な金融商品の販売というように、業務を分担することが多い。しかし、同行では行員が全金融商品を担当し、顧客ニーズに全面的に対応することが可能となっている。

一方、中銀証券株式会社は、外資系証券会社からも、各種金融商品の提供を受けている。このため、同行では中銀証券株式会社を活用して、同行のニーズに応じた金融商品の提供を外資系証券会社から受けられるようにし、より幅広い商品ラインナップをグループで取り揃える仕組みを整えている。

この他、同行は中銀アセットマネジメント株式会社をグループに持つ。現在、同社では 11 年度中に、地域銀行系では全国初の投資信託業務を開始し、同行に提供する投資信託を組成することを目指しているが、例えば日経平均に連動するものなど、伝統的資産を中心に、顧客が長期間保有できるような商品の組成を計画している。このような投資信託は、すでに同行でも取り扱っているが、グループ内で組成することによる信託報酬に加えて、現在は投信委託会社と分け合っている販売手数料を、グループ内に取り込み収益を拡大させることを目指している。

充実した預り資産の販売体制

預り資産販売において重要となるのが、販売を担う行員だが、同行では次のような体制が取られている。

第一に営業店ごとに配置された預り資産

担当渉外である。現在 420 名程度おり、そのほとんどが女性である。この預り資産担当渉外が、全金融商品の販売を担っている。

これらの金融商品の中には、リスクが投資信託や公共債に比べて相応に高い、事業債や仕組債等もあり、適切な商品説明や販売が欠かせない。そこで同行では、月 1 度のペースで研修を行うことで、預り資産担当渉外の質の確保と能力の向上に努めている。

第二に窓口行員である。現在では、同行の預り資産販売は、担当渉外による訪問が中心であるが、窓口でも来店を契機に預り資産販売を推進している。窓口職員は、来店客への預り資産販売推進のほか、電話での推進活動も担っている。

第三に本部の預り資産販売人員であるブロック FA である。従来ブロック FA は本部に拠点を置き、推進活動を担っていたが、現在では 15 エリア中 6 エリアで、担当エリアに常駐化するように体制を変更した。今後はさらに常駐化するエリアを拡大していく計画である。

また 11 年 10 月からは、これらの預り資産販売を担う行員が、各ブロック FA への相談とは別に具体的案件を随時相談できるよう、営業相談窓口を本部に設置、営業店のバックアップを行っている。

まとめ

預り資産販売が、地域銀行の業務に占める割合が高くなっていくと言われるなか、グループ内の証券会社や投資信託会社を活用しつつ、預り資産販売を着実にやっている同行の取組みは特筆すべきである。同行では、さらなる預り資産販売の拡大に向けて様々な施策が行われており、今後も動向が注目される。

分析レポート

国内経済金融

郵便局(株)の移動店舗車活用

渡部 喜智

サービス・ネットワーク維持の法的使命

本稿では、顧客サービスのネットワーク維持の使命のもと、郵便局(株)(以下、同社)が行っている移動店舗車の運用について述べることにしたい。

郵便局は、郵便局株式会社法第5条^(注1)などの法令に基づき、全国の郵便局ネットワークの水準を維持することを旨としている。これに従い、全国の各市町村に一局以上の郵便局があり、合計で2万4,327局、うち直営郵便局2万225局(分室36を含む、以下同じ)、簡易郵便局4,102局が営業中である(東日本大震災による一時閉鎖190局(直営郵便局129局、簡易郵便局61局を除く)10年度末、以下同じ)。

ただし、受託契約が継続されなかったなどの事情により、簡易郵便局を中心に一時閉鎖中の郵便局が202局ある。また、同社施行規則に定められた過疎地における営業中の郵便局は、7,419局(直営郵便局5,459局、簡易郵便局1,960局)であり、過疎地で一時的閉鎖中の郵便局87局はすべて簡易郵便局である。よって、閉鎖中の郵便局の4割強が過疎地に存在することになる。

(注1)郵便局株式会社法第5条-「郵便局の設置」-会社は、総務省令で定めるところにより、あまねく全国において利用されることを旨として郵便局を設置しなければならない。

大震災被災地に移動金融店舗車を派遣

同社は現在、全国で移動店舗車を4車保有し運用している。同社では、郵便局を代替するものという考え方から、移動店舗車を「車両型郵便局」と称する。これは、前

述の郵便局ネットワーク維持の使命を果たそうという考えの表れと言えるだろう。

最初に導入したのは郵政省時代に、災害・緊急時対策を主な目的としたものであった。その後、郵政民営化後に、前述のように簡易郵便局が多く閉鎖される状況があり、その再開までの顧客サービス維持対応策の一環として、移動店舗車の運用を08年2月から開始した。また、災害・緊急時対策用の移動店舗車も、同時期に更新した。

東日本大震災前は、2車を前述の簡易郵便局閉鎖後の代替局として、愛知県豊田市と徳島県鳴門市・吉野川市にそれぞれ配置。愛称は「ポスクール」という。1箇所週1回運行し、同所での停車時間は2時間としている。また、災害・緊急時対策用の2車は愛称「ミニポス」といい、東京(東日本)に1車、大阪(西日本)に1車を待機させる態勢を取っていた。しかし、東日本大震災後、11年3月から前述の4車をすべて被災地に派遣。7月からは岩手県山田町、大槌町と宮城県南三陸町、女川町に配置し、被災地利用者へのサービス維持に寄与した。11月中旬からは、仮設店舗での営業再開が出来たことから、ポスクール2車については、再出動に備えメンテナンスを実施している



写真1 愛称「ポスクール」の移動郵便局

ところであり、残りのミニバス 2 車は、1 車を女川町に継続配置するとともに、福島県いわき市に 1 車を配置し直した。

移動店舗車の仕様と実施サービス

ポスクル、ミニバスともに 2 トン車両で、普通自動車免許で運転できることを要件の一つとした。また、現地の道路事情（狭隘な道路しか通れないリスク）や停車できるスペースが必ずしも十分に取れない可能性も想定し、車両の大きさを決めた。

災害・緊急時対策用のミニバスの通信回線は移動体通信を使い、電気も軽トラックに乗せた発電機から供給する。一方、簡易郵便局閉鎖後対応用のポスクルは通常、停車場所に設置してある電力線・固定通信回線を利用する。ただし、東日本大震災の被災地に同車も派遣するため、移動体通信と発電機を使えるように改造を実施した。

ミニバスは被災地に一定期間常置され、利用者も多くなる可能性などを想定し、なるべく車内スペースが広い方が良く、防犯・安全上への配慮などから、トラックタイプとした。一方、ポスクルはバスタイプである（写真 1）。いずれも同社のコーポレートカラーである明るいオレンジ色で、遠目からでも分かる。

金融業務の取扱いは、ATM による通常貯金の預入・払出し（1 回 100 万円以下）と送金。社員は対面での通常貯金や送金の事務の扱いはせず、ATM に誘導する。また、公共料金収納、定期・定額貯金の預入・解約の業務もしない。郵便の窓口業務は、切手紙の販売などを実施している。

過疎・高齢化と BCP の対応の一つの手段

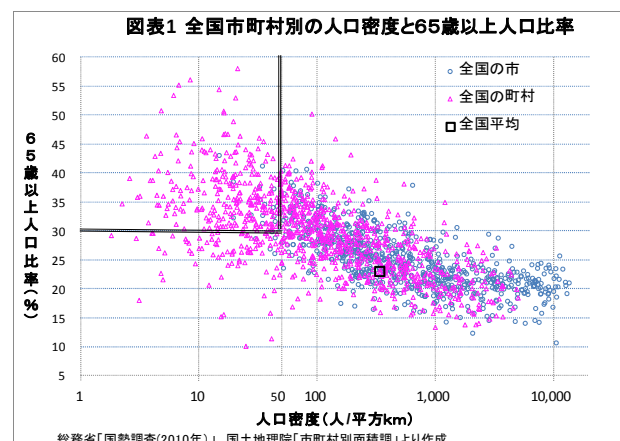
金融機関は自らの店舗・ATM 網に加え、提携 ATM やインターネットバンキング・モバイルバンキングを拡充し、そのサービ

ス・ネットワークは多様かつ選択的なアクセス・ニーズに対応することを目指している。しかし、過疎地域を中心に公共輸送手段が削減されるとともに、高齢化の進行により、能動的に金融サービスを受けにくい顧客層が出てきているのも実情である。

例えば、65 歳以上人口の比率が 30% を超え、1 km² 当たり人口密度が 50 人以下の市町村は 269 市町村、人口 190 万人（全国人口の 1.5%）を数える（図表 1）。

また、災害大国のわが国では激甚災害指定が 20 件を超す年もある。東日本大震災は近代以降未曾有のものであったが、大地震と言われるものは数年に一度の割合で起きている。また、台風や集中豪雨は毎年のように日本各地に大きな風水害をもたらしている。

以上のような状況下、過疎・中山間地域などで金融サービス提供の補完手段として、移動店舗車の活用が想定されるだろう。また、大規模災害時等に店舗使用が不能となった場合、BCP（業務継続計画）の店舗代替・バックアップ機能の一つの手段として、移動店舗車は有効である。移動店舗車の導入は、地域の状況やニーズ、BCP 対応のあり方など総合的な見地から判断されるべきものであるが、郵便局（株）の移動店舗車の運用は、顧客サービス・ネットワークを維持していくという使命遂行の手段の一つとして参考にするべきところがあると思われる。



連 載

経済指標の窓 <第 10 回>

財政関連指標② 国民負担率

岡山 正雄

国民負担率とは

国民負担率は、次の式で定義される。

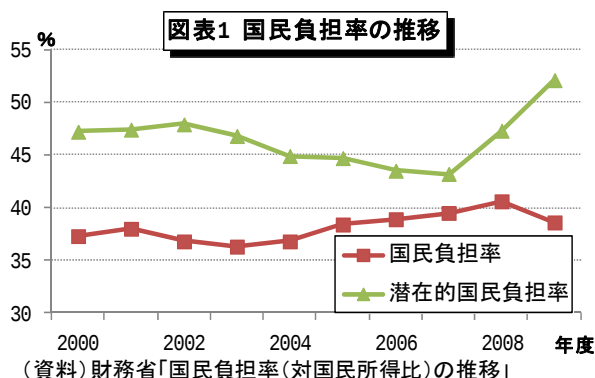
$$(\text{租税負担} + \text{社会保障負担}) \div (\text{国民所得})$$

これは個人や法人が生み出した付加価値を、どれだけ公的部門が徴収しているかを表しているほか、経済規模に対する公的部門の大きさを示している。

また国民負担率のほかに、潜在的国民負担率という概念もある。国民負担率は公的支出を租税と社会保障の負担で全て賄うという均衡財政を前提としており、財政赤字が考慮していない。しかし、財政赤字は将来世代が増税などで負担することから、「潜在的な」負担と言える。そこで潜在的国民負担率は、国民負担率の分子に財政赤字を加えたものとして定義される。

日本の推移と国際比較

図表 1 には日本の国民負担率と潜在的国民負担率の推移を示した。これを見ると国民負担率は 40%前後、潜在的国民負担率も 08 年度までは 50%弱で安定的に推移していたことが分かる。また図表 2 には他の先進国との比較を示したが、低負担低福祉の米国よりは高いものの、高



負担高福祉の欧州各国よりは低い水準になっており、中負担中福祉型の国家と言えそうだ。

図表2 国民負担率の国際比較

国	国民負担率 (%)	潜在的国民負担率 (%)
日本	38.6	52.1
米国	32.5	45.6
英国	46.8	58.8
ドイツ	52.0	55.7
フランス	61.1	69.1
スウェーデン	59.0	60.0

(資料) 財務省・OECDホームページ、日経NEEDS
(注) 日本は08年度、その他は08年。

必ずしも国民の負担感と一致しない

ただし国民負担率は次のような問題点がある。

第一に、国民負担率の分母である国民所得には直接税は含まれる一方で間接税が控除されているため、直間比率の違いが国民負担率に影響を及ぼす点である。このため国際比較では国民所得ではなく、間接税を控除する前の GDP を用いる場合もある。

第二に分子の公的負担を租税と社会保障の負担に限定している点である。国によっては公共サービスの一部を民間が提供しており、この費用負担は国民負担率の分子には含まれない。このため国際比較にあたっては調整が必要である。

第三に公的支出のプラスの側面を考慮していない点である。租税や社会保障の負担は公共サービスの財源となり、国民に還元される。このため国民負担率が高いことが、すぐに負担が重いことを意味しない。

このように、国民負担率は指標作成が容易である一方、解釈については注意が必要である。

連 載

経済金融用語の基礎知識 <第 10 回>

注目されるカウンターパーティ・リスク

安藤 範親

カウンターパーティ・リスクとは

金融取引の取引相手先(カウンターパーティ)の債務不履行(デフォルト)などにより、あらかじめ定められた契約が履行されないリスク(契約上定められた支払いなどが行われず損失を被るようなリスク)を、「カウンターパーティ・リスク」という。

ところで、このような「カウンターパーティ・リスク」は、売り手と買い手が直接ではなく、取引所を媒介として取引を行う取引所取引では生じない。しかし、買い手と売り手が直接、相対取引を行う店頭取引では、「カウンターパーティ・リスク」への対応が重要となる。

清算機関の設立

2007 年から 2009 年にかけての金融危機では、店頭デリバティブ取引を大量に行っていた米投資銀行大手リーマン・ブラザーズの破綻や米保険大手 AIG などの経営危機問題が浮上し、「カウンターパーティ・リスク」が顕在化する事態となった。

金融危機の再発防止のために金融監督規制の見直し・強化などが話し合われた G20 などの国際会合において、「カウンターパーティ・リスク」への対応策として、CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)などのデリバティブ取引を、できるだけ取引所のような準公的な金融インフラで集中的に行う方向性が打ち出された。

また、バーゼル銀行監督委員会で議論された、新しい自己資本比率規制(バーゼルⅢ)には、この「カウンターパーティ・リスク」を従来以上に厳格に把握するような内容が盛り込まれる。

その結果、リスクの把握が難しく取引量が多くなりがちな CDS などのデリバティブ取引については、店頭取引ではなく、取引所取引を行うようにして、売り手と買い手の間に入ってリスクを集中的に管理する中央清算機関の整備と利用の促進が進められた。

これにより、取引相手先が中央清算機関に一元化されるため、「カウンターパーティ・リスク」が回避されるとともに、契約不履行が他の参加者に連鎖するリスクが削減されることになった。

なお、日本では、11 年 7 月より CDS の取引所取引が開始されている。

カウンターパーティ・リスクの評価

また、「カウンターパーティ・リスク」の適切な評価が求められ始めている。

例えば、店頭デリバティブ取引の「カウンターパーティ・リスク」を管理する手法としては、CVA(信用評価調整:Credit Valuation Adjustment)と呼ばれる評価手法に関心が高まっている。

CVA とは、店頭デリバティブの時価を評価する上で、上記のような「カウンターパーティ・リスク」をデリバティブ取引の評価額に反映させるための概念である。

なお、この CVA は、リスクフリーのポートフォリオ価値と、取引先の倒産確率を勘案した真のポートフォリオ価値の差分を意味し、デリバティブ取引の価格を調整するために使われる。

今後も「カウンターパーティ・リスク」の管理や評価の方法については、より一層の高度化がなされていくだろう。

2011（平成23）年の主な出来事

調査第二部

【マクロ経済概観】

■日本経済：震災で減速後、復興需要と世界経済不振で一進一退

年初は、前年末からの世界経済の回復の強まりに伴い、景気持ち直しの機運が強まったが、中東・北アフリカ諸国の民主化デモによる政情不安で、原油供給懸念が広がり、国際商品市況が高騰、インフレ懸念が強まった。こうした中、3月11日に発生した東日本大震災と原発事故に伴う電力不足問題により、再び景気悪化に陥った。

その後は、時間経過とともにサプライチェーンの回復や、家計・企業のマインドの持ち直しにより、2011年7～9月期の実質GDP成長率は前期比1.4%と、4四半期ぶりにプラスに転じた。しかし、年末には震災復旧の一巡、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いる。

■海外経済：欧米財政問題による先行き不透明感が深刻化

米国では住宅・雇用関連指標の低調さに加え、7～8月にかけて、債務引き上げ問題を巡る政治の混乱や米国債の格下げなどもあり、米国経済の先行き懸念が強まった。一方で、生産や消費は底堅く推移し緩やかな回復が続いている。欧州は、ギリシャに始まった財政問題が、アイルランドやポルトガル、イタリア、スペイン等へ波及。この間、欧州では、好調な輸出に支えられたドイツ経済と緊縮財政の下、低迷から脱しえない財政悪化国経済の二極分化が顕在化した。中国は依然として高い経済成長率を維持しているが、金融引き締め強化や海外経済の減速などによって3四半期連続で実質GDP成長率が減速した。年後半にはインフレ圧力の後退や不動産価格の下落傾向が強まり、金融緩和へと舵を切りつつある。

【金融政策概観】

■国内金融政策：震災や円高進行への対応に迫られ、金融緩和を継続

日本銀行は、3月11日の東日本大震災の発生を受けて、資産買入基金を5兆円増額するとともに、特別オペの創設や被災地金融機関の担保要件の緩和、新たな貸付枠の設定などによって被災地への潤沢な資金供給に努めた。

また、日本銀行は、10年10月の金融政策決定会合から政策金利の誘導目標0～0.1%、時間軸の設定、5兆円規模の金融資産（国債、CP、ETF、J-REIT等）買入基金の設置、という「包括緩和策」を維持しているが、夏以降には再び世界経済の不透明感が高まったことを受けて金融緩和を拡大。資産買入資金を3月に加え、8月に5兆円、10月に5兆円増額し、合計20兆円とするとともに、09年12月に導入後順次拡充してきた固定金利方式共通担保オペについても、8月に合計35兆円まで引上げた。

■米国金融政策：量的緩和策は終了するも、政策対応は続く

連邦準備制度理事会（FRB）は、失業率の高止まり等が続く中、08年12月から政策

金利を史上最低の 0～0.25% に据え置いている。10 年 11 月に導入した 6,000 億ドル規模の量的緩和策 (QE2) は当初の予定通り 6 月末で終了したものの、それ以降に再び米国経済の先行き懸念が広がったため、8 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) では、資産購入プログラム全体の規模と構成を定期的に調整することを確認するとともに、現行の政策金利を少なくとも 13 年半ばまで維持する可能性が高いとの声明を発表した。

また、9 月の FOMC では 12 年 6 月末までに残存 6～30 年の長期国債を 4,000 億ドル買入れる一方で同 3 年以下の国債を同額売却するというオペレーション・ツイストの導入も決まった。

【金融市場概観】

■債券市場:「質への逃避」により低下が続く

長期金利 (新発 10 年国債利回り) は、昨年末から 1.2% 台を中心として推移していたが、世界経済の減速懸念が高まる中で「質への逃避」が進み、8 月以降 1.0% 前後での推移が続いた。11 月下旬に日本財政への懸念から一時上昇する場面もあったが、欧州財政危機の高まりから 12 月下旬にかけては再び 1% を割りこんでいる。

■株式市場:震災や欧州不安の拡大で低迷

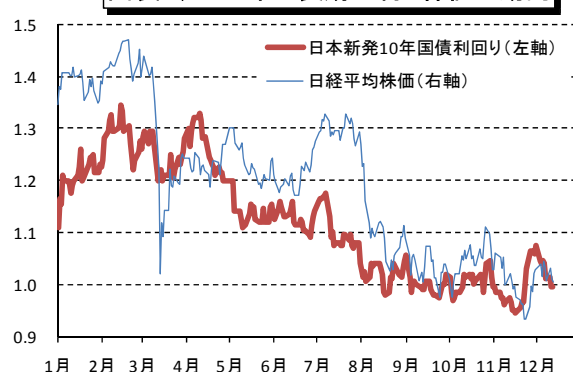
年頭は景気回復期待から 2 月中旬に 10,800 円台まで上昇したが、東日本大震災により大幅下落した。その後、震災復旧に伴う回復期待が高まるも原発事故への不安や世界経済の先行き不透明感の高まりから株価の回復は 1 万円台前半を上限に足踏み状態が続いた。年後半は欧州不安拡大やタイ洪水の影響で 8,000 円台前半と弱含んでいる。

■外国為替市場:リスク回避的な円高が進行、ユーロは債務危機で弱含み

ドル円相場は、世界経済の減速懸念が根強い中でリスク回避的に円が買われ、円高圧力の強い展開が続いた。政府・日銀は東日本大震災の発生後の 3 月 18 日に各国と協調為替介入 (1 兆円規模) を実施したほか、8 月 4 日と 10 月 31 日にもそれぞれ 4.5 兆円規模、8 兆円規模の単独為替介入を行ったが、いずれの効果も限定的であり 1 ドル = 70 円台後半と戦後最高値水準での推移が続いている。

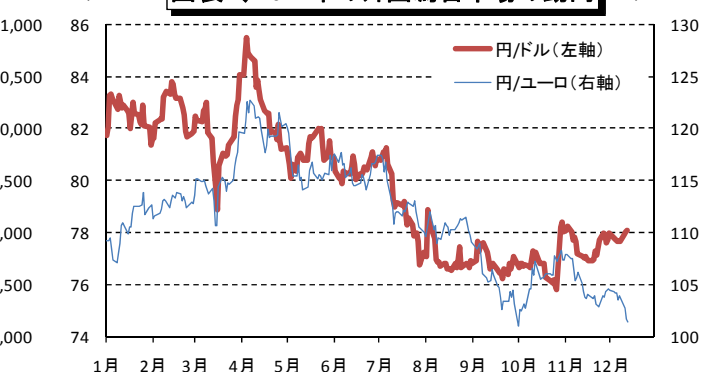
ユーロ円相場は、欧州危機が後退した 4 月頃に 1 ユーロ = 120 円台前半まで円安となる場面もあったが、欧州各国の財政危機が高まる中で再びユーロ安が進行。11 月末には日米欧 6 中央銀行がドル資金供給策の強化への協調で合意したものの、年末にかけてもユーロ安が進行し、1 ユーロ = 101 円台となった。(11.12.21 現在)

図表 1、2011 年の長期金利と株価の動向



(資料) Bloomberg により作成

図表 2、2011 年の外国為替市場の動向



(資料) Bloomberg により作成

2011 年の主な出来事(上半期)

月	国内政治・社会	国内金融・経済
1 月	1 日 豪雪で山陰地方 5,300 世帯が停電に 14 日 第 2 次菅改造内閣が発足、官房長官に枝野幸男氏が就任 26 日 霧島山・新燃岳が噴火 28 日 11 年度の子ども手当法案を閣議決定	5 日 グループン、「バードカフェ謹製おせち」問題で謝罪 13 日 日米貿易フォーラム開催、TPP 焦点に 21 日 宮崎の養鶏場で鳥インフルエンザを確認、約 1 万羽を殺処分 27 日 米 S&P 社が日本の長期国債格付けを「AA」から「AA-」に引下げ
2 月	2 日 名古屋県知事選で大村秀章氏が当選、市長選で河村たかし氏が再選 21 日 上野動物園に中国からパンダ 2 頭が到着 28 日 日本年金機構、「ねんきんネット」の運用開始、初日から不具合発生	2 日 林原グループ 3 社が会社更生法申請、負債総額は約 1,322 億円 5 日 サッポロ HD、ポッカを 300 億円で買収 26 日 任天堂、携帯ゲーム機「ニンテンドー 3DS」を発売
3 月	11 日 東日本大震災（東北地方太平洋沖地震、M9.0）が発生 12 日 東京電力福島第一原発 1 号機建屋で水素爆発、20 km 圏内に退避指示 18 日 協調為替介入（1 兆円規模）を実施 29 日 11 年度予算（約 92.4 兆円）が成立 31 日 家電エコポイント制度が終了	12 日 九州新幹線の博多 - 新八代間が開通 14 日 東京電力管内で「計画停電」が始まる 15 日 日銀が追加金融緩和を発表、資金等買入れの即日オペを実施 17 日 みずほ銀行で翌週にかけて大規模なシステム障害が発生
4 月	10 日 第 17 回統一地方選前半戦の東京都知事選で石原慎太郎氏が 4 選 12 日 東京電力福島第一原発事故の国際評価、最高値のレベル 7 に引上げ 27 日 東日本大震災税臨時特例法、改正地方税法が成立 28 日 株式会社国際協力銀行法が成立	18 日 七十七銀行、震災対応のために国の資本参加の検討を開始すると発表 20 日 ソフトバンク孫正義社長、「自然エネルギー財団」の設立を発表 26 日 東京電力、福島第一原発事故に伴う補償金の仮払いを開始 27 日 焼き肉酒屋えびすで集団食中毒が発生
5 月	2 日 第 1 次補正予算（約 4 兆円）が成立、追加国債発行は回避 17 日 関西国際・伊丹両空港統合法が成立	9 日 政府要請を受け、中部電力が浜岡原発の運転停止を決定 23 日 みずほ FG、13 年をメドにみずほ銀行とみずほコーポレート銀行を合併すると発表
6 月	1 日 環境省で「スーパークールビズ」始まる 20 日 復興基本法が成立 21 日 14 年までの普天間基地の移設を断念する日米共同声明 22 日 改正金融機能強化法が成立 27 日 原発事故収束・再発防止担当相を新設、細野豪志氏が就任	19 日 高速道路の「休日上限 1,000 円」が終了、翌日より被災者を対象とした東北地方の高速道路無料化を実施 23 日 楽天、経団連より退会 24 日 小笠原諸島がユネスコ世界自然遺産に 26 日 平泉がユネスコ世界文化遺産に

2011 年の主な出来事(上半期)

月	米 国	海 外 (その他)
1 月	19 日 オバマ大統領と胡錦濤・中国国家主席が 会談、450 億ドル規模の商談が成立 25 日 オバマ大統領、一般教書演説で支出の一 部凍結や法人税の減税方針を示す 31 日 フロリダ州の連邦地裁が医療保険改革 法の違憲判断を下す	1 日 エストニアがユーロを導入 16 日 チュニジアでジャスミン革命勃発 20 日 中国、10 年の GDP 成長率公表、日本を 抜き世界第 2 位に
2 月	16 日 ボーダーズ書店が連邦破産法 11 条の適 用申請、負債総額約 13 億ドル 24 日 スペースシャトル「ディスカバリー」打 ち上げ、今回が最終飛行	4 日 タイ・カンボジア間で交戦開始 12 日 エジプトで反政府デモ、ムバラク政権 が崩壊 19 日 G20、世界経済の不均衡是正を促すた めの 4 指標採用で合意 22 日 NZ クライストチャーチ北東で M6.3 の地 震発生
3 月	10 日 米務省、「沖縄はゆすりの名人」と発 言したと報じられたメア日本部長を更 迭	5 日 中国全人代が開会、温家宝首相が「第 12 次 5 ヶ年計画」の草案提出 15 日 バーレーン、デモ激化で非常事態宣言 19 日 多国籍軍、リビアへの軍事介入を開始 26 日 ドイツ各地で反原発デモ
4 月	17 日 クリントン国務長官が来日し、東日本大 震災復旧・復興への全面支援を表明 29 日 アラバマ州で巨大竜巻が発生、死者 300 人以上	7 日 欧州中銀 (ECB) 金融危機以降初の政 策金利引き上げ (1.00→1.25%) 16 日 G20、東日本大震災の復興支援と世界経 済の不均衡是正を目指すを表明 29 日 英ウィリアム王子結婚式
5 月	1 日 国際テロ組織アル・カイダの最高指導者 ビンラディン氏を殺害 16 日 連邦政府債務残高が法定上限の 14.3 兆 ドルを突破 19 日 オバマ大統領、民主化要求運動への支援 を柱とする新中東政策を発表	4 日 ポルトガル、EU・IMF と 780 億ユーロの 金融支援で合意 15 日 ストロスカーン IMF 専務理事、NY 市警 に逮捕される 21 日 アイスランドのグリムスボトン火山が 噴火、欧州各地で空港閉鎖
6 月	20 日 フェイスブック、ヤフーを抜きネット広 告シェア第 1 位に 30 日 10 年 11 月に導入された量的金融緩和策 第 2 弾 (QE2) が終了	17 日 ギリシャでパバンドレウ改造内閣発足 20 日 G7、ギリシャ債務問題で電話会議 24 日 EU、13 年 7 月のクロアチア加盟を承認 28 日 IMF 専務理事にラガルド氏を選出 29 日 ギリシャ議会が財政再建計画を可決 30 日 EU・韓国 FTA が暫定発効

2011 年の主な出来事(下半期)

月	国内政治・社会	国内金融・経済
7 月	5 日 松本龍防災・東日本大震災復興担当相、不適切発言で引責辞任 24 日 地上アナログテレビ放送が被災 3 県を除いて終了 25 日 第 2 次補正予算（約 2 兆円）が成立 29 日 原子力損害賠償仮払法が成立	1 日 東京・東北電力管内大口電力先に電力使用制限令（前年比 ▲15%）を発動 18 日 FIFA 女子ワールドカップドイツ大会で日本代表が初優勝
8 月	1 日 日印 EPA が発効 4 日 単独為替介入（4.5 兆円規模）を実施 23 日 義援金差し押さえ禁止法が成立 24 日 政府、円高対応緊急パッケージを発表 26 日 再生エネ特別措置法、特例公債法、放射線物質特措法が成立 29 日 民主党代表選で野田佳彦氏が新代表に	8 日 関西商品取引所と東京穀物商品取引所でコメの先物取引が開始 10 日 安愚楽牧場が民事再生法申請、負債総額約 4,330 億円 23 日 東京証券取引所に ETN が初上場 23 日 ミューデーズが日本国債の格付けを「Aa2」から「Aa3」に 1 段階引下げ
9 月	2 日 野田新内閣が発足 2 日 台風 12 号が本土上陸、和歌山県・奈良県などで甚大な被害 21 日 日米首脳会談が開催され、普天間基地問題や北朝鮮問題について意見交換 26 日 原子力損害賠償支援機構の稼働を開始	9 日 電力使用制限令、予定を 2 週間前倒し全域で解除 21 日 大王製紙、元会長の不正貸付金問題で特別調査委員会を設置
10 月	3 日 野田首相、朝霞市の国家公務員宿舎建設の 5 年間凍結を指示 31 日 単独為替介入（8 兆円前後）を実施	3 日 山口 FG の北九州銀行、24 店舗で営業を開始 4 日 国内 35 金融機関、「21 世紀金融行動原則」を採択 10 日 タイの洪水拡大、日系企業への甚大な被害が明らかに
11 月	11 日 野田首相、TPP 交渉への参加に向けた協議入りを表明 11 日 岩手県産業復興機構が設立 21 日 第 3 次補正予算（約 12 兆円）が成立 21 日 震災事業者再生支援機構法が成立 27 日 大阪市長・府知事選挙、維新の会勝利 30 日 復興財源確保法が成立	1 日 オリンパス、不正経理問題で第三者委員会を設置 21 日 東証、現物・派生商品市場の取引時間の改定を実施 22 日 東証と大証、13 年 1 月頃に日本取引所グループを設立し、合併すると発表
12 月 (21 日まで)	5 日 財務省、個人向け復興国債の販売開始 9 日 第 179 臨時国会閉会、政府提出法案成立率が 34%と過去 20 年間で最低に 10 日 12 年度税制改正大綱決定、エコカー減税 3 年延長、環境税創設など 16 日 野田首相、東電福島第一原発の冷温停止を宣言	2 日 城南信用金庫、東京電力との契約解除を発表 14 日 公取委、一部事業譲渡を条件に新日鉄と住金の合併を承認 21 日 R&I が日本国債格付けを「AAA」から「AA+」に 1 段階引下げ

2011 年の主な出来事(下半期)

月	米 国	海 外 (その他)
7 月	15 日 アフガニスタン駐留米軍の撤退開始 16 日 オバマ大統領、ダライ・ラマ 14 世と会談、チベットの独立認めず	9 日 スーダン南部が南スーダン共和国として分離独立 22 日 ノルウェーで爆発・銃乱射テロが発生 23 日 中国浙江省で高速鉄道脱線事故が発生 23 日 欧州銀行監督委員会、91 行へのストレステストの結果を公表、7 行が不合格
8 月	2 日 米債務上限引上げ法が成立 5 日 S&P が米国債格付けを「AAA」から「AA+」に 1 段階引下げ 9 日 FOMC、少なくとも 13 年半ばまでゼロ金利政策を維持する方針を表明 15 日 グーグル、モトローラ・モビリティを 125 億ドルで買収すると発表	6 日 ロンドンで若者を中心とする暴動発生 8 日 欧州中央銀行 (ECB) イタリアとスペインの国債購入を開始 8 日 G7 緊急電話協議を開催、金融市場の安定に協調行動を取るとの声明 19 日 スペイン、約 50 億ユーロの追加赤字削減策を発表
9 月	2 日 米当局、MBS で世界 17 銀行を提訴 8 日 オバマ大統領、4,470 億ドルの雇用対策を提示 11 日 01 年の同時多発テロから 10 年 17 日 NY で反格差デモが発生、世界中に波及 21 日 FOMC 後の声明でオペレーション・ツイストの実施を表明	6 日 スイス国立銀行、1 ユーロ = 1.20 スイスフランの下限を設定 23 日 日欧国際研究チーム、光速を超えるニュートリノの研究成果を発表
10 月	5 日 アップル前 CEO のスティーブ・ジョブス氏、死去 11 日 対中国為替制裁法が成立 12 日 韓国、パナマ、コロンビアと FTA を締結 31 日 MF グローバル HD が連邦破産法第 11 条の適用申請、負債総額約 397 億ドル	10 日 ベルギー政府等、ベルギー・仏銀デクシアの救済を決定 15 日 G20、欧州に財政対策を急ぐよう要請 20 日 リビアのカダフィ大佐、殺害される 23 日 トルコ東部で M7.2 の地震が発生 26 日 EU 首脳会議、債務危機に対応するための包括策に合意
11 月	21 日 超党派委員会、財政赤字削減策で合意できない見通しとの声明を発表 22 日 韓国国会、米韓 FTA を強行可決 29 日 アメリカン航空が連邦破産法第 11 条の適用申請、負債総額約 295 億ドル 30 日 日米欧 6 中銀、ドル資金供給拡大での協調声明	4 日 イタリア、IMF による監視を受入れ 7 日 ECB、政策金利引下げ (1.25→1.00%) 11 日 ギリシャでパパデモス新政権が発足 16 日 イタリアでモンティ新政権が発足 20 日 スペイン総選挙で最大野党の国民党が第一党に、ラホイ新内閣発足へ
12 月 (21 日まで)	1 日 クリントン国務長官、ミャンマー訪問でアウン・サン・スー・チー氏と初会談 16 日 米上院民主党・共和党代表者、給与税減税と失業保険給付の 2 ヶ月延長で合意 18 日 米軍がイラク撤退完了、約 8 年 9 ヶ月の戦争に幕	5 日 S&P、ユーロ圏 15 ヶ国の長期信用格付けを引下げ方向で見直すと発表 8・9 日 EU 首脳会議、財政規律強化等で合意 11 日 気候変動枠組条約 COP17、京都議定書延長と新枠組交渉開始が決定し閉幕 12 日 カナダ、京都議定書からの離脱表明 17 日 北朝鮮の金正日総書記、死去

海外の話題

シンガポールの劇場で思う「未消化な発展」

農林中央金庫 シンガポール支店長 松本 恭幸

南国の夜にライトアップされるマリーナベイ・サンズ。宝石のような光を無数に放つフィナンシャルセンター。ベースとドラムのビートにのって若者の歓喜を咆哮する飲食街。SMAP が登場するソフトバンクの宣伝のおかげで、シンガポールは再び日本人の観光意欲をそそる国となった。中国や周辺アジア諸国からもカジノやユニバーサルスタジオを目当てに観光客の増加が著しい。そして、シンガポールのエンブレムもラッフルズホテルやマーライオンからマリーナベイを囲むモダンな都市空間へと替わった。オリエンタリズムやコロニアリズムで語られてきたシンガポールはアジアのメトロポリタニズムを象徴する国へと変容したかのようだ。

このメトロポリスを代表する劇場もヴィクトリア様式の影響を受けて建設されたヴィクトリアホールから、その前衛的な外見で「(果物の) ドリアン」と称される総合劇場エスプラネード (Esplanade) へと移った。ここでは、交響楽、オペラ、バレエ等の西欧クラシックからインドのシタール、インドネシアのガムラン等の東洋器楽まで幅広いジャンルの公演が行われ、政府が進める文化拠点都市 (Cultural Hub City) 政策を遂行する場が提供されている。また、エスプラネードはシンガポールが単なる経済都市から本格的なメトロポリスへの脱皮に必要な機能のひとつとも言えるだろう。

このエスプラネードで、10 年ぶりに SSO (Singapore Symphony Orchestra) の演奏を聴く機会を得た。演目はラフマニノフのピアノ協奏曲第二番とチャイコフスキーの交響曲第四番。指揮者は円熟の頂点に達しつつあるウラジミール・アシュケナージ、ピアニストは新進気鋭のイタリア人ピアニスト。マエストロの指揮棒にピアニストとオーケストラ各パートのソロ奏者は、輝きと繊細さをもってロシア音楽のロマンチズムを謳いあげた。ところが、合奏パートに入ると音楽は数秒前までの芳醇さを失いモノカラーとなり、再びソロパートに入って瑞々しさを取り戻した。SSO は 10 年前と比べると間違いなく上手くはなったが、人材の層は未だ薄い。ソロ奏者に依然外国人が多く、人材の手薄な管打楽器の外国人依存は著しい。未だ自分自身の音楽を持つに至っていない途上過程のオーケストラの演奏であった。

さらに、エスプラネードでは SLO (Singapore Lyric Opera) によるリヒャルト・シュトラウスの歌劇「サロメ」の公演も鑑賞した。タイトルロールのサロメと主役級のヨカナーン、ヘロデ王、王妃ヘロディアスは全て外国からの客演歌手。彼らは「我の声を聞き、我の表情を見よ」とばかりに大胆な演技からベルカントな歌を聴衆に放った。一方、当地の歌手は、か細い声とごこちない演技で大人の前で虚勢を張る子供のようであった。オペラ全体はあまりの実力差からバランスとまとまりを欠くものとなってしまう、原作「サロメ」が持つサディスティックなエロティシズムを醸し出すことは出来ずに幕となった。

これら 2 つの公演から皮肉にも感じられるものは「未消化な発展」であり、シンガポールや他の新興諸国が抱える悩みと課題そのものである。シンガポールは 1965 年の独立以来、急速な経済発展を遂げ、一人当たり名目 GDP (2010 年) は 4 万 3 千ドル超で日本を凌駕、ビジネス環境としてもアジア最上位の評価に至った。マレーシアとインドネシアからの政治的、軍事的緊張に日々晒されているこの小国は、海上交通の要衝地という地理的優位性を最大限に生かし、先進諸国の資本と英知を積極的に取り入れて発展を推し進めてきた。シンガポールには先進諸国で生まれた全ての逸品があると言っても過言ではない。しかし、それらの舶来品は落ち着きのない未消化なものとしてこの国にビルトインされ、発展と共に変化する社会文化に居心地の悪さを与えている感じがしてならない。

この未消化は原産国のものを完全に複製することだけで解決されない。シンガポールを含む東南アジアの海峡植民地では、福建、潮州、広東等出身の海峡華人が現地マレー文化を取り入れて独自のプラナカン文化を育んだという歴史がある。現代のシンガポリアンにも先進諸国から輸入したものを独自の文化に消化する潜在力があると信じていたい。SSO が自分自身の音楽を持ち、マリーナベイの都市空間がシンガポール自身の風景になり、進行中のメトロポリタニズムが本物となるのは、この消化力の如何によるだろう。アジアの地に約 20 年間開き、常に居心地の悪い未消化を感じてきたものとして、勤務地シンガポールが真の発展へ歩み出すことを祈りつつ、新年の挨拶としたい。