

潮流

ハーディング現象（群衆行動）

前調査第二部長 矢島 格

巨大化した金融市場は、人々の生活に様々な影響を与えるだけでなく、時として強大な国家の崩壊さえも引き起こすような破壊的なパワーを持っている。

こうした金融市場のダイナミズムの原因については古くから様々な分析方法・理論によって多くの解釈が試みられてきたが、最近では行動経済学によるアプローチが注目されている。

近年急速に発展してきた行動経済学は、基本的には、経済主体としての人間は常に合理的な行動をとるとは限らず、時として非合理的な行動もとるという見方に基づいている。金融市場における代表的な非合理的な行動とは、人々が群れをなそうとする行動、すなわち横並びを好む行動であると考えられる。言わば、「赤信号みんなで渡れば怖くない」に喩えられる行動である。

一般的に、人間は、物事が適切か否かの判断を行うよりも多くの人々と同じ行動をとることに安心感が得られ、他人の行動に追従したり同調したりする意識が強くなる傾向がある。こうした群集行動はハーディング現象と呼ばれ、金融市場の動向を解釈する際に有用である。

2007年のサブプライム危機と08年のリーマンショックによって発生した米国発金融危機の原因として、リスクの大きいサブプライムローンを積極的に営業推進した金融機関や、リスク評価が適切とは言えない複雑な証券化商品の売買にのめり込んだ証券業者・投資家の行動が挙げられた。これらの経済主体の行動は、他の競合相手に遅れをとらないように同じ行動をとろうとしたハーディング現象によって説明可能であろう。

依然として、警戒が続いている欧州危機についても、同様の説明ができる。2000年代半ばの好況時、低金利が続く先進各国の投資家にとって欧州周縁国の国債は利回り面で魅力的な投資対象と考えられ、競って投資されていた。しかし、10年のギリシャ問題発生後は、一転して、欧州周縁国の国債は次々に売りに出されることになった。売りが売りを呼ぶような展開は、他の投資家が売るから自分も売るというハーディング現象の為せる結果だったとも言えよう。

このように、現在の欧州周縁国の国債利回りは、ハーディング現象と呼ばれる人間の非合理的な行動によってもたらされた水準とも考えられる。そうであるならば、現在の国債利回りを前提にして策定される経済政策は、現在の金融市場が人間の非合理性が生み出した状況でもあるという認識に基づいた内容にする必要があるだろう。そして、場合によっては、人間の非合理的な行動を極力抑制し安定化させるような規制や制度の設計も必要になるかもしれない。

金融市場の動きには、人間の非合理的な行動がしばしば反映される。こうした金融市場の動きを解釈するうえで、行動経済学によるアプローチは役に立つ。しかし、それだけで終わらせてはならない。実際の経済や社会の問題や課題を解決するため、経済政策を策定する際などに行動経済学の知見を有効に活用する意義は、今後もより一層高まっていくことだろう。

情勢判断

国内経済金融

持ち直し局面入りを模索し始めた日本経済

～円安進行が景況感回復に寄与～

南 武志

要旨

2011 年秋以降、世界経済の減速や急激な円高進行などを受けて、国内景気は足踏み状態を続けてきたが、最近の経済指標にはそうした状態からの脱却を目指す動きも散見される。また輸出環境の好転が見られないこともあり、当面は横ばい圏での動きが想定されるが、12 年度入り後は復興需要が景気の底上げに寄与し始めるほか、年半ばまでは輸出が回復に転じてくると思われ、国内景気の持ち直しは徐々に強まるだろう。

一方、2 月に日本銀行は追加的な量的緩和の決定とともに「中長期的な物価安定の目途」を公表し、当面は 1%の物価上昇を目指して金融政策を運営することを明らかにしたが、これを受けて市場では「円安・株高」の反応となった。この動きには日銀の追加緩和期待も寄与していると思われ、今後の日銀の対応に注目が集まる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2012年				2013年	
	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.078	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.332	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 (%)	1.010	0.95~1.40	1.00~1.40	1.00~1.40	1.10~1.50
	5年債 (%)	0.325	0.30~0.70	0.35~0.75	0.35~0.75	0.35~0.75
為替レート	対ドル (円/ドル)	82.7	80~90	80~90	80~90	85~95
	対ユーロ (円/ユーロ)	109.5	95~115	95~115	95~115	95~115
日経平均株価 (円)	10,018	10,500±1,000	11,000±1,000	11,250±1,000	11,500±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2012年3月26日時点。予想値は各月末時点。

国債利回りはいずれも新発債。

国内景気:現状・展望

2011 年秋以降、欧州危機の深刻化や新興国の成長鈍化などによる世界経済の減速傾向や急激な円高進行などの影響を受けて、日本経済は足踏み状態を続けてきたが、最近発表される経済指標からは徐々に踊り場脱却に向けた動きも散見されている。例えば、11 年 8 月を大震災後の戻りのピークにして、弱含みが続いていた鉱工業生産については、12 月以降はタイの洪水被害が解消したことも手伝っ

て、急ピッチでの持ち直しが進行している。企業サイドでは先行きも改善見込みであり、近い将来、今回の景気回復局面（09 年 4 月～）におけるピークを更新する見通しである（現在の直近ピークは大震災発生前の 11 年 2 月）。

ただし、日本銀行などがかねてから指摘しているように、鉱工業生産指数はリーマン・ショック後の世界同時不況に伴う生産の大幅減の一定部分を季節要因として認識している可能性があり、1~3 月

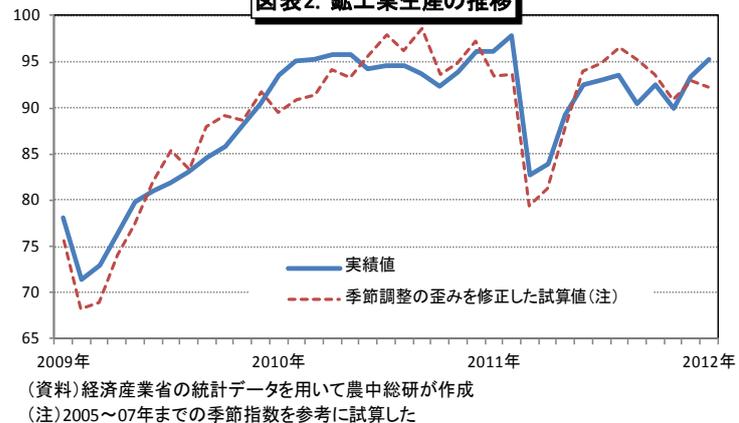
期の統計は高めにしやすい点に留意すべきであろう（図表2）。つまり、最近の堅調な経済指標はある程度割り引いて評価する必要がある。

一方、政府による復興需要が大きく出遅れる中、民間消費などでは復興に向けた需要が散見されつつある。かねがね仙台市を中心に東北地方での小売販売が堅調だったことが指摘されていたが、全国的にはあまり盛り上がってこなかった。しかし、復興需要に加え、エコカー購入補助金の再導入の効果も手伝って、乗用車販売台数は前回景気回復局面（02年2月～08年2月）でのピーク時の水準に近付いている。自動車産業は裾野が広く、他業種への波及効果も高いため、経済全体への好影響が期待できるだろう。

先行きについては、中国など新興国経済の景気減速の影響から、しばらくは輸出の勢いは弱いと想定されるが、12年度に入れば、11年度第3次補正予算などに盛り込まれた復興事業が始まることで、官民両輪揃った復興需要が本格化し、景気が底上げされるだろう。さらに年半ば以降、輸出は再び持ち直しの動きも始まることが想定される。もちろん、潜在的な円高圧力、原発再稼働の可否に伴う電力不足懸念、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点には留意が必要だ。

当総研では、法人企業統計季報（10～12月期）において民間企業設備投資額が高い伸びを示したことなどを受けて上方修正されたGDP統計（第2次速報）の公表後、2月に発表した経済見通しの改訂

図表2. 鉱工業生産の推移



を行ったが、上述したような基本的な景気シナリオは変更しなかった。12、13年度は2%前後の経済成長が達成できると予測しているが、震災復興期としてはやや寂しい成長率といえる（最新の経済見通しは後掲レポートを参照下さい）。

また、物価動向については、11年7～9月にかけて全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は、石油製品や電気料金などエネルギー中心に値上がりしたこともあり、小幅ながらも前年比プラスでの推移となった。しかし、10月には再びマイナスに転じ、その後も水面下で推移するなど、物価下落にはなかなか歯止めがかからずにいる。基本的に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の下落傾向が続いている。先行きについては、原油高の影響が今しばらく残るものの、それ以外の分野では弱含み気味に推移する可能性が高い。12年度中のデフレからの完全脱却は困難であろう。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は2月13～14日の金融政策決定会合で、資産買入等基金を約10兆円増額して総額65兆円程度とするとともに、新たに「中長期的な物価安定の目途（以

下、「目途」)を提示し、日銀として1%の物価上昇を目指して金融政策を運営していくことを決定した。3月12～13日の決定会合では政策金利や資産買入等基金については現状維持となったが、3月に新規貸付の受付期限を迎えることになっていた成長支援資金供給の拡充(期限の2年延長、貸付枠の2兆円増額、対象を小口や外貨建てまで拡大)を決定した(なお、被災地金融機関支援資金供給も受付期限を1年延長)。デフレ脱却は金融緩和策だけでは困難との日銀の主張に基づいた行動といえるが、本当に政策効果が出ているのか、単なる金融機関への「補助金」に留まっているかは現時点では明らかではない。

さて、今後の金融政策運営であるが、今回の措置だけで自然に1%前後の物価上昇が実現することは想定できず少なくともデフレ状態が続く状況下では、日銀は更なる追加緩和措置を検討しなくてはならないだろう。また、時機としても物価安定目標を提示した2月から間隔が空いてしまっただけでは、デフレ脱却にける真剣度が問われかねない。3月の決定会合では、宮尾審議議員が資産買入等基金の5兆円増額を提案する動きを見せた(この提案は否決)が、4～6月期にも追加緩和の可能性があるだろう。

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)の金利水準をさらに低下させるために、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。また、1%とした「目途」の引上げによって、時間軸効果を一段と強化することも検討される可能性もある。

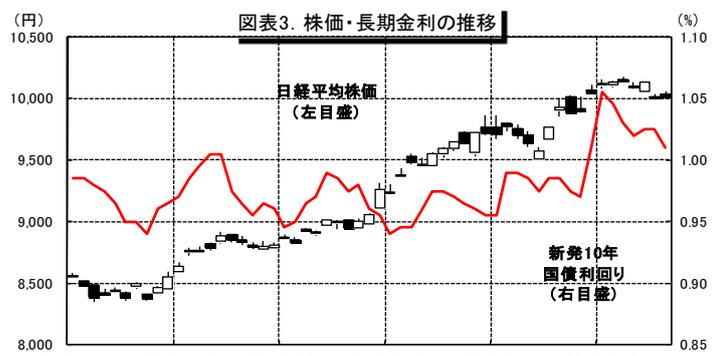
なお、政府は4月4日に任期切れとなる2名の政策委員の後任の1人として、政府は河野龍太郎氏(BNPパリバ証券チーフエコノミスト)を国会に提示した。最近の河野氏の論調には、日銀による金融緩和長期化に対する懸念と早期の財政再建の必要性を訴えるものが見られるが、こうした考えは日銀執行部のスタンスに近いといえる。そのため、河野氏の政策委員就任が日銀の金融政策に与える影響はそれほど大きくはないものと思われる。

市場動向:現状・見通し・注目点

世界経済の先行き懸念が解消しつつあること、債務問題で不安定化していた欧州の金融市場がECBによる潤沢な資金供給(3年物資金供給オペ)の実施で落ち着きを取り戻したこと、さらに日銀による金融緩和期待が高まったことなどもあり、円安・株高の動きが強まっている。

① 債券市場

11年8月以降の長期金利(新発10年物国債利回り)は概ね1.0%を中心とする狭いレンジ内での展開が続いている。世界でも有数の財政赤字を抱えるわが国



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

にも欧州債務危機が飛び火することを警戒する向きもあるが、それ以上に欧州債務危機の深刻化に伴う投資家のリスク回避的な行動が強まり、日本国債に対する需要は底堅く推移した。

先行きについては、12年度も国債の大量発行が継続するほか、復興事業の開始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は徐々に強まると思われる。しかし、日銀による国債買入れ圧力（単純計算で12月まで月3.3兆円ペース、償還を含めればさらに増加する）、さらには1%の物価上昇を達成するために不可欠な追加緩和策に対する思惑などが、金利上昇に対しては抑制的に働くだろう。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

11年後半にかけて、日経平均株価は欧州債務危機や米国・中国などの景気減速懸念もあり、一時8,100円台まで下落するなど、軟調な動きに終始した。しかし、年明け前後あたりから世界経済に対する過度な悪化懸念が払拭されるとともに徐々に株価水準は切り上がった。2月には9,000円台を、3月には約7ヶ月ぶりに10,000円台を回復するなど、徐々に明

るさも見え始めてきた。

目先はこれまでの上昇に対するスピード調整の可能性や、欧州債務問題の行方、潜在的な円高圧力や交易条件の悪化、さらには慢性的な電力不足問題やそのコスト負担など、下押し材料も多いが、復興需要の本格化に対する期待感も高まっていくものと思われる。総じて海外経済に対する思惑などに左右される面は大きいですが、株式相場は徐々に下値を切り上げていく展開となるだろう。

③ 外国為替市場

過去2年近くにわたり、為替レートはほぼ一貫して円高が進行してきた。政策当局としては、数度にわたる円売り介入を始め、様々な対応策を発表してきたが、市場参加者の評価は得られず、夏場以降1ドル=70円台後半という歴史的な水準での円高が半ば定着した。また、対ユーロでも円高が進行、1月上旬から2月上旬にかけて約11年ぶりの水準である1ユーロ=100円を挟む展開が続いた。

しかし、2月の日銀による量的緩和の強化などによって、円高圧力はようやく緩和し、さらに欧米中央銀行の追加緩和期待の後退とともに、約1ヶ月で1割程度の円高修正が実現した。

とはいえ、欧米で金融面での不安要素が燻っていることもあり、1ドル=80円

台といった円高状態は今しばらく残ることが見込まれる。しかし、物価安定目標を導入した日銀が一段と緩和策を打ち出し、市場がデフレ脱却への意欲を評価すれば、緩やかに円安が進行する可能性があるだろう。

(2012. 3. 26 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 0.3%、12年度 1.9%へ上方修正～

調査第二部

3月8日に発表された2011年10～12月期のGDP第2次速報(2次QE)を踏まえ、当総研では2月16日に公表した「2011～13年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

東日本大震災の発生によって大打撃を受けたわが国経済・産業であるが、その後の急ピッチな復旧に伴い、9月ごろまでには多くの分野で生産能力の回復が見られた。しかし、昨年半ば以降、米国経済や中国など新興国経済の景気減速が明確化したほか、欧州債務危機が一段と深刻さを増すなど、世界経済の先行き懸念が広まった。さらに、歴史的な円高進行、多くの日系企業が進出しているタイでの大洪水被害も加わって、輸出を取り巻く環境が大きく悪化した。また、政治混迷によって復興対策やそれに向けた財源確保問題が大幅に遅れ、復興事業の開始が後ズレしていた。

こうした中で発表された10～12月期のGDP第1次速報(1次QE)では、実質成長率は前期比年率2.3%と再びマイナス成長に転じたことが判明した。内容的には、民間最終需要は底堅く推移したが、民間在庫投資や輸出等が大きく悪化、さらに公共投資も2四

半期連続の減少となるなど、景気の牽引役が不在な状況を再確認させられる内容となった。今回発表の2次QEでは法人企業統計季報(10～12月期)で大幅増となった設備投資額が反映されたため、実質成長率は同0.8%と上方修正されたが、景気停滞感自体は変わらずであった。

さて、最近の景気情勢であるが、欧州債務危機は依然として下振れリスクとして意識せざるを得ない状況ながらも、これまでのところ世界経済全体に対する過度の悲観論は払拭されている。また、後述の通り、日銀に対する追加緩和期待によって、水準的には依然として高いとは

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	2.3	1.1	1.4
実質GDP	%	3.1	0.3	1.9	2.0
民間需要	%	3.0	0.4	2.4	2.2
民間最終消費支出	%	1.5	0.6	1.0	1.2
民間住宅	%	2.3	3.9	8.6	5.7
民間企業設備	%	3.5	1.4	4.6	4.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.8	0.4	0.2	0.2
公的需要	%	0.5	2.0	2.9	0.3
政府最終消費支出	%	2.3	1.8	0.6	0.5
公的固定資本形成	%	6.8	1.7	13.5	0.4
輸出	%	17.2	2.0	1.7	5.8
輸入	%	12.0	5.0	5.4	4.5
国内需要寄与度	%pt	2.4	0.7	2.4	1.7
民間需要寄与度	%pt	2.2	0.3	1.7	1.6
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.5	0.7	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.8	1.0	0.5	0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	2.0	2.0	0.8	0.6
国内企業物価(前年比)	%	0.7	1.7	0.8	1.4
全国消費者物価(前年比)	%	0.9	0.0	0.2	0.0
完全失業率	%	5.0	4.5	4.4	4.0
総工業生産(前年比)	%	9.0	2.2	6.2	5.5
経常収支(季節調整値)	兆円	15.9	8.2	10.5	13.4
名目GDP比率	%	3.3	1.8	2.2	2.8
為替レート	円/ドル	85.7	78.9	82.0	84.5
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	1.05	1.16	1.38
週間輸入原油価格	ドル/バレル	84.4	113.8	117.5	127.5

(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。

いえ、円高圧力にも緩和が見られている。復興事業については、11年11月には総額9兆円超の事業規模の復興費を盛り込んだ補正予算(第3次)が成立しており、新年度入り後にはスタートするものとみられる。民間最終需要については、一部に復興需要が散見されるなど底堅く推移しているが、今後は公共事業が呼び水となって本格化することが期待されている。

以下、当面の経済見通しについて述べていきたい。引き続き、国内景気の趨勢は輸出と復興需要に左右されることになるとみるのが妥当であろう。グローバル金融危機発生以来、先進国・地域は低調な状態が続いてきたが、当面はサブプライム問題の後遺症(米住宅市場の調整長期化)や財政悪化問題など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。一方、インフレや不動産バブルへの警戒感から景気引締め策が断続的に打たれた結果、景気減速の顕在化している新興国経済については、すでに緩和に転じていることもあり、年半ばまでには底入れする可能性が高いだろう。そうした動きに伴って、わが国の輸出環境も次第に好転していくと思われる。

また、復興需要については、前述の通り、公共事業自体は12年度入り前後から始まると思われ、年度全体を通じて景気全体を徐々に刺激していくだろう。

以上の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0.3%(前回見通しから0.2ポイントの上方修正)、1.9%(前同0.1ポイントの上方修正)、2.0%(変わらず)とした。足元1~3月期については、輸出、公共投資とも景気押し上げ効果はほとんど期待できないものの、タイ洪水等の影響

で大きく減少した在庫復元の動きや、輸出減少幅の縮小などにより、2四半期ぶりのプラス成長となるだろう(前期比年率0.8%)。なお、12年度入り後には、復興需要が本格化し始め、景気押し上げ効果が出てくるほか、年半ばにかけては輸出が底入れし、徐々に景気を押し上げ始めると予測する。とはいえ、震災復興期としては、通常の景気拡大期並みの成長率にとどまるなど、物足りなさの残る内容となるだろう。13年度については、公的部門の景気刺激効果は後退する半面、民間需要や輸出の増勢が強まることから、2%成長を継続するだろう。

一方、物価面に関しては、足元ではイラン情勢の緊迫化や新興国経済に対する悲観論払拭もあり、再び原油など国際商品市況が高騰し始めている。今後ともエネルギー・食料品価格は上昇気味に推移するものの、大きく乖離している需給ギャップが解消する目途は全くついておらず、それは物価下落圧力として作用し続けるだろう。12年度についても消費者物価(全国、生鮮食品を除く)の下落状態は続くだろう。

こうした中、2月に日本銀行は1%の物価上昇を目指した政策運営を行うことを明確化すると同時に、約10兆円の資産買入基金の増額を決定した。デフレ脱却に向けた第一歩と評価できるが、1%の物価上昇を見通せる状況に至るにはまだ相当程度の時間が必要であり、今後も追加緩和措置の検討を迫られるだろう。長期金利動向については、復興需要期待から上昇する可能性は高いが、日銀による国債購入圧力(12年末まで月3.3兆円ペース)や投資家の運用難という状況に変化はなく、上昇余地は大きくないだろう。

情勢判断

海外経済金融

回復基調が続く米国経済

木村 俊文

要 旨

米国では、雇用環境の改善傾向が続き、住宅部門にも持ち直しの動きが出るなど、緩やかな回復基調をたどっている。金融市場では、景気回復期待から株高となり、長期金利も徐々に上昇している。こうしたなか、連邦準備制度理事会（FRB）は、金融政策の現状維持を決定したものの、一方で景気判断を引き上げ、原油・ガソリン高による一時的なインフレを警戒する姿勢も示した。

回復を示す経済指標

米国経済は、雇用環境が改善傾向を示し、個人消費や生産が底堅く推移するほか、住宅部門にも持ち直しの動きが出るなど、緩やかな回復基調をたどっている。

ただし、失業率が 8.3%に低下したとはいえ、依然として高水準にあるほか、貿易面では世界的な景気減速を背景に欧州や中国向けを中心に財輸出が鈍化傾向を示している。また、欧州債務危機による影響等により先行き不透明感も根強く残っている。

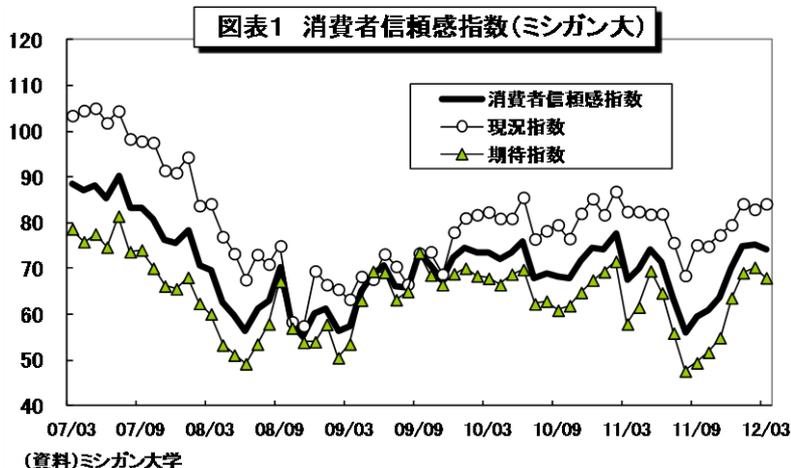
月次の主な統計で足元の動きを見ると、2月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比 22.7万人増となり、3ヶ月連続で 20万人を上回った。失業率は先月から横ばいの 8.3%と、約 3年ぶりの低水準となった。ただし、時間当たり賃金の伸びは鈍化傾向が続いており、消費拡大

を抑えていると見られる。

また、3月16日までの週の新規失業保険週間申請件数は 34.8万件と、08年2月以来 4年ぶりの低水準となった。基調を示す 4週移動平均では 35.8万件と、節目となる 40万件を 19週連続で下回り、雇用改善の勢いが増していることが示された。

個人消費は、2月の小売売上高が前月比 1.1%と、ガソリン支出が増加するなかで、自動車販売が増加したことから伸びが拡大した。また、自動車・ガソリンを除くベースでも同 0.6%と、堅調な動きを示している。ただし、後述するように、ガソリン価格が上昇しており、個人消費の抑制をはじめ経済全体への悪影響が懸念される。

一方、3月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は前月比▲1.0ポイントの 74.3と、7ヶ月ぶりに低下した（図表 1）。これまでは雇用の先行き不安が和らいだことから持ち直しの動きを示していたが、ガソリン価格が上昇したことを受けインフレ見通しが強まり、改善の動きが



の 74.3 と、7ヶ月ぶりに低下した（図表 1）。これまでは雇用の先行き不安が和らいだことから持ち直しの動きを示していたが、ガソリン価格が上昇したことを受けインフレ見通しが強まり、改善の動きが

一服した格好になった。

企業部門では、2月の鉱工業生産指数が前月比0.0%と、上方修正された前月(0.0%→0.4%)と変わらずとなった。内訳では、鉱業が引き続き低下したものの、製造業の生産は同0.3%と底堅く推移した。

一方、民間設備投資の先行指標となる1月の耐久財受注(非国防資本財、除く航空機)は、前月比▲4.5%と2ヶ月ぶりに落ち込んだ。これは昨年末に期限切れを迎えた設備投資減税による駆け込み需要の反動減の動きが出た可能性が高い。ただし、設備投資は、ゼロ金利政策が長期化する見通しの下で、企業業績が底堅く推移しており、内部留保を含めた手元流動性にも余裕があることなどから、昨年のような伸びは期待できないものの、緩やかながらも増勢を維持すると予想される。

企業の景況感を示す2月のISM指数は、製造業が52.4と前月(54.1)から低下した一方、非製造業は57.3と前月(56.8)から上昇して昨年2月以来1年ぶりの高水準となった(図表2)。ただし、支払い価格指数が製造業(前月比5.0ポイント)、非製造業(4.9ポイント)ともに上昇し

ており、企業の投入コストが上昇している可能性が示された。

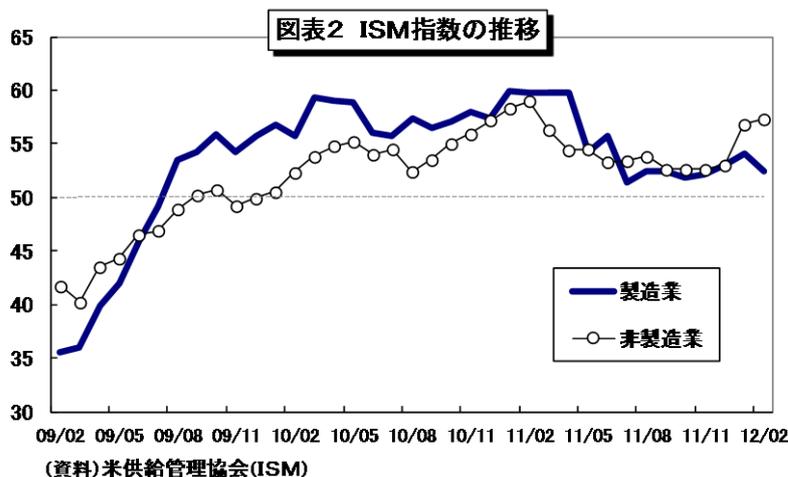
住宅関連では、2月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が69.8万件と、上方修正された前月(68.8→70.6万件)を下回った。しかし、先行指標となる住宅着工許可件数は年明け以降に水準を切り上げ、71万件台に改善しており、住宅市場が一部持ち直し傾向を強めている。こうした背景には、住宅価格の下落やローン金利の低下を受け、消費者がこれまでになく住宅を取得しやすい状況になっていることが挙げられ、今後も需要を下支えすると考えられる。

ただし、①雇用・所得環境の改善が緩やかで先行き不安が拭えないほか、②持続的な住宅価格の下落により物件の買い替えが進まないこと、さらに③金融機関の貸出基準が厳格化したまま厳しい状況が継続していること、などが住宅市場における阻害要因になっていると見られる。

一方、貿易面では、1月の輸出額が前年比7.7%と、世界的な景気減速を背景にこのところは欧州や中国向け中心に財輸出が弱い動きを示している。

ガソリン高による影響

昨年秋以降の原油相場は、主要先進国による異例の金融緩和政策や中東情勢への懸念などから上昇に転じ、このところは欧州債務危機がやや薄らいだことに加え、世界的な景気回復期待の高まりを背景に騰勢を強めている。





こうした原油高に伴って米ガソリン小売価格も上昇傾向を示しており、3月下旬には1ガロン=3.8ドル台と約1年ぶりの高値となった(図表3)。

このままガソリン高の傾向が続けば、バーナンキ議長が3月21日の下院監視・政府改革委員会で証言しているように、消費者マインドが悪化するとともに家計の購買力が低下し、個人消費が下押しされ、米経済を弱める恐れがある。

しかし、中長期的には、原油・ガソリン高が米経済の構造変化をもたらす可能性があるとの指摘もある。たとえば、自動車販売では低燃費車への買い替えが進んでおり、今後も燃費改善や燃費向上技術の進展によりガソリン消費を抑制する方向に向かうと考えられる。こうした動きが産業全体に広がれば、米経済は原油高に適応する能力を以前にも増して高めることになるだろう。

FRBは景気見通しを引き上げ

米連邦準備理事会(FRB)は、3月13日に開催した連邦公開市場委員会(FOMC)で、金融政策の現状維持を決定した。具体的には、①政策金利(FFレート)の誘

導目標を現行水準の0.00~0.25%で据え置いたほか、②保有証券の平均残存期間延長(ツイストオペ)と償還資金の再投資の継続、③前回1月の会合で延長した時間軸(2014年後半まで異例の低金利を維持する方針)の確認など、今後も超緩和政策を

継続する姿勢を示した。

FRBは声明で、失業率が低下するなど労働市場の状況が改善していることに加え、家計支出および企業の設備投資が引き続き増加していることなどから、最近の景気認識を「米経済は緩やかに拡大している」と前回と同じ表現で据え置いた。ただし、景気見通しについては、今後数四半期の米経済が「緩やかに成長する」とやや上方修正した。

一方で、最近の原油・ガソリン価格の上昇が「一時的にインフレを押し上げる」との見通しを示している。また、欧州危機の影響を受けていた「国際金融市場の緊張は緩和した」とするものの、「引き続き経済見通しに対して著しい下振れリスクをもたらしている」と警戒感を緩めていない。

声明文の最後では、「保有証券の規模と構成を定期的に見直し、適切に調整する用意がある」と、これまでの表現を維持している。しかしながら、今回は景気判断を上方修正し、インフレを警戒する姿勢も示したことから、追加緩和策第3弾(QE3)を打ち出す可能性はやや遠のいた格好となった。

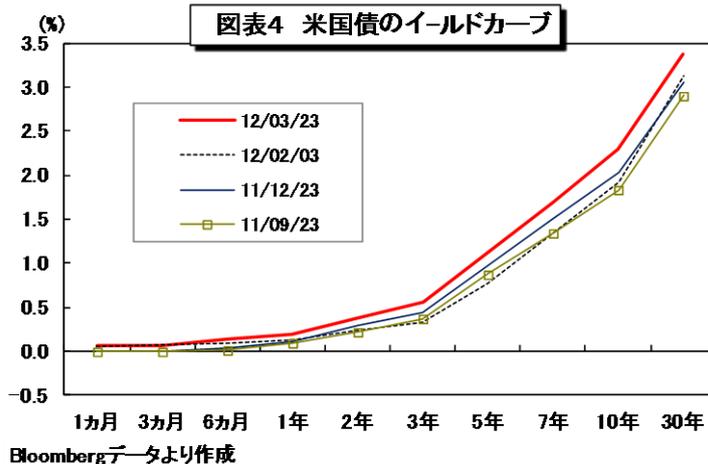
なお、4月3日には今回分の議事録が公表される予定である。依然として住宅市場が低迷するなか、追加緩和の必要性がどの程度話し合われたのか、あるいは全く話し合いが行われなかったのか、注目される。

米国の金融市場は株高・金利高

米国債市場では、3月初旬にギリシャ債務交換をめぐる懸念から米国債が買われ、10年債利回りが一時的に1.9%台に低下した。しかし、その後は上昇に転じ、2.2～2.3%台で推移している。

長期金利上昇の背景には、①ギリシャ懸念が後退して米国債への逃避需要が弱まったほか、②2月の雇用統計や小売売上高など良好な経済指標が発表されたことを受け、米経済の回復期待が高まったことや、前述のとおり、③3月のFOMCで景気判断が引き上げられた一方で、追加緩和策への積極的な姿勢が示されず、追加緩和策を期待していた投資家がポジションを解消したことなどが挙げられる。

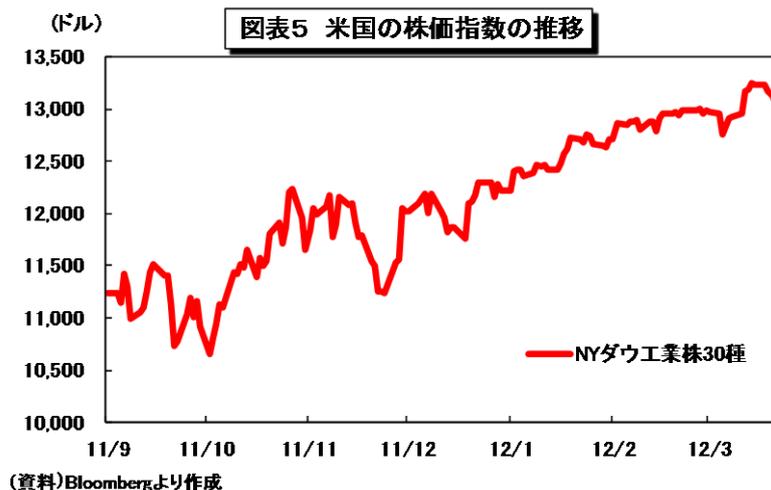
米国債のイールドカーブを見ると、利



回りはツイストオペの継続実施や1月のFOMCで時間軸が延長されたことなどから低位にあったが、このところは短期から超長期ゾーンまで全般的に金利が上昇しており、スティープ化している(図表4)。先行きも米長期金利は、景気回復期待から上昇傾向で推移すると見込まれるものの、調整的な動きが出る可能性があり、これまでのような大幅な上昇は続かないと思われる。

一方、株式市場は続伸し、3月15日のダウ工業株30種平均は、昨年末比1,035ドル(8.5%)高の1万3,252.76ドルと、リーマン・ショック後の最高値を更新した(図表5)。しかし、その後はやや値を下げた推移している。米株式市場は、先行きも底堅さを見込むものの、高値警戒感も台頭しており、上値の重い展開が予想される。

(12.3.26 現在)



情勢判断

海外経済金融

ギリシャへの追加支援の限界と今後の懸念材料

～課題の残る「ドイツ化」と注意を要する政治情勢～

山口 勝義

要旨

改革を優先し財政規律を強化する最近の動きをユーロ圏の「ドイツ化」と捉える見方も出ているが、むしろ当事国の事情を踏まえたより柔軟な支援対応が重要である。また、ギリシャに対する債権者の構成変更で、今後政治情勢が一層大きな市場の波乱要因となり得る。

いわゆる「ドイツ化」の動き

欧州中央銀行（ECB）による2回にわたる期間3年の資金供給やギリシャに対する追加支援の実施により、足元では欧州市場は一応の落ち着きを取り戻している。しかし、ここ半年ほどを振り返れば、ギリシャのユーロ圏離脱の可能性も否定できない、極めて緊迫した展開が続いた。2011年7月のユーロ圏首脳会議でギリシャに対する追加支援の実施は合意されたものの、その後も同国の財政状況の悪化は続き、2012年2月のユーロ圏財務相会合に至るまで、民間投資家の負担を含め、具体的な支援策の調整は難航した。

特にドイツは、財政改革や経済構造改革が遅延するギリシャに対して、計画どおりの実行を求める立場から厳しい姿勢を維持した。例えば、シュオイブレ独財務相は、改革を順調に進めるために、ギリシャの予算は欧州連合（EU）に設ける特別委員による管理に移行すべきとの見解を示し、また、ギリシャの総選挙の延期にまで言及するなど、踏み込んだ発言が目立つようになった。さらに、ギリシャの改革実行力には疑問があり、デフォルトもやむを得ないとの発言も行っている。

これらの発言は、より有利な支援条件を引き出そうとするギリシャの瀬戸際外

交に対する単なる牽制とも考えられるが、オランダ、フィンランドがギリシャのデフォルトを容認するドイツに同調する一方、フランスやECB等はその回避を主張するなど、支援国側の見解の相違が表面化することとなった。また、当事者であるギリシャは一連の発言に強く反発し、パプリアス大統領が、シュオイブレ独財務相や、オランダ、フィンランドを名指しで強く非難することなどで緊張感が高まった。この結果、一時は、様々な対立で支援策の取りまとめができず、3月にギリシャ国債がデフォルトに至る可能性が否定できない状態ともなった。

以上の過程で改めて明確となったのは財政等の改革を最優先する支援国の姿勢であるが、12月のEU首脳会議でのドイツの主張に基づく財政規律強化にかかる条約締結の合意とともに、これらをユーロ圏の「ドイツ化」と捉える見方もある。こうした動きに対しては、ギリシャでは1940年代のナチスによる占領を連想させるものとして国民の抵抗を生み、また、国際通貨基金（IMF）が、ギリシャの自助努力には限界があり、むしろ財政改革等の目標緩和も検討すべきとの見解を示唆するなど、支援の有効性の観点からも懸念の声が出ている。

ドイツの立場と有利な環境

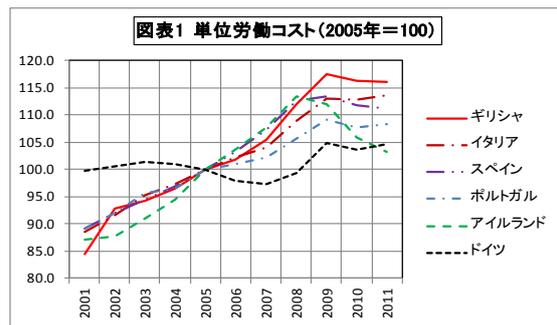
改革が遅延するギリシャに対しいらだちを強めるドイツ自身の取組みを振り返れば、長期間にわたり単位労働コストの上昇を抑制すること等で経済の競争力を確保し、ユーロ高が続く環境下やサブプライム問題以降の経済の混乱期にも、経常収支黒字を増加させ、維持してきた経緯を確認することができる(図表1~3)。

このため、ドイツの立場からすれば、ユーロ圏ではまず財政改革等の自助努力、財政規律の強化が重要であり、財政悪化国のモラルハザードを生じかねない、安易な経済成長政策やユーロ共同債などの政策は採用すべきではないということになる。さらに、ユーロ圏の財政危機では最大の支援国であり、2013年に総選挙を控えるドイツとしては、納税者の利益に配慮し、一層こうしたスタンスを強固とせざるを得ない事情がある。

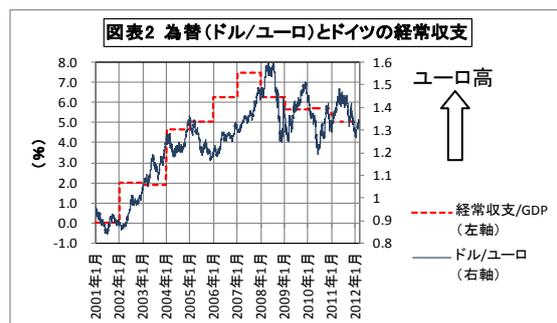
しかし、一方で、自らの財政改革を進めるに当たり、ドイツにはドイツならではの有利な環境が生じている。

ドイツ国債は、ユーロ圏の財政危機で、質への逃避(flight to quality)先として、安定的に資金の流入が見られてきた。この結果、その利回りは低位で推移し、国債利回りが消費者物価(CPI)上昇率を下回る水準にまで低下している(図表4の①と③)。また、インフレ連動債を見ると、最近ではその利回りはゼロ近辺の水準にある(図表4の②)。

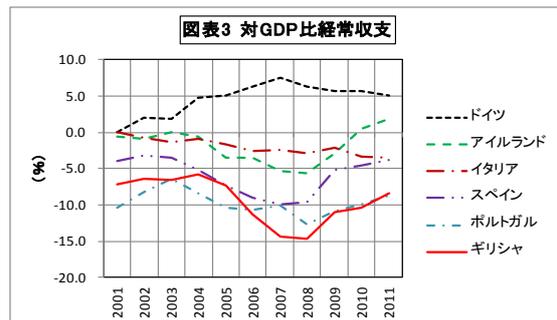
このような極めて低い、あるいはマイナスの実質利回りは、緊縮財政、債務減免、経済成長等とともに財政改革の主要な手段のひとつと考えられる金融抑圧(financial repression)^(注1)と同様の効果をドイツにもたらしている。ドイツ



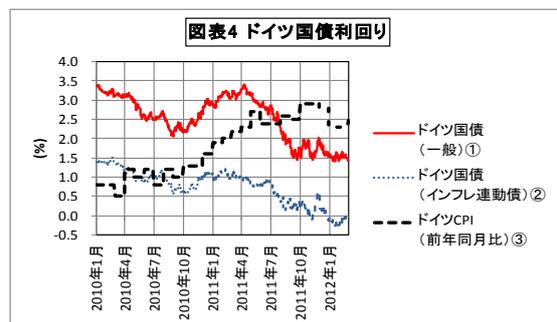
(資料)Eurostat のデータから農中総研作成。



(資料) IMF “World Economic Outlook Database (2011/9)”および Bloomberg のデータから農中総研作成。



(資料) IMF “World Economic Outlook Database (2011/9)”のデータから農中総研作成。



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。
(注) ①はクーポン3.25% 償還期日2020/1/4債、
②はクーポン1.75% 償還期日2020/4/15債。

の財政改革の着実な進捗は、この好環境にも支えられている点を否定することはできない。

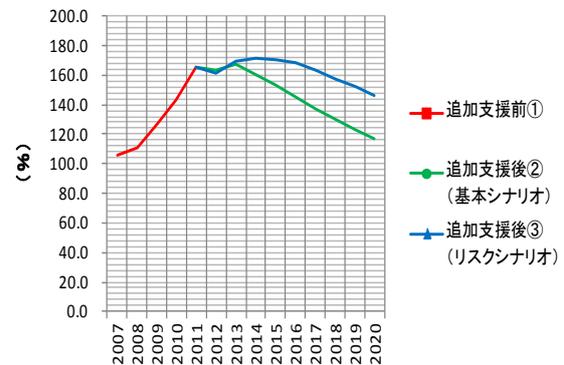
柔軟な支援対応の必要性

確かに、バブル経済のリスクを軽視し、財政等の改革を怠った財政悪化国には反省すべき点はある。しかし、自らの財政改革の進捗を実質的な国債利払い負担が極めて小さい上記の好環境にも負うところがある一方で、財政悪化国の置かれた固有の環境を軽視し、ドイツの立場に立った「ドイツ化」を進めるとするならば、それは逆に、ユーロ圏を不安定化させ、長期間にわたり支援が必要になる要因ともなりかねない。

ギリシャを見れば、経済成長率が大きくマイナスに落ち込み、高い失業率が続いている。追加支援策は策定されたものの、債務残高の削減には時間がかかる見込みである（図表5）。ギリシャを含む南欧諸国では、近年、賃金水準等が上昇する一方、主要な生産物は繊維製品等の伝統的な産品に限られている。しかし、グローバル化のもとで、こうした製品の生産地は既に新興国にシフトしており、経済改革でこれらの国々との競争のために生産コストの低減を図る政策は妥当性を失っている。むしろ、インフラ整備、人材育成、有力企業誘致等で中期的に経済の付加価値を向上させる投資を行うことを主眼としつつ、合わせて民間企業の活力活用等で生産コストを引き下げる対応が重要となるものと考えられる。

こうしたなかで、ひとつの注目される動きは、欧州委員会が2012年2月に公表したEU加盟各国のマクロ経済の不均衡分析である。これは2011年12月に実施された財政赤字の基準等を定める「安定成長協定」の拡充を機に新たに導入された仕組みであり、EU内でマクロ経済面でのリスクの高い兆候を早期に発見し是正を

図表5 政府債務残高の対GDP比(ギリシャ)



(資料) 図表中①はIMF “World Economic Outlook Database (2011/9)” のデータから、②、③は次の資料から農中総研作成。

- ・ IMF (2012/3) “Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility”
- ・ European Commission (2012/3) “The Second Economic Adjustment Programme for Greece”

図ることを目的としたものである。今回、経常収支を含む10の経済指標に基づく評価手法により検証した結果、12ヶ国が是正を要する問題を有する国として、その内容とともに特定されている(注2)。

ここでは、現在のところ、経常収支の赤字拡大は問題と認識される一方で、ドイツ等の黒字国の取り組むべき事項については分析が行われていないなど、不均衡是正の観点からは課題も認められる。しかしながら、財政悪化国に対する支援を有効なものとするためには、厳格な改革や規律強化ばかりではなく、こうした不均衡分析を適切に実施・活用することなどを通じ、より柔軟な対応を行うことが必要ではないかと考えられる。

財政収支と民間収支の合計から構成され、また経済競争力を反映する経常収支は改革進捗のひとつの重要なメルクマールである。現実には、12.5%の低い法人税率による有力輸出企業誘致の政策等を通じ急速に経常収支を改善しているアイルランドの例もあり(図表3)、より柔軟な発想が望まれるところである。

図表6 メルケル連立政権の基盤が揺らぎつつある兆候(事例)

<ul style="list-style-type: none"> ・ 2月27日のギリシャに対する追加支援にかかる下院審議で、これまでにない造反者が出た。 ・ メルケル首相のキリスト教民主同盟(CDU)のほか、自由民主党(FDP)、キリスト教社会同盟(CSU)から成るドイツの3党連立政権のうち、CSUは、ユーロ圏各国やIMFからドイツの同意が期待されている危機拡大を防ぐ安全網の対応能力強化を含め、これ以上の支援負担増には強く反対している。 ・ CSUに属するフリードリヒ内務相は、ユーロ圏財務相会合での追加支援合意後の2月25日のインタビューで、「ギリシャはユーロ圏から離脱した方が経済改革や成長回復が実現する可能性が高い」と発言し、ギリシャのユーロ圏離脱を公式に求めるメルケル連立政権での初めての閣僚となった。 ・ ドイツで5月に予定される財政規律強化にかかる条約の批准手続では、下院・上院の双方における議決と各3分の2以上の賛成が要件となるが、現勢力では野党の協力が不可欠である。しかし、有力野党の社会民主同盟(SPD)が協力のひとつの条件として上げる金融取引税の導入に対し、連立与党のFDPは強い反対の立場を取っている。

(資料)各種報道から農中総研作成。

大きな波乱要因となり得る政治情勢

納税者の利益をひとつの背景とした「ドイツ化」との関連では、今後、政治情勢が一層大きな市場の波乱要因となる可能性に注意が必要である。

今回、ギリシャでは、合計約3,500億ユーロ(約37兆円)の政府債務のうち、元本の5割強の民間投資家の負担により約1,000億ユーロの債務を削減し、代わりに追加支援として約1,300億ユーロの債務が生じることとなった。

これにより、民間および公的部門(EU、ECB、IMF等)の債権者の間で、今後、後者の割合が約4割から約7割に増加するという大きな変動が生じることになる。つまり、ギリシャに対する債権者の太宗は公的部門となり、今後はECBを損失負担から除外する等の特別扱いは考えにくくなる。そして、公的部門の背後に存在する最大の利害者である納税者の負担増に関して、各国で政治面の合意形成が一層困難となることが予想される。

現実には、経済成長力の乏しいギリシャが、三たび支援が必要となる可能性は高い。いわゆるトロイカ(EU、ECB、IMF)の調査団自身も、実質GDP成長率が2011年の▲6.8%から2013年には0%に回復し、以後2%以上の成長を前提とする「基本シナリオ」(図表5)について、より深刻な

経済停滞で、財政問題が再度深刻化する可能性を認めている。

既にドイツにおいては、2月27日のギリシャに対する追加支援にかかる下院審議でこれまでにない造反者が出ているほか、メルケル連立政権の基盤が揺らぎつつある様々な兆候が現れている(図表6)。

このように、ドイツ一国を取り上げてみても、納税者の負担増についての合意形成の困難さが増加しつつある。今後、4・5月のフランス大統領選挙、4月または5月にも見込まれるギリシャや2013年のドイツ、イタリアの総選挙等、重要な政治イベントが続く。こうしたなか、政治情勢がこれまで以上に大きな市場の波乱要因となる可能性が高まるものと考えられる。(2012年3月23日現在)

(注1) 金融抑圧(financial repression)は、Reinhart、Rogoffの以下の文献等によれば、政府が様々な規制措置等により民間投資家に国債投資の継続を強く促し、国債利回りをインフレ率以下に維持する政策を採用することを意味している。民間に負担を強いることで、負の実質金利により政府は大きな債務残高にも耐えられ、その間に財政改革を進めることが容易となる。
・ Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff (2009) “This Time Is Different”(邦訳『国家は破綻する』)
(注2) 次による。

・ European Commission (2012/2/14) “Alert Mechanism Report”

・ European Commission (2012/2) “Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances”

情勢判断

海外経済金融

内外要因で景気減速感が強まる中国経済

～今後の政府・金融当局の景気刺激策に注目～

王 雷 軒

要旨

3月に開催された全人代では、2012年の実質GDP成長率の目標値が7.5%と引下げられた。しかし、地方政府の経済成長に対する意欲が依然高いほか、金融緩和政策の実施や固定資産投資の堅調な推移と見られることなどから、12年の経済成長率は8.5%前後が見込まれる。足元の中国景気は内外要因によって減速感が強まっており、先行き不透明性が增大しているが、今後の政府・金融当局による景気刺激策に注目したい。

2012年の成長目標の引下げ

3月5日～14日に開催された中国人民代表大会（全人代）における温家宝首相による政府の活動報告では、2012年の実質GDP成長率目標値が前年比7.5%と例年の8%目標から引下げられた。これは投資・輸出牽引型成長から、消費・投資・輸出協調型経済への転換を目指し、中国経済の中長期的持続可能な発展を実現するためには適切なもので、評価すべきであろう。

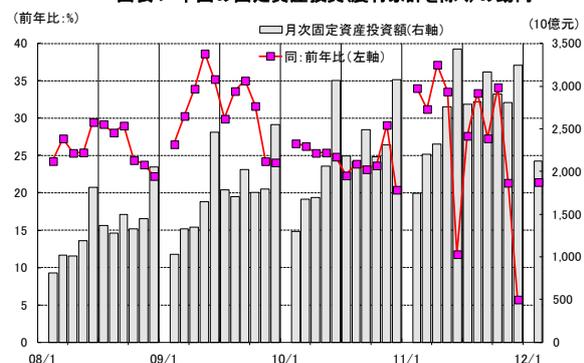
しかし、地方政府の成長目標をみると、依然として大半は10%以上の目標成長率を設定している。8%以下の目標成長率が発表された地域は皆無で、相対的に経済発展が遅れている中西部では、むしろ11年より高めとなっている。このように地方政府の経済成長を追求する意欲は依然強いことなどから、12年の中国経済見通しは変更されず、8.5%前後の成長を想定している。以下、2月の経済指標から足元の景気動向や物価状況を見てみよう。

まず、1～2月の個人消費は前年比14.7%とやや鈍化した。旧正月に物価が高騰した影響や11年末に終了した家電買替え促進策などが個人消費を下押ししたと考えられる。しかし、先行きは最低賃

金水準の引上げや所得分配の調整などによって安定的な伸びとなるだろう。

また、これまでの金融引締めの影響や不動産抑制政策などにより、1～2月の固定資産投資は前年比21.5%と、前年同期（同34.0%）から大きく減速した（図表1）。こうした中、新規住宅着工面積が大きく低迷したこともあり、政府は厳しい不動産抑制政策を維持しつつも、居住面積が比較的小さい中～低価格の商品住宅向けの建設融資に対する緩和政策を取り始めている。また、中低所得層向けの保障性住宅の建設も引き続き推進されるほか、事故発生で昨年低迷した鉄道建設や原子力発電施設の着工、水利施設などのインフラ整備を拡大してくるとみられることから、先行きの固定資産投資は減速する

図表1 中国の固定資産投資(農村家計を除く)の動向



(資料) 中国国家统计局、Bloombergデータより作成
(注) 直近は12年2月、毎年1月の数値は発表されていない。

可能性は低い。

一方、2月の輸出は前年比18.0%とプラスの伸びに転じたものの、欧州経済の減速などによって1～2月の伸びは前年比6.9%と、前年同期（同21.3%）から大幅に鈍化した。一方、輸入額も景気の減速を反映し、1～2月の伸びは同7.7%と前年（36.5%）から大きく減速した。なお、輸入額は輸出額を大きく上回っており、2月の貿易収支は▲315億ドルと赤字に転じた。ただ、先行きは日米など先進国で緩やかな景気回復が予想されることから、今後の貿易収支は再び黒字になる可能性が高いと思われる。

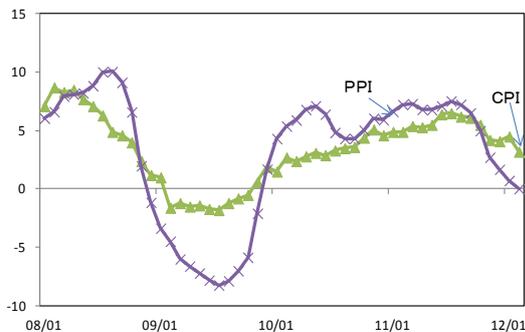
こうした内需（消費＋投資）と外需の減速を受けて、2月の鉱工業生産は前年比11.4%と前年同期（14.1%）から減速しており、足元の景気減速感が強まったことが確認できる。景気の先行き不透明感が高まるなか、今後の政府・金融当局の緩和政策に注視したい。

物価上昇圧力は後退

1月の消費者物価指数（CPI）は前年比4.5%と上昇幅が拡大したが、2月には府が設定された12年の目標4%を大きく下回って同3.2%の低水準となった（図表2）。

これによって実質預金金利（1年物定期

図表2 中国の物価上昇率の推移



(資料) CEICデータより作成
注: 月次ベース、直近は12年2月

預金金利（3.5%）－2月のCPI（3.2%）はプラスに転じた。3月のCPIはガソリンなどの値上げやネギなど一部の農産品価格の上昇などによってやや高くなる可能性がある。

とはいえ、2月の生産者物価指数（PPI）は前年比横ばいとなったこともあり、今後の物価上昇圧力は後退し、比較的安定に推移するだろう。12年通年で前年比4%程度にとどまることが予想される。

今後の金融政策について

2月のマネーサプライ（M2）の増加率は前年比13.0%と、1月（同12.4%）から伸びが高まったことや、新規融資額も7,107億元（約9.5兆円）と先月から増加したこともあり、足元の流動性が改善されつつあると思われる。

今後の金融政策については、中国人民銀行は、1～3月期の景気減速の状況を見極めながら、法定預金準備率を再び引下げる可能性が高い。ただし、住宅価格は一部の大都市を中心に調整圧力が高まっているものの、過剰流動性が住宅市場に再び流入することに対する警戒感は根強いと見られる。また、貿易赤字や資本流入の減少もあり、3月には法定預金準備率の引下げ可能性があまり高くないと思われる。4月上旬には1～3月期のGDP成長率が発表されるが、その前後に法定預金準備率の引下げが実施される可能性がある。

なお、法定準備率の引下げ余地はまだ残されているほか、中西部を中心とするインフラ整備への財政出動の可能性も見込まれるため、先行き景気が減速したとしても、当面は利下げの必要性はなさそうである。（12年3月21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

3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14年遅くまで維持する方針とともに、10月3日から実施している長期国債を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」も継続するとした。また、景気判断で「雇用市場はさらに改善した」との認識を示した。

経済指標をみると、2月の雇用統計は、失業率は8.3%と前月から横ばいであったものの、非農業部門雇用者数が前月比22.7万人と事前予測（ブルームバーグ社調査：21.0万人）を上回って推移するなど、景気の持ち直しの動きを続けている。

国内経済・金融

3月12～13日の日銀金融政策決定会合では、政策金利の誘導目標（0～0.1%）と金融資産等買入（国債や社債、ETF、J-REIT等の金融資産買入れ額30兆円、固定金利方式共通担保オペ35兆円、合計65兆円）の維持を決めた。また、成長基盤強化支援の拡充策として貸付総額を円貨・外貨合わせて3.5兆円から5.5兆円に増額した。

経済指標をみると、1月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比3.4%と2ヶ月ぶりに増加し、1～3月期見通しでも、前期比2.3%と2四半期ぶりの増加が見込まれている。また、1月の鉱工業生産指数（確報値）も、前月比1.9%と2ヶ月連続で上昇し、製造工業生産予測調査によれば、2～3月もともに同1.7%と上昇が見込まれている。以上のように、日本経済は横ばい圏内ながら回復に向けた動きも見られている。

金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、2月上旬までは、投資家の運用難を背景として好調な入札結果が続いたことなどから、0.9%後半でのみ合いとなった。しかし、3月の米FOMCの結果を受けて景気回復期待が高まったことから株高・債券安が進み、3月中旬に1.0%後半まで上昇する場面もあった。2月下旬は債券相場下落への押し目買いもあり、1.0%前半で推移している。

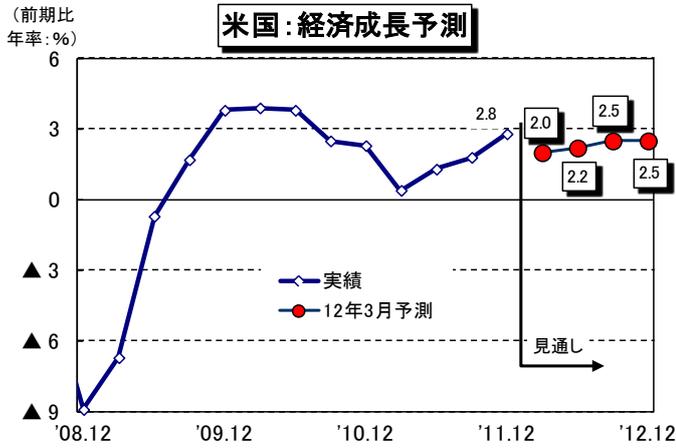
日経平均株価は、欧州不安の後退や円安の進行などを背景として概ね続伸し、3月上旬には約7ヶ月ぶりに10,000円台を回復した。3月中旬以降は、10,100円前後での推移となっている。

外国為替相場のドル円相場は、日銀の追加緩和の継続期待や米国経済の回復期待の高まり、日本の経常収支悪化などを受け、円安が進行した。3月中旬には、日銀政策決定会合で成長基盤強化策が出された一方、米FOMCで景気改善認識が示されるなど、日米の金融政策スタンスの違いが鮮明となり、約11ヶ月ぶりに一時1ドル＝84円台まで円安となった。ユーロ円相場は、3月中旬以降、ギリシャの債務懸念にかかるイベントを順調に消化するなかで概ね円安・ユーロ高方向での推移となり、3月下旬には4ヶ月半ぶりに一時1ユーロ＝110円台となっている。

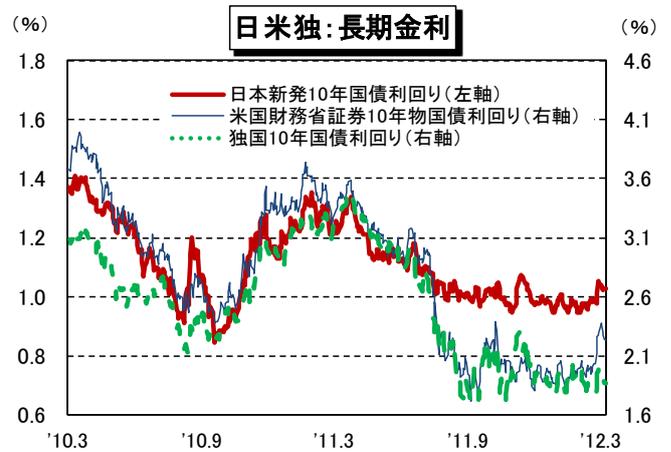
原油相場

原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、米国経済の回復期待の高まりや根強い中東情勢懸念から、2月下旬に1バレル＝100ドル台半ばまで上昇しており、3月下旬まで同水準で高止まっている。
(2012.3.26現在)

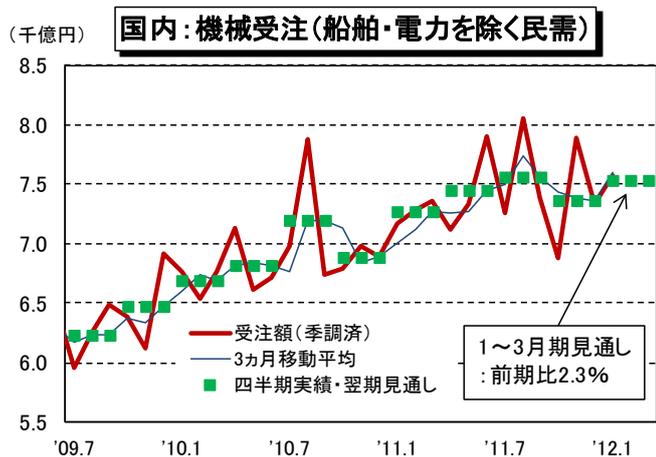
内外の経済・金融グラフ



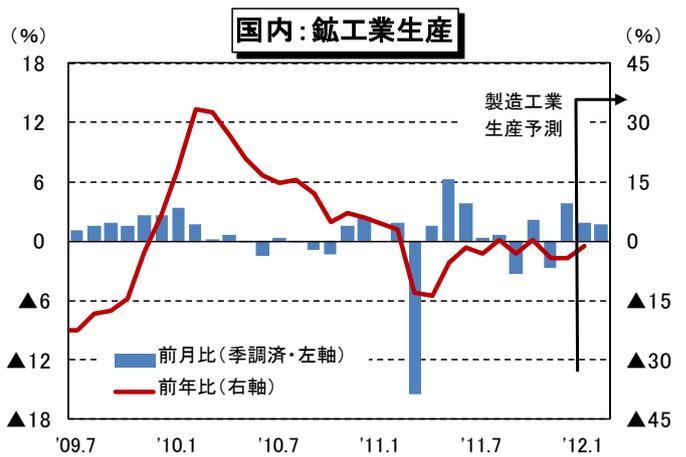
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



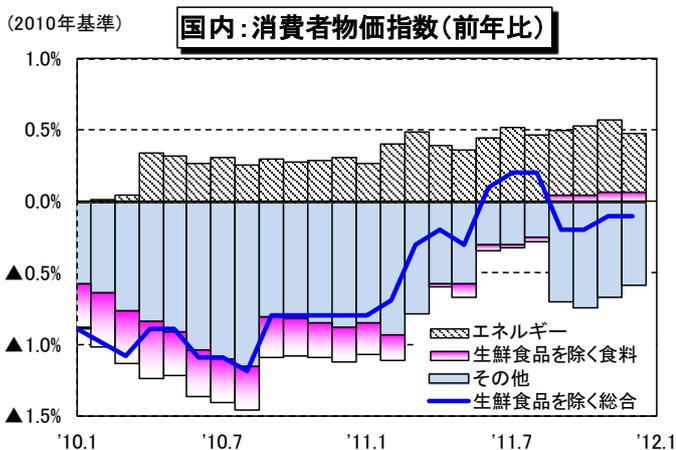
(資料) Bloombergより作成



(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

米国の財政赤字は4年連続1兆ドル超へ

～秋頃に債務上限を引き上げる必要も～

木村 俊文

大統領選を強く意識した予算教書

オバマ大統領は2月13日、2013年度(12年10月～13年9月)の予算教書を議会に提出した。予算教書は、歳入や歳出の見積もりなど予算編成方針を議会に示すものであり、年頭に1年間の施政方針を表明する「一般教書」、経済情勢判断を示す「大統領経済報告」と併せて米国3大教書と呼ばれている。

今回の予算教書には、次のような特徴がある。第一は、歳入面で富裕層に的を絞った増税を提案していることである。オバマ大統領は13年度以降10年間で約3.2兆ドルの財政赤字削減策を織り込んでいるが、この中にはテロ対策等の海外活動費の削減やメディケア等の医療関連費削減のほかに、バフェットルール(年収100万ドル以上の富裕層への課税強化策)導入等の高所得者に対する減税措置の廃止(約1.4兆ドル)が含まれている。

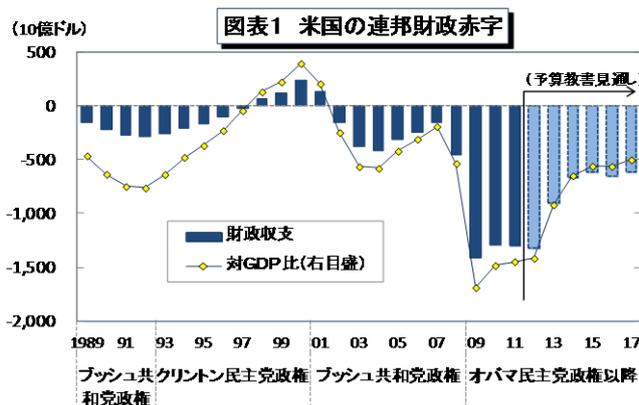
第二は、歳出面で短期・長期のバランスを考慮した政策提言を行っていることである。短期的には、昨年9月にオバマ大統領が発表した「米雇用創出法案」の内容が中心となっているが、新たな景気・雇用対策としては住宅ローン借り換え促進策や退役軍人の就職支援なども提示されている。一方、長期的には技術発展に向けた教育政策のほか、新エネルギー政策やインフラ整備への投資などが提示されており、内容的には前年度の予算

教書とほぼ同様である。

第三は、11月の大統領選を控え、全体を通じて野党共和党との対決姿勢を鮮明にしていることである。富の再分配を好まず「小さな政府」を志向する共和党は、財政赤字削減では年金・医療等の歳出削減を図るべきとして、増税には反対している。これに対して民主党は、財政赤字削減には歳出カットだけでは無理があり、財源確保のために富裕層に対して増税するべきとしている。この点は大統領選における重要な争点となっている。

13年度以降は赤字改善の見通し

予算の大枠を見ると、12年度の歳入は2兆4,690億ドルであるのに対し、歳出は3兆7,960億ドルであり、この結果、財政赤字は1兆3,270億ドル(対GDP比8.5%)と4年連続で1兆ドルを突破する見通しである(図表1)。しかし、13年度は歳入が前年比17.5%の2兆9,020億ドルと大幅に増加するのに対して、歳出は同0.2%の3兆8,030億ドルと微増にとどまることから、財政赤字は同▲32.1%の9,010億ドル(対GDP比5.5%)になる見通しとなっている。こうした財政赤字改善の主因は、①経済回復に伴う税収増(個人所得税および法人税)、②富裕層に対する増税措置、③社会保障税減税の失効による大幅な歳入増(前年比17.5%の4,330億ドル)を見込んでいるためである。



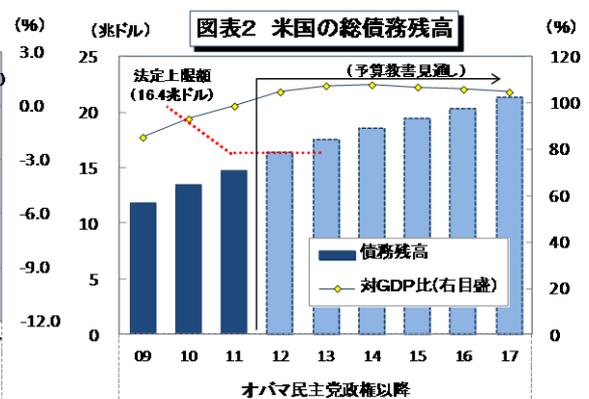
(資料)米財務省「財務省年鑑」、行政管理予算局「2013年度予算教書」

また、長期見通しでも、前述の10年間で約3.2兆ドルの財政赤字削減策を提案していることから、その後も財政赤字が改善する見通しとなっている。ちなみに、この赤字削減額は昨年8月に債務上限引き上げ法案(11年予算管理法)を可決した際に設定した「今後10年間で最大2.5兆ドル」を上回る水準である。

債務残高は秋頃にも上限到達へ

連邦政府の債務残高に注目すると、12年度末(12年9月末)に16兆3,510億ドル(対GDP比104.8%)が見込まれており、昨年8月に2.1兆ドル引き上げた法定上限の16兆3,940億ドルに迫る見通しである(図表2)。したがって、今年も年度が切り替わる秋頃に債務上限を引き上げる必要が出てくる。

昨年はこの債務上限の引き上げをめぐって米議会が紛糾した。債務残高は昨年5月時点で当時の法定上限(14.3兆ドル)に達したため、米財務省は上限引き上げ法案が成立するまでの間、外為市場介入資金や公務員退職年金基金を流用するなどして当座の資金を確保した。しかし、共和党が中長期的な財政赤字削減策を合意の条件としたほか、増税に強く反対す



(資料)図表1に同じ

る同党内保守派の「ティーパーティー(茶会派)」の存在もあり、交渉が長期化した。このため、一時は法案成立が危ぶまれ、デフォルト(債務不履行)懸念が強まり、景況感が急悪化した。結局、法案は野党案を受け入れる形で期限までに成立したものの、与野党の政治的な行動を理由に米国債が格下げされ、金融市場に混乱が広がった。

しかし、今年からは13年度からの強制的な歳出カット(10年間で1.2兆ドル)が発動されることを織り込んでいるため、問題となることはないだろう。

選挙後の政治体制に注目

米国では今年、大統領選と同時に上下両院でも選挙が行われる。上院(任期6年)は100議席のうち約3分の1が改選され、下院(任期2年)は435議席すべてが改選される。このうち下院は、前回(10年11月)の中間選挙で共和党が過半を占めたことにより与野党が逆転し、それ以降、政治的なねじれ状態となった。

こうした状況下での議会審議は難しく、米財政赤字問題が本格的に議論されるのは、大統領選後に政治体制が固まってからとなるだろう。(12.3.21現在)

分析レポート

国内経済金融

川口信用金庫の個人リテール分野に関する取組み ～環境・震災への取組みによるリレーションシップの強化～

寺林 暁良

要旨

埼玉県川口市に本店を置く川口信用金庫は、地域密着型金融に徹するという経営方針で業績を拡大させているが、特に個人リテール営業に関しては年金アドバイザーや親睦旅行などの取組みが奏功し、高齢層を中心に大きな支持を得ている。また、環境保全や震災支援など社会貢献に関連する商品・サービスを継続的に投入することは、預金等の増強だけではなく、会員・顧客とのリレーションシップの強化にもつながっている。

はじめに

川口信用金庫は、鋳物工業などの地場産業の繁栄とともに発展してきた埼玉県川口市に本店を置き、埼玉県内 30 市 14 町及び東京都 6 区 3 市を営業エリアとしている。本店のある埼玉県南地域は、東京都への通勤圏として人口増加が続く優良市場であるが、それだけに金融機関の競合も激しい地域である。

こうした経営環境のもと、同金庫は「堅実公正な経営に徹し、地域社会の繁栄に奉仕する」という経営方針のもとで地域密着型金融を深化させ、預金積金・貸出金ともに残高を着実に増加させている（図表 1）。特に個人リテール営業は、顧客とのリレーションシップを軸とした推進活動や、環境保全や震災支援などに関連する商品・サービスが成果を挙げてお

り、同金庫の強みの一つとなっている。

本稿では、同金庫の個人リテールに関する取組みを概観するとともに、本業と社会貢献を結びつける特徴的な商品・サービスについて紹介したい。

個人リテール営業の概要

(1)住宅ローンの獲得

埼玉県の着工新設住宅戸数は、10 年が前年比 2.2%、11 年が同 4.3%と好調を維持している。特に同金庫本店の位置する埼玉県南地区は、集合住宅や高層マンションの建築が盛んであり、絶好の住宅ローン市場だといえる。

住宅ローンに関しては、顧客の金利志向が強く、他金融機関との金利競争は非常に激しいという。同金庫も金利キャンペーンを実施しているが、その他にも県

図表 1. 川口信用金庫の概要

	'05.3	'06.3	'07.3	'08.3	'09.3	'10.3	'11.3
店舗数(店)	44	44	44	44	44	44	44
職員数(人)	686	667	660	675	694	721	739
預金積金(億円)	5,502	5,621	5,756	6,072	6,219	6,489	6,644
個人預金(億円)	4,675	4,768	4,876	5,121	5,284	5,470	5,651
貸出金(億円)	2,826	3,042	3,281	3,364	3,542	3,583	3,614
個人ローン(億円)	931	980	1,044	1,082	1,126	1,184	1,206
自己資本比率	8.72%	8.64%	9.71%	10.44%	10.35%	10.77%	10.86%

(資料)日経NEEDS-Financial QUESTより作成

内 2ヶ所に住宅ローンセンターを開設しているほか、住宅ローン説明会の開催や地元建設業者等へのアプローチ強化などによって顧客の利便性向上をはかり、実績を積み重ねている。

(2)年金受給口座の獲得・維持

一方、同金庫がとりわけ強みとするのが、高齢層との取引である。特に年金受給口座数は毎年増加を続けており、取引の裾野は着実に拡大している。高齢者が年金受給口座の指定で金融機関を選ぶ際、身近で安全・安心に任せられることが大きなポイントだと言われるが、同金庫は顧客とのリレーションシップを強化するための取組みを続けており、それが高齢層からの支持につながっている。

同金庫では、年金受給口座指定者の金利を上乗せする 500 万円までの定期預金「年金定期 500」を取扱うほか、各支店で年 2 回の年金相談会を実施するなど年金に関する商品・サービスは豊富である。

一方、高齢層取引の最重要チャネルとなっているのが 02 年に導入した年金アドバイザーである。年金アドバイザーは、年金関連の相談に応じる女性専担者であり、彼女らのきめ細やかな対応には、相談者からの信頼も厚い。そして、相談体制をさらに強化するため、11 年 6 月には従来の 14 名から 23 名に増員している。

また、同金庫では一般会員向けの親睦旅行を年に 2 回実施しているほか、年金友の会「ふれあいサークルひまわり会」の会員向け親睦旅行も年に 1 回実施している。さらに、隔年で海外旅行も企画する。いずれの親睦旅行も高齢者の参加が中心であり、リピート率も高いという。この親睦旅行には渉外担当者も同行する

ほか、年金旅行の場合は年金アドバイザーも参加し、会員・顧客と行員のリレーションシップ、あるいは会員・顧客同士のネットワークの強化をはかる重要な機会となっている。

個人リテール営業による環境保全活動

(1)環境問題への取組みとその経緯

同金庫は、環境問題への取組みを経営課題の一つとして掲げているが、これを個人リテール営業の増強等に結び付けている点が特徴的である。

当金庫が環境問題に本格的に取り組み始めたのは、創立 80 周年の節目となる 04 年である。前年の 03 年に本店を置く川口市が「優秀環境自治体賞」を受賞したが、その当時、川口市役所をはじめとする市内約 360 の事業所が環境国際規格である ISO14001 認証を取得していた。これに対し、「取引先も環境問題に取り組んでいるのだから、地域社会をけん引していくべき立場にある同金庫も先頭に立って環境に取組むべきだ」との考えから、同金庫も 04 年 5 月に ISO14001 認証を取得したのである。

それ以来、同金庫は省電力や紙の使用量の削減等に具体的な数値目標を掲げ、地域の先頭に立って環境への取組みを続けている。また、07 年からは全国の信用金庫でも先進的な取組みとして「環境報告書」を発行しているが、その内容は環境関連の取組みが充実することに合わせて年々拡充している。さらに、環境方針や環境目標、環境行動ルールなどが示されたポケットサイズの「EMS（環境管理システム）カード」を全役職員に配布しており、職員の環境意識を高めている（写真 1）。

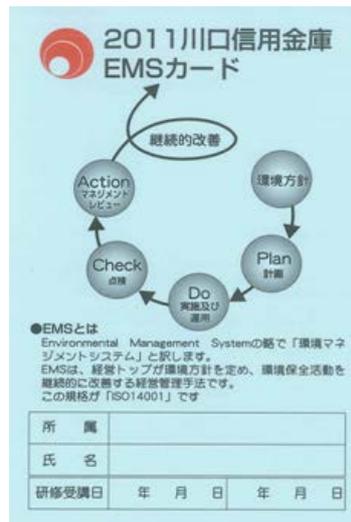


写真1. 環境活動報告書(左)とEMSカード(右)

(2)環境に関する個人リテール商品

同金庫は、環境関連の取組みを地域貢献として継続するためには、同金庫の中だけで取組むのではなく、顧客にも参加してもらうことが重要であると捉えている。そして、そのために①環境への取組みを収益につなげる、②顧客の環境への問題意識を喚起する、という2点を重視している。同金庫がこの2点を両立させる手段として位置付けているのが、環境関連の融資・預金商品である。

環境関連のリテール商品として目覚ましい成果を挙げているのが「環境クリーン定期預金」である。これは、顧客に対して店頭金利から金利上乗せを行うとともに、販売額の一定割合相当額を環境保全活動資金として埼玉県に寄付するという商品である。07年に取扱いを開始して以来、毎年2回の募集を継続しており、募集累計額は1,000億円に達するなど、預金商品としても大ヒットしている。11年も10月販売分(第11回)は12月に100億円を完売、12月販売分(第12回)も2月に同額を完売している。

同商品による埼玉県への寄付総額も1,950万円に上っている。この寄付金は県の環境整備事業等に使われるが、同金庫はその事業にも積極的に関わっており、11年には6名の職員が植林活動に参加した。

また、個人ローン商品としては、エコカーを購入する際に金利を引下げる独自の自動車ローン「カーライフプラン」

を用意しているほか、環境に配慮した住宅の金利を引下げる「エコな暮らし応援!!住宅ローン」の販売も行っている。

環境関連商品は、顧客にとって環境定期預金であれば①金利上乗せ②地元への環境貢献という2重のプレミアムにつながっている。ただし、②については、顧客に商品の趣旨が理解されなければプレミアムにはつながらない。渉外担当者らが普段から顧客とコミュニケーションを取り、商品への理解が得られているからこそ、実績を生んでいるのである。

同金庫が環境関連商品に力を入れるのは、地域密着を重視した結果であるという。これは地元自治体への寄付等により、地域で存在感を示すということもあるが、商品を通じて地域の課題について共に考えることで、顧客との一体感が醸成されるという点も重要である。

個人リテール営業による復興支援

(1)復興支援に関する商品

同金庫は、東日本大震災の復興支援にも尽力してきた。震災は同金庫自体にも

大きな影響を与えたが、その対応が一段落した4月には、全国的にも早い段階で被災地への寄付を目的とした定期預金の発売を開始した。定期預金を通じて社会貢献に寄与するというスタイルは、「環境クリーン定期預金」によってすでに同金庫に根付いているが、これはさらに「義援金を送付したいがどこに送るべきかわからない」という顧客のニーズにも応える商品として好評を博した。

第1弾は、4月25日に発売した東日本大震災復興支援定期預金「希望」である。これは、預金金利を上乗せするとともに、販売総額の0.05%相当額を日本赤十字社に寄付するという商品で、7月21日には200億円を完売し、同社に対して1,000万円の寄付を行った。

また、8月1日には、東日本大震災復興支援定期預金の第2弾として、震災遺児支援定期預金「こどもは宝」を発売した。こちらも第1弾同様の商品設計であるが、震災遺児の支援を目的とするため、寄付先をあしなが育英会とした。発売後2週間で50億円を完売したため、同月16日からは50億円を追加募集し、同会に対して500万円の寄付を行った。

(2)復興支援を目的とした親睦旅行

さらに7月には、直接的な支援を行おうとの趣旨で、観光客の減少に悩まされる被災地への親睦旅行の実施を決定した。背景には、風評被害にあえぐ地元観光地の一助となるため、盛岡信用金庫の理事長が自ら関東圏の各信用金庫を訪れ、支援要請を行った経緯がある。同金庫はこれにいち早く応えた形となった。

岩手県内の観光地をめぐる親睦旅行は、「鶯宿温泉長栄館」に泊まる世界遺産

「平泉中尊寺」1泊2日の旅」と称して10月に実施。同金庫をメイン取引先とする企業の役職員からなる「かわしん会」を中心に、一般の顧客も含めて2班編成で約400名が参加した。

また2月には、年金友の会「ふれあいサークルひまわり会」の親睦旅行として、宮城県内の観光地をめぐる「“篝火の湯緑水亭”に泊まる日本三景松島遊覧1泊2日の旅」を実施した。こちらには、4班編成で約800名が参加した。

これらの親睦旅行では、訪問先の旅館やお土産店から深く感謝される一方、旅行参加者からも、単に旅行を楽しむだけではなく「被災地の置かれている状況を知ることができた」、「普段働けることの素晴らしさを再確認できた」と企画への感謝の声が多数聞かれた。

親睦旅行は、同金庫が長年続けてきたリレーションシップ強化策の一つであるが、被災地旅行を通じて共に被災地支援を行うことにより、さらなるリレーションシップの強化につながったといえよう。

おわりに

同金庫は、会員・顧客とのリレーションシップを強化することによって、個人リテール分野における優位性を保ってきた。そして、環境保全や震災支援に関連する商品・サービスは、同金庫だけではなく、会員・顧客や地方自治体など地域社会全体の利益にもつながっており、それが同金庫と地域社会のリレーションシップをさらに強める結果となっている。

地域・社会貢献に資する商品・サービスを投入することによって地域密着型金融を強化する同金庫の取組みは、今後も大いに注目すべきものである。

分析レポート

国内経済金融

ESG を踏まえた投資活動を巡る問題

安藤 範親

広がる ESG

近年、人権や環境問題などから、企業の社会的責任（CSR）に対する社会の関心が高まっている。2004年には、国連のアナン第7代事務総長が「国連グローバル・コンパクト（GC）」を提唱、人権・労働・環境・腐敗防止に関する10の原則を企業が自発的に遵守し実践するよう要請した。このGCの下、国連はレポートを発行し、その中で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、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）」を踏まえた投融資の重要性を示した。その後06年に、機関投資家の意思決定プロセスにESGを受託者責任の範囲内で反映させるべきと、金融業界に対して「責任投資原則（PRI）」を提唱した。以降、欧米を中心にESGに配慮した投資市場の拡大が進んでいる。

しかしながら、通常の財務的要素に加えて、ESGのような定量化が難しい非財務的要素を考慮して投資判断することは、困難が伴う。原則主義（判断の具体的な数値基準を示さず、大まかな原理原則だけを示す）の考え方から、PRIなどは、投資判断プロセスにESGの視点を反映させるための考え方を示すが、ESGの情報をどのように選択評価し利用するのかまでは書かれていない。

取込み方法

では実際には、ESGを投資判断プロセスに取込む方法としては具体的にどのようなものがあるのか見ていきたい。

(1) 定性的情報の活用

環境・CSR報告書などの定性的な非財務的要因を考慮する際のガイドラインとしては、例えば、PRIでESG開示ツールとして用いることが求められる「グローバル・レポーティング・イニシアティブ（GRI）」が、CSR報告書のガイドラインとして世界標準となっている。

国内では、環境省が環境報告を行う際の実務的な手引きとして、「環境報告ガイドライン」を発行している。

その他にも、国際規格「ISO26000（社会的責任に関する手引き）」などは、あらゆる組織における社会的責任の基準が定められており、環境・CSR報告書の項目を考慮する際などに使われている。

(2) 定量的情報の活用

定量的な情報を考慮する際のガイドラインとしては、例えば、ドイツ投資専門家協会（DVFA）は、ESGの重要なパフォーマンス指標（KPIs）を策定し、ESG要因に関わるE：エネルギー効率、温室効果ガス排出量、S：従業員の回転率、従業員研修と資格、年齢構成、欠勤率、G：訴訟リスク、汚職などの定量情報を明確にした報告書を作成している。

国内では、経済産業省が企業の「環境力」を軸に金融市場での競争力向上を図ることを可能とするための評価フレーム

を策定している。同フレームは、企業の「環境力」を多面的に評価するための項目を作成し、その中から、投資にとって重要度の高いものを選定、環境経営による財務的影響の定量化が計りやすく、影響が顕在化する確実性が高い「規制に伴うリスク」などを取り上げている。

その他にも、世界の金融データを提供する Bloomberg では、ESG についてのデータ項目を投資情報データベースに組み込み、検索で簡単に企業をリストアップできるようになっている。例えば、環境であれば、CO2 排出量や NOx・SOx 排出量、社会面では女性効用比率や、CSR を従業員に浸透させるためのイベント数、ガバナンスでは役員の報酬などが網羅されている。

(3) 環境格付の活用

既に、ESG を考慮したさまざまな投融資が行われているが、その一基準に環境格付がある。これは、企業の環境等 CSR 活動を客観的に評価し、格付けに利用できるようにした仕組みで、ISO14001 の取得などの環境マネジメントや地球温暖化対策などの項目を評価し、その評価基準に応じ優遇金利を適用する仕組みである。

なお、ESG の視点から選別した銘柄でファンドを組成する社会的責任投資（SRI）ファンドなどもあり、国内のファンドでは、環境面からのスクリーニングが多く行われている。

考えられる問題点

以上のように、既に投資判断プロセスに企業の ESG を踏まえた取り組みが実行されている。ただその内容を見ると、次

のような問題がある。

①ESG の情報内容の難しさから、専門性が高い開示情報の評価が難しく、ESG のスクリーニング結果を見た投資家などが、その善し悪しを判断できない。

②環境破壊等の定量的把握の難しさから、財務的影響の定量化が計りやすい順に評価され、近年では地球温暖化問題から CO2 評価がより強く見られる傾向にあるなど偏りが見られる。

③ESG の情報比較の難しさから、製造業と非製造業など異なる業態比較が困難なことや、情報の地域差などが見られる。

④ESG の情報源の少なさから、経年比較の難しさや、比較可能な評価指標の限定性、企業の網羅性、異なる用語の定義、データ範囲の不一致などの問題がある。

今後は、ESG が適切な企業評価につながるためにも、これらの課題を乗り越える努力が求められよう。

また、以上のような問題はあるが、欧米で ESG の拡大につながった経緯を振り返ると、クラスター爆弾や児童労働問題など、社会問題への関心の高まりが、ESG のそれぞれのテーマに対する関心の高さに繋がってきた。たとえ専門性が高い情報でも、関心が高いものであれば受け入れられ易いことを示している。日本でも環境マネジメントや気候変動問題、セクシャルハラスメントなどの人権問題に対する関心が高いこと、また、SRI ファンドなどで、これらテーマに特定したわかりやすい商品性を持つものが注目されていることなどから、これらを踏まえることで投資活動が活発化し、ESG が広がる可能性は高いだろう。

連 載

経済金融用語の基礎知識 <第 13 回>

再び注目される物価連動国債

安藤 範親

物価連動国債とは

物価連動国債は、元本金額が物価動向に連動して増減する債券である。通常の固定金利の債券は、発行時に予め利率や償還額が決められているため、インフレ時には、金利上昇に伴って資産価値が目減りする。

一方、物価連動国債は、インフレ率に応じて元本金額が増加するためインフレリスクに対応できるのが特徴。逆に、デフレ時には元本金額が減少する。そのため、元本保証を付ける国もある。

また、物価変動率に応じて利回りも変動する。そのため、インフレが期待されるときには、同じ年限の通常の固定金利の債券に比べ、将来の物価上昇で穴埋めが期待できる分だけ利回りは低くなる。この利回りの差分は、市場が予想する将来のインフレ率に相当し、期待インフレ率と呼ばれる(図表 1)。

投資家からは、中長期的なインフレリスクの回避手段として、また、財務省などの発行者や物価の安定を主な責務とする中央銀行からは、金融政策などを検討する際に物価の先行きを見るための指標として注目を集めている。

国内の現状

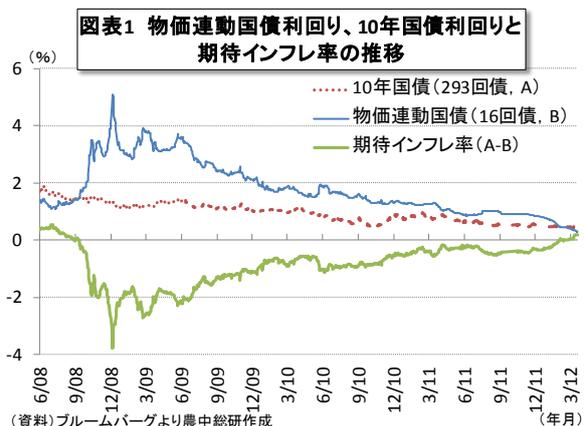
物価連動国債は、81年に世界で初めて英国で発行され、以降、米国・フランスなど30ヶ国以上に拡大した。日本では、04年に発行されたが、その導入理由は、国債の大量発行が続くなかで、商品性の多様化によって国債の安定消化を促す目的があったこと、また当時、日銀の量的金融緩和解除が意識され始め、インフレリスク回避ニーズが高まりつつあったことなどである。

その後、05年までは、日銀がCPI前年比プラス転換の見通しを出したことなどから注目された。しかし、量的緩和政策を解除した06年にはCPIの基準改定で物価水準が下方修正され、緩やかな物価上昇というそれまでのシナリオが崩れたこと、また、08年秋のリーマン・ショックによる世界経済の減速を受け、デフレが長期化したことなどから投資環境が悪化、同年10月に発行が取りやめとなり、投資妙味なく流動性は乏しい。

発行再開へ

現在、原油価格の高止まりや米景気回復期待による円高修正の流れが続くとの見方の強まりから輸入物価の上昇が予想されること、また、原発から火力への代替による電力料金の値上げや消費税増税に向けた政府の動きが強まりつつあること、さらに、2月14日に日銀が1%の物価上昇を目指した政策運営方針を発表したことなどにより、物価連動債へのニーズが再び高まりつつある。

これらを背景として、財務省は物価連動債の再開に向け動き出した。新たな物価連動債では、長期の安定資産を求める投資家の需要を喚起するため、既発債では設けられていなかった元本保証を付ける方針などが示されている。



海外の話題

世界の4分の1

農林中央金庫 ロンドン支店長 曾我 道正

昨夏、自身にとって11年ぶり2度目となるロンドン勤務がスタートした。以前は歴史と伝統の街らしく、古風な建物が大勢を占めていた当地も、現在ではシティなど中心部にガラス張りのビルが随分と増えたように感じる。また、他にも様々な点で時の流れを痛感する日々を送っている。

まずは、街角のパブに入っても以前はテーブルに酢と塩が必ず置かれていて、これをチップス（フライドポテト）に振りかけて食べたものだが、今では代わりにケチャップが置かれている。知らぬ間にアメリカナイズされたものだ。また、ビールならば必ずと言って良いほど、生ぬるく泡の少ない上面醗酵のビターであったが、今では冷したラガービールを好む人が増えているようだ。街中にはカフェがやたら目につき、紅茶よりもコーヒー文化が幅を利かせているように感じる。このように、古き良き英国フレーバーが薄れてしまったようで、幾分か寂しさを覚えるが、人の趣向は移ろうものであり、若い人々が上の世代と違う趣向を追い求めるのは何もロンドンに限ったことではあるまい。

それではこれはどうか。夏のバカンス時期、ロンドン市内の高級エリアでは高価なスーパーカーを時折見かけるが、アラビア語のナンバープレートをつけているものが目立つ。聞くとところでは資源国の大富豪が自慢のスーパーカーを持って夏のロンドンへバカンスを過ごしにやって来るらしい。市内の高級百貨店では、以前は日本人駐在員家族の姿が数多く見られたが、今では代わりに資源国・新興国からと思しき人々が両手に持ち切れんばかりの買い物をして街を闊歩する姿がよく見られる。そして、新興国の個人マネーが市内の高級住宅投資に向かっている。歴史的に、これら地域からのマネーが還流するロンドンではあるが、世界経済の構図の変化を映しているようだ。確かに2000年から2010年までの10年間で世界のGDPに占めるシェアは新興国等の伸びが目覚しく、BRICs諸国が8%から18%へ拡大し、米国は32%から23%、日本は14%から9%へとシェアを落とした。

そして何より時の流れを感じさせるのは、1999年に創設された統一通貨「ユーロ」の現状である。通貨統合には参加しなかった英国でも、当時ロンドンにはユーロのオフショアセンターとして盛り上がりの機運を見せていた。2000年に南欧諸国を訪れた際には、その異常な盛り上がり一抹の不安感を覚えたものだが、11年後にその不安が現実のものとなってしまった欧州の地に、再び自分が舞い戻って来ようとは予想しなかった。一方で、当時ドイツは労働市場の硬直性が足かせとなって経済が停滞気味だったが、その後の改革を経て今では欧州の優等生となっている。

それではこの間に欧州のGDPシェアはどうだったかと言うと、(現在のEU加盟国で考えれば)実は世界の約4分の1をほぼキープしている。ただし重債務国問題が深刻化した昨夏以降の影響を勘案すれば幾分かシェアを落としているだろう。今後、重債務国では緊縮財政の影響で景気減速が懸念される一方、ドイツ等は域外輸出競争力を存分に発揮して欧州を牽引していくことが期待される。その過程で二極化が進んで欧州域内格差が広がっていくのか、あるいは均衡ある発展へ向けて各国が足並みを揃えることができるのか、そして欧州は再び世界の4分の1を回復して維持していくことができるのか。ここ数年は試練の時が続こう。この時期に欧州に赴任したのも何かの縁。近くでしっかり見ておきたいと思っている。

(2012年3月8日)