

潮 流

先送りされた社会保障と税の一体改革

調査第二部長 堀内 芳彦

社会保障と税の一体改革は、3 党合意により消費税引き上げは実現に向け大きく前進したものの、社会保障制度改革は、厚生年金と共済年金の一元化等を除き具体的な改革については新設される社会保障制度改革国民会議で今後 1 年かけて議論されることになる。(本件関連法案は政局に波乱がなければ 8 月上旬に参議院で可決見通し。)金融市場の関心にひとつである日本国債の格下げリスクの点では、3 党合意を「決められない政治」の前進として格付会社や主要紙の社説は概ねポジティブな評価をしている。

しかし、一般会計の歳出規模がリーマンショック前の 82 兆円から 2012 年度 94 兆円に拡大している状況で、3 党合意により消費増税法の付則 18 条 2 項として、「税制改革で財政の機動的な対応が可能になる中で経済情勢によっては成長戦略や防災・減災に重点配分も検討する」旨が盛り込まれ、社会保障の財源に充てるとしている消費税 5%引上げ分の約 13 兆円が財政再建に繋がるのか不透明感が強い。また、消費税増税の約 13 兆円の配分にしても、社会保障の充実で 2.7 兆円程度、社会保障の安定化で 10.8 兆円程度としているが、特に安定化のため後代への負担のつけ回しの軽減で 7.0 兆円程度としている分が年金財政の改善にどの程度寄与してくるのか情報開示がなく不透明である。

公的年金制度については、2004 年に当時与党は「100 年安心」とアピールした制度改革で、①上限を固定した上で保険料の値上げ、②マクロ経済スライド(負担の範囲内で給付水準を自動調整する仕組み)の導入、③積立金の活用、④基礎年金国庫負担の 2 分の 1 への引上げが行われた。そして、5 年度毎に年金財政の健全性を検証すべく財政検証を行うこととされ、直近では 2009 年財政検証で厚労省年金数理部会は「公的年金の財政の安定性は一定程度評価できる」と発表した。2010 年度末の公的年金の積立金は、2009 年財政検証時に 201 兆円の見通しが実績は 171 兆円と 2 年強で想定より 30 兆円も取り崩されている。今回の一体改革の資料の「社会保障に係る費用の将来推計について」によると、年金の給付額と負担額の差異は 2012 年は 8.3 兆円、2015 年度は 8.2 兆円で年金積立金を取り崩す推計となっている。そのままだと 20 年程度で積立金が枯渇してしまうことになる。本来であれば年金制度改革の前提となる年金財政見通しが同資料では 2025 年まで 5 年毎のラウンドの数字しか公表されておらず、デフレ継続でマクロ経済スライドが凍結されているなか、今後の国民会議の場には民間で検証可能な年金財政データの公開が必須である。

また、新しい年金制度として、スウェーデンの年金制度を参考とする税財源の最低保障年金と社会保険方式の所得比例年金の創設が検討されることになっているが、日本とスウェーデンで人口構成や女性の就業率、年金以外の福祉サービスなどに大きな差異があるなかで、医療・介護・子育てなどの他の社会保障制度や労働条件とリンクさせ、どういう制度設計にするのか、既往の年金制度からの切り替えをどう進めていくのかなど相当ハードルの高い課題である。現行の年金制度は制度自体が複雑でこれまでの制度改革はややもするとテクニカルなパッチワーク政策の感があったが、今回の国民会議ではわかりやすい説明と制度の抱える諸課題に抜本的に応える改革とすべく議論が求められる。

税制改革も、消費税の逆進性対策としての複数税率・給付付き税額控除の導入や所得税率の累進性強化や資産課税強化の検討は先送りされたが、社会保障制度での世代間負担の公平性確保の観点から所得再分配機能を踏まえた税制改革となることが期待される。

情勢判断

国内経済金融

回復感の乏しい展開が続く国内景気

～燃り続ける追加金融緩和観測～

南 武志

要旨

復興需要の盛り上がりで国内景気は緩やかに回復している、というのが政府・日本銀行の景気認識であるが、そのペースは非常に鈍く、限りなく足踏み状態に近い状態である。世界経済の不安定な状況が今しばらく残ることもあり、当面は現状のペースでの回復にとどまるだろう。なお、年度下期以降は最大の輸出先である中国経済の復調を背景に輸出が持ち直すとみられ、2012 年度を通じては 2%程度の経済成長が実現するだろう。

一方、5月の消費者物価は4ヶ月ぶりに前年比下落となるなど、デフレ脱却の糸口はなかなか掴めない状況にある。政府は、14 年度からの消費税増税を目論んでいるが、増税による悪影響を緩和させるべく、「名目 3%、実質 2%」といった成長を目標としており、その達成には日銀による追加緩和が不可欠とみられる。追加緩和に理解を示す2名の審議委員が新たに政策委員会に加わったこともあり、今後、金融政策を巡る議論が高まるだろう。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月		2012年			2013年	
項 目		7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		0.084	0～0.1	0～0.1	0～0.1	0～0.1
TIBORユーロ円 (3M) (%)		0.327	0.30～0.35	0.30～0.35	0.30～0.35	0.30～0.35
短期プライムレート (%)		1.475	1.475	1.475	1.475	1.475
国債利回り	10年債 (%)	0.720	0.65～1.00	0.65～1.15	0.75～1.25	0.85～1.35
	5年債 (%)	0.170	0.10～0.30	0.10～0.30	0.15～0.30	0.15～0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	78.2	78～85	75～85	75～85	78～88
	対ユーロ (円/ユーロ)	94.6	90～110	90～110	90～110	90～110
日経平均株価	(円)	8,365	8,750±500	9,250±1,000	9,500±1,000	9,750±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7月25日時点。予想値は各月末時点。

国債利回りはいずれも新発債。

国内景気：現状と展望

政府・日本銀行は、景気の現状認識について、「緩やかに回復しつつある（月例経済報告）」、「緩やかに持ち直しつつある（金融経済月報）」としているが、収束の兆しがまるで見えない欧州債務危機、減速傾向を強める中国経済など、世界経済の先行き不透明感が強い中、国内景気は回復感が乏しいまま、限りなく足踏みに近い状態を続けている。

エコカー購入補助金の復活もあり、民間消費は耐久財を中心に底堅い動きも見られるが、自動車メーカーでは早くも補助金の予算枠（3 千億円）枯渇後の反動減を考慮した行動（減産）に着手している模様である。なお、4、5月と鉱工業生産は2ヶ月連続での前月比マイナスとなったほか、6月の実質輸出も同▲0.9%と2ヶ月連続のマイナスであり、欧米向けを中心に弱い動きを続けている。

また、建設総合統計（5月分）によれば、公共事業（出来高）は前月比14.5%（当総研による季節調整後ベース）と4ヶ月ぶりにプラスに転じたが、景気全体を牽引するにはやや力不足である。

当面の景気動向としては、世界経済の回復力が依然として鈍いことから、しばらく輸出は緩やかな増加にとどまると予想されるものの、復興事業が徐々に進んでくれば、官民両輪揃った復興需要が強まり、景気の底上げが図られるだろう。さらに12年度下期以降は、中国経済の持ち直しに伴って同国向けの輸出が回復し、全体を牽引し始めるだろう。当総研では、12、13年度と2%前後の経済成長が可能との見方をしているが、潜在的な円高圧力、電力不足問題、さらには欧州債務問題等の行方や中国経済の先行きなど懸念も多く、先行き不透明感が強い点には留意が必要だ。

さて、野田政権にとっての最重要課題の一つでもある消費税増税に関しては、与党内から多数の造反者を出しながらも、6月26日に衆院本会議で可決された。政局との絡みもあり、参院での可決・法案成立までは波乱も予想されるが、14年4月には消費税率が8%へ、15年10月には

10%へ、それぞれ引き上げられる可能性はかなり高まってきたことも確かである。消費税引上げ前後には駆け込み需要とその反動が予想されており、復興需要の腰折れを招くのではないかと、の危機も一部で浮上している。

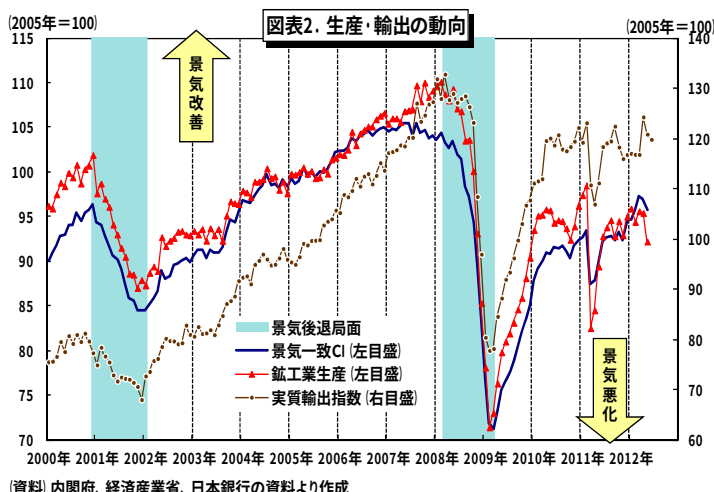
一方、物価動向に関しては、5月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は前年比▲0.1%と、4ヶ月ぶりに下落に転じた。電気料金は値上げ傾向にあるとはいえ、6月末にかけての国際原油市況の大幅調整などに伴って石油製品が値下げ傾向を強めており、エネルギー全体としては物価押し上げ効果が大きく削がれた格好となった。

先行きは東京電力などによる電気料金値上げの影響やガソリン価格などの持ち直しの動きが出てくる可能性はあるとはいえ、基本的にエネルギーや食料品を除くベース部分での下落傾向には歯止めがかかっているわけではない。1%の物価上昇、さらにデフレ脱却については依然として見通せる状況にはない。

金融政策：現状と見通し

日本銀行は7月11～12日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の枠

組み自体は現状維持（政策金利の誘導水準：0～0.1%、資産買入等基金（12年12月末までに65兆円、13年6月末までに70兆円、それぞれ積み上げる）とした。なお、札割れが頻発していた資金供給オペに対応するため、資産買入等基金の構成の見直し（固定金利オペを5兆円減額し、代わりに国庫短期証券を5兆円増額）



が同時に決定された。

また、同時に示された展望レポート（4月公表）の中間評価によれば、12年度の経済・物価の両見通しをいずれも小幅下方修正した（GDP：2.3%→2.2%、コアCPI：0.3%→0.2%、いずれも大勢見通し）。ただし、13年度については前回から据え置き（GDP：1.7%、コアCPI：0.7%）とするなど、「国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していく」という従来のシナリオを踏襲した。ちなみに、民間エコノミストのコンセンサス（ESPフォーキャスト調査（7月））によれば、13年度のコアCPI見通しは0.2%であり、14年度以降「1%に遠からず達成する可能性が高い」とする日銀の見方とは大きく食い違っている。

政府は消費税率引上げによる悪影響を緩和させるためにも「名目3%、実質2%」程度の成長率を目指す方針であり、それらがG20首脳会議においてわが国の政策コミットメントとして提示されていること等を踏まえると、今後とも日銀に対して緩和努力を求めていくことになるだろう。その際には、これまでと同様、長期国債を中心に資産買入等基金を増額・拡充していくものと思われる。一方、5日の欧州中央銀行（ECB）による利下げ決定と同時に、ECBは翌日物預金ファシリティの適用金利（0.25%）をゼロ、つまり付利を撤廃した。これにより、日本においても、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%）の引下げなどを検討するのではないか、

との期待も浮上している。

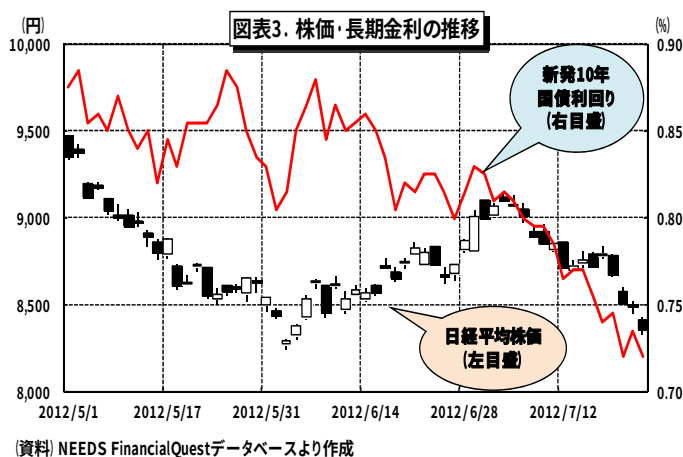
なお、7月24日付けで、既に国会で承認を受けていた木内登英・佐藤健裕の両名が内閣から任命され、就任した。これまで日銀に対して一段の緩和措置を求めてきた両名の審議委員就任により、政策委員会内の勢力図が変化し、慎重な態度を続けてきた「デフレ脱却時期の前倒し」に向けた緩和策の検討が始まる可能性があるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

内外の金融資本市場は、欧州債務危機の動向に振り回される展開が続いている。ギリシャの再選挙の結果を受けて、同国のユーロ離脱の可能性はとりあえず遠のいたが、ユーロ圏の財政問題は収束する兆しが全く窺えず、むしろ悪化の一途を辿っているように見える。特に、7月下旬にかけてはスペインの財政問題やユーロ圏コア国の格下げ懸念などにより、世界的に投資家のリスク逃避的な行動が強まり、「株安・金利低下・円高」の動きが強まった。

① 債券市場

12年度入り当初は1%台であった長期金利（新発10年物国債利回り）であったが、その直後には1%割れが常態化した。



内外景気の鈍さや欧州債務問題に伴う「質への逃避」的な行動が強まった結果、5月以降は0.8%台、さらに7月中旬以降には0.7%台での展開となっている。日本の財政問題は決して楽観できる状況にはないが、欧州債務危機の深刻化に歯止めがかかっていないこともあり、JGB市場には相対的に逃避資金が流れ込みやすい構図が続いている。

先行きについては、年度下期にかけて復興事業や輸出持ち直し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、長期金利の低下には一定の歯止めがかかる可能性もあるだろう。しかし、日銀による国債買入れ圧力、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、長期金利を低位なままにする方向に働くだろう。ただし、高値警戒感強く、一時的に大きく上下動する場面も想定されるだろう。

② 株式市場

世界経済への先行き期待感や日銀による物価安定目標の導入などもあり、4月初めにかけて日経平均株価は10,000円台で推移していたが、その後は欧州債務危機の再燃や米国経済の回復力の鈍さ、さらには中国経済の悪化懸念などを受けて、世界的にリスク回避的な動きが強ま

る中、株価は大きく調整した。特に5月のギリシャ総選挙後は、一時8,000円台前半まで下落した。その後、ギリシャのユーロ離脱の可能性が後退したことで、7月上旬にかけて9,000円台を回復したが、直近では再び8,500円割れとなるなど、軟調な動きが続いている。

先行きに関しても、欧州債務問題へ思惑が相場動向を支配するものと思われるほか、持続的な円高圧力や交易条件の悪化（投入コストの高騰とその価格転嫁の困難さ）、さらには夏場にかけての電力供給懸念や電力料金的大幅値上げなど、下押し材料も多い。しかし、景気持ち直しを背景に年度下期以降の増益期待も根強い。しばらくは海外要因に対する思惑などに左右される面は大きいだが、株価は徐々に回復していくだろう。

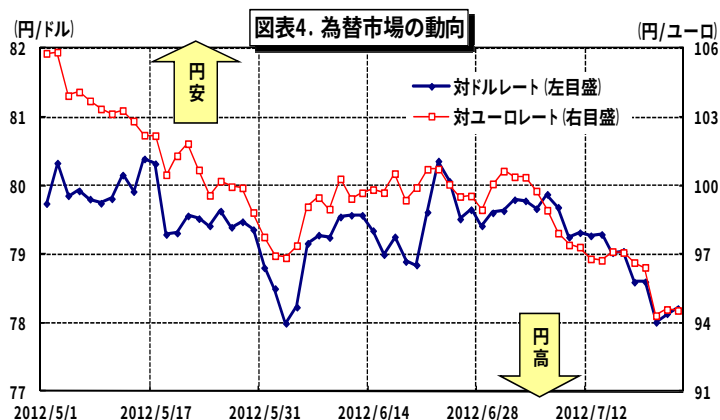
③ 外国為替市場

為替レートはほぼ一貫して円高圧力がかかり続けている。その要因としては、米国において幾度となく浮上する第3弾の量的緩和策（QE3）の存在や、欧州債務危機や単一通貨ユーロへの不信感等が円高の背景として挙げられるが、日銀が物価安定目標を掲げつつも、消極的な姿勢を続けていることも要因の一つであろう。なお、対ユーロでは、7月下旬にかけて1

ユーロ＝94円台まで円高が進行している。

先行きについても、世界経済の先行き不透明感が高い状況が続くこと、さらに仮に日銀が追加緩和したとしても消極的な姿勢は続ける可能性が高いことから、しばらくは円高状態が続くと予想する。

(2012. 7. 25 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

海外経済金融

回復の勢いが鈍化傾向にある米国経済

木村 俊文

要旨

米国では7月に入ってから、雇用改善の動きが弱いほか、消費者や企業の景況感が悪化するなど冴えない経済指標の発表が続いたことから、景気減速懸念が強まった。こうしたなか、金融市場では米政策当局 (FRB) による追加の量的緩和策第 3 弾 (QE3) への期待が再び高まっている。

経済指標は弱い動き

最近発表された米国の主要な経済指標は、弱いものが散見され、総じて景気回復の動きが鈍化している。

雇用関連では、6 月の雇用統計で失業率は 8.2%と前月と変わらなかったものの、非農業部門雇用者数が前月差 8.0 万人増にとどまり、3 ヶ月連続で 10 万人を下回った。これは政府部門で雇用減少傾向が続いていることに加え、6 月はギリシャのユーロ離脱懸念の高まりで欧州債務問題が深刻化したこともあり、先行き不透明感から雇用環境が悪化したと考えられる。

ただし、6 月は週平均労働時間や時間当たり賃金が小幅上昇しており、僅かながら改善傾向が見られる。また、7 月 14 日までの週の新規失業保険週間申請件数は、基調を示す 4 週移動平均が 37.5 万件と 4 週連続で減少し、雇用改善の動きが

持ち直す可能性も示された。

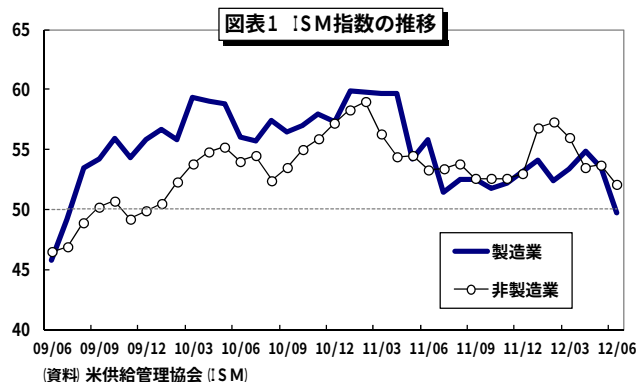
個人消費は、6 月の小売売上高が前月比▲0.5%と 3 ヶ月連続で減少した。暖冬により押し上げられた 1～3 月期とは違い、4～6 月期はその反動から伸び鈍化となった可能性が高い。さらに個人貯蓄率が再び上昇傾向を示していることから、雇用や景気の先行き不透明感を背景に消費者が支出を抑制している可能性もある。

また、7 月の消費者信頼感指数 (ミシガン大学、速報値) は 72.0 と 2 ヶ月連続で低下し、11 年 12 月以来 7 ヶ月ぶりの低水準に悪化した。

企業部門では、景況感を示す 6 月の ISM 指数が製造業で 49.7 と前月 (53.5) から急低下し、09 年 7 月以来約 3 年ぶりに判断の目安となる 50 を下回った (図表 1)。製造業指数の内訳を見ると、6 月は新規受注が急低下 (60.1→47.8) しており、先行き生産活動が軟調になる可能性がある。

また、非製造業も 52.1 と前月 (53.7) から低下した。非製造業は 50 を上回っているものの、暖冬による押し上げ効果が見られた 1～3 月期と比べ改善テンポは明らかに鈍化している。

住宅関連では、6 月の住宅着工件数 (季調済・年率換算) が 76.0



万件と前月（71.1 万件）を上回り、08 年 10 月以来約 3 年ぶりの水準まで回復した。一方、先行指標となる着工許可件数は、75.5 万件と前月（78.4 万件）を下回ったものの、持ち直し傾向が続いている。

追加緩和期待が高まる

連邦準備制度理事会（FRB）のバーナンキ議長は、7 月 17 日の上院銀行住宅都市委員会において、潜在的なリスクや副作用があることに触れながらも、「労働市場に改善が見られないことが明確になった場合、あるいはデフレリスクが生じた場合には、一段の追加措置を検討する」と発言した。具体的な選択肢としては、①米国債やモーゲージ担保証券（MBS）などの追加買い入れのほか、②預金金融機関に対する連銀貸出、③超過準備金利引き下げ、④コミュニケーション政策（時間軸政策）を挙げた。

FRB の金融政策をめぐるのは、6 月の FOMC 議事録で追加緩和の必要性を支持したメンバーが少数だったことから、緩和期待が後退していた。しかし、前述したバーナンキ議長の議会証言に加え、地区連銀経済報告書（ページブック）で景気認識が弱められたことを受け、米経済が減速しているとの見方が広まったことから、金融市場では追加緩和策の第 3 弾

（QE3）への期待が再び高まった。

ただし、FOMC 議事録でも示されたように、FRB 内部には先行きの物価上昇を警戒し、米景気が一段と悪化（あるいはデフレリスクが再浮上）しない限り、追加緩和は必要ないとする慎重論が根強く、市場では金融政策の方向性に対する思惑や期待感が引き続き焦点となるだろう。

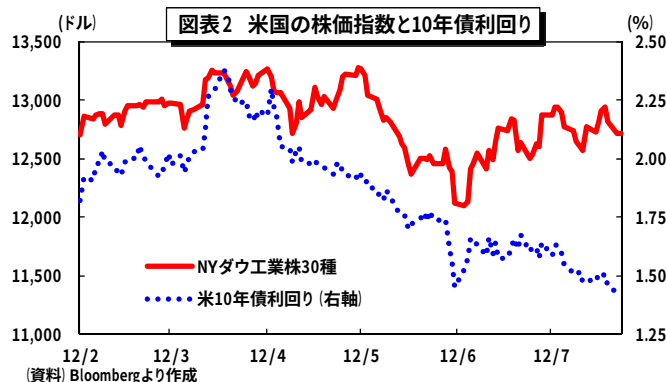
米株式市場は底堅く推移

米国債市場では、6 月の雇用統計や消費関連など弱い内容となった米経済指標を受け景気減速懸念が強まったほか、スペイン国債利回りが 7.5% 台に上昇するなど欧州債務問題の拡大に対する懸念も強まり、リスク回避の動きから米国債が買われた。米 10 年債利回りは、7 月 23 日に 1.426% と 6 月 1 日に付けた過去最低水準（1.452%）を下回る水準に低下した（図表 2）。先行きも米長期金利は、欧州情勢の先行き不透明感や緩和政策の長期化見通しなどから引き続き低水準で推移するだろう。

一方、米株式相場は、もみ合いながらも下値の堅い動きとなった。ダウ工業株 30 種平均は、7 月上旬に発表された雇用統計以降、米経済指標が弱含んだことに加え、欧州懸念の強まりもあり、7 月中旬には一時 1 万 2,500 ドル台に下落した。

しかし、その後は、米主要企業の好決算や FRB 議長の議会証言を好感して反発し、このところは 1 万 2,800 ドル前後で推移している。米株式市場は、企業決算や欧州情勢の先行きに一喜一憂しながらも、下値の堅い展開が続くと予想される。

（12. 7. 24 現在）



情勢判断

海外経済金融

首脳会議での合意の後にも難題が残るユーロ圏

～難度の高い調整課題の積み残しと政治合意の困難化～

山口 勝義

要旨

6月首脳会議の合意内容には難度の高い調整課題などが積み残しとなった一方で、ユーロ圏では政治面の合意形成が一層困難化しつつある。こうしたなか、対策具体化に向けた首脳会議後の調整の推移が注目される。

はじめに

ギリシャでは6月21日に連立政権が発足し同国のユーロ圏離脱の懸念は後退したものの、25日にはスペインからの銀行救済にかかる正式な要請やキプロスからの支援要請が行われるなど、ユーロ圏ではその後も緊迫した情勢が続いた。

こうしたなか、市場の最大の注目点は6月28・29日の欧州連合（EU）・ユーロ圏首脳会議であった。しかし、事前にメルケル独首相がユーロ共同債等の債務共有化に対し反対の姿勢を繰り返し表明したことなどで、スペイン支援等の当面の対策および財政統合等に向けたより長期的な対策のいずれについても、実効性のある内容の合意は期待し難いとの雰囲気濃厚となった。

これに対し、首脳会議では、当面の対策として欧州安定メカニズム（ESM）を活用した想定以上の内容が示されたことで、市場は急反発した。しかしながら、今回の合意内容には困難な調整課題が残されているほか、一部には対策の実効性に懸念もあり、市場が好感した効果の確保は現実には多難であると言わざるを得ない。

以下、こうした点を含め、最近の動向を踏まえつつ、欧州を取り巻く情勢を考察することとしたい。

残された課題と対策の実効性への懸念

首脳会議の主要結果（図表1）のうち、ESMによる銀行への直接的な資本注入（②-1）やESMなどによる柔軟な国債購入（③-1）が、市場の反発上昇の直接の要因になったものと考えられる^{（注1）}。特に前者については、これまでギリシャに対する支援等で問題点として認識されていた国家財政と銀行財務の負の連鎖を遮断するうえで、確かに重要な対策と考えられる。

しかしながら、以下のとおり、これらには困難な調整課題が残されており、また対策の実効性にかかる懸念も大きい。

1. ESMによる銀行への直接的な資本注入

まず、支援の見返りとして支援の対象となる銀行や銀行業界等について求められる条件は、首脳会議での合意では「適切な条件」とされているのみであり具体的には特定されていない。その後、7月20日のユーロ圏財務相による電話会議の結果、覚書において、銀行業界の改革が求められ、その進捗状況の詳細なモニタリングが行われることとなった。加えて、被支援銀行の株式のほか劣後債等の保有者の負担を求めることとされたが、スペインでは個人によるこれらの保有が多いため、ラホイ首相の政治基盤を危うくする可能性も否定できない。

次に、本件が前提とする銀行監督の一元化の対象（ユーロ圏のみか EU 全体か）の調整が残っており、EU 全体を対象とする欧州銀行監督機構（EBA）の今後の位置付けやユーロ圏の組織である欧州中央銀行（ECB）との機能分担、また ECB の独立性の確保策等について整理が必要となる。この際、金融の中心であるシティを抱え、独自の立場を重視する英国の主張が、合意形成の波乱要因となる可能性がある。

また、一元化された銀行監督を担う組織が監督する銀行の範囲（大規模な銀行のみか中小銀行を含むか）や各国の監督当局との役割分担について調整が必要である。各国の間では銀行業界の構造や既往の監督態勢は一樣ではなく、調整に時間を要することが考えられる。

さらに、現行の ESM 条約では、銀行支援は ESM のメンバー国を通じて実施されるものとされている^(注2)。これは、あくまで銀行支援を受ける場合には当該国が一元的に責任を負うことを前提とした建付けと考えられるが、今回、ESM による銀行への直接的な資本注入を行うに当たっては、責任の所在の再整理・明確化という課題が伴ううえ、同条約の改正が必要となる可能性が高い。

以上のとおり、今回の首脳会議の合意内容には調整に時間がかかるとみられる課題が複数残されており、同合意が想定する 2012 年末までの具体策策定は決して容易ではないばかりか、要調整課題の難度からすれば合意倒れに終わる可能性さえも否定はできない。そして、この間はスペインの銀行支援は従来どおり国家経由とならざるを得ず、市場の好感にもかかわらず、新たな対策が意図した効果は確保できないことになる。

2. ESM などによる柔軟な国債購入

ESM は、財政悪化国に対し、銀行への資本注入、国債購入、予防的融資や金融支援を行う機能を担い、支援可能総額として段階的に 5,000 億ユーロまでの拡大が予定されている。しかし一方で、例えばイタリアとスペインの国債残高合計は約 24,000 億ユーロ^(注3)と ESM の約 5 倍の規模にのぼっており、これから次の点を指摘することができる。

ESM の規模に限界があることから、国債購入の進捗に伴う先行きの支援可能余力の縮小を見越し、国債保有者は ESM による購入開始の初期段階から当該国債の売却を積極化する可能性が高い。この結果、市場沈静化という効果が得られないまま ESM の支援可能余力のみが低減することが考えられ、さらにこれは他の財政悪化国に対する今後の支援能力の縮小ともなることで、財政悪化国の国債利回り全般が上昇に向かうことが考えられる。

一方、中央銀行が国家財政に資金供給を行う政策運営（マネタリー・ファイナンス）となる懸念等により現在は中断されているが、ECB は 2010 年 5 月以降、証券市場プログラム（SMP）を通じ約 2,100 億ユーロの国債の購入を実施してきた。国債購入の効果を確保するためには、資金に制約がなく購入可能額に上限のない ECB の関与が重要な前提となるが、今回の首脳会議では、このための ESM に対する銀行免許の付与については議論の対象とはされておらず、ESM の規模の限界が市場の標的とされる可能性を残す結果となっている。

以上のとおり、ESM の国債購入による市場鎮静化効果については疑問が大きいと考えざるを得ない。

図表1 6月EU・ユーロ圏首脳会議の主要な合意内容と残された課題

区分	内容	賛成国等	反対国等	6月首脳会議の合意内容	残された課題等
当面の 対策	① 成長等にかかる戦略の具体化	・フランス、イタリア等	・ドイツ、オーストリア等は新たな財政出動には反対	・成長・雇用協定を採択 ✓インフラ整備などで1,200億ユーロを投入	・効果発現までには相応の時間を要するなど、その有効性は限定的と考えられる。
	②-1 ESMによる銀行への直接的な資本注入 ✓国家の債務増加を回避 ✓国家財政と銀行財務の負の連鎖を遮断	・スペイン、イタリア、フランス等	・ドイツ等 ✓財政悪化国政府の責任回避の懸念 ✓ESMの抱えるリスクの増大	・ESMが国家を経由せずに銀行に直接資本注入 ・支援に伴う適切な条件を覚書に明記 ・また、ECBを関与させた銀行監督の一元化が前提 ・アイルランドについても同様の対応を検討	・支援に伴い求められる条件が特定されていない。 ・前提となる銀行監督の一元化には要調整事項が多く時間を要するとみられる。 ・ESM条約の変更を要する可能性がある。
	②-2 銀行監督の一元化	・フランス、ECB等	・英国は独自の立場を重視	・銀行監督をECBなどに一元化 ✓2012年末までに具体策を策定	・統合範囲をユーロ圏とするかEUとするかの調整を要する。 ・監督の対象とする銀行の範囲や各国の監督当局との役割分担について調整を要する。 ・この間、スペインの銀行対策は従来どおり国家経由とならざるを得ない。
	②-3 ESMの返済順位の優先性の見直し ✓ESMの優先性がスペイン国債利回り上昇の一要因との認識	・スペイン等	・AAA国を中心とした支援国(フィンランド等) ✓与信の返済確保のため優先性は必須	・スペインの銀行に対し、EFSFにより支援が開始され、それがESMに引き継がれた場合には、他の債権者に対する返済順位の優先性はないものとする	・スペインの銀行への支援が例外的な扱いで、他との整合性が整理されていない。
	③-1 ESMなどによる柔軟な国債購入 ✓ESMなどによる国債購入は既存の機能	・スペイン、イタリア等	・ドイツ等 ✓金融支援と同じ改善計画が支援の前提条件	・ユーロピアン・セメスター等の既往の仕組みで明示された改善課題以上の厳格な条件は付さない ・上記の改善課題を覚書に明記	・ESMの規模の制約があり、本対策の実効性には懸念がある。
	③-2 ESMへの銀行免許付与 ✓ESMの資金力の拡充	・フランス等	・ドイツ、ECB等 ✓ECBによる国家財政支援になる懸念	(対象外)	—
より 長期的な 対策	④ バンキング・ユニオンの具体化 ✓銀行監督の一元化 ✓統一した預金保険制度の導入 ✓統一した銀行の破綻処理策の導入	・フランス等	・ドイツ等 ✓財政統合が前提であり慎重な検討が必要	・銀行監督の一元化は上記のとおり ・ファンロンパイEU大統領が、バローゾ欧州委員会委員長、ユンケルユーロ圏財務相会合議長、ドラギECB総裁とともに作成した将来の財政統合に向けた工程案“Towards Genuine Economic and Monetary Union”に沿って検討を継続 ・2012年10月に中間報告、2012年末までに最終報告を実施	・今回の首脳会議では様々な意見が示されたにとどまっており、具体的な検討は今後開始となる。
	⑤ ユーロ共同債の導入を含む財政統合	・フランス、イタリア等 ・IMF、OECD、英国等も支持	・ドイツ等 ✓財政悪化国政府の責任回避の懸念 ✓EUへの権限移譲、厳格な財政規律が前提 ✓EU条約やドイツ憲法に不適合		

(資料) 首脳会議結果にかかる次の文書を踏まえ農中総研作成。

・EU首脳会議、“European Council, 28/29 June 2012, Conclusions”(2012年6月29日)

・ユーロ圏首脳会議、“Euro Area Summit Statement”(2012年6月29日)

政治面での合意形成の困難化

今回の首脳会議で、別の側面から注目されるのは、政治バランスの変化である。

5月の大統領選挙で左派政権が成立したフランスでは、経済成長・雇用促進を重視するオランド大統領が経済の停滞に悩むイタリアやスペインとの関係を深め、緊縮財政と財政規律を重視する従来の独仏連携が事実上解体した。また、AAA国としてドイツとともに緊縮財政や財政規律強化を支持してきたルッテ首相（自由民主国民党）のオランダにおいても、財政支出を通じた経済刺激策を掲げる左派政党の躍進があり、9月に実施される総選挙での政権交代の可能性が出ている。

一方ドイツでは、6月の首脳会議後に、連立与党内においても財政悪化国に対する支援条件緩和を牽制する発言が強まっているほか^(注4)、ESMの合憲性についての連邦憲法裁判所への提訴で、7月1日を予定していたESM設立が遅延する結果を招いている。こうしたなか、2013年秋の総選挙が意識される時期ともなり、メルケル首相としては、自国の有権者の利益を一層重視した保守的なスタンスを取らざるを得なくなるものと考えられる。

このほか、会議での合意にもかかわらず、6月首脳会議後にフィンランド政府がESMによる国債購入にはあくまで反対するとの立場を表明し、オランダ政府もこれに同調する姿勢を示したことなども、各国が自国の利害を優先せざるを得ない事情の現れと捉えられる。また英国では、与党内の一部に、EU残存の是非を問う国民投票を求める動きなども出ている。

このように、今後は北と南の対立の先鋭化等を通じ、政治面での合意形成が一層困難となる可能性が高まっている。

おわりに

ユーロ圏では、一方的な支援の継続や主権放棄への抵抗、またEU条約改正等の困難性により、財政統合に向けた動きに急速な進展は期待し難い。また、現在では17ヶ国まで拡大し経済格差の大きい国々を抱え込んではいるものの、ユーロ圏の解体はその負の影響の大きさから受け入れ難い。このため、ユーロ圏では、今後も市場波乱の都度、当面の対策を具体化する対応を繰り返していかざるを得ないものと考えられる。

しかし、財政危機の長期化に伴い顕在化する課題の難度はますます上昇し、より積極的な対策が必要となっている。今回の首脳会議でも、スペインやイタリアへの危機波及の可能性を踏まえ、一層踏み込んだ対策が合意されることになった。

これらの対策の具体化に向け、ユーロ圏では対立する各国の見解を適切に調整していく必要がある。政治的な合意形成が一層困難になりつつあるなかでもあり、今回の首脳会議後の調整推移は、ユーロ圏の危機対応能力を示すものとして特に注目されるものとなっている。

(2012年7月24日現在)

(注1) この他、成長等にかかる戦略の具体化(図表1の①)については、山口「経済成長重視への転換はユーロ圏を救うか?」『金融市場』(2012年7月号)のとおり、その効果には限界があるものと考えられる。

(注2) “Treaty Establishing the European Stability Mechanism”のArticle 15の1.に規定されている。

(注3) このイタリアおよびスペインの国債残高合計は、これまで金融支援を受けたギリシャ、アイルランド、ポルトガルの同残高合計の約4倍の規模に相当する。

(注4) 例えば、メルケル首相のキリスト教民主同盟(CDU)の姉妹政党であるキリスト教社会同盟(CSU)のゼーホーファー党首が、首脳会議後、同首相に対し支援条件の緩和が進めばCSUが支援反対に回る可能性があると指摘。一方、CDUがCSUとともに連立政権を組む自由民主党(FDP)は、財政悪化国に対する支援に対し批判的な姿勢を維持している。

情勢判断

海外経済金融

年後半にかけて持ち直しに転じる中国経済

～連続の利下げ等で今後の景気回復を下支え～

王 雷 軒

要旨

欧州向け輸出の低迷や不動産抑制策などを受けて、2012年4～6月期の実質GDP成長率は、前年比7.6%と1～3月期(同8.1%)から大きく鈍化し、6四半期連続の減速となった。しかし、6月に続き、7月初めにも利下げが実施されたことなどから、年後半にかけて、中国経済は持ち直しに転じると見込まれる。

12年4～6月期は前年比7.6%成長

7月13日に発表された2012年4～6月期の実質GDP成長率は、前年比7.6%と1～3月期(同8.1%)から大きく鈍化し、6四半期連続の減速となった。欧州債務危機による欧州向け輸出の低迷や不動産抑制策などを受けて、09年1～3月期以来3年ぶりの低成長である。

ただし、12年4～6月期は前期比で見れば、1.8%と1～3月期の1.6%から持ち直しており、経済の下振れリスクは依然存在するものの、景気減速には一定の歯止めがかかったと見られる。

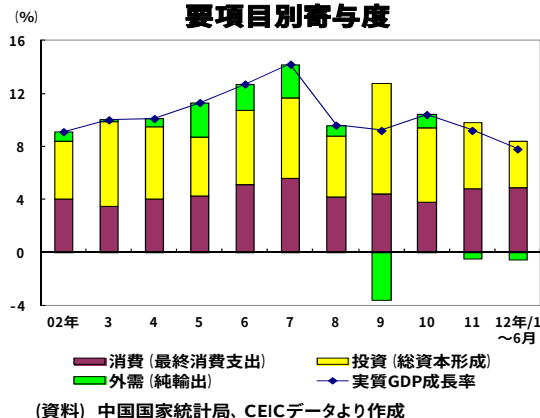
一方、同時に発表された12年1～6月期実質GDPは、前年比7.8%となった。年前半の需要項目別の寄与度を見ると、

純輸出は▲0.6%の寄与となったに対して、最終消費は4.5%と最も高い寄与となり、不動産抑制策を受けて投資は寄与度が縮小したものの、消費は引続き堅調さを維持していることが明らかとなった(図表1)。以下、6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、個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額は、前年比13.7%と5月(同13.8%)から伸び率は小幅ながら低下した。また、国家統計局が公表する季節調整済みの前月比でも、4月:1.17%、5月:1.16%、6月:1.08%と鈍化傾向にある。景気の先行き不安に伴う消費者マインドの低下や不動産販売の低迷による家電製品などの売れ行きが冴えないことが原因であろう。ただし、先行きについては、5月中旬に発表された冷蔵庫など省エネ家電製品を対象とした消費刺激策が本格的に実施されることや、インフレ圧力の後退などから個人消費は底堅く推移するだろう。

固定資産投資(農家投資を含まず)は、鉄道や水利などインフラ投資の前倒し実施を受けて前年比21.8%と、5月(同21.0%)から持ち直した。先行きについ

図表1 中国の実質GDP成長率と需要項目別寄与度



ては、インフラ投資の増加、保障性住宅（中低所得層向けの住宅）の建設促進もあり、底堅く推移すると想定される。さらに、輸出（季節調整済み）も前年同月比 13.9%と 5 月（13.8%）から持ち直しつつある。米国、東南アジア諸国連合（ASEAN）向けの輸出が好調さを維持しているほか、欧州向けの輸出は低調ながらもマイナス幅が縮小した。ただし、世界経済の減速懸念が依然根強いことから、先行きには不透明感が残り、輸出の本格的な回復には時間がかかるだろう。

物価動向については、ガソリン価格等の値下げ、さらには食料品価格などの沈静化を受けて消費者物価指数（CPI）は、前年比 2.2%と 5 月（同 3.0%）から一段と上昇率が低下した。政府目標である 4%を下回る状況となっており、2 年ぶりの低水準となった。こうしたインフレ圧力の後退も、後述する 7 月初めに実施された利下げの要因の 1 つであると思われる。

一方、6 月に住宅ローンの金利水準が引下げられたこともあり、主要 70 都市の住宅価格は前月比で 9 ヶ月ぶりの上昇に転じており、不動産販売市場が再び活況を見せつつある。

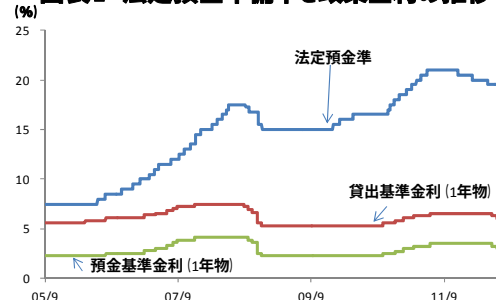
金融情勢と今後の景気見通し

前述したように、国内景気が力強く回復していないことや、インフレ圧力の後退によって、中国人民銀行（中央銀行）は 7 月 6 日に再び政策金利の引下げを実施した。これにより、貸出基準金利（1 年物）は 6.31%から 6.00%へ、預金基準金利（1 年物）は 3.25%から 3.00%へ引下げられた（図表 2）。

また、利下げと同時に、金利の自由化に向けた動きもあった。中国人民銀行は、

市中銀行の貸出金利の下限を従来の貸出基準金利の 0.8 倍から 0.7 倍に引下げた。これにより、金融緩和が強化され、借り手が資金を借りやすくなると考えられる。一方で、銀行間の金利競争を引き起こし、預貸金利差は縮小することになるだろう。一方、マネーサプライ（M2）は前年比 13.6%と 5 月（同 13.2%）に続き、緩やかな拡大を続けている。さらに、人民元建て新規融資額も 0.92 兆元と 5 月から増加した。利下げなどの金融緩和の効果が始めていると見られる。

図表 2 法定預金準備率と政策金利の推移



（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成（注）直近は12年7月19日

今後の金融政策については、金融機関の法定預金準備率が19.5%と極めて高く、引下げ余地が十分にあるため、金融当局は景気動向を見極めながら数回にわたって法定預金準備率を引下げる可能性が高いと思われる。なお、6月から2ヶ月連続の利下げを実施したが、前述したとおり、不動産価格の上昇圧力も高まっており、金融当局は再度の利下げに対し引き続き慎重であろう。

最後に景気の先行きについて述べておきたい。今年秋に開催予定の共産党大会を控え、中国政府は、低成長を放置できず、消費刺激策の発表や利下げなどで景気対策に本腰を入れていることから、年後半にかけては緩やかな景気回復が見込まれる。12 年を通しては前年比 8%台前半の成長になると予測。（7 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

6月19～20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、11年10月から実施している長期国債を買入れる一方で同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」の期限を6月末から今年末まで延長することとした。

経済指標をみると、6月の雇用統計の失業率は8.2%と前月から横ばいだったものの、非農業部門雇用者数は前月比8.0万人と事前予測（同：10.0万人、ブルームバーグ集計）を下振れた。こうしたことから、米国経済に対する減速懸念が続いており、追加緩和期待が高まっている。

国内経済・金融

7月11～12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%）を据え置いたが、札割れに対応するために金融資産等買入れ（70兆円）の内訳を変更し、固定金利方式共通担保オペを30兆円から25兆円程度に減額する一方、金融資産買入れを短期国債を中心に40兆円程度から45兆円程度に増額した。

経済指標をみると、日銀短観（6月調査）の大企業製造業は▲1と3四半期ぶりに改善し、先行き9月期も1と鈍いペースながら改善が続くと見られている。一方、機械受注（船舶・電力を除く民需）の5月分は、前月比▲14.8%と2ヶ月ぶりに減少。5月の鉱工業生産指数（確報値）も、前月比▲3.4%と2ヶ月連続で低下した。

金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、欧州債務問題や米国経済の先行き懸念の拡大に対する「質への逃避」や、追加緩和期待の高まりなどを背景に低下傾向での推移が続き、7月中旬には約9年ぶりに0.75%を割り込んだ。

日経平均株価は、欧州債務問題への懸念の後退や追加緩和期待の高まりから、7月上旬には約2ヶ月ぶりに9,100円台を回復した。しかし、米国・中国などで経済指標が下振れしたことを受けて景気減速懸念が高まったほか、円高の進行などもあり、7月下旬には一時8,500円台に下落した。

外国為替相場のドル円相場は、米国経済の減速懸念の高まり等から、4月以降ジリジリと円高・ドル安が進行し、7月下旬には1ドル＝78円台半ばで推移している。一方のユーロ円相場は、EU・ユーロ圏首脳会議でスペイン等の銀行救済策が決定した後の7月上旬に円安・ユーロ高となる場面もあったが、同政策の効果が限定的との観測が広がるとユーロ安方向に反転し、7月下旬には1ユーロ＝94円台後半と約11年8ヶ月ぶりの円高・ユーロ安水準となっている。

原油相場

原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、世界経済の減速懸念によって石油需要が減退したことから、6月下旬には1バレル＝80ドル台を割り込んだ。しかし、米国の石油在庫の減少や住宅関連指標の改善などを受けて上昇し、7月下旬には約2ヶ月ぶりに1バレル＝90ドル台に乗せている。

（2012.7.23 現在）

分析レポート

国内経済金融

法人企業部門の貯蓄について

南 武志

最近の貯蓄投資バランス

わが国の貯蓄投資バランス（IS バランス）を見ると、東日本大震災を契機に海外部門における資金不足状態（＝投資超過状態、もしくは経常収支の黒字状態）が解消される方向にあるほか、少子高齢化の進行に伴ってこれまで貯蓄超過状態にあった家計部門では、近い将来、投資超過へ転じる可能性を指摘する意見も根強い（図表1）。いずれも、投資家にとってはわが国の膨大な財政赤字のファイナンスを見る上で重視されているが、それらと同時に「失われた 20 年」を通じて貯蓄超過状態を続けてきた法人企業部門（民間、除く金融機関）の超過貯蓄状態の動向にも注目すべきであろう。

動した結果に過ぎないが、これまでの民間部門（＝家計部門＋民間法人企業部門）における資金余剰が、国債の安定消化に貢献してきたと信じている投資家が多いのも事実であり、こうした傾向が今後も続くのかどうか注目されている。

しかしながら、付加価値生産の主要な担い手である法人企業部門が、長期間にわたって貯蓄超過状態を続けていることが不自然なことであるのも確かである。日本経済がデフレからの完全脱却を果たし、経済の正常化が図られた暁には、「失われた 20 年」を通じて抑制されてきた企業の設備投資行動は、若干なりとも活性化し、法人企業部門では資金不足状態に転じる可能性もあるだろう。

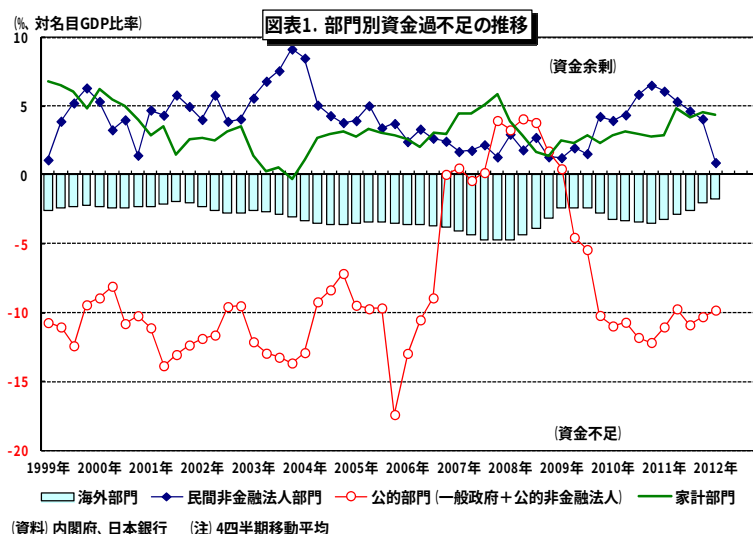
急減した法人企業部門の超過貯蓄

東日本大震災直後の景気の落ち込みにより、2011 年度の企業業績は減収減益となった（日銀短観などより）。こうした中で、被災企業では設備復旧に向けた投資を余儀なくされたことに加え、長引く国内需要の低調さや歴史的な円高進行により、海外での設備投資を活発化する動きも散見された。その結果、11 年度下期にかけて法人企業部門の資金余剰額（＝貯蓄超過）が急速に縮小する動きが見られている。

貯蓄投資バランスはあくまで恒等式上の関係であり、各部門が独自に行

潤沢なキャッシュ・フロー

「失われた 20 年」を通じて法人企業では設備投資行動を抑制した結果、潤沢なキャッシュ・フロー（＝内部留保＋減価償却費）を抱えてきた（図表2）。しかし、法人企業が過剰なキャッシュ・フローを



保有し続けることは好ましいとは言えない。

基本的に、法人企業は保有する資産を最大限活用して収益確保に努めるべきであり、余裕資金は、①事業拡大（設備投資や M&A など）をすることで新たな収益機会を生みだすために使われるか、②配当などを通じて株主に返還するか、のいずれかが選択されるべきであろう。かつて、キャッシュ・リッチな上場企業に対して某投資ファンドがその活用策に関する株主提案を行った出来事があったが、経営者は企業価値の最大化にも関心を持つべきであるとは言うまでもない。

内部留保の活用策

一方で、「企業部門から家計部門への波及」が一向に始まる様相を見せない中で、法人企業が潤沢な内部留保を確保してきたことに対し、そうした内部留保を雇用維持・拡大に向けて使うべきとの意見も一部にある。

バブル崩壊後、「3つの余剰（雇用・債務・設備資本）」に悩まされた法人企業は強烈なリストラを推進、その裏側で金融機関では不良債権処理を進めたが、最終的には家計部門がそれらのコストを支払ってきたと捉えられる。しかし、リストラに一定の目途がついた後も法人企業は賃金を労働生産性の

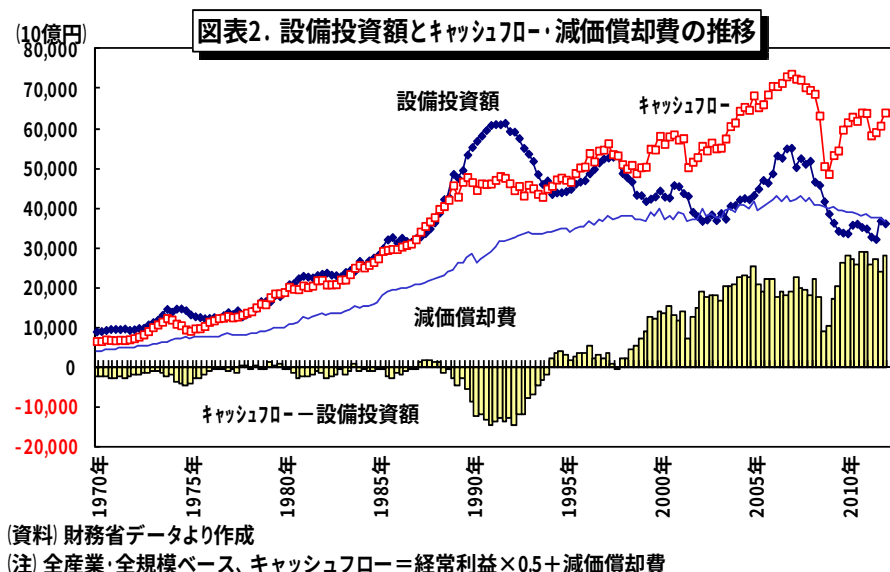
上昇以下に抑制し続けたことは否定できない（南（2007））。

もちろん、内部留保自体は会計上の概念であり、法人企業がそのまま溜め込んでいるわけではない。また、経済学的には「債務返済」は「貯蓄」と同義であることを踏まえれば、最終的に法人企業部門の貯蓄は財政赤字のファイナンスに使われたという側面も無視できない。

しかし、内部留保そのものを直接的に雇用に使うべきかどうかはともかく、法人企業は最低でも労働生産性の向上分は雇用者に対して賃上げとして還元すべきと思われる。内需不振の主因の一つに「デフレ問題」があり、それ自体は政府・日本銀行が責任を持って担当すべき課題ではあるが、人件費抑制が民間需要の低調さを生み、それが企業の国内売上高にも大きく影響している点に十分留意すべきであろう。

参考文献

南武志（2007）「遅れる「企業から家計への波及」～労働生産性上昇率を下回る状況が続く賃金上昇率～」、金融市場 2 月号



分析レポート

国内経済金融

政策反動の長期化が懸念される耐久消費財

寺林 暁良

はじめに

近年の耐久消費財の出荷は、エコカー購入補助金制度や家電エコポイント制度といった消費刺激策が奏功して好調を維持してきた。東日本大震災発生後には一時大幅な下落に転じたものの、12年1月以降は5ヶ月連続で前年実績を上回るなど、このところは再び堅調さを取り戻している（図表1）。

ただし、業種別に寄与度分解してみると、今年に入ってから耐久消費財の好調さの主因は、約7割のウェイトを占める輸送機械（自動車等）の大幅な伸びであり、むしろ情報通信機械（テレビ・携

帯電話等）や電気機械（電気冷蔵庫等）は弱含んでいることがわかる（図表2）。

本稿では、耐久財消費の出荷動向を振り返るとともに、今後の課題について述べてみたい。

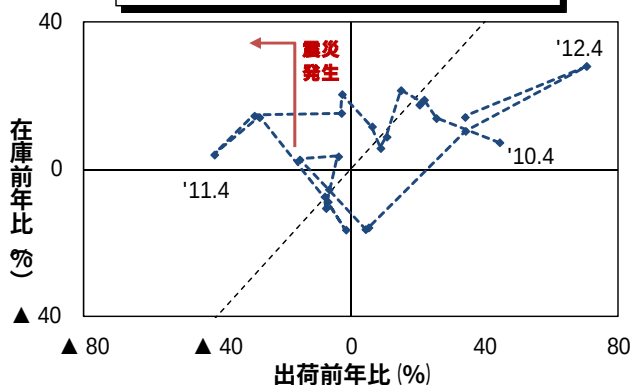
自動車の販売動向

輸送機械について、自動車販売台数は、09年4月から10年9月までのエコカー購入補助金制度が終了した後、12ヶ月連続で前年割れとなるなど、政策の反動が大きかった。特に、11年3月の東日本大震災後には前年比▲50%を割り込むなど大きく落ち込んだ（図表3）。

しかし、11年12月20日から最長13年1月末までの期間でエコカー購入補助金制度が復活したことや、12年4月に終了予定だったエコカー減税制度が15年4月まで延長されたことにより、12年に入ってから再び堅調に推移している。特に4～6月期の販売台数は、前年同期比60.2%と高い伸びを示しており、個人消費の牽引役として大きく寄与している。

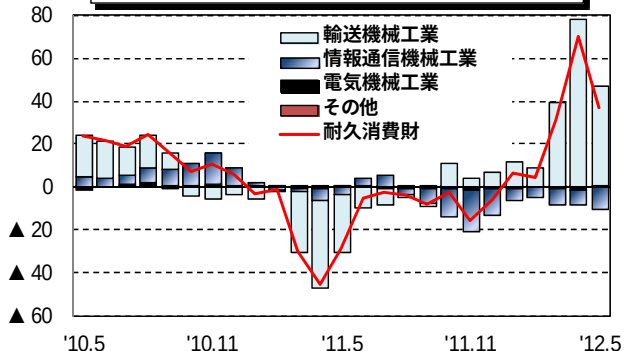
ただし、このところの急激な伸びの背景には、エコカー購入補助金制度の終了懸念がある。エコカー購入補助金は、予算枠（3,000億円）に到達した時点で期間を前倒しして終了することになっているが、すでに8月頃にも募集額に到達するとの観測が高まっており、駆け込み的な需要に拍車をかけているとみられる。そのため、自動車販売の伸びは、夏場までがピークであり、その後は政策の反動から大きく落ち込むことが予想される。

図表1 耐久消費財の出荷・在庫循環



（資料）経済産業省「生産・出荷・在庫指数」より作成

図表2 耐久消費財の出荷前年比の寄与度分解



（資料）経済産業省「生産・出荷・在庫指数」より作成

電化製品の出荷動向

一方の情報通信機械や電気機械は、09年5月から11年3月までテレビ、エアコン、電気冷蔵庫を対象に実施された「家電エコポイント制度」のもとで、堅調に推移してきた（図表4）。

特に情報通信機械は、薄型テレビの好調さに牽引され、好調な出荷台数の増加を続けた。薄型テレビは、震災発生時に一時前年を割れとなったものの、7月に被災3県（岩手県、宮城県、福島県）を除いて地上デジタル放送への完全移行が行われたことから、その駆け込み需要もあって4～7月には再び前年実績を上回った。

また、エアコンや電気冷蔵庫などを含

む電気機械は、エコポイント制度終了をにらんだ駆け込み需要から、対象基準引き上げ前の10年末を中心に大きな伸びとなった。震災発生後直後は弱含んだものの、復興需要や原発事故を受けての節電ムードの高まりから、4～6月には再び前年実績を上回った。

しかし、夏場以降は、政策要因や復興需要の剥落から、情報通信機械、電気機械ともに弱含みが続いている。特にテレビは、11年10月以降は前年比▲50%を下回る低水準での推移が続くなど、反動の大きさは深刻である。

耐久消費財の今後の懸念

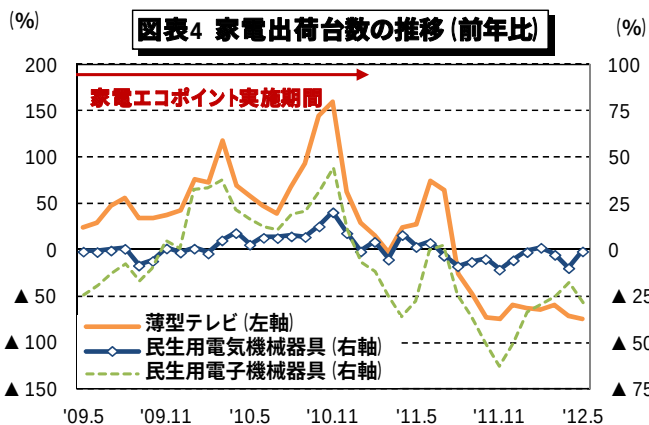
近年の耐久消費財の出荷動向を振り返ると、消費刺激策などの政策要因や震災後の復興需要のもとで増加がみられた一方、それらの効果が剥落した後に反動減に転じるという推移を繰り返してきた。

現在は、ウェイトが大きく、他業種への波及効果も大きい自動車産業関連が好調であるため、表面上は拡張期にあるように見えている。しかし、実際には回復の自律性は弱く、すでに情報通信機械等の伸び悩みが深刻さを増しているほか、牽引役の輸送機械についても、近い将来に反動減となることが目に見えている。

耐久消費財は、その名の通り耐久年数の長さが特徴であるがために、需要先食いによる反動も長期化することが予想される。また、乗数効果が大きいだけに、その影響の裾野も広いといえよう。そのため、政策効果・復興需要が剥落した後の、さらには現実味を増した14年4月の消費税率引き上げ後の耐久消費財の冷え込みが、長期にわたって日本経済回復の足かせとなることも懸念される。



(資料) 日本自動車販売協会連合会より作成



(資料) 日本情報技術産業協会、経済産業省「生産動態統計」の各統計より作成
(注1) 民生用電気機械器具には電気冷蔵庫及び家庭用エアコンが、民生用電子機械器具には薄型テレビが含まれる

分析レポート

国内経済金融

収益力向上と「金融円滑化法」対応

～地銀決算を通して見た地域金融機関の課題～

渡部 喜智

表面的には平穏な地銀の決算

東日本大震災と福島原発事故により大きな被害を受けた日本経済の回復ペースに緩やかなものにとどまる一方、デフレは根強い。海外では欧州信用不安が続くとともに、その波及効果として世界経済の減速懸念が強まっている。このため国内外ともに金融緩和長期化の観測は強い。

以上のような経済金融環境のもとでの地域銀行（以下、「地銀」）の2011年度決算を見ながら、地域金融機関経営の現状と課題を概観したい。

まず、概括的に言って地銀の11年度決算は表面的に平穏であり、大見出しになるような事項には乏しかったと言えよう。東日本大震災に伴う不良債権処理は前年度決算においてほぼ実施済みと言われていたが、実際には立ち直りが早く進んだ被害先もあり、震災関連の不良債権処理の積み増しは生じなかったようだ。また、欧州信用不安などによる投資資産の劣化の影響は、既に欧州投資が縮小されていたことなどから極めて限定的であった。したがって、金融庁が集計した地銀の決算データによれば、法人税率引き下げに伴う繰延税金資産取り崩しの影響があったにもかかわらず、当期利益が増加するとともに、与信関係費用は貸出先の業況

好転を背景に、10年度の半分以下となった。また、自己資本比率は小幅上昇した（図表1）。

収益力低下の課題

しかし、銀行決算の内実には以下のような課題をはらんでおり、それはJ A系統の信用事業にも決して無縁ではなからう。

まず、図表1の資金利益の減少傾向に示される収益力の低下である。その背景にあるのは、超低金利の継続のもとでの利鞘縮小だ。地銀の11年度決算において、貸出と有価証券の利回り低下を背景に総資金利鞘がマイナスに陥ったところが5行にのぼる。また、利鞘が0.1%未満の地銀も全体の1割以上となった（図表2）。

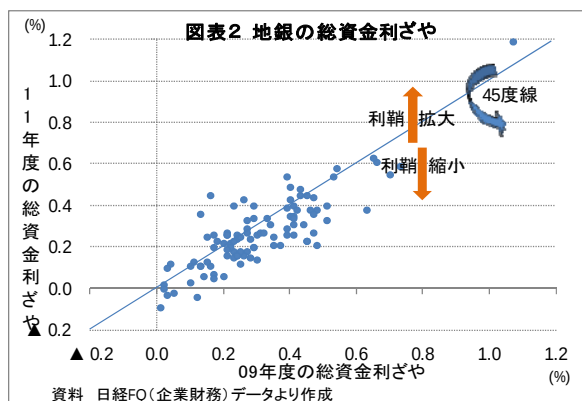
外部負債調達以外の自己資本部分の増強とそれによる稼得収益の拡大も重要であるが、基本的な問題は上記のような資金収益力の低下である。対応策として債券など有価証券運用も課題となるが、利回り向上にはポートフォリオの金利変動リスク増大などのトレードオフも避けられない。したがって、貸出の収益向上が最重要かつ不可欠な方策となる。個人向

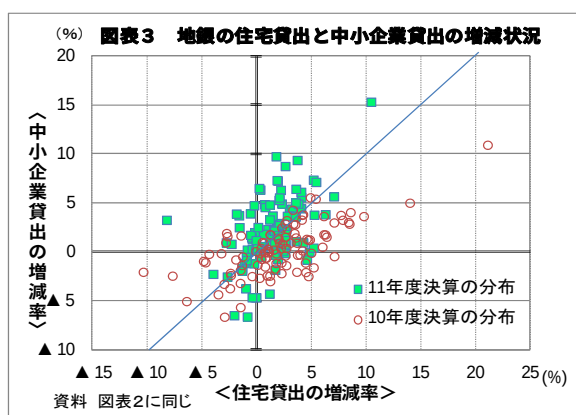
図表1 地銀の決算概要

（単位：億円）

項目	09年度	10年度	11年度
業務粗利益	49,858	50,002	49,107
うち資金利益	43,517	43,184	42,396
当期純利益	6,437	6,527	7,272
与信関係費用(▲)	▲ 7,206	▲ 6,145	▲ 2,910
不良債権額	6.6 兆円	6.7 兆円	6.8 兆円
不良債権比率	3.2%	3.2%	3.2%

金融庁HP資料より作成





けと企業向けに分けて、最近の貸出動向を見てみよう（図表3）。

個人向け住宅貸出については、優遇金利の適用増大や短期金利変動貸出の増加などによる総体的な貸出金利の低下が見られる。これに対し、金融当局からはリスク対比での収益性悪化が指摘されてきた。地銀においても、その認識と長期的対応の必要性が語られることが多い。しかし、依然貸出姿勢は強い。11年度の地銀の決算では住宅貸出の全体の伸びは3%を切ったとはいえ、2.8%であった。また、住宅貸出減少行は10年度の26行から22行へ減った。新設住宅向け貸出が低迷する中、借換えに注力し底上げをはかった地銀も多く、貸出競争は厳しい。一方、少数事例であるが、住宅貸出以外の消費ローン貸出が増加軌道に乗った地銀も見られ方向転換を模索する動きに注目したい。

一方、中小企業貸出には底打ちの変化もうかがわれる。資金需要の低迷と信用リスクへの慎重対応もあり、中小企業貸出は減少してきたが、11年度決算では増加に転じた地銀も多い。金利的に優遇した資金枠を設定し推進する事例も散見されるが、医療介護や農業などを成長産業とし、かつ優良中小企業の支援を地域経済の活性化の重要な要素と位置付ける戦略は定着しつつあると言ってよからう。

なお、BPRと情報システム刷新を絡めた業務態勢見直しにより、人員を創出し営業フロントへの人員シフトがはかられていることも重要な動きだ。

「金融円滑化法」出口戦略の課題

中小企業等金融円滑化法（以下、「同法」）は13年3月末まで1年間延長された。これは、ソフトランディングのための最終延長と位置付けられており、今後1年間の出口対応が課題となる。

11年の年間倒産件数（東京商工リサーチ調べ）は、同法を含めた様々な政策支援もあり、92年以来の低水準（1万27百件）となった。一方、同法に基づく貸出条件変更件数（12年3月末までの累計）は、中小企業が308.7万件と報告されている。この件数数字は複数回対応も含んでおり、金融庁は事業者（債務者）ベースでは30～40万社と見ている。同庁は「中小企業再生支援協議会」などを通じたコンサルティング機能発揮により、事業再生支援の強化を求めている。本業の復調が見られる貸出先には、再生支援ファンドの活用や債務削減にも踏み込み、再生を確かなものにすることも期待される。

しかし、同法による支援効果が現れず先行き見通し難の貸出先も多いのも事実だ。地銀の11年度決算では貸出条件緩和債権が2割超増加したが、これは経営改善の見られない貸出先を格下げし、所定の引当て等も実施されたと考えられる。

同法期限切れ後も引続き貸出のリスクジュール対応なども想定され、13年以降倒産が直ちに増えるかは不透明だが、貸出先の選別は避けられないだろう。先行きの倒産状況は予断を許さない。思わぬ波及には注意が必要だろう。

連 載

経済金融用語の基礎知識 <第 16 回>

QFII 制度により推進される中国資本市場の自由化

安藤 範親

はじめに

中国金融当局は 2012 年 4 月 3 日に、QFII (Qualified Foreign Institutional Investors=適格海外機関投資家) の投資枠の上限をこれまでの 300 億米ドルから 800 億米ドルへ拡大すると発表した。

実際、11 年 12 月から 12 年 6 月までの間には、新たに 51 の QFII と 56.23 億米ドルの投資割り当てを認可しており、資本市場の自由化に向けて、QFII 制度の下、海外機関投資家の誘致加速と、対中証券投資規制の緩和を進めているようである。

QFII 制度とは

QFII 制度は、海外の機関投資家に中国本土内の人民元建ての金融資産への投資を制限付きで認可する制度で、02 年 12 月に導入された。

その目的は、資本市場の自由化を段階的に進める際に、海外から流入する資金をコントロールすることで、大規模な投機や資産逃避を防ぎつつ、国内証券市場の発展を促すことにある。加えて、国有企業の資金調達に関係する証券市場においては、計画経済的な色彩が残っているが、大量な海外資金の流入により「企業の公有制」を確保する目的もある。

QFII 制度の主な特徴は以下の通り。

①資格取得要件は、商業銀行の場合、直近会計年度の総資産が世界ランキング 100 位以内で、管理証券資産が 100 億米ドル以上であることが求められている。なお、中国证券监督管理委员会によると、経営年数 10 年以上、コア資本 3 億米ドル以上、管理証券資産 50 億米ドル以上へ変

更される予定である。

②投資対象証券は、人民元建ての取引所上場株式(含む新株発行)、上場債券、証券投資ファンド、上場ワラント、中国证券监督管理委员会が認めるその他金融商品となっている。今後は、株価指数先物と銀行間債券市場で取引される債券が認可される予定である。

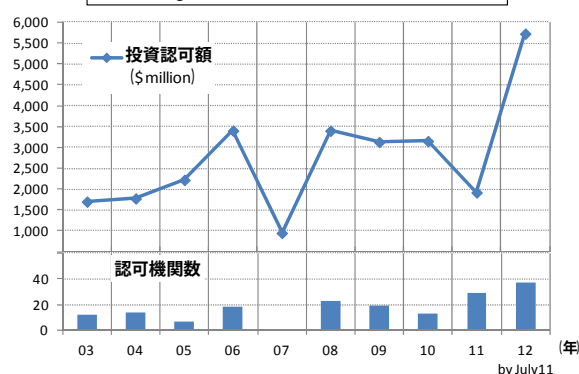
③証券への投資については、上場企業に対する各 QFII の持株比率は当該企業の発行済株式数の 10%を超えてはならないとされている。

なお、12 年 7 月 11 日現在、172 の QFII が認可され、うち 147 が 273.63 億米ドルの投資枠を認められている(図表 1)。

おわりに

12 年 6 月末現在、QFII から中国株式市場への投資額は、株式時価総額の約 1%とわずかに過ぎないが、全体として一つの大口機関投資家として、株式市場の活性化が期待されている。従来までは、為替レートの安定を維持する目的などから、QFII の数および投資枠は制約されてきたが、資本市場の自由化に向けて、今後一層の緩和が必要であろう。

図表1 QFIIの認可機関数と投資認可額



(資料) 中国证券监督管理委员会 (CSRC)、国家外貨管理局 (SAFE) より農中総研作成

連 載

新興国ウォッチ！ <第3回>

為替制度 (3) : 香港のカレンシー・ボード制

多田 忠義

香港ドルと中国人民元との関係

香港がカレンシー・ボード制を採用したのは1983年である。貨幣の発行は、一部を除き、100%米ドル準備金に裏付けられる。香港金融管理局（HKMA）は以前まで為替レートをほぼ1米ドル＝7.8香港ドルに固定していたが、2005年5月から1米ドル＝7.75～7.85香港ドルの間で小幅ながら変動を認めている。

香港は1997年に中国に復帰したものの、同国とは異なる通貨制度・単位を採用してきた。2005年7月に人民元は管理フロート制（通貨バスケット）に移行したため、それまで事実上固定されていた香港ドルと人民元との通貨価値が変動するようになった（図表1）。

香港の為替制度と貿易との関係

カレンシー・ボード制を採用した1983年当時、最大の貿易相手国は米国であったが、2011年には中国本土（香港、マカオを除く地域）が貿易額の約半分を占めるまでに成長した（図表2）。この間、貿易額も右肩上がりに上昇し続けており、1983年に3,361億香港ドルだった貿易額は、2011年に7兆1,018億香港ドルにまで増大した。

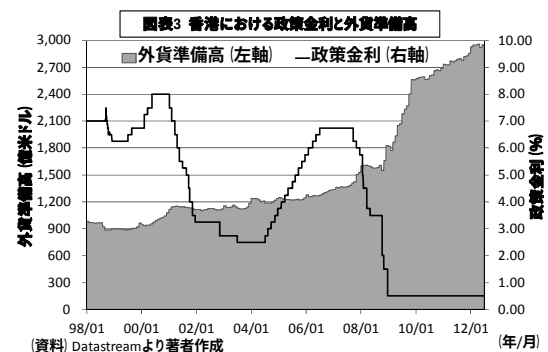
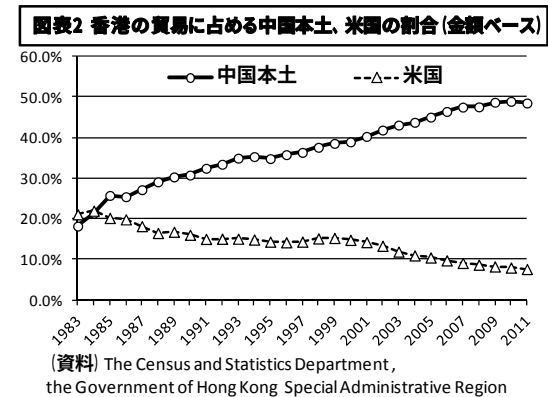
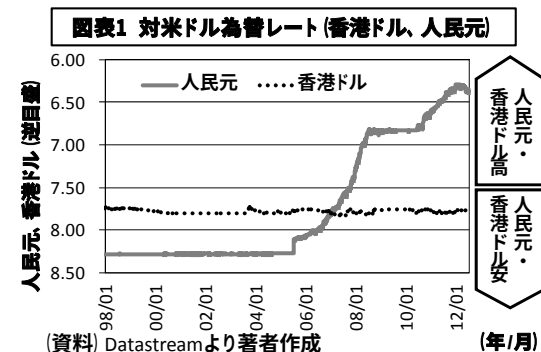
対人民元で香港ドル安が続いていることに加え、中国本土により依存する経済となった結果、近年、香港の外貨準備は積み増される一方で、政策金利を下げた為替の安定化を図ろうとしている（図表3）。とはいえ、人民元の経済に対する依存が年々高まるにつれて、人民元ペッグや、米ドル、人民元、日本円、ユーロを

含めた通貨バスケットにペッグするなど、より効果的な為替制度に移行する可能性を指摘する意見もある（金森，2011）。

（次回：アルゼンチンを紹介する予定）

参考文献

金森俊樹（2011）「香港ドルの行方—意義が薄れつつあるカレンシー・ボード制下の米ドルペグ—」国際金融 Vol. 1222, 14-19.



海外の話題

アジアはミンスキーのダウンサイクルに入るのか?～アジア通貨危機と今日～

農林中央金庫 シンガポール支店長 松本恭幸

主流派経済学者に挑戦し続けた孤高の経済学者ハイマン・ミンスキー (Hyman P. Minsky)。彼が唱えた金融不安定化仮説はリーマンショックと欧州ソブリン危機を機に再び「ミンスキー・モメント」として取り上げられ、彼の主著「Stabilizing an Unstable Economy」は生前以上の話題をもって再版、彼が晩年を過ごしたポストケインジアン砦、Bard College - Levy Economics Institute も彼の研究をテーマとした大々的な会議を開催した。ミンスキーは、資本主義経済が金融的現象により内生的なブームと崩壊を繰り返す発展プロセスを理論化し、主流派経済学者が依拠する均衡状態は一時的で不安定な状況に過ぎないと喝破する。資本主義経済がその発展に必要とするレバレッジは、ブームの生成過程でキャッシュフローによる債務完済が不可能な「投機的金融主体 (Speculative Financing Unit)」と利払いにすら追加借入が必要な「ポンツィ金融主体 (Ponzi Financing Unit)」を生み出し、経済主体相互を結び付ける債権債務関係に大いなるリスクと脆弱性を包含させる。そして、ブームを創り出したアニマルスピリットは懸念、不信、不安へと変わり、想像された資産価値は下落、期待された債務の返済が不可能になるという金融的非整合性を引き起こす。最終的にブームは崩壊へと至る。簡単に言えば、これが「ミンスキーのサイクル」である。

1990 年代のアジアブーム (1993-97 年) とそれに続くアジア通貨危機 (1997-98 年) は「ミンスキーのサイクル」であった。このブームでは健全な直接投資も急増したが、機関投資家のエマージング投資や日米欧金融機関の貸出といった不安定な外貨資金が (資本規制を敷いていた中国とインド以外の) アジアに大挙した。アジアの政府部門は比較的慎重なレバレッジ運営を行っていたが、大手銀行や大手企業を中心とする民間部門がその資金を盲目的に受け入れた。結果、彼らは極めて高いレバレッジと共に、調達・運用の期間と為替のダブルミスマッチをバランスシートに抱え込み、金融システム全体に多大な影響を及ぼす「投機的金融主体」になった。韓国の銀行とチェボル (財閥) は外貨建短期負債で設備投資や海外展開を推進、タイの銀行や企業は BIBF 経由の外貨建オフショアデットで積極的な不動産投資を行い、インドネシアのチュコン (財閥) も外貨建オフショア借入で設備投資と不動産開発に奔走した。そして、1997 年 7 月のタイバート切り下げを契機とする海外投融資家の退出行動とそれに伴うアジア通貨の全面的な切り下げは、外貨建債務を現地通貨建で急膨張させ、「投機的金融主体」は「ポンツィ金融主体」へと変容、最終的に金融・経済は崩壊へと至った。アジア通貨危機のピーク時点 (1998 年) の韓国、タイ、インドネシアの対外債務カバー率 (= 外貨準備 ÷ 対外債務) はそれぞれ 37%、28%、16% という惨状で、経済成長はマイナスへと落ち込み、IMF の軍門へ下らざるを得なくなった。

現在はリーマンショックから欧州ソブリン危機。サブプライムローンに行き詰った米国個人部門、ギリシャやスペインの政府部門は「ポンツィ金融主体」の典型例である。そして、メディアは次のターゲットを求めて「アジアも例外にあらず」と「投機的金融主体」探しのネガティブキャンペーンを展開する。中国の 2012 年第二四半期の経済成長率が前年同期比 7.6% (第一四半期: 同 8.1%) と発表されるや、輸出の悪化 (5 月: 前年同月比 15.3% → 6 月: 同 11.3%)、鉱工業生産の低下 (第一四半期: 前年同期比 11.6% → 第二四半期: 同 10.5%)、不動産価格の下落、地方政府の財政問題等のネガティブな側面だけを繰り返し持ち出し、ハードランディングシナリオを連呼。インドも 2011 年度数値 (経済成長率 6.5%

～ 2003 年以来の低水準、貿易赤字～ 55.8%増、等）や格付会社によるネガティブウォッチが発表されると「BRICS 初のフォーリングエンジェルの可能性」に加え、経済危機シナリオまで議論される次第。ユドヨノ政権下の経済成長が高らかに賞賛されていたインドネシアについてもメディアの粗探しは激しい。あたかも、アジアがミンスキーのダウンサイクルに入ったかの勢いである。

では、現在のアジアがミンスキーのダウンサイクルに入る可能性はあるのだろうか？アジアを見渡して「投機的金融主体」や「ポンツィ金融主体」になり得る経済主体を敢えて挙げてみると－ 韓国～個人（住宅投資関連債務）、貯蓄銀行（不動産開発プロジェクトファイナンス）、ベトナム～商業銀行（国営企業向け不良債権）、インド～政府部門（財政赤字）、中国～銀行＋信託会社（地方政府融資平台（プロジェクトカンパニー）および不動産開発業者向け不良債権）、インドネシア～個人（二輪車ローン債務）－ が列記できる。しかし、（不良債権の推計が難しいベトナムを除き）これらは国全体のファイナンスを揺るがすような規模の投機的金融主体にはならないだろう。また、タイ、マレーシア、シンガポール、台湾ではそのような主体は見当たらない。加えて、アジア通貨危機後の大手術により、アジア主要国の対外債務カバー率は（中国の貢献は大きいものの）42%（1998 年）→ 176%（2009 年）、対外債務 GDP 比率は 51%（同）→ 26%（同）と大幅に改善。ローカル通貨建市場の拡大、金融・財政のガバナンス刷新、慎重なレバレッジ運営による企業経営等も各国の金融システムの安定性を大きく向上させた。一方、ミンスキー的な視点から離れて、一般的なマクロ環境は、輸出市場の低迷と企業投資の減速による経済成長への下方圧力はあるものの、底堅い個人消費や域内貿易の拡大がアジア経済の底支えとなっていることは否定できない。

紙面の制約から結論を急ぐが、アジアはミンスキーのダウンサイクルに入る可能性は低い。欧米景気の低迷による経済成長の下方調整は必至であるとしても、内生した「投機的金融主体」や「ポンツィ金融主体」が破裂して経済が底割れするリスクは低い。一方、民主化要求、汚職等の不正に絡む政治不信、保守政治への飽き、経済的格差への不満、インフラ不足に起因する供給サイドの制約、潜在的インフレ圧力等に代表される内在的な政治経済要因に潜むリスクはアジアの安定成長を妨げる要因になり得るので、予断は許されない。