

潮流

超金融緩和の行きつく先に

常務取締役 柳田 茂

本年6月から当社の一員となりました。マクロ経済および金融市場に直接関わるのは、農林中央金庫市場営業部でバンクデューリングに従事していた平成初期以来、約20年振りとなります。当時、ダイナミックに変動する金融市場を勝ち抜くため、全国からの信連トレーニーの皆様とファンダメンタルズ分析等に基づく市場見通しについて日夜議論を重ねたことが懐かしく思い出されます。

今回、久方振りに金融市場に戻って改めて感じるのは、超低金利がかくも長期化していることへの懸念です。もとより、金利・株価・為替など金融市場の相場はその時々の実態経済の反映であり、特に金利は経済の体温とも言われるように経済成長率および物価と強く相関するものである以上、継続する超低金利は深刻なデフレに喘ぐ日本経済を正しく映し出していると言えるかもしれません。

ただし、金融市場は実態経済に基づく市場摂理のみで形成されているものではなく、金融政策という人為が介入しているわけですが、現在の金融市場において金融政策の影響度がかつてなく大きなものになっている点には注意が必要と思います。

すなわち、日本銀行による長期国債買入れですが、ITバブル崩壊の経済危機を乗り切るために平成13年から量的緩和政策に合わせて開始された毎月の長期国債買入れは量的緩和政策解除後も途切れることなく続けられ、平成20年からはリーマンショック後の景気後退への経済対策として毎月1兆8千億円に増額されて現在に至っています。

これにより、日銀の保有する国債残高は年々増大し、直近では80兆円を超え、上限とされる日銀券発行残高に迫る水準に達しています。これは、まさに財政赤字の日銀による恒常的ファイナンスに他ならず、経済学的に必ずしも問題なしとはいえない政策がここまで肥大化していることに危惧を持たざるを得ません。

折しも、近づく総選挙を睨んで各党とも政策論議が盛んで、なかには日銀にさらなる金融緩和を求める意見も見られますが、累増する多額の赤字国債を日銀が買い取る現在の政策はもはや限界に来ているのが実情ではないでしょうか。このまま推移した場合、いずれは国債価格の大幅下落のみならず通貨の信認喪失といった事態に陥り、国民生活に重大な影響が生じることも懸念されます。

わが国が、通貨の信認を守りつつ経済成長を実現していくためには、財政の健全化と産業の構造改革による成長分野の育成が不可欠であり、官民が一致協力して痛みを耐えて取り組む必要があると認識します。私たち系統も、政府が打ち出した「農林水産業の成長産業化」を前向きに受け止め、地域社会・環境の保全・育成の観点をも踏まえつつ積極的に提案・提言を行い、自ら主体的役割を担っていくべきと考えます。

情勢判断

国内経済金融

当面は停滞気味の推移が予想される国内景気

～日本銀行は5ヶ月ぶりに金融緩和を強化～

南 武志

要旨

9月に入り、海外の中央銀行が相次いで追加緩和措置を決定したが、日本銀行もまた景気判断を引き下げるとともに、資産買入等基金を10兆円程度増額することを決定した。これらの背景には、海外経済、特にわが国の最大の輸出先である中国経済の減速傾向が長引いていることがある。加えて、エコカー購入補助金の終了により、12年前半の消費を支えた自動車販売が激減する可能性もあり、年度下期にかけて国内景気は足踏み状態を続ける可能性が高いだろう。

なお、政府は14年度からの消費税増税を軟着陸させるためにも、デフレ脱却や成長促進を急ぐ構えである。日本銀行は今後とも更なる国債買入れを柱とする追加緩和策の検討・実施を求められていくものと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2012年		2013年			
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	0.091	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 (%)	0.795	0.65~0.90	0.65~1.00	0.70~1.10	0.70~1.10
	5年債 (%)	0.200	0.10~0.25	0.10~0.30	0.10~0.30	0.10~0.30
為替レート	対ドル (円/ドル)	78.1	75~85	75~85	75~85	75~85
	対ユーロ (円/ユーロ)	101.1	90~110	90~110	90~110	90~110
日経平均株価 (円)	9,069	9,250±750	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9月24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

国内景気の足踏み感がここにきて一段と強まっている。4~6月期の実質成長率(2次QE)は前期比年率0.7%へと下方修正されたが、7月分以降の主要経済指標からは7~9月期には一段の減速を示唆するものが多く、場合によってはマイナス成長に転じる可能性も否定できない。

実際、8月の実質輸出指数は前月比▲0.6%と4ヶ月連続での低下となった。

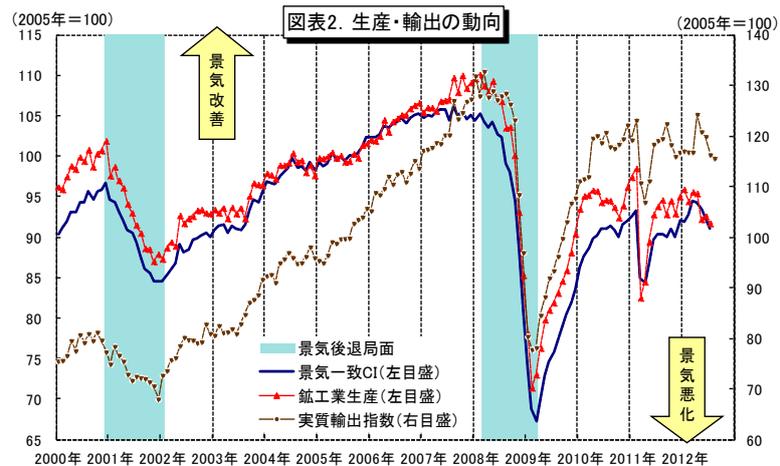
「火力シフト」に伴う原油・LNG需要が一服したこともあり、輸入の増加傾向にも歯止めがかかったものの、7~9月期の経済成長にとって外需が引き続きマイナスの寄与となるのは確実とみられる。また、7月の鉱工業生産は同▲1.0%と2ヶ月ぶりの低下となり、かつ製造工業生産予測指数によれば8月に同0.1%と僅かに持ち直した後、9月には同▲3.3%と激減が見込まれるなど、弱さが目立つ。

また、最近は、エコカー購入補助金や復興需要によって堅調だった乗用車販売にも息切れが目立っており、民間消費も弱含んでいる。さらに復興事業などは発注、工事とも現在進行中であるものの、他分野への波及力は依然弱く、全般的な広がりを見せていない。

当面の景気動向を考える上では、輸出、消費の動きが重要であろう。その輸出の裏付けとなる海外経済については、先進国・地域の景気は今しばらく低調とみられるほか、減速が懸念されている中国経済についても年末までには景気底入れが実現すると期待されるものの、当面は軟調さが残るだろう。それゆえ輸出が回復傾向を強めるのは13年以降にずれ込むと思われるが、尖閣問題などで日中間の経済関係が一段と冷え込めば、さらに後ずれする可能性もある。また、下期の民間消費については、9月21日にエコカー購入補助金が終了したことで、先行きは自動車販売の急減は不可避と思われ、消費全体が冷え込む可能性がある。12年度末にかけて国内景気は足踏みを続けるだろう。

以上の要因等を考慮した結果、当総研では2次QE発表後、12、13年度の経済成長率見通しを下方修正した（それぞれ前年度比で1.9%、1.8%）。「円高」「中国」など下振れリスクは大きく、先行き不透明感が強い点には引き続き留意が必要である（経済見通しについては後掲レポートを参照下さい）。

さて、物価動向に関しては、足元で電



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

気料金やガソリンなどエネルギー関連の値上げも見られるが、依然として国内の需給バランスは大きく崩れており、下落圧力が強い状態が続いている。実際、全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は5月以降、前年比下落状態での推移となっている。

先行きも電気料金が傾向的に上昇していく可能性があるほか、世界的な穀物価格高騰が将来的な食料品価格の上昇につながるのは不可避と見るが、基本的に賃金・所得が伸び悩む中、エネルギーや食料品を除くベース部分での下落はしばらく続く可能性が高いだろう。日銀が目指している1%の物価上昇、さらにデフレ脱却については見通せる状況にない。

金融政策：現状と見通し

日本銀行は9月18～19日に開催した金融政策決定会合において、景気判断を「持ち直しの動きが一服している」へ下方修正するとともに、資産買入等基金を10兆円程度増額すること（総額は80兆円へ）を全員一致で決定した（政策金利の誘導目標（0～0.1%）は据え置かれた）。具体的には、短期国債（国庫短期証券）を5兆円程度、長期国債を5兆円程度増額す

るとの内容である。なお、今回の増額は短期国債については13年6月までに、長期国債は13年12月末までに、それぞれ完了する方針である。加えて、長期国債の買入れを確実にを行うために（＝札割れ防止策として）、入札下限金利（現行年0.1%）を撤廃することとした（社債買入れ、さらには中長期国債買入れオペ（輪番オペ）も同様の措置となっている）。

今回の緩和策決定に先立って、欧州中央銀行（ECB）は財政悪化国の国債（残存期間1～3年）を条件付きながらも無制限で買入れることを決定したほか、米連邦準備制度（FRB）も時間軸を延長し、かつ雇用環境が改善するまでMBS（住宅ローン担保証券）を毎月400億ドル（約3.1兆円）買入れるという量的緩和策第3弾（QE3）の導入を決定しており、一部で日銀の追随緩和に関する思惑も浮上していた。しかし、市場参加者が完全に追加緩和を織り込んでいたわけではなかったこと、日銀としては10兆円と思い切った増額だったこと等、サプライズのある政策変更であったと言える。追加緩和が見送られた場合には、円高リスクがあったと思われる。

とはいえ、前述のとおり、足元の物価は下落に転じており、当面は景気足踏み

が続く可能性を考慮すれば、今回の緩和措置だけで日銀が目指している「1%の物価上昇」が早期実現する見込みはない。

14年4月の消費税増税が現実味を帯びる中、政府は消費税率引き上げによる悪影響を緩和させるためにも、増税までのデフレ脱却を目指しており、今後も日銀に対しては一層の緩和努力を求め続けるのは必至であり、日銀もそれに応じる可能性は高い。なお、追加緩和の際には、現行の資産買入基金の枠組みでは、13年以降の長期国債買入れペースが鈍ることから、長期国債を中心に資産買入基金を増額・拡充するものと思われる。

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左右される展開が依然として続いているが、9月に入ってから先進国・地域の中央銀行による相次ぐ追加緩和措置が好感され、リスク・オンの動きも若干ながらも出始めている。

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

1%台で12年度入りした長期金利（新発10年物国債利回り）であったが、その直後からほぼ一貫して金利低下が進行した。

5月以降は0.9%割れ、さらに7月中旬には0.8%割れとなった。なお、8月中旬以降は国内景気の踊り場脱却の想定時期が後ずれしたことも加わり、概ね0.8%前後で推移している。

このように長期金利が1%割れの状態を長期化させている背景として、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、さらにはデフレが続く中で日銀の一段の緩和観測が根強いことがあると考えられる。

先行きについても、今しばらくは景気の踊り場状態が続くとみられる他、日銀による大量の国債買入れや一段の緩和観測などが、長期金利を引き続き低位なままにする方向に働くだらう。もちろん、1%割れという水準が長期化することへの警戒感も根強く、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

12年度入り当初、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軟調さ、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、ギリシャのユーロ離脱の可能性が高まったことで一時8,000円台前半まで下落する場面もあった。足元では先進国中央銀行の追加緩和措置などを受けて、リスク回避的な行動が弱まり、株価が上昇する場面も見られるが、基本的に景気指標に一喜一憂しながら、9,000円前後でもみ合うという展開自体にはあま変化が見られないようだ。

先行きに関しても、欧州債務問題への思惑が相場動向を大きく支配すると思われるが、最近の対中関係の悪化にも注意が必要であろう。関係悪化が長引けば、双方とも景気に対しては悪影響が及ぶと思われる。さらに、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）など、株価を抑制する材料も多い。とはいえ、内外の金融緩和措置や年度下期以降の企業業績の増益期待も残っており、年度下期にかけて株価は多少上昇する余地があるものと思われる。

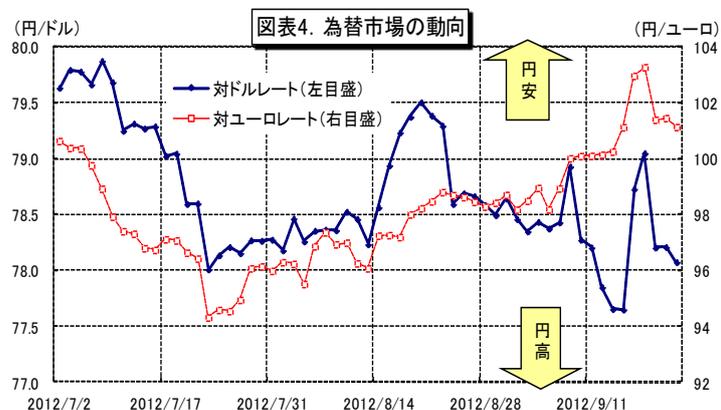
③ 外国為替市場

為替レート（対ドル・レート）は、1年以上にわたり、80円前後といった歴史的な円高水準での展開となっている。その要因としては、収束の兆しが見えない欧州債務危機や単一通貨ユーロに対する不信感、さらには海外中央銀行に比べて日銀の緩和姿勢がやや消極的に見えることも挙げられるだろう。

なお、最近の為替レートに関しては、対ドルでは米国経済の先行きや追加の金融緩和策への思惑から概ね78円半ばを中心とするレンジでもみ合いとなっているが、対ユーロではECBがスペイン国債の買入れを開始するとの思惑からこれまでのユーロ安が修正され、一時103円台後半と4ヶ月ぶりの水準まで上昇した。

しかし、世界経済の先行き不透明感が高い状況はしばらく続くとみられることから、円安進行は限定的であり、歴史的な水準での円高は当面続くと予想する。

(2012.9.24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

2012～13年度改訂経済見通し(2次QE後の改訂)

～実質成長率:12年度 1.9%、13年度 1.8%へ下方修正～

調査第二部

9月10日に発表された2012年4～6月期のGDP第2次速報(2次QE)での改訂状況を踏まえ、当総研では8月16日に公表した「2012～13年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

景気の現状

世界経済の減速傾向が続く中、国内景気は復興需要に下支えされつつも、全般的に足踏み感が強まりつつある。特に、中国経済の鈍化の影響を受けて、生産・輸出といった景気牽引役は不調であり、それが企業設備投資などにも影響を及ぼしつつある。景気動向指数の一致CIからも「足踏み」という判定が出ているほか、PMI購買担当者景況指数などビジネス・サーベイでも景況感が悪化している様子が見て取れる。

また、11年度下期に復活したエコカー購入補助金などの政策支援によって民間消費は底堅く推移してきたが、夏季賞与の減少など所得面での下支え役が不在で、夏場を迎えてその勢いが衰えてきた。

こうした中、内外の金融資本市場では引き続き「質への逃避」的な行動が支配的であり、円高状態・株価低迷・長期金利の低位安定が続いている。

下方修正された4～6月期成長率

8月に発表された4～6月期のGDP第1次速報(1次QE)によれば、実質成長率は前期比年率1.4%と、堅調だった1～3月期(同5.3%)から伸び率が大きく鈍化した。

内容的には、公共投資など復興事業の増加が続いていること、民間最終投資(住宅、企業設備)が増加に転じたこと等はプラス成長の確保に貢献したものの、世界経済の減速傾向を背景に輸出が伸び悩む半面、「火力シフト」に伴って原油・LNG輸入が高水準で推移したことなどにより、外需が2四半期ぶりにマイナス寄与とな

2012～13年度 日本経済見通し総括表

	単位	2011年度 (実績)	2012年度 (予測)	2013年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 2.0	0.9	1.2
実質GDP	%	▲ 0.0	1.9	1.8
民間需要	%	0.6	2.0	1.8
民間最終消費支出	%	1.2	1.2	0.6
民間住宅	%	3.8	1.5	4.3
民間企業設備	%	1.1	3.6	4.6
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.5	0.1	0.2
公的需要	%	2.2	2.9	1.4
政府最終消費支出	%	1.9	1.4	0.5
公的固定資本形成	%	2.9	9.6	4.9
輸出	%	▲ 1.4	4.7	4.7
輸入	%	5.6	6.5	4.2
国内需要寄与度	%pt	1.0	2.1	1.6
民間需要寄与度	%pt	0.5	1.4	1.3
公的需要寄与度	%pt	0.5	0.7	0.3
海外需要寄与度	%pt	▲ 1.0	▲ 0.1	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.9	▲ 1.0	▲ 0.6
国内企業物価(前年比)	%	1.3	▲ 1.3	0.0
全国消費者物価(前年比)	%	0.0	▲ 0.0	0.3
完全失業率	%	4.5	4.3	4.2
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 1.2	0.7	3.1
経常収支(季節調整値)	兆円	7.6	5.3	8.7
名目GDP比率	%	1.6	1.1	1.8
為替レート	円/ドル	79.1	79.0	79.5
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0～0.1	0～0.1
新発10年物国債利回り	%	1.05	0.84	0.94
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	113.3	122.5

(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。

ったほか、1～3 月期の高成長を牽引した民間消費が微増にとどまったことなどが、今回の成長鈍化に影響したと判断できるだろう。

なお、今回発表された 2 次 QE では、民間在庫投資の下方修正が響き、実質成長率は前期比年率 0.7%へと下方修正されている。このように、数字の上でも景気減速が再確認できたといえる。

当面の景気動向

当面の国内景気の趨勢は輸出と復興需要、さらにエコカー購入補助金終了後の耐久財消費の動向に左右されることになると考える。

上述の通り、世界経済は先進国、新興国ともに低調な状況にあり、そうした状況はしばらく続く可能性が高いだろう。米国では住宅市場などの調整圧力がだいぶ緩和してきたが、雇用環境を大きく改善させるほどの成長力には欠けており、潜在成長率並みの成長にとどまるだろう。欧州では、危機的な状況は当局によって抑え込まれているが、財政健全化と経済成長の両立に向けてはまだ時間がかかると思われ、引き続き緊縮財政による景気低迷が続くだろう。

一方の新興国に関しては、中国では様々な景気刺激策が奏功し、年末までには景気の底入れが実現すると予想しているが、12 年の成長率が 8%を割り込むのは必至であろう。なお、わが国の輸出への下押し圧力は徐々に緩和すると思われるが、輸出が本格的に回復するのは 13 年度以降にずれ込むことになるだろう。

次に、復興需要については今後ともある程度は見込めるだろうが、復興事業そのものが遅れ気味であるのは否めず、景

気全体を牽引するほどの勢いはないと思われる。

最後に消費動向であるが、2 年前と同様、エコカー購入補助金の終了後には乗用車販売が大きく落ち込み、そうした状態がしばらく継続する可能性は高いだろう。それゆえ、消費の減少が年末まで続くことになるだろう。

以上の点などを総合的に判断した結果、2012、13 年度の経済成長率見通しを 1.9%、1.8%と、前回予測(それぞれ 2.2%、2.0%) からともに下方修正をする。足元 7～9 月期については、輸出が一段と鈍化すること、さらに民間消費が減少に転じること等が見込まれ、成長率は低調なままだろう(前期比年率は 0.8%と予想)。年度末にかけては、復興需要が景気を下支えするほか、年度下期には輸出が下げ止まると見るが、景気そのものは加速することなく、停滞気味で推移するだろう。

続く 13 年度については、徐々に輸出の増勢が強まっていくほか、年度末にかけては消費税増税前の駆け込み需要が発生し、景気を一時的にせよ押し上げることになるだろう。

物価面に関しては、春先まで高騰を続けた原油価格が 6 月にかけて調整したこともあり、足元の各種物価は下落傾向を強めている。今後ともエネルギー価格は上昇気味に推移する可能性は高いと見るが、大きく乖離している需給ギャップが解消する目途はついておらず、根強い物価下落圧力として残るだろう。なお、消費者物価(全国、生鮮食品を除く)は、12 年度はほぼ横ばい、13 年度は小幅上昇と予測する。日本銀行が「中長期的な物価安定の目途」として提示した 1%の物価上昇はまだ見通せる状況にない。

情勢判断

海外経済金融

追加緩和決定で回復期待が高まる米国経済

木村 俊文

要旨

米国経済は、雇用や生産に弱い動きが見られるものの、住宅部門が持ち直し傾向を強めるなど、総じて見れば底堅く推移している。こうしたなか、米金融当局(FRB)は量的緩和策第3弾(QE3)の導入を決定。これを受けて米景気の回復期待が高まっている。

経済指標は雇用関連で弱い動き

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るものの、総じて底堅さを維持している。

雇用関連では、8月の雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差9.6万人増と、前月(14.1万人)を下回った。一方、失業率は8.1%と0.2ポイント改善したものの、失業率の低下は労働力人口の減少(失業中の人職探しをあきらめるなど)も一因であるため注意が必要である。なお、週平均労働時間は前月(33.7時間)と変わらなかったが、時間当たり賃金は過去最低の伸びとなった前月から持ち直した。

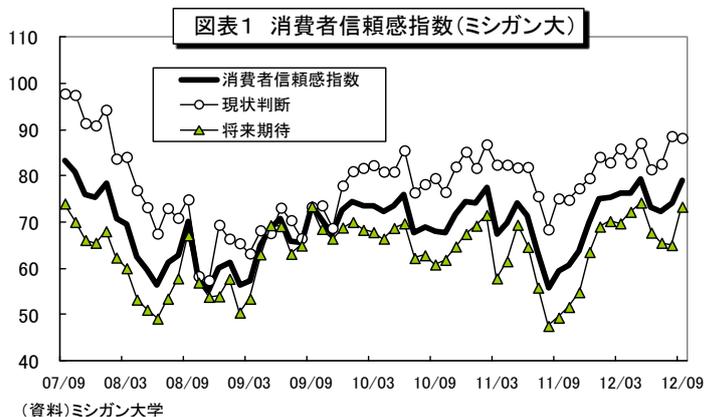
また、9月15日までの週の新規失業保険週間申請件数は、基調を示す4週移動平均が37.8万件(前週は37.6万件)と5週連続で増加し、雇用改善の勢いが一服していることが示された。

個人消費は、8月の小売売上高が前月比0.9%と2ヶ月連続で増加した。ただし、内訳ではガソリン高を背景にガソリン販売が5.5%と09年11月以来の伸びを記録したほか、自動車関連も1.3%と2月以来の大幅な増加となった。これらガソリン・自動車関連を除くベースで比較すると、8月は0.1%にとどまり、前月(0.8%)から大きく鈍化したことになる。

消費の先行きを考えると、所得の伸びが弱いなかで、足元ではガソリン価格が5ヶ月ぶりの高値水準にあるほか、干ばつの影響で穀物価格が高騰したことを受けて食品価格が上昇しつつあることなどから、今後は消費者が支出を抑制する恐れがあると考えられる。

一方、9月の消費者信頼感指数(ミシガン大学、速報値)は、米追加緩和策の導入決定前の調査ながらも、経済情勢や雇用に対する見通しなど将来期待が改善したことから、79.2と前月(74.3)から上昇した(図表1)。ただし、現状判断指数は、ガソリン高が家計を圧迫していることを受け前月から小幅低下した。

企業部門では、8月の鉱工業生産指数が前月比▲1.2%と5ヶ月ぶりに減少し



た。欧州や中国経済の減速に加え、8月にはハリケーン「アイザック」の影響により、石油・天然ガス生産が一時停止したことが主因と見られる。

また、9月の連銀製造業景況指数は、ニューヨーク（2ヶ月連続のマイナス）、フィラデルフィア（5ヶ月連続のマイナス）と、いずれも業況悪化を示すマイナス圏にあり、しかもマイナス幅が拡大したことから、製造業の活動が縮小する可能性が高い。

住宅関連では、8月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が75.0万件と前月（73.3万件）を上回った。また、先行指標となる着工許可件数は、このところ80万件台まで回復し、持ち直し傾向を強めている。住宅ローン金利は、すでに過去最低水準にあるが、米追加緩和策として住宅ローン担保証券（MBS）の購入再開が決定したことを受けて、今後さらに低下すると想定される。こうした金利低下により消費者が一段と住宅を取得しやすい状況となり、住宅需要を下支えすると考えられる。

FRBは追加緩和を決定

米連邦準備理事会（FRB）は、9月12～13日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で、量的緩和策第3弾（QE3）としてMBS購入を再開するほか、時間軸を

強化する新たな追加緩和策の導入を決定した。なお、詳細は本号の分析レポート「QE3や時間軸延長を決定した米国の金融政策」を参照されたい。

こうした米金融当局による追加緩和策の決定を受けて回復期待が高まる半面、市場ではインフレ懸念も浮上しており、今後しばらくはインフレ圧力が高まることにも注意を払う必要があるだろう。

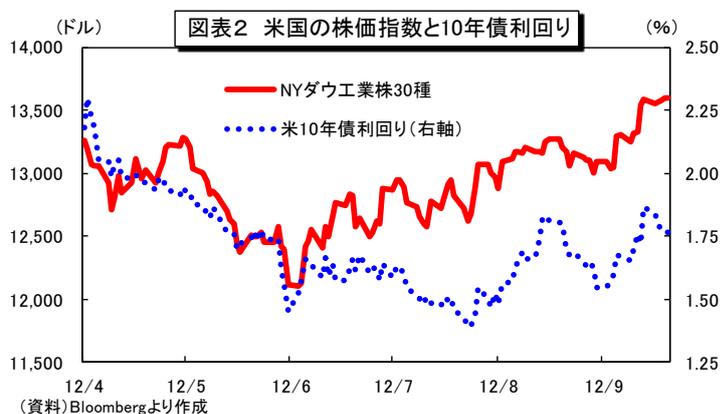
米株式市場は堅調に推移

米国の長期金利（10年債利回り）は、8月の米雇用者数の伸びが鈍化したことを受け減速懸念が強まり、9月初旬に一時1.6%を下回る水準まで低下した（図表2）。しかし、その後は米金融当局がQE3を打ち出すとの観測が高まったことから、インフレの影響を受けやすい長期国債が売られ、長期金利は上昇傾向で推移した。実際に緩和決定が発表された13日以降は、10年債利回りが1.8%台まで上昇した。先行きも米長期金利には上昇圧力がかかる一方、緩和政策の長期化見通しが強まったこともあり、金利上昇は限定的なものにとどまると想定する。

一方、米株式相場は、QE3決定を好感して反発し、その後も堅調に推移した。ダウ工業株30種平均は、9月20日に1万3,596ドルとリーマン・ショック後の

最高値を更新し、07年12月中旬以来、約4年9ヶ月ぶりの高値となった。米株式市場は、先行きも底堅さを見込むものの、高値圏では利益確定のための売りも出やすく、上値の重い展開が予想される。

（12.9.21現在）



情勢判断

海外経済金融

ECB の新たな国債購入策と今後のユーロ圏

～ 危機対策のボールは政治指導者の手に～

山口 勝義

要旨

ECBは9月の理事会で新たな国債購入策であるOMTの導入を決定した。これにより財政危機対策の主な責任は政治指導者側に移ったが、ユーロ圏はもはや後戻りはできない段階に達しつつあり、各国間の見解の対立を越えたより本質的な対応が迫られている。

はじめに

夏休みシーズンの終了とともに材料が目白押しとなったユーロ圏で（図表1）まず注目されたのは9月6日の欧州中央銀行（ECB）理事会であった。

ドラギ ECB 総裁は、まず7月26日の講演で、国債利回りの高止まりが金融政策の効果浸透の妨げとなっている限りそれへの対処はECBの責務の範囲内にあるとし、必要ないかなる措置をも取る用意があると発言した。さらに、8月2日の理事会後の記者会見では、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）等が国債の購入を開始することを条件に、ECBも短期ゾーンに焦点を当てた国債購入を検討するとした。こうした発言により、8月中の欧州市場ではECBによる積極的な政策に対する期待感が強まり、財政悪化国の国債利回りは低下した。

しかし、その後9月6日の理事会を前にしてドラギ ECB 総裁と ECB 理事であるバイトマン独連銀総裁の見解の対立が鮮明になったことで（図表2）、新たな国債購入策が最終的にどのような内容で決着するかについて大きな注目が集まった。

結局のところ、ECBはOutright Monetary Transactions（OMT）と名付けた次の内容の政策の導入を決定した。

- ・ 購入対象は償還期限が1～3年の国債
- ・ 金額の上限は設けず流通市場から購入
- ・ EFSF/ESMに支援を要請し、厳格な財政改革計画を実行することが条件
- ・ 財政改革を怠れば購入を中止
- ・ 購入後は不胎化措置を実施
- ・ ECBは民間債権者に対し優先弁済権を持たない
- ・ 国別の保有残高を月次で開示するなど透明性を向上
- ・ 従来为国債購入策であるSMPは廃止

確かに、条件付きながらもECBがユーロ圏における最後の貸手としてコミットしたことで、OMTは限定的な運用にとどまったSecurities Markets Programme（SMP）に比べ大きな意義を持っている。しかし一方で、OMTには実際の運用に当たった際の限界や懸念される点も残されており、留意が必要となっている。

図表1 9月以降の当面の主要材料

・ ECBによる新たな国債購入策の内容(9月6日)
・ ESM等にかかるドイツ連邦憲法裁判所による判断(9月12日)
・ オランダの総選挙結果(9月12日)
・ スペインの支援要請動向
・ スペインの銀行の資産査定結果
・ スペインの自治州の支援ニーズと中央政府の指導力
・ スペインに対するムーディーズの格付け判断
・ ギリシャに対する次回支援融資実行にかかる事前審査結果
・ ポルトガルに対する次回支援融資実行にかかる事前審査結果
・ モンティ首相後に向けたイタリアの政局
・ 銀行監督一元化に向けた協議の動向
・ 財政統合へ向けた検討の進捗状況

(資料) 農中総研作成。

図表2 ドラギECB総裁とバイトマン独連銀総裁の見解の相違(要点)

ドラギECB総裁の見解	バイトマン独連銀総裁の見解
<ul style="list-style-type: none"> ・ ECBの立場からすれば、次の3点が堅持されなければならない。ECBの責務は物価の安定であること、ECBはその独立性を維持すること、ECBは与えられた責務の範囲内で行動すること。 ・ しかし、その責務を果たすために、ECBは標準的な金融政策の範囲を越えて行動しなければならないことがある。市場が分断されていたり、根拠のない恐れに影響されていたりする場合には、ECBの金融政策の意図した効果がユーロ圏内に浸透しないため、こうした障害を除去しなければならない。この場合の例外的な対策は、ECBの責任の範囲内にある。 ・ ECBは政治に携わる機関ではない。しかし、ECBはEUの一機関としてその責任を果たさなければならない。その場合に、ECBが強固で安定的な通貨を維持するという本来の責務から逸脱することはない。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ ドラギECB総裁の提案は、紙幣の発行を通じた国家財政ファイナンスに極めて近いものと考えられる。中央銀行は、このような行動で問題を解決することはできず、新たな問題を発生させる可能性が高い。 ・ ドラギECB総裁案では被支援国が厳格な財政改革を行うことを条件にしており一見良案と見えるが、実際にはEFSF等との協調行動となるわけであり、財政政策と金融政策の連携という結果を招くことになる。 ・ ユーロ圏の中央銀行による国債購入は、最終的には納税者の負担となり得る。このため、こうした政策の是非は中央銀行ではなく議会が判断すべきである。 ・ ECBが国債購入を開始すれば、それを中止することは非常に困難になる。中央銀行によるファイナンスが麻薬のように中毒性を持つことになるリスクを過小評価すべきではない。 ・ 中央銀行は全能ではない。中央銀行は根本的な問題点を解決することはできない。中央銀行に対する信任は、本来の責務の範囲内で行動することによってしか確保され得ない。

(資料) 参考文献、などから農中総研作成。

新たな国債購入策の限界や懸念点

ドラギ ECB 総裁は、8月の理事会後の記者会見で、ユーロ圏では国境をまたぐ金融取引が急減し金融市場の分断化が進行していることが最大の懸念点であると指摘し、これにより国によっては銀行貸出金利が高止まりし、金融政策の効果浸透が妨げられているとした。今回9月6日の理事会後の記者会見でもこの問題点を改めて指摘し、OMTは金融政策の実体経済への均等な浸透を図るための手段であるとした。

しかし、長期リファイナンスオペ(LTRO)により資金繰り懸念は緩和されたものの、インターバンク市場の機能が不十分なままでは銀行の調達コストが高止まりし、貸出金利の低下を阻害する可能性が残っている。このため、財政悪化国の資金繰り負担軽減という付随的效果はともかくも、OMTのみではECBが意図した効果の確保には限界があるものと考えられる。

また、OMTではSMPの経験を踏まえ^(注1)、モラルハザード防止の観点から厳格な財政改革計画の実行を求めている。しかし、

厳格な計画を求める以上は計画未達となる可能性も否定できないが、その場合にECBが現実に国債購入を中止できるのかという基本的な疑問点がある。必然的に大きな市場波乱を招くため、バイトマン独連銀総裁の指摘のとおり購入中止は現実には非常に困難となり、その結果、ECBの独立性が疑われ、それへの信任が損なわれる可能性が懸念される。

この他、OMTがECBによる国家財政ファイナンスを禁じた欧州連合(EU)機能条約第123条に抵触する懸念や、多額の納税者負担を強いる恐れのある仕組みが議会の議決を経ずして導入された点に対する民主主義の観点からの批判も、今後改めて強まる可能性がある。

また、今回のOMTはユーロ圏の財政危機を終息させるための直接的な対策ではなく、あくまでそのための時間かせぎ策でしかない。市場の圧力が弱まれば、財政改革や銀行改革、財政統合への取組みは滞りがちとなる。OMTが単に必要な改革を遅延させる結果にならないよう、政治指導者の責任ある行動が求められる。

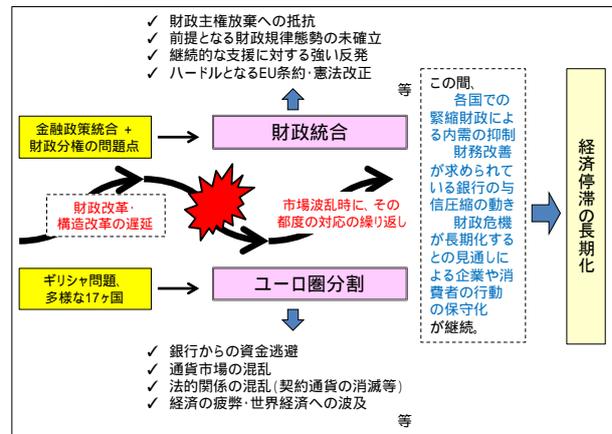
ボールは政治指導者の手に

こうして、OMT 導入により、支援要請の判断も含め危機対策の主要な責任は政治指導者である欧州委員会や各国政府の手に投げ返されることとなった。この間、ここ数ヶ月の動きを振り返れば次のような ECB とこれらの政治指導者の間を巡る経緯があり、この過程の中に今回の ECB による OMT の導入も位置付けられる。

- ・再選挙に伴うギリシャ情勢や銀行財務を巡るスペイン情勢の悪化で危機感が高まった今年5月、ドラギECB総裁は欧州の政治指導者に対し財政統合に向け「勇気ある飛躍」を図るべきであると強く主張した^(注2)。これは、ECBはLTROにより時間の猶予を確保したのに対し、政治面での調整に手間取るとともにECBによる追加政策への期待を高めるユーロ圏の政治指導者に苛立ちを強めた同総裁が、欧州委員会や各国政府に向け、財政統合へ向けた中長期的な工程の具体化を含め、本質的な危機対策の強化を求めたものである。
- ・これに対し、6月にファンロンパイ EU 大統領やバローゾ欧州委員長等が中心となり将来の財政統合等に向けた工程表の素案を取りまとめ、同月の EU 首脳会議において、継続検討を経て10月に中間報告、2012年末までに最終報告を行うことで合意した。
- ・このような動きを経て、9月に ECB が OMT を導入した。

こうしたなか、今後ユーロ圏では、まず欧州安定メカニズム (ESM) による銀行への直接的な資本注入の前提条件である銀行監督の一元化に向けた調整が具体化する。9月12日、欧州委員会はその原案を公表したが、監督の対象とする銀行の

図表3 長期化するユーロ圏の財政危機



(資料) 農中総研作成。

範囲、EU全体を対象とする欧州銀行監督機構 (EBA) と ECB との役割分担、非ユーロ圏の国々の位置付けなど、調整が必要となる事項は多岐に渡り、かつ複雑な要素を含んでいる。

また、同じ9月12日には、バローゾ欧州委員長が、年次欧州議会演説において、EUでは今後一層の統合を推進し「欧州連邦」の実現を目指すこと、そのためにEU条約の改正に取り組むこと、今秋中にその大枠の構想を提示することなど、かなり踏み込んだ内容の方針を示した^(注3)。

しかし、これまで財政統合には主権放棄への抵抗を含む様々な障害から踏み出せず、一方、ギリシャのユーロ圏離脱やユーロ圏分割はその影響の大きさからぜひとも回避したい政治指導者は、市場波乱時にその都度の対応の繰り返しに終始してきた。その間、財政危機が長期化すると見通しが経済成長の停滞を助長する結果ともなり、危機終息を一層困難なものとしてしまっている (図表3)。

今秋にはギリシャの改革頓挫で改めてユーロ圏分裂の思惑が高まる可能性もあるなか、政治指導者が将来を見据えた腰の据わった対応をとることができるのかどうか試されることになる。

おわりに

独連邦憲法裁判所は、9月12日、ESMへのドイツの参加等について独基本法に違反しないとの仮判断を下した。また、同日実施されたオランダの総選挙では、財政悪化国支援に反対する社会党や反EUの自由党の台頭はなく、ユーロ圏での足元の懸念材料はとりあえず軽減された。

しかし、従来から欧州においては各国間で様々な見解対立のパターンが見られており（図表4）、政策調整の停滞につながっている。ユーロ圏が財政危機に対し主権の移譲やこれにかかる条約改正を含むより本質的な対応策の具体化が求められるステージに至り、また5月のフランスにおける政権交代以降、独仏連携が揺らいでいるなか、今後はこうした対立が一層強く表面化する懸念が残っている。また、ユーロ圏外の英国等ではEUの政治的な統合には批判的な意見が根強く、今後の進展によってはEU脱退論が高まるなど、新たな動きがユーロ圏の取組みに影響を与えることになる可能性もある。

さらに、危機対策の核となるドイツの連立与党内で、ここに来て見解の対立が目立ってきている。6月の首脳会議後にも財政悪化国に対する支援条件緩和を牽制するなどの動きが強まっていたが、ドイツ国民の負担増に反対し独連邦憲法裁判所への提訴を主導する動きともなっている。2013年秋の総選挙が意識される時期ともなり、今後も様々な政治的な駆け引きが調整を複雑化させる恐れがある。

しかし、ECBが生み出した時間的猶予を生かすためには、この間に支援国が支援態勢を強化し、また経済成長に有効な施策の具体化を図る必要がある。そして同時に、財政悪化国は支援の枠組みを適

図表4 EUにおける見解対立の主要なパターン

<結束(solidarity)重視派> ・ フランス、南欧等 ・ 政治的調整を尊重	↔	<規律(discipline)重視派> ・ ドイツ、北欧、英国等 ・ 自動的な罰則適用等を尊重
<各国の主権重視派(nationalists)> ・ フランス、英国等 ・ 各国の立場・判断を重視 ・ 個々の支援策策定を優先 ・ 国家主権のEUへの移管に抵抗	↔	<連邦化重視派(federalists)> ・ ドイツ等 ・ EUの組織の機能発揮を重視 ・ 管理態勢構築を優先 ・ 国家主権のEUへの移管に柔軟
<ユーロ圏外10ヶ国> ・ 英国、デンマーク等 ・ 影響力の低下・負担の増加を懸念	↔	<ユーロ圏内17ヶ国> ・ ドイツ、フランス等 ・ 漸進的な財政統合へ向け調整

（資料）農中総研作成。

切に活用しつつ財政再建の成果を上げなければならない。OMTの導入によりECBが大量の国債を抱えたままユーロ圏解体ともなれば各国に多大な損失を分散させることにもなりかねない。ドラギECB総裁がユーロはirreversibleであると強調するとおり、欧州はいよいよ後戻りはできない段階に達しつつある。

（2012年9月21日現在）

<参考文献>

ECB(2012年8月29日)“The future of the euro: stability through change - Contribution from Mario Draghi, President of the ECB, Published in “Die Zeit”, 29 August 2012”

（注）上記は独紙Die Zeit(2012年8月29日)へのドラギECB総裁による寄稿の英訳で、次のアドレスに掲載されている。

<http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120829.en.html>

Spiegel Online(2012年8月29日)“Bundesbank President on ECB Bond Purchases, ‘Too Close to State Financing Via the Money Press’”

（注）上記は独誌Der Spiegel(2012年8月27日)によるバイトマン独連銀総裁へのインタビューの英訳で、次のアドレスに掲載されている。

<http://www.spiegel.de/international/europe/spiegel-interview-with-bundesbank-president-jens-weidmann-a-852285.html>

（注1）アスムッセンECB理事が、8月に、昨年イタリアがSMPによる市場安定化で時間の猶予が確保されたにもかかわらず改革を怠った事例を取り上げ、同じ過ちを繰り返してはならないことを指摘している。例えば次を参照されたい。

・ Financial Times(2012年8月27日)“ECB official seeks to ease bond fears”

（注2）例えば次を参照されたい。

・ Financial Times(2012年5月4日)“Draghi challenges eurozone leaders”

・ Financial Times(2012年5月25日)“Draghi tells EU leaders to make ‘brave leap’”

（注3）次を参照されたい。

・ European Commission(2012年9月12日)“State of the Union 2012 Address” (Speech/12/596)

情勢判断

海外経済金融

減速感が漂う中国経済

～ 景気対策で年末にかけて緩やかに持ち直す～

王 雷軒

要旨

固定資産投資および消費が底堅さを維持しているものの、輸出の低迷や、製造業を取り巻く環境の厳しさが増大していることから、景気の減速感がいまだに強い。景気下支えのための公共投資の拡大や追加金融緩和の実施が見込まれることから、今秋以後、緩やかな景気回復に転じるが、12年を通しての成長率は8%を割り込むと予測している。

足元の景気・物価動向

不動産抑制政策の実施や輸出の低迷などを受けて、2012年4～6月期の実質GDP成長率は前年比7.6%(前期比1.8%)と、09年1～3月期以来3年ぶりの低成長となった。その後も輸出が大幅に落ち込んだことなどを背景に、景気の鈍化状況が続いていると見られる。以下は、9月9日に発表された8月分の経済統計に基づき、足元の景気・物価動向を確認しておこう。

まず、消費についてみると、小売売上高は、自動車などの売行きが冴えなかったが、前年比11.2%(実質)と7月(同11.3%)から小幅の鈍化にとどまった。個人消費の先行きについては、9月30日から10月7日にかけて中秋節・国慶節の大型連休があり、高速道路の無料化などを通じて消費拡大が予想されることから、堅調に推移するだろう。

また、固定資産投資(農家投資を含まず)も不動産開発投資や製造業の設備投資の鈍化を受けて前年比19.4%と7月(同20.6%)から小幅鈍化した。今後の固定資産投資については、国家発展改革委員会(社会・経済の政策立案やマクロ経済の調整などを実施する行政組織)が9

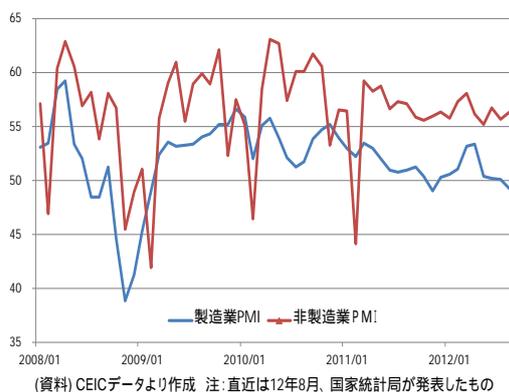
月5～6日にかけて地下鉄など都市公共交通の整備やインフラ施設の整備に関する約1兆元規模(約13兆円)のプロジェクトを承認したこともあり、底堅く推移すると想定される。

外需については、輸出(季節調整済み)は前年比1.7%と7月(同1.6%)から伸びがやや高まったものの、依然として鈍化傾向にある。主な輸出先を見ると、欧州向けの輸出(全体の19%)が前年比12.7%、米国向け(同17%)が同3.0%、日本向け(同7%)が6.7%と軒並み鈍化、低迷が続いた。それに加えて輸出を取り巻く企業の経営環境(賃金上昇など)の悪化も見られる。外需の先行きについても米景気の緩やかな回復が予想される一方、欧州経済の改善を見込めないため、輸出環境は厳しい状況が続くと思われる。

このほか、生産面でも、鉱工業生産は鉄鋼など金属製造業の伸びが鈍化したことを受けて前年比8.9%と7月(同9.2%)から低下した。ただし、国家統計局が発表した季節調整値では、8月は前月比0.69%と、7月の同0.65%から小幅ながら伸びが高まっており、鉱工業生産の減速に歯止めがかかった可能性もある。

また、国家統計局が発表した製造業購買担当者指数（製造業 PMI）も 49.2 と景気判断の境目である 50 を割り込んだ（図表 1）。輸出低迷などの影響で製造業を取り巻く環境が厳しさを増している様子がうかがわれる。ただし、非製造業 PMI は 7 月(55.6)から 56.3 へと堅調に推移した。

図表1 中国の製造業 PMI と非製造業 PMI の推移



一方、8月の消費者物価指数（CPI）は野菜や果物など食品価格の上昇を受けて前年比2.0%と7月（同1.8%）から伸び率がやや高まった。先行きについては、8月の生産者物価指数（PPI）は前年比3.5%と下落幅が拡大したことや、9年間連続の穀物増産が見込まれることから、年末にかけて前年比2%台で低位安定的に推移するだろう。

また、7月には、新築住宅価格が上昇に転じた都市が多く現われたが、国家統計局が9月18日に発表した8月の不動産価格指数では、70主要都市のうち、新築住宅価格は前月比で上昇した都市が7月の50から36へ減少した。しかし、9～10月に大型連休もあり、住宅販売のシーズンとなるため、今後の価格動向に注目が集まる。

金融情勢と景気見通し

昨年12月以降、3回にわたる法定預金準備率の引下げと6・7月に2回連続の小幅な利下げが実施された。しかし、8月に入り、市場で追加緩和期待が高まったものの、中国人民銀行（中央銀行）は、公開市場操作による流動性供給での対応に注力しており、追加緩和を見送ってきた。前述したように、多くの都市では不動産価格が上昇していることやインフレ懸念の浮上などで、中国政府が追加利下げ等には慎重な姿勢もうかがわれる。

8月のマネーサプライ（M2）が前年比13.5%と政府の目標14%に近づいており、また、8月の人民元建て新規融資額が7,039億元と7月（5,401億元）から大きく増加したことから、市場流動性は改善されつつあると見られる。

とはいえ、足元では景気回復の勢いが依然弱く、また中央銀行の外貨購入に伴う人民元放出も減少に転じていることから、今後は法定預金準備率の引下げなど追加緩和が実施される可能性が高い。

最後に景気の先行きについて述べておきたい。7～9月期の実質GDPは10月18日に発表されるが、7・8月の経済指標は減速感が強まったため、4～6月期の7.6%を下回る可能性もある。ただし、消費と投資がやや鈍化したとはいえ、水準としては堅調さを維持していることから、景気の更なる悪化には一定の歯止めがかかっていると見られる。また、景気下支えのための公共投資の拡大や追加金融緩和の実施が見込まれることから、今秋以後、緩やかな景気回復に転じ、12年を通しての成長率は8%を割り込むものの、13年には8%台前半の成長に戻ると予測している。（2012年9月21日現在）

情勢判断

今月の情勢 ~ 経済・金融の動向 ~

米国金融・経済

9月12～13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%）をそれまでの方針から約半年延長し、少なくとも15年半ばまで継続するとした。また、政府支援機関の住宅ローン担保証券（MBS）を月額400億ドルのペースで購入するという量的金融緩和策第3弾（QE3）の実施が決まった。

経済指標をみると、8月の雇用統計の失業率は8.1%と前月から0.2ポイント改善したものの、非農業部門雇用者数は前月比9.6万人と事前予測（同13.0万人）を下回った。このため、米国経済の先行き懸念が拡大し、QE3実施の判断材料となった。

国内金融・経済

9月18～19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%）や、固定金利方式共通担保オペ（25兆円程度）は据え置く一方、資産買入等の基金を長期国債と短期国債でそれぞれ5兆円程度拡大し、全体の規模を80兆円程度に増額するとともに、長期国債の入札下限金利（0.1%）を撤廃するといった内容の追加金融緩和策の実施が決まった。

経済指標をみると、7月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比4.6%と2ヶ月連続で増加し、7～9月期の事前見通し（前期比1.2%）を達成するためのハードルが下がった。一方、7月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比1.0%と2ヶ月ぶりに低下したほか、製造工業生産予測調査によれば、8月は同0.1%と小幅上昇するものの、9月は3.3%と減少が見込まれている。概してみると、景気回復の動きに足踏みがみられる。

金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、9月初めには欧州中央銀行（ECB）の国債購入策への期待を背景に欧州懸念が後退したことから一時的に上昇したものの、日米で追加緩和策の実施が決まった9月半ば以降は低下圧力が強まり、0.8%前後でのボックス圏で推移している。

日経平均株価は、米国や中国などで景気減速懸念が高まった9月上旬に、一時8,600円台まで下落した。しかしその後は、日米での追加緩和期待の高まりを受けて概ね続伸し、日銀が追加緩和策を決定した後の9月下旬には一時9,200円台まで上昇した。ただし、その後は中国経済の先行き懸念などから、9,000円台まで下落している。

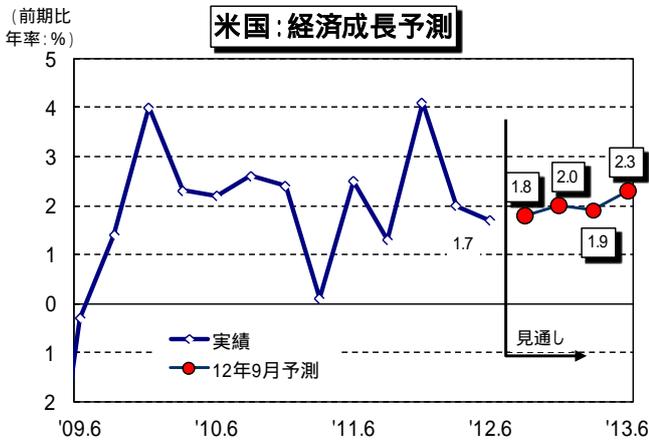
外国為替市場のドル円相場は、米国でQE3実施決定後に円高・ドル安が進行し、9月中旬には一時1ドル＝77円台半ばとなった。日銀が追加緩和を決定した後に1ドル＝79円台前半まで円安・ドル高に押し戻されたものの、9月下旬には再び円高方向に転じ、1ドル＝78円台前半で推移している。ユーロ円相場は、9月上旬に欧州中央銀行（ECB）が新たな国債購入プログラムの実施を発表したほか、9月中旬にドイツ憲法裁判所で欧州安定化メカニズム（ESM）を合憲とする判断が示されたことから、ユーロが続伸。9月半ばには一時1ユーロ＝103円台半ばとなった。

原油相場

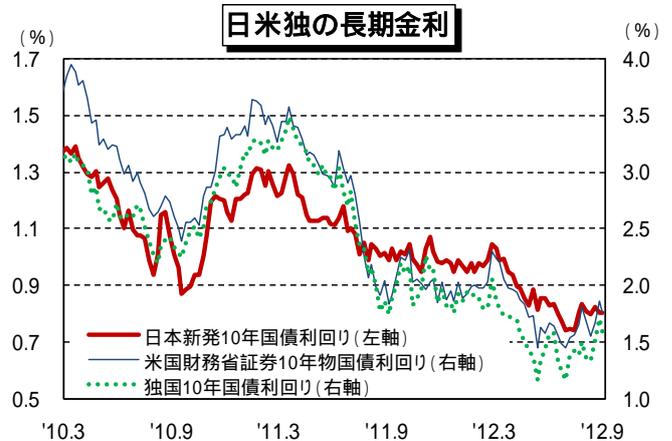
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、米国での景気回復期待の高まりや中東情勢の緊迫化を受けて上昇傾向で推移し、9月中旬には1バレル＝100ドルに迫る場面もあった。ただし9月下旬には原油在庫の増加を受けて1バレル＝90ドル台前半まで下落している。

（2012.9.21現在）

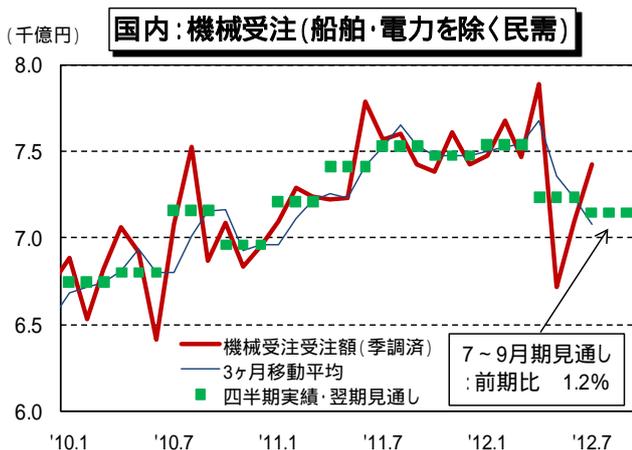
内外の経済・金融グラフ



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



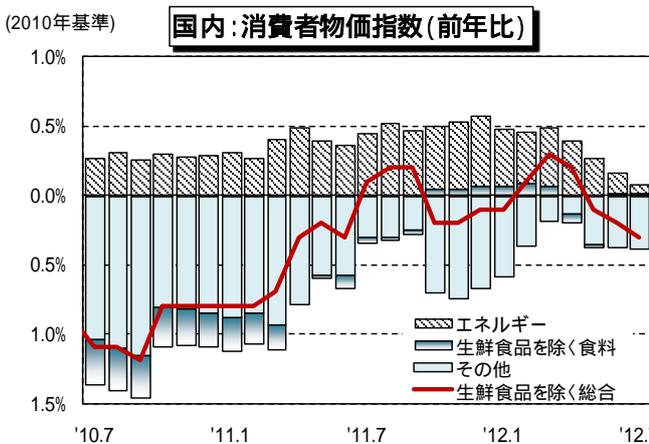
(資料) Bloombergより作成



(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

分析レポート

海外経済金融

QE3 や時間軸延長を決定した米国の金融政策

木村 俊文

雇用情勢に連動した仕組み

米連邦準備理事会（FRB）は、9月12～13日に開催した連邦公開市場委員会（FOMC）で、「量的緩和策第3弾（QE3）」と「時間軸の強化」を柱とする新たな追加緩和策の導入を決定した。

具体的には、QE3として、連邦住宅公社（ファニーメイ）など政府機関発行の住宅ローン担保証券（MBS）を月額400億ドル（約3.1兆円）のペースで追加購入する。MBS購入は、QE1（09年3月～10年3月、1.25兆ドル）以来2年半ぶりとなる。また、従来から実施している残存期間6～30年の米国債を購入すると同時に3年以下の国債を同額売却する措置、いわゆる「ツイストオペ」のほか、MBSや米国債の償還資金を再投資する既存の政策も継続するため、ツイストオペが期限を迎える12年末までは月額850億ドル（約6.6兆円）の長期債券を追加購入することになる。

なお、過去2度のQEとは異なり、資産購入の規模や期限についてはあらかじめ定めず、物価安定の下で雇用改善が確認されるまでMBS購入を続け、さらに雇用改善が見通せない場合には他の政策手段

を適宜活用するというものであり、雇用情勢に連動した仕組みであることが最大の特徴である。

一方、時間軸の強化については、「景気回復が強まった後もかなりの間、超緩和的な姿勢を継続することが適切になる」との見方を示した上で、08年12月以降、事実上のゼロ金利となる0.0～0.25%に据え置いている政策金利（FF金利）を前回までの「少なくとも14年後半まで」から「少なくとも15年半ばまで」と約半年間延長することとした。バーナンキFRB議長は、FOMC後の会見で「景気が上向くなかでも緩和政策を維持することは、家計や企業に対してさらに大きな確約を与えるものだ」と時間軸効果を強調した。

12年の成長率見通しは下方修正

今回FOMCは、「一段の政策緩和がなければ経済成長が労働市場の持続的な改善を実現するために十分な強さとならない可能性がある」として追加緩和策の導入を決定した。こうした懸念は数値の上からも明らかであり、FOMC後に公表された最新の経済見通し（年4回発表）によれば、FRB理事と連銀総裁の19人による12

年の実質GDP成長率（予想中心帯）は1.7～2.0%と、前回6月時点の予想（1.9～2.4%）から大幅に引き下げられた（図表1）。しかし、追加緩和の実施が経済成長を押し上げるとの想定から、13年の成長率予想は2.5～3.0%（前回予想：2.2～2.8%）、14年も3.0

図表1 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し(12年9月時点)

(各項目のカッコ内は12年6月時点)

年次	2012	2013	2014	2015	長期
実質GDP	1.7～2.0 (1.9～2.4)	2.5～3.0 (2.2～2.8)	3.0～3.8 (3.0～3.5)	3.0～3.8 (n.a)	2.3～2.5 (2.3～2.6)
失業率	8.0～8.2 (8.0～8.2)	7.6～7.9 (7.5～8.0)	6.7～6.8 (7.0～7.7)	6.0～6.8 (n.a)	5.2～6.0 (5.2～6.0)
PCE デフレーター	1.7～1.8 (1.2～1.7)	1.6～2.0 (1.5～2.0)	1.6～2.0 (1.5～2.0)	1.8～2.0 (n.a)	2.0 (2.0)
コアPCE デフレーター	1.7～1.9 (1.7～2.0)	1.7～2.0 (1.6～2.0)	1.8～2.0 (1.6～2.0)	1.9～2.0 (n.a)	未集計
FFレート 誘導水準	0.25 (0.25)	0.25～0.5 (0.25～1.0)	0.25～1.75 (0.25～2.0)	0.75～3.5 (n.a)	3.75～4.5 (4.0～4.5)

(資料)FRB資料より作成

(注)メンバーの予想範囲から上下3人ずつを除いた予想中心帯を示す。失業率は各年第4四半期の平均値。その他の数値は各年第4四半期の前年同期比

～3.8%（同：3.0～3.5%）と引き上げられている。また、失業率についても、現状の8%台が14年には6%台まで低下する見通しとなっており、改善方向に修正された。なお、成長率予想や失業率見通しが改善したものの、利上げ時期予想については、時間軸の強化と一致して、前回までの14年（19人中13人が14年と予想）から15年以降（19人中12人が15年、1人は16年と予想）に後ずれした。

住宅市場の活性化による雇用創出

ところで、新たな資産購入の対象が米国債ではなく、なぜMBSになったのだろうか。バーナンキ議長は、8月末の米ワイオミング州ジャクソンホールでの講演で、「住宅部門に改善の兆しが見えるものの、住宅活動は引き続き低水準にあり、景気循環の現段階で通常予想されるよりも回復への寄与度がかなり小さく、このことが経済成長を抑制する一因になっている」と指摘した。また、バーナンキ議長はFOMC後の会見で、「MBS購入は特に住宅ローン金利に対する下方圧力を増大させ、これにより住宅購入とローン借り換えを促進することで、住宅部門を支援する」と言明している。

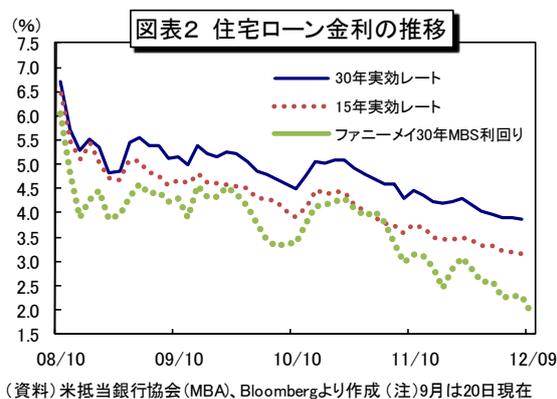
一方、FRBは過去2度のQEで長期国債を09年3～10月に3,000億ドル、11年

11月～12年6月に9,000億ドルと合計1兆ドル近く購入し、それぞれの購入対象期間で長期金利が低下した。しかし、金利低下局面では、株式市場や原油・金等商品市場などへの投資は大きく促進されたものの、民間企業の設備投資や雇用創出につながる人的資源への投資に向かったのは少なかったように思われる。

そこで、今回の措置は、住宅市場が改善傾向を示すなか、住宅価格が前年比プラスに転じたこのタイミングで、MBS購入再開により住宅市場の回復に拍車をかけることを意図したものと言えるだろう。実際にファニーメイ保証の30年MBS利回りは、QE3発表後に0.38%ほど急低下しており、住宅ローン金利が今後さらに低下すると予想される（図表2）。

住宅投資は、建設資材や耐久消費財への需要など経済全体への波及効果が大きいことから米景気回復の押し上げに寄与すると考えられ、新規建設が増えれば雇用増加も期待される。しかも、住宅投資は、設備投資や外需などと比べ海外情勢の影響を受けることが少ないと考えられるため、欧州や中国経済の減速懸念が強い中で米国内の住宅部門を支援することは有効な政策と言えるだろう。

今回明らかになった改訂経済見通しなどを踏まえると、FRBはかなり長期にわたり超緩和的な姿勢を維持すると見られ、QE3は14年後半まで続き、ゼロ金利政策は15年前半まで維持されると予想する。なお、追加の資産購入は想定しないものの、12年末にツイストオペの期限が迫り、歳出削減と実質増税が同時に発動される「財政の崖」に対する懸念が強まれば、長期国債の追加購入が実施される可能性もあるだろう。（12.9.20現在）



分析レポート

国内経済金融

地域金融機関による遺言関連業務の取扱状況

寺林 暁良

はじめに

遺言関連業務は、関連法改正により、04年12月から地域金融機関等でも取扱いが可能となった併営業務であり、遺言書の作成・保管を行う「遺言信託業務」や遺産目録作成・遺産分割協議書の作成を行う「遺産整理業務」などに分けられる。

遺言関連業務の取扱いは近年着実に増加しており（図表1）、少子高齢化が進行する中で今後もさらに関心が高まることとみられる。また、11・12年の税制改正大綱で、基礎控除額の減額と最高税率の引き上げによる相続税改正が言及されているが、これが現実となれば、相続税の対象者は増加し、そのニーズは一層拡大することになるだろう。

当業務は顧客の金融資産を把握しながらの相談業務になるほか、相続人（次世代）との接点にもつながりうることから、地域金融機関にとっても重要な取組みである。

そこで本稿は、ニーズ拡大が期待される遺言関連業務について、地域金融機関の取扱状況を示すとともに、地域特性や財務特性等の面から分析を行う。



地域金融機関による遺言関連業務の取扱方法

ホームページ検索による調査の結果（注¹⁾、地域金融機関のうち、遺言関連業務を取り扱っているのは、地域銀行 106 行中 58 行（54.7%）、信用金庫 271 金庫中 41 金庫（15.1%）であった（図表2）。

遺言関連業務の取扱方法は、信託銀行の代理店方式のほか、自行取扱や信託会社等との業務提携などもみられる。以下ではこれらの取扱方法とその特徴について説明する。

(1) 信託銀行の代理店方式

地域金融機関が遺言関連業務を行う場合、大手信託銀行の代理店となる場合がほとんどである。

この場合の地域金融機関にとってのメリットは、遺言関連業務を信託銀行に取り次ぐ報酬として手数料収入を得られること、遺言サービスを提供することで顧客の利便性向上に資することなどである。

ただし、代理店方式は、取次ぎに時間がかかる場合がある、顧客の相続資産が信託銀行へ流出する恐れがある、顧客の資産情報取得やリレーション強化の機会を逃すことになる、案件取扱いの判断を信託銀行に任せることになるが、信託銀行は資産規模が一定以上の顧客しか対象にしないため、顧客のニーズに応えられないことがあるなど、多くのデメリットも指摘されている。

(2) 自行取扱方式

これに対し、地方銀行 3 行は本体で信

託免許を取得し、自行取扱として遺言関連業務を行っている。遺言関連業務の自行取扱は、信託銀行の代理店での取扱の場合に生じる ~ のいずれのデメリットにも対応することができるほか、富裕層の囲い込みや、新たな資産運用需要の開拓などのメリットも期待できる。

ただし、遺言関連業務を自行で取扱うことは、地域金融機関にとって容易なことではない。遺言関連業務は、法律や税制等に対する深い知識と経験が必要になるため、対応できる人材を育成するためには多大な時間・費用がかかるほか、金融監督上の手続きも煩雑である。そのため、この方式による遺言関連業務への参入は、大手金融機関でなければ難しいと思われる。

(3) 信託会社等との業務提携

こうしたなか、弁護士・税理士等が役職員を務める信託会社・NPO（以下、「信託会社等」との業務提携が拡大しており、現在、地域銀行 8 行、信用金庫 28 金庫がこの方式をとっている。なお、地域銀行は 8 行全てが信託銀行との代理店契約も併せて行っているが、信用金庫 24 金庫は、信託銀行の代理店とならず、信託会社等との業務提携のみで遺言関連業務を取扱っている。

信託会社等との業務提携のメリットは、

信託会社等には金融機能がないため、金融に関する業務がバッティングしない、

相続資産規模に下限を設定していないため、より多くの顧客にサービスを提供できる、

相続での紛争発生時によりきめ細やかなコンサルティングができる、ワンストップでサービスが提供できる、手数料等が信託銀行と比較して割安であるため顧客訴求力が高まる、などが挙げられる。

このように、信託銀行の代理店方式とは異なる方式によって遺言関連業務を効果的に推進する地域金融機関も増えており、今後の動向に注視する必要がある。

遺言関連業務の取扱いに関する分析

次に、これらの遺言関連業務について、地域特性や財務特性との関係から分析する。なお、ここでの分析対象は、地域銀行 106 行に絞ることとする。

(1) 国税局別

まず、相続税の発生状況や金額との関係を分析するため、地域銀行の遺言関連業務の実施率を国税局の管区別^(注2)にみた。これによると、管内 2 行ともが実施している札幌国税局を除いては、東京国税局（90.0%）や大阪国税局（80.0%）、関東信越国税局（66.7%）などの管内が高い割合となることが判明した（図表3）。

一方、各地方国税局の被相続人の数をみると、東京国税局（16,147 人）が最も多く、大阪国税局（8,379 人）、名古屋国税局（7,838 人）の順で続いた。これを、

管内の死亡者数で除すると死亡者数あたりの相続税の発生率が導かれるが（図表3の(c)/(d)%）、この割合が最も

図表2 遺言関連業務の取扱い方式

	地域銀行			信用金庫	
		地方銀行	第二地銀		上位50金庫
金融機関総数	106	64	42	271	50
信託銀行代理店	55 (51.8%)	38 (59.3%)	17 (40.5%)	17 (6.3%)	13 (26.0%)
（うち信託会社併用）	8 (7.5%)	3 (4.7%)	5 (11.9%)	4 (1.5%)	4 (8.0%)
信託会社等との提携	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	24 (8.9%)	3 (6.0%)
自行取扱い	3 (2.8%)	3 (4.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
合計	58 (54.7%)	41 (64.1%)	17 (40.5%)	41 (15.1%)	16 (32.0%)

（資料）各金融機関ホームページより作成。2012年7月10日現在

図表3 国税局別の金融機関の遺言関連業務実施状況及び相続税の課税状況

国税局 (事務所)	遺言信託 実施行(a)	地域銀行数 (b)	実施率 (a)/(b)%	被相続人の 数(人)(c)	管内死亡者 数(人)(d)	相続税の 発生率 (c)/(d)%	課税価格 (億円)(e)	1件あたり 課税価格 (e)/(c)億円
札幌	2	2	100.0%	954	55,404	1.7%	1,865	1.96
仙台	6	15	40.0%	1,773	104,837	1.7%	3,074	1.73
関東信越	8	12	66.7%	6,696	173,950	3.8%	13,548	2.02
東京	9	10	90.0%	16,147	231,280	7.0%	39,526	2.45
金沢	2	6	33.3%	1,048	31,899	3.3%	1,913	1.83
名古屋	5	13	38.5%	7,838	133,808	5.9%	14,960	1.91
大阪	8	10	80.0%	8,379	188,525	4.4%	17,223	2.06
広島	5	9	55.6%	2,513	81,511	3.1%	4,153	1.65
高松	5	8	62.5%	1,439	46,484	3.1%	2,541	1.77
福岡	4	10	40.0%	1,626	72,511	2.2%	3,195	1.97
熊本	3	8	37.5%	1,129	64,833	1.7%	1,940	1.72
沖縄	1	3	33.3%	349	10,156	3.4%	692	1.98
全国	58	106	54.7%	49,891	1,195,198	4.2%	104,630	2.10

(資料)国税庁「相続税」(10年)、厚生労働省「人口動態統計」(10年)、各金融機関ホームページから作成

高いのは東京国税局(7.0%)で、次いで名古屋国税局(5.9%)、大阪国税局(4.4%)の順となった。

また、課税価格の合計を被相続人の数で除すると相続1件あたりの課税価格が導かれるが(同(e)/(c)億円)、これは東京国税局(2.45億円)が最も高く、次いで大阪国税局(2.06億円)、関東信越国税局(2.02億円)の順であった。これには、以上の地域の地価が高いことも関係していると思われる。

以上のことから、遺言関連業務の実施率の高い東京国税局や大阪国税局は、相続税の発生率が高く、1件あたりの課税価格も高い傾向があることがわかる。

(2) 特別区・政令指定都市とそれ以外

次に、東京特別区及び政令指定都市に本店を置く地域銀行とそれ以外の地域銀行の実施率を比較したところ、特別区・政令指定都市での実施率(80.6%)は、それ以外の地域(41.4%)に比べて明らかに高かった(図表4)。

つまり、東京特別区や政令指定都市などの大都市に本店を置く地域銀行のほうが、遺言関連業務の実施率が高いことが示された。

図表4 特別区・政令指定都市とそれ以外の遺言関連業務実施率の比較

	特別区・ 政令指定 都市	それ以外	全国
行数	36	70	106
実施行数	29	29	58
実施率	80.6%	41.4%	54.7%

(資料)各地域銀行ホームページより作成

図表5 遺言関連業務実施行と非実施行の預金額の平均の差の検定

	実施行	非実施行	平均差
行数	58	48	-
預金額平均 (兆円)	3.66	1.42	2.23***

(資料)各地域銀行ホームページより作成

(注)***は1%以下の水準で有意であることを示す。

(3) 財務規模

また、遺言関連業務の実施状況と地域銀行の預金規模との関係をみると、遺言関連業務を実施している銀行の預金額の平均は3.66兆円であった一方、実施していない銀行の預金額の平均は1.42兆円であり、両グループの間には統計的に違いがあることが示された(図表5)。

つまり、預金規模の大きい地域銀行ほど遺言関連業務を実施する傾向があることを示唆している。

図表6 地域金融機関と信託会社等との業務提携の状況

国税局管区	合計	札幌	仙台	関東 信越	東京	金沢	名古屋	大阪	広島	高松	福岡	熊本	沖縄
合計	32	1		10	11	1	2	5		2			
10兆円超	1				1								
5～10兆円	2	1							1				
2～5兆円	4			1	1		1	1					
1～2兆円	7			1	4		1	1					
5,000億～1兆円	3				1			1	1				
3,000～5,000億円	9			5	2			2					
1,000～3,000億円	5			3	2								
1,000億円以下	1					1							

(資料)各種ホームページより作成

(注)信用金庫は、取扱をインターネット上で公表している22金庫に限る

よりも遺言関連業務へのニーズが高いためだと思われる。第二に、規模の大きな地域銀行ほど遺言関連

信託会社等との業務提携状況の分析

最後に、地域銀行8行、信用金庫24金庫の合計32機関を対象に、信託会社等との業務提携の状況を分析した(図表6)。なお、信用金庫は28金庫で業務提携を実施しているが、これは信託会社の報道ベースの件数であり、4金庫は特定できなかったため、分析から除外した。

国税局管区との関係をみると、信託会社等との業務提携も、関東圏や大阪圏などの大都市圏で進んでいることが分かる。

しかし、預金規模との関係でみると、10兆円超の大手地銀から、1,000億円以下の信金まで多様な規模の金融機関で実施されており、5,000億円以下という預金規模の比較的小さな層での実施数も小さくなかった。そのため、信託会社等との業務提携は、金融機関の規模とはあまり関係なく進んでいるといえるだろう。

まとめ

以上の分析をまとめると、次のようになる。第一に、遺言関連業務は、東京圏や大阪圏のような大都市圏で取組みが盛んである。これは、大都市圏は相続税の発生率が高く(富裕層の割合が高く)、相続1件あたりの額も大きいいため、他地域

業務への取組みが盛んである。第三に、信託会社等との業務提携も大都市圏で目立っているが、金融機関の規模とはあまり関係なく、小規模な金融機関との間でも進んでいる。

調査結果に相続税改正などの影響を照らし合わせると、遺言関連業務は、ひとまずは都市を中心に、小規模金融機関への拡大、従来よりも相続資産規模の小さな顧客への拡大、という規模・対象の拡大に向かうことが想定される。つまり、遺言関連業務のニーズが従来の富裕層に限定されなくなるなか、小規模な地域金融機関でも信託会社との業務提携などを活用した取扱いが一層進展するものと思われる。

(注1) ホームページへの掲載がなくても実際には遺言関連業務を実施しているケースがあると思われるため、留意が必要である。

(注2) 各国税局の管区は図表7のとおり。

図表7 各国税局の管轄

札幌国税局	北海道
仙台国税局	青森県、岩手県、宮城県、秋田県、山形県、福島県
関東信越国税局	茨城県、栃木県、群馬県、埼玉県、新潟県、長野県
東京国税局	千葉県、東京都、神奈川県、山梨県
金沢国税局	富山県、石川県、福井県
名古屋国税局	岐阜県、静岡県、愛知県、三重県
大阪国税局	滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県
広島国税局	鳥取県、島根県、岡山県、広島県、山口県
高松国税局	徳島県、香川県、愛媛県、高知県
福岡国税局	福岡県、佐賀県、長崎県
熊本国税局	熊本県、大分県、宮崎県、鹿児島県
沖縄国税事務所	沖縄県

分析レポート

国内経済金融

日本の財政 : 一般会計歳入と税収

南 武志

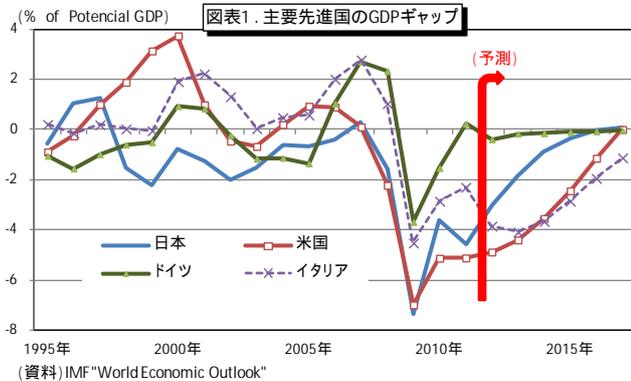
はじめに

南欧諸国での債務危機を筆頭に、日本や米国においても財政赤字が大きな経済問題となっている。

以前は財政政策に求められる役割の一つとして景気変動の平滑化が挙げられることが多かったが、その後のマクロ経済学の発展に伴い、裁量的な財政政策は景気変動

の振幅をむしろ激しくすると認識されるようになった。そのため、ルールに基づいた政策運営が望ましいと考えられるようになってきた。実際、米連邦財政における PAYG (ペイ・アズ・ユー・ゴー) 原則、EU における安定成長協定 (単年度の財政赤字額は GDP の 3% 以下、累積財政赤字額は GDP の 60% 以下に各々抑制する) さらに日本においても小泉政権下での「骨太の方針 (経済財政運営と構造改革に関する基本方針) 2006」や民主党政権での「財政運営戦略」「中期財政フレーム」で、プライマリー・バランスの均衡化や黒字化といった目標に向けたルールが設定されるようになってきている。

なお、リーマン・ショック直後に発生した世界同時不況への対応策として、超金融緩和策や金融システム安定化策とともに、各国で財政出動が実行されるなど、いわゆるケインズ政策が復権したかのような場面もあったが、景気底入れ後は、冒頭で述べたように、財政悪化への警戒感が急速に高まり、多くの国で緊縮財政政策が打たれるようになった。

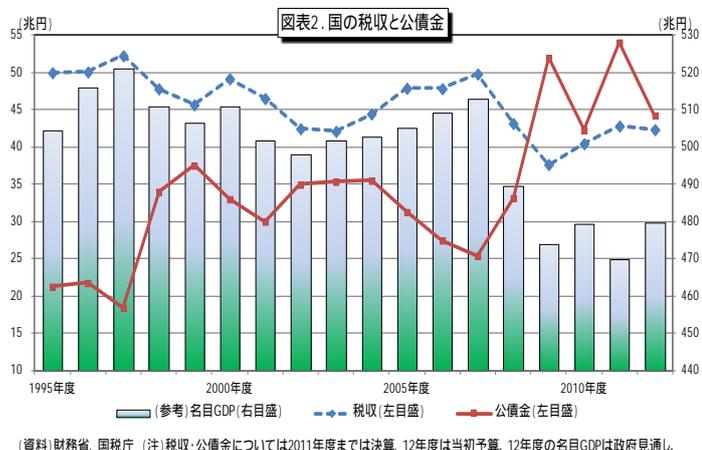


ただし、世界同時不況後の景気回復テンポは鈍く、そうした国々でデフレ・ギャップが解消する目途が立たず、財政危機を一層助長している面もある (図表1)。

以上のように、財政問題は内外を問わず、注目が集まっている。そこで、今号以降、不定期ではあるが、随時、日本財政の基礎データを紹介しながら、財政構造問題について考えていくことにしたい。初回は、一般会計歳入の税収についてみていきたい。

歳入構造 ~ 税収を上回る国債発行

一般会計予算とは、国や地方公共団体において、基本的な行政上の経費を賄うための会計である。国の一般会計予算の



場合、歳入は「租税及び印紙収入(2012年度予算:42.3兆円)」「その他収入(同:3.7兆円)」「公債金(同44.2兆円)」で構成されている。

最近の傾向として、一般会計の規模は趨勢的に拡大する傾向にあるが、税収と公債金は逆相関の関係にある(図表2)。景気が悪い(=名目GDPが減少)と、税収が伸び悩み、その分を公債金で賄わなければならない。ちなみに、1990年代半ば以降、税収がほとんど伸びていない。その影響で租税負担率(=税収÷国民所得)は22.7%(12年度見通し)と国際的にみても低水準である。また、09年度以降は公債金が税収を上回り続けている。

ちなみに、近年は「その他収入」への注目が高まった。特別会計の積立金・剰余金や独立行政法人の基金返納などといった「霞ヶ関の埋蔵金」、さらに日本銀行納付金などが該当する。ちなみに、09年度の雑収入は11.8兆円であったが、12年度予算では埋蔵金が枯渇したとのことで3.6兆円しか計上されていない。

税収の内訳～安定的な消費税

以下で、税収のうち、代表的な所得税、法人税、消費税について見てみよう。なお、これら3つの税収で国税全体の8割

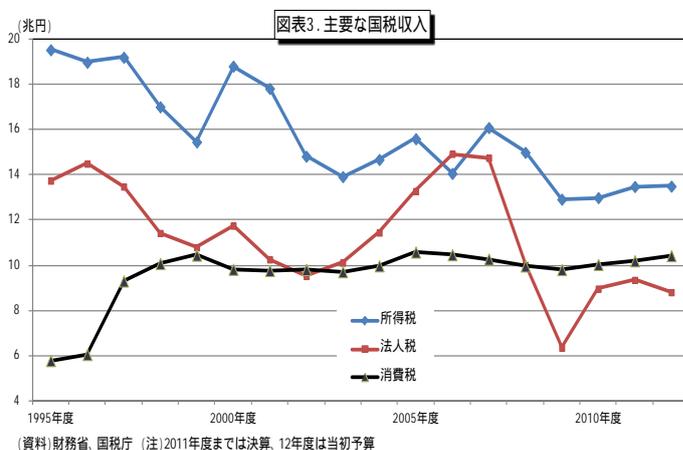
前後を占めており、基幹税と言える。

所得税はこの数年は13兆円前後で推移しているが、バブル期には約2倍の税収があった(91年度は26.7兆円、図表3)。バブル崩壊後の「失われた20年」の影響やそれに対する度重なる減税措置、さらには累進構造の簡素化・緩和などの結果といえる。なお、近年は、所得税の見直し議論も盛んであり、累進構造(現在6段階)や控除の内容、さらには課税最低限などの適正化を求める意見もある。

また、最近の法人税もバブル期(89年度:約19兆円)の約半分の水準まで減少している(2011年度は9.4兆円)。戦後最長の景気拡大期間(02年1月~08年2月)を通じては、税収が増加したものの、世界同時不況以降は低迷している。ちなみに税率は12年度から25.5%(従来は30.0%)へ引き下げられたが、復興税(14年度まで税額の1割)が導入されている。これにより、地方税と合わせた実効税率は40.69%(東京都)から38.01%へ引き下げられた。なお、法人税負担をしない欠損法人の割合は72.8%(10年度)と過去最高となっている。

一方、消費税は基幹税の中で最も安定した税収を確保できており、税率が5%に引き上げられた97年度以降は約10兆

円前後で推移している。つまり、税率1%あたりの税収は約2兆円という計算になる。なお、消費税は「消費行動」に対して課せられる印象であるが、実際には消費だけではなく、民間企業設備投資や住宅投資などといったすべての取引に対して原則課せられる租税であり、付加価値税とも呼ばれる。



分析レポート

国内経済金融

近づく中小企業金融円滑化法の終了

安藤 範親

はじめに

国内の中小企業は、企業数の 99.7%、雇用の約 7 割を占めており（中小企業白書 2012）、日本経済・地域経済において重要な役割を担っている。しかし、近年の世界経済の減速や国内需要の収縮など、事業環境悪化により、中小企業の売上は減少、資金繰り悪化などの影響が見られる。そのため政府は、中小企業者を支援するために、さまざまな環境整備を行っている。

中小企業金融円滑化法の経緯

(1) 円滑化法成立

政府は、2008 年秋以降のリーマン・ショックに伴う景気低迷に対し、資金繰りなど厳しい状況にある中小企業者や住宅ローンの借り手を支援するために、09 年 12 月 4 日、「中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律（中小企業金融円滑化法、以下、円滑化法）」を施行した。

その内容は、金融機関が、返済に支障の出るおそれのある中小企業者や住宅ローンの債務者の負担軽減申し入れに対し、できる限り貸付条件の変更や返済猶予を行うよう努めることなどとした法律である。11 年 3 月末までの約 2 年間の時限立法とされた。

また、円滑化法の施行に合わせて金融庁は、金融検査マニュアルおよび監督指針を改正、これにより、回収困難な債権となるか否かの判断基準となる貸付条件緩和債権の判断基準が緩和され、中小企

業者が経営改善計画を策定、または、策定する見込みがあるときは、貸付条件の変更に応じて貸付条件緩和債権とはならないとされた。

さらに、円滑化法では、政府が信用保証制度の充実等を講じるとし、10 年 2 月 15 日には、ほぼ全ての業種が信用保証協会から 100%全額保証を受けられる「景気対応緊急保証制度」が導入された。

(2) 延長

10 年 12 月 14 日には、中小企業者等の業況や資金繰りが依然厳しいことから、金融庁は、11 年 3 月末に期限を迎える円滑化法を 12 年 3 月末までと 1 年間の延長を決定した。この際、金融庁は金融機関が貸付条件の変更等を行っている間に、着実に中小企業者の経営改善を図るための検査・監督を改定し、金融機関による経営再建計画の策定支援等のコンサルティング機能の発揮を促した。

11 年 3 月 31 日には、政府は、上記方針を受けて、また、東日本大震災の影響も加味し、中小企業金融円滑化法の期限を延長するための改正法（改正中小企業金融円滑化法）を成立、同日に公布・施行した。さらに、運用面の新たな改善として、金融機関によるコンサルティング機能の一層の発揮を促すための金融監督に関する指針の策定等を行った。

(3) 最終延長

金融庁は、11 年 12 月 27 日に 12 年度を円滑化法の最終年度とする旨を決定・公表した。その内容は、貸付条件の再変更などの増加問題を勘案し、金融規律の

確保（健全性の確保・モラルハザード防止）のための施策を展開する一方で、中小企業再生支援協議会との連携強化など、中小企業等の経営改善に向けた支援措置を強力に推し進めていく必要性が示された。

12年3月30日には、期限を延長するための改正法が成立、31日に公布・施行され、円滑化法は13年3月末まで実施されることとなった。

円滑化法の影響

金融庁がとりまとめる「円滑化法に基づく金融機関（1,521社）による中小企業者向けの貸付条件変更実行状況」をみると、09年12月の円滑化法施行から、12年3月末までの貸付条件変更実行件数（累計値）は約289万件、対象貸付債権額は約79.8兆円に上る。申込み件数に対する金融機関の対応状況をみると、審査中や申込取り下げのものを除いた貸付条件変更実行率は、97.4%と高水準となっている。

ただし、貸付条件変更実行件数（累計値）は、12年7月4日の金融審議会総会議事録によると、1社で複数の条件変更や再変更を申し出るケースがあるため、実際の債務企業社数は、30万～40万社とみられている。このうち改善計画ができておらず、事業再生や転廃業等の支援が必要な中小企業は5万～6万社程度あると見積もられている。

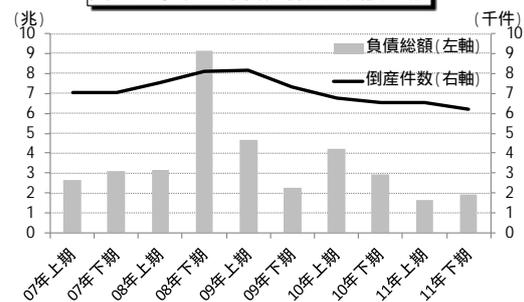
また、取引先に占める中小企業の割合が大きい地域銀行・信用金庫の実行件数は約8割を占めるなど、中小企業の経営不振は、地域金融機関の経営への影響も大きい。

帝国データバンクの「金融円滑化法に

対する企業の意識調査（12年1月）」によれば、円滑化法を利用した（利用している）企業665社のうち、利用回数が2回以上の企業は50.7%、また、条件変更の見直し内容については、3社に2社が返済繰り延べを実施し、毎回の返済額を減した企業は35%となった。

当初の改善計画に対する現在の状況については、改善計画を上回っている（上回った）企業は14.4%、ほぼ計画通りが41.7%、下回っている（下回った）が33.9%となった。以上からは、条件変更等を複数回行う等、経営改善計画が進んでいない企業の割合の高さがうかがえる。

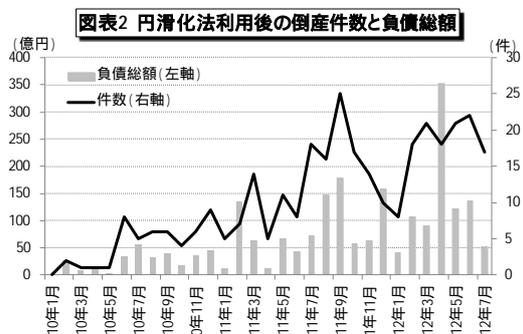
図表1 中小企業倒産件数と負債総額



ここで、円滑化法施行前後の企業倒産件数と負債総額の推移をみると(図表1)、08年9月のリーマン・ショックの影響などで08年～09年上期にかけて急増した。しかし、金融庁の金融検査マニュアルにおける中小企業向け融資の貸出条件緩和と債権の計上基準が08年11月以降、段階的に緩和されたことや、円滑化法施行に伴う金融検査マニュアルの再変更により、09年下期以降は減少傾向にある。

10年～11年は、リーマン・ショック以前よりも企業倒産が抑制されており、リーマン・ショック以降の金融危機に伴う世界経済・日本経済の低迷を考慮すれば、倒産防止の効果があったと言えるだろう。

一方、円滑化法利用後に倒産した企業をみると（図表2）、増加傾向にあることがわかる。10年の円滑化法利用後の倒産件数は49件、11年は150件、12年は8月までに144件となっている。景気低迷が長引き、事業環境が好転しないなかでは、金融支援で下支えされてもなかなか業績が好転しない企業が多いことや、円滑化法の期限切れを控えて、金融機関による対象企業の選別が進んでいることが要因とみられる。



経営支援に向けた取組み

以上のように、金融機関は、貸付条件の変更申し込みに対し9割強実行してきた。しかし、条件変更による返済負担軽減といった金融支援だけでは、中小企業の経営改善、事業再生等が計られるわけではなく、金融機関には、経営再建計画の策定支援や、支援後の継続的なモニタリング、経営相談・指導といったコンサルティング機能を発揮することが求められた。以下では、円滑化法と共に進められた経営支援策をまとめた。

11年4月4日、金融庁は、貸付条件変更後の中小企業者に対して金融機関が果たすべき役割を「金融円滑化法に基づく金融監督に関する指針(以下、監督指針)」として公表した。

監督指針は、金融機関が中小企業の経

営課題を把握・分析し、事業の持続可能性を見極めたうえで、必要に応じて他の金融機関や外部専門家等と連携し、最適なソリューションを提案することを求めており、そこでは主に以下の3つが例示されている。

自助努力による経営改善が見込まれる企業に対するビジネスマッチングなどによる販路拡大、金融機関等の事業再生支援によって経営改善が見込まれる企業に対する借入金の一部を株式に切り換えるDES(Debt Equity Swap)や、借入金を劣後ローンとして借り換えるDDS(Debt Debt Swap)民事再生法の適用を申請し再建途上にある企業に対し融資するDIP(Debtor In Possession)ファイナンスの活用を検討、事業の持続可能性が見込まれない企業に対する債務整理の検討、などである。

また、取引先の経営支援に対する金融機関職員のモチベーションを向上させるために、成果に至るまでのプロセスを含めた業務評価体系を求めている。

以上のように、監督指針の改正は、金融機関に対して「コンサルティング機能」の発揮を求める内容となった。

11年11月22日には、DDSの積極的な活用を促すために、「資本金借入金」に関する金融検査マニュアルの明確化が行われた。

12年4月20日には、内閣府・金融庁・中小企業庁の連名で「中小企業金融円滑化法の最終延長を踏まえた中小企業の経営支援のための政策パッケージ(以下、政策パッケージ)」が公表された。政策パッケージは、一つ目に、金融機関のコンサルティング機能の一層の発揮のために、金融庁が、金融機関に対し、中小企業へ

の具体的な支援方針やその取組状況等について集中的なヒアリングを実施し、また、抜本的な事業再生、事業承継等の支援が必要な場合には、判断を先送りせず、外部機関等の視点・知見等を積極的に活用するよう監督指針に明記された。

二つ目に、中小企業再生支援協議会や企業再生支援機構の強化が盛り込まれた。

中小企業再生支援協議会は、03年2月以降、商工会議所や地域金融機関、税理士法人などから構成される各都道府県に設置された組織で、関係機関の連携や調整を行い中小企業再生への取り組みを支援するための組織である。同協議会に対しては、再生案件の標準処理期間を今までの6ヶ月から2ヶ月に短縮する方針が打ち出された。

企業再生支援機構は、09年10月に発足、政府保証で資金を調達し、金融機関から債務を抱える企業の債権を買い取るなどして経営再建を支援する組織で、専門人材の拡充、支援基準の見直し、デューデリジェンス手数料負担の軽減が行われる。

三つ目は、上記協議会と機構を核とした中小企業支援ネットワークの構築や事業再生ファンドの組成促進などが挙げられている。

12年8月30日には、中小企業経営力強化支援法が施行された。同法は、大きく2つの柱からなっており、その一つは、「経営革新等支援機関」としての金融機関、税理士法人等の認定である。認定機関は、中小企業基盤整備機構の専門家による経営診断などの助言や、信用保証協会による保証枠供与などの資金調達を利用した中小企業者支援を行うことができる。その結果、中小企業は、質の高い事業計画を策定することが可能となり、経営力の強化が期待される。

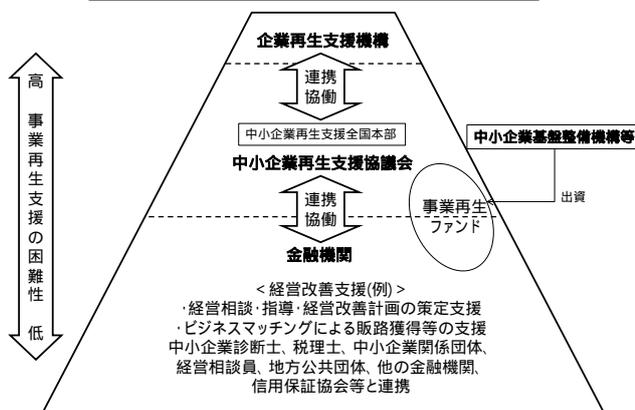
もう一つは、中小企業の海外展開を支援するために、公的金融機関からの信用補完など、資金調達円滑化のための措置が講じられている。

おわりに

中小企業倒産件数に表れているように、円滑化法は、倒産件数の減少に効果があった。しかし、円滑化法が延長されてきたことで、貸付条件の再変更等、経営改善が進まない中小企業もみられた。金融円滑化法の終了が残り半年と近づいているが、終了後には、経営改善計画の進捗状況が低調な場合、債務者区分が見直され、不良債権化する貸出債権が増加することが予想される。

残された期間は限られるが、政府は専門的な人材の拡充や相談窓口の多様化など、中小企業に対する再生支援機能を充実させており、今後も新たな支援体制の構築を検討している。金融機関においては、中小企業の経営改善計画ができるだけ進捗するよう、今まで以上に中小企業再生支援協議会との連携強化や外部専門家等の活用により、終了後を見据えた事業再生を進めることが求められている。

図表3 中小企業の経営改善支援・事業再生支援の主な担い手



(資料) 金融庁: 金融審議会総会(第28回)・金融分科会(第16回)資料4-2

連 載

経済金融用語の基礎知識 < 第 18 回 >

日本で 2 度目の IMF・世界銀行年次総会

安藤 範親

IMF・世界銀行年次総会とは

国際通貨基金（International Monetary Fund：IMF）と世界銀行は、毎年、それぞれの最高意思決定機関である総務会の年次総会を合同開催している。この IMF・世界銀行年次総会は、通常 9 月～10 月の間に、IMF と世界銀行の所在地である米国のワシントン DC で行われるが、3 年に 1 度は、米国以外で開催され、開催地には経済発展が期待される国が選ばれることが通例となっている。年次総会では、両機関の主要な施策を決めるほか、世界経済の見通しなどが話し合われる。

日本で 2 度目の開催

今年は 67 回目になる年次総会が、10 月 9 日～14 日にかけて東京で開催される予定である。年次総会には加盟国の政府関係者が多く参加することから、総務会（本会議）以外にも、プログラム・オブ・セミナーズと呼ばれるイベントや、国際通貨金融委員会、合同開発委員会などの会議、そのほか数多くの二国間会談や 20 ヶ国グループ（G20）、24 ヶ国グループ（G24）等の様々な会議が行われる。11 日には、先進 7 ヶ国（G7）財務相・中央銀行総裁会議が開催される予定である。

年次総会には、世界の財務大臣・中央銀行総裁だけでなく、経済協力開発機構（OECD）や世界貿易機関（WTO）など政府間組織・機関のオブザーバー、金融関係者、報道関係者、市民社会団体の代表なども集まる予定で、IMF に加盟する 188 ヶ国から約 13,000 人の参加が見込まれ

ている。

また、年次総会における主な議題としては、各国のソブリン・リスクの相互依存性やユーロ圏の安定性強化のほか、天然資源管理や雇用と成長のための政策の選択肢などの問題が討議される予定である。さらに、2010 年に新興国経済の急成長を反映し決定された新興国の出資額や理事の割り当て見直しなど、新興国の発言力強化に向けた IMF の組織改革についても議論される予定である。

日本での開催は 2 度目となるが、前回の 1964 年には、金 1 オンスを 35 米ドルと定め、そのドルに対し各国通貨の交換比率を定めたブレトン・ウッズ協定を支えようと、IMF の増資などが議論された。また、東京オリンピックなどと共に日本の戦後復興と経済成長を世界にアピールする舞台ともなり、同年には「先進国クラブ」とも呼ばれている OECD に加盟、先進国への仲間入りを果たした。

復興の姿を世界へアピール

今回の開催は、候補地だったエジプトが、2010 年～11 年にかけて発生した「アラブの春」による政情不安で対応できず、震災復興に取り組む日本が選ばれた。

年次総会のイベントとして、10 月 9 日～10 日には、仙台市で被災地視察や防災と開発に関する国際会議が予定されている。これを機会に、震災復興と防災の重要性を世界にアピールすることで、日本の復興の姿を世界に知らせる大きな意味のある年次総会となるだろう。

連 載

新興国ウォッチ！ < 第5回 >

為替制度(5) : 通貨バスケット制の特徴と中間性

多田 忠義

通貨バスケット制の特徴

通貨バスケット制は、複数国の通貨を組み合わせ（通貨バスケット）それを1つの通貨に見立てて為替レートを算出する方法である。

バスケットを構成する通貨ウェイトは、貿易取引や、資本取引を含めた対外取引のシェアに応じて算定するのが一般的である。ゆえに、通貨バスケットによる為替レートは、名目実効為替レートの算出方法とほぼ同じであるといえる。ただし、通貨バスケットの構成ウェイトを公表しない国もあり、ドル・ペッグ制などの単一通貨ペッグ制に比較して透明性に欠け、為替介入政策の責任をあいまいにしかねないという問題点が小川（2001）によって指摘されている。なお、図表1は、あらかじめ通貨ウェイトが明らかな場合の為替レート計算例を提示した。

通貨バスケット制の中間性

国際金融における「トリレンマ」では、金融政策の自由、資本取引の自由、固定的な為替相場、の3つを同時に達成できず、～のいずれか一つを放棄して固定相場制か変動相場制を採用する。一方、通貨バスケット制は、～を担保しつつ、為替相場を安定化させようとする制度で、小川（2001）は通貨バスケット制を中間的な為替相場制度と位置付けられると指摘した。それゆえ、為替を安定化したい新興国（例えば、シンガポール、マレーシア、ロシア）は、通貨バスケットを用いた管理フロート制を採用している。

アジア通貨危機後の為替制度議論

1997年のアジア通貨危機を契機とし、実務者や研究者は固定でも変動でもない中間的な為替制度として通貨バスケット制を再評価した。具体的には、ドル・ペッグ制に代わる新たな為替安定化策を提唱し、例えばウィリアムソン（2005）はそれを通貨バスケットに基づく為替相場協調体制の構築に求めた。しかし実際には、ドル・ペッグ制を中心とする固定相場制（カンボジア、ミャンマーなど）と変動相場制（インドネシア、韓国、タイなど）とに二極化する結果となった。一方、通貨バスケットやこれを参考とする為替制度は中国、シンガポール、マレーシアなどに限られ、東アジア諸国で通貨圏を形成するには至っていない。

参考文献

小川英治（2001）「地域横断的な通貨バスケット制の総括と展望」1-11．財団法人国際通貨研究所『通貨バスケット制実施国の実態調査』所収．

ジョン・ウィリアムソン著、小野塚佳光編訳（2005）『国際通貨制度の選択：東アジア通貨圏の可能性』岩波書店．

図表1 通貨バスケットの計算例

A国のバスケット通貨1単位 = 1米ドル と仮定する

米ドル 50%	ユーロ 40%	円 10%
------------	------------	----------

1ユーロ = 1.2ドル 1ドル = 80円

A国の1単位	= 1ドルの50%	(= 0.5ドル)
	+ 1ドルの40%相当のユーロ	(= 0.33ユーロ)
	+ 1ドルの10%相当の円	(= 8円)

↓
1ユーロ = 1.1ドル
1ドル = 78円 になると

A国の1単位	= 0.5ドル	(= 0.5ドル)
	+ 0.33 × 1.1	(= 0.36ドル)
	+ 8 ÷ 78	(= 0.10ドル)
		0.96ドル

1米ドル = 1.04単位 となり、
A国の通貨は対米ドル約4%の切り上げ

海外の話題

台風の風が吹いている香港フード・エキスポは、女子団体を手ぶらで帰す訳にはいかない

農林中央金庫 香港駐在員事務所長 田辺 徹也

台風が急接近する中、フード・エキスポ開幕。農林中金も初出展

山が迫っているため滑走路直前での急旋回が必要で、かつ隣接するビル群の軒先をかすめるように降下しなくてはならず、「世界一着陸の難しい空港」として知られた香港の旧国際空港。その空港と同じ名がつけられた台風「啓徳（カイク）」が急接近する8月16日、今年の香港フード・エキスポが始まった。

今年の夏、世界で最も注目を集めたイベントは、間違いなくロンドン・オリンピックであると思うが、オリンピックが4年に1度のスポーツの祭典なら、アジア最大級の食品展示商談会として知られるフード・エキスポは、年に1度の「食のアジア大会」とも言える。オリンピックは当商談会の3日前に閉幕したばかりで、当時TVからは、いきものがかりの「風が吹いている」が連日流れていたのだが、一方、香港の街中では、近づく台風の影響で刻々と「風が吹き荒れている」状態になりつつあった。

もし「シグナル8」と呼ばれる高レベルの台風警報が発令されると、公共交通機関の運行が止まり、当商談会も当該警報が解除されるまで中断されるため、関係者は大いに気を揉んでいたのだが、実は筆者も台風の行方に気が気ではない一人であった。何故なら今回のフード・エキスポには、会員・農業者の輸出サポート強化の一環として、我々農林中央金庫もセラー6団体と共に初めて出展したからである。

我々は「トレードホール」の伝説となれたか？

23回目を迎えた当イベントは、世界26カ国から過去最多となる1,100以上の出展者参加となった。特に今回からは、特定国にスポットをあてたプロモーションを行うべく、パートナーシップカントリー制なるものが導入されたのだが、初代パートナー国には日本が選ばれ、日本勢は昨年の168を大幅に上回る225団体・企業の大規模出展となった。会場となる香港コンベンション&エキシビジョンセンターの広大な展示スペースは、プロのバイヤーなど業界関係者のみ入場が許される「トレードホール」と一般来場者を対象とした「パブリックホール」の2つのエリアに分かれており、パートナー国の日本にはトレードホールでも例年にも増した、より広い面積が割り当てられた。

ご案内のとおり、昨年、震災後の風評被害で当地の日本産食材や日本食への需要が一時著しく低下したこともあり、初出展に当たっては正直一抹の不安が無かった訳ではないが、今回の日本エリアの盛況ぶりを見る限り、少なくとも「人気・関心の高さ」という点においては、震災前に優るとも劣らない水準に回復しているように筆者には感じられた（ただし、人気があることと実際に売れることとは別であり、特に急速に品質を上げつつも価格面で優位にある台湾産・韓国産との競争は今後益々激しくなるものと認識している）。実際、今回我が国がパートナー国となっていることから、来場者のうち、かなりの人たちは日本勢の展示が目当てであったと想像されるが、最終的に今年来場したバイヤーは、昨年度を30%上回る16,000人超に上った。

特に我々のブースは、もともと6つのセラーの所在地・出展物がバラエティに富み、とりわけ各出展物にバイヤー訴求力があるうえ、幸運にもトレードホールでも絶好のロケーションに陣取ることができたため、鬼に金棒、ウサイン・ボルトが第4コースを走るようなもので、詰め掛けた多数のバイヤーから得た感触も上々であった。ただし、初出展ということもあり、展示方法やプレゼンの仕方、各ブースを貫く一体感の創出等、今後の改善の余地が大きいことも確かで、ボルトのように伝説となるには、まだまだ努力が必要だ。

30万人超の一般入場者は、手ぶらで帰る訳にはいかない

香港フード・エキスポの特徴のひとつは、上述のとおり、トレードホールに加え、パブリックホールが設けられることである。当会場では、毎週のように何らかの展示会・商談会が開催されているが、大半がプロ向けで、一般市民を対象としたものは意外と少ない。特に当イベントは、入場は有料であるものの、普段なかなか口にする機会のないものの試食や特別価格での人気商品購入ができたり、子供の入場も許されたりと、香港市民にとっては夏の人気イベントとして定着しており、一般入場者数は例年なんと30万人を超える。

特に5日間の全会期の中日で、トレードホール出展最終日となる18日の土曜日には、トレードホールも一般に開放されるため、人出は最高潮となった（残る19日、20日はパブリックホールのみ開設）。水泳男子メドレーレーの選手たちは「康介さんを手ぶらで帰す訳にはいかない」と奮起したそうだが、主にプロ向けに出展している我々も、この1日を楽しみに来場する香港市民を手ぶらで帰す訳にはいかないと、試食に、説明に、個人メドレー状態だ。

手ぶらどころか、特に女性はかなりの割合で、購入商品や試供品を持ち帰るためのショッピング・カートを持参しており、恒例イベントとして手慣れたリピーターが多く存在することを物語っていた。また、こうしたマイ・カートとは別に、パブリックホールでは各出展者が自らの商品を詰めかつ商品名を大きく記載した販促用のショッピング・カートも売っていて、これも大人気。社会勉強ならびに「自分へのメダル」のつもりで、筆者も買ったが、記念の品だと思ってもったいなくて未だ使っていない。

女子団体のTクイックが、やがて日本産を支える

こうしたカートを引いた常連と思しき女性たちは、いろいろな面で勝手がわかっているようで、だいたい仲間連れで来ており、誰かが魅力的なブースを発見すると、蜜蜂がダンスで花の場所を伝えるが如く、携帯電話で連絡を取り合い、あっという間に試食に列ができる。オリンピックでは日本女子団体の活躍が目立ったが、女子バレーがAクイックなら、当地の女子団体はTクイックである（TはもちろんTasting(テイステイング)）。斯く言う筆者も、食に対する関心は人後に落ちず、こういった試食等にも大いに情熱を燃やす方なのだが、彼女たちの前では予選敗退だ。

人口わずか700万人の香港が我が国最大の農水産物輸出先となっているのは、一部の富裕層のみならず、こうした人々の情熱から生まれる需要があるからだ、改めて感じさせられたが（庶民に見えて実は富裕層だったりするのも香港の懐の深いところだが）、香港の一般市民にとって日本産のものは高嶺の花であることも多く、こうした展示会での試食人気は必ずしも現実の需要に結びつくとは限らない。しかしながら、旨いものを食べたことのない人に旨いものの魅力を伝えることは困難であり、女子バレーのメダルは28年ぶりだったそうだが、あたかも選手を育てるが如き長いスパンで、こうした地道な試みを続けていくことが重要なのだ。そして我々の役割は、そうした試みの場を、今後とも地道に提供していくことだと再認識した。たとえ台風が来ようが…。

台風「啓徳」の行方

さて、その「世界一着陸の難しい空港」と同じ難儀な名前がついた台風「啓徳」の行方だが、結局、会期初日の夜半に香港に最接近し、午後10時過ぎにシグナル8警報が発令されてしまった。しかし、かつての香港到着便の如く手前で急旋回して直撃は免れたため、早朝には警報が解除され、5日間のフード・エキスポは一切中断・短縮されることなく、一般来場者は39万人と昨年を上回って無事会期を終えた。やはり「啓徳」は台風となっても着陸が難しいようだ。