

潮流

経済学の利用可能性

調査第二部副部長 南武志

今年のノーベル経済学賞は、「マッチング理論」とその応用である「マーケットデザイン」の研究に対する評価により、アルビン・ロス氏（ハーバード大学教授）とロイド・シャープレー氏（UCLA 名誉教授）の両名に贈られることとなった。マッチング理論とは市場機能（価格）が働きづらい場面における財・サービスの安定的・効率的な配分方法に関する理論であり、マーケットデザインとはそれらの成果などをモデル化し、現実の制度設計に取り入れようとする学問領域である。実際にマッチング理論は臓器移植や学校選択などで利用されているようである。

なお、ノーベル経済学賞の正式名称は「アルフレッド・ノーベル記念経済学スウェーデン国立銀行賞」であり、ダイナマイトの発明で莫大な富を築き上げたノーベルの遺言に従って設立された物理学、化学、医学生理学、文学、平和の各分野での「ノーベル賞」とは生まれが異なり、賞金もノーベル財団からではなく、スウェーデン国立銀行から拠出される。ただし、選考は物理学賞、化学賞と同様、スウェーデン王立科学アカデミーによって行われ、認定もノーベル財団が行っており、授賞式なども他の部門（平和賞はノルウェーで行われる）と同じように執り行われる。ちなみに、創設から 44 年が経過したが、日本人の受賞者はまだ出ていない。これまで 20 年以上の間、日本経済の分析に携わってきた筆者としては誠に残念である。

さて、リーマン・ショック以降、ほとんどの先進国経済では大幅なデフレギャップが存在し続けており、様々な弊害、具体的には米国では失業率の高止まり、南欧諸国では財政赤字の累増、そして日本ではデフレ、を引き起こしている。また、近年、「日本化（Japanization）」というキーワードがよく用いられる。これまで欧米諸国ではバブル崩壊後の日本経済とその政策対応を反面教師にした政策運営を行ってきたが、それでも当時の日本（中期的な経済低迷、財政赤字の拡大、金融システムの不安定化、非伝統的な領域に踏み込む金融政策など）と似たような状況になってきた。こうした意見は、48 年ぶりにわが国で開催された国際通貨基金（IMF）・世界銀行年次総会（12 年 10 月）での関連セミナーなどの場でも改めて表明された。なお、世界大恐慌を契機にマクロ経済学が生まれ、多くの経済政策の現場で生かされてきたことを考慮すれば、今回の一連の危機に関する研究もまた、経済学の発展につながる可能性もあるだろう。

しかし、「経済学は役に立たない」という意見を聞くことも少なくない。たしかに、経済学は発展途上中の分野であり、すべての問題解決に有効なわけではないが、それを政策立案などにうまく利用していくための仕組みは各国で取り入れられている。米国では経済諮問委員会（CEA）や連邦準備制度理事会（FRB）で多くの経済学者・エコノミストが活躍してきたが、わが国でもそうした人々が政策立案などに携わる機会が多い。代表例では、小泉政権で経済財政担当相等を歴任した竹中平蔵氏が挙げられるほか、現在は休止中だが、経済財政諮問会議では第一線の経済学者がその知見を政策運営に生かそうとしてきた。また、日本銀行の最高決定機関である政策委員会には常に経済学者やエコノミストが加わっている。日本および日本国民がより豊かになれるよう、経済学の成果を最大限生かす努力は今後とも続けていくべきである。

情勢判断

国内経済金融

強まる国内景気の停滞感

～政府・日本銀行は景気下支え策の検討へ～

南 武志

要旨

日中関係の悪化もあり、9月の輸出が大幅に減少、過去最大の貿易赤字を記録したほか、エコカー購入補助金の終了に伴って乗用車販売の減少が明確になるなど、最近では景気悪化を示す経済指標の発表が相次いでいる。政府は月例経済報告で「回復」の文言を削除するなど、景気への警戒感を強めており、予備費を活用した緊急経済対策の策定作業に入った。こうした足元の景気情勢に加え、14年度の消費税増税を軟着陸させるためにも、13年度中のデフレ脱却や成長加速を実現させたいこともあり、政府は日本銀行に対する緩和要請を強めている。そのため、10月30日の金融政策決定会合において日銀は2ヶ月連続での緩和策を決定するとの見方が強まっており、金融市場にも影響を与えている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2012年		2013年		
		10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	(%)	0.092	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	0.780	0.65～0.90	0.65～1.00	0.70～1.10	0.70～1.10
	5年債	0.195	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)	80.1	75～85	75～85	75～85	75～85
	対ユーロ (円/ユーロ)	104.3	90～110	90～110	90～110	90～110
日経平均株価	(円)	9,055	9,000±750	9,000±1,000	9,250±1,000	9,500±1,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注)無担保コールレート翌日物の予想値は誘導水準。実績は2012年10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

国内景気の停滞感がここにきて一段と強まっており、一部では後退局面入りの可能性を指摘する見方も浮上している。

主要な経済指標をみると、9月の実質輸出指数は前月比▲3.4%と5ヶ月連続での低下となり、直近ピーク(12年4月)の水準から1割以上も低下している。世界経済の軟調さに加え、尖閣諸島の国有化を契機に関係が悪化した中国向け輸出が減少幅を一段と拡大させたこと(前年比▲14.1%で、輸出額全体の前年比増減

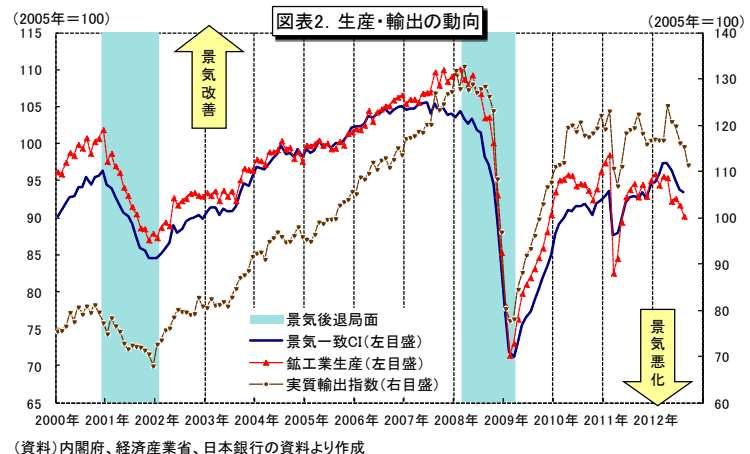
率への寄与度は▲2.7ポイント)が背景にある。「火力シフト」の影響から輸入額が高止まりを続けていることもあり、9月の通関貿易収支戻は過去最大の赤字幅(季節調整済で▲9,803億円)を記録している。

そのほか、鉱工業生産も弱含んでおり、8月は同▲1.6%と3ヶ月ぶりの低下であったが、製造工業生産予測指数によれば9月分も同▲2.9%と、輸送機械工業や情報通信機械工業等を中心に大幅に低下する見込みとなっている。さらに、エコカ

一購入補助金が9月21日申請分をもって終了したことから、9月の乗用車販売台数（軽を含む）は前年比▲3.7%と、12ヶ月ぶりに減少に転じた。乗用車販売そのものは5月をピークに息切れ状態にあったが、それまでの反動減が出た格好となっている。被災地での復興事業については発注、工事などは高めの水準で推移しているが、相変わらず他分野への波及力は依然弱く、景気の下支え役としては役不足といえる。

こうした状況を踏まえ、政府は月例経済報告（10月）において、景気判断を3ヶ月連続で下方修正、また「回復」という文言を削除するなど、危機感を強めている。17日には、野田首相は11月内に緊急経済対策を策定するよう指示し、そのうち緊急性の高いものについては12年度予算の予備費（一般会計で9,100億円、復興特会で4,000億円）を取り崩すことで対応する方針を示したが、景気下支え策としての即効性はさほど期待できそうもない。

当面は、対中関係も悪化が長期化する様相を見せていることから、輸出の不振が続く可能性が高いほか、年末にかけて自動車販売など民間消費も調整色の強い展開が見込まれる。なお、11月12日には7～9月期のGDP第一次速報が公表予定であるが、5四半期ぶりのマイナス成長は不可避であろう。当総研では12、13年度の経済成長率見通しを前年度比でそれぞれ1.9%、1.8%としているが、現時点ではその見通しを下振れて推移する可能性が高いと判断している。



一方、物価動向に関しては、足元で電気料金やガソリンなどエネルギー関連で物価押し上げ効果が強まっているが、基本的には国内のデフレギャップの大幅乖離状態は継続しており、物価に対する下落圧力は根強い。全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は5月以降、小幅ながらも前年比下落での推移が続いている。

先行きも電気料金が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。日本銀行が目指している1%の物価上昇実現は依然として見通せる状況にない。

金融政策：現状と見通し

既に述べてきたように、足元の国内景気情勢は厳しさを増しつつあり、消費税増税を実施する14年4月までになんとしても景気底上げやデフレ脱却を実現させたい政府サイドでは、日銀に対して追加緩和への期待感を露わにしている。

既に日銀は9月の金融政策決定会合で、景気・物価の現状判断や見通しを下方修

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）を決定している（政策金利の誘導目標（0～0.1%）は据え置かれた）。しかしながら、細部を見ていくと、約 5 兆円増額する増額の長期国債の買入れは 13 年 7 月から開始するといった「悠長な」内容であり、雇用環境の改善が明確化するまで毎月 400 億ドル（約 3.1 兆円）の MBS（住宅ローン担保証券）を無制限で買入れ続けるといった量的緩和策第 3 弾（QE3）導入を決断した米連邦準備制度（FRB）と比較すると、日銀の慎重な姿勢が改めて意識される。

日銀は 2 月の金融政策決定会合で、「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た政策運営を行うことを表明した。これを受けて、マーケット参加者は日銀の積極的な政策運営を予想し、為替相場などでは一時 1 ドル＝84 円台まで円安が進んだが、その後の日銀の態度から、1% の物価上昇率の実現に向けて積極的に展開していく意思はないことが判明し、日銀への期待感は急速に萎んだ。

しかし、前述のとおり、政府は 14 年 4 月の消費税増税によって発生する悪影響を少しでも緩和させるためにも、13 年度内のデフレ脱却を目指しており、日銀に対しても相応の努力を求めている。実際、前原経済財政相は、10 月 4～5 日の金融政策決定会合に出席し、デフレ脱却に向けた政策協調を求めた模様である。今後とも継続的に決定会合に参加していく方針を表明している。

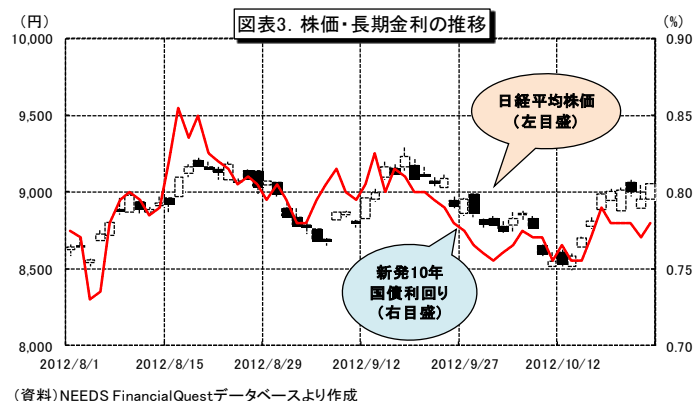
一方、10 月 30 日に公表される「展望レポート」では、日銀自

身の経済・物価見通しの下方修正がもはや既定路線となっている。特に、今回の展望レポートは予測期間が 14 年度まで延長されることもあり、これまで「1% に遠からず達する可能性が高い」としてきた物価見通しがどのように修正されるのかへの注目度が高い。前述の通り、日銀としては現状の間断ない緩和策を通じて、物価はいずれ 1% の上昇率に到達する、との姿勢は変えないだろうが、政府の緊急経済対策の策定に合わせ、追加緩和策を講じる可能性が高いと見られている。

なお、追加緩和の中身としては、資産買入等基金の増額が柱になると思われるが、米国 QE3 のようなオープンエンド型（あらかじめ額や期間を定めず、政策目標が達成されるまで無制限で実施）の緩和策も検討の余地があるだろう。

金融市場：現状・見通し・注目点

内外の金融資本市場は、欧州中央銀行（ECB）が条件付きながらも財政悪化国の国債購入策の表明した後、過度なリスク回避的な行動が弱まり、落ち着いた動きを続けている。そうした中、日銀の追加緩和への思惑も加わり、円高修正の動きが見られている。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。



① 債券市場

内外景気の鈍さ、収束の兆しが見えない欧州債務問題に伴って強まった「質への逃避」的な行動、さらにはデフレが続く中で日銀が一段の緩和策を余儀なくされるとの思惑なども手伝って、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は半年以上も 1% 割れの状態が続いている。特に、9 月下旬以降は 0.8% 割れが常態化している。

先行きについても、中国向け輸出の不振もあり、景気停滞が長期化するとの予想が高まっていること、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ろう。もちろん、低金利状態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

株式市場では、9 月の先進国・地域の中央銀行による一斉の追加緩和決定などを受けて、株価（日経平均株価）が一時上昇するなど、リスク・オンの動きが復活したかに見えた。しかし、その後は国際通貨基金が公表した世界経済見通しに代表されるように、世界経済の先行き悪化懸念が重石となり、10 月中旬にかけて調整するなど、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が続いている。

先行きに関しては、引き続き欧州債務問題への思惑が相場の趨勢に大きな影響を与えていると思われるが、日中の関係悪化の長期化への懸念が企業業績を下方修正させ、株価の下押し要因になることへの警戒も必要であろう。加えて、持続的な円高圧力

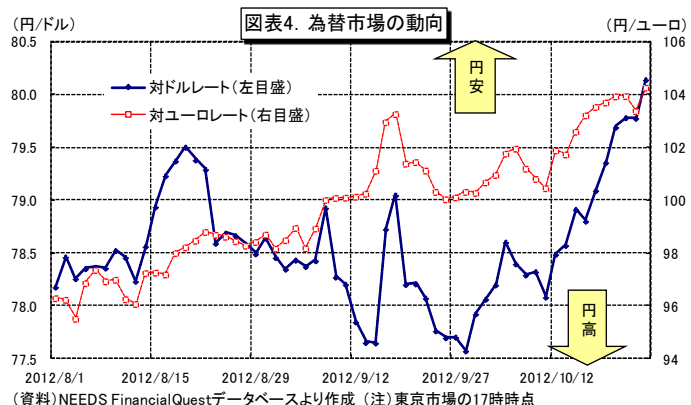
や交易条件の悪化（投入コストの高騰とその価格転嫁の困難さ）など、株価を抑制する材料も多い。とはいえ、内外の金融緩和措置やそれらを受けた世界経済の底入れ期待もあることから、年度下期にかけて株価は底堅く推移していくものと思われる。

③ 外国為替市場

歴史的な円高状態からは抜け出せたわけではないが、ECB による国債購入策発表や日銀の追加緩和の思惑もあり、為替レートは円高修正の動きが強まっている。こうしたなか、日本の貿易赤字（9 月）が過去最大となり、赤字状態も長期化する可能性が強まったこともあり、10 月下旬には 3 ヶ月半ぶりに 1 ドル＝80 円台まで円安が進んだ。

また、対ユーロレートは ECB が「最後の貸し手」になる決意を表明したことにより、欧州債務危機への警戒感が鎮静化していることもあり、ユーロ安が修正される動きが継続中である。10 月下旬には 1 ユーロ＝104 円台と、約 5 ヶ月半ぶりの水準まで戻っている。

しかしながら、世界経済・金融面で不透明感が高い状況はしばらく続くと思われることから、一方的に円安が進行する可能性は薄く、当面は円高状態が残るだろう。（2012. 10. 25 現在）



情勢判断

海外経済金融

底堅く推移する米国経済

木村 俊文

要旨

米国では10月に入り、雇用や消費、住宅、生産関連などで予想を上回る経済指標の発表が続いたことから、景気回復期待が高まった。こうした動きを受けて金融市場では、一時株高・金利上昇の動きが強まった。ただし、世界経済の減速懸念のほか、米大統領・議会選の行方や「財政の崖」問題など米国の先行きに対する不透明感は払拭されていない。一方、FRBは10月会合で金融政策の現状維持を決定したが、9月に実施を決めた量的緩和策第3弾(QE3)の効果を見極めながら、状況によっては追加緩和を検討する姿勢を示した。

経済指標は持ち直しの動き

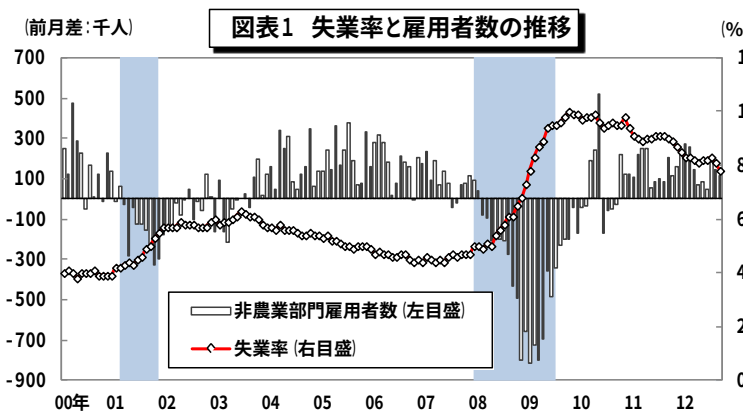
最近発表された米国の主要な経済指標は、おおむね良好な内容であり、持ち直しの動きを示している。

足元の動きを見ると、9月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差11.4万人増と事前予想を上回ったほか、7月分(14.1万人→18.1万人)、8月分(9.6万人→14.2万人)についても増加幅が上方修正され、3ヶ月連続での10万人超となった。また、失業率は7.8%と0.3ポイント改善した(図表1)。さらに、週平均労働時間は前月(33.7時間)と変わらなかったものの、時間当たり賃金は前年比1.4%と、過去最低の伸びとなった前月(1.3%)から持ち直した。なお、10

月13日までの新規失業保険週間申請件数も、基調を示す4週移動平均が36.5万件と2週連続で低下し、8月中旬以降の悪化傾向が一服した。

個人消費は、9月の小売売上高が前月比1.1%と3ヶ月連続で増加した。内訳では、ガソリン販売や自動車関連が好調さを維持したほか、米アップル社の多機能携帯端末(iPhone5)の発売を受け家電製品が急伸するなど、ほぼ全業種で売上が増加した。また、10月の消費者信頼感指数(ミシガン大学、速報値)は83.1と、事前予想を上回る上昇となった。米追加緩和策の導入が決定されたこともあり、消費者の楽観的な見方が高まった。

ただし、前述したとおり、9月の時間



(資料) 米労働省、NBER

(注) シャドー部分は景気後退期

当たり賃金が持ち直したとはいえ、依然として所得の伸び悩みが続いているほか、ガソリン価格はやや下落したものの約半年ぶりの高値圏にあること、さらに所得税・相続税等「ブッシュ減税」の失効期限を今年末に控えていることなど、個人消

費を取り巻く環境は引き続き厳しい状況にある。

企業部門では、9月の鉱工業生産が前月比0.4%と上昇した。内訳を見ると、ハリケーン「アイザック」の影響で前月に急低下した鉱業や電気・ガスが2ヶ月ぶりに上昇したものの、製造業では自動車関連が2ヶ月連続で低下したほか、コンピューター関連も小幅上昇にとどまるなどやや低調な結果となった。なお、自動車関連については、販売増・生産減となっており、自動車メーカーが一時的に在庫調整している可能性もある。

また、設備投資は、先行指標となる8月の耐久財受注（非国防資本財、除く航空機）が前月比1.1%と3ヶ月ぶりに増加したものの、6月、7月の落ち込み分を取り戻すほど力強い回復ではなかった。中国や欧州経済の減速の影響に加え、大統領選の行方や「財政の崖」問題など米国の先行き不透明感もあり、投資態度が慎重化していると思われる。

一方、企業の景況感を示す9月のISM製造業指数は51.5と、5月以来4ヶ月ぶりに景況判断の目安となる50を上回った。個別の指数を見ると、9月は新規受注が52.3と前月（47.1）から大きく改善

し、先行き生産活動が堅調になる可能性を示唆している。また、雇用指数も上昇しており、減少傾向を示す製造業の雇用が改善する可能性も示された。

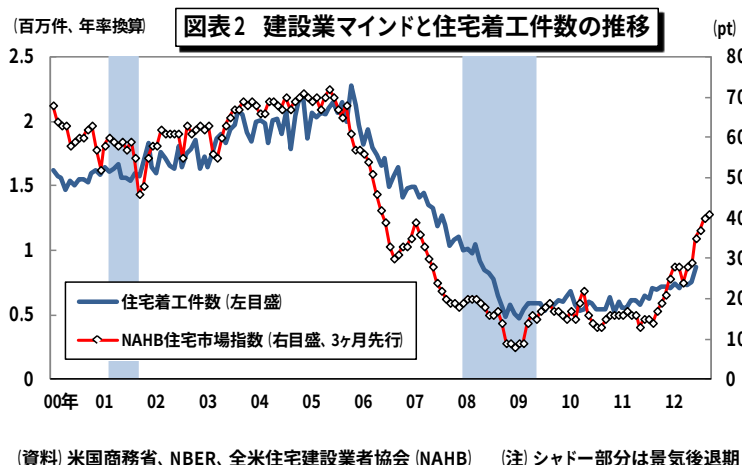
なお、10月の連銀製造業景況指数は、ニューヨーク（3ヶ月連続のマイナスながらもマイナス幅縮小）、フィラデルフィア（7ヶ月ぶりのプラス）が業況悪化に歯止めがかかった一方、リッチモンド（2ヶ月ぶりのマイナス）は再び悪化し、まちまちの内容となった。

住宅関連では、9月の住宅着工件数（季調済・年率換算）が87.2万件と前月（75.8万件）を大きく上回り、先行指標となる着工許可件数も前月比11.6%の89.4万件と08年7月以来の水準まで回復した。また、住宅建設業者の景況感を示す10月のNAHB住宅市場指数は41と6ヶ月連続で上昇し、米金融当局が追加緩和策として住宅ローン担保証券（MBS）の購入再開を決定したこともあり、住宅関連の業況が改善していることが示された（図表2）。

住宅ローン金利に着目すると、米長期金利の緩やかな上昇を受け住宅ローン金利にも上昇圧力が掛かっているものの、依然として歴史的に低位な水準にあり、引き続き住宅需要を下支えすると考えら

れる。また、住宅価格が上昇に転じるなか、低利ローンへの借り換えが進めば、家計のバランスシート調整が進展し、個人消費の下支えにつながる可能性も期待される。

景気の先行きについては、緩やかな回復が続くと見込まれる。ただし、中国や欧州経済の先行き



不透明感が根強いほか、今年末から13年初にかけて複数の緊縮財政措置が同時に発動される「財政の崖」による景気失速懸念も意識されており、これらの影響で米景気が下振れするリスクがある。

大統領選は接戦のまま本選へ

米政治専門サイト「リアル・クリアー・ポリティクス（RCP）」が集計した最新の大統領選候補者の支持率（世論調査会社等312機関の全米平均値、10月24日現在）は、ロムニー氏が47.8%と、オバマ氏（47.2%）を若干リードしている（図表3）。10月に計3回のテレビ討論会が開催され、報道によればオバマ氏が2勝1敗で優勢となったが、支持率の動きをみると、選挙戦終盤入り後はロムニー氏がじりじりとオバマ氏を追い上げており、激戦の様相を呈している。

また、現状ではオバマ氏率いる民主党が上院で過半を占め、下院は共和党が過半を占めるといった「ねじれ状態」にある議会選についても、共和党の追い上げで接戦となっている。上院（100議席、各州2名選出、任期6年、2年毎に約3分の1改選）は、民主党支持が47と共和党支持の43を上回っているものの、接戦票（接戦になっている州）が10あるため、

今後の展開次第では形勢逆転もあり得るだろう。

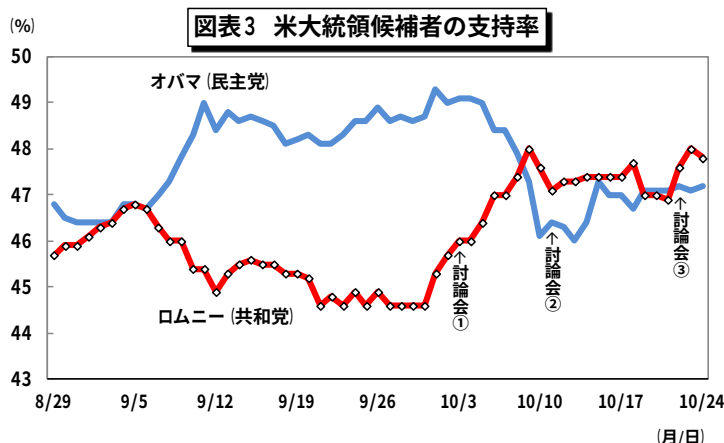
一方、下院（議席数435、1選挙区1名の小選挙区から選出、任期2年で2年毎に全員改選、過半数218議席）は、共和党支持が226と、民主党支持の183を大きく引き離しており、接戦票の26を加味しても、引き続き共和党が過半を占めることが確実な情勢となっている。

このように接戦のまま11月6日の本選挙を迎えることになるが、選挙結果によっては大統領と議会のねじれ状態が続く可能性もある。

FRBは様子見姿勢

米連邦準備理事会（FRB）は、10月23～24日に開い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%で据え置くほか、②保有証券の平均残存期間延長措置（ツイストオペ）を今年末まで継続し、さらに前回9月の会合で決定した③月額400億ドル（約3.1兆円）規模で政府機関発行の住宅ローン担保証券（MBS）を追加購入する措置や、④時間軸延長（15年半ばまで異例の低金利を維持する方針）などを確認した。

FRBは声明で、最近の景気認識を「米国経済は緩やかなペースで拡大している」と前回と同じ表現で据え置いた。ただし、家計支出については、やや早いペースで増加したと上方修正した。一方で、企業による投資については伸びが鈍化したと下方修正したほか、イン



フレに関しては最近のエネルギー高を反映して幾分加速したと警戒感を示した。また、欧州債務問題の影響を受けた国際金融市場の緊張は「引き続き下振れリスクとなっている」と指摘している。

声明文の最後では、「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」とした上で、「物価安定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追加の資産購入を実施するとともに他の政策手段を適宜活用する」と、雇用情勢に連動した運営方針を改めて強調した。

FRB は、引き続き QE3 の効果を見極めながら、景気動向を点検するといった様子見姿勢を続けると思われる。ただし、今年末にツイストオペの期限が迫るなか、「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。

なお、一部報道によれば、14 年 1 月で 2 期目の任期満了となるバーナンキ FRB 議長は、オバマ大統領が再選された場合でも、3 期目を目指さない公算が高いとのことである。すでにロムニー氏は、自身が大統領に就任した場合、バーナンキ氏を再指名しないと声明している。大統領選の行方とともに FRB 議長の去就問題

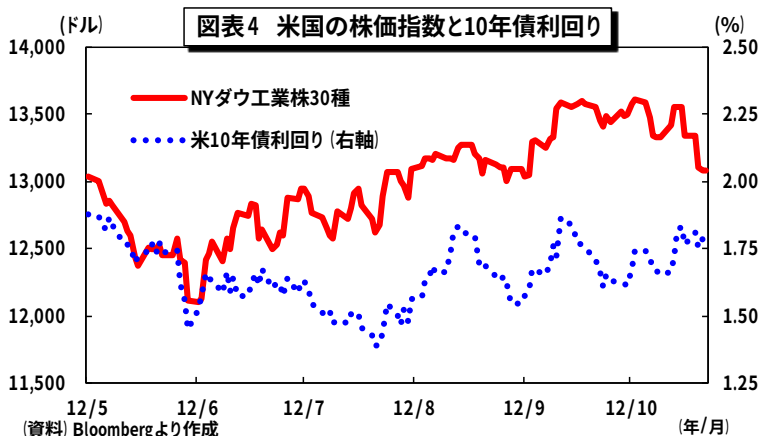
や後任人事について注目が集まる可能性もあるだろう。

米株式市場はやや軟調に推移

米国の長期金利（10 年債利回り）は、10 月上旬に IMF（国際通貨基金）が世界経済の成長率見通しを引き下げたことから、世界景気の減速懸念が強まり、一時 1.6% 台に低下した。しかし、その後は 9 月の小売売上高や住宅着工件数などの米経済指標が事前予想を上回る改善を見せたことから、米景気の先行きに対して楽観的な見方が広がり、上昇傾向で推移した。10 月 18 日には米 10 年債利回りが 1.83%、30 年債利回りは 3.02% と、いずれも 9 月中旬以来約 1 ヶ月ぶりの水準へ上昇した（図表 4）。先行きも米長期金利は、緩やかに上昇すると予想されるが、欧州債務問題に対する懸念のほか、状況次第では米国債購入など追加緩和策も想定されることから、大幅な金利上昇にはつながらないだろう。

一方、米株式相場は、良好な米経済指標が発表されたものの、世界経済の先行き懸念のほか、冴えない米企業決算が散見されたこともあり、もみ合いながらもやや軟調な展開となった。ダウ工業株 30 種平均は、10 月初旬の雇用統計発表直後

に一時 1 万 3,600 ドル台に上昇したが、その後は 1 万 3,100～1 万 3,500 ドル台と下落傾向で推移している。米株式市場は、米主要企業の決算発表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。（12.10.25 現在）



情勢判断

海外経済金融

依然注意が必要なアイルランドとポルトガルの情勢

～国債利回り低下の一方で残る様々なリスク～

山口 勝義

要旨

最近、市場ではアイルランド国債やポルトガル国債の大幅な利回り低下の傾向が見られており、他の金融支援の下にある財政悪化国とは一線を画した動きとなっている。しかし両国では依然懸念される様々なリスクが残っており、注意が必要である。

はじめに

9月の欧州中央銀行（ECB）による新たな国債購入策（OMT）の導入決定等を経て、市場の注目は波乱要因となる可能性のあるスペイン情勢やギリシャ情勢に向けられている。その一方で、アイルランドやポルトガルについては国債利回りの低下傾向が見られており、10年債は足元でそれぞれ4%台、7%台へと、支援要請前の水準にまで改善している（図表1）。

今回のユーロ圏の財政危機では、2010年5月にギリシャに対し国際的な金融支援が開始された後、続けて2010年11月にアイルランドが、また2011年4月にはポルトガルが支援要請を行い、それぞれ総額850億ユーロ、780億ユーロ規模の支援策が策定された（図表2、3）。

その後、ギリシャでは改革が頓挫し、2012年3月に追加支援が行われるに至ったが、一方でアイルランドやポルトガルでは概ね計画どおりに財政・経済構造改革が進捗しており、市場はこれを好感した形となっている。

しかしながら、現実には両国を巡るリスクは大幅に低下しており、現行の支援策が終了した時には財政の持続可能性を回復し追加の支援策は不要となっている可能性が高いと考えてよいのだろうか。

図表1 ユーロ圏の長期国債利回り推移



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成。

図表2 アイルランドに対する金融支援スケジュール

		(単位:10億ユーロ)				
		IMF	EU	バイラテラル	自国	合計
2010年	12月	0.0	0.0	0.0	7.3	7.3
2011年	4回合計	12.6	21.5	0.5	9.4	44.0
2012年	第1四半期	3.2	6.2	1.1	-0.2	10.3
	第2四半期	1.5	2.8	0.2	-1.1	3.4
	第3四半期	0.9	3.3	1.2	-5.4	0.1
	第4四半期	0.9	0.0	0.5	2.3	3.6
2013年	第1四半期	1.0	2.4	0.7	-1.4	2.7
	第2四半期	1.0	1.4	0.5	8.4	11.3
	第3四半期	0.8	1.4	0.3	-2.4	0.0
	第4四半期	0.7	1.2	0.0	0.4	2.3
合計		22.5	40.2	4.8	17.5	85.0

（資料）参考文献②から農中総研作成。

（注）図表中「バイラテラル」は、英国、スウェーデン、デンマークによる相対の金融支援で、支援額は各3.8、0.6、0.4、合計4.8。

また、「自国」は、アイルランド自身の年金基金等からの支援策への資金充当である。

図表3 ポルトガルに対する金融支援スケジュール

		(単位:10億ユーロ)		
		IMF	EU	合計
2011年	2回合計	10.3	19.9	30.2
2012年	第1四半期	2.7	5.3	8.0
	第2四半期	4.9	9.7	14.6
	第3四半期	1.3	2.6	3.9
	第4四半期	1.4	2.8	4.2
2013年	第1四半期	0.8	1.6	2.4
	第2四半期	0.6	1.3	1.9
	第3四半期	0.9	1.8	2.7
	第4四半期	1.0	1.9	2.9
2014年	第1四半期	0.9	1.8	2.7
	第2四半期	0.8	1.7	2.5
合計		26.0	52.0	78.0

（資料）参考文献⑤から農中総研作成。

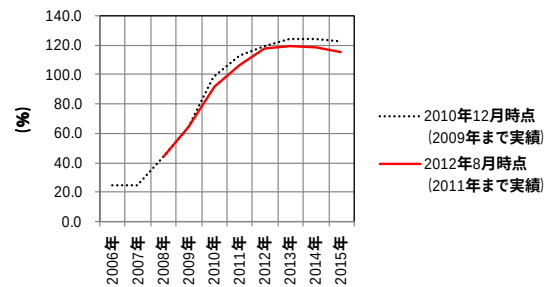
両国における改革の進捗

支援開始時点と直近時点での国際通貨基金（IMF）による政府債務残高の見通しを比較すれば、両国ともほぼ計画どおりに財政改革が進捗していることが見て取れるが、中でもアイルランドについては当初の見通し以上のペースでの進捗となっている（図表4、5）。また、実体経済を見ると、両国では経済構造改革等を通じた単位労働コストの低下（図表6）による競争力の回復等で、経常収支が改善傾向にある（図表7）。

アイルランドでは、ユーロ圏内での一部の反対にもかかわらず従来からの12.5%の低法人税率を維持し、優良企業誘致を図る政策が有効に機能している。また、6月の首脳会議で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が合意された点も、同国の財政に大きな好影響を与える要因と受け止められた。こうしたなか、7月26日に5年および8年物の国債を発行し、2010年9月以来となる国債市場への復帰を実現した。

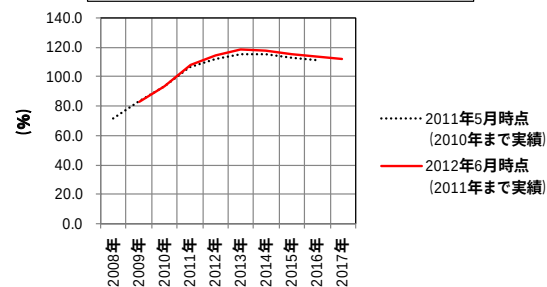
一方ポルトガルについても、ユーロ安の追い風を受け、高品質の紙製品や衣料・食品のほか自動車や同部品等の輸出伸張を主因として経常収支の改善を進めた。また、ECBが9月のOMTの導入時に、金融支援下の国々が市場復帰を図る際にその利用を認めることがあるとしたことで^{（注1）}、2013年9月に予定された市場復帰にかかる懸念が軽減されることにもなった。こうした状況のもと、欧州連合（EU）、ECB、IMFからなる調査団は、9月11日に同国の順調な改革進捗を評価のうえ、その財政赤字削減目標を2012年は対GDP比4.5%から5.0%に、また2013年は3.0%から4.5%に緩和することについても合

図表4 アイルランドの政府債務残高（対GDP比）



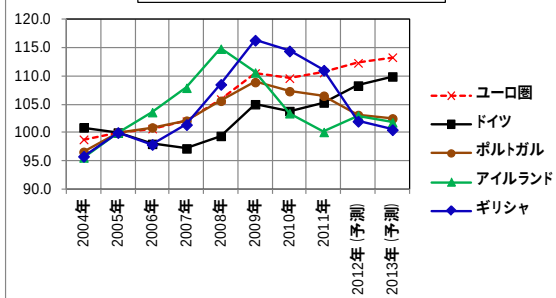
（資料）IMF による。参考文献①、③から農中総研作成。

図表5 ポルトガルの政府債務残高（対GDP比）



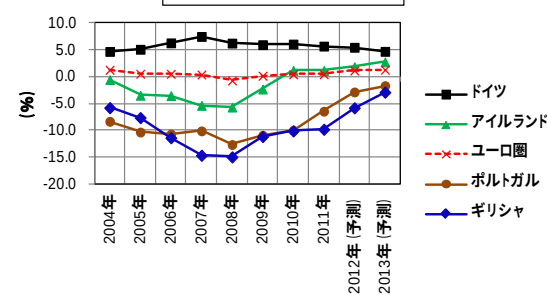
（資料）IMF による。参考文献④、⑥から農中総研作成。

図表6 単位労働コスト（2005年=100）



（資料）Eurostat のデータ（含む予測値）から農中総研作成。

図表7 経常収支（対GDP比）



（資料）IMF の WEO（2012 年 9 月）のデータ（含む予測値）から農中総研作成。

意した。これらの結果、10月3日には市場で、2013年9月償還国債の2015年10月償還国債への債務交換を果たしている。

依然として残る様々なリスク

以上のとおり両国における改革は概ね順調ではあるものの、依然道半ばであり、今後その障害となり得るリスクについて認識しておくことが重要である。

特に、両国とも経済の停滞は著しく、世界的にも成長の減速感が強まるなか、IMF が想定する V 字回復は楽観的と考えられる（図表 8、9、10）。他の主要なポイントは次のとおりである。

（アイルランド）

不動産価格は下げ止まりの兆しがあり（図表 11）、銀行財務の改善を背景に預金流出は止まった気配があるが（図表 12）、銀行は依然として大きな資金繰りリスクを抱えており、金融機能には弱さが残る。

また、ESM による銀行への直接的な資本注入については、9 月 25 日にドイツ等の財務相が前提である銀行監督一元化の後に発生した事例に限定すべきとの考えを示したこと、またこの一元化も多難であることで俄かに不透明感が生じている。

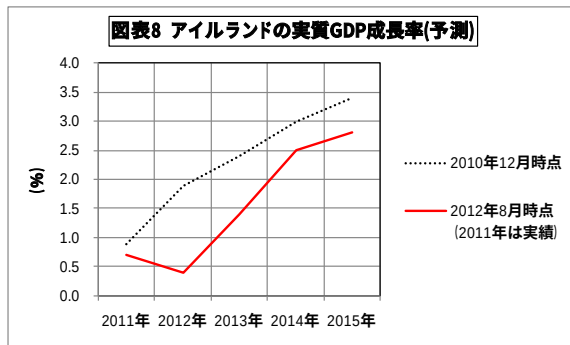
また、最近の国債利回りの大幅低下の背後には特定の米ファンドによる大量の購入があるとの観測があり、今後の市場変動が増幅される可能性もある。

（ポルトガル）

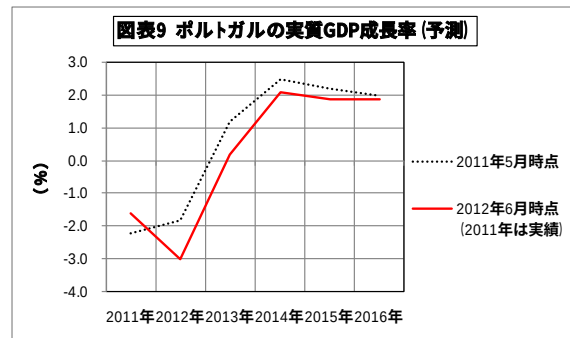
堅調である輸出の背景には、中国向け輸出の急伸がある（図表 13）。最近では輸出額で中国はスペインやドイツ、フランスに次ぐ位置に達しているが、欧州域内に加え中国経済の減速化でポルトガルの輸出が頭打ちとなる可能性がある。

また、財政赤字削減目標は 2014 年には 2.5%とされており、追加的な財政緊縮策で景気後退が深まるリスクがある。

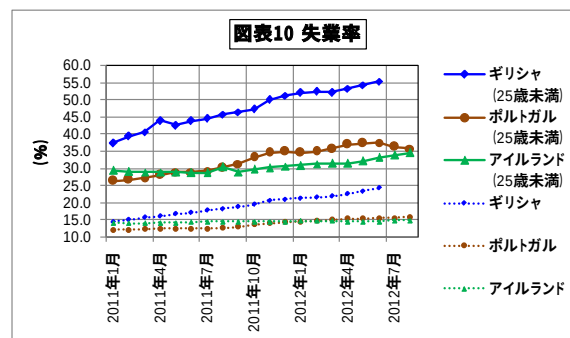
加えて、市場復帰を図る際の OMT の利用については、その後 ECB はより厳格に運用



（資料）IMF による。参考文献①、③から農中総研作成。



（資料）IMF による。参考文献④、⑥から農中総研作成。

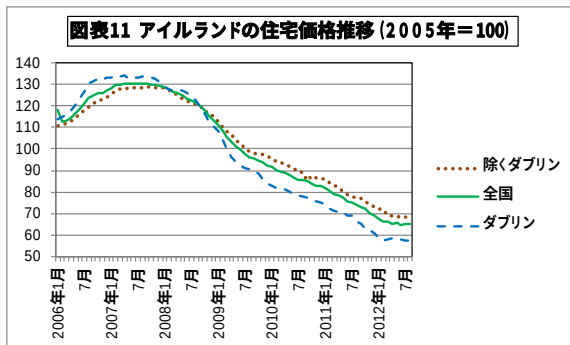


（資料）Eurostat のデータから農中総研作成。

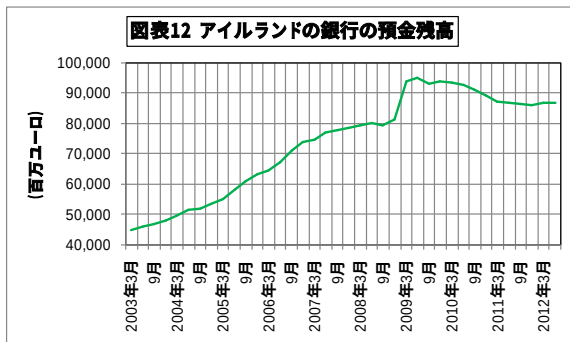
する姿勢を示している（注2）。

しかし、一層注意が必要な点は政治・社会面の不安定化のリスクである。これまでポルトガルの強みとして諸改革への野党の協力があり、こうした懸念は極めて小さかった。しかしながら、9 月半ばの 2013 年予算策定に向けたコエリョ首相の方針表明を契機に、急遽、国民による大規模な反対デモや野党の強い反発が生じるに至っている。

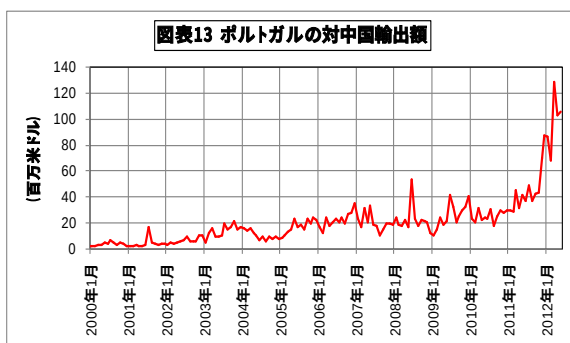
反発の対象となったのは企業の社会保障負担の減額と被雇用者の同負担の増額を組み合わせた政策であるが、その狙い



(資料) CSO (アイルランドの中央統計局) のデータから農中総研作成。



(資料) アイルランド中銀のデータから農中総研作成。



(資料) Datastream のデータ (原データは IMF、Direction of Trade Statistics) から農中総研作成。

は企業の労働コスト削減を通じた雇用増や輸出競争力強化にあった。しかし、経営者優遇策として反発が強まり、同首相は9月24日に上記の方針を撤回、その後新たな増税案の再提示へと追い込まれた。

今回の大きな方向転換で、意図された政策効果が確保できないばかりか、コエリョ首相の国内的な政治指導力に加え、支援開始当初からの国際的な合意の下での取組みの弱体化に伴い^(注3)、同政権の国際的な信認にも傷がつく恐れがある。

おわりに

10月に東京で開催されたIMF・世界銀行総会に伴い実施されたセミナーでは、IMFが、緊縮財政が経済活動に及ぼす負の影響の程度を示す財政乗数 (Fiscal Multipliers) が最近の環境下では増大している可能性を指摘し、大きな注目を集めた。また、諸改革と民主主義の両立の困難性なども討議のポイントとなった。

これらも含めユーロ圏では厳しい環境が続くなか、潜在するリスクに対して引続き十分な注意を払う必要があるものと考えられる。(2012年10月24日現在)

<参考文献>

(アイルランド関係)

- ① IMF (2010年12月) “Ireland: Request for an Extended Arrangement”
 - ② European Commission (2012年9月) “The Economic Adjustment Programme for Ireland: Summer 2012 Review”
 - ③ IMF (2012年9月) “Ireland: 2012 Article IV and Seventh Review Under the Extended Arrangement”
- (ポルトガル関係)
- ④ IMF (2011年5月) “Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under Extended Fund Facility”
 - ⑤ European Commission (2011年9月) “The Economic Adjustment Programme for Portugal: First Review-Summer 2011”
 - ⑥ IMF (2012年7月) “Portugal: Fourth Review Under the Extended Arrangement and Request for Waiver of Applicability of End-June Performance Criteria”

(注1) 次による。

・ ECB (2012年9月6日) “Technical features of Outright Monetary Transactions”

(注2) 例えば、10月13日に実施されたIMF・世銀セミナー“Strengthening the Euro Area”で、アスムセン ECB理事は「アイルランドやポルトガルはまだOMTを利用できる段階には至っていない」と発言している。

(注3) ポルトガルでは、国際的な金融支援での合意のもと、実質的に為替レートの引下げと同様に輸出拡大・輸入抑制の効果を持つと考えられる、企業の社会保障負担の軽減と付加価値税の増税を組み合わせる等の政策 (フィスカル・デバリュエーション) を実施する方針としてきた。その後、付加価値税の増税との組合せは具体化が見送られたが、今回当初提案された企業の社会保障負担軽減は本方針に沿ったものと考えられる。なお、次を参照されたい。

・ 山口勝義「欧州の経済成長重視に転換したIMF～処方箋は民営化とフィスカル・デバリュエーション～」(『金融市場』2011年11月号)

情勢判断

海外経済金融

景気に持ち直しの兆しが現れ始めた中国経済

～今後、景気対策効果の顕在化で緩やかな回復へ～

王 雷軒

要旨

2012年7～9月期の実質GDPは前年比7.4%と7四半期連続での減速となった。しかし、9月の消費、総資本形成、輸出が市場予想を上回ったことから、底入れの兆しも見て取れる。今後、公共投資の拡大など景気対策の効果が顕在化してくると想定されており、中国経済は緩やかな景気回復軌道に戻ると見込まれる。

足元の景気・物価動向

中国国家统计局が2012年10月18日に発表した12年7～9月期の実質GDP成長率は、前年比7.4%と4～6月期(同7.6%)から小幅な鈍化にとどまった。内容的には、不動産抑制政策の厳格な実施や欧州債務危機による輸出の大幅な低迷などを受けており、7四半期連続の減速となっている。

しかし、主要経済指標を月別にみると、7、8月は景気減速が強まったものの、9月には景気が持ち直す兆候を示している。

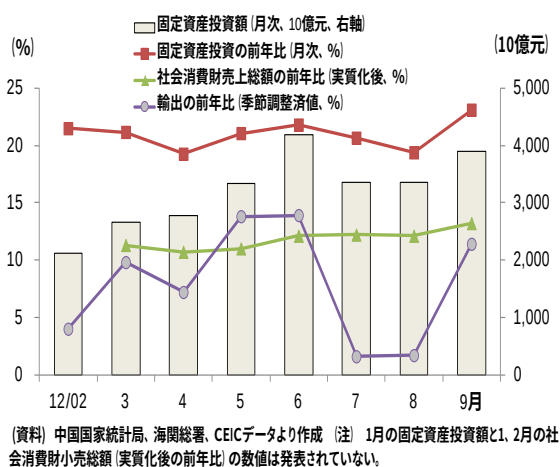
まず、消費についてみると、社会消費財売上総額は、伸び率が安定的に推移し

ていることが見て取れる(図表1)。9月は前年比13.2%(実質)と8月(同12.1%)から上昇した。消費の先行きについては、後述するように、消費者物価の下落や、中秋節・国慶節の大型連休期間(9月30日～10月7日)での高速道路の無料化などを通じて消費拡大が見られたことから、堅調な推移となると想定される。

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7、8月には前年比伸び率が小幅鈍化したが、9月は同23.1%と上向いた(図表1)。今後の固定資産投資については、国家发展改革委員会(マクロ経済の調整などを実施する行政組織)が9月初めに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、底堅く推移すると見込まれる。

輸出(季節調整済値)も7、8月に欧州や日本向けが大きく低迷したものの、9月は、中国政府による輸出支援策(輸出還付税の引上げなど)の実施や、米国やアセアン(東南アジア諸国連合)向けの輸出増加によって、伸び率が前年比

図表1 中国のGDP需要項目の伸び率等



11.4%と大きく持ち直した。この動きが持続できるかは、今後の海外経済の動向に左右されるが、輸出を取り巻く環境は最悪期を脱出しつつあると見られる。

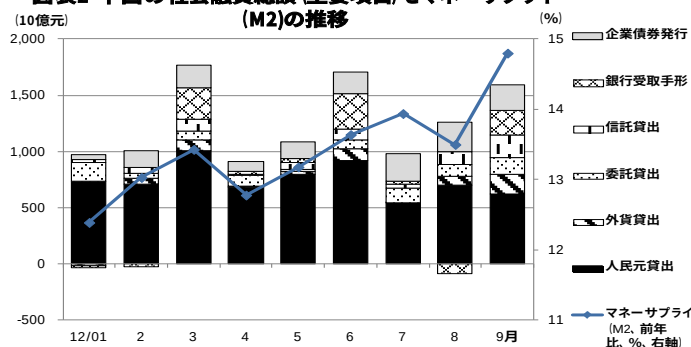
このほか、生産面でも、9月の鉱工業生産は前年比伸び率が9.2%と8月（同8.9%）から小幅ながら上昇に転じた。また、9月の製造業購買担当者指数（製造業 PMI）も、景気判断の境目である50を下回る状況が続いているものの、49.8と8月（49.2）から小幅上昇しており、製造業の生産動向にも底打ちの兆しが窺われる。

一方、9月の消費者物価指数（CPI）は前年比1.9%と8月（同2.0%）から上昇率がやや鈍化した。先行きについては、9月の生産者物価指数（PPI）は前年比▲3.6%と7ヶ月連続で下落したことや、9年連続の穀物増産が見込まれることなどから、年末にかけても低位安定的に推移すると見込まれる。また、9月の不動産価格指数では、70主要都市のうち、先月から新築住宅価格が上昇した都市は8月の36から31へ減少した。

金融情勢と景気見通し

金融政策は12年に入り、2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月以降、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、4割強の都市では不動産価格が上昇していることなどから、中国政府が追加金融緩和には慎重な姿勢も窺える。

図表2 中国の社会融資総額（主要項目）とマネーサプライ（M2）の推移



（資料）中国人民銀行、CEICデータより作成

ただし、足元では、公開市場操作による資金供給の大幅な増加で市場流動性が高まっていると見られる。9月のマネーサプライ（M2）が前年比14.8%と、政府の目標14%を今年になって初めて超えた。また、9月の人民元建て新規融資額が6,232億元と8月（7,039億元）から減少したものの、社会全体の資金調達額を表す「社会融資総額」が1.65兆元と8月から大きく増加した（図表2）。銀行の融資には慎重な姿勢が窺われる一方で、委託貸出、信託貸出などのオフバランス融資や債券発行などの直接金融が増えていることが明らかとなった。

このように、「社会融資総額」の大幅な増加や不動産価格の上昇などを背景に、年末にかけて中国人民銀行が利下げなどの追加金融緩和を実施する可能性が低くなったと思われる。

最後に景気の先行きについて述べておきたい。前述したように、消費の安定的な推移に加えて、景気下支えのために前倒しで実施されている公共投資の効果も徐々に顕在化すると見られることなどから、年末にかけて景気が緩やかに持ち直してくるだろう。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10月19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

10月23～24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15年半ばまで継続するとした。また、9月のFOMCで発表し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（QE3）の維持も決まった。

経済指標をみると、9月の雇用統計の非農業部門雇用者数は、ほぼ事前予測どおりの前月比11.4万人となったほか、失業率は7.8%と前月から0.3ポイントと改善した。また、住宅関連等の指標にも回復の兆しが見え始めている。

国内金融・経済

10月4～5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%）を据え置くとともに、固定金利方式共通担保オペと資産買入等の基金の合計額も80兆円程度に据え置いた。

経済指標をみると、8月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比▲3.3%と3ヶ月ぶりに下落し、7～9月期は事前見通し（前期比▲1.2%）どおりマイナスとなる可能性が残された。一方、8月の鉱工業生産指数（確報値）は、前月比▲1.6%と2ヶ月連続で低下したほか、製造工業生産予測調査によれば、9月は同▲2.9%と低下が見込まれ、10月もその水準で横ばいとみられている。このように、日本経済は踊り場にある。

金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、9月に日米で追加緩和策の実施が決まったほか、10月上旬にはIMF（国際通貨基金）が世界成長率を下方修正したことで世界経済の減速懸念が強まったこと、中旬以降は10月末の日銀金融政策決定会合での追加緩和観測が高まっていることなどもあり、9月下旬以降、0.7%台後半での低位もみ合いが続いている。

日経平均株価は、中国・欧州経済の先行き懸念が高まる中、10月中旬には、IMFが世界成長率の見通しを引き下げたことで世界経済の減速懸念が高まったことから、8,500円台まで下落した。しかし、18日に中国のGDP成長率（7～9月期）が公表されたことで中国経済の底入れが意識されたことなどから、10月下旬には再び9,000円台まで上昇している。

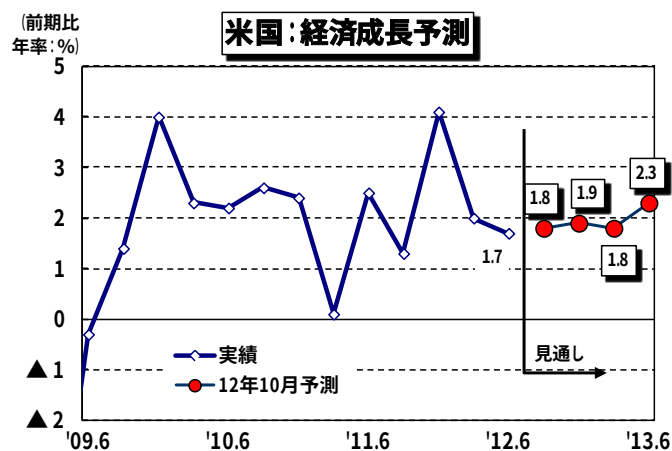
外国為替市場のドル円相場は、9月下旬には1ドル＝77円台半ばまで円高・ドル安が進む場面もあったが、その後は日銀による追加緩和観測が根強いことから円安方向にジリジリと押し戻され、10月下旬には一時1ドル＝80円ちょうどと3ヶ月半ぶりの水準となった。ユーロ円相場は、ユーロ圏の政策進展期待や日銀による追加緩和観測の高まりなどから円安・ユーロ高に転じ、10月下旬には1ユーロ＝103円台半ばとなっている。

原油相場

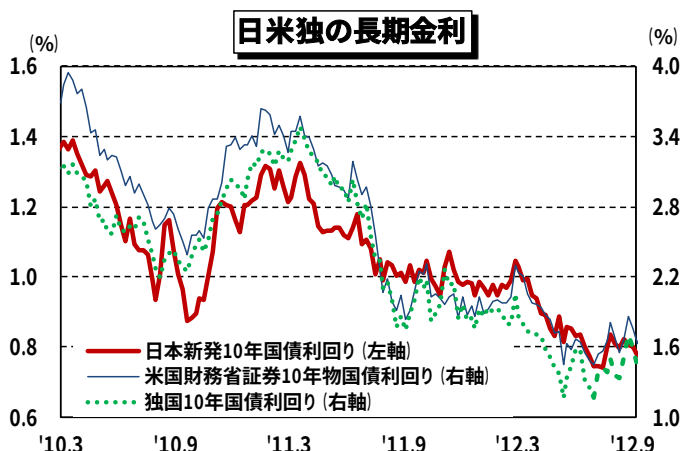
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、原油在庫の増加を受けて、9月下旬に一時1バレル＝90ドルを割り込んだ。その後も世界経済の減速懸念の高まりなどから上値は重く、10月下旬も1バレル＝90ドル前後での推移が続いている。

（2012.10.25現在）

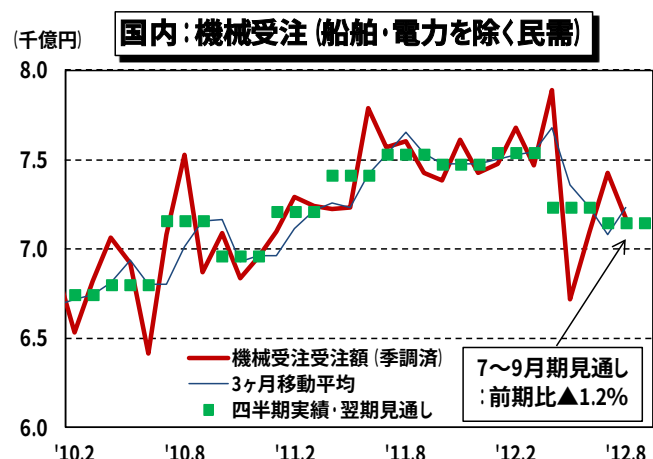
内外の経済・金融グラフ



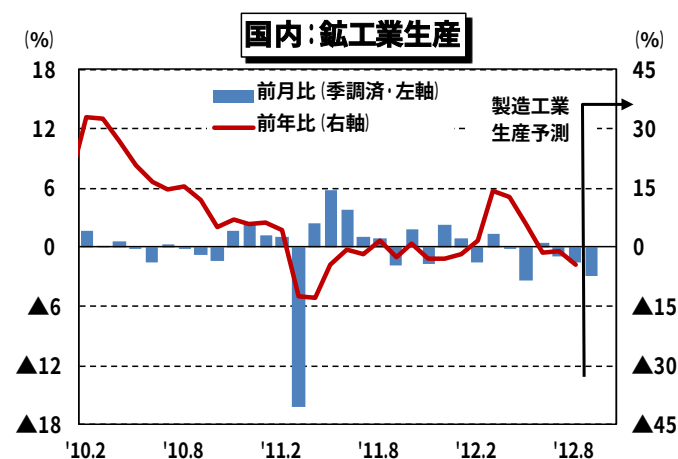
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



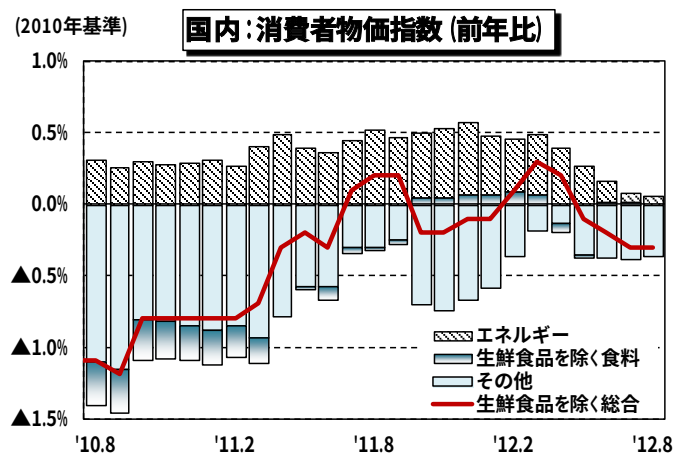
(資料) Bloombergより作成



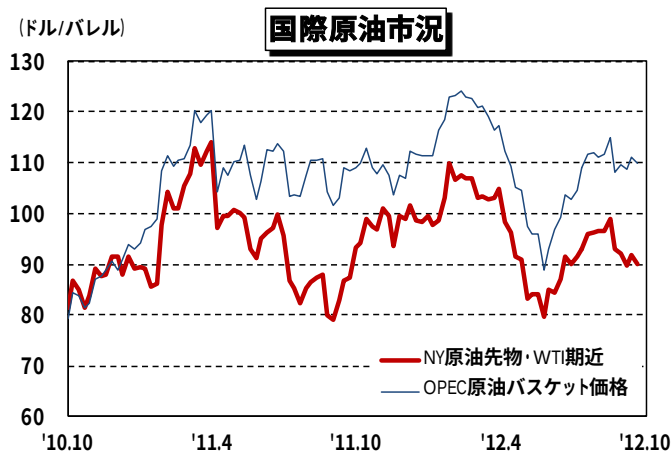
(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(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

国内経済金融

少子高齢化・デフレ継続下での食品小売業の国内動向

堀内 芳彦

はじめに

日銀が8月に発表したレポート「日本の人口動態と中長期的な成長力」で、少子高齢化の進展が物価上昇率の低下につながった要因について、次の2つの可能性を指摘している。

- ① 少子高齢化が予想を上回り急激に進展する下で、中長期的な成長期待が次第に下振れるに連れて、将来起こる供給力の弱まりを先取りする形で需要が伸び悩み物価を下押しした可能性。
 - ② 少子高齢化の進展に伴う消費者の嗜好の変化に供給側が十分対応できず、需要創出の停滞と同時に、既存の財・サービスの供給過多の状況が生じやすくなり、物価を下押しした可能性。
- そして、後者②による物価下押し圧力は、企業による消費者の嗜好の変化に対応した需要の掘り起こしが進んでいけば緩和されていくとしている。

本稿では、上記②の指摘について、消費のコアである食品消費に焦点をあて、直接消費者に接する食品小売業について、少子高齢化・デフレ継続下でどのようにビジネスモデルの変革が進展しているのか、業態構造の変化や国内での経営戦略等の動向についてみてみた。

食品消費は減少傾向

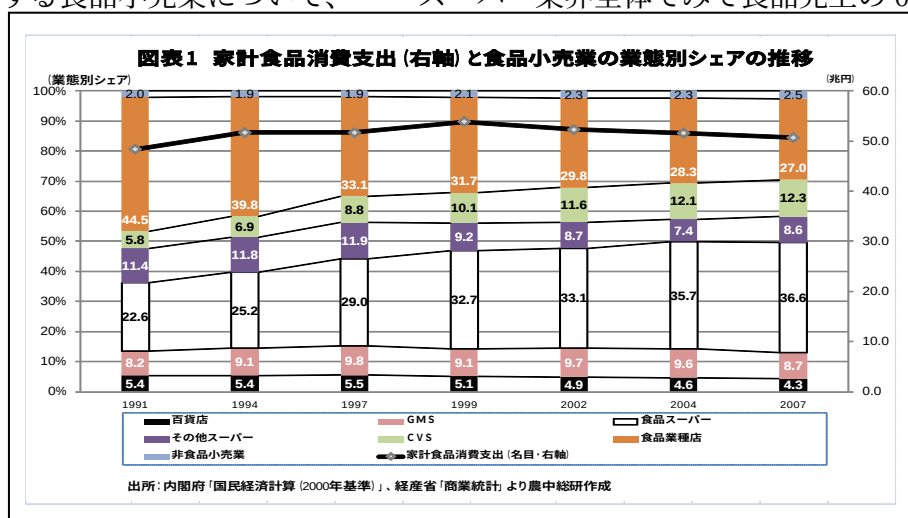
総務省の人口推計によると日本の人口は2008年をピークに人口減少社会に入った。

こうした中で、消費のコアである食品消費について、国民経済計算の家計食品支出（名目）でみると、1999年の53.9兆円をピークに減少傾向にある。（図表1参照） また、（財）流通経済研究所による将来推計（同所「流通情報」2011(491)号）では食品消費は2010-2020年で5.6%減少と、高齢化の進行により人口減少（3.5%減）を上回る率で縮小すると予想されている。

食品スーパーとコンビニがシェア拡大

近年食品消費が頭打ちとなった中で、商業統計でみると、食品小売業の業態別売上シェアでは食品スーパー（食品売上70%以上、売場面積250㎡以上）とコンビニエンス・ストア(CVS)がシェアを拡大している。（図表1参照）

スーパー業界全体でみて食品売上の6

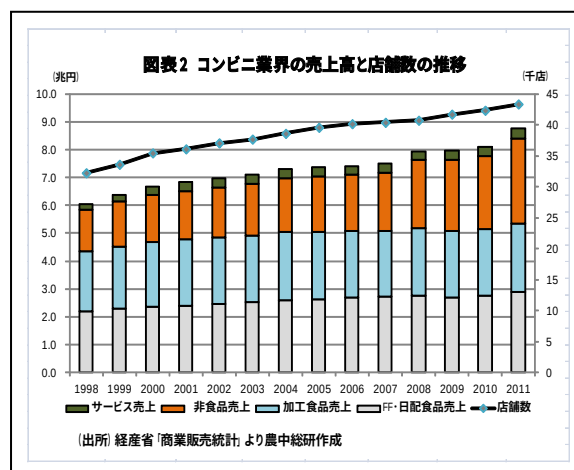


割を占める生鮮食品(青果物・鮮魚等)や日配品(牛乳・パン等)は食文化の違いによる地域性が強いという特徴がある。また、スーパー業界では、総合スーパー(GMS)が衣料・食品・雑貨等総合的な品揃えで集客力を高め1970年代以降成長してきたが、90年代以降の価格競争が激化するなかで衣料・家電・住関連などの専門店にシェアを奪われ収益力も大きく低下したといわれている。

こうした中で、食品スーパーは、店舗戦略としては、特定地域に集中出店するドミナント戦略により、経営効率化(物流コストや広告費の抑制等)と特定地域でのシェア拡大を進めてきた。また、商品面では、必ずしも仕入規模が決め手になるわけではなく、生鮮食品や惣菜等への嗜好対応や鮮度管理などで差別化を図る戦略で集客力を高めてきている。

一方、70年代に登場したコンビニは、小規模売場に食品・日用品を中心に豊富な商品を取り揃え、文字通り「便利さ」を売り物にフランチャイズ方式での大量出店で成長し、POS(販売時点情報管理)技術を核とする商品管理の徹底と多品種少量時間別配送を可能とする物流システムにより高い経営効率を実現してきた。また、宅配取次や金融サービス等のサービス拡充で生活インフラの拠点としての地位を築いてきている。

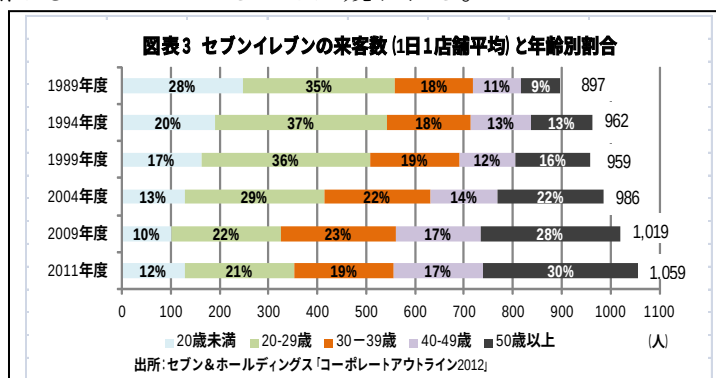
2011年度の業界全体での店舗数は10年前の01年度末対比20%増の43千店舗、売上高は同対比28%増の8.8兆円に達している。(図表2参照)食品売上も同対比12%増の5.4兆円と、少子高齢化による単身世帯の



増加と女性の社会進出によりニーズの拡大する「中食(注)」に対応した惣菜・弁当・PB(プライベートブランド)食品の提供によりその需要を取り込んできている。

(注) 弁当・惣菜等を持ち帰り自宅・職場で食べるいわゆる「中食」市場の規模は、富士経済が12年2月に発表した調査結果では11年6.0兆円で前年比1.9%増。うち量販店が2.3兆円で前年比1.4%増、コンビニが同じく2.3兆円で前年比4.2%増で、コンビニではパスタやフライドチキンが10%を超える伸びになっている。

この点に関し、コンビニの顧客層について業界トップのセブンイレブンの公表資料(図表3)でみると、99年度は20歳代以下が53%を占めていたのに対し、11年度は50歳代以上が30%、40歳代以上で47%を占め、人口動態の変化に応じ中高年齢層を取り込む事業転換を進めてきていることが窺われる。



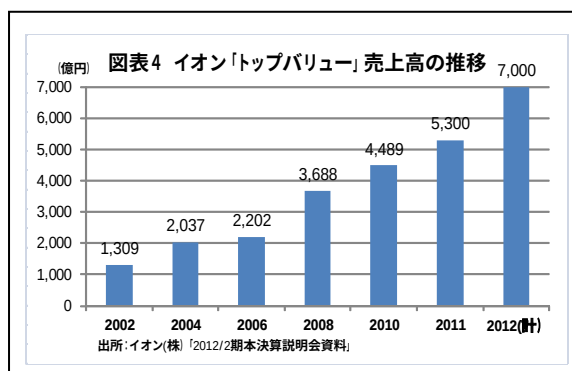
価格競争激化の中で拡大する PB 商品

リーマンショック以降再びデフレ圧力が強まり、日本政策金融公庫の 2012 年度上半期消費者動向調査でも 10 年度下期以降低下傾向にあった食の「経済性志向」が再び強まる結果が出ている。加えて、2000 年代に急成長したドラッグストア（業界規模は 5.4 兆円（09 年度）でうち食品が 19%）が、粗利率の高い医薬品で収益を稼ぎ、集客目的で加工食品をロスリーダー（採算度外視の低価格目玉商品）とする戦略をとってきたことで加工食品の値下げ圧力が強まったことや、外食チェーンの値下げ強化により、業態を超えて企業間での食の価格競争が再び激化している。

低価格商品としてスーパー・コンビニとも注力しているのが PB 商品で、PB 商品のうち食品の市場規模（富士経済「PB 食品市場実態総調査 2011」）は 10 年に 2.4 兆円と 07 年より 48%増加し食品市場全体の 9.3%に達し、大手総合スーパー・大手コンビニとも PB 商品の更なる拡大戦略を打ち出している（図表 4 参照）。PB 商品は広告費等のコスト削減により低価格化が実現できるといわれているが、大手総合スーパーではフードサプライチェーン全体をマネジメントして生産・製造の川上まで遡って、価格訴求に加え根拠ある安全性と品質の向上を実現すべく商品開発に着手している。ビジネスモデルとしては「製造小売のユニクロ」に類似したいわゆる垂直統合モデルといえる。

加速する食品スーパーの再編・統合

また、大手総合スーパーは、コンビニ・食品スーパーの攻勢に対し、大都市部で小型の食品専門店やディスカウントスー



パー等の別業態での出店を拡大している。こうした大手総合スーパーの店舗戦略・商品戦略の転換とコンビニの攻勢により、業態毎の上位 5 社のシェア（2008 年商業統計）で比較すると、総合スーパーの 78%に対し 9%と寡占化が進んでいなかった食品スーパーも昨年から再編や統合の動きが活発化している。具体的には北海道と青森の地場最大手の食品スーパーの経営統合、PB 商品開発・資材の共同調達等での大手食品スーパー同士の提携、PB 商品導入を目的とした大手総合スーパーの傘下入りなどの動きである。大手総合スーパーが、PB 商品拡大による一定の粗利益確保と物流センター・生鮮加工センターの整備による店舗作業省力化でコストダウンを進める一方で、消費税関連法案が衆議院で可決された 6 月以降、相次いでナショナルブランド商品を値下げする低価格戦略を強めていることから、今後更に食品スーパーの再編・統合の動きが加速するとみられる。

拡大する農産物直売所とネット販売

食品の販売形態として、近年注目されているのが、農産物直売所とネット販売である。

農産物直売所の売上規模は、2010 年農林業センサスで把握した直売所を対象に農水省が実施した「2009 年度農産物地産

地消等実態調査」によると、09年度の年間総販売額は8,767億円で、同年度の農業総産出額8.5兆円の11%に達している。この調査で総販売額の時系列データがないため販売額の伸び率は不明だが、直売所数は2010年農林業センサスで16,824店と2005年センサス時から24%増加している。

農産物直売所が人気となった理由の第一は「鮮度の高さ」である。(財)都市農山漁村交流活性化機構の「2006年度農産物直売所のお客様に対する利用動向アンケート調査」によると、「直売所でどんなことを意識して商品を選んでいるか」の問いで「価格」48.3%、「地元産」36.3%に対し「鮮度」が81.4%と圧倒的に重視されている。また、買い物行動として、商品を手に取っては戻す行為を繰り返すや宅配便で送るなどの特異性があるといわれ、消費者が買い物自体を楽しんでいる。最近の動きとしては直売所の大型化で、福岡ではJAの運営する直売所で年商30億円を突破するところも出てきている。こうした直売所は消費者ニーズである「鮮度」「買う楽しさ」に対応し、品揃えと量を確保すべく農家に対する栽培指導や加工所・レストランの併設、食育体験の場の提供など顧客獲得に独自の取組みを行っている。

一方、食品のネット販売は、単身世帯・高齢者の増加、女性の社会進出を背景に増加している。富士経済の11年調査では、インターネット通販の食品売上高は、店頭で購入できない希少性の高い商品や産直品・名産品を中心に3,073億円と前年比16%増、また大手スーパーが06年に本格参入したネットスーパーの食品売上高は781億円で前年比37%増となってい

る。また、生協の11年度の宅配事業で、インターネット経由の受注が11%となり個別宅配供給高は前年度比5.5%増の9,987億円(食品の内訳は不明)となっている。経産省の推計では全国にいわゆる買い物難民が600万人にのぼるといわれている状況で、食品のネット販売には潜在的に相当大きな需要があると想定される。但し、粗利率の低いスーパーの店頭で扱う食品を無料で顧客に届けるだけでは利益確保は難しく、潜在的需要を取り込むためには、非食品の取扱いの拡大や物流センターからの出荷体制構築による配送コスト削減、配送料の徴収などクリアすべき多くの課題がある。

おわりに

冒頭の日銀レポートの指摘②について、食品小売業では、少子高齢化の進展に伴う消費者の嗜好の変化に対応したコンビニに代表されるような業態・企業は確かに需要を掘り起こし業容を拡大している。しかし、マクロベースでみれば、ここ数年所得が伸びず少子高齢化で国内食品消費が頭打ちとなっている状況が価格競争を激化させ、業界再編・淘汰の動きを加速させている。

やはり、日本経済がデフレを脱却するためには、個々の企業の改革を後押しすべく、冒頭の指摘①にある「中長期的な成長期待の下振れ」に対する政策対応が必須である。政局がらみで棚上げされている社会保障と税の一体改革や今年7月に閣議決定された「日本再生戦略」で成長分野とされるグリーン(エネルギー・環境)、ライフ(医療・介護・健康)、農林漁業の成長戦略の具体的な推進策の早期実行が求められる。

分析レポート

国内経済金融

懸念される対中経済関係の悪化

南 武志・多田忠義

はじめに

日本政府による沖縄県尖閣諸島の国有化を契機に、各地で激しい反日デモが発生するなど、日中関係が急速に冷え込む事態を見せている。本年は日中国交正常化40周年の年であったが、北京での記念式典が事実上中止されたほか、日本製品に対する需要が

大きく減退し、中国向け輸出などに懸念が広がっている。また、東日本大震災直後に落ち込んだ訪日旅行者も徐々に持ち直しつつあったが、中秋節・国慶節の大型連休期間中に来日した中国人旅行者は急減したと報じられている。ヒト・モノ・カネといった様々な面で関係が深まっていた日中関係の冷え込みは世界経済の新たな下振れ要因になりかねないとの懸念も広がっている。

以下では、現在の日本経済にとっての中国の位置づけについて考えてみたい。

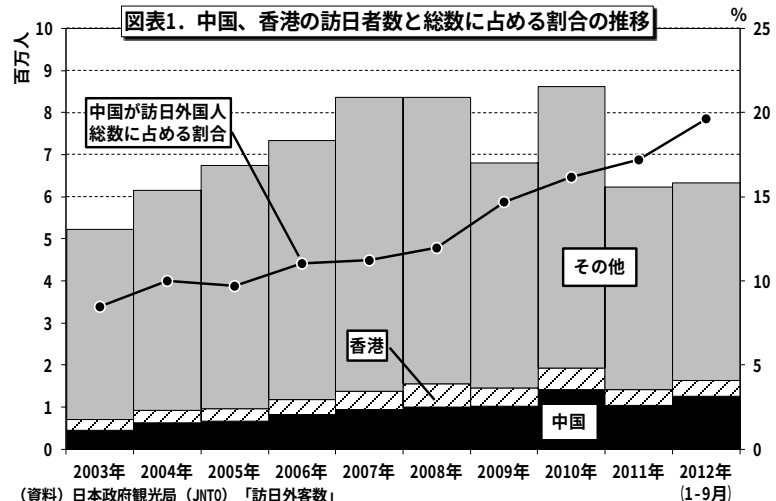
訪日中国人の動向

まず、「ヒト」の面からみていきたい。

図表2. 中国人観光客への査証発給緩和

年月	日本政府の対応
2000年9月	中国人団体観光客への査証発給を開始
2009年7月	中国人個人観光客への査証発給を開始
2010年7月	中国人個人観光客への査証発給要件を緩和
2011年7月	個人で沖縄を訪問する場合、要件を満たせば数次ビザを発行（3年有効）
2012年7月	個人で岩手県、宮城県、福島県を訪問する場合、要件を満たせば数次ビザを発行（3年有効）

（資料）外務省Webサイト



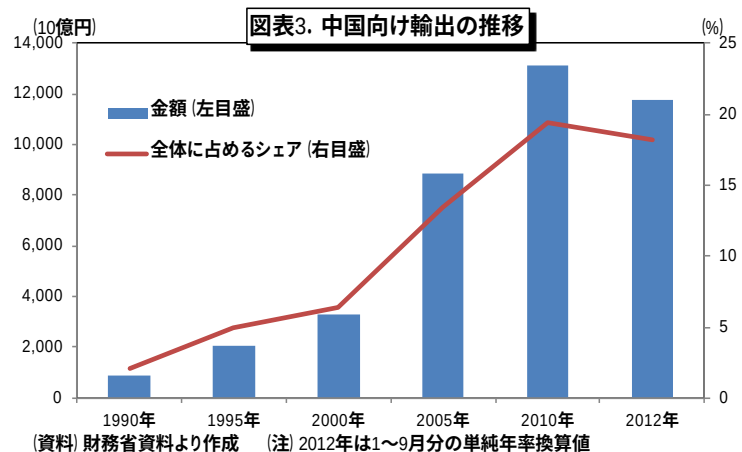
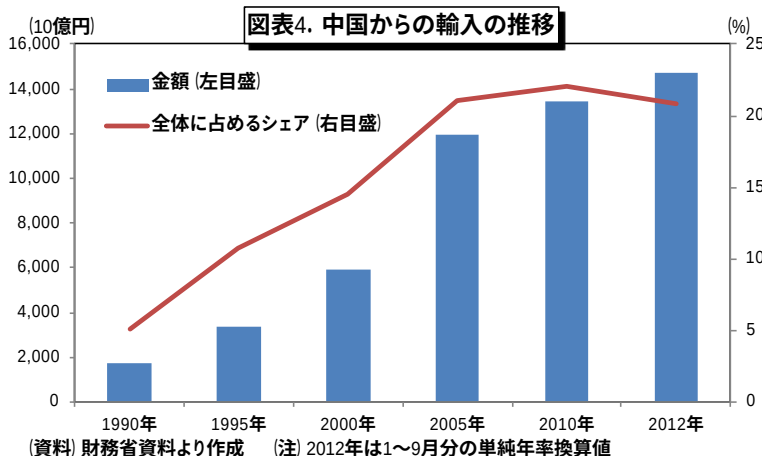
日本政府観光局（JNTO）「訪日外客数」によれば、訪日中国人は東日本大震災のあった2011年を除き年々増加しており、訪日外国人総数の約2割を占めるまでに拡大した（図表1）。この背景は、中国政府が1999年1月に日本への団体観光旅行を解禁したことを皮切りに、日本政府が査証発給の要件を緩和してきたためである。とくに、09年7月以降、日本政府は訪日中国人を増加させるため、査証発給の緩和措置を矢継ぎ早に実施しており（図表2）、12年7月には訪日中国人は過去最高の20.4万人を記録した。

一方、今夏以降急速に悪化した尖閣諸島の領有権を巡る問題で、中国人の訪日者数は大きく落ち込んだ。9月の訪日中国人（推計値）は前月比▲7.0万人の123,500人と、03年以降で最大の減少幅を記録した。以下では、訪日中国人の旅行支出額から、9月の訪日中国人減少による消費抑制効果を考えてみよう。

まず、観光庁「訪日外国人消費動向調査（2012年4～6月期）」によれば、中国

国籍の訪日者が日本国内で支出する平均金額（旅行支出）は17.6万円と、10、11年の4～6月期（それぞれ13.7万円、15.3万円）を上回るなど、年々支出額は増加傾向であることが分かる。そこで、12年4～6月期の旅行支出データから、9月の訪日中国人減少がもたらした消費の落ち込みを、線形一次近似を用いて簡便に試算したい。

2003～10年（震災要素を排除するため11年は含めない）の訪日中国人は年率11.8万人のペースで増加していたが、こうした傾向を踏まえると、本来12年9月には14.5万人前後の訪日者数があったとの試算が得られ、JNTOが発表した値（前掲の約12.4万人）と約2.1万人の差が生じる。この人数に前掲の17.6万円を乗じると、尖閣問題による訪日中国人の減少による国内消費に対する直接的な損失額は9月単月で約40億円ということになる。なお、観光庁「訪日外国人消費動向調査（2011年年度報告書）」によれば、旅行支出のうち、約半分が買物代、宿泊料金と飲食費にそれぞれ約2割ずつ支出されている。今回の訪日中国人減少は、これ



らのセクターやその関連産業に少なからぬ影響を与えたと考えられる。

中国との通商関係

次に、「モノ」、つまり貿易面についてであるが、輸出入ともに中国はわが国にとって最大の相手先となっている（図表3、4を参照。なお、2011年の国別シェアは、輸出が19.7%、輸入が21.5%）。中国は01年のWTO（世界貿易機関）加盟を契機に、輸出入が急増したが、日本にとっても通商関係が一段と深まる契機になったといえるだろう。

品目別に輸出動向（11年）をみると、一般機械（シェア：24.3%）、電気機械（同：22.7%）といった機械類が多いが、それ以外でも原料別製品（同：14.2%）、化学製品（同：14.0%）なども多いのが

特徴である。自動車など輸送用機器もそれなりのシェア（9.8%）を占めているが、先進国・地域（米国は34.2%、EUは21.7%）には及ばず、資本財や生産財の輸出が相対的に多い、といえるだろう。中国の乗用車販売台数はすでに世界一の水準である

が、日本国内での自動車生産として中国向けはまだ少ないということであろう。

同じく品目別に輸入（11年）をみると、「その他」に分類されるものが最もシェアが高く（同：30.2%）、次いで電気機器（同：24.8%）、一般機械（同：16.2%）、原料別製品（同：12.3%）が続く。なお、中国からの食料品輸入はそれほど多くはなく（同：5.1%）、食料品輸入全体に占める中国のシェアは12.8%である（ちなみに、米国は24.1%、EUは13.3%）。

なお、9月の貿易統計によれば、輸出額は前年比▲10.3%と4ヶ月連続の減少となったが、地域別の寄与度分解をしてみると、中国向けは▲2.7ポイントと、緊縮財政に伴う景気悪化が懸念されるEU向け（▲2.6ポイント）を下回るマイナス幅となるなど、憂慮すべき事態となりつつある。夏場以降、国内景気は停滞感を増しつつあるが、中国の経済成長率の減速過程の終了が輸出増につながり、踊り場脱却のきっかけになる（図表5）と期待されていた。しかし、現時点で関係悪化が長期化する様相を見せている。最近の中国経済には底入れの兆しが見え始めたとされるものの、当面、中国向け輸出は低迷する可能性が高い。

中国との資金フロー

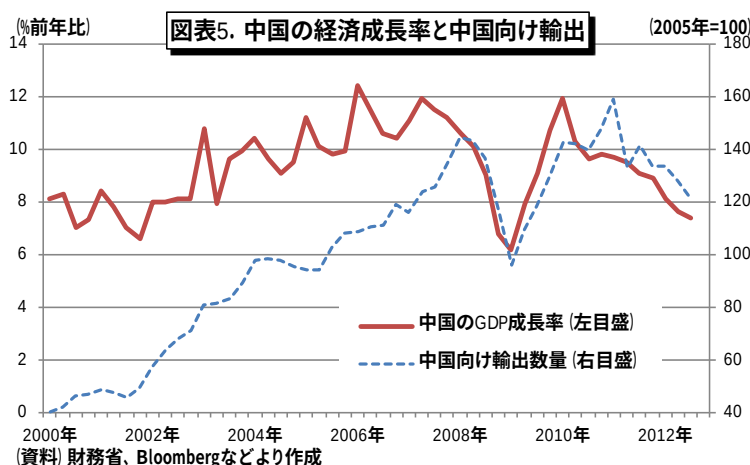
以下では、「カネ（投資）」の面から日中関係を見ていく。まず、対中国の直接投資については、1980年代後半以降、日本企業（特に製造業）は円高圧力を緩和するため、生産拠点の海外シフトを行ってきた。中国においては、六四天安門事件（89年）によって改革開放路線（78年スタート）に一時ブレーキがかかったが、92年の鄧小平による南巡講話をきっかけに、経済特区の創設など、再び外国資本を呼び込む動きが再開した。日本企業もまた中国シフトを活発化させた。

なお、11年の対外直接投資（9.1兆円）のうち、中国向けは1.0兆円であり、製造業が約7割を占める。業種別には、一般機械器具、輸送機械器具、鉄・非鉄・金属が多く、非製造業では卸売小売業が多い。なお、11年末の残高（全体で74.8兆円）としては、中国は6.5兆円である。米国（22.2兆円）や欧州（17.9兆円）など先進国・地域に比べるとまだ少ないといえるだろう。

一方、対内直接投資に関しては、日本企業には海外資本に対する警戒が依然として強いこともあり、金額はあまり多くない。11年のフローとしては世界全体で▲1,403億円（日本からの撤退）であり、

うち中国は89億円に過ぎない。また、11年末の残高は660億円である。

次に証券投資についてみていくが、実物面では「世界の工場」に加え、「世界のマーケット」という側面も加わりつつある中国であるが、中国の金融資本市場の法制度な



どが先進国・地域に比べて未発達ということもあり、中国向けの証券投資はまだ多くはない。11年末の対外証券投資残高は262.3兆円であるが、うち中国は0.8兆円に過ぎない。

一方、2000年代に入って以降、グローバル・インバランスの問題（米国の経常収支赤字とアジアなどでの経常収支黒字）が浮上したように、アジア、特に中国の「資金力」が徐々に強まっていることもあり、対内証券投資の面からは中国の存在感が増しつつある。近年、世界の金融資本市場では、3兆ドル超という世界一の外貨準備高を抱える中国の政府系ファンド（SWF）の動向に対する注目度が高まっている。その資金の一部は日本国債などの購入にも向かっていると考えられている。全体の対内証券投資残高の157.5兆円（11年末）に対し、中国は21.5兆円と13.6%のシェアとなっている。

意識される中国リスク

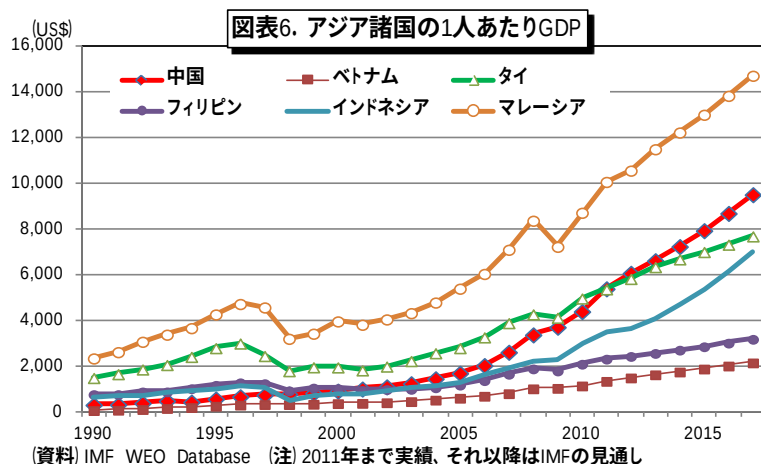
過去15年近くにわたり、デフレに苦しめられてきた日本経済では、その弊害として国内需要の中期的な不振状態が続いている。その結果、経済成長のかなりの部分を輸出増に依存する状況が続いてきたが、前述のとおり、その相手は中国であった。90年代後半のわが国での金融危機から立ち直れた最大の要因も、WTO加盟後の中国経済の目覚ましい成長を背景とした輸出増であったといっても過言ではないだろう。

少子高齢化が進行するわが国においては、ア

ジアの成長を取り込みたいとの思いが強く、なかでも世界第二位の経済規模を誇る中国のさらなる成長可能性への期待感が高かった。日本企業もまた「世界のマーケット」として期待される中国へ進出する動きを強めていた。

しかし、今回の日中関係の冷え込みは、それ以前にも散発的に浮上していた「中国リスク」への意識を強める結果となった。将来性のある消費地としての注目度から、「中国の次」もまた「中国（沿岸部から内陸部へ）」という意見はこれまでは根強かった。しかし、中国一辺倒にはリスクが存在することも確かである。

実際、中国の1人あたりGDPをみると、順調な増加を続けており、足元ではタイの水準に並んでいる（図表6）。しかし、その裏には賃金上昇圧力や頻発する労働争議などもあり、労働コストの面からみる限り、近隣諸国と比べてメリットが急速に薄れている。中国の指導層では、経済成長モデルの転換（投資から消費へ）や所得分配メカニズムの改革などが求めているが、これらが難航すれば「中所得国の罠」に陥る可能性も否定できず、これまで中国に投下されてきた資本の本格的な引き揚げにもつながりかねない。



分析レポート

国内経済金融

地域金融機関の相続対策にかかる取組みの分析

寺林 暁良

はじめに

近年、地域金融機関の間では、富裕層との取引深化という観点から、遺産相続対策が重要であるとの認識が広がっている。また、相続対策は、金融資産の地域外流出の観点からも重要である。相続に伴う金融資産は、農村部から流出し、都市部に流入する傾向が強いといわれるため、相続資産の流出防止は、特に都市部以外の地域を営業エリアとする金融機関にとって大きな課題となっている。

そこで本稿では、12 年 7～9 月に行った調査をもとに、地域銀行・信用金庫が実施する相続対策にかかる商品・サービスを概観し、それぞれの役割やねらいについて分析を行う。

相続対策にかかる取組み

(1) 各金融機関に共通する取組み

事業承継支援

中小企業経営や個人事業主の事業承継は、富裕層の遺産相続問題そのものであるといえる。事業承継業務に注力していない地域金融機関は、皆無であるといつてよい。

その推進方法は、①事業承継専門部隊の配置、②セミナー実施、③外部機関・子会社との協力強化、④将来の事業承継者を対象とした経営塾・組織の運営など、各金融機関で様々なアプローチがみられる。特に、④のように後継者とのリレーション強化をはかる取組みは、事業承継後の取引継続にもつながるため、有効かと思われる。

一時払い終身保険

一時払い終身保険は、相続税対策としても活用できる保険であり、相続人が有事にすぐに流動性資金を確保できるという利点もあることから、相続相談に対して提案される商品の一つである。

これは、05 年に銀行等での窓口販売が解禁されて以来、地域銀行ではほぼ例外なく取り扱われているほか、信用金庫でも取扱いが拡大している。各地域金融機関では、手数料収入の大きさから積極的に推進する傾向があり、実績も好調に推移しているとみられる。

ただし、一時払い終身保険には、窓口説明の不十分さを原因に近年苦情が多発しているなどの課題もある。適切なコンサルティングを行えば、相続人の資産把握などのメリットにつながることも期待できることもあり、相続対策に寄与する取組みとするためには、窓口対応の能力向上が不可欠であるといえよう。

(2) 拡大しつつある取組み

相続セミナー・相談会の実施

弁護士や税理士、公証人、相続コンサルタントなどを講師にした相続関連のセミナー・相談会の実施も広がっており、11 年 1 月以降では、地方銀行 17 行（26.6%）、第二地方銀行 8 行（19.0%）が実施している。

また、信託銀行の代理店や信託会社の業務提携店として遺言関連業務を扱っている場合は、それらの行員・社員らが個別相談会を実施しているケースもある。

相続関連市場は、成長余地の大きい市場である。そのため、相続関連セミナー・

相談会のように、その需要を掘り起こすような取組みは有効であると思われる。

遺言関連業務

遺言関連業務の詳細については、前月号の拙稿（寺林 2012）を参照願いたい。地方銀行では 41 行（64.1%）、第二地方銀行では 17 行（40.5%）、信用金庫では 41 金庫（15.1%）が、信託銀行の代理店や信託会社の業務提携店、あるいは自行取扱方式によって実施している。

遺言関連業務は、①金融機関と顧客（相続人を含む）との継続的な関係性が築かれる、②遺産目録作成や遺産分割協議などは顧客の資産の全体像を把握する機会ともなり、遺言者や相続人に対する他の金融コンサルティングにつなげることができるなど、相続対策にとって重要な機能を備えている。

ただし、遺言関連業務を代理店契約先・業務提携先に丸投げするだけでは、顧客の信頼がそちらに向かい、地域金融機関にとっての利益にはならない可能性もある。有効策として活用するためには、金融機関側が相続案件への対応の一策としてこれを使いこなせるだけの能力・知識を備えていることが重要だろう。

(3) 一部の金融機関が実施する取組み

相続定期預金

相続定期預金は、相続資金を原資とした預け入れに対して適用金利を上乗せする定期預金であり、直接的に相続資金を獲得することを目的とした商品である。この多くは今年度中に導入されたもので、調査では、地域銀行 5 行、信用金庫 1 金庫が導入していることを確認できた。

各金融機関の商品設計は共通しているが、預入期間や適用金利が各金融機関に

よって異なっている。ほとんどの金融機関は、他金融機関での相続資金でも可能としており、預金流出の防止とともに預金流入を促進することも期待できる内容となっている。また、相続対象資産となった不動産や株式の売却によって得られた資金でも可能とする銀行もある。さらに、預入期間中に担当者が資産運用相談のために出張訪問するサービスを行っている銀行もある。

ただし、いずれの取組みも始まってから日が浅いこともあり、その有効性についてはこれからの見極めが必要である。

相続業務支援システム

相続業務を支援する遠隔相談システムを導入している地域金融機関は、6 機関確認できた。これは、相続業務の専任担当者や必要事務を本部に集中化し、各営業店に配備されたテレビ会議システムによって本部の専任担当者が顧客に対応するというシステムである。

このシステムは、①対応レベルの向上による顧客満足度の向上、②顧客情報や案件進展状況の集中的管理、③営業店業務の効率化による営業活動時間の確保などの効果が期待できる。システムを用いて本部専任担当者が説明をする最中も、結局は営業店行員のサポートが必要であるため業務省力化につながらない、などの課題もあるようだが、相続相談の重要なチャンネルとして注目できる。

エンディングノート

エンディングノートの取扱いも、地域金融機関に広がる兆候がみられる。遺言信託とは異なり、エンディングノートには法的な拘束力はないものの、遺志を示す方法の一つとして、関心が高まっている。

都市銀行では葬式費用などの資金とともにエンディングノートを預かり、有事の際に遺族に届ける信託サービスを行う事例があるほか、証券会社にもエンディングノートの販売や書き方指導などを行っている事例が出ている。

地域金融機関でここまで本格的に取扱う事例は見られないものの、自行の富裕層クラブの会員や高齢者向け資産運用セミナーの参加者などに対して、エンディングノートの無償配布を行い、遺産相続等に関する関心を高めようとする事例は散見され始めている。

エンディングノートは、法的拘束力がないがゆえに、“争族”の原因になる可能性もある等の問題点もあるが、活用方法次第では新たな相続関連の需要につながる可能性もあるだろう。

各取組みの役割・ねらいに関する分析

次に、以上の取組みに期待される役割やねらいについて質的分析を行った。その結果、以下のような要素を見出すことができた（図表1）。

(1) 相続相談チャネルの整備

相続相談をスムーズにこなすためのチャネルの整備は、相続案件獲得の基本となる。また、相続は、多くの人々にとってただちに身近であるとは感じにくいトピックである。そのため、ニーズを喚起するしくみを含むこともチャネル整備にとって重要となる。

また、相続相談会・セミナーなども、相続関連の重要性

を訴求する重要な取組みになり得るほか、エンディングノートなどの活用も、相続への関心を引き立てるツールになりうると思われる。

また、店舗戦略としては、本部集中化を図りつつも支店での対応を図ることのできる業務支援システムの整備が効果的な取組みになりうるだろう。

(2) 相続資産の把握

次に、相続人の持つ資産を把握するための取組みである。これは、資産運用相談につなげるため、そして資産分割の状況を把握するために重要である。また、相続相談は、個人の金融資産を全て開示してもらうことになるため、その金融機関に対して深い親近感を持ってもらわなければ難しい。そのため相続相談は、顧客との関係づくりそのものであり、それ自体も大きな成果であるといえる。

相続資産を把握するための取組みとしては、遺言関連業務や事業承継支援が有用である。特に遺言関連業務の自行取扱い等を行っている場合、その成果は大きい。エンディングノートの書き方指導などによる資産運用相談なども今後注目されよう。また、相続税対策としての一時払い終身保険の相談も、綿密な相談を行うことができれば、相続資産の把握につながる可能性がある。同時に相続業務支援システムなどを活用することで、資産

図表1 相続関連サービスの役割・ねらい

		(1)チャネル整備	(2)資産把握	(3)次世代対策	(4)直接獲得
各金融機関に共通する取組み	事業承継支援		○	○	
	一時払い終身保険				
拡大しつつある取組み	遺言関連業務	○	○	○	
	相続セミナー・相談会	○			
一部の金融機関が実施する取組み	相続定期預金				○
	相続支援システム		○		
	エンディングノート	○	○		

情報のデータベース化をはかることも有効であると思われる。

(3) 相続人予備軍 (次世代) の囲い込み

相続対策は、次世代の囲い込み戦略そのものであり、次世代対策が結果的に「将来の相続人」の獲得につながる。また、相続に伴う地域外への資産流出をどう防止するかという問題は、営業エリア外に転居してしまった次世代との取引をどう継続するかという問題であり、これも地域金融機関にとっての次世代対策の課題そのものであるといえる。

直接関連する商品・サービスとしては、遺言執行を通じて相続人とのかかわりが生まれる遺言関連業務のほか、後継者への積極的な関与が可能である事業承継支援・後継者経営塾などが重要な相続人予備軍の囲い込みツールとして挙げられる。また、教育ローンなどの40～50歳代向け商品・サービスも、相続人世代の囲い込みツールとして活用できる可能性がある。

(4) 相続資産の直接獲得

相続定期預金のように、相続資産の獲得に直接つながるような商品・サービスを検討することも重要であると思われる。

相続資産は、相続人にとっては突然手に入る資産であり、相続人には運用のノウハウがない場合もある。こうした突然手に入る資産の一時的な受け皿として、短期の相続定期預金は有効に機能することが期待できる。

また、相続人が活用しやすい資産運用相談のチャネルを用意しておくことも、顧客との関係性の強化や他の金融商品のクロスセルなどの効果につながる可能性がある。

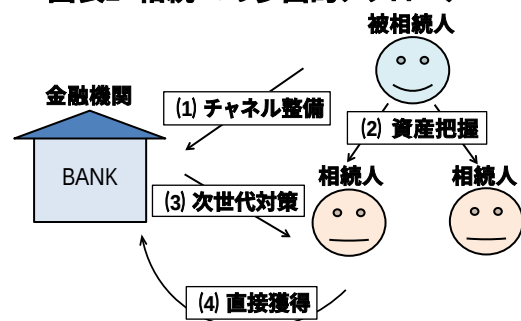
まとめと課題

以上のように、相続関連の商品・サービス導入のねらいは、(1)～(4)の要素に分けられる。このうち、(1)～(3)は中長期的な取組みであるが、(4)は直接的・短期的な効果が期待できる取組みである。また、(1)は被相続人・相続人の双方、(2)被相続人、(3)と(4)は相続人に対するアプローチである。つまり、(1)～(4)の要素をカバーすることにより、時間スケールや対象などの多面的なアプローチが可能となり、より効果的な相続対策につながり得るとと思われる(図表2)。

ただし、相続関連サービスにはそれぞれ一長一短があり、各金融機関に相応なものとそうでないものもある。金融機関には、経営体力や取扱能力などを考慮しながらの効果的な選択が求められよう。

また、地域金融機関にとって、いずれの取組みも、営業エリア外に居住する相続人との取引の継続をはかる決定打になるとは言い難い。今後は、ネットバンキングなどのように、地域を超えて取引を継続するためのしくみを再編・強化することを検討する必要もあるだろう。

図表2 相続への多面的アプローチ



参考文献

- ・ 寺林暁良 (2012) 「地域金融機関による遺言関連業務の取扱状況」『金融市場』10月号

分析レポート

国内経済金融

データから見た東海4県の景気の今

安藤 範親

はじめに

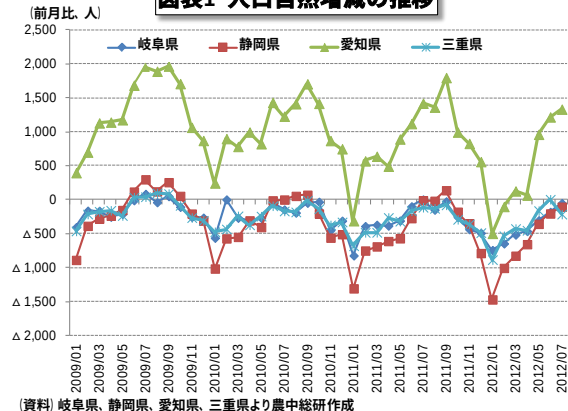
わが国経済は、リーマン・ショック後の景気後退を経て、新興国を中心とした海外経済の堅調な成長や、エコカー購入補助金・家電エコポイントなどの景気刺激策を背景に、徐々に持ち直しの動きを見せてきた。しかし、欧州債務危機の深刻化や円高により輸出が減少、さらに東日本大震災の発生で、生産活動の低下や消費マインドが悪化、景気は押し下げられた。以下では、欧州債務危機や東日本大震災の影響を大きく受けた自動車などの輸送機械工業が産業に占める割合の高い東海4県（岐阜県、静岡県、愛知県、三重県）の経済情勢について概観する。

人口動態の現状

まず、東海4県の人口動態はどのようなになっているのだろうか。

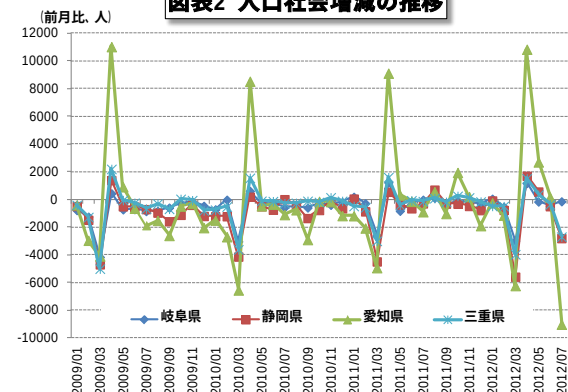
近年、日本の人口動態は、東京・名古屋・大阪の3大都市圏への人口集中と少子高齢化が進んできた。岐阜県は、11年に約207万人と10年前と比べ約3.8万人減少、静岡県は、11年に約375万人と10年前と比べ約2.6万人減少、三重県は、11年に約375万人と10年前と比べ約0.7万人減少しており、それぞれ減少傾向が続いている。一方で、愛知県をみると、長期的な人口流入が続いており、11年には約742万人と、10年前と比べ約34万人増加している。

図表1 人口自然増減の推移



(資料) 岐阜県、静岡県、愛知県、三重県より農中総研作成

図表2 人口社会増減の推移



(資料) 岐阜県、静岡県、愛知県、三重県より農中総研作成

(図表3) 業況判断D.I. (「良い」-「悪い」回答社数構成比: %ポイント)

	製造業			非製造業		
	東海3県	静岡県	全国	東海3県	静岡県	全国
2008/3月	5	6	2	2	3	7
6	▲4	▲9	▲3	▲4	▲9	▲10
9	▲13	▲24	▲11	▲12	▲14	▲16
12	▲33	▲34	▲25	▲19	▲23	▲23
2009/3月	▲71	▲64	▲57	▲40	▲39	▲38
6	▲67	▲56	▲55	▲45	▲44	▲39
9	▲53	▲48	▲43	▲40	▲45	▲33
12	▲34	▲40	▲32	▲34	▲43	▲30
2010/3月	▲25	▲27	▲23	▲28	▲39	▲25
6	▲15	▲5	▲10	▲20	▲35	▲19
9	▲1	▲3	▲4	▲11	▲22	▲13
12	▲4	▲5	▲4	▲14	▲26	▲15
2011/3月	▲4	0	▲4	▲7	▲21	▲11
6	▲27	▲36	▲15	▲24	▲30	▲20
9	3	▲4	▲5	▲13	▲20	▲12
12	0	▲1	▲5	▲4	▲19	▲7
2012/3月	2	0	▲7	▲3	▲12	▲5
6	▲2	▲1	▲8	0	▲13	▲3
9	▲1	▲3	▲8	▲5	▲11	▲3
12月(予測)	▲13	▲13	▲12	▲8	▲20	▲9

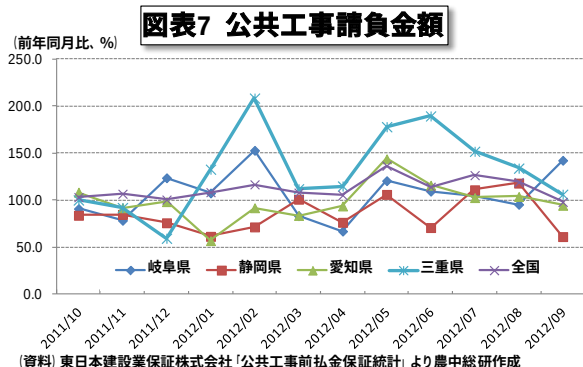
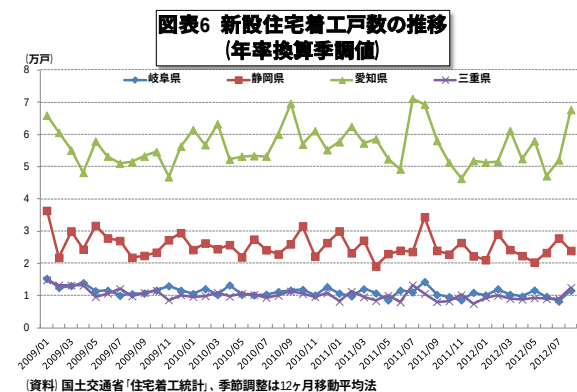
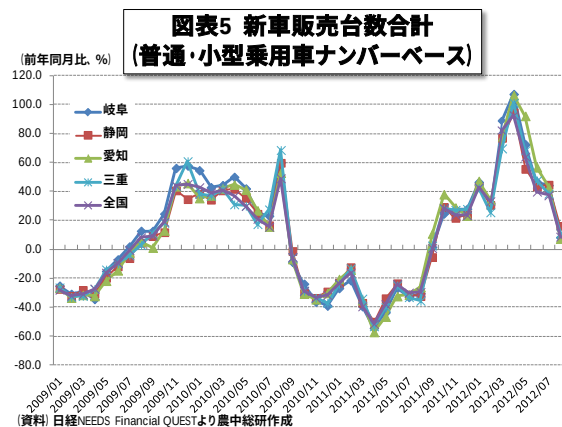
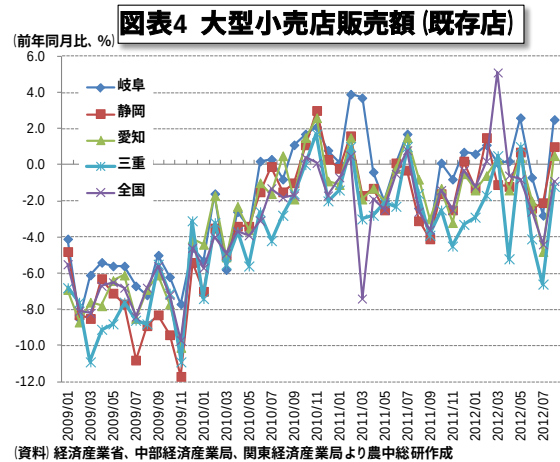
(注) 2010年3月調査より対象企業を見直し。
(資料) 日本銀行より農中総研作成

また、全国的な傾向である少子高齢化により、岐阜県、静岡県、三重県では、自然増減数（出生数－死亡数）がマイナスとなり、その傾向が強まっている。一方、愛知県では現在約 1 万人前後の増加となっているものの、3 万人近かった 10 年前と比べると、着実に減少が進んでいる（図表 1、2）。

景気の現状

日銀の「短期経済観測調査」によれば、景況感について「良い」と回答した企業の割合と「悪い」との差で表した「業況判断 DI」は、08 年夏の米リーマン・ショックなどに伴う世界同時不況の影響で大きく低下した（図表 3）。特に東海地方は製造業の集積地域であるため、円高の進行・海外経済の停滞を背景とした輸出減少により、主力産業の自動車などが大きく悪化した。さらに、非製造業も、運輸、卸売、対事業所サービスなど、製造業の不振が波及し悪化した。09 年半ば以降は、エコカー購入補助金制度や海外経済の回復による輸出増などに牽引され改善が進んだ。

しかし、東日本大震災の影響でサプライチェーンが寸断、一時的に景況感は大幅に悪化した。その後は、サプライチェーンの急速な回復により、主力産業である自動車や関連産業に急速に持ち直しの動きが広がった。11 年下期には、タイ大洪水による減産の影響なども受けたが、これらの影響に対する挽回生産で、緩やかに持ち直した。だが、足元は、海外経済の回復ペースの鈍化やエコカー購入補助金終了により悪化に転じる見込みであ



る。

主な指標の動き

以下、主要な分野ごとに、東海 4 県の状況について見ていきたい。

①個人消費

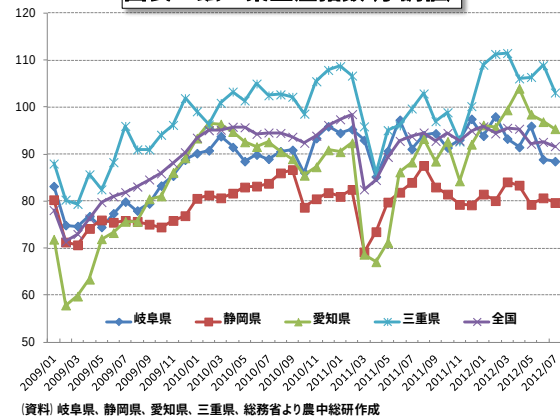
大型小売店販売額（既存店）は、リーマン・ショック以降、前年を下回る水準が続いていたが、エコポイント等の景気対策により、持ち直しの動きが見られた（図表 4）。東日本大震災の影響で、全国は、11 年 3 月に大きく落ち込み、12 年 3 月にその反動で大きく上昇したが、被災地から離れた東海 4 県では、その影響は見られなかった。また、東海 4 県は、概ね全国の水準に合わせて変動しているが、最近では岐阜県が全国の伸びを上回ることが多く、一方、三重県は下回ることが多い。

また、新車販売台数については、10 年 9 月のエコカー購入補助金終了の反動減に加えて、11 年 3 月の震災により大きく落ち込んだ（図表 5）。その後、11 年 9 月以降は、震災で滞った供給体制の回復などから、全国的に見ても持ち直しに向けた動きが続いている。また、11 年 12 月にエコカー購入補助金が復活し、再び販売が大幅に上昇した。しかし、政策効果の息切れや 12 年 9 月の予算切れで足元は減速している。

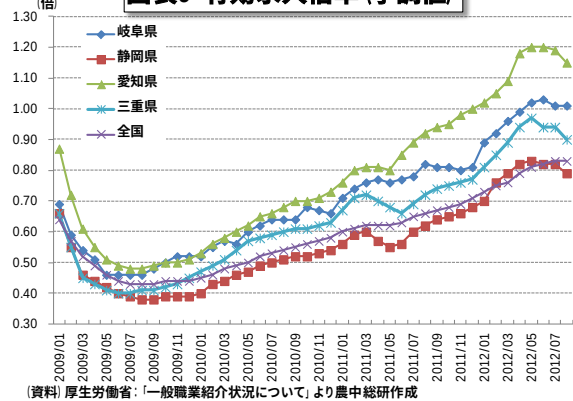
②建設需要

新設住宅着工戸数は、リーマン・ショック以降低水準のまま推移している（図表 6）。住宅ローン減税等の景気対策に支

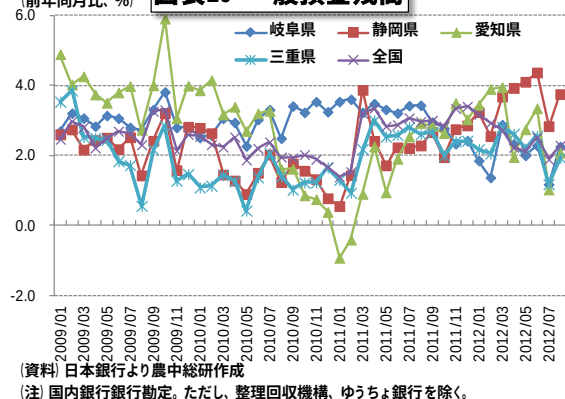
図表8 鉱工業生産指数(季調値)



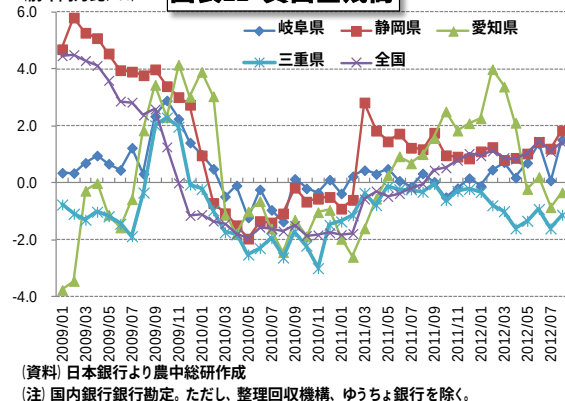
図表9 有効求人倍率(季調値)



図表10 一般預金残高



図表11 貸出金残高



えられ、底堅さはあるものの、雇用・所得環境の低迷が続いていることや住宅ストックの増加に伴い、当面同水準で推移するとみられる。ただし、14年4月の消費税率引き上げ（5%→8%）までに、駆け込み需要が顕在化する可能性がある。

公共工事請負金額について過去1年を振り返ると、全国的には、東日本大震災の復興などで増加しているが、東海地方の公共投資は財政制約が強く全国に比べ低位に推移している（図表7）。ただし、三重県については、紀伊半島大水害からの復旧・復興を目的とする補正予算の押し上げ効果が持続したことや、新名神高速道路の整備事業などが公共投資全体を押し上げる動きも見てとれる。

③生産活動

鉱工業生産は、指数採用品目に占める自動車などの輸送機械工業の割合が特に高い愛知県や静岡県が、リーマン・ショックを契機とした輸出の急激な悪化や、東日本大震災による部品の供給不足などの影響を大きく受けた（図表8）。だが、経済刺激策の効果などで減少幅は縮小している。

④雇用

有効求人倍率（季調値）は、輸出・生産の持ち直しの動きとともに改善傾向を示している（図表9）。特に震災以降は、自動車の挽回生産を背景に改善が進んでいる。

また、静岡県は、全国平均を割り込むことが多いが、その要因としては、厳しい経営環境に対応する形で、人員・設備

の削減に努めてきたことから、現在の水準を適正だと判断する企業が多く、新規採用に対し慎重な姿勢が根強いのだと思われる。

⑤預金・貸出金

一般預金残高は、全国的な傾向として、2%前後の伸びで推移している。これは、国内経済の停滞で厳しい雇用・所得環境が続いていることや、震災の影響なども加わったことで、今後の生活に対する不安が高まり、貯蓄して将来に備える傾向が強まったためである（図表10）。

東海4県をみると、岐阜県が、3%前後の水準と全国と比べても高めに推移している。また、静岡県の12年以降の上昇は、大手地銀による一時的な高めの金利設定が影響したと思われる。

貸出金残高は、減少傾向にあったが、震災以降は復旧に向けた事業性貸出や地方公共団体向け貸出を中心に増加傾向に転じている（図表11）。特に愛知県などは、エコカー購入補助金の導入期間に合わせて資金需要が変化している。また足元は、自動車の増産に伴う資金需要が一段落している。

おわりに

東海4県のデータを見ると、輸送機械工業の産業に占める割合が高いことから、海外経済や円高の動向、景気刺激策に左右されてきたことが分かった。今後は、欧州債務問題の長期化で欧州向けの自動車部品などの輸出が低迷を続ける可能性があることや日中関係の悪化などの影響が懸念される。

連 載

経済金融用語の基礎知識 <第 19 回>

バルチック海運指数 (上)

安藤 範親

注目される海上輸送

世界の海上輸送量をみると、1985 年の 32 億 9,300 万トンから 2010 年には 83 億 2,800 万トンと約 2.5 倍に拡大している。海運の大量輸送・継続輸送・遠距離輸送機能の発達により、国際物流が拡大、経済のグローバル化進展に大きく貢献している。

その主な運搬物は、石油、鉄鉱石、石炭、穀物等の原料や燃料資源、半製品、最終製品である。これら貨物の種類に応じて、船の種類も、ばら積み船、コンテナ船、自動車運搬船、石油タンカー、LNG タンカーなどさまざまである。

その中でもばら積み船は、主に電力や鉄鋼、食品などの原料を運ぶことから、将来の経済活動を予測する上で注目されており、その動向を知る指標として見られているのが、バルチック海運指数 (Baltic Dry Index: BDI) である。

バルチック海運指数とは

同指数は、海上輸送にかかる用船料(船舶の賃貸借料)の動きを表しており、国際的な海上運賃の指標となっている。英ロンドンのバルチック海運取引所が、海運会社やブローカーなどからスポット(1年以下の短期)契約で運航するばら積み船の用船料を船のサイズ・航路毎に集計し、1985 年 1 月 4 日を 1,000 として指数化、発表している(図表 1)。

このばら積み船は、鉄鉱石・石炭・穀物といったドライカーゴ(Dry Cargo: 液体や生鮮貨物等以外の一般貨物)を運搬する船である。同指数では、用船料を船

の載貨重量別に、パナマ運河を通航できず喜望峰回りとなる 10 万トン以上の大型船のケープサイズ、パナマ運河を通航可能な 6~8 万トンの中型船のパナマックス、4.5~6 万トンの中小型船のスーパーマックス、世界のほとんどの港に入港可能な 1.5~3.5 万トンの小型船のハンディサイズの 4 種類について集計する。

変動する市況

同指数の推移をみると、08 年 5 月 20 日には過去最高の 11,793 を記録したが、同年 12 月 5 日には 663 まで低下、12 年 2 月 3 日には 647 と 25 年ぶりの低水準となっている。これは、リーマンショック以前は、燃料費の上昇に加え、新興国経済の成長が続いたことで、中国や欧州向けの資源輸送の需要が拡大し、船舶の不足感が高まったことが高騰の背景にある。

しかし、高騰時に新船の建造が促された結果、その後の資源需要の落ち込みと新船の竣工により船腹過剰となり、用船料が低落している。このように海運市場の市況変動の波は大きく、海運業への影響も同様に大きい。今回は、この変動要因について理解を深めたい。

図表1 バルチック海運指数



連 載

新興国ウォッチ！ <第6回>

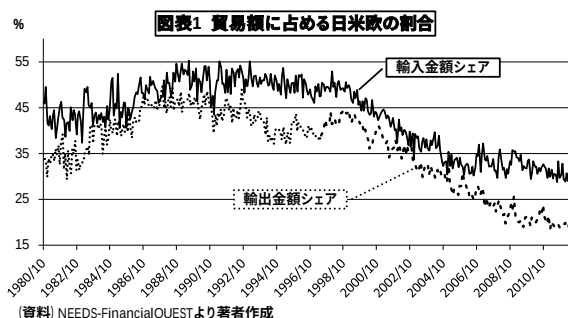
為替制度 (6)：シンガポールにおける通貨バスケット制

多田 忠義

シンガポールにおける為替管理制度

1981年、シンガポールでは「インフレなき経済成長の維持」を政策目標とし、その達成のための手段として、通貨バスケットに基づく変動相場制を採用した。為替相場の管理は、中央銀行の機能を併せ持つ MAS (Monetary Authority of Singapore) が運営し、相場の変動を為替バンド内に抑えるように市場介入を行う。そのため、同国の為替管理制度は「管理変動相場制」と呼ばれることもある。なお、シンガポールにおける貿易総額の対 GDP 比は、2010年で 297.56% と世界第 2 位で、貿易が同国の経済に与える影響は極めて大きく、MAS は為替の安定化に注力している。

MAS はシンガポールの貿易取引実績に基づいた比率で構成される貿易相手国通貨のバスケットを、シンガポールドルの基準為替相場として参照しているが、バスケットの通貨構成は、相場の安定化や投機的取引を制限するため非公開である。一方、三浦 (2001) は、調査機関等が同国の通貨バスケット構成比を、米ドル 45%、円 20%、ユーロ 15%、その他 20% と推測している、と報告した。ただし、近年の日米欧の輸出入金額シェアは低下基調で (図表 1)、MAS は人民元等の他国通貨のシェアを高めている可能性がある。また、近年外資によるシンガポールドル買いが強まっているため MAS は為替介入し、このことが外貨準備



を増加させる一因である (図表 2)。

通貨危機・景気低迷とシンガポール

1997年のアジア通貨危機では、多くの東南アジア諸国が米ドルペック制を採用していたために大きな影響を受けた。他方、シンガポールは比較的大きな影響を受けずに済んだ。これは、通貨バスケット制を採用していたことに加え、MAS が適切に為替相場を運営していたからだ、と赤羽 (2012) や三浦 (2001) は指摘している。また、IT バブル崩壊 (01 年) やリーマンショック等の世界経済の低迷 (08~09 年) でも、シンガポールの経済は短期間で回復した。ゆえに彼らは、同国の為替制度やその運営方法を高く評価し、将来の国際通貨制度を検討する上でも多くの含意があると指摘している。

参考文献

- 赤羽裕 (2012) 「シンガポールから考える通貨バスケットの特性」『日本国際経済学会第 71 回全国大会報告論文』http://www.jsie.jp/Annual_Conferences/71th_Konan_Univ/pdf/8-1_Akabane_paper.pdf (2012 年 10 月 18 日最終確認)。
- 三浦潔 (2001) 「シンガポールの通貨バスケット制度」14-22. 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。



海外の話題

宴のあと

農林中央金庫 ロンドン支店長 曾我 道正

今年も残すところあと数ヶ月。ロンドン市内のショッピング街を貫くオックスフォード・ストリートでは、10月初旬から早々にクリスマスイルミネーションの設置準備が始まっている。少し気が早いようにも思うが、この一年を振り返ってみると、今年ロンドンの大イベントは女王陛下在位60周年に、やはり何と言っても夏のロンドンオリンピック・パラリンピックと言って良からう。

開催へ向けての準備段階では道路や地下鉄の改良工事が相次ぎ、市内随所で道路閉鎖や地下鉄運休などの形で市民生活に少なからぬ影響が及んだ。また、交通インフラの混乱を懸念しはじめた当局が、混雑緩和を狙って大会期間中の在宅勤務や休暇取得、通勤時間・経路の変更を推奨するキャンペーンをはり、直前には期間中の車線規制・通行規制導入が報じられるなど、憂鬱な情報が先行。ロンドンで暮らす者の間には、うんざりムードが広がりつつあった。加えて、公式キャラクター（マンデヴィルとウェンロック）のデザインが若干斬新すぎたのか事前の評判は芳しくなく、いまひとつ盛り上がり欠ける中でスタートを迎えた。しかし、いざ始まってみると雰囲気は一変。開会式もイギリスらしくウィットのきいた演出で、一気にお祭り気分が盛り上がった。パラリンピックも英国が発祥の地であること、地元英国選手が大活躍したことなどから盛り上がり、結果的には両方とも大盛況と言って良いのではないかな。

夢のような宴が終わって1～2ヶ月が経ち、市内東部オリンピック会場近辺では宴のあとの寂しさは否めない。テムズ川を渡るロープウエーも運行は続けられているようだが、平日は誰も乗っていないゴンドラが空しく川を渡っていく姿を見ることもある。ただ、メイン会場となったオリンピックパークはそのまま野晒しにされるわけではなく、欧州随一の広大な都市公園を中心に、商業施設や住宅施設が立ち並び新たなコミュニティとして再開発される計画とのこと。例えば8万人収容のメインスタジアムは終了後に観客席を半分減らせるように解体しやすい設計となっており、水泳競技場も観客席を解体し水深を浅くして市民向けの公営プールに転換する方針で、選手宿泊施設は集合住宅としてリフォームのうえ分譲される予定とのこと。今後数年間は解体、再開発工事でしばらくは槌音が絶えることはなさそうだ。

一方、ロンドン中心部では、タワーブリッジを飾った大きな五輪マークも、市内80数ヶ所に設置された人間等身大の公式キャラクター像も全て撤去され、もうそんな事はすっかり忘れてしまったかのように日常の世界に戻っている。そして来るべきクリスマス商戦へ向けての準備が始まっている。通りに面した大手百貨店では、パリやニューヨークに負けじと、欧米でも人気の草間彌生さんデザインによるディスプレイがウィンドー全面を飾り、独特の水玉模様と本人をイメージした等身大像が華やかな雰囲気を放っている。歴史と伝統に根ざしつつも、異文化や異才を積極的に受け入れ、外の力もうまく取り込みつつ、オリンピックのようなイベントも消化して、次の何か新しいものをこの街は生み出していく。次へ次へ、前へ前へ。この街はしたたかだと思ふ。