

潮流

米国QE3 規模縮小をめぐる

取締役調査第二部長 新谷 弘人

6月から調査第2部で、マクロ経済や市場動向を担当しております。前職の農林中金では、株式投資部など、おもに市場部門でキャリアを積んでまいりました。今後、これまでの経験を活かした情報発信ができれば、と考えています。

さて、5月下旬のFRBバーナンキ議長のQE3の規模縮小の可能性を示唆する発言以降、金融市場は変動を来しました。さらに、6月FOMC後の同議長の会見以降、その流れは一時加速しました。米国国債金利が、素直に大きく上昇する一方、グローバルに株式が調整し、特に新興国の債券・株式・通貨が、資本流出の懸念もあって、大きく下落しました。

当面の金融市場にとって、米国のQE3の規模縮小や終了のタイミング、さらには将来の金融引き締めが、大規模な金融緩和に慣れ切った市場にどのような影響をおよぼすかが、一大関心事かと思われます。とりわけ90年代にみられた、米国金融引き締めから、資金流出による新興国危機が再来するのか、足元では構造改革を志向しつつ無理な成長を求めなくなったとみられる中国経済の行方ともあいまって、重要なテーマとみています。

米国の金融引き締めは、通常米国の長期金利上昇を通じ、新興国投資の魅力（高金利・高成長期待）を相対的に低下させます。米国の金融引き締め局面と新興国の混乱に関してよく話題になるのは、94年のメキシコ危機です。その後も、アジア危機（97年）、ロシア危機（98年）、アルゼンチン危機（01年）と頻発するわけですが、これら新興国が当時と比較してどういう状況にあるのかが、重要な視点になります。たとえば、新興国の状況からみれば、経常赤字やそのファンディングとしての短期資本への依存度、あるいは外貨準備の状況はどうなのか、こうしたなか各国の経済の状況、危機への対応力、政策余地もポイントとなります。また、ドルペッグ制等介入により維持不能な為替レートになっていないかも、ひとつの視点かと思えます。

一方、市場参加者の状況といった観点からは、大規模な緩和からマネーがだぶついているとはいえ、リーマン危機の反省から金融規制が一定の進捗をみているなか、長期的な投資スタンスをとるファンドの増加（ヘッジファンドの相対的な地位低下）等攪乱材料はどうなのか、がポイントとなります。

米国のQE3規模の縮小は、早ければ9月のFOMCで決定される可能性があります。米国経済回復のスピードは緩慢で、引き締め局面を意識するのはかなり先になるものと見られます。この間、上記の観点も含め、情勢変化を追っていきたいと考えています。

情勢判断

国内経済金融

内需主導で緩やかながらも回復基調をたどる国内景気

～一方で新興国リスクへの懸念が高まる～

南 武志

要旨

国内景気は主として底堅さを増しつつある内需に牽引されて、緩やかながらも着実な回復基調をたどっている。輸出についても増加しているものの勢いは鈍く、新興国経済の先行き懸念が高まるなど、増勢が強まる様子は窺えない。なお、先行きについては強力な金融緩和策や大型補正編成の効果、さらには14年4月に予定される消費税増税を前にした駆け込み需要発生などにより、13年度末にかけて景気は堅調に推移するものと思われる。物価については、円安効果などによって下落圧力が解消しつつあるが、2%という物価安定目標を2年後に達成するとの見方は、市場参加者の間では依然として少数意見である。

さて、量的・質的金融緩和(異次元緩和)の導入後、時折乱高下する場面も見られた長期金利であったが、日銀による国債買入れオペの弾力運用などが奏功して、徐々に落ち着きを取り戻しつつある。さらに、5月下旬以降、調整色の強かった株価・為替レートについても、米国量的緩和の規模縮小の可能性を織り込みながら、再び円安・株高基調に戻っている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

| 年/月 項目 | 2013年 | | | 2014年 | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------|
| | 7月 (実績) | 9月 (予想) | 12月 (予想) | 3月 (予想) | 6月 (予想) | |
| 無担保コールレート翌日物 (%) | 0.073 | 0~0.1 | 0~0.1 | 0~0.1 | 0~0.1 | |
| TIBORユーロ円(3M) (%) | 0.2280 | 0.20~0.25 | 0.20~0.25 | 0.20~0.25 | 0.20~0.25 | |
| 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 (%) | 0.785 | 0.65~0.95 | 0.65~1.00 | 0.70~1.05 | 0.70~1.05 |
| | 5年債 (%) | 0.270 | 0.20~0.40 | 0.20~0.45 | 0.25~0.50 | 0.25~0.50 |
| 為替レート | 対ドル (円/ドル) | 100.0 | 97~107 | 100~110 | 100~110 | 100~110 |
| | 対ユーロ (円/ユーロ) | 131.6 | 125~140 | 125~140 | 125~140 | 125~140 |
| 日経平均株価 (円) | 14,658 | 15,500±1,000 | 16,250±1,000 | 15,500±1,000 | 15,250±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)実績は2013年7月22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

最近公表された経済指標からは、国内景気が緩やかながらも、回復基調をたどっていることが見て取れる。日銀短観(6月調査)によれば、代表的な大企業・製造業の業況判断DIは前回3月調査時(▲8)から12ポイント改善の4と、7期ぶりのプラス(「良い」超)となった。先行きも6ポイントの改善を見込むなど、企業経営者の景況感が着実に好転している

ことが確認できた。また、2013年度の設備投資計画調査(全規模・全産業(含む金融機関)、土地投資額を除く、ソフトウェア投資額を含む)についても前年度比6.1%と、12年度実績見込み(同4.3%)の増加率を上回るなど、投資マインドの改善も見て取れる。実際、4~6月期の機械受注(船舶・電力を除く民需)も事前予想(前期比▲1.5%、内閣府集計)を上回り、5四半期ぶりの前期比プラスとな

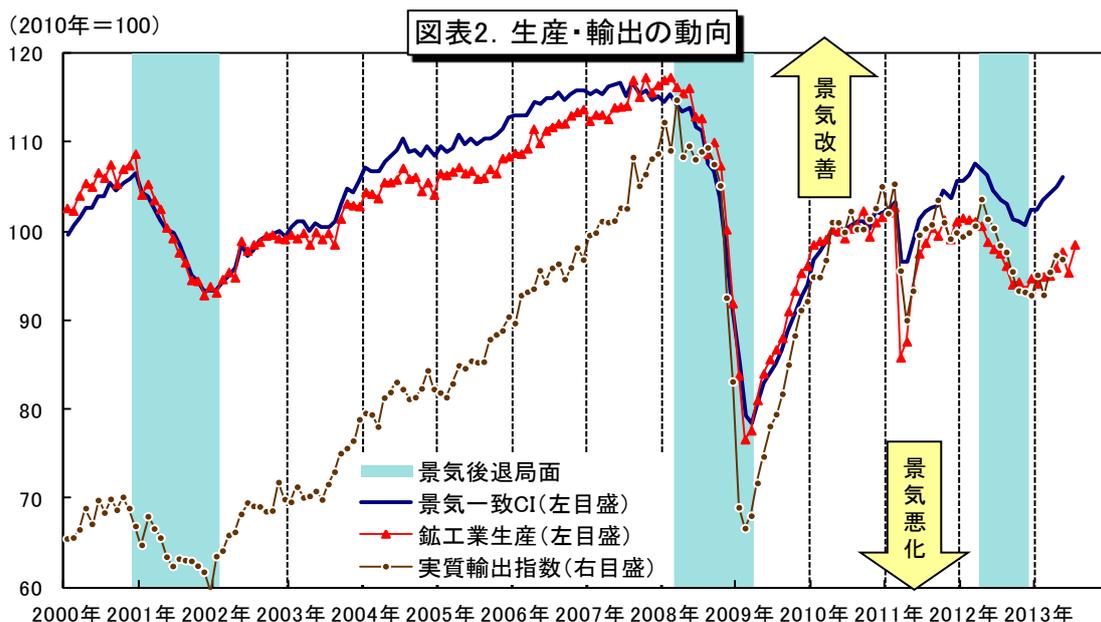
る可能性が濃厚である。加えて、家計のマインドの好転によって、既に堅調に推移している民間消費や住宅建設、さらには大型補正編成に伴う公共投資による下支えもあり、国内景気は回復基調をたどるなど、アベノミクスの第1の矢「大胆な金融緩和」、第2の矢「機動的な財政運営」はこれまでのところ奏功しているといえるだろう。

一方で、外需については、輸出も徐々に増加しつつあるとはいえ、その勢いはまだ鈍く、先行きについても不透明感が拭えない状況にある。米国の量的緩和政策第3弾(QE3)の行方に対する思惑によって、5月下旬以降、世界的に金融資本市場に動揺が見られたが、その動きは新興国市場で特に大きなものとなるなど、これまで堅調とされてきた新興国における経済成長の持続可能性に対する懸念が浮上している。デフレ脱却や成長促進を着実に実現していくにあたり、内外需の両輪揃った成長は不可欠であるだけに、

その動向に注目が集まっている。

なお、景気の先行きに関しては、13年度末にかけて堅調な推移を続ける可能性が高いと思われる。前述のとおり、海外経済には不透明感が根強いものの、少なくとも米国経済については13年下期以降、回復傾向を強めると想定され、円安との相乗効果によって輸出は徐々に回復傾向を強めるだろう。加えて、大型補正など財政拡大の影響や消費税増税を前にした駆け込み需要の発生などで、年度下期にかけて成長率が加速していくと見る。ただし、消費税増税後はその反動で、14年度上期の国内景気が一時的にせよ足踏みする可能性は否めない。

さて、7月21日に行われた参院選において自公の連立与党が圧勝した結果、3年間続いた国会のねじれ現象が解消することとなった。一方で、いわゆる「改憲勢力」が憲法改正の発議に必要な3分の2(162議席)に届かなかったこともあり、安倍内閣の「経済最優先」という路線は



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

(注)鉱工業生産の最後の2ヶ月分は製造工業生産予測指数を適用

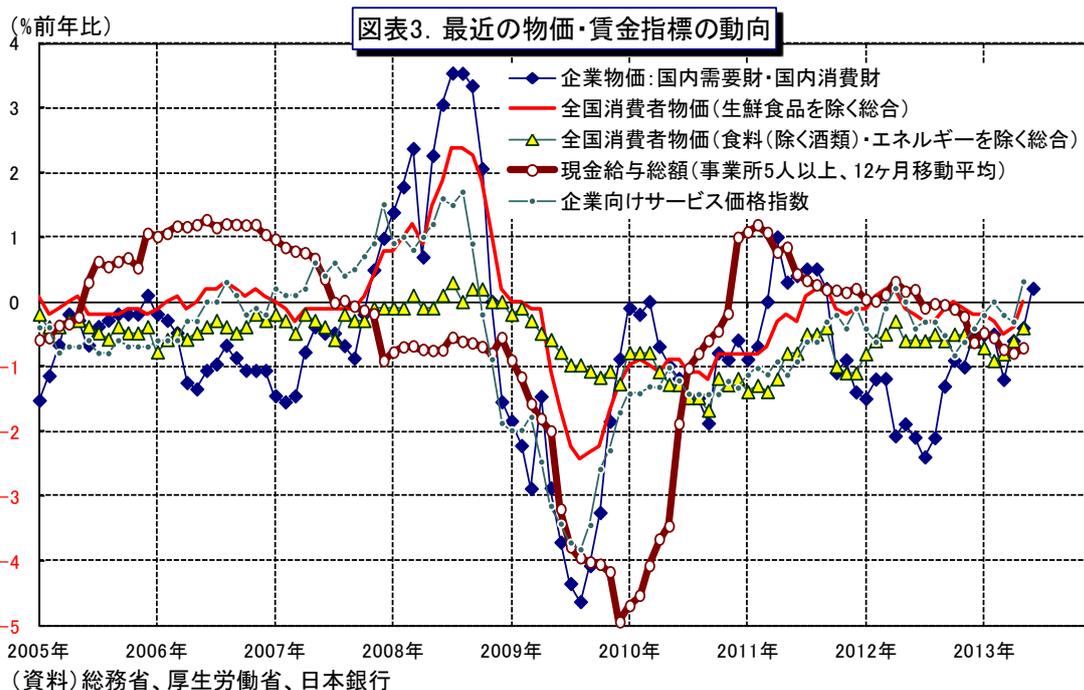
当面は維持される可能性が高まったと思われる。今後は、先の通常国会で廃案・継続審議となった法案成立に加え、6月に閣議決定された成長戦略（産業競争力強化法案など）の速やかな法案化・成立・施行、さらには8月に報告書が取りまとめられる社会保障制度改革、7月19～20日に開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議でも求められた中期的な財政健全化策の策定などへの関心が高まることになるだろう。

加えて、今秋には消費税増税の最終判断が待ち構えている。最近では、安倍内閣の経済顧問でもある浜田宏一内閣官房参与が増税先送りや段階的な税率引き上げの可能性について述べるなど、デフレ脱却途上での増税実施に対する慎重な考えを表明している。実際、7～8兆円規模となる消費税増税が景気の腰折れにつながるリスクもないわけではない。安倍首相は4～6月期の経済指標を勘案しながら総合的に判断するとしているが、野田内閣当

時の3党合意の経緯や財政健全化に向けた政府の姿勢への内外からの評価などを考慮すれば、予定通り増税を実施する可能性は高いものと思われる。

一方、物価動向については、需給バランスが改善しつつあるという側面に加え、円安進行による輸入品の値上がりや電気代・ガソリンなどエネルギーの価格上昇などによって全般的に下落圧力が解消する動きとなっている。5月の全国消費者物価（除く生鮮食品、以下コアCPI）は前年比横ばいと7ヶ月連続の下落を免れた。また、すでに5月時点で前年比プラスに転じた東京都区部や大阪市でも6月には上昇率が一段と拡大した。

先行きに関しても、円安効果や昨年の穀物高の影響、さらには電気代などエネルギー関連の値上げ傾向が徐々に強まると思われ、物価上昇率は徐々に高まり、13年度末には1%前後まで高まる可能性があるだろう。しかし、14年4月の消費税増税後は国内景気がやや停滞する可能



性があり、日銀が目標としている「約 2 年後には 2%程度の物価上昇」の達成は依然厳しいと思われる。

金融政策:現状と見通し

4 月に「量的・質的金融緩和（以下、異次元緩和）」の導入を決定した日本銀行は、黒田総裁が「政策の逐次投入」はやらないとの発言通り、これまでのところ、その効果の見極めに注力している。

異次元緩和導入以降、ボラタイルな動きが続いてきた長期金利についても、QE3 の規模縮小を巡る動揺をこなしつつ、全般的に落ち着きつつある。日銀としては国債買入れオペの弾力化（回数を増やし、1 回当たりの規模を縮小など）などによって長期金利の過度な変動の抑制に努めてきたが、そうした効果が浸透しつつあるといえるだろう。今後も必要に応じて何らかの対策を講じる可能性はあると思われる。

なお、7 月の金融政策決定会合後には

「展望レポート」中間評価が公表されたが、これによると 13~14 年度の経済成長率・物価上昇率の見通し（大勢見通し）は若干下方修正されたものの、15 年度には 2%程度まで物価上昇率が高まるとの見通しが 4 月に続いて示されるなど、2 年程度で物価安定目標を達成する姿勢には変わりはない。

先行きの金融政策に関しては、よほど特別な事情でもない限り、基本的な政策の枠組みはしばらく維持されると思われる。具体的には 14 年 4 月に予定されている消費税増税による景気・物価などへの影響を確認し、15 年度上期あたりで 2%の物価上昇が達成できるかどうか見極めた上で、必要であれば追加策を検討することになるだろう。

金融市場:現状・見通し・注目点

5 月下旬以降、それまでの円安・株高の流れが一変したが、6 月下旬までにはその調整がほぼ終了し、足元では円安・



株高基調に戻っている。長期金利についてもボラタイルな動きは収束し、落ち着きを取り戻しつつある。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

異次元緩和の導入決定直後までは長期金利（新発 10 年物国債利回り）は一時 0.315% といった史上最低水準を更新するなど低下基調をたどったが、導入後は水準を切り上げるとともに乱高下を繰り返すといった展開が続いた。これに対し、日銀は国債買入れオペなどを弾力化することで、それを抑制しようとしたが、なかなか沈静化することができなかった。

とはいえ、JGB 市場参加者の大多数は国内機関投資家であり、彼らにとって預貯金や保険料収入の増加ペースなどに比べて、貸出の増加ペースが高まっているわけでもなく、かつリスク管理等との関係からポートフォリオ・リバランスが大々的に発生するとは考えづらい。いず

れ、彼らの資金の少なからぬ部分は JGB 市場に戻って来ざるを得ないと思われていたが、実際に 7 月に入ってから長期金利の変動幅は縮小傾向にあり、金利水準も低下気味の推移となっている。

先行きについては、内外景気の回復テンポが徐々に高まっていくとの見通しや、デフレ継続予想の後退などが金利の上昇要因として意識され続けられると思われるが、極めて強力な緩和策の効果浸透は金利上昇圧力を一定程度緩和するだろう。それゆえ、当面の長期金利は概ね 0% 台後半での推移を続けると予想する。

② 株式市場

12 年秋までは概ね 8,000 円台後半で推移していた日経平均株価であったが、その後は衆院解散による政権交代の可能性を意識して上昇傾向が強まり、3 月上旬にはリーマン・ショック（08 年 9 月 15 日）直前の水準を回復した。基本的には、デフレ脱却やそれによる成長促進を目指すアベクロミクスへの期待、さらには米



FRB による QE3 継続の下で堅調な推移を続けた米国株価などに牽引された格好であり、5 月下旬には一時 1 万 6,000 円に迫るまで上昇した。

その後、QE3 の早期縮小観測の浮上やそれに伴う新興国の変調の可能性など海外経済に対する不安感の台頭などにより、世界的に株式相場は急落し、日経平均は一時 1 万 2,000 円台半ばまで調整した。しかし、その調整も 6 月末までには終了し、株価は再び持ち直す傾向にある。当面は米国で金融緩和状態が継続すること、また QE3 の規模縮小が金融引締めを必ずしも意味しないとの見方が浸透したこと、さらに米国の雇用・物価情勢が確実に改善し、それに耐えうるだけの体力が米景気にはあるとの判断の下で QE3 の規模縮小が実施に移されるとの前向きな評価が広まりつつあることが背景にあると見られる。

なお、当面は QE3 の規模縮小や新興国経済の先行きを巡って神経質な展開も予想されるが、アベノミクス「3 本の矢」の着実な実行や円安定着などは、国内経済や企業業績の改善につながることから、株価も基本的には上昇傾向を維持するものと思われる。ただし、その前提となる海外経済の堅調さに不安が浮上すれば、調整する場面もあるだろう。

③ 外国為替市場

12 年 11 月中旬以降、経済政策の転換、特に大胆な金融緩和策に対する期待、さらには東日本大震災後に継続的に貿易赤字が発生していたこともあり、円高修正の動きが本格化した。11 月中旬まで 1 ドル＝80 円割れが続いていた対ドルレートは、5 月中旬には 4 年 1 ヶ月ぶりに 100

円台となった。対ユーロでも 11 月中旬の 100 円前半の水準から 130 円台まで円安ユーロ高が進んだ。しかし、5 月下旬には、QE3 の早期縮小を巡る思惑が交錯してリスクオフの流れが強まり、為替レートは対ドルで 94 円前後、対ユーロで 125 円前後まで円高が進んだ。

その後、市場参加者が QE3 の規模縮小というリスクの織り込みを終え、米経済指標の改善を素直に評価し始めたこと、さらにはバーナンキ議長が金融緩和を当面継続することの必要性を強調したこともあり、6 月下旬以降は再び円安基調に戻っている。

先行きについても、緩やかな円安傾向が継続すると思われる。なお、年内にも QE3 規模縮小が着手される可能性もあり、その場合には基本的には円安圧力が一段と強まると見られる。しかし、それが新興国リスクをさらに意識させることになれば、一時的に円高に振れることもありうるだろう。

(2013. 7. 22 現在)

情勢判断

海外経済金融

緩やかな回復基調が続く米国経済

木村 俊文

要旨

米国経済は、雇用環境の改善や住宅市場の持ち直しなどを背景に個人消費が底堅く推移しているほか、生産活動や設備投資にも復調の兆しが出ており、緩やかな回復基調が続いている。こうしたなか、FRB 議長が講演や議会証言で当面は現行の緩和策を継続する方針を示唆したことから、QE3 の早期縮小観測はやや後退した。

経済指標は底堅い動き

最近発表された米経済指標は、総じて改善の動きを示している。まず、雇用関連では、6月の雇用統計で失業率は7.6%と前月と変わらなかったものの、非農業部門雇用者数が前月差19.5万人増と事前予想(16.5万人)を上回った。また、直近2ヶ月分についても前月(17.5万人、19.5万人)前々月(14.9万人、19.9万人)と計7.0万人上方修正された。6月の雇用者数は製造業が4ヶ月連続で減少したものの、建設業が増加幅を拡大したほか、ビジネスサービスや小売業を中心に非製造業が全体を押し上げた。ただし、連邦政府部門が強制歳出削減の影響を受け減少傾向にあり、注意が必要である。

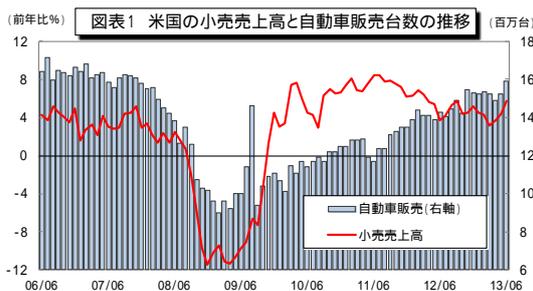
個人消費は、6月の小売売上高が前月比0.4%と前月(0.5%)から鈍化したものの、3ヶ月連続で増加した。自動車関連の売上高が好調に推移していることが

特徴の一つであり、引き続き買い替え需要を背景に好調さを維持すると考えられる(図表1)。

ただし、7月の消費者信頼感指数(ミシガン大学、速報値)は、先行きの景気や雇用に対する楽観的な見方がやや後退したことなどから83.9と前月(84.1)から小幅低下した。依然として約6年ぶりの高水準にあるとはいえ、マインド悪化を受けて消費が抑制される可能性もある。

住宅関連では、6月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が83.6万件と前月(92.8万件)を大きく下回ったほか、先行指標となる着工許可件数も91.1万件と前月(98.5万件)から減少し、予想外の減少となった。ただし、6月は集合住宅が着工件数(前月比26.2%)、許可件数(同21.4%)ともに急減しており、一時的な要因の可能性が高い。

一方、企業部門では、6月の鉱工業生産指数が前月比0.3%と事前予想(0.2%)を上回った。内訳では、自動車や一般機械が復調したことを受けて製造業が2ヶ月連続で増加したほか、鉱業も増加が継続、公益事業(電気・ガス)についても落ち込みがほぼ解消した。また、民間設備投資の先行指標とされる5月の航空機を除く非国防資本財受注は、前月比1.1%



と事前予想（0.5%）を上回り、3ヶ月連続で増加した。このように鈍化していた企業活動は、足元で持ち直しの兆候を示しており、海外経済の減速懸念はあるものの、好調な内需を背景に年後半にかけて復調する可能性があると考えられる。

QE3の早期縮小観測が後退

連邦準備制度理事会（FRB）のバーナンキ議長は、7月17～18日に半年に一度の定例議会証言を上下両院で行った。とりわけ注目が集まった量的緩和第3弾（QE3）の縮小に関しては、「事前に方針が決まっているわけではない」と証言（17日の下院金融サービス委員会）した上で、FRBの対応は今後の経済指標次第であることを強調した。すなわち、成長率や失業率、インフレ率などがFRBの見通しよりも強ければ迅速にQE3縮小に動き、逆に弱い内容であれば縮小開始を遅らせるか、一時的に購入を拡大させることもあり得るというものである。

これまでQE3の縮小をめぐるのは、同議長が5月22日に「今後数回の会合で資産購入ペースを縮小することは可能」と発言、さらに6月19日には「13年内にQE3縮小に着手し、14年半ばには終了させる可能性がある」との見解を表明。こうしたことを受け、市場では早期縮小観測が強まり、6月末にかけて金利上昇、ドル高、株安となった。しかし、7月10



日の講演では「予見可能な将来にわたって極めて緩和的な金融政策が必要」と、当面は現行の緩和策を継続する方針を示唆したことから早期縮小観測はやや後退した。さらに今回の議会証言を受けて、市場ではQE3縮小が差し迫っていないとの見方からひとまず落ち着きを取り戻しつつあるように見える。

しかしながら、FRBは通常の政策運営に戻していく「出口」に向けて、舵を切るタイミングを模索しているのは確かであり、景気回復が確認できれば年内にQE3縮小に着手すると思われる。

米株価は再び最高値更新

米国の長期金利（10年債利回り）は、6月の雇用統計が予想以上に改善したことを受けてQE3の早期縮小観測が強まり、7月初旬には2.74%と約2年ぶりの高水準に急上昇した（図表2）。しかし、その後は、FRB議長が講演や議会証言で超緩和的な金融政策の必要性に言及したことから早期縮小観測が後退し、7月17日には一時2.5%を下回る水準まで低下した。当面はQE3早期縮小観測の後退を受け低下余地があるものの、先行きは景気回復期待を背景に緩やかな上昇傾向で推移すると想定される。

一方、株式相場はQE3早期縮小観測の後退のほか、好調な企業業績の発表などもあり、堅調な展開となった。ダウ工業株30種平均は7月18日に1万5,500ドル台に乗せ、再び史上最高値を更新した。先行きは米国の4～6月期の実質GDP速報値や7月の雇用統計などの発表を控え様子見の展開が想定されるものの、基調としては景気回復期待から上昇トレンドを維持すると予想される。（13.7.22現在）

情勢判断

海外経済金融

ユーロ圏の危機対応における潜在的なリスクの拡大

～ 米国長期金利上昇などの外部環境変化の中の懸念材料 ～

山口 勝義

要旨

米国長期金利の上昇などの外部環境の変化に伴い危機対応が困難となる可能性が生じているが、その一方で、ユーロ圏の危機対応自体の中にも潜在的なリスクの拡大が認められる。市場の安定に安住することなく、危機感を持った取組みが必要であると考えられる。

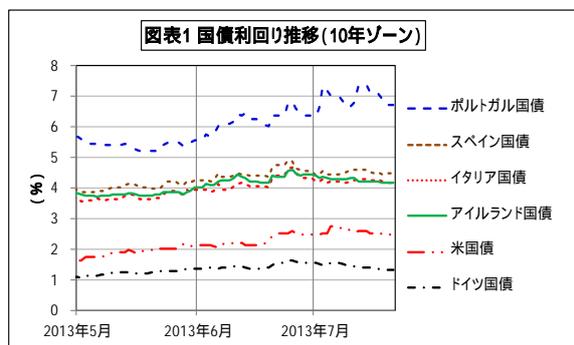
はじめに

米国では、バーナンキ連邦準備制度理事会（FRB）議長が5月22日に量的緩和の早期縮小の可能性を示唆し、さらに6月19日には年内にもその段階的縮小に踏み出す可能性に言及した。世界の市場はこれらに対して敏感に反応し、なかでも新興国では投資マネーの流出によると見られる株式や通貨等の急落が生じた。

この間、独自の材料に揺れたポルトガルやギリシャを除き、ユーロ圏では周辺国も含め市場は相対的には安定した動きとなっている（図表1）。しかしながら、米国経済の回復期待に伴い米国長期債の利回り上昇が予想されるなか、ユーロ圏においても長期金利に対する上昇圧力が強まる可能性がある。

7月4日には、ドラギ欧州中央銀行（ECB）総裁は政策理事会後の記者会見で、先行きの政策についてはコミットを避けてきたこれまでの原則を修正し、政策金利は今後長期にわたり低水準にとどまると言明した。これには、一種のフォワード・ガイダンス（時間軸政策）の手法により、長期金利の安定を図ろうとする ECB の狙いがあるものと考えられる。

実際に、米国経済の回復は輸出競争力が強い国々には追い風となるものの、長



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成。

期金利の上昇は内需の腰折れを招き、また、銀行財務の悪化や国債費の上昇等を通じ、ユーロ圏にとっては大きな負担となることが予想される。また一方では、重要な貿易相手国である中国を含めた新興国経済の減速が懸念材料となっており、これらの国々からのマネー流出が継続する場合には世界経済への影響が拡大することも考えられる。

このように外部環境の変化に伴い今後の危機対応が困難となる可能性がある一方で、最近ではユーロ圏における財政危機対応自体の中にも潜在的なリスクの拡大が認められる。例えば、銀行同盟に向けた取組みでは不透明感が解消されていないほか、ポルトガルやギリシャでは諸改革を進めるうえで困難な状況が表面化している。また、欧州委員会と主要国の間にもぎくしゃくした動きが生じている。

銀行同盟に向けた動き

このうち銀行同盟（バンキング・ユニオン）については、総選挙後のギリシャの政局混迷やスペイン情勢等で市場が揺れ動いていた昨年6月、強い危機感のもと、欧州連合（EU）首脳会議でその実現に向けた取組みを強化することとした。具体的には、ECBを中核とした銀行監督の一元化とそれを前提とした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に向けて基本的な合意に達したほか、統一した銀行の破綻処理の枠組みや預金保険制度の導入についても検討を進めることとした。

それから1年が経過する今年6月には、同月のユーロ圏財務相会合およびEU財務相理事会での合意内容を踏まえ、EU首脳会議では銀行同盟を完成させることに政策のプライオリティがあることを改めて確認した^(注1)。しかしながら、一部には協議の積み残しも認められるなど、銀行同盟の完成に向けた道筋は必ずしも明確にはされていない。

1. 銀行監督の一元化

12年12月のEU首脳会議では早ければ14年3月からの実施を想定したのに対し、現時点では14年半ばと、実施の見通しは後ろ倒しとなっている。

一方、この監督一元化を前提とする銀行への直接的な資本注入については、13年6月のユーロ圏財務相会合において、ESM（最大5,000億ユーロの資金規模）による資本注入の枠組みに合意し、その上限を600億ユーロに設定した。しかしながら、これまで議論があった過去に発生した銀行危機を対象とするかどうかについては明確な方針は示されてはならず、不透明な要素が残されている。

2. 統一した破綻処理の枠組みの導入

13年6月の2回目のEU財務相理事会で、破綻処理に伴う損失負担を債権者にも求め（ペイルイン）安易な公的資金の注入には歯止めをかけること

100千ユーロ以下の預金者には損失負担を求めないこと

非ユーロ圏の国々やフランスの意見を踏まえ、各国の金融当局にある程度の裁量権を付与すること

を含む破綻処理の統一ルールに合意した。

しかし、欧州委員会は13年秋の欧州議会との合意、15年1月からの適用を目指してはいるものの、議会との協議にさらに時間を要する可能性も指摘されている。

一方、以上の統一ルールに加え、その実際面での運用に当たっては、破綻処理権限を明確化することが重要である。このため、ユーロ圏での単一の破綻処理機関の創設や銀行の資金拠出による破綻処理基金の設立を含めた提案が、7月に入ってから欧州委員会により行われた^(注2)。ここでは、銀行の救済や閉鎖にかかる最終権限を同委員会に委ねることとしている。

ところが、ドイツはこれらの権限を統一した機関に移す場合には財政経済政策の統合が前提となるとし、またEU条約の改正が必要になると主張している。調整には難航が予想され、欧州委員会が想定する13年末までのEU首脳会議での合意、14年5月の欧州議会選挙前の議会決議、15年1月からの導入は困難と考えられる。

3. 統一した預金保険制度の導入

欧州委員会は、現在のところ各国別の仕組みを維持することとしている。上記の破綻処理基金と同様、自国の資金が他国の銀行破綻に際して使用される可能性を含むため、統一化は困難な課題である。

ポルトガルとギリシャの情勢

一方で個別国の動向に目を転じれば、先行きの不透明感が強まるキプロス^(注3)の他に、最近ではポルトガルやギリシャにおいても、特に政治面での困難な状況が表面化しつつある。

1. ポルトガルの情勢

国際通貨基金（IMF）は、13年6月、ポルトガルにかかる7回目となる四半期ごとの評価報告書^(注4)を公表した。

IMFは、諸改革については前向きな取組みがなされているとはしながらも、経済競争力を押し上げる効果が十分ではなく、経済回復の実現が困難になっているとし、財政状況についても弱い状況が継続しているとしている。また、改革に対する国内の社会的・政治的な支持が揺らいできているとも指摘している。

ポルトガルでは、憲法裁判所が公務員等の休暇手当の削減に対して12年7月に違憲判決を下したのに続き、13年4月にも、13年予算に盛り込まれた公務員の給与削減や年金の減額について差別的な措置として同様に違憲判決を下した。こうした事例に示されるように、同国における財政改革の選択肢は限られてきている。

当初は与野党間の協力体制により改革を進めてきたポルトガルであるが、13年4月には、国際支援の条件再交渉を求める野党がコエリョ首相率いる中道右派連合政権に対し不信任案を提出する動きも現れている。また、7月1日に突如辞任を表明したガスパール財務相が、辞任理由として緊縮財政に対する世論の強い風当たりを挙げている点も注目される。

ポルトガルでは、14年央には現行のEUおよびIMFによる国際支援プログラムの新規融資実行が終了する。同国では13年

1月の5年物国債の発行に続き同年5月には10年物国債の発行を成功させたものの、本格的な市場復帰への道筋は依然不透明であり、関係各国の間では追加支援の必要性が意識され始めている。

こうしたなか、7月2日には連立与党・民衆党党首であるポルタス外相が、ガスパール財務相の後任人事に反発し辞任を表明し、一挙に連立政権崩壊のリスクが高まった。19日には与野党間の協議が決裂し、カバコシルバ大統領に今後の対応を委ねるなど、ポルトガルにおける政治面の脆さが表面化することとなっている。

2. ギリシャの情勢

IMFが13年6月に公表した新たな支援策のもとでの3回目となる四半期評価報告書^(注5)では、ギリシャの公的債務水準への懸念が続いており、支援策の見直しが必要になる可能性があるとして指摘している。

特に公務員改革や徴税制度改革の遅延は顕著であり、7月のユーロ圏財務相会合で最終的に次回支援実行は分割方式で承認されはしたものの、ギリシャの置かれた厳しい状況が改めて明確にされた。

一方、6月11日、サマラス首相が国営放送ERTの一時閉鎖を発表したのに対し、これに強く反発する民主左派が6月21日、政権からの離脱を明らかにした。この結果、今では2党からなる連立政権の合計議席数は総議員定数300議席の中で153議席にまで減少し、今後の改革の実行には一層不透明感が強まることとなった。

あわせて、5月にはIMFがギリシャの当初支援には債務再編を先送りするなどの誤りがあったとする報告書^(注6)を公表したのに対し、欧州委員会が強く反発するなど、支援側の考え方の相違も浮き彫りになっている。

おわりに

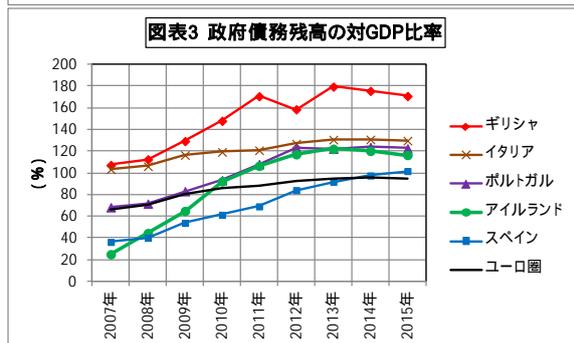
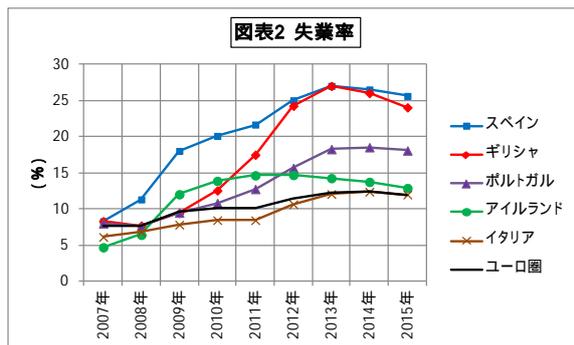
他にも、ユーロ圏では危機対応での一体感の低下を示す動きが見られている。

例えば、13年5月、オランダ仏大統領は欧州委員会から財政赤字目標達成期限の2年延長の見返りとして改革への取り組み強化を求められたのに対し、欧州委員会はフランスの改革を指図すべきではないと発言し、大方の批判を浴びた。わずか数日前の独仏首脳会談においては、域内の財政経済政策をきめ細かく調整することで一致していたため、この発言は特に大きな違和感をもって受け止められた。続けて6月には、モンブール仏生産再建大臣がバローゾ欧州委員会委員長を極右ナショナル・フロントへの支持増加の原因と非難したほか、ブリック仏貿易大臣が同委員長は任期中その役割を果たしてこなかったと発言するなど、フランスの要人発言の唐突さが目立っている。

以上に見たように、ユーロ圏では昨秋以来の市場の安定の一方で、様々な面で潜在的なリスクの拡大が認められる。しかし現実には失業率が高止まりするなど各国の経済情勢は引続き厳しく(図表2)また、国民の多大の負担にもかかわらず財政改革には必ずしも十分な成果は認められていない(図表3)。

こうした状況に対しては、全ての対策は9月のドイツの選挙終了後に、との見方も多いが、ドイツでは連立政権に参加する政党の組替えとなる可能性も大きく、政策の調整に手間取ることも考えられる。さらに、14年5月の欧州議会選挙ではポピュリスト政党が勢力を伸ばし、同年7月の欧州委員会委員長の選出に当たって想定外の力学が働く可能性もある。

外部環境が大きな転機に差し掛かって



(資料) 図表2および3は、IMF(13年4月)“World Economic Outlook”(WEO)のデータから農中総研作成。
(注) 13年以降はIMFによる予測値。

いる今こそ、ユーロ圏では市場の安定に安住することなく、危機感を持った取組みが求められているのではないだろうか。
(2013年7月22日現在)

<参考文献>

- Eurogroup (June 20, 2013) “ESM direct bank recapitalisation instrument –Main features of the operational framework and way forward-”
- Council of the European Union (June 27, 2013) “Council agrees position on bank resolution”
- European Council (June 28, 2013) “European Council, 27/28 June 2013, Conclusions”
- IMF (June 12, 2013) “Portugal: Seventh Review under the Extended Arrangement and Request for Modification of End-June Performance Criteria”
- IMF (May 20, 2013) “Greece: Third Review under the Extended Arrangement under the Extended Fund Facility”
- IMF (April 26, 2013) “Sovereign Debt Restructuring – Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework”

(注1) <参考文献> ~ による。

(注2) 次を参照されたい。

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/banking-union/index_en.htm

(注3) 次を参照されたい。

・ 山口勝義「落ち着きを取り戻したユーロ圏の市場と財政危機の今後～足元で高まるキプロスを巡る不透明感～」(『金融市場』13年7月号)

(注4) <参考文献> を参照されたい。

(注5) <参考文献> を参照されたい。

(注6) <参考文献> を参照されたい。

情勢判断

海外経済金融

中国経済：年後半にかけて7%台成長を維持

王 雷軒

要旨

消費が小幅改善したものの、輸出の低迷と固定資産投資の小幅減速によって、13年4～6月期の実質GDPは前年比7.5%と1～3月期(同7.7%)から小幅鈍化した。中国政府は構造改革を優先していることから、年後半にかけて景気加速が見込める状況にはない。一方、貸出金利の規制撤廃について、金利の全面的自由化に向けて一步を踏み出したと評価できるが、現時点では企業などの資金調達コストの低下にはつながりにくいと思われる。

輸出・投資の不振で景気は小幅減速

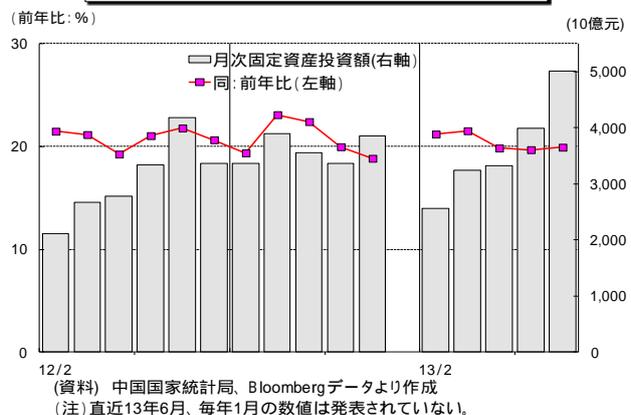
2013年3月に本格始動した習近平新政権が事前予想に反して景気対策を打ち出さなかったこともあり、固定資産投資の鈍化、輸出の低迷などを受けて、4～6月期の実質GDP成長率は前年比7.5%と、1～3月期(同7.7%)から小幅鈍化した。その結果、13年上半期の実質GDP成長率は同7.6%となった。

このように、中国経済は小幅減速したが、13年前半に新規雇用者数が725万人と、前年比31万人増の状況にあること、国民の収入も増えていること、物価も比較的安定的に推移したことなどから、中国政府は13年の成長目標7.5%を下回ることなく、比較的安定的な成長を達成したと認識している。以下、GDPの需要項目別の動向などを見てみよう。

まず、消費については、四半期では4～6月期は前年比10.5%と、1～3月期(同9.8%)から緩やかではあるが、持ち直してきた。ただし、月次ベースでは、6月の社会商品小売総額(物価上昇の影響を除いた実質)は前年比11.7%と、5月(12.1%)から伸びが小幅鈍化している。先行きについても、企業収益の悪化や株価の低迷が消費者マインドの低下につながる可能性もあるため、回復力は強まら

ないと思われる。

図表1 中国の固定資産投資(農村家計を除く)の動向



投資については、底堅いとはいえ、4～6月期の固定資産投資(農村家計を除く)の伸びは1～3月期から鈍化した。輸送や水利などのインフラ向けの投資が堅調に伸びたものの、製造業や不動産向けの投資が鈍化した影響が出ている。ただし、単月では、6月は前年比19.9%と、5月(19.7%)から伸びがやや高まっている(図表1)。先行きについても、底堅く推移すると見られるが、不動産抑制政策の実施や、過剰生産能力の調整などを受けて不動産・製造業向けの投資は今後も低調と想定されるため、投資全体の伸びが高まらない状況が続くだろう。

また、4～6月期の輸出も前年比7.9%と1～3月期(同18.3%)から大幅鈍化した。月次ベースで見ても6月の輸出は

前年比 1.0%と5月(同1.2%)から伸びが鈍化した。今後は、日米経済の緩やかな回復に伴い、輸出が改善される可能性があるが見るが、人民元高などによって輸出の大幅な増加は見込めないと考えられる。

以上の内容から総合的に見れば、消費が小幅改善したものの、投資・輸出の鈍化によって中国経済は小幅に減速した。足元では、投資がやや持ち直しつつあるとはいえ、輸出の低迷や消費回復の力不足などから、景気加速の様子は見られていない。

物価動向については、6月の消費者物価指数(CPI)は食料品価格の上昇などを受けて前年比2.7%と5月(同2.1%)から上昇幅が拡大した。しかしながら、13年のCPI目標値である「3.5%前後」を下回るなど、比較的低水準で推移している。

一方、7月18日に発表された6月の主要70都市住宅価格統計では、新築住宅価格指数(保障性住宅を除く)が前月比で上昇した都市数は63、下落した都市が5と、住宅価格は依然上昇基調にあることが見て取れる。

金融機関の貸出金利規制は撤廃へ

これまでの大量の資金供給が収まったことや、海外資金の流入がかなり細まったことなどを背景に、6月のマネーサプライ(M2)は前年比14.0%と5月(同15.8%)から鈍化した。また、実体経済への総与信量を示す6月の社会融資総額(新規額)も1.04兆人民元で5月(1.19兆元)から減少した。今後の金融政策については、産業の高度化にとって緩和はむしろ弊害になるとの意見が根強いほか、住宅価格が上昇基調にあることなどから、中国人民銀行(中央銀行)は金融緩和に

踏み切る可能性は低いと見られる。

一方、6月に入り銀行間取引金利(SHIBOR)が一時的要因により急上昇した場面があったが、中国人民銀行が一部の銀行に資金供給を行ったこともあり、7月に入り、落ち着きを取り戻した。こうしたなか、7月19日に中国人民銀行は、「金利の市場化に向けての改革を一層推進する」と発表した。具体的な内容は以下のとおりである。

金融機関の貸出金利の下限規制(貸出基準金利の0.7倍)を撤廃する、手形割引金利規制(中国人民銀行の手形再割引金利に基づいて設定されてきた)も撤廃する、農村信用合作社(農村金融機関)の貸出金利の上限規制(貸出基準金利の2.3倍)も撤廃する、個人向け住宅ローンの金利下限規制(貸出基準金利の0.7倍)については引続き維持する。

このような貸出金利の規制撤廃は、金融機関間の競争が促され、企業などの資金調達コストの低下には一定の効果が期待される。しかし、実際に金融機関が貸出基準金利以下で貸し出しているケースが全体の11.4%(13年3月時点)といった現状から見れば、現時点では、貸出金利の自由化は企業などの資金調達コストの低下にはすぐ貢献しないだろう。

最後に、景気の先行きについて述べておきたい。以上の通り、中国政府が過剰投資の抑制、産業の高度化を意図的に推進しているため、金融緩和、景気刺激策を打ち出す可能性は低い。このため、先行きの景気加速が見込める状況ではないが、消費や投資が底堅く推移していることから、成長率は急低下することなく、13年は7%台後半の成長を維持することが可能であろう。

(13年7月22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

6月18～19日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、政策金利（0～0.25%）を据え置き、今後も失業率が6.5%を上回り、向こう1～2年のインフレ見通しがFOMCの長期目標である2%から0.5%ポイント以内に収まると予想される限り、これを維持する方針を決めた。また、月額850億ドルの資産を買い入れる量的緩和策（QE3）については、バーナンキ議長の発言からFOMC後に早期縮小懸念が高まったものの、7月10日の同議長の講演で金融緩和策の必要性が強調されたことなどから、QE3の早期縮小懸念は再び後退している。

米国経済をみると、6月の雇用統計の失業率は7.6%と前月から横ばいだったものの、非農業部門雇用者数は前月比19.5万人と事前予測を上回り、4～5月の雇用者数もそれぞれ上方修正された。そのほかの経済指標にも底堅さがみられるなど、米国経済の緩やかな改善は続いている。

国内金融・経済

7月10～11日の日銀金融政策決定会合で、マネタリーベースを年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調整を行うことを軸とし、これにより2年程度で2%の「物価安定目標」を実現することを掲げる量的・質的金融緩和の維持が決定した。

経済指標をみると、日銀短観（6月調査）の業況判断DI（大企業製造業）は4と、前回3月から12ポイントの大幅改善となったほか、先行き9月も10と改善が予想されている。また、5月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比10.5%と2ヶ月ぶりに増加した。さらに、5月の鉱工業生産指数（2010年基準、確報値）も、前月比1.9%と4ヶ月連続で上昇した。このように、国内経済は緩やかに回復している。

金利・株価・為替

長期金利（新発10年国債利回り）は、各国の金融緩和策への思惑や米国長期金利の動向、国債入札の結果に左右されつつも、日銀の買入れオペ政策の継続期待等の中で低下圧力の強い展開が続いており、5月下旬以降は概ね0.8%台とボックス圏での推移となっている。

日経平均株価は、5月下旬に15,900円台まで上昇したものの、6月半ばには円高・ドル安方向への反転などを受けて一時12,400円台まで下落した。しかし、その後は国内外の経済指標の改善や米国株式相場の上昇、円安などを背景に上昇に転じ、7月半ばには一時14,900円台を回復した。

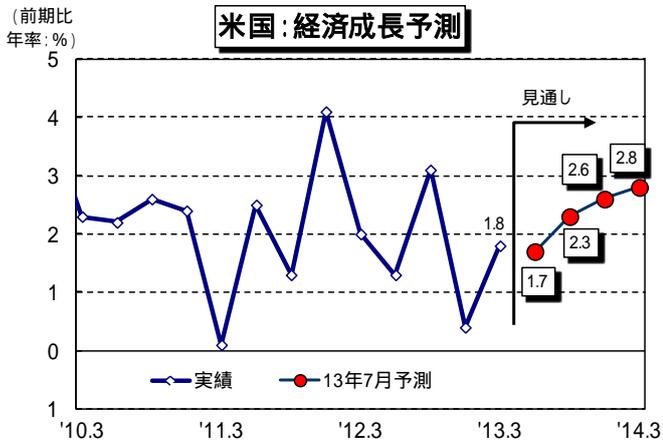
外国為替市場のドル円相場は、6月中旬に一時1ドル＝93円台後半まで円高が進行したものの、FOMC後にQE3の早期縮小懸念が高まったことなどから円安・ドル高方向に反転。その後も米雇用統計の改善などから円安・ドル高が進行し、7月上旬には一時1ドル＝101円台前半を付けた。しかし、7月半ば以降は、QE3早期縮小観測が後退する一方で米経済指標の回復も顕著となるなどしたことから、1ドル＝100円前後での揉み合いとなっている。

原油相場

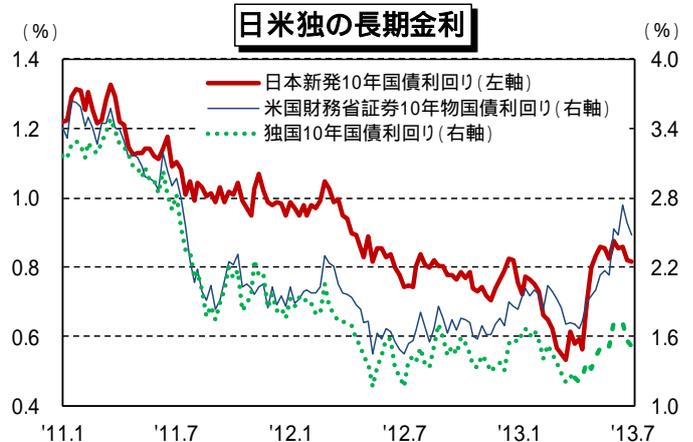
原油相場（ニューヨーク原油先物・WTI期近）は、中国の景気減速懸念などが低下リスクとなる一方、米国景気の回復基調の強まりや中東・北アフリカの地政学的リスクの高まりなどが相場を押し上げており、7月後半には1バレル＝108ドル台と年初来の高値水準で推移している。

（2013.7.22現在）

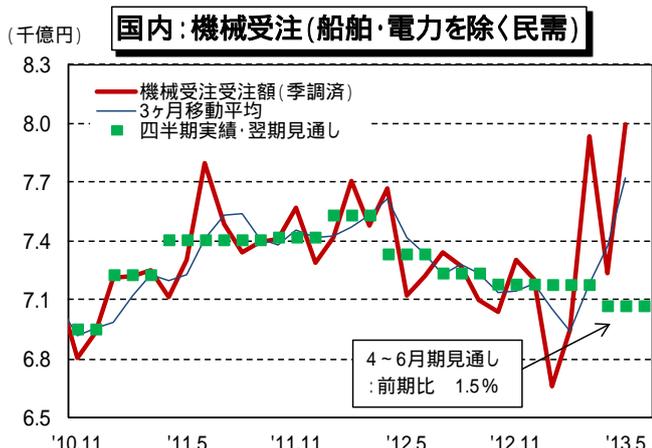
内外の経済・金融グラフ



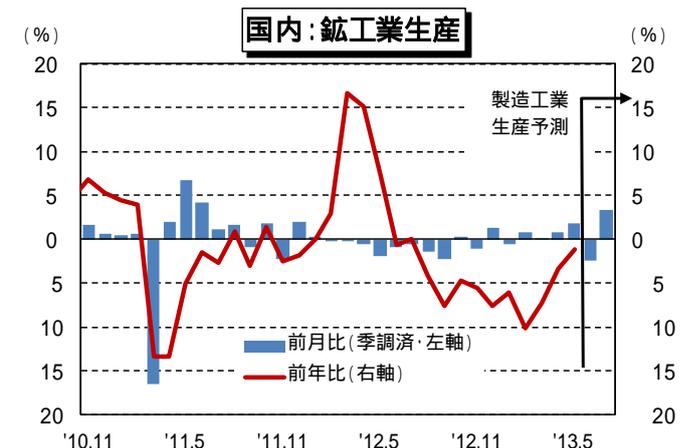
(資料) Bloomberg (米商務省) より作成。見通しはBloomberg社調査



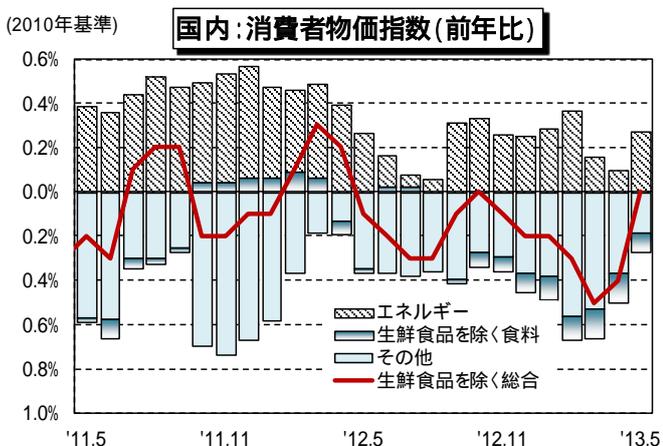
(資料) Bloombergより作成



(資料) Bloomberg (内閣府「機械受注統計」) より作成



(資料) Bloomberg (経済産業省「鉱工業生産」) より作成



(資料) 日経NEEDS-FQ (総務省「消費者物価指数」) より作成



(資料) Bloombergより作成

詳しくは当社ホームページ (<http://www.nochuri.co.jp>) の「今月の経済・金融情勢」へ

今月の焦点

海外経済金融

中国のインターバンク市場の金利動向

王 雷軒

2013年6月に中国の短期金利の急上昇を受けて SHIBOR という短期金利の指標が注目されている。本稿では、中国のインターバンク市場の仕組みを紹介したうえで、最近の短期金利の動向などについて述べてみたい。

インターバンク市場の仕組み

中国のインターバンク市場は主に、銀行間コール市場、銀行間債券市場、銀行間手形市場の3つに区分される。

まず、銀行間コール市場について見てみたい。96年1月に中国人民銀行は、上海で全国銀行間コール市場を創設した。実際に行われた取引の加重平均金利は、全国銀行間コールレート(China Inter Bank Offered Rate: CHIBOR)とし公表されている。

07年に公表された「コール市場管理方法」によってコール市場の参加者も大幅に拡大した。中国資本の金融機関だけではなく、外資銀行の支店なども中国人民銀行に申請すれば市場に参加することができるようになった。また、コール取引は相対取引方式で取引双方が自ら商談し、金利も取引双方の合意で決める。

しかし、CHIBOR は実際の取引がない日に値がつかない時もあり、07年1月から上海銀行間市場金利(Shanghai Inter Bank Offered Rate: SHIBOR)の公表も始まっている。SHIBOR は、CHIBOR と比較して、取引を伴わない参照金利の平均金利であり、毎営業日に値がつくという意味で LIBOR に近い、公表されている種類は、翌日物など8種類と、参考で非公表とされている3週

間物など8種類、計16種類とカテゴリが多いといったことから、指標金利としての機能を果たしている。

ただし、12年に発表された SHIBOR の値付け参照銀行は、中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行などの18行に限定されている。

12年のコール市場の取引状況を見ると、取引総額は46.7兆円で、前年比39.7%増加した。国有商業銀行が資金の出し手で、取引は翌日物に集中している。

次に、銀行間債券市場について見てみよう。同市場の参加者は最初16の商業銀行に限られていたが、現在は全ての金融機関に開放した。同市場において、レポ取引と現物取引があるが、前者には質権式レポと買取式レポ(04年導入)がある。

12年の銀行間質権レポ取引量総額は136.6兆円でレポ取引総額(141.6兆元)の97%を占めている。また、銀行間質権レポ取引の内訳を見ると、よく取引しているのは、政策性銀行債(52.5兆元)、政府債(45.6兆元)、中央銀行手形(14.6兆元)である。

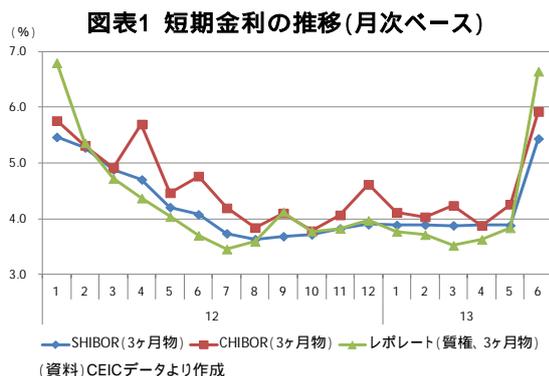
銀行間債券市場でも、翌日物は取引の中心となっている。また、レポ市場での資金出し手は、中国資本の大手銀行(中国工商銀行など4大銀行+国家開発銀行+交通銀行+郵政貯蓄銀行計7行)である。12年に中国資本の大手銀行はレポ取引を通じて資金の取り手である中国資本の中小銀行や証券会社・投資ファンドなどに55.1兆元の資金を提供した。

最後に、銀行間手形市場について見てみよう。上海や広州などの商業発達地域で地

域ごとの手形市場は形成されているが、全国統一の市場になっていない。銀行間の手形割引総額は99年の0.5兆元から12年の31.6兆元に増加した。一方、中国人民銀行の再割引金額は99年の1,150億元から05年の25億元まで減少した。このこともあり、13年7月20日に銀行間の手形割引金利が自由化になった。

様々な短期金利

これまで見てきたとおり、膨大な余裕資金を抱える中国資本の大手銀行が常に資金の出し手で、大手銀行の意向により市場の出来高やレートなどが左右される市場構造になっていると見られる。



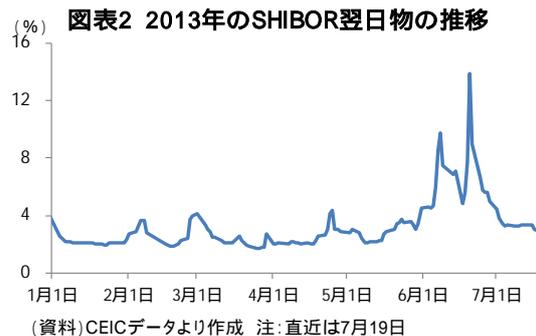
また、市場参加者の絶対数が少ないほか、期間別に見ると取引は翌日物に集中していることなどから、長いタームの金利は不安定な動きになり、レート格差がしばしば見受けられる(図表1)。全体的に裁定が十分に働く市場構造となっていないとも言えよう。

一般に言えば、中央銀行は銀行間市場の貸出金利を政策目標とし、その変化がほかの市場に波及することを期待する。しかし、中国では、市場の参加者が限定されていることもあり、市場間の裁定が完全に働かないため、金利の連動性が十分ではなく、金融政策の有効性が損なわれている可能性がある

と思われる。

最近の短期金利の急騰

中国の短期金利(SHIBOR、翌日物)が13年6月8日に9.6%に急上昇、さらに6月20日には13.4%へ急騰した(図表2)。



中国人民銀行(中央銀行)によれば、今回の短期金利の急上昇の背景は、銀行貸出の増加、四半期末に企業法人税の支払で銀行預金の引き出しが増加、端午節の連休(6月10~12日)に伴う資金需要の増加、国家外貨管理局など金融当局が投機的な資金(ホットマネー)の流入を阻止するための対策によって一部の商業銀行では外貨の購入で人民元需要の増大、銀行の法定預金準備金の支払い、の5点とされている。

これらのほか、市場では、理財商品(Wealth Management Product)の償還に伴う資金需要の増大も原因の一つと認識されている。しかし、中国人民銀行が一部の銀行に資金供給などを行ったこともあり、7月に入り、短期金利は落ち着きを取り戻した(図表2)。

<参考文献>

中国人民銀行(2013年2月)『中国貨幣政策執行報告2012年第4四半期』
張秋華(2012年)『中国の金融システム』日本経済新聞出版社

分析レポート

海外経済金融

最近の新興国通貨下落とインド経済

多田 忠義

要旨

先進諸国での金融緩和によって発生した過剰流動性により、新興国へのマネー流入が増大してきた。しかし、最近では米国における量的緩和第3弾(QE3)の規模縮小が近い将来開始されるとの見方が強まり、新興国の多くで株安、米ドル高が進んだ結果、株価の水準は11年の欧州債務危機や米財政問題が不安視されたときの水準まで下げた。新興国は経常・財政収支ともに赤字であることが多く、短期的な資金の引き上げはファンダメンタルズにさらなる影響を与えかねない。

13年5～6月の対米ドル通貨下落率が大きかった新興国の一つであるインドでは、慢性的な経常・財政赤字の発生や、対外債務増加に直面している。こうした状況下での米ドル高印ルピー安は、インド国内のインフレ上昇に拍車をかけ、経済成長がさらに抑制される可能性が高い。また、さらなる財政赤字の増加は、ルピー安に拍車をかけることから、積極財政による景気対策やインフラ整備は期待できない。

インドでは、IT関連産業が成長し続けるほか、農林水産業も依然として成長を支える一方、欧州向けをはじめ輸出が落ち込んでいることが鉱工業の成長を鈍化させている。人口ボーナスを当面享受でき、また中間層人口の増加が望めるなど、海外から投資の対象となる潜在力は高いものの、構造上のリスクを依然抱えているといえる。

はじめに

本レポートは、最近の新興国通貨安を概観したのち、新興国で特に注目されているインド経済をマクロ経済指標や株価、為替等を用いて検討し、今後の同国経済

を見通すことを目的とする。

新興国における通貨下落

13年5～6月の金融資本市場は世界各地でボラタイルな動きを見せた。きつ

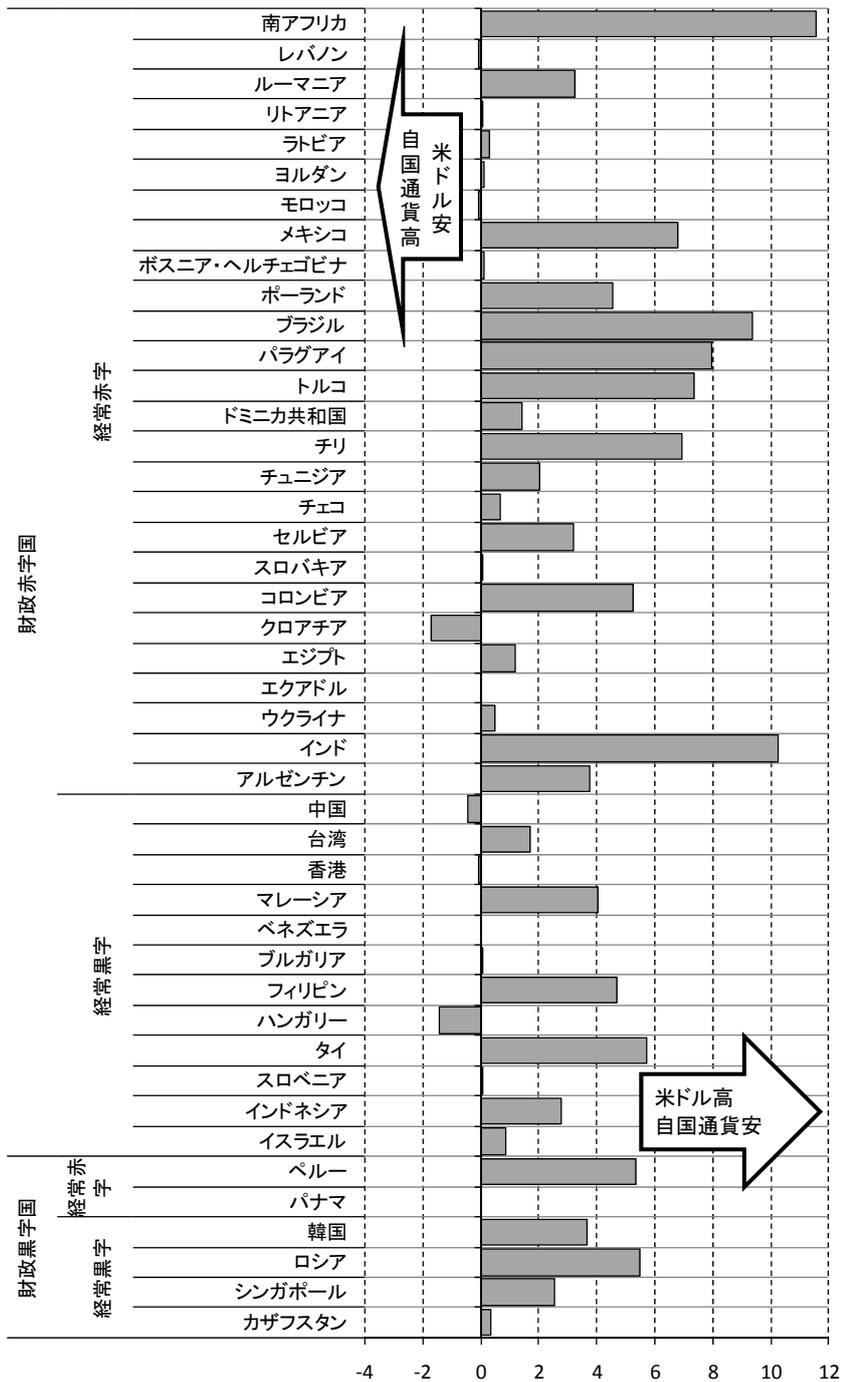
図表1 MSCI Indexと世界全体に占める新興・途上国GDPの割合



(資料) Bloomberg、Datastream (IMF WEO GDP based on PPP share of World total) より作成

(注) MSCI Emerging Markets Indices は、米地域(ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー)、欧州・中東・アフリカ地域(チェコ、エジプト、ギリシャ、ハンガリー、ポーランド、ロシア、南ア、トルコ)、アジア(中国、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、台湾、タイ)の計21の国・地域における浮動株の時価加重平均を1987年12月31日=100として算出。図表のMSCI Emerging/World Indexは2008年8月末を100とした。

図表2 13年5～6月における対ドル騰落率と経常・財政収支(2011年)



(資料)IMF World Economic Outlook Database, Bloomberg CMPT為替レートより著者作成
 (注)IMF(2012)において新興経済国・地域(Emerging Economy)に区分された69カ国のうち、2011年の経常・財政収支データの得られた44カ国を取りまとめた。なお、データの一部はIMFによる予測値である。対米ドルの騰落率は、13年4月30日と同6月28日の終値から算出した。

けは、5月に発表された米雇用統計や、5月22日のバーナンキFRB議長による議会証言で、市場に量的緩和政策第3弾(QE3)の規模縮小を近い将来開始する可能性を示唆したことである。

図表1は、近年の先進国、新興国経済の株価指数(リーマンショック直前の08年8月末を100として指数化)と新興・途上国GDPの世界シェアを示したものである。2000年代の世界景気は、アジア通貨危機、ITバブル崩壊後のリセッションから立ち直り、長期にわたる適度な景気拡大(グレートモデレーション)を経由した後、サブプライムローン問題やリーマンショックによって再び世界同時不況(世界金融危機)に陥った。この間、MSCI World(先進国)IndexよりもMSCI Emerging(新興経済)Indexの方が高い上昇率となっており、新興国ブームが本格化していることを裏付ける。

しかし、2012年下期以降、MSCI Emerging Indexは低下に転じ、足元ではMSCI World Indexが約4年ぶりにエマー

ジング指数を上回った。こうした株価指数の動きを踏まえると、新興国経済は欧州経済の長引く低迷によって徐々に減速し始めていた一方、日米をはじめとする先進諸国の金融緩和政策に一定程度支

られてきたといえる。そんな折、米 FRB のマネー供給が先細るとの懸念が台頭した結果、新興国通貨を売り、米ドルを買う動きが一気に広まったと考えられる。なお、IMF によって新興・途上国経済と区分される地域の GDP が世界 GDP に占める割合は現在 50% を超える水準に達しており（図表 1）、新興・途上国経済の減速が世界経済減速のリスク要素として今後ますます意識されることは間違いない。

次に図表 2 は、IMF（2012）で新興経済に分類された 69 の国・地域のうち、IMF World Economic Outlook Database に経常・財政収支データが得られた 44 ヶ国の対ドル騰落率（13 年 5～6 月）をまとめたものである。多くの新興国で、押し並べてドル高（＝自国通貨安）が進んだことを示している。もっとも目を引くのは、財政赤字国かつ経常赤字国が 44 ヶ国の過半を占めていることである。

そこで、図表 2 を財政・経常収支別にまとめ、区分ごとに対ドル平均騰落率を計算した結果が図表 3 である。平均値の差を検定したところ、財政赤字国における経常収支赤字・黒字国の差の検定で有意差は認められなかったものの（両側 t 検定、不等分散で $0.0849 > 0.05$ ）、経常・財政ともに赤字の国・地域で騰落率がや

や高い傾向を示した。

図表3 13年5～6月における対ドル平均騰落率

| | 財政赤字国 | 財政黒字国 | 計 |
|-------|----------|---------|----------|
| 経常赤字国 | 3.3 (26) | 2.7 (2) | 3.2 (28) |
| 経常黒字国 | 1.5 (12) | 3.0 (4) | 1.9 (16) |
| 計 | 2.7 (38) | 2.9 (6) | 2.7 (44) |

（資料）図表2に同じ（注）カッコ内は該当国・地域数

つまり、13 年 5～6 月にかけて、新興経済国・地域では押し並べて米ドル高自国通貨安となったことを意味する。対外債務依存、高インフレ、財政赤字など諸問題を抱える国・地域では、短期的な資金の引き上げが本格化すれば、ファンダメンタルズにさらなる影響を与えかねないだろう。

インドのマクロ経済・金融資本市場

人口約 12 億人を擁するインドは、BRICs の言葉に代表されるように新興国経済の中でも早くから潜在する成長力に注目されてきた国の一つである。

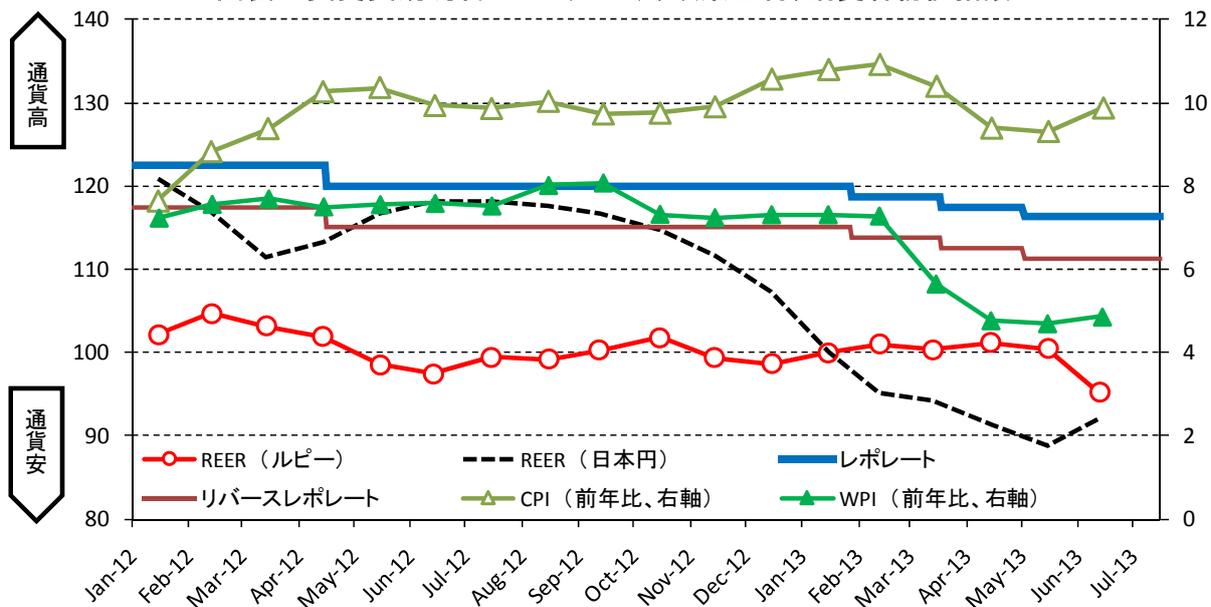
インドにおける金融資本市場の相場は、米国の金融政策だけに左右されるものではなく、貿易・資本取引相手国の経済情勢や、国内経済の動向にも左右される。そこで以下では、①インドの株式・為替相場の動き、②実質実効為替レート、政策金利、物価指数、③経常収支、財政収

図表4 インド株式指標 (SENSEX) と対米ドル為替相場の動き



Source: Thomson Reuters Datastream

'13/1/1 = 100 図表5 実質実効為替レート(REER)、政策金利、消費者物価指数 (％)



(資料) Bloomberg、Datastream (BIS Real Effective Exchange Rate) から作成

支、政府債務、④実質 GDP 成長率と部門別寄与度、からインドにおけるファンダメンタルズを捉え、最近の急速なルピー安に対する考察を行う。

① インドの株式・為替相場の動き

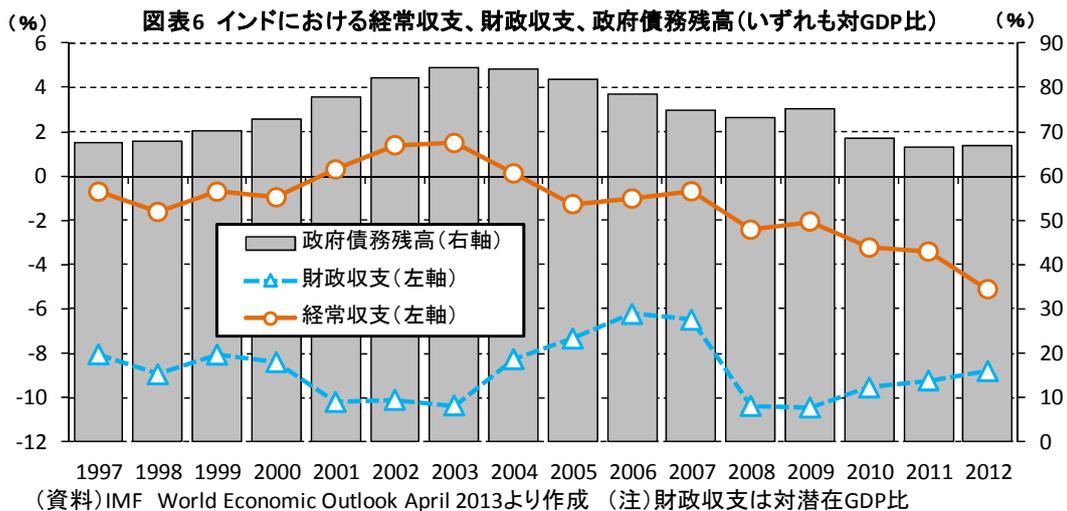
13年4月4日に日本銀行が量的・質的金融緩和の導入を発表、5月2日には欧州中央銀行が政策金利を25bps引き下げ0.5%とするなど、米国だけでなく日欧の金融緩和も加わり、世界的にリスク選好の地合いとなったことからインド株価も上昇し続けた。一方、5月10日の米4月雇用統計（非農業部門雇用者数の増減）が市場の予測を2万人上回る16.5万人増となったこと、5月22日にバーナンキFRB議長が、議会証言後の質疑でQE3の規模縮小の可能性に言及したことで、米ドルに先高観が生まれ、ルピーは対ドルで史上最高値を更新した（図表4）。なお、インド準備銀行（中央銀行、RBI）は7月15日に、ルピー安抑制策として、市中銀行がRBIから資金を借り入れる際の金利（MSFレート：Marginal Standing Facility Rate、バンク・レート）を200bps引き上げ10.25%とした。

② 実質実効為替レート、政策金利、物価指数

物価や貿易相手国の通貨変動を加味して算出される実質実効為替レートに着目すると（図表5）、日本円はこの半年で円高修正が実現し、米ドル、ユーロはほとんど変化がない。一方、インド・ルピーの実質実効為替レートは13年6月に通貨安へ転じた。

一方、インドでは消費者物価指数（CPI）の前年比が10%台で高止まりしている。金融政策の指標として注目されている卸売物価指数（WPI）は、石炭や鉱物価格が下落したことや、昨年为天候不順による食品価格上昇の影響も一服したことから13年3月以降急速に上昇率は低下している。インフレ率低下を受け、利下げ余地を拡大させたことから、景気回復を狙うRBIは、13年に入り、レポレート、リバースレポレートをそれぞれ引き下げた。

ただし、13年6月のWPIは再び上昇に転じており、このままルピー安が続けば、資源輸入に依存するインドの物価は再び上昇しかねない。こうしたインド経済に内在するリスクが、QE3の規模縮小観測に



よって大きく意識されるようになり、一段のルピー安へ向かったと考えられる。

③ 経常・財政収支、政府債務残高

図表2のとおり、インドは経常・財政収支がともに赤字国で、かつGDPに占める政府債務残高は高水準である(図表6)。

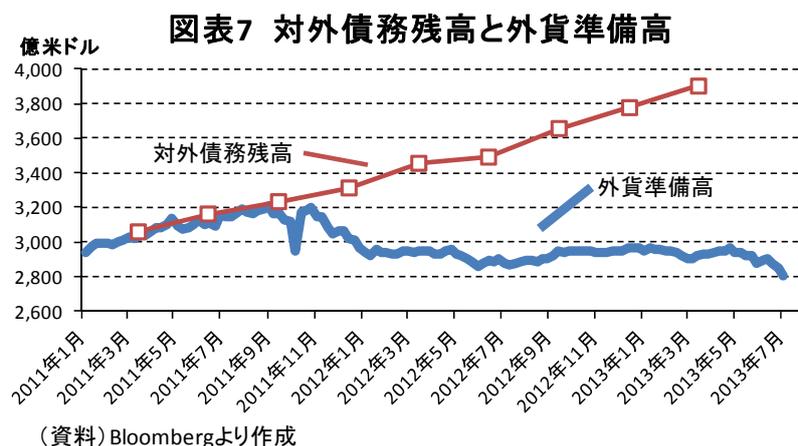
山田ほか(2011)によれば、IT関連産業はインドにおける主要なサービス輸出型産業として発展し、近年では輸出産業が発展し、輸出増が続いているものの、原油をはじめとする資源輸入の赤字を埋めるまでには至っていない。また、現在主要な輸出製品である宝石・宝飾品は今後大きく需要が伸びる見込みがないため、産業構造が転換されない限り経常赤字は続くものとみられる。

ただし、堀江(2013)が指摘するように、インドは海外からの投資を受け、資本収支黒字で経常赤字をオフセットする構造を有する。これは最近の外貨準備高が横ばいに推移していることから明らかであり(図表7)、最近のルピー安でも外貨準備が急減することはなかったため、金融不安が発生するリスクは当面低

いとみられる。一方、インドに対する海外からの投資は直接投資よりも証券やその他の投資割合が高く、インドに対する信認が低下した場合、資金の引き上げリスクは高まることを念頭に置かなければならない。なお、インド政府は7月16日に外資規制緩和を発表し、国外からの投資によるインド経済のテコ入れを模索する動きも出てきた。

また、恒常的な財政赤字は、インドが抱える大きなリスク要素である。過去15年間でみても(図表6)、対潜在GDP比で▲8~▲10%の赤字が続いている。財政赤字が大規模かつ慢性であることは、インド国内のインフレ圧力を高める要素であり、財政出動によるインフラ整備等の政府投資を実施しにくい。

さらに債務もリスク要素として確認する必要がある。政府債務残高の規模(対



分析レポート

海外経済金融

ボルカールール

～ その概要、争点、影響 ～

竹光 大士

はじめに

リーマンショックを受け、各国政府、国際機関は、特にトレーディング部門と自己資本比率に関する規制を打ち出した。また、G20カンヌサミットではシステム上重要な金融機関に対して健全性強化や監督強化策について合意しており、世界的に金融規制強化の流れが強まっている。以下では、ボルカールール制定の要因となったリーマンショックの原因、ボルカールールの概要、ボルカールールの目的、背景、ボルカールールの影響、について考察し、難解と言われるボルカールールについての内容、意図について紹介したい。

リーマンショックの原因

ボルカールールはドット・フランク法の一部であり、同法の制定の大きな要因となっ

のはリーマンショックである。

リーマンショックの原因の一つとして銀行業界全体に大きなレバレッジがかかっていたことが挙げられる。このレバレッジを大きくかけた取引の典型的な例がSIV(ストラクチャード・インベストメント・ビークル)取引である。短期で調達した資金を高利回りの長期資産に高レバレッジで投資するという仕組みの取引である。また、ヘッジファンドの多くはケイマン諸島等タックスヘイブンに籍があり、当局の監視の目が及ばない。これらの投資形態の存在により、リーマンショック当時、銀行システム全体には大きなレバレッジがかかっていた。レバレッジのかかった短期の借り換えを必要とする資金が長期の流動性の低い商品の投資に回されると、流動性の低い商品が売却不能なマーケットになった場合、資金回収ができなくなり、資金繰りが行

図表1

規制対象取引及び機関

- ・自己勘定取引
- ・PE及びヘッジファンドへの出資
- ・銀行の安全性と健全性を揺るがす取引
- ・米国の金融市場の安定を揺るがす取引
- ・利益相反取引やハイリスクの取引

規制対象外

- ・マーケットメイキング取引
- ・アンダーライティング取引
- ・ヘッジ取引
- ・米国債・米国地方債の取引
- ・顧客のニーズに応じた取引
- ・規制のかかった保険会社による取引
- ・米国法人でない金融機関が米国国外で米国法人以外で行った取引
- ・SBIC(小規模会社)等への投資や公共性の高い事業への投資

例外が認められる取引

- ・自己勘定取引、カバードファンド(PE及びヘッジファンド)への出資であっても金融の安定に必要な取引とCFTC等の当局が認めた場合
- ・公共の福祉に資するカバードファンドへの投資
- ・Tier1 自己資本比率3%以内のPE又はヘッジファンドへの当該ファンドの3%以内出資

資料: Section13, Bank Company Holding Act of 1956

き詰る。これらが連鎖することによって、ドミノ効果が生まれ、危機につながった。

ボルカールール概要

図表1にボルカールールの内容を整理した。ボルカールールは預金を調達する商業銀行が顧客のためになる場合を除き、原則自己勘定取引をするのを禁止している。また、ヘッジファンド及びプライベートエクイティファンドへの投資等も自己資本比率、出資比率一定以上は原則禁じられている。

ボルカールールの目的、背景

ボルカールールの主な意図としては、損失が顧客の預金に及び程、大きなリスクを銀行が負わなくする事、短期の投機的な取引を規制して急速なデレバレッジによる流動性危機を抑制する事、ヘッジファンド及びプライベートエクイティファンド(以下PE)等への出資の制限によって米当局が把握することができない投資を抑制すること、が挙げられる。また、ボルカールールが自己勘定取引の他にPE、ヘッジファンドへの出資を禁じているのはそれらの業界へ流入する資金を減少させ規模を縮小させることに狙いがあるのではないかと考えられる。

ボルカールールへの批判

自己勘定取引の定義が難しく、適切に取引が規制されるのか、自己勘定取引の定義によって金融業界に与えるインパクトが変わるのではないかと批判がある。米国債以外の国債の取引が規制の対象となる可能性があることから、それらの国債の取引が減少するということが懸念されている。域外適用の範囲の明確化が求められる。

さらに、その他の批判には銀行に法令へ

のコンプライアンスを報告する義務及び証拠を保存する義務を課しており事務コストがかかりすぎるというものがある。

ボルカールールが与える影響

ボルカールールが現状のまま実施された場合の影響としては、短期金融市場の機能低下等が挙げられる。商業銀行の顧客への影響としては、短期市場での取引減少の結果、調達コストが高くなり、それが顧客に転嫁される可能性がある。また、為替フォワード、通貨スワップに適用されると外貨調達のコストが上がるのが考えられる。前述の米国以外の国債取引の減少は各国政府が懸念を抱いており日英当局は米当局にこの問題に関しての意見書を送っており、展開が注目される。在米の外国銀行の支店も規制の対象になるため、米国業務が縮小される可能性もある。

おわりに

ボルカールールの目的にはFDICが保証しなければいけない損失の額を限定するという意味合いもあると思われる。また、短期市場等からレバレッジによって、資金を調達し自己勘定取引に充てることを規制し、短期市場を制御可能にしようとしていると考えられる。この法律は2012年7月に発効され、14年7月に適用移行期間が終了する予定である。13年7月にバーナンキFRB議長は記者会見でルールの検討が進んでいるとしており、これからの数四半期で最終案が提示されるとコメントしているが、今後のルールの明確化の行方が注目される。

<参考文献>

(US Congress 1956) 「Section13, Bank Holding Company Act of 1956」

分析レポート

国内経済金融

日本の財政④：国債費と国債整理基金特別会計

南 武志

前回は一般会計歳出全般について解説したが、今回は国債費および国債整理基金特別会計について見ていきたい。

国債発行の縮小が見込まれるが、国債費は膨張するのはほぼ確実と思われる。

国債費の内訳

国債費とは、国債を発行した後にかかる経費であり、主に債務償還費と利払費から構成される。2013年度一般会計予算（歳出総額：92.6兆円）では、前年度当初比0.3兆円増の22.2兆円が計上されており、全体の24.0%を占めている。この内訳は、債務償還費が12.3兆円、利払費等が9.9兆円である。

一方、国債発行残高（建設国債・赤字国債・復興債の合計）は750兆円（13年度末見込み）にも及んでいる。にもかかわらず、利払費が10兆円弱にとどまっているのは金利水準が低位に抑えられているからである。過去10年にわたり、国債の加重平均利率は1%台前半で安定している（図表1）。今後、デフレ脱却や景気の底上げが実現できた暁には、税収増や

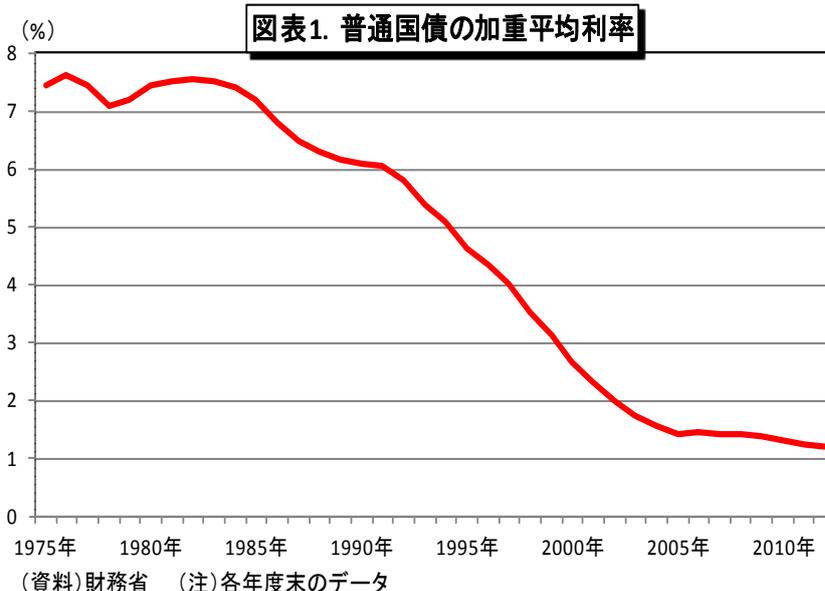
国債整理基金特別会計

日本では国債等の公的債務管理を行うために、国債整理基金特別会計を設けている（図表2）。財務省は、国債整理基金特会の位置づけとして、一般会計において発行された公債を中心に、国全体の債務の整理状況を明らかにすることを目的とした区分経理特別会計^(注1)であるとともに、定率繰入れ等の形で一般会計から資金を繰り入れ、普通国債等の将来の償還財源として備える「減債基金」の役割を担っている、としている。

一般会計において発行された公債等は、一般会計からの繰入資金（利払費に該当）を財源として国債整理基金特会から利払いが行われるとともに、一般会計からの定率繰入（債務償還費に該当、前年度国債発行残高の1/60に相当する金額）や借換債の発行収入金等を償還財源として、

60年償還ルールに従って減債され、国債整理基金特会から償還が行われる。

また、東日本大震災復興特会で発行する復興債^(注2)や財政融資資金特会で発行する財投債^(注3)など、他の特別会計における公債、借入金等の償還・利払い等につい



ても、国債整理基金特会で一元的に管理されている。

(注 1) 特別会計には、事業特別会計、資金特別会計、区分経理特別会計の3種が認められている。

(注 2) 復興債は、復興特別税や政府保有株式の売却収入が順次償還に充てられ、25年で全額償還することになっている。

(注 3) 財投債は普通国債と同様の商品性ながらも、償還資金は財政融資資金の貸付回収金で賄われ、60年償還ルールも適用されない。

公的債務管理の視点

公的債務管理政策の目的とは、必要な財政資金の調達において、リスクを適切な水準に抑えた上で中長期的視点から政府の資金調達コストを最小化すること、とされている。なお、国際通貨基金(IMF)・世界銀行は「公的債務管理ガイドライン」を01年3月に公表(その後、03年9月に改訂)しているが、公的債務管理上のリスクとして、①市場リスク(金利、為替)、②借換リスク、③流動性リス

ク、④信用リスク(積極的な債務管理を行う場合)、⑤決済リスク、⑥オペレーショナルリスク、の6つを挙げている。

イールドカーブの形状は通常右上がり(償還までの年限が長いほど利回りは高い)であることから、国債の発行年限を短期化することによって利払費を抑制することが可能である。一方、発行年限を短期化した場合、借換えの頻度が高まり、金利リスクに晒される可能性が高まる(60年償還ルールを前提とした場合、借換え回数は30年債で1回、10年債で5回、2年債で29回となる)。

財務省は、各年度の国債発行計画においてバランスの取れた満期構成とすることや買入消却(バイバック)・前倒し発行等を通じた償還時期の平準化などを行っているほか、近年ではコスト・アット・リスク(CaR)分析などによって利払費と金利変動リスクとの関係について定量的な分析・把握に努めているようである。

図表2. 国債整理基金特別会計(2013年度)

| 歳入 | | 歳出 | |
|----------------------|-------------|--------------|-------------|
| 他会計より受入 | 82,875,032 | 国債整理支出 | 191,851,376 |
| 一般会計より受入 | 22,241,492 | 公債等償還 | 178,568,809 |
| 交付税及び譲与税配付金特別会計等より受入 | 60,633,540 | 公債利子等支払 | 13,116,387 |
| 東日本大震災復興他会計より受入 | 762,854 | 公債等償還及び発行諸費等 | 166,179 |
| 財政投融资特別会計等より受入 | 762,854 | 復興債整理支出 | 4,589,014 |
| 租税 | 153,300 | 復興債償還 | 4,488,018 |
| 公債金 | 116,511,585 | 復興債利子等支払 | 69,115 |
| 復興借換公債金 | 3,668,994 | 復興債償還及び発行諸費等 | 31,879 |
| 東日本大震災復興株式売却収入 | 120,279 | 事務取扱費 | 915 |
| 配当金収入 | 23,840 | | |
| 東日本大震災復興配当金収入 | 5,586 | | |
| 運用収入 | 145,110 | | |
| 東日本大震災復興運用収入 | 29,614 | | |
| 雑収入 | 143,423 | | |
| 東日本大震災復興雑収入 | 1,684 | | |
| 前年度剰余金受入 | 12,000,000 | | |
| 計 | 216,441,306 | 計 | 196,441,306 |

(資料)財務省 (注)単位は100万円。この予算どおりに決算を迎えれば、20兆円の剰余金が発生することになる。

連載

物価 古今東西 第5回

ハイパーインフレ

～ 戦後日本の物価上昇 ～

竹光 大士

ハイパーインフレとは

日銀の大規模な金融緩和がハイパーインフレに結びつくのではとの見方も一部にある。国際会計基準では3年間累計で100%（年率26%）以上の物価上昇をハイパーインフレと呼ぶ。ハイパーインフレになった場合、貨幣価値は大きく低下し、实体经济も大きな打撃を受ける。

ハイパーインフレの要因と戦後の日本

ハイパーインフレは、通貨の過剰供給、中央銀行及び通貨への信認の低下によって発生する。そのほとんどの場合、財政赤字の貨幣化（マネタイゼーション）を伴っている。Sargent（1982）は、有名な第1次世界大戦後のドイツのハイパーインフレについて、金本位制から離脱していたこと、第1次世界大戦の敗戦等を理由に多額の賠償金を迫られたこと、巨額の財政赤字を出し続けていたこと、

財政赤字を中央銀行に引き受けさせたことが重なって起きたと分析している。また、第2次世界大戦の終戦直後の日本でも激しい物価上昇が起こっている。その理由としては、戦中の経済縮小に関わらず戦時国債等でマネーサプライが増加したこと、当時の日本での石橋大蔵大臣の傾斜生産での積極財政政策、預貯金減少に伴い日銀の金融機関への貸し出しが増加したことが挙げられる（高橋他1994）。また、復興金融公庫債を日銀に引き受けさせていたこと、国民の通貨に対する不信感も高い物価上昇の要因となっ

た。

ハイパーインフレの抑制には預金封鎖等、強力な引き締め策が必要である。当時の日本は高いインフレ鎮静化のために財政均衡、復興金融公庫債の日銀引き受けの停止等の措置を取った（ドッジライン）。さらに、市中の銀行の貸出資金の回収に努め、インフレは49年～50年にかけて鎮静化した。同時に国内景気は大きく悪化した。

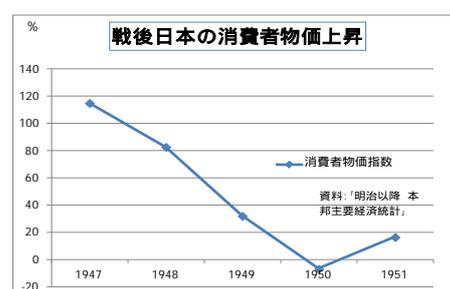
おわりに

現在日本では大きな額の財政赤字（負債のGDP比は2012年時点で200%強）が発生しており、大量の長期国債の買入れが事実上の国債の引き受けであるとの見方も一部ある。中央銀行の行動が国債引き受けと受けとられないような努力が求められると同時にこれらのことが、通貨への信認を毀損しハイパーインフレに発展しないためには、政府の財政健全化への努力が担保されることが重要である。

<参考文献>

Sargent（1982）「Inflations: Causes and Effects」
<http://www.nber.org/chapters/c11452.pdf>

（高木、永井、河口、嶋倉 1994）「戦後インフレーションとドッジ安定化政策」 - 戦後期物価変動の計量分析



連 載

新興国ウォッチ！ < 第 15 回 >

中所得国の罣(3)

多田 忠義

中所得国の罣に陥る国、陥らない国の
特徴

Felipe (2012) は、中所得国の罣に陥ると陥らない国とを比較し、特徴を見出すための分析を行っている(前回までの連載をご参照ください)。同氏が着目したポイントは、経済構造の変化(低~高生産性活動)、輸出製品の種類(すべての製品が必ずしも成長、発展に関する同じ結果を生まない)、経済の多様化、以上の3点である。分析に当たっては、製品輸出の多様さ(顕示比較優位指数、バラッサ指数: RCA (Revealed Comparative Advantage))、鉱工業製品(=コア製品)の輸出多様さ、コア製品のシェア、輸出製品群(Export Basket)における高度さ・複雑さ指数、産業構造変化の可能性、輸出製品のユニークさ、以上8指標から定量化した。

結果、下位中所得国の罣を脱した国(=上位中所得国に移行できた国)は罣に陥っている国に比べ、より多様で(diversified)、複雑高度で(sophisticated)、標準的でない(nonstandard)輸出バスケットを有し、さらなる産業構造変化の余地を残していることが統計的に有意な差として認められた。

一方、上位中所得国の罣を脱した国(=高所得国へ移行できた国)は下位中所得国の罣を脱した国と特徴はほぼ一緒であったが、複雑高度な製品を輸出するという点では、罣に陥っている国・地域とそうでないところの統計的な差は見られなかった。

これらをまとめると、中所得国の罣か

ら抜け出し、より上位の所得国に移行するためには、より複雑で多様な輸出バスケットを有し、多様でユニークな製品の輸出、構造変化の可能性を秘めていることが条件となる。

分析結果と「比較優位」の考え方

この分析はリカード・モデルの基本とされる「比較優位」の考え方が用いられている。すなわち、自国が相対的に得意とするものの生産に特化し、他は輸入によって賄うといった「交易」を通じて、自国の利益が相対的に高まり、全体としての利益も高まるという考え方である。

Felipe (2012) は個別製品ごとの複雑さと比較優位を求め、結果、製品が複雑でなく中程度の比較優位である製品の輸出量が一番多く占める国・地域が中所得国の罣に陥っていることを示している。こうした品目は主に穀物類、動物性製品、労働集約的製品が含まれ、同氏は「製品の罣(Product Trap)」により中所得状態から抜け出せない、と指摘した。

ただし、熊倉(2009)によれば、比較優位はそれ単独で分析に耐えうるものとはいえず、また産業や分業構造によって比較優位に差が生じると指摘する。中所得国の罣を検討する上で、貿易や産業構造だけでなく、資源賦存量や労働生産性など、多角的な分析視点が必要といえる。

参考文献

Felipe, J. (2012) "Tracking the Middle-Income Trap: *What is It, Who is in It, and Why?* Part 2" *ADB Economics Working Paper Series*. 307, Asian Development Bank.

熊倉正修(2009)「顕示比較優位指数と比較優位の逆転」『経営学雑誌』110(2), p1-38.

海外の話題

さまよえる…。

北京駐在員事務所長 平山 勝英

小学校高学年か中学生くらいの頃、スウェーデンの探検家を書いた「さまよえる湖」という探検記を読んだ記憶があります。現在の新疆ウイグル自治区南東部にかつて存在したロプノール湖という塩水湖に関する探検記で、「さまよう」理由は、水深が浅く周囲を砂丘に囲まれた湖が、流れ込む河川の流量や周辺部の砂丘の地形の変化により、長い時間をかけて移動しているのではないかと、いうものでした（→実際にはその後の研究で「移動」しているのではなく、周辺の河川からの注水と蒸発が繰り返されていた、とされています）。96年まで核実験が行われた地区にも近く、さすがに観光に訪れようと思ったことは正直ありませんし、人里はなれた地域ゆえ出張で訪れる機会もありません。よって、「さまよえる湖」のことはすっかり忘れていたのですが、実はここ中国でよく意識するものとして「さまよえる祝日」があることをご存知でしょうか？

6月12日（水）が何の日であったかご記憶にある方は多くはないと思いますが、中国や東南アジアの中華圏では「端午節」という祝日で、休日となっていたところも多く、そうでないにしても粽を食べたり、特に南の地域ではドラゴンボート大会が開催されたり、特別な日であったことは確かです。6月12日そのものは旧暦に照らした間違いのない端午節で、アジア各国で祝日とされる旧暦1月1日（春節）同様にきちんとした根拠のある日です。

ただ、ここ北京では、というよりも中国全土では、週の真ん中にぽつんとあった同日にかなり強引にその前の平日2日間（6月10日（月）と11日（火））をつける形で3連休となりました。普通に考えるとその前の土日の2日間も足されて5連休となってしまいます。一般国民にとっては良いことですが、こんなことをしていると年間の稼働日数が減ってしまい生産性が落ち込み、国家としての競争力としてどうなのかと思います。実は、8日と9日の土日は基本的には「平日（営業日）扱い」とされ、3連休の前は7連続出勤日となっており、実質的な「土日以外の休日」は端午節当日のみという形で辻褃合わせが行われていたのです。しかもこういった「調整」は1年分が前年12月末にならないと発表されないため、「旧暦〇月〇日は祝日」まではわかって、その前後の休業日がどのように設定されるのか政府公表まで誰にもわかりません。

ちなみに、基本的にはと書きましたが、当地の某大学の付属中学校国際部に通学させている次女の学校休業日は、学校当局が政府の「調整」結果を読み誤ったせいなのか、端午節当日の12日（水）から14日（金）までとされ、15日と16日の土日が登校日となって、親子で1週間以上完全なすれ違いの形となっていました。筆者の場合、海外勤務経験はアジア地域しかありませんが、日本でも採用されている「ハッピーマンデー」的な「動く祝日」の例は経験したことがありますが、その前後数日を巻き込んで大幅に移動し、かつ国内でも（最終的に日数面での辻褃は合わせられるものの）運用状態に差異がある国というのは他にあり得ないのではないかと考えています。また、これは単なる「休日出勤」と言ってしまうえばそれまでですが、国家統計局から公表される重要な経済指標の発表日が土日であったり、（日数は計7日間程度と長いものの）日本で言えば正月休みに当たる春節連休の終わりの方で重要な金融政策の変更が発表されたこともあり、エリート層は働き者が多いという風にも考えられますが、やはり何と云うか過度に弾力的な感じがします。

もっとも、祝日が「さまよう」という珍しい事象は発生するものの、92年の江沢民政権以降は、その次の胡錦涛政権とも合わせて、中国における最高指導者の任期は2期10年で安定しています。対外的にも対内的にも課題は山積しており、党や政府高官の失脚という事態も時折見受けられるものの、政権運営、国家運営、という意味では基本的に「さまよう」ことはないようです。日本では祝日が「さまよう」ことはなく先々の予定を立てることは容易ですが、参議院選挙も終わった今後は、1年ごとに首相が変わる「さまよう」国家運営から早く脱却し、「さまよわない」安定的な政権運営、国づくりが可能となることを切に期待しております。

（2013年7月22日）