

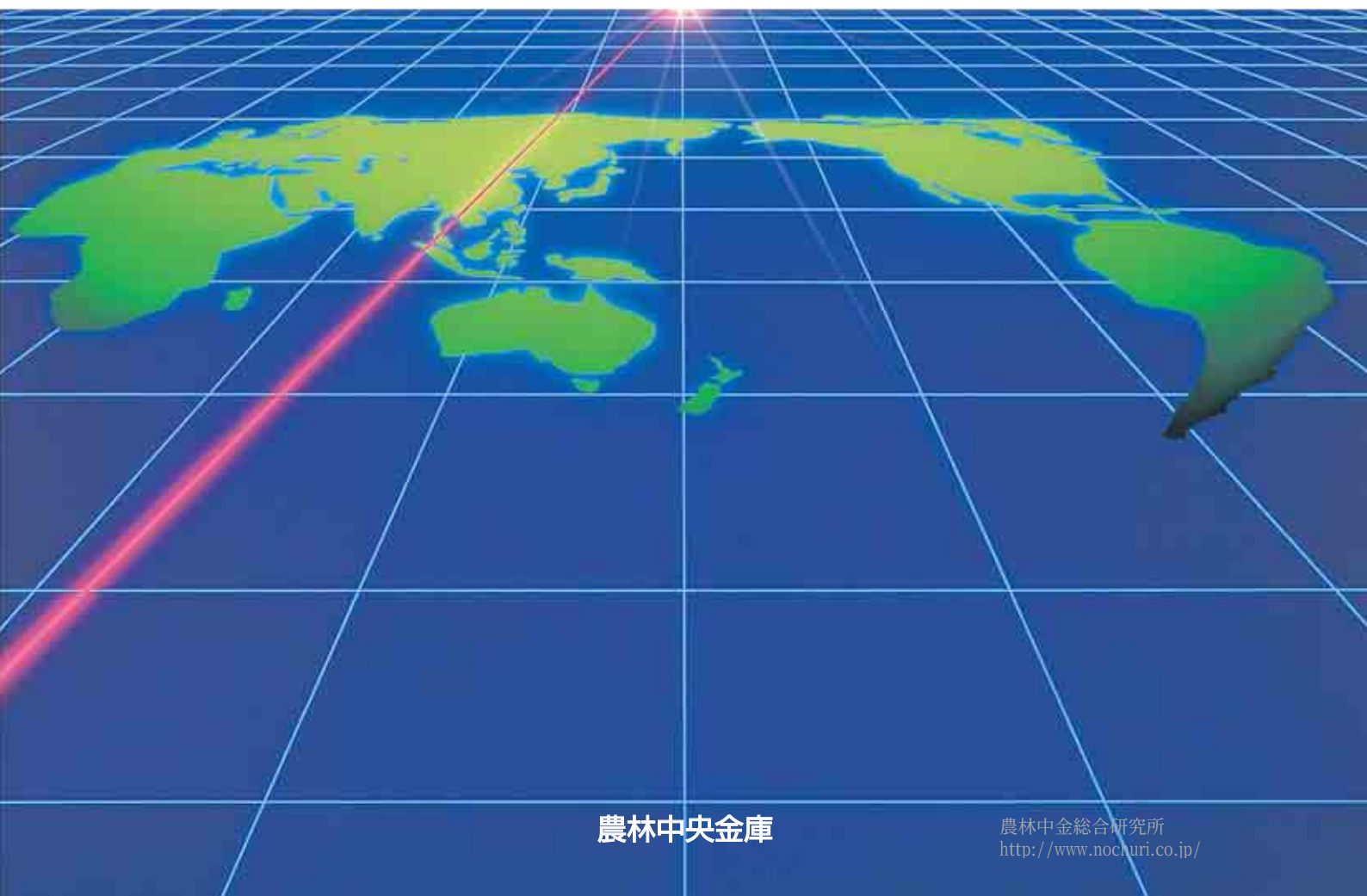
農林金融

THE NORIN KINYU
Monthly Review of Agriculture, Forestry and Fishery Finance

2011 *10* OCTOBER

金融をめぐる課題と方向性

- 量的緩和解除後の金融政策運営と課題
- 社会的責任投資(SRI)の現状と課題
- 金融危機とFCSのGSE性



現代のマクロ経済モデルの可能性

DSGEモデル（Dynamic Stochastic General Equilibrium Model：動学的確率的一般均衡モデル）と呼ばれる現代のマクロ経済モデルが、政策分析で活用されはじめている。

以前から、海外の中央銀行や国際機関では政策分析にDSGEモデルが一般的に活用されていると聞いていたが、本年7月に公表されたFOMC（米国連邦公開市場委員会）の議事録にDSGEモデルについて記述されたことを知り、改めてその重要性を認識した。そのFOMC議事録には、FOMCメンバーに対してDSGEモデルの特徴を説明したうえで、そのモデルから導出された経済金融の見通しなどを説明したことが記されていた。議事録にDSGEモデルについて記述されたのは史上初のことであり、FOMCメンバーがDSGEモデルを高く評価してその更なる活用を奨励したという記述から、このモデルが持つ優れた可能性が無視できないものであることが理解できよう。

1990年代以降著しい発展を遂げてきたDSGEモデルは、企業や家計などのミクロ経済主体の行動を取り入れ、予見される様々なショック（政策によるショックや技術進歩によるショックなど）によるマクロ経済への影響を分析するものである。換言すれば、情報の経済学や契約理論などのミクロ経済学がもたらした理論体系との整合性をとったフォワード・ルッキングなマクロ経済モデルと言える。

ケインズモデルに代表される伝統的なマクロ経済モデルでは、各ミクロ経済主体の最適化行動は考慮されていない問題点があるが、DSGEモデルでは各ミクロ経済主体の最適化行動に基づいて分析される。例えば、家計は生涯効用を最大化するような行動をとり、将来に予想される所得水準によって行動が変わるとしている。

さらに、2007年に発生した金融危機を受けて、金融機関のモラルハザードやシステムミックリスクなどの発生メカニズムも、DSGEモデルに導入するような取組みが試みられていると聞く。今後、ますますDSGEモデルの有用性が高まることが期待される。

一方で、DSGEモデルに対しては、「数式を並べただけの理論モデルで、複雑な現実を説明できるはずがない。」あるいは「理論モデルから導き出された政策が役に立つほど実際の世の中は単純ではない。」というような懐疑的な声も少なくない。

しかし、政策的なインプリケーションを示すことが経済学に期待されているとすれば、何らかの理論モデルが必要になる。なぜなら、経済政策を検討する際、どのような効果や影響が発生するのかがまだわかっていない政策案を、現実の経済を実験台にして試して確かめてみるようなことは到底許されないからである。

けれども、経済理論やその知見によって作られた理論モデルは本質的に多義的であり、そこから断定的で確定的な回答が得られるものではなく、完璧な理論モデルなどは当然ながら存在しない。

大切なのは、理論モデルの限界や問題点を認識しながら利用していくとともに、現実の経済事象による実証的な裏付けを常に意識して理論モデルを改善・改良していく姿勢なのではなかろうか。

DSGEモデルが経済政策を議論する際の標準的な枠組みになりつつあるという事実を踏まえて、DSGEモデルが有する可能性を理解しつつ、その一層の発展に可能な限り寄与していくことが、政策当局のみならず政策分析に携わるすべての者に求められる。

（（株）農林中金総合研究所 調査第二部長 矢島 格・やじま いたる）

今月のテーマ

金融をめぐる課題と方向性

今月の窓

現代のマクロ経済モデルの可能性

(株) 農林中金総合研究所 調査第二部長 矢島 格

量的緩和解除後の金融政策運営と課題

南 武志 — 2

社会的責任投資 (SRI) の現状と課題

安藤範親 — 22

談話室

心の底力

名古屋大学大学院生命農学研究科 教授 生源寺眞一 — 20

外国事情

金融危機とFCSのGSE性

田中久義 — 34

統計資料 — 42

本誌において個人名による掲載文のうち意見にわたる部分は、筆者の個人見解である。

量的緩和解除後の金融政策運営と課題

主任研究員 南 武志

〔要 旨〕

- 1 グローバル金融危機以降、先進国・地域の経済はその後遺症に悩まされており、景気は停滞し、雇用の改善が遅れている。しかし、膨大な財政赤字により、一段の財政出動には足枷がはめられるなど、中央銀行による金融政策の効果に対する期待が集まっている。こうした中、ほとんどの中央銀行は政策金利をゼロ近辺まで引き下げるなど、伝統的な金融政策の手段を使い切っており、非伝統的な領域にまで足を踏み入れている。
- 2 金融政策の非伝統的領域に位置する政策手段としては、国債もしくはリスク性の高い資産の購入やその対価としての潤沢な流動性供給、さらに緩和策解除の条件をあらかじめコミットメントすること、などがある。これらによって、ポートフォリオ・リバランス効果、時間軸効果によるイールドカーブ全体の押下げ、民間部門のデフレ予想の変化、為替レートの下げ効果、金融システムの安定化などが期待されている。
- 3 日本銀行は、1990年代後半から2000年代半ばにかけて、ゼロ金利政策、量的緩和政策などを実施するなど、非伝統的な金融政策のフロントランナーであったが、物価が安定的にプラス状態で推移する以前の段階で引締めに転じてきたこともあり、デフレ状態からの完全な脱却が実現できずにいた。今回のグローバル金融危機後の金融緩和策も、他の先進国・地域に比べれば規模の小さいものであったがために、内外金利差や金融政策の緩和の程度への注目が高まっている外国為替市場では、円高圧力が高まっている。
- 4 そのほか、日本銀行には国債との付き合い方や資産価格の取り扱い、非専門家による政策委員就任、中央銀行の独立性と政府との連携など、日銀が直面する課題は少なくないが、円高・デフレ圧力の解消を最優先課題として位置づけ、それに向けて政府・日銀が一体となった政策展開が期待されている。

目 次

はじめに ―長引くデフレと根強い円高圧力―

1 非伝統的な領域で模索する金融政策運営

- (1) 金融政策の伝統的・非伝統的領域
- (2) 非伝統的な金融政策への世界的なシフト
- (3) 次第に強化されていく日銀の包括緩和策

2 デフレと根強い円高圧力との関連性

- (1) デフレの弊害
- (2) デフレの原因を巡る議論
- (3) 根強い円高圧力

(4) 円高・デフレと金融政策に関する検証

3 金融政策が抱える政策面の課題

- (1) 国債との付き合い方
- (2) マクロブルーデンスと金融政策

4 日銀の政策運営上の問題点

- (1) 誰が政策委員になるべきか
- (2) 政府との連携と中央銀行の独立性

おわりに ―日本経済の課題克服に向けて―

はじめに

―長引くデフレと根強い円高圧力―

2000年代後半に世界経済を襲ったグローバル金融危機は、その後も先進国・地域の経済に低空飛行を余儀なくさせており、しかも債務危機や金融システム不安などといった後遺症に悩まされている。このグローバル金融危機に対して、主要国・地域では大規模な財政出動や金融システム安定化策に加え、大胆な金融緩和措置を採用したことが記憶に新しい。特に先進国・地域では、財政赤字に対する警戒感が強まったこともあって、金融政策に対する期待が強まり、未踏の領域に踏み込んでいったわけだが、その先駆者の役割は日本銀行が果たしてきたことは間違いないだろう。

しかし、物価面に関しては、日本以外の国ではデフレ突入を回避することができた一方で、日本ではデフレ脱却がいまだに実現できていない。さらに、グローバル金融

危機後の日本はほぼ一貫して円高圧力にさらされているが、政策当局は効果的な対策が実施できずにいる。円高とは他通貨との交換比率が上昇することであり、日本とその相手の通貨国のそれぞれの事情が絡み合って水準が決定されるはずである。しかし、最近の円高については、円資産を積極的に購入する理由はなく、専ら海外要因、具体的には米国の景気停滞や金融緩和観測、欧州における債務危機収束の困難さなどが原因とされることが多い。果たして円高進行を助長するような日本独自の原因は本当にはないのであろうか。

本稿では、グローバル金融危機後の内外の金融政策運営の変遷を概観するとともに、円高の背景に日銀の金融緩和策に対する消極的な姿勢があることを指摘したい。さらに、日銀の金融政策が抱える課題についても考えてみたい。

1 非伝統的な領域で模索する 金融政策運営

日本のみならず、先進各国・地域の中央銀行は非伝統的な金融政策を余儀なくされていると言われる。この非伝統的な金融政策とはどういうものを指すのであろうか。金融政策の伝統的領域・非伝統的領域とは何であるかを整理しつつ、最近の内外の金融政策について概観したい。

(1) 金融政策の伝統的・非伝統的領域

多くの中央銀行は、金融政策を運営する手段として準備預金制度を採用している。その制度の下で、適用先金融機関は受け入れている預金等の一定比率以上の金額を中央銀行に預け入れなければならない。中央銀行にとっても「政策金利をある定められた目標に誘導する」という平時の金融政策を実施するなかで、その準備預金の積みの進捗をコントロールすることが重要となってくる。

一般的に、日本では準備預金の増加（減少）に影響を与える要因は、①銀行券の還流（増発）、②財政資金の払い超（揚げ超）、③日銀の信用供与（吸収）である。このうち、①、②は日銀にとって外生要因であり、かつ日々変動することから、政策金利を一定の水準に誘導するため、日銀は短期国債などの適格担保を対象とするオペレーションなど（＝③）を通じて準備預金の増減を調整することになる。^(注1)こうした中、景気が

過熱気味になり、インフレ懸念が強まってくることが予想される際には、政策金利を上げると同時に、資金供給量を絞ることになる。

なお、中央銀行が購入する資産は、短期国債など安全性の高いものに限定されており、インフレを連想させやすいバランスシートの毀損を可能な限り回避しようとする傾向がある。また、たとえ安全資産である国債といえども、長期金利の過度の低下をもたらすなど個別の資産市場に深く関与し、資源配分の歪みにつながるような行動をとるのは好ましくないと考えられている。

他方、非伝統的な金融政策とは、上述した枠組みから外れる政策運営すべてが該当するが、当然のことながら「何でもあり」というわけではなく、中央銀行としての節度を保ちつつ実施されているのが実情である。この非伝統的な金融政策は、名目金利の非負制約下において政策金利がゼロ近辺まで低下した後の追加緩和や金融市場における著しい機能低下の際（例えば価格発見機能などが低下し、信用収縮が発生した場合）に採られてきた。

なお、白川総裁は10年10月に包括緩和策を実施するにあたって、日本が世界で最も先進的な金融緩和策を実践しているとの自負を語ったが、デフレからなかなか脱却できずにいる日本がこれまでにない発想の下で金融政策に取り組まざるを得なかったのは当然のことであろう。リーマン・ショック後のグローバル金融危機の発生を受けて、先進国・地域の中央銀行は、国債など

を大量に購入し、自身のバランスシートを拡張させる政策を採用したが、その原型はわが国が2001～06年にかけて実施した量的緩和政策にあるのは確かである。具体的に、量的緩和政策では政策目標として無担保コールレート（翌日物）がゼロになるのに十分な額の日銀当座預金残高を政策目標として設定し、その達成に向けての一つの手段として国債買入れオペの増額を漸次行った。さらに、消費者物価の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで続けるというコミットメント（時間軸の設定）を行った。こうした政策の枠組みにより、ポートフォリオ・リバランス効果やイールドカーブ全体の押下げ、為替レートの円安誘導、さらには金融システムの安定化効果などが期待^(注2)された。

一方で、中央銀行が国債や株式、外貨建て資産、貸出債権などの金融資産を大量に購入することについては、慎重論が根強い。その理由としては、万一の際にはバランスシートを毀損させ、最終的に税金などで補填しなくてはならない可能性もあるほか、株式・社債・CPなどを購入するような個別企業の信用リスクを負担する行為はミクロの資源配分に影響を与えるが、それは本来、財政政策の領域に入るものであること、などが挙げられることが多い。

なお、量的緩和政策によって期待される効果に関しては現時点でも評価が分かれるところである。^(注3)白川日銀総裁（当時は日銀理事）はその著書の中で、景気・物価に対する刺激効果という点で量的拡大はほとんど

効果がなかった、としている（白川（2008））。一方、岩田前副総裁（量的緩和政策当時）は、企業部門における債務・雇用・設備の「3つの過剰」の解消に大きな役割を演じたほか、03年度の為替市場への介入効果との相乗効果でデフレ脱却に貢献した、と評価している（岩田（2010））。緩和策解除の条件をあらかじめ提示していく時間軸効果については、全般的にイールドカーブ全体を押し下げ、景気を下支えする効果があったと評価する見方が多い（植田（2005）、白川（2008）など）。しかし、宮尾日銀審議委員は、時間軸効果はイールドカーブの押下げには貢献したが、景気・物価への効果は不透明としている（宮尾（2007））。

また、実証分析に関しては、ベクトル自己回帰（VAR）モデルなどを用いた本多・黒木・立花（2010）の実証分析の結果からは、ベース・マネー拡大は株価上昇を通じて生産拡大に貢献した、としている。原田・増島（2010）もほぼ同様の結論を導いている。中澤・吉川（2011）もまた、同様の手法により、量的緩和政策が名目GDP押し上げに効果があったことを確認しているが、一方で日銀による国債買入オペの対象が残存期間の短い国債が中心であったために、ポートフォリオ・リバランス効果があまり発揮できなかった、としている。

（注1）簡略化した日銀のバランスシートを考慮すると、以下の「資金需給方程式」と呼ばれる関係式が導かれる。準備預金の減少（増加）＝銀行券の増発（還流）＋財政資金の揚げ超（払い超）＋日銀の信用吸収（供与）

（注2）翁（2011）、田中（2008）などが詳細に述べている。なお、ポートフォリオ・リバランス効

果とは、金融機関にとっては収益を生まない日銀当座預金残高を増加させることによって、銀行のポートフォリオに影響を及ぼそうとするもので、具体的には貸出増加やリスク資産の購入増を促すことにより、資金の循環を活性化させることを期待する効果である。

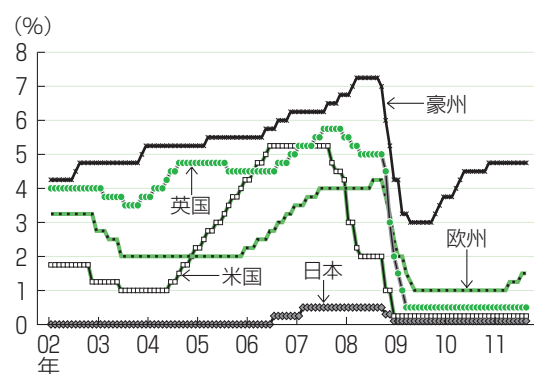
(注3) 鶏飼(2006)は量的緩和政策解除前後の実証研究に関するサーベイをまとめている。

(2) 非伝統的な金融政策への世界的なシフト

06年3月に日銀は量的緩和政策を解除すると同時に、今後の運営方針である「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」を公表、それに基づいた政策運営を開始した。まず、操作目標を「日銀当座預金残高」という量的目標から「無担保コールレート(翌日物)」という金利目標へ戻した。また、運営の枠組みとして、半年ごと(その3ヶ月後には中間評価を行う)に公表する『経済・物価情勢の展望(展望レポート)』をベースに、^(注4)フォワード・ルッキング的な政策運営を行っていく、ということになった。なお、「中長期的な物価安定の理解」としては、消費者物価(全国、総合)で前年比0~2%程度、中心値は概ね1%の前後で分散している、と発表した。^(注5)ちなみに量的緩和政策解除後、急速に日銀当座預金残高を縮小し、06年7月には第1回目の利上げ(0%→0.25%)、07年2月には第2回目の利上げ(0.25→0.50%)を実施するなど、「平時の金融政策」に向けた正常化が図られた。

しかしながら、2008年秋に発生したグローバル金融危機は、欧米主要国の中央銀行の政策運営を根底から変化させた(第1図)。以下に示すとおり、これらは非伝統

第1図 主要国の政策金利



資料 各中央銀行の資料から筆者作成

(注) 日本、米国の政策金利はそれぞれ「0~0.1%」、「0~0.25%」というレンジでの誘導目標となっている。

的な領域に属するものに他ならない。サブプライム問題の震源地であった米国(連邦準備制度理事会:FRB)においては、08年12月に政策金利の誘導目標を0~0.25%まで引き下げたほか、長期国債の買入れ再開(最大3,000億ドル)、連邦住宅抵当金庫(ファニーメイ)や連邦住宅貸付抵当公社(フレディマック)といった政府支援機関(GSE)債およびGSE保証の不動産担保証券(MBS)の買入れ(1兆4,500億ドルへ)などが実施された。^(注6)また、サブプライム問題の余波で多くの金融機関が経営破綻に追い込まれた英国(イングランド銀行:BOE)でも、09年3月には政策金利を0.5%へ引き下げたほか、中長期の英国債、CP、社債の購入を含む資産買入制度(1,750億ポンド)を創設した。さらに、ユーロ圏(欧州中央銀行:ECB)においても、09年5月に政策金利を0.25%まで引き下げたほか、同時に09年5月にはカバード・ボンド(債権担保証券)の買取り(600億ユーロ)を発表した。^(注7)

こうした欧米中央銀行による資産買入に

より、彼らのバランスシートは大きく膨張することとなった(第2図)。一方、日銀も、CPおよびABCPの買入れ(上限3兆円)、社債の買入れ(上限1兆円)、中長期国債の買入増額(危機発生前までの毎月1.2兆円から09年3月には1.8兆円へ)、金融機関保有株式の購入再開(最大1兆円)等を決定したが、欧米中央銀行に比べてバランスシート拡張には慎重であった^(注8)。

(注4) その後の金融政策を検証すると、このフォワード・ルッキング的な手法によって予見的に緩和措置をとった例はこれまでにない。

(注5) 後述の通り、政府が09年11月に再びデフレ宣言をしたのを受けて、日銀は「中長期的な物価安定の理解」の明確化を目的に、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域」と、ゼロインフレは容認しないとの立場へ修正を図った。

(注6) それ以外にも、ターム物連銀貸出、ターム物入札型貸出制度(TAF)、ターム物証券貸出制度(TSLF)など健全な金融機関への短期流動性供給、CPファンディング制度(CPFF)、マネー・マーケット・ファンディング制度(MMIFF)など信用市場の借り手や投資家への流動性の直接供給などを実施した。

(注7) なお、ECBは10年5月に国債購入を行うことを決定し、ECBと主要な加盟国中央銀行はユーロ発足以来、国債を初めて市場から購入した。しかし、これはあくまで欧州債務危機に伴って低下した市場機能の正常化が目的であり、その後、購入額とほぼ同額の資金吸収を実施してい

る。なお、欧州債務危機が収束の兆しを見せないなか、11年8月には国債購入を再開している。

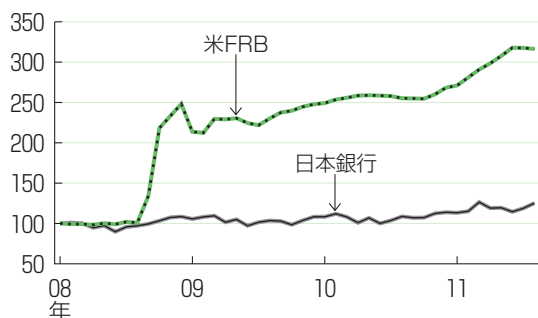
(注8) グローバル金融危機の発生を受けて、欧米中央銀行のバランスシートは短期間で急拡大した(BOE:危機発生前の約3倍、米FRB:同じく約2.5倍、ECB:同じく約1.5倍)のに対し、日銀は1割程度の拡大にとどまった。

(3) 次第に強化されていく日銀の包括緩和策

日銀は、09年に入ってから消費者物価が下落に転じ、デフレ圧力が強まっていたにも関わらず、これまでの緩和策の効果を見極めるといった消極的態度に終始したほか、時限的に実施していた企業金融支援措置などを徐々に解除していった。しかし、その行動は政府の景気・物価の認識との距離感を目立たせる結果となった。日銀は、物価が下落している現状を認識しつつも、デフレには様々な定義があるとし、自身のデフレ判断については態度を曖昧なままにしていた。しかし、政府は09年11月の月例経済報告で「物価の動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況にある」と、06年6月以来、3年5ヶ月ぶりに現状をデフレであると認定した。これを受けた日銀は、デフレに対する態度の大幅修正を余儀なくされたのである。

11月末になって白川日銀総裁はようやく現状をデフレであると認め、デフレ問題に取り組んでいく姿勢を表明した。その後、急遽、臨時の金融政策決定会合を開催し、「新しい資金供給手段の導入によって、やや長めの金利のさらなる低下を促すことを通じ、金融緩和の一段の強化を図る」ため、

第2図 日米中央銀行のバランスシート



資料 日本銀行、米FRB
(注) 2008年1月=100。

期間3ヶ月、総額10兆円程度の固定金利方式の共通担保資金供給オペレーション（以下、固定金利オペ）を導入することを決定した。

しかし、こうした緩和策にもかかわらず、ほぼ一貫して円高圧力が高い状況が続き、景気・物価への悪影響が懸念され続けた。日銀はいくつかの緩和措置を決定した後、10年8月に固定金利オペの拡充（新たに期間6ヶ月物を約10兆円導入）を決定し、さらに9月中旬に6年半ぶりに実施した円売り介入に際して、それに伴う介入資金をとりあえず市場に放置する方針を示したが、なかなか円高進行を食い止めることはできなかった。その後、日銀は10月の金融政策決定会合において、①政策金利の誘導目標の変更、②時間軸の設定、③5兆円規模の資産買入基金の創設、からなる追加緩和策（包括緩和策）を決定した。

この包括緩和策では、政策金利の誘導目標を「0～0.1%」とし、ゼロ%まで低下するのを容認する格好となった。ただし、補完当座預金制度の適用利率と固定金利方式・共通担保資金供給オペの貸付利率を0.1%に据え置いたことから、政策金利の低下幅は極めて限定的であった^(注9)。一方、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまでの間は今回の政策を継続することとした。包括緩和策導入まで、利上げのための条件は、消費者物価前年比の「安定的なプラス」と見る向きが多かった。しかし、それが「1%前後」まで引き上げられたた

め、より強力な時間軸が設定された可能性が高く、ターム物金利や短期ゾーンの国債利回りの一段の低下を通じて、イールドカーブ全体を押し下げることが期待された。

さらに、約5兆円の資産買入基金を導入、国債のほか、社債・CPやETF、J-REITを購入することとした。これにより、単に資金を供給するだけにとどまらず、中央銀行が信用リスクを積極的にとる姿勢を見せることで、民間セクターの物価予想などの形成に何らかの変化をもたらそうという意志も窺える内容といえる。

とはいえ、設定した時間軸については、金融面での不均衡の蓄積を含めたりリスク要因に問題が生じていないことを包括緩和策継続の条件とするなど、緩和策の長期化に躊躇^(注10)している面もみられた。

（注9）そういう意味で、日銀が言うような「実質ゼロ金利政策」ではない。

（注10）植田和男・元日銀審議委員は「1%程度の物価上昇を実現するには潜在成長率以上に景気を吹かさねばならない。過熱は危ないから嫌だ」という態度を貫き過ぎると結局物価が上昇せず、一種のワナに陥る」と述べたことがある（07年5月28日付けの日本経済新聞「月曜経済観測」より）。つまり、デフレへの逆戻りを回避するため、過度に金融面でのリスク蓄積等を配慮するのは望ましいことではない、ということであろう。

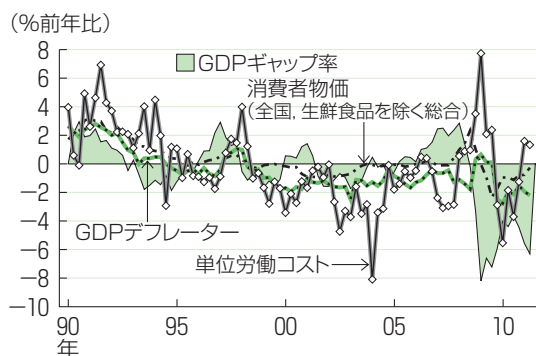
2 デフレと根強い円高圧力との関連性

2008年夏にかけてデカップリング論（先進国経済の低迷と新興国経済の堅調さの両立）の盛り上がりなどを背景とした国際商品市況の高騰によって、エネルギー関連・食料

品の価格上昇が牽引する格好で消費者物価は上昇率を高め、7～8月にかけては前年比2.4%まで上昇した。ただし、エネルギー・食料品以外の分野での価格上昇圧力は極めて限定的であった^(注11)。これは、賃金など雇用者報酬が頭打ち状態を続けるなか、生活必需品的な財・サービスの価格上昇によって家計部門の実質購買力が低下し、企業・生産者による投入コストの価格転嫁を困難にしたからである。その後、グローバル金融危機の発生により、消費者物価は09年3月から11年6月まで下落状態が続いた。なお、11年8月に行われた消費者物価の基準改訂では11年6月（当時の直近値）の前年比変動率に対して▲0.6%ポイントの下方修正となっている。近年、5年ごとの基準改訂に伴う物価押下げ効果は近年高まる傾向にあり、「物価の安定」を消費者物価の前年比に結び付けて運営している金融政策によって無視できなくなりつつある（第3図）。

（注11）全国消費者物価指数（08年7月分、2005年基準）の「食料（除く酒類）・エネルギーを除く総合」は前年比0.2%であった。

第3図 デフレ判断のための主要物価関連指標



資料 内閣府、総務省統計局などの資料より農林中金総合研究所作成

（注） GDPギャップ率は過去の趨勢的なGDP水準と実際のGDPとの乖離率とした。

（1）デフレの弊害

90年代後半に日本が陥ったデフレは、以下のような弊害をもたらしたと考えられる。まずは、実質金利の高止まりである。金融取引は名目金利に影響を受けるが、設備投資など実物的な経済活動は実質金利（＝名目金利－物価上昇率）に影響を受ける。それゆえ、いくら名目金利が低水準であったとしても、デフレが進行する中では実質金利は高止まってしまい、経済活動の抑制をもたらした可能性が高い。次に、債務者から債権者への購買力移転である。部門別の資産・負債バランスを見ると、付加価値生産の担い手である企業部門では多くの負債を抱えているのが一般的である。また、公的部門も通常は正味資産を上回る負債を保有している。さらに、家計部門を見ても、負債を抱えているのは勤労者世帯であり、金融資産は高齢者世帯に偏在している。通常の金融取引においては、債権・債務残高などの物価スライド（インデクセーション）が実施されないため、デフレ状態に陥った場合、債務者の実質的な負担は重くなる。その結果、債務者の経済活動を萎縮させるリスクがある。日本経済はストック化が進行しているため、たとえ年率1～2%というマイルドなデフレ率であったとしても、デフレによる債務者全体の負担増は無視できないといえる。

その他、支出のタイミングの先延ばし効果が指摘できる。基本的にデフレは需要不足の面が強く、その解消のためには需要増が求められるが、デフレ予想が蔓延する中

では、不要不急の支出行動は将来に繰り越されてしまい、一段とデフレが進行してしまう可能性がある。また、デフレ下では、年金財政を含む政府の財政改革の進展を阻害する、という弊害をもたらすことも知られている（法専（2009））。かつて、ピグー^{（注12）}効果などが指摘するような「良いデフレ」もあると言われた時期もあったが、過去20年間の日本の経験からは、デフレのメリットを受ける人はごく少数であり、物価下落は雇用者の賃金圧縮を招くなど、決して生活者としての豊かさが享受できないほか、若年者層の雇用機会の喪失を招いたことが挙げられる。デフレは真の社会的な弱者を中心に悪影響を発生させ、経済の活力を喪失させていることを政策当局は十分に認識しなくてはならない。

（注12）物価下落は実質貨幣残高を増大させることを通じて消費拡大をもたらす、国民所得を増加させる効果。

（2）デフレの原因を巡る議論

一方、世界のほとんどの中央銀行には、「物価（もしくは通貨価値）の安定」が使命として課せられている。この使命を全うするには必要な手立てが中央銀行になれば無理難題となってしまうが、世界的にその目標設定に対する見直しの機運が見られない、ということは、中央銀行には「物価の安定」を導くための手段がある、と見るのが一般的な常識であろう。経済学でも、一般的に金融政策は物価の安定に有効と教えている。

しかし、日銀は「デフレは金融政策だけ

では解決できない」との主張を繰り返している。まず、サービス価格の低下傾向や、規制緩和などの影響、さらには中国など新興国の安い労働力を背景とした安価な製品の輸入拡大（いわゆる「デフレの輸入」）を挙げた。サービス価格については、基本的にサービス業は労働集約的であり、その価格はその人件費との関係が深い。最近ではサービス業の人件費圧縮姿勢が強く、賃金が下落する傾向にあるため、低下傾向をたどっている。また、規制緩和もその対象となった財・サービスの価格低下につながりやすい。しかし、これらはいずれも個別の財・サービスの価格の動きと、経済全体の物価変動とを混同した議論である。個別の財・サービスの価格が下落したからと言って、全体も同じように下がるかどうかは無関係である。例えば、輸入品の価格だけが下がったとすれば、その負担の軽減分を他の財・サービスの購入に回すこともありうる話であり、そうした財・サービスの価格には上昇圧力がかかるため、全体の物価が下がるとは限らない。実際、日本と同様、先進国では新興国から多くの商品を輸入しているが、いずれもデフレに陥っているわけではない。また、そもそも日本の物価水準は高いとする内外価格差の存在も挙げられており、これが是正される過程でデフレが必然的に生じている、としている。しかし、内外価格差の縮小は、為替レートの円安進行が最も影響するほか、バラッサ・サムエルソン効果、つまり、国内外の貿易財・非貿易財部門間の生産性格差の縮小な

どによっても起こりうる。ちなみに、比較対象国もデフレであれば、デフレは内外価格差の縮小を保証しない。

こうした「デフレは金融政策では解決できない」という認識は政策運営面にも反映されている。この表れは、10年4月の金融政策決定会合において執行部に対して検討が指示され、9月から始まった成長基盤強化支援資金供給オペレーション（以下、成長基盤強化支援オペ）である。近年、白川総裁をはじめ日銀が金融政策以外の分野へ積極的に言及することが増えているが、中央銀行として構造問題や産業政策に踏み込むのは異例とされてきた。上述のように、デフレは経済のグローバル化や規制緩和の推進による価格低下圧力や期待成長率の低下など環境変化によって発生していると日銀は説明してきた。成長基盤強化支援オペは将来の成長分野にうまく資金が流れることを日銀としてサポートしたい、ということであろうが、実際のところ、信用収縮が発生していたというわけではなかったほか、産業政策は経済成長にとって効果はないとの議論も少なくない。

そもそも、有望な産業や技術を中央銀行が決めるというのはやや乱暴な議論であろう。こういう作業が最も適しているのは資本市場である、というのが金融論の常識であり、資本市場を充実させるのが正道であろう。日銀は超金融緩和による短期金融市場の機能不全は問題視してきたが、資本市場の機能代替を行うこと

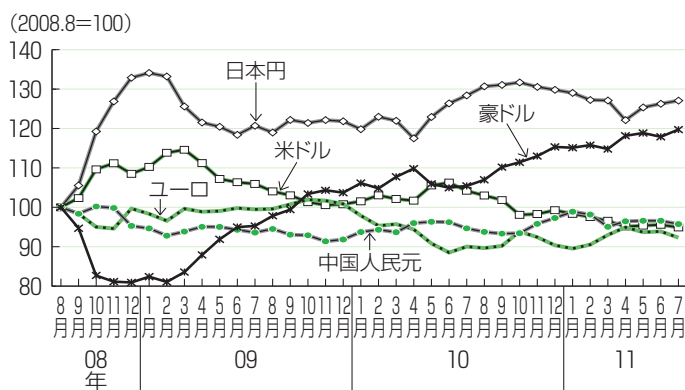
に対して躊躇しなかったのは非常に残念である。

(3) 根強い円高圧力

グローバル金融危機の発生以降、日本円はほぼ一貫して価値の上昇傾向が見られてきた（第4図）。過度の円高は国内景気に対して悪影響であり、円売り介入の実施を求める意見も浮上していたが、近年では先進主要国の国際金融当局では為替レートは市場が決定されるのが望ましいと考えられてきた。日本でも03年度に行われた大規模な市場介入（いわゆる「テ일러・溝口介入」：年度累計で約33兆円の円売り介入）を行ってから、10年9月まで市場介入は実施されなかった。なお、円高圧力は一貫して強く、東日本大震災直後の11年3月には76円25銭を、さらに同年8月には75円95銭まで円高が進むなど、戦後最高値の更新が見られた。

この数年の円高を考えると、表面的には、海外経済・金融面を不安視する向きが多く、消去法的に安全とされた日本円に

第4図 主要国の実質実効レート推移



資料 国際決済銀行(BIS)のデータより農林中金総合研究所作成
(注) 値が高いほど通貨価値が高いことを意味する。

対して資金逃避が続いているように見える。しかし、円高の真の原因は、①欧米と比べて不十分な金融緩和策、②日本のデフレ長期化、と見るべきであろう。わが国でも金融緩和措置をとってきたのはこれまで述べてきた通りだが、欧米諸国・地域の中央銀行では日銀の緩和策をはるかに上回る規模での緩和措置をとった。その結果、デイスインフレ状態となっていた欧米諸国の物価はデフレ突入が未然に防がれたほか、為替レートも通貨安方向に向かった。

相対的に慎重姿勢の金融緩和により、マネー供給量は相対的に減少し、日本円の希少性を高めている。また、デフレとはそもそも財・サービスに対する通貨価値の上昇である。このように円高とデフレ、金融政策は表裏一体であり、日銀の姿勢が円高とデフレの一因である面は否定できない^(注13)。もちろん、財政面でも円高圧力が発生している可能性は否定できない。グローバル金融危機や政権交代の影響もあり、09年あたりから日本では財政拡張的な財政運営が行われている。さらに東日本大震災への復興支援により、日本の財政赤字はこれまでの想定以上に膨張すると考えられている。これが為替レートに与える影響としては、「拡張的な財政政策は金利上昇につながるため、円高をもたらし、景気改善には役立たない」という変動為替相場制下におけるマンデル・フレミング効果が出ている可能性があるだろう。

つまり、円高は日本の実体経済面を必ずしも反映しているとは言いきれないが、デ

フレとそれを半ば容認してきた日銀の政策スタンスや放漫的な財政政策運営といった、日本の経済政策運営を反映したものである可能性は高い。

こうしたなか、介入効果を高めるためには、非不胎化介入が必要であるとの根強い意見もある。為替介入においては、円売り（円買い）の過程で、金融市場に円が放出（円が吸収）されることで金利水準が低下（上昇）する可能性があるが、政策金利を一定水準で誘導するためには介入資金と同額だけ市場から円資金を吸収（市場へ円資金を放出）する必要がある、これを不胎化介入と呼んでいる。これに対して、介入資金を吸収せずに市場に放置することで、介入の効果をより強める試みが非不胎化介入であると従来は考えられてきた。しかしながら、99年以降、それまで政府短期証券（09年2月以降は割引短期国庫債券（TB）と統合されて国庫短期証券として発行されている）を日銀に直接引き受けさせて調達してきた介入原資を原則市場から調達することとなったため、上述したようなロジックは成り立たなくなった。^(注14) 介入資金を吸収しないだけでは非不胎化介入にはならないのである。「結果的に見て」非不胎化介入になるためには、資金供給の拡大を伴う格好での追加的な金融緩和措置が必要である、ということである。つまりは、不胎化介入を匂わせるといことは、追加緩和の可能性を示唆していることと同義となる。

(注13) 南（2004）では、購買力平価説が成立している可能性、つまり円ドルレートと日米物価比率には共和分の関係があることを検証した。こ

のことは、日本のデフレは円高をもたらすということを示唆している。

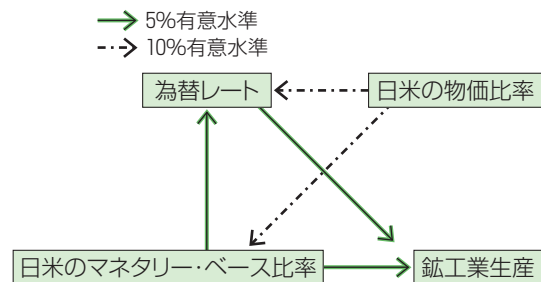
(注14) 介入に先立って介入資金を調達することは事実上不可能であるため、一時的に日銀が融通することになり、改めて市場から調達されるまでの間は非不胎化されているが、いずれ不胎化されることとなる。

(4) 円高・デフレと金融政策に関する検証

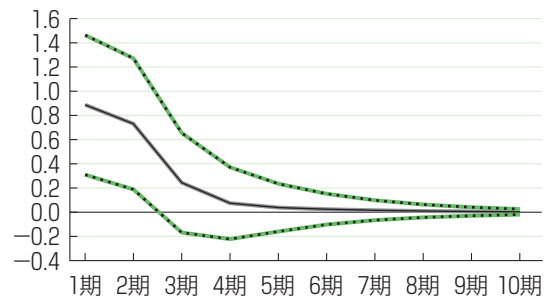
以下、実際にデフレ・円高と金融政策との間に関係があるかを検証することにする。具体的には、為替レート（円／ドルレート）、日米間の相対物価（企業間取引物価ベース）、日米のマネタリー・ベース比率、鋳工業生産の4変数によるVARモデルを構築して分析してみることにする。なお、推計期間は量的緩和政策解除後の06年4月から直近11年7月まで（64期間）とした。なお、VARモデル推計に先立って採用した経済時系列の単位根検定を行ったが、1階の階差をとれば定常時系列への変換は可能であることが判明した。また、VARモデルのラグ次数はSC（シュワルツ情報量基準）に基づき、1次を採用する。

このVARモデルの推計結果を用いてグレンジャー因果性検定（ラグ次数は2期）を行ったが、以下のように金融政策の違いや物価格差が為替レートに影響を与えていることが見て取れる（第5図）。なお、念のため、インパルス応答関数を確認したが、日本のマネタリー・ベースが米国よりも拡大すると、円安になる関係となっている（第6図）。つまりは、日本のデフレやFRBに比べて消極的な日銀の金融政策スタンス

第5図 円高・デフレを巡る因果性



第6図 日米マネタリー・ベース・ショックに対する為替レートの応答



(注) 推計した4変数VARの下で推定されたインパルス応答関数。点線は上下2標準誤差の幅の信頼区間。

は為替レートの円高進行に寄与していることが明らかである。

3 金融政策が抱える政策面の課題

未踏の領域に入って久しい日銀の金融政策であるが、包括緩和策解除の条件である物価の安定が展望できぬ以上、当面は非伝統的手法に依存した政策展開を続けていく必要がある。少なくとも、日銀にとって「出口」を意識するには相当程度の時間が必要である。以下では、こうした状況にある日銀が抱えている諸問題、具体的には国債とのつきあい方、マクロプルーデンス政策との関係、について触れてみたい。

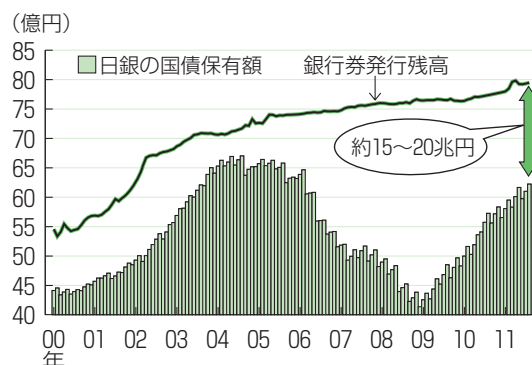
(1) 国債との付き合い方

1962年に導入された「新金融調節方式」以降、長らく日銀は国債買入オペを、経済成長に伴って新たに必要となる「成長通貨」の供給手段として実施してきた経緯があり、毎月2～4千億円程度の買切りを行ってきた。しかし、01年3月19日に決定された量的緩和政策の導入に際して、「日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、月4千億円ペース（当時）で行っている長期国債の買入れを増額する」ことも同時に発表された。これにより従来の「成長通貨ルール」は放棄され、新たに銀行券ルール、すなわち日銀が保有できる長期国債残高は日銀券発行残高を上限とするという自主ルールが導入された。その後、実際に同年8月には毎月6千億円へと増額が決定された。これ以降、長期国債買入オペは量的緩和政策を遂行するための一つの手段になり、量的緩和政策解除直前には毎月1兆2千億円まで漸次増額されていった（第7図）。

一方、解除時の金融政策決定会合において、買入れオペ額は当面減額しない方針が示された。ただし、保有する国債の残存期間が短く償還が少なくなかったことや過去の経済対策に伴って発行された国債が大量に償還される「2007年問題」の緩和のため、国債整理基金特別会計が行った国債市中発行額の平準化に向けた買入消却に日銀が応じたこともあり、日銀の国債保有残高は減少傾向を辿った。

なお、中央銀行である日銀が大量に国債

第7図 銀行券ルールと日銀の国債保有残高



資料 日本銀行資料から筆者作成

を保有することは、実質的なマネタイゼーション（財政赤字の貨幣化）であり、将来的なインフレ加速につながると懸念の声が根強い一方で、技術的な面から日銀は国債買入額をさらに増額するのが望ましいという意見も実際にあった。さらに日銀は日々の金融調節においてターム物オペを多用する傾向にあり、短期オペに対して非常に負担をかけた資金調整を行ってきたが、それがかえって短期金融市場の健全な発展を阻害したと指摘する意見もあった。^(注15) 日銀は、銀行券発行残高という満期無期限の負債に見合った資産を保有する必要があるが、量的緩和解除後は国債保有残高が徐々に減少していったこともあり、国債保有残高と銀行券発行残高との乖離が徐々に広がり、頻繁な短期オペで穴埋めされていた。こうした歪みを修正する手段として、より長めのオペの活用、つまりは中長期国債買入オペを増額すべきという主張がある。

一方、今回のグローバル金融危機の中で、日銀を含む主要中央銀行では国債買入など非伝統的手法へ踏みこんでいる。特

に、10年11月に総額6千億ドルの国債購入プログラム（11年6月末で終了）を実施した米FRBでは、銀行券発行残高をはるかに上回る国債を保有している。^(注16)これは当然、非常時の危機対応の政策発動の結果である。そして、一部の地区連銀総裁らからも将来的なインフレ加速を懸念する意見もあるが、実際のところ、中央銀行がどれだけ国債を保有しようが、それはマネタイゼーションの一環としてやっているのではないとの決意表明と、それに対して市場からの信認を得る努力が必要不可欠だということであろう。

なお、10年10月に導入した包括緩和策において、日銀は従来の銀行券ルールとは別枠で、国債を購入することを決定している。あくまで、根拠の薄い銀行券ルールを再検討することは回避し、曖昧なままにしたが、将来的には銀行券発行残高を超えるような国債購入の可能性も残しているといえる。

(注15) 短期金融市場が一時的に機能不全に陥ったとしても、日本経済や雇用が崩壊することを回避できるのであれば、仕方がない面もあるだろう。

(注16) リーマン・ショック後に導入した国債など資産購入策に続く量的緩和策第2弾ということでQE2と呼ばれている。

(2) マクロブルーデンスと金融政策

今回の金融危機とそれに至る過程、さらにはそれへの対応を巡っては、マクロブルーデンスの必要性が改めて認識できたとする中央銀行や金融経済学者は少なくない。金融危機の原因であるサブプライム問題が表面化する直前まで、世界経済はグレー

ト・モデレーション（大いなる安定）と呼ばれるように、物価安定の下での適度な成長が続いた。その結果、金融政策は緩和状態が長期化し、信用やレバレッジの拡大など様々な面で不均衡が強まった、と指摘される。

これまで、中央銀行と資産価格との関係については、対立する2つの考え方があった。1つは、資産価格の上昇がバブルかどうかを判断するのは中央銀行にとっても至難の業であり、万一バブルが崩壊した場合には、市場に十分な流動性を供給し、危機発生を未然に抑え込もうとする『Fedビュー（もしくはclean up the mess strategy）』である。もう1つは、将来的な混乱を引き起こすバブル崩壊の原因となる資産価格の過剰の上昇はあらかじめ押さえ込んでおこうとする『BISビュー（もしくはleaning against the wind strategy）』である。Fedビューは、バブルは予見できないという前提の下、危機発生後の対応を重視したものであり、^(注17)後者はバブルそのものを発生させないとする事前の対応を重視している。今回のグローバル金融危機の発生とその後の先進国・地域の経済停滞を踏まえると、Fedビューには不備があったとの批判は強い。もちろん、BISビューにも弱点があるとされている。BISビューの下では、資産価格の上昇がバブルではない場合でも、实体经济に対して抑制的な金融政策が発動される可能性があり、そうなれば望ましい成長経路を下振れるパスをたどり、雇用など国民経済がその負担を負わされることになる。インフ

レファイターである独ブンデスバンクの流れをくむECBはBISビューを体現しているとされるが、ユーロ圏の失業率（特に若年齢層）は日米に比べればかなり高めに推移してきた。

グローバル金融危機の発生後、世界的にマクロプルーデンス的な発想をどのように金融政策に取り込むかが議論されてきたが、一方で日銀だけが金融システム安定化の責務を負っているわけではないのも事実である。「 n 個の目標には n 個の手段」という政策割当て論（ティンバーゲンの定理）を踏まえると、政策金利の調節を伝統的な手法とする金融政策に、物価と金融システムとともに安定させるという二つの目標を同時に求めるのは酷な場面もあるだろう。それゆえ、日銀は金融機関の監督官庁である金融庁などとの密接な連携が求められる。なお、小立（2011）によれば、最近の欧米におけるマクロプルーデンスへの取組みで概ね共通しているのは、マクロプルーデンスに責任を持つ組織を新たに設置し、システムミック・リスクを特定するという責務を新たな組織に課している点だとされる。こうしたマクロプルーデンス責任機関はミクロプルーデンスを担う規制・監督当局や金融政策を担う中央銀行の組織から独立し、マクロプルーデンス政策のガバナンスとアカウンタビリティの明確化が図られる方向にあるようである。

（注17）グリーンズパン前FRB議長が株価急落時にとった投資家救済のための利下げ措置は、オプション取引におけるブットに例えてグリーンズパン・ブットと呼ばれることがある。

4 日銀の政策運営上の問題点

量的緩和と政策解除後の日銀の金融政策を概観し、その評価をしてきた。日銀は、しぶといデフレに陥って久しいにもかかわらず、未然のインフレを警戒するあまり、前倒しで引締めを繰り返した挙句、デフレを長引かせた可能性があるといえるだろう。さらに、現在の日銀の政策運営上、いくつかの問題点があるのは言うまでもない。

（1）誰が政策委員になるべきか

まず、政策委員の人選である。マクロ経済や信用秩序維持のために実施される金融政策運営は、その筋の専門家が担うべきである。しかし、わが国では、新日銀法改正以降、経済学者・エコノミスト等の専門家やセントラル・バンカー（日銀内部からの昇格者）は半分程度で、それ以外は事業会社・金融機関の経営者で固定されており、そのほとんどは非専門家と思われる。審議委員には日銀内部からのスタッフが補佐役としてつくが、専門家でもない限り、彼らの思惑に左右されてしまう可能性は否定できないと思われる。

（2）政府との連携と中央銀行の独立性

次に、政府にも責任の一端はあるが、お互いの連携が不足している点である。日銀は政治からの介入を極度に嫌う傾向にあるが、実のところ金融政策の波及効果も含めて、経済政策運営の最終責任を負うのは首

相や経済閣僚をはじめとする与党政治家であり、日銀は政策判断や運営に失敗を犯したとしても、それを認めないばかりか、総裁ら執行部がその責任を負ったことはない。また、自ら定義する「物価の安定」を長年達成できない理由についても、まともに説明したこともない。日銀には新日銀法によって極めて高い独立性が付与されたが、同法第4条（政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない）の遵守がややあいまいとなっている。

一方、中央銀行に対しては無条件の独立性が付与されているわけではない、というのが経済学者の総意であろう。中央銀行に与えられた独立性とは、あくまでも目標を達成するための手段選択に関してのことであり、その目標そのものの設定権までは含まない、というのが一般的な理解である。自らも高名な経済学者でもあるB. バーンキ米FRB議長は、金融政策の目標は政府が決めるべきだとの考えを表明している（Bernanke (2010)）。こうした目標設定の仕組みは決して中央銀行の独立性を侵すものではなく、政治圧力とするのは誤認である。

なお、09年の政権交代以降、経済財政諮問会議が休眠状態となり、日銀総裁と政府幹部が顔を合わせる機会が激減している。月例経済報告関係閣僚会議を除けば、首相や経済閣僚と日銀総裁とが定期的に意見交換をしていた形跡すらなかった。9月に発足した野田新政権は、重要な政策課題につ

いて、経済閣僚、経済界、日銀総裁らが議論する場を作ろうとしているが、それが十分機能することを期待したい。

おわりに —日本経済の課題克服に向けて—

以上、日銀の政策運営に関する問題点をいくつか指摘した。最後に、日本経済が抱える課題克服と金融政策の役割について簡単に述べたい。

東日本大震災後の日本経済が直面している課題として、財政健全化、復興財源の確保、少子高齢化、雇用対策など列举に暇がないが、円高・デフレ対策は優先度の高い重要テーマである。東日本大震災に伴う様々な問題に加え、円高の定着によって、日本国内から生産拠点が移転するリスクを抱えている。日本は近隣アジア諸国と比べて法人税の実効税率がかなり高いが、更なる税負担はこうした動きをさらに「後押し」してしまう可能性もある。まさに政府・日銀が一体となった日本再興計画の断行が求められている。

野田新政権は財政再建に対する強い意欲を示しているが、この財政再建は増税だけで解決できる問題ではなく、景気底上げとデフレ脱却による税収増という発想も不可欠である。企業・家計といった民間部門に深く浸透してしまったデフレ予想を払拭することは、閉塞感打破の一つのきっかけになりうるはずだ。日本経済・財政の正常化に向けて動き始めるのは残り時間は少ない

と思われるが、「まずはデフレ克服」という優先順位を間違えてはいけない。

<参考文献>

- ・岩田一政（2010）『デフレとの闘い』，日本経済新聞出版社
- ・植田和男（2005）『ゼロ金利との闘い』，日本経済新聞出版社
- ・鶴飼博史（2006）「量的緩和政策の効果：実証研究のサーベイ」，『金融研究』第25巻
- ・翁邦雄（2011）『ポストマネタリズムの金融政策』，日本経済新聞出版社
- ・小立敬（2011）「マクロブルーデンス体制の構築に向けた取組み」，ディスカッションペーパーDP2011-1，金融庁金融研究センター
- ・日本銀行金融研究所（2011）『日本銀行の機能と業務』，有斐閣
- ・白川方明（2008）『現代の金融政策』，日本経済新聞出版社
- ・田中隆之（2008）『「失われた十五年」と金融政策』，日本経済新聞出版社
- ・東短リサーチ株式会社編（2009）『東京マネーマーケット第7版』，有斐閣
- ・中澤正彦・吉川浩史（2011）「デフレ下の金融政策：量的緩和政策の検証」，PRI Discussion series No. 11A-03，財務省財務総合研究所
- ・法専充男（2009）『デフレとインフレの経済学』，日本評論社

- ・原田泰・増島稔（2010）「金融の量的緩和はどの経路で経済を改善したのか」，内閣府経済社会総合研究所企画・監修，吉川洋編集『デフレ経済と金融政策』，慶應義塾大学出版会
- ・本多祐三・黒木祥弘・立花実（2010）「量的緩和政策ー2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析ー」，『フィナンシャル・レビュー』第99巻，財務省財務総合研究所
- ・南武志（2004）「最近の為替レート変動について」，金融市場3月号
- ・南武志（2005）「デフレを取り巻く経済環境の変化」，農林金融11月号
- ・南武志（2006）「デフレ脱却後のわが国金融政策のあり方」，農林金融9月号
- ・南武志（2007）「量的緩和解除後の金融政策運営の再検討」，金融市場10月号
- ・南武志（2010）「非不胎化介入と日本銀行「包括緩和」策の位置づけ」，金融市場11月号
- ・宮尾龍蔵（2007）「量的緩和政策と時間軸効果」，国民経済雑誌2月号
- ・Ben S. Bernanke（2010）“Central Bank Independence, Transparency, and Accountability”，Speech at the Institute for Monetary and Economic Studies International Conference, Bank of Japan, Tokyo, Japan, The Board of the Governor of Federal Reserve System

（みなみ たけし）



発刊のお知らせ



異常な契約 TPPの仮面を剥ぐ

編著 ジェーン・ケルシー
共訳 環太平洋経済問題研究会・
農林中金総合研究所

A5判320頁 定価2,730円（税込）農山漁村文化協会

本書は、オリジナルTPP加盟国であるニュージーランドで2010年11月に発行され、TPPの問題点を総合的に洗い出した書物として関係者の注目を集めた「NO ORDINARY DEAL—Unmasking the transpacific partnership free trade agreement—」を環太平洋経済問題研究会と農林中金総合研究所ほか翻訳し、日本語版として出版されたものである。

編著者であるオークランド大学教授ジェーン・ケルシー氏が日本語版への序文として寄せた次の文章が本書の意図を明確に伝えている。

「私はこの序文を、岩手、宮城、福島などにおける悲劇的な地震、津波、および原子力災害、並びに私自身の国でのクライストチャーチにおける震災の暗い影の下で書いている。

このような時期は我々にとって最も大事なことを想起させる。一人々の安全と幸福、生活の持続可能性、食料主権、水、医薬品、その他の生活必需品へのアクセス、および思いやりに基づいた国際連携などである。

悲しむべきことに、これらの価値は自由貿易の舞台では流行らない。The Trans Pacific Partnership Agreementの推進者たちは、これぞ21世紀の貿易協定と説明している。しかし、上述の中核的な価値を放棄し、“市場が供給する”という信念を信奉するTPPは、我々をみじめな将来に陥れるであろう。・・・（中略）・・・

本書はこれらの問題をめぐる議論を活発化するとともに、我々の将来を左右する可能性を持つ論争があることを他の人々にも知らせ、彼らも議論に参加するように促すために書かれたものである。我々は日本の人々がそのような討論の場に加わることを歓迎したい。」

TPPに関し多面的かつ深い論考を提供する図書として広くお勧めする。

【本書を推薦します】（帯）

内橋克人（経済評論家） 内山 節（哲学者） 金子 勝（慶應義塾大学教授） 鈴木宣弘（東京大学教授）
中野剛志（京都大学准教授） 孫崎 享（元外務省国際情報局長） 松原隆一郎（東京大学教授）
山下惣一（農家・作家） 山田正彦（前農林水産大臣）

購入申込先…………… 農山漁村文化協会

TEL 03-3585-1141（営業）

心の底力

趣味は車中の読書。これは無趣味を白状しているようなものだが、私の車中読書はかなり徹底しているというか、ほとんど中毒のようなところがある。あえて列車による移動を選択する。先日熊本から東京までの6時間を新幹線の車中で過ごした。飛行機では落ち着いて読めないからである。たまの休日の午後、文庫本を読むためにわざわざ電車に乗るということもある。つまり、車中以外では読めなくなっているのであり、ほとんど中毒なのである。

車中に持ち込むのは雑本のみで、しかも文庫か新書である。だから、世間で評判になった書物も、読むとすれば文庫になってからである。なによりも何冊も手軽に持ち運びができる。文庫化されたからには、それなりに評価された書籍という安心感もある。ときには粗悪品を掴まされたケースもあるが、実害はほとんどない。すぐに閉じるから時間の無駄にはならず、原則として古本屋の廉価本だから金銭の損失も小さい。

8月下旬に仙台に出張した。最速の新幹線で名古屋から仙台までの行程は3時間半と少々。ずいぶん短縮されたものだが、それでも往復を合わせて自由時間はたっぷりある。実は、このときの出張の目的は宮城県震災復興会議への出席であり、関連して県の農林水産関係の職員の皆さんの前で1時間ほど話をさせていただくことであった。だから、なんとというか、気楽な出張だったわけではない。会議の資料にも入念に目を通したし、話のためのレジメも準備した。私なりに緊張感を持って仙台に向かったつもりである。

それでも車中読書は中毒である。やめるわけにはいかない。3冊の文庫本をカバンに収めた。何冊か持ち込むのも私の流儀である。併行して読み進む。と言うことで、仙台出張に携行したのは3冊。そのうちの1冊が内田樹さんの『疲れすぎて眠れぬ夜のために』。どれどれ面白く読めるかな。

戦後日本のぼくたちはまるっきり「甘く」育てられているのです。

インパクト十分だ。眠るどころではない。戦後の復興を担ったのは明治20年

代から大正に生まれた世代であり、その世代が第一線から退いた70年代以降、この日本はダメになった。飢えた経験もなく、極限の貧困も知らず、近親者が虐殺された経験もなく、甘く育てられた戦後生まれ。これに対して究極の経験に現場で立ち合ったリアリストの世代が、日本の復興と繁栄を支えた。つまみ食いすると、こんな論旨であった。車中読書もときとして衝撃的である。

仙台での会議と講演が終わって、もう1日滞在した。津波の被災地の農家を訪ねるためである。ある雑誌の座談会への出席をお願いしていて、その打ち合わせを行う段取りである。仮に仙台市のSさんとしておこう。地域の農業のリーダーのひとりである。じっくり話をお聞きし、修復の目途の立たない揚水機場をはじめ、激しい災厄の現場も案内していただいた。言葉の端々にうかがわれる強靱な精神。穏和な表情から伝わってくる他者への行き届いた配慮。私自身の30余年の研究生活の中でも、とりわけ印象深いヒアリングとなった。

被災地には災いを転じて福となす権利がある。こんなふうに述べたことがある。深刻なダメージからの復興のプロセスでは、Sさんの地域のように、荒地地としか言いようのない大地の上に新たな農業を再建することになる。時間がかかることも覚悟しなければなるまい。こんな被害の冷厳な事実は、しかし、地域の農業の過去の経緯に由来するさまざまな拘束が取り払われたことも意味している。ここに災いを転じる土台を見出すことができないか。こんな意味合いで述べたつもりである。

この考えにいまも変わりはない。けれども、災いを福となす土台については、もうひとつ忘れてはならないと思うようになった。それは災厄にたたき込まれた人々が手にしつつある強靱さであり、深い思いやりの心である。内田樹流に表現すれば、究極の経験に現場で立ち合ったリアリストの強さと奥行きということになるうか。あえて被災地ならではのスピリッツだとしておきたい。

ヒアリングも終わりに近づいた。Sさんに亡くなった娘さんのことを座談会で話題にしてもよいだろうかとお聞きした。「いいですよ。私だけではないんですから」という答えが返ってきた。

(名古屋大学大学院生命農学研究科 教授 生源寺眞一・しょうげんじ しんいち)

社会的責任投資(SRI)の現状と課題

研究員 安藤範親

〔要 旨〕

- 1 欧米では、従来の財務分析による投資基準に加え、企業のESG（E：環境、S：社会、G：ガバナンス）の取り組みなどを投資決定プロセスに組み込む社会的責任投資（SRI）の投資規模が拡大している。SRI市場規模は、欧州で09年に07年比83%増、米国で10年に07年比13%増と拡大しているが、一方で、日本市場は07年比△21%と減少している。欧米の拡大に対し、なぜ、日本ではSRIの低迷が続いているのだろうか。本論では、その原因と課題、今後の方向性をまとめた。
- 2 欧米のSRIの拡大要因は、国連による責任投資原則（PRI）の提唱や年金基金のSRI導入にある。また、SRI投資残高を伸ばしてきた欧米諸国のなかから、オランダとスウェーデンに注目しその要因を探ると、その背景には、メディアの影響や法的規制があった。
- 3 これらの先進事例で得られたSRI普及の背景から、先行研究の示唆する課題をまとめた結果、日本のSRIに関する課題は、大きく次の3つに分けられた。
 - ①受託者責任（資産運用に携わる受託者は、投資家利益を最優先する責任を負うが、SRIを考慮することはこの責任に反するとの意見が多い。）
 - ②スクリーニング（SRIでは投資銘柄選定（スクリーニング）の際に、ESGに関する情報を組み込むが、その開示情報が比較評価できないなど信頼性に欠ける。）
 - ③投資意識（日本の個人金融資産の半分以上が現金・預金であるように、そもそも投資意識が低い。）これらの3つの課題が、日本のSRI普及に示唆することは、自主規制や法律でSRIの目的の追求が受託者責任と矛盾しないようにすることや、評価手法の高度化やスクリーニングプロセスの標準化、専門性を持つ人材の育成、金融教育を広める努力などである。
- 4 日本は、環境問題に対する国民の意識が高く、環境金融の広がりや企業の環境に対する情報開示への取り組みも広がりつつある。今後はオランダなどの他国の政策に学ぶことで、環境問題を背景にしたSRIの拡大機運が高まる可能性が考えられる。

目次

はじめに

1 SRIの歴史

2 SRI市場の進展背景

3 オランダ

(1) SRI市場の動向

(2) 主要投資家

(3) 市場発展の経緯

4 スウェーデン

(1) SRI市場の動向

(2) 主要投資家

(3) 市場発展の経緯

5 日本のSRI普及に向けた課題

おわりに

はじめに

近年、地球温暖化や生物多様性など地球規模の課題とグローバル化の進展により企業をはじめとするあらゆる組織がこれまで以上に社会的責任（CSR：Corporate Social Responsibility）を果たすことが求められている。

その結果、企業を取り巻くステークホルダーは、企業と社会の相互交流関係を通じた企業の持続的な成功に着目し、企業への株式投資の際に財務面だけでなく、CSRの側面からも評価し投資する、SRI（Social Responsible Investment：社会的責任投資）が広まり始めている。

本来、企業は、生産に伴う環境汚染などが社会にもたらす費用（社会的費用）を含めて生産計画を立てなければならない。しかし、単に市場に委せておくと、製品の市場価格は、その生産に必要な原材料、労働、資本に支払われた費用（私的費用）しか反映しないため、市場が社会的費用を織り込むことは難しい。その結果、政府が、環境

税などの税制による内部化や規制的手法を用い、対応することになる。

さまざまな政策が取り組まれる一方で、かつて多くの企業は、経済効率を向上させ、短期的な利益を最大化しようとし、社会問題や環境問題などへの影響を無視した面もあった。具体的には、汚染物質の流出による環境汚染や、森林破壊や乱獲による資源の減少、リストラや低コスト地域への移転による地域社会の経済的衰退、コスト削減による安全性の犠牲、労働安全衛生・人権などの問題の軽視である。

その結果、企業競争力の源泉となる企業を取り巻く社会の健全性が失われた。企業に利益をもたらすはずの地域社会が、高い失業率や地域産業の低迷、資源の衰退や公共財の減少、財政赤字などの問題を抱え衰弱している。

企業が、持続可能な発展を得るうえで必要なことは、短期的な利益を追求するだけでなく、その活動が社会に与える影響に責任を持ち、持続可能な社会の実現を目指すことである。SRIは、その一手段として発展・普及が求められてきた。

SRIはもともと、たばこやギャンブル、など政治・社会的課題を抱える企業を投資対象から除外する方法（ネガティブ・スクリーニング）から始まった。その後、環境問題やCSRが一般的になるにつれて、それら諸課題に積極的に取り組む企業に投資する方法（ポジティブ・スクリーニング）や、株主の立場から提案や対話をすることで、企業に直接働きかける方法（エンゲージメント）、温暖化や水資源、持続可能な農業などテーマに関連した銘柄に投資する方法（テーマ・インベストメント）が広まり、近年では、既存の財務分析や投資意思決定プロセスに環境・社会・ガバナンス（ESG）^{（注1）}を組み込む方法（インテグレーション）が広がり始めている（第1表）。

本稿では、まず①SRIの歴史を振り返り、②日本と欧米のSRIの現状と普及の背景を整理し、次に、③欧米諸国の中でも、オランダとスウェーデンに注目し、その要因を探る。また、④先行研究から普及に向けた課題をまとめ、⑤ここから、日本でのSRIの普及実現可能性の糸口を見出すことを試

みる。

（注1）ESGとは、E（Environment）：環境問題への取り組み（生態系保全や温室効果ガス排出量の公表など）、S（Society）：社会的取り組み（労働条件の改善、人材育成、地域貢献活動など）、G（Governance）：企業経営を監視する取り組み（行動規範、汚職防止、説明責任など）、を考慮した投資である。企業に影響を与える諸問題を3種類に大別し、財務諸表に現れない隠れたリスクを顕在化させ、長期的な観点から企業価値を評価し、長期のパフォーマンス向上を念頭に投資を行うという考え方である。企業のESGの取り組みは、将来の経営リスクを低減させることで、株式への投資を増やすことから、均衡状態において、長期保有の投資家が要求するリスクプレミアムを低減させる効果があると言われていた（佐々木（2010））。そのような資本コストの低下が、企業がESGに取り組むインセンティブとなり、投資家によるESGへの投資が、企業行動の変化を通じて社会を改善する可能性があることから（（社）日本証券アナリスト協会（SAAJ）（2010））、SRIの活性化に期待が高まっている。

1 SRIの歴史

SRIの起源は、イギリスのキリスト友会（クエーカー）の創始者であるジョージ・フォックス（1624-1691）に遡ることができる。クエーカー教徒が、人の平等と非暴力の信念に基づき、投資基準に社会的な評価基準

を適用したことに始まる。このようにSRIの基本的な発想は、キリスト教教団による宗教的倫理観に基づくものである。

1928年になると、フィリップ・キャレー（1896-1998）により、米国で最初のオープン型投資信託の一つである「Pioneer Fund（PIODX）」が設立され、その投資スタイルには「罪ある

第1表 SRIの種類

類型	手法
ネガティブ・スクリーニング	タバコ産業や武器製造業などの倫理性や社会性を考慮し、特定の業種や銘柄を排除する方法
ポジティブ・スクリーニング	環境問題や社会貢献、労働基準などの取り組みが進んだ企業を抽出する手法
エンゲージメント	株主として企業経営者と対話し、経営改善を求める手法
テーマ・インベストメント	地球温暖化や水、生物多様性、再生可能エネルギーなどのテーマに着目し投資する手法
インテグレーション	既存の財務分析や投資意思決定プロセスにESG要因を組み込む手法

資料 小崎ら（2011）、SIF-JapanHPをもとに筆者作成

株 (Sin Stock)」として酒・ギャンブル・たばこなどに関わる企業を投資対象から排除するネガティブ・スクリーニングが取り入れられた。

60年代から80年代になると、ベトナム戦争やアパルトヘイトなどへの反発から、企業の社会的責任を追及する株主提案が行われるなど世論の声が高まった。71年には、メソジスト派（キリスト教プロテスタントの一派）の2人の牧師が実業家の協力を得て、ベトナム戦争に関与している企業を銘柄選択から排除し、さらに公害対策など社会・環境といった問題の取り組みにすぐれた企業を銘柄に選択する初のポジティブ・スクリーニングを取り入れたSRI投資信託「Pax World Fund (PAXWX)」を設立した。

90年代になると、酸性雨やオゾンホール、地球温暖化など全地球規模の環境問題が顕著となり、国際社会全体で対応する必要から、92年に国連環境計画（UNEP）と金融機関の自主的な協定に基づく「国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）」が創設された。UNEP FIは、金融機関のさまざまな業務において、環境および持続可能性に配慮した最も望ましい事業のあり方を追求し、これを普及、促進するために調査・情報交換などを行う機関として発足した。

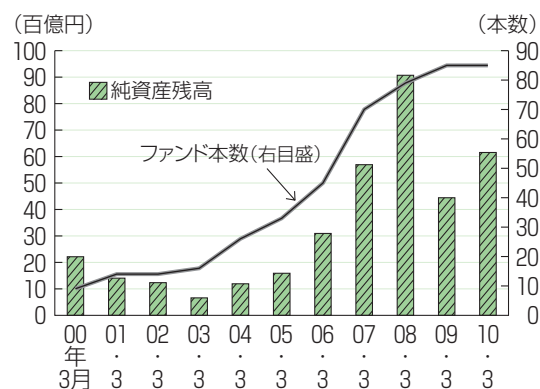
03年になると、UNEP FIのアセットマネジメントワーキンググループ（AMWG）が、SRIにおけるESGの調査の必要性を訴え、ESGが広がるきっかけを作った。04年には国連のアナン第7代事務総長が「国連グローバル・コンパクト（UNGC）」を提唱、

UNGCは、人権・労働・環境・腐敗防止に関する10の原則を企業が自発的に遵守し実践するよう要請した。また、UNGC発行のレポートでは、ESGの課題を踏まえた投融資の重要性が示された。こうして、機関投資家をはじめとする世界の投資家はその投資判断にESGを組み込み、欧米を中心にESGに配慮した投資市場がここ数年で拡大している。

こうした世界の動きのなか、日本でも、99年の「日興エコファンド」を皮切りに次々にSRIファンドが誕生している。ファンド登場から10年で80～90本とその数を増やしている一方で、07年の世界金融危機の影響で純資産残高の減少が見られる（第1図）。しかし、純資産残高は公募投信全体の0.8%程度しかなく、SRIは依然として発展途上段階といえる。

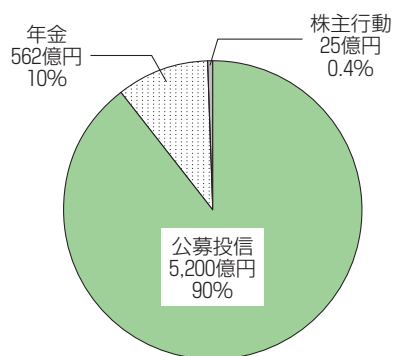
また、日本のSRI市場の内訳は、SIF-Japan（2009）によると、公募型SRI投資信託が約5,200億円（09年9月時点）と全体の90%を占め、残り10%は年金によるSRI運

第1図 SRIファンドの純資産残高と
ファンド本数推移



資料 NPO法人社会的責任投資フォーラムHPから筆者作成

第2図 日本のSRI市場の構成



資料 SIF-Japan日本SRI年報2009

用であり、環境・社会問題の解決を目的とする株主提案を意味する株主行動（エンゲージメント）は1%にも満たない（第2図）。日本のSRI市場は、個人投資家を対象とする公募型SRI投資信託が大半であり、この点（注2）が欧米のSRI市場と大きく異なる。

（注2）Eurosif（2010）より欧州全体の投資家別内訳を見ると、個人投資家の割合は8%で92%が年金基金や財団などの機関投資家である。米国も、US SIF（2010）によるとESGを考慮した資産運用2兆5,120億ドル（約200兆円）のうち、少なくとも2兆300億ドル（約160兆円）が年金基金等の機関投資家によって保有または運用されている。

2 SRI 市場の進展背景

世界のSRIの市場規模は、07年時点で欧州が約2.7兆ユーロ（約300兆円）、米国が約2.7兆ドル（約220兆円）^{（注3）}に対して、日本のSRI市場は約8,500億円^{（注4）}だった。その後、日本では09年に約5,800億円と株式市場の低迷に合わせて縮小したものの、欧米では拡大し、欧州で09年に07年比83%増の約5兆ユーロ（約550兆円）、米国で10年に07年比13%増の3.1兆ドル（約250兆円）と報告さ

れている。

なぜ日本ではあまり普及せず、欧米では普及したのか。その背景を（財）年金シニアプラン総合研究機構（2010）をもとに、国別に見てみよう。

まず、イギリスでは、年金基金が投資決定の際に、投資先企業のESGに関する状況についてどのように配慮しているのかを開示することが、00年の年金法改正によって要求された。この開示の要求によりSRIの拡大が進められた。

フランスでは、01年の公的年金積立方式導入時に、労働組合が積立金の株式への投資に反対した。その理由は額に汗した労働によって得られた掛金を卑しい利殖のために投資することは、アングロサクソン型資本主義的であると嫌ったことによる。しかし、SRIならば、それは「正しい資本主義」であるとして、基金設立の要件にSRIが導入された経緯がある。また、近年は大手保険グループなどがレピュテーションリスクに備え、クラスター爆弾や地雷に関する除外基準を採用したため短期間に急増している。

オランダでは、95年に導入された税制優遇措置により環境保全型プロジェクトへの資金供給が促進された。また、07年にオランダの年金基金がクラスター爆弾や地雷の製造に関わっている企業に投資しているという実態を映したドキュメンタリー番組が大きな反響を呼び、このような武器の製造に関わる企業は排除するというのが、年金基金にとって当然の要件となった。

スウェーデンでは、持続可能な社会構築

が国家戦略として位置づけられ、それが数々の政策に反映されてきている。その一環として01年施行の国民年金基本法に倫理・環境を考慮した投資を行うことが規定された。

アメリカでは、伝統的に宗教的倫理観からアルコールやギャンブル、武器などを投資対象から排除する資産運用が行われている。01年の同時多発テロ以降は、政府によりテロ支援国家として指定されたスーダン・イラン関連企業などへの投資排除を定める州が多く、なかでもカリフォルニア州法では、スーダンへの投資排除に加え、環境投資への要請についても定めている。

また、欧米におけるSRI拡大の背景には、06年、当時の国連アナン事務総長が、機関投資家の意思決定プロセスにESGを受託者責任の範囲内で反映させるべきと、金融業界に対して責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）を提唱したことがある。

このPRIは6つの原則からなるが(第2表)、

第2表 PRIの6原則

①投資分析と意志決定のプロセスにESGの課題を組み込む。
②活動的な(株式)所有者になり、(株式の)所有方針と(株式の)所有慣習にESG問題を組み入れる。
③投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求める。
④資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行う。
⑤本原則を実行する際の効果を高めるために協働する。
⑥本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告する。

資料 Website for the United Nations-backed 'Principles for Responsible Investment' Initiative

同原則では、投資家の投資プロセスにESGを組み込むことを宣言し、投融資先企業に対してESG情報を開示請求することや、原則に署名した金融機関自身についての情報開示の推進を謳うなど、SRIを普及させる内容となっている。なお、同原則は、任意参加であり法的拘束力は持たないが、署名をしたにも関わらず何も実施しない場合にはレピュテーションリスクが発生する可能性がある。

一方、11年8月末現在、世界で927の企業が同原則を採択しているが、その中で日本は18と少ない。PRIについても、上記のような背景からSRIに対する意識の高い欧米の金融機関を中心にPRIへの署名が広がったため、欧米では認知度が高いが、署名が進んでいない日本では認知度が低く、SRIが遅れている要因の一つであろう。

次に、欧米諸国のなかで、SRI投資残高を伸ばしてきたオランダと法規制で特徴のあるスウェーデンに注目し、その理由と背景を明らかにする。これらの先行事例で得られた背景から、先行研究の課題をまとめたうえで、日本に示唆するところの探求を試みたい。

(注3) Eurosif (2010) 参照。

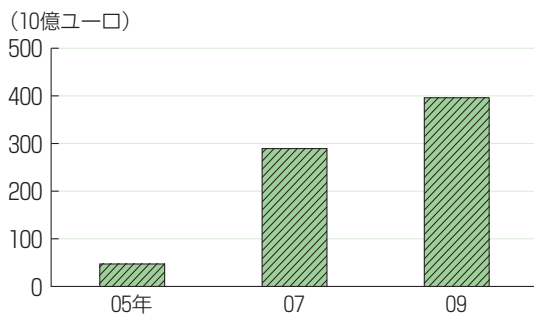
(注4) SIF-Japan (2009) 参照。

3 オランダ

(1) SRI市場の動向

オランダSRI市場の資産残高の推移を見ると、05年の約47億ユーロ（約5,170億円）

第3図 オランダSRI市場の資産残高



資料 EuroSIF:European SRI Study 2010

から07年の2年間では、約62倍の約2,890億ユーロ（約31.8兆円）と急成長を遂げている。07年から09年は世界金融危機の影響を受ける形となり、約1.4倍の約3,960億ユーロ（約43.6兆円）となっている（第3図）。

また、09年末の全機関投資家の運用資産総額約1.21兆ユーロ（約133.1兆円）に対するSRIのシェアは、33%となっている。

(2) 主要投資家

オランダでは、公務員や教職員を対象としたオランダ公務員年金基金（ABP）を運用する資産運用会社APGと、医療、福祉部門を対象としたオランダ厚生福祉年金基金（PFZW）を運用する資産運用会社PGGMが2大年金基金となっている。これら両基金が、PRIに署名しており、「責任ある投資」に対する姿勢を明確に打ち出している。

これら年金基金の資産規模を2010年の世界の年金資産ランキング^(注5)で見ると、ABPが資産規模約2,370億ユーロ（約26.1兆円）で第3位、PFZWが995億ユーロ（約11兆円）で第13位にランクしており、SRIに基づいた資産運用は、世界の金融市場への影響も

大きい。

(注5) 米国を代表する投資情報紙であるP&I (Pensions & Investments) とタワーズワトソンが共同でまとめた「P&I/タワーズワトソン・グローバル300ランキング」による。

(3) 市場発展の経緯

オランダのSRI市場の源泉はリテール市場にある。60年に設立されたASN銀行と80年設立のTriodos銀行が、リテール市場における倫理的な貯蓄銀行のマーケット・リーダーとして知られている。これらの銀行は貯蓄商品で集めた資金を社会的貢献度の高い団体や企業に低金利で融資し市場を牽引したことで、設立初期は、貯蓄の積立プランが投資信託などの商品より人気があった。そして、85年頃になると資産運用会社PGGMが、人権を重視する観点からネガティブ・スクリーニングによる投資を始め、90年には、ポジティブ・スクリーニングを採用した。

91年には最初のSRIファンドであるHet Andere Beleggingsfonds (ABF) が開発された。また、95年にオランダ税務局が環境対策目的で導入した「グリーン・ファンド・スキーム」^(注6)がSRIの成長をサポートした。これは、個人投資家向けに提供する預金・投資信託などの商品を非課税扱いとすることなどで資金を集め、風力・太陽光エネルギーおよび有機農法などのグリーン投資カテゴリーを対象に低利融資する枠組みである。これが96年以降、すべてのSRIの50%を占めるようになった。^(注7)

また、SRIに対する関心が高まった結果、

95年には、投資家の声を伝えるために投資家に代わって投資先企業へ積極的に対話を働きかけるVBDO（持続的発展のためのオランダ投資家協会）が組織された。

07年になると、前述のとおりオランダのSRI市場は急激な発展を遂げる。同年3月にドキュメンタリー番組が、オランダの年金基金がクラスター爆弾や地雷の製造に関わっている企業に投資しているという実態を放映し、年金基金による社会的責任投資の必要性を訴えた。これが大きな反響を呼び、SRIに対する世間の関心が高まった。世論の高まりをきっかけに、年金基金はポートフォリオからクラスター爆弾等の武器製造に関わる企業は排除する（ネガティブ・スクリーニング）など、SRIを高める努力を行った。

さらに、06年の責任投資原則をきっかけに、財務面の評価に加えESGの評価も同時に行うインテグレーションの取り組みも広がり始め、07年に社会福祉環境省よりSRIにおけるESG導入に関する年金基金運用のガイドライン（The Arrived Future）が示されたことで、ガイドラインによる誘導というアプローチがとられている。

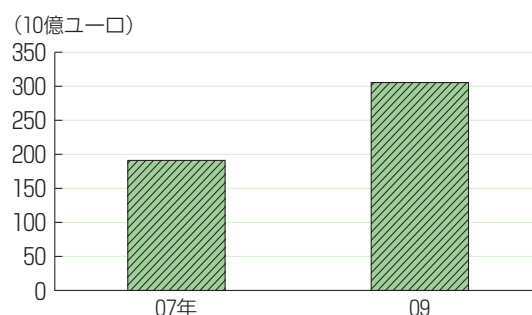
（注6）詳細は、重頭（2005）、岡田ら（2008）参照。
（注7）Scholtens, B.（2005）参照。

4 スウェーデン

（1）SRI市場の動向

スウェーデンSRI市場の資産残高の推移を見ると、09年末に約3,060億ユーロ（約

第4図 スウェーデンSRI市場の資産残高



資料 EuroSIF:European SRI Study 2010

33.7兆円）と07年末約1,910億ユーロ（約21兆円）と比べ約1.6倍へ増加している。（第4図）

（2）主要投資家

スウェーデンのSRI市場においては、公的年金基金であるAP基金（Almanna Pensionsfonden）が、SRI市場において主導的な地位にある。その他にも保険会社のフォルクサムや政府系環境基金のミストラなどがSRIのお手本として見られており、ほとんどの金融機関が、SRIに一定程度取り組んでいる。

（3）市場発展の経緯

92年の「環境と開発に関する国連会議」（リオ・サミット）で採択された「アジェンダ21」に基づき、国際機関および各国は、持続可能な発展を実現するためにそれぞれ行動計画を策定することになった。スウェーデンでも、同国環境保護庁が98年に持続可能な未来ビジョン「2021年のスウェーデン」を発表し、その後、このビジョンは新たな国内法の制定、行動計画の策定など、「持続可能な社会」の構築に向けて、様々な施策に反映された。

その結果、00年に制定された「スウェーデン国民年金基本法」に、高い運用収益という最終目標を損なうことなく、倫理・環境面を考慮した投資を行うことが規定された。以降、公的年金基金であるAP基金は、法規制のもとSRIを進め、その資産残高は成長を続けている。

07年になると、政府は、AP基金に対する規制の実施状況を評価するために、調査委員会を設置し、SRIに関する取り組みの進捗などを監視している。また、同年にAP基金は、倫理委員会（Ethical Council）をスタートし、投資先である企業との対話（エンゲージメント）に取り組んでおり、企業に対し、環境、社会、ガバナンス（ESG）に責任を持って行動するよう求めている。

5 日本のSRI普及に向けた課題

欧米でSRI市場が広がる一方で、日本のSRI市場の純資産残高は低迷しており、市場全体に占める割合も小さい。地球規模の課題とグローバル化が進展する中で、これ

まで以上に社会的責任を果たすことが求められることを考えると、SRIの取り組みは欠かせない。今後の普及に向けた課題を考えると次の3つが言えるだろう（第3表）。

①受託者責任の認識転換

前述の責任投資原則（PRI）では、その冒頭で、SRIにおけるESGが投資パフォーマンスに影響する可能性がある以上、当該要素について考慮することも受託者責任に含まれるとしている。

07年にUNEP FIは、SRIは受託者責任に反しないとする理論的な根拠として、報告書^{（注8）}を作成、SRIにおけるESGが投資パフォーマンスにプラスの影響を及ぼしているとする調査結果を公表した。これを受けて、欧米では「SRIが経済的な投資収益を犠牲にするのでなければ、受託者責任義務違反ではない」という見方が大半を占めている。

しかし、日本では、国内SRIファンドが広がった初期にパフォーマンスが芳しくなかったこともあり、受託者責任の観点からSRIとパフォーマンスの関係に対する懐疑的な見方が強い。

第3表 日本のSRI普及課題と今後に向けた対策の方向性

課題	課題の内容	課題に対する対策の方向性
受託者責任	投資家利益を最優先しなければならない受託者責任においてSRIをどう位置付けるか。（投資家利益の追求よりもSRIの目的を追求することができるのか？）	自主規制や法律でSRIの目的の追求が受託者責任と矛盾しないようにする。（例えば、スウェーデンのように、機関投資家の株式ポートフォリオに対し、一定割合、SRIの目的に沿った銘柄選択を義務付ける。）
スクリーニング	スクリーニングの内容が標準化されていないことや、専門性の高さから一般の理解が得られない。	標準化を目指すとともに、専門性を持つ人材の育成。（例えば、スクリーニングプロセスやその説明に一定の基準を設ける。）
投資意識	日本人自身がそもそも投資に対する意識が低く、SRIに対する十分な理解がなされていない。	金融教育を広める努力。（例えば、金融知識を伝える人材の育成や教育機関での金融教育を義務付ける。）

年金、投資信託の運営や資産の運用に携わる受託者は、投資家利益を最優先する受託者責任を負っているために、期待収益が優れた投資対象を選択することが求められる。このことから、SRIにおけるESGを考慮することは、受託者責任に反するとの意見が支配的であり、この点が欧米と異なる点である。^(注9)

浅野（2011）より、SRIにおけるESGとパフォーマンスに関する近年の研究を見ると、従来のファンドに比べパフォーマンスが劣る可能性があるとの報告がある一方で、その結果に統計的に有意な差がないという^(注10)報告も出ている。また、SRIによるスクリーニングが十分な分散化を妨げることなど投資制約に関する問題も指摘されている。このように、理論・実証研究は発展段階にあり、さらなる進展が求められている。

このような課題に対する対策の方向性としては、SRIによってパフォーマンスを向上できることを裏付けるデータをそろえることが重要であるが、そうでない現状を踏まえると何らかの政策的条件の整備が求められる。例えば、オランダ・スウェーデンのように受託者責任を負う年金基金に対して、SRIの目的追求と受託者責任が矛盾しないよう政策的条件（ガイドライン・法規制）を整備することが望ましいだろう。^(注12)

（注8）UNEP FI（2007）参照。

（注9）河口（2007）。

（注10）Renneboog, Horst and Zhang（2008）参照。

（注11）Hamilton, Jo and Statman（1993）、Statman（2000）、Bello（2005）参照。

（注12）（財）年金シニアプラン総合研究機構（2010）

②スクリーニングの開示方法の改善

SRIにおけるスクリーニングとは、投資銘柄を選定する際に、財務的な要因だけでなく非財務的な要因（例えば、二酸化炭素排出量の開示情報など）を投資プロセスに加えることである。そのスクリーニング結果に関する情報はBloombergなどの各種情報提供機関で開示されている。

小黒（2010）によると、このようなスクリーニング結果の開示情報は、企業の自主的な文書による開示が多いため、たとえ同業種内でも他社比較できるような状態になく、標準化や比較可能性、正確性の担保といった問題が指摘されている。

また、（株）みずすサステナビリティ研究所（2007）によるSRIに関するヒアリング調査結果からは、「数字を見ただけでは分からない情報があり、開示情報の質が評価できず、企業評価はできない」との意見が出されている。

このように、ESGスコアなどのスクリーニング結果を見た機関投資家や金融市場関係者、投資家が、その善し悪しを判断できないため信頼性の問題が生ずることになる。

この問題に対して、欧米では、ESGが企業価値評価に重要だという認識の広がりを背景に、どのような項目をどのように開示するのかに関する基本的枠組みが作成され（例えば気候変動に関する開示指針など）、ESGの開示義務化の動きが進んでいる。

一方、日本では、ESGに対する意識が低く、企業評価者からのESGに対する要望は少なく進んでいない。

今後の対策の方向性としては、ESGの信頼確保と発展のためにも、評価手法の標準化や企業情報開示の進展、企業価値との関連性を明らかにすることが求められる。また、ESGに関わる専門家の育成と、それと共に社会の理解度を向上させていく努力が欠かせない。

③投資意識の向上

日本でSRI市場規模が拡大しない理由として、日本人自身がSRIと投資を結びつけるという観点での議論が少ない上に、そもそも投資に対する意識が総じて低い点をあげられることが多い。日本の個人金融資産の半分以上が現金・預金であり、株式や投資信託の割合は低いために投資家層が少ない。また、国民が投資を考える機会が少なく、年金基金の投資先について意見を言うことが自分の権利であるというような認識も薄い。従って、まずは、自分たちが拠出した公的年金の資金や企業年金の掛け金が、企業等に投資されているという年金資金運用の基本的な理解を広める必要がある。

オランダ・スウェーデンのように、欧州では法規制やガイドラインでSRIを促進する政策が取られてきた。それはSRIに対する意識の高さを支える金融教育の広がりがあるからである。日本における今後の対策の方向性を考えると、SRIに対する意識を高める上で金融教育を広める努力が必要であろう。河口（2007）も、社会全体のSRIへの理解を広げるためには、金融教育が重要な役割を果たすとしている。

おわりに

オランダ・スウェーデンの事例に見られるように、欧州では年金基金を中心に、SRIの導入が進んだ。しかし、それは年金基金の率先によるものではなく、オランダでは、金融機関の活動や補助政策、メディアの影響、ガイドラインによる規制によるものであった。スウェーデンでは、年金基金に対してSRIを義務付けた「法的規制」による政府主導によるものであった。その背景には、SRIを促進する法的、社会的な環境条件が見られ、日本でSRIを進めるために両事例から言えることは、法的・社会的な後押しが必要であるということである。

日本では、SRIの普及は見られないものの、日本人自身が環境・社会・ガバナンス(ESG)の問題に関心ということではない。一部の国内金融機関の取組みを見ると、金融市場を通じて環境への配慮に適切な誘因を与えることで、企業や個人の行動を環境配慮型に変えていく「環境金融」が進んできた。具体的には、金融サービスとしては、環境配慮型企业向けの私募債や特別金利融資、個人に対するエコ住宅ローンの金利優遇、環境配慮行動をサポートする保険などがある。また、日銀の環境・エネルギー成長分野向け融資や、地域金融が地域の声に応えて環境経営、環境金融の取り組みを進めてきた事例^(注13)などもある。

このような我が国における取り組みを見ると、オランダの有機農業や風力発電の建

設など、環境保全型プロジェクトへの資金供給を促進することにつながった税制優遇措置（グリーン・ファンド・スキーム）等と同様の政策が日本においても有効な手段になると考えられる。

課題の中で日本人のSRIに対する投資意識が総じて低い点を示したが、日本の個人資産は比較的豊富であり、オランダのように、税制優遇措置によるインセンティブや投資対象の限定性によるSRIテーマの内容のわかりやすさで、個人のSRIに対する意識を転換することが可能なのではないだろうか。

このような政策を採用することによって、SRIに対する認識が深まれば、環境問題等を背景としたSRI投資の拡大機運が高まることが考えられ、ひいては、日本経済の活性化にも貢献するところが大いだろう。

（注13）詳細は安藤ら（2011）参照。

<参考文献>

- ・小崎亜衣子、竹林正人（2011）「国内外におけるESG投資の現状と考察」『日本証券アナリストジャーナル』5月号
- ・佐々木隆文（2010）「企業の社会的責任とESG投資」『日本証券アナリストジャーナル』5月号
- ・SAAJ（2010）「企業価値分析におけるESG要因」（社）日本証券アナリスト協会HP
- ・Eurosif（2010）"European SRI Study 2010", Eurosif HP.
- ・SIF-Japan（2009）「日本SRI年報2009」NPO法人社会的責任投資フォーラムHP
- ・（財）年金シニアプラン総合研究機構（2010）「海外年金基金のESGファクターへの取り組みに関する調査研究」（財）年金シニアプラン総合研究機構 HP

- ・US SIF（2010）"US SIF and US SIF Foundation Annual Sustainability and Financial Report", US SIF HP.
- ・重頭ユカリ（2005）「オランダにおける環境保全型プロジェクトへの資金供給ーグリーン・ファンド・スキームとトリオドス銀行ー」『調査と情報』3月号
- ・岡田浩希、金城和樹、國府田大和、佐伯絵莉子、田口直紀、松川明生、丸岡里歌（2008）「企業の環境配慮活動と環境金融ー日本版GFS 導入に向けてー」ISFJ日本政策学生会議HP
- ・Scholtens, B.（2005）"What drives socially responsible investment? The case of the Netherlands", Sustainable Development vol13, Issue2 : 129-137.
- ・河口真理子（2007）「SRI最新動向ー欧米の最新動向と日本における課題ー」大和総研HP
- ・UNEP FI（2007）"Demystifying Responsible Investment Performance : A review of key academic and broker research on ESG factors", UNEPFI AMWG and Mercer.
- ・浅野礼美子（2011）「SRIファンドの情報開示の課題と展望」『証券経済学会年報』第46号
- ・Renneboog, L., J. T. Horst and C. Zhang（2008）"The price of ethics and stakeholder governance : The performance of socially responsible mutual funds". Journal of Corporate Finance 14 : 302-322.
- ・Hamilton, S., H. Jo and M. Statman（1993）"Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds", Financial Analysts Journal Vol.49, No.6 : 62-66.
- ・Bello, Z. Y.（2005）"Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification", The Journal of Financial Research : 41-57.
- ・小黑由貴子（2010）「ESG情報を有効活用するための課題」大和総研HP
- ・（株）みずすサステナビリティ研究所（2007）「環境配慮促進のためのSRI検討調査業務報告書」環境省HP
- ・安藤範親、寺林暁良（2011）「滋賀銀行に学ぶ「先義後利」の環境金融」『金融市場』9月号

（あんど う のりちか）

金融危機とFCSのGSE性

常任顧問 田中久義

目 次

- | | |
|----------------|--------------------|
| 1 FCSとは | 4 金融危機前後の経済変動と農業所得 |
| 2 すすむFCSの総合金融化 | 5 FCSの事業実績 |
| 3 FCSのGSE性 | 6 結論と残された論点 |

〔要 旨〕

- 1 住宅金融に端を発したアメリカ発の金融危機とその前後の経済変動は、アメリカの農業・農村金融にも大きな影響を及ぼしており、その主要な担い手であるFCSの業務の動向が注目された。
- 2 また、住宅金融における政府支援企業（GSE）であるファニーメイなどの制度が見直されれば、同じGSEとしてのFCSも埒外ではないと考えられたため、FCSの組織性をめぐる議論の動向も注目された。
- 3 FCSは、借入者が組合員となっている協同組織の金融機関群であり、連邦政府の出資によって創設されたなどの経緯から、最古のGSEとして有利な資金調達が可能になっていた。
- 4 今回の金融危機とその前後の急激な経済変動は、販売価格と投入価格の変化をつうじて農家所得にも影響を与え、農業生産連鎖の最終段階にある酪農・養豚・エタノール生産者の経営にダメージを与えた。このような状況はFCSの貸出金の量と質の両面に反映しているが、財務の安定性等が評価されたため、もっとも懸念された調達面への影響は軽微であった。
- 5 しかし、住宅金融での政府支援企業のあり方の見直しが必要となるなか、それはFCSの組織性にも及ぶとみられる。その際の論点は住宅金融とは異なる協同組合性そして農村金融機関性の評価であると考えられ、これらはわが国の総合農協にも無縁ではなく、今後の動向が注目される。

2008年9月以降のアメリカの金融危機とそれにつづく世界的な景気後退は、その直前までの不動産価格や農産物価格の高騰とあいまってアメリカの農業・農村金融に大きな影響を及ぼした。

また、金融危機の契機となったサブプライム・ローンやその証券化商品の創出に重要な役割を果たしていたファニー・メイやフレディ・マックと呼ばれる政府支援企業（GSE）が経営難に陥って政府管理下におかれたため、GSE政策が見直される見通しとなった。

これらの動きは、アメリカの農業金融の主要な担い手であり、最古のGSEであるFCS（連邦農業信用制度）にも大きな影響を及ぼすものとして注目された。

危機から2年以上を経過し、関係機関の議会報告など公式資料が出揃いつつあることから、本稿では、それらで明らかにされた金融危機前後のFCSの動向を紹介する。

1 FCSとは

FCS（Federal Farm Credit System, 連邦農業信用制度）は、借入者が出資して所有者となっている協同組合方式の金融機関群であり、アメリカの50州とプエルトリコ準州で農業・農村向け貸出に特化した業務を行っている。FCSは1933年に連邦政府機関として設立され、80年代の農業不況期に組織の抜本的な見直しの一環として民営化がすすめられた歴史をもつ。

FCSは、農業者、牧場主、漁業者、そし

てそれらの協同組合への金融サービス提供を主な目的としていた。事業対象は徐々に拡大され、農村経済の振興に寄与する農産物の加工・販売業者、農村部の住宅建築業者や購入者、公益施設事業体向けの金融サービスのほか、農産物の貿易金融も行っている。

FCSは、89の協同組合と5つの銀行の94機関で構成されている（09年12月末。以下特に断らない限り各年12月末時点）。このうち89の組合は2種類の協同組合からなる。ひとつはACA（Agricultural Credit Association, 農業信用組合）であり、その数は82ある。もうひとつはFLCA（Federal Land Credit Association, 連邦土地信用組合）で7組合がこれに属している。これらの組合の役割は農林漁業者への貸出しや取次ぎを行うことであり、単位組織としての役割を果たしている。

また、FCSに属する銀行は5行ある。制度設立当初は37行であったが、80年代の農業不況後にアメリカ版の組織整備がすすめられて5行にまで統合された。これらの銀行のうち4行はFCB（Farm Credit Bank）であり、その役割は傘下の組合が行う貸付の原資を供給することである。残る1行はACB（Agricultural Credit Bank）と呼ばれる。これは、協同組合に事業資金を供給する協同組合銀行とFCBが合併して誕生した銀行であり、FCBとの権能の違いは協同組合貸出が行えるかどうかである。

さらに関連する機関としては、FCSが必要とする資金を調達する農業信用銀行資金

調達公社、FCS貸出金の証券化業務を行う連邦農業抵当公社（ファーマー・マック）、FCSの融資に保証を提供する農業信用制度保険公社などがあり、これらを監督するFCA（Farm Credit Administration、農業信用庁）を含めた全体がFCSと呼ばれる。

2 すすむFCSの総合金融化

協同組合金融の系統組織であるFCSは、80年代の農業不況を経て大きく変化した。単位組織であるACAの最大の特徴は、その持株協同組合性にある。このような性格をもつ組織となるまでにはつぎのような変遷があった。

1933年の制度創設以降、FCSの単位組織は資金使途の違いによる貸出期間に応じた組合として設立された。すなわち、短期・中期貸出（5年未満）と長期の不動産抵当貸付（5年以上）ごとの専門組合がそれぞれある。なかでも不動産抵当貸付組合は、当時の農民自立推進政策から、貸出金利息収入への連邦所得税免除という特典が与えられた。

このような組織形態は70年代まで維持されたが、80年代の農業不況によるFCSの経営危機を機に、連邦政府主導で大幅に改革された。それは効率化の観点からすすめられ、すべての貸付を行うことが認められた組合であるACAへの統合であった。

ACAは子会社の株式をもつだけの持株協同組合であり、実際の貸出業務は子会社が行っている。その子会社は2種類あり、

ひとつは短期・中期の貸付を行うもので、もうひとつは長期貸付を行っている。いずれもACAがすべての株式を保有する株式会社であり、83年農業信用法に基づく合併に参加した生産信用組合とFLCAが、出資金と株式を交換して子会社になったものである。このような親子組織とすることによって、①理事会と職員の3者共通化によるコスト削減、②3者が互いの債務に責任を負うことによる信用力の向上、そして③FLCAの非課税性を全体が獲得することによる税制上の特典の確保が図られている。

この形態は組合員の負担を軽くすることにもつながっている。すなわち、これまで利用する組合ごとに出資する必要があったが、現在ではひとつの組合への出資ですべての貸付を利用することが可能であり、ワンストップ・ボロイングが実現している（詳細は参考文献1参照）。

3 FCSのGSE性

FCSは政府支援企業（Government Sponsored Enterprise：GSE）という性格をもつ。これによってFCSは相対的に有利な資金調達が可能となっている。FCSがGSEとしての性格をもったのはつぎのような経緯による。

まず、そもそも連邦政府が出資してFCSの機関を設立したことである。このため、政府機関であるFCAの理事は、議会の同意を得て大統領が任命することとされていた。

その後、組合員の出資が増加するにつれ

て政府出資は返還され、FCSは完全な民間金融機関となった。さらに監督機関であるFCAの運営費用もFCS負担となったが、FCAの連邦政府機関性は維持され、議長および理事の任命方式も変更されていない。

このようなFCSと連邦政府の政策との密接な関係が、FCSにGSE性を与え、このことがFCSの信頼性を高めている。先に示した債券の有利発行を可能としているのは、市場関係者がFCS債券に「暗黙の政府保証」があると受け止めているからである。

ファニー・メイやフレディ・マックという住宅金融におけるGSEの経営難に直面して、連邦政府が破綻させずに管理下に置いたことは、それを再確認させることともなった。しかし、一方では、GSEの見直しが農業金融にも及べば、FCSの事業に与える影響も大きいとみられ、その動向が注目されていた。

4 金融危機前後の経済変動と農業所得

金融危機前後の大幅な経済変動は、FCSにとってより身近な環境である農業経済の動向特に純農業所得に大きな影響をもたらした。

08年におけるアメリカの純農業所得は前年比23%増加して873億ドルとなり、これまでのピークである04年の874億ドルに匹敵する高い水準を記録した。しかし、09年は一転して530億ドルに減少したのち10年度には630億ドルに回復するとUSDAは推

計している。

このような農業所得の推移は、マクロ経済の動向を色濃く反映している。08年までの好況期には、穀物価格が上昇する一方で原油価格の上昇などによって肥料・農薬等の資材価格も大幅に上昇した。しかし、資材価格の上昇にはタイムラグがあるため、販売価格の上昇が08年の農家所得の増加にまず寄与し、投入価格の上昇によるマイナス効果は09年以降に現れた。

このようなラグは農業部門間でもみられた。すなわち、穀物生産農家の所得は高い穀物価格を享受して増加したが、酪農・養豚・エタノール生産などの農産物生産連鎖の最終段階に近い部門ほど穀物価格の高騰によって生産費が増加したため所得が減少したのである。また、好調な穀物生産農家も、金融危機後の世界経済の停滞の影響を免れることはできなかった。価格の停滞とともに、生産量の四分の一を占める輸出が不振だったためである。その結果、アメリカの農業者への政府直接支払いは、10年度に124億ドルとなり、純農業所得の約20%を占めている。

このようにアメリカの農業所得、言い換えればFCSの組合員経済は、全体として穀物価格とその輸出量、そして政府直接支払の動向による影響を強く受けているのである。

5 FCSの事業実績

FCSの資産の大部分は貸出金である。実

績が公表されている09年までの残高推移をみると、05年に1,063億ドルであった総残高は逐年増加し、09年12月末には1,648億ドルに達した（第1表）。この間の年平均増加額は146億ドルで、増加率は平均約14%である。これを年度ごとにみると、08年までは高い伸びが続いたが、09年は2.1%増と過去10年で最も低い水準にとどまった。

その要因を確認するため部門別貸出動向をみると、需要低迷により生産過剰となった養豚や酪農そしてエタノール部門への貸出が停滞しており、先にみた農業情勢を色濃く反映している。この意味で、09年の貸出残高増加率の低下は、金融危機後の農業経営の悪化を反映したものともみることができる。

また、農業経営の悪化は貸出金の質も低下させており、5億ドル程度で安定的に推移してきた延滞貸出金は、08年に23億ドル、09年には34億ドルに増加している。FCAはこの傾向が10年も続くとみており、その理由として金融危機後の一般経済の停滞をあげている。

金融危機の影響がより明確に現れると考えられたのは、FCSの資金調達であった。

09年に解消したとはいえ、08年後半における金融市場の異常なまでの逼迫は、FCSの資金調達に大きな障害となることが懸念されたからである。しかし、結果的には、5年以上の満期の債券への需要が低調であった時期もみられたが、短期資金の調達にはまったく支障なく、FCSの資金調達はおおむね順調であった。

このように今回の金融危機のFCSの資金調達への影響は軽微であったが、FCAは、今後の資金調達に影響する要因として金融政策とGSE改革のふたつをあげ、とくに後者に警戒感を示している。それは、住宅金融におけるGSEのあり方の抜本的な見直しFCSに及ぶことへの警戒感に他ならない。

これらの結果FCSの純収益は逐年増加し、08年および09年はともに29億ドルに達している。また、この間の利ざやも約2.5%程度で安定的に推移している。収支の先行きについては、貸出金の質の悪化というマイナス要因はあるが、①貸出金利息収入それ自体は増加している、②貸出金償却の見合いとなるリスク資本が十分確保されている、③財務の流動性が法定の90日を大幅に上回る178日分が確保されていることなど

第1表 FCSの業務実績等の推移

(単位, 億ドル, %)

	05	06	07	08	09	10(推計)
純農業所得	766	588	711	873	525	630
貸出金残高	1,063	1,234	1,429	1,614	1,648	—
うち延滞貸出金残高	5	5	5	23	34	—
純利益	21	24	27	29	29	—
利ざや	2.58	2.48	2.43	2.41	2.65	—

資料 FCS '2009 Annual Report of the Farm Credit System'

から、収支が大幅に悪化する可能性は低い。

6 結論と残された論点

以上のように、これまでに公開された資料をみるかぎり、金融危機やその前後の経済変動がFCSの組織や事業にもたらした影響は、これまでの景気変動の影響の範囲内にあり、FCSに与えた影響はあまり大きなものではなかった。

むしろ、FCSが金融市場の機能不全の悪影響を受けたというよりは、金融市場の機能確保に貢献したとみることができる。これをGSEの側面からみると、住宅金融のGSEが危機の一因となり、農業金融のGSEがその解消に一定の役割を果たしたという、やや皮肉な結果でもある。

とはいえ、今後、住宅金融のGSEが制度的に見直されることは避けられず、その動きは一定程度農業金融にも及ぶであろう。その際の論点になると思われるのは、住宅金融との大きな違いである協同組合としてのFCSの特異性の評価であろう。

本稿を終えるにあたり、この問題に関連して2点指摘しておきたい。

第一は、近年農業貸出におけるFCSのシェアが上昇していることである。

アメリカの農業貸出は、FCSのほか商業銀行、生保会社、わが国の公庫にあたる農務省の部局、そして個人その他が担ってきた。そのシェアは80年代初頭まではFCSが最も高かったが、80年代に商業銀行と順位が逆転した。

このような状況が00年代に入り再び変化している。大まかにいえば00年以降個人その他が大幅にシェアを低下させ、それ吸収する形でFCSのシェアが上昇を続けている。この変化は農業法の改正によるものとみられるが、それがなぜFCSのシェア上昇をもたらしたかは定かではない。ひとつの説明はFCSの協同組織性によるとするものであるが、もしそれが明らかになればFCSのGSE性の変更は最小限にとどめられるであろう。

第二は、FCSが農村金融機関としての性格を強めていることである。FCSの出資は借入者が借入金額に応じて拠出しているが、先に紹介したACAが組合の主流となるにつれて、その出資に変化がみられる。そのひとつが無議決権出資の増加である。09年末でみると、総出資者数481千人（法人を含む）のうち投票権をもつのは85%であり、残り15%は農村住宅資金借入者や他の商業銀行が保有する議決権のない出資である。

このような議決権のない出資者の増加は、わが国の准組合員と同様に、信用農協であるFCSの地域協同組合としての性格を強めている。これによって、わが国の総合農協と同様に、FCSも出資者によって権利能力が異なるというガバナンス問題に直面することになるが、これがGSE性の議論にどう影響するか現時点では定かではない。

以上のように、今後のアメリカにおけるGSE一般の見直しは、FCSについてその協同組織性の評価がひとつの鍵とみられ、そ

こでの論点はわが国の総合農協にも共通している。それだけに、FCSのGSE性をめぐる動きには今後とも注目しておく必要がある。

【参考文献】

1. 田中久義（2002）「アメリカの農業金融の動向と協同組合－変貌する連邦農業制度（FCS）－」『農林金融』6月号

2. 田中久義（2006）「M&Aと協同組合－協同組合は買収できるか－」『農林金融』6月号
3. 2009 Annual Report on the Farm Credit System by the FARM CREDIT ADMINISTRATION
4. 2010 ANNUAL INFORMATION STATEMENT OF THE FARM CREDIT SYSTEM／Federal Farm Credit Banks Funding Corporation

（たなか ひさよし）



発刊のお知らせ

農林漁業金融統計2010

A4判, 180頁
頒価 2,000円(税込)

農林漁業系統金融に直接かかわる統計のほか、農林漁業に関する基礎統計も収録。全項目英訳付き。

〈頒布取扱方法〉

編集…株式会社農林中金総合研究所
〒101-0047 東京都千代田区内神田1-1-12 TEL 03(3233)7744
FAX 03(3233)7794
発行…農林中央金庫
〒100-8420 東京都千代田区有楽町1-13-2
頒布取扱…株式会社えいらく系統サポート部
〒101-0021 東京都千代田区外神田1-16-8 TEL 03(5295)7580

〈発行〉 2011年2月

【訂正】

本誌2011年9月号(通巻787号)論調「TPPと農産物貿易政策」に誤りがありました。お詫びして、訂正いたします。

頁	所在	誤	正
12	<参考文献> 13行目～ 15行目	『『東日本大震災後』にいかにか立ち向かうか』第30回世界経済評論フォーラム『世界経済評論』2011年7・8月号(pp6-27), 世界経済研究協会	『[フォーラム]『平成の開国』型貿易政策の真意を問う』『世界経済評論』2011年5・6月号, 世界経済研究協会
なお、農中総研ホームページには修正後の論文を掲載しております。 http://www.nochuri.co.jp/			

統計資料

目次

1. 農林中央金庫 資金概況 (海外勘定を除く)	(43)
2. 農林中央金庫 団体別・科目別・預金残高 (海外勘定を除く)	(43)
3. 農林中央金庫 団体別・科目別・貸出金残高 (海外勘定を除く)	(43)
4. 農林中央金庫 主要勘定 (海外勘定を除く)	(44)
5. 信用農業協同組合連合会 主要勘定	(44)
6. 農業協同組合 主要勘定	(44)
7. 信用漁業協同組合連合会 主要勘定	(46)
8. 漁業協同組合 主要勘定	(46)
9. 金融機関別預貯金残高	(47)
10. 金融機関別貸出金残高	(48)

統計資料照会先 農林中金総合研究所調査第一部

T E L 03 (3233) 7746

F A X 03 (3233) 7794

利用上の注意 (本誌全般にわたる統計数値)

- 1 数字は単位未満四捨五入しているので合計と内訳が不突合の場合がある。
- 2 表中の記号の用法は次のとおりである。
「0」 単位未満の数字 「-」 皆無または該当数字なし
「…」 数字未詳 「△」 負数または減少
「*」 訂正数字

1. 農林中央金庫資金概況

(単位 百万円)

年 月 日	預 金	発行債券	そ の 他	現 金 預 け 金	有価証券	貸 出 金	そ の 他	貸借共通 合 計
2006. 7	38,632,351	4,758,057	21,383,687	261,428	44,533,821	9,954,142	10,024,704	64,774,095
2007. 7	39,421,018	4,605,180	19,112,369	762,341	39,035,708	12,131,982	11,208,536	63,138,567
2008. 7	39,356,501	4,973,674	14,638,557	1,189,223	36,707,940	8,251,148	12,820,421	58,968,732
2009. 7	37,295,448	5,379,563	24,992,451	1,874,405	44,968,930	10,357,730	10,466,397	67,667,462
2010. 7	39,288,746	5,600,945	24,403,686	1,242,430	46,091,540	13,040,874	8,918,533	69,293,377
2011. 2	40,417,617	5,440,899	20,824,450	816,548	44,058,101	12,684,490	9,123,827	66,682,966
3	40,661,354	5,421,664	22,763,139	1,437,984	43,057,724	13,704,296	10,646,153	68,846,157
4	41,188,801	5,386,023	22,002,322	3,032,763	42,587,955	14,066,562	8,889,866	68,577,146
5	41,220,697	5,356,776	21,104,982	3,002,372	42,738,946	13,297,434	8,643,703	67,682,455
6	41,683,983	5,315,679	21,880,095	2,917,618	41,952,784	14,878,519	9,130,836	68,879,757
7	41,504,639	5,291,503	20,937,636	3,930,747	40,741,564	14,204,476	8,856,991	67,733,778

(注) 単位未満切り捨てのため他表と一致しない場合がある。

2. 農林中央金庫・団体別・科目別・預金残高

2011年7月末現在

(単位 百万円)

団 体 別	定期預金	通知預金	普通預金	当座預金	別段預金	公金預金	計
農 業 団 体	34,094,134	-	480,699	643	117,940	-	34,693,417
水 産 団 体	1,189,056	-	77,990	1	1,211	-	1,268,259
森 林 団 体	1,489	9	4,213	40	142	-	5,894
そ の 他 会 員	579	-	3,505	0	-	-	4,085
会 員 計	35,285,258	9	566,408	684	119,294	-	35,971,654
会 員 以 外 の 者 計	252,911	85,946	271,807	94,074	4,815,682	12,566	5,532,986
合 計	35,538,169	85,955	838,216	94,758	4,934,975	12,566	41,504,640

(注) 1 金額は単位未満を四捨五入しているため、内訳と一致しないことがある。 2 上記表は、国内店分。
3 海外支店分預金計 283,409百万円。

3. 農林中央金庫・団体別・科目別・貸出金残高

2011年7月末現在

(単位 百万円)

団 体 別	証 書 貸 付	手 形 貸 付	当 座 貸 越	割 引 手 形	計
系					
統					
団					
体					
等					
農 業 団 体	60,495	6,032	41,599	-	108,127
開 拓 団 体	116	17	-	-	133
水 産 団 体	9,495	2,964	7,640	8	20,107
森 林 団 体	2,651	5,953	1,939	7	10,551
そ の 他 会 員	474	195	40	-	710
会 員 小 計	73,232	15,161	51,218	15	139,627
その他系統団体等小計	90,983	22,820	51,666	-	165,469
計	164,215	37,981	102,884	15	305,096
関 連 産 業	2,013,995	32,105	1,085,142	5,191	3,136,433
そ の 他	10,616,991	8,479	137,478	-	10,762,947
合 計	12,795,201	78,565	1,325,504	5,206	14,204,476

(貸 方)

4. 農 林 中 央 金

年 月 末	預 金			譲 渡 性 預 金	発 行 債 券
	当 座 性	定 期 性	計		
2011. 2	5,979,046	34,438,571	40,417,617	2,000	5,440,899
3	6,164,406	34,496,948	40,661,354	11,500	5,421,664
4	6,475,791	34,713,010	41,188,801	1,250	5,386,023
5	6,258,049	34,962,648	41,220,697	1,250	5,356,776
6	6,302,418	35,381,565	41,683,983	1,250	5,315,679
7	5,958,556	35,546,083	41,504,639	-	5,291,503
2010. 7	5,200,479	34,088,267	39,288,746	-	5,600,945

(借 方)

年 月 末	現 金	預 け 金	有 価 証 券		商品有価証券	買 入 手 形	手 形 貸 付
			計	う ち 国 債			
2011. 2	104,640	711,908	44,058,101	15,900,116	269,240	-	82,745
3	103,715	1,334,268	43,057,724	15,252,138	7,206	-	86,534
4	55,746	2,977,017	42,587,955	14,535,755	459,497	-	78,550
5	100,053	2,902,318	42,738,946	15,334,132	460,393	-	72,587
6	99,715	2,817,902	41,952,784	15,161,306	385,325	-	80,692
7	93,090	3,837,656	40,741,564	14,817,481	386,324	-	78,564
2010. 7	60,279	1,182,150	46,091,540	17,834,475	6,191	-	82,525

(注) 1 単位未満切り捨てのため他表と一致しない場合がある。 2 預金のうち当座性は当座・普通・通知・別段預金。
3 預金のうち定期性は定期預金。

5. 信 用 農 業 協 同 組

年 月 末	貸		方		
	貯 金		譲 渡 性 貯 金	借 入 金	出 資 金
	計	う ち 定 期 性			
2011. 2	52,897,593	51,286,298	870,948	765,550	1,692,685
3	52,636,207	51,273,325	696,906	819,146	1,723,756
4	53,303,966	51,716,972	940,302	824,148	1,728,821
5	53,297,824	51,844,732	917,814	824,147	1,728,821
6	54,502,180	52,639,963	894,628	820,147	1,737,532
7	54,562,826	52,878,037	951,088	820,147	1,753,970
2010. 7	52,843,971	51,119,420	861,280	764,928	1,677,703

(注) 1 貯金のうち「定期性」は定期貯金・定期積金の計。 2 出資金には回転出資金を含む。

6. 農 業 協 同 組

年 月 末	貸			方	
	貯 金			借 入 金	
	当 座 性	定 期 性	計	計	うち信用借入金
2011. 1	25,628,789	60,397,370	86,026,159	511,226	341,123
2	26,137,362	60,082,352	86,219,714	504,237	336,328
3	26,243,245	59,574,857	85,818,102	509,785	337,456
4	26,776,848	59,662,594	86,439,442	515,039	342,918
5	26,546,228	59,921,055	86,467,283	532,751	358,996
6	27,054,693	60,846,109	87,900,802	504,422	330,703
2010. 6	25,912,834	60,073,481	85,986,315	525,078	346,693

(注) 1 貯金のうち当座性は当座・普通・貯蓄・通知・出資予約・別段。 2 貯金のうち定期性は定期貯金・譲渡性貯金・定期積金。
3 借入金計は信用借入金・共済借入金・経済借入金。

庫 主 要 勘 定

(単位 百万円)

コ ー ル マ ネ ー	受 託 金	資 本 金	そ の 他	貸 方 合 計
627,617	4,508,129	3,425,909	12,260,795	66,682,966
469,923	4,397,280	3,425,909	14,458,527	68,846,157
1,189,517	5,125,675	3,425,909	12,259,971	68,577,146
717,040	5,069,721	3,425,909	11,891,062	67,682,455
676,000	6,232,584	3,425,909	11,544,352	68,879,757
606,000	6,084,978	3,425,909	10,820,749	67,733,778
820,702	6,137,303	3,425,909	14,019,772	69,293,377

貸 出 金				コ ー ル ン	そ の 他	借 方 合 計
証 書 貸 付	当 座 貸 越	割 引 手 形	計			
11,196,319	1,400,343	5,081	12,684,490	1,375,000	7,479,587	66,682,966
12,160,520	1,451,653	5,587	13,704,296	1,300,000	9,338,948	68,846,157
12,601,903	1,380,175	5,932	14,066,562	1,056,091	7,374,278	68,577,146
11,869,194	1,351,240	4,411	13,297,434	1,025,090	7,158,221	67,682,455
13,472,952	1,320,444	4,429	14,878,519	1,170,000	7,575,512	68,879,757
12,795,201	1,325,504	5,205	14,204,476	1,241,945	7,228,723	67,733,778
11,450,510	1,501,606	6,231	13,040,874	1,020,924	7,891,419	69,293,377

合 連 合 会 主 要 勘 定

(単位 百万円)

現 金	借		方				
	預 け 金		コールローン	金銭の信託	有 価 証 券	貸 出 金	
	計	うち 系 統				計	うち 金 融 機 関 貸 付 金
61,805	30,360,390	30,266,726	32,000	394,020	17,548,096	6,978,231	1,545,827
72,467	30,405,879	30,296,989	2,000	367,137	17,682,483	6,929,426	1,570,347
69,781	31,210,085	31,119,848	7,000	416,796	17,187,802	6,879,177	1,579,245
61,993	31,250,094	31,150,229	11,999	417,742	17,128,439	6,881,288	1,575,909
63,534	32,502,593	32,411,263	108,982	420,143	17,126,298	6,813,980	1,572,696
65,076	32,407,425	32,319,698	109,980	420,632	17,171,212	6,836,522	1,568,043
63,401	31,062,848	30,963,814	2,000	396,174	16,550,194	6,934,112	1,488,386

合 主 要 勘 定

(単位 百万円)

借 方							報 告 組 合 数
現 金	預 け 金		有価証券・金銭の信託		貸 出 金		
	計	う ち 系 統	計	う ち 国 債	計	う ち 公 庫 (農)貸付金	
401,039	58,114,031	57,873,886	5,053,618	1,808,841	23,778,189	238,410	719
372,006	58,340,857	58,094,477	5,135,713	1,866,835	23,768,443	235,157	719
379,322	58,203,482	57,938,261	5,059,922	1,806,704	23,781,524	240,571	718
383,640	58,864,197	58,602,969	5,093,243	1,839,591	23,703,140	235,444	718
386,344	58,874,014	58,614,164	5,000,772	1,771,164	23,794,993	238,060	718
390,354	60,346,805	60,087,151	4,947,890	1,729,308	23,769,680	239,582	718
390,619	58,145,376	57,930,539	4,790,861	1,505,437	24,114,110	256,149	722

7. 信用漁業協同組合連合会主要勘定

(単位 百万円)

年 月 末	貸 方				借 方				
	貯 金		借 用 金	出 資 金	現 金	預 け 金		有 価 証 券	貸 出 金
	計	うち定期性				計	うち系統		
2011. 4	2,022,753	1,373,740	4,815	56,652	12,972	1,311,123	1,288,320	154,035	571,864
5	2,038,429	1,379,385	4,814	56,652	13,215	1,326,695	1,304,181	150,731	575,177
6	2,069,126	1,396,495	5,294	56,656	13,605	1,354,657	1,333,403	151,456	577,352
7	2,059,713	1,393,859	5,293	56,358	13,730	1,344,281	1,322,043	149,984	576,312
2010. 7	2,029,222	1,398,172	3,416	56,449	13,556	1,280,472	1,256,935	158,007	599,739

(注) 貯金のうち定期性は定期貯金・定期積金。

8. 漁業協同組合主要勘定

(単位 百万円)

年 月 末	貸 方					借 方							報 告 組合数
	貯 金		借 入 金		払込済 出資金	現 金	預 け 金		有 価 証 券	貸 出 金			
	計	うち定期性	計	うち信用 借 入 金			計	うち系統		計	うち公庫 (農)資金		
2011 . 1	882 ,645	551 ,588	142 ,873	111 ,319	118 ,968	7 ,728	843 ,856	834 ,292	3 ,208	210 ,794	7 ,116	161	
2	881 ,675	548 ,030	142 ,520	111 ,350	118 ,649	6 ,992	843 ,424	832 ,817	2 ,708	210 ,248	7 ,087	159	
3	886 ,173	545 ,314	147 ,134	116 ,062	118 ,359	7 ,987	848 ,130	835 ,617	2 ,710	214 ,270	7 ,076	158	
4	876 ,063	542 ,154	145 ,417	114 ,953	118 ,303	7 ,551	834 ,764	824 ,179	3 ,005	214 ,769	7 ,884	157	
2010 . 4	878 ,741	503 ,151	149 ,181	116 ,539	118 ,575	7 ,060	833 ,654	821 ,304	4 ,796	221 ,828	8 ,471	162	

(注) 1 貯金のうち定期性は定期貯金・定期積金。
2 借入金計は信用借入金・経済借入金。
3 貸出金計は信用貸出金。

9. 金融機関別預貯金残高

(単位 億円, %)

			農 協	信 農 連	都市銀行	地方銀行	第二地方銀行	信用金庫	信用組合	
残	2008 . 3		820 ,756	509 ,860	2 ,525 ,751	1 ,956 ,991	555 ,619	1 ,137 ,275	163 ,300	
	2009 . 3		833 ,096	508 ,917	2 ,575 ,584	2 ,002 ,165	560 ,995	1 ,154 ,531	163 ,634	
	2010 . 3		844 ,772	511 ,870	2 ,633 ,256	2 ,072 ,150	567 ,701	1 ,173 ,807	167 ,336	
	2010 . 7		858 ,437	528 ,440	2 ,583 ,335	2 ,073 ,691	569 ,539	1 ,192 ,613	170 ,448	
	8		859 ,513	530 ,732	2 ,591 ,522	2 ,072 ,321	567 ,893	1 ,196 ,705	170 ,940	
	9		853 ,943	524 ,926	2 ,619 ,065	2 ,071 ,464	570 ,627	1 ,195 ,743	171 ,601	
	10		857 ,185	528 ,124	2 ,579 ,077	2 ,068 ,207	569 ,353	1 ,197 ,645	171 ,420	
	11		856 ,774	527 ,514	2 ,601 ,743	2 ,073 ,550	568 ,471	1 ,194 ,795	171 ,266	
	12		866 ,376	532 ,225	2 ,576 ,384	2 ,097 ,915	575 ,817	1 ,208 ,008	173 ,226	
	2011 . 1		860 ,261	527 ,861	2 ,591 ,537	2 ,081 ,173	570 ,432	1 ,199 ,848	172 ,297	
	2		862 ,197	528 ,976	2 ,619 ,609	2 ,091 ,740	573 ,684	1 ,206 ,066	173 ,080	
	3		858 ,181	526 ,362	2 ,742 ,676	2 ,124 ,424	576 ,041	1 ,197 ,465	172 ,138	
高	4		864 ,395	533 ,040	2 ,691 ,381	2 ,151 ,717	581 ,828	1 ,217 ,001	174 ,218	
	5		864 ,673	532 ,978	2 ,709 ,582	2 ,143 ,453	578 ,399	1 ,211 ,686	173 ,780	
	6		879 ,008	545 ,022	2 ,670 ,710	2 ,164 ,346	584 ,945	1 ,223 ,084	175 ,896	
	7 P		879 ,345	545 ,628	2 ,623 ,105	2 ,148 ,943	583 ,053	1 ,221 ,471	175 ,909	
	前 年 同 月 比 增 減 率	2008 . 3		2 .4	2 .8	1 .5	1 .0	1 .7	2 .1	1 .6
		2009 . 3		1 .5	△0 .2	2 .0	2 .3	1 .0	1 .5	0 .2
		2010 . 3		1 .4	0 .6	2 .2	3 .5	1 .2	1 .7	2 .3
		2010 . 7		1 .6	1 .7	1 .8	3 .1	0 .7	2 .0	3 .1
		8		1 .4	2 .0	2 .7	2 .8	0 .1	1 .8	3 .0
		9		1 .5	2 .5	3 .3	2 .7	0 .3	1 .9	3 .1
		10		1 .4	2 .7	3 .3	2 .6	0 .1	1 .9	3 .1
		11		1 .5	2 .9	2 .2	2 .5	△0 .0	1 .8	3 .1
12		1 .6	2 .3	1 .6	2 .7	△0 .3	1 .9	3 .1		
2011 . 1		1 .5	2 .4	2 .0	2 .6	△0 .3	1 .9	3 .0		
2		1 .4	2 .3	2 .7	2 .3	△0 .2	1 .9	3 .0		
3		1 .6	2 .8	4 .2	2 .5	1 .5	2 .0	2 .9		
4		1 .9	3 .3	2 .9	3 .8	2 .1	2 .4	3 .2		
5		1 .9	2 .8	2 .7	3 .2	1 .8	2 .2	3 .0		
6		2 .2	3 .1	1 .6	3 .6	2 .0	2 .2	3 .1		
7 P		2 .4	3 .3	1 .5	3 .6	2 .4	2 .4	3 .2		

(注) 1 農協、信農連は農林中央金庫、信用金庫は信金中央金庫調べ、信用組合は全国信用組合中央協会、その他は日銀資料（ホームページ等）による。

2 都銀、地銀、第二地銀および信金には、オフショア勘定を含む。

3 農協には譲渡性貯金を含む（農協以外の金融機関は含まない）。

4 ゆうちょ銀行の貯金残高は、月次数値の公表が行われなくなったため、掲載をとりやめた。

10. 金融機関別貸出金残高

(單位 億円, %)

		農 協	信 農 連	都市銀行	地方銀行	第二地方銀行	信用金庫	信用組合	
残	2008 . 3	215,985	52,468	1,804,791	1,480,672	426,428	635,433	93,828	
	2009 . 3	223,750	56,420	1,897,811	1,544,616	432,999	648,785	94,073	
	2010 . 3	226,772	55,916	1,797,912	1,544,708	433,144	641,575	94,025	
	2010 . 7	227,403	54,457	1,762,812	1,539,053	428,740	636,198	93,669	
	8	226,967	54,457	1,758,107	1,534,496	426,945	633,071	93,506	
	9	225,874	54,230	1,763,793	1,546,611	432,112	637,070	94,022	
	10	225,643	55,345	1,738,731	1,544,012	429,813	635,390	93,783	
	11	225,134	54,626	1,725,712	1,540,993	428,648	632,816	93,621	
	12	224,276	54,679	1,733,515	1,555,948	434,924	640,623	94,250	
	2011 . 1	223,819	54,439	1,728,608	1,547,836	431,083	633,792	93,645	
	2	223,729	54,324	1,729,538	1,551,660	431,006	633,177	93,740	
	3	223,191	53,591	1,741,986	1,571,010	436,880	637,551	94,151	
高	4	222,382	53,000	1,726,280	1,559,207	432,880	634,204	93,830	
	5	223,272	53,054	1,726,166	1,555,088	431,070	630,822	93,572	
	6	223,036	52,413	1,712,101	1,556,989	432,516	632,029	93,797	
	7 P	223,527	52,685	1,715,228	1,565,538	433,967	633,987	93,988	
	前 年 同 月 比 增 減 率	2008 . 3	1.8	1.8	△0.2	2.6	2.4	0.1	0.2
		2009 . 3	3.6	7.5	5.2	4.3	1.5	2.1	0.3
		2010 . 3	1.4	△0.9	△5.3	0.0	0.0	△1.1	△0.1
		2010 . 7	0.3	△1.2	△4.6	0.9	△0.4	△1.0	0.2
8		0.1	△1.4	△3.7	0.8	△0.7	△1.3	0.1	
9		△0.2	△1.7	△3.1	1.0	△0.5	△1.2	0.2	
10		△0.2	△3.5	△4.1	1.0	△0.5	△1.2	0.0	
11		△0.4	△3.8	△4.7	1.2	△0.5	△1.2	△0.1	
12		△0.4	△3.6	△4.7	1.2	△0.3	△0.9	△0.2	
2011 . 1		△0.5	△4.5	△4.3	0.9	△0.7	△1.2	△0.5	
2		△0.6	△3.7	△4.1	1.2	△0.7	△1.2	△0.5	
3		△1.6	△4.2	△3.1	1.7	0.9	△0.6	0.1	
4	△1.5	△3.6	△2.9	1.8	1.1	△0.1	0.1		
5	△1.8	△4.1	△2.3	1.6	0.8	△0.5	0.1		
6	△1.8	△3.5	△3.5	1.8	1.2	△0.4	0.4		
7 P	△1.7	△3.3	△2.7	1.7	1.2	△0.3	0.3		

(注) 1 表9(注)に同じ。

2 貸出金には金融機関貸付金を含まない。また農協は共済貸付金・公庫貸付金を含まない。

3 ゆうちょ銀行の貸出金残高は、月次数値の公表が行われなくなったため、掲載をとりやめた。

東日本大震災復興コーナーの新設について（ご案内）

当総研では、ホームページ（<http://www.nochuri.co.jp/>）上に「東日本大震災復興コーナー」を新設いたしました。

このたびの東日本大震災は、広域かつ大規模であり、復興の形も地域ごとに異なり、長期間を要するものと予想されております。我々の調査研究も長期にわたる継続的なものとし、かつ「第一次産業」「地域（現場）」「協同」を重視する視点からのものにしたいと考えています。

このコーナーに、東日本大震災に関連するレポートや、参考情報等を順次掲載して参りますので、ご活用いただければ幸いです。

農林中金総合研究所は、農林漁業・環境問題などの中長期的な研究、農林漁業・協同組合の実践的研究、そして国内有数の機関投資家である農林中央金庫や系統組織および取引先への経済金融情報の提供など、幅広い調査研究活動を通じ情報センターとしてグループの事業をサポートしています。



本誌に掲載の論文、資料、データ等の無断転載を禁止いたします。



農 林 金 融

THE NORIN KINYU
Monthly Review of Agriculture, Forestry and Fishery Finance

2011年10月号第64巻第10号〈通巻788号〉10月1日発行

編 集

株式会社 農林中金総合研究所／〒101-0047 東京都千代田区内神田1-1-12 代表TEL 03-3233-7700

編集TEL 03-3233-7759 FAX 03-3233-7791

発 行

農林中央金庫／〒100-8420 東京都千代田区有楽町1-13-2

頒布取扱所

株式会社えいらく／〒101-0021 東京都千代田区外神田1-16-8 Nツアービル TEL 03-5295-7579 FAX 03-5295-1916

定 価

400円(税込み) 1年分4,800円(送料共)

印刷所

永井印刷工業株式会社