

潮流

ドイツ倫理委員会が示す未来への責任

代表取締役専務 岡山 信夫

ドイツでは、メルケル首相による委託により2011年4月4日から5月28日まで設置された「安全なエネルギー供給に関する倫理委員会」（以下倫理委員会）による答申に基づき、脱原発の方針が決定され、2011年7月8日に成立した脱原発法により、2022年までにすべての原発（17基）が停止される。

倫理委員会による答申には、福島原発事故の惨状に直面しているわが国こそが国民レベルで議論を尽くすべき課題とその解決の方向性が示されている。

答申は、リスクの問題を単に技術的な側面へと狭めてしまうことは、全体的な考察や包括的な考量という要求からすれば正しくない、と指摘したうえで、「原発のリスクは、実際に起こった事故の経験から導き出すことはできない。なぜなら、原子力事故は、それが最悪のケース（worst case）の場合にどんな結果になるかは未知であり、また、評価がもはやできないからである。その結果は、空間的にも時間的にも社会的にも限界づけることができない。ここから当然の帰結として、被害事例を除去するために、原子力技術をもはや使用すべきではない、ということになろう」と結論付けている。

一方でわが国の対応はどうか。6月8日、野田総理は、「国政を預かるものとして、人々の日常の暮らしを守るという責務を放棄することはできない」とし、「国民の生活を守るために、大飯発電所3、4号機を再起動すべきだというのが私の判断だ」と述べた。あわせて、「夏場限定の再稼働では、国民の生活は守れない」との見解を示し、期間を限定した再稼働ではないことを、明確に表明された。また、「国民の生活を守る」という言葉には、二つの意味があるとし、第一は「福島のような事故は決して起きてはならない」ということ、第二は「計画停電や電力料金の大幅な高騰といった日常生活への悪影響をできるだけ避ける」ということだという。そのために、大飯原発を期間限定としないで再稼働させる、というのである。

しかし、第一の意味と原発再稼働とは、どのように考えても矛盾しているとしか言いようがない。さきのドイツ倫理委員会答申が指摘しているとおり、原発事故は、設定された限界を超えるような出来事が発生することを前提とせざるをえず（テロの脅威や飛行物落下のリスクもある）、「事故を決しておこさない」ためには原発を止めるしかないである。

また、第二の意味で「国民の生活を守る」ために原癁再稼働が必要との主張も、何故夏季限定では不可なのか根拠がない。ドイツが「…これらの原理の上に整備されたエネルギー供給は、国際的競争力を持った経済や、また国内の雇用や生活水準や社会平和にとっての、長期的な基盤である」として脱原発を選択していることをしっかりと見るべきだ。

本年3月、倫理委員会委員でベルリン自由大学教授のミランダ・A. シュラーズさんに島根でお会いする機会を得、ドイツの脱原癁方針決定過程で経済界の反対はなかったか、と尋ねてみた。彼女の答は、経済界も「将来への投資」として一致している、「（原癁事業から撤退した）シーメンスを見てください」というものであった。

将来にわたって国民の安全を守っていく方策を選択することこそが、今を生きる我々の責任である。

情勢判断

国内経済金融

消費税増税に向けて強まるデフレ脱却前倒し要請

～7月にも追加緩和策の可能性高い～

南 武志

要旨

国内景気は2011年度下期以降、足踏み状態が続いているが、なかなか脱却できずにいる。世界経済の低調さがしばらく残ることもあり、当面は緩やかな回復にとどまるが、年度下期以降は最大の輸出先である中国経済の復調を背景に輸出が持ち直すとみられ、年度を通じて2%程度の経済成長が実現するだろう。

こうしたなか、政府は野党の協力も得て、消費税増税を柱とする社会保障と税の一体改革に向けて動いている。消費税増税による悪影響を緩和させるべく、政府は「名目3%、実質2%」といった成長を目指しているが、それには日本銀行による追加緩和が不可欠とみられる。2月に「中長期的な物価安定の目途」として提示した1%の物価上昇を早期に実現する上でも、日銀は早ければ7月にも追加措置を講じるものと思われる。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

年／月	2012年			2013年	
	6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 (%)	0.077	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.335	0.30~0.35	0.30~0.35	0.30~0.35	0.30~0.35
短期プライムレート (%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475
国債利回り	10年債 (%)	0.825	0.70~1.20	0.75~1.25	0.80~1.30
	5年債 (%)	0.215	0.15~0.35	0.15~0.40	0.15~0.40
為替レート	対ドル (円/ドル)	80.1	78~85	80~90	80~90
	対ユーロ (円/ユーロ)	100.1	90~110	90~110	95~115
日経平均株価 (円)	8,734	9,250±1,000	9,750±1,000	10,250±1,000	10,500±1,000

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

(注)無担保コールレート翌日物の予想値は誘導水準。実績は2012年6月25日時点。予想値は各月末時点。

国債利回りはいずれも新発債。

国内景気: 現状・展望

世界経済の先行き不透明感が強い中、国内景気は踊り場脱却の糸口がつかめずにいる。1~3月期の実質GDP成長率(2次速報)は、小幅減にとどまった法人企業統計季報・設備投資額が反映されたことを主因に、前期比年率4.7%へと上方修正されたが、最近発表された主要経済指標からは成長率が減速している可能性を示すものが少なくない。

4月の鉱工業生産は前月比▲0.2%とマ

イナスに転じたほか、5月の製造工業生産予測指数(同▲3.2%)が大幅の低下見通しとなるなど、頭打ち感の強い展開となっている。底堅く推移してきた消費関連指標も、小売業販売額や第3次産業活動指数・個人向けサービス業は足元で軟調な動きとなっている。さらに、法人企業景気予測調査(4~6月期)では、足元の企業経営者の景況感(大企業・製造業の「貴社の景況判断BSI」)の改善が限定的であったことが見て取れる。世界経済

の減速傾向や円高を受けて輸出が伸び悩んでいるほか、復興需要も広がりを見せないことなどが背景にあるだろう。

一方、6月21日の国会会期末を前に(その後、9月8日まで79日間延長)、消費税増税を柱とする社会保障と税の一体改革関連法案の修正協議が民主・自民・公明の3党間で合意された。民主党の一部に「造反」の動きがでており、政局が流動的となる可能性も否定できないが、消費税率が14年4月には8%へ、15年10月には10%へと、引き上げられることが現実味を帯びてきた。しかし、社会保障改革や歳入見直しなどについては、不十分である面は否めず、この増税措置で財政健全化が自動的に達成されるわけではない点は留意すべきである。現在進行中の欧州債務危機や橋本政権下での財政構造改革の失敗から得られる、景気低迷下では財政再建は成功しないという教訓を十分生かすべきであろう。

さて、当面の景気動向としては、世界経済の回復力が依然として鈍いことから、しばらく輸出は緩やかな増加にとどまる予想されるものの、復興事業が徐々に始まれば、官民両輪揃った復興需要が強まっていき、景気の下支えが図られるだろう。さらに12年度下期以降は、中国経済の持ち直しに伴って同国向けの輸出が

回復し、全体を牽引し始めるだろう。当総研では、GDP統計(2次速報)発表後に経済見通しの改訂を行ったが、5月に示した「12年度:2.3%、13年度:1.9%」との成長率見通しに変更はない。とはいえ、潜在的な円高圧力、電力不足問題、さらには欧州債務問題等の行方や中国経済の先行きなど懸念も多く、先行き不透明感が強い点には留意が必要である(詳細は後掲の経済見通しを参照下さい)。

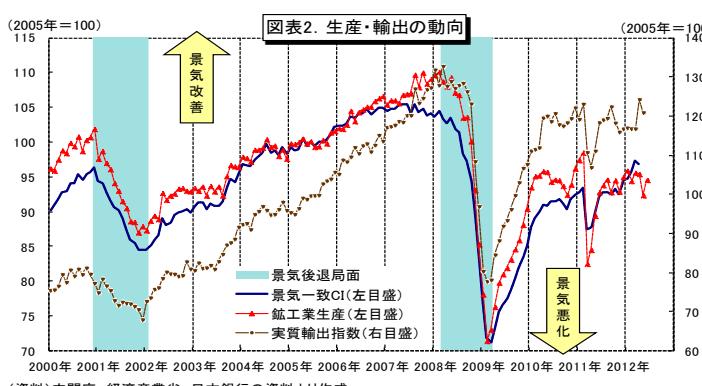
一方、物価動向に関しては、2月以降の全国消費者物価(除く生鮮食品、以下コアCPI)は小幅ながらも前年比プラスでの推移が続いている。この背景には、薄型テレビの新製品投入の効果が出ていると見られるが、最近では国際原油市況の調整などに伴って、石油製品も値下げに転じている。東京電力などによる電気料金値上げの影響が今後出てくる可能性はあるが、基本的にエネルギーや食料品を除くベース部分での下落傾向には歯止めがかかっているわけではない。1%の物価上昇、さらにデフレ脱却についてはまだ見通せる状況にはない。

金融政策の動向・見通し

日本銀行は6月14~15日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の現状維持(政策金利の誘導水準:0~0.1%)、

資産買入等基金(12年12月末までに65兆円、13年6月末までに70兆円、それぞれ積み上げる)を全員一致で決定した。

ギリシャのユーロ離脱に絡む思惑やスペインの銀行経営危機など、欧州債務危機が広がりを見せ、かつ中国経済の悪化懸念が浮上するなど、世



界経済の不透明感が強く、後述の通り、内外の金融資本市場には不穏な動きも見られたが、日銀は景気の現状判断を「緩やかに持ち直しつつある」と上方修正したほか、先行きについても「国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していく」との見方を踏襲している。

とはいって、「中長期的な物価安定の目途（以下、「目途」）」として提示した1%の物価上昇率を見通せる状況にはないことも変化が見られない。7月の決定会合では展望レポートの中間評価が行われるが、足元の国際商品市況の調整や円高圧力などを踏まえれば、物価見通しが下方修正される可能性も否定できない。

さらに、政府は消費税率引上げによる悪影響を緩和させるためにも「名目3%、実質2%」程度の成長率を目指す構えであり、それらがG20首脳会議においてわが国の政策コミットメントとして提示されていること等を踏まえると、今後とも日銀に対して緩和努力を求めていくであろうことは容易に想像される。その際には、これまでと同様、長期国債を中心に資産買入等基金を増額・拡充していくものと思われるが、足元（翌日物）の金利水準をさらに低下させるためにも、補完当座預金制度（超過準備に対する付利（現行0.1%））の撤廃や固定金利オペの適用利率（現行0.1%）の引下げなども検討する余地は十分ある。

なお、6月21日に、2名の欠員が生じていた日銀審議委員候補として政府が提示した木内登英氏と佐藤健裕氏の人

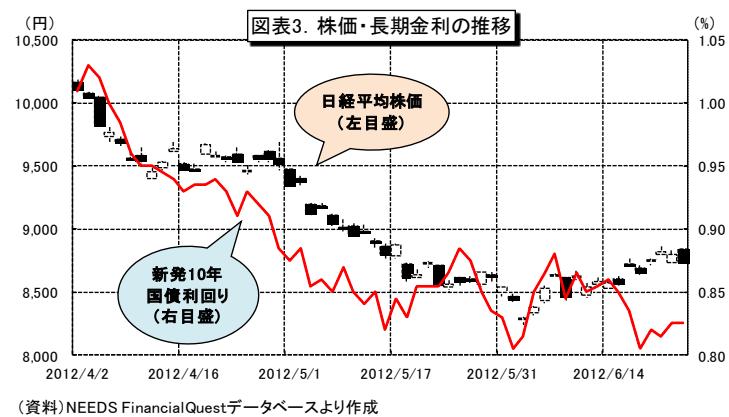
事案を国会が可決・承認した。両名ともマーケットエコノミストとして、これまで日銀に対して様々な工夫を求めてきたとされている。これにより、一段の緩和策に対する積極性が乏しかった日銀政策委員会にも何らかの変化が見られる可能性が高い。7月にも何らかの動きがあるものと予想する。

市場動向：現状・見通し・注目点

新年度入り直後は、世界経済の回復期待、さらに欧州債務危機の封じ込めなどもあり、内外の金融資本市場は安定的に推移していた。しかし、5月初旬のギリシャ総選挙後、同国のユーロ離脱の可能性が強く意識されたことから、世界的にリスク逃避的な行動が強まり、国内市場では株安・金利低下・円高の動きが強まった。

① 債券市場

1.0%台で12年度入りした長期金利（新発10年物国債利回り）であるが、その後は内外景気の鈍さや欧州債務危機の深刻化に伴う欧州債務危機の深刻化に伴う投資家のリスク回避的な行動が強まった結果、5月以降は0.8%台での展開となっている。莫大な累積財政赤字を抱え、消費税率を10%に引き上げたとしても国際公約として設定した20年度のプライ



マリーバランスの黒字化が疑わしいわが国財政に対する警戒感はそれなりに高いものの、相対的に見れば「まし」に見える、ということであろう。

先行きについては、復興事業の開始などによる景気浮揚や金融機関貸出の拡大への期待などにより、長期金利には一定の上昇圧力がかかると思われる。しかし、日銀による国債買入れ圧力、さらには1%の物価上昇を達成するために不可欠な追加緩和策に対する思惑などが、金利上昇を抑制する方向に働くだろう。高値警戒感も強く、一時的に大きな上下動がみられる場面も想定すべきだが、当面は総じて低水準での展開が続くものと予想する。

② 株式市場

世界経済への先行き期待感や日銀による事実上の物価安定目標の導入などもあり、12年度入り当初の日経平均株価は10,000円台であった。しかし、その後は欧州債務危機の再燃や米国経済の回復力の鈍さ、さらには中国経済の悪化懸念などを受けて、世界的にリスク回避的な動きが強まる中、株価は大きく調整した。特に5月のギリシャ総選挙後は、8,000円台前半まで下落している。その後、ギリシャのユーロ離脱の可能性が後退したことで、株価は持ち直したが、その動きは限定的である。

欧州債務問題の行方、潜在的な円高圧力や交易条件の悪化、さらには慢性的な電力不足問題やそのコスト負担など、下押し材料も多いが、先行き、復興需要の本格化に対する期待感から、企業業績は増益傾向を強める可能性は高い。当面は海外経済に対する思惑な

どに左右される面は大きいが、株式相場は徐々に回復していくだろう。

③ 外国為替市場

米サブプライム問題が表面化した07年後半以降、為替レートはほぼ一貫して円高が進行した。政策当局は、数度に渡って円売り介入と金融緩和をセットで実施するなど、様々な対応策を講じてきたが、欧州債務危機を受けて投資家はリスク回避的な行動を強めていったことから、11年度下期にかけて1ドル=70円台後半という歴史的な水準での円高が半ば定着する状況にあった。

その後、2月の日銀による量的緩和の強化などによって、円高圧力は一旦緩和、同時に欧米中央銀行の追加緩和期待が後退したこともあり、3月初旬にかけて1割程度の円高修正が実現した。しかし、日銀が追加緩和の弊害を指摘したこともあり、その後は緩和効果の息切れが始まり、かつ5月のギリシャ総選挙後の混迷の中で、為替レートは対米ドル、対ユーロとも、2月の緩和策決定以前の水準まで戻ってしまった。

先行きについては、世界経済の先行き不透明感が高い状況が続くと見られることから、当面、円高気味に推移すると予想する。

(2012.6.25現在)



情勢判断

国内経済金融

2012～13年度改訂経済見通し(2次QE後の改訂)

～実質成長率：12年度 2.3%、13年度 1.9%（修正なし）～

調査第二部

6月8日に発表された2012年1～3月期のGDP第2次速報（2次QE）を踏まえ、当総研は5月21日に公表した「2012～13年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

東日本大震災の発生によってわが国経済・産業は大打撃を受けたが、その後の急ピッチな復旧に伴い、11年夏までは持ち直しの動きが強まった。しかし、ほぼ同時期に世界経済の減速傾向が強まつたほか、歴史的な円高進行やタイでの大洪水被害などによって、輸出を取り巻く環境が大きく悪化し、生産活動が頭打ちで推移し始めた。また、政治混迷によって復興事業の開始が当初の想定よりもだいぶ後ズレしていた。一方、12年年初には世界経済への先行き懸念が多少払拭されたほか、日銀による事実上の物価安定目標の設定など、円高修正や株価回復も見られたほか、11年度第3次補正予算等で盛り込まれた復興事業が着手される動きも散見されつつあった。

こうした中で発表された1～3月期のGDP第1次速報（1次QE）では、実質成長率は前期比年率4.1%と、伸び率が大きく加速した。内容的には、タイ洪水被害の解消などで輸出持ち直しや民

間在庫の復元などが見られたほか、民間消費も底堅かった。さらに、公共投資も3四半期ぶりに増加するなど、復興事業の開始も確認された。一方、住宅・企業設備といった民間投資は減少に転じるなど、復興需要そのものの弱さも見て取れる内容であった。なお、今回発表された2次QEでは法人企業統計季報（1～3月期）での設備投資額の減少幅が1次QEほどではなかったこともあり、実質成長率は前期比4.5%へと上方修正された。

足元の景気情勢に目を転じると、相変

2012～13年度 日本経済見通し総括表

	単位	2011年度 (実績)	2012年度 (予測)	2013年度 (予測)
名目GDP	%	▲2.0	1.6	1.3
実質GDP	%	▲0.0	2.3	1.9
民間需要	%	0.6	3.0	2.1
民間最終消費支出	%	1.1	2.1	1.2
民間住宅	%	3.6	6.9	5.0
民間企業設備	%	0.9	2.9	4.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲0.4	0.3	0.1
公的需要	%	2.1	2.4	0.3
政府最終消費支出	%	1.8	0.6	0.5
公的固定資本形成	%	3.1	10.4	▲0.7
輸出	%	▲1.4	4.2	5.6
輸入	%	5.3	7.1	4.4
国内需要寄与度	%pt	1.0	2.8	1.6
民間需要寄与度	%pt	0.5	2.2	1.5
公的需要寄与度	%pt	0.5	0.6	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲1.0	▲0.3	0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	▲2.0	▲0.7	▲0.6
国内企業物価(前年比)	%	1.8	0.2	1.3
全国消費者物価(〃)	%	0.0	0.1	0.3
完全失業率	%	4.5	4.4	4.2
鉱工業生産(前年比)	%	▲1.2	4.1	4.9
経常収支(季節調整値)	兆円	7.9	9.4	12.9
名目GDP比率	%	1.7	2.0	2.7
為替レート	円/ドル	79.1	79.8	83.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.08
新券10年物国債利回り	%	1.06	1.01	1.26
通関輸入原油価格	ドル/バレル	114.0	111.3	120.0

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

完全失業率は被災3県を除くベース。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

わらず世界経済は軟調な推移を続けていく。特に、5月のギリシャ総選挙での連立与党敗北を契機に、ギリシャのユーロ離脱の可能性が取りざたされたほか、スペインの銀行危機などへの懸念が広がり、内外の金融資本市場では「質への逃避」的な行動が強まり、円高・株安傾向が再度強まった。また、減速を続ける中国経済についても、社会インフラ整備の再開や金融緩和への転換、さらには消費刺激策の発動などにもかからず、先行き悪化懸念が浮上しつつあるなど、新興国経済もまた不安を抱えた状況にある。こうした状況を受けて、設備投資も足踏み状態を続けている。先々の景気持ち直しへの期待感から、現時点での12年度計画は増加と回答する企業が多いが、今後の状況次第では様子見姿勢が再び強まることも十分ありうるだろう。一方、エコカー購入補助金の復活などで乗用車販売が高水準で推移するなど、民間消費は底堅く推移しているが、夏場には予算枠（3千億円）を使い切り、その後は反動減が出るものと予想されるなど、先行きは決して安泰ではない。

以下、当面の経済見通しについて述べていきたい。引き続き、国内景気の趨勢は輸出と復興需要に左右されることになるとみるのが妥当であろう。上述の通り、世界経済は先進国、新興国ともに低調な状況にある。このうち、財政問題などを抱える先進国は急回復は期待できない。一方の新興国に関しては、年後半には様々な景気刺激策が奏功して、景気底入れが実現するものと予想している。こうした動きに牽引されて、わが国の輸出環境も徐々に好転していくと思われる。さらに、復興需要については、12年度入り

後は次第に強まっていくと予想され、年度全体を通じて景気全体を刺激していくだろう。

以上の点などを総合的に判断した結果、2012、13年度の経済成長率をそれぞれ2.3%、1.9%とした。表面上、前回予測時からの修正はない（しかし、1~3月期分の上方修正によって11年度からのゲタが1.3ポイントへ上方修正されたことを考慮すれば、12年度は実質的に下方修正との解釈も可能である）。足元4~6月期については、1~3月期の高成長を牽引した要因（タイ洪水被害の解消、エコカー購入補助金の復活など）が小さくなることもあり、プラス成長は維持するものの、成長率の減速は不可避であろう（前期比年率1.1%）。その後、復興需要の本格化とともに景気押上げ効果が強まるほか、年度下期には輸出が底入れし、外需による景気の牽引が始まると予測する。とはいえ、震災復興期としては、通常の景気拡大期並みの成長率にとどまるなど、物足りなさは残るだろう。また、13年度については、公的部門の景気刺激効果は縮小する半面、民間需要や輸出の増勢が強まることから、2%前後の成長は維持するだろう。

物価面に関しては、春先まで高騰を続けた原油価格が調整局面入りしているが、過度の悲観論が払拭されれば、再び上昇に転じる可能性はあるだろう。それゆえ、今後ともエネルギー価格は上昇気味に推移する可能性は高いと見るが、大きく乖離している需給ギャップが解消する目途はついておらず、根強い物価下落圧力として残るだろう。消費者物価（全国、生鮮食品を除く）については12、13年度と小幅の上昇にとどまると予測する。

情勢判断

海外経済金融

回復の勢いが鈍化する米国経済

木村 俊文

要 旨

米国では6月に入り、雇用や消費、生産関連などで冴えない経済指標の発表が続いたことから、景気減速懸念が強まった。米政策当局（FRB）は、6月末で期限を迎える「ツイストオペ」を2012年末まで延長することを決定したほか、景気回復と雇用改善に向けて一段の措置を講じる用意があると表明し、追加緩和に含みを持たせた。当面は、量的緩和策第3弾（QE3）を温存したまま、様子を見ながらの政策運営となるだろう。

軟調な経済指標

最近発表された米国的主要な経済指標は、冴えない内容のものが目立ち、総じて回復の勢いが弱い状況を示している。

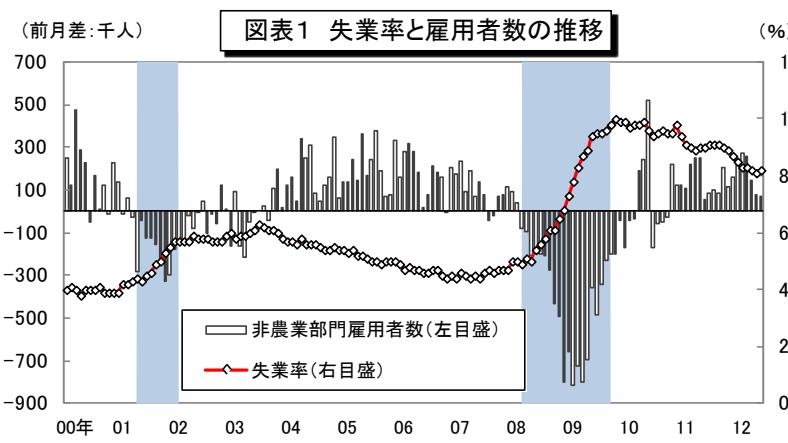
足元の動きを見ると、5月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差6.9万人増にとどまり、年初にかけて見られた3ヶ月連続20万人超増加の動きが継続的に鈍化し、製造・非製造業ともに低調な内容となった（図表1）。また、失業率は8.2%と11ヶ月ぶりに悪化した。ただし、失業率の上昇は、職探しをあきらめていた人たちが職を求めて労働市場に流入したことに伴う労働力人口の増加が主因であるため、状況を過度に悲観する必要はないと思われる。

さらに、6月16日までの新規失業保険

週間申請件数は38.7万件（4週移動平均）では38.6万件と4週連続の増加）と再び増加傾向を示しており、雇用改善の動きに一服感が見られる。

個人消費は、5月の小売売上高が前月比0.2%と2ヶ月連続で減少した。暖冬による押し上げ効果が見られた1~3ヶ月期とは違い、4~6月期は伸び鈍化の可能性が高まっている。ガソリン高は4月以来沈静化したものの、5月の民間企業時間当たり賃金が前年比1.4%と統計開始以来の最低水準になるなど、所得の伸び鈍化が消費を抑制していると考えられる。また、6月の消費者信頼感指数（ミシガン大学、速報値）は74.1と前月（79.3）から低下した。これまで改善傾向を示していた消費者センチメントは、株価が下落基調にあるなか、雇用や欧州情勢などの先行き不安が強まることから悪化した。

企業部門では、5月の鉱工業生産が前月比0.1%と2ヶ月ぶりのマイナスとなった。内訳をみると、電気・ガス等公益事業やコンピュータ関連の



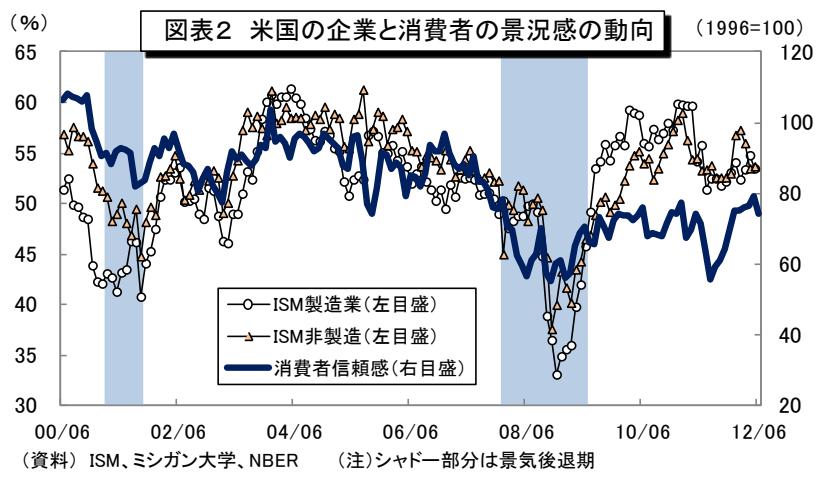
（資料）米労働省、NBER （注）シャドー部分は景気後退期

生産活動は底堅さを維持したものの、好調だった自動車関連が減少に転じるなど製造・非製造業ともに全般的に落ち込んだ。また、設備投資は、先行指標となる4月の耐久財受注(非国防資本財、除く航空機)が前月比1.9%と2ヶ月連続で減少し、世界的な景気減速や欧州情勢の先行き懸念などから投資態度が慎重化していると思われる。

企業の景況感を示す5月のISM指数は、製造業が53.5と前月(54.8)から低下した一方、非製造業は53.7と前月(53.5)から小幅上昇した(図表2)。いずれも景況判断の目安となる50を上回っているが、業況改善のテンポは極めて緩やかとなっている。なお、個別の指数を見ると、5月は製造・非製造業ともに雇用指数が低下しており、雇用統計と一致した動きを示している。

また、6月の連銀製造業景況指数は、ニューヨーク(8ヶ月連続プラスとなるも17.09→2.29と急悪化)が改善傾向を維持したものの、フィラデルフィア(2ヶ月連続のマイナス)は業況悪化を示すマイナス圏に落ち込んだため、製造業の活動が縮小する可能性が高い。

住宅関連では、5月の住宅着工件数(季調済・年率換算)が70.8万件と前月(74.4万件)を下回った一方、先行指標となる着工許可件数は前月比7.9%の78.0万件と08年9月以来の高水準で4ヶ月連続の70万件台となった。住宅価格の下落や口



ーン金利の一段の低下を受け消費者が住宅を取得しやすい状況にあり、今後も需要を下支えすると考えられる。

景気の先行きについては、緩やかな回復が続くと見込まれる。ただし、ギリシャ再選挙後も同国の財政再建をめぐる不透明感やスペインの金融不安など欧州債務問題の悪化懸念が根強く、この影響により下振れするリスクがある。また、2012年末から13年始にかけて複数の緊縮財政措置が同時に発動される、いわゆる「財政の崖」による景気失速懸念も広がっている。

ツイストオペは6ヶ月延長

こうしたなか、米連邦準備理事会(FRB)は、6月19~20日に開いた連邦公開市場委員会(FOMC)で、6月末で期限を迎える「ツイストオペ」を12年末まで延長することを決定した。このプログラムはFRBが保有する米国債の平均残存期間を長期化する措置であり、具体的には総額4,000億ドル(約32兆円)規模で残存期間6~30年の国債を購入し、同時に保有する3年以下を同額売却するものである。長期金利に低下圧力をかけることで一段と金融緩和を強化し、住宅市場の支援や設備投資の促進などを目指して、2011年10

月から実施してきた。FOMC では今回、12 年末までにさらに 2,670 億ドル（約 21 兆円）相当の保有証券の残存期間を長期化する方針を示した。

一方、政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は、08 年 12 月に事実上のゼロ金利となる 0.0～0.25% に引き下がられて以降、据え置かれているが、今回の FOMC でも現状維持が決定された。

今回の FOMC の声明文では、最近の景気判断を「緩やかに拡大している」と基本認識については据え置いたものの、「雇用の伸びが鈍化し、家計支出は幾分減速ペースとなった」と下方修正した。一方、インフレについては、「原油・ガソリン価格が下落したことを受け低下しており、長期的にもインフレは引き続き安定している」と警戒姿勢を緩めた。また、追加行動については、「景気回復と雇用改善に向けて一段の措置を講じる用意がある」との表現を新たに加え、注目される追加の量的緩和策第 3 弾（QE3）の可能性に含みを持たせた。

FRB は当面様子見か

バーナンキ議長は、FOMC 後の会見で、「労働市場の継続的な改善が確認できなければ、追加行動を取る準備を適切に行う」と声明した。その場合、FRB のバランスシートを使った「一段の資産購入が確実な検討策の一つになるだろう」との認識も示している。

そこで、今後の金融政策を展望してみると、米景気は回復力に弱さが残る一方

図表3 FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し(12年6月時点)

(各項目のカッコ内は12年4月時点) (%)

年 次 項 目	2012	2013	2014	長期
実質 GDP	1.9～2.4 (2.4～2.9)	2.2～2.8 (2.7～3.1)	3.0～3.5 (3.1～3.6)	2.3～2.5 (2.3～2.6)
失 業 率	8.0～8.2 (7.8～8.0)	7.5～8.0 (7.3～7.7)	7.0～7.7 (6.7～7.4)	5.2～6.0 (5.2～6.0)
P C E デフレーター	1.2～1.7 (1.9～2.0)	1.5～2.0 (1.6～2.0)	1.5～2.0 (1.7～2.0)	2.0 (2.0)
コア P C E デフレーター	1.7～2.0 (1.8～2.0)	1.6～2.0 (1.7～2.0)	1.6～2.0 (1.8～2.0)	未集計
FFレート 誘導水準	0.25 (0.25)	0.25～1.0 (0.25～1.0)	0.25～2.0 (0.25～2.5)	4.0～4.5 (4.0～4.5)

(資料)FRB資料より作成

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

でインフレ圧力が低下したことから、追加緩和の余地が広がったと言えるだろう。したがって、バーナンキ議長が指摘するように労働市場で下振れリスクが意識されるなど、今後の景気次第では QE3 実施の可能性が高いと予想される。

ただし、FRB は今回の決定でツイストオペを年末まで延長実施することにしたため、早期に QE3 を実行する可能性は低いと思われる。FRB は年末までの間、今後発表される経済指標を確認しながら、混乱した金融市場の行方や欧州債務危機の影響などを見極め、追加行動の必要性を判断することになるだろう。

成長率見通しを下方修正

FRB は FOMC 後に最新の経済見通しを発表した（図表3）。それによれば、FRB 理事と連銀総裁の 19 人（5 月に正式承認され今回から新たに元財務次官のジェローム・パウエル氏と前ハーバード大学教授のジェレミー・スタイン氏の 2 人がメンバー入り）による 12 年の実質 GDP 成長率（予想中心帯）は 1.9～2.4% と、前回 4 月時点の予想（2.4～2.9%）から引き下げた。

また、13 年の成長率についても 2.2～

2.8%と、前回予想(2.7~3.1%)から下方修正した。一方、12~13年の失業率は足元で悪化していることを踏まえて引き上げている。同様に足元で物価上昇が鈍化していることから12年のインフレ率は引き下げた。

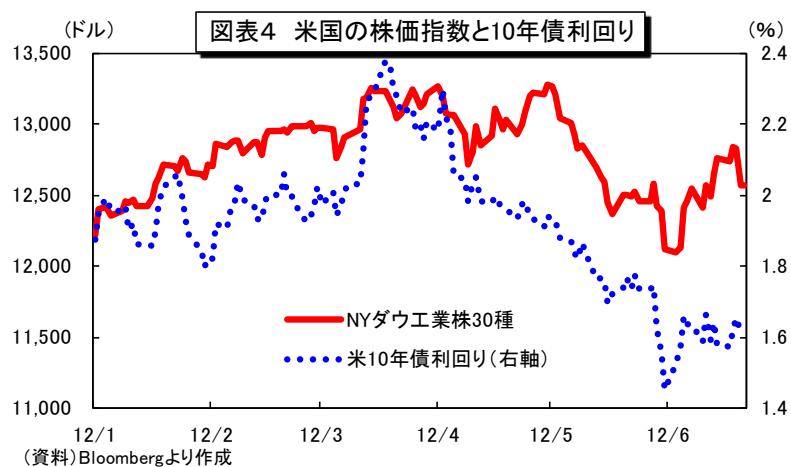
利上げ時期予想については、12年と13年が各3人、14年は7人と前回4月時点の予想と変わらなかったが、15年が6人と前回予想(4人)から2人(ただし新任理事かどうかは不明)増え、利上げ時期予想がやや先送りされた。

また、向こう3年間の年末時点の政策金利(FF金利)と長期的な金利誘導水準についての見通しでは、12年、13年はほぼ変わらないものの、14年については0.25%を予想するメンバーが前回予想比2人増えた。なお、長期的な金利誘導水準は4.0~4.5%(予想中心帶)と変更なかった。

米株は持ち直し、金利は低位

米国債市場では、6月にかけてスペインの金融財政不安やギリシャ政局の混乱などから欧州債務危機が悪化するとの懸念が強まったほか、5月の米雇用統計が予想外に弱い内容になるなど冴えない経済指標の発表が続いたことからリスク回避的な動きが強まり、米国債への需要が高まった。

米10年債利回りは、昨年9月に記録したこれまでの最低水準(1.718%)を下回り、雇用統計が発表された6月1日には



1.452%と過去最低水準を更新した。しかし、その後は、G7電話会議(5日)やECB理事会(6日)などで欧州問題に対する協調行動が確認され、欧州債務危機に対する過度の懸念が後退したことから1.6%台に上昇した。

なお、FOMC(19~20日)を前に米政策当局が追加緩和を打ち出すとの期待が高まったものの、実際にはツイストオペの増額と延長を決定したことでやや期待はずれとなり、1.6%を挟んでもみ合う場面もあった。先行きも米長期金利は、ツイストオペの継続実施に加え、スペインの金融財政不安など欧州情勢の先行き不透明感が払拭されないことから、低下圧力が強いまま推移すると思われる。

一方、株式市場も6月初旬にかけて急落し、6月4日のダウ工業株30種平均は1万2,101ドルと、5月1日に付けた4年4ヶ月ぶりの高値から約9%値を下げ、年初来安値を更新した。しかし、その後は急落の反動から自律反発し、1万2,500~2,800ドル台で推移している。米株式市場は持ち直しの動きが見られるが、一方で景気減速懸念が強まっており、当面は上値の重い展開が予想される。

(12.6.22現在)

情勢判断

海外経済金融

経済成長重視への転換はユーロ圏を救うか？

～決め手を欠き複合的な政策対応が必要に～

山口 勝義

要旨

欧州で急速に浮上してきている経済成長政策は、予算規模は限られ即効性は期待し難いなど、有効性の面で決め手を欠く。このため、あわせて財政悪化国への支援条件緩和等が必要になるとみられるが、財政統合へ向けた中長期的な工程の明確化も重要である。

はじめに：経済成長重視への転換

フランスでは、5月6日の大統領選挙決選投票でオランド候補が勝利し、ミッテラン大統領退任の1995年以来、17年ぶりの社会党の政権復帰となった。

今回の選挙の主な争点は、経済・雇用対策であった。緊縮財政と財政規律向上を堅持する現職のサルコジ陣営に対し、オランド陣営は経済成長と雇用拡大重視の政策を掲げた。例えば失業率は、5%以下に低下させるとした就任当時の公約にもかかわらず現在では10%台にまで上昇しているが、結局、こうした厳しいフランスの経済情勢がサルコジ前大統領の主要な敗因になったものと捉えられている。

オランド新大統領は、現在各国で批准手続き中の財政規律強化にかかる新条約へ経済成長促進条項を付加することを公約としている。これとの調整のため、欧州連合（EU）では、従来の財政改革や経済構造改革最重視の方針を修正し、雇用拡大を含め経済成長により大きな配慮を行う方向に急速に政策の舵を切りつつある。

経済成長への配慮は、2011年9月に示された国際通貨基金（IMF）の考え方沿ったものとも考えられる。この時、IMFは、市場の圧迫を受けている国では財政等の改革を進めることが最優先の課題である

が、財政に余裕がある国では、改革は中期的に実現を図り、短期的には経済成長にも配慮すべきとの考え方を示している。

その後EUでは、2011年12月に各国間の経済情勢や競争力の不均衡を評価する「マクロ経済不均衡手続」を導入し、2012年からは財政等の改革の進捗状況を相互監視する仕組みである「ヨーロピアン・セメスター」の仕組みを導入した。また、2012年1月のEU首脳会議では経済成長・雇用拡大へ向けた声明を発表した。さらに、5月23日のEU首脳会議では、政策金融の強化などが必要との認識で一致し、欧州投資銀行（EIB）によるインフラ整備や中小企業向け融資の拡充等を図る方針を確認したうえで、次回6月28・29日のEU首脳会議において具体的な経済成長・雇用拡大政策を取りまとめることとした。

以上に対し、5月18・19日に実施された主要8ヶ国（G8）首脳会議では、経済成長と雇用拡大は必要不可欠であり、欧州で継続中の議論を歓迎するとしている。

ユーロ圏では、改革疲れが顕著なギリシャでの経済の疲弊や支援ニーズが表面化したスペインでの経済停滞の深刻化も問題となっているが、以上の経済成長重視に向けた方向転換はユーロ圏の財政危機終息への大きな力になり得るのだろうか。

これまでのユーロ圏での経済成長政策

経済成長は、プライマリー・バランスの改善や、国債利回りを上回る経済成長率の維持により債務残高を削減すること^(注1)などを通じ、財政改革に大変重要な意味を持っている。また、財政の健全性は、通常、財政赤字や債務残高の国内総生産（GDP）対比の比率により測られることから、分母であるGDPを増加させる意味が大きいということにもなる。

ユーロ圏では、2009年10月のギリシャにおける財政問題の表面化以降、個別の財政悪化国への支援のほか、財政規律の強化、支援態勢・危機封じ込め策の構築、統一的なストレステスト等の銀行対策、各国間の財政面での協調策の検討など、様々な対策を講じてきた。しかしながら、経済成長については、財政改革や経済構造改革を通じて結果的に実現できるものとの立場を堅持してきている。

つまり、金融支援を行う側としては、被支援国の経済構造改革で、規制緩和等を通じ経済の活性化を図るとともに、短期間での厳しい財政改革で、財政の持続可能性を高めつつ、企業や家計の将来への期待により経済成長の底打ちを図るというアプローチを探ってきた。これは、例えば「現時点では財政支出が削減されても、財政状況が改善する数年後においては支出の回復が行なわれる」「現時点で増税がなされても、いずれ減税に転じる」などの将来に向けた期待により、緊縮財政の負の効果は軽減されるとする、いわゆる「財政政策の非ケインズ効果」を踏まえた政策であったと考えられる。

しかしながら、ギリシャ等の財政悪化国を取り巻く諸環境は、開放度合いの低い経済、競争力のある輸出産業に乏しい

産業構造、限られた金融緩和とのポリシーミックスの余地など、こうした「財政政策の非ケインズ効果」発現のためには適合的とは言い難いものであった。また、世界経済が依然サブプライム問題以降の景気回復過程にあったこと、また世界的な規模で財政健全化への取組みが求められたことで、経済成長を力強く牽引できる主体に乏しかった点も、同効果発現には困難な環境のひとつであった^(注2)。

このように、これまでユーロ圏では、改革を急ぐ一方で緊縮財政が景気に及ぼす負の影響を過小評価し、この結果、経済構造改革による景気刺激効果を確保する以前に景気後退を招き、またこれが財政改革を一層困難にするという悪循環に陥ってしまっている。

以上の推移に対し、今回、経済成長に對してより大きな配慮を行う方向に政策転換を図ろうとしているわけであるが、6月28・29日のEU首脳会議では、2012年1月のEU首脳会議の経済成長・雇用拡大へ向けた声明で示された以下の検討課題を中心とし、このほか、EU予算の柔軟な活用やインフラ投資を目的とした試行的なプロジェクト債の発行等を含め、具体策が協議されるものと考えられる。

<2012年1月に示された検討課題>

- 若年層の雇用拡大
- スキルのミスマッチ、地域のミスマッチに対する具体的な対策等
- 市場統合の完成
- 会計制度やeコマース等の標準化、著作権管理方法の改善、税制統合の検討等
- 中小企業に対する金融円滑化
- EIBの機能活用、ベンチャー・キャピタルの育成策の具体化、規制緩和等

決め手を欠く今回の経済成長政策

EUでは、域内の経済開発促進のために、2007年から2013年の期間を対象として総額約3,500億ユーロの予算が確保されている^(注3)。今回の議論では、実行条件の緩和などその柔軟な活用が議論の対象となるものとみられるが、同予算は経済情勢の地域間格差を是正することを目的に分配されており、個別国への単年度の分配額は大きなものではなく、また予算規模の拡大には強い抵抗がある。EIBの増資を通じた融資拡充も検討対象であるが、いずれにせよインフラ整備や技術開発、教育改革等の経済成長への効果発現までには時間を使し、政策の即効性には乏しい。

また、現在は、何より将来の不透明感の大きさにより投資や消費の手控え感が強い。このため、仮に減税策をとるにしても、将来に対する期待の好転には容易につながらず、その投資や消費促進効果は限られたものになると考えられる。

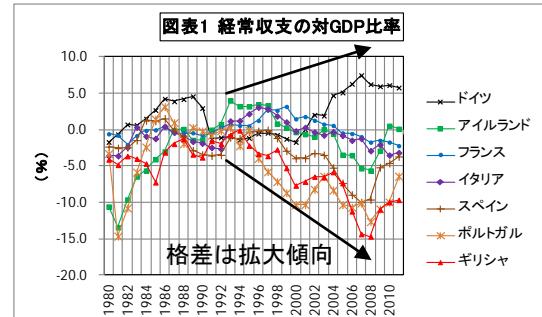
こうしたなか、政策のあり方について、既に見解の対立も現れ始めている。

イタリアのモンティ首相は、緊縮財政優先では経済成長の停滞を深刻化するし、財政支出も必ずしも排除すべきではないとするのに対し、今のところ、ドイツ、オーストリア等は、財政改革遂行の観点から新たな財政出動には反対する立場を維持している。

また、財政悪化国が賃金削減等によらずに相対的なコスト競争力を改善できるように、ドイツ等のコア国では物価上昇率や賃金の上昇を容認すべきであるとする見解がある^(注4)。これに対し、独ブンデスバンク（中央銀行）のバイトマン総裁やシュテッフェン独財務次官等からは、強く反対する考え方方が示されている^(注5)。

ユーロ圏では、緊縮財政が景気に及ぼす負の影響を過小評価したことで景気後退を招いてしまった事実は厳然として存在しており、何らかの対処は不可避となっている。しかしながら、以上のように現実には決め手となる経済成長政策には乏しく、これのみでは成長への復帰のための大きな力とはなりそうもない。

このため、結局は、経済成長対策に加え、経済構造改革の継続とともに、財政悪化国への金融支援の金利引下げや返済期限の延期等の条件緩和や、場合によっては財政改善目標の一部先延ばしを合わせて容認するなどの複合的な政策対応が必要になるものと考えられる。



(資料)IMF、World Economic Outlook(2012年4月)のデータから農中総研作成。

図表2 ユーロ圏の拡大		
年月	事項	導入国数
1999年1月	統一通貨ユーロ導入 (オーストリア、ベルギー、 フィンランド、フランス、ドイ ツ、アイルランド、イタリア、 ルクセンブルク、オランダ、 ポルトガル、スペイン)	11
2001年1月	ギリシャが参加	12
2002年1月	ユーロ流通開始	
2007年1月	スロベニアが参加	13
2008年1月	マルタ、キプロスが参加	15
2009年1月	スロバキアが参加	16
2011年1月	エストニアが参加	① 17
区分	国名	国数
導入候補国	ブルガリア、チェコ、ラトビ ア、リトアニア、ハンガリー、 ポーランド、ルーマニア、ス ウェーデン	② 8
非導入国	英國、デンマーク	③ 2
	EU加盟国数合計(①+②+③)	27

(資料)EUのホームページ等から農中総研作成。

おわりに：財政統合への工程明確化を

安定的な経済成長を維持するためには、経済の競争力を高めることが重要な前提条件となる。しかしながら、ユーロ圏各国の経常収支は拡散傾向にあり、その経済競争力格差は拡大している（図表1）。

現実に、ユーロ圏では加盟国を17ヶ国にまで増加させ、多様な経済情勢の国々を抱え込んでいる（図表2）。この結果、通貨と金融政策は統合の一方で財政政策は各国分権のもと、これらの国々で経済面の不均衡を生じ経済競争力格差が一層拡大する可能性が常に存在している。

このため、経済成長重視の視点からも、財政分権というユーロ圏の構造的問題への対応として、その統合へ向けた工程（具体的な手順や時間軸等）を明確化することが重要な政策課題であると考えられる。しかし、ユーロ圏ではこれまで共同債の導入や税制の共通化等の案が様々な局面で示されてはきたものの、その実現には国家主権移譲の困難さや財政規律を確保する態勢の未確立等が障害となり、議論は深まってはいない。この結果、財政統合は重要な中長期的課題であるとの認識はほぼ共有されつつも、それに向けた工程は公式の議論の対象とはされていない。

一方、財政統合は足元の危機の高まりとも関連している。政治的に不安定で改革の実行力が疑問視されるギリシャのユーロ圏離脱の可能性やスペイン等への問題の波及に関連し、財政分権を維持し財政問題の終息の見通しが立たないユーロ圏の持続可能性自体が問われつつある。

こうしたなか、6月のEU首脳会議では、経済成長・雇用拡大政策とともに、銀行行政の一体化（バンキング・ユニオン）も議論の対象となる見通しである。これ

は、銀行監督のほか、預金保険制度や銀行の破綻処理策についての集約化を意図するものであり、銀行の経営悪化に対してはユーロ圏各国が共同で費用を担う点で、財政統合へ向けた第一歩ともなり得るものである。

これに対し、債務の肩代わりやモラルハザードの懸念等から依然として慎重な姿勢を崩していないドイツに何らかの変化が生じるのかどうか、またユーロ圏の財政統合に向けた全体の道筋がいくらかでも明確化されるのかどうか、市場は動向を注視している。（2012年6月22現在）

（注1） 例えば European Commission “The Economic Adjustment Programme for Ireland”（2011年2月）では、債務残高の増減を次の式で示している。

$$\Delta d_t = pd_t + d_{t-1} \times \{ (i_t - y_t) / (1 + y_t) \} + sf_t$$

このうち d 、 pd 、 i 、 y 、 sf は、それぞれ、債務残高、プライマリーデフィシット、借入金利、GDP 成長率、ストックフローアジャストメント（会計手続の違いによる調整項目等）を、また t は当期、 $t-1$ は1期前の期を示す。

（注2） 山口「欧洲の緊縮財政に景気刺激効果はあるのか？～『財政政策の非ケインズ効果』と財政健全化～」『金融市場』（2010年11月号）を参照されたい。

（注3） いわゆる Structural Funds（European Regional Development Fund、European Social Fund）および Cohesion Fund。例えば、ギリシャに対する予算の分配額は200億ユーロとなっている。

（注4） 例えば、「ユーロ危機 専門家に聞く「独の物価高 南欧に恩恵」」『日経新聞』（2012年5月26日）を参照されたい。

（注5） 例えば、バーマン総裁は、5月10日、Süddeutsche 紙とのインタビューで、ユーロ圏全体として物価上昇率を2%を下回る水準に維持しようとする過程で、ドイツという個別国については場合によってはこの水準をやや上回ることもあり得るが、容認できるのはその範囲内のことであり、ブンデスバンクがより高い物価上昇率を容認すると捉えるのは非常識な見方であると発言している（“Daily Press Summary”、Open Europe（2012年5月11日）による）。

また、シュテッテン独財務次官は、5月31日、歐州委員会主催のコンファレンス、“Sources of Economic Growth”におけるパネルディスカッションで、「ドイツの賃金上昇を求める意見もあるが、経済競争力が強い国を弱くするというのは、本末転倒の奇妙なアプローチである。また、賃上げは労使交渉で決まるものであり、国が関与できるものでもない」と発言している。

情勢判断

海外経済金融

投資などの持ち直しで中国経済が底打ちの兆し

～3年ぶりの利下げ等で今後の景気回復を下支え～

王 雷軒

要旨

4月の景気落ち込みが大きいため、7月13日に発表予定の4～6月期GDPは前年比8%を割り込むだろう。一方、5月の経済統計によれば、個人消費は鈍化が続いているものの、固定資産投資と輸出の持ち直しから景気底打ちの兆しが見られる。今後、消費刺激策や利下げの効果が期待できるため、年後半にかけて緩やかな景気回復が見込まれる。

景気・物価動向：足元では、景気底打ちの兆しが出始めている

6月に公表された5月分の経済統計からは中国経済は依然として低空飛行が続いているものの、固定資産投資や輸出の持ち直しが見られるため、景気底打ちの兆しも出始めていると思われる。

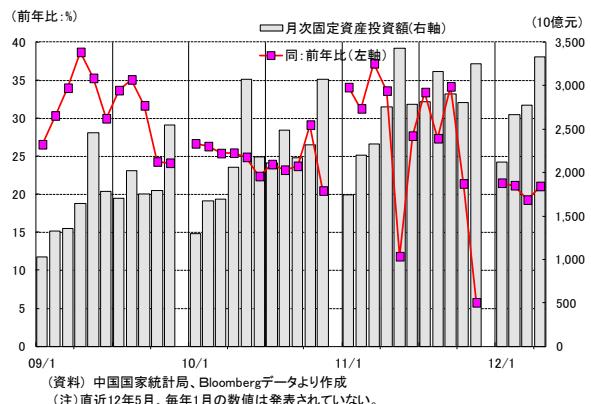
個人消費の代表的な指標である社会商品小売総額（実質ベース）の5月分は、前年同月比10.8%と4月（同10.7%）から伸び率は変わらずだった。国家統計局の季節調整済みの前月比では、3月1.21%、4月0.96%、5月0.84%と、景気の先行き不安に伴う消費者マインドの低下などで鈍化傾向となっている。

先行きについては、5月中旬に国務院がエアコンや冷蔵庫など省エネ家電製品を対象とした消費刺激策の実施を発表したことや、インフレ率の沈静化などを受けて個人消費は安定的に推移し始めるだろう。

一方、5月（単月）の固定資産投資（農家投資を含まず）は前年同月比21.0%と、4月（同19.2%）から持ち直した（図表1）。不動産開発投資は依然低調だが、下げ止まりの兆しも見られるほか、製造業の設備投資および水利・環境保護などのインフラ投資も底堅く推移したことが

背景にある。

図表1 中国の固定資産投資（農村家計を除く）の動向



先行きも国家発展改革委員会が投資プロジェクトの認可を加速している上、また保障性住宅（12年の新規着工計画数：700万戸）の建設、設備投資の底堅さなどにより、固定資産投資は緩やかに回復していくと想定される。

さらに、季節調整済みの輸出も、5月に前年同月比13.8%と4月の12.7%から持ち直しの動きを見せている。米国、東南アジア諸国連合（ASEAN）向けの輸出が好調さを維持しているほか、欧州向けの輸出は依然低調ながらもプラスに転じた。とはいえ、欧州経済の先行き不透明感が依然根強いことから、中国の輸出の本格的な回復に時間がかかるだろう。

一方、生産面から見ても、5月の鉱工業生産（付加価値ベース）は前年同月比

9.6%、4月（同9.3%）から小幅ながら持ち直しの動きが見られた。また、5月の社会全体の電力総使用量も前年同月比5.0%と4月（同3.6%）から上向くなど、景気底入れの兆しが見て取れる。

物価動向については、ガソリンとディーゼル価格の値下げ、さらには食料品価格などの伸び鈍化を受けて5月は前年比3.0%と4月（同3.4%）から一段と低下した。政府目標である4%を下回る状況となっており、約2年ぶりの低水準となった。こうしたインフレ圧力の後退も、後述する6月初に実施された利下げの要因の1つであると思われる。

金融情勢と今後の景気見通し

前述したように、国内景気が依然低空飛行を続けていることや、インフレ圧力の後退によって、6月8日に中国銀行（中央銀行）は3年半ぶりに政策金利の0.25%引下げを実施した。これにより、貸出基準金利（1年物）は6.56%から6.31%へ、預金基準金利（1年物）は3.50%から3.25%へ引下げられた。

利下げと同時に、金利の自由化に向けた動きもあった。中国銀行は、市中銀行の貸出金利の下限を、従来貸出基準金利の0.9倍から0.8倍に引下げ、預金金利の上限を預金基準金利から預金基準金利の1.1倍に引上げた。これにより、借り手が資金を借りやすくなり、預金者の利益にもつながると考えられる。一方で、銀行間の金利競争を引き起こし、預貸金利さやは縮小することになるだろう。

利下げの実施は、想定されていたことであり、企業の資金調達コストの軽減につながるため、今後の景気回復の下支えとなる。

また、5月には、マネーサプライ（M2）

図表2 中国のマネーサプライ（M2）と人民元建て新規融資額の推移



は前年比13.2%と4月（同12.8%）から小幅ながら拡大している（図表2）。さらに、5月の人民元建て新規融資額も0.79兆元と4月から増加した。こうした資金供給の増加は資金需給を緩和し、今後の景気回復にとって有益と見ている。

一方、住宅ローンの金利水準も引下げられたこともあり、不動産販売市場が活況を見せている。不動産価格の上昇懸念が依然として根強く、金融当局は再度利下げには慎重であることには変わりないだろう。ただし、金融機関の法定預金準備率は極めて高く、引下げ余地は十分にあるため、今後とも景気回復の動向を見極めながら数回にわたって引下げられる可能性が高いと見ている。

以上見てきたように、足元では景気に底打ちの兆しが既に出ていたといえ、4月の景気落ち込みが大きいため、4~6月期の実質GDP成長率は8%を割り込む可能性が高い。しかし、今年秋に開催予定の共産党大会を控え、中国政府は、低成長を放置できず、消費刺激策の発表や利下げなどで景気対策に本腰を入れていることから、年後半にかけて緩やかな景気回復が見込まれている。そのため、12年を通しては前年比8%台の成長になると予測。（12年6月22日現在）

情勢判断

今月の情勢～経済・金融の動向～

米国経済・金融

6月19～20日の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、08年12月から据え置く政策金利(史上最低の0～0.25%)を少なくとも14年遅くまで維持する方針とともに、11年10月から実施している長期国債を買入れる一方で同3年以下の国債を同額売却するという「オペレーション・ツイスト」の期限を6月末から今年末まで延長することとした。

経済指標をみると、5月の雇用統計は、失業率が8.2%と前月(8.1%)から悪化するとともに、非農業部門雇用者数も前月比6.9万人と事前予測(同:15.0万人)を下振れた。こうしたことから、米国経済に対する減速懸念が続いている。

国内経済・金融

4月27日の日銀金融政策決定会合では、政策金利の誘導目標(0～0.1%)を据え置く一方、金融資産等買入れを、合計65兆円程度から70兆円程度へと増額することを決めた。また、6月14～15日の同会合では、5月会合に引き続き同政策の維持を決定した。

経済指標をみると、機械受注(船舶・電力を除く民需)の4月分は、前月比5.7%と2ヶ月ぶりに増加したほか、4～6月期を通じての事前見通しでも、同2.5%と増加が見込まれている。一方で、4月の鉱工業生産指数(確報値)は、前月比0.2%と2ヶ月ぶりに低下した。製造工業生産予測調査によれば、5月は同3.2%と低下するものの、6月は2.4%と上昇が見込まれている。このように、回復の動きはまだ鈍い。

金利・株価・為替

長期金利(新発10年国債利回り)は、欧州債務問題や米国経済の先行き不安に対する懸念が拡大したことから低下傾向での推移が続き、6月上旬には一時約9年ぶりに0.8%割れとなった。17日のギリシャ再選挙の結果を受けて欧州懸念は一時後退したが、スペインの銀行問題が不安材料視され、6月下旬には再び0.8%台前半で推移している。

日経平均株価は、米国経済の先行き懸念の高まりや欧州債務危機の再燃を受けて続落し、6月上旬には一時8,200円台まで値を下げた。ただし、ギリシャ再選挙後に欧州懸念がいったん後退したとの見方から、6月下旬には8,800円台を回復している。

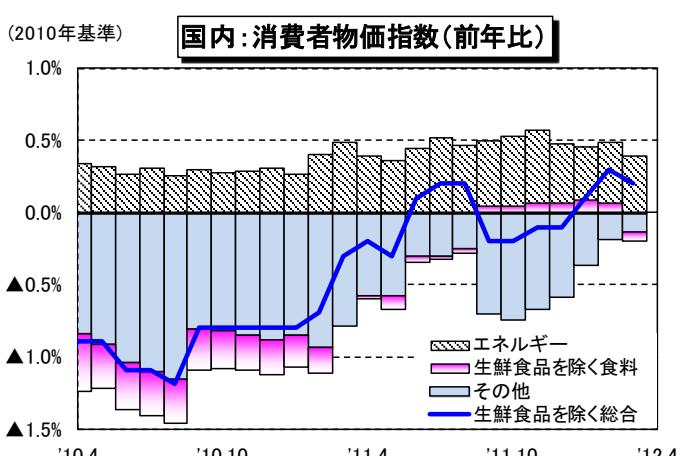
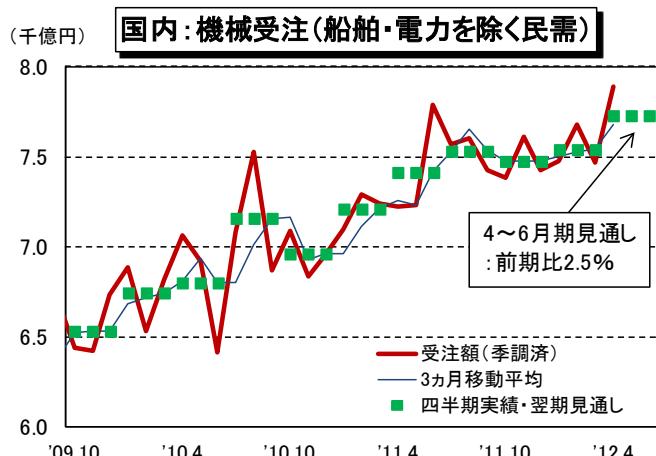
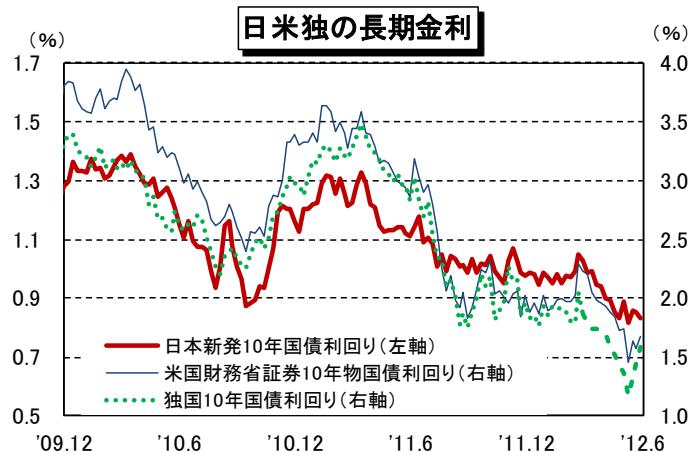
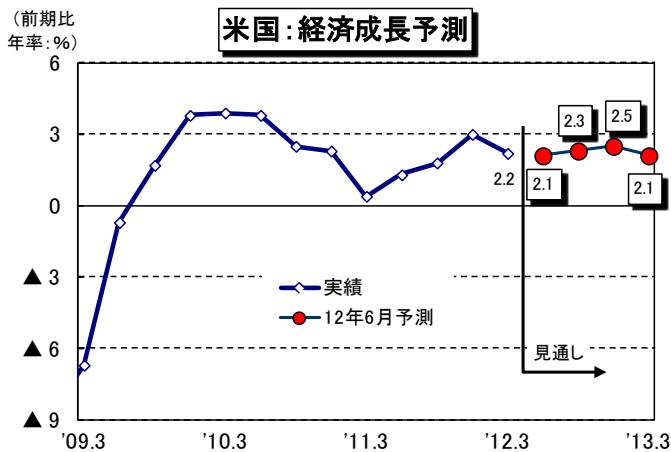
外国為替相場のドル円相場は、日銀の追加緩和の継続期待や米国経済の回復期待の高まりなどを受け、3月中旬には約11ヶ月ぶりに一時1ドル=84円台まで円安が進んだ。しかし、その後は米国経済指標の予想下振れなどから米国経済の減速感が高まり、5月中旬以降は1ドル=80円前後と円の高止まりが続いている。一方のユーロも、欧州債務危機の再燃により1ユーロ=100円割れでの推移が続くなど、弱含んでいる。

原油相場

原油相場(ニューヨーク原油先物・WTI期近)は、欧州債務危機などを背景とした世界経済の減速懸念によって石油需要が減退したことから、4月上旬以降は下落傾向で推移しており、6月下旬には1バレル=80ドル台を割り込んだ。

(2012.6.25現在)

内外の経済・金融グラフ



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

分析レポート

国内経済金融

「札割れ」が頻発する日本銀行の金融調節

南 武志

はじめに

日本銀行は、2010年10月に政策金利を0~0.1%へ誘導、時間軸の再設定、資産買入等基金の創設、から構成される「包括緩和策」を導入したが、その後も強まる円高・デフレ圧力や東日本大震災後の混乱を未然に防ぐために、の資産買入等基金の増額などを通じて金融緩和策を決定してきた（南（2011）などを参照）。さらに12年2月には「中長期的な物価安定の目途」を提示、当面は1%の物価上昇を目指した政策運営を行うことを明示するなど、運営スタンスを漸進的変更しつつある。

一方、最近ではオペの「札割れ」が頻発するなど、資金供給オペのあり方にも検討を要する事態となっている。

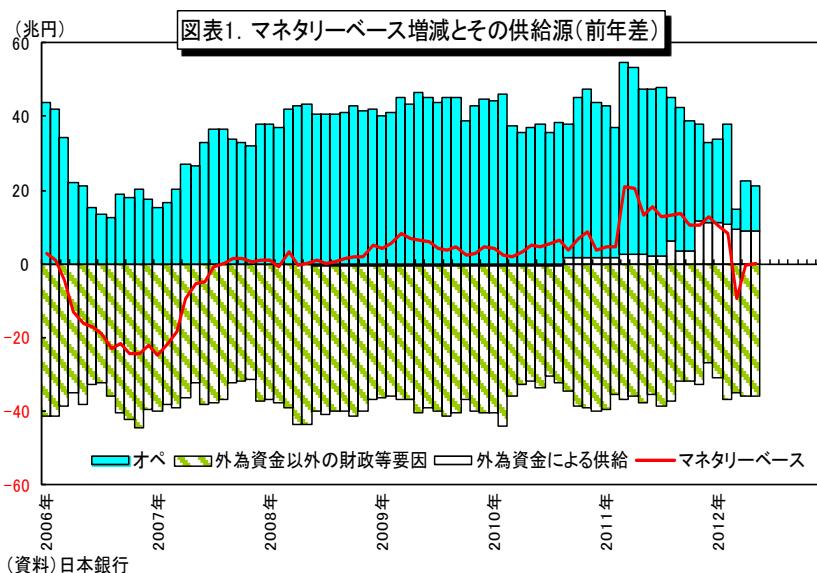
最近の資金供給オペ

以下では、日銀の公表する統計資料を用いて資金供給の現状について確認しよ

う。図表1は、「日銀当座預金残高増減要因と金融調節」という統計資料を、「マネタリーベース増減とその供給源」として組み替えたものであるが、急激な円高進行を受けて大規模な為替介入が行われた11年度下期以降、オペによる資金供給が大きく減額された様子が見て取れる（南（2012）でも指摘）。当時、日銀は介入資金を放置する「非不胎化介入」を匂わせたが、データを確認する限り、介入資金の存在を前提に、オペによる資金供給額を絞ったように見える。

次に、短期資金供給の残高を見てみよう。図表2は、短期の資金供給オペなどの残高について、従来からある短期資金供給オペ、資産買入等基金を通じたオペ（国債を除く）、その他（貸出を含む）に分けたものである。これらの残高の合計は約45兆円（12年5月末）であるが、前述の通り、資金供給オペが絞られているため、残高は徐々に減少する傾

向にある。ただし、資産買入等基金を通じた国債買入を含めると、約55兆円（同）となり、全体の資金供給が減少しているわけではない。これは冒頭でも触れたが、包括緩和策導入後の金融緩和策が国債買入を中心とする資産買入等基金の増額・拡充を



柱に実施してきたからである。

しかし、12年5月には、06年6月から手形買入オペに代わって導入された共通担保資金供給オペの残高がゼロとなった。その結果、従来型のオペ残高もゼロとなり、「資産買入等基金」を通じたオペや「その他」に移行された格好となっている。

日本銀行は、資産買入等基金に関して、あくまで「臨時の措置」として創設することを決定したはずだが、結局のところ、本来のオペが臨時のオペに移し替えられたことになる。

要するに、一見すれば緩和策を強化しているのだが、その裏側では従来のオペによる資金供給を減額・停止するといったことを同時進行させているといえる。

短期資金供給オペは札割れが頻発

冒頭でも触れたように、最近では資産買入等基金を通じた固定金利方式の共通担保資金供給オペ(以下、固定金利オペ)などにおいて、応札額が入札予定額に満たない、いわゆる「札割れ」が頻発している。日銀当座預金残高は6月20日には40兆円を超えるなど、金融機関の資金調達ニーズは乏しい状態となっている。

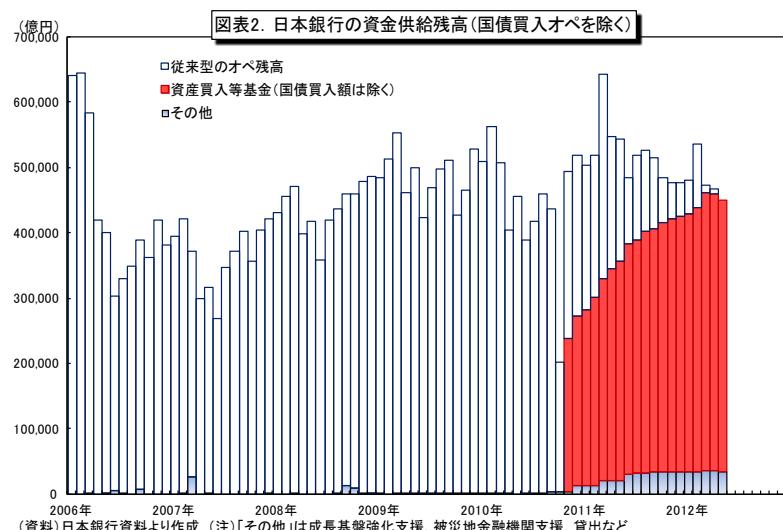
なお、固定金利オペ6ヶ月物はすでに5月以降、札割れが常態化しており、年越えの資金供給オペでさえも札割れが発生している。また、6月に入って3ヶ月物も札割れが発生している。さらに、資産買入基金を通じての国債買入オペについても残存期間「1~2年」については札割

れ現象が起きている。前述の通り、日銀は4月27日の金融政策決定会合において、国債買入額を10兆円増額し、かつ買入対象とする国債の残存期間も「1~2年」から「1~3年」へ長期化した(さらに、買入期限も13年6月末まで延長)。その結果、1回当たりの国債買入額は5千億円から7千億円へと拡大している。こうした緩和措置によって残存期間3年までの国債利回りは0.1%割れとなるなど、金融機関は深刻な運用難に陥っている。

14年度からの消費税増税が現実味を帯びつつある中、政府は日銀に対してデフレ脱却の達成を強く求めていることから、今後とも日銀は追加緩和の検討を余儀なくされるだろう。その際、資産買入基金での買入れ対象国債の年限延長も検討される可能性は高く、短~中期ゾーンの利回り低下を通じた長期金利の上昇抑制要因となるだろう。

参考文献

- 南武志(2011)「量的緩和政策解除後の金融政策運営と課題」、農林金融10月号
南武志(2012)「包括緩和政策下でのマネタリーベースの動き」、金融市場2月号



分析レポート

海外経済金融

中央・地方政府間の財政関係から見た中国の地方債務

王 雷軒

はじめに

昨今、上海や雲南省などの地方政府のプラットホーム（融資平台）では、債務不履行に陥るリスクがあるなど、地方政府の債務問題として注目を集めている（注1）。

政府の介入もあり、債務不履行が回避したが、多くの地方政府のプラットホームでは、金融機関からのつなぎ融資を受けており、かつ中央政府の対応も強化されていることもあり、当面の地方政府債務（注2）の不履行リスクは限定的であると思われる。

しかし、地方政府のプラットホームなどの債務返済負担はかなり重く、地方公共投資の足枷となり、実体経済に及ぼす影響がすでに出ていていると見られる。

なぜ、地方政府債務の規模がここまで拡大したのか。これは、単なる世界的金融危機に対応するための累積債務ではなく、地方政府の財政構造と深くかかわる問題である。

以下では、地方政府債務の現状を簡単にまとめたうえ、中国の財政制度や地方政府の財政構造から、この問題を分析してみることにする。

（注1）融資平台については、拙稿「景気対策で急増した地方政府の債務」『金融市場』10年7月号を参照のこと。

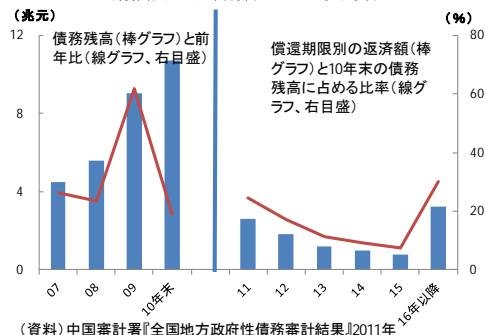
（注2）なお、地方政府債務は、地方政府が最終返済責任を負うもの、担保責任を負うもの、一定の支援責任を負う可能性のあるものに分類されている。また、ここでの地方政府は、省レベル、市レベル、県レベルを指すもので、

郷鎮政府が含まれていない。

債務返済負担の大きさ

まず、中国審計署が2011年6月に公表した地方政府債務の調査結果に基づき、地方政府債務の現状を簡単に確認しておこう。

図表1 地方政府債務残高(07~10年末)と償還期限別の返済額(11~16年以降)



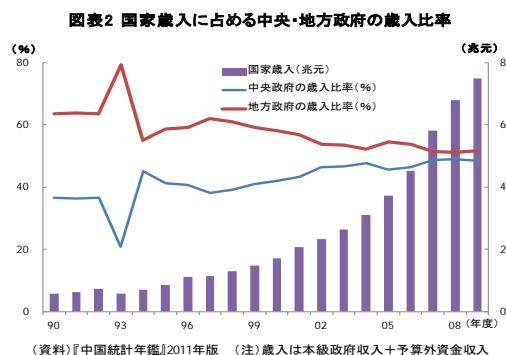
（資料）中国審計署『全国地方政府性債務審計結果』2011年

10年末の地方政府の債務残高が10.7兆元（約130兆円）に達し、この金額は10年度の名目GDPの26.9%、金融機関の貸出金残高の22.4%に相当する。ただし、審計署の調査対象には、数多くの郷鎮政府（10年末に40,905がある）の債務が含まれていないことから、これは実際の債務残高よりもかなり過小評価されている可能性がある。

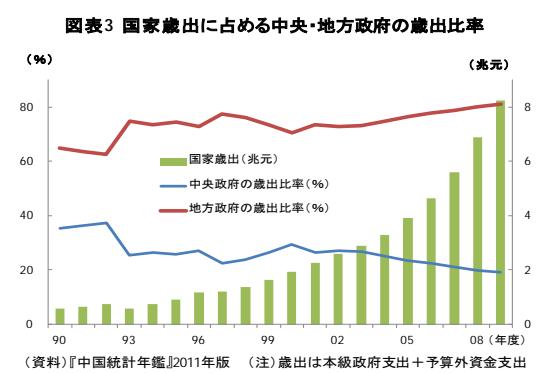
地方政府債務残高の伸び率を見ると、リーマンショック後の09年には前年比61.9%と最も高いことが見て取れる（図表1）。さらに、10年末の地方政府債務の償還期限別には、11年度の債務返済額が2.62兆元にも達した。この返済額は、地方政府の税収など歳入（中央政府からの移転支出金と還付金を含まない）の5割強に相当する。12年も1.8兆元を返済する必要があり、債務返済負担が大きい。

地方財政の構造的な問題

中国では、94年に財政改革が行われ、中央と地方政府の分税制を導入した。これにより、財政収入は、中央政府の財源となる「国税」・地方政府の財源となる「地方税」・中央・地方の共有財源に分けられた。



この分税制の下で、増增值税、営業税、企業所得税などの主要共有税目については、中央と地方がほぼ6対4の割合で税収を分けるようになった。そのため、94年以降、中央政府の歳入比率は増大基調にあり、90年の36.6%から、09年の48.4%までに達した。対照的に、地方政府の歳入比率は低下してきた(図表2)。



一方、近年、経済成長や社会安定を維持するための産業振興、インフラ建設、福利厚生、教育、医療など向けの支出が急増してきたこともあり、地方政府は国全体の財政支出の約8割を負担するようになった(図表3)。

確かに94年以降は中央財政から地方への移転金や還付金があるが、それらは現状、

地方政府の歳出増加に伴って非常に不足している。地方政府の財源不足に加えて、政府間の財政調整機能も十分に機能していないため、財政支出の増加と財源の不均衡によって、市・県・郷鎮(市町村)レベルの政府ほど財政の困窮度が高い。さらに、地方政府の債券発行が認められていなかったため、地方政府はやむをえず、プラットホームを通じて銀行などからの資金調達を行っており、今日の膨大な債務残高を抱えるようになった。

そうしたなか、リーマンショック後の世界的な金融・経済危機に対応するため、中央政府は、地方政府に十分な財源を与えない中で歳出の拡大を指示したこと、地方政府の債務残高は急増したと考えられる。言い換えると、地方政府債務の多くは、実質上中央政府の負担が転嫁された結果とも言える。

むろん、地方政府自身の問題もある。住民の意思が反映されないばかりか、チェック機能の不在で地方政府による過剰投資やいわゆる「箱物」偏重は多々存在している。地方政府の非効率性や経済成長一辺倒も債務増大の要因であることは言うまでもない。

むすびー地方財政の健全化へ

前述したように、今年も地方政府の債務返済の負担が大きく、経済成長を押し下げる圧力が増大している。中央政府は、地方政府債務の問題解決に向けて、一部の省レベルの地方政府に対して債券発行を認めることになった。

しかし、前述したような地方財政の構造的な問題に対して、最終的に中央・地方政府間の財政調整が不可欠となろう。また、予算の透明性向上などで地方政府の財政規律を強めていくことも必要であろう。

分析レポート

国内経済金融

再生可能エネルギー固定価格買取制度の概要と課題

安藤範親・寺林暁良

はじめに

12年7月から「電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法」(以下、「同法」とする)が施行されることとなった。

同法は、主に 太陽光、 風力、 水力、 電力、 バイオマスといった再生可能エネルギーによって発電した電力を対象に固定価格買取制度(FIT)を導入するもので、再生可能エネルギーの普及拡大が期待されている。

FITの概要

FITとは、個人や事業者が発電した電力を一定期間、決まった価格で電気事業者に買い取らせ、電力会社の発電コストより高い分の費用を「賦課金」として全契約者に負担させる制度である。

電力の買取価格を一定期間固定したことで、発電事業者は投資計画を立てやすいメリットがある。買取価格は半年または1年おきに見直されるが、普及が進むにつれて前回設定の買取価格よりも低く設定されるため、より買取価格が高い早期に導入するインセンティブが高まる仕組みになっている。こうしたことから、再生可能エネルギーの普及政策として、世界の多くの国で採用されている。

日本では、すでに太陽光発電の余剰電力分のFITが09年に導入されているが、同法では 太陽光発電以外の再生可能エネルギーも対象にしていること、全量買取制であること、太陽光発電の場合、

これまで対象とならなかった設備容量500kW以上の設備も対象となることなど、再生可能エネルギー普及に向けての意気込みが伝わる内容となっている。

また、同法には、電力使用量が平均の8倍を超える製造業の事業者に対しては、この賦課金を8割以上割引くとの規定もあり、大口電力使用者の負担は極力軽減されることになっている。

FITの成功のカギを握るのは、電力の買取価格と買取期間の設定である。同法では、買取価格と買取期間は、再生可能エネルギー事業の費用や1設備あたりの平均的な発電量を基礎とし、再生可能エネルギーの普及状況や適正な利潤、これまでの事例、を勘案して決定すると定められている。

これに基づき、学識者等からなる調達価格等算定委員会は、再生可能エネルギーの設備投資に対する税引前IRR(内部収益率)を重視しながら、買取価格等を図表1のとおり提案し、経済産業大臣が今年度分としてこれを決定した。

図表1 FITにおける買取区分・価格・期間・IRR一覧表

電源	買取区分	買取価格(1kWh当たり、税込)	買取期間	IRR(税引前)
太陽光	10kW以上	42.00円	20年	6.0%
	10kW未満	42.00円		3.2%
風力	20kW以上	23.10円	20年	8.0%
	20kW未満	57.75円		1.8%
中小水力	1,000kW~3万kW未満	25.20円	20年	7.0%
	200kW~1,000kW未満	30.45円		
	200kW未満	35.70円		
地熱	1.5万kW以上	27.30円	15年	13.0%
	1.5万kW未満	42.00円		
バイオマス	メタン発酵ガス化	40.95円	20年	1.0%
	未利用木材	33.60円		8.0%
	一般木材	25.20円		
	リサイクル木材	13.65円		
	廃棄物系	17.85円		
				4.0%

(資料)経済産業省告示より作成

最初の3年間は普及に弾みをつけるために、発電事業者の利益を特別に配慮し、IRRは高めの設定にされることになっている。その結果、計画通りに発電できればほぼ確実に利益が出るため、再生可能エネルギーの普及拡大が期待されている。以下では、設備区分別に再生可能エネルギーの現状とFIT導入による課題についてまとめた。

太陽光発電

FITを先駆けて導入した欧州などでは、再生可能エネルギーのなかでも特に太陽光発電の導入量が急速に進んでいる。その理由としては、大規模なものでも計画から稼働までの期間が約1年と、他の再生可能エネルギーよりも開発が容易なことや、中国メーカーの生産増強による太陽電池価格の急落などがある。

日本でも、09年に住宅用の余剰電力を買取るFIT導入と共に、住宅用太陽光発電導入補助金を再開したことにより、設置件数が急速に伸びた。太陽光発電協会より住宅向け太陽電池の出荷量を見ると、FIT導入前までは20万kW前後で推移していたが、09年度は54万kW、10年度は86万kW、11年度は120万kWと伸びが拡大している。その結果、日本の太陽電池の出荷量は、02年度から11年度末時点の合計で住宅用が約400万kW、非住宅用が約80万kWとなっている。

7月から新たに始まるFITでも、住宅用に関しては全量買取ではなく、09年導入のFITと同様に余剰買取であり、価格に変更はない。現在の補助金額も国と地方合わせて7万円/kW前後と大きな変更がないことを考慮すると、導入量は引き続き増加すると見込まれる。

ただし、課題も多い。IRRが高めに設定されたことで、欧州などと同様に大規模設備の設置も進むことが想定されるが、急速に普及した後は買取価格の引下げによって導入が減少するため、設置工事者などの雇用増は一時的なものにとどまるだろう。

また、欧州などでは、中国メーカーの量産効果による価格下落で急速に普及した結果、自国内メーカーが打撃を受け倒産が相次いだ。既に太陽光発電地の価格下落余地は限られており、日本のメーカーが同じように打撃を受ける可能性は低いものの、日本の太陽光の産業の振興には役立たない。

風力

11年度末時点での導入量(10kW以上)は、日本風力発電協会によると1,840基、出力約252万kW、422発電所と、ここ数年は年間20万kW前後の伸びとなっている。増加傾向にあるものの、陸上風力の導入可能量は約5,905万kW(各電力会社の設備容量を上限とした場合)、洋上風力が約11,612kW(同)と導入可能量が多い割には大規模な開発は進んでいない。

その理由としては、落雷や台風など日本特有の厳しい自然環境があること、また、島国であるため風力発電設備の設置に適した平たん地が少なく、山岳地帯や洋上などは費用が嵩むこと、電力網が風況の良い末端ほど弱く、不安定な風況による出力変動に対応できず導入可能量が制約されること、さらに環境影響や景観、騒音規制など各種規制に対する許認可取得に時間がかかるといった課題がある。

洋上やさまざまな環境条件に適合するための技術開発、さらに電力系統の強化

といった課題を乗り越える必要があり、FIT 導入による価格メリットだけでは普及拡大は難しいだろう。

一方で 10kW 未満の小型の風力発電機は、以上の課題に該当せず、風況が良好な農場や公園の街灯などで利用が進む可能性があるだろう。

中小水力

資源エネルギー庁によると、04 年の包蔵水力（発電水力調査により明らかになった技術的・経済的に利用可能な水力エネルギー量、出力 100kW 以上）のうち、一般水力（ダムなどにくみ上げた水で発電する揚水式以外の水力）は、全国に工事中のものも含めて 1,920 地点が存在し、その出力の合計は約 2,260 万 kW に上る。一方で、未開発地点は 2,713 地点あり、出力合計は約 1,213 万 kW、その多くの 2,304 地点が出力 1,000～30,000kW となっている。

1,000kW 未満の未開発地点については、採算性の理由からその多くが把握されていなかったが、温暖化問題への対応の観点から、既設構造物（ダムや農業用水路、上下水道）における遊休落差や余剰水圧を利用した包蔵水力が 08 年の調査で把握されている。この包蔵水力は、既開発が 23 地点、586kW、未開発が 1,389 地点、約 33 万 kW が確認されている。

既設水力の多くは、スケールメリットから大規模設備を中心に開発が進んできた。そのため未開発地点の多くは中小水力となっている。

これまでに、中小水力の普及促進のための取組みとして、資源エネルギー庁は小水力資源有効活用技術開発調査により、低コストで簡敏な発電システムを構築す

るためのマニュアルを作成、国道交通省は、許可申請ガイドブックの作成や河川法申請書類の一部簡素化を行っている。

また、03 年 4 月に始まった電気事業者に一定量以上の再生可能エネルギー等による電気の購入を義務付けた RPS 法では、1,000kW 以下が同法の対象となり、11 年 3 月末で、492 地点、約 20 万 kW の水力発電所が認定されている。

今後は、FIT の導入で今まで採算ラインに乗らなかった地点が開発されると予想されるが、未開発地点の多くが山間部にあることから、電力を系統連携するための運用・維持管理コストなどの問題が残るだろう。

地熱

地熱発電は、資源エネルギー庁によると東北・九州地方の温泉地帯を中心に事業用 13 発電所、自家用 5 発電所の計 18 箇所に存在する。それらの認可出力の合計は約 54 万 kW である。

地熱発電が導入可能な地域は、建設が規制されている国立・国定公園内に多く、また温泉地への影響懸念などから、その数は限られてきた。震災後は、地熱開発の規制緩和が検討対象となり、12 年 3 月には、国立・国定公園内での設置が容認された。とはいえ、大規模な発電については、景観や自然環境保護の観点から、発電所の設置可能な場所が限定されること、また、資源量調査や環境影響評価、地元調整、建設など、計画から稼働までに 10 年前後必要となることから、現行の FIT を前提とした計画を立てることができない。

一方、小規模地熱発電としては、水枯れの心配が少なく既存温泉が利用可能な

タイプがあり普及が見込まれる。

バイオマス

バイオマスエネルギーとは、木材や農業残渣、家畜糞尿や食品廃棄物など、化石資源を除くさまざまな有機資源のうち、エネルギー源として利用可能なものを指す。RPS 法におけるバイオマス発電の認定設備総発電出力は、12 年 3 月末時点では 2,007 万 kW あり、この出力に使用燃料のバイオマス熱量比率を乗じた出力は約 231 万 kW となっている（石炭火力発電へのバイオマス混焼や清掃工場などでは、バイオマス以外のものも燃やすため）。

また、その利用実態は、廃棄物資源であるパルプ工程から発生する黒液や廃材による熱供給が大半を占める。バイオマスエネルギー源の多くは発電よりも熱利用の効率が高いことや、その他の農林水産畜系、食品廃棄物に関しては未だ発展途上にあることも理由にある。

特に、農林水産業などの一次産業系資源は、地域広範囲に分散しかつその形態が多様であること、また、それらを輸送、加工、処理する必要があり、その他の再生可能エネルギーと比べてコスト高となる問題もある。

そのため単独のエネルギー産業として成り立つことが難しく、地域産業としての発展が不可欠となる。農林水産省をはじめとした関係府省では、02 年 12 月に「バイオマス・ニッポン総合戦略」を定め、市町村が中心となって地域のバイオマス利活用の全体プランを作成し、その実現に取り組むための施策を推進した。しかし、11 年 2 月の総務省による同政策の評価では、国の補助により整備された設備の稼働が低調なものが多いなど、期

待される効果を発現しているものは皆無であること、また、目標の算定や達成度把握が不十分であることなどから、改善勧告が行われている。引き続きバイオマスエネルギーの普及拡大には、地域連携が課題となるだろう。

おわりに

以上から、FIT 導入により太陽光発電は総設置数・総設備容量ともに拡大すると見込まれるが、それ以外の再生可能エネルギー源は、小規模設備の設置増にとどまり、総設備容量の伸びは抑えられるだろう。それは、地理的要因による自然資源の偏在、技術的な壁、環境影響評価や地元調整に必要な年数、出力変動に弱い電力系統などの影響が大きい。

今後は、太陽光発電の普及により、その後の設置減に伴う雇用への影響や、将来の設備更新に伴うリサイクル問題への対応が必要となるだろう。

また、FIT は必需品である電力に対して付加的な料金を上乗せするため、逆進性の問題が指摘される。初年度の標準家庭の負担水準は、全国平均で 87 円/月と想定されているが、次年度以降分はさらにこの水準に上乗せされる。導入が高位に進んだ場合、26 年には 533 円/月となると想定されている。さらに今年 10 月からは地球温暖化対策税が導入され、電気料金は上昇する。太陽電池を設置可能な所得水準の高い人が優遇され、太陽電池を設置できない低額所得者ほど電気代が増す同制度に対しては、徐々に批判が強まるだろう。エネルギー源が太陽光に偏る問題や逆進性への対応がこれから課題である。

連 載

経済金融用語の基礎知識 <第15回>

市場の緊張を表す恐怖指数「VIX」

安藤 範親

ボラティリティを表す VIX

近年、欧州債務問題の深刻化などで国際金融市場の緊張感が高まる度に、日米欧等の世界主要国の株価指数は、大きく振幅している。こうした株価などの変動の度合いはボラティリティ（価格変動の差）で表される。特に、オプション取引（株式などの商品を将来の一定期日に、特定の価格で買うまたは売る権利の売買）の参加者が予測するボラティリティを表した指数は、先行き不安やリスク回避姿勢が強まったときに激しく変動する傾向にあり、「恐怖指数」と呼ばれている。このボラティリティ指数の考え方や同指数に基づく金融商品は、80年代後半に提案された。中でも、デューク大学のRobert E. Whaley教授が開発し、93年にCBOE（シカゴ・オプション取引所）が公表した米国株価のインプライドボラティリティを示す指標の一つであるVIX（Volatility Index）は注目度が高い。VIXは、当初はS&P100を対象とするオプション取引の値動きに基づいていたが、10年目の03年に改良され、ボラティリティの対象がS&P100からS&P500に変更されている。また、VIXは、パーセンテージ・ポイントで示され、その値は、オプション取引の値動きから先行き1ヶ月のS&P500の変動を予想している。例えば、VIXが15だとした場合、年率平均変動率が15%であることを表しているが、これを1/12乗して月次平均変動率を求めると、S&P500の先行き1ヶ月間は、約3分の2の確率（1標準偏差）で、上

下に4.33%の範囲で変動することを表す。

VIXの推移

VIXは通常、10から20の間で推移することが多いが、先行き不安が生じた場合、数値が大きく上昇する特徴がある。近年のVIXとS&P500の推移をみると（図表1）08年夏のリーマン・ショックで過去最高値の80.06を記録、10年5月のギリシャ危機や11年8月の米国債初の格下げに伴う株安局面の際などに、急激な上昇を示していたことがわかる。

また、今年6月17日のギリシャ再選挙前日には24.49と、昨年12月以来の高水準となった。しかし、ユーロ圏離脱という危機が現実となつた際に想定される被害の割に値はそれほど高くなく、長期化する欧州債務問題に対して、株価の調整が進んでいることを表していると思われる。このようにVIXは米国のみならず他の主要国の株式市場における投資家の不安心理も表わしている。

金融商品としては、S&P500VIX短期先物指数に連動するETFがあり、以上のような市場の大きな変動をヘッジする手段として活用されている。

図表1 VIXとS&P500 Index



（資料）Bloombergより農中総研作成

連 載

新興国ウォッチ！ <第2回>

為替制度(2)：カレンシー・ボード制の特徴と理論

多田 忠義

カレンシー・ボード制の特徴

カレンシー・ボード制は固定相場制の一形態で、他の安定した通貨（アンカーレンジ、基準通貨と呼ばれ、米ドルなどが該当）との交換レートを固定し、自国通貨と基準通貨との間で常に無制限の兌換を保証する制度である（西嶋 2003）。カレンシー・ボード制は裁量的な金融政策や「最後の貸し手」などの中央銀行機能をもたず、財政赤字のファイナンスにも応じない。通貨発行残高は基準通貨残高の範囲内に制約される（図表1）。外貨準備の積み増しなしにマネー・サプライの拡張を行う可能性がないこと、また、固定為替レートで自国通貨と基準通貨との完全な兌換が法的に保証されていることが、自国通貨の信認を高めている。

「トリレンマ」とカレンシー・ボード制

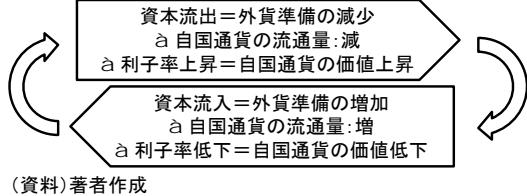
国際マクロ経済における「トリレンマ」とは、金融政策の自由、資本取引の自由、為替相場の安定化、の三つの政策目標をすべて同時に達成することはできない、という考え方を指す。この考え方をカレ

図表1 カレンシー・ボード制における通貨発行量と外貨準備



(資料)著者作成

図表2 カレンシー・ボード制における通貨アタック抑制機能



(資料)著者作成

ンシー・ボード制に照らし合わせると、自由な金融政策を放棄し、資本取引の自由、為替相場の安定化を目指すこととなる。換言すれば、この制度は金融政策を基準通貨国にゆだねるということである。

カレンシー・ボード制の理論

理論的には、カレンシー・ボード制を採用することで、ヘッジファンド等からの通貨攻撃に対して抵抗力がある、インフレ加速への抑制効果がある、成長率などのマクロ・パフォーマンスが良好である、と一般に指摘されている（西嶋 2003）。を実現する仕組みを簡便にしたもののが図表2である。仮に資本が流出した場合、外貨準備が減少し、外貨準備高に裏付けられている国内通貨供給量も減少する。結果、国内通貨の利子率は上昇し、内外利子差が生じる。この差によって、資本が再び流入する構造である。

は、固定為替レートにより、貿易財価格が世界価格に一致させられ、少なくとも貿易財のインフレ率は世界のインフレ率にまで低下するためである。

は実際のところ、政策や貿易実態などによってその具体的なあり方は様々である。そこで次回は、実際にカレンシー・ボード制を採用した国を例に挙げ、この制度の理解を深めていきたい。（続く）

参考文献

西嶋章次（2003）「アルゼンチンのカレンシー・ボード制と通貨危機」177-203. 三尾寿幸編『金融政策レジームと通貨危機』研究双書、アジア経済研究所.

海外の話題

8年ぶりのNY

農林中央金庫 ニューヨーク支店長 萩原 忠行

自分自身にとって2度目となる8年ぶりのNY勤務が4月から始まった。前回勤務したのは2000年から2004年にかけてであり、NYに着任するとITブームによる好況から人々の表情が明るく、ガソリンスタンドでセルフでの給油方法がわからず困っていると、見知らぬ人が親切に教えてくれる等、それまでのイメージと全く違った米国があった。しかし、その後のITバブルの崩壊、2001年9月11日の同時多発テロの発生、エンロン・ワールドコムに端を発する不正会計問題、2003年のイラク戦争を経て、米国当局の対応や人々の意識は大きく変わっていった。

仕事の面では、9.11の時にテロの恐怖を感じながらオフィスで業務を続けたことや、2003年8月14日の米国北東部大停電ではマンハッタンへの送電がなくなり、電車が動かないため自宅へ帰宅することができず、真っ暗なグランドセントラル駅で一晩を過ごし、翌日そのまま支店へ向かい、電気がない中で業務継続を行ったBCP体験が今でも忘れられない。

今回着任してみると、9.11の後に「グラウンド・ゼロ」と呼ばれた世界貿易センタービルの跡地には、「ワールドセンター（通称フリーダムタワー）」が建設中であり、4月30日にエンパイアステートビルを抜いてニューヨークで最も高いビルとなった。約1年半後の完成時には全米で1番、世界で3番目に高いビルとなる。

また、2003年2月1日に発生したスペースシャトル「コロンビア」の事故は大きなニュースとなつたが、そのスペースシャトルも昨年の飛行で現役を引退し、ワシントンのスミソニアン航空宇宙博物館に「ディスカバリー」、NYのインテリッピッド海洋航空宇宙博物館に試験機であった「エンタープライズ」、フロリダのケネディ宇宙センターに「アトランティス」、ロサンゼルスのカリフォルニア科学センターに「エンデバー」がそれぞれ展示されることとなつた。航空機の背に載ったスペースシャトルがNYへ輸送される映像は、テレビニュースでも大きく取り上げられた。

経済面での最近の大きな話題は、「シェールガス」革命である。自動車社会の米国では、最近のガソリン価格の高騰は家計を圧迫しているが、一方で、「シェールガス」の生産増加が天然ガス等の他のエネルギー価格を低下させ、市民の家計負担を和らげている。低金利の間に燃費の良い自動車に買い替える動きも出ており、自動車販売が増加している。米国では高い出生率と移民政策によって2050年頃まで生産年齢人口の増加が見込まれており、「シェールガス」革命によるエネルギーコストの低下は、製造業の国内回帰をもたらしている。18～19世紀のイギリスの産業革命では主要なエネルギー源が木炭から石炭に代わり、20世紀には石炭が石油に代わることによって世界経済は大きく発展したが、21世紀は石油がシェールガスを中心とした天然ガスに代わることが予想されている。このことが、米国経済の本格的な復活につながるとの見方が強いが、本当に復活を果たしていくこととなるのか、この2度目の駐在機会によく見ていきたいと考えている。

(2012年6月7日)